

华侨银行
宏富理财

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

 **OCBC**

发掘收益机会

市场面对利率上升及不确定性增加



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

10/2026号

心所向，
行致远

今期內容

- | | |
|---------|-----------------|
| | 全球前景 |
| P 03-06 | 市场面对利率上升及不确定性增加 |
| | 股市 |
| P 07-09 | 股市继续受强劲的盈利增长支持 |
| | 香港／中国市场前景 |
| P 10 | 中美元首峰会后的关注焦点 |
| | 债券 |
| P 11-13 | 在长期高息环境下捕捉持有收益 |
| | 外汇及商品 |
| P 14-16 | 看好黄金的中期前景 |

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。



发掘收益机会

过去数月影响市场的多项因素延续至9月，但其影响程度有所变化。地缘政治紧张局势、能源冲击及市场再度质疑人工智能(AI)投资热潮能否持续，继续困扰风险资产。另一方面，经济活动保持韧性及企业业绩强劲，继续支撑投资者的风险偏好。货币政策再度收紧，加上长期债券收益率大幅重估，令资金成本再次成为市场关注焦点，但股市仍展现显著韧性。过去一个月再次印证了2026年至今市场一个为人熟悉的特征，即企业基本因素稳健，但宏观及政策环境更为严峻。

本月最重要的变化来自各央行。2026年初，减息幅度仍是讨论焦点，如今风向已显著转变，关注未来12个月内利率可能需要维持乃至上调至什么水平才能令通胀受控。美国联邦储备局(美联储)三年来首次加息，欧洲央行及日本央行等主要成熟市场央行亦开始采取货币紧缩措施。近期中东局势升级，僵局持续，推升布兰特原油价格突破每桶100美元，增加全球通胀的上行风险。这些因素推动长期债券收益率上升，过去一个月，10年期美国国债收益率已攀升至5%以上。

风险资产仍能抵御这些宏观不利因素。强劲盈利和人工智能投资持续带动市场对科技股的热情，令美股维持在接近历史高位水平。对固定收益投资者而言，利率及债券收益率上升已显著扩大可提供具吸引力收益的资产选择范围。不过，我们预计2026年余下时间的利率波动仍将高企。

尽管全球金融环境在通胀风险加剧的情况下略有收紧，但我们仍预期这次全球加息周期幅度有限，不会进入持续紧缩。因此，我们基于对当前科技投资周期的信心，在战术资产配置上对股市维持审慎乐观看法。固定收益方面，于市况动荡之时，本行维持整体小幅「减持」立场，并就投资组合存续期维持「中性」立场。成熟市场方面，本行青睐投资级别债券多于高收益债券；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

市场面对利率上升及不确定性增加

「鉴于通胀仍然高企、经济活动保持韧性以及美联储于9月上调点阵图，我们现时预期美联储将于年底前再加息25个基点。」

- 全球金融市场在9月面临的宏观经济和地缘政治不利因素日渐增加。尽管市场忧虑估值偏高及人工智能驱动的资本开支周期能否持续，但人工智能相关企业盈利强劲，半导体、云端基建和数据中心投资亦保持畅旺，继续支持股市，尤其是美国及部分亚洲市场。
- 然而，货币政策预期的急剧转向是更具意义的变化。联邦公开市场委员会、欧洲央行以及日本央行最近均已加息，市场忧虑通胀可能较预期更顽固，财政赤字亦愈来愈难以维持，继而令国债收益率普遍向上重估。与此同时，能源市场因中东局势仍然紧张而持续波动，但沙特阿拉伯输油管道恢复出口，有助缓解部分供应担忧。贸易方面，近期特朗普与习近平的会晤取得了一定程度的突破，将贸易休战期延长至2027年1月10日，下调约300亿美元中国进口商品的关税，并透过贸易、投资及人工智能委员会建立正式对话机制。
- 在这背景下，市场进入10月时正处于关键时刻。估值高企、利率

上行及地缘政治不确定性持续，令风险资产对任何政策和经济发展都显得极度敏感。市场焦点将集中于三大主要央行的议息会议，包括联邦公开市场委员会(10月27日至28日)、日本央行(10月28日至29日)及欧洲央行(10月29日)。

- 美国中期选举周期临近，可带来更多不确定性，博彩市场数据反映，国会陷入僵局与民主党大获全胜的发生机率都相当高。投资者仍需密切留意三大关键风险：第一，美联储的立场会否继续较市场预期更为鹰派；第二，人工智能投资周期能否持续抵御日益加剧的宏观经济不利因素；第三，地缘政治紧张局势以及能源市场供应受阻，尤其是中东地区，会否进一步恶化，并可能因超级厄尔尼诺事件推高农产品价格而雪上加霜。
- 这些因素在未来数月如何演变，将在很大程度上决定风险资产能否延续其升势至年底，抑或将对更为显著的调整。

美国

- 9月的经济数据进一步印证增长基

础依然稳健。然而，通胀前景已开始令人担忧，中东局势再次升级后的能源价格及生产成本上升，或会重新点燃物价压力。美联储9月的预测亦反映这个情况，显示经济增长及通胀压力均高于此前预期。2026年国内生产总值增长预测中位数由2.2%向上修订至2.3%，失业率预测则由4.3%下调至4.1%。同时，美联储将整体及核心PCE通胀预测分别上调至3.7%及3.4%，并将2026年底政策利率中位数预测上调至4.1%。

- 展望未来，10月的关键在于近期的能源危机是否仅对整体通胀造成影响，抑或已开始扩散到核心物价。这将直接影响美联储是否需要较市场目前预期维持其鹰派立场更长时间。
- 联邦公开市场委员会于9月将联邦基金目标区间上调25个基点，至3.75%至4.00%。鉴于通胀仍然高企、经济活动继续保持韧性以及美联储9月点阵图政策利率走高，我们现时预期美联储将于年底前再加息25个基点。

欧元区

- 我们已将2026年欧元区国内生产总值按年增长预测上调至1.0%，并维持整体通胀预测按年增长3.1%。经济活动韧性略高于之前预期，第二季度国内生产总值向上修订至按季增长0.6%及按年增长1.2%。然而，整体增长形势仍表现参差，内需继续呈疲弱迹象，7月零售销售额按月下跌0.6%。
- 与此同时，通胀仍然是更迫切需要解决的政策核心焦点。8月调和消费物价指数(HICP)通胀终值较7月的按年2.9%上升至按年3.2%，凸显能源和投入成本上升可能再度推高物价的风险。
- 在此背景下，欧洲央行于9月将存款利率上调25个基点至2.50%，符合我们的预期。加息后，我们预期政策制定者将于10月维持利率不变，给予更多时间评估近期能源及投入成本上涨对整体通胀的影响程度。
- 欧洲央行行长拉加德继续强调采取谨慎且基于数据的策略，并指出目前尚无充分证据显示存在显著的第二轮工资-物价效应。未来数月关键在于，能源和运输成本的升幅会否开始向核心商品及服务通胀外溢。若价格转嫁范围扩大且持续，将进一步增强12月再加息的理据。

日本

- 我们维持2026年国内生产总值按

年增长0.7%，及整体消费物价指数按年增长2.1%的预测。尽管通胀已由较早前的高位有所回落，但基本物价压力仍在持续增加。整体消费物价指数于8月按年上升1.9%，剔除新鲜食品的核心通胀则回落至1.7%，剔除新鲜食品及能源价格的核心CPI则维持在1.9%。然而，服务生产者价格通胀已加速至按年增长3.7%，反映成本压力正更普遍地渗透到经济的各个层面。

- 在此背景下，日本央行如我们所料于9月加息25个基点，将政策利率上调至1.25%。虽然我们预期日本央行在10月将维持利率不变，但政策制定者评估近期政策调整的累积影响以及不断变化的通胀形势时，仍可能维持收紧货币政策的倾向。
- 日本央行内部的政策辩论重心已逐步由是否需要进一步推进政策正常化，转向讨论适当的收紧步伐。7月会议纪要显示，政策制定者对通胀的上行风险日益感到忧虑，部分成员更质疑先前的加息力度是否足够。日元持续走弱，尽管9月已加息，但进口能源成本上涨及面临通胀压力，进一步加剧了市场焦虑。
- 尽管如此，10月再加息的机会似乎较低。家庭开支仍然疲弱，而债券收益率上升确实已对金融环境带来进一步的收紧压力。因此，我们认为日本央行在10月更有可能暂停加息，同时亦为之后加息保留了空间。我们仍认为下次加息窗口最有可能在12月，尤其是在基本通

胀持续走强且进口商品成本已明显转嫁到国内物价的时候。

中国

- 中国经济于7月及8月的放缓幅度远超预期，预计第三季增长很可能再度跌破4.5%。近期一系列经济数据低于市场预期，令经济稳定增长成为政策议程的重点，并促使政策制定者于9月29日推出新一轮支援措施。
- 最新一轮措施主要围绕三大范畴：住房需求、基建融资以及定向信贷支持。重要的是，我们认为这些措施标志着新一轮放宽周期的开始，而非一次性的刺激举措。政策支持预计将循序增加，并取决于经济数据。当局将根据即将发布的经济数据及已宣布措施的成效，调整额外的逆周期措施。在此背景下，我们维持全年国内生产总值增长4.6%的预测。
- 货币政策方面，我们继续认为降低存款准备金率的可能性高于全面下调政策利率。政策制定者似乎愈来愈倾向于结合流动性支持与定向结构性工具，而非主要透过传统减息，反映当局希望引导资金流向具战略重要性的行业，同时控制更广泛的金融稳定性风险。
- 另一方面，特习峰会象征意义大于实质内容，在实质政策突破上相对有限。这次会晤似乎进一步确立了「两国互动框架」，而非标志双边关系的根本改善。有关

机制旨在管控分歧、降低局势升级风险，但双方在科技、经济影响力及全球规则制定方面的长期战略竞争依然存在。

利率

- 尽管我们已上调成熟市场央行利率预测，加入一至两次额外加息，但我们认为当前市场定价仍过于偏向鹰派。我们现时预期美联储将于2026年第四季进一步上调联

邦基金利率25个基点。同时，我们预期英伦银行将于年底前将利率上调25个基点，而欧洲央行则可能在2026年第四季及2027年第一季各加息25个基点。

- 我们亦在日本央行的预测中新增一次加息，目前预期日本央行将于2026年第四季、2027年第一季及2027年第二季分别加息25个基点，使政策利率升至2.00%。尽管如此，我们对主要已发展经济体

政策利率的预期路径，仍较目前市场价格所反映的程度更温和。

- 因应我们对美联储前景的修订以及美国经济持续展现韧性，我们已上调美国利率曲线全线的预测。更强劲的经济增长、持续的通胀压力以及利率在更长时间内维持高位的背景，意味美国国债收益率的基准水平将较我们之前预期为高。

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	1.0	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10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	2.2
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	2.0
泰国	-0.1	2.2	1.6
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10月1日)

美国利率预测

	2026年 第四季	2027年 第一季	2027年 第二季	2027年 第三季	2027年 第四季
联邦基金利率*	4.25	4.25	4.25	4.25	4.00
2年期美国国债收益率	4.75	4.65	4.50	4.45	4.25
5年期美国国债收益率	4.85	4.75	4.60	4.55	4.40
10年期美国国债收益率	5.05	4.95	4.85	4.80	4.70
30年期美国国债收益率	5.40	5.40	5.30	5.30	5.20

*目标区间上限。

资料来源：华侨银行集团研究部，(2026年10月1日)



股市

ELI LEE

新加坡银行董事总经理、首席投资策略师

股市继续受强劲的盈利增长支持

「即使利率预期已由减息转为加息，但股市仍受益于强劲的盈利增长。因此，盈利增长能否持久将日益重要。我们对短期内可能出现的波动保持警觉，但从策略角度仍然看好股市的上行空间。」

- 历史数据显示，在美联储开始新一轮紧缩周期初期以及美国中期选举临近前，股市往往会面临阻力。原油价格作为通胀预期和债券收益率的重要推动因素，其走势不明朗亦可能导致阵发性市场波动。尽管这些因素在短期内值得我们保持警觉，但它们并未改变我们对长期前景的乐观看法。经济增长具韧性、企业基本因素稳健以及长期趋势强劲，令我们继续相信牛市仍有延续空间。
- 我们对前景保持乐观，主要是由于人工智能的迅速普及已触发近年其中一场规模最庞大的资本支出周期。人工智能基础设施迅速扩张正支撑美国及全球经济的成长，亦推动企业盈利强劲增长。尽管市场由预期减息变成计入进一步收紧政策的可能性，但强劲的企业盈利已大致抵消债券收益率上升及估值下滑的影响，令股市得以持续上扬。
- 展望未来，随着人工智能的开发与应用持续强劲，我们预计人工智能的投资势头将延续至2027年。尽管有声音呼吁应协调一致放慢

人工智能的发展速度，但我们认为较有可能的结果是加强监管、治理及安全防护措施。这些措施将引发而非减少算力需要，继而带动整个人工智能生态系统的需求，并支撑企业盈利和股市的长远增长前景。

- 然而，利率上升仍值得我们密切注视。鉴于企业普遍采用定息及长期债务，盈利能力受到的直接影响应该仍然可控，但借贷成本上升可能会对高杠杆企业以及未能直接受益于人工智能投资周期的行业造成压力。地缘政治风险及选举相关的不确定性亦可能不时引发股市波动。然而，企业资产负债表整体维持稳健，利润率继续高于历史平均水平。
- 在此背景下，我们维持对股市适度看好立场。我们继续增持美股，因当地由人工智能带动盈利的公司仍然最具吸引力；对亚洲(日本除外)及日本持中性看法，并减持欧洲股票。亚洲方面，我们看好中国、中国香港、中国台湾及新加坡，其中，中国台湾凭借其在全球人工智能供应链中的核心

角色，尤其有望受益。

美国 - 应对债券收益率上升

- 长期债券收益率上升可能对股市估值造成压力，尤其是市盈率。尽管如此，我们预期强劲的美国经济增长前景将提供一定的缓冲，使股市在估值问题进一步恶化前，仍能面对较高的债券收益率。这种韧性源于人工智能相关资本开支及企业盈利增长强劲，这些因素继续支撑我们对股市牛市的长期乐观看法。
- 令人鼓舞的是，企业盈利增长的范围正在扩大。除了大型科技股，罗素3000指数成分股的每股盈利增长中位数在最近数季有所改善。盈利增长范围扩大应有助为股市进一步上扬奠定更持久的基础。
- 历史数据显示，美股在美国中期选举期间往往面临挑战，但市场一般会在选举后数月出现反弹，不论是否由同一政党控制白宫和国会。随着与选举相关的不确定性消退，我们预期波动性将会缓和，使投资者可重新聚焦企业基本因素。加上盈利环境改善，我

们继续看好美股。

欧洲- 慎守有理，配置得宜

- 鉴于利率仍处于高位，加上政治不确定性加剧，在缺乏中东局势缓和等重大正面催化因素的情况下，欧洲股市短期内或将维持窄幅上落或面临压力。历史分析显示，自最新中东冲突爆发以来，10年期美国国债收益率每上升10个基点，STOXX 600指数大约会下跌1.0%，而德国国债收益率类似的升幅亦会令该指数下跌约1.2%。房地产及消费相关行业似乎尤为脆弱，其敏感度约为大市的1.5倍。
- 尽管面对这些挑战，欧洲股市仍具备多项吸引的特质。欧洲基准指数的成分股更见多元化，涵盖相当比重的金融、工业、原材料及必需消费品股，因此一旦资金由人工智能受益股转向其他行业，欧洲股市有望受益。投资者亦可投资于区内多家具备全球竞争力的企业，其收入相当部分来自欧洲以外地区，有助分散盈利来源。此外，欧洲市场相对具吸引力的派息率，可在市场波动加剧期间提供重要缓冲。
- 因此，我们继续视欧洲股票为多元化投资组合的重要组成部分。展望未来，投资者仍需密切注视欧洲2027年异常密集的选举年，这可能令政治风险集中，并引发市场不确定性。

日本- 宏观因素仍占主导地位

- 日本股市过去一个月表现大致持平，通讯服务、能源及金融股表现跑赢大市，但消费及原材料股则相对落后。由于投资者作出调整以应对油价上涨、利率上升及汇率波动，价值股表现优于增长股。
- 一如市场普遍预期，日本央行将政策利率上调25个基点至1.25%。市场目前定价反映，12月再次加息的机率约为70%，进一步强化市场对政策持续正常化的预期。银行仍然是这次正常化周期最明确的受益者之一，受益于净息差改善及贷款增长稳健，但投资者持仓已愈来愈集中。相反，房地产及建筑等利率敏感行业，以及高杠杆企业，可能面临融资成本上升带来的挑战。
- 然而，日本政府计划自2027年4月起将食品饮料的消费税由8%下调至1%，有望提振国内消费。撇除短期宏观因素，我们继续看好结构性投资主题，包括与日本首相高市早苗内阁所界定的17个战略产业相关的机遇。随着业绩期临近，我们预期投资者的焦点将逐步由宏观经济发展转为企业盈利增长及特定公司的基本因素，这将成为10月下旬日本股市的重要催化剂。

亚洲(日本除外)- 面对油价高企及美债收益率上升

- 投资者日益关注美债收益率上升，

以及能源价格持续高企的影响。

在此环境下，中国股市在区内处境相对有利，其对石油的依赖程度较低、A股市场受外资流动的影响较小，加上电动车的普及和受规管的燃油价格转嫁机制，令油价上涨对消费者影响有限。

- 相比之下，尽管东盟各市场的估值大致上仍具吸引力，但部分经济体的对外收支面临压力，投资环境正变得更具挑战性。亚洲(日本除外)地区方面，我们继续看好中国、中国香港、中国台湾和新加坡的股市，这些市场的基本因素相对较为强劲，风险回报机遇亦较具吸引力。

新加坡- 防御性优势

- 我们维持对新加坡股市的「增持」立场，有关立场受到其防御性质、新加坡元强势以及持续提升当地股市吸引力的措施的支持。虽然海峡时报指数的估值已不再处于十分便宜的水平，但从收益角度，该市场仍具有相当的吸引力。海峡时报指数未来12个月预测股息率虽然跌破10年历史平均水平，但与全球其他主要股票指数相比仍然具备吸引力。
- 我们继续视新加坡的银行为本地投资者的核心持仓。这些银行仍有望受益于利率在较长时间内维持高位，而其防御性质与强劲的基本因素，应能在当前全球不确定性加剧的背景下继续吸引寻求

相对稳定性的外资。

- 尽管新加坡房地产投资信托基金整体估值仍处于低位，但若持续获得重估，很可能需要看到利率前景出现更明确的转向。此外，投资者应保持审慎，专注于能够持续提升核心每单位分派的同时，维持审慎资产负债表管理及财务纪律的房地产信托基金。

环球行业 – 加息环境下的行业与风格

- 加息环境很可能对各行业影响不一。金融业通常是主要受益者之一，但银行受益程度取决于收益率曲线变陡或趋平，以及对净息差的影响。现金充裕的企业亦可能相对较具韧性，高利率可提高剩余流动资金的回报。相反，房地产及部分消费板块等利率敏感行业，可能面临融资成本上升及需求疲弱的挑战。资产负债表较为脆弱的高杠杆企业可能承受更大的压力，而现金流存续期较长的投机性增长股的估值倍数亦可能受压。
- 投资风格方面，渐进且幅度有限的加息周期继续支持我们对优质增长股的偏好。然而，如果加息

范围扩大且力度增强，转向低波动性策略的理由将更充分。我们看好能够提供可持续股息、盈利增长及具韧性现金流生成能力的公司，而非一味追求高收益率的股票。

- 重要的是，投资者的收益率绝对不应只看股息。资产负债表稳健的公司亦会透过股份回购及特别股息来回馈股东，这令股东总收益成为衡量价值更全面的指标。在高息环境下，具备强大定价能力、自由现金流充裕及再融资需求有限的企业，料将处于最有利位置，这是因为它们更能守住利润率、维持财务灵活性，并自行筹集未来拓展业务的资金。

人工智能安全备受关注

- 随着主要人工智能实验室及国际组织呼吁采取更审慎、安全至上的人工智能部署方式，市场对人工智能算力需求前景的忧虑陆续浮现。尽管如此，我们继续看好人工智能基础设施及算力的长期需求前景。
- 首先，面对激烈的竞争压力，尤其是来自开源模型及可能持续快速推进的其他开发者的压力，少

数前沿人工智能开发商主动放慢步伐的做法难以长期维持。其次，递归式自我改进(RSI)技术的出现，令人工智能系统日益具备自我提升的能力，有望在未来数年内拓展全新市场，就好像过去18个月编程助手及人工智能代理工作流程的进步开拓了应用场景一样。

- 第三，词元(token)和推理成本持续下降正加快人工智能驱动的应用程式的开发和采用。成本下降有助提升可及性，拓展具商业可行性的应用范畴，并最终推动对人工智能服务的需求。重要的是，词元成本下降不一定会削弱领先人工智能开发商的商业效益，因为效率提升可能会同时促进应用普及及盈利增长。
- 综上所述，这些因素进一步支持我们的看法，即未来数年人工智能算力需求料将保持强劲。尽管如此，监管动向仍是需要密切注视的主要风险。若人工智能模型开发、部署或训练要求受到更严格的监管，可能会对创新步伐产生重大影响，继而影响未来对人工智能基础设施及算力资源的需求。

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

中美元首峰会后的关注焦点

「过去一个月，中国在岸A股市场的表现优于港股及离岸中国股市，反映A股对美国长期债券收益率上升的敏感度较低，受外资流动影响亦较小。」

- 过去一个月，中国在岸A股市场的表现优于港股及离岸中国股市，反映A股对美国长期债券收益率上升的敏感度较低，受外资流动影响亦较小。各板块表现明显分化，医疗保健及资讯科技等创新增长板块跑赢大市，金融和公用事业等具股息支持的价值板块亦表现良好。
- 过去两轮美国加息周期的经验显示，美国加息导致的金融环境收紧及估值压力，可能对港股及离岸中国股市构成阻力。然而，最终主导市场表现的仍是中国本身的基本因素，包括经济增长力度、刺激措施或监管收紧等政策变化，以及地缘政治因素，尤其是中美关系的发展。
- 尽管美债收益率上升仍是投资者的重要考虑因素，但我们相信中国和香港股市的前景将继续主要受到经济活动走势、政策支持和企业盈利影响，而非只是由美国利率决定。外部环境不断变化，更凸显聚焦基本因素的重要性。
- 市场对国家主席习近平访美的预期相对平淡，投资者普遍预期目前的贸易休战将会维持，双边关系亦大致保持稳定。因此，我们预期市场关注焦点将不会停留在这场峰会上，而是会转为关注经济及企业基本面。
- 香港方面，政策持续巩固其作为主要离岸人民币中心的地位，并支持人民币国际化，应可为金融业提供结构性利好因素。拥有强大人民币业务优势的银行尤其有望受益于跨境人民币活动扩张；交易所及券商亦可望受益于资本市场互联互通深化，以及离岸人民币相关业务量增加。

债券

ELI LEE

新加坡银行董事总经理、首席投资策略师

在长期高息环境下捕捉持有收益

「我们对投资组合的整体存续期维持中性看法，但目前看好将存续期锁定在3年至5年的范围内，同时保留可动用资金，待估值更具吸引力时选择性地增加存续期。」

- 我们继续预期利率将在较长时间段内维持高位，并对固定收益维持审慎立场。虽然债券价格上涨的空间似乎相对受限，但收益率高企已显著增加获取持有收益的机会，并提升固定收益市场的预期回报潜力。
- 利率波动、持续的债券供应压力以及发行人之间的差距不断扩大，有可能继续影响信贷市场，短期内可能令息差温和扩阔。虽然美国国债收益率的进一步波动风险仍处于高位，但其升幅已为寻求收益的投资者提供了更具吸引力的机遇。
- 在此背景下，我们维持轻微减持固定收益，并对投资组合的整体存续期维持中性看法。存续期方面，我们偏好配置3年至5年期债券，同时保留灵活性，待估值更具吸引力时选择性地增加存续期。信贷市场方面，我们继续偏好成熟市场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，对主权债券则持「减持」立场。

利率及美国国债

- 美国国债收益率近期上升，进一步凸显存续期管理纪律的重要性。尽管目前收益率水平愈来愈具吸引力，但历史显示，即使美联储首次加息后，利率仍可能继续上行。一般而言，收益率曲线会持续趋平，而10年期国债收益率往往要再过多两至三个月才见顶。
- 在此背景下，我们认为目前大幅延长投资组合的存续期是为时过早。不过较长年期的美国国债仍具重要配置价值，既可分散投资组合风险，亦可在经济增长放缓或收益率下降时发挥潜在对冲作用。然而，鉴于其对利率变化的高度敏感性，应有选择地看准机遇增加存续期，而非在目前水平全面延长存续期。
- 在利率长期高企的环境下，投资者可继续透过较短年期的固定收益及债券投资赚取具吸引力的息差，同时避免承担过高的存续期风险。此策略亦能保持灵活性，待收益率升幅更高或美联储政策前景更明朗时，在更具吸引力的

进入点上延长存续期。如此，投资组合可在等待通胀、增长及利率走势更清晰之际，维持投资、赚取收入，并保留调整空间。

成熟市场

- 9月，成熟市场企业信贷录得负回报，原因是政府债券收益率上升以及持续的供应压力拖累表现。日本及澳洲债券表现相对稳定，分别回报-1.7%和-1.8%，超越美国(-2.5%)和欧洲(-2.0%)市场。
- 我们仍看好日本债券，这是因为日本经济持续由通缩转为通货再膨胀。企业基本因素整体仍具韧性，这有赖于大量高评级的金融机构(尤其是银行和保险公司)提供分散投资和具吸引力的收益机会。虽然债券发行量增加扩大了投资机会，但供应较多亦可能不时令息差承受扩阔压力，更凸显审慎挑选债券及进入点的重要性。
- 美国方面，投资级别债券息差9月温和扩阔，但整体变动掩盖了市场内部的显著差异。汽车、休闲

及媒体等周期性板块因发行量增加及市场环境较为不利而表现较差，而消费品及医疗保健等较具防御性的行业展现更强韧性，并表现较佳。

- 美国高收益债券即使存续期较短，其表现却不一定更好。信贷息差扩阔、庞大发行规模及避险情绪加剧，造成跌幅与投资级别市场相若，令9月成为该资产类别自2022年9月以来表现最差的月份。美国国债收益率上升及息差扩阔，提高了市场整体收益水平，令最差收益率升至2025年4月以来最高。高收益债券方面，较高质素的「B」及「BB」级债券表现超越质素较低的「CCC」级债券，反映投资者在不确定性增加时偏好优质资产。
- 地区、行业及发行人之间的表现差距持续增加，意味主动管理及严谨的信贷筛选对创造回报愈来愈重要。我们继续看好高质素的信贷配置，并相信投资者应保持选择性，聚焦于基本因素稳健、经风险调整后收益具吸引力的发行人。

新兴市场公司债券

- 新兴市场公司债券于9月跑赢成熟市场公司债券及新兴市场主权债券，于收益率上升及市场波动情况下展现较强韧性。虽然新兴市

场公司债券的息差相较其他债券类别提供的缓冲较小，但该资产类别普遍对利率上升敏感度较低，行业及地区之间存在显著差异。

- 鉴于其分散投资的优势及具吸引力的长期收益潜力，我们仍认为有选择地配置优质新兴市场公司债券具有价值。尽管如此，投资者仍需留意外部风险。美国债券市场息差全面扩阔，可能通过市场技术面及投资情绪波及新兴市场债券，令市场不时出现波动。在此环境下，审慎选择依然至关重要，偏好有稳健基本因素及资产负债表具韧性支持的发行人。

亚洲

- 亚洲债券市场未能免受全球债券收益率上升带来的不利因素影响，9月份录得负总回报。然而，较短存续期及较稳定的债券息差提供支持，令该资产类别相对具韧性，表现优于更广泛的新兴市场同儕。
- 我们对亚洲企业债券保持「中性」立场，此立场建基于多项结构性优势。与其他多个新兴市场债券市场相比，亚洲发行人一般受益于充裕的国内流动性、多元化的资金来源及较便利的本地资本市场渠道，这些因素有助纾缓外部冲击的影响。在企业基本因素稳定的背景下，我们预期持有收益将

继续成为回报的主要驱动因素。

- 在中国内地，政策制定者于9月29日宣布了一系列针对性财政及货币措施，加大力度支援经济增长。这些措施包括下调抵押补充贷款(PSL)利率25个基点、扩大对「六张网」基建项目的支援、增加再贷款额度，以及为符合条件的首购房民众提供房贷补贴利息。这些措施再次表明政策制定者稳定经济活动、恢复信心的决心，尽管其最终成效取决于实施的速度及规模。
- 房贷补贴计划应在短期内为住房需求提供一定支持，尤其是在低线城市。然而，我们认为，考虑到计划相对严格的资格要求，以及楼宇库存高企带来的持续压力，该计划对经济增长及物业价格的整体影响相对有限。因此，尽管最近的宽松措施有助稳定市况，但预计短期内物业市场迎来明确转变的机会不大。

新兴市场主权债券

- 9月，新兴市场硬通货主权债券受压，美国国债收益率上升的影响远远抵销了息差收益。其中，存续期较长的主权债券表现最差，凸显市场对全球利率上升的敏感性，信贷息差于月内仅略微扩阔。投资级别主权债券的表现优于收益较高的主权债券，原因是

融资成本及再融资风险上升令投资者更趋审慎，评级较低的发行人表现落后。

- 新兴市场各央行在权衡本地经济状况与严峻的全球环境时，政策反应差距日益扩大。巴西继续减息周期，南非进一步收紧货币政策，而土耳其及印尼则保持政策利率不变。对于持有美元计价主权债务的投资者而言，关键的考虑因素不仅在于利率走势，更在于政策决策如何影响通胀可信

度、外部收支状况及未来主权融资需求。

- 虽然总体收益率上升已提高新兴市场主权债券的收益吸引力，但9月市况亦显示，于美国国债市场出现剧烈抛售期间，即便起始的收益率较高仍只能提供有限的保护。在此背景下，我们继续看好短至中等存续期债券，认为其收益率与利率风险之间的平衡较具吸引力。我们亦继续偏好外部融资需求可控、财政架构可信以及

流动性缓冲充足的国家。

- 美元高收益主权债券方面，我们维持审慎选择，偏好融资来源及安排清晰可靠的发行人，而非主要依靠息差进一步收窄来带动回报的发行人。因此，我们较青睐更优质的高收益主权债券，尤其是评级为BB-级及以上的发行人，因其基本因素似乎更能抵御利率长期高企的环境。



外汇及商品

CHRISTOPHER WONG

华侨银行集团研究执行董事

看好黄金的中期前景

「我们对黄金中期抱持乐观看法，但预期其短期表现仍将受利率及美元走势所影响。」

石油

- 我们继续预期随着中东出口供应逐步恢复，油价将会回落。沙特阿拉伯的东西输油管道已经恢复营运，尽管安全忧虑持续，油轮仍继续驶经霍尔木兹海峡。然而，美伊冲突的最终发展仍然不明朗，油价逐步回落时难免波动。沙特石油供应正逐步改善，但管道运力全面恢复仍需要一段时间。因此，我们将2026年底的布兰特原油价格预测由原先的每桶80美元上调至每桶85美元。
- 华府继续收紧对伊朗的制裁，伊朗则威胁将采取进一步报复行动，并设定了重新开放霍尔木兹海峡的条件。航运活动仍然低迷，愈来愈多的货物由营运受到限制或禁用追踪系统的船舶运输。这令市场更难判断供应中断的实际程度。日益活跃的「影子船队」活动反映市场正在适应持续存在的地缘政治风险，并不代表安全状况有所改善。
- 库存下降有助抵销供应受阻的影响，并限制原油价格的升幅。然而，随着库存下降，缓冲作用正在减弱，令市场更容易受到新一轮冲击的影响。

- 成品油市场尤其紧张。中东及俄罗斯的炼油能力受阻，导致供应受限，而中国的闲置炼油能力则因出口限制而无法大量释放。柴油价格因此可能保持高位，进一步加剧能源引致的通胀压力，并增加美国实施旨在保护国内燃料供应的政策举措的风险。

贵金属 黄金

- 9月，宏观环境转为不利，金价再度受压。美联储加息25个基点，并维持偏向紧缩的立场，而油价上涨亦加深通胀忧虑，导致美国国债收益率高企。在美元走强的背景下，持有黄金的机会成本处于偏高水平。
- 尽管如此，投资需求仍相对具韧性。虽然价格整体呈横行至走低的态势，彭博追踪的黄金交易所买卖基金持仓量持续上升，而管理资金持仓及看涨期权需求则由早前高位有所回落。这显示即使战术性持仓有所动摇，黄金的长期投资需求依然稳健。
- 短期而言，只要收益率、油价及美元维持强势，支持金价继续回升的催化因素仍然有限。若美国

经济活动或通胀数据持续转弱，加上能源价格及长期债券收益率有所回落，环境条件将更有利于黄金。尽管金价高企可能限制上升幅度，但随着印度节庆及婚庆旺季临近，季节性需求亦可能对金价提供一定支持。

- 因此，我们维持中期看好黄金的观点，但预期短期表现仍将受利率及美元走势左右。交易所买卖基金需求稳健及官方机构持续买盘应可对市场调整提供支撑，但要实现更为持久的上行走势，则需要宏观条件进一步显著改善。

白银

- 白银在9月同样受压，原因是收益率上升及美元走强打击市场情绪。白银的跌幅较黄金明显，这与白银较高的贝塔值及其对工业周期的敏感性一致。
- 投资信号依然呈现混杂局面。与黄金相比，白银交易所买卖基金持仓较疲软，而投资者的仓位仍相对较轻，若宏观背景改善仍有吸引投资者入市的空间。
- 短期内，白银很可能继续对收益率变化、美元走势及全球增长预期保持敏感。美国数据转弱且收

益率有所放缓将有利白银，而工业活动走强的迹象，尤其是中国，将提供额外的催化因素。印度节庆及婚庆旺季的季节性需求亦可能带来一定支持，尤其是银条及银币，但高银价或限制首饰及银器需求的回升。相反，收益率若再度上升，或美元强势持续，白银所承受的压力将大于黄金。

- 我们维持白银中期看好的观点，但预期其走势将较黄金更反复。白银持仓较低，若宏观环境改善，仍有空间展现更强劲的反弹。然而，若要升势更持久，则需要有交易所买卖基金的资金再度流入以及工业需求提供更明确的支持。

货币 美元

- 美元走强，原因是能源价格上涨、美国经济增长具韧性及通胀居高不下，强化了市场对美联储维持鹰派立场的预期。我们的基本预测仍是美元将在年底前温和上涨。市场目前预期美联储于未来一年内将加息接近四次，除非需求拉动型通胀再度成为物价压力的主因，否则此预期似乎过于激进。工资增长和租金通胀将是两个关键指标，值得密切关注。我们对美元的乐观看法亦受到两个因素的制约：人民币(在中国内地进行交易的人民币，即在岸人民币)持续温和升值，以及日本政

策环境日益有利日元，令日元走强的前景改善。

日元

- 日元仍属全球最被低估的货币之一，估值偏低亦未能阻止日元长期走弱。虽然干预措施应有助抑制毫无秩序的跌势，但要持续回升仍需国内政策的支援。这种支援正开始显现。日本央行似乎展现出更坚定的政策正常化，逐步收窄与其他主要央行的利息差距。虽然日本央行短期内不大可能较美联储更为鹰派，但其政策方向正逐渐变得对日元有利。日元走强亦取决于资金流向。以日本政府退休金投资基金(GPIF)为首的日本机构投资者，仍持有大量海外资产。若资金明显回流日元资产，将可为日元带来强大支撑。在此背景下，我们上调日元的预期，将2026年底及2027年底的美元兑日元预测分别下调至155及150。

亚洲(日本除外)货币

- 由于外部环境转差，亚洲(日本除外)货币在9月底走弱。油价上涨、美国国债收益率上升以及市场预期美联储将进一步收紧货币政策，支持美元并对地区货币造成压力。但这种压力并非均衡分布。对油价及收益率较敏感的货币波动较大，而那些由更坚实的国内基本因素、更强的外部平衡、企

业资金流或更明确的政策支持支撑的货币则表现得较具韧性。10月，油价和美国国债收益率的走向仍然至关重要。任何一项回落均可纾缓亚洲(日本除外)货币的压力；而如果进一步上涨，相对表现可能会持续出现差距。

人民币

- 人民币仍保持相对韧性，每日官方中间价继续向市场传递重要的政策讯号。在经历一段大致稳定的指引后，中国人民银行逐渐倾向设定较强的中间价，反映当局偏好人民币保持稳定、有序升值。近期，该单向趋势有所减弱，暗示政策制定者仍在追求稳定升值，而非鼓励更大幅度的急升。短期内，中国假期前后的流动性可能偏低，放大汇率波幅。

新加坡元

- 新加坡元于9月微跌，但在相对而言仍保持稳定。最新通胀数据显示，基本物价压力仍然偏强，我们预期10月货币政策委员会会议上将略为调高新加坡元名义有效汇率的斜率，与7月份的调整幅度大致相若。新加坡元汇率应会继续受美元、美国利率及人民币走势带动，而新加坡金融管理局进一步收紧货币政策的可能性应有助新加坡元相对部分波动较大的亚洲(日本除外)货币保持韧性。

马来西亚令吉

- 马来西亚令吉随全球收益率上升及区内情绪转弱而走低，早前马来西亚政府证券的抛售亦增添汇率压力。国内宏观条件仍然有利，但市场关注点正逐渐转向2027年预算案、财政整固的进度以及一些政治纷扰。目前，我们

认为近期弱势主要反映外部及事件风险，而非马来西亚基本因素出现重大转变。

印尼盾

- 印尼盾对外部条件的变化仍较为敏感，尤以油价上涨及美国国债收益率上升为甚。印尼央行一直

致力维持货币稳定，包括更广泛应用非交割远期／境内非交割远期工具，以及推出新的对冲奖励措施，旨在支持外资参与印尼盾资产。这些措施有助纾缓波动，但要实现持续改善，仍需要美国国债收益率回落及外资流入。

油价预测表

美元／桶	2026年12月	2027年3月	2027年6月	2027年9月	2027年12月
布兰特原油	85	83	81	78	75
WTI	81	79	77	74	71

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12月	2027年3月	2027年6月	2027年9月	2027年12月
黄金	4,600	4,720	4,850	4,960	5,050
白银	70	72	73	75	78

资料来源：华侨银行集团研究部；数据为期末价格

免责声明：

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/中国市场前景」、「股市」及「债券」部分内列明的资讯及/或表达的意见由新加坡银行(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。「全球前景」及「外汇及商品」部分内列明的资讯及/或表达的意见由华侨银行全球市场研究(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。华侨银行(香港)有限公司没有参与编制有关资讯及/或意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商对该等资讯及意见之准确性或完整性并无作出任何申述亦不承担任何责任，并不会就任何人因依赖该等资讯及/或意见而引致的任何损害或损失承担任何责任(包括侵权行为责任、合约责任或任何其他责任)。

在本文件内由第三方表达的任何意见或观点是属于该第三方，并非华侨银行(香港)有限公司的意见或观点。本文件中提供的资讯仅供参考之用。它的内容并没有考虑任何个别人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要。

本文件的内容不构成、不拟作为亦不应被理解为何任何专业或投资意见、或买卖或认购任何证券或金融产品或进行任何交易或建立任何法律关系或参与任何交易或投资策略的建议、要约、招揽、邀请或诱使。阁下应谨慎投资。阁下应独立评估每一投资产品及就本身的个别投资目标、投资经验、财政状况及/或特殊需要，衡量自己是否适合参与任何投资产品。如阁下对本文件的内容及/或本文件所提及的投资产品的适合性有任何疑问，请在进行任何投资决定前寻求有关的专业人士就财政、法律及/或税务的独立意见。

本文件内的资讯及意见是根据认为可靠之资料来源所编制但华侨银行(香港)有限公司没有核实本文件内所提供的资讯及意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商就本文件所提供的资讯(包括但不限于任何陈述、数字、观点、意见、估算或预测)不会作出任何保证(包括但不限于其准确性、实用性、恰当性、可靠性、及时性或完整性)，故不应借以依赖。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商可能曾发表与本文件内容观点不同的其他报告、分析或文件。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商并无责任更新该等资讯或改正任何其后显现之错误，并就此不承担任何责任。本文件中所提供的所有资讯可随时变更，恕不另行通知。

华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商，及其各自的董事、职员、雇员和代理人不会对任何人士因直接或间接使用本文件而引致的任何损失或损害负责。

投资涉及风险。阁下应注意投资的价值可升可跌。本文件提供的资料可能包含对于国家、资产、市场或公司的未来事件或表现作出预测或其他前瞻性陈述，然而实际事件或结果可能大不相同。过往的表现并不一定预示未来有类似的表现。在本文件中提及的任何特定公司、金融产品或资产类别只用作说明用途，并不构成投资建议。本文件并不拟指出本文件内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。如有兴趣投资任何投资产品，客户应阅读有关要约文件的风险披露及条款及条件。

若分发或使用本文件所载资讯违反任何管辖区或国家的法律或规例，则本文件所载资讯不得为任何人或实体在该管辖区或国家分发或使用，无论如何仅供收件人使用。华侨银行(香港)有限公司亦无就提供本文件收取独立费用。除非获得华侨银行(香港)有限公司的事先书面同意，否则本文件的内容不得以其他方式转载、分发或传送给任何其他人士，或以任何方式纳入另一文件或其他材料中以作其他用途。

华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本文件中提及的证券或投资项目。华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可能就其于本文件所提及的所有或任何证券或投资专案的交易收取经纪佣金或费用。

华侨银行及其个别联号及关联公司，以及这些公司的个别董事与高层人员(简称「相关人士」)在此报告中所述之证券或所提到之发行人中可能享有未来权益，并可能为此报告所提及之证券公司及其它各方提供或寻求提供经纪及投资或证券相关服务。华侨银行及其相关人士亦可能就所提及之投资产品供应商有联系及收取费用。

此免责声明的条款及条件受中华人民共和国香港特别行政区的法律管辖并据此解释。

此文件未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。

如果阁下对于本文件的任何资讯或意见有任何疑问，阁下应该寻求专业人士意见。

若本文件以电子传送方式(例如电子邮件)分发，则不能保证传送过程安全无误，资讯有可能被拦截、毁坏、遗失、破坏、送达延误、不完整或含有病毒。寄件人对本文件内容经由电子传送所出现的任何错误或遗漏概不负责(在法律许可的范围内)。如需核实，请索取印刷版本。