

市場導航

2025年第二季

大新銀行經濟研究及投資策略部

中美貿易戰升級 內地擬加大經濟刺激支持港股

投資觀點

- **中美貿易戰**升溫，同時美國對其他主要國家的關稅計劃取態反覆，或持續對環球資產市場帶來波動。特朗普政府4月暫緩中國以外主要貿易夥伴額外高額關稅，與中國的貿易戰則進一步升溫（圖一）。
- 關稅政策增加環球外貿及通脹前景的不確定性，或導致主要央行調整貨幣政策步伐更趨謹慎。市場普遍預期，多間主要央行第二季可能減息一次，當中歐洲央行和紐西蘭央行的減息壓力較大；日本央行會否在本季加息尚未明朗。
- 我們下調**港股**觀點至中性。港股短線受制於**環球貿易戰**發展及市場避險情緒。面對外貿的不明朗，內地有望加大刺激政策支持的力度，加上人工智能相關應用，中線有望支持港股表現。受環球貿易戰影響，我們亦下調其他亞洲股市觀點至看淡。
- 貿易戰的不明朗和中國人工智能帶來的競爭，均令市場重新評估美股估值，惟美國在科研料仍能保持主導地位，美股中長線或繼續受惠人工智能相關發展，我們調整對**美股**觀點至中性。中短期債或可受惠於聯儲局減息及避險需求，我們上調**主權債券**及**投資級別企業債券**觀點至看好。

市場回顧

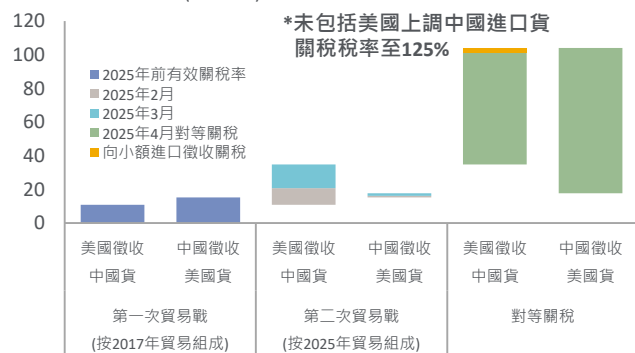
- 美股第一季跌4.4%，六個季度以來首次向下，拖累環球股市跌1.3%；港股升16%跑贏整體股市
- 美國國庫券孳息率下跌，支持環球債市首季升2.6%
- 油價跌0.3%，曾創半年新低；金價則續創歷史新高
- 美匯指數一度從110回落至接近103，全季跌4%；日圓及歐元跑贏主要非美元貨幣

外匯展望

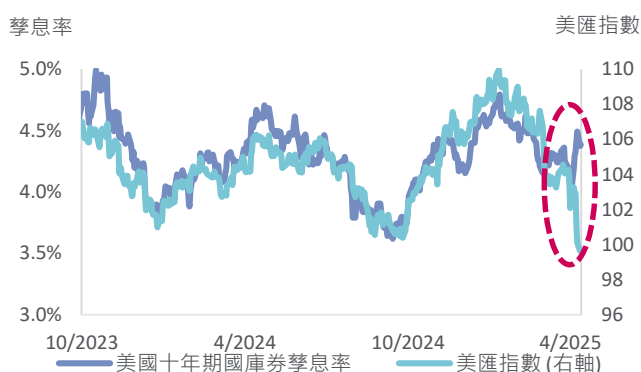
- 市場憂慮美國關稅行動不利美國經濟前景，市場短線對美元及美債欠缺信心（圖二），美匯中短線可能稍作整固。
- 我們上調**美元兌人民幣**觀點至偏好。中美貿易戰升溫或續不利中國經濟前景，內地監管部門亦不排除允許人民幣有序貶值，或限制人民幣表現。我們上調**歐元兌美元**觀點至中性。美元近期轉弱，加上德國將設立5,000億歐元基建投資基金，或有利提振德國經濟。環球貿易戰不確定性或繼續推動避險情緒上升，我們亦上調**瑞郎**觀點至中性，同時下調**澳元**觀點至偏淡。

圖一：中美加徵關稅涉及商品規模

平均稅率上升幅度(百分點)



圖二：市場短線對美元及美債欠缺信心



資料來源：聯合國Comtrade資料庫、美國統計局、UNCTAD TRAINS、世界銀行、彭博經濟研究、大新銀行，2025年4月9日。

資產類別投資觀點及展望

成熟市場股票		觀點	展望
美國	▶ ↓	我們下調美股觀點至中性。市場憂慮特朗普的關稅政策或為美國經濟短線帶來陣痛，加上中國人工智能模型競爭令市場略為調整相關板塊的盈利前景，美股在短線或繼續波動。然而，美國企業在科研方面預料仍能保持主導地位下，中長線亦可望繼續受惠人工智能相關科技發展	
歐元區	▶	歐洲央行可能進一步減息，加上德國修改憲法，把國防支出排除在財政支出限制之外，並成立5,000億歐元基建基金，其他歐洲國家可能會相繼仿效，市場憧憬可提振歐元區增長前景。不過特朗普的關稅政策增添不明朗因素，或限制歐洲股市表現	
日本	▶	日本有望與美國展開貿易談判，政府支持半導體及人工智能相關行業發展，繼續有利當地科技企业發展，加上貨幣政策仍然保持相對寬鬆，或為日股帶來一定支持。中線而言，美日貨幣政策大方向仍然背馳，美日息差若再收窄可能推動日圓走強，或將是日本股市的一大風險	
亞洲/新興市場股票		觀點	展望
香港	▶ ↓	我們下調港股及維持內地股市觀點至中性。中美關稅談判發展所帶來的不明朗性短線料繼續左右港股及內地表現。關稅威脅對外貿的影響及內需所產生的連鎖效率仍難以估計。內地表明將以「超常規力度」提振國內消費，財政政策有進一步擴張空間，並有可能再減息降準，加上內地的人工智能發展，中線或仍可支持港股及內地表現	
中國內地	▶		
其他亞洲市場	▶ ↓	我們下調其他亞洲股市觀點至看淡，台灣股市或受美國對半導體的關稅所限制。環球貿易戰暫時局部緩和，但印度及部分東盟國家經濟或受到潛在高額關稅所威脅。南韓的政治風波暫告一段落，韓國政府公布了12萬億韓圓的追加預算計劃，或有助紓緩關稅衝擊	
其他新興市場	▶	隨著美元回落，新興市場貨幣及股市壓力短線或得以紓緩。美國關稅政策以至各國的反擊行動，影響大宗商品需求，或拖累較依賴商品貿易的新興市場表現	
債券		觀點	展望
主權	▶ ↑	特朗普關稅政策不確定性一度引發美國國庫券孳息率急升，惟我們相信，美債息急升的情況或屬短暫，中短期國債或可受惠於聯儲局減息的憧憬及避險需求。主權債券孳息率相對歷史平均仍保持較大溢價，估值仍然吸引。我們上調主權債券及投資級別企業債券觀點至看好。環球經濟衰退風險上升，或刺激高收益企業債券孳息率走高	
投資級別企業	▶ ↑		
高收益	▶		
商品		觀點	展望
黃金	▶	金價4月升穿3,200美元再突破歷史新高。環球貿易戰及經濟前景不明朗推動避險情緒上升，同時關稅行動導致市場對通脹預期回升，實質利率回落，中短線有望繼續支撐金價表現	
原油	▶ ↓	油價4月失守70美元後持續走軟，進一步下試60美元水平。市場關注中美貿易戰升溫，可能不利兩國經濟前景，加上特朗普上任後中長線或增加原油生產，可能進一步壓抑油價。中國內地表明將大力提振消費為首要任務，或助抵銷部分負面影響	

貨幣觀點及展望

貨幣	觀點	展望
美匯指數	中性	環球貿易戰高度不確定性，增加市場對美國經濟轉弱的憂慮，短線亦降低市場對美元的信心，美匯中短線或續整固
歐元兌美元	中性	美元近期回調，歐元在美匯權重中佔比最大或較受惠。另外，德國成立基建基金加大投資，或助提振歐元區增長前景
英鎊兌美元	中性	英美有望達成貿易協議，英國受貿易戰的直接影響或較低；英倫銀行將減息行動更趨謹慎
澳元兌美元	偏淡 ↓	環球貿易戰升溫或增加金融市場波動性，市場承險意欲或降溫；中美關稅戰升級亦為中國經濟前景帶來挑戰，亦可能影響中澳貿易活動
紐元兌美元	偏淡	環球貿易戰升溫或增加金融市場波動性，市場承險意欲或降溫；加上紐西蘭央行仍有減息，或不利紐元走勢
美元兌加元	偏好	環球貿易戰升溫或增加全球經濟衰退風險，不利原油需求前景，或不利加元等產油國貨幣
美元兌瑞郎	中性	環球貿易戰不確定性料繼續支持資金流入避險貨幣，惟瑞士央行稱必要時將再實施負利率
美元兌日圓	偏淡	環球貿易戰不確定性料繼續支持資金流入避險貨幣。日本工資持續增長，或續支持日本央行今年逐步加息
美元兌人民幣	偏好 ↓	中美貿易戰升溫或不利中國經濟前景，內地監管部門亦不排除允許人民幣有序貶值以抵銷高額關稅帶來的影響，加上人民銀行亦有空間減息，或續不利人民幣表現

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年4月15日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平	股本回報	市場預期
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	-1.3%	-4.0%	-1.3%	-2.3%	+7.2%	+22.2%	2.0%	16.5x	+1%	14.2%	+11.0%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	-1.8%	-4.5%	-1.8%	-1.9%	+7.0%	+24.5%	1.9%	17.4x	+2%	14.6%	+9.8%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+1.8%	+0.0%	+1.8%	-5.9%	+11.3%	+5.5%	2.7%	12.0x	-7%	10.8%	+15.4%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+2.9%	+0.6%	+2.9%	-5.3%	+8.1%	+4.4%	2.9%	11.4x	-5%	11.6%	+16.4%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	-4.4%	-5.7%	-4.4%	-2.2%	+7.8%	+27.9%	1.4%	19.5x	+5%	18.3%	+11.6%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+12.2%	+0.6%	+12.2%	+2.1%	+6.8%	+30.8%	3.4%	12.9x	-8%	11.2%	+6.7%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+9.7%	+0.7%	+9.7%	+2.2%	+14.4%	+25.8%	4.0%	11.3x	-12%	11.1%	+3.7%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+0.3%	+0.1%	+0.3%	-3.3%	-2.1%	+16.7%	2.6%	13.3x	-10%	9.7%	+0.5%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+16.1%	+1.1%	+16.1%	+10.4%	+46.1%	+17.8%	4.2%	9.3x	-12%	10.6%	+6.3%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+17.5%	+1.2%	+17.5%	+14.1%	+52.8%	+26.2%	3.9%	8.9x	+9%	11.4%	+6.8%
中國A股	滬深300淨總回報指數	-1.0%	-0.1%	-1.0%	-2.7%	+13.2%	-1.0%	3.1%	12.2x	-2.0%	10.2%	+22.6%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+15.0%	+2.0%	+15.0%	+6.2%	+40.4%	+11.0%	2.8%	10.2x	-10%	11.3%	+10.9%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+4.9%	-1.0%	+4.9%	-15.2%	-20.9%	-22.7%	2.4%	8.0x	-21%	8.4%	+19.4%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	-12.6%	-11.5%	-12.6%	-9.7%	+4.4%	+15.1%	2.7%	13.6x	-6%	15.9%	+20.6%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-3.0%	+9.4%	-3.0%	-13.9%	+1.8%	+22.3%	1.3%	20.3x	+4%	15.8%	+14.7%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	-1.5%	+1.6%	-1.5%	-7.3%	+10.6%	+3.4%	4.5%	12.3x	-16%	11.7%	+9.0%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+8.1%	+2.7%	+8.1%	+3.7%	+12.9%	+2.5%	3.9%	10.1x	+4%	12.3%	+19.0%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+12.7%	+4.8%	+12.7%	-5.2%	-13.6%	-5.8%	5.9%	8.4x	-27%	13.3%	+44.9%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值			利率風險	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	+2.6%	+0.6%	+2.6%	-2.5%	+3.3%	-4.0%	3.74%	2.35%	43.3	63.4	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	+2.4%	+0.6%	+2.4%	-3.5%	+2.0%	-8.6%	3.01%	1.57%	13.0	17.6	7.0
投資級別	彭博環球企業債券指數	+2.8%	+0.6%	+2.8%	-1.3%	+4.8%	+2.5%	4.54%	3.15%	89.7	125.1	6.1
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+2.0%	-0.2%	+2.0%	+0.8%	+7.9%	+14.7%	6.85%	6.37%	292.3	426.7	3.3
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+2.3%	-0.4%	+2.3%	+0.8%	+7.4%	+11.1%	6.41%	5.59%	221.0	317.0	6.2
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+2.4%	-0.3%	+2.4%	+0.5%	+6.3%	+8.5%	5.24%	4.52%	107.6	216.2	5.3

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	+7.7%	+3.6%	+7.7%	+6.0%	+6.9%	-14.5%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-0.3%	+2.5%	-0.3%	+4.9%	-14.1%	-28.7%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	+0.1%	+2.1%	+0.1%	+4.1%	-14.6%	-30.7%
現貨黃金	現貨黃金	+19.0%	+9.3%	+19.0%	+18.6%	+40.1%	+61.2%
美元	美匯指數	-3.9%	-3.2%	-3.9%	+3.4%	-0.3%	+6.0%
歐元	歐元兌美元	+4.5%	+4.3%	+4.5%	-2.9%	+0.2%	-2.3%
英鎊	英鎊兌美元	+3.2%	+2.7%	+3.2%	-3.4%	+2.3%	-1.7%
澳元	澳元兌美元	+1.0%	+0.6%	+1.0%	-9.6%	-4.2%	-16.5%
紐西蘭元	紐元兌美元	+1.5%	+1.4%	+1.5%	-10.6%	-5.1%	-18.3%
加拿大元	加元兌美元	-0.03%	+0.5%	-0.03%	-6.0%	-5.9%	-13.1%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+2.6%	+2.1%	+2.6%	-4.4%	+1.9%	+4.3%
日圓	日圓兌美元	+4.8%	+0.4%	+4.8%	-4.2%	+0.9%	-18.9%
人民幣	境內人民幣兌美元	+0.6%	+0.3%	+0.6%	-3.3%	-0.5%	-12.6%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+1.7%	+0.9%	+1.7%	-1.9%	+1.9%	+0.8%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年3月31日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	4.50%	2.50%	4.50%	4.10%	3.50%	2.75%	0.25%	0.50%
2025年4月		4月17日		4月1日	4月9日	4月16日		
2025年5月	5月7日		5月8日	5月20日	5月28日			5月1日
2025年6月	6月18日	6月5日	6月19日			6月4日	6月19日	6月17日
2025年7月	7月30日	7月24日		7月8日	7月9日	7月30日		7月31日
2025年8月			8月7日	8月12日	8月20日			
2025年9月	9月17日	9月11日	9月18日	9月30日		9月17日	9月25日	9月19日
2025年10月	10月29日	10月30日			10月8日	10月29日		10月30日
2025年11月			11月6日	11月4日	11月26日			
2025年12月	12月10日	12月18日	12月18日	12月9日		12月10日	12月11日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年4月15日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁二「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁三各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」、「▶」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

貨幣觀點闡釋

本文件頁二「貨幣觀點」代表我們對相關匯率三個月潛在走勢的看法，主要參考相關匯率近期的走勢以及可能影響其走勢的相關消息：

- 「偏好」代表相關匯率向上機會大於向下
- 「中性」代表相關匯率向上或向下的機會大致相若
- 「偏淡」代表相關匯率向下機會大於向上

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。