

东亚睿智

2025年第三季投资展望

余烬



目录

- 2 序言
- 3 宏观策略
- 10 宏观经济
- 14 股票
- 27 外汇
- 36 债券
- 44 免责声明



盛夏已至，阳光炽热，万物鼎盛。全球投资市场亦如烈日下的原野，热浪翻涌，变数丛生。回顾2025年上半年，国际经济与政治格局正深度重塑，贸易关系与地缘政治面貌正重新洗牌，引致金融市场剧烈波动，资本流向与投资信心亦受深远影响，也为下半年投资市场格局奠定了多变的基调。

风起于青萍之末。中美贸易关系再度紧张、美国政策方向反覆无常、地缘政治局势越趋紧张，让投资市场陷入高度不确定之中。在上半年将近结束之时，中美贸易关系出现转机、美国全速推进《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act)、以伊战事仅12日便止戈，一切发展顺利得如有神助，是为下半年铺设好康庄大道，抑或是气压骤降前的片刻宁静？我们必须承认，目前有许多关键问题仍悬而未决：关税政策的最终走向未明、《大而美法案》对美国是否利大于弊、通胀情况和经济增长前景有待确认、减息的时间表会否一拖再拖。

然而，在这片迷雾之中，几道结构性趋势浮现，为下半年的资产配置提供了线索。

首先，美国经济韧性犹存，但其增长动能正在受到多重内外部因素压抑，包括关税上升、联邦政府债务压力加剧、移民政策收紧等。美股如同高耸入云的塔楼，吸引着全球资金仰望与追捧，塔楼下的地基隐隐出现裂痕。短线仍有

机会受惠利好情绪继续冲高，但中长期而言，“美国例外主义”的基础正面临挑战，风险溢价可能逐步重估。

资金的潮水正悄然改道，缓缓流向非美市场。欧洲具备更高的政策可预测性，亚洲地缘风险相对较低，新兴市场则有望在美元走弱环境下获得相对优势，均引导全球资金进行再平衡，非美元资产在投资组合中的重要性将越来越高，此举不单再是用于分散风险，亦会是赚取超额回报的来源。

中国方面，尽管面临外部贸易压力和内部经济结构转型的挑战，但其政策应对能力和新型举国体制的发展模式不容小觑。中国政府通过扩大内需、刺激消费、推动科技创新、活化资本市场等手段，料能够稳住经济，继续向“5%左右”的经济增长目标迈进。伴随国际投资者对中国风险的重新评估，相关资产吸引力有望逐步回升。

盛夏是等待秋收前必经的季节。在这片灼热的投资原野上，唯有那些能在动荡中坚守纪律、在迷雾中辨识方向的行者，才能迎来丰收。第3季投资市场的主旋律将围绕“分散”、“避险”与“机遇”展开。在多极世界中，单一市场的过度集中风险愈加突出，透过跨地区、跨资产的灵活配置，有望控制波动所带来的风险，同时亦能捕捉结构性投资机会，为长期回报奠定基础。

本季重点：

宏观策略：好、坏消息料将更频繁交错出现，投资情绪在短时间内随时会大幅转变，投资策略需更敏捷地因时制宜作出调整

宏观经济：环球经济在保护主义影响下，增长料会放缓至疫后复甦以来的最低点

欧美股市：美股短期或现震荡回调，但低位具吸纳价值；欧股估值较美股有大幅折让，长远风险回报更具吸引力

亚洲股市：预期中港市可延续估值修复趋势；新加坡及南韩股市皆值得留意；对日股持中性态度

外汇市场：美国贸易政策不确定性将打压美元走势，从而利好部分非美货币。但美元短期或会受避险资金追捧

全球债市：短期美债继续是核心避险资产，但在多元化投资趋势下，非美国国债等替代资产的需求攀升

亚洲债市：亚洲投资级别美元债券具备基本面强韧、杠杆低和收益率高等优势；中国推行宽松货币政策，利好中国市场的高收益美元债券

宏观策略

余烬

东亚银行财富管理处投资策略师 | 吴永强



宏观策略

余烬

东亚银行财富管理处投资策略师 吴永强

本章摘要：

- 关税战发展、去美元化进程及连带相关的黄金避险需求，在第3季将继续是市场焦点和左右资产价格的主轴
- 特朗普善变的管治风格和美联储货币政策的不确定性等，料将令市场的好、坏消息更频繁交错出现，导致投资情绪或在短时间内大幅转变
- 第2季建议从资产、地区及时间的维度作多元化投资策略，在第3季仍会奏效
- 预期关税战的最坏时刻已过去，关税再次大幅上升的机会不大，但仍要小心关税发展带来的波动性
- “去美元化”仅属空中楼阁，但投资者减少持有美元资产的趋势料会继续
- 黄金避险需求料仍会强劲，金价在第3季料续会上行

上季标题是《多极》。当时预期全球将朝向以意识形态主导的多极化状态，地缘风险料将飙升。同时，美国总统特朗普的政策重置将颠覆全球经济格局，欧美关系将出现根本性的转变，潜在的国际冲突有机会拖慢全球经济。

言犹在耳，第2季度开局之初，美国总统特朗普在4月2日的“解放日”对全球进口美国的商品征收10%的基准关税，并对与美国存在较明显贸易顺差的多个经济体征收更高的对等关税。除了对等关税税率远超预期外，美国未有对欧盟及日本等传统盟友网开一面，中国与美国在关税议题各不相让，皆加深投资市场的震荡，属于风险资产的股市一度出现大跌，MSCI世界指数、MSCI欧洲指数、美国标普500指数、MSCI日本指数、恒生指数及沪深300指数在内代表各地主要市场的指标性指数在“解放日”后3至4个交易日内，跌幅介乎8%至15%不等；传统避险资产的黄金因投资者短期急速撤离各类风险资产而出现小幅度回调后，便重新走高，并多次刷新历史高位。值得注意的是，美国作为今次关税战的宣战国，资金从震央流走，导致另一传统避险资产美国国债失去其部分避险功能，美国10年期和30年期的债息在短短4个交易日内分别急速抽升16.2点子和26.4点子。

美国债市的异动，令美债崩盘之说甚嚣尘上，迫使特朗普在4月9日宣布，对中国以外的其他经济体暂缓征收高额对等关税90天，期内只会征收10%的基准关税，令关税冲突大幅降温。市场情绪逐步修复，风险资产有序回升，黄金价格仍然稳健，反映投资者在逐险的同时，亦不忘继续防守，慎防关税问题出现“回马枪”。

关税战其后再传来令人振奋的消息，中美两国在瑞士日内瓦达成共识，并在5月12日共同发布《中美日内瓦经贸会

谈联合声明》，美国对中国商品的进口关税由145%降至30%，中国对美国商品的进口关税由125%降至10%（中美双方有24%的关税税率仅属暂缓90天）。其后，中美于6月在英国再次举行会议，并原则上就日内瓦会谈共识达成贸易框架协议。与此同时，美国已经与英国达成贸易协议，并正与印度、日本、南韩等国进行贸易谈判。

正当无硝烟的关税战暂息，中东地区硝烟再起。6月中旬，以色列对伊朗发动代号“雄狮崛起行动”（Operation Rising Lion）的袭击，针对伊朗首都德黑兰、核研究设施及军事基地等发动空袭，声称遏止伊朗制造核武。美国其后接力空袭伊朗核设施，伊朗声言报复及威胁关闭霍尔木兹海峡。“以伊战事”爆发，为市场增添更多的不明朗因素，布兰特原油价格在以色列空袭伊朗后，短短5个交易日抽高14%。不过，以色列及伊朗随后宣布停火，市场情绪随即转好。第2季的政经发展与我们的预测大致相若。

逆向操作策略应对市场情绪突然逆转

本季的标题是《余烬》，关税及中东地缘危机的风险看似降温，但余烬未熄，随时死灰复燃，绝不可掉以轻心。关税战发展、去美元化情况及连带相关的黄金避险需求，在第3季将继续是市场焦点和左右资产价格的主轴，下文将会逐一作出分析。加上，特朗普政府的善变管治风格和美联储货币政策的不确定性等，料将令市场的好、坏消息更频繁交错出现，导致投资情绪在短期内随时会大幅转变。投资者经过第2季的锻炼后，预期已逐步了解到市场情绪会在极短时间内变得极好或极坏，投资策略亦需要更敏捷地因时制宜作出调整。

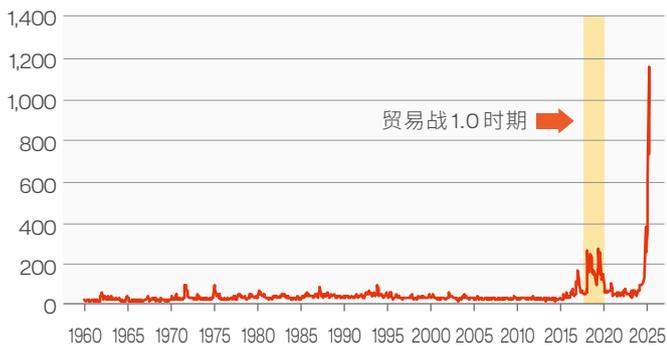
我们建议投资者在第3季可采取逆向操作策略，以应对市场环境随时骤变的不确定性。具体来说，在市场情绪变得乐观时，可先行短线获利增长股及高收益债券等风险较高的资产，并趁低吸纳防守性较高的资产。当市场情绪变得悲观时，则获利防守性资产，重新配置在增长型资产身上。同时，第2季建议从资产、地区及时间的维度作多元化投资的策略，在第3季仍然是相当重要的中长线投资策略。

关税战发展何去何从？

特朗普在4月2日揭开新一轮关税战的战幔后，市场情绪一度极度悲观，除股票等风险资产应声向下，就连黄金及美国国债等传统避险资产的表现亦见回软，足见投资者风险胃纳骤时变得极弱。然而，特朗普在短短一星期便“弹弓手”，宣布暂缓征收对等关税90天，只征收10%的基准关税，导致市场情绪急速反弹。虽然中美其后继续互征关税，关税税率更高达145%（美国征收中国进口商品）及125%（中国征收美国进口商品），但双方在5月中旬也达成了90天的休战协议，关税战的冲突顿时降温。

美国对全球多国经济体暂缓征收对等关税的90天限期将会在7月9日届满，而对中国的休战期则会于8月中到期，90天后关税战的发展何去何从，更值得投资者的关注。虽然关税战暂时休战，但贸易政策的不确定性仍处历史偏高水平。由美联储研究员编制用作衡量媒体对贸易政策不确定性消息关注度的环球贸易政策不确定性指数，在5月份报723点，较4月份的历史高位1,151点已有显著回落，但仍远高于自1960年以来月平均的44点，亦较贸易战1.0时平均约166点高。虽然特朗普在6月29日声称不打算全面延长7月9日的关税暂缓期，但我们相信，关税不确定性的高峰期料已过去，但仍有不少风险未完全消除，这亦与市场对贸易政策前景仍感到惴惴不安的态度不谋而合。

环球贸易政策不确定性指数



资料来源：Caldara et al. (2020)，数据撷取于2025年6月25日

我们通过情景分析，推测关税战在第3季的发展。当中，基本情景预期出现机率最高，达65%。在此情景下，预期中美将会达成进一步的贸易协议，但只会局限于部分的商品，受制于政治及经济利益的分歧，双方难以达成全面的贸易协议。同时，美国料会降低部分东盟国家的关税，令中国商品能借道东盟国家出口至包括美国在内的全球各地。根据中国海关总署的数据，在关税战爆发后，中国出口至东盟的货值出现急升，4月及5月分别按年升20.8%及14.8%，同期出口至美国的货值则分别下跌21%及34.5%。虽然华府声言要杜绝中国“洗产地”的行为，但预期美国社会对中国的日常生活产品需求殷切和为免通胀急升，料美国对部分东南亚国家的关税会从宽处理。另外，预期美国会与部分主要贸易伙伴达成贸易协议，并会下调对多国的对等关税税率或进一步延长暂缓征收关税期限，但针对中国关税仍会高于其他国家。同时，在基本情境下，预期美国经济将能避免陷入衰退，仅会出现放慢，而美联储亦开始减息以预防经济进一步下滑，中国则会有更多刺激经济政策推出，以抵销关税冲击。

若然出现基本情境，预期股票（尤其是中港及美国）、投资级别企业债券、黄金等资产料有较好的表现。乐观情境及悲观情境预期出现的机率较低，在此不作阐述，详情可参考下表：

情景	发展	利好资产	出现机率
乐观	<ul style="list-style-type: none"> 中美两国成功解决关税问题，关税税率大幅降低或取消 美国与多国达成全面贸易协定，只保留部分基准关税 美国经济增长重新加速、通胀回落、美联储加快减息令利率朝向正常化、中国经济（特别是出口及制造业）逐步改善、环球经济增长加快 	股票（环球）、美元资产、高收益债券	20%
基本	<ul style="list-style-type: none"> 中美就关税问题达成进一步协定，个别商品关税降低或宽免 美国降低部分东盟国家的关税，有利在东盟设厂的中国企业的产品出口 美国与部分主要贸易伙伴达成贸易协议，并会下调对多国的对等关税税率或进一步延长暂缓征收关税的期限，针对中国关税仍会高于其他国家 美国或对谈判意欲低或与美国经贸往来体量不大的国家，在宽限期后直接加征关税 美国经济未有陷入衰退，但有放缓情况，美联储开始减息以预防经济进一步下滑；中国推出更多刺激经济政策；全球经济维持低增长 	股票（尤其是中港及美国）、投资级别企业债券、黄金	65%
悲观	<ul style="list-style-type: none"> 中美两国贸易谈判破裂，重新上调进口关税税率 部分国家跟随美国加征中国关税，以换取与美国达成贸易协定 美国只与少数国家达成贸易协议 美国经济陷入衰退，中国经济数据（特别是出口及制造）明显下滑 美国通胀重新加剧，美联储维持利率不变，甚或有机会加息 除关税战外，中美双方在金融及科技上的摩擦增加（例如：实施更广泛的禁投令、中概股退市） 	黄金、短期国债、避险货币、现金	15%

宏观策略

简而言之，我们相信市场原先最担心关税战带来中美经济脱钩及环球经济出现衰退等极端风险，基本已经消除。加上，美国逐渐意识到中国今次有备而来，已非如贸易战1.0时般能够予取予携。同时，关税的“七伤拳”对美国经济的反噬效果已若隐若现。根据耶鲁预算实验室 (Yale Budget Lab) 的最新估算，在暂缓对等关税和与中国达成初步协议后，美国的平均有效关税税率仍高达15.8%，为1936年以来最高，高关税势影响美国的通胀及经济前景。世界银行在6月公布最新的《全球经济展望》报告¹，美国2025年的经济增长率料只得1.4%，较今年初预测减少0.9个百分点，撇除2020年受疫情影响不计，增速属16年以来最慢。

因此，我们预期，美国在今次的关税战中，短期纵使不会鸣金收兵，但亦无意进一步令战事大幅升温。特别是特朗普已多次公开要求美联储减息，但美联储主席鲍威尔则再三强调减息与否取决于通胀是否受控及就业市场是否转弱，若美国令贸易战再度升温从而令通胀回升，鲍威尔将更有理由在减息一事叹慢板。另外，我们预期美国对中国的态度料会更倾向色厉内荏，主因中国似乎已找到美国的弱点，分别是减持美国国债及限制稀土出口，料有助降低爆发全面贸易战的风险。不过，投资者须留意特朗普或会偶尔挑起事端，例如威胁再大幅加征关税或指责他国未有遵守贸易协议等，特别是当他处理好《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 及中东的地缘危机后，料会重新将焦点放回至贸易议题上，并会以“且战且谈”的技俩换取更大的回旋空间，料将持续为投资市场带来波动。

美国有效关税税率状况



资料来源：耶鲁预算实验室，数据撷取于2025年6月30日

美元在全球主导地位能否持续？

美元在二次世界大战后，在全球央行外汇储备、资金结算及投资共3大市场一直保持主导地位，正正反映其作为全球政经最具影响力的国家的重要角色。然而，美国政府债务问题严重和贸易战引发美国经济放缓忧虑的“内忧”，以及地缘政治局势转变和美国与传统盟友关系变得疏离的“外患”，就算美国总统特朗普如何宣扬其“MAGA (让美国再次伟大)”宏愿，但越来越多人担心被金融市场奉为圭臬的“美国例外主义”(American exceptionalism) 将受到动摇，美元及美元资产将会失去主导地位。事实上，早在2024年第3季题为《最后冲刺》的投资展望中，我们已经率先谈及“去美元化”的话题。现时刚好一年，“去美元化”的声音也越演越烈，正是时候再次检视。

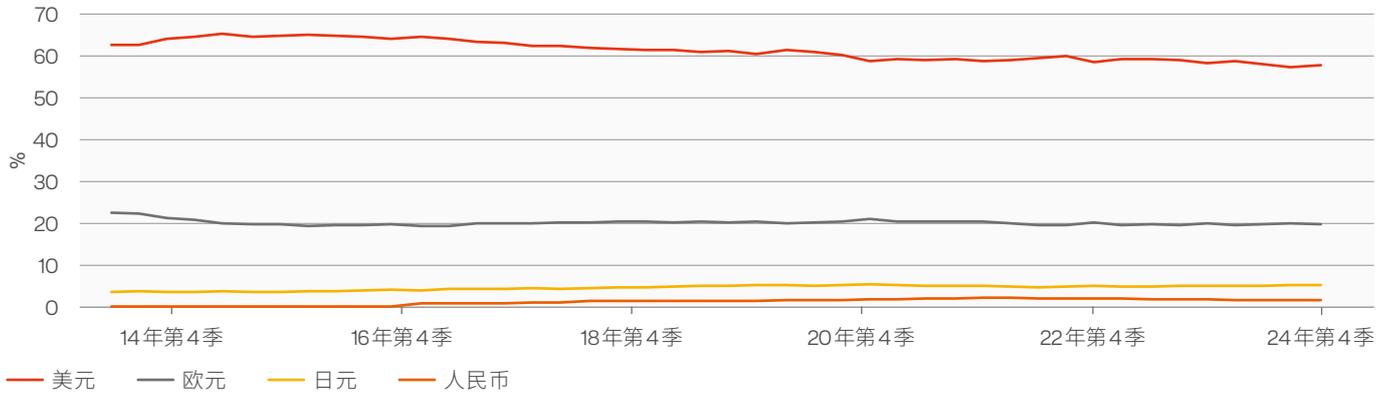
美元在全球扮演着3大重要角色，分别是储备、资金结算和投资。在此开宗明义，我们认为美元的主导地位仍然十分稳固，“去美元化”绝非朝夕之事，特别是在外汇储备及贸易结算的环节。欧盟的贸易份额体量虽大，但其债市和股市深度不足；中国的经贸能与美国匹敌，惟碍于人民币无法自由兑换，皆令现时未有其他货币能撼动美元地位。

先从储备角色说起，根据国际货币基金公布的最新数据²，在2024年第4季，全球央行的外汇储备当中，美元占比达57.8%，紧随其后的是19.8%的欧元和5.8%的日圆。至于人民币的占比仅2.2%。虽然美元在全球央行外汇储备的占比其在1999年至2000年时的高峰超过70%，近年正逐步下跌，但仍属央行首选的外汇储备货币，且远远抛离第2位的欧元。若将非货币的黄金计算在内，因应央行对黄金需求越来越大(下文再进一步阐述)，美元在全球央行的外汇储备占比虽降至46%，但仍高于黄金及欧元合计36%的占比。数据上反映，美元在外汇储备的角色虽有淡化，我们亦认为各国央行多元化其外汇储备的趋势将会持续，但整个趋势仍会相对缓慢，故美元在外汇储备的龙头地位料可继续维持。

¹ 见世界银行网站，<https://bit.ly/GEP-June-2025-Full-Report>

² 见国际货币基金组织网站，<https://data.imf.org/en/news/4225global%20fx%20reserves%20decreased%20by%203%20percent%20in%202024q4>

主要货币在环球央行外汇储备占比变化

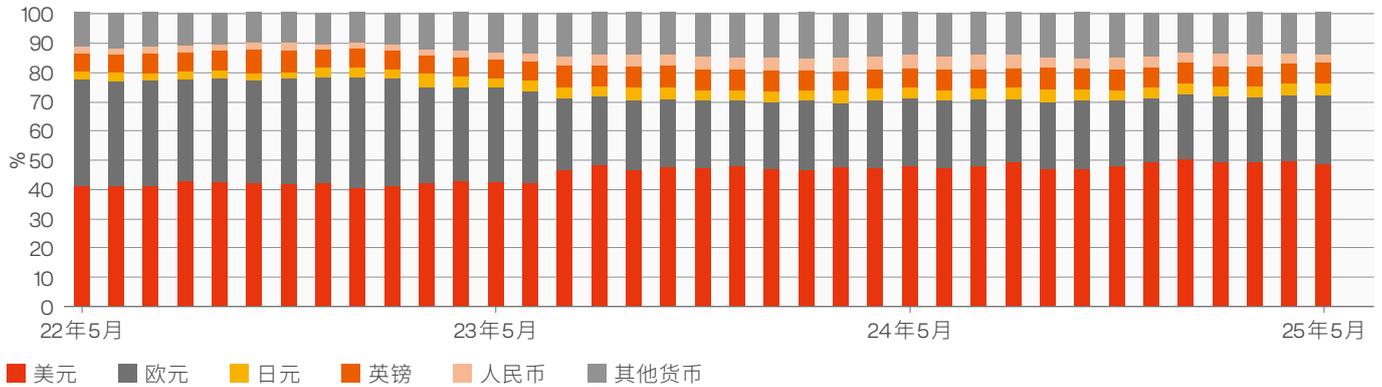


资料来源：国际货币基金，数据撷取于2025年6月25日

而在资金结算的角色方面，根据环球银行金融电信协会 (Swift) 数据显示，今年1至5月，美元在全球支付的占比平均达49%，较2024年全年平均约47.5%正稳步上扬。虽然有部分的资金结算未有经过Swift系统而未能在数据中反映出来，加上金砖国家和东协国家正在贸易方面推进本国货币结算，但相信暂时难以大幅拉低美元在全球支付的占比。



Swift系统国际支付货币占比 (按币种)



资料来源：环球银行金融电信协会，数据撷取于2025年6月25日

从储备及资金结算方面来看，美元短期内主导地位只是杞人忧天之谈，但不能否认的是，投资市场讨论“去美元化”的概念确是来得更快和更明显，甚至有部分资金闻风先遁，从美汇转弱、美国中长期国债在近期的市况波动情况下似乎失去避险功能、以及亚洲等货币明显走强等，侧面反映美元资产的受欢迎程度不及从前。美元资产吸引力减少，主要由于美国是全球不确定性的主要来源之一，包括截至今年1月底，美国政府债务占GDP (国内生产总值) 约120%，水平仅次于COVID时期，令市场担忧其财政会持续恶化；加上关税及减税方案等问题，以及特朗普多次公开向美联储施压要求减息等等，有机会导致经济转差、政府

收入减少和削弱央行独立性，皆令市场担心美元资产的稳健程度，投资者开始对其满仓美元资产是否最佳的投资配置感到怀疑。最令市场关注的是，投资者对美元资产兴趣下降令美国中长期国债需求减少，从5月美国20年期国债拍卖结果遇冷，中标利率达到5.047%的高水平可见。虽然6月拍卖的利率降至4.942%，但仍属2023年10月以来第2高。美债需求转弱，意味美国政府须以更高的利息吸引投资者，将令借贷成本持续增加，令财政问题雪上加霜，加剧市场对美国的信贷忧虑，当忧虑加深时，投资者又会加速卖债，容易陷入恶性循环。

宏观策略

美国政府似乎也有所意识，正积极推进《指导与建立美国稳定币国家创新法案》(GENIUS Act, 别称天才法案)的稳定币法规，须以美元存款或美债等作为稳定币背后的储备资产，意图借稳定币加强美债的需求。然而，现时的稳定币市场规模仅约2,470亿美元，与29万亿美元的美国国债市场相比，暂只属于杯水车薪。不过，我们预期，稳定币市场规模在2030年可达2万至4万亿美元，届时对美国国债料可带来一定的支撑。

另一方面，美国总统特朗普的《大而美法案》中，第899条题为“执行针对不公平外国税收的补救措施(Enforcement of Remedies against Unfair Foreign Taxes)”的税收条款尤为惹来市场关注，担心会进一步削弱投资者对美元资产的信心。该条款提到，若他国被美国财政部认定为对美国企业征收“不公平税制”时，美国将对该国的个人、企业、政府、信托、基金等进行报复性的征税，将其在美国获得的被动收入加征最多15%的额外税收，并计划在2027年开始征收。由于该条款引起华尔街及海外投资者的忧虑，特朗普政府最终决定删除该极具争议性的条款。然而，海外投资者或仍会持续减少其美元资产的持仓，以减低其潜在的税务风险。

虽然美元料会继续在环球金融、贸易及投资市场拥有主导地位，但在美国债务问题未见改善和政策高度不确定之下，预期投资者将会继续多元化投资，避免风险过度集中于美元资产。因此，我们预期，美元汇价在第3季将会震荡走势作区间上落，短期亦不排除部分避险资金仍会选择美元及相关资产，但有机会配置更多短期的美元资产来减低风险，详细分析可见《外汇》及《债券》章节。

金价强劲走势将可维持？

承接上文谈及“美元在全球主导地位能否持续？”作为传统避险资产的中长期美国国债，在投资者对美元资产信心略有怀疑之时，其避险功能略有失色，令另一传统避险资产黄金成为得益者。

国际黄金价格年内表现强劲，截至6月25日，金价年内累升27%，以收市价计曾25次创出历史新高。在6月，金价曾受“以伊战事”刺激，于6月13日创出每盎司3,432美元的新高，惟随着以伊驳火仅12日后便宣告停火，金价辗转回落。金价在上半年曾3次冲穿3,400美元水平，其后皆无以为继，是否意味金价已经见顶？

在过去25年，金价有19年录得上涨，最长1次的周期在2001年至2012年，连续12年录得正回报。截至6月25日，金价在过去25年，累计涨幅达11.2倍，年化回报率逾10%，以避险资产的角度而言，已属不俗回报。简单划分，黄金在过去25年已经历4次牛市，第1次在2001年3月至2008年3月，牛市维持周数达364周，期内升幅289%；第2次在2008年10月至2011年9月，维持周数达150周，期内升幅达156%；第3次在2015年11月至2020年8月，维持周数为246周，期内升幅有92%；第4次是从2022年9月至今，由于本轮黄金牛市仍未完结，为方便统计及比较，故以2025年6月20日当周为界，今次维持的周数144周，累升104%。从黄金牛市的周期来看，今次牛市无论维持周数及升幅均未算夸张。

黄金在过去25年出现4次牛市			
开始时间	结束时间	维持周数	期内升幅
2001年 3月30日	2008年 3月14日	364周	289%
2008年 10月31日	2011年 9月9日	150周	156%
2015年 11月27日	2020年 8月7日	246周	92%
2022年 9月23日	2025年 6月20日*	144周	105%

*暂时截至6月20日当周

除历史数据外，我们认为，环球息率回落、央行持续购买黄金和中长期美债避险功能失色令部分避险资金流入黄金的结构性因素，以及地缘政治局势仍不稳定、全球经济增长动力放慢和滞胀风险未除的技术性因素，将继续支持黄金价格中长期上行的趋势。

根据世界黄金协会数据，环球央行对黄金需求持续强劲，2024年央行购入超过1,000吨黄金，为连续第3年达到此水平。协会在6月发布的《2025年全球央行黄金储备调查》³显示，73间受访的央行中，高达95%相信在未来12个月环球央行会进一步增加黄金储备。值得令人注意的是，截至4月30日，今年净买入黄金的央行首5位分别是波兰、阿塞拜疆、中国、土耳其及捷克，这批新兴市场央行成为购金的新势力，其购买力不容小觑，有助于扩大整体黄金需求基础。虽然环球央行在今年首季买金的规模约244吨，按季减少33%，但仍处于过去3年的季度平均购金水平。因此，我们预期，环球央行今年购买黄金的数量仍可再次超过1,000吨，为金价上行带来支持。

³ 见世界黄金协会网站，<https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>

环球央行每季购买黄金规模

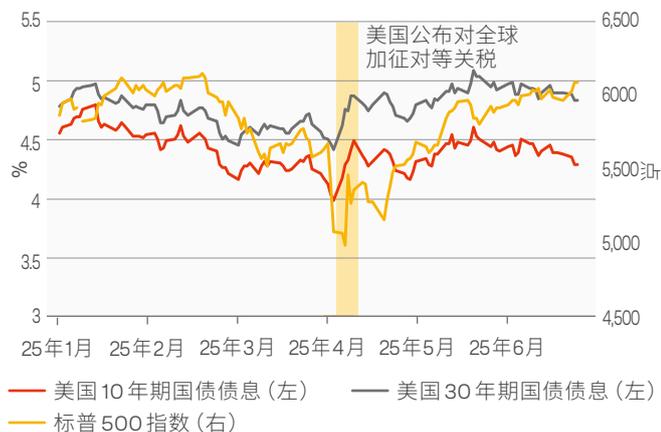


资料来源：世界黄金协会，数据撷取于2025年6月25日

环球央行持续增加黄金储备之时，投资者对黄金的投资需求亦盛，特别是在“去美元化”的声音下，投资者对美国中长期国债的避险功能有所怀疑。事实上，美国在4月初公布对全球开征“对等关税”的该段时间，作为风险资产的美股应声下跌，但美国10年及30年期国债的债息出现先抑后扬走势，相信有部分避险资金别无他选，改为流入黄金。

在黄金持续走高和“去美元化”的双重刺激下，黄金投资需求在今年第1季按年大增1.7倍，达552吨，与2022年第1季俄乌战争爆发时的水平相若。其中，黄金ETF（交易所买卖基金）的需求相当殷切，今年首5个流入多相当于323吨黄金的资金，令黄金ETF背后持有的黄金数量增加至3,541.3吨，但与2020年11月时的高峰3,929吨尚有差距，故我们相信黄金ETF的全球持仓量仍有上升空间。

标普500指数与美国10年、30年期国债债息



资料来源：彭博，数据撷取于2025年6月25日

今年5月，佛罗里达州州长德桑蒂斯 (Ron DeSantis) 签署了《999》法案，容许居民在日常生活中使用符合特定纯度的金币、金条、银币、银条作交易，与美元同属法定货币。虽然此法案的象征意义大于实际意义，暂亦姑勿论美国其他州份会否跟随，但已间接显示“去美元化”的风潮也在美国国内隐隐出现。

整体而言，我们认为黄金价格在第3季仍具有上行空间，给予每盎司3,600美元的目标价。在美国债务问题恶化、地缘政治风险持续升温、环球资本市场波动加剧、滞胀及通胀回升等风险仍存的情况下，黄金将继续扮演避险和保值的角色，亦是投资组合中应该配置一定比例的资产类别。



韧战

东亚银行经济研究部



2025年第3季经济展望

本章摘要：

- 全球经济增长预计将放缓至疫后复甦以来的最低点
- 政策反覆及关税政策冲击私人消费和企业信心，美国全年经济增长下行压力增
- 公共开支抵销关税压力，欧洲经济将温和增长
- 中国经济展现韧性，内需进一步发力，支持经济稳步扩张
- 香港经济稳健成长，金融市场活力回升带动投资信心

全球经济展望

全球经济在保护主义阴霾下面临多重挑战

全球经济增长预计将放缓至疫后复甦以来的最低点。2025年4月初，美国宣布实施对等关税政策，意图重塑贸易秩序，这为全球经济带来极大不确定性，各地金融市场因衰退忧虑而剧烈波动。随着部分极端关税措施暂缓生效，各国与美国展开谈判，股市迅速回升，跨境贸易因提前出货而持续扩张，短期内降低了全球经济步入衰退的风险。然而，关税与其他贸易保护措施的威胁依然存在，消费和商业信心难以在短期内完全恢复，经济前景仍不明朗。若关税措施再度升级，下行风险势将蔓延至全球各个市场，不仅会阻碍跨境供应链活动并推高贸易成本，更可能引发报复性行动，使贸易摩擦陷入恶性循环。

长远而言，全球碎片化趋势将对贸易造成显著冲击，抑制经济增长动力。根据国际货币基金组织最新估算，2025年全球经济增长率将从2024年的3.3%降至2.8%，为疫后复甦以来的最低增速。

全球采购经理指数

>50表示扩张



资料来源：彭博，数据截至2025年6月23日

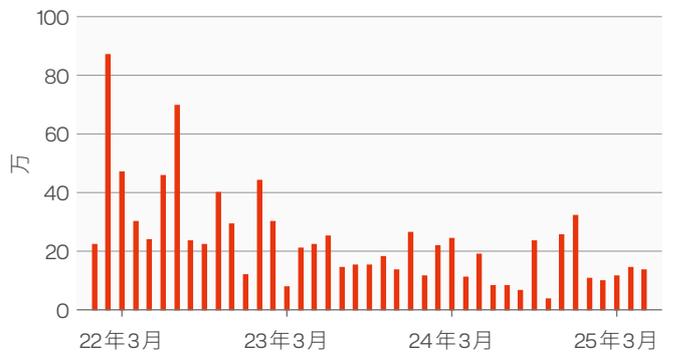
美国经济展望

关税代价持续显现，美国经济料将进入减速期

受政策反覆和关税不确定性影响，美国经济下行压力不断加大。2025年第1季，美国经济意外出现收缩，主要因企业为避开关税提前进口和增加库存，导致进口大幅上升和贸易逆差扩大。虽然特朗普政府正与多个主要贸易伙伴进行谈判，但贸易政策前景仍不明朗，短期经济数据可能失真。关税政策频繁调整削弱私人消费和企业投资信心，经济增长动力预计将进一步减弱。虽然近期通胀有所降温，但进口成本上升的压力尚未完全反映，物价上行风险仍在。劳工市场方面，失业率保持基本稳定，但新增职位明显放缓，反映就业市场正逐步降温。此外，国会推动的税法法案，虽有助刺激需求，但将加重财政赤字，引发市场对美国财政可持续性的忧虑，导致国债孳息率长期高企。

随着商业周期步入尾声，预计美国经济将进入减速期，2025年全年经济增长预测仅1.2%。面对需求放缓，预料美联储在2025年下半年重启减息，预计9月及12月将各减息25个基点。

美国新增非农职位数目



资料来源：CEIC，数据截至2025年6月23日



宏观经济

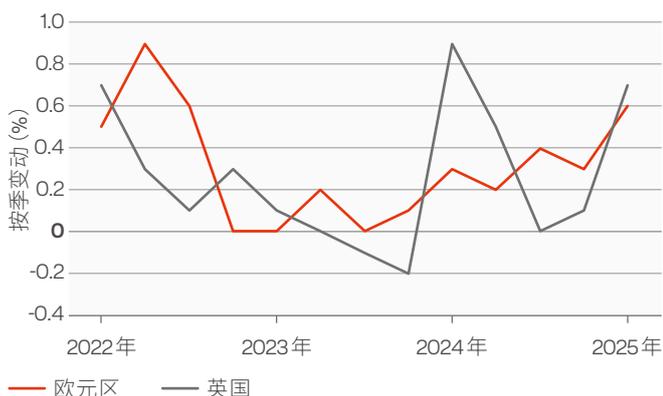
欧洲经济展望

公共开支抵销关税压力，欧洲经济将温和增长

欧洲经济于2025年迎来良好开局，下半年仍有减息空间。2025年第1季，欧元区经济由前一季的0.2%按季加速增长至0.4%，英国经济则在服务业和工业生产带动下，按季增长0.7%。然而，外贸环境不确定性持续影响企业投资和出口信心，欧元区及英国的采购经理指数在第2季有所放缓。同时，欧元区和英国的通胀走势出现分歧。受惠于工资增长放缓及生产力提升，欧元区通胀率已回落至2%的政策目标附近。6月，欧洲央行实施本轮减息周期的第8次减息，将存款机制利率下调25个基点至2.0%，并暗示货币宽松周期可能接近尾声。我们预计欧洲央行于2025年底前仍有减息空间，存款机制利率或下降至1.75%。英国方面，通胀风险因最低工资及国民保险费上调而升温，但考虑到货币政策环境偏紧，加上关税压力，预期英伦银行将在下半年继续减息。

贸易方面，尽管美欧关税谈判已启动，但前景不确定性仍高。欧盟表示若果谈判失败，将对美国采取反制措施。6月16日，英国与美国签署贸易协议，美国下调对英国汽车和航空航天行业产品的关税，但对大部分英国商品仍维持10%关税。此外，欧洲多国提出大幅提高公共开支，如德国设立5,000亿欧元基础设施专项基金并批准460亿欧元企业税收减免计划，英国则拨款150亿英镑发展核弹头及提升军事现代化。这些扩张性财政措施有望提振商业信心，抵销部分关税措施对欧洲经济的负面影响。

欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2025年6月23日



中国内地经济展望

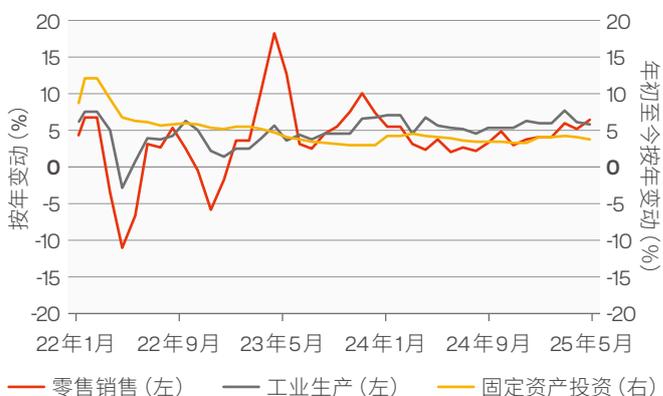
内需进一步发力，支持经济稳步扩张

中国内地经济于2025年上半年保持强韧，期待更多稳增长政策。尽管外部挑战加剧，内地持续加大稳增长政策的力度，巩固经济持续向好势头。2025年第1季，内地经济按年增长5.4%，与前一季持平且超出市场预期。进入第2季，内需持续增强，在“以旧换新”政策推动下，居民消费明显加快，工业生产及固定资产投资保持稳定扩张，出口亦因企业提前出货和市场分散策略而录得增长。4月初，美国宣布对等关税政策，对中国商品大幅加征高额关税，中国亦采取反制措施，导致其后双方关税行动迅速升级。截至5月，中美贸易谈判取得进展，双方同意将额外关税暂缓90天至8月12日。6月，双方进一步就贸易协议框架达成共识，这些发展有助缓解市场忧虑。

然而，中美贸易关系仍存较多变数，外贸下行压力或会加大。与特朗普首届任期的贸易摩擦相比，当前中国内地经济韧性明显加强，当局已提前部署化解房地产及地方债务风险，为应对地缘政治风险提供更大的政策空间。5月初，内地加大货币政策力度，包括下调7天逆回购操作利率10个基点及存款准备金率50个基点，有效降低资金成本并注入流动性。若关税影响持续加剧，预料内地当局仍具备充足政策空间，包括减息降准和加大发行特别国债等，以支持经济增长。

展望未来，7月召开的中共中央政治局会议或将释放更多稳增长政策信号，为实现今年5.0%左右的经济增长目标打下更扎实的基础。

内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2025年6月23日

香港经济展望

在内地政策支持下，香港经济延续平稳增长

香港经济保持稳健增长势头，住宅楼市料持续回稳。2025年第1季经济按年增长3.1%，增速高于去年第4季的2.5%，主要增长动力来自投资、商品贸易及服务输出。虽然中美贸易紧张局势升级，但2024年经香港转口的中美贸易仅占香港总出口的5.6%，因此预期美国加征关税对香港外贸的直接影响有限。此外，香港以服务业为主的经济结构亦有助减轻美国关税政策的直接冲击。不过，贸易紧张局势所带来的高度不确定性和金融市场波动，仍会间接影响私人投资和消费。整体而言，受惠于内地强而有力的政策支持、金融市场活力回升及减息预期，香港经济可望延续平稳增长步伐，香港特区政府保持2025年全年经济增长预测于2%至3%不变。

金融市场方面，随着市场对美元信心转弱及美国财政问题严重，部分资金从美元资产流入港元资产。5月初，港元交易多次触发联系汇率制度下7.75港元兑1美元的强方兑换保证，不仅推动香港市场流动性上升，亦带动港元银行同业拆息显著回落，为资本市场表现提供正面支持。与此同时，内地经济表现优于预期和稳增长措施的正面溢出效应逐步显现，有效改善市场情绪，推动股市上扬。新股市场活动亦渐趋活跃，2025年首5个月香港首次公开招股集资额达777亿港元，较去年同期的96亿港元显著增加。

楼市方面，受2024/25年度财政预算案下调印花税的政策带动，住宅物业交投逐渐回暖，楼价走势渐见回稳，住宅租金则在人才流入和本地需求强劲的支持下持续上升。随着利率回落，楼市买家信心有望恢复，预计住宅市场将进一步回稳。

香港实质经济增长



资料来源：香港政府统计处，数据截至2025年6月23日



逢凶化吉

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 陈伟聪
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理高级投资策略师 陈伟聪

美国股市展望 — 逢凶化吉

本章摘要：

- 美国债息虽然高企，但对美股未必是绝对负面；联储局对降息口风稍微转鸽
- 6月份前瞻性数据反弹，预期《大而美法案》有效刺激消费，或逆转盈利下行趋势
- 人工智能板块领跑美股，预期能继续维持强势，可续作为美股组合的重点配置
- 给予标普500指数之预测市盈率目标为24倍，每股盈利为270美元，对应的全年目标水平为6,480点

今年第2季，美股市场经历了剧烈震荡，但最终有惊无险的行情。4月上旬，特朗普政府宣布针对全球大部份国家加征远超市场预期对等关税，迅即杀市场措手不及。受到滞胀恐慌情绪蔓延下，标普500指数曾于3个交易日内最多下泻约15%，最低下试4,835点，而VIX波动指数则一度急升至52。正当市场风险胃纳急转直下时，特朗普却于数天后宣布给予全球除中国以外的贸易伙伴90日关税暂缓期，意味贸易战尚有谈判余地。标普500指数便于4月9日应声反弹10%，为2008年金融海啸以来的最佳单日升幅。

其后，美国政府陆续就包括电子消费产品在内的数项产品类别赋予关税豁免，更在5月上旬与中国达成日内瓦初步贸易协议，暂免征收巨额关税90日，市场对贸易摩擦之忧虑进一步降温。再者，美股首季业绩表现亮眼，人工智能相关科技股盈利增长及收入前景指引大范围报捷，成功抵销了因美国债务忧虑而令国债收益率抽升的负面影响。标普500指数在5月至6月上旬期间势如破竹，成功收复6,000点大关，期内升幅高达9%。6月中旬以伊战事突爆发，国际油价急升再度重燃美国经济坠入滞涨之忧虑，唯幸美国宣布军事介入后短时间内便告平息局势，继而签订停战协议。期间标普500指数虽稍见动荡，但幅度非常温和，局势缓和后更勇破6,150点之历史新高。

总的来说，第2季美股三大主要指数全线上扬，道琼斯工业平均指数、标普500指数、纳斯达克100指数之升幅分别为5%、10.6%、17.6%，后两者更成功创下历史新高。

本季题为《逢凶化吉》，象征特朗普政府之贸易政策依然存在不确定性。美国财赤忧虑或令国债息居高不下，加上经济数据和企业第2季盈利均存在增长放缓风险，故美股市场相信仍会偶有间歇性回调。不过，我们相信美国将陆续与主要国家敲定贸易协议，关税对美股盈利之威胁有望降温，而且税改法案通过及美联储重启降息均属潜在催化剂，有助美股市况在本季力挽狂澜，延续破顶势头。

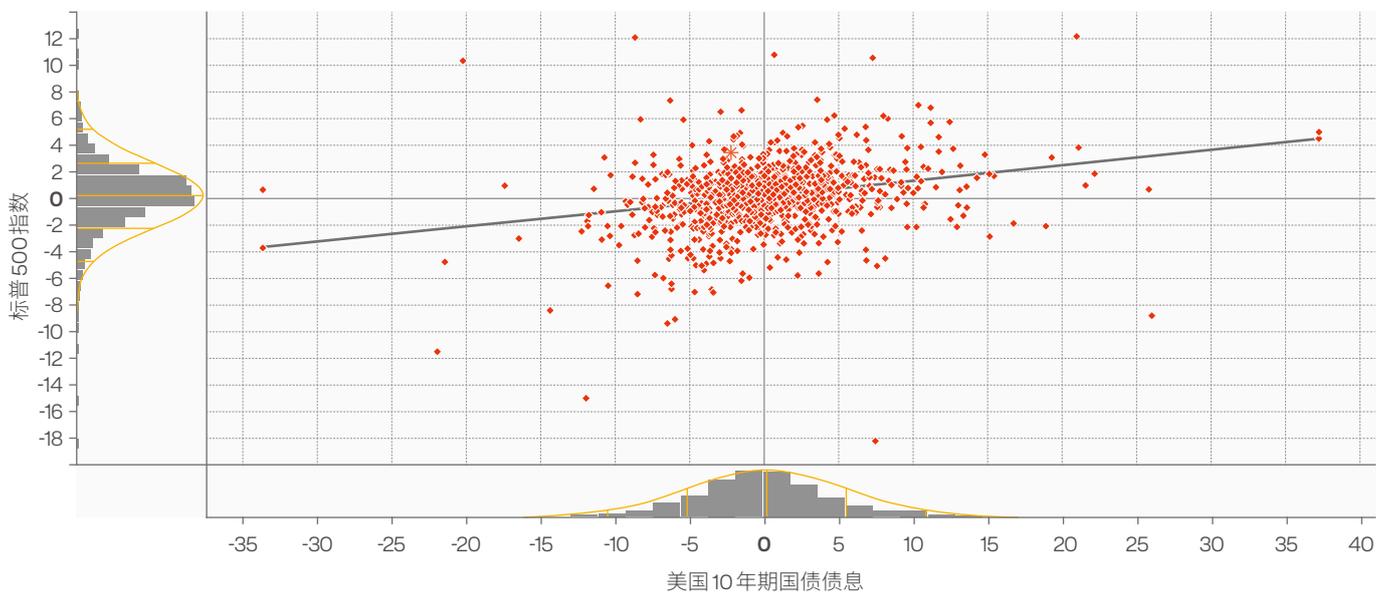
美债息高企非一面倒负面，Fed Put行情有望重演

市场传统智慧往往将美股表现跟美国国债收益率之关系划上反向标签，即债息走高就必然导致股市受压。然而，上季度(4至5月期间)美国长端国债名义收益率显著攀升，其中10年期与30年期收益率分别高见4.6%及5.1%，惟这次美股市场却能安然渡过，未有出现如2023年第3季期间股债双杀的格局。事实上，根据过去20年回归分析结果，美国10年国债收益率与标普500指数按周表现之相关系数为正0.25，代表两者走势长期来说其实存在正向关系。归根究底，长端国债收益率除了定价通胀预期及基准利率水平外，某程度上也反映市场对经济增长前景看法，故当国债收益率因经济增长预期改善而上涨时，股市通常也会同步向好。随着特朗普于4月中旬及5月中旬分别对全球贸易伙伴及中国宣布90日关税豁免期，市场即大幅下调美国今年经济步入衰退之概率，自然促使投资者弃债取股。假设我们的基础情景预测成立，即下半年特朗普将逐步跟全球主要经济体签订贸易协议，关税税率仅维持于温和水平，相信即使债息处于相对高位而非大幅飙升的投资环境下，美股市场料可保持相当韧性。



股票

标普500指数及美国10年期国债债息在过去20年的走势关联度



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

当然，倘若美国国债收益率在短时间内大幅飙升，则很大程度上是由美联储激进收紧货币政策或美国政府财政前景迅速恶化所导致，而这两项负面因素往往对市场风险胃纳造成冲击，股市出现调整之机率就会随即大增。过去20年，若美国10年期国债收益率在10周内上升超过110点子（约1个标准差），期间标普500指数录得跌幅的比例为80%，但平均跌幅为1.4%，仍算相对温和。

2000年至今美国国债收益率大幅上升周期内之美股表现

日期	美国10年期国债收益率变化	变幅(点子)	标普500指数变化	变幅
2003年6至8月	3.07% → 4.66%	159点子	996点 → 990点	-0.5%
2004年3至5月	3.65% → 4.90%	125点子	1,110点 → 1,096点	-1.3%
2009年4至6月	2.78% → 4.00%	122点子	857点 → 946点	+10.4%
2022年3至5月	1.67% → 3.20%	153点子	4,204点 → 4,024点	-4.3%
2022年8至10月	2.76% → 4.34%	158点子	4,228点 → 3,753点	-11.2%

值得注意的是，特朗普积极推动的《大而美法案》可能令联邦政府赤字未来10年增加2.4万亿美元，加上政府债务上限料获显著上调，未来美国政府债务占GDP比例预期将由目前的128%进一步提升。假如市场对美国财政可持续性的忧虑加剧，进而推动长端国债收益率在本季内大幅抽升，并进一步扩阔期限溢价，不排除会引发美股出现间歇性震荡回调。

话虽如此，我们认为美国政府短期内出现财政崩溃或债务违约的机率仍属微乎其微。另外，美联储亦有多项备用宽松工具，如降息、停止缩表、重启量化宽松等，可以适时压低国债债息助华府纾缓融资成本。事实上，6月下旬美联储主席鲍威尔在国会听证会上的口风已稍微转鸽。他表示，只要美国与贸易伙伴的协议落实进度理想，美联储便会考虑降息。因此，每当市场押注以上极端事件而令股市出现剧烈抛售，以长线投资角度来说，往往就是趁低吸纳的理想时机。

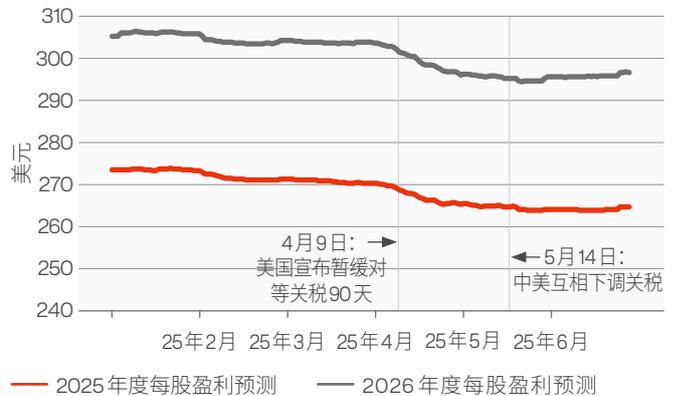
从投资角度上看，在美国国债收益率依然维持较高水平（10年期：4.2%上方）的情况下，我们认为，投资者应适度降低对利率敏感度较高的中小型股份（例如罗素2000指数成份股）或高负债企业的持仓比例。相较标普500指数来说，罗素2000指数拥有较高净负债率、较大比例的浮动利率债务，以及较微薄的经营利润率，使其在高利率环境下盈利能力更易受到侵蚀，股价表现也往往跑输。除非本季美联储释出较强烈降息讯号，引导长端债息显著下挫，否则我们仍然偏好资产负债表强健的大型股票，其中金融板块可望较受益于孳息曲线呈陡峭状态的投资环境。

美国前瞻性数据见反弹，盈测下行趋势或现拐点

尽管特朗普在4月中上旬已宣布暂缓对等关税措施，惟美国近期公布的经济数据表现仍参差分化。一方面，5月份零售销售、耐用品订单、每周新申领失业救济金人数和非农新增职位等实际经济活动指标均呈现按月恶化，反映美国短期内的经济增长动能正面临减速。但另一方面，一系列前瞻性经济指标，例如6月份密歇根大学消费者情绪指数、谘商会消费信心指数、PMI制造业指数等，则已经自近期低点大幅回升。换言之，随着特朗普政府刹停高额对等关税，并释出愿意跟贸易伙伴磋商之态度后，美国消费者及生产者对未来经济前景的展望已转趋乐观。

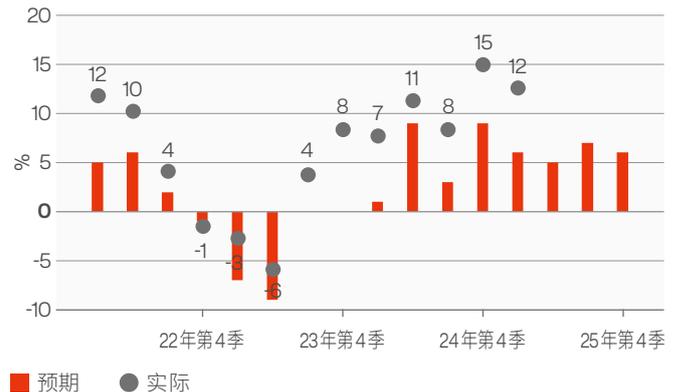
根据彭博数据，截至6月23日，市场对美国2025年经济增长的预测平均为1.4%，较今年1月初预测增长2.1%显著下调。期内，市场对标普500指数的2025年和2026年每股盈利预测亦分别下调约3.6%和3.3%，至263.5及295.8美元。无可否认，特朗普在“解放日”公布的激进关税政策确属动摇市场信心的始作俑者，经济增长及企业盈利预测遭削本属无可厚非。可是当美国政府已先后于4月7日及5月12日宣布分别给予主要贸易国家及中国90天关税暂缓期，市场对美国年内经济增长预测及标普500指数盈利预测却未见明显上修。尽管上文提及的前瞻性经济指标表现已扭转跌势，市场对经济及盈利前景展望却依然无动于衷。过去特朗普反覆无常的贸易政策，或令经济师及分析员之预测普遍趋向谨慎，但这往往为后续发布的经济数据和企业财报提供更大程度的“超预期”惊喜，潜在投资获利空间也就更可观。事实上，在2022年首季至今年首季期间合共13个季度，标普500指数盈利增长超预期的季度比例高达92%，每季平均超预期的幅度为4.4个百分点，显示企业季度业绩表现大举报捷近年在美股市场屡见不鲜。

标普500指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

标普500指数季度盈利增长与市场预期对比



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

股票

我们认为，本季度特朗普政府将加速与各主要贸易伙伴签订贸易协议，双边关税税率料维持温和水平，再配合赋予特定重点行业（例如电子消费产品、半导体、汽车零部件、稀土等）关税豁免，当地就业市场与消费环节所受的冲击有限。本季公布的经济数据或有惊喜，从而触发经济增长和企业盈利预测重新上调。更重要的是，《大而美法案》预期可于7月份获国会表决通过，意味可永久延长2017年《减税与就业法案》中对企业的减税条款，避免其于年底失效。同时，个人所得税中的标准扣税额度及州税与地方税扣除额度（SALT deduction）亦有望在未来数年增加。虽然本次的税改政策对降低企业实际税率的边际效益料不及2018年，惟仍然可有效减轻普遍民众的税务负担以刺激消费，相信美国普遍行业之企业盈利也可间接受益，尤其早前受关税问题困扰导致盈利预测遭大幅下调的非必需消费板块，颇有机会迎来盈利趋势之转捩点。

人工智能板块盈利增长料持续领导群雄

经过4月上旬因“解放日”对等关税公布之暴跌后，美股三大指数均在5月成功修复失地，而标普500指数及纳斯达克100指数其后更攀升至历史新高，其中受惠人工智能热潮的资讯科技板块可谓最大领涨功臣。截至6月26日，标普500行业分类指数当中，资讯科技行业指数自4月初以来累计上升22.2%，表现排行首位，大幅跑赢标普500指数期内涨幅。至于过去2年大部份时间均独领风骚的“美股7雄”指数，期内反弹幅度达19.9%，表现仍算坚挺，惟罕有地跑输资讯科技行业指数，反映市场资金配置AI领域之股票标的已渐趋分散和多元化。

标普500指数、标普500资讯科技指数、彭博科技7雄指数于第2季的表现



资料来源：彭博，第2季数据截至2025年6月26日

以业绩角度分析，今年第1季资讯科技板块的收入及盈利按年增长分别为12.5%和16.4%，在12个分类行业中分别排名第1及第3；另一个同样与人工智能业务息息相关的板块是通讯服务，其第1季收入和盈利按年增长分别为7.6%及28.8%，排名第4及第2。这两大板块除了成功在首季交出亮眼业绩外，不少成份股也提供了第2季度正面盈利指引，故令市场对两者的盈利展望依然维持乐观。资讯科技板块的第二季度和2025全年的盈利增长预测分别约为17%和18%，而通讯服务板块则分别约为29%和15%，同样在各行业当中名列前茅。

标普500指数及其行业指数的盈利预测走势



资料来源：FactSet，数据截至2025年6月27日

我们认为未来数季美国人工智能相关产业链的盈利能见度仍然较高，可继续作为美股组合的重点配置，主要基于以下两大原因：

- (1) 根据企业第1季度业绩的前瞻指引，美国主要科技巨头均维持2025年较进取的人工智能相关资本开支，个别大型云端服务供应商甚至持续加码人工智能基础建设，尤其用于训练及推理AI大模型的伺服器及数据中心设施。这反映美国人工智能产业投资基本上未有受到宏观经济增长放缓、贸易战升级、中国DeepSeek崛起等因素之影响。上游高端半导体企业可望持续受惠于市场殷切需求，加上尖端芯片产能逐步提升，今年盈利增速可稍看高一线。
- (2) 人工智能大模型升级迭代步伐料持续加速，例如OpenAI全新版本的大模型GPT-5预期将于本季粉墨登场。美国科网巨企的新一代大模型透过大幅增加参数规模及强化推理能力，显著提高文本生成、程式编写及多模态应用的准确性，预期可将AI应用场景拓展至更广阔的商业领域，并进一步提升渗透率。大型云企业股票料成为其中主要的潜在赢家，另外从事AI应用开发的软件服务供应商股票亦可择优而选。

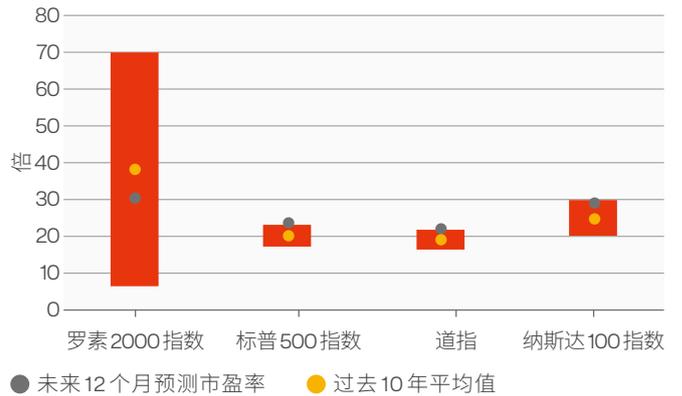
主要股指估值吸引力一般，给予标普500指数目标6,480点

估值方面，截至6月27日，美股三大主要指数分别有道琼斯工业平均指数、标普500指数、纳斯达克100指数，其预测市盈率分别为21.9倍、23.5倍、29.1倍，均高于过去10年平均水准约1个标准差，故现阶段入市之值博率理论上不



算太高，不排除短线出现震荡回调之风险。但值得注意的是，在2024年至今的美股上行周期期间，标普500指数预测市盈率高于22倍的时间比例超过65%，当中指数虽曾作间歇性回调，惟整体上也维持大涨小回、屡创高位的格局。这某程度上反映了近2年投资美股市场的资金大多偏好增长型及动能型风格，主要催化剂乃来自人工智能产业强势崛起而驱动的盈利增速跃升，故得以支撑较高昂的估值倍数。此外，美国利率在经济实现软着陆的背景下逐步回落，亦有助承托大市估值。我们预期以上两个主要关键利好因素将延续至下半年，因此给予美股市场估值溢价，标普500指数之预测市盈率目标设定为24倍。同时，我们预测标普500指数2025年每股盈利为270美元，较截至6月27日彭博综合市场预测高2.5%，即按年增长约11%。综合而言，我们给予标普500指数之全年目标水平为6,480点。

美股各指数的估值情况



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日
注：棒形图上端为+1标准差，下端为-1标准差

标普500指数及1年预测市盈率走势



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

股票

香港及内地股市展望：稳打稳扎

本章摘要：

- 预期支撑中港股市的财政刺激逐步退坡，政策将更聚焦于经济结构调整与转型，利好保障型及服务型消费板块
- 国内保险企业调高权益资产配置比例上限，料继续增配中港股票，中长线看好高息价值股
- 预期中港股市可延续估值修复趋势，但潜在上修空间已较前期收窄
- 维持恒指预测市盈率目标于11.3倍及其2025年目标价于26,000点不变
- 看好人工智能概念、服务及体验式消费、券商和原材料板块的中资股

第2季港股可谓历尽惊涛骇浪，一连串重大风险事件接连发生，包括美国宣布对华加征极端高额对等关税、中方对美启动严厉反制、美国主权债务评级被削、以色列与伊朗开战等，恒生指数及沪深300指数期内分别最多下跌约17%及10%，一度下试19,260点及3,514点。尤幸两者最终均全身而退，尽数收复失地，主要催化剂来自中美贸易磋商进度理想，关税对经济的负面影响降温。此外，中资企业首季盈利报喜、中央宽松政策基调持续，以及资金涌港拉低港元拆息等利好因素亦功不可没。期内，恒生指数及沪深300指数的回报分别为正4.1%及正1.3%。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的原材料、医疗健康及金融均录得超过一成的升幅，跑赢指数9至15个百分点不等。非必需消费则要逆市向下，跌超过6%。至于上季建议重点关注的板块，当中评为“看好”的内地人工智能(AI)概念股表现个别发展，其中AI应用类股份走势普遍较佳；同样评为“看好”的内地服务及必需消费板块亦表现分化，服务式消费相关股票走势相对占优；评为“审慎乐观”的内地电力股则意外成为大赢家，多只股份均收获超额回报；同样评为“审慎乐观”的本港公用及电讯板块亦交出亮丽表现。

本季题为《稳打稳扎》，象征中港股市本季可能稍微缺乏由政策主力推动的上行催化剂，但中美贸易冲突似有缓解迹象，企业盈利尚有修复空间，配合短期宽松流动性对大市形成呵护下，相信投资者仍有稳中求胜机会。

中央财政刺激料有序退坡，关注保障型及服务型消费板块

随着国内上半年经济增长稳步向好，加上中美关税战有初步降温迹象，本季度中央政府进一步加码财政刺激措施的必要性已大不如前。投资者不宜对7月召开的中央政治局会议抱有过度憧憬，相信上调全年预算赤字目标及特别国债发行额度的概率较低，反因宽松政策逐步退坡，短期可能对大市走势形成若干掣肘。例如在消费品“以旧换新”政策上，全年3,000亿元人民币的财政补贴额度未必可获再次扩容，基于上半年已消耗当中的1,620亿元，意味下半年补贴资金投放的节奏将放缓。连同去年的高基数效应、购买力提前透支等因素影响下，下半年中国零售销售增速料面临暗涌，尤其对部份依赖一次性补贴的消费行业，例如汽车、家电、消费电子产品等，下半年销售增长减速的压力可能更大，甚至有机会迎来更激烈的降价促销竞争，为相关消费品牌企业及一众电商平台的利润率带来下行风险。事实上，相关板块的重点股份自6月起已普遍跑输大市。当然，投资者宜谨慎应对之余，也不代表须全面清仓，关键在于优先选择具备差异化竞争优势，并能够持续提升市场份额的优质股份。

我们认为，中央决策层下半年的政策思路将更聚焦于经济结构调整与转型，推动内需消费增长固然仍是核心主轴，但执行方向料会从真金白银的一次性购物补贴，有序转移至以下两大方面：

- (1) 加大社会民生保障支出。根据国务院6月发布的《关于进一步保障和改善民生着力解决群众急难愁盼的意见》，主要围绕养老保障、生育及失业补贴、调整最低工资标准、教育及医疗资源分配等范畴，推出一系列优化措施，以减缓居民储蓄压力，提升居民消费意愿。
- (2) 强化金融政策支持力度，推动服务式消费发展。6月下旬，人民银行等六大部委联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，提出19项具体金融和信贷措施，提振文娱、旅游、教育、体育、养老等服务式消费行业。相关具体措施包括：设立5,000亿元人民币专项再贷款、支持优质企业上市或发债融资、推动服务消费基础设施发行REITs、鼓励地方投资基金参股新型消费领域等。

有见及此，我们预期资金将继续对中港股市的消费板块进行选择配置，业务偏重于体验或服务型消费的股份料较受追捧。其中，我们相对看好线上娱乐（涵盖音乐/游戏/短视频）、旅游平台、特色运动用品、教育培训等细分板块。另外，社会保障和鼓励生育政策的加码，中长线亦将利好保险、医疗护理、乳品等行业。

2025年第2季内地主要消费细分行业表现比较

消费细分行业	代表股票数目*	期内升/跌比例	期内平均变幅
汽车	5	1:4	-3.0%
家电/电子产品	4	1:3	+1.2%
电商平台	3	0:3	-17.0%
线上娱乐	5	5:0	+20.9%
旅游/体育/教育	5	3:2	+4.4%

* 只计算恒生指数/恒生国企指数/恒生科技指数之成份股



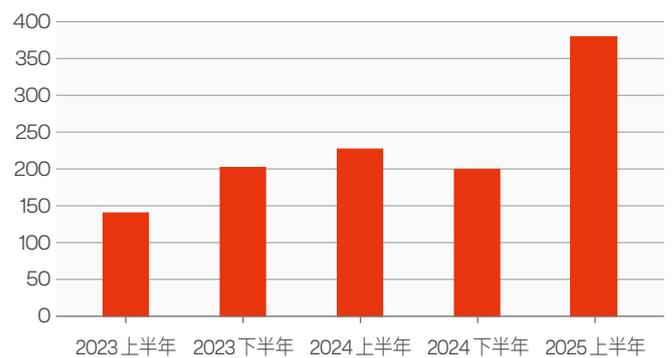
宽松流动性锦上添花，惟资金流向变数多

资金流动性对中港股市的影响力可谓举足轻重。过去数月市况显著走俏，皆因主要受益于国内基金加速扩容、险资踊跃入市、美元走弱、港元拆息急跌等因素，为港股与A股市场创造了相对充裕的流动性环境，带动更多增量资金入市。以上几项利好因素能否在本季延续，料成为后市关键的好淡风向标，而我们的观点为审慎乐观，以下为大家逐一分析：

国内基金扩容：势不可挡，有利新兴产业股票

上半年国内股票型互惠基金发行量达380只，发行总额则为1,855亿元人民币，两者均远超过去两年同期的发行规模。值得一提的是，内地QDII基金发行数量亦录得按年倍升。这意味着更多闲置资金被激活入市，或者更大比例资金从债市转投股市，两者皆算是为下半年内地A股与港股市场资金池奠定了稳固基础。若内地监管层加速推动ETF互联互通扩容、优化基金费率改革等举措，投资者参与门槛料可进一步降低，两市可望迎来更大批活水入场。另外，近年内地基金公司发行被动型指数基金愈见普遍，而这类产品大部份偏好追纵新成立且具特色主题概念的行业指数，例如人工智能、半导体、机器人、新消费及创新药等。因此，只要市场风险胃纳维持正面，这些行业的重磅指数成份股自然更容易水涨船高。

2023年至2025年上半年国内新发行股票型基金数量



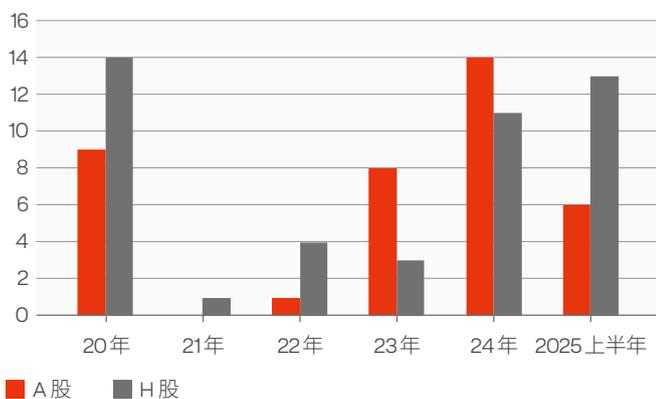
资料来源：中国证券投资基金业协会、中国基金报，数据截至2025年6月30日

股票

内地险资入市：短期步伐趋缓，中长线有利高息价值股

受惠于今年4月中央金融监管总局宣布放宽国内保险企业偿付充足率档位要求，从而调高权益资产配置比例上限，预期可引导内地保险资金未来继续积极增配中港股票。事实上，今年上半年内地险资举牌潮(即增持上市企业股票至5%以上)相当火热。截至6月20日，险资举牌总量19次，不但已达到2024年整全年的76%，且更超过2021年至2023年间的总和。值得关注的是，今年险资举牌的重点对象为香港上市的H股，有别于以往两年主力增持A股的现象，而银行H股则是险资最为青睐的吸纳板块。我们认为，保险资金对股票市场的持续加码意味着市场将获得稳定、长期的资金支持，特别是对于高股息、盈利增长稳定的优质价值型股票而言，中长线将形成扎实的估值支撑。然而，基于过去半年港股市场显著跑赢A股，导致AH股之平均溢价已大幅收窄至30%左右，接近过去5年低点，意味现阶段H股的吸引力已相对弱化。如果保险资金在本季稍为放慢增配H股的步伐，甚至选择局部获利减持，则可能会减弱中资H股的上升动能。

2020年至2025年上半年内地保险资金举牌A股和H股次数



资料来源：中国保险业协会，数据截至2025年6月30日

恒生沪深港通AH股溢价指数



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

美元弱势及HIBOR低企：变数繁多，宜谨慎看待

上季市场对美元避险货币地位有所动摇，美元汇价急速走弱，触发环球资金转向流入亚太区市场。人民币间接受惠，兑美元汇价期内反覆上升约2.7%。港元同业拆息亦因热钱大举涌入而迅速下滑，1个月期拆息曾经下跌至0.53%，创2022年第2季以来新低。这两项因素造就了港股市场自4月中旬起的大翻身，尤其对于一众本港利率敏感板块，如地产开发、收租、REITs、公用事业等，股价表现更是强势毕露。另外人民币转强也提振了内地航空、石化等行业。展望本季，我们预期美联储较大概率重启减息，料有助香港金融市场维持相对宽松的流动性，以及较低水平的利率环境，对港股市场无疑是重要承托。不过，外围资金流向受多个因素主导，且往往变幻莫测，投资者须警惕一旦美元抛售潮告一段落，本港流动性亦较大机会面临加速收紧压力，人民币汇价及港元拆息走势届时或出现逆转，故短线如欲继续增持以上所述板块，则须步步为营。

香港银行同业拆息率及恒生地产分类指数的走势



资料来源：彭博，数据截至2025年6月27日

中资股盈利上调趋势未变，维持恒指全年目标26,000点

基于中国第2季主要宏观经济数据表现不俗，加上市场目前对恒生指数今年的盈利预测(彭博综合预测：2235港元，按年增长3.6%)仍属保守，我们认为中资股上半年的业绩可为市场带来上行惊喜，从而激发新一波盈利预测上调行情。然而，下半年国内经济增长动能因出口放缓、消费按年高基数、楼市复甦乏力等问题，料面临一定程度考验。而电商平台、汽车等行业则可能会受到更严峻的价格竞争或新业务投资激增，导致未来数季利润率受压。综合以上因素，我们维持恒生指数2025年盈利预测于2,300港元，相当于按年增长约7%。

估值方面，截至6月30日，恒生指数的未来12个月预测市盈率为10.8倍，与过去5年平均值相若。受惠于中美初步达成贸易协议、内地AI科技产业技术突破、香港资金流动性持续充裕等利好因素，我们依然相信中港股市可延续估值修复趋势，但潜在上修空间已较前期收窄。总括而言，我们维持恒指2025年预测市盈率目标于11.3倍，同时维持今年底恒指目标水平于26,000点不变。



恒生指数未来12个月预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2025年6月30日

恒生指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年6月30日

股票

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 [#]
内地人工智能概念	<ol style="list-style-type: none"> 1. 国策大力支持AI及算力发展，早前发布《算力互联互通行动计划》，要求提升算力之间的互联、协同与调度能力，有利网络设备、云平台及芯片股。 2. 互联网龙头企业将加码投资于AI相关研发和基础设施，有助扩充算力储备、加速升级推理大模型，以及加速更新升级AI专属应用产品，预期相关收入贡献将持续提升。 3. 国企电讯：AI大模型训练和推理需求迅速增长将支持互联网数据中心（IDC）机房出租率回升；另外，随着国企和地方政府扩大AI应用，料较有利具国资背景的电讯运营商抢占政务云市场份额。 	*****
内地服务及体验式消费	<ol style="list-style-type: none"> 1. 两会政府工作报告表明今年将从多方面增加城乡居民收入和优化社会保障政策，加上股市、楼市逐步回稳，料有助提升居民消费信心。 2. 人民银行等六大部委发布《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，提出19项具体金融和信贷措施，重点提振文娱、旅游、教育、体育、养老等服务式消费行业。 3. 普遍大型企业均拥有相对独特竞争优势，行业内卷程度较低，消费需求亦不受“以旧换新”现金补贴退坡影响。 4. 首选线上娱乐、运动用品、旅游、教育培训、IP潮玩、饮料等细分板块。 	****
内地券商	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上半年香港市场新股上市集资额超过1,000亿港元，按年升逾700%；下半年料续有多家大型A股企业及海外上市中概股回流香港上市。中资券商属多家大型IPO的主要保荐人及承销商，料可显著提升投行业务收入。 2. 年初至今港股与A股市场表现理想，日均成交额按年显著增加，预期可带动券商之经纪佣金和交易业务收益强劲增长。行业上半年业绩表现可看高一线。 3. 行业主要股份目前之预测市盈率介乎8至12倍，估值仍低于历史平均值，料续有上调空间。 	***
内地原材料	<ol style="list-style-type: none"> 1. 中央政府要求加强行业反内卷治理，推动落后产能有序退出，中长线料有助控制供给及提升行业集中度，稳定产品价格。行业龙头可望抢占更大市场份额，同时提升利润率表现。 2. 内地宏观经济改善，房地产、制造业、新能源等环节稳步复甦，有利下游需求回升。 3. 普遍细分板块目前估值仍处于偏低水平，且股息率不俗。若行业供需面得到改善，估值料有较大上调空间。 4. 首选电解铝、冶炼铜、水泥、光伏玻璃、炼油石化等细分板块。 	***

[#] 标注：看好程度以*数目作为评分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

美国经济维持强韧，但在去美元化趋势和下行风险等因素下，对美股持中性态度；欧洲及亚洲市场估值吸引，具分散投资价值

本章摘要：

- 宏观指标表现较预期强韧，但需关注去美元化趋势及经济下行风险，对美股持中性态度，并看好科技板块
- 欧洲及亚洲股票具分散风险价值，值得关注
- 中国股市估值吸引且受流动性支持，持中性态度；其中消费和黄金板块较具吸引力
- 南韩大选后政治不确定性减少、新加坡有望推进企业改革，利好股市前景

本季度全球市场格局错综复杂。美国劳动力市场与零售数据保持强韧，通胀暂未见大幅升温，贸易谈判亦取得一定进展。然而，经济下行风险犹存，美联储货币政策方向尚未明朗。保护主义抬头和高企债务水平正挑战美元资产作为传统避险工具的地位，使分散投资策略变得更为重要。目前，东亚联丰团队对美股持中性态度，当中以人工智能带动的科技板块表现较佳。同时，我们相对看好欧洲及亚洲市场，包括新加坡、南韩，以及中国等地区。欧亚市场预计受惠于扩张性财政措施，因而被看高一线。亚洲市场则因区内货币转强、贸易战降温，以及南韩股市在总统大选后重拾上升动力而被看好。

发达国家中欧洲前景被看高一线；对美股持中性态度，尤其看好科技股

美国宏观经济数据整体稳健，5月就业报告表现强劲，通胀按年上升2.4%，低于预期。尽管经济基本面良好，政治与贸易战的不确定性仍压抑市场情绪。失业救济申请人数增加，加上5月美国供应管理协会 (ISM) 制造业和服务业指数均处于低于50 的收缩区间，为去年6月以来首见，须密切留意经济放缓迹象。宏观数据参差，美联储政策走向不明，目前市场普遍预期央行将保持审慎立场。虽然息率维持在现有高水平，但考虑美国宏观经济仍然稳固，相信市场仍能承受当前政策环境。鉴于关税的保护主义及国家债务问题，去美元化趋势可能持续，因此团队对美股持中性立场，惟看好由人工智能推动的科技板块，因其具结构性增长动力及稳健资产负债表。



美国供应管理协会制造业和服务业指数



资料来源：Investing.com，数据由2023年6月至2025年5月

股票

欧洲方面，随着美元资产避险地位面临考验，欧洲宏观前景逐渐明朗。尽管市场普遍认为美欧难以在7月期限前达成全面贸易协定，但预期美方可能延后实施关税。值得关注的是，德国近期通过一项460亿欧元的减税方案以支持企业和振兴经济，配合历史性的债务改革及其未来12年5000亿欧元专案基础设施投资基金，相信有利提振德国和欧元区经济增长。纵使短期内欧洲市场难以完全规避关税政策与全球经济波动的影响，但欧股估值较美股有显著折让，长远风险回报更具吸引力，因此建议投资者予以关注。

至于日本股市，受汽车关税忧虑、日元汇率波动以及日本央行货币政策不确定性影响，预计将持续波动走势，因此我们对日股持中性态度。然而，考虑其估值合理，加上日元被视为避险货币，有机会利好个别日股。近日，受大米价格和能源成本飙升带动，4月核心通胀加速至3.5%。市场预期日本央行可能最早于7月份再次加息，银行股有望从中受惠。

亚洲市场具分散投资作用；物价走势为中国股市前景关键；新加坡、南韩前景向好

多项指标显示中国经济正渐趋平稳，但整体仍处于结构性转型阶段。目前，中国股市主要受内地流动性改善及低估值支持，后市能否进一步上升，关键在于能否摆脱通缩阴霾，这将取决于当局是否会推出更大规模的刺激措施及其具体执行细节。中国内地零售销售数据渐趋平稳，但仍未恢复至疫情前水平。鉴于中美贸易谈判虽有正面进展，但仍存诸多不确定因素及细节有待明确，东亚联丰对中港股市持中性态度。在贸易战阴霾下，当局有可能考虑推出更多刺激消费的政策措施，非必需消费品行业可望受惠。此外，由于中国当局目前政策重心较为注重风险管理而非低质量增长刺激，价值型与高股息股预计会继续成为市场焦点。同时，黄金相关配置也值得关注，因其具备对冲地缘政治风险的作用。

在去美元化趋势推进下，亚洲货币如新加坡元及韩元等走强，配合两国相继推出企业改革措施，进一步利好当地股市前景。新加坡近日提出税务优惠与简化上市流程等方案，旨在推动更多企业赴新上市，同时鼓励基金经理等机构投资者增加对股市的投资。南韩则在总统大选后消除政治不稳所带来的不明朗因素，股市重拾动力。基于上述因素，新加坡与韩国市场均值得投资者留意，可作为分散风险的选择。

总结

尽管美国经济基本面稳健，且贸易摩擦呈缓和迹象，但随着去美元化趋势持续及多重不明朗因素仍萦绕全球市场，分散投资策略显得尤为重要。欧洲、日本和亚洲等市场均提供不同的投资机会，投资者宜挑选基本面强韧的优质股份，灵活调整资产配置，以应对多变的市场环境。

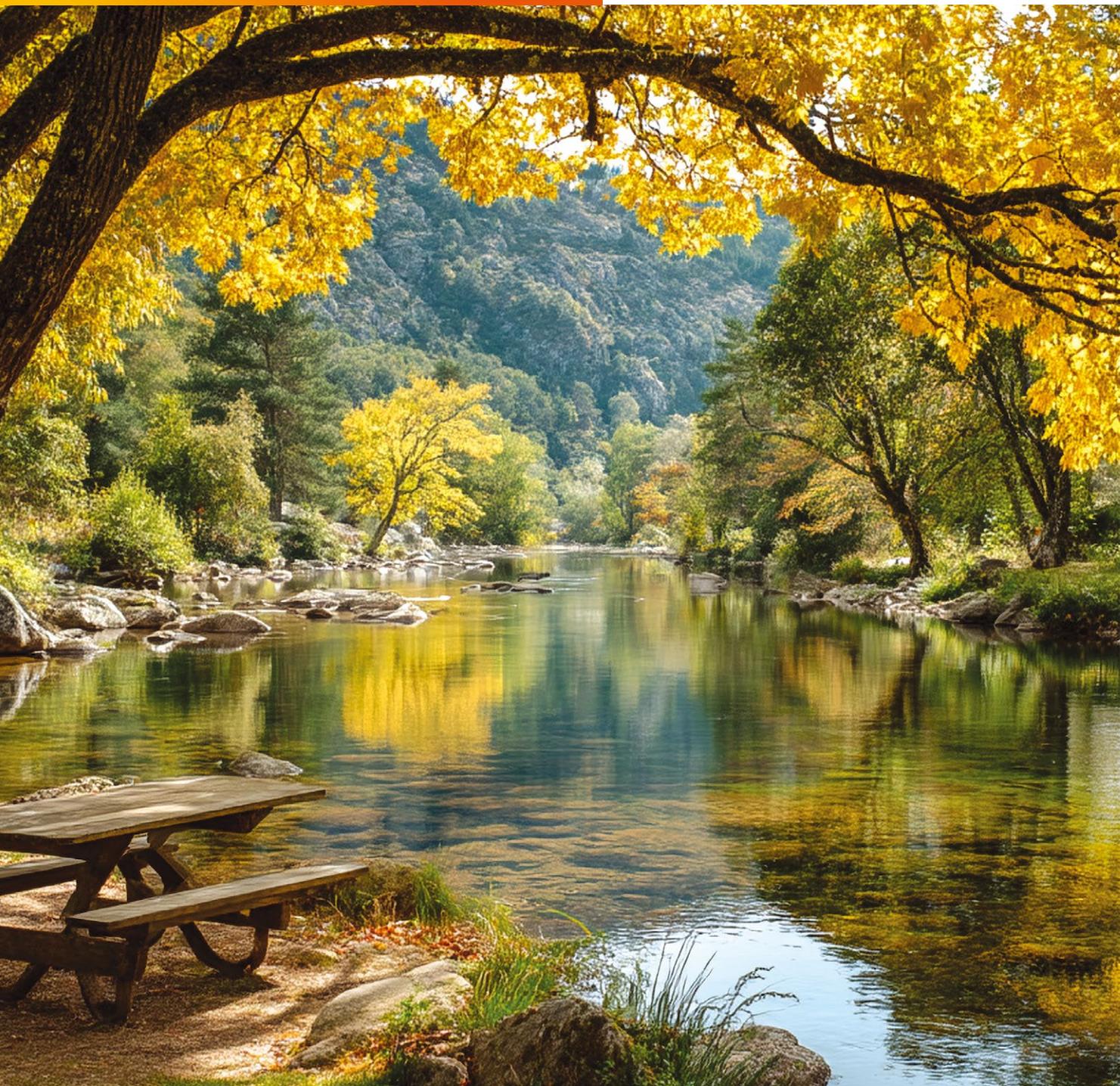
日本全国核心消费价格指数 (CPI)



资料来源：Investing.com，数据由2023年6月至2025年5月

静观其变

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



外汇 美汇指数

东亚银行财富管理高级投资策略师 黄燕娥

美联储料关税推升通胀，须待通胀明朗化再作减息决定

美汇指数第3季预计波幅范围

94.00 至 99.00

美汇指数1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

美国CPI走势(按年)



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	-0.5 (按年)
失业率	2025年6月	4.1
零售销售	2025年5月	3.3 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年5月	2.4 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

美国贸易政策不确定性令美元吸引力减低，短期或受避险资金支持

美国政府持续扩大的预算赤字、不断上升的债务负担、破坏预算的税收和支出法案，以及对国际贸易伙伴推行的关税政策，引发市场担心将拖累美国经济。这些因素综合影响下，全球对美元及美国资产的信心减弱，美国长期国债收益率亦居高不下。美元因此明显走弱，美汇指数更跌破100关口。然而，随着中东冲突于6月升级，美元作为地缘政治风险的避险资产亦因此重新获得支撑。综合而言，美国持续变化且不明确的贸易政策为市场带来不确定性，将打压美元整体走势。但若全球性风险升温，美元可能再次扮演避险货币的角色，受惠于短期避险资金追捧。

美联储重申须待通胀前景明朗后再作减息决定

美联储于6月议息会议维持利率在4.25%至4.50%不变。美联储主席鲍威尔预计，特朗普政府加征的关税将为美国当地带来相当高的通胀压力，须等待通胀前景更明朗后，才能做出更明智妥当的货币政策决定。会议中，美联储预期今年经济增长将放缓至1.4%，年底失业率将升至4.5%，而通胀率则升至3%，远高于当前水平。最新公布的点阵图显示，美联储计划今年降息50个基点，但之后或会轻微放慢降息步伐，预计2026年和2027年分别只进行1次25个基点的降息。

利率期货市场价格反映，美联储较大机会于9月或10月降息1次，而于12月再降息1次。预期美联储一方面要应对地缘政治紧张推高油价所带来的通胀升温风险，另一方面关税政策在推高通胀的同时也有可能拖累经济增长，必须于推动经济增长与压抑通胀之间取得平衡。



外汇 欧元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

欧洲央行暗示减息周期接近尾声，有利欧元区经济复甦

欧元兑美元第3季预计波幅范围

1.1500 至 1.2000

欧元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第1季	1.5 (按年)
失业率	2025 年5月	6.3
零售销售	2025 年4月	2.3 (按年)
消费物价指数 (HICP)	2025 年5月	1.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

市场聚焦美欧贸易谈判进展

美国总统特朗普此前威胁对欧盟加征50%关税，但随后同意延迟至7月9日实施，此举缓解市场忧虑，并一度提振欧元兑美元汇率。虽然关税危机暂解，但市场密切关注美欧双方能否达成互利贸易协议，预计谈判结果显著影响欧元短期走势。

欧央行减息周期接近尾声，有利欧元中长线走势

欧洲央行在6月议息会议上宣布降息25个基点，同时暗示随着通胀率已接近2%目标水平，或为长达1年的降息周期暂时画下句号。消息带动欧元兑美元升至1个半月高位。欧洲央行行长拉加德表示，当前利率水平已处于良好位置，此表态被市场解读为欧央行可能在短期内暂停降息。利率期货市场价格显示，市场预期7月会议维持利率不变，年底前可能再下调1次存款利率，较大机会于12月再减息。若然欧洲央行结束减息周期，将促使资金回流欧元区，料将进一步支持欧元中长线走势。

减息行动已逐步奏效，低利率环境有利经济发展

欧洲央行近日表示，当前利率已足够低并足以支撑欧元区经济，反映之前较进取的减息政策正逐步奏效。2025年第1季欧元区GDP按季增0.6%，按年增长1.5%，显示经济保持稳定增长趋势。然而，受全球贸易战的冲击影响，欧洲央行于6月下调部分经济增长预期和通胀预估：今明两年的通胀率预估分别由2.3%和1.9%下调至2.0%和1.6%；同时维持今年全年经济增长率预估在0.9%不变。在较低利率的经济环境下，预期将有利经济逐趋稳定。

欧元区GDP走势



资料来源：路透社，数据截至2025年6月



外汇 英镑兑美元

东亚银行财富管理高级投资策略师 黄燕娥

英国通胀处于较高水平，将令央行减息行动变得谨慎

英镑兑美元第3季预计波幅范围

1.3400 至 1.3900

英镑兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	1.3 (按年)
失业率	2025年4月	4.6
零售销售	2025年5月	-1.3 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年5月	3.4 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

英央行6月按兵不动，预期通胀于9月达峰

英格兰银行在今年5月完成自2024年8月以来的第4次降息后，在6月的议息会议上以7比2的投票结果维持利率不变。该行行长贝利表示，英国劳动力市场出现疲软迹象，央行将密切监察有关变化对消费物价的影响程度。英格兰银行维持下半年的通胀预期不变，预计通胀率将在9月达至3.7%

英国CPI (按年) 走势



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

峰值，下半年平均通胀率将略低于3.5%。鉴于国内较高的通胀压力仍存不确定性，预期英格兰银行短期将保持观望态度，并根据最新的经济表现调整货币政策。

英国通胀压力持续或令货币政策变得谨慎

英国5月CPI按年上升3.4%，较4月的3.5%小幅回落，但仍高于英格兰银行2.0%的中期目标。而剔除能源、食品和烟酒的核心CPI，按年上升3.5%，低于4月的3.8%。另外，英格兰银行的一项调查结果显示，公众对5年期通胀预期维持在3.6%，与2月持平，且为2019年11月以来的最高水平。由此可见，以上数据均表示英国的通胀压力高于其他国家，而较高的通胀水平将令英格兰银行的减息行动变得更谨慎，减慢未来降息的步伐。

英国与美欧达成贸易协议，强化多边贸易关系

美国及英国于5月达成贸易协议，英国通过放宽价值10亿美元的美国货品进入英国市场的限制，成功换取美国降低对英国汽车及铝材的关税。有关协议使英国成为全球关税战中首个与美国达成贸易协议的国家。根据协议，美国将取消对英国钢铝征收的25%关税，对英国汽车的关税亦会由27.5%下调至10%，每年限额10万辆，另对英国其他商品维持10%的基准关税。另外，英国与欧盟在5月19日，达成涵盖国防安全、能源、贸易、旅游和渔业的全面合作协议。在英国脱欧5年之际，有关协议不仅重塑了英国与欧盟的贸易伙伴关系，更巩固了作为欧盟外部合作伙伴的战略地位。英国分别与美国及欧盟达成的外贸协议，均有效地增进英国与贸易伙伴的关系，带动英国中长线出口表现。

外汇 美元兑日圆

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

日央行缓慢加息之路未变，通胀及经济主导加息步伐

美元兑日圆第3季预计波幅范围

140.00 至 147.00

美元兑日圆1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	-0.2 (按季年率)
失业率	2025年5月	2.5
零售销售	2025年5月	2.2 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年5月	3.5 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

预期市场变数将不会影响央行缓慢加息计划

日本央行在6月的议息会议维持利率不变，同时决定明年放缓缩减购债步伐，这暗示央行并不急于恢复加息。日本央行委员会部份成员认为，若美国关税问题的发展稳定下来，将有望恢复加息的空间，而该行实现2%通胀目标的方向不会改变。央行总裁植田和男表示，若有足够把握确认经济和物价增长在停滞后再重新加速，央行将准备上调利率。另一方面，日本财务省表示，截至2024年12月底，日本国债、借款和政府短期证券合计的国家债务总额已达超过1,317万亿日圆，创下了历史新高。因此，预期日本央行短期将不受市场变数影响，继续维持较为缓慢的加息部署。

央行行长预期通胀持续上升，将成为加息的理据

日本5月核心CPI按年上涨3.7%，创下两年多以来最大增幅，市场预期高通胀将增强央行继续加息的动力。植田和男表示，预计基础通胀将在停滞后再逐步回升，若果经济和价格按预期发展，预计将继续加息。

消费低迷且出口下降，日本经济首季出现萎缩

因民间消费及出口下降，日本第1季实质国内生产总值 (GDP) 按季年率下跌0.2%，为1年来首度出现经济萎缩。日本经济近期饱受通货膨胀打击，导致实质薪资收入大减，削弱民间消费能力。同时，美国对日本加征关税的冲击或在下半年进一步显现，影响整体出口表现。预期在经济基础稳定前，这些因素将限制日本央行的加息步伐。而美国贸易政策对日本经济带来的不确定性，亦使得日央行加息的决定变得更为复杂。

日本GDP (按季年率)



资料来源：路透社，数据截至2025年6月



外汇 澳元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

预期澳洲央行年内将持续减息，澳元仍具利差优势

澳元兑美元第3季预计波幅范围

0.6300 至 0.6800

澳元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

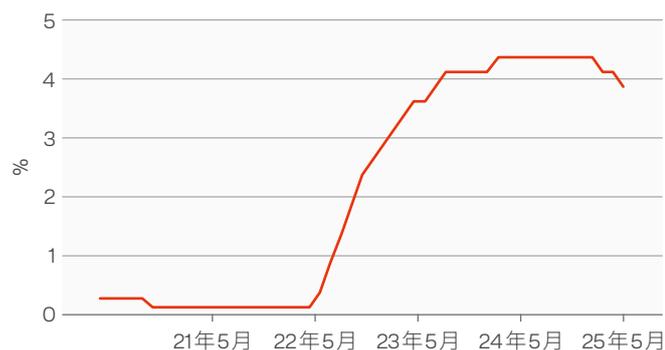
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	1.3 (按年)
失业率	2025年5月	4.1
零售销售	2025年5月	0.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025年第1季	2.4 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

澳洲央行为进一步宽松政策敞开大门

澳洲央行于5月进一步将利率降至3.85%，为两年最低。澳央行行长布洛克表示，因应国际贸易形势的最新发展或对当地经济构成压力，令通胀上行的风险减弱，但委员会在会议上仍曾经讨论是否应该降息50个基点。有关言论料为澳央行于未来数月进一步实施货币宽松政策留下空间。澳央行目前仍维持相对其他国家较高的利率，料对投资者具吸引力，有望支持澳元走势。

澳洲基准利率



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

中国经济健康成长将带动澳洲经济

澳洲矿产资源丰富，是全球最大铁矿石出口国。中国是澳洲最重要的贸易伙伴，双方的经贸关系紧密，尤其是中国对来自澳洲的铁矿石有着稳定需求。澳元走势经常受到中国经济状况的影响，随着中国政府于本年内陆续推出刺激经济政策，有关建筑和基础设施的投资亦正在增加，料将进一步增加对铁矿石的需求。故此，中国经济若能健康成长将直接促进对澳洲商品的需求，进而带动澳洲经济并利好澳元表现。

美国关税措施对澳洲经济的影响不大

正当全球大部分经济体受到美国对等关税威胁之际，美国仅对澳洲征收10%的基准关税，其所受影响相对其他经济体低。这是因为澳洲对美国市场的依赖度不高，对美出口相对较小。同时，美国对澳洲有着贸易顺差，因此预期美国政府推行的关税措施对澳洲的影响不会太大，有助减低澳元短线压力。



外汇 纽元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

纽西兰央行数度减息后料将有利经济增长

纽元兑美元第3季预计波幅范围

0.5900 至 0.6400

纽元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

纽央行多次降息料对经济带来支持

纽西兰于2024年第4季的GDP按季增0.7%，并在今年第1季按季增0.8%，摆脱去年第2、3季因高利率抑制需求而引致的技术性衰退。当局指出，当地16个行业中，有11个行业出现增长。我们预期在纽西兰央行数度降息后，经济有望进一步复甦，基本面支持纽元走强。

纽西兰GDP走势



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

纽西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	0.8 (按季)
失业率	2025年第1季	5.1
零售销售	2025年第1季	0.7 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年第1季	2.5 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

预期纽西兰央行将于下半年放慢降息步伐

纽西兰央行于5月将官方现金利率下调25个基点至3.25%，为连续第6次降息。纽西兰央行在货币政策声明中表示，关税和海外政策不确定性增加料拖慢纽西兰经济复甦步伐，并降低中期的通胀压力，委员会已做好准备应对有关的不确定性，以维持中期的物价稳定。利率期货市场最新预测显示，预期纽西兰央行年内至少还会减息1次，幅度为25个基点，并较大机会于第4季进行。

纽西兰长期贸易顺差将支持出口进一步增长

纽西兰经济主要依赖农业出口，当中以乳制品、肉制品、林产品、水果和蔬菜为主要的出口商品。该国长期对外保持贸易顺差，随着全球经济复甦令需求增加，预期纽西兰的出口或会进一步增长，将对纽元形成支持。中国是纽西兰最大的贸易伙伴，随着中国经济持续稳健增长，对农产品的需求逐步增加，将持续支持纽元的整体表现。



外汇 美元兑加元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

美加贸易存不确定性，近期油价升幅对加元支撑有限

美元兑加元第3季预计波幅范围

1.3300 至 1.3800

美元兑加元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	2.2 (按季年率)
失业率	2025年5月	7.0
零售销售	2025年4月	0.3 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025年5月	1.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

加央行称贸易谈判仍存变数，为经济主要风险

加拿大央行在6月的议息会议中维持关键政策利率于2.75%不变，为连续7次减息后首次暂停。加拿大央行总裁麦克勒姆表示，与美国的贸易争端仍是加拿大经济面临的重大风险，双方谈判结果仍存在高度不确定性。央行自今年第2季起已显著放缓降息步伐，如经济最终因关税影响而疲软，料加央行可能重启减息。

油价短期受地缘紧张局势推升，长线仍看需求

以色列与伊朗冲突于6月中加剧，令市场避险情绪升温，带动国际原油价格大幅上扬，纽约期油及布兰特期油均快速升破每桶70美元水平。此外，石油出口国组织及盟友(OPEC+)同意在7月每日增产41.1万桶，延续5月和6月的增产幅度；而在最新月度报告中维持2025年和2026年全球石油需求增长预测不变。因此，短期来看，地缘政治风险或继续支撑油价。但中长线而言，全球经济前景不明朗，加上油组持续增产，将限制油价的上行空间。

美加贸易前景不明朗，加拿大经济面临不确定性

在美国关税的阴霾下，美国企业提前增加库存，带动加拿大首季出口增长。加拿大首季GDP按年增长2.2%，表现优于预期；按季增长则为0.5%，显示经济保持温和增长。另外，3月及4月的零售销售持续反弹，扭转此前连续两个月的下滑趋势，反映加拿大消费市场在美国关税威胁与经济不确定性下仍具韧性。加拿大当前经济表现渐见稳定，但若美加未能就关税政策达成协议，或令有关供应链中断，进而影响加拿大未来的经济增长动能。

加拿大GDP表现



资料来源：路透社，数据截至2025年6月



外汇 美元兑离岸人民币

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

人民币对中美贸易协议细节敏感，料维持双向波动

美元兑人民币第3季预计波幅范围

7.1200 至 7.2200

美元兑人民币1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年6月

中国主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值(GDP)	2025年第1季	5.4(按年)
失业率	2025年5月	5.0
零售销售	2025年5月	6.4(按年)
消费物价指数(CPI)	2025年5月	-0.1(按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年6月

市场静待中美贸易框架协议的细节

美国与中国在5月中宣布大幅度削减彼此的高额关税，为期90天，并同意在这段时间展开进一步磋商。美中经贸会谈的结果超出市场预期，一度推动美元及人民币同时上涨。中美两国元首在6月通话后，双方达成了贸易框架协议。尽管双方谈判基调积极，但由于协议缺乏具体细节，对市场的情绪提振作用有限。考虑到美国关税政策反覆，市场仍在等待中美贸易框架协议的细节进一步明确，预期人民币短期对有关消息表现敏感，在缺乏明确方向下，或将延续区间波动走势。

中国经济保持平稳基础上，但短期通缩压力或持续

在政策刺激及市场恢复的推动下，中国经济于首季表现理想。然而，国内仍面临通缩压力，5月的CPI按年下降0.1%，为连续4个月处于通缩区间；同期工业生产者出厂价格指数(PPI)按年下降3.3%，按月下降0.4%。在环球关税政策调整及中东紧张局势的不确定性下，预期通缩情况短期仍会持续。整体来说，中国经济在平稳的基础上，将展现出强大的潜力和韧性，全年仍有望实现4.6%的经济增长目标。

料人行下半年将继续释放宽松信号

今年上半年，刺激经济政策与较宽松货币政策双管齐下，预期下半年将进入政策成效观察期。然而，面对国际贸易关系紧张及中东局势升温等变数，预期人民银行于下半年将保持谨慎，继续释放宽松信号，以推动经济稳步回升，抵销出口贸易所受的关税冲击。

中国CPI及PPI走势(按年)



资料来源：路透社，数据截至2025年6月



另谋出路

东亚银行财富管理处
东亚联丰投资团队



另谋出路

本章摘要：

- 收益率曲线陡峭反映投资者对短期经济放缓与长期财政压力的忧虑
- 美国债务问题严重，其长期国债的吸引力下降
- 短期美债仍为核心避险资产，但英国及澳洲国债等替代资产在多元化投资趋势下需求攀升
- 投资级别企业债需求强劲，高收益债则须精选具结构性增长的行业，在波动市况下，建议继续采取多元配置策略

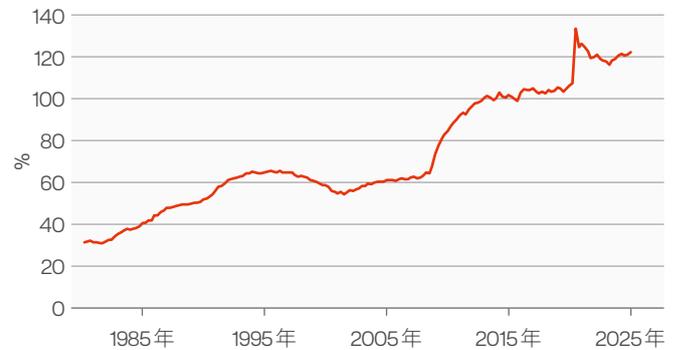
2025年上半年美国国债市场回顾

美联储于2024年减息1%后，2025年上半年将息率保持在4.25%至4.50%之间，对减息采取观望态度。与此同时，美国核心个人消费支出物价指数(Core PCE)从2024年12月的2.864%下降至2025年5月的2.678%，而失业率维持在4.1%。在美国通胀稍稍放缓和失业率保持韧性的背景下，美国2年期国债收益率从2024年12月底的4.242%下降至2025年6月26日的3.719%。然而，30年期国债收益率则从2024年12月底的4.781%上升至2025年6月26日的4.800%，这种长短债收益率分歧较为罕见，上一次全年出现类似情况是在2001年，当时科网泡沫爆破后，美联储为应对经济衰退而大幅降息，同时“911事件”引发全球地缘政治风险飙升，市场预期美国大幅增加国防支出将导致预算赤字大升。尽管2025年背景与2001年不同，当前收益率曲线陡峭反映投资者对短期经济放缓与长期财政压力的预期。

美国国债作为避险资产的看法出现转变

我们认为，市场对美国国债作为避险资产的看法正在发生转变，主因在于美国预算赤字持续恶化及不断攀升的债务比例，引发市场对美国整体经济稳健性及国际信用评级的担忧。尤其在过去数年，美国债务占国内生产总值(GDP)的比例稳步上升，反映出联邦预算赤字问题一直未有解决。根据美国财政部的数据，截至2024年底，美国债务与GDP的比例已经超过120%，远高于历史平均水平。我们预期在未来数年，赤字问题仍然难以得到彻底改善。

美国政府债务占GDP比例趋势



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日



	2024年12月31日	最新数据	变动
美国2年期国债收益率	4.242%	3.719% (截至2025年6月26日)	-52.3个基点
美国30年期国债收益率	4.781%	4.800% (截至2025年6月26日)	+1.9个基点
美国联邦基金利率	4.25-4.50%	4.25-4.50% (2025年6月)	不变
美国失业率	4.10%	4.10% (2025年6月)	不变
美国核心PCE通胀率	2.86%	2.68% (2025年5月)	-0.18个百分点

资料来源：彭博，数据截至2025年7月4日

债券

美国巨额债务的累积具有深刻的历史背景和结构性问题。自1980年代以来，美国政府债务占GDP的比例呈现上升趋势。例如，1981年该比例约为31.8%，而到了2007年全球金融危机爆发前夕，已攀升至62.2%。金融危机后，为了刺激经济，美国政府大规模增加财政支出，导致债务急剧膨胀，到2010年该比例突破了90.1%。2020年新冠疫情爆发期间，为应对经济冲击，美国政府再次推出大规模纾困措施，令债务占GDP的比例一度高达133%。尽管随后有所改善，但2024年仍维持在120%左右（其中公开持有的联邦债务亦接近GDP的98%）。截至2025年3月，美国联邦政府的总债务规模高达约36万亿美元，这意味着平均每位美国公民需承担约10.6万亿美元的国债。

美国联邦政府预算财政盈余或赤字



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日

联邦预算赤字方面，其严重性近年尤为突出。根据美国财政部的数据，2024财年的财政赤字高达1.83万亿美元，创下历史第三高纪录，仅次于因疫情救济导致2020年的2.7万亿及2021年的2.8万亿美元赤字。此外，在2025财年（自2024年10月开始）的头5个月内，美国累计联邦预算赤字已达到1万亿美元，再创新高。这些赤字不仅数额庞大，更令人担忧的是其出现结构性恶化。以2024财年为例子，美国联邦政府的债务利息支出首次突破1万亿美元，占GDP的3.02%。更甚者，2025财年债务利息支出将占联邦政府5.2万亿美元收入的19%。尽管联邦政府债务的平均到期时间稍微延长至71个月，但约有25%的债务将在短期内到期，这意味着政府须以高利率水平发行新债，进一步加重未来的利息负担。上述财政压力不仅推高美国政府的借贷成本，还可能对全球金融市场的稳定性构成潜在风险。

美国联邦政府债务利息占国内生产总值比例



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日

值得注意的是，国际评级机构穆迪于2025年5月16日将美国主权信用评级由最高的“Aaa”级下调一级至“Aa1”级，但将展望从“负面”调整为“稳定”，主要原因是美国联邦赤字长期占GDP比率居高不下，利息支出急剧增加以及政治分歧持续严重，导致债务上限与预算谈判屡次陷入僵局。这些因素削弱了市场对美国财政纪律的信心，促使投资者要求更高的风险溢价。这是继标准普尔于2011年8月首次下调美国评级，以及惠誉于2023年8月采取类似行动后，美国已经失去了所有三大评级机构的最高信用评级。自穆迪下调美国的主权信用评级以来，全球投资者对美国债务问题的忧虑进一步加剧。

美国债务问题引发市场风险溢价上升

在当前环境下，美国国债的吸引力正面临挑战。一方面，美国政府在税改政策上的激进举措，虽然短期内对消费及企业盈利带来了一定支持，但长期对财政收入呈负面影响。在美国政府最新的政策变化中，征收环球关税以增加联邦收入的好处尚未显现。而根据众议院提出的2025财年度预算调整法案，《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 可能在未来10年内令美国新增2.4万亿美元的基础赤字，计及利息开支，债务总额可能增加至3.1万亿美元。2025年第2季，投资者对美国经济增长及其债务偿付可持续性的担忧加剧，导致市场对美国国债的风险溢价需求显著提升。这现象可以从最近美国收益率曲线的变化中得到体现。例如，于2025年4月第2周，美国10年期国债收益率在1周内飙升50个基点，达至4.5%，创下自2001年以来的最大单周涨幅。

数据显示2年期与10年期国债收益率之间的利差，近期从短暂倒挂回复至正值。历史数据显示，2年期与10年期国债收益率的倒挂通常被视为经济衰退的先兆。例如，2006年至2007年呈现倒挂状态之后，随后发生次按危机及经济衰退；而2019年短暂的倒挂，亦预示了新冠疫情前经济放缓势头。虽然当前孳息曲线已正常化并呈现陡峭模式，这通常被解读为经济前景改善的信号，但我们认为，目前曲线陡峭化也在一定程度上反映了市场风险溢价的增加。若投资者对美国长期债务水平及财政前景的担忧在短期内无法消退，则美国国债孳息曲线的风险溢价可能在未来一段时间内仍然维持高位。

具体到美国国债收益率预估，上述市场溢价的变化已部分反映在当前价格之中。基于我们对美国减息两次的预期，预期第3季内美国2年期国债收益率将于3.65%至4.00%之间上落，而由于市场充满不确定性，美国10年期国债收益率将于在4.00%至4.60%较宽的范围内波动。

短期国债仍是避险资产的选择

尽管美国债务问题持续，我们认为短期美国国债因其波动性较低，仍是经济和地缘政治不确定性下，适合作为资金停泊的优质工具。特别是在美联储政策仍然是逐步向减息方向调整，短期国债的价格有望因收益率下降而回升，进一步巩固其作为稳健投资工具的地位。虽然目前的通胀压力以及美国财政部持续的发债计划可能会对收益率构成一定压力，这包括今年第2季度净融资需求上调至5,140亿美元，以及预计下半年发行约5,920亿美元的净适销债务，但市场普遍预期美联储在下半年将进行至少一次至两次降息。一旦降息周期重启，短期国债预计将受到正面提振，其收益率可能随之下调，从而推升其价格，为投资者提供相对安全且具吸引力的资本增值机会。

2年、5年、10年及20年美国国债价格走势

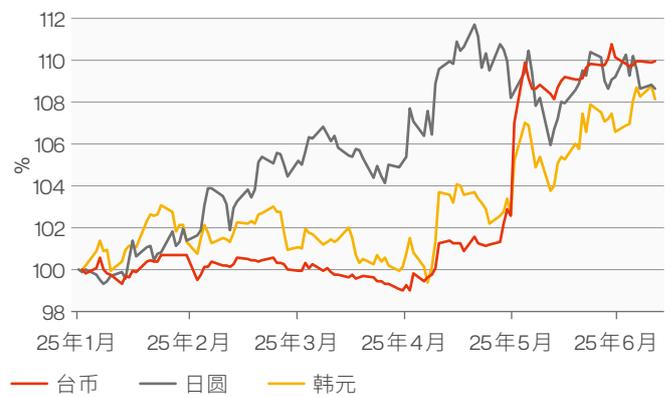


资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日

全球避险资金寻找替代资产

与此同时，部分投资者正从美国国债转而寻求替代性的避险资产。这一趋势在亚洲市场上尤为明显。以日圆、台币及韩元为例，这些货币在上半年兑美元表现走强，反映出资本回流并重新配置至本地市场资产的现象。这不仅基于汇率的考量，亦显示出投资者对亚洲地区经济韧性及潜在增长机会的认可。例如，部分亚洲新兴市场的经济增长势头强劲，且财政状况相对稳健，吸引了国际资金的目光，令当地货币和债券市场获得了更多投资者的青睐。

台币、日圆与韩元兑美元汇率趋势图



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日



债券

此外，其他成熟市场的主权债券也吸引了更多投资者。例如，澳洲10年期政府债券在6月26日提供4.105%收益率，这与美国国债相当，其稳定的政治及经济环境为投资者提供了具吸引力的配置选择。澳洲凭藉其“AAA”级别的高主权信用评级（与美国信用评等相比高出1级）和丰富的自然资源出口，在全球经济充满不确定性之际，展现出较强的抗压性，使其国债成为替代美债的重要选项。此外，英国政府债券也是受关注的避险工具。虽然英国面临脱欧后的经济不确定性，但其高信用评级（与美国信用评等相比低1至2级）及稳定的收益率表现使其逐渐受到市场青睐。2022年英国曾因“迷你预算案”引发市场动荡，但随后政府迅速调整政策，稳定市场信心。英国“AA”级别的主权信用评级，加上其具备深度的债券市场流动性以及4.471%的收益率，使其主权债市在全球寻求多元化投资的背景下，仍能吸引部分避险资金的流入。

主权评等	截至2025年6月26日的10年期国债收益率	长期信用评等/展望		
		标普	穆迪	惠誉
美国	4.242%	AA+/稳定	Aa1/稳定	AA+/稳定
英国	4.471%	AA/稳定	Aa3/稳定	AA-/稳定
澳洲	4.105%	AAA/稳定	Aaa/稳定	AAA/稳定

资料来源：彭博，数据截至2025年6月26日

值得特别关注的是日本市场的动向。自2023年以来，日本国债收益率大幅攀升，特别是30年期的收益率在今年5月曾突破3%，而40年期国债收益率更在同期创下了3.68%的历史新高。对于日本投资者而言，本地债券收益率飙升令投资美国国债（不论是否进行货币对冲）的吸引力下降。作为美国国债的主要海外持有国之一，截至2025年2月底，日本官方确认持有约1.13万亿美元的美国国债。随着日本国内收益率的提升，部分日本投资者更有可能将资金重新配置至本土市场，从而减少对美国国债的需求。这不仅可能进一步压缩美国国债的需求，同时也意味着全球更多资金可能流向其他资产，例如欧洲或亚洲地区的政府债券，这些资产收益率可媲美美国债市且风险可控。

10年、20年、30年、40年日本国债收益率走势



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日

企业债券与高收益债券的风险与机遇

从更广泛的债市来看，企业债券仍然是重要的资产选择。我们观察到，近几个季度企业债券的信用利差有所收窄，显示出市场对企业债的风险溢价要求下降。例如，截至今年5月底，彭博美国投资等级企业债券和美国高收益债券与美国国库债券的价差（Option-Adjusted Spread, OAS）分别为0.85%及3%，均处于历史低位。信用利差的收窄通常反映出两种可能：投资者对企业未来偿债能力的信心提升，或市场对经济前景的预期改善。

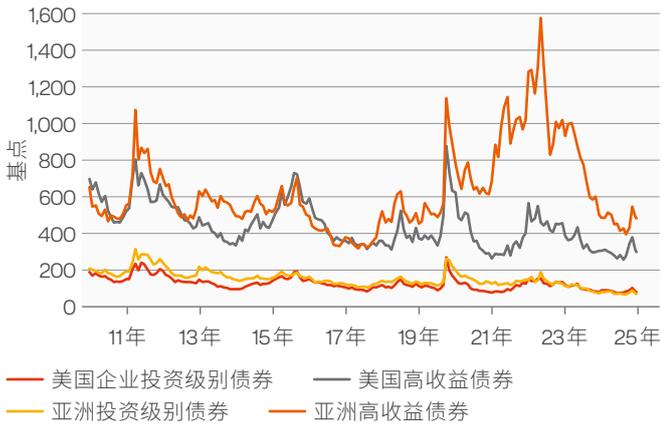
在各类企业债券中，投资级别企业债券受到市场青睐，其原因在于这些债券通常由现金流稳健且财务状况良好的企业发行。有些企业甚至在某些情况下被认为比美国政府更具投资可靠性。在经济不确定性较高的情况下，投资级别企业债仍然是重要的低风险资产配置选项。例如，在全球经济增长预期放缓的环境下，大型跨国企业发行的投资级别债券因其稳定性及较高的偿债能力，往往成为寻求稳健收益的投资者的优先选择。

另一方面，全球高收益债市场的表现相对不均衡。虽然近年来违约率低于历史平均水平，但高收益债券对流动性及政策环境的依赖较大，未来仍面临较大压力。高收益债券以其较高的孳息率弥补信用风险，但若经济下行压力加剧，违约率可能因而上升。对此，我们保持中立态度，同时认为亚洲及欧洲市场中存在投资机会，尤其是在科技及清洁能源等特定行业，因其能够展示出更强的增长潜能。这些产业受惠于长期发展趋势，其企业具备较高的创新潜力与增长空间，即使在经济不确定性下，其优质企业债券仍有望带来可观回报。在投资策略方面，我们建议投资者维持分散配置，避免过度集中于高风险领域，并积极捕捉市场中基本面改善的信号，例如公司盈利稳步增长和负债率下降等，从而在风险可控的范围内实现较高的收益。

投资策略结论

鉴于当前复杂的全球市场环境，投资者应着重债券投资的分散化和选择性。美国债务与信用问题的长期趋势，削弱了美国国债作为传统避险资产的吸引力。在这种背景下，优质企业债券及稳健的短期国债因低风险和高稳定性，而成为重要的避险工具。同时，全球资金流动重新布局促使投资者转向其他区域资产（其他高评等主权债券和企业债券）以提供多元化的收益来源，并有效降低单一市场风险。在动荡的市场中，灵活配置资产，结合对宏观经济数据的分析和对个别资产的判断，可提升投资组合的稳定回报，同时降低整体风险。最终，一个涵盖不同资产类别、地区、货币和行业的多元化投资组合，是应对当前复杂多变金融环境的关键所在。

美国、亚洲企业投资级别债券以及高收益债券信用利差



资料来源：彭博，数据截至2025年6月10日



债券

东亚联丰投资团队

财赤高企长债可能再度受压，聚焦短存续期债券；供应少基调稳固利好亚洲美元债券

本章摘要：

- 因忧虑各国财赤持续扩大，投资者正对长期债券进行重新定价
- 环球债券中偏好短存续期国债；亚洲企业债较欧美市场吸引
- 亚洲投资级别美元债券具备基本面强韧、杠杆低和收益率高等优势，看好中国和南韩市场
- 因供应有限且违约率较低，利好亚洲高收益美元债券；投资者看好中国、印度和印尼市场

美国计划提高债务上限以支持总统特朗普的减税和扩张性财政政策，市场忧虑财政赤字攀升，促使投资者重新评估美国国债的回报和风险，导致环球债市大幅波动。评级机构穆迪下调美国信贷评级，削弱美元和美元资产作为避险工具的吸引力，部分资金因而流向非美元资产。在这背景下，东亚联丰投资团队认为可留意受利率影响较低的短期债券。鉴于当前市场仍被大量不明朗因素影响，投资者宜配置欧美等环球市场的短期国债以控制及分散风险。至于企业债券，我们认为可关注中国和南韩的亚洲投资级别美元债券，以及中国、印度和印尼的高收益美元债券，以发掘投资机会。

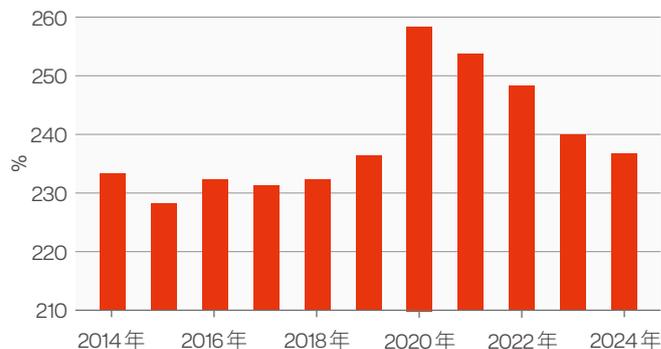
投资级别债券

美国政府计划提高美元债务上限，以支持特朗普《大而美》法案，加剧市场对财务风险上升的忧虑，导致美国孳息曲线日益陡斜。因此，我们预计，长债有机会持续受压。然而，美国劳动市场仍保持强韧，市场预计美联储在9月之前的议息会议上维持利率不变。值得注意的是，关税会否推高通胀仍有待观察，货币政策前景因此变得复杂。在此环境下，建议避开利率敏感度较高的长存续期债券，转而聚焦短期债券将会是未来投资策略。环球债券中，我们主要留意国家主权债，虽然个别欧美企业债券的基本面和收益率具吸引力，但我们认为亚洲投资级别的企业债仍然较为吸引，因其信贷基调稳固、供应少且杠杆较低，整体收益率亦可观。

聚焦环球市场短存续期国债 看好中国和南韩企业债

美国以外，其他发达国家例如英国和日本的债务负担亦相应增加。日本在2024年债务规模已达国内生产总值的236.7%¹，英国公共债务占比至今年4月底亦攀升至95.5%²。在债务递增和美国关税政策的双重影响下，投资者正在重新评估发达国家国债的投资价值。长债遭抛售，风险溢价被推高。财赤维持高企，各国债息仍有机会波动，由于短债波动性较低，我们认为孳息曲线前端或中段(belly)的欧美国债较值得留意。鉴于日本央行货币政策立场仍存在不确定性，我们对日本国债持审慎态度。

日本国债占国内生产总值比率



资料来源：Trading Economics，截至2025年6月13日

¹ 见Trading Economics网站，<https://tradingeconomics.com/japan/government-debt-to-gdp#:~:text=Japan%20recorded%20a%20Government%20Debt,percent%20of%20GDP%20in%201980>。

² 见英国国家统计局网站，<https://www.ons.gov.uk/economy/governmentpublicsectorandtaxes/publicsectorfinance/bulletins/publicsectorfinances/april2025#:~:text=Public%20sector%20net%20debt%20excluding,seen%20in%20the%20early%201960s>。

中国持续推行宽松货币政策和财政刺激措施，为企业提供有利环境，我们因此关注中国投资级别美元债券。近期中美双方紧张关系有缓和迹象，双方在伦敦举行的贸易谈判取得良好进展，加上积极的企业信贷行动，例如有物流公司提早赎回美元债券³，反映板块整体的信贷基本面有改善。此外，新债供不应求，有助巩固技术层面，当中科技、媒体和通讯板块前景乐观。中国人工智能发展迅速，科网公司首季度业绩大致正面，因此我们持续看好相关板块。

随着6月南韩大选落幕，当地的政治不明朗因素逐渐消退，此前受关税影响的债券价格已逐渐收复失地。再者，不少南韩新债以折让价发行，为投资者提供额外回报。尽管个别南韩企业债券利差收窄，但估值依然相对吸引，倘若美韩贸易谈判取得良好进展，相信有助进一步带动债市前景。

美国财赤以及关税等问题将持续影响美债市场，并显著波及投资级别美元债市。短存续期的投资级别债券具防御性，配合分散投资的策略，有助抵御短期波动。

高收益债券

亚洲高收益美元债市在第2季度表现强韧。虽然难免受关税消息拖累，但市场迅速回稳。此外，这资产类别受美息影响较小，但短期波动难以避免，惟随着美国、印度和中国等贸易伙伴关税谈判取得进展，市场投资气氛有望改善。与此同时，高收益债券违约风险也相对可控，预计今年违约率约2.3%，为近年新低。由于亚洲高收益美元债券供应持续低迷，加上不少高贝塔债券受利好信贷消息支持，中国、印度和印尼等市场值得关注。

中国推行宽松货币政策，利好高收益美元债券；留意工业、内房和地方政府融资平台债券

5月初，中国实施一系列宽松货币政策以刺激经济，包括降准50点子、下调政策利率10点子以及减低按揭息率。市场预计政府仍有空间推出更多措施，但于夏季推出的可能性较低。受惠于利好政策，经济基本面持续改善，地方政府融资平台债券、个别工业债和内房债均值得留意。中国内地5月房屋合约销售不俗，国企发展商的销情依然优于民企。同时，信贷基本面呈现积极发展。一家获国家支持的民营地产商，成功从主要股东第5次获得贷款以偿还债务⁴，这些趋势有助改善企业短期再融资前景。

减息和风险情绪向好增加印度美元债券吸引力；大宗商品价格趋稳，印尼前景改善

印度高收益债券近日表现优异，受多方面带动，包括印度和巴基斯坦局势缓和、宏观情绪改善、基本面和技术层面强劲，以及个别发行人获提升信贷评级等。再者，印度6月初大幅减息50点子，有助企业以本币进行借贷发展业务。低息环境也有利企业进行短期借贷和融资或提早赎回美元债券，有望优化资产负债表。此外，由于以本币再融资较发行美元债券更具吸引力，预计印度高收益美元债券的供应持续受限，利好技术层面。在这前提下，配合印度持续性的结构性增长，基础设施和建筑公司所发行的债券，以及非银行金融机构值得关注。

印度过去3年基准利率



资料来源：Investing.com，数据由2022年6月至2025年6月

印尼方面，此前罕见录得财赤，加上面对政府管治风险、货币波动和大宗商品价格疲弱，导致债市受压。但随着大宗商品价格渐趋稳定、印尼推出15亿美元刺激经济计划⁵、央行出手稳定印尼盾等，加上当地不少发行人成功提早赎回债券或取得贷款进行再融资，令市场对印尼高收益美元债券的前景重拾信心。

总结

受惠于贝塔债券的稳健基本面，加上负净发行量对技术层面的支持，我们对亚洲高收益债券维持谨慎乐观立场。然而，由于当前关税问题悬而未决，我们会持续关注投资气氛转向。

³ 见Investing.com网站，<https://hk.investing.com/news/stock-market-news/article-951600>

⁴ 见第一财经网站，<https://www.yicai.com/news/troubled-chinese-developer-vanke-gets-fifth-loan-in-four-months-from-biggest-shareholder>

⁵ 见路透网站，<https://www.reuters.com/markets/asia/indonesias-economic-incentives-cost-15-billion-finance-minister-says-2025-06-02/>

免责声明

免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据在此文件刊发前可公开获得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应仔细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下自身的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是完全由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。

