

华侨银行
宏富理财



交易的艺术

滞胀风险



经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

8/2025号

心所向，
行致远

今期內容

P 03-05	全球前景 滞胀风险
P 06-07	股市 增持股票
P 08	香港／中国市场前景 刺激措施加码的迫切性下降
P 09-10	债券 对存续期持中性立场
P 11-12	外汇及商品 黄金先盘整再走高

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、华侨银行投资研究部、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。



交易的艺术

进入8月，全球经济不确定性加剧，为2025年馀下时间增添变数。特朗普政府公布的新「对等关税」普遍高於4月以来10%的基准关税，美国整体实际关税税率估计已升至18.3%(耶鲁预算实验室数据)。中国关税税率仍为30%，但墨西哥和加拿大的最高关税税率已分别上升至25%和35%，而印度、台湾以及瑞士的税率则分别为25%、20%及39%。加征关税令美国通胀形势越发不确定，且进一步削弱已经出现停滞迹象的美国就业市场。7月非农就业人数为7.3万，低于市场普遍预期的10.4万。此外，5月和6月的数据均大幅下调25.8万，表明与前六个月超过10万的月度水平相比，就业规模呈现明显下降趋势。滞胀风险和财政可持续性担忧令美元前景承压，并推动美国国债收益曲线继续走峭，而曲线近端受联储局降息预期和远程波动的影响。联储局主席鲍威尔下台的风险同样加剧了市场不确定性。

此前风险资产于7月表现强劲，标普500指数创下新高，信贷息差收窄，IPO交易活跃及美元温和升值。特朗普政府的《大而美法案》获得通过，其中废除了惩罚性的第899条款，加大了2016年以来税收减免政策的力度，同时推出新的减税措施。白宫将与主要贸易伙伴的关税和贸易协议暂缓期限延长一个月，全球股市得以喘息片刻。

中国经济年初至今韧性十足，2025年前两季录得按季增长。欧元区增长维持稳定，而美国第二季增长出现反弹，失业率自今年年初以来总体平稳。风险资产很可能在短期内继续得到支撑，但最新的贸易协议显示，美国实际关税税率大幅上升，可能会令全球经济的供给侧遭受严重冲击。分散投资、投资组合对冲以及注重选股质量，将有助于支撑投资组合抵御金融市场的新一轮波动。

我们对战术性资产配置维持风险偏好立场。由于欧洲及亚洲（日本除外）地区的政策支持前景较好、估值不高且盈利前景改善，我们对该等地区股票持增持立场，并对股票保持整体增持立场。固定收益方面，我们对高收益及新兴市场主权债券持减持立场，并对存续期风险保持谨慎态度，因为我们预计未来美国长期国债收益率将继续波动。我们继续看好黄金，因为黄金受惠于避险资金的流入，可有效对冲通胀重燃的风险以及就美国财政可持续性的担忧。



全球前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

滞胀风险

「2024年全球经济增长率录得3.3%的强势数据，但我们预测今年和明年全球经济增长率将跌破3.0%。美国GDP增长率在去年强势增长2.8%之后很可能会接近减半，而中国的GDP增长率在2025年预计将从去年的5.0%放缓至4.6%。」

- 我们认为，2025年余下时间面临四项威胁。
- 首先，贸易战对所有进口商品征收高额关税造成供应冲击，必将导致美国陷入滞胀，同时因对美国出口下降的需求冲击而抑制全球其他地区的增长。我们预测，继2024年全球经济增长率录得3.3%的强势数据后，今年和明年全球经济增长率将跌破3.0%。美国GDP增长率在去年强势增长2.8%之后很可能会接近减半，而中国的GDP增长率在2025年预计将从去年的5.0%放缓至4.6%。
- 第二，美国关税可能令通胀高于联储局2%的目标，导致恢复降息延迟。我们预计，联储局今年只会对4.25-4.50%的联邦基金利率作一次下调。我们还认为，欧洲央行不会再将其存款利率下调到低于2.00%的水平。
- 第三，对主要经济体公共债务增长的担忧可能会导致政府债券收益率持续波动。特朗普政府的《大而美法案》将导致美国预算赤字高达GDP的6-7%，加之英国财政

前景堪忧，日本新首相可能减税，都将对长期债券收益率构成上行压力。

- 最后，联储局主席鲍威尔在2026年被更顺从继任者取代的风险，将导致美元持续疲软，以及催生对黄金等避险资产的强劲需求。
- 因此，我们认为经济前景提醒投资者仍需要对冲新一轮波动的风险。

美国一联储局仍不愿恢复降息

- 联储局7月第五次会议决定将继续联邦基金利率维持在4.25-4.50%，原因是当局官员对美国关税高企是否会导致通胀高于其2%的目标持观望态度。
- 联储局理事沃勒和鲍曼投票赞成将利率降低25个基点，二人均为鲍威尔于2026年5月联储局主席任期届满时的继任候选人，此乃自1993年以来首次出现联储局七个理事中的两位在联邦公开市场委员会上发表不同意见。但总体而言，此次会议符合我们的观点，即联储局今年将仅降息一次，而

通胀率仍将维持在2%以上。

- 首先，尽管白宫施加强大压力，但联邦公开市场委员会仍然坚持认为经济状况目前不需要降息，并指出：「失业率仍然处于低位，就业市场状况依然稳健。通胀率仍然处于较高水平。」
- 其次，鲍威尔表示利率目前并未抑制经济增长：「限制性政策目前并未不当抑制经济表现。」
- 第三，联储局主席警告称，关税可能会产生更长期的影响，因此需要维持利率高企：「通胀效应仍可能更加持久，此风险有待评估和管理。」
- 最后，鲍威尔并没有暗示联储局将在下次会议上开始降息：「未来几个月我们将得到大量数据，有助于我们评估风险平衡和适当设定联邦基金利率。我们尚未就九月作出任何决定。」
- 在9月16日至17日的联邦公开市场委员会会议召开之前，仍有两份美国通胀报告和一份就业报告待出炉。除非失业率大幅跃升至4%以上，否则我们认为联储局将维

持利率不变，直到关税推动的通胀见顶。

- 因此，我们预计联储局直到今年年底之前方会首次降息。新冠疫情已过去超过三年，但美国整体通胀率和核心通胀率仍高于联储局2%的目标。

中国—上调增长预测，但风险犹存

- 截至2025年上半年，尽管美国大幅提高中国出口产品的关税，但中国经济增长仍出乎意料地保持韧性。由于出口商争相规避美国关税上调的影响，中国GDP在2025年第一季同比增长5.4%，第二季度同比增长5.2%，高于2024年5.0%的年增长率。
- 全国人民代表大会在3月同意将中央政府2025年的预算赤字目标从GDP的3%提高到4%，这一罕见举措旨在为更大规模的基础设施支出和消费补贴注入资金，从而为经济增长提供更多支持。此外，中国人民银行于5月宣布了自去年9月以来的首次降息，将7天期逆回购利率下调10个基点至1.40%。
- 然而，由于美国关税打压出口、通胀维持低位、房地产市场依然

疲软以及消费者态度谨慎，我们预计2025年下半年的增长率将放缓至4.0%。

- 政府新实施的「反内卷」运动旨在减少太阳能和电动车等重点产业的过剩产能，此举有助于逐步实现经济供需平衡。不过考虑到2025年上半年更强劲的增长势头，同期进一步实施财政刺激的可能性因此下降。有鉴于此，我们将2025年GDP增长预测从4.2%上调至4.6%，但仍认为需要采取进一步措施来刺激消费和房地产，以缓解中国经济的通缩压力。

欧洲—得以避免与美国的全面贸易战

- 今年欧元区 and 英国的欧洲增长率预计将维持在1%左右的低位水平，但随着欧盟和英国与美国签署贸易协议，2025年剩余时间以及2026年的经济前景风险已显著降低。
- 利率方面，我们认为，更稳定的增长前景以及通胀稳定在2%左右的可能性，将使欧洲央行停止进一步实施宽松货币政策。欧洲央行于7月维持存款利率在2.00%不变，此乃自去年利率由4.00%利率开始连续下调以来，年内首次按

兵不动。鉴于欧盟对美出口的不确定性降低，减少了通过进一步货币宽松支持经济增长的必要，因此我们认为欧洲央行目前不会再降息。

- 相较之下，我们认为，随着英国就业市场放缓，英国央行将继续每季逐步降息。于过去四个季度内，英国央行已将其银行利率从5.25%下调至4.25%，而我们预计今年仍将两度调降25个基点至3.75%。

日本—与美国的贸易协议落地，政治风险降低令前景得到改善

- 与欧洲一样，日美贸易协议降低了不确定性，改善了经济前景。尽管企业对美出口要面临15%的关税，但该协议终结了数月来围绕关税将提高至何种水平的不确定性。同时，执政的自民党在7月参议院选举的失利程度低于预期，使得政府得以继续巩固日本高额公债。
- 我们认为，日本贸易和财政前景的不确定性下降，令日本央行能够恢复逐步加息。我们预期日本央行将在年底前再次将隔夜利率调高25个基点，从0.50%上调至0.75%，为疲软的日元提供支撑。

全球增长前景

%	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
发达市场	2.9	1.7	1.8	1.4	1.4
美国	2.5	2.9	2.8	1.6	1.6
欧元区	3.6	0.7	0.9	1.1	1.2
英国	4.8	0.4	1.1	1.1	1.2
日本	0.9	1.4	0.2	0.6	0.8
亚洲四小龙	2.4	1.5	3.3	2.4	2.2
新兴市场	4.0	4.6	4.3	4.0	3.9
中国	3.1	5.4	5.0	4.6	4.0
印度	7.0	8.8	6.7	6.2	6.3
亚洲四小虎	4.4	4.3	4.7	4.3	4.4
全球	3.5	3.4	3.3	2.9	2.9

「亚洲四小龙」，即香港、新加坡、南韩及台湾。
「亚洲四小虎」，即印尼、马来西亚、菲律宾及泰国。
资料来源：新加坡银行

利率预测

%	3个月	6个月	12个月
美国利率预测			
联邦基金利率	4.00-4.25	4.00-4.25	4.00-4.25
2年期美国国债	3.50	4.00	4.50
5年期美国国债	3.65	4.25	4.75
10年期美国国债	4.00	4.50	5.00
30年期美国国债	4.40	5.00	5.50
美国SOFR掉期利率预测			
2年期利率	3.40	3.90	4.40
5年期利率	3.40	4.00	4.50
10年期利率	3.50	4.00	4.50
30年期利率	3.55	4.25	5.00

资料来源：新加坡银行

股市

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

增持股票

「较长期来看，考虑到其风险回报更为可观，我们继续增持亚洲(日本除外)及欧洲股票。我们继续在行业策略中偏好将优质增长股与防御股相结合。」

- 在经历了「解放日」关税恐慌引起的V型反弹后，美国和亚洲(日本除外)股市继续收复失地，尤其是日本股市，目前的交易水平远高于年初。截至本文撰写之时，美国与其他国家之间的贸易协议正陆续公布。尽管最终的关税税率低于先前的水平，但美国和国际公司仍将面临利润受压和需求放缓等组合因素带来的重大阻力。在日本和欧洲等美国以外发达市场，与严重依赖出口或全球供应链的公司相比，主要经营国内市场的公司更有能力应对这些挑战。欧洲的国内导向公司也更有望受益于未来增加财政支出带来的正向外溢效应。
- 考虑到其风险回报更为可观，我们继续增持亚洲(日本除外)及欧洲股票。美元走势也是影响美国以外股市相对表现的一个重大因素，我们预期美元在较长时间内将继续走弱。

美国一向促进增长的政策和贸易协议过渡

- 受贸易协议和促进增长政策的乐观情绪推动，标普500指数创下历

史新高，而失业率等硬指标仍持续保持强劲。对日本和欧洲实施的关税税率定为15%，其中包括汽车业关税，表明232条款关税可以通过双边谈判协商调整。尽管特朗普威胁在8月1日截止日期之后对其他国家征收至少15%的对等关税，高于常规的10%，但投资者大多忽略了此类略带负面的消息。

- 随着美国中期选举临近，包含减税和投资激励措施的《大而美法案》通过表明特朗普政府将工作重点转向其政治议程中的促增长要素。尽管如此，该法案仍对清洁能源和医疗保健产业构成若干阻力。财政可持续性方面的担忧将继续拖累美元前景，并部分支撑盈利，然而长期收益率上涨则会抵销这类影响。

欧洲一布局还需谨慎

- 欧洲和美国已达成贸易协议，对大多数欧盟出口产品征收15%的关税，并附加了在美国进行投资和购买美国能源等其他条件。虽然该协定降低了不确定性和升级风险，但也为本已显著恶化的欧洲企业对美出口状况火上浇油，并

可能导致商品/出口商和国内/服务提供商的股价表现进一步分化。

- 另一方面，欧洲财政环境有利，而欧洲央行很可能在2025年剩余时间内将存款利率维持在2%。股票估值也保持低位。市场对美国经济政策可预测性的看法转变，激发投资者针对美国资产分散投资的意愿。如果此趋势持续，欧洲股市将成为长期受益者之一。我们继续增持欧洲股票。我们认为，国防、基建和能源效率/转型等制度变革的受益者将迎来积极的结构性利好，而专注于国内市场的公司则有望从财政支出增长的积极溢出效应中受益。

日本—美日贸易协议的提振作用盖过了参议院选举后的担忧

- 达成好于预期的美日贸易协议后，以美元计价的MSCI日本指数创下新高，而以日元计价的指数则在先前高点附近徘徊。美国将对日本的关税税率从25%降至15%，其中包括对汽车征收的行业关税，此举实际上令日本汽车制造商获得了相对于全球同行的

优势，令市场感到意外。同时，日本自民党遭遇历史性选举挫折，其执政联盟失去参议院多数席位，此乃该党成立以来首次在参众两院都失去多数席位。我们认为存在风险，执政联盟可能需要与反对党合作并采取其提出的扩张性财政政策，例如降低消费税、增加社会安全保障。

- 在工资再膨胀、财政走向和美国《大而美法案》可能加速近期人工智能资本支出的背景下，我们维持对日本股票的中性立场，并更看好面向国内市场的产业和人工智能供应链企业。银行也可能受益于财务担忧带来的收益率曲线趋陡。

亚洲(日本除外)—在不确定性中保持稳固势头

- MSCI亚洲(日本除外)指数在7月录得连续第四个月上升。上升在一定程度上得益于新贸易协议加快落地，其中对美国出口的关税税率大多低于4月2日「解放日」期间宣布的税率。其中一个例外是菲律宾，该国关税税率为19%，高于4月设定的17%。然而，我们认为重新谈判的可能性仍然存在。敲定贸易协议将为亚洲出口商建立更坚实的企业规划基础和市场指引。
- 我们在该地区内更青睐在相对

较面向国内的经济体中经营的公司。我们重申对中国、香港、新加坡及菲律宾的增持立场。尽管对菲律宾征收的关税利空投资，但我们注意到MSCI菲律宾指数对美国的销售规模较低，而通胀下降、预期政策利率下调以及比索升值将支持国内消费。

- 主题方面，资本市场和企业改革是关注的焦点。我们相信，新加坡股市将因政府的多项举措而焕发活力。

全球行业—工业领涨，医疗保健落后

- 2025年早已过半，全球工业板块领涨，主要受航空航天与国防(A&D)子板块以及能源效率/转型主题相关股票的推动。另一方面，全球医疗保健板块表现落后，原因是制药和管理式医疗保健子板块受到关税担忧、政策阻力和其他特异性因素的影响。

周期性股票于美国和欧洲股市表现优异…

- 自5月以来，美国和欧洲的周期性股票表现均优于防御性股票，此情况不仅属于从1月至4月早前下跌中恢复，同时也部分得益于特定行业因素，例如工业板块下的航空航天与国防类股票上涨、材料板块复苏，以及更具防御性的医

疗保健板块面临挑战。

…而欧洲小型股则备受关注

- 欧洲方面，小型股的表现自今年3月以来优于大盘股，但在美国，由于大盘股在3月至5月期间表现优异，此趋势并不显著。导致这种差异的原因包括：(i)财政支出预期增长将有利更加面向国内的公司，而这类公司往往规模较小；(ii)美国大盘股往往是业务更加多元化的跨国公司，而且在之前地缘政治紧张局势和不确定性加剧时期，投资者可能更青睐相对稳定的大盘股。在美国以外的发达市场，我们预计商品/出口商和国内/服务供货商的股价表现将进一步分化。

美国科技股财报表现截至目前好坏参半

- 截至目前，美国财报季的科技股表现好坏参半。云运算和人工智能继续利好台积电和Alphabet等几家大型科技公司，而模拟/工业芯片厂商似乎正面临着投资者预期过高以及与关税相关的不确定性。在中国，反对过度竞争的「反内卷」运动可能对电商和外卖平台带来净利好，而恢复对华出口人工智能芯片，对人工智能巨头来说同样应是利好。

香港／中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

刺激措施加码的迫切性下降

「由于刺激措施有限，加上2025年第二季财报季可能表现平淡，股市短期内或将维持区间波动。」

- 香港及中国股市上月上涨5.5-7.4%，以美元计跑赢区域大盘2-4个基点。中美地缘政治紧张局势缓和、H20芯片恢复对华出口、贸易休战协议于8月到期后有望延长、应对「反内卷」的后续政策出台，以及香港资本市场的回暖，共同支撑了股市的出色表现。
- 鉴于2025年上半年GDP表现稳健，且贸易休战期预计将延长，7月政治局会议传递的信号是刺激措施加码的迫切性有所缓解，重点将放在加快落实现有措施。「反内卷」也是一项重要主题。
- 我们仍然看好香港及中国股市，并将基准／牛市／熊市情境下的恒生指数目标分别调整为27,500点／29,400点／22,500点。尽管近期有所修正，中国离岸股票的预测市盈率仅为11.4倍，相比MSCI新兴市场指数的估值折让幅度仍在8-9%。
- 由于刺激措施有限，加上2025年第二季财报季可能表现平淡，股市短期内或将维持区间波动。外卖和实时零售行业的激烈竞争引发了这一高指数权重行业的盈利下调。互联网和平台行业补贴战叫停的任何迹象、中美最终达成贸易协议、「反内卷」政策的进一步出台以及持续的南向资金流入，都将为2025年下半年的市场表现提供支撑。



债券

华素梅农

华侨银行董事总经理，投资策略，财富管理部(新加坡)

对存续期持中性立场

「固定收益方面，因预期长期美国国债收益率将升至5%，我们仍对存续期持中性立场。发达市场固定收益方面，我们对投资级债券持中性立场，对高收益债券持减持立场；新兴市场固定收益方面，我们对企业债券持中性立场，对主权债券持减持立场。」

- 因宏观经济环境韧性十足，加上一连串经纪交易推动市场强劲反弹，信贷息差持续收紧。尽管利率上升，但回报率仍为正向。鉴于市场已消化大部分风险溢价，而发达市场及新兴市场几乎无法缓冲意外的下行风险，我们继续维持对这些市场的防御性立场。我们仍对存续期持中性立场。

利率及美国国债

- 最近数周，推动美国通胀的因素包括贸易战再升级、市场担忧联储局独立性削弱以及对美国财政走向的忧虑。损益平衡息差曲线全面扩阔，尤其是前端和中端部分。同时，在通胀上升和期限溢价的推动下，长期(30年期)名义美国国债信贷息差仍然高企。
- 联储局主席鲍威尔强调了关税带来的滞胀风险，有可能会推高通胀及拖累经济增长。6月的消费价格指数与预期相符，但关税效应向商品价格的传导已初见端倪。我们继续认为，未来数月市场将面临与关税相关的价格压力。

- 另外，鲍威尔的任期将于2026年5月到期，而联储局主席的换届过渡愈发成为关注焦点。普遍预期新届领导班子将持降息立场，导致市场预测货币政策将趋向宽松。这可能导致投资者追求更高的收益率，以补偿通胀和期限溢价风险。
- 财政方面，近期通过的《大而美法案》预计将使未来十年内的财政赤字增加约3.4万亿美元，进而推高债券发行量和期限溢价。关注重点已转向债务发行结构，目的是逐步降低未偿还债务的加权平均期限。我们认为，美国财政部未来可能更倾向于发行短期和中期美国国债。
- 我们维持对存续期的中性立场。我们对长期美国国债继续保持谨慎，但将密切关注美国财政部为降低期限溢价而采取的融资策略和补充杠杆率改革。

发达市场

- 美国与日本/欧盟达成贸易协议，为引发市场观望情绪的长期关税

变量忧虑降温，导致息差上月收窄。然而，通胀/财政担忧推高了美国国债收益率，拖累了整体回报。

- 在美国关税动向及联储局倚重数据作出决策的影响下，我们预计，短期内息差将在区间波动。然而，随着投资级和高收益债券息差回落至年初至今的窄幅水平，我们认为息差进一步收紧的空间不大。事实上，信贷息差目前已被市场完全消化，几乎未对可能出现的任何意外下行风险提供缓冲——我们预计关税政策的落地将推动通胀再次加速，且未来数月经济增速将放缓。
- 因此，我们仍建议谨慎持有发达市场信贷。我们认为，随着美国经济步入滞胀，额外的溢价需要得到反映。我们仍建议增持投资级债券(公用事业、制药、银行)中的防御性板块及高收益债券(BB级信贷)。
- 我们对发达市场投资级债券持中性立场，对发达市场高收益债券持减持立场。我们认为，近期强劲

表现过后，息差扩阔的风险提升。然而，经济增长前景仍然下行。

新兴市场公司债券

- 鉴于2025年存在广泛的变数和不确定性，我们对新兴市场信贷持中性立场。未来12个月，全球增长前景趋弱，汇率波动可能导致新兴市场息差扩阔，但有利的技术因素可能是重要的缓解因素。

亚洲

- 截至2025年7月25日，亚洲信贷月初迄今的总回报率为0.48%，主要推动因素为利差和息差收窄，但被美国国债收益率上升的负面影响部分抵销。年初至今的总回报率为4.4%，表现仍逊于其他新兴市场，但好于美国。
- 贸易协议和中国经济数据转好提振了市场情绪。截至7月底，越南、印度尼西亚、菲律宾和韩国等多个亚洲国家已与美国达成关税协议。尽管避免了最坏情况，但亚洲主要经济体对美出口产品

关税仍同比上涨，进而可能累及2025年下半年的经济增长。此外，贸易协议的细节仍未敲定，而其通过供应链传导的复合影响也尚不明朗。行业关税的发展同样值得密切关注。

- 中国2025年第二季GDP数据强劲，意味着当前的增长担忧已有所缓和。然而，国内需求与供应之间持续的结构性失衡，仍是决策者面临的重大挑战。一如预期，7月政治局会议并无推出额外的重大政策刺激措施。政策重点可能转向结构性再平衡，在供应侧更多讨论「反内卷」，而在需求侧则鼓励消费。挥之不去的房地产市场过剩问题仍令人担忧。虽然大规模的宽松政策似乎不太可能，但若销售持续疲弱，则不排除在2025年第四季推出新的温和政策支持。

新兴市场主权债券

- 硬货币新兴市场主权债券于7月回升1.2%，年初至今升幅为6.7%。市

场在消化4月美国加征关税及6月地缘政治头条新闻后，风险情绪回升，令本月高收益债券表现继续领先于投资级债券(分别为上升约1.7%与约0.7%)。本地货币主权债券每月录得亏损0.6%，其截至7月底的年初至今回报率为11.6%，依然保持坚挺。

- 硬货币主权债券受惠于7月息差进一步收窄，而当地货币债券回报则受美元强势拖累表现不济，继6月回报疲弱后，美元指数于7月累升约3.0%。年初至今，由于美元明显疲弱(年初至今下跌7.0%)，加上多个主要新兴市场国家(如印度、印度尼西亚、墨西哥、南非、土耳其)的新兴市场本地利率下跌，本地货币债券整体回报仍然强劲。新兴市场硬货币主权债券于年初至今的表现也持续领先同类企业债券，总回报率为6.9%，而企业债券则为5.0%。

外汇及商品

华素梅农

华侨银行董事总经理，投资策略，财富管理部(新加坡)

黄金先盘整再走高

「黄金在未来数月可能会继续盘整，在美国经济软着陆和滞胀两大相互冲突的经济预期之间徘徊。然而，就中期而言，我们继续看好黄金作为对冲通胀和美国财政可持续性担忧的工具，以及避险资金流入的受益对象。」

石油

- 鉴于俄罗斯因与乌克兰的战争而受到经济制裁，俄罗斯石油供应的风险近期成为焦点。欧盟已宣布针对俄罗斯的一篮子制裁措施，包括降低俄罗斯原油的价格上限(9月3日生效)，以及降低其他国家从俄罗斯石油进口成品油的价格上限(2026年3月左右生效)。
- 从另一方面看，石油输出国组织及其盟友的增产可以限制油价上涨的风险。8月3日，石油卡特尔宣布将其石油产量由之前的日均411,000桶进一步提高至日均547,000桶。由于市场对俄罗斯可能造成供应中断的忧虑升温，此为一系列加速增产行动中的最新措施，旨在夺回市场份额。
- 我们预期油价将会盘整，并维持对布兰特原油的12个月预测每桶65美元。

贵金属

- 尽管地缘政治风险在6月达到高峰，但黄金仍艰难创出新高。7月黄金再次冲高，但未能维持在每盎司3,400美元以上，原因是美国

总统特朗普重申并无计划解雇联储局主席鲍威尔后，市场对美国联储局独立性的担忧有所缓和。黄金在未来数月可能会继续盘整，在美国经济软着陆和滞胀两大相互冲突的经济预期之间徘徊。

- 美国软着陆是指良性通胀和稳定增长的情况。由于增长韧性使联储局对恢复降息保持耐心，黄金承压走低。这种情况往往有利于工业成分较强的贵金属，也鼓励资金从黄金转向白银。另一方面，美国滞胀是指通胀上升、增长放缓的情况。滞胀风险应有助于限制黄金的下行空间。目前，我们认为这两方面的风险仍保持平衡。然而，我们依然认为随着美国关税对经济增长的拖累不断增加，滞胀风险将随着时间的推移而占据主导地位。这最终会推动交易所买卖基金升高，同时推高金价上行。

货币

- 美元指数于7月收高，为2024年12月以来首度录得月度升幅。美国经济数据意外上扬，导致市场纷纷

猜测美国例外主义将卷土重来，同时市场在联储局7月政策会议后部分减弱了对联储局降息的预期。从货币角度来看，市场预期联储局主席鲍威尔将很快转向温和立场或作出降息暗示。然而，鲍威尔并未发出此类信号。美元空头过度拉伸，进一步平仓可能会使美元走强持续较长时间。由于美元呈多元化／重新配置的趋势及联储局可能展开降息周期成为焦点，我们认为，美元仍将在预测期间内下行。然而，2025年下半年，美元不太可能再次出现10%的跌幅。美元跌幅应趋于温和，因此我们认为美元下跌并非单向，未来可能会起伏不定。

- 7月，欧元兑美元继2025年上半年涨逾13%之后，录得六个月以来的首次月度跌幅。欧元兑美元下跌乃由于以下几个因素：(1)美元广泛自多个月的低位反弹；(2)部分欧洲央行官员对欧元升值幅度的评论(虽然此类官员仍对欧元的水平保持乐观)；(3)与美国的贸易协议有许多混淆不清之处。尽管美国与欧盟大致上同意对大部分欧

盟进口至美国的商品征收15%的关税，但对于15%的关税是否适用药品与金属，双方的意见却有分歧。目前药品关税的不确定性，引发了市场普遍对特定行业的关税产生疑问，特别是特朗普先前强调但尚未详细订明的药品和半导体领域。我们认为，欧元在大幅上涨后轻微滑落乃是健康修正。总体而言，我们仍看好欧元前景，原因如下：(1)欧洲央行的减息周期接近尾声；(2)德国和欧洲的支出提振经济增长，进而为欧元提供支撑；(3)中国经济增长出现暂时企稳迹象。人民币企稳或走强可为欧元带来正向外溢效应；(4)投资组合流动及储备多元化的迹象可能有利于欧元等替代性储备货币。

- 7月，美元兑日元的汇率走高。东京消费者价格指数数据意外上扬，

而朝日民调中日本内阁的支持率降至29%。政治不确定性(指首相石破茂的政治生涯和自民党领导层)、信贷评级疑虑(取决于日本的财政状况)及利差吸引力仍对美元兑日元起到支撑作用，而「抛售美元」的交易动力暂时退居次要位置。随着日本关税的不确定性消除，日后我们将继续关注美元兑日元的两大风险：(1)政治风险——如石破茂辞职，自民党面临领导层交接；(2)如日本的信贷评级出现任何变化(取决于日本的财政状况)。着眼大局，在政治／评级的不确定性消除后，我们预期美元兑日元将在某个时点走低。联储局与日本央行的政策分歧以及美元多元化的主题应仍会支持美元兑日元下行的大方向。

- 美元兑新加坡元汇率自于2025年上半年下跌逾6%之后，于7月录

得六个月以来的首次月度增幅。7月，新加坡金融管理局维持货币政策不变。其于7月30日发表的最新货币政策声明指出，其已制定适当政策，能够应对价格稳定的中期风险。我们认为，如增长—通胀走向程度不如预期，则仍可能实施宽松货币政策，但不必急于放宽或过早行动。随着新资料陆续公布，虽然关税发展态势持续发生变化，目前的最佳选择仍是持仓观望。新加坡元名义有效汇率指数仍大致维持在1.90%左右，高于我们的模型预示中值。我们预期新元名义有效汇率将维持在区间上限附近，但这也意味着新加坡元兑一篮子的升值空间有限。鉴于美元兑新加坡元与美元指数显著相关，美元兑新加坡元将恢复追踪美元。

免责声明：

「全球前景」、「香港/中国市场前景」及「股市」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。「债券」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(「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、分发或传送予任何其他人士，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。