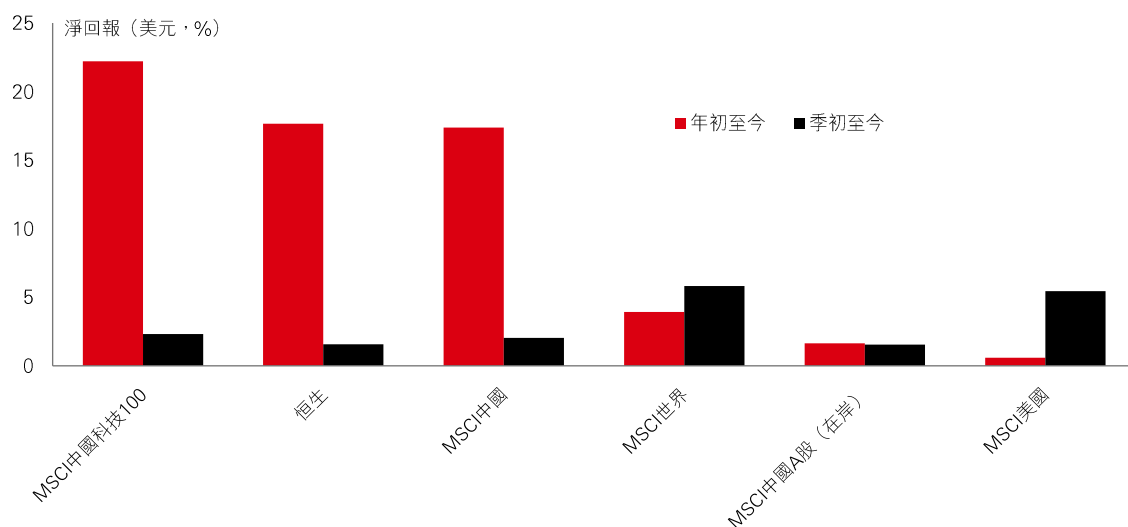


滙豐每周專訊

2025 年 5 月 19 日

本周重點圖表——科技引領中國股市復甦



對投資市場來說，這意味着完滿成交抑或暫避危機？美國和中國上周達成協議，將在未來最少 90 日削減關稅，這是迄今兩國政策降溫的最有力標誌。事實上，自 4 月第三周市場開始復甦以來，投資者一直注視這個主題。而上周的市場走勢帶動美股明確地回升至高於「解放日」水平。

市場價格走勢反映着投資者對風險評估的改變：負面結果的機率現已降低，而較佳結果的機會增加。雖然如此，美國的平均關稅似乎仍會處於低雙位數，這是戰後以來的最高水平。宏觀損害已經造成。政策前景仍然極為不確定。今年的重要主題之一是市場風向急劇轉變：從 1 月普遍相信美國優越論，到 4 月初相信美國政策引發經濟衰退和憂慮經濟碎片化。現時，市況似乎處於兩者之間。市場將繼續反覆輪轉。

中國方面，當局與美國舉行會談前夕，推出了新一輪政策刺激（包括減息、針對性寬鬆、信貸支援及金融市場支援）。中國離岸指數在 2025 年表現向好，受惠於科技股回報強勁，這個板塊繼續擔當利潤引擎，企業受惠於 DeepSeek 驅動的人工智能樂觀氣氛。對比之下，在岸指數科技股比重較低，且估值略高，表現因而較為疲弱。

市場焦點

歐洲遠景

歐洲歌唱大賽(Eurovision Song Contest) 上周末由巴塞爾現場直播至世界各地，我們亦順勢帶來歐洲的消息——關於債券市場的建議發展。近期美國國庫券的避險地位受到質疑，這提醒了投資者其他替代選擇有限，因為歐洲的債務市場分散，無法提供相當於美國國庫券的深度和流動性。此外，歐元區經濟體之間的結構失衡，導致在市場受壓時，「核心」與「非核心」國家之間的資本流動不穩定。

歐洲避險債券(ESBies)的建議提供了潛在解決方案。從技術層面來說，ESBies 屬於證券化工具的優先層級，由多元化歐元區主權債券投資組合作為支持，而次級層級則是歐洲次級債券(EJBies)。它們將透過跨歐洲的風險分擔來提高避險溢價，有望帶來更強的市場凝聚力，並可作為德國政府債券的無風險替代品。這或可代表着系統穩健性的提升，同時應對環球避險資產短缺及對美元的過度依賴——**適逢美國作為唯一安全港的優越地位亦受到質疑。**

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 16 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

數據展望 →

「硬」數據和「軟」數據反映的市場意義

前緣市場 →

前緣股票怎樣由第二季的波動之中反彈

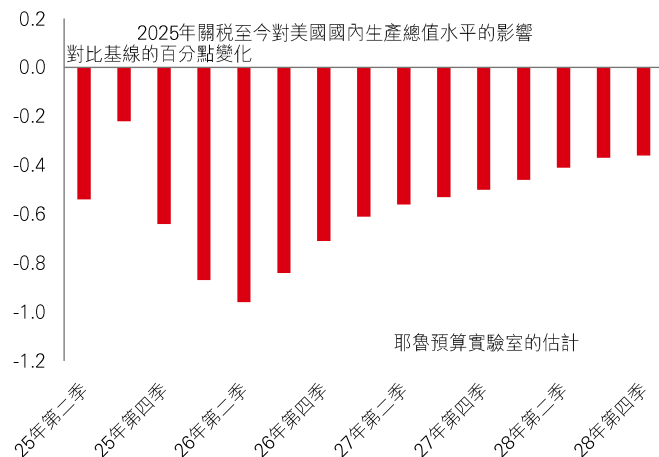
環球小型股 →

探討小型股的估值折讓

艱難時期

美國和中國上周達成協議，大幅降低關稅 90 天，同時就最終協議進行磋商。這固然是利好消息，但 4 月初以來關稅政策大幅變動，或會令解讀未來數月的宏觀數據變得困難。4 月大部分調查數據（即「軟數據」）受到「解放日」的行動影響而轉弱。但它們在 5 月可能稍為回升，尤其是期間美股表現回勇。

不過，退一步看，即使中美貿易關係回暖，美國的平均實際進口關稅仍然升至二戰以來的高位。宏觀模型亦相應地顯示美國未來數季的增長將遠低於趨勢水平。因此，雖然「軟」數據可能復甦，但「硬」數據可能會轉弱，尤其是為了避免支付關稅，投資和消費開支推前至第一季，這可能會為第二季帶來缺口。若缺乏進一步利好的政策消息，「硬」數據轉弱或會觸發風險市場新一輪波動。

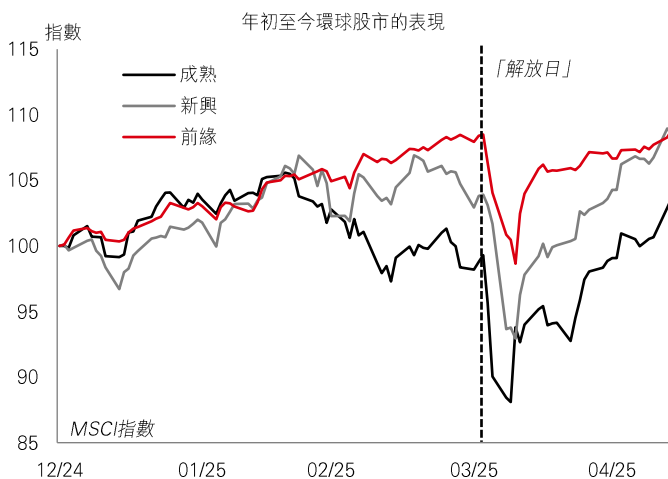


高效的前緣市場

美國政府在 4 月初宣布對等關稅計劃時，起初向越南開徵 46% 關稅（其後降至 10%，並繼續進行貿易談判），令越南成為受影響最嚴重的國家之一。越南作為發展迅速的前緣製造業中心，對美國的商品貿易順差近年大幅增長（2024 年為 1,235 億美元）。背後原因是西方企業推行「中國加一」策略令供應鏈多元化，使越南成為新寵。

就如其他前緣市場，貿易政策的高度不確定性，導致越南股市波動。但市場已大幅反彈，前緣市場組別年初至今的回報為 **8.9%**，領先成熟**(3.7%)**及新興市場**(8.5%)**。

這利好表現乃受惠於多項因素，包括估值折讓、盈利增長強勁，及國家特性有力抵禦宏觀壓力。就越南而言，雖然近期面對不確定性，但預計外來投資仍會保持穩健，因越南的中產階層不斷擴大、數碼化應用及城市化，均為其經濟賦予結構性韌力。

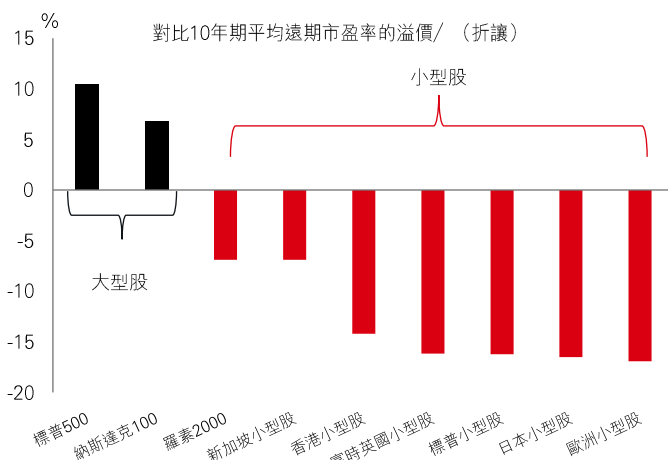


考慮小型股

市場輪動持續，投資者在主流美國大型股之外，或可將目光轉投環球小型股的上升潛力。

在過去十年，美國標普 600 小型股指數落後標普 500 指數超過 50%。投資者迄今為止對小型股欠缺耐性是可以理解的，但根據歷史，小型企業在經歷一段失寵期後，往往可帶來重大升幅。以 1993 至 2000 年的科技股泡沫為例，小型股受到嚴重忽視後，標普小型股指數在 2001 至 2010 年間跑贏標普 500 指數 75%。

小型股對本地增長和借款的貝他系數較高。美國有 65% 的企業借款來自資本市場，但在歐洲只有 15-20%，這反映企業較為依賴銀行融資。現時，眾多環球小型股指數的交易價較過去十年折讓近 20%。非美國小型股的交易價現時低於其平均 12 個月預測市盈率，其中香港和英國小型股的市盈率接近 10 倍，只有標普 500 指數 20.5 倍的一半。



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。滙豐投資管理對未能達到該預測、預計或目標，概不承擔任何責任。資料來源：滙豐投資管理。Macrobond 及彭博。數據截至 2025 年 5 月 16 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

上周市場概況

日期	市場	經濟數據	數據 截至	實際	前期
5 月 10 日（星期二）	美國	與中國商討貿易協定			
5 月 13 日（星期二）	美國	NFIB 小型企業樂觀指數	4 月	95.8	97.4
	美國	消費物價指數（同比）	4 月	2.3%	2.4%
	印度	消費物價指數（同比）	4 月	3.2%	3.3%
5 月 15 日（星期四）	美國	生產者價格指數（環比）	4 月	-0.5%	0.0%
	美國	零售銷售（環比）	4 月	0.1%	1.7%
	日本	國內生產總值（環比）	第一季	-0.2%	0.6%
	墨西哥	墨西哥央行隔夜貸款利率	5 月	8.50%	9.00%
	英國	國內生產總值初值（環比）	第一季	0.7%	0.1%
	美國	工業生產（環比）	4 月	0.0%	-0.3%
	歐元區	本地生產總值初值（環比）	第一季	0.3%	0.4%
	美國	密歇根大學信心指數（初值）	5 月	-	52.2

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據 截至	調查	前期
5 月 19 日（星期一）	美國	盈利	第一季		
	中國	工業生產（同比）	4 月	5.5%	7.7%
	中國	零售銷售（同比）	4 月	5.5%	5.9%
5 月 20 日（星期二）	澳洲	澳洲央行現金目標利率	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%
	英國	消費物價指數（同比）	4 月	-	2.6%
5 月 22 日（星期四）	美國	綜合採購經理指數（初值）	5 月	-	50.6
	歐元區	綜合採購經理指數（初值）	5 月	51.2	50.4
	日本	消費物價指數（同比）	4 月	3.60%	3.6%
	德國	IFO 商業信心指數	5 月	87.5	86.9
	英國	綜合採購經理指數（初值）	5 月	-	48.5
	印度	綜合採購經理指數（初值）	5 月	-	59.7

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 5 月 16 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。

上周市場的承險氣氛加強，美國和中國同意在未來 90 天將從中國進口產品的關稅降至 30%，而美國進口至中國的關稅亦會降至 10%。美國市場目前預期年底前將減息兩次，低於上周的接近三次。美元繼續溫和復甦，美國國庫券下跌，同時德國政府債券和英國政府債券息率亦錄得類似升幅。美國和歐元區信貸息差收窄。美股急升，受科技股推動；歐洲股市跟隨升勢，金融和健康護理股第一季盈利強勁帶來支持。日本日經 225 指數升幅溫和，日圓窄幅波動。其他亞洲指數表現良好，印度 Sensex 指數領漲，其次為香港恒生指數、中國上證綜合指數和南韓 Kospi 指數。商品方面，油價略升，金價則由上周的升幅回落。

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 2025。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一部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。