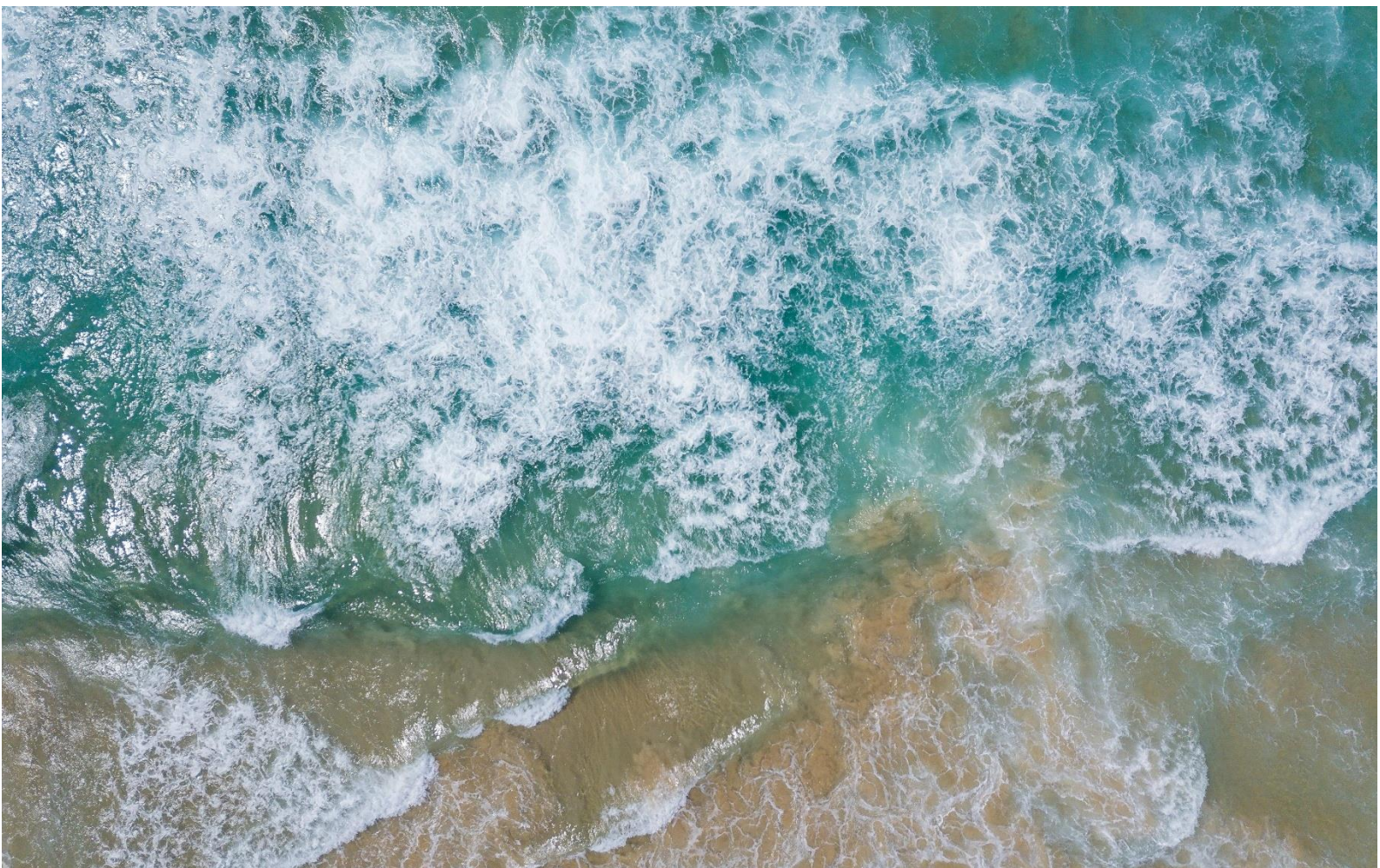


建亞私人銀行財富管理策略



2025 年 8 月刊

滄海橫流方顯勁 新一輪全球資產再平衡的深化

2025 年上半年，全球金融市場經歷了劇烈震盪：標普 500 指數先抑後揚，10 年期美債利率與美元指數罕見背離，黃金價格悄然攀升至歷史高位，穩定幣市場規模突破 2400 億美元。這一系列現象的背後，是全球經濟金融格局深刻調整的序幕——新一輪全球資產再平衡正從暗流湧動走向前臺，在這樣的節點，我們看到怎樣的市場機會？

同時，在 7 月份，環球市場繼續走升，如以 MSCI 環球指數代表全球市場，7 月至今回報為 1.79%，而其中，新興市場繼續跑贏成熟市場；在環球資金流向上，部份今年表現落後的地方市場，於 7 月表現開始重新追上，如今年大落後的泰國市場，7 月表現居於環球市場之首，相反，部份今年早段時表現較佳的市場如歐洲，則 7 月雖然仍有所上升，但月度表現亦被其他本來相對落後的地區趕超，接下來股票應如何部署？股票部份將會分享我們的觀點。

而在專題部份，除了分享全球再平衡對資產配置的啟示外，我們還會透過 UBER 這家公司，分享自動駕駛概念為何有其潛力，及「反內卷」為何有機會成為下半年市場投資主線。

 **中国建设银行(亞洲)**
China Construction Bank (Asia)

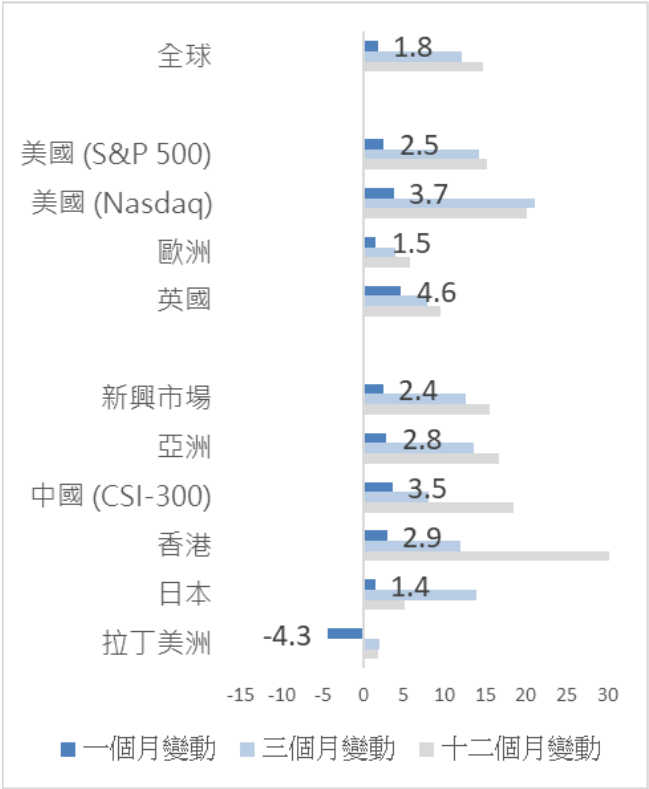
PRIVATE BANKING 私人銀行

目錄

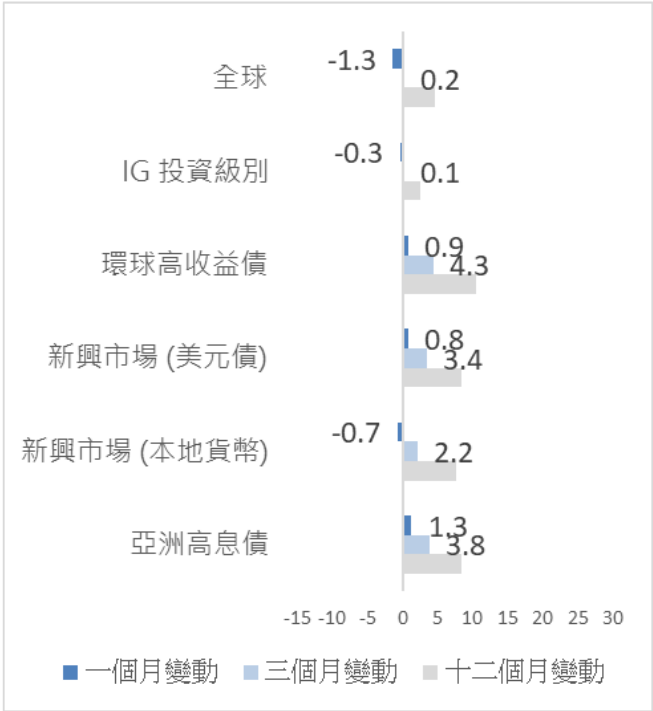
01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	滄海橫流方顯勁：全球資產再平衡的深化	p.5
	從 UBER 營運模式，看自動駕駛概念潛力	p.11
	“反內卷”或成下半年市場投資主線	p.14
04	宏觀經濟展望	p.17
05	資產市場展望	
	股票	p.19
	債券	p.22
	外匯及商品	p.24

資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

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

利率變動

	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

簡評:

7 月份環球市場繼續走升，如以 MSCI 環球指數代表全球市場，7 月至今回報為 1.79%，而其中，新興市場繼續跑贏成熟市場，以 MSCI 新興市場指數作為代表，其期內回報為 2.43%，略優於代表成熟市場的 MSCI 世界指數期內 1.72% 的表現；在環球資金流向上，部份今年表現落後的地方市場，於 7 月表現開始重新追上，如今年大落後的泰國市場，7 月表現為 14.08%，居於環球市場之首，相反，部份今年早段時表現較佳的市場，如歐洲，則 7 月雖然仍有所上升，但月度表現亦被其他本來相對落後的地區趕超；如要概括 7 月份的話，考慮到在我們監察的 29 個市場中，有 25 個是上漲，而且部份原先落後的，於 7 月亦有所表現，傾向將 7 月視為一個全球性牛市擴散的月份，且原先落後的也在 7 月有相對較佳的表現了。

資產配置策略

	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產業的騰躍，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，部分內需韌性、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，歐洲企業價值較美國企業便宜
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通約率處於偏低水平，預期未來通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 • 聯儲局短期維持息率居高不下，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，超過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：變局中的時代叩問

2025 年上半年，全球金融市場經歷了劇烈震盪：標普 500 指數先抑後揚，10 年期美債利率與美元指數罕見背離，黃金價格悄然攀升至歷史高位，穩定幣市場規模突破 2400 億美元。這一系列現象的背後，是全球經濟金融格局深刻調整的序幕——新一輪全球資產再平衡正從暗流湧動走向前臺。

當前美國與非美經濟體的力量對比正在發生結構性變化，1990 年代以來形成的"美元主導-美債錨定-美股引領"的全球金融秩序，正迎來前所未有的挑戰。

在這個背景下，市場正面臨三大核心命題：美元霸權是否鬆動？美股高位能否持續？全球資金將湧向何方？展望下半年，我們將美國經濟"軟著陸"概率由 60%上調至 75%，並給出 10%的再通脹情景。基準情形下，美國經濟溫和放緩，美聯儲 2025 年降息 2 次後停止，10 年期美債利率中樞 4.5%，美股震盪或上漲，美元高位震盪小幅下跌。

基於此，本文從美元週期、市場機會、匯率博弈三個維度，剖析下半年全球市場演進邏輯與投資策略，為投資者在波濤洶湧的市場中尋找"直掛雲帆"的航向。

圖 1：下半年不同風險情景分析

	基準情形：軟著陸	風險情形 1：貿易摩擦前置	風險情形 2：再通脹
概率	60%→75%	30%→15%	10%
宏觀情景與主題	美國經濟溫和放緩，美聯儲 2025 年降息 2 次後停止降息	貿易摩擦前置，協議未落地，衰退風險陡升，美聯儲為保持獨立性刻意維持鷹派	減稅前置且超预期，聯儲暗示二次加息
	軟著陸交易	衰退交易	再通脹交易
大類資產	美債利率	陡峭化，10y 美債 4-5%（中樞 4.5%），短債表現更好	曲線變平，長端大幅下降
	美股	震盪或上漲	下跌
	美元	高位震盪小幅下跌	先下跌後震盪
	黃金	震盪或上漲	上漲
	能源/工業金屬	小幅上漲	下跌

來源：CCBA PB Research。

一、美元潮汐：弱週期下再平衡

1.1 不尋常背後的結構性變遷

2025 年二季度，全球金融市場出現了一個令人費解的現象：10 年期美債利率由 4.2%（4 月 2 日）升至峰值約 4.61%（5 月 22 日），而同期美元指數卻由 104 大幅下跌至 98，二者相關係數由正轉負（高峰時 2022 年的 70%驟降至當前的-31.9%）。這種美元利率與匯率的反向運動，打破了過去三十年的市場規律，引發了關於"去美元化"的全球大討論。

對於是次“去美元化”大討論，市場形成了兩種主流解釋："拋售論"認為非美投資者正在大規模減持美元資

產，美國財政部 TIC 資料顯示加拿大等經濟體確實在大
幅減持美債；"對沖論"則以國際清算銀行（BIS）為代
表，主張非美投資者增加美元對沖頭寸才是主因。

深入分析可見，4 月非美投資者確實淨拋售 410 億美元
美長期國債，同時亦淨賣出美股 592 億美元。但進入 5
月，非美投資者對美證券及銀行現金的淨流入達 3111
億美元，大幅扭轉 4 月的淨拋售；此外，美居民 5 月增
持外國長期證券 591 億美元。5 月份非美投資者和美居
民的資金流反向，表明“去美元化”的大前提在於先
要擁有“美元資產”，方能考慮“去化”。

更關鍵的證據來自交易時段分析：4 月份美元指數大跌
主要來自亞盤交易時段的貢獻，而同期美債價格上漲
則由亞盤及美盤共同推動。考慮到亞洲的險資、信託
等長錢機構持有大量的長端美債頭寸，這意味著這些
亞盤長錢機構並未拋售手頭的長端美債頭寸，而是通
過對沖操作，規避美元貶值帶來的匯率風險。這一推
測亦得到 CFTC 持倉報告的有力支援，4-6 月資管機構的
美元指數期貨空頭持倉從 2010 張飆升至 1.1 萬張，淨
持倉由多轉空（淨空 8210 張），創歷史極值，印證了
套保交易的自我強化效應。

1.2 歷史週期中的當下位置

回顧 1971 年以來的五次美元大幅貶值，平均跌幅達
28.8%，平均持續 38 個月，其中 1985-1987 年跌幅高達
44%，2002-2008 年持續時間最長達 72 個月。當前美元
距離今年高點已跌去 13.1%，若參照歷史規律，美元持
續偏弱的新一輪週期可能剛剛開始。

美元匯率變化背後有一個深刻的轉換：1990-2021 年期
間，美國對外跨境資金流動是美元升貶值的主要驅動
方；但 2022 年後，海外資金對美配置行為正逐步取代
美國對外配置行為，成為美元匯率的主導因素。這種
角色轉換意味著，未來分析美元走勢需更多關注非美
資金的流向，特別是新興市場央行的外匯儲備調整和
主權財富基金的資產再平衡。

對比 2000-2008 年美元貶值週期，當前市場存在三個顯
著相似點：一是美元真實有效匯率處於歷史偏貴區間，

較中位水準高約 1.5 個標準差；二是美國貿易赤字率超
過 GDP 的 4%；三是美國對外淨頭寸（NIIP）占 GDP 之
比降至 -90%，遠超 2001 年的 -22%。這三大失衡指標預
示著，美元貶值具有堅實的宏觀基礎。

1.3 弱美元週期的資產圖景

那在“弱美元週期”，大類資產表現是如何呢？歷史
資料顯示，美元大幅貶值時期，權益類資產基本上漲，
且德國和日本的價格漲幅大於美國。1985-1987 年美元
貶值期間，標普 500 上漲 33%，但德國 DAX 指數漲幅
高達 84%，反映出非美市場的超額收益潛力。

大宗商品方面，黃金、銅和原油在五次美元貶值中有
四次價格上漲，其中 1976-1980 年黃金漲幅達 437.2%，
2002-2008 年銅價漲幅達 446.1%。值得注意的是，黃金
價格對美元彈性最大的時期，往往是美元體系最受質
疑的時候，如 1976-1980 年美聯儲貨幣政策公信力受損
期間，黃金與美元的彈性達到 -21.7。

對於債券市場，作為全球資產“定價之錨”的 10 年期
美債收益率，在美元貶值期間表現並不穩定。1971-
1973 年下跌 4.4%，而 1985-1987 年上漲 20.2%。這意味
著，在弱美元環境下，美債的避險屬性可能減弱，投
資者需更關注通脹預期和財政可持續性。

圖 2：美元貶值週期大類資產表現

時間段	美元 指數	黃金	原油	日經 225	標普 500	德國 DAX	10 年美債 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%

來源：CCBA PB Research。

二、高位博弈與結構性機會

2.1 美股：甜蜜陷阱還是長牛延續？

2025 年夏天，不僅美元的表現反常，美股市場也十分
奇特——呈現“貪婪難退”的特徵。多數機構分析師對
標普 500 下半年看法偏“長倉”，部分甚至上調年底目標

值至 6900-7000 點。在 4 月華爾街經歷一波恐慌性拋售之後，5-7 月的市場情緒發生了創紀錄的看漲反轉。

但樂觀情緒背後隱憂浮現。美銀 Harnett 的《買方基金經理調查報告》顯示，三大賣出信號均已觸發：買方機構現金占 AUM 比例降至 3.9%，歷史上 15 次類似信號出現時，標普 500 未來一個月的平均跌幅為 2%；此外，市場寬度信號方面，MSCI 全球股指中價格高於 50 日和 200 日移動均線的比例為 64%，低於 88% 的賣出信號水準；資金流信號方面，全球股票和高收益債券資金流入占資產管理規模的 0.9%，低於 1% 的賣出信號。

更值得警惕的是，美股 Mag7（七大科技巨頭）自 2023 年 10 月以來已經上漲 187%，這種極端分化的市場結構在歷史上往往難以持續。從估值看，標普 500 市盈率（TTM）已升至 30 倍，處於近 10 年 81% 分位，而市場對每股收益增長預期（今年 7%、明年 14%）或過於樂觀。

因此，就交易層面，美股在 2025 年三季度，的確存在回檔的概率。歷史資料顯示，9 月是過去 50 年美股表現最差的月份，尤其在當前已經歷三個月的急劇上漲之後，夏季末出現 7%-10% 回檔的概率已經超過六成。不過，考慮到“FAT”框架的驅動力未變：美國赤字壓力持續的財政擴張（Fiscal）、AI 收益從硬體向軟體擴散（AI）以及關稅政策推動產業鏈重構（Trump），這些因素仍將支撐中長期美股的結構性機會。

2.2 非美權益市場：價值重估的前夜

當美股深陷“貪婪難退”和“沖高回檔”的掙扎之時，非美權益或可靜看庭前花開花落。這是因為在美元貶值週期，非美市場往往跑贏美股。如圖 2 所示，1971-1973 年美元貶值期間，日經 225 指數上漲 99.8%，遠超標普 500 的 8.8%；2002-2008 年期間，新興市場股票指數漲幅達 329.6%，顯著高於美股的 23.2%。這種表現差異源於兩個機制：一是匯率換算效應，非美資產以美元計價時自動升值；二是全球資本再配置，資金從美元資產轉向估值更低的非美市場。

在當前這一輪價值重估再平衡，歐洲市場尤其值得關注。首先，從宏觀而言，IMF 預測歐元區 2025 年經濟增速為 0.8%，但德國軍費開支計畫（2029 年達 GDP 的 3.5%）可能帶來超預期增長動力。其次，從微觀而言，歐洲銀行股當前 ROE 僅 8%，預計修復至 10%。且歐元區域內收入占比高的特性（48%），使得歐洲銀行股受益於本地需求復蘇。從歷史表現看，歐洲銀行股是少數能夠跑贏 Mag7 的板塊（2022 年 5 月至 2025 年 5 月期間，歐洲銀行股指數漲幅顯著超越美國大型科技股）。

亞洲市場方面，東亞新興市場經濟體過去幾年積累了一定的對美淨投資頭寸，客觀上存在資金回落、估值回補的空間，若中美經濟預期差收斂並帶動東亞經濟回暖，有望驅動這一進程加速。具體而言，中國內需板塊（消費、醫療）PE 為 14 倍，低於歷史均值，且外資持股比例低（A 股外資占比 3.2%），存在估值修復空間。世界銀行預測中國 2025 年 GDP 增長 4.5%，政策工具箱充足（如超長期特別國債、PSL 擴容）有望支撐內需復蘇。

港股市場後續仍以結構市為主，故“穩定回報（分紅）+成長回報（成長）”的啞鈴型配置仍是在信用週期難以大幅擴張前的最優策略，但亦需作輪動調整。其中，分紅股的長期邏輯穩固，但銀行板塊短期估值透支，可部分適度切換到保險等板塊，而成長股方面可關注 AI 應用（短視頻生成、軟體、教育）和機器人產業鏈核心零部件。

2.3 行業輪動：從週期到成長

下半年全球權益市場的行業配置，需把握三個主線：一是美元貶值受益板塊，如大宗商品、貴金屬、出口導向型行業；二是政策驅動領域，如歐洲的國防開支、中國的刺激政策相關板塊；三是技術革命前沿，如 AI、機器人、清潔能源。

美股方面，建議均衡配置五大板塊：AI 軟體服務、媒體娛樂（具備強勁增長動能）、材料（週期性滯後，存在補漲空間）、公用事業、地產（作為“債券替代”防

禦性板塊，在降息週期表現較好），這些板塊未來6個月跑贏等權重標普500指數5個百分點以上的概率較高。

非美市場中，歐洲的能源、金融等價值股股息率達4.5%，搭配美國科技成長股（AI、雲計算），可平衡收益與風險。新興市場的中小盤股（如歐斯托克小盤指數）2025年已跑贏大盤12%，因流動性改善和本地政策支持，下半年有望延續強勢。

從因數角度看，價值與成長的平衡至關重要。建議權益持倉中配置30%歐洲價值股（如金融）、40%美國科技成長股、30%亞洲內需股，既捕捉歐洲ROE修復的價值回歸，又分享美國科技行業5.2%的盈利增速，同時對沖風格輪動風險。

2.4 債券：亂世中的配置藝術

2025年債券市場出現了罕見情景：降息週期開啟，但收益率走高。回顧過去40年的11次降息週期，除20世紀90年代末外，美聯儲開啟降息後債券收益率在九個月內均顯著下降，當前收益率走高顯得格外反常。

鑒於此，下半年美債需把握利率拐點與避險需求，策略重點在於降息節奏與通脹博弈。若三季度非農新增持續低於10萬且核心CPI回落至2.5%以下，降息幅度可能超預期；反之，若通脹黏性，降息或推遲至12月。

軟著陸情境下，10年期美債中樞或在4.5%附近，中期有上行風險，但短期內Q3可能維持偏弱震盪，整體曲線先進一步走陡，若Q4再通脹壓力超預期可能再度走平。建議關注2年期美債（政策敏感型）與30年期超長期債（對沖通脹風險）。

非美債券中，歐元區債券受益于歐央行貨幣政策寬鬆和區內經濟復蘇；亞洲債券和新興市場債券則看法偏中性，需警惕美元融資成本上升和本地通脹壓力帶來的風險。

三、匯率博弈：從美元主導到多極化

3.1 主要貨幣的命運分野

在2025年夏天，各個主要貨幣的命運出現了重大的分野。

美元方面，中長期面臨降息預期、債務問題及地緣風險緩釋，短期波動則受經濟資料和政策影響，美元面臨配置再平衡壓力。3年尺度上，多重因素可能驅動美元步入趨勢性貶值。IMF預測美國2025年經濟增速放緩至1.8%，較年初下調0.9個百分點，加劇了市場對美元長期走弱的擔憂。

歐元有望受益於歐洲經濟復蘇和歐央行貨幣政策正常化。需關注德國軍費開支計畫的執行情況，若能按期在2029年達GDP的3.5%，將顯著提升歐元資產吸引力。OECD預測歐元區2025年經濟增速為1.0%，較美國的1.6%差距收窄，或推動歐元兌美元匯率向1.15方向升值。

日元表現令人意外，作為傳統避險貨幣，在2025年中東地緣政治衝突中從144貶至148。其背後是日本低利率優勢瓦解、原油依賴導致輸入性通脹、政策轉向隱憂等結構性因素。日元作為套息交易融資貨幣的地位已受到挑戰。日本央行若在下半年啟動加息，可能扭轉日元貶值趨勢，但需警惕政策轉向對股市衝擊。

人民幣方面，市場對“漸進升值”形成一致預期，若貿易談判超預期、出口韌性延續，有望向7.0方向升值。但需警惕“恐慌式結匯”風險，截至2025年6月，約3500億美元“待結匯盤”平均持倉成本約7.06，從當前7.17到成本價尚有1.60%浮盈，這部分成為人民幣匯率升值的“敏感區”。

3.2 港幣：何時擺脫弱方

2025年夏天，機構不斷進行港匯的套利操作，使得美元兌港元持續逼近弱方兌換保證7.85。當前美元兌港元即期匯率緊貼弱方，但1年期遠期匯率仍深度貼水至7.75以下，掉期點維持-1219點，顯示市場對港幣中長期走勢仍有信心。

聯繫匯率制度的兩個特徵值得關注：一是被動性，金管局不是主動投放流動性，而是被動應對；二是盯住匯率而非利率，即“匯率是馬，利率是車”。這種制度設計意味著 HIBOR 的變動是市場反應的結果，而非貨幣政策工具的結果。

綜合上述特徵，關於 HIBOR 的未來演變，我們構建的模型顯示了未來 6 個月的三種情景。

- 1) 流動性寬鬆情景下，美國就業市場快速走軟，超預期連續 3 次降息，HIBOR 和 SOFR 利差或回升至-110bps，對應 1 個月 HIBOR 中樞約 2.4%；
- 2) 基準情形下，聯儲維持當前利率路徑不變、兩次降息，美元繼續走軟，HIBOR 和 SOFR 利差維持在-140bps，對應 1 個月 HIBOR 中樞 2.6%；
- 3) 流動性緊張情景下，美元短期重回走強，銀行大量向金管局拋售港元，利差或回升至-60bps，對應 1 個月 HIBOR 約 3.3%。

那麼如果未來 6 個月 HIBOR 回升，其對港股的衝擊將會有多少呢？

答案是影響預計十分有限。我們的模型顯示 HIBOR-SOFR 息差每上升 1 個百分點，恒指僅下跌 0.5 個百分點，若 1 個月 HIBOR 上升 200-300bps 至 3%-4%，對恒指的拖累幅度僅 1-1.5 個百分點。這意味著港股走勢更多取決於盈利前景和全球風險偏好，而非本地利率變動。

3.3 套息交易的新變局

此外，套息交易的新變局亦值得關注。日元傳統套息交易的瓦解，催生了新的融資貨幣選擇。瑞士法郎憑藉政策利率降至 0%、超額存款適用負利率、通脹壓力小（5 月 CPI 同比-0.1%）等優勢，成為潛在替代。人民幣也因中美利差倒掛（1 年期國債利差 250-350bp）、外匯市場彈性增強、政策逆週期調節維持資金利率低位等特點，進入套息交易融資貨幣視野。

高息貨幣方面，美元、商品貨幣（AUD/CAD）、新興市場貨幣（ZAR/TRY）仍是套息交易主要目標。

但需注意，套息交易的風險在於利差逆轉和匯率波動，歷史上多次套息交易平倉引發全球市場動盪，下半年需警惕美國經濟資料超預期或地緣政治衝突導致的平倉風險。

四、結論：在再平衡中尋找確定性

2025 年下半年，全球市場將處於新一輪再平衡的關鍵階段。美元霸權鬆動、美股高位博弈、非美資產重估、穩定幣崛起等趨勢相互交織，既帶來挑戰，也孕育機遇。投資者需要跳出過去三十年的思維定式，在以下五個方面建立新的認知框架：

一是美元週期的力量。歷史經驗表明，美元大幅貶值平均持續 38 個月，當前可能處於週期初期，這將重塑全球資產定價邏輯，非美市場和大宗商品有望獲得超額收益。

二是政策博弈的藝術。美聯儲降息節奏、美國財政政策、特朗普關稅談判、歐洲軍費開支等政策變數，將成為市場短期波動的主要來源，需密切跟蹤資料與預期的差。

三是技術革命的紅利。AI 從硬體向軟體擴散，穩定幣重構支付體系，這些技術進步不僅帶來行業性機會，更將改變資本流動方式和估值邏輯。

四是區域輪動的邏輯。從美國到歐洲，從中國到新興市場，經濟週期和政策週期的錯位，將創造顯著的跨區域套利機會。

五是避險策略的革新。在美元信用受損的背景下，黃金的貨幣屬性回歸，穩定幣成為新的“數字黃金”，傳統避險資產與新型安全資產的組合將至關重要。

“滄海橫流方顯勁”，面對市場的不確定性，投資者既要保持敬畏之心，又要把握時代脈搏。通過多元化配置、

動態再平衡、逆向佈局，方能在全球再平衡的浪潮中，
直掛雲帆，抵達財富彼岸。



在本期專題，我們打算和大家簡單談談一個受投資者關注的投資主題——自動駕駛，而為了避免太泛泛而談，我們打算圍繞一家會受惠的具體企業，亦是大家日常會接觸到的 UBER 來進行具體探討，看看自動駕駛的發展，會對企業帶來怎樣的影響。

為何會選擇 UBER 來作為探討物件呢？

除了因為 UBER 是大家日常容易接觸到的企業外，亦和其成本結構有關。而在展開之前，我們也先談談 UBER 的業務。簡要而言，UBER 的業務相當容易理解，就是一個平臺型企業，主要做的就是「按需出行的人流和物流服務」，而更具體地說，其業務可細分成三塊，分別是 UBER 出行（Mobility）、UBER 外送（Delivery）及 UBER 貨運（Freight），而最為讀者熟悉的，可能是前兩項業務，即 UBER 出行和 UBER 外送（如 UBER eat），惟為免部份讀者不清楚，我們也簡單談談有關業務做的是甚麼。

先說 UBER 出行，這部份應是最為容易理解，亦是其核心業務，就是平日大家會用的 UBER 打車，其中包括

UBERX、UBER Black、UBER Pool，但業務模式簡要而言就是打車（即將人由 A 點送往 B 點）；而就 UBER 交付（Delivery）及 UBER 貨運（Freight）則相對涉及物流——就 UBER 交付，簡要而言就是包括食物外送（UBER Eats）、雜貨/零售品交付等，用戶可以訂購餐廳食物、超市商品或生活用品，再由配送員（couriers）送達；就 UBER 貨運，占其總業務量相對較少，主要提供 B2B 物流解決方案，連接貨主和貨運業者，提供的服務包括卡車運輸、供應鏈管理和數位化貨運平臺等，簡要而言，UBER 就是一個輕資產運行，撮合供需雙方的平臺型企業。

那 UBER 的盈利模式是怎樣呢？

其盈利模式相當典型的平臺模式，簡要而言，就是從撮合的交易中獲取提成，及利用平臺的客戶黏性變現，因此賺取收入的方式包括最典型的傭金，會員費、廣告收入等。詳細地說，就 UBER 出行這個業務板塊，其收入包括傭金、動態定價（高峰期會加價）、廣告、會員費（如 UBER one）等，動態定價、廣告、會員費等均相對容易明白，惟傭金可以多解釋一下——如果乘

客透過 UBER 打車，總車資是 100 元，UBER 不會全數收取，它只能獲得約 30 元（UBER 打車的傭金率約為 30%），其餘 70 元會給司機，而這 30 元就是它從這筆交易中得到的傭金了。而就 UBER 交付（Delivery），則亦是收取傭金（每筆訂單收取 15-20%），廣告（商戶在平臺投廣告）、會員費等；而就 UBER 貨運（Freight），占總體收入相對少，增速亦比不上 UBER Delivery，惟其收入來源亦類似，主要是傭金、平臺費、無廣告訂閱等；因此，就著 UBER 有關業務模式，基本上（i）月活躍用戶數及（ii）總交易量，是其相對重要的營業指標——活躍用戶數愈多，轉化成會員的人數便會愈多，同時其網路效應亦會愈強，阻擋了潛在競爭者的進入；而就總交易量，考慮到其收入主要來自撮合的成交中提成，總交易最愈大，理論上收入自然愈多了。

那 UBER 三塊業務的情況是怎樣呢？

簡要而言，作為核心業務的 UBER 打車，業務情況不俗，從季度資料可見，出行業務的總預訂額（Gross Bookings，可簡單理解為在平臺上的成交量，如閣下透過 UBER 打車，費用為 100 元，UBER 的 Gross Bookings 便是 100 元）同比增長 20%，達到 211.8 億美元，而 UBER 從中提成的收入（Revenue）則為 64.96 億美元，從中提成率為 30.7%，反映平臺仍具議價能力，整體情況可以；而就 UBER 外送，則為其三塊業務中最具增長動力的一部份，先看其目前狀況——從季度資料可見，外送業務的總預訂額同比增長 18%，達到 178.5 億美元，而 UBER 從中提成的收入則為 37.8 億美元，提成率約為 21.2%，在平臺規模擴大的同時，繼續維持穩健分成水準；而在經營杠杆效應及廣告收入推動下，外送業務的經調整 EBITDA 達 7.63 億美元，同比升幅達 45%，反

映平臺在外送業務的盈利能力顯著提升，整體表現屬正面。而更重要的是，外送業務預計亦為集團未來的增長亮點，除了原有的以 UBER eat 為主的餐廳訂餐外，UBER 正積極拓展更多本地零售品類（即由以往主要送餐，拓展到送生活百貨），包括雜貨、便利商品、酒類、寵物用品等，進一步提升用戶黏性及單用戶價值，而參看 2025 年首季資料，外送商戶數量按年增長 17%，而全體外送業務的月活躍用戶中，已有 18% 涉及雜貨及零售訂單，相關年化總預訂額已達約 100 億美元規模，代表非餐飲品類已初具成效，有關板塊有望成為 UBER 未來的成長引擎。而就第三個板塊，即 UBER 貨運，其目前仍錄虧損，並非主要利潤貢獻來源，惟經營效率正持續改善——具體地說，貨運業務的經調整 EBITDA 虧損由去年同期的 2,100 萬美元收窄至最新的 700 萬美元，虧損幅度持續收窄；從 EBITDA 利潤率來看，亦由去年的 -1.6% 改善至 -0.6%，反映在成本控制及營運效率上已有初步成果，不致對整體業務構成拖累了。

UBER 的長線增長動力為何來自自駕呢？

而就 UBER 這家企業，中短線的盈利增長動力，如上文所言，來自於 UBER 外送，惟如去到中長線，市場最關注的是其應用自動駕駛於業務中的潛力，原因為何呢？如我們在上文所言，在 UBER 的經營中，客戶每付 100 的車資，UBER 只收到 30 元，原因是有 70 元被人類司機拿走了，而自動駕駛在 UBER 業務模式中的作用，就是把司機取代了，而由於不用分錢給司機，UBER 只需收費 30 元，便可提供和目前 100 元相同服務，而且 UBER 的營業額還不會減少。同時，隨著價格大幅下降，需求量會大幅上升（試想車費原先是 100，現在因為不用再分 70 元給人類司機，因而降至 30，打車的人自然

會多了)，但 UBER 每單收入並沒有太大下降，換而言之，是價格持平但量大幅增加，UBER 的利潤自然會大幅提升，這是 UBER 未來業務的一個潛在爆發點了。那市場有關推論是否合理呢？我們認為是具有一定合理性的——主要是有關模式已逐漸開展並落地，UBER 與 Waymo 在今年夏季已正式在亞特蘭大展開合作，為當地使用者提供自動駕駛計程車服務，有關合作將 Waymo 的全自動電動車輛整合進 UBER 平臺，用戶可直接在 UBER App 叫車並選擇是否接受自動駕駛車輛，換而言之，有關模式已在小規模試行，而由於是自動駕駛車輛由軟體駕駛，不會疲勞，其每天運作時數可以非常長，甚至 24 小時，一輛車的固定成本可以在多趟行程中攤銷至相當低，同時，自駕車一旦普及，各類硬體如雷達、鏡頭等產能提升便會拉低固定成本，每英里成本將會由目前 3.13USD 壓至不足 1 美元，同時，由於自駕車的事故率較人類為低，保險成本亦會有所降低，自駕車與人類司機競爭的終局，預期是由於自駕車的收費相當低廉，人類司機會大量減少（車費收入太低），非繁忙時段主要是由自駕車隊提供服務，繁忙時段才由人類司機加入補上，而 UBER 作為網約車平臺，則會受惠於車費成本下降帶來的交易量上升，從而獲得可觀的盈利增長，及隨之而來的市值上升了。

但有關增長故事是否會如此一帆風順呢？答案是不一定，這從市場的價格行為中也有一定啟示。如我們看 UBER 過去兩個月表現，分別有兩次較大的單日上漲，分別是 6 月 24 日及 7 月 7 日，6 月 24 日的上漲，主要是因為對 UBER 和 Waymo 宣佈在亞特蘭大合作，而 7 月 7 日的大漲，則是伴隨著 Elon Musk 聲稱要成立美國黨，Tesla 當晚大跌而發生的，因為市場認為 Tesla 的 Robotaxi，會是 UBER 採用自駕車業務的對手，因此，當 Tesla 行政總裁 Elon Musk 聲稱要成立美國黨，市場

認為由於這是挑戰現屆政府和共和黨，Tesla 要開展 Robotaxi 的難度會有所提升（因為要獲監管機構批准），UBER 被視為受惠者，股價便有所上升了。而實際上，我們也認同 Tesla 的 Robotaxi 會為 UBER 的前景帶來挑戰——如我們在上文所提到，自駕車載人業務普及化的邏輯，在於其成本相當便宜，主要原因是（i）可以長期運行（假設人類司機駕駛一輛車可以接客 12 小時，但自動駕駛可以運作 24 小時，那每程車的固定成本便降低一半），（ii）雷達、鏡頭等當普及化後便可量產，降低成本，每英里車程的成本便會拉到很低，車資也因而可以拉到很低，把人類司機給淘汰掉（駕車收入太低，沒人去駕車了）。然而，自駕車的對手不只有人類司機，還有其他自駕車公司如 Tesla。而 Tesla 的潛在優勢之處在於，Tesla 的自動駕駛並不倚賴雷達，主要依賴鏡頭，有關路線如真的成功的話，其每輛車的成本會比 Waymo 那些自駕車要更低（因為雷達成本高於鏡頭不少），因此可以收一個更便宜的價格，有可能將 UBER 與其他自駕車公司的聯盟擠出市場，同時，Tesla 的厲害之處在於 Elon Musk 的工程能力的確可以將每輛車成本儘量壓縮（如 SpaceX 將建造火箭成本大幅壓縮一樣），而其發展的人工智慧業務亦有機會有助於其自動駕駛的發展，因此對 UBER 確是一個潛在挑戰。然而，從上文可以看到，自動駕駛屬於一個大趨勢，最終誰勝誰負，或兩者是否的自駕業務是否能並存或需時間觀察，惟如認同自動駕駛將替代人類司機的概念，則對 UBER 和 Tesla 兩家公司均可多加留意並適時配置了。



近期，“反內卷”多行業開花。反內卷包括互聯網大廠卷外賣（即時零售），鋼鐵、石化、有色，新能源汽車等成熟過剩產業。本輪“反內卷”強調行業自律、以自下而上為主，強調法治化與市場化措施，與 10 年前以行政手段為主，並將去產能任務納入地方政績考核有所不同。本輪“反內卷”目前主要是工信部和行業協會的倡議，約束力較為有限，但不排除後續有進一步政策加碼。

事實上，反內卷已不知不覺開展了一年。2024 年 7 月 30 日，政治局會議提出：要強化行業自律，防止“內卷式”惡性競爭。2024 年 12 月 11 日，中央經濟工作會議提出：綜合整治“內卷式”競爭，規範地方政府和企業行為。2025 年 3 月 5 日的“政府工作報告”再次重申：綜合整治“內卷式”競爭。近期《人民日報》和《求是》雜誌也密集發文討論，指出“內卷式”競爭已經成為當前經濟發展中面臨的一個突出問題，並點名“新三樣”（光伏、鋰電池、新能源汽車）和電商平臺等行業。中汽協在 2025 年 3 月發文反對車企發佈銷售週報擾亂市場秩序，在 5 月發文反對低於成本價傾銷。在官方干預下，多家車企以“接力賽”的方式承諾，對供應商的賬期不超過 60 天。頭部光伏玻璃企業宣佈 7 月起集體減產 30%；中國水泥協會發佈

《關於進一步推動水泥行業“反內卷”“穩增長”高品質發展工作的意見》。

外賣行業也開始反內卷。5 月 13 日，市場監管總局會等五部委約談，級別是很高的，口氣很嚴厲。7 月 18 日第二次約談，市場監管總局約談餓了麼、美團、京東三家平臺企業，要求相關平臺企業嚴格遵守《反不正當競爭法》等法律法規，進一步規範促銷行為，理性參與競爭。

經濟學層面看，“內卷式”競爭反映的是一種同質化和無序化競爭，其經濟結果是在資源有限的情況下，企業競相進行過度投入卻可能沒有提升產出效率，而造成整體資源配置的浪費與扭曲。

從企業行為表現來看，“內卷式”競爭有橫向和縱向兩個維度的體現：橫向的“內卷式”競爭多體現為同行業企業在進入階段的潮湧、擴張階段的過度投入、銷售環節的價格戰。例如光伏行業前期的過度投入，導致矽料、矽片、電池片和組件四大環節開工率持續下降，縱向的“內卷式”競爭還體現在供應鏈生態上，部分企業利用市場上的優勢地位，把競爭壓力轉嫁給上游供應商或下游商戶，破壞了市場競爭秩序和行業生態。如汽車產業鏈中，整車廠相對零部件企業擁有

相對優勢地位，其應付帳款及應付票據周轉天數持續攀升。

圖 1：應付帳款及平均周轉天數



來源：中金研究報告。

從宏觀層面看，“內卷式”競爭源于供強需弱。從供給側看，中國經濟結構正在從老經濟轉向新經濟，經濟的抓手也正在從地產和基建向招商引資和產業政策傾斜。製造業國產化率提速，形成了強大的生產和供給能力。

同時，有效需求不足依然存在。微觀機制看，“內卷式”競爭的成因還在於“市場失靈”，少數行業盲目投資和重複建設，以及平臺企業擠壓上下游企業。

為何要整治“內卷式”競爭？一方面，是助力物價合理回升。自 2023 年二季度以來，實際 GDP 同比增速維持在 4.6%-6.3%的區間，而 GDP 平減指數同比多個季度為負。另一個目的是促進創新，近年“新三樣”行業的銷售費用率趨勢增加，這表明這些行業技術或已逐漸成熟，可能更多的處於技術改造階段。

關於反內卷對宏觀經濟、企業和資產價格的影響，可以參照 2016-2017 年的供給側改革階段。

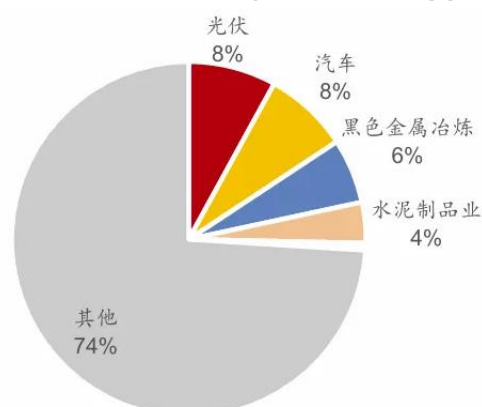
本輪反內卷與 2016 年去產能既有相似，也有差異。

相似之處在於，兩者所處經濟週期類似。本輪整治“內卷式”競爭與 2016 年前後的供給側結構性改革中“去產能”相比，PPI 都相對較低。供給側改革前 PPI 同比連續四年多為負，本輪 PPI 同比已連續兩年多為負。

但本輪反內卷持續時間可能更長。本輪 CPI 同比更低、甚至為負、GDP 平減指數同比持續負增，而 2015-2016 年 CPI 同比在 2%左右、平減指數同比大多為正。

差異之處在於：（1）成因不同。本輪“反內卷”背景為中國產業升級及出口競爭力提升帶動的私營部門產能擴張，而供給側改革背景主要為全球金融危機後 4 萬億元刺激計畫中推動的基建投資增長，帶動鋼鐵和煤炭等行業產能和產量迅速擴張；（2）宏觀環境支持力度不同。2016-2017 年供給收縮週期下，政策（如基於現金的棚戶區改造項目）帶動了總需求快速反彈。（3）行業結構不同。供給側改革聚焦上中游、以國企為主的行業；如煤炭、鋼鐵、水泥、有色等。而“反內卷”偏向於下游新興行業，如光伏、鋰電池、新能源車等新興製造和平臺類企業。本次企業性質上大國企、大民企較多，這些企業就業人數較多、市場化程度高、有些還是高技術企業。（4）產業格局不同。

圖 2：2024 年工業企業收入，“反內卷”占三成



來源：華泰研究報告。

從行業競爭格局來看，本次“反內卷”涉及行業相對行業頭部集中度更高，尤其是光伏、汽車這類新興製造業。

參照 2016 年供給側改革經驗，對宏觀經濟或有以下影響，主要體現在 PPI 反彈、企業盈利能力回升。供給側改革涉及行業的加權平均 PPI 同比從 2015 年的均值-10.5%大幅上行至 2017 年 3 月的高點 21.5%；利潤率從 2015 年低點 2.4%回升至 2017 年初的 6.6%，且去杠杆成效明顯。名義 GDP 增長從 2015 年 4 季度的 6.6%回升

至 2017 年 1 季度的 11.8%。供給側改革後，扭轉鋼鐵、煤炭、水泥等行業偏弱盈利預期，相關行業利潤率改善，從 2015 年低點 2.4%回升至 2017 年初的 6.6%，超過同期工企平均水準。

目前，鋼鐵、水泥等行業產能擴張已明顯降速，但汽車、電氣機械（含光伏、鋰電池等）、電腦等下游行業產能邊際擴張。綜合供給能力、競爭策略、賬期管理和盈利表現各方面來看，目前存在“內卷式”競爭的行業包括煤炭、鋼鐵、建築建材、化工、“新三樣”、小家電、家居、造紙等。隨著綜合整治“內卷式”競爭政策的執行和落地情況，可重點關注這些行業受益於反內卷政策的表現。

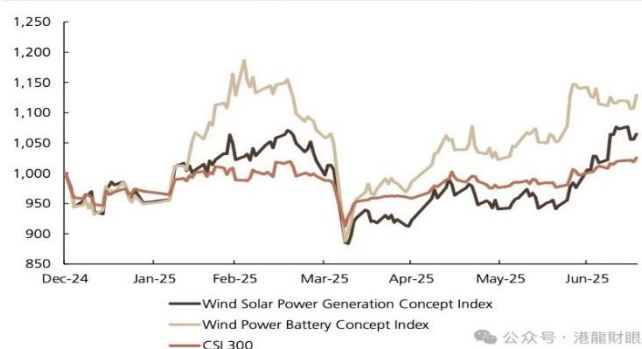
2015-17 年間的供給側改革後，受政策影響行業部門去杠杆成效明顯，相關板塊資產價格亦受到提振。鋼鐵、水泥和煤炭等行業指數止跌回升，部分較滬深 300 指數形成超額收益。2016-2017 年，煤炭和水泥板塊明顯受益於供給側改革的影響，分別上漲 22.4%/48.7%，高於同期滬深 300 指數的回報率 17%。資產價格反映有以下階段：（1）改革推進初期，股價普遍對漸進式政策作出積極反應。漸進式政策通常帶動相關板塊出現 1-2 個月的超額收益。（2）股價起初隨商品價格與產量同步波動，隨後逐漸脫鉤。供給側改革下的去產能舉措推動了兩輪大宗商品價格上漲（即 2015 年 12 月至 2016 年 4 月下旬和 2016 年 6 月至 12 月中旬）。（3）股價領先於企業盈利修復。

參照供給側改革：週期類資產行情有以下結論。

首先，市場對於政策力度都有從“將信將疑”到逐步確認的過程，股價滯後於政策定調。其次，股價上漲需要工業品漲價或資產周轉率提升等基本信號的配合。

因此，回看看本輪“反內卷”的後續行情，首先需要看到類似於歷史上強烈的政策信號（政策級別提升、納入地方政府考核、中央督察等等）。再者，需要觀察價格、產量增速，以及資產周轉率等重要指標。

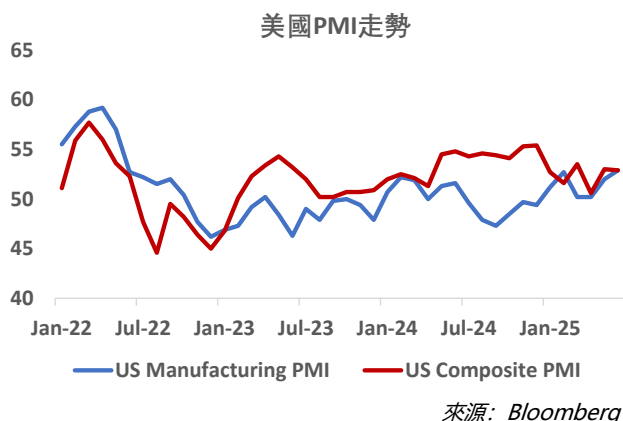
圖 3：近期光伏和動力電池指數已明顯反彈



來源：高盛研究報告。

宏觀經濟展望

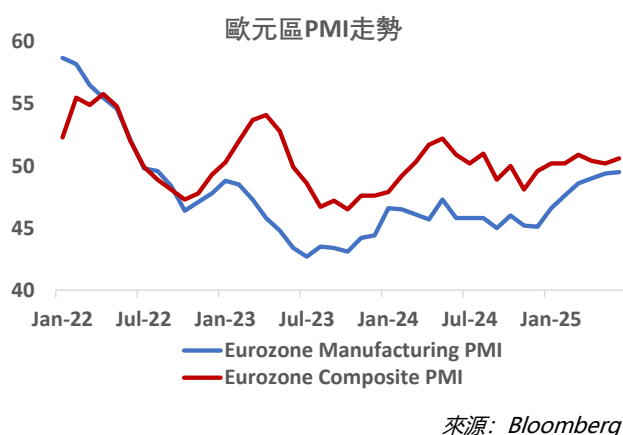
美國



美國經濟資料整體較強，
通脹上行帶動降息預期降溫

- 美國 6 月非農就業人口增長 14.7 萬人，好於市場預期的 10.6 萬人。5 月則從 13.9 萬人上修至 14.4 萬人。這也使得最近 3 個月的新增就業人數均值自前值 13.5 萬升至 15 萬人。此外，6 月失業率意外自前值 4.2% 降至 4.1%，而 6 月薪資增長則有所降溫：6 月平均小時工資同比增長 3.7%，低於市場預期的 3.8% 和前值的 3.9%。總體看，6 月就業增長依舊較為強勁，失業率有所回落。
- 6 月美國通脹資料開始回升，6 月 CPI 同比增 2.7%，前值 2.4%，預期 2.6%。關稅影響開始體現，多種核心商品分項的價格水準指數相對於其 2023–2024 年趨勢線有所回升。市場可能會回吐目前對美聯儲降息的預期，而這可能會在短期支撐美元。但往下看，考慮到今年年內美元的下行趨勢並未得到逆轉，而市場對美國資產的信心在其財政和關稅政策的影響之下已經明顯削弱，因此美元即使短期內出現反彈，其幅度可能會比較有限。

歐洲



歐元區經濟資料有所企穩，
關注美歐貿易談判的進展

- 歐元區 7 月經濟展現韌性，PMI 指數創近一年新高，得益於製造業接近復蘇和服務業加速增長。製造業 PMI 整體指數升至 49.8（6 月為 49.5），達到 36 個月來高點；服務業 PMI 商業活動指數升至 51.2（6 月為 50.5），為 6 個月來最高；綜合 PMI 指數從 6 月份的 50.6 升至 51.0，創下近 11 個月新高。德國私營部門活動連續第五個月保持擴張，製造業現復蘇跡象，服務業企穩。
- 在過去一年連續八次下調利率後，歐洲央行 7 月一如預期維持利率在 2% 不變，等待歐洲與美國未來貿易關係更加明朗。由於關稅最終如何落地尚不清晰，歐洲央行沒有就後續政策路徑提供任何前瞻指引。
- 在歐盟與美國努力達成貿易協定之際，美國總統特朗普宣佈，自 8 月 1 日起將對歐盟的進口商品徵收 30% 的關稅。應對美國的關稅大棒，歐盟通過總額 930 億歐元的對美關稅反制計畫。

中國



來源: Bloomberg

中國經濟資料好於預期，降低近期政策寬鬆可能

- 6月經濟資料整體表現不俗，經濟增速、工業增加值好於預期，消費、地產偏弱。今年第二季度 GDP 增速達到 5.2%，好於 5.1%的預期值，略低於 5.4%的前值。整體上看，今年上半年 GDP 增速達到 5.3%，好於 5.2%的市場預期值。今年 6 月規模以上工業增加值同比增速達 6.8%，好於 5.6%的預期值和 5.8%的前值。投資端來看，固定資產投資、基礎設施建設投資、製造業投資、民間投資等增速延續回落態勢，今年 1-6 月累計同比增速分別為 2.8%、4.6%、7.5%和 -0.6%（前值分別為 3.7%、5.6%、8.5%和 0%）。今年 6 月當月，社會消費品零售總額同比增速達到 4.8%，低於 5.6%的預期值和 6.4%的前值，在 5 月好於預期和創下 2023 年 12 月以來新高之後再度走弱。

回檔買入仍是港美股適當操作策略

市場回顧

執筆之時，7月已近尾聲，我們一如以往，於本期月報中回顧過去一個月的市況，同時展望將來。7月份環球市場繼續走升，如以 MSCI 環球指數代表全球市場，7月至今回報為 1.79%，而其中，新興市場繼續跑贏成熟市場，以 MSCI 新興市場指數作為代表，其期內回報為 2.43%，略優於代表成熟市場的 MSCI 世界指數期內 1.72% 的表現。而在環球資金流向上，部份今年表現落後的地方市場，於7月表現開始重新追上，如今年大落後的泰國市場，7月表現為 14.08%，居於環球市場之首，而今年以來表現相對滯後的中國臺灣市場，7月表現亦為 5.95%，居於全球前列。相反，部份今年早段時表現較佳的市場，如歐洲，則7月雖然仍有所上升，但月度表現亦被其他本來相對落後的地區趕超——如德國，其7月表現為 1.47%，泛歐 600 指數 7月表現則為 1.64%，均差於標普 500 指數同期的 2.55%，而我們都知道，在今年初段，尤其是第一季，及年至今計算，歐洲市場的表現是優於美國的，因此，如要概括7月份的話，考慮到在我們監察的 29 個市場中，有 25 個是上漲，而且部份原先落後的，於7月亦有所表現，傾向將7月視為一個全球性牛市擴散的月份，且原先落後的也在7月有相對較佳的表現了（包括在中港市場，今年以來一直是離岸跑贏在岸，惟在7月則倒過來是在岸市場跑贏離岸了）。而就我們一向關注的美港市場，其於7月內均錄正數表現，就著美股，標普 500 指數於期內上漲 2.55%，納斯達克指數於期內上漲 3.73%，道瓊斯工業指數則上升 0.83%。而就港股，恒生指數及恒生科技指數，於期內則分別上升 2.96% 及 3.06%。

簡要回顧7月，貿易相關消息成為7月份宏觀層面的主要噪音，所以將之稱為噪音，是因為雖然不斷在貿易相關消息公佈，但基本對市場原有上升趨勢沒有影響，市場持續上漲。至執筆時，據美國總統特朗普的說法，美國與歐洲、日本、印尼以至菲律賓等均已達成貿易協定，雖然在價格上沒有美美國市場帶來多大催化，然而對整體投資氣氛而言絕對屬於利好。經濟資料方面，美國就業市場在7月初表現強勁，6月份新增非農就業職位數 14.7 萬個，失業率回落至 4.1%，優於市場預期。而在通脹方面，6月份消費者價格指數(CPI)按月升 0.3%，同比升 2.7%，而核心 CPI 則按年升 2.9%，通脹雖然有所波動，惟沒有中斷通脹下降的趨勢。另一方面，零售銷售在6月份反彈 0.6%，優於預期，亦反映美國經濟衰退風險可控，而參考最新公佈的美國 Q2 GDP 年化環比增長率，其為 3%，亦是優於預期，第一季影響美國投資市場情緒的衰退憂慮，在目前已幾乎被一掃而空。而就利率走向，7月議息會議並沒有減息，同時鮑威爾的取態亦相對鷹派，而參考利率期貨，9月減息的概率目前低於五成，惟即使有有關消息，短端利率的升幅亦相對有限了。另一方面，美股亦已進入業績期，參考有關公告及市場反應，整體企業業績仍是勝預期，惟幅度低於均值，但市場對此亦沒有負面反應了。而就中港市場，中國二季度 GDP 同比增長 5.2%，高於預期，而通脹方面，6月份生產者價格指數(PPI)同比下降 3.6%，降幅較大，而消費者價格指數(CPI)則上漲 0.1%，優於預期並結束連續四個月的下降。中國經濟數據整體並不強勢，惟由於看到中國經濟政策明顯轉向，且在微觀層面，管理層亦積極推動「反內卷」，對緩解去通脹壓力有所說明，因此即使經濟數據並非相當強勢，中港市場於7月仍有不俗漲幅了。

展望

向前展望，就美股市場而言（港股後文會談），我們的觀點相當簡單明確，認為其大方向仍然是向上，但短期內需留意有機會出現調整：

從宏觀層面來看，目前有不少因素對美股整體走勢有利，使得今年的美股表現與 2020 年有相似之處（惟需注意，2020 年雖然是不少個股暴升之年，惟指數只升 16.26%）。首先，我們想談談為何認為今年美股與 2020 年有相似之處——（i）從 VIX 指數的角度觀察，如我們在四月份的月報中所提及，VIX 指數今年曾出現非常罕見的訊號，即突破 50 水準，而統計過去 30 年，有關訊號歷史上僅於 2008 年、2020 年及今年出現過。我們當時亦指出，若出現有關訊號，為買入並持有美股大市的一個時機（VIX>50 買入標普 500 指數並持有一年，歷史贏率為 100%），而就有關 VIX 指數，今年與 2020 年的相似之處在於，當 VIX 指數升穿 50 後，標普 500 指數能以 V 型反彈迅速修復失地，意味著市場認為今年導致大跌的因素（主要為特朗普的貿易政策）風險是可控的，而有關訊號只在 2020 年及今年出現過（2008 年 VIX 指數雖升穿 50，惟指數相當長時間不能收復失地）。如要解讀，認為有關訊號反映市場目前認為正如 2020 年，儘管有風險因素（2020 年是新冠疫情），惟經濟風險仍然可控（2020 年市場是相信量化寬鬆）。而就本次，衝擊市場因素並非疫情，但卻是比疫情更易處理的人為政策（特朗普的關稅政策），而市場目前已對於所謂「特朗普總會退讓」（TACO, Trump always chicken out）建立起信心，相信特朗普在見到市場情況不妙時會作出妥協，因此今年亦一如 2020 年，VIX 指數爆升後出現同樣的 V 型走勢了。考慮到 2020 年，市場在 V 型反彈並修復失地後，仍有一段

頗長的牛市可走，就著今年餘下時間的美股，偏向多方操作應更為明智了。

更進一步而言，除了剛才提到的因素外，市場目前亦在定價「金髮女孩經濟」：如上文所言，近期不論通脹資料或就業市場資料，表現均不俗——一方面，勞動市場沒有大幅惡化，另一方面，同時即使實施了關稅，根據已公佈的通脹資料，目前通脹風險仍可控，且通脹下行的趨勢亦未被打斷，而向前展望，除了新的經濟資料（包括美國 Q2 GDP 年化季環比增 3%）打消了市場有關經濟衰退的憂慮外（大家如記得的話，第一季其中一個對市場構成打擊的是 GDP Now 資料），特朗普政府偏寬鬆的財政政策——包括減稅、放寬監管及積極鼓勵投資等，亦限制了美國經濟下行的風險，在此情況下，由於通脹整體可控，而經濟下行風險有限，市場有條件為風險資產進行積極定價了。

而如把利率走勢考慮在內的話，我們認為對市場中線向好的趨勢更為明確：

一方面，如大家在媒體上經常看到，美國總統特朗普不斷對聯儲局施壓，逼使對方減息，雖然目前看鮑威爾仍不為所動，惟只要通脹不上升，有關行政壓力最少是在為降息（而非升息）打開空間；另一方面，看遠一點的話，現任聯儲局主席鮑威爾任期將於明年五月屆滿，屆時預料將由一位明顯偏鴿，且主張降息的人士接任（即符合特朗普減息心意的人）。因此，市場預期即使聯儲局短期不減息，只要通脹問題不造成制約，明年 5 月換人後，美國仍將迎來較大幅度減息（事實上美國政府亦確實需要低利率環境來應對赤字問題），這對市場中線亦構成利好了。而參考 ARKK 的股價，亦可看到市場對此亦非一無所感——眾所周知，ARKK 所投的股票均是題材性、成長性及前景不確定性

均相對較高的股票（即一旦成功相當具顛覆性，惟最終能否成功目前難以確定），一般這類股票在流動性極度寬鬆時才會被資金追逐（如 2020 年無限量寬時即可看到 ARKK 表現相當優秀），然而，今年即使在沒有量化寬鬆的情況下，ARKK 表現仍然一騎絕塵，正是反映有關明年會寬鬆的預期，而這亦是為何我們認為今年股市可以參考 2020 年，及中線看好的一個原因了。而在上述基本面及資金面的情況下，只要通脹資料不超預期，我們認為對美股中線繼續看升，並維持正處於牛市的觀點，屬合理做法。

然而，為何我們認為短線應相對審慎呢？

主要基於三個原因：（i）參考 2020 年的情況，即使市場認為風險可控，並發生 V 型反彈，惟在反彈完成後仍會出現一輪回檔，這主要是由於 V 型反彈由於反彈幅度大，往往會累積不少獲利盤，一旦有負面消息，便會減倉保護手上盈利所致。而參考 2020 年，其 3 月見底反彈 114 個交易日後，於 9 月迎來 10.09% 的回檔，而目前市場 4 月見底，自底部反彈已達 81 個交易日，如對標 2020 年，則有關回檔或會出現在 8 或 9 月了；

（ii）而另一方面，如參考季節性資料，即可看到 8 月及 9 月均非傳統表現良好月份，加上市場自低位以來升幅甚大，出現調整的可能性亦有所增加；（iii）而在估值角度，以標普 500 指數作為代表，目前預期市盈率處於 23.4 倍，高於 5 年平均一個標準差，較高的估值亦加強了美股的脆弱性，令其稍有風吹草動，便易於出現回檔了。

惟在操作方向及策略上，我們的觀點仍相當明確，就是認為美股中線方向為上升，短線有可能回檔，如要建倉，短線應捕捉相對落後的股票或買有所回檔的股票，同時建倉節奏不要太積極了。惟一旦美股出現調

整，便是積極建倉的機會了。而就港股，我們的觀點也相當鮮明——港股目前仍然是處於牛市，調整即為買入時機，如要簡單重複一遍有關邏輯的話，則是宏觀因素方面：（i）去年 9 月底中央政治局會議後，市場對政策預期已明顯轉向，而參考過往往績，就中港股市，內部因素比外部因素更為重要，這從 2020 年中美貿易戰期間仍有牛市可見；（ii）今年以來，有資金因素，包括如上圖所見，今年上半年其中一個主題是資金從美股流往非美市場；政策預期轉變加上流動性充足，已足夠觸發港股估值重估，估值回歸較正常水準；（iii）美匯趨勢性轉弱，亦是利好新興市場及港股；而在微觀層面，則（iv）Deepseek 的出現令市場對中國整體的創新能力進行重估，及（v）險資的配置亦支援了高息股表現，在宏觀及微觀條件均相對有利的情況下，港股今年有所表現也並不奇怪了。而在佈局上，我們認仍然圍繞今年初四個主題部署，分別是出海、內需、高息及人工智慧+，而值得一提的是，由於中國的創新藥研發能力，令產業於國際市場上地位有所提升，並獲得海外藥企購買其研究成果（licensed-in），其亦可歸類於出海主題，回檔後值得考慮部署了。

管理好久期風險為重中之重

市場回顧

就著債券市場，7月相對於6月，應屬相對沒有那麼好的月份，作為環球資產定價錨的美債債息，從6月底時的4.23%，升至執筆時（7月31日）的4.34%，中間月中高位更曾見4.49%，債券市場有所受壓並不奇怪了。就我們有監察的11個債券板塊，期內7個錄得正回報，4個錄得負回報，整體而言，是高收益債券表現偏好，而投資級別債券的表現則相對受壓。7月表現居首的為亞洲高收益債券，期內回報1.25%，排名第二的則為泛歐高收益債券，期內回報1.08%，排名第三的則為新興市場美元債，期內回報0.84%，而回報較遜的，則是環球綜合債、新興市場本地貨幣債及美國國庫券，回報分別為-1.34%、-0.68%及-0.44%，7月的債市表現（高收益債券指數佳，投資級別債券指數受壓）正好和6月債市倒轉，主要是由於投資級別債因上漲的無風險利率而受壓，而高收益債券則因資金對經濟前景看法偏積極，信用利差受到壓縮而有所上漲了。

簡要回顧7月，貿易相關消息成為7月份宏觀層面的主要噪音，所以將之稱為噪音，是因為雖然不斷在貿易相關消息公佈，但基本對債券市場影響有限，沒有改變原有趨勢。至執筆時，據美國總統特朗普的說法，美國與歐洲、日本、印尼以至菲律賓等均已達成貿易協定，對整體投資氣氛而言屬利好。經濟資料方面，美國就業市場在7月初表現強勁，6月份新增非農就業職位數14.7萬個，失業率回落至4.1%，優於市場預期。而在通脹方面，6月份消費者價格指數(CPI)按月升0.3%，同比升2.7%，而核心CPI則按年升2.9%，通脹雖然有所波動，惟沒有中斷通脹下降的趨勢。另一方面，零

售銷售在6月份反彈0.6%，優於預期，亦反映美國經濟衰退風險可控，而參考最新公佈的美國Q2 GDP 年化環比增長率，其3%，亦是優於預期，第一季影響美國投資市場情緒的衰退憂慮，在目前已幾乎被一掃而空。而就利率走向，7月議息會議並沒有減息，同時鮑威爾的取態亦相對鷹派，而參考利率期貨，9月減息的概率目前低於五成，惟即使有有關消息，短端利率的升幅亦相對有限了。而就中港市場，中國第二季度GDP 同比增長5.2%，高於預期，而通脹方面，6月份生產者價格指數(PPI)同比下降3.6%，降幅較大，而消費者價格指數(CPI)則上漲0.1%，優於預期並結束連續四個月的下降趨勢。由於中國經濟資料整體並不強勢，人民幣利率的上行空間亦是相當有限了。

展望

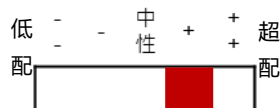
向前展望，我們對債券的操作策略仍然繼續維持，為繼續偏好短年期投資級別債券，就利率走向，如我們在股票部份中提及，如大家在媒體上經常看到，美國總統特朗普不斷對聯儲局施壓，逼使對方減息，雖然目前看鮑威爾仍不為所動，惟只要通脹不上升，有關行政壓力最少是在為降息（而非升息）打開空間；另一方面，看遠一點的話，現任聯儲局主席鮑威爾任期將於明年五月屆滿，屆時預料將由一位明顯偏鴿，且主張降息的人士接任（即符合特朗普減息心意的人）。因此，市場預期即使聯儲局短期不減息，只要通脹問題不造成制約，明年5月換人後，美國仍將迎來較大幅度減息（事實上美國政府亦確實需要低利率環境來應對赤字問題），而聯儲局政策利率的主要影響在於短端利率的層面——我們都知道，即使聯儲局減息，孳息曲線亦不是整條平衡下移的，而事實上，進一步說，假設美國經濟維持較好的情況，明年強行減息，會否造成長端利率難以下降呢（長端利率受經濟及通脹預期影響）？更進一步說，美國政府目前債臺高築，會否考慮透過通脹去減輕還債負擔呢？（簡要而言，某

人借了 100 元，100 元今天可以買 10 個蘋果，然而，如高通脹，例如一年 5%，5 年後，100 元只可買 7.8 個蘋果，雖然對方還了 100 元，但實質上，以購買力計算，是還少了）如美國真的考慮低利率+較高通脹去減輕還債負擔，那長端利率便有較大不確定性，下注於受短端利率影響的短久期債券，情況或會較佳了。而在風險管理角度而言，如我們早前多次所言，如持有短年期投資級別債券，不論是利率風險或是信用風險均相當可控，除了有助降低組合波動性外，亦給予我們資本在風險資產下跌時加注，在整個組織者角度而言，有其可取之處了。當然，雖然我們有所偏好，惟就著部份更進取，並希望透過下注利率走向而賺取資本回報的投資者，只要投資年期及風險承受能力能匹配，則長久期的投資級別債券，由於其利率敏感度比較高，只要對利率方向估算正確（我們維持認為長端利率今年在 4-5%區間波動的觀點），仍然是一個好的投資工具選擇了。

外匯及商品

由於關稅政策逐步傳導至美國通脹，市場下調美聯儲降息預期，美元或有反彈空間；歐央行放緩降息步伐，惟美歐貿易協定壓制歐元表現；中國上半年經濟超預期，但出口或拖累下半年經濟表現，市場期待更多產業政策出臺。

美元



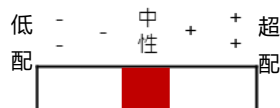
堅韌通脹降低美聯儲降息預期

- 7 月 FOMC 會議如市場預期維持利率不變，但鮑威爾言論偏鷹派，為美元提供支援。鮑威爾表示“美聯儲可維持利率穩定”，繼續強調資料依賴的決策路徑。會後降息押注降溫，9 月降息概率從 60% 降至 44%。
- 6 月美國通脹資料開始回升，6 月 CPI 同比增 2.7%，高於前值 2.4%，市場預期 2.6%。目前 OIS 市場對 9 月降息的概率有 50% 左右。

美元指數 (USD)



歐元



歐洲央行或放慢減息節奏，美歐貿易不利歐元

- 在過去一年連續八次下調利率後，歐洲央行 7 月一如預期維持利率在 2% 不變。歐洲央行沒有就後續政策路徑提供任何前瞻指引。歐洲央行在聲明中罕見地將“貿易爭端”列為政策不確定性的主要來源，強調當前環境“異常不確定”。目前，市場認為 9 月降息概率已從決議前的 40% 大幅下降至 28%；12 月降息概率為 72%。
- 美歐達成貿易協定，美國對歐盟商品徵收 15% 的進口關稅，歐盟向美國追加 6000 億美元投資，並購買美國 7500 億美元的能源產品。協定內容被市場解讀為將損害歐洲經濟，歐元因而受壓。

歐元/美元 (EUR/USD)



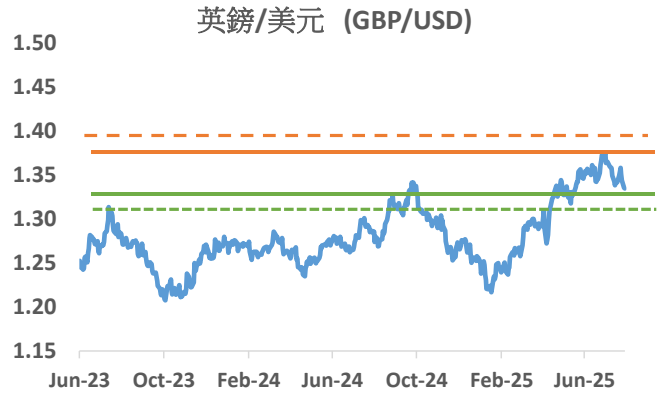
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

英鎊



英國經濟放緩，財政問題再度成為市場焦點

- 英國 5 月經濟意外連續第二個月萎縮，提振英央行 8 月可能減息的預期。交易商目前認為英倫銀行在 8 月份減息 25 個基點的可能性為 78.3%。
- 英首相斯塔默拒絕在議會中支持財政大臣裡夫斯，政府被迫在福利改革方面做出讓步，以安撫反叛的工黨議員。英國財政問題再度成為市場的關注點。
- 英國 3-5 月 ILO 失業率 4.7%，較前值提高 0.1 個百分點，為 2021 年 8 月以來的最高水準；受此影響，市場預期英國央行 8 月降息的概率進一步提升。



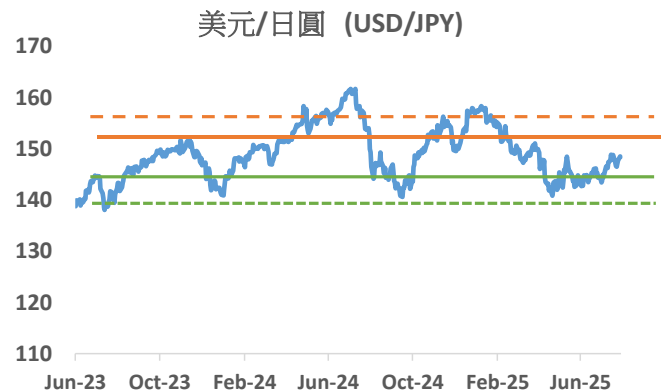
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

日元



石破政權面臨信任考驗，局勢並不明朗

- 日本執政聯盟喪失議會控制權，石破茂政府陷入危機。儘管日本首相石破茂表達繼續執政意願。但他的支持率持續走低，日本政治的"混亂時代"恐怕才剛剛開始。雖然此次選舉不決定石破茂政府的去留，但執政聯盟受挫，可能導致政策停滯或財政赤字擴大，並影響日本與美國的貿易談判進程。歷史先例顯示，失去參議院多數席位的首相通常會在兩個月內下臺。由於石破茂政府支持相對保守的財政政策和日本央行貨幣正常化，若石破茂宣佈辭職，市場焦點轉向財政擴張的擔憂，美元兌日元可能升至 152-153 的水準。



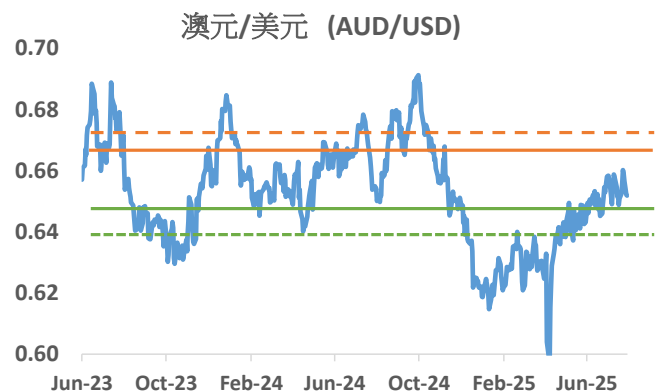
低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

澳元

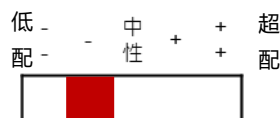


澳洲央行釋放鷹派信號，後續降息節奏會放緩

- 近日中國的基建計畫帶來了積極的風險情緒，迭加日本、歐洲貿易談判取得進展的樂觀預期，澳元突破了 0.66 的重要阻力。澳洲聯儲主席布洛克發表鷹派講話，緩和了市場對勞動力市場的擔憂，為澳元的上漲再添助力。布洛克講話值得關注的主要有兩點。一是對於此前市場關注的 6 月失業率跳升問題，她仍認為勞動力市場偏緊張，到年底才能有所緩解；二是重申澳洲聯儲之前加息並沒有像其他經濟體那樣高，所以不需要那麼多降息，尋求謹慎漸進的寬鬆政策。



紐元



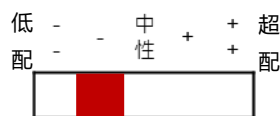
紐西蘭央行或再度降息

- 通脹資料反映國內物價壓力依然不溫不火，這為 8 月降息提供了更多理由。由於食品、電力和流媒體服務價格上漲，紐西蘭第二季消費者物價指數(CPI)同比上漲 2.7%，為一年來最高水準。不過，這一升幅低於預期的 2.8%。非貿易通脹（主要是國內價格壓力）繼續放緩，升幅從之前的 4%降至 3.7%。CPI 升幅未大幅上升，將允許貨幣政策委員會在 8 月的會議上重新啟動寬鬆週期。市場目前認為紐西蘭央行 8 月份降息 25 個基點的可能性為 75%，高於資料公佈前的 61%。

紐元/美元 (NZD/USD)



加元



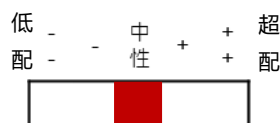
新關稅率的不確定性導致加元受壓

- 美國總統特朗普威脅對從加拿大進口的商品徵收 35%的關稅，新關稅率的不確定性引發了對美國與加拿大之間可能重新爆發貿易戰的擔憂，這可能會削弱加元。但最近原油價格的反彈可能在短期內支撐與大宗商品掛鉤的加元，由於加拿大是美國最大的石油出口國，較高的原油價格往往對加元的價值產生積極影響。

美元/加元 (USD/CAD)



瑞郎



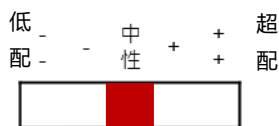
避險需求支援瑞郎

- 持續的貿易緊張局勢和美國聯儲局政策的不確定性提振了避險需求，支撐了瑞郎。對美國總統特朗普關稅政策的經濟影響、美國財政和債務前景以及美聯儲獨立性的擔憂，亦為瑞郎等避險資產提供了一些支撐。但強勁的美國經濟資料支撐了聯儲局有能力在再次減息前再等待一段時間，這可能會支撐美元。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



人民幣

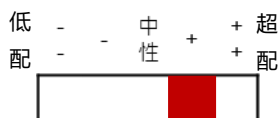


中國下半年經濟增長或放緩

- 6 月經濟資料整體表現不俗，經濟增速、工業增加值好於預期，消費、地產偏弱。今年第二季度 GDP 增速達到 5.2%，好於 5.1% 的預期值，略低於 5.4% 的前值。整體上看，今年上半年 GDP 增速達到 5.3%，好於 5.2% 的市場預期值。今年 6 月規模以上工業增加值同比增速達 6.8%，好於 5.6% 的預期值和 5.8% 的前值。惟消費和固定資產投資增速延續回落態勢。
- 受出口拖累，下半年經濟增長或放緩，市場預期下半年有一次降息支持經濟。



黃金

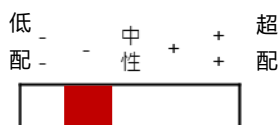


黃金避險價值長期邏輯不變，支援黃金表現

- 環球地緣政治不明朗因素較多，尤其是特朗普關稅政策反復，從避險屬性角度為黃金帶來諸多階段性機會。
- 近期黃金升勢強勁，盡顯其“進可攻、退可守”的配置屬性。
- 黃金升值的長期邏輯不變，且“美國優先”的總體戰略、迭加關稅工具的頻繁使用，均進一步加強了配置黃金的邏輯。

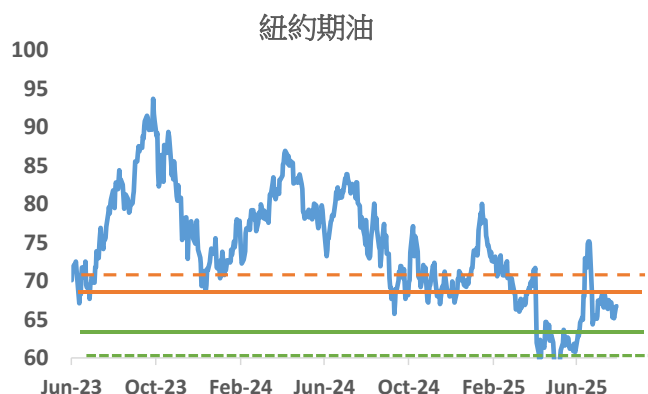


石油



油價走勢略疲軟

- 由於美歐貿易談判受阻，加劇市場對全球最大石油市場經濟放緩的擔憂，進而影響石油需求。
- 近期油價走勢不明朗，缺乏方向。



重要資料及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發, 檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會), 僅供參考之用。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資於本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部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。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論, 並不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員於本檔刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本檔並未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性, 以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾, 任何情況下, 中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。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。

本檔所述的投資可能並不適合所有投資者, 且並未考慮各收件人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。投資者須基於本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定, 並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險, 投資者應注意投資的價值可升亦可跌, 過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔並非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前, 應細閱及了解有關該等投資的所有發售檔, 以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響, 包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時並不可自由兌換, 並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣, 人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作, 在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易, 它們的匯率變動可能會明顯地不同。

編制本檔的研究分析員證實, 在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見, 而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分, 均在嚴禁之列。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。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下, 不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存於可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣, 可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔所提及的證券或投資產品, 並可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文並非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。