

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

- **宏觀：**4月2日特朗普宣佈了全球性關稅政策，包括基礎關稅、對等關稅，以及特定行業關稅，此後全球金融市場出現波動，美國市場更是經歷了股、債、匯同時下跌。特朗普政策反覆，影響了市場信心，美國經濟衰退風險上升。在美國對等關稅消息於4月初出台後，增加了市場對未來歐洲經濟前景的憂慮，歐央行管委全體一致支持4月採取“預防性”降息25個基點。除德國的基礎設施基金之外，歐盟也在推動8,000億歐元防務計劃，預期相關措施將有望支持區內各國的經濟。英國2月經濟強力反彈，經濟按月增長0.5%，優於市場預期的增長0.1%，以及1月的下滑0.1%，三大主要產業均實現增長。但英國的原材料進口和消費市場較程度依賴外部，也將削弱英國投資與消費信心。至於後續降息步伐，英倫銀行需綜合考量貿易、經濟和通脹的影響。中國一季度GDP按年增長5.4%，按季增長1.2%。最終消費支出對GDP增速貢獻2.8個百分點，貢獻率為51.7%，高於2024年三季度和四季度；貨物與服務淨出口對GDP增速貢獻2.1個百分點，貢獻率為39.5%，再創歷史新高。綜合看，一季度經濟數據表現良好，據測算，如2025年最終消費支出增速能恢復到2020—2023年的平均增速5.2%，對GDP增速的貢獻即可達到2.93個百分點；如2025年資本形成總額增速能提升至2019—2021年4%左右的水平，則對GDP的貢獻可達到1.65個百分點。因此，實現5%左右的增長目標需要宏觀政策進一步發力，預計二季度降準降息均有可能。短期存在不確定性，避險仍是市場主要邏輯。
- **股市：**今年以來，Deepseek打破美國AI技術壟斷、特朗普的政策影響市場情緒，美股估值溢價減少。隨著日後市場發展將使市場重估美股投資價值，標普500指數形成死亡交叉形態，短期回調可能演變成長期下跌。歐股儘管出現下跌，年內回報仍優於美股。歐盟出口美國貨品佔比20%，但佔名義GDP比重僅3%。考慮到歐央行已多次下調政策利率，各國財政政策也有所支持，後續利好消息有望觸發歐股反彈，預計近期歐股波動仍大。中國內地後續刺激內需政策出台以及基本面企穩有望提振市場信心，中國A股受政策支持有望對沖影響，從而展現相對其他國家市場的優勢。5月中國A股有望展現相對獨立行情。看好長期景氣和政策催化的大消費和低估值板塊及具備長期增長潛力的新能源和科技板塊。中國內地基本面修復，利好政策落地，提振中國港股市場情緒，低估值的中國港股吸引力增強。對出口佔比高的日股來說，如日圓進一步升值，將導致企業盈利下滑，進而引發二次探底。對等關稅同樣對亞洲地區影響較大，特別是出口美國佔比高的國家，如越南、新加坡等以及電子零件出口較多的國家。暫緩關稅提供短暫喘息機會，但不能忽略未來影響。



- **債市：**受不確定性影響，美國國債收益率走勢或較為反覆，策略上可利用短年期美債，鎖定息率同時降低債息波動的影響。歐洲經濟仍面臨下行風險，預期歐央行仍處於降息週期，加上市場避險需求上升，將支持歐洲主權債和投資級別債券的表現。不過，歐債短期漲幅較大，歐債債息可能會在回落趨勢中出現階段性反彈。全球經濟增長不確定性上升，中國人民銀行為確保中國經濟復甦，匯率壓力相對較小，中國人民銀行貨幣政策放鬆有望會加碼，“降準降息”的預期持續升溫，5月債市有望以偏強震盪為主，收益率大概率延續下行。中資美元債將受益於全球經濟下行風險抬升和避險情緒的升溫，疊加中國人民銀行寬鬆可期和一級新發市場回暖，目前仍是配置的好時機。新興市場債券受抑於風險偏好下降，整體表現仍受限制。
- **大宗商品：**4月黃金在“避險及寬鬆”雙輪驅動下創歷史新高，5月需留意市場氣氛與技術面超買壓力。中長期看，採用“逢低吸納”策略應對不確定性。展望2025年5月，供需兩端均壓制油價，短期油價持續底部盤整。需求方面，全球經濟增長面臨挑戰。惠譽會議預計2025年全球經濟增長率將顯著下滑至低於2%，創下自2009年以來的16年新低，利淡油價。供應方面，OPEC供應相對平穩。美國鼓勵原油開採以獲得更大市場份額、達到降油價降通脹目的。
- **外匯：**特朗普對等關稅政策成為4月全球金融市場的最主要變量，影響市場信心，也使得未來經濟前景萌生不確定性，美元指數一度再回100下方。展望5月，美元：或繼續維持低位徘徊。歐元：財政約束放開提振歐元。英鎊：英鎊匯率偏向下行。日圓：預計仍有上行空間，關注美日商討。商品貨幣方面，加元：震盪偏弱，上行受阻；澳元：震盪偏強，關注支撐。人民幣匯率方面，雖有較強外部壓力，但是政策仍然呵護，有望繼續維持合理均衡水平上的基本穩定。



大類資產配置

圖表 1：2025年全球資產配置觀點一覽表

股票	低配程度		標準配置	超配程度	
	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美國 (標普 500)		●	●		
歐洲 (DAX · CAC)		●	●		
英國 (富時100)		●			
日本(日經225)			●		
中國A股 (滬深300)				●	
中國港股 (恒生指數)				●	
債券	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美國國債				●	
中資美元債				●	
中國：貨幣市場			●		
中國：利率債			●		
中國：信用債			●		
中國：可轉債				●	
商品	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
黃金				●	
白銀				●	
原油		●			
銅		●	●		
鋁			●		
外匯	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美元			●	●	
歐元		●	●		
英鎊			●		
加元		●			
澳元			●		
日圓		●	●		
馬幣			●		
印尼盾			●		
人民幣			●		

資料來源：中國銀行投資策略研究中心

註：黑色為年度觀點，紅色圓點為二季度修正



二季度投資者資產配置的機會與風險

總體來講，二季度是一個多方博弈的時段，全球貿易發展、經濟增長和可持續發展將受到影響，而二季度就是影響最大的階段。不確定性增加的直接後果就是全球資產波動率加大，除了黃金有較強對沖波動率的功能外，其餘資產風險和機會之間的轉換時機難以把握。

機會方面，可能存在危中之機和重構之機。首先，在不確定性上升下，大類資產中機會比較確定的就是黃金，這是國際經濟秩序“先破後立”中全球資金共同的信仰。其次，風險資產某個時刻泥沙俱下，反應過度帶來的均值回歸機會。可以預見的是美股波動，傳導至中概互聯進而連累中國香港恒生科技指數非理性大幅回落帶來的機會，我們傾向於關注中國權益資產，如科創板塊和恒生科技超跌產生的機會，以及美股超跌的配置機會。第三，密切關注美國政策發展和美聯儲政策調整帶來的機會，國際經濟秩序“先破後立”帶來的新機遇，也許二季度還為時過早，但這種苗頭一旦形成，資本市場必將提前反應，這就是機會。

風險方面，關注大幅度調整後的風險。二季度的市場氛圍一定充斥著各種壞消息和政策對沖的好消息，各種信息同時存在。這就要求投資必須得有格局，保持定力，堅守資本配置的原則，以不變應萬變，尤其不要在大跌之後拋售籌碼。關注的風險不等於必然發生，但在資產配置組合中應該有所應對。

總編：嚴曄

主編：屈剛、文曉波

責任編輯：

宏觀：朱啟兵、李振龍、蔡俊生、柳映堤、常珂

股市：張詩琪、王君、余超、柳映堤、趙媛

債市：洪鄭沖、孔君正、萬潔、王寶鈞、孫志勇

大宗商品：吳瑕、趙昕然、顏文輝

外匯：張詩琪、Kai Lim、丁孟、潘劍鋒、劉暢、宋慧麗

統編：李品章、蘇康苗、常珂、余超、洪鄭沖、劉暢、吳瑕

顧問：徐高、管濤



▶ 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。客戶應事先考慮及瞭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。客戶應事先考慮及瞭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構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。



▶ 免責聲明及重要注意事項

▲本檔所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本檔各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本檔無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本檔作為專業意見之用。

▲中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及 / 或其高級職員、董事及僱員可能會持有本檔所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

▲除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。