

投資月報

2025 年 4 月

目录

3 环球经济

7 债券

10 环球股票

13 货币

环球经济

美国



美国经济仍保持韧性，但失去部分动力。服务业和制造业强劲，均处于扩张区间。由于核心服务价格增速放缓，消费物价指数按月增长放缓。零售销售和消费者信心低于预期，可能表明消费前景疲弱。另一方面，失业率略有上升，表明美国劳动力市场仍具韧性但逐渐降温。在此宏观背景下，联储局如市场预期般维持利率不变，并出于对潜在关税影响的担忧，重申了一个更为审慎的立场。

欧洲



欧洲央行 (ECB) 月内将其主要利率下调 25 个基点，存款便利利率降至 2.50%。欧洲央行行长拉加德表示，美国总统特朗普的关税政策带来的贸易不确定性可能会推动欧元区通胀上升 0.5% 及拖累经济增长下降 0.3%。加上欧盟的反制措施，经济增长可能会进一步下滑 0.5%。经济情绪方面，最新消费者信心指数从 2 月的 -13.6 降至 3 月的 -14.5。最新欧元区制造业采购经理指数从 2 月的 47.6 升至 3 月的 48.7。

英国



在英国，综合采购经理指数初值由 2 月的 50.5 上升至 3 月的 52.0，表明私营部门的商业活动扩张有所加强。服务经济录得自 2024 年 8 月以来最快增长，推动经济转好。同时，主要受



环球经济

百货公司和家庭用品增长推动，2月消费者信心进一步改善，汽车燃料以外的零售销售按月增长1.0%。最新通胀数据显示出通胀放缓取得进展，主要受服装和住房相关成本下降影响，整体通胀率从1月的3.0%降至2月的2.8%。政策方面，在英国经济讯号好坏参半，加上贸易战即将到来下，英伦银行(BoE)3月维持利率在4.5%不变，并释放将审慎推进进一步减息的讯号。展望未来，通胀放缓进程和消费者情绪应成为衡量国内经济健康状况的重要指标。

日本



由于私人消费疲软及库存下降，日本第4季国内生产总值下修。资本支出放缓，在美国推出更高关税前，出口交易提前。尽管经济温和复苏且通胀持续，在环球局势不确定性下，日本央行采取审慎态度，维持利率不变。然而，劳动力市场紧张和初步的年度薪酬谈判快速推进，进一步提升再次加息的可能性。日本仍未免于被美国加征关税，首相石破茂表示可能采取措施以支持经济。贸易紧张局势将是影响日本经济未来的一个重要因素。

亚洲



亚洲经济体增长势头参差，但仍保持稳健。宏观数据显示，近期出台的关税措施的影响尚未完全显现，地区出口周期表现参差。虽然部分经济体由于提前装运而对美出口增速较快，但增幅并不均匀。尽管受不利的日历效应影响，中国内地经济活动数据总体好于预期。区内通胀整体有所降温，多数经济体通胀数据低于预期。由于通胀得到良好控制但经济增长面临下行风险，地区内各央行月内仍按兵不动，但若经济增长出现下行，仍有进一步放宽货币政策的空间。

环球经济

澳洲



在澳洲，最新的高频数据表明国内经济表现参差。消费相关数据有所改善，而就业市场显示出一些缓和迹象。继上月下降 0.1% 后，1 月零售销售上升 0.3%。体育赛事帮助提振餐饮服务支出，食品相关支出反弹。最新的消费者信心指数普遍改善，达到自 2022 年 3 月以来最高水平，尽管市场预期其会进一步放缓。另一方面，2 月就业人数低于市场预期，在保持稳定 10 个月后首次出现下降。尽管就业数据出现放缓迹象，失业率仍稳定在 4.1%。主要受出口增长影响，1 月贸易顺差扩大。非货币性黄金出口大幅增长，推动商品出口整体增长，而金属矿石、矿产和煤炭等其他主要大宗商品的出口月内有所下降。展望未来，应密切留意劳工市场状况及消费者信心以评估经济实力。

中国内地



在中国内地，由于零售销售和投资回升，1-2 月宏观经济活动具韧性。部分受线上商品销售和餐厅销售较快增长影响，1-2 月名义零售销售按年增长 4.0% (去年 12 月为 3.7%)。主要受惠于制造业投资增长 9.0%，1-2 月固定资产投资按年增长 4.1% (去年 12 月为 2.4%)。主要因汽车及金属冶炼行业产出增长放缓，1-2 月工业生产按年增长放缓至 5.9% (去年 12 月为 6.2%)。主要受食品价格和旅游相关服务价格下降影响，中国内地 2 月消费物价指数按年下跌 0.7% (1 月为按年上升 0.5%)。1-2 月房屋销售出现部分复苏，65 个城市新屋销售按年增长 7%，二手房销售按年增长 22%。春节后复工复产加速，官方制造业采购经理指数从 2 月的 50.2 升至 3 月的 50.5。天气转暖各地建设项目加速，官方非制造业采购经理指数从 2 月的 50.4 升至 3 月的 50.8。

环球经济

中国香港



尽管农历新年较早，中国香港 1 月零售销售仍连续第 11 个月下跌。官方楼价指数 2 月延续跌势，相较之下，租金水平继续上涨。3 月，尽管美国联储局维持利率不变，香港银行同业拆息 (HIBOR) 大幅下降。月内，香港特别行政区政府刊宪《2025 年飞机乘客离境税（修订）条例草案》，由 10 月 1 日起，上调飞机乘客离境税。

债券

美国



在上月的强劲升势后，美国国债市场 3 月趋稳。随着参差的数据引发对美国经济韧性的疑虑，在短年期债券带动下债券收益率下跌。与此同时，由于政策不确定性和特朗普政府公布的多项关税，长年期债券收益率走势落后。3 月非农就业报告略低于市场预期，而最新的消费者物价指数报告也低于预期。联储局 (Fed) 一如预期般在 3 月联邦公开市场委员会会议上维持政策利率不变。然而，市场焦点更多集中在最新的经济预测摘要上，其指出今年通胀将上升而经济增长将放缓。2 年期收益率下降 11 个基点至月底的 3.88%，10 年期基准美国国债收益率则变动不大，月底收于 4.21%。这导致收益率曲线趋陡。

欧洲



在欧元区，3 月核心债券市场普遍走弱。欧盟 (EU) 发布了「2030 准备就绪」国防白皮书，计划大幅增加国防开支，随着预期财政支出将增加，在长年期债券带动下债券收益率上升。数据方面，欧元区 3 月综合采购经理指数初值显示商业活动连续第三个月扩张。值得注意的是，制造业产出两年来首次录得增长，与服务业的持续扩张保持一致。同时，德国和西班牙的调和消费者物价指数初值分别降至低于预期的 2.3% 和 2.2%。欧洲央行在 3 月会议上一如普遍预期般下调基准存款利率 25 个基点至 2.50%，也修改了声明，以反映现时货币政策「限制性明显降低」。10 年期基准德国国债收益率上升 33 个基点至月底的 2.74%，2 年期收益率则变动不大，月底收于 2.05%。

债券

英国



在英国，由长年期债券带动下 3 月债券收益率上升。3 月综合采购经理指数初值从 2 月的 50.5 上升至 52.0，显示企业活动扩张势头增强。同时，数据显示通胀放缓取得进展，主要受服装和房屋相关成本下降影响，整体通胀率从 1 月的 3.0% 下降至 2 月的 2.8%。随着经济信号好坏参半，加上贸易战迫在眉睫，英格兰银行 (BoE) 在 3 月会议上维持利率于 4.5% 不变，同时表示对进一步减息持审慎态度。10 年期基准英国国债收益率上升 19 个基点至月底的 4.67%，2 年期收益率则变动不大，月底收于 4.19%。这导致收益率曲线趋陡。

日本



日本政府债券 (JGB) 市场 3 月延续跌势。通胀势头持续，2 月全国核心消费物价指数 (扣除新鲜食品和能源) 按年增速进一步上升至 2.6%，而 3 月东京核心通胀率亦升至高于预期的 2.2%。通胀数据高于预期，助长了对日本央行 (BoJ) 未来进一步加息的预期。在此背景下，由长年期债券带动，债券收益率延续近期上升趋势，其中 10 年期基准日本政府债券收益率上升 11 个基点至 1.49%。

澳洲



澳洲政府债券 (ACGB) 收益率曲线在 3 月趋陡。2025-26 年联邦预算推出的预算措施大致符合市场预期，除了透过降低第一档边际税率来小幅减税的举措。宏观经济方面，劳动力市场数据表现欠佳，2 月就业人数减少 52,800 人，而通胀率小幅下降至 2.4%，主要受电价波动的影响。这些均支持澳洲储备银行 (RBA) 未来将逐步放宽限制性现金利率的观点。3 年期基准澳洲政府债券收益率下降 4 个基点至月底的 3.70%。相较之下，10 年期收益率上升 9 个基点至月底的 4.38%。

债券

中国内地



离岸人民币 (CNH) 债券市场 3 月表现稳定。月内，总理李强发表了《政府工作报告》，当中包括总额为 2.4 万亿元人民币的增量财政刺激，大致符合市场预期。尽管政策制定者表达了对外围风险加剧的担忧，但《报告》中并未就应对美国关税所采取的具体行动有太多着墨。宏观经济方面，3 月新兴产业采购经理指数显著超出季节性预期，反映出在近期技术突破和政策支持加强所推动下，人工智能相关领域的制造业活动正在改善。其他活动指标也优于预期。以指数基数货币计，Markit iBoxx ALBI 中国离岸债券指数(整体投资级别)月内小幅上涨 0.35%。

中国香港



港元 (HKD) 债券市场 3 月延续强势。跟随美国同侪走势，债券收益率普遍下降。围绕地缘政治与特朗普政府公布关税的新闻使风险情绪受压，推动债券的避险需求。同时，参差的数据引发对美国经济韧性的疑虑。10 年期基准香港政府债券的收益率下跌 10 个基点至月底的 3.39%。同时，随着流动性状况有所缓解，香港银行同业拆息 (HIBORs) 小幅走低。一个月期利率下降 23 个基点至 3.73%。

环球股票

美国



尽管月末出现小幅反弹，美国股市月内收低。对潜在经济放缓和政策不确定性持续的担忧日益加剧，引发股市抛售。尽管特朗普政府更为灵活的贸易政策立场缓解了投资者紧张情绪，但投资者继续观望定于 4 月初实施的关税政策的更多细节，股市出现波动。能源板块价格回报领先，资讯科技板块落后。展望未来，围绕联储局利率路径、地缘政治和国际贸易政策变化的不确定性可能在短期内推高市场波动性。

欧洲



在欧洲市场中，西班牙股市上升，丹麦股市下跌。以港元计价的行业表现方面，期内公用股上升，而非必需消费股则下跌。

英国



英国股市 3 月下跌，反映出在对经济增长和关税不确定性的担忧下，环球市场普遍审慎。然而，因投资者转向防守型股票，公用股月内录得正回报。相较之下，对潜在的经济放缓的担忧日益加剧，工业和周期性消费股表现落后。展望未来，英伦银行的货币政策立场和企业盈利仍将是英国股市的主要风险。



环球股票

日本

日本股市 3 月下跌，反映出在环球贸易不确定性和日圆波动背景下的复杂情况。受关税谈判和经济讯号等国内外压力的影响，投资者情绪在乐观和审慎之间摇摆。尽管对环球经济增长的担忧仍持续，企业盈利提供了一些支撑。市场关注日本央行的政策措施和其他国际事态的发展，市场持续波动。能源等保守型股表现领先其他周期性股。展望未来，投资者可能会重新调整预期，以平衡美国关税政策再启带来的不利因素。

亚洲

亚洲股市月内经历波动后小幅收跌。中国内地全国人大会议传递了着重强调创新和消费的一致讯号，月初股市维持升势。然而，在关税威胁不定以及美国经济增长前景大幅下降的背景下，市场难以找到方向。美国总统特朗普宣布加征汽车关税后，市场的负面反应仍持续。由于关税风险可能会带来宏观风险并考验市场韧性，短期内市场将重点关注美国 4 月 2 日宣布的关税措施。

澳洲

在贸易不确定性和铁矿石价格下跌下，投资者情绪受压，澳洲股市上月下跌。由于担忧美国关税政策将拖累经济增长，资讯科技和周期性消费等周期性板块受挫。微软决定退出更多数据中心租赁后，数据中心运营商表现亦落后。同时，因投资者转向避险资产，公用和金矿行业表现领先。展望未来，中国内地经济增长前景和美国对中国内地贸易政策将是影响澳洲股市的主要风险。

环球股票

中国内地



今年 3 月，市场响应两会后中国内地的政策和美国关税政策将带来的风险，中国内地股市从由人工智能引领的上涨转向更普遍的板块轮动。1-2 月房屋销售出现部分复苏，65 个城市新屋销售按年增长 7%，二手房销售按年增长 22%。中国发展高层论坛 2025 在京举行，40 多位环球商业领袖参会，会上承诺改善市场准入。国务院办公厅印发《提振消费专项行动方案》。国务院副总理何立峰与美国贸易代表格里尔，就双边经贸领域重要问题坦诚、深入交换意见。美国总统特朗普发布公告，对进口汽车加征 25% 关税将于 4 月 3 日生效。春节后复工复产加速，官方制造业采购经理指数从 2 月的 50.2 升至 3 月的 50.5。天气转暖各地建设项目加速，官方非制造业采购经理指数从 2 月的 50.4 升至 3 月的 50.8。3 月，中国内地股市表现参差。上证综合指数上升 0.45%，深证综合指数和沪深 300 指数分别下跌 0.99% 和 0.07%。同时，恒生中国企业指数上升 1.18%，恒生科技指数下跌 3.11%。板块方面，材料、能源和通讯服务股表现领先，而资讯科技、地产和工业股表现落后。

中国香港



市场持续担忧特朗普关税政策的影响，3 月恒生指数仅录得小幅正回报。中国内地宣布旨在通过增加收入、稳定股票和房地产市场、刺激出生率、扩大以旧换新计划支持和加速技术进步来刺激消费的举措，提振了市场情绪。然而，尤其在美国针对各国情况制定的对等关税政策将于 4 月 2 日生效下，股票市场面临外部压力加剧的挑战。受强劲的企业盈利支撑，金融分类指数表现领先。相较之下，房地产销售和楼价数据较疲软，拖累地产分类指数表现落后。

货币

美元



3 月美元(USD)兑主要货币普遍走弱。随着参差的数据引发对美国经济韧性的疑虑，加上特朗普政府所带来的政策不确定性，美国股市及美元的情绪均承压。与此同时，在欧洲政府债券(EGB)收益率随着大幅增加政府开支的计划而走高下，欧元(EUR)走强。在瑞典，瑞典央行暗示其宽松周期结束，支持瑞典克朗(SEK)兑美元上涨超过 7%。加元(CAD)虽仍是特朗普政府关税的主要目标，但其兑美元仅升值 0.5%。美元指数(DXY)最终收于 104.21，月内下跌 3.2%。

欧元



3 月欧元(EUR)兑美元升值。欧盟(EU)公布了在 2030 年前大幅增强国防能力的计划。欧元区经济前景的信心改善，与最新数据显示的对美国经济增长的担忧加剧形成鲜明对比。与此同时，欧美息差收窄进一步支撑着欧元走强，欧元兑美元月底收于 1.0816，月内上升 4.25%。

英镑



3 月英镑(GBP)兑美元升值。英国国内经济指标强劲，与市场对美国经济增长的担忧加剧形成鲜明对比，带动英美息差扩大，支持英镑走强，英镑兑美元月底收于 1.2918，月内上升 2.71%。

货币

日圆

3月日圆(JPY)继续走强。对于日本央行(BoJ)进一步加息的猜测,以及在特朗普政府贸易政策不确定性背景下的避险需求,为日圆带来了支撑。日圆兑美元月内再升值 0.45%至月底的 149.96/美元。

人民币

3月人民币(RMB)兑美元升值。鉴于中美两国基本面上的差异对人民币和跨境资金流构成压力,中国人民银行(PBoC)完善了中期借贷便利(MLF)操作,未来将采用固定数量、利率竞价和多重定价的方式。随着中国内地政策制定者为外围波动做好准备,投资者普遍预期中国将采取宽松的货币政策。月内,在岸人民币(CNY)和离岸人民币(CNH)兑美元分别上涨 0.29%和 0.38%。



重要资讯

投资涉及风险，并可受市场波动及一切固有风险所影响。对新兴市场进行投资涉及特殊的风险和考虑。投资者作出的投资可能并无回报及 / 或蒙受重大的亏损。过去的表现并不代表未来的表现。

本文件之资料是根据相信是可靠的来源而编制，但并未有独立查证。中银国际英国保诚资产管理有限公司并不就当中所载之任何资料、意见或推测，或任何此等意见或推测之基础作出任何明示或默示的陈述、保证或承诺。任何人士因信赖本文件而招致之损失，本公司概不负责。本文件所载之资料、意见及推测均反映刊发日的情况，并可能在作出事前通知的情况下作出变更。

本文件所载之资料、意见及推测只提供资料性用途。以上基金经理评论只反映基金经理于本文件刊发日期时之意见、看法及诠释。投资者不应仅依赖有关资料、意见及推测而作出投资决定。投资者作出任何投资决定前，应适当地寻求独立的财务及专业意见。不可翻印或传送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件并不构成任何分销或任何买卖产品之建议、要约、邀请或游说。

本文件由中银国际英国保诚资产管理有限公司刊发，并未经证监会审核。