

香港股市 | 2025 年 5 月 19 日 - 2025 年 5 月 25 日

更新报告

内外承压下，聚焦防御主线和政策催化

每周策略建议

港股：中国 4 月经济数据延续温和修复但动能趋缓，消费扩张受制于收入预期疲弱，物价修复力度疲弱。但中美紧张局势的阶段性缓和、企业短期抢出口仍有望一定程度支撑二季度经济增长，市场进入短暂的政策观察期。港股一季度业绩接近尾声，恒生指数整体盈利预测下修趋势趋于平稳，科技、必选消费、金融、原材料和电讯板块更小幅上修，但进一步上修仍受制于私人部门信用收缩、贸易摩擦风险未消等内外压力。近期美国长债利率显著上行，也短期约束港股估值提升的空间。短期看，恒指 23,200 点以上已部分透支关税暂缓利好，迭加南向资金流入动能减弱，市场或面临技术性回踩（支撑位 22,500 点）。策略上建议保持“防守反击”思路，关注政策定力与产业突围的交集，可聚焦防御主线和政策催化：（1）高股息防御板块（电讯、公用事业、能源）；（2）受惠政策支持和电商“618”节庆提振的相关消费板块（家电、服务消费、国货“新消费”）；（3）自主可控突围、技术突破方向（生物医药、高端制造业、半导体设备、AI 算力）。

美股：美国 5 月 Markit 制造业及服务业 PMI 初值持续高于荣枯线，显示经济短期仍有韧性，但通胀潜在反弹的风险尚在，关税谈判高度不确定，叠加美债利率不断上升，都限制了美股的上行空间。标普 500 及纳指短线或在 200 天线（5,770 点及 18,412 点）有反弹，但标普 500 指数的预测 PE 升至 21.2 倍，处于七年 72.6%分位数，市场短期缺乏积极催化剂冲高。美股整体市宽转弱，标普 500 及纳指的中线及长线市宽上周大幅回调。风险偏好转弱，等权标普 500 指数及小型股罗素 2000 指数先后完全回补 5 月 12 日的上升裂口。策略上，关注防御型且宏观敏感度较低的必选消费及公用事业。金融、可选消费、增长型科技股或 Mag 7 可待市场回调再逢低买入。

美债：减税法案在美国众议院通过，但关税及经济前景不确定也加剧市场对美国财政可持续性的担忧，美国十年期国债收益率持续在 4.5%以上高位震荡。4 月美国制造业和服务业 PMI 数据展现经济扩张韧性，但成本转嫁也在加剧通胀黏性，叠加特朗普意外再向欧盟施压加征关税，贸易摩擦仍可能再度升级，使得市场降息预期或持续受压。后续关注美国基本面数据、美债供给扰动以及美国财政可持续，维持收益率高位震荡的判断，10 年期债息或维持 4.3%-4.8%区间震荡，可继续在此区间交易美债。

美元指数：美元指数在信用评级下调、减税法案通过加剧财政担忧等一系列关乎美元资产信用的风险事件后持续走弱，特朗普威胁 6 月 1 日或对欧盟加征 50%关税，叠加避险情绪推动日圆上升，使得美元指数进一步下挫至 99 关左右。不过，美国经济数据仍相对稳健，关税带来成本转嫁或加剧通胀黏性，美联储更有理据保持观望定调，叠加 5 月欧元区 PMI 显示经济复苏动力仍不稳定，美欧利差优势仍有基础，为美元指数提供一定支撑。不过，市场短期关注重点仍在：一是潜在的贸易摩擦升级或拖累美国经济硬数据转弱，美元或无力回升；二是减税政策落地可行性，财政扩张若与债务上限僵局共振，恐削弱美元信用。

美元兑离岸人民币：离岸人民币在美元指数显著走弱下短期获得被动支撑，升至 7.16 左右近六个月高位。不过，中美贸易谈判不确定性仍存，内部经济弱修复格局未改，叠加出口受累计关税拖累，料人民币汇率在央行中间价偏稳的背景下，大概率继续保持在当前中枢位置双向波动。

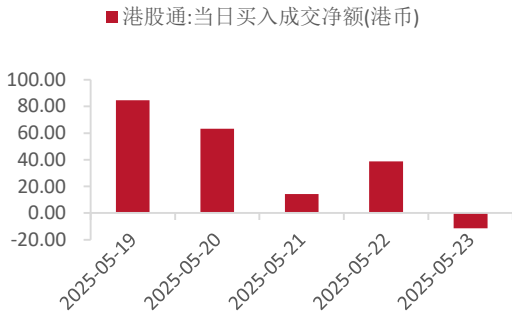
风险提示：国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

恒生指数上周表现

港股指数	周收盘价	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
恒生指数	23,601	1.1%	17.7%
恒生科技	5,246	-0.7%	17.4%
恒生中国企业	8,583	1.4%	17.8%

来源：万得、中泰国际研究部

上周港股通资金流动情况（亿港元）



来源：万得、中泰国际研究部

分析师

颜招骏, CFA

+852 2359 1863

alvin.ngan@ztsc.com.hk

助理分析师

陈雅蕙

+852 2359 1858

yahui.chen@ztsc.com.hk

港股宏观基本面及政策追踪

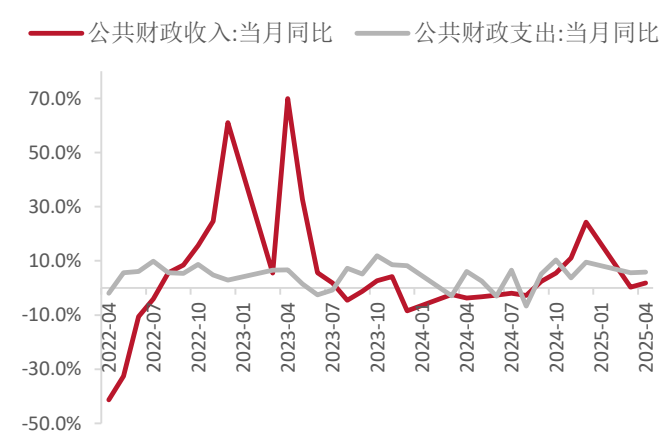
中国宏观数据及政策跟踪：

4 月财政收入修复但结构承压，支出加力但效率待升

4 月财政收支数据进一步印证经济温和复苏趋势，收入端延续改善态势，支出端呈现结构性发力特征，但部分领域仍存隐忧。收入方面，4 月一般财政收入同比增速回升至 1.9%，税收收入增速由负转正至 1.91%，反映经济基本面边际改善；非税收入则同比降至 1.7%，是去年 3 月以来的最低增速，非税收入中枢趋于回归。4 月财政收入完成度约为 33.5%，仍弱于过去五年平均水平。四大税收方面，个人所得税同比大幅增长 9%，成为主要支撑，或与居民收入修复及年终奖补缴等季节性因素相关。但增值税、消费税和企业所得税同比增速均较上月回落，与 3 月工业增加值、社零等经济指标表现形成背离。4 月土地和房地产相关税收同比下滑 0.9%，降幅较前一月扩大 0.8 个百分点，显示土地财政修复仍然疲弱。

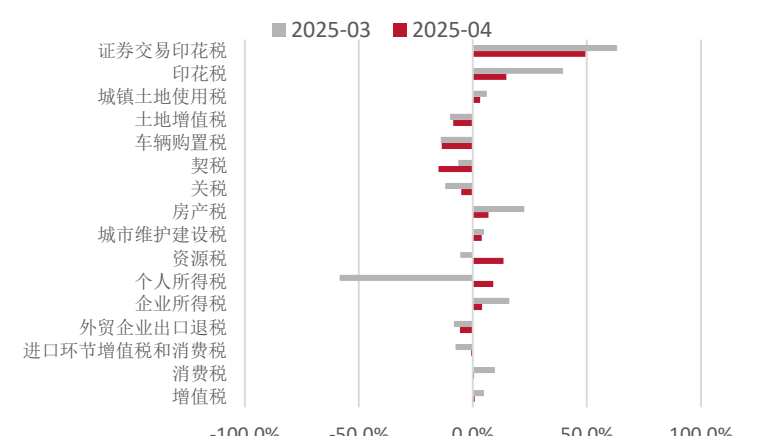
支出方面，4 月一般财政同比增速提升至 5.8%，支出进度约为 31.5%，强于过去五年平均水平，体现财政政策靠前发力。财政支出结构呈现三大特征：其一，中央支出增速（9.2%）持续高于地方（5.1%），反映中央加杠杆托底意图；其二，基建类支出增速转正至 1.8%，城乡社区、交通运输支出明显回暖，或与专项债项目落地及“设备更新”等政策推动相关，但农林水利支出再度转负，显示基建发力不均衡；其三，民生领域分化，社保、卫生健康支出改善，教育支出增速回落，或与地方财政约束下支出优先级调整有关。

图表 1：4 月财政收入修复，财政支出加力



来源：万得、中泰国际研究部。

图表 2：4 月多数税种收入增速放缓



来源：万得、中泰国际研究部。

海外市场宏观数据及政策：

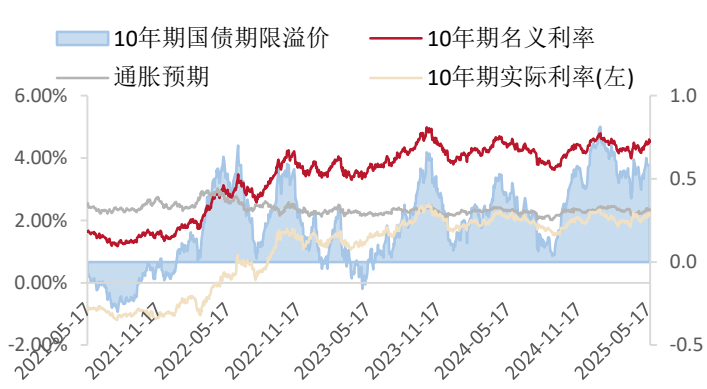
5 月美国 Markit PMI 数据：经济扩张韧性显现，成本转嫁加剧通胀黏性

5 月美国 Markit PMI 全面超预期回升，制造业与服务业同步扩张，显示经济内生动力仍具韧性，但成本压力加速传导至终端价格，或强化美联储对通胀黏性的警惕。另一方面，我们也留意到美国高频通胀数据（Truflation）的数值已回到 2 月底的水平，均预示 5 月的 CPI 无论从同比或环比均有再加速的可能，将进一步增加美联储维持观望的理据。

5 月美国制造业 PMI 初值升至 52.3（预期 49.9），连续第五个月处于扩张区间。新订单指数升至 53.3，创 2023 年 5 月以来新高，反映内需回暖对生产的拉动。企业预期指数同步攀升至三个月高位，显示厂商对前景信心增强。然而，出口订单连续第二个月收缩，叠加就业分项意外下滑，暗示外部需求疲弱及贸易摩擦升级对供应链的扰动仍在发酵。尽管生产端扩张加速，企业仍需应对原材料关税上涨带来的成本压力，利润空间或持续承压。

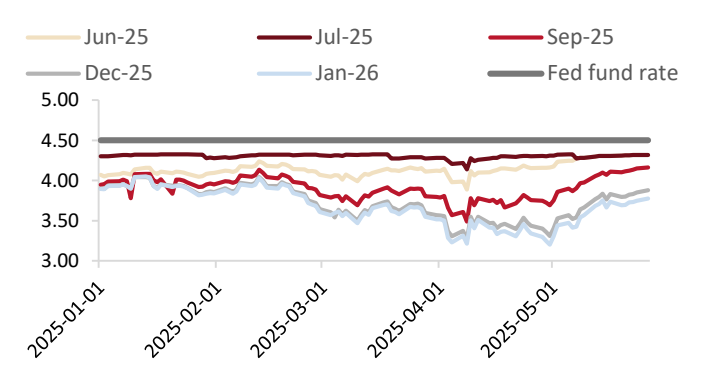
5 月美国服务业 PMI 初值反弹至 52.3（预期 51.0），创两个月新高，主要受新业务增速回升驱动。但值得警惕的是，服务业出口订单骤降至 2020 年 5 月以来最低水平，与制造业出口疲软形成共振，或反映地缘政治不确定性对全球需求的抑制。与此同时，服务提供商将成本上涨压力向消费者转移的能力显著增强，价格收取分项指数升至 2023 年 4 月以来高位，凸显服务通胀的顽固性。

图表 3：美国国债收益率走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 4：利率期货对未来数次 FOMC 利率的预期



来源：Bloomberg、中泰国际研究部. 左轴单位为%。

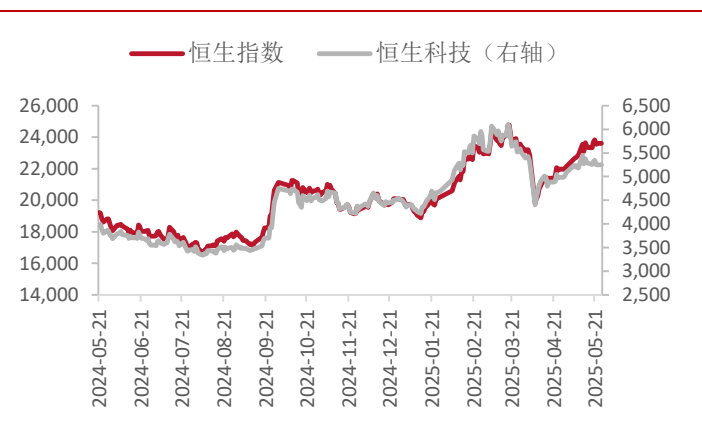
上周市场走势回顾

港股大盘、情绪、资金面：

港股大盘连续第六周上升

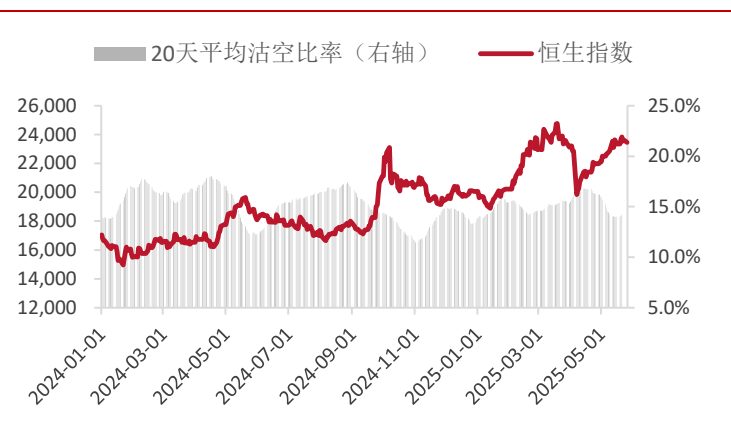
上周恒生指数全周上升 1.1%，收报 23,601 点。恒生科指全周下跌 0.7%，收报 5,246 点。高 BETA 的恒生科指逐渐与恒指背离，是风险偏好转弱的特征。上周大市日均成交金额按周下降 3.2%至 2,017 多亿港元。尽管近期港股 IPO 市场火热，但港股的日均成交金额并未显著增加——一方面，IPO 及二级市场配售活动带来抽资效应，另一方面也显示当前港股估值已大幅修复，增量资金缺少入市意愿。截至 5 月 23 日，港股主板的 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）为 14.2%。

图表 5：恒生指数/恒生科指走势



来源：万得、中泰国际研究部

图表 6：港股主板 20 天平均沽空比例（扣除盈富基金）



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

上周 12 大恒生综合行业分类指数中，原材料、医疗保健及能源行业分类指数上周分别上升 6.1%、5.6%及 3.6%，但是可选消费及地产板块则逆市下跌。

图表 7：港股行业周涨跌幅（2025. 5. 19 - 2025. 5. 23）

恒生 12 大行业	上周涨跌幅	本月以来涨跌幅	年初以来涨跌幅
原材料业	6.1%	8.7%	27.6%
医疗保健业	5.6%	3.6%	31.9%
能源业	3.6%	7.6%	-3.8%
资讯科技业	1.7%	6.1%	27.0%
公用事业	1.2%	2.5%	2.0%
金融业	1.2%	8.3%	16.2%
电讯业	1.2%	6.4%	14.2%
综合企业	0.2%	3.2%	4.6%
工业	0.1%	4.4%	2.2%
非必需性消费	0.0%	6.0%	20.1%
地产建筑业	-0.7%	1.1%	4.5%
必需性消费	-1.4%	-0.2%	9.0%

来源：万得，中泰国际研究部

港股通重回净流入，资金流向仍偏保守

上周港股通净流入 189 亿港元，尽管相较前一周重回净流入，但资金流向仍然保守，内银净流入量继续领先，电讯、医药生物和可选消费板块的净流入量较前一周明显增加，显示资金较多交易短期利好和个别巨头超跌反弹。软件服务、硬件设备的净流出量继续靠前，继续呈现风险偏好走弱的特征。

图表 8：南向资金上周前十大净买入个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0939.HK	建设银行	38.84
2	0941.HK	中国移动	27.29
3	3690.HK	美团-W	22.09
4	3988.HK	中国银行	13.74
5	3968.HK	招商银行	10.17
6	6160.HK	百济神州	8.54
7	0762.HK	中国联通	8.41
8	0883.HK	中国海洋石油	6.93
9	1093.HK	石药集团	6.77
10	1398.HK	工商银行	6.46

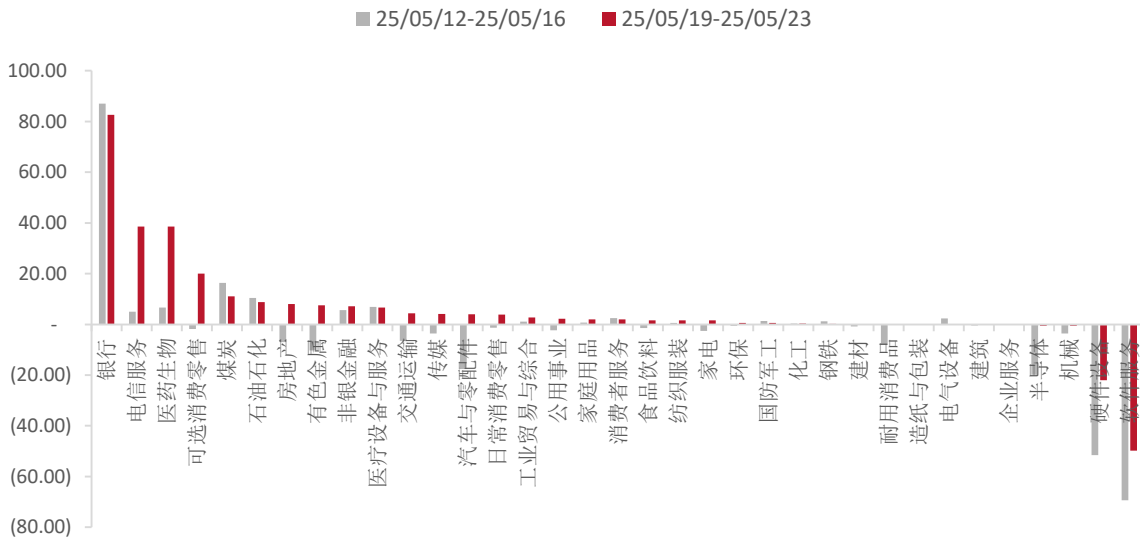
来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 5 月 23 日更新。

图表 9：南向资金上周前十大净卖出个股（亿港元）

排名	股票代码	股票简称	净买入
1	0700.HK	腾讯控股	-52.22
2	1810.HK	小米集团-W	-16.55
3	2328.HK	中国财险	-6.10
4	1211.HK	比亚迪股份	-4.56
5	0291.HK	华润啤酒	-3.87
6	9988.HK	阿里巴巴-W	-3.79
7	1919.HK	中远海控	-3.34
8	2269.HK	药明生物	-2.60
9	2018.HK	瑞声科技	-2.29
10	9626.HK	哔哩哔哩-W	-2.06

来源：万得、中泰国际研究部。2025 年 5 月 23 日更新。

图表 10：南向资金净流入按 Wind 二级行业分类的板块周度变化（亿港元）



来源：万得，中泰国际研究部。净流入量以区间成交均价*区间净买入量进行估算。

港股估值充分修复，再向上或承压

当前恒生指数及 MSCI 中国指数的预测 PE 分别为 10.3 倍及 11.2 倍，处于 55.8%及 55.7%的七年分位数。恒生指数及 MSCI 中国指数风险溢价分别为 5.2%及 4.4%，处于 0.9%及 2.3%的七年分位数。港股当前的预测 PE 已经修复至 2018 年以来超过 50%的分位数，风险溢价接近滚动两年负两个标准偏差，估值已不算太便宜，短期再向上面临美债收益率高企的制约，中长期则面临经济基本面弱修复和中美博弈风险未消。

图表 11：全球主要股市估值（未来 12 个月）

地区	指数	预测 PE	预测 PE 七年分位数	预测 ERP	预测 ERP 七年分位数
中港地区	恒生指数	10.3	55.8%	5.2%	0.9%
	恒生科技	16.2	23.8%	1.7%	53.0%
	恒生综指	10.8	70.9%	4.8%	0.5%
	沪深 300	12.8	69.8%	6.1%	68.1%
	上证指数	12.4	86.4%	6.4%	47.4%
亚洲其他	日经指数	17.8	48.6%	4.1%	12.5%
	韩国 KOSPI	8.7	14.9%	7.0%	41.4%
	澳洲	14.8	73.5%	2.2%	1.1%
美国	标普 500	21.2	72.6%	0.2%	4.3%
	纳斯达克	26.5	45.9%	-0.7%	16.5%
	道琼斯指数	19.6	80.0%	0.6%	4.9%
欧洲	英国富时	12.9	74.8%	3.2%	0.2%
	法国 CAC	14.6	72.6%	2.3%	1.2%
	德国 DAX	15.6	87.5%	1.9%	0.5%
	MSCI 中国	11.2	55.7%	4.4%	2.3%
	MSCI 香港	12.9	27.4%	3.2%	4.3%
	MSCI 新兴市场	12.4	71.4%	3.6%	0.9%
	MSCI 发达市场	18.1	72.7%	1.0%	3.4%
	MSCI 全球指数	19.2	72.6%	0.7%	3.6%

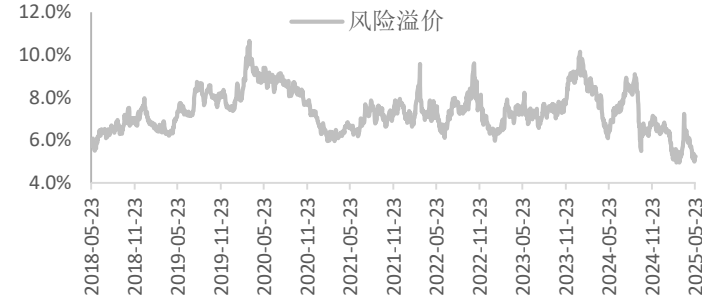
来源：Bloomberg，中泰国际研究部。沪深 300、上证指数及日经指数采用所属国 10 年期国债收益率，其他地区指数采用美国 10 年期国债收益率。

图表 12：恒生指数未来 12 个月预测市盈率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 13：恒生指数风险溢价



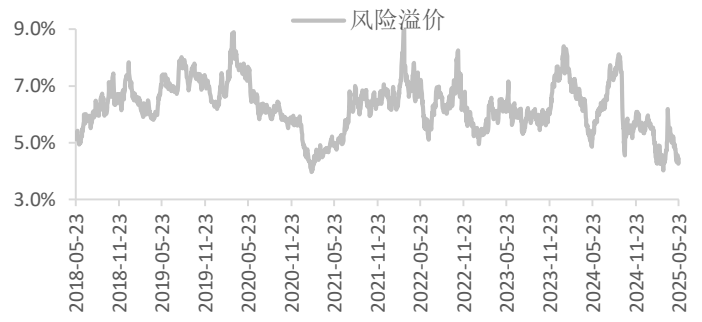
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 14：MSCI 中国指数未来 12 个月预测市盈率



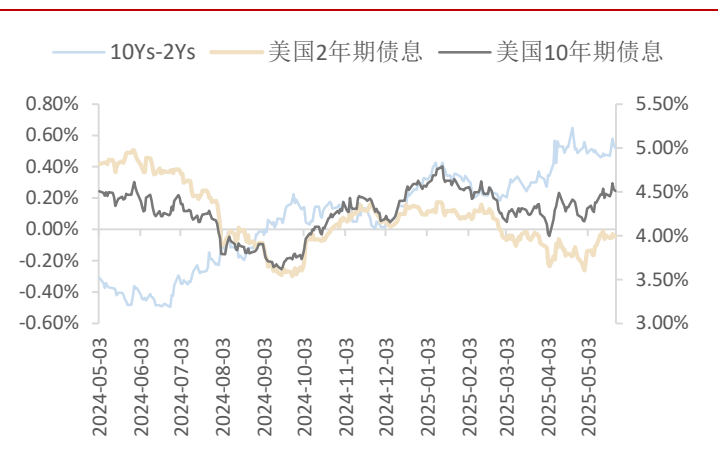
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 15：MSCI 中国指数风险溢价



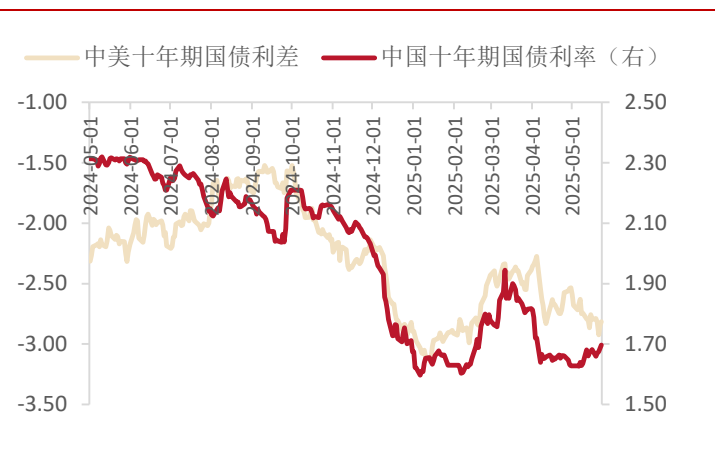
来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 16：美国 10 年期和 2 年期国债收益率



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 17：中美 10 年国债收益率利差 (%)



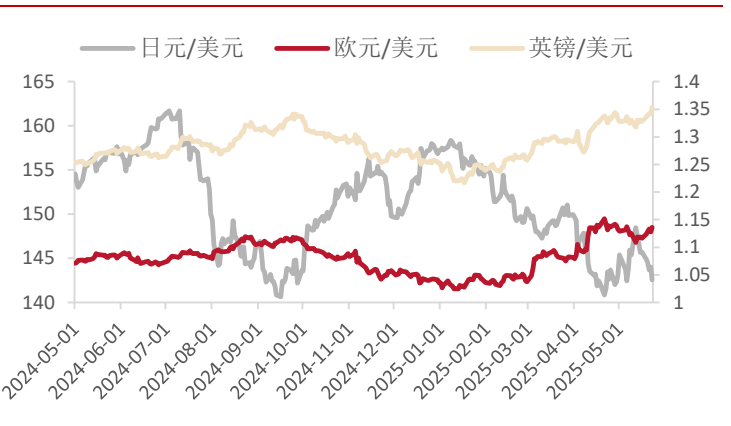
来源：Bloomberg、中泰国际研究部。

图表 18：离岸人民币与美元指数走势



来源：Bloomberg、中泰国际研究部

图表 19：欧元、日元、英镑兑美元的汇率变化



来源：Bloomberg、中泰国际研究部，左轴为日元。

风险提示

国际形势复杂多变；政策效果不及预期；地缘政治风险加剧。

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10%以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 以下简称“中泰国际”或“我们” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- 1 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- 2 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- 3 中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 i 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 ii 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805