

# 交銀金融

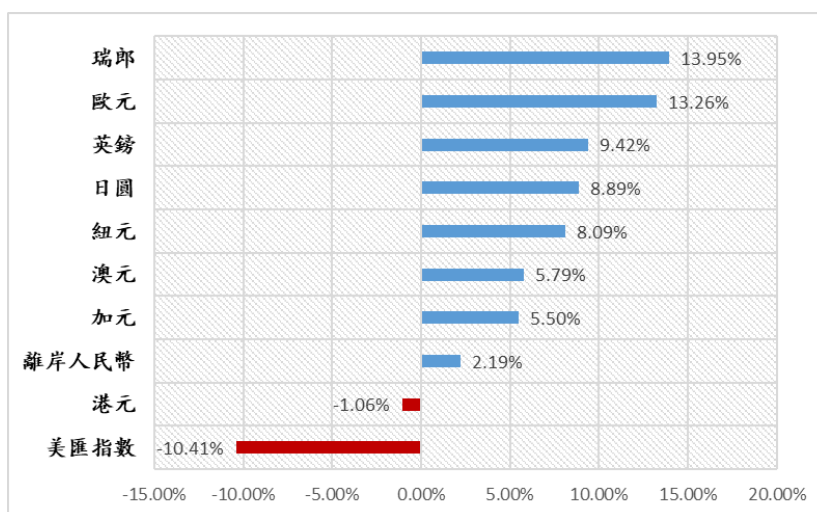
2025 年 7 月號 第 205 期

環球金融市場部研究組

## 全球主要市場下半年宏觀展望： 不確定性制約央行施策空間，各國財政寬鬆或迎窗口期

### 摘要

- ✚ **市場表現方面**，上半年環球資本市場波動性陡升，權益類資產價格呈 V 型走向；債券類資產受益於央行降息預期升溫而實現漲幅。全球去美元化進程顯著加快，美元大跌，歐係貨幣領漲 G10 貨幣。
- ✚ **宏觀政策方面**，上半年各國公共開支基本較為審慎，未見明顯擴張跡象。但關稅引發的滯脹前景制約央行降息空間，預計各國財政下半年將迎來寬鬆窗口期。
- ✚ **經濟進展方面**，上半年各國受美國關稅的搶生產、搶出口的「需求前置」效應推動，基本實現成長；但下半年隨國際貿易形勢惡化逐步傳導至本土，全球經濟進展或見整體弱化。
- ✚ **美國**：經濟增長慣性較強，美聯儲降息門檻較高，但按兵不動面臨的政治壓力與日俱增。
- ✚ **歐元區**：財政擴張前景在望，歐洲央行對經濟前景較為樂觀，暗示接近其降息周期終點。
- ✚ **日本**：由於外需面臨惡化前景，日本央行今年推遲了貨幣政策正常化的進度。
- ✚ **英國**：本土物價持續反彈，英國央行後續降息進度料將較慢。
- ✚ **加拿大**：核心通脹仍具粘性，加拿大央行轉向審慎觀望。
- ✚ **澳大利亞**：勞動力市場仍緊俏，部分制約澳央行降息空間。
- ✚ **紐西蘭**：經濟中產能過剩問題仍然顯著，紐西蘭央行後續降息理據較為充足。



圖：今年上半年主要貨幣兌美元變幅（數據來源：Bloomberg）

## 一、美國：經濟增長韌性仍強，美聯儲降息門檻較高

### （一）上半年基本面及政策回顧

#### 1、美國大類資產走勢：

- 美債：**利率中樞下行，期限溢價抬升。政府債務上限約束下美國財政部淨發行額同比回落，美債供應相對可控。特朗普破壞性政策對美國經濟的衝擊支持降息預期、監管鬆綁商業銀行持有限制以及穩定幣條例出台則利好美債需求。此外，美國《大而美法案》及「去美元化」令中長期美債需求受損，期限溢價總體抬升。
- 美股：**波動性大幅抬升，呈現先跌後升走向，目前已創歷史新高。中美人工智能產業競賽及關稅衝擊令美股大幅下行，波動性陡升；隨二季度起國際貿易局勢有所緩和，及美國經濟增長慣性較強，美股收復失地並創歷史新高。
- 美元：**美匯指數波動下行，美元為表現最差的主要貨幣。一是因為美國政策不確定性高企，避險情緒驅動國際資本淨流出，二是受到今年以來歐元偏強的打壓，令美元顯著走弱。

#### 2、美國經濟基本面進展：

- 通脹：**受能源價格下降的影響，美國整體及核心 CPI 通脹指標較去年有所回落，但由於服務價格粘性較強，物價降溫速度較慢，目前仍高於美聯儲 2% 的目標水準。
- 就業：**由於共和黨反移民政策的推行，外國出生勞動者數量持續減少，勞動力供給下行；加之當前市場的勞動力需求較為穩定，美國失業率不升反降，就業指標仍然穩健。
- 經濟：**特朗普非常規性貿易政策令經濟前景黯淡，一季度居民消費動能較弱，特別是耐用

品消費顯著下降；除此之外，關稅前景也讓供應鏈企業大量囤貨，進口增長速度創下歷史記錄；私人投資方面，除設備投資及存貨大增之外，高利率下住宅投資環比萎縮。政府方面，共和黨縮減國防開支及 DOGE 裁撤聯邦機構的舉動讓公共支出回落。

## 2、美國財政、貨幣政策情況：

- ✚ **財政情況：**上半年由於債務上限限制、共和黨縮減國防開支、DOGE 裁撤政府僱員等行動，以及共和黨大規模減稅法案推進進度較慢（5 月底才通過眾議院），美國財政政策總體從緊。
- ✚ **貨幣情況：**由於勞動力指標仍穩健及特朗普政策具有較大不確定性，上半年美聯儲並未採取降息操作，特別是由於滯脹風險持續提升，貨幣政策取態較為審慎。另一方面，由於美國財政擴張的前景較強，美債供需失衡的前景令美聯儲今年再次放緩每月的減持美債規模。

## （二） 下半年宏觀及資產走勢展望

### 1、美國宏觀展望：

- ✚ **通脹：**美國關稅稅率未來還將進一步提高。從進口物價數據來看，高關稅的成本基本是由美國企業承擔，預計其對核心商品物價的推升作用將於存貨耗淨後將更加明顯。另一方面，經濟前景的不確定性也讓居民消費支出回落，本土核心服務通脹持續降溫。我們預計 CPI 及美聯儲關注的 PCE 價格指數的未來走勢，還取決於關稅傳導作用及居民消費減弱的相對速度。
- ✚ **就業：**下半年美國經濟增速轉弱速度或加快，或令包括製造業、服務業及公共部門勞動力需求回落；而共和黨的反移民法案料將令外國出生勞動者大幅流出，勞動力供給持續萎縮。預計後續美國勞動力市場的進展，主要取決於移民與工作崗位減少的相對速度。
- ✚ **經濟：**隨特朗普高額關稅對物價的推升作用逐步顯現，在消費者領域，預計此前一直作為美國經濟增長引擎的個人消費將受到較大壓力，而企業也面臨利潤萎縮、政策環境高度不確定的負面影響。此外，包括歐洲、加拿大在內的主要貿易對手都宣稱對美關稅反制，外需的惡化料將一定程度拖累下半年美國的經濟增長。

### 2、美國政策展望：

- ✚ **財政方面：**實際上從緊。《大而美法案》的減稅方案主要將在 2026 年開始生效，而其在裁撤教育開支方面的減支主要在今年生效，下半年美國財政還將延續較緊勢頭。除此之外，提高的貿易壁壘也將對經濟造成實際上的緊縮作用，預計今年下半年美國公共部門將不會對實體經濟產生正向貢獻。
- ✚ **貨幣方面：**並未顯著寬鬆。美聯儲 6 月點陣圖維持了今年降息 50 個基點的預判，但官員內

部關於降息次數的分歧擴大。由於政策及經濟前景方面均存在較大的不確定性，及勞動力指標並未形成明顯的降溫趨勢，美聯儲年內降息門檻較高，但後續按兵不動所面臨的政治壓力會與日俱增。

### 3、美國大類資產走勢展望

關稅打擊下美國經濟動能料持續轉弱，美聯儲預計年內降息 1-2 次，各期限美債利率中樞延續下行，但政府債券發行膨脹或令期限溢價升高；特朗普貿易政策不確定性較高，「去美元化」的避險情緒驅動美匯指數延續回落；美股波動性都將維持相對高位，基本面缺乏利好因素下，週期性及成長性股指上行動能均有限。

圖 1-1：由於核心通脹粘性及關稅前景，今年美國通脹回落進展有所停滯

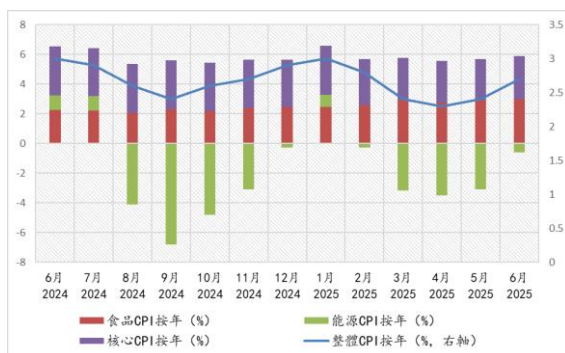
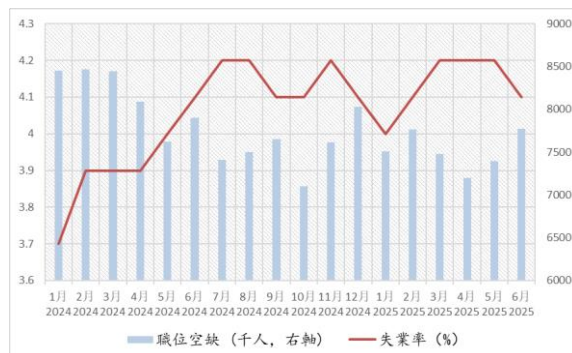


圖 1-2：共和黨反移民政策立場削減勞動力供給，失業率指標仍然維持平衡，並未明顯惡化

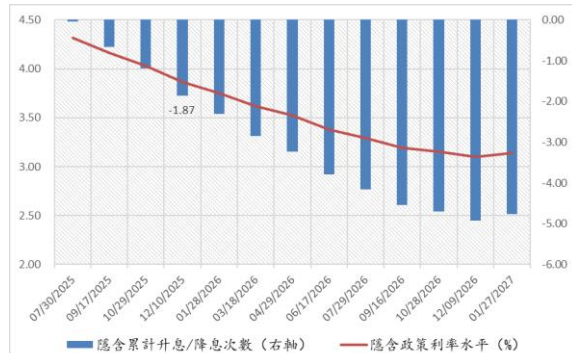


數據來源：Bloomberg

圖 1-3：上半年美國經濟受關稅前搶進口的需求前置影響，暫時性特征較顯著



圖 1-4：目前互換市場預判美聯儲今年將降息 2 次，共 50 個基點



數據來源：Bloomberg

## 二、歐元區：財政擴張前景在望，歐洲央行接近降息終點

### （一）上半年基本面及政策回顧



## 1、歐洲大類資產走勢回顧

- ✚ **歐債：波動性顯著上升，中長期收益率整體上行；期限溢價提升。** 供給側方面，德國推出大規模基建基金等擴張性財政計劃，推升債券供給，歐元區政府債券發行量創下歷史新高；需求側，地緣風險和美國政策不確定性導致避險資金湧入德國等核心國債市場；德國 10 年期國債收益率一度逼近 3%，反映市場對未來債券供給的擔憂，但地緣及貿易風險發生時，避險需求又短暫壓低收益率，令歐債波動加劇。
- ✚ **歐股：整體表現為「先跌後漲」，波動明顯加大。** 年初歐元斯托克 50 指數一度創下歷史新高，上半年歐洲股市整體上漲約 8%，表現優於同期美股；4 月美國新一輪關稅政策引發歐洲市場大幅回撤，但隨後因美歐估值差距和資金流入迅速反彈；資產管理、保險、國防和銀行板塊漲幅領先。
- ✚ **歐元：兌美元持續升值，表現強勁。** 2025 年上半年，歐元兌美元從 1 月約 1.02 大幅升至 7 月初的 1.18，創近四年新高。主要是因為德國 3 月宣布財政刺激計劃、歐盟加大軍備和基建投資，提升了市場對歐元區經濟的樂觀預期；美元因美國經濟放緩和貿易政策變化走弱，進一步支撐了歐元升值。

## 2、歐洲經濟基本面進展

- ✚ **通脹：能源和服務價格平穩回落將持續拉低物價水平，歐元區 2025 年平均通脹率有望降至 2.0% 以下。** 即便美國對歐出口加徵關稅推高進口成本，歐洲央行認為這難以扭轉通脹的整體回落趨勢。
- ✚ **就業：歐盟失業率維持低位，5 月更降至 5.9% 的歷史新低，勞動力市場總體穩健。** 但經濟增長放緩逐步收窄就業增速，製造業和服務業用工需求略有下滑。
- ✚ **經濟：2025 年一季度歐元區 GDP 環比增長 0.6%，主要受到關稅需求前置效應拉動，商品和服務出口環比增長 1.9%。** 服務業 PMI 保持擴張，製造業 PMI 則持續處於萎縮區間，經濟結構分化明顯。此外，德國、法國等國增加公共投資，部分抵消了私人部門需求疲軟。

## 3、歐洲財政、貨幣政策情況

- ✚ **財政情況：前景呈擴張態勢。** 多國為應對經濟壓力和出於戰略需求考慮，提出將擴大公共支出，重點投向國防和基建，如德國設立千億規模的基建基金以加大產業與國防投入。另一方面，由於公共部門支出項目的落地生效仍待時日，今年上半年公共部門對經濟增長的作用有限。
- ✚ **貨幣情況：寬鬆基調明確。** 2025 年上半年，歐洲央行 4 次降息共 100 個基點以應對經濟疲軟，將主要的政策利率存款機制利率降至 2.00% 的中性水平，自 2024 年 6 月以來已累計降息七次。7 月會議後，歐洲央行暗示將暫停進一步降息，市場普遍認為本輪降息週期已接近尾聲。

## (二) 歐元區下半年宏觀及大類資產走勢展望

### 1、歐元區宏觀展望

- ✚ **通脹：**歐元區通脹預計溫和下行，能源和服務價格平穩回落將持續拉低物價水平。另一方面，歐盟對美國產品加徵反制性關稅或推高歐元區進口成本，後續視總需求的降溫程度，歐元區通脹或圍繞 2% 中樞上下波動。
- ✚ **就業：**歐洲勞動力市場依然緊張，失業率或維持在歷史低位，但經濟增長放緩可能逐步收窄就業增速，製造業和服務業用工需求略有下滑，但短期內就業供需平衡的壓力不大。
- ✚ **經濟：**歐美貿易談判進展較慢，美方威脅將在 8 月對歐徵收高達 30% 的關稅，預計國際貿易形勢的惡化將對歐元區經濟造成負面衝擊。另一方面，美國在歐洲防務方面奉行的軍事收縮主義令歐洲國家放開財政約束，大幅提高後續財政支持規模，預計公共部門將對下半年歐元區經濟形成一定的支撐作用。

### 2、歐元區政策展望

- ✚ **財政方面：**歐盟及主要成員國政策重心依然在「穩增長」。擴張性支出將持續，基礎建設和國防投資是重點。鑒於歐盟已放寬對成員國的赤字約束，預計財政擴張對經濟將起到主要支撐作用。但基建及國防支出對經濟的直接拉動需要時間顯現，下半年數據層面的改善還有待觀察。
- ✚ **貨幣方面：**由於對經濟前景樂觀，歐洲央行 6 月議息會議停止降息，並暗示接近到達降息周期終點。預計歐洲央行政策重心轉向觀望，以等待歐美貿易談判的實際進展及影響，年內最多再降息 1 次，令主要的政策利率降至 1.75%。

### 3、歐元區大類資產走勢展望

- ✚ 在貨幣寬鬆和財政支持下，歐洲債券收益率中樞或維持在低位，短期或有下行壓力，但因新債發行量創新高，久期溢價仍將高企；歐元匯率預計整體堅挺，避險情緒及美國政策不確定性或繼續推高歐元兌美元及其他主要貨幣；歐洲股市方面，基本面和盈利前景偏弱，估值水平不低，市場下半年預計波動加劇，難以獲得大幅上漲空間。

圖 2-1：歐元區通脹持續回落，目前已低於央行目標水平

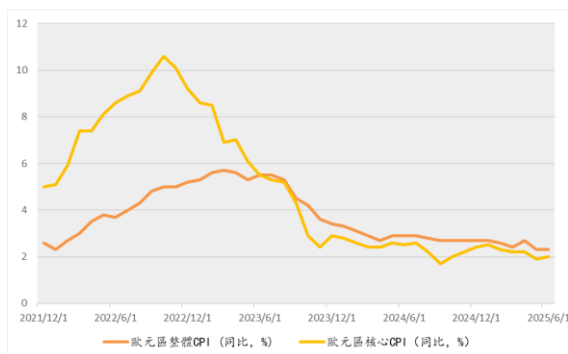
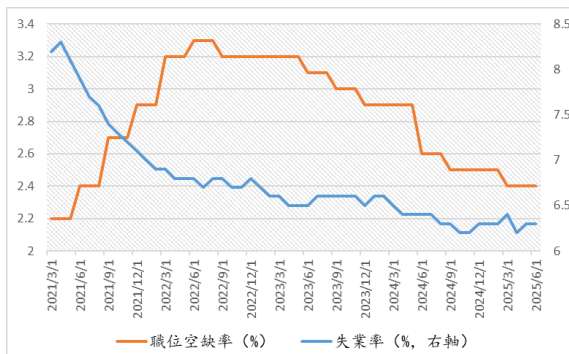


圖 2-2：歐元區失業率仍處於歷史低位，勞動力市場企穩

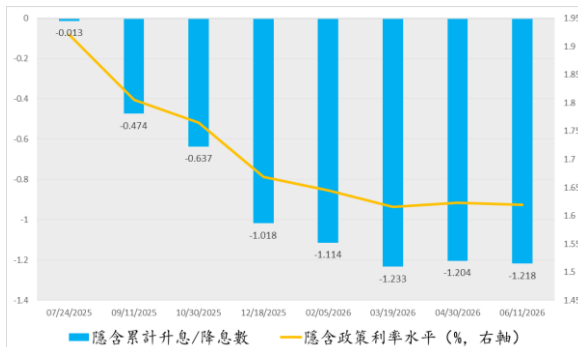


數據來源：Bloomberg

圖 2-3：歐洲上半年經濟增長主要還是受到關稅效應的驅動，公共部門的帶動作用有限



圖 2-4：市場目前預判歐洲央行年內還將降息 1 次



數據來源：Bloomberg

## 三、日本：外部環境不確定性較高，日央行料推遲加息進程

### (一) 上半年基本面及政策回顧

#### 1、日本大類資產走勢

- 日本通脹走高及日本央行年初的加息行動令日債利率中樞整體抬升；日股則受到央行加息前景及到國際貿易環境變化的影響先跌後漲。日圓方面，受美元走弱的影響整體走升，但由於年內日銀加息預期淡化，在 G10 貨幣中表現靠後。

#### 2、日本經濟基本面回顧

- 通脹：**受食品和燃料價格上漲的影響，日本整體通脹數字持續攀升，連續半年高於 3% 水平。但反應核心物價水平的服務分項動能仍然相對較弱，日本央行多次稱潛在通脹仍然低於 2% 目標。

- ✚ **就業：**由於物價持續上漲，今年日本職工春季薪酬談判取得逾 30 年最高工資漲幅；上半年失業率略有上行，但由於人口老齡化等結構性因素影響，勞動力供給仍然緊俏，失業率處於歷史低位附近。
- ✚ **經濟：**必需品價格飛速上漲令居民實際收入同比下降，一季度日本消費動能有所減弱，但 GDP 增長的主要拖累項為淨出口。美國 4 月稱將對日本適用 24% 的對等關稅，並對所有汽車及零部件征收 25% 的額外關稅，此舉料將嚴重打擊日本以出口為導向的製造業產能。在關稅前搶生產的驅動下，民間投資成為經濟增長的主要貢獻項，但其具有較強的暫時性特徵。

### 3、日本財政及貨幣政策情況

- ✚ **財政情況：**日本 2025 財年預算案規模創歷史最大，除防務開支同比增長 10% 之外；但另一方面，由於 2024 年的減稅措施到期，預算稅收收入規模也創下新高，而社會醫療保健等民生性支出增速相對較慢。總體來說，石破茂領導的本屆日本政府對待財政紀律相對克制，今年 1 季度公共部門支出不增反降，環比有所下滑。
- ✚ **貨幣情況：**日本央行於 1 月加息 25 個基點之後就連續 3 次會議按兵不動，主要是由於美國關稅政策給日本經濟前景帶來的巨大不確定性。另一方面，由於中長期限日債息今年以來顯著上升，債市波動令日銀計劃在後年每月放緩縮表步伐 2,000 億日圓，以部分承接債市需求。

## （二）日本下半年宏觀及大類資產走勢展望

### 1、日本宏觀走勢展望

- ✚ **通脹：**今年以來日本整體通脹的主要貢獻項是大米價格的暴漲，與日本本土米市供需不平衡有較大關係；此外，國際貿易環境的惡化也打壓日圓匯價，令能源進口價格居高不下。我們預計以上兩項不利因素較難在年內獲得顯著改善，波動項通脹整體粘性較強；但關稅及必需品價格暴漲對總需求的抑制有助於價格指標降溫，後續日本核心通脹指標或能更快迎來回落。
- ✚ **就業：**人口老齡化等結構性原因讓勞動力市場總體從緊的態勢不會改變，預計失業率還將維持在較低水平，而必需品價格的上漲也讓勞動者議價權提升。另一方面，美國對日本汽車設定的 25% 關稅料將打擊日本經濟增長，一定程度上壓制勞動力需求，推升失業率。
- ✚ **經濟：**由於美國關稅造成的國際貿易環境惡化，預計日本出口及製造業都會受到打擊。而持續攀升的物價讓居民實際薪酬所得不增反降，連同暗淡的經濟前景共同對私人消費需求造成負面壓力。根據日本央行 7 月的一份預測，預計三季度日本產出缺口將會擴大（經濟動能繼續轉弱）。

### 2、日本政策走向展望

- ✚ **財政方面：**美國貿易政策及國內通脹壓力的負面作用將倒逼日本政府實行一定程度的財政



擴張，但首相石破茂領導的自民黨-公明黨執政聯盟政府反對大規模削減消費稅，傾向於發放小額現金補貼，預計對居民收入影響較為有限。7 月 20 日，日本舉行參議院選舉，首相石破茂所領導的執政聯盟失去多數席位，預計後續日本政府的執政難度將加大。

**貨幣方面：**自特朗普上台以來，日本央行貨幣政策立場轉向鴿派，主要是由於日本面臨的外部環境實際上在趨向惡化。當前日美貿易談判進展較為有限，美國稱 8 月 1 日將對日本產品加征 25% 的額外關稅，長期依賴出口的日本經濟面臨極大的考驗，令日本央行不得不推遲貨幣政策正常化的進度。預計今年日本央行加息的概率都相對較低。

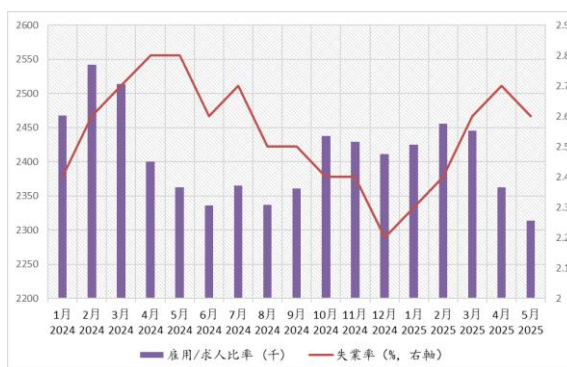
### 3、日本大類資產走勢展望

由於日本央行縮表計劃在下半年還將持續推進，而政府財政赤字的膨脹前景料影響日債供需平衡，加之通脹走高，中長期日債利率還將延續上行態勢；由於日美之間圍繞汽車產品的貿易談判進展有限，預計與出口相關的不利消息將提升日股波動性；在美元趨勢性走弱的過程中，預計下半年日圓匯價將上漲，但關稅進展及央行鴿派表態將一定程度壓制日圓表現。

圖 3-1：受食品價格增長推動，日本整體通脹延續高位



圖 3-2：日本勞動力市場結構性緊俏，失業率仍處低位

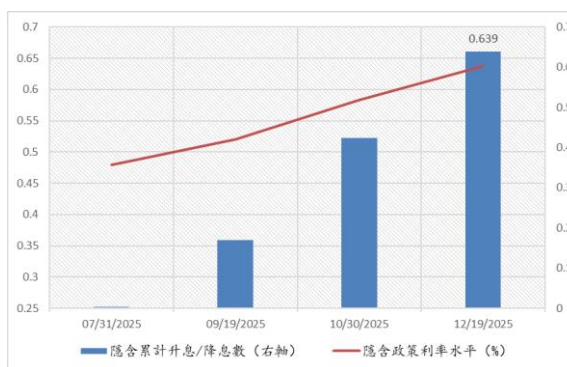


數據來源：Bloomberg

圖 3-3：美國關稅衝擊下，淨出口料成為經濟主要拖累項



圖 3-4：目前市場預測日本央行年內加息概率較低



數據來源：Bloomberg

## 四、英國：本土物價持續反彈，英國央行降息節奏較慢

### （一）上半年基本面及政策回顧

#### 1、英國大類資產走勢

- ✚ **英債**：10 年期英國公債收益率中樞有望繼續下移，但久期溢價維持高位，受政府債發行量增長與財政赤字擴大影響。
- ✚ **英股**：富時 100 指數呈現先跌後升的走勢，並於 6 月創下 8884 點的歷史新高。年初因美國新貿易壁壘措施令英股一度遭拋售，但隨後隨著歐美股市普遍回暖，英股快速反彈，2025 年上半年富時指數累計上漲近 10%，表現領先歐洲主要股指。
- ✚ **英鎊**：整體呈上升趨勢，兌美元匯率一度觸及 1.3746，全年基本維持在 1.22 至 1.37 美元區間；主要受美元疲弱、英國央行降息預期降溫的支撐。

#### 2、英國經濟基本面回顧

- ✚ **通脹**：英國通脹呈現先降後升的趨勢，核心壓力依然偏高。2025 年 1 月 CPI 年增率為 3.0%，至 5 月升至 3.4%，4 月更因能源及水價上調，年增率攀升至 3.5%，創 15 個月新高。
- ✚ **就業**：英國勞動市場整體仍舊緊俏，但降溫速度攀升。英國工資增速維持在 5-6% 區間，仍然較高，但失業率從年初 4.4% 升至 4 月 4.6%，創近四年新高，反映勞動市場供需雙向調整下的結構性張力。
- ✚ **經濟**：英國經濟 2025 年上半年恢復增長。第一季 GDP 按季增長 0.7%，優於市場預期，主要由關稅前的搶生產效應推動，出口及固定資產投資（特別是運輸設備投資）分別增長 3.3% 及 2%。但二季度經濟動能減弱，4 月單月 GDP 轉為 -0.3%。

#### 3、英國財政及貨幣政策情況

- ✚ **財政情況**：上半年英國政府延續審慎緊縮取向，注重財政紀律和效率提升。財政大臣芮秋·李維茲於 3 月 26 日宣布削減福利預算，嚴格審查申請資格。未有增稅措施，但將運用新技術打擊偷逃稅，重申削減公共服務人員及行政開支，以提升支出效率。
- ✚ **貨幣情況**：2025 年上半年，英國央行兩次降息共 50 個基點，將基準利率降至 4.25%。雖然央行認為經濟增長復甦及外部風險需慎重考量，但由於本土通脹高於目標，核心服務價格壓力持續，英國降息步伐趨於溫和與審慎。

### （二）英國下半年宏觀及大類資產走勢展望

#### 1、英國宏觀走勢展望

- ✚ **通脹**：預計整體與核心通脹將逐步回落，但全年均值仍高於 2% 目標。能源和進口商品價格

走低有助壓抑物價，但財政補貼減少、企業成本上升帶來壓力。若消費動能繼續減弱，預計核心服務通脹將緩步下行。

- ✚ **勞動力市場：**隨經濟增速放緩，企業用工需求或進一步下降，失業率可能小幅上升，工資漲幅亦將逐步收斂至 4-5%。但另一方面，英國政府的移民政策調整或將成為勞動力供給端變數。

## (二) 英國政策走向展望

- ✚ **財政方面：**支出重點將繼續投向基建、國防和醫療，但由於英國總體財政空間有限，上半年政府消費支出環比回落，總體赤字擴張幅度受限，財政對經濟的淨貢獻趨向中性。
- ✚ **貨幣方面：**市場預期英國央行下半年僅有 1 至 2 次降息空間，實際步調取決於通脹和就業數據。由於物價增速仍然整體較高，及英國與美國已經達成貿易協定，在關稅直接影響較小的背景下，預計英國央行降息節奏將相對較慢。

## 3、英國大類資產走勢展望

- ✚ 10 年期英國公債收益率中樞有望繼續下移，但久期溢價維持高位，受發行量擴大與財政赤字影響；英鎊短線震盪偏弱，年底或回落至 1.30 美元附近，並在 1.00 歐元上下區間波動；股市波動性高企，短期或延續高位震盪，上行空間有限，整體表現更受全球市場情緒與政策預期主導。

圖 4-1：通脹指標持續反彈，制約英國央行降息空間

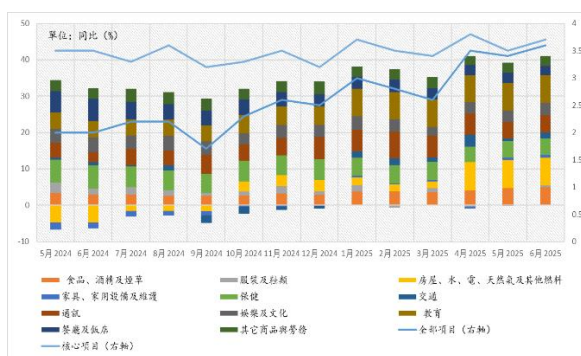
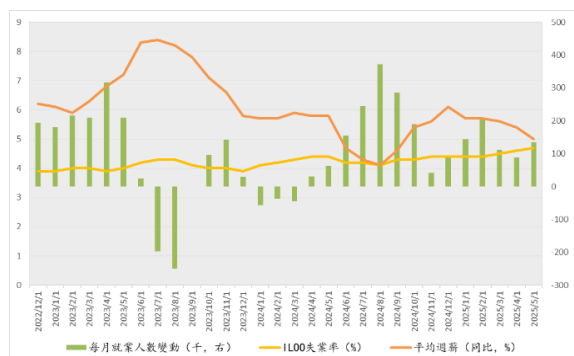


圖 4-2：勞動力市場有所降溫但總體緊俏，平均週薪增速仍然較高



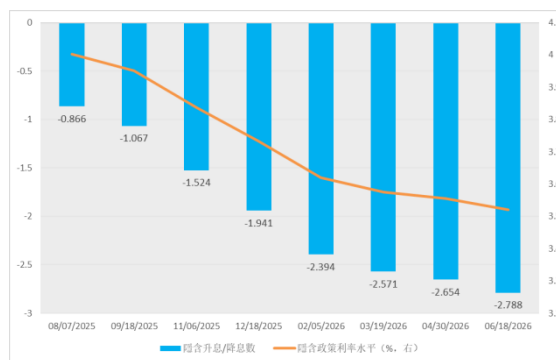
數據來源：Bloomberg



圖 4-3：經濟有所修復，但受關稅驅動的暫時性特征突出



圖 4-4：市場目前預判英國央行年內還將降息 2 次



數據來源：Bloomberg

## 五、加拿大：核心通脹較具粘性，加央行轉向按兵不動

### （一）上半年基本面及政策回顧

#### 1、加拿大大類資產走勢

- 加拿大央行降息令加債息整體延續下行趨勢；由於美國對加拿大關稅較早落地，及加拿大央行的降息操作部分緩和了衝擊，二季度起加拿大股市由於國際貿易環境緩和及地緣衝突推升油價等因素，上漲速度較快；加元受美元下行的支撐波動上漲，但由於國際貿易形勢惡化對大宗商品需求的打壓，加元在主要貨幣中表現最差。

#### 2、加拿大經濟基本面回顧

- 通脹：**居所價格回落及政府取消消費者碳稅，令加拿大整體通脹回歸央行 2% 目標水平以下；另一方面，由於降息措施提振經濟增長，不含食品及能源的核心通脹按年升幅為 2.6%，較上年末水平有所上升，通脹粘性仍然較強。
- 就業：**由於開年以來經濟顯著轉弱，加拿大勞動力市場仍然延續供過於求的態勢，失業率持續抬升，勞動力市場仍疲軟；但二季度以來，國際貿易環境的總體緩和讓加拿大就業成長轉負為正，失業人口規模的增速減慢。
- 經濟：**一季度加拿大實際 GDP 環比萎縮 0.5%。分項來看，由於經濟前景欠明朗，個人消費動能轉弱，特別是耐用品消費大幅回落；此外，由於關稅前搶進口、搶生產造成的需求前置，供應鏈企業大量囤貨，私人投資（特別是存貨項）成為 GDP 增長的主要貢獻，暴漲的商品進口則是主要拖累。

#### 3、加拿大財政及貨幣政策情況

- 財政：**自加拿大新任總理馬克·卡尼上台以來，加拿大財政開支相對審慎平衡，特別是卡尼領導的新任政府已經開始對公共開支開始「全面審查」，試圖減少政府日常運作開支，以



提升資金運用效率。從數據角度，在加拿大新總理推行的平衡預算行動下，公共部門支出邊際回落，一季度加拿大政府消費及投資均有所下滑。

- ✚ **貨幣：**加拿大央行在上半年已降息 2 次，累計 50 個基點。由於經濟主體在關稅正式落地前的需求前置效應，加拿大一季度經濟表現略高於預期，加之核心通脹粘性較強，加拿大央行二季度起開始暫停降息行動，以觀望國際貿易環境及本土經濟指標的後續進展。

## （二）加拿大下半年宏觀及大類資產走勢展望

### 1、加拿大宏觀走勢展望

- ✚ **通脹：**由於加拿大對部分美國商品也採取了反制措施，此舉或將推升進口商品價格；供應鏈企業為尋求政策穩定性，轉移訂單來源也在客觀上帶來了額外的成本；預計加拿大核心商品價格未來會經歷走升。預計加拿大本年通脹指標仍將處於 2%-3% 區間反覆。
- ✚ **就業：**加拿大新任總理卡尼上任後對該國移民政策進行了較大的調整，試圖通過限制移民數量以保護本國公民的福利。預計加拿大從緊的移民政策或將令勞動力供應增速回落，並在下半年維持失業率指標的相對平穩。
- ✚ **經濟：**美國總統特朗普近期威脅將在 8 月 1 日對加拿大加征 35% 的關稅，我們預計兩國要達成新的貿易協議還面臨較大的考驗。由於國際貿易環境的較大不確定性，加拿大經濟主體信心受到衝擊，預計個人消費會延續弱勢，而待企業投資增長的暫時性動能消散，加拿大或面臨內外需雙雙回落的前景。

### 2、加拿大政策走向展望

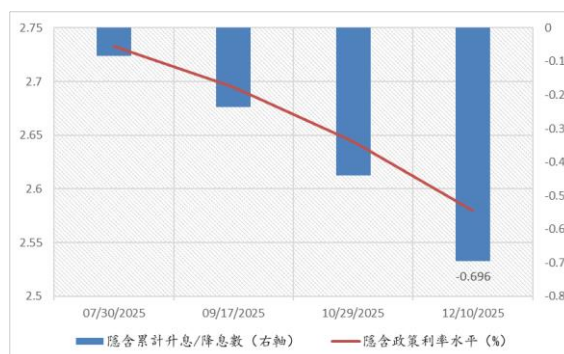
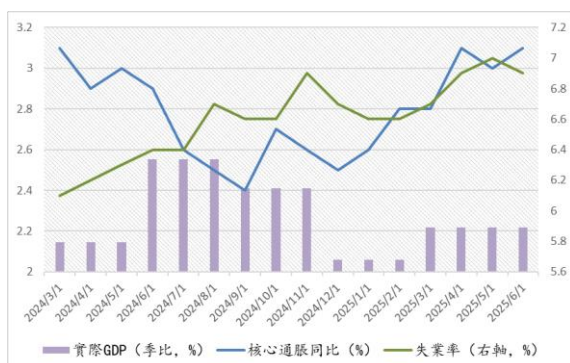
- ✚ **財政方面：**雖然加拿大總理卡尼希望實現公共預算平衡，並要求大多數政府部門在明年春季削減支出 7.5%。但作為嚴重依賴對美出口的經濟體，美國的關稅對加拿大經濟的衝擊不可小覷，為補貼受損居民及企業，預計下半年加拿大財政仍有一定的寬鬆空間。
- ✚ **貨幣方面：**由於核心通脹指標仍然高於央行目標，且美國關稅令加拿大物價及經濟前景具有較強的不確定性。預計加拿大央行在年內還有 1 次左右的降息空間，但實際節奏及幅度將取決於國際貿易環境惡化對加拿大本土的傳導速度。

### 3、加拿大大類資產走勢展望

- ✚ 由於國際經貿形勢的動盪，下半年環球經濟走弱的態勢較為明顯，加上 OPEC+ 恢復產量行動的影響，預計國際油價今年中樞總體回落的趨勢不會改變，部分壓制加元表現，但美元的走軟料有助於加元匯價全年收漲；加股受到國際貿易逆風的衝擊或見回落，而加拿大央行推進降息過程中加債息預計還將延續下行趨勢。

圖 5-1：加拿大上半年通脹有所反彈，勞動力市場疲軟勢頭回落

圖 5-2：市場預期加拿大央行年內還將降息 1 次左右



數據來源：Bloomberg

## 六、澳大利亞：勞動力市場仍緊俏，澳洲央行降息空間有限

### (一) 上半年基本面及政策回顧

#### 1、澳大利亞大類資產走勢

- 受澳洲央行上半年降息 50 個基點推動，澳債息整體波動下行；澳股受國際貿易局勢變化影響先降後升；澳元兌美元波動上行，但受國際風險偏好整體弱化影響，漲幅在 G10 貨幣中排行靠後。

#### 2、澳大利亞經濟基本面回顧

- 通脹：**部分受到能源補貼的影響，上半年澳大利亞整體及核心 CPI 按年升幅已經回落至央行 2%-3% 的目標區間內。另一方面，由於服務通脹的粘性，核心通脹仍然高於目標水平中線。
- 就業：**今年以來澳大利亞失業率略有回升，但由於勞動力供給仍然相對緊俏，失業率水平仍然處於歷史低位；職位空缺數本年以來基本持平，勞動力需求並未明顯變化。
- 經濟：**通脹回落有助於居民實際收入上升，復甦的私人消費成為 1 季度澳洲 GDP 增長的主要貢獻項。另一方面，國際貿易環境的惡化令澳大利亞出口已受衝擊並環比下滑，除央行降息令住宅投資提高之外，私營企業基本都在推遲投資決策。此外，公共部門支出也有所回落。

#### 3、澳大利亞財政及貨幣政策情況

- 財政：**美國對所有鋼鋁產品目前已經征收 50% 的高額關稅，及對澳洲輸美產品加徵 10% 額外關稅。澳洲政府並未獲得豁免，但也未採取反制措施，僅宣佈了對部分受影響澳企的幫扶措施。從數據層面看，今年 1 季度政府支出環比回落，財政開支較為克制。

- ✚ **貨幣：**通脹回落至目標區間，令澳洲央行上半年已降息 2 次共計 50 個基點。但由於勞動力市場仍然強勁，及國際貿易對澳洲經濟活動及通脹的影響具有不確定性，澳洲央行在 7 月會議上傳達出了謹慎從事的政策訊號，預示後續降息節奏或將放緩。

## (二) 澳大利亞下半年宏觀及大類資產走勢展望

### 1、澳大利亞宏觀走勢展望

- ✚ 美國關稅對澳大利亞經濟的直接影響有限，但由於澳大利亞與亞太經濟體深度聯繫，國際貿易環境惡化對亞洲經濟體的衝擊將負面溢出至澳大利亞。此外，澳洲經濟高度依賴鋼鐵及煤炭等礦產出口，預計在環球製造業景氣度整體轉弱的背景下，大宗商品需求前景較暗淡，澳洲大半年經濟增長將受到負面衝擊。總需求的回落料將令澳洲通脹水平延續下行態勢，並令就業緊俏程度有所降溫。

### 2、澳大利亞政策展望

- ✚ **財政方面：**澳大利亞《2025-2026 財年聯邦預算案》提出要在下半年繼續發放能源補助，並在醫保方面追加投資，同時對個人所得稅、學生貸款進行減免。此外澳洲政府還承諾在未來四年增加國防開支 100 億澳元。由於當前澳洲政府債務負擔較為可控，預計下半年澳洲財政的擴張空間較大。
- ✚ **貨幣方面：**由於經濟走勢具有較強的不確定性，隨國際貿易形勢的動盪在年內傳導至澳洲本土，我們預計澳洲央行下半年仍有約 50 個基點（2 次）左右的降息空間，以配合政府財政擴張及托底經濟增長。另一方面，本土勞動力市場的緊俏也一定程度制約了澳央行的寬鬆空間。

### 3、澳大利亞大類資產走勢展望

- ✚ 美國關稅政策對國際大宗商品價格的影響或限制澳股上行動能，由於經濟料將在年內有所轉弱，預計澳洲央行降息舉措將令澳債息延續下行趨勢；由於國際政治經濟環境較為動盪，避險情緒的升溫及外需惡化或在一定程度打壓澳元匯價，預計澳元兌美元年內還將波動上漲，但漲幅預計將遜於其他主要貨幣。

圖 6-1：澳洲通脹有所回落，但勞動力市場仍緊俏

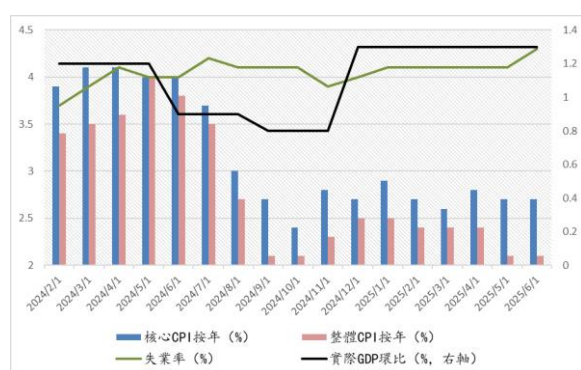
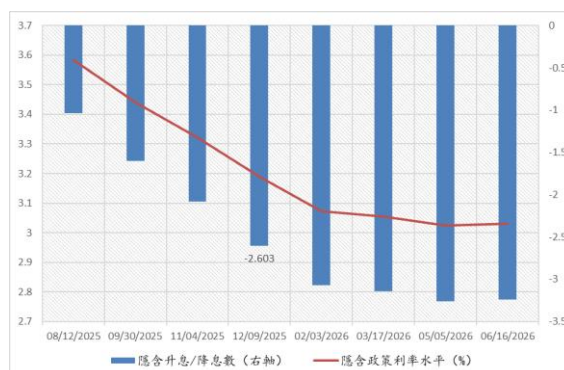


圖 6-2：市場預判澳洲央行年內還將降息 2 到 3 次左右





數據來源：Bloomberg

## 七、紐西蘭：經濟產能過剩問題仍存，紐央行降息理據較充分

### （一）上半年基本面及政策回顧

#### 1、紐西蘭大類資產走勢

- ✚ 紐債：由於紐西蘭央行今年累計降息 3 次（100 個基點），紐債息延續下行，紐股方面，紐央行大幅降息及經濟有所復甦令紐股今年上漲動能強勁。紐元兌美元匯率波動上行，但受環球風險偏好弱化的影響，在 G10 貨幣中排行靠後。

#### 2、紐西蘭經濟基本面回顧

- ✚ 通脹：主要受到能源價格同比下行的推動，紐西蘭整體及核心通脹在今年 1 季度已經回落至央行 1%-3% 的目標區間內，但預計由於需求轉暖，今年 2 季度通脹指標料反彈至目標上限附近。
- ✚ 就業：由於經濟整體復甦，紐西蘭 1 季度失業率基本持平於去年年末水平。
- ✚ 經濟：國內金融狀況的放鬆令紐西蘭經濟實現適度復甦，個人消費、企業投資都有增長。受到關稅前外需前置效應的驅動，一季度出口也實現了適度增長。另一方面，由於經濟中仍存在較多閒置產能（總需求仍不足），加之國際貿易環境惡化，二季度紐西蘭增長動能有所轉弱。

#### 3、紐西蘭財政及貨幣政策情況

- ✚ 財政：由於此前經濟增長較弱，及為應對疫情政府支出擴張，紐西蘭財政狀況惡化，令現任紐財長多次強調要恢復財政紀律，以達到收支平衡。從數據看，雖然一季度紐西蘭政府消費支出略有上漲，但投資支出大幅回落，財政總體並未呈現寬鬆跡象。
- ✚ 貨幣：紐西蘭央行今年連續降息 3 次，累計降息 100 個基點，在主要央行中降息幅度最大。今年 7 月議息會議紐西蘭央行如期按兵不動，主要是考慮到國際貿易形勢對紐西蘭的影響有較大的不確定性，需要採取觀望態度等待經濟活動及物價的具體進展。

### （二）紐西蘭下半年宏觀及大類資產走勢展望

#### 1、紐西蘭宏觀走勢展望

- ✚ 由於能源分項基數效應的消散，預計今年下半年紐西蘭通脹率將回升至央行 3% 目標上限附近。另一方面，國際貿易形勢演變或對紐西蘭經濟活動造成兩方面的影響：環球貿易壁壘的提升將推高商品成本，但其對總需求的打擊又會令通脹降溫、失業率上行，預計下半年紐西蘭經濟動能將大概率轉弱。



## 2、紐西蘭政策展望

- 財政方面：**紐西蘭《2025 財年預算案》雖然增加了基建設施支出，但大幅削減了經常性支出，而部分增支項目主要是為填補前一輪財政開支的缺口，在本年財政計劃方面並未見到明顯寬鬆化的跡象，預計今年紐西蘭政府開支還將延續克制。
- 貨幣方面：**7 月紐西蘭議息會議傳達出暫停降息的觀望態度，但對經濟面臨的下行風險著眼較多。由於經濟中供應過剩的問題仍然存在，且作為開放的小型經濟體較容易受到國際經濟形勢變動的衝擊，紐西蘭央行下半年降息的理據較為充足，預計年內還有 1-2 次（25-50 個基點）的降息空間。

## 3、紐西蘭大類資產走勢展望

- 因經濟及物價前景欠缺明朗，紐西蘭央行下半年降息節奏或將有所放緩，令紐股下半年漲勢趨緩；紐債息延續下行，紐元兌美元預計將全年收漲，但由於美國政策不確定性讓全球風險偏好減弱，商品貨幣紐元在主要貨幣中的表現料將相對靠後。

圖 7-1：紐西蘭經濟緩慢修復，但需求增長動能仍較弱

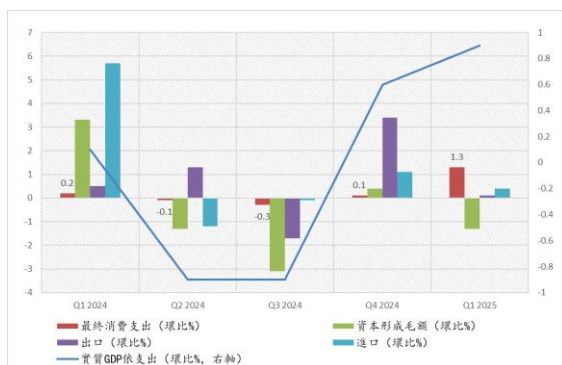
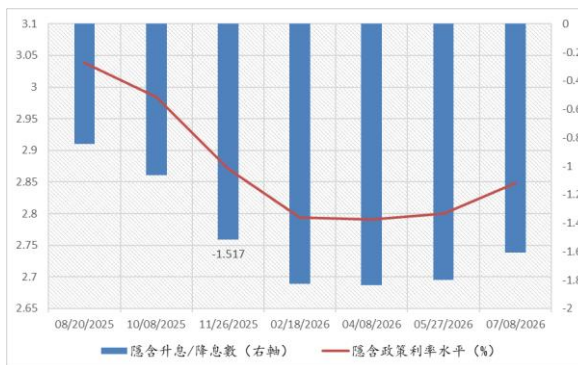


圖 7-2：市場預期紐西蘭央行下半年還將降息 2 次左右



數據來源：Bloomberg

## 【 免責聲明 】

本檔所提供的數據乃從相信屬可靠之來源搜集。交通銀行股份有限公司對該等數據、意見或推測的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何數據、意見或推測承擔責任或法律責任。在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，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證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何聲明。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

本檔內容未經本行授權，不能作任何編輯、複製、摘錄或以任何方式發給其他人。

本文件內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。