

华侨银行
宏富理财

 **BANK OF SINGAPORE**
An OCBC Company
Asia's global private bank

 **OCBC**

在动荡中把握投资先机

宏观经济不明朗与地缘政治不确定



经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

汇集华侨银行集团研究部和新加坡银行CIO投资智库的顶尖研究成果

9/2026号

心所向，
行致远

今期內容

- 全球前景
P 03-06 宏观经济不明朗与地缘政治不确定
- 股市
P 07-08 穿越逆流，稳舵前行
- 香港／中国市场前景
P 09 表现分化
- 债券
P 10-11 对存续期持中性立场
- 外汇及商品
P 12-15 黄金短期面临阻力，惟中长期前景依然正面

关于华侨银行 财富管理专家团队



华侨银行财富管理专家团队借鉴了华侨银行集团财富管理专家(即来自华侨银行、华侨银行集团研究部、利安资金管理公司及新加坡银行的专家)的集体智慧和经验。凭借在集体投资方面逾200年的经验，华侨银行财富管理专家团队致力为你提供及时的咨询服务，以增加、管理和保障你的财富。



在动荡中把握投资先机

8月，市场经历各类阻力。7月市场修正主要由配置调整主导，此后风险情绪明显回暖，尤其体现在美国科技板块及人工智能(AI)相关领域。投资者选择暂时搁置地缘政治紧张局势再度升级及短期利率前景不明朗等忧虑。由于美伊双方在霍尔木兹海峡问题上的对峙局势依然紧张，本月布兰特原油价格持续攀升，向90美元/桶靠拢。强劲的企业盈利提供了有力支撑。2026年二季度盈利增长稳健，不仅科技股权重较高的美国和北亚市场表现亮眼，欧洲和日本同样表现出色。劳动力市场条件走软、通胀缓和，以及市场预期美联储将保持耐心，这些因素共同支撑了市场估值，使基准标普500指数得以维持在历史高位附近。

然而，在市场表象之下，投资者正面临利率前景及长期借贷成本的深层次结构性转变。由于支撑AI基础设施建设所需的巨额资本需求正与政府及其他企业借款方争夺融资资源，长债收益率逐步攀升。美联储主席沃什在一年一度的杰克逊霍尔央行年会上发表鹰派讲话，强调若通胀未能向美联储2%的目标靠拢，仍有可能再次加息。随后，短期利率成为市场焦点。未来数月，市场前景预计将呈现拉锯态势：一方面，经济增长坚挺，企业盈利前景强劲；另一方面，货币政策走向难以预测，长期收益率持续走高，后者恐使债券回报和股票估值承压。投资者不仅需关注短期波动，还应着力打造更多元化的投资组合，在增长型敞口、资产质量及收益间取得平衡，以便在市场预期过度偏向任一方向时能够灵活应对。

本行的战术性资产配置策略对股票整体依旧适度看好，这一立场基于本行对当前科技投资周期的坚定信心，其中“增持”美股，对日本及亚洲(日本除外)股票持“中性”立场，并“减持”欧洲股票。固定收益方面，市场大幅波动，本行维持整体小幅“减持”立场，并对投资组合久期保持“中性”立场。发达市场方面，本行青睐投资级债券更胜高收益债券；新兴市场方面，则对企业债券持“中性”立场，对主权债券持“减持”立场。



全球前景

SELENA LING

首席经济学家兼华侨银行集团研究部主管

宏观经济不明朗与地缘政治不确定

「全球经济增长风险偏向下行。地缘政治、贸易或关税紧张局势若进一步加剧，或会拖累市场情绪，而沃什的鹰派言论若最后没有落实成具体的政策行动，市场或更容易受到冲击。」

- 8月，金融市场保持相对韧性，但宏观经济及地缘政治前景的不确定性日益上升，两者之间的背离进一步扩大。美伊僵局持续、美国与加拿大及中国之间的摩擦不断升级，以及一系列出乎市场预期的美国政策举措(包括财政部倍增回购规模，以及联储局主席凯文·沃什于杰克逊霍尔环球央行年会上发表强烈鹰派言论)，均未能阻挠美国股市的升势。标普500指数持续上扬，科技股及人工智能相关股票带动大市上升，英伟达的强劲盈利进一步巩固市场信心，人工智能投资与应用仍是强大的结构性增长动力。
- 然而，固定收益市场释出更为审慎的信号。尽管美国财政部宣布扩大债券回购规模，但由于投资者重新评估联储局进一步收紧政策的可能性及时机，因而推动美国国债收益率上升。全球多个主要市场的国债收益率曲线亦趋于陡峭，但背后主要是由各个国家内部的特定因素所致。同时，地缘政治风险依然高企，市场正密切应对美国中期选举临近更为强硬的政策立场。贸易紧张局势亦正在加剧，华府正加大力度向其

关键贸易伙伴施压，涉及问题包括强迫劳动以及过剩的工业产能等。鉴于沃什所表达的鹰派政策立场，上述贸易及政策发展值得密切关注。

- 在这背景下，9月全球金融市场进入关键转折期。一连串密集的事件风险料将左右市场走向，直至季末。
- 全球经济增长风险偏向下行。地缘政治、贸易或关税紧张局势若进一步加剧，或会拖累市场情绪，而沃什的鹰派言论若最后没有落实成具体的政策行动，市场或更容易受到冲击。

美国

- 尽管第三季度初期的表现较弱，带来了一些下行风险，但我们维持2026年GDP按年2.2%的增长预测。2026年第二季度GDP增长第二次估算保持按季增长1.5%不变(经季节性调整的年增长率)，较第一季度的2.1%有所放缓。同时，7月非农就业人数减少23,000人，但失业率仍维持在4.1%的相对较低水平。
- 我们亦维持2026年整体通胀率按年3.5%的预测。7月的消费者物价

指数数据相对温和，整体及核心消费物价指数分别按月升0.1%及0.2%。然而，7月整体及核心个人消费支出通胀率分别按年升3.7%及3.3%，显示通胀压力仍然偏高。

- 在这背景下，我们仍然预期联邦公开市场委员会于9月将维持联邦基金利率目标区间在3.50%至3.75%不变。话虽如此，但由于联储局主席凯文·沃什在刚结束的杰克逊霍尔环球央行年会上发表鹰派言论，我们认为加息的可能性已有所增加。
- 沃什在演讲中重申联储局的首务是控制通胀。他形容劳工市场稳定，大致符合全民就业的状况，同时辩称金融环境并未构成实质性的限制。更重要的是，他强调联储局目前的「首要任务」是稳定物价。然而，他并未就9月政策走向释出明确讯号，并强调政策须继续以数据为依归，且不应受预设的前瞻指引所影响。
- 因此，我们认为联邦公开市场委员会9月的利率决定仍存在相当大的不确定性。虽然我们的基准情境仍是利率维持不变，但亦承认加息的可能性已经上升。

欧元区

- 我们维持2026年欧元区GDP按年0.9%的增长预测。8月发布的经济数据依然好坏参半，但整体偏弱。零售业数据于6月按月下跌0.3%，工业生产数据维持不变，消费者信心指数仍处于-15.5的偏低水平。相比之下，8月综合采购经理人指数初值升至52.1，为自去年11月以来的最高水平，显示商业活动有所改善。
- 我们目前仍维持2026综合通胀率按年3.1%的预测。本月发布的通胀指标略为向好。生产者物价指数于6月按月下跌0.3%，但较去年同期仍高4.6%，而8月的采购经理人指数调查显示，投入及产出价格压力均进一步缓和。尽管如此，欧洲央行仍视通胀风险为倾向上行，尤其是能源、供应链及食品价格方面仍面对持续压力。
- 因此，我们仍预期欧洲央行于9月将把存款利率上调25个基点至2.50%，其后将暂停加息，以便决策者评估能源价格及生产成本上升对通胀和经济活动的滞后影响。
- 8月最令人鼓舞的发展是营商气氛进一步改善，以及综合采购经理人指数升至九个月高位。然而，经济复苏仍然不均衡。家庭信心仍然低迷，6月零售业出现萎缩，工业产出则持续停滞。欧洲央行7月会议纪要亦提供了重要政策信号。决策者评估经济状况较先前

预期更具韧性，并判断增长的下行风险有所降低。

- 但在通货膨胀方面，相关讯息仍显得较为谨慎。欧洲央行指出，能源冲击的全面影响尚未充分反映在消费物价，而生产者价格与运输成本居高不下，导致上游压力持续存在。因此，决策者继续认为通胀风险倾向于上行。同时，工资增长和衡量基本通胀的其他指标已呈放缓迹象，迄今鲜有证据显示出现工资与物价飙升的迹象。
- 综合上述发展，欧洲央行在9月作出一次额外的预防性加息更具理据，但不大可能释出延长紧缩周期的讯号。进一步加息可能取决于能源与投入成本的升幅是否会开始更持续地转嫁至整体通胀来决定。

日本

- 我们维持2026年日本GDP按年0.7%的增长预测。2026年第二季度的实质GDP按季增长0.3%，按年为1.1%，较去年同期高出0.7%。然而，增长的组成结构却较为逊色。由于私人消费大致持平，而企业投资按季下降1.2%，国内需求令季度增长率减少了0.2个百分点。相较之下，净出口的贡献为0.5个百分点。
- 较近期的指标显示，经济情况已略见稳固。7月零售销售额按年增长4.0%，超出市场预期，工业生产录得0.1%出乎预料的按月增长，连续第四个月实现增长。在这背景

下，我们维持2026年综合消费者物价指数按年2.1%的预测，尽管风险平衡逐渐倾向上行。全国综合消费者物价指数于7月按年上涨1.9%，核心及核心核心通胀率分别为1.8%及1.9%。最新东京都数据显示，8月核心通胀加速升至1.8%，核心核心通胀率达到2.0%。综上所述，相关发展情况增强政策正常化的可能性。

- 我们目前预期日本央行将于9月上调其政策利率25个基点至1.25%。日本央行于8月释出的政策讯号明显转趋鹰派。日本央行意见摘要显示，部分决策者认为，在基本通胀率接近2%目标，加上当前仍然宽松的金融环境，进一步加息是合理的。部分委员亦提出，现行的货币紧缩政策速度太慢，决策者必须加快脚步，以更主动的手段来应对通胀上行的风险。
- 日本央行副行长冰见野良三于8月27日重申此讯息，认为日本央行应根据实际经济情况继续加息。他亦警告，日元贬值对物价的传导速度与幅度都比以往更为显著，并预测2026财政年度下半年消费者物价指数通胀率将升至2%以上。在这背景下，相比要等到10月或12月，9月加息的可能性似乎更高。
- 虽然货币政策并非明确针对汇率，但日元走弱可能会对通胀产生重要影响。日本央行认为，日元贬值对国内物价造成的传导效应似

乎正在增强，为进一步的紧缩性货币政策提供了另一个理由。关键问题在于日本央行是否会实施今年的第三次加息，从而打破传统上每半年加息一次的既定节奏，加快货币政策正常化步伐。实际利率若依然为负值，即代表货币政策环境仍处于宽松状态，且进一步正常化的空间仍然存在。

中国

- 中国经济于2026年第二季度的放缓速度超乎预期，GDP增长由

2026年第一季度的5.0%放缓至按年4.3%(经季节性调整后的按季增长率为0.9%)。尽管如此，2026年上半年的年均增长率仍达4.7%，并维持在政府所设定4.5%至5.0%的目标区间内。我们认为，第二季度或标志着周期性低谷。随着政策支持逐步转向服务消费及“六网”基础设施投资，预期今年下半年经济增长将逐步恢复动力。因此，我们目前仍然预计中国能够达成官方设定的经济增长目标，即使我们将全年增长预测由4.7%略为下调至4.6%，以反映低于市

场预期的第二季度数据。

- 这一次的经济放缓并不是全面性的。相反，中国经济继续呈现愈发明显的“K型分化”。人工智能行业和先进制造业仍然是韧性的重要来源，有助抵消经济中较传统部分的疲弱。广泛而言，中国仍处于由传统增长过渡至新兴增长推动因素的艰巨阶段。问题并不在于欠缺新兴的增长引擎，而是这些引擎还未达到足够的规模，没办法填补旧行业增长放缓所造成的影响。

GDP增长率

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.1	2.2	2.0
欧元区	1.4	0.9	1.1
日本	1.1	0.7	1.0
英国	1.4	1.0	1.1
澳洲	2.0	2.0	1.9
纽西兰	0.2	1.9	2.4
中国内地	5.0	4.6	4.5
中国香港	3.6	3.8	2.8
中国澳门	4.7	4.0	3.3
中国台湾	8.8	12.1	7.5
南韩	1.1	2.8	2.6
印度	7.2	7.8	7.2
印尼	5.1	5.2	5.0
马来西亚	5.2	5.2	4.8
菲律宾	4.4	3.2	4.6
新加坡	5.0	5.2	3.4
泰国	2.4	2.3	2.5
越南	8.0	8.2	8.3

资料来源：彭博、华侨银行集团研究部，(2026年9月1日)

通胀率

按年变化(%)	2025年	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.7	3.5	2.2
欧元区	2.1	3.1	2.5
日本	3.2	2.1	2.0
英国	3.4	3.1	2.3
澳洲	2.8	3.8	2.8
纽西兰	2.8	3.6	2.3
中国内地	0.1	1.1	2.0
中国香港	1.4	1.9	2.2
中国澳门	0.3	1.1	1.1
中国台湾	1.7	2.1	1.9
南韩	2.1	2.7	2.3
印度	4.6	2.0	5.0
印尼	1.9	3.0	2.5
马来西亚	1.4	2.0	2.1
菲律宾	1.7	5.8	4.5
新加坡	0.9	2.2	2.1
泰国	-0.1	2.9	1.8
越南	3.3	4.5	4.5

资料来源：彭博、华侨银行集团研究部，(2026年9月1日)

美国利率预测

	2026年 第三季	2026年 第四季	2027年 第一季	2027年 第二季	2027年 第三季
联邦基金利率*	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
2年期美国国债收益率	4.20	4.05	4.00	4.00	3.95
5年期美国国债收益率	4.30	4.20	4.15	4.15	4.15
10年期美国国债收益率	4.65	4.55	4.45	4.45	4.40
30年期美国国债收益率	5.20	5.15	5.15	5.15	5.15

*目标区间上限。

资料来源：华侨银行集团研究部，(2026年9月1日)



股市

ELI LEE

新加坡银行董事总经理、首席投资策略师

穿越逆流，稳舵前行

「股市仍受稳健盈利支撑，但在美国中期选举临近之际，宏观波动加剧、地缘政治前景不明及季节性因素，均可能带来潜在风险。尽管短期内市场波动恐加剧，但本行展望依然平衡，并适度偏好风险资产」。

- 投资者正面临利率和长期借贷成本前景复杂的结构性转变。人工智能基础设施所需的庞大资本需求，在争夺投资资金方面正与政府和企业形成了竞争，导致长期债券收益率逐步走高。同时，联储局主席沃什于杰克逊霍尔环球央行年会发表鹰派言论，重申若通胀未能持续朝2%的联储局目标推进，仍存在进一步加息的可能性，短期利率随即成为市场焦点。
- 未来数月全球市场或会呈现拉锯格局：一方面经济增长具韧性、企业盈利强劲；而另一方面，货币政策路径较难预测，且长期债券收益率走高。上述因素或会令债券回报及股票估值受压。投资者必须摆脱短期波动的干扰，聚焦建立更多元化的投资组合，均衡配置优质及产生收益的增长型资产，并保持灵活性，在市场预期转变时作出适时应对。
- 我们维持对全球股市的适度看好立场，主要基于对当前科技投资周期的信心。地域方面，我们对美国股票持“增持”立场、对日本及亚洲(日本除外)股票持“中性”立场，及对欧洲股票持“减持”立场。亚洲

(日本除外)方面，我们看好中国、中国香港、中国台湾及新加坡。

- 行业配置方面，我们继续看好资讯科技、通讯服务、医疗保健及原材料四大环球板块。投资风格方面，我们偏好结合优质增长股与低波动股的杠铃策略。

美国 - 透过孳息率上行看市场本质

- 随着2026年第二季度财报季接近尾声，市场一致预期已将2026财年每股收益增速从此前约25%上调至目前的33%，标普500指数盈利修正广度持续改善。尽管超大规模云端服务商及AI基础设施受惠企业在2026年第二季度的盈利增长中占据了很大比重，但其他板块同样普遍实现盈利增长。
- 本行持续密切关注孳息率的上行走势，因为若出现无序攀升，可能危及股市涨势。但本行并不完全排除美国财政部会考虑对美国国债孳息率设定明确上限的可能，此举或带动美股大幅走强。
- 泛科技板块仍处于关键地位，近期的一系列进展持续提振本行对该板块的信心。超大规模云端服务商已证明其资本支出有清晰的

回报路径；同时，根据杰文斯悖论，越是使用更具成本效益的模型，整体AI开支往往会越高。

欧洲 - 有助于平衡以AI为核心的投资组合

- 由于欧洲市场对超大型科技股的敞口较低，且行业构成以价值型为主，因而在此轮资金从科技板块轮出的过程中获得支撑。因此，尽管本行因欧洲地区易受滞胀、地缘政治不确定性及长期结构性挑战影响而更趋审慎，但仍认为欧洲股票在环球投资者的投资组合中仍扮演着重要角色。
- 欧洲基准指数构成独特，起到了「反AI对冲」的效果，覆盖金融、工业、原材料和必需消费品股。欧洲汇聚了众多具备全球竞争力的龙头企业，其收入很大部分来自欧洲以外市场。同时，欧洲股票较高的股息率对收益型投资者具有吸引力，在市场波动加剧时可为组合提供缓冲。
- 因此，本行将欧洲市场视为环球股票配置中的分散化工具和收益来源，而非广泛结构性增长的主要驱动力。在配置欧洲股市方

面，本行将继续聚焦于优质、具备较强定价权以及高韧性的企业目标。

日本-盈利增长稳健

- 自7月底美日连手干预汇市以来，日本股市表现略逊于环球股市，差距约46个基点。进入9月，市场关注的焦点是就削减消费税(预计削减规模约为国内生产总值的0.8%)展开讨论的临时国会会议，以及日本央行的会议。市场参与者认为加息的可能性已超过80%。
- 东证股价指数(TOPIX)2027财年第一季度(2026年4月至6月)业绩表现强劲，营收与经常性利润按年分别增长15%及51%。稳健的增长已从AI相关行业扩展至更广泛领域，非制造业经常性利润按年亦实现了27%的强劲增长。约有17%的公司上调了经常性利润预期，主要受电气设备、机械等AI相关行业推动。
- 尽管外汇干预可能引发出出口驱动型行业及高动量周期股的逆转，但本行认为，具备坚实基本面的结构性主题仍将是业绩的关键驱动力。本行仍建议投资者关注结构性投资主题，例如高市早苗政府确定的17个战略产业。

亚洲(日本除外)-市场集中度上升，精选目标尤为重要

- MSCI亚洲(日本除外)大市指数的

集中度已大幅提升，从对新兴经济体的分散配置转向高度聚焦环球科技周期。尽管该指数的成份股数量几乎是MSCI美国市场的两倍(截至2026年7月底，分别为996只和527只)，但其集中度已日益超越后者。MSCI亚洲(日本除外)指数中，前十大成份股合计占比为42%，相比之下，MSCI美国指数和标普500指数中前十大成份股的占比均为37%。与科技相关的目标，大约占这42%整体权重中的40%。

- 在此环境下，透过市场选择来区分投资机会和控制集中度风险显得愈发关键。
- 在该区域内，本行继续看好中国、中国香港、中国台湾和新加坡市场。

新加坡-迈向未来50年的战略布局

- 黄循财总理在2026年8月的国庆群众大会(NDR)上，介绍了多项关键基础设施和建设项目，旨在推动新加坡在未来五十年实现进一步发展。这些长期大型项目预计需要大量投资，并为多个行业创造更多机遇。
- 主要受惠行业可能包括基础设施、建筑、公用事业和电力板块，而其他相关措施亦有望带动旅游、酒店、航空、娱乐、餐饮及交通等相关企业。金融机构亦有望受惠于贷款需求的增长。

- 鉴于国庆群众大会所引发的市场热情，以及为新加坡未来发展所作出的重大投资部署，本行维持对新加坡市场的「增持」立场。

环球行业-科技公司盈利表现印证人工智能基本因素的韧性

- 尽管AI交易近期出现一定波动，部分前期领涨品种遭遇资金轮出，但本行认为AI的结构性牛市逻辑依然稳固，AI发展的格局正按本行自主研发的CHIP-EP框架演进。在过渡至第三阶段「赋能创收」的过程中，随着专用模型不断出现、市场竞争升温，大型语言模型(LLM)很可能承受更大压力，而LLM词元价格走低正印证了这一趋势。
- 尽管如此，受AI推理需求增长的推动，本行预计实体基础设施的建设仍有望继续推进。2026年第二季度财报季同样印证了算力需求积压持续扩大、AI资本支出不断攀升以及盈利超预期等趋势。
- 与此同时，本行认为半导体股票及主要互联网龙头具有战术性投资吸引力。从历史规律来看，费城半导体指数(SOX)约20%幅度的回撤(如当前情形)往往是逢低布局的时机，同时互联网公司及相关大规模云端服务商的估值亦已回调至逾十年来从未被击穿的支撑区间。

香港／中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行董事总经理、首席投资策略师

表现呈现分化

「我们继续看好中国在岸A股市场，其支撑来自更强劲的盈利增长、对工业、科技及服务板块的覆盖更广，且对美国国债收益率走高引发的全球波动敏感度亦较低。」

- 与本行此前预期一致，离岸中国股市表现出现补涨，在过去一个月，离岸市场以美元计的表现跑赢在岸市场约4个百分点。在离岸市场中，健康护理和原材料板块领涨。
- 在2026年第二季度业绩季，离岸与在岸股票市场中的健康护理和信息科技板块均出现明显的盈利上调动能，展现出强劲的创新实力。尽管如此，在指数中占较大权重的互联网及平台公司，在资本开支上升忧虑加剧的背景下，尚未出现明显的盈利上调，外卖及实时零售业务的盈利预期提升有限，亏损规模小幅收窄。
- 展望未来，本行仍相对偏好在岸A股市场，其盈利增长更为强劲，对广义工业、科技及相关服务行业的敞口更高，且受美国国债孳息率上升引发的环球波动影响相对较小。
- 虽然中国政府尚未正式确认习近平主席9月对美国的国事访问，但这一行程有望成为继5月中美元首会晤之后的又一重要里程碑。

债券

ELI LEE

新加坡银行董事总经理、首席投资策略师

对存续期持中性立场

「较高的美国国债孳息率有助提升持有收益及远期回报，但长债回购以及联储局的鹰派立场或会拖累整体表现，因此严格管理存续期及筛选信贷至关重要。」

- 固定收益方面，我们维持整体小幅「减持」立场，同时考虑到市场持续波动，对存续期维持「中性」看法。成熟市场方面，我们青睐投资级别债券多于高收益债券。新兴市场方面，我们对企业债券维持「中性」立场，对主权债券则维持「减持」立场。
- 维持对投资组合整体存续期的「中性」立场，但在利率前景更加明朗之前，本行目前倾向于将存续期配置调整至3至7年战略性区间的中点附近。

利率及美国国债

- 踏入8月，在多个影响市场走势的事件驱动下，利率市场持续波动。在30年期美国国债孳息率触及二十年高位后，美国财政部宣布，计划将长期债券回购规模加倍；与此同时，沃什在杰克逊霍尔环球央行年会上发表鹰派言论，推动美国国债孳息率曲线呈现扭曲趋平走势。市场目前预计，联储局本月加息25个基点的概率超过50%。
- 由于即将公布的通胀及劳工市场

数据将影响市场对9月联邦公开市场委员会会议的预期，利率或将持续波动。值得关注的是，美国国债名义孳息率的上升主要由实际孳息率走高驱动，而非通胀预期推升所致。这表明，投资者对存续期风险和财政风险均寻求更高补偿，反映出市场对财政赤字高企及债务可持续性的担忧，而非单纯对通胀走高的重新定价。

成熟市场

- 成熟市场企业信贷录得正回报。尽管利率波动加剧，投资级别与高收益债券的信贷息差仍相对稳定。然而，表象之下，信贷分化正日益加剧。投资级别债券方面，基础工业和能源等板块表现出色，而科技、媒体与电讯及零售板块则表现落后。BBB-级发行人及短期债券整体表现出色，而较高级别的AAA/AA级发行人及长期债券息差有所扩大，反映出AI相关融资需求及持续的供应压力。
- 高收益债券市场亦呈现出类似特征，CCC低评级信贷表现继续落后于优质发行人。各板块表现同

样出现分化——能源板块受惠于油价上涨及地缘政治局势发展，而保险、消费品和科技板块的息差则均扩大。

- 关键点在于，单纯持有指数的策略已难以取得预期效果。随着信贷分化加剧，严谨的信贷筛选与主动调整息差曲线配置正对驱动回报发挥着愈发重要的作用。

新兴市场公司债券

- 8月，新兴市场企业债券表现优于成熟市场企业债券，但不及新兴市场主权债券。尽管当前息差缓冲空间较小，但以美元计价的新兴市场企业债券受加息影响相对较小，板块与地区表现存在差异。择优投资优质新兴市场债券可实现长期多元化配置，但美国投资级别债券息差扩大，其潜在的溢出效应或将形成技术面压力。

亚洲

- 截至2026年8月28日，除中东外，亚洲市场月初至今及年初至今的表现均落后于其他新兴市场。
- 本行维持对亚洲企业债券的「中

性」立场，主要因该区债券存续期较短、本土融资能力强，市场技术面支持较强。稳健的基本面有望持续支撑持有收益驱动的回报，而「BB」级优质信贷及部分投资级别次级债券则提供了颇具吸引力的收益增长机会。中国最新一轮住房改革方案旨在透过推行现房销售模式，降低交房风险，重建购房者信心。该方案包括针对购房者和开发商的定向信贷支持措施，如延长按揭贷款期限、延期付款安排，以及城市更新项目融资支持。纵然上述改革

举措有望带来显著的长期结构性利好，但受制于民营发展商财务压力及地产债务问题悬而未决等因素，其短期成效或相对有限。

新兴市场主权债券

- 8月，美国国债孳息率大幅走高，抵销了持有收益及稳定信贷息差的支撑，新兴市场硬通货主权债券承受一定压力。
- 债券表现参差，存续期较短、收益率较高的主权债券跑赢存续期较长的投资级别债券。地缘政治风险与油价波动仍是市场的主要

驱动因素。

- 展望后市，本行继续审慎看好新兴市场主权债券，但依然偏好持有收益而非存续期策略。本行看好中短期债券、对外融资需求可控的改革导向型主权债券，以及宏观经济调整进程步入正轨的部分高收益信贷。对于长存续期投资级别债券，以及基本面较弱、易受能源价格上涨冲击的石油进口国主权债券，本行保持谨慎态度。



外汇及商品

CHRISTOPHER WONG

华侨银行集团研究执行董事

黄金短期面临阻力，但中长期前景依然正面

「联储局主席凯文·沃什于杰克逊霍尔环球央行年会上明确表示，若物价压力仍持续，央行将没有必要维持现有货币政策不变。尽管沃什的言论或会抑制金价的短期上升空间，但更宏观的中期市场环境依然向好。」

石油

- 中东冲突爆发至今已逾五个月，油价走势仍受地缘政治主导。由于美伊就重新开放霍尔木兹海峡的谈判陷入僵局，中东供应恢复步伐放缓，我们将2026年底布兰特原油价格预测从75美元/桶上调至80美元/桶。
- 全球石油市场很大程度上已经适应了原油供应中断，并未出现大规模的原油短缺。海湾产油国已改道出口路线，而「影子船队」(dark shipping)网络的广泛使用，亦有助维持霍尔木兹海峡的石油流通。
- 然而，这种做法的代价正不断上升。缓冲库存被消耗，运输成本持续上升，成品油市场面临的压力正日趋加剧。受此影响，市场的整体缓冲空间正逐步收窄。
- 战略储备所能提供的保护已大不如前。随着美国战略石油储备跌至营运的最低水平，石油储备的释放速度已经放缓，目前库存处于历史低位附近。中国仍是左右市场的关键因素，中国的石油进口量大幅下滑，避免了全球石油

市场供应不足的情况，但国内库存同步出现回落，亦削弱了原本可以用来保持灵活性、进行弹性调整的空间。

- 目前全球能源市场最明显的压力讯号正浮现于成品油板块，而非原油本身。美国柴油裂解价差突破每桶100美元，凸显中馏分油严重短缺。中美两地炼油企业均维持高开工率，惟库存持续紧张，战略储备在支撑能源供应方面仍扮演关键角色。
- 石油市场大致上已经适应了原油供应中断的情况，但代价是持续消耗缓冲储备。当前的关键瓶颈已不再是原油，而是柴油。

贵金属

黄金

- 8月黄金展现强劲反弹，主因是宏观因素转向更为利好的支持因素。美国经济数据疲弱、美债收益率压力缓解，加上美元告别过去的持续强势，推动了黄金需求的复苏。随着黄金价回升，投资者参与度亦有所提升，黄金交易所买卖基金的持仓量呈现温和增

长，管理资金净长仓由早前的低位逐步重建。

- 然而，杰克逊霍尔环球央行年会的结果，为全球金融市场注入了更为审慎的基调。联储局主席凯文·沃什明确表示，若通胀压力呈现持续性，央行将没有必要维持货币政策按兵不动。这意味着黄金价格未来的升势不会是一条直线。继8月的强劲反弹后，若金价涨势要延续下一阶段，确实需要全新的宏观催化剂，而非单靠延续近期的利好升势。
- 展望未来，市场焦点将重新回到陆续公布的美国经济数据。若出现更多经济疲弱的讯号、交易所买卖基金持仓再度累积，以及债息或美元走势放缓，均有望成为黄金新一轮升势的催化剂。与此同时，各国央行增持黄金、外汇储备多元化，以及市场对全球财政可信度的忧虑，将继续为黄金提供重要的结构性支持。在这背景下，我们已调高黄金未来价格的预测，但预计在经历近期反弹后，市场会出现多次整固阶段。

白银

- 白银于8月的表现超越黄金，同样受惠于孳息率压力缓和及美元走势转弱所形成的有利环境，由于白银具有较高的贝他(Beta)特性，对市场变化的价格反应亦较为显著。投资者参与度同步提升，不论是交易所买卖基金持仓还是期货持仓，均较先前的低迷水平出现修复回升。这意味着若贵金属升势得以延续，市场还有进一步增加白银资产配置的空间。
- 白银的整体市场展望依然被看好，但白银价格对美元利率和美元的上下波动料将持续较黄金更为敏感。若宏观环境持续向好，白银表现有望持续跑赢黄金；但当实质收益率重拾上行压力，白银或会面临更剧烈的调整。
- 长远而言，结构性供应限制，以及由电气化、电网投资和技术相关应用所带动的需求，仍将构成白银价格的支持因素。话虽如此，价格上涨正促使各工业用途在某程度上采取节省措施并进行替代。鉴于起点更为强劲且投资环境持续改善，我们已上调白银价格预测。然而，鉴于近期升势强劲，我们对短期内进一步上升的空间仍持较为审慎的态度。

货币 美元

- 我们已更新预测，以反映因政策不确定性导致美元走弱后，近期

市场的走势。美国财政部对欧元兑日圆的意外干预，以及扩大国债回购计划，令市场情绪动荡不安。然而，我们仍维持对美元至2027年初前的温和上升的展望。

- 联储局主席沃什于杰克逊霍尔环球央行年会上的言论，强化了市场对局方遏抑通胀的信心，缓解了市场先前对美元贬值的忧虑。此番言论的鹰派立场，明显较7月联邦公开市场委员会记者会上的发言更为强硬。市场反应亦与6月联邦公开市场委员会会议后的走势相似，投资者重新将焦点放在通胀风险与政策公信力上。韧性十足的劳动市场、持续的通胀，加上联储局维护其抗通胀信誉的决心，应会令政策倾向紧缩，并持续为美元提供支持。

日圆

- 日本央行似乎愈来愈倾向于9月再度加息，惟其政策动作或难以超越市场目前已相当进取的预期。日本利率市场目前定价显示，9月加息的机率约为90%，随后政策正常化的步伐将加快。当前市场定价暗示，日本政策利率将于2027年6月前由1.00%升至1.75%。
- 鉴于日本央行在紧缩政策的速度与幅度上受到限制，仅靠进一步加息可能不足以抵御日圆持续面临的贬值压力。最终可能需要采取进一步的政策措施，包括旨在鼓励将海外资产汇回日本国内的措施。

澳元

- 我们的基准预测仍认为，澳洲储备银行的紧缩周期已告一段落。然而，高于预期的通胀以及韧性十足的家庭消费，令进一步加息的可能性依然存在。
- 我们对澳元在未来一至两季度的走势仍持乐观看法，这主要受惠于具吸引力的息差收益，以及中国可能推出进一步政策刺激的预期。尽管我们仍预期澳洲储备银行将维持利率不变，但顽固的通胀意味着不能排除再度加息的可能性。然而，从中期来看，随着通胀逐步回落至目标水平，澳洲储备银行亦将逐步放弃紧缩的政策立场，我们预期澳元将回吐部分升幅。

亚洲(日本除外)货币

- 8月亚洲(日本除外)各国货币走势各异，国内政策发展、经济增长态势及资金流向，时而抵销了美元及美元利率的影响。杰克逊霍尔环球央行年会为市场带来了阻力，但并未从根本上改变这一局面。
- 联储局主席沃什正致力巩固联储局打击通胀的公信力，并表示若通胀未能出现显著回落，将不排除进一步收紧政策的可能性，此举可能持续支撑美元汇率。美元走强可能会对亚洲(日本除外)货币构成阻力，但不太可能消除地区各市场间的差异化投资机会。

与此同时，除非美国经济数据疲软，重燃市场对联储局政策路径转趋鸽派的预期，否则美元的回调幅度料将较为有限。因此，在9月联邦公开市场委员会会议召开前，即将公布的美国劳动市场及通胀数据将成为市场关注的焦点。

人民币

- 8月人民币进一步走强，得益于出口商结汇、稳健的对外收支状况以及美元阶段性走弱。国内形势依然喜忧参半，经济动能仍显疲弱，对房地产的扶持仍以定向措施为主，而非全面铺开。
- 本行仍然预计人民币将呈现温和升值趋势，而非大幅急升。美元走强或将拖慢人民币短期升值步伐，不过，由于政策制定者更倾向维持汇率稳定，下行空间预计有限。每日中间价仍是值得密切关注的政策讯号。

新加坡元

- 受惠于稳健的国内基本因素，以及7月当局采取略为收紧的新加坡元名义有效汇率政策立场，新加坡元于8月表现相对稳健。
- 当前阶段，外部因素很可能仍将是主要驱动因素，尤其是人民币走势、美元大市走势及美元利率动向。我们仍认为新加坡元有空间跑赢区内多数同类货币，惟除非美国数据走软，促使市场对联储局展望作出更为鸽派的重新评估，否则美元兑新加坡元要持续下行可能较为困难。

马来西亚令吉

- 由于国内经济增长保持稳健，且出口表现持续向好，马来西亚令吉于8月走强。此外，国内政治不确定性亦有所纾缓，提前举行大选的可能性似乎已明显降低。
- 我们认为，在稳健的国内基本因

素支持下，马来西亚令吉在9月前应能维持相对稳健。然而，美元走强、美债收益率上升可能限制令吉的升值步伐；而马来西亚国家银行9月的政策会议将是近期下一个关键催化剂。

印尼盾

- 随着油价回落减轻了外部不利因素，加上印尼央行政策保持稳定，印尼盾于8月走势趋于稳定，这有助提振投资者信心。
- 若油价维持在可控范围内，且美债收益率趋于稳定，我们仍认为市场存在选择性复苏的空间。然而，杰克逊霍尔环球央行年会后的整体市场环境显示，近期升势未必能顺利延续。印尼盾很可能仍会对美元走势、环球利率及投资组合资金流向保持敏感，而维持汇率稳定仍是当前的政策重点。

油价预测表

美元／桶	2026年9月	2026年12月	2027年3月	2027年6月	2027年9月
布兰特原油	85	80	78	76	74
WTI	81	76	74	72	70

资料来源：华侨银行集团研究部；数据为期末价格

贵金属价格走势预测表

美元／盎司	2026年9月	2026年12月	2027年3月	2027年6月	2027年9月
黄金	4,400	4,600	4,720	4,850	4,960
白银	67	70	72	73	75

资料来源：华侨银行集团研究部；数据为期末价格

免責聲明：

本文件仅由华侨银行(香港)有限公司(「华侨银行香港」)发行及分发, 供华侨银行香港在香港的客户使用。本文件内容包含新加坡银行及华侨银行全球市场研究部(隶属于新加坡华侨银行有限公司(「新加坡华侨银行」))的研究成果。新加坡银行及新加坡华侨银行均为独立于华侨银行香港的法人实体。新加坡华侨银行作为新加坡的离岸资讯提供者, 其贡献仅限于为华侨银行集团内部提供集团层面的研究及全球市场洞察, 而非在香港提供在地化的金融服务。华侨银行香港全权负责向香港的客户分发本文件。

「香港/中國市場前景」、「股市」及「債券」部分內列明的資訊及/或表達的意見由新加坡銀行(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。「全球前景」及「外匯及商品」部分內列明的資訊及/或表達的意見由華僑銀行全球市場研究(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。華僑銀行(香港)有限公司沒有參與編製有關資訊及/或意見。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商對該等資訊及意見之準確性或完整性並無作出任何申述亦不承擔任何責任, 並不會就任何人因依賴該等資訊及/或意見而引致的任何損害或損失承擔任何責任(包括侵權行為責任、合約責任或任何其他責任)。

在本文件內由第三方表達的任何意見或觀點是屬於該第三方, 並非華僑銀行(香港)有限公司的意見或觀點。本文件中提供的資訊僅供參考之用。它的內容並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要。

本文件的內容不構成、不擬作為亦不應被理解為任何專業或投資意見、或買賣或認購任何證券或金融產品或進行任何交易或建立任何法律關係或參與任何交易或投資策略的建議、要約、招攬、邀請或誘使。閣下應謹慎投資。閣下應獨立評估每一投資產品及就本身的個別投資目標、投資經驗、財政狀況及/或特殊需要, 衡量自己是否適合參與任何投資產品。如閣下對本文件的內容及/或本文件所提及的投資產品的適合性有任何疑問, 請在進行任何投資決定前尋求有關的專業人士就財政、法律及/或稅務的獨立意見。

本文件內的資訊及意見是根據認為可靠之資料來源所編製但華僑銀行(香港)有限公司沒有核實本文件內所提供的資訊及意見。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商就本文件所提供的資訊(包括但不限於任何陳述、數字、觀點、意見、估算或預測)不會作出任何保證(包括但不限於其準確性、實用性、恰當性、可靠性、及時性或完整性), 故不應藉以依賴。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商可能曾發表與本文件內容觀點不同的其他報告、分析或文件。華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商並無責任更新該等資訊或改正任何其後顯現之錯誤, 並就此不承擔任何責任。本文件中所提供的所有資訊可隨時變更, 恕不另行通知。

華僑銀行(香港)有限公司及有關的資料供應商, 及其各自的董事、職員、僱員和代理人不會對任何人士因直接或間接使用本文件而引致的任何損失或損害負責。

投資涉及風險。閣下應注意投資的價值可升可跌。本文件提供的資料可能包含對於國家、資產、市場或公司的未來事件或表現作出預測或其他前瞻性陳述, 然而實際事件或結果可能大不相同。過往的表現並不一定預示未來有類似的表現。在本文件中提及的任何特定公司、金融產品或資產類別只用作說明用途, 並不構成投資建議。本文件並不擬指出本文件內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。如有興趣投資任何投資產品, 客戶應閱讀有關要約文件的風險披露及條款及條件。

若分發或使用本文件所載資訊違反任何管轄區或國家的法律或規例, 則本文件所載資訊不得為任何人或實體在該管轄區或國家分發或使用, 無論如何僅供收件人使用。華僑銀行(香港)有限公司亦無就提供本文件收取獨立費用。除非獲得華僑銀行(香港)有限公司的事先書面同意, 否則本文件的內容不得以其他方式轉載、分發或傳送予任何其他人士, 或以任何方式納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

華僑銀行(香港)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣, 可能有包銷或有持倉於所有或任何於本文件中提及的證券或投資項目。華僑銀行(香港)有限公司及其聯繫公司可能就其於本文件所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀佣金或費用。

華僑銀行及其個別聯號及關聯公司, 以及這些公司的個別董事與高層人員(簡稱 相關人士)在此報告中所述之證券或所提到之發行人中可能享有未來權益, 並可能為此報告所提及之證券公司及其它各方提供或尋求提供經紀及投資或證券相關服務。華僑銀行及其相關人士亦可能就所提及之投資產品供應商有聯繫及收取費用。

此免責聲明的條款及條件受中華人民共和國香港特別行政區的法律管轄並據此解釋。

此文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

如果閣下對於本文件的任何資訊或意見有任何疑問, 閣下應該尋求專業人士意見。

若本文件以電子傳送方式(例如電子郵件)分發, 則不能保證傳送過程安全無誤, 資訊有可能被攔截、毀壞、遺失、破壞、送達延誤、不完整或含有病毒。寄件人對本文件內容經由電子傳送所出現的任何錯誤或遺漏概不負責(在法律許可的範圍內)。如需核實, 請索取印刷版本。