

# 投資月報

2025年5月



中銀國際  
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL  
保誠集團

中銀保誠資產管理  
BOCI-Prudential Asset Management

# 目錄

3 環球經濟

7 債券

10 環球股票

13 貨幣





# 環球經濟



## 美國

美國經濟仍保持韌性，但呈現降溫跡象。由於進口增加及政府支出減少拖累經濟活動，第 1 季國內生產總值錄得負增長，遜於市場預期。在汽車需求強勁及消費者於預期關稅將上調前囤貨下，零售銷售大幅增加。能源價格下跌，推動整體消費物價指數自去年 7 月以來首次按月錄得下降。勞動力市場仍穩固，非農就業職位增長高於預期，儘管失業率略微上升。在此宏觀背景下，聯儲局維持審慎立場，提及關稅可能帶來的通脹壓力，並重申對進一步減息保持耐心。



## 歐洲

隨著貿易局勢緊張，歐元區 4 月經濟勢頭停滯。歐洲央行(ECB)官員將存款便利利率下調 25 個基點至 2.25%，行長拉加德暗示曾就減息 50 個基點進行討論。她補充指特朗普政府實施的關稅，導致能源價格下跌、歐元走強，以及來自中國內地的商品供應過剩，這些可能更偏向於抑制而非推高通脹。經濟情緒方面，最新消費者信心指數從 3 月的-14.5 降至 4 月的-16.7。最新歐元區製造業指數則從 3 月的 48.6 微升至 4 月的 48.7。

# 環球經濟

## 英國



英國 4 月綜合採購經理指數初值從 51.5 顯著下降至 48.2，標誌著私營部門 18 個月以來首次陷入收縮，主要是由於國際需求疲弱。然而，3 月消費者信心有所改善，汽車燃料以外的零售銷售按月增長 0.5%，但隨後美國出台貿易關稅遏抑了市場情緒。通脹持續緩和，整體通脹率從 2 月的 2.8% 降至 3 月的 2.6%，主要由於娛樂、文化和汽車燃料價格下降。英倫銀行 3 月維持利率在 4.5%，在經濟訊號不一、貿易緊張局勢加劇下保持謹慎立場。展望未來，通脹放緩進程和消費者情緒應成為衡量英國經濟健康狀況的重要指標。

## 日本



儘管日本經濟繼續溫和擴張，但面臨一些阻力。在通脹持續下，商業情緒積極及名義工資增長未能為家庭支出帶來支撐。美國對鋼鋁加徵關稅的首波衝擊之影響已開始呈現，日本 3 月出口增長大幅放緩。美日貿易談判已展開，但整個過程可能需要一段時間，目前尚未取得具體成果。因此，日本政府宣佈緊急措施，以緩衝對經濟構成的影響。鑑於前景不明朗，日本央行在 5 月 1 日結束的最新會議上維持利率不變。展望未來，貿易談判將成為影響經濟的最大變數。

## 亞洲



亞洲大部分經濟體繼續增長乏力，當中新加坡和南韓今年第 1 季錄得負增長。內需和外需均疲弱，加上美國與亞洲國家之間潛在貿易戰的威脅，抑制了區內各種經濟活動。隨著中美貿易爭端升溫開始影響製造業，尤其是出口商已累積庫存後，中國內地採購經理指數重回收縮區間。區內通脹依然溫和，主要受需求疲弱及全球能源價格下降影響。在通脹壓力有限以及經濟增長緩慢下，新西蘭、印度、菲律賓和泰國的央行得以減息。南韓和印尼央行雖然按兵不動，但官員們暗示可能很快會再度減息。

# 環球經濟

## 澳洲



在澳洲，消費支出的復甦步伐有所放緩，而勞動力調查顯示就業市場狀況仍穩定。繼前一個月意外下降後，3月的就業人數回升，且全職與兼職就業均有所增加。儘管失業率小幅上升至4.1%，但仍符合澳洲儲備銀行的預測。在去年底的穩健增長後，今年前兩個月零售銷售按年增長放緩，消費者明顯轉向非必需品之外的商品。最新4月的消費者信心指數降至六個月來最低水平，主要受美國關稅政策的不確定性及國內減息預期降低影響。商品貿易順差降至2020年8月以來最低水平，低於市場預期，主因是非貨幣黃金出口減少及鐵礦石和煤炭出口疲軟。展望未來，應密切留意勞動力市場狀況及消費者信心以評估經濟實力。

## 中國內地



2025年第1季，中國內地實際國內生產總值增長率為5.4%，與2024年第4季持平。此指標以及3月經濟活動數據表現強勁，部分是由於預期美國將提高關稅，出口商提前出貨。工業生產增長加速，3月按年增長7.7%（1-2月為5.9%），主要受惠於3月的緊急出貨帶動出口強於預期。3月固定資產投資按年小幅上升至4.3%（1-2月為4.1%），主要受基礎設施投資改善推動。由於消費品以舊換新計劃導致耐用品銷售強勁，3月名義零售銷售按年增長升至5.9%（1-2月為4.0%）。3月中國內地消費物價指數按年下跌0.1%（2月為按年下跌0.7%），主要由於食品價格和旅遊相關服務價格跌幅收窄。3月房地產相關活動仍承壓，房地產銷售量按年下跌1.0%（1-2月為按年下跌5.1%），而新房開工率按年下跌18%，續低迷。4月官方製造業採購經理指數降至49（3月為50.5），主要由於美國大幅提高關稅的負面影響。4月官方非製造業採購經理指數降至50.4（3月為50.8），主要受建築業和服務業疲軟所拖累。

# 環球經濟

## 中國香港



中國香港 2 月零售銷售繼續下降，標誌著連續第 12 個月收縮，反映經濟挑戰持續和地產市場疲弱。3 月官方樓價指數進一步下跌，而租金水平則繼續上升。4 月香港銀行同業拆息(HIBOR)大幅回升。月內，數字政策辦公室公佈了《香港生成式人工智能技術及應用指引》。

# 債券

## 美國



美國總統特朗普在 4 月 2 日宣佈「對等關稅」後，美國國債市場波動性顯著上升。債券收益率一度飆升，隨後在參差的經濟數據引發對美國經濟韌性的疑慮下，短年期債券帶動收益率走低。歸咎於圍繞特朗普政策的不確定性和不穩定性，企業和家庭的審慎態度從情緒及其他軟數據中得以反映，至於硬數據方面，3 月非農就業數據超出市場預期，表明勞動力市場狀況仍然穩定和堅挺。2 年期基準美國國債收益率下跌 28 個基點至月底的 3.60%，10 年期國債收益率下跌 4 個基點至月底的 4.16%，導致收益率曲線趨陡。

## 歐洲



在歐元區，短年期債券帶動收益率下跌。美國總統特朗普宣佈的「對等關稅」超出市場預期，導致避險情緒主導市場。此外，經濟數據參差，新訂單急劇減少，加上對未來一年前景的信心減弱，拖累 4 月綜合採購經理指數初值下滑至 50.1，這些因素均支持歐洲央行(ECB)進一步減息的觀點。歐洲央行在 4 月會議上，一如市場普遍預期般下調基準存款利率 25 個基點至 2.25%。10 年期基準德國國債收益率下跌 29 個基點至月底的 2.44%，2 年期收益率下跌 36 個基點至月底的 1.68%。這導致收益率曲線趨陡。

# 債券

## 英國



在英國，短年期債券帶動收益率於 4 月下跌。4 月綜合採購經理指數初值急跌至 48.2，為 18 個月以來私營部門產出首次收縮，引發對英國經濟前景的疑慮。同時，通脹壓力進一步緩和，整體消費者物價指數從 2 月的 2.8% 降至 3 月的 2.6%。隨著英國經濟開始感受到美國關稅構成的壓力，市場愈加預期英倫銀行(BoE)將在 5 月會議上減息，並發出較鴿派的指引。10 年期基準英國國債收益率下跌 23 個基點至月底的 4.44%，2 年期收益率下跌 39 個基點至月底的 3.80%。

## 日本



日本政府債券(JGB)市場在數月的疲軟後出現反彈。債券收益率跟隨全球同儕走勢而普遍下跌，10 年期基準日本政府債券收益率下跌 17 個基點至月底的 1.32%。同時，隨著日本央行(BoJ)目前正面臨美國政府的全面關稅措施及其對日本經濟構成的威脅，投資者推遲了對其進一步加息的預期。儘管不確定性迫在眉睫，日本通脹勢頭仍持續，3 月全國核心消費物價指數(扣除新鮮食品和能源)按年增長率進一步上升至 2.9%，而東京 4 月核心通脹按年增長率亦超預期地上升至 3.1%。

## 澳洲



澳洲政府債券(ACGB)收益率曲線在 4 月趨陡。澳洲儲備銀行(RBA)月內將現金利率維持於 4.1% 不變，強調在經濟前景不斷變化下保持審慎的必要性。同時，最新數據反映通脹穩定及經濟狀況穩健。其中，3 月就業增長保持強勁，失業率穩定在 4.1%。展望未來，鑑於美國的「對等關稅」措施高於預期，投資者普遍預計澳洲儲備銀行(RBA)將逐步放寬其限制性政策。3 年期基準澳洲政府債券收益率下跌 38 個基點至月底的 3.32%。同時，10 年期收益率下跌 22 個基點至月底的 4.16%。



# 債券

## 中國內地



離岸人民幣(CNH)債券市場 4 月表現穩定。美國加徵關稅後的首次政治局會議於月內召開，承諾加快實施現有的刺激措施，包括加快政府債券發行使用。此外，政策制定者重申要適時降準降息，保持流動性充裕，加力支持實體經濟。宏觀方面，得益於政府債券提前發行推動基礎設施資本支出增加，以及以舊換新計劃促進了消費品銷售，第 1 季國內生產總值按年上升 5.4%，超出市場預期。以指數基數貨幣計，Markit iBoxx ALBI 中國離岸債券指數(整體投資級別)月內小幅上漲 0.58%。

## 中國香港



港元債券市場 4 月延續強勢。跟隨美國同儕走勢，債券收益率普遍下降。圍繞地緣政治與特朗普政府公佈關稅的新聞繼續使風險情緒受壓，推動債券的避險需求。同時，參差的經濟數據引發對美國經濟韌性的疑慮。10 年期基準香港政府債券收益率下跌 29 個基點至月底的 3.09%。貨幣市場方面，香港銀行同業拆息(HIBORs)仍維持在區間內，儘管月底流動性狀況趨緊。1 個月期拆息因而上升 23 個基點至月底的 3.95%。

# 環球股票

## 美國



美國股市儘管在經歷大幅下挫後強勁反彈，月內仍下跌。美國實施對等關稅引發美國國債收益率飆升，並使股價承壓。雖然市場在特朗普宣佈推遲 90 天徵收關稅後出現反彈，但對環球供應鏈中斷和對潛在影響消費的持續擔憂，繼續給經濟前景蒙上陰影。資訊科技板塊領漲，而受油價下跌影響，能源板塊表現落後。展望未來，圍繞聯儲局利率路徑、地緣政治和國際貿易政策變化的不確定性可能在短期內推高市場波動性。

## 歐洲



在歐洲市場中，西班牙股市上升，丹麥股市下跌。以港元計價的行業表現方面，期內地產股上升，而能源股則下跌。

## 英國



特朗普政府意外激進的關稅政策引發環球避險情緒，英國股市 4 月連續第二個月下跌。相較之下，因投資者轉向防守型股票，公用股月內錄得正回報。然而，美國政府廣泛地加徵貿易關稅引發對經濟下行的擔憂，能源股大幅下跌。展望未來，英倫銀行的貨幣政策立場和企業盈利仍將是影響英國股市表現的關鍵因素。

# 環球股票

## 日本

日本股市 4 月經歷波動後收高，反映出日本股市修復了早前因外圍經濟壓力而造成的失地。在美國宣佈對日本加徵關稅下，指數 4 月初顯著下跌。然而，隨著特朗普宣佈對包括日本在內的部分國家暫緩加徵關稅 90 天，市場出現反彈。電訊股表現領先，而能源股表現落後。展望未來，當前的財報季和日本央行的政策變化將繼續影響日本股市，並可能加劇市場波動，而對國際貿易政策的持續擔憂可能會維持更長時間。

## 亞洲

在美國總統特朗普對其大部分貿易夥伴徵收對等關稅，促使中國內地採取反制措施後，亞洲股市 4 月初大幅下跌。然而，隨著特朗普宣佈對大部分國家推遲 90 天實施對等關稅後，亞洲股市開始反彈，並在月內錄得正回報。中國內地發佈的多項旨在提振經濟的聲明也幫助市場收復了早些時候的失地。展望未來，中美貿易談判的進展將是影響市場走勢的關鍵因素。投資者亦將關注聯邦公開市場委員會會議即將發表的聲明，其將表明在經濟前景不明朗的情況下，聯儲局的貨幣政策方向。由於環球政策高度不確定，預計市場波動性將持續高企。

## 澳洲

澳洲股市月初遭拋售，而後美國總統決定暫停大部分對等關稅，澳洲股市得以修復失地並於月內收高。在環球經濟前景不確定下，投資者湧入本地導向、收益率較高的行業，銀行股領漲。由於擔憂環球經濟以及 OPEC+ 6 月將進一步增產，能源相關股受重創。在對中國內地需求前景的擔憂下，工業金屬價格下跌，原材料股表現落後。展望未來，中國內地經濟增長前景和美國對中國內地貿易政策將是影響澳洲股市的主要風險。

# 環球股票

## 中國內地



4 月，中國內地股市下跌，在關稅政策變化迅速的背景下顯著波動。在中美貿易緊張局勢取得正面進展和中國內地對市場的支持措施下，市場情緒在 4 月初觸底後逐漸復甦。美國政府宣佈對貿易夥伴廣泛地徵收對等關稅，並終止對來自中國內地的小額包裹（價值 800 美元或以下）免關稅待遇，即最低限度豁免（de minimis）。美國商務部宣佈，將對向中國內地出口的英偉達 H20 和 AMD MI308 芯片實施新的出口限制。中國內地上調相近水平的關稅作為對美國對等關稅的反制措施，並對稀土實施出口管制。隨著中美貿易緊張局勢升級，國家主席應邀對越南、馬來西亞、柬埔寨三國進行國事訪問。中國內地政府通過積極增持 ETF，為股市提供支持。4 月的政治局會議重點強調利用現有政策和發債額度。美國財政部長貝森特表示，中美之間的高關稅不可持續。美國總統特朗普表示，對中國內地加徵的關稅將“大幅下降，但不會為零”。月底，中國內地表示美國已提出啟動關稅談判。4 月中國內地股市下跌且顯著波動。上證綜合指數、深證綜合指數和滬深 300 指數分別下跌 1.7%、4.5% 和 3.0%。同時，恒生中國企業指數和恒生科技指數分別下跌 5.2% 和 5.7%。板塊方面，公用、地產和必需消費品股表現領先，而非必需消費品、資訊科技和材料股表現落後。

## 中國香港



4 月，隨著中美緊張局勢或緩解，恒生指數從近期低位修復了一定失地。在 4 月政治局會議上，中國內地重申將加快債券發行使用、實施適度寬鬆的貨幣政策以穩定勞動力市場和宏觀經濟，並為受關稅上調影響最大的企業和員工提供針對性支持。儘管在出口交易提前的支撐下，中國內地第 1 季國內生產總值和經濟活動普遍超出預期，但若中美貿易談判陷入僵局，經濟增長可能面臨重大阻力。在避險情緒盛行下，公用分類指數表現領先。相較之下，對關稅上調的擔憂拖累工商分類指數表現落後。

# 貨幣

## 美元



4月美元(USD)兌主要貨幣走弱。參差的數據引發對美國經濟韌性的疑慮，加上特朗普政府的政策不確定性，繼續使市場對包括美元在內的美國資產之信心受壓。其中，日圓(JPY)和瑞士法郎(CHF)等避險貨幣表現領先，兌美元分別升值 4.8%和 7.1%。歐元(EUR)與丹麥克朗(DKK)也表現強勢，兌美元均升值 4%以上。儘管油價急跌，拖累挪威克朗(NOK)表現相對落後，但兌美元仍升值 1.1%。美元指數(DXY)月內下跌 4.6%至 99.468。

## 歐元



4月，歐元(EUR)兌除日圓(JPY)和瑞士法郎(CHF)以外的主要貨幣走強。美國特朗普政府宣佈的「對等關稅」引發對美國資產的廣泛拋售，同時資本回流歐洲市場，支撐歐元兌美元進一步走強至 1.1328，月內上漲 4.73%。

## 英鎊



4月，英鎊(GBP)兌美元延續近期的上行走勢。通脹持續緩和，加上在關稅引發的消費者信心下降之前零售銷售強於預期，支持英鎊走強的勢頭，英鎊兌美元升至 1.3329，月內上漲 3.18%。

# 貨幣

## 日圓

4 月，日圓(JPY)兌廣泛走弱的美元保持強勢。圍繞美國關稅的不確定性，加上地緣政治風險重燃，支撐了對日圓的避險需求，日圓兌美元月內進一步升值 4.8%至月底的 143.07/美元。

## 人民幣

4 月人民幣(RMB)出現大幅波動。作為對美國政府宣佈「對等關稅」的即時反應，人民幣先是走弱，隨後在接近月底時收復失地。政策方面，4 月政治局會議重申適時降準降息的必要性。這助長了市場對預期政策會較寬鬆，以準備應對外部波動性。在岸人民幣(CNY)兌美元月內小幅下跌 0.2%，而離岸人民幣(CNH)基本收平。



## 重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及 / 或蒙受重大的虧損。過去的表现並不代表未來的表现。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。

本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。

本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。