

汇丰每月专讯

通过多元资产配置应对市场的不确定性

2025 年 7 月



要点

- ◆ 中东地缘冲突一度推高油价，而金价及优质债券则表现相对稳健，和股票呈现负相关性。尽管冲突有所缓和，但有关关税、通胀及增长的不确定性仍然存在。面对波动市况，我们认为通过多元化的配置及布局优质资产，或可提升投资组合的防御力，此策略在近期波动市况中发挥了效力。
- ◆ 美国企业盈利预期或可受惠于持续降息、人工智能创新、结构性趋势及监管放宽，利好工业、信息科技、通信服务及金融板块。欧洲方面，公用事业板块的盈利势头有所改善，加上估值较低，以及德国推动基建的利好政策，令我们对其观点上调至看好。亚洲市场方面，科技创新和政策支持并行，预料工业、通信、非必需消费及金融类股份将受到支持。
- ◆ 在关税及政策前景未明下，美联储 6 月份按兵不动，但市场预期当局或将于 9 月份重启降息。尽管美国财政赤字问题备受关注，但美国国债基本面仍属稳健。然而，在利率持续波动的情况下，我们在现阶段维持中性观点。英国央行延续渐进式的降息步伐，预期本次宽松周期仍有 125 个基点的降息空间；鉴于英国国债估值具吸引力，并在经济增长放缓的前景下，我们维持偏高观点。至于日本方面，虽然 10 月份可能加息，但日本国债收益率仍然偏低，吸引力有限。



Willem Sels

汇丰私人银行及财富管理
环球首席投资总监



谷淑敏

汇丰国际财富管理及卓越理财
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	▲	虽然市场焦点预料将重回经济的基本面及贸易前景，但在波动市况下，我们认为建立具韧性的多元资产组合仍是关键，并在区域配置上偏好美国及亚洲市场。
政府债券	▶	尽管通胀预期上升，但降息前景及避险资金流向仍可能对优质债券带来支持，我们维持 7 至 10 年期的国债偏好（日本除外），以获取潜在收益及加强投资组合的防御力。
投资级别企业债券	▶	信贷息差表现稳健，反映投资者或倾向投资级别债券多于美国国债。在经济增长放缓、关税变量及地缘政治风险的前景下，我们视优质债券为投资组合内的重要分散风险工具。
高收益企业债券	▶	尽管市场波动加剧，但高收益债的息差依然偏窄，因当中包含能源企业债券，我们偏好 3 至 5 年较短久期的债券。
黄金	▲	黄金在政策及地缘政治不确定性持续的环境下，继续成为重要的风险分散工具，央行持续买入为另一推动力。

▲ 「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. 投资者应如何应对中东地缘政治风险？

- ◆ 市场忧虑原油供应受阻，推动油价急升（现接近每桶 69 美元），能源板块亦因此受惠。然而，整体环球风险偏好仅受到轻微冲击。
- ◆ 局势仍在不断演变，截至撰文时似乎已接近达成停火协议。若油价高企持续，对通胀或构成实质影响，但由于能源价格不计入核心个人消费支出物价指数（PCE），即美联储偏好的通胀指标，其影响相对有限。此外，石油市场自 2025 年第二季起的供应过剩情况或将于 2026 年持续，主要受石油输出国组织的增产所致。
- ◆ 鉴于冲突难以预测，我们通过多元资产及主动型管理策略，构建具韧性的投资组合，其中包括黄金及优质债券，两者表现稳健，且和股票呈现负相关性。股票方面，我们仍偏好美国、中国、印度及新加坡市场。尽管地缘局势缓和或令美元短线回落，但美元在目前仍是难以替代的储备货币。我们认为在资产类别、地区、行业及货币层面保持多元化依然十分重要。

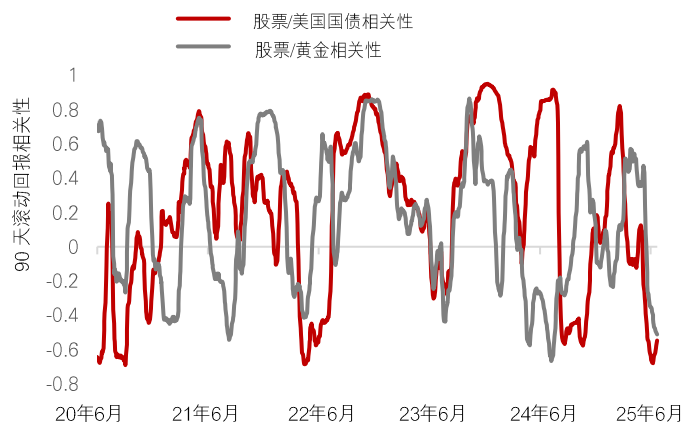
2. 投资者可在哪些板块寻找分散配置的机遇？

- ◆ 地缘政治冲突并未动摇市场对人工智能及美国再工业化等长线结构性主题的正面展望。根据慧甚（FactSet）预测，标普 500 企业盈利预期将于 2025 年上升 9%，而 2026 年增长则达 13.7%；配合美国政府推进监管放宽的策略，我们持续看好工业、通信、信息科技及金融板块。
- ◆ 在欧洲方面，企业盈利势头有所改善、估值相对具吸引力，以及德国基建计划的推动，促使我们将公用事业板块的观点上调至看好，和工业及金融板块一致。考虑到近期升幅扩大，加上受美国定价政策影响的风险上升，我们将医疗保健板块的观点下调至中性。
- ◆ 亚洲方面，经济增长保持稳健，估值具吸引力，和美国的贸易摩擦亦有所缓和；科技创新继续成为推动区内增长及生产力的核心动力。政策层面方面，中国积极推动内需、新加坡的银行业盈利稳健，股息亦具吸引力，以及印度央行的宽松政策，支持我们在亚洲偏好工业、非必需消费品、通讯服务及金融板块。

3. 各地央行的利率政策有何启示？

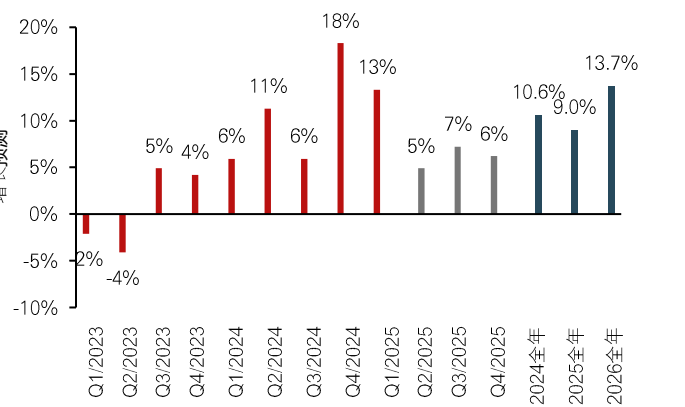
- ◆ 在关税和政策不确定性的前景下，美国联邦公开市场委员会于 6 月份会议维持联邦基金利率在 4.25-4.50% 的区间不变，同时下调 2025 年经济增长预测至 1.4%，并将通胀预期由 2.8% 上调至 3.1%。我们预计委员会或将于 9 月份重启降息，并分别于 12 月及明年 3 月份再降息 25 个基点，直至 2026 年底联邦基金目标区间将降至 3.50 - 3.75%。尽管市场关注美国财赤及债务规模对债市的潜在影响，我们认为美国国债基本面仍具韧性。然而，鉴于利率持续波动，我们对美国国债及投资级别债券维持中性看法，并偏好 7 至 10 年久期债券，并视收益率急升为潜在机遇。
- ◆ 英国央行维持政策利率于 4.25% 不变，并重申将采取渐进及审慎的宽松步伐，指出薪酬增长及就业市场势头已显著放缓。在通胀回落及经济增长放缓的前景下，英国国债估值具吸引力，我们对其维持看好观点。
- ◆ 日本央行于 6 月份会议亦维持政策利率于 0.5% 不变，同时宣布自 2026 年 3 月份起，将每季购买日本国债的金额减半至 2,000 亿日元。随着购债意向逐步明朗化，市场焦点预料将转向日本央行下一次加息的时间表，而我们预期加息将于 10 月份进行，并维持对日本国债偏低的观点。

图 1：股票和黄金及债券目前呈现负相关性，反映了多元化的优势



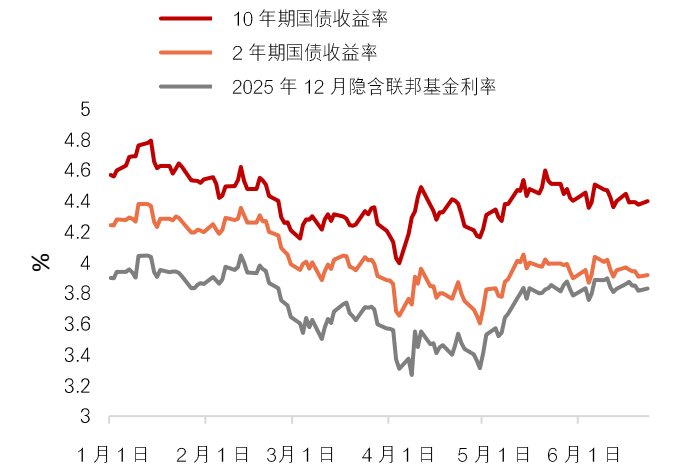
资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。

图 2：美国盈利增长依然强劲（标准普尔 500 指数每股收益按年增长%）



资料来源：慧甚（FactSet）、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。Q：季度

图 3：尽管通胀预期上升且美国赤字担忧加剧，债券仍受到避险情绪支持



资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。过去的表现并非将来表现的可靠指标。

资产类别观点

我们对各种资产类别的最新观点

资产类别	6 个月观点	评论
环球股票		
环球	▲	虽然市场焦点预料将重回经济的基本面及贸易前景，但在波动市况下，我们认为建立具韧性的多元资产组合仍是关键，并在区域配置上偏好美国及亚洲市场。
美国	▲	虽然经济增长或将放缓，但企业盈利增长预测偏低，预期大部分企业盈利增长或可超预期。人工智能推动的生产力提升及其他长线结构性趋势，仍是主要增长动力。
英国	►	近期股市上升主要受市场情绪推动，而非盈利改善所致，加上楼市疲弱持续拖累内需循环，财务风险亦见上升，我们认为股市上行空间有限，故维持中性看法。
欧洲（英国除外）	►	欧洲央行最新预测显示，未来增长乏力，明年通胀将会回落。欧美贸易谈判未明及能源相关地缘风险，均为欧洲股票带来压力。
日本	►	由于日本企业盈利依赖美国市场，在目前的环境下，我们对日本股市维持中性立场。
新兴市场	►	通胀回落利好部分新兴市场，而贸易协议前景改善，进一步强化我们对亚洲新兴市场的偏好。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	虽然我们认为阿联酋存在具吸引力的长线机遇，但区内经济增长疲弱，以及货币和地缘政治不确定性或持续构成压力。
新兴市场拉丁美洲	►	墨西哥获豁免于美国对等关税属正面因素，但巴西持续的加息为市场带来压力。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	我们对亚洲市场保持乐观的态度，因为其估值受到支持、结构性机遇具吸引力，以及区内贸易流量持续增长。中国、印度和新加坡因基本面稳固及政策支持有力，表现尤其突出。
中国内地	▲	零售销售上升带来惊喜，我们预期更多政策提振内需，以应对贸易不确定性。我们偏好人工智能创新、国内消费及高股息优质国企的行业龙头。
印度	▲	印度股市受惠于持续降息、强劲的经济活动及政府开支增加，支持稳健的盈利增长势头。我们偏向金融、医疗及工业板块的大型股。
中国香港	►	尽管零售销售表现平淡且贸易不确定性存在，但自五月以来资金持续流入，以及美联储预期降息属利好因素。我们偏好银行、保险、电讯及公用事业板块以获取相对稳定的股息潜在收益，并看好优质地产发展商。
新加坡	▲	新加坡市场相对具防守性优势，因较少受到关税风险影响。银行业盈利稳固，当地市场提供具吸引力的股息，亦是支持当地市场的动力。
韩国	►	我们预期大选后将推出扩张性的财务政策，并加速推进企业价值提升计划，但仍需等待国家贸易前景更明朗，目前韩国股票估值不算高昂。
中国台湾	►	中国台湾地区因对美国高科技产品出口的依赖而受到冲击，对半导体制造业的影响程度取决于芯片关税的进一步明朗化而定，我们现阶段维持中性观点。
政府债券		
成熟市场	►	尽管通胀预期上升，但降息前景及避险资金流向仍对优质债券带来支持，我们维持偏好7 至 10 年期的国债（日本除外），以获取潜在收益及加强投资组合的防御力。
美国	►	鉴于美联储采取观望态度，以及市场重燃对财政压力的忧虑，我们已上调对美国国债收益率曲线的估计。尽管如此，市场仍受惠于强劲的结构性需求和流动性。
英国	▲	通胀减缓、政策转向温和，以及估值具吸引力，均是支持我们继续看好英国国债的因素；英国国债在成熟经济体主权债券市场中，收益率仍最具吸引力。
欧元区	►	我们认为 6 月份降息25个基点标志着本次宽松周期的结束，欧洲央行将维持数据主导的政策方向；欧元区主权债券的资金流入或会逐渐减弱。
日本	▼	尽管通胀高于预期，但日本央行因应全球不确定性，暂时倾向维持政策不变；我们认为日本国债收益率仍缺乏吸引力。
新兴市场（本币）	►	通胀减弱或为区内降息提供空间。
新兴市场（美元）	►	我们依然看好债券收益率，但保持审慎选择，偏好优质债券。
企业债券		
环球投资级别债券	►	信贷息差表现稳健，反映投资者或倾向投资级别债券多于美国国债。在经济增长放缓、关税变量及地缘政治风险不确定性犹存的前景下，我们视优质债券为投资组合内的重要分散工具。
美元投资级别债券	►	美国企业债券的基本面稳健，但信贷指标可能从高位回落。息差或持续波动，但总收益率仍具吸引力。
欧元投资级别债券	▲	虽然信贷息差收窄，但我们认为欧元区投资级别债券更能补偿久期风险，并提供具吸引力的收益率。
英镑投资级别债券	▲	英镑债券在国际投资者中的持仓偏低，但收益率和美元市场相仿，在目前的利率环境下提供较佳的风险调整回报。
亚洲投资级别债券	►	亚洲投资级别债券受惠于通胀回落趋势及稳健的基本面，我们偏好亚洲金融债券、印度本地货币债券，以及中国的美元企业债券，特别是在科技、媒体及电信的领域。
环球高收益债券	►	尽管市场波动加剧，但高收益债的息差依然偏窄，因当中包含能源债券，我们偏好 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总收益率，但其波动性往往受股市带动。违约率和债务水平需密切监察，但不良贷款比例仍低于 5 年平均值。
欧元高收益债券	►	和环球高收益债券的观点一致，我们对欧元高收益债券亦维持审慎的态度，并以 3 至 5 年久期为主。
英镑高收益债券	►	我们维持英镑高收益债券的中性观点及较短久期的偏好，因其息差低于长期平均水平。
亚洲高收益债券	►	鉴于中国的政策重点在于刺激内需，我们继续观察房地产市场动态，偏好区内特定领域的优质企业。
商品		
黄金	▲	黄金在政策及地缘政治不确定性持续下，继续成为重要的风险分散工具，央行持续买入为另一推动力。
石油	►	中东紧张局势缓和及石油输出国组织的产能过剩或将限制油价的上行空间。

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	▶	▶	▼	▲	美国非必需消费品的第一季度业绩亮丽，主要受美国消费者较预期更稳健的表现所支持。亚洲消费者的信心持续改善，受惠于相较其历史水平及其他地区具吸引力的估值。欧洲方面，企业首季业绩表现不一，部分预期销售增长持平甚至转弱，当中以奢侈品及汽车制造商面对最大的挑战。
金融	▲	▲	▲	▲	环球金融行业首季业绩普遍优于预期。由于通胀持续高于市场预期，利率维持高企，令净利息收入可望保持强劲。市场交易活动及债券发行尤其活跃，这势头短期内有望持续。在亚洲，我们对中国经济及区内市场情绪改善保持正面看法。
工业	▲	▲	▲	▲	在年初，美国关税担忧一度打击市场情绪及企业指引，但受惠于稳健的首季业绩所支持，股价录得升幅。行业内多个领域，包括机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运皆预期获得强劲的订单，可望实现稳健的按年增长。数字基建、航空航天、国防及建筑领域料将受惠于资本开支的增加。
信息科技	▲	▲	▶	▶	由人工智能推动的产品和服务在各行各业广泛应用，反映人工智能需求保持稳健。首季业绩普遍超出预期，软件及硬件的增长前景令人鼓舞。随着人工智能产品和服务推出的势头，及融入人工智能优化流程，有望推动对软件、硬件及科技服务的进一步需求。
通信服务	▲	▲	▶	▲	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，电信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，有赖估值具吸引力及放宽监管所支持。
材料	▼	▼	▼	▼	在定价环境充满挑战的环境下，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	▶	▶	▶	▶	房地产市场整体渐见稳定，除了中国市场仍存在不明朗因素。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需求减少，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。消费者意欲降低，并寻求更低价格的替代品。
能源	▶	▶	▶	▶	地缘政治冲突推高能源价格上升，但供应量增加及需求减弱，预期或令油价于未来12个月面对下行风险，即使页岩气相对较高的生产成本可能会限制产量，仍因产能过剩引致价格下跌；北半球的季节性需求或会支持天然气的价格。该行业的低估值、强劲的现金流和高股息在一定程度上抵消了投机性质的相关风险。
医疗保健	▶	▶	▶↓	▶	由于美国政府对医疗保健的政策持续不确定性及药品价格上升压力，令我们将欧洲医疗保健行业的观点下调至中性，即使该行业的估值相对美国同业存在 20% 的折让，市场情绪持续呈现负面。在亚洲，预期医疗保健类股份的表现将和大市相仿。
公用事业	▶	▶	▲↑	▶	能源需求趋势依然强劲、价格趋向正面，以及欧洲对能源基建的开支增加，令我们将欧洲公用事业行业上调至偏高水平。许多经济体正进行交通电气化及扩大数字基础建设。此外，随着富裕程度上升，市场对空调、冰柜等需求亦随之增加。公用事业的营运能力已接近饱和，未来将需要大量资本来提升发电量和输电设施；估值仍处于合理水平。

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使用本文件或影片，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 的环球观点为依据，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量度准则。ESG和可持续投资或可持续发展影响的量度准则是 (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／或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或量度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，当我们某项股票或固定收益类产品归入汇丰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储存于检索系统内。