

汇丰每月专讯

短期市场波动不改上行趋势

2025 年 11 月



要点

- ◆ 此前中美贸易摩擦有所升温，引发市场获利回吐，但我们仍然看好风险资产的上升潜力。我们将美国必需消费品板块的观点下调至偏低，同时也调降能源板块观点至偏低，以管理风险。债券方面，我们偏好投资级别债券及新兴市场本币政府债券，并对高收益债券持偏低观点。多元资产策略有助于分散资产、行业及货币风险，而黄金则有望继续发挥其分散风险的作用。
- ◆ 美国科技股升势强劲，令市场忧虑人工智能泡沫，但我们认为上涨动力受稳健的盈利增长及人工智能基建的大量投资所支持。然而，美股科技板块估值相对较高，分散布局至信息科技和通讯服务以外的板块或为明智之举，包括金融及工业板块，考虑到云端及人工智能对电力需求大幅增加，我们也上调公用事业板块观点至偏高。
- ◆ 中国方面，「十五五」规划继续聚焦供需平衡、科技创新及民生改善，支持我们看好中国内地股票的观点。另一方面，香港的楼市趋稳、上市及并购活动回暖、持续的资金流入及具吸引力的估值，促使我们上调港股的观点至偏高。日本方面，新任首相或将推行扩张性财政政策，但在社保及债务利息成本上升的背景下，资金来源或面临挑战，因此我们对日股维持中性观点。



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	▲	环球股市受企业盈利势头改善、通胀压力缓和、对人工智能的投资、以及主要央行迈向政策正常化的支持。在政策与政治环境持续变动之际，我们偏好优质的股票。
政府债券	▶	虽然部分成熟市场存在财政忧虑，但政府债券仍然提供跑赢通胀的回报，或有助于为投资组合提供重要的潜在收益来源。
投资级别企业债券	▲	尽管信贷息差收窄，但环球投资级别债券在降息周期下仍然提供具吸引力的潜在收益，并兼具分散风险的优势。
高收益企业债券	▼↓	估值偏高及信贷市场波动加剧或对环球高收益债券构成阻力，因此我们将其观点下调至偏低，并保持审慎。
黄金	▲	债券收益率下行、美元走弱、黄金 ETF（交易所交易基金）的资金流入及央行持续买入，均为黄金带来积极的影响。在环球风险与不确定性依然存在的前景下，黄金仍是有效分散投资组合的工具之一。

▲ 「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. 面对近期市场波动，投资者应如何布局？

- ◆ 此前中美贸易摩擦有所升温，导致市场波动加剧。虽然贸易政策风险有所增加并引发市场获利回吐，但我们认为相关言论可能只是谈判策略，而非基本面转向。
- ◆ 我们认为上行走势或仍将持续，但短期市场调整或许在所难免。为应对经济下行风险，我们对美国必需消费品行业的偏低观点或有助于对冲经济增长及通胀的不确定性；而基于价格与需求前景转弱，我们也调整能源板块观点至偏低，同时将风险较高的高收益债券观点下调至偏低。基于息差偏窄及市场波动上升，我们偏好投资级别及新兴市场本币政府债券。此外，我们亦将美国投资级别债券的久期偏好下调至 5 - 7 年，以更好地管理利率风险。
- ◆ 黄金价格近期虽然略为波动，但仍受惠于资金流入黄金ETF（交易所交易基金）及央行买入，持续发挥其良好的分散风险作用。在美元偏弱的前景下，管理外汇风险仍是资产配置的关键，多元资产配置可通过大类资产、板块与货币之间的多元化配置提升策略成效。

2. 投资者需要担心人工智能泡沫吗？

- ◆ 美国多只大型科技股近期股价大幅上升，引发市场对人工智能泡沫的担忧。然而，我们认为目前的升势主要由企业盈利增长所推动，而非估值的急速扩张。该板块的基本面也受到强劲的支持，包括云端服务的快速增长及终端用户对人工智能的旺盛需求，带动企业在人工智能和基础设施（如数据中心及电力公用事业）的巨额投资。
- ◆ 目前科技行业的预期市盈率约为 32 倍，仍远低于 2000 年初科技泡沫时期的 79 倍水平。因此，我们认为「美股七雄」及更广泛的美国科技股在 2025 年及 2026 年仍有望维持双位数的盈利增长。人工智能的加速普及同样将惠及硬件与软件企业。因此，我们对人工智能泡沫的忧虑有限，市场盘整或能提供机遇。
- ◆ 基于美国科技股的估值较高，我们进一步分散配置，不仅限于信息科技与通讯服务板块，同时增加对金融及工业板块的布局。金融板块受惠于监管放宽及并购活动增加；而产业回流与美国再工业化等结构性趋势，使工业板块成为具吸引力的增长动力。此外，云端与人工智能带动对电力需求的增加，亦促使我们将环球及美国公用事业板块观点上调至偏高。

3. 亚洲市场的本地政策与经济走向有何影响？

- ◆ 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议（四中全会）明确提出第十五个五年规划（2026 - 2030年）将以需求侧驱动为主线，重点聚焦于高质量发展、科技自主、深化经济改革、社会发展、民生改善、环境与社会治理（ESG），以及国家安全。我们继续看好中国股市，持续关注科技板块及高股息的优质股票。
- ◆ 中国香港方面，先前零售业疲弱与楼市受压已逐步缓和，同时香港在人工智能创新浪潮中相对受惠较少的情况亦有所改善。政府将投入更多资金推动人工智能的发展、房地产市场逐步回稳、零售业销售增长回升、上市与并购活动增加、强劲的资金流入，以及具吸引力的估值，均支持我们上调港股观点至偏高，与我们在亚洲其他市场（中国内地及新加坡）的偏高观点保持一致。
- ◆ 日本方面，新任首相高市早苗预计将推行扩张性的财政政策，与首相岸田的「安倍经济学」相似。然而，社会保障、债务利息及国防支出增加，加上外界要求减税的压力上升，或使筹集财政资金面临压力。因此，尽管企业改革带动股票回购及股息增加，我们对日本股市维持中性的观点。

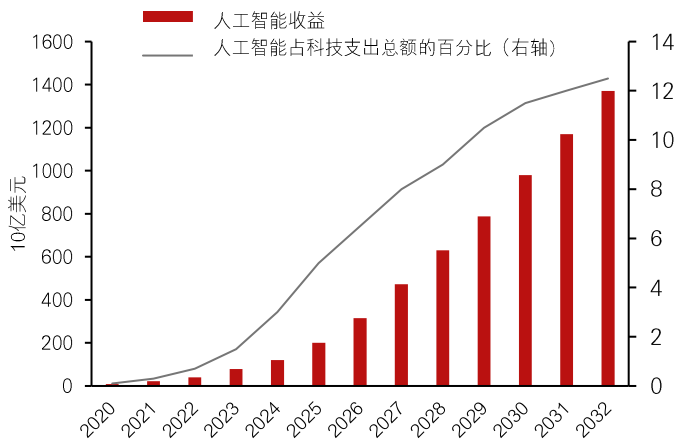
文中中国股票观点来自汇丰环球私人银行和财富管理环球投资委员会。

图 1：今年金银价格均大幅上涨



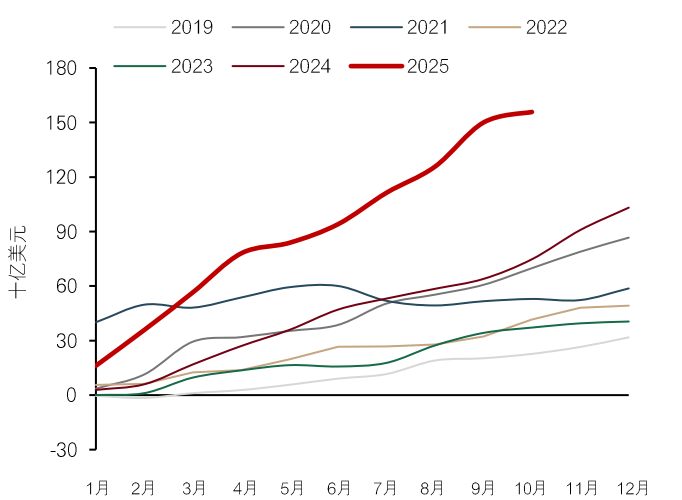
资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 10 月 20 日。过往表现并非未来表现的可靠指标。

图 2：人工智能的收益与投资相当庞大



数据源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 10 月 20 日。

图 3：今年南向流入的资金较往年强劲



资料来源：彭博、汇丰私人银行及财富管理，截至 2025 年 10 月 21 日。

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	▲	环球股市受企业盈利势头改善、通胀压力缓和、对人工智能的投资，以及主要央行迈向政策正常化的支持。在政策与政治环境持续变动之际，我们偏好优质的股票。
美国	▲	尽管近期市场盘整，但美国企业盈利上调、消费支出稳健、人工智能及基建投资持续，以及美联储预期降息，仍是美股的主要推动力，市场回吐或提供机遇。
英国	▶	尽管部分活动的数据与消费信心回升，但实质家庭收入依然疲弱，而股市在工资增长预期放缓下受压，临近秋季财政预算案的不确定性或继续拖累市场情绪。
欧洲（英国除外）	▶	欧洲近期跟随环球市场向上，但即使已拟定明年的财政开支计划，但外部需求转弱及政治不确定性导致区内表现分化。我们偏好西班牙及意大利市场，而法国则受财政赤字忧虑影响。
日本	▶	日本受惠于通胀再膨胀趋势与结构性改革，但市场对新任首相或推行扩张性财政政策的预期升温，加上收益率上升及与美国的关税谈判，均可能令短期市场气氛受压。
新兴市场	▶	新兴市场受惠于美联储降息、美元走弱与外汇多元化的需求，当中以新兴亚洲市场的表现较佳。
新兴市场欧洲、中东与非洲	▶↑	区内的基本面改善及稳健的收益率提供支持；阿联酋的结构性机遇具吸引力，而南非则受惠于预期降息及金价走强。
新兴市场拉丁美洲	▶	美元疲弱及降息环境有利市场，但政治不确定性或限制上行空间。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲	亚洲可为环球投资组合分散风险，集合改革推动的增长潜力、稳健的基本面，及长期受惠于环球的科技及消费周期。
中国内地	▲	十月举行的四中全会聚焦高质量的发展与扩大内需，有利于信息科技及互联网的龙头企业、本土消费相关板块及高股息国企。
印度	▶	印度的企业盈利势头放慢及外资流入疲弱，短期或仍然面对压力。
中国香港	▲↑	受房地产市场的前景改善、本地上市活动趋向活跃、强劲的资金流入及具吸引力的估值所支持，我们上调港股的观点，并偏好银行、保险、电讯、公用事业及优质地产商。
新加坡	▲	新加坡凭借稳健的金融体系与政策环境，或继续吸引区内的资金流入。
韩国	▶	选举后乐观情绪及政府推动「企业价值提升计划」的预期或已反映于股价中，而财政赤字及出口风险进一步限制上行空间。
中国台湾	▶	中国台湾股市依然高度集中于半导体板块，而硬件及科技以外的板块尚未完全受惠于人工智能的热潮，估值接近五年平均值的高位。
政府债券		
成熟市场	▶	虽然部分成熟市场存在财政忧虑，但政府债券仍然提供跑赢通胀的回报，有助于投资组合提供重要的收益来源。
美国	▶	美国政府停摆与贸易相关消息支持债市，但市场已反映多次降息的预期。较长久期国债的期限溢价仍然高企，我们维持偏好5-7年期限的债券。
英国	▶	由于物价仍然高企，我们预期英国央行至明年4月前维或持利率不变。
欧元区	▶	欧元区核心经济体受财政赤字与外需疲弱拖累，然而周边国家则受信贷评级改善及收益率进一步收窄的前景所支持。
日本	▼	市场或忧虑日本政府债发行上升及财政的可持续性，长期息率压力尤其明显，我们维持对日本国债的偏低观点。
新兴市场（本币）	▲↑	新兴市场受惠于多重有利势头，包括通胀回落、实质利率高企、美元走弱及部分国家的财政状况改善。此外，本币主权债券与风险资产的相关性偏低。
新兴市场（美元）	▶	我们依然能寻找具吸引力的收益率，但保持审慎选择，偏好优质债券。
企业债券		
环球投资级别债券	▲	尽管信贷息差收窄，但环球投资级别债券在降息周期下仍然提供具吸引力的收益率，并兼具分散风险的优势。
美元投资级别债券	▲	美国投资级别债券提供具吸引力的套利机会，可在政策利率下降前锁定潜在收益，我们策略性地将债券的久期偏好调低至5-7年。
欧元区投资级别债券	▲	在相对稳定的宏观前景下，欧元区的信贷持续吸引国际资金流入。
英镑投资级别债券	▲	英镑投资级别债券提供具吸引力的套利机会，且相对于英国国债不容易受到利率波动影响。
亚洲投资级别债券	▲↑	亚洲信贷受惠于环球多元化的配置与本地收益的需求，我们偏好日本与澳洲投资级别债券、亚洲金融债券、中国（美元）债券及印度本币债券。
环球高收益债券	▼↓	估值偏高及信贷市场波动加剧为环球高收益债券构成阻力，因此我们将其观点下调至偏低，并保持审慎。
美元高收益债券	▼↓	整体收益率依然吸引，具违约率偏低，但由于对负面信贷消息的敏感度较高，我们把观点下调至偏低。
欧元区高收益债券	▼↓	与我们的环球高收益债券观点一致，我们偏向优质信贷及避免在周期性低位的息差走阔风险。
英镑高收益债券	▼↓	与欧元区高收益债券类似，目前息差低于长期平均水平，令英镑投资级别债券具备更具吸引力的风险回报。
亚洲高收益债券	▼↓	我们下调对亚洲高收益债券的观点，以反映在贸易与增长不确定性的前景下，我们更偏好优质信贷。
商品		
黄金	▲	债券收益率下行、美元走弱、黄金ETF（交易所交易基金）的资金流入及央行持续买入，均为黄金带来积极的势头。在环球风险与不确定性依然存在的前景下，黄金仍是有效分散投资组合的工具之一。
石油	▶	中东地缘局势紧张有所缓和，加上供应仍然过剩，油价或维持区间波动。

行业观点

基于 6 个月的环球与区域行业观点

行业	环球	美国	欧洲	亚洲	评论
非必需消费品	▲	▲	▼	▲	市场势头、消费支出及宏观经济数据持续带来正面惊喜，成熟市场估值偏高，价格环境亦面临阻力。欧洲企业的表现则受之前物价上涨的余波影响，需求疲软（如汽车及奢侈品）限制增长潜力，与此同时部分领域（如电动车及耐用消费品）竞争剧烈。相比之下，亚洲企业仍具吸引力，估值低于西方同业，且对本地品牌的需求持续上升，而美国市场的销售亦提供支持。
金融	▲	▲	▲	▲	环球金融行业的第三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。股票交易、债券发行及上市与并购活动依然活跃。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	▲	▲	▲	▲	工业板块受长期趋势推动，包括电气化、产业回流、供应链安全、数码基建、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，但订单状况仍相对稳健。
信息科技	▲	▲	▲	▲	人工智能的革新增强信息科技行业的韧性，其应用影响其他各行各业。对人工智能软件、相关硬件及服务的强劲需求，有助推动不同市场的增长。第二季度业绩普遍优于预期，且管理层对前景表现信心的指引，有望缓和估值偏高的忧虑。
通讯服务	▲	▲	▲	▲	通讯行业持续表现优于大市。在美国，具吸引力的估值受媒体及娱乐业务超出平均增长水平的销售及盈利增长所带动。亚洲市场仍具吸引力，即使相对估值较前稍为逊色。欧洲电讯服务则因竞争激烈、规模不足、市场复杂及高资本支出的需求，投资回报前景较为逊色。
材料	▲	▲	▲	▲	随着中国及欧洲宏观指标逐步改善，行业的基本面及商品价格或已见底回升。我们预期油价在未来 12 至 18 个月有下行风险，对化工行业带来一定好处。估值尚算合理，但关税风险仍在。
房地产	▲	▲	▲	▲	房地产市场整体渐见稳定。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特别受到考验，而新办公室及住宅项目则受到较好的供求状况支持。供应链重新定位增加了成熟及部分新兴市场对新设施的需求。
必需消费品	▼	▼	▼↓	▲	由于物价在疫情期间大幅上涨，但目前依然高企，令欧洲消费者对品牌必需消费品却步。同时，成本持续上升，尤其是工资增长，使盈利及利润于短期受压。美国必需消费品板块仍面临疲弱的价格环境，尤其影响大众品牌及主流食品零售商。估值虽然不高，但销售增长及利润扩张空间有限。
能源	▼↓	▼↓	▼↓	▼↓	供过于求令油价疲弱，使我们下调能源板块的观点，即使美国页岩气作为高成本的供应者，在价格下跌过多的情况下可调整产量，以限制油价进一步下跌。天然气需求仍然稳健，北半球的季节性需求可能支持天然气的价格。虽然估值偏低、高股息及现金流充裕提供一定的支持，但仍不足以抵消综合生产商及能源服务整体盈利及销售有限的增长潜力。
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。另一方面，关税、价格、市场的开放程度及美国政策的不确定性却为美国以外的企业带来压力，并继续制约行业的投资情绪。
公用事业	▲↑	▲↑	▲	▲	由于预期用电需求增加、价格趋势向好，以及能源基础设施建设支出提升，我们上调环球及美国公用事业的观点至偏高。多国正推动电气化与数码基建发展，而居民富裕程度上升亦推动空调、冰箱等需求。由于营运能力已接近饱和，未来或需要大量资金提升发电量与输电设施；该板块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，当我们股票或固定收益类产品归类为汇丰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。