

華僑銀行
宏富理財



轉舵穩航

全球經濟韌性



經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

10/2025號

心所向，
行致遠

今期內容

P 03-05	全球前景 全球經濟韌性
P 06-07	股市 下調歐洲股票評級
P 08	香港／中國市場前景 借助人工智能投資熱潮
P 09-10	債券 具韌性但隱憂未消
P 11-13	外匯及商品 黃金牛市前景不變

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。



轉舵穩航

9月是宏觀投資環境中具轉折性意義的一個月。隨著美國勞工市場持續放緩，聯儲局實施今年首次減息，表明聯儲局政策重心向「最大就業」目標傾斜。其他主要央行大多按兵不動，部分新興市場則因美國利率下行及美元走軟而有空間繼續減息。金融環境放寬持續提振承險情緒，帶動固收市場及股市普遍上漲。由於資金大量湧入人工智能(AI)基建公司，提振市場對半導體、雲端服務及數據中心板塊的預期，美股延續漲勢，再次創出新高。此積極勢頭也帶動了擁有AI與科技敞口的南韓及中港股市。受聯儲局減息和美元走軟前景驅動，黃金價格本月亦攀升至歷史新高。

市場對聯儲局後續減息的預期，加上年初至今美國關稅對經濟增長的影響有限，共同支撐當前有利的風險情緒，但市場或低估部分潛在下行風險。基本面雖韌性十足，但已進入週期後期，而高估值和居高不下的政治與政策不確定性，意味著投資環境的整體積極勢頭雖仍將延續，但容錯空間正日益收窄。

因此，本行正藉此良機適度減倉，鎖定部分收益，審慎調整整體風險敞口。本行將歐洲股票的評級從「增持」下調至「中性」，同時透過「增持」亞洲(日本除外)股票，維持對股票的整體「增持」立場。固定收益方面，本行對成熟市場高收益債券和新興市場主權債券持「減持」立場。由於粘性通脹和市場對美國財政狀況的持續擔憂，預計長期美國國債孳息率仍將居高不下，因此本行仍將警惕存續期風險。本行繼續看好黃金作為對沖全球財政可持續性問題的避險工具，且有望從避險資金流入中受益。



全球前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

全球經濟韌性

「儘管受到美國貿易戰、烏克蘭戰事及中東戰事的多重衝擊，全球經濟展現出乎意料的韌性。」

- 美國經濟正經歷輕度滯脹，大幅加徵關稅帶來的供給衝擊使其經濟增速從2024年的近3%放緩至2025年的約1.6%，同時核心通脹亦回升至3%附近。但今年歐元區、英國、中國、日本和印度等經濟體的表現均優於預期。
- 聯儲局已開始重啟減息，於9月減息25個基點至4.00%-4.25%，以緩衝逐漸放緩的就業市場。因此，在歐洲、中國、英國及瑞士等主要央行分別下調利率至2.00%、1.40%、4.00%和0.00%後，聯儲局亦加入減息行列。
- 具韌性的經濟活動與持續調降的利率已成為金融市場的重要助推力。本行預計聯儲局可能還將減息兩次，令利率降至3.50%-3.75%區間。但投資者需警惕長期風險。高額關稅或將令全球經濟增長在2025年和2026年維持在約3%的低迷水平。當前通脹居高不下，限制各大央行大幅減息的空間。與此同時，特朗普政府試圖干預聯儲局獨立性，或將進一步推升通脹、導致孳息率曲線趨陡，以及美元大幅走弱。
- 因此，鑑於經濟前景存在長期威脅，投資者應繼續分散投資，構

建具抗風險能力的投資組合。

美國－聯儲局實施有限的「保險性」降息

- 聯儲局9月份會議具有雙重意義，第一個在於聯邦公開市場委員會的利率決策，第二個則涉及聯儲局官員在白宮要求激進減息的壓力下，能否保持獨立性。
- 在利率決策方面，聯邦公開市場委員會如市場普遍預期，今年來首次下調聯邦基金利率25個基點至4.00%-4.25%。此次減息旨在緩解逐漸放緩的美國就業市場壓力，而非繼續抑制通脹。聯儲局聲明指出：「就業下行風險已有所上升。」
- 聯邦公開市場委員會還更新經濟預測，隨著關稅政策拖累經濟活動，預計國內生產總值增速將從2024年的2.8%放緩至2025年的1.6%，同時今年核心通脹將維持在3.0%的高位，明年回落至2.6%。此滯脹前景導致聯邦公開市場委員會成員對未來是否有必要繼續減息意見不一。當中七名成員預期今年將不再減息或僅再降一次，降幅為25個基點。另有十名官員則預計年內還將減息兩

次至3.50-3.75%。2026年與2027年的平均預測亦顯示每年僅會再減息一次，每次25個基點。

- 在聯儲局保持貨幣政策獨立性方面，本次聯邦公開市場委員會會議傳遞出積極信號。聯儲局主席鮑威爾暗示後續減息空間有限，並強調：「不妨將此次減息視為風險管理」。
- 聯邦公開市場委員會以11比1的投票結果通過25個基點的減息決策，僅新任理事米蘭主張減息50個基點。值得注意的是，曾於7月會議主張減息的沃勒和鮑曼理事（或許是為向特朗普總統展示其希望在鮑威爾主席2026年5月任滿時，接替主席一職），此次則選擇了與多數成員保持一致立場。
- 鑑於通脹仍高於2%目標水平，本行仍認為本輪聯儲局減息週期將相對有限。本行預計今年還將減息兩次，每次25個基點，直至利率降至3.50-3.75%區間，並且在明年鮑威爾卸任前將不再減息。這類「保險式減息」將利好股市與黃金表現，同時令美元繼續承壓，而10年期美國國債孳息率將維持於4.00-5.00%的高位區間。

中國 – 股市表現強勁但經濟數據低迷

- 過去12個月，中國/香港股市表現亮眼，以美元計漲幅達40-50%。三大經濟驅動因素均利好中國股市：一是中國人民銀行將7天期逆回購利率從2023年的2.00%降至2025年的1.40%，流動性持續改善；二是人民幣匯率自4月特朗普宣布對華加徵關稅時的7.35反彈至目前的7.12；三是市場對中央政府出台進一步財政刺激政策的預期升溫。
- 2025年上半年，企業為規避美國關稅而提前出口，提振了經濟活動。中國2025年第一季度與第二季度國內生產總值按年增速分別為5.4%和5.2%，超出官方「增長5%左右」的年度目標。但進入下半年，由於美國關稅升級、疫情後消費者持續審慎以及房地產市場疲弱，夏季以來增長勢頭減弱，經濟活動有所放緩。例如8月份零售額僅按年增長3.4%、固定資產投資按年微增0.5%、工業生產增速從年初的近8%回落至5%左右。
- 儘管經濟放緩，本行認為中國股市仍將獲得支撐。若經濟增速放緩，政府很可能通過推出新的消費補貼和基建支出來托底經濟活動。

歐洲 – 目前進一步降息的概率下降

- 今年，儘管美國大幅提高關稅，歐洲的經濟增長依然展現出超預期的韌性。6月份，歐洲央行已將利率從去年的4.00%下調至2.00%，英倫銀行亦將基準利率從2024年的5.25%降至當前的4.00%，利好經濟活動。
- 然而隨著通脹重回2%目標水平，歐洲央行在9月會議上連續第二次維持存款利率於2.00%不變。本行認為目前其減息週期已告終結。歐洲央行最新預測顯示未來三年通脹將維持在2%目標附近，拉加德行長更指出美歐簽署新貿易協議後「經濟增長風險已更趨平衡」。
- 無獨有偶，英倫銀行因通脹反彈至3.8%而在9月維持4.00%基準利率不變，且釋放鷹派信號警告：「中期通脹壓力的上行風險依然顯著」。
- 因此本行現預期英倫銀行最後一次減息25個基點至3.75%的時間點，將從今年11月推遲至2026年2月。儘管英國勞工市場放緩仍可能促使英倫銀行放寬政策，但通脹將限制減息空間，並將利好英鎊。

日本 – 日本央行仍可能漸進加息

- 9月，日本央行將隔夜拆借利率維持在0.50%。日本央行行長植田和

男並未透露日本央行將於何時重啟加息(日本央行在1月加息25個基點至0.50%)，但表示希望觀察更多有關美國關稅影響的數據，但我們認為日本央行將重啟漸進式加息週期。

- 首先，兩名日本央行官員在9月會議上投票支持加息。其次，日本央行意外決定開始出售所持有的ETF，這是一種貨幣緊縮措施。最後，核心通脹率(3.3%)已連續三年高於2%的目標。
- 市場擔憂，高市早苗近期當選執政自民黨黨魁，或對日本央行政策產生影響。高市早苗是前首相安倍晉三的門生，而安倍晉三在2012年推出的「三支箭」政(財政刺激、貨幣寬鬆及結構改革)曾推動日本金融市場復甦。儘管高市早苗需與自民黨其他派系協商並獲得議會批准才能出任首相，但她傾向透過減稅支持消費者，即便目前日本政府債務已超過GDP的200%。
- 若高市早苗領導的政府上台，或將向日本央行施壓，阻止其重啟「每年兩次、每次25個基點」的漸進式加息週期。然而，我們預期，為抑制通脹，日本央行仍有可能在10月30日的下次會議上，將隔夜拆借利率從0.50%上調至0.75%。

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	1.5	1.5
美國	2.5	2.9	2.8	1.6	1.6
歐元區	3.6	0.7	0.9	1.2	1.2
英國	4.8	0.4	1.1	1.4	1.4
日本	0.9	1.2	0.1	1.2	1.2
亞洲四小龍	2.4	1.8	3.3	2.5	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	6.7	6.3
亞洲四小虎	4.4	4.3	4.7	4.4	4.4
全球	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9

「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

股市

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

下調歐洲股票評級

「鑑於盈利及估值基本面吸引力相對下降、關稅相關風險，以及宏觀與地緣政局不明朗，我們將對歐洲股票的立場由增持調整為中性。」

- 全球股市9月繼續上漲。得益於美元走弱，截至9月26日收市，MSCI亞洲(日本除外)指數和MSCI歐洲指數年初至今的表現(以美元計價)顯著優於其他主要地區指數。考慮MSCI歐洲指數已上漲約24%(以美元計價)，且歐洲相關風險逐漸浮現，導致風險回報水平吸引力下降，本行將歐洲股市的評級下調至「中性」。
- 全球股市方面，由於主要央行普遍啟動減息週期，股市整體環境仍然有利。央行減息舉措反映政策重心正轉向支持經濟增長，並有助於提振市場情緒。另一方面，日本央行在加息的同時還在出售其ETF持倉。
- 由於亞洲(日本除外)風險回報水平更具吸引力，本行維持「增持」立場，但考慮地緣政治緊張局勢以及關稅對企業盈利增長不確定性的影響，仍需警惕下行風險。聯儲局減息將促使金融及流動性狀況趨於寬鬆，並導致美元走弱，這些因素共同利好亞洲(除日本外)股市。

美國 – 重啟降息提振市場情緒

- 在經濟持續增長的環境下，減息往往有助於提振股市。隨著聯儲局重啟「風險管理」式減息週期，標普

500指數9月再創新高。美元走弱加上促經濟增長的《大而美法案》落地實施，均將利好市場，尤其有助於提升企業自由現金流。儘管估值水平較高，本行認為，短期內減息將放寬金融環境，股市有望進一步擴張。

- 但是本行對美股整體維持「中性」立場，因為本行認為，與過去大多數減息週期不同，由於財政隱憂及聯儲局獨立性問題，長期利率或會保持在較高水平。因此，股市受提振的程度可能相對有限。另一方面，考慮市場普遍預測2026年每股收益增長將超13%，盈利料將難以進一步向上修正。最後，市場預期聯儲局將在2026年採取較官方預測更為激進的減息措施，預期落空的可能性隨之上升。
- 儘管我們有所保留，但我們承認在市場情緒向好及有利的流動性環境下，估值或會進一步推高。

歐洲 – 更多風險浮現，評級下調至中性

- 歐洲股市年初至今表現優異，MSCI歐洲指數以當地貨幣計上漲近10%，以美元計則上漲24%。與此同時，更多風險日漸浮現。鑑於風險回報吸引力下降，我們將歐洲

股票評級下調至中性。法國政府的不明朗因素、其他主要經濟體的預算擔憂、移民等民粹主義議題升溫，無不使歐洲的注意力偏離原本應集中推進的「提升全球競爭力」工作。

- 此外，增稅風險亦可能影響市場情緒。儘管關稅不確定性有所降低，但歐洲各國對美出口企業的利潤率、定價或銷量(或三者皆有)所受影響，以及這些新增成本對美國消費者的影響，仍需時間才能顯現。最後，歐洲需兌現其軍備重整及產業重組的投資承諾，而其中大部分政府支撐措施包含「本地採購」要求。由於本土供應鏈正逐步成熟，「本地採購」的限制可能會引發延誤及產能瓶頸等問題。

日本 – 維持中性立場

- 短期而言，我們認為日本股市或可得到近期政治動向的支撐。
- 執政的自民黨近期推選高市早苗擔任黨魁後，她有望成為日本首位女性首相。高市早苗一直以財政擴張主義著稱，其支持刺激政策的立場或對日本經濟及市場產生影響。她表示，在推動經濟增長的同時，將確保實施「負責任

的」積極財政政策。她亦呼籲維持寬鬆的貨幣政策，並認為日本央行不應加息。

- 儘管高市早苗提出的「負責任的積極財政政策」利好日本股市，但其財政政策的潛在規模仍存在不確定性。我們認為，本月啟動的關於補充預算規模的黨內協商值得關注。
- 市場亦將關注與反對黨開展合作的進一步細節，此類合作有利於推出更具擴張性的財政政策。我們將自民黨官員任命視為下一個需重點關注的里程碑，因其可反映高市早苗政府的財政政策立場，以及今後在擴大執政聯盟和推動預算通過等議題上的討論方向。
- 雖然我們預期日本股市短期或獲支持，但MSCI日本指數的估值已處於歷史區間高位。該指數的預期市盈率目前為15.7倍，較歷史平均水平高出近一個標準差。
- 短期而言，我們預期國防、核能、人工智能及半導體板塊將表現突出，而銀行板塊或面臨短期壓力。隨著中期業績季臨近，我們將密切監控數據，以確認關稅影響是否已被市場消化，以及盈利預測是否已觸底。

亞洲(日本除外) – 受利好因素推動

- 儘管MSCI亞洲(日本除外)股市今年以來的表現顯著優於其他主要地區，本行仍維持對該地區的「增持」立場，原因在於多重利好因素。
- 聯儲局減息在即有望放寬金融與

流動性環境，並導致美元走弱。歷史上，這些因素往往利好亞洲(日本除外)股市。此外，多個亞洲國家及主要成熟市場(除日本央行外)的央行亦準備進一步減息。同時，亞洲各國的財政立場頗為積極，同樣將利好經濟增長。儘管如此，近期印尼及泰國等部分主要市場出現政治紛擾及社會動盪等特有因素，因此短期波動風險不容忽視。

- 在亞洲(日本除外)股市中，本行仍偏好中國、中國香港、新加坡及菲律賓，同時對泰國股市維持「減持」立場。儘管近期存在不確定因素，但本行認為印尼股市估值具吸引力、政府出台促增長政策，以及印尼央行在推動經濟發展方面的支持措施，總體抵銷上述壓力因素的影響。

環球行業 – 科技股領跑

- 人工智能早已引發廣泛關注，但近期大放異彩的實屬存儲芯片相關科技股。過去幾個月，受人工智能興起影響，存儲芯片供應商的產能正從通用存儲芯片向高頻寬存儲芯片傾斜。儘管如此，近期超大規模雲端服務商增加了對通用伺服器(而非人工智能伺服器)的資本投入，這可能進一步加劇通用存儲芯片的供應緊張並推高價格。

人工智能不止於科技行業

- 資訊科技及通訊服務板塊無疑是AI浪潮的主要受益者，但其他行業

亦有望獲得顯著收益。具體包括工業板塊，尤其是電氣設備供應商及致力於提升能源效率的企業，以及提供數據中心所需暖通空調原始設備製造商。AI的發展將推動對更多、更潔淨且可靠的電力需求。這可能意味著電力需求將迎來拐點，公用事業公司電價也將隨之上揚，尤其是可再生能源開發商將在購電協議中擁有更好的定價能力。核能非常適合提供潔淨的基載電力，特別是小型模組化反應堆的創新，在多年投資不足後，目前已開啟新的增長階段。

特定因素驅動主要區域行業表現

- 繼暫停減息九個月後，聯儲局近期再次減息25個基點。根據歷史數據，大型增長股通常為聯儲局減息政策的最大受益者。美國大型股越來越多地由大型科技公司主導，而AI的強大影響力可能在更大程度上利好大型股表現。受亞洲(日本除外)各地區對特定政治主導的產業政策預期影響，該區的增長股年初至今表現優於價值股。
- 板塊偏好方面，除科技板塊(包括通訊服務及資訊科技)外，本行仍看好公用事業及必需消費品板塊。本行注意到，公用事業、必需消費品及通訊服務板塊往往在首次減息後率先上漲。

香港／中國市場前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

借助人工智能投資熱潮

「9月份，港股及離岸中國股票延續強勁態勢。於中國股票當中，在AI浪潮的推動下，通訊服務、非必需消費品及資訊科技板塊表現尤為突出。」

- 中國金融監管機構在最近的新聞發佈會上強調需權衡金融穩定性與支持經濟增長，並表示短期內不會調整政策。因此，接下來的四中全會或會進一步明確《第十五个五年規劃》的具體內容，該規劃將重點推進結構性改革。
- 9月份，港股及離岸中國股票延續強勁態勢。於中國股票當中，在AI浪潮的推動下，通訊服務、非必

需消費品及資訊科技板塊表現尤為突出。阿里巴巴宣佈在2032年之前將全球數據中心的容量提升10倍，以支持持續推進的超人工智能時代。換言之，阿里巴巴加大其對AI的投資承諾，帶動中國AI領域的整體情緒上漲。

- 恒生指數近期大漲，推高估值至預測市盈率11.5倍，接近交易區間的高位，超出歷史均值1.25個標準

差。儘管本行認為短期內市場可能出現整固，但由於盈利穩定與積極的外部因素，包括聯儲局減息週期及中美貿易緊張局勢有所緩解，本行對中期前景保持樂觀。本行將恒生指數基準/牛市/熊市指數目標點位分別調整為28,400/29,500/23,000。



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)

具韌性但隱憂未消

「我們對存續期維持中性立場，並偏好高質素信貸。在發達市場，相較於高收益債券，我們更看好投資級債券。」

- 儘管面臨一系列宏觀不明朗因素（包括貿易緊張局勢重現、政治不明朗及美國就業市場走弱），信貸市場仍保持韌性。
- 固定收益產品持續錄得強勁資金流入，反映出市場對聯儲局轉向降息的樂觀預期。隨著利率波動緩和，信貸息差繼續收窄。該資產類別整體錄得正回報。鑑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。
- 我們偏好固定收益方面的高質素資產。在發達市場，相較於高收益債券，我們更看好投資級債券。
- 新興市場方面，我們減持新興市場主權債券，而看好新興市場公司債券，因其基本面及估值更具優勢。

利率及美國國債

- 過去一個月，美國國債收益率先因市場預期聯儲局將在2025年首次降息而下跌，但下半個月隨著經濟數據表現韌性緩和了寬鬆預

期，收益率又再度反彈。這一走勢在整條收益率曲線中均可見，反映出貨幣政策轉向與強勁經濟指標（如低失業救濟申請人數、GDP上調）的綜合影響。

- 聯儲局在9月聯邦公開市場委員會會議上宣佈降息25個基點，將聯邦基金利率下調至4.00%–4.25%。鑑於對就業市場的擔憂，此次降息被定位為保險性措施。主席鮑威爾在會後講話中強調政策取決於數據，預測顯示2025年將累計降息75個基點，同時2025年GDP增速預期為1.6%，失業率預期為4.5%。8月的消費者物價指數顯示，整體通脹同比上漲2.9%，這既緩和了市場對大幅降息的預期，也凸顯出住房和汽車等領域的物價壓力仍持續。
- 我們預期，受期限溢價上升推動，美國國債長端收益率將繼續面臨上行壓力，而在財政及政策不明朗的情況下，投資者對存續期風險要求更高補償。財政赤字和關稅引發的通脹隱憂等結構性問題，也持續對長期國債構成壓力。政治噪音同樣影響市場情緒。

儘管質疑聯儲局獨立性可能引發市場對短期政策寬鬆的押注，但與此同時，也加劇了對長期通脹預期及政策框架可信度的擔憂。

- 本行仍建議投資者調整持倉配置，以應對孳息率下行及美國國債曲線趨陡的環境。本行維持對存續期的「中性」立場。本行對長期（30年期）名義美國國債持審慎態度，但將密切關注財政部的融資策略以及補充槓桿率（SLR）改革在降低期限溢價方面的潛在影響。

發達市場

- 9月，全球經濟面臨複雜環境，包括貿易緊張局勢重現、政治不明朗及美國就業數據走弱，但信貸市場仍保持韌性。9月，信貸息差繼續小幅收窄，反映出投資者在聯儲局轉向降息後的強勁需求。投資級債券及高收益債券的信貸息差目前均接近歷史低位，面對意外下行風險時幾乎沒有緩衝空間。
- 儘管最新的經濟數據未顯示衰退即將到來，但我們仍需警惕增長擔憂重現並推動信貸息差擴大。

近期美國經濟數據呈現分化，就業市場及消費支出指標顯現放緩跡象，但通脹數據的改善進度參差不齊。綜合來看，這些數據表明經濟增長正在放緩，而市場對負面意外事件的敏感度上升。

- 在此背景下，我們認為短期內可能出現的增長恐慌或擾動風險偏好及擴大信貸息差。我們建議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。我們看好高質素資產，例如發達市場投資級債券中，相較「BBB」級債券，更看好「A」級債券，而在高收益債券中，因評級下調所獲的息差補償有限，故更看好「BB」級債券而非「B」級債券。

新興市場公司債券

- 鑑於2025年的變數和不確定因素眾多，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

- 2025年9月，得益於息差收窄及美國國債收益率下跌，亞洲信貸總回報率達0.93%。與美國相比，亞洲投資級債券(+0.8%)表現遜於美國投資級債券(+1.3%)，但亞洲高

收益債券(+1.8%)表現優於美國高收益債券(+0.7%)。受9月美國國債長端走強帶動，長存續期債券普遍獲得良好支撐。

- 亞洲方面，香港及台灣市場在9月份表現突出，香港主要受個別信貸個股利好推動，台灣則因息差存續期結構更長而受益。南韓和新加坡等低波動板塊表現滯後。年初至今，在亞洲同類市場中，印度、澳門、印尼及泰國的總回報率表現最為亮眼。
- 9月，惠譽將泰國主權信貸評級前景從穩定下調至負面，理由是長期政治不明朗加劇對公共財政的風險，且增長前景走弱。此前，穆迪已在2025年4月作出類似調整。我們預期泰國經濟復甦動能疲弱的態勢將持續拖累泰國銀行業基本面，因此選擇性地投資於該領域。
- 中國方面，「黃金週」假期消費趨勢和模式，以及即將於2025年10月20日至23日召開的四中全會，成為市場關注的核心要點。我們預期四中全會後將公佈「十五五」規劃綱要框架，但包含具體目標的完整規劃或需等到2026年3月才會出爐。

新興市場主權債券

- 9月，新興市場硬通貨主權債券錄

得1.8%的可觀回報，年初至今的回報率升至10.7%。與上月不同，本月投資級主權債券領跑總回報，為1.9%，而高收益主權債券為1.7%。年初至今，高收益主權債券的回報率達12.1%，投資級主權債券則為9.1%。在各國央行結束政策利率峰值階段、與美國的實際利率差處於高位後，受廣泛的國內央行降息支持，本土貨幣主權債券錄得1.3%的溫和漲幅，年初至今的回報率升至15.3%。

- 9月的表現主要受三大因素推動：新興市場債券基金持續錄得資金流入、主要發行人財政指標改善，以及市場對聯儲局將在第四季度再降息的信心增強。美元小幅走弱為新興市場貨幣提供支撐，而大宗商品出口國則受益於油價及金屬價格走強。新興市場主權債券息差平均收窄14個基點。
- 展望未來，在有利的全球背景下，新興市場主權債券仍處於較好位置。實際收益率仍具吸引力（尤其在亞洲部分地區），而外部收支狀況改善及外匯儲備積累為抵禦外部衝擊提供緩衝。然而，地緣政治風險（尤其是中東及東歐地區）或重現，因此配置需更具選擇性。

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)

黃金牛市前景不變

「宏觀環境仍有利於黃金進一步走強。我們將12個月的金價目標調整為4,100美元／盎司。若市場對聯儲局獨立性的擔憂加劇，金價將輕易突破4,000美元／盎司。」

石油

- 大宗商品表現對比鮮明，即黃金看漲而石油疲軟，已成為今年目前為止市場的決定性特徵。儘管市場擔憂石油市場過剩加劇，但油價未如此前市場擔憂跌破60美元/桶。在美國庫存降幅超出預期、市場擔憂俄羅斯石油供應可能中斷以及中國囤積戰略石油儲備的支撐下，布蘭特原油在65至70美元/桶的區間內波動。隨著市場參與者愈發關注美國或歐盟制裁俄羅斯的可能性升高，受地緣政治發展影響，近期油價上漲。此轉變源於特朗普總統表示支持烏克蘭，且在領土問題上對俄羅斯作出讓步的意願有所減弱。美國庫存降幅超出預期，原油儲備量已降至1月以來的最低水平，亦為油價提供支撐。
- 我們將12個月布蘭特原油預測維持在65美元/桶。石油輸出國組織及其盟友可能於11月再度提高石油產量，此舉應有助抑制油價進一步上漲。在全面撤銷每日220萬桶的自願減產後，石油輸出國組織已於10月開始逐步解除第二輪165

萬桶/日的減產限制，預計11月將繼續執行。沙特阿拉伯與阿聯酋等主要成員國正爭取提升市場份額，即使這意味著接受較低油價。

貴金屬

- 宏觀環境仍有利於黃金進一步走強。在ETF持有量升高及央行需求維持穩定的支撐下，我們將12個月的金價目標調整為4,100美元/盎司。近期金價上漲由不同買家逐步推動：自2022年起，新興市場央行因應西方制裁俄羅斯引發的地緣政治緊張局勢，為分散美元風險而增加黃金購入。中國黃金ETF今年初在關稅升級期間出現強勁流入，但近期因投資者轉投中國股票而熱潮漸退。目前中國以外的機構和零售投資者主導黃金需求，中國以外黃金ETF持有量已大幅攀升。
- 黃金價格通常與美元呈反向波動。然而，儘管聯儲局於9月重啟降息，美元兌十國集團貨幣仍保持穩定，而黃金價格仍然上漲。這表明黃金的吸引力不僅限於對沖

美元。隨著投資者在發達市場債務高企且財政前景充滿挑戰的情況下尋求避險，黃金可被視為更普遍的避風港，用以對抗法定貨幣風險。若市場對聯儲局獨立性的擔憂加劇，金價將輕易突破4,000美元/盎司，持有黃金的結構性理由依然強勁。在企圖解僱聯儲局理事庫克後，我們愈發擔憂聯儲局更加政治化的風險。但是美國最高法院裁定允許她留任至明年1月審理其案件之時，削弱了基於政治動機解僱的可能性，令市場振奮。

貨幣

- 9月，美元指數呈現兩極化走勢——於聯邦公開市場委員會政策會議前走弱，隨後因聯儲局官員發表謹慎言論於會後反彈。芝加哥聯邦儲備銀行行長古爾斯比(Austan Dean Goolsbee)表示，鑑於許多中西部企業仍擔憂通脹失控，他可能不願支持基於對通脹僅屬暫時性並會消散的假設而「過早大幅降息」。聯儲局主席鮑威爾亦表示，市場預期今年再度降息兩次

的可能性遠非板上釘釘。另外，達拉斯聯邦儲備銀行總裁兼首席執行官洛根(Lorie Logan)表示，聯儲局應謹慎推行進一步降息，且再度降息的空間有限。展望2026年，隨著聯儲局重啟寬鬆政策而美國例外論消退，我們繼續預計美元將溫和走軟。繼9月聯邦公開市場委員會政策會議降息25個基點後，我們預期2025年聯儲局將再度降息兩次。只要整體的市場風險偏好維持不變、美國以外的經濟增長仍受到支撐，且聯儲局維持寬鬆立場，美元仍有下行空間。短期而言，聯儲局於9月聯邦公開市場委員會政策會議上進行「風險管理型降息」以及聯儲局官員發表謹慎言論並非充分的鴿派表態，不會引發美元大幅下挫。但若美國數據遜於預期，且聯儲局更加堅定地進行降息，則美元熊市可能再度出現，勢頭更強。

- 儘管面臨法國政治風險，9月歐元仍小幅走強，似乎在某種程度上未受近期有關地緣政治的頭條新聞所影響。有報導稱俄羅斯入侵波蘭和愛沙尼亞領空，而特朗普在聯合國大會的演講則表明俄烏停火前景依然渺茫。他甚至進一步表示，北約國家應擊落任何侵犯其領空的俄羅斯飛機。這些言論究竟反映真實政策轉向抑或談

判策略尚不明朗，但堪稱特朗普自於阿拉斯加會晤普京總統以來最激烈的部分言論。法國新任總理塞巴斯蒂安·勒科爾尼已排除徵收財富稅的可能性，並計劃將預算赤字降至GDP的4.7%，力求在10月前通過2026年預算。現在斷言其施政成效為時尚早，但初期民調顯示其民意支持率僅為16%。另外，荷蘭將於10月29日舉行大選。這些政治動態短期內可能對歐元構成若干零星下行風險，但廣泛的基本面前景仍支撐該貨幣，建議採取逢低買入方針。

- 9月，美元兌日元匯率於145.50至149.96的寬幅區間交易後，收盤小幅走強。與首相石破茂辭職有關的政治不確定性、自民黨選舉新任黨魁，以及聯邦公開市場委員會政策會議後美元反彈，皆是促成匯率上揚的部分因素。展望未來，日本近期的政治發展可能在短期內對日元產生影響。市場擔憂高市早苗近期當選執政黨自民黨總裁可能會影響日本央行的政策。高市是前首相安倍的門生，安倍「三支箭」（財政刺激、貨幣寬鬆和結構改革）自2012年以來重振了日本金融市場。高市在成為首相前，需與自民黨其他派系協商並獲得國會批准。由高市領導的政府可能對日本央行施壓，使其暫緩重啟漸進式加息週期。她

在去年及在近期的自民黨總裁選舉勝出時曾表示反對日本央行加息。她明確表示，政府將主導制定財政和貨幣政策，她的優先要務是刺激需求和更廣泛的經濟。市場擔憂其任命可能延緩日本央行的政策正常化進程，日本央行或將在10月會議上再度維持利率不變。此憂慮雖不無道理，但與此同時，當前宏觀經濟環境與前首相安倍時期已然不同。當時日本正在對抗通貨緊縮，但如今數月來通脹率均高於2%的目標。因此，鑑於央行利率仍處相對低位，日本央行逐步推進政策正常化仍具可行性。但展望未來，我們需監控高市擬定政策的執行方式，以及此類政策是否會被削弱，或是否會影響日本央行的政策取向。鑑於有關不確定性，除非美元大幅走弱，否則美元兌日元匯率可能暫時走高。然而，倘政治不確定性消退且日本央行推行政策正常化，日元疲軟態勢或將逆轉。聯儲局與日本央行的政策分歧終將為日元提供支撐。

- 9月，美元兌新加坡元匯率走強。美國數據及聯儲局官員的言論可能影響美元走向，進而對美元兌新加坡元匯率產生溢出效應；而對新加坡金管局政策立場的預期，亦將成為另一項影響未來數週美元兌新加坡元匯率走勢的因

素。新加坡金管局貨幣政策委員會會議預計將不遲於10月14日召開。新加坡金管局最新的專業預測員調查指出，42%的受訪者預計新加坡金管局將於10月放寬政策，較6月調查的約17%有所增加。新加坡元名義有效匯率模型顯示，新加坡元相對於一籃子貨幣的強勢持續減弱。8月核心通脹數據走軟，可能提升市場對新加坡金管局在7月按兵不動後，或將於即將到來的10月貨幣政策委員會會議上放寬政策的預期。核心通脹下行壓力主要源於服務業通脹放緩及外部因素(如能源價格等)，此價格壓力緩和趨勢符合新加坡金管局的預期。2025年核心通脹率仍可能維持在新加坡金管

局預測區間(0.5%至1.5%)的下限。我們預期2026年通脹率將因基數效應上升至1.5%。然而若增長—通脹走向比預期更加糟糕，新加坡金管局仍可放寬政策。但此時，鑑於通脹前景偏向上行，我們認為新加坡金管局在10月貨幣政策委員會會議上仍可能維持現行政策立場(即仍然維持微幅升值傾向)。對於今年餘下時間，我們持續預計美元兌新加坡元匯率將溫和下行。

- 馬來西亞令吉相較其他東盟國家的貨幣展現出更強的韌性。自聯邦公開市場委員會政策會議後至10月1日，馬來西亞令吉兌美元貶值約0.55%，為受影響程度最低的亞洲貨幣之一。這與我們對馬來西

亞令吉的樂觀展望一致。經計及多項國內及外部因素，我們預測馬來西亞令吉將展現出更強的韌性。在國內層面，支撐因素包括外國直接投資流入強勁、持續外資流入前景、經常賬戶盈餘，以及貫徹財政整頓的承諾，這些因素均安撫了外國投資者。外部因素方面，人民幣更具韌性有助保持馬來西亞令吉的相對穩定。中國經濟更持久的穩定，以及市場對人民幣等中國資產情緒與信心的復甦，均可能對馬來西亞令吉產生積極的溢出效應。總體而言，若外資加快流入馬來西亞及美元依然疲軟，我們認為馬來西亞令吉有升值空間。

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。