

逆水行舟

東亞銀行經濟研究部



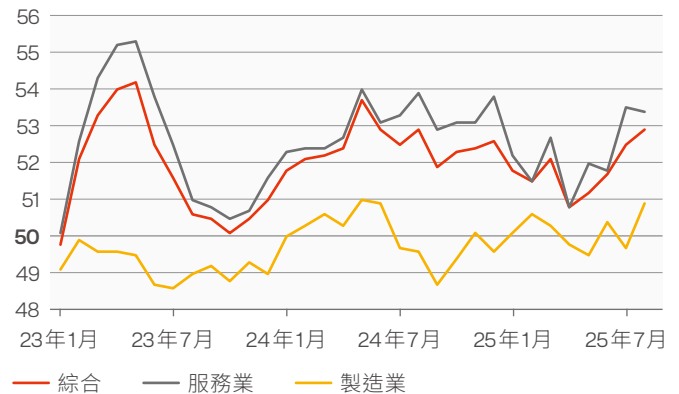
2025年第4季經濟展望

本章摘要：

- 環球貿易下行風險或進一步加大，令環球經濟增長前景的不確定性增加
- 美國勞工市場下行風險加劇，私人消費韌性或難長期維持，對經濟增長造成掣肘
- 關稅抑制出口增長並限制私人投資，加劇歐洲經濟的下行風險
- 中國內地的經濟政策料將聚焦釋放內需潛力，鞏固經濟增長勢頭
- 經濟基本面穩健及受中國內地政策刺激支持，預計香港全年經濟增長有望達2%至3%

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9月22日

環球經濟展望

環球經濟韌性超出預期，惟增長前景尚未明朗

關稅暫緩及央行減息，推動環球經濟延續增長勢頭。雖然環球貿易格局於2025年出現碎片化、美國對各貿易夥伴徵收的實際關稅率顯著上升、跨境貿易與投資面對高度政策不確定性，但整體經濟增長大致保持平穩，主要是受到企業提前出貨、人工智能產業持續迅速擴張、政府加大財政開支、央行減息及金融市場回升等利好因素支持。

國際貨幣基金組織於7月預測2025年環球經濟增長率達3.0%，較4月預測上調0.2個百分點。不過，儘管美國與多個貿易夥伴達成協議，為金融市場短期注入樂觀情緒，結構性問題仍未完全解決，尤其是跨國企業正重構供應鏈，一方面整合上下游產業活動，另一方面推進出口市場多元化，以避免過於依賴單一供應來源及銷售市場，從而對沖風險。近期部分領先貿易數據已見放緩，環球貿易的下行風險或進一步加大，令增長前景的不確定性上升。



宏觀經濟

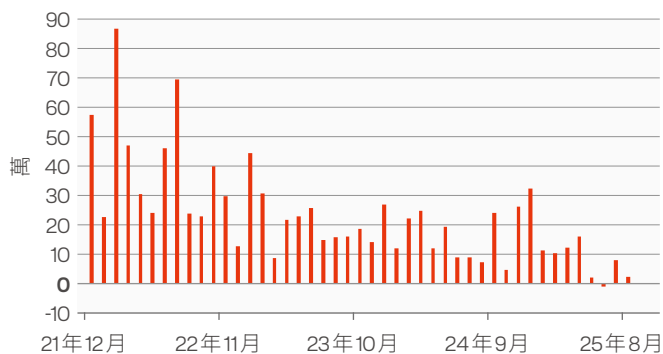
美國經濟展望

美國經濟穩健擴張，但勞工市場持續走軟

美國促成多項貿易協議，金融市場進一步走高。經過多輪緊密的貿易談判，美國與多個主要貿易夥伴達成協議，包括：歐盟、英國、日本、韓國等。同時與中國繼續談判並進一步延長關稅暫緩期，避免極端關稅的實施，顯著提振金融市場的樂觀情緒。此外，自對等關稅生效以來，美國整體物價升幅僅輕微加快，長期通脹預期保持穩定。至於企業盈利表現也較預期理想，其中人工智能相關投資勢頭依然強勁，加之市場預期美聯儲於9月減息25個基點後仍有進一步放寬貨幣政策的空間，帶動金融狀況轉趨寬鬆、借貸成本有序回落。上述利好因素推動美股主要指數創新高，短期有助推動私人消費增長。商業信心有所改善，顯示企業活動延續擴張。

不過，勞工市場走軟的趨勢值得關注。9月初，美國勞工部大幅向下修訂就業數據，將截至2025年3月的12個月內新增職位下調約91.1萬個，顯示勞工市場實際表現較此前估算疲弱，創下有紀錄以來最大年度就業數據調整。隨著勞工市場下行風險加劇，私人消費的韌性或難以長期維持，從而對整體經濟增長造成掣肘。

非農新增就業職位數目



資料來源：CEIC，數據截至2025年9月22日



歐洲經濟展望

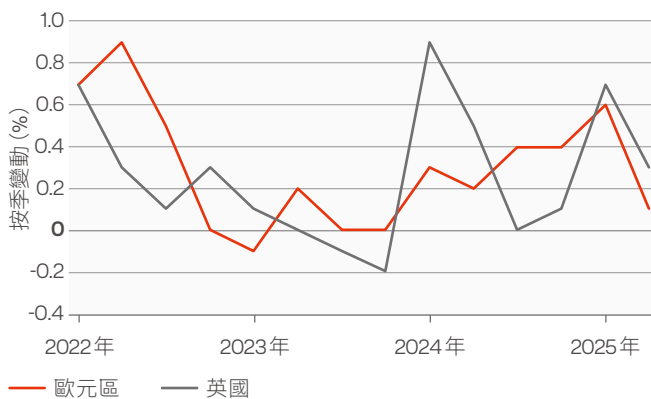
儘管歐美達成貿易協議，歐洲經濟仍面臨下行風險

歐洲經濟前景續受貿易政策困擾。受對外貿易持續波動和私人消費低迷影響，歐元區第2季經濟按季增長從第1季的0.6%下挫至0.1%。英國經濟受國民保險供款上調與關稅上升拖累，由第1季的按季增長0.7%放緩至第2季的0.3%。然而，第3季歐元區及英國採購經理指數回升，顯示企業信心回穩，有助短期經濟表現企穩。

同時，歐元區和英國的通脹走勢繼續分化。在工資增長放緩、生產力提升和貨幣走強下，歐元區通脹穩定於2%的政策目標附近。歐洲央行在9月會議雖維持政策利率不變，惟穩定的通脹環境將賦予其更大靈活性，為未來經濟下行風險預留貨幣寬鬆的空間。英國方面，隨著企業把國民保險供款和最低工資的升幅轉嫁予消費者，通脹壓力持續上升，降低英倫銀行短期內減息的可能性。我們預期英倫銀行將採取審慎態度，暫維持利率不變，直至通脹明確見頂。

貿易方面，歐盟與美國公布雙邊貿易框架協議，其中美國對歐盟大部分出口產品徵收的關稅上限設定於15%，歐盟則逐步降低或取消對美國工業產品的關稅，並對特定農產品及海鮮產品提供優惠准入待遇。儘管該協議在一定程度上降低了短期貿易政策的不確定性，但有效關稅率上升及前期搶出口效應消退，或抑制出口增長並限制私人投資，加劇歐洲經濟的下行風險。

歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

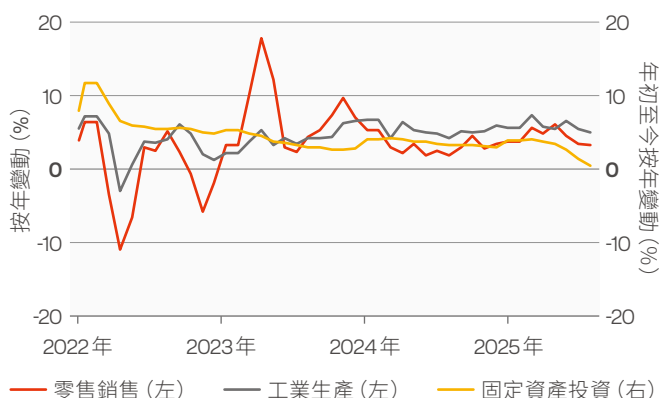
中國內地經濟展望

內地政策將持續發力，鞏固經濟增長勢頭

內地持續落實穩增長政策和措施。受惠於製造業和外貿表現穩健，內地經濟在上半年錄得按年增長5.3%，為達成全年5%左右的增長目標打下良好基礎。自第3季以來，內地經濟增長動能有所放緩，零售銷售和固定資產投資增速減慢，但工業生產及服務業活動仍保持穩健。經貿方面，中美於8月宣布將關稅暫緩期限延長90日至11月10日。9月中，國家主席習近平與美國總統特朗普進行電話通話，就下一階段中美關係穩定發展作出戰略指引，並提到就TikTok問題上，樂見企業在符合市場規則基礎上做好商業談判，預期雙方團隊仍將繼續磋商。

展望未來，宏觀政策料將持續發力，以鞏固經濟增長勢頭。7月政治局會議提出落實更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，並適時加大政策力度，包括：加快政府債券發行與使用、透過減息降準減低實體經濟融資成本，以及善用結構性貨幣政策工具支持重點領域等。另外，內地亦推出育兒補貼和提振消費的專項行動，例如：為個人消費貸款和服務業經營主體貸款提供貼息補貼。今年10月內地將召開「四中全會」，研究制定國民經濟和社會發展第十五個五年規劃（2026年至2030年「十五五」規劃），料將確立更清晰的中長期經濟發展方向。整體而言，政策料將聚焦於釋放內需潛力，以緩解外圍環境不明朗的影響。

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9月22日

香港經濟展望

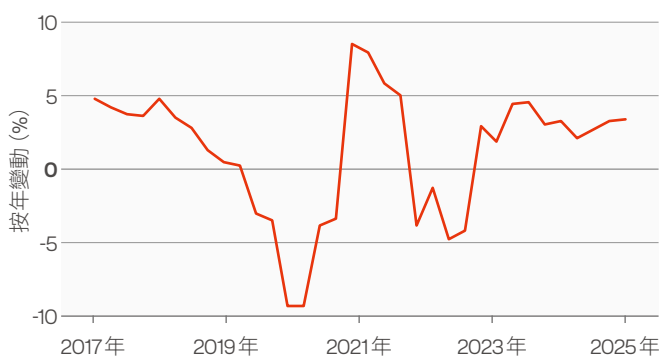
外貿穩健及內需改善，支持香港經濟穩健增長

香港經濟於第2季延續穩健增長態勢。第2季香港經濟按年增長3.1%，略高於第1季的3.0%。外貿持續擴張和本地需求改善成為了推動經濟增長的主要動力。基於穩健的經濟基本面以及中國內地政策刺激支持，預計香港全年經濟增長有望達到香港特區政府預測的2%至3%區間。

香港特區政府於10月公布新一份《施政報告》，在現有基礎上加快推動改革，致力開拓新增長點。相關措施包括：全面加速北部都會區的發展；引進並培育人工智能、生命健康科技、新能源等新興產業；深化粵港澳三地規則銜接與機制對接；持續強化股票市場；積極推動房託基金納入互聯互通機制等，以提升香港的長期競爭力。

股市氣氛續佳，尤其在美聯儲減息預期升溫、企業盈利穩健及內地科技發展前景樂觀等因素帶動下，恒生指數維持穩步上揚的態勢。金融市場持續復甦有望提振香港經濟，透過提升私人信心及產生正面財富效應，從而帶動投資與消費。樓市方面，住宅價格逐步回穩，租金則受人才流入帶動的強勁需求而進一步上漲。在經濟持續增長、美聯儲進一步減息及置業信心改善的支持下，住宅市場有望延續復甦勢頭。

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9月22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。