

華僑銀行
宏富理財

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

 **OCBC**

在動盪中把握投資先機

宏觀經濟不明朗與地緣政治不確定



經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

匯集華僑銀行集團研究部和新加坡銀行CIO投資智庫的頂尖研究成果

9/2026號

心所向，
行致遠

今期內容

- | | |
|---------|--------------------------------|
| P 03-06 | 全球前景
宏觀經濟不明朗與地緣政治
不確定 |
| P 07-08 | 股市
穿越逆流，穩舵前行 |
| P 09 | 香港／中國市場前景
表現分化 |
| P 10-11 | 債券
對存續期持中性立場 |
| P 12-15 | 外匯及商品
黃金短期面臨阻力，惟中長期
前景正面 |

關於華僑銀行 財富管理專家團隊



華僑銀行財富管理專家團隊借鑒了華僑銀行集團財富管理專家(即來自華僑銀行、華僑銀行集團研究部、利安資金管理公司及新加坡銀行的專家)的集體智慧和經驗。憑藉在集體投資方面逾200年的經驗，華僑銀行財富管理專家團隊致力為你提供及時的諮詢服務，以增加、管理和保障你的財富。



在動盪中把握投資先機

8月，市場經歷各類阻力。7月市場修正主要由配置調整主導，此後風險情緒明顯回暖，尤其體現在美國科技板塊及人工智能(AI)相關領域。投資者選擇暫時擱置地緣政治緊張局勢再度升級，以及短期利率前景不明朗等憂慮。由於美伊雙方在霍爾木茲海峽問題上的對峙局勢依然緊張，本月布蘭特原油價格持續攀升，向90美元/桶靠攏。強勁的企業盈利提供了有力支撐。2026年第二季度盈利增長穩健，不僅科技股權重較高的美國和北亞市場表現亮眼，歐洲和日本同樣表現出色。勞工市場條件轉弱、通脹緩和，以及市場預期聯儲局將保持耐性，這些因素共同支撐了市場估值，使基準標普500指數得以維持在歷史高位附近。

然而，在市場表象之下，投資者正面臨利率前景及長期借貸成本的深層次結構性轉變。由於支撐AI基礎設施建設所需的龐大資本需求正與政府及其他企業借款方爭奪融資資源，長債孳息率逐步攀升。聯儲局主席沃什在一年一度的傑克遜霍爾央行年會上發表鷹派講話，強調若通脹未能向聯儲局2%的目標靠攏，仍有可能再次加息。隨後，短期利率成為市場焦點。未來數月，市場前景預計將呈現拉鋸態勢：一方面，經濟增長穩健，企業盈利前景強勁；另一方面，貨幣政策走向難以預測，長期孳息率持續走高，後者恐令債券回報和股票估值承壓。投資者不僅需關注短期波動，還應著力打造更多元化的投資組合，在增長型敞口、資產品質及收益間取得平衡，以便在市場預期過度偏向任一方向時能夠靈活應對。

本行的戰術性資產配置策略對股票整體依舊適度看好，這一立場基於本行對當前科技投資週期的堅定信心，其中「增持」美股，對日本及亞洲(日本除外)股票持「中性」立場，並「減持」歐洲股票。固定收益方面，市場大幅波動，本行維持整體小幅「減持」立場，並對投資組合存續期保持「中性」立場。成熟市場方面，本行青睞投資級別債券多於高收益債券；新興市場方面，則對企業債券持「中性」立場，對主權債券持「減持」立場。



全球前景

SELENA LING

首席經濟學家兼華僑銀行集團研究部主管

宏觀經濟不明朗與地緣政治不確定

「全球經濟增長風險偏向下行。地緣政治、貿易或關稅緊張局勢若進一步加劇，或會拖累市場情緒，而沃什的鷹派言論若最後沒有落實成具體的政策行動，市場或更容易受到衝擊。」

- 8月，金融市場保持相對韌性，但宏觀經濟及地緣政治前景的不確定性日益上升，兩者之間的背離進一步擴大。美伊僵局持續、美國與加拿大及中國之間的摩擦不斷升級，以及一系列出乎市場預期的美國政策舉措(包括財政部倍增回購規模，以及聯儲局主席凱文·沃什於傑克遜霍爾環球央行年會上發表強烈鷹派言論)，均未能阻撓美國股市的升勢。標普500指數持續上揚，科技股及人工智能相關股票帶動大市上升，英偉達的強勁盈利進一步鞏固市場信心，人工智能投資與應用仍是強大的結構性增長動力。
- 然而，固定收益市場釋出更為審慎的信號。儘管美國財政部宣佈擴大債券回購規模，但由於投資者重新評估聯儲局進一步收緊政策的可能性及時機，因而推動美國國債收益率上升。全球多個主要市場的國債收益率曲線亦趨於陡峭，但背後主要是由各個國家內部的特定因素所致。同時，地緣政治風險依然高企，市場正密切應對美國中期選舉臨近更為強硬的政策立場。貿易緊張局勢亦正在加劇，華府正加大力度向其

關鍵貿易夥伴施壓，涉及問題包括強迫勞動以及過剩的工業產能等。鑑於沃什所表達的鷹派政策立場，上述貿易及政策發展值得密切關注。

- 在這背景下，9月全球金融市場進入關鍵轉折期。一連串密集的事件風險料將左右市場走向，直至季末。
- 全球經濟增長風險偏向下行。地緣政治、貿易或關稅緊張局勢若進一步加劇，或會拖累市場情緒，而沃什的鷹派言論若最後沒有落實成具體的政策行動，市場或更容易受到衝擊。

美國

- 儘管第三季度初期的表現較弱，帶來了一些下行風險，但我們維持2026年GDP按年2.2%的增長預測。2026年第二季度GDP增長第二次估算保持按季增長1.5%不變(經季節性調整的年增長率)，較第一季度的2.1%有所放緩。同時，7月非農就業人數減少23,000人，但失業率仍維持在4.1%的相對較低水平。
- 我們亦維持2026年整體通脹率按年3.5%的預測。7月的消費者物價

指數數據相對溫和，整體及核心消費物價指數分別按月升0.1%及0.2%。然而，7月整體及核心個人消費支出通脹率分別按年升3.7%及3.3%，顯示通脹壓力仍然偏高。

- 在這背景下，我們仍然預期聯邦公開市場委員會於9月將維持聯邦基金利率目標區間在3.50%至3.75%不變。話雖如此，但由於聯儲局主席凱文·沃什在剛結束的傑克遜霍爾環球央行年會上發表鷹派言論，我們認為加息的可能性已有所增加。
- 沃什在演講中重申聯儲局的首務是控制通脹。他形容勞工市場穩定，大致符合全民就業的狀況，同時辯稱金融環境並未構成實質性的限制。更重要的是，他強調聯儲局目前的「首要任務」是穩定物價。然而，他並未就9月政策走向釋出明確訊號，並強調政策須繼續以數據為依歸，且不應受預設的前瞻指引所影響。
- 因此，我們認為聯邦公開市場委員會9月的利率決定仍存在相當大的不確定性。雖然我們的基準情境仍是利率維持不變，但亦承認加息的可能性已經上升。

歐元區

- 我們維持2026年歐元區GDP按年0.9%的增長預測。8月發佈的經濟數據依然好壞參半，但整體偏弱。零售業數據於6月按月下跌0.3%，工業生產數據維持不變，消費者信心指數仍處於-15.5的偏低水平。相比之下，8月綜合採購經理人指數初值升至52.1，為自去年11月以來的最高水平，顯示商業活動有所改善。
- 我們目前仍維持2026綜合通脹率按年3.1%的預測。本月發佈的通脹指標略為向好。生產者物價指數於6月按月下跌0.3%，但較去年同期仍高4.6%，而8月的採購經理人指數調查顯示，投入及產出價格壓力均進一步緩和。儘管如此，歐洲央行仍視通脹風險為傾向上行，尤其是能源、供應鏈及食品價格方面仍面對持續壓力。
- 因此，我們仍預期歐洲央行於9月將把存款利率上調25個基點至2.50%，其後將暫停加息，以便決策者評估能源價格及生產成本上升對通脹和經濟活動的滯後影響。
- 8月最令人鼓舞的發展是營商氣氛進一步改善，以及綜合採購經理人指數升至九個月高位。然而，經濟復甦仍然不均衡。家庭信心仍然低迷，6月零售業出現萎縮，工業產出則持續停滯。歐洲央行7月會議紀錄亦提供了重要政策信號。決策者評估經濟狀況較先前

預期更具韌性，並判斷增長的下行風險有所降低。

- 但在通貨膨脹方面，相關訊息仍顯得較為謹慎。歐洲央行指出，能源衝擊的全面影響尚未充分反映在消費物價，而生產者價格與運輸成本居高不下，導致上游壓力持續存在。因此，決策者繼續認為通脹風險傾向於上行。同時，工資增長和衡量基本通脹的其他指標已呈放緩跡象，迄今鮮有證據顯示出現工資與物價飆升的跡象。
- 綜合上述發展，歐洲央行在9月作出一次額外的預防性加息更具理據，但不大可能釋出延長緊縮週期的訊號。進一步加息可能取決於能源與投入成本的升幅是否會開始更持續地轉嫁至整體通脹來決定。

日本

- 我們維持2026年日本GDP按年0.7%的增長預測。2026年第二季度的實質GDP按季增長0.3%，按年為1.1%，較去年同期高出0.7%。然而，增長的組成結構卻較為遜色。由於私人消費大致持平，而企業投資按季下降1.2%，國內需求令季度增長率減少了0.2個百分點。相較之下，淨出口的貢獻為0.5個百分點。
- 較近期的指標顯示，經濟情況已略見穩固。7月零售銷售額按年增長4.0%，超出市場預期，工業生產錄得0.1%出乎預料的按月增長，連續第四個月實現增長。在這背景

下，我們維持2026年綜合消費者物價指數按年2.1%的預測，儘管風險平衡逐漸傾向上行。全國綜合消費者物價指數於7月按年上漲1.9%，核心及核心核心通脹率分別為1.8%及1.9%。最新東京都數據顯示，8月核心通脹加速升至1.8%，核心核心通脹率達到2.0%。綜上所述，相關發展情況增強政策正常化的可能性。

- 我們目前預期日本央行將於9月上調其政策利率25個基點至1.25%。日本央行於8月釋出的政策訊號明顯轉趨鷹派。日本央行意見摘要顯示，部分決策者認為，在基本通脹率接近2%目標，加上當前仍然寬鬆的金融環境，進一步加息是合理的。部分委員亦提出，現行的貨幣緊縮政策速度太慢，決策者必須加快腳步，以更主動的手段來應對通脹上行的風險。
- 日本央行副行長冰見野良三於8月27日重申此訊息，認為日本央行應根據實際經濟情況繼續加息。他亦警告，日圓貶值對物價的傳導速度與幅度都比以往更為顯著，並預測2026財政年度下半年消費者物價指數通脹率將升至2%以上。在這背景下，相比要等到10月或12月，9月加息的可能性似乎更高。
- 雖然貨幣政策並非明確針對匯率，但日圓走弱可能會對通脹產生重要影響。日本央行認為，日圓貶值對國內物價造成的傳導效應似

乎正在增強，為進一步的緊縮性貨幣政策提供了另一個理由。關鍵問題在於日本央行是否會實施今年的第三次加息，從而打破傳統上每半年加息一次的既定節奏，加快貨幣政策正常化步伐。實際利率若依然為負值，即代表貨幣政策環境仍處於寬鬆狀態，且進一步正常化的空間仍然存在。

中國

- 中國經濟於2026年第二季度的放緩速度超乎預期，GDP增長由2026年第一季度的5.0%放緩至按

年4.3%(經季節性調整後的按季增長率為0.9%)。儘管如此，2026年上半年的年均增長率仍達4.7%，並維持在政府所設定4.5%至5.0%的目標區間內。我們認為，第二季度或標誌著周期性低谷。隨著政策支持逐步轉向服務消費及「六網」基礎設施投資，預期今年下半年經濟增長將逐步恢復動力。因此，我們目前仍然預計中國能夠達成官方設定的經濟增長目標，即使我們將全年增長預測由4.7%略為下調至4.6%，以反映低於市場預期的第二季度數據。

- 這一次的經濟放緩並不是全面性的。相反，中國經濟繼續呈現愈發明顯的「K型分化」。人工智能行業和先進製造業仍然是韌性的重要來源，有助抵消經濟中較傳統部分的疲弱。廣泛而言，中國仍處於由傳統增長過渡至新興增長推動因素的艱巨階段。問題並不在於欠缺新興的增長引擎，而是這些引擎還未達到足夠的規模，沒辦法填補舊行業增長放緩所造成的影響。

GDP增長率

按年變化(%)	2025年	2026年(預測)	2027年(預測)
美國	2.1	2.2	2.0
歐元區	1.4	0.9	1.1
日本	1.1	0.7	1.0
英國	1.4	1.0	1.1
澳洲	2.0	2.0	1.9
新西蘭	0.2	1.9	2.4
中國內地	5.0	4.6	4.5
中國香港	3.6	3.8	2.8
中國澳門	4.7	4.0	3.3
中國台灣	8.8	12.1	7.5
南韓	1.1	2.8	2.6
印度	7.2	7.8	7.2
印尼	5.1	5.2	5.0
馬來西亞	5.2	5.2	4.8
菲律賓	4.4	3.2	4.6
新加坡	5.0	5.2	3.4
泰國	2.4	2.3	2.5
越南	8.0	8.2	8.3

資料來源：彭博、華僑銀行集團研究部(2026年9月1日)

通脹率

按年變化(%)	2025年	2026年(預測)	2027年(預測)
美國	2.7	3.5	2.2
歐元區	2.1	3.1	2.5
日本	3.2	2.1	2.0
英國	3.4	3.1	2.3
澳洲	2.8	3.8	2.8
新西蘭	2.8	3.6	2.3
中國內地	0.1	1.1	2.0
中國香港	1.4	1.9	2.2
中國澳門	0.3	1.1	1.1
中國台灣	1.7	2.1	1.9
南韓	2.1	2.7	2.3
印度	4.6	2.0	5.0
印尼	1.9	3.0	2.5
馬來西亞	1.4	2.0	2.1
菲律賓	1.7	5.8	4.5
新加坡	0.9	2.2	2.1
泰國	-0.1	2.9	1.8
越南	3.3	4.5	4.5

資料來源：彭博、華僑銀行集團研究部(2026年9月1日)

美國利率預測

	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
聯邦基金利率*	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
2年期美國國債收益率	4.20	4.05	4.00	4.00	3.95
5年期美國國債收益率	4.30	4.20	4.15	4.15	4.15
10年期美國國債收益率	4.65	4.55	4.45	4.45	4.40
30年期美國國債收益率	5.20	5.15	5.15	5.15	5.15

*目標區間上限。

資料來源：彭博、華僑銀行集團研究部(2026年9月1日)



股市

ELI LEE

新加坡銀行董事總經理、首席投資策略師

穿越逆流，穩舵前行

「股市仍受穩健盈利支撐，但在美國中期選舉臨近之際，宏觀波動加劇、地緣政治前景不明及季節性因素，均可能帶來潛在風險。儘管短期內市場波動恐加劇，但本行展望依然平衡，並適度偏好風險資產。」

- 投資者正面臨利率和長期借貸成本前景複雜的結構性轉變。人工智能基礎設施所需的龐大資本需求，在爭奪投資資金方面正與政府和企業形成了競爭，導致長期債券收益率逐步走高。同時，聯儲局主席沃什於傑克遜霍爾環球央行年會發表鷹派言論，重申若通脹未能持續朝2%的聯儲局目標推進，仍存在進一步加息的可能性，短期利率隨即成為市場焦點。
- 未來數月全球市場或會呈現拉鋸格局：一方面經濟增長具韌性、企業盈利強勁；而另一方面，貨幣政策路徑較難預測，且長期債券收益率走高。上述因素或會令債券回報及股票估值受壓。投資者必須擺脫短期波動的干擾，聚焦建立更多元化的投資組合，均衡配置優質及產生收益的增長型資產，並保持靈活性，在市場預期轉變時作出適時應對。
- 我們維持對全球股市的適度看好立場，主要基於對當前科技投資週期的信心。地域方面，我們對美國股票持「增持」立場、對日本及亞洲(日本除外)股票持「中性」

立場，及對歐洲股票持「減持」立場。亞洲(日本除外)方面，我們看好中國、中國香港、中國台灣及新加坡。

- 行業配置方面，我們繼續看好資訊科技、通訊服務、健康護理及原材料四大環球板塊。投資風格方面，我們偏好結合優質增長股與低波動股的槓鈴策略。

美國-透過孳息率上行看市場本質

- 隨著2026年第二季度財報季接近尾聲，市場一致預期已將2026財年每股收益增速從此約25%上調至目前的33%，標普500指數盈利修正廣度持續改善。儘管超大規模雲端服務商及AI基礎設施受惠企業在2026年第二季度的盈利增長中佔據了很大比重，但其他板塊同樣普遍實現盈利增長。
- 本行持續密切關注孳息率的上行走勢，因為若出現無序攀升，可能危及股市漲勢。但本行並不完全排除美國財政部會考慮對美國國債孳息率設定明確上限的可能，此舉或帶動美股大幅走強。
- 泛科技板塊仍處於關鍵地位，近

期的一系列進展持續提振本行對該板塊的信心。超大規模雲端服務商已證明其資本支出有清晰的回報路徑；同時，根據傑文斯悖論，越是使用更具成本效益的模型，整體AI開支往往會越高。

歐洲-有助於平衡以AI為核心的投資組合

- 由於歐洲市場對超大型科技股的敞口較低，且行業構成以價值型為主，因而在此輪資金從科技板塊輪出的過程中獲得支撐。因此，儘管本行因歐洲地區易受滯脹、地緣政治不確定性及長期結構性挑戰影響而更趨審慎，但仍認為歐洲股票在環球投資者的投資組合中仍扮演著重要角色。
- 歐洲基準指數構成獨特，起到了「反AI對沖」的效果，覆蓋金融、工業、原材料和必需消費品股。歐洲匯聚了眾多具備環球競爭力龍頭企業，其收入很大部分來自歐洲以外市場。同時，歐洲股票較高的股息率對收益型投資者具有吸引力，在市場波動加劇時可為組合提供緩衝。

- 因此，本行將歐洲市場視為環球股票配置中的分散化工具和收益來源，而非廣泛結構性增長的主要驅動力。在配置歐洲股市方面，本行將繼續聚焦於優質、具備較強定價權以及高韌性的企業標的。

日本－盈利增長穩健

- 自7月底美日聯手干預匯市以來，日本股市表現略遜於環球股市，差距約46個基點。進入9月，市場關注的焦點是就削減消費稅(預計削減規模約為國內生產總值的0.8%)展開討論的臨時國會會議，以及日本央行的會議。市場參與者認為加息的可能性已超過80%。
- 東證股價指數(TOPIX)2027財年第一季度(2026年4月至6月)業績表現強勁，營收與經常性利潤按年分別增長15%及51%。穩健的增長已從AI相關行業擴展至更廣泛領域，非製造業經常性利潤按年亦實現了27%的強勁增長。約有17%的公司上調了經常性利潤預期，主要受電氣設備、機械等AI相關行業推動。
- 儘管外匯干預可能引發出口驅動型行業及高動量週期股的逆轉，但本行認為，具備堅實基本面的結構性主題仍將是業績的關鍵驅動力。本行仍建議投資者關注結構性投資主題，例如高市早苗政府確定的17個戰略產業。

亞洲(日本除外)－市場集中度上升，精選標的尤為重要

- MSCI亞洲(日本除外)大市指數的集中度已大幅提升，從對新興經濟體的分散配置轉向高度聚焦環球科技週期。儘管該指數的成份股數量幾乎是MSCI美國市場的兩倍(截至2026年7月底，分別為996隻和527隻)，但其集中度已日益超越後者。MSCI亞洲(日本除外)指數中，前十大成分股合計佔比為42%，相比之下，MSCI美國指數和標普500指數中前十大成分股的佔比均為37%。與科技相關的標的，大約佔這42%整體權重中的40%。
- 在此環境下，透過市場選擇來區分投資機會和控制集中度風險顯得愈發關鍵。
- 在該區域內，本行繼續看好中國、中國香港、中國台灣和新加坡市場。

新加坡－邁向未來50年的戰略佈局

- 黃循財總理在2026年8月的國慶群眾大會(NDR)上，介紹了多項關鍵基礎設施和建設項目，旨在推動新加坡在未來五十年實現進一步發展。這些長期大型項目預計需要大量投資，並為多個行業創造更多機遇。
- 主要受惠行業可能包括基礎設施、建築、公用事業和電力板塊，而其他相關措施亦有望帶動旅遊、酒店、航空、娛樂、餐飲

及交通等相關企業。金融機構亦有望受惠於貸款需求的增長。

- 鑑於國慶群眾大會所引發的市場熱情，以及為新加坡未來發展所作出的重大投資部署，本行維持對新加坡市場的「增持」立場。

環球行業－科技公司盈利表現印證人工智能基本因素的韌性

- 儘管AI交易近期出現一定波動，部分前期領漲品種遭遇資金輪出，但本行認為AI的結構性牛市邏輯依然穩固，AI發展的格局正按本行自主研發的CHIP-EP框架演進。在過渡至第三階段「賦能創收」的過程中，隨著專用模型不斷出現、市場競爭升溫，大型語言模型(LLM)很可能承受更大壓力，而LLM詞元價格走低正印證了這一趨勢。
- 儘管如此，受AI推理需求增長的推動，本行預計實體基礎設施的建設仍有望繼續推進。2026年第二季度財報季同樣印證了算力需求積壓持續擴大、AI資本支出不斷攀升以及盈利超預期等趨勢。
- 與此同時，本行認為半導體股票及主要互聯網龍頭具有戰術性投資吸引力。從歷史規律來看，費城半導體指數(SOX)約20%幅度的回撤(如當前情形)往往是逢低佈局的時機，同時互聯網公司及超大規模雲端服務商的估值亦已回調至逾十年來從未被擊穿的支撐區間。

香港／中國市場前景

ELI LEE

新加坡銀行董事總經理、首席投資策略師

表現分化

「我們繼續看好中國在岸A股市場，其支撐來自更強勁的盈利增長、對工業、科技及服務業板塊的覆蓋更廣，且對美國國債收益率走高引發的全球波動敏感度亦較低。」

- 與本行此前預期一致，離岸中國股市表現出現補漲，在過去一個月，離岸市場以美元計的表現跑贏在岸市場約4個百分點。在離岸市場中，健康護理和原材料板塊領漲。
- 在2026年第二季度業績季，離岸與在岸股票市場中的健康護理和資訊科技板塊均出現明顯的盈利上調動能，展現出強勁的創新實力。儘管如此，在指數中佔較大權重的互聯網及平台公司，在資本開支上升憂慮加劇的背景下，尚未出現明顯的盈利上調，外賣及即時零售業務的盈利預期提升有限，虧損規模小幅收窄。
- 展望未來，本行仍相對偏好在岸A股市場，其盈利增長更為強勁，對廣義工業、資訊技術及相關服務行業的敞口更高，且受美國國債孳息率上升引發的環球波動影響相對較小。
- 雖然中國政府尚未正式確認習近平主席9月對美國的國事訪問，但這一行程有望成為繼5月中美元首會晤之後的又一重要里程碑。

債券

ELI LEE

新加坡銀行董事總經理、首席投資策略師

對存續期持中性立場

「較高的美國國債孳息率有助提升持有收益及遠期回報，但長債回購以及聯儲局的鷹派立場或會拖累整體表現，因此嚴格管理存續期及篩選信貸至關重要。」

- 固定收益方面，我們維持整體小幅「減持」立場，同時考慮到市場持續波動，對存續期維持「中性」看法。成熟市場方面，我們青睞投資級別債券多於高收益債券。新興市場方面，我們對企業債券維持「中性」立場，對主權債券則維持「減持」立場。
- 維持對投資組合整體存續期的「中性」立場，但在利率前景更加明朗之前，本行目前傾向於將存續期配置調整至3至7年戰略性區間的中點附近。

利率及美國國債

- 踏入8月，在多個影響市場走勢的事件驅動下，利率市場持續波動。在30年期美國國債孳息率觸及二十年高位後，美國財政部宣佈，計劃將長期債券回購規模加倍；與此同時，沃什在傑克遜霍爾環球央行年會上發表鷹派言論，推動美國國債孳息率曲線呈現扭曲趨平走勢。市場目前預計，聯儲局本月加息25個基點的概率超過50%。
- 由於即將公佈的通脹及勞工市場

數據將影響市場對9月聯邦公開市場委員會會議的預期，利率或將持續波動。值得關注的是，美國國債名義孳息率的上升主要由實際孳息率走高驅動，而非通脹預期推升所致。這表明，投資者對存續期風險和財政風險均尋求更高補償，反映出市場對財政赤字高企及債務可持續性的擔憂，而非單純對通脹走高的重新定價。

成熟市場

- 成熟市場企業信貸錄得正回報。儘管利率波動加劇，投資級別與高收益債券的信貸息差仍相對穩定。然而，表象之下，信貸分化正日益加劇。投資級別債券方面，基礎工業和能源等板塊表現出色，而科技、媒體與電訊及零售板塊則表現落後。BBB-級發行人及短期債券整體表現出色，而較高評級的AAA/AA級發行人及長期債券息差有所擴大，反映出AI相關融資需求及持續的供應壓力。
- 高收益債券市場亦呈現出類似特徵，CCC低評級信貸表現繼續落後於優質發行人。各板塊表現同

樣出現分化——能源板塊受惠於油價上漲及地緣政治局勢發展，而保險、消費品和科技板塊的息差則均擴大。

- 關鍵點在於，單純持有指數的策略已難以取得預期效果。隨著信貸分化加劇，嚴謹的信貸篩選與主動調整息差曲線配置正對驅動回報發揮著愈發重要的作用。

新興市場公司債券

- 8月，新興市場企業債券表現優於成熟市場企業債券，但不及新興市場主權債券。儘管當前息差緩衝空間較小，但以美元計價的新興市場企業債券受加息影響相對較小，板塊與地區表現存在差異。擇優投資優質新興市場債券可實現長期多元化配置，但美國投資級別債券息差擴大，其潛在的溢出效應或將形成技術面壓力。

亞洲

- 截至2026年8月28日，除中東外，亞洲市場月初至今及年初至今的表現均落後於其他新興市場。

- 本行維持對亞洲企業債券的「中性」立場，主要因該區債券存續期較短、本土融資能力強，市場技術面支持較強。穩健的基本面有望持續支撐持有收益驅動的回報，而「BB」級優質信貸及部分投資級別次級債券則提供了頗具吸引力的收益增長機會。中國最新一輪住房改革方案旨在透過推行現房銷售模式，降低交房風險，重建購房者信心。該方案包括針對購房者和開發商的定向信貸支持措施，如延長按揭貸款期限、延期付款安排，以及城市更

新項目融資支持。縱然上述改革舉措有望帶來顯著的長期結構性利好，但受制於民營發展商財務壓力及地產債務問題懸而未決等因素，其短期成效或相對有限。

新興市場主權債券

- 8月，美國國債孳息率大幅走高，抵銷了持有收益及穩定信貸息差的支撐，新興市場硬通貨主權債券承受一定壓力。
- 債券表現參差，存續期較短、收益率較高的主權債券跑贏存續期較長的投資級別債券。地緣政治

風險與油價波動仍是市場的主要驅動因素。

- 展望後市，本行繼續審慎看好新興市場主權債券，但依然偏好持有收益而非存續期策略。本行看好中短期債券、對外融資需求可控的改革導向型主權債券，以及宏觀經濟調整進程步入正軌的部分高收益信貸。對於長存續期投資級別債券，以及基本面較弱、易受能源價格上漲衝擊的石油進口國主權債券，本行保持謹慎態度。



外匯及商品

CHRISTOPHER WONG

華僑銀行集團研究部執行董事

黃金短期面臨阻力，但中長期前景依然正面

「聯儲局主席凱文·沃什於傑克遜霍爾環球央行年會上明確表示，若物價壓力仍持續，央行將沒有必要維持現有貨幣政策不變。儘管沃什的言論或會抑制金價的短期上升空間，但更宏觀的中期市場環境依然向好。」

石油

- 中東衝突爆發至今已逾五個月，油價走勢仍受地緣政治主導。由於美伊就重新開放霍爾木茲海峽的談判陷入僵局，中東供應恢復步伐放緩，我們將2026年底布蘭特原油價格預測從75美元/桶上調至80美元/桶。
- 全球石油市場很大程度上已經適應了原油供應中斷，並未出現大規模的原油短缺。海灣產油國已改道出口路線，而「影子船隊」(dark shipping)網絡的廣泛使用，亦有助維持霍爾木茲海峽的石油流通。
- 然而，這種做法的代價正不斷上升。緩衝庫存被消耗，運輸成本持續上升，成品油市場面臨的壓力正日趨加劇。受此影響，市場的整體緩衝空間正逐步收窄。
- 戰略儲備所能提供的保護已大不如前。隨著美國戰略石油儲備跌至營運的最低水平，石油儲備的釋放速度已經放緩，目前庫存處於歷史低位附近。中國仍是左右市場的關鍵因素，中國的石油進口量大幅下滑，避免了全球石油

市場供應不足的情況，但國內庫存同步出現回落，亦削弱了原本可以用來保持靈活性、進行彈性調整的空間。

- 目前全球能源市場最明顯的壓力訊號正浮現於成品油板塊，而非原油本身。美國柴油裂解價差突破每桶100美元，凸顯中餾分油嚴重短缺。中美兩地煉油企業均維持高開工率，惟庫存持續緊張，戰略儲備在支撐能源供應方面仍扮演關鍵角色。
- 石油市場大致上已經適應了原油供應中斷的情況，但代價是持續消耗緩衝儲備。當前的關鍵瓶頸已不再是原油，而是柴油。

貴金屬

黃金

- 8月黃金展現強勁反彈，主因是宏觀因素轉向更為利好的支持因素。美國經濟數據疲弱、美債收益率壓力緩解，加上美元告別過去的持續強勢，推動了黃金需求的復甦。隨著黃金價回升，投資者參與度亦有所提升，黃金交易所買賣基金的持倉量呈現溫和增

長，管理資金淨長倉由早前的低位逐步重建。

- 然而，傑克遜霍爾環球央行年會的結果，為全球金融市場注入了更為審慎的基調。聯儲局主席凱文·沃什明確表示，若通脹壓力呈現持續性，央行將沒有必要維持貨幣政策按兵不動。這意味著黃金價格未來的升勢不會是一條直線。繼8月的強勁反彈後，若金價漲勢要延續下一階段，確實需要全新的宏觀催化劑，而非單靠延續近期的利好升勢。
- 展望未來，市場焦點將重新回到陸續公布的美國經濟數據。若出現更多經濟疲弱的訊號、交易所買賣基金持倉再度累積，以及債息或美元走勢放緩，均有望成為黃金下一輪升勢的催化劑。與此同時，各國央行增持黃金、外匯儲備多元化，以及市場對全球財政可信度的憂慮，將繼續為黃金提供重要的結構性支持。在這背景下，我們已調高黃金未來價格的預測，但預計在經歷近期反彈後，市場會出現多次整固階段。

白銀

- 白銀於8月的表現超越黃金，同樣受惠於孳息率壓力緩和及美元走勢轉弱所形成的有利環境，由於白銀具有較高的貝他(Beta)特性，對市場變化的價格反應亦較為顯著。投資者參與度同步提升，不論是交易所買賣基金持倉還是期貨持倉，均較先前的低迷水平出現修復回升。這意味著若貴金屬升勢得以延續，市場還有進一步增加白銀資產配置的空間。
- 白銀的整體市場展望依然被看好，但白銀價格對美元利率和美元的上下波動料將持續較黃金更為敏感。若宏觀環境持續向好，白銀表現有望持續跑贏黃金；但當實質收益率重拾上行壓力，白銀或會面臨更劇烈的調整。
- 長遠而言，結構性供應限制，以及由電氣化、電網投資和技術相關應用所帶動的需求，仍將構成白銀價格的支持因素。話雖如此，價格上漲正促使各工業用途在某程度上採取節省措施並進行替代。鑑於起點更為強勁且投資環境持續改善，我們已上調白銀價格預測。然而，鑑於近期升勢強勁，我們對短期內進一步上升的空間仍持較為審慎的態度。

貨幣

美元

- 我們已更新預測，以反映因政策不確定性導致美元走弱後，近期

市場的走勢。美國財政部對歐元兌日圓的意外干預，以及擴大國債回購計劃，令市場情緒動盪不安。然而，我們仍維持對美元至2027年初前的溫和上升的展望。

- 聯儲局主席沃什於傑克遜霍爾環球央行年會上的言論，強化了市場對局方遏抑通脹的信心，緩解了市場先前對美元貶值的憂慮。此番言論的鷹派立場，明顯較7月聯邦公開市場委員會記者會上的發言更為強硬。市場反應亦與6月聯邦公開市場委員會會議後的走勢相似，投資者重新將焦點放在通脹風險與政策公信力上。韌性十足的勞動市場、持續的通脹，加上聯儲局維護其抗通脹信譽的決心，應會令政策傾向緊縮，並持續為美元提供支持。

日圓

- 日本央行似乎愈來愈傾向於9月再度加息，惟其政策動作或難以超越市場目前已相當進取的預期。日本利率市場目前定價顯示，9月加息的機率約為90%，隨後政策正常化的步伐將加快。當前市場定價暗示，日本政策利率將於2027年6月前由1.00%升至1.75%。
- 鑑於日本央行在緊縮政策的速度與幅度上受到限制，僅靠進一步加息可能不足以抵禦日圓持續面臨的貶值壓力。最終可能需要採取進一步的政策措施，包括旨在鼓勵將海外資產匯回日本國內的措施。

澳元

- 我們的基準預測仍認為，澳洲儲備銀行的緊縮周期已告一段落。然而，高於預期的通脹以及韌性十足的家庭消費，令進一步加息的可能性依然存在。
- 我們對澳元在未來一至兩季度的走勢仍持樂觀看法，這主要受惠於具吸引力的息差收益，以及中國可能推出進一步政策刺激的預期。儘管我們仍預期澳洲儲備銀行將維持利率不變，但頑固的通脹意味著不能排除再度加息的可能性。然而，從中期來看，隨著通脹逐步回落至目標水平，澳洲儲備銀行亦將逐步放棄緊縮的政策立場，我們預期澳元將回吐部分升幅。

亞洲(日本除外)貨幣

- 8月亞洲(日本除外)各國貨幣走勢各異，國內政策發展、經濟增長勢態及資金流向，時而抵銷了美元及美元利率的影響。傑克遜霍爾環球央行年會為市場帶來了阻力，但並未從根本上改變這一局面。
- 聯儲局主席沃什正致力鞏固聯儲局打擊通脹的公信力，並表示若通脹未能出現顯著回落，將不排除進一步收緊政策的可能性，此舉可能持續支撐美元匯率。美元走強可能會對亞洲(日本除外)貨幣構成阻力，但不太可能消除地區各市場間的差異化投資機會。與此同時，除非美國經濟數據疲軟，

重燃市場對聯儲局政策路徑轉趨鴿派的預期，否則美元的回調幅度料將較為有限。因此，在9月聯邦公開市場委員會會議召開前，即將公布的美國勞動市場及通脹數據將成為市場關注的焦點。

人民幣

- 8月人民幣進一步走強，得益於出口商結匯、穩健的對外收支狀況以及美元階段性走弱。國內形勢依然喜憂參半，經濟動能仍顯疲弱，對房地產的扶持仍以定向措施為主，而非全面鋪開。
- 本行仍然預計人民幣將呈現溫和升值趨勢，而非大幅急升。美元走強或將拖慢人民幣短期升值步伐，不過，由於政策制定者更傾向維持匯率穩定，下行空間預計有限。每日中間價仍是值得密切關注的關鍵政策訊號。

新加坡元

- 受惠於穩健的國內基本因素，以及7月當局採取略為收緊的新加坡元名義有效匯率政策立場，新加坡元於8月表現相對穩健。
- 當前階段，外部因素很可能仍將是主要驅動因素，尤其是人民幣走勢、美元大市走勢及美元利率動向。我們仍認為新加坡元有空間跑贏區內多數同類貨幣，惟除非美國數據走軟，促使市場對聯儲局展望作出更為鴿派的重新評估，否則美元兌新加坡元要持續下行可能較為困難。

馬來西亞令吉

- 由於國內經濟增長保持穩健，且出口表現持續向好，馬來西亞令吉於8月走強。此外，國內政治不確定性亦有所紓緩，提前舉行大選的可能性似乎已明顯降低。
- 我們認為，在穩健的國內基本因

素支持下，馬來西亞令吉在9月前應能維持相對穩健。然而，美元走強、美債收益率上升可能限制令吉的升值步伐；而馬來西亞國家銀行9月的政策會議將是近期下一個關鍵催化劑。

印尼盾

- 隨著油價回落減輕了外部不利因素，加上印尼央行政策保持穩定，印尼盾於8月走勢趨於穩定，這有助提振投資者信心。
- 若油價維持在可控範圍內，且美債收益率趨於穩定，我們仍認為市場存在選擇性復甦的空間。然而，傑克遜霍爾環球央行年會後的整體市場環境顯示，近期升勢未必能順利延續。印尼盾很可能仍會對美元走勢、環球利率及投資組合資金流向保持敏感，而維持匯率穩定仍是當前的政策重點。

油價預測表

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

資料來源：華僑銀行集團研究部；數據為期末價格

貴金屬價格走勢預測表

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

資料來源：華僑銀行集團研究部；數據為期末價格

免責聲明：

本文件僅由華僑銀行(香港)有限公司(「華僑銀行香港」)發行及分發，供華僑銀行香港在香港的客戶使用。本文件內容包含新加坡銀行及華僑銀行全球市場研究部(隸屬於新加坡華僑銀行有限公司(「新加坡華僑銀行」))的研究成果。新加坡銀行及新加坡華僑銀行均為獨立於華僑銀行香港的法人實體。新加坡華僑銀行作為新加坡的離岸資訊提供者，其貢獻僅限於為華僑銀行集團內部提供集團層面的研究及全球市場洞察，而非在香港提供在地化的金融服務。華僑銀行香港全權負責向香港的客戶分發本文件。

「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。