

汇丰每月专讯

[更新]人工智能革命扩大至美国和科技以外的领域

2025年3月



要点

- ◆ 我们认为，美国股票年初至今的表现逊色，并非基本面恶化所致，而是反映美国及科技行业以外的前景有所改善。在人工智能（AI）推动的创新浪潮及促进增长政策的带动下，企业盈利增长已扩大至通讯、金融、工业及医疗保健等板块，并不仅限于“美国七大科技企业”。
- ◆ 中国在人工智能领域的迅速发展，尤其是 DeepSeek（深度求索）的技术突破，加上政府对民营企业及科技创新的支持态度，促使我们近期将中国及亚洲（日本除外）股票的观点上调至看好。人工智能商业化、云端扩展及半导体增长，将成为科技行业的主要推动力。
- ◆ 除了德国与法国的经济及政治前景改善外，欧洲增加国防及基础建设开支亦令我们将欧洲（英国除外）股票的观点上调至中性，同时令欧洲工业板块受惠。英国国债估值吸引，市场对英国央行降息次数的预测或被低估，支持我们对英国国债的观点上调至看好。在欧洲、中东及非洲市场方面，阿联酋的金融业增长强劲，加上人工智能推动的基建投资及非石油的活动增加，令该市场份外吸引。



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

汇丰国际财富管理及卓越理财
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	▲	尽管地缘政治及贸易关税的不确定性持续，但人工智能创新、利率回落及企业盈利增长稳健为环球股市提供了多元化的增长机会。因此，我们将关注范围扩大到了不同地区，以捕捉不同市场的增长潜力。
政府债券	▼	近期成熟市场利率回落，进一步支持我们延长久期偏好的策略。我们已将英国国债观点上调至看好，但对日本国债维持看淡。
投资级别企业债券	▶	尽管信贷息差仍然偏窄，价格上升空间受限，但我们仍然看好环球投资级别债券，因其有助分散风险，并通过锁定较高收益率来提供相对稳定的潜在收入。
高收益企业债券	▶	违约率或许只会轻微上升，因经济增长仍具韧性，但考虑到息差收窄，我们对高收益债券持选择性态度，并偏好3至5年较短的久期。
黄金	▲	受贸易关税及地缘政治不确定性影响，金价仍然高企，而各国央行为了分散储备持续对黄金的需求，亦进一步支持金价的表现。

▲ [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. 美股前景是否依然值得关注？

- ◆ 近期通胀数据、消费者信心指数及服务业采购经理指数 (PMI) 显示市场对通胀压力及政策不确定性的忧虑，令美股的表现受压，年初至今落后于环球市场。
- ◆ 我们认为，这并非美国经济基本面恶化的迹象，而是投资者轮动至其他板块或市场的结果。事实上，美股仍然受惠于人工智能推动的创新及促进增长政策，我们的投资策略亦聚焦于科技股以外的领域，特别是“七大科技企业”以外的通讯、金融、工业及医疗保健板块。市场普遍预期 2025 年美股企业盈利增长将加速至近 13%，而潜在的减税及放宽监管措施亦有望进一步推高盈利预期。
- ◆ 因此，我们仍然对环球及美股维持看好观点。由于短期市场波动仍将持续，我们会通过多元资产策略及灵活管理优质债券久期，以分散投资组合风险，同时捕捉环球增长机遇。

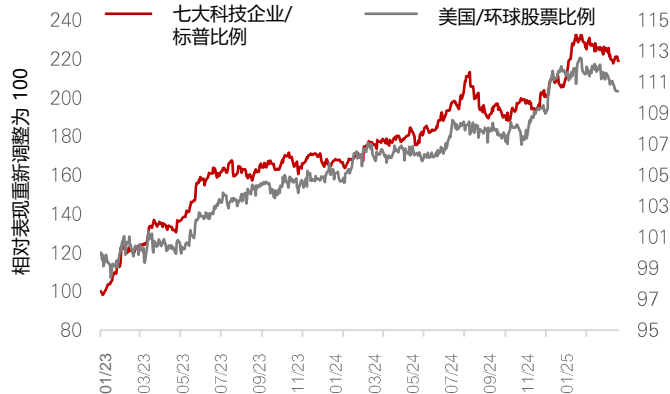
2. 投资者应该对中国增长前景更乐观吗？

- ◆ 由 DeepSeek 取得突破的低成本大型语言模型 (LLM) 推动中国人工智能技术迅速发展，促进人工智能投资、应用及商业化，带动市场对中国经济增长及股市估值，以及更可持续及更广泛复苏的乐观情绪。
- ◆ 最近中国国家主席主持的高层座谈会，和知名科技企业领袖对话，进一步释放出政府支持民营企业及科技创新的积极信号。我们预计，生成式人工智能设备、自动驾驶及人形机器人将进入更大规模的应用阶段。目前，恒生指数的市盈率仅 10.3 倍，而 MSCI (明晟) 中国指数的市盈率为 11.3 倍，相较标普 500 指数的 22.6 倍明显存在折让。我们预期，随着科技行业的庞大投资及潜在盈利预测上调，中国股市可望迎来重估的机会。
- ◆ 因此，我们已将中国及亚洲 (日本除外) 股票的观点上调至看好，并期待全国人大会议释放出更多推动性政策，以进一步扩大这波由科技板块领涨的升市。我们较看好互联网及科技龙头企业，以及提供高股息的优质国企。在亚洲其他市场方面，我们继续偏好印度、新加坡及日本。

3. 欧洲是否已走出困境？

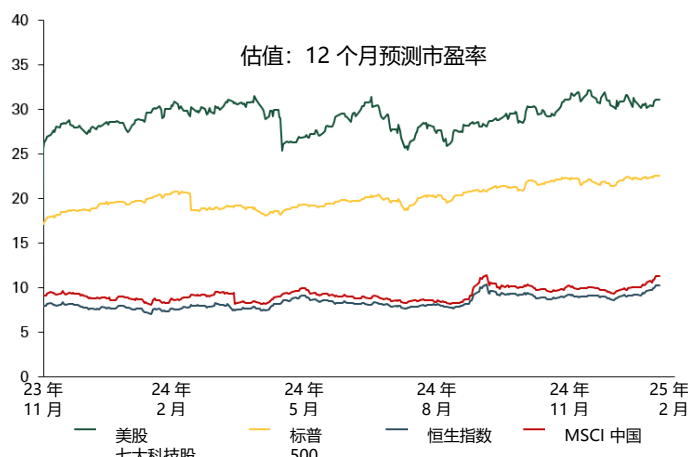
- ◆ 德国的经济指标似乎已见底，而新政府计划加大举债投资，令市场憧憬经济增长回暖。此外，面对增加国防开支的压力，欧洲国家将耗资高达 8,000 亿欧元，于未来四年购置设备，以应对贸易及外交政策的风险。此项开支将计划从财政预算中豁免，或可在欧洲释放数十亿元的财政刺激措施。我们将欧洲 (英国除外) 股票的观点上调至中性，同时令欧洲工业上调至「看好」。
- ◆ 英国方面，市场焦点放在经济增长的担忧及就业市场放缓，目前国债收益率反映全年仅 0.6% 的降息幅度，远低于我们预计的 1.25%。从息差角度看，英国国债的估值较美债及德债更具吸引力，因此我们将英国国债观点上调至看好，这亦和我们对欧元及英镑投资级别债券的看法一致。
- ◆ 在欧洲、中东及非洲地区，我们认为阿联酋的潜在机会较为吸引，因当地金融、房地产及旅游业增长强劲，人工智能推动的基建投资持续扩张，以及非石油的活动增加。

图表 1：“七大科技企业”拖累了美国股市年初至今的表现



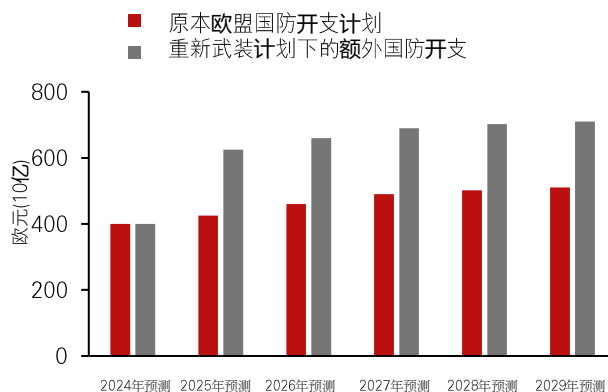
数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 2 月 22 日。预测可能会改变。过去的表现并非未来表现的可靠指标。

图表 2：恒生指数及 MSCI 中国指数的估值较标普 500 指数及“七大科技企业”存在大幅折让



数据源：彭博、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 2 月 17 日。过去的表现并非未来表现的可靠指标。七大科技企业指美国七大科技企业，仅供举例说明。

图表 3：重新武装计划或释放高达 8,000 亿欧元的额外国防开支



资料来源：欧洲防卫局、欧洲理事会、汇丰环球私人银行及财富管理，截至 2025 年 3 月 10 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	▲	尽管地缘政治及贸易关税的不确定性持续，但人工智能创新、利率回落及企业盈利增长稳健为环球股市提供了多元化的增长机会。因此，我们将关注范围扩大至不同地区，以捕捉不同市场的增长潜力。
美国	▲	美国经济增长稳健，加上人工智能发展及促进增长的政策为企业盈利带来利好的前景，有利美股跨行业的增长。我们观察到资金轮动的趋势，从科技股流向通讯、金融、工业及医疗保健等板块。
英国	▶	尽管英国股票的估值不算昂贵，然而市场仍需面对经济挑战、国债收益率高企及可能的财政开支削减，这些因素或会对市场带来压力。
欧洲（英国除外）	▶↑	除了德国与法国的经济及政治前景改善外，欧盟的国防开支增加将推动区内的经济增长及投资情绪，我们将欧洲（英国除外）股票的观点上调至中性。
日本	▲	日本市场则受惠于工资增长动力、企业治理改革、可持续的通胀复苏趋势及合理的估值，这些因素推动当地股市表现。
新兴市场	▶	市场普遍预期高息环境将持续较长时间，加上地缘政治的不确定性，对新兴市场构成挑战。
新兴市场欧洲、中东和非洲	▼	尽管我们看好阿联酋的机会，但欧洲经济疲弱及地缘政治风险仍然令区内市场受压。
新兴市场拉丁美洲	▼	墨西哥面临包括美墨贸易关税及边境问题等挑战，而巴西的加息环境亦成为市场不利因素。
亚洲（日本除外）股票		
亚洲（日本除外）	▲↑	亚洲市场 2025 年的盈利增长预期仍然优于环球主要市场。我们基于中国人工智能相关板块的重估机会，将中国股市观点上调至偏高，同时亦相应提升对亚洲（日本除外）股市的观点至偏高。
中国内地	▲↑	人工智能技术突破及政策支持推动市场重估，促使我们上调中国股票的观点至看好。我们偏好以互联网及科技龙头作为增长核心，同时看好优质国企提供高股息的回报。
印度	▲	印度联邦预算着重支持消费及资本开支，同时维持财政审慎，对印度股票有利。印度市场的基本面稳健，盈利增长强劲，加上国内资金流入持续，有望为市场提供支持。
中国香港	▶	中国香港财政预算案透过发债及削减经常性政府开支来应对经济增长压力。我们认为在基本面改善之前，维持中性立场较为合适。
新加坡	▲	新加坡政府预算案关注国民的生活成本压力问题，并聚焦长远经济发展，为市场增长前景提供支持。新加坡市场吸引的估值及股息回报依然是主要的增长动力。
韩国	▶	尽管货币宽松措施有助缓和部分增长压力，但结构性疲弱、政治不确定性及美国贸易政策仍对市场情绪带来影响。
中国台湾	▶	台湾地区虽然在人工智能硬件领域处于领先地位，但人工智能应用相对落后，估值亦已偏高，限制了进一步上升空间。
政府债券		
成熟市场	▼	近期成熟市场利率回落，进一步支持我们延长久期偏好的策略。我们已将英国国债观点上调至偏高，但对日本国债维持偏低。
美国	▶	美国财政部宣布维持今年固定收益债券供应稳定，加上目前收益率吸引外资需求，对美债构成支持。我们预计联储局于 6 月份再次降息，并偏好 7-10 年久期的美国国债。
英国	▲↑	估值吸引及市场低估英格兰银行的降息预期，支持英国国债表现，并偏好 7-10 年久期的国债。我们预计英国央行将于下半年加快政策宽松的步伐。
欧元区	▶	增长放缓及通胀受控将支持欧洲央行持续降息，对国债形成支持。
日本	▼	我们预计 2025 年第三季及 2026 年第一季会进一步加息两次，将政策利率提升至 1.0%。由于收益率偏低，加上日本央行可能出手干预，我们维持看淡观点。
新兴市场（本币）	▶	虽然新兴市场普遍进行降息，但空间仍取决于美联储的政策方向。
新兴市场（美元）	▶	我们维持审慎，并专注于质量。尽管美元近期走弱，但我们预期中长期将重拾升势。
企业债券		
环球投资级别债券	▶	尽管信贷息差仍然偏窄，价格上升空间受限，但我们仍然相对关注环球投资级别债券，因其有助分散风险，并透过锁定较高息率来提供潜在收入。
美元投资级别债券	▶	我们仍然预计今年将有数次降息，并认为金融及非金融行业的投资级别债券存在投资机会。
欧元和英镑投资级别债券	▲	我们预期经济增长放缓，而市场对政策利率下调的预期较为保守，这些因素支持我们的正面立场。
亚洲投资级别债券	▶	我们预计中国(美元计值)企业债将迎来更多资金流入，以捕捉人工智能带来的投资机遇。此外，各国央行持续宽松的货币政策将有利于亚洲金融业、印度及印度尼西亚本地货币债券，以及优质的中国科技、媒体及电讯债券。
环球高收益债券	▶	违约率或许只会轻微上升，因经济增长仍具韧性，但考虑到息差收窄，我们对高收益债券持选择性态度，并偏好 3 至 5 年较短的久期。
美元高收益债券	▶	美元高收益债券提供可观的整体回报，而再融资活动及违约风险仍属可控范围内。
欧洲和英国高收益债券	▶	虽然高收益债券的息差相较历史平均值仍然偏窄，但相较政府债券仍具吸引力。
亚洲高收益债券	▶	我们继续期待更有力的政策措施，以进一步稳定中国楼市，并对内房板块维持审慎立场，我们偏好特定领域具有稳健财务实力的优质发行商，包括澳门休闲娱乐板块。
商品		
黄金	▲	受贸易关税及地缘政治不确定性影响，金价仍然高企，而各国央行为了分散储备持续对黄金的需求，亦进一步支持金价的表现。
石油	▶	虽然地缘政治因素对油价形成支持，但闲置产能限制了进一步上升空间。

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	▶	▶	▶	▶	消费者支出依然疲弱，唯独美国表现造好。电动车需求在全球(中国除外)普遍疲弱，影响了许多汽车企业；奢侈品企业则在等待中国需求复苏的初步迹象，而美国和欧洲的销售则仍然强劲。随着工资持续增长，季节性需求可能会推动休闲行业及酒店股票的表现。
金融	▲	▲	▲↑	▶	因为市场情绪改善及相对于美国同行的估值较低，我们将欧洲金融业的观点上调至偏高。环球的资本市场业务及大型国际银行有望受惠于活动的回升。随着通胀持续高企，净利息收入及利率预期保持在高位。初步的积极迹象显示，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，全年情况亦有望保持强劲。地区性银行仍然缺乏吸引力。
工业	▲	▲	▲↑	▲	企业指引乐观，在许多领域（如机械、建筑、航空航天、货车、火车及货运）预计强劲的订单将实现稳健的按年增长，但工业板块今年至今的表现较为温和。数字化基础设施及重要的实体基础设施相关业务似乎将受惠于资本支出的增加。由于欧洲的国防及基础建设开支大幅增加将推动盈利势头，我们将工业板块上调至偏高水平。
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，数字化基建、数据中心、人工智能半导体及软件等领域需求强劲。数字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	▼↓	▼↓	▼↓	▼↓	因为预计今年需求增长将保持疲弱，且价格挑战依然存在，我们下调了该行业的观点。虽然矿业股票估值具有吸引力，但收益和盈利增长前景预期不甚乐观。关税仍然是重大风险，并打击市场情绪；炼油、加工和化学股票短期内仍不具吸引力。
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，零售空间及传统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。
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 个月油价或将会下跌。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稳定。该行业的低估值、强劲的现金流和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。亚洲的医疗行业市场动态有所改善，并预期今年的盈利增长强劲。在美国，我们预计医疗行业的盈利增长将位居各行业之首，受惠近期推出新产品将推动盈利上升。欧洲医疗保健板块的前景则较为复杂，表现不一。
公用事业	▲	▶	▶↓	▲	尽管电力需求增长，基于行业面对监管挑战并需要大量的资本投资来转型及扩大发电及传输能力，我们下调了欧洲公用事业的观点。美国的可再生能源项目面临不确定的前景，但其他地区的可再生能源项目势头及能源需求依然强劲。部分企业受数据中心和其他跟人工智能相关活动的强劲需求所支持，调高了业绩指引，收入也持续超出预期。

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。