

東亞睿智

2025年第三季投資展望

餘燼



目錄

2	序言
3	宏觀策略
10	宏觀經濟
14	股票
27	外匯
36	債券
44	免責聲明



盛夏已至，陽光熾熱，萬物鼎盛。全球投資市場亦如烈陽下的原野，熱浪翻湧，變數叢生。回顧2025年上半年，國際經濟與政治格局正深度重塑，貿易關係與地緣政治面貌正重新洗牌，引致金融市場劇烈波動，資本流向與投資信心亦受深遠影響，也為下半年投資市場格局奠定了多變的基調。

風起於青萍之末。中美貿易關係再度緊張、美國政策方向反覆無常、地緣政治局勢越趨緊張，讓投資市場陷入高度不確定之中。在上半年將近結束之時，中美貿易關係出現轉機、美國全速推進《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act)、以伊戰事僅12日便止戈，一切發展順利得如有神助，是為下半年鋪設好康莊大道，抑或是氣壓驟降前的片刻寧靜？我們必須承認，目前有許多關鍵問題仍懸而未決：關稅政策的最終走向未明、《大而美法案》對美國政府是否利大於弊、通脹情況和經濟增長前景有待確認、減息的時間表會否一拖再拖。

然而，在這片迷霧之中，幾道結構性趨勢浮現，為下半年的資產配置提供了線索。

首先，美國經濟韌性猶存，但其增長動能正在受到多重內外部因素壓抑，包括關稅上升、聯邦政府債務壓力加劇、移民政策收緊等。美股如同高聳入雲的塔樓，吸引著全球資金仰望與追捧，塔樓下的地基隱隱出現裂痕。短線仍有

機會受惠利好情緒繼續衝高，但中長期而言，「美國例外主義」的基礎正面臨挑戰，風險溢價可能逐步重估。

資金的潮水正悄然改道，緩緩流向非美市場。歐洲具備更高的政策可預測性，亞洲地緣風險相對較低，新興市場則有望在美元走弱環境下獲得相對優勢，均引導全球資金進行再平衡，非美元資產在投資組合中的重要性將越發提高，此舉不單再是用於分散風險，亦會是賺取超額回報的來源。

中國方面，儘管面臨外部貿易壓力和內部經濟結構轉型的挑戰，但其政策應對能力和新型舉國體制的發展模式不容小覷。中國政府通過擴大內需、刺激消費、推動科技創新、活化資本市場等手段，料能夠穩住經濟，繼續向「5%左右」的經濟增長目標邁進。伴隨國際投資者對中國風險的重新評估，相關資產吸引力有望逐步回升。

盛夏是等待秋收前必經的季節。在這片灼熱的投資原野上，唯有那些能在動盪中堅守紀律、在迷霧中辨識方向的行者，才能迎來豐收。第3季投資市場的主旋律將圍繞「分散」、「避險」與「機遇」展開。在多極世界中，單一市場的過度集中風險愈加突出，透過跨地區、跨資產的靈活配置，有望控制波動所帶來的風險，同時亦能捕捉結構性投資機會，為長期回報奠定基礎。

本季重點：

宏觀策略：好、壞消息料將更頻繁交錯出現，投資情緒在短時間內隨時會大幅轉變，投資策略需更敏捷地因時制宜作出調整

宏觀經濟：環球經濟在保護主義影響下，增長料會放緩至疫後復甦以來的最低點

歐美股市：美股短期或現震盪回調，但低位具吸納價值；歐股估值較美股有大幅折讓，長遠風險回報更具吸引力

亞洲股市：預期中港市可延續估值修復趨勢；新加坡及南韓股市皆值得留意；對日股持中性態度

外匯市場：美國貿易政策不確性將打壓美元走勢，從而利好部分非美貨幣。但美元短期或會受避險資金追捧

全球債市：短期美債繼續是核心避險資產，但在多元化投資趨勢下，非美國國債等替代資產的需求攀升

亞洲債市：亞洲投資級別美元債券具備基本面強韌、槓桿低和收益率高等優勢；中國推行寬鬆貨幣政策，利好中國市場的高收益美元債券

宏觀策略

餘燼

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 吳永強



宏觀策略

餘燼

東亞銀行財富管理處投資策略師 吳永強

本章摘要：

- 關稅戰發展、去美元化進程及連帶相關的黃金避險需求，在第3季將繼續是市場焦點和左右資產價格的主軸
- 特朗普善變的管治風格和美聯儲貨幣政策的不確定性等，料將令市場的好、壞消息更頻繁交錯出現，導致投資情緒或在短時間內大幅轉變
- 第2季建議從資產、地區及時間的維度作多元化投資策略，在第3季仍會奏效
- 預期關稅戰的最壞時刻已過去，關稅再次大幅上升的機會不大，但仍要小心關稅發展帶來的波動性
- 「去美元化」僅屬空中樓閣，但投資者減少持有美元資產的趨勢料會繼續
- 黃金避險需求料仍會強勁，金價在第3季料續會上行

上季標題是《多極》。當時預期全球將朝向以意識形態主導的多極化狀態，地緣風險料將飆升。同時，美國總統特朗普的政策重置將顛覆全球經濟格局，歐美關係將出現根本性的轉變，潛在的國際衝突有機會拖慢全球經濟。

言猶在耳，第2季度開局之初，美國總統特朗普在4月2日的「解放日」對全球進口美國的商品徵收10%的基準關稅，並對與美國存在較明顯貿易順差的多個經濟體徵收更高的對等關稅。除了對等關稅稅率遠超預期外，美國未有對歐盟及日本等傳統盟友網開一面，中國與美國在關稅議題各不相讓，皆加深投資市場的震盪，屬於風險資產的股市一度出現大跌，MSCI世界指數、MSCI歐洲指數、美國標普500指數、MSCI日本指數、恒生指數及滬深300指數在內代表各地主要市場的指標性指數在「解放日」後3至4個交易日內，跌幅介乎8%至15%不等；傳統避險資產的黃金因投資者短期急速撤離各類風險資產而出現小幅度回調後，便重新走高，並多次刷新歷史高位。值得注意的是，美國作為今次關稅戰的宣戰國，資金從震央流走，導致另一傳統避險資產美國國債失去其部分避險功能，美國10年期和30年期的債息在短短4個交易日內分別急速抽升16.2點子和26.4點子。

美國債市的異動，令美債崩盤之說甚囂塵上，迫使特朗普在4月9日宣布，對中國以外的其他經濟體暫緩徵收高額對等關稅90天，期內只會徵收10%的基準關稅，令關稅衝突大幅降溫。市場情緒逐步修復，風險資產有序回升，黃金價格仍然穩健，反映投資者在逐險的同時，亦不忘繼續防守，慎防關稅問題出現「回馬槍」。

關稅戰其後再傳來令人振奮的消息，中美兩國在瑞士日內瓦達成共識，並在5月12日共同發布《中美日內瓦經貿會

談聯合聲明》，美國對中國商品的進口關稅由145%降至30%，中國對美國商品的進口關稅由125%降至10%（中美雙方有24%的關稅稅率僅屬暫緩90天）。其後，中美於6月在英國再次舉行會議，並原則上就日內瓦會談共識達成貿易框架協議。與此同時，美國已經與英國達成貿易協議，並正與印度、日本、南韓等國進行貿易談判。

正當無硝煙的關稅戰暫息，中東地區硝煙再起。6月中旬，以色列對伊朗發動代號「雄獅崛起行動」（Operation Rising Lion）的襲擊，針對伊朗首都德黑蘭、核研究設施及軍事基地等發動空襲，聲稱遏止伊朗製造核武。美國其後接力空襲伊朗核設施，伊朗聲言報復及威脅關閉霍爾木茲海峽。「以伊戰事」爆發，為市場增添更多的不明朗因素，布蘭特原油價格在以色列空襲伊朗後，短短5個交易日抽高14%。不過，以色列及伊朗隨後宣布停火，市場情緒隨即轉好。第2季的政經發展與我們的預測大致相若。

逆向操作策略應對市場情緒突然逆轉

本季的標題是《餘燼》，關稅及中東地緣危機的風險看似降溫，但餘燼未熄，隨時死灰復燃，絕不可掉以輕心。關稅戰發展、去美元化情況及連帶相關的黃金避險需求，在第3季將繼續是市場焦點和左右資產價格的主軸，下文將會逐一作出分析。加上，特朗普政府的善變管治風格和美聯儲貨幣政策的不確定性等，料將令市場的好、壞消息更頻繁交錯出現，導致投資情緒在短時間內隨時會大幅轉變。投資者經過第2季的鍛鍊後，預期已逐步了解到市場情緒會在極短時間內變得極好或極壞，投資策略亦需要更敏捷地因時制宜作出調整。

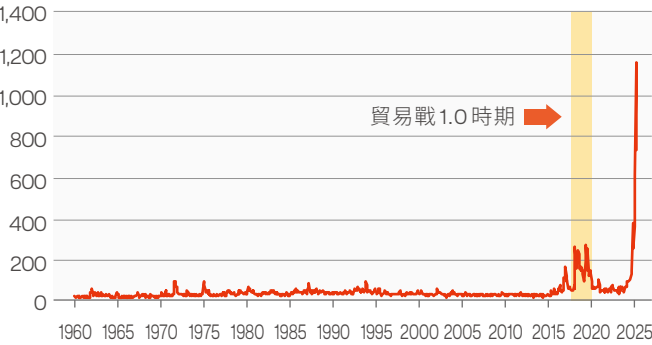
我們建議投資者在第3季可採取逆向操作策略，以應對市場環境隨時驟變的不確定性。具體來說，在市場情緒變得樂觀時，可先行短線獲利增長股及高收益債券等風險較高的資產，並趁低吸納防守性較高的資產。當市場情緒變得悲觀時，則獲利防守性資產，重新配置在增長型資產身上。同時，第2季建議從資產、地區及時間的維度作多元化投資的策略，在第3季仍然是相當重要的中長線投資策略。

關稅戰發展何去何從？

特朗普在4月2日揭開新一輪關稅戰的戰幔後，市場情緒一度極度悲觀，除股票等風險資產應聲向下，就連黃金及美國國債等傳統避險資產的表現亦見回軟，足見投資者風險胃納驟時變得極弱。然而，特朗普在短短一星期便「彈弓手」，宣布暫緩徵收對等關稅90天，只徵收10%的基準關稅，導致市場情緒急速反彈。雖然中美其後繼續互徵關稅，關稅稅率更高達145%（美國徵收中國進口商品）及125%（中國徵收美國進口商品），但雙方在5月中旬也達成了90天的休戰協議，關稅戰的衝突頓時降溫。

美國對全球多國經濟體暫緩徵收對等關稅的90天限期將會在7月9日屆滿，而對中國的休戰期則會於8月中到期，90天後關稅戰的發展何去何從，更值得投資者的關注。雖然關稅戰暫時休戰，但貿易政策的不確定性仍處歷史偏高水平。由美聯儲研究員編製用作衡量媒體對貿易政策不確定性消息關注度的環球貿易政策不確定性指數，在5月份報723點，較4月份的歷史高位1,151點已有顯著回落，但仍遠高於自1960年以來月平均的44點，亦較貿易戰1.0時平均約166點高。雖然特朗普在6月29日聲稱不打算全面延長7月9日的關稅暫緩期，但我們相信，關稅不確定性的高峰期料已過去，但仍有不少風險未完全消除，這亦與市場對貿易政策前景仍感到惴惴不安的態度不謀而合。

環球貿易政策不確定性指數



資料來源：Caldara et al. (2020)，數據擷取於2025年6月25日

我們通過情景分析，推測關稅戰在第3季的發展。當中，基本情景預期出現機率最高，達65%。在此情景下，預期中美將會達成進一步的貿易協議，但只會局限於部分的商品，受制於政治及經濟利益的分歧，雙方難以達成全面的貿易協議。同時，美國料會降低部分東盟國家的關稅，令中國商品能借道東盟國家出口至包括美國在內的全球各地。根據中國海關總署的數據，在關稅戰爆發後，中國出口至東盟的貨值出現急升，4月及5月分別按年升20.8%及14.8%，同期出口至美國的貨值則分別下跌21%及34.5%。雖然華府聲言要杜絕中國「洗產地」的行為，但預期美國社會對中國的日常生活產品需求殷切和為免通脹急升，料美國對部分東南亞國家的關稅會從寬處理。另外，預期美國會與部分主要貿易夥伴達成貿易協議，並會下調對多國的對等關稅稅率或進一步延長暫緩徵收關稅期限，但針對中國關稅仍會高於其他國家。同時，在基本情境下，預期美國經濟將能避免陷入衰退，僅會出現放慢，而美聯儲亦開始減息以預防經濟進一步下滑，中國則會有更多刺激經濟政策推出，以抵銷關稅衝擊。

若然出現基本情境，預期股票（尤其是中港及美國）、投資級別企業債券、黃金等資產料有較好的表現。樂觀情境及悲觀情境預期出現的機率較低，在此不作闡述，詳情可參考下表：

情景	發展	利好資產	出現機率
樂觀	- 中美兩國成功解決關稅問題，關稅稅率大幅降低或取消 - 美國與多國達成全面貿易協定，只保留部分基準關稅 - 美國經濟增長重新加速、通脹回落、美聯儲加快減息令利率朝向正常化、中國經濟（特別是出口及製造業）逐步改善、環球經濟增長加快	股票（環球）、美元資產、高收益債券	20%
基本	- 中美就關稅問題達成進一步協定，個別商品關稅降低或寬免 - 美國降低部分東盟國家的關稅，有利在東盟設廠的中國企業的產品出口 - 美國與部分主要貿易夥伴達成貿易協議，並會下調對多國的對等關稅稅率或進一步延長暫緩徵收關稅的期限，針對中國關稅仍會高於其他國家 - 美國或對談判意欲低或與美國經貿往來體量不大的國家，在寬限期後直接加徵關稅 - 美國經濟未有陷入衰退，但有放緩情況，美聯儲開始減息以預防經濟進一步下滑；中國推出更多刺激經濟政策；環球經濟維持低增長	股票（尤其是中港及美國）、投資級別企業債券、黃金	65%
悲觀	- 中美兩國貿易談判破裂，重新上調進口關稅稅率 - 部分國家跟隨美國加徵中國關稅，以換取與美國達成貿易協定 - 美國只與少數國家達成貿易協議 - 美國經濟陷入衰退，中國經濟數據（特別是出口及製造）明顯下滑 - 美國通脹重新加劇，美聯儲維持利率不變，甚或有機會加息 - 除關稅戰外，中美雙方在金融及科技上的摩擦增加（例如：實施更廣泛的禁投令、中概股退市）	黃金、短期國債、避險貨幣、現金	15%

宏觀策略

簡而言之，我們相信市場原先最擔心關稅戰帶來中美經濟脫鉤及環球經濟出現衰退等極端風險，基本已經消除。加上，美國逐漸意識到中國今次有備而來，已非如貿易戰1.0時般能夠予取予攜。同時，關稅的「七傷拳」對美國經濟的反噬效果已若隱若現。根據耶魯預算實驗室 (Yale Budget Lab) 的最新估算，在暫緩對等關稅和與中國達成初步協議後，美國的平均有效關稅稅率仍高達15.8%，為1936年以來最高，高關稅勢影響美國的通脹及經濟前景。世界銀行在6月公布最新的《全球經濟展望》報告¹，美國2025年的經濟增長率料只得1.4%，較今年初預測減少0.9個百分點，撇除2020年受疫情影響不計，增速屬16年以來最慢。

因此，我們預期，美國在今次的關稅戰中，短期縱使不會鳴金收兵，但亦無意進一步令戰事大幅升溫。特別是特朗普已多次公開要求美聯儲減息，但美聯儲主席鮑威爾則再三強調減息與否取決於通脹是否受控及就業市場是否轉弱，若美國令貿易戰再度升溫從而令通脹回升，鮑威爾將更有理由在減息一事嘆慢板。另外，我們預期美國對中國的態度料會更傾向色厲內荏，主因中國似乎已找到美國的弱點，分別是減持美國國債及限制稀土出口，料有助降低爆發全面貿易戰的風險。不過，投資者須留意特朗普或會偶爾挑起事端，例如威脅再大幅加徵關稅或指責他國未有遵守貿易協議等，特別是當他處理好《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 及中東的地緣危機後，料會重新將焦點放回至貿易議題上，並會以「且戰且談」的技倆換取更大的回旋空間，料將持續為投資市場帶來波動。

美國有效關稅稅率狀況



資料來源：耶魯預算實驗室，數據擷取於2025年6月30日

美元在全球主導地位能否持續？

美元在二次世界大戰後，在全球央行外匯儲備、資金結算及投資共3大市場一直保持主導地位，正正反映其作為全球政經最具影響力的國家的重要角色。然而，美國政府債務問題嚴重和貿易戰引發美國經濟放緩憂慮的「內憂」，以及地緣政治局勢轉變和美國與傳統盟友關係變得疏離的「外患」，就算美國總統特朗普如何宣揚其「MAGA（讓美國再次偉大）」宏願，但越來越多人擔心被金融市場奉為主臬的「美國例外主義」(American exceptionalism) 將受到動搖，美元及美元資產將會失去主導地位。事實上，早在2024年第3季題為《最後衝刺》的投資展望中，我們已經率先談及「去美元化」的話題。現時剛好一年，「去美元化」的聲音也越演越烈，正是時候再次檢視。

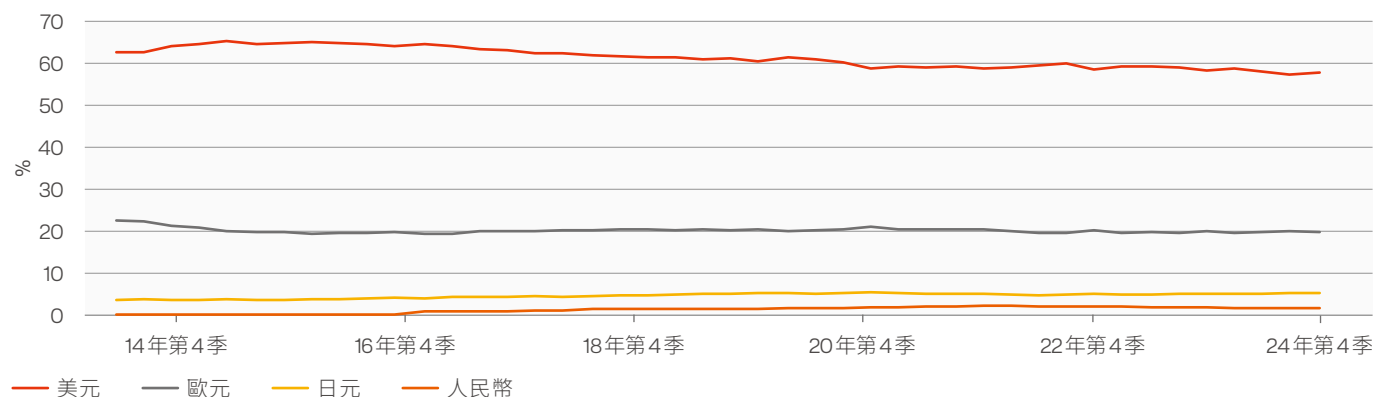
美元在全球扮演著3大重要角色，分別是儲備、資金結算和投資。在此開宗明義，我們認為美元的主導地位仍然十分穩固，「去美元化」絕非朝夕之事，特別是在外匯儲備及貿易結算的環節。歐盟的貿易份額體量雖大，但其債市和股市深度不足；中國的經貿能與美國匹敵，惟礙於人民幣無法自由兌換，皆令現時未有其他貨幣能撼動美元地位。

先從儲備角色說起，根據國際貨幣基金公布的最新數據²，在2024年第4季，全球央行的外匯儲備當中，美元佔比達57.8%，緊隨其後的是19.8%的歐元和5.8%的日圓。至於人民幣的佔比僅2.2%。雖然美元在全球央行外匯儲備的佔比較其在1999年至2000年時的高峰超過70%，近年正逐步下跌，但仍屬央行首選的外匯儲備貨幣，且遠遠拋離第2位的歐元。若將非貨幣的黃金計算在內，因應央行對黃金需求越來越大（下文再進一步闡述），美元在全球央行的外匯儲備佔比雖降至46%，但仍高於黃金及歐元合計36%的佔比。數據上反映，美元在外匯儲備的角色雖有淡化，我們亦認為各國央行多元化其外匯儲備的趨勢將會持續，但整個趨勢仍會相對緩慢，故美元在外匯儲備的龍頭地位料可繼續維持。

¹ 見世界銀行網站，<https://bit.ly/GEP-June-2025-Full-Report>

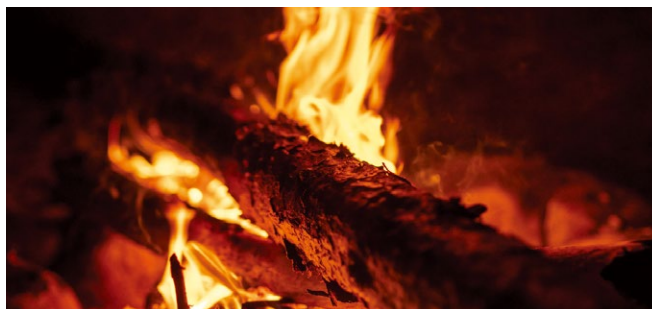
² 見國際貨幣基金組織網站，<https://data.imf.org/en/news/4225global%20fx%20reserves%20decreased%20by%203%20percent%20in%202024q4>

主要貨幣在環球央行外匯儲備佔比變化

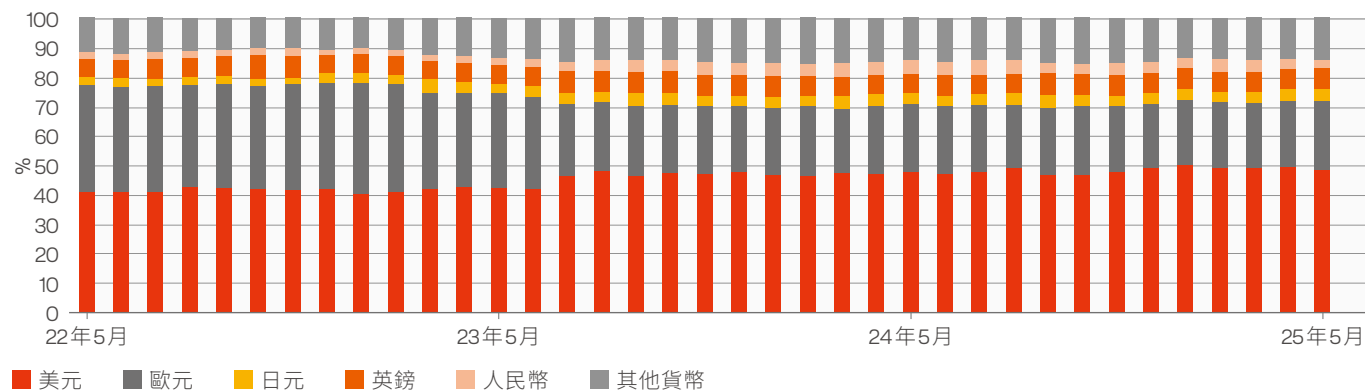


資料來源：國際貨幣基金，數據擷取於 2025 年 6 月 25 日

而在資金結算的角色方面，根據環球銀行金融電信協會 (Swift) 數據顯示，今年1至5月，美元在全球支付的佔比平均達 49%，較2024 年全年平均約 47.5% 正穩步上揚。雖然有部分的資金結算未有經過Swift 系統而未能在數據中反映出來，加上金磚國家和東協國家正在貿易方面推進本國貨幣結算，但相信暫時難以大幅拉低美元在全球支付的佔比。



Swift 系統國際支付貨幣佔比 (按幣種)



資料來源：環球銀行金融電信協會，數據擷取於 2025 年 6 月 25 日

從儲備及資金結算方面來看，美元短期內主導地位只是杞人憂天之談，但不能否認的是，投資市場討論「去美元化」的概念確是來得更快和更明顯，甚至有部分資金聞風先遁，從美匯轉弱、美國中長期國債在近期的市況波動情況下似乎失去避險功能、以及亞洲等貨幣明顯走強等，側面反映美元資產的受歡迎程度不及從前。美元資產吸引力減少，主要由於美國是全球不確定性的主要來源之一，包括截至今年1月底，美國政府債務佔GDP (國內生產總值) 約 120%，水平僅次於 COVID 時期，令市場擔憂其財政會持續惡化；加上關稅及減稅方案等問題，以及特朗普多次公開向美聯儲施壓要求減息等等，有機會導致經濟轉差、政府

收入減少和削弱央行獨立性，皆令市場擔心美元資產的穩健程度，投資者開始對其滿倉美元資產是否最佳的投資配置感到懷疑。最令市場關注的是，投資者對美元資產興趣下降令美國中長期國債需求減少，從5月美國20年期國債拍賣結果遇冷，中標利率達到5.047%的高水平可見。雖然6月拍賣的利率降至4.942%，但仍屬2023年10月以來第2高。美債需求轉弱，意味美國政府須以更高的利息吸引投資者，將令借貸成本持續增加，令財政問題雪上加霜，加劇市場對美國的信貸憂慮，當憂慮加深時，投資者又會加速賣債，容易陷入惡性循環。

宏觀策略

美國政府似乎也有所意識，正積極推進《指導與建立美國穩定幣國家創新法案》(GENIUS Act，別稱天才法案)的穩定幣法規，須以美元存款或美債等作為穩定幣背後的儲備資產，意圖借穩定幣加強美債的需求。然而，現時的穩定幣市場規模僅約2,470億美元，與29萬億美元的美國國債市場相比，暫只屬於杯水車薪。不過，我們預期，穩定幣市場規模在2030年可達2萬至4萬億美元，屆時對美國國債料可帶來一定的支撐。

另一方面，美國總統特朗普的《大而美法案》中，第899條題為「執行針對不公平外國稅收的補救措施(Enforcement of Remedies against Unfair Foreign Taxes)」的稅收條款尤為惹來市場關注，擔心會進一步削弱投資者對美元資產的信心。該條款提到，若他國被美國財政部認為對美國企業徵收「不公平稅制」時，美國將可對該國的個人、企業、政府、信託、基金等進行報復性的徵稅，將其在美國獲得的被動收入加徵最多15%的額外稅收，並計劃在2027年開始徵收。由於該條款引起華爾街及海外投資者的憂慮，特朗普政府最終決定刪除該條極具爭議性的條款。然而，海外投資者或仍會持續減少其美元資產的持倉，以減低其潛在的稅務風險。

雖然美元料會繼續在環球金融、貿易及投資市場擁有主導地位，但在美國債務問題未見改善和政策高度不確定之下，預期投資者將會繼續多元化投資，避免風險過度集中於美元資產。因此，我們預期，美元匯價在第3季將會震盪走勢作區間上落，短期亦不排除部分避險資金仍會選擇美元及相關資產，但有機會配置更多短期的美元資產來減低風險，詳細分析可見《外匯》及《債券》章節。

金價強勁走勢將可維持？

承接上文談及「美元在全球主導地位能否持續？」作為傳統避險資產的中長期美國國債，在投資者對美元資產信心略有懷疑之時，其避險功能略有失色，令另一傳統避險資產黃金成為得益者。

國際黃金價格年內表現強勁，截至6月25日，金價年內累升27%，以收市價計曾25次創出歷史新高。在6月，金價曾受「以伊戰事」刺激，於6月13日創出每盎司3,432美元的新高，惟隨著以伊駁火僅12日後便宣告停火，金價輾轉回落。金價在上半年曾3次衝穿3,400美元水平，其後皆無以為繼，是否意味金價已經見頂？

在過去25年，金價有19年錄得上漲，最長1次的周期在2001年至2012年，連續12年錄得正回報。截至6月25日，金價在過去25年，累計漲幅達11.2倍，年化回報率逾10%，以避險資產的角度而言，已屬不俗回報。簡單劃分，黃金在過去25年已經歷4次牛市，第1次在2001年3月至2008年3月，牛市維持周數達364周，期內升幅289%；第2次在2008年10月至2011年9月，維持周數達150周，期內升幅達156%；第3次在2015年11月至2020年8月，維持周數為246周，期內升幅有92%；第4次是從2022年9月至今，由於今輪黃金牛市仍未完結，為方便統計及比較，故以2025年6月20日當周為界，今次維持的周數144周，累升104%。從黃金牛市的歷史周期來看，今次牛市無論維持周數及升幅均未算誇張。

黃金在過去25年出現4次牛市			
開始時間	結束時間	維持周數	期內升幅
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%

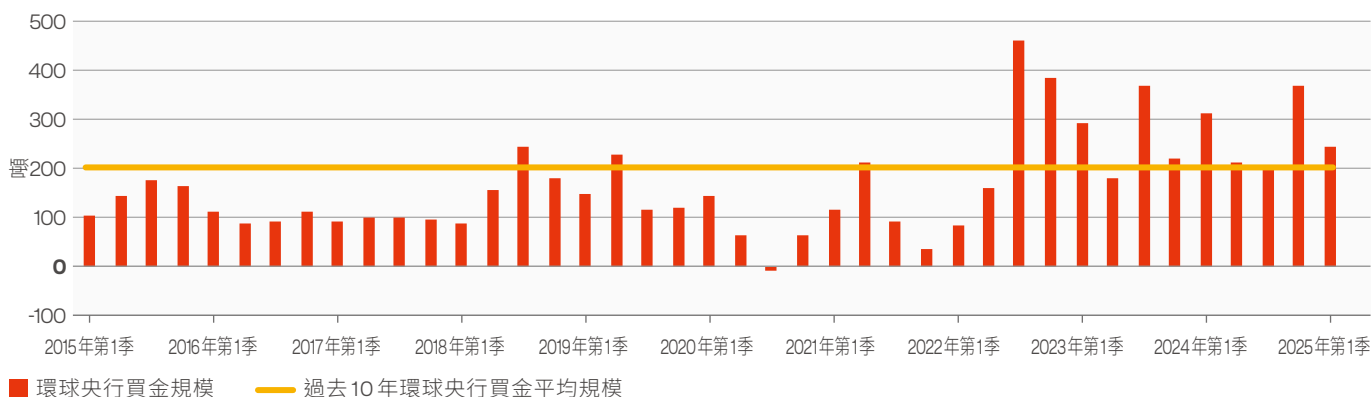
*暫時截至6月20日當周

除歷史數據外，我們認為，環球息率回落、央行持續購買黃金和中長期美債避險功能失色令部分避險資金流入黃金的結構性因素，以及地緣政治局勢仍不穩定、全球經濟增長動力放慢和滯脹風險未除的技術性因素，將繼續支持黃金價格中長期上行的趨勢。

根據世界黃金協會數據，環球央行對黃金需求持續強勁，2024年央行購入超過1,000噸黃金，為連續第3年達到此水平。協會在6月發布的《2025年全球央行黃金儲備調查》³顯示，73間受訪的央行中，高達95%相信在未來12個月環球央行會進一步增加黃金儲備。值得令人注意的是，截至4月30日，今年淨買入黃金的央行首5位分別是波蘭、阿塞拜疆、中國、土耳其及捷克，這批新興市場央行成為購金的新勢力，其購買力不容小覷，有助於擴大整體黃金需求基礎。雖然環球央行在今年首季買金的規模約244噸，按季減少33%，但仍處於過去3年的季度平均購金水平。因此，我們預期，環球央行今年購買黃金的數量仍可再次超過1,000噸，為金價上行帶來支持。

³ 見世界黃金協會網站，<https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>

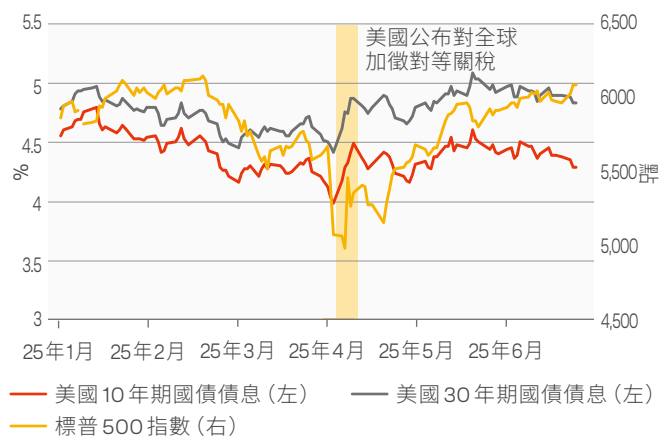
環球央行每季購買黃金規模



資料來源：世界黃金協會，數據擷取於2025年6月25日

環球央行持續增加黃金儲備之時，投資者對黃金的投資需求亦盛，特別是在「去美元化」的聲音下，投資者對美國中長期國債的避險功能有所懷疑。事實上，美國在4月初公布對全球開徵「對等關稅」的該段時間，作為風險資產的美股應聲下跌，但美國10年及30年期國債的債息出現先抑後揚走勢，相信有部分避險資金別無他選，改為流入黃金。

標普500指數與美國10年、30年國債債息

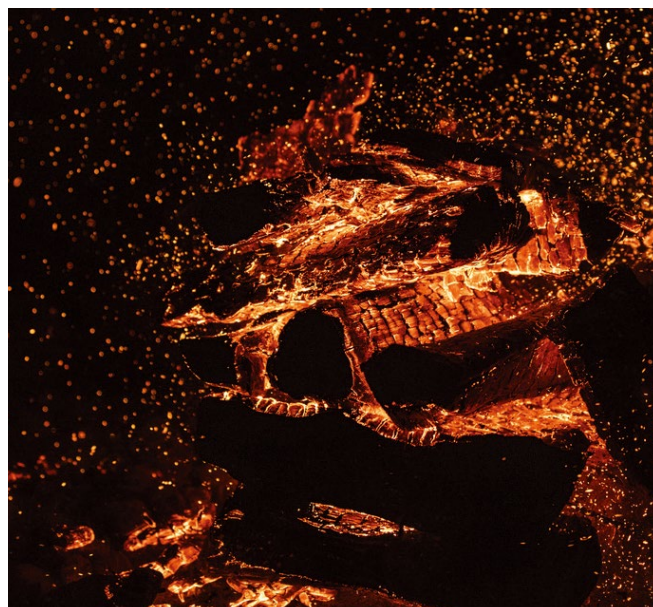


資料來源：彭博，數據擷取於2025年6月25日

今年5月，佛羅里達州州長德桑蒂斯 (Ron DeSantis) 簽署了《999》法案，容許居民在日常生活中使用符合特定純度的金幣、金條、銀幣、銀條作交易，與美元同屬法定貨幣。雖然此法案的象徵意義大於實際意義，暫亦姑勿論美國其他州份會否跟隨，但已間接顯示「去美元化」的風潮也在美國國內隱隱出現。

在黃金持續走高和「去美元化」的雙重刺激下，黃金投資需求在今年第1季按年大增1.7倍，達552噸，與2022年第1季俄烏戰爭爆發時的水平相若。其中，黃金ETF（交易所買賣基金）的需求相當殷切，今年首5個流入多相當於323噸黃金的資金，令黃金ETF背後持有的黃金數量增加至3,541.3噸，但與2020年11月時的高峰3,929噸尚有差距，故我們相信黃金ETF的全球持倉量仍有上升空間。

整體而言，我們認為黃金價格在第3季仍具有上行空間，給予每盎司3,600美元的目標價。在美國債務問題惡化、地緣政治風險持續升溫、環球資本市場波動加劇、滯脹及通脹回升等風險仍存的情況下，黃金將繼續扮演避險和保值的角色，亦是投資組合中應該配置一定比例的資產類別。



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

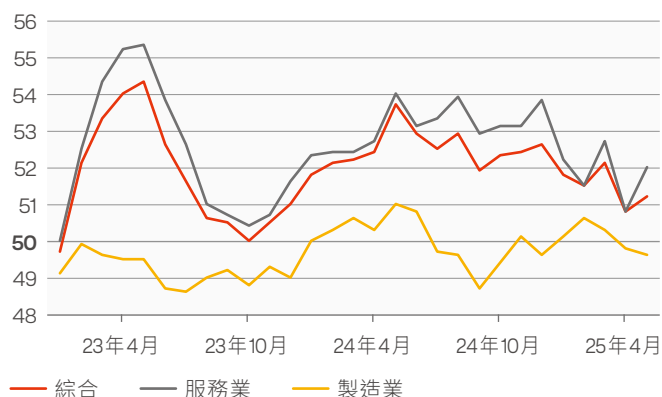
環球經濟在保護主義陰霾下面臨多重挑戰

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

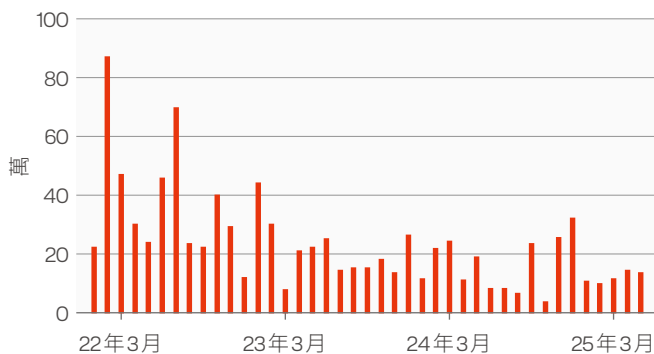
美國經濟展望

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

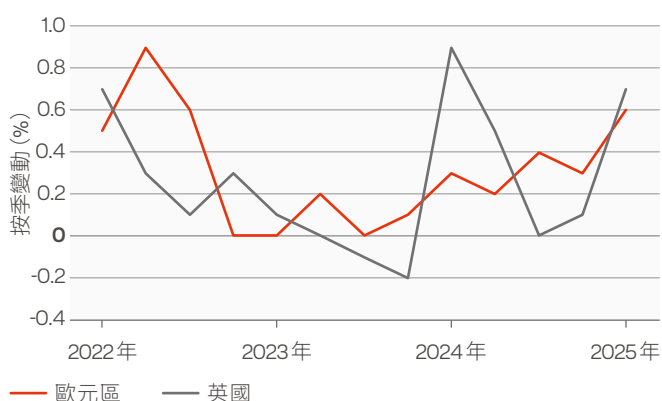
歐洲經濟展望

公共開支抵銷關稅壓力，歐洲經濟將溫和增長

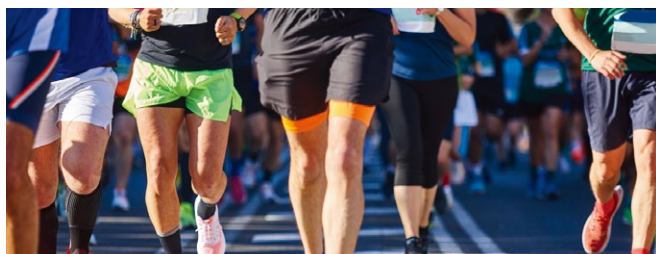
歐洲經濟於2025年迎來良好開局，下半年仍有減息空間。2025年第1季，歐元區經濟由前一季的0.2%按季加速增長至0.4%，英國經濟則在服務業和工業生產帶動下，按季增長0.7%。然而，外貿環境不確定性持續影響企業投資和出口信心，歐元區及英國的採購經理指數在第2季有所放緩。同時，歐元區和英國的通脹走勢出現分歧。受惠於工資增長放緩及生產力提升，歐元區通脹率已回落至2%的政策目標附近。6月，歐洲央行實施本輪減息周期的第8次減息，將存款機制利率下調25個基點至2.0%，並暗示貨幣寬鬆周期可能接近尾聲。我們預計歐洲央行於2025年底前仍有減息空間，存款機制利率或下降至1.75%。英國方面，通脹風險因最低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

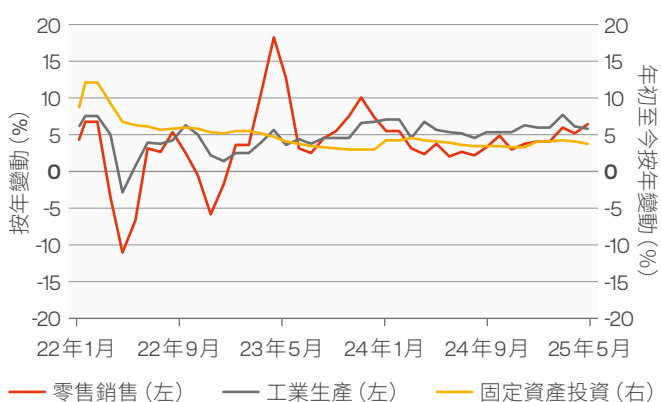
內需進一步發力，支持經濟穩步擴張

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

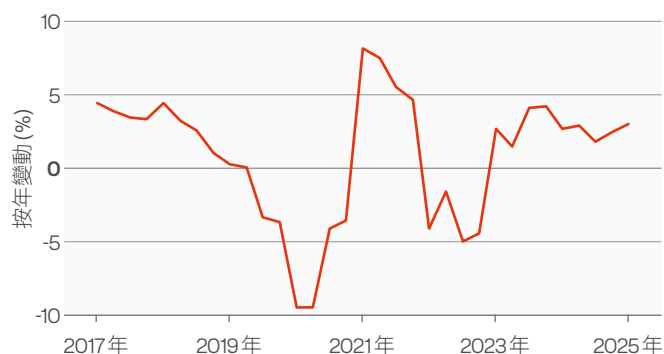
在內地政策支持下，香港經濟延續平穩增長

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



逢凶化吉

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

美國股市展望 — 逢凶化吉

本章摘要：

- 美國債息雖然高企，但對美股未必是絕對負面；聯儲局對降息口風稍微轉鴿
- 6月份前瞻性數據反彈，預期《大而美法案》有效刺激消費，或逆轉盈利下行趨勢
- 人工智能板塊領跑美股，預期能繼續維持強勢，可續作為美股組合的重點配置
- 給予標普500指數之預測市盈率目標為24倍，每股盈利為270美元，對應的全年目標水平為6,480點

今年第2季，美股市場經歷了劇烈震盪，但最終有驚無險的行情。4月上旬，特朗普政府宣布針對全球大部份國家加徵遠超市場預期的對等關稅，迅即殺市場措手不及。受到滯脹恐慌情緒蔓延下，標普500指數曾於3個交易日內最多下瀉約15%，最低下試4,835點，而VIX波動指數則一度急升至52。正當市場風險胃納急轉直下時，特朗普卻於數天後宣布給予全球除中國以外的貿易夥伴90日關稅暫緩期，意味貿易戰尚有談判餘地。標普500指數便於4月9日應聲反彈10%，為2008年金融海嘯以來的最佳單日升幅。

其後，美國政府陸續就包括電子消費產品在內的數項產品類別賦予關稅豁免，更在5月上旬與中國達成日內瓦初步貿易協議，暫免徵收巨額關稅90日，市場對貿易摩擦之憂慮進一步降溫。再者，美股首季業績表現亮眼，人工智能相關科技股盈利增長及收入前景指引大範圍報捷，成功抵銷了因美國債務憂慮而令國債收益率抽升的負面影響。標普500指數在5月至6月上旬期間勢如破竹，成功收復6,000點大關，期內升幅高達9%。6月中旬以伊戰事突爆發，國際油價急升再度重燃美國經濟墜入滯漲之憂慮，唯幸美國宣布軍事介入後短時間內便告平息局勢，繼而簽訂停戰協議。期間標普500指數雖稍見動盪，但幅度非常溫和，局勢緩和後更勇破6,150點之歷史新高。

總括來說，第2季美股三大主要指數全線上揚，道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數之升幅分別為5%、10.6%、17.6%，後兩者更成功創下歷史新高。

本季題為《逢凶化吉》，象徵特朗普政府之貿易政策依然存在不確定性。美國財赤憂慮或令國債息居高不下，加上經濟數據和企業第2季盈利均存在增長放緩風險，故美股市場相信仍會偶有間歇性回調。不過，我們相信美國將陸續與主要國家敲定貿易協議，關稅對美股盈利之威脅有望降溫，而且稅改法案通過及美聯儲重啟降息均屬潛在催化劑，有助美股市況在本季力挽狂瀾，延續破頂勢頭。

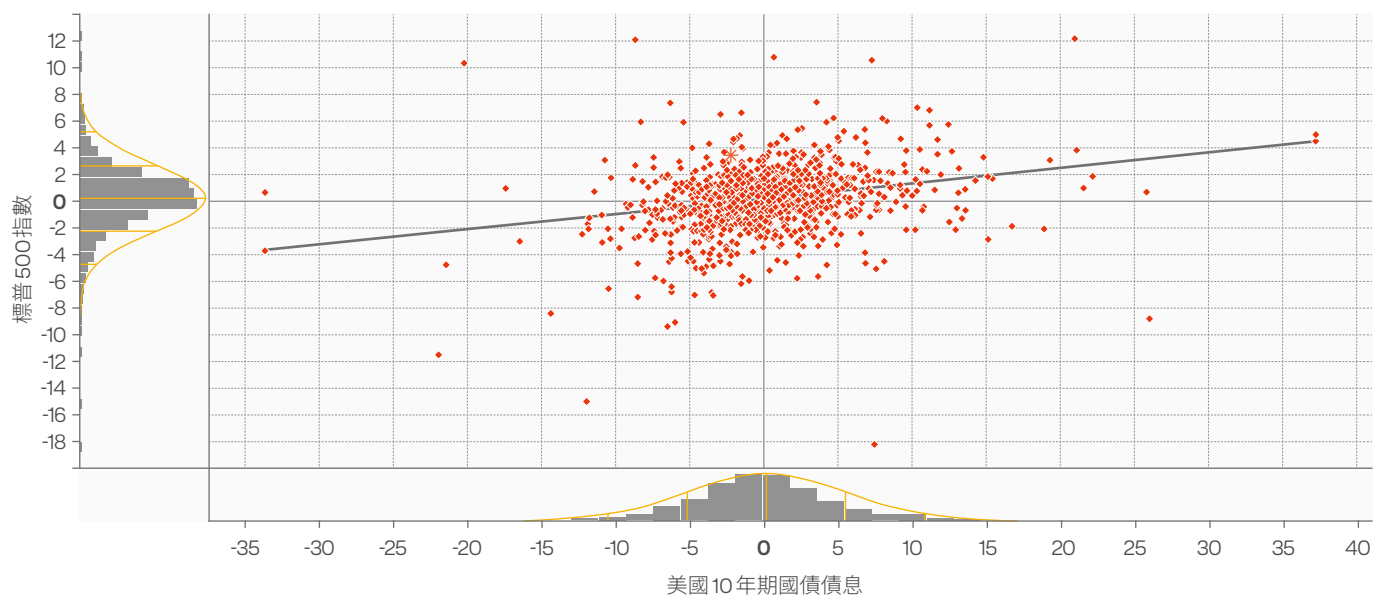
美債息高企非一面倒負面，Fed Put行情有望重演

市場傳統智慧往往將美股表現跟美國國債收益率之關係劃上反向標籤，即債息走高就必然導致股市受壓。然而，上季度（4至5月期間）美國長端國債名義收益率顯著攀升，其中10年期與30年期收益率分別高見4.6%及5.1%，惟這次美股市場卻能安然渡過，未有出現如2023年第3季期間股債雙殺的格局。事實上，根據過去20年迴歸分析結果，美國10年國債收益率與標普500指數按週表現之相關係數為正0.25，代表兩者走勢長期來說其實存在正向關係。歸根究底，長端國債收益率除了定價通脹預期及基準利率水平外，某程度上也反映市場對經濟增長前景看法，故當國債收益率因經濟增長預期改善而上漲時，股市通常也會同步向好。隨著特朗普於4月中旬及5月中旬分別對全球貿易夥伴及中國宣布90日關稅豁免期，市場即大幅下調美國今年經濟步入衰退之概率，自然促使投資者棄債取股。假設我們的基礎情景預測成立，即下半年特朗普將逐步跟全球主要經濟體簽訂貿易協議，關稅稅率僅維持於溫和水平，相信即使債息處於相對高位而非大幅飆升的投資環境下，美股市場料可保持相當韌性。



股票

標普500指數及美國10年期國債債息在過去20年的走勢關聯度



◆ $Y = 0.115X + 0.172$

資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

當然，倘若美國國債收益率在短時間內大幅飆升，則很大程度是由美聯儲激進收緊貨幣政策或美國政府財政前景迅速惡化所導致，而這兩項負面因素往往對市場風險胃納造成衝擊，股市出現調整之機率就會隨即大增。過去20年，若美國10年期國債收益率在10周內上升超過110點子（約1個標準差），期間標普500指數錄得跌幅的比例為80%，但平均跌幅為1.4%，仍算相對溫和。

2000年至今美國國債收益率大幅上升周期內之美股表現

日期	美國10年期國債收益率變化	變幅（點子）	標普500指數變化	變幅
2003年6至8月	3.07% → 4.66%	159點子	996點 → 990點	-0.5%
2004年3至5月	3.65% → 4.90%	125點子	1,110點 → 1,096點	-1.3%
2009年4至6月	2.78% → 4.00%	122點子	857點 → 946點	+10.4%
2022年3至5月	1.67% → 3.20%	153點子	4,204點 → 4,024點	-4.3%
2022年8至10月	2.76% → 4.34%	158點子	4,228點 → 3,753點	-11.2%

值得注意的是，特朗普積極推動的《大而美法案》可能令聯邦政府赤字未來10年增加2.4萬億美元，加上政府債務上限料獲顯著上調，未來美國政府債務佔GDP比例預期將由目前的128%進一步提升。假如市場對美國財政可持續性的憂慮加劇，進而推動長端國債收益率在本季內大幅抽升，並進一步擴闊期限溢價，不排除會引發美股出現間歇性震盪回調。

話雖如此，我們認為美國政府短期內出現財政崩潰或債務違約的機率仍屬微乎其微。另外，美聯儲亦有多項備用寬鬆工具，如降息、停止縮表、重啟量化寬鬆等，可以適時壓低國債債息助華府紓緩融資成本。事實上，6月下旬美聯儲主席鮑威爾在國會聽證會上的口風已稍微轉鴿。他表示，只要美國與貿易夥伴的協議落實進度理想，美聯儲便會考慮降息。因此，每當市場押注以上極端事件而令股市出現劇烈拋售，以長線投資角度來說，往往就是趁低吸納的理想時機。

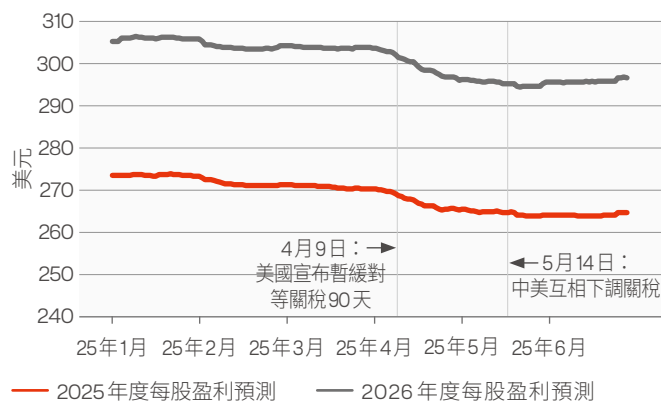
從投資角度上看，在美國國債收益率依然維持較高水平（10年期：4.2%上方）的情況下，我們認為，投資者應適度降低對利率敏感度較高的中小型股份（例如羅素2000指數成份股）或高負債企業的持倉比例。相較標普500指數來說，羅素2000指數擁有較高淨負債率、較大比例的浮動利率債務，以及較微薄的經營利潤率，使其在高利率環境下盈利能力更易受到侵蝕，股價表現也往往跑輸。除非本季美聯儲釋出較強烈降息訊號，引導長端債息顯著下挫，否則我們仍然偏好資產負債表強健的大型股票，其中金融板塊可望較受益於孳息曲線呈陡峭狀態的投資環境。

美國前瞻性數據見反彈，盈測下行趨勢或現拐點

儘管特朗普在4月中上旬已宣布暫緩對等關稅措施，惟美國近期公布的經濟數據表現仍參差分化。一方面，5月份零售銷售、耐用品訂單、每周新申領失業救濟金人數和非農新增職位等實際經濟活動指標均呈現按月惡化，反映美國短期內的經濟增長動能正面臨減速。但另一方面，一系列前瞻性經濟指標，例如6月份密歇根大學消費者情緒指數、諮商會消費信心指數、PMI製造業指數等，則已經自近期低點大幅回升。換言之，隨著特朗普政府剎停高額對等關稅，並釋出願意跟貿易夥伴磋商之態度後，美國消費者及生產者對未來經濟前景的展望已轉趨樂觀。

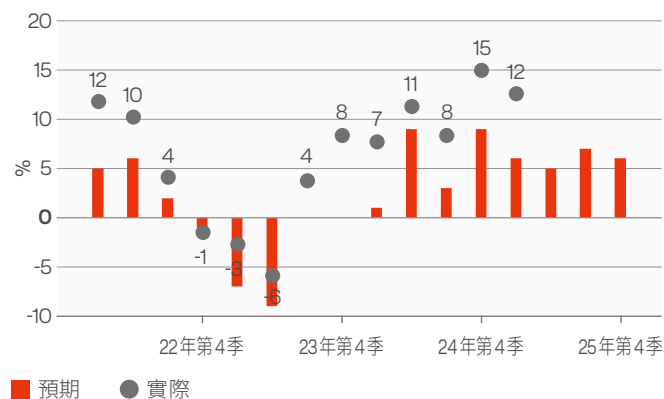
根據彭博數據，截至6月23日，市場對美國2025年經濟增長的預測平均為1.4%，較今年1月初預測增長2.1%顯著下調。期內，市場對標普500指數的2025年和2026年每股盈利預測亦分別下調約3.6%和3.3%，至263.5及295.8美元。無可否認，特朗普在「解放日」公布的激進關稅政策確屬動搖市場信心的始作俑者，經濟增長及企業盈利預測遭削本屬無可厚非。可是當美國政府已先後於4月7日及5月12日宣布分別給予主要貿易國家及中國90天關稅暫緩期，市場對美國年內經濟增長預測及標普500指數盈利預測卻未見明顯上修。儘管上文提及的前瞻性經濟指標表現已扭轉跌勢，市場對經濟及盈利前景展望卻依然無動於衷。過去特朗普反覆無常的貿易政策，或令經濟師及分析員之預測普遍趨向謹慎，但這往往為後續發布的經濟數據和企業財報提供更大程度的「超預期」驚喜，潛在投資獲利空間也就更可觀。事實上，在2022年首季至今年首季期間合共13個季度，標普500指數盈利增長超預期的季度比例高達92%，每季平均超預期的幅度為4.4個百分點，顯示企業季度業績表現大舉報捷近年在美股市場屢見不鮮。

標普500指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

標普500指數季度盈利增長與市場預期對比



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

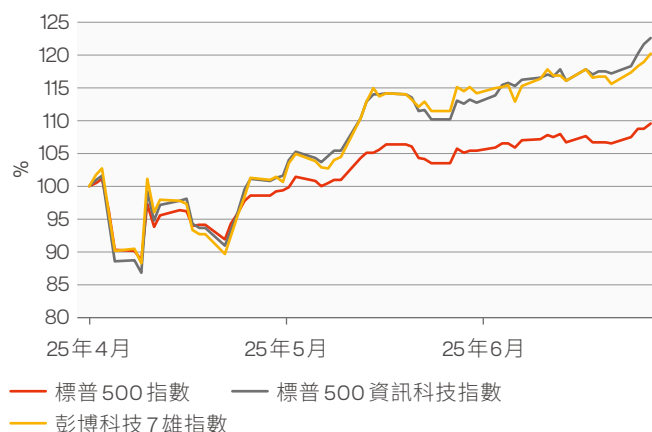
股票

我們認為，本季度特朗普政府將加速與各主要貿易夥伴簽訂貿易協議，雙邊關稅稅率料維持溫和水平，再配合賦予特定重點行業（例如電子消費產品、半導體、汽車零部件、稀土等）關稅豁免，當地就業市場與消費環節所受的衝擊有限。本季公布的經濟數據或有驚喜，從而觸發經濟增長和企業盈利預測重新上調。更重要的是，《大而美法案》預期可於7月份獲國會表決通過，意味可永久延長2017年《減稅與就業法案》中對企業的減稅條款，避免其於年底失效。同時，個人所得稅中的標準扣稅額度及州稅與地方稅扣除額度（SALT deduction）亦有望在未來數年增加。雖然本次的稅改政策對降低企業實際稅率的邊際效益料不及2018年，惟仍然可有效減輕普遍民眾的稅務負擔以刺激消費，相信美國普遍行業之企業盈利也可間接受益，尤其早前受關稅問題困擾導致盈利預測遭大幅下調的非必需消費板塊，頗有機會迎來盈利趨勢之轉捩點。

人工智能板塊盈利增長料持續領導群雄

經過4月上旬因「解放日」對等關稅公布之暴跌後，美股三大指數均在5月成功修復失地，而標普500指數及納斯達克100指數其後更攀升至歷史新高，其中受惠人工智能熱潮的資訊科技板塊可謂最大領漲功臣。截至6月26日，標普500行業分類指數當中，資訊科技行業指數自4月初以來累計上升22.2%，表現排行首位，大幅跑贏標普500指數期內漲幅。至於過去2年大部份時間均獨領風騷的「美股7雄」指數，期內反彈幅度達19.9%，表現仍算堅挺，惟罕有地跑輸資訊科技行業指數，反映市場資金配置AI領域之股票標的已漸趨分散和多元化。

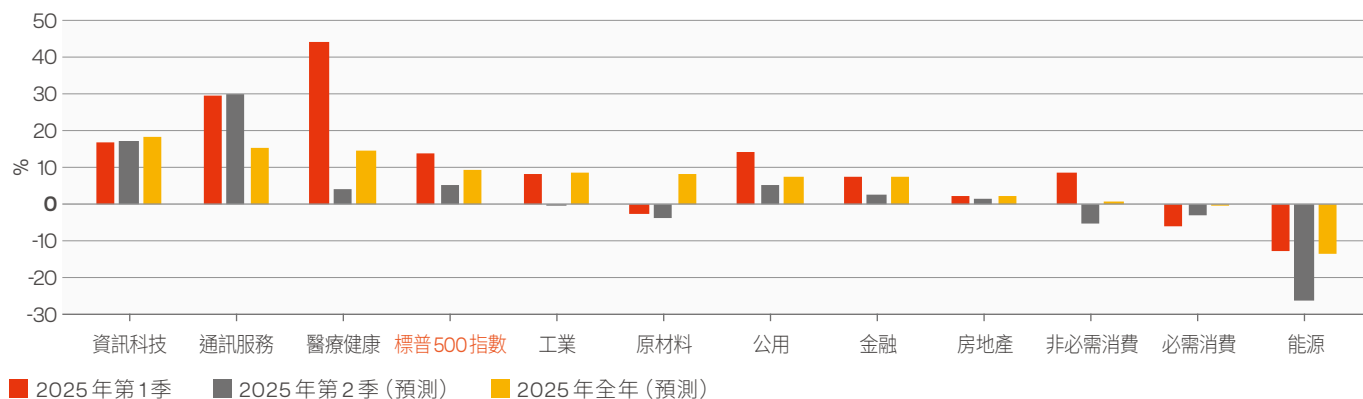
標普500指數、標普500資訊科技指數、彭博科技7雄指數於第2季的表現



資料來源：彭博，第2季數據截至2025年6月26日

以業績角度分析，今年第1季資訊科技板塊的收入及盈利按年增長分別為12.5%和16.4%，在12個分類行業中分別排名第1及第3；另一個同樣與人工智能業務息息相關的板塊是通訊服務，其第1季收入和盈利按年增長分別為7.6%及28.8%，排名第4及第2。這兩大板塊除了成功在首季交出亮眼業績外，不少成份股也提供了第2季度正面盈利指引，故令市場對兩者的盈利展望依然維持樂觀。資訊科技板塊的第二季度和2025全年的盈利增長預測分別約為17%和18%，而通訊服務板塊則分別約為29%和15%，同樣在各行業當中名列前茅。

標普500指數及其行業指數的盈利預測走勢



資料來源：FactSet，數據截至2025年6月27日

我們認為未來數季美國人工智能相關產業鏈的盈利能見度仍然較高，可繼續作為美股組合的重點配置，主要基於以下兩大原因：

- (1) 根據企業第1季度業績的前瞻指引，美國主要科技巨頭均維持2025年較進取的人工智能相關資本開支，個別大型雲端服務供應商甚至持續加碼人工智能基礎建設，尤其用於訓練及推理AI大模型的伺服器及數據中心設施。這反映美國人工智能產業投資基本上未有受到宏觀經濟增長放緩、貿易戰升級、中國DeepSeek崛起等因素之影響。上游高端半導體企業可望持續受惠於市場殷切需求，加上尖端芯片產能逐步提升，今年盈利增速可稍看高一線。
- (2) 人工智能大模型升級迭代步伐料持續加速，例如OpenAI全新版本的大模型GPT-5預期將於本季粉墨登場。美國科網巨企的新一代大模型料透過大幅增加參數規模及強化推理能力，顯著提高文本生成、程式編寫及多模態應用的準確性，預期可將AI應用場景拓展至更廣闊的商業領域，並進一步提升滲透率。大型雲企業股票料成為其中主要的潛在贏家，另外從事AI應用開發的軟件服務供應商股票亦可擇優而選。

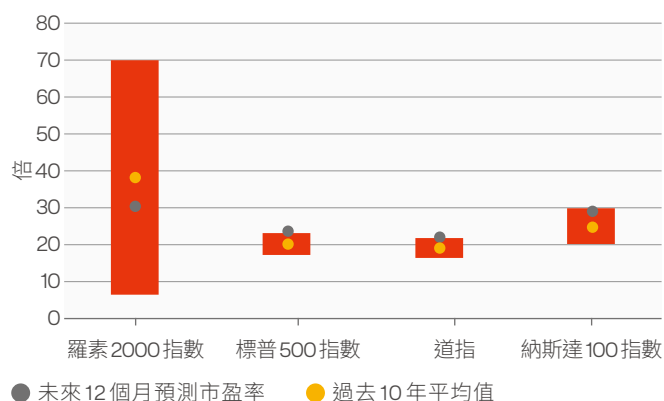
主要股指估值吸引力一般，給予標普500指數目標6,480點

估值方面，截至6月27日，美股三大主要指數分別有道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數，其預測市盈率分別為21.9倍、23.5倍、29.1倍，均高於過去10年平均價值水平約1個標準差，故現階段入市之值博率理論上不



算太高，不排除短線出現震盪回調之風險。但值得注意的是，在2024年至今的美股上行周期期間，標普500指數預測市盈率高於22倍的時間比例超過65%，當中指數雖曾作間歇性回調，惟整體上也維持大漲小回、屢創高位的格局。這某程度上反映了近2年投資美股市場的資金大多偏好增長型及動能型風格，主要催化劑乃來自人工智能產業強勢崛起而驅動的盈利增速躍升，故得以支撐較高昂的估值倍數。此外，美國利率在經濟實現軟著陸的背景下逐步回落，亦有助承託大市估值。我們預期以上兩個主要關鍵利好因素將延續至下半年，因此給予美股市場估值溢價，標普500指數之預測市盈率目標設定為24倍。同時，我們預測標普500指數2025年每股盈利為270美元，較截至6月27日彭博綜合市場預測高2.5%，即按年增長約11%。綜合而言，我們給予標普500指數之全年目標水平為6,480點。

美股各指數的估值情況



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

註：棒形圖上端為+1標準差，下端為-1標準差

標普500指數及1年預測市盈率走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

股票

香港及內地股市展望：穩打穩紮

本章摘要：

- 預期支撐中港股市的財政刺激逐步退坡，政策將更聚焦於經濟結構調整與轉型，利好保障型及服務型消費板塊
- 國內保險企業調高權益資產配置比例上限，料繼續增配中港股票，中長線看好高息價值股
- 預期中港股市可延續估值修復趨勢，但潛在上修空間已較前期收窄
- 維持恆指預測市盈率目標於11.3倍及其2025年目標價於26,000點不變
- 看好人工智能概念、服務及體驗式消費、券商和原材料板塊的中資股

第2季港股可謂歷盡驚濤駭浪，一連串重大風險事件接連發生，包括美國宣布對華加徵極端高額對等關稅、中方對美啟動嚴厲反制、美國主權債務評級被削、以色列與伊朗開戰等，恒生指數及滬深300指數期內分別最多下跌約17%及10%，一度下試19,260點及3,514點。尤幸兩者最終均全身而退，盡數收復失地，主要催化劑來自中美貿易磋商進度理想，關稅對經濟的負面影響降溫。此外，中資企業首季盈利報喜、中央寬鬆政策基調持續，以及資金湧港拉低港元拆息等利好因素亦功不可沒。期內，恒生指數及滬深300指數的回報分別為正4.1%及正1.3%。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的原材料、醫療健康及金融均錄得超過一成的升幅，跑贏指數9至15個百分點不等。非必需消費則要逆市向下，跌超過6%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「看好」的內地人工智能(AI)概念股表現個別發展，其中AI應用類股份走勢普遍較佳；同樣評為「看好」的內地服務及必需消費板塊亦表現分化，服務式消費相關股票走勢相對佔優；評為「審慎樂觀」的內地電力股則意外成為大贏家，多隻股份均收獲超額回報；同樣評為「審慎樂觀」的本港公用及電訊板塊亦交出亮麗表現。

本季題為《穩打穩紮》，象徵中港股市本季可能稍微缺乏由政策主力推動的上行催化劑，但中美貿易衝突似有緩解跡象，企業盈利尚有修復空間，配合短期寬鬆流動性對大市形成呵護下，相信投資者仍有穩中求勝機會。

中央財政刺激料有序退坡，關注保障型及服務型消費板塊

隨著國內上半年經濟增長穩步向好，加上中美關稅戰有初步降溫跡象，本季度中央政府進一步加碼財政刺激措施的必要性已大不如前。投資者不宜對7月召開的中央政治局會議抱有過度憧憬，相信上調全年預算赤字目標及特別國債發行額度的概率較低，反因寬鬆政策逐步退坡，短期可能對大市走勢形成若干掣肘。例如在消費品「以舊換新」政策上，全年3,000億元人民幣的財政補貼額度未必可獲再次擴容，基於上半年已消耗當中的1,620億元，意味下半年補貼資金投放的節奏將放緩。連同去年的高基數效應、購買力提前透支等因素影響下，下半年中國零售銷售增速料面臨暗湧，尤其對部份依賴一次性補貼的消費行業，例如汽車、家電、消費電子產品等，下半年銷售增長減速的壓力可能更大，甚至有機會迎來更激烈的降價促銷競爭，為相關消費品牌企業及一眾電商平台的利潤率帶來下行風險。事實上，相關板塊的重點股份自6月起已普遍跑輸大市。當然，投資者宜謹慎應對之餘，也不代表須全面清倉，關鍵在於優先選擇具備差異化競爭優勢，並能夠持續提升市場份額的優質股份。

我們認為，中央決策層下半年的政策思路將更聚焦於經濟結構調整與轉型，推動內需消費增長固然仍是核心主軸，但執行方向料會從真金白銀的一次性購物補貼，有序轉移至以下兩大方面：

- (1) 加大社會民生保障支出。根據國務院6月發布的《關於進一步保障和改善民生著力解決群眾急難愁盼的意見》，主要圍繞養老保障、生育及失業補貼、調整最低工資標準、教育及醫療資源分配等範疇，推出一系列優化措施，以減緩居民儲蓄壓力，提升居民消費意願。
- (2) 強化金融政策支持力度，推動服務式消費發展。6月下旬，人民銀行等六大部委聯合印發《關於金融支持提振和擴大消費的指導意見》，提出19項具體金融和信貸措施，提振文娛、旅遊、教育、體育、養老等服務式消費行業。相關具體措施包括：設立5,000億元人民幣專項再貸款、支持優質企業上市或發債融資、推動服務消費基礎設施發行REITs、鼓勵地方投資基金參股新型消費領域等。

有見及此，我們預期資金將繼續對中港股市的消費板塊進行選擇性配置，業務偏重於體驗或服務型消費的股份料較受追捧。其中，我們相對看好線上娛樂（涵蓋音樂/遊戲/短視頻）、旅遊平台、特色運動用品、教育培訓等細分板塊。另外，社會保障和鼓勵生育政策的加碼，中長線亦將利好保險、醫療護理、乳品等行業。

2025年第2季內地主要消費細分行業表現比較

消費細分行業	代表股票數目*	期內升/跌比例	期內平均變幅
汽車	5	1:4	-3.0%
家電/電子產品	4	1:3	+1.2%
電商平台	3	0:3	-17.0%
線上娛樂	5	5:0	+20.9%
旅遊/體育/教育	5	3:2	+4.4%

* 只計算恒生指數/恒生國企指數/恒生科技指數之成份股



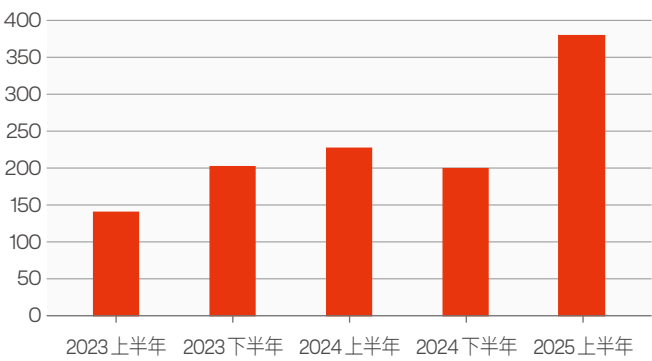
寬鬆流動性錦上添花，惟資金流向變數多

資金流動性對中港股市的影響力可謂舉足輕重。過去數月市況顯著走俏，皆因主要受益於國內基金加速擴容、險資踴躍入市、美元走弱、港元拆息急跌等因素，為港股與A股市場創造了相對充裕的流動性環境，帶動更多增量資金入市。以上幾項利好因素能否在本季延續，料成為後市關鍵的好淡風向標，而我們的觀點為審慎樂觀，以下為大家逐一分析：

國內基金擴容：勢不可擋，有利新興產業股票

上半年國內股票型互惠基金發行量達380隻，發行總額則為1,855億元人民幣，兩者均遠超過去兩年同期的發行規模。值得一提的是，內地QDII基金發行數量亦錄得按年倍升。這意味著更多閒置資金被激活入市，或者更大比例資金從債市轉投股市，兩者皆算是為下半年內地A股與港股市場資金池奠定了穩固基礎。若內地監管層加速推動ETF互聯互通擴容、優化基金費率改革等舉措，投資者參與門檻料可進一步降低，兩市可望迎來更大批活水入場。另外，近年內地基金公司發行被動型指數基金愈見普遍，而這類產品大部份偏好追縱新成立且具特色主題概念的行業指數，例如人工智能、半導體、機器人、新消費及創新藥等。因此，只要市場風險胃納維持正面，這些行業的重磅指數成份股自然更容易水漲船高。

2023年至2025年上半年國內新發行股票型基金數量



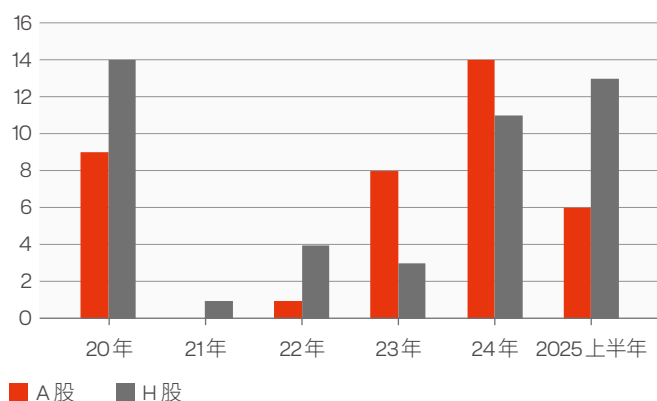
資料來源：中國證券投資基金業協會、中國基金報，數據截至2025年6月30日

股票

內地險資入市：短期步伐趨緩，中長線有利高息價值股

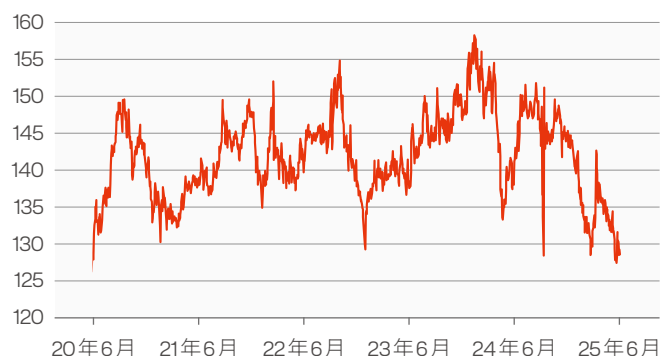
受惠於今年4月中央金融監管總局宣布放寬國內保險企業償付充足率檔位要求，從而調高權益資產配置比例上限，預期可引導內地保險資金未來繼續積極增配中港股票。事實上，今年上半年內地險資舉牌潮（即增持上市企業股票至5%以上）相當火熱。截至6月20日，險資舉牌總量19次，不但已達到2024年整全年的76%，且更超過2021年至2023年間的總和。值得關注的是，今年險資舉牌的重點對象為香港上市的H股，有別於以往兩年主力增持A股的現象，而銀行H股則是險資最為青睞的吸納板塊。我們認為，保險資金對股票市場的持續加碼意味著市場將獲得穩定、長期的資金支持，特別是對於高股息、盈利增長穩定的優質價值型股票而言，中長線將形成紮實的估值支撐。然而，基於過去半年港股市場顯著跑贏A股，導致AH股之平均溢價已大幅收窄至30%左右，接近過去5年低點，意味現階段H股的吸引力已相對弱化。如果保險資金在本季稍為放慢增配H股的步伐，甚至選擇局部獲利減持，則可能會減弱中資H股的上升動能。

2020年至2025年上半年內地保險資金舉牌A股和H股次數



資料來源：中國保險業協會，數據截至2025年6月30日

恒生滬深港通AH股溢價指數

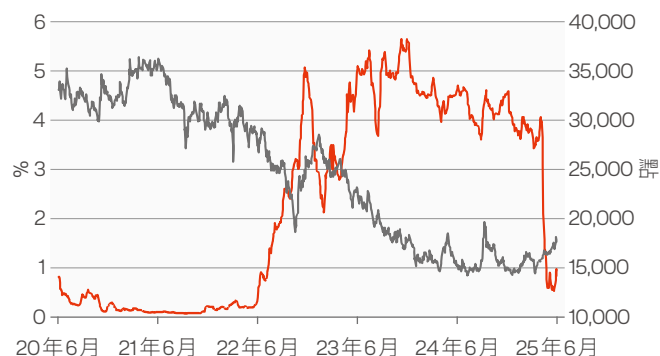


資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

美元弱勢及HIBOR低企：變數繁多，宜謹慎看待

上季市場對美元避險貨幣地位有所動搖，美元匯價急速走弱，觸發環球資金轉向流入亞太區市場。人民幣間接受惠，兌美元匯價期內反覆上升約2.7%。港元同業拆息亦因熱錢大舉湧入而迅速下滑，1個月期拆息曾經下跌至0.53%，創2022年第2季以來新低。這兩項因素造就了港股市場自4月中旬起的大翻身，尤其對於一眾本港利率敏感板塊，如地產開發、收租、REITs、公用事業等，股價表現更是強勢畢露。另外人民幣轉強也提振了內地航空、石化等行業。展望本季，我們預期美聯儲較大概率重啟減息，料有助香港金融市場維持相對寬鬆的流動性，以及較低水平的利率環境，對港股市場無疑是重要承托。不過，外圍資金流向受多個因素主導，且往往變幻莫測，投資者須警惕一旦美元拋售潮告一段落，本港流動性亦較大機會面臨加速收緊壓力，人民幣匯價及港元拆息走勢屆時或出現逆轉，故短線如欲繼續增持以上所述板塊，則須步步為營。

香港銀行同業拆息率及恆生地產分類指數的走勢



— 1個月香港銀行同業拆息率(左) — 恆生地產分類指數(右)

資料來源：彭博，數據截至2025年6月27日

中資股盈利上調趨勢未變，維持恒指全年目標 26,000 點

基於中國第2季主要宏觀經濟數據表現不俗，加上市場目前對恒生指數今年的盈利預測（彭博綜合預測：2235 港元，按年增長3.6%）仍屬保守，我們認為中資股上半年的業績可為市場帶來上行驚喜，從而激發新一波盈利預測上調行情。然而，下半年國內經濟增長動能因出口放緩、消費按年高基數、樓市復甦乏力等問題，料面臨一定程度考驗。而電商平台、汽車等行業則可能會受到更嚴峻的價格競爭或新業務投資激增，導致未來數季利潤率受壓。綜合以上因素，我們維持恒生指數2025年盈利預測於2,300 港元，相當於按年增長約7%。

估值方面，截至6月30日，恒生指數的未來12個月預測市盈率為10.8倍，與過去5年平均值相若。受惠於中美初步達成貿易協議、內地AI科技產業技術突破、香港資金流動性持續充裕等利好因素，我們依然相信中港股市可延續估值修復趨勢，但潛在上修空間已較前期收窄。總括而言，我們維持恒指2025年預測市盈率目標於11.3倍，同時維持今年底恒指目標水平於26,000點不變。

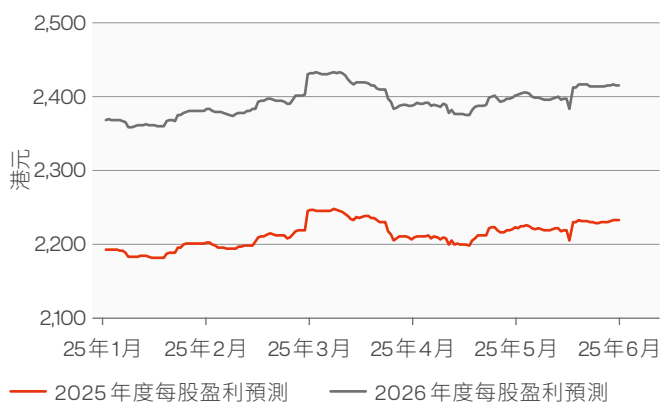


恒生指數未來12個月預測市盈率



資料來源：彭博，數據截至2025年6月30日

恒生指數盈利預測趨勢變化



資料來源：彭博，數據截至2025年6月30日

股票

本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地人工智能概念	1. 國策大力支持AI及算力發展，早前發布《算力互聯互通行動計劃》，要求提升算力之間的互聯、協同與調度能力，有利網絡設備、雲平台及芯片股。 2. 互聯網龍頭企業將加碼投資於AI相關研發和基礎設施，有助擴充算力儲備、加速升級推理大模型，以及加速更新升級AI專屬應用產品，預期相關收入貢獻將持續提升。 3. 國企電訊：AI大模型訓練和推理需求迅速增長將支持互聯網數據中心(IDC)機房出租率回升；另外，隨著國企和地方政府擴大AI應用，料較有利具國資背景的電訊運營商搶佔政務雲市場份額。	*****
內地服務及體驗式消費	1. 兩會政府工作報告表明今年將從多方面增加城鄉居民收入和優化社會保障政策，加上股市、樓市逐步回穩，料有助提升居民消費信心。 2. 人民銀行等六大部委發布《關於金融支持提振和擴大消費的指導意見》，提出19項具體金融和信貸措施，重點提振文娛、旅遊、教育、體育、養老等服務式消費行業。 3. 普遍大型企業均擁有相對獨特競爭優勢，行業內卷程度較低，消費需求亦不受「以舊換新」現金補貼退坡影響。 4. 首選線上娛樂、運動用品、旅遊、教育培訓、IP潮玩、飲料等細分板塊。	****
內地券商	1. 上半年香港市場新股上市集資額超過1,000億港元，按年升逾700%；下半年料續有多家大型A股企業及海外上市中概股回流香港上市。中資券商屬多家大型IPO的主要保薦人及承銷商，料可顯著提升投行業務收入。 2. 年初至今港股與A股市場表現理想，日均成交額按年顯著增加，預期可帶動券商之經紀佣金和交易業務收益強勁增長。行業上半年業績表現可看高一線。 3. 行業主要股份目前之預測市盈率介乎8至12倍，估值仍低於歷史平均值，料續有上調空間。	***
內地原材料	1. 中央政府要求加強行業反內卷治理，推動落後產能有序退出，中長線料有助控制供給及提升行業集中度，穩定產品價格。行業龍頭可望搶佔更大市場份額，同時提升利潤率表現。 2. 內地宏觀經濟改善，房地產、製造業、新能源等環節穩步復甦，有利下游需求回升。 3. 普遍細分板塊目前估值仍處於偏低水平，且股息率不俗。若行業供需面得到改善，估值料有較大上調空間。 4. 首選電解鋁、冶煉銅、水泥、光伏玻璃、煉油石化等細分板塊。	***

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

美國經濟維持強韌，但在去美元化趨勢和下行風險等因素下，對美股持中性態度；歐洲及亞洲市場估值吸引，具分散投資價值

本章摘要：

- 宏觀指標表現較預期強韌，但需關注去美元化趨勢及經濟下行風險，對美股持中性態度，並看好科技板塊
- 歐洲及亞洲股票具分散風險價值，值得關注
- 中國股市估值吸引且受流動性支持，持中性態度；其中消費和黃金板塊較具吸引力
- 南韓大選後政治不確定性減少、新加坡有望推進企業改革，利好股市前景

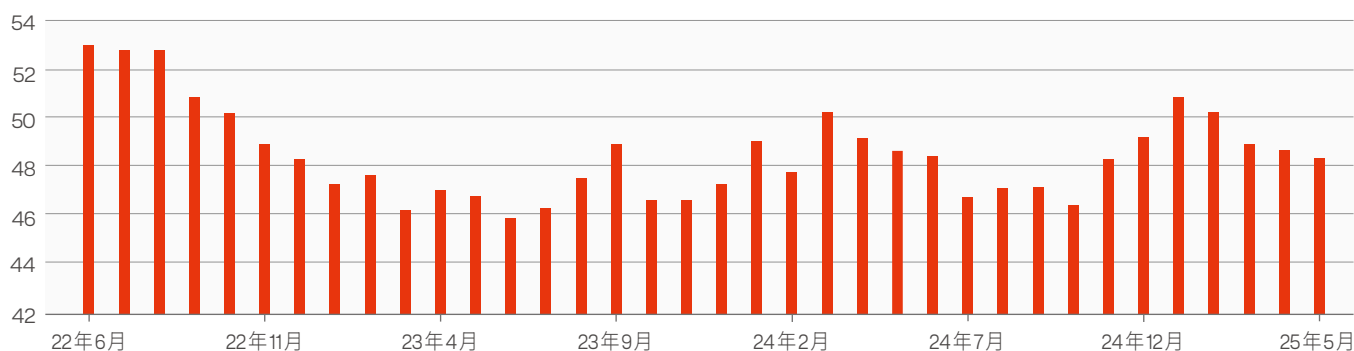
本季度環球市場格局錯綜複雜。美國勞動力市場與零售數據保持強韌，通脹暫未見大幅升溫，貿易談判亦取得一定進展。然而，經濟下行風險猶存，美聯儲貨幣政策方向尚未明朗。保護主義抬頭和高企債務水平正挑戰美元資產作為傳統避險工具的地位，使分散投資策略變得更為重要。目前，東亞聯豐團隊對美股持中性態度，當中以人工智能帶動的科技板塊表現較佳。同時，我們相對看好歐洲及亞洲市場，包括新加坡、南韓，以及中國等地區。歐亞市場預計受惠於擴張性財政措施，因而被看高一線。亞洲市場則因區內貨幣轉強、貿易戰降溫，以及南韓股市在總統大選後重拾上升動力而被看好。

發達國家中歐洲前景被看高一線；對美股持中性態度，尤其看好科技股

美國宏觀經濟數據整體穩健，5月就業報告表現強勁，通脹按年上升2.4%，低於預期。儘管經濟基本面良好，政治與貿易戰的不確定性仍壓抑市場情緒。失業救濟申請人數增加，加上5月美國供應管理協會 (ISM) 製造業和服務業指數均處於低於50的收縮區間，為去年6月以來首見，須密切留意經濟放緩跡象。宏觀數據參差，美聯儲政策走向不明，目前市場普遍預期央行將保持審慎立場。雖然息率維持在現有高水平，但考慮美國宏觀經濟仍然穩固，相信市場仍能承受當前政策環境。鑒於關稅的保護主義及國家債務問題，去美元化趨勢可能持續，因此團隊對美股持中性立場，惟看好由人工智能推動的科技板塊，因其具結構性增長動力及穩健資產負債表。



美國供應管理協會製造業和服務業指數



資料來源：Investing.com，數據由2023年6月至2025年5月

股票

歐洲方面，隨著美元資產避險地位面臨考驗，歐洲宏觀前景逐漸明朗。儘管市場普遍認為美歐難以在7月期限前達成全面貿易協定，但預期美方可能延後實施關稅。值得關注的是，德國近期通過一項460億歐元的減稅方案以支持企業和振興經濟，配合歷史性的債務改革及其未來12年5000億歐元專案基礎設施投資基金，相信有利提振德國和歐元區經濟增長。縱使短期內歐洲市場難以完全規避關稅政策與環球經濟波動的影響，但歐股估值較美股有顯著折讓，長遠風險回報更具吸引力，因此建議投資者予以關注。

至於日本股市，受汽車關稅憂慮、日圓匯率波動以及日本央行貨幣政策不確定性影響，預計將持續波動走勢，因此我們對日股持中性態度。然而，考慮其估值合理，加上日元被視為避險貨幣，有機會利好個別日股。近日，受大米價格和能源成本飆升帶動，4月核心通脹加速至3.5%。市場預期日本央行可能最早於7月份再次加息，銀行股有望從中受惠。

亞洲市場具分散投資作用；物價走勢為中國股市前景關鍵；新加坡、南韓前景向好

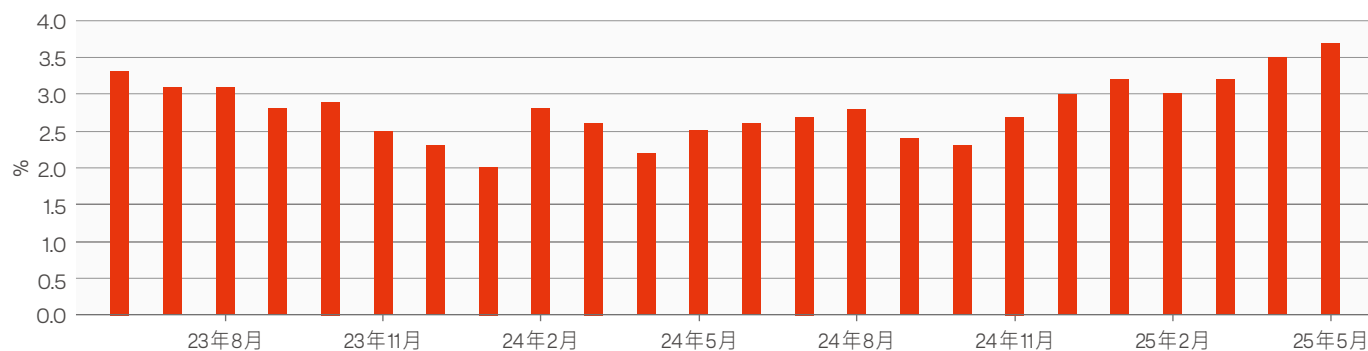
多項指標顯示中國經濟正漸趨平穩，但整體仍處於結構性轉型階段。目前，中國股市主要受內地流動性改善及低估值支持，後市能否進一步上升，關鍵在於能否擺脫通縮陰霾，這將取決於當局會否推出更大規模的刺激措施及其具體執行細節。中國內地零售銷售數據漸趨平穩，但仍未恢復至疫情前水平。鑒於中美貿易談判雖有正面進展，但仍存諸多不確定因素及細節有待明確，東亞聯豐對中港股市持中性態度。在貿易戰陰霾下，當局有可能考慮推出更多刺激消費的政策措施，非必需消費品行業可望受惠。此外，由於中國當局目前政策重心較為注重風險管理而非低質量增長刺激，價值型與高股息股預計會繼續成為市場焦點。同時，黃金相關配置也值得關注，因其具備對沖地緣政治風險的作用。

在去美元化趨勢推進下，亞洲貨幣如新加坡元及韓元等走強，配合兩國相繼推出企業改革措施，進一步利好當地股市前景。新加坡近日提出稅務優惠與簡化上市流程等方案，旨在推動更多企業赴新上市，同時鼓勵基金經理等機構投資者增加對股市的投資。南韓則在總統大選後消除政治不穩所帶來的不明朗因素，股市重拾動力。基於上述因素，新加坡與韓國市場均值得投資者留意，可作為分散風險的選擇。

總結

儘管美國經濟基本面穩健，且貿易摩擦呈緩和跡象，但隨著去美元化趨勢持續及多重不明朗因素仍縈繞環球市場，分散投資策略顯得尤為重要。歐洲、日本和亞洲等市場均提供不同的投資機會，投資者宜挑選基本面強韌的優質股份，靈活調整資產配置，以應對多變的市場環境。

日本全國核心消費價格指數 (CPI)



資料來源：Investing.com，數據由2023年6月至2025年5月

靜觀其變

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美聯儲料關稅推升通脹，須待通脹明朗化再作減息決定

美匯指數第3季預計波幅範圍

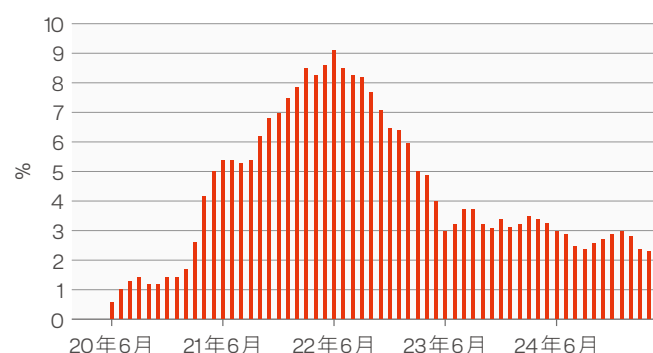
94.00 至 99.00

美匯指數1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

美國CPI走勢（按年）



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第1季	-0.5 (按年)
失業率	2025年6月	4.1
零售銷售	2025年5月	3.3 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年5月	2.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

美聯儲重申須待通脹前景明朗後再作減息決定

美聯儲於6月議息會議維持利率在4.25%至4.50%不變。美聯儲主席鮑威爾預計，特朗普政府加徵的關稅將為美國當地帶來相當高的通脹壓力，須等待通脹前景更明朗後，才能做出更明智妥當的貨幣政策決定。會議中，美聯儲預期今年經濟增長將放緩至1.4%，年底失業率將升至4.5%，而通脹率則升至3%，遠高於當前水平。最新公布的點陣圖顯示，美聯儲計劃今年降息50個基點，但之後或會輕微放慢降息步伐，預計2026年和2027年分別只進行1次25個基點的降息。

利率期貨市場價格反映，美聯儲較大機會於9月或10月降息1次，而於12月再降息1次。預期美聯儲一方面要應對地緣政治緊張推高油價所帶來的通脹升溫風險，另一方面關稅政策在推高通脹的同時也有可能拖累經濟增長，必須於推動經濟增長與壓抑通脹之間取得平衡。

美國貿易政策不確定性令美元吸引力減低，短期或受避險資金支持

美國政府持續擴大的預算赤字、不斷上升的債務負擔、破壞預算的稅收和支出法案，以及對國際貿易夥伴推行的關稅政策，引發市場擔心將拖累美國經濟。這些因素綜合影響下，全球對美元及美國資產的信心減弱，美國長期國債收益率亦居高不下。美元因此明顯走弱，美匯指數更跌破100關口。然而，隨著中東衝突於6月升級，美元作為地緣政治風險的避險資產亦因此重新獲得支撐。綜合而言，美國持續變化且不明確的貿易政策為市場帶來不確定性，將打壓美元整體走勢。但若全球性風險升溫，美元可能再次扮演避險貨幣的角色，受惠於短期避險資金追捧。



外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

歐洲央行暗示減息周期接近尾聲，有利歐元區經濟復甦

歐元兌美元第3季預計波幅範圍

1.1500 至 1.2000

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第1季	1.5 (按年)
失業率	2025 年 5 月	6.3
零售銷售	2025 年 4 月	2.3 (按年)
消費物價指數 (HICP)	2025 年 5 月	1.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

市場聚焦美歐貿易談判進展

美國總統特朗普此前威脅對歐盟加徵50%關稅，但隨後同意延遲至7月9日實施，此舉緩解市場憂慮，並一度提振歐元兌美元匯率。雖然關稅危機暫解，但市場密切關注美歐雙方能否達成互利貿易協議，預計談判結果顯著影響歐元短期走勢。

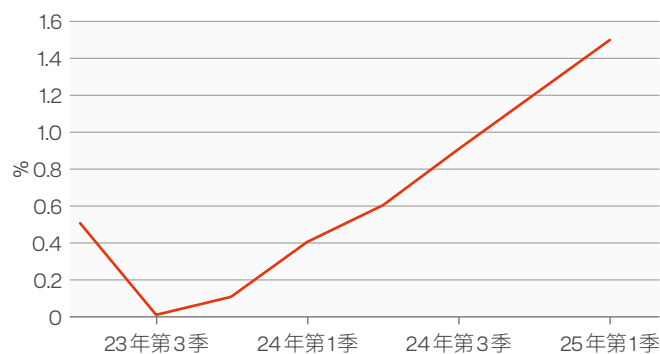
歐央行減息周期臨近尾聲，有利歐元區中長線走勢

歐洲央行在6月議息會議上宣布降息25個基點，同時暗示隨著通脹率已接近2%目標水平，或為長達1年的降息周期暫時畫下句號。消息帶動歐元兌美元升至1個半月高位。歐洲央行行長拉加德表示，當前利率水平已處於良好位置，此表態被市場解讀為歐央行可能在短期內暫停降息。利率期貨市場價格顯示，市場預期7月會議維持利率不變，年底前可能再下調1次存款利率，較大機會於12月再減息。若然歐洲央行結束減息周期，將促使資金回流歐元區，料將進一步支持歐元區中長線走勢。

減息行動已逐步奏效，低利率環境有利經濟發展

歐洲央行近日表示，當前利率已足夠低並足以支撐歐元區經濟，反映之前較進取的減息政策正逐步奏效。2025年第1季歐元區GDP按季增0.6%，按年增長1.5%，顯示經濟保持穩定增長趨勢。然而，受全球貿易戰的衝擊影響，歐洲央行於6月下調部分經濟增長預期和通脹預估：今明兩年的通脹率預估分別由2.3%和1.9%下調至2.0%和1.6%；同時維持今年全年經濟增長率預估在0.9%不變。在較低利率的經濟環境下，預期將有利經濟逐趨穩定。

歐元區 GDP 走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年6月



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

英國通脹處於較高水平，將令央行減息行動變得謹慎

英鎊兌美元第3季預計波幅範圍

1.3400至1.3900

英鎊兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第1季	1.3 (按年)
失業率	2025年4月	4.6
零售銷售	2025年5月	-1.3 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年5月	3.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

英央行6月按兵不動，預期通脹於9月達峰

英倫銀行在今年5月完成自2024年8月以來的第4次降息後，在6月的議息會議上以7比2的投票結果維持利率不變。該行行長貝利表示，英國勞動力市場出現疲軟跡象，央行將密切監察有關變化對消費物價的影響程度。英倫銀行維持下半年的通脹預期不變，預計通脹率將在9月達至3.7%

峰值，下半年平均通脹率將略低於3.5%。鑒於國內較高的通脹壓力仍存不確定性，預期英倫銀行短期將保持觀望態度，並根據最新的經濟表現調整貨幣政策。

英國通脹壓力持續或令貨幣政策變得謹慎

英國5月CPI按年上升3.4%，較4月的3.5%小幅回落，但仍高於英倫銀行2.0%的中期目標。而剔除能源、食品和煙酒的核心CPI，按年上升3.5%，低於4月的3.8%。另外，英倫銀行的一項調查結果顯示，公眾對5年期通脹預期維持在3.6%，與2月持平，且為2019年11月以來的最高水平。由此可見，以上數據均表示英國的通脹壓力高於其他國家，而較高的通脹水平將令英倫銀行的減息行動變得更謹慎，減慢未來降息的步伐。

英國與美歐達成貿易協議，強化多邊貿易關係

美國及英國於5月達成貿易協議，英國通過放寬價值10億元的美國貨品進入英國市場的限制，成功換取美國降低對英國汽車及鋁材的關稅。有關協議使英國成為全球關稅戰中首個與美國達成貿易協議的國家。根據協議，美國將取消對英國鋼鋁徵收的25%關稅，對英國汽車的關稅亦會由27.5%下調至10%，每年限額10萬輛，另對英國其他商品維持10%的基準關稅。另外，英國與歐盟在5月19日，達成涵蓋國防安全、能源、貿易、旅遊和漁業的全面合作協議。在英國脫歐5年之際，有關協議不僅重塑了英國與歐盟的貿易夥伴關係，更鞏固了作為歐盟外部合作夥伴的戰略地位。英國分別與美國及歐盟達成的外貿協議，均有效地增進英國與貿易夥伴的關係，帶動英國中長線出口表現。

英國CPI (按年) 走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

日央行緩慢加息之路未變，通脹及經濟主導加息步伐

美元兌日圓第3季預計波幅範圍

140.00 至 147.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第 1 季	-0.2 (按季年率)
失業率	2025 年 5 月	2.5
零售銷售	2025 年 5 月	2.2 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025 年 5 月	3.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

預期市場變數將不會影響央行緩慢加息計劃

日本央行在6月的議息會議維持利率不變，同時決定明年放緩縮減購債步伐，這暗示央行並不急於恢復加息。日本央行委員會部份成員認為，若美國關稅問題的發展穩定下來，將有望恢復加息的空間，而該行實現2%通脹目標的方向不會改變。央行總裁植田和男表示，若有足夠把握確認經濟和物價增長在停滯後重新加速，央行將準備上調利率。另一方面，日本財務省表示，截至2024年12月底，日本國債、借款和政府短期證券合計的國家債務總額已達超過1,317萬億日圓，創下了歷史新高。因此，預期日本央行短期將不受市場變數影響，繼續維持較為緩慢的加息部署。

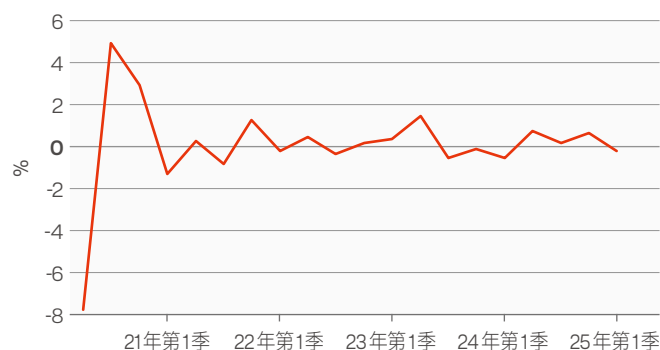
央行行長預期通脹持續上升，將成為加息的理據

日本5月核心CPI按年上漲3.7%，創下兩年多以來最大增幅，市場預期高通脹將增強央行繼續加息的動力。植田和男表示，預計基礎通脹將在停滯後逐步回升，若果經濟和價格按預期發展，預計將繼續加息。

消費低迷且出口下降，日本經濟首季出現萎縮

因民間消費及出口下降，日本第1季實質國內生產總值 (GDP) 按季年率下跌0.2%，為1年來首度出現經濟萎縮。日本經濟近期飽受通貨膨脹打擊，導致實質薪資收入大減，削弱民間消費能力。同時，美國對日本加徵關稅的衝擊或在下半年進一步顯現，影響整體出口表現。預期在經濟基礎穩定前，這些因素將限制日本央行的加息步伐。而美國貿易政策對日本經濟帶來的不確定性，亦使得日央行加息的決定變得更加複雜。

日本 GDP (按季年率)



資料來源：路透社，數據截至2025年6月



外匯 澳元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

預期澳洲央行年內將持續減息，澳元仍具利差優勢

澳元兌美元第3季預計波幅範圍

0.6300 至 0.6800

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

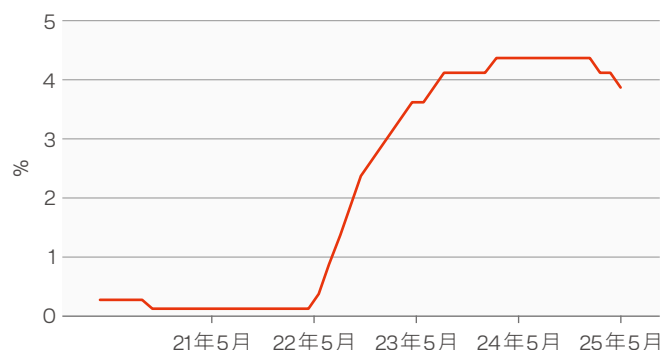
澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第1季	1.3 (按年)
失業率	2025年5月	4.1
零售銷售	2025年5月	0.2 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2025年第1季	2.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

澳洲央行為進一步寬鬆政策敞開大門

澳洲央行於5月進一步將利率降至3.85%，為兩年最低。澳央行行長布洛克表示，因應國際貿易形勢的最新發展或對當地經濟構成壓力，令通脹上行的風險減弱，但委員會在會議上仍曾經討論是否應該降息50個基點。有關言論料為澳央行於未來數月進一步實施貨幣寬鬆政策留下空間。澳央行目前仍維持相對其他國家較高的利率，料對投資者具吸引力，有望支持澳元走勢。

澳洲基準利率



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

中國經濟健康成長將帶動澳洲經濟

澳洲礦產資源豐富，是全球最大鐵礦石出口國。中國是澳洲最重要的貿易夥伴，雙方的經貿關係緊密，尤其是中國對來自澳洲的鐵礦石有著穩定需求。澳元走勢經常受到中國經濟狀況的影響，隨著中國政府於本年內陸續推出刺激經濟政策，有關建築和基礎設施的投資亦正在增加，料將進一步增加對鐵礦石的需求。故此，中國經濟若能健康成長將直接促進對澳洲商品的需求，進而帶動澳洲經濟並利好澳元表現。

美國關稅措施對澳洲經濟的影響不大

正當環球大部分經濟體受到美國對等關稅威脅之際，美國僅對澳洲徵收10%的基準關稅，其所受影響相對其他經濟體低。這是因為澳洲對美國市場的依賴度不高，對美出口相對較小。同時，美國對澳洲有著貿易順差，因此預期美國政府推行的關稅措施對澳洲的影響不會太大，有助減低澳元短線壓力。



外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

紐西蘭央行數度減息後料將有利經濟增長

紐元兌美元第3季預計波幅範圍

0.5900 至 0.6400

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第 1 季	0.8 (按季)
失業率	2025 年第 1 季	5.1
零售銷售	2025 年第 1 季	0.7 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025 年第 1 季	2.5 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

預期紐西蘭央行將於下半年放慢降息步伐

紐西蘭央行於5月將官方現金利率下調25個基點至3.25%，為連續第6次降息。紐西蘭央行在貨幣政策聲明中表示，關稅和海外政策不確定性增加料拖慢紐西蘭經濟復甦步伐，並降低中期的通脹壓力，委員會已做好準備應對有關的不確定性，以維持中期的物價穩定。利率期貨市場最新預測顯示，預期紐西蘭央行年內至少還會減息1次，幅度為25個基點，並較大機會於第4季進行。

紐西蘭長期貿易順差將支持出口進一步增長

紐西蘭經濟主要依賴農業出口，當中以乳製品、肉製品、林產品、水果和蔬菜為主要的出口商品。該國長期對外保持貿易順差，隨著全球經濟復甦令需求增加，預期紐西蘭的出口或會進一步增長，將對紐元形成支持。中國是紐西蘭最大的貿易夥伴，隨著中國經濟持續穩健增長，對農產品的需求逐步增加，將持續支持紐元的整體表現。

紐央行多次降息料對經濟帶來支持

紐西蘭於2024年第4季的GDP按季增0.7%，並在今年第1季按季增0.8%，擺脫去年第2、3季因高利率抑制需求而引致的技術性衰退。當局指出，當地16個行業中，有11個行業出現增長。我們預期在紐西蘭央行數度降息後，經濟有望進一步復甦，基本面支持紐元走強。

紐西蘭GDP走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年6月



外匯 美元兌加元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美加貿易存不確定性，近期油價升幅對加元支撐有限

美元兌加元第3季預計波幅範圍

1.3300 至 1.3800

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第1季	2.2 (按季年率)
失業率	2025 年5月	7.0
零售銷售	2025 年4月	0.3 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2025 年5月	1.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

美加貿易前景不明朗，加拿大經濟面臨不確定性

在美國關稅的陰霾下，美國企業提前增加庫存，帶動加拿大首季出口增長。加拿大首季GDP按年增長2.2%，表現優於預期；按季增長則為0.5%，顯示經濟保持溫和增長。另外，3月及4月的零售銷售持續反彈，扭轉此前連續兩個月的下滑趨勢，反映加拿大消費市場在美國關稅威脅與經濟不確定性下仍具韌性。加拿大當前經濟表現漸見穩定，但若美加未能就關稅政策達成協議，或令有關供應鏈中斷，進而影響加拿大未來的經濟增長動能。

加拿大GDP表現



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

加央行稱貿易談判仍存變數，為經濟主要風險

加拿大央行在6月的議息會議中維持關鍵政策利率於2.75%不變，為連續7次減息後首次暫停。加拿大央行總裁麥克勒姆表示，與美國的貿易爭端仍是加拿大經濟面臨的最大風險，雙方談判結果仍存在高度不確定性。央行自今年第2季起已顯著放緩降息步伐，如經濟最終因關稅影響而疲軟，料加央行可能重啟減息。

油價短期受地緣緊張局勢推升，長線仍看需求

以色列與伊朗衝突於6月中加劇，令市場避險情緒升溫，帶動國際原油價格大幅上揚，紐約期油及布蘭特期油均快速升破每桶70美元水平。此外，石油出口國組織及盟友(OPEC+)同意在7月每日增產41.1萬桶，延續5月和6月的增產幅度；而在最新月度報告中維持2025年和2026年全球石油需求增長預測不變。因此，短期來看，地緣政治風險或繼續支撐油價。但中長線而言，全球經濟前景不明朗，加上油組持續增產，將限制油價的上行空間。



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

人民幣對中美貿易協議細節敏感，料維持雙向波動

美元兌人民幣第3季預計波幅範圍

7.1200 至 7.2200

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年6月

中國主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第1季	5.4 (按年)
失業率	2025 年 5 月	5.0
零售銷售	2025 年 5 月	6.4 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025 年 5 月	-0.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年6月

市場靜待中美貿易框架協議的細節

美國與中國在5月中宣布大幅度削減彼此的高額關稅，為期90天，並同意在這段期間展開進一步磋商。美中經貿會談的結果超出市場預期，一度推動美元及人民幣同時上漲。中美兩國元首在6月通話後，雙方達成了貿易框架協議。儘管雙方談判基調積極，但由於協議缺乏具體細節，對市場的情緒提振作用有限。考慮到美國關稅政策反覆，市場仍在等待中美貿易框架協議的細節進一步明確，預期人民幣短期對有關消息表現敏感，在缺乏明確方向下，或將延續區間波動走勢。

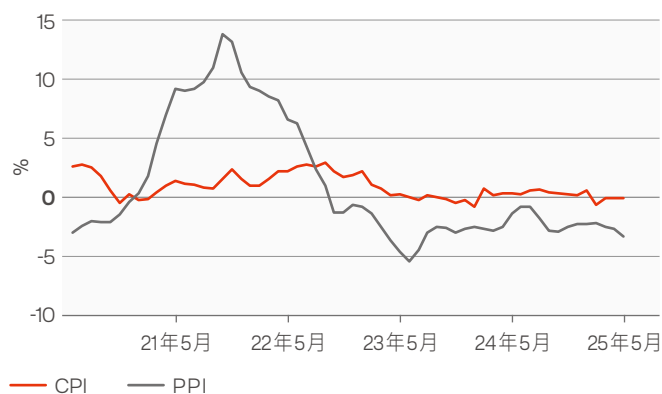
中國經濟保持平穩基礎上，但短期通縮壓力或持續

在政策刺激及市場恢復的推動下，中國經濟於首季表現理想。然而，國內仍面臨通縮壓力，5月的CPI按年下降0.1%，為連續4個月處於通縮區間；同期工業生產者出廠價格指數 (PPI) 按年下降3.3%，按月下降0.4%。在環關稅政策調整及中東緊張局勢的不確定性下，預期通縮情況短期仍會持續。整體來說，中國經濟在平穩的基礎上，將展現出強大的潛力和韌性，全年仍有望實現4.6%的經濟增長目標。

料人行下半年將繼續釋放寬鬆信號

今年上半年，刺激經濟政策與較寬鬆貨幣政策雙管齊下，預期下半年將進入政策成效觀察期。然而，面對國際貿易關係緊張及中東局勢升溫等變數，預期人民銀行於下半年將保持謹慎，繼續釋放寬鬆信號，以推動經濟穩步回升，抵銷出口貿易所受的關稅衝擊。

中國CPI及PPI走勢(按年)



資料來源：路透社，數據截至2025年6月



債券

東亞銀行 | 東亞睿智 | 2025年第三季

另謀出路

東亞銀行財富管理處
東亞聯豐投資團隊



另謀出路

本章摘要：

- 收益率曲線陡峭反映投資者對短期經濟放緩與長期財政壓力的憂慮
- 美國債務問題嚴重，其長期國債的吸引力下降
- 短期美債仍為核心避險資產，但英國及澳洲國債等替代資產在多元化投資趨勢下需求攀升
- 投資級別企業債需求強勁，高收益債則須精選具結構性增長的行業，在波動市況下，建議繼續採取多元配置策略

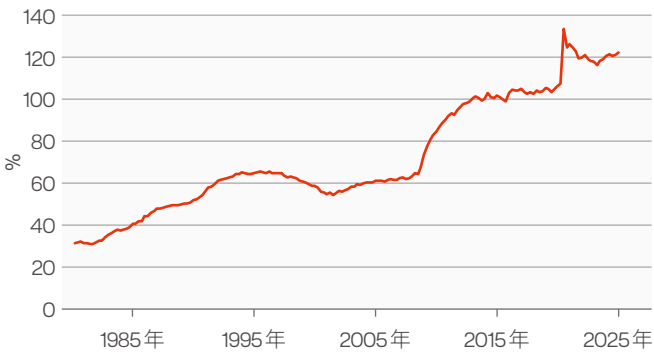
2025年上半年美國國債市場回顧

美聯儲於2024年減息1%後，2025年上半年將息率保持在4.25%至4.50%之間，對減息採取觀望態度。與此同時，美國核心個人消費支出物價指數 (Core PCE) 從2024年12月的2.864%下降至2025年5月的2.678%，而失業率維持在4.1%。在美國通脹稍稍放緩和失業率保持韌性的背景下，美國2年期國債收益率從2024年12月底的4.242%下降至2025年6月26日的3.719%。然而，30年期國債收益率則從2024年12月底的4.781%上升至2025年6月26日的4.800%，這種長短債收益率分歧較為罕見，上一次全年出現類似情況是在2001年，當時科網泡沫爆破後，美聯儲為應對經濟衰退而大幅降息，同時「911事件」引發全球地緣政治風險飆升，市場預期美國大幅增加國防支出將導致預算赤字大升。儘管2025年背景與2001年不同，當前收益率曲線陡峭反映投資者對短期經濟放緩與長期財政壓力的預期。

美國國債作為避險資產的看法出現轉變

我們認為，市場對美國國債作為避險資產的看法正在發生轉變，主因在於美國預算赤字持續惡化及不斷攀升的債務比例，引發市場對美國整體經濟穩健性及國際信用評級的擔憂。尤其在過去數年，美國債務佔國內生產總值 (GDP) 的比例穩步上升，反映出聯邦預算赤字問題一直未有解決。根據美國財政部的數據，截至2024年底，美國債務與GDP的比例已經超過120%，遠高於歷史平均水平。我們預期在未來數年，赤字問題仍然難以得到徹底改善。

美國政府債務佔GDP比例趨勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日



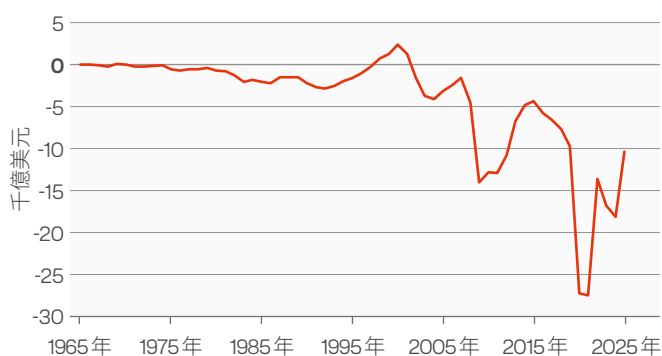
	2024年12月31日	最新數據	變動
美國2年期國債收益率	4.242%	3.719% (截至2025年6月26日)	-52.3個基點
美國30年期國債收益率	4.781%	4.800% (截至2025年6月26日)	+1.9個基點
美國聯邦基金利率	4.25-4.50%	4.25-4.50% (2025年6月)	不變
美國失業率	4.10%	4.10% (2025年6月)	不變
美國核心PCE通脹率	2.86%	2.68% (2025年5月)	-0.18個百分點

資料來源：彭博，數據截至2025年7月4日

債券

美國巨額債務的累積具有深刻的歷史背景和結構性問題。自1980年代以來，美國政府債務佔GDP的比例呈現上升趨勢。例如，1981年該比例約為31.8%，而到了2007年全球金融危機爆發前夕，已攀升至62.2%。金融危機後，為了刺激經濟，美國政府大規模增加財政支出，導致債務急劇膨脹，到2010年該比例突破了90.1%。2020年新冠疫情爆發期間，為應對經濟衝擊，美國政府再次推出大規模紓困措施，令債務佔GDP的比例一度高達133%。儘管隨後有所改善，但2024年仍維持在120%左右（其中公開持有的聯邦債務亦接近GDP的98%）。截至2025年3月，美國聯邦政府的總債務規模高達約36萬億美元，這意味著平均每位美國公民需承擔約10.6萬美元的國債。

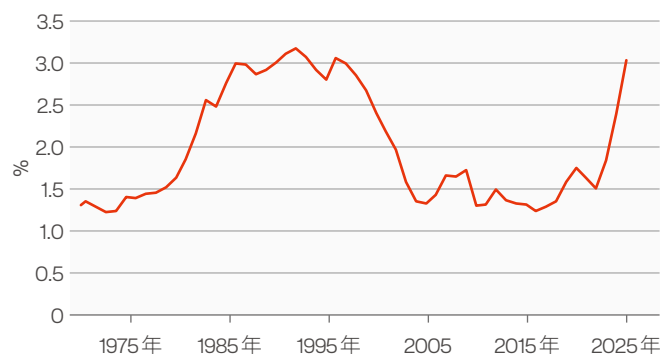
美國聯邦政府預算財政盈餘或赤字



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

聯邦預算赤字方面，其嚴重性近年尤為突出。根據美國財政部的數據，2024財年的財政赤字高達1.83萬億美元，創下歷史第三高紀錄，僅次於因疫情救濟導致2020年的2.7萬億及2021年的2.8萬億美元赤字。此外，在2025財年（自2024年10月開始）的頭5個月內，美國累計聯邦預算赤字已達到1萬億美元，再創新高。這些赤字不僅數額龐大，更令人擔憂的是其出現結構性惡化。以2024財年為例，美國聯邦政府的債務利息支出首次突破1萬億美元，佔GDP的3.02%。更甚者，2025財年債務利息支出將佔聯邦政府5.2萬億美元收入的19%。儘管聯邦政府債務的平均到期時間稍微延長至71個月，但約有25%的債務將在短期內到期，這意味著政府須以高利率水平發行新債，進一步加重未來的利息負擔。上述財政壓力不僅推高美國政府的借貸成本，還可能對全球金融市場的穩定性構成潛在風險。

美國聯邦政府債務利息佔國內生產總值比例



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

值得注意的是，國際評級機構穆迪於2025年5月16日將美國主權信用評級由最高的「Aaa」級下調一級至「Aa1」級，但將展望從「負面」調整為「穩定」，主要原因是美國聯邦赤字長期佔GDP比率居高不下，利息支出急劇增加以及政治分歧持續嚴重，導致債務上限與預算談判屢次陷入僵局。這些因素削弱了市場對美國財政紀律的信心，促使投資者要求更高的風險溢價。這是繼標準普爾於2011年8月首次下調美國評級，以及惠譽於2023年8月採取類似行動後，美國已經失去了所有三大評級機構的最高信用評級。自穆迪下調美國的主權信用評級以來，全球投資者對美國債務問題的憂慮進一步加劇。

美國債務問題引發市場風險溢價上升

在當前環境下，美國國債的吸引力正面臨挑戰。一方面，美國政府在稅改政策上的激進舉措，雖然短期內對消費及企業盈利帶來了一定支持，但長期對財政收入呈負面影響。在美國政府最新的政策變化中，徵收環球關稅以增加聯邦收入的好處尚未顯現。而根據眾議院提出的2025財政年度預算調整法案，《大而美法案》(One Big Beautiful Bill Act) 可能在未來10年內令美國新增2.4萬億美元的基礎赤字，計及利息開支，債務總額可能增加至3.1萬億美元。2025年第2季，投資者對美國經濟增長及其債務償付可持續性的擔憂加劇，導致市場對美國國債的風險溢價需求顯著提升。這現象可以從最近美國收益率曲線的變化中得到體現。例如，於2025年4月第2周，美國10年期國債收益率在1周內飆升50個基點，達至4.5%，創下自2001年以來的最大單周漲幅。

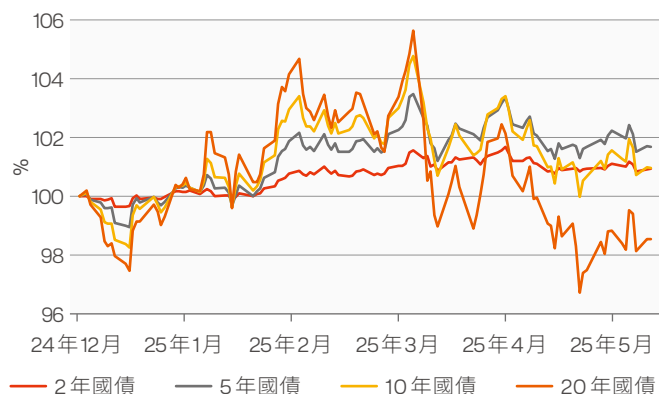
數據顯示2年期與10年期國債收益率之間的利差，近期從短暫倒掛回復至正值。歷史數據顯示，2年期與10年期國債收益率的倒掛通常被視為經濟衰退的先兆。例如，2006年至2007年呈現倒掛狀態之後，隨後發生次按危機及經濟衰退；而2019年短暫的倒掛，亦預示了新冠疫情前經濟放緩勢頭。雖然當前孳息曲線已正常化並呈現陡峭模式，這通常被解讀為經濟前景改善的信號，但我們認為，目前曲線陡峭化也在一定程度上反映了市場風險溢價的增加。若投資者對美國長期債務水平及財政前景的擔憂在短期內無法消退，則美國國債孳息曲線的風險溢價可能在未來一段時間內仍然維持高位。

具體到美國國債收益率預估，上述市場溢價的變化已部分反映在當前價格之中。基於我們對美國減息兩次的預期，預期第3季內美國2年期國債收益率將於3.65%至4.00%之間上落，而由於市場充滿不確定性，美國10年期國債收益率將於在4.00%至4.60%較寬的範圍內波動。

短期國債仍是避險資產的選擇

儘管美國債務問題持續，我們認為短期美國國債因其波動性較低，仍是經濟和地緣政治不確定性下，適合作為資金停泊的優質工具。特別是在美聯儲政策仍然是逐步向減息方向調整，短期國債的價格有望因收益率下降而回升，進一步鞏固其作為穩健投資工具的地位。雖然目前的通脹壓力以及美國財政部持續的發債計劃可能會對收益率構成一定壓力，這包括今年第2季度淨融資需求上調至5,140億美元，以及預計下半年發行約5,920億美元的淨適銷債務，但市場普遍預期美聯儲在下半年將進行至少一次至兩次降息。一旦降息周期重啟，短期國債預計將受到正面提振，其收益率可能隨之下調，從而推升其價格，為投資者提供相對安全且具吸引力的資本增值機會。

2年、5年、10年及20年美國國債價格走勢

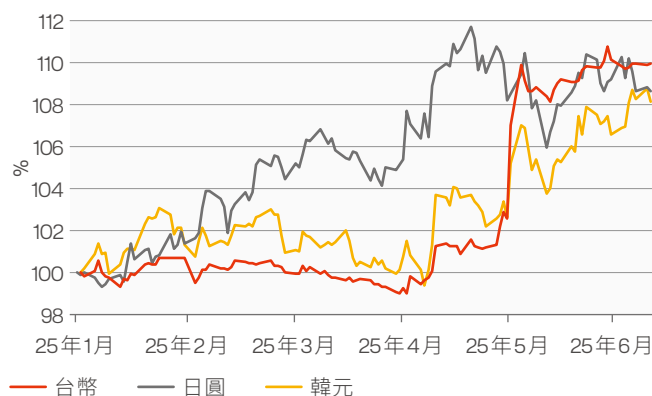


資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

全球避險資金尋找替代資產

與此同時，部分投資者正從美國國債轉而尋求替代性的避險資產。這一趨勢在亞洲市場上尤為明顯。以日圓、台幣及韓元為例，這些貨幣在上半年兌美元表現走強，反映出資本回流並重新配置至本地市場資產的現象。這不僅基於匯率的考量，亦顯示出投資者對亞洲地區經濟韌性及潛在增長機會的認可。例如，部分亞洲新興市場的經濟增長勢頭強勁，且財政狀況相對穩健，吸引了國際資金的目光，令當地貨幣和債券市場獲得了更多投資者的青睞。

台幣、日圓與韓元兌美元匯率趨勢圖



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日



債券

此外，其他成熟市場的主權債券也吸引了更多投資者。例如，澳洲10年期政府債券在6月26日提供4.105%收益率，這與美國國債相當，其穩定的政治及經濟環境為投資者提供了具吸引力的配置選擇。澳洲憑藉其「AAA」級別的高主權信用評級（與美國信用評等相比高出1級）和豐富的自然資源出口，在全球經濟充滿不確定性之際，展現出較強的抗壓性，使其國債成為替代美債的重要選項。此外，英國政府債券也是受關注的避險工具。雖然英國面臨脫歐後的經濟不確定性，但其高信用評級（與美國信用評等相比低1至2級）及穩定的收益率表現使其逐漸受到市場青睞。2022年英國曾因「迷你預算案」引發市場動盪，但隨後政府迅速調整政策，穩定市場信心。英國「AA」級別的主權信用評級，加上其具備深度的債券市場流動性以及4.471%的收益率，使其主權債市在全球尋求多元化投資的背景下，仍能吸引部分避險資金的流入。

主權 評等	截至2025年6月 26日的10年期國 債收益率	長期信用評等/展望		
		標普	穆迪	惠譽
美國	4.242%	AA+/ 穩定	Aa1/ 穩定	AA+/ 穩定
英國	4.471%	AA/ 穩定	Aa3/ 穩定	AA-/ 穩定
澳洲	4.105%	AAA/ 穩定	Aaa/ 穩定	AAA/ 穩定

資料來源：彭博，數據截至2025年6月26日

值得特別關注的是日本市場的動向。自2023年以來，日本國債收益率大幅攀升，特別是30年期的收益率在今年5月曾突破3%，而40年期國債收益率更在同期創下了3.68%的歷史新高。對於日本投資者而言，本地債券收益率飆升令投資美國國債（不論是否進行貨幣對沖）的吸引力下降。作為美國國債的主要海外持有國之一，截至2025年2月底，日本官方確認持有約1.13萬億美元的美國國債。隨著日本國內收益率的提升，部分日本投資者更有可能將資金重新配置至本土市場，從而減少對美國國債的需求。這不僅可能進一步壓縮美國國債的需求，同時也意味著全球更多資金可能流向其他資產，例如歐洲或亞洲地區的政府債券，這些資產收益率可媲美美國債市且風險可控。

10年、20年、30年、40年日本國債收益率走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

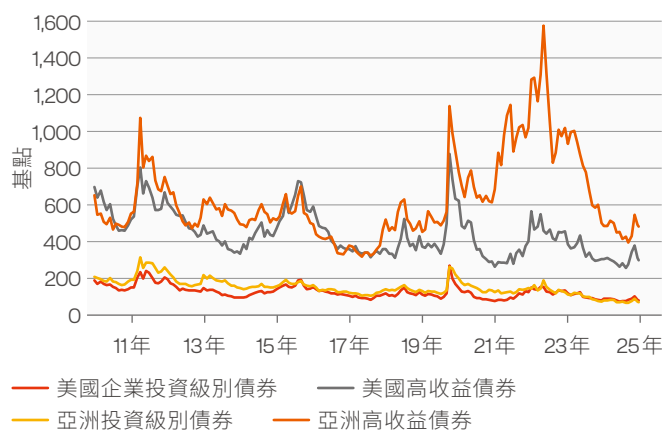
企業債券與高收益債券的風險與機遇

從更廣泛的債市來看，企業債券仍然是重要的資產選擇。我們觀察到，近幾個季度企業債券的信用利差有所收窄，顯示出市場對企業債的風險溢價要求下降。例如，截至今年5月底，彭博美國投資等級企業債券和美國高收益債券與美國國庫債券的價差（Option-Adjusted Spread, OAS）分別為0.85%及3%，均處於歷史低位。信用利差的收窄通常反映出兩種可能：投資者對企業未來償債能力的信心提升，或市場對經濟前景的預期改善。

在各類企業債券中，投資級別企業債券受到市場青睞，其原因在於這些債券通常由現金流穩健且財務狀況良好的企業發行。有些企業甚至在某些情況下被認為比美國政府更具投資可靠性。在經濟不確定性較高的情況下，投資級別企業債仍然是重要的低風險資產配置選項。例如，在全球經濟增長預期放緩的環境下，大型跨國企業發行的投資級別債券因其穩定性及較高的償債能力，往往成為尋求穩健收益的投資者的優先選擇。

另一方面，全球高收益債市場的表現相對不均衡。雖然近年來違約率低於歷史平均水平，但高收益債券對流動性及政策環境的依賴較大，未來仍面臨較大壓力。高收益債券以其較高的孳息率彌補信用風險，但若經濟下行壓力加劇，違約率可能因而上升。對此，我們保持中立態度，同時認為亞洲及歐洲市場中存在投資機會，尤其是在科技及清潔能源等特定行業，因其能夠展示出更強的增長潛能。這些產業受惠於長期發展趨勢，其企業具備較高的創新潛力與增長空間，即使在經濟不確定性下，其優質企業債券仍有望帶來可觀回報。在投資策略方面，我們建議投資者維持分散配置，避免過度集中於高風險領域，並積極捕捉市場中基本面改善的信號，例如公司盈利穩步增長和負債率下降等，從而在風險可控的範圍內實現較高的收益。

美國、亞洲企業投資級別債券以及高收益債券信用利差



資料來源：彭博，數據截至2025年6月10日

投資策略結論

鑑於當前複雜的全球市場環境，投資者應著重債券投資的分散化和選擇性。美國債務與信用問題的長期趨勢，削弱了美國國債作為傳統避險資產的吸引力。在這種背景下，優質企業債券及穩健的短期國債因低風險和高穩定性，而成為重要的避險工具。同時，全球資金流動重新布局促使投資者轉向其他區域資產（其他高評等主權債券和企業債券）以提供多元化的收益來源，並有效降低單一市場風險。在動盪的市場中，靈活配置資產，結合對宏觀經濟數據的分析和對個別資產的判斷，可提升投資組合的穩定回報，同時降低整體風險。最終，一個涵蓋不同資產類別、地區、貨幣和行業的多元化投資組合，是應對當前複雜多變金融環境的關鍵所在。



債券

東亞聯豐投資團隊

財赤高企長債可能再度受壓，聚焦短存續期債券；供應少基調穩固利好亞洲美元債券

本章摘要：

- 因憂慮各國財赤持續擴大，投資者正對長期債券進行重新定價
- 環球債券中偏好短存續期國債；亞洲企業債較歐美市場吸引
- 亞洲投資級別美元債券具備基本面強韌、槓桿低和收益率高等優勢，看好中國和南韓市場
- 因供應有限且違約率較低，利好亞洲高收益美元債券；投資者看好中國、印度和印尼市場

美國計劃提高債務上限以支持總統特朗普的減稅和擴張性財政政策，市場憂慮財政赤字攀升，促使投資者重新評估美國國債的回報和風險，導致環球債市大幅波動。評級機構穆迪下調美國信貸評級，削弱美元和美元資產作為避險工具的吸引力，部分資金因而流向非美元資產。在這背景下，東亞聯豐投資團隊認為可留意受利率影響較低的短期債券。鑒於當前市場仍被大量不明朗因素影響，投資者宜配置歐美等環球市場的短期國債以控制及分散風險。至於企業債券，我們認為可關注中國和南韓的亞洲投資級別美元債券，以及中國、印度和印尼的高收益美元債券，以發掘投資機會。

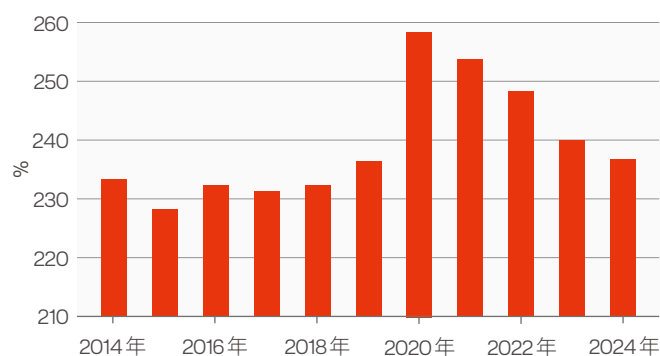
投資級別債券

美國政府計劃提高美元債務上限，以支持特朗普《大而美》法案，加劇市場對財務風險上升的憂慮，導致美國孳息曲綫日益陡斜。因此，我們預計，長債有機會持續受壓。然而，美國勞動市場仍保持強韌，市場預計美聯儲在9月之前的議息會議上維持利率不變。值得注意的是，關稅會否推高通脹仍有待觀察，貨幣政策前景因此變得複雜。在此環境下，建議避開利率敏感度較高的長存續期債券，轉而聚焦短期債券將會是未來投資策略。環球債券中，我們主要留意國家主權債，雖然個別歐美企業債券的基本面和收益率具吸引力，但我們認為亞洲投資級別的企業債仍然較為吸引，因其信貸基調穩固、供應少且槓桿較低，整體收益率亦可觀。

聚焦環球市場短存續期國債 看好中國和南韓企業債

美國以外，其他發達國家例如英國和日本的債務負擔亦相應增加。日本在2024年債務規模已達國內生產總值的236.7%¹，英國公共債務佔比至今年4月底亦攀升至95.5%²。在債務遞增和美國關稅政策的雙重影響下，投資者正在重新評估發達國家國債的投資價值。長債遭拋售，風險溢價被推高。財赤維持高企，各國債息仍有機會波動，由於短債波動性較低，我們認為孳息曲綫前端或中段(belly)的歐美國債較值得留意。鑒於日本央行貨幣政策立場仍存在不確定性，我們對日本國債持審慎態度。

日本國債佔國內生產總值比率



資料來源：Trading Economics，截至2025年6月13日

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

² 見英國國家統計局網站，<https://www.ons.gov.uk/economy/governmentpublicsectorandtaxes/publicsectorfinance/bulletins/publicsectorfinances/april2025#:~:text=Public%20sector%20net%20debt%20excluding,seen%20in%20the%20early%201960s.>

中國持續推行寬鬆貨幣政策和財政刺激措施，為企業提供有利環境，我們因此關注中國投資級別美元債券。近期中美雙方緊張關係有緩和跡象，雙方在倫敦舉行的貿易談判取得良好進展，加上積極的企業信貸行動，例如有物流公司提早贖回美元債券³，反映板塊整體的信貸基本面有改善。此外，新債供不應求，有助鞏固技術層面，當中科技、媒體和通訊板塊前景樂觀。中國人工智能發展迅速，科網公司首季度業績大致正面，因此我們持續看好相關板塊。

隨著6月南韓大選落幕，當地的政治不明朗因素逐漸消退，此前受關稅影響的債券價格已逐漸收復失地。再者，不少南韓新債以折讓價發行，為投資者提供額外回報。儘管個別南韓企業債券利差收窄，但估值依然相對吸引，倘若美韓貿易談判取得良好進展，相信有助進一步帶動債市前景。

美國財赤以及關稅等問題將持續影響美債市場，並顯著波及投資級別美元債市。短存續期的投資級別債券具防禦性，配合分散投資的策略，有助抵禦短期波動。

高收益債券

亞洲高收益美元債市在第2季度表現強韌。雖然難免受關稅消息拖累，但市場迅速回穩。此外，這資產類別受美息影響較小，但短期波動難以避免，惟隨著美國、印度和中國等貿易夥伴關稅談判取得進展，市場投資氣氛有望改善。與此同時，高收益債券違約風險也相對可控，預計今年違約率約2.3%，為近年新低。由於亞洲高收益美元債券供應持續低迷，加上不少高貝塔債券受利好信貸消息支持，中國、印度和印尼等市場值得關注。

中國推行寬鬆貨幣政策，利好高收益美元債券；留意工業、內房和地方政府融資平台債券

5月初，中國實施一系列寬鬆貨幣政策以刺激經濟，包括降準50點子、下調政策利率10點子以及減低按揭息率。市場預計政府仍有空間推出更多措施，但於夏季推出的可能性較低。受惠於利好政策，經濟基本面持續改善，地方政府融資平台債券、個別工業債和內房債均值得留意。中國內地5月房屋合約銷售不俗，國企發展商的銷情依然優於民企。同時，信貸基本面呈現積極發展。一家獲國家支持的民營地產商，成功從主要股東第5次獲得貸款以償還債務⁴，這些趨勢有助改善企業短期再融資前景。

減息和風險情緒向好增加印度美元債券吸引力；大宗商品價格趨穩，印尼前景改善

印度高收益債券近日表現優異，受多方面帶動，包括印度和巴基斯坦局勢緩和、宏觀情緒改善、基本面和技術層面強勁，以及個別發行人獲提升信貸評級等。再者，印度6月初大幅減息50點子，有助企業以本幣進行借貸發展業務。低息環境也有利企業進行短期借貸和融資或提早贖回美元債券，有望優化資產負債表。此外，由於以本幣再融資較發行美元債券更具吸引力，預計印度高收益美元債券的供應持續受限，利好技術層面。在這前提下，配合印度持續性的結構性增長，基礎設施和建築公司所發行的債券，以及非銀行金融機構值得關注。

印度過去3年基準利率



資料來源：Investing.com，數據由2022年6月至2025年6月

印尼方面，此前罕見錄得財赤，加上面對政府管治風險、貨幣波動和大宗商品價格疲弱，導致債市受壓。但隨著大宗商品價格漸趨穩定、印尼推出15億美元刺激經濟計劃⁵、央行出手穩定印尼盾等，加上當地不少發行人成功提早贖回債券或取得貸款進行再融資，令市場對印尼高收益美元債券的前景重拾信心。

總結

受惠於貝塔債券的穩健基本面，加上負淨發行量對技術層面的支持，我們對亞洲高收益債券維持謹慎樂觀立場。然而，由於當前關稅問題懸而未決，我們會持續關注投資氣氛轉向。

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

⁴ 見第一財經網站，<https://www.yicai.com/news/troubled-chinese-developer-vanke-gets-fifth-loan-in-four-months-from-biggest-shareholder>

⁵ 見路透社網站，<https://www.reuters.com/markets/asia/indonesias-economic-incentives-cost-15-billion-finance-minister-says-2025-06-02/>

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。

