

华侨银行
宏富理财



市场第二波动能

利好与风险



经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

9/2025号

心所向，
行致远

今期內容

- | | |
|---------|-----------------------|
| P 03-05 | 全球前景
利好与风险 |
| P 06-07 | 股市
机会与风险并重 |
| P 08 | 香港／中国市场前景
聚焦盈利下调趋势 |
| P 09-10 | 债券
减息情绪乐观 |
| P 11-12 | 外汇及商品
继续看涨黄金 |

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。

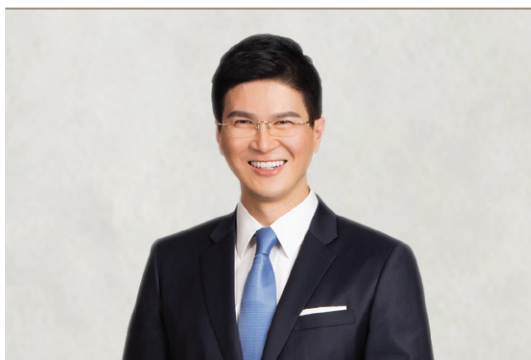


市场第二波动能

8月份，经济数据低迷、联储局面临政治压力、企业盈利稳健以及俄乌有望停火等消息成为市场焦点，但货币宽松预期稳定了市场流动性，推动环球风险资产继续录得升幅。8月初出炉的美国劳工市场报告逊于预期，加之前两个月就业数据大幅向下修正，强化美国劳工市场正在降温的观点，亦提振市场对联储局可能最早于9月份减息的信心。鲍威尔在杰克逊霍尔会议上作为联储局主席的最后一次讲话中承认，就业市场的下行风险加剧，这一表态进一步印证联储局在即将召开的联邦公开市场委员会(FOMC)会议上将重启减息的市场预期。

过去一个月，得益于与美国达成贸易协议提振市场情绪、整体流动性状况改善以及企业盈利好转，中国和日本股市强势走高。亚洲其他市场亦受惠于贸易风险缓和，以及科技与人工智能(AI)板块盈利持续增长的强劲前景。尽管如此，鉴于当前估值较高且部分股票正面的风险回报水平仍面临加徵行业关税的潜在威胁，投资者仍需主动分散投资风险。

本行的战术性资产配置维持承险立场。同时，本行对股票持整体「增持」立场，主要「增持」欧洲和亚洲(日本除外)股票，因其地区政策环境利好、估值较低且部分市场盈利前景有所改善。固定收益方面，本行对高收益债券和新兴市场主权债券持「减持」立场，依然警惕存续期风险，同时仍预测长期美国国债孳息率将持续波动。本行继续看好黄金作为对冲通胀风险和美国财政可持续性问题的避险工具，且在美元前景仍然疲弱的背景下有望受益于避险资金的流入。



全球前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

利好与风险

「尽管美国主动挑起贸易战，迄今为止全球经济仍展现韧性，然而高额美国关税恐在2025年下半年拖累全球经济增长。」

- 临近夏末，金融市场上行和下行风险显着。
- 首先，尽管受到美国贸易战及中东战事的冲击，全球经济依然具韧性。本行预计，高额关税对美国经济的供应冲击，将令该国面临滞胀。今年美国经济增长大幅放缓，而核心通胀已回升至接近3%。但欧元区、英国、中国及日本的经济活动均强於预期。
- 其次，各大央行继续减息。欧洲央行、中国人民银行、英伦银行及瑞士央行分别下调利率至2.00%、1.40%、4.00%和0.00%。
- 第三，联储局料将重启减息，金融环境亦已放宽，美国国债孳息率下跌，美元依然疲弱。
- 鑑於近期美国劳动市场数据疲弱以及美国联储局主席鲍威尔上月在杰克逊霍尔会议发表的鸽派言论，本行预计联储局今年将会减息三次，分别在9月、10月和12月。
- 经济活动强劲、利率走低及美国国债孳息率下跌，均是今年利好风险资产的重要因素，但投资者需关注未来经济的下行风险。

- 2025年下半年，美国高额关税或将拖累全球经济增长。由於通胀居高不下，欧洲央行不太可能继续减息。特朗普政府削弱央行独立性的行动或将推升通胀，导致孳息率曲线趋陡以及美元走弱等长期深远影响。
- 因此，鑑於今年经济前景存在上行和下行风险，投资者应维持投资组合的多元化和抗风险能力。

美国—联储局倾向於重启减息

- 美国8月就业报告再次疲弱，进一步巩固了联储局在9月16-17日的联邦公开市场委员会(FOMC)会议上将联邦基金利率从4.25%-4.50%下调25个基点的理由。
- 上月美国非农新增职位仅22,000个，早前的数据亦向下修订，显示6月职位减少了13,000个，这是自2020年疫情以来首次出现就业人数下降。过去四个月的平均新增职位亦只有27,000个，明显低於2025年首四个月平均的123,000个和2024年的168,000个。
- 同时，失业率也从4.24%上升至4.32%，虽然仍处于历史上较低水

平，但可能反映劳动需求减弱。相反，劳动力参与率则从62.2%微升至62.3%，显示8月劳动供给有所增加。

- 鲍威尔在上月杰克逊霍尔会议上表示，如果美国劳动市场持续放缓，联储局将考虑降息，因此本行将原本预计2025年减息一次25个基点和2026年减息两次的时间表提前，改为预测今年9月、10月和12月各减息25个基点，预计2025年底联邦基金利率将降至3.50%-3.75%。
- 至於2026年，新任联储局主席将由6月起主持FOMC会议。如果总统特朗普任名的新主席偏向鸽派，不排除明年夏季可能会有进一步的降息，但由於通胀仍将保持顽固，因此这并非本行的基本情景预测，但显然是一项风险因素。

中国—今年上半年的国内生产总值增长形势迥异

- 2025年上半年中国经济意外强劲。出口商为规避美国关税提前出货，推动一、二季度国内生产

总值按年增速稳定於5.0%以上。然而，下半年开局经济明显放缓，7月份各项经济活动数据均不及预期。受消费低迷、企业审慎、房地产疲弱及贸易壁垒升高影响，需求持续承压。

- 首先，家庭和企业新增贷款自2005年以来首次萎缩，证明疫後居民与企业的审慎取态未变。其次，尽管政府推出补贴计划，消费支出意愿仍不足，导致7月份社会消费品零售总额按年增速从4.8%放缓至3.7%。第三，7月份固定资产投资增速按年降至1.6%，创2020年疫情高峰以来的最低水平。
- 考虑到上半年经济表现强劲，目前经济活动放缓并不意外。本行预计，2025年全年国内生产总值增速将从2024年的5.0%小幅下滑至4.6%。但7月份数据显示整体需求依然疲弱，令国内生产总值增长持续承压。
- 本行仍认为唯有出台新的财政刺激措施，才能推动经济全面增长，摆脱通缩风险。尽管经济增长已现放缓迹象，中国政府可能还不

会采取行动，但可能继续利好中国金融市场，因为投资者预期，若经济加速下滑，政府未来将推出更多刺激政策。

欧洲—经济增长强韧，减息周期接近尾声

- 面对美国大幅提高关税，今年欧洲经济展现出超乎预期的韧性。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%，为经济活动提供支撑。
- 但由於欧元区通胀已回落至欧洲央行2%的目标水平，本行预计该央行现阶段不会再减息。
- 英国通胀反弹至3.8%，处於偏高水平。英伦银行预测通胀将在劳工市场放缓後逐步下降，但期间将显著高於2%的目标水平。自2024年8月以来，英伦银行保持着每季度25个基点的渐进式减息节奏。
- 本行预期英伦银行将在11月份再次减息25个基点，但由於九位政策制定者中已有四人反对再减息，本行认为英伦银行的宽松周期已

接近尾声，基准利率最终可能维持在3.75%。

日本—料将重启渐进式加息步伐

- 与英国类似，日本通胀依然远高於日本央行2%的目标，剔除生鲜食品和能源成本的核心通胀高达3.4%。美元兑日元汇率徘徊於150附近的极高水平，增加了进口成本，导致商品通胀维持在4.5%的高位。相比之下，服务通胀仍处於1.5%的较低水平。
- 服务成本适度令日本央行得以缓慢推进加息，将利率从2024年3月的-0.10%逐步上调至当前的0.50%。随着美日签署新贸易协定，且核心通胀三年来一直高於2%，本行预计日本央行將於10月份重启加息，上调利率25个基点至0.75%。
- 值得关注的是，当联储局准备减息而日本以大约每半年一次的节奏重启渐进式加息时，日元兑美元汇率有望从当前低位开始反弹。

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	1.4	1.4
日本	0.9	1.2	0.2	1.1	1.1
亚洲四小龙	2.4	1.8	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	4.4	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

机会与风险并重

「股票方面，鑑於估值和基本面情况，我们继续认为欧洲及亚洲(日本除外)股票的风险回报正面。尤其是，我们仍然看好香港和中国股市，相信年初至今的涨势将得以保持。」

- 今年以来，环球股市表现强劲，截至2025年8月26日收市，MSCI全球全市场指数上涨约13%。美元走弱进一步推动非美股市的表现。许多央行在2025年已陆续减息，联储局也可能很快跟进，这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。流动性稳定亦助推中国A股市场走高，健康护理、原材料、金融及科技板块估值有所上升。目前，沪深300指数及MSCI中国指数的估值仍远低于历史峰值。
- 由於风险回报水平更具吸引力，本行维持对亚洲(日本除外)股票及欧洲股票的「增持」立场，但考虑地缘政治紧张局势以及关税加剧企业盈利增长的不确定性，仍需警惕下行风险。

美国—盈利乐观与减息预期抵销关税忧虑

- 由於2025年第二季的财报和业绩指引整体表现相对稳健，对关税影响的担忧大幅减弱，标普500指数8月再创历史新高。尤其值得关注的是，大型科技公司在财报季初表现出色，盈利录得双位数增

幅，远超市场预期，而超大规模云端服务商的资本支出仍保持增长趋势。整体而言，盈利增长普遍强劲，标普500企业利润率在面对关税冲击时较预期更具韧性，而美元走弱进一步提振盈利表现。管理层展望乐观，本季度上调全年盈利预期的公司比例显著高於2025年第一季。

- 市场对联储局或将在2025年9月恢复减息的预期升温(自2024年12月以来联储局未再减息)。在鲍威尔主席杰克逊霍尔发表鸽派讲话後，市场情绪得到显著提振。展望未来，促进经济增长的《大而美法案》将利好市场，尤其有助於提升企业自由现金流。

欧洲—在阶段性的不确定性中持久蓄力

- 本行曾指出欧元区股市进一步上涨可能面临的阻碍，例如德国刺激政策消息以及贸易谈判相关的喜忧参半消息。目前关税不确定性有所下降，但法国的政治局势不确定性再次成为焦点。此外，当前欧洲企业财报季表现分化，也为股市重拾升势增添不小阻力。

- 长远来看，欧洲财政环境相对利好，预计欧洲央行将在2025年剩余时间内将存款利率维持在2%。股市估值仍然相对合理，MSCI欧洲指数的预测市盈率约为15倍，略高於其过去十年的历史均值。随着美国经济政策可预测性下降，投资者布局非美资产意愿上升，如果此趋势延续，欧洲股市有望成为长期主要受益者。
- 本行维持对欧洲股票的「增持」立场。本行认为，国防、基础设施、能源效率与能源转型等受益於政策转向的领域将迎来结构性利好，内需导向型企业总体也有望受益於财政支出扩张带来的正向外溢效应。

日本—盈利趋软，符合市场预期

- 在2025财年第一个财报季中，受关税影响及日元升值影响，收入和盈利按年下降，大致符合市场共识预期。尽管美国关税不确定性逐渐减弱，但关税对企业及经济的潜在影响仍不可忽视。本行将关注即将发布的2025财年前半年度业绩，留意更多盈利预测筑底迹象。

- 随着资金持续流入及关税担忧缓解，日股表现稳健，MSCI日本指数上个月上涨约4%。尽管近期有所回落，该指数的预测市盈率仍为16.1倍，接近高於历史均值一个标准差。从中期来看，积极推动因素包括通胀预期上升及企业改革持续推进
- 本行维持对日本股市的「中性」立场。

亚洲(日本除外)一走势向好，但短期或震荡

- 贸易协定带来的政策明朗化、潜在的货币政策利好以及稳健的基本面均支撑本行对亚洲(日本除外)股市的积极看法。历史资料显示，美国短期利率降低和美元走弱通常与亚洲股市表现正相关。研究显示南韩、菲律宾、台湾及香港对这些因素最为敏感，而泰国、中国A股及印尼则较不敏感。按行业来看，资本货物、化工、交通运输、健康护理及房地产板块通常跑赢能源、零售、采矿、银行及公用事业板块。
- 本行维持对亚洲(日本除外)股市的「增持」立场，并重申对中国、香港、新加坡及菲律宾的「增持」立场。尽管如此，MSCI亚洲(日本除外)指数今年迄今已取得亮眼的总回报，但亚洲股市正进入季节性整固期。投资者随后可关注2025年第四季的一些潜在利好事

件，包括中国的「十五五规划」以及南韩的企业管治立法发展。泰国方面，鉴於入境游客人数低迷以及部分出口前置操作可能逆转，宏观前景总体乏善可陈，加之政治不确定性萦绕不散，本行对泰国股市持最审慎立场。

全球行业—科技股持续领跑

- 近期科技股表现强劲，MSCI ACWI 通讯服务类股指数成为今年迄今表现最突出的板块，其中权重股Meta和Alphabet占该指数约50%。人工智能超级趋势仍为美国互联网行业的主推力。人工智能驱动的需求正推动各大云端服务提供者加速扩张。2025年第二季行业整体按年增长27%，录得自2022年第四季以来的最快增速。尽管短期利润率可能承压，但随着新产能上线及晶片效能提升，中期反弹态势可期。在美国互联网行业中，本行看好云端计算板块，其次为广告、电商和旅游，最後为网约车及外卖服务。

部分健康护理子版块显现价值

- 相比之下，受关税担忧、政策改革以及部分子板块特有因素影响，健康护理板块仍表现落後。例如，管理式医疗因重大失误及政策阻力而受到冲击，但随着知名投资者的入场，市场情绪可能有所改善。基本面仍存在挑战，其中1)保

险会员减少以及2)成本和使用率上升等问题，大多为市场已知的风险因素。若政策、司法不确定性有所改善，且医疗支出与保费得到合理匹配，健康护理行业有望重回增长轨道。本行预计市场将持续波动，但對於耐心的投资者而言机会仍存。

风格偏好：部分国际市场的小型市值股票表现活跃

- 2024年小型市值股表现低迷，今年部分市场的小型市值股已有复苏迹象，以欧元区和日本表现最为突出。相较大型市值股，国际小型市值股受关税负面影响较小；若美元继续走弱，小型市值股相对受益。原因在於国际小型市值股通常更偏向国内市场，大型市值股则出口比例较高。尽管如此，投资者需谨慎选择，例如法国政治不确定性可能对专注国内市场的股票影响更大，而国际化程度较高的公司受影响较小。美国方面，如果联储局采取更积极的宽松政策，或将提振小型市值股的表现。此外，由於小型市值股通常被视为并购目标，企业活动的增加往往对其形成利好。其他潜在利好还包括近期税改法案的正面影响，其中若干条款可能为小型企业提供可观的现金流支持。

香港／中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

聚焦盈利下调趋势

「由於外卖和即时电商竞争较预期激烈且持续时间更长，短期内MSCI中国指数的盈利可能继续向下修正。」

- 过去一个月，中国股市涨幅介於5%-8%之间，美元计价下跑赢区域市场3%-6%。散户投资者情绪回暖、流动性环境改善、资金逐步轮动至股票，以及政策落地的增量效应，或为当前宏观基本面趋软与流动性驱动境内A股市场反弹走势出现分化的主要原因。
- 盈利修订动能为值得关注的核心指标之一。由於外卖和即时电商竞争较预期激烈且持续时间更长，

短期内MSCI中国指数的盈利可能继续向下修正。从中长期来看，随着第四次全体会议临近，政策落地的增量效应及潜在政策支持将成为积极的助推因素。

- 本行持续看好香港和中国股市，基准情境/牛市情境/熊市情境下的恒生指数目标点位为27,500/29,200/22,500。尽管近期估值有所提升，MSCI中国指数的预测市盈率仍为11.9倍，相较于MSCI新兴

市场指数仍存在约7%–8%的估值折让。境内沪深300指数的预测市盈率为13.9倍，较历史均值高出约1.25个标准差。在流动性驱动的股市反弹中，估值可能飙升至高於历史均值2个标准差。投资者应关注融资余额占自由流通市值的比例，该关键指标或可反映监管干预的可能性。



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)

减息情绪乐观

「我们维持对存续期的中性立场。长期利率容易受到财政、通胀担忧和政治噪音的影响，而由于降息预期，短期收益率会倾向下行。」

- 固定收益产品的资金流入依然强劲，反映出对联储局降息的乐观情绪。因波动减缓以及资产类型回报为正，信贷息差持续收紧。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

- 上月，美国国债收益率曲线呈现分化局面，反映了货币政策预期和政治动态的变化。收益率曲线的前端大幅上涨，而长期收益率仍处于高位，表明曲线趋陡的压力再现。
- 两年期美国国债收益率在8月底跌至3.6%，低于一个月前接近4%的水平。此次上涨是因为投资者日益坚信联储局最快可能在2025年9月首次降息。联储局主席鲍威尔在杰克森霍尔的讲话标志着一个关键点。他肯定了抵御通胀的工作取得进展并强调就业下行风险加剧，市场将此解读为打开政策放宽的大门。一系列疲软的就业

市场数据巩固了这一论调，而随着市场消化联储局更为温和的政策路径，短期债券收益率走低。

- 相较之下，长期债券收益率仍处于高位，反映出投资者对期限溢价的持续需求。若干结构性担忧令长期债券承压，包括财政赤字和新实施关税的通胀影响。政治噪音也影响了市场情绪。政府向联储局施压的行动—包括试图罢免联储局理事库克—加剧了投资者对央行独立性的担忧。虽然此举促使投资者加码押注近期政策转向温和，但同时也加剧了对长期通胀预期和政策框架可信度的担忧。
- 展望未来，鉴于联储局持续面临的政治压力以及通胀预期上升的风险，可能促使投资者寻求更高的期限溢价。
- 为此，我们维持对存续期的中性立场。我们对长期(30年)名义美国国债继续保持谨慎，但将密切关注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

- 信贷息差本月在风险偏好上行的

背景下收窄，录得广泛的超额收益及总回报上升。信贷息差目前接近历史低位，反映未来降息预期引发投资者的强劲需求。由于滞胀风险上升令前景更加复杂，我们对发达市场信贷保持谨慎。

- 近期公布的宏观经济数据显示，美国经济已开始放缓。就业市场数据尤其疲软，消费者支出及房价亦同步下滑。同时，高收益板块的违约率已开始上升。我们预期美国关税将影响未来信贷指标，而美国企业将承受过高的风险。周期性产业公司可能面临利润率压力，而整体利率高企仍然是高杠杆发行人要面临的挑战。
- 法国总理贝鲁于9月8日对其政府举行信任投票，而他有可能被罢免。此前，考虑到法国相对较高的债务水平，贝鲁削减政府支出的计划遭到了否决。尽管我们所关注的法国银行市场地位稳固、资本实力雄厚、资产质量总体稳定而且地域多元化充分，但我们仍对该行业持续的政治和经济不确定性保持谨慎。
- 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。

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，但技术性支撑因素或有助於缓解下行压力。

亚洲

- 亚洲信贷8月录得总回报率1.24%，推动因素为息差收窄以及美国国债收益率下降。联储局降息预期支撑本月长期债券表现(尽管其年初至今一直仍落后于中期信贷)。
- 与大多数新兴市场信贷相比，亚洲信贷对投资者而言仍是Beta值相对较低的选择，反映在「解放日」以及7月非农就业数据公布后的市场近期去风险化过程中，亚洲投资级信贷息差相对温和扩阔。即便如此，我们预期政治动荡、地缘政治以及关税担忧仍会偶尔引发市场波动。不过财政和货币宽松可能有助於部分缓解经

济逆风。

- 标普于8月将印度主权评级从「BBB-」上调至「BBB」，原因是据称印度政府致力于实现可持续的公共财政。标普表示，其认为美国关税对印度经济的影响可控。尽管我们对美印贸易谈判持谨慎态度，但鉴于目前印度的关税税率过高，我们认为标普上调评级有利于市场情绪好转。我们将继续关注印度与其贸易伙伴(包括美国)之间的贸易发展动态。

新兴市场主权债券

- 强势货币新兴市场主权债券于8月回升1.6%，年初至今升幅为8.7%。高收益债券再次跑赢投资级债券，回报率分别为1.9%和1.3%。高收益主权债券年初至今的回报率为10.3%，而投资级主权债券回报率为7.1%。本地货币主权债券录得2.3%的强势月度涨幅，年初至今回报率为14%。
- 本月反弹得益于全球投资者对新兴市场信心的改善。新兴市场本地货币债券的实际收益率达到历史高点，加之外国投资者兴趣不减，亦保持吸引力。哥伦比亚和南非等国家继续提供高于9%的诱

人名义收益率，提高其本地息率市场的吸引力。

- 新兴市场主权债务同时面临顺风及逆风：虽然新兴市场货币可能出现短期盘整，但美元周期性下跌和通胀受控，支撑新兴市场债务持续走强。联储局预计将于2025年第四季降息，为新兴市场资金流动提供进一步支撑，而正在进行的关税谈判和地缘政治紧张局势(尤其是在东欧和中东地区)可能会加剧市场波动。风险缓解方面，财政纪律改善、外汇储备增加以及更有利的全球流动性背景，表明「BB」及以上评级的新兴市场主权债券仍处于有利地位。
- 建议投资者对前沿市场及承压发行人(例如黎巴嫩和委内瑞拉)保持谨慎，原因是这些国家在年初至今的价格大涨之后，表面上存在的战术机会实则充满了下行风险。
- 技术面强劲、信用指标不断改善以及收益率具吸引力，是继续投资新兴市场主权债券的可信依据——不过我们需要密切关注全球贸易动态和美国货币政策。

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)

继续看涨黄金

「鉴于美元前景依旧疲软，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。」

石油

- 由于预期对俄罗斯原油的制裁可能会放松，油价在特朗普与普京的阿拉斯加峰会前下跌。但因峰会未取得成果，早前对乌克兰和平协议的乐观情绪有所减弱，油价随后回升。棘手的领土和安全保障问题目前几乎无进展。乌克兰对俄罗斯能源基础设施的攻击也部分导致油价走高。作为对俄罗斯在冲突中进军以及袭击乌克兰天然气和电力设施的响应，乌方攻击扰乱了莫斯科的石油加工和出口，并造成俄罗斯部分地区汽油短缺。同时，美国按计划从8月27日起对印度进口产品加征25%的俄罗斯惩罚性关税，从而将公布的关税税率提高到50%。过去三年印度大幅增加石油购买，其中俄罗斯石油占其进口总量的35%。
- 我们预期油价将小幅下跌，并维持对布伦特原油的12个月预测每桶65美元。石油市场供应很可能保持充足。石油输出国组织决定在9月每日增加547,000桶的供应量，结束其每日220万桶的减产。焦点在于2025年第四季是否会暂停增加产量。石油需求呈现分化格局，炼油厂强劲利润是石油加工热潮的原动力。然而，随着抢

在美国关税实施前提前出口的结果显现，中国石油需求可能会放缓。

贵金属

- 自4月以来，黄金一直在3,200-3,450美元/盎司区间盘整。早期建立在投机性多头集中基础上的价格上涨，已被ETF流入引发的新一轮上涨所取代。我们预测，金价到2025年底将达到3,600美元/盎司，一年后将达到3,900美元/盎司。
- 焦点已从关税不确定性转向宏观经济数据监测。联储局主席鲍威尔在杰克森霍尔的讲话比预期更为温和。讲话的关键信息是，就业数据持续疲软足以成为恢复降息的理由。基于近期疲弱的美国就业数据，我们预期联储局将在未来几个月内降息，黄金等非收益性资产将受益于利率下降以及由此引发的美元走弱。
- 美国货币政策的政治游说力度空前，若其被认为有影响力，则可能对黄金有利。在特朗普总统宣布解雇联储局理事库克(Lisa Cook)的决定后，她表示将在法庭上质疑这项决定并寻求司法审查。我们认为，联储局独立性面临挑战令美元面临下行风险，这也意味

着黄金面临上行风险。该情况既源自于对美国机构的担忧，也源自于市场对近期美国收益率下降和通胀预期上升的解读。

货币

- 美元指数于7月升值后在8月收低。联储局主席鲍威尔在杰克森霍尔的讲话以及美国总统特朗普解雇其理事库克，是令美元承压的一些因素。前者方面，鲍威尔表示对降息持开放态度，并承认就业市场面临下行风险，表明9月降息的可能性较大，不过他在讲话中并未作出承诺。尽管如此，鉴于近期美国就业数据疲软，我们预计联储局将在今年9月、10月和12月降息。虽然库克是否会继续留任联储局理事会尚不明朗，但特朗普的最新举动反映出投资者对联储局独立性的担忧，以及联储局的人员结构如何导致央行的未来立场更加温和。随着联储局可能重启宽松政策，以及美国例外论呼声逐渐消退，我们继续预期美元将走弱。只要整体风险偏好情绪不变，且美国以外的经济增长条件得到支撑，美元就有下跌空间。尽管如此，我们认为美元并非直线下跌，而且可能在数据

意外、市场对联储局降息的预期以及关税风险的推动下出现波动。美元加速下跌时，美元的重新配置动能或会增强。更广泛来看，美国政策走向不明朗，以及对美国债务和赤字在中期内上升的担忧，有望继续支撑美元全面(且可能波动的)下跌。

- 虽然政治风险上升，但欧元8月表现尚佳。尽管荷兰看守总理迪克·斯霍夫及其内阁安然度过8月27日的不信任投票，但荷兰政府仍将于10月29日提前举行大选。于本文撰写之际，法国总理勒内·尚·吕西安·贝鲁已呼吁于9月8日就其政府预算进行信任投票，并表示他需要议会支持紧缩措施以减少公共债务。他提议砍掉大部分公共支出，对高收入者征收新税目，取消两个公共假期(复活节星期一和欧战胜利纪念日)，并计划增加国防开支。回想去年，一场不信任投票(尽管并非针对预算)导致前总理米歇尔·巴尼耶下台。虽然整体基本面仍可支撑欧元，但法国与荷兰的政治风险可能在短期内对欧元产生影响，故值得关注。关税方面，有迹象表明欧盟和美国可能正接近达成更好的协议。8月21日，美国及欧盟发表联合声明，概述了双方的新贸易框架。该协议确认对大多数欧盟商品征收15%的上限关税，并包含一项不可迭加条款，以防止关税加码。近期报告显示，欧盟有意免除对美国工业品进口的所有关税，以换取降低其对美国汽车出口的关

税。美国先前曾表示，若欧盟在本月底前立法取消所有美国进口商品的关税，其15%的统一关税将适用于从欧盟进口到美国的汽车及汽车零件，且本规定生效可追溯至8月1日。总体而言，我们仍看好欧元前景。

- 美元兑日元的汇率跟随美元下跌，于8月收低。在杰克逊霍尔的会议上，日本央行行长植田和男谈到工资增长将从大型企业延伸到中小企业，并预计除非出现重大的负面需求冲击，否则日本就业市场将保持紧俏，并将继续对工资构成上行压力。我们认为，日本央行即将实现政策正常化。联储局与日本央行在货币政策上的分歧，将支撑美元兑日元的大趋势。此外，我们关注预计将于9月初完成的选举审查报告的发布。该报告意在告知自民党，谁将为7月参议院选举的失败负责。政治前景的一些明朗也可能对日元构成支撑。
- 在离岸市场交易的美元兑人民币汇率于8月跌近1%，目前处于2024年11月以来的最低水平。该走向是多种驱动因素的共同作用，包括人民币每日中间价持续走强、近几周外资重新涌入中国股市，以及联储局准备降息之际美元走软。目前似乎存在着人民币每日中间价略微调高，但又要循序渐进的持续且人为的趋势。自2025年4月中旬以来，美元/人民币中间价已下跌约1,070点(1点等于1%的百分之一)，平均每个中间价下跌约11

点。这与2023年至2024年期间以及2025年初的情况截然不同，彼时中间价是用于控制人民币贬值压力的防御性手段。如今，即期汇率与中间价之间的差距是由中间价走强而非人民币贬值所驱动，可能表明政策制定者有意循序渐进地引导美元/人民币即期汇率走低。人民币逐步升值和国内股市持续上涨，有助于恢复投资者信心，并进一步鼓励外资回流。过去几周内，中国出现了外资净流入。此等因素，加上联储局可能重启降息，应会继续利好人民币。如果中国经济能够更持续地保持稳定，人民币可能还有进一步升值的空间。

- 8月，美元兑新元的汇率下跌约1%，主要原因是美元再度走软，而人民币升值也对新元产生了正面外溢效应。新加坡近期发布的7月通胀报告显示，核心通胀率同比降至0.5%(先前为0.6%)。通胀前景方面，新加坡金管局继续就上行和下行风险发出警告，同时预计2025年核心通胀率与先前的预测相同，平均为0.5-1.5%。我们认为，如增长—通胀的走向不如预期，当局仍可能实施宽松货币政策，但目前不必急于出手或过早行动。新元名义有效汇率基本保持稳定，这意味着除非其他货币大幅升值，否则新元的升值空间有限。未来一个月，我们预计联储局政策、美元波动和人民币走势等外部因素将对美元兑新元产生更大影响。

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。