

2025 ▶

下半年投资展望





目录

中国股票市场	<ul style="list-style-type: none">• 市场趋势性转折三大阶段• 中国股票资产方向性转变• 市场当前位置与主要矛盾• 下半年市场展望	04
全球债券市场	<ul style="list-style-type: none">• 上半年市场回顾• 下半年投资展望	10
人民币市场	<ul style="list-style-type: none">• 市场回顾与展望	13
加密资产	<ul style="list-style-type: none">• 加密资产走势和潜在催化剂• 稳定币在香港的发展	14
关于华夏基金(香港)	<ul style="list-style-type: none">• 公司简介• 奖项荣誉• 关注我们	18

中国股票市场



2022年至2024年第三季度,中国股票市场经历了超过三年的调整阶段。在此期间,中国股市的全球表现排名始终靠后。进入2025年,截至6月5日,中国股市表现可圈可点。港股涨幅位居全球主要股指前列,恒生指数上涨19.2%,A股表现逊于港股,但上证指数仍微涨1%。

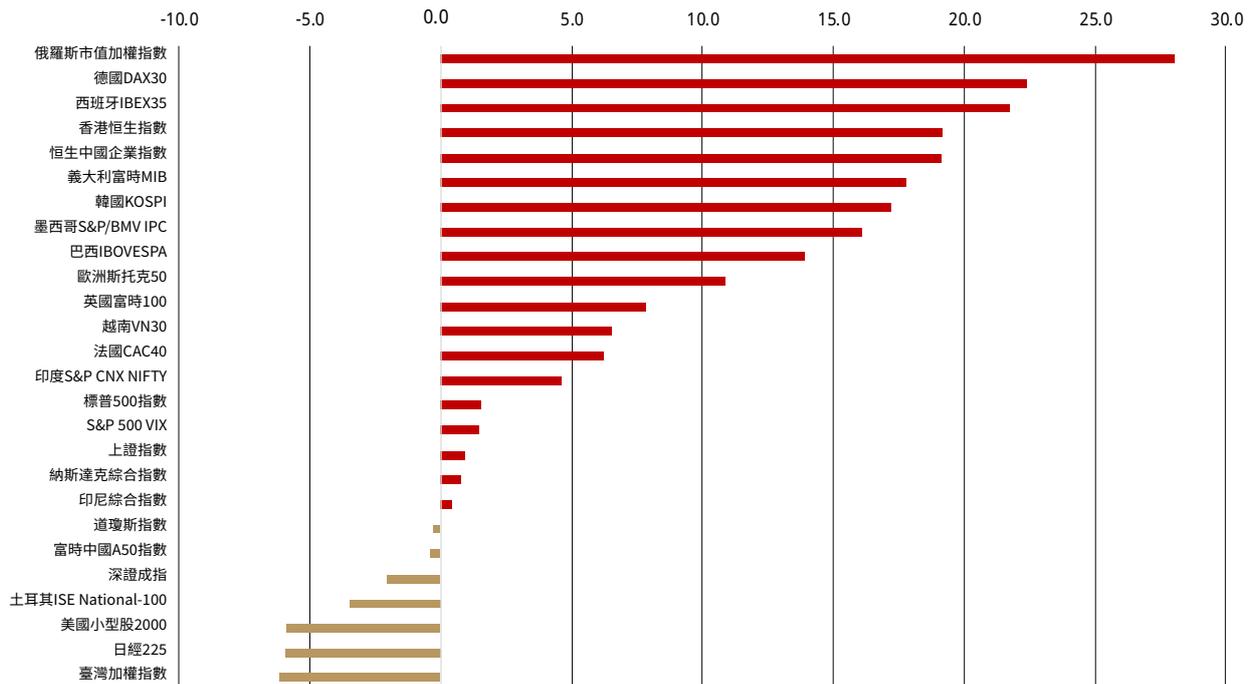
我们认为,中国股市自2024年9月起已出现趋势性转折,整体呈现震荡上行态势。这一转变主要有三大驱动因素:

1. 2024年9月前后,中国政府的财政政策发生方向性调整,配合货币、金融市场及行业监管等政策,为中国经济和股市提供了有力支撑。

2. 尽管面临美国的技术封锁,中国在人工智能、生物科技、新能源车等领域的技术进步表明,我们已跟上全球技术发展步伐。
3. 在市场恐慌时,中国政府通过资本市场稳定资金,防止市场陷入悲观预期的负回圈,有效提振了投资者的预期与信心。

尽管今年出现了美国“对等关税”等突发事件,但关税问题和地缘事件仍属于短期波动的诱因,决定中国股市走势的核心力量仍是上述三大因素。

图1: 2025年初至今全球主要股指表现



资料来源: Investing, 截至2025年6月5日。

市场趋势性转折三大阶段

第一阶段

2024年9月—2025年1月

2024年9月24日，中国政府发布了一系列行业政策，包括财政扩张（提升政府杠杆）、货币宽松（降低利率）、地产监管优化及资本市场稳定基金介入。这些政策对中国经济形成支撑，显著缓解了投资者对中国经济的担忧，并通过稳定资金入市，打破“下跌—悲观—抛售—继续下跌”的负向回圈，从而修复了投资者信心，推动中国股市快速反弹。

此后，市场进入震荡期，原因之一是政策对经济的实质性支撑作用有待验证，二是特朗普胜选后，其行政管理班底陆续亮相，投资者担忧中美摩擦或进一步升级，如特朗普联合盟友限制中国，或发动新一轮贸易战。

第二阶段

2025年1月中—4月初

1月中旬：特朗普邀请中国领导人出席其就职典礼，市场对中美关系短期缓和有所期待，带动股市反弹。

1月底-春节期间：主要出现两大事件，1) 1月底，国产AI大模型DeepSeek在全球获得现象级关注；2) 春节档电影《哪吒2》口碑与票房双爆发。这两大事件令全球投资者认识到“中国科技进步”和“消费产品创新力”，触发市场对中国科技资产的重估。

3月：市场呈现“先涨后调”格局：

- 3月初，消费补贴和经济预期修复令经济数据得以改善，消费补贴政策迅速提升相关消费品的销售增速，地产行业二手房销售和价格环比恢复；

- 3月下旬，受特朗普“对等关税”的影响，市场开始震荡调整；
- 4月2日，实质关税水准超出市场预期，全球股市快速下跌；
- 特朗普推迟除中国之外的“对等关税”，同时中国政府通过市场稳定资金强有力的托底市场，令中国股市在4月9日之后企稳反弹。

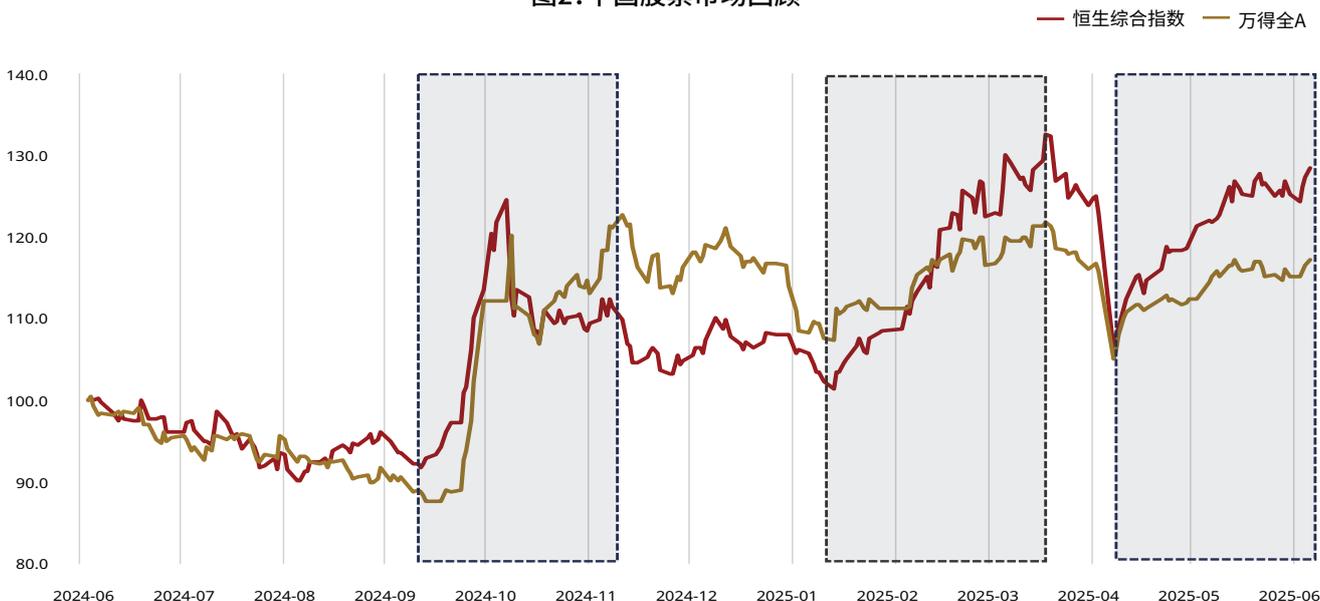
第三阶段

4月中旬至今

(本阶段中国股市整体震荡上涨)

- 首先，投资者愈发认识到特朗普政策宣言的多变和不可信，“关税”对市场的负面影响逐步降低。更为重要的是，全球投资者对“美元资产”的信念开始发生转变，资金由美国资本市场流向非美市场，对于港股也形成一定支撑；
- 其次，特朗普开始寻求与中国以及其他国家进行贸易谈判，与中国的谈判在5月初开始进行，投资者对“极端关税贸易战”的担忧得到缓解，驱动了市场的反弹；
- 再次，中国新消费数据和生物科技创新药的“对外授权”，共同验证中国跟上了全球的技术进步，并且消费品创造力依然非常旺盛。然而，同期中国内房市场改善步伐有所放缓，通胀数据依旧偏低，经济内生动力不足和通缩的压力依然存在。投资者更倾向于银行等高股息板块及新消费和生物科技等高景气度板块，市场主题投资的氛围较为显著。

图2：中国股票市场回顾



资料来源：万得、华夏基金（香港），截至2025年6月5日。

中国股票资产已经发生方向性转变

从过往二十多年的历史经验中可以得出，决定中国A股和港股方向的最核心要素，始终是上市公司总体的盈利趋势。5000多家上市公司的盈利趋势基本可以视为中国经济总体表现的缩影。虽然港股和A股的涨跌幅度可能有所不同，但在市场重大拐点上高度一致的，这也说明了决定港股市场方向的核心要素同样是中国经济的边际趋势。

在过去2-3年的熊市期间，市场曾出现四轮反弹（22年底、24年4月、24年9月、25年1月）。值得注意的是，这四轮反弹期间中国实体经济并未显著复苏，但市场（尤其是港股）却出现了快速且幅度较大的反弹，其驱动因素包括：

- 中国调整流行病防控政策
- 政府推出地产收储等政策
- 中国财政政策全面转向宽松
- 美国特朗普政府上台后并非单独针对中国

因此当投资者最担忧的风险因素出现缓解时，市场有机会迎来上涨。当经济和企业盈利实际改善时，市场则将会出现拐点并持续向上。

2022至2024年，中国股票市场持续调整。一方面，中国经济缺乏动力，股票市场持续下跌；同时中国之外的很多股票市场，尤其美国却持续上涨，当地经济有较大的韧性。这种反差导致了投资者对中国经济和股市的悲观情绪。这种市场差异的核心因素其实是中外财政政策的差异。

- 同期中国财政对经济的贡献持续下降，边际上的财政紧缩导致经济修复动力不足，进而引起市场下跌。
- 而同期美国财政赤字维持在较高水准，支撑经济与企业盈利，从而提振市场表现。

到了2024年9月，中国政府在财政、货币、资本市场、房地产、民营经济等多个宏观及行业政策上进行调整，其中最核心的举措是通过中央财政增加支出，通过对地方政府进行“化债”（即将地方政府高利率、短期、不透明的债务，重组为低利率、长期、透明的债务），中国总体财政赤字转为扩张，并且在2025年得到延续。以上举措进一步稳定了经济、企业盈利水准，以及市场表现。

图3: 中国广义赤字率
(占GDP比重, 12个月移动平均)



资料来源：万得、中信证券、华夏基金(香港)，截至2025年3月。

2024年9月之后，中国金融监管机构已经储备了政策工具，以便在市场下跌时进行支撑。市场稳定资金在市场压力最大的两天（4月7日和4月8日），通过ETF分别买入了至少700亿和

1000亿元，占比超过A股总成交额的4%。这些行动展示了中国监管机构的决心，从而阻止市场陷入悲观的负循环。

以中国生物科技产业为例,可以充分证明中国正紧跟全球技术进步的步伐。在生物科技创新药领域,我们观察到三个关键现象:

1. 从研发管线数量来看,中国已接近美国水准。尽管中国企业管线重复度较高,但这已充分证明中国已经成为全球生物科技产业研发的重要力量之一;
2. 近三年来,全球跨国药企已在中国购买了数百个产品管线的全球权益,用于后续开发;
3. 在新兴治疗领域,如减肥药、精准化疗ADC药物,中国企业占比很高。

从中可以得出结论,中国不仅没有在近年技术发展中落后,反而持续跟进全球技术进步。在科技、消费、医药等领域的技术进步,令投资者对中国未来经济增长和经济结构升级的信心得到恢复,从而用更具成长性的视角来评估中国股票资产。

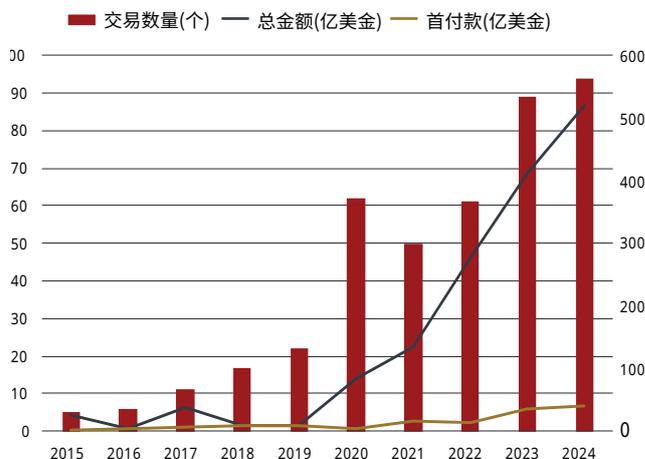
市场当前位置与主要矛盾

市场估值

经过2024年9月以来的震荡上涨,A股和港股估值已从历史最低水准有所修复。目前大盘蓝筹股估值已回升至历史中位数水准,而成长板块估值距离过去的历史中位数水准依然有较大的距离。与此同时,相较于美股,中国股票市场的整体估值仍处于历史较低区间。总体而言:

1. 大盘蓝筹股估值已恢复至历史中位数水准,若要进一步推动大盘估值的提升,需要经济资料的实质性修复和企业盈利的持续改善作为支撑;
2. 投资者对成长股的估值仍持相对谨慎态度,其估值水准尚未达到历史均值;
3. 中国内地和香港市场流动性相对充裕,我们认为具备良好发展前景的成长性行业会有较大的表现潜力。

图4: 2015-2024年中国药企创新药 License-out 交易统计



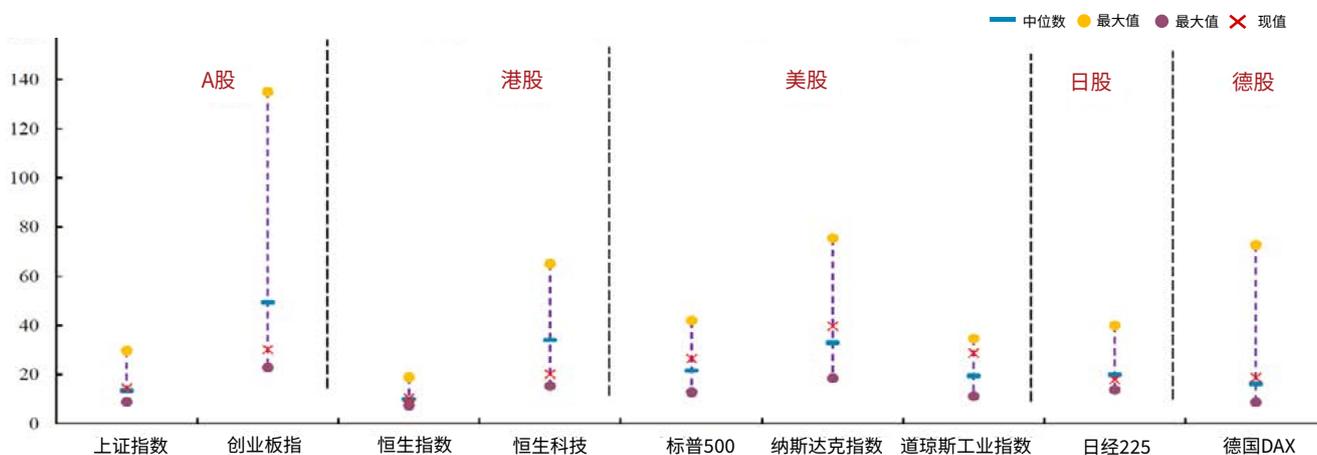
资料来源: 医药魔方、华夏基金(香港),截至2024年。

宏观经济

中国高频经济数据显示,因4月份备货超出市场预期,中国出口在5月份开始放缓;整体经济复苏趋势在4月份有所放缓,同时房地产价格环比下行,且通缩压力持续存在,表明中国经济内生动力仍然相对疲弱。

我们预期中国政府将继续加快现有经济支持政策的落地,并储备更多针对消费、基建和民生的支持政策,以支撑经济增长。尽管4月份开始的"对等关税"贸易摩擦可能给中国外贸带来压力,但我们认为决定中国股市走势的最核心因素仍是国内政策对消费和投资的支持力度。

图5: 全球主要市场股指估值



资料来源: 华西证券,截至2025年5月30日。

2025下半年投资展望

展望未来,我们依旧认为中国股票市场的核心矛盾是中国经济自身的修复。地缘政治和国际货币环境产生的边际影响,不会对中国的方向产生显著影响。如果外部环境出现突发恶化,中国政府可能会在内需政策上加大发力,并且利用政策工具稳定市场。

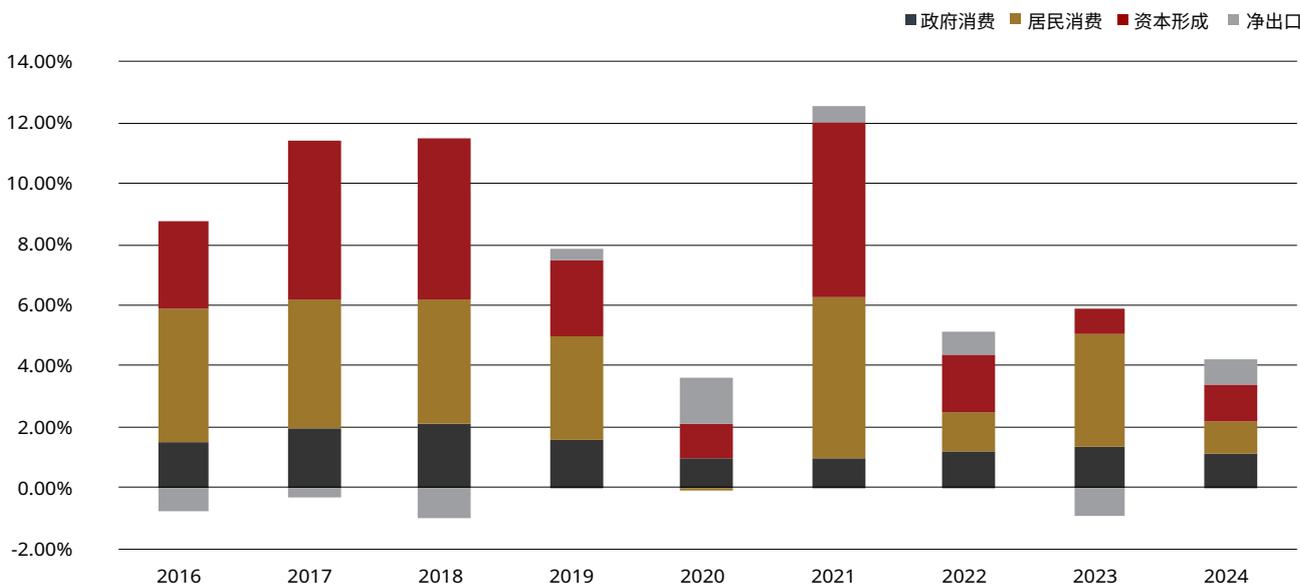
2024年中国实现了5%的GDP增速,2025年中国政府会通过一系列政策提升政府支出、稳定居民消费而对冲外贸下滑带来的压力,从而实现经济增速的相对平稳。中国高层会议以及未来美国贸易谈判是我们需要持续关注的事件。

我们维持二季度和三季度初市场总体震荡的判断。一方面,贸易摩擦和贸易谈判的形式持续变化,而中国政府支援经济的政策将根据内部就业压力逐步推出,这使得投资者难以形成

明确预期。另一方面,国家队将在市场情绪过度悲观时出手干预,防止悲观预期形成负回圈。在此背景下,市场不会出现深度下跌,整体将维持震荡格局。

在配置策略上,由于当前内外部环境的不确定性较高,预计高股息资产将持续获得投资者青睐,同时景气度较高的成长板块交易也将保持活跃,行业轮动可能延续。具体来看,我们较为看好能够提供收益的银行、电信等高股息板块;同时科技、医药和消费板块中或存在较多选股机会。展望下半年,一旦贸易谈判形势和内需支持政策趋于明朗,市场有望进入震荡上行阶段。

图6: 中国GDP支出法分项增长率贡献



资料来源:摩根斯坦利研究报告,截至2025年6月。

图7: 2025全球主要宏观事件时间表

事项	地区 / 范围	时间
韩国总统选举	韩国	2025年6月3日
欧洲央行议息会	欧洲	2025年6月5日
美联储议息会议	美国	2025年6月17日 - 18日
七国集团领导人峰会	全球	2025年6月15日
北大西洋公约组织(北约)峰会	全球	2025年6月24 - 25日
中国政治局会议	中国	2025年7月, 待定
美国独立日 / “大美丽法案 OBBBA” 预计通过时间	美国	2025年7月4日
美国与多国“对等关税”暂停期结束	全球	2025年7月9日
欧洲央行议息会	欧洲	2025年7月24日
日本参议院选举	日本	2025年7月, 待定
美联储议息会议	美国	2025年7月29日 - 30日
中美“对等关税”“调整关键时间点	全球	2025年8月12日
杰克逊霍尔会议	美国	2025年8月21日 - 23日
中国抗战胜利 80 周年阅兵	中国	2025年9月3日
欧洲央行议息会	欧洲	2025年9月11日
美联储议息会议	美国	2025年9月16日 - 17日
中国政治局会议	中国	2025年9月至10月, 待定
香港特首施政报告	香港	2025年10月, 待定
美联储议息会议	美国	2025年10月28日 - 29日
欧洲央行议息会	欧洲	2025年10月30日
G20 峰会	全球	2025年11月22 - 23日
美联储议息会议	美国	2025年12月9日 - 10日
欧洲央行议息会	欧洲	2025年12月18日
中国政治局会议	中国	2025年12月, 待定
中央经济工作会议	中国	2025年12月, 待定

资料来源: 建银国际研究报告, 截至2025年6月3日。

全球债券市场

2025年上半年,特朗普上任后的一系列政策成为市场最大的不确定性因素。过去2年市场交易的「美国例外论」在今年迎来了逆转,非美资产表现优于美元资产,整体来看,黄金领涨,港股和欧洲相对表现较好,原油表现最差。债券资产内部,美

国国债利率曲线明显走陡峭,延续了去年短久期跑赢长久期、高收益跑赢投资级的特征,截至6月底,彭博全球投资级债券指数上涨0.46%,摩根大通亚洲信用债核心指数上涨7.14%。

图8: 2025年上半年全球债券市场表现

指数	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年YTD	2025年4月以来
欧洲高收益债券	-1.60%	-18.30%	16.40%	3.80%	9.60%	5.40%
中资美元高收益	-33.30%	-33.30%	-20.50%	19.40%	5.80%	1.20%
发达市场主权债	-6.90%	-18.00%	3.60%	-4.10%	5.40%	2.50%
新兴市场主权债	-3.60%	-18.80%	10.90%	4.40%	4.30%	1.90%
新兴市场公司债	-1.90%	-14.80%	7.90%	6.00%	3.40%	0.60%
中资美元投资级	-0.20%	-9.90%	6.80%	5.00%	3.00%	0.10%
亚洲高收益债券	-17.50%	-21.80%	4.80%	16.40%	2.80%	0.70%
亚洲美元债	-3.10%	-12.60%	7.20%	4.80%	2.80%	0.40%
美国高收益债券	5.40%	-11.20%	13.40%	8.10%	2.70%	1.70%
美国国债	-2.40%	-12.90%	3.90%	0.60%	2.30%	-0.50%
美国投资级公司债	-1.00%	-15.40%	8.40%	3.00%	2.20%	0.00%
欧洲投资级债券	-0.80%	-16.40%	8.30%	4.30%	1.10%	1.50%

资料来源:彭博,截至6月17日。

2025年上半年全球市场可谓一波三折,一季度中国AI的崛起以及欧洲财政刺激计划的推行引发全球投资人对于非美市场投资机会的关注。4月2日特朗普对等关税宣布后,市场迎来巨震,同时,超预期的财政计划进一步加剧了市场的动荡,使得市场情绪从风险资产普遍下跌快速转为对美元信用的担忧,长端美债遭到抛售。4月8日以来,尽管市场对于特朗普政

策不确定性的担忧有所缓和,美股等资产价格出现反弹,但美元仍表现疲软,市场参与者仍在为全球资金的结构性的再平衡做准备。好消息是,美国经济目前仍具韧性,货币政策仍存在一定的宽松空间,但展望下半年,市场仍面临诸多不确定性。我们倾向于认为这可能是中长期结构变化的开端而非终点。

2025下半年投资展望

展望下半年，我们认为有三大不确定性值得关注。首先是关税政策的不确定性，虽然特朗普已将对等关税延期三个月，部分国家已经就此达成一定协定，但随着美国谈判筹码逐渐减少，若中国、欧洲等国家态度强硬，关税问题可能再度恶化，这将对美国经济能否在本轮实现软着陆构成较大挑战。其次是美国政府债务的不确定性，若「大美丽」法案在参议院顺利通过，美国财政赤字问题可能会进一步恶化。种种迹象表明，特朗普「海湖庄园协定」中关于债务重组或对外国投资人投资美国资产进行征税并非空穴来风，未来长期限美债的避险属性可能存疑。最后是非美国家内外部风险的不确定性，特朗普的举动吸引了过多市场的目光，导致市场淡化了俄乌冲突及欧洲意识形态转变所带来的影响。此外，原油和大宗商品也可能迎来拐点，黑天鹅事件的可能性不容小觑。

美国一季度GDP增速因“抢进口”而录得负值，但居民消费和企业投资的增速仍表现较好。尽管PMI、消费者信心及房地产等数据受到政策影响比较低迷，但我们观测到美国就业情况仍韧性十足，当期PCE等通胀数据也相对稳定，表明美国经

济目前运转良好。我们预计关税谈判的走势可能会左右下半年的美国经济状况。若关税问题达成协定，美国经济有望避免非线性恶化，大概率实现软着陆，美联储可能会继续维持利率稳定；反之若关税问题恶化，需求的下降可能会使得美国陷入衰退，进而可能迫使美联储再度重启全面宽松政策。我们对美国财政持相对谨慎的看法，从政府各项收支构成来看，特朗普几乎不可能在不影响经济或者金融市场的前提下解决赤字问题。短期内，美元信用问题或者市场的悲观预期可能难以得到解决。

从非美经济体与全球资本流动的角度来看，多数新兴市场国家和发达市场国家目前的货币政策相较于美联储更为宽松，而在过去五年间政府杠杆的提升程度也相对好于美国。考虑到过去2年间美元以及美国资产头寸相对拥挤，如果非美国国家的经济表现继续良好，国内外政局将维持稳定，我们认为今年上半年全球资本再平衡以及全球“去美元化”进程将有望持续，非美经济体无论从经济基本面还是资产表现来看，将仍有机会相对跑赢。

图 9: 新兴市场国家和发达市场国家货币政策及经济预期

	墨西哥	智利	匈牙利	波兰	韩国	印度	尼西亚	泰国	巴西
目前政策立场	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息
当前政策利率(%)	8.5	5	6.5	5.25	2.5	5.5	5.5	1.75	14.75
降息次数	7	11	11	3	3	3	3	3	4
本周期最高政策利率	11.25	11.25	13	6.75	3.5	6.5	6.25	2.5	15
年初政策利率(%)	7.5	4.6	6	4.7	2.1	5.5	5.15	1.4	14.75
今年剩余降息次数(基点)	100	40	50	55	40	0	35	35	0
2025年预测实际GDP(年比%)	0	2.2	1.4	3.3	1	6.3	4.8	2	2.1
2024年债务占GDP比重	58%	42%	73%	55%	53%	81%	40%	63%	87%

	加拿大	欧元区	英国	澳大利亚	美国	日本
目前政策立场	降息	降息	降息	降息	降息	加息
当前政策利率(%)	2.75	2.15	4.25	3.85	4.5	0.5
降息次数	7	8	4	2	3	3
本周期最高政策利率	5	4.5	5.25	4.35	5.5	-0.1
年初政策利率(%)	2.25	1.9	3.75	3.6	4.05	0.7
今年剩余降息次数(基点)	50	25	50	25	45	40
2025年预测实际GDP(年比%)	1.2	0.9	1.1	1.8	1.4	0.8
2024年债务占GDP比重	111%	63%	101%	50%	121%	237%

资料来源:彭博,截至6月17日。

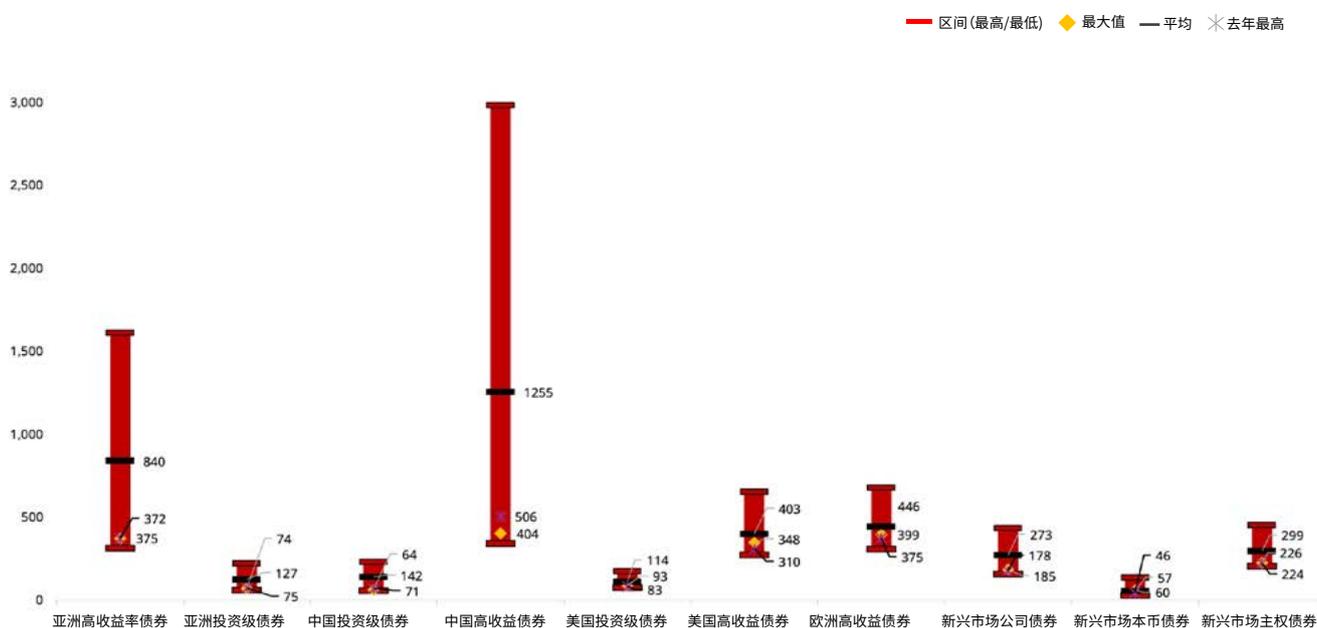
美债收益率预计仍将维持较大的波动。短端美债在降息预期远超加息预期的背景下,相对具有确定性;在财政和政府信用问题得到有效解决之前,长端美债的抛售压力仍然存在,也不排除短期内再次出现类似4月初收益率快速上行的可能性。尽管如此,我们仍然相信,若十年期美债收益率快速上升到5%,对投资者依然具有足够的吸引力。

信用债方面,尽管今年上半年波动有所加大,但整体表现依然良好,欧洲和新兴市场表现好于美国本土。从传统估值标准来看,目前信用利差在过去十年中处于较高的水准,但考虑到美元信用问题带来本身美债利率基准的溢价提升,信用债相对

于无风险利率(如掉期利率)的利差估值相对合理。美国企业的杠杆和债务压力明显好于政府,如果国债风险进一步演绎,不排除未来最高评级企业债相较国债或将出现负信用利差的可能。

从供需角度而言,上半年整体债券供给与去年基本持平,但考虑到更多的到期量以及欧元等其他币种更具吸引力的融资成本,预计净供给将同比回落;而从需求端来看,本土资金受政策因素影响不大,需求相对稳定,美元贬值预期下,海外投资者的流入增速预计将会放缓。

图 10: 全球主要市场信用债市场表现与估值分析



资料来源:彭博,截至6月17日。

从板块和配置策略角度而言,我们对利率久期保持相对谨慎的态度,但对信用久期并不悲观。如果美国经济能实现软着陆,BBB级债券相对于A级债券的利差有望进一步压缩。

在国别配置方面,我们相对高配中国和欧洲以分散风险,也会捕捉拉美、中东等新兴市场优质信用债发行人的机会。预期美元仍有走弱空间,并可能维持弱势,相应利好新兴市场货币及对应的主权债券。

在行业配置方面,我们对能源以及部分周期性行业保持相对

谨慎的态度,对银行保险等受关税政策影响相对较小的行业进行适度高配。

整体来看,我们将采用“主要收取中短久期债券票息,同时结合长久期债券”的波段交易操作。考虑到宏观和政策层面的诸多不确定性,我们不会押注某一特定板块。当前,多元化配置的重要性凸显,这有助于降低波动。我们将在分散国别和行业风险的基础上,进一步挖掘不同货币计价债券的投资机会。

风险提示: • 关税冲突 • 美国财政恶化 • 去全球化进程快于预期



人民币市场

回顾今年上半年的在岸利率市场，国债利率走势呈现先升后降的态势，2年期与30年期国债收益率曲线趋于扁平。其中，短端利率上行更为明显，而中长端利率下行幅度较为显著。三月中旬利率达到峰值后出现转折，今年上半年国债利率的波动主要受市场风险情绪驱动，因此与中国股票市场的关联度很高。和过去两年一样，央行继续实施稳健的货币政策，通过降准降息来调节市场流动性。今年五月份，央行进行了一轮降准降息操作，7天逆回购利率下调10个bps至1.4%，1年期和5年期LPR均下调10个bps，分别降至3%和3.5%，同时准备金率降低了50个bps至9.5%。

展望今年下半年，今年内降准50bps的预期已经实现，降息方面，已经降了10bps，我们认为或还有10-20bps，但央行可能会将降息操作留给有需要或更有空间的时候进行。我们认为下半年利率有可能整体呈下行趋势，投资者可把握股市上扬和三季度发债高峰带来的加仓机会。当前5年期国债利率在1.48-1.65%区间，10年期在1.63-1.73%区间，30年期在1.86-1.94%区间。10年期国债利率（1.7%）相较于中期借贷便利MLF（2%）和同业存单NCD（1.7-1.75%）而言略微偏低。从历史数据来看，10年期国债利率通常与MLF水准相近，并且高于1年期NCD利率。

今年人民币境外点心国债与境内国债走势基本独立，点心债因利率下行而可能带来更多资本利得收益。截至六月初，点心国债利率下行幅度分别为：1年期68bps、2年期34bps、5年期42bps、7年期59bps、10年期28bps、20年期27bps。目前，点心债的整体利率水准仍比境内债高出15-30bps，在中美均有降息动作的环境下，其收益率优势可能会更具吸引力，同时点心债信用利差整体收窄20-30bps，在2025年上半年表现出色，境外发行和投资活跃度仍在积极上升。

除四月上旬，今年美元离岸人民币掉期和即期走势外基本一致走向，人民币压力跟随离岸人民币利率下行而持续拉宽。境内外掉期走势出现分化，主要是因为境内外人民币利率走势相反以及存在跨国套利。截至六月初，离岸人民币掉期曲线对冲成本为一个月2.9%，三个月2.85%，六个月2.8%，9个月2.75%，1年2.65%。

从利差角度来看，境外人民币利率起主导作用，美元利率影响相对不大。同期，人民币兑美元即期汇率呈现升值且波动区间扩大的态势，从年初的7.3361升至7.4257，后回落至7.1726，波幅高达2531piPs，现交易在7.18水准，接近去年底的市场预期（7.15）。人民币在亚洲货币里表现一般，兑一篮子货币贬值。和过去两年一样，人民币和美元指数走势相关性极高。今年市场风险情绪和中国股市以及美元离岸人民币即期关联度高，主要都是由贸易争端导致的。

去年底，外资对美元/离岸人民币即期汇率较为悲观（预期为7.5），我们则相对乐观（预期为7.15），当前我们维持原有观点。同时，我们预计3个月美元/离岸人民币掉期对冲成本约为2-3%，1年期约为2-2.7%。

展望下半年，我们依然关注中美及全球博弈动态。中国自身的不确定性包括降息降准发力时间与程度，以及政策实施后的经济数据表现。美国自身的不确定性包括美联储今年是否降息、通胀和就业数据变化，以及地缘政治风险。

加密资产



1) 市场剧烈调整

2025年前四个月，加密资产市场经历剧烈调整，比特币自2月中旬至4月中旬大幅下跌，伴随大量资金从比特币ETF撤出，多数资金转向黄金等传统避险资产，显示出在短期内散户投资者信心减弱。

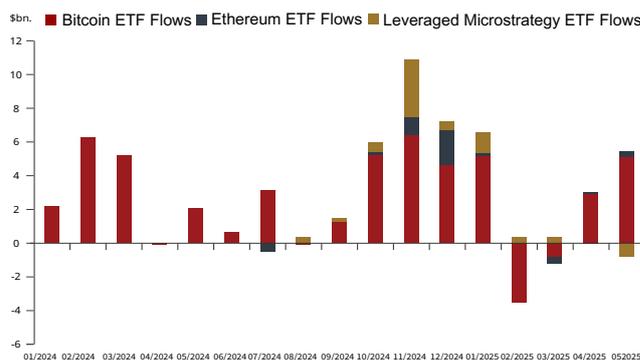
2) 市场情绪修复

市场情绪自4月下旬明显逆转。首先，MicroStrategy在此前"21/21"购币计划的基础上，宣布额外筹资420亿美元（总共840亿美元）用于购买比特币，这一动作不仅提振了市场信心，更被视为公司层面对比特币资产配置的强烈背书。与此同时，美国新罕布什尔州成为首个通过法案允许财政资金配置比特币的州，财政资金的比例最高可达5%。这些催化因素叠加，支撑了比特币在5月快速重回上涨通道。

3) “抗贬值交易”下比特币配置价值凸显

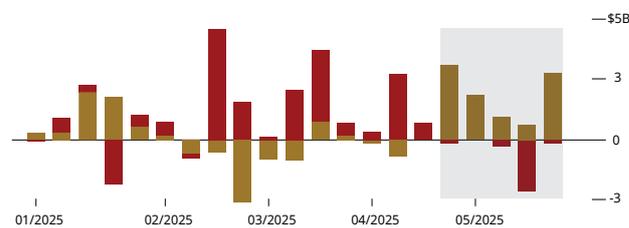
“抗贬值交易”正成为驱动投资者调整资产配置的核心逻辑。在地缘政治风险、财政赤字扩大以及长期通胀预期等因素共同作用下，市场资金正持续流向对抗法币贬值的资产，其中黄金与比特币成为主要受益资产。随着比特币价格企稳回升，5月以来资金呈现从黄金ETF向比特币ETF转移的明显趋势。这一资金流向变化表明，在“抗贬值交易”趋势下，比特币作为新型抗通胀资产的配置价值正获得市场认可，机构投资者的参与逻辑也逐步从短期投机转向长期资产配置。

图 11: 比特币ETF资金流向变化



资料来源: 彭博、摩根大通, 截至2025年5月。

图 12: 比特币与黄金ETF每周资金流对比



资料来源: 彭博, 截至2025年5月。

4) 比特币价格潜在空间

根据历史数据, 过往数轮周期中, 当比特币MVRV(市值与实现价值比率) 达到4时, 比特币价格往往见顶。据过往经验推

断, 预期本轮周期比特币价格理论峰值可达178,000美元, 显示未来或仍有一定的上涨空间。

图 13: 比特币MVRV



资料来源: 彭博, 截至2025年5月。

5) 比特币潜在催化因素

i. 企业参与度提升	<ul style="list-style-type: none"> 科技巨头英伟达正考虑将比特币纳入其资产负债表; 由Tether、Cantor Fitzgerald和软银联合成立的比特币生态投资公司Twenty One Capital宣布以4.587 亿美元购买首笔比特币。
ii. 美国政策支持	<ul style="list-style-type: none"> 特朗普政府于3月签署行政命令, 要求建立比特币战略储备计划, 目前部分州已取得实质性进展。
iii. 全球流动性扩张	<ul style="list-style-type: none"> 全球M2货币供应量因美元走弱而持续增长; 约5万亿美元的美国国债将于2025年6月集中到期, 美联储可能被迫释放流动性以完成债务再融资; 中国人民银行于5月7日宣布下调存款准备金率0.5个百分点, 预计释放约1万亿元长期流动性, 并同步下调政策利率0.1个百分点。
iv. 资产配置优势	<ul style="list-style-type: none"> 比特币与全球主流金融市场的低相关性可有效增强投资组合分散性。随着比特币逐渐走入大众视野, 甚至被机构投资者纳入投资组合, 较高风险的比特币有望为投资组合表现带来增强效果。
v. 期货市场信号	<ul style="list-style-type: none"> 比特币2个月期货长期维持溢价状态, 表明市场参与者愿意支付溢价以获得未来更高回报, 这通常被视为积极信号。

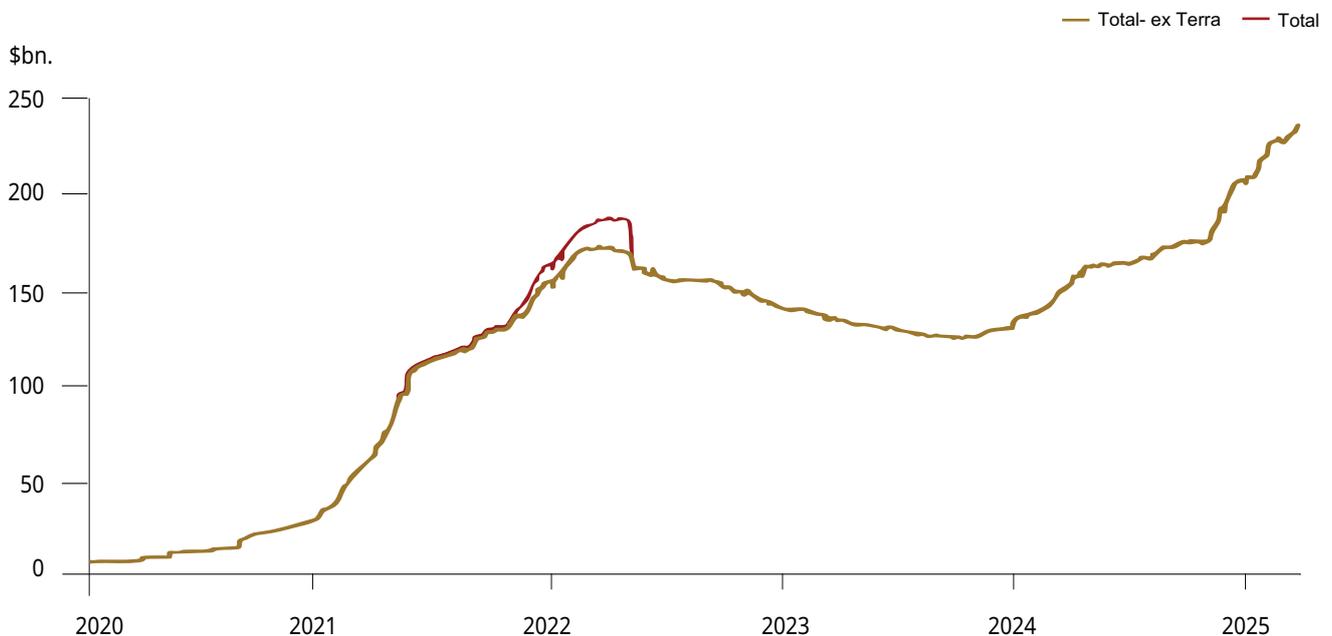
稳定币

1) 稳定币市值创新高, 地位持续强化

稳定币被广泛应用于交易撮合、DeFi抵押、资产锚定和跨境支付等场景, 是维系链上金融活动的基础。截至2025年5月, 稳定币总市值已经突破2440亿美元, 创下历史新高。这一增

长不仅反映出加密市场整体市值的增长, 更体现出稳定币作为加密资产体系中“关键组成部分”的地位日益稳固。

图 14: 稳定币市值变化



资料来源: Defilama、摩根大通, 截至2025年5月。

2) 收益类稳定币快速崛起

在高利率环境下,用户开始从传统无收益稳定币转向能够提供收益的新型产品,例如BUIDL、YLDS等。这些产品多以代币化国债为底层资产,具透明度、可追踪、安全性高等特点。收益型稳定币在提供潜在收益的同时,可避免承担额外交易或借贷风险,受到市场欢迎。数据显示,2024年底收益类稳定币的市场规模仅为40亿美元,但2025年5月已超过130亿美元,占稳定币市场总量的6%。此外,它们被主流平台(如FalconX与Deribit)广泛接受为抵押品,在提高实际用途的同时也增强了用户对其安全性的信心。

3) 稳定币监管和法规日渐清晰

2025年5月,香港通过《稳定币条例草案》,建立以发牌制度和1:1高流动性资产储备为核心的稳定币监管框架,并探索将人民币纳入适用币种,打造港币、人民币与美元兼容的链上稳定币流通枢纽。与此同时,美国GENIUS法案推动“许可发行人”制度落地,明确主流法币支援型稳定币不属证券范畴。随着制度日趋明晰,稳定币全球法制化进程已全面启动。

4) 稳定币未来两大增长驱动因素

稳定币的未来增长高度依赖两大关键驱动因素:一方面是其支付系统,如日常支付、跨境结算等场景中的应用程度将决定其渗透率和持续性。另一方面加密生态的持续扩张,包括去中心化金融(DeFi)、非同质化代币(NFT)、去中心化自治组织(DAO)等应用的发展,将带动链上美元稳定币的需求,从而扩大市场体量。

5) 传统机构入场与生态融合

随着监管路径日益清晰,传统银行与支付巨头正加快稳定币布局。例如,美国银行(BofA)宣布计划发行稳定币,而支付公司Stripe则通过收购Bridge平台进军稳定币结算领域。这类头部机构的积极介入为香港市场提供了重要参考。随着《稳定币条例草案》落地,香港本地稳定币生态有望在制度红利与全球经验双重驱动下加速构建,稳步迈向合规与链上金融融合的新阶段。

总结

2025年下半年,加密资产市场有望延续机构化与结构性扩张趋势。一方面,比特币、以太坊等核心加密资产正逐步成为主流配置资产。另一方面,稳定币与RWA代币正在重构链上金融基础设施。

展望未来12个月,加密资产ETF、稳定币与RWA有望形成加密资产领域的“三大支柱”,共同推动Web 3.0金融体系向更成熟、更稳定的发展阶段演进。

- 加密资产ETF: 提供合规化、便捷灵活的加密资产投资工具
- RWA: 链接传统资产与加密生态
- 稳定币: 构建链上流动性基础

关于华夏基金(香港)

华夏基金(香港)是香港市场领先的资产管理公司,作为华夏基金的海外子公司,我们成立于2008年9月,是首批出海的中资资产管理公司。我们的母公司华夏基金是中国规模最大的基金公司之一,拥有27年资产管理经验,截至2024年底资产管理规模超过2.58万亿人民币。

华夏基金(香港)扎根香港,放眼全球,经过17年的发展,建立起实力雄厚的本土化投研团队,为客户提供长仓股票基金、全球债券基金、对冲基金、交易所买卖基金(ETF)、杠杆及反向产品、加密资产基金、专户、投顾、模型投资组合等多元化产品线,并致力于金融领域创新,积极拓展 Web3.0,探索区块链和去中心化金融技术的投资机遇,务求为香港、大中华区、亚太区、以至欧洲、美国等地的个人及机构投资者提供全球化、多元化的产品及服务。

主动策略		
中国股票	全球债券	货币市场
<ul style="list-style-type: none"> 中国聚焦基金 新视野中国A股基金 中国机会基金 精选大中华科技基金 中国成长基金 	<ul style="list-style-type: none"> 全球投资级别债券基金 精选固定收益配置基金 精选亚洲债券基金 亚洲ESG债券基金 精选人民币投资级别收益基金 精选人民币债券基金 	<ul style="list-style-type: none"> 精选货币基金(港元) 精选美元货币基金 人民币货币ETF(非上市份额)
全球多元	代币化基金	
<ul style="list-style-type: none"> 全球多元收益基金 	<ul style="list-style-type: none"> 港元数字货币基金 	

全球ETF系列		
大中华股票	亚洲股票	欧美股票
<ul style="list-style-type: none"> 沪深300 ETF MSCI中国A50互联互通 ETF 恒指ESG ETF 恒生科技指数 ETF 恒生生物科技 ETF 	<ul style="list-style-type: none"> MSCI印度ETF MSCI日本股票(美元对冲)ETF 亚洲高息股票ETF 亚洲美元投资级别债券ETF 	<ul style="list-style-type: none"> 纳斯达克100 ETF MSCI欧洲优势股票(美元对冲)ETF
债券及货币市场	杠杆及反向	加密资产
<ul style="list-style-type: none"> 20年以上美国国债ETF 亚洲美元投资级别债券ETF 人民币货币ETF 	<ul style="list-style-type: none"> 纳斯达克100 每日杠杆(2X) 产品 纳斯达克100 每日反向(-2X) 产品 	<ul style="list-style-type: none"> 比特币ETF(现货) 以太坊ETF(现货)

资料来源: 彭博, wind, 华夏基金(香港), 截至2025年5月31日。

享誉业界 100+ 奖项

近期重磅奖项

The Asset财资

3A可持续投资大奖2025

- 最创新ETF
- 最创新产品

LESG

理柏基金香港年奖2025

- 香港地区最佳亚太高收益债券基金(5年期)

Asia Asset Management 亚洲资产管理

Best of the Best 年度大奖2025

- 年度最佳中国基金公司 - 香港地区

Insights&Mandate投资洞见与委托

2024年专业投资大奖

- 市场表现大奖 - 香港地区最佳中资基金公司
- 市场表现大奖 - 香港地区最佳人民币基金经理人
- 投资表现奖 - 中国A股基金(3年)
- 投资表现奖 - 全球综合债券(3年)
- 投资表现奖 - 大中华多空股票策略对冲基金(10年)

香港交易所

香港交易所大奖2025

- 最佳新ETP产品 - 日均成交额

中国证券报

第八届海外基金金牛奖

- 一年期中国债券基金

Fund Selector Asia

2024年度基金大奖

- 年度最佳ETF公司
- 香港地区大中华股票 - 白金奖

彭博商业周刊

领先基金大奖2024

- 互惠基金(一年) - 货币市场 - 杰出大奖
- 互惠基金(五年) - 全球多元化债券 - 卓越大奖
- 指数股票基金(一年回报) - 生物科技股票 - 卓越大奖
- 指数股票基金(一年回报) - 亚洲债券 - 杰出大奖
- 指数股票基金(一年回报) - 亚洲股票(日本除外) - 杰出大奖

资料来源: 中国证券报, The Asset, The LSEG, 投资洞见与委托, 亚洲资产管理, Fund Selector Asia, 彭博商业周刊, HKEX, 截至2025年5月30日。

免责声明:

若无特别注明,数据源自华夏基金(香港),彭博,截至2025年6月18日。

投资涉及风险。基金单位可升亦可跌,过往业绩不表示将来基金回报,未来回报不能被保证。阁下亦可能损失所投资之本金。本资料并不构成对于任何证券或基金的买卖或进行任何交易之邀约或任何投资建议。本文件只供阁下参考之用,阁下不应倚赖本文件作任何投资决定。本文所载之部份数据或数据是从非关联之服务商取得的,我们合理地相信该等数据或数据是准确,完整及至所示日期为最新的;华夏基金(香港)有限公司确保准确地再制作该等数据或数据,但并不保证该非关联之第三方所提供之数据或数据的准确性及完整性。华夏基金(香港)有限公司所做出的任何预测性建议或意见并不代表未来市场实际情况,所有建议或意见可在未有进一步通知的情况下改变。有关指数供货商的详情(包括免责声明),请参阅基金章程的相关揭露。阁下应细阅基金销售文件,包括风险因素。如有需要,应咨询独立专业意见。本资料之发行人为华夏基金(香港)有限公司。此资料并未被香港证券及期货事务监察委员会所审阅。



www.chinaamc.com.hk

华夏基金(香港)有限公司
香港花园道1号中银大厦37楼

产品查询及客户服务
电话: (852) 3406 8686
电邮: hkservice@chinaamc.com

关注我们
华夏基金香港 China Asset Management (HK)



微信



LinkedIn



富途