

雨 晴

东亚睿智 2025 第三季

2025 年第三季度市场展望



目 录

3 序言

5 宏观策略

13 宏观经济

19 全球股市

31 全球债市

38 外汇市场

55 免责声明

序 言

2025 年第二季度，全球市场情绪经历了“过山车”式的变化。四月初，美国总统特朗普签署“对等关税”的行政令，宣布美国对贸易伙伴加征 10% 的“最低基准关税”，并对部分贸易伙伴征收更高关税，其中对中国加征幅度为 34%。由于中国方面祭出反击措施，双方的贸易摩擦迅速升温，全球股市一度出现大幅下挫。之后通过日内瓦经贸会谈以及伦敦磋商，中美两国贸易争端有所缓和，投资者风险偏好改善，市场重回上涨通道，投资者也仿佛有了“雨过天晴”的感觉。

以美国三大股指为例，道琼斯工业指数自“对等关税”政策公布后的三个交易中最多下跌 13.29%，盘中触及 2023 年 12 月的低位，但随后大幅反弹 17.69%（截至 6 月 24 日收盘，下同）。标普 500 指数一度下跌 14.74%，随后反弹 26%，跟踪该指数波动率的 VIX 指数一度突破 60 点，这个数值自 2000 年以来仅出现过四次，前三次分别发生在次贷危机、新冠疫情以及俄乌冲突时期。纳斯达克指数波幅最大，三天内下跌 16.01%，但反弹力度也最为强劲，从低点算起已经上涨 34.69%。

全球其他主要股指二季度表现同样受到关税政策影响而出现先抑后扬的走势，我们统计各指数表现如下：

虽然二季度全球主要指数经历了大幅波动，但从整个季度看，仍然维持了小幅上涨的步伐，季末时依然位于历史高位附近。尤其是 A 股方面，上证指数更是突破了今年 3 月 19 日创下的年内高点。

债市方面，美债市场同样在二季度经历了投资者的信任考验。

一方面，美联储担忧关税可能进一步引发“二次通胀”，将降息时间点不断延后，债券收益率持续高企；另一方面，美国债务规模不断膨胀、信用评级被下调、美元持续走弱等因

素也部分影响了投资者情绪，美债市场在二季度持续低位波动。从收益率角度看，美国 10 年期国债收益率仅在“对等关税”宣布初期短暂因为避险情绪下破 4%，此后一度高见 4.6%，直到六月中下旬才重新回到 4.3% 附近。中国债市方面，二季度表现平稳。季初在避险资金推动下，中国 10 年期国债收益率自 1.8% 进一步回落至 1.6%，此后在避险情绪有所缓和以及中国货币政策进一步宽松的双重影响下维持在 1.6%-1.7% 的区间。

外汇市场上，美元指数维持弱势。市场担忧美国财政前景以及政策不确定性或将冲击美元中长期信用并削弱其避险货币地位；加上欧洲经济或将进一步复苏，欧元区降息周期进入尾声等因素提振欧元表现，美元指数二季度跌破 100 点的重要整数关口并持续在下方运行。截至 6 月 25 日，美元指数季内大跌超过 6%。其中欧元兑美元大涨近 8%，英镑兑美元涨近 6%，美元兑日元下跌 3.5% 左右。受到中美贸易摩擦影响，离岸人民币二季度一度跌破 7.4 关口但迅速收复，此后随着美元指数整体走弱，人民币汇率二季度上涨 1.3%。

商品市场二季度继续吸引资金。在美国向全球其他经济体征收“对等关税”后，黄金再度受到追捧，Comex 期金和伦敦金现货双双一度突破 3500 美元 / 盎司，此后持续在 3200-3400 美元的区间内交投。原油虽然季初一度承压，但随着中东地缘政治局势趋于紧张，六月原油出现井喷行情，布伦特原油一度超过 80 美元 / 桶，此后以伊冲突结束，油价再度回复平静。

展望 2025 年第三季度，市场关注焦点将聚焦何处？投资者又将如何在波动市况下应对自如？

总体而言，我们预计虽然三季度市场或仍有波动，但今年投资最困难的时刻或已经过去。中美关税摩擦大概率不会进一步加大，全球经济虽会放缓但不至于衰退，美股、港股、投资级别债和黄金等大类资产也仍有投资机会。当然投资者在三季度也仍然将面对以下几个重要的不确定因素：

首先是地缘政治局势的不确定性。短期看我们认为以伊局势有所缓和且演变为大规模战争的概率微乎其微，但中东地缘格局随着伊朗势力削弱和美国的战略抽身留下了巨大的权力真空，未来复杂程度或进一步加深，作为重要的石油供应地与运输通道，中东政治形势对全球经济仍将产生显著影响。

其次，美国和其他经济体的关税谈判在三季度将迎来关键时间节点。鉴于目前的谈判进度，与所有国家完成全面谈判协议的可能性不高，随着到期时间临近，谈判双方可能通过释放较为强硬的信息试图获取更好的谈判结果，或将对市场造成短期冲击。我们需要尤其关注美国与欧盟、日本和中国等大型经济体的谈判进程。预计各方博弈仍将持续，而美国也将适当延长与各经济体的谈判期限。

最后，美国国内的各项政策也值得重点关注。根据 IMF 的经济增长预测，2025 年美国经济增长仍将继续领跑发达经济体，大部分权威经济预测机构也仍然对今年美国经济的基准预期是放缓但不至于衰退。但也需看到，特朗普政府的政策不确定性可能对美国乃至全球经济增加波动风险。三季度的观察重点是，财政方面，美国国会两院能否顺利通过债务上限的提升以及减税法案；而在货币政策方面，也需密切关注美联储是否将再度开启降息通道。

面对较为波动的市场与不确定的宏观政策与前景，三季度投资者的合理策略仍应是做好风险分散和科学的大类资产配置。

就权益市场而言，三季度我们建议投资者分散配置在不同风格、不同地域的股票组合。一方面，持续看好人工智能、信息通讯等资本开支扩大的成长行业；另一方面，也应适度配置金融、能源、公用事业等相对防御型行业以强化组合抗波动的韧性。地域方面，除了将美国继续作为核心配置方向外，更多关注估值更加吸引的 A 股、港股、欧洲等市场以获取更为多元化的回报来源。尤其是港股方面，目前国内经济表现平稳，且政策面持续保持积极宽松态势，投资者信心逐步恢复，而目前企业盈利呈现复苏，市盈率仍略低于过去十年的平均水平，经历二季度的回调后，三季度有望企稳回升。

而在其他市场中，我们认为美元或在三季度继续呈现偏弱态势，非美货币有望进一步走强。虽然美国长期国债在联储降息前受到通胀预期影响或仍将承压，但短中期国债的表现依然稳健。而在“弱势美元”下黄金仍是值得重点关注和配置的资产之一。我们预计在全球主要央行仍将进一步增持、投资者对于美国财政情况稳健程度有所担忧以及全球地缘政治局势仍然复杂的背景下，黄金仍将呈现波动上涨的长期趋势不变。

经历了二季度的大幅波动后，我们相信大部分投资者的心态将臻于成熟，对于分散配置的理解也将更为深刻，就像投资大师霍华德马克斯在《投资最重要的事》中所言，“市场的波动如同钟摆，是常态”。我们本期的标题叫做雨晴，就是希望投资者能够不被短期的市场起伏所干扰，虽然三季度的市场仍将充满未知与波动，但如果我们关注长期目标，合理分散投资，适时灵活调整策略，一定能看到雨过天晴后的明净与彩虹。



第一部分

宏观策略篇

逆向操作策略应对市场波动

我们在上季度中预期全球将朝向以意识形态主导的多极化状态，地缘风险料将有所上升。同时，美国总统特朗普的贸易政策或将深刻影响全球经济格局，欧美关系将出现根本性的转变，潜在的国际冲突或将使得全球经济增速相对放缓。

言犹在耳，在第二季度开局之初，美国总统特朗普在 4 月 2 日“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 57 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之外，美国同样没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，都加剧了投资市场的震荡，作为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、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，跌幅介于 8% 至 15% 之间；传统避险资产的黄金因投资者短期急速撤离其他大类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，美国作为此次贸易战 2.0 的发起者，资金同样从中流出，导致另一传统避险资产美国国债失去部分避险功能，美国 10 年期和 30 年期的债息在短短 4 个交易日内急速上行 162 个基点和 264 个基点。

美国债市的异动，令总额高企的美债压力进一步加大，也使得特朗普在 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，期间只会征收 10% 的基准关税，从而使得关税冲突大幅降温。市场情绪逐步修复，风险资产逐步回升，黄金价格仍然稳健，反应投资者在风险偏好改善的同时，亦不忘兼顾防御性资产，谨防关税问题再度出现变数。

贸易战 2.0 其后再度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》，美国今年开始对中国商品加征的进口关税由 145% 降至 30%，中国对美国加征的进口关税由 125% 降至 10%。（另外中美双方加征的 24% 关税税率将暂缓 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、韩国等国加快贸易谈判。

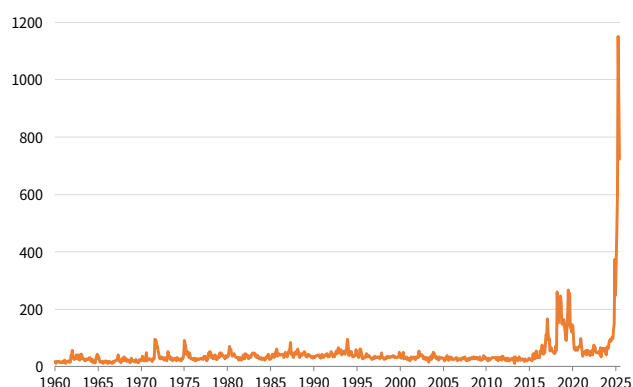
正当没有硝烟的贸易战 2.0 暂息，中东地区地缘政治形势却再度紧张。6 月中旬，以色列对伊朗发动代号“雄狮崛起”（Rising Lion）的袭击，针对伊朗首都德黑兰、核研究设施及军事基地等发动空袭，并声称要遏止伊朗制造核武器。美国其后接力空袭伊朗核设施，伊朗声言报复及威胁关闭霍尔木兹海峡。“以伊冲突”爆发，为市场增添更多不明朗的因素，布伦特原油价格在以色列空袭伊朗后，短短半个月时间迅速走高 11%。不过，以色列及伊朗随后宣布停火，市场情绪随即有所好转。第二季度的政经发展与我们的预测大致相若。进入第三季度，我们认为全球关税问题的“至暗时刻”或已过去，“以伊冲突”仅维持短短 12 日便暂告平息，贸易及地缘政治为投资市场带来的不确定性更多以短期影响为主。但贸易战 2.0 发展、“去美元化”情况、地缘政治局势连带相关的黄金避险需求，在第三季度仍将继续是市场焦点和左右资产价格的主轴，下文将会做出分析。此外，特朗普政府多变的政策和美联储货币政策的不确定性等，料将令市场的好、坏消息将更频繁交错出现，从而导致投资市场情绪在短时间内会反复转变。投资者在经过第二季度的“历练”后，预期已逐步了解到市场走向会在极短时间内反复波动，投资策略亦需要因时制宜做出调整。我们建议投资者在第三季度可采取逆向操作策略，以应对市场环境随时变化的不确定性。具体来说，在市场情绪过度乐观时，可提前将获利的增长型股票及高收益债券等具成长型或风险较高的资产落袋为安，并趁低吸纳防御性较高的资产。当市场情绪过度悲观时，则逐步减持防御性资产，重新加大成长型资产的配置。同时，第二季度中建议从资产、地区及时间等维度作多元化投资的策略，在第三季度仍然是相当重要的中长线投资策略。|

贸易战 2.0 何去何从？

美国总统特朗普在 4 月 2 日开启贸易战 2.0 的争端后，市场情绪一度非常悲观，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走弱。然而，特朗普政策在短短一星期后便改弦更张，宣布暂缓征收对等关税 90 天，只征收 10% 的基准关税，导致市场情绪迅速好转。虽然中美其后继续互征关税，关税税率更是一度高达 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，贸易战 2.0 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 天日期将会在 7 月 9 日届满，而对中国的休战期则会于 8 月中到期，90 天后贸易战的发展何去何从，更值得投资者的关注。虽然关税暂时休战，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信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 月份的历史高位的 1,151 点已有显著回落，但仍高于自 1960 年以来月平均的 44 点，亦较贸易战 1.0 时平均约 166 点高出数倍。我们认为，关税不确定性的高峰期料已过去，但仍有不少风险未能完全消除，市场对贸易政策前景也依然不甚明朗。

环球贸易政策不确定性指数



数据来源:Caldera et al.(2020), 东亚中国财富管理, 数据由 1960 年 5 月 1 日至 2025 年 5 月 1 日

我们通过情景分析，推测贸易战 2.0 在第三季度的发展。其中，基本情景预期出现机率最高，我们预计有 70%。在此情景下，预期中美料将会达成进一步的贸易协议，但只会局限于部分的商品，由于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，在贸易战 2.0 爆发后，中国出口至东盟的货值出现急升，在 4 月及 5 月分别同比上升 20.8% 及 14.8%，同期出口至美国的货值则分别下跌 21% 及 34.5%。虽然华盛顿声称要杜绝中国“洗产地”的行为，但预期由于美国社会对中国的日常生活产品需求刚性以及为避免通胀大幅上升，料美国对部分东南亚国家的关税会相对放宽。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，在基本情景下，预期美国经济将能避免陷入衰退，仅会出现放缓，而美联储亦将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，以抵消关税冲击。

如果出现基本情境，预期股票（尤其是 A 股、港股及美股）、投资级别企业债券、黄金等资产或有较好的表现。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：

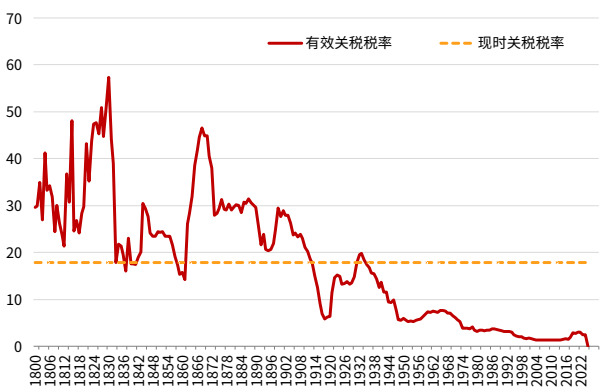
情境	发展	利好资产	出现机率
乐观	- 中美两国成功解决关税问题，关税税率大幅降低或取消； - 美国与多国达成全面贸易协定，只保留基准关税 - 美国经济增长重新加速、通胀回落、美联储加快减息步伐、中国经济（特别是出口及制造业）逐步改善、环球经济增长加快	股票（环球）、美元资产、高收益债券	15%
基本	- 中美就关税问题达成进一步协定，个别商品关税降低或宽免； - 美国降低部分东盟国家的关税，有利中国产品经东盟出口全球 - 美国会与部分主要贸易伙伴达成贸易协议，并会下调对多国的对等关税税率或进一步延长暂缓征收关税的期限，针对中国关税仍会高于其他国家； - 环球经济维持低增长 美国经济未陷入衰退，但出现放缓，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	股票（尤其是 A 股、港股及美股）、 投资级别企业债券、黄金	70%
悲观	- 中美两国关税谈判破裂，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、中概股退市等）	黄金、短期国债、避险货币、现金	15%

简而言之，我们认为市场原先最担心贸易战 2.0 带来中美经济脱钩及全球经济出现衰退等极端风险，基本已经消除。此外关税对美国经济的反噬效果已逐步显现。根据耶鲁预算实验室（Yale Budget Lab）的最新估算，美国的平均有效关税仍高达 17.8%，为 1934 年以来最高，高关税势必影响美国的通胀及经济前景。根据世界银行在 6 月公布最新的《全球经济展望》报告，美国 2025 年的经济增长率料只得 1.4%，较今年年初预测减少 0.9 个百分点，除去 2020 年因为疫情影响不算，增速为近 16 年以来最低。

因此，我们预期，美国在此次的贸易战中，短期纵使不会立刻“鸣金收兵”，但亦无意进一步令摩擦大幅升温。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应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，鲍威尔将进一步延后减息进程。另外，我们预期美国对中国的态度或将更倾向色厉内荏，主因中国的反制手段将较为有效：包含减持美国国债及限制稀土出口等，这些将有助于降低爆发全面贸易战的风险。不过，投资者也需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遵守贸易协议

等，特别是若其处理好《大而美》法案（One Big Beautiful Bill Act）以及中东的地缘危机后，料会重新将焦点放回贸易议题上，并会以“且战且谈”的方式换取更大的议价空间，料将持续对投资市场带来波动。|

美国有效关税税率状况（%）



数据来源: Caldera et al.(2020), 东亚中国财富管理, 数据由 1800 年至 2025 年

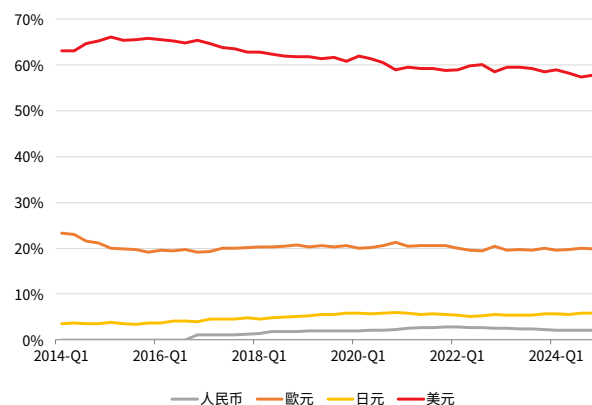
美元在全球主导地位能否持续？

美元在二战后，在全球央行外汇储备、资金结算及投资共三大市场一直保持主导地位，反映出其作为全球最大经济体的重要角色。然而，由于美国政府债务问题和贸易战引发美国经济放缓的忧虑，以及地缘政治局势转变和美国与传统盟友关系更加疏远等因素影响，即使美国总统特朗普一再宣扬其“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“美国例外论”（American exceptionalism）将受到动摇，美元及美元资产可能会失去主导地位。事实上，早在 2024 年第三季度的投资展望中，我们已经率先提及“去美元化”的话题。如今刚好过去一年，“去美元化”的声音也越演越烈，正是时候再次检视。

美元在全球扮演者 3 大重要角色，分别是储备、资金结算和投资。在此开门见山，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，却碍于人民币资本项下无法自由兑换，皆令目前没有其他货币能撼动美元地位。

先从储备角色说起，根据国际货币基金组织公布的最新数据，在 2024 年第四季度，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% 的日元，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相较于其在 1999 年至 2000 年高峰时的接近 70% 已经出现明显下跌，但仍属央行首选的外汇储备货币，且远远抛离第二位的欧元。若将非货币的黄金计算在内，虽然央行对黄金需求越来越大（下文将进一步阐述），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然有弱化，我们亦认为各国央行多元化其外汇储备的趋势将会持续，但整个过程仍会相对缓慢，故美元在外汇储备的龙头地位料可长时间维持。

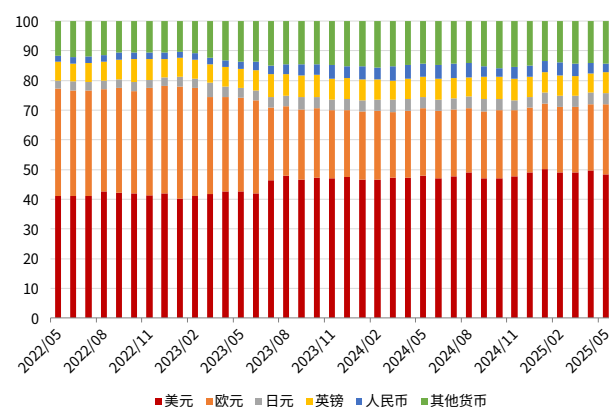
主要货币在全球央行外汇储备占比变化（%）



数据来源：国际货币基金，东亚中国财富管理，数据由 2014 年第 1 季至 2024 年第 4 季

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% 有所上升。金砖国家和东协国家正在贸易方面推进本国货币结算，虽然有部分的资金结算未通过 Swift 系统而无法在数据中反映出来，但预计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）（%）



数据来源：环球银行金融电信协会，东亚中国财富管理数据，数据由 2022 年 5 月至 2025 年 5 月

再从储备及资金结算方面来看，美元失去主导地位更只是杞人忧天之谈，但不能否认的是，投资市场的“去美元化”确实来得更快和更明显，从美元指数走弱、美国中长期国债在近期的市况波动情况下未凸显避险功能、以及非美货币明显走强等，都侧面反映出美元资产的受欢迎程度不及从前，主要是由于美国目前是全球不确定性的主要来源之一。数据方面，截至今年1月底，美国政府债务占GDP约120%，水平仅次于疫情期间，令市场担忧其财政会持续恶化。此外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削弱央行独立性，经济有可能放缓等等，也都令市场担心美元资产的稳健程度，投资者开始对大量持有美元资产是否最佳的投资配置产生怀疑。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月以来的次高。美债需求减弱令债市下跌，从而导致收益率上升，意味着美国政府借贷成本持续增加，令财政问题更为严峻，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，从而陷入恶性循环。

美国政府似乎也有所意识，早前通过《天才法案》（Genius Act）的稳定币法规，允许以存款或美债作储备资产，试图通过稳定币加强美债需求。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仅是杯水车薪。不过，我们预期，稳定币市场规模在未来或可达2万至4万亿美元，届时对美国国债或可带来一定支撑。

另一方面，美国总统特朗普正积极推动的《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）”的税收条款尤为引人关注，市场担心或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为对美国企业征收“不公平税制”时，美国将可对该国的个人、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，并会在2027年开始征收。一旦法案获得通过，有可能令海外投资者进一步减少其美元资产的持仓，降低税务风险。

虽然美元料会继续在全球金融、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不确定仍较高的背景下，预期投资者将会继续多元化其投资，避免风险过度集中于美元资产。因此，我们预期，美元指数在第三季度将会震荡走势作区间波动，但短期不排除部分避险资金仍会选择美元及相关资产。|

金价强势走势将可持续？

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犹疑之时，其避险功能略有失色，令另一传统避险资产黄金成为受益者。

国际黄金价格年内表现强劲，截至 6 月 25 日，金价今年累计上涨 27%，以收盘价算曾 25 次创出历史新高。在 6 月下旬，金价曾受“以伊冲突”刺激，在 6 月 13 日创出每盎司 3,432 美元的高点，然而随着以伊冲突仅 12 日后便宣告停火，金价随即回落。金价在上半年曾冲穿 3,400 水平均无以为继，那么目前金价是否已经见顶？

在过去 25 年，金价有 19 年录得上涨，最长一次的周期在 2001 年至 2012 年，曾经连续 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 10.6 倍，年化回报率超过 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，期间升幅 289%；第 2 次在 2008 年 10 月至 2011 年 9 月，维持周数达 150 周，期间升幅达 156%；第 3 次在 2015 年 11 月至 2020 年 8 月，维持周数为 246 周，期间升幅有 92%；第 4 次是从 2022 年 9 月至今，由于此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，此次维持的周数 144 周，累计上升 104%。从黄金牛市的历史周期来看，此牛市无论维持周数及涨幅均在正常范围之内。

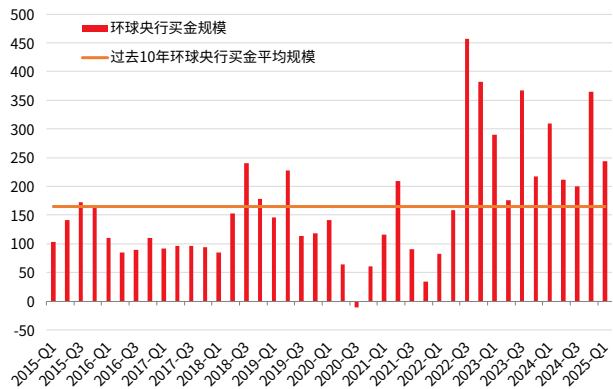
黄金在过去 25 年出现 4 次牛市			
开始时间	结束时间	维持周数	期内升幅
2001 年 3 月 30 日	2008 年 3 月 14 日	364 周	289%
2008 年 10 月 31 日	2011 年 9 月 9 日	150 周	156%
2015 年 11 月 27 日	2020 年 8 月 7 日	246 周	92%
2022 年 9 月 23 日	2025 年 6 月 20 日 *	144 周	104%

* 暂时截至 6 月 20 日当周

除历史数据外，我们认为，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，都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，全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》显示，73 家受访的央行中，高达 95% 表示在未来 12 个月会进一步增加黄金储备。值得令人注意的是，截至 4 月 30 日，净买入黄金的央行前无位分别是波兰、阿塞拜疆、中国、土耳其及捷克。这些新兴市场央行成为购买黄金的新势力，其购买力不容小觑，有助于扩大整体黄金需求基础。虽然全球央行在今年首季度购金的规模约 244 吨，环比减少 33%，但仍处在过去 3 年的季度平均购金水平。因此，我们预期，全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。

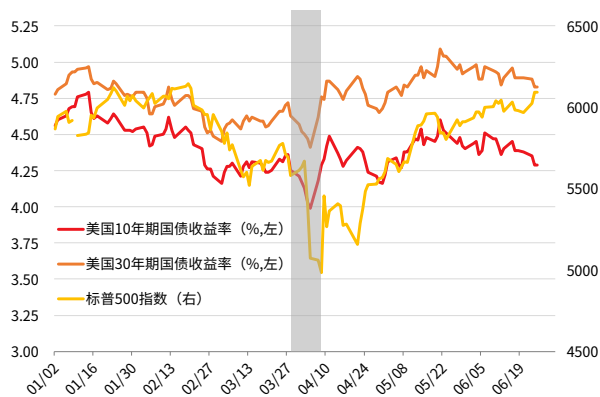
全球央行每季度购买黄金规模（吨）



数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据由 2015 年第 1 季至 2025 年第 1 季

全球央行持续增加黄金储备之时，投资者对黄金的投资需求同样旺盛，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 年期国债的收益率却出现先抑后扬的走势，我们认为有部分避险资金别无他选，改为流入黄金。



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 12 月 26 日至 6 月 25 日

今年 5 月，佛罗里达州州长德森蒂斯（Ron DeSantis）签署了《999》法案，允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，暂且不论美国其他州是否会跟进，但此举已显示“去美元化”的趋势已有端倪。

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一季度同比大增 1.7 倍，达 552 吨，与 2022 年第一季俄乌冲突爆发时的水平相当。其中，黄金 ETF（交易所买卖基金）的需求相当旺盛，今年前五个月流入金额相当于 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，故我们认为黄金 ETF 的全球持仓量仍有上升空间。

整体而言，我们认为黄金价格在第三季度仍具备有上行空间，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、全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，是我们在投资组合中应该配置一定比例的资产类别。

第二部分

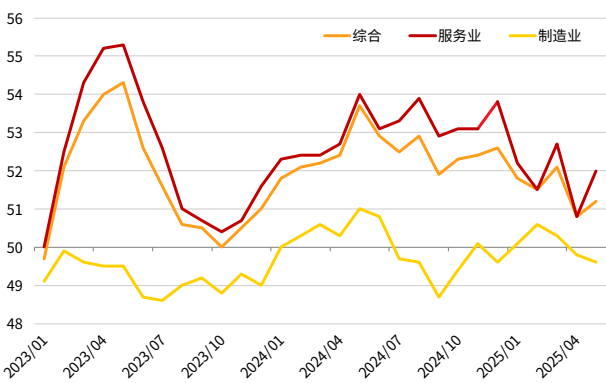
宏观经济篇



全球经济在贸易摩擦下面临多重挑战

全球经济增长预计将放缓至疫后复苏以来的最低点。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，对全球经济带来极大不确定性，并引发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，下行风险或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%，为疫后复苏以来最低的增速。

全球采购经理指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2023 年 1 月 31 日至 2025 年 5 月 31 日

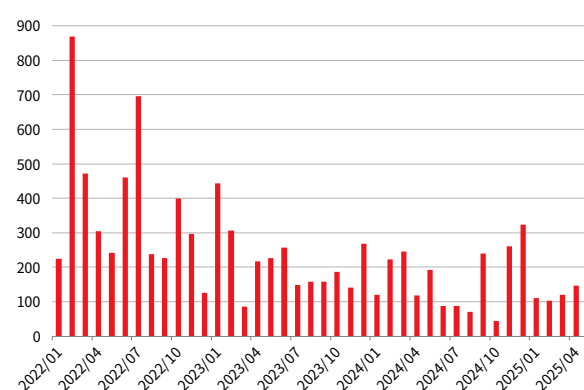
美国经济展望

关税影响持续显现，美国经济料将进入减速期



受政策反复和关税不确定性影响，美国经济下行压力不断加大。2025 年一季度，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、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，短期经济数据可能持续“失真”。关税政策频繁调整已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。劳动力市场方面，失业率保持基本稳定，但新增职位数明显放缓，反映就业市场正逐步降温。此外，正在推动两院通过的税法改革，虽有助于刺激需求，但将加重财政赤字，引发市场对美国财政可持续性的忧虑，导致国债收益率长期高企。随着商业周期尾声迹象显现，预计美国经济将有所放缓，2025 年美国经济增长或会降至 1.2%。面对需求放缓，预计美联储在 2025 年下半年再度启动减息，预计 9 月及 12 月将各减息 25 个基点。

新增非农就业职位数目（千人）



数据来源：CEIC，东亚中国财富管理，数据由 2021 年 12 月 1 日至 2025 年 5 月 1 日

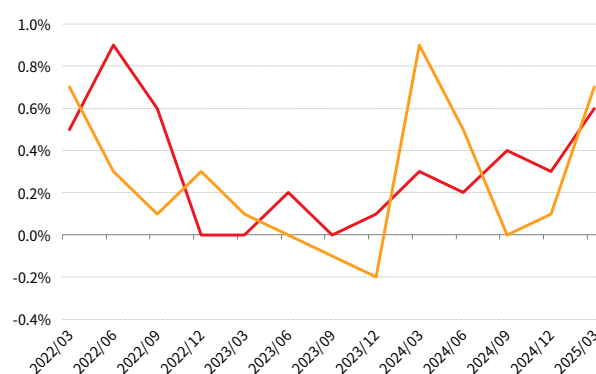
欧洲经济展望

公共开支抵消关税压力，欧洲经济将温和增长



欧洲经济于 2025 年迎来良好开局。2025 年一季度，欧元区经济增长率环比增长率由前一季度的 0.2% 加速至 0.4%，英国经济则在服务业和工业生产带动下，环比增长 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二季度已呈放缓走势。同时，欧元区和英国的通胀走势出现分化。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，并暗示货币宽松周期可能接近尾声。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，预计英国央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。欧盟表示若如谈判失败，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助提振商业信心，抵消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（同比 %）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2022 年 3 月 31 日至 2025 年 3 月 31 日

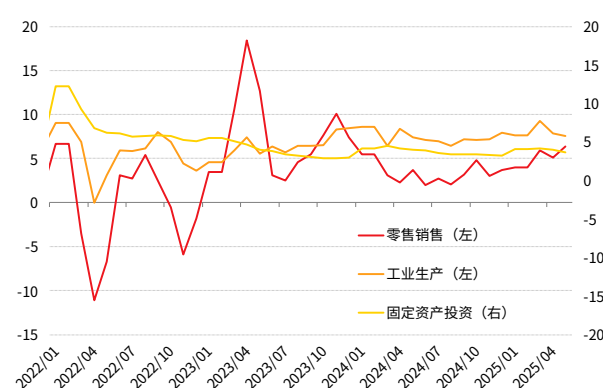
中国经济展望

中国内需进一步发力，支持经济稳步扩张



中国经济在 2025 年上半年保持韧性。尽管外部挑战加剧，中国持续加大稳增长政策的力度，巩固经济持续向好的势头。2025 年一季度，中国经济同比增长 5.4%，与前一季度持平并超出市场预期。进入二季度，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担忧。然而，中美贸易关税仍存较多变数，外贸下行压力或会加大。与特朗普首届任期相比，当前中国经济韧性明显加强，管理层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，中国加大货币政策力度，包括下调逆回购操作利率 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，预计管理层仍具备进一步政策空间如减息降准、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经济政策信号，为实现今年 5.0% 的经济增长目标打下更坚实的基础。|

中国零售销售、工业生产及固定资产投资（同比 %）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2010 年 1 月 31 日至 2025 年 5 月 31 日

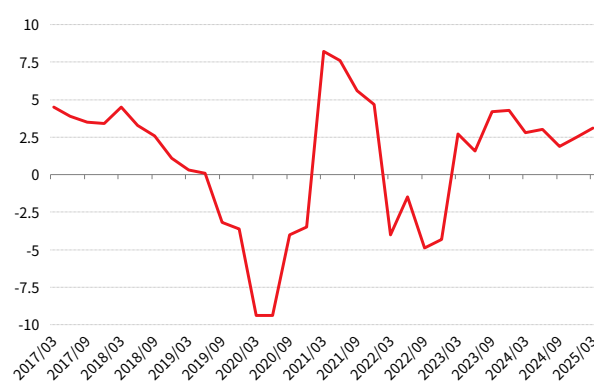
中国香港经济展望

在中国政策支持下，中国香港经济或延续平稳增长



中国香港经济保持稳健增长势头。2025 年一季度经济同比增长 3.1%，增速高于去年第四季度的 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%，因此预期美国的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，受惠于中国内地强而有力的政策支持、金融市场活力回升及减息预期，香港经济有望延续平稳增长步伐，特区政府亦保持 2025 年全年经济增长预测在 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 美元的强力兑换保证，不仅推动市场流动性上升，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，中国经济表现优于预期、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。股市交易量亦渐趋活跃，2025 年前五个月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，房价走势也逐渐回稳，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。

中国香港实际经济增长（同比 %）



数据来源：中国香港政府统计处，东亚中国财富管理，数据由 2017 年 3 月 1 日至 2025 年 3 月 1 日

第三部分

全球股市篇



今年第二季度，美股市场经历了大幅震荡，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分国家加征远超市场预期的“对等关税”，让市场措手不及。在滞胀忧虑情绪蔓延下，标普 500 指数曾在 3 个交易日内最多下跌约 15%，最低下探至 4,835 点，而 VIX 波动指数一度急升至 52。正当市场风险避险情绪大幅上升时，特朗普却在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，意味着贸易战尚有谈判余地。标普 500 指数在 4 月 9 日应声反弹近 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，互相暂免征收高额关税 90 日，市场对贸易摩擦之忧虑进一步降温。此外，美股一季度业绩表现亮眼，人工智能相关科技股盈利增长及收入前景指引大范围超出预期，成功抵销了因美国债务忧虑使得美国国债收益率大幅上升的负面影响。标普 500 指数在 5 月至 6 月上旬期间势如破竹，成功收

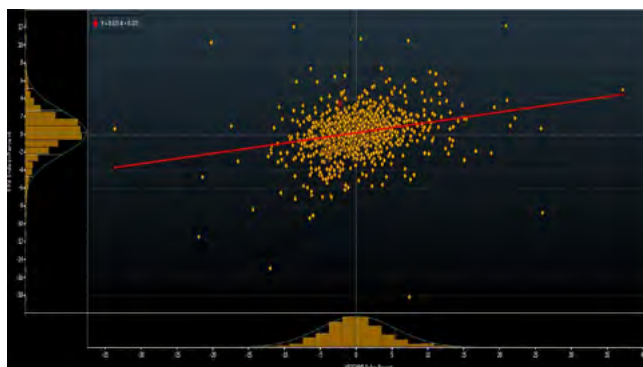
复 6,000 点大关，期间升幅高达 9%。6 月中旬以伊冲突爆发，国际油价急升再度重燃引发美国二次通胀的忧虑，幸好在美国宣布介入后短时间内便平息局势，继而签订停战协议。期间标普 500 指数虽仍有震荡，但幅度非常温和，局势缓和后更突破了 6,150 点的历史新高。

总体而言，第二季度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 指数之涨幅分别为 5%、10.6%、17.6%，后两者更是成功创下了历史新高。进入第三季度，我们认为特朗普的贸易政策依然存在不确定性。美国财政赤字忧虑或令国债收益率居高不下，加上经济数据和企业第二季度盈利均存在增长放缓风险，预计美股市场仍会面临阶段性回调压力。不过，我们认为美国将陆续与主要国家敲定贸易协议，关税对美股盈利的威胁或有望降温，而且税法法案通过及美联储重启降息均属潜在催化剂，支持美股表现在本季度再度延续上涨势头。

美债收益率高企影响有限，“Fed Put” 行情有望重演

从历史走势看，美股表现往往跟美国国债收益率呈现负相关，即收益率走高将导致股市承压。然而，在今年 4-5 月期间，美国长期国债名义收益率显著攀升，其中 10 年期与 30 年期收益率分别高达 4.6% 及 5.1%，但这次美股市场却依然表现强劲，没有出现像 2023 年第二季度期间“股债双杀”的格局。事实上，根据过去 20 年的回归分析结果，美国 10 年期国债收益率与标普 500 指数的周线表现之相关系数为正 0.25，代表两者走势长期而言其实存在微弱的正向关系。归根到底，长期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，所以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 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，市场随即大幅下调美国今年经济步入衰退的概率，自然会促进投资者抛售债券而买入股票。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，关税税率维持在相对温和水平，那么在债券收益率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。

标普 500 指数（Y 轴）及美国 10 年期国债债息（X 轴）在过去 20 年的走势相关性



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2005 年 6 月 27 日至 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，可能很大程度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偏好形成冲击，股市出现调整的概率会大幅增加。过去 20 年，若美国 10 年期国债收益率在 10 周内上升超过 110 个基点（约 1 个标准差），期间标普 500 指数录得跌幅的比例平均为 80%，但平均跌幅为 1.4%，相对仍算温和。

2000 年至今美国国债收益率大幅上升周期下的美股表现

日期	美国 10 年国债收益率变化	变化幅度（基点）	标普 500 指数变化	变动幅度
2003 年 6-8 月	3.07% → 4.66%	159 个基点	996 点 → 990 点	-0.5%
2004 年 3-5 月	3.65% → 4.90	125 个基点	1,110 点 → 1,096 点	-1.3%
2009 年 4-6 月	2.78% → 4.00%	122 个基点	857 点 → 946 点	+10.4%
2022 年 3-5 月	1.67% → 3.20%	153 个基点	4,204 点 → 4,024 点	-4.3%
2022 年 8-10 月	2.76% → 4.34%	158 个基点	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在未来 10 年增加 2.4 万亿美元，加上政府债务上限料将显著上调，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。如果市场对美国财政可持续性的担忧加剧，进而推动长期国债收益率在本季度大幅上升，并进一步扩大期限溢价，不排除可能会引发美股出现阶段性震荡回调。

但整体上，我们认为美国政府短期内出现财政恶化或债务违约的机会仍然微乎其微。另外，美联储仍有多项宽松工具选项，如降息、停止缩表、重启量化宽松等，可以适时压低国债收益率从而帮助政府缓解融资成本压力。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略微转鸽。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，每当市场出现恐慌性抛售，以长线投资角度来说，往往就是趁低吸纳的理想时机。

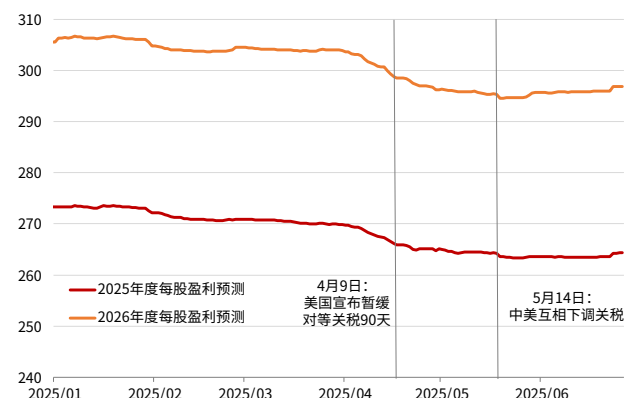
投资角度上看，在美国国债收益率依然维持较高水平（10 年期收益率在 4.2% 上方）的情况下，我们认为投资者应适度降低对利率敏感度较高的中小型股票（例如罗素 2000 指数成分股）或高负债企业的持仓比例。相较于标普 500 指数来说，罗素 2000 指数拥有较高净负债率、较大比例的浮动利率债务，以及较为微薄的经营利润率，使其在高利率环境下盈利能力更易受到侵蚀，股价表现也往往跑输。除非本季度美联储释放出较为强烈的降息讯号，引导长端债券收益率显著下挫，否则我们仍然偏好资产负债表稳健的大型股票，其中金融板块有望较受益于债券收益率曲线呈陡峭状态的投资环境。|

美国前瞻性数据率先反弹，盈利下行趋势或迎来拐点

尽管特朗普在 4 月中上旬已宣布暂缓对等关税措施，但美国近期公布的经济数据表现依然良莠不齐。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环比下降，反映美国短期内的经济增长动能正面临放缓。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、咨商会消费信心指数、PMI 制造业指数等，则已经自近期低点大幅回升。换言之，随着特朗普政府暂停征收高额对等关税，并释出愿意跟贸易伙伴磋商的态度后，美国消费者及生产者对未来经济前景的展望已转趋乐观。

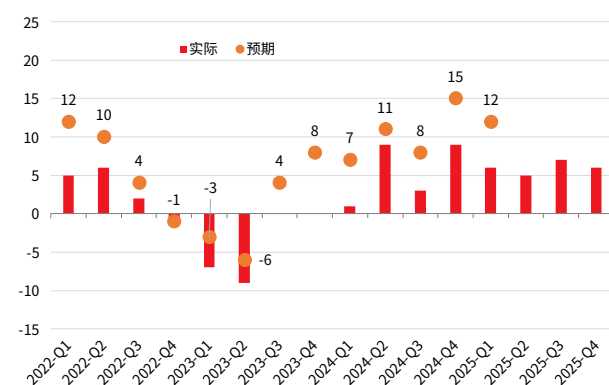
根据彭博相关数据，截至 6 月 23 日，市场对美国 2025 年经济增长的预测平均为 1.4%，较今年一月初预测增长 2.1% 显著下调。期间，市场对标普 500 指数的 2025 年和 2026 年每股盈利预测分别下调约 3.6% 和 3.3%，至 263.5 和 295.8 美元。虽然特朗普在“解放日”公布的激进关税政策确实是动摇市场信心的始作俑者，经济增长及企业盈利预测调降无可厚非。但当美国政府已先后在 4 月 7 日和 5 月 12 日宣布分别给予主要贸易国家与中国各 90 天关税暂缓期，市场对美国年内经济增长预测以及标普 500 指数盈利预测却未见明显上修。甚至连上文提及的前瞻性经济指标表现也已扭转跌势，而市场对经济及盈利前景展望依然无动于衷。过去特朗普反复无常之贸易政策，或令经济师及分析员的预测普遍趋向谨慎，但这也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将更大。事实上，在 2022 年一季度至今年一季度期间合共 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超过预期在近年美股市场已屡见不鲜。

标普 500 指数盈利预测趋势变化（美元）

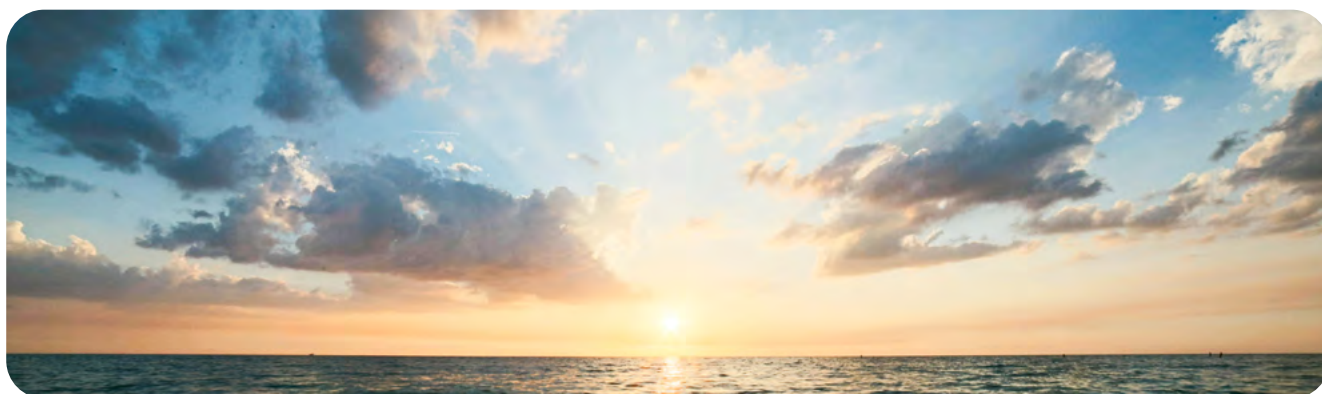


数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 12 月 30 日至 2025 年 6 月 27 日

标普 500 指数季度盈利增长与市场预期对比 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2022 年第一季度至 2025 年第四季度



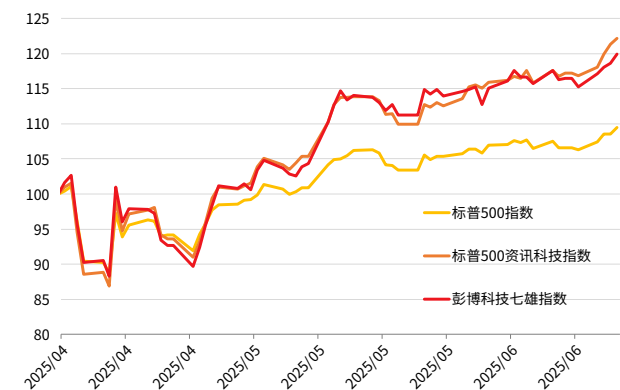
我们认为，本季度特朗普政府将加速与各主要贸易伙伴签订贸易协议，双边关税税率维持温和水平，再配合赋予特定重点行业（例如电子消费产品、半导体、汽车零部件、稀土等）关税豁免，本地就业市场与消费环节所受到的冲击或较为有限。本季度公布的经济数据或有惊喜，从而触发经济增长和企业盈利预测重新上调。更重要的是，特朗普的《大而美法案》在7月份已获国会两院表决通过，意味可永久延长2017年《减税与就业法案》中对企业的减税条款，避免其在年底失效。

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，但仍然可有效减轻普遍民众的税务负担以刺激消费，而美国各行业的企业盈利也可间接受益，尤其是先前受到关税问题困扰导致盈利预测遭大幅下调的非必须消费板块，或有机会引来盈利预测转折点。|

人工智能板块盈利增长料继续领跑群雄

经过 4 月上旬因“解放日”对等关税公布后的市场暴跌后，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高点，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 指数的期间涨幅。至于过去 2 年大部分时间均独领风骚的“美股七雄”指数，期间反弹幅度约 19.9%，表现同样坚挺，但小幅跑输资讯科技行业指数，反映市场资金配置 AI 领域的股票标的已渐趋分散和多元化。

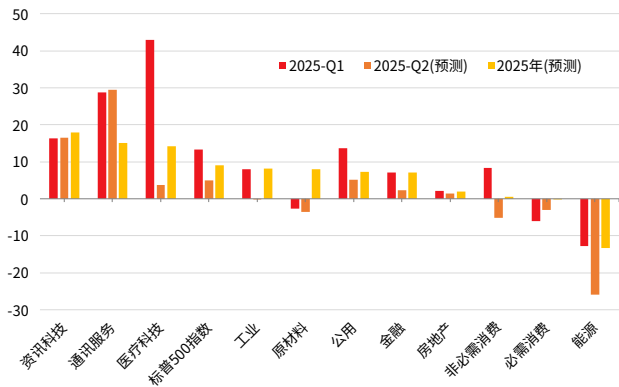
标普 500 指数、标普 500 资讯科技指数、彭博“科技七雄”指数二季度表现 (%)



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2025 年 3 月 31 日至 2025 年 6 月 26 日

从业绩角度分析，今年第一季度资讯科技板块的收入和盈利同比增长分别为 12.5% 和 16.4%，在 12 个分类行业中分别排名第一和第三；另一个同样与人工智能业务息息相关的板块是通讯服务，其第一季度收入和盈利同比增长分别为 7.6% 和 28.8%，排名第四和第二。这两大板块除了成功在一季度交出亮眼业绩外，不少成分股也提供了第二季度正面盈利指引，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 (%)



数据来源:FactSet, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 6 月 27 日

我们认为未来几个季度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：

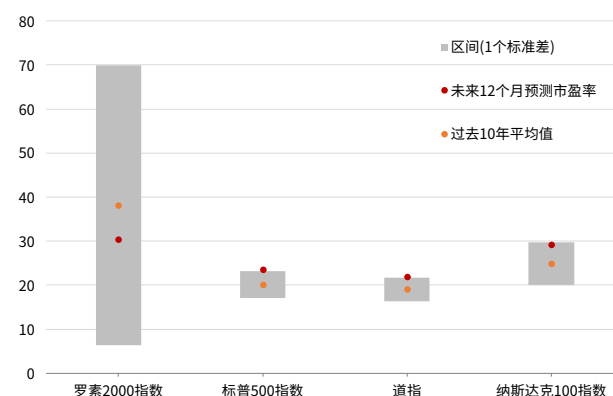
根据企业第一季度业绩的前瞻指引，美国主要科技巨头均维持 2025 年较进取的人工智能相关资本开支，个别大型云端服务供应商甚至持续加码人工智能基础设施建设，尤其用于训练及推理 AI 大模型的伺服器及数据中心设施。这反映出美国人工智能产业投资基本上没有受到宏观经济增长放缓、贸易战升级、中国 DeepSeek 崛起等因素的影响。上游高端半导体企业有望持续受惠于市场需求强劲，加上尖端芯片产能逐步提升，今年盈利增速可继续看高一线。

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 预期将于本季度末登场。美国科网巨头的新一代大模型料透过大幅增加参数规模及强化推理能力，将显著提高文本生成、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。大型云企业股票料会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。

仍有上行空间，标普 500 指数目标 6480 点

股指方面，截至 6 月 27 日，美股三大主要指数道琼斯工业平均指数、标普 500 指数、纳斯达克 100 指数的预测市盈率分别为 21.9 倍、23.5 倍、29.1 倍，均高于过去 10 年平均估值水平约 1 个标准差。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%，期间指数虽曾有阶段性回调，但整体也维持大涨小回、屡创高位的格局。这在某种程度上反映了近两年投资美股市场的资金大多偏好成长型风格，主要催化剂来自于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，亦有助于支撑市场表现。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%，即同比增长约 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（倍）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 6 月 27 日

A 股与港股市场展望：稳中求进

第二季度 A 股与港股经历了大幅波动，一连串重大风险事件接连发生，包括美国宣布对华加征高额对等关税、中方对美启动严厉反制、美国主权债务评级被削、以色列与伊朗发生冲突等，恒生指数和沪深 300 指数期间分别最多下跌约 17% 及 10%，一度下探 19,260 点和 3,514 点。幸好两大指数最终均尽数收复失地，主要催化剂来自于中美贸易磋商进度理想，关税对经济的负面影响有所缓和。此外，中资企业一季度盈利超预期、中央宽松政策基调持续，以及外资持续流入香港拉低港元拆借利率等利好因素亦功不可没。二季度恒生指数及沪深 300 指数的回报分别为 4.1% 和 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涨幅，跑赢指数 9% 至 15% 不等。非

必须消费板块则逆势向下，跌超 6%。至于上季度建议重点关注的板块，其中评为“看好”的人工智能 (AI) 概念股表现分化，其中 AI 应用类股票走势普遍较佳；同样评为“看好”的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”的中资电力股则意外成为大赢家，多只股票均收获超额回报；同样评为“审慎乐观”的香港公用及电讯板块亦交出亮丽表现。

进入第三季度，我们认为 A 股和港股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的呵护下，相信投资者仍有稳中求进的机会。|

中央财政刺激料有序退坡，关注保障型及服务型消费板块

随着中国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。投资者不宜对七月即将召开的中央政治局会议抱有过度憧憬，我们认为上调全年预算赤字目标及特别国债发行额度的概率较低，反而宽松政策可能逐步退坡，短期可能对大市走势形成制约。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，基于上半年已消耗其中的 1,620 亿港元，意味下半年补贴投放的节奏将有所放缓。连同去年的高基数效应、购买力提前透支等因素影响，下半年中国零售销售增速或有所放缓，尤其对部分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，甚至有机会引来更激烈的降价促销竞争，为相关消费品牌企业及几大电商平台的利润率带来下行风险。事实上，相关板块的重点股票自 6 月已普遍已跑输大市。当然，投资者谨慎应对之余，也不代表需全面清仓，关键在于挑选具备差异化竞争优势，并能够持续提升市场份额的优质股票。

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，有序转移到以下两大方向：

一个是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。

另外一个则是强化金融支持力度，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》，剔除 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。

有鉴于此，我们预期资金将继续对 A 股和港股市场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票料较受追捧。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 年第二季度中国主要消费细分行业表现比较

消费细分行业	代表股票数目 *	期间升 / 跌比例	期间平均波幅
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%

* 仅计算恒生指数 / 恒生国企指数 / 恒生科技指数之成份股

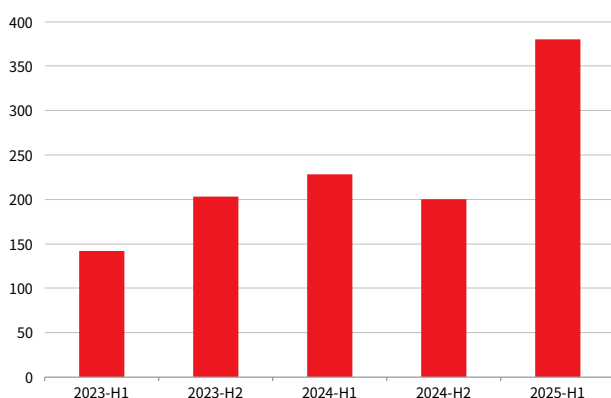
宽松流动性锦上添花，但资金流向变数多

资金流动性对 A 股与港股的影响力可谓举足轻重。过去数月市场显著走强，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、港元拆借利率急跌等因素，为 A 股与港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，料将成为后市关注的多空风向标，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

上半年国内股票型基金发行量高达 380 只，发行总额达到 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 基金发行数量同比增长超过一倍。这意味着更多闲置资金将被激活入市，或者更大比例资金从债市转投股市，将为下半年内地 A 股与港股市场的资金池奠定稳固基础。若中国监管层加速推动 ETF 互联互通扩容、优化基金费率改革等举措，投资者参与门槛该或可进一步降低，两市可望迎来更大批“活水”入场。另外，近年来中国基金公司发行被动型指数基金更加普遍，而这类产品大部分偏好追踪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，只要市场风险偏好维持正面，这些行业的重磅指数成分股自然更容易水涨船高。

2023 年至今国内新发行股票型基金数量

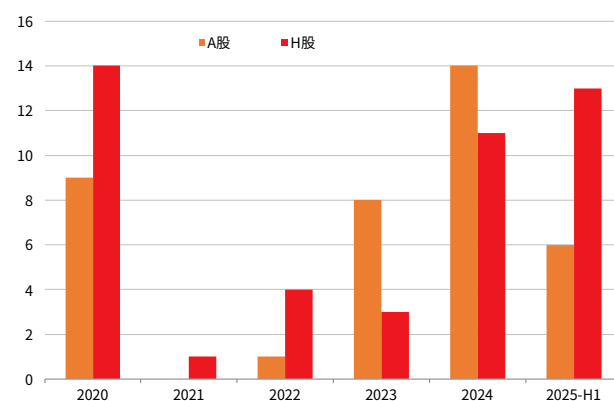


数据来源：中国证券投资基金业协会、中国基金报，东亚中国财富管理，数据由 2023 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日

■ 险资入市：短期步伐趋缓，中长线有利高息价值股

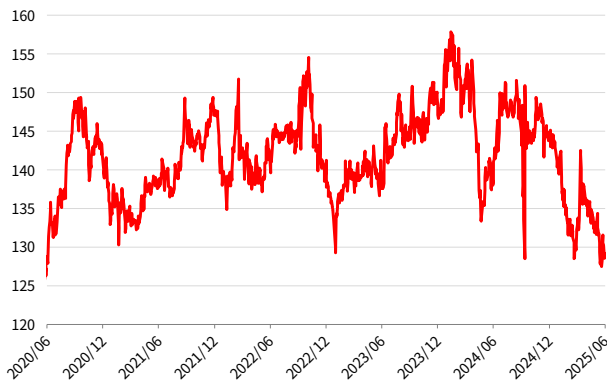
受惠于今年 4 月中央金融监管总局宣布放款国内保险企业偿付充足率档位要求，并且调高权益资产配置比例上限，预期可引导内地保险资金未来继续积极增配 A 股与港股。事实上，今年上半年险资举牌潮（即增持上市企业股票至 5% 以上）相当火热。截至 6 月 20 日，险资举牌总共 19 次，不但已达到 2024 年全年的 76%，且更是超过了 2021 年至 2023 年间的总和。值得关注的是，今年险资举牌的重点对象为香港上市的 H 股，有别于以往两年主要增持 A 股的现象，而银行 H 股则是险资最为青睐的吸纳板块。我们认为，保险资金对股票市场的持续加码意味着市场将获得稳定、长期的资金支持，特别是对于高股息、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 股的平均溢价已大幅收窄至 30% 左右，接近过去 5 年低点，意味着现阶段 H 股的吸引力已相对有所降低。如果保险资金在本季度稍微放慢增配 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 年至今保险资金举牌 A 股和 H 股次数



数据来源：中国保险业协会，东亚中国财富管理，数据由 2020 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 30 日

恒生沪深港通 AH 股溢价指数



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 6 月 5 日至 2025 年 6 月 27 日

■ 美元弱势及 HIBOR 走低: 变数繁多, 宜谨慎看待

二季度市场对美元避险货币地位有所动摇, 美元汇价大幅下跌, 触发全球资金转向流入亚太区市场。人民币亦间接受惠, 兑美元汇率期间反复上升约 2.7%。港元同业拆借利率亦因热钱大举涌入而迅速下滑, 1 个月期拆借利率曾经下跌至 0.53%, 创出 2022 年第二季度以来新低。这两项因素造就了港股市场 4 月中旬起的企稳反弹行情, 尤其对于部分本港利率敏感板块, 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航空、石化等行业。展望

三季度, 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支撑。不过, 外围资金流向受多个因素主导, 且往往变幻莫测, 投资者需警惕一旦美元抛售潮告一段落, 香港市场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借利率届时或出现逆转, 故短线欲继续增持以上所述板块, 仍需谨慎。

香港银行同业拆借利率及恒生地产分类指数的走势



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 6 月 5 日至 2025 年 6 月 27 日

中资股盈利预测上调趋势未变，维持恒指全年目标 26,000 点

基于中国第二季度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，同比增长 3.6%）仍偏保守，我们认为中资股上半年的业绩或为市场带来上行惊喜，从而激发新一波盈利上调行情。然而，下半年国内经济增长动能因出口放缓、消费面临去年高基数、楼市复苏乏力等问题，都将面临一定程度考验。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承压。综合以上因素，我们维持恒生指数 2025 年盈利预测 2,300 港元，相当于同比增长约 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 年平均值相当。受惠于中美初步达成贸易协议、中国 AI 科技产业迅速突破、香港资金流动性持续充裕等利好因素，我们依然相信 A 股和港股可延续估值恢复趋势，但潜在上修空间已较前期收窄。总体而言，我们维持恒指 2025 年预测市盈率目标 11.3 倍，同时维持今年底恒指目标水平 26,000 点不变。|

本季重点关注板块：

行业 / 主题板块	重点投资逻辑	看好程度 #
人工智能概念	- 政策大力支持 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。 - 互联网龙头企业将加码投资在 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。 - 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，料将有利具国资背景的电信运营商抢占政务云市场份额。	★★★★★
服务及必需消费	- 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。 - 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、体验、养老等服务式消费行业。 - 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。 - 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。	★★★★
中资券商	- 上半年香港市场新股上市集资额超过 1,000 亿港元，同比升超 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。中资券商为多家大型 IPO 的主要保荐人及承销商，料可显著提升投行业务收入。 - 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，预期可带动券商至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见高一线。 - 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，料仍有上调空间。	★★★
原材料	- 中央政府要求加强行业反内卷治理，推动落后产能有序推出，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。 - 中国宏观经济改善，房地产、制造业、新能源等环节稳步复苏，有利下游需求回升。 - 普遍细分板块目前估值仍处于偏低水平，且股息率吸引。若行业供需面得到改善，估值料有较大上调空间。 - 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)

第四部分

全球债市展望



2025 年上半年美国国债市场回顾

美联储在 2024 年减息 1.0% 后，2025 年年初至今保持在 4.25% 至 4.5% 之间，采取观望态度。与此同时，美国核心个人消费支出通胀率（PCE Core Inflation）从 2024 年 12 月的 2.86% 下降至 2025 年 4 月的 2.52%，失业率从 2024 年 12 月的 4.1% 略升至 2025 年 5 月的 4.2%。在美国通胀放缓、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 31 日的 4.24% 下降至 2025 年 6 月的 4.04%，反映市场对短期加息预期减弱。然而，30 年期国债收益率则从 2024

年 12 月 31 日的 4.78% 上升至 2025 年 6 月 6 日的 4.97%，这种长短债收益率分化较为罕见，上一次全年出现类似情况是在 2001 年，当时互联网泡沫爆破后，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上升，市场预期美国大幅增加国防支出将增加预算赤字。尽管 2025 年背景与 2001 年不同，但当前收益率曲线陡峭反映出投资者对短期经济放缓与长期财政压力的预期。

	2024 年 12 月底	最新数据	变动
美国 2 年期国债收益率	4.244%	4.039% (截至 2025 年 6 月 6 日)	-20.5 基点
美国 30 年期国债收益率	4.784%	4.972% (截至 2025 年 6 月 6 日)	+18.8 基点
美国联邦基金利率	4.25-4.50%	4.25-4.50% (2025 6 月)	-
美国失业率	4.10%	4.20% (2025 5 月)	+0.1%
美国核心 CPE 通胀率	2.864%	2.522% (2025 4 月)	-0.34%

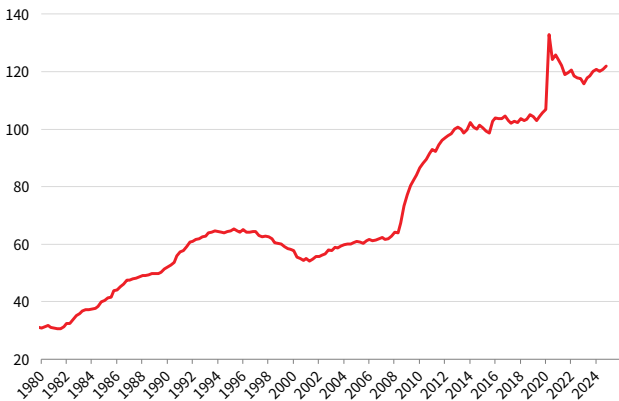
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 6 月 10 日

美国国债作为避险资产的吸引力下降

我们认为，市场对美国国债作为避险资产的吸引力正在下降，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忧虑。尤其在过去数年，美国债务占国内生产总值（GDP）的比例不断上升，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。预计在未来数年，赤字问题仍然难以得到彻底改善。

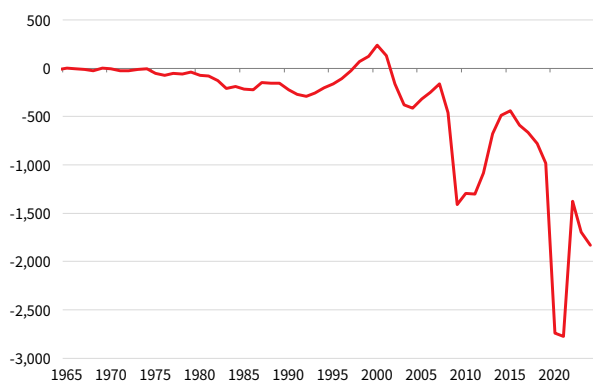
美国巨额债务的累计具有深刻的历史背景和结构性问题。自 1980 年代以来，美国政府债务占国内生产总值（GDP）的比例呈现上升的趋势。例如，1981 年该比例为 31.8%，而到了 2007 年全球金融危机爆发前夕，已攀升至 62.6%。金融危机后，为了刺激经济，美国政府实施了大规模财政支出，导致债务急剧膨胀，到 2010 年该比例突破了 90.1%。2020 年新冠疫情爆发期间，为应对经济冲击，美国政府再次推出大规模纾困措施，令债务与 GDP 的比例一度高达 133%。尽管随后有所改善，但 2024 年仍维持在 120% 左右（其中公开持有的联邦债务亦接近 GDP 的 98%）。截至 2025 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 106,000 美元的负债。

美国政府债务占 GDP 比例 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 1980 年 1 月 31 日至 2025 年 1 月 31 日

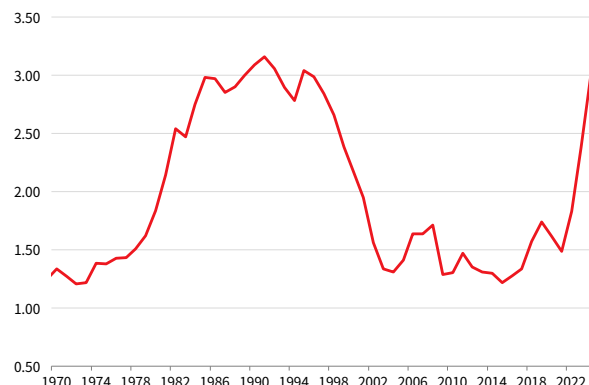
美国联邦政府预算财政盈余或赤字（十亿美元）



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 1965 年至 2024 年

联邦预算赤字方面，其严重性近年来尤为突出。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（Bloomberg FDEBTY），创下历史第三高记录，仅次于因疫情救济导致 2020 年的 2.7 万亿及 2021 的 2.8 万亿美元赤字。此外，在 2025 财年（自 2024 年 10 月开始）的前五个月内，美国累计联邦赤字已达 1 万亿美元，再创新高。这些赤字不仅数额庞大，更令人担忧的是其结构性的变化。以 2024 财年为例，美国联邦政府的债务利息支出首次突破 1 万亿美元（数据源自 Bloomberg），占 GDP 的 3.02%。而 2025 财年债券利息支出将占联邦政府 5.2 万亿美元收入的 19%。尽管联邦政府的债券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，目前政府需以高利率水平发行新债，将进一步加重未来的利息支付负担。上述财政压力不仅可能推高政府的借贷成本，还可能对全球金融市场的结构性构成潜在风险。

美国联邦政府债务利息占国内生产总值比例（%）



数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据由 1970 年至 2024 年

值得注意的是，2025 年 5 月 16 日穆迪将美国主权信用评级由最高的 Aaa 级下调一级至 Aa1 级，并将展望调整为“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，导致债务上限与预算谈判屡次陷入僵局。这些因素都将削弱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。在标准普尔在 2011 年首次下调美国评级，以及惠誉在 2023 年 8 月采取类似行动，加上此次穆迪的调降后，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可持续性的忧虑进一步加深。|

美国债务问题引发市场风险溢价上升

在当前环境下，美国国债对市场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，征收全球关税从而增加联邦收入的好处尚未显现。而根据众议院提出的 2025 财政年度预算调整法案，被称为“大而美法案（One Big Beautiful Bill）”的政策可能在未来十年内新增 2.4 万亿美元的基础赤字，加上利息，债务总额可能增加 3.1 万亿美元。2025 年第二季度，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，2025 年 4 月第二周，美国国债收益率在一周内飙升 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，近期从短暂倒挂恢复至正值。历史数据显示，2 年期与 10 年期国债收

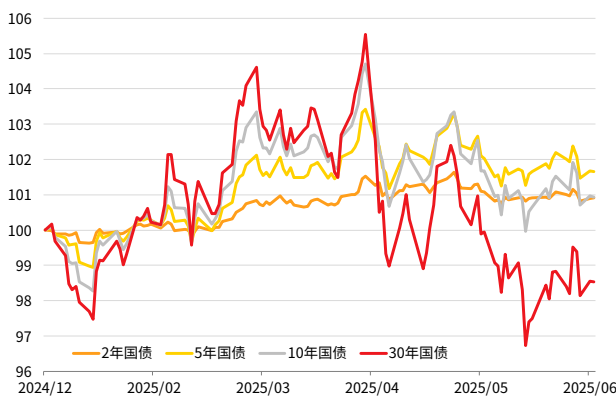
益率的倒挂通常被视为经济衰退的前兆。例如，2006-2007 年呈现倒挂状态之后，随后发生次贷危机及经济衰退；2019 年短暂的倒挂，亦预示了新冠疫情前的经济放缓势头。虽然当前收益率曲线已正常化并呈现陡峭模式，这通常被解读为经济前景改善的信号，但我们认为，目前陡峭化趋势也在一定程度上反映了市场风险溢价的增加。若投资者对美国长期债务水平及财政前景的担忧在短期内无法消退，则美国国债收益率曲线可能在未来一段时间内仍然维持高位。

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，我们认为，2025 年第三季度 2 年期美国国债的收益率将于 3.8% 至 4.1% 之间，而由于市场充满不确定性，10 年期国债的收益率将于 4.25% 至 4.75% 较宽的范围内波动。|

短期国债仍是避险资金的良好选择

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，适合作为资金避险的优质工具。特别是在美联储仍然逐步往减息方向调整的环境下，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 2025 年第二季度融资需求上调至 5140 亿美元，以及预计下半年将发行的约 5920 亿美元净适销债务，但市场普遍预计美联储在 2025 年将至少进行一次至两次降息。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投资机会。|

2 年、5 年、10 年及 30 年美国国债收益率走势（起始点：100）

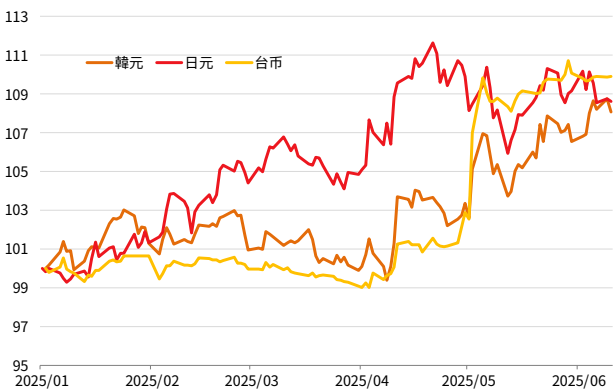


数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2024 年 12 月 31 日至 2025 年 6 月 10 日

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。以日元、台币及韩元为例，这些货币在 2025 年兑美元表现走强，反映出资本回流并重新配置到当地资产的现象。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、日元与韩元兑美元汇率趋势图（起始点：100）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 6 月 10 日

此外，其他发达市场的主权债务也吸引了更多投资者。例如，澳大利亚 10 年期政府债券目前提供 4.26% 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颇具吸引力的配置选择。澳大利亚凭借其 AAA 级别的高主权信用评级（与美国信用评等相比高出一级）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，使其国债成为重要的替代选项。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一到二级）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 4.64% 的收益率，使其主权债在全球投资者寻求多元化投资的背景下，仍能吸引部分避险资金的流入。

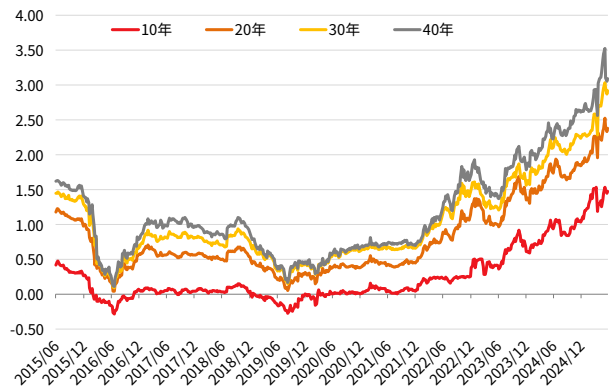
国别	截至 2025 年 6 月 20 日的 10 年期公债利率	长期信用评等 / 展望		
		标普	穆迪	惠誉
美国	4.42%	AA+/ 稳定	Aa1/ 稳定	AA+/ 稳定
英国	4.64%	AA/ 稳定	Aa3/ 稳定	AA-/ 稳定
澳洲	4.26%	AAA/ 稳定	Aaa/ 稳定	AAA/ 稳定

（资料来源：彭博，数据截至 2025 年 6 月 20 日）

特别值得关注的是日本市场的动向。自 2023 年以来，由于日本国债收益率大幅攀升，特别是 30 年期国债的收益率今年 5 月曾一度突破 3%。此外，40 年期国债收益率更同期创下了 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，同时也意味着全球资金可能更多的流向其他资产，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债且风险相对可控。 |

10 年，20 年，30 年，40 年日本长期政府债收益率走势（%）

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由 2015 年 6 月 39 日至 2025 年 6 月 10 日



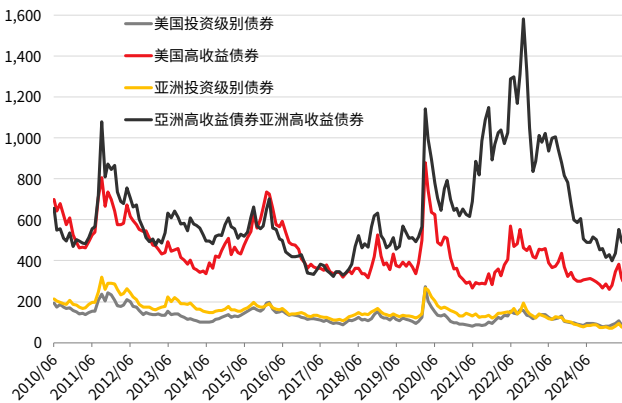
企业债券与高收益债券的风险与机遇

从更广泛的债市来看，企业债券同样是重要的资产选择。我们观察到，近几个季度企业债券的信用利差有所收窄，显示市场对企业债的风险溢价要求下降。例如，截至2025年5月底，彭博美国投资等级企业债券以及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3.00%，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。

从各类企业债券中，投资级别的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充裕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政府更具投资性。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。虽然今年以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（非投资等级债券）以其较高的收益率弥补信用风险，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化配置，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、负债率下降等，从而在风险可控的范围内实现较高的收益。

美国、亚洲企业投资级别债券以及高收益债券信用利差（基点）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据由2010年6月30日至2025年6月9日

亚洲债券市场展望

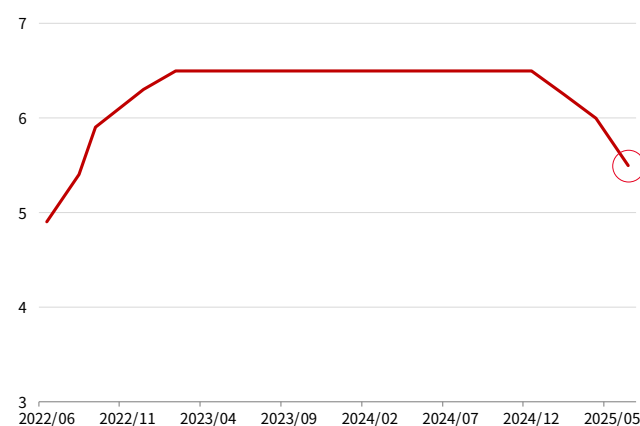
中国持续推行宽松货币政策和财政刺激措施，为企业提供有力环境，我们因此关注中国投资级别美元债券。近期中美双方紧张关系有缓和迹象，双方在伦敦举行的贸易谈判取得良好进展，加上积极的企业信贷行动，例如由物流公司提早赎回美元债券，反映板块整体的信贷基本面有一定改善。此外新债供不应求，其中科技、媒体和通讯板块前景乐观。中国人工智能发展迅速，科网公司首季业绩大致都偏正面，因此我们持续看好相关板块。

随着 6 月韩国大选落幕，韩国政治因素中的不明朗逐渐消退，此前受关税影响的债券价格已逐渐收复失地。再者，不少韩国新债以折让价发行，为投资者提供额外回报。尽管个别韩国企业债利差收窄，但估值依然相对吸引，倘若美韩贸易取得良好进展，或将有助进一步带动债市表现。

亚洲高收益美元债券在第二季度表现强韧，虽然难免受到关税消息拖累，但市场迅速回稳。此外，这类资产类别受美债收益率影响较小，虽然短期波动难以避免，但随着美国、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，加上部分高贝塔债券受利好信贷消息支持，其中中国、印度和印尼等市场值得关注。

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 个基点，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，由于以本币再融资比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。在此前提下，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均值得关注。

印度过去三年基准利率 (%)



数据来源: Investing.com, 东亚中国财富管理, 数据由 2022 年 6 月至 2025 年 6 月

债市投资策略总结

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其低风险和高稳定性，从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。



第五部分

外汇市场篇

美元

外汇 美元

美国关税政策或推升通胀 美联储待通胀明朗后再做减息决定

美元指数第三季度预计波幅范围

94.00 至 99.00



美元指数近一年走势图

数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 6 月 25 日至 2025 年 6 月 25 日



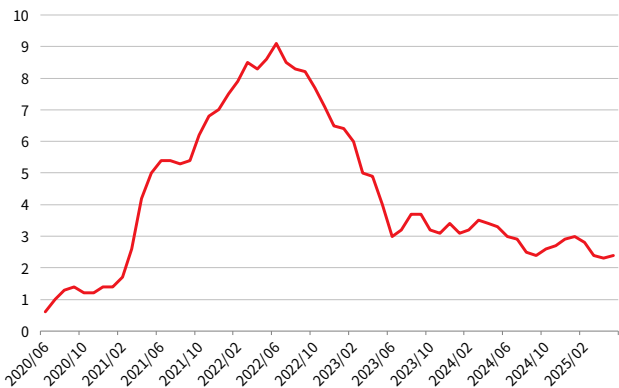
■ 美联储重申需等待通胀前景明朗再作减息决定

美联储在 6 月议息会议上维持利率在 4.25%-4.5% 不变。其主席鲍威尔表示，预计特朗普政府加征的关税将为美国带来较高的通胀压力，需等待通胀前景更明朗后才能做出更明智稳妥的货币政策决定。会议中，美联储预期今年经济增长放缓至 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，但之后或会轻微放缓降息步伐，预计 2026 年和 2027 年均将只进行一次 25 个基点的降息。利率期货市场价格反映，美联储大概率将在 9 月至 10 月间降息一次，而在 12 月再降息一次。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，必须在推动经济增长与抑制通货膨胀之间取得平衡。

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第一季度	-0.2 (同比)
失业率	2025 年 8 月	4.2
零售销售	2025 年 4 月	5.2 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年 5 月	2.4 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 6 月

美国 CPI (同比 %)



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 6 月至 2025 年 5 月

■ 美国贸易政策不确定性降低美元吸引力，短期或受避险资金支持

美国政府持续的预算赤字、不断上升的债务负担、备受争议的税收和支出法案，以及对国际贸易伙伴推行的关税政策，引发市场担心可能会拖累美国经济。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，美元指数更是跌破了 100 关口。然而，随着中东冲突在 6 月份升级，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。

人民币

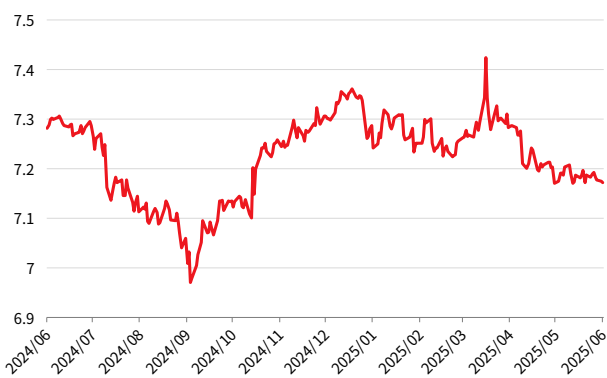
外汇 美元兑离岸人民币

关注中美贸易协议细节 人民币料维持双向波动

美元兑人民币第三季度预计波幅范围 7.1200 至 7.2200



美元兑人民币近一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 24 日

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025 年第一季度	5.4 (同比)
失业率	2025 年 5 月	5.0
零售销售	2025 年 5 月	6.4 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年 5 月	-0.1 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 6 月

■ 市场静待中美贸易框架协议细节

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，并同意在这段期间展开进一步磋商。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复，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，在缺乏明确方向的背景下，或将延续区间波动走势。

■ 中国经济保持平稳 但短期仍面临通缩压力

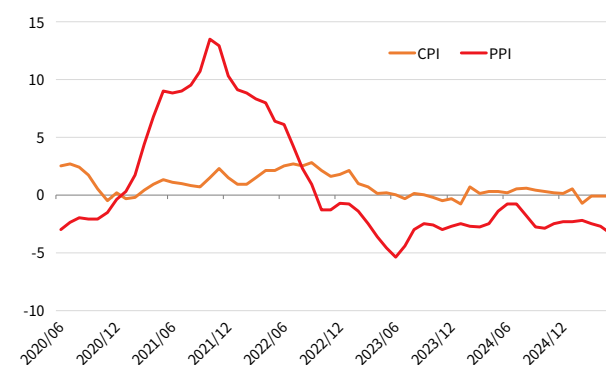
在政策刺激及市场恢复的推动下，中国经济在第一季度表现理想。然而，国内仍然面临通缩压力：中国 5 月全国居民消费价格指数（CPI）同比下降 0.1%，为连续 4 个月处于通缩区间。同期工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 3.3%，环比下降 0.4%。在全球关税政策调整及中东紧张局势的不确定下，预期通缩情况短期仍会持续。整体来说，中国经济在平稳的基础上，将展现出强大的潜力和韧性，全年仍有望实现 5% 的经济增长目标。

■ 料人民银行下半年将继续释放宽松信号

今年上半年，扩张性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不确定因素，预计人民银行在下半年仍将继续释放宽松信号，以推动经济稳步回升，抵消出口贸易受到的关税冲击影响。|

中国 CPI & PPI 走势（同比 %）

数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年 6 月至 2025 年 5 月



欧元

外汇 欧元兑美元

欧洲央行暗示减息周期接近尾声 有利于欧元区经济复苏

欧元兑美元第三季度预计波动范围 1.1500 至 1.2000



欧元兑美元近一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 6 月 19 日至 2025 年 6 月 19 日

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第一季度	1.5 (同比)
失业率	2025 年 4 月	6.2
零售销售	2025 年 4 月	2.3 (同比)
消费者物价指数 (HICP)	2025 年 5 月	1.9 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 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，此举舒缓了市场忧虑，并一度提振欧元兑美元汇率。虽然关税危机暂时缓解，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。

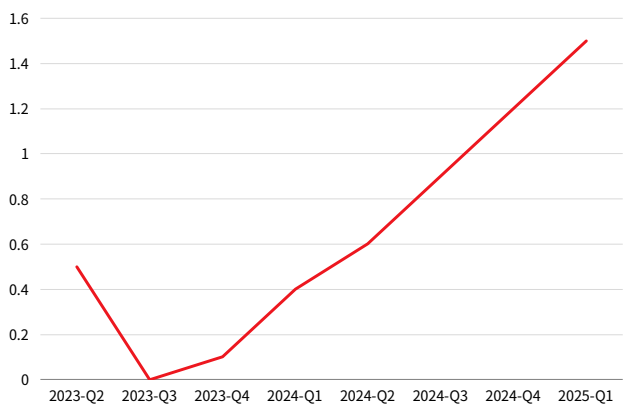
■ 欧央行减息周期接近尾声，有利欧元中长线走势

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，或为长达一年的降息周期暂时画下句号。消息带动欧元兑美元升至近一个半月高位。欧洲央行行长拉加德更表示，当前利率水平已处于良好位置，此表态被市场解读为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，年底前或将再下调一次存款利率，大概率在 12 月再减息。如果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持欧元区经济，这暗示之前较进取的减息政策正逐步奏效。2025 年第一季欧元区 GDP 环比增涨 0.3%，同比增长 1.2%，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，欧洲央行在 6 月下调部分经济增长预期和通胀评估：今明两年的通胀率预估分别为 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，预期将有利经济逐步趋于稳定。

欧元区 GDP 走势（同比 %）



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2023 年第二季至 2025 年第一季

英镑

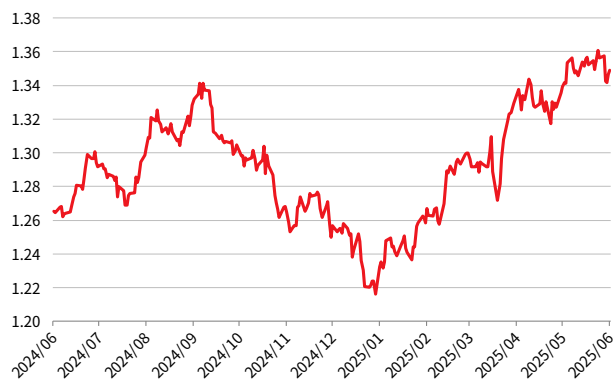
外汇 英镑兑美元

英国通胀处于较高水平 或令央行减息更为谨慎

英镑兑美元第三季度预计波动范围 1.3400 至 1.3900



英镑兑美元近一年走势图



数据来源：路透社, 东亚中国财富管理, 数据由 2024 年 6 月 20 日至 2025 年 6 月 20 日

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025 年第一季度	1.3 (同比)
失业率	2025 年 4 月	4.6
零售销售	2025 年 4 月	5.0 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年 5 月	3.4 (同比)

资料来源:路透社, 数据截至 2025 年 6 月

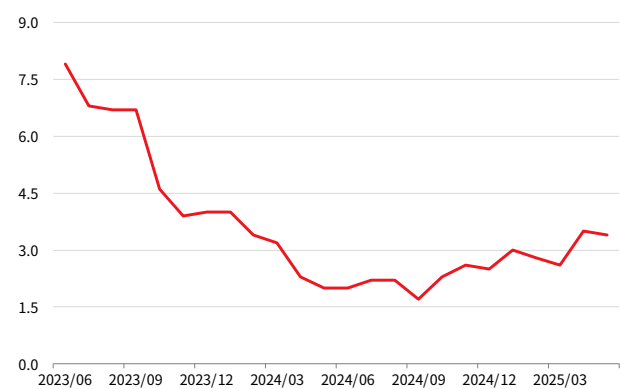
■ 英国央行 6 月按兵不动，且预期通胀 9 月将达 3.7% 峰值

英国央行在今年 5 月完成自 2024 年 8 月以来的第四次降息后，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，英国劳动力市场表现出疲软迹象，央行将密切监察相关变化对消费物价通胀的影响程度。同时英国央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% 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，预计英国央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 或令货币政策更加谨慎

英国 5 月消费者物价指数 (CPI) 同比上升 3.4%，较 4 月的 3.5% 小幅回落，但仍高于英国央行 2.0% 的中期目标。而剔除能源、食品和烟酒的核心 CPI，同比上升 3.5%，低于 4 月的 3.8%。另外，英国央行的一项调查结果显示，公众对五年期通胀预期维持在 3.6%，与 2 月份持平，达到了 2019 年以来的最高水平。由此可见，英国的通胀压力高于其他发达国家，而较高的通胀水平将令英国央行的减息行动变得更加谨慎，或放缓未来降息的步伐。

英国 CPI (同比 %)



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2023 年 6 月至 2025 年 5 月

■ 英国分别与美欧达成贸易协议，强化多边贸易关系

美国及英国在 5 月份达成贸易协议，英国通过放宽价值十亿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，均将有效增进英国与贸易伙伴的关系，带动英国中长线出口表现。

日元

外汇 美元兑日元

日本央行缓慢加息之路未变 通胀及经济前景主导加息步伐

美元兑日元第三季度预计波动范围

140.00 至 147.00



美元兑日元近一年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据由 2024 年 6 月 24 日至 2025 年 6 月 24 日

■ 预计市场波动将不会影响日央行加息进程

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。日本央行委员会部分成员认为，若美国关税问题的发展稳定下来，将有助于恢复加息的空间，而该行实现 2% 通胀目标的方向不会改变。日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、借贷和政府短期证券合计的国家债务已达 1317 万亿日元，创下历史新高。因此，预计日本央行短期内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，为加息铺平道路

日本 5 月核心消费者物价指数（CPI）同比上涨 3.7%，创下两年多以来的最大增幅，市场预期高通胀将增强央行继续加息的动力。日本央行行长植田和男也表示，预计基础通胀将在停滞后再逐步回升，如果经济和价格按预期发展，预计将继续加息。

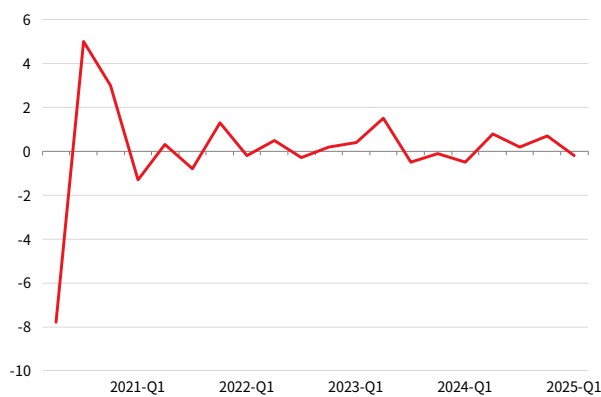
日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第一季度	-0.2 (环比折年率)
失业率	2025 年 4 月	2.5
零售销售	2025 年 4 月	3.3 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年 5 月	3.6 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 6 月

■ 消费低迷且出口下降，日本经济一季度出现萎缩

因民间消费及出口下降，日本第一季实际国内生产总值（GDP）环比折年率下跌 0.7%，为一年来首次出现经济萎缩。日本经济近期饱受通货膨胀打击，导致实际薪资收入大减，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，亦使得日本央行加息的决定更加复杂。

日本 GDP（同比 %）



数据来源：路透社, 东亚中国财富管理, 数据由 2020 年第二季至 2025 年第一季

加元

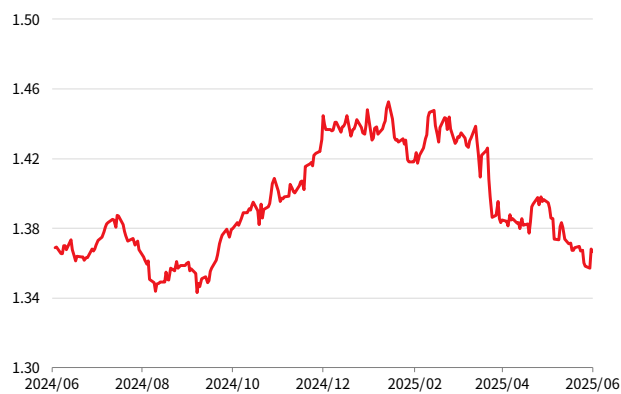
外汇 美元兑加元

美加贸易前景仍存不确定性 料近期油价升幅对加元支撑有限

美元兑加元第三季度预计波动范围 1.3300 至 1.3800



美元兑加元近一年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据由 2024 年 6 月 18 日至 2025 年 6 月 18 日

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第一季度	2.2 (环比折年率)
失业率	2025 年 5 月	7.0
零售销售	2025 年 3 月	0.8 (环比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年 4 月	1.7 (同比)

数据来源:路透,东亚中国财富管理,数据截至 2025 年 6 月

■ 加央行称美加贸易谈判仍存变数，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约 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最大风险，双方谈判结果仍存在高度不确定性。央行自今年第二季度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。

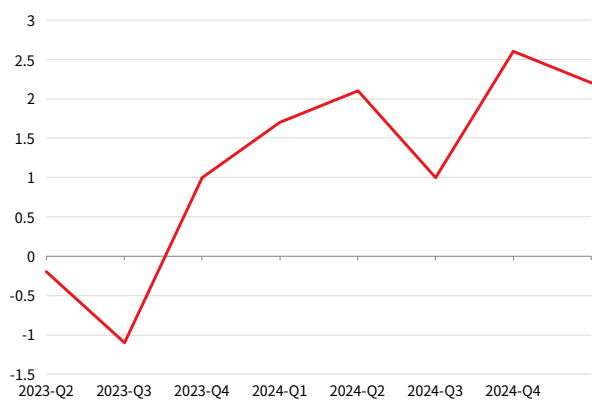
■ 油价短期受地缘紧张局势推升，长线仍看需求面支撑

以色列与伊朗的冲突在 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，WTI 原油和布伦特原油均快速升破每桶 70 美元水平。此外，石油输出国组织（OPEC+）同意 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 OPEC+ 持续增产，将限制油价的上行空间。

■ 美加贸易关税的阴霾下，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，带动加拿大一季度出口增长。加拿大第一季度 GDP 同比增长 2.2%，表现优于预期；环比则增长 0.5%，显示经济保持温和增长。另外，3 月零售销售强劲反弹，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依然稳定，但若美加未能就关税协议达成协议，或影响相关供应链终端，进而影响加拿大未来的经济增长动能。

加拿大 GDP 表现（同比 %）



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2023 年二季度至 2025 年一季度

澳元

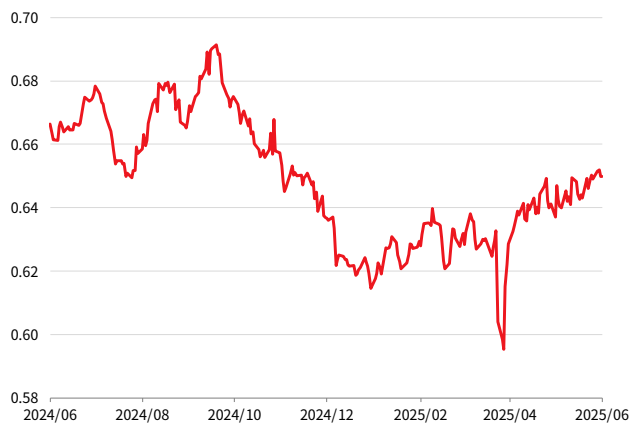
外汇 澳元兑美元

预期澳洲央行年内将持续减息 但澳元仍具利差优势

澳元兑美元第三季度预计波动范围 0.6300 至 0.6800



澳元兑美元近一年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据由 2024 年 6 月 12 日至 2025 年 6 月 12 日

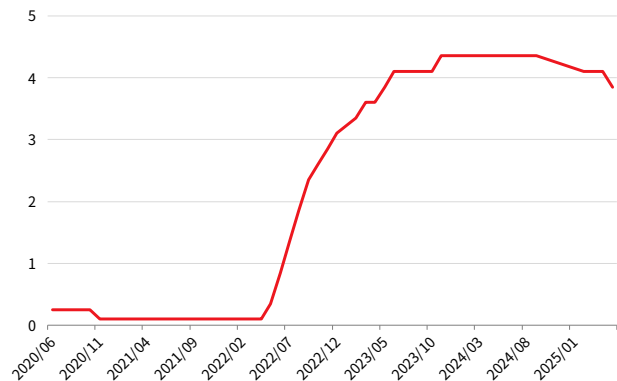
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第一季度	1.3 (同比)
失业率	2025 年 4 月	4.1
零售销售 (初值)	2025 年 4 月	-0.1 (环比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年第一季度	2.4 (同比)

数据来源:路透社, 东亚中国财富管理, 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 5 月份进一步将利率降至 3.85%，为两年来最低。澳洲央行行长布洛克表示，由于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，委员会在会议上曾经讨论是否应该降息 50 个基点。该言论料为澳央行未来数月进一步实施货币宽松政策留下空间。澳央行目前维持相对其他国家较高的利率，料对投资者具备吸引力，有望支持澳元走势。

澳洲基准利率 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据由 2020 年 6 月至 2025 年 5 月

■ 中澳贸易关系密切，中国经济成长或带动澳洲经济

澳洲矿产资源丰富，是全球最大铁矿石出口国。中国是澳洲重要的贸易伙伴，双方的经济关系紧密，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，随着中国政府年内陆续推出刺激经济政策，相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。因此，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收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。|

新西兰元

外汇 新西兰元兑美元

新西兰央行数次降息后料有利经济增长

新西兰元兑美元第三季度预计波动范围 0.5900 至 0.6400



新西兰元兑美元近一年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据由 2024 年 6 月 12 日至 2025 年 6 月 12 日

新西兰主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2024 年第四季度	0.7 (环比)
失业率	2025 年第一季度	5.1
零售销售	2025 年第一季度	0.7 (同比)
消费者物价指数 (CPI)	2025 年第一季度	2.5 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 6 月

■ 预计新西兰央行下半年或放慢降息步伐

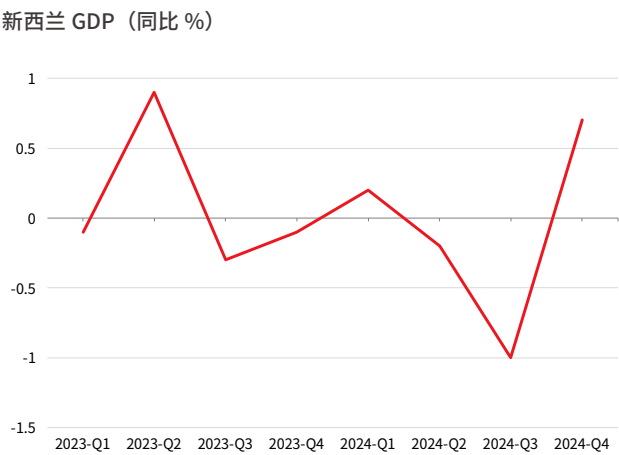
新西兰央行 (RBNZ) 5 月将官方现金利率下调 25 个基点至 3.25%，为连续第六次降息。新西兰央行在货币政策声明中表示，关税和海外政策不确定性上升料将拖慢新西兰经济复苏步伐，并降低中期的通胀压力，委员会已做好准备应对经济不确定性，以维持中期的物价稳定。利率期货市场最新预测显示，预期新西兰央行年内还会减息 1 次，幅度为 25 个基点，并大概率将在第四季度进行。

■ 新西兰长期贸易顺差将支持出口进一步增长

新西兰经济主要依赖农业出口，其中以乳制品、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，随着全球经济复苏使得相关需求增加，预期新西兰的出口或会进一步增加，将对新西兰元形成支持。中国是新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，将持续地支持新西兰元的整体表现。

■ 新西兰央行多次降息对经济带来支持

新西兰 2024 年第四季度的国内生产总值（GDP）环比增长 0.7%，摆脱了去年第二、三季度因高利率抑制需求而导致的经济技术性衰退。新西兰政府指出，当地 16 个行业中，有 11 个行业出现增长。我们预期在新西兰央行数度降息后，经济有望进一步复苏，从而加强新西兰元的基本面支持。



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据由 2023 年第一季至 2024 年第四季

东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。
东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

