中國銀行(香港)
BANK OF CHINA (HONG KONG)

中銀香港
2025年市場展望與投資策略

7 月版

中銀香港
2025年市場展望與投資策略

7月版

報告摘要

- **宏觀：**美國就業情況明顯惡化，5月非農新增就業13.9萬，雖然數字“超預期”，但難掩就業市場繼續走軟的事實。前兩個月合計再度下修9.5萬，失業率從4.187%升至4.244%，連續4個月上升。美國當前的有效關稅率超17%，創90年以來新高。特朗普政策的不確定性令企業難以做長期決策，將抑制經濟活動。5月ISM製造業、服務業PMI 雙雙跌入收縮區間。美聯儲褐皮書顯示，一半的地方聯儲均報告經濟活動下降。目前利率期貨定價美聯儲要到9月FOMC才會降息，在經濟數據不出現重大意外的假設下，8月全球央行行長會可能是美聯儲向市場傳遞鴿派信號的窗口。歐元區第一季度 GDP按季增長上修至0.6%，創下自2022年三季度以來最高的增速，這主要受惠於固定資產投資及出口增長。整體通脹的放緩，為歐央行於6月議息會議再次降息25個基點提供了充分理據。歐央行行長表示，隨著此次降息，降息週期即將結束。歐央行在支持經濟增長和控制通脹之間，將觀察貿易商討發展的潛在影響，採取靈活且數據主導的政策路徑。英國4月經濟按月下滑0.3%，未能延續經濟增長勢頭。受製造業產出下滑的影響，工業按月下滑0.6%；基建和房屋修繕是建築業按月上升0.9%的最主要原因。勞動力市場疲弱同樣印證了經濟走弱的事實。美國貿易政策不確定性對英國經濟的影響仍在延續。6月19日，英倫銀行貨幣政策委員會以6-3的投票結果支持將基準利率維持在4.25%不變，認為過去兩年的緊縮貨幣政策已取得成效，二次通脹風險下降，通脹預期保持穩定。近期國際環境改變推升了能源價格走高，成為通脹上行的風險點。英倫銀行仍將保持漸進式降息節奏。中國5月經濟數據基本延續了此前的態勢。生產端相對較好，需求端出口維持韌性；。目前貨幣政策寬鬆已經兌現，關注後續財政政策出台的時點和力度。

- **股市：**美股受市場樂觀情緒支撐，對利淡消息脫敏，股市保持歷史高位。進入秋季美股面臨更大下行壓力，宏觀經濟走軟，企業盈利下滑。“大而美法案”進一步加大財政壓力，卻僅能短期提振企業盈利美股不易超越非美股市的表現。受企業盈利增長預期及美國資金流入等影響，上半年歐股表現出眾。歐元區一季度GDP增速終值上修至初值的兩倍，歐洲股票基金今年以來每月均錄得淨流入，上漲後的歐股預測市盈率仍處於10年均值附近，較美股便宜三分之一。但歐元偏強表現及貿易商討後續演變將一定程度限制出口導向型的歐股表現。中國A股受貨幣財政政策持續加碼，有望促進內需回升，消費板塊迎來投資機會，科技領域持續投入支持科技創新板塊表現。但指數仍呈可能繼續震盪整理，建議關注低估值成長行業。7月中國港股上漲行情有望持續，但波動可能同步增大。美聯儲政策博弈複雜性加大。中國內地政策支持、貿易結構夥伴持續優化，進出口有望震盪中發展。以中國資產為核心的中國港股低估值優勢持續突顯。海外資金及日企回購共同推升日股反彈，但國際環境的不確定性上升令油價上升引發新一輪通脹擔憂，將對日股帶來一定的影響。亞洲股市受益美元下跌及大市好轉上漲，韓股領漲。市場憧憬股市提振措施吸引外部資金，韓股市值重回兩萬億。在世界銀行下調全球經濟增速的當下，經濟增長正成為亞股跑贏的基本面因素，亞洲相對穩健的基本面與央行寬鬆政策對沖經濟下行風險的效用。須關注貿易後續發展及美元走勢可能引發亞股波動。

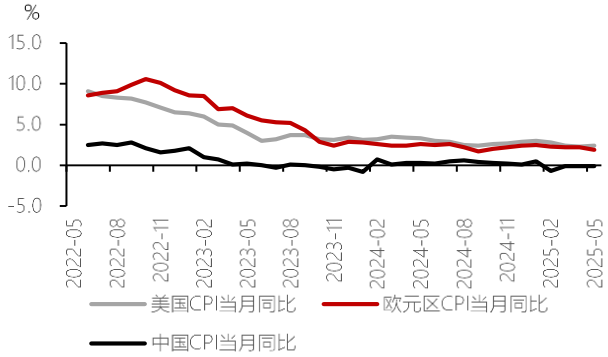
- **債市**：美聯儲6月議息基本維持利率不變，市場關注美國債務上限提高及潛在財政赤字上升，財政部於第三季度會否提高發債計劃規模將成為關鍵，預計7月美債收益率下行空間或仍有限，將繼續震盪處於較高水平區域。歐央行6月議息會議如市場預期降息25基點，這是自去年6月啟動降息週期以來的第8次降息，考慮到歐元區經濟前景仍存在不確定性，歐債息短期反彈後仍有下行空間。當前中國經濟復甦仍需要更多增量政策，而在偏低的通脹環境下，降低名義利率仍是重要政策方向，這將促進債券收益率進一步向下突破。中資美元債的融資環境將會收緊，建議投資者7月密切關注宏觀政策與流動性變化，適當降低存續期，以應對複雜多變的市場格局。新興債券市場資金已轉為淨流入，有望進一步獲得支持。

- **大宗商品：**展望7月，黃金調整壓力與支撐並存，市場情緒可能重回平衡狀態，短期上漲動能不足，回調風險加大。需密切關注美聯儲政策表態（鴿派信號或提振金價），國際環境的不確定性上升，金價回調低位分批佈局。油價受國際環境變化的影響，短期波動加劇。需求方面，國際貿易商討持續推進，全球經濟逐步向好，為油價提供支撐。供應方面，OPEC+目前增產與補償性減產並行，額外增產幅度低於符合市場預期，但國際環境的不確定性使得油價大幅波動。

- **外匯：**6月外匯市場仍然充滿波瀾，國際環境的不確定性上升，市場避險情緒再起。展望7月，市場仍將聚焦美國與各國的貿易商討以及主要經濟數據。具體幣種上看，美元在潛在通脹升溫，美聯儲維持謹慎降息取態，當數據公佈顯示美國經濟存韌性時，預期將支持美元短暫反彈。考慮到在經濟前景未明確時，美元指數升勢將受限，預期在低位區間徘徊。歐元經濟基本面平穩，歐元區貨幣政策趨向正常化，歐元走勢趨向高位震盪上升。英鎊：匯率走勢面臨短期表現不佳的風險 。日圓：日本央行緊縮步伐未變，持續關注後續美日貿易商討。商品貨幣方面，加元：區間波動，關注支撐；澳元：震盪整固，上行承壓。外部壓力不大，進出口也相對平穩，人民幣匯率有望繼續維持合理區間運行。

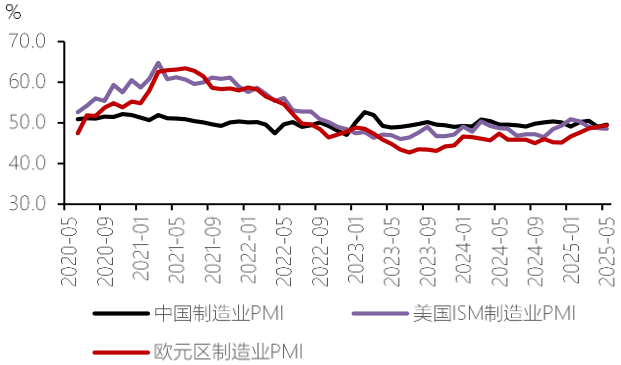
宏觀

圖表1：CPI當月（截至2025-5-31）按年



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

圖表2：製造業PMI當月（截至2025-5-31）按年



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

美國：就業市場走軟，美聯儲硬撐不降息

5月非農新增就業13.9萬，雖然數字“超預期”，但難掩就業市場繼續走軟的事實。前兩個月合計再度下修9.5萬，家庭調查口徑減少了69.6萬人，失業率從4.187%升至4.244%，連續4個月上升。高頻數據亦印證就業市場走軟：每週公佈的續請失業救濟金突破190萬大關，創2021年以來新高，失業後找工作越來越難。儘管目前失業的上升步伐仍較緩慢，但失業率變化是非線性的，越過臨界點後常常加速上升。美國當前的有效關稅率超17%，創90年新高，特朗普政策的不確定性，令企業難以做長期決策，這些都將抑制經濟活動。5月ISM製造業、服務業PMI 雙雙跌入收縮區間。美聯儲褐皮書顯示，一半的地方聯儲均報告經濟活動下降。未來幾季度，美國失業率料將繼續上行。

通脹全面降溫，5月名義及核心CPI、PPI按月都只有+0.1%，按年進一步靠攏2%的目標，，消費者通脹預期也全面下降，經濟學家和美聯儲擔心的通脹仍未顯現。儘管從經濟數據視角看，美聯儲不降息的理由越來越弱，但美聯儲對於通脹的執念料不會很快改變。而且，特朗普越施壓降息，美聯儲則可能越要硬撐不降息，以顯示其“獨立性”。利率期貨定價美聯儲要到9月FOMC才會降息。那麼，在經濟數據不出現重大意外的假設下，8月全球央行行長會議可能是美聯儲向市場傳遞鴿派信號的窗口。

歐洲：歐央行第八次降息後 朝向更為謹慎的政策路徑

歐元區第一季度 GDP按季增長上修至0.6%，創下自2022年三季度以來最高的增速，這主要受惠於固定資產投資及出口增長。作為歐元區的主要經濟體，德國經濟在一季度按季增長0.4%，擺脫了2024年第四季度的收縮。然而，儘管第一季度經濟出現改善，但市場普遍預期歐元區經濟增長動能將在二至三季度放緩，這反映經濟前景仍存在不確定性。通脹方面，歐元區整體通脹和核心通脹均呈現放緩，5月整體通脹按年下降至1.9%，這是自2024年9月以來再次低於歐洲央行2%的目標，同期核心通脹亦從降至2.3%，升幅為2022年1月以來的最低水平。此外，歐央行重點關注的服務性通脹的放緩尤其關鍵，從4.0%回落至5月的3.2%，顯示4月因復活節假期效應導致的短暫上漲已有所消退，服務業價格的韌性正在減弱。

整體通脹放緩，為歐央行於6月議息會議再次降息25個基點提供了充分理據。然而，在第8次降息後，其政策立場更為謹慎。歐央行行長表示，隨著此次降息，降息週期即將結束，但強調金融穩定風險依然存在。歐央行的取態導致市場對其降息的預期有所下降，目前市場對2025年年底前只降息1次，存款利率降至1.75%。總體而言，歐元區經濟正處於溫和複甦與通脹壓力緩解的階段，歐央行在支持經濟增長和控制通脹之間，將觀察貿易商討發展的潛在影響，採取靈活且數據主導的政策路徑。

英國：經濟動能趨降，降息空間打開

英國4月經濟按月下滑0.3%，未能延續經濟增長勢頭。其中，服務業按月下降0.4%，成為主要拖累項。4月開始，房產印花稅上調令房產交易量大幅下滑，相關服務活動減弱。受製造業產出下滑的影響，工業按月下滑0.6%；基建和房屋修繕是建築業按月上升0.9%的最主要原因。勞動力市場疲弱同樣印證了經濟走弱的事實。2至4月失業率較前三個月上升0.2個百分點至4.6%。最低薪資上調以及雇主繳納部分的保險費用上升削弱了企業招聘意願，職位空缺數量下降。

美國貿易政策不確定性對英國經濟的影響仍在延續。英國貿易商在貿易政策生效之前搶進口，主動加庫存。而這部分庫存需要一段時間消化。另一方面，英國4月貨物出口按月下滑8.8%，對歐盟和非歐盟國家貨物出口分別下滑4.3%和12.6%。儘管英美達成貿易協議，但該協議僅能抵消部分貿易政策造成的負面影響。

6月19日，英倫銀行貨幣政策委員會以6-3的投票結果支持將基準利率維持在4.25%不變。其中，三位成員支持降息25個基點。英倫銀行認為，過去兩年的緊縮貨幣政策已取得成效，二次通脹風險下降，通脹預期保持穩定。5月通脹率為3.4%，略低於4月的3.5%，與英倫銀行預期保持一致。經濟產出、勞動力市場和通脹走弱，為後續降息打開了空間，市場對8月降息的預期升溫。英倫銀行將持續關注外部形勢變化，及其對通脹的影響。近期國際環境改變推升了能源價格走高，成為通脹上行的風險點。英倫銀行仍將保持漸進式降息節奏。

中國：中國二季度經濟增速或仍在5%以上，名義增速仍待提振

中國5月經濟數據總體延續了此前的格局，外需不弱。綜合4月與5月經濟數據，二季度經濟增速或仍在5%以上，但名義增速低於實際增速的局面也將延續。中國5月工業增加值按年增長5.8%（前值6.1%），5月服務業生產指數按年增長6.2%（前值6.0%）。綜合4月與5月生產端數據，二季度GDP增速或仍在5%以上。

從需求端看，5月社會消費品零售總額按年增長6.4%（前值5.1%），在以舊換新政策以及5月電商促銷推動下，消費仍在復甦中；限額以上零售數據顯示，5月家電零售額按年增長53%，突顯以舊換新政策效果。

1—5月固定資產投資按年增長3.7%（前值4.0%）。其中製造業投資按年增長8.5%（前值8.8%），廣義基建投資按年增長10.4%（前值10.9%），房地產開發投資按年下降10.7%（前值下降10.3%）。投資分化依舊，在財政發力下，基建投資增速明顯抬升；地產投資依然弱勢。

5月出口按年增長4.8%（前值8.1%），進口按年下降3.4%（前值下降0.2%）。我們維持此前看法，貿易的搶跑將在二、三季度持續，對全年出口不必過度憂慮。此外，進口增速持續偏弱，顯示內需依然有待提振。

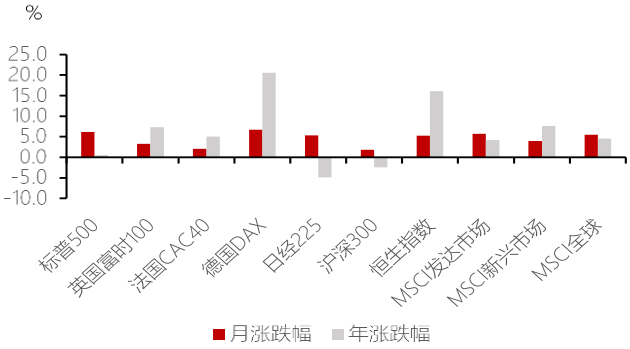
5月CPI按年下跌0.1%（前值下跌0.1%），按月下降0.2%（前值上漲0.1%）；5月核心CPI按年上漲0.6%（前值上漲0.5%），按月持平（前值上漲0.2%）。5月PPI按年下降3.3%（前值下降2.7%），按月下降0.4%（前值下降0.4%）。綜合看，核心CPI按月雖延續反彈，但價格總體仍在低位，二季度GDP平減指數大概率繼續為負。

5月社融新增22,870億元，社融存量按年增長8.7%（前值8.7%），但剔除政府債券後的社融存量按年僅增長6%，仍在低位。5月新增信貸6,200億元，其中居民信貸新增540億元，企業信貸新增5300億元。總體看，內生融資需求依然不足。

綜合看，5月經濟數據基本延續了此前的態勢。生產端相對較好，需求端出口維持韌性；目前貨幣政策寬鬆已經兌現，關注後續財政政策出台的時點和力度。

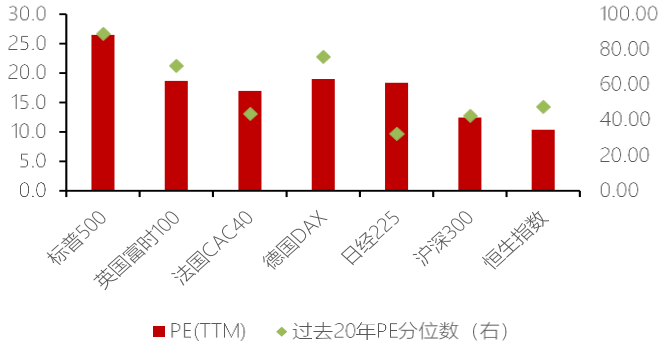
股市

圖表3：股票指數漲跌幅（截至2025-5-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

圖表4：股票指數估值水平（截至2025-5-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

美國：市場樂觀情緒支撐高位，秋季回調壓力大

儘管存在宏觀經濟走軟，以及國際環境改變等多重擾動，但美股主要股指受市場樂觀情緒支撐，對各種利淡消息都已脫敏，仍保持在歷史高位附近。當前華爾街對市場的樂觀情緒，認為特朗普不會犧牲美國金融穩定性，從而不會真正實施激進的政策。

美股即將進入夏季交投清淡期，市場樂觀情緒仍可支撐美股高位震盪，但進入秋季美股料將面臨更大的下行壓力。一是貿易商討進程，而股市的過度樂觀情緒也更易受意外的影響。二是宏觀經濟走軟，企業盈利承壓。當前美國實施的平均有效關稅超17%，是去年同期的5倍，為近90年新高。貿易活動的減少及其乘數效應構成始料未及的經濟下行壓制。三是“大而美法案”對股市的利淡恐大於利好。法案擬將減稅前置而將減支後置，進一步加劇美國財政赤字。四是從目前美元指數的跌勢看，全球資金再平衡仍在繼續，在這種格局下美股不易超越非美股市的表現。

歐洲：利好利淡因素主導歐股走勢

2025年上半年，歐股表現在主要成熟市場中表現出眾。歐洲STOXX600指數上升超過7%，英法德三大股市中，德國Dax 指數上升接近20%，主要受到德國新政府批准460億歐元企業減稅措施。儘管預期政策對經濟的影響較大可能彰顯於2026年或之後，然而市場已把企業盈利增長的預期反映在德股上，市場氣氛上升帶動德股表現，同時亦提振整體歐股表現。

除了受到德國的財政政策所支持，歐股亦存在不少利好因素，一是歐洲經濟增長，受愛爾蘭及德國出口動能帶動，歐元區一季GDP終值按季上修至0.6%，為初值的兩倍。此外，當中的資本開支有所上升，顯示企業投資信心亦有所提升，反映區內經濟存韌性。二是資金流入，參考基金流向資料，歐洲股票基金自今年1月起每月也是錄得淨流入，這某種程度上反映了歐股盈利率的吸引性，目前歐洲STOXX600指數的盈利率為6.4%較美國標指約4%為高。三是估值合理，儘管近日歐股已上升不少，然而預測市盈率仍處於10年平均水平，與美股仍存在約35%的折讓。雖然上述不同的因素支持歐股的表現，但是歐元偏強及7月貿易政策延後的後續發展預期將限制歐股的表現，特別是一些外向型歐洲企業及美國出口主導的企業。

中國：A股仍可能維持震盪整理，中國港股市場續漲行情有望延續，但波動性或將有所增強

7月中國A股市場有望受到外部環境改善與政策支持的雙重影響。外部環境方面，全球經濟的不確定性有所降低，或將有利於科技板塊和出口導向型行業的表現。中國內地貨幣與財政政策的持續加碼，特別是“雙降”政策的實施，將進一步促進內需，推動消費信心回升，進而刺激消費類板塊表現。科技創新板塊將在新能源、半導體、5G、AI等領域的持續投入下，保持長期向好的趨勢，有望成為7月市場的核心關注。

儘管市場情緒相對樂觀，短期內中國A股仍可能維持震盪整理。可關注低估值且具備成長潛力的行業，如能源金屬、農業、環保等，這些板塊目前估值較低，具備較高的性價比，可能迎來補漲機會。同時，消費類板塊有望繼續受益於內需增長，醫療健康、家電、食品飲料等領域將迎來投資機會。7月的中國A股市場中，風險因素仍不可忽視，外部經濟波動、美債利率上行等可能帶來壓力，需關注政策落實與市場動態，及時調整投資組合。

海外方面，美國5月通脹數據弱於預期，顯示政策影響暫不明顯，勞動力市場和消費增速放緩，房地產需求疲弱。國際環境的變化推高避險情緒，油金價格曾大幅上漲。美聯儲降息預期升溫，美債收益率下行，美元走弱。短期內，股市可能繼續受到避險情緒的影響，波動性加大，需關注外部市場的風險傳導。風險方面， 政策的不確定性、國際環境變化以及外部經濟環境仍存在不確定性。5月，全球股市齊漲，中國港股恒生指數及恒生科技指數均有一定漲幅。行業表現方面，能源業、金融業及電訊業漲幅居前。進入6月，中國港股延續強勢表現。

展望7月，中國港股市場續漲行情有望延續，但波動性或將有所增強。一方面，美國5月新增非農就業數據略好於市場普遍預期，疊加近期國際環境改變曾推升油價，美國通脹壓力與美聯儲政策空間的博弈也將更為複雜。在此背景下，儘管美國總統持續施壓，美聯儲的貨幣政策短期或將保持“謹慎”。另一方面，隨著中國內地貿易結構優化、貿易夥伴多元化，疊加相關政策致力於擴內需，未來進出口有望在波動中繼續穩定發展。以中國資產為核心的中國港股低估值優勢或將持續突顯。風險因素方面，當前全球經濟不確定性、貨幣政策傳導效率、金融市場波動、政策落實與協同以及市場信心管理等方面仍存在風險。當前全球環境不確定性上升，需持續關注以上風險因素影響中國港股市場整體走勢表現。

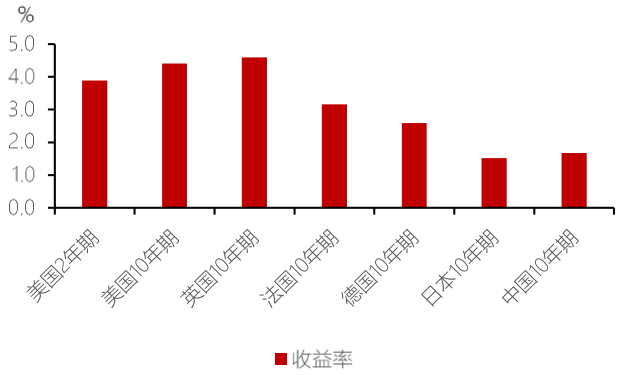
亞洲其他：日股受海外資金及日企回購共同推升，韓股領漲亞股

5月末，日本40年期國債招標疲弱一度引發全球市場震盪，日股也出現短暫拋售。但日經225指數隨後反彈至2月下旬以來新高。日股被海外投資者與企業回購資金共同推高，自4月起海外投資者已連續10週累計淨買入日股達3.87萬億日圓，成為日股最大買家。在日圓兌美元大幅升值背景下，美元計價的日經225指數年內表現亦好於標普500指數。與此同時，日企1—5月股票回購達到12萬億日圓，較去年同期增逾兩成，於4月有近4萬億日圓回購。且日企回購行為並未受2025財年預測淨利潤總額下降7%所影響。日企重視提升股東回報的舉動吸引更多海外投資者關注。6月日美首腦會談未就貿易政策達成一致，雙方分歧仍大。國際環境變化令油價上升。如油價持續高企將帶來新一輪通脹輸入性衝刺消費。貿易磋商及國際環境變化仍可能對日股帶來一定衝擊。

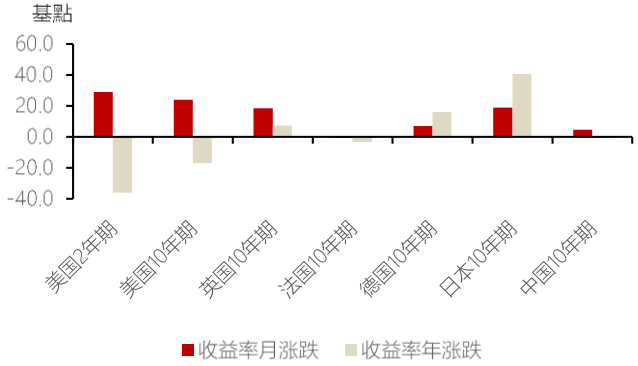
受益於美元持續走弱及市場氣氛改善，支持MSCI亞洲（日本除外）指數於6月創2022年2月以來新高，其中韓國股市領漲亞洲股市，韓國Kospi指數本月至今上升逾9%。在韓國總統選舉結束後，市場憧憬一系列的股本提振措施將為股市帶來正面支持，吸引資金流入，韓國Kospi指數市值重返3年前兩萬億美元大關。執筆時，市場正等待韓國股市能否列入MSCI成熟市場指數的觀察名單內。另外，經濟增長為亞洲股市的基本推動因素，世界銀行在6月報告中，分別下調2025年全球及美國經濟增長預測0.4%及0.9%，但新興亞洲僅下調0.1%，反映其相對穩健的基本面及央行維持寬鬆政策具有緩衝作用，這使亞洲市場在環球經濟增長分化環境中的吸引性上升。但需留意貿易政策的後續發展與美元動向，或為依賴出口較多的亞洲地區帶來波動性，故需分散地域配置以分散個別地區風險。

債市

圖表5、6：國債收益率（截至2025-5-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

發達市場：美債息維持高位震盪，歐債息仍有下行空間

美債：美聯儲6月議息基本維持利率不變，符合市場預期，雖然最新利率點陣圖維持上次預測，即年內減息25基點2次，但支持年內不降息的委員由4位上升至7位，顯示部分委員看法轉趨保守，委員間看法亦存在分歧。美聯儲下調今年美國經濟增長預測，同時上調通脹及失業率預測，從數據預測及投票方向可見美聯儲對未來減息仍持謹慎取態，美聯儲主席鮑威爾亦表明在高度不確定性的環境底下，適宜維持利率於當前適度限制性的水平並繼續觀察。議息結果公佈後，市場對年內減息預期未有太大變化。從供應端觀察，近月美國財政部發債量仍平穩，但若特朗普提出的稅改法案獲得通過，市場關注美國債務上限提高及潛在財政赤字上升，而財政部於第三季會否提高發債計劃規模將成關鍵，屆時供應量上升或會為債息帶來上升壓力。整體上，預計7月美債收益率下行空間或仍有限，將繼續震盪處於較高水平區域，同時受多項不確定因素的動態變化影響而波動，故此策略上仍宜以較短年期美債降低價格波動影響。

歐債：歐央行6月議息會議如市場預期降息0.25厘，這是自去年6月啟動降息週期以來的第8次降息。歐央行同時公佈了最新的年度通脹預測，將其下調至2%，顯示央行對通脹回落到2%目標水平的信心增強，而經濟增長預測則維持在0.9%不變。歐央行行長會後表示，後續行動將依據數據決定，且不排除央行可能接近結束降息週期，這使市場對歐央行降息的預期有所降溫。執筆時，德國2年期及10年期債息分別從6月低點的1.759%和2.421%反彈至1.885%及2.587%。然而，世界銀行6月發表的《全球經濟展望》報告將歐元區今年的經濟增長預測從1%下調至0.7%，反映歐元區經濟前景仍存在不確定性。若歐元區經濟數據不及市場預期，市場對歐央行降息的預期可能回升，且市場普遍預計年內歐央行仍將再降息一次。因此，不排除歐債息仍有下行空間。目前，彭博巴克萊泛歐洲綜合主權債券和泛歐洲投資級別債券的最低收益率分別為3.1%及3.08%，高於過去10年平均最低收益率的1.4%及1.3%。在歐債反彈之際，7月適時配置歐洲債券或能捕捉潛在的機會。

新興市場：中國債市仍有支撐，中資美元債關注流動性變化，新興市場債券或受支持

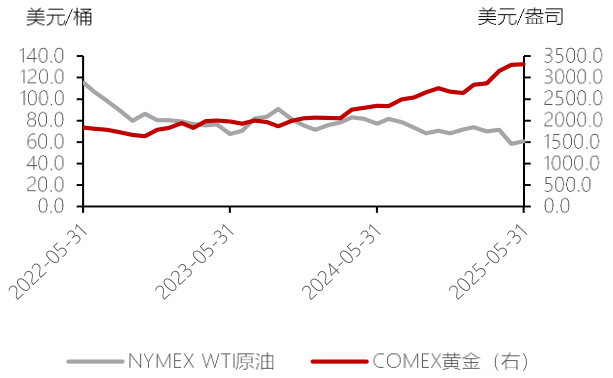
中國債券市場：當前需求修復中，疊加中國人民銀行對流動性的持續呵護，預計7月債市仍有較強的支撐。5月經濟數據有所分化，消費按年有所回升至6.4%，但固定投資景氣度偏低；而通脹連續第四個月負增長，5月人民幣貸款餘額按年增速由上月的7.2%進一步降至7.1%，無論是企業還是居民的需求於修復階段，基本面整體對債市形成支撐；從資金預期看，中國人民銀行6月首次一個月內兩度開展買斷式逆回購操作，繼續釋放貨幣持續加力的政策信號，有助於在政府債發行以及近期銀行同業存單到期階段，保持銀行體系流動性充裕，同時，貨幣政策操作透明度增加，買斷式逆回購操作從月末披露到提前公佈，亦能夠更加有效引導和穩定市場預期。綜上，當前中國經濟復甦仍需要更多增量政策，而在偏低的通脹環境下，降低名義利率仍是重要政策方向，這將促進債券收益率進一步向下突破，7月10年期國債收益率或有再次下行至1.5%左右的交易機會。

中資美元債市場：至6月19日，Markit iBoxx亞洲中資美元債券指數報242.9552，較上週上漲0.13%，中資美元債年初至今的回報率按月上升36.0基點 至 3.13%，投資級和高收益級表現相當，其中投資級債券回報率上升 37.0基點 至 4.8%，高收益債券回報率上升 34.0基點 至 4.7%。從行業來看，房地產回報率最高達到5.51%，按月上升 15.0基點。但同時需關注，超發美債或將導致流動性衝擊，中資美元債的融資環境將會收緊，7月密切關注宏觀政策與流動性變化 ，適當降低存續期，以應對複雜多變的市場格局。

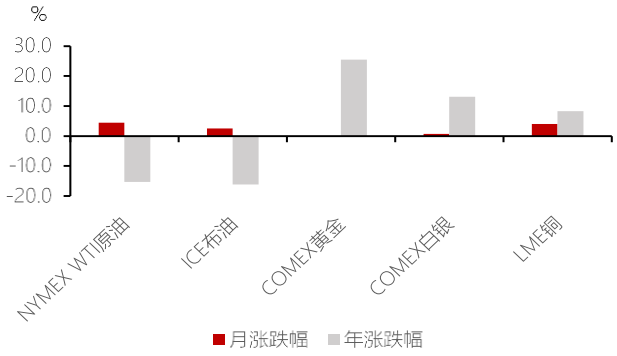
環球新興債券市場：美元指數自月初以來下跌1.34%，一度觸及97.62的2022年3月以來最低水平，新興市場債券表現受到支持。根據EPFR Global截至6月11日的最新數據，今年以來新興市場債券已錄得約92億美元的資金淨流入，扭轉早前的資金流出趨勢。若市場避險情緒持續回落，且美元指數短期內繼續在低位徘徊，新興市場債券表現有望進一步獲得支持。目前，彭博巴克萊新興市場投資級債券的最低收益率為5.35%，處於10年平均值正一個標準差的水平，估值具吸引力。因此，7月或可適時增加新興市場債券配置。

大宗商品

圖表7、8：大宗商品價格（截至2025-5-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

黃金：短期調整壓力與支撐並存，長期上漲趨勢未改

回顧6月，黃金市場高位震盪。月初，金價受國際環境變化等因素提振，避險情緒升溫推高金價；但隨後美國5月非農報告整體穩健，金價承壓回落，幾乎回吐全部漲幅。後續，國際環境的不確定性、美國5月CPI和PPI增速低於預期、初請數據穩持高位，增強了市場對美聯儲年內兩次降息的預期，黃金延續漲勢，金價在每盎司3,450美金附近遇阻回落。

展望7月，調整壓力與支撐並存，市場情緒在7月可能重回平衡狀態，短期上漲動能不足，回調風險加大。後續金價受關鍵事件驅動，避險需求方面，國際環境變化將推高金價。同時，美聯儲政策是關鍵變量，6月利率會議維持利率不變，但美聯儲降息預期（9月左右或為中性時點）及美國政府財政赤字擴大、美國債務問題，將成為關鍵推動因素。需密切關注美聯儲政策表態（鷹派信號或抑制金價），金價回調低位分批佈局。中長期上漲趨勢穩固，特朗普上台後，全球博弈加劇，股、債以及貨幣等與國家信用相關的資產，都面臨秩序溢價還是秩序折價的不確定性，增強黃金避險需求。央行購金與美聯儲降息預期提供金價支撐。

原油：油價受國際環境改變的影響，短期波動加劇

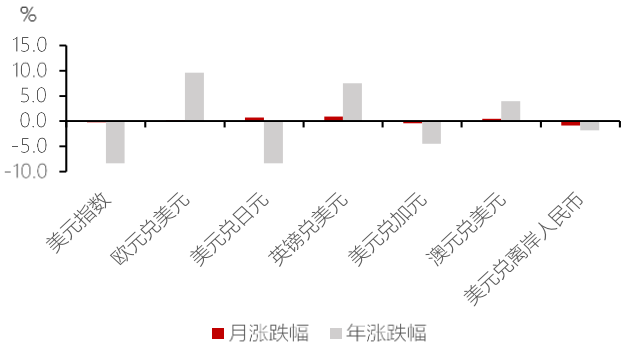
回顧6月，油價企穩逐步反彈。一是國際貿易政策有所緩解，三大機構再度調整原油需求預期，總體來看預期有所好轉。後期貿易商討繼續推進，預計需求預期或將繼續上調，為油價提供底部支撐；二是國際環境變化，點燃市場原油供給擔憂，油價上漲。

展望7月，油價受國際環境變化的影響，短期波動加劇。從原油需求端來看，能源需求預期上升。美國5月核心CPI按年增幅放緩至2.8%，低於市場預期。數據公佈後特朗普公開呼籲年內降息100個基點以刺激經濟，市場普遍預期美聯儲或於9月啟動降息，進一步推動風險資產估值修復。從原油供應端來看，儘管OPEC+計劃6月增產41.1萬桶/日，但實際增產遠未達標，5月OPEC+八國僅完成計劃增產量的18%。OPEC+整體產量連續第三個月穩定在2,698萬桶/日左右，實際供應增量有限。非OPEC+供應擾動增強，美國受貿易政策影響，頁岩油鑽井維護成本提高，活躍鑽井數降至462台，較去年按年下降50台。此外，國際環境不確性引發市場對原油出口中斷的擔憂，若不確性增加，僅原油供應缺口屆時將達到150萬桶/日。目前趨勢來看，國際環境不確性仍未有緩解跡象，但是否對原油供應產生較大影響，這中間存在巨大的不確定性。如果只是情緒面的影響而沒有影響到實質性供應或者關鍵航路，油價難以形成趨勢性上漲，反而會加劇油價波動。

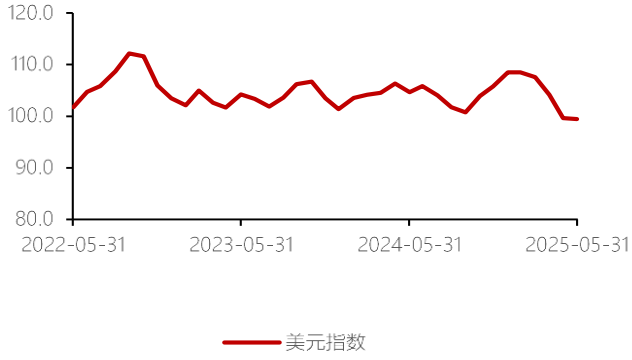
總體來看，由“需求悲觀”轉向“國際環境主導”，油價進入短暫的上行通道。但貿易政策與國際環境的反覆性意味著波動率可能攀升，油價短期波動加劇。

外匯

圖表9、10：外匯價格（截至2025-5-31）



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心



資料來源：Wind，中國銀行投資策略研究中心

美元：經濟前景有隱憂，低位區間徘徊

2025年上半年，美元指數整體呈下行趨勢，在年初時，市場曾因為憂慮通脹升溫導致年內降息預期下降至1次，一度支持美元指數突破110水平。突破年內高位後，美元指數走勢隨貿易消息出現而形成下行趨勢，特別是當4月中超出市場預期的消息出現，令市場對美國經濟衰退憂慮上升，年內降息預期曾上升至4次，令美元指數一度跌穿98水平。隨著美國不同數據顯示經濟仍具韌性，市場情緒改善，降息預期降溫，支持美元指數出現不同程度的短暫反彈，惟仍然受限於102水平。儘管6月最新的利率點陣圖顯示年底的利率中位數仍維持3.9%，與3月相同，考慮到需要留意當中官員看法出現了明顯改變，特別是在19名官員中有7位認為年內不用降息，這比3月時的分佈為4位有所上升，另外兩位官員預期年內降息只有一次，可見官員對下半年降息預期持一個偏向謹慎的取態。從上半年的美元指數走勢觀察，相比其他央行持續降息，息差優勢未有明顯為美元指數帶來支持。在潛在通脹升溫，美聯儲維持謹慎降息姿態，當數據公佈顯示美國經濟存韌性時，預期將支持美元短暫反彈。考慮到在經濟前景未明確時，美元指數升勢將受限，預期在低位區間徘徊。

歐元：經濟基本面平穩，貨幣政策趨向正常化，走勢趨向高位震盪上升

與美元相反，歐元在上半年呈上升的勢態，並於6月中旬再度突破今年高位兌美元觸及1.16水平，此為2021年10月以來的高位。儘管歐央行年內已降息4次，存款利率已下降了1厘至2%，然而在融資成本下跌帶動經濟，歐元區第一季度GDP按季增長創下自2022年三季度以來最高的增速。預期在德國新政府批准 460億歐元企業減稅措施後，作為火車頭之一的德國將帶動區內經濟增長。在經濟增長憧憬下，美國商品期貨交易委員會公佈最新交易員持倉報告CFTC顯示歐元非商業用的淨倉位今年持續上升，這反映了市場對於歐元的前景的信心。儘管面對未來貿易發展的不確定性仍需觀察，考慮到歐央行行長在6月議息會議後，表示降息週期即將結束，目前市場預期2025年年底前只降息1次。展望下半年，在歐元區貨幣政策趨向正常化並配合經濟增長基本面的利好因素下，歐元走勢趨向高位震盪上升。

英鎊：匯率走勢面臨短期表現不佳的風險

自前次月報更新以來，我們開始關注英鎊匯率走勢可能面臨的不利因素。關於期限溢價的隱憂仍可能再現。儘管英國債務管理局（DMO）削減了長期債券發行的規模，促使債務風險得以稍加緩釋，但英國政府債券仍較易受到溢出風險的影響。儘管具有黏性的通脹水平促使英倫銀行保持謹慎，但目前市場關於降息的預期看起來仍然偏鷹（未來3次貨幣政策會議預計降息23基點），而私營部門的工資水平增長愈顯疲態。因此，短期內英鎊匯率走勢仍可能不及預期。持有此種觀點的風險在於，關於英國財政狀況的隱憂可能推後，而風險資產將延續上漲態勢。拉長期限來看，中期匯率交叉盤的變動趨勢進一步擴大了英鎊匯率走勢的波動範圍。以英國與歐盟重啟合作為標誌的積極改革勢頭，或有助於扭轉英國脫歐後資產端面臨的結構性投資不足的困局。例如，英國獲得歐盟防務資金，或將支持相關資金流入英國股市。然而，英國的財政狀況依舊艱難。鑒於英國財政空間不足，且在進一步削減開支方面面臨困難，預計財政狀況的不確定性將持續至秋季預算。支持英國消費復甦的空間有限，由此開啟了英倫銀行轉鴿的大門。

日圓：央行緊縮步伐未變，持續關注後續美日貿易商討

日本央行6月會議維持其基準利率不變，並決定明年以較慢的步伐縮減債券購買，表明其在市場波動加劇後仍保持謹慎態度。計劃從下個財年開始，以每季度2,000億日圓（134億美元）的步伐減少每月債券購買量，當前為每月4,000億日圓的步伐，日本央行表示通脹已溫和上升，但全球貿易政策未來走向仍不確定，總體收緊步伐未變。美日貿易商討仍未有定論，美元兌日圓在140位置有較強支持，短期總體以區間震盪為主。

商品貨幣

加元：區間波動，關注支撐

加拿大國內需求疲弱，失業率上升，經濟增長動能不足，加大市場對加拿大央行7月降息預期，疊加美國新政策，令加元承壓。原油方面，6月國際環境不確性上升，油價大漲，利好加元，但加拿大原油增量有限且全球需求疲弱可能壓制油價上行空間。

澳元：震盪整固，上行承壓

澳大利亞高通脹束縛降息空間，澳儲行釋放鷹派信號，疊加鐵礦石與銅價格堅挺，進一步支撐澳元，需重點關注7月澳洲就業數據和美聯儲議息會議決議。

人民幣：繼續保持合理區間運行

截至6月19日，CFETS美元兌人民幣匯率收於7.1729，較上月繼續小幅下跌，截至6月13日，人民幣匯率指數收於95.49，較上月小幅下跌。美國5月CPI按年上漲2.4%，連續4個月位於3%以內，美聯儲議息會議繼續維持利率水平不變。中國方面，5月份出口雖然略低於預期，但貿易順差仍然不弱。總體來看，當前匯率外部壓力不大，進出口也相對平穩，人民幣匯率有望繼續維持合理區間運行。

大類資產配置

圖表 11：2025年全球資產配置觀點一覽表

股票	低配程度		標準配置	超配程度	
	看淡	保守	標配	推薦	積極推薦
美國（標普 500）		●	●		
歐洲（DAX，CAC）		●	●		
英國（富時100）		●			
日本(日經225）			●		
中國A股（滬深300）				●	
中國港股（恒生指數）				●	
債券	**看淡**	**保守**	**標配**	**推薦**	**積極推薦**
美國國債			●	●	
中資美元債				●	
中國：貨幣市場			●		
中國：利率債			●		
中國：信用債			●		
中國：可轉債				●	
商品	**看淡**	**保守**	**標配**	**推薦**	**積極推薦**
黃金				●	
白銀				●	
原油		●			
銅		●	●		
鋁			●		
外匯	**看淡**	**保守**	**標配**	**推薦**	**積極推薦**
美元			●	●	
歐元		●	●		
英鎊			●		
加元		●			
澳元			●		
日圓		●	●		
馬幣			●		
印尼盾			●		
人民幣			●		

資料來源：中國銀行投資策略研究中心

註：黑色為年度觀點，紅色圓點為二季度修正

二季度投資者資產配置的機會與風險

總體來講，二季度是一個多方博弈的時段，全球貿易發展、經濟增長和可持續發展將受到影響，而二季度就是影響最大的階段。不確定性增加的直接後果就是全球資產波動率加大，除了黃金有較強對沖波動率的功能外，其餘資產風險和機會之間的轉換時機難以把握。

機會方面，可能存在危中之機和重構之機。首先，在不確定性上升下，大類資產中機會比較確定的就是黃金，這是國際經濟秩序“先破後立”中全球資金共同的信仰。其次，風險資產某個時刻泥沙俱下，反應過度帶來的均值回歸機會。可以預見的是美股波動，傳導至中概互聯進而連累中國香港恒生科技指數非理性大幅回落帶來的機會，我們傾向於關注中國權益資產，如科創板塊和恒生科技超跌產生的機會，以及美股超跌的配置機會。第三，密切關注美國政策發展和美聯儲政策調整帶來的機會，國際經濟秩序“先破後立”帶來的新機遇，也許二季度還為時過早，但這種苗頭一旦形成，資本市場必將提前反應，這就是機會。

風險方面，關注大幅度調整後的風險。二季度的市場氛圍一定充斥著各種壞消息和政策對沖的好消息，各種信息同時存在。這就要求投資必須得有格局，保持定力，堅守資本配置的原則，以不變應萬變，尤其不要在大跌之後拋售籌碼。關注的風險不等於必然發生，但在資產配置組合中應該有所應對。

總編：嚴曄
主編：屈剛、文曉波

責任編輯：
宏觀：朱啟兵、李振龍、蔡俊生、柳映堤、常珂
股市：張詩琪、王君、余超、柳映堤、趙媛
債市：洪鄭沖、孔君正、萬潔、王寶鈞、孫志勇、佟宇
大宗商品：吳瑕、趙昕然、顏文輝
外匯：張詩琪、Kai Lim、丁孟、潘劍鋒、劉暢、宋慧麗
統編：李品章、蘇康苗、常珂、余超、洪鄭沖、劉暢、吳瑕
顧問：徐高、管濤

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。客戶應事先考慮及瞭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。客戶應事先考慮及瞭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構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。

免責聲明及重要注意事項

- 本檔所述的證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資可能並不適合所有投資者，且並未考慮本檔各讀者的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦，亦不會就此承擔任何責任。投資者須瞭解有關投資產品的性質及風險，並基於本身的財務狀況、投資目標及經驗、承受風險的意願及能力和特定需要而作出投資決定。如有疑問或在有需要情況下，應於作出任何投資前徵詢獨立專業顧問的意見。本檔無意提供任何專業意見，故投資者在任何情況下都不應依賴本檔作為專業意見之用。

- 中銀香港為中國銀行股份有限公司的附屬公司。中國銀行股份有限公司及其子公司及 / 或其高級職員、董事及僱員可能會持有本檔所述全部或任何證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資項目。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就該等證券、商品、外匯、相關衍生工具和其他投資提供投資服務（無論為有關投資銀行服務或非投資銀行服務）、或承銷該等證券或作為該等證券的莊家。中國銀行股份有限公司及其子公司可能會就因應該等證券、商品、外匯、相關衍生工具或其他投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

- 除非獲中銀香港書面允許，否則不可把本檔作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式或途徑（包括電子、機械、複印、攝錄或其他形式）轉發或傳送本檔任何部份予公眾或其他未經核准的人士或將本檔任何部份儲存於可予檢索的系統。

©中國銀行(香港)有限公司。版權所有，翻印必究。