

華僑銀行
宏富理財



交易的藝術

滯脹風險



經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

8/2025號

心所向，
行致遠

今期內容

P 03-05	全球前景 滯脹風險
P 06-07	股市 增持股票
P 08	香港／中國市場前景 刺激措施加碼的迫切性下降
P 09-10	債券 對存續期持中性立場
P 11-12	外匯及商品 黃金先整固再走高

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、華僑銀行投資研究部、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。



交易的藝術

進入8月，全球經濟不確定性加劇，為2025年餘下時間增添變數。特朗普政府公佈的新「對等關稅」普遍高於4月以來10%的基準關稅，美國整體實際關稅稅率估計已升至18.3%(耶魯預算實驗室數據)。中國關稅稅率仍為30%，但墨西哥和加拿大的最高關稅稅率已分別上升至25%和35%，而印度、台灣以及瑞士的稅率則分別為25%、20%及39%。加徵關稅令美國通脹形勢越發不確定，且進一步削弱已經出現停滯跡象的美國就業市場。7月非農就業人數為7.3萬，低於市場普遍預期的10.4萬。此外，5月和6月的數據均大幅下調25.8萬，表明與前六個月超過10萬的月度水平相比，就業規模呈現明顯下降趨勢。滯脹風險和財政可持續性擔憂令美元前景承壓，並推動美國國債收益曲線繼續走峭，而曲線近端受聯儲局降息預期和遠端波動的影響。聯儲局主席鮑威爾下台的風險亦有加劇市場不確定性。

此前風險資產於7月表現強勁，標普500指數創下新高，信貸息差收窄，IPO交易活躍及美元溫和升值。特朗普政府的《大而美法案》獲得通過，其中廢除了懲罰性的第899條款，加大了2016年以來稅收減免政策的力度，同時推出新的減稅措施。白宮將與主要貿易夥伴的關稅和貿易協議暫緩期限延長一個月，全球股市得以喘息片刻。

中國經濟年初至今韌性十足，2025年前兩季錄得按季增長。歐元區增長維持穩定，而美國第二季增長出現反彈，失業率自今年年初以來總體平穩。風險資產很可能在短期內繼續得到支撐，但最新的貿易協定顯示，美國實際關稅稅率大幅上升，可能會令全球經濟的供給側遭受嚴重衝擊。分散投資、投資組合對沖以及注重選股質素，將有助於支撐投資組合抵禦金融市場的新一輪波動。

我們對戰術性資產配置維持風險偏好立場。由於歐洲及亞洲(日本除外)地區的政策支持前景較好、估值不高且盈利前景改善，我們對該等地區股票持增持立場，並對股票保持整體增持立場。固定收益方面，我們對高收益及新興市場主權債券持減持立場，並對存續期風險保持謹慎態度，因為我們預計未來美國長期國債收益率將繼續波動。我們繼續看好黃金，因為黃金受惠於避險資金的流入，可有效對沖通脹重燃的風險以及就美國財政可持續性的擔憂。



全球前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

滯脹風險

「2024年全球經濟增長率錄得3.3%的強勢數據，但我們預測今年和明年全球經濟增長率將跌破3.0%。美國GDP增長率在去年強勢增長2.8%之後很可能會接近減半，而中國的GDP增長率在2025年預計將從去年的5.0%放緩至4.6%。」

- 我們認為，2025年餘下時間面臨四項威脅。
- 首先，貿易戰對所有進口商品徵收高額關稅造成供應衝擊，必將導致美國陷入滯脹，同時因對美國出口下降的需求衝擊而抑制全球其他地區的增長。我們預測，繼2024年全球經濟增長率錄得3.3%的強勢數據後，今年和明年全球經濟增長率將跌破3.0%。美國GDP增長率在去年強勢增長2.8%之後很可能會接近減半，而中國的GDP增長率在2025年預計將從去年的5.0%放緩至4.6%。
- 第二，美國關稅可能令通脹高於聯儲局2%的目標，導致恢復降息延遲。我們預計，聯儲局今年只會對4.25-4.50%的聯邦基金利率作出一度下調。我們還認為，歐洲央行不會再將其存款利率下調到低於2.00%的水平。
- 第三，對主要經濟體公共債務增長的擔憂可能會導致政府債券收益率持續波動。特朗普政府的《大而美法案》將導致美國預算赤字高達GDP的6-7%，加之英國財政前景堪憂，日本新首相可能減

稅，都將對長期債券收益率構成上行壓力。

- 最後，聯儲局主席鮑威爾在2026年被更順從繼任者取代的風險，將導致美元持續疲軟，以及催生對黃金等避險資產的強勁需求。
- 因此，我們認為經濟前景提醒投資者仍需要對沖新一輪波動的風險。

美國－聯儲局仍不願恢復降息

- 聯儲局7月第五次會議決定繼續將聯邦基金利率維持在4.25-4.50%，原因是當局官員對美國關稅高企是否會導致通脹高於其2%的目標持觀望態度。
- 聯儲局理事沃勒和鮑曼投票贊成將利率降低25個基點，二人均為鮑威爾於2026年5月聯儲局主席任期屆滿時的繼任候選人，此乃自1993年以來首次出現聯儲局七個理事中的兩位在聯邦公開市場委員會上發表不同意見。但總體而言，此次會議符合我們的觀點，即聯儲局今年將僅降息一次，而通脹率仍將維持在2%以上。
- 首先，儘管白宮施加強大壓力，

但聯邦公開市場委員會仍然堅持認為經濟狀況目前不需要降息，並指出：「失業率仍然處於低位，就業市場狀況依然穩健。通脹率仍然處於較高水平。」

- 其次，鮑威爾表示利率目前並未抑制經濟增長：「限制性政策目前並未不當地抑制經濟表現。」
- 第三，聯儲局主席警告稱，關稅可能會產生更長期的影響，因此需要維持利率高企：「通脹效應亦可能更加持久，此風險有待評估和管理。」
- 最後，鮑威爾並沒有暗示聯儲局將在下次會議上開始降息：「未來幾個月我們將得到大量數據，有助於我們評估風險平衡和適當設定聯邦基金利率。我們尚未就九月作出任何決定。」
- 在9月16日至17日的聯邦公開市場委員會會議召開之前，仍有兩份美國通脹報告和一份就業報告待出爐。除非失業率大幅躍升至4%以上，否則我們認為聯儲局將維持利率不變，直到關稅推動的通脹見頂。
- 因此，我們預計聯儲局直到今年

年底之前方會首次降息。新冠疫情已過去超過三年，但美國整體通脹率和核心通脹率仍高於聯儲局2%的目標。

中國 – 上調增長預測，但風險猶存

- 截至2025年上半年，儘管美國大幅提高中國出口產品的關稅，但中國經濟增長仍出乎意料地保持韌性。由於出口商爭相規避美國關稅上調的影響，中國GDP在2025年第一季同比增長5.4%，第二季度同比增長5.2%，高於2024年5.0%的年增長率。
- 全國人民代表大會在3月同意將中央政府2025年的預算赤字目標從GDP的3%提高到4%，這一罕見舉措旨在為更大規模的基礎設施支出和消費補貼注入資金，從而為經濟增長提供更多支持。此外，中國人民銀行於5月宣布了自去年9月以來的首次降息，將7天期逆回購利率下調10個基點至1.40%。
- 然而，由於美國關稅打壓出口、通脹維持低位、房地產市場依然疲軟以及消費者態度謹慎，我們預計2025年下半年的增長率將放

緩至4.0%。

- 政府新實施的「反內卷」運動旨在減少太陽能 and 電動車等重點產業的過剩產能，此舉有助於逐步實現經濟供需平衡。不過考慮到2025年上半年更強勁的增長勢頭，同期進一步實施財政刺激的可能性因此下降。有鑒於此，我們將2025年GDP增長預測從4.2%上調至4.6%，但仍認為需要採取進一步措施來刺激消費和房地產，以緩解中國經濟的通縮壓力。

歐洲 – 得以避免與美國的全面貿易戰

- 今年歐元區和英國的歐洲增長率預計將維持在1%左右的低位水平，但隨著歐盟和英國與美國簽署貿易協議，2025年剩餘時間以及2026年的經濟前景風險已顯著降低。
- 利率方面，我們認為，更穩定的增長前景以及通脹穩定在2%左右的可能性，將使歐洲央行停止進一步實施寬鬆貨幣政策。
- 歐洲央行於7月維持存款利率在2.00%不變，此乃自去年利率由4.00%利率開始連續下調以來，年內首次按兵不動。鑒於歐盟對美

出口的不確定性降低，減少了透過進一步貨幣寬鬆支持經濟增長的必要，因此我們認為歐洲央行目前不會再降息。

- 相較之下，我們認為，隨著英國就業市場放緩，英國央行將繼續每季逐步降息。於過去四個季度內，英國央行已將其銀行利率從5.25%下調至4.25%，而我們預計今年仍將兩度調降25個基點至3.75%。

日本 – 與美國的貿易協定落地，政治風險降低令前景得到改善

- 與歐洲一樣，日美貿易協定降低了不確定性，改善了經濟前景。儘管企業對美出口要面臨15%的關稅，但該協議終結了數月來圍繞關稅將提高至何種水平的不確定性。同時，執政的自民黨在7月參議院選舉的失利程度低於預期，使得政府得以繼續鞏固日本高額公債。
- 我們認為，日本貿易和財政前景的不確定性下降，令日本央行能夠恢復逐步加息。我們預期日本央行將在年底前再次將隔夜利率調高25個基點，從0.50%上調至0.75%，為疲軟的日元提供支撐。

全球增長前景

%	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
發達市場	2.9	1.7	1.8	1.4	1.4
美國	2.5	2.9	2.8	1.6	1.6
歐元區	3.6	0.7	0.9	1.1	1.2
英國	4.8	0.4	1.1	1.1	1.2
日本	0.9	1.4	0.2	0.6	0.8
亞洲四小龍	2.4	1.5	3.3	2.4	2.2
新興市場	4.0	4.6	4.3	4.0	3.9
中國	3.1	5.4	5.0	4.6	4.0
印度	7.0	8.8	6.7	6.2	6.3
亞洲四小虎	4.4	4.3	4.7	4.3	4.4
全球	3.5	3.4	3.3	2.9	2.9

「亞洲四小龍」，即香港、新加坡、南韓及台灣。

「亞洲四小虎」，即印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。

資料來源：新加坡銀行

利率預測

%	3個月	6個月	12個月
美國利率預測			
聯邦基金利率	4.00-4.25	4.00-4.25	4.00-4.25
2年期美國國債	3.50	4.00	4.50
5年期美國國債	3.65	4.25	4.75
10年期美國國債	4.00	4.50	5.00
30年期美國國債	4.40	5.00	5.50
美國SOFR掉期利率預測			
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

資料來源：新加坡銀行

股市

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

增持股票

「較長期來看，考慮到其風險回報更為可觀，我們繼續增持亞洲(日本除外)及歐洲股票。我們繼續在行業策略中偏好將優質增長股與防禦股相結合。」

- 在經歷了「解放日」關稅恐慌引起的V型反彈後，美國和亞洲(日本除外)股市繼續收復失地，尤其是日本股市，目前的交易水平遠高於年初。截至本文撰寫之時，美國與其他國家之間的貿易協定正陸續公布。儘管最終的關稅稅率低於先前的水平，但美國和國際公司仍將面臨利潤受壓和需求放緩等組合因素帶來的重大阻力。在日本和歐洲等美國以外發達市場，與嚴重依賴出口或全球供應鏈的公司相比，主要經營國內市場的公司更有能力應對這些挑戰。歐洲的國內導向公司也更有望受益於未來增加財政支出帶來的正向外溢效應。
- 考慮到其風險回報更為可觀，我們繼續增持亞洲(日本除外)及歐洲股票。美元走勢也是影響美國以外股市相對表現的一個重大因素，我們預期美元在較長時間內將繼續走弱。

美國 – 向促進增長的政策和貿易協定過渡

- 受貿易協定和促進增長政策的樂觀情緒推動，標普500指數創下歷

史新高，而失業率等硬指標亦持續保持強勁。對日本和歐洲實施的關稅稅率定為15%，其中包括汽車業關稅，表明232條款關稅可以透過雙邊談判協商調整。儘管特朗普威脅在8月1日截止日期之後對其他國家徵收至少15%的對等關稅，高於常規的10%，但投資者大多忽略了此類略帶負面的消息。

- 隨著美國中期選舉臨近，包含減稅和投資激勵措施的《大而美法案》通過表明特朗普政府將工作重點轉向其政治議程中的促增長要素。儘管如此，該法案仍對清潔能源和醫療保健產業構成若干阻力。財政可持續性方面的擔憂將繼續拖累美元前景，並部分支撐盈利，然而長期收益率上漲則會抵銷這類影響。

歐洲 – 佈局還需謹慎

- 歐洲和美國已達成貿易協定，對大多數歐盟出口產品徵收15%的關稅，亦附加了在美國進行投資和購買美國能源等其他條件。雖然該協定降低了不確定性和升級風險，但亦為本已顯著惡化的歐洲企業對美出口狀況火上澆油，並

可能導致商品／出口商和國內／服務提供者的股價表現進一步分化。

- 另一方面，歐洲財政環境有利，而歐洲央行很可能在2025年剩餘時間內將存款利率維持在2%。股票估值亦保持低位。市場對美國經濟政策可預測性的看法轉變，激發投資者針對美國資產分散投資的意願。如果此趨勢持續，歐洲股市將成為長期受益者之一。我們繼續增持歐洲股票。我們認為，國防、基建和能源效率／轉型等制度變革的受益者將迎來積極的結構性利好，而專注於國內市場的公司則有望從財政支出增長的積極溢出效應中受益。

日本 – 美日貿易協定的提振作用蓋過了參議院選舉後的擔憂

- 達成好於預期的美日貿易協定後，以美元計價的MSCI日本指數創下新高，而以日元計價的指數則在先前高點附近徘徊。美國將對日本的關稅稅率從25%降至15%，其中包括對汽車徵收的行業關稅，此舉實際上令日本汽車製造商獲得了相對於全球同行的

優勢，令市場感到意外。同時，日本自民黨遭遇歷史性選舉挫折，其執政聯盟失去參議院多數席位，此乃該黨成立以來首次在參眾兩院都失去多數席位。我們認為存在風險，執政聯盟可能需要與反對黨合作並採取其提出的擴張性財政政策，例如降低消費稅、增加社會安全保障。

- 在工資再膨脹、財政走向和美國《大而美法案》可能加速近期人工智能資本支出的背景下，我們維持對日本股票的中性立場，並更看好面向國內市場的產業和人工智慧供應鏈企業。銀行亦可能受益於財務擔憂帶來的收益率曲線趨陡。

亞洲(日本除外) – 在不確定性中保持穩固勢頭

- MSCI亞洲(日本除外)指數在7月錄得連續第四個月上升。上升在一定程度上得益於新貿易協定加快落地，其中對美國出口的關稅稅率大多低於4月2日「解放日」期間宣布的稅率。其中一個例外是菲律賓，該國關稅稅率為19%，高於4月設定的17%。然而，我們認為重新談判的可能性仍然存在。敲定貿易協定將為亞洲出口商建立更堅實的企業規劃基礎和市場指引。
- 我們在該地區內更青睞在相對較

面向國內的經濟體中經營的公司。我們重申對中國、香港、新加坡及菲律賓的增持立場。儘管對菲律賓徵收的關稅利空投資，但我們注意到MSCI菲律賓指數對美國的銷售規模較低，而通脹下降、預期政策利率下調以及比索升值將支持國內消費。

- 主題方面，資本市場和企業改革是關注的焦點。我們相信，新加坡股市將因政府的多項舉措而煥發活力。

全球行業 – 工業領漲，醫療保健落後

- 自5月以來，美國和歐洲的週期性股票表現均優於防禦性股票，此情況不僅屬於從1月至4月早前下跌中恢復，同時亦部分得益於特定行業因素，例如工業板塊下的航空航天與國防類股票上漲、材料板塊復甦，以及更具防禦性的醫療保健板塊面臨挑戰。

週期性股票於美國和歐洲股市表現優異…

- 自5月以來，美國和歐洲的週期性股票表現均優於防禦性股票，此情況不僅屬於從1月至4月早前下跌中恢復，同時亦部分得益於特定行業因素，例如工業板塊下的航空航天與國防類股票上漲、材料板塊復甦，以及更具防禦性的醫

療保健板塊面臨挑戰。

…而歐洲小型股則備受關注

- 歐洲方面，小型股的表現自今年3月以來優於大盤股，但在美國，由於大盤股在3月至5月期間表現優異，此趨勢並不顯著。導致這種差異的原因包括：(i)財政支出預期增長將有利更加面向國內的公司，而這類公司往往規模較小；(ii)美國大盤股往往是業務更加多元化的跨國公司，而且在之前地緣政治緊張局勢和不確定性加劇時期，投資者可能更青睞相對穩定的大盤股。在美國以外的發達市場，我們預計商品／出口商和國內／服務供應商的股價表現將進一步分化。

美國科技股財報表現截至目前好壞參半

- 截至目前，美國財報季的科技股表現好壞參半。雲運算和人工智能繼續利好好積電和Alphabet等幾家大型科技公司，而模擬／工業芯片廠商似乎正面臨著投資者預期過高以及與關稅相關的不確定性。在中國，反對過度競爭的「反內卷」運動可能對電商和外賣平台帶來淨利好，而恢復對華出口人工智能芯片，對人工智能巨頭來說亦應是利好。

香港／中國市場前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

刺激措施加碼的迫切性下降

「由於刺激措施有限，加上2025年第二季財報季可能表現平淡，股市短期內或將維持區間波動。」

- 香港及中國股市上月上漲5.5-7.4%，以美元計跑贏區域大盤2-4個基點。中美地緣政治緊張局勢緩和、H20芯片恢復對華出口、貿易休戰協議於8月到期後有望延長、應對「反內卷」的後續政策出台，以及香港資本市場的回暖，共同支撐了股市的出色表現。
- 鑑於2025年上半年GDP表現穩健，且貿易休戰期預計將延長，7月政治局會議傳遞的訊號是刺激措施加碼的迫切性有所緩解，重點將放在加快落實現有措施。「反內卷」亦是一項重要主題。
- 我們仍然看好香港及中國股市，並將基準／牛市／熊市情境下的恒生指數目標分別調整為27,500點／29,400點／22,500點。儘管近期有所修正，中國離岸股票的預測市盈率僅為11.4倍，相比MSCI新興市場指數的估值折讓幅度仍在8-9%。
- 由於刺激措施有限，加上2025年第二季財報季可能表現平淡，股市短期內或將維持區間波動。外賣和即時零售行業的激烈競爭引發了這一高指數權重行業的盈利下調。互聯網和平台行業補貼戰叫停的任何跡象、中美最終達成貿易協定、「反內卷」政策的進一步出台以及持續的南向資金流入，都將為2025年下半年的市場表現提供支撐。



債券

華素梅農

華僑銀行董事總經理，投資策略，財富管理部(新加坡)

對存續期持中性立場

「固定收益方面，因預期長期美國國債收益率將升至5%，我們仍對存續期持中性立場。發達市場固定收益方面，我們對投資級債券持中性立場，對高收益債券持減持立場；新興市場固定收益方面，我們對企業債券持中性立場，對主權債券持減持立場。」

- 因宏觀經濟環境韌性十足，加上一連串經紀交易推動市場強勁反彈，信貸息差持續收緊。儘管利率上升，但回報率仍為正向。鑒於市場已消化大部分風險溢價，而發達市場及新興市場幾乎無法緩衝意外的下行風險，我們繼續維持對這些市場的防禦性立場。我們仍對存續期持中性立場。

利率及美國國債

- 最近數週，推動美國通脹的因素包括貿易戰再升級、市場擔憂聯儲局獨立性削弱以及對美國財政走向的憂慮。損益平衡息差曲線全面擴闊，尤其是前端和中端部分。同時，在通脹上升和期限溢價的推動下，長期(30年期)名義美國國債信貸息差仍然高企。
- 聯儲局主席鮑威爾強調了關稅帶來的滯脹風險，有可能會推高通脹及拖累經濟增長。6月的消費價格指數與預期相符，但關稅效應向商品價格的傳導已初見端倪。我們繼續認為，未來數月市場將面臨與關稅相關的價格壓力。

- 另外，鮑威爾的任期將於2026年5月到期，而聯儲局主席的換屆過渡愈發成為關注焦點。普遍預期新屆領導班子將持降息立場，導致市場預測貨幣政策將趨向寬鬆。這可能導致投資者追求更高的收益率，以補償通脹和期限溢價風險。
- 財政方面，近期通過的《大而美法案》預計將使未來十年內的財政赤字增加約3.4萬億美元，進而推高債券發行量和期限溢價。關注重點已轉向債務發行結構，目的是逐步降低未償還債務的加權平均期限。我們認為，美國財政部未來可能更傾向於發行短期和中期美國國債。
- 我們維持對存續期的中性立場。我們對長期美國國債繼續保持謹慎，但將密切關注美國財政部為降低期限溢價而採取的融資策略和補充槓桿率改革。

發達市場

- 美國與日本／歐盟達成貿易協定，為引發市場觀望情緒的長期

關稅變數憂慮降溫，導致息差上月收窄。然而，通脹／財政擔憂推高了美國國債收益率，拖累了整體回報。

- 在美國關稅動向及聯儲局倚重數據作出決策的影響下，我們預計，短期內息差將在區間波動。然而，隨著投資級和高收益債券息差回落至年初至今的窄幅水平，我們認為息差進一步收緊的空間不大。事實上，信貸息差目前已被市場完全消化，幾乎未對可能出現的任何意外下行風險提供緩衝——我們預計關稅政策的落地將推動通脹再次加速，且未來數月經濟增速將放緩。
- 因此，我們仍建議謹慎持有發達市場信貸。我們認為，隨著美國經濟步入滯脹，額外的溢價需要得到反映。我們仍建議增持投資級債券(公用事業、製藥、銀行)中的防禦性板塊及高收益債券(BB級信貸)。
- 我們對發達市場投資級債券持中性立場，對發達市場高收益債券持減持立場。我們認為，近期強

勁表現過後，息差擴闊的風險提升。然而，經濟增長前景仍然下行。

新興市場公司債券

- 鑒於2025年存在廣泛的變數和不確定性，我們對新興市場信貸持中性立場。未來12個月，全球增長前景趨弱，匯率波動可能導致新興市場息差擴闊，但有利的技術因素可能是重要的緩解因素。

亞洲

- 截至2025年7月25日，亞洲信貸月初迄今的總回報率為0.48%，主要推動因素為利差和息差收窄，但被美國國債收益率上升的負面影響部分抵銷。年初至今的總回報率為4.4%，表現仍遜於其他新興市場，但好於美國。
- 貿易協定和中國經濟數據轉好提振了市場情緒。截至7月底，越南、印尼、菲律賓和南韓等多個亞洲國家已與美國達成關稅協定。儘管避免了最壞情況，但亞

洲主要經濟體對美出口產品關稅仍同比上漲，進而可能累及2025年下半年的經濟增長。此外，貿易協定的細節仍未敲定，而其透過供應鏈傳導的複合影響亦尚不明朗。行業關稅的發展同樣值得密切關注。

- 中國2025年第二季GDP數據強勁，意味著當前的增長擔憂已有所緩和。然而，國內需求與供應之間持續的結構性失衡，仍是決策者面臨的重大挑戰。一如預期，7月政治局會議並無推出額外的重大政策刺激措施。政策重點可能轉向結構性再平衡，在供應側更多討論「反內卷」，而在需求側則鼓勵消費。揮之不去的房地產市場過剩問題仍令人擔憂。雖然大規模的寬鬆政策似乎不太可能，但若銷售持續疲弱，則不排除在2025年第四季推出新的溫和政策支持。

新興市場主權債券

- 硬貨幣新興市場主權債券於7月回

升1.2%，年初至今升幅為6.7%。市場在消化4月美國加徵關稅及6月地緣政治頭條新聞後，風險情緒回升，令本月高收益債券表現繼續領先於投資級債券(分別為上升約1.7%與約0.7%)。本地貨幣主權債券每月錄得虧損0.6%，其截至7月底的年初至今回報率為11.6%，依然保持堅挺。

- 硬貨幣主權債券受惠於7月息差進一步收窄，而當地貨幣債券回報則受美元強勢拖累表現不濟，繼6月回報疲弱後，美元指數於7月累升約3.0%。年初至今，由於美元明顯疲弱(年初至今下跌7.0%)，加上多個主要新興市場國家(如印度、印尼、墨西哥、南非、土耳其)的新興市場本地利率下跌，本地貨幣債券整體回報仍然強勁。新興市場硬貨幣主權債券於年初至今的表現亦持續領先同類企業債券，總回報率為6.9%，而企業債券則為5.0%。

外匯及商品

華素梅農

華僑銀行董事總經理，投資策略，財富管理部(新加坡)

黃金先整固再走高

「黃金在未來數月可能會繼續整固，在美國經濟軟著陸和滯脹兩大相互衝突的經濟預期之間徘徊。然而，就中期而言，我們繼續看好黃金作為對沖通脹和美國財政可持續性擔憂的工具，以及避險資金流入的受益對象。」

石油

- 鑑於俄羅斯因與烏克蘭的戰爭而受到經濟制裁，俄羅斯石油供應的風險近期成為焦點。歐盟已宣布針對俄羅斯的一籃子制裁措施，包括降低俄羅斯原油的價格上限(9月3日生效)，以及降低其他國家從俄羅斯石油進口成品油的價格上限(2026年3月左右生效)。
- 從另一方面看，石油輸出國組織及其盟友的增產可以限制油價上漲的風險。8月3日，石油卡特爾宣布將其石油產量由之前的日均411,000桶進一步提高至日均547,000桶。由於市場對俄羅斯可能造成供應中斷的憂慮升溫，此為一系列加速增產行動中的最新措施，旨在奪回市場份額。
- 我們預期油價將會盤整，並維持對布蘭特原油的12個月預測每桶65美元。

貴金屬

- 儘管地緣政治風險在6月達到高峰，但黃金仍艱難創出新高。7月黃金再次衝高，但未能維持在每盎司3,400美元以上，原因是美國

總統特朗普重申並無計劃解雇聯儲局主席鮑威爾後，市場對美國聯儲局獨立性的擔憂有所緩和。黃金在未來數月可能會繼續整固，在美國經濟軟著陸和滯脹兩大相互衝突的經濟預期之間徘徊。

- 美國軟著陸是指良性通脹和穩定增長的情況。由於增長韌性使聯儲局對恢復降息保持耐心，黃金承壓走低。這種情況往往有利於工業成分較強的貴金屬，亦鼓勵資金從黃金轉向白銀。另一方面，美國滯脹是指通脹上升、增長放緩的情況。滯脹風險應有助於限制黃金的下行空間。目前，我們認為這兩方面的風險仍保持平衡。然而，我們依然認為隨著美國關稅對經濟增長的拖累不斷增加，滯脹風險將隨著時間的推移而佔據主導地位。這最終會推動交易所買賣基金升高，同時推高金價上行。

貨幣

- 美元指數於7月收高，為2024年12月以來首度錄得月度升幅。美國經濟數據意外上揚，導致市場

紛紛猜測美國例外主義將捲土重來，同時市場在聯儲局7月政策會議後部分減弱了對聯儲局降息的預期。從貨幣角度來看，市場預期聯儲局主席鮑威爾將很快轉向溫和立場或作出降息暗示。然而，鮑威爾並未發出此類信號。美元空頭過度拉伸，進一步平倉可能會使美元走強持續較長時間。由於美元呈多元化／重新配置的趨勢及聯儲局可能展開降息週期成為焦點，我們認為，美元仍將在預測期間內下行。然而，2025年下半年，美元不太可能再次出現10%的跌幅。美元跌幅應趨於溫和，因此我們認為美元下跌並非單向，未來可能會起伏不定。

- 7月，歐元兌美元繼2025年上半年漲逾13%之後，錄得六個月以來的首次月度跌幅。歐元兌美元下跌乃由於以下幾個因素：(1)美元廣泛自多個月的低位反彈；(2)部分歐洲央行官員對歐元升值幅度的評論(雖然此類官員仍對歐元的水平保持樂觀)；(3)與美國的貿易協議有許多混淆不清之處。儘管美國與歐盟大致上同意對大部分歐

盟進口至美國的商品徵收15%的關稅，但對於15%的關稅是否適用藥品與金屬，雙方的意見卻有分歧。目前藥品關稅的不確定性，引發了市場普遍對特定行業的關稅產生疑問，特別是特朗普先前強調但尚未詳細訂明的藥品和半導體領域。我們認為，歐元在大幅上漲後輕微滑落乃是健康修正。總體而言，我們仍看好歐元前景，原因如下：(1)歐洲央行的減息週期接近尾聲；(2)德國和歐洲的支出提振經濟增長，進而為歐元提供支撐；(3)中國經濟增長出現暫時企穩跡象。人民幣企穩或走強可為歐元帶來正向外溢效應；(4)投資組合流動及儲備多元化的跡象可能有利於歐元等替代性儲備貨幣。

- 7月，美元兌日元的匯率走高。東京消費者價格指數數據意外上

揚，而朝日民調中日本內閣的支持率降至29%。政治不確定性(指首相石破茂的政治生涯和自民黨領導層)、信貸評級疑慮(取決於日本的財政狀況)及利差吸引力仍對美元兌日元起到支撐作用，而「拋售美元」的交易動力暫時退居次要位置。隨著日本關稅的不確定性消除，日後我們將繼續關注美元兌日元的兩大風險：(1)政治風險 — 如石破茂辭職，自民黨面臨領導層交接；(2)如日本的信貸評級出現任何變化(取決於日本的財政狀況)。著眼大局，在政治／評級的不確定性消除後，我們預期美元兌日元將在某個時點走低。聯儲局與日本央行的政策分歧以及美元多元化的主題應仍會支持美元兌日元下行的大方向。

- 美元兌新加坡元匯率自於2025年上半年下跌逾6%之後，於7月錄

得六個月以來的首次月度增幅。7月，新加坡金融管理局維持貨幣政策不變。其於7月30日發表的最新貨幣政策聲明指出，其已制定適當政策，能夠應對價格穩定的中期風險。我們認為，如增長—通脹走向程度不如預期，則仍可能實施寬鬆貨幣政策，但不必急於放寬或過早行動。隨著新資料陸續公布，雖然關稅發展態勢持續發生變化，目前的最佳選擇仍是持倉觀望。新加坡元名義有效匯率指數仍大致維持在1.90%左右，高於我們的模型預示中值。我們預期新元名義有效匯率將維持在區間上限附近，但這亦意味著新加坡元兌一籃子的升值空間有限。鑒於美元兌新加坡元與美元指數顯著相關，美元兌新加坡元將恢復追蹤美元。

免責聲明：

「全球前景」、「香港/中國市場前景」及「股市」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。「債券」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(「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。