

滙豐每月專訊

貿易協議取得進展，利好因素提振市場樂觀情緒

2025 年 8 月



要點

- ◆ 由於《大而美法案》帶來大幅減稅與削減支出，加上廣泛的政策轉變，引發市場對財政赤字惡化的憂慮，然而預期聯儲局持續減息的路向及溫和的通脹，料將抵銷相關衝擊。同時，美國第二季度企業盈利增長穩健，進一步支持我們看好資訊科技、通訊服務、工業及金融板塊，因為這些領域受惠於該法案及結構性趨勢；而監管政策亦趨於明朗化，如《引導和確立美國穩定幣國家創新法案》的推出亦屬利好因素。
- ◆ 繼美日達成貿易協議，將日本關稅降至 15% 之後，美國與歐盟亦宣布對大部分歐盟輸美商品徵收 15% 的關稅，並增加歐盟購買美國能源產品及軍備設備的投資，這些協議大幅地緩和環球貿易的緊張局勢。我們維持風險偏好，並透過多元資產包括優質債券（如英國國債）及黃金來減低不確定性。
- ◆ 儘管中國第二季度國內生產總值按年增長 5.2%，提升市場對政府全年實現約 5% 增長目標的信心，但經濟數據仍然好壞參半。面對太陽能、鋼鐵、汽車、鋰電池等行業產能過剩所帶來的通縮壓力，中國政府推出一系列供應調控措施，推動了市場的情緒。在亞洲，我們繼續看好中國、印度及新加坡；至於日本，執政聯盟於國會兩院失去大多數席位，我們對日本股票維持中性看法。



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	▲	近期公布的關稅協議，以及市場對人工智能應用的樂觀前景，提振了環球市場情緒。我們維持風險偏好，透過多元資產與行業配置，鎖定具備穩健基本面及結構性增長動力的投資機會。
政府債券	▶	為應對美國貿易政策及經濟增長前景的不明朗，我們聚焦於成熟市場（日本除外）7 至 10 年期的主權債券，並繼續看好英國國債多於美國及德國國債。
投資級別企業債券	▶	我們繼續利用優質債券來應對經濟放緩、關稅變數及地緣政治風險。信貸息差目前處於相對較窄水平，反映投資者傾向投資級別企業債券多於政府債券。
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	▲	儘管升勢可能稍見放緩，但黃金在政策及市場不確定性持續下，依然是重要的風險分散工具，而央行持續買入亦是另一推動力。

▲ 「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. 美股反彈動力何在？

- ◆ 美國國會於7月3日正式通過《大而美法案》，引入多項重大稅改與削減支出措施、投放新的邊境安全資金，以及推出能源與醫療保健等領域的廣泛政策調整。除了落實21%的企業稅率外，法案亦涵蓋個人稅減免，包括取消小費與加班薪金的聯邦稅，以及提高州及地方扣稅上限與汽車貸款利息扣稅。
- ◆ 市場雖憂慮財政赤字進一步擴大，導致債券價格受壓及借貸成本上升，但預期聯儲局持續減息的路向及通脹維持溫和，加上多重利好因素，應該會抵銷這些影響。
- ◆ 鑑於門檻較低，第二季度企業盈利普遍優於預期，資訊科技、通訊服務、工業與金融板塊表現尤其突出。受該法案及結構性趨勢的支持，我們持續看好這些行業。我們認為由人工智能帶動的股市強勢將會持續，雖估值有所上升，但仍低於歷史高位。此外，新推出的《引導和確立美國穩定幣國家創新法案》亦有望鼓勵企業更廣泛應用數碼資產，進一步利好資訊科技、通訊服務、媒體及基礎建設等相關行業。自5月份起，我們偏好美股的策略已見成效，未來仍將維持此配置方向。

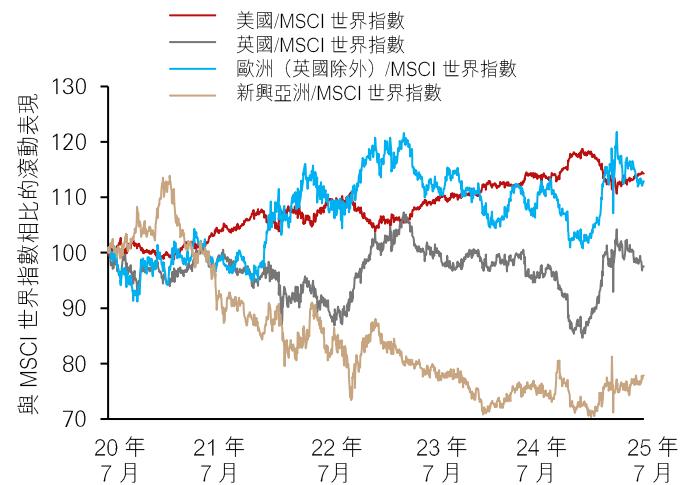
2. 近期的貿易協議有何影響？

- ◆ 美國與日本達成協議，對所有日本商品的對等關稅由25%下調至15%。同時，日本也同意向美國投資達5,500億美元，並進一步開放市場予美國汽車、稻米及農產品進口。
- ◆ 美國其後亦與歐盟達成協議，宣布對大部分歐盟輸美商品（包括汽車）徵收15%的關稅。此外，歐盟亦將購買總值7,500億美元的美國能源產品與晶片，並額外對美國作出6,000億美元的投資作為協議的一部分。雖然市場對此表示歡迎，但部分行業的關稅細節仍未明朗，加上汽車、農業及製藥等行業需求疲弱，對歐洲第二季度盈利增長構成拖累。不過，我們在金融、工業及公用事業板塊仍看到了一些投資機會。近期的貿易協議大幅地緩和了環球貿易的緊張局勢。
- ◆ 儘管關稅的影響可能在美國持續，但由於科技推動生產力的提升，以及市場預期聯儲局將繼續減息，我們預計通脹不會大幅飆升。股市表現持續穩健，我們維持風險偏好，並透過多元資產，包括優質債券（如英國國債）及黃金來減低不確定性。

3. 中國第二季度國內生產總值增長能否提振亞洲經濟前景？

- ◆ 中國第二季度國內生產總值按年增長5.2%，略高於市場預期，提升市場對政府全年實現約5%增長目標的信心。雖然工業生產受惠出口暢旺而表現強勁，而零售銷售亦見穩健，但固定資產投資及房地產行業仍然低迷。
- ◆ 針對由產能過剩所引發的通縮壓力，影響企業利潤與盈利，中國政府提出供應調控措施，由太陽能行業開始，其次是鋼鐵、汽車、鋰電池等行業。雖然實際產能削減尚需時日，但政策明確的方向，對市場情緒構成正面支持。
- ◆ 在亞洲其他地區，儘管美日貿易協議有助提振環球投資氣氛，但日本執政聯盟於國會兩院失去大多數席位，或促使日本執政聯盟採取擴張性政策，從而導致持續的不確定性。我們對亞洲維持樂觀的態度，但需審慎選擇。基於年初至今強勁的回報已將工業板塊的估值推高過其五年的平均水平，我們將其觀點下調至中性；同時，醫療保健板塊因估值吸引，加上中國增加資金投入與人工智能創新等推動力，我們上調觀點至偏高。我們看好中國、印度與新加坡，並對日本維持中性看法。

圖 1：科技的領導地位促使美國股市自 2025 年 5 月起持續反彈



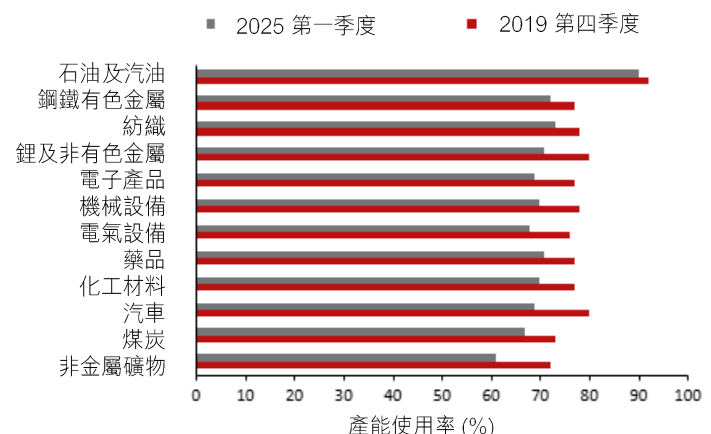
資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 7 月 27 日。過去表現並非將來表現的可靠指標。

圖 2：兩大經濟體之間的貿易協定預計將帶來穩定



資料來源：彭博、美國人口普查局、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 7 月 28 日。

圖 3：產能使用率偏低，顯示產能過剩問題



資料來源：滙豐環球投資研究部、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 7 月 22 日。

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	▲	近期公布的關稅協議，以及市場對人工智能應用的樂觀前景，提振了環球市場情緒。我們維持風險偏好，透過多元資產與行業配置，鎖定具備穩健基本面及結構性增長動力的投資機會。
美國	▲	儘管政策前景仍存變數，且估值高企，但美國股市仍受惠於穩健的企業盈利增長、潛在減稅與監管放寬政策，以及人工智能主導的創新力量、近岸回流及再工業化等結構性趨勢所支持。
英國	▶	通脹持續高企與政治訊息混亂仍是不利因素，政府債券收益率偏高亦帶來一定阻力。美英貿易協議雖稍為市場帶來支持，然而整體力度不足以改變我們維持中性的觀點。
歐洲（英國除外）	▶	儘管歐盟與美國達成貿易協議，但部分行業關稅細節尚未明朗。歐元走強及相對疲弱的盈利勢頭（與美國相比）亦支持我們對歐洲股市維持中性立場。我們看好工業、金融與公用事業板塊。
日本	▶	儘管貿易協議及通脹回升趨勢持續支持日股，但大選後預期推出財政刺激措施提振國內消費將增添財務受壓的憂慮，令我們維持中性觀點；我們看好日本的科技龍頭與內需相關股票。
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，進一步加強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具吸引力的結構性機會，但區內整體仍然面對經濟增長乏力、貨幣與地緣政治不確定性的挑戰。
新興市場拉丁美洲	▶	在區內，巴西的出口受到美國關稅的衝擊，利率持續高企仍然構成壓力。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	我們看好實力雄厚及能有效應對關稅風險並維持利潤的國內企業，而人工智能與科技板塊持續受惠於利好政策與結構性趨勢的支持。中國、印度及新加坡憑藉其強勁的基本面繼續脫穎而出。
中國內地	▲	我們預期中國將維持積極的增長方針，加快實現科技自主發展及經濟平衡。我們繼續看好與人工智能創新、大眾消費有關的行業龍頭，以及提供高息的優質國企。
印度	▲	國內需求穩健與利好的季候風季節，支持我們上調 2025 及 2026 年的國內生產總值增長預測。我們看好非必需消費品、金融、工業及醫療板塊的龍頭企業。
香港	▶	儘管股市表現受惠於資金流入，但財政與零售行業的潛在疲軟仍然存在。我們看好銀行、保險、電訊與公用事業等可提供股息收入的行業，同時亦偏好部分優質發展商。
新加坡	▲	該市場具備防守性特質，加上股息回報吸引，為其強勁的股市表現提供有力的支持。
南韓	▶	年初至今的強勁表現主要受合理估值及對「企業價值提升計劃」加速推進的預期所支持。然而，這些利好因素部分已反映於股價之中，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。
政府債券		
成熟市場	▶	為應對美國貿易政策及經濟增長前景的不明朗，我們聚焦於成熟市場（日本除外）7 至 10 年期的主權債券，並繼續看好英國國債多於美國及德國國債。
美國	▶	鑑於美國國債的規模與流動性，我們認為市場對其財政債務及貿易關稅的憂慮或有過度之嫌。我們預期聯儲局將於 9 月份減息，目前繼續看好 7 至 10 年存續期的債券。
英國	▲	英國國債目前面臨短期通脹未明與財政壓力加劇的挑戰，但在英國經濟增長缺乏動力、持續減息的預期，以及吸引的估值，我們維持看好的觀點。
歐元區	▶	由於我們預期歐洲央行短期內將按兵不動，息差優勢或將收窄，意味現水平再大幅反彈的空間有限。
日本	▼	我們預期主要在野黨將呼籲擴大國債發行量，為更積極的財政刺激計劃籌集資金；然而，對財政穩健性的憂慮可能會導致日圓利率走勢波動，並推高長期日本國債的期限溢價。
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	▶	我們繼續利用優質債券來應對經濟放緩、關稅變數及地緣政治風險。信貸息差目前處於相對較窄水平，反映投資者傾向投資級別企業債券多於政府債券。
美元投資級別債券	▶	鑑於債務持續、聯儲局減息預期及關稅影響等方面前景未明，我們繼續看好優質債券。信貸息差依然波動，但其整體收益率、基本面及流動性依然吸引。
歐元區投資級別債券	▲	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的風險，收益率依然吸引。
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，在我們預期進一步減息的前景下提供較好的風險調整回報。
亞洲投資級別債券	▶	我們繼續關注亞洲金融行業、印度本幣債券，以及中國科技、媒體與電訊行業的美元債券，因其具吸引力的利差機會。
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。
歐元區高收益債券	▶	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	▶	雖然有利政策有望在一定程度上令市場氣氛回暖，但我們對中國房地產市場仍然保持審慎態度，因政策焦點仍集中於刺激消費與科技創新。
商品		
黃金	▲	儘管升勢可能稍見放緩，但黃金在政策及市場不確定性持續下，依然是重要的風險分散工具，而央行持續買入亦是另一推動力。
石油	▶	我們預期石油價格將維持區間波動，因供應過剩限制了上行空間，而地緣政治風險亦有所緩和。

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	▶	▶	▼	▲	第二季度初期的銷售及盈利令人失望，尤其是奢侈品與汽車行業。在經歷了多年物價上漲高於通脹水平，加上市場情緒低迷，消費者正在轉向更便宜的替代品，給企業帶來了挑戰。預期消費者於第三季度的需求持續疲弱，且高度審慎。
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	▲	▲	▲	▶↓	亞洲工業板塊經過一輪出色的表現後，估值超過五年平均值，令我們下調其觀點。美國加徵關稅的憂慮持續拖累行業情緒與業績指引。儘管第二季度業績表現平平，但訂單狀況相對穩健。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	▲	▲	▶	▶	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	▼	▼	▼	▼	在大部份大宗商品前景未明朗的環境下，礦業及化工股持續受壓；關稅風險仍是壓抑投資氣氛的主因。雖然估值合理，且大宗商品週期或已見底，但整體前景仍存變數。能源及原材料成本持續高企，將進一步壓縮利潤與盈利空間。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；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	▶	▶	▶	▲↑	我們上調了亞洲醫療保健板塊的觀點，主要因應需求動力改善、估值低於五年平均值甚具吸引力，而且投資者對新一代創新藥物的興趣上升。美國方面，政府政策不明朗及藥品定價壓力持續。歐洲醫療板塊現時估值較美國同業折讓約兩成，但整體氣氛依然偏弱。
公用事業	▶	▶	▲	▶	歐洲公用事業板塊受惠於能源需求的利好趨勢、對價格有利的走勢，以及能源基建投資上升。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。