

韌戰

東亞銀行經濟研究部



2025年第3季經濟展望

本章摘要：

- 環球經濟增長預計將放緩至疫後復甦以來的最低點
- 政策反覆及關稅政策衝擊私人消費和企業信心，美國全年經濟增長下行壓力增
- 公共開支抵銷關稅壓力，歐洲經濟將溫和增長
- 中國經濟展現韌性，內需進一步發力，支持經濟穩步擴張
- 香港經濟穩健成長，金融市場活力回升帶動投資信心

環球經濟展望

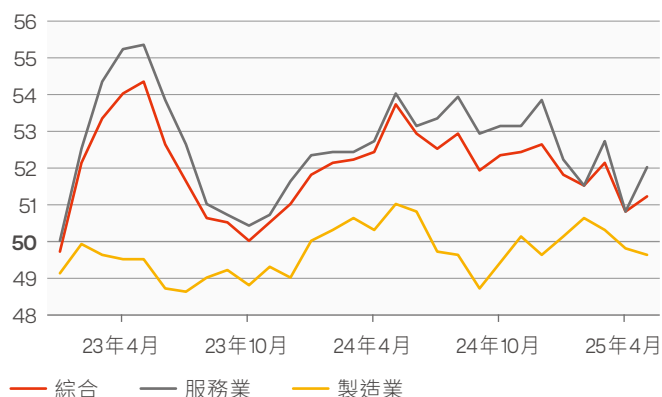
環球經濟在保護主義陰霾下面臨多重挑戰

環球經濟增長預計將放緩至疫後復甦以來的最低點。2025年4月初，美國宣布實施對等關稅政策，意圖重塑貿易秩序，這為全球經濟帶來極大不確定性，各地金融市場因衰退憂慮而劇烈波動。隨著部分極端關稅措施暫緩生效，各國與美國展開談判，股市迅速回升，跨境貿易因提前出貨而持續擴張，短期內降低了環球經濟步入衰退的風險。然而，關稅與其他貿易保護措施的威脅依然存在，消費和商業信心難以在短期內完全恢復，經濟前景仍不明朗。若關稅措施再度升級，下行風險勢將蔓延至全球各個市場，不僅會阻礙跨境供應鏈活動並推高貿易成本，更可能引發報復性行動，使貿易摩擦陷入惡性循環。

長遠而言，全球碎片化趨勢將對貿易造成顯著衝擊，抑制經濟增長動力。根據國際貨幣基金組織最新估算，2025年全球經濟增長率將從2024年的3.3%降至2.8%，為疫後復甦以來的最低增速。

全球採購經理指數

> 50 表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2025年6月23日

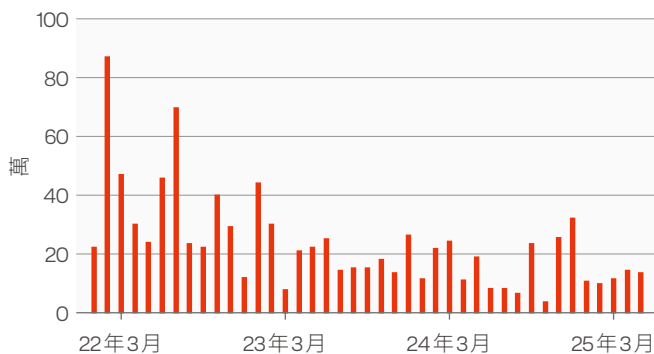
美國經濟展望

關稅代價持續顯現，美國經濟料將進入減速期

受政策反覆和關稅不確定性影響，美國經濟下行壓力不斷加大。2025年第1季，美國經濟意外出現收縮，主要因企業為避開關稅提前進口和增加庫存，導致進口大幅上升和貿易逆差擴大。雖然特朗普政府正與多個主要貿易夥伴進行談判，但貿易政策前景仍不明朗，短期經濟數據可能失真。關稅政策頻繁調整削弱私人消費和企業投資信心，經濟增長動力預計將進一步減弱。雖然近期通脹有所降溫，但進口成本上升的壓力尚未完全反映，物價上行風險仍在。勞工市場方面，失業率保持基本穩定，但新增職位明顯放緩，反映就業市場正逐步降溫。此外，國會推動的稅改法案，雖有助刺激需求，但將加重財政赤字，引發市場對美國財政可持續性的憂慮，導致國債孳息率長期高企。

隨著商業周期步入尾聲，預計美國經濟將進入減速期，2025年全年經濟增長預測僅1.2%。面對需求放緩，預料美聯儲在2025年下半年重啟減息，預計9月及12月將各減息25個基點。

美國新增非農職位數目



資料來源：CEIC，數據截至2025年6月23日



宏觀經濟

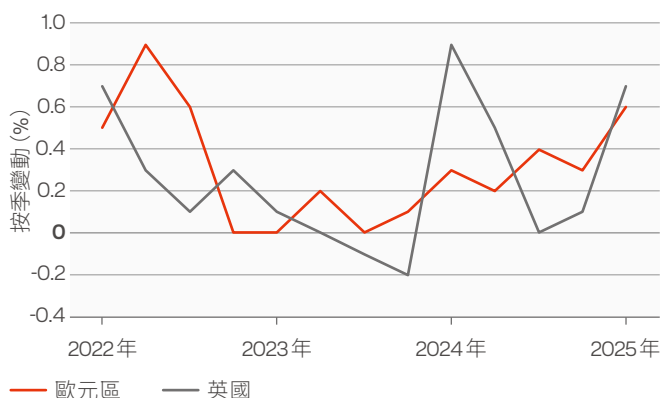
歐洲經濟展望

公共開支抵銷關稅壓力，歐洲經濟將溫和增長

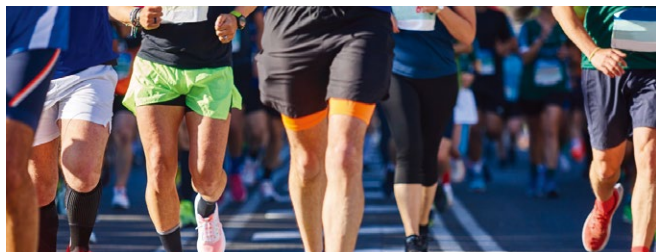
歐洲經濟於2025年迎來良好開局，下半年仍有減息空間。2025年第1季，歐元區經濟由前一季的0.2%按季加速增長至0.4%，英國經濟則在服務業和工業生產帶動下，按季增長0.7%。然而，外貿環境不確定性持續影響企業投資和出口信心，歐元區及英國的採購經理指數在第2季有所放緩。同時，歐元區和英國的通脹走勢出現分歧。受惠於工資增長放緩及生產力提升，歐元區通脹率已回落至2%的政策目標附近。6月，歐洲央行實施本輪減息周期的第8次減息，將存款機制利率下調25個基點至2.0%，並暗示貨幣寬鬆周期可能接近尾聲。我們預計歐洲央行於2025年底前仍有減息空間，存款機制利率或下降至1.75%。英國方面，通脹風險因最低工資及國民保險費上調而升溫，但考慮到貨幣政策環境偏緊，加上關稅壓力，預期英倫銀行將在下半年繼續減息。

貿易方面，儘管美歐關稅談判已啟動，但前景不確定性仍高。歐盟表示若果談判失敗，將對美國採取反制措施。6月16日，英國與美國簽署貿易協議，美國下調對英國汽車和航空航天行業產品的關稅，但對大部分英國商品仍維持10%關稅。此外，歐洲多國提出大幅提高公共開支，如德國設立5,000億歐元基礎設施專項基金並批准460億歐元企業稅收減免計劃，英國則撥款150億英鎊發展核彈頭及提升軍事現代化。這些擴張性財政措施有望提振商業信心，抵銷部分關稅措施對歐洲經濟的負面影響。

歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2025年6月23日



中國內地經濟展望

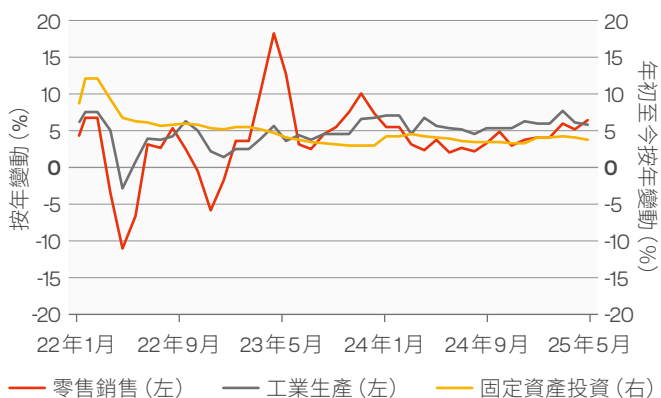
內需進一步發力，支持經濟穩步擴張

中國內地經濟於2025年上半年保持強韌，期待更多穩經濟政策。儘管外部挑戰加劇，內地持續加大穩增長政策的力度，鞏固經濟持續向好勢頭。2025年第1季，內地經濟按年增長5.4%，與前一季持平且超出市場預期。進入第2季，內需持續增強，在「以舊換新」政策推動下，居民消費明顯加快，工業生產及固定資產投資保持穩定擴張，出口亦因企業提前出貨和市場分散策略而錄得增長。4月初，美國宣布對等關稅政策，對中國商品大幅加徵高額關稅，中國亦採取反制措施，導致其後雙方關稅行動迅速升級。截至5月，中美貿易談判取得進展，雙方同意將額外關稅暫緩90天至8月12日。6月，雙方進一步就貿易協議框架達成共識，這些發展有助緩解市場憂慮。

然而，中美貿易關係仍存較多變數，外貿下行壓力或會加大。與特朗普首屆任期的貿易摩擦相比，當前中國內地經濟韌性明顯加強，當局已提前部署化解房地產及地方債務風險，為應對地緣政治風險提供更大的政策空間。5月初，內地加大貨幣政策力度，包括下調7天逆回購操作利率10個基點及存款準備金率50個基點，有效降低資金成本並注入流動性。若關稅影響持續加劇，預料內地當局仍具備充足政策空間，包括減息降準和加大發行特別國債等，以支持經濟增長。

展望未來，7月召開的中共中央政治局會議或將釋放更多穩經濟政策信號，為實現今年5.0%左右的經濟增長目標打下更紮實的基礎。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2025年6月23日

香港經濟展望

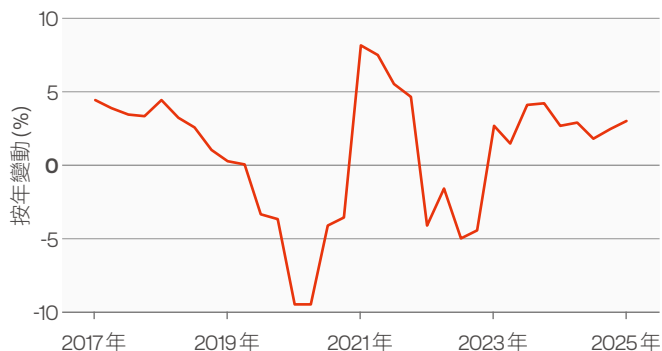
在內地政策支持下，香港經濟延續平穩增長

香港經濟保持穩健增長勢頭，住宅樓市料持續回穩。2025年第1季經濟按年增長3.1%，增速高於去年第4季的2.5%，主要增長動力來自投資、商品貿易及服務輸出。雖然中美貿易緊張局勢升級，但2024年經香港轉口的中美貿易僅佔香港總出口的5.6%，因此預期美國加徵關稅對香港外貿的直接影響有限。此外，香港以服務業為主的經濟結構亦有助減輕美國關稅政策的直接衝擊。不過，貿易緊張局勢所帶來的高度不確定性和金融市場波動，仍會間接影響私人投資和消費。整體而言，受惠於內地強而有力的政策支持、金融市場活力回升及減息預期，香港經濟可望延續平穩增長步伐，香港特區政府保持2025年全年經濟增長預測於2%至3%不變。

金融市場方面，隨著市場對美元信心轉弱及美國財政問題嚴重，部分資金從美元資產流入港元資產。5月初，港元交易多次觸發聯繫匯率制度下7.75港元兌1美元的強方兌換保證，不僅推動香港市場流動性上升，亦帶動港元銀行同業拆息顯著回落，為資本市場表現提供正面支持。與此同時，內地經濟表現優於預期和穩增長措施的正面溢出效應逐步顯現，有效改善市場情緒，推動股市上揚。新股市場活動亦漸趨活躍，2025年首5個月香港首次公開招股集資額達777億港元，較去年同期的96億港元顯著增加。

樓市方面，受2024/25年度財政預算案下調印花稅的政策帶動，住宅物業交投逐漸回暖，樓價走勢漸見回穩，住宅租金則在人才流入和本地需求強勁的支持下持續上升。隨著利率回落，樓市買家信心有望恢復，預計住宅市場將進一步回穩。

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6月23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。