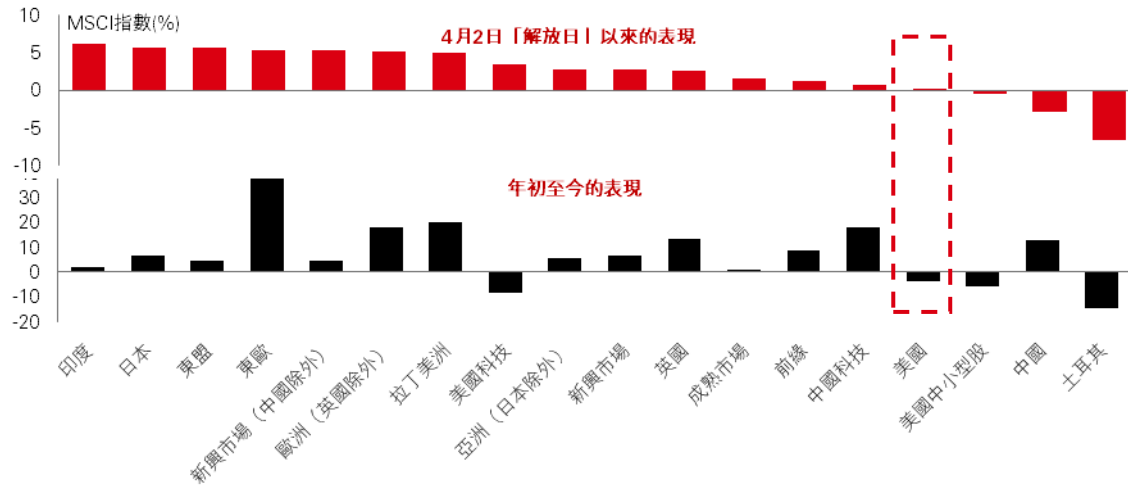


滙豐每周專訊

2025 年 5 月 12 日

本周重點圖表——「解放日」以來的股市表現



美股經過五周時間，終於由4月初「解放日」關稅方案引發的環球市場拋售之中收復失地。是次舒緩性的升勢是受波幅降低、估值和利潤預期仍然高企、信貸息差收窄，以及國庫債券大致平靜所推動。整體來說，這反映了投資市場的價格目前未有反映經濟衰退。但政策不確定性仍然極高，加上仍面對7月份恢復對等關稅的期限。所以，實際上是甚麼因素推動這次反彈？

首先，年初美國經濟動力強勁。勞動市場和利潤（包括第一季盈利季度穩健）依然向好。增長稍為降溫，但未有進一步轉差——聯儲局在5月會議上總結「經濟活動繼續穩步擴張」。另一方面，環球貿易似乎正從「關稅升級」轉向談判。美國領袖的鴿派言論發揮了支持，而中美兩國的建設性談判或可進一步提振市場。上周，美英及英印等國家已簽訂貿易協定，中國、日本和南韓亦會加緊談判。

雖然貿易有改善跡象，但仍存在隱憂。軟性數據方面，美國消費者和企業信心因面對不確定性而大跌。在未來數月，滯後的硬性數據最終可能回落至與疲弱的調查數據一致。雖然市場有所回升，但美國的表現落後於亞洲的EAFE地區（尤其是印度和日本）、歐洲和新興市場，這反映投資者抱「觀望」態度，且政策不確定性有引發進一步波動的持續風險。

市場焦點

對沖基金的優勢

近期市場波幅加劇，傳統的多元化策略未能奏效，股債之間的關連性不時失衡。但其中有一種資產類別保持韌力，這便是對沖基金。據一些另類投資團隊近期評估顯示，典型的平衡型對沖基金組合能抵禦近期90%的市場弱勢。

如預期所料，一些對沖基金策略相當適合現時市況。尤其是股市中性策略，往往可受惠於波幅，目前表現良好。宏觀基金經理亦有一些佳績，尤其是利率交易和商品市場。不過，淨長倉及長短倉股市策略則因美股乏力而受到較多考驗，其表現大幅回落。

由於近期波幅的部分原因是政策不確定性，一些投資專家預期未來仍會進一步波動。事實上，未來數年，資產配置人士可能需要更加依賴對沖基金組合來盡量提高回報。在第二季，眾多策略面對的環境仍然挑戰重重，但某些專家最為看好「股市中性長/短倉」和「多元策略多元投資組合經理」基金。

投資價值及其任何收益可升可跌，投資者可能無法收回最初投資的金額。過去表現不能預測未來回報。息率水平不獲保證，日後可升或可跌。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。多元化並不能確保盈利或防止虧損。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。資料來源：滙豐投資管理及彭博，數據截至2025年5月9日（英國時間上午7時30分）。

亞洲外匯 →

探討亞洲貨幣市場的近期走勢

墨西哥展望 →

貿易政策不確定性下墨西哥的增長前景

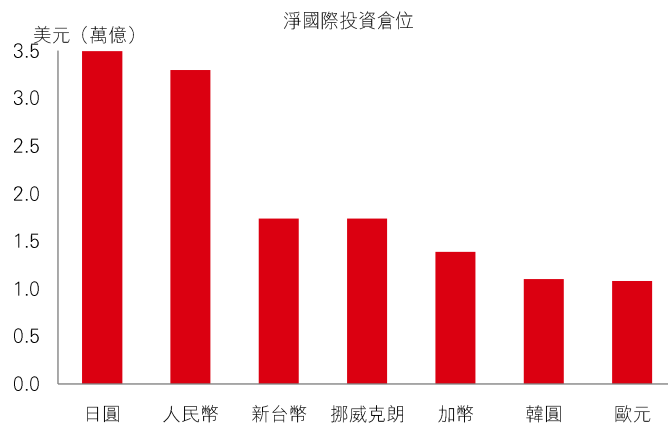
日本股市 →

息率上升，日股債務下降

隱形的廣場協議 2.0

美元近期的弱勢是由美國增長憂慮、高赤字及美國優越論終結所造成。但美國樂見美元貶值並非甚麼秘密，因可藉此提高貿易競爭力。在 1980 年代，美國便曾經通過《廣場協議》的多邊協議來讓美元轉弱。現時可能無法達成類似的「海湖莊園協議」，但擁有龐大對外順差的市場可能會讓其外匯兌美元走強，從而為達成新的貿易協議鋪路。

持續的順差導致龐大的正數「淨國際投資部位(NIIP)」，此乃衡量一個經濟體的淨對外財富的指標。日本、中國內地、台灣和南韓等亞洲主要市場的 NIIP 規模龐大，應會持續為其貨幣造成上行壓力。但近年眾多亞洲貨幣實際上一直轉弱。上周初，新台幣錄得史上最大單日升幅，這可能並非由政策驅動。是次升勢的時機和幅度引發市場揣測，其他外圍盈餘貨幣可能亦會受到影響。日圓和韓圓等貨幣大幅升值會否成為外匯市場下一個重要走勢？

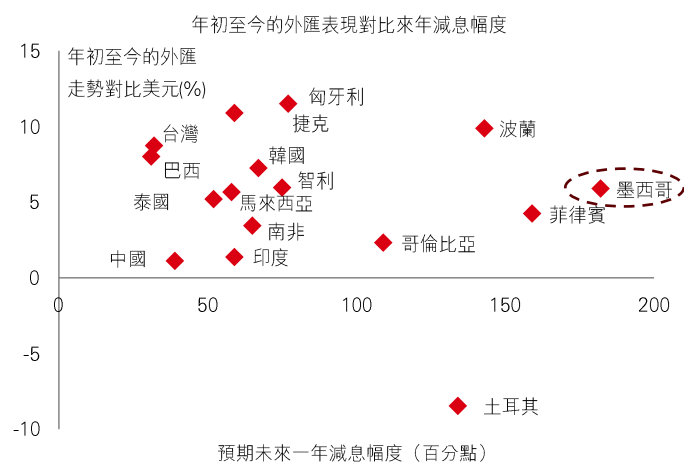


墨西哥可作為避風港？

墨西哥的增長引擎因高度政策不確定性而停滯，美國經濟放緩亦加劇了阻力。前周公布的第一季國內生產總值勉強錄得正數增長，而上一季數字曾大幅收縮。

但好消息是這些增長風險，加上通脹穩定地低於 4%，意味墨西哥央行似乎將維持其寬鬆立場。市場預期央行將在來年減息逾 1.75%。此外，今年墨西哥比索兌美元的表現相對較佳，有助遏止通脹。這反映了墨西哥的宏觀基本因素強勁，財政和外部平衡穩健，且近岸外判帶來外國直接投資流入（隨着企業撤離中國，流入速度可能加快）。

一些人士擔心關稅問題，惟應該繫記墨西哥對美國的出口大部分受到 USMCA 條約所涵蓋，而目前的談判旨在降低不符合 USMCA 規定商品的 25% 稅率。一些墨西哥城的分析師認為，關稅影響有限、實際息率高企、大幅減息，以及國內投資者基礎擴大，可為當地貨幣政府債券進一步獲取強勁表現奠定基礎。



仍是巴菲特的心頭好

日本股市年初至今以美元計跑贏環球市場 5 個百分點，但在過去 10 年落後 30 個百分點（MSCI 日本對比 ACWI 指數）。不過，巴菲特作為巴郡行政總裁的第 60 次（亦是最後一次）年度股東大會上重申看好日本市場，其優勢在於估值吸引，且政策有利股東，可望增加股息和回購。

巴菲特以仔細研究企業資產負債表尋找弱點而聞名，這亦解釋了為甚麼他在 1989 年金融危機後未有投資日本。當時日本的槓桿率急升，在 1989 年至 2010 年期間平均達 100%。在通縮持續下，日本企業陷入債務陷阱。直至去年，日本央行因應通脹和增長回升，終於改變超寬鬆政策的方向。另一方面，企業槓桿率已降至 10%，新規則正鼓勵企業回贖現金或投資。這令股本回報率升至約 10%（2012 年安倍經濟學開始前，股本回報平均為 4-5%）。此外，估值仍然偏低，MSCI 市賬率為 1.4 倍，不及環球股票 3.1 倍的一半。同時，平均股息收益率目前穩站於 2.5%。由此可見，巴菲特心儀日本市場並不令人意外。



過往表現並非未來回報指標。息率水平不獲保證，日後可升或可跌。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。指數回報假設所有分派再投資，不反映費用或開支。您不能直接投資於指數。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。資料來源：滙豐投資管理。Macrobond、彭博、國際貨幣基金組織、IFS、MSCI 及 Datastream。數據截至 2025 年 5 月 9 日（英國時間上午 7 時 30 分）。



重要事件及數據公佈

上周市場概況

日期	市場	經濟數據	數據截至	實際	前期
5 月 5 日（星期一）	美國	供應管理協會服務業指數	4 月	51.6	50.8
5 月 7 日（星期三）	中國	7 天逆回購利率	5 月	1.40%	1.50%
5 月 7 日（星期三）	美國	聯邦基金利率（上限）	5 月	4.50%	4.50%
	巴西	巴西央行 SELIC 目標利率	5 月	14.75%	14.25%
5 月 8 日（星期四）	英國	英國央行貨幣政策委員會基準利率	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）	中國	貿易差額（美元）	4 月	962 億	1,026 億
5 月 10 日（星期六）	中國	消費物價指數（同比）	4 月	-	-0.1%
	美國	中美貿易談判			

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據截至	調查	前期
5 月 12 日（星期一）	美國	盈利	第一季		
	印度	消費物價指數（同比）	4 月	3.2%	3.3%
5 月 13 日（星期二）	美國	消費物價指數（同比）	4 月	2.4%	2.4%
5 月 15 日（星期四）	美國	生產者價格指數（環比）	4 月	0.2%	-0.4%
	美國	零售銷售（環比）	4 月	0.0%	1.5%
	日本	國內生產總值（環比）	第一季	-0.1%	0.6%
	墨西哥	墨西哥央行隔夜貸款利率	5 月	8.50%	9.00%
	美國	工業生產（環比）	4 月	0.2%	-0.3%
	歐元區	本地生產總值初值（環比）	第一季	-	0.4%
5 月 16 日（星期五）	美國	密歇根大學信心指數（初值）	5 月	53.0	52.2

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 5 月 9 日（英國時間上午 7 時 30 分）。僅供參考，不應視為投資特定國家、產品、策略、行業或證券的建議。所表達的任何觀點均截至編製為止，如有更改，恕不另行通知。所提供的任何預測、預計或目標僅供參考，概非任何形式保證。

風險胃納有改善，市場日益憧憬環球貿易緊張局勢降溫。美元兌一籃子主要貨幣保持穩定。美國國庫券息率升幅溫和，因一些經濟數據公布穩健，包括供應管理協會服務業和失業救濟數據等。聯儲局維持利率不變，主席鮑威爾強調當經濟形勢進一步明朗化，政策已準備好作出回應，當局亦留意失業和通脹上升的風險。另一方面，英國央行將利率下調 0.25%。股市方面，美股在上兩周報升後表現橫行。道瓊斯歐洲 50 指數大致變動不大，第一季盈利表現參差；日本日經 225 指數上揚，本周因假期縮短交易日數。其他亞洲市場普遍上行，中國新一輪政策刺激措施提振上證綜合指數和恒生指數，而印度 Sensex 指數回軟，受地緣政局不確定性拖累。商品方面，油價回升，金價本周表現波動但錄得可觀升幅。

免責聲明

本文件或影片由香港中環皇后大道中1號香港上海滙豐銀行有限公司（「HBAP」）編製。HBAP在香港註冊成立，為滙豐集團成員。本文件或影片由滙豐銀行（中國）有限公司、HBAP、滙豐銀行（新加坡）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司（合稱「分發方」）分發及／或提供。本文件或影片僅供一般傳閱及參考用途。

無論基於任何原因，本文件或影片所載之部分或全部內容均不得複製或進一步分發予任何人士或實體。如於某司法管轄區內分發本文件屬違法，則不得於該司法管轄區內分發本文件或影片。所有未經授權之複製或使用本文件或影片，均屬使用者的責任，並有機會引致法律訴訟。本文件或影片只提供一般性資料，文件內所載的觀點，並不構成投資研究或出售或購入投資產品的意見或建議。本文件或影片內所載的部分陳述可能會被視為前瞻性陳述，提供目前預測或未來事件預估。相關的前瞻性陳述不保證未來表現或事件，並涉及風險及不確定性。基於多項因素，實際結果可能與相關前瞻性陳述大不相同。HBAP及分發方對更新其中的前瞻性陳述，或對提供實際結果與前瞻性陳述的預測不同的原因，概不承擔任何責任。本文件或影片並無契約效力，在任何情況下，於任何司法管轄範圍內均不應被視為促銷或建議購入或出售任何金融工具，而此等建議並不合法。當中所載內容反映滙豐環球投資委員會於編製時的觀點及意見，可能隨時變更。這些觀點未必代表滙豐投資管理目前的投資組合構成。滙豐投資管理所管理的個別投資組合主要反映個別客戶的目標、風險取向、投資期限及市場流動性。

投資價值及所得收益可升亦可跌，投資者有機會未能取回投資本金。本文件或影片所載之過去業績並不代表將來的表現，所載之任何預測、估計及模擬均不應被視為將來表現的指標。任何涉及海外市場的投資，均有機會受到滙率兌換影響而令投資價值上升或下跌。與成熟市場相比，新興市場投資本質上涉及較高風險，而且較為波動。新興市場的經濟一般倚賴國際貿易，因此一直以來並可能繼續會受貿易壁壘、外滙管制、相對幣值控制調整及其他與其進行貿易的國家／地區實施或協商的保護主義措施的不利影響。而此等經濟體系亦會或繼續受到其他與其進行貿易的國家／地區的經濟狀況的負面影響。投資涉及市場風險，請細閱所有與投資相關的文件。

本文件或影片就近期經濟環境提供基本概要，僅供參考。文章或影片代表HBAP的觀點，並以HBAP的環球觀點為依據，未必與分發方的當地觀點一致。其內容並非按照旨在促進投資研究獨立性的法律規定編製，並且分發前不受任何禁止交易規定的約束。其內容不擬提供且投資者不應加以依賴以作會計、法律或稅務意見。作出任何投資決策之前，應諮詢獨立的財務顧問。如選擇不諮詢財務顧問，則須審慎考慮投資產品是否適合。建議您在必要時尋求適當的專業意見。

有關第三方資料乃取自我們相信可靠的資料來源，我們對於有關資料的準確性及／或完整性並無作出獨立查證。因此您必須在作出投資決策前從多個資料來源求證。

此條款僅適用於滙豐（台灣）商業銀行有限公司向其客戶分發時的情況：滙豐（台灣）辦理信託業務，應盡善良管理人之注意義務及忠實義務。滙豐（台灣）不擔保信託業務之管理或運用績效，委託人或受益人應自負盈虧。

關於 ESG 與可持續投資的重要資訊

我們現在為許多嚴重排放溫室氣體的產業提供資金。我們制定了一項策略來幫助客戶與我們一同減少排放。欲了解更多詳情，請瀏覽 www.hsbc.com/sustainability。

從廣義上，「ESG 與可持續投資」產品包括在不同程度上考慮環境、社會、管治與／或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。並不保證 ESG 與可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。ESG 與可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 與可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 與可持續投資及可持續發展影響的量度準則是（a）高度主觀，而且（b）在不同板塊之間與同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計與／或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：（a）ESG／可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；（b）ESG／可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 與可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

*本文件或影片為 HBAP 根據英文報告翻譯的譯文。HBAP、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司、滙豐銀行（新加坡）有限公司及滙豐金融科技服務（上海）有限責任公司已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

本文件或影片的內容未經任何香港或任何其他司法管轄區的監管機構審閱。建議您就相關投資及本文件或影片內容審慎行事。如您對本文件或影片的內容有任何疑問，應向獨立人士尋求專業意見。

© 版權所有 2024。香港上海滙豐銀行有限公司。保留一切權利。

未經香港上海滙豐銀行有限公司事先書面許可，不得以任何形式或任何方式（無論是電子、機械、影印、攝錄或其他方式）複製或傳送本文件或影片的任何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。