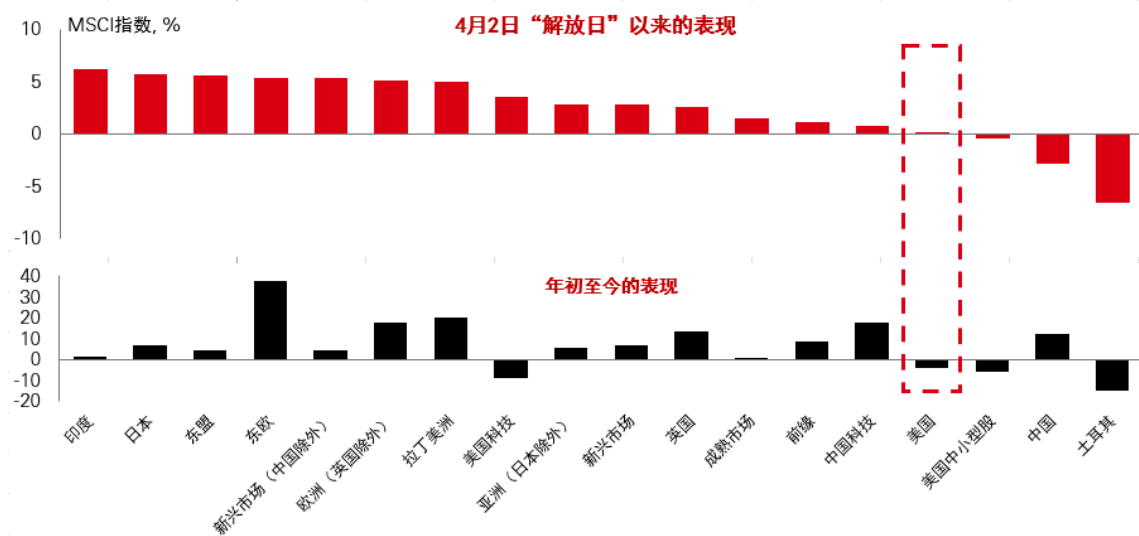


汇丰每周专讯

2025 年 5 月 12 日

本周重点图表——“解放日”以来的股市表现



美股经过五周时间，终于由4月初“解放日”关税方案引发的环球市场抛售之中收复失地。是次纾缓性的升势是受波幅降低、估值和利润预期仍然高企、信贷息差收窄，以及国库债券大致平静所推动。整体来说，这反映了投资市场的价格目前未有反映经济衰退。但政策不确定性仍然极高，加上仍面对7月份恢复对等关税的期限。所以，实际上是什么因素推动这次反弹？

首先，年初美国经济动力强劲。劳动市场和利润（包括第一季盈利季度稳健）依然向好。增长稍为降温，但未有进一步转差——联储局在5月会议上总结“经济活动继续稳步扩张”。另一方面，环球贸易似乎正从“关税升级”转向谈判。美国领袖的鸽派言论发挥了支持，而中美两国的建设性谈判或可进一步提振市场。上周，美英及英印等国家已签订贸易协定，中国、日本和韩国亦会加紧谈判。

虽然贸易有改善迹象，但仍存在隐忧。软性数据方面，美国消费者和企业信心因面对不确定性而大跌。在未来数月，滞后的硬性数据最终可能回落至与疲弱的调查数据一致。虽然市场有所回升，但美国的表现落后于亚洲的EAFE地区（尤其是印度和日本）、欧洲和新兴市场，这反映投资者抱“观望”态度，且政策不确定性有引发进一步波动的持续风险。

市场焦点

对冲基金的优势

近期市场波幅加剧，传统的多元化策略未能奏效，股债之间的关连性不时失衡。但其中有一种资产类别保持韧力，这便是对冲基金。据一些另类投资团队近期评估显示，典型的平衡型对冲基金组合能抵御近期90%的市场弱势。

如预期所料，一些对冲基金策略相当适合现时市况。尤其是股市中性策略，往往可受惠于波幅，目前表现良好。宏观基金经理亦有一些佳绩，尤其是利率交易和商品市场。不过，净长仓及长短仓股市策略则因美股乏力而受到较多考验，其表现大幅回落。

由于近期波幅的部分原因是政策不确定性，一些投资专家预期未来仍会进一步波动。事实上，**未来数年，资产配置人士可能需要更加依赖对冲基金组合来尽量提高回报。**在第二季，众多策略面对的环境仍然挑战重重，但某些专家最为看好“股市中性长/短仓”和“多元策略多元投资组合经理”基金。

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9日（英国时间上午7时30分）。

亚洲外汇 →

探讨亚洲货币市场的近期走势

墨西哥展望 →

贸易政策不确定性下墨西哥的增长前景

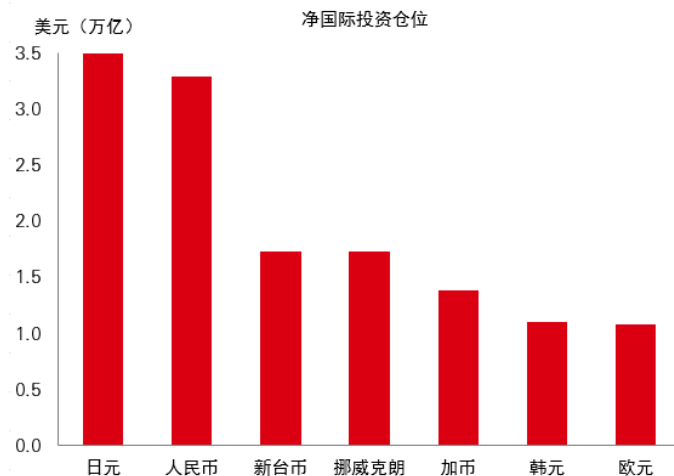
日本股市 →

息率上升，日股债务下降

隐形的广场协议 2.0

美元近期的弱势是由美国增长忧虑、高赤字及美国优越论终结所造成。但美国乐见美元贬值并非甚么秘密，因可借此提高贸易竞争力。在 1980 年代，美国便曾经通过《广场协议》的多边协议来让美元转弱。现时可能无法达成类似的“海湖庄园协议”，但拥有庞大对外顺差的市场可能会让其外汇兑美元走强，从而为达成新的贸易协议铺路。

持续的顺差导致庞大的正数“净国际投资部位（NIIP）”，此乃衡量一个经济体的净对外财富的指标。日本、中国内地、台湾和韩国等亚洲主要市场的 NIIP 规模庞大，应会持续为其货币造成上行压力。但近年众多亚洲货币实际上一直转弱。上周初，新台币录得史上最大单日升幅，这可能并非由政策驱动。是次升势的时机和幅度引发市场揣测，其他外围盈余货币可能亦会受到影响。日圆和韩元等货币大幅升值会否成为外汇市场下一个重要走势？

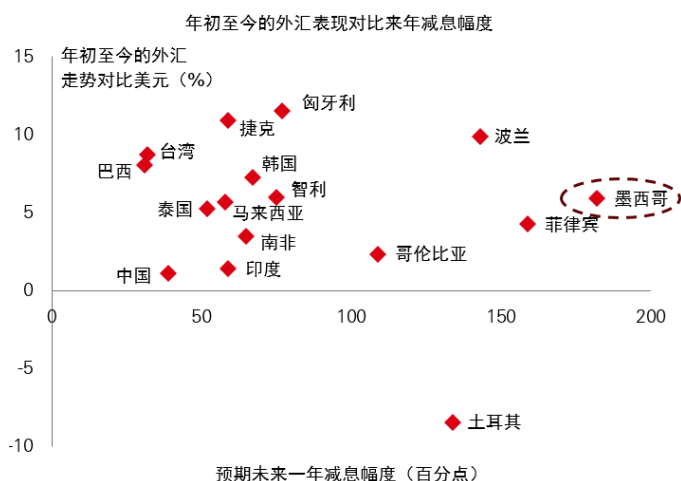


墨西哥可作为避风港？

墨西哥的增长引擎因高度政策不确定性而停滞，美国经济放缓亦加剧了阻力。前周公布的第一季国内生产总值勉强录得正数增长，而上一季数字曾大幅收缩。

但好消息是这些增长风险，加上通胀稳定地低于 4%，意味墨西哥央行似乎将维持其宽松立场。市场预期央行将在来年减息逾 1.75%。此外，今年墨西哥比索兑美元的表现相对较佳，有助遏止通胀。这反映了墨西哥的宏观基本因素强劲，财政和外部平衡稳健，且近岸外判带来外国直接投资流入（随着企业撤离中国，流入速度可能加快）。

一些人士担心关税问题，惟应该紧记墨西哥对美国的出口大部分受到 USMCA 条约所涵盖，而目前的谈判旨在降低不符合 USMCA 规定商品的 25% 税率。一些墨西哥城的分析师认为，关税影响有限、实际息率高企、大幅减息，以及国内投资者基础扩大，可为当地货币政府债券进一步获取强劲表现奠定基础。



仍是巴菲特的心頭好

日本股市年初至今以美元计跑赢环球市场 5 个百分点，但在过去 10 年落后 30 个百分点（MSCI 日本对比 ACWI 指数）。不过，巴菲特作为巴郡行政总裁的第 60 次（亦是最后一次）年度股东大会上重申看好日本市场，其优势在于估值吸引，且政策有利股东，可望增加股息和回购。

巴菲特以仔细研究企业资产负债表寻找弱点而闻名，这亦解释了为什么他在 1989 年金融危机后未有投资日本。当时日本的杠杆率急升，在 1989 年至 2010 年期间平均达 100%。在通缩持续下，日本企业陷入债务陷阱。直至去年，日本央行因应通胀和增长回升，终于改变超宽松政策的方向。另一方面，企业杠杆率已降至 10%，新规则正鼓励企业回馈现金或投资。这令股本回报率升至约 10%（2012 年安倍经济学开始前，股本回报平均为 4-5%）。此外，估值仍然偏低，MSCI 市账率为 1.4 倍，不及环球股票 3.1 倍的一半。同时，平均股息收益率目前稳站于 2.5%。由此可见，巴菲特心仪日本市场并不令人意外。



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、彭博、国际货币基金组织、IFS、MSCI 及 Datastream。数据截至 2025 年 5 月 9 日（英国时间上午 7 时 30 分）。



重要事件及数据公布

上周市场概况

日期	市场	经济数据	数据截至	实际	前期
5月5日（星期一）	美国	供应管理协会服务业指数	4月	51.6	50.8
5月7日（星期三）	中国	7天逆回购利率	5月	1.40%	1.50%
5月7日（星期三）	美国	联邦基金利率（上限）	5月	4.50%	4.50%
	巴西	巴西央行 SELIC 目标利率	5月	14.75%	14.25%
5月8日（星期四）	英国	英国央行货币政策委员会基准利率	5月	4.25%	4.50%
	挪威	挪威央行活期存款利率	5月	4.50%	4.50%
	瑞典	瑞典央行政策利率	5月	2.25%	2.25%
5月9日（星期五）	中国	贸易差额（美元）	4月	962 亿	1,026 亿
5月10日（星期六）	中国	消费物价指数（同比）	4月	-	-0.1%
	美国	中美贸易谈判			

本周市场展望

日期	市场	经济数据	数据截至	调查	前期
5月12日（星期一）	美国	盈利	第一季		
	印度	消费物价指数（同比）	4月	3.2%	3.3%
5月13日（星期二）	美国	消费物价指数（同比）	4月	2.4%	2.4%
5月15日（星期四）	美国	生产者价格指数（环比）	4月	0.2%	-0.4%
	美国	零售销售（环比）	4月	0.0%	1.5%
	日本	国内生产总值（环比）	第一季	-0.1%	0.6%
	墨西哥	墨西哥央行隔夜贷款利率	5月	8.50%	9.00%
	美国	工业生产（环比）	4月	0.2%	-0.3%
	欧元区	本地生产总值初值（环比）	第一季	-	0.4%
5月16日（星期五）	美国	密歇根大学信心指数（初值）	5月	53.0	52.2

资料来源：汇丰投资管理。数据截至 2025 年 5 月 9 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。

风险胃纳有改善，市场日益憧憬环球贸易紧张局势降温。美元兑一篮子主要货币保持稳定。美国国库券息率升幅温和，因一些经济数据公布稳健，包括供应管理协会服务业和失业救济数据等。联储局维持利率不变，主席鲍威尔强调当经济形势进一步明朗化，政策已准备好作出回应，当局亦留意失业和通胀上升的风险。另一方面，英国央行将利率下调 0.25%。股市方面，美股在上两周报升后表现横行。道琼斯欧洲 50 指数大致变动不大，第一季盈利表现参差；日本日经 225 指数上扬，本周因假期缩短交易日数。其他亚洲市场普遍上行，中国新一轮政策刺激措施提振上证综合指数和恒生指数，而印度 Sensex 指数回软，受地缘政局不确定性拖累。商品方面，油价回升，金价本周表现波动但录得可观升幅。

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给任何人士或实体作任何用途，不论是全部或部分。本文件不得分发给美国、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