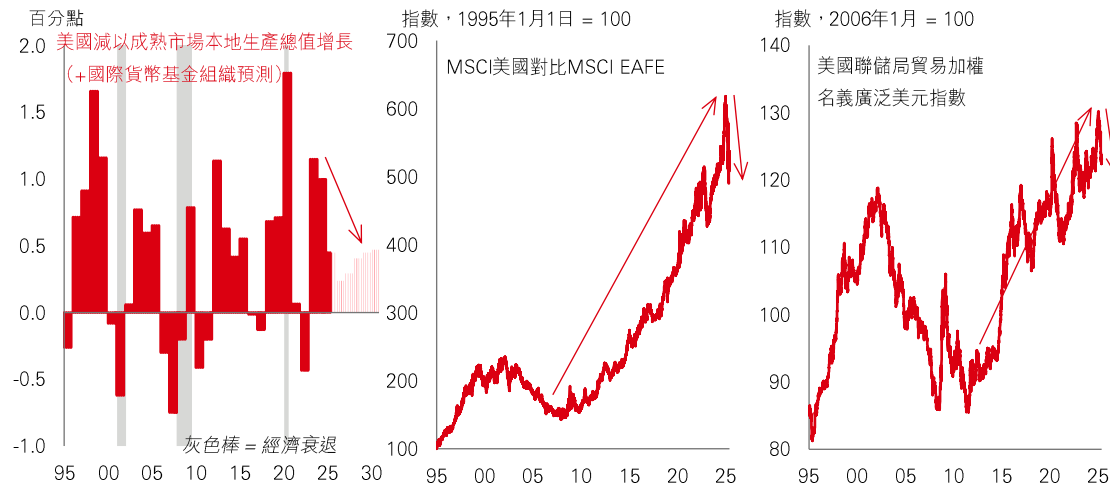


滙豐每周專訊

2025 年 5 月 26 日

本周重點圖表——美國優越論終結的說法會否持續？



對投資者來說，今年一個重要主題是美國優越論步向終結。前一周穆迪調低美國的信貸評級，並非完全出乎意料，同時亦提醒投資者美國的財政狀況變得難以維持。但當我們談及優越論終結時，實際上的變化是甚麼？

過去十年，投資者享受到的美國優越論有三大層面。首先是美國的**國內生產總值增長良好**，尤其是對比十國集團(G10)（惟這主要由財政開支和移民促成，而非生產力）。第二是**股票表現優秀**。超額利潤、七大科技巨企及市值大幅重新評級均推動了回報。第三，**美元表現出色**。美元提高了投資者回報，並吸引了環球資本和投資者注視。同時，美元亦為環球投資者的投資組合提供對沖服務，在美國經濟領先和環球增長疲弱的時期提供支持（即「美元微笑 (dollar smile)」）。

現時的關鍵在於這些元素是否仍然有效？首先，宏觀增長在政策不確定性之下持續降溫，這可能削弱美國經濟活動一段時間。另一方面，較高的增長率主要集中於亞洲和前緣經濟體。股票方面，美國市值佔全球股市的百分比似乎已經見頂。預期未來 12 個月中國的利潤增長速度將與美國相若。至於美元，兌大多數貨幣仍然估值偏高，眾多環球投資者目前正物色對沖美股風險的外匯策略，此反映著重大心理變化。**這些讓美國吸引力降低的因素或會持續一段時間。**

美國財政政策 →

美國財政計劃對市場的啟示

歐洲固定收益 →

歐洲信貸市場的氣氛改變？

市場焦點

零售投資者的治療力量

美股在 2025 年初數月大幅波動，但 5 月顯著回升。不過，有針對基金經理的調查顯示機構投資者對美股的部署仍異常悲觀，這反映似乎有其他因素正推動近期走勢。

根據資金流動數據，自 4 月底，美股股價部分是受到零售投資者的買盤吸納所支持。過去十年，市場一直重複著一個主題（尤其是 2020 年新冠跌市後的反彈），零售投資者會發揮穩定作用，於低位買入。

5 月初中美達成 90 天關稅削減協議，消息較預期為佳，帶動新一輪股價上揚。雖然這些發展有助解釋投資者的風險觀感轉變，但亦有可能導致市場表現日益脫離仍然極高的政策不確定性。**雖然是次升勢由零售投資者開展，但如缺乏機構資金的後續參與，動力可能會迅速減退，這或會造成進一步波動，令市場繼續反覆輪轉。**

中國股票 →

近期市場活動怎樣影響利潤前景

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 23 日（英國時間上午 7 時 30 分）。

漂亮法案下的殘酷真相

美國關稅政策近數周一直備受市場關注。但隨着美國政府立場近期明顯軟化，投資者的焦點似乎正轉向財政政策。穆迪決定取消美國僅存的「AAA」評級，及時提醒市場總統特朗普向國會提交的財政方案所帶來的挑戰。是次評級下調一級，反映了眾所周知的債務負擔增加和赤字擴大問題，而穆迪預期延長 2017 年《減稅與就業法案(TCJA)》將令問題加深，而該法案為政府財政政策的核心。

這個「偉大而漂亮的法案」的具體細節尚未落實，除了延長 TCJA 外，當局亦可能採取財政寬鬆。不過，華府將須密切關注債市和美元：30 年期債券息率上周已突破 5%，而美元再次回軟。另一方面，雖然減稅可能有利股市，但亦可能被債券息率再次上行所抵銷。因此，投資者的主要問題在於，這些殘酷真相能否迫使白宮減低其進取程度？

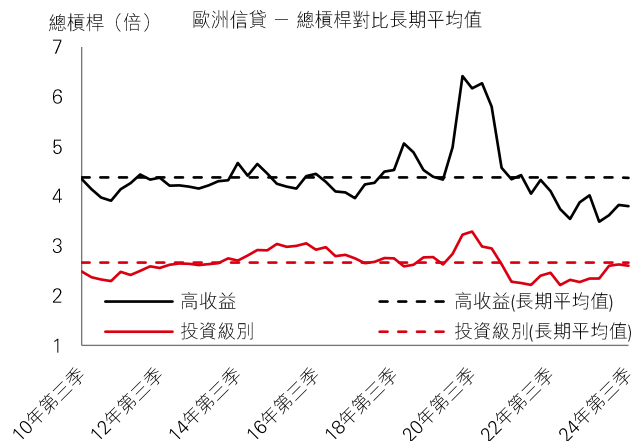


跟隨歐洲的入息流

德拉吉去年公布重振歐盟經濟的藍圖時，曾經表示歐盟需要大幅增加公共和私人投資。因此，當財政長期審慎的德國在六個月後宣布大規模基建和國防開支計劃時，難怪德拉吉稱之為「徹底改變形勢」。

德國財政擴張，加上預期歐洲央行進一步減息，改善了歐元區的經濟前景。一些信貸研究團隊近期的研究顯示，溢出效應之一可能是歐洲信貸市場氣氛好轉。

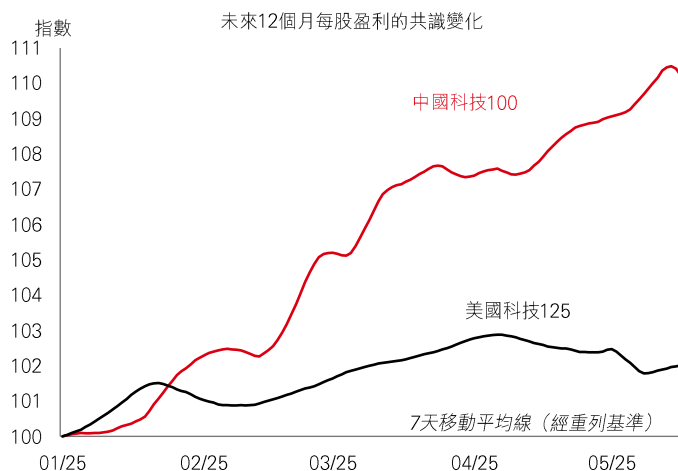
歐洲企業信貸的基本因素穩健，總槓桿率穩定，且盈利能力具有韌性。雖然覆蓋率（計量企業償還債務的能力）下降，但眾多企業擁有龐大現金緩衝。此資產類別亦應可抵禦關稅衝擊，原因為投資級別和高收益市場內只有有限比例的公司是美國註冊公司，而直接銷售受到關稅的影響有限。不過，需要留意價格已反映眾多利好消息，息差估值仍然狹窄。但對於尋求穩定入息流的投資者來說，高企的綜合息率別具吸引力。



市場催化劑？

上周，一間中國大型電池製造商進行今年全球最大宗的股票發售，在香港作出規模數十億美元計的二次上市。此舉有利其他希望吸納國內外投資者資金的中國上市公司。是次上市正值有跡象顯示今年投資者對中國股市繼續保持樂觀氣氛（尤其科技相關行業），並尋求為國際投資物色美國以外的選擇。

全球對中國股票的興趣日增，近期企業盈利亦上調，原因為中美之間的貿易緊張局勢降溫，且中國企業 2025 年第一季的利潤數據大致符合市場預期，獲得了可觀的按年增長。離岸市場方面，科技業為利潤引擎，且人工智能迅速擴張。境內市場方面，增長最強勁的是消費敏感型行業，例如可選消費品和必需消費品，部分原因是受到持續政策支持，市場預期如逆境轉差，政策官員將就此採取支援來回應。綜合而言，這些最新發展或可成為中國股市進一步向好的催化劑。



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 及彭博。數據截至 2025 年 5 月 23 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 19 日（星期一）	英國	英國—歐盟貿易協定			
	中國	工業生產（同比）	4 月	6.1%	7.7%
	中國	零售銷售（同比）	4 月	5.1%	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%
	加拿大	加拿大班夫七國集團會議			
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	3.5%	2.6%
5 月 22 日（星期四）	美國	綜合採購經理指數（初值）	5 月	52.1	50.6
	歐元區	綜合採購經理指數（初值）	5 月	49.5	50.4
	日本	消費物價指數（同比）	4 月	3.6%	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	49.4	48.5
	印度	綜合採購經理指數（初值）	5 月	61.2	59.7

本周市場展望

日期	市場	經濟數據	數據 截至	調查	前期
5 月 26 日（星期一）	美國	盈利	第一季		
5 月 27 日（星期二）	美國	經濟諮商會消費信心指數	5 月	87.0	86.0
5 月 28 日（星期三）	印度	工業生產（同比）	4 月	0.8%	3.0%
	紐西蘭	紐西蘭央行官方現金利率	5 月	3.25%	3.50%
	美國	FOMC 會議記錄	5 月		
5 月 29 日（星期四）	南韓	南韓央行基準利率	5 月	2.50%	2.75%
	美國	國內生產總值第二次估算（環比年率化）	第一季	-0.4%	-0.3%
5 月 30 日（星期五）	美國	個人消費開支物價指數（同比）	4 月	2.2%	2.3%
5 月 31 日（星期六）	中國	國家統計局綜合採購經理指數	5 月	-	50.2

資料來源：滙豐投資管理。數據截至 2025 年 5 月 23 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。

上周風險氣氛有所回落，美國債務可持續性的擔憂日益加劇，因美國眾議院上周通過延長 2017 年的減稅法案，且穆迪此前一周後期亦下調美國信貸評級。美元轉弱，長期美國國庫券息率上行，三十年期國庫券息率突破 5.00%。英國政府債券息率亦上揚，多數歐洲債券息率上升，惟升幅較小。美國高收益信貸息差在連續數周收窄後擴大，投資級別息差則保持穩定。股市方面，美國市場普遍下跌，道瓊斯歐洲 50 指數則大致持平。DAX 指數向上，CAC 40 指數略跌。日本日經 225 指數報跌，日圓轉強，而其他亞洲股市個別發展：香港恒生指數和中國內地上證綜合指數報升，南韓 Kospi 指數和印度 Sensex 指數下跌。商品方面，油價下跌，投資者憂慮 OPEC+（油組及其盟友）可能增產。金價上漲，加密貨幣本周延續升勢。

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何部分或將其任何部分儲存於檢索系統內。