

汇丰每月专讯

特朗普2.0时代开始之际 美国盈利势头持续

2025年2月



要点

- ◆ 特朗普政府的促进增长与创新的政策有助推动美国股市，但同时亦增加利率与通胀的不确定性。随著对美国财政赤字的担忧加剧，实际美国国债收益率已水涨船高，因此我们将美国国债及环球投资级别债券的久期延长至7至10年。多元资产策略结合主动式管理，有助平衡投资组合的增长与稳健，而黄金亦是有效对冲地缘政治和政策风险的多元化投资工具。
- ◆ 美国多间大型银行第四季度业绩表现亮丽，推动盈利向上增长。美国股市的高估值受更高的股本回报率、充裕的市场流动性，以及科技与人工智能主导的行业结构所支持。我们仍然偏好美国的科技、通讯、金融、工业与医疗保健行业，因它们正受益于结构性趋势及政策支持。
- ◆ 美国提高关税将对欧元区带来额外挑战，而英国财政大臣在面对高企的国债收益率和不断扩大的财政赤字时，承受着削减开支的压力，这促使我们将对英国股市的看法下调至中性，并延长国债的久期。在亚洲，医疗保健行业强劲的盈利增长预期使我们将该地区的行业观点上调至中性；我们偏好日本、印度和新加坡。中国在2024年实现5%国内生产总值增长的目标，政府将继续刺激内需，以应对潜在的美国贸易关税影响。



Willem Sels

汇丰环球私人银行及财富管理
环球首席投资总监



谷淑敏

汇丰财富管理及个人银行
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	▲	通胀与利率的下降趋势为环球股票提供了有利的前景，我们透过区域性的差异及特定的行业机遇以平衡投资组合的增长与稳健性。
政府债券	▼	政府债券的收益率已充分反映潜在的负面风险，并维持高企。我们捉紧机会将久期延长至7至10年，并维持看淡日本政府债券。
投资级别企业债券	▶	由于信贷息差相对较窄，我们预计价格上涨的空间有限，但仍然偏好投资级别债券以实现多元化配置，并偏好7至10年的长长期债券，以捕捉较具吸引力的收益率。
高收益企业债券	▶	由于企业盈利增长仍然稳健，故预期违约率上升的幅度不大，然而息差依然较窄。我们偏好优质债券来增强组合的韧性，并在高收益债券方面保持精挑细选，倾向3至5年较短久期的高收益企业债券。
黄金	▲	尽管强劲美元仍然是潜在风险，但贸易及地缘政治不确定性加剧及各国央行的强劲需求将支持黄金的价格。

▲ 「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。

重点内容

每月我们会讨论投资者面对的三个关键问题

1. 投资者如何应对特朗普的政策？

- ◆ 特朗普于1月20日正式成为美国第47任总统，随即签署了一系列行政命令，涵盖移民政策、人工智能投资、针对墨西哥与加拿大的贸易关税及能源政策，以支持其促进增长与创新的政策。
- ◆ 预计这些优先政策将进一步推动美国企业的盈利增长，而这个增长势头亦正扩阔至多个行业，支持我们看好美国股票。然而，新政策亦有可能带来市场波动与通胀风险。
- ◆ 我们仍然偏好优质债券以平衡风险与机会。随著市场对美国财政赤字的担忧推高了美国国债实际收益率，我们将美国国债及环球投资级别债券的久期从 5 - 7 年延长至 7- 10 年。此外，多元资产方案涵盖多种资产类别，并结合积极的管理（例如灵活地调整债券久期），是有效的配置策略。黄金作为传统避险资产，亦能有效应对地缘政治及政策风险。

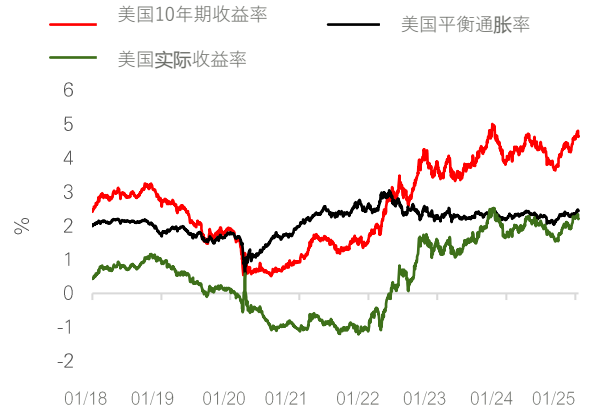
2. 美国第四季度的企业业绩传递了什么信息？

- ◆ 美国第四季度企业业绩势头理想，综合盈利增长按年达12.5%（截至撰写本文时），其中大型银行受益于稳健的交易收入及较低的存款成本，表现尤其突出。
- ◆ 虽然与其他市场相比，美国股市的估值可能偏高（未来12个月预测市盈率为22倍），但受到更高的股本回报率、充裕的市场流动性，以及科技与人工智能主导的行业结构所支持。新一届政府宣布「Stargate星际之门计划」，承诺投资高达 5,000亿美元于数据中心及其他项目，预期将推动科技与基建发展，而金融板块则受益于减息、地区性银行整合及放宽监管政策。
- ◆ 受益于特朗普促进经济增长的政策、创新力量及长期结构性因素的推动，预期2025年的盈利增长将达15%，我们继续看好科技、通讯、金融、工业及医疗保健行业。

3. 其他地区的市场展望如何？

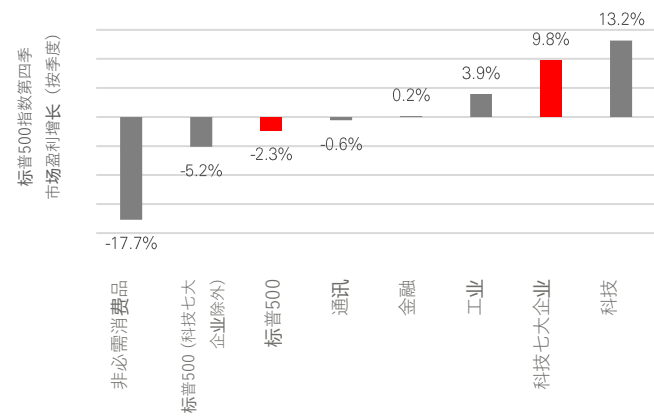
- ◆ 美国提高潜在关税，令本已经济增长疲弱及政治局势不明朗的欧元区雪上加霜。美国国债收益率上升普遍会推动英国国债收益率及英国借贷成本，令承诺今年不再加税的英国财政大臣承受削减开支的压力，进一步损害经济增长。因此，我们将英国国债的久期延长至7至10年，并将英国股票的观点下调至中性，偏好大型股，因为在英镑走弱的情况下，小型股的表现往往较为逊色。
- ◆ 在亚洲，我们预期亚洲医疗保健在2025年的盈利增长可达29%，主要受到印度收入增加及对医疗与健康需求提升，故此将该行业的观点上调至中性。尽管短期挑战存在，但印度的长期增长前景依然稳固。日本则受益于持续的再通胀趋势及稳健的基本面，而新加坡吸引的股息及庞大的房地产信托（REIT）市场，使其成为投资的亮点；这些市场亦相对较少受到美国关税风险的影响。
- ◆ 中国实现了2024年国内生产总值增长达5%的目标，有赖第四季按年增长达5.4%，主要受益于更多政策支持，但经济复苏的步伐仍然不均衡。美国对中国进口商品征收潜在10%的关税并不令人意外，但把焦点放在提振内需仍然十分重要。

图表 1：10年期平衡收益率为2.4%，属合理范围；而实际收益率则维持于2.2%高水平，因此我们延长久期



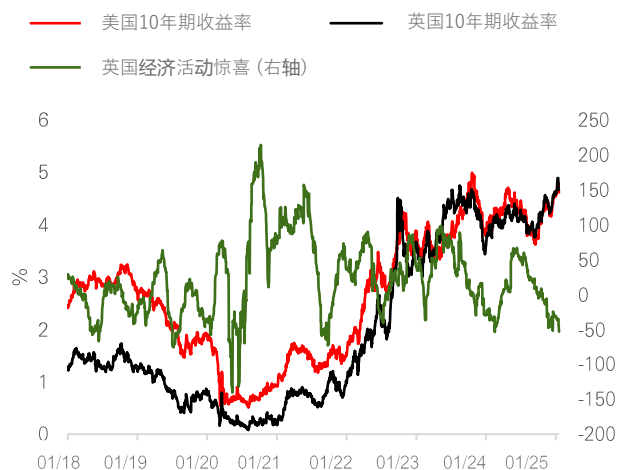
资料来源：彭博、I/B/E/S、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2025年1月19日。预测可能会改变。

图表 2：第四季盈利预期过低，提供上行空间



资料来源：彭博、I/B/E/S、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2025年1月19日。预测可能会改变。

图表 3：英国国债收益率上升及经济数据意外下行



资料来源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至2025年1月19日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

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	▲	通胀与利率的下降趋势为环球股票提供了有利的前景，我们透过区域性的差异及特定的行业机遇以平衡投资组合的增长与稳健性。
美国	▲	新政府的促进增长政策、放宽监管及减税措施，加上持续的减息及美国在科技及创新领域的强大竞争力，这对美国股票都是利好因素。
英国	▶↓	由于财政压力可能导致潜在的开支削减，从而影响经济增长及市场情绪，我们将英国股票的观点下调至中性；政治与消费者困境可能会限制股市的上行潜力。
欧洲（英国除外）	▼	工业生产和制造业疲弱，加上关税风险与政治不确定性，特别在德国和法国继续对欧元区的经济增长和市场情绪带来压力。
日本	▲	强劲的工资增长、持续的再通胀势头、合理的估值及企业治理改革仍然是推动日本股市的主要因素。我们偏好以本地主导的行业，包括银行、消费品和科技领域。
新兴市场	▶	美元走强及市场预期利率将在较长时间保持高位，加上地缘政治不确定性，对新兴市场构成不利影响。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	欧元区疲弱的增长，加上货币政策和地缘政治的不确定性，仍然为该地区带来重大困扰。
新兴市场拉丁美洲	▼	墨西哥面对与美国的贸易关税及边境问题的挑战，而巴西再加息可能引发当地股票遭到抛售。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▶	由于 2025 年盈利增长预期仍然跑赢全球其他地区，我们将继续在区内分散投资优质股票，偏好印度与新加坡，因为它们的结构性及内需增长推动力稳固。
中国内地	▶	我们期待会有更多的财政与货币政策出台，以刺激内需，并看好优质互联网企业、本地旅游及具韧性的消费企业龙头，皆因它们较能受益于进一步的刺激政策。
印度	▲	印度的基本面依然稳固，盈利增长强劲并受到国内投资者强劲的资金流入所支持。我们偏好大型股，因为相较于小型及中型股，其估值较具吸引力，且盈利表现更佳。
中国香港	▶	减少财政赤字将是香港预算案中的焦点；我们偏好具有强大资产负债表的优质地产发展商，以及保险与电讯行业。
新加坡	▲	吸引的股息及庞大的房地产信托基金市场推动股市的表现；新加坡与美国之间存在轻微的贸易逆差使其相对区内其他市场更具防御性。
韩国	▶	韩国股市面临来自经济增长放缓、政治不确定性及潜在的美国贸易关税对科技出口企业盈利的负面影响。
台湾地区	▶	尽管股票市场正受益于人工智能热潮及对半导体的强劲需求，但估值偏高，支持了我们的中性看法。
政府债券		
成熟市场	▼	政府债券的收益率已充分反映潜在的负面风险，并维持高企。我们捉紧机会将久期延长至 7 至 10 年，并维持看淡日本政府债券。
美国	▶	由于财政赤字及市场对再通胀趋势的担忧，令国债收益率持续高企，但我们认为这情况略为反应过大，或有下行风险，因此我们将久期延长至 7 至 10 年。
英国	▶	美国国债收益率上升也推高了英国国债收益率；我们预期政府开支削减将减轻收益率压力，因此在收益率回落前，将重点锁定 7 至 10 年久期的英国国债。
欧元区	▶	近期的抛售主要由实际利率上升所推动，通胀下降应该会令欧洲央行继续实施货币宽松政策，支持价格表现。
日本	▼	货币政策立场应会保持宽松。经过 1 月份加息 0.25%，将政策利率提升至 0.5% 后，下一次加息可能会出现于 2025 年第三季，然而日本国债收益率仍然缺乏吸引力。
新兴市场（本币）	▶	新兴市场可能会持续减息，但其幅度仍取决于美联储的政策走向，美元强势仍然是一大挑战。
新兴市场（美元）	▶	美元走强为新兴市场以美元计值的债券提供支持，我们认为收益率依然吸引，但重点挑选优质的发行商。
企业债券		
环球投资级别债券	▶	由于信贷息差相对较窄，我们预计价格上涨的空间有限，但仍然偏好投资级别债券以实现多元化配置，并偏好 7 至 10 年的长久期债券，以捕捉较具吸引力的收益率。
美元投资级别债券	▶	尽管信用息差处于偏窄水平，美元计值的投资级别债券仍是多元资产投资组合中不错的分散投资工具；近期利率回升为投资者提供了锁定较长利率的战略性机会。
欧元和英镑投资级别债券	▲	市场预期欧元区与英国的政策利率减幅将较美国为高，支持我们对这些地区较乐观的看法。
亚洲投资级别债券	▶	美联储持续减息会为亚洲央行带来减息的空间，并有利亚洲金融、印度与印尼本币，以及优质的中国科技、媒体与通讯债券。
环球高收益债券	▶	由于企业盈利增长仍然稳健，故预期违约率上升的幅度不大，然而息差依然较窄。我们偏好优质债券来增强组合的韧性，并在高收益债券方面保持精挑细选，倾向 3 至 5 年较短久期的高收益企业债券。
美元高收益债券	▶	美元高收益债券提供可观的整体收益率；再融资活动仍处于可控范围，而经济表现亦保持稳健。
欧洲和英国高收益债券	▶	高收益债券的信贷息差相对历史平均值依然偏窄，但整体收益率可提供不错的收入。
亚洲高收益债券	▶	中国房地产市场依然面临供过于求以及结构性宏观挑战等压力，我们偏好特定领域具有稳健财务实力的优质发行商，包括澳门博彩业。
商品		
黄金	▲	尽管强劲的美元仍然是潜在风险，但贸易及地缘政治不确定性加剧及各国央行的强劲需求将支持黄金的价格。
石油	▶	地缘政治虽对油价带来支持，但产能过剩的问题限制了上升的空间。

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	▶	▶	▶	▶	12月份消费品支出减弱的情况有所缓和，但整体趋势仍然疲弱，仅美国表现除外。全球电动车需求疲弱（中国除外）对一众汽车企业构成影响；奢侈品企业正等待中国需求复苏，而美国与欧洲的销售则仍然保持稳健。随著工资持续增长，季节性需求可能会推动休闲及酒店股票的表现。
金融	▲	▲	▶	▶	综合银行及资本市场业务的投资情绪与预期表现依然高涨；由于通胀高企导致利率持续处于高位，净利息收入预计将保持高水平。咨询服务、并购活动、上市、债券发行及交易量大概会在 2025 年上半年表现理想。然而，区域性银行的吸引力仍然偏低。
工业	▲	▲	▶	▲	经历去年的回调后，工业板块年初表现强劲。企业对未来一年的初步指引令人鼓舞，许多领域（如机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运）预计因订单充裕实现稳健的按年增长。数码基建及主要实体基建等相关业务，有望受益于资本支出回升。
信息科技	▲	▲	▲	▲	该行业持续面对市场波动，主要原因是投资者对高估值感到忧虑。然而，市场消息依然正面，数码基建、数据中心、人工智能半导体及软件等领域需求强劲。数码化产品与服务的推出，已在各行各业初期阶段带来积极的回响，然而低端半导体市场已有产能过剩的迹象，并对价格构成压力。
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，延续过去两年的卓越表现。在欧洲，电讯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，有赖估值吸引及放宽监管所支持。
材料	▶	▶	▶	▶	年初至今，美国或甚中国需求回升的乐观预期，令该行业及大宗商品价格已呈现轻微上升。矿业股估值合理，收入和盈利增长预期较低，有望提供上行空间。尽管精炼、加工及化工类股面临毛利压力，但相对较低的估值和收入增长，将有助限制下行风险。
房地产	▶	▶	▶	▶	环球房地产行业或已处于低谷阶段，但部分市场及领域已呈现较佳的增长潜力。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佳的供求状况所支持。供应链重新定位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交易减少，令不少市场的企业正处于疲弱的定价环境，销售增长与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（但与历史水平相符），使该行业的吸引力降低。经过表现不佳的阶段，我们将亚洲必需消费品的观点调整为中性。
能源	▶	▶	▶↓	▶	尽管页岩气相对较高的生产成本可能会限制产量，但由于供求不协调的状况，令我们预计未来12个月油价将会下跌，因此下调了欧洲能源行业的观点至中性。季节性需求的波动或会影响天然气的价格，但其需求仍可能保持上升趋势。该行业的低估值、强劲的现金流与高股息在一定程度上弥补了其投机性质。
医疗保健	▲	▲	▲	▶↑	2024年底，市场对美国医疗政策的不利消息和不确定性反应过度，但该行业现已开始复苏。因市场动态改善及预期今年盈利增长强劲，我们上调了亚洲医疗行业的观点。在美国，我们预计医疗行业的盈利增长将位居各行业之首，主要受益于新及近期推出的产品所推动。欧洲医疗保健股票的前景则较为复杂，表现不一。
公用事业	▲	▶	▲	▲	企业盈利与销售持续超出预期，部分企业已根据来自数据中心与人工智能相关活动的强劲需求上调业绩指引。2025年，美国可再生能源项目的增长势头可能会放缓，因为新政府已表明其政策重点在其他领域。在其他地区，可再生能源项目的势头与能源需求仍然保持强劲。

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、相对市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或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来源求证。

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。