

滙豐每月專訊

多種增長勢頭與優先政策帶來多元化機遇

2025 年 1 月



要點

- ◆ 聯儲局一如市場普遍預期減息，但預計通脹在 2025 年將維持在 2% 以上，顯示寬鬆週期將較為溫和，今年僅減息兩次，而我們則預期三次共減息 0.75%。在經濟增長方面，財政刺激措施及較樂觀的市場情緒對美股有利。
- ◆ 在多種增長勢頭的支持下，2025 年股票的表現應會優於債券及現金，我們看好美國、英國、印度、日本及新加坡的股票。儘管特朗普政府的優先政策可能為通脹及利率前景帶來不確定性，但債券仍然是抵禦地緣政治及政策風險的重要分散工具，目前 5 至 7 年存續期的投資級別債券依然提供具吸引力的收益率。
- ◆ 在 2024 年第四季，我們已減少了對歐元區，包括德國及墨西哥的投資，因它們易受美國關稅風險影響，並看好具有強勁內需推動增長機遇的市場，包括日本、印度及東盟經濟體。為抵禦外部衝擊，我們預期中國政府將加大刺激政策力度以提振內需。利用多元資產策略，透過地區及資產類別分散投資，有助平衡機遇與風險。



Willem Sels

滙豐環球私人銀行及財富管理
環球首席投資總監



谷淑敏

滙豐財富管理及個人銀行
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	▲	穩健的經濟增長勢頭、強勁的盈利增長及環球寬鬆週期，均是推動環球股票增長的關鍵因素。我們將繼續擴闊地域及行業配置，以捕捉廣泛的盈利增長。
政府債券	▼	美國大選結果令對利率敏感的資產類別受壓，推高了成熟市場政府債券的收益率。我們對大部分成熟市場的政府債券保持中性看法，但繼續看淡日本政府債券。
投資級別企業債券	▶	我們認為投資級別債券能有效地分散多元資產組合與應對地緣政治及政策不確定性，我們偏好 5 至 7 年存續期的債券，因其收益率仍然具有吸引力。
高收益企業債券	▶	儘管環球高收益債券受惠於投資者風險胃納上升，但目前的信貸息差並未足以抵銷違約風險。相對投資級別債券，我們傾向較短存續期，即 3 至 5 年的高收益企業債券。
黃金	▲	儘管債券收益率上升及美元走強，金價在低息環境、央行的強勁需求及地緣政治不確定性加劇的情況下受投資者追捧所支持，我們偏好黃金作為投資組合內分散風險的工具。

▲ 「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. 聯儲局偏鷹派的語氣意味甚麼？

- ◆ 雖然聯儲局在 12 月份一如預期減息 0.25%，但當局透露 2025 年僅減息兩次，放慢寬鬆步伐的跡象令市場感到意外。我們現在預期聯儲局將於 2025 年 3 月、6 月及 9 月份的政策會議中分別減息 0.25%，令 2025 年 9 月份的聯邦基金利率目標範圍降至 3.50% - 3.75%。
- ◆ 根據聯邦公開市場委員會的預測，通脹率將由 2024 年的 2.4% 上升至 2025 年的 2.5%，這顯示實現 2% 的目標需要更長的時間，可能要至 2026 年才能實現。然而，2024 年的經濟增長預測則由 2.0% 上調至 2.5%，經濟增長預計將保持於穩健水平，並高於長期趨勢。
- ◆ 隨著聯儲局寬鬆週期的力度減弱，股市將需要依賴更具韌性的經濟增長（財政刺激的支持）及強勁的盈利潛力。我們仍然偏好美國股票，並聚焦於受結構性趨勢及優先政策所推動的行業，包括資訊科技、通訊服務、金融、工業及醫療保健。

2. 我們對股票、債券及現金於今年的表現有何預期？

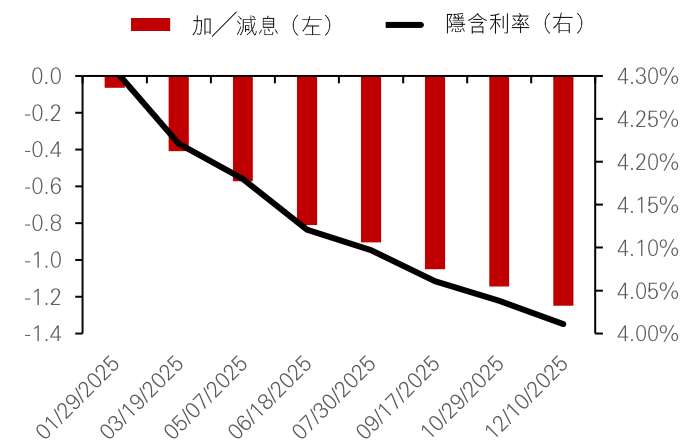
- ◆ 隨著大部分主要央行在 2025 年預計將繼續減息（日本央行除外），我們認為現金的表現將跑輸債券及股票。
- ◆ 股票估值繼續受到環球低利率的支持；美國股市受強勁的盈利增長、創新動力、長期結構性趨勢及特朗普政府支持性政策的推動將持續造好。同時，日本的通貨再膨脹趨勢、印度及東盟地區的強勁結構性增長，進一步增強我們對這些市場的樂觀態度。英國股市吸引的估值、更佳盈利增長前景及英國政府的政治穩定性，令其在歐洲市場的表現較為出色。
- ◆ 儘管特朗普的擴張性財政政策立場、放寬監管措施及增加關稅可能對通脹及利率的前景帶來不確定性，促使我們將環球及美國投資級別債券的觀點下調至中性，但債券仍然是分散投資組合的關鍵工具，它提供穩定的收入來源並有助投資者應對市場的不確定性。我們繼續偏好 5 至 7 年存續期的投資級別債券，因其收益率仍然吸引。

3. 投資者應如何調整投資組合以應對美國關稅風險？

- ◆ 在美國大選結果公布後，我們減少了對歐元區、德國與墨西哥市場的投資，以應對日益增加的貿易不確定性。在亞洲，我們保持精挑細選及多元化的策略，將南韓及亞洲（日本除外）股票的看法下調至中性，同時將重點放在具有內需推動增長機會的市場，包括日本、印度及東盟經濟體，以及傾向依賴區內貿易及跨境投資的企業。
- ◆ 由於中國對美貿易順差顯著，我們認為中國政府將加大刺激政策力度，以提振內需。我們對中國股市保持中性看法，並期待 2025 年 3 月份全國人大會議將提出更明朗化的政策。由於更高的關稅亦可能有損美國消費者情緒及企業盈利，我們認為美國政府偏向逐步實施新關稅。
- ◆ 一個良好的股債混合投資組合能進一步強化多元資產策略的吸引力，讓基金經理把握增長機會，同時透過積極的債券管理策略來應對不斷的市場變化，以減輕下行風險。

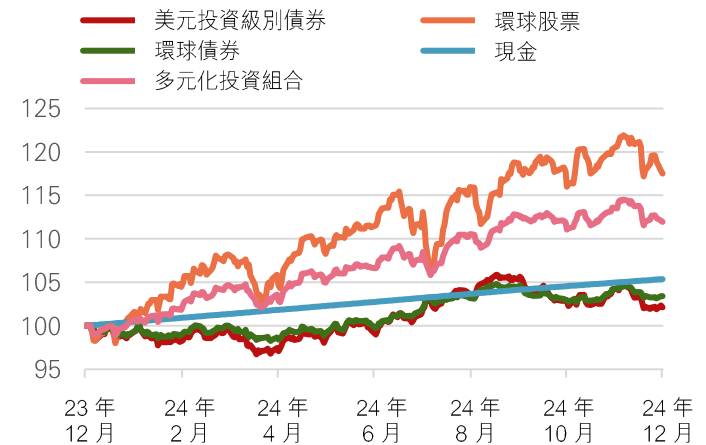
(如需了解更多有關新一年市場展望的資訊，請參閱我們的《思考未來 2025》。)

圖 1：2025 年市場隱含的美聯儲政策預期



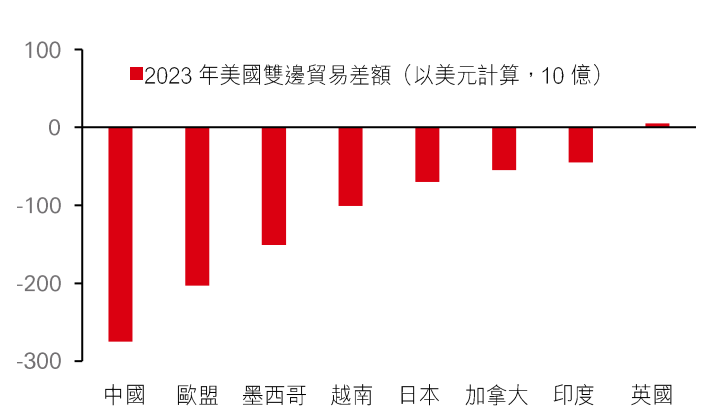
資料來源：彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 12 月 18 日。

圖 2：多元化投資組合策略的表現在 2024 年優於現金，我們認為這種情況將在 2025 年持續



資料來源：多元化組合是指本行中等風險策略的資產配置，以美元計算。彭博、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 12 月 31 日。過去的表现並非未來表现的可靠指標。

圖 3：對美國貿易順差的經濟體更容易受到美國關稅風險影響



資料來源：Macrobond、滙豐環球私人銀行及財富管理，截至 2024 年 11 月 19 日。過去的表现並非未來表现的可靠指標。

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	▲	穩健的經濟增長勢頭、強勁的盈利增長及環球寬鬆週期，均是推動環球股票增長的關鍵因素。我們將繼續擴闊地域及行業配置，以捕捉廣泛的盈利增長。
美國	▲	我們認為企業盈利增長擴闊、利潤增長及人工智能創新將繼續支持美國股市的估值，而特朗普的擴張性財政刺激政策、減稅及行業監管措施放寬將進一步推動企業盈利。
英國	▲	英鎊疲弱、吸引的估值及美英之間不存在貿易逆差均支持我們看好英國股市，其防禦性的特質與具吸引力的股息為環球投資者提供了分散風險的優勢。
歐洲（英國除外）	▼	歐元區經濟前景的挑戰仍然存在，當中包括國內增長及製造業活動疲弱，以及美國關稅增加對歐洲出口商的潛在影響。
日本	▲	我們偏好那些能夠受惠於日本持續通貨再膨脹的趨勢及企業治理改革推動股票回購與提供更高股息的行業；日圓疲弱一般有利於盈利增長。
新興市場	▶	聯儲局的寬鬆週期一般對新興市場帶來積極的影響，為新興市場央行提供更多減息的空間。
新興市場歐洲、中東與非洲	▼	歐元區增長持續疲弱，加上貨幣與地緣政治的不確定性，都為該地區帶來隱憂。
新興市場拉丁美洲	▼	潛在的美國關稅對墨西哥構成阻力，而巴西再加息可能引發當地股票遭到拋售。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▶	儘管美國關稅擔憂加劇，我們預計 2025 年亞洲增長將保持穩健，這有賴印度與東盟地區的強勁結構性增長，以及中國加大刺激政策以提振內需。
中國內地	▶	我們預期財政刺激與貨幣政策在未來幾個季度將保持寬鬆，這有利互聯網龍頭企業、派發高股息的優質國企，以及具有韌性的領先消費企業，為進一步的刺激政策作好部署。
印度	▲	印度股票受強勁的盈利增長、高回報率及來自國內投資者強勁的資金流入所支持，我們偏好大型企業，因其相對較具吸引力的估值及更佳的盈利增長前景，較中小型企業出色。
香港	▶	全球利率寬鬆週期應會支持短期的置業情緒，我們看好那些財務狀況良好的地產發展商，並在保險及電訊行業看到機會。
新加坡	▲	吸引的股息率及龐大的房地產信託基金市場推動了股市的表現；新加坡與美國之間存在輕微的貿易逆差使其相對區內其他市場更具防禦性。
南韓	▶	除了更容易受到美國關稅風險的影響之外，國內的政局不穩定也對投資情緒受壓，並可能影響與「企業價值提升計劃」相關政策的推行。
台灣	▶	股票市場正受惠於人工智能熱潮及對半導體的強勁需求，但估值偏高。
政府債券		
成熟市場	▼	美國大選結果令對利率敏感的資產類別受壓，推高了成熟市場政府債券的收益率。我們對大部分成熟市場政府債券保持中性看法，但繼續看淡日本政府債券。
美國	▶	特朗普政府下可能出現再通脹的前景及政策不確定性或會引發進一步的利率波動，我們對美國國債保持中性看法。
英國	▶	預期央行逐步推行寬鬆利率政策，我們對英國國債保持中性看法，並偏好 5 至 7 年存續期的債券。
歐元區	▶	儘管債券收益率低於英國及美國，但預期歐洲央行減息較為進取，有助支持債券表現。
日本	▼	我們預期日本央行將維持寬鬆的貨幣政策立場，並將利率上調暫停至 2025 年第三季度；日本政府債券的收益率仍然缺乏吸引力。
新興市場（本幣）	▶	新興市場的進一步減息及投資者追求高收益的趨勢，有利當地債券帶來更佳的總回報，但部分新興市場貨幣疲弱會影響債券表現，我們較看好印度及印尼的本幣債券。
新興市場（美元）	▶	美元走強為新興市場以美元計值的債券提供支持，我們認為這類債券的收益率依然吸引，但重點挑選優質的發行商。
企業債券		
環球投資級別債券	▶	我們認為投資級別債券能有效地分散多元資產組合與應對地緣政治及政策不確定性，我們偏好 5 至 7 年存續期的債券，因其收益率仍然具有吸引力。
美元投資級別債券	▶	在減息週期逐步推行的前景下，我們認為債券價格上漲的空間較小，但目前的收益率仍具吸引力。
歐元與英鎊投資級別債券	▲	考慮到歐洲及英國央行相對聯儲局有更多減息的空間，我們偏好以歐元及英鎊計值的投資級別債券。
亞洲投資級別債券	▶	聯儲局持續減息會為亞洲央行帶來減息的空間，並有利亞洲金融、印度與印尼本幣，以及優質的中國科技、媒體與通訊債券。
環球高收益債券	▶	儘管環球高收益債券受惠於投資者風險胃納上升，但目前的信貸息差並未足以抵銷違約風險；相對投資級別債券，我們傾向較短存續期，即 3 至 5 年的高收益企業債券。
美元高收益債券	▶	美元高收益債券提供可觀的整體收益率，但我們認為重點放在票息，而不是債券價格升值。
歐洲與英國高收益債券	▶	高收益債券的信貸息差相對歷史平均值依然偏窄，但整體收益率可提供不錯的收入。
亞洲高收益債券	▶	由於中國房地產行業仍然受壓及環球利率走向不確定，我們對亞洲高收益債券仍然保持審慎及高度選擇性。
商品		
黃金	▲	儘管債券收益率上升及美元走強，金價在低息環境、央行的強勁需求及地緣政治不確定性加劇的情況下受投資者追捧所支持，我們偏好黃金作為投資組合內分散風險的工具。
石油	▶	油價因預期供應增加及需求緩和而受壓。同時，中東的不確定性對油價的影響相對不大。

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	▶	▶	▶	▶	受到利率上升影響，消費者在購物時變得謹慎，限制了他們在非必需消費品上的開支；我們預計 2025 年市場對旅遊與奢侈品的需求將持續放緩。在房屋銷售復甦之前，家電產品需求仍然疲弱。歐洲汽車企業及其供應商將面臨另一個充滿挑戰的時期，而亞洲汽車市場的前景則較為樂觀。
金融	▲	▲	▶	▶	環球與美國金融行業持續受惠於經濟環境改善，而預期息口緩慢下降，對盈利不會構成太大影響。資本市場活動有所增加，與房地產業務及貸款有密切關係的地區性銀行仍然面臨挑戰。惡劣天氣相關的事件，可能會令保險及再保險領域受壓。
工業	▲	▲	▶	▲	訂單記錄與新訂單穩健，但並不強勁。美國工業的業績報告顯示企業表現好壞參半，而亞洲工業板塊則呈現基本面逐漸改善的初步跡象。地緣政治緊張局勢及關稅威脅正在阻礙新投資及產能擴張計劃，並加劇了持續性的供應鏈挑戰；歐洲對中國與美國出口過度依賴仍然是其主要弱點。
資訊科技	▲	▲	▲	▲	該行業仍然面臨較高的波動性，市場會根據經濟表現的強弱作出反應。整體而言，行業勢頭逐漸擴大，人工智能推動的產品與服務有助於企業提升生產力並在市場競爭中脫穎而出。數碼基礎設施企業，尤其是涉及雲端、數據中心、軟件及冷卻技術的領域，依然受到強勁需求的支持。
通訊服務	▲	▲	▶	▲	美國通訊行業在過去幾個季度出現了持續性的銷售與盈利增長，即使按年增長已經提升不少。市場對 2025 年的盈利預測較為保守，這暗示可能存在上升空間。在亞洲，隨著監管壓力放緩，該行業的估值依然具有吸引力；相比之下，歐洲電訊服務行業面臨激烈競爭和高昂投資成本的挑戰，企業正透過整合來尋求可持續的商業模式。
材料	▶	▶	▶	▶	由於中國經濟增長放緩令市場情緒受壓，全球大宗商品價格在過去兩個月普遍下降，若干大宗商品與化學品的供應過剩問題依然存在。具體來說，由於電動車需求減弱，鈷及鎳的消費有所下降；銅應該會受惠於可再生能源及電氣化與數碼基礎設施項目的增長，但對美國未來需求與政府計劃的不確定性，令短期需求減弱。
房地產	▶	▶	▶	▶	環球房地產行業依然面臨較高的融資成本、供應過剩及部分市場需求疲弱的挑戰，即使這些因素似乎已經反映在行業的估值中。儘管零售與中國房地產市場仍面臨逆風，但行業內其他領域的活動呈現回暖的跡象。
必需消費品	▶	▶	▶	▲	由於激烈的競爭及消費者交易減少，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。現時該行業的估值與歷史水平相約，進一步限制了上行空間。
能源	▶	▶	▲	▶	儘管估值平宜、現金流穩健且股息高，但這些因素尚不足以改善投資者對能源行業的觀點，能源價格繼續在區間內波動。經過季節調整後供應與庫存處於良好水平。我們預計未來 12 個月石油的生產將會增加，這可能對價格帶來額外壓力。在歐洲，天然氣需求和價格可能保持強勁。
醫療保健	▲	▲	▲	▼	美國新政府對醫療行業未來的政策存在不確定性，令行業的表現受壓而美國仍然是全球最大的醫療市場；投資者需專注那些擁有強大的商業產品計劃且無重大產品專利到期的企業。在亞洲，估值仍然偏高，遠高於歷史水平。
公用事業	▲	▶	▲	▲	數據中心及與人工智能相關的需求強勁，推動企業盈利及銷售持續超出預期，一些企業甚至上調了業績指引。在 2025 年，隨著美國政府換屆，新的可再生能源項目勢頭可能放緩，但在其他地區預計增長保持強勁。

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。