



(Shutterstock)

# 管理中国敞口

2025年07月31日, 01:45 UTC, written by UBS Editorial Team

中国股市在过去 6-7 周上涨，因第二季度 GDP 增长强劲，加上中美贸易谈判取得积极进展。但中国经济尚未完全走出困境，我们对中国股市整体持“中性”立场，但认为中国科技股“具吸引力”。对于美元兑人民币，我们认为近期反弹可能是暂时性现象，预计到 2026 年中该货币对仍将跌至 7.00。我们还注意到，中国决策者已采取措施来增加在岸债券对境外投资者的吸引力。

自 7 月 9 日的近期低点以来，MSCI 中国指数 (MXCN) 已回升了约 8%。在此期间，中国第二季度 GDP 增长超出预期，我们因此上调了全年预测，而中美贸易谈判也取得了积极进展。尽管谈判将继续，但中国再次获准进口中端 GPU 芯片，这可能会重振中国的人工智能 (AI) 发展。

尽管我们同意中国在多个方面的形势开始改善，但现在就认为情况已经好转可能为时过早。首先，2025 年第二季度和上半年 GDP 增长强劲，在很大程度上是由于潜在关税上调前的外部需求提前释放。6 月份数据显示，消费和投资的势头已经开始减弱；受在线促销影响，消费活动也提前在 5 月发生。此外，房地产市场仍然疲软，这将继续对未来的消费构成拖累。

此外，在贸易方面，虽然双方的语调明显改善，但尚未敲定和签署具有约束力的协议。尽管前景更趋乐观，但投资者不应忽视这样一个事实：即使在我们预期的情景下美国对进口自中国的商品征收 30-40% 的有效关税，这仍意味着关税税率将大幅上升，我们预计中国 2025 年下半年的增长将放缓。虽然我们确实预计政策宽松力度将更为温和，且财政支持将具针对性，但这可能只足以限制经济放缓。

上述因素都表明，投资者仍应对中国敞口保持精挑细选，我们将在下文中逐一讨论。

中国科技板块仍“具吸引力”，但需要更新配置。我们对中国股市整体持“中性”立场，但仍预计科技板块将跑赢大市。不过，我们认为有必要更新我们在该板块的敞口。由于云营收增长弱于预期、对利润率压力的担忧挥之不去、大型股的资本支出低于预期，加上自第一季度以来 AI 发展缺乏进一步进展，中国的 AI 交易陷入低迷。除此之外，中国电

商平台和本地服务交付之间的竞争加剧。电商领军企业可能需要以补贴用户和商家的形式持续进行新投资，以捍卫其核心业务并获得更多市场份额。这可能会给他们的短期盈利带来压力。

我们仍然对整体中国科技板块持正面观点，但建议投资者采取精选策略来布局。我们依然看好中国中期内的AI发展，并预计AI、云营收、AI应用营收以及 DeepSeek R2新模型将推动核心业务改善，成为提振市场情绪的催化剂。与此同时，鉴于竞争相对温和、盈利能见度且现金流强劲，我们建议将投资重点转向娱乐平台。

美元兑人民币下行趋势不变。随着美元DXY 指数在过去一周上涨 2.3% ，美元兑人民币也从 7.15 升至 7.19 。然而，我们注意到，基本面似乎已经转向有利于人民币。中国服务、投资和境外资产的流出有所缓和，而外国资金流也趋于稳定。考虑到对美元的信心下滑，中国决策者似乎愿意加快资本账户开放和人民币国际化，尽管需承担一定的资金外流风险。我们维持对美元兑人民币的预测，2025 年底和2026 年中的目标价分别为 7.10 和7.00 ，风险仍偏向进一步下行。希望分散过多美元敞口的投资者可以考虑波动性较低的人民币作为替代选项。

提升中国在岸债券的吸引力。中国决策者似乎充分认识到持续的去美元化趋势，并宣布调整债券通机制，这将显着提升人民币计价在岸债券对国际投资者的吸引力。北向通有两项新功能，应有助于外资持有在岸债券。境外投资者现在可以(1)在回购期间再使用抵押品债券；(2)进行外币结算。这些功能可能主要用于中国国债，新措施将改善境外投资者的抵押品效用、资金灵活性和流动性。在去美元化的环境下，这些措施似乎是适时之举，以鼓励外资进一步参与人民币债券市场。鉴于经济放缓，继5月份下调存款准备金率50个基点和政策利率10个基点后，我们预计2025年下半年还将降准50-100个基点和降息20-30个基点。这应有助于将10年期中国国债收益率从目前接近1.75%的水平降至2026年中的1.55%左右。

## 免责声明

香港/新加坡: UBS AG新加坡/香港分行的财富管理客户, 请参阅[香港/新加坡市场材料免责声明](#)。

本文件由UBS Group AG (“瑞银集团”) 旗下UBS Switzerland AG (受瑞士金融市场监督管理局监管) 或其附属公司 (统称为“UBS”) 的全球财富管理 (Global Wealth Management) 业务部门编制和出版。瑞银集团包括前 Credit Suisse AG (“瑞士信贷”)、其子公司、分支机构和附属公司。在美国, UBS Financial Services Inc.是瑞银集团的子公司及美国金融业监管局 (FINRA) /证券投资者保护公司 (SIPC) 成员。与瑞士信贷财富管理有关的补充免责声明在本节末尾。

**本文件及其中包含的信息仅供参考和瑞银进行市场推广之用。**本文件的任何内容均不构成投资研究、投资建议、销售说明书或进行任何投资活动的邀约或招揽。本文件并非买卖任何证券、投资工具或产品的建议, 亦不推荐任何具体的投资计划或服务。

本文件中包含的信息并非针对任何个别客户的特定投资目标、个人和财务情况或特定需求量身定制。本文件中提及的某些投资可能并不适宜或适合所有投资者。另外, 本文件中提及的某些投资和产品可能受到法律限制和/或持牌或准许规定的约束, 因此无法在全球范围内不受限制的发行。如果不允许在某司法管辖区发售、招揽或销售某产品, 则亦不会在该地区作出此等要约; 如果向某人作出要约、招揽或销售为非法, 则不会向该人作出此等要约、招揽或销售。

本文件中的表述的所有信息的来源被认为是可靠且真实的, 尽管如此我们对于其准确性、完整性或可靠性, 不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中表述的所有信息和意见如有变动, 恕不另行通知; 这些信息和意见可能有别于瑞银集团其他业务领域或部门所表述的意见。瑞银并无义务更新本文件中包含的信息或令其保持最新。**本材料中由第三方表达的观点和意见并非瑞银的观点和意见。**因此, 瑞银不对第三方分享的内容或因使用或依赖其中全部或任何部分内容而引起的任何申索、损失或损害承担任何责任。

本文件中所含的所有图片或图像 (“图像”) 仅供说明、参考或记录, 亦可能描绘受第三方版权、商标和其他知识产权保护的对象或元素。除非明确说明, 否则不表明或暗示瑞银与这些第三方有任何关系、关联、赞助或背书。

本文件中包含的任何图表和情景仅供说明。部分图表和/或业绩数据可能并非基于完整的12个月数据期, 这可能会降低它们的可比性和重要性。过往业绩不保证并且不预示未来表现。

本文件中的任何内容均不构成法律或税务建议。瑞银及其雇员不提供法律或税务建议。未经瑞银事先书面许可, 不得全部或部分转发或复制本文件。在适用法律允许的限度内, 瑞银、其任何董事、管理人员、雇员或代理人均不对依赖本文件中包含的信息而造成的任何后果, 或依据该信息作出的任何决定接受或承担任何义务、责任或谨慎义务, 包括您或任何其他人士采取或不采取行动造成的的任何损失或损害。

**与瑞士信贷财富管理有关的补充免责声明:** 除非本文另有指明和/或根据您收到本文件的当地实体的情况, 本文件由UBS Switzerland AG派发, 并经瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 授权和监管。您的个人资料将根据瑞士信贷隐私声明进行处理, 您可在您的居住地通过登录瑞士信贷官方网站<https://www.credit-suisse.com>查阅该隐私声明。为向您提供有关我们产品和服务的营销材料, UBS Group AG及其子公司可处理您的个人基本资料 (即姓名、电子邮件地址等联系详情), 直到您通知我们, 您不希望再收到这些资料。您可以随时通知您的客户经理, 选择不接收这些材料。

请访问<https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/marketing-material-disclaimer.html>, 查阅适合本文件的完整法律免责声明。

在翻译文本中 (报告和免责声明), 中英文本如有歧异, 应以英文文本为准。

# UBS 2025。钥匙符号, UBS和瑞银属于UBS的注册或未注册商标。版权所有