



外需波动叠加国内政策利好，港股市场震荡向上

2025年05月25日

核心观点：

- 本周港股行情表现：**（1）本周（5月19日至5月23日），全球主要股指多数下跌。其中，恒生中国企业指数上涨1.36%，恒生指数上涨1.10%，均表现居前，恒生指数已实现连续七周上涨；恒生科技指数下跌0.65%，表现居中。（2）港股行业层面：本周9个行业上涨、2个行业下跌。其中，医疗保健、工业、材料涨幅居前，分别上涨9.54%、6.09%、6.02%；日常消费、房地产分别下跌1.44%、1.01%。从二级行业来看，本周电气设备、医药生物、耐用消费品、消费者服务、有色金属等涨幅居前，日常消费零售、家庭用品、可选消费零售、国防军工、房地产等跌幅居前。（3）消息方面：医药生物方面，5月20日，三生制药（01530.HK）公告称，其与辉瑞公司就前者自主研发的PD-1/VEGF双特异性抗体SSGJ-707签订了独家许可协议。科技方面，5月22日，小米自主研发设计的首款3nm旗舰处理器“玄戒O1”、首款续航4G手表芯片“玄戒T1”正式发布。这是中国内地3nm芯片设计的一次突破，紧追国际先进水平。
- 本周港股流动性：**（1）港交所日均成交金额为2017.94亿港元，较上周下降294.8亿港元。本周日均沽空金额为233.24亿港元，较上周上升2.74亿港元；沽空金额占成交额比例的日均值为11.57%，较上周上升1.58个百分点。（2）本周南向资金累计净买入189.59亿港元，较上周上升276.44亿港元。
- 港股估值与风险偏好：**（1）本周港股估值总体上升。截至5月23日，恒生指数的PE、PB分别为10.54倍、1.1倍，分别较上周五上涨1.19%、1.18%，分别处于2019年以来71%、71%分位数水平。恒生科技指数的PE、PB分别为21.16倍、2.96倍，分别处于2019年以来15%、61%分位数水平。（2）5月23日，10年期美国国债到期收益率较上周五上行8BP至4.51%，港股恒生指数的风险溢价率为4.97%，为3年滚动均值-2.1倍标准差，处于2010年以来10%分位。5月23日，10年期中国国债到期收益率较上周五上行4.15BP至1.7208%，从而港股恒生指数的风险溢价率为7.76%，为均值（3年滚动）-0.86倍标准差，处于2010年以来74%分位。（3）本周港股市场表现整体好于A股市场。截至5月23日，恒生沪深港通AH股溢价指数较上周五下行2.23点至131.88，处于2014年以来48%分位数的水平。
- 港股市场投资展望：**外需方面，关税前景仍然不明朗，短期内抢出口需求高涨，市场情绪仍然随贸易局势变化而波动。国内方面，国内降准降息利好已落地，且财政政策持续发力，政策效果将逐渐显现。当前港股估值处于历史中等水平，展望未来，建议关注：（1）我国自主研发进度加快且成果较多的科技板块；（2）受益于中美关系缓和的外贸板块，主要有耐用消费品、国防军工、家电、纺织服装、家庭用品、硬件设备、机械、医药生物、造纸与包装等板块；（3）受益于上市公司重大资产重组新规的板块，主要有央企国企、科技企业等。
- 风险提示：**国内政策效果不确定风险；关税政策扰动风险；市场情绪不稳定风险。

分析师

杨超

☎：010-8092-7696

✉：yangchao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030004

研究助理：周美丽

相关研究

2025-05-07，关键时间节点的发布会：一揽子金融政策稳市场稳预期

2025-04-25，4月中央政治局会议解读：“持续稳定和活跃资本市场”聚焦哪些方面？

2025-04-23，公募基金一季度持仓释放哪些信号？

2025-04-08，汇金入市，坚定看多

2025-04-03，港股2025年二季度投资展望：从估值修复到盈利兑现

2025-04-02，2025年二季度A股投资展望：风格切换，均衡配置

2025-03-23，港股市场2025年以来行情拆解

2025-02-21，南向资金与国际资金结构同频还是分歧？

2025-02-13，地方两会对A股投资结构有哪些启示？

2025-02-04，春节假期热点跟踪：海外市场多变局，国内消费掀热潮

2024-12-31，2024年全球大类资产投资展望：变局·择机

2024-12-27，2025年港股投资展望：潮涌·博弈

2024-12-26，2025年A股市场投资展望：重构·聚势

2024-12-19，美联储12月议息会议点评报告：美联储传递节奏更换的渐进式降息信号

2024-12-13，中央经济工作会议对投资的启示

2024-11-19，央企国企改革助推市场估值结构重塑——央企引领专题

目录

Catalog

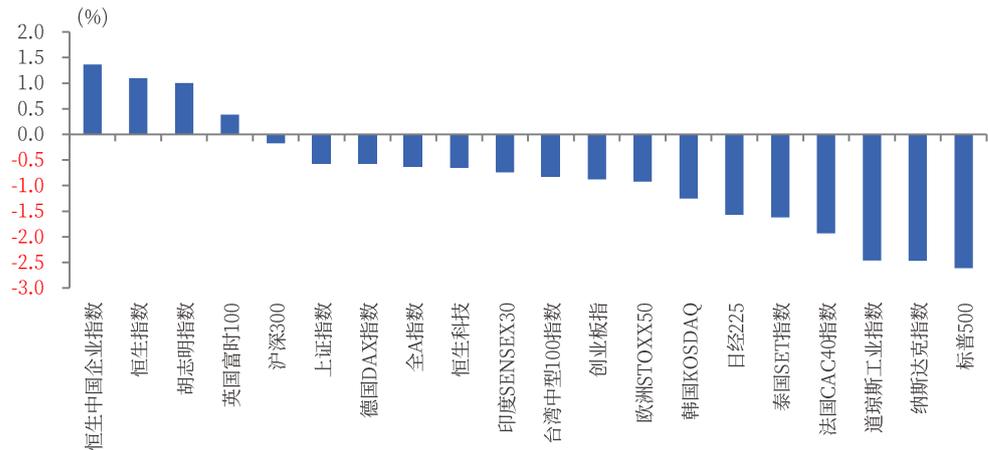
一、 本周港股市场回顾	3
(一) 指数涨跌幅	3
(二) 资金流动	4
(三) 估值与风险溢价	5
二、 港股市场投资展望	7
三、 风险提示	8

一、本周港股市场回顾

(一) 指数涨跌幅

本周（5月19日至5月23日），全球主要股指多数下跌。其中，恒生中国企业指数上涨1.36%，恒生指数上涨1.10%，均表现居前，恒生指数已实现连续七周上涨；恒生科技指数下跌0.65%，表现居中。

图1：全球权益市场本周涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

港股一级行业中，本周9个行业上涨、2个行业下跌。其中，医疗保健、工业、材料涨幅居前，分别上涨9.54%、6.09%、6.02%；日常消费、房地产分别下跌1.44%、1.01%。从二级行业来看，本周电气设备、医药生物、耐用消费品、消费者服务、有色金属等涨幅居前，日常消费零售、家庭用品、可选消费零售、国防军工、房地产等跌幅居前。

医药生物方面，5月20日，三生制药（01530.HK）公告称，其与辉瑞公司就前者自主研发的PD-1/VEGF双特异性抗体SSGJ-707签订了独家许可协议。根据协议，辉瑞将获得SSGJ-707在全球（不包括中国内地）开发、生产和商业化的独家权利。三生制药将获得12.5亿美元的首付款，以及最高可达48亿美元的开发、注册及销售里程碑付款，外加基于产品在许可地区净销售额的梯度双位数百分比提成。同时拥有中国区商业化选择权。这一里程碑式的交易不仅刷新了近年来中国创新药对外授权的金额记录，也预示着全球PD-1/VEGF双抗这一炙手可热的赛道竞争将进一步升级，更多中国优质产品将迎来BD可能。

科技方面，5月21日，美国企图全球禁用中国先进计算芯片，商务部新闻发言人对此发表谈话强调，美方措施涉嫌构成对中国企业采取的歧视性限制措施。任何组织和个人执行或协助执行美方措施，将涉嫌违反《中华人民共和国反外国制裁法》等法律法规，须承担相应法律责任。中方密切关注美方措施执行情况，将采取坚决措施维护自身正当权益。

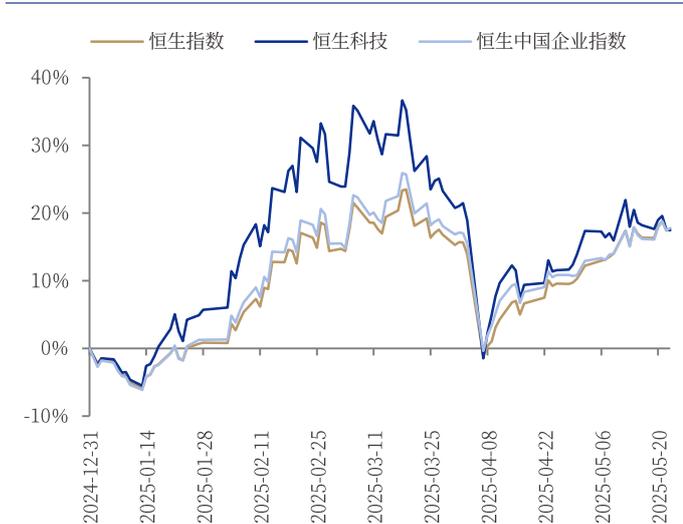
5月22日，小米15周年战略新品发布会在北京召开，小米集团创始人、董事长兼CEO雷军宣布，小米自主研发设计的首款3nm旗舰处理器“玄戒O1”、首款长续航4G手表芯片“玄戒T1”正式发布。这是中国内地3nm芯片设计的一次突破，紧追国际先进水平。小米将成为继苹果、高通、联发科后，全球第四家发布自主研发设计3nm制程手机处理器芯片的企业。

金融方面，5月20日，我国最新一期LPR出炉，1年期降至3%，5年期以上降至3.5%，均下降10个基点，为去年10月以来首次下调。与此同时，国有六大行及部分股份行启动年内首次人民币存款利率下调，对活期、定期、通知存款利率下调幅度在5到25bp之间，其中一年期存款首次跌破“1%”。多家国有银行大额存单利率也同步下调，部分期限降幅高达35bp。

消费方面，4月份，中国社会消费品零售总额37174亿元，同比增长5.1%，增幅较前值缩小0.8个百分点。1-4月份，社会消费品零售总额161845亿元，增长4.7%，增速较前值上升0.1个百分点。4月，消费品以旧换新相关商品销售继续大幅增长，对社会消费总额贡献较大，其中，家用电器和音像器材类同比增长38.8%，家具类同比增长26.9%。

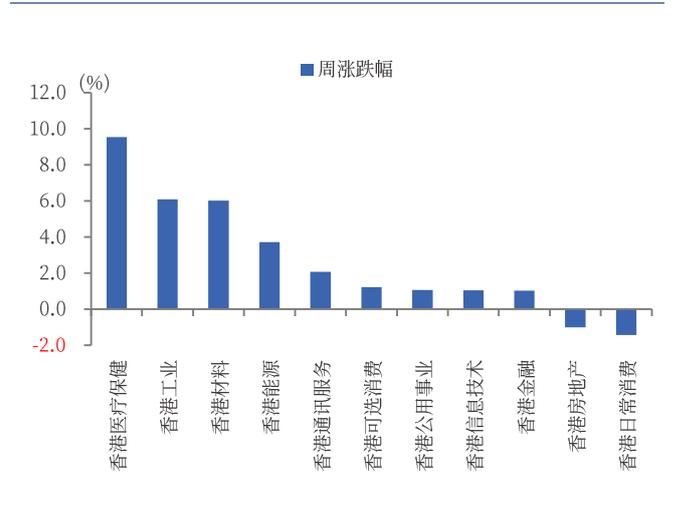
房地产板块受开发投资数据拖累，本周跌幅居前。1-4月，中国全国房地产开发投资同比下降10.3%，跌幅较前值扩大0.4个百分点；新建商品房销售面积下降2.8%，降幅较前值缩小0.2个百分点；新建商品房销售额同比下降3.2%，降幅较前值扩大1.1个百分点。

图2：2025年以来港股三大指数累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：港股一级行业指数本周涨跌幅



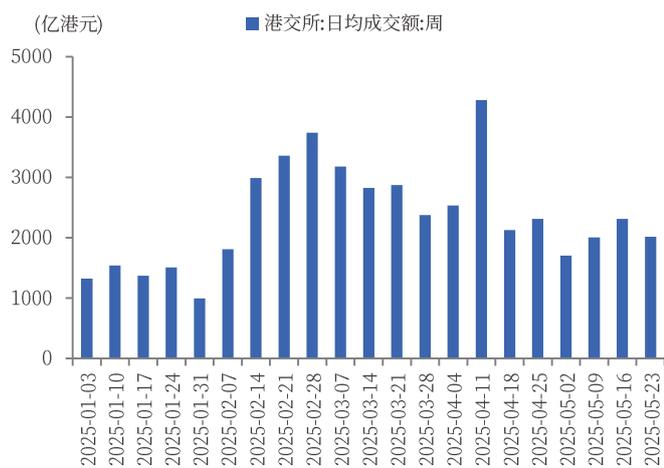
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 资金流动

从情绪指标看，本周港交所日均成交金额为2017.94亿港元，较上周下降294.8亿港元。本周日均沽空金额为233.24亿港元，较上周上升2.74亿港元；沽空金额占成交额比例的日均值为11.57%，较上周上升1.58个百分点。

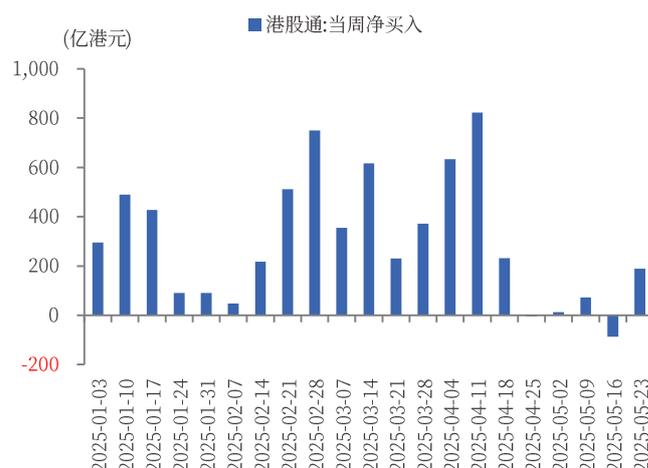
流动性指标方面，本周南向资金累计净买入189.59亿港元，较上周上升276.44亿港元。个股方面，截至5月23日的近7天，南向资金大幅净买入：建设银行(00939.HK)57.20亿港元，美团-W(03690.HK)36.25亿港元，中国移动(00941.HK)22.49亿港元，中国海洋石油(00883.HK)10.20亿港元。南向资金大幅净卖出：腾讯控股(00700.HK)76.71亿港元，小米集团-W(01810.HK)23.96亿港元，阿里巴巴-W(09988.HK)13.45亿港元。

图4: 港交所市场总成交额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 南向资金周度净买入规模

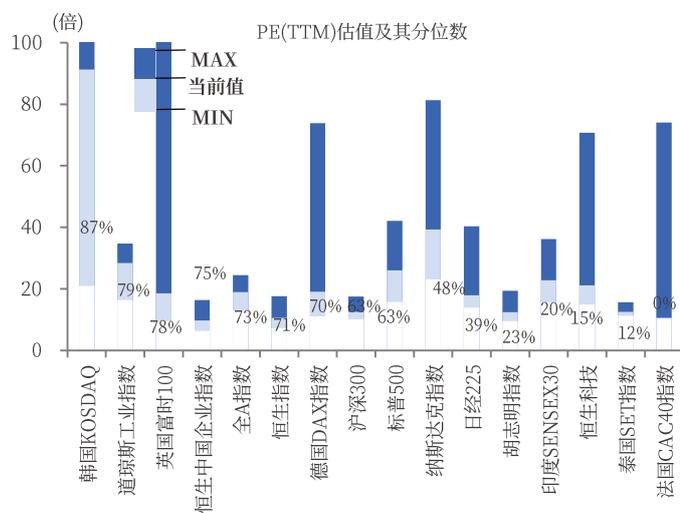


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 估值与风险溢价

本周港股估值总体上升。截至5月23日, 恒生指数的PE、PB分别为10.54倍、1.1倍, 分别较上周五上涨1.19%、1.18%, 分别处于2019年以来71%、71%分位数水平。恒生科技指数的PE、PB分别为21.16倍、2.96倍, 分别处于2019年以来15%、61%分位数水平。

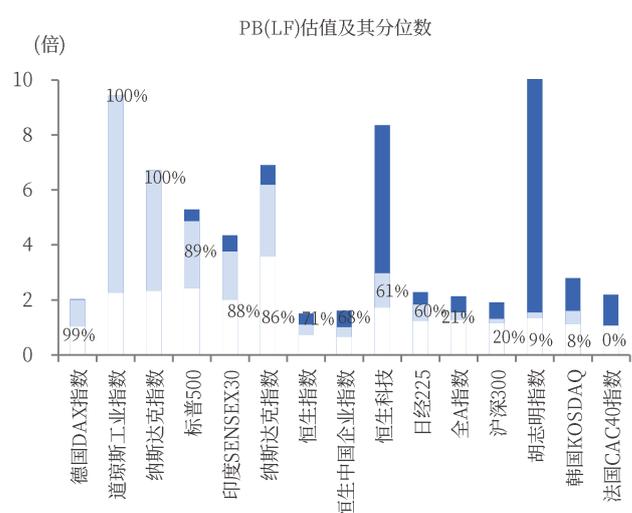
图6: 全球主要权益指数 PE 估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 图中数据标签为2019年以来的估值分位数

图7: 全球主要权益指数 PB 估值及分位数

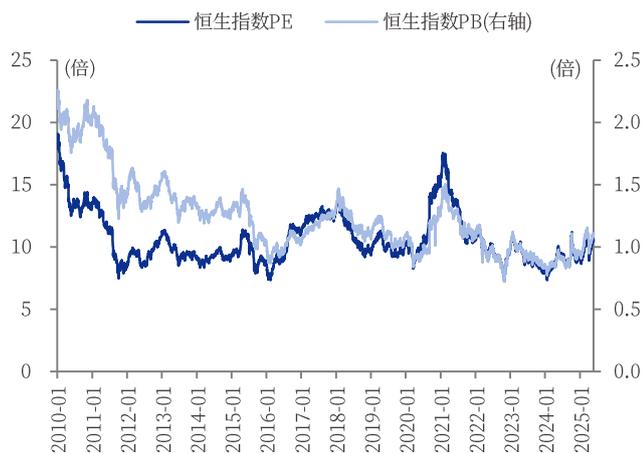


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 图中数据标签为2019年以来的估值分位数

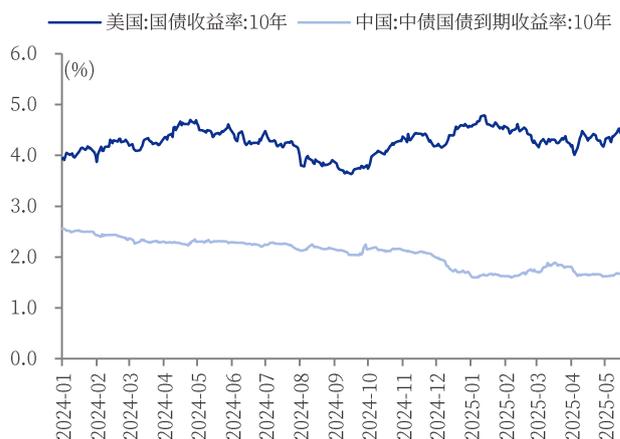
2025年5月23日, 10年期美国国债到期收益率较上周五上行8BP至4.51%, 港股恒生指数的风险溢价率(1/恒生指数PE-10年期美国国债到期收益率)为4.97%, 为3年滚动均值-2.1倍标准差, 处于2010年以来10%分位。

图8: 恒生指数 PE 估值、PB 估值



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

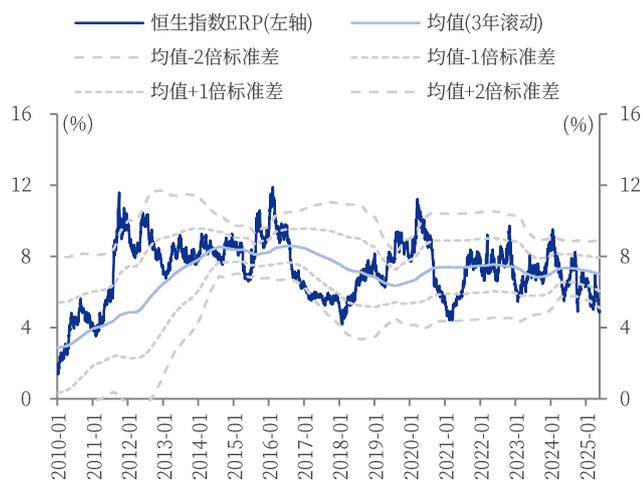
图9: 10 年期美国国债收益率与 10 年期中国国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

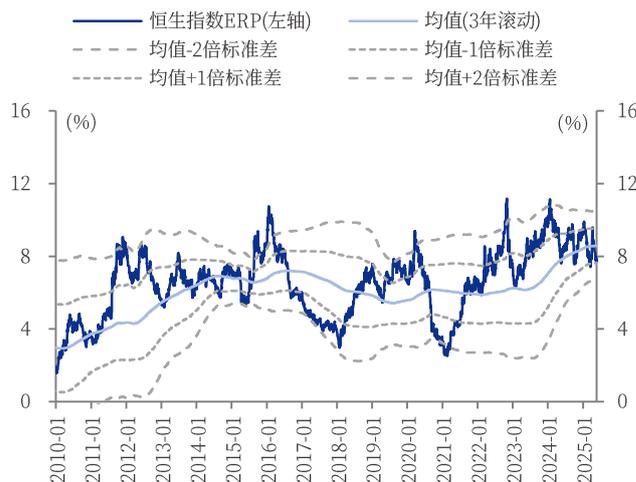
截至 2025 年 5 月 23 日, 10 年期中国国债到期收益率较上周五上行 4.15BP 至 1.7208%, 从而港股恒生指数的风险溢价率 (1/恒生指数 PE-10 年期中国国债到期收益率) 为 7.76%, 为均值 (3 年滚动) -0.86 倍标准差, 处于 2010 年以来 74%分位。

图10: 恒生指数 ERP (相对 10 年期美债)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 恒生指数 ERP (相对 10 年期中国国债)



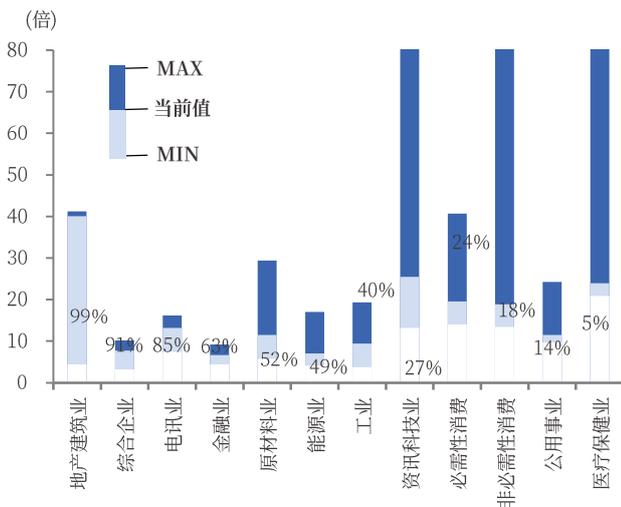
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

行业估值方面, 截至 5 月 23 日, 恒生综合行业估值分化较大。医疗保健业、公用事业、非必需性消费、必需性消费、资讯科技业、工业等六个行业的 PE 估值均处于 2019 年以来 40%分位数以下, 处于历史中低水平。

截至 5 月 16 日, 能源业、金融业、电讯业、地产建筑业、综合企业、公用事业等六个行业的股息率均高于 5%。其中, 金融业、公用事业、地产建筑业的股息率均处于 2019 年以来 60%分位数水平以上。投资上述行业有利于投资者获取稳定收益。

本周港股市场表现整体好于 A 股市场。截至 5 月 23 日, 恒生沪深港通 AH 股溢价指数较上周五下行 2.23 点至 131.88, 处于 2014 年以来 48%分位数的水平。

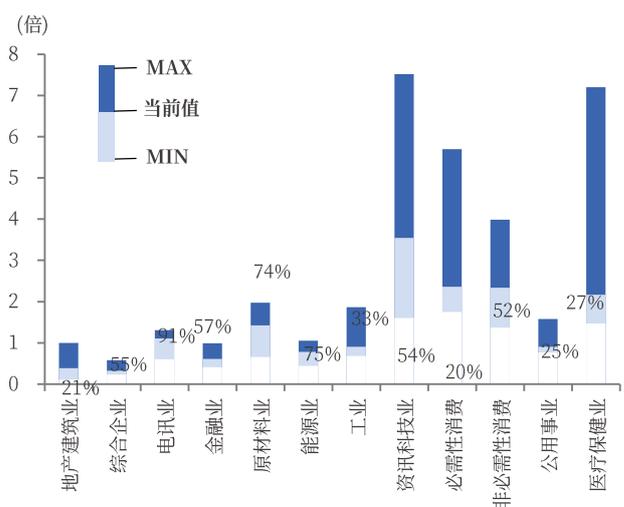
图12: 港股各行业 PE 估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 图中数据标签为 2019 年以来的估值分位数

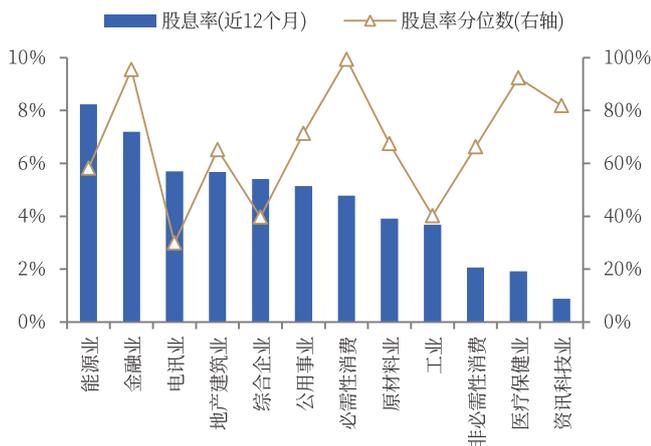
图13: 港股各行业 PB 估值及分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

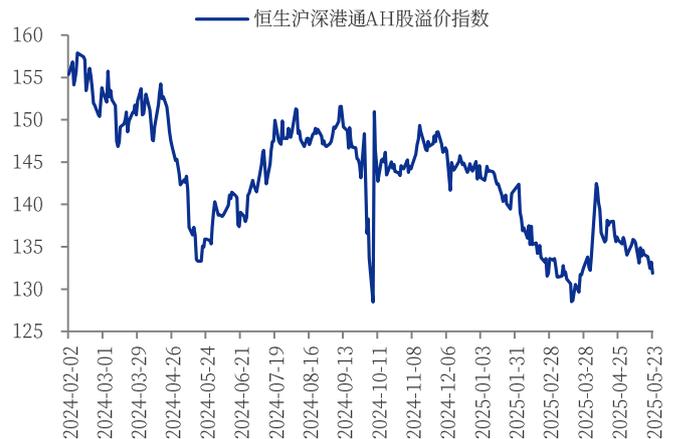
注: 图中数据标签为 2019 年以来的估值分位数

图14: 恒生综合行业指数股息率及其 2019 年以来分位数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 恒生沪深港通 AH 股溢价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、港股市场投资展望

外需方面，关税前景仍然不明朗，短期内抢出口需求高涨，市场情绪仍然随贸易局势变化而波动。国内方面，国内降准降息利好已落地，且财政政策持续发力，政策效果将逐渐显现。

当前港股估值处于历史中等水平，展望未来，建议关注：（1）我国自主研发进度加快且成果较多的科技板块；（2）受益于中美关系缓和的外贸板块，主要有耐用消费品、国防军工、家电、纺织服装、家庭用品、硬件设备、机械、医药生物、造纸与包装等板块；（3）受益于上市公司重大资产重组新规的板块，主要有央企国企、科技企业等。

三、风险提示

国内政策效果不确定风险；关税政策扰动风险；市场情绪不稳定风险。

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

杨超，中国银河研究院策略组组长。清华大学理论经济学博士，8年大类资产配置策略研究经验。2019年加入中国银河证券研究院，主要从事策略研究，奉行“系统决策、深耕细作、挖掘价值”的投研理念，注重逻辑性、及时性与前瞻性。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn