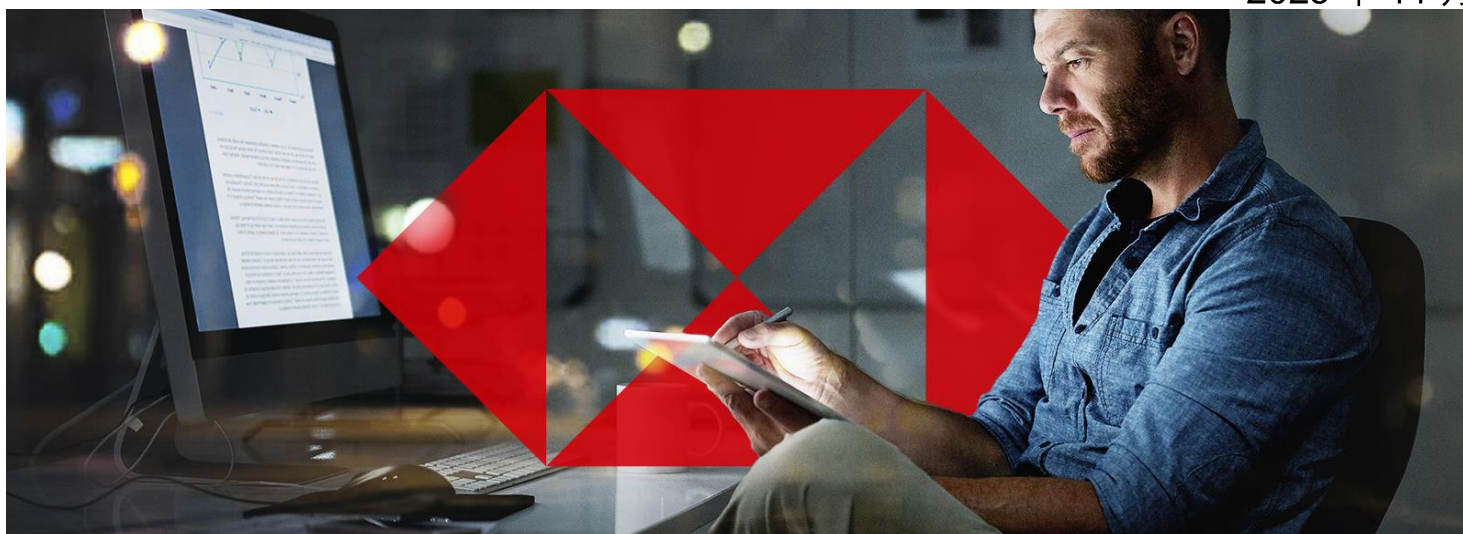


滙豐每月專訊

短期市場整固但牛市勢頭持續

2025 年 11 月



要點

- ◆ 近期中美貿易摩擦升溫，引發市場獲利回吐，但我們仍然看好風險資產的上升潛力。我們對美國必需消費品股行業的偏低配置，及將能源板塊納入看淡之列，以減低風險。債券方面，我們偏好投資級別債券及新興市場本地貨幣政府債券，並相對看淡高收益債券。多元資產策略有助分散資產、行業及貨幣風險，而黃金則繼續發揮其分散風險作用。
- ◆ 美國科技股升勢強勁，引發市場憂慮人工智能泡沫，但我們認為上漲動力受穩固的盈利增長及人工智能基建的大量投資所支持。然而，美科估值偏高，因此有需要分散至資訊科技和通訊服務以外的板塊，包括金融及工業，我們亦上調公用事業至偏高水平，因雲端及人工智能對電力需求大幅增加。
- ◆ 中國「十五五」規劃繼續聚焦內需與供給、科技創新及民生改善，支持我們看好中國股票。另一方面，香港的樓市趨穩、上市及併購活動回暖、持續的資金流入及估值吸引，令我們對港股的觀點上調至看好。至於日本，新任首相預期將推行擴張性財政政策，但在社保及債務利息成本上升下，籌集資金面對挑戰，故我們對日股維持中性看法。



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業務
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	▲	環球股市受企業盈利勢頭改善、通脹壓力緩和、對人工智能的投資，以及主要央行邁向政策正常化的支持。在政策與政治環境持續變動之際，我們偏好優質的股票。
政府債券	▶	雖然部分成熟市場存在財政憂慮，但政府債券仍然提供跑贏通脹的回報，有助為投資組合提供重要的收益來源。
投資級別企業債券	▲	儘管信貸息差收窄，但環球投資級別債券在減息週期下仍然提供吸引的收益，並兼具分散風險的優勢。
高收益企業債券	▼↓	估值偏高及信貸市場波動加劇為環球高收益債券構成阻力，因此我們將其觀點下調至看淡，並保持審慎。
黃金	▲	債券收益率下行、美元走弱、黃金 ETF 的資金流入及央行持續買入，均為黃金帶來積極的勢頭。在環球風險與不確定性依然存在的前景下，黃金仍是有效分散投資組合的工具。

▲ 「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. 面對近期市場波動，投資者應如何部署？

- ◆ 近期中美貿易摩擦再次升溫，導致市場波動加劇。雖然貿易政策風險有所增加及引發獲利回吐，但我們認為相關言論似是談判策略而非基本面轉向。
- ◆ 我們預期牛市走勢仍將持續，但短期市場整固或許在所難免。為應對下行風險，我們對美國必需消費品行業的看淡觀點有助對沖經濟增長及通脹的不確定性；而基於價格與需求前景轉弱，我們亦將能源板塊納入看淡之列，同時將風險較高的高收益債券配置下調至偏低水平。基於息差偏窄及市場波動上升，我們偏好投資級別及新興市場本地貨幣政府債券。此外，我們亦將美國投資級別債券的存續期下調至 5 至 7 年，以更好管理利率風險。
- ◆ 黃金價格近期雖然略為波動，但仍受惠於資金流入黃金ETF及央行買入，持續發揮其良好的分散風險作用。在美元偏弱的前景下，管理外匯風險仍屬資產配置的關鍵，多元資產策略有助提升資產、行業與貨幣之間的多元化成效。

2. 投資者應否擔心人工智能泡沫？

- ◆ 美國多隻大型科技股近期股價大幅上升，引發市場對人工智能泡沫的擔憂。然而，我們認為目前的升勢主要由企業盈利增長所推動，而非估值急速擴張。該板塊的基本面亦受到強勁的支持，包括雲端服務的快速增長及終端用戶對人工智能的旺盛需求，帶動企業在人工智能和基礎設施（如數據中心及電力公用事業）的巨額投資。
- ◆ 目前科技行業的預期市盈率約為 32 倍，仍遠低於 2000 年初科技泡沫時期的 79 倍水平。因此，我們相信「美股七雄」及更廣泛的美國科技股在 2025 年及 2026 年仍有望維持雙位數的盈利增長。人工智能的加速普及同樣將惠及硬件與軟件企業。因此，我們對人工智能泡沫的憂慮有限，並視市場整固為中長線的吸納機會。
- ◆ 基於美國科技股的估值高企，我們進一步分散配置，不僅限於資訊科技與通訊服務板塊，同時增加對金融及工業板塊的配置。金融板塊受惠於監管放寬及併購活動增加；而產業回流與美國再工業化等結構性趨勢，使工業板塊成為具吸引力的增長動力。此外，雲端與人工智能帶動對電力需求的增加，亦促使我們將環球及美國公用事業板塊上調至看好的觀點。

3. 亞洲市場的本地政策與經濟走向有何影響？

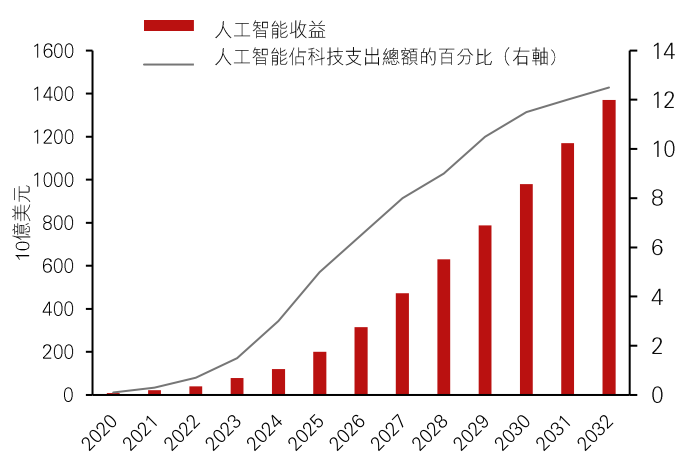
- ◆ 中國第四次全體會議為第十五個五年規劃（2026—2030 年）規劃出明確的需求主導型增長方向，重點聚焦於高品質發展、科技自給自足、深化經濟改革、社會發展、民生改善、環境與社會治理（ESG），以及國家安全。我們繼續看好中國股市，持續關注科技板塊及高股息的優質股票。
- ◆ 香港方面，過去的零售業疲弱與樓市受壓已逐步緩和，同時香港過去在人工智能創新浪潮中相對受惠較少的情況亦有所改善。政府將投入更多資金推動人工智能的發展、房地產市場逐步回穩、零售業銷售增長回升、上市與併購活動增加、強勁的資金流入，以及吸引的估值，均支持我們上調香港股票的觀點至看好，與我們在亞洲其他市場（中國大陸及新加坡）的看好立場保持一致。
- ◆ 日本方面，新任首相高市早苗預計將推行擴張性的財政政策，與前首相岸田的「安倍經濟學」相似。然而，社會保障、債務利息及國防支出增加，加上外界要求減稅的壓力上升，使籌集財政資金面對困難。因此，儘管企業改革帶動股票回購及股息增加，我們對日本股市維持中性的觀點。

圖 1：今年金銀價格均大幅上漲



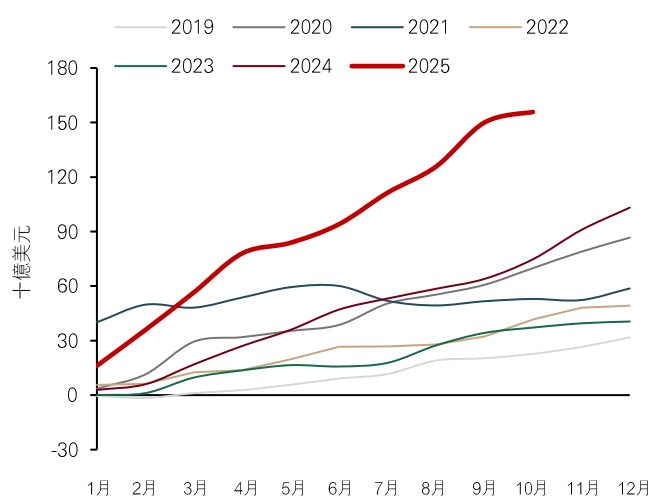
資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 10 月 20 日。過往表現並非未來表現的可靠指標。

圖 2：人工智能的收益與投資相當龐大



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 10 月 20 日。

圖 3：今年南向流入的資金較往年強勁



資料來源：彭博、滙豐私人銀行及財富管理，截至 2025 年 10 月 21 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	▲	環球股市受企業盈利勢頭改善、通脹壓力緩和、對人工智能的投資，以及主要央行邁向政策正常化的支持。在政策與政治環境持續變動之際，我們偏好優質的股票。
美國	▲	儘管近期市場整固，但美國企業盈利上調、消費支出穩健、人工智能及基建投資持續，以及聯儲局預期減息，仍是美股的主要推動力，我們視市場回吐為吸納機會。
英國	▶	儘管部分活動的數據與消費信心回升，但實質家庭收入依然疲弱，而股市在工資增長預期放緩下受壓；臨近秋季財政預算案的不確定性繼續拖累市場情緒。
歐洲（英國除外）	▶	歐洲近期跟隨環球市場向上，但即使已擬定明年的財政開支計劃，但外部需求轉弱及政治不確定性導致區內表現分化。我們偏好西班牙及意大利市場，而法國則受財政赤字憂慮影響。
日本	▶	日本受惠於通脹再膨脹趨勢與結構性改革，但市場對新任首相或推行擴張性財政政策的預期升溫，加上收益率上升及與美國的關稅談判，均令短期市場氣氛受壓。
新興市場	▶	新興市場受惠於聯儲局減息、美元走弱與外匯多元化的需求，當中以新興亞洲市場的表現較佳。
新興市場歐洲、中東與非洲	▶ ↑	區內的基本面改善及穩健的收益率提供支持；阿聯酋具備吸引的結構性機遇，而南非則受惠於預期減息及金價走強。
新興市場拉丁美洲	▶	美元疲弱及減息環境有利市場，但政治不確定性或限制上行空間。
亞洲（日本除外）股票		
亞洲（日本除外）	▲	亞洲可為環球投資組合分散風險，集合改革推動的增長潛力、穩健的基本面，及長期受惠於環球的科技及消費週期。
中國內地	▲	十月舉行的四中全會聚焦高質量的發展與擴大內需，有利資訊科技及互聯網的龍頭企業、本土消費相關板塊及高股息國企。
印度	▶	印度的企業盈利勢頭放慢及外資流入疲弱，短期仍然面對壓力。
香港	▲ ↑	受房地產市場的前景改善、本地上市活動趨向活躍、強勁的資金流入及吸引的估值所支持，我們上調港股的觀點，並偏好銀行、保險、電訊、公用事業及優質發展商。
新加坡	▲	新加坡憑藉穩健的金融體系與政策環境，繼續吸引區內的資金流入。
南韓	▶	選舉後樂觀情緒及政府推動「企業價值提升計劃」的預期或已反映於股價中，而財政赤字及出口風險進一步限制上行空間。
台灣	▶	台灣依然高度集中於半導體板塊，而硬件及科技以外的板塊尚未完全受惠於人工智能的熱潮，估值接近五年平均值的高位。
政府債券		
成熟市場	▶	雖然部分成熟市場存在財政憂慮，但政府債券仍然提供跑贏通脹的回報，有助為投資組合提供重要的收益來源。
美國	▶	美國政府停擺與貿易相關消息支持債市，但市場已反映多次減息的預期。較長存續期國債的期限溢價仍然高企，我國維持偏好 5 至 7 年期限的債券。
英國	▶	由於物價仍然高企，我們預期英倫銀行至明年 4 月前維持利率不變。
歐元區	▶	歐元區核心經濟體受財政赤字與外需疲弱拖累，然而周邊國家則受信貸評級改善及收益率進一步收窄的前景所支持。
日本	▼	市場或憂慮日本政府債發行上升及財政的可持續性，長期息率壓力尤其明顯，我們維持看淡日本國債。
新興市場（本幣）	▲ ↑	新興市場受惠於多重有利勢頭，包括通脹回落、實質利率高企、美元走弱及部分國家的財政狀況改善。此外，本地貨幣主權債券與風險資產的相關性偏低。
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	▲	儘管信貸息差收窄，但環球投資級別債券在減息週期下仍然提供吸引的收益，並兼具分散風險的優勢。
美元投資級別債券	▲	美國投資級別債券提供吸引的套利機會，可在政策利率下降前鎖定收益，我們策略性地將債券的存續期偏好調低至 5 至 7 年。
歐元區投資級別債券	▲	在相對穩定的宏觀前景下，歐元區的信貸持續吸引國際資金流入。
英鎊投資級別債券	▲	英鎊投資級別債券提供吸引的套利機會，且相對於英國國債不容易受到利率波動影響。
亞洲投資級別債券	▲ ↑	亞洲信貸受惠於環球多元化的配置與本地收益的需求，我們偏好日本與澳洲投資級別債券、亞洲金融債券、中國（美元）債券及印度本幣債券。
環球高收益債券	▼ ↓	估值偏高及信貸市場波動加劇為環球高收益債券構成阻力，因此我們將其觀點下調至看淡，並保持審慎。
美元高收益債券	▼ ↓	整體收益率依然吸引，具違約率偏低，但由於對負面信貸消息的敏感度較高，我們把觀點下調至看淡。
歐元區高收益債券	▼ ↓	與我們的環球高收益債券觀點一致，我們偏向優質信貸及避免在週期性低位的息差擴闊風險。
英鎊高收益債券	▼ ↓	與歐元區高收益債券類似，目前息差低於長期平均水平，令英鎊投資級別債券具備更吸引的風險回報。
亞洲高收益債券	▼ ↓	我們下調對亞洲高收益債券的觀點，以反映在貿易與增長不確定性的前景下，我們更偏好優質信貸的配置取向。
商品		
黃金	▲	債券收益率下行、美元走弱、黃金ETF的資金流入及央行持續買入，均為黃金帶來積極的勢頭。在環球風險與不確定性依然存在的前景下，黃金仍是有效分散投資組合的工具。
石油	▶	中東地緣局勢緊張有所緩和，加上供應仍然過剩，油價維持區間上落。

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	▲	▲	▼	▲	市場勢頭、消費支出及宏觀經濟數據持續帶來正面驚喜，成熟市場估值偏高，價格環境亦面臨阻力。歐洲企業的表現則受之前物價上漲的餘波影響，需求疲軟（如汽車及奢侈品）限制增長潛力，與此同時部分領域（如電動車及耐用消費品）競爭劇烈。相比之下，亞洲企業仍具吸引力，估值低於西方同業，且對本地品牌的需求持續上升，而美國市場的銷售亦提供支持。
金融	▲	▲	▲	▲	環球金融行業的第三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。股票交易、債券發行及上市與併購活動依然活躍。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	▲	▲	▲	▲	工業板塊受長期趨勢推動，包括電氣化、產業回流、供應鏈安全、數碼基建、航天航空及國防開支上升。然而，關稅不確定性仍對投資構成阻力，但訂單狀況仍相對穩健。
資訊科技	▲	▲	▲	▲	人工智能的革新增強資訊科技行業的韌性，其應用影響其他各行各業。對人工智能軟件、相關硬件及服務的強勁需求，有助推動不同市場的增長。第二季度業績普遍優於預期，且管理層對前景表現信心的指引，有望緩和估值偏高的憂慮。
通訊服務	▲	▲	▲	▲	通訊行業持續表現優於大市。在美國，吸引的估值受媒體及娛樂業務超出平均增長水平的銷售及盈利增長所帶動。亞洲市場仍具吸引力，即使相對估值較前稍為遜色。歐洲電訊服務則因競爭激烈、規模不足、市場複雜及高資本支出的需求，投資回報前景較為遜色。
材料	▲	▲	▲	▲	隨著中國及歐洲宏觀指標逐步改善，行業的基本面及商品價格似乎已見底回升。我們預期油價在未來 12 至 18 個月有下行風險，對化工行業帶來一定好處。估值尚算合理，但關稅風險仍在。
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支持。供應鏈重新定位增加了成熟及部分新興市場對新設施的需求。
必需消費品	▼	▼	▼↓	▲	由於物價在疫情期間大幅上漲，但目前依然高企，令歐洲消費者對品牌必需消費品卻步。同時，成本持續上升，尤其是工資增長，使盈利及利潤於短期受壓。美國必需消費品板塊仍面臨疲弱的價格環境，尤其影響大眾品牌及主流食品零售商。估值雖然不高，但銷售增長及利潤擴張空間有限。
能源	▼↓	▼↓	▼↓	▼↓	由於供應超過需求，令油價疲弱，使我們下調能源板塊的觀點，即使美國頁岩氣作為高成本的供應者，在價格下跌過多的情況下可調整產量，以限制油價進一步下跌。天然氣需求仍然穩健，北半球的季節性需求可能支持天然氣的價格。雖然估值偏低、高股息及現金流充裕提供一定的支持，但仍不足以抵銷綜合生產商及能源服務整體盈利及銷售有限的增長潛力。
醫療保健	▲	▲	▲	▲	亞洲醫療保健可望受惠於需求改善、估值低於5年平均值，以及投資者對新一代創新藥物的興趣上升。另一方面，關稅、價格、市場的開放程度及美國政策的不確定性卻為美國以外的企業帶來壓力，並繼續打擊行業的投資情緒。
公用事業	▲↑	▲↑	▲	▲	由於預期用電需求增加、價格趨勢向好，以及能源基礎建設支出提升，我們上調環球及美國公用事業的觀點至看好。多國正推動交通電氣化與數碼基建擴展，而居民富裕程度上升亦推動空調、冰箱等需求。由於營運能力已接近飽和，未來需要大量資金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。