

2025 ▶ 下半年投資展望





目錄

中國股票市場	• 市場趨勢性轉折三大階段 • 中國股票資產方向性轉變 • 市場當前位置與主要矛盾 • 下半年市場展望	04
全球債券市場	• 上半年市場回顧 • 下半年投資展望	10
人民幣市場	• 市場回顧與展望	13
加密資產	• 加密資產走勢和潛在催化劑 • 穩定幣在香港的發展	14
關於華夏基金 (香港)	• 公司簡介 • 獎項榮譽 • 關注我們	18

中國股票市場

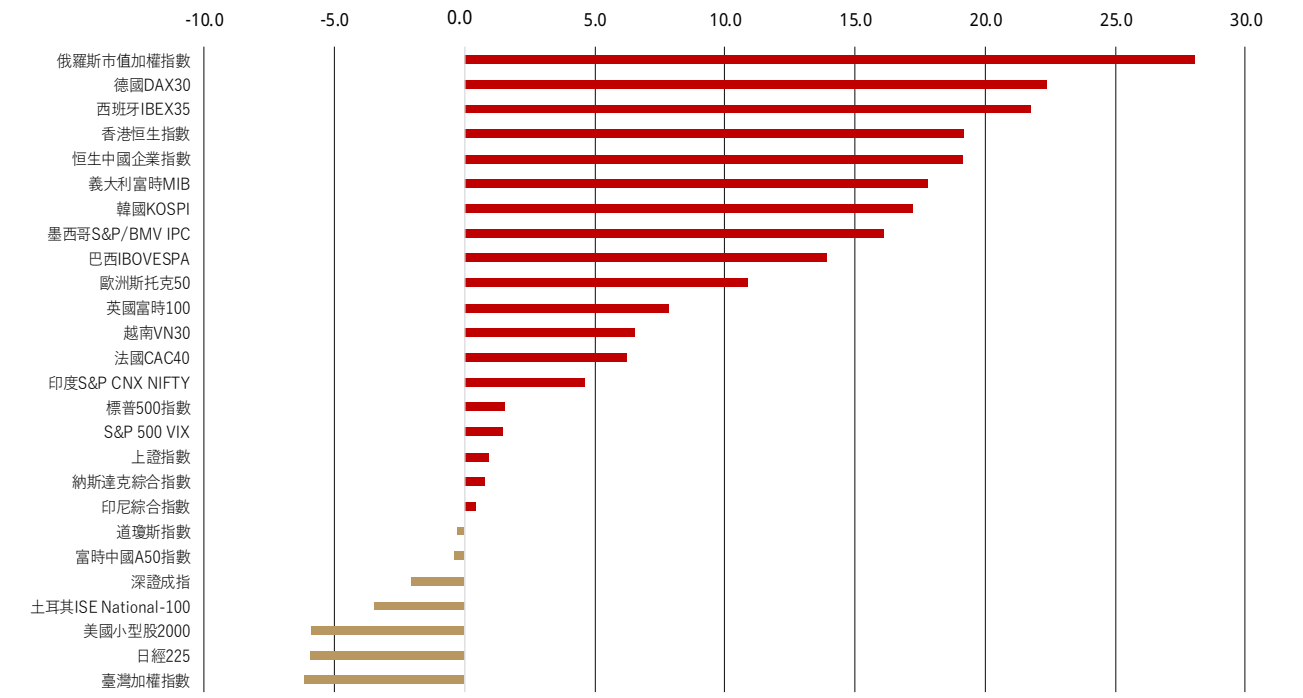
2022年至2024年第三季度，中國股票市場經歷了超過三年的調整階段。在此期間，中國股市的全球表現排名始終靠後。進入2025年，截至6月5日，中國股市表現可圈可點。港股漲幅位居全球主要股指前列，恆生指數上漲19.2%，A股表現遜於港股，但上證指數仍微漲1%。

我們認為，中國股市自2024年9月起已出現趨勢性轉折，整體呈現震盪上行態勢。這一轉變主要有三大驅動因素：

- 2024年9月前後，中國政府的財政政策發生方向性調整，配合貨幣、金融市場及行業監管等政策，為中國經濟和股市提供了有力支撐。

- 儘管面臨美國的技術封鎖，中國在人工智慧、生物科技、新能源車等領域的技術進步表明，我們已跟上全球技術發展步伐。
 - 在市場恐慌時，中國政府通過資本市場穩定資金，防止市場陷入悲觀預期的負迴圈，有效提振了投資者的預期與信心。
- 儘管今年出現了美國“對等關稅”等突發事件，但關稅問題和地緣事件仍屬於短期波動的誘因，決定中國股市走勢的核心力量仍是上述三大因素。

圖1：2025年初至今全球主要股指表現



資料來源：Investing，截至2025年6月5日。

市場趨勢性轉折三大階段

第一階段 2024年9月—2025年1月

2024年9月24日，中國政府發佈了一系列行業政策，包括財政擴張（提升政府槓桿）、貨幣寬鬆（降低利率）、地產監管優化及資本市場穩定基金介入。這些政策對中國經濟形成支撐，顯著緩解了投資者對中國經濟的擔憂，並通過穩定資金入市，打破“下跌—悲觀—拋售—繼續下跌”的負向迴圈，從而修復了投資者信心，推動中國股市快速反彈。

此後，市場進入震盪期，原因之一是政策對經濟的實質性支撐作用有待驗證，二是特朗普勝選後，其行政管理班底陸續亮相，投資者擔憂中美摩擦或進一步升級，如特朗普聯合盟友限制中國，或發動新一輪貿易戰。

第二階段 2025年1月中—4月初

1月中旬: 特朗普邀請中國領導人出席其就職典禮，市場對中美關係短期緩和有所期待，帶動股市反彈。

1月底-春節期間：主要出現兩大事件，1）1月底，國產AI大模型DeepSeek在全球獲得現象級關注；2）春節檔電影《哪吒2》口碑與票房雙爆發。這兩大事件令全球投資者認識到“中國科技進步”和“消費產品創新力”，觸發市場對中國科技資產的重估。

3月: 市場呈現“先漲後調”格局：

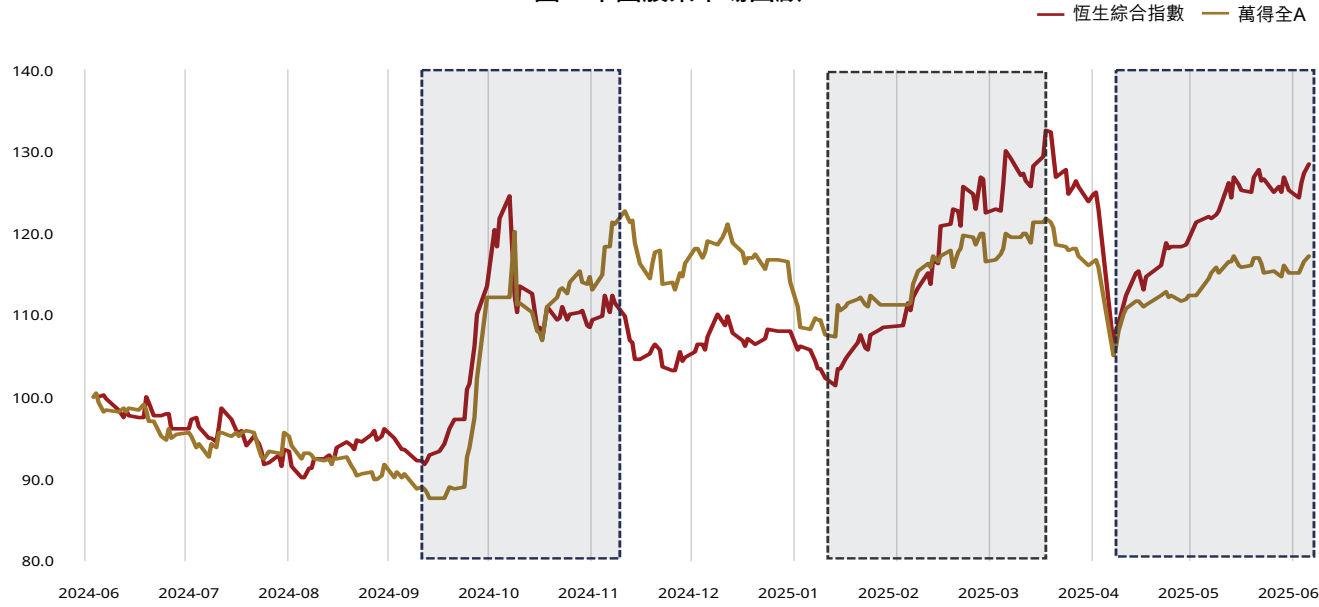
- 3月初，消費補貼和經濟預期修復令經濟數據得以改善，消費補貼政策迅速提升相關消費品的銷售增速，地產行業二手房銷售和價格環比恢復；

- 3月下旬，受特朗普“對等關稅”的影響，市場開始震盪調整；
- 4月2日，實質關稅水準超出市場預期，全球股市快速下跌；
- 特朗普推遲除中國之外的“對等關稅”，同時中國政府通過市場穩定資金強有力的托底市場，令中國股市在4月9日之後企穩反彈。

第三階段 4月中旬至今 (本階段中國股市整體震盪上漲)

- 首先，投資者愈發認識到特朗普政策宣言的多變和不可信，“關稅”對市場的負面影響逐步降低。更為重要的是，全球投資者對“美元資產”的信念開始發生轉變，資金由美國資本市場流向非美市場，對於港股也形成一定支撐；
- 其次，特朗普開始尋求與中國以及其他國家進行貿易談判，與中國的談判在5月初開始進行，投資者對“極端關稅貿易戰”的擔憂得到緩解，驅動了市場的反彈；
- 再次，中國新消費數據和生物科技創新藥的“對外授權”，共同驗證中國跟上了全球的技術進步，並且消費品創造力依然非常旺盛。然而，同期中國內房市場改善步伐有所放緩，通脹數據依舊偏低，經濟內生動力不足和通縮的壓力依然存在。投資者更傾向於銀行等高股息板塊及新消費和生物科技等高景氣度板塊，市場主題投資的氛圍較為顯著。

圖2：中國股票市場回顧



資料來源：萬得、華夏基金(香港)，截至2025年6月5日。

中國股票資產已經發生方向性轉變

從過往二十多年的歷史經驗中可以得出，決定中國A股和港股方向的最核心要素，始終是上市公司總體的盈利趨勢。5000多家上市公司的盈利趨勢基本可以視為中國經濟總體表現的縮影。雖然港股和A股的漲跌幅度可能有所不同，但在市場重大拐點上是高度一致的，這也說明了決定港股市場方向的核心要素同樣是中國經濟的邊際趨勢。

在過去2-3年的熊市期間，市場曾出現四輪反彈（22年底、24年4月、24年9月、25年1月）。值得注意的是，這四輪反彈期間中國實體經濟並未顯著復蘇，但市場（尤其是港股）卻出現了快速且幅度較大的反彈，其驅動因素包括：

- 中國調整流行病防控政策
- 政府推出地產收儲等政策
- 中國財政政策全面轉向寬鬆
- 美國特朗普政府上臺後並非單獨針對中國

因此當投資者最擔憂的風險因素出現緩解時，市場有機會迎來上漲。當經濟和企業盈利實際改善時，市場則將會出現拐點並持續向上。

2022至2024年，中國股票市場持續調整。一方面，中國經濟缺乏動力，股票市場持續下跌；同時中國之外的很多股票市場，尤其美國卻持續上漲，當地經濟有較大的韌性。這種反差導致了投資者對中國經濟和股市的悲觀情緒。這種市場差異的核心因素其實是中外財政政策的差異。

- 同期中國財政對經濟的貢獻持續下降，邊際上的財政緊縮導致經濟修復動力不足，進而引起市場下跌。
- 而同期美國財政赤字維持在較高水準，支撐經濟與企業盈利，從而提振市場表現。

到了2024年9月，中國政府在財政、貨幣、資本市場、房地產、民營經濟等多個宏觀及行業政策上進行調整，其中最核心的舉措是通過中央財政增加支出，通過對地方政府進行“化債”（即將地方政府高利率、短期、不透明的債務，重組為低利率、長期、透明的債務），中國總體財政赤字轉為擴張，並且在2025年得到延續。以上舉措進一步穩定了經濟、企業盈利水準，以及市場表現。

以中國生物科技產業為例，可以充分證明中國正緊跟全球技術進步的步伐。在生物科技創新藥領域，我們觀察到三個關鍵現象：

1. 從研發管線數量來看，中國已接近美國水準。儘管中國企業管線重複度較高，但這已充分證明中國已經成為全球生物科技產業研發的重要力量之一；
2. 近三年來，全球跨國藥企已在中國購買了數百個產品管線的全球權益，用於後續開發；
3. 在新興治療領域，如減肥藥、精準化療ADC藥物，中國企業佔比很高。

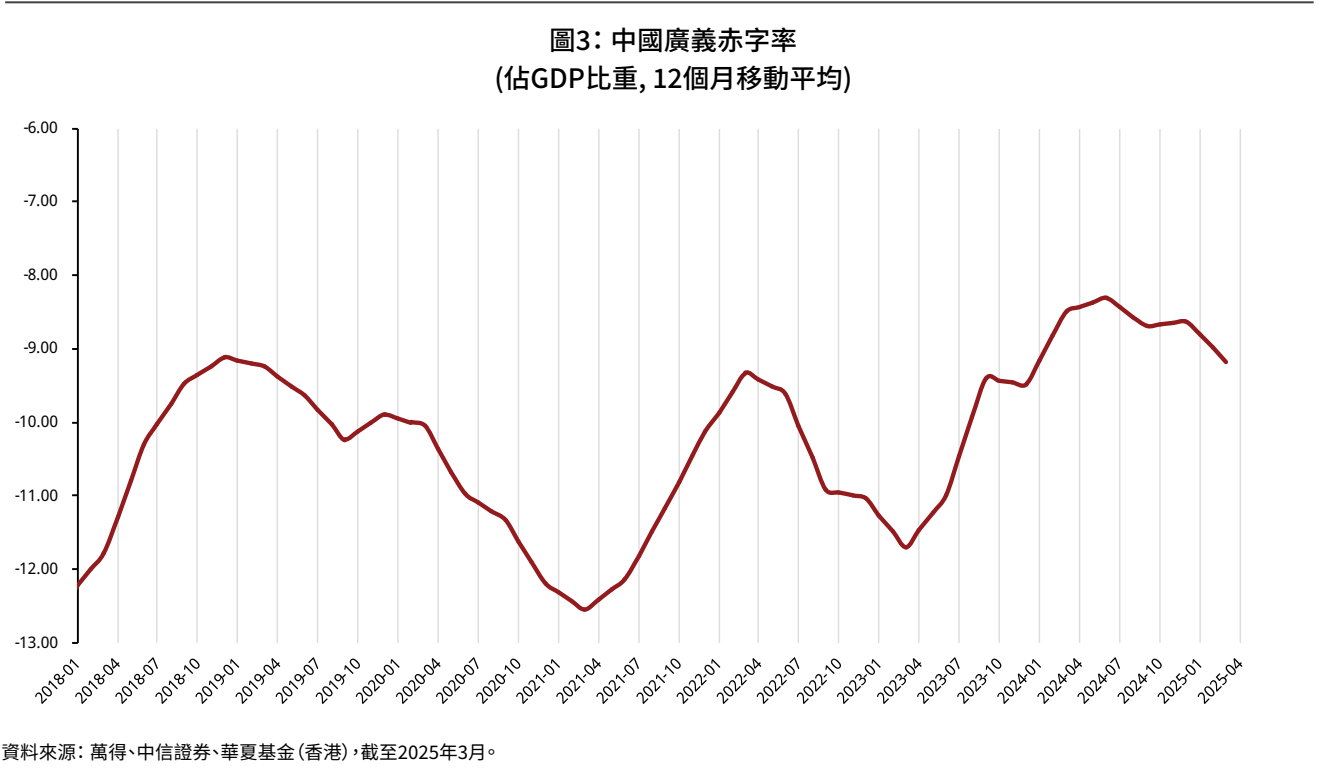
從中可以得出結論，中國不僅沒有在近年技術發展中落後，反而持續跟進全球技術進步。在科技、消費、醫藥等領域的技術進步，令投資者對中國未來經濟增長和經濟結構升級的信心得到恢復，從而用更具成長性的視角來評估中國股票資產。

市場當前位置與主要矛盾

市場估值

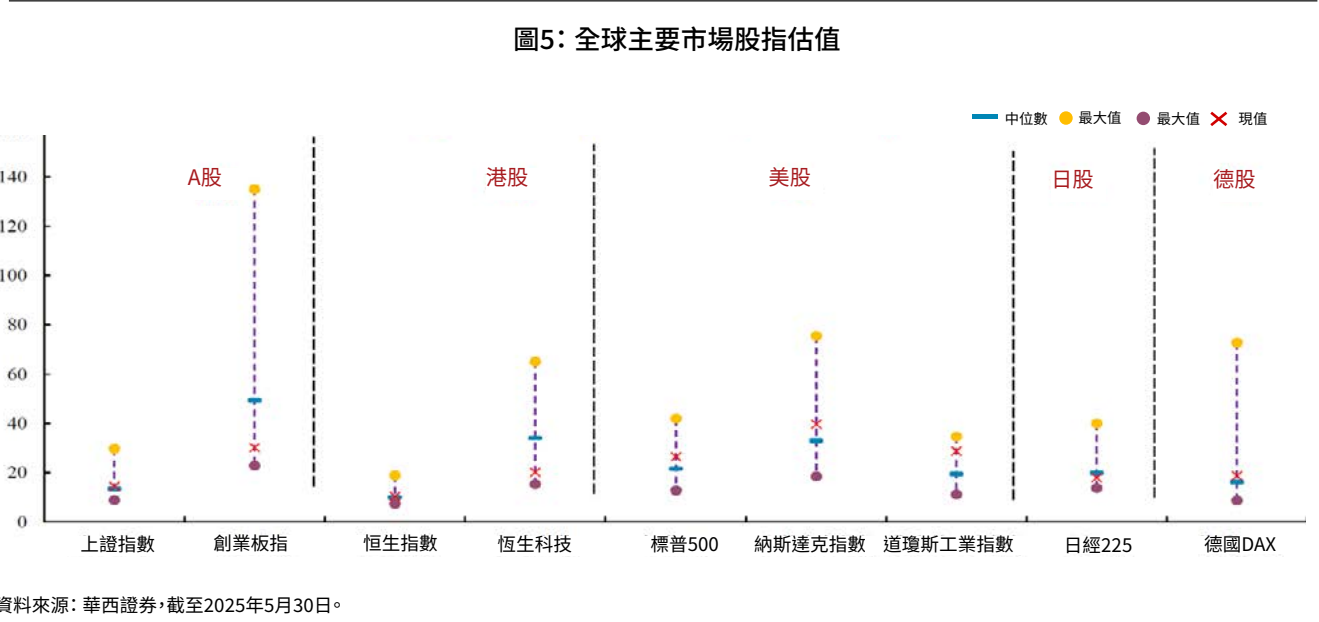
經過2024年9月以來的震盪上漲，A股和港股估值已從歷史最低水準有所修復。目前大盤藍籌股估值已回升至歷史中位數水準，而成長板塊估值距離過去的歷史中位數水準依然有較大的距離。與此同時，相較於美股，中國股票市場的整體估值仍處於歷史較低區間。總體而言：

1. 大盤藍籌股估值已恢復至歷史中位數水準，若要進一步推動大盤估值的提升，需要經濟資料的實質性修復和企業盈利的持續改善作為支撐；
2. 投資者對成長股的估值仍持相對謹慎態度，其估值水準尚未達到歷史均值；
3. 中國內地和香港市場流動性相對充裕，我們認為具備良好發展前景的成長性行業會有較大的表現潛力。



2024年9月之後，中國金融監管機構已經儲備了政策工具，以便在市場下跌時進行支撐。市場穩定資金在市場壓力最大的兩天（4月7日和4月8日），通過ETF分別買入了至少700

億和1000億元，佔比超過A股總成交額的4%。這些行動展示了中國監管機構的決心，從而阻止市場陷入悲觀的負循環。





2025下半年投資展望

展望未來，我們依舊認為中國股票市場的核心矛盾是中國經濟自身的修復。地緣政治和國際貨幣環境產生的邊際影響，不會對中國市場的方向產生顯著影響。如果外部環境出現突發惡化，中國政府可能會在內需政策上加大發力，並且利用政策工具穩定市場。

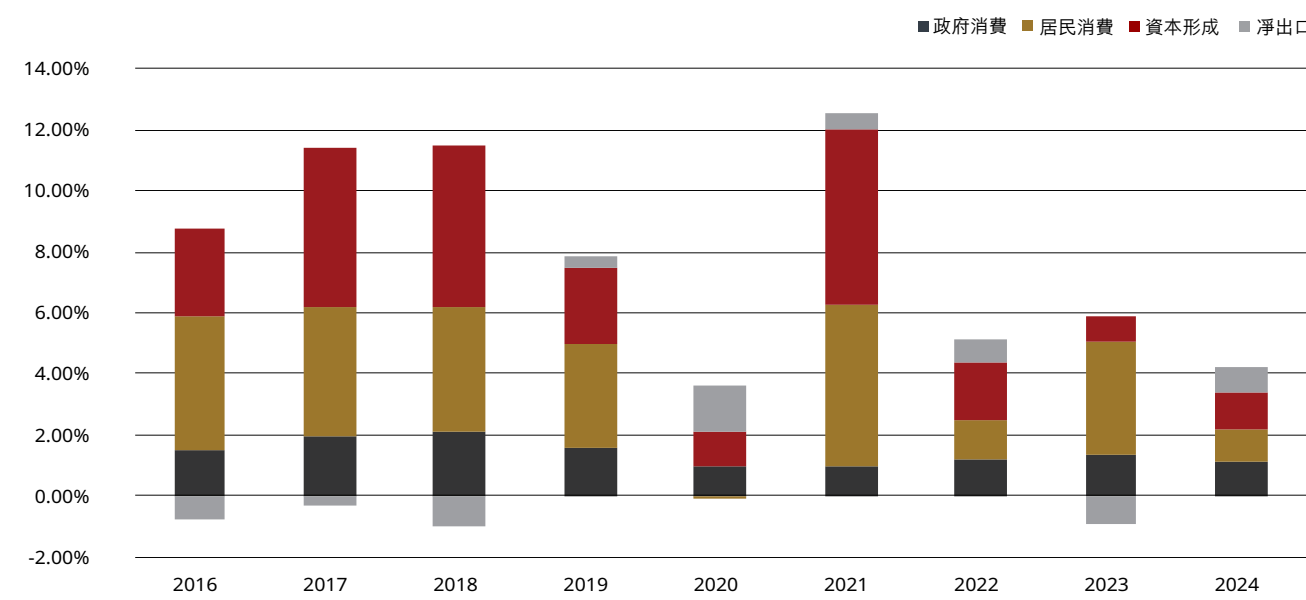
2024年中國實現了5%的GDP增速，2025年中國政府會通過一系列政策提升政府支出、穩定居民消費而對沖外貿下滑帶來的壓力，從而實現經濟增速的相對平穩。中國高層會議以及未來美國貿易談判是我們需要持續關注的事件。

我們維持二季度和三季度初市場總體震盪的判斷。一方面，貿易摩擦和貿易談判的形式持續變化，而中國政府支援經濟的政策將根據內部就業壓力逐步推出，這使得投資者難以形

成明確預期。另一方面，國家隊將在市場情緒過度悲觀時出手干預，防止悲觀預期形成負迴圈。在此背景下，市場不會出現深度下跌，整體將維持震盪格局。

在配置策略上，由於當前內外部環境的不確定性較高，預計高股息資產將持續獲得投資者青睞，同時景氣度較高的成長板塊交易也將保持活躍，行業輪動可能延續。具體來看，我們較為看好能夠提供收益的銀行、電信等高股息板塊；同時科技、醫藥和消費板塊中或存在較多選股機會。展望下半年，一旦貿易談判形勢和內需支持政策趨於明朗，市場有望進入震盪上行階段。

圖6：中國GDP支出法分項增長率貢獻



資料來源：摩根士丹利研究報告，截至2025年6月。

圖7：2025全球主要宏觀事件時間表

事項	地區 / 範圍	時間
韓國總統選舉	韓國	2025年6月3日
歐洲央行議息會	歐洲	2025年6月5日
美聯儲議息會議	美國	2025年6月17日 - 18日
七國集團領導人峰會	全球	2025年 6月15日
北大西洋公約組織 (北約) 峰會	全球	2025年6月24 - 25日
中國政治局會議	中國	2025年7月，待定
美國獨立日 / “大美麗法案 OBBBA” 預計通過時間	美國	2025年7月4日
美國與多國 “對等關稅” 暫停期結束	全球	2025年7月9日
歐洲央行議息會	歐洲	2025年7月24日
日本參議院選舉	日本	2025年7月，待定
美聯儲議息會議	美國	2025年7月29日 - 30日
中美 “對等關稅” “調整關鍵時間點	全球	2025年8月12日
傑克遜霍爾會議	美國	2025年8月21日 - 23日
中國抗戰勝利 80 周年閱兵	中國	2025年9月3日
歐洲央行議息會	歐洲	2025年9月11日
美聯儲議息會議	美國	2025年9月16日 - 17日
中國政治局會議	中國	2025年9月至10月，待定
香港特首施政報告	香港	2025年10月，待定
美聯儲議息會議	美國	2025年10月28日 - 29日
歐洲央行議息會	歐洲	2025年10月30日
G20 峰會	全球	2025年11月22 - 23日
美聯儲議息會議	美國	2025 年12月9日 - 10日
歐洲央行議息會	歐洲	2025年12月18日
中國政治局會議	中國	2025年12月，待定
中央經濟工作會議	中國	2025年12月，待定

資料來源：建銀國際研究報告，截至2025年6月3日。



全球債券市場

2025年上半年，特朗普上任后的一系列政策成為市場最大的不確定性因素。過去2年市場交易的「美國例外論」在今年迎來了逆轉，非美資產表現優於美元資產，整體來看，黃金領漲，港股和歐洲相對表現較好，原油表現最差。債券資

產內部，美國國債利率曲線明顯走陡峭，延續了去年短久期跑贏長久期、高收益跑贏投資級的特徵，截至6月17日，彭博全球投資級債券指數上漲0.46%，摩根大通亞洲信用債核心指數上漲7.14%。

圖8：2025年上半年全球債券市場表現

指數	2021年	2022年	2023年	2024年	2025 年YTD	2025年4月以來
歐洲高收益債券	-1.60%	-18.30%	16.40%	3.80%	9.60%	5.40%
中資美元高收益	-33.30%	-33.30%	-20.50%	19.40%	5.80%	1.20%
已開發市場主權債	-6.90%	-18.00%	3.60%	-4.10%	5.40%	2.50%
新興市場主權債	-3.60%	-18.80%	10.90%	4.40%	4.30%	1.90%
新興市場公司債	-1.90%	-14.80%	7.90%	6.00%	3.40%	0.60%
中資美元投資等級	-0.20%	-9.90%	6.80%	5.00%	3.00%	0.10%
亞洲高收益債券	-17.50%	-21.80%	4.80%	16.40%	2.80%	0.70%
亞洲美元債	-3.10%	-12.60%	7.20%	4.80%	2.80%	0.40%
美國高收益債券	5.40%	-11.20%	13.40%	8.10%	2.70%	1.70%
美國國債	-2.40%	-12.90%	3.90%	0.60%	2.30%	-0.50%
美國投資等級公司債	-1.00%	-15.40%	8.40%	3.00%	2.20%	0.00%
歐洲投資等級債券	-0.80%	-16.40%	8.30%	4.30%	1.10%	1.50%

資料來源：彭博，截至2025年6月17日。

2025年上半年全球市場可謂一波三折，一季度中國AI的崛起以及歐洲財政刺激計劃的推行引發全球投資人對於非美市場投資機會的關注。4月2日特朗普對等關稅宣佈後，市場迎來巨震，同時，超預期的財政計劃進一步加劇了市場的動蕩，使得市場情緒從風險資產普遍下跌快速轉為對美元信用的擔憂，長端美債遭到拋售。4月8日以來，儘管市場對於

特朗普政策不確定性的擔憂有所緩和，美股等資產價格出現反彈，但美元仍表現疲軟，市場參與者仍在為全球資金的結構性再平衡做準備。好消息是，美國經濟目前仍具韌性，貨幣政策仍存在一定的寬鬆空間，但展望下半年，市場仍面臨諸多不確定性。我們傾向於認為這可能是中長期結構變化的開端而非終點。

2025下半年投資展望

展望下半年，我們認為有三大不確定性值得關注。首先是關稅政策的不確定性，雖然特朗普已將對等關稅延期三個月，部分國家已經就此達成一定協定，但隨著美國談判籌碼逐漸減少，若中國、歐洲等國家態度強硬，關稅問題可能再度惡化，這將可能對美國經濟能否在本輪實現軟著陸構成較大挑戰。其次是美國政府債務的不確定性，若「大美麗」法案在參議院順利通過，美國財政赤字問題可能會進一步惡化。種種跡象表明，特朗普「海湖莊園協定」中關於債務重組或對外國投資人投資美國資產進行徵稅並非空穴來風，未來長期限美債的避險屬性可能存疑。最後是非美國家內外部風險的不確定性，特朗普的舉動吸引了過多市場的目光，導致市場淡化了俄烏衝突及歐洲意識形態轉變所帶來的影響。此外，原油和大宗商品也可能迎來拐點，黑天鵝事件的可能性不容小覷。

美國一季度GDP增速因“搶進口”而錄得負值，但居民消費和企業投資的增速仍表現較好。儘管PMI、消費者信心及房地產等數據受到政策影響比較低迷，但我們觀測到美國就業情況仍韌性十足，當期PCE等通脹數據也相對穩定，表

明美國經濟目前運轉良好。我們預計關稅談判的走勢可能會左右下半年的美國經濟狀況。若關稅問題達成協定，美國經濟有望避免非線性惡化，大概率實現軟著陸，美聯儲可能會繼續維持利率穩定；反之若關稅問題惡化，需求的下降可能會使得美國陷入衰退，進而可能迫使美聯儲再度重啟全面寬鬆政策。我們對美國財政持相對謹慎的看法，從政府各項收支構成來看，特朗普幾乎不可能在不影響經濟或者金融市場的前提下解決赤字問題。短期內，美元信用問題或者市場的悲觀預期可能難以得到解決。

從非美經濟體與全球資本流動的角度來看，多數新興市場國家和發達市場國家目前的貨幣政策相較於美聯儲更為寬鬆，而在過去五年間政府槓桿的提升程度也相對好於美國。考慮到過去2年間美元以及美國資產頭寸相對擁擠，如果非美國家的經濟表現繼續良好，國內外政局將維持穩定，我們認為今年上半年全球資本再平衡以及全球“去美元化”進程將有望持續，非美經濟體無論從經濟基本面還是資產表現來看，將仍有機會相對跑贏。

圖 9: 新興市場國家和發達市場國家貨幣政策及經濟預期

	墨西哥	智利	匈牙利	波蘭	韓國	印度	印尼	泰國	巴西
目前政策立場	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息	降息
當前政策利率(%)	8.5	5	6.5	5.25	2.5	5.5	5.5	1.75	14.75
降息次數	7	11	11	3	3	3	3	3	4
本週期最高政策利率	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
今年剩餘降息次數(基點)	100	40	50	55	40	0	35	35	0
2025年預測實際GDP(年比%)	0	2.2	1.4	3.3	1	6.3	4.8	2	2.1
2024年債務佔GDP比重	58%	42%	73%	55%	53%	81%	40%	63%	87%

	加拿大	歐元區	英國	澳大利亞	美國	日本
目前政策立場	降息	降息	降息	降息	降息	加息
當前政策利率(%)	2.75	2.15	4.25	3.85	4.5	0.5
降息次數	7	8	4	2	3	3
本週期最高政策利率	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
今年剩餘降息次數(基點)	50	25	50	25	45	40
2025年預測實際GDP(年比%)	1.2	0.9	1.1	1.8	1.4	0.8
2024年債務佔GDP比重	111%	63%	101%	50%	121%	237%

資料來源：彭博，截至2025年6月17日。

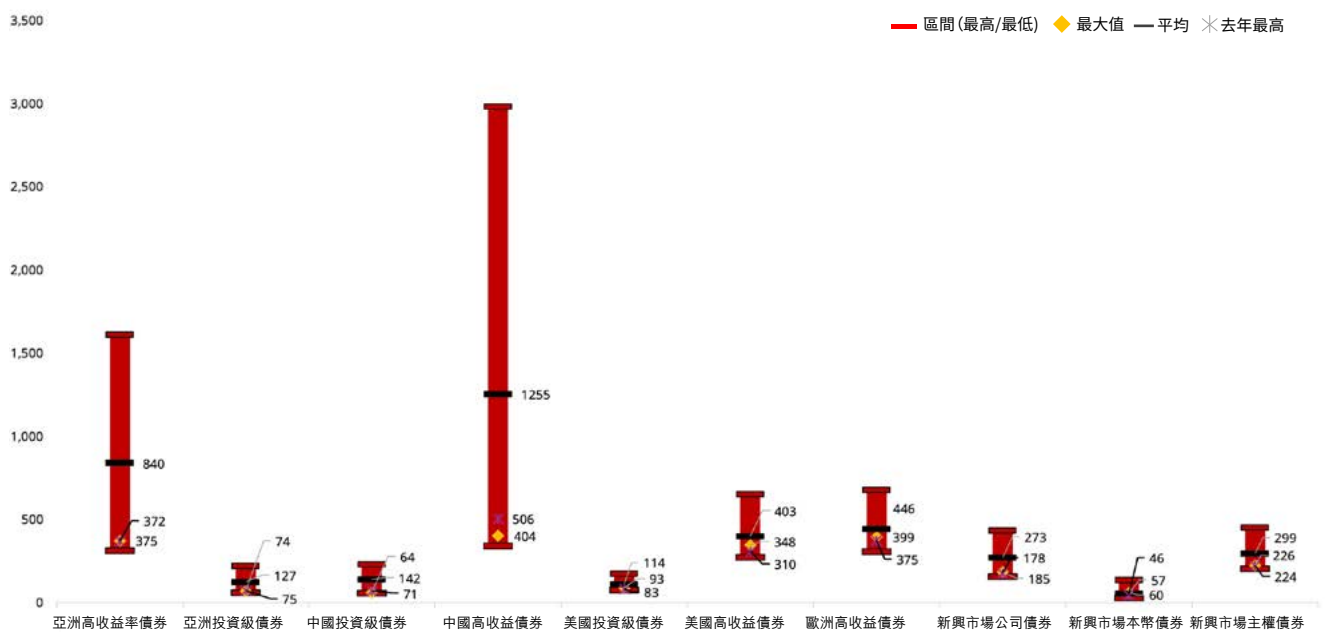
美債收益率預計仍將維持較大的波動。短端美債在降息預期遠超加息預期的背景下，相對具有確定性；在財政和政府信用問題得到有效解決之前，長端美債的拋售壓力仍然存在，也不排除短期內再次出現類似4月初收益率快速上行的可能性。儘管如此，我們仍然相信，若十年期美債收益率快速上升到5%，對投資者依然具有足夠的吸引力。

信用債方面，儘管今年上半年波動有所加大，但整體表現依然良好，歐洲和新興市場表現好於美國本土。從傳統估值標準來看，目前信用利差在過去十年中處於較高的水準，但考慮到美元信用問題帶來本身美債利率基準的溢價提升，信用

債相對於無風險利率（如掉期利率）的利差估值相對合理。美國企業的槓桿和債務壓力明顯好於政府，如果國債風險進一步演繹，不排除未來最高評級企業債相較國債或將出現負信用利差的可能。

從供需角度而言，上半年整體債券供給與去年基本持平，但考慮到更多的到期量以及歐元等其他幣種更具吸引力的融資成本，預計淨供給將同比回落；而從需求端來看，本土資金受政策因素影響不大，需求相對穩定，美元貶值預期下，海外投資者的流入增速預計將會放緩。

圖 10: 全球主要信用債市場表現與估值分析



資料來源：彭博，截至2025年6月17日。

從板塊和配置策略角度而言，我們對利率久期保持相對謹慎的態度，但對信用久期並不悲觀。如果美國經濟能實現軟著陸，BBB級債券相對於A級債券的利差有望進一步壓縮。

在國別配置方面，我們相對高配中國和歐洲以分散風險，也會捕捉拉美、中東等新興市場優質信用債發行人的機會。預期美元仍有走弱空間，並可能維持弱勢，相應利好新興市場貨幣及對應的主權債券。

在行業配置方面，我們對能源以及部分週期性行業保持相對

謹慎的態度，對銀行保險等受關稅政策影響相對較小的行業進行適度高配。

整體來看，我們將採用“主要收取中短久期債券票息，同時結合長久期債券”的波段交易操作。考慮到宏觀和政策層面的諸多不確定性，我們不會押注某一特定板塊。當前，多元化配置的重要性凸顯，這有助於降低波動。我們將在分散國別和行業風險的基礎上，進一步挖掘不同貨幣計價債券的投資機會。

風險提示： • 關稅衝突 • 美國財政惡化 • 去全球化進程快於預期



人民幣市場

回顧今年上半年的在岸利率市場，國債利率走勢呈現先升後降的態勢，2年期與30年期國債收益率曲線趨於扁平。其中，短端利率上行更為明顯，而中長端利率下行幅度較為顯著。三月中旬利率達到峰值后出現轉折，今年上半年國債利率的波動主要受市場風險情緒驅動，因此與中國股票市場的關聯度很高。和過去兩年一樣，央行繼續實施穩健的貨幣政策，通過降准降息來調節市場流動性。今年五月份，央行進行了一輪降准降息操作，7天逆回購利率下調10個bps至1.4%，1年期和5年期LPR均下調10個bps，分別降至3% 和3.5%，同時準備金率降低了50個bps至9.5%。

展望今年下半年，今年內降准50bps的預期已經實現，降息方面，已經降了10bps，我們認為或還有10-20bps，但央行可能會將降息操作留給有需要或更有空間的時候進行。我們認為下半年利率有可能整體呈下行趨勢，投資者可把握股市上揚和三季度發債高峰帶來的加倉機會。當前5年期國債利率在1.48-1.65%區間，10年期在1.63-1.73%區間，30年期在1.86-1.94%區間。10年期國債利率（1.7%）相較於中期借貸便利MLF（2%）和同業存單NCD（1.7-1.75%）而言略微偏低。從歷史數據來看，10年期國債利率通常與MLF水準相近，並且高於1年期NCD利率。

今年人民幣境外點心國債與境內國債走勢基本獨立，點心債因利率下行而可能帶來更多資本利得收益。截至六月初，點心國債利率下行幅度分別為：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，點心債的整體利率水準仍比境內債高出15-30bps，在中美均有降息動作的環境下，其收益率優勢可能會更具吸引力，同時點心債信用利差整體收窄20-30bps，在2025年上半年表現出色，境外發行和投資活躍度仍在積極上升。

除四月上旬，今年美元離岸人民幣掉期和即期走勢外基本一致走向，人民幣壓力跟隨離岸人民幣利率下行而持續拉寬。境內外掉期走勢出現分化，主要是因為境內外人民幣利率走勢相反以及存在跨國套利。截至六月初，離岸人民幣掉期曲線對沖成本為一個月2.9%，三個月2.85%，六個月2.8%，9個月2.75%，1年2.65%。

從利差角度來看，境外人民幣利率起主導作用，美元利率影響相對不大。同期，人民幣兌美元即期匯率呈現升值且波動區間擴大的態勢，從年初的7.3361升至7.4257，後回落至7.1726，波幅高達2531pips，現交易在7.18水準，接近去年底的市场預期（7.15）。人民幣在亞洲貨幣里表現一般，兌一籃子貨幣貶值。和過去兩年一樣，人民幣和美元指數走勢相關性極高。今年市場風險情緒和中國股市以及美元離岸人民幣即期關聯度高，主要都是由貿易爭端導致的。

去年底，外資對美元/離岸人民幣即期匯率較為悲觀（預期為7.5），我們則相對樂觀（預期為7.15），當前我們維持原有觀點。同時，我們預計3個月美元/離岸人民幣掉期對沖成本約為2-3%，1年期約為2-2.7%。

展望下半年，我們依然關注中美及全球博弈動態。中國自身的不確定性包括降息降准發力時間與程度，以及政策實施后的經濟數據表現。美國自身的不確定性包括美聯儲今年是否降息、通脹和就業數據變化，以及地緣政治風險。



加密資產

1) 市場劇烈調整

2025年前四個月，加密資產市場經歷劇烈調整，比特幣自2月中旬至4月中旬大幅下跌，伴隨大量資金從比特幣ETF撤出，多數資金轉向黃金等傳統避險資產，顯示出在短期內散戶投資者信心減弱。

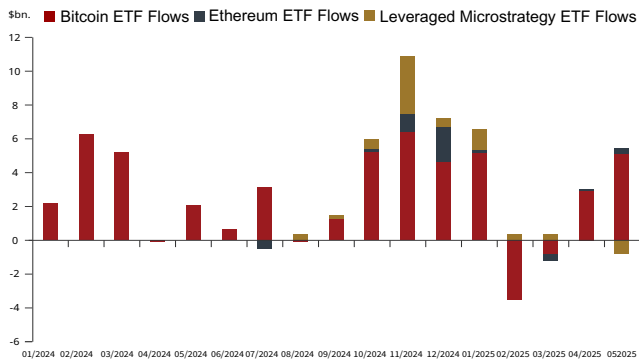
2) 市場情緒修復

市場情緒自4月下旬明顯逆轉。首先，MicroStrategy在此前"21/21"購幣計畫的基礎上，宣佈額外籌資420億美元（總共 840億美元）用於購買比特幣，這一動作不僅提振了市場信心，更被視為公司層面對比特幣資產配置的強烈背書。與此同時，美國新罕布什爾州成為首個通過法案允許財政資金配置比特幣的州，財政資金的比例最高可達5%。這些催化因素疊加，支撐了比特幣在5月快速重回上漲通道。

3) “抗貶值交易”下比特幣配置價值凸顯

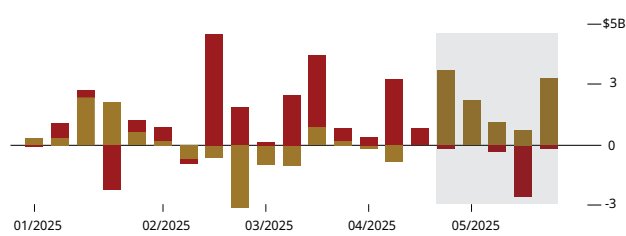
"抗貶值交易"正成為驅動投資者調整資產配置的核心邏輯。在地緣政治風險、財政赤字擴大以及長期通脹預期等因素共同作用下，市場資金正持續流向對抗法幣貶值的資產，其中黃金與比特幣成為主要受益資產。隨著比特幣價格企穩回升，5月以來資金呈現從黃金ETF向比特幣ETF轉移的明顯趨勢。這一資金流向變化表明，在"抗貶值交易"趨勢下，比特幣作為新型抗通脹資產的配置價值正獲得市場認可，機構投資者的參與邏輯也逐步從短期投機轉向長期資產配置。

圖 11: 比特幣ETF資金流向變化



資料來源：彭博、摩根大通，截至2025年5月。

圖 12: 比特幣與黃金ETF每週資金流對比



資料來源：彭博，截至2025年5月。

4) 比特幣價格潛在空間

根據歷史數據，過往數輪週期中，當比特幣**MRMV(市值與實現價值比率)**達到**4**時，比特幣價格往往見頂。據過往經

驗推斷，預期本輪週期比特幣價格理論峰值可達178,000美元，顯示未來或仍有一定的上漲空間。

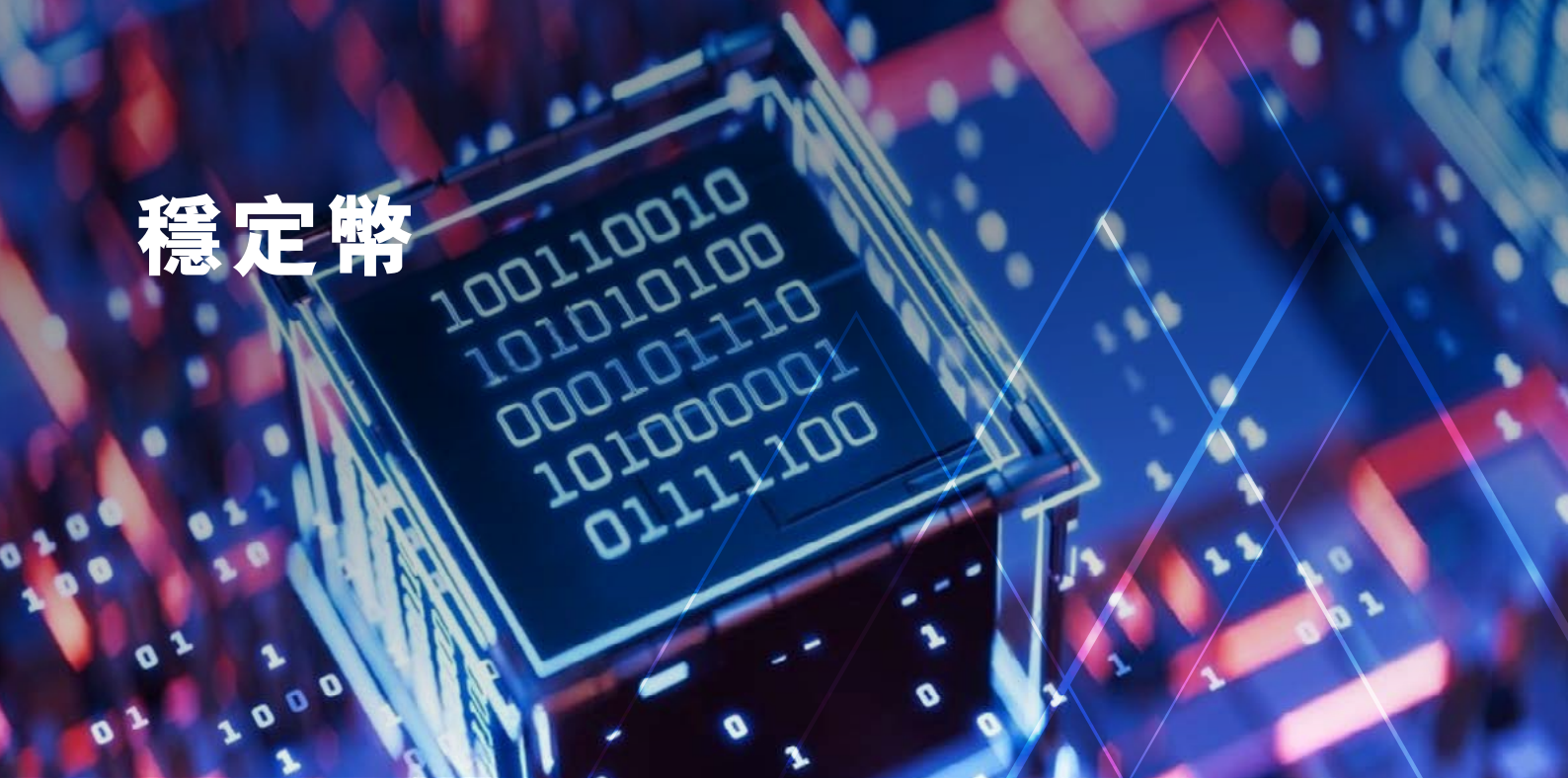
圖 13: 比特幣MVRV



資料來源：彭博，截至2025年5月。

5) 比特幣潛在催化因素

i.企業參與度提升	- 科技巨頭英偉達正考慮將比特幣納入其資產負債表； - 由Tether、Cantor Fitzgerald和軟銀聯合成立的比特幣生態投資公司Twenty One Capital宣佈以4.587 億美元購買首筆比特幣。
ii.美國政策支持	特朗普政府於3月簽署行政命令，要求建立比特幣戰略儲備計劃，目前部分州已取得實質性進展。
iii.全球流動性擴張	- 全球M2貨幣供應量因美元走弱而持續增長； - 約5萬億美元的美國國債將於2025年6月集中到期，美聯儲可能被迫釋放流動性以完成債務再融資； - 中國人民銀行於5月7日宣佈下調存款準備金率0.5個百分點，預計釋放約1萬億元長期流動性，並同步下調政策利率0.1個百分點。
iv.資產配置優勢	比特幣與全球主流金融市場的低相關性可有效增強投資組合分散性。隨著比特幣逐漸走入大眾視野，甚至被機構投資者納入投資組合，較高風險的比特幣有望為投資組合表現帶來增強效果。
v.期貨市場信號	比特幣2個月期貨長期維持溢價狀態，表明市場參與者願意支付溢價以獲得未來更高回報，這通常被視為積極信號。



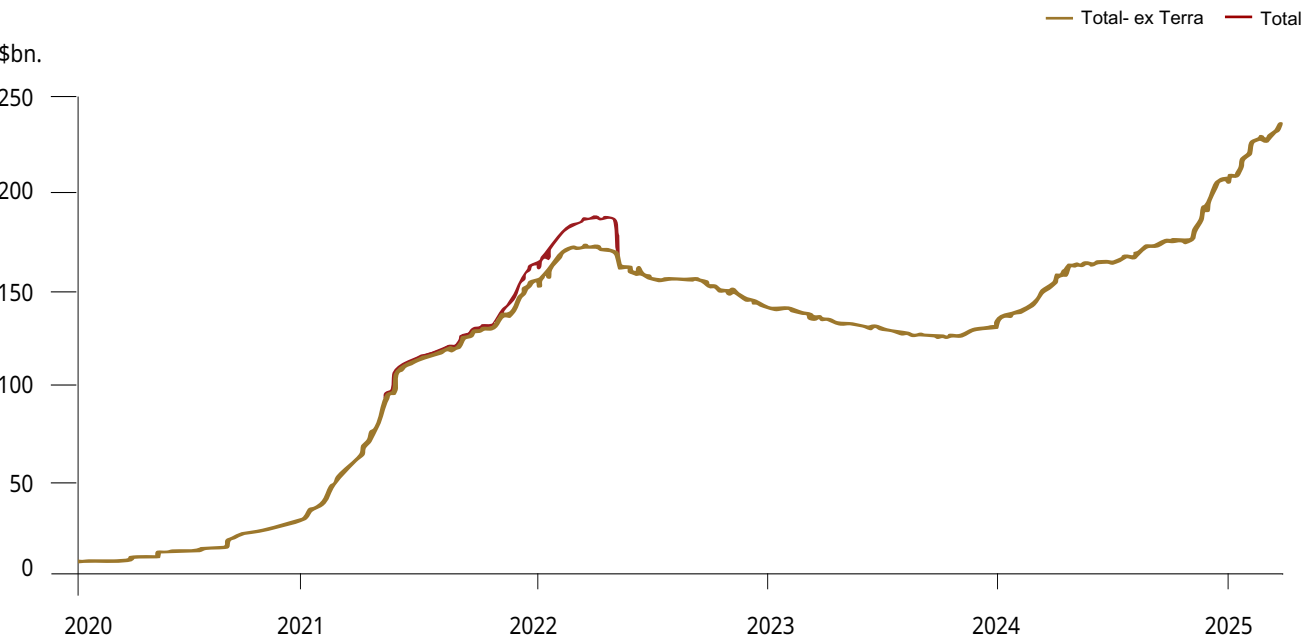
穩定幣

1) 穩定幣市值創新高,地位持續強化

穩定幣被廣泛應用於交易撮合、DeFi抵押、資產錨定和跨境支付等場景，是維繫鏈上金融活動的基礎。截至2025年5月，穩定幣總市值已經突破2440億美元，創下歷史新

高。這一增長不僅反映出加密市場整體市值的增長，更體現出穩定幣作為加密資產體系中“關鍵組成部分”的地位日益穩固。

圖 14: 穩定幣市值變化



資料來源: Defilama、摩根大通, 截至2025年5月。

2) 收益類穩定幣快速崛起

在高利率環境下，用戶開始從傳統無收益穩定幣轉向能夠提供收益的新型產品，例如BUIDL、YLDs等。這些產品多以代幣化國債為底層資產，具透明度、可追蹤、安全性高等特點。收益型穩定幣在提供潛在收益的同時，可避免承擔額外交易或借貸風險，受到市場歡迎。數據顯示，2024年底收益類穩定幣的市場規模僅為40億美元，但2025年5月已超過130億美元，占穩定幣市場總量的6%。此外，它們被主流平臺（如FalconX與Deribit）廣泛接受為抵押品，在提高實際用途的同時也增強了用戶對其安全性的信心。

3) 穩定幣監管和法規日漸清晰

2025年5月，香港通過《穩定幣條例草案》，建立以發牌制度和1:1高流動性資產儲備為核心的穩定幣監管框架，並探索將人民幣納入適用幣種，打造港幣、人民與美元兼容的鏈上穩定幣流通樞紐。與此同時，美國GENIUS法案推動“許可發行人”制度落地，明確主流法幣支援型穩定幣不屬證券範疇。隨著制度日趨明晰，穩定幣全球法制化進程已全面啟動。

4) 穩定幣未來兩大增長驅動因素

穩定幣的未來增長高度依賴兩大關鍵驅動因素：一方面是其支付系統，如日常支付、跨境結算等場景中的應用程度將決定其滲透率和持續性。另一方面加密生態的持續擴張，包括去中心化金融（DeFi）、非同質化代幣（NFT）、去中心化自治組織（DAO）等應用的發展，將帶動鏈上美元穩定幣的需求，從而擴大市場體量。

5) 傳統機構入場與生態融合

隨著監管路徑日益清晰，傳統銀行與支付巨頭正加快穩定幣佈局。例如，美國銀行（BoFA）宣佈計劃發行穩定幣，而支付公司Stripe則通過收購Bridge平臺進軍穩定幣結算領域。這類頭部機構的積極介入為香港市場提供了重要參考。隨著《穩定幣條例草案》落地，香港本地穩定幣生態有望在制度紅利與全球經驗雙重驅動下加速構建，穩步邁向合規與鏈上金融融合的新階段。

總結

2025年下半年，加密資產市場有望延續機構化與結構性擴張趨勢。一方面，比特幣、以太坊等核心加密資產正逐步成為主流配置資產。另一方面，穩定幣與RWA代幣正在重構鏈上金融基礎設施。

展望未來12個月，加密資產ETF、穩定幣與RWA有望形成加密資產領域的“三大支柱”，共同推動 Web 3.0 金融體系向更成熟、更穩定的發展階段演進。

- 加密資產ETF: 提供合規化、便捷靈活的加密資產投資工具
- RWA: 鏈接傳統資產與加密生態
- 穩定幣: 構建鏈上流動性基礎

關於華夏基金（香港）

華夏基金(香港)是香港市場領先的資產管理公司，作為華夏基金的海外子公司，我們成立於2008年9月，是首批出海的中資資產管理公司。我們的母公司華夏基金是中國規模最大的基金公司之一，擁有27年資產管理經驗，截至2024年底資產管理規模超過2.58萬億人民幣。

華夏基金(香港)紮根香港，放眼全球，經過17年的發展，建立起實力雄厚的本土化投研團隊，為客戶提供長倉股票基金、全球債券基金、對沖基金、交易所買賣基金(ETF)、杠杆及反向產品、加密資產基金、專戶、投顧、模型投資組合等多元化產品線，並致力於金融領域創新，積極拓展Web3.0，探索區塊鏈和去中心化金融技術的投資機遇，務求為香港、大中華區、亞太區、以至歐洲、美國等地的個人及機構投資者提供全球化、多元化的產品及服務。

主動策略		
中國股票	全球債券	貨幣市場
- 中國聚焦基金 - 新視野中國A股基金 - 中國機會基金 - 精選大中華科技基金 - 中國成長基金	- 全球投資級別債券基金 - 精選固定收益配置基金 - 精選亞洲債券基金 - 亞洲ESG債券基金 - 精選人民幣投資級別收益基金 - 精選人民幣債券基金	- 精選貨幣基金 (港元) - 精選美元貨幣基金 - 人民幣貨幣ETF (非上市份額)
全球多元	代幣化基金	
全球多元收益基金	港元數字貨幣基金	

全球ETF系列		
大中華股票	亞洲股票	歐美股票
- 滬深300 ETF - MSCI中國A50互聯互通 ETF - 恒指ESG ETF - 恒生科技指數 ETF - 恒生生物科技 ETF	- MSCI印度ETF - MSCI日本股票(美元對沖) ETF - 亞洲高息股票ETF - 亞洲美元投資級別債券ETF	- 納斯達克100 ETF - MSCI歐洲優勢股票 (美元對沖) ETF
債券及貨幣市場	槓桿及反向	加密資產
20年以上美國國債ETF - 亞洲美元投資級別債券ETF - 人民幣貨幣ETF	- 納斯達克100 每日槓桿(2X) 產品 - 納斯達克100 每日反向(-2X) 產品	- 比特幣ETF (現貨) - 以太幣ETF (現貨)

資料來源： 彭博，wind，華夏基金（香港），截至2025年5月31日。

享譽業界
100+ 獎項

近期重磅獎項

The Asset財資
3A可持續投資大獎2025
- 最創新ETF
- 最創新產品

LESG
理柏基金香港年獎2025
- 香港地區最佳亞太高收益債券基金(5年期)

Asia Asset Management 亞洲資產管理
Best of the Best 年度大獎2025
- 年度最佳中國基金公司 - 香港地區

Insights&Mandate投資洞見與委託
2024年專業投資大獎
- 市場表現大獎 - 香港地區最佳中資基金公司
- 市場表現大獎 - 香港地區最佳人民幣基金經理人
- 投資表現獎 - 中國A股基金 (3年)
- 投資表現獎 - 全球綜合債券 (3年)
- 投資表現獎 - 大中華多空股票策略對沖基金 (10年)

香港交易所
香港交易所大獎2025
- 最佳新ETP產品 - 日均成交額

中國證券報
第八屆海外基金金牛獎
- 一年期中國債券基金

Fund Selector Asia
2024年度基金大獎
- 年度最佳ETF公司
- 香港地區大中華股票 – 白金獎

彭博商業週刊
領先基金大獎2024
- 互惠基金 (一年) - 貨幣市場 - 傑出大獎
- 互惠基金 (五年) - 全球多元化債券 - 卓越大獎
- 指數股票基金 (一年回報) - 生物科技股票 - 卓越大獎
- 指數股票基金 (一年回報) - 亞洲債券 - 傑出大獎
- 指數股票基金 (一年回報) - 亞洲股票 (日本除外) - 傑出大獎

資料來源： 中國證券報，The Asset，The LSEG，投資洞見與委託，亞洲資產管理，Fund Selector Asia，彭博商業週刊，HKEX，截至2025年5月30日。

免責聲明：

若無特別註明，數據源自華夏基金（香港），彭博，截至2025年6月18日。

投資涉及風險。基金單位可升亦可跌，過往業績不表示將來基金回報，未來回報不能被保證。閣下亦可能損失所投資之本金。本資料並不構成對於任何證券或基金的買賣或進行任何交易之邀約或任何投資建議。本文件只供閣下參考之用，閣下不應倚賴本文件作任何投資決定。本文所載之部份數據或數據是從非關聯之服務商取得的，我們合理地相信該等數據或數據是準確，完整及至所示日期為最新的；華夏基金(香港)有限公司確保準確地再製作該等數據或數據，但並不保證該非關聯之第三方所提供之數據或數據的準確性及完整性。華夏基金(香港)有限公司所做出的任何預測性建議或意見並不代表未來市場實際情況，所有建議或意見可在未有進一步通知的情況下改變。有關指數供貨商的詳情(包括免責聲明)，請參閱基金章程的相關揭露。閣下應細閱基金銷售文件，包括風險因素。如有需要，應諮詢獨立專業意見。本資料之發行人為華夏基金(香港)有限公司。此資料並未被香港證券及期貨事務監察委員會所審閱。



www.chinaamc.com.hk

華夏基金（香港）有限公司
香港花園道1號中銀大廈37樓

產品查詢及客戶服務
電話: (852) 3406 8686
電郵: hkservice@chinaamc.com

關注我們
華夏基金香港 China Asset Management (HK)



微信



LinkedIn



富途