

滙豐每月專訊

透過多元資產配置應對地緣局勢不穩定

2025 年 7 月



要點

- ◆ 中東地緣衝突推高油價，而金價及優質債券則表現穩健，與股票出現負面相關性。儘管衝突有所緩和，但有關關稅、通脹及增長的不確定性仍然存在。面對波動市況，我們認為透過多元化的配置及優質資產，可提升投資組合的防禦力，此策略在近期波動市況發揮效力。
- ◆ 美國企業盈利料受惠於持續減息、人工智能創新、結構性趨勢及監管放寬，利好工業、資訊科技、通訊服務及金融板塊。歐洲方面，公用事業板塊的盈利勢頭有所改善，加上估值較低，以及德國推動基建的利好政策，令我們對其觀點上調至看好。亞洲市場方面，科技創新與政策支持並行，預料工業、通訊、非必需消費及金融類股份將受到支持。
- ◆ 在關稅及政策前景未明下，聯儲局於 6 月份按兵不動，但市場預期當局將於 9 月份重啟減息。儘管美國財政問題備受關注，但美國國債基本面仍屬穩健。然而，在利率持續波動的情況下，我們在現階段維持中性觀點。英倫銀行延續漸進式的減息步伐，預料是次寬鬆週期仍有 1.25% 的減息空間；鑑於英國國債估值吸引，並在經濟增長放緩的前景下，我們維持看好。至於日本方面，雖然 10 月份可能加息，但日本國債收益率仍然偏低，吸引力有限。



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
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	▲	雖然市場焦點預料將重回經濟的基本因素及貿易前景，但在波動市況下，我們認為建立具韌性的多元資產組合仍是關鍵，並在區域配置上偏好美國及亞洲市場。
政府債券	▶	儘管通脹預期上升，但減息前景及避險資金流向仍對優質債券帶來支持，我們維持 7 至 10 年期的國債配置（日本除外），以獲取潛在收益及加強投資組合的防禦力。
投資級別企業債券	▶	信貸息差表現穩健，反映投資者或傾向投資級別信貸多於美國國債。在經濟增長放緩、關稅變數及地緣政治風險的前景下，我們視優質債券為投資組合內的重要分散工具。
高收益企業債券	▶	儘管市場波動加劇，但高收益債券的息差依然偏窄，因當中包含能源債券，我們偏好 3 至 5 年較短存續期的債券。
黃金	▲	黃金在政策及地緣政治不確定性持續下，繼續成為重要的風險分散工具，央行持續買入為另一推動力。

▲ 「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. 投資者應如何應對中東地緣政治風險？

- ◆ 市場憂慮原油供應受阻，推動油價急升（現接近每桶 69 美元），能源板塊亦因此受惠。然而，整體環球風險胃納僅受到輕微衝擊。
- ◆ 局勢仍在不斷演變，截至撰文時似乎已達成停火協議。若油價高企持續，對通脹或構成實質影響，但由於能源價格不計入核心個人消費支出物價指數（PCE），即聯儲局偏好的通脹指標，其影響相對有限。此外，石油市場自 2025 年第二季起的供應過剩，並預期情況於 2026 年持續，主要受石油輸出國組織的增產所致。
- ◆ 鑑於衝突難以預測，我們透過多元資產及主動型管理策略，構建具韌性的投資組合，其中包括黃金及優質債券，兩者表現穩健，且與股票呈現負面相關性。股票方面，我們仍偏好美國、中國、印度及新加坡市場。儘管局勢緩和或令美元短線回落，但美元在目前仍是難以替代的儲備貨幣。我們認為在資產類別、地區、行業及貨幣層面保持多元化依然十分重要。

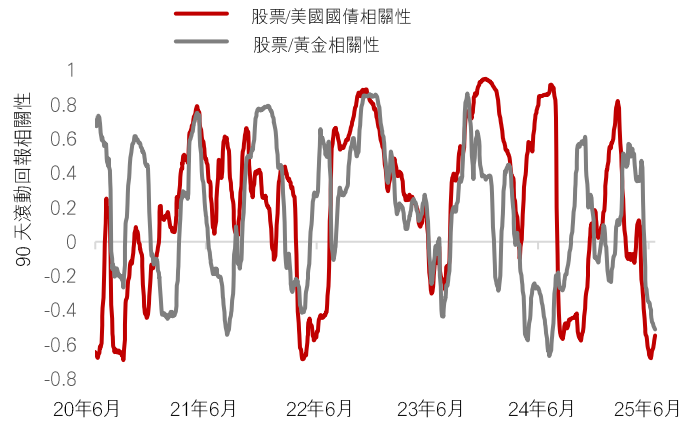
2. 投資者可在哪些板塊尋找分散配置的機遇？

- ◆ 地緣政治衝突並未動搖市場對人工智能及美國再工業化等長線結構性主題的正面展望。根據 FactSet 預測，標普 500 企業盈利預期將於 2025 年上升 9%，而 2026 年增長則達 13.7%；配合美國政府推進監管放寬的策略，我們持續看好工業、通訊、資訊科技及金融板塊。
- ◆ 在歐洲方面，企業盈利勢頭有所改善、估值相對吸引，以及德國基建計劃的推動，促使我們將公用事業板塊的觀點上調至看好，與工業及金融板塊一致。考慮到近期升幅擴大，加上受美國定價政策影響的風險上升，我們將醫療保健板塊的觀點下調至中性。
- ◆ 亞洲方面，經濟增長保持穩健，估值具吸引力，與美國的貿易摩擦亦有所緩和；科技創新繼續成為推動區內增長及生產力的核心動力。政策層面方面，中國積極推動內需、新加坡的銀行業盈利穩健，股息亦具吸引力，以及印度央行的寬鬆政策，支持我們在亞洲偏好工業、非必需消費品、通訊服務及金融板塊。

3. 各地央行的利率政策有何啟示？

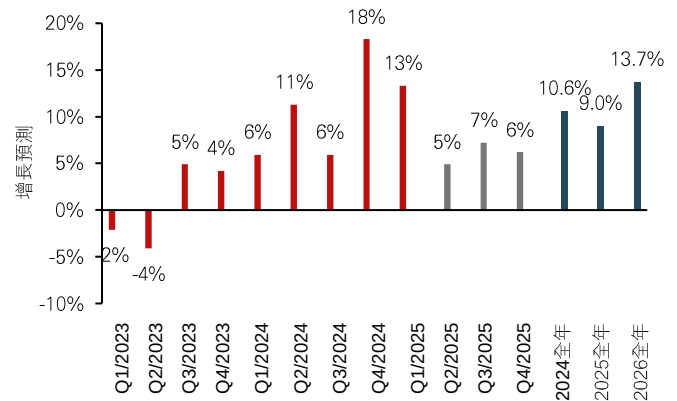
- ◆ 在關稅與政策不確定性的前景下，美國聯邦公開市場委員會於 6 月份會議維持聯邦基金利率在 4.25-4.50% 的區間不變，同時下調 2025 年經濟增長預測至 1.4%，並將通脹預期由 2.8% 上調至 3.1%。我們預計委員會將於 9 月份重啟減息，並分別於 12 月及明年 3 月份再減息 0.25%，直至 2026 年底聯邦基金目標區間將降至 3.50 - 3.75%。儘管市場關注美國財赤及債務規模對債市的潛在影響，我們認為美國國債基本面仍具韌性。然而，鑑於利率持續波動，我們對美國國債及投資級別債券維持中性看法，並偏好 7 至 10 年存續期債券，並視收益率急升為增持機會。
- ◆ 英倫銀行維持政策利率於 4.25% 不變，並重申將採取漸進及審慎的寬鬆步伐，指出薪酬增長及就業市場勢頭已顯著放緩。在通脹回落及經濟增長放緩的前景下，英國國債估值吸引，我們對其維持看好觀點。
- ◆ 日本央行於 6 月份會議亦維持政策利率於 0.5% 不變，同時宣布自 2026 年 3 月份起，將每季購買日本國債的金額減半至 2,000 億日圓。隨着購債意向逐步明朗化，市場焦點預料將轉向日本央行下一次加息的時間表，而我們預期將於 10 月份進行，並維持對日本國債看淡的觀點。

圖 1：股票與黃金和債券目前呈現負面的相關性，反映了多元化的力量



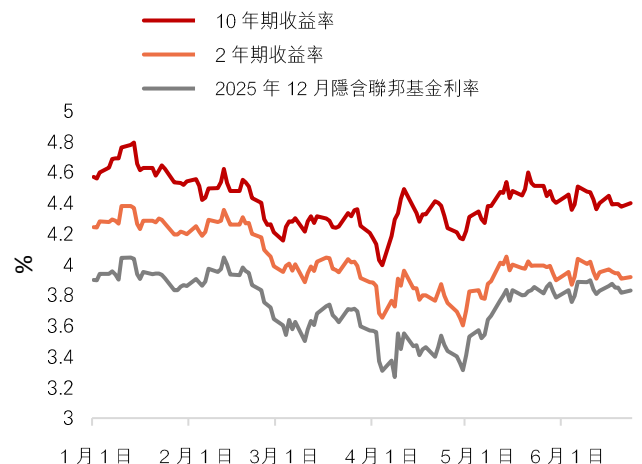
資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。
過去表現並非未來表現的可靠指標。

圖 2：美國盈利增長依然強勁（標準普爾 500 指數每股收益按年增長%）



資料來源：FactSet、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。
過去表現並非未來表現的可靠指標。

圖 3：儘管通脹預期上升且美國赤字擔憂加劇，債券仍受到避險情緒支持



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 6 月 25 日。
過去表現並非未來表現的可靠指標。

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	▲	雖然市場焦點預料將重回經濟的基本因素及貿易前景，但在波動市況下，我們認為建立具韌性的多元資產組合仍是關鍵，並在區域配置上偏好美國及亞洲市場。
美國	▲	雖然經濟增長或將放緩，但企業盈利增長預測偏低，預期大部分企業均可超越。人工智能推動的生產力提升及其他長線結構性趨勢，仍是主要增長動力。
英國	►	近期股市上升主要受市場情緒推動，而非盈利改善所致，加上樓市疲弱持續拖累內需循環，財務風險亦見上升，我們認為股市上行空間有限，故維持中性看法。
歐洲（英國除外）	►	歐洲央行最新預測顯示，未來增長乏力，明年通脹將會回落。歐美貿易談判未明及能源相關地緣風險，均為歐洲股票帶來壓力。
日本	►	由於日本企業盈利依賴美國市場，在目前的環境下，我們對日本股市維持中性立場。
新興市場	►	通脹回落利好部分新興市場，而貿易協議前景改善，進一步強化我們對亞洲新興市場的偏好。
新興市場歐洲、中東與非洲	▼	雖然我們認為阿聯酋存在吸引的長線機遇，但區內經濟增長疲弱，以及貨幣與地緣政治不確定性持續構成壓力。
新興市場拉丁美洲	►	墨西哥獲豁免於美國對等關稅屬正面因素，但巴西持續的加息為市場帶來壓力。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	我們對亞洲市場保持樂觀的態度，因為其估值受到支持、結構性機遇吸引，以及區內貿易流量持續增長。中國、印度與新加坡因基本面穩固及政策支持有力，表現尤其突出。
中國內地	▲	零售銷售上升帶來驚喜，我們預期更多政策提振內需，以應對貿易不確定性。我們偏好人工智能創新、國內消費及高股息優質國企的行業龍頭。
印度	▲	印度股市受惠於持續減息、強勁的經濟活動及政府開支增加，支持穩健的盈利增長勢頭。我們偏向金融、醫療及工業板塊的大型股。
香港	►	儘管零售銷售表現平淡且貿易不確定性存在，但自五月以來資金持續流入，以及聯儲局預期減息屬利好因素。我們偏好銀行、保險、電訊及公用事業板塊以獲取穩定的股息，並精挑優質地產發展商。
新加坡	▲	新加坡市場相對具防守性優勢，因較少受到關稅風險影響。銀行業盈利穩固，當地市場提供吸引的股息，亦是支持當地市場的動力。
南韓	►	我們預期大選後將推出擴張性的財務政策，並加速推進企業價值提升計劃，但仍需等待國家貿易前景更明朗，目前南韓股票估值不算高昂。
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。
政府債券		
成熟市場	►	儘管通脹預期上升，但減息前景及避險資金流向仍對優質債券帶來支持，我們維持 7 至 10 年期的國債配置（日本除外），以獲取潛在收益及加強投資組合的防禦力。
美國	►	鑑於聯儲局採取觀望態度，以及市場重燃對財務壓力的憂慮，我們已上調對美國國債收益率曲線的估計。儘管如此，市場仍受惠於強勁的結構性需求與流動性。
英國	▲	通脹減緩、政策轉向溫和，以及估值吸引，均是支持我們繼續看好英國國債的因素；英國國債在成熟經濟體主權債券市場中，收益率仍最具吸引力。
歐元區	►	我們認為 6 月份減息 0.25% 標誌著是次寬鬆週期的結束，歐洲央行將維持數據主導的政策方向；歐元區主權債券的資金流入或會逐漸減弱。
日本	▼	儘管通脹高於預期，但日本央行因應全球不確定性，暫時傾向維持政策不變；我們認為日本國債收益率仍缺乏吸引力。
新興市場（本幣）	►	通脹減弱為區內減息提供空間。
新興市場（美元）	►	我們依然看好債券收益率，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	►	信貸息差表現穩健，反映投資者或傾向投資級別信貸多於美國國債。在經濟增長放緩、關稅變數及地緣政治風險的前景下，我們視優質債券為投資組合內的重要分散工具。
美元投資級別債券	►	美國企業債券的基本面穩健，但信貸指標可能從高位回落。息差或持續波動，但總收益率仍具吸引力。
歐元投資級別債券	▲	雖然信貸息差收窄，但我們認為歐元區投資級別債券更能補償存續期風險，並提供吸引的收益率。
英鎊投資級別債券	▲	英鎊債券在國際投資者中的持倉偏低，但收益率與美元市場相若，在目前的利率環境下提供較佳的風險調整回報。
亞洲投資級別債券	►	亞洲投資級別債券受惠於通脹回落趨勢及穩健的基本面，我們偏好亞洲金融債券、印度本地貨幣債券，以及中國的美元企業債券，特別是在科技、媒體及電訊的領域。
環球高收益債券	►	儘管市場波動加劇，但高收益債券的息差依然偏窄，因當中包含能源債券，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總收益率，但其波動性往往受股市帶動。違約率與債務水平需密切監察，但不良貸款比例仍低於 5 年平均值。
歐元高收益債券	►	與環球高收益債券的觀點一致，我們對歐元高收益債券亦維持審慎的態度，並以 3 至 5 年存續期為主。
英鎊高收益債券	►	我們維持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	►	鑑於中國的政策重點在於刺激內需，我們對其房地產市場保持謹慎態度，傾向選擇區內特定領域的優質發行商。
商品		
黃金	▲	黃金在政策及地緣政治不確定性持續下，繼續成為重要的風險分散工具，央行持續買入為另一推動力。
石油	►	中東緊張局勢緩和及石油輸出國組織的產能過剩將限制油價的上行空間。

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	▲	▲	▼	▲	美國非必需消費品的第一季度業績亮麗，主要受美國消費者較預期更穩健的表現所支持。亞洲消費者的信心持續改善，受惠於相較其歷史水平及其他地區具吸引力的估值。歐洲方面，企業首季業績表現不一，部分預期銷售增長持平甚至轉弱，當中以奢侈品及汽車製造商面對最大的挑戰。
金融	▲	▲	▲	▲	環球金融行業首季業績普遍優於預期。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尤其活躍，這勢頭短期內有望持續。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	▲	▲	▲	▲	在年初，美國關稅擔憂一度打擊市場情緒及企業指引，但受惠於穩健的首季業績所支持，股價錄得升幅。行業內多個領域，包括機械、建築、航空航天、貨車、火車及貨運皆預期獲得強勁的訂單，可望實現穩健的按年增長。數碼基建、航空航天、國防及建築領域料將受惠於資本開支的增加。
資訊科技	▲	▲	▲	▲	由人工智能推動的產品與服務在各行各業廣泛應用，反映人工智能需求保持穩健。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，延續過去兩年亮麗的表現。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	▼	▼	▼	▼	在定價環境充滿挑戰的環境下，需求前景預計仍然疲弱。持續高企的能源與原材料成本可能令利潤空間受壓；礦業與化工行業的估值不高，但增長動力依然難以捉摸。關稅仍然是重大風險，並打擊市場情緒；煉油、加工與化學股票短期內仍然缺乏吸引力。
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，仍因產能過剩引致價格下跌；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	▲	▲	▲↓	▲	由於美國政府對醫療保健的政策持續不確定性及藥品價格上升壓力，令我們將歐洲醫療保健行業的觀點下調至中性，即使該行業的估值相對美國同業存在 20% 的折讓，市場情緒持續呈現負面。在亞洲，預期醫療保健類股份的表現將與大市相約。
公用事業	▲	▲	▲↑	▲	能源需求趨勢依然強勁、價格趨向正面，以及歐洲對能源基建的開支增加，令我們將歐洲公用事業行業上調至偏高水平。許多經濟體正進行交通電氣化及擴大數碼基礎建設。此外，隨著富裕程度上升，市場對空調、冰櫃等需求亦隨之增加。公用事業的營運能力已接近飽和，未來將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。