

产品及投资方案部

| 2025年5月19日



每周投资策略



中信証券财富管理(香港)
CITIC Securities Wealth Management (HK)

上周环球
大类资产表现

本周主要国家
经济数据公布日程

(1) 欧洲市场焦点

欧元区制造业读数
边际回升

股票

欧股整体盈利下修还未结束，关注本土导向的板块；
空中巴士；德国意昂

ETF

精选STOXX 欧洲航空航
天与国防ETF

(2) 印尼市场焦点

经济承压或促使央行本周
降息

股票

宏观压力存在，
但估值已充分反映

ETF

iShares MSCI印尼ETF

(3) 中美关税战演变的影响

中美贸易谈判进程或可
总结为“三步走”

股票

交易事实，而非预期；
腾讯；阿里巴巴

资料来源：中信证券财富管理(香港)

上周环球
股市表现

中美大幅降低关税令全球市场鼓舞，美股反弹领涨全球

环球主要股票市场表现

指数	收盘价*	1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年变动	52周最低	52周最高	远期红利率	远期市盈率	远期EPS增长率
MSCI ACWI全球指数	880.62	4.0%	11.3%	(0.4%)	10.9%	4.7%	722.6	887.7	2.0%	18.4	12%
MSCI WORLD国际资本	3,863.29	4.1%	11.4%	(0.9%)	11.4%	4.2%	3,155.7	3,910.7	1.9%	19.5	12%
MSCI 新兴市场	1,172.38	3.0%	10.7%	4.2%	6.7%	9.0%	982.6	1,193.5	2.9%	12.4	12%
美国市场											
道琼斯	42,654.74	3.4%	7.5%	(4.2%)	7.0%	0.3%	36,611.8	45,073.6	1.8%	20.1	14%
标普500	5,958.38	5.3%	12.9%	(2.6%)	12.5%	1.3%	4,835.0	6,147.4	1.4%	21.7	13%
纳斯达克	19,211.10	7.2%	17.8%	(4.1%)	15.0%	(0.5%)	14,784.0	20,204.6	0.8%	27.0	18%
欧洲市场											
MSCI 欧洲	183.10	2.1%	9.2%	1.2%	8.1%	12.2%	149.7	184.2	3.3%	14.8	10%
STOXX 600	549.26	2.1%	8.3%	(0.6%)	4.9%	8.2%	464.3	565.2	3.4%	14.6	10%
英国富时100	8,684.56	1.5%	4.9%	(0.5%)	2.9%	6.3%	7,544.8	8,908.8	3.8%	12.7	10%
法国CAC 40	7,886.69	1.8%	7.6%	(3.6%)	(3.7%)	6.9%	6,763.8	8,257.9	3.4%	14.9	10%
德国DAX 30	23,767.43	1.1%	11.5%	5.6%	26.8%	19.4%	17,024.8	23,912.0	2.7%	15.8	13%
日本市场											
日本东证	2,740.45	0.3%	9.7%	(0.7%)	0.1%	(1.6%)	2,206.7	2,946.6	2.7%	14.5	10%
日经225	37,753.72	0.7%	11.3%	(3.6%)	(3.0%)	(5.4%)	30,792.7	42,426.8	2.2%	18.1	2%
亚太市场											
MSCI 亚太除日本	762.56	3.4%	11.9%	4.6%	8.9%	8.3%	629.9	781.0	2.6%	13.2	12%
沪深300	3,889.09	1.1%	3.1%	(1.3%)	6.8%	(1.2%)	3,145.8	4,450.4	3.0%	12.8	12%
恒生指数	23,345.05	2.1%	10.9%	3.2%	20.5%	16.4%	16,441.4	24,874.4	3.4%	10.2	8%
澳洲ASX200	8,343.68	1.4%	7.5%	(2.5%)	5.9%	2.3%	7,169.2	8,615.2	4.0%	18.2	8%
印度NIFTY	25,019.80	4.2%	6.8%	9.1%	11.7%	5.8%	21,281.5	26,277.4	1.5%	20.6	12%
台湾加权	21,843.69	4.4%	12.2%	(5.7%)	2.5%	(5.2%)	17,307.0	24,416.7	3.1%	15.3	14%
韩国KOSPI	2,626.87	1.9%	7.3%	1.4%	(4.6%)	9.5%	2,284.7	2,896.4	2.5%	8.9	15%
东盟市场											
MSCI 东盟	709.93	2.4%	10.6%	3.6%	12.4%	4.2%	585.4	739.2	4.4%	13.6	7%
新加坡STI	3,897.87	0.6%	6.4%	0.5%	17.9%	2.9%	3,198.4	4,005.2	5.6%	12.0	4%
印度尼西亚JCI	7,106.53	4.0%	11.0%	7.1%	(1.9%)	0.4%	5,882.6	7,910.6	5.5%	11.3	11%
泰国SET	1,195.77	(1.3%)	5.0%	(6.0%)	(13.2%)	(14.6%)	1,056.4	1,506.8	4.3%	12.7	8%
马来西亚吉隆坡综指	1,571.75	1.6%	6.4%	(1.2%)	(2.4%)	(4.3%)	1,386.6	1,684.7	4.4%	13.7	7%
菲律宾综指	6,465.53	0.1%	5.4%	6.7%	(2.5%)	(1.0%)	5,804.6	7,604.6	3.2%	10.0	9%
拉美市场											
MSCI 拉丁美洲	2,255.50	1.3%	11.2%	6.4%	(9.5%)	21.7%	1,837.8	2,516.1	6.1%	9.5	7%
巴西IBOV	139,187.39	2.0%	8.5%	8.6%	8.5%	15.7%	118,222.6	139,419.0	6.7%	8.1	8%
墨西哥综指	57,987.14	2.5%	9.4%	7.2%	0.9%	17.1%	48,769.9	58,392.6	5.7%	12.2	10%

美国信用评级遭穆迪降级，预算法案有待通过，美债收益率上行

上周环球债市表现

市场	当前 收益率 (%)	1周变动	1个月变动(bp)	1个月回报	3个月回报	本年度回报	当前 利差(bp)	1周变动	1个月变动	10年平均 利差(bp)
国债										
美国国债	4.27	9	17	(0.6%)	1.1%	2.1%				
欧洲核心	2.29	5	9	(0.6%)	(0.6%)	(0.9%)				
英国金边债	4.53	9	3	0.1%	(0.4%)	0.9%				
日本国债	1.38	7	13	(1.1%)	(1.9%)	(3.3%)				
中国国债	1.62	4	4	(0.1%)	(0.2%)	0.3%				
企业债										
美国投资级	5.29	-1	-4	0.5%	0.4%	1.7%	89	(9)	(21)	120
美国高收益	7.70	-22	-68	2.9%	0.8%	2.4%	307	8	(104)	412
欧洲投资级	3.15	0	-6	0.5%	0.3%	1.0%	100	3	(16)	123
欧洲高收益	5.95	-14	-43	2.3%	0.4%	1.7%	335	6	(73)	398
英国投资级	5.45	3	-15	1.3%	(0.1%)	1.4%	111	5	(18)	146
亚洲投资级	5.29	0	-3	0.7%	0.9%	2.3%	107	5	(21)	158
亚洲高收益	10.82	-12	-90	3.1%	2.1%	3.2%	540	11	(79)	717
AT1 债券指数	7.21	-16	-88	3.5%	1.0%	3.2%	287	7	(77)	
新兴市场外币	6.90	-6	-23	2.1%	0.8%	2.8%	249	7	(41)	356
新兴市场本币	5.95	0	-5	2.5%	4.5%	7.5%				
中资美元债										
中资美元债	5.57	2	2	0.6%	1.3%	2.7%	138	6	(12)	292
中资美元债投资级	4.96	3	5	0.4%	1.1%	2.3%	75	5	(15)	151
中资美元债高收益	9.33	-9	-24	1.9%	2.8%	5.1%	518	9	(31)	884
中国境内债										
中国境内债	1.76	3	0	0.1%	(0.0%)	0.4%	11	2	(3)	35
中国境内企业债	2.26	-3	-9	0.3%	0.5%	0.7%	38	2	(11)	107

上周环球
外汇及商品
表现

美国贸易谈判展望乐观，美元小幅上涨，黄金明显回落，油价抬升

上周环球外汇及商品表现

		1周变动	1个月变动	3个月变动	1年变动	本年度变动	52周最低	52周最高
货币	当前价格							
美元指数	101.09	0.8%	1.7%	(5.3%)	(3.2%)	(6.8%)	97.92	110.18
欧元/美元	1.12	(0.8%)	(2.1%)	6.4%	2.7%	7.8%	1.01	1.16
美元/日元	145.70	0.2%	2.7%	(4.3%)	(6.2%)	(7.3%)	139.58	161.95
英镑/美元	1.33	(0.2%)	0.3%	5.5%	4.8%	6.1%	1.21	1.34
美元/瑞典克朗	9.78	0.6%	0.2%	(8.6%)	(8.8%)	(11.7%)	9.47	11.32
美元/挪威克朗	10.38	(0.0%)	(1.7%)	(6.7%)	(3.0%)	(8.9%)	10.19	11.53
美元/瑞郎	0.84	0.8%	3.0%	(6.9%)	(7.6%)	(7.7%)	0.80	0.92
美元/加元	1.40	0.2%	0.8%	(1.5%)	2.6%	(2.9%)	1.34	1.48
澳元/美元	0.64	(0.1%)	0.5%	0.9%	(4.1%)	3.5%	0.59	0.69
纽币/美元	0.59	(0.5%)	(0.9%)	2.7%	(3.9%)	5.1%	0.55	0.64
在岸人民币/美元	7.21	(0.3%)	(1.2%)	(0.6%)	(0.1%)	(1.2%)	7.00	7.35
港币/美元	7.81	0.5%	0.7%	0.4%	0.2%	0.6%	7.75	7.82
能源								
WTI原油期货	62.49	2.4%	0.0%	(11.7%)	(21.1%)	(12.9%)	55.12	84.52
布伦特原油期货	65.41	2.3%	(0.7%)	(12.5%)	(21.4%)	(12.4%)	58.40	87.95
NYMEX天然气期货	3.33	(12.1%)	2.7%	(10.5%)	33.6%	(8.2%)	1.86	4.90
金属								
COMEX期金	3,187.20	(4.7%)	(4.2%)	10.5%	33.6%	20.7%	2,285.40	3,485.60
COMEX期银	32.16	(1.6%)	(2.5%)	(2.1%)	8.4%	10.0%	26.51	35.50
LME期铜	9,479.43	(0.2%)	3.0%	(0.1%)	(8.5%)	9.3%	8,501.00	10,915.75
LME期铝	2,486.79	3.1%	5.2%	(6.6%)	(2.8%)	(2.0%)	2,162.00	2,759.00
LME期锡	32,726.00	2.8%	6.8%	0.4%	(2.8%)	13.4%	27,250.00	38,080.31
DCE铁矿石	799.00	5.5%	4.9%	(2.6%)	(10.6%)	2.6%	650.00	950.00
SHFE螺纹钢	3,073.00	2.9%	1.3%	(2.8%)	(12.7%)	(6.8%)	2,788.00	3,659.00

资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) 注：截至2025年5月16日

(1) 欧洲市场焦点

欧元区制造业读数边际回升

股票

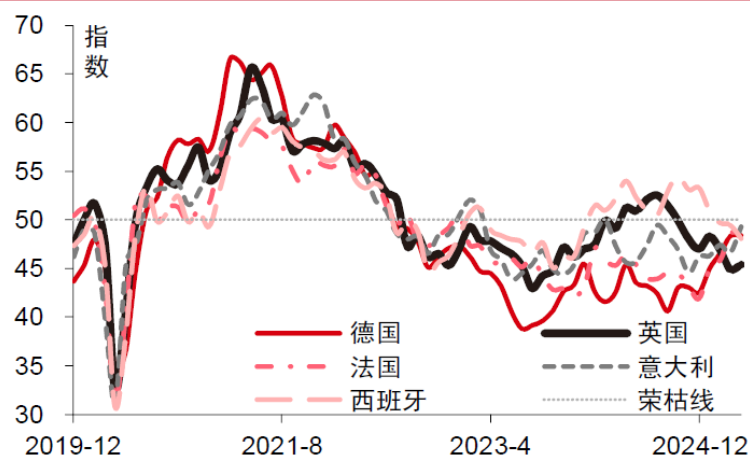
欧股整体盈利下修还未结束，关注本土导向的板块；
空中巴士；德国意昂

ETF

精选STOXX 欧洲航空航天与国防ETF

- **欧洲经济一季度出现阶段性企稳回升的态势。**当前市场对今年二季度欧元区经济增速的彭博一致预期保持在**0.2%**。
- 从成员国来看，德国**2025年**一季度GDP季环比增速录得**0.2%**，高于**0.1%**的市场预期和前值**-0.2%**；法国与意大利**2025年**一季度GDP季环比增速分别录得**0.1%**和**0.3%**，高于前值的**-0.1%**和**0.2%**。
- **4月数据显示德、法制造业表现边际回升。**德国4月制造业PMI指数录得**48.4**，略高于前值**48.3**与预期的**47.6**，表明德国制造业部门的收缩有所减缓，制造商对增长的预期较为强劲，但市场对德国二季度实际GDP环比增速预期从**0.2%**下降至**0.1%** (彭博一致预期)；法国4月制造业PMI录得**48.7**，较前值的**48.5**上升了**0.2**个百分点，高于市场预期的**48.0**。
- 意大利和西班牙制造业PMI数据涨跌互现。意大利4月读数录得**49.3**，较前值的**46.6**上涨**2.7**个百分点，重回荣枯线附近。西班牙4月读数则下降至**48.1**，前值为**49.5**。**后续需持续关注关税对欧洲经济扰动的程度。**

2020年以来欧洲主要国家PMI走势情况

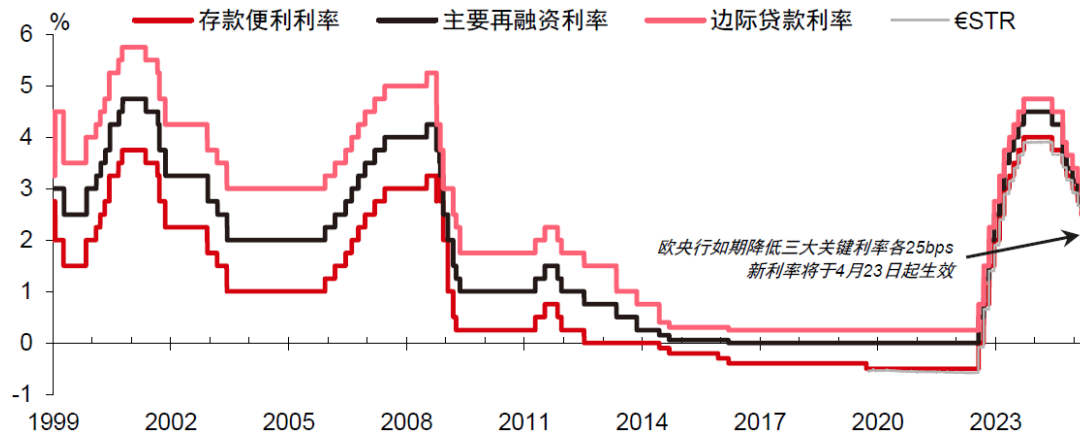


资料来源：彭博、中信证券

预计欧央行6月降息25基点

- 欧元区本周一将公布今年4月CPI终值，跟据初值数据，欧元区4月调和CPI同比初值为2.2%，持平前值但略高于预期的2.1%；核心调和CPI同比初值2.7%，为八个月最高水平，高于预期的2.5%。受复活节假日较晚导致的季节性影响，服务业通胀进一步加速。
- 拉加德表示大多数指标都显示欧元区通胀可回落至2%中期目标，区内通胀降温，薪资增速逐渐放缓，认为关税对增长是负向冲击，但对通胀的影响需要经过一段时间才能确定，能源价格的下降和欧元的升值可能抑制通胀。
- 欧央行今年4月如期降息25基点，在声明中删去“限制性”一词，对欧元区经济前景的评估措辞变得更悲观，拉加德亦表示经济下行风险增加，在欧盟反制措施暂缓生效的情形下我们测算美国目前各项关税措施共将拖累欧盟GDP约0.5%。
- 我们预计欧央行会在6月降息25基点后维持存款便利利率于2%，市场近期对美元信用和美债避险价值的疑虑可能会使得欧元在关税博弈明朗前得到阶段性支撑。

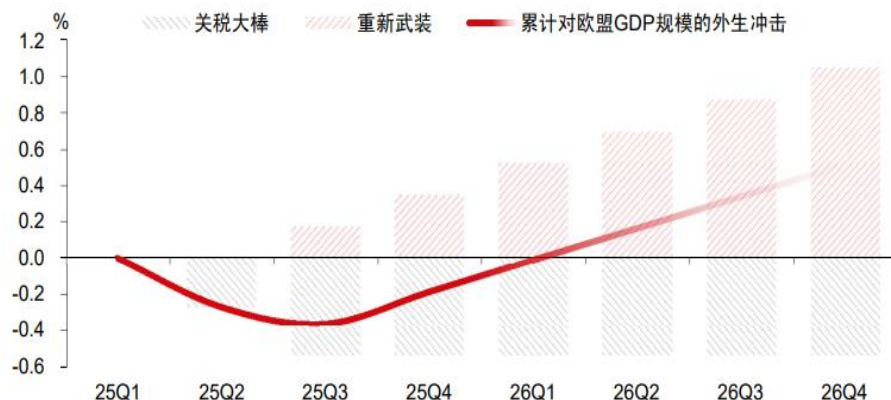
欧央行三大政策利率和欧元货币市场利率



资料来源：CEIC、中信证券

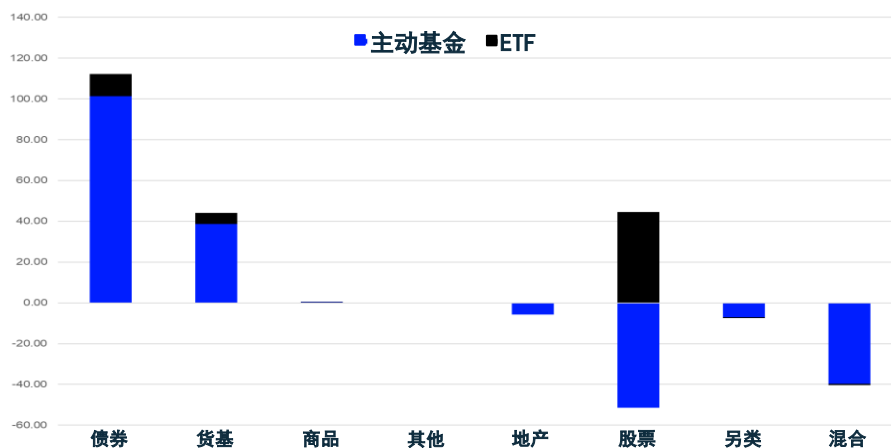
- **欧股近期表现亮眼**，多数市场已经恢复到4月2日美国关税公布前水平，德国市场创历史新高。
- **关税和汇率是主要的短期扰动，企业盈利再度遭到下调**。美欧贸易谈判进展缓慢，关税对欧盟经济的冲击或会较快显现，拖累欧盟出口数据；本年度欧元兑美元已升约**10%**，我们认为这一趋势将持续。斯托克**600**指数约**20-25%**的收入来自美国，欧元持续走强对大型企业盈利影响负面。
- **中长期仍有众多积极因素**，欧盟财政扩张的提振有望在四季度起逐渐抵消并超越关税的消极影响。欧洲政治不确定性下降，欧央行降息稳步提升欧股估值。后续俄乌谈判推进、欧元区经济数据持续好转、主动资金的重新流入是欧股继续上涨的长期催化剂。
- **关注欧洲本土经济关联度更高的股票**。汽车、药品、有机化学品是欧盟较脆弱的行业，**军工股仍是欧洲投资的主线**，建筑业和公用事业是除军工外较可受益的行业，金融业一季报表现超预期。

关税对欧洲经济的负面影响可能率先显现



资料来源：CEIC, ITC, 中信证券

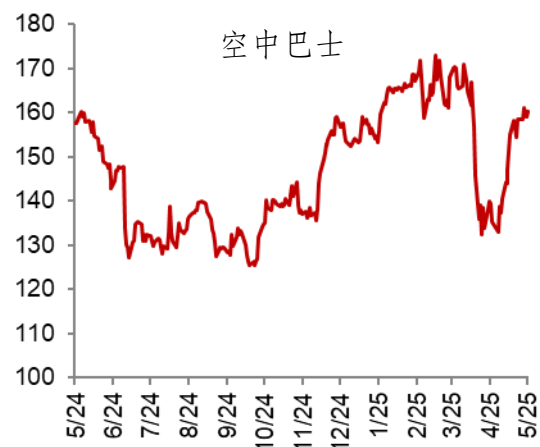
2025年1-4月欧洲基金市场资金流向



资料来源：LSEG, 中信证券

- **空中巴士 (AIR FP; 160.24欧元; 目标价: 181.7欧元)** 关税影响不改长期展望。2025一季度业绩超预期，尽管由于交付量减少利润同比有所下滑，但主要是由于发动机短缺，利润下滑幅度在良好的研发开支控制下表现较好，国防和航天部门利润率优异。对于关税的担忧仍在持续，但管理层表示维持本年度交付量预期，并称已考虑到关税的直接影响。中美贸易协定为关税设定了潜在上下限，限制了下行风险。短期而言，近期德国宣布上调国防开支将是一个催化剂，空客国防部门在德国的销售约占总收入10%；中长期来看，空客在飞机生产领域仍具领先地位，看好未来表现。(彭博)

一年股价走势图*



- **德国意昂 (EOAN GR; 14.765欧元; 目标价: 15.93欧元)** 能源基建是欧洲不变的大方向。即使外部扰动较多，欧洲重建自主防务，提升能源基建的趋势不会动摇。意昂集团是德国电网巨头，也是欧洲最大的能源设施运营商之一。公司一季度业绩超预期，尤其零售业务净利润完全全年目标的50%远超过去同期，同时出现较强的利润率改善。展望未来，西班牙大停电或能令德国新政府审视能源安全的必要性，未来政府有机会创造更宽松的监管环境以推动企业增加投资，如能达成公司未来3-5年都存在具有吸引力的增长机会。(彭博)

一年股价走势图*



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至16/5/2025

- 精选STOXX 欧洲航空航天与国防ETF (EUAD US) 是一只注册在美国的交易所交易基金，在2024年10月上市。该ETF旨在提供在扣除费用和支出之前，跟踪STOXX欧洲整体市场航空航天与国防指数的总回报表现。该ETF至少将其总资产的80%投资于该指数的成份股。

总回报图*



ETF持仓占比

代码	公司名称	国家	持仓占比
EADSY US	Airbus	法国	23.34%
SAFRY US	赛峰	法国	21.29%
RYCEY US	劳斯莱斯	英国	13.54%
RNMBY US	莱茵金属	德国	12.51%
BAESY US	贝宜系统	英国	12.27%
THLLY US	泰雷兹集团	法国	5.06%
FINMY US	Leonardo	意大利	4.06%
MTUAY US	MTU航空引擎	德国	2.96%
SAABY US	萨博集团	瑞典	2.63%
HAGHY US	Hensoldt	德国	0.96%

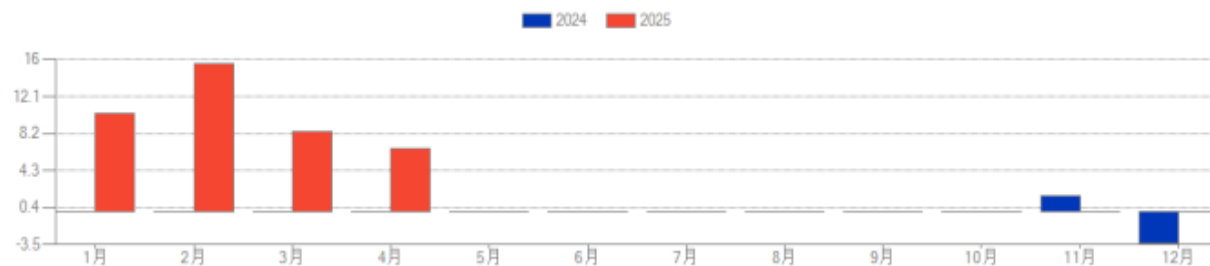
ETF信息

收盘价	\$ 37.83
总资产(百万)	\$ 684.85
总资产日期	05/16/2025
成立日期	10/22/2024
主要基准	STXE TM Aro&Def \$ Pr
货币	美元
最低投资	--
代码	EUAD US
ISIN	US84858T7726

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	美国
基金目标	工业
基金类型	--
基金市值侧重	大盘
基金的地域侧重	欧洲地区
基金货币侧重	--

月度表现图 (2024年11月至2025年4月)



业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	--	55.13
总回报 3个月	35.68	32.36
总回报 6个月	53.92	52.59
总回报 1年	--	50.44
年迄今总回报	56.07	51.11

(2) 印尼市场焦点

经济承压或促使央行本周降息

股票

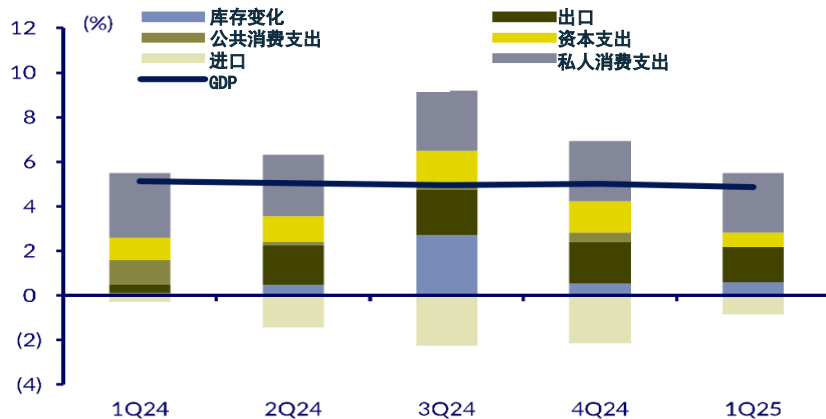
宏观压力存在，但估值已充分反映

ETF

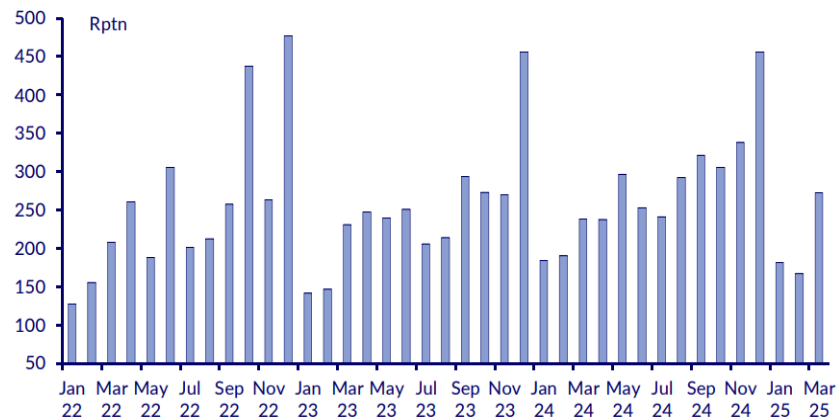
iShares MSCI印尼ETF

- **2025一季度GDP增速显著放缓。** 2025年第一季度GDP同比增长4.87%，低于2024年第四季度的5.02%，稻谷收割季提前至第一季度对数据有所提振，剔除主粮农业的影响后，GDP增速显著放缓至4.1% (2025第四季度为5.0%)。资本支出成为主要拖累，“抢出口”的支持作用也有所减弱。
- **二季度经济动能可能进一步放缓。** 虽然印尼以国内需求驱动的经济模式相比邻国更能够抵御全球贸易冲击，但还是难以完全避免受到影响。
- **财政将是关键因素，下半年GDP增速或反弹。** 新政府上任的第一年对政府支出采取了保守态度，也间接导致了私营部门支出受限。积极的一面是3月开始政府财政预算实现率在上升，预计在下半年增加财政支出速度，并上调债务赤字目标，近期中美关税的缓和也为印尼达成关税协定带来了希望，对美国出口订单出现剧烈下滑的担忧有所缓解。

近一年印尼GDP分项



2025年3月政府支出出现回升

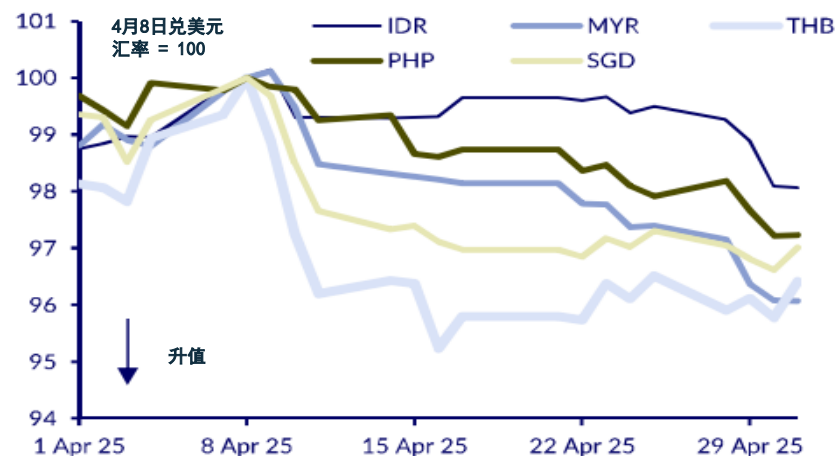


- **印尼央行4月维持利率不变。** 印尼央行在4月政策会议上宣布维持利率在**5.75%**，符合市场预期。
- **汇率是关键要素。** 汇率压力仍然是政策考量中的重要因素。印尼盾的疲软反映了国内政治不确定性、财政压力以及市场对印尼经济政策的担忧。印尼央行正努力维护市场信心，但在履行汇率稳定职责方面的政策空间可能会继续受限。
- **央行期望刺激经济，本周或是降息窗口。** 经济数据和通胀趋势均支持降息，1月份的意外降息表明央行具有经济扶持政策导向。汇率是主要问题，考虑到近期市场对关税谈判的乐观预期推升了亚洲货币，当前或是难得的降息窗口，印尼本地的出口商也于近期增加了结汇的活动，这能够给予央行更多信心。

汇率是束缚印尼央行降息的最大原因



4月份对关税谈判的乐观预期令亚洲货币汇率回升

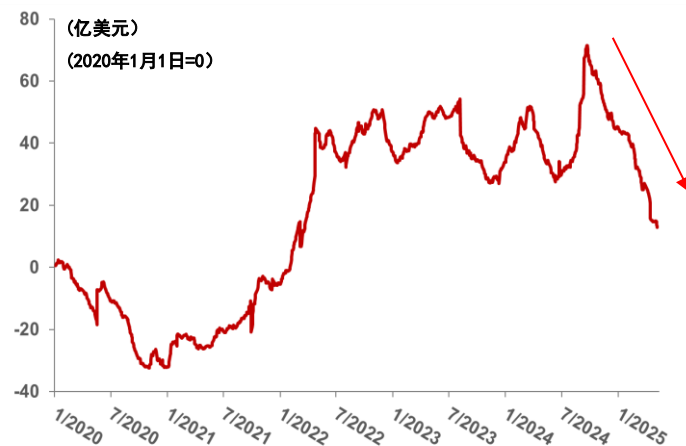


- **印尼股市近一个月明显回升。**MSCI印尼指数自2024年4月以来累计回升近20%，但从资金流向来看，外资对印尼市场的信心还未回归。
- **当前印尼股市估值仍较低。**MSCI印尼指数混合远期市盈率达11.5x，仍低于10年平均约2个标准差，彭博预期未来一年股息率在5.5%附近，较为吸引。
- **关键的催化剂在于政府政策的可持续性。**印尼过去一年在政策端长期处于不稳定状态，极大削弱了市场的信心。后续政府按计划执行政策将推进宏观环境的稳定，进而刺激私人部门资本开支的活跃，拉高企业盈利预期，才能实现股市的可持续复苏。
- 板块方面，蓝筹类型的**国有银行**目前具有较高确定性，2025年一季度也缴出积极表现，降息对银行利润率影响可控；基于总统推动民生的政策导向，**消费、医疗保健和商业地产板块**同样值得关注；**科技行业**在经济转型期也存在部分契机。

MSCI印尼指数整体估值极低



印尼股市2020以来外资累计净流量



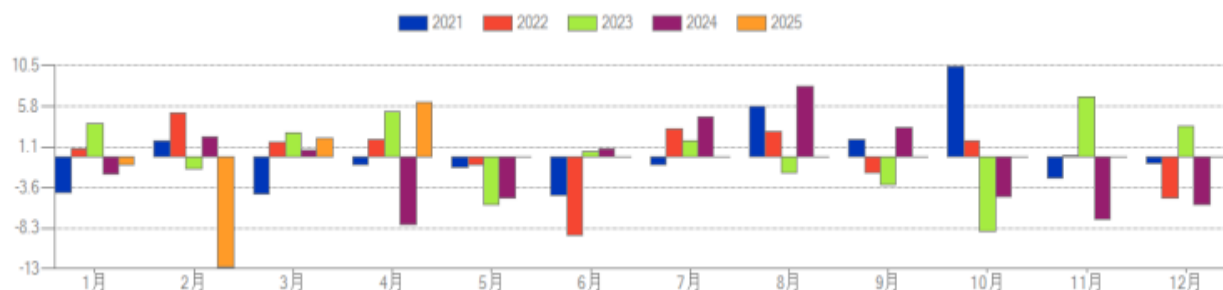
资料来源：MSCI, IBES，印尼证券交易所，彭博，中信里昂

- iShares MSCI印尼ETF旨在追踪由MSCI 印尼 25/50 指数的投资结果。

总回报图*



月度表现图 (2021年1月至2025年4月)



ETF信息

收盘价	\$ 18.39
总资产(百万)	\$ 320.28
总资产日期	05/16/2025
成立日期	05/07/2010
主要基准	INDESA IMI 25-50 NETRUSD
货币	美元
最低投资	美元 0.00
代码	EIDO US
ISIN	US46429B3096

彭博分类

基金种类	ETF
基金资产级别侧重	股票
所在国	美国
基金目标	印尼
基金类型	--
基金市值侧重	整体市场
基金的地域侧重	印度尼西亚
基金货币侧重	--

业绩

	ETF	基准
平均回报 1年 每周	-6.03	-5.45
总回报 3个月	4.07	5.61
总回报 6个月	-6.47	-6.66
总回报 1年	-8.02	-7.64
年迄今总回报	-0.49	-1.54

资料来源：彭博

*截至2025年5月16日

(3) 中美关税战演变的影响

中美贸易谈判进程或可总结为“三步走”

股票

交易事实 而非预期；腾讯；阿里巴巴

中美贸易谈判进程或可总结为“三步走”

- 5月12日，中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，本轮中美关税博弈出现破冰。根据联合声明，双方将大幅降低双边关税水平，我们测算美国对华关税将阶段性降至**44%**左右的水平；联合声明明确双方将建立机制，继续就经贸关系进行协商。
- 我们判断中美贸易谈判进程或可总结为“三步走”：
 - 第一步是破冰，解决极端关税对双边贸易的重大阻碍，本次会晤已经顺利实现。
 - 第二步是建立常态化的谈判机制，有望在后续实现。
 - 第三步是开始围绕各自关切的核心问题开展谈判。
- 从当前美方诉求来看，本轮美国与各国的贸易谈判已不仅聚焦于关税削减或大宗商品采购，更加重视所谓的非关税壁垒、补贴政策与市场准入等制度性议题。
- 若中美贸易谈判进入第三阶段，实质性谈判正式启动，各类所谓“结构性改革”与所谓“非关税壁垒”或是特朗普的主要对华交换条件，谈判过程或仍有复杂性。回顾特朗普上一任期，从2018年3月美国单方面对华钢铁和铝产品加税，到2020年1月签署第一阶段经贸协议，历时22个月，过程中多次反复。

- 我们认为内地股市可预见的利空和债券可预见的利多均不多，配置上可以更偏向风险资产，黄金可待隐含波动率回落之后再参与交易。美国关税水平的“天花板”和“地板”都已依稀可见，贸易政策的能见度正在恢复，这对美股等风险资产而言是件好事，美元可能也将在近期迎来支撑，我们对美债依旧较谨慎。
- 内地股市：虽然股市已经回补4月以来的缺口，但短期股市的逻辑可能仍在关税继续谈判和政策发力的预期，且股票相比于债券估值仍有优势，配置上可以更偏向风险资产。
- 内地债市：内地降息降准之后，除了如果二季度内地经济快速恶化和重启买入国债以外，债市并无太多可期待的利多，当前利率点位依旧不算高，对债市可以保持谨慎，短端表现或优于长端。
- 美国股市：关税政策能见度的恢复对美股等风险资产而言是好消息，避险资产则暂时面临调整的可能性，不过考虑到美股已修复至4月2日对等关税方案公布前的水平，市场情绪可能已修复较多，短期追涨似乎也没有必要。
- 美国债市：市场可能未充分计入美国通胀反弹的隐忧，美债依旧较谨慎。
- 黄金：黄金近期表现不佳，虽然一定程度源于美国和其他国家关税形势开始变化，但本质上可能源于前期金价快速上涨过程中隐含波动率大幅提升，而历史上黄金的隐含波动率和未来一段时间内的做多黄金收益及胜率都有较强的负相关关系，因此，建议可待隐含波动率回落之后再参与黄金交易。

今年3-4月受关税影响较大的新兴市场资金持续流出

- 2025年3-4月，新兴市场整体承压，其中受关税影响较大的新兴市场资金持续流出，而印度和印尼则因自身经济结构而保持韧性。
- **印度：**外资在去年10月以来的持续流出后，于今年3月起流入，且这一趋势在4月以后得到进一步确认。一方面，印度经济增长回暖，4月制造业PMI达10个月以来新高，缓解了投资者对印度长期经济增长中枢下移的疑虑。另一方面，虽然印度面临26%的高额“对等关税”，但**美印贸易谈判已取得显著进展，且印度自身经济以内需驱动为主，在全球贸易扰动中韧性较强。**
- **东盟六国：**主要国家均受“对等关税”重创，越南和马来西亚等出口型新兴市场外资加速流出，仅有印尼经历温和的外资流入，体现出**印尼经济在贸易扰动中因对出口的依赖度较低而彰显韧性**。虽然东盟国家均未采取反制措施且与美谈判意愿较强，但**90天内达成全面贸易协议的概率较低，不宜在短期内对谈判结果作过高期待，仍需关注谈判进程曲折对越南等对美经济敞口较大国家造成的短期风险。**
- **东亚市场：**特朗普政府对半导体等关键制造业回流美国的战略意愿较强，半导体行业虽暂受豁免，但**232调查已经启动，韩国和中国台湾地区半导体出口在本轮“抢出口”后或将显著承压**，外资料将持续流出。
- **拉美市场：**3-4月外资流向有所分化。**墨西哥未受本轮“对等关税”影响**，或因特朗普对《美墨加协定》有其特殊考量，外资在关税落地后显著流入。**巴西外资小幅流入，或受益于较低的税率和其他国家在农产品领域摆脱对美依赖的需求提振。**

- 特朗普宣布“对等关税”以来，全球主要股指都经历了一轮-20%至-5%的明显回撤，但包括恆指及恆科指在内目前大部份已经完全修复并录得正收益。**投资者现时定价的基准情形或为关税战会在短期结束。**
- 我们的基本思路还是坚持两个出发点：一是关注特朗普的潜在约束(减税法案、通胀、铁杆选民民调)而不是特朗普的动作，二是**坚持交易事实，避免过多交易预期。**从确定性的角度来看，三个大主题仍值得持续跟踪：
 - **主题一：在更多针对性的刺激政策预期下的内需受益者：**在不考虑潜在的政策刺激下，大多数消费子行业在**2025年**二季度应触底。在行业方面，建议关注**互联网、乳制品、人力资源服务、酒店和餐饮服务。**
 - **主题二：国内替代：**仍然高度依赖进口的行业将出现更确定的国内替代趋势，例如**半导体、农产品、医疗设备和产品。**
 - **主题三：DeepSeek突破：**我们相信中国能够以优质的产品和合理的价格震惊世界；这些领域包括**人工智能、创新药物、智能驾驶、商业航天技术和机器人技术。**

一年恒指走势图*



一年恒科指走势图*



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至16/5/2025

■ 腾讯 (700 HK; 508港元; 目标价: 645港元) 游戏和广告增长加速。

腾讯2025年一季度业绩表现超出预期。总收入和净利润分别同比增长12.9%和18.3%，达到1,800亿元和693亿元人民币。其中，在线游戏业务表现最为亮眼，收入增长同比加速至23.7%，得益于长青游戏以及新上线的热门游戏均表现强劲。广告收入也实现了同比20%的加速增长，受到广告技术升级和视频号推动。此外，腾讯预期将保持健康的收入增长，但随着AI投资力度加大，收入和利润增长差距可能缩小。腾讯已开始在微信中整合AI功能，以捕捉新的发展机遇。我们仍建议关注。(中信里昂 – Elinor Leung)

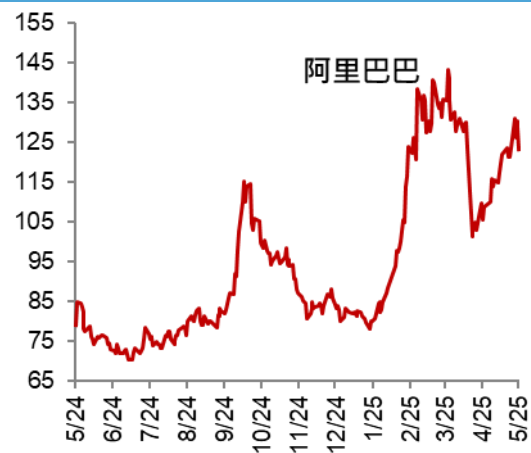
■ 阿里巴巴 (9988 HK; 123.4港元; 目标价: 165港元) 阿里云收入受益于人工智能需求激增。

阿里巴巴2025财年四季度(截至今年3月)总收入/调整后Ebitda同比增长7%/36%至2,365亿元/326亿元人民币，比我们预期高出3%。业绩超预期主因为受佣金率提升推动，淘天集团总收入/调整后Ebitda同比增长9%/8%。云业务收入同比增长加速至18%，春节后人工智能需求进一步加速。AIDC收入不及预期，但亏损收窄，预计将在2026财年实现季度盈亏平衡。预计公司2026财年除高鑫零售和银泰外总收入同比将保持8-10%的增长，主要由约10%的淘天集团客户管理收入增长及逾20%的AIDC和云业务增长推动。预期2026财年调整后的Ebitda仍保持两位数增长。(中信里昂 – Elinor Leung)

一年股价走势图*



一年股价走势图*



资料来源：彭博、中信证券财富管理(香港) *截至16/5/2025

主要国家本周经济数据公布日程

公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
5/19/2025 10:00	中国	社会消费品零售总额同比	4月	5.80%	5.90%	--
5/19/2025 10:00	中国	社会消费品零售	4月	5.00%	4.60%	--
5/19/2025 10:00	中国	工业增加值年迄今同比	4月	6.40%	6.50%	--
5/19/2025 10:00	中国	工业增加值同比	4月	5.70%	7.70%	--
5/19/2025 10:00	中国	固定资产除农村年迄今同比	4月	4.20%	4.20%	--
5/19/2025 12:30	日本	第三产业指数月环比	3月	-0.20%	0.00%	--
5/19/2025 17:00	欧元区	CPI 同比	4月	2.20%	2.20%	2.20%
5/19/2025 17:00	欧元区	CPI 月环比	4月	0.60%	0.60%	--
5/19/2025 17:00	欧元区	核心CPI同比	4月	2.70%	2.70%	--
5/19/2025 20:00	巴西	经济活动月环比	3月	0.40%	0.44%	--
5/19/2025 20:00	巴西	经济活动同比	3月	2.90%	4.10%	--
5/19/2025 22:00	美国	世界大型企业研究会领先指数环比	4月	-0.90%	-0.70%	--
5/21/2025 7:50	日本	贸易余额	4月	¥224.2b	¥544.1b	¥559.4b
5/21/2025 8:30	澳大利亚	Westpac领先指数月环比	4月	--	-0.11%	--
5/21/2025 14:00	英国	CPI 月环比	4月	1.10%	0.30%	--
5/21/2025 14:00	英国	CPI 同比	4月	3.30%	2.60%	--
5/21/2025 14:00	英国	核心CPI同比	4月	3.60%	3.40%	--
5/21/2025 14:00	英国	零售物价指数	4月	401.3	395.3	--
5/21/2025 14:00	英国	RPI月环比	4月	1.50%	0.30%	--
5/21/2025 14:00	英国	RPI同比	4月	4.20%	3.20%	--

主要国家本周经济数据公布日程

公布日子/时间	地区	项目	时间	预测	前值	修正
5/21/2025 20:00	墨西哥	社会消费品零售总额同比	3月	2.50%	-1.10%	--
5/22/2025 7:50	日本	核心机械订单-环比	3月	-1.60%	4.30%	--
5/22/2025 7:50	日本	核心机械订单-同比	3月	-1.80%	1.50%	--
5/22/2025 14:00	英国	PSNB除银行集团	4月	--	16.4b	--
5/22/2025 14:00	日本	机床订单同比	4月	--	7.70%	--
5/22/2025 20:00	墨西哥	经济活动IGAE同比	3月	2.95%	-0.72%	--
5/22/2025 20:30	美国	芝加哥联储全美活动指数	4月	-0.22	-0.03	--
5/22/2025 22:00	美国	二手房销量年率	4月	4.10m	4.02m	--
5/23/2025 5:00	韩国	PPI同比	4月	--	1.30%	--
5/23/2025 7:30	日本	国民消费物价指数同比	4月	3.50%	3.60%	--
5/23/2025 7:30	日本	全国CPI（除生鲜食品）同比	4月	3.40%	3.20%	--
5/23/2025 14:00	英国	月环比零售营收 除汽车燃料	4月	0.20%	0.50%	--
5/23/2025 14:00	英国	同比零售营收 除汽车燃料	4月	4.40%	3.30%	--
5/23/2025 14:00	英国	零售销售环比	4月	0.40%	0.40%	--
5/23/2025 14:00	英国	同比零售营收 含汽车燃料	4月	4.50%	2.60%	--
5/23/2025 20:00	墨西哥	贸易余额	4月	-675.0m	3,442.0m	--
5/23/2025 22:00	美国	新建住宅销量年率	4月	690k	724k	--
5/23/2025-5/24/2025	美国	建筑许可	4月	--	1,412k	--
5/26/2025 13:00	日本	领先指数 CI	3月	--	107.7	--
5/26/2025 19:30	巴西	经常项目余额	4月	--	-\$2,245m	--

免责声明：

本文由中信证券财富管理(香港)撰写。中信证券财富管理(香港)是中信证券经纪(香港)有限公司和中信证券期货(香港)有限公司的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理(香港)或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理(香港)的官方观点和利益(包括投资研究部门的观点)存在差异，也可能不存在差异。

本文不包含支持投资决策的全部信息，您不应依赖它来评估投资任何证券或产品的优势。此外，读者应对法律、监管、税务、信用和会计方面的影响进行独立评估，并与其金融专业人士一起确定此处提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获得所有可用的相关信息。所载任何预测、数据、意见或投资技术和策略仅供参考，基于某些假设和当前市场状况，如有更改，恕不另行通知。

虽然信息来自被认为可靠的来源，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

任何人士于某司法管辖区其中作出购买或出售证券的邀请或招揽属违法时，本文不应被解释为发出此类邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪(香港)有限公司(下称“中信证券财富管理(香港)”，中央编号AAE879)，一家受香港证券及期货事务监察委员会监管的公司发表及分发。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用法律和法规，中信证券财富管理(香港)、其各自的关联公司或与中信证券财富管理(香港)有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理(香港)和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本文。中信证券经纪(香港)有限公司2025版权所有，并保留一切权利。