

日本5月综合PMI重回收缩区间 印度5月份服务业增长强劲

德法两国经济仍疲弱 欧元区5月综合PMI重回收缩区间

全球
宏观

上周海外宏观数据：

5月22日，标普全球公布5月份PMI初值：

- **日本：**5月份制造业PMI初值录得49，高于4月份的48.7，但已连续11个月位于荣枯线以下，服务业PMI初值录得50.8，低于4月的52.4。主要由于受到美国对日本商品加征关税的影响，日本5月制造业延续过去一年的颓势，尽管服务业仍维持在扩张区间，但制造业的疲软导致5月份综合PMI录得49.8，重新回到收缩区间。
- **印度：**5月制造业PMI初值由上月的58.2微升至58.3，5月份服务业PMI初值由上月的58.7升至61.2，创下14个月新高，共同推动5月份印度综合PMI初值录得61.2，高于上月的59.7。主要由于来自印度国内及海外的强劲新业务流入，促进私营企业经营活动及就业加快扩张，投入成本及出厂价格通胀创去年底以来最快增长。
- **欧元区：**5月制造业PMI初值录得49.4，略高于上月的49，但仍处于收缩区间，服务业PMI初值由上月的50.1下降至48.9，为近16个月最低，综合PMI初值由上月的50.4下降至49.5，重回收缩区间。两大经济体整体经济仍然疲弱，其中德国5月服务业显著收缩导致综合PMI初值跌破荣枯线，法国5月份制造业和服务业仍处于收缩区间。

美国5月制造业、服务业PMI初值双双高于市场预期 英国5月服务业重回扩张区间 澳洲联储公布降息25个基点

全球
宏观

上周海外宏观数据：

5月22日，标普全球公布5月份PMI初值：

- **英国：**5月份制造业PMI初值由上月的45.4略降至45.1，服务业PMI初值由上月的49上升至50.2，重回扩张区间并创近两个月新高，服务业的扩张推动5月综合PMI初值录得49.4，高于上月的48.5。
- **美国：**5月份制造业PMI初值录得52.3，大幅高于上月的50.2，制造业在过去两个月经历收缩后重新恢复扩张，5月服务业PMI初值录得52.3，也大幅高于上月的50.8，且制造业、服务业PMI初值双双高于市场预期，推动5月综合PMI初值由上月的50.6大幅上升至52.1。
- **澳洲：**5月20日，澳洲联储公布最新利率决议，委员会决定将现金利率目标由4.1%下调25个基点至3.85%，为近两年首次降至4%以下。会议决议显示，通胀已大幅回落，近期一季度通胀数据进一步确认通胀持续缓解，且澳洲央行委员预测虽然未来一年临时性因素消退可能推动整体通胀升至区间上限，但预计在大部分预测期内基础通胀将维持在2-3%区间中值附近，而且委员会认为随着国际形势对经济构成压力，上行风险有所减弱，认为本次会议放松货币政策是适宜的。

中国4月份社会消费品零售总额同比增长5.1%

4月份全国规模以上工业增加值同比增长6.1%

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **社会消费品零售：** 5月19日，国家统计局公布4月份社会消费品零售数据。数据显示，4月份，社会消费品零售总额3.7万亿元，同比增长5.1%，增速较3月份回落0.8个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额3.4万亿元，同比增长5.6%。1—4月份，社会消费品零售总额16.2万亿元，同比增长4.7%，增速较一季度加快0.1个百分点。其中，除汽车以外的消费品零售额14.7万亿元，同比增长5.2%。从消费类型上看，4月份，餐饮收入和商品零售额分别同比增长5.2%和5.1%，其中消费品以旧换新政策持续显效，限额以上单位家用电器和音像器材类、文化办公用品类、家具类、通讯器材类商品零售额分别大幅增长38.8%、33.5%、26.9%、19.9%。
- **规模以上工业增加值：** 5月19日，国家统计局公布4月份规模以上工业增加值数据。数据显示，全国规模以上工业增加值同比增长6.1%，环比增长0.22%，1—4月份，全国规模以上工业增加值同比增长6.4%。从三大门类看，4月份制造业同比增长6.6%，采矿业的5.7%及电力、热力、燃气及水生产和供应业的2.1%，高于整体0.5个百分点。4月份，规模以上装备制造业增加值同比增长9.8%，贡献率为55.9%，占全部规模以上工业的比重已连续26个月保持在30%以上，“压舱石”作用凸显。另外，规模以上高技术制造业增加值同比增长10%，也显著高于整体工业增速。

4月份房地产市场仍处于筑底阶段 1年期和5年期LPR均下降10个基点

全球
宏观

上周国内宏观数据：

- **地产：**5月19日，国家统计局公布全国房地产市场数据。4月份，70个大中城市中，一线城市新建商品住宅销售价格环比由上月上涨0.1%转为持平，其中，北京和上海分别上涨0.1%和0.5%、广州和深圳分别下降0.2%和0.1%；二手住宅销售价格环比由上月上涨0.2%转为下降0.2%，其中，上海上涨0.1%、广州持平、北京和深圳分别下降0.6%和0.3%。另外，二线城市新建商品住宅销售价格环比持平，与上月相同；三线城市新建商品住宅销售价格环比下降0.2%，降幅与上月相同。二、三线城市二手住宅销售价格环比均下降0.4%，降幅比上月分别扩大0.2个和0.1个百分点。整体来看，各线城市商品住宅销售价格环比持平或略降，同比降幅有所收窄，整体仍处于筑底阶段。
- **LPR：**5月20日，中国人民银行公布最新贷款市场报价利率（LPR）：1年期LPR由3.1%下调10个基点至3%，5年期LPR由3.6%下调10个基点至3.5%。LPR下降能持续推动社会综合融资成本下降，有利于稳定市场预期，激发信贷需求，促进企业投资，进一步加大金融支持实体经济力度，另外，5年期以上LPR下降有利于降低居民房贷压力，释放消费能力以促进消费、扩大内需。5月20日当天，主要银行优化存款挂牌利率，活期存款利率下降0.05个百分点，定期存款利率下降0.15—0.25个百分点。

欧美贸易谈判不顺 日美国债拍卖遇冷

股票

主要股票指数

标普 500指数	5802.82	-2.61	-1.34	24.82
纳斯达克100指数	20915.65	-2.39	-0.46	33.40
道琼斯指数	41603.07	-2.47	-2.21	23.09
欧洲Stoxx 50指数	5326.31	-1.86	8.79	15.93
富时100指数	8717.97	0.38	6.67	13.11
德国DAX指数	23629.58	-0.58	18.69	20.23
恒生指数	23601.26	1.10	17.65	11.94
恒生科技指数	5246.87	-0.65	17.43	25.24
上证指数	3348.37	-0.57	-0.10	14.02
沪深300指数	3882.27	-0.18	-1.34	15.38
富时中国A50指数	13636.43	0.08	0.91	12.48
日经225指数	37160.47	-1.57	-6.85	17.76
MSCI 东盟指数	715.77	0.82	5.03	15.03
MSCI 印度指数	2924.90	-0.59	2.85	26.36

- 美股上周表现疲软，标普连续四日录得下跌。穆迪在5月16日盘后下调美国信用评级至Aa1级，叠加美债拍卖需求低迷，压制了市场风险偏好。特朗普于5月23日威胁自6月1日起对欧盟商品加征50%关税，并对非美国制造的手机征收25%关税，此举导致市场对全球贸易摩擦升级的担忧升温。
- 特朗普上台之后，美股的波动性明显加大，同时其言论尤其是关税政策几乎左右了近期美股的走势。目前关税风险仍未完全解除，但关税大棒仍只是特朗普的谈判手段，无需过度担忧。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年05月23日

东证国际财富管理

股票

- A股上周三大指数均收跌，但整体跌幅不大。5月LPR下调10BP（1年期3.0%、5年期3.5%），叠加存款利率同步调降，释放流动性约1万亿元，缓解市场资金压力。4月社零销售在国补政策下实现较快拉动，但CPI同比仍下跌0.1%。未来一周，投资者需关注中国5月PMI及特朗普关税政策动向。
- 恒指连续七周录得涨幅，恒生科技指数则录得下跌。流动性方面，全周成交额维持在1800亿港元，较前周缩量15%，显示市场观望情绪逐渐浓厚。行业方面，三生制药与辉瑞签订授权许可协议，首付款金额刷新中国创新药License out记录，恒瑞医药上周上市大涨25%，拉动港股创新药板块上涨。
- 上周日经225指数承压，结束之前六周连涨。**5月20日，新发20年期日本国债拍卖结果惨淡，十年期日本国债收益率已经一路飙升至1.55%。**日本长期的低息资金是日股乃至美股套利资金的主要来源，日债利率的升高意味着投资者需要卖出美债，美股及日股以偿还日债，这可能引发全球资本市场的震荡。

资料来源：彭博、东方证券（香港）数据截止：2025年05月23日

中美关税战缓和 恒生连续七周上涨

市场热点

- 恒指在近期连续七周录得上涨，表现强劲。其主要由于一、特朗普关税政策导致恒指在4月初录得暴跌，导致整体基数较低。二、中美贸易关税超预期录得缓和，市场情绪回暖。三、恒指即使在最近两年大幅上涨之后，市盈率仍低于12倍，在全球股市中处于绝对洼地。四、港股通开通后南向资金的流入成为支持港股持续走高的新生力量，南向资金相较外资对中国资产的熟悉度更高，也更有信心。
- 相较于美股和A股，港股虽然缺乏流动性，但胜在长期低估值，这给价值投资这种挖掘低估优质股的策略提供了良好的试验场，是投资港股的一大优质策略。

基金亮点

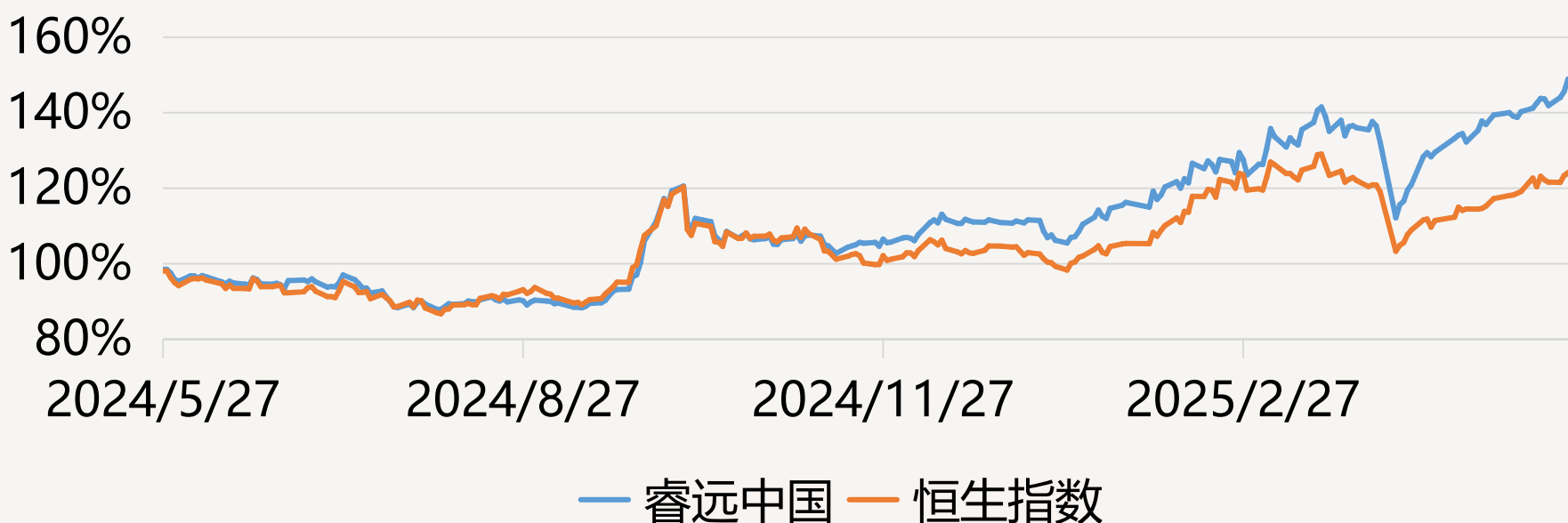
- **睿远中国股票基金（A类-港元） HK0000955192**
- **基金坚持价值投资策略,基金经理万青历史业绩长期领先，基金成立以来超额收益明显。**基金一年期收益高达47.96%，对恒生指数超额收益明显，选股及择时能力突出。
- **精准调仓显示选股择能力：**基金选股择时能力突出，以泡泡玛特为例，基金在1月附近泡泡玛特录得微调时大幅加仓，该股在近期大幅上涨，为基金净值做出较大贡献。

基金

基金详情

- **基金成立以来表现亮眼，超额收益明显。**截止4月22号基金一年期回报为47.96%，同期恒生指数回报为22.65%。基金今年以来收益率为32.93%，明显高于恒指回报。基金的超高回报得益于该基金优秀的选股和择时能力。在4月7号由于关税带来的巨大回撤后，基金迅速反弹并持续录得新高，阿尔法能力突出。

一年期回报率对比



资料来源：彭博，东方证券（香港） 数据截止至2025年05月22日

- 从行业上看，目前基金持仓中接近40%为可选消费，从五大持仓来看，与3月月报相比，京东，富途退出了前五大持仓，而卓越教育集团，嘉里建设进入前五大持仓。基金持仓的集中度较高，前五大持仓总计接近50%。基金持有公司符合价值投资高护城河高现金流的原则。

行业分布		%	五大持股		%
可选消费品		37.92	泡泡玛特		13.84
金融		17.1	卓越教育集团		10.58
医疗保健		12.34	腾讯控股		9.47
通讯服务		9.47	嘉里建设		9.14
房地产		9.14	携程集团		8.72

资料来源：基金4月月报，东方证券（香港）

穆迪降美国主权评级推高美债收益率升高 上周中国债市整体小幅震荡

债市

- **美国：**早前一周5月16日，穆迪宣布将美国主权信用评级Aaa下调至Aa1，同时将其评级展望从“负面”调整为“稳定”，受此影响，投资人对美债信心下滑，上周一美债收益率大幅升高，30年期美国国债收益率再度突破5%高位，10年期美国国债收益率日内最高达到4.56%。上周三，美国财政部拍卖160亿美元的20年期国债遇冷，最终得标利率升至5.047%，投标倍数跌至2.46，美国市场再度出现股债汇“三杀”，10年期美债利率一度突破4.6%高位。截至上周五，10年期美国国债收益率上升至4.51%，2年期美国国债收益率微跌至3.99%。
- **中国：**早前一周，货币政策已经落地，中美关税博弈也出现缓和，上周没有新的增量政策。资金面上看，上周央行通过市场公开操作实现净投放12000亿元，但临近跨月，资金面仍面临压力。从宏观基本面来看，上周公布的4月份社零增速较3月有所回落、房地产数据显示地产仍处于筑底阶段，宏观基本面对债市形成一定支撑。上周中国债市整体小幅震荡，截至上周五，中国10年期国债收益率小幅上升至1.69%，2年期国债收益率微跌至1.46%。

债市

上周表现回顾

债券指数	指数	上周表现 (%)	年初至今 (%)	YTM (%)
彭博美国国债指数	2329.88	-0.33	1.73	4.29
彭博美国公司债总回报指数	3326.93	-0.52	1.14	5.35
彭博美国企业高收益债指数	2734.86	-0.47	1.93	7.88
彭博欧洲综合总回报指数	244.77	0.03	0.41	2.79
彭博亚洲美元投资级债券指数	195.78	-0.10	2.06	5.06
彭博亚洲美元高收益债券指数	187.78	-0.30	2.68	10.08
彭博中国综合总回报指数	280.55	0.26	1.97	1.75
彭博中资美元债总回报指数	136.02	-0.06	2.52	5.38
Markit iBoxx中资美元投资级债券指数	234.12	0.04	2.30	N/A
Markit iBoxx中资美元高收益债券指数	237.16	-0.09	4.80	N/A
彭博新兴市场美元综合债券指数	1277.26	-0.29	2.33	6.62

市场短评

➤ 上周，美国债券市场受到穆迪下调美国主权信用评级、20年期国债拍卖遇冷等因素影响，美国长期国债收益率大幅攀升，30年期国债收益率又突破5%的高位，10年期国债收益率也再次升至4.5%以上，上周彭博美国国债指数及美国公司债总回报指数分别下跌0.33%及0.52%。上周五，特朗普政府提出拟对欧盟加征50%关税，自6月1日起实施，消息公布后，当日欧元区各国国债收益率大幅下跌，德国10年期国债收益率下跌7个基点、法国10年期国债收益率下跌4个基点，上周彭博欧洲综合总回报指数上涨0.03%。上周国内市场没有新政策出台，资金面和宏观基本面因素共同影响债市小幅波动，上周彭博中国综合总回报指数上涨0.26%。

数据来源：彭博，东方证券（香港），数据截至：2025年5月25日

中资境外债市场

上周公司重要新闻

- 5月19日，越秀地产发布公告称，公司的非全资附属公司武汉康景实业投资有限公司将出售目标公司北京海臻置业有限公司65%的股权，交易对价约为41.49亿元。公司预计出售事项将使集团迅速回收其资本，从而有效提升资本周转效率。
- 5月21日，万科企业发布公告，已与深圳地铁集团签署《不超过人民币42亿元借款合同》，并收到42亿元借款。同时，公司与深铁集团签署了《42亿借款补充协议》，约定以不超过60亿元万物云股票作为原借款合同质押物，并提供70%的质押率。若股东大会未能审议通过股票质押事项，万科需提供其他合格担保或偿还借款本息。
- 5月22日，《彭博》引述知情人士透露，新世界发展已获得约10家银行的承诺，将参与其875亿港元的贷款再融资。据悉，新世界邀请了50多家现有的银行贷款机构参与此次交易，暂时已有10家银行完成内部审核程序承诺参与。

相关债券

公司	债券	当前交易价格	上周价格变动
越秀地产	YUEXIU 2.8 01/20/2026	98.101	+0.059
万科企业	VNKRLE 3.55 06/08/2025	99.256	+0.182
新世界发展	NWDEVL 8.625 02/08/2028	71.858	-2.155

资料来源：彭博，数据截至2025年5月25日

中资境外债市场

上周一级市场发行

发行主体	信用评级	到期日	规模	货币	初始定价 (收益率)	定价日期
凉山州发展(控股)集团有限责任公司	无	23/5/2028	5450万	美元	5.50%	20/5/2025
成都陆港枢纽投资发展集团有限公司	无	23/5/2028	1亿	美元	4.80%	20/5/2025
CDBL Funding 1 (国银航空金融租赁)	A/A2/A (标普/穆迪/惠誉)	27/5/2030	4亿	美元	4.750%	20/5/2025
CDBL Funding 1 (国银航空金融租赁)	A/A2/A (标普/穆迪/惠誉)	27/5/2030	3亿	美元	O/N SOFR+80	20/5/2025
淮安市交通控股集团有限公司	无	23/5/2028	3亿	美元	4.78%	20/5/2025
潍坊市海洋投资集团有限公司	无	23/5/2028	2亿	人民币	6.90%	20/5/2025
商丘新城建设投资集团有限公司	无	29/5/2028	7840万	美元	6.50%	21/5/2025
中国建设银行股份有限公司香港分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	28/5/2028	20亿	人民币	1.90%	21/5/2025
China Securities International Investment Co Ltd (中信建投国际)	BBB+/BBB+ (标普/惠誉)	28/5/2026	3.5亿	港元	4.50%	21/5/2025
中国建设银行股份有限公司香港分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	28/5/2028	10亿	美元	SOFRINDEX+ 52	21/5/2025
中国建设银行股份有限公司香港分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	28/5/2030	5亿	美元	SOFRINDEX+ 60	21/5/2025
中国宏桥集团有限公司	BB/BB+ (标普/惠誉)	29/11/2028	2.7亿	美元	6.925%	22/5/2025
中国建设银行股份有限公司卢森堡分行	A/A1/A (标普/穆迪/惠誉)	29/5/2028	8亿	人民币	1.90%	22/5/2025
晋江市路桥建设开发有限公司	无	28/5/2026	1.4亿	美元	6.25%	22/5/2025
Zhongtai International Finance (BVI) Company Limited (中泰国际)	无	28/5/2027	2亿	美元	5.30%	22/5/2025
泰州市中天新能源产业发展有限公司	无	27/5/2028	7.2亿	人民币	7.30%	22/5/2025
China Securities International Investment Co Ltd (中信建投国际)	BBB+/BBB+ (标普/惠誉)	27/5/2026	2400万	美元	4.55%	22/5/2025
China Securities International Investment Co Ltd (中信建投国际)	BBB+/BBB+ (标普/惠誉)	28/8/2025	2亿	港元	1.65%	22/5/2025

资料来源：彭博，数据截至2025年5月25日

一周大行观点

上周大行观点精选

摩根大通

法案核心内容与争议焦点
摩根大通在一份报告中表示，该法案旨在落实特朗普竞选承诺，核心内容包括：税收政策：永久降低个人和企业税率，临时取消小费和加班费征税，将州和地方税收(SALT)抵扣上限从1万美元提高至3万美元(适用于年收入低于40万美元的家庭)，并计划将债务上限提高4万亿美元。

正向
特朗普
债务

摩根大通的市場情报专家们给出以下线索：“AI芯片霸主”英伟达(NVDA.US)业绩远不及预期。

负向
英伟达

摩根士丹利预计，美联储未来将进行一系列降息，这将支撑债券市场并提振企业盈利，该行因此上调了对美国股票和国债的投资建议。

负向
美国国债

摩根士丹利

摩根士丹利的最新报告中亦指出，2025年一季度，美图付费用户增长持续加速，今年1-4月增速已超过去年全年。

正向
美图

Serrano团队表示，其对欧洲银行股设定的目标价位暗示平均还有15%的上涨空间，在摩根士丹利策略师认为整体市场仅有3%上涨空间的背景下，该板块成为“极具吸引力的投资选择”。

正向
欧洲

花旗

参考近期花旗发布的研究报告，中国的IP衍生品市场预计到2027年将突破千亿，年复合增长率超过20%。

正向
IP衍生品

花旗预计，毛戈平将在京东618购物节期间延续强劲的在线增长势头，并在2024-2027年间实现31%的净利润复合年增长率(CAGR)。

正向
毛戈平

高盛

高盛发表报告指，一个月期香港银行同业拆息(HIBOR)本月累跌约280个基点至1.2%，主要由于香港银行体系流动性过剩。

负向
HIBOR

高盛发表报告指，预计美联储将于今年12月、明年3月和6月各减息25个基点，而早前预测为今年6月、7月和9月。

负向
美联储

富国银行

富国银行策略师迈克尔·舒马赫和安杰洛·马诺拉托斯在给客户的报告中称，预计“受穆迪降级影响，10年期和30年期美国国债收益率将再上升5-10个基点”。

负向
美国国债

大和

大和表示，对万国数据在2025年第二至第四季的息税折旧摊销前利润(EBITDA)增长持更乐观态度，并认为其全年EBITDA指引有上行空间，这将推动公司进一步去杠杆化。

正向
万国数据

风险揭露/免责声明

本文件所载数据只供参考之用。东方证券(香港)有限公司或其关联成员(统称「东方证券(香港)」)并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，所以投资者不应以文章中提及的内容作为投资决定的单一考虑因素。投资者于投资相关产品前应审慎评估，或连系东方证券(香港)专人咨询，确保该等产品特性与风险适合及符合其个人情况。

本文件所载资料并不拟提供予置身或居住于该等法律上限制东方证券(香港)发放此等资料之地区的人士或实体使用;及在任何地区向任何人士或实体进行申购或投资证券或投资产品的要约或游说乃属违法时,则上述资料不应视为向该等地区进行该等要约或游说。上述资料亦不拟提供作为专业意见,因此不应赖以作为专业意见。

本文件所述内容未经证券及期货事务监察委员会审阅。任何投资均带有风险，过往表现未必可作为日后表现的指引，基金单位价格可升可跌，投资者可能损失全部或部分投资金额。投资者需详细阅读并了解产品详细说明书及/或产品备忘录及/或条款说明书及其他相关文档(包括但不限于产品资料概要)(统称「产品说明书」)的内容，以获取进一步资料，包括但不限于各项风险因素、收费、税务、资产净值计算、申购及赎回条款等，请点击基金以了解更多相关风险披露声明。本文仅供专业人士使用，你应就上述资料内容谨慎行事，如对有关资料的任何内容有任何疑问，应寻求独立专业意见。

本文件内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关资料或其他因素而变动。本档内容可随时更改，东方证券(香港)并不承诺提供任何有关变更之通知。证券/投资产品过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，投资者可能蒙受所有最初存入资金的损失。

虽然本文件所载资料来自或编写自东方证券(香港)相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)并不明示或暗示地声明或保证任何该等数据之准确性、完整性或可靠性, 惟东方证券(香港)不会就有关数据的遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况或由于信赖有关数据而蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。东方证券(香港)不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。未经东方证券(香港)事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表本文件所载资料。

相关关系及相关财务权益的披露

撰写本文之东方证券(香港)持牌人士及其有联系者均未拥有与此文章所提及的产品发行人或新上市申请人有关的任何财务权益；亦无担任有关发行人或新上市申请人或与其有联系的高级人员。

东方证券(香港)与本文所提及的有关产品发行人或新上市申请人无任何投资银行业务的关系，亦没拥有相等于或高于有关发行人市场资本值的1%或新上市申请人的已发行股本或已发行单位的1%。此外，受雇于东方证券(香港)或与其有联系的个人亦无担任有关发行人或新上市申请人的高级人员。

东方证券(香港)有收取由本文所提及的产品的发行人就分销本文所提及的投资产品而提供的费用、佣金或其他金钱收益。详情请参阅我们按规定在订立任何投资产品交易前或在订立任何投资产品交易时须向阁下提供的金钱收益披露，或东方证券(香港)有收取由其他人士提供的非金钱收益，或与本文所提及的产品的发行人有紧密联系或其他法律或经济关系。