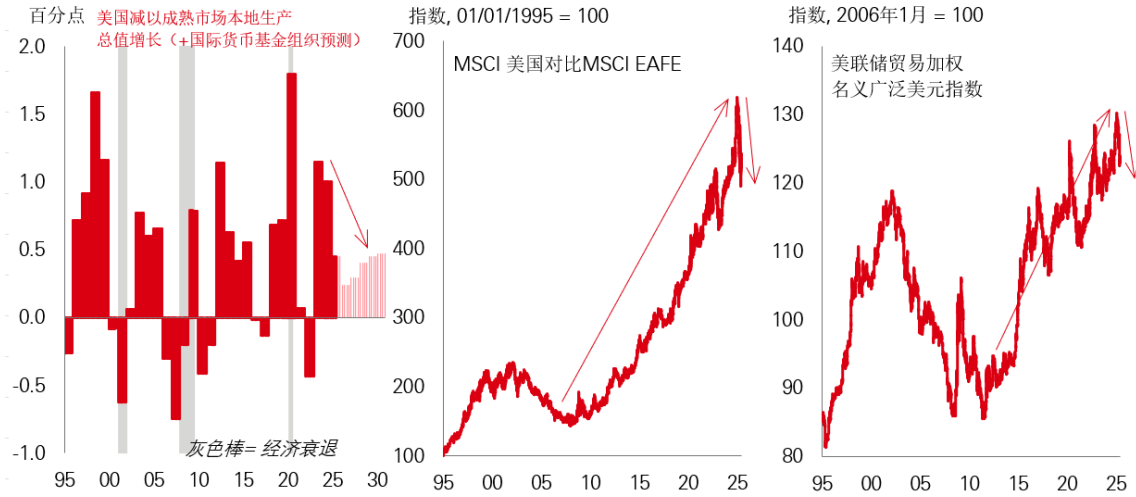


# 汇丰每周专讯

2025 年 5 月 26 日

## 本周重点图表——美国优越论终结的说法会否持续？



对投资者来说，今年一个重要主题是美国优越论步向终结。前一周穆迪调低美国的信贷评级，并非完全出乎意料，同时亦提醒投资者美国的财政状况变得难以维持。但当我们谈及优越论终结时，实际上的变化是什么？

过去十年，投资者享受到的美国优越论有三大层面。首先是美国的国内生产总值增长良好，尤其是对比十国集团（G10）（惟这主要由财政开支和移民促成，而非生产力）。第二是股票表现优秀。超额利润、七大科技巨企及市值大幅重新评级均推动了回报。第三，**美元表现出色**。美元提高了投资者回报，并吸引了环球资本和投资者注视。同时，美元亦为环球投资者的投资组合提供对冲服务，在美国经济领先和环球增长疲弱的时期提供支持（即“美元微笑（dollar smile）”）。

现今的关键在于这些元素是否仍然有效？首先，宏观增长在政策不确定性之下持续降温，这可能削弱美国经济活动一段时间。另一方面，较高的增长率主要集中于亚洲和前缘经济体。股票方面，美国市值占环球股市的百分比似乎已经见顶。预期未来 12 个月中国的利润增长速度将与美国相若。至于美元，兑大多数货币仍然估值偏高，众多环球投资者目前正物色对冲美股风险的外汇策略，此反映着重心理变化。**这些让美国吸引力降低的因素或会持续一段时间。**

美国财政政策 →

美国财政计划对市场的启示

欧洲固定收益 →

欧洲信贷市场的气氛改变？

## 市场焦点

### 零售投资者的治疗力量

美股在 2025 年初数月大幅波动，但 5 月显著回升。不过，有针对基金经理的调查显示机构投资者对美股的部署仍异常悲观，这反映似乎有其他因素正推动近期走势。

根据资金流动数据，自 4 月底，美股股价部分是受到零售投资者的买盘吸纳所支持。过去十年，市场一直重复着一个主题（尤其是 2020 年新冠跌市后的反弹），零售投资者会发挥稳定作用，于低位买入。

5 月初中美达成 90 天关税削减协议，消息较预期为佳，带动新一轮股价上扬。虽然这些发展有助解释投资者的风险观感转变，但亦有可能导致市场表现日益脱离仍然极高的政策不确定性。**虽然是次升势由零售投资者开展，但如缺乏机构资金的后续参与，动力可能会迅速减退，这或会造成进一步波动，令市场继续反复轮转。**

中国股票 →

近期市场活动怎样影响利润前景

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 23 日（英国时间上午 7 时 30 分）。

## 漂亮法案下的残酷真相

美国关税政策近数周一直备受市场关注。但随着美国政府立场近期明显软化，投资者的焦点似乎正转向财政政策。穆迪决定取消美国仅存的 AAA 评级，及时提醒市场总统特朗普向国会提交的财政方案所带来的挑战。是次评级下调一级，反映了众所周知的债务负担增加和赤字扩大问题，而穆迪预期延长 2017 年《减税与就业法案 (TCJA)》将令问题加深，而该法案为政府财政政策的核心。

这个“伟大而漂亮的法案”的具体细节尚未落实，除了延长 TCJA 外，当局亦可能采取财政宽松。不过，华府将须密切关注债市和美元：30 年期债券息率上周已突破 5%，而美元再次回软。另一方面，虽然减税可能有利股市，但亦可能被债券息率再次上行所抵销。因此，投资者的主要问题在于，这些残酷真相能否迫使白宫减低其进取程度？

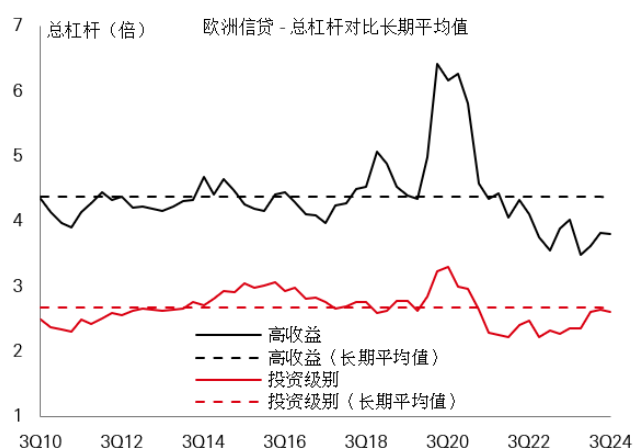


## 跟随欧洲的入息流

德拉吉去年公布重振欧盟经济的蓝图时，曾经表示欧盟需要大幅增加公共和私人投资。因此，当财政长期审慎的德国在六个月后宣布大规模基建和国防开支计划时，难怪德拉吉称之为“彻底改变形势”。

德国财政扩张，加上预期欧洲央行进一步减息，改善了欧元区的经济前景。一些信贷研究团队近期的研究显示，溢出效应之一可能是欧洲信贷市场气氛好转。

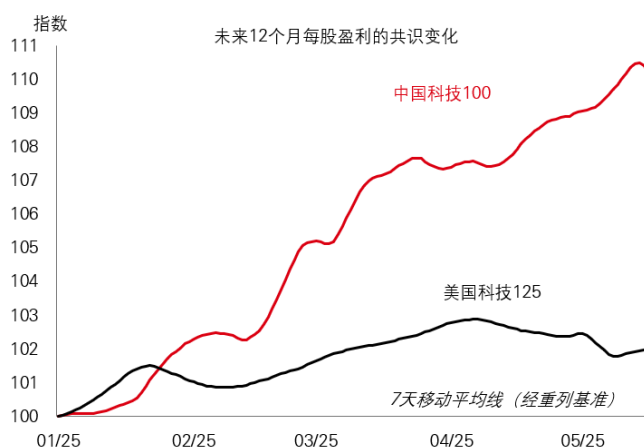
欧洲企业信贷的基本因素稳健，总杠杆率稳定，且盈利能力具有韧性。虽然覆盖率（计量企业偿还债务的能力）下降，但众多企业拥有庞大现金缓冲。此资产类别亦应可抵御关税冲击，原因为投资级别和高收益市场内只有有限比例的公司是美国注册公司，而直接销售受到关税的影响有限。不过，需要留意价格已反映众多利好消息，息差估值仍然狭窄。但对于寻求稳定入息流的投资者来说，高企的综合息率别具吸引力。



## 市场催化剂？

上周，一间中国大型电池制造商进行今年全球最大宗的股票发售，在香港作出规模数十亿美元计的二次上市。此举有利其他希望吸纳国内外投资者资金的中国上市公司。是次上市正值有迹象显示今年投资者对中国股市继续保持乐观气氛（尤其科技相关行业），并寻求为国际投资物色美国以外的选择。

全球对中国股票的兴趣日增，近期企业盈利亦上调，原因为中美之间的贸易紧张局势降温，且中国企业 2025 年第一季的利润数据大致符合市场预期，获得了可观的按年增长。离岸市场方面，科技业为利润引擎，且人工智能迅速扩张。境内市场方面，增长最强劲的是消费敏感型行业，例如可选消费品和必需消费品，部分原因是受到持续政策支持，市场预期如逆境转差，政策官员将就此采取支持来回应。综合而言，这些最新发展或可成为中国股市进一步向好的催化剂。



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。资料来源：汇丰投资管理。Macrobond 及彭博。数据截至 2025 年 5 月 23 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19日 (星期一) | 英国   | 英国-欧盟贸易协定     |      |       |       |
|             | 中国   | 工业生产 (同比)     | 4月   | 6.1%  | 7.7%  |
|             | 中国   | 零售销售 (同比)     | 4月   | 5.1%  | 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% |
|             | 加拿大  | 加拿大七国集团会议     |      |       |       |
| 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   | 3.5%  | 2.6%  |
| 5月22日 (星期四) | 美国   | 综合采购经理指数 (初值) | 5月   | 52.1  | 50.6  |
|             | 欧元区  | 综合采购经理指数 (初值) | 5月   | 49.5  | 50.4  |
|             | 日本   | 消费物价指数 (同比)   | 4月   | 3.6%  | 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   | 49.4  | 48.5  |
|             | 印度   | 综合采购经理指数 (初值) | 5月   | 61.2  | 59.7  |

本周市场展望

| 日期          | 市场  | 经济数据               | 数据截至 | 调查    | 前期    |
|-------------|-----|--------------------|------|-------|-------|
| 5月26日 (星期一) | 美国  | 盈利                 | 第一季  |       |       |
| 5月27日 (星期二) | 美国  | 经济咨商会消费信心指数        | 5月   | 87.0  | 86.0  |
| 5月28日 (星期三) | 印度  | 工业生产 (同比)          | 4月   | 0.8%  | 3.0%  |
|             | 新西兰 | 纽西兰央行官方现金利率        | 5月   | 3.25% | 3.50% |
|             | 美国  | FOMC 会议记录          | 5月   |       |       |
| 5月29日 (星期四) | 南韩  | 南韩央行基准利率           | 5月   | 2.50% | 2.75% |
|             | 美国  | 国内生产总值第二次估算 (环比年化) | 第一季  | -0.4% | -0.3% |
| 5月30日 (星期五) | 美国  | 个人消费开支物价指数 (同比)    | 4月   | 2.2%  | 2.3%  |
| 5月31日 (星期六) | 中国  | 国家统计局综合采购经理指数      | 5月   | -     | 50.2  |

资料来源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 5 月 23 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。

上周风险气氛有所回落，美国债务可持续性的担忧日益加剧，因美国众议院上周通过延长 2017 年的减税法案，且穆迪此前一周后期亦下调美国信贷评级。美元转弱，长期美国国库券息率上行，三十年期国库券息率突破 5.00%。英国政府债券息率亦上扬，多数欧洲债券息率上升，惟升幅较小。美国高收益信贷息差在连续数周收窄后扩大，投资级别息差则保持稳定。股市方面，美国市场普遍下跌，道琼斯欧洲 50 指数则大致持平。DAX 指数向上，CAC 40 指数略跌。日本日经 225 指数报跌，日圆转强，而其他亚洲股市个别发展：香港恒生指数和中国内地上证综合指数报升，南韩 KOSPI 指数和印度 Sensex 指数下跌。商品方面，油价下跌，投资者忧虑 OPEC+（油组及其盟友）可能增产。金价上涨，加密货币本周延续升势。

## 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