

华侨银行
宏富理财



坚守投资，稳中求胜

2026年经济前景稳健



经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

12/2025及1/2026号

心所向，
行致远

今期內容

- P 03-05 全球前景
2026年经济前景稳健
- P 07-08 股市
看好2026年股市
- P 09 香港／中国市场前景
利好因素犹存
- P 10-11 债券
2026年看好优质资产
- P 12-14 外汇及商品
黄金中期前景依然乐观

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。



坚守投资，稳中求胜

纵观2025年，「特朗普2.0」政府上台，政策全面改革，全球贸易摩擦再升级。尽管全球贸易、美国政策惯例以及地缘政治屡次冲击市场情绪，风险资产业绩依然表现亮眼，符合我们预期：经济增长基本面稳健、政策支出的支持，以及聚焦人工智能AI等中长期趋势，终将战胜短期市场波动与时事纷扰。2025年，黄金与美股均创下历史新高，美国以外股市同样涨幅可观。各大市场估值随之整体抬升，为2026年奠定了更高起点。

展望明年，我们仍看好风险资产。我们的基准情境预测认为，各大经济体未来的经济增长前景整体向好。美国经济一直展现出韧性，而我们亦密切关注劳工市场的潜在放缓趋势。2026年欧洲及部分亚洲经济体预计将呈现周期性经济回暖。企业资产负债表总体依然健康，但随着信贷周期步入后期，部分细分领域的信贷风险恐上升。在科技变革和融资环境稳中趋松的驱动下，私营部门投资将持续发力，推动经济稳步扩张。当前市场动荡的源头之一是货币政策，尤以美国政策为首。鉴于通胀走势、关税政策与就业前景错综复杂，市场对2026年的货币政策放宽路径依然高度敏感。这虽可能引发阶段性波动，但对持仓布局合理的投资者而言无碍大局。

我们维持整体承险立场，主要表现为整体「增持」股票。固定收益方面，由于粘性通胀风险以及美国财政问题，预计长期美国国债孳息率仍将高企，因此，我们对成熟市场高收益债券和新兴市场主权债券持「减持」立场，并维持对存续期的「中性」立场。在目前这一信贷周期后期阶段，我们更看好投资级别债券和部分优质高收益债券等素质更高的信贷资产。我们继续看好黄金作为对冲全球财政可持续性问题避险工具，且有望从避险资金流入中受益。



全球前景

SELENA LING

华侨银行全球市场研究及战略总经理

2026年经济前景稳健

「我们预计美国经济在2025年及2026年将维持约2%稳定的按年增长步伐，表现优于大部分成熟市场国家。」

- 10月30日，中美两国元首在南韩会晤后达成贸易休战协议。根据该协议，就中国商品征收的“芬太尼相关关税”将从原来的20%减半，即降至10%，而对美国商品加征的24%对等关税将继续暂停一年。尽管面临挑战，现行10%的基础关税将继续生效，加上其他附加关税后，2025年的整体税率约为20%，此税率水平与大多数亚洲国家大致相同。美国亦将暂停向持股超过50%的关联企业实施出口管制“穿透性规则”一年，以及暂停对华海事、物流及造船业301调查措施。对此，中国将根据情况调整或暂停相关的反制措施。
- 整体而言，我们认为这一建设性休战有助减少不确定性，并稳定全球经济前景。
- 展望未来，2026年的前景取决于三大变数：美国联储局减息周期的深度、中美贸易紧张局势与关税的走向，以及全球政治事件(尤其是美国中期选举及欧洲领导层是否变动)是否会推动社会稳定或进一步分裂。
- 2026年，世界既不会陷入危机，也不会迎来新的繁荣起点，而是处于经济体制转型阶段，增速放

缓、格局分化但总体稳定。

- 我们预计美国经济增长可能放缓但更趋稳定，中国经济呈结构性减速，欧洲面临竞争力挑战，东盟则日益融入全球价值链。
- 政策环境将更具可预测性(各央行正进入一个温和减息周期)，地缘政治形势仍然充满变数。贸易紧张局势、政治选举及财政可持续性将继续拖累市场。最终，2026年将考验全球经济能否适应这个新的稳定状态——经济增长温和、通胀处于可控范围，及风险更多来自政治领域而非宏观经济因素。尽管整体形势预期保持稳定，但并不排除在特定领域或时间点会出现变动或不稳定因素。不过，市场仍面临诸多盲点，投资者需要保持谦逊与警惕。

美国

- 消费支出虽是核心增长支柱，但K型增长(经济中不同领域呈现出截然不同发展走势的经济趋势)与人工智能AI热潮的结合，正加剧收入不平等，使政策制定更为复杂。尽管如此，人工智能AI驱动的生产力提升，加上将于2026年生效的《大而美法案》提供的财

政支持，应为中期增长提供支撑。

美国对贸易的依赖度在G10经济体中相对较低，这使其更能抵御全球贸易摩擦升温的冲击。我们预计美国经济在2025年及2026年将维持约2%稳定的按年增长步伐，表现优于大部分成熟市场国家。我们预计2026年整体消费者物价指数(CPI)通胀率徘徊在按年3%左右，反映服务业的物价上涨压力持续，及核心商品通胀正常化进程缓慢。

- 联储局在10月的会议上如期将联邦基金利率目标区间下调了25个基点，至3.75%-4.00%。我们的基本预测仍然是12月联邦基金利率再下调25个基点，及2026年第一季度再下调25个基点。基本预测面临的风险是，12月预期减息可能推迟至2026年。此后，若要进一步减息，通胀率或须接近联储局设定的2%目标。市场目前预期联储局于2026年会减息超过一次，我们认为这一预期仍偏鸽派。
- 受联储局利率政策不确定性影响，美国国债收益率于最近数周剧烈波动。基于2.3%至2.4%的盈亏平衡通胀率和1.7%至1.8%的实际收益率区的预测，我们认为10年期美

国国债收益率的合理区间为4%至4.2%(请参阅下表,了解我们的美国利率预测)。

- 美国国债收益率本质上是由两个部分构成:实际收益率与盈亏平衡通胀率。名义收益率是实际收益率和盈亏平衡通胀率(是市场对未来通胀预期的指标)的总和。

欧元区

- 在区内需求的支持下,2025年第三季度经季节性调整后的欧元区经济增长0.2%,但商品及服务的净出口拖累增长。欧元区内需与外需的分化可能会持续一段时间。随着人们的实际收入增加,预计将会继续支持消费支出。鉴于2025年第二季度及2025年第三季度的经济增长优于预期,我们将2025年的GDP增长预测从之前的0.9%上调至1.2%。10月整体CPI通胀率按年上升2.1%,9月为2.2%。10月核心CPI通胀率维持在按年上升2.4%,与9月处于同一水平。我们维持对2025年整体CPI增长2.1%的预测。
- 欧洲央行在10月政策会议上如期维持三大关键利率不变:存款便利利率为2.00%、主要再融资利率为2.15%及边际贷款便利利率为2.40%。该央行表示,通胀仍接近2%的中期目标,且理事会对通胀前景的评估大致维持不变。拉加

德维持“政策处于合适区间”的立场,并强调政策声明中关于风险评估的段落指出“部分增长的下行风险已经减弱”。对于第三季度0.2%的按季增长(略高于市场普遍预期),拉加德表示“不会对增长有太多抱怨”。尽管货币政策维持适度宽松,但鉴于增长保持韧性,欧洲央行在12月的会议上很可能再次维持利率不变。

日本

- 2025年第三季度,日本经济按季收缩0.4%,下滑幅度较预期温和。近期的每月指标及调查显示经济活动有所复苏。9月工业产出按年增长3.4%,结束了连续两个月的按年收缩。10月东京CPI通胀表现优于预期。工资增长与通胀的良性循环有望持续,因此货币政策常态化可能继续逐步推进。
- 日本央行在10月会议上决定维持0.5%的目标利率不变,投票结果为7票对2票,两名货币政策委员会成员提议将利率上调25个基点。对经济及物价的评估大致维持不变:“2026财政年度的经济活动风险倾向下行,物价风险总体平衡”。我们认为,工资增长部分转嫁至物价水平的前景仍然存在。日本最大工会联盟“日本工会总联合会”(Rengo)表示,将计划在2026年的春季劳资双方薪酬谈判(俗称

“春斗”)中争取连续第三年实现约5%或更高的加薪幅度。与此同时,“短观”(Tankan)季度调查显示,企业短期(1年)、中期(3年)及长期(5年)通胀预期均高于2%的稳定水平,反映企业定价态度积极。我们仍预计日本央行可能会在2025年底前加息25个基点,并于2026年第一季度再加息25个基点,届时日本央行的目标利率将达到1.00%。

中国

- 于2025年首三个季度,中国经济按年增长5.2%。我们将全年增长预测由之前的4.8%上调至4.9%。
- 中国明确了“十五五”规划(2026-2030年)的七大重点社会经济发展目标。中国“十五五”规划声明显示,中国将继续深化结构性改革,并未放弃增长目标。不过,该五年规划优先发展科技自立自强、扩大需求、提升中国软实力与经济实力,并不改变中长期增长放缓的预期。规划中提及的“达到中等发达国家水平”目标,意味着中国的人均GDP可能在十年内由目前的13,500美元升至约20,000美元至30,000美元。这意味着“十五五”期间隐含的年度增长目标约为5%。我们预计中国将在2026年再次设定约5%的年度增长目标。

GDP增长率

按年变化(%)	2024年	2025年(预测)	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	2.8	2.0	2.0	2.0
欧元区	0.9	1.2	1.1	1.1
日本	0.1	0.8	0.8	1.0
英国	1.1	1.4	1.4	1.7
新西兰	-0.6	0.8	2.2	2.4
澳洲	1.1	2.0	2.0	2.0
中国内地	5.0	4.9	4.7	4.5
中国香港	2.5	3.4	2.6	2.2
中国台湾	4.3	6.6	2.3	1.9
印度	9.2	6.5	6.7	6.4
印尼	5.0	5.0	4.8	5.0
马来西亚	5.1	4.6	3.8	4.2
菲律宾	5.7	4.8	5.5	5.5
新加坡	4.4	3.3	2.0	2.5
南韩	2.0	1.1	1.8	2.0
泰国	2.5	2.0	2.0	2.0
越南	7.1	7.5	6.0	7.0

附注：印度的预测数据以财政年度为基准。2026财政年度指2025年4月至2026年3月。

资料来源：华侨银行全球市场研究

通胀率

按年变化(%)	2024年	2025年(预测)	2026年(预测)	2027年(预测)
美国	3.0	2.8	2.9	2.4
欧元区	2.4	2.1	1.8	2.0
日本	0.1	3.2	2.5	2.2
英国	1.1	3.4	2.5	2.0
新西兰	2.9	2.7	2.1	2.0
澳洲	3.2	3.3	3.2	2.6
中国内地	0.2	0.1	1.8	2.0
中国香港	1.7	1.4	1.6	1.9
中国台湾	2.2	1.9	2.4	1.6
印度	5.4	4.6	2.9	4.7
印尼	2.3	2.0	2.7	2.5
马来西亚	1.8	1.5	1.5	2.0
菲律宾	3.2	1.6	2.5	3.0
新加坡	2.4	0.7	1.3	1.6
南韩	2.3	2.0	2.0	2.0
泰国	0.4	-0.1	0.6	1.0
越南	3.6	3.4	3.7	4.0

附注：印度的预测数据以财政年度为基准。2026财政年度指2025年4月至2026年3月。

资料来源：华侨银行全球市场研究

美国利率预测

	2025年 第四季度	2026年 第一季度	2026年 第二季度	2026年 第三季度
联邦基金利率*	3.75	3.50	3.50	3.50
2年期美国国债收益率	3.60	3.60	3.60	3.60
5年期美国国债收益率	3.75	3.70	3.70	3.70
10年期美国国债收益率	4.10	4.05	4.05	4.05
30年期美国国债收益率	4.80	4.75	4.70	4.70

*目标区间的上限

资料来源：华侨银行全球市场研究



股市

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

看好2026年股市

「我们看好2026年股市，并增持亚洲(日本除外)股票，因为该地区相对全球其他地方具备更佳的风险回报，但仍需警惕下行风险。」

- 2025年，股市表现良好，而步入2026年，市场盈利预期与估值已处于历史区间的较高水平，美国市场尤为明显。尽管如此，除日本等少数央行外，由于全球各主要央行普遍实施宽松货币周期，股市环境仍然相对有利。
- 这反映政策重心正转向支持经济增长，并有助于提振市场情绪。预计「优质增长股」的市场集中度仍较高；但如果人工智能AI表现不及预期，集中度可能降低，推动资金流向「低波动」板块。
- 总体而言，由于亚洲区内风险回报水平较世界其他地区更具吸引力，我们对以亚洲(日本除外)股票为主的股票资产类别维持「增持」立场，但考虑地缘政治紧张局势以及关税对企业盈利增长不确定性的影响，仍需警惕下行风险。同时，联储局减息将促使金融和流动性状况趋于宽松，并导致美元走弱，这些因素共同利好亚洲(日本除外)股市。
- 亚洲区内，我们青睐中国内地/中国香港、新加坡及马来西亚股市。就环球行业配置而言，2026年我们重点看好资讯科技、通讯服务、原材料及公用事业板块。

美国 — 针对2026年设定较高的盈利目标

- 2025年前9个月标普500指数成绩亮眼，自2023年以来盈利持续超出预期。尽管当前市盈率已高出历史均值逾2个标准差，但该估值水平建立在多重因素的支撑下，包括非衰退环境下重启减息、人工智能AI热潮不减以及中美双方缓解贸易摩擦的意愿。
- 虽然结构性利好因素利好美股，但我们认为，市场普遍预期2026年和2027年的盈利增长将为14%左右，实现该目标并非易事。此外，未来仍存在风险，恐打击市场情绪。
- 人工智能AI资本支出热潮的可持续性遭到质疑：人工智能AI企业日益陷入循环融资困境，且越来越多地通过举债为数据中心建设融资。第三，美国出现「K型经济」分化态势，中低收入群体在经济复苏中表现滞后。
- 综上所述，我们维持对美股的整体「中性」立场。

欧洲 — 变局中稳固根基

- 2026年，欧洲将扩大财政支出，国内经济增长逐步改善，支持欧

洲股市开启新篇章。与此同时，全球需求减少的风险以及美国关税政策的全面影响，意味着市场对2026年每股收益12.8%的增长预期(2025年该预期为-0.6%)可能过于激进。尽管欧洲部分地区的政治与财政不确定性犹存，但市场将聚焦区内(尤其是德国)对重振军工与工业等投资承诺的实现，德国政府的多项支持性政策中均明确包含「本地采购」要求。由于本土供应链逐步壮大，此类限制可能会引发项目时程及产能瓶颈等问题。

- 长期而言，财政扩张与基建支出将利好内需、建筑及资本品相关板块。同时，出口企业则可能面临外部需求放缓与贸易摩擦带来的风险。综合考虑当前均衡的风险回报特征，我们维持对2026年欧洲股市的「中性」立场。

日本 — 在良好的基本面与短期风险之间谨慎平衡

- 展望2026年，基本面向好，具体包括：(1)市场预期高市早苗政府将在17大战略增长领域推行积极的财政措施等支持性政策；(2)最新的季度财报进一步印证盈利正

逐步回归常态，市场普遍预期盈利将增长约8%；(3)企业改革持续推进，助力股本回报率提升。

- 然而，须警惕短期可能的整固：目前MSCI日本指数的远期市盈率为17.5倍(较历史均值高出近1.5个标准差)，且日经平均股价除以东证股价指数于15.5倍的历史高位徘徊。
- 我们认为，任何回调都将带来吸纳良机。我们看好以下投资主题：(i)人工智能AI、科技硬件(尤其是半导体领域)；(ii)国防与能源(如核能领域)；及(iii)内需等相关板块。

亚洲(日本除外) — 利用增长浪潮构筑未来蓝图

- 尽管2025年首十一个月MSCI亚洲(日本除外)股市表现优于其他主要地区，但我们维持对2026年该区域股票的「增持」评级。
- 随着多重超级力量重塑全球经济与金融市场，我们认为亚洲将在该转型进程中发挥关键作用，并为股票投资者带来机遇，例如以下领域：(1)人工智能AI与机器人技术；(2)先进制造业；(3)金属与采矿行业，该行业正借助绿色能源转型、电气化进程及基建实现复苏。
- 联储局减息前景亦有望助力金融与流动性环境放宽，并导致美元走弱。历史上，这些因素往往利好亚洲(日本除外)股市。此外，

多个亚洲国家及主要成熟市场(日本央行除外)央行亦有空间进一步减息。同时，亚洲各国的财政立场颇为积极，同样将利好经济增长。尽管如此，地缘政治不确定性及社会动荡等特有因素不容忽视，可能引发短期波动。

- 亚洲(日本除外)方面，我们看好中国内地/中国香港、新加坡及马来西亚市场，但认为泰国股市的风险回报相对逊色。

全球板块 — 比起消费依赖型板块，我们更看好有望受惠于投资规模扩大的板块

- 2026年的市场环境预示着投资支出增速可能超过相对疲弱的消费表现。尽管产能提升和政策激励(尤其是大而美法案的相关政策)利好市场，劳工市场疲弱仍将使消费者信心承压。在此背景下，资本密集型行业较非消费驱动型行业将更受青睐。因此，就行业配置而言，2026年我们重点看好资讯科技、通讯服务、原材料及公用事业板块。必需消费品板块在市场波动期间可能表现更出色，但我们将警惕低收入群体消费能力降低的趋势；而非必需消费品板块的风险回报同样不甚理想，部分细分领域(如汽车、零售)前景黯淡且面临盈利压力。我们建议配置具备结构性增长动力的个股，同时通过业务稳定、现金流充裕的企业维持组合韧性。

科技板块前景依然稳健

- 展望2026年，在人工智能AI、云端业务增长、强韧的消费以及联储局可能在非衰退环境中减息等利好因素支撑下，我们维持对科技板块(通讯服务与信息科技)的「增持」评级。科技企业需明确人工智能AI商业化路径，并降低客户集中度风险。我们仍认为超大规模科技企业将受益于庞大的人工智能AI算力需求，但需关注其资本支出的融资方式。软件领域或仍竞争激烈，基于用户数量的商业模式承压，但目前部分能够将人工智能AI融入产品的软件个股估值合理。

经历一年轮动及投资者追逐特定投资风格后，市场走势很大程度上取决于人工智能AI

- 2025年初，投资者大量配置优质增长股；3月则转向低波动板块；随后大举轮动至人工智能AI主题，偏好两类股票：(1)优质增长股—主要为一线人工智能AI受益者；(2)高贝塔(Beta)/投机性增长股，如现金流产生能力较弱的新兴增长股。2026年，优质增长股的市场集中度预计仍较高；但如果人工智能AI表现不及预期，恐造成集中度降低，推动资金流向「低波动」板块。

香港 / 中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

利好因素犹存

「踏入2026年，我们继续看好港股和A股，并看好离岸中国股市。」

- 年初至今，港股和A股表现强劲，涨幅达23%-38%，此行情主要由估值重估推动。展望2026年，我们仍看好港股和A股，偏好中国离岸股市。
- 继中美两国元首会晤后，中美贸易关系再次进入缓和期，应有助于降低股票风险溢价，重新聚焦基本面。多项利好因素明年犹存，包括：(1)美国减息周期将利好港股及中国离岸股市；(2)盈利增长前景改善，明年MSCI中国指数盈利增速预计将从今年的按年+2%提升至约+13%；(3)「十五五」规划中强调的增长结构再平衡将利好股本回报率触底反弹。
- 整体配置仍具优势，全球股票基金仍低配中国股市。政府出台措施鼓励长期资金入市，加之中国居民资产配置再平衡将持续为市场带来增量资金流入。
- 随着估值回归常态，我们预计盈利将成为市场表现的主推力。我们偏好以下投资主题：(1)优质收益主题；(2)人工智能AI相关主题；(3)政策受益领域；(4)前景向好板块。

债券

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

2026年看好优质资产

「2026年，我们看好固定收益板块的优质资产，并对投资组合整体存续期维持中性立场。成熟市场方面，相较于高收益债券，我们更看好投资级别债券。」

- 我们预计2026年固定收益资产类别将继续受息差支撑。鉴于信贷息差接近历史低位，我们预计全球宏观环境及联邦基金利率走势将成为信贷市场的主要驱动因素。我们不排除来年市场分化加剧的可能，并看好优质发行人债券。随着联储局放宽政策，投资级别债券及个别的优质高收益债券将受惠于仍然稳健的基本因素及较低的融资成本。我们继续对存续期中性立场。

美国国债

- 展望未来，美国国债表现仍将对宏观数据变化保持敏感。主要驱动因素包括美国通胀走势(仍高于美国联储局目标)、劳动力市场降温以及表现分化的消费市场。政府的财政状况及不断增加的发债需求，将持续对长期债券的收益率造成影响。
- 我们认为10年期美国国债收益率可能保持窄幅上落，并对债券存续期维持中性立场。

成熟市场

- 2026年，全球经济可能继续面临复杂格局。通胀、劳动力市场、消费、全球资本流动及地缘经济发展的相互作用是决定未来经济格局的关键因素。
- 随着关税忧虑缓解，新的主题可能影响整体信贷市场，例如债务融资支持的人工智能AI资本支出增长、公私信贷市场关联度提升，以及银行向非存款类金融机构放贷增加及保险公司加大私募资产配置所引发的对整体金融体系溢出风险的忧虑。我们认为，信贷周期后期的状况变化显示，应规避次级房贷、杠杆贷款、小型地区银行及复杂融资结构等高风险领域。
- 在此背景下，我们预计阶段性宏观不利因素及信贷相关新闻可能引发市场波动，导致信贷息差扩大。这些风险部分被企业基本因素目前仍整体保持稳健所缓解。
- 近期新兴市场与成熟市场接连爆发信贷事件，提醒投资者周期见顶时信贷风险管理尤为重要。鉴

于成熟市场高收益债券与投资级别债券孳息率差值处于历史最低十分位区间，我们目前认为，成熟市场高收益债券并未为投资者提供足够的补偿，以弥补其下滑的信贷质素。

- 2026年，我们建议对成熟市场投资级别债券持中性配置，并对成熟市场高收益债券持减持立场。注重信贷质素并深入分析发行人基本面，既是保障投资组合表现的关键，亦为捕捉未来机会奠定基础。

新兴市场公司债券

- 2026年，我们预计新兴市场公司债券的总回报将会放缓，但仍将受良好的息差及市场技术因素支持。国内外形势变化可能带来阶段性波动及/或造成息差扩大，但仍将为个别优质信贷资产带来投资机遇。

亚洲

- 2026年，我们继续对亚洲市场持中性立场。2026年，违约率应仍

处于可控范围，技术因素可能继续为亚洲市场提供支持。不过，鉴于信贷息差接近历史低位，我们预计2026年的核心回报驱动因素将是票息收益，而非息差收窄。

- 在利率下行、融资需求增长及印度央行可能调整外部商业借款框架的背景下，2026年债券净供给量可能由负转正，而经历多年净

负供给后，市场需求有望保持稳定。

- 大多数亚洲企业的基本因素仍保持稳定，亚洲投资级债券相对较低的波动性特征，仍将在未来12个月为投资者带来稳定回报。在亚洲，我们重申聚焦优质资产，并看好资产负债表更稳健、现金流来源多元的企业。

新兴市场主权债券

- 在有利的全球背景下，新兴市场主权债券仍处于较好位置。具吸引力的实际收益率、宽松的金融环境以及通胀趋势放缓，为该资产类别需求提供支撑，但仍需持续关注地缘政治风险。

外汇及商品

SELENA LING

华侨银行全球市场研究及战略总经理

黄金中期前景依然乐观

「预期联储局将在2026年继续实施宽松政策、整体利率趋势下行以及央行及机构的分散配置需求保持强劲的支持下，我们继续看好黄金的中长期前景。」

石油

展望未来，主要受OPEC+增产（OPEC+宣布12月再次上调产量）及美国制裁俄罗斯主要石油公司引发的供应中断忧虑两股力量的微妙平衡所致，我们认为油价波动已趋于稳定。2026年，由于供应前景向好，我们预计油价将进一步回落，WTI及布兰特原油的平均价格分别为每桶59美元及每桶62美元。

贵金属 黄金

经历显著飙升后，金价出现回调。这次金价回落主要反映随着短期支持因素消退，金价升势带动的持仓获利回吐，以及宏观乐观情绪重设。美国与中国、巴西及日本等主要合作伙伴重启贸易外交，降低了地缘政治风险溢价及避险需求。与此同时，美国国债收益率在10月联储局政策会议前攀升，联储局主席鲍威尔表示12月减息“并非预料中的必然结果”。联储局的立场同为国债收益率及美元提供支撑。名义收益率上升及美元

走强削弱了黄金等无息资产的吸引力。

- 尽管金价回调幅度较大，但在价格大幅上涨后出现调整并非完全意外，这有助恢复更稳健的市场配置及估值水平。预期联储局将在2026年继续实施宽松政策、整体利率趋势下行以及央行及机构的分散配置需求保持强劲的支持下，我们继续看好黄金的中长期前景。即使短期升势让位于阶段性整固，黄金作为对冲财政及政策不确定性的投资组合工具，其作用依然不变。

白银

- 白银价格在回调前经历的大幅上涨，反映了严重的市场紧度、强劲的宏观利好因素，以及黄金的溢出效应。白银租赁利率飙升、现货与期货价差转为反向市场及伦敦库存下降，种种迹象均显示实物供应趋紧。ETF资金流入及投机性长仓增加进一步扩大升势。
- 随着供应紧张局面缓和及市场情绪正常化，白银开始回调。白银租赁利率下降，中美跨境运输补

充了伦敦库存，导致借贷成本下降。此次回调具有健康属性，中长期前景仍维持乐观。白银受惠于其兼具贵金属及工业金属的双重属性。其避险吸引力与黄金的驱动因素相若，而太阳能、电动汽车及电子行业的强劲工业需求则为实际消费提供支撑。鉴于全球增长仍具韧性且联储局减息预期不变，在供应紧张、工业需求坚挺及宏观利好因素的持续支撑下，白银在大宗商品板块中仍处于优势地位。

货币

- 展望2026年，我们预计美元将适度走弱。美国经济的独特优势逐渐消退，加之联储局减息周期，预计将逐步削弱美元的息差优势。近期私营部门数据进一步印证美国劳动力市场疲软的观点：新增就业岗位增长放缓、裁员人数增加，以及职位空缺、工资增长追踪指标等核心指标下滑。
- 我们的基本预测是，联储局将于2025年12月再减息一次，其后于2026年第一季度再减息25个基点。

点。进一步的放宽政策可能取决于通胀接近联储局2%的目标。在此情形下，只要风险偏好情绪保持不变、美国以外的全球经济增长获得支撑，以及联储局维持减息轨迹，美元将有贬值空间。

- 不过，我们仍需警惕短期风险。第一，联储局内部意见分歧，若美国经济数据意外向好引发鹰派言论，可能令市场动摇。第二，关税对美国通胀的传导效应超出预期，可能使联储局的减息路径更为复杂。上述任何一种情况均可能推高美元，并对高贝塔(Beta)货币构成压力。更广泛而言，美国政策的持续不确定性，加之对债务及财政赤字上升的中长期忧虑，可能导致美元呈现总体下行趋势(尽管可能伴随波动)。
- 欧元受欧元区政治不确定性及9月中旬以来美元反弹拖累。尽管如此，法国议会投票暂停养老金改革，为总理勒科尔尼提供了喘息空间，此后法国的政治不确定性暂时消退。但除此之外，预算妥协仍面临挑战。尽管短期政治杂讯可能限制欧元升幅，但整体前

景仍维持乐观。欧洲央行的减息周期似乎已接近尾声，而联储局仍有进一步的减息空间，这情况有望收窄收益率差，利好欧元。此外，德国4,000亿欧元的增长及投资计划、欧洲国防支出增加、中国经济趋稳的初步信号(及人民币回稳)，以及投资组合与储备流向替代储备货币的分散配置，仍支持中期内趁低吸纳欧元的策略。

- 日元受到双重负面影响：10月联储局鹰派减息导致美元走强，以及市场对日本央行维持政策利率不变的决定感到失望。日本央行货币政策常态化推迟、债务偿还成本上升带来的财政负担加重风险、社会与国防支出增加，以及提前举行大选的可能性，这些因素可能在短期内对日元构成下行压力。不过，鉴于日元走弱，财务大臣片山皋月表示，政府将以高度的紧迫感监控外汇走势，包括投机行为引发的波动。针对外汇的口头干预只能暂时减缓日元贬值的速度，但无法改变整体市场趋势。我们将持续关注针对对外

汇的口头干预是否升级或转为实际行动，这可能导致日元沽空变得更为谨慎。最终，美元兑日元走软，需要美元走弱及日本央行释出更明确的加息承诺。

- 新加坡元表现坚挺，主要受惠于美元走弱、新加坡元的避险属性，以及新加坡经济基本因素稳健。新加坡金融管理局在10月政策评议中维持货币政策不变，保持新加坡元名义有效汇率政策区间的现行升值幅度、宽度及中心点不变。新加坡金融管理局指出，核心通胀可能即将见底，其后随着抑制通胀的暂时性因素消退，通胀将于2026年逐步回升。目前来看，该政策立场似乎适当，仅在增长及通胀出现更显著疲软时才有放宽的空间。尽管新加坡金融管理局的政策指引有助稳定中长期预期，但美元兑新加坡元仍将主要受外部因素驱动，尤其是美元整体走势、联储局政策信号、人民币波动及全球风险情绪变化。短期内，美元兑新加坡元可能仍有轻微上升空间，其后趋于稳定。

贵金属价格走势预测表

美元/盎司	2025年12月	2026年3月	2026年6月	2026年9月	2026年12月
黄金	4060	4110	4300	4400	4500
白银	50.12	51.22	52.44	53.66	54.88

资料来源：华侨银行全球市场研究；数据为期末价格

油价预测表

美元/桶	2025年12月	2026年3月	2026年6月	2026年9月	2026年12月
布兰特原油	63.5	64.0	62.5	61.1	58.5
WTI	60.5	61.0	59.7	58.3	55.7

资料来源：华侨银行全球市场研究；数据为平均价格

免责声明：

「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人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专业或投资建议、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、财务状况及/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)有限公司亦不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。