

汇丰每月专讯

美联储降息之际，或是布局债券的潜在良机

2025 年 9 月



要点

- ◆ 美国就业数据不及预期，加上实际政策利率高企，以及美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会（ Jackson Hole ）的言论，进一步强化市场对美联储 9 月重启降息的预期。投资者或将现金资产转向债市，以锁定较高收益率。股债相关性下降，意味着优质债券更能发挥分散风险的作用，对冲股市的波动性。因此，我们上调环球及美国投资级别债券的观点至偏高。
- ◆ 在美国，尽管经济稍为放缓、关税推动的商品通胀及股市估值偏高构成逆风，但降息、人工智能带动的创新，以及减税和放宽监管等政策，或将成为股市的推动力。我们维持看好环球股市的观点，偏好美国及亚洲市场，并通过多元资产策略在不同地区及行业分散配置。
- ◆ 印度不仅遭遇美国 50% 的高关税率，亦需面对短期的周期性挑战，这导致企业盈利势头放缓及外资持续流出。我们下调对印度股市的观点至中性，看好中国及新加坡市场。中国方面，政策支持人工智能的应用和提振内需，并重新聚焦产能过剩问题，带动市场情绪回暖；新加坡市场的前景则受其防御性特质及具吸引力的股息所支持。



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业务
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	▲	美联储重启降息、企业盈利展现韧性，以及人工智能加速应用，支持我们温和偏好风险资产的策略。我们将持续跨区域及跨行业的多元化配置，偏好美国与亚洲市场。
政府债券	▶	虽然对美国财政赤字问题的忧虑仍在，但通胀温和有望推动进一步降息。在债券配置上，我们偏好 7 至 10 年久期的主权债券（日本除外），并认为英国国债相对美国国债更具吸引力。
投资级别企业债券	▲↑	随着通胀压力缓和及利率回落，优质债券有望受惠，其估值不仅具吸引力，亦能有效对冲股市波动，因此我们将环球投资级别债券的观点上调至偏高，以迎接降息周期。
高收益企业债券	▶	市场风险偏好上升，且股票波动相对偏低，息差依然偏窄。对于该类债券来说，我们偏好 3 至 5 年较短久期的债券。
黄金	▲	虽然金价升势或会放缓，但黄金仍发挥重要的分散作用，可有效对冲关税政策风险、美元贬值及地缘政治不确定性。

▲ 「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。
文中中国股票观点来自汇丰环球私人银行和财富管理环球投资委员会。

重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 投资者应如何为美联储降息布局投资组合？

- ◆ 7月份非农就业数据逊于预期，加上美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会 (Jackson Hole) 表示因应经济形势“或需作出政策调整”，市场普遍认为美联储将逐步把重心由对抗通胀转向应对经济增长放缓。
- ◆ 目前实际政策利率处于较高水平，并远高于其他西方市场，为美联储提供了降息空间。我们预期美联储9月或将重启降息，并于 12 月及明年 3 月再度降息。
- ◆ 在此前景下，投资者或将现金资产转向债券，以锁定当前较高的收益率。值得注意的是，股债相关性已下降——在优先对抗通胀的时期，股债走势趋同，但如今已出现分化，提升了债券的分散风险效果，这使优质债券成为对冲股市波动的有效工具。由于美国企业资产负债表普遍稳健，且投资级别债的收益率具吸引力，我们将环球及美国投资级别债券的观点上调至偏高，和欧元及英镑投资级别债券及英国国债保持一致。我们偏好 7 至 10 年久期债券，因其在整体曲线上具备最佳风险回报。

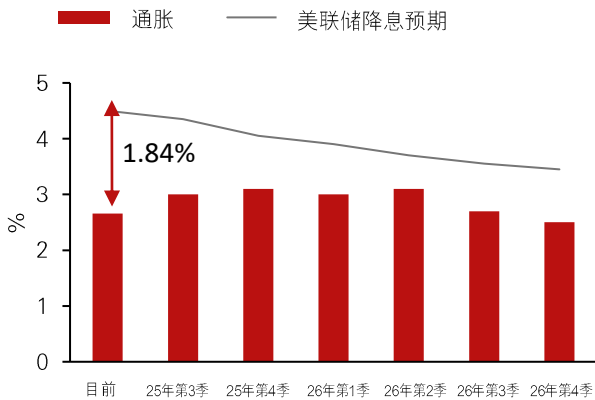
2. 股市是否已失去增长势头？

- ◆ 多重正面因素的支持下，我们维持温和偏好风险资产的立场，并对环球股市保持正面的展望。其中，美国是我们较为看好的市场，美股企业第二季度盈利的增长表现超出预期，主要受信息科技及通信服务所带动。
- ◆ 虽然经济放缓、贸易关税带来的商品通胀及估值偏高等因素对股市构成挑战，但我们认为美联储降息、人工智能驱动的创新，以及再工业化等长期结构性趋势，均可抵消上述逆风；此外，《大而美法案》下的减税和放宽监管，亦将成为额外推动力。
- ◆ 在美国，我们持续看好科技（在指数中占比较高）、通信服务、金融及工业板块；但将非必需消费板块下调至偏低观点，原因是消费板块正受就业市场疲弱及商品价格上升所拖累。至于区域方面，亚洲股市因基本面稳健、机遇多元，仍具吸引力，尤其在非必需消费、通信服务、金融及医疗保健板块。我们对欧元区及英国股市维持中性观点，但看好工业、金融及公用事业等板块。我们将继续通过多元资产策略，在捕捉增长机遇的同时，应对市场不确定性。

3. 印度的短期逆风会否拖累亚洲市场表现？

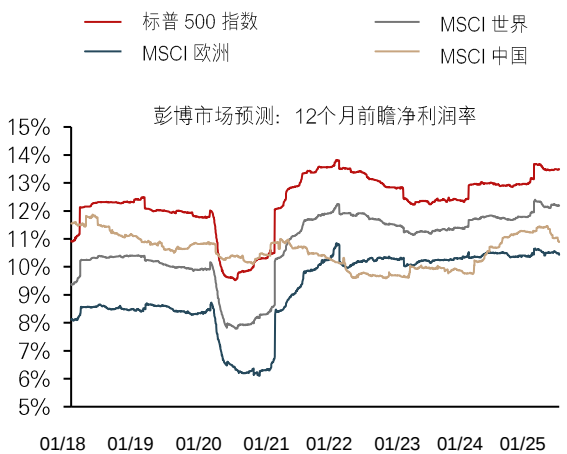
- ◆ 美国对印度商品征收 50% 的关税，为亚洲最高之一，或将拖慢当地经济增长，并打击市场的情绪。
- ◆ 此外，印度正面对周期性挑战，外资信心不足，使资金持续外流，预计盈利势头或将于 2025 年大幅放缓。虽然政府已加大对出口的支持（如低息贷款），并承诺推进经济改革，但在短期风险上升之际，即使我们对印度的长期基本面保持乐观，但经过审慎的考虑亦将印度股票的观点下调至中性。
- ◆ 亚洲区内，中国经济前景仍然积极，受惠于政府支持人工智能应用和提振内需，并重新聚焦产能过剩的问题，市场反应正面；而新加坡股市则凭借其防御特质及具吸引力的股息回报，持续受到追捧。总体而言，我们认为亚洲的增长前景依然稳固。

图 1：美国政策利率远高于通胀率；高企的实际收益率为美联储提供了充足的降息空间



资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 8 月 26 日。
注：红色条表示市场的通胀预期。

图 2：预计美国企业仍将提供较为强劲的盈利



数据源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 8 月 5 日。预测或会改变。MSCI:明晟

图 3：印度盈利增长预期呈下降趋势



— 2025 年盈利增长预期

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	▲	美联储预期降息、企业盈利展现韧性，以及人工智能加速应用，支持我们温和偏好风险资产的策略。我们将持续跨区域及跨行业的多元化配置，偏好美国和亚洲市场。
美国	▲	尽管增长和政策前景存在不确定性，但我们认为美联储降息、人工智能推动的持续创新，以及减税和放宽监管，均为美股注入动力，尤其利好信息科技、通信、金融及工业板块。
英国	►	英国股市继续受财政限制及政府债券收益率高企所困扰，挑战犹存。
欧洲（英国除外）	►	虽然企业信心逐步回升，但私人消费依然疲弱，出口亦面临阻力。
日本	►	通胀再膨胀趋势延续及市场对财政刺激提振内需的憧憬升温，我们维持中性立场，并偏好科技龙头及消费相关板块。
新兴市场	►	美联储降息应为新兴市场的央行提供空间跟随，而贸易协议前景改善亦进一步强化我们对新兴亚洲市场的偏好。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	阿联酋虽具结构性机遇，但低油价、地缘政治风险及环球贸易不明朗仍为整个地区带来挑战。
新兴市场拉丁美洲	►	墨西哥表现或将优于巴西，后者出口受制于关税，加息亦属利空因素。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	我们聚焦内需稳健和结构性增长机遇，偏好中国内地及新加坡市场，并认为人工智能的创新主题将继续成为推动力；同时，股东回报亦具吸引力。
中国内地	▲	盈利增长稳健、估值合理，加上政策持续支持人工智能及提振内需，均属利好因素。我们看好科技和互联网龙头、内需概念板块，以及高息国企。
印度	►↓	虽然印度长期基本面仍受到支持，但盈利势头放缓及资金持续外流，我们下调对当地股市的观点至中性；美国对印度商品征收高额关税亦令市场情绪受压。
中国香港	►	我们维持对中国香港股市的中性看法，并期待经济及企业盈利的基本面呈现持续性的改善，偏好银行、保险、电信、公用事业及优质地产开发商。
新加坡	▲	新加坡股票市场的表现仍受惠于稳健的基本面、具吸引力的股息及具防御性的特质。
韩国	►	虽然估值合理及预期“企业价值提升计划”加速推进属利好因素，但这些因素或已反映于股价之中，而政策执行风险依然存在。
中国台湾	►	中国台湾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，我们现阶段维持中性观点，而政治不确定性亦增添下行风险。
政府债券		
成熟市场	►	虽然对美国财政赤字问题的忧虑仍在，但通胀温和有望推动进一步降息。在债券配置上，我们偏好成熟市场 7 至 10 年久期的主权债券（日本除外），并认为英国国债相对美国国债更具吸引力。
美国	►	美国劳动市场放缓，加上美联储的重心转向经济增长，显示宽松周期即将展开。我们认为长期息差更具投资价值，继续看好 7 至 10 年久期的债券。
英国	▲	英国近期的通胀回升或属暂时性，而劳动市场持续放缓的情况，料将为英国央行提供空间，将政策利率降至约3%，进一步支持我们偏好估值具吸引力的英国国债。
欧元区	►	市场预期欧洲央行暂不调整利率，利差或将逐步收窄，现水平的进一步大幅上升空间有限。
日本	▼	财政赤字及政策或趋扩张性的忧虑，或将令日元利率保持波动，长期日本国债的期限溢价持续高企；我们预期日本央行或于第四季加息。
新兴市场（本币）	►	通胀回落和美元走弱，为新兴市场提供降息空间，但关税政策变量或拖累企业利润。
新兴市场（美元）	►	部分债券收益率仍具吸引力，但需保持审慎，偏好优质债券。
企业债券		
环球投资级别债券	▲↑	随着通胀压力缓和及利率回落，优质债券有望受惠，其估值不仅具吸引力，亦能有效对冲股市波动，因此我们将环球投资级别债券的观点上调至看好，以迎接降息周期。
美元投资级别债券	▲↑	第二季盈利增长强劲，对债券市场有利；投资级别债券发行商的资产负债表仍然稳健，具备承受潜在冲击的能力。财政赤字忧虑和 9 月降息预期，料将加强资金流入。
欧元区投资级别债券	▲	尽管估值已偏高，但信贷息差依然偏窄；我们认为欧元区投资级别债券更能补偿久期的风险，收益率依然具吸引力。
英镑投资级别债券	▲	国际投资者对英镑债券仓位较低，但其收益率和美元市场相仿，在预期英国央行持续降息下，其风险调整回报不错。
亚洲投资级别债券	►	亚洲信贷市场有望受惠于环球多元化配置的资金流入及本地强劲的收益需求。我们偏好日本和澳洲的投资级别债券、亚洲金融机构债券，以及中国(美元)债券和印度本币债券。
环球高收益债券	►	市场风险偏好上升，且股票波动相对偏低，息差依然偏窄，在高收益债方面，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整体收益率，但其波动性往往受股市带动。
欧元区高收益债券	►	和环球高收益债券的观点一致，我们对欧元区高收益债券仍保持审慎的态度，并维持 3 至 5 年久期的配置。
英镑高收益债券	►	我们维持对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	►	鉴于中国政府致力推动消费及科技创新，我们对其房地产市场维持审慎的态度。
商品		
黄金	▲	虽然金价升势或会放缓，但黄金仍发挥重要的分散作用，可有效对冲关税政策风险、美元贬值及地缘政治不确定性。
石油	►	我们预期油价受累于供应过剩而维持区间上落。

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	▼↓	▼↓	▼	▲	我们下调了环球及美国非必需消费品的观点，原因是估值过高，同时美国消费支出趋势转弱，需求亦见放缓。奢侈品及汽车行业累积多年的激进加价，令定价环境转弱，恐限制利润及收入增长空间。展望下半年，消费需求或持续低迷，且呈现高度分化。
金融	▲	▲	▲	▲	环球金融行业第二季度业绩普遍优于预期。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应会保持强劲，这势头于短期内有望持续。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	▲	▲	▲	▶	我们对行业保持乐观的看法，主要受惠于多项长期利好趋势，包括电气化、制造业回流、供应链安全、数字基建、航天航空及国防开支上升。然而，关税不确定性仍对投资构成阻力，而订单整体仍属相对稳健。
信息科技	▲	▲	▶	▶	人工智能的需求持续强劲，受惠于人工智能推动的产品和服务在各行各业广泛应用。首季业绩普遍超出预期，软件及硬件的增长前景令人鼓舞。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。
通讯服务	▲	▲	▶	▲	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。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	▶↑	▶↑	▶↑	▶↑	我们上调该板块的观点，因基本因素及商品价格已见底，而中国及欧洲的宏观数据亦逐步改善。此外，未来 12 至 18 个月油价或有下行空间，将利好估值不高的化工行业，但关税风险仍然不容忽视。
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项目特别受到考验，而新办公室及住宅项目则受到较佳的供求状况所支持。供应链重构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；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	▶	▶	▶	▲	亚洲医疗保健可望受惠于需求改善、估值低于 5 年平均值，以及投资者对新一代创新药物的兴趣上升。然而，美国政府的医疗政策及潜在药价下调的不确定性，正打击美国及欧洲医疗行业的投资情绪。
公用事业	▶	▶	▲	▶	欧洲公用事业受惠于能源需求和价格趋势向好，以及能源基建投资增加。多国正推动交通电气化和数字基建扩展，而居民富裕程度上升亦推动空调、冰箱等需求。然而，由于营运能力已接近饱和，未来或需要大量资本来提升发电量和传输设施；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和可持续投资及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为汇丰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。