

华侨银行
宏富理财



转舵稳航

全球经济韧性



经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

10/2025号

心所向，
行致远

今期內容

P 03-05	全球前景 全球经济韧性
P 06-07	股市 下调欧洲股票评级
P 08	香港／中国市场前景 借助人工智能投资热潮
P 09-10	债券 具韧性但隐忧未消
P 11-13	外汇及商品 黄金牛市前景不变

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。



转舵稳航

9月是宏观投资环境中具转折性意义的一个月。随着美国劳工市场持续放缓，联储局实施今年首次减息，表明联储局政策重心向「最大就业」目标倾斜。其他主要央行大多按兵不动，部分新兴市场则因美国利率下行及美元走软而有空间继续减息。金融环境放宽持续提振承险情绪，带动固收市场及股市普遍上涨。由於资金大量涌入人工智能(AI)基建公司，提振市场对半导体、云端服务及数据中心板块的预期，美股延续涨势，再次创出新高。此积极势头也带动了拥有AI与科技敞口的南韩及中港股市。受联储局减息和美元走软前景驱动，黄金价格本月亦攀升至历史新高。

市场对联储局后续减息的预期，加上年初至今美国关税对经济增长的影响有限，共同支撑当前有利的风险情绪，但市场或低估部分潜在下行风险。基本面虽韧性十足，但已进入周期后期，而高估值和居高不下的政治与政策不确定性，意味着投资环境的整体积极势头虽仍将延续，但容错空间正日益收窄。

因此，本行正藉此良机适度减仓，锁定部分收益，审慎调整整体风险敞口。本行将欧洲股票的评级从「增持」下调至「中性」，同时透过「增持」亚洲(日本除外)股票，维持对股票的整体「增持」立场。固定收益方面，本行对成熟市场高收益债券和新市场主权债券持「减持」立场。由於粘性通胀和市场对美国财政状况的持续担忧，预计长期美国国债孳息率仍将居高不下，因此本行仍将警惕存续期风险。本行继续看好黄金作为对冲全球财政可持续性问题的避险工具，且有望从避险资金流入中受益。



全球前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

全球经济韧性

「尽管受到美国贸易战、乌克兰战事及中东战事的多重冲击，全球经济展现出乎意料的韧性。」

- 美国经济正经历轻度滞胀，大幅加徵关税带来的供给冲击使其经济增速从2024年的近3%放缓至2025年的约1.6%，同时核心通胀亦回升至3%附近。但今年欧元区、英国、中国、日本和印度等经济体的表现均优于预期。
- 联储局已开始重启减息，於9月减息25个基点至4.00%-4.25%，以缓冲逐渐放缓的就业市场。因此，在欧洲、中国、英国及瑞士等主要央行分别下调利率至2.00%、1.40%、4.00%和0.00%後，联储局亦加入减息行列。
- 具韧性的经济活动与持续调降的利率已成为金融市场的重要助推力。本行预计联储局可能还将减息两次，令利率降至3.50%-3.75%区间。但投资者需警惕长期风险。高额关税或将令全球经济增长在2025年和2026年维持在约3%的低迷水平。当前通胀居高不下，限制各大央行大幅减息的空间。与此同时，特朗普政府试图干预联储局独立性，或将进一步推升通胀、导致孳息率曲线趋陡，以及美元大幅走弱。
- 因此，鑑於经济前景存在长期威

胁，投资者应继续分散投资，构建具抗风险能力的投资组合。

美国一联储局实施有限的“保险性”降息

- 联储局9月份会议具有双重意义，第一个在於联邦公开市场委员会的利率决策，第二个则涉及联储局官员在白宫要求激进减息的压力下，能否保持独立性。
- 在利率决策方面，联邦公开市场委员会如市场普遍预期，今年来首次下调联邦基金利率25个基点至4.00%-4.25%。此次减息旨在缓解逐渐放缓的美国就业市场压力，而非继续抑制通胀。联储局声明指出：「就业下行风险已有所上升。」
- 联邦公开市场委员会还更新经济预测，随着关税政策拖累经济活动，预计国内生产总值增速将从2024年的2.8%放缓至2025年的1.6%，同时今年核心通胀将维持在3.0%的高位，明年回落至2.6%。此滞胀前景导致联邦公开市场委员会成员对未来是否有必要继续减息意见不一。当中七名成员预期今年将不再减息或仅再降一

次，降幅为25个基点。另有十名官员则预计年内还将减息两次至3.50%-3.75%。2026年与2027年的平均预测亦显示每年仅会再减息一次，每次25个基点。

- 在联储局保持货币政策独立性方面，本次联邦公开市场委员会传递出积极信号。联储局主席鲍威尔暗示後续减息空间有限，并强调：「不妨将此次减息视为风险管理」。
- 联邦公开市场委员会以11比1的投票结果通过25个基点的减息决策，仅新任理事米兰主张减息50个基点。值得注意的是，曾於7月会议主张减息的沃勒和鲍曼理事（或许是为向特朗普总统展示其希望在鲍威尔主席2026年5月任满时，接替主席一职），此次则选择了与多数成员保持一致立场。
- 鑑於通胀仍高於2%目标水平，本行仍认为本轮联储局减息周期将相对有限。本行预计今年还将减息两次，每次25个基点，直至利率降至3.50%-3.75%区间，并且在明年鲍威尔卸任前将不再减息。这类「保险式减息」将利好股市与黄金表现，同时令美元继续承

压，而10年期美国国债孳息率将维持於4.00-5.00%的高位区间。

中国—股市表现强劲但经济数据低迷

- 过去12个月，中国/香港股市表现亮眼，以美元计涨幅达40- 50%。三大经济驱动因素均利好中国股市：一是中国人民银行将7天期逆回购利率从2023年的2.00%降至2025年的1.40%，流动性持续改善；二是人民币汇率自4月特朗普宣布对华加徵关税时的7.35反弹至目前的7.12；三是市场对中央政府出台进一步财政刺激政策的预期升温。
- 2025年上半年，企业为规避美国关税而提前出口，提振了经济活动。中国2025年第一季度与第二季度国内生产总值按年增速分别为5.4%和5.2%，超出官方「增长5%左右」的年度目标。但进入下半年，由於美国关税升级、疫情後消费者持续审慎以及房地产市场疲弱，夏季以来增长势头减弱，经济活动有所放缓。例如8月份零售额仅按年增长3.4%、固定资产投资按年微增0.5%、工业生产增速从年初的近8%回落至5%左右。
- 尽管经济放缓，本行认为中国股市仍将获得支撑。若经济增速放缓，政府很可能通过推出新的消费补贴和基建支出来托底经济活动。

欧洲—目前进一步降息的概率下降

- 今年，尽管美国大幅提高关税，欧洲的经济增长依然展现出超预期的韧性。6月份，欧洲央行已将利率从去年的4.00%下调至2.00%，英伦银行亦将基准利率从2024年的5.25%降至当前的4.00%，利好经济活动。
- 然而随着通胀重回2%目标水平，欧洲央行在9月会议上连续第二次维持存款利率於2.00%不变。本行认为目前其减息周期已告终结。欧洲央行最新预测显示未来三年通胀将维持在2%目标附近，拉加德行长更指出美欧签署新贸易协议後「经济增长风险已更趋平衡」。
- 无独有偶，英伦银行因通胀反弹至3.8%而在9月维持4.00%基准利率不变，且释放鹰派信号警告：「中期通胀压力的上行风险依然显着」。
- 因此本行现预期英伦银行最後一次减息25个基点至3.75%的时间点，将从今年11月推迟至2026年2月。尽管英国劳工市场放缓仍可能促使英伦银行放宽政策，但通胀将限制减息空间，并将利好英镑。

日本—日本央行仍可能渐进加息

- 9月，日本央行将隔夜拆借利率维持在0.50%。日本央行行长植田和男并未透露日本央行将於何时重启加息(日本央行在1月加息25个基点至0.50%)，但表示希望观察更

多有关美国关税影响的数据，但我们认为日本央行将重启渐进式加息周期。

- 首先，两名日本央行官员在9月会议上投票支持加息。其次，日本央行意外决定开始出售所持有的ETF，这是一种货币紧缩措施。最後，核心通胀率(3.3%)已连续三年高於2%的目标。
- 市场担忧，高市早苗近期当选执政自民党党魁，或对日本央行政策产生影响。高市早苗是前首相安倍晋三的门生，而安倍晋三在2012年推出的「三支箭」政策(财政刺激、货币宽松及结构性改革)曾推动日本金融市场复苏。尽管高市早苗需与自民党其他派系协商并获得议会批准才能出任首相，但她倾向透过减税支持消费者，即便目前日本政府债务已超过GDP的200%。
- 若高市早苗领导的政府上台，或将向日本央行施压，阻止其重启「每年两次、每次25个基点」的渐进式加息周期。然而，我们预期，为抑制通胀，日本央行仍有可能在10月30日的下次会议上，将隔夜拆借利率从0.50%上调至0.75%。

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	1.5	1.5
美国	2.5	2.9	2.8	1.6	1.6
欧元区	3.6	0.7	0.9	1.2	1.2
英国	4.8	0.4	1.1	1.4	1.4
日本	0.9	1.2	0.1	1.2	1.2
亚洲四小龙	2.4	1.8	3.3	2.5	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	6.7	6.3
亚洲四小虎	4.4	4.3	4.7	4.4	4.4
全球	3.5	3.4	3.3	3.0	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

股市

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

下调欧洲股票评级

「鉴于盈利及估值基本面吸引力相对下降、关税相关风险，以及宏观与地缘政局不明朗，我们将对欧洲股票的立场由增持调整为中性。」

- 全球股市9月继续上涨。得益於美元走弱，截至9月26日收市，MSCI亚洲(日本除外)指数和MSCI欧洲指数年初至今的表现(以美元计价)显着优於其他主要地区指数。考虑MSCI欧洲指数已上涨约24%(以美元计价)，且欧洲相关风险逐渐浮现，导致风险回报水平吸引力下降，本行将欧洲股市的评级下调至「中性」。
- 全球股市方面，由於主要央行普遍启动减息周期，股市整体环境仍然有利。央行减息举措反映政策重心正转向支持经济增长，并有助於提振市场情绪。另一方面，日本央行在加息的同时还在出售其ETF持仓。
- 由於亚洲(日本除外)风险回报水平更具吸引力，本行维持「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。联储局减息将促使金融及流动性状况趋於宽松，并导致美元走弱，这些因素共同利好亚洲(除日本外)股市。

美国—重启降息提振市场情绪

- 在经济持续增长的环境下，减息

往往有助於提振股市。随着联储局重启「风险管理」式减息周期，标普500指数9月再创新高。美元走弱加上促经济增长的《大而美法案》落地实施，均将利好市场，尤其有助於提升企业自由现金流。尽管估值水平较高，本行认为，短期内减息将放宽金融环境，股市有望进一步扩张。

- 但是本行对美股整体维持「中性」立场，因为本行认为，与过去大多数减息周期不同，由於财政隐忧及联储局独立性问题，长期利率或会保持在较高水平。因此，股市受提振的程度可能相对有限。另一方面，考虑市场普遍预测2026年每股收益增长将超13%，盈利料将难以进一步向上修正。最後，市场预期联储局将在2026年采取较官方预测更为激进的减息措施，预期落空的可能性随之上升。
- 尽管我们有所保留，但我们承认在市场情绪向好及有利的流动性环境下，估值或会进一步推高。

欧洲—更多风险浮现，评级下调至中性

- 欧洲股市年初至今表现优异，MSCI欧洲指数以当地货币计上涨

近10%，以美元计则上涨24%。与此同时，更多风险日渐浮现。鑑於风险回报吸引力下降，我们将欧洲股票评级下调至中性。法国政府的不明朗因素、其他主要经济体的预算担忧、移民等民粹主义议题升温，无不使欧洲的注意力偏离原本应集中推进的「提升全球竞争力」工作。

- 此外，增税风险亦可能影响市场情绪。尽管关税不确定性有所降低，但欧洲各国对美出口企业的利润率、定价或销量(或三者皆有)所受影响，以及这些新增成本对美国消费者的影响，仍需时间才能显现。最後，欧洲需兑现其军备重整及产业重组的投资承诺，而其中大部分政府支撑措施包含「本地采购」要求。由於本土供应链正逐步成熟，「本地采购」的限制可能会引发延误及产能瓶颈等问题。

日本—维持中性立场

- 短期而言，我们认为日本股市或可得到近期政治动向的支撑。
- 执政的自民党近期推选高市早苗担任党魁後，她有望成为日本首位女性首相。高市早苗一直以财

政扩张主义著称，其支持刺激政策的立场或对日本经济及市场产生影响。她表示，在推动经济增长的同时，将确保实施「负责任的」积极财政政策。她亦呼吁维持宽松的货币政策，并认为日本央行不应加息。

- 尽管高市早苗提出的「负责任的积极财政政策」利好日本股市，但其财政政策的潜在规模仍存在不确定性。我们认为，本月启动的关于补充预算规模的党内协商值得关注。
- 市场亦将关注与反对党开展合作的进一步细节，此类合作有利于推出更具扩张性的财政政策。我们将自民党官员任命视为下一个需重点关注的里程碑，因其可反映高市早苗政府的财政政策立场，以及今后在扩大执政联盟和推动预算通过等议题上的讨论方向。
- 虽然我们预期日本股市短期或获支持，但MSCI日本指数的估值已处于历史区间高位。该指数的预期市盈率目前为15.7倍，较历史平均水平高出近一个标准差。
- 短期而言，我们预期国防、核能、人工智能及半导体板块将表现突出，而银行板块或面临短期压力。随着中期业绩季临近，我们将密切监控数据，以确认关税影响是否已被市场消化，以及盈利预测是否已触底。

亚洲(日本除外)—受利好因素推动

- 尽管MSCI亚洲(日本除外)股市今

年以来的表现显著优于其他主要地区，本行仍维持对该地区的「增持」立场，原因在于多重利好因素。

- 联储局减息在即有望放宽金融与流动性环境，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(除日本央行外)的央行亦准备进一步减息。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，近期印尼及泰国等部分主要市场出现政治纷扰及社会动荡等特有因素，因此短期波动风险不容忽视。
- 在亚洲(日本除外)股市中，本行仍偏好中国、中国香港、新加坡及菲律宾，同时对泰国股市维持「减持」立场。尽管近期存在不确定因素，但本行认为印尼股市估值具吸引力、政府出台促增长政策，以及印尼央行在推动经济发展方面的支持措施，总体抵销上述压力因素的影响。

环球行业—科技股领跑

- 人工智能早已引发广泛关注，但近期大放异彩的实属存储芯片相关科技股。过去几个月，受人工智能兴起影响，存储芯片供应商的产能正从通用存储芯片向高频宽存储芯片倾斜。尽管如此，近期超大规模云端服务商增加了对通用伺服器(而非人工智能伺服器)的资本投入，这可能进一步加剧通用存储芯片的供应紧张并推高价格。

人工智能不止于科技行业

- 资讯科技及通讯服务板块无疑是AI浪潮的主要受益者，但其他行业亦有望获得显著收益。具体包括工业板块，尤其是电气设备供应商及致力于提升能源效率的企业，以及提供数据中心所需暖通空调原始设备制造商。AI的发展将推动对更多、更洁净且可靠的电力需求。这可能意味着电力需求将迎来拐点，公用事业公司电价也将随之上扬，尤其是可再生能源开发商将在购电协议中拥有更好的定价能力。核能非常适合提供洁净的基载电力，特别是小型模块化反应堆的创新，在多年投资不足后，目前已开启新的增长阶段。

特定因素驱动主要区域行业表现

- 继暂停减息九个月後，联储局近期再次减息25个基点。根据历史数据，大型增长股通常为联储局减息政策的最大受益者。美国大型股越来越多地由大型科技公司主导，而AI的强大影响力可能在更大程度上利好大型股表现。受亚洲(日本除外)各地区对特定政治主导的产业政策预期影响，该区的成长股年初至今表现优于价值股。
- 板块偏好方面，除科技板块(包括通讯服务及资讯科技)外，本行仍看好公用事业及必需消费品板块。本行注意到，公用事业、必需消费品及通讯服务板块往往在首次减息后率先上涨。

香港／中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

借助人工智能投资热潮

「9月份，港股及离岸中国股票延续强劲态势。於中国股票当中，在AI浪潮的推动下，通讯服务、非必需消费品及资讯科技板块表现尤为突出。」

- 中国金融监管机构在最近的新闻发布会上强调需权衡金融稳定性与支持经济增长，并表示短期内不会调整政策。因此，接下来的四中全会或会进一步明确《第十五个五年规划》的具体内容，该规划将重点推进结构性改革。
- 9月份，港股及离岸中国股票延续强劲态势。於中国股票当中，在AI浪潮的推动下，通讯服务、非必需消费品及资讯科技板块表现尤为突出。阿里巴巴宣布在2032年之前将全球数据中心的容量提升10倍，以支持持续推进的超人工智能时代。换言之，阿里巴巴加大其对AI的投资承诺，带动中国AI领域的整体情绪上涨。
- 恒生指数近期大涨，推高估值至预测市盈率11.5倍，接近交易区间的高位，超出历史均值1.25个标准差。尽管本行认为短期内市场可能出现整固，但由於盈利稳定与积极的外部因素，包括联储局减息周期及中美贸易紧张局势有所缓解，本行对中期前景保持乐观。本行将恒生指数基准/牛市/熊市指数目标点位分别调整为28,400/29,500/23,000。



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)

具韧性但隐忧未消

「我们对存续期维持中性立场，并偏好优质信贷。在发达市场，相较于高收益债券，我们更看好投资级债券。」

- 尽管面临一系列宏观不明朗因素（包括贸易紧张局势重现、政治不明朗及美国就业市场走弱），信贷市场仍保持韧性。
- 固定收益产品持续录得强劲资金流入，反映出市场对联储局转向降息的乐观预期。随着利率波动缓和，信贷息差继续收窄。该资产类别整体录得正回报。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。
- 我们偏好固定收益方面的优质资产。在发达市场，相较于高收益债券，我们更看好投资级债券。
- 新兴市场方面，我们减持新兴市场主权债券，而看好新兴市场公司债券，因其基本面及估值更具优势。

利率及美国国债

- 过去一个月，美国国债收益率先因市场预期联储局将在2025年首次降息而下跌，但下半个月随着经济数据表现韧性缓和了宽松预

期，收益率又再度反弹。这一走势在整条收益率曲线中均可见，反映出货币政策转向与强劲经济指标（如低失业救济申请人数、GDP上调）的综合影响。

- 联储局在9月联邦公开市场委员会会议上宣布降息25个基点，将联邦基金利率下调至4.00%-4.25%。鉴于对就业市场的担忧，此次降息被定位为保险性措施。主席鲍威尔在会后讲话中强调政策取决于数据，预测显示2025年将累计降息75个基点，同时2025年GDP增速预期为1.6%，失业率预期为4.5%。8月的消费者物价指数显示，整体通胀同比上涨2.9%，这既缓和了市场对大幅降息的预期，也凸显出住房和汽车等领域的物价压力仍持续。
- 我们预期，受期限溢价上升推动，美国国债长端收益率将继续面临上行压力，而在财政及政策不明朗的情况下，投资者对存续期风险要求更高补偿。财政赤字和关税引发的通胀隐忧等结构性问题，也持续对长期国债构成压力。政治噪音同样影响市场情绪。尽管

质疑联储局独立性可能引发市场对短期政策宽松的押注，但与此同时，也加剧了对长期通胀预期及政策框架可信度的担忧。

- 本行仍建议投资者调整持仓配置，以应对孳息率下行及美国国债曲线趋陡的环境。本行维持对存续期的「中性」立场。本行对长期（30年期）名义美国国债持审慎态度，但将密切关注财政部的融资策略以及补充杠杆率（SLR）改革在降低期限溢价方面的潜在影响。

发达市场

- 9月，全球经济面临复杂环境，包括贸易紧张局势重现、政治不明朗及美国就业数据走弱，但信贷市场仍保持韧性。9月，信贷息差继续小幅收窄，反映出投资者在联储局转向降息后的强劲需求。投资级债券及高收益债券的信贷息差目前均接近历史低位，面对意外下行风险时几乎没有缓冲空间。
- 尽管最新的经济数据未显示衰退即将到来，但我们仍需警惕增长

担忧重现并推动信贷息差扩大。近期美国经济数据呈现分化，就业市场及消费支出指标显现放缓迹象，但通胀数据的改善进度参差不齐。综合来看，这些数据表明经济增长正在放缓，而市场对负面意外事件的敏感度上升。

- 在此背景下，我们认为短期内可能出现的增长恐慌或扰动风险偏好及扩大信贷息差。我们建议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。我们看好优质资产，例如发达市场投资级债券中，相较“BBB”级债券，更看好“A”级债券，而在高收益债券中，因评级下调所获的息差补偿有限，故更看好“BB”级债券而非“B”级债券。

新兴市场公司债券

- 鉴于2025年的变数和不确定因素众多，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

- 2025年9月，得益于息差收窄及美国国债收益率下跌，亚洲信贷总回报率达0.93%。与美国相比，亚洲投资级债券(+0.8%)表现逊于美国投资级债券(+1.3%)，但亚洲高

收益债券(+1.8%)表现优于美国高收益债券(+0.7%)。受9月美国国债长端走强带动，长存续期债券普遍获得良好支撑。

- 亚洲方面，香港及台湾市场在9月份表现突出，香港主要受个别信贷个股利好推动，台湾则因息差存续期结构更长而受益。南韩和新加坡等低波动板块表现滞后。年初至今，在亚洲同类市场中，印度、澳门、印尼及泰国的总回报率表现最为亮眼。
- 9月，惠誉将泰国主权信贷评级前景从稳定下调至负面，理由是长期政治不明朗加剧对公共财政的风险，且增长前景走弱。此前，穆迪已在2025年4月作出类似调整。我们预期泰国经济复苏动能疲弱的态势将持续拖累泰国银行业基本面，因此选择性地投资于该领域。
- 中国方面，“黄金周”假期消费趋势和模式，以及即将于2025年10月20日至23日召开的四中全会，成为市场关注的核心要点。我们预期四中全会后将公布“十五五”规划纲要框架，但包含具体目标的完整规划或需等到2026年3月才会出炉。

新兴市场主权债券

- 9月，新兴市场硬通货主权债券录得1.8%的可观回报，年初至今的

回报率升至10.7%。与上月不同，本月投资级主权债券领跑总回报，为1.9%，而高收益主权债券为1.7%。年初至今，高收益主权债券的回报率达12.1%，投资级主权债券则为9.1%。在各国央行结束政策利率峰值阶段、与美国的实际利率差处于高位后，受广泛的国内央行降息支持，本土货币主权债券录得1.3%的温和涨幅，年初至今的回报率升至15.3%。

- 9月的表现主要受三大因素推动：新兴市场债券基金持续录得资金流入、主要发行人财政指标改善，以及市场对联储局将在第四季度再降息的信心增强。美元小幅走弱为新兴市场货币提供支撑，而大宗商品出口国则受益于油价及金属价格走强。新兴市场主权债券息差平均收窄14个基点。
- 展望未来，在有利的全球背景下，新兴市场主权债券仍处于较好位置。实际收益率仍具吸引力（尤其在亚洲部分地区），而外部收支状况改善及外汇储备积累为抵御外部冲击提供缓冲。然而，地缘政治风险（尤其是中东及东欧地区）或重现，因此配置需更具选择性。

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)

黄金牛市前景不变

「宏观环境仍有利于黄金进一步走强。我们将12个月的金价目标调整为4,100美元/盎司。若市场对联储局独立性的担忧加剧，金价将轻易突破4,000美元/盎司。」

石油

- 大宗商品表现对比鲜明，即黄金看涨而石油疲软，已成为今年目前为止市场的决定性特征。尽管市场担忧石油市场过剩加剧，但油价未如此前市场担忧跌破60美元/桶。在美国库存降幅超出预期、市场担忧俄罗斯石油供应可能中断以及中国囤积战略石油储备的支撑下，布伦特原油在65至70美元/桶的区间内波动。随着市场参与者愈发关注美国或欧盟制裁俄罗斯的可能性升高，受地缘政治发展影响，近期油价上涨。此转变源于特朗普总统表示支持乌克兰，且在领土问题上对俄罗斯作出让步的意愿有所减弱。美国库存降幅超出预期，原油储备量已降至1月以来的最低水平，亦为油价提供支撑。
- 我们将12个月布伦特原油预测维持在65美元/桶。石油输出国组织及其盟友可能于11月再度提高石油产量，此举应有助抑制油价进一步上涨。在全面撤销每日220万桶的自愿减产计划后，石油输出国组织已于10月开始逐步解除第二轮165万桶/日的减产限制，预计11月将

继续执行。沙特阿拉伯与阿联酋等主要成员国正争取提升市场份额，即使这意味着接受较低油价。

贵金属

- 宏观环境仍有利于黄金进一步走强。在ETF持有量升高及央行需求维持稳定的支撑下，我们将12个月的金价目标调整为4,100美元/盎司。近期金价上涨由不同买家逐步推动：自2022年起，新兴市场央行因应西方制裁俄罗斯引发的地缘政治紧张局势，为分散美元风险而增加黄金购入。中国黄金ETF今年初在关税升级期间出现强劲流入，但近期因投资者转投中国股票而热潮渐退。目前中国以外的机构和零售投资者主导黄金需求，中国以外黄金ETF持有量已大幅攀升。
- 黄金价格通常与美元呈反向波动。然而，尽管联储局于9月重启降息，美元兑十国集团货币仍保持稳定，而黄金价格仍然上涨。这表明黄金的吸引力不仅限于对冲美元。随着投资者在发达市场债务高企且财政前景充满挑战的情况下寻求避险，黄金可被视为

更普遍的避风港，用以对抗法定货币风险。若市场对联储局独立性的担忧加剧，金价将轻易突破4,000美元/盎司，持有黄金的结构性理由依然强劲。在企图解雇联储局理事库克后，我们愈发担忧联储局更加政治化的风险。但是美国最高法院裁定允许她留任至明年1月审理其案件之时，削弱了基于政治动机解雇的可能性，令市场振奋。

货币

- 9月，美元指数呈现两极化走势——于联邦公开市场委员会政策会议前走弱，随后因联储局官员发表谨慎言论于会后反弹。芝加哥联储储备银行行长古尔斯比(Austan Dean Goolsbee)表示，鉴于许多中西部企业仍担忧通胀失控，他可能不愿支持基于对通胀仅属暂时性并会消散的假设而“过早大幅降息”。联储局主席鲍威尔亦表示，市场预期今年再度降息两次的可能性远非板上钉钉。另外，达拉斯联储储备银行总裁兼首席执行官洛根(Lorie Logan)表示，联储局应谨慎推行进一步降息，

且再度降息的空间有限。展望2026年，随着联储局重启宽松政策而美国例外论消退，我们继续预计美元将温和走软。继9月联邦公开市场委员会政策会议降息25个基点后，我们预期2025年联储局将再度降息两次。只要整体的市场风险偏好维持不变、美国以外的经济增长仍受到支撑，且联储局维持宽松立场，美元仍有下行空间。短期而言，联储局于9月联邦公开市场委员会政策会议上进行“风险管理型降息”以及联储局官员发表谨慎言论并非充分的鸽派表态，不会引发美元大幅下挫。但若美国数据逊于预期，且联储局更加坚定地降息，则美元熊市可能再度出现，势头更强。

- 尽管面临法国政治风险，9月欧元仍小幅走强，似乎在某种程度上未受近期有关地缘政治的头条新闻所影响。有报道称俄罗斯入侵波兰和爱沙尼亚领空，而特朗普在联合国大会的演讲则表明俄乌停火前景依然渺茫。他甚至进一步表示，北约国家应击落任何侵犯其领空的俄罗斯飞机。这些言论究竟反映真实政策转向抑或谈判策略尚不明朗，但堪称特朗普自于阿拉斯加会晤普京总统以来最激烈的部分言论。法国新任总理塞巴斯蒂安·勒科尔尼已排除征收财富税的可能性，并计划将预算赤字降至GDP的4.7%，力求

在10月前通过2026年预算。现在断言其施政成效为时尚早，但初期民调显示其民意支持率仅为16%。另外，荷兰将于10月29日举行大选。这些政治动态短期内可能对欧元构成若干零星下行风险，但广泛的基本面前景仍支撑该货币，建议采取逢低买入方针。

- 9月，美元兑日元汇率于145.50至149.96的宽幅区间交易后，收盘小幅走强。与首相石破茂辞职有关的政治不确定性、自民党选举新任党魁，以及联邦公开市场委员会政策会议后美元反弹，皆是促成汇率上扬的部分因素。展望未来，日本近期的政治发展可能在短期内对日元产生影响。市场担忧高市早苗近期当选执政党自民党总裁可能会影响日本央行的政策。高市是前首相安倍的门生，安倍“三支箭”（财政刺激、货币宽松和结构性改革）自2012年以来重振了日本金融市场。高市在成为首相前，需与自民党其他派系协商并获得国会批准。由高市领导的政府可能对日本央行施压，使其暂缓重启渐进式加息周期。她在去年及在近期的自民党总裁选举胜出时曾表示反对日本央行加息。她明确表示，政府将主导制定财政和货币政策，她的优先要务是刺激需求和更广泛的经济。市场担忧其任命可能推迟日本央行的政策正常化进程，日本央行或将

在10月会议上再度维持利率不变。此忧虑虽不无道理，但与此同时，当前宏观经济环境与前首相安倍时期已然不同。当时日本正在对抗通货紧缩，但如今数月来通胀率均高于2%的目标。因此，鉴于央行利率仍处相对低位，日本央行逐步推进政策正常化仍具可行性。但展望未来，我们需监控高市拟定政策的执行方式，以及此类政策是否会被削弱，或是否会影响日本央行的政策取向。鉴于有关不确定性，除非美元大幅走弱，否则美元兑日元汇率可能暂时走高。然而，倘政治不确定性消退且日本央行推行政策正常化，日元疲软态势或将逆转。联储局与日本央行的政策分歧终将为日元提供支撑。

- 9月，美元兑新加坡元汇率走强。美国数据及联储局官员的言论可能影响美元走向，进而对美元兑新加坡元汇率产生溢出效应；而对新加坡金管局政策立场的预期，亦将成为另一项影响未来数周美元兑新加坡元汇率走势的因素。新加坡金管局货币政策委员会会议预计将不迟于10月14日召开。新加坡金管局最新的专业预测员调查指出，42%的受访者预计新加坡金管局将于10月放宽政策，较6月调查的约17%有所增加。新加坡元名义有效汇率模型显示，新加坡元相对于一篮子货

币的强势持续减弱。8月核心通胀数据走软，可能提升市场对新加坡金管局在7月按兵不动后，或将于即将到来的10月货币政策委员会会议上放宽政策的预期。核心通胀下行压力主要源于服务业通胀放缓及外部因素(如能源价格等)，此价格压力缓和趋势符合新加坡金管局的预期。2025年核心通胀率仍可能维持在新加坡金管局预测区间(0.5%至1.5%)的下限。我们预期2026年通胀率将因基数效应上升至1.5%。然而若增长—通胀走向比预期更加糟糕，新加坡金管局仍可放宽政策。但此时，

鉴于通胀前景偏向上行，我们认为新加坡金管局在10月货币政策委员会会议上仍可能维持现行政策立场(即仍然维持微幅升值倾向)。对于今年余下时间，我们持续预计美元兑新加坡元汇率将温和下行。

- 马来西亚令吉相较其他东盟国家的货币展现出更强的韧性。自联邦公开市场委员会政策会议后至10月1日，马来西亚令吉兑美元贬值约0.55%，为受影响程度最低的亚洲货币之一。这与我们对马来西亚令吉的乐观展望一致。经计及多项国内及外部因素，我们预

测马来西亚令吉将展现出更强的韧性。在国内层面，支撑因素包括外国直接投资流入强劲、持续外资流入前景、经常账户盈余，以及贯彻财政整顿的承诺，这些因素均安抚了外国投资者。外部因素方面，人民币更具韧性有助于保持马来西亚令吉的相对稳定。中国经济更持久的稳定，以及市场对人民币等中国资产情绪与信心的复苏，均可能对马来西亚令吉产生积极的溢出效应。总体而言，若外资加快流入马来西亚及美元依然疲软，我们认为马来西亚令吉有升值空间。

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。