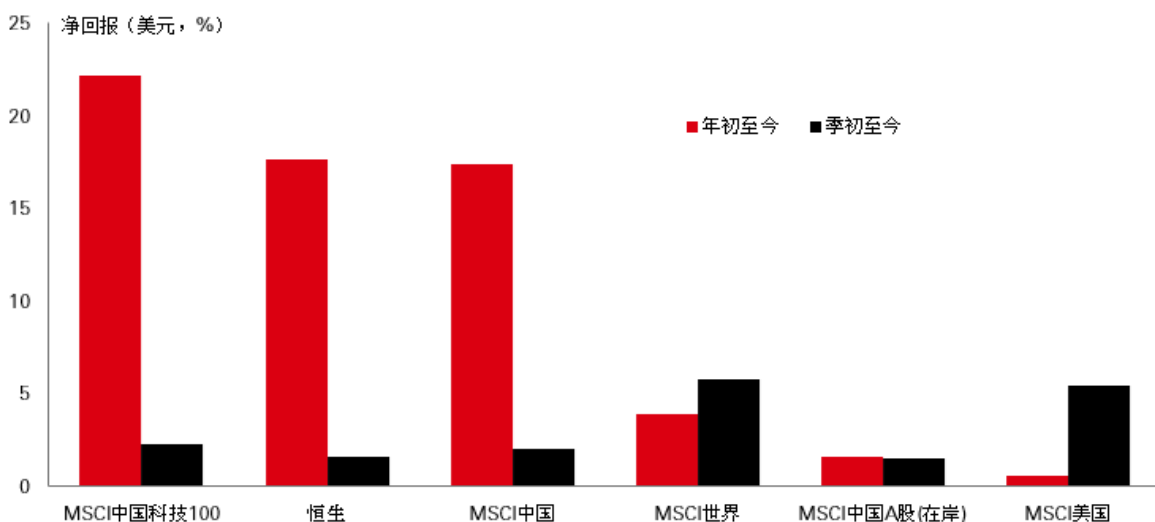


汇丰每周专讯

2025 年 5 月 19 日

本周重点图表——科技引领中国股市复苏



对投资市场来说，这意味着完满成交抑或暂避危机？美国和中国上周达成协议，将在未来最少 90 日削减关税，这是迄今两国政策降温的最有力标志。事实上，自 4 月第三周市场开始复苏以来，投资者一直注视这个主题。而上周的市场走势带动美股明确地回升至高于“解放日”水平。

市场价格走势反映着投资者对风险评估的改变：负面结果的机率现已降低，而较佳结果的机会增加。虽然如此，美国的平均关税似乎仍会处于低双位数，这是战后以来的最高水平。宏观损害已经造成。政策前景仍然极为不确定。今年的重要主题之一是市场风向急剧转变：从 1 月普遍相信美国优越论，到 4 月初相信美国政策引发经济衰退和忧虑经济碎片化。现时，市况似乎处于两者之间。市场将继续反复轮转。

中国方面，当局与美国举行会谈前夕，推出了新一轮政策刺激（包括减息、针对性宽松、信贷支持及金融市场支持）。中国离岸指数在 2025 年表现向好，受惠于科技股回报强劲，这个板块继续担当利润引擎，企业受惠于 DeepSeek 驱动的人工智能乐观气氛。对比之下，在岸指数科技股比重较低，且估值略高，表现因而较为疲弱。

市场焦点

欧洲远景

欧洲歌唱大赛（Eurovision Song Contest）上周末由巴塞尔现场直播至世界各地，我们亦顺势带来欧洲的消息——关于债券市场的建议发展。近期美国国库券的避险地位受到质疑，这提醒了投资者其他替代选择有限，因为欧洲的债务市场分散，无法提供相当于美国国库券的深度和流动性。此外，欧元区经济体之间的结构失衡，导致在市场受压时，“核心”与“非核心”国家之间的资本流动不稳定。

欧洲避险债券（ESBies）的建议提供了潜在解决方案。从技术层面来说，ESBies 属于证券化工具的优先层级，由多元化欧元区主权债券投资组合作为支持，而次级层级则是欧洲次级债券（EJBies）。它们将通过跨欧洲的风险分担来提高避险溢价，有望带来更强的市场凝聚力，并可作为德国政府债券的无风险替代品。这或可代表着系统稳健性的提升，同时应对环球避险资产短缺及对美元的过度依赖——**适逢美国作为唯一安全港的优越地位亦受到质疑。**

投资价值及其任何收益可升可跌，投资者可能无法收回最初投资的金额。过去表现不能预测未来回报。息率水平不获保证，日后可升或可跌。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。多元化并不能确保盈利或防止亏损。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。资料来源：汇丰投资管理及彭博，数据截至 2025 年 5 月 16 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

数据展望 →

“硬”数据和“软”数据反映的市场意义

前缘市场 →

前缘股票怎样由第二季的波动之中反弹

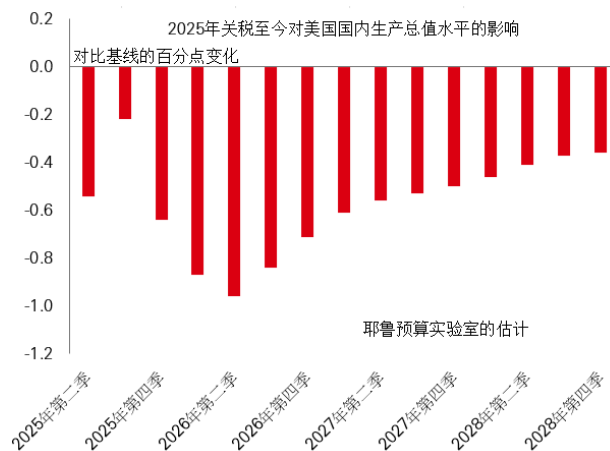
环球小型股 →

探讨小型股的估值折让

艰难时期

美国和中国上周达成协议，大幅降低关税 90 天，同时就最终协议进行磋商。这固然是利好消息，但 4 月初以来关税政策大幅变动，或会令解读未来数月的宏观数据变得困难。4 月大部分调查数据（即软数据）受到“解放日”的行动影响而转弱。但它们在 5 月可能稍为回升，尤其是期间美股表现回勇。

不过，退一步看，即使中美贸易关系回暖，美国的平均实际进口关税仍然升至二战以来的高位。宏观模型亦相应地显示美国未来数季的增长将远低于趋势水平。因此，虽然“软”数据可能复苏，但“硬”数据可能会转弱，尤其是为了避免支付关税，投资和消费开支推前至第一季，这可能会为第二季带来缺口。若缺乏进一步利好的政策消息，“硬”数据转弱或会触发风险市场新一轮波动。

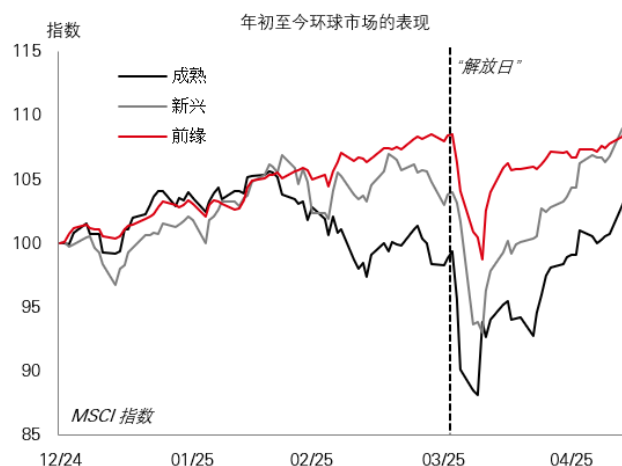


高效的前缘市场

美国政府在 4 月初宣布对等关税计划时，起初向越南开征 46% 关税（其后降至 10%，并继续进行贸易谈判），令越南成为受影响最严重的国家之一。越南作为发展迅速的前缘制造业中心，对美国的商品贸易顺差近年大幅增长（2024 年为 1,235 亿美元）。背后原因是西方企业推行“中国加一”策略令供应链多元化，使越南成为新宠。

就如其他前缘市场，贸易政策的高度不确定性，导致越南股市波动。但市场已大幅反弹，前缘市场组别年初至今的回报为 8.9%，领先成熟（3.7%）及新兴市场（8.5%）。

这利好表现乃受惠于多项因素，包括估值折让、盈利增长强劲，及国家特性有力抵御宏观压力。就越南而言，虽然近期面对不确定性，但预计外来投资仍会保持稳健，因越南的中产阶层不断扩大、数码化应用及城市化，均为其经济赋予结构性韧力。

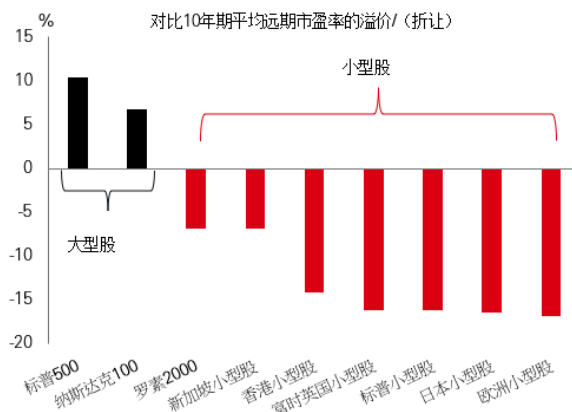


考虑小型股

市场轮动持续，投资者在主流美国大型股之外，或可将目光转投环球小型股的上升潜力。

在过去十年，美国标普 600 小型股指数落后标普 500 指数超过 50%。投资者迄今为止对小型股欠缺耐性是可以理解的，但根据历史，小型企业在经历一段失宠期后，往往可带来重大升幅。以 1993 至 2000 年的科技股泡沫为例，小型股受到严重忽视后，标普小型股指数在 2001 至 2010 年间跑赢标普 500 指数 75%。

小型股对本地增长和借款的贝他系数较高。美国有 65% 的企业借款来自资本市场，但在欧洲只有 15-20%，这反映企业较为依赖银行融资。现时，众多环球小型股指数的交易价较过去十年折让近 20%。非美国小型股的交易价现时低于其平均 12 个月预测市盈率，其中香港和英国小型股的市盈率接近 10 倍，只有标普 500 指数 20.5 倍的一半。



过往表现并非未来回报指标。息率水平不获保证，日后可升或可跌。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。指数回报假设所有分派再投资，不反映费用或开支。您不能直接投资于指数。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。汇丰投资管理对未能达到该预测、预计或目标，概不承担任何责任。资料来源：汇丰投资管理、Macrobond 及彭博。数据截至 2025 年 5 月 16 日（英国时间上午 7 时 30 分）。



上周市场概况

日期	市场	经济数据	数据截至	实际	前期
5月10日（星期二）	美国	与中国商讨贸易协议			
5月13日（星期二）	美国	NFIB 小型企业乐观指数	4月	95.8	97.4
	美国	消费物价指数（同比）	4月	2.3%	2.4%
	印度	消费物价指数（同比）	4月	3.2%	3.3%
5月15日（星期四）	美国	生产者价格指数（环比）	4月	-0.5%	0.0%
	美国	零售销售（环比）	4月	0.1%	1.7%
	日本	国内生产总值（环比）	第一季	-0.2%	0.6%
	墨西哥	墨西哥央行隔夜贷款利率	5月	8.50%	9.00%
	英国	国内生产总值初值（环比）	第一季	0.7%	0.1%
	美国	工业生产（环比）	4月	0.0%	-0.3%
	欧元区	本地生产总值初值（环比）	第一季	0.3%	0.4%
5月16日（星期五）	美国	密歇根大学信心指数（初值）	5月	-	52.2

本周市场展望

日期	市场	经济数据	数据截至	调查	前期
5月19日（星期一）	美国	盈利	第一季		
	中国	工业生产（同比）	4月	5.5%	7.7%
	中国	零售销售（同比）	4月	5.5%	5.9%
5月20日（星期二）	澳大利亚	澳洲央行现金目标利率	5月	3.85%	4.10%
5月21日（星期三）	印尼	印尼央行利率	5月	5.50%	5.75%
	英国	消费物价指数（同比）	4月	-	2.6%
5月22日（星期四）	美国	综合采购经理指数（初值）	5月	-	50.6
	欧元区	综合采购经理指数（初值）	5月	51.2	50.4
	日本	消费物价指数（同比）	4月	3.60%	3.6%
	德国	IFO 商业信心指数	5月	87.5	86.9
	英国	综合采购经理指数（初值）	5月	-	48.5
	印度	综合采购经理指数（初值）	5月	-	59.7

资料来源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 5 月 16 日（英国时间上午 7 时 30 分）。仅供参考，不应视为投资特定国家、产品、策略、行业或证券的建议。所表达的任何观点均截至编制为止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何预测、预计或目标仅供参考，概非任何形式保证。

上周市场的承压气氛加强，美国和中国同意在未来 90 天将从中国进口产品的关税降至 30%，而美国进口至中国的关税亦会降至 10%。美国市场目前预期年底前将减息两次，低于上周的接近三次。美元继续温和复苏，美国国库券下跌，同时德国政府债券和英国政府债券息率亦录得类似升幅。美国和欧元区信贷息差收窄。美股急升，受科技股推动；欧洲股市跟随升势，金融和健康护理股第一季盈利强劲带来支持。日本日经 225 指数升幅温和，日圆窄幅波动。其他亚洲指数表现良好，印度 Sensex 指数领涨，其次为香港恒生指数、中国上证综合指数和韩国 Kospi 指数。商品方面，油价略升，金价则由上周的升幅回落。

客户的重要信息：

警告：本文件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内容审慎行事。如您对本文件的内容有任何疑问，应向独立人士寻求专业意见。

本文件由香港上海汇丰银行有限公司（「本行」）在香港经营受管制业务期间发布，可在其他可合法分发本文件的司法管辖区进行分发，并仅供收件人使用。本文件内容不得复制或进一步分发予任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分内容。本文件不得分发予美国、加拿大或澳洲，或任何其他分发本文件属非法行为的司法管辖区。所有未经授权复制或使用本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

本文件没有合约价值，并不是且不应被诠释为进行任何投资买卖，或认购或参与任何服务的要约或要约招揽或建议。本行并没有建议或招揽任何基于本文件的行动。

本文件内列明的信息及 / 或表达的意见由汇丰环球投资管理有限公司提供。我们没有义务向您发布任何进一步的刊物或更新本文件的内容，该等内容或随时变更，并不另行通知。该等内容仅表示作为一般信息用途的一般市场信息及 / 或评论，并不构成买卖投资项目的投资建议或推荐或回报保证。本行没有参与有关信息及意见的准备工作。本行对本文件内的信息及 / 或意见之准确性及 / 或完整性不作任何担保、申述或保证，亦不承担任何责任，包括任何从相信为可靠但未有独立进行验证的来源取得之第三方信息。任何情况下，本行或汇丰集团均不对任何与您使用本文件或依赖或使用或无法使用本文件内信息相关的任何损害、损失或法律责任承担任何责任，包括但不限于直接或间接、特殊、附带、相应而生的损害、损失或法律责任。

如您持有汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合，本文件内的意见不一定代表目前投资组合的构成部分。汇丰环球投资管理有限公司管理的个人投资组合主要反映个别客户的投资目标、风险喜好、投资年期及市场流动性。

本文件内含的信息未有按您的个人情况审阅。请注意，此信息并非用作协助作出法律、财政或其他咨询问题的决定，亦不应作为任何投资或其他决定的依据。您应根据您的投资经验、目标、财政资源及有关情况，仔细考虑所有投资观点及投资产品是否合适。您可自行作出投资决定，但除非向您出售产品的中介人根据您的财政情况、投资经验及投资目标，向您说明该产品适合您，否则不应投资于任何产品。您应细阅相关产品销售文件了解详情。

本文件内部分陈述可视为前瞻性陈述，提供目前对未来事件的预期或预测。有关前瞻性陈述并非未来表现或事件的担保，并涉及风险及不稳定因素。该等陈述不代表任何一项投资，仅用作说明用途。客户须注意，不能保证本文件内描述的经济状况会在未来维持不变。实际结果可能因多种因素而与有关前瞻性陈述所描述的情况有重大差异。我们不保证该等前瞻性陈述内的期望将获证实或能够实现，警告您不要过分依赖有关陈述。我们没有义务更新本文件内的前瞻性陈述，不论是基于新信息、未来事件或其他原因，亦没有义务更新实际结果与前瞻性陈述预期不同的原因。

投资涉及风险，必须注意投资的资本价值，且所得收益可升可跌，甚至变得毫无价值，投资者可能无法取回最初投资的金额。本文件内列出的过往表现并非未来表现的可靠指标，不应依赖任何此内的预测、预期及模拟作为未来结果的指标。有关过往表现的资料可能过时。有关最新信息请联络您的客户经理。

任何市场的投资均可能出现极大波动，并受多种因直接及间接因素造成不同幅度的突发波动影响。这些特征可导致涉及有关市场的人士蒙受巨大损失。若提早撤回或终止投资，或无法取回投资全额。除一般投资风险外，国际投资可能涉及因货币价值出现不利波动、公认会计原则之差别或特定司法管辖区经济或政治不稳而造成的资本损失风险。范围狭窄的投资及较小规模的公司一般会出现较大波动。不能保证交易表现正面。新兴市场的投资本质上涉及较高风险，可能较其他成熟市场固有的投资出现较大波动。新兴市场的经济大幅取决于国际贸易，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贸易国家实施或协商的保障措施不利影响。有关经济亦一直并可能继续受其贸易国的经济情况不利影响。**互惠基金投资受市场风险影响，您应细阅所有计划相关文件。**

*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。

版权所有 © 香港上海汇丰银行有限公司 2025。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）复制或传送本刊物任何部分或将其任何部分储存于检索系统内。

由香港上海汇丰银行有限公司刊发

Issued by The Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited