

市場導航

2025年第三季

大新銀行經濟研究及投資策略部

貿易談判持續 環球經濟面臨關稅考驗

投資觀點

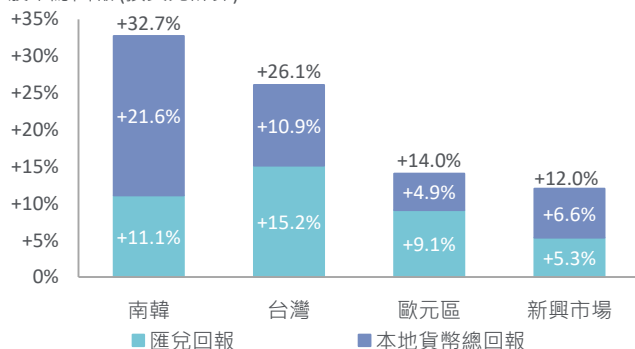
- 美國政府暫緩額外高額關稅後，陸續與各國達成初步貿易協議，推動環球股債市第二季顯著上揚。特朗普的關稅政策及減稅措施，引起市場對美國經濟及政府財政前景的憂慮，美元下挫，推動非美貨幣顯著走強，同時亦提升非美元資產按美元計價的回報（圖一）。
- 關稅政策增加環球外貿及通脹前景的不確定性，或導致主要央行調整貨幣政策步伐更趨謹慎。關稅對通脹影響或有延後性，多家央行表示需要更多數據確定關稅對通脹走勢及經濟的影響（圖二）。市場普遍預期，主要央行第三季可能不急於減息，以便觀望關稅對通脹影響再作行動。
- 我們上調其他亞洲及其他新興市場股市觀點至中性。人工智能晶片需求強勁，或利好台灣及南韓科技行業前景。東盟等國家經濟保持較快增長，金磚國家及東盟成員國之間的經濟合作亦愈趨緊密，或有助抵銷美國關稅的影響，支持區內股市表現。市場對美元信心暫時仍未恢復，短線或繼續支持亞洲及新興市場貨幣偏強走勢。
- 美股中長線可望持續受惠人工智能相關發展，不過貿易談判的發展，以及龍頭科技股盈利表現能否持續高於市場預期，可能為美股帶來波動，我們維持美股的中性觀點。美國國會通過稅改法案，長遠或增加債務負擔，但美國國庫券中線或可受惠於聯儲局減息預期，市場對美國以外的主權債券興趣也有所上升，我們維持主權債券及投資級別企業債券觀點至看好。

外匯展望

- 美國第二季經濟略有放緩但仍然穩健，惟特朗普政府政策不確定性持續，中短線或繼續限制美匯表現。
- 我們上調歐元兌美元觀點至偏好。美元轉弱，加上德國設立5,000億歐元基建投資基金，或有利提振德國經濟。我們上調美元兌日圓觀點至中性，日本核心通脹穩步上升，不過工資增速有放緩跡象，加上日本央行政策立場亦顯示不急於加息，日圓亦受制美日債息息差因素。

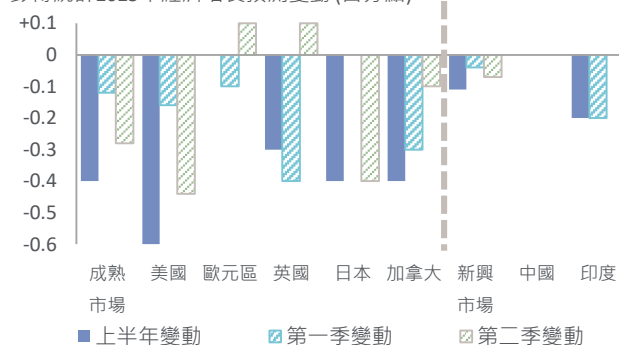
圖一：非美元計價股市受惠匯兌回報增加

股市總回報(按美元計算)



圖二：市場普遍下調主要經濟體增長預測

彭博統計2025年經濟增長預測變動(百分點)



資料來源：彭博、大新銀行，2025年7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	▶	特朗普的關稅政策對美國經濟前景的影響仍不明朗，加上中國人工智能模型帶來的競爭或為美股帶來波動。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	▶	歐洲股市短線受惠歐元走強。美歐貿易談判持續，大部分北約成員國同意增加軍費開支，德國5,000億歐元基建基金，有望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，而且歐元轉強可能會影響部分歐元區國家出口表現，或限制歐洲股市表現
日本	▶	美國擬對日本加徵25%關稅，相關談判仍會繼續，不過日本的參議院選舉可能帶來變數，短期或會限制日股表現。中線而言，日本央行可能未有加息的迫切性，貨幣政策仍然保持相對寬鬆，有望繼續支持日本股市
香港	▶	美國關稅相關談判發展或持續引起股市波動，而且關稅對內地出口的影響可能會逐步浮現，市場繼續關注內地刺激經濟措施能否抵銷外圍的壓力，而且內地部分行業的內捲競爭亦開始引起市場及內地官方的警惕。內地財政政策或有進一步擴張空間，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股市表現
中國內地	▶	
其他亞洲市場	▶ ↑	我們上調其他亞洲股市觀點至中性。台灣股市受惠高端晶片強勁需求。南韓新政府推出30萬億韓圓追加預算刺激經濟，或續支持南韓股市。印度及部分東盟國家經濟或受到潛在高額關稅所威脅。亞洲貨幣或受惠美元偏弱而走強
其他新興市場	▶ ↑	我們上調其他新興市場股市觀點至中性，隨著美元受壓，新興市場貨幣及股市短線受支持。不過美國關稅政策影響大宗商品需求，或限制較依賴商品貿易的新興市場表現
債券	觀點	展望
主權	▼	美國通脹未見明顯反彈，而貿易戰對經濟的衝擊或將浮現，市場預期聯儲局今年或維持減息兩次，美國國庫券中線料仍有支持，但美國長遠財政前景的憂慮或不時導致美債表現反覆。同時，美元若續偏軟，非美元的優質債券吸引力會有所上升。整體而言，我們維持主權債券及投資級別企業債券觀點至看好。環球經濟放緩風險上升，不排除會推動高收益企業債券信債息差調頭擴闊，我們維持高收益企業債券中性觀點
投資級別企業	▼	
高收益	▶	
商品	觀點	展望
黃金	▼	環球貿易戰及經濟前景不明朗或不時導致避險情緒回升，同時美元持續偏軟，中短線有望繼續支撐金價表現
原油	▲	環球貿易前景不明朗，同時特朗普政府中長線或增加原油生產，石油輸出國組織亦計劃進一步增產，均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	特朗普政府政策高度不確定性，短線降低市場對美元的信心；惟全球貿易結算中美元支付佔比近五成，外匯儲備佔比近六成，美元地位料未受挑戰
歐元兌美元	偏好 ↑	我們上調歐元兌美元觀點至偏好。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	英美達成貿易協議，英國受貿易戰的直接影響或較低；另外，英國通脹回升，英倫銀行減息行動或更趨謹慎
澳元兌美元	偏淡	中美貿易前景不明朗可能影響中澳貿易活動。儘管澳洲7月意外維持利率不變，惟澳洲通脹放緩幅度大於預期，澳洲央行減息方向未有改變；鐵礦石價格走弱亦可能不利澳洲外貿
紐元兌美元	偏淡	紐西蘭央行稱若中期通脹如預期般降溫可能進一步減息。中國需求疲弱亦可能影響紐西蘭外貿
美元兌加元	偏好	環球貿易戰不明朗，加上油組進一步增加原油產量，或不利油價前景
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，惟瑞士通脹溫和，瑞士央行亦稱必要時將再實施負利率
美元兌日圓	中性 ↑	我們上調美元兌日圓觀點至中性。日本工資增速溫和，加上日本減少發行超長期國債以穩定日本債息，或導致美日債息息差再度擴闊
美元兌人民幣	偏好	中美貿易前景不明朗，內地亦不排除允許人民幣溫和貶值以抵銷高額關稅帶來的影響，加上內地經濟動力較弱，人民銀行亦有空間減息，或續限制人民幣走勢

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年7月9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	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	+10.0%	+4.5%	+11.5%	+10.0%	+16.2%	+61.6%	1.8%	18.9x	+15%	14.2%	+12.0%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+9.5%	+4.3%	+11.5%	+9.5%	+16.3%	+65.6%	1.7%	19.9x	+16%	14.6%	+10.6%
亞洲（日本除外）	MSCI亞洲（日本除外）淨回報美元指數	+14.5%	+6.1%	+12.5%	+14.5%	+16.8%	+30.4%	2.4%	13.5x	+5%	11.7%	+17.2%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+15.3%	+6.0%	+12.0%	+15.3%	+15.3%	+32.0%	2.7%	12.7x	+6%	12.6%	+20.4%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+6.0%	+5.0%	+10.8%	+6.0%	+14.7%	+69.2%	1.2%	22.3x	+20%	18.4%	+10.7%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+27.9%	+2.6%	+14.0%	+27.9%	+24.9%	+77.4%	3.1%	14.4x	+3%	10.7%	+5.3%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+19.3%	+1.4%	+8.7%	+19.3%	+20.0%	+52.7%	3.6%	12.9x	+0%	10.0%	+1.0%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+11.7%	+1.7%	+11.4%	+11.7%	+13.9%	+52.2%	2.3%	15.7x	+6%	9.6%	+0.5%
亞洲（日本除外）												
香港	恒生淨總回報指數	+22.7%	+4.1%	+5.7%	+22.7%	+41.8%	+23.5%	3.6%	10.3x	-1%	10.9%	+7.5%
香港（中國）	恒生中國企業淨總回報指數	+21.5%	+3.7%	+3.4%	+21.5%	+43.0%	+25.9%	3.4%	9.5x	+17%	11.5%	+8.8%
中國A股	滬深300淨總回報指數	+1.2%	+3.2%	+2.3%	+1.2%	+17.1%	-5.6%	2.7%	13.2x	+6.6%	10.1%	+18.8%
中國（MSCI）	MSCI中國淨回報美元指數	+17.3%	+3.7%	+2.0%	+17.3%	+33.8%	+9.5%	2.6%	11.1x	-3%	11.7%	+12.3%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+39.2%	+17.6%	+32.7%	+39.2%	+6.2%	+29.7%	2.0%	9.6x	-5%	9.0%	+17.4%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+10.2%	+9.4%	+26.1%	+10.2%	+14.4%	+81.0%	2.6%	16.1x	+11%	16.3%	+12.5%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	+6.0%	+3.1%	+9.2%	+6.0%	+0.8%	+54.7%	1.1%	23.1x	+18%	14.6%	+15.3%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	+5.8%	+0.2%	+7.4%	+5.8%	+19.3%	+28.5%	4.4%	13.3x	-8%	12.2%	+10.4%
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	+16.2%	+4.4%	+7.6%	+16.2%	+19.5%	+33.0%	3.7%	10.8x	+12%	14.0%	+23.8%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+29.9%	+6.1%	+15.2%	+29.9%	+13.4%	+39.0%	4.9%	9.7x	-14%	14.5%	+34.4%

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（基點）	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	+7.3%	+1.9%	+4.5%	+7.3%	+9.1%	+9.6%	3.71%	2.42%	40.6	62.8	6.5
主權債券	彭博環球政府債券指數	+7.4%	+1.7%	+4.9%	+7.4%	+8.8%	+5.3%	2.98%	1.64%	11.8	17.4	7.0
投資級別	彭博環球企業債券指數	+7.4%	+2.3%	+4.4%	+7.4%	+9.6%	+17.3%	4.46%	3.22%	82.9	124.2	6.0
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+6.9%	+2.2%	+4.8%	+6.9%	+11.9%	+35.5%	6.71%	6.42%	289.5	423.3	3.2
新興市場（美元）	彭博新興市場美元債券指數	+4.9%	+1.9%	+2.5%	+4.9%	+9.4%	+24.8%	6.29%	5.64%	203.7	313.0	6.2
亞洲（美元）	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+4.4%	+1.4%	+1.9%	+4.4%	+7.4%	+16.9%	5.16%	4.57%	96.4	212.6	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	+3.3%	+2.0%	-4.1%	+3.3%	+1.0%	-12.8%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-9.2%	+7.1%	-8.9%	-9.2%	-20.1%	-38.4%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-9.4%	+5.8%	-9.5%	-9.4%	-21.8%	-41.1%
現貨黃金	現貨黃金	+25.9%	+0.4%	+5.7%	+25.9%	+42.0%	+82.8%
美元	美匯指數	-10.7%	-2.5%	-7.0%	-10.7%	-8.5%	-7.5%
歐元	歐元兌美元	+13.8%	+3.9%	+9.0%	+13.8%	+10.0%	+12.4%
英鎊	英鎊兌美元	+9.7%	+2.0%	+6.3%	+9.7%	+8.6%	+12.8%
澳元	澳元兌美元	+6.4%	+2.3%	+5.3%	+6.4%	-1.3%	-4.7%
紐西蘭元	紐元兌美元	+9.0%	+2.2%	+7.4%	+9.0%	+0.1%	-2.4%
加拿大元	加元兌美元	+5.71%	+1.0%	+5.74%	+5.7%	+0.5%	-5.4%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+14.4%	+3.7%	+11.5%	+14.4%	+13.3%	+20.4%
日圓	日圓兌美元	+9.1%	0%	+4.1%	+9.1%	+11.7%	-5.8%
人民幣	境內人民幣兌美元	+1.9%	+0.5%	+1.3%	+1.9%	+1.4%	-6.5%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+7.2%	+1.6%	+5.3%	+7.2%	+7.5%	+11.1%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年6月30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%	2.00%	4.25%	3.85%	3.25%	2.75%	0.00%	0.50%
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7月9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。