



2025 年下半年市场展望 驾驭新常态



宏观经济分析

全球经济下半年将放缓

全球经济在 2025 年下半年将出现一定程度的放缓，新兴市场的放缓可能比成熟市场更为显著。

在成熟市场中，美国的经济放缓最为明显。上半年，特别是第一季度，由于关税战的考虑，企业提前进行了大量进货，这种情况在下半年将不再出现。此外，经济本身也处于经济循环的下行阶段，因此经济增长率将从上半年接近趋势增长(约 1.8-2.0%)的水平下降至 1%甚至低于 1%的水平，全年经济增长率预计仅有约 1.35%。

至于欧元区 and 英国，虽然下半年相较于上半年的经济放缓程度不如美国那么显著，但欧元区和美国之间可能展开的贸易战，后续的负面影响可能会超出预期。日本在上半年相对于过去长期经济水平来说，增长尚可，但到了下半年，特别是第四季度，预估经济将明显放缓。至于中国，下半年的市场预估也不容乐观，在财政刺激没有明显增加的情况下，经济增长将较上半年明显放缓。

特朗普政策为经济带来高度不确定性

我们关注的焦点美国。正如前述，上半年因强烈的补货需求，消费尚可维持，而投资与进口提前备货的需求尤其强烈，使得经济表现颇佳。然而，这些需求到了下半年将逐渐消失，反而会因提前消化这些需求而导致届时的需求下降，对经济表现形成不利影响。目前的经济数据尚可，但无论是家庭还是企业，都面临特朗普各种政策不确定性的影响，消费信心保守、动力减弱，企业订单下降，这些都是可以预见的发展趋势。虽然目前的硬数据(实体数据)尚可，但软数据(调查数据)已经明显走弱。根据过去的经验，最终实体数据也会随之下滑。我们认为劳动市场将是未来观察的重点，其领先指针的调查数据已开始显现颓势，其恶化将进一步影响薪资增长与消费动力，从而对美国经济造成冲击。

至于特朗普后续政策的影响，尽管贸易战的动作相比于上半年似乎略有缓和，但市场目前的焦点已转向财政议题，这将成为年中到下半年市场反应更强烈的主轴。在当前的预算案下，并没有办法有效缩减赤字与未来债务累积，这将不可避免地给中长期国债孳息率施加上行压力。而市场利率处于高档，对实体经济的表现本就是不利因素。

随着美国通胀和劳动市场持续降温，2025 年上半年经济已回到就业与通胀风险大致均衡的状态。展望 2025 年下半年，住房通胀仍将持续下滑，然而第三季度关税将推高核心商品通胀，并在第四季度扩散至服务通胀。届时，核心通胀率将由 2.7%上升至 3.3%，并预计在 2026 年下半年逐渐放缓。至于劳动市场，也将受到经济景气下滑的影响。所幸企业多以减少招聘取代大规模裁员，失业率预计将由 4.1%上升至 4.6%。面对美国经济轻度停滞性通胀与高度不确定性的影响，美联储将维持现有利率不变。预计 2025 年第四季度通胀将从高峰开始回落，而劳动市场仍持续恶化，美联储预计将降息 25 个基点，并在 2026 年持续降息 50 至 75 个基点。然而，特朗普政府多项行政命令对经济的影响存在高度不确定性，仍须留意经济可能出现硬着陆以及美联储积极降息的可能性。

下半年估值仍受压 建议防卫性及质量(Quality)

在美股投资方面，我们认为今年进入空头的机率并不高，但第三季度下跌的机会不小。从基本面来看，S&P 500 全年盈利预估已由年初的 14.1%降至目前不到 9%的水平。尤其是原物料、工业、非必需性消费等在贸易战中风险较高的个股，其盈利预测被下修了 10-15%不等，是受贸易战影响较大的板块。但整体股市来说，这种情况并不意外，因为自 2000 年以来，已多次出现经济仅低速增长但股市盈利却衰退的情况，因此预计下半年盈利下修的趋势还会持续。至于估值部分，如前述所言，降息的可能性不大，且 10 年期国债的无风险利率处在高位，加上股市持续反映基本面风险，风险溢价也会上扬；这些因素都推高了折现率，对股市估值形成利空。综合来看，我们对美股第三季度持不乐观态度，第四季度则需观察景气是否触底、减税和财政政策的发展等因素，以判断大盘是否有表现机会。在投资风格上，我们建议以防

御性和质量(Quality)为主。防御性股票在景气下行时具有保护作用，而质量股(Quality)则是选择资产负债表较健康的企业，在动荡时期相对较佳的选择。

优先选择投资级公司债

至于债券投资方面，下半年美国经济弱化应有望带动债券利率回落。我们预期十年期美国国债利率在第三季下半至第四季将回落至 4.0%-4.3% 的低位区间附近，并随着美国景气触底及美联储降息进入尾声，利率可能由降转升。然而，投资者需留意第三季初减税法案调高债务上限所增添的财政纪律隐忧、美国财政部增发债券吸取市场流动性、以及美国景气若比预期强劲等因素，这些都可能限制美债利率的降幅。在公司债方面，考虑到下半年美国经济动力偏向下行，我们较建议投资信用质素较好的投资等级公司债。待年底至明年初美国经济触底时，再考虑转进非投资等级公司债，以捕捉可能的收益机会。

中国宏观经济

应对外患中国的四大经济发展重点

自 2025 年初以来，中国经济在多重内外因素交织下呈现边际改善。经贸领域，与美国达成 90 天短期关税豁免后，市场对全年 GDP 增速的预期回升，由公布「解放日」后的 4.2%，上调至达成初步协议后的 4.5%；而另一方面，尽管对美出口仍在萎缩，但对东盟与印度的出口增幅明显，出口商正积极开拓多边市场以化解外部冲击，中国出口至美国的占比持续下降。在面对外患的背景下，中国政府对经济的四大重点包括：(1)维持银行体系流动性、(2)提振消费信心、(3)支持创科推动高增值生产策略、(4)增加拓展美国以外的贸易联盟。

从“钱荒”转向“信心荒” 中国需推动信心恢复

货币政策层面，流动性充裕、银行体系资金面宽松，但社会信心仍待进一步修复。十年期国债收益率在主要新兴市场中处于较低水平，有助于降低企业融资成本；食品价格下降带来的通缩压力与核心 CPI 温和增长同时存在。制造业 PMI 徘徊在 50 荣枯线附近，短期尚未显现明显扩张。金融支持重心正从“钱荒”转向“信心荒”（有充足资金支持，但缺乏信心）。

而事实上，中央政府为提振国内增长动力，除了自去年年底开始早前不断推出/更新的消费扶持政策，如「以旧换新」及「大规模设备更新」具有资金落地推动消费外；人民银行于 5 月初实施新一轮货币宽松政策：全面降准 0.5 个百分点、降息 0.1 个百分点，并扩大再贷款与再贴现额度，向市场释放约人民币 1 兆元长期流动性，增加企业的融资意欲，为后续信心回复打好基础。后续中央政治局会议将成为政策走向的关键，市场普遍预期货币与财政政策将继续协同发力，以提振整体经济信心。

而经过时间推移的政策落地逐渐发挥效用，自 2024 年下半年以来，零售销售增速企稳回升，至今 4 月消费表现持续回暖；同时基建投资保持强劲，对冲房地产市场疲弱带来的下行风险。另外，住宅市场在去年触底后逐步回暖，销售量逐渐回稳；汽车销售快速增长，反映内需存在一定韧性，消费对于中国 GDP 的压力没有市场想象般大。而从资本市场来看，上证综合指数表现或可视为另一信心指标，在经历过去数年的下行趋势，并于去年九月起反弹重上 3,300 的水平后，进入连月的整固横行格局，实质上逐步体现资金回流与投资者信心修复。

2025 中国高科技制造

早前 2015 年的时间，国务院已经为「中国制造 2025」进行规划，指要推动中国在高端制造业的竞争力。经历十年的发展及升级转型后，“中国制造 2025”已在人工智能、半导体、新能源装备等领域取得多项技术突破，下一阶段将聚焦技术的商业化与普及应用。

而自中国房地产陷入危机后，中国银行体系的信贷资源正由房地产部门加速向制造业及高科技产业倾斜，反映中国经济增长动力来源的改变。随着，中国创新技术持续突破，中国有机会持续出现“Deepseek moment”，这是大量资金投入研究和开发的结果。但中国的技术创新或将会引起美国对中国的警惕，引致美国对于中国不同科技限制措施出台。无论关税上的谈判结果怎样，中美关系也将会时松时紧，时好时坏，这将会是新常态。久而久之，对中美争拗，市场的反应也将越来越平淡。

美国依赖性降低 分散风险

如以上所说美国对中国的创新发展增加了大大小小的限制措施，连同近期美国再对全球加征关税的背景下，事实上中国早前已为此风险做准备，由特朗普 1.0 对中国开展第一次贸易战时期开始，中国出口至美国的比例已明显降低，并转向与其他贸易国进行交易，于 2019 年中国出口至非美国国家的比重为约 80%，而 2025 年该比例升至约 85%，对于直接出口至美国的占比逐渐减少，同时中国增加了对东盟及印度等的国家增加贸易活动，为中国出口提高弹性及分散风险。

与此同时，在环球贸易环境不稳下，近年中国正积极增加黄金储备，由 2023 年初的约 2000 吨，增加至今近 2300 吨，占了中国外汇储备约 7%，仍然远低于其他国家以黄金作为外汇储备的 21% 水平，未来中国或会成为黄金需求的主要来源。

多元资产配置应对新常态

中美关系将在“时松时紧”的新常态中持续博弈。面对美方持续加码的高科技出口管制，中国正加速强化本土供应链、多元贸易策略及自主研发，推动核心技术自主可控。黄金储备持续增长，作为避险资产的价值在不确定环境下进一步凸显。港股市场方面，恒生指数自年初以来走势强劲，反映海外资金持续配置中国资产与风险偏好回升。投资者日益重视分散风险，多元资产配置成为新趋势，包括适度布局海外市场与防御性资产。

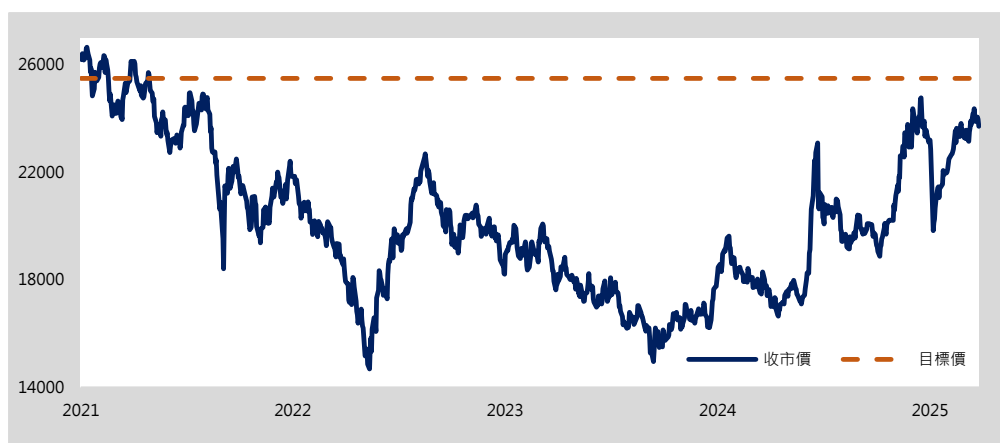
综合来看，2025 年下半年中国经济将在政策推动、内需回升与制造业转型升级的共同作用下持续修复。但仍需关注中美摩擦、地缘政治与国际需求波动等不确定因素。

恒指 2025 年下半年展望

2025 年恒指目标价 25,500 点

我们在 2025 年上半年提出 23,200 点，但当时最重大的下行风险是特朗普的关税政策。考虑上述状况后，我们认为港股下半年会反映着更多利好因素，这也反映在市场对于恒指的每股盈利预估上修。我们上调今年恒指目标价至 25,500 点，对应约 11 倍预测市盈率，下半年潜在增长 6.3% (截止 25 年 6 月 17 日计)，总值全年升幅 27.5%。

图 1: 恒生指数



资料: 彭博, 凯基整理, 截至 2025 年 6 月 17 日

行业短评

行业	评级	短评
工业	增持	- 中央提前下达 2025 年专项债额度 1.8 万亿元，重点支持产业升级项目。预期中国工业长期转型趋势仍然显著，高技术制造业投资仍然超越整体工业投资增速。受美国关税影响，「出口转内销」或是可行方法，但过多商品供应或引发本土厂商价格战，高增值制造业或可避免价格内卷。 - 自动化及人型机械人，2025 是中国人型机器人(具身智能机器人)产业正迎来量产元年，2030 年市场规模接近 4000 亿元人民币。中国企业在整个产业链各环节均有布局，尤其在核心零部件的硬件降本方面具备全球领先优势，产业链完备且规模庞大。
互联网	增持	- 随着 AI 发展，不同企业均善用人工智能提升企业营运效益，特别于广告业务，从用户偏好着手，提升广告点击率，为可率先体现 AI 变现能力的项目 - 随着 DeepSeek 出现，市场对于中国 AI 发展信心加强，市场预测 2025 年中国 AI 软件市场规模将突破 500 亿元，按年约升 32%。 - 中国政府将「人工智能+」上升为国家战略，重点支持大模型训练与行业应用，中国人工智能行业发展将可长远提升中国企业营运效率改善。
原材料	增持	- 电池相关材料会因全球新能源车渗透率提升及电池储能需求上升，带动电池及上游原材料需求长期增长。 - 黄金作为避险作用，黄金资产在今年这不明朗前景下看好。 - 预期今年水泥需求预计高单位数跌幅，主要受房地产市场持续低迷拖累，基建投资的增长仅能抵消部分影响，但受惠更严格的产量限制，水泥价格料呈现稳定回升趋势。
电信	增持	- 在宏观经济不确定性背景下，电信运营商板块成为中国股市的避风港。电信运营商净利润保持稳定，且 2025 年资本支出(Capex)预计下降，令现金流将更为充裕。随着国资委(SASAC)鼓励国有企业提升股东回报，我们预计高分红将持续，支撑股价表现。 - 因电信运营商资本支出(Capex)下降，通信塔和通信设备行业短期内营收或面临压力。与此同时，超大规模云服务商(Hyperscalers)和国有企业在 DeepSeek 技术发布后，对人工智能(AI)应用的兴趣日益浓厚，计算产品在未来有望实现快速增长。
医疗保健	增持	- 政府支持整个创新药物产业链，包括新纳入的 C 类药物清单，如 CAR-T、尖端肿瘤药物及罕见疾病用药。 - 医疗设备在下半年将获得更多政策支持，尤其是招标活动将更加积极，招标热度在 2025 年第一季度已经提升。 - 医药外包(CXO)将受惠于政府优化临床试验的政策推动，从而加快创新药物的开发。相反，美国的《生物安全法案》(Biosecure Act)仍将是行业的主要压力来源，并可能进一步加强监管。
公用事业	增持	- 发电行业因煤炭价格弱势带来的煤电利差扩大受益，支持收益并带来高股息率，且电力需求受关税局势影响有限。 - 太阳能等可再生能源面临国内装机增速放缓面临挑战。

行业	评级	短评
金融	中性	● 在中美关税的冲突下，预期中央政策需要透过使用更多工具来刺激内需，而金融业整体受益于政策支持，包括降准预期(下跌 40 基点)和流动性宽松(将 7 天逆回购利率)预计下调约 40 个基点，降至约 1.1%。 ● 财产险盈利主要来自承保利润，投资组合对市场波动敏感度低于寿险，受益于良好的费损率管理和较短的负债久期。 ● 人寿险行业盈利与分红能见度明显下降，主要因 A 股市场波动对投资收益影响较大，加上长端利率下行压力。 ● 内银受利率下行与净息差收窄影响，2025 年盈利增长预计维持低至中个位数。
消费	中性	● 今年中国经济增长以推动经济增长为主，自年初起中国持续推出扶持政策，特别具有资金落地的措施，成效较为显著 ● 截止 2025 年第一季，居民支出收入占比仍然较 2020 年有所回复，但对比疫情前支出比列仍然修复空间 ● 在政策的支持底下，社会零售销售表现逐渐改善。后续消费除资金落地外，或会以主题式方向发展，例如中国四年一度的全运会，或会引起一辆运动热潮，推动相关产品需求。 ● 但受到政策所推动的行业，估值或已偏高
房地产	中性	● 中国住宅市场自 2025 年下半年起已开始趋于稳定，这对整体消费者情绪起到了重要的稳定作用。然而，我们预计未来楼价并不会出现明显上升，亦不认为住宅发展商会有显著的上行空间。 ● 我们认为，像万象生活(MIXC)这样的物业管理公司，是投资中国商业地产板块的最佳方式之一，因为其轻资产业务模式具有优势。此外，万象购物中心组合规模庞大，也为其提供了进一步提升营运效率的空间。 ● 在香港，我们将避开所有商业类地产企业，民生零售类别(non-discretionary category)除外，而该类别中的龙头企业则是领展(LINK)。该公司经营抗跌性强的公共屋邨商场外，亦正转型为房地产基金管理平台，这从长期来看将有助提升其回报表现。
运输	中性	● 航空: 中国航空公司面临机票价格疲软的持续压力，这仍然对其盈利能力造成影响，中国三大航空公司自 2022 年重启起仍未能摆脱亏损。 ● 海运: 短期内虽然受美国大减关税推动短期出口及运价大幅上升，但中长远贸易谈判仍存不确定性，数据上，海口河口外贸吞吐量按年增长速度持续下滑。 ● 快递: 居民的消费习惯的模式改变均有助推动快递需求。例如，直播电商与社交电商等新模式催生「小件化」趋势，市场预期快递业务量预期今年按年有 10-15% 的增长，而背后受到网购需求所支持。惟行业价格战仍持续。
科技/硬件	中性	● 中国硬件代工厂面临长期压力，因苹果将 iPhone 部分生产转移至印度。 ● 2025 年智能手机出货量可能表现平淡，从 2025 年第一季度的低增长率可见一斑。与此同时，具备生成式人工智能(Gen AI)和基础 AI 功能的 AI 智能手机出货量上升并抢占市场份额，带动平均售价(ASP)上升。 ● iPhone 供应链有望受益于规格升级，尤其是可能的 iPhone 17 升级周期，苹果需求可能更具韧性，未来几年有明确的升级路线图。 ● 相机模块将受益于(AI-on-device)技术，需配备更高规格的相机模块，以及智能驾驶领域的需求提升。

行业	评级	短评
能源	减持	- 原油价格有下行风险，因 OPEC+ 放宽产量限制令全球原油产量趋势上升。中国炼油利润率在 2025 年下半年可能因出口减少走弱，加上燃料需求增量受电动车普及影响受限。石化需求将因政府家电以旧换新计划逐步回暖，但整体产能利用率低，短期内利差难以恢复。 - 供应充足令煤炭价格压力将持续至 2025 年下半年，生产商利润受影响。

个股短评

个股	目标价	短评
工业		
小米 (1810)	HK\$ 64.7	- 小米在 AIoT 领域具备深厚技术积累，这为人型机器人提供了丰富的感知及决策算法基础。小米的硬件优势正逐步转化为 IoT 和 AI 领域的竞争力，并可望推动机器人在多场景落地。 - 小米 4 月 SU7 交付量为 2.8 万辆，尽管按月量度稍下跌 3.4%，但考虑到 3 月至 4 月小米汽车出现车祸而爆炸，我们认为今年官方目标 35 万辆销售达成机会仍大。
互联网		
腾讯 (700)	HK\$ 545	- 新游戏成为近年日活跃最高的中国手游排行榜，反映腾讯游戏吸引力 - 另外，后续仍有丰富的游戏管道，近次发布会对 46 款海内外游戏进行更新，其中包括 24 款新游戏 - 广告方面，指大多数重点行业的营销服务收入均有所增长，表示需求复苏较全面，有利进一步推动广告收入增长，与社会消费品销售增长改善的情况互相呼应。 - 腾讯将会持续将 AI 融入营运当中，包括游戏 AI 防作弊，生成内容、广告则助提升点击率，提升广告转化能力等。
阿里巴巴 (9988)	HK\$ 127	- 云智能业务收入增长仍在加速，AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数增长，反映 AI 需求依然强劲 - 主要利润贡献者淘天集团，因 Take Rate 上升，提供盈利支撑
携程 (9961)	HK\$ 570	- AI 应用亦显著提升了营销效能，通过智能化优化广告投放，降低单次点击成本并提高转化率。 - 平台商家借助 AI 工具客服系统来自助解决问题，大幅降低营运成本。 - 随着自动化程度提高，预计未来三年集团营运利润率将稳步提升。
原材料		
宁德时代 (3750)	HK\$ 350	- 宁德时代已覆盖了全球新能源车销量前十名中的九家客户，反映宁德时代的技术领先地位。 - CATL 作为全球领先的汽车电池制造商，积极扩展欧洲产能，并持续投入新一代电池技术研发(如固态电池和钠离子电池)
黄金 ETF (2840)	HK\$ 267.0	- 这 ETF 的目标只有黄金，ETF 股价走势十分接近金价。对金矿股相比，投资黄金 ETF 无需考虑个股风险。 - 黄金年末目标价为 3700 美元/oz.

个股	目标价	短评
电讯		
中国联通 (762)	HK\$ 11	- 中国联通的 AI 和云业务快速增长，预计未来几年整体营收增长将优于同行。 - 目前分红率约为 60%，低于同行约 70%，随着盈利增长及国资委以净资产收益率(ROE)和股东回报率衡量中央国企，分红空间有望扩大。
医疗保健		
康方生物 (9926)	HK\$ 112	- 康方生物是一家创新的药品公司，我们重视其全球领先的免疫肿瘤学(I/O)双特异性抗体(BsAb)业务，该业务已进入商业化阶段并严格遵守商业合规。 - 公司前景强劲，2024 年实现销售额人民币 22 亿元，预计到 2027 年有望在关键双特异性抗体疗法以及新产品管线的推动下，销售额增长至人民币 90 亿元，增长约 4 倍。 - 强大的新产品管线与全球扩展：拥有超过 50 个新项目和 24 项全球临床试验，领先双特异性抗体领域。
金融业		
友邦保险 (1299)	HK\$ 97	季度新业务价值(NBV)增长胜预期，而利润率提升主要得益于产品组合优化。新业务合约服务边际高于 NBV，为未来盈利增长奠定良好基础。
富途控股 (FUTU)	US\$ 141.7	- 美国市场交易量占比从 81%下降至 72%，收入来源集中度降低，同时富途的交易量与资产管理规模(AUM)仍保持稳定，这得益于其主要客户群转向交易香港及中国 ADR 股票。 - 此外，港股的日均成交在 2025 年初至今增长 30%，反映市场信心增强，有力支撑富途的业务表现。
消费		
泡泡玛特 (9992)	HK\$ 266	- 泡泡玛特持续将产品扩拓至海外，在亚洲地区引起热潮后，今年将焦点放至北美市场。 - 泡泡玛特与其他国际知名 IP 合作，例如迪斯尼及海贼王等，增加额外收入动力。 - 后续泡泡玛特亦会推出动画，可为旗下产品增加客户忠诚度及吸引新客源。
公用事业		
华润电力 (836)	HK\$ 20.2	- 双重盈利增长动力：1)受益于煤电利差扩大；2)可新能源装机量预计将增长近三成，增速明显领先同行，推动投资回报率(ROIC)提升。 - 强劲盈利增长支持股息收益及估值。
房地产		
领展 (823)	HK\$ 49.5	- 领展正考虑把一只房地产投资信托基金分拆在新加坡上市，该基金将包括其在中国内地和香港以外的部分物业。如果上市成功应会是一大催化剂。 - 虽然香港零售租金仍面临单位数的负租金调整，但领展旗下零售商户的低单位数销售跌幅明显优于整体市场。且租户续租率高于 80%，整体出租率维持在 97-98%之间，显示资产现金流稳健。 - 领展最新薪酬机制强调管理层奖金与股东回报紧密挂钩，短期奖金关注租金及分派表现，长期奖励部分会与约 30 家同行比较，须超越中位数方可获得奖金，确保管理层绩效与市场竞争力及股东回报紧密挂钩，提升激励效果及持续增长动力。

台湾市场

台股先消化不利因素后回稳

特朗普的关税政策反复无常，导致台股在今年上半年经历剧烈波动。然而，近期由于关税战的缓和，加上美国科技巨头对 AI 相关支出仍维持强劲动能，台股成功收复了特朗普宣布实施对等关税的起跌点。展望未来，我们认为关税战对经济的负面影响将逐渐显现，预示在第三季之前，台股可能面临再次下修的风险。然而，适度的修正将有助于第四季指数的回稳反弹。

尽管美中达成了暂时性协议，且特朗普的关税命令面临行政诉讼，导致关税战有所缓和，但现阶段美国对中国进口商品的实际关税税率仍高达 37.5%至 55.0%。对于一般代工产业来说，这样的税率仍然难以盈利，很难期待美中双方恢复正常贸易。即使特朗普关税政策面临诉讼挑战，但他仍可寻求其他法律依据继续对全球课税。综合来看，过度乐观地认为关税战最坏的情况已经过去，恐怕是未来的风险。我们更加担心的是，特朗普广泛加征关税将导致经济增长放缓与通胀压力并存。根据彼得森国际经济研究所的估计，如果特朗普对全球普征 10%至 20%的关税，美国 GDP 的最大冲击幅度将达到 0.4 至 0.9 个百分点。若考虑各国的报复措施，冲击幅度将会再增加一倍以上，达到 0.9 至 1.8 个百分点。这意味着无论特朗普未来采取多少关税，对经济的冲击恐怕都难以避免。台湾的供应链与美国经济高度相关，这预示着一旦关税影响传导至经济，台股的盈利展望可能会被下修。

最后，台股在第三季之前若能适度消化上述不利因素，将有利于第四季开始走稳。经济放缓可能带来特朗普政策调整或美联储刺激措施等利好。此外，AI 的强劲需求依然是支撑来年台股盈余增长的关键，尤其是估值适度修正后将较容易迎来自去年底资金的青睐。

新加坡市场

在环球不确定性中凸显韧性

在 2025 年下半年，新加坡的经济预计将因全球贸易不确定性和挑战性的外部环境而经历谨慎增长。尽管批发贸易、制造业、金融和保险等部门提供了一定的支持，但地缘政治紧张局势和保护主义对市场情绪造成了压力。通胀保持可控，但劳动市场显示出紧张迹象。近期因关税暂停而促进的贸易活动预计将会减缓。展望未来，增长受美国贸易政策和中国经济复苏等外部因素的影响。政府已下调增长预期，但电子和金融服务等领域的优势仍然存在。对人工智能、数字化和绿色技术的战略投资旨在未来增强经济韧性。潜在的贸易冲突和全球需求减弱带来风险。预计国内措施将促进创新并稳定房地产市场，以支持增长，尽管企业和家庭可能面临更多挑战。总体而言，新加坡的经济有望保持稳定，但近期增长上行空间有限。

经济概况

GDP：在 2025 年第一季度，新加坡的 GDP 同比增长 3.9%，略高于预期的 3.8%，但相比 2024 年第四季度的 5%增长有所放缓。这一轻微的超预期增长得益于批发贸易、制造业、金融和保险部门。尽管主要经济体之间进行了降低全球贸易紧张局势的谈判，但贸易与工业部(MTI)仍持谨慎态度。MTI 预计，由于持续的不确定性将导致经济活动减少和潜在的报复性关税重新升级，全球经济前景将保持相对黯淡。短期内，制造业、金融和保险、信息与通信、专业服务以及面向消费者的部门预计将受到负面影响，国内劳动市场也将受到冲击。因此，MTI 已将新加坡 2025 年的增长预测下调至 0%至 2%，此前为 1%至 3%。

CPI：在四月，新加坡的核心通胀上升至 0.7%，较三月的 0.5%有所增加，这是六个月以来首次出现同比增长，也是连续第四个月保持在 1%以下。新加坡金融管理局(MAS)和贸易与工业部将此次增长归因于服务和食品价格上涨，这些增

长超过了零售和其他商品价格的下降。由于全球需求整体疲弱，潜在贸易冲突带来的通胀影响以及进口通胀和食品商品价格上涨的压力预计将得到控制。MAS 预计，2025 年核心通胀和整体通胀将平均在 0.5%至 1.5%之间。

劳动力市场：在 2025 年第一季度，总就业人数增加了 2,300 人，低于 2024 年第四季度的 7,700 人和 2024 年第一季度的 3,200 人。该季度居民失业率为 2.9%，而整体失业率在三月保持稳定为 3.1%。虽然健康和社会服务以及金融服务的就业增长，但专业服务、制造业和信息与通信部门的下降抵消了这些增长。裁员人数从上一季度的 3,680 人减少至 3,300 人。人力部预计，由于贸易政策不确定性和全球贸易冲突导致的外部需求疲弱，就业增长将会放缓，失业率将轻微上升。

固定资产投资：在 2024 年，新加坡获得了 135 亿新元的固定资产投资承诺，同比增长 6.3%，高于 2023 年的 127 亿新元，并实现了每年 84 亿新元的总商业支出。这些投资预计将创造 18,700 个工作岗位，每年增加 235 亿新元的附加价值在未来五年内。虽然 2023 年的投资遍及化学、电子和研发领域，但 2024 年大部分投资来自电子部门。经济发展局 (EDB) 承认，全球保护主义政策和关税对投资环境构成风险。尽管如此，EDB 计划利用亚洲在全球 GDP 中所占份额的增长，预计将从目前的约 50% 上升至 2030 年的 60%，以吸引关键领域和新兴增长领域的投资。EDB 将专注于人工智能、数字化和气候技术，以加强新加坡作为全球创新中心的地位，并支持如柔佛-新加坡特别经济区等倡议。

国际贸易：在 2025 年四月，新加坡的总贸易同比增长 14.7%，继 2025 年三月的 3.4% 增长之后，出口上升 22.1%，进口上升 7.0%。非石油国内出口(NODX)增长 12.4%，继续展现 2025 年的强劲表现。电子和非电子出口均有所增长，其中四月电子 NODX 增长 23.5%，非电子 NODX 增长 9.3%。对印度尼西亚、台湾和南韩的 NODX 也出现显著增长，而对中国和马来西亚的 NODX 则有所收缩。非石油再出口(NORX)增长 39.4%，受电子 NORX 骤增 58.5% 的推动，非电子再出口也增长 15.6%。四月，对台湾、美国和马来西亚的 NORX 显著增长。然而，四月出口和进口的强劲增长主要是因为特朗普总统暂时停止高关税，导致企业急于前置发货以利用这一临时减少。中国持续缓慢的经济复苏，以及美国关税的不确定性，预计将使新加坡的贸易增长在 2025 年保持在单位数字。

个人可支配收入和储蓄：在 2025 年第一季度，个人可支配收入同比增长 5.2%，低于上一季度的 9.9% 增长。该季度的增长也受到员工薪酬的支持。个人储蓄在 2025 年第一季度同比增长 6.7%，较 2024 年第四季度的 19.6% 增长有所放缓。由于企业在贸易战等经济不确定性中裁减职位和冻结招聘，2025 年的个人收入增长可能会保持低迷。然而，预期在 2025 年下半年可能会降息，这可能改善招聘水平并促进可支配收入的增长。

房屋和租金价格：在 2025 年第一季度，私人住房价格上涨 0.8%，较 2024 年第四季度的 2.3% 增长有所放缓。同时，私人住宅租金也在第一季度上涨 0.4%，此前几个季度保持不变。非土地物业租金增长 0.5%，而土地物业租金增长 0.3%，反映出租赁市场需求放缓。排除行政公寓(ECs)后，季度租用量轻微下降 1.3%，但同比仍保持在高位。另一方面，管道供应轻微增长 0.2%，达到 35,364 单位。由于租用量下降和管道供应增加，供应缺口同比轻微缩小，显示出与 2024 年第四季度相比，2025 年第一季度有轻微的调整。行政公寓在房地产市场中表现亮眼，第一季度推出 760 个 EC 单位，售出 830 个 EC 单位。展望未来，随着近年来政府土地出售计划中整体私人住房供应的逐步增加，住房的管道供应可能会导致住房和租金价格的放缓。

亚洲财富中心

新加坡目前拥有约 333 位亿万富翁(个人净资产至少为 1 亿美元)，在全球排名第六。在过去十年中，从 2014 年到 2024 年，千万富翁的总数增长了 62%，使新加坡成为全球增长最快的财富中心之一，排名第 21。新加坡在高净值人士的净流入方面排名第三，仅次于阿联酋和美国，预计 2024 年将有 3,500 名高净值人士移居新加坡。根据德勤 2024 年国际财富管理中心排名，新加坡在全球竞争力方面排名第二，目前在新加坡已建立超过 2,000 个单一家庭办公室，管理 130 亿和 1300 亿资金，截至 2024 年 12 月。此外，新加坡金融管理局计划启动一项 50 亿新元的计划，通过新加坡交易所

促进本地股票市场。这项计划将资金交给本地基金管理人，重点投资新加坡股票。预计这将改善估值、增强流动性并吸引更多首次公开募股，进一步巩固新加坡作为亚洲财富中心的地位。

看好行业

政府关联本地公司：因政府支持及稳定的业务前景而催生重新评价的催化剂因素。

投资产品与服务部

◆ 梁启棠 · CFA

证监会持牌人 (中央编号 ADU276)

cusson.kt.leung@kgi.com

◆ 梁炜铿

证监会持牌人 (中央编号 ARA294)

vitus.wh.leung@kgi.com

◆ 莫伟民 · CFA

证监会持牌人 (中央编号 BHJ465)

raymond.mok@kgi.com

◆ 龚俊桦 · CFA

证监会持牌人 (中央编号 BRY438)

tommy.kung@kgi.com

◆ 叶晋宜

证监会持牌人 (中央编号 BSQ196)

derek.yip@kgi.com

重要声明

于本文件内所载的所有数据，并不拟提供予置身或居住于任何法律上限制凯基证券亚洲有限公司(「凯基」)或其关联成员派发此等数据之司法管辖区的人士或实体使用。此等资料不构成向任何司法管辖区的任何人士或实体作出的任何投资意见、或发售的要约、或认购或投资任何证券、保险或其他投资产品或服务的邀请、招揽或建议，亦不构成于任何司法管辖区用作任何上述的目的之数据派发。请特别留意，本文件所载的资料，不得在美国、或向美国人士(即美国居民或按照美国或其任何州、属土或领土之法律成立的合伙企业或公司)或为美国人士之利益，而用作派发资料、发售或邀请认购任何证券。于本文件内的所有数据只作一般数据及参考用途，而没有考虑到任何投资者的特定目的、财务状况或需要。在未经凯基书面同意下，并不允许擅自以任何方式转发、复印或发布于本文件内之全部或任何部份内容。该等数据不拟提供作法律、财务、税务或其他专业意见，因此不应将该等数据赖以作为投资专业意见。

所有投资涉及风险，证券价格有时可能会非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

债券不等同于定期存款，不受香港存款保障计划保障。债券持有人会承受各种不同风险，包括但不限于：(i) 信用风险：债券的利息及本金是由发行人支付。倘发行人违约，债券持有人可能无法收回利息及本金。债券持有人须承担发行人的信用风险。信用评级机构给予的信用评级并非对发行人信用可靠程度的保证；(ii) 流动性风险：一些债券的二级市场可能不活跃，到期前卖出时可能需要时间；(iii) 利率风险：当利率上升时，定息债券的价格一般会下跌。你如希望在到期前将债券出售，所收取款项可能会低于阁下购买时所支付的价格。除非你完全明白并愿意承担与之相关的风险，否则不应投资于债券。如对相关的风险有疑问，你应寻求独立意见。

你应就上述数据内容谨慎行事，进行你自己的独立审查，你并且应在作出任何投资决定前寻求独立专业意见。你应该根据你自己的风险承受程度、财务状况、投资经验、投资目标、投资视域及投资知识去小心考虑投资是否适合你本人。

凯基不对于此所提供的数据之准确性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陈述或保证。在任何情况下，任何人欲倚赖或使用于此所载的数据应就该等数据之准确性、完整性、可靠性及适用性进行独立检查和核实。任何模拟结果、以往及预测的业绩并不必然作为未来业绩的指引。于此内所提供的数据(包括任何数据)未必经过独立核实，而该等资料不应被信赖作为投资决定。凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就该等数据的任何遗漏、错误、不准确、不完整或其他情况，或由于信赖该等数据而导致任何人士或实体蒙受或招致的任何损失或损害(不论任何形式的直接、间接或相应的损失或其他经济损失)承担任何责任。而且，凯基、其关联成员或他们各身的董事、高级职员、雇员及代表不会就第三方所提供的或引用自第三方的数据内容承担任何责任。

凯基集团成员公司或其联属人可提供服务予本文所提及之任何公司及该等公司之联属人。凯基集团成员公司、其联属人及其董事、高级职员及雇员可不时就上文所涉及的任何证券拥有权益