

2025年下半年全球市场展望： 沉浮之间

姜越，赵文利

2025年6月3日

核心要点

全球经济在2025年尚未完全陷入衰退，但整体环境复杂而脆弱，面临着高度不确定性与频繁冲击，经济表现呈现出明显的弱现实、强冲击与高波动特征。2025年全球市场持续在政策反复与衰退担忧之间震荡前行。

美国：核心增长动能逐渐减弱，政策负面明显加剧。

- ❖ **消费动能趋缓：**薪资增长放缓、超前消费效应减弱，消费先导指标逼近次贷危机水平。
- ❖ **通胀压力再现：**上游成本持续上涨传导至终端零售价格，预计年中CPI可能重回3%。贸易关税带来的不确定性增加了通胀自我实现风险。
- ❖ **就业市场转弱：**中高端岗位裁员增加，服务业和政府就业支持力度下降。
- ❖ **财政赤字风险上升：**特朗普政府的“大美丽”政策将扩大赤字，推升长债收益率。
- ❖ **美联储宽松步调放缓：**降息预期延后，最早9月降息，全年预计仍有1至2次降息空间；需密切关注货币政策框架调整及量化紧缩进程。

欧洲：宏观景气度改善有限。德国财政赤字扩张暂时提振经济信心，但居民投资消费意愿持续不足。货币政策相对宽松：预计欧洲央行下半年仍有1至2次降息空间。

日本：高通胀持续压制经济复苏。薪资增幅被通胀抵消，食品价格维持高位，居民生活压力加大。货币政策紧缩可能延续：预计2025年底前日本央行仍可能再加息一次，财政刺激政策的出台值得关注。

资产配置建议

美股：下半年或有望测试前高（标普500约6150），但市场波动性较大，尤其在7-8月受通胀高企、贸易谈判、财政风险影响，应谨慎控制风险敞口。

美债：预计收益率将长期维持高位，下半年可能波动至4.2%-4.7%区间，4.5%为关键支撑与阻力位。

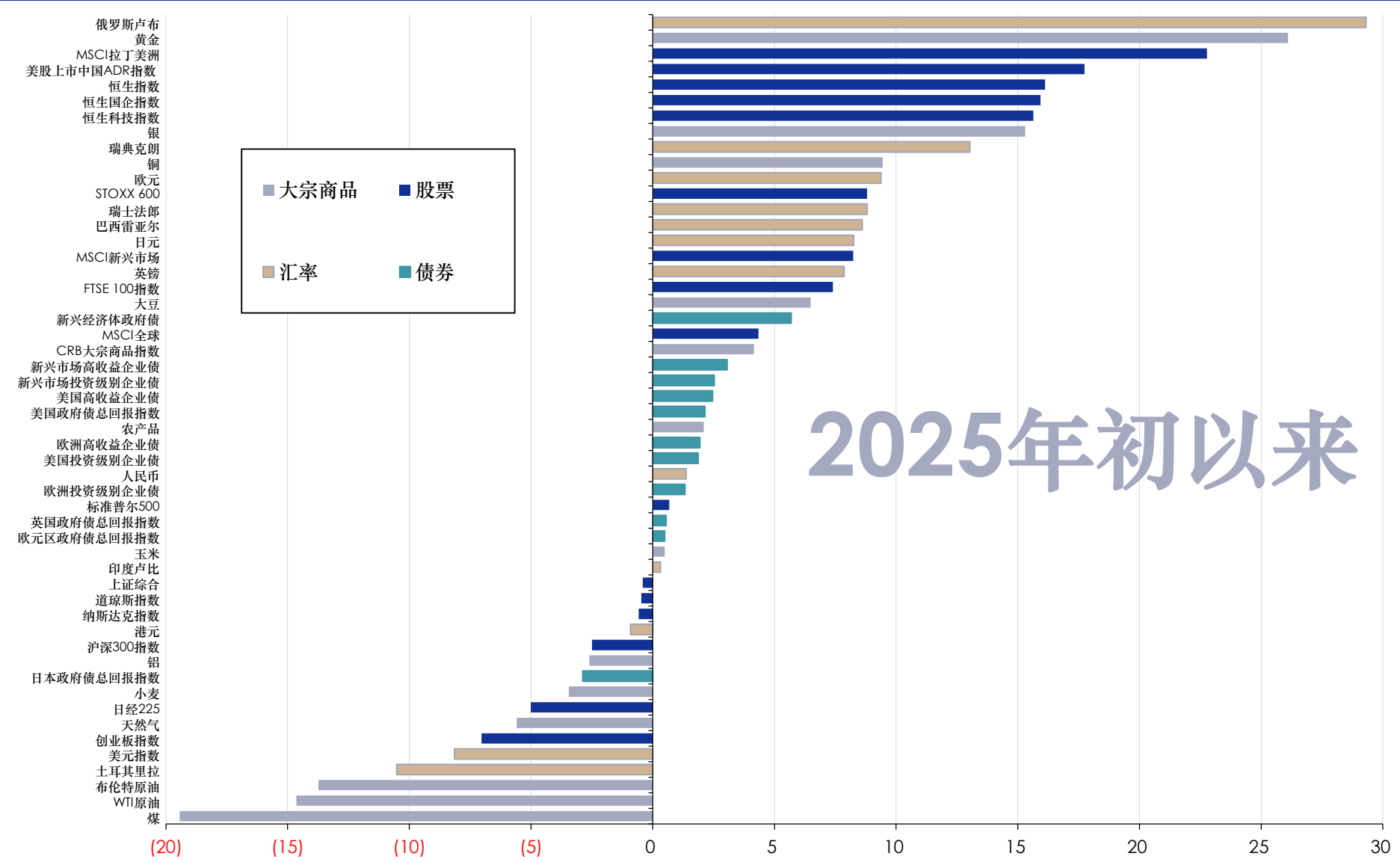
美元：短期围绕DXY100上下波动，预计下半年美元指数进一步走软至95附近。

日本市场：日经225指数预计于下半年在36000-40000点区间波动；美元兑日元汇率预计7-8月在140-150波动，后续可能进一步走低至135-145。

贵金属：继续看好黄金及相关投资机会，建议逢低买入，维持自2024年以来的一贯策略。

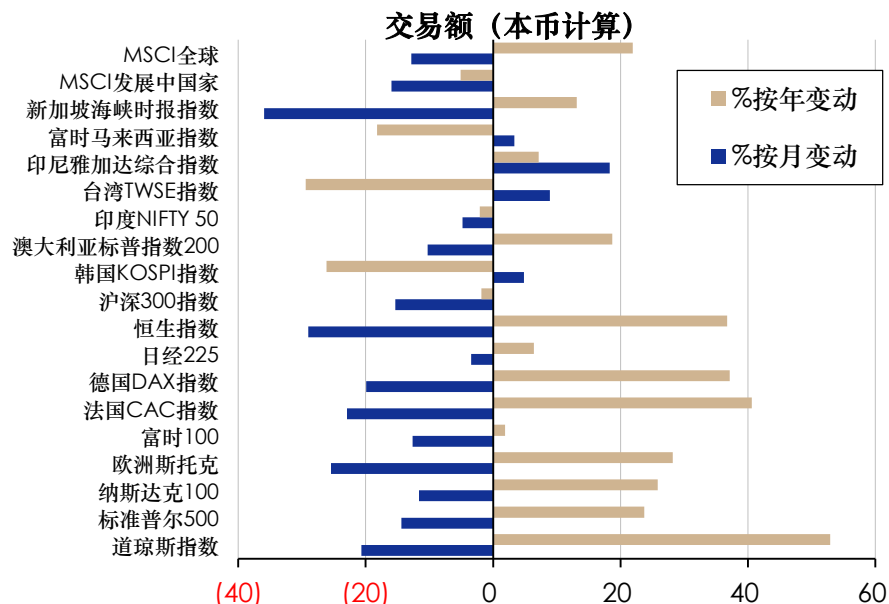
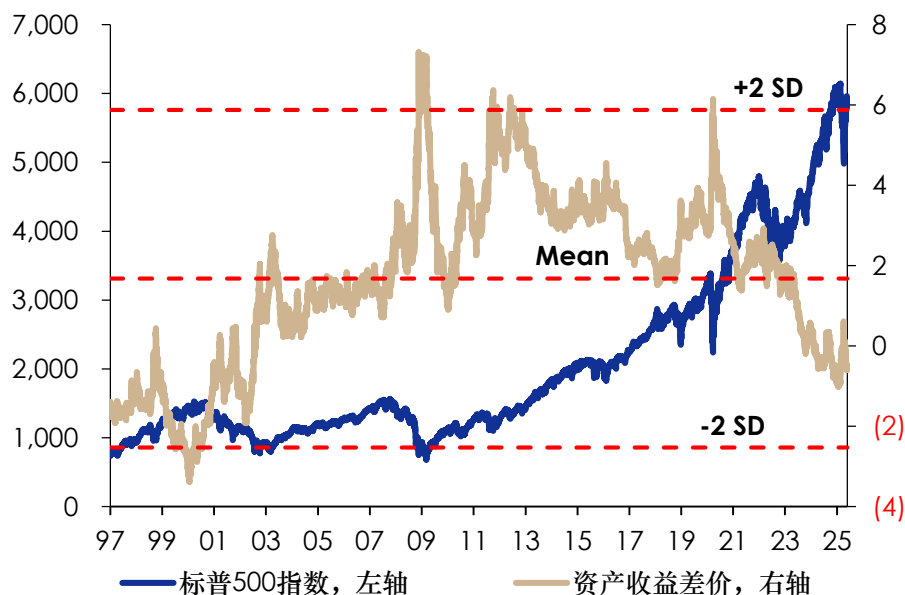
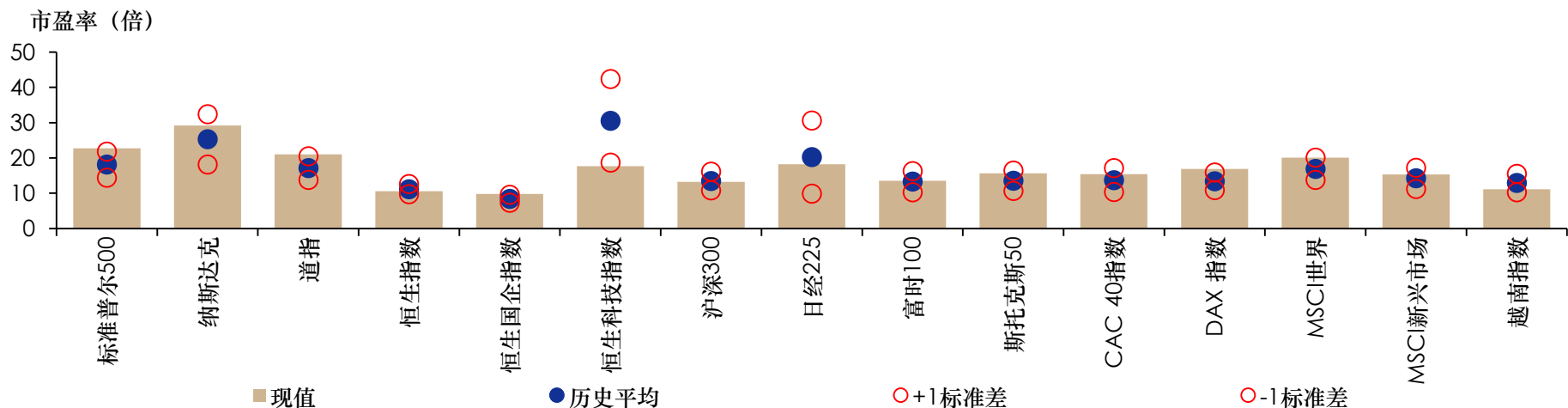
全球经济在沉浮之间前行，风险与机会并存。投资者需谨慎把握经济脉络，以应对频繁的冲击与持续的波动。

2025年全球市场大类资产回报



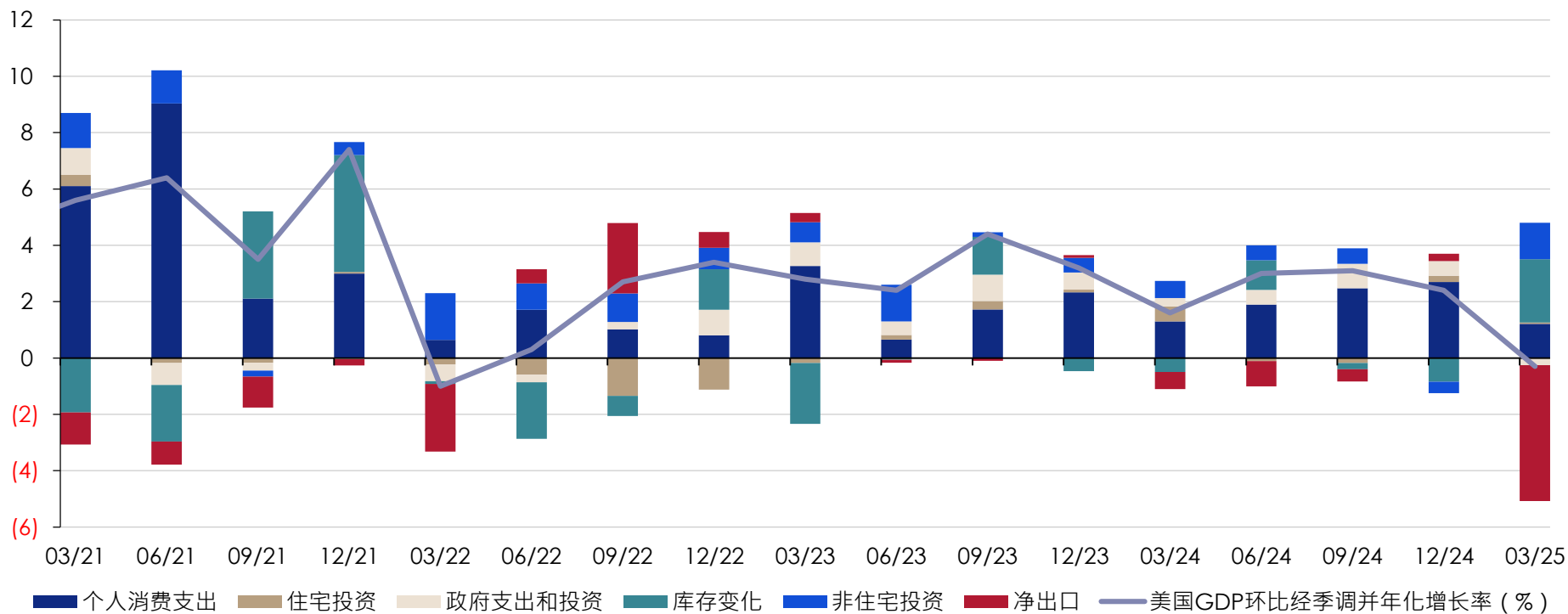
数据来源：彭博，建银国际；数据截至2025-05-28

2025年全球市场大类资产估值水平与交易活跃度



美国经济：一季度经济录得负值，初步显示关税冲击影响

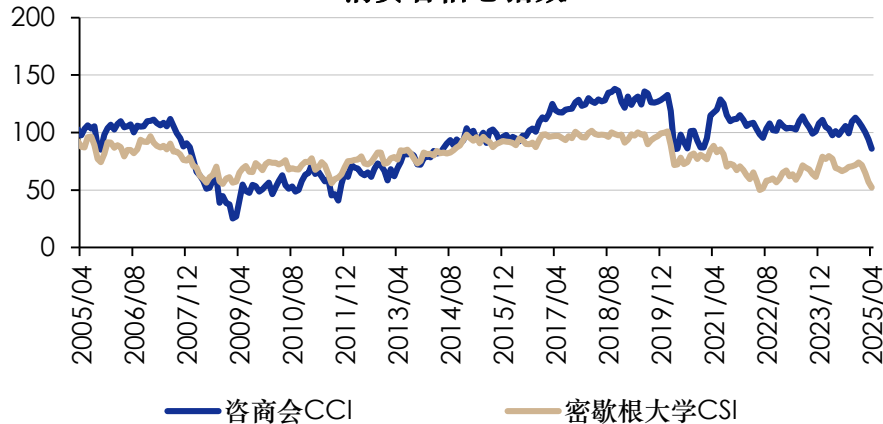
- ❖ 从最新经济与市场数据来看，美国经济正处在关税政策冲击的初步阶段。
- ❖ 当前数据更多体现出**囤货效应**和**贸易链条前置影响**，真正由关税带来的成本传到与需求抑制尚未完全释放。
- ❖ 一季度GDP环比年率下降0.3%（后上调至-0.2%），虽然主要受**抢进口效应（拖累4.83%）**和**政府开支（拖累0.25%）**，但已经反应出经济增长动能受压（私人消费支出放缓）。



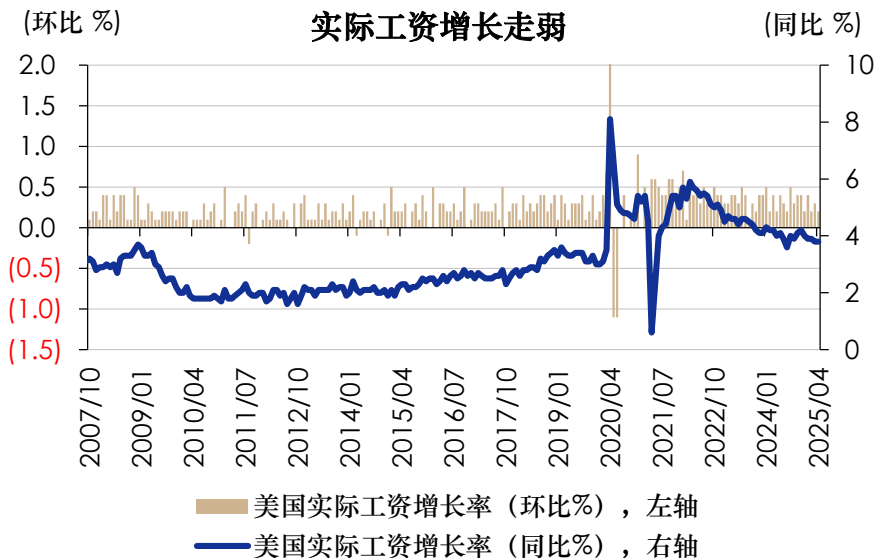
美国经济：消费驱动进一步走弱，先导指数接近次贷危机

- ❖ 我们在去年判断2025年消费进一步扩张的前提是提前消费和对薪资增长的预期能持续。
- ❖ 进入2025年下半年，薪资增长、超前消费等结构性变化的流量因素进一步放缓，先导指数接近次贷危机前后水平。
- ❖ 因此我们判断**2025年下半年美国消费将呈现低增长**，难以实现对GDP的强支持。

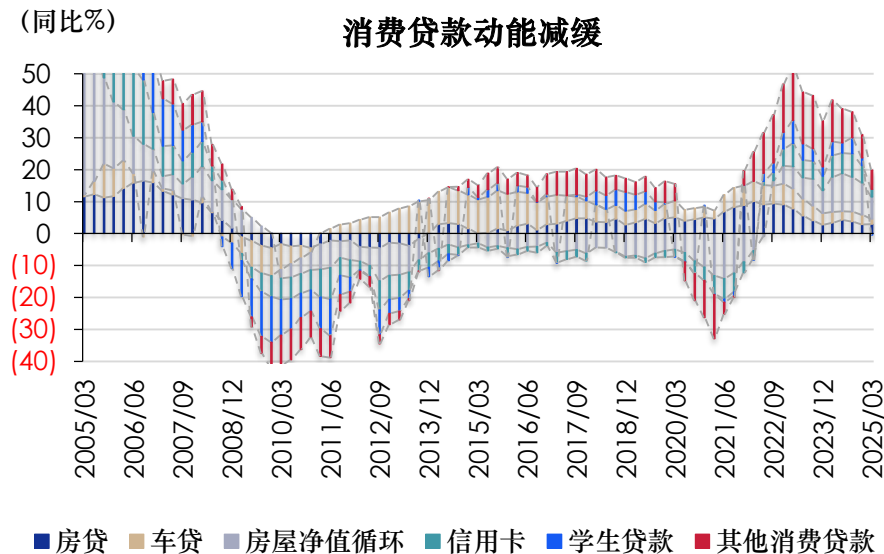
消费者信心指数



实际工资增长走弱



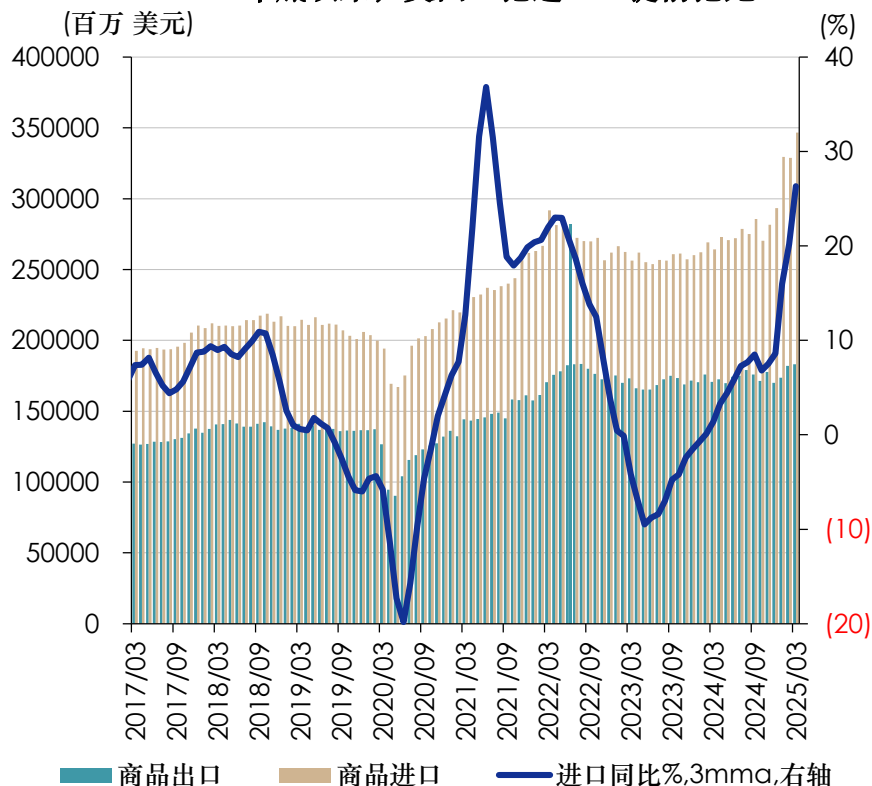
消费贷款动能减缓



美国经济：库存水平暗示抢进口下半年或走弱

- ❖ 关税造成的“抢进口”行为在短期内造成制造业繁荣的假象，但关税预期驱动的增长不可持续。
- ❖ 下游需求疲弱并未对中上游产生拉动，随着库存水平的上升，预计进口增速三季度见顶然后减弱。
- ❖ 所有进口中，美国对于终端产成品（电子、家具）仍有一定需求，补库时间或更久。

24年底以来，美国“抢进口”提前抢跑



美国制造业补库需求不强

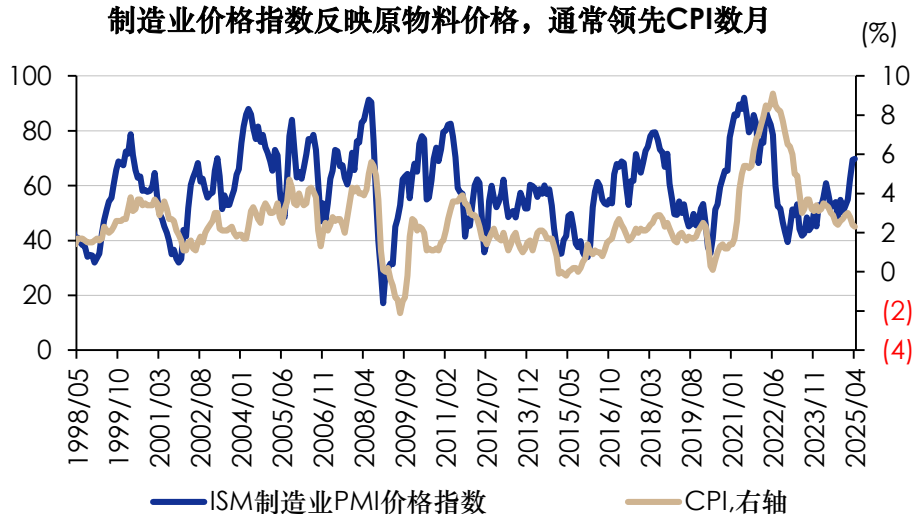


美国经济：上游成本上行，终端零售涨价，CPI或重回3%

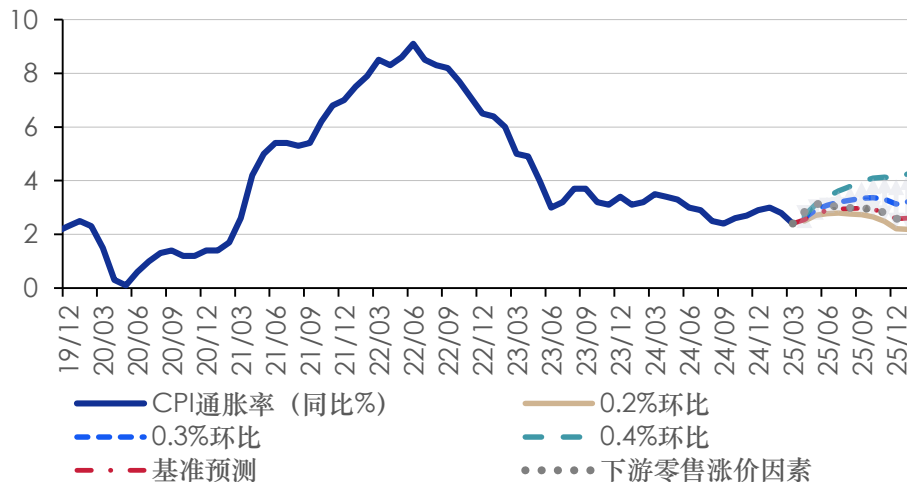
- ❖ 我们去年判断，**2025年通胀的趋势先走弱再向上**，目前我们的观点的前半部分——2025年通胀会走先弱已经得到验证。
- ❖ 对于下半年，我们认为**CPI大概率重回3%**，上游的PMI价格由于关税等不确定性上行或形成传导；零售商开始集中涨价。我们测算，若叠加零售密集涨价（测算零售对CPI环比影响最高可达0.2%），可能6月-8月开始CPI会重回3%。
- ❖ 但另一方面，需求和油价可能对冲部分价格上升的影响。

零售商	份额	零售类型	敏感性	管理层/年报评论涨价
Walmart	21	混合（偏实体）	高	已明确宣布涨价
Amazon	12	国际+平台卖家	高	未明确宣布，但行为显示调整
Target	4.2	实体+电商	中	已明确宣布涨价
Home Depot	5.5	实体	中高	未宣布涨价（明确表态不涨）
Costco	7	会员制实体	中	未宣布涨价（会员费将涨）
Kroger	6	食品实体	低	未宣布涨价（专注维持低价）
CVS	4.5	药品+快消	低	未宣布涨价（推透明定价模型）
Walgreens	4.2	药品+快消	低	未宣布涨价
Lowe's	3.4	实体	中	未宣布涨价（某些品类可能涨）
Albertsons	3.2	食品实体	低	未宣布涨价（拒绝接受涨价）

制造业价格指数反映原物料价格，通常领先CPI数月

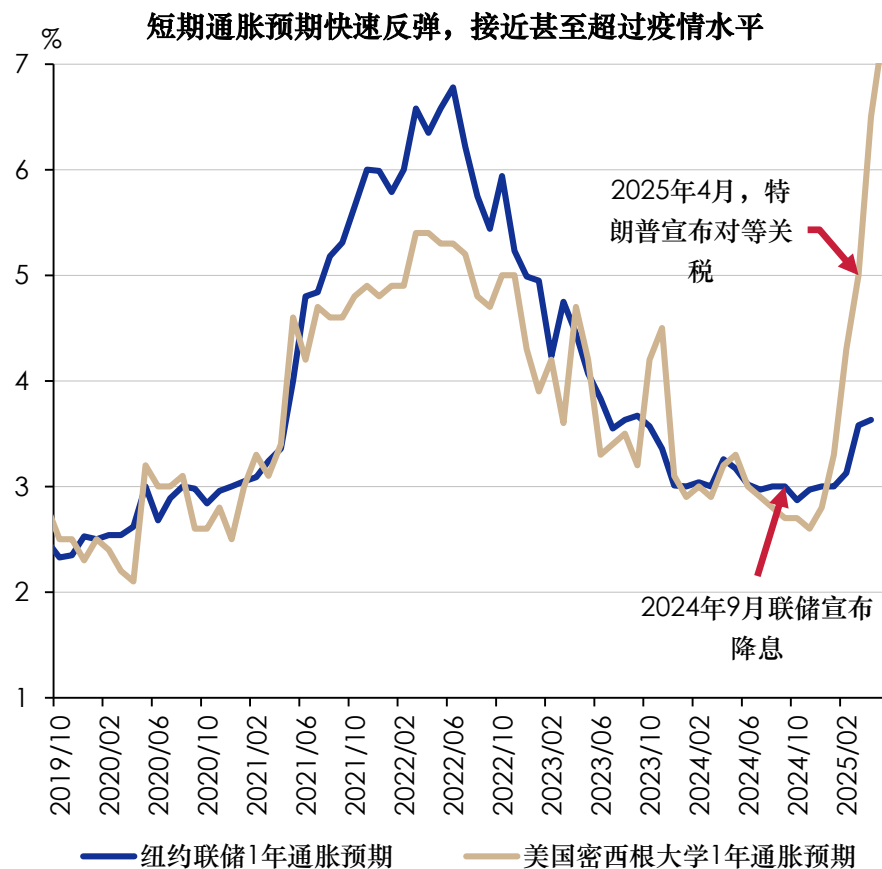


下游零售调价影响下，通胀可能在年中回到3%



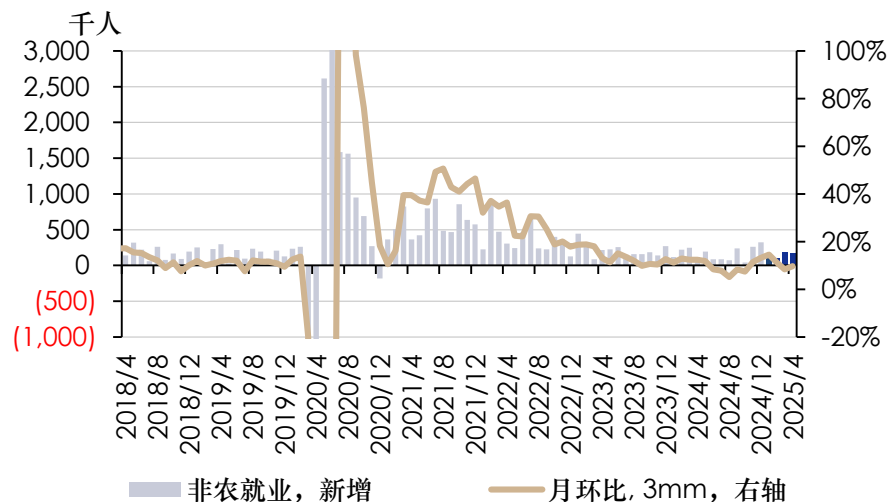
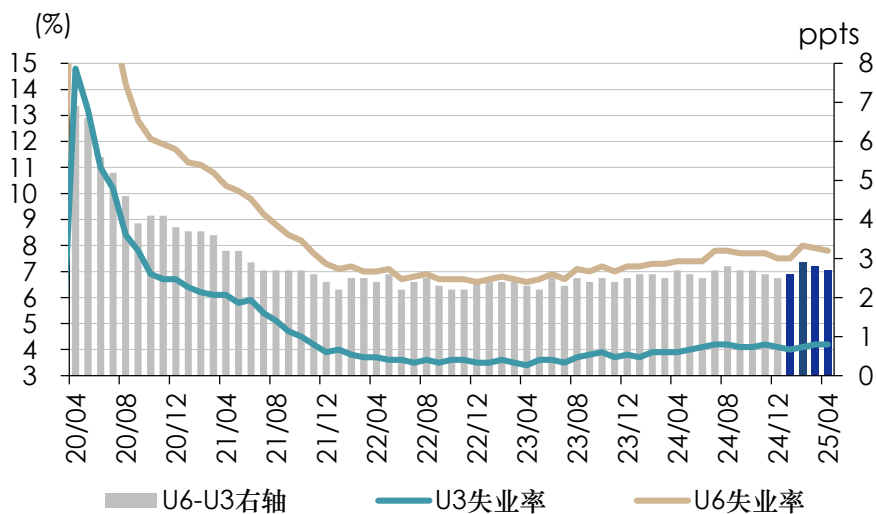
美国经济：关税不确定性抬升通胀预期

- ❖ 尽管特朗普的关税政策走走停停，但抬升的通胀预测将深刻影响消费行为和投资行为。
- ❖ 目前短期通胀，特别是密歇根大学消费者通胀预期在**2025年5月**飙升至**7.3%**，**超过疫情水平**。



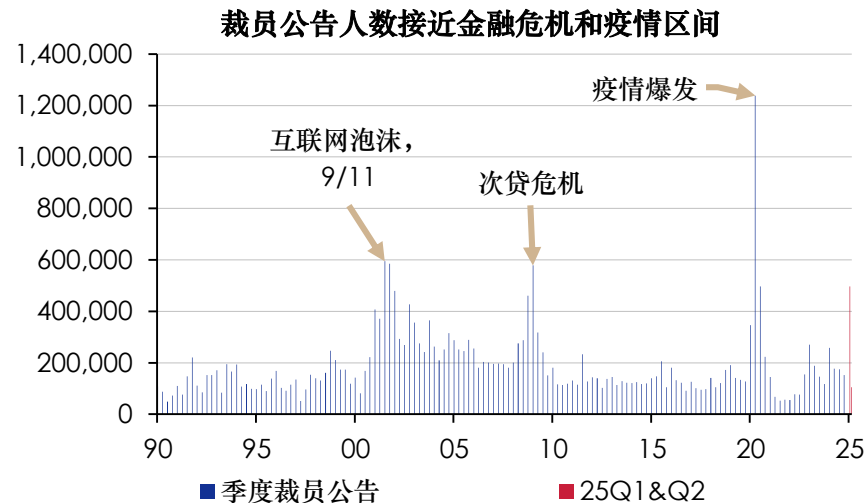
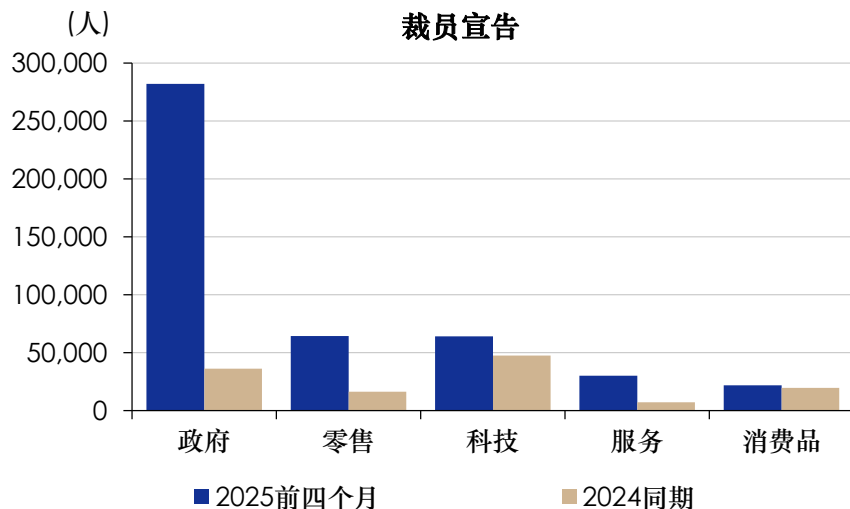
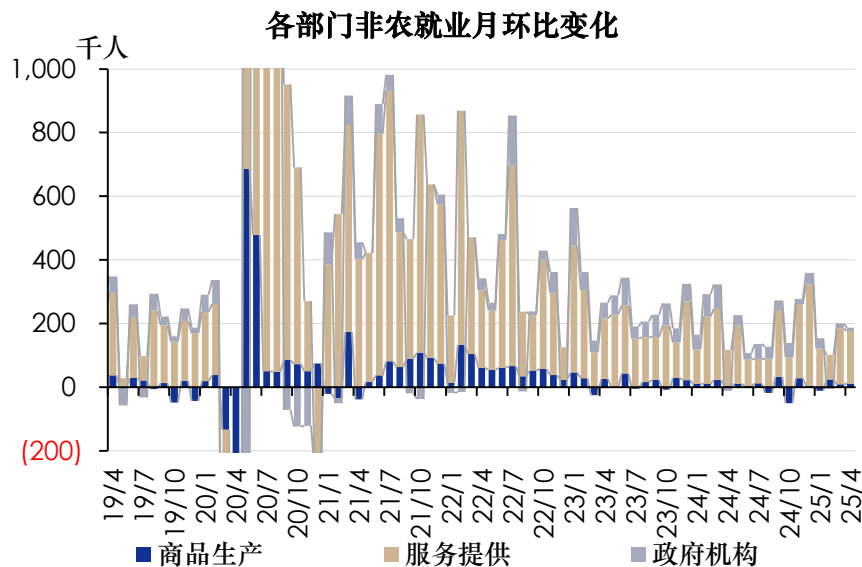
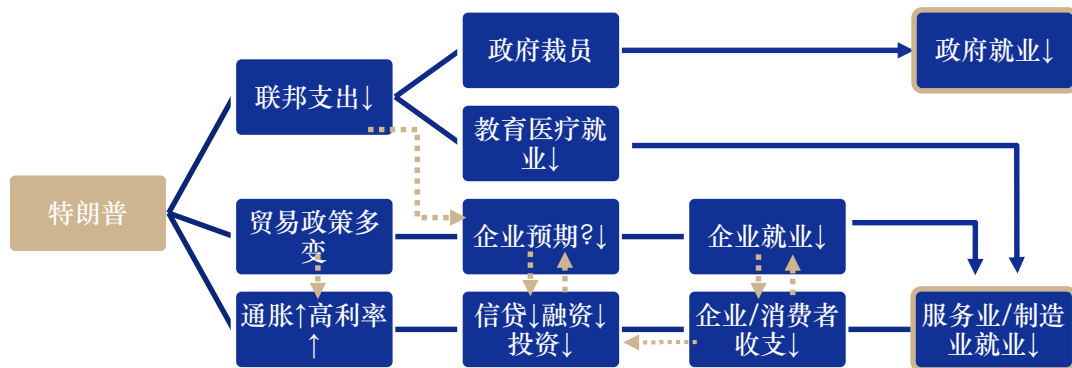
美国经济：失业率或上行，但不大可能是联储降息因素

- ❖ 我们在2024年展望中提出就业市场正在快速降温，2025年大方向上我们坚持这个观点
 - 非农新增数据：一季度由于极端天气时间 (加州山火、严寒天气) 导致下降，二季度出现季节性反弹；
 - 接下来三季度和四季度由于旅游、假期和招聘季节，季节性因素能支持一部分就业；
- ❖ 失业率目前稳健但预计上升：
 - 1-4月失业率处于4.0%-4.2%之间**较为稳健**；
 - 市场预计**未来有上行可能** (联储预测全年4.4%，密歇根大学消费者调查中2/3受访者认为一年内失业率会上行)；
- ❖ 难以成为降息驱动：即便25年失业率上升到4.5%，仍然低于近十年平均水平 (4.7%左右)；
- ❖ 低水平的就业：U6 (更广义失业指标) 与U3失业率的差距会发现这一差值显著扩大，这表明劳动力市场正在经历结构性恶化——更多劳动者被迫转向兼职工作或完全退出求职市场。



美国经济：中高端裁员上升 服务、政府就业支持转弱

- ❖ 中高端行业的裁员计划接近疫情和金融危机水平。
- ❖ 裁员宣告中，政府、服务都超同期，而在2020年以后政府和服务业分别贡献13%和82%的非农新增。



美联储政策：短期维持观望，最早或9月降息

经济数据与通胀预期

❖ 5月发布数据中，非农就业强于预期，CPI低于预期
→ 基本排除6月降息可能性

预计7月CPI将体现：

❖ 关税推高上游进口成本
❖ 零售商调价逐步传导
→ 7月降息门槛高

政策节奏与关键时间点

❖ 2025年9月与12月为主要降息窗口
❖ 若年内未启动，或推迟至2026年上半年

任期因素影响

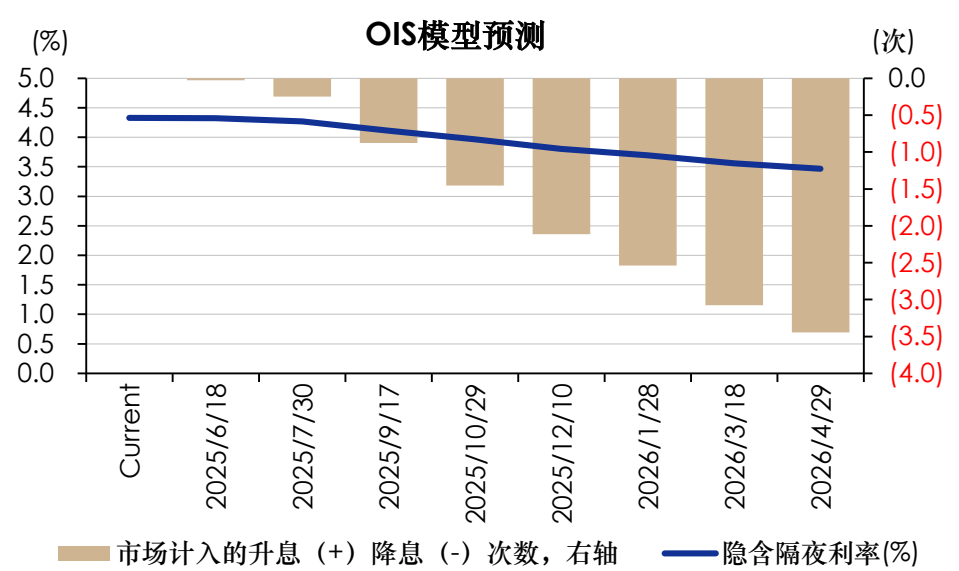
❖ 鲍威尔任期将于2026年6月结束
❖ 后续联储主席由特朗普提名，可能独立性削减

整体判断

❖ 2025年下半年至2026年上半年→ 预计有约3次降息空间

2025年6月 Fedwatch Tool预测

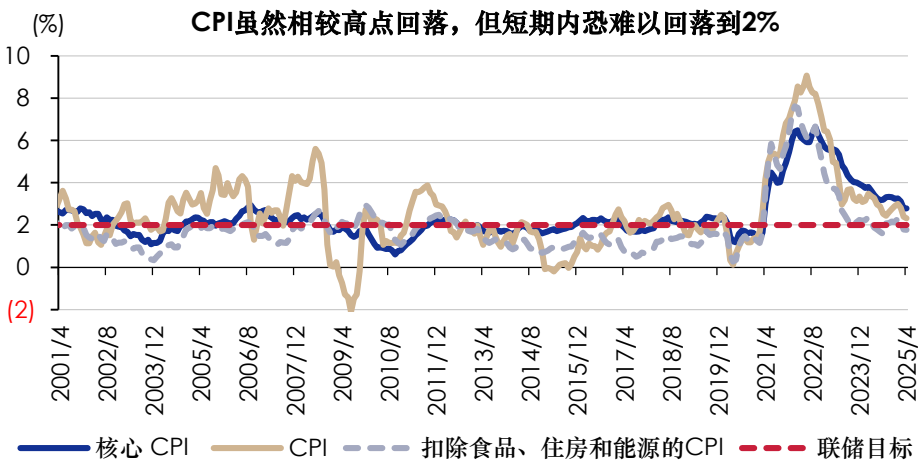
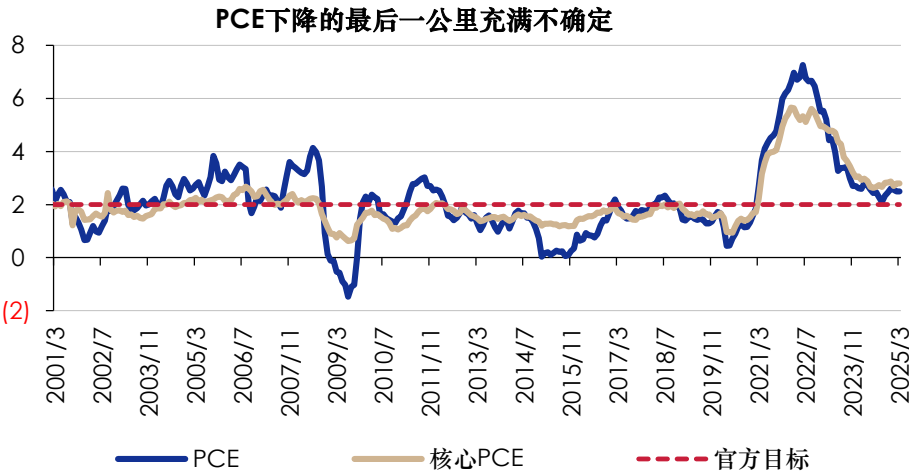
Meeting Date	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
6/18/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.28%	98.72%
7/30/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.01%	75.99%
9/17/2025	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	86.29%	13.71%
10/29/2025	0.00%	0.00%	0.00%	44.01%	55.99%	0.00%
12/10/2025	0.00%	0.00%	12.15%	87.85%	0.00%	0.00%
1/28/2026	0.00%	0.00%	52.01%	47.99%	0.00%	0.00%
3/18/2026	0.00%	5.05%	94.95%	0.00%	0.00%	0.00%
4/29/2026	0.00%	34.01%	65.99%	0.00%	0.00%	0.00%
6/17/2026	0.00%	75.49%	24.51%	0.00%	0.00%	0.00%
7/29/2026	0.00%	99.01%	0.99%	0.00%	0.00%	0.00%
9/16/2026	22.65%	77.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
10/28/2026	47.01%	52.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
12/9/2026	66.74%	33.26%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%



美联储政策：山不就我，我来就山——货币政策框架变化

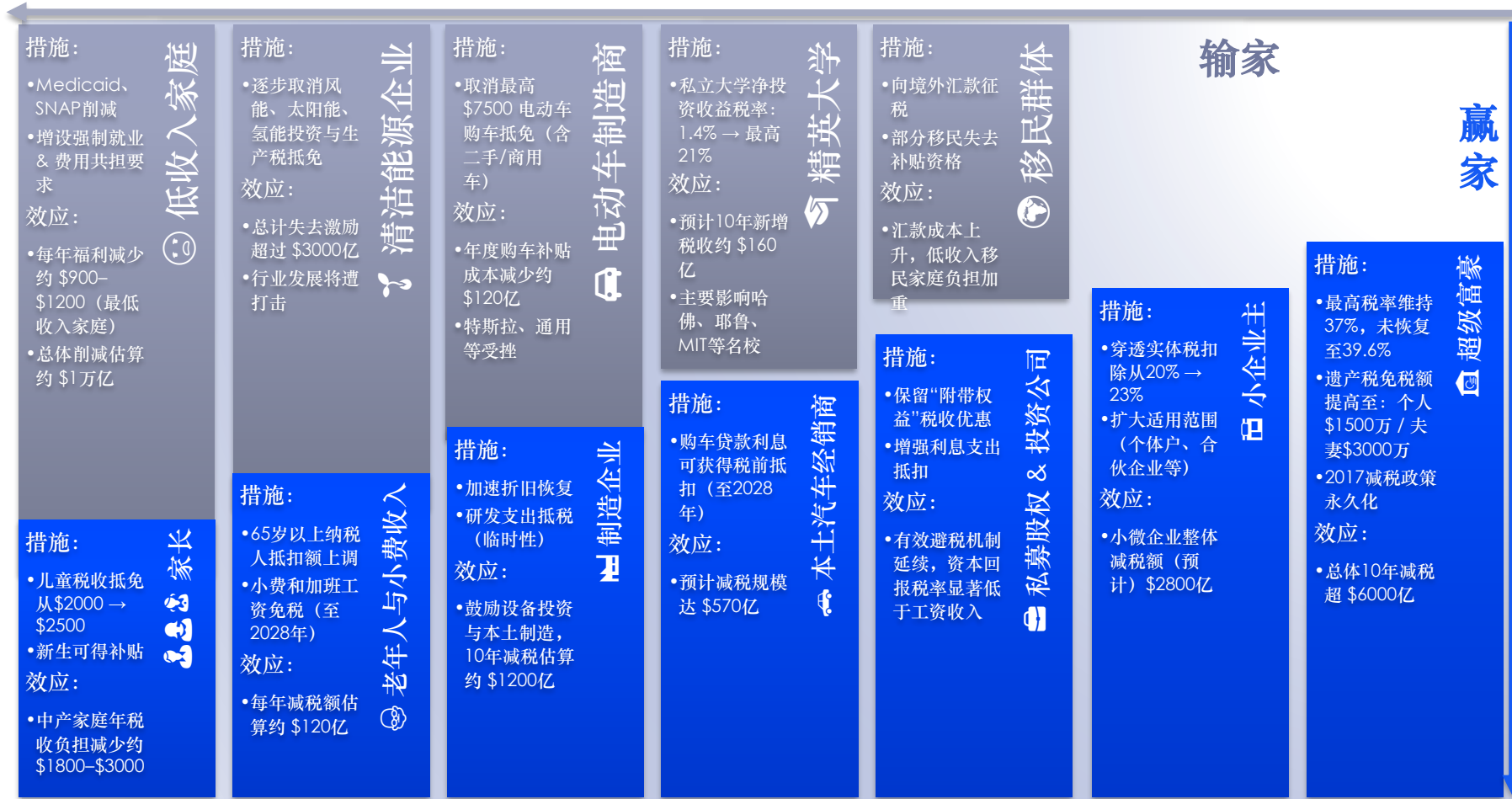
- ❖ 2020年推出“平均通胀目标”制主要是为了适应当时低通胀的环境，而2025年的货币政策框架审查是美联储适应高通胀和经济增长放缓的关键步骤。
- ❖ 实际来说，短期内要求平均通胀达到2%可行性极低，而不可行的目标无法传达政策意图。预计在8月或9月，美联储将公布审查结果，并宣布可能的政策调整。我们认为可能包含更灵活的通胀目标，为QT停止和降息做铺垫。
- ❖ 建议关注：6月发布的联储经济预测、8月的Jackson Hole峰会，8-9月政策框架调整结果

货币政策框架调整年份	主要变化	背景	政策意图	可能面临的挑战/问题
2012年	明确2% PCE通胀目标	金融危机后经济复苏缓慢，失业率高企，通胀保持低位	增强货币政策的透明度，稳定价格预期	市场对2%目标的理解可能不一致，可能影响政策信任度
2016年	强调2%通胀目标的“对称性”	持续低通胀，防止通缩预期	确保高于2%的通胀同样受到关注，避免低通胀的长期困境	如何平衡低通胀的管理，防止进一步的通缩预期
2020年	引入平均通胀目标 (AIT)	长期低通胀+疫情冲击，利率接近零，政策工具受限	允许适度高于2%的通胀，促进经济复苏，刺激需求	管理通胀预期，避免过度通胀上升的风险
2025年（预测）	可能调整通胀目标框架，重新评估政策工具	高通胀持续，经济增长放缓，美联储暂停降息	可能放宽2%通胀目标，允许在适度的情况下通胀上升，灵活调整货币政策	通胀预期失控风险，如何平衡高利率和通胀



美国财政：特朗普的“大美丽法案”——只对一部分人美丽

- ❖ 此税改倾向“资本友好”，大幅利好**超级富豪、企业等（赢家）**，移民、低收入群体、教育与绿色产业代价明显。
- ❖ 测算十年内，**税收减少总额约\$4.1 万亿（赢家）**，社会支出削减测算约\$1 万亿（输家），**联邦赤字增加月 \$3.8 万亿**。
- ❖ 其他争议众多。**债务上限上调**：众院提4万亿，参院提5万亿，赤字压力大。**889条款收税**：对美企海外派息征税，影响跨国资本。**军费扩张**：国防预算冲上1万亿美元，重压财政。



美国财政：美国IEEPA关税裁定与执行令概览

近期的关税争议是怎么回事？

CIT裁定IEEPA “越权无效”

- 裁决时间：2025年5月28日
- 法院主体：美国国际贸易法院 (CIT)
- 主要判决：基于IEEPA征收芬太尼关税、对等关税等超出法定权限，构成违法

CAFC批准 “暂缓执行”

- 裁决时间：2025年5月30日
- 法院主体：联邦巡回上诉法院 (CAFC)
- 主要判决：该裁定暂时冻结了CIT5月28日关于政策“越权、无效”的判决

结果：短期内关税得以维持

- 上诉程序预计持续约4-9个月，期间政策有效。
- 其他协会与企业已提起独立诉讼
- 若上诉法院维持原判，案件可能上诉至最高法院，成为总统权力边界重要判例

特朗普政府可以如何应对？

推进司法 政治动员

- 争取案件进入最高法院由保守派裁决
- 同时保持征税与表态，强化政策连续性
- 按照流程可能持续数月

重启IEEPA

- 重新宣布国家紧急状态
- 理由涉及“国家安全”“司法操纵”
- 可能法院认定为规避司法判决，风险大

“Plan B” 征收关税

- 232条款已进入政策筹备阶段
- 若近期启动，2025年H2可落地新关税
- 流程复杂可能聚焦特定国家/产品

美国财政：应对高赤字/债务的十大手段或收效甚微

措施	进展与整体评价	逻辑描述	规模评估	可行性	实现进度/现实障碍
预算开源节流	？口头宣传（账面粉饰，争议巨大）	利用预算程序强制限制支出项	大，可触及万亿级别	中高	同步减税+减少开支，减税影响更大，新法案被认为加重赤字10年3万亿-4万亿，新增债务超2万亿
关税提高财政收入	✗已经执行，争议极大，收效甚微	通过关税作为间接财政收入来源	小，不可持续， 承诺每年征收关税\$6000亿	中高	消费者承担成本，通胀风险，国际报复性关税隐忧； 截止5月14日已收入481亿，2025年全年收入预计1500-3000亿，10年预计2万亿-3万亿
DOGE削减开支	✗已经执行，争议极大，收效甚微	精简机构和技术优化来压缩开支	中等， 承诺削减\$1万亿-2万亿	中等	效率不明，执行混乱，合法性存疑； 宣传已节省\$1700亿，智库及媒体测算实际约\$20-100亿
货币贬值/债务货币化	？口头宣传（实际影响美元地位）	通过美元贬值使债务缩水	中等，不直接影响赤字	不可控	依赖利差等外国因素；资本外流与通胀风险
压低利率（干预美联储）	？口头宣传（美联储不为所动）	让联邦融资成本下降以减债负	中等，效果有限	不可控	直接挑战央行独立性，风险极高，可能适得其反
强化IRS征税效率	？实际执行，进程受阻，收效甚微	提高税收合规率和征收力度	中等，预计约\$200亿-250亿	中等	国会拨款阻力大，其增税属性与保守派金主冲突；需要更多IRS雇员，与DOGE冲突
GDP提速（生产率增长）	✗背道而驰，濒临衰退	经济加速提升税收与债务韧性	大，周期长	中低	依赖教育、技术、移民配合，周期长，难形成短期财政效果
移民结构优化	？情景复杂，收紧移民，吸引“金卡”无进展	扩大税基与劳动力	中等，周期长	中低	当前移民政策冲突，立法及政治阻力大
结构性增税（增值税等）	✗尚未使用，极难做到	引入税种、扩大税基来增长收入	大，可弥补\$2-4万亿缺口	低	极难推动，涉及普遍加税，政治风险极高
社保大改革（延迟退休）	✗尚未使用，极难做到	减少长期社保支出负担	大，长期可影响支出	低	公众反对激烈，几乎所有改革提案都被搁置



美国财政：关税政策变了又变是因为特朗普既要又要却到处碰壁

- ❖ 根据媒体不完全统计，自特朗普1月20日上台以来，关税政策出现了46次变化，其中涉及24次反转/出尔反尔。
- ❖ 我们认为这背后反映了特朗普试图通过关税解决美国内部和外部多重复杂目的，但处处碰壁，时刻调整。



中美贸易：中美经贸磋商机制建立 实质性谈判有望开启

5月10-11日，中美高层经贸代表在瑞士日内瓦举行两天会谈，双方同意建立“中美经贸磋商机制”，并于5月12日发布联合声明。根据联合声明，美方决定：暂停其中 **24% (90天)**；保留 10% 对等税率；对4月8日与9日行政令中的报复性税项，完全取消。相应的，中方对美的现行关税下调至10%，并且放开了一些非关税的管制。

在特朗普第二任期后新增的有效税率为（90天内）：**10%（对等关税） + 20%（芬太尼） = 30%**，相比本轮关税高峰期的**54%-145%**，关税负担明显缓解。相比同业预计的50%（20%+34%）-80%（特朗普在真相媒体发言）更低，整体是超预期判断。

叠加特朗普第二任期前的平均税率：特朗普第一任关税（部分产品）+ 双反税（部分产品）+ 拜登任期加征税（如适用） $\approx$ **约20%**

累计关税粗略估计为：**10%（对等关税） + 20%（芬太尼） + 20%（第二任期前平均税率） $\approx$ 50%**

我们判断未来走势如下

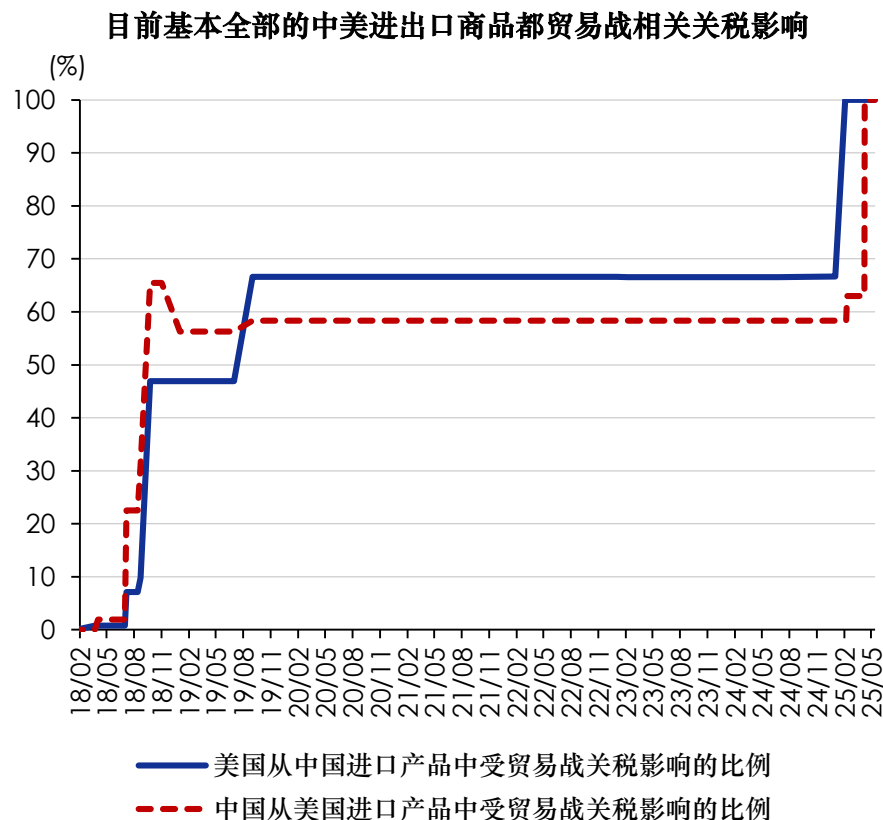
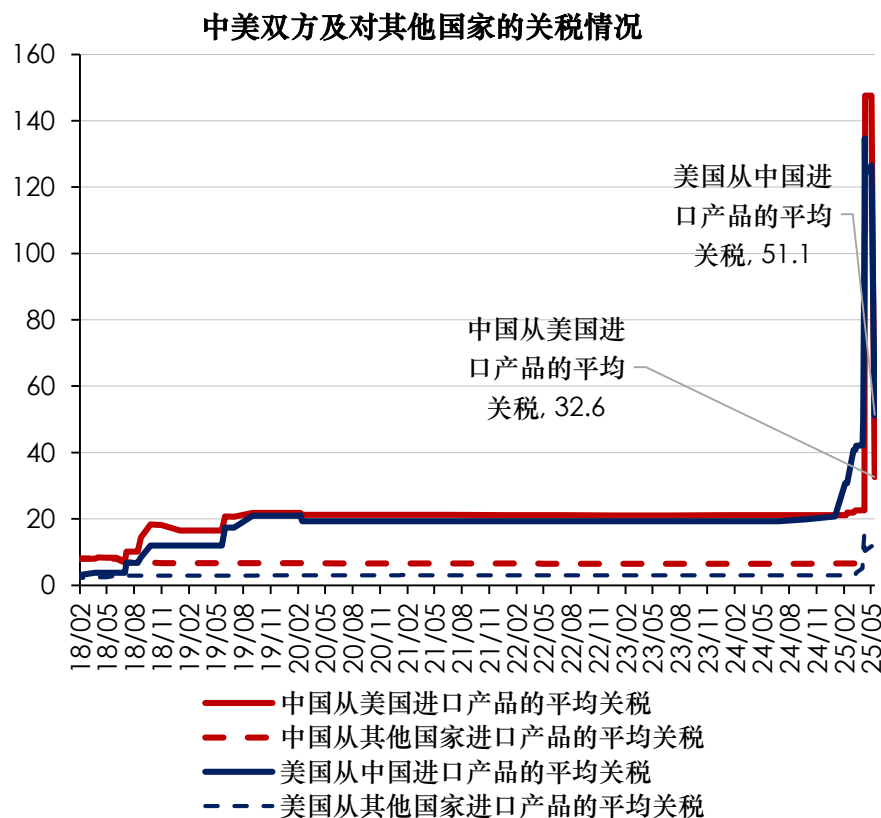
- 1、当前税负已重置，结构性减税窗口开启：联合声明明确将4月2日新加的**24%暂停**、其余报复性措施撤销，标志美方阶段性回撤。然而，2025年初加征的**10%（对等关税） 20%（芬太尼关税）**未被取消；
- 2、美方策略转向“结构压制+适度让利”组合：此次声明未动核心科技领域，但展现出愿在可控范围内交换阶段性稳定。双方同意设立技术交流小组作为后续突破平台。
- 3、8月12日前，“日内瓦协议”90天内，中美可能在非关税贸易壁垒中仍有摩擦，关注中美博弈对90天后影响。

此次中美关税调整标志着2025年报复性加征政策阶段性结束，关税峰值被拆解为可控的对等框架。但**10%（对等关税） + 20%（芬太尼）关税**未松动，说明博弈底层结构仍在。

- ✓ 重点观察：24%暂停部分是否彻底取消，10%（对等关税）+20%（芬太尼）关税是否存在调整可能
- ✓ 市场关注：是否形成消费电子、医疗、民生品为核心的“低敏感清单”
- ✓ 风险提示：技术出口、地缘策略仍构成中期对抗主线

中美贸易：中美平均关税测算

- ❖ 根据PIIE的测算，美国对来自中国的进口商品的平均关税在4月上升到126.5%，随后在日内瓦会晤后下调，降至**51.1%**。（相应的中国对美国进口商品的平均关税目前处于**32.6%**）；
- ❖ 尽管相较于峰值有所下调，关税仍然相较于此前水平有较大提升



中美贸易：90天内与90天后的猜想

90天内：非关税摩擦为主

在2025年5月14日之后的90天内，中美贸易紧张局势预计将主要表现为**非关税领域的摩擦**，而不是直接的关税对抗。双方在日内瓦达成的协议已将4月实施的高关税回落至较低水平（平均约51.1%），在这一框架下，短期内不太可能重新大规模上调关税。

在这段时间内，关注点将更多集中在以下几个方面：

- ❖ **美国延续或升级对中国科技企业的出口管制与长臂制裁**
 - 包括华为、中芯国际等重点企业；
 - 新动向：美方可能进一步制裁第三方企业（如东南亚或中东公司）协助中企绕道采购。
- ❖ **中国加强对美资企业在中国运营的审查与反垄断执法**
 - 包括数据合规、网络安全、市场支配地位审查等；
 - 具有“对等回应”与“战略示警”的政策功能。
- ❖ **美国可能推出新一轮实体清单或技术出口限制清单**
 - 重点集中在AI、量子、先进制造、高性能计算等新兴技术领域。
- ❖ **除IEEPA外美国基于232条款的新贸易安全调查动向**
 - 虽非中国专属，但中国产能明显在靶心。
- ❖ **中美围绕数据、AI芯片、网络安全的监管壁垒升级**
 - 涉及模型训练、芯片使用权限、本地部署要求、算法可审查性等敏感新规则。
- ❖ **美国对教育、科研机构的学术交流与人员审查趋严**

这些措施可能形成实质性的贸易壁垒，尽管不体现在名义关税上，但其经济影响与高关税类似。

90天后：重回145%高点的可能性极低

进入2025年8月中下旬，我们认为，美国的目标更多是通过维持一定程度的施压（10%-60%区间内的关税）来形成谈判筹码，而非完全回到极限施压状态。

主要原因包括：

- ❖ 美方希望为制造业保留价格空间，尤其是关键行业（如清洁能源设备、消费电子）在选举周期期间面临成本敏感；
- ❖ 中方可能以撤销非关税措施为条件，促成更稳定的关税安排；
- ❖ 国际社会特别是欧洲与日本的立场要求美国在全球供应链政策中保持一定灵活性。

我们预计未来90天后的中美关税将**维持在10%至60%之间的“压制性但非毁灭性”水平**，并随着谈判进展可能进一步调整。

2025下半年大类资产配置评分表

资产配置表格 - 25年6月

资产类别	配置得分 (1-5, 5为最高)	短期动向 (3-6 个月)	评价
股票	4	◀▶	下半年宏观因素伴随着政策的高度不确定性和经济放缓的风险，股市仍有空间，但会伴随高波动
发达国家股票	4	▲	美国：对等关税的首次冲击过去，预计三季度波动性较高，7~8月预计结合通胀走高、贸易政策协商、财政政策等重大风险，应控制仓位暴露。但进入9月，在低期待下，货币政策和企业营收可能有惊喜，我们预计2025年底标普500或能突破此前高点6150；中长线来看，特朗普政府政策不确定性导致的高波动以及对美元资产的重估将维持。 欧洲：相比美国，欧洲的货币政策路径更加清晰，德国财政扩张、欧元走强提供宏观上行驱动；但贸易摩擦、需求不足仍是拖累。 日本：日本和美国之间产业合作的机会较强，预计日经有上行空间，但突破前高需要催化，拖累为汇率波动，高通胀拖累投资消费。
新兴市场股票	4	▲	新兴市场或受益于美元走弱、全球资金再布局，我们上调对新兴市场股票的得分，从3.5调整到4，并将短期动向展望调至正面。
债券	3	▼	尽管大部分经济体在此前都开展了宽松操作，但未来进一步降息空间有限，且美日等主要经济体的长债收益率走高
国债	3.5	◀▶	
— 发达市场	3.5	▼	美国：评级下调和财政赤字扩大、拍卖需求走软，导致长端收益率上行。 日本：包括寿险公司在内的主要投资人需求疲软，叠加央行减少购买规模，市场需求不足。 欧洲：欧元区国债收益率相对稳定，其中，德国债务占GDP比重较低，财政状况相对稳定。 我们下调发达市场国债的配置评分，并将短期展望调至负面，主要是由于对美、日长债的看法。
— 新兴市场	3.5	◀▶	美元走弱客观有利于新兴市场金回流；另一方面，我们观察到美元债发行减少，主权本币债发行增多；将短期动向展望调至中性。
企业债券	3	◀▶	
— 投资级	4	◀▶	尽管面临经济不确定性，投资级企业债券利差有所走扩，略低于历史均值，但发行活跃反映投资人对高质量企业债券的需求。
— 高收益	1	◀▶	2025年高收益利差在4月对等关税方案时一度走扩，但5月整体收敛，说明相对而言高收益对抗风险脆弱。
大宗商品	3	◀▶	
能源	2.5	◀▶	对能源大类的整体配置评分较为中性，夏季季节性需求或带来短驱动，但大概率是窄幅波动
— 石油	2.5	◀▶	石油：供需结构趋于平衡，地缘政治支持，但全球经济放缓可能抑制。我们在去年6月将石油展望调为负面后，油价按年已下跌15%；我们将展望转为中性，认未来短期内更多是窄幅波动。
— 天然气	2	◀▶	天然气：25年天然气预计区域割裂，美国天然气库存高于五年平均，夏季用电高峰可能提供短驱动。
— 煤炭	1.5	◀▶	煤炭：未来全球经济不确定带来的需求放缓叠加中国清洁能源的大趋势，我们下调短期动向展望至中性。
农产品	3.5	▲	农产品未来结构行强势+波动持续，气候扰动、库存偏紧、地缘风险等因素，我们上调短期动向展望为正面。
金属	4.5	▲	2025年，贵金属前景继续向好，而工业金属则相对较弱，我们在25年仍然坚持逢低积累贵金属。
— 贵金属	5	▲	我们从2024年起持续建议投资人累积黄金，并取得不俗的收益。我们继续看好投资黄金以及黄金相关股票的机会。建议逢低买入。
— 工业金属	3.5	◀▶	工业金属方面，需求不稳仍是拖累因素，我们认为供应端紧张将使铝短期内表现优于铜。我们下调短期动向展望为中性。
另类资产	2.5	▲	我们在24年提出加密货币是“特朗普交易”的受益者证明是正确的，在25年另类资产监管的态度（美国和香港等）有支持。
现金及货币市场基金	3.5	◀▶	我们此前建议保持一定的流动性水平，而不是完全配置资本，在2024年，货币市场基金保持了不错的收益，25年我们仍然建议保持一定流动性。

免责声明

评级定义：

优于大市 — 于未来12个月预期回报为高于10%
中性 — 于未来12个月预期回报在-10%至10%之间
弱于大市 — 于未来12个月预期回报低于-10%

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及／或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意（i）本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；（ii）过去表现不反应未来业绩；（iii）本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少12个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；（iv）未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及（v）汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及／或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和／或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。

在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

免责声明

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团所发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或1986年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡Financial Advisers Act规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡Financial Advisers Regulations第32C条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司2025。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦12楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097