

汇丰每月专讯

提升资产配置多元化应对不确定性

2025 年 4 月



要点

- ◆ 在政策不确定性上升及关税推动短期通胀预期升温的前景下，我们将美股及环球股票的观点下调至中性，并进一步拓展“美股七雄”以外在科技、通信、金融、工业及医疗保健等板块的关注范围。我们采取多元资产策略并结合优质债券，在目前市况下平衡风险和机遇，并战术性地运用黄金来提升投资组合的多元化。
- ◆ 我们亦增加了对亚洲市场的配置范围，特别是针对中国、印度、新加坡及日本，而阿联酋亦展现出具吸引力的潜在机会。随着政策进一步支持人工智能创新、消费及民营企业发展，我们上调了中国 2025 年国内生产总值增长预测。
- ◆ 尽管DeepSeek（深度求索）的技术突破令市场对科技板块的乐观情绪升温，我们认为，和亚洲的半导体及硬件企业相比，下游人工智能应用及人工智能应用者更能把握目前的机遇。因此，我们将亚洲信息科技板块的观点下调至中性，并上调非必需消费品行业至偏高。通信服务业也或将受惠于互联网、电讯及云端行业的发展，而工业则受到对数字化基建需求日益增长的支持。同时，亚洲金融板块的估值及股息亦具吸引力。



Willem Sels

汇丰环球私人银行及财富管理
环球首席投资总监



谷淑敏

汇丰国际财富管理 & 卓越理财
环球财富管理策略研究主管

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票	▶ ↓	虽然稳健的宏观环境及创新为股市带来支持，但由于我们调低美股的观点，亦相应将环球股票的观点下调至中性；我们将继续在不同市场及行业中寻找潜在机遇。
政府债券	▶ ↑	继上调英国国债的观点后，德国政府债券的实际收益率亦具吸引力，我们因而将成熟市场国债观点上调至中性。然而，从收益率角度来看，日本国债仍不具吸引力。
投资级别企业债券	▶	虽然信贷息差仍处于较窄水平，但整体收益率依然具吸引力。我们继续认为优质债券仍是多元资产组合的良好对冲工具，并通过较长久期锁定目前收益率，以提升投资组合的多元化。
高收益企业债券	▶	息差狭窄，未能充分抵销经济风险，我们在高收益债券方面仍持审慎态度，并偏好 3 至 5 年较短久期的债券。
黄金	▶ ▲	在全球不确定性上升及美元波动性加剧的前景下，央行对避险资产及风险分散的需求有望为黄金提供有力支持。

▲ 「偏高」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看好该资产类别。
 ▼ 「偏低」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，偏向于看淡该资产类别。
 ▶ 「中性」，意味着在一个充分分散投资的典型多元资产投资组合状况下，对该资产类别并无特定倾向。
 图标：↑ 对此资产类别的观点已上调；↓ 对此资产类别的观点已下调。

重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 投资者应如何应对关税风险？

- ◆ 虽然“美股七雄”股票年初至今带动美股下跌，但整体市场仍相对稳定。然而，政策不确定性加剧，特别是关税问题，已对企业和消费者信心造成打击，并可能进一步影响经济增长前景。在美股短期内缺乏领先大市的动力，以及资金流向其他市场的趋势或将延续的情况下，我们将美股的观点下调至中性，亦相应将环球股票的观点调整至中性。
- ◆ 尽管如此，我们认为美国经济增长及企业盈利的放缓应属温和且短暂，并将继续关注范围扩展至“被遗忘的 493 家企业”，特别关注科技、通信、工业、金融及医疗保健等板块，因受到长期结构性趋势，如生产线在岸回流、创新及能源安全等领域所推动。此外，相对于商品，我们更看好服务业，以降低关税相关风险。
- ◆ 在目前环境下，多元资产策略及优质债券仍是平衡风险和机遇的关键，我们继续偏好英国国债及英镑及欧元投资级别债券。基于德国国债实际收益率上升，我们将政府债券整体观点上调至中性。此外，在市场不确定性升温的前景下，黄金仍有助于避险和分散投资风险。

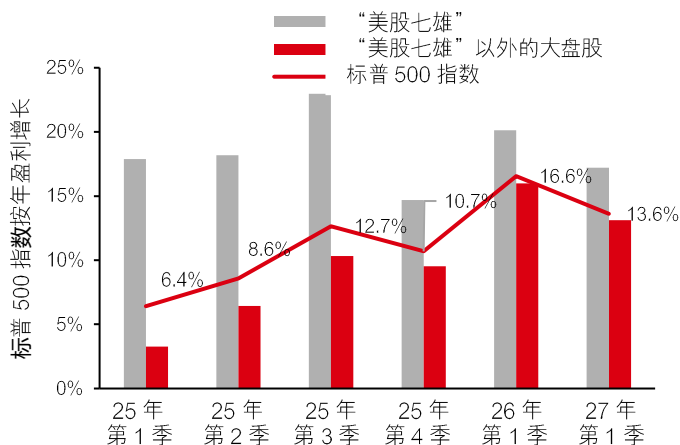
2. 美国以外有哪些值得关注的市场？

- ◆ 我们持续扩大对亚洲市场的重视度，因为该区拥有多元化的增长动力和政策推动的势头。随着环球贸易不确定性升温，中国进一步加大对人工智能创新、消费及私营企业的支持力度。因此，我们将中国 2025 年及 2026 年的国内生产总值增长预测分别上调至 4.8% 和 4.5%。
- ◆ 在日本，工资增长持续推动通胀趋势回升，企业治理改革则透过增加派息及股份回购而带来了吸引的投资机会。印度和新加坡则相对不受关税威胁，并且拥有稳健的结构性增长动力，尤其是印度股市近期回调，加上城市税务减免措施的进一步推动，为投资者提供了策略性的机会。
- ◆ 财政刺激政策改善企业盈利预期提振了欧洲股市近期表现，但执行及贸易政策不确定性的风险仍然存在。因此，我们对欧洲股票维持中性观点，并聚焦科技、工业、金融及医疗保健等行业的机会。由于积极的结构性增长、经济周期复苏，以及房地产市场的蓬勃发展，阿联酋最近亦成为我们偏好的市场之一。

3. 科技是否为亚洲最更增长潜力的行业？

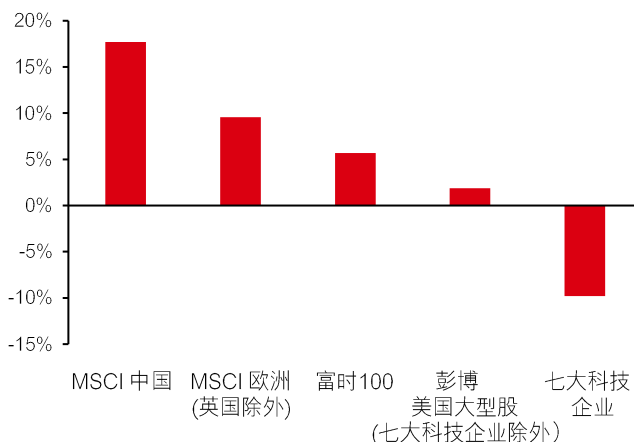
- ◆ DeepSeek（深度求索）的迅速崛起为亚洲各行各业开启了新一轮的机遇，并恢复了企业和消费者的信心。我们认为相对于半导体及科技硬件企业，人工智能推动者及应用者将更能从这一次人工智能推动的机遇中受惠，并且受美国关税政策的影响较少。因此，我们将亚洲科技的观点下调至中性。
- ◆ 我们认为，最直接受惠于人工智能应用加速的行业包括非必需消费品（如电子商务、云服务及电动车）和通讯（包括互联网、电信及云服务）。非必需消费品还受惠于中国强力提振消费方案，当中《提振消费专项行动方案》便是其中例子。此外，数字化基建需求的持续上升也使工业成为另一个值得关注的投资热点。
- ◆ 在亚洲金融行业方面，由于 2025 年预测市盈率仅 9.2 倍，并提供吸引的股息回报率达 4%，我们将其观点上调至偏高，同时下调公用事业的观点，以把握金融及非必需消费品领域的潜在机会。

图 1: 企业盈利按年增长仍低于 10%，短期内或需时间重拾升势



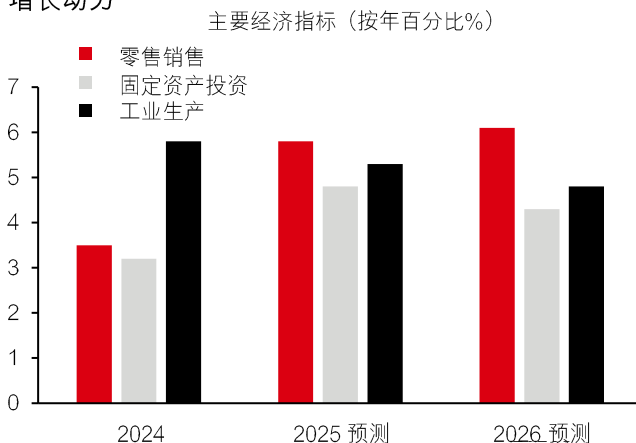
数据来源：汤森路透、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。“美股七雄”指标普 500 中七大科技企业；“被遗忘的 493 家企业”指除了美股七雄之外的 493 家标普 500 成分股公司

图 2: 美国以外的股市表现更为突出（2025 年至今表现）



数据来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。MSCI:明晟

图 3: 预计消费将成为 2025 及 2026 年中国经济的主要增长动力



数据来源：汇丰预测、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 3 月 24 日。零售销售和固定资产投资按名义增长；工业生产按实际增长。

资产类别观点

我们对各种资产类别的最新观点

月资产类别	6个月观点	评论
环球股票		
环球	▶ ↓	虽然稳健的宏观环境及创新为股市带来支持，但由于我们下调美股观点，亦相应将环球股票的观点下调至中性；我们将继续在不同市场及行业中寻找投资机会。
美国	▶ ↓	我们的观点调整主要是基于贸易关税和政策不确定性加剧，这可能会拖累经济增长。然而，除了“美股七雄”外，我们仍在科技、通信、金融、工业和医疗等领域精选潜在机会。
英国	▶	尽管英国股票的估值不算昂贵，然而国债收益率高企及可能的财政开支削减对市场带来压力。而且，房地产市场放缓进一步削弱了消费者信心。
欧洲（英国除外）	▶	随着国防和基建支出增加，财政刺激措施的乐观预期有助于改善经济前景，但贸易摩擦及全球增长放缓仍然是挑战。
日本	▲	有利的工资增长势头对于通胀趋势产生积极作用，而企业治理改革则为股市提供支持，我们看好本土行业，包括银行、消费和科技。
新兴市场	▶	市场普遍预期高息环境将持续较长时间，加上地缘政治的不确定性，对新兴市场构成挑战。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	尽管阿联酋的投资机会依然吸引，但该地区某些经济体仍面临外部经济环境及地缘政治不稳定的挑战；土耳其的政治气候使投资者更加谨慎。
新兴市场拉丁美洲	▼	墨西哥面临包括美墨贸易关税及边境问题等挑战，而巴西的加息环境亦成为市场不利因素。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	人工智能创新、国内政策支持和企业盈利前景明朗化，支持中国、印度及新加坡为首等地区强劲的盈利增长前景。
中国内地	▲	对科技创新、消费和私营企业的有利政策仍然是主要的增长推动力；我们看好人工智能的推动者及应用者、部分消费品企业，以及支付高股息的优质国企。
印度	▲	增长的反弹为企业盈利提供了支持，随着估值下降，我们看好金融、医疗及工业领域的大型股。
中国香港	▶	疲弱的房地产市场及零售销售仍然为港股带来阻力，我们较看好优质发展商及低估值的保险和高息电信企业。
新加坡	▲	新加坡市场吸引的估值及股息回报，支持我们维持看好的观点。
韩国	▶	由于韩国市场较依赖半导体和硬件，因此未必能在人工智能应用加速的趋势中获益；政策的不确定性及美国关税风险仍然是其面临的主要挑战。
中国台湾	▶	美国增加关税可能对其半导体出口带来下行压力，因此我们维持中性观点。
政府债券		
成熟市场	▶ ↑	继上调英国国债的观点后，德国政府债券的实际收益率亦具吸引力，我们因而将成熟市场国债观点上调至中性。然而，从收益率角度来看，日本国债仍未见吸引。
美国	▶	基于对下半年经济增长放缓的推算，我们预计美联储将于6月开始重新放宽货币政策，因此继续锁定目前的收益率，并偏好较长久期的国债。
英国	▲	我们认为英国央行将逐步降息，因为最后一波通胀升温预计只是暂时性的。吸引的收益率、有利的税务条件及更广泛的经济不确定性均为英国国债提供支持。
欧元区	▲ ↑	德国政府债券的实际收益率已达欧洲债务危机以来的最高水平，我们借此机会将我们的观点上调至偏高。
日本	▼	考虑到工资增长加速及政策制定者专注目前经济的发展形势，我们预计日本央行将继续政策正常化，并可能在2026年第一季度前将利率上调至1%；我们认为日本国债的收益率仍然缺乏吸引力。
新兴市场（本币）	▼ ↓	在债券发行量增加及增长势头加快的前景下，市场对中国股票的偏好高于债券对本币债券构成不利影响，而印度尼西亚本币债券也受到预期供应量高企的挑战。
新兴市场（美元）	▶	我们维持审慎选择，并专注于优质资产。尽管美元近期走弱，但我们预期中长期将重拾升势。
企业债券		
环球投资级别债券	▶	虽然信贷息差仍处于较窄水平，但整体收益率依然吸引。我们继续认为优质债券仍是多元资产组合的良好对冲工具，并通过较长久期锁定目前收益率，以提升投资组合的多元化。
美元投资级别债券	▶	我们仍然预计今年将有数次降息，并认为金融及非金融行业的投资级别债券存在潜在机会。
欧元和英镑投资级别债券	▲	尽管信贷息差仍然偏窄，但和以往相比，尤其是较长久期的债券，整体收益率仍具吸引力，我们继续偏好这些资产的收益和多元化的机会。
亚洲投资级别债券	▶	亚洲央行降息的趋势或会延续，我们依然看好日本及澳洲的投资级别债券、亚洲金融债券及中国的美元企业债券，特别是在科技、金融及国有企业的领域。
环球高收益债券	▶	息差狭窄，未能充分抵销经济风险，我们在高收益债券方面仍持审慎态度，并偏好3至5年较短久期的债券。
美元高收益债券	▶	美元高收益债券提供可观的整体回报，但股市波动往往影响高收益债券，增加其波动性。
欧洲和英国高收益债券	▶	尽管高收益债券相比政府债券提供更高的收益率，但我们仍保持选择性，并倾向于选择较短久期的高收益债券。
亚洲高收益债券	▶	我们继续期待更有力的政策措施，以进一步稳定中国楼市，并对内房板块维持审慎立场，我们看好在特定领域具有稳健财务实力的优质发行商，包括澳门娱乐业。
商品		
黄金	▲	在环球不确定性上升及美元波动性加剧的前景下，央行对避险资产及风险分散的需求有望为黄金提供有力支持。
石油	▶	如果美国关税导致全球贸易和经济活动恶化，将会促使油价下跌，而闲置产能亦限制了上行空间。

行业观点

基于 6 个月的环球和区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▶	▶	▶	▲↑	美国消费者似乎变得更加谨慎，消费也变得精打细算，而欧洲消费者则因高昂的能源费用和通胀压力受到较大影响。相比之下，亚洲消费者信心持续回升。我们上调亚洲非必需消费品行业的观点，因为其估值相对于过往数据及其他地区仍具吸引力。在西方市场，奢侈品企业虽然已度过最艰难的时期，但复苏仍未见明朗。
金融	▲	▲	▲	▲↑	资本市场业务及大型国际银行在环球市场活动回升中处于有利位置。由于通胀压力依然存在，利率保持高企，净利息收入有望维持高位。尽管全年表现尚待观察，但初步的积极迹象显示，咨询服务、并购活动、上市、债券发行及交易量即使不能令全年表现亮丽，预期在 2025 年上半年亦将表现理想。地区性银行仍然缺乏吸引力。由于我们对中国经济的看法更趋乐观，加上亚洲的投资情绪有所改善，我们上调了亚洲金融行业的观点。
工业	▲	▲	▲	▲	行业内许多领域，如机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运，预期强劲的订单将实现稳健的按年增长，令企业盈利指引乐观，但工业板块年初至今的表现仍然较为温和。数字化基础建设及重要的实体基础设施相关业务或将受惠于资本支出的增加。
信息科技	▲	▲	▲	▶↓	我们下调了对亚洲信息科技行业的观点，主要因其较依赖硬件，而部分地区面临定价疲弱及产能过剩的问题，我们对软件和服务行业更为看好。我们对数字化基础建设、数据中心及软件等仍维持乐观的态度，但这些领域可能会对消息敏感而较为波动。数字化产品和服务的推出，已在各行各业初期阶段带来积极的回响；然而低端半导体市场已有产能过剩的迹象，并对价格构成压力。
通讯服务	▲	▲	▶	▲	在美国，媒体及娱乐行业预计在 2025 年将实现高于平均水平的销售及盈利增长，延续过去两年亮丽的表现。在欧洲，电讯服务行业面临多项挑战，包括激烈竞争、低投资回报及缺乏泛欧规模。在亚洲，该行业的状况较为均衡，有赖估值吸引及放宽监管所支持。
材料	▼	▼	▼	▼	在定价环境充满挑战的情况下，需求前景预计仍然疲弱。持续高企的能源和原材料成本可能令利润空间受压；矿业和化工行业的估值不高，但增长动力依然难以捉摸。关税仍然是重大风险，并打击市场情绪；炼油、加工和化学股票短期内仍然缺乏吸引力。
房地产	▶	▶	▶	▶	环球房地产行业或已处于低谷阶段，但部分市场及领域已呈现较佳的增长潜力。由于消费者购物模式发生变化及翻新成本高企，零售空间及旧办公室特别受到考验，而新办公室及住宅项目则受到较佳的供求状况所支持。供应链重新定位推动了成熟市场及部分新兴市场对新设施的需求增长。
必需消费品	▶	▶	▶	▶	激烈的竞争及消费者交易减少，令不少市场的企业正处于疲弱的定价环境，销售增长和利润扩大的潜力有限，再加上该行业相对于其他行业的估值较高（但和历史水平相符），使该行业的吸引力降低。
能源	▶	▶	▶	▶	尽管页岩气相对较高的生产成本可能会限制产量，但预计供求不协调的状况将导致未来 12 个月油价下跌。季节性需求的波动或会影响天然气的价格，但其需求仍可能保持强劲。该行业的低估值、强劲的现金流和高股息在一定程度上弥补了其投机性质。
医疗保健	▲	▲	▲	▶	2024 年底，市场对美国医疗政策的不利消息和不确定性反应过度，但该行业已呈现复苏的势头，且估值不高，预计 2025 年美国医疗保健行业的盈利增长将领先其他所有标准普尔 500 指数行业。我们仍然看好欧洲医疗保健股票。在亚洲，尽管该地区受惠于新产品的推出和发布，但前景仍然表现不一。
公用事业	▶↓	▶	▶	▶↓	能源需求趋势依然强劲，因为许多经济体正进行交通电气化、扩大数字化基础建设，以及随着富裕程度提升，对空调、冰柜等需求的增加。公用事业的营运能力已接近饱和，因此需要大量资本投资来提升发电量和输电设施。由于我们认为其他地区有更好的增长机会，我们下调了亚洲（亦相应对环球）公用事业的观点。

免责声明

本文件或影片由香港中环皇后大道中1号香港上海汇丰银行有限公司（「HBAP」）编制。HBAP在香港注册成立，为汇丰集团成员。本文件或影片由汇丰银行（中国）有限公司、HBAP、汇丰银行（新加坡）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司（合称「分发方」）分发及/或提供。本文件或影片仅供一般传阅及参考用途。

无论基于任何原因，本文件或影片所载之部分或全部内容均不得复制或进一步分发予任何人士或实体。如于某司法管辖区内分发本文件属违法，则不得于该司法管辖区内分发本文件或影片。所有未经授权之复制或对本文件或影片，均属使用者的责任，并有机会引致法律诉讼。本文件或影片只提供一般性数据，文件内所载的观点，并不构成投资研究或出售或购入投资产品的意见或建议。本文件或影片内所载的部分陈述可能会被视为前瞻性陈述，提供目前预测或未来事件预估。相关的前瞻性陈述不保证未来表现或事件，并涉及风险及不确定性。基于多项因素，实际结果可能与相关前瞻性陈述大不相同。HBAP及分发方对更新其中的前瞻性陈述，或对提供实际结果与前瞻性陈述的预测不同的原因，概不承担任何责任。本文件或影片并无契约效力，在任何情况下，于任何司法管辖范围内均不应被视为促销或建议购入或出售任何金融工具，而此等建议并不合法。当中所载内容反映汇丰环球投资委员会于编制时的观点及意见，可能随时变更。这些观点未必代表汇丰投资管理目前的投资组合构成。汇丰投资管理所管理的个别投资组合主要反映个别客户的目标、风险取向、投资期限及市场流动性。

投资价值及所得收益可升亦可跌，投资者有机会未能取回投资本金。本文件或影片所载之过去业绩并不代表将来的表现，所载之任何预测、估计及模拟均不应被视为将来表现的指标。任何涉及海外市场的投资，均有机会受到汇率兑换影响而令投资价值上升或下跌。与成熟市场相比，新兴市场投资本质上涉及较高风险，而且较为波动。新兴市场的经济一般倚赖国际贸易，因此一直以来并可能继续会受贸易壁垒、外汇管制、相对币值控制调整及其他与其进行贸易的国家地区实施或协商的保护主义措施的不利影响。而此等经济体系亦会继续受到其他与其进行贸易的国家地区的经济状况的负面影响。投资涉及市场风险，请细阅所有与投资相关的文件。

本文件或影片就近期经济环境提供基本概要，仅供参考。文章或影片代表HBAP的观点，并以HBAP的全球观点为依据，未必与分发方的当地观点一致。其内容并非按照旨在促进投资研究独立性的法律规定编制，并且分发前不受任何禁止交易规定的约束。其内容不拟提供且投资者不应加以依赖以作会计、法律或税务意见。作出任何投资决策之前，应咨询独立的财务顾问。如选择不咨询财务顾问，则须审慎考虑投资产品是否适合。建议您在必要时寻求适当的专业意见。

有关第三方资料乃取自我们相信可靠的资料来源，我们对于有关资料的准确性及/或完整性并无作出独立查证。因此您必须在作出投资决策前从多个数据源求证。

此条款仅适用于汇丰（台湾）商业银行有限公司向其客户分发时的情况：汇丰（台湾）办理信托业务，应尽善良管理人之注意义务及忠实义务。汇丰（台湾）不承担信托业务之管理或运用绩效，委托人或受益人应自负盈亏。

关于 ESG 和可持续投资的重要信息

从广义上，「ESG和可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素的投资策略或工具。汇丰归入此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证ESG和可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG和可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG和可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或度量准则。ESG和可持续投资或可持续发展影响的度量准则是 (a) 高度主观的，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和/或报告的度量准则。汇丰不会经常就度量准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或度量准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG/可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG和可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。当我们某项投资或服务归入汇丰ESG和可持续投资分类（即汇丰ESG增强、汇丰主题或汇丰创效）之一时，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓均符合可持续投资准则。同样，当我们股票或固定收益类产品归类为汇丰ESG增强、汇丰主题或汇丰创效类别时，这并不意味着相关发行人的活动与分类的相关ESG产品或可持续特征完全一致。就此而言，可持续投资分类并不意味着一项基金的所有相关持仓将符合可持续投资准则。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

目前，汇丰仍向一些排放大量温室气体的行业提供融资。为协助我们的客户减排以及减少我们自身的碳排放，汇丰已制定了相关的气候策略。请浏览 www.hsbc.com/sustainability 以了解更多资讯。

*本文件或影片为HBAP根据英文报告翻译的译文。HBAP、汇丰银行（中国）有限公司、汇丰（台湾）商业银行有限公司、汇丰银行（新加坡）有限公司及汇丰金融科技服务（上海）有限责任公司已采取合理措施以确保译文的准确性。如中英文版本的内容有差异，须以英文版本内容为准。

本文件或影片的内容未经任何香港或任何其他司法管辖区的监管机构审阅。建议您就相关投资及本文件或影片内容审慎行事。如您对本文件或影片的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

© 版权所有 2025。香港上海汇丰银行有限公司。保留一切权利。

未经香港上海汇丰银行有限公司事先书面许可，不得以任何形式或任何方式（无论是电子、机械、影印、摄录或其他方式）复制或传送本文件或影片的任何部分或将其任何部分存储于检索系统内。