



(Shutterstock)

# 管理中國敞口

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

中國股市在過去 6-7 周上漲，因第二季度 GDP 成長強勁，加上中美貿易談判取得積極進展。但中國經濟尚未完全走出困境，我們對中國股市整體持“中性”立場，但認為中國科技股“具吸引力”。對於美元兌人民幣，我們認為近期反彈可能是暫時性現象，預計到 2026 年中該貨幣對仍將跌至 7.00。我們還注意到，中國決策者已採取措施來增加在岸債券對境外投資人的吸引力。

自 7 月 9 日的近期低點以來，MSCI 中國指數 (MXCN) 已回升了約 8%。在此期間，中國第二季度 GDP 成長超出預期，我們因此上調了全年預測，而中美貿易談判也取得了積極進展。儘管談判將繼續，但中國再次獲准進口中端 GPU 晶片，這可能會重振中國的人工智慧 (AI) 發展。

儘管我們同意中國在多個方面的形勢開始改善，但現在就認為情況已經好轉可能為時過早。首先，2025 年第二季度和上半年 GDP 成長強勁，在很大程度上是由於潛在關稅上調前的外部需求提前釋放。6 月份數據顯示，消費和投資的勢頭已經開始減弱；受線上促銷影響，消費活動也提前在 5 月發生。此外，房地產市場仍然疲軟，這將繼續對未來的消費構成拖累。

此外，在貿易方面，雖然雙方的語調明顯改善，但尚未敲定和簽署具有約束力的協議。儘管前景更趨樂觀，但投資人不應忽視這樣一個事實：即使在我們預期的情景下美國對進口自中國的商品徵收 30-40% 的有效關稅，這仍意味著關稅稅率將大幅上升，我們預計中國 2025 年下半年的成長將放緩。雖然我們確實預計政策寬鬆力度將更為溫和，且財政支持將具針對性，但這可能只足以限制經濟放緩。

上述因素都表明，投資人仍應對中國敞口保持精挑細選，我們將在下文中逐一討論。

中國科技板塊仍“具吸引力”，但需要更新配置。我們對中國股市整體持“中性”立場，但仍預計科技板塊將跑贏大市。不過，我們認為有必要更新我們在該板塊的敞口。由於雲營收成長弱於預期、對利潤率壓力的擔憂揮之不去、大型股的資本支出低於預期，加上自第一季度以來 AI 發展缺乏進一步進展，中國的 AI 交易陷入低迷。除此之外，中國電

商平臺和本地服務交付之間的競爭加劇。電商領軍企業可能需要以補貼使用者和商家的形式持續進行新投資，以捍衛其核心業務並獲得更多市場份額。這可能會給他們的短期盈利帶來壓力。

我們仍然對整體中國科技板塊持正面觀點，但建議投資人採取精選策略來佈局。我們依然看好中國中期內的AI發展，並預計AI、雲營收、AI應用營收以及 DeepSeek R2新模型將推動核心業務改善，成為提振市場情緒的催化劑。與此同時，鑒於競爭相對溫和、盈利能見度高且現金流強勁，我們建議將投資重點轉向娛樂平臺。

美元兌人民幣下行趨勢不變。隨著美元DXY 指數在過去一周上漲 2.3%，美元兌人民幣也從 7.15 升至 7.19。然而，我們注意到，基本面似乎已經轉向有利於人民幣。中國服務、投資和境外資產的流出有所緩和，而外國資金流也趨於穩定。考慮到對美元的信心下滑，中國決策者似乎願意加快資本帳戶開放和人民幣國際化，儘管需承擔一定的資金外流風險。我們維持對美元兌人民幣的預測，2025 年底和2026 年中的目標價分別為 7.10 和7.00，風險仍偏向進一步下行。希望分散過多美元敞口的投資人可以考慮波動性較低的人民幣作為替代選項。

提升中國在岸債券的吸引力。中國決策者似乎充分認識到持續的去美元化趨勢，並宣佈調整債券通機制，這將顯著提升人民幣計價在岸債券對國際投資人的吸引力。北向通有兩項新功能，應有助於外資持有在岸債券。境外投資人現在可以(1)在回購期間再使用抵押品債券；(2)進行外幣結算。這些功能可能主要用於中國公債，新措施將改善境外投資人的抵押品效用、資金靈活性和流動性。在去美元化的環境下，這些措施似乎是適時之舉，以鼓勵外資進一步參與人民幣債券市場。鑒於經濟放緩，繼 5 月份下調存款準備金率 50 個基點和政策利率10 個基點後，我們預計 2025 年下半年還將降准 50-100 個基點和降息 20-30 個基點。這應有助於將 10 年期中國公債殖利率從目前接近 1.75% 的水準降至 2026 年中的 1.55% 左右。

## 免責聲明

香港/新加坡: UBS AG新加坡/香港分行的財富管理客戶，請參閱[香港/新加坡市場材料免責聲明](#)。

本文件由UBS Group AG（“瑞銀集團”）旗下UBS Switzerland AG（受瑞士金融市場監督管理局監管）或其附屬公司（統稱為“UBS”）的全球財富管理（Global Wealth Management）業務部門編製和出版。瑞銀集團包括前 Credit Suisse AG（“瑞士信貸”）、其子公司、分支機構和附屬公司。在美國，UBS Financial Services Inc.是瑞銀集團的子公司及美國金融業監管局（FINRA）/證券投資者保護公司（SIPC）成員。與瑞士信貸財富管理有關的補充免責聲明在本節末尾。

本文件及其中包含的資訊僅供參考和瑞銀進行市場推廣之用。本文件的任何內容均不構成投資研究、投資建議、銷售說明書或進行任何投資活動的邀約或招攬。本文件並非買賣任何證券、投資工具或產品的建議，亦不推薦任何具體的投資計畫或服務。

本文件中包含的資訊並非針對任何個別客戶的特定投資目標、個人和財務情況或特定需求量身定制。本文件中提及的某些投資可能並不適宜或適合所有投資者。另外，本文件中提及的某些投資和產品可能受到法律限制和/或持牌或准許規定的約束，因此無法在全球範圍內不受限制的發行。如果不允許在某司法管轄區發售、招攬或銷售某產品，則亦不會在該地區作出此等要約；如果向某人作出要約、招攬或銷售為非法，則不會向該人作出此等要約、招攬或銷售。

本文件中的表述的所有資訊的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證。本文件中表述的所有資訊和意見如有變動，恕不另行通知；這些資訊和意見可能有別於瑞銀集團其他業務領域或部門所表述的意見。瑞銀並無義務更新本文件中包含的資訊或令其保持最新。本材料中由第三方表達的觀點和意見並非瑞銀的觀點和意見。因此，瑞銀不對第三方分享的內容或因使用或依賴其中全部或任何部份內容而引起的任何申索、損失或損害承擔任何責任。

本文件中所含的所有圖片或圖像（“圖像”）僅供說明、參考或記錄，亦可能描繪受第三方版權、商標和其他智慧財產權保護的物件或元素。除非明確說明，否則不意味著或暗示瑞銀與這些第三方有任何關係、關聯、贊助或背書。

本文件中包含的任何圖表和情景僅供說明。部份圖表和/或業績數據可能並非基於完整的12個月數據期，這可能會降低它們的可比性和重要性。過往績效不保證並且不預示未來表現。

本文件中的任何內容均不構成法律或稅務建議。瑞銀及其雇員不提供法律或稅務建議。未經瑞銀事先書面許可，不得全部或部份轉發或複製本文件。在適用法律允許的限度內，瑞銀、其任何董事、管理人員、雇員或代理人均不對依賴本文件中包含的資訊而造成的任何後果，或依據該資訊作出的任何決定接受或承擔任何義務、責任或謹慎義務，包括您或任何其他人士採取或不採取行動造成的的任何損失或損害。

**與瑞士信貸財富管理有關的補充免責聲明：** 除非本文另有指明和/或根據您收到本文件的當地實體的情況，本文件由UBS Switzerland AG派發，並經瑞士金融市場監督管理局（FINMA）授權和監管。您的個人資料將根據瑞士信貸隱私權聲明進行處理，您可在您的居住地透過登錄瑞士信貸官方網站<https://www.credit-suisse.com>查閱該隱私權聲明。為向您提供有關我們產品和服務的行銷材料，UBS Group AG及其子公司可處理您的個人基本資料（即姓名、電子郵件地址等聯繫詳情），直到您通知我們，您不希望再收到這些資料。您可以隨時通知您的客戶經理，選擇不接收這些材料。

請訪問<https://www.ubs.com/global/en/wealth-management/insights/chief-investment-office/marketing-material-disclaimer.html>，查閱適合本文件的完整法律免責聲明。

在翻譯文本中（報告和免責聲明），中英文本如有歧異，應以英文文本為準。

© UBS 2025。鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標。版權所有。