

# 中銀香港 2025年市場展望與投資策略

5月版





# 中銀香港 2025年市場展望與投資策略

## 5月版

- **宏观：**4月2日特朗普宣布了全球性关税政策，包括基础关税、对等关税，以及特定行业关税，此后全球金融市场出现波动，美国市场更是经历了股、债、汇同时下跌。特朗普政策反复，影响了市场信心，美国经济衰退风险上升。在美国对等关税消息于4月初出台后，增加了市场对未来欧洲经济前景的忧虑，欧央行管委全体一致支持4月采取“预防性”降息25个基点。除德国的基础设施基金之外，欧盟也在推动8,000亿欧元防务计划，预期相关措施将有望支持区内各国的经济。英国2月经济强力反弹，经济按月增长0.5%，优于市场预期的增长0.1%，以及1月的下滑0.1%，三大主要产业均实现增长。但英国的原材料进口和消费市场较大程度依赖外部，也将削弱英国投资与消费信心。至于后续降息步伐，英伦银行需综合考量贸易、经济和通胀的影响。中国一季度GDP按年增长5.4%，按季增长1.2%。最终消费支出对GDP增速贡献2.8个百分点，贡献率为51.7%，高于2024年三季度和四季度；货物与服务净出口对GDP增速贡献2.1个百分点，贡献率为39.5%，再创历史新高。综合看，一季度经济数据表现良好，据测算，如2025年最终消费支出增速能恢复到2020—2023年的平均增速5.2%，对GDP增速的贡献即可达到2.93个百分点；如2025年资本形成总额增速能提升至2019—2021年4%左右的水平，则对GDP的贡献可达到1.65个百分点。因此，实现5%左右的增长目标需要宏观政策进一步发力，预计二季度降准降息均有可能。短期存在不确定性，避险仍是市场主要逻辑。
- **股市：**今年以来，Deepseek打破美国AI技术垄断、特朗普的政策影响市场情绪，美股估值溢价减少。随着日后市场发展将使市场重估美股投资价值，标普500指数形成死亡交叉形态，短期回调可能演变成长期下跌。欧股尽管出现下跌，年内回报仍优于美股。欧盟出口美国货品占比20%，但占名义GDP比重仅3%。考虑到欧央行已多次下调政策利率，各国财政政策也有所支持，后续利好消息有望触发欧股反弹，预计近期欧股波动仍大。中国内地后续刺激内需政策出台以及基本面企稳有望提振市场信心，中国A股受政策支持有望对冲影响，从而展现相对其他国家市场的优势。5月中国A股有望展现相对独立行情。看好长期景气和政策催化的大消费和低估值板块及具备长期增长潜力的新能源和科技板块。中国内地基本面修复，利好政策落地，提振中国港股市场情绪，低价值的中国港股吸引力增强。对出口占比高的日股来说，如日元进一步升值，将导致企业盈利下滑，进而引发二次探底。对等关税同样对亚洲地区影响较大，特别是出口美国占比高的国家，如越南、新加坡等以及电子零件出口较多的国家。暂缓关税提供短暂喘息机会，但不能忽略未来影响。



- **債市**：受不确定性影响，美国国债收益率走势或较为反复，策略上可利用短年期美债，锁定息率同时降低债息波动的影响。欧洲经济仍面临下行风险，预期欧央行仍处于降息周期，加上市场避险需求上升，将支持欧洲主权债和投资级别债券的表现。不过，欧债短期涨幅较大，欧债债息可能会在回落趋势中出现阶段性反弹。全球经济增长不确定性上升，中国人民银行为确保中国经济复苏，汇率压力相对较小，中国人民银行货币政策放松有望会加码，“降准降息”的预期持续升温，5月债市有望以偏强震荡为主，收益率大概率延续下行。中资美元债将受益于全球经济下行风险抬升和避险情绪的升温，迭加中国人民银行宽松可期和一级新发市场回暖，目前仍是配置的好时机。新兴市场债券受制于风险偏好下降，整体表现仍受限制。
- **大宗商品**：4月黄金在“避险及宽松”双轮驱动下创历史新高，5月需留意市场气氛与技术面超买压力。中长期看，采用“逢低吸纳”策略应对不确定性。展望2025年5月，供需两端均压制油价，短期油价持续底部盘整。需求方面，全球经济增长面临挑战。惠誉会议预计2025年全球经济增长率将显著下滑至低于2%，创下自2009年以来的16年新低，利淡油价。供应方面，OPEC供应相对平稳。美国鼓励原油开采以获得更大市场份额、达到降油价降通胀目的。
- **外汇**：特朗普对等关税政策成为4月全球金融市场的最主要变量，影响市场信心，也使得未来经济前景萌生不确定性，美元指数一度再回100下方。展望5月，美元：或继续维持低位徘徊。欧元：财政约束放开提振欧元。英镑：英镑汇率偏向下行。日圆：预计仍有上行空间，关注美日商讨。商品货币方面，加元：震荡偏弱，上行受阻；澳元：震荡偏强，关注支撑。人民币汇率方面，虽有较强外部压力，但是政策仍然呵护，有望继续维持合理均衡水平上的基本稳定。



## 大类资产配置

图表 1：2025年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美国 (标普 500)		●	●		
欧洲 (DAX · CAC)		●	●		
英国 (富时100)		●			
日本(日经225)			●		
中国A股 (沪深300)				●	
中国港股 (恒生指数)				●	
债券	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债				●	
中资美元债				●	
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
商品	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金				●	
白银				●	
原油		●			
铜		●	●		
铝			●		
外汇	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美元			●	●	
欧元		●	●		
英镑			●		
加元		●			
澳元			●		
日元		●	●		
马币			●		
印尼盾			●		
人民币			●		

资料来源：中国银行投资策略研究中心

注：黑色为年度观点，红色圆点为二季度修正



## 二季度投资者资产配置的机会与风险

总体来讲，二季度是一个多方博弈的时段，全球贸易发展、经济增长和可持续发展将受到影响，而二季度就是影响最大的阶段。不确定性增加的直接后果就是全球资产波动率加大，除了黄金有较强对冲波动率的功能外，其余资产风险和机会之间的转换时机难以把握。

机会方面，可能存在危中之机和重构之机。首先，在不确定性上升下，大类资产中机会比较确定的就是黄金，这是国际经济秩序“先破后立”中全球资金共同的信仰。其次，风险资产某个时刻泥沙俱下，反应过度带来的均值回归机会。可以预见的是美股波动，传导至中概互联进而连累中国香港恒生科技指数非理性大幅回落带来的机会，我们倾向于关注中国权益资产，如科创板板块和恒生科技超跌产生的机会，以及美股超跌的配置机会。第三，密切关注美国政策发展和美联储政策调整带来的机会，国际经济秩序“先破后立”带来的新机遇，也许二季度还为时过早，但这种苗头一旦形成，资本市场必将提前反应，这就是机会。

风险方面，关注大幅度调整后的风险。二季度的市场氛围一定充斥着各种坏消息和政策对冲的好消息，各种信息同时存在。这就要求投资必须得有格局，保持定力，坚守资本配置的原则，以不变应万变，尤其不要在大跌之后抛售筹码。关注的风险不等于必然发生，但在资产配置组合中应该有所应对。

总编：严晔

主编：屈刚、文晓波

责任编辑：

宏观：朱启兵、李振龙、蔡俊生、柳映堤、常珂

股市：张诗琪、王君、余超、柳映堤、赵媛

债市：洪郑冲、孔君正、万洁、王宝钧、孙志勇

大宗商品：吴瑕、赵昕然、颜文辉

外汇：张诗琪、Kai Lim、丁孟、潘剑锋、刘畅、宋慧丽

统编：李品章、苏康苗、常珂、余超、洪郑冲、刘畅、吴瑕

顾问：徐高、管涛



## ▶ 風險披露

- ▲ 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例（如外匯管制）出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- ▲ 外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲ 人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲（只適用於個人客戶）目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣（離岸）匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- ▲（只適用於企業客戶）目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

## ▶ 免責聲明及重要注意事項

- ▲ 本文件由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，只供參考。
- ▲ 本檔的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- ▲ 本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。
- ▲ 本文件僅供參考，並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為投資建議、專業意見，或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本檔之內容作出任何投資決定。
- ▲ 本檔所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本檔及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不构成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本檔刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及/或依賴本檔所載任何資料、預測及/或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。



## ▶ 免责声明及重要注意事项

▲本档所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本档各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本档无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本档作为专业意见之用。

▲中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会持有本档所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务（无论为有关投资银行服务或非投资银行服务）、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。

▲除非获中银香港书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。

©中国银行(香港)有限公司。版权所有，翻印必究。