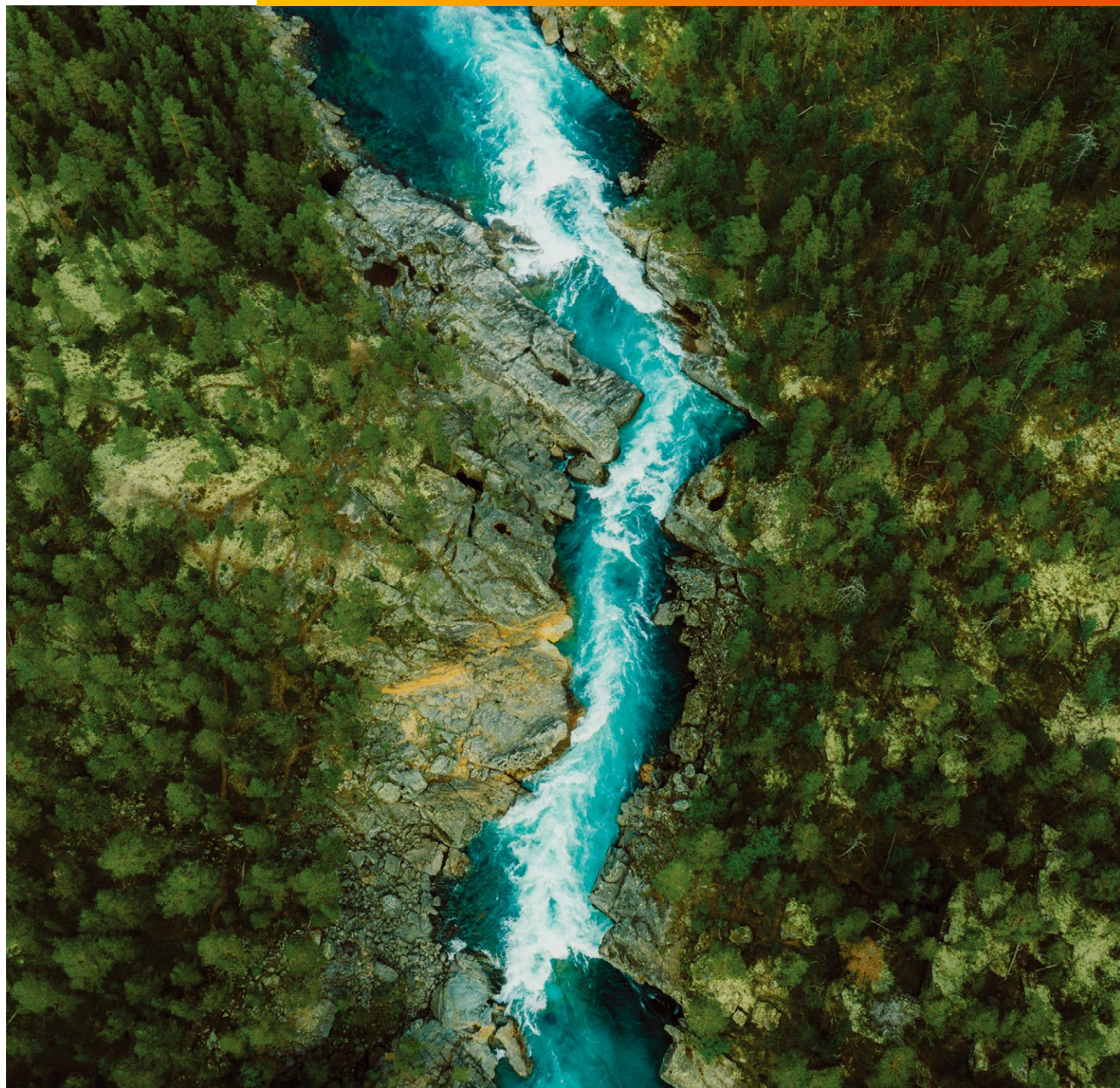


涇渭分明

東亞銀行經濟研究部



2025年第2季經濟展望

本章摘要：

- 全球經濟分化情況在本季料加劇，潛在風險進一步浮現
- 亞洲經濟具韌力，惟美國貿易政策具高度不確定性，其影響須密切關注。另外，日本與其他亞洲央行貨幣政策分歧料將持續
- 多項因素支持香港經濟平穩增長，香港特區政府預計今年經濟增長將達2%至3%之間
- 美國經濟增長動能漸見放緩，特別是「美國再度強大」政策對經濟的挑戰率先浮現，預料美聯儲於6月才會再次減息
- 歐洲經濟延續輕微擴張，歐洲多國提議大幅提高國防開支和投資，料可提振商業信心，有助抵銷美國貿易政策所帶來的衝擊
- 中國政府工作報告將今年經濟增長目標訂於5%左右，全方位擴大內需是首要工作任務，支持經濟進一步回升向好

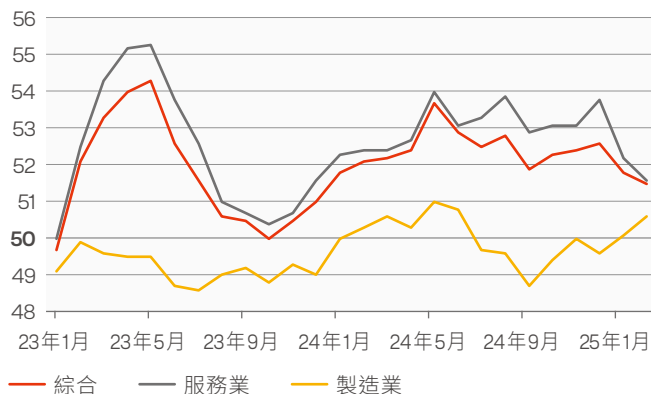
環球經濟展望

環球經濟分化加劇，潛在風險進一步浮現

踏入2025年第2季，環球經濟增長勢頭有所降溫，部分領先指標呈現輕微放緩趨勢，尤其是環球貿易政策不確定性因美國總統特朗普的美國關稅威脅影響而急劇惡化，令市場擔心美國將出現滯脹，一度引發股票、債券、外匯和商品市場大幅震盪，並削弱企業投資信心。與此同時，歐洲正提出開展大規模投資計劃，並加強國防措施，同時放寬長期以來的財政規則限制；中國內地也適度增配財政資源以鞏固其內需的增長動力。以上政策有望支持歐洲和中國內地保持穩定的經濟前景。然而，其他亞洲經濟體難免受美國貿易保護政策的困擾，甚至可能面臨較大的資金外流壓力，因此亞洲經濟體將需要加大政策力度以延續增長勢頭。



全球採購經理指數



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

特朗普對環球貿易格局帶來結構性轉變。自特朗普再度上任以來，美國不斷擴大關稅措施，其力度、覆蓋範圍和執行時間均遠超預期。美國政府不僅著力堵塞關稅漏洞，還持續縮小在貿易談判上的讓步空間，即使貿易夥伴採取報復措施，美國仍然堅持實施關稅措施。這反映了特朗普政府致力於解決美國長期貿易不平衡並重振本土製造業的決心，但同時也令環球產業鏈和供應鏈的合作面臨前所未有的不確定性，為各國出口和製造業帶來嚴峻挑戰，跨國貿易和投資活動料將受到重大影響。

儘管通脹走勢持續反覆，主要央行仍有減息空間。2025年以來，環球通脹表現不一，主要經濟體的核心通脹率普遍持續高於央行目標，特別是服務價格存在黏性，貨物價格跌勢在關稅和基數效應下逐步逆轉，短期通脹勢頭可能輕微加快。儘管如此，環球利率水平仍然偏高，我們預計美聯儲、歐洲央行和英倫銀行等將在年內進一步減息；人民銀行也可能根據經濟發展情況適時降息；日本央行則有序上調政策利率；其他亞洲央行也將傾向寬鬆其貨幣政策，但具體細節將視乎美聯儲的減息步伐、資本流向、外匯及當地政經形勢等因素。

隨著各主要經濟體表現分化加劇，料環球經濟增長有序放緩。展望未來，美國經濟下行壓力增加，歐洲經濟前景在公共開支推動下有所改善，中國經濟亦延續總體平穩擴張，其他亞洲經濟體則面臨較大的不確定性。整體而言，特朗普貿易政策的實施與演變，將成為影響環球經濟走勢的關鍵因素之一。

宏觀經濟

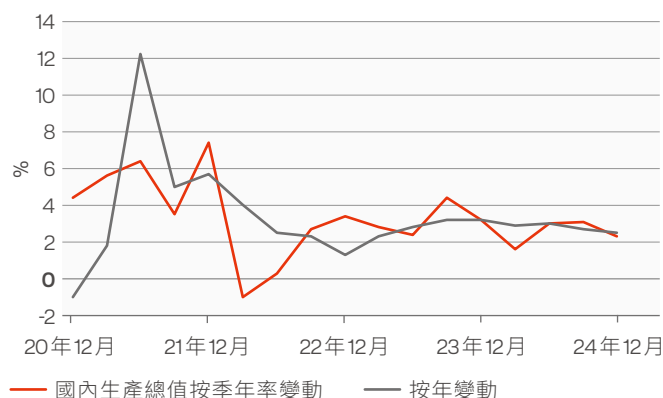
美國經濟展望

美國經濟前景漸趨不明朗

2025年初美國經濟增長動能漸見放緩。2024年第4季美國經濟增長2.4%（按季年率），全年增長則為2.8%，高於趨勢水平。不過，自2025年以來，多個經濟數據顯示美國經濟呈逐步降溫勢頭，特別是消費者信心顯著下挫和新增職位從高位回落，預期私人消費將有所轉弱。此外，美國房地產市場停滯不前，潛在需求因抵押貸款利率高企和關稅導致原材料價格上漲而受壓，令房地產銷售持續低迷。整體而言，美國經濟的下行風險正在增加。

「美國再度強大」政策對經濟的挑戰率先浮現。美國總統特朗普重返白宮後，迅速推動「美國再度強大」的政策議程，其核心包括貿易保護主義、收緊移民政策和削減政府開支，這些舉措正對經濟產生深遠影響。首先，特朗普的關稅措施將直接推高進口價格並削弱消費者購買力，加上其貿易政策不確定性，打擊金融市場和企業投資信心。同時，受影響國家可能採取對等關稅措施，削弱美國出口競爭力並增加企業成本。其次，特朗普政府新成立的「政府效率部門」正全力執行公共開支削減計劃，包括裁減公務員和凍結援助支出，以改善美國政府的財政狀況，但亦可能會對公共服務和就業市場造成負面影響。再者，收緊移民政策或會改變勞工市場結構，驅逐非法移民及限制移民流入可能導致多個行業勞動力短缺，繼而加劇工資上行壓力。上述政策的疊加效應正在增加經濟不確定性，使企業對經濟前景預期轉趨保守。

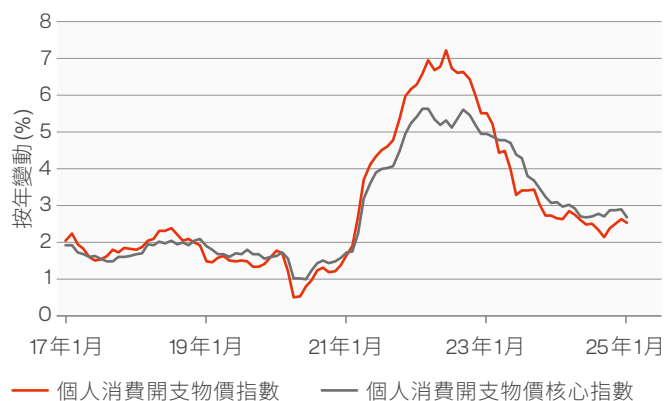
美國國內生產總值增長率



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月29日

通脹壓力未除，美聯儲調整減息步伐。2025年第1季，關稅帶來的價格壓力尚未完全顯現，整體通脹呈橫行走勢，仍高於美聯儲2%的政策目標。服務價格在租金和工資等輸入成本的推動下仍存在黏性，加上企業調查報告顯示原材料和產出價格上升，反映未來通脹風險不容忽視。另一方面，在2024年降息100個基點後，美聯儲提到下一步政策調整將會轉向謹慎，並在今年1月和3月的會議維持利率不變，將聯邦基金利率保持在4.25%至4.50%的區間，我們預計美聯儲將在6月會議才再次減息。3月公布的最新點陣圖顯示，美聯儲預期今年將減息兩次至3.75%至4.00%。同時，美聯儲決定放慢量化緊縮步伐，並指出此舉是維持適當市場流動性的技術性調整。

美國個人消費開支物價指數



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

展望第2季，美國經濟可能會面臨增長放緩與通脹壓力並存的局面，並必須關注其對不同貿易夥伴的評估結果及將會推出何種後續措施，及其對經濟前景和金融市場的影響。然而，美國宏觀經濟的基本面仍具有一定韌性，特朗普政府亦可能推出減稅和放鬆監管的措施，以提振內部的消費和投資需求，以平衡其政策所帶來的不確定性。

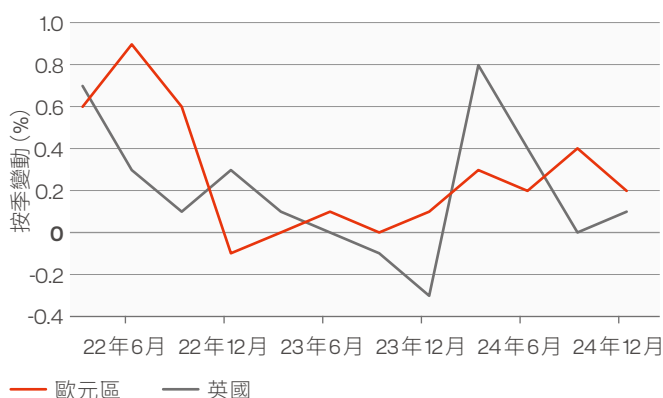


歐洲經濟展望

歐洲將加大投資，抵禦外圍不確定性

歐元區和英國經濟在2025年初輕微擴張。根據今年初的採購經理指數，歐元區經濟活動維持弱復甦態勢，主要受服務業的帶動。歐元區成員國中，西班牙表現相對較好，惟法國經濟活動持續萎縮，拖累了區內整體表現。雖然區內的貨幣政策逐步放寬，降低了企業和家庭的借貸成本，但歐元區整體信貸增長仍顯乏力。然而，工資增長可支持內需增長。英國方面，經濟活動延續溫和擴張，服務業仍是主要增長動力，製造業則維持收縮。

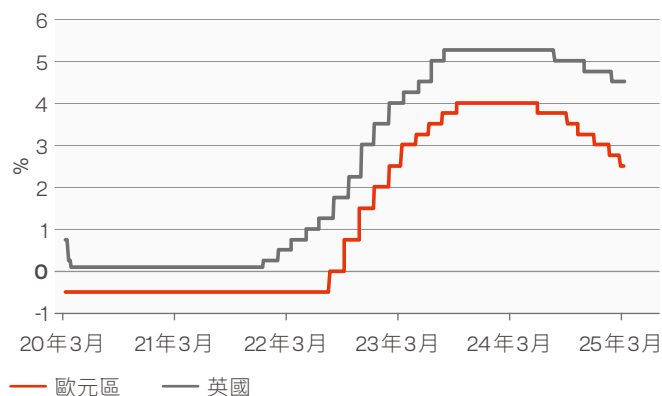
歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

經濟下行風險將促使歐洲央行和英倫銀行進一步減息。歐元區通脹呈有序放緩趨勢，顯示該區短期價格上漲的壓力保持溫和。隨著抗通脹持續取得進展，加上經濟下行風險增加，歐洲央行繼續下調利率，並於3月5日宣布此次周期的第6次減息，把政策利率下調25個基點至2.5%。雖然歐洲央行在會後聲明強調，貨幣緊縮環境已有改善，但考慮到歐元區在通脹受控、增長動力趨緩和美國關稅政策等發展，我們預計歐洲央行未來仍會進一步減息，惟其步伐將可能有所調整。對比歐元區，英國物價呈現較大黏性，近期通脹走勢更有所反覆，主要受交通和食品價格上漲，以及過往工資較快增長仍可能傳導至消費物價之上。不過，英倫銀行亦於2月進一步減息25個基點至4.5%，同時下調了經濟增長預測。在現時利率高企下，我們預計英倫銀行將繼續減息，以避免對經濟造成過大的壓力。

歐元區及英國政策利率



資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

歐洲經濟正面臨巨大的貿易政策不確定性。自3月12日起，美國對所有進口鋼鐵和鋁產品加徵25%關稅，料直接影響價值約260億歐元的歐盟出口。歐盟亦宣布分兩階段實施反制措施：於4月1日對80億歐元的美國商品加徵關稅，於4月中再對另外180億歐元的美國商品加徵關稅。此外，歐洲可能面臨更多特朗普政府的關稅措施，特別是美國一旦向所有貿易夥伴開徵對等關稅，歐洲經濟將難免受到波及。

歐洲多國領導人決定大規模提高國防開支和投資。在3月初，歐盟委員會主席馮德萊恩宣布總額達8,000億歐元的「重新武裝歐洲計劃」，包括向成員國提供1,500億歐元的國防貸款，並提出國防開支應不受歐盟公共開支規則的限制，以及為成員國提供6,500億歐元的財政空間。德國亦建議大幅改變其財政取態，提出建立基礎設施基金、豁免超額國防開支不受債務煞車機制的限制，並為各州政府提供額外財政空間。即使以上倡議一度帶動歐洲國債孳息率上升，但公共投資大幅增加是歐洲重大決策轉變，料可進一步提振市場氣氛、拉動私人投資，並有助抵銷美國貿易政策所帶來的衝擊。



宏觀經濟

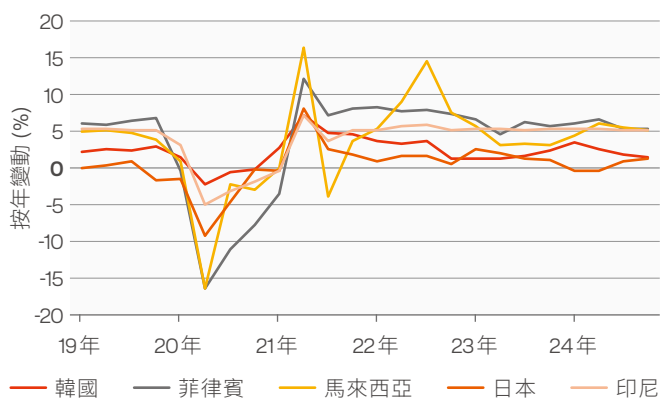
亞洲經濟展望

美國貿易政策勢將為亞洲經濟帶來明顯不確定性

2024年底亞洲經濟保持韌力。在美國新一屆政府上場前，亞洲大部分經濟體於去年底大致維持良好態勢，例如去年第4季日本經濟受惠於民眾收入上升及政府推出財政刺激政策；台灣持續受到人工智能等投資需求的強勁推動；越南增長率更達7.5%以上，新加坡、馬來西亞、印尼及菲律賓等則延續約5%的經濟增速，泰國經濟亦重回3%以上水平。而在今年初的商業調查顯示，亞洲製造業活動保持擴張，生產及新訂單指數顯示供需狀況回升，顯示亞洲製造業尚未顯著受到美國首階段關稅措施的影響。

美國貿易政策具高度不確定性。目前，美國首階段實施的關稅涉及中國、加拿大和墨西哥，貨品種類包括鋼鐵和鋁製品等，尚未對亞洲大部分出口造成直接打擊。可是，美國正對其貿易政策進行全面評估，評估結果料於第2季公布，預期將會推出更多關稅及貿易限制措施，例如對所有進口商品實施全面關稅、推行對等關稅、針對個別經濟體和產品徵收關稅，進一步對中國加徵關稅，甚至要求其他經濟體一同向中國加徵關稅等。美國對越南、台灣、日本、南韓和泰國等亞洲多個經濟體持續錄得龐大的貿易逆差，若美國直接對亞洲經濟體加徵關稅，或進一步提高對中國的關稅稅率，甚至在東盟等地加工的中國商品亦要加徵關稅的話，勢將為亞洲製造和出口企業，以至部分供應鏈及投資帶來顯著不穩定性，故有需要密切關注其未來的事態發展。

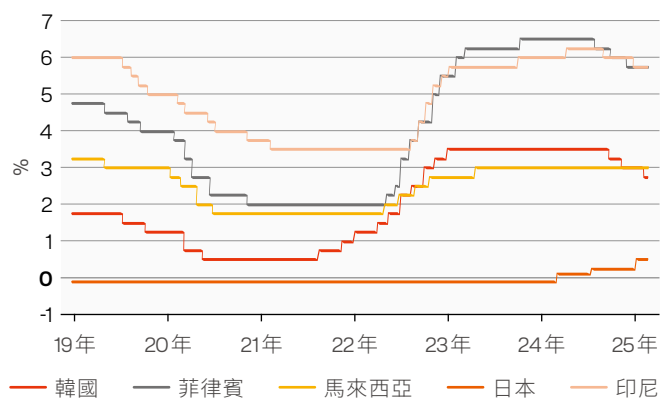
亞洲經濟體的國內生產總值



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

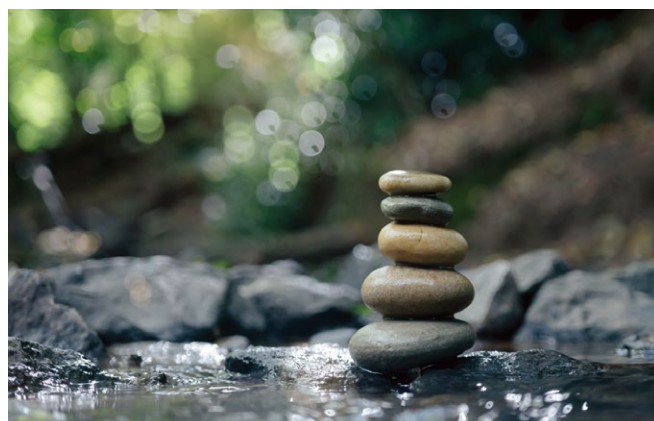
日本與其他亞洲國家的貨幣政策分歧料將持續。在實施多年負利率政策後，日本央行對實現通脹目標的信心增強。日本通脹在近月持續升溫，加上工資保持穩健增長，日本央行上調了2025財年的通脹預測至2.5%，支持該行進一步有序上調政策利率。另一方面，南韓、印尼及泰國等央行在今年首季則宣布下調政策利率，以提振經濟。面對美國貿易政策的高度不確定和環球經濟增長前景趨緩，預期大部分亞洲央行仍將傾向採取寬鬆貨幣政策，但具體的減息步伐和時間則須取決於美聯儲息率走勢、亞洲貨幣匯率表現及當地的經濟和通脹情況。

亞洲經濟體的政策利率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

亞洲經濟或須更多的政策支持。美國貿易政策轉向難免會對亞洲地區的製造、投資和出口構成壓力，而亞洲國家的貨幣政策彈性亦可能受制於匯率和資金流向等因素。因此，亞洲地區或須透過增強財政力度促進居民消費、加大對基建、設備及科技投資提升生產力，從而推動內部消費及投資。



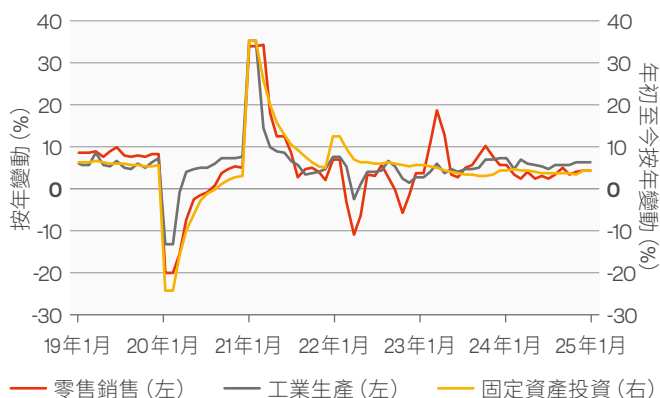
中國內地經濟展望

內地經濟實現良好開局

今年初內地經濟進一步回升向好。在宏觀政策持續發力和內部需求穩固的帶動下，內地經濟在今年首兩個月延續增長勢頭，零售銷售、工業生產和固定資產投資增長均勝預期。其中，工業生產繼續成為經濟增長的主要動力，首兩個月按年增長5.9%，特別是高科技產業取得突破，刺激設備更新和科技轉型等需求。零售銷售總額自去年11月起加快復甦，今年首兩個月按年上升4%，優於去年全年3.5%表現。另外，固定資產投資從去年全年增長3.2%加快至今年首兩個月按年增長4.1%，主要受製造業及基建投資快速增長的帶動。

房地產市場漸見回穩。商品住宅銷售額從去年高達17.6%的跌幅明顯收窄至今年首兩個月按年下跌0.4%。內地將進一步推動房地產市場止跌回穩，透過因城施策、減少限制性措施、推動城中村改造、為地方政府收購存量商品房提供更大自主權、擴闊保障性住房再貸款使用範圍等措施，以釋放住房需求潛力並為市場注入新動力。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資

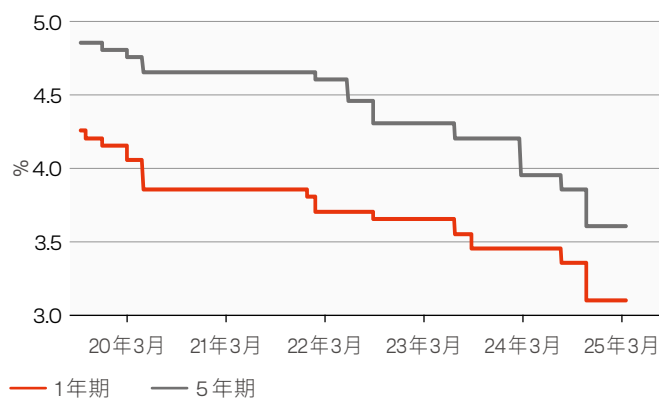


資料來源：彭博，數據擷取於2025年3月20日

外圍環境仍具高度不確定性。今年2月以來，美國新政府累計對中國進口商品加徵20%關稅，並對所有鋼鋁進口徵收25%關稅。中國亦作出反制措施，包括對美國能源和農產品加徵10%至15%關稅、對部分關鍵金屬實施出口管制措施、以及將部分美國企業納入不可靠實體清單等。美國對中國貿易關係的評估結果將於本季初公布，並不排除推出更多關稅或其他貿易限制措施。外貿政策不確定性上升，將持續困擾內地出口製造業。不過，中美擁有共同利益和合作空間，雙方可能開展貿易談判，讓中美關係從分歧中取得新的平衡。

內地當局推出更有力的政策措施提振內需。今年政府工作報告將經濟增長目標訂於5%左右，內地亦將實施更積極有為的財政政策及適度寬鬆的貨幣政策，包括將財政赤字率從3%上調至4%、增加發行地方專項債5,000億至4.4萬億人民幣、增發超長期特別國債3,000億人民幣至1.3萬億人民幣、以及適時減息降準等，以推動經濟穩步擴張。值得留意的是，全方位擴大內需是今年首要工作任務，近期推出的30條「促消費」政策，涵蓋增加城鄉居民收入、保障消費能力、推動服務消費、以至促進大宗消費更新等多個方面，其中消費品以舊換新的覆蓋範圍持續擴大，補貼規模提升1倍至3,000億人民幣。在出口放緩背景下，預料內需將轉趨穩固，並成為今年經濟增長的核心引擎。

內地貸款市場報價利率



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日



宏觀經濟

香港經濟展望

香港經濟保持平穩增長

繼2024年香港經濟受淨出口推動實現2.5%溫和增長後，我們預期2025年初保持平穩增長。縱使香港經濟前景受到美國新政府的貿易政策和其他限制所帶來的不確定性困擾，但多項正面因素有助抵銷外圍不確定性的部分影響。當中包括，中國內地加大政策支持，經濟有望平穩發展；新一輪內地創新科技熱潮深受投資者追捧，推動股市回升；環球息率進一步向下；香港特區政府《財政預算案》提出多方面強化經濟競爭力措施，以及香港經濟基本面穩定等，香港特區政府預計今年經濟增長將達2%至3%之間。

香港實質經濟增長



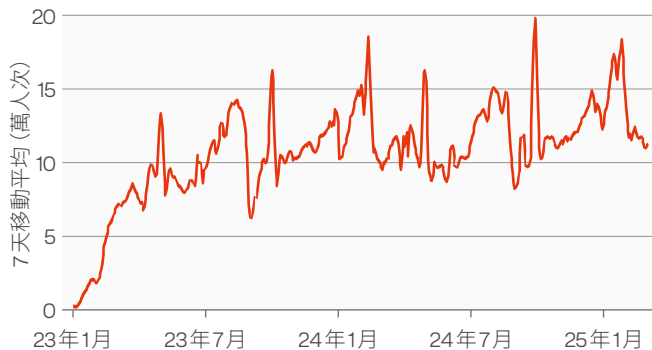
資料來源：香港政府統計處，數據截至2025年3月20日

香港特區政府的《財政預算案》對未來發展提出了全面計劃，包括開拓經濟新增長點和提升優勢產業，不單投放大量資源於北部都會區和創新科技領域的發展，亦進一步推進人民幣國際化及粵港澳大灣區建設等措施，以加強香港的長期經濟競爭力。同時，香港特區政府提出強化財政整合計劃，將嚴控開支增長和減少經常性開支，並通過擴大收入來源和增加發債來提高財政收入，有序實現財政整合。

旅遊業料將進一步復甦。香港旅遊發展局預測今年訪港旅客人次將達到4,900萬，較2024年的4,450萬增加10%。最新落成啟用的啟德體育園是香港最大的體育基礎設施，提供可容納5萬人的體育活動場地。此外，香港將陸續舉辦一系列盛事活動，有助提升香港作為首選旅遊目的地的吸引力，旅遊業料可成為推動今年香港經濟增長的一大動力。

香港旅客數字

每日入境人次



資料來源：彭博，數據截至2025年3月20日

香港股票市場轉趨暢旺。自2024年9月內地當局持續加大政策力度，強調穩經濟、促消費及促進資產市場回穩，市場逐漸看好內地經濟前景，並提振了對香港股市的信心。今年1月下旬，內地人工智能企業深度求索 (DeepSeek) 發布新一代人工智能系統，其技術突破大大提升了市場對內地經濟高質量發展的信心，進一步刺激南向資金流入和海外資金回流，令港股表現轉好。隨著金融活動轉趨活躍及財富效應出現，料將支持香港經濟表現。

樓市方面，住宅價格在低位整固，租金指數則因人才流入和就業市場穩定而持續上升。在租金穩步向上、政策支持和環球減息周期延續，有望帶動按揭利率回落，預期香港樓市可望逐步築底回穩。

住宅售價及租金指數

2010年1月為基數100



資料來源：差餉物業估價署，數據截至2025年3月20日

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。