

ASSET PULSE

第1期，2025年7月

易峯流动性脉搏指数

衡量借贷条件的新指标

主要市场和资本趋势

及时、可执行的每月洞察

仅限于专业投资者

月度摘要

从欧洲到日本，“卖出美国”交易给市场带来颠覆性影响

“5月卖出好上岸”这句话对美国投资者来说是老生常谈，旨在提醒大家要留意在夏季出现季节性表现不佳且流动性较低的情况。然而，2025年5月的主基调则是“卖出美国”，年初以来美国市场便相对表现不佳，美股更是连续三周出现资金外流。¹

在出现这样的弱势表现后，有理由猜测某些投资者是否已走为上计。不过，市场近期的走势却截然相反：在伊朗和以色列持续12天的战事结束后，风险资产迎来反弹。² 标普500指数6月缓慢走高，与年初相比有小幅上升。

尽管如此，美股今年的相对疲软还是表明，在信贷宽松、科技业蓬勃发展和生产力提升的作用下，对美股长期表现的信心正在减弱。美国总统特朗普近来释放的政策信号以及在地缘政治领域的动作引发了对滞胀和地缘政治风险加剧的担忧。³

全球再平衡

支撑美股15年后，外国股市再度崛起，年初至今涨幅强劲



来源：《巴伦》

免责声明：请注意，过去表现并非未来表现的可靠指标。

长期以来，美股高度依赖于估值扩张，股价涨幅超过盈利或股息增长。2011年至2024年间，研究显示在美股表现跑赢全球的12年当中，有7年的大部分回报来源于估值倍数扩张。⁴ 资本集中度也因此增加，美国公司的市值在2024年占到发达国家的70%以上。⁵

转变可能正在发生。

2025年前5个月，全球投资者将1390亿美元转向新兴市场以及全球或欧洲股票和债券基金。⁶ 美元兑欧元和日元已贬值约9%，导致美元计价资产吸引力降低。⁷ 6月对全球超过70家央行的调查显示，近四分之三的受访者预计未来5年全球储备中持有的美元将会减少，而黄金将越来越受到追捧。⁸

债市也在作出反应。关税引发的通胀和赤字扩大预计将使美国利率维持在较高水平，从而压低债券价格。相比之下，其他许多市场的非美元债券则在吸引资金流入，因为投资者预计各国央行会以降息来应对全球贸易下滑。⁹

日本国债也因全球资本流动的这种变化受到影响。5月的收益率飙升引发了对日元作为传统避险货币的质疑，因为投资者正谨慎审视债务水平以及贸易下滑对该出口导向型经济体的影响。¹⁰

然而，整体趋势表明全球对风险资产依然有信心。6月初，全球股市创下历史新高，说明投资者继续持乐观态度。¹¹

但是，尽管投资者在5月卖出部分风险敞口后或许已重返美国市场，但如今的问题是美国市场所依仗的传统有利因素是否已经消失——而且不仅是在这个夏季。

易峯流动性脉搏指数： 衡量借贷条件的新指标

一种专有的综合指数，旨在为我们的客户提供有关全球流动性状况的洞察。

综合流动性指数

等权重，2006年1月至2025年3月



构成

易峯流动性脉搏综合指数由精选的市场和借贷指标组成，且该指数基于信贷供应状况和成本简要呈现融资条件的综合情况。

反映信贷成本和市场状况的是10年期美国国债收益率、美联储广义美元指数和CBOE（芝加哥期权交易所）波动率指数（VIX）。尽管最近数月出现动荡，但美国国债收益率仍然支撑着全球借贷市场，因此在我们的指数中代表借贷基础成本。

广义美元指数是衡量美元兑一揽子其他货币强弱走势的交易加权指标。此外，波动率指数作为衡量股市预期波动性的指标，代表了整体市场状况和情绪，而且常常是危机发生时反应最快的市场指标之一。

为反映借贷的供应状况，我们选择了对自身和客户格外重要的部分经济体的未偿贷款指标。目前，该指数涵盖英国、欧元区、新加坡、中国香港、日本和中国内地的借贷，但未来可能会增加更多经济体。

10年期美债收益率、广义美元指数和波动率指数这三种市场指标，在金融状况收紧时均会上涨，而信贷在这种时候通常更加稀缺且昂贵。国债收益率升高表示利率上升，进而可反映实际或引发担忧的通胀。收益率在国债缺乏需求时也会上升，而这种情况本身就会引发担忧。

波动率指数反映股市的预期波动性，源自于未来30天标普500指数期权的价格。因此该指数代表了投资者对未来动荡的担忧程度。与此同时，广义美元指数上升表示全球金融状况收紧，对于那些拥有大量美元计价债务的新兴市场经济体来说尤其如此。

易峯很荣幸推出一种新的专有综合指数——易峯流动性脉搏（EquitiesFirst Liquidity Pulse）指数，该指数可反映银行信贷的成本和供应状况，旨在为我们的客户提供有关全球流动性状况的洞察。该指数在编制时纯粹作为参考：与易峯的任何产品均无关，不可交易，亦非任何类型的基准。该指数的输入内容涵盖多种借贷和市场指标，详情如下文所述。

本文提供该指数的概述以及有关其所覆盖时期的说明。虽然现有数据尚未覆盖近期关税引发的波动，但该指数可清晰反映过去不同借贷条件的时期，并体现出借贷条件在经历疫情后的上升期之后，现已趋于稳定。此外，我们表明，该指数的市场指标成分目前正处于最具挑战性的时期。

指数概览



指数

反映银行信贷的成本和供应状况



洞察

全球流动性状况



19年

数据跟踪记录时间

易峯流动性脉搏指数： 衡量借贷条件的新指标 (续)

为正确反映这三种系列的行为，我们在把它们加入指数前进行了倒置，使其在方向上匹配随金融状况宽松而上升的未偿贷款指标。几乎所有指标的数据都是按月报告。对于按季度报告的数据，我们使用最近的数据点为该时期的剩余部分进行前向填充，直至下一时期的报告出炉。本文撰写时，数据截至2025年3月。

计算

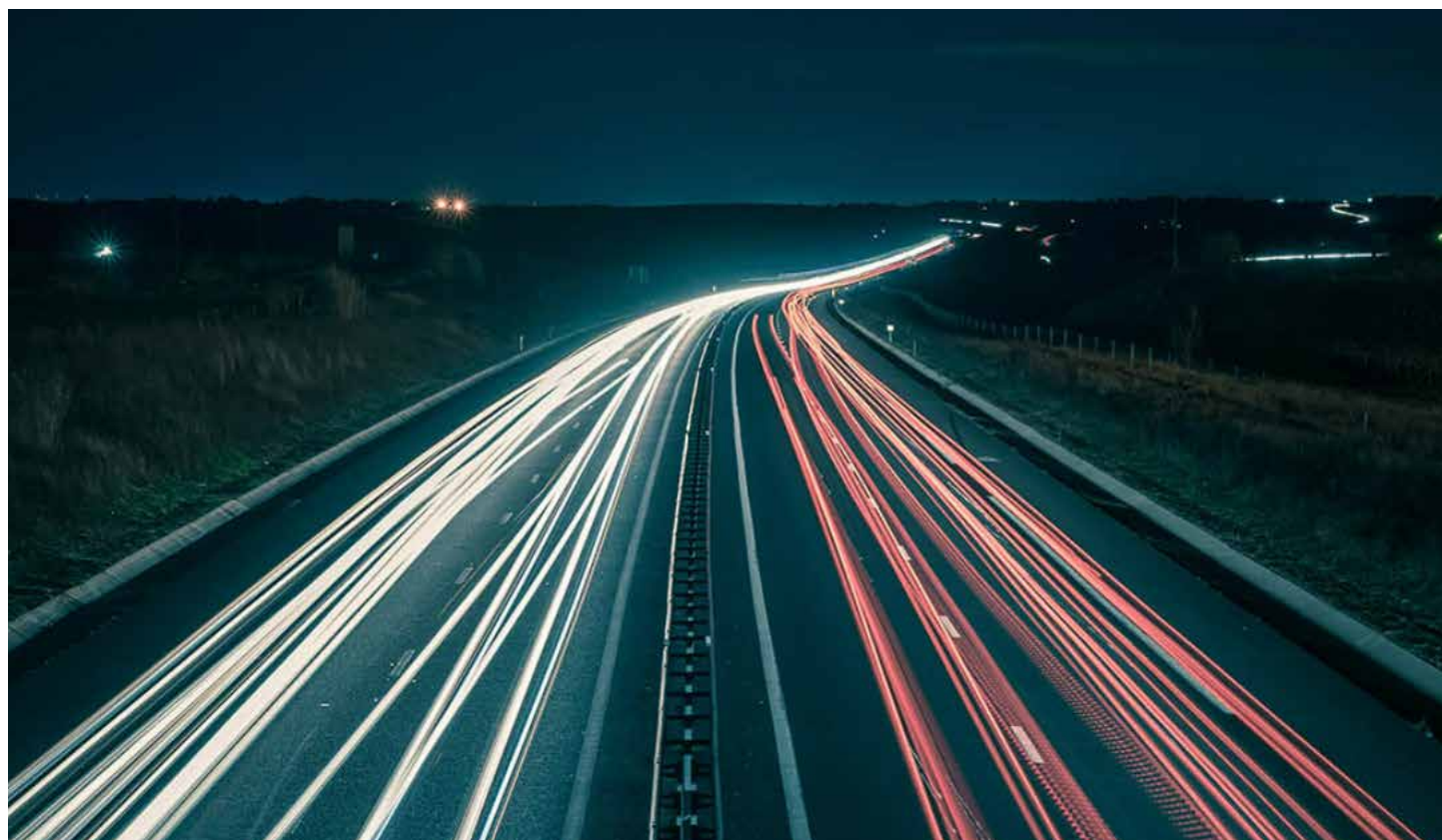
流动性脉搏指数所跟踪的时期从2006年1月开始，这样的决定一定程度上源自于各种数据系列的可用情况，而我们也得以覆盖2008年全球金融危机爆发前重要的信贷增长期。

各类指标通过Z分数归一化转换为指数成分——这种标准统计技术利用各数据集的平均值和标准差将各个月度值转换为代表该值与长期平均值偏差程度（高于或低于）的数字。

因此，与典型的股市指数不同，流动性脉搏指数没有名义上的起始值。这是因为该指数在任何时间点都可反映相对于整个时期长期平均水平的借贷条件。零线表示长期平均水平，若指数为负值，则代表当前借贷条件相比平均水平更为收紧，若指数为正，则代表更为宽松。

此外，该综合指数线本身的变化也体现了靠近或偏离该平均水平的变动。例如，正值区域中向下的线表示借贷条件收紧，但大体上仍比平均水平宽松。而且，由于每当添加新的数据集时都会重新计算长期平均水平，所以该指数值会动态变化，整个指数曲线每月都会出现变动，以反映最新数据对长期平均水平的影响。

最后，该指数的成分采用等权重，而非按GDP或其他任何因素加权。此举旨在确保该指数能对较小经济体的借贷条件变化作出有效响应，并避免过度偏向由最大市场产生的两到三个指标。



易峯流动性脉搏指数：
衡量借贷条件的新指标
(续)

说明

截至目前，易峯流动性脉搏指数的路径大致反映了两个截然不同的宽松时期、两次显著的危机，此外还覆盖两个借贷条件收紧但程度较低的时期。

2008年9月全球金融危机爆发前两年，信贷增长强劲，美元走弱且波动率相对较低。危机过后存在一段增长放缓的时期，随后是一段借贷条件恶化的时期，然后在2010年代末再次升高。最近一年呈现略微下降的趋势。

可以清楚地看到有两次向下的尖峰。前者反映了2008年股市波动率的骤然大幅上升，随着那次危机的影响向全世界蔓延，与之伴随的还有美元相对走强。

第二个尖峰的规模在流动性脉搏指数中大致相同，代表了2020年初的新冠疫情爆发，当时波动率再次出现大幅动荡。

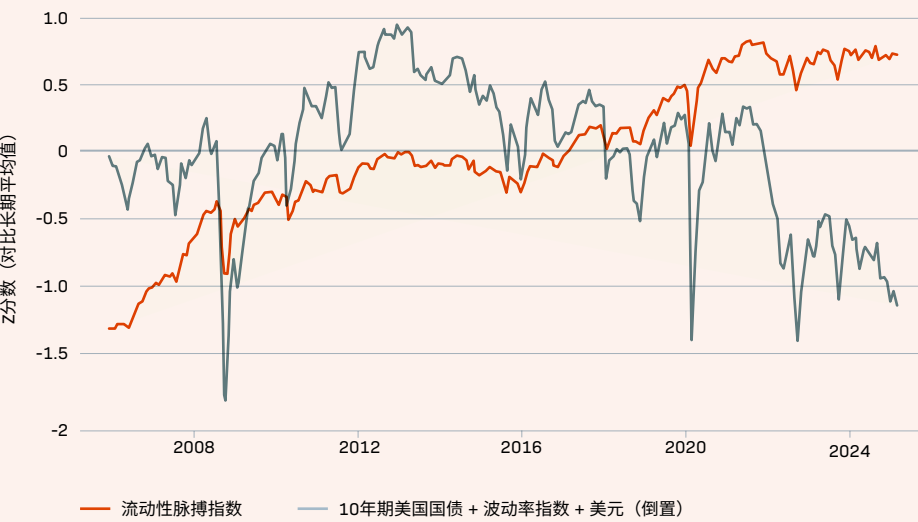
在最初对市场造成冲击后，这两次危机表现出流动性激增的特征，原因是各国政府紧急动员起来保持信贷运转，通常是通过大幅干预和降息等手段。疫情爆发后货币宽松和信贷增长的两年在该图表中体现得非常明显。

通过将这三种市场指标与整体流动性脉搏指数重叠得出综合图，可得出一项值得关注的观察结果（图表2）。显而易见的是，借贷条件在很长一段时间内是高于平均水平的，但更为显眼的是2022年的急剧下滑。实际上，在图表中没有任何时期的市场指标像过去三年那样在这么长的一段时期内低于平均水平如此之多。

在这样的条件下，其它信贷来源可大展身手，因为传统银行借贷市场条件在供应状况和成本方面都已收紧。证券融资为资产所有者提供了另一种渠道，而且它在股市波动预计加剧的情况下尤其有用。

这些市场指标近年来的趋势在多大程度上可视为整个流动性脉搏指数下降的先行指标，仍然有待观察。但已经可以观察到该指数目前处于稳定状态，自疫情初期的大幅上升以后，该指数大体上一一直持平。该指数目前截至2025年3月，这意味着关税引发的贸易战及其相关的波动性尚未得到反映。它们的影响将在未来数月显现。

流动性脉搏综合指数对比市场指标成分



关于流动性脉搏 (Liquidity Pulse) 指数

流动性脉搏指数是一种专有的综合指数，利用基于市场的信号和央行报告的借贷数据，跟踪记录一系列主要经济体的全球信贷和流动性状况。该指数具有纯指示性编辑特征：与易峯的任何产品均无关联，不可交易，亦非任何类型的基准。该指数的记录始于2006年1月。市场指标包括10年期美国国债收益率、CBOE（芝加哥期权交易所）波动率指数（VIX）和广义美元指数，各指标分别进行倒置。借贷数据来自六个经济体的央行数据：英国（M4贷款）、欧元区（对非金融公司的贷款）、新加坡（按行业划分的商业银行贷款）、中国香港（持牌银行的贷款和预付款）、日本（贷款和折扣，主要银行和区域性银行的总和）和中国内地（贷款总额）。各数据系列通过Z分数归一化处理，指数值反映与整个时期平均水平的偏差。所有指标为等权重。

主要市场和资本趋势

易峯持续关注与客户相关的关键市场和行业趋势，每月提供及时和可执行的洞察。



机器人浪潮将至，中国会是弄潮儿吗？

随着对人工智能的狂热逐渐让位于对商业应用的发掘，机器人正重新吸引投资者的关注。中国看起来一马当先，人形机器人登上新闻头条，专业服务机器人在现实世界引发关注。尽管该行业在精准度和安全性方面还面临各种挑战，但自动化需求和人口结构变化等强有力的因素将会促进进一步的创新。

[阅读全文](#)

构建面向AI的亚洲数字基础设施

在全球贸易前景充满不确定性的背景下，投资于亚洲的数字基础设施正崛起为一种操作长期资产的做法，不仅能抵御通胀，而且受国际政策变动的影响较小。亚洲不断壮大的中产阶级对数字服务需求的增长，已经在推动数字基础设施的建设，这吸引了全球一些最大的科技公司的目光。

[阅读全文](#)



澳大利亚能源转型是否将走向核能？

全球能源转型正在推高对关键矿物的需求，其中铀成为了主要受益者。随着核能采用的增长，铀的需求日益旺盛且更加稳定，核能主题股票因此成为对投资者颇具吸引力的选择。**拥有全球33%铀资源的澳大利亚**在这场转变中有着举足轻重的作用。

[阅读全文](#)



主要市场和资本趋势 (续)



印度与阿联酋的互联互通如何推动“去全球化”世界的增长

虽然全球股市因关税和贸易战的讨论而出现动荡，但一个极具前景的趋势是印度和阿联酋之间的经济联系不断深化。过去几年，这两个国家之间的资本、投资和人员流动大幅增加，带动了更多的交易和投资。注重增长的投资者如要利用这一趋势，需要谨慎管理其敞口，以应对印度市场当前的波动以及印度卢比的外汇风险。

[阅读全文](#)



尽管美国实施新的关税政策，日本仍是东西方高科技供应链的关键环节

美日不断扩大的科技合作可能在全球贸易战中发挥避难所的作用，因为两国在技术贸易方面仍然保持着高度共生的关系。日本仍是东西方高科技供应链的关键环节，对于此行业一些最具进取心的日本公司来说，创造长期价值存在着巨大机会。驾驭北亚经济发展的这种转变将对财富创造产生重大影响。

[阅读全文](#)

正当其时：借力私募信贷，助力公开市场发展

英国正在努力应对增长低迷和债务成本上升，在此背景下，传统的政策解决方案或许不足以刺激经济发展。鉴于关税压力陡增且通胀使利率维持高位，提升各种渠道的信贷可得性将是解决方案的关键一环。私募信贷，包括以实物资产和其他抵押品为基础的创新融资方式，可以为推动英国急需的增长发挥关键作用。

本文首发于英国杂志《Investment Week》观点栏目。

[阅读全文](#)



免责声明

过往表现不能保证未来收益，个人收益亦无法得到保证或担保。

本文件仅供认证投资者、资深投资者、专业投资者或其他符合法律或其他方面要求的合格投资者使用，不适用于不符合相关要求的人士，也不应由其使用。本文件提供的内容仅供参考，是一般的，并不针对任何具体的目标或财务需求。本文件中表达的观点和意见由第三方编写，未必反映易峯的观点和意见。易峯未独立审查或核实本文件提供的信息，且未声明其是准确或完整的。本文件中的意见和信息如有变更，恕不另行通知。所提供的内容不构成出售任何证券、投资或任何金融产品的要约或购买的要约招揽（“要约”）。任何该等要约只能通过列明其实质性条款和条件的相关要约或其他文件作出。本文件中的任何内容均不构成Equities First Holdings, LLC或其子公司（统称为“EquitiesFirst”，于中国内地市场则为“易峯”）购买或出售任何投资产品的建议、招揽、邀请、诱导、促销或要约。本文件也不应以任何方式解释为投资、法律或税务建议，也不应解释为易峯的建议、参考或背书。在就财务产品作出投资决策前，您应寻求独立的财务意见。

本文件包含易峯在美国和其他国家/地区的知识产权，包括但不限于各自的标志以及其他已注册和未注册的商标和服务标志。易峯保留本文件中包含的对其知识产权的所有权利。接收方不得向任何其他人士分发、出版、复制或其他方式提供本文件的全部或部分内容，特别是不得向分发行可能违反任何法律或监管要求的任何国家/地区的人士分发本文件。

易峯就不就本文件作出任何陈述或保证，并明确否认法律规定的任何默示保证。您承认易峯在任何情况下均不对任何直接、间接、特殊、后果性、偶发性或惩罚性损害负责，包括但不限于利润损失或机会损失，即使易峯已被告知此类损害的可能性。

易峯做出以下可能适用于所述司法管辖区的进一步声明：

澳大利亚：Equities First Holdings (Australia) Pty Ltd（ACN: 142 644 399）持有澳大利亚金融服务许可证（AFSL编号：387079）。保留所有权利。

本文件包含的信息仅适用于身处澳大利亚，且按《2001年公司法》第761G节的定义归类为批发客户的人士。向该标准以外的人士分发信息可能受到法律的限制，获得信息的人士应寻求咨询意见并遵守任何此种限制。

本文件包含的材料仅供参考，且不得解释为购买或销售金融产品的要约、招揽或建议。

本文件包含的信息属于一般性信息，并非个人财务产品建议。本文件中的任何建议仅为一般性建议，在编写时未考虑您的目标、财务状况或需要。在采纳任何信息之前，您需要根据您的目标、财务状况和需要考虑所提供的信息的适当性和相关财务产品的性质。在就财务产品做出投资决策之前，您应征求独立的财务建议并阅读相关披露声明或其他要约文件。

迪拜：Equities First Holdings Hong Kong Ltd（DIFC代表处），地址：Gate Precinct Building 4, 6th Floor, Office 7, Dubai International Financial Centre（商业许可证号CL7354），作为代表处受迪拜金融服务管理局（“DFSA”）监管（DFSA公司参考编号：F008752）。保留所有权利。

本文件包含的信息属于一般性信息，并且在视为建议的范围内，本文件包含的任何建议仅为一般性建议，在编写时未考虑您的目标、财务状况、金融产品的适用性或您的需要。

本文件包含的材料仅供参考，且不得解释为财务建议，包括购买或销售金融产品的要约、招揽或建议。本文件包含的信息属于一般性信息，并且本文件包含的任何建议仅为一般性建议，在编写时未考虑您的目标、财务状况、金融产品的适用性或您的需要。在采纳任何信息之前，您需要根据您的目标、财务状况和需要考虑所提供的信息的适当性和相关财务产品的性质。如果您不理解本文件的内容，则应咨询授权财务顾问。

本文件涉及不受DFSA任何形式监管或批准的金融产品。DFSA没有责任审查或核实与此金融产品相关的任何文件。因此，DFSA并未批准本文件或任何其他相关文件，亦未采取任何措施来核实本文件所载列的信息，并且对其不承担任何责任。

中国香港：Equities First Holdings Hong Kong Limited根据《放债人条例》持有牌照（放债人许可证编号1659/2024），并根据《证券与期货条例》（“SFO”）（CE编号：BFJ407）从事证券交易业务（第一类牌照）。本文件未经香港证券及期货事务监察委员会审查。本文件不作为出售证券的要约或购买任何由Equities First Holdings Hong Kong Limited管理或提供的产品的招揽。本文件仅供SFO规定之专业投资者参考。本文件不针对此类要约或邀请将构成违法或禁止行为的个人或组织。

韩国：上述内容仅适用于充分具备证券融资交易知识和经验的资深投资者、专业投资者或其他合格投资者。不适用于也不应由不符合标准的人士使用。

英国：Equities First (London) Limited在英国获得金融行为监管局（“FCA”）的授权，并接受其监管。在英国，本文件仅分发并提供给《2000年金融服务与市场法》（金融促进）2005年法令（FPO）中第四部分第19（5）条（投资专业人士）和第49（2）条（高净值公司、非法人团体等）所述的相关人士。与本文所述相关联的任何投资活动仅适用于且仅与该类人士有关。不具备投资事宜专业经验或非FPO第49条适用人士，不得依赖本文件。本文件仅适用于符合《金融工具市场指令》规定的专业投资者。

备注

1 <https://www.reuters.com/world/china/global-markets-flows-graphic-2025-06-06/>

2 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-23/s-p-500-edges-up-as-traders-assess-impact-of-strike-on-iran>

3 <https://www.wsj.com/economy/central-banking/fed-minutes-highlight-concerns-over-higher-prices-169b36c5>

4 <https://www.lseg.com/en/insights/ftse-russell/decomposition-of-us-equity-returns-over-time-is-it-different-this-time>

5 <https://www.ft.com/content/9a0bc659-4d54-4eef-9ace-394bafc87d1d>

6 <https://www.barrons.com/articles/stock-investments-overseas-portfolio-allocation-eb3f5aa5>

7 <https://www.reuters.com/business/fx-options-market-positioned-further-dollar-weakness-2025-06-03/>

8 <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>

9 <https://www.reuters.com/business/finance/global-markets-central-banks-graphic-2025-05-08/>

10 <https://www.reuters.com/markets/asia/japan-consider-buying-back-some-super-long-government-bonds-sources-say-2025-06-09/>

11 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-06-04/global-stocks-hit-record-high-on-optimism-for-resilient-economy>