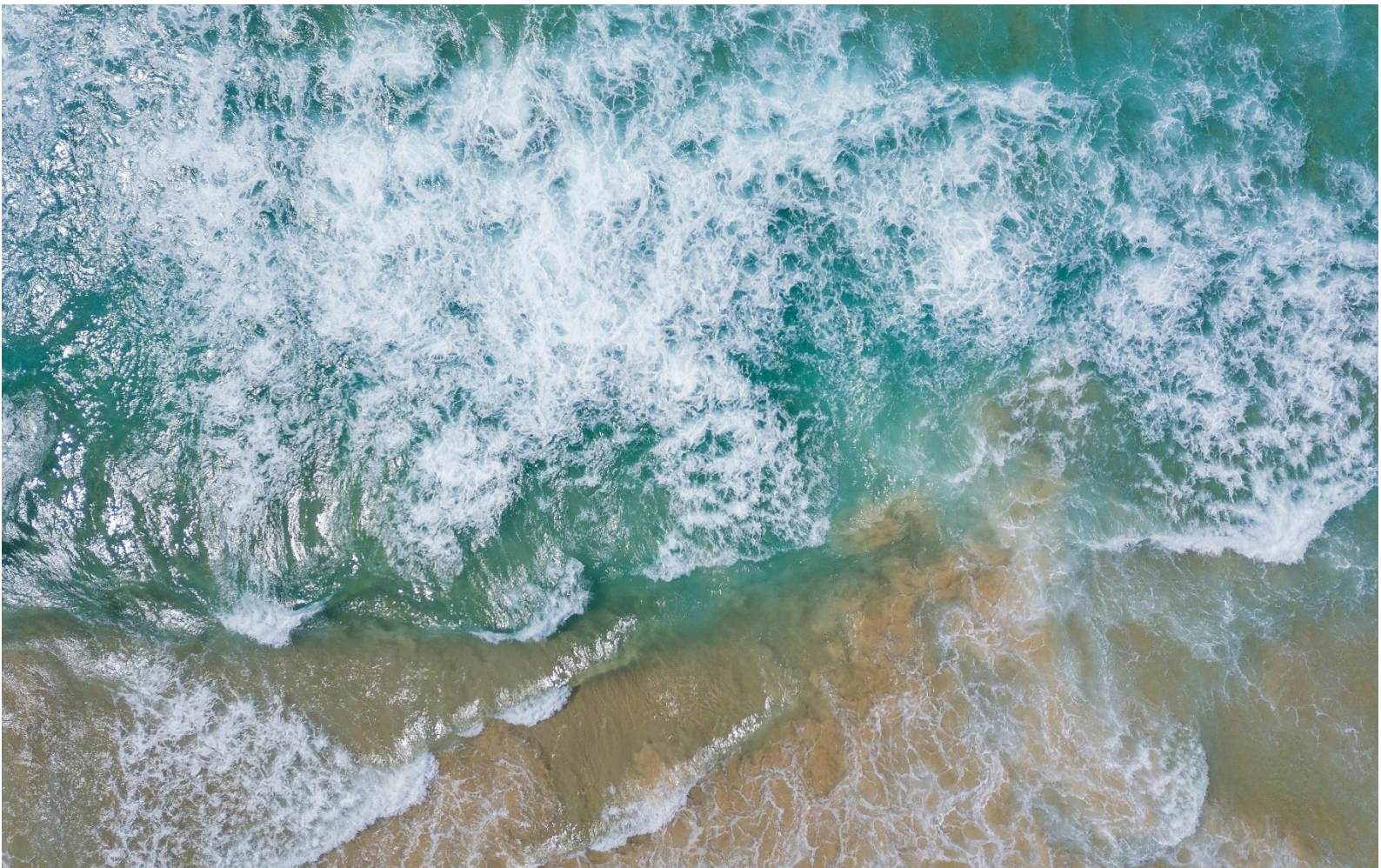


建亚私人银行财富管理策略



2025 年 8 月刊

沧海横流方显劲 新一轮全球资产再平衡的深化

2025 年上半年，全球金融市场经历了剧烈震荡：标普 500 指数先抑后扬，10 年期美债利率与美元指数罕见背离，黄金价格悄然攀升至历史高位，稳定币市场规模突破 2400 亿美元。这一系列现象的背后，是全球经济金融格局深刻调整的序幕——新一轮全球资产再平衡正从暗流涌动走向前台，在这样的节点，我们看到怎样的市场机会？

同时，在 7 月份，环球市场继续走升，如以 MSCI 环球指数代表全球市场，7 月至今回报为 1.79%，而其中，新兴市场继续跑赢成熟市场；在环球资金流向上，部份今年表现落后的地方市场，于 7 月表现开始重新追上，如今年大落后的泰国市场，7 月表现居于环球市场之首，相反，部份今年早段时表现较佳的市场如欧洲，则 7 月虽然仍有所上升，但月度表现亦被其他本来相对落后的地区赶超，接下来股票应如何部署？股票部份将会分享我们的观点

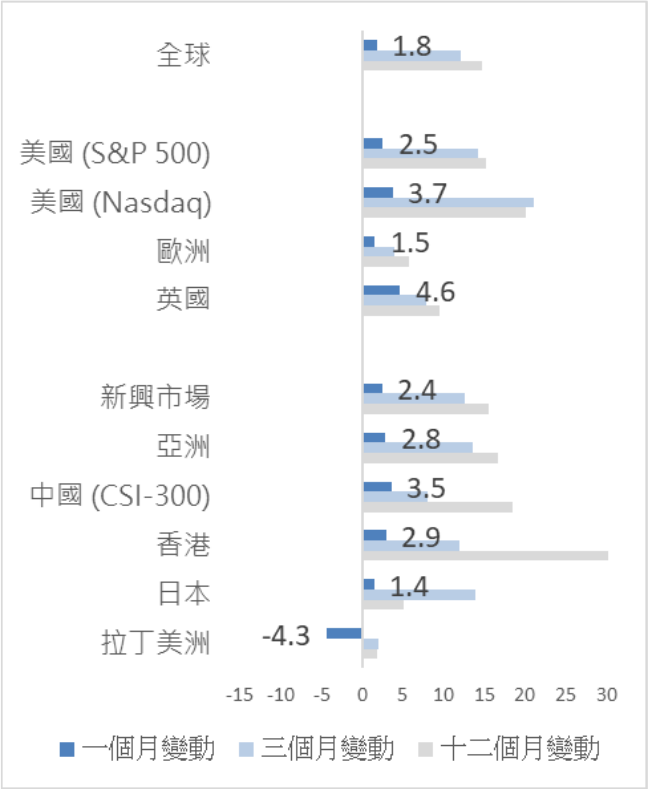
而在专题部份，除了分享全球再平衡对资产配置启示外，我们还会透过 UBER 这家公司，分享自动驾驶概念为何有其潜力，及「反内卷」为何有机会成为下半年市场投资主线

目录

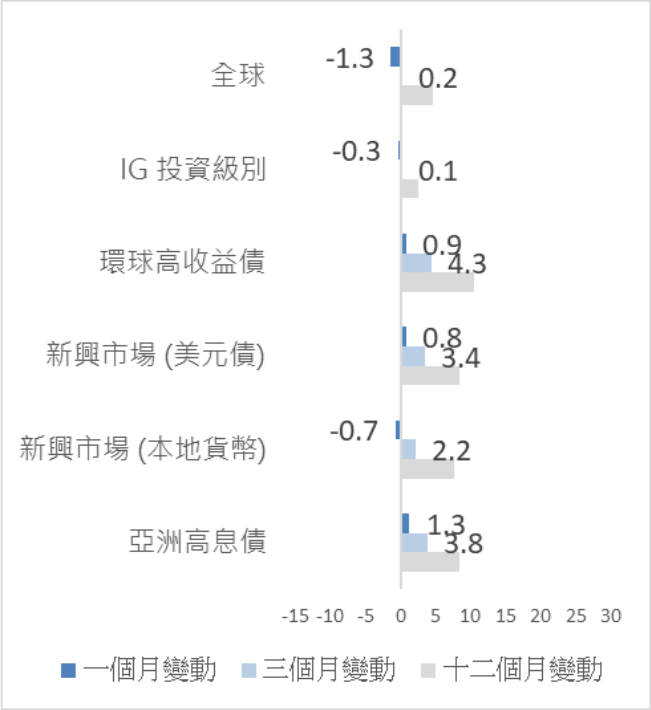
01	市场表现回顾	p.3
02	资产配置策略	p.4
03	本月市场焦点	
	沧海横流方显劲：全球资产再平衡的深化	p.5
	从 UBER 营运模式，看自动驾驶概念潜力	p.11
	“反内卷”或成下半年市场投资主线	p.14
04	宏观经济展望	p.17
05	资产市场展望	
	股票	p.19
	债券	p.22
	外汇及商品	p.24

资产市场表现

股票



債券



外币及商品市场

FX	Latest	1m	3m	1y
DXY Index	99.8	3.0	0.3	-4.2
EUR/USD	1.14	-2.9	1.0	5.7
GBP/USD	1.32	-3.5	-0.6	3.0
USD/JPY	149.51	-3.8	-4.4	0.2
AUD/USD	0.64	-1.9	0.8	-1.3
NZD/USD	0.59	-3.0	-0.4	-0.7
USD/CAD	1.38	-1.7	-0.3	-0.2
USD/CHF	0.81	-2.5	1.5	8.0
USD/CNY	7.20	-0.4	1.1	0.5
Commodity				
Crude Oil	70.0	7.2	19.9	-10.4
Spot Gold (\$/oz)	3275.2	0.2	0.6	35.2

利率变动

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.94	0.21	0.33	-0.33
10Yrs Bonds	4.37	0.13	0.19	0.32
German				
2Yrs Bills	1.95	0.11	0.28	-0.56
10Yrs Bonds	2.71	0.08	0.25	0.39
UK				
2Yrs Bills	3.88	0.05	0.06	0.04
10Yrs Bonds	4.60	0.08	0.13	0.60
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	-0.18	-0.09	-1.07
CNH HIBOR 1Y	3.42	-0.17	-0.25	-1.10
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	-0.06	-2.37	-2.96
HIBOR 1Y	5.18	-0.16	-1.25	-1.94

简评:

7 月份环球市场继续走升，如以 MSCI 环球指数代表全球市场，7 月至今回报为 1.79%，而其中，新兴市场继续跑赢成熟市场，以 MSCI 新兴市场指数作为代表，其期内回报为 2.43%，略优于代表成熟市场的 MSCI 世界指数期内 1.72% 的表现；在环球资金流向上，部份今年表现落后的地方市场，于 7 月表现开始重新追上，如今年大落后的泰国市场，7 月表现为 14.08%，居于环球市场之首，相反，部份今年早段时表现较佳的市场，如欧洲，则 7 月虽然仍有所上升，但月度表现亦被其他本来相对落后的地区赶超；如要概括 7 月份的话，考虑到在我们监察的 29 个市场中，有 25 个是上涨，而且部份原先落后的，于 7 月亦有所表现，倾向将 7 月视为一个全球性牛市扩散的月份，且原先落后的也在 7 月有相对较佳的表现了。

资产配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							「去美元化」成市場趨勢，環球資金再平衡全球投資組合，避免過度集中於美國資產，因中期仍面臨流動性壓力，需警惕政策突變，風險資產波動成常態
美國							• 上半年美股表現大幅落後於歐洲、亞洲及新興市場股市。外國投資者減配美元資產，形成全球投資組合的再平衡 • 美股得益於創新和生產力驅動的內在競爭力，以及巨大消費能力，但美國與其他地區的巨大差距或縮少 • 「特朗普看跌期權」依然有效，市場規律仍是制約特朗普政策的重要因素。支持美股表現包括減稅措施或快將出台，需關注企業盈利能否保持較預期佳、消費信心會否重挫、企業仍不願招聘致就業機會減少、經濟前景不明朗，需關注經濟數據會否顯著放緩 • 美國經濟降憂漸現，特朗普政策不確定性或短期內對經濟增長和股市造成壓力，貿易摩擦將損害經濟活動 • 美股估值對比環球市場仍高，標普500指數的市盈率達24倍，華府政策及行動令地緣衝突風險升溫引致風險溢價上揚
歐元區							• 上半年多個主要地區股市大漲，美元資產的不確定性令歐洲地區明顯受惠。歐洲銀行股、軍工和工業股领涨支撐歐洲，尤其德國股市 • 正面因素包括估值仍較低、貨幣政策的寬鬆、國防開支增加、潛在的財政寬鬆以及俄烏戰爭的緩和和支持股市 • 美國及歐洲非關稅貿易協議接近達成，但貿易協議仍不確定，需關注關稅的實際細節
英國							• 英國成首個與美國達成貿易協議的國家，美國對英國長期保持貿易順差，有助英國股市穩定 • 本土政治穩定可改善投資情緒，估值仍較低及大規模股東減息、金融及銀行股權重較大 • 惟仍面對通脹、經濟增長乏力及盈利前景不明朗、企業稅的增加或損害企業利潤
亞洲 (日本除外)							• 上半年亞洲股市受貿易及全球經濟動盪影響較波動，美國保護主義帶來的不確定性，亞洲經濟增長或短期內保持低迷，但經濟狀況仍穩定 • 通脹穩定、流動性充裕、具內需支撐、積極的政府政策有助抵銷經濟增長的利淡因素 • 韓國、台灣的科技技術實力持續提升能受惠於AI產業的騰飛，進一步推動創新與技術效率，為企業帶來成本效益及減低支出 • 亞洲股票相對估值及與自身歷史平均比，呈顯著折讓，美元走弱的充裕流動性提供具吸引力的進場機會
日本							• 日本經濟增長前景正面、企業改革正推動企業盈利和股東回報提高、本土向「通脹型經濟」轉型吸引國際資金 • 美日貿易上出現積極進展，汽車製造商等出口型企業、大幅受惠與AI算力強勁需求的半導體板塊強力推動，帶動日股走高 • 巴菲特長期投資的日本五大商社成日股最大的市場貢獻者，日央行將持續加息將利好金融股 • 日圓過去半年顯著升值未對日圓有影響，央行加息時間延遲並擴大財政刺激力度，有助支持日股
中國內地							• 科技技術的躍進、企業盈利的增長、制度改革的推進及政策轉向更友善推動下，內地經濟還有進一步上漲潛力 • 內地降息降準並擴大財赤，走勢更取決於國內流動性，如政策寬鬆節奏，而非全球市場相關性 • 中美高級官員力求避免貿易爭端進一步升級，人工智能和科技熱潮或繼續推動股市回報 • 滬深300指數上半年於3700-4000點上落，市盈率較歐美及亞洲股市低、中央支持A股慢牛格局，具追落後的機會 • 整體消費仍較疲弱限制內地經濟復甦動力，降價內捲情況令本土競爭激烈
香港							• 上半年表現突出，累積升逾21%，跑贏環球市場，內地資金成為支撐港股的主要泉源，持續淨流入，提供了重要的流動性支持 • 內地科技創新及經濟刺激計劃的樂觀情緒，加上憧憬更多股份來港上市，港股確認了上升趨勢，仍有上漲潛力、展現韌性及活力 • 中美摩擦的消息加添港股的波幅，仍對相關消息反應敏感
新興市場 (拉美)							• 基本面的差異明顯致不同地區的股市表現分化，部分內需韧性、政策空間或供應鏈轉移而具備優勢 • 美元轉弱有利新興市場的股市表現，估值吸引，全球資金對新興市場的股票配置比重低，相關資產有上漲空間 • 大宗商品需求及價格左右股市表現

	低配	--	-	中性	+	++	超配
債券							聯儲局政策周期屬關鍵變量，需關注長債收益率仍陡峭上升，趁收益率處於高位時買入，注重債券股息及避險功能，宜分散配置、存續期中短年期
美國國債							• 特朗普的關稅政策或令經濟放緩及美國評級遭下調，曾令美債遭拋售，惟流動性高及地位難被其他國債取代 • 聯儲局緊縮政策預期引發長債利率飆升，美國通脹預期反覆加劇市場對減息的敏感度 • 美國減稅及支出法案引發聯邦赤字及債務可持續性疑慮，美債價格表現波動 • 短期美債受青睞，因利率仍然相對較高，但預期大幅下降的空間有限，減息預期下適度拉長存續期捕捉價格上升 • 美國財長希望重新激勵美國商業銀行持有美國國債，財政部也加大了回購國債的力度，應限制債券收益率升幅，緩和投資者的主要憂慮。 • 預期10年期國債收益率區間為4-5%，通脹難顯著回落將限制減息空間，債券收益率下行空間有限 • 中長線資金提前布局的誘因加大，以較低風險參與市場目前較高的收益率水平
歐元區債券							• 歐洲通脹趨緩，央行減息行動放緩，將維持寬鬆周期，限制利率下跌空間，惟信貸息差比美國更具吸引力但 • 計畫擴大支出，加大國防和基礎建設支出收益率還有進一步上漲的空間，有利債價平穩 • 企業基本面穩健、違約風險低，歐洲企業債估值較美國企業債便宜
環球投資級別企業債 (IG)							• 環球企業債券表現優於國債，低信貸風險加上收益仍吸引，短年期債券可更好地補償利率風險，視為防守性之選 • 企業財務狀況相對健康令近年債市違約率處於偏低水平，預期未來違約率仍可保持於較低水平 • 成熟市場投資級別債券的息差已處於歷史較低水平，能提供的收益受限 • 質素高且收益率維持較高的優勢，表現取決於聯儲局的減息步伐及企業的基本面
環球高收益債券 (HY)							• 違約率維持較低水平，收益率吸引，但信貸狀況未見明顯改善，需關注環球經濟會否被弱致違約率上升 • 聯儲局短期維持利率居高不下，高收益債券的發行成本高及不利估值 • 跟股市及經濟走勢的敏感度較高，對美國經濟及關稅政策不確定的擔憂令高收益債價急跌 • 高收益債券的違約率可能對於利率風險相對較低且總收益率較高的行業來說，息差應該仍然較小 • 全球減息步伐仍有序進行，為高收益債券帶來利息收益
亞洲債券							• 內地10年期債息維持超低水平，有利資金進入亞洲債券以獲取較高的收益 • 美元弱勢，有利資金分流到亞洲市場 • 亞洲經濟較受貿易周期影響，短存續期的成熟市場債券的收益率更具吸引力 • 亞洲債券具備較高收益率、信用狀況保持良好、違約率極低，撇除內房的亞洲債市的價值浮現
新興市場 (拉美)							• 擁有較高收益率，平均利率已高於過去10年水平、通脹受控、違約率低，仍具長期投資潛力 • 受惠弱美元仍有望維持不俗表現 • 新興市場債券對貿易不確定性和全球風險情緒尤其敏感

	低配	--	-	中性	+	++	超配
環球行業/板塊							關注政策及美國的刺激經濟措施對某些板塊產生直接影響，特朗普政策的不確定性令資金從不同板塊轉換，預期板塊輪動成常態，應擴大投資視野
金融							• 第二季表現仍突出，金融板塊作收益型投資，較能分配穩定股息 • 華府的「去監管」政策，隨著放寬資本規則，超逾2千億美元的資本通過私營部門貸款；股票回購；銀行業整合創造更有利的經營環境 • 若華府推動經濟增長政策，特定利率環境下業務的盈利能力，銀行股也成主要受害者 • 須關注央行利率政策與經濟變化，行業較依賴經濟擴張，一旦經濟急速轉差或引致壞帳風險
健康護理 (AI+醫療科技)							• 整體跑輸，尤其傳統藥企及疫苗企業，因擔憂藥品關稅及更嚴格的監管政策，須留意華府針對健康護理的政策 • 慎選優質企業，尤其受惠於人工智能在醫療科技等領域的應用，盈利增長潛力不容忽視 • 估值較吸引、處於長期增長潛力，市況波動/經濟下行時為投資組合提供一些防禦性和價值屬性
必需消費品							• 上半年受資金追捧，尤其食品、飲品及連鎖超市等股價見新高 • 傳統的防禦性板塊，在市場波動加劇時具穩定的需求，經濟波動中黏性較強，但業績增長較緩慢 • 抗通脹及抗周期之選，但競爭較大
資訊科技							• 盈利強勁，每股收益增長保持雙位數升幅，遠超其他板塊，M7預測市盈率約26倍，相對估值處於過去10年低 • 人工智能AI的長期增長趨勢未受貿易戰影響而改變，需求強勁帶動高科技股走高 • 企業對AI投資將持續，應用需求快速上升，整體景氣將呈溫和的上升格局，具長線穩健的基本面 • 大型科企現金流狀況強勁，業績仍強勁增長，久違的股價調整或引致資金趁低吸納 • 華府暫免半導體等科技產品關稅以避免推高科技行業成本
非必需消費品							• 表現較不佳，反映市場對消費者支持前景的擔憂，資金減少對高風險敞口的股票 • 零售股龍頭如Walmart、Target等業績轉差及指引遜預期引發對消費需求的擔憂
公用事業							• 經濟下行時表現一般較穩定，相較於其他類型的股票，其波動性較少，在經濟不穩定的情況下，公用股可能會是一個較為安全的投資選擇 • 受關稅影響低、低估值，資金在較高利率環境下更青睞現金流穩定及估值合理的公司



引言：变局中的时代叩问

2025 年上半年，全球金融市场经历了剧烈震荡：标普 500 指数先抑后扬，10 年期美债利率与美元指数罕见背离，黄金价格悄然攀升至历史高位，稳定币市场规模突破 2400 亿美元。这一系列现象的背后，是全球经济金融格局深刻调整的序幕——新一轮全球资产再平衡正从暗流涌动走向前台。

当前美国与非美经济体的力量对比正在发生结构性变化，1990 年代以来形成的“美元主导-美债锚定-美股引领”的全球金融秩序，正迎来前所未有的挑战。

在这个背景下，市场正面临三大核心命题：美元霸权是否松动？美股高位能否持续？全球资金将涌向何方？展望下半年，我们将美国经济“软着陆”概率由 60%上调至 75%，并给出 10%的再通胀情景。基准情形下，美国经济温和放缓，美联储 2025 年降息 2 次后停止，10 年期美债利率中枢 4.5%，美股震荡或上涨，美元高位震荡小幅下跌。

基于此，本文从美元周期、市场机会、汇率博弈三个维度，剖析下半年全球市场演进逻辑与投资策略，为投资者在波涛汹涌的市场中寻找“直挂云帆”的航向。

图 1：下半年不同风险情景分析

	基准情形：软着陆	风险情形 1：贸易摩擦前置	风险情形 2：再通胀
概率	60%→75%	30%→15%	10%
宏观情景与主题	美国经济温和放缓，美联储 2025 年降息 2 次后停止降息	贸易摩擦前置，协议未落地，衰退风险陡升，美联储为保持独立性刻意维持鹰派	减税前置且超预期，联储暗示二次加息
	软着陆交易	衰退交易	再通胀交易
大类资产	美债利率	陡峭化，10y 美债 4-5%（中枢 4.5%），短债表现更好	曲线变平，长端大幅下降
	美股	震荡或上涨	下跌
	美元	高位震荡小幅下跌	先下跌后震荡
	黄金	震荡或上涨	上涨
	能源/工业金属	小幅上涨	下跌

来源：CCBA PB Research。

一、美元潮汐：弱周期下再平衡

1.1 不寻常背后的结构性变迁

2025 年二季度，全球金融市场出现了一个令人费解的现象：10 年期美债利率由 4.2%（4 月 2 日）升至峰值约 4.61%（5 月 22 日），而同期美元指数却由 104 大幅下跌至 98，二者相关系数由正转负（高峰时 2022 年的 70%骤降至当前的-31.9%）。这种美元利率与汇率的反向运动，打破了过去三十年的市场规律，引发了关于“去美元化”的全球大讨论。

对于是次“去美元化”大讨论，市场形成了两种主流解释：“抛售论”认为非美投资者正在大规模减持美元资产，美国财政部 TIC 数据显示加拿大等经济体确实在大幅减持美债；“对冲论”则以国际清算银行（BIS）为代表，主张非美投资者增加美元对冲头寸才是主因。

深入分析可见，4月非美投资者确实净抛售410亿美元美长期国债，同时亦净卖出美股592亿美元。但进入5月，非美投资者对美证券及银行现金的净流入达3111亿美元，大幅扭转4月的净抛售；此外，美居民5月增持外国长期证券591亿美元。5月份非美投资者和美居民的资金流反向，表明“去美元化”的大前提在于先要拥有“美元资产”，方能考虑“去化”。

更关键的证据来自交易时段分析：4月份美元指数大跌主要来自亚盘交易时段的贡献，而同期美债价格上涨则由亚盘及美盘共同推动。考虑到亚洲的险资、信托等长钱机构持有大量的长端美债头寸，这意味着这些亚盘长钱机构并未抛售手头的长端美债头寸，而是通过对冲操作，规避美元贬值带来的汇率风险。这一推测亦得到 CFTC 持仓报告的有力支持，4-6月资管机构的美元指数期货空头持仓从2010张飙升至1.1万张，净持仓由多转空（净空8210张），创历史极值，印证了套保交易的自我强化效应。

1.2 历史周期中的当下位置

回顾1971年以来的五次美元大幅贬值，平均跌幅达28.8%，平均持续38个月，其中1985-1987年跌幅高达44%，2002-2008年持续时间最长达72个月。当前美元距离今年高点已跌去13.1%，若参照历史规律，美元持续偏弱的新一轮周期可能刚刚开始。

美元汇率变化背后有一个深刻的转换：1990-2021年期间，美国对外跨境资金流动是美元升贬值的主要驱动方；但2022年后，海外资金对美配置行为正逐步取代美国对外配置行为，成为美元汇率的主导因素。这种角色转换意味着，未来分析美元走势需更多关注非

美资金的流向，特别是新兴市场央行的外汇储备调整 and 主权财富基金的资产再平衡。

对比2000-2008年美元贬值周期，当前市场存在三个显着相似点：一是美元真实有效汇率处于历史偏贵区间，较中位水平高约1.5个标准偏差；二是美国贸易赤字率超过GDP的4%；三是美国对外净头寸（NIIP）占GDP之比降至-90%，远超2001年的-22%。这三大失衡指标预示着，美元贬值具有坚实的宏观基础。

1.3 弱美元周期的资产图景

那在“弱美元周期”，大类资产表现是如何呢？历史数据显示，美元大幅贬值时期，权益类资产基本上涨，且德国和日本的价格涨幅大于美国。1985-1987年美元贬值期间，标普500上涨33%，但德国DAX指数涨幅高达84%，反映出非美市场的超额收益潜力。

大宗商品方面，黄金、铜和原油在五次美元贬值中有四次价格上涨，其中1976-1980年黄金涨幅达437.2%，2002-2008年铜价涨幅达446.1%。值得注意的是，黄金价格对美元弹性最大的时期，往往是美元体系最受质疑的时候，如1976-1980年美联储货币政策公信力受损期间，黄金与美元的弹性达到-21.7。

对于债券市场，作为全球资产“定价之锚”的10年期美债收益率，在美元贬值期间表现并不稳定。1971-1973年下跌4.4%，而1985-1987年上涨20.2%。这意味着，在弱美元环境下，美债的避险属性可能减弱，投资者需更关注通胀预期和财政可持续性。

图2：美元贬值周期大类资产表现

时间段	美元指数	黄金	原油	日经225	标普500	德国DAX	10年美债收益率
1971/08-1973/06	-21.4%	181.2%	55.2%	99.8%	8.8%	11.8%	-4.4%
1976/06-1980/01	-20.1%	437.2%	247.5%	41.1%	9.0%	20.6%	-23.5%
1985/02-1987/12	-44.1%	62.5%	-39.4%	88.3%	33.2%	84.0%	20.2%
1989/06-1991/02	-20.3%	-1.0%	10.9%	-24.4%	11.9%	65.5%	3.4%
2002/04-2008/04	-38.3%	200.5%	329.6%	17.3%	23.2%	21.4%	12.3%
平均值	-28.8%	176.1%	120.8%	44.4%	17.2%	40.7%	1.6%

来源：CCBA PB Research。

二、高位博弈与结构性机会

2.1 美股：甜蜜陷阱还是长牛延续？

2025 年夏天，不仅美元的表现反常，美股市场也十分奇特——呈现“贪婪难退”的特征。多数机构分析师对标普 500 下半年看法偏“长仓”，部分甚至上调年底目标值至 6900-7000 点。在 4 月华尔街经历一波恐慌性抛售之后，5-7 月的市场情绪发生了创纪录的看涨反转。但乐观情绪背后隐忧浮现。美银 Harnett 的《买方基金经理调查报告》显示，三大卖出信号均已触发：买方机构现金占 AUM 比例降至 3.9%，历史上 15 次类似信号出现时，标普 500 未来一个月的平均跌幅为 2%；此外，市场宽度信号方面，MSCI 全球股指中价格高于 50 日和 200 日移动均线的比例为 64%，低于 88% 的卖出信号水平；资金流信号方面，全球股票和高收益债券资金流入占资产管理规模的 0.9%，低于 1% 的卖出信号。

更值得警惕的是，美股 Mag7（七大科技巨头）自 2023 年 10 月以来已经上涨 187%，这种极端分化的市场结构在历史上往往难以持续。从估值看，标普 500 市盈率（TTM）已升至 30 倍，处于近 10 年 81% 分位，而市场对每股收益增长预期（今年 7%、明年 14%）或过于乐观。

因此，就交易层面，美股在 2025 年三季度，的确存在回调的概率。历史数据显示，9 月是过去 50 年美股表现最差的月份，尤其在当前已经历三个月的急剧上涨之后，夏季末出现 7%-10% 回调的概率已经超过六成。不过，考虑到“FAT”框架的驱动力未变：美国赤字压力持续的财政扩张（Fiscal）、AI 收益从硬件向软件扩散（AI）以及关税政策推动产业链重构（Trump），这些因素仍将支撑中长期美股的结构性机会。

2.2 非美权益市场：价值重估的前夜

当美股深陷“贪婪难退”和“冲高回调”的挣扎之时，非美权益或可静看庭前花开花落。这是因为在美元贬

值周期，非美市场往往跑赢美股。如图 2 所示，1971-1973 年美元贬值期间，日经 225 指数上涨 99.8%，远超标普 500 的 8.8%；2002-2008 年期间，新兴市场股票指数涨幅达 329.6%，显著高于美股的 23.2%。这种表现差异源于两个机制：一是汇率换算效应，非美资产以美元计价时自动升值；二是全球资本再配置，资金从美元资产转向估值更低的非美市场。

在当前这一轮价值重估再平衡，欧洲市场尤其值得关注。首先，从宏观而言，IMF 预测欧元区 2025 年经济增速为 0.8%，但德国军费开支计划（2029 年达 GDP 的 3.5%）可能带来超预期增长动力。其次，从微观而言，欧洲银行股当前 ROE 仅 8%，预计修复至 10%。且欧元区域内收入占比高的特性（48%），使得欧洲银行股受益于本地需求复苏。从历史表现看，欧洲银行股是少数能够跑赢 Mag7 的板块（2022 年 5 月至 2025 年 5 月期间，欧洲银行股指数涨幅显著超越美国大型科技股）。

亚洲市场方面，东亚新兴市场经济体过去几年积累了一定的对美净投资头寸，客观上存在资金回落、估值回补的空间，若中美经济预期差收敛并带动东亚经济回暖，有望驱动这一进程加速。具体而言，中国内需板块（消费、医疗）PE 为 14 倍，低于历史均值，且外资持股比例低（A 股外资占比 3.2%），存在估值修复空间。世界银行预测中国 2025 年 GDP 增长 4.5%，政策工具箱充足（如超长期特别国债、PSL 扩容）有望支撑内需复苏。

港股市场后续仍以结构市为主，故“稳定回报（分红）+成长回报（成长）”的哑铃型配置仍是在信用周期难以大幅扩张前的最优策略，但亦需作轮动调整。其中，分红股的长期逻辑稳固，但银行板块短期估值透支，可部分适度切换到保险等板块，而成长股方面可关注 AI 应用（短视频生成、软件、教育）和机器人产业链核心零部件。

2.3 行业轮动：从周期到成长

下半年全球权益市场的行业配置，需把握三个主线：

一是美元贬值受益板块，如大宗商品、贵金属、出口导向型行业；二是政策驱动领域，如欧洲的国防开支、中国的刺激政策相关板块；三是技术革命前沿，如 AI、机器人、清洁能源。

美股方面，建议均衡配置五大板块：AI 软件服务、媒体娱乐（具备强劲增长动能）、材料（周期性滞后，存在补涨空间）、公用事业、地产（作为“债券替代”防御性板块，在降息周期表现较好），这些板块未来 6 个月跑赢等权重标普 500 指数 5 个百分点以上的概率较高。

非美市场中，欧洲的能源、金融等价值股股息率达 4.5%，搭配美国科技成长股（AI、云计算），可平衡收益与风险。新兴市场的中小盘股（如欧斯托克小盘指数）2025 年已跑赢大盘 12%，因流动性改善和本地政策支持，下半年有望延续强势。

从因子角度看，价值与成长的平衡至关重要。建议权益持仓中配置 30% 欧洲价值股（如金融）、40% 美国科技成长股、30% 亚洲内需股，既捕捉欧洲 ROE 修复的价值回归，又分享美国科技行业 5.2% 的盈利增速，同时对冲风格轮动风险。

2.4 债券：乱世中的配置艺术

2025 年债券市场出现了罕见情景：降息周期开启，但收益率走高。回顾过去 40 年的 11 次降息周期，除 20 世纪 90 年代末外，美联储开启降息后债券收益率在九个月内均显着下降，当前收益率走高显得格外反常。

鉴于此，下半年美债需把握利率拐点与避险需求，策略重点在于降息节奏与通胀博弈。若三季度非农新增持续低于 10 万且核心 CPI 回落至 2.5% 以下，降息幅度或超预期；反之，若通胀黏性，降息或推迟至 12 月。

软着陆情境下，10 年期美债中枢或在 4.5% 附近，中期有上行风险，但短期内 Q3 可能维持偏弱震荡，整体曲线先进一步走陡，若 Q4 再通胀压力超预期可能再度走平。建议关注 2 年期美债（政策敏感型）与 30 年期超长期债（对冲通胀风险）。

非美债券中，欧元区债券受益于欧央行货币政策宽松和区内经济复苏；亚洲债券和新兴市场债券则看法偏中性，需警惕美元融资成本上升和本地通胀压力带来的风险。

三、汇率博弈：从美元主导到多极化

3.1 主要货币的命运分野

在 2025 年夏天，各个主要货币的命运出现了重大的分野。

美元方面，中长期面临降息预期、债务问题及地缘风险缓释，短期波动则受经济数据和政策影响，美元面临配置再平衡压力。3 年尺度上，多重因素可能驱动美元步入趋势性贬值。IMF 预测美国 2025 年经济增速放缓至 1.8%，较年初下调 0.9 个百分点，加剧了市场对美元长期走弱的担忧。

欧元有望受益于欧洲经济复苏和欧央行货币政策正常化。需关注德国军费开支计划的执行情况，若能按期在 2029 年达 GDP 的 3.5%，将显着提升欧元资产吸引力。OECD 预测欧元区 2025 年经济增速为 1.0%，较美国的 1.6% 差距收窄，或推动欧元兑美元汇率向 1.15 方向升值。

日元表现令人意外，作为传统避险货币，在 2025 年中东地缘政治冲突中从 144 贬至 148。其背后是日本低利率优势瓦解、原油依赖导致输入性通胀、政策转向隐忧等结构性因素。日元作为套息交易融资货币的地位已受到挑战。日本央行若在下半年启动加息，可能扭转日元贬值趋势，但需警惕政策转向对股市冲击。

人民币方面，市场对“渐进升值”形成一致预期，若贸易谈判超预期、出口韧性延续，有望向 7.0 方向升值。但需警惕“恐慌式结汇”风险，截至 2025 年 6 月，约 3500 亿美元“待结汇盘”平均持仓成本约 7.06，从当前 7.17 到成本价尚有 1.60% 浮盈，这部分成为人民币汇率升值的“敏感区”。

3.2 港币：何时摆脱弱方

2025 年夏天，机构不断进行港汇的套利操作，使得美元兑港元持续逼近弱方兑换保证 7.85。当前美元兑港元即期汇率紧贴弱方，但 1 年期远期汇率仍深度贴水至 7.75 以下，掉期点维持-1219 点，显示市场对港币中长期走势仍有信心。

联系汇率制度的两个特征值得关注：一是被动性，金管局不是主动投放流动性，而是被动应对；二是盯住汇率而非利率，即“汇率是马，利率是车”。这种制度设计意味着 HIBOR 的变动是市场反应的结果，而非货币政策工具的结果。

综合上述特征，关于 HIBOR 的未来演变，我们构建的模型显示了未来 6 个月的三种情景。

- 1) 流动性宽松情景下，美国就业市场快速走软，超预期连续 3 次降息，HIBOR 和 SOFR 利差或回升至-110bps，对应 1 个月 HIBOR 中枢约 2.4%；
- 2) 基准情形下，联储维持当前利率路径不变、两次降息，美元继续走软，HIBOR 和 SOFR 利差维持在-140bps，对应 1 个月 HIBOR 中枢 2.6%；
- 3) 流动性紧张情景下，美元短期重回走强，银行大量向金管局抛售港元，利差或回升至-60bps，对应 1 个月 HIBOR 约 3.3%。

那么如果未来 6 个月 HIBOR 回升，其对港股的冲击将会有多少呢？

答案是影响预计十分有限。我们的模型显示 HIBOR-SOFR 息差每上升 1 个百分点，恒指仅下跌 0.5 个百分点，若 1 个月 HIBOR 上升 200-300bps 至 3%-4%，对恒指的拖累幅度仅 1-1.5 个百分点。这意味着港股走势更多取决于盈利前景和全球风险偏好，而非本地利率变动。

3.3 套息交易的新变局

此外，套息交易的新变局亦值得关注。日元传统套息交易的瓦解，催生了新的融资货币选择。瑞士法郎凭借政策利率降至 0%、超额存款适用负利率、通胀压力小（5 月 CPI 同比-0.1%）等优势，成为潜在替代。人民币也因中美利差倒挂（1 年期国债利差 250-350bp）、外汇市场弹性增强、政策逆周期调节维持资金利率低位等特点，进入套息交易融资货币视野。

高息货币方面，美元、商品货币（AUD/CAD）、新兴市场货币（ZAR/TRY）仍是套息交易主要目标。

但需注意，套息交易的风险在于利差逆转和汇率波动，历史上多次套息交易平仓引发全球市场动荡，下半年需警惕美国经济资料超预期或地缘政治冲突导致的平仓风险。

四、结论：在再平衡中寻找确定性

2025 年下半年，全球市场将处于新一轮再平衡的关键阶段。美元霸权松动、美股高位博弈、非美资产重估、稳定币崛起等趋势相互交织，既带来挑战，也孕育机遇。投资者需要跳出过去三十年的思维定式，在以下五个方面建立新的认知框架：

一是美元周期的力量。历史经验表明，美元大幅贬值平均持续 38 个月，当前可能处于周期初期，这将重塑全球资产定价逻辑，非美市场和大宗商品有望获得超额收益。

二是政策博弈的艺术。美联储降息节奏、美国财政政策、特朗普关税谈判、欧洲军费开支等政策变量，将成为市场短期波动的主要来源，需密切跟踪资料与预期的差。

三是技术革命的红利。AI 从硬件向软件扩散，稳定币重构支付体系，这些技术进步不仅带来行业性机会，更将改变资本流动方式和估值逻辑。

四是区域轮动的逻辑。从美国到欧洲，从中国到新兴市场，经济周期和政策周期的错位，将创造显著的跨区域套利机会。

五是避险策略的革新。在美元信用受损的背景下，黄金的货币属性回归，稳定币成为新的"数字黄金"，传统避险资产与新型安全资产的组合将至关重要。

"沧海横流方显劲"，面对市场的不确定性，投资者既要保持敬畏之心，又要把握时代脉搏。通过多元化配置、动态再平衡、逆向布局，方能在全球再平衡的浪潮中，直挂云帆，抵达财富彼岸。



在本期专题，我们打算和大家简单谈谈一个受投资者关注的投资主题——自动驾驶，而为了避免太泛泛而谈，我们打算围绕一家会受惠的具体企业，亦是大家日常会接触到的 UBER 来进行具体探讨，看看自动驾驶的发展，会对企业带来怎样的影响。

为何会选择 UBER 来作为探讨对象呢？

除了因为 UBER 是大家日常容易接触到的企业外，亦和其成本结构有关。而在展开之前，我们也先谈谈 UBER 的业务。简要而言，UBER 的业务相当容易理解，就是一个平台型企业，主要做的就是「按需出行的人流和物流服务」，而更具体地说，其业务可细分成三块，分别是 UBER 出行（Mobility）、UBER 外送（Delivery）及 UBER 货运（Freight），而最为读者熟悉的，可能是前两项业务，即 UBER 出行和 UBER 外送（如 UBER eat），惟为免部份读者不清楚，我们也简单谈谈有关业务做的是甚么。

先说 UBER 出行，这部份应是最为容易理解，亦是其核心业务，就是平日大家会用的 UBER 打车，其中包括 UBERX、UBER Black、UBER Pool，但业务模式简而言之就是打车（即将人由 A 点送往 B 点）；而就 UBER 交付（Delivery）及 UBER 货运（Freight）则相对涉及物流——就 UBER 交付，简要而言就是包括食物外送（UBER Eats）、杂货/零售品交付等，用户可以订购餐厅食物、超市商品或生活用品，再由配送员（couriers）送达；就 UBER 货运，占其总业务量相对较少，主要提供 B2B 物流解决方案，连接货主和货运业者，提供的服务包括卡车运输、供应链管理和数字化货运平台等，简要而言，UBER 就是一个轻资产运行，撮合供需双方的平台型企业。

那 UBER 的盈利模式是怎样呢？

其盈利模式相当典型的平台模式，简要而言，就是从撮合的交易中获取提成，及利用平台的客户黏性变现，因此赚取收入的方式包括最典型的佣金，会员费、广告收入等。详细地说，就 UBER 出行这个业务板块，其

收入包括佣金、动态定价（高峰期会加价）、广告、会员费（如 UBER one）等，动态定价、广告、会员费等均相对容易明白，惟佣金可以多解释一下——如果乘客透过 UBER 打车，总车资是 100 元，UBER 不会全数收取，它只能获得约 30 元（UBER 打车的佣金率约为 30%），其余 70 元会给司机，而这 30 元就是它从这笔交易中得到的佣金了。而就 UBER 交付（Delivery），则亦是收取佣金（每笔订单收取 15-20%），广告（商户在平台投广告）、会员费等；而就 UBER 货运（Freight），占总体收入相对少，增速亦比不上 UBER Delivery，惟其收入来源亦类似，主要是佣金、平台费、无广告订阅等；因此，就着 UBER 有关业务模式，基本上（i）月活跃用户数及（ii）总交易量，是其相对重要的营业指针——活跃用户数愈多，转化成会员的人数便会愈多，同时其网络效应亦会愈强，阻挡了潜在竞争者的进入；而就总交易量，考虑到其收入主要来自撮合的成交中提成，总交易最愈大，理论上收入自然愈多了。

那 UBER 三块业务的情况是怎样呢？

简要而言，作为核心业务的 UBER 打车，业务情况不俗，从季度数据可见，出行业务的总预订额（Gross Bookings，可简单理解为在平台上的成交量，如阁下透过 UBER 打车，费用为 100 元，UBER 的 Gross Bookings 便是 100 元）同比增长 20%，达到 211.8 亿美元，而 UBER 从中提成的收入（Revenue）则为 64.96 亿美元，从中提成率为 30.7%，反映平台仍具议价能力，整体情况可以；而就 UBER 外送，则为其三块业务中最具增长动力的一部份，先看其目前状况——从季度数据可见，外送业务的总预订额同比增长 18%，达到 178.5 亿美元，而 UBER 从中提成的收入则为 37.8

亿美元，提成率约为 21.2%，在平台规模扩大的同时，继续维持稳健分成水平；而在经营杠杆效应及广告收入推动下，外送业务的经调整 EBITDA 达 7.63 亿美元，同比升幅达 45%，反映平台在外送业务的盈利能力显着提升，整体表现属正面。而更重要的是，外送业务预计亦为集团未来的增长亮点，除了原有的以 UBER eat 为主的餐厅订餐外，UBER 正积极拓展更多本地零售品类（即由以往主要送餐，拓展到送生活百货），包括杂货、便利商品、酒类、宠物用品等，进一步提升用户黏性及单用户价值，而参看 2025 年首季数据，外送商户数量按年增长 17%，而全体外送业务的月活跃用户中，已有 18% 涉及杂货及零售订单，相关年化总预订额已达约 100 亿美元规模，代表非餐饮品类已初具成效，有关板块有望成为 UBER 未来的成长引擎。而就第三个板块，即 UBER 货运，其目前仍录亏损，并非主要利润贡献来源，惟经营效率正持续改善——具体地说，货运业务的经调整 EBITDA 亏损由去年同期的 2,100 万美元收窄至最新的 700 万美元，亏损幅度持续收窄；从 EBITDA 利润率来看，亦由去年的 -1.6% 改善至 -0.6%，反映在成本控制及营运效率上已有初步成果，不致对整体业务构成拖累。

UBER 的长线增长动力为何来自自驾呢？

而就 UBER 这家企业，中短线的盈利增长动力，如上文所言，来自于 UBER 外送，惟如去到中长线，市场最关注的是其应用自动驾驶于业务中的潜力，原因为何呢？如我们在上文所言，在 UBER 的经营中，客户每付 100 的车资，UBER 只收到 30 元，原因是有 70 元被人类司机拿走了，而自动驾驶在 UBER 业务模式中的作用，就是把司机取代了，而由于不用分钱给司机，UBER 只需收费 30 元，便可提供和目前 100 元相同服务，而且

UBER 的营业额还不会减少。同时，随着价格大幅下降，需求量会大幅上升（试想车费原先是 100，现在因为不用再分 70 元给人类司机，因而降至 30，打车的人自然会多了），但 UBER 每单收入并没有太大下降，换言之，是价格持平但量大幅增加，UBER 的利润自然会大幅提升，这是 UBER 未来业务的一个潜在爆发了。那市场有关推论是否合理呢？我们认为具有一定合理性的——主要是有关模式已逐渐开展并落地，UBER 与 Waymo 在今年夏季已正式在亚特兰大展开合作，为当地用户提供自动驾驶出租车服务，有关合作将 Waymo 的全自动电动车辆整合进 UBER 平台，用户可直接在 UBER App 叫车并选择是否接受自动驾驶车辆，换言之，有关模式已在小规模试行，而由于是自动驾驶车辆由软件驾驶，不会疲劳，其每天运作时数可以非常长，甚至 24 小时，一辆车的固定成本可以在多趟行程中摊销至相当低，同时，自驾车一旦普及，各类硬件如雷达、镜头等产能提升便会拉低固定成本，每英里成本将会由目前 3.13USD 压至不足 1 美元，同时，由于自驾车事故率较人类为低，保险成本亦会有所降低，自驾车与人类司机竞争的终局，预期是由于自驾车的收费相当低廉，人类司机会大量减少（车费收入太低），非繁忙时段主要是由自驾车队提供服务，繁忙时段才由人类司机加入补上，而 UBER 作为网约车平台，则会受惠于车费成本下降带来的交易量上升，从而获得可观的盈利增长，及随之而来的市值上升了。

但有关增长故事是否会如此一帆风顺呢？答案是不一定，这从市场的价格行为中也有一定启示。如我们看 UBER 过去两个月表现，分别有两次较大的单日上涨，分别是 6 月 24 日及 7 月 7 日，6 月 24 日的上涨，主要是因为对 UBER 和 Waymo 宣布在亚特兰大合作，

而 7 月 7 日的大涨，则是伴随着 Elon Musk 声称要成立美国党，Tesla 当晚大跌而发生的，因为市场认为 Tesla 的 Robotaxi，会是 UBER 采用自驾车业务的对手，因此，当 Tesla 行政总裁 Elon Musk 声称要成立美国党，市场认为由于这是挑战现届政府和共和党，Tesla 要开展 Robotaxi 的难度会有所提升（因为要获监管机构批准），UBER 被视为受惠者，股价便有所上升了。而实际上，我们也认同 Tesla 的 Robotaxi 会为 UBER 的前景带来挑战——如我们在上文所提到，自驾车载人业务普及化的逻辑，在于其成本相当便宜，主要原因是 (i) 可以长期运行（假设人类司机驾驶一辆车可以接客 12 小时，但自动驾驶可以运作 24 小时，那每程车的固定成本便降低一半），(ii) 雷达、镜头等当普及化后便可量产，降低成本，每英里车程的成本便会拉到很低，车资也因而可以拉到很低，把人类司机给淘汰掉（驾车收入太低，没人去驾车了）。然而，自驾车的对手不只有人类司机，还有其他自驾车公司如 Tesla。而 Tesla 的潜在优势之处在于，Tesla 的自动驾驶并不倚赖雷达，主要依赖镜头，有关路线如真的成功的话，其每辆车的成本会比 Waymo 那些自驾车要更低（因为雷达成本高于镜头不少），因此可以收一个更便宜的价格，有可能将 UBER 与其他自驾车公司的联盟挤出市场，同时，Tesla 的厉害之处在于 Elon Musk 的工程能力的确可以将每辆车成本尽量压缩（如 SpaceX 将建造火箭成本大幅压缩一样），而其发展的人工智能业务亦有机会有助于其自动驾驶的发展，因此对 UBER 确是一个潜在挑战。然而，从上文可以看到，自动驾驶属于一个大趋势，最终谁胜谁负，或两者是否的自驾业务是否能并存或需时间观察，惟如认同自动驾驶将替代人类司机的概念，则对 UBER 和 Tesla 两家公司均可多加留意并适时配置了。



近期，“反内卷”多行业开花。反内卷包括互联网大厂卷外卖（实时零售），钢铁、石化、有色，新能源汽车等成熟过剩产业。本轮“反内卷”强调行业自律、以自下而上为主，强调法治化与市场化措施，与10年前以行政手段为主，并将去产能任务纳入地方政绩考核有所不同。本轮“反内卷”目前主要是工信部和行业协会的倡议，约束力较为有限，但不排除后续有进一步政策加码。

事实上，反内卷已不知不觉开展了一年。2024年7月30日，政治局会议提出：要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。2024年12月11日，中央经济工作会议提出：综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。2025年3月5日的“政府工作报告”再次重申：综合整治“内卷式”竞争。近期《人民日报》和《求是》杂志也密集发文讨论，指出“内卷式”竞争已经成为当前经济发展中面临的一个突出问题，并点名“新三样”（光伏、锂电池、新能源汽车）和电商平台等行业。中汽协在2025年3月发文反对车企发布销售周报扰乱市场秩序，在5月发文反对低于成本价倾销。在官方干预下，多家车企以“接力赛”的方式承诺，对供货商的账期不超过60天。头部光伏玻璃企业宣布7月起集体减产30%；中国水泥协会发布

《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》。

外卖行业也开始反内卷。5月13日，市场监管总局会等五部委约谈，级别是很高的，口气很严厉。7月18日第二次约谈，市场监管总局约谈饿了么、美团、京东三家平台企业，要求相关平台企业严格遵守《反不正当竞争法》等法律法规，进一步规范促销行为，理性参与竞争。

经济学层面看，“内卷式”竞争反映的是一种同质化和无序化竞争，其经济结果是在资源有限的情况下，企业竞相进行过度投入却可能没有提升产出效率，而造成整体资源分配的浪费与扭曲。

从企业行为表现来看，“内卷式”竞争有横向和纵向两个维度的体现：横向的“内卷式”竞争多体现为同行业企业在进入阶段的潮涌、扩张阶段的过度投入、销售环节的价格战。例如光伏行业前期的过度投入，导致硅料、硅片、电池片和组件四大环节开工率持续下降，纵向的“内卷式”竞争还体现在供应链生态上，部分企业利用市场上的优势地位，把竞争压力转嫁给上游供货商或下游商户，破坏了市场竞争秩序和行业

生态。如汽车产业链中，整车厂相对零部件企业拥有相对优势地位，其应付帐款及应付票据周转天数持续攀升。

图 1：应付帐款及平均周转天数



来源：中金研究报告。

从宏观层面看，“内卷式”竞争源于供强需弱。从供给侧看，中国经济结构正在从老经济转向新经济，经济的抓手也正在从地产和基建向招商引资和产业政策倾斜。制造业国产化率提速，形成了强大的生产和供给能力。

同时，有效需求不足依然存在。微观机制看，“内卷式”竞争的成因还在于“市场失灵”，少数行业盲目投资和重复建设，以及平台企业挤压上下游企业。

为何要整治“内卷式”竞争？一方面，是助力物价合理回升。自 2023 年二季度以来，实际 GDP 同比增速维持在 4.6%-6.3% 的区间，而 GDP 平减指数同比多个季度为负。另一个目的是促进创新，近年“新三样”行业的销售费用率趋势增加，这表明这些行业技术或已逐渐成熟，可能更多的处于技术改造阶段。

关于反内卷对宏观经济、企业和资产价格的影响，可以参照 2016-2017 年的供给侧改革阶段。

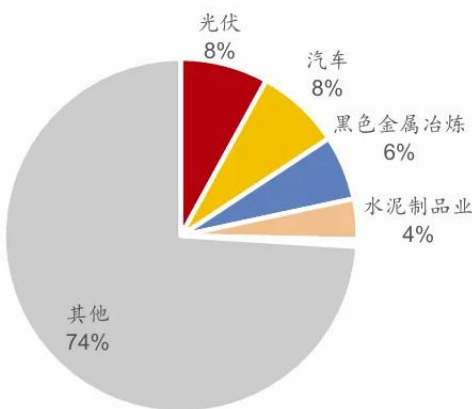
本轮反内卷与 2016 年去产能既有相似，也有差异。

相似之处在于，两者所处经济周期类似。本轮整治“内卷式”竞争与 2016 年前后的供给侧结构性改革中“去产能”相比，PPI 都相对较低。供给侧改革前 PPI 同比连续四年多为负，本轮 PPI 同比已连续两年多为负。但本轮反内卷持续时间可能更长。本轮 CPI 同比更低、甚至为负、GDP 平减指数同比持续负增，而 2015-2016 年 CPI 同比在 2% 左右、平减指数同比大多为正。

差异之处在于：（1）成因不同。本轮“反内卷”背景为中国产业升级及出口竞争力提升带动的私营部门产能扩张，而供给侧改革背景主要为全球金融危机后 4 万亿元刺激计划中推动的基建投资增长，带动钢铁和煤炭等行业产能和产量迅速扩张；（2）宏观环境支持力度不同。2016-2017 年供给收缩周期下，政策（如基于现金的棚户区改造项目）带动了总需求快速反弹。

（3）行业结构不同。供给侧改革聚焦上中游、以国企为主的行业；如煤炭、钢铁、水泥、有色等。而“反内卷”偏向于下游新兴行业，如光伏、锂电池、新能源车等新兴制造和平台类企业。本次企业性质上大国企、大民企较多，这些企业就业人数较多、市场化程度高、有些还是高技术企业。（4）产业格局不同。

图 2：2024 年工业企业收入，“反内卷”占三成



来源：华泰研究报告。

从行业竞争格局来看，本次“反内卷”涉及行业相对行业头部集中度更高，尤其是光伏、汽车这类新兴制造业。

参照 2016 年供给侧改革经验，对宏观经济或有以下影响，主要体现在 PPI 反弹、企业盈利能力回升。供给侧改革涉及行业的加权平均 PPI 同比从 2015 年的均值-10.5%大幅上行至 2017 年 3 月的高点 21.5%；利润率从 2015 年低点 2.4%回升至 2017 年初的 6.6%，且去杠杆成效明显。名义 GDP 增长从 2015 年 4 季度的 6.6%回升至 2017 年 1 季度的 11.8%。供给侧改革后，扭转钢铁、煤炭、水泥等行业偏弱盈利预期，相关行业利润率改善，从 2015 年低点 2.4%回升至 2017 年初的 6.6%，超过同期工企平均水平。

目前，钢铁、水泥等行业产能扩张已明显降速，但汽车、电气机械（含光伏、锂电池等）、计算机等下游行业产能边际扩张。综合供给能力、竞争策略、账期管理和盈利表现各方面来看，目前存在“内卷式”竞争的行业包括煤炭、钢铁、建筑建材、化工、“新三样”、小家电、家居、造纸等。随着综合整治“内卷式”竞争政策的执行和落地情况，可重点关注这些行业受益于反内卷政策的表现。

2015-17 年间的供给侧改革后，受政策影响行业部门去杠杆成效明显，相关板块资产价格亦受到提振。钢铁、水泥和煤炭等行业指数止跌回升，部分较沪深 300 指数形成超额收益。2016-2017 年，煤炭和水泥板块明显受益于供给侧改革的影响，分别上涨 22.4%/48.7%，高于同期沪深 300 指数的回报率 17%。资产价格反映有以下阶段：（1）改革推进初期，股价普遍对渐进式政策作出积极反应。渐进式政策通常带动相关板块出现 1-2 个月的超额收益。（2）股价起初随商品价格与产量同步波动，随后逐渐脱钩。供给侧改革下的去产能举措推动了两轮大宗商品价格上涨（即 2015 年 12 月至 2016 年 4 月下旬和 2016 年 6 月至 12 月中旬）。（3）股价领先于企业盈利修复。

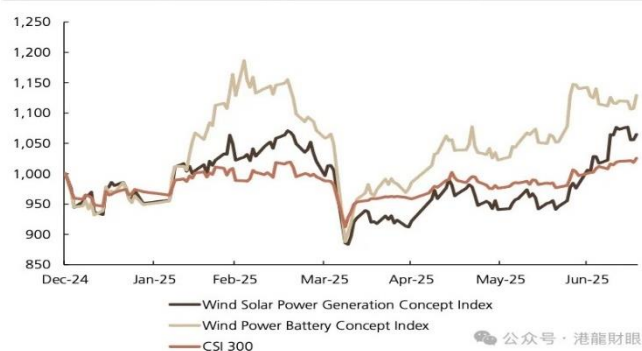
参照供给侧改革：周期类资产行情有以下结论。

首先，市场对于政策力度都有从“将信将疑”到逐步确认的过程，股价滞后于政策定调。其次，股价上涨

需要工业品涨价或资产周转率提升等基本面信号的配合。

因此，回看看本轮“反内卷”的后续行情，首先需要看到类似于历史上强烈的政策信号（政策级别提升、纳入地方政府考核、中央督察等等）。再者，需要观察价格、产量增速，以及资产周转率等重要指标。

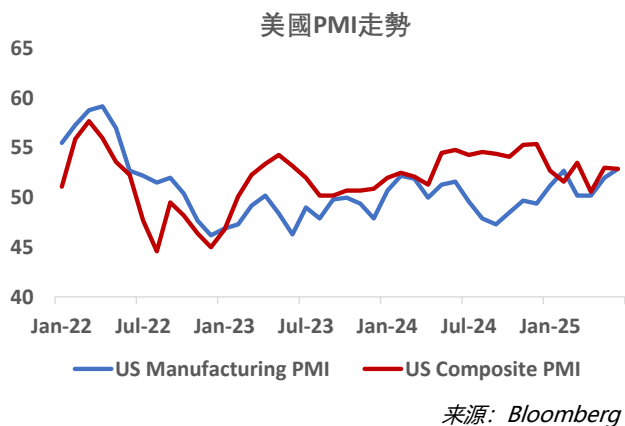
图 3：近期光伏和动力电池指数已明显反弹



来源：高盛研究报告。

宏观经济展望

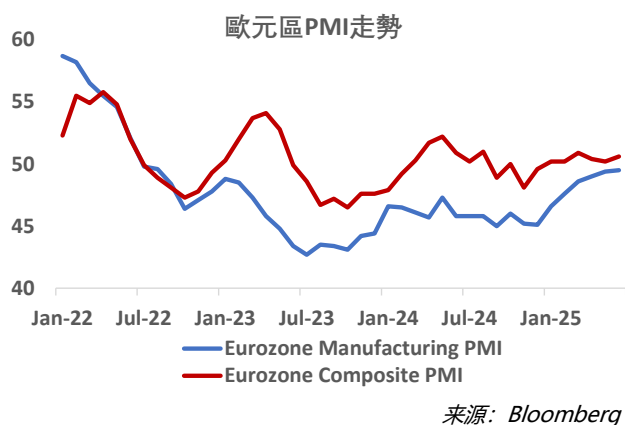
美国



美国经济资料整体较强，
通胀上行带动降息预期降温

- 美国 6 月非农就业人口增长 14.7 万人，好于市场预期的 10.6 万人。5 月则从 13.9 万人上修至 14.4 万人。这也使得最近 3 个月的新增就业人数均值自前值 13.5 万升至 15 万人。此外，6 月失业率意外自前值 4.2% 降至 4.1%，而 6 月薪资增长则有所降温：6 月平均小时工资同比增长 3.7%，低于市场预期的 3.8% 和前值的 3.9%。总体看，6 月就业增长依旧较为强劲，失业率有所回落。
- 6 月美国通胀资料开始回升，6 月 CPI 同比增 2.7%，前值 2.4%，预期 2.6%。关税影响开始体现，多种核心商品分项的价格水平指数相对于其 2023–2024 年趋势线有所回升。市场可能会回吐目前对美联储降息的预期，而这可能会在短期支撑美元。但往下看半年看，考虑到今年年内美元的下行趋势并未得到逆转，而市场对美国资产的信心在其财政和关税政策的影响之下已经明显削弱，因此美元即使短期内出现反弹，其幅度可能会比较有限。

欧洲



欧元区经济资料有所企稳，
关注美欧贸易谈判的进展

- 欧元区 7 月经济展现韧性，PMI 指数创近一年新高，得益于制造业接近复苏和服务业加速增长。制造业 PMI 整体指数升至 49.8（6 月为 49.5），达到 36 个月来高点；服务业 PMI 商业活动指数升至 51.2（6 月为 50.5），为 6 个月来最高；综合 PMI 指数从 6 月份的 50.6 升至 51.0，创下近 11 个月新高。德国私营部门活动连续第五个月保持扩张，制造业现复苏迹象，服务业企稳。
- 在过去一年连续八次下调利率后，欧洲央行 7 月一如预期维持利率在 2% 不变，等待欧洲与美国未来贸易关系更加明朗。由于关税最终如何落地尚不清晰，欧洲央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引。
- 在欧盟与美国努力达成贸易协议之际，美国总统特朗普宣布，自 8 月 1 日起将对欧盟的进口商品征收 30% 的关税。应对美国的关税大棒，欧盟通过总额 930 亿欧元的对美关税反制计划。

中国



中国经济数据好于预期，降低近期政策宽松可能

- 6 月经济数据整体表现不俗，经济增速、工业增加值好于预期，消费、地产偏弱。今年第二季度 GDP 增速达到 5.2%，好于 5.1% 的预期值，略低于 5.4% 的前值。整体上看，今年上半年 GDP 增速达到 5.3%，好于 5.2% 的市场预期值。今年 6 月规模以上工业增加值同比增速达 6.8%，好于 5.6% 的预期值和 5.8% 的前值。投资端来看，固定资产投资、基础设施建设投资、制造业投资、民间投资等增速延续回落态势，今年 1-6 月累计同比增速分别为 2.8%、4.6%、7.5% 和 -0.6%（前值分别为 3.7%、5.6%、8.5% 和 0%）。今年 6 月当月，社会消费品零售总额同比增速达到 4.8%，低于 5.6% 的预期值和 6.4% 的前值，在 5 月好于预期和创下 2023 年 12 月以来新高之后再度走弱。

回调买入仍是港美股适当操作策略

市场回顾

执笔之时，7月已接近尾声，我们一如以往，于本期月报中回顾过去一个月的市况，同时展望未来。7月份环球市场继续走升，如以MSCI环球指数代表全球市场，7月至今回报为1.79%，而其中，新兴市场继续跑赢成熟市场，以MSCI新兴市场指数作为代表，其期内回报为2.43%，略优于代表成熟市场的MSCI世界指数期内1.72%的表现。而在环球资金流向上，部份今年表现落后的地方市场，于7月表现开始重新追上，如今年大落后的泰国市场，7月表现为14.08%，居于环球市场之首，而今年以来表现相对滞后的中国台湾市场，7月表现亦为5.95%，居于全球前列。相反，部份今年早段时表现较佳的市场，如欧洲，则7月虽然仍有所上升，但月度表现亦被其他本来相对落后的地区赶超一如德国，其7月表现为1.47%，泛欧600指数7月表现则为1.64%，均差于标普500指数同期的2.55%，而我们都知，在今年初段，尤其是第一季，及年至今计算，欧洲市场的表现是优于美国的，因此，如要概括7月份的话，考虑到在我们监察的29个市场中，有25个是上涨，而且部份原先落后的，于7月亦有所表现，倾向将7月视为一个全球性牛市扩散的月份，且原先落后的也在7月有相对较佳的表现了（包括在中港市场，今年以来一直是离岸跑赢在岸，惟在7月则倒过来是在岸市场跑赢离岸了）。而就我们一向关注的美港市场，其于7月内均录正数表现，就着美股，标普500指数于期内上涨2.55%，纳斯达克指数于期内上涨3.73%，道琼斯工业指数则上升0.83%。而就港股，恒生指数及恒生科技指数，于期内则分别上升2.96%及3.06%。

简要回顾7月，贸易相关消息成为7月份宏观层面的主要噪音，所以将之称为噪音，是因为虽然不断在贸易相关消息公布，但基本对市场原有上升趋势没有影响，市场持续上涨。至执笔时，据美国总统特朗普的说法，美国与欧洲、日本、印度尼西亚以至菲律宾等均已达成贸易协议，虽然在价格上没有美美国市场带来多大催化，然而对整体投资气氛而言绝对属于利好。经济数据方面，美国就业市场在7月初表现强劲，6月份新增非农就业职位数14.7万个，失业率回落至4.1%，优于市场预期。而在通胀方面，6月份消费者价格指数(CPI)按月升0.3%，同比升2.7%，而核心CPI则按年升2.9%，通胀虽然有所波动，惟没有中断通胀下降的趋势。另一方面，零售销售在6月份反弹0.6%，优于预期，亦反映美国经济衰退风险可控，而参考最新公布的美国Q2 GDP年化环比增长率，其为3%，亦是优于预期，第一季影响美国投资市场情绪的衰退忧虑，在目前已几乎被一扫而空。而就利率走向，7月议息会议并没有减息，同时鲍威尔的取态亦相对鹰派，而参考利率期货，9月减息的概率目前低于五成，惟即使有有关消息，短端利率的升幅亦相对有限了。另一方面，美股亦已进入业绩期，参考有关公告及市场反应，整体企业业绩仍是胜预期，惟幅度低于均值，但市场对此亦没有负面反应了。而就中港市场，中国第二季度GDP同比增长5.2%，高于预期，而通胀方面，6月份生产者价格指数(PPI)同比下降3.6%，降幅较大，而消费者价格指数(CPI)则上涨0.1%，优于预期并结束连续四个月的下降趋势。中国经济数据整体并不强势，惟由于看到中国经济政策明显有所转向，且在微观层面，管理层亦积极推动「反内卷」，对缓解去通胀压力有所帮助，因此即使经济数据并非相当强势，中港市场于7月仍有不俗涨幅了。

展望

向前展望，就美股市场而言（港股后文会谈），我们的观点相当简单明确，认为其大方向仍然是向上，但短期内需留意有机会出现调整：

从宏观层面来看，目前有不少因素对美股整体走势有利，使得今年的美股表现与 2020 年有相似之处（惟需注意，2020 年虽然是个股暴升之年，惟指数只升 16.26%）。首先，我们想谈谈为何认为今年美股与 2020 年有相似之处 — (i) 从 VIX 指数的角度观察，如我们在四月份的月报中所提及，VIX 指数今年曾出现非常罕见的讯号，即突破 50 水平，而统计过去 30 年，有关讯号历史上仅于 2008 年、2020 年及今年出现过。我们当时亦指出，若出现有关讯号，为买入并持有美股大市的一个时机（VIX>50 买入标普 500 指数并持有一年，历史赢率为 100%），而就有关 VIX 指数，今年与 2020 年的相似之处在于，当 VIX 指数升穿 50 后，标普 500 指数能以 V 型反弹迅速修复失地，意味着市场认为今年导致大跌的因素（主要为特朗普的贸易政策）风险是可控的，而有关讯号只在 2020 年及今年出现过（2008 年 VIX 指数虽升穿 50，惟指数相当长时间不能收复失地）。如要解读，认为有关讯号反映市场目前认为正如 2020 年，尽管有风险因素（2020 年是新冠疫情），惟经济风险仍然可控（2020 年市场是相信量化宽松）。而就本次，冲击市场因素并非疫情，但却是比疫情更易处理的人为政策（特朗普的关税政策），而市场目前已对于所谓「特朗普总会退让」（TACO, Trump always chicken out）建立起信心，相信特朗普在见到市场情况不妙时会作出妥协，因此今年亦一如 2020 年，VIX 指数爆升后出现同样的 V 型走势了。考虑到 2020 年，市场在 V 型反弹并修复失地

后，仍有一段颇长的牛市可走，就着今年余下时间的美股，偏向多方操作应更为明智了。

更进一步而言，除了刚才提到的因素外，市场目前亦在定价「金发女孩经济」：如上文所言，近期不论通胀数据或就业市场数据，表现均不俗 — 一方面，劳动市场没有大幅恶化，另一方面，同时即使实施了关税，根据已公布的通胀数据，目前通胀风险仍可控，且通胀下行的趋势亦未被打断，而向前展望，除了新的经济数据（包括美国 Q2 GDP 年化季环比增 3%）打消了市场有关经济衰退的忧虑外（大家如记得的话，第一季其中一个对市场构成打击的是 GDP Now 数据），特朗普政府偏宽松的财政政策 — 包括减税、放宽监管及积极鼓励投资等，亦限制了美国经济下行的风险，在此情况下，由于通胀整体可控，而经济下行风险有限，市场有条件为风险资产进行积极定价了。

而如把利率走势考虑在内的话，我们认为对市场中线向好的趋势更为明确：

一方面，如大家在媒体上经常看到，美国总统特朗普不断对联储局施压，逼使对方减息，虽然目前看鲍威尔仍不为所动，惟只要通胀不上升，有关行政压力最少是在为降息（而非升息）打开空间；另一方面，看远一点的话，现任联储局主席鲍威尔任期将于明年五月届满，届时预料将由一位明显偏鸽，且主张降息的人士接任（即符合特朗普减息心意的人）。因此，市场预期即使联储局短期不减息，只要通胀问题不造成制约，明年 5 月换人后，美国仍将迎来较大幅度减息（事实上美国政府亦确实需要低利率环境来应对赤字问题），这对市场中线亦构成利好了。而参考 ARKK 的股价，亦可看到市场对此亦非一无所感 — 众所周知，ARKK 所投的股票均是题材性、成长性及前景不确定

性均相对较高的股票（即一旦成功相当具颠覆性，惟最终能否成功目前难以确定），一般这类股票在流动性极度宽松时才会被资金追逐（如 2020 年无限量宽时即可看到 ARKK 表现相当优秀），然而，今年即使在没有量化宽松的情况下，ARKK 表现仍然一骑绝尘，正是反映有关明年会宽松的预期，而这亦是为何我们认为今年股市可以参考 2020 年，及中线看好的一个原因了。而在上述基本面及资金面的情况下，只要通胀数据不超预期，我们认为对美股中线继续看升，并维持正处于牛市的观点，属合理做法。

然而，为何我们认为短线应相对审慎呢？

主要基于三个原因：（i）参考 2020 年的情况，即使市场认为风险可控，并发生 V 型反弹，惟在反弹完成后仍会出现一轮回调，这主要是由于 V 型反弹由于反弹幅度大，往往会累积不少获利盘，一旦有负面消息，便会减仓保护手上盈利所致。而参考 2020 年，其 3 月见底反弹 114 个交易日后，于 9 月迎来 10.09% 的回调，而目前市场 4 月见底，自底部反弹已达 81 个交易日，如对标 2020 年，则有关回调或会出现在 8 或 9 月了；（ii）而另一方面，如参考季节性数据，即可看到 8 月及 9 月均非传统表现良好月份，加上市场自低位以来升幅甚大，出现调整的可能性亦有所增加；（iii）而在估值角度，以标普 500 指数作为代表，目前预期市盈率达到 23.4 倍，高于 5 年平均一个标准偏差，较高的估值亦加强了美股的脆弱性，令其稍有风吹草动，便易于出现回调了。

惟在操作方向及策略上，我们的观点仍相当明确，就是认为美股中线方向为上升，短线有可能回调，如要建仓，短线应捕捉相对落后的股票或买有所回调的股

票，同时建仓节奏不要太积极了。惟一旦美股出现调整，便是积极建仓的机会了。而就港股，我们的观点也相当鲜明——港股目前仍然是处于牛市，调整即为买入时机，如要简单重复一遍有关逻辑的话，则是宏观因素方面：（i）去年 9 月底中央政治局会议后，市场对政策预期已明显转向，而参考过往佳绩，就中港股市，内部因素比外部因素更为重要，这从 2020 年中美贸易战期间仍有牛市可见；（ii）今年以来，有资金因素，包括如上图所见，今年上半年其中一个主题是资金从美股流往非美市场；政策预期转变加上流动性充足，已足够触发港股估值重估，估值回归较正常水平；（iii）美汇趋势性转弱，亦是利好新兴市场及港股；而在微观层面，则（iv）Deepseek 的出现令市场对中国整体的创新能力进行重估，及（v）险资的配置亦支持了高息股表现，在宏观及微观条件均相对有利的情况下，港股今年有所表现也并不奇怪了。而在布局上，我们仍然围绕今年初四个主题部署，分别是出海、内需、高息及人工智能+，而值得一提的是，由于中国的创新药研发能力，令产业于国际市场上地位有所提升，并获得海外药企购买其研究成果（licensed-in），其亦可归类于出海主题，回调后值得考虑部署了。

管理好久期风险为重中之重

市场回顾

就着债券市场，7月相对于6月，应属相对没有那么好的月份，作为环球资产定价锚的美债债息，从6月底时的4.23%，升至执笔时（7月31日）的4.34%，中间月中高位更曾见4.49%，债券市场有所受压并不奇怪了。就我们有监察的11个债券板块，期内7个录得正回报，4个录得负回报，整体而言，是高收益债券表现偏好，而投资级别债券的表现则相对受压。7月表现居首的为亚洲高收益债券，期内回报1.25%，排名第二的则为泛欧高收益债券，期内回报1.08%，排名第三的则为新兴市场美元债，期内回报0.84%，而回报较逊的，则是环球综合债、新兴市场本地货币债及美国国库券，回报分别为-1.34%、-0.68%及-0.44%，7月的债市表现（高收益债券指数佳，投资级别债券指数受压）正好和6月债市倒转，主要是由于投资级别债因上涨的无风险利率而受压，而高收益债券则因资金对经济前景看法偏积极，信用利差受到压缩而有所上涨了。

简要回顾7月，贸易相关消息成为7月份宏观层面的主要噪音，所以将之称为噪音，是因为虽然不断在贸易相关消息公布，但基本对债券市场影响有限，没有改变原有趋势。至执笔时，据美国总统特朗普的说法，美国与欧洲、日本、印度尼西亚以至菲律宾等均已达成贸易协议，对整体投资气氛而言属利好。经济数据方面，美国就业市场在7月初表现强劲，6月份新增非农就业职位数14.7万个，失业率回落至4.1%，优于市场预期。而在通胀方面，6月份消费者价格指数(CPI)

按月升0.3%，同比升2.7%，而核心CPI则按年升2.9%，通胀虽然有所波动，惟没有中断通胀下降的趋势。另一方面，零售销售在6月份反弹0.6%，优于预期，亦反映美国经济衰退风险可控，而参考最新公布的美国Q2 GDP年化环比增长率，其3%，亦是优于预期，第一季影响美国投资市场情绪的衰退忧虑，在目前已几乎被一扫而空。而就利率走向，7月议息会议并没有减息，同时鲍威尔的取态亦相对鹰派，而参考利率期货，9月减息的概率目前低于五成，惟即使有有关消息，短端利率的升幅亦相对有限了。而就中港市场，中国第二季度GDP同比增长5.2%，高于预期，而通胀方面，6月份生产者价格指数(PPI)同比下降3.6%，降幅较大，而消费者价格指数(CPI)则上涨0.1%，优于预期并结束连续四个月的下降趋势。由于中国经济数据整体并不强势，人民币利率的上行空间亦是相当有限了。

展望

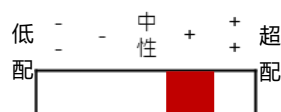
向前展望，我们对债券的操作策略仍然继续维持，为继续偏好短年期投资级别债券，就利率走向，如我们在股票部份中提及，如大家在媒体上经常看到，美国总统特朗普不断对联储局施压，逼使对方减息，虽然目前看鲍威尔仍不为所动，惟只要通胀不上升，有关行政压力最少是在为降息（而非升息）打开空间；另一方面，看远一点的话，现任联储局主席鲍威尔任期将于明年五月届满，届时预料将由一位明显偏鸽，且主张降息的人士接任（即符合特朗普减息心意的人）。因此，市场预期即使联储局短期不减息，只要通胀问题不造成制约，明年5月换人后，美国仍将迎来较大幅度减息（事实上美国政府亦确实需要低利率环境来应对赤字问题），而联储局政策利率的主要影响在于短端利率的层面——我们都知道，即使联储局减息，孳息曲线亦不是整条平衡下移的，而事实上，进一步说，假设美国经济维持较好的情况，明年强行减息，会否

造成长端利率难以下降呢（长端利率受经济及通胀预期影响）？更进一步说，美国政府目前债台高筑，会否考虑透过通胀去减轻还债负担呢？（简要而言，某人借了 100 元，100 元今天可以买 10 个苹果，然而，如高通胀，例如一年 5%，5 年后，100 元只可买 7.8 个苹果，虽然对方还了 100 元，但实质上，以购买力计算，是还少了）如美国真的考虑低利率+较高通胀去减轻还债负担，那长端利率便有较大不确定性，下注于受短端利率影响的短久期债券，情况或会较佳了。而在风险管理角度而言，如我们早前多次所言，如持有短年期投资级别债券，不论是利率风险或是信用风险均相当可控，除了有助降低组合波动性外，亦给予我们资本在风险资产下跌时加注，在整个组织者角度而言，有其可取之处了。当然，虽然我们有所偏好，惟就着部份更进取，并希望透过下注利率走向而赚取资本回报的投资者，只要投资年期及风险承受能力能匹配，则长久期的投资级别债券，由于其利率敏感度比较高，只要对利率方向估算正确（我们维持认为长端利率今年在 4-5% 区间波动的观点），仍然是一个好的投资工具选择了。

外汇及商品

由于关税政策逐步传导至美国通胀，市场下调美联储降息预期，美元或有反弹空间；欧央行放缓降息步伐，惟美欧贸易协议压制欧元表现；中国上半年经济超预期，但出口或拖累下半年经济表现，市场期待更多产业政策出台。

美元



坚韧通胀降低美联储降息预期

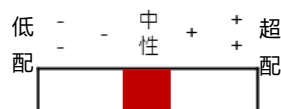
- 7 月 FOMC 会议如市场预期维持利率不变，但鲍威尔言论偏鹰派，为美元提供支持。鲍威尔表示“美联储可维持利率稳定”，继续强调数据依赖的决策路径。会后降息押注降温，9 月降息概率从 60% 降至 44%。
- 6 月美国通胀资料开始回升，6 月 CPI 同比增 2.7%，高于前值 2.4%，市场预期 2.6%。目前 OIS 市场对 9 月降息的概率有 50% 左右。

美元指数 (USD)



来源: Bloomberg

欧元



欧洲央行或放慢减息节奏，美欧贸易不利欧元

- 在过去一年连续八次下调利率后，欧洲央行 7 月一如预期维持利率在 2% 不变。欧洲央行没有就后续政策路径提供任何前瞻指引。欧洲央行在声明中罕见地将“贸易争端”列为政策不确定性的主要来源，强调当前环境“异常不确定”。目前，市场认为 9 月降息概率已从决议前的 40% 大幅下降至 28%；12 月降息概率为 72%。
- 美欧达成贸易协议，美国对欧盟商品征收 15% 的进口关税，欧盟向美国追加 6000 亿美元投资，并购买美国 7500 亿美元的能源产品。协议内容被市场解读为将损害欧洲经济，欧元因而受压。

欧元/美元 (EUR/USD)



来源: Bloomberg

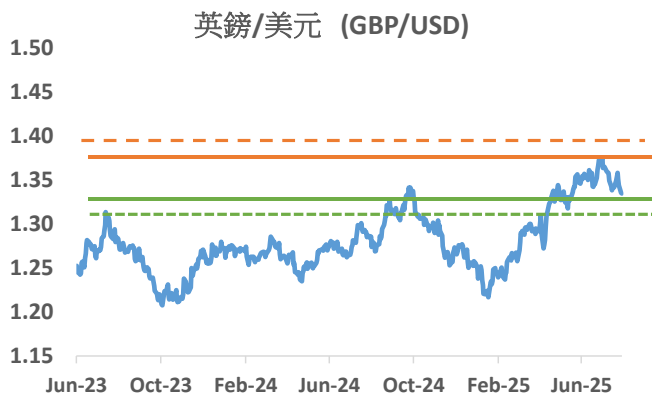
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

英镑



英国经济放缓，财政问题再度成为市场焦点

- 英国 5 月经济意外连续第二个月萎缩，提振英央行 8 月可能减息的预期。交易商目前认为英伦银行在 8 月份减息 25 个基点的可能性为 78.3%。
- 英首相斯塔默拒绝在议会中支持财政大臣里夫斯，政府被迫在福利改革方面做出让步，以安抚反叛的工党议员。英国财政问题再度成为市场的关注点。
- 英国 3-5 月 ILO 失业率 4.7%，较前值提高 0.1 个百分点，为 2021 年 8 月以来的最高水平；受此影响，市场预期英国央行 8 月降息的概率进一步提升。



来源: Bloomberg

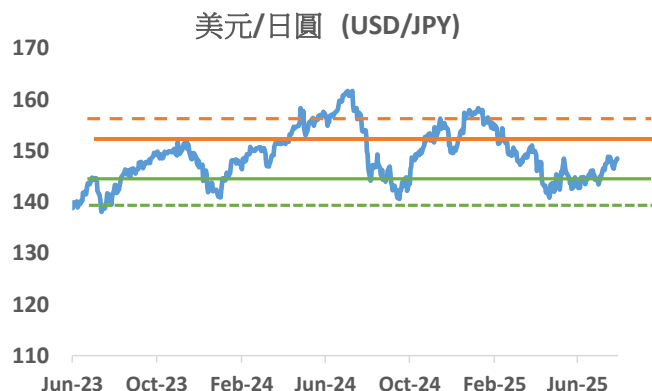
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

日元



石破政权面临信任考验，局势并不明朗

- 日本执政联盟丧失议会控制权，石破茂政府陷入危机。尽管日本首相石破茂表达继续执政意愿。但他的支持率持续走低，日本政治的“混乱时代”恐怕才刚刚开始。虽然此次选举不决定石破茂政府的去留，但执政联盟受挫，可能导致政策停滞或财政赤字扩大，并影响日本与美国的贸易谈判进程。历史先例显示，失去参议院多数席位的首相通常会在两个月内下台。由于石破茂政府支持相对保守的财政政策和日本央行货币正常化，若石破茂宣布辞职，市场焦点转向财政扩张的担忧，美元兑日元可能升至 152-153 的水平。



来源: Bloomberg

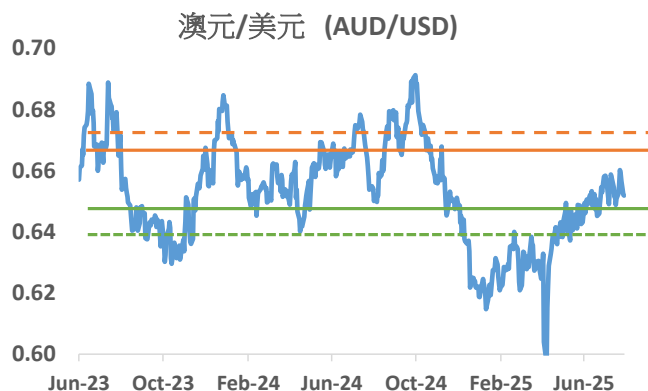
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

澳元



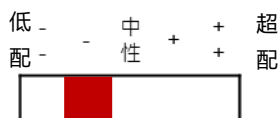
澳洲央行释放鹰派信号，后续降息节奏会放缓

- 近日中国的基建计划带来了积极的风险情绪，迭加日本、欧洲贸易谈判取得进展的乐观预期，澳元突破了 0.66 的重要阻力。澳洲联储主席布洛克发表鹰派讲话，缓和了市场对劳动力市场的担忧，为澳元的上涨再添助力。布洛克讲话值得关注的主要有两点。一是对于此前市场关注的 6 月失业率跳升问题，她仍认为劳动力市场偏紧张，到年底才能有所缓解；二是重申澳洲联储之前加息并没有像其他经济体那样高，所以不需要那么多降息，寻求谨慎渐进的宽松政策。



来源: Bloomberg

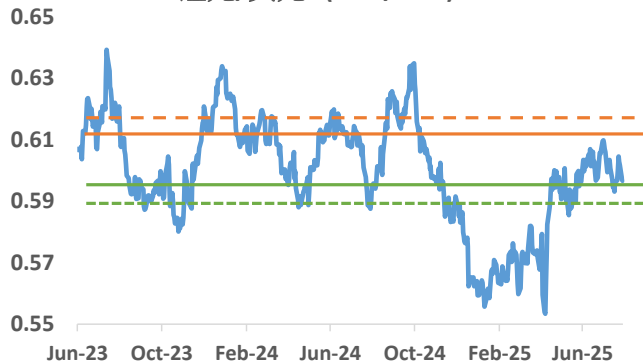
纽元



新西兰央行或再度降息

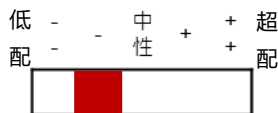
- 通胀资料反映国内物价压力依然不温不火，这为 8 月降息提供了更多理由。由于食品、电力和流媒体服务价格上涨，新西兰第二季消费者物价指数(CPI)同比上涨 2.7%，为一年来最高水平。不过，这一升幅低于预期的 2.8%。非贸易通胀（主要是国内价格压力）继续放缓，升幅从之前的 4%降至 3.7%。CPI 升幅未大幅上升，将允许货币政策委员会在 8 月的会议上重新启动宽松周期。市场目前认为新西兰央行 8 月份降息 25 个基点的可能性为 75%，高于资料公布前的 61%。

紐元/美元 (NZD/USD)



来源: Bloomberg

加元



新关税率的不确定性导致加元受压

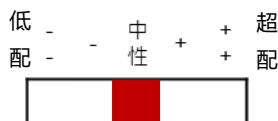
- 美国总统特朗普威胁对从加拿大进口的商品征收 35% 的关税，新关税率的不确定性引发了对美国与加拿大之间可能重新爆发贸易战的担忧，这可能会削弱加元。但最近原油价格的反弹可能在短期内支撑与大宗商品挂钩的加元，由于加拿大是美国最大的石油出口国，较高的原油价格往往对加元的价值产生积极影响。

美元/加元 (USD/CAD)



来源: Bloomberg

瑞郎



避险需求支持瑞郎

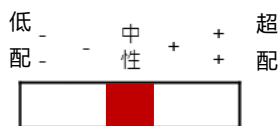
- 持续的贸易紧张局势和美国联储局政策的不确定性提振了避险需求，支撑了瑞郎。对美国总统特朗普关税政策的经济影响、美国财政和债务前景以及美联储独立性的担忧，亦为瑞郎等避险资产提供了一些支撑。但强劲的美国经济资料支撑了联储局有能力在再次减息前再等待一段时间，这可能会支撑美元。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



来源: Bloomberg

人民币



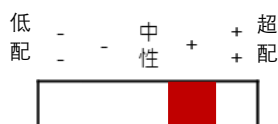
中国下半年经济增长或放缓

- 6 月经济数据整体表现不俗，经济增速、工业增加值好于预期，消费、地产偏弱。今年第二季度 GDP 增速达到 5.2%，好于 5.1% 的预期值，略低于 5.4% 的前值。整体上看，今年上半年 GDP 增速达到 5.3%，好于 5.2% 的市场预期值。今年 6 月规模以上工业增加值同比增速达 6.8%，好于 5.6% 的预期值和 5.8% 的前值。惟消费和固定资产投资增速延续回落态势。
- 受出口拖累，下半年经济增长或放缓，市场预期下半年有一次降息支持经济。



来源: Bloomberg

黄金



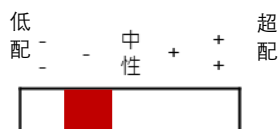
黄金避险价值长期逻辑不变，支持黄金表现

- 环球地缘政治不明朗因素较多，尤其是特朗普关税政策反复，从避险属性角度为黄金带来诸多阶段性机会。
- 近期黄金升势强劲，尽显其“进可攻、退可守”的配置属性。
- 黄金升值的长期逻辑不变，且“美国优先”的总体战略、迭加关税工具的频繁使用，均进一步加强了配置黄金的逻辑。



来源: Bloomberg

石油



油价走势略疲软

- 由于美欧贸易谈判受阻，加剧市场对全球最大石油市场经济放缓的担忧，进而影响石油需求。
- 近期油价走势不明朗，缺乏方向。



来源: Bloomberg

重要数据及免责声明

本档由中国建设银行(亚洲)有限公司(「中国建行投资研究部」)刊发,档的内容未经任何香港的金融监管机构审阅(包括香港证券及期货事务监察委员会),仅供参考之用。本档并不构成、亦无意作为、也不应被诠释为专业意见,或要约或建议投资于本档内所述之任何产品、服务、外汇、商品、证券或其他投资产品。

本档所载资料乃根据中国建行投资研究部认为可靠的资料来源而编制,惟该等资料来源未经独立核证。本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论,并不构成投资意见或保证回报。该等预测及意见为中国建行投资研究部或撰写本档的(一位或多位)分析员于本档刊发时的意见,可作修改而毋须另行通知。本档并未就其中所载任何资料、预测或意见的公平性、准确性、时限性、完整性或正确性,以及任何该等预测或意见所依据的基准作出任何明文或暗示的保证、陈述、担保或承诺,任何情况下,中国建设银行(亚洲)有限公司概不就使用或依赖本档所载任何该等资料、预测或意见直接或间接引致的任何损失承担任何责任及义务。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性,并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。

本档所述的投资可能并不适合所有投资者,且并未考虑各收件人的特定投资目标或经验、财政状况或其他需要。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。投资者须基于本身的投资目标、财政状况及特定需要而作出投资决定,并应有需要的情况下咨询独立专业顾问。投资者不应依赖本档作为专业意见之用。

投资涉及风险,投资者应注意投资的价值可升亦可跌,过往的表现不一定可以预示日后的表现。本档并非亦无意总览本片所述投资牵涉的任何或所有风险。投资者作出任何投资决定前,应细阅及了解有关该等投资的所有发售档,以及其中所载的风险披露声明及风险警告。

货币汇率受多种因素影响,包括国家及国际金融及经济条件、政治及自然事件的发生。有时正常市场力量会受中央银行或其他体系所干扰。有时汇率及有关的价目会骤升或骤跌。某些政府可能会在很少或没有警告的情况下加设外汇管制或其他货币政策。该等政策可能对某货币的可兑换性有重大影响。人民币现时并不可自由兑换,并受外汇管制和限制(可能随时受到非提前通知的变化)。您应事先考虑并了解人民币资金流动性对您造成的影响。如果您将人民币转换为其他货币,人民币汇率的波动可能会令您承受损失。在岸人民币和离岸人民币乃按照不同法规下运作,在不同的独立市场和流动资金池以不同的汇率进行交易,它们的汇率变动可能会明显地不同。

编制本档的研究分析员证实,在本档表达的意见准确反映彼(彼等)研究分析员的个人意见,而彼(彼等)的薪酬的任何部分过往不曾、现在及将来亦不会与本档所载的特定推荐或意见直接或间接挂钩。

透过任何途径或以任何方式再次派发或改编本档或其中任何部分,均在严禁之列。本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发,亦无意供该等人士或实体使用。在事前未得中国建设银行(亚洲)有限公司以书面方式表示批准的情况下,不得以任何方式或以任何途径(包括电子、机械、复印、录影或其他形式)复制或传送本档各部分或将本档各部分储存于可予检索的系统。

中国建设银行(亚洲)有限公司及其联系公司可以其名义买卖,可能有包销或有持仓于所有或任何于本档所提及的证券或投资产品,并可能就有关交易或服务收取佣金或费用。

本文并非独立投资研究报告。

© 中国建设银行(亚洲)有限公司。