

中銀香港 2025年市場展望與投資策略

7月版





中银香港 2025年市场展望与投资策略

7月版

报告摘要

- **宏观：**美国就业情况明显恶化，5月非农新增就业13.9万，虽然数字“超预期”，但难掩就业市场继续走软的事实。前两个月合计再度下修9.5万，失业率从4.187%升至4.244%，连续4个月上升。美国当前的有效关税率超17%，创90年以来新高。特朗普政策的不确定性令企业难以做长期决策，将抑制经济活动。5月ISM制造业、服务业PMI双双跌入收缩区间。美联储褐皮书显示，一半的地方联储均报告经济活动下降。目前利率期货定价美联储要到9月FOMC才会降息，在经济数据不出现重大意外的假设下，8月全球央行行长会可能是美联储向市场传递鸽派信号的窗口。欧元区第一季度GDP按季增长上修至0.6%，创下自2022年三季度以来最高的增速，这主要受惠于固定资产投资及出口增长。整体通胀的放缓，为欧央行于6月议息会议再次降息25个基点提供了充分理据。欧央行行长表示，随着此次降息，降息周期即将结束。欧央行在支持经济增长和控制通胀之间，将观察贸易商讨发展的潜在影响，采取灵活且数据主导的政策路径。英国4月经济按月下滑0.3%，未能延续经济增长势头。受制造业产出下滑的影响，工业按月下滑0.6%；基建和房屋修缮是建筑业按月上升0.9%的最主要原因。劳动力市场疲弱同样印证了经济走弱的事实。美国贸易政策不确定性对英国经济的影响仍在延续。6月19日，英伦银行货币政策委员会以6-3的投票结果支持将基准利率维持在4.25%不变，认为过去两年的紧缩货币政策已取得成效，二次通胀风险下降，通胀预期保持稳定。近期国际环境改变推升了能源价格走高，成为通胀上行的风险点。英伦银行仍将保持渐进式降息节奏。中国5月经济数据基本延续了此前的态势。生产端相对较好，需求端出口维持韧性；。目前货币政策宽松已经兑现，关注后续财政政策出台的时点和力度。
- **股市：**美股受市场乐观情绪支撑，对利空消息脱敏，股市保持历史高位。进入秋季美股面临更大下行压力，宏观经济走软，企业盈利下滑。“大而美法案”进一步加大财政压力，却仅能短期提振企业盈利美股不易超越非美股市的表现。受企业盈利增长预期及美国资金流入等影响，上半年欧股表现出众。欧元区一季度GDP增速终值上修至初值的两倍，欧洲股票基金今年以来每月均录得净流入，上涨后的欧股预测市盈率仍处于10年均值附近，较美股便宜三分之一。但欧元偏强表现及贸易商讨后续演变将一定程度限制出口导向型的欧股表现。中国A股受货币财政政策持续加码，有望促进内需回升，消费板块迎来投资机会，科技领域持续投入支持科技创新板块表现。但指数仍呈可能继续震荡整理，建议关注低估值成长行业。7月中国港股上涨行情有望持续，但波动可能同步增大。美联储政策博弈复杂性加大。中国内地政策支持、贸易结构伙伴持续优化，进出口有望震荡中发展。以中国资产为核心的中国港股低估值优势持续突显。海外资金及日企回购共同推升日股反弹，但国际环境的不确定性上升令油价上升引发新一轮通胀担忧，将对日股带来一定的影响。亚洲股市受益美元下跌及大市好转上涨，韩股领涨。市场憧憬股市提振措施吸引外部资金，韩股市重回两万亿。在世界银行下调全球经济增速的当下，经济增长正成为亚股跑赢的基本面因素，亚洲相对稳健的基本面与央行宽松政策对冲经济下行风险的效用。须关注贸易后续发展及美元走势可能引发亚股波动。
- **债市：**美联储6月议息基本维持利率不变，市场关注美国债务上限提高及潜在财政赤字上升，财政部于第三季度会否提高发债计划规模将成为关键，预计7月美债收益率下行空间或仍有限，将继续震荡处于较高水平区域。欧央行6月议息会议如市场预期降息25基点，这是自去年6月启动降息周期以来的第8次降息，考虑到欧元区经济前景仍存在不确定性，欧债息短期反弹后仍有下行空间。当前中国经济复苏仍需要更多增量政策，而在偏低的通胀环境下，降低名义利率仍是重要政策方向，这将促进债券收益率进一步向下突破。中资美元债的融资环境将会收紧，建议投资者7月密切关注宏观政策与流动性变化，适当降低存续期，以应对复杂多变的市场格局。新兴债券市场资金已转为净流入，有望进一步获得支持。



- **大宗商品：**展望7月，黄金调整压力与支撑并存，市场情绪可能重回平衡状态，短期上涨动能不足，回调风险加大。需密切关注美联储政策表态（鸽派信号或提振金价），国际环境的不确定性上升，金价回调低位分批布局。油价受国际环境变化的影响，短期波动加剧。需求方面，国际贸易商讨持续推进，全球经济逐步向好，为油价提供支撑。供应方面，OPEC+目前增产与补偿性减产并行，额外增产幅度低于符合市场预期，但国际环境的不确定性使得油价大幅波动。
- **外汇：**6月外汇市场仍然充满波澜，国际环境的不确定性上升，市场避险情绪再起。展望7月，市场仍将聚焦美国与各国的贸易商讨以及主要经济数据。具体币种上看，美元在潜在通胀升温，美联储维持谨慎降息取态，当数据公布显示美国经济存韧性时，预期将支持美元短暂反弹。考虑到在经济前景未明确时，美元指数升势将受限，预期在低位区间徘徊。欧元经济基本面平稳，欧元区货币政策趋向正常化，欧元走势趋向高位震荡上升。英镑：汇率走势面临短期表现不佳的风险。日元：日本央行紧缩步伐未变，持续关注后续美日贸易商讨。商品货币方面，加元：区间波动，关注支撑；澳元：震荡整固，上行承压。外部压力不大，进出口也相对平稳，人民币汇率有望继续维持合理区间运行。



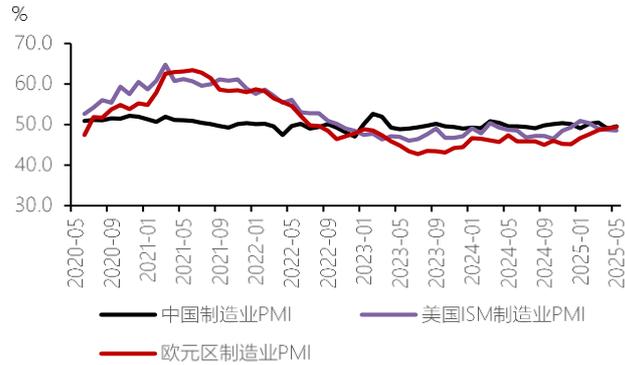
宏观

图表1：CPI当月（截至2025-5-31）按年



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

图表2：制造业PMI当月（截至2025-5-31）按年



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

美国：就业市场走软，美联储硬撑不降息

5月非农新增就业13.9万，虽然数字“超预期”，但难掩就业市场继续走软的事实。前两个月合计再度下修9.5万，家庭调查口径减少了69.6万人，失业率从4.187%升至4.244%，连续4个月上升。高频数据亦印证就业市场走软：每周公布的续请失业救济金突破190万大关，创2021年以来新高，失业后找工作越来越难。尽管目前失业的上升步伐仍较缓慢，但失业率变化是非线性的，越过临界点后常常加速上升。美国当前的有效关税税率超17%，创90年新高，特朗普政策的不确定性，令企业难以做长期决策，这些都将抑制经济活动。5月ISM制造业、服务业PMI双双跌入收缩区间。美联储褐皮书显示，一半的地方联储均报告经济活动下降。未来几季度，美国失业率料将继续上行。

通胀全面降温，5月名义及核心CPI、PPI按月都只有+0.1%，按年进一步靠拢2%的目标，消费者通胀预期也全面下降，经济学家和美联储担心的通胀仍未显现。尽管从经济数据视角看，美联储不降息的理由越来越弱，但美联储对于通胀的执念料不会很快改变。而且，特朗普越施压降息，美联储则可能越要硬撑不降息，以显示其“独立性”。利率期货定价美联储要到9月FOMC才会降息。那么，在经济数据不出现重大意外的假设下，8月全球央行行长会议可能是美联储向市场传递鸽派信号的窗口。

欧洲：欧央行第八次降息后 朝向更为谨慎的政策路径

欧元区第一季度GDP按季增长上修至0.6%，创下自2022年三季度以来最高的增速，这主要受惠于固定资产投资及出口增长。作为欧元区的主要经济体，德国经济在一季度按季增长0.4%，摆脱了2024年第四季度的收缩。然而，尽管第一季度经济出现改善，但市场普遍预期欧元区经济增长动能将在二至三季度放缓，这反映经济前景仍存在不确定性。通胀方面，欧元区整体通胀和核心通胀均呈现放缓，5月整体通胀按年下降至1.9%，这是自2024年9月以来再次低于欧洲央行2%的目标，同期核心通胀亦从降至2.3%，升幅为2022年1月以来的最低水平。此外，欧央行重点关注的服务性通胀的放缓尤其关键，从4.0%回落至5月的3.2%，显示4月因复活节假日效应导致的短暂上涨已有所消退，服务业价格的韧性正在减弱。

整体通胀放缓，为欧央行于6月议息会议再次降息25个基点提供了充分理据。然而，在第8次降息后，其政策立场更为谨慎。欧央行行长表示，随着此次降息，降息周期即将结束，但强调金融稳定风险依然存在。欧央行的取态导致市场对其降息的预期有所下降，目前市场对2025年年底前只降息1次，存款利率降至1.75%。总体而言，欧元区经济正处于温和复苏与通胀压力缓解的阶段，欧央行在支持经济增长和控制通胀之间，将观察贸易商讨发展的潜在影响，采取灵活且数据主导的政策路径。



英国：经济动能趋降，降息空间打开

英国4月经济按月下滑0.3%，未能延续经济增长势头。其中，服务业按月下降0.4%，成为主要拖累项。4月开始，房产印花税上调令房产交易量大幅下滑，相关服务活动减弱。受制造业产出下滑的影响，工业按月下滑0.6%；基建和房屋修缮是建筑业按月上升0.9%的最主要原因。劳动力市场疲弱同样印证了经济走弱的事实。2至4月失业率较前三个月上升0.2个百分点至4.6%。最低薪资上调以及雇主缴纳部分的保险费用上升削弱了企业招聘意愿，职位空缺数量下降。

美国贸易政策不确定性对英国经济的影响仍在延续。英国贸易商在贸易政策生效之前抢进口，主动加库存。而这部分库存需要一段时间消化。另一方面，英国4月货物出口按月下滑8.8%，对欧盟和非欧盟国家货物出口分别下滑4.3%和12.6%。尽管英美达成贸易协议，但该协议仅能抵消部分贸易政策造成的负面影响。

6月19日，英伦银行货币政策委员会以6-3的投票结果支持将基准利率维持在4.25%不变。其中，三位成员支持降息25个基点。英伦银行认为，过去两年的紧缩货币政策已取得成效，二次通胀风险下降，通胀预期保持稳定。5月通胀率为3.4%，略低于4月的3.5%，与英伦银行预期保持一致。经济产出、劳动力市场和通胀走弱，为后续降息打开了空间，市场对8月降息的预期升温。英伦银行将持续关注外部形势变化，及其对通胀的影响。近期国际环境改变推升了能源价格走高，成为通胀上行的风险点。英伦银行仍将保持渐进式降息节奏。

中国：中国二季度经济增速或仍在5%以上，名义增速仍待提振

中国5月经济数据总体延续了此前的格局，外需不弱。综合4月与5月经济数据，二季度经济增速或仍在5%以上，但名义增速低于实际增速的局面也将延续。中国5月工业增加值按年增长5.8%（前值6.1%），5月服务业生产指数按年增长6.2%（前值6.0%）。综合4月与5月生产端数据，二季度GDP增速或仍在5%以上。

从需求端看，5月社会消费品零售总额按年增长6.4%（前值5.1%），在以旧换新政策以及5月电商促销推动下，消费仍在复苏中；限额以上零售数据显示，5月家电零售额按年增长53%，突显以旧换新政策效果。

1—5月固定资产投资按年增长3.7%（前值4.0%）。其中制造业投资按年增长8.5%（前值8.8%），广义基建投资按年增长10.4%（前值10.9%），房地产开发投资按年下降10.7%（前值下降10.3%）。投资分化依旧，在财政发力下，基建投资增速明显抬升；地产投资依然弱勢。

5月出口按年增长4.8%（前值8.1%），进口按年下降3.4%（前值下降0.2%）。我们维持此前看法，贸易的抢跑将在二、三季度持续，对全年出口不必过度忧虑。此外，进口增速持续偏弱，显示内需依然有待提振。

5月CPI按年下跌0.1%（前值下跌0.1%），按月下降0.2%（前值上涨0.1%）；5月核心CPI按年上涨0.6%（前值上涨0.5%），按月持平（前值上涨0.2%）。5月PPI按年下降3.3%（前值下降2.7%），按月下降0.4%（前值下降0.4%）。综合看，核心CPI按月虽延续反弹，但价格总体仍在低位，二季度GDP平减指数大概率继续为负。

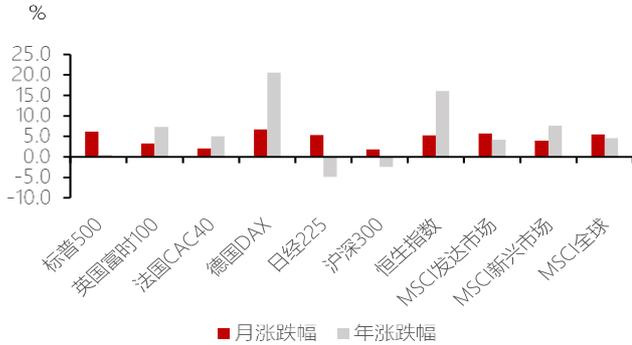
5月社融新增22,870亿元，社融存量按年增长8.7%（前值8.7%），但剔除政府债券后的社融存量按年仅增长6%，仍在低位。5月新增信贷6,200亿元，其中居民信贷新增540亿元，企业信贷新增5300亿元。总体看，内生融资需求依然不足。

综合看，5月经济数据基本延续了此前的态势。生产端相对较好，需求端出口维持韧性；目前货币政策宽松已经兑现，关注后续财政政策出台的时点和力度。



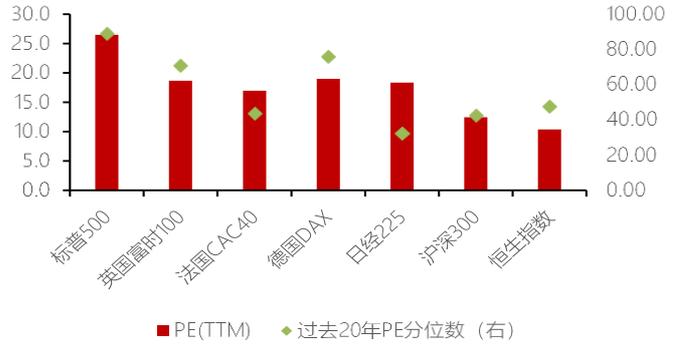
股市

图表3：股票指数涨跌幅（截至2025-5-31）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

图表4：股票指数估值水平（截至2025-5-31）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

美国：市场乐观情绪支撑高位，秋季回调压力大

尽管存在宏观经济走软，以及国际环境改变等多重扰动，但美股主要股指受市场乐观情绪支撑，对各种利淡消息都已脱敏，仍保持在历史高位附近。当前华尔街对市场的乐观情绪，认为特朗普不会牺牲美国金融稳定性，从而不会真正实施激进的政策。

美股即将进入夏季交投清淡期，市场乐观情绪仍可支撑美股高位震荡，但进入秋季美股料将面临更大的下行压力。一是贸易商谈判进程，而股市的过度乐观情绪也更易受意外的影响。二是宏观经济走软，企业盈利承压。当前美国实施的平均有效关税超17%，是去年同期的5倍，为近90年新高。贸易活动的减少及其乘数效应构成始料未及的经济下行压制。三是“大而美法案”对股市的利淡恐大于利好。法案拟将减税前置而将减支后置，进一步加剧美国财政赤字。四是从目前美元指数的跌势看，全球资金再平衡仍在继续，在这种格局下美股不易超越非美股市的表现。

欧洲：利好利淡因素主导欧股走势

2025年上半年，欧股表现在主要成熟市场中表现出众。欧洲STOXX600指数上升超过7%，英法德三大股市中，德国Dax 指数上升接近20%，主要受到德国新政府批准460亿欧元企业减税措施。尽管预期政策对经济的影响较大可能彰显于2026年或之后，然而市场已把企业盈利增长的预期反映在德股上，市场气氛上升带动德股表现，同时亦提振整体欧股表现。

除了受到德国的财政政策所支持，欧股亦存在不少利好因素，一是欧洲经济增长，受爱尔兰及德国出口动能带动，欧元区一季GDP终值按季上修至0.6%，为初值的两倍。此外，当中的资本开支有所上升，显示企业投资信心亦有所提升，反映区内经济存韧性。二是资金流入，参考基金流向资料，欧洲股票基金自今年1月起每月也是录得净流入，这某种程度上反映了欧股盈利率的吸引力，目前欧洲STOXX600指数的盈利率为6.4%较美国标指约4%为高。三是估值合理，尽管近日欧股已上升不少，然而预测市盈率仍处于10年平均水平，与美股仍存在约35%的折让。虽然上述不同的因素支持欧股的表现，但是欧元偏强及7月贸易政策延后的后续发展预期将限制欧股的表现，特别是一些外向型欧洲企业及美国出口主导的企业。



中国：A股仍可能维持震荡整理，中国港股市场续涨行情有望延续，但波动性或将有增强

7月中国A股市场有望受到外部环境改善与政策支持的双重影响。外部环境方面，全球经济的不确定性有所降低，或将有利于科技板块和出口导向型行业的表现。中国内地货币与财政政策的持续加码，特别是“双降”政策的实施，将进一步促进内需，推动消费信心回升，进而刺激消费类板块表现。科技创新板块将在新能源、半导体、5G、AI等领域的持续投入下，保持长期向好的趋势，有望成为7月市场的核心关注。

尽管市场情绪相对乐观，短期内中国A股仍可能维持震荡整理。可关注低估值且具备成长潜力的行业，如能源金属、农业、环保等，这些板块目前估值较低，具备较高的性价比，可能迎来补涨机会。同时，消费类板块有望继续受益于内需增长，医疗健康、家电、食品饮料等领域将迎来投资机会。7月的中国A股市场中，风险因素仍不可忽视，外部经济波动、美债利率上行等可能带来压力，需关注政策落实与市场动态，及时调整投资组合。

海外方面，美国5月通胀数据弱于预期，显示政策影响暂不明显，劳动力市场和消费增速放缓，房地产需求疲弱。国际环境的变化推高避险情绪，油价价格曾大幅上涨。美联储降息预期升温，美债收益率下行，美元走弱。短期内，股市可能继续受到避险情绪的影响，波动性加大，需关注外部市场的风险传导。风险方面，政策的不确定性、国际环境变化以及外部经济环境仍存在不确定性。5月，全球股市齐涨，中国港股恒生指数及恒生科技指数均有一定涨幅。行业表现方面，能源业、金融业及电讯业涨幅居前。进入6月，中国港股延续强势表现。

展望7月，中国港股市场续涨行情有望延续，但波动性或将有增强。一方面，美国5月新增非农就业数据略好于市场普遍预期，迭加近期国际环境改变曾推升油价，美国通胀压力与美联储政策空间的博弈也将更为复杂。在此背景下，尽管美国总统持续施压，美联储的货币政策短期或将保持“谨慎”。另一方面，随着中国内地贸易结构优化、贸易伙伴多元化，迭加相关政策致力于扩内需，未来进出口有望在波动中继续稳定发展。以中国资产为核心的中国港股低估值优势或将持续突显。风险因素方面，当前全球经济不确定性、货币政策传导效率、金融市场波动、政策落实与协同以及市场信心管理等方面仍存在风险。当前全球环境不确定性上升，需持续关注以上风险因素影响中国港股市场整体走势表现。

亚洲其他：日股受海外资金及日企回购共同推升，韩股领涨亚股

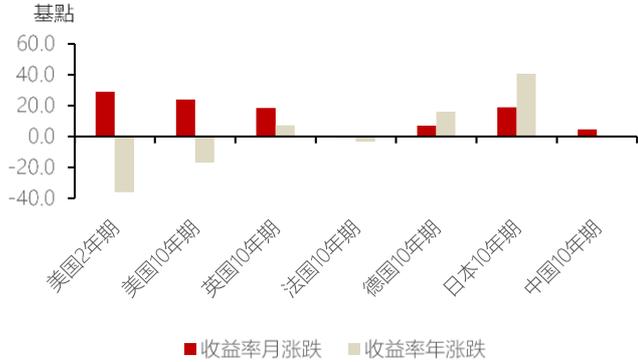
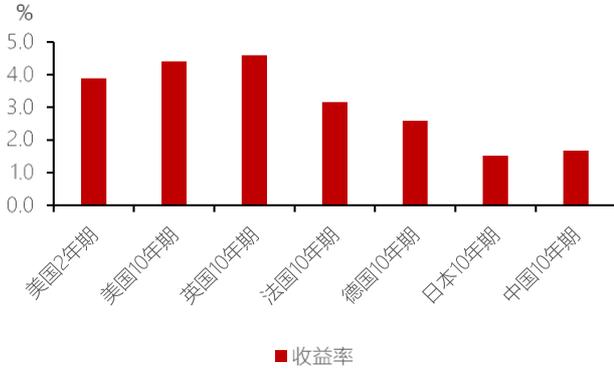
5月末，日本40年期国债招标疲弱一度引发全球市场震荡，日股也出现短暂抛售。但日经225指数随后反弹至2月下旬以来新高。日股被海外投资者与企业回购资金共同推高，自4月起海外投资者已连续10周累计净买入日股达3.87万亿日圆，成为日股最大买家。在日圆兑美元大幅升值背景下，美元计价的日经225指数年内表现亦好于标普500指数。与此同时，日企1—5月股票回购达到12万亿日圆，较去年同期增逾两成，于4月有近4万亿日圆回购。且日企回购行为并未受2025财年预测净利润总额下降7%所影响。日企重视提升股东回报的举动吸引更多海外投资者关注。6月日美首脑会谈未就贸易政策达成一致，双方分歧仍大。国际环境变化令油价上升。如油价持续高企将带来新一轮通胀输入性冲刺消费。贸易磋商及国际环境变化仍可能对日股带来一定冲击。

受益于美元持续走弱及市场气氛改善，支持MSCI亚洲（日本除外）指数于6月创2022年2月以来新高，其中韩国股市领涨亚洲股市，韩国Kospi指数本月至今上升逾9%。在韩国总统选举结束后，市场憧憬一系列的股本提振措施将为股市带来正面支持，吸引资金流入，韩国Kospi指数市值重返3年前两万亿美元大关。执笔时，市场正等待韩国股市能否列入MSCI成熟市场指数的观察名单内。另外，经济增长为亚洲股市的基本推动因素，世界银行在6月报告中，分别下调2025年全球及美国经济增长预测0.4%及0.9%，但新兴亚洲仅下调0.1%，反映其相对稳健的基本面及央行维持宽松政策具有缓冲作用，这使亚洲市场在环球经济增长分化环境中的吸引力上升。但需留意贸易政策的后续发展与美元动向，或为依赖出口较多的亚洲地区带来波动性，故需分散地域配置以分散个别地区风险。



债市

图表5、6：国债收益率（截至2025-5-31）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

发达市场：美债息维持高位震荡，欧债息仍有下行空间

美债：美联储6月议息基本维持利率不变，符合市场预期，虽然最新利率点阵图维持上次预测，即年内减息25基点2次，但支持年内不降息的委员由4位上升至7位，显示部分委员看法转趋保守，委员间看法亦存在分歧。美联储下调今年美国经济增长预测，同时上调通胀及失业率预测，从数据预测及投票方向可见美联储对未来减息仍持谨慎取态，美联储主席鲍威尔亦表明在高度不确定性的环境底下，适宜维持利率于当前适度限制性的水平并继续观察。议息结果公布后，市场对年内减息预期未有太大变化。从供应端观察，近月美国财政部发债量仍平稳，但若特朗普提出的税改法案获得通过，市场关注美国债务上限提高及潜在财政赤字上升，而财政部于第三季会否提高发债计划规模将成关键，届时供应量上升或会为债息带来上升压力。整体上，预计7月美债收益率下行空间或仍有限，将继续震荡处于较高水平区域，同时受多项不确定因素的动态变化影响而波动，故此策略上仍宜以较短年期美债降低价格波动影响。

欧债：欧央行6月议息会议如市场预期降息0.25厘，这是自去年6月启动降息周期以来的第8次降息。欧央行同时公布了最新的年度通胀预测，将其下调至2%，显示央行对通胀回落到2%目标水平的信心增强，而经济增长预测则维持在0.9%不变。欧央行行长会后表示，后续行动将依据数据决定，且不排除央行可能接近结束降息周期，这使市场对欧央行降息的预期有所降温。执笔时，德国2年期及10年期债息分别从6月低点的1.759%和2.421%反弹至1.885%及2.587%。然而，世界银行6月发表的《全球经济展望》报告将欧元区今年的经济增长预测从1%下调至0.7%，反映欧元区经济前景仍存在不确定性。若欧元区经济数据不及市场预期，市场对欧央行降息的预期可能回升，且市场普遍预计年内欧央行仍将再降息一次，因此不排除欧债息仍有下行空间。目前，彭博巴克莱泛欧洲综合主权债券和泛欧洲投资级别债券的最低收益率分别为3.1%及3.08%，高于过去10年平均最低收益率的1.4%及1.3%。在欧债反弹之际，7月适时配置欧洲债券或能捕捉潜在的机会。

新兴市场：中国债市仍有支撑，中资美元债关注流动性变化，新兴市场债券或受支持

中国债券市场：当前需求修复中，迭加中国人民银行对流动性的持续呵护，预计7月债市仍有较强的支撑。5月经济数据有所分化，消费按年有所回升至6.4%，但固定投资景气度偏低；而通胀连续第四个月负增长，5月人民币贷款余额按年增速由上月的7.2%进一步降至7.1%，无论是企业还是居民的需求于修复阶段，基本面整体对债市形成支撑；从资金预期看，中国人民银行6月首次一个月内两度开展买断式逆回购操作，继续释放货币持续加力的政策信号，有助于在政府债发行以及近期银行同业存单到期阶段，保持银行体系流动性充裕，同时，货币政策操作透明度增加，买断式逆回购操作从月末披露到提前公布，亦能够更加有效引导和稳定市场预期。综上，当前中国经济复苏仍需要更多增量政策，而在偏低的通胀环境下，降低名义利率仍是重要政策方向，这将促进债券收益率进一步向下突破，7月10年期国债收益率或有再次下行至1.5%左右的交易机会。

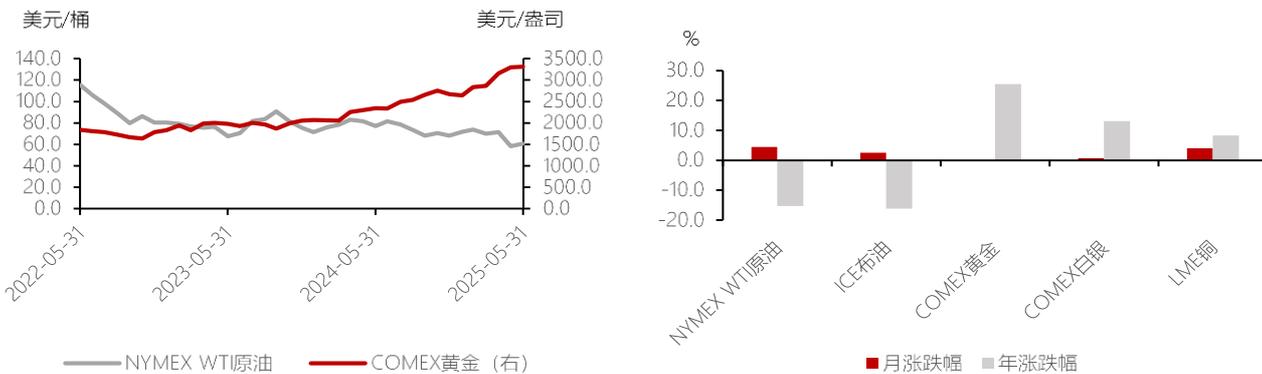


中资美元债市场：至6月19日，Markit iBoxx亚洲中资美元债券指数报242.9552，较上周上涨0.13%，中资美元债年初至今的回报率按月上升36.0基点至3.13%，投资级和高收益级表现相当，其中投资级债券回报率上升37.0基点至4.8%，高收益债券回报率上升34.0基点至4.7%。从行业来看，房地产回报率最高达到5.51%，按月上升15.0基点。但同时需关注，超发美债或将导致流动性冲击，中资美元债的融资环境将会收紧，7月密切关注宏观政策与流动性变化，适当降低存续期，以应对复杂多变的市场格局。

环球新兴债券市场：美元指数自月初以来下跌1.34%，一度触及97.62的2022年3月以来最低水平，新兴市场债券表现受到支持。根据EPFR Global截至6月11日的最新数据，今年以来新兴市场债券已录得约92亿美元的资金净流入，扭转早前的资金流出趋势。若市场避险情绪持续回落，且美元指数短期内继续在低位徘徊，新兴市场债券表现有望进一步获得支持。目前，彭博巴克莱新兴市场投资级债券的最低收益率为5.35%，处于10年平均正值一个标准差的水平，估值具吸引力。因此，7月或可适时增加新兴市场债券配置。

大宗商品

图表7、8：大宗商品价格（截至2025-5-31）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

黄金：短期调整压力与支撑并存，长期上涨趋势未改

回顾6月，黄金市场高位震荡。月初，金价受国际环境变化等因素提振，避险情绪升温推高金价；但随后美国5月非农报告整体稳健，金价承压回落，几乎回吐全部涨幅。后续，国际环境的不确定性、美国5月CPI和PPI增速低于预期、初请数据稳持高位，增强了市场对美联储年内两次降息的预期，黄金延续涨势，金价在每盎司3,450美金附近遇阻回落。

展望7月，调整压力与支撑并存，市场情绪在7月可能重回平衡状态，短期上涨动能不足，回调风险加大。后续金价受关键事件驱动，避险需求方面，国际环境变化将推高金价。同时，美联储政策是关键变量，6月利率会议维持利率不变，但美联储降息预期（9月左右或为中性时点）及美国政府财政赤字扩大、美国债务问题，将成为关键推动因素。需密切关注美联储政策表态（鹰派信号或抑制金价），金价回调低位分批布局。中长期上涨趋势稳固，特朗普上台后，全球博弈加剧，股、债以及货币等与国家信用相关的资产，都面临秩序溢价还是秩序折价的不确定性，增强黄金避险需求。央行购金与美联储降息预期提供金价支撑。



原油：油价受国际环境改变的影响，短期波动加剧

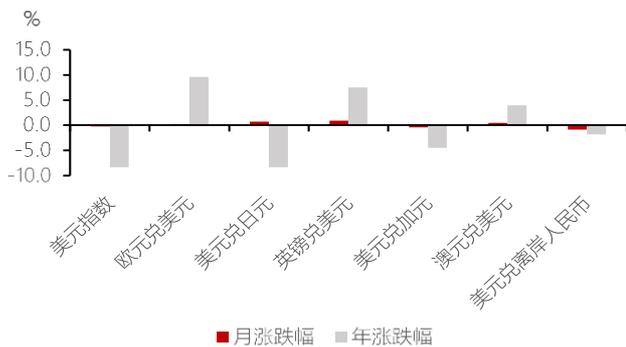
回顾6月，油价企稳逐步反弹。一是国际贸易政策有所缓解，三大机构再度调整原油需求预期，总体来看预期有所好转。后期贸易商继续推进，预计需求预期或将继续上调，为油价提供底部支撑；二是国际环境变化，点燃市场原油供给担忧，油价上涨。

展望7月，油价受国际环境变化的影响，短期波动加剧。从原油需求端来看，能源需求预期上升。美国5月核心CPI按年增幅放缓至2.8%，低于市场预期。数据公布后特朗普公开呼吁年内降息100个基点以刺激经济，市场普遍预期美联储或于9月启动降息，进一步推动风险资产估值修复。从原油供应端来看，尽管OPEC+计划6月增产41.1万桶/日，但实际增产远未达标，5月OPEC+八国仅完成计划增产量的18%。OPEC+整体产量连续第三个月稳定在2,698万桶/日左右，实际供应增量有限。非OPEC+供应扰动增强，美国受贸易政策影响，页岩油钻井维护成本提高，活跃钻井数降至462台，较去年按年下降50台。此外，国际环境不确定性引发市场对原油出口中断的担忧，若不不确定性增加，仅原油供应缺口届时将达到150万桶/日。目前趋势来看，国际环境不确定性仍未有缓解迹象，但是否对原油供应产生较大影响，这中间存在巨大的不确定性。如果只是情绪面的影响而没有影响到实质性供应或者关键航路，油价难以形成趋势性上涨，反而会加剧油价波动。

总体来看，由“需求悲观”转向“国际环境主导”，油价进入短暂的上行通道。但贸易政策与国际环境的反复性意味着波动率可能攀升，油价短期波动加剧。

外汇

图表9、10：外汇价格（截至2025-5-31）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

美元：经济前景有隐忧，低位区间徘徊

2025年上半年，美元指数整体呈下行趋势，在年初时，市场曾因为忧虑通胀升温导致年内降息预期下降至1次，一度支持美元指数突破110水平。突破年内高位后，美元指数走势随贸易消息出现而形成下行趋势，特别是当4月中超出市场预期的消息出现，令市场对美国经济衰退忧虑上升，年内降息预期曾上升至4次，令美元指数一度跌穿98水平。随着美国不同数据显示经济仍具韧性，市场情绪改善，降息预期降温，支持美元指数出现不同程度的短暂反弹，惟仍然受限於102水平。尽管6月最新的利率点阵图显示年底的利率中位数仍维持3.9%，与3月相同，考虑到需要留意当中官员看法出现了明显改变，特别是在19名官员中有7位认为年内不用降息，这比3月时的分布为4位有所上升，另外两位官员预期年内降息只有一次，可见官员对下半年降息预期持一个偏向谨慎的取态。从上半年的美元指数走势观察，相比其他央行持续降息，息差优势未有明显为美元指数带来支持。在潜在通胀升温，美联储维持谨慎降息姿态，当数据公布显示美国经济存韧性时，预期将支持美元短暂反弹。考虑到在经济前景未明确时，美元指数升势将受限，预期在低位区间徘徊。



欧元：经济基本面平稳，货币政策趋向正常化，走势趋向高位震荡上升

与美元相反，欧元在上半年呈上升的势态，并于6月中旬再度突破今年高位兑美元触及1.16水平，此为2021年10月以来的高位。尽管欧央行年内已降息4次，存款利率已下降了1厘至2%，然而在融资成本下跌带动经济，欧元区第一季度GDP按季增长创下自2022年三季度以来最高的增速。预期在德国新政府批准 460亿欧元企业减税措施后，作为火车头之一的德国将带动区内经济增长。在经济增长憧憬下，美国商品期货交易委员会公布最新交易员持仓报告CFTC显示欧元非商业用的净仓位今年持续上升，这反映了市场对于欧元的前景的信心。尽管面对未来贸易发展的不确定性仍需观察，考虑到欧央行行长在6月议息会议后，表示降息周期即将结束，目前市场预期2025年年底前只降息1次。展望下半年，在欧元区货币政策趋向正常化并配合经济增长基本面的利好因素下，欧元走势趋向高位震荡上升。

英镑：汇率走势面临短期表现不佳的风险

自前次月报更新以来，我们开始关注英镑汇率走势可能面临的不利因素。关于期限溢价的隐忧仍可能再现。尽管英国债务管理局（DMO）削减了长期债券发行的规模，促使债务风险得以稍加缓释，但英国政府债券仍较易受到溢出风险的影响。尽管具有粘性的通胀水平促使英伦银行保持谨慎，但目前市场关于降息的预期看起来仍然偏鹰（未来3次货币政策会议预计降息23基点），而私营部门的工资水平增长愈显疲态。因此，短期内英镑汇率走势仍可能不及预期。持有此种观点的风险在于，关于英国财政状况的隐忧可能推后，而风险资产将延续上涨态势。拉长期限来看，中期汇率交叉盘的变动趋势进一步扩大了英镑汇率走势的波动范围。以英国与欧盟重启合作为标志的积极改革势头，或有助于扭转英国脱欧后资产端面临的结构性投资不足的困局。例如，英国获得欧盟防务资金，或将支持相关资金流入英国股市。然而，英国的财政状况依旧艰难。鉴于英国财政空间不足，且在进一步削减开支方面面临困难，预计财政状况的不确定性将持续至秋季预算。支持英国消费复苏的空间有限，由此开启了英伦银行转鸽的大门。

日圆：央行紧缩步伐未变，持续关注后续美日贸易商讨

日本央行6月会议维持其基准利率不变，并决定明年以较慢的步伐缩减债券购买，表明其在市场波动加剧后仍保持谨慎态度。计划从下个财年开始，以每季度2,000亿日圆（134亿美元）的步伐减少每月债券购买量，当前为每月4,000亿日圆的步伐，日本央行表示通胀已温和上升，但全球贸易政策未来走向仍不确定，总体收紧步伐未变。美日贸易商讨仍未有定论，美元兑日圆在140位置有较强支持，短期总体以区间震荡为主。

商品货币

加元：区间波动，关注支撑

加拿大国内需求疲弱，失业率上升，经济增长动能不足，加大市场对加拿大央行7月降息预期，迭加美国新政策，令加元承压。原油方面，6月国际环境不确定性上升，油价大涨，利好加元，但加拿大原油增量有限且全球需求疲弱可能压制油价上行空间。

澳元：震荡整固，上行承压

澳大利亚高通胀束缚降息空间，澳储行释放鹰派信号，迭加铁矿石与铜价格坚挺，进一步支撑澳元，需重点关注7月澳洲就业数据和美联储议息会议决议。

人民币：继续保持合理区间运行

截至6月19日，CFETS美元兑人民币汇率收于7.1729，较上月继续小幅下跌，截至6月13日，人民币汇率指数收于95.49，较上月小幅下跌。美国5月CPI按年上涨2.4%，连续4个月位于3%以内，美联储议息会议继续维持利率水平不变。中国方面，5月份出口虽然略低于预期，但贸易顺差仍然不弱。总体来看，当前汇率外部压力不大，进出口也相对平稳，人民币汇率有望继续维持合理区间运行。



大类资产配置

图表 11：2025年全球资产配置观点一览表

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美国 (标普 500)		●	●		
欧洲 (DAX · CAC)		●	●		
英国 (富时100)		●			
日本(日经225)			●		
中国A股 (沪深300)				●	
中国港股 (恒生指数)				●	
债券	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债			●	●	
中资美元债				●	
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
商品	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金				●	
白银				●	
原油		●			
铜		●	●		
铝			●		
外汇	看淡	保守	标配	推荐	积极推荐
美元			●	●	
欧元		●	●		
英镑			●		
加元		●			
澳元			●		
日元		●	●		
马币			●		
印尼盾			●		
人民币			●		

资料来源：中国银行投资策略研究中心

注：黑色为年度观点，红色圆点为二季度修正



二季度投资者资产配置的机会与风险

总体来讲，二季度是一个多方博弈的时段，全球贸易发展、经济增长和可持续发展将受到影响，而二季度就是影响最大的阶段。不确定性增加的直接后果就是全球资产波动率加大，除了黄金有较强对冲波动率的功能外，其余资产风险和机会之间的转换时机难以把握。

机会方面，可能存在危中之机和重构之机。首先，在不确定性上升下，大类资产中机会比较确定的就是黄金，这是国际经济秩序“先破后立”中全球资金共同的信仰。其次，风险资产某个时刻泥沙俱下，反应过度带来的均值回归机会。可以预见的是美股波动，传导至中概互联进而连累中国香港恒生科技指数非理性大幅回落带来的机会，我们倾向于关注中国权益资产，如科创板块和恒生科技超跌产生的机会，以及美股超跌的配置机会。第三，密切关注美国政策发展和美联储政策调整带来的机会，国际经济秩序“先破后立”带来的新机遇，也许二季度还为时过早，但这种苗头一旦形成，资本市场必将提前反应，这就是机会。

风险方面，关注大幅度调整后的风险。二季度的市场氛围一定充斥着各种坏消息和政策对冲的好消息，各种信息同时存在。这就要求投资必须得有格局，保持定力，坚守资本配置的原则，以不变应万变，尤其不要在大跌之后抛售筹码。关注的风险不等于必然发生，但在资产配置组合中应该有所应对。

总编：严晔

主编：屈刚、文晓波

责任编辑：

宏观：朱启兵、李振龙、蔡俊生、柳映堤、常珂

股市：张诗琪、王君、余超、柳映堤、赵媛

债市：洪郑冲、孔君正、万洁、王宝钧、孙志勇、佟宇

大宗商品：吴瑕、赵昕然、颜文辉

外汇：张诗琪、Kai Lim、丁孟、潘剑锋、刘畅、宋慧丽

统编：李品章、苏康苗、常珂、余超、洪郑冲、刘畅、吴瑕

顾问：徐高、管涛



▶ 風險披露

- ▲ 投資涉及風險。買賣證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資未必一定能夠賺取利潤，並有機會招致損失。投資者須注意證券及投資價格可升可跌，甚至會變成毫無價值，過往的表現不一定可預示日後的表現。海外投資附帶一般與本港市場投資並不相關的其他風險，包括（但不限於）匯率、外國法例及規例（如外匯管制）出現不利變動。本文件並非，亦無意總覽本檔所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。客戶在作出任何投資決定前，應參閱及明白有關該等證券或投資的所有銷售文件，尤其是其中的風險披露聲明及風險警告。
- ▲ 外匯買賣的風險聲明：外幣/人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將外幣/人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受外幣/人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲ 人民幣兌換限制風險的風險聲明：人民幣投資受匯率波動的影響而可能產生獲利機會及虧損風險。客戶如將人民幣兌換為港幣或其他外幣時，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。
- ▲（只適用於個人客戶）目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行帳戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣（離岸）匯率，是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。
- ▲（只適用於企業客戶）目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換是否可以全部或即時辦理，須視乎當時銀行的人民幣頭寸情況及其商業考慮。客戶應事先考慮及了解因此在人民幣資金方面可能受到的影響。

▶ 免責聲明及重要注意事項

- ▲ 本文件由中國銀行(香港)有限公司(「中銀香港」)刊發，只供參考。
- ▲ 本檔的內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。
- ▲ 本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。
- ▲ 本文件僅供參考，並不構成，亦無意作為，也不應被詮釋為投資建議、專業意見，或對任何人作出買賣、認購或交易在此所載的任何投資產品或服務的要約、招攬、建議、意見或任何保證。客戶不應依靠本檔之內容作出任何投資決定。
- ▲ 本檔所載資料乃根據中銀香港認為可靠的資料來源而編制，惟該等資料來源未經獨立核證，故中銀香港不會就本檔及其所提供意見的準確性或完整性作出任何保證、陳述或擔保。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並非獨立研究報告及不构成投資意見或保證回報。所有意見、預測及估計乃中銀香港於本檔刊發日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。中銀香港及有關資料提供者亦不會就使用及/或依賴本檔所載任何資料、預測及/或意見而負責或承擔任何法律責任。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及/或意見的相關性、準確性及充足性，並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。



▶ 免责声明及重要注意事项

▲本档所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本档各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本档无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本档作为专业意见之用。

▲中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会持有本档所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务（无论为有关投资银行服务或非投资银行服务）、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。

▲除非获中银香港书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。

©中国银行(香港)有限公司。版权所有，翻印必究。