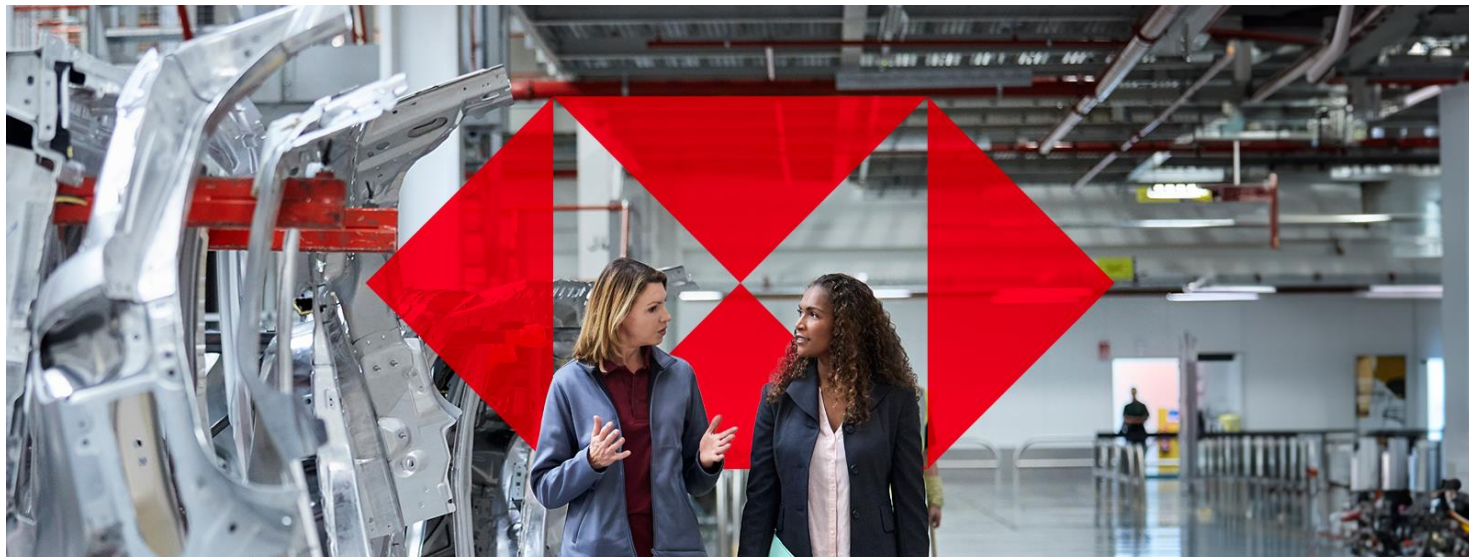


滙豐每月專訊

聯儲局減息之際，現金轉向債券

2025 年 9 月



要點

- ◆ 美國就業數據遜於預期，加上實質政策利率高企，以及聯儲局主席鮑威爾在傑克遜霍爾年會(Jackson Hole)的言論，進一步強化市場對 9 月重啟減息的預期。投資者或將現金轉向債市，以鎖定較高收益率。股債相關性下降，意味著優質債券更能發揮分散風險的作用，對沖股市的波動性。因此，我們上調環球及美國投資級別債券的觀點至看好。
- ◆ 在美國，儘管經濟稍為放緩、關稅推動的商品通脹及股市估值偏高構成逆風，但減息、人工智能帶動的創新，以及減稅與放寬監管等政策，將成為股市的推動力。我們維持看好環球股市，偏好美國及亞洲市場，並透過多元資產策略在不同地區及行業分散配置。
- ◆ 除了美國徵收50%的高關稅率外，印度亦面對短期的週期性挑戰，導致企業盈利勢頭放緩及外資持續流出。我們下調對印度股市的觀點至中性，並看好中國及新加坡市場。中國方面，政策支持人工智能的應用與內需，並重新聚焦產能過剩問題，帶動市場情緒回暖；至於新加坡市場的前景則受其防守性特質及吸引的股息所支持。



Willem Sels

滙豐私人銀行及財富管理
環球首席投資總監



谷淑敏

滙豐國際財富管理及卓越理財業務
環球財富管理策略研究主管

資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票	▲	聯儲局預期減息、企業盈利展現韌性，以及人工智能加速應用，支持我們的溫和偏好風險資產策略。我們將持續跨區域及跨行業的多元化配置，偏好美國與亞洲市場。
政府債券	▶	雖然美國對財赤問題的憂慮仍在，但通脹溫和有望推動進一步減息。在債券配置上，我們偏好成熟市場 7 至 10 年存續期的主權債券（日本除外），並認為英國國債相對美國國債更具吸引力。
投資級別企業債券	▲↑	隨着通脹壓力緩和及利率回落，優質債券有望受惠，其估值不僅具吸引力，亦能有效對沖股市波動，因此我們將環球投資級別債券的觀點上調至看好，以迎接減息週期。
高收益企業債券	▶	市場風險胃納上升，且股票波動相對偏低，息差依然偏窄，我們偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
黃金	▲	雖然金價升勢或會放緩，但黃金仍發揮重要的分散作用，可有效對沖關稅政策風險、美元貶值及地緣政治不確定性。

▲ 「偏高」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看好該資產類別。
▼ 「偏低」，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，偏向於看淡該資產類別。
▶ 中性，意味著在一個充分分散投資的典型多元資產投資組合狀況下，對該資產類別並無特定傾向。
圖標：↑ 對此資產類別的觀點已上調；↓ 對此資產類別的觀點已下調。

重點內容

每月我們會討論投資者面對的三個關鍵問題

1. 投資者應如何為聯儲局減息部署投資組合？

- ◆ 7 月份非農就業數據遜於預期，加上聯儲局主席鮑威爾在傑克遜霍爾年會 (Jackson Hole) 表示經濟形勢「或需作出政策調整」，市場普遍認為聯儲局將逐步把重心由對抗通脹轉向應對經濟增長放緩。
- ◆ 目前實質政策利率處於相當高水平，並遠高於其他西方市場，為聯儲局提供了減息空間。我們預期 9 月將重啟減息，並於 12 月及明年 3 月再度減息。
- ◆ 在此前景下，投資者或將現金轉投債券，以鎖定當前較高的收益率。值得注意的是，股價相關性已下降——在對抗通脹為優先時期，股價走勢一致，但如今已出現分化，提升了債券的分散風險效果，這使優質債券成為對沖股市波動的有效工具。由於美國企業資產負債表普遍穩健，且投資級別債券的收益率具吸引力，我們將環球及美國投資級別債券的觀點上調至看好，與歐元及英鎊投資級別債券及英國國債保持一致。我們偏好 7 至 10 年存續期，因其在整體曲線上具備最佳風險回報。

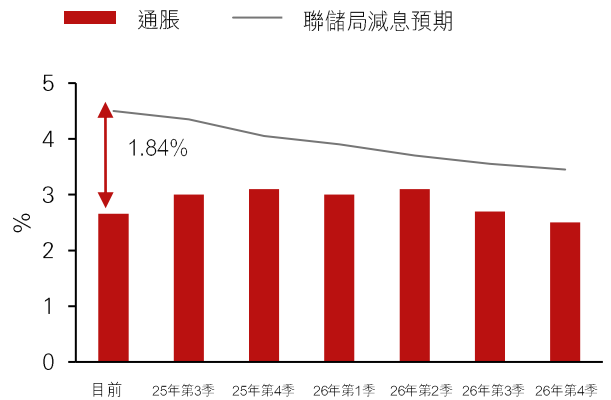
2. 股市是否已失去增長勢頭？

- ◆ 多重正面因素的支持下，我們維持溫和偏好風險資產的立場，並對環球股市保持正面的展望。其中，美國是我們最為看好的市場，其第二季度盈利的增長表現超出預期，主要受資訊科技及通訊服務所帶動。
- ◆ 雖然經濟放緩、貿易關稅帶來的商品通脹及估值偏高構成挑戰，但我們認為聯儲局減息、人工智能驅動的創新，以及再工業化等長期結構性趨勢，均可抵消上述逆風；此外，《大而美法案》下的減稅與放寬監管，亦將成為額外推動力。
- ◆ 在美國，我們持續看好科技（在指數中佔比顯著）、通訊服務、金融及工業板塊；但將非必需消費板塊下調至「看淡」觀點，原因是消費類股份正受就業市場疲弱及商品價格上升所拖累。至於區域層面方面，亞洲因基本面穩健、機遇多元，仍具吸引力，尤其在非必需消費、通訊服務、金融及醫療保健板塊。我們對歐元區及英國股市維持「中性」觀點，惟看好工業、金融及公用事業等板塊。我們將繼續透過多元資產策略，在捕捉增長機遇的同時，應對市場不確定性。

3. 印度的短期逆風會否拖累亞洲？

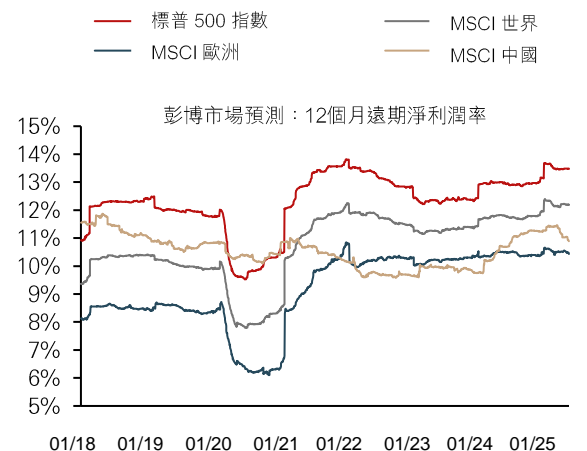
- ◆ 美國對印度商品徵收 50% 的關稅，為亞洲最高之一，料將拖慢當地經濟增長，並打擊市場的情緒。
- ◆ 此外，印度正面對週期性挑戰，外資信心不足，使資金持續外流，預計盈利勢頭於 2025 年大幅放緩。雖然政府已加大對出口商的支持（如低息貸款），並承諾推進經濟改革，但在短期風險上升之際，即使我們對印度的長期基本面保持樂觀，但經過審慎的考慮亦將印度股票的觀點下調至中性。
- ◆ 亞洲區內，中國經濟前景仍然積極，受惠於政府支持人工智能應用與內需，並重新聚焦產能過剩的問題，市場反應正面；而新加坡則憑藉其防守特質及吸引的股息回報，持續受到追捧。總體而言，我們認為亞洲的增長前景依然穩固。

圖 1：美國政策利率遠高於通脹率；高企的實際收益率為聯儲局提供了充足的減息空間



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 8 月 26 日。
註：紅色條表示市場的通脹預期。

圖 2：預計美國企業仍將提供最強勁的盈利



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 8 月 5 日。
預測或會改變。

圖 3：印度盈利增長預期呈下降趨勢



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 8 月 28 日。
預測或會改變。

資產類別觀點

我們對各種資產類別的最新觀點

資產類別	6 個月觀點	評論
環球股票		
環球	▲	聯儲局預期減息、企業盈利展現韌性，以及人工智能加速應用，支持我們的溫和偏好風險資產策略。我們將持續跨區域及跨行業的多元化配置，偏好美國與亞洲市場。
美國	▲	儘管增長與政策前景存在不確定性，但我們認為聯儲局減息、人工智能推動的持續創新，以及減稅與放寬監管，均為美股注入動力，尤其利好資訊科技、通訊、金融及工業板塊。
英國	▶	英國股市繼續受財政限制及政府債券收益率高企所困擾，挑戰猶存。
歐洲（英國除外）	▶	雖然企業信心逐步回升，但私人消費依然疲弱，出口亦面臨阻力。
日本	▶	通貨再膨脹趨勢延續及市場對財政刺激提振內需的憧憬升溫，我們維持中性立場，並偏好科技龍頭及消費相關股份。
新興市場	▶	聯儲局減息應為新興市場的央行提供空間跟隨，而貿易協議前景改善亦進一步強化我們對新興亞洲市場的偏好。
新興市場歐洲、中東與非洲	▼	阿聯酋雖具結構性機遇，但低油價、地緣政治風險及環球貿易不明朗仍為整個地區帶來挑戰。
新興市場拉丁美洲	▶	墨西哥表現料優於巴西，後者出口受制於關稅，加息亦屬利淡因素。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	我們聚焦內需穩健與結構性增長機遇，偏好中國及新加坡，並認為人工智能的創新主題將繼續成為推動力；同時，股東回報亦具吸引力。
中國內地	▲	盈利增長穩健、估值合理，加上政策持續支持人工智能及內需，均屬利好因素。我們看好科技與互聯網龍頭、內需概念股，以及高息國企股份。
印度	▶↓	雖然印度長期基本面仍受到支持，但盈利勢頭放緩及資金持續外流，我們下調對當地股市的觀點至中性；美國對印度商品徵收高額關稅亦令市場情緒受壓。
香港	▶	我們維持對香港股市的中性看法，並期待經濟及企業盈利的基本面呈現持續性的改善，偏好銀行、保險、電訊、公用事業及優質地產發展商。
新加坡	▲	新加坡股票市場的表現仍受惠於穩健的基本面、吸引的股息及具防守性的特質。
南韓	▶	雖然估值合理及預期「企業價值提升計劃」加速推進屬利好因素，但這些因素或已反映於股價之中，而政策執行風險依然存在。
台灣	▶	台灣因對美國高科技產品出口的依賴而受到衝擊，對半導體製造業的影響程度取決於晶片關稅的進一步明朗化而定，我們現階段維持中性觀點，而政治不確定性亦增添下行風險。
政府債券		
成熟市場	▶	雖然美國對財赤問題的憂慮仍在，但通脹溫和有望推動進一步減息。在債券配置上，我們偏好成熟市場7至10年存續期的主權債券（日本除外），並認為英國國債相對美國國債更具吸引力。
美國	▶	美國勞動市場放緩，加上聯儲局的重心轉向經濟增長，顯示寬鬆週期即將展開。我們認為長期息差更具投資價值，繼續看好7至10年存續期的債券。
英國	▲	英國近期的通脹回升或屬暫時性，而勞動市場持續放緩的情況，料將為英國央行提供空間，將政策利率降至約3%，進一步支持我們偏好估值具吸引力的英國國債。
歐元區	▶	歐洲央行預期暫不調整利率，利差將逐步收窄，現水平的進一步大幅上升空間有限。
日本	▼	財政赤字及政策或趨擴張性的憂慮，將令日圓利率保持波動，長期日本國債的期限溢價持續高企；我們預期日本央行或於第四季加息。
新興市場（本幣）	▶	通脹回落與美元走弱，為新興市場提供減息空間，但關稅政策變數或拖累企業利潤。
新興市場（美元）	▶	我們依然能尋找具吸引力的收益率，但保持審慎選擇，偏好優質債券。
企業債券		
環球投資級別債券	▲↑	隨着通脹壓力緩和及利率回落，優質債券有望受惠，其估值不僅具吸引力，亦能有效對沖股市波動，因此我們將環球投資級別債券的觀點上調至看好，以迎接減息週期。
美元投資級別債券	▲↑	第二季盈利增長強勁，對債券市場有利；投資級別債券發行商的資產負債表仍然穩健，具備承受潛在衝擊的能力。財赤憂慮與9月減息預期，料將加強資金流入。
歐元區投資級別債券	▲	儘管估值已偏高，但信貸息差依然偏窄；我們認為歐元區投資級別債券更能補償存續期的風險，收益率依然吸引。
英鎊投資級別債券	▲	國際投資者對英鎊債券持倉不足，但其收益率與美元市場相若，在預期英國央行持續減息下，其風險調整回報不錯。
亞洲投資級別債券	▶	亞洲信貸市場有望受惠於環球多元化配置的資金流入及本地強勁的收益需求。我們偏好日本與澳洲的投資級別債券、亞洲金融機構債券，以及中國(美元)債券與印度本幣債券。
環球高收益債券	▶	市場風險胃納上升，且股票波動相對偏低，息差依然偏窄，我們偏好3至5年較短存續期的債券。
美元高收益債券	▶	美元高收益債券提供可觀的整體收益率，但其波動性往往受股市帶動。
歐元區高收益債券	▶	與環球高收益債券的觀點一致，我們對歐元區高收益債券仍保持審慎的態度，並維持3至5年存續期的配置。
英鎊高收益債券	▶	我們維持對英鎊高收益債券的中性觀點及較短存續期的偏好，因其息差低於長期平均水平。
亞洲高收益債券	▶	鑑於中國政府致力推動消費及科技創新，我們對其房地產市場維持審慎的態度。
商品		
黃金	▲	雖然金價升勢或會放緩，但黃金仍發揮重要的分散作用，可有效對沖關稅政策風險、美元貶值及地緣政治不確定性。
石油	▶	我們預期油價受累於供應過剩而維持區間上落。

行業觀點

基於 6 個月的環球與區域行業觀點

行業	環球	美國	歐洲	亞洲	評論
非必需消費品	▼↓	▼↓	▼	▲	我們下調了環球及美國非必需消費品的觀點，原因是估值過高，同時美國消費支出趨勢轉弱，需求亦見放緩。奢侈品及汽車行業累積多年的激進加價，令價格環境轉弱，恐限制利潤及收入增長空間。展望下半年，消費需求持續低迷，且呈現高度分化。
金融	▲	▲	▲	▲	環球金融行業第二季度業績普遍優於預期。由於通脹持續高於市場預期，利率維持高企，令淨利息收入可望保持強勁。市場交易活動及債券發行應會保持強勁，這勢頭於短期內有望持續。在亞洲，我們對中國經濟及區內市場情緒改善保持正面看法。
工業	▲	▲	▲	▶	我們對行業保持樂觀的看法，主要受惠於多項長期利好趨勢，包括電氣化、製造業回流、供應鏈安全、數碼基建、航天航空及國防開支上升。然而，關稅不確定性仍對投資構成阻力，而訂單整體仍屬相對穩健。
資訊科技	▲	▲	▶	▶	人工智能的需求持續強勁，受惠於人工智能推動的產品與服務在各行各業廣泛應用。首季業績普遍超出預期，軟件及硬件的增長前景令人鼓舞。隨著人工智能產品與服務推出的勢頭，及融入人工智能優化流程，有望推動對軟件、硬件及科技服務的進一步需求。
通訊服務	▲	▲	▶	▲	在美國，媒體及娛樂行業預計在 2025 年將實現高於平均水平的銷售及盈利增長。在歐洲，電訊服務行業面臨多項挑戰，包括激烈競爭、低投資回報及缺乏泛歐規模。在亞洲，該行業的狀況較為均衡，有賴估值吸引及放寬監管所支持。
材料	▶↑	▶↑	▶↑	▶↑	我們上調該板塊的觀點，因基本因素及商品價格已見底，而中國及歐洲的宏觀數據亦逐步改善。此外，未來 12 至 18 個月油價或有下行空間，將利好估值不高的化工行業，但關稅風險仍然不容忽視。
房地產	▶	▶	▶	▶	房地產市場整體漸見穩定，除了中國市場仍存在不明朗因素。由於消費者購物模式發生變化及翻新成本高企，零售空間及舊辦公室特別受到考驗，而新辦公室及住宅項目則受到較佳的供求狀況所支持。供應鏈重新定位推動了成熟市場及部分新興市場對新設施的需求增長。
必需消費品	▶	▶	▶	▶	激烈的競爭及消費者需求減少，令不少市場的企業正處於疲弱的定價環境，銷售增長與利潤擴大的潛力有限，再加上該行業相對於其他行業的估值較高（但與歷史水平相符），使該行業的吸引力降低。消費者意欲降低，並尋求更低價格的替代品。
能源	▶	▶	▶	▶	地緣政治衝突推高能源價格上升，但供應量增加及需求減弱，預期或令油價於未來 12 個月面對下行風險，即使頁岩氣相對較高的生產成本可能會限制產量；北半球的季節性需求或會支持天然氣的價格。該行業的低估值、強勁的現金流與高股息在一定程度上抵銷了投機性質的相關風險。
醫療保健	▶	▶	▶	▲	亞洲醫療保健可望受惠於需求改善、估值低於 5 年平均值，以及投資者對新一代創新藥物的興趣上升。然而，美國政府的醫療政策及潛在藥價下調的不確定性，正打擊美國及歐洲醫療行業的投資情緒。
公用事業	▶	▶	▲	▶	歐洲公用事業受惠於能源需求與價格趨勢向好，以及能源基建投資增加。多國正推動交通電氣化與數碼基建擴展，而居民富裕程度上升亦推動空調、冰箱等需求。然而，由於營運能力已接近飽和，未來需要大量資本來提升發電量與輸電設施；估值仍處於合理水平。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到匯率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外匯管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表HBAP的觀點，並以HBAP的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況：滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2025。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。