

2025年第四季投資展望

东亚睿智 拨云见日





东亚银行 | 东亚睿智 | 2025年第四季

目录

2	序言
3	宏观策略
12	宏观经济
16	股票
30	外汇
39	债券
50	季度资产配置
56	免责声明



盛夏已过，秋风已起。关税战等多个困扰市场的阴霾在第3季渐渐退散，使得第3季投资市场仍具生机。美国与多个主要贸易伙伴达成协议，与中国的贸易谈判亦持续推进；美国就业数据虽然有转弱迹象，但亦令期待已久的减息重临，加上环球经济料能避开“硬着陆”，使得整体的投资氛围依然较好。

步入第4季，我们正处于秋去冬来的关键转折点。正如自然界万物进入沉潜与转化的阶段，投资市场亦开始面对更深层挑战。尽管美联储再次减息，并已释出持续宽松的讯号，但减息对稳住就业市场的效用尚未完全发酵，投资者对政策支撑虽充满期待，却亦须正视现实中的滞后及不确定性。

风险资产在第3季的表现理想，投资者对第4季有所期盼。然而，现实中的潜在风险仍不容忽视。关税措施逐步落地，对企业成本与通胀压力的影响将在此期间逐步显现，会否进一步压抑经济动能并令通胀再度升温，仍有待观察。尤记得疫情后各国央行致力压低通胀，经数年努力始渐见成果，应时刻紧记“通胀猛于虎”。地缘政治紧张局势持续存在，犹如寒流暗涌，俄罗斯与北约的关系越趋紧张，以色列未肯停止攻击加沙已引起多国不满，地缘局势随时为市场带来更多不确定性和波动性。与此同时，资产

估值偏高的压力正悄然累积，部分市场与资产的估值已明显高于近10年的历史均值，资产泡沫形成的风险亦随之升温。就算泡沫形成后也未必会构成即时危机，但投资者在逐利之际，亦须提高警觉，慎防风险反噬。

叶落霜降，由秋入冬并非一定全然萧瑟。冬藏春生，变局之中亦蕴藏着机遇。随着利率环境转向宽松、资金流动性增加，加上环球经济有望实现“软着陆”，对风险资产而言，第4季仍具备一定的支持力度，适时提高风险资产比重或能带来更可观的回报。不过，机会与风险向来并存，灵活与分散的配置策略是永恒的王道。

秋，是收获的季节；冬，是沉潜与准备的时刻。在这片多变的投资天地中，唯有坚守纪律、审慎前行者，方能在波动与机遇交织的市场中立于不败。2025年第4季的投资市场主旋律，将围绕“审慎乐观”、“动态调整”与“策略分散”展开。

当全球经济与政策环境持续演变之际，投资者不仅要洞察宏观经济的脉动，更须从企业基本面、行业趋势及资金流向等多重维度进行分析。唯有具备弹性调整与长线多元的资产配置，才能在寒冬中筑起稳健的堡垒，为未来的春天积蓄力量，静待春暖花开之时。

本季重点：

宏观策略：货币政策再次走向宽松与经济稳定并存的环境下，历史上对股、债的资产表现往往有利，但市场潜藏风险不能完全忽视

宏观经济：环球经济韧性超出预期，但贸易下行风险或进一步加大，令增长前景尚未明朗

欧美股市：法国政局不稳及债务飙升，故对欧洲股市转趋审慎；美股料续享估值溢价优势

亚洲股市：AI板块引领中港估值上修，但须小心市况变得波动；流动性充裕及货币走强料利好亚洲股市

外汇市场：美联储有持续降息的准备，料将影响美元短期吸引力。美国经济放缓加上息差优势，利好非美货币

全球债市：对全球债券市场的前景持审慎乐观的态度，可适当分散投资至环球政府债券市场和以美元或本地货币计价的新兴市场债券

亚洲债市：美国利率有下调空间、供应不足、债券赎回行动和违约率低，令亚洲信贷市场充满机遇

宏观策略

拨云见日

东亚银行财富管理处投资策略师 | 吴永强



宏观策略

东亚银行财富管理处投资策略师 吴永强

拨云见日

本章摘要：

- 美国货币政策再次走向宽松兼经济预期能软着陆，对股、债的资产表现往往有利，黄金则主要反映市场情绪与避险需求的变化
- 减息配合经济稳定的环境，投资者的风险胃纳往往递增，或对小型股和高收益债券更有利
- 市场仍潜藏不少风险，应维持作跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置
- 市场忧虑美联储独立性受损，调整利率若不再以数据先行，有机会令通胀明显反弹
- 黄金价格升幅或未及第3季，但中长期看好观点不变

上季标题是《余烬》，当时预期关税及中东地缘危机风险虽已大幅降温，但余烬未熄，投资者不宜掉以轻心。同时，关税战发展、去美元化情况及黄金避险需求，将是市场焦点所在。

在踏入第3季后，关税谈判仍是投资者关注的重点。美国将“对等关税”的生效日期由7月9日推迟至8月7日，并在新限期前与欧盟和日本等多个主要贸易伙伴达成协议，整体的关税税率较市场预期略为温和。同时，中美虽然未达成贸易协议，但双方仍愿意继续谈判，并再度延长互征关税期限90天至11月10日。另一方面，特朗普在7月4日正式签署《大而美法案》。随着关税政策大致尘埃落定和具争议的《大而美法案》落实，美国对外及对内政策的不确定性降低。然而，诚如我们预测，关税战仍有余烬，例如美国因印度采购俄罗斯石油而征收高达50%的惩罚关税、于9月底公布将会在10月1日对进口的原厂或专利药物征收100%关税、进口橱柜及浴室柜征收50%关税和进口重型货车征收25%关税，尤幸市场汲取了第2季经验后，对关税负面消息的免疫力增强，故未对投资市场带来明显波动。整体而言，关税发展与我们上季提及的基本情景预测相若，当时预期利好中港及美国股市、投资级别企业债券和黄金的表现，至今已一一兑现。

及至8月份，投资市场迎来年内一个重要转捩点。美国非农就业数据明显放缓，当局更大幅下修5月及6月的数据，揭示美国经济隐现风险，令市场对美国减息预期骤然升温。一直在调整利率立场中强调“按数据行事”的美联储主席鲍威尔，在杰克森霍尔（Jackson Hole）全球央行年会释出鸽派信号，称“风险平衡的转变可能需要调整政策立场”¹，为减息铺路。与此同时，尽管美国的通胀数据显示关税推升

进口商品价格，但在汽油价格回落抵销了部分压力，整体通胀仍属可控，为美联储提供更多依据再度减息。

减息预期为风险资产注入更大动能，在鲍威尔于Jackson Hole央行年会讲话后至美联储在美国时间9月17日落实减息25点子后一个交易日，标普500指数、纳斯达克指数、罗素2000指数、日经平均指数、恒生指数及沪深300指数，分别录得4.1%、6.5%、8.5%、6.6%、6.2%和5.9%的升幅。至于欧洲股市受法国政治不稳等个别因素影响，欧洲Stoxx 50指数微跌0.1%。

至于债市同样受惠减息，尤其是表现一直受压的美国长期国债也有所回升。美国20年及30年国债息率在季内曾分别低见4.61%和4.64%，较7月中的高位各自下降40点子及37点子。

作为传统避险资产，黄金同样是减息周期的受害者，叠加“去美元化”趋势和地缘政治不稳等因素，以即市价计，金价在季内曾10次破顶，最高曾创每盎司3,791美元。

总体而言，第3季市场走向及各资产表现，与我们预测相符，部分资产表现甚至有喜出望外的表现。

本季的标题为《拨云见日》。关税和美国就业问题恶化等原本笼罩投资市场的云层正逐渐消散，叠加等候多月后美国再次减息，令投资者对市场前景有着更大的期待。然而，投资者在享受煦和阳光之时，也要留意地缘局势等乌云，仍有机会再次掩盖阳光。

美联储自2022年3月开展加息周期，并于2024年9月结束并开始减息，随后在2024年9月、11月和12月减息3次共100点子后，便一直按兵不动。投资市场在苦等近9个月，终迎来新一次减息。历史经验告诉我们，在货币政策再次走向宽松与经济稳定并存的环境下，股票和债券通常表现良好，黄金则主要反映市场情绪与避险需求的变化，美元走势则往往较弱。

在资产配置策略上，股、债、黄金市场在重启减息初期或因市场对经济前景仍未有十足掌握和减息落实后出现“sell the fact”的因素影响，有机会出现短线调整，但也为投资者带来低位吸纳的机会。待减息前景进一步明朗化及经济实现软着陆后，风险资产的表现料会向好。当历史再次指向宽松，当经济尚存韧性，当市场犹豫不决之际，正是具备远见的投资者静水深流、精准布局之际。

¹ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20250822a.htm>

减息再启动：从历史数据中寻找启示

随着今年8月初美国公布的非农就业数据大幅转弱，美联储于美国时间9月17日公布减息25点子，为时隔9个月后再次减息。根据利率点阵图预期，今年余下时间尚会减息50点子，明年及后年则会各减息1次。意味减息周期料在未来两年仍得以维持。而截至9月27日的利率期货显示，市场预期今年及明年会再各减两次息，较官方点阵图的预测更加鸽派。

在美联储过去的多个减息周期中，亦曾不时出现长时间维持利率水平不变后再次减息的情况。为方便表述，我们将减息周期中，利率维持不变超过3个月后再次减息的做法称为“二次启动”。考虑到财金环境转变及个别数据存在缺失，我们以1990年订为分析起点。在过去35年中，“二次启动”曾经出现过9次，分别在1990年7月、1990年10月、1991年8月、1992年4月、1995年12月、2002年11月、2003年6月、2008年10月和2020年3月。

过去35年减息周期中维持利率不变超过3个月后再次减息的利率变动情况及经济概况

减息日	减息幅度	减息后利率	之前利率 维持不变月数	之后是否 继续减息	减息当季 美国GDP(季增 年率, %)	减息后一季 美国GDP(季增 年率, %)	减息后两季 美国GDP(季增 年率, %)
1990年 7月13日	25点子	8%	接近7个月	是	0.3	-3.6	-1.9
1990年 10月29日	25点子	7.75%	超过3个月	是	-3.6	-1.9	3.2
1991年 8月6日	25点子	5.50%	超过3个月	是	2	1.4	4.9
1992年 4月9日	25点子	3.75%	超过3个月	是	4.4	4	4.2
1995年 12月19日	25点子	5.50%	超过5个月	是	2.7	3	6.8
2002年 11月6日	50点子	1.25%	接近11个月	是	0.5	2.1	3.6
2003年 6月25日	25点子	1%	超过7个月	否	3.6	6.8	4.7
2008年 10月8日	50点子	1.50%	超过5个月	是	-8.5	-4.5	-0.7
2020年 3月3日	50点子	1%-1.25%	超过4个月	是	-5.5	-28.1	35.2
2025年 9月17日	25点子	4%-4.25%	接近9个月	9月点阵图显示 今年余下时间尚 会降息50点子	市场预期为1.7	市场预期为1.2	市场预期为1.5

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月27日

宏观策略

我们将分析过去35年中共9次“二次启动”后，股、债、汇、金，它们在21、63、126和252个交易日（相当于约1个月、3个月、6个月和12个月）的回报，借以从历史脉络中寻找出未来的投资启示。在股票方面，我们以标普500指数代表美国大型股、罗素2000指数代表美国小型股、Stoxx 50指数代表欧洲股市和MSCI新兴市场代表新兴市场股市。债券方面，以富时世界国债指数代表环球国债表现、彭博全球综合债券指数代表环球投资级别债券，彭博全球高收益债券指数代表环球高收益债。另外，亦会分析黄金和美汇指数的走势。

股债的风险胃纳增加

先从股市说起，在“二次启动”期间，股市普遍呈现先跌后升的走势。以标普500指数为例，减息后21个交易日及63个交易日的平均回报分别是负2.6%和负1.2%，平均回报录得负值，主要受1990年7月、2008年10月和2020年3月的“二次启动”所拖累，该三段时期分别是石油危机、金融海啸和COVID-19疫情，即使减息亦未能避免美国经济倒退，从而直接拖低股市表现。然而，当进入第126个交易日后，平均回报已录得正数，达4.8%，至252日后更累计约15%的回报。类似趋势亦见于罗素2000指数、欧洲Stoxx 50指数及MSCI新兴市场指数，显示投资者在“二次减息”后入场作12个月的中长线投资，虽然过程中须承受市场波动，但最终往往都能获得不俗回报。

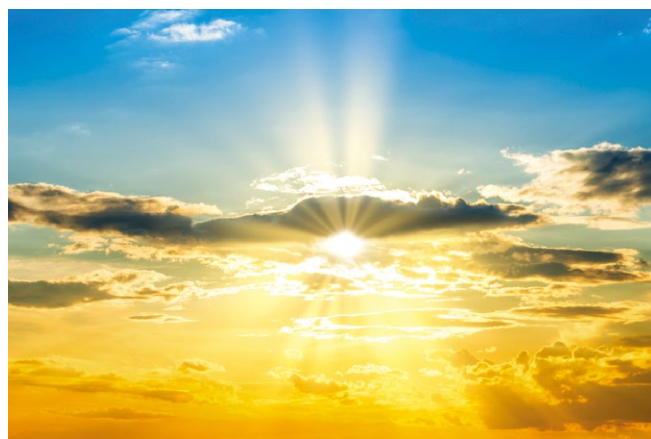
截至9月27日，根据彭博综合市场预测，美国GDP在今年第4季及明年第1季的季增年率分别是1.2%和1.5%，意味不会出现经济衰退。因此，我们认为在上述9次“二次启动”中，只聚焦于减息25点子且后续两季GDP维持正增长的案例更加贴近现况，相关的案例共有4次，分别在1991年8月、1992年4月、1995年12月及2003年6月。同时，我们将重点放在相当于1个季度的63个交易日及相当于1年的252个交易日表现，以反映较短期及较长期的市场走势。在此4次案例下，股票市场表现更为稳健。标普500指数、罗素2000指数、欧洲Stoxx 50指数和MSCI新兴市场指数在减息后的21、63、126和252个交易日均录得正回报，当中罗素2000指数在第63个和第252个交易日表现最突出，分别录得5.7%和18.9%的升幅。这反映在减息重启兼减幅温和，配合经济持续增长的背景下，市场风险胃纳逐步提高，更偏好风险较高的小型股。

债市方面，环球国债、环球投资级别债券及环球高收益债在“二次启动”后的21个交易日，均录得负回报，除因经济问题外，也与市场在减息前已提前部署，并在减息落实后获利离场有关。然而，在63、126和252个交易日，环球国债、环球投资级别债券及环球高收益债的相关指数均录得正回报，当中高收益债的表现尤其突出，在第126和252个交易日的回报均跑赢国债和投资级别债券。这表明不仅利率下行推动债券价格上涨，风险资产的信用利差也随着宏观经济环境稳定而收窄，进一步提升回报潜力。

若再次聚焦于只计减息25点子兼之后两个季度未有经济衰退的4次案例，环球国债、环球投资级别债券及高收益债在21、63、126和252个交易日皆录得正回报。假如将观察范围再缩至减息后1个季度及1年的表现，与股市的情况相若，风险较高的环球高收益债表现最好，在第63个交易日及第252个交易日分别录得3.5%和16.2%的回报，较环球国债和环球投资级别债券同期平均回报分别高0.7个百分点及6.6个百分点。

黄金表现相对中性 美元走弱趋势不变

黄金的表现则相对中性甚至略显分化。在9次“二次启动”中，黄金在21、63、126和252个交易日的平均回报分别为负0.3%、正4.3%、正5.1%及正4.2%。而在经济未出现衰退的减息环境下，黄金价格在12个月平均仅上涨约0.1%，显示经济相对稳健的环境下，黄金的避险需求较少，对价格的推动力也相应有限。然而，我们认为黄金现时仍有不少利好因素支持，料在今次“二次启动”下或会有更强劲升幅，下文将作详细探讨。至于美元指数则普遍呈现贬值趋势，除减息后若1个月有所回升后，其后的3到12个月的时间点均录得下跌。



“二次启动”下各资产表现

资产类别	指数/资产	21个交易日 (%)	63个交易日 (%)	126个交易日 (%)	252个交易日 (%)
股票	标普 500 指数	-2.6	-1.2	4.8	15.1
	罗素 2000 指数	-3.8	-1.5	8.2	25.0
	欧洲 Stoxx 50 指数	-3.3	-5.1	-2.5	6.2
	MSCI 新兴市场指数	-2.2	-2.5	6.9	23.3
债券	富时世界国债指数	-0.2	2.6	3.8	9.3
	彭博全球综合债券 总回报指数	-0.1	3.0	4.9	9.9
	彭博全球高收益债券 总回报指数	-1.7	0.2	7.6	22.1
黄金	国际金价	-0.3	4.3	5.1	4.2
美元	美汇指数	1.1	-2.3	-2.0	-1.9

资料来源：彭博，数据撷取于 2025 年 9 月 22 日
注：由于债券市场部分指数数据从缺，故个别时期的回报会以每月数据计算

“二次启动”中减息 25 点子兼之后两个季度未有经济衰退的案例下各资产表现

资产类别	指数/资产	21个交易日 (%)	63个交易日 (%)	126个交易日 (%)	252个交易日 (%)
股票	标普 500 指数	1.6	3.3	7.1	13.5
	罗素 2000 指数	2.2	5.7	14.3	18.9
	欧洲 Stoxx 50 指数	3.4	2.7	5.6	10.6
	MSCI 新兴市场指数	3.9	3.0	12.4	11.5
债券	富时世界国债指数	1.1	3.0	5.3	9.3
	彭博全球综合债券 总回报指数	0.8	2.6	4.7	9.9
	彭博全球高收益债券 总回报指数	1.7	3.5	8.5	16.2
黄金	国际金价	0.9	4.2	5.0	0.1
美元	美汇指数	1.3	-2.4	-3.3	-2.0

资料来源：彭博，数据撷取于 2025 年 9 月 22 日
注：由于债券部分指数的数据从缺，故个别时期的回报会以每月数据计算

宏观策略

勿轻视潜藏风险

历史数据具参考价值，但并不能保证未来的走向会完全重复。投资者仍然要对市场保持敬畏之心，尤其是在第4季度仍存在多项潜在风险，可能引发市场波动。例如：关税政策的影响逐步浮现，若通胀回升速度较快，或会窒碍减息步伐，也会对美国经济构成压力；美联储独立性受质疑或加速“去美元化”进程，进而冲击美股及美债；中美关系是缓是紧和关税协议能否落实仍属未知之数；法国政府换班和英国通胀升温对欧洲经济影响难以预料；旷日持久的俄乌战争和以巴冲突会否再度恶化；俄罗斯与北约间的摩擦有升温的迹象等，皆对投资市场产生深远影响。因此，我们继续建议投资者应作跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置。

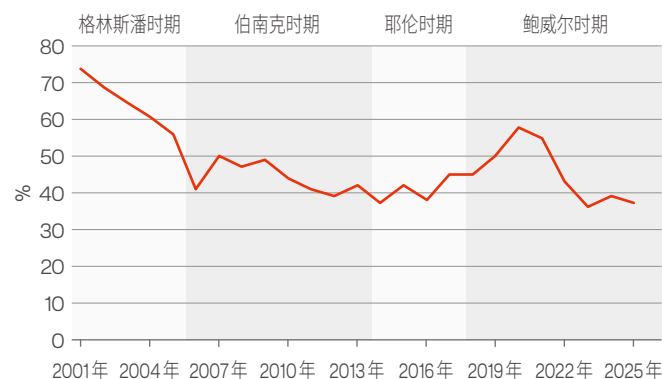
股票、外汇、债券的详细部署，可参阅《股票》、《外汇》和《债券》的章节。

美联储独立性受损与通胀飙升的阴霾

承接上文提到，美联储独立性受质疑是第4季投资市场的主要风险之一。

美国总统特朗普在上任不久后，便开始对美联储穷追猛打，只因美联储迟迟未有减息，打乱其财金政策的部署。随着美联储坚守以经济数据为先的底线，特朗普对美联储主席鲍威尔及非“特派”委员的狙击亦逐步升级，由最初讽刺鲍威尔是“太迟先生”（Mr. Too Late）到威胁就美联储大楼的翻修工程对其提出诉讼，再进一步采取实质性行动，包括撤换被指操控就业数据的劳工统计局局长麦肯塔弗（Erika McEntarfer）和解除被指涉及按揭欺诈的美联储理事丽莎·库克（Lisa Cook）的职位（截至10月2日，美国最高法院颁令，将特朗普要求即时罢免库克的申请，推迟至明年1月）等实质行动。虽然特朗普仍未能对美联储予取予携，但其做法正逐步打击了鲍威尔的公信力。根据咨询机构Gallup的调查，美国人对鲍威尔的信心程度已出现下跌。

美国民众对美联储主席的信心调查



注：图中的 % 是对美联储主席在经济上采取或建议行动具高度信任或相当信任

资料来源：GALLUP，数据撷取于2025年9月22日

市场普遍担心美联储独立性受到削弱，会对美国以至全球经济造成灾难性后果。美联储前主席伯南克和耶伦联合在《纽约时报》撰文指，特朗普的施压行为将会造成长远且严重的经济损害 (risk lasting and serious economic harm)²。欧洲央行行长拉加德 (Christine Lagarde) 亦警告指，一旦美联储的独立性受损，对全球经济带来非常大的危险 (very serious danger)³。《金融时报》对94名来自欧美的经济学家的调查显示，金融市场尚未完全反映特朗普对美联储攻击所带来的潜在风险，包括通胀升温及对美国政府债务失去信心⁴。

为何美联储的独立性如斯重要？诚如伯南克在2010年公开演说所言：“若央行决策者受短期政治压力影响，可能会面临过度刺激经济的压力，在短期内实现超过经济基本面的产出与就业增长。此类增长一开始可能受到欢迎，对选举活动也有帮助，但这种增长并不可持续，最终会消失，并留下通胀的压力，进一步损害长期经济前景。因此，政治干预货币政策可能引发非理性的景气繁荣与衰退周期，最终造成经济不稳定并推高通胀。”⁵

除了潜在的通胀问题，美联储制定的联邦利率亦是美国国债定价的重要指标，被视为无风险利率的美国国债债息，则是各类金融资产定价的重要锚定 (anchor)。当美联储独立性受损，其影响将从利率调整蔓延至整个资产市场价格以及投资者信心。个中影响不容小觑，历史也多次向投资市场表明，美联储一旦受到政治干预，后果不堪设想。

² 见纽约时报网站，<https://www.nytimes.com/2025/07/21/opinion/federal-reserve-independence-trump.html>

³ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/business/ecbs-lagarde-warns-risk-world-economy-via-trump-interference-fed-2025-09-01/>

⁴ 见金融时报网站，<https://www.ft.com/content/be7070f5-1db3-4831-974b-f6698ea91da1>

⁵ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>

引以为戒 美联储的妥协

美联储历史上最著名的独立性受损事件发生在上世纪70年代，时任总统尼克逊要求时任美联储主席伯恩斯采取宽松货币政策，旨在提高就业率并在总统大选前营造经济欣欣向荣景象，最终却引发高通胀和滞胀。1973年至1975年间，美国平均按年通胀高达8.8%，甚至曾连续15个月达双位数通胀的超高水平，至80年代初才完全脱险。同期，美国道琼斯工业平均指数在1973年1月曾高见1,051点，自此之后，随经济放缓以及通胀飙升，股市持续下跌并出现熊市，同年底收报850点，跌幅逾19%。美国经济在1974年及1975年陷入衰退，股市在1974年再跌多28%，至1975年才见反弹。

美联储组成偏鸽的潜在风险

回到今天，特朗普对美联储正步步进迫，并正通过安插更多亲信以间接取得美联储的控制权，除现任理事沃勒（Christopher Waller）及鲍曼（Michelle Bowman）外，特朗普在8月委任了白宫经济顾问委员会主席米兰（Stephen Miran）接替原理事库格勒（Adriana Kugler）突然离职留下的空缺。米兰在9月的议息会议中，更是唯一支持减息50个基点的成员，可见其鸽派的取态。同一时间，特朗普在未能迫使鲍威尔就范后，已表明会在鲍威尔明年5月主席任期届满后委任新主席。我们认为，投资者对美联储独立性受损虽越来越感到担忧，但美国10年期国债的期限溢价只温和向上，反映投资市场仍只对相关风险的一少部分进行定价，并主要通过黄金进行相关的风险对冲。

美联储在9月决定事隔9个月后再次减息，我们认为，非农就业数据大幅下滑为美联储减息提供合理依据和正当性，未见是次减息受政治压力影响。然而，投资者须密切关注美联储之后调整利率是否有足够的经济数据支持。



根据美联储在9月公布的最新点阵图显示，预期2026年底的利率会下降至3.25%至3.5%的区间，意味期间只会减息0.25%，明显较市场预期减息0.5%至0.75%的看法保守。然而，在香港时间9月18日公布点阵图后，利率期货仍预期2026年减息次数介乎2至3次。由于特朗普正计划通过人事任命向美联储安插更多支持减息的人士，故市场预期美联储的组成将会变得更加鸽派，对明年减息预期仍较进取。然而，一旦日后美联储调整货币并非单纯基于经济数据，其政策制定的独立性和可信性将会减低，进而对各资产带来不同程度的影响。

在债市方面，美联储组成偏鸽有机会导致减息过快，从而推升通胀预期，引发孳息曲线陡峭化，甚至是出现扭曲式陡峭化（即短期债息下跌，长期债息上升），长债价格将更加受压。股市方面，短期仍会受惠宽松货币政策带来的流动性充裕环境，但随着估值膨胀及通胀忧虑加剧，有机会令过热的股市出现大幅调整。美股带来的溢外效应亦会波及环球其他市场。黄金预计将成为市场的避风港，但不排除在股、债市场被抛售初期，黄金价格同样承压，但料跌幅会较轻微，价格亦会较快喘定。展望第4季度，在减息重临和美国经济软着陆的背景下，我们相信对风险资产仍属有利。惟投资者对于潜在减息速度加快，叠加关税影响正逐步浮现，令美国通胀反弹甚至引发中长期的滞胀风险，对此不能掉以轻心。建议投资者采取攻守兼备资产配置策略，在享受减息带来的流动性宽松的同时，亦为通胀数据突升温的风险可能引发的市场波动做好防守。

“淘金热”短期或降温 中长期仍会继续

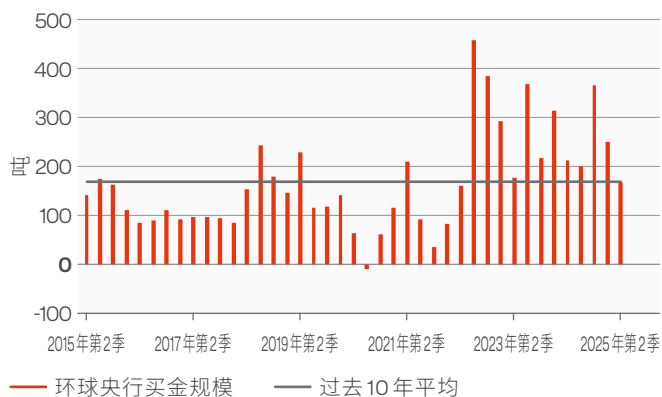
资本市场的“淘金热”在第3季继续上演。现货金价经过约4个月的整固走势后，在8月尾开始出现突破，并于9月上旬成功触及我们给予黄金第3季每盎司3,871美元的目标价，其后更在9月30日创出每盎司3,871美元的即市历史新高，季内最多曾升超过17%。

今年首3季度，国际金价已累升47%。在环球央行持续买入黄金的结构性因素，叠加经济放缓、通胀压力和地缘政治起伏不定等因素，以及美联储取态转鸽和减息预期升温，均令投资者增持黄金的速度增加，相信今轮的黄金盛宴尚未完结，惟短期价格已反映了不少利好因素，故我们预期第4季升幅或会有所减慢。

上季在本章节提及，环球央行积极购买黄金是金价在年内表现持续向好的主要动力。虽然环球央行买金规模在今年第2季有所缩减，据世界黄金协会的资料显示，环球央行在第2季净买166.5吨黄金，按季减少33%，但仍与过去10年平均规模相若。

宏观策略

环球央行每季净买黄金规模



资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月22日

环球央行买金的步伐短期或因金价高企而有所放慢，但我们认为央行增持黄金绝非短期操作，此趋势自2022年俄乌战事开始持续至今，反映出环球央行外汇战略储备重构的趋势。根据国际货币基金组织的数据，环球央行外汇储备中，黄金占比由2022年时约14%，持续攀升至今年3月突破22%水平，创接近30年的高位。截至今年7月的最新数据，环球央行持有黄金总额达3.7万亿美元，占外汇储备22.8%。其中，不少新兴市场央行的黄金外汇储备占比仍远低于22.8%的环球平均水平。面对美元武器化、制裁风险与全球金融碎片化，新兴市场央行选择以更多黄金储备取代其美元储备。对它们而言，黄金亦已由单纯的避险工具变为“去美元化”的象征。中国可说是当中的佼佼者，据国家外汇管理局公布数据显示，中国在今年8月底黄金储备达7,402万盎司，较7月底再多6万盎司，连续10个月增持。值得注意的是，黄金在人民银行的外汇占比仅约7%，低于环球平均水平，更远少于欧美大国高达70%的水平，相信人行增持黄金的空间尚足，将继续是支撑金价的主力之一。

环球央行外汇储备中黄金占比

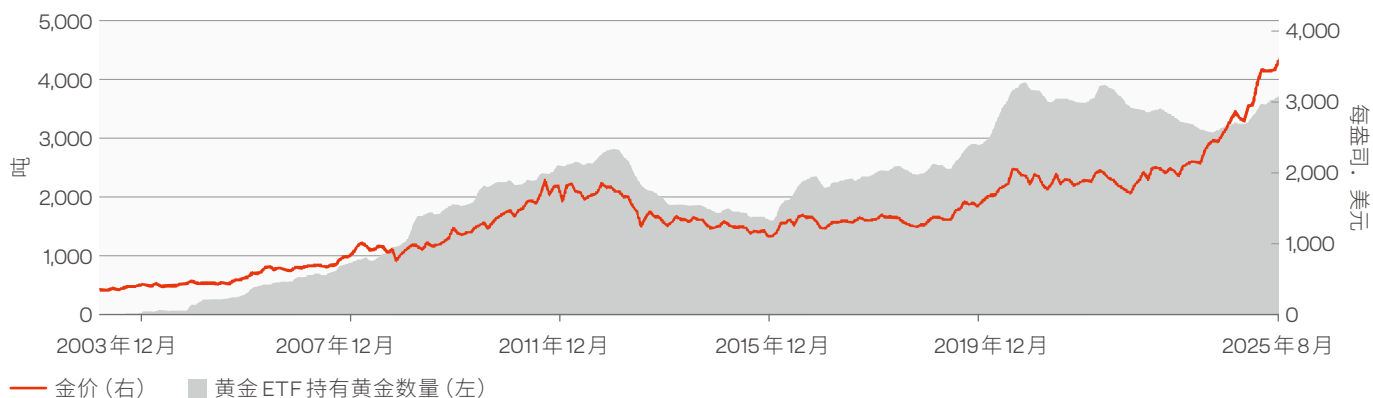


资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月22日

若投资者仍未充分意识到这场结构性转变的深远意义，或会错过“黄金时代”转向的契机。在一个对美元制度信任不再稳固的世界，黄金的重要性已超越传统的对冲功能，更是象征资本为应对未来不确定性而作出更分散性的部署。鉴于环球央行的购买力远远大于个人投资者，在其大手增持黄金的趋势逆转之前，国际金价料仍偏向易升难跌的走向。

环球央行持续增持黄金的趋势，吸引到越来越多投资者仿效，从流入黄金ETF的资金可见一斑。由今年初至8月，实物黄金ETF累计流入470亿美元，创史上第2多。实物黄金ETF的总持仓已达3,692吨，较2020年11月初的历史高位3,929吨低6%。我们预期，在美联储独立性受挑战、决策层未来转向更鸽派立场及减息周期重临的背景下，将促使投资者进一步提高资产组合中的黄金比例，资金会持续流入实物黄金ETF。

黄金ETF持有黄金数量及金价走势



资料来源：世界黄金协会，数据撷取于2025年9月22日

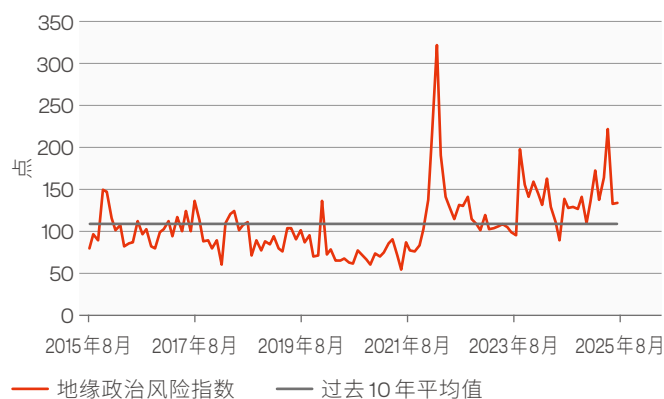
美联储的独立性正遭受前所未有的冲击（详情请参阅本季《宏观策略》章节），已令市场对央行中立性产生动摇。央行一旦被视为政治工具，其政策公信力将大打折扣，美元地位亦难免受损。美元资产的“无风险”光环若有所褪色，资金自然寻找新的避风港，黄金的“无政府”属性令其在这场信任重估成为最大的赢家。诚如上季所提及，“去美元化”进程绝不会一蹴而就，但现时市场担心美联储或会受美国总统特朗普影响，未来有过份鸽派的风险，加上美国政府在低息环境下更有诱因加大发债，令本以债台高筑的美国政府财政状况进一步变差。在此环境下，黄金不再只是对冲通胀风险或是抗衡地缘政治不稳的工具，而是一种“去美元化”的替代资产。

同一时间，美国暂停减息近9个月后，终于在香港时间9月18日公布减息25点子，最新的利率点阵图预期今年尚有50点子的减息空间。作为无利息提供的资产，持有黄金在减息环境下的机会成本将会降低。同时，减息重临令我们维持美元维持偏弱走势的预期（详情请参阅本季《外汇》章节），黄金价格与美元指数通常呈反比关系。通过回归分析，过去30年的每周数据显示，美元指数每下跌1%，黄金价格平均上升0.96%。不过，此回归分析的 R^2 为0.207，意味20.7%的黄金价格变化可由美元变化所解释，其他因素亦包括通胀、经济情况和地缘政治等。

传统智慧有云：“盛世古董，乱世黄金”，地缘政治风险亦会继续是金价的助燃剂，虽然此风险涉及国家间的角力和复杂的政治因素，难以准确预测其发生时间，但随着以美国为首的传统欧美阵营与以中国和俄罗斯为首的新兴金砖阵营越来越壁垒分明之时，导致全球化（Globalization）的格局走向碎片化（Fragmentation），令地缘政治风险出现的机率也随之上升。

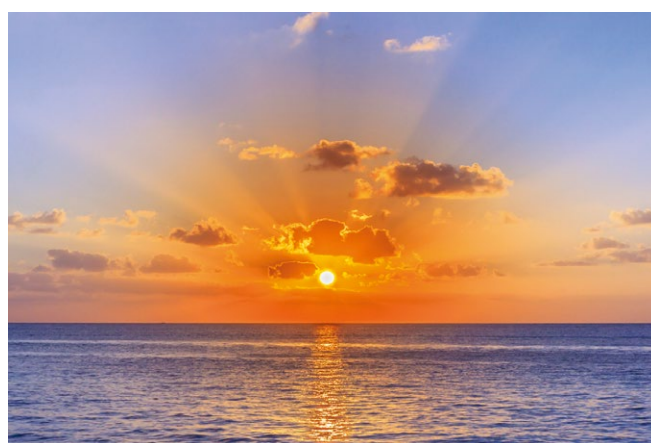
由美联储经济学家Dario Caldara和Matteo Iacoviello共同编制的地缘政治风险指数，用以衡量全球地缘政治风险程度。该指数在今年8月报136点，虽较今年6月的年内高位221点有明显回落，但仍高于过去10年平均值，反映现时的地缘政治风险仍处较高的水平。事实上，近期地缘政治局势再有升温的迹象，特朗普与普京就俄乌停战的会晤后未能取得实质成果，特朗普其后更公开表示普京让他感到失望⁶、俄罗斯无人机入侵波兰领空⁷和以色列空袭卡塔尔⁸等。

地缘政治风险指数



资料来源：Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello (2021)，数据撷取于2025年9月19日

总结而言，黄金的上升，并不只是反映市场对通胀或减息的预期，也是一场关于信心、制度与未来环球秩序的资产重估。我们继续维持看好黄金的观点，按照我们的估值模型并计及减息影响，若美联储在第4季减息25点子，预期金价大致在每盎司3,510美元至3,890美元区间之内波动。若美联储立场偏鸽，第4季减息幅度达50点子，预期金价可进一步受惠，区间介乎每盎司3,700美元至4,100美元。本行预期美联储在第4季减息50点子，故给予黄金第4季每盎司3,950美元的目标价，若地缘政治等突发性因素再度升温，料季内可进一步挑战每盎司4,100美元。



⁶ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/us-would-help-secure-peace-after-russias-war-ukraine-trump-tells-fox-news-2025-09-18/>

⁷ 见BBC网站，<https://www.bbc.com/news/articles/c147065pzdzo>

⁸ 见CNN网站，<https://www.cnn.com/world/live-news/israel-qatar-attack-09-09-25>

逆水行舟

东亚银行经济研究部



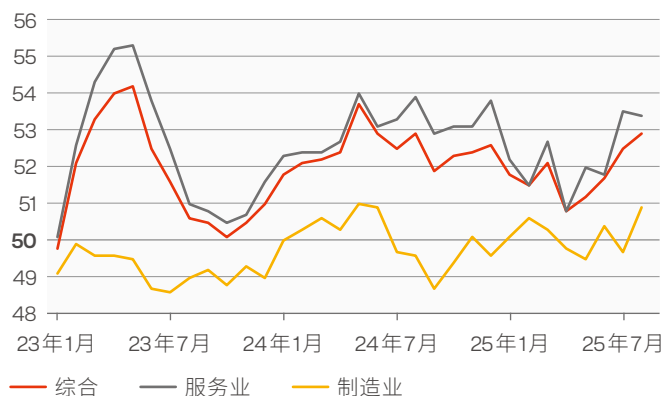
2025年第4季经济展望

本章摘要：

- 环球贸易下行风险或进一步加大，令环球经济增长前景的不确定性增加
- 美国劳工市场下行风险加剧，私人消费韧性或难长期维持，对经济增长造成掣肘
- 关税抑制出口增长并限制私人投资，加剧欧洲经济下行风险
- 中国内地的经济政策料将聚焦释放内需潜力，巩固经济增长势头
- 经济基本面稳健及受中国内地政策刺激支持，预计香港全年经济增长有望达2%至3%

全球采购经理指数

>50表示扩张



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

环球经济展望

环球经济韧性超出预期，惟增长前景尚未明朗

关税暂缓及央行减息，推动环球经济延续增长势头。虽然环球贸易格局于2025年出现碎片化、美国对各贸易伙伴征收的实际关税率显著上升、跨境贸易与投资面对高度政策不确定性，但整体经济增长大致保持平稳，主要是受到企业提前出货、人工智能产业持续迅速扩张、政府加大财政开支、央行减息及金融市场回升等利好因素支持。

国际货币基金组织于7月预测2025年环球经济增长率达3.0%，较4月预测上调0.2个百分点。不过，尽管美国与多个贸易伙伴达成协议，为金融市场短期注入乐观情绪，结构性问题仍未完全解决，尤其是跨国企业正重构供应链，一方面整合上下游产业活动，另一方面推进出口市场多元化，以避免过于依赖单一供应来源及销售市场，从而对冲风险。近期部分领先贸易数据已见放缓，环球贸易的下行风险或进一步加大，令增长前景的不确定性上升。



宏观经济

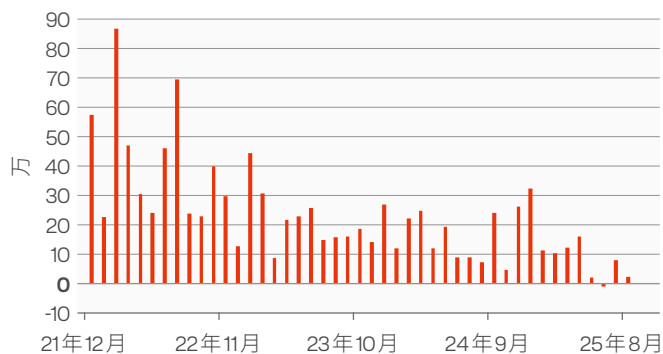
美国经济展望

美国经济稳健扩张，但劳工市场持续走软

美国促成多项贸易协议，金融市场进一步走高。经过多轮紧密的贸易谈判，美国与多个主要贸易伙伴达成协议，包括：欧盟、英国、日本、韩国等。同时与中国继续谈判并进一步延长关税暂缓期，避免极端关税的实施，显著提振金融市场的乐观情绪。此外，自对等关税生效以来，美国整体物价升幅仅轻微加快，长期通胀预期保持稳定。至于企业盈利表现也较预期理想，其中人工智能相关投资势头依然强劲，加之市场预期美联储于9月减息25个基点后仍有进一步放宽货币政策的空间，带动金融状况转趋宽松、借贷成本有序回落。上述利好因素推动美股主要指数创新高，短期有助推动私人消费增长。商业信心有所改善，显示企业活动延续扩张。

不过，劳工市场走软的趋势值得关注。9月初，美国劳工部大幅向下修订就业数据，将截至2025年3月的12个月内新增职位下调约91.1万个，显示劳工市场实际表现较此前估算疲弱，创下有纪录以来最大年度就业数据调整。随着劳工市场下行风险加剧，私人消费的韧性或难以长期维持，从而对整体经济增长造成掣肘。

非农新增就业职位数目



资料来源：CEIC，数据截至2025年9月22日



欧洲经济展望

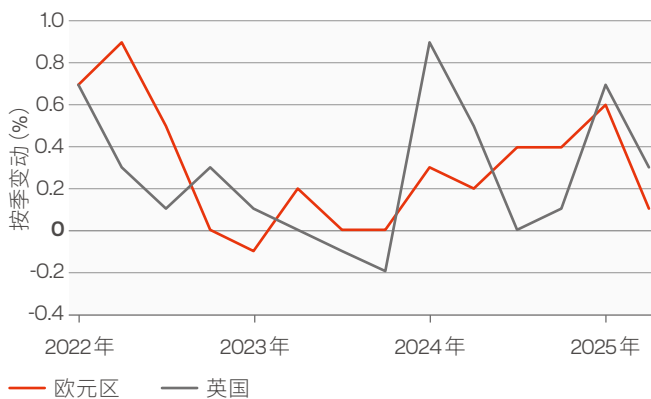
尽管欧美达成贸易协议，欧洲经济仍面临下行风险

欧洲经济前景续受贸易政策困扰。受对外贸易持续波动和私人消费低迷影响，欧元区第2季经济按季增长从第1季的0.6%下挫至0.1%。英国经济受国民保险供款上调与关税上升拖累，由第1季的按季增长0.7%放缓至第2季的0.3%。然而，第3季欧元区及英国采购经理指数回升，显示企业信心回稳，有助短期经济表现企稳。

同时，欧元区和英国的通胀走势继续分化。在工资增长放缓、生产力提升和货币走强下，欧元区通胀稳定于2%的政策目标附近。欧洲央行在9月会议虽维持政策利率不变，惟稳定的通胀环境将赋予其更大灵活性，为未来经济下行风险预留货币宽松的空间。英国方面，随着企业把国民保险供款和最低工资的升幅转嫁予消费者，通胀压力持续上升，降低英伦银行短期内减息的可能性。我们预期英伦银行将采取审慎态度，暂维持利率不变，直至通胀明确见顶。

贸易方面，欧盟与美国公布双边贸易框架协议，其中美国对欧盟大部分出口产品征收的关税上限设定于15%，欧盟则逐步降低或取消对美国工业产品的关税，并对特定农产品及海鲜产品提供优惠准入待遇。尽管该协议在一定程度上降低了短期贸易政策的不确定性，但有效关税率上升及前期抢出口效应消退，或抑制出口增长并限制私人投资，加剧欧洲经济的下行风险。

欧元区及英国经济增长



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

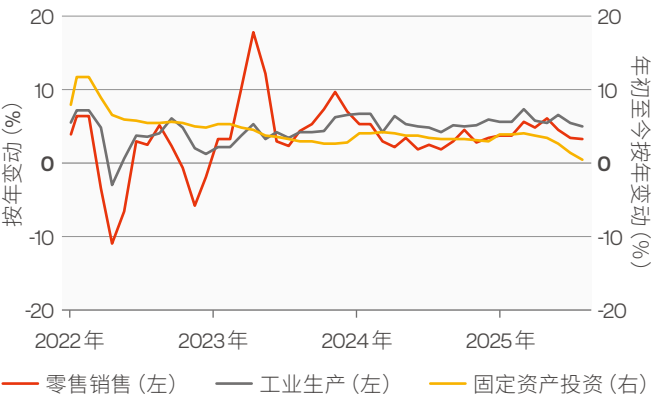
中国内地经济展望

内地政策将持续发力，巩固经济增长势头

内地持续落实稳增长政策和措施。受惠于制造业和外贸表现稳健，内地经济在上半年录得按年增长5.3%，为达成全年5%左右的增长目标打下良好基础。自第3季以来，内地经济增长动能有所放缓，零售销售和固定资产投资增速减慢，但工业生产及服务业活动仍保持稳健。经贸方面，中美于8月宣布将关税暂缓期限延长90日至11月10日。9月中，国家主席习近平与美国总统特朗普进行电话通话，就下一阶段中美关系稳定发展作出战略指引，并提到就TikTok问题上，乐见企业在符合市场规则基础上做好商业谈判，预期双方团队仍将继续磋商。

展望未来，宏观政策料将持续发力，以巩固经济增长势头。7月政治局会议提出落实更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并适时加大政策力度，包括：加快政府债券发行与使用、透过减息降准减低实体经济融资成本，以及善用结构性货币政策工具支持重点领域等。另外，内地亦推出育儿补贴和提振消费的专项行动，例如：为个人消费贷款和服务业经营主体贷款提供贴息补贴。今年10月内地将召开“四中全会”，研究制定国民经济和社会发展的十五个五年规划（2026年至2030年“十五五”规划），料将确立更清晰的中长期经济发展方向。整体而言，政策料将聚焦于释放内需潜力，以缓解外部环境不明朗的影响。

内地零售销售、工业生产及固定资产投资



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

香港经济展望

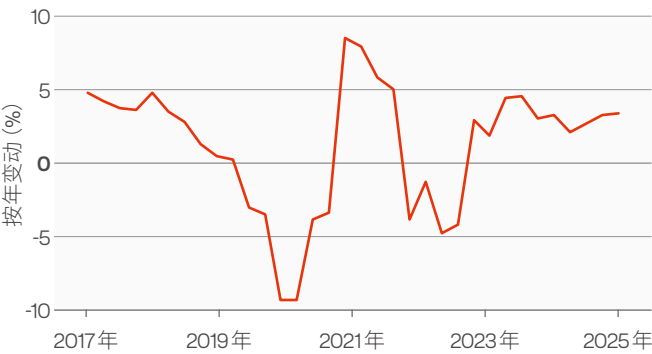
外贸稳健及内需改善，支持香港经济稳健增长

香港经济于第2季延续稳健增长态势。第2季香港经济按年增长3.1%，略高于第1季的3.0%。外贸持续扩张和本地需求改善成为了推动经济增长的主要动力。基于稳健的经济基本面以及中国内地政策刺激支持，预计香港全年经济增长有望达到香港特区政府预测的2%至3%区间。

香港特区政府于10月公布新一份《施政报告》，在现有基础上加快推动改革，致力开拓新增长点。相关措施包括：全面加速北部都会区的发展；引进并培育人工智能、生命健康科技、新能源等新兴产业；深化粤港澳三地规则衔接与机制对接；持续强化股票市场；积极推动房托基金纳入互联互通机制等，以提升香港的长期竞争力。

股市气氛续佳，尤其在美联储减息预期升温、企业盈利稳健及内地科技发展前景乐观等因素带动下，恒生指数维持稳步上扬的态势。金融市场持续复甦有望提振香港经济，透过提升私人信心及产生正面财富效应，从而带动投资与消费。楼市方面，住宅价格逐步回稳，租金则受人才流入带动的强劲需求而进一步上涨。在经济持续增长、美联储进一步减息及置业信心改善的支持下，住宅市场有望延续复甦势头。

香港实质经济增长



资料来源：香港政府统计处，数据截至2025年9月22日



碧波荡漾

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 陈伟聪
东亚联丰投资团队



东亚银行财富管理处高级投资策略师 陈伟聪

美国股市展望：碧波荡漾

本章摘要：

- AI 主题板块持续强势，龙头企业估值溢价稳固，主要受惠于资本开支强劲增长及相互战略投资合作，形成内循环加速器
- 美联储减息周期或重现“金发女郎”情境，若经济软着陆成功，将利好高增长、海外收入占比高、房地产相关及负债比率偏高等四大投资主题股票
- 关税后遗症逐步显现，可能损耗企业利润及消费信心，成为美股最大软肋，建议回避美国本地销售占比较重的消费类股票
- 基于 AI 热潮支撑及减息环境，我们上调标普 500 指数 2025 年盈利预测至 272 美元，预测市盈率目标为 25.2 倍，上调全年目标至 6,850 点

今年第二季度美股市场继续扶摇直上，在 AI 硬体链与云端服务双轮驱动下，科技权重股领军上攻，标普 500 指数亦提早升抵我们早前所订下的全年目标 6,480 点。7 月中上旬，特朗普政府陆续与各国敲定新一轮贸易协议，超高额对等关税对美国之威胁逐步解除，为美股延续升势奠定稳固基础。此后，美股进入财报公布密集期，标普 500 指数成份股第 2 季度盈利超预期的比例高达 82%，其中资讯科技板块盈利超预期的企业比例更高达 91%，表现惊艳程度跟我们上期所预测的水平相若。再者，随着美国一连串就业数据显著转弱，市场憧憬美联储或可加速减息，而 9 月份美联储不仅兑现了减息 25 点子的市场预期，更释出偏鸽讯号，引导美国国债收益率曲线下移，为美股升势锦

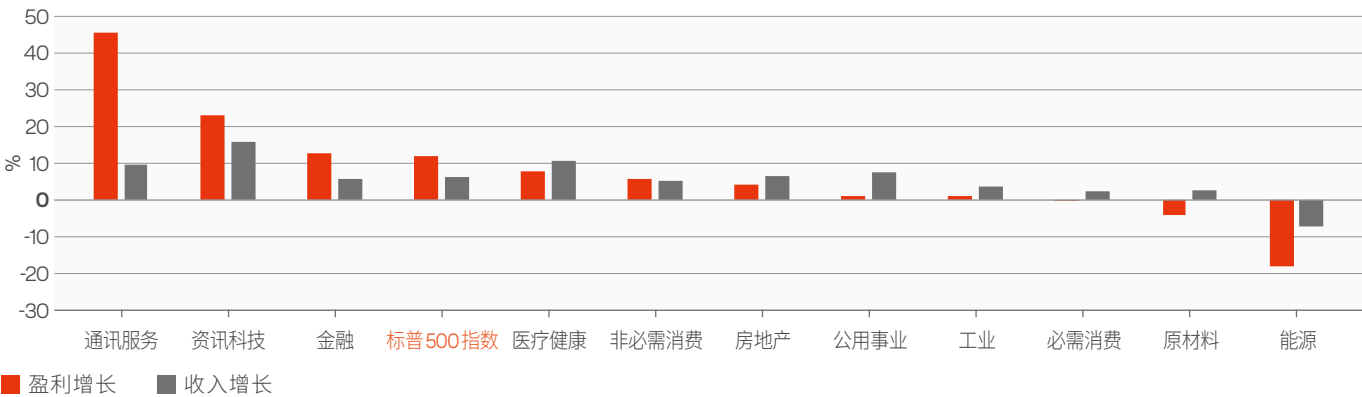
上添花。总括来说，第 3 季美股三大指数全线上升，道琼斯工业平均指数、标普 500 指数、纳斯达克 100 指数之升幅分别为 5.2%、7.8%、11.2%。

本季题为《碧波荡漾》，象征美股市况正在享受着利率下调、经济温和增长、AI 热潮等正面因素，可望于本季维持风和日丽之光景。然而，投资者仍须警惕对等关税正式落地后对美国消费和就业市场之潜在冲击，以及主要 AI 科企增加投入后对短期利润之影响，毕竟美股主要指数目前估值水平已今非昔比，若稍有落差则可能为市况激起一阵涟漪。

AI 主题板块强势料有余未尽 龙头企业估值溢价稳固

人工智能 (AI) 主题板块上季表现维持火热，续成为标普 500 指数屡创新高的领头羊，主要归功于一众科网巨企季度业绩再次大举报喜。其中，资讯科技板块在第 2 季的收入和盈利分别按年增长 15.8% 和 23.0%，增长在 12 个分类行业中分别排名第 1 及第 2 位，盈利超预期的股票比例高达 91%，同样高居首位；另一个高度受惠于 AI 业务的板块是通讯服务，其第 2 季收入和盈利分别按年增长 9.7% 及 45.6%，排名第 3 及第 1 位。除了第 2 季业绩报捷外，多家 AI 相关企业亦相继公布来季的正面财务指引，触发市场全面上调这两大板块的第 3 季度盈利增长预测，资讯科技板块从增长 15.9% 调高至 20.9%，通讯服务则从增长 0.8% 上调至 3.6%，两者上调幅度远高于标普 500 指数。值得一提的是，公用事业板块第 3 季度盈利增长预测更罕有高达 17.5%，在一众分类行业中增速仅次于资讯科技板块，其主要受益于 AI 数据中心高速扩容下，对电力需求之增量贡献。

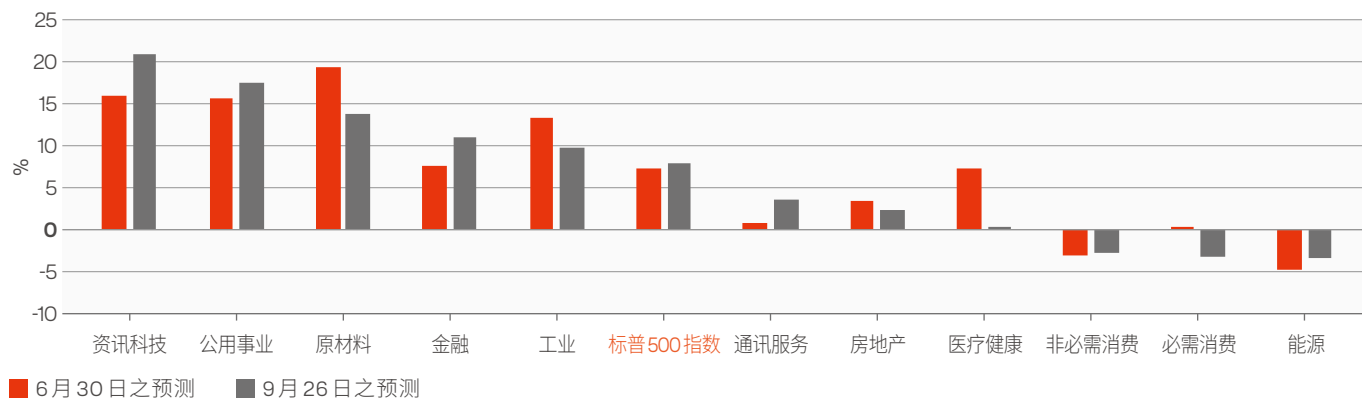
标普 500 指数及其行业指数第 2 季的收入与盈利增速



资料来源：FactSet，截至 2025 年 9 月 29 日

股票

标普500指数及其行业指数第3季的盈利增长预测



资料来源：FactSet，截至2025年9月29日

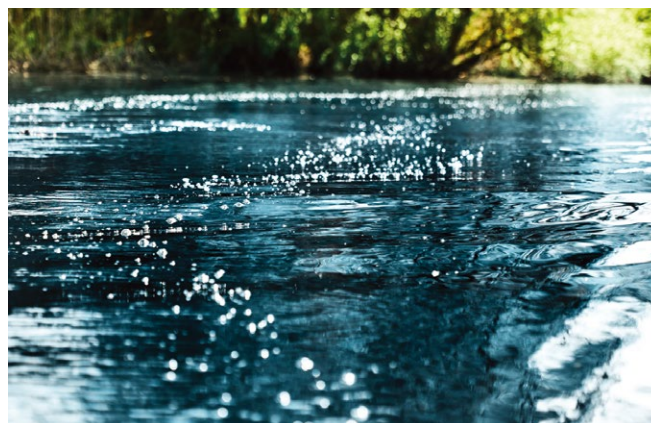
我们对美国AI相关产业链的中期投资展望维持正面，主要建基于下列两大催化剂：

(1) 即使美国宏观经济增长出现放缓，AI云服务巨企的资本开支料仍可维持强劲增长，为整个产业链提供了稳定订单，令相关企业的盈利有更高的能见度。根据上市企业财报及最新指引，美国市值最大前5名的超大规模云服务商，在近4季的资本开支合计超过3,100亿美元，其中今年第2季资本开支的按年增速约78%，较第1季增长69%进一步加快。至于市场对今年全年的资本开支预估已从年初的2,700亿美元显著上调至3,680亿美元，对2026年的预估亦持续上修至4,320亿美元。我们认为，AI在美国各行各业的应用渗透率一日千里，强化了美国科技巨企在云服务和广告营销业务上的收入转化能力，有助延续这轮AI资本开支竞赛的行情，故续看涨一众算力上游板块，包括半导体（如GPU、ASIC、芯片代工等）、伺服器、核能发电、电力设备等。

(2) AI科技巨企之间的互相投资与战略合作，正形成“内循环”加速器。例如美国GPU芯片巨头拟斥资1,000亿美元入股AI大模型开发商OpenAI、OpenAI与一家美国云服务巨企签订总值3,000亿美元的算力基建采购协议、该云服务巨企则须向美国芯片巨头购入大量GPU。我们认为，随着特朗普今年初高度推崇、4年内总投资额高达4,000亿美元的“星际之门”计划逐步启动，这类“资本—算力—应用”的内循环战略合作将陆续有来，有效为美国AI巨企缔造生态护成河。这不仅有助催化更大规模的算力平台基础建设、更高性能的AI模型和应用，更重要的是可巩固龙头企业的估值溢价。因此，我们偏好关注的AI中下游板块包括大型云计算平台、线上社交及娱乐媒体等。

美联储减息或重现“金发女郎”，重点关注四大投资主题

事隔9个月，美联储在9月终于再度按下减息键。另根据最新的利率点阵图预测，本季将尚有两次合计50点子的减息空间。值得一提的是，由于当地参议院否决了最新一份临时拨款议案，导致美国联邦政府自2018年以来再次陷入停摆僵局，若事件未能于短期内平息，不排除对就业市场和经济活动造成若干程度冲击，届时美联储加速降息的机率可能进一步升温。无论如何，美国步入新一轮货币宽松周期似乎已无悬念。整体上，美联储减息对于美股市场收益表现而言，影响只是好坏参半。以对上7次减息全周期为例，标普500指数录得4升3跌，期内平均回报为负3%。不过，假如撇除曾经陷入经济衰退的减息周期，标普500指数在其余3轮周期均全数报捷，平均回报高达正9%，故又被称为“金发女郎”的最佳情境。由此可见，如果我们对美国经济能成功实现软着陆的基本情境假设成立，美联储未来有序减息料可为美股锦上添花，有利延续本季破顶之势。



美国过去 7 次减息周期内之美股三大指数表现：

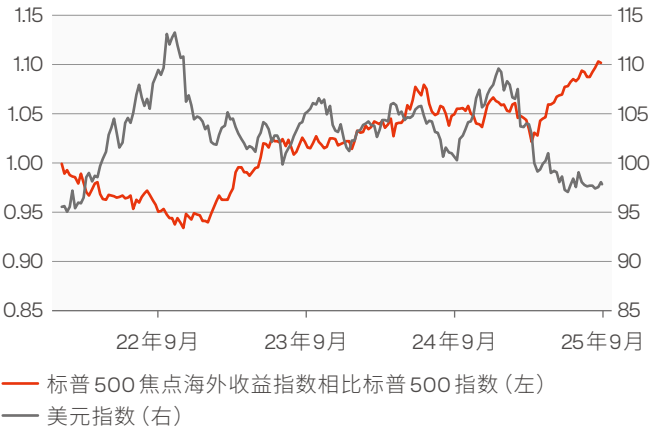
减息周期	经济衰退？	累计减息幅度	标普 500 指数 变幅 (%)	道指变幅 (%)	纳指 100 变幅 (%)
1989 年 6 月至 1992 年 9 月	是	675 点子	+30	+33	+44
1995 年 7 月至 1996 年 1 月	否	75 点子	+14	+15	+5
1998 年 9 月至 1998 年 11 月	否	75 点子	+8	+12	+7
2001 年 1 月至 2003 年 6 月	是	550 点子	-27	-17	-53
2007 年 9 月至 2008 年 12 月	是	500 点子	-43	-38	-42
2019 年 7 月至 2020 年 3 月	是	-225 点子	-9	-14	+2
2024 年 9 月至 2024 年 12 月	否	-100 点子	+4	+2	+9
所有周期之平均回报：			-3	-1	-4
非经济衰退周期之平均回报：			+9	+10	+7

我们认为，在美国减息周期初段且经济能实现软着陆的前提下，以下 4 个投资主题较具潜力获得超额收益：

(1) 短期资本投入大，惟长远高增长股份。一般情况下，美联储降息会引导国债收益率曲线下移，传统估值框架下，折现率（长端国债收益率）下降对现金流存续期较长的资产（高增长、远期利润占比较高）定价敏感度更大，尤其利好具高增长概念主题的中小型上市企业。较受惠的行业包括：AI 云平台/软件、生物科技、自动驾驶、人型机械人、量子计算、太空航天、核能等。

(2) 海外收入占比较高之股份。美国步入降息周期将令美元与其他主要货币息差收敛，故我们行方观点维持看淡美元汇价。而在美股内，海外营收占比高的公司，将一方面受惠于更高水平的海外利润折算美元值，另一方面亦因货品价格竞争力提升而刺激出口。根据 2022 年至今的往绩分析，每当美元指数呈下行趋势并低于 105 水平的期间，标普 500 焦点海外收益指数（成份股为美国以外地区收入占比较高之企业）普遍均可录得正面相对收益。较受惠之行业包括：半导体设备、电子消费品、航空设备、线上娱乐消费平台、消费金融、连锁快餐等。

标普 500 焦点海外收益指数与美元指数的关系



资料来源：彭博，截至 2025 年 9 月 29 日

(3) 房地产相关板块。若美联储未来 1 年采取较进取节奏减息，我们预期 30 年期国债收益率亦将逐步走低，同时可带动美国 30 年期房贷按揭利率进一步回落（该利率已从 5 月下旬高位 6.98% 下降至 9 月下旬的 6.34%），有助提振新屋销售、二手房销售、新屋动工等数据表现，房地产相关股份理应可受惠。根据过去 10 年统计数据，标普 500 房地产行业分类指数跟 MBA 30 年期房贷按揭利率之走势存在颇高负相关性（-0.53），两者之间的 BETA 高达 -0.88，意味该指数表现对房贷利率变动的敏感度偏高。较受惠之细分板块包括：房地产开发商、重型机械工业、家居装修与建材零售商等。

(4) 负债比率偏高（尤其浮息债务占比较高）的股份。这类企业对政策利率下调的传导最直接，就是融资成本降低，提升净利润率表现。事实上，参考去年 9 至 12 月的减息周期期间，美国高浮息负债一篮子股票指数大幅跑赢标普 500 平权指数约 8 个百分点。至于今年第 3 季期内（市场对美联储减息预期升温），该一篮子股票指数的涨幅亦领先标普 500 平权指数 7.7 个百分点。此外，近期美国通过《大而美法案》提高企业利息抵扣上限，也为高杠杆企业带来税盾利好。

股票

标普500等权重指数、高浮动利率债务股票指数与联邦基金利率的关系



资料来源：彭博，截至2025年9月30日

关税后遗症或逐步显现，消费成股市最大软肋

尽管过去数月特朗普政府已经与大部分贸易伙伴签订全新贸易协议，避免了关税战进一步升级，但毕竟目前美国有效关税税率较今年初已大幅调升，关税对宏观经济的影响亦从“心理不确定性”走向“实质冲击”，将会是未来1至2个季度美股企业盈利的后顾之忧。值得注意的是，除了原有的钢铝、汽车、半导体关税及各国对等关税外，特朗普近期亦宣布在10月起针对厨柜、家具、家居装修材料等消费品加征最高50%关税，另外，针对进口专利药或品牌药品加征100%关税，虽说仍附设某些豁免条件，惟不宜低估其对美国企业利润率和民众消费信心的损耗。

综观美国9月公布的经济指标，就业数据表现最为失色，本季度个人收入增速或进一步受压，占美国经济结构近68%的消费市场难免首当其冲。加上关税正式落地后，相信普遍零售企业也选择加价以转嫁成本，对居民消费信心来说可谓雪上加霜，更惶论关税生效前居民进行提前抢购便已透支了不少购买力。事实上，美国密歇根大学消费者信心指数于8至9月录得连续两个月下滑，并从7月的61.7下跌至9月的55.1，意味第4季的零售销售增速料面临重大挑战。投资者须密切注视各大零售消费品牌于感恩节及圣诞节等传统消费旺季的销售表现。一旦美国消费及劳动市场同时出现失速下滑，届时市场料加大押注经济硬着陆之风险，美股企业盈利预测和估值水平平均可能面临较剧烈下修压力，其中受关税影响较大、美国本地销售占比较重的必需及非必需消费类股票可先行回避。

标普500非必需消费指数与密歇根大学消费者信心指数的关系



资料来源：彭博，截至2025年9月30日

外国投资协议尘埃落定，工业能源出口股可看高一线

特朗普通过关税谈判成功与全球主要经济体签订贸易框架协议，目的之一是拉拢各贸易伙伴增加对美国投资，并扩大采购美国商品之规模。综观过去数月谈妥的贸易协议，欧盟、日本、南韩、越南、中东多国均承诺未来数年对美国进行庞大投资及进口美国产品，主要围绕能源、汽车、飞机、军备、农产品等产业，重点摘要如下：

- 欧盟：2028年前总投资额达6,000亿美元、采购7,500亿美元能源产品、大量购买军备；
- 日本：2029年前投资美国关键产业总额5,500亿美元、购买100辆商用飞机、增加采购美国大米75%、购买数十亿美元军备；
- 南韩：总投资额达3,500亿美元（聚焦在造船、晶片、核能、电池和生物制品等领域）、购买1,000亿美元能源产品；
- 中东国家：总投资额合共超过20,000亿美元、合共购买超过1,800亿美元军备、合共购买逾250辆商用飞机。

尽管以上的巨额投资或采购承诺最终能否全数落实依然充满变数，我们始终相信特朗普力促制造业回流美国、提振本土就业的政策方向将持之以恒，其10月底亚洲之行期间有望敲定更多贸易协议的落地细节。这对美股市场或许有利可图，投资者不妨多加关注出口占比较大的美国企业，尤其飞机制造、航空设备、国防设备、液化天然气等板块。

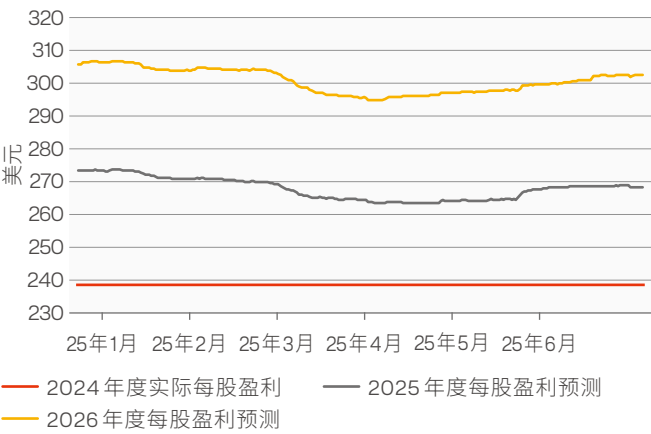
美股料续享估值溢价优势，上调标普 500 指数目标至 6,850 点

基于关税落实后对本季美国就业和消费市场带来潜在隐忧，加上政府停摆对经济冲击亦存在不确定性，周期性较强的行业或面临盈利预测下修风险。不过，受惠AI热潮的半导体、云平台、线上媒体等企业之增长动能料维持坚挺，有助支撑整体美股第3季及第4季的盈利表现，故我们将标普500指数2025年盈利预测从270美元轻微上调至272美元，较截至9月30日彭博综合市场预测高1.4%，即按年增长约11%。

估值方面，受益于美联储踏入新一轮减息周期，美国国债收益率趋向下移，只要当地经济能避免陷入衰退，折现率下调料对美股估值形成坚实支撑。另外，AI巨企合组战略联盟、大模型升级迭代步伐加速、应用范围持续渗透等因素，该可支持美股主要指数享受较高估值溢价。因此，虽然截至9月30日，美股三大主要指数（道琼斯工业平均指数、标普500指数、纳斯达克100指数）的未来12个月预测市盈率分别为21.0倍、22.6倍、27.1倍，均高于过去10年平均值水平超过1个标准差，现阶段估值吸引力实在欠奉，但我们仍然选择给予美股市场一定程度的估值溢价，并将标普500指数之2025年预测市盈率目标从24倍上调至25.2倍。综合而言，我们将标普500指数之年内目标从6,480点上调至6,850点。

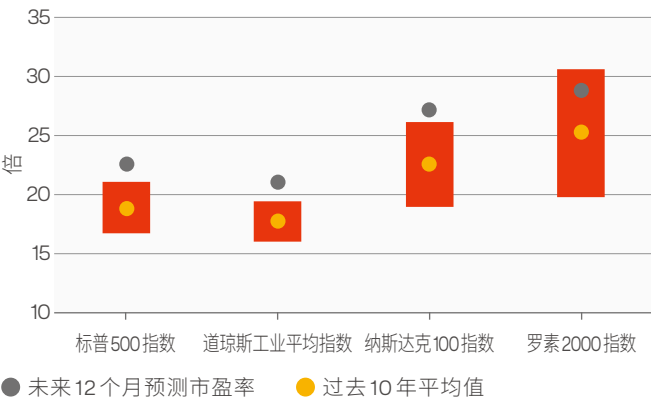


标普 500 指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年9月29日

美股各主要指数的估值情况



资料来源：彭博，截至2025年9月29日

注：棒形图上端为+1标准差，下端为-1标准差

股票

香港及中国内地股市展望：休整以待

本章摘要：

- “十五五”规划纲要对中港股市具影响力，预期内容会聚焦于AI、科技自主、服务消费、绿色低碳
- “反内卷”主题的利好因素或已被提前反映，宜对相关股份采取候低分段吸纳策略
- 恒指2025年的每股盈利预测下调至2,100港元，预测市盈率目标上调至13.0倍，将今年恒指目标水平从26,000点上调至27,400点
- 沪深300指数的每股盈利预测为294人民币，预测市盈率目标为16.5倍，今年沪深300指数目标水平定于4,850点
- 本季中港两地市况或出现较剧烈震荡，若高追入市须做妥风险管理
- 本季看好板块包括内地人工智能概念、内地服务及体验式消费、内地可再生能源及电力设备、本港公用及电讯

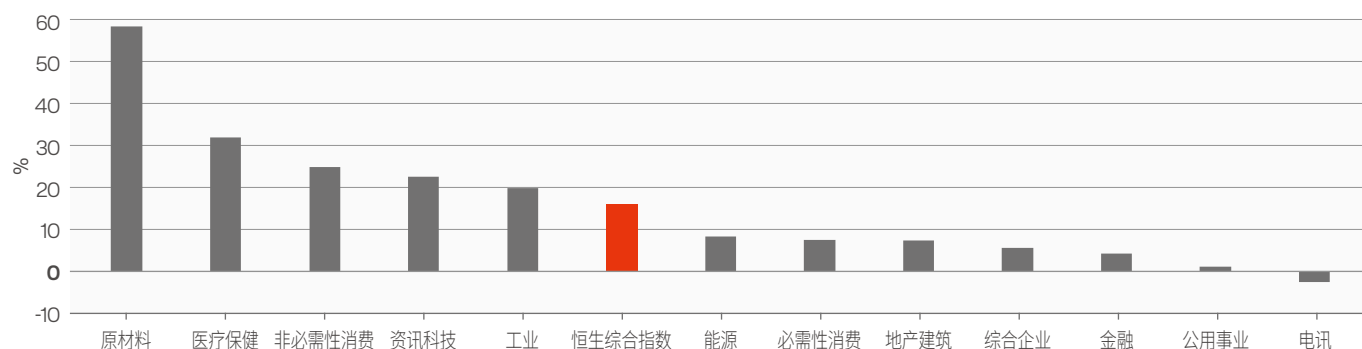
正如上季标题《稳打稳扎》所意，第3季港股市场稳步上扬，有别于上半年大起大落的行情。期内，中美代表进行了第3轮和第4轮贸易会谈，相互答应再度延长90日优惠关税期限，及后两国元首通电亦初步达成转售TikTok协议，属推升中资股估值的重要功臣。再者，中国内地政府陆续针对多个原材料及消费行业发布“反内卷”措施，加上推动西藏大型水利项目开工、松绑一线城市房地产限购与限贷政策，为市场气氛锦上添花。更关键的是，官方公布

“人工智能+”行动方案，同时多家内地科技巨头接连推出升级版人工智能(AI)模型和自研芯片发展蓝图，成功抵销了个别消费平台企业深陷割喉式补贴导致季度利润急跌的负面冲击。恒生指数从7月上旬的季内低位23,690点拾级攀升，至9月中旬最高一度突破27,000点水平，创下4年新高，并升越我们在4月初订下的年内目标26,000点。恒生指数和沪深300指数在第3季分别录得11.6%和18.1%的升幅。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的原材料、医疗保健、非必需消费及资讯科技于第3季均录得超过20%的升幅，跑赢指数6至42个百分点不等。电讯则逆市向下，跌2.5%。至于上季建议重点关注的板块，当中评为“非常看好”的内地AI概念股普遍表现报捷，其中AI云平台、数据中心、芯片等股份的表现尤其突出。获评为“看好”的内地服务及体验式消费板块因业绩超预期，股价大多跑赢大市。至于评为“审慎乐观”的内地原材料板块在受惠“反内卷”政策成为大赢家，多只股份均收获超额回报。同样评为“审慎乐观”的内地券商亦能交出亮丽表现。

本季题为《休整以待》，象征中港股市经历首3季势如破竹的大升市后，现价估值的吸引力已大不如前，另外多个受惠政策拉动的权重股亦已升至技术严重超买区，不排除本季会触发震荡调整，借此令本轮牛市暂时休养生息。在国策持续支持创科发展、内需消费、经济结构转型等前提下，我们预期明年大市可望再创高峰，中长线投资者可待市况适度回调后，采取分注低吸的策略。

2025年第3季恒生综合指数各行业表现



资料来源：彭博，截至2025年9月30日

“十五五”规划纲要备受瞩目，中港股市或呈先高后低格局

未来国策主线的定调对本季的中港股市影响可谓举足轻重。在10月下旬将会召开的20届四中全会，预期将研究制定“十五五”规划建议，料会初步提出未来5年中国经济增长目标区间，并围绕科技创新、内需扩容、发展新兴产业、强化社会民生保障、绿色低碳转型、推进城镇化、财税改革等范畴进行重点探讨。市场普遍预期，中央决策层将采取稳中求进态度去制定2026至2030年之经济增长目标，假设如过往传统股期望将GDP总额10年内翻一番，2025至2035年间须达到年均约4.4%的实际增速，即未来5年的GDP增长较大机率定于4.5至5%水平。若最终结果符合该预期，即使整体经济增长动能较过去数年放缓，相信仍有助提升市场风险偏好情绪。反之，若年均增速仅定于4%左右，则可能为中资股带来短期震荡。

回顾历史数据，过去5次在讨论五年规划大纲的中央委员会全体会议举行的1个月前、1个月后、整个季度的中港股市表现，期内恒生指数的平均回报分别为+2.8%、+0.7%、+1.7%，而上证综合指数的平均回报则分别为+3.7%、+0.7%、+4.5%。若只计算最近3次的五中全会（即2020年、2015年及2010年10月召开），不论是恒生指数或上证综合指数，该3年的第4季度均录得正回报，平均升幅分别高达7.8%及6.9%。综观而言，在全体会议讨论新一个五年规划大纲的季度，普遍对中港股市有利，尤其是会议召开前1个月，股市表现往往较开会后1个月更优秀。至于在10月四中全会召开前，中港股市料暂可延续自今年4月中旬以来歌舞升平之气氛，惟在大市已经处于较高水平下，恒生指数要复制过去3届开会前1个月平均超过8%之涨幅，似乎不无难度。而当规划大纲圆满公布后，亦须警惕好消息出货的回调压力。

五年规划纲要发布前后上证指数表现：

	开会前 1个月	开会后 1个月	整个 第4季
15届五中全会（2000年）	-2.2%	+7.1%	+3.7%
16届五中全会（2005年）	-3.1%	-5.8%	-2.0%
17届五中全会（2010年）	+12.0%	-3.0%	+7.1%
18届五中全会（2015年）	+10.9%	+1.7%	+11.8%
19届五中全会（2020年）	+1.0%	+3.6%	+1.8%
平均回报：	+3.7%	+0.7%	+4.5%

五年规划纲要发布前后恒生指数表现：

	开会前 1个月	开会后 1个月	整个 第4季
15届五中全会（2000年）	-9.2%	-2.1%	-12.9%
16届五中全会（2005年）	-2.1%	+1.1%	-1.8%
17届五中全会（2010年）	+9.4%	+0.7%	+11.7%
18届五中全会（2015年）	+9.1%	-3.6%	+3.4%
19届五中全会（2020年）	+6.7%	+7.1%	+8.1%
平均回报：	+2.8%	+0.7%	+1.7%

规划预期聚焦四大主题；AI、科技自主、服务消费、绿色低碳

以中长线投资角度而言，我们相信“十五五”规划纲领中会支持新兴产业发展，以及展现出对经济结构改革转型的决心。相比起单纯衡量经济增长目标，料更能够推动新一波中港股市估值的上调行情，且可让投资者发掘潜在超额收益的主题投资机遇。重点前瞻如下：

(1) 提升科技创新战略发展地位

“十五五”编制可能将“数字经济+人工智能”并列成篇，突出其发展定位。根据8月国务院发布的《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，提出在2027年实现人工智能与六大重点领域广泛深度融合，新一代智能终端、智能体等应用普及率目标超过70%，2030年应用普及率须达到90%。由此可见，“十五五”规划除了聚焦智能算力和数据中心等基础建设之外，亦预期会强调加速拓展AI大模型的社会应用场景，包括消费、医疗、教育、工业、农业、能源等领域。当AI应用范畴愈趋普及，相关科技企业的变现能力自然愈强。因此，我们继续看好AI云计算、AI智能手机及电脑、智能驾驶、人形机器人、线上娱乐及医疗平台等细分板块。



股票

(2) 实现关键产业供应链自主可控

过去数年内地先进半导体产业屡次被美国滥施技术设备供应管制，激发了中央政府在关键科技领域推动自主研发和国产替代之决心。尽管近期特朗普政府宣布解禁部份美企 AI GPU 对中国的出口限制，但相信无阻“十五五”规划继续巩固集成电路行业供应链实现国产优先这一大方向。我们预期，内地政府将利用税务减免、特惠专项信贷、设立专项基金、引导社会资本投入等政策措施，续为具备卓越研发能力的企业保驾护航，较受惠的 A 股与港股板块包括晶圆代工、芯片开发、特种新材料和 DUV 光刻机供应链等。

(3) 扩大民生保障，支持服务型消费

“十五五”规划料继续聚焦推动经济结构再平衡，即是降低对传统出口、旧式基建和房地产产业的依赖程度，转为扩大内需消费对经济贡献的占比。事实上，在过去1年，内地政府已通过育儿补贴、调整最低工资、增加养老金支付等社会保障措施来提升居民可支配收入，相信类似社福优化政策将陆续有来，以进一步释放居民消费潜力。此外，拓展服务消费似乎也会成为规划中最引人憧憬的项目之一，预期未来1年中央及各地方政府将针对住宿餐饮、医疗保健、文娱、旅游、体育、养老、教育等服务消费范畴，培育更多元化消费新场景与龙头消费品牌，并在现有财政及信贷支援政策（例如5,000亿元人民币专项再贷款、消费贷款利息补贴、地方旅游消费券等）上适度加码，料有利服务及体验式消费为内地经济带来更大增长动能。投资部署上，我们建议中长线可持续关注运动用品、线上娱乐平台、线上医疗平台、旅游平台等板块，惟相关股份在过去半年普遍已录得较大超额收益，短线不排除先作休整回吐。

(4) 加速绿色低碳转型

根据去年7月国务院发布的《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，确立了“十五五”期间将降低碳排放强度作为经济和社会发展的约束性指标。此外，由于“十四五”期间国内减碳未及预期，截至2024年底碳排放强度较2005年累计降幅约53%¹，较早前订下2030年的碳达峰目标（即2030年碳排放强度较2005年下降65%以上）尚有差距，未来5年的年均降幅须达到逾5%方可达标，相较于“十四五”的减碳要求显著提升。因此，相关政策料将聚焦于加快传统高污染行业改造升级，亦将引导社会资金投向更多低碳产业和洁净能源项

目。其中，最备受瞩目的是落实于今年动工、总投资额超过1.2万亿人民币的西藏雅鲁藏布江大型水利项目。投资者可适时部署可再生能源发电及电力设备、核电、储能设备、氢能设备、特高压与智算电网等主题板块。

“反内卷”料带来再通胀，原材料板块可望迎来盈利拐点

内地在上一季密集推出“反内卷”政策，成为中港股市节节上升的主要催化剂之一。回顾7月召开的中央财经委员会会议及中央政治局会议，决策层表明未来须加强抵制行业无序竞争，并推动重点行业产能治理。个中目的是透过削减过剩产能和严控非理性竞争，以缓和国内物价下行压力，提升企业利润率。事实上，截至今年8月，中国生产者物价指数 (PPI) 已经连续35个月录得负增长，其中6月和7月 PPI 皆录得按年跌3.6%，为年内最大跌幅，显示内地多个上游制造业环节正面临严峻通缩挑战。由于部份传统工业出现产能过剩，今年第2季国内工业产能利用率下滑至74%²，1至7月规模以上工业企业利润按年下跌1.7%³，水泥、玻璃、化工、光伏硅料等行业属较重灾区。此外，近期消费品行业如汽车、电商与外卖平台等也一度深陷割喉式补贴战，进一步加剧价格下行压力，多家相关企业之第2季度净利润表现也因此一落千丈。

正因如此，中央政府处理内卷问题可谓刻不容缓，料有利于中港股市触发再通胀估值修复行情。参考2015至2018年中央推动“供给侧改革”经验，当时国策同样是针对产能过剩的行业，包括煤炭、水泥、钢铁、有色金属等国企主导的板块，利用“由上而下”、行政命令方式进行产能削减。中国 PPI 在2016年成功扭转了之前长达50多个月（2012-2016年）的负增长，从2015年低点-5.9%一度回升至2017年最高的+7.8%；同时，随着工业企业利润率迅速改善，创造了中港股市在本世纪以来其中一个最亢奋的大牛市，以2016年上旬最低点至2018年上旬最高点计算，恒生指数及沪深300指数期内涨幅分别高达83%及56%。当然，本轮的“反内卷”行动跟当年的“供给侧改革”在执行细节上不尽相同，例如这次改革涉及较多民企主导领域，故削产能力度可能较过往温和，且可能偏向采取市场化、行业自发减产（如水泥、煤炭、钢材或光伏玻璃）等方式进行，故再通胀行情料须更长时间体现，而市况之潜在涨幅预期也不能同日而语。

¹ 见江苏节能网网站，http://www.jsjnw.org/dangjian_1/784.html

² 见国家统计局网站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202507/t20250715_1960404.html

³ 见国家统计局网站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202508/t20250827_1960884.html

中国生产者物价指数及恒生指数的走势



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

中国生产者物价指数及沪深300指数的走势



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

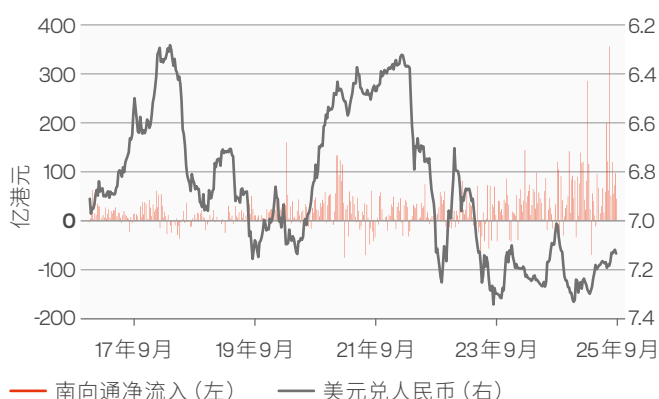
无可否认，行业产能调整短期对经济或会造成一定冲击，但长期则有助重塑供需平衡格局，扭转物价下行趋势，以及提升企业利润率。行业层面上，钢材、水泥、太阳能材料、化工、碳酸锂电池等企业，普遍在过去两年深陷亏损或盈利大幅倒退的困局，预期在“反内卷”国策主导下，本季将实施严格限产和减产措施，并抵制低于成本价的倾销行为，相关行业的龙头企业可望抢占更大市场份额。同时，伴随各大宗商品价格已于第3季起筑底回升，主要原材料企业的盈利表现料该可迎来转捩点。不过，由于多数股份在过去1季已累积惊人升幅，恒生原材料行业指数期内亦大幅跑赢其他板块，意味“反内卷”主题或已被提前充份定价，投资者宜采取候低分段吸纳策略。

美国重启减息带动资金流入，本港高息板块坐享其成

美联储9月重启减息，根据最新的利率点阵图预测，本季尚有2次共50点子的利率下调空间。随着美联储主席鲍威尔和数位理事于明年任期届满，相信在特朗普政府主导接班

人提名下，美联储鸽派阵营当道几成定局，故预期2026年之减息路径仍偏进取。数据显示，当美国处于减息周期而经济未有出现急剧衰退，环球资金往往更倾向流入新兴市场(详情可参阅《宏观策略》章节)，中港股市亦受益匪浅。个中主要原因之一是美国减息有利于增强人民币的升值预期，从而降低海外投资者对中国股票的汇兑风险溢价，有助中资股整体估值抬升。另一方面，人民币汇价走高亦间接提升离岸中资股的每股盈利和派息水平(以港元计算)，对国内投资者更显吸引力，故在过往人民币阶段性升值的周期，港股南向净流入规模普遍大幅增加，对大型中资权重股形成被动与主动配置增量。当然，自今年4月起人民币兑美元汇价已攀升约3%至约7.1水平，叠加关税影响下，8月份中国出口表现已渐露疲态⁴，不排除内地政府将对人民币升值节奏稍作压抑。况且年初至今港股的涨幅已远胜于A股，导致沪深港通AH股之平均溢价大幅收窄至20%左右，创下自2019年首季以来的低点。这都意味美国降息、人民币升值之因素短线未必可为在港上市的中资股增添太多上升动能。

南向通净流入及人民币汇率的关系



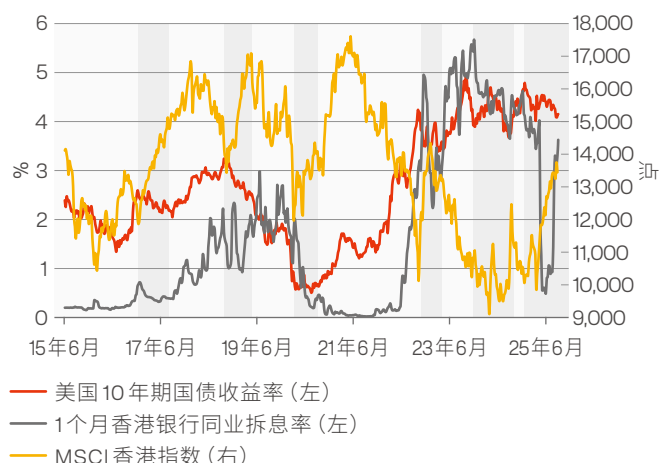
资料来源：彭博，数据截至2025年9月26日

反之，美国持续降息可能对香港本地之权重股份创造更大的边际效益。首先，美息稳步下调有助收窄与港元的息差优势，预期港元沽盘压力亦可减轻，港元同业拆息(HIBOR)可望扭转第3季以来急速上行的走势(1个月HIBOR一度从0.5%上升至3.9%)，甚至重新掉头回落。对于港元或美元计价债务比例较多、融资成本占收入比例较高的本地企业来说，可谓一大喜讯。其中潜在受益之板块包括地产收租、澳门博彩、航空营运及租赁股等。再者，美国国债收益率曲线料延续整体下移的趋势，对于本港高收益价值型股份而言，股息收益率溢价扩大、折现率下降均有利支撑估值上修。其中较可看好本地公用事业、本地电讯、本地房地产信托基金等板块。事实上，回顾过去10年之数据，每当港元同业拆息或美国长期国债收益率处于下行阶段时，MSCI香港指数表现往往可看高一线。

⁴ 见华尔街见闻网站，<https://wallstreetcn.com/articles/3755131>

股票

MSCI 香港指数、香港银行同业拆息率与美国国债收益率的走势



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

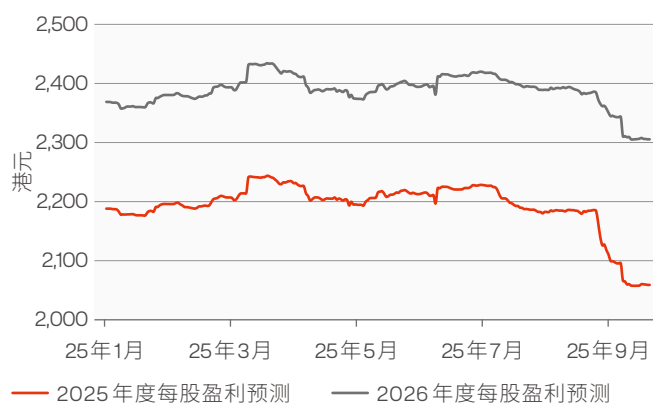
AI 板块引领大市估值上修，恒指目标调升至27,400点

基于内地人工智能产业在多个环节上持续出现突破性发展，同时展望“十五五”规划将重点提升其战略地位，中长线而言人工智能相关科技股该可继续成为中港股市估值上调之领头羊。再者，中国“反内卷”措施料会密锣紧鼓推出，美联储进一步减息似乎亦势在必行，均支持A股与港股主要股指暂时享受一定幅度的估值溢价。不过，我们认为中美关系未来之发展依然存在高度不确定性，本季宜继续观望双方的贸易会谈进度、高科技领域之出口管制争端、TikTok 交易进展、关于购买俄罗斯能源的潜在制裁等事件。若结果稍有差池，可能会再度激发市场风险溢价抽升，限制大市估值进一步上调空间。

至于企业盈利表现方面，我们认为面临的挑战将更严峻。根据彭博数据，自7月以来（截至9月26日）恒生指数和沪深300指数的2025年度盈利预测分别遭下调7.5%及1.1%，主要被深受内卷威胁的汽车、外卖和电商平台之权重股份所“拖后腿”。纵然相关行业的非理性价格战似乎已稍为收敛，惟企业利润率复甦之路料举步维艰；至于AI龙头企业亦可能因激进的前期资本投入而削弱短期盈利能力。另外，国内8月份宏观经济数据续呈转弱之势，在出口前置释放、房地产销售乏力、消费品以旧换新补贴额度逐渐耗尽下，预期未来2至3个月之经济数据表现难以摆脱颓势。因此，我们对中资股之2025年盈利预测看法略转向保守，但2026年有望迎来更强劲增长。

总括而言，我们将恒指2025年的每股盈利预测从上季的2,300港元下调至2,100港元，略高于彭博预测共识的2,063港元（截至9月25日数据）。另外，我们对沪深300指数的每股盈利预测为294人民币。估值方面，根据彭博截至9月23日数据，目前恒指预测市盈率为12.9倍，高于过去5年平均值约1个标准差。我们将恒指2025年预测市盈率目标从上季的11.3倍上调至13.0倍，并将今年恒指目标水平从26,000点上调至27,400点。我们给予沪深300指数2025年预测市盈率目标16.5倍，今年沪深300指数目标水平定于4,850点。尽管全年目标水平获上调，我们认为本季市况或出现较剧烈震荡，若高追入市须做妥风险管理。

恒生指数盈利预测趋势变化



资料来源：彭博，数据截至2025年9月26日

恒生指数未来12个月预测市盈率



资料来源：彭博，数据截至2025年9月22日

本季重点关注板块：

行业/主题板块	重点投资逻辑	看好程度 [#]
内地人工智能概念	1. “十五五”规划料大力支持AI及算力发展，早前国务院发布《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》，要求提升AI在各个重点产业的深度融合，并扩大AI智能终端的应用普及率，有利网络设备、云平台及芯片股。 2. 互联网龙头企业将加码投资于AI相关研发和基础设施，有助自研高端芯片、扩充算力储备、加速升级AI大模型，以及扩大AI实际应用场景，预期可激发更强大和多元化的变现能力。 3. 多家国内及海外科技巨企将于本季发布新产品，重点关注物理型AI产品的技术突破，其中较看好高阶智驾（L3或以上）、Robotaxi、人形机器人的相关产业链。	****
内地服务及体验式消费	1. 7月中央政治局会议重申稳定居民就业和优化社会保障政策的重要性，并在多方面增加居民收入。加上近月股市显著造好，财富效应有助提升居民消费信心。 2. 上季商务部等9大部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出19项支持措施，如打造新消费热点、扩大服务业对外开放、加强财金政策支持等，重点提振文娱、旅游、教育、体育、养老等服务式消费行业。 3. 普遍大型企业均拥有相对独特竞争优势，行业内卷程度较低，消费需求亦不受以旧换新现金补贴退坡影响。 4. 首选线上娱乐、线上医疗平台、运动用品、旅游、饮料等细分板块。	***
内地可再生能源及电力设备	1. 国内AI应用愈趋广泛将带动数据中心之用电需求，根据《促进可再生能源绿色电力证书市场高品质发展的意见》，要求提升全国数据中心的绿色电力消费比例，长远有助改善核电、风力和光伏发电之利用率和交易电价，同时带动储能电池需求。 2. 光伏及风电行业陆续推出自发性“反内卷”措施，限制产能过度扩张及持续低价倾销，料可支持光伏材料、风电涡轮机组价格低位回升。西藏雅鲁藏布江大型水电工程今年正式动工，长远有利带动水电机组及抽水蓄能设备需求。 3. 内地主要发电股份经过8月及9月的回调后，目前预测市盈率已重返5年平均值水平附近，且股息率高达3.5至6%，估值吸引力不俗。	***
本港公用及电讯	1. 近期美国就业数据表现渐露疲态，料促使美联储加快减息步伐，我们预期今明两年美联储尚有合共100点子的降息空间，意味美国国债收益率及港元拆息将趋向下行。目前主要本地公用及电讯股之股息率高达5至8%，息差吸引力逐步显现。 2. 多家企业均在营运大量海外公用事业项目，如供电、供气及水务等，普遍皆受到当地利润管制协议保障投资回报率，业绩能见度较高。另外料受惠于非美货币持续转强，海外项目可获更佳汇兑收益。 3. 资产负债表状况稳健，现金流强劲，有助维持高派息比率、增加股份回购或提供潜在海外并购机会。	****

[#] 标注：看好程度以*数目作为评分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分别代表非常看好/看好/审慎乐观/持平/看淡

股票

东亚联丰投资团队

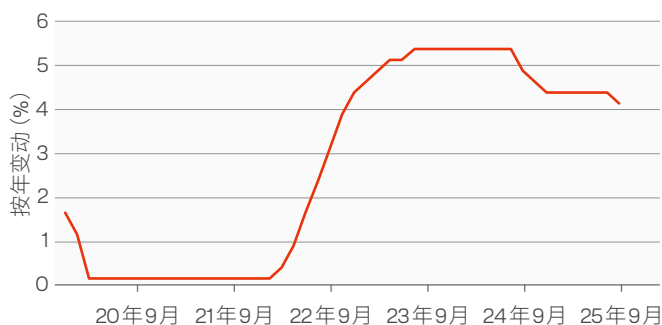
减息有利风险资产，对美日及中国等亚洲市场持乐观态度

本章摘要：

- 美联储再度重启减息周期，对股票市场持乐观态度
- 看好美股，因当地经济增长虽然有所放缓但仍具韧性、且人工智能领域投资持续活跃
- 法国政局不稳及债务飙升，故对欧洲观点转趋审慎；日本经济增长迅速，看好日股
- 流动性充裕及货币走强利好亚洲市场；“反内卷”政策有助支撑中港股票走势，搁置税务改革利好韩股

美联储于9月如期减息25点子，主席鲍威尔形容这次减息属“风险管理”。尽管通胀仍处于高位，但新增职位减少，劳动市场存在下行风险，促使央行把货币政策调整至更为中性的立场。最新点阵图显示，今年余下时间或有两次减息机会¹，有利风险资产表现。东亚联丰团队因此对股票维持乐观看法，并继续看好美股，因其经济仍具韧性。欧洲方面，由于法国政局不稳，团队转向更为审慎。日本经济稳健，市场普遍预期新一任领导层将推出更积极的财政措施以应对通胀和强化美日关系，因此团队亦看好日股。同时上调对亚洲整体股市观点，重点关注流动性充裕的中港股票市场，以及近期搁置税务改革的韩国市场。

美国联邦基金利率中位数



资料来源：美联储，数据截至2025年9月19日

看好美日股票市场，因两国经济持续强韧；法国政局不稳令欧洲立场转趋中性

美国就业市场面临下行风险，尽管通胀依旧高企，但美联储为平衡支持劳动市场与控制通胀的双重目标，于9月如期重启减息周期。美国8月通胀率按年上升2.9%，为今年1月以来最大增幅²，虽然美联储认为物价上涨属短期现象，但仍需进一步观察。值得注意的是，美国就业市场明显放缓，下行风险日益增加。8月非农业就业人数仅增加2.2万，远低于市场预期。失业率由7月的4.2%轻微上升至8月的4.3%。东亚联丰团队认为，尽管劳动市场有所放缓，美国整体经济依然稳健。美联储已将今年经济增长预测由1.4%调升至1.6%³，企业最新公布的业绩也相对强韧，人工智能相关领域的投资持续增长⁴。展望未来，市场仍面临不确定因素，包括美国最高法院将审理总统特朗普关税政策的相关诉讼，裁决或于年底前公布，结果可能对市场情绪带来影响，投资者须密切关注。

法国政局不稳及赤字恶化等，促使评级机构惠誉于9月12日下调法国主权评级，引发债市大幅波动⁵。欧洲主要经济体的不稳定，使我们对欧洲的立场转趋审慎。欧元区第二季经济显著放缓，仅增长0.1%。然而，消息好坏参半，8月制造业采购经理指数升至50.7，为2022年年中以来首次录得按月改善⁶。德国的债务改革及未来12年5,000亿欧元的特别基础设施投资基金，突显德国积极的财政政策立场⁷。尽管今年投资对增长贡献有限，团队预期欧元区中期经济增长将可望达0.5至1%。短期内，欧洲仍难完全摆脱美国关税及全球经济不确定性的影响，但鉴于欧股估值合理，且长期具增长潜力，团队对该区维持中性立场。

¹ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2025/09/17/fed-rate-decision-september-2025.html>

² 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/2025/09/11/consumer-prices-rose-at-annual-rate-of-2point9percent-in-august-as-weekly-jobless-claims-jump.html>

³ 见美联储网站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250917.pdf>

⁴ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/amp/2025/07/23/googles-85-billion-capital-spend-spurred-by-cloud-ai-demand.html>、<https://www.cnbc.com/amp/2025/07/30/metaspending-blitz-will-continue-into-2026.html>

⁵ 见惠誉网站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-france-to-a-outlook-stable-12-09-2025>

⁶ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/europe/euro-zone-manufacturing-expanded-first-time-since-early-2022-august-pmi-shows-2025-09-01/>

⁷ 见CNBC网站，<https://www.cnbc.com/amp/2025/03/18/german-parliament-to-vote-on-fiscal-package-that-could-bring-historic-reforms.html>

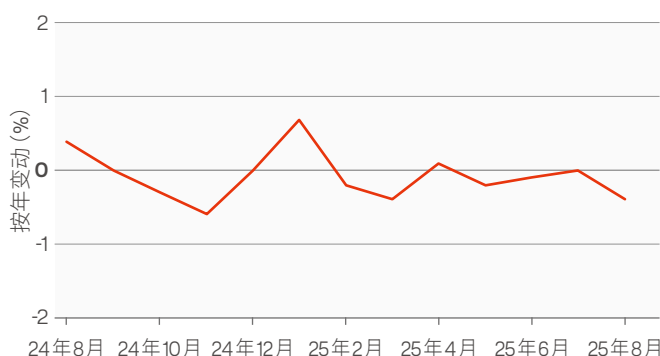
日本方面，首相石破茂宣布辞职，自民党将重新选出新党魁，新领导层将聚焦协助家庭应对通胀。市场普遍期待新政府推出支持经济增长的财政措施⁸。与此同时，日本整体消费向好、企业开支稳定，经济也稳步扩张。日本第二季国内生产总值年度化增幅达2.2%，连续五季录得增长⁹。出口情况亦有所改善，8月整体出口按年下跌0.1%，较7月2.6%的跌幅大幅收窄¹⁰。在日本宏观经济向好的背景下，我们对日股持乐观看法，但将会密切关注新首相政策方向及货币政策动向。

看好中港和韩国等亚洲股票，关注中国物价走势

东亚联丰团队提升对整体亚洲股票的看法，尤其看好中国、韩国及个别台湾科技股。人民币和亚洲货币走强，有助提升环球投资者对新兴市场的配置。

中国内地流动性充裕，投资者通过融资买入股票，推动中港股市上涨。受惠于流动性充裕、“反内卷”政策推动、科技本土化趋势加强及中美贸易紧张局势缓和，团队看好中港股票。然而，中国内地经济活动和物价仍然疲弱，8月制造业采购经理指数继续处于收缩区间为49.4。而物价指数则按年下跌0.4%，3个月内再次跌落负值¹¹。中国内地对过度竞争及产能过剩的整治，工业品价格出现初步回稳迹象。但股市能否进一步走高，则取决当局是否推出更多有力刺激经济政策及通缩趋势可否扭转。在“反内卷”政策推行，加上不少股票估值仍属合理，因此团队认为中港股票具备由下而上的选股机会。随着全球利率见顶，中港等亚洲区内具有稳定息率的价值型股份，预计将有机会持续吸引国际资金。中国消费虽尚未出现明显改善，但已渐趋稳定，非必需消费品和新兴消费类股份表现向好，市场亦预期当局可能进一步推出刺激消费的政策提振内需。

中国消费者物价指数



资料来源：国家统计局，数据截至2025年9月19日

除中国以外，韩国也是团队看好的市场之一。总统李在明较早前提出降低资本利得税门槛，引发当地股市短期下挫，但随着政府最终放弃该计划，股市随即反弹¹²。韩国第二季国内生产总值按年上升0.6%¹³，加上美国减息为韩国等亚洲央行提供减息空间，有利流动性，因此团队看好韩国股市，特别是人工智能相关的企业。随着全球人工智能基础建设和技术应用不断扩大，相关产业板块亦有望受惠。

总结

美国重启减息周期，利好风险资产表现。团队看好美国、日本以及中韩等亚洲市场，但由于法国政局不稳，对欧洲持审慎态度。当前市场仍然存在多项不确定性因素，建议投资者适度配置于不同地域与板块，以分散风险。



⁸ 见 Japannews 网站，<https://japannews.yomiuri.co.jp/politics/election/20250925-282969/>

⁹ 见日本时报网站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/09/08/economy/gross-domestic-product-grew-22-last-quarter/>

¹⁰ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2025/09/17/japan-exports-slip-for-fourth-straight-month-but-less-than-expected-.html>

¹¹ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2025/09/10/china-cpi-august-deflation-.html>

¹² 见彭博网站，<https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-09-14/south-korea-scraps-plans-to-raise-capital-gains-tax-on-stocks>

¹³ 见 CNBC 网站，<https://www.cnbc.com/2025/07/24/south-korea-avoids-technical-recession-as-gdp-expands-0point6percent-in-second-quarter.html>

柳暗花明

东亚银行财富管理处高级投资策略师 | 黄燕娥



外汇 美汇指数

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

美劳动力弱且通胀未见大压力，料美联储较倾向减息

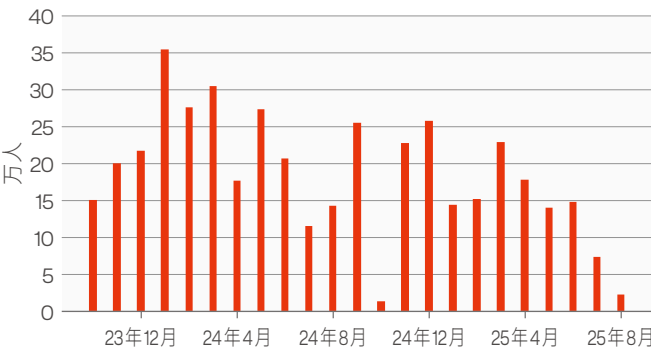
美汇指数第 4 季预计波幅范围 95.00 至 100.00

美汇指数1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

美国非农新增职位人数走势



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第2季	3.8 (按年)
失业率	2025年8月	4.3
零售销售	2025年8月	4.3 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年8月	2.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

美国实施关税政策，劳动市场已显现疲弱勢头

美国对各贸易伙伴实施百年来最高的进口税率，虽然目前来说美国消费者表现比预期更具韧性，但近期数据已表明，关税已经影响到就业、经济增长和通胀。在美国政府停摆期间，9月官方就业报告虽未能如期公布，但从多项私营部门指标显示，当地近期招聘疲软、裁员幅度有限、薪资涨幅温和上涨，且劳动力需求趋缓。由此可见，如果这种较弱的劳动市场表现持续，很可能促使美联储于10月再次降息。



若通胀上涨，联储局或调整货币政策路径

美国8月的CPI按年升2.9%，较7月时升幅2.7%上升了0.2个百分点并创7个月新高，按月CPI亦升0.4%；而核心CPI按年升3.1%。市场预期或因特朗普的关税政策持续推高当地通胀，而有关影响或于稍后的时间表现更明显，因此投资者亦须关注最新的通胀环境。如果届时通胀数据显著走高，美联储或可能会调整其后的宽松政策路径。

美联储重将采取逐次会议决策的议息安排

美联储于9月的议息会议中将利率下调25个基点至4.00%至4.25%，是自去年12月以来再次降息，并暗示在今年余下时间稳步降低借贷成本。美联储主席鲍威尔强调是次降息行动是为了应对劳动力市场疲弱的风险管理式降息，并不是一个持续性的减息部署，关于利率前景，会采取逐次会议决策的安排。同时，美联储亦尝试淡化贸易政策将引发的通胀风险，从而聚焦经济增长或呈疲软和失业率或会上升的议题上。美联储9月的利率点阵图显示，在今年剩余下的两次会议上将再降息两次共50个基点，但在明年则只会再降息一次。因此，可见美联储亦有持续降息的准备，而有关的降息步伐短期亦比各大央行进取，料有关行动将影响美元短期吸引力。

外汇 欧元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

欧洲央行对经济持乐观看法，减息周期或见尾声

欧元兑美元第4季预计波幅范围

1.1500 至 1.2000

欧元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

欧元及美汇指数5年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年10月

欧元区主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第2季	1.5 (按年)
失业率	2025年8月	6.4
零售销售	2025年7月	2.2 (按年)
消费物价指数 (HICP)	2025年9月	2.0 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

欧洲央行利率立场转向将支持欧元区经济

欧洲央行于9月维持利率于2%不变，欧央行总裁拉加德亦对经济增长和通胀持乐观看法，称经济正继续处于良好状态，面临的风险已变得更加平衡。市场将有关言论解读为在未有重大经济增长冲击的情况下，欧洲央行可能在短期内已经完成本轮降息周期。利率期货市场价格显示，欧洲央行的利率政策或已转向，开始步向当前宽松周期的终点。另外，德国将大幅增加财政支出，在提振欧元区经济之际，亦减少了进一步降息的必要性。减息行动已逐步奏效，低利率环境有利经济发展。

美国经济放缓料拖累美元，欧元因此受惠

欧盟与美国达成贸易协定后，因市场对美欧贸易协定不利欧洲经济的解读，加上市场亦急于解除之前对欧元看涨的仓位，令欧元兑美元于7月一度跌约3%并跌破1.1400水平。及后，因美国就业数据疲弱，令市场担心美国经济或会大幅放缓，美元下跌并带动欧元回升至1.1650上方水平。因欧元与美元及美汇指数的表现关系密切，在美国经济仍受关税变数困扰的预期下，美元短期上升动力或会受限，欧元表现料变得有利。



外汇 英镑兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

英伦银行偏鹰货币政策为英镑持续带来息差优势

英镑兑美元第 4 季预计波幅范围 1.3200 至 1.3700

英镑兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

英国GDP走势（按月）



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

英国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 2 季	1.4 (按年)
失业率	2025 年 7 月	4.7
零售销售	2025 年 8 月	0.7 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	3.8 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

英镑短期料受英国财政状况影响，但基本面仍佳

在9月中时，市场对英国的赤字控制及债务水平感到担心，令英国30年期国债收益率曾短暂飚升至1998年以来最高位，英镑曾于单日内挫1%。在一般情况下，国债收益率上升会支撑英镑汇价。然而，该次收益率上升的原因是对英国财政状况前景担忧，而不是对经济增长的预期乐观，英镑因此受压。我们预期，市场仍正观望英国政府能否有效解决预算赤字规模和债务增长速度问题，料英镑短期较受英国财政状况消息所影响，但中长线而言，英镑的基本面仍佳。

英国通胀高企，预期将限制英伦银行持续减息

英伦银行于9月议息会议中维持利率4%不变，并放慢其量化紧缩计划的步伐。英伦银行行长贝利重申，英国尚未摆脱通胀升温的困境。根据英国就业数据显示，当地招聘情况疲弱但工资增长持续，这或使通胀变得顽固。英国8月的通胀率维持在3.8%，在主要发达经济体中属最高水平。在通胀升温且就业市场疲软的前景下，预期英伦银行渐进降息方式将变得更谨慎。利率期货市场价格显示，市场预计英伦银行在今年余下时间内减息的机会不高。当然，目前英国的利率已高于大多数国家，加上英伦银行偏鹰的货币政策立场，将为英镑持续带来息差优势，支持英镑表现。

英国经济增长料放缓，但仍优于主要欧洲国家

因政府支出增加及出口商赶在美国加征关税前发货，英国经济在今年上半年增长强劲，第1季及第2季的GDP分别增长0.7%及0.3%。但第3季开局表现平淡，7月的GDP按月无增长。服务业和建筑业虽有温和增长，但被制造业的下降所抵销。我们预期美国关税在全球实施的影响下，英国下半年的经济表现料较平淡，但预期增长率仍能高于其他主要欧洲国家。



外汇 美元兑日圆

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

日本通胀及经济情况将主导日央行加息步伐

美元兑日圆第4季预计波幅范围

142.00 至 149.00

美元兑日圆1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

日本主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第2季	1.0 (按季年率)
失业率	2025年8月	2.6
零售销售	2025年8月	-1.1 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年8月	2.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

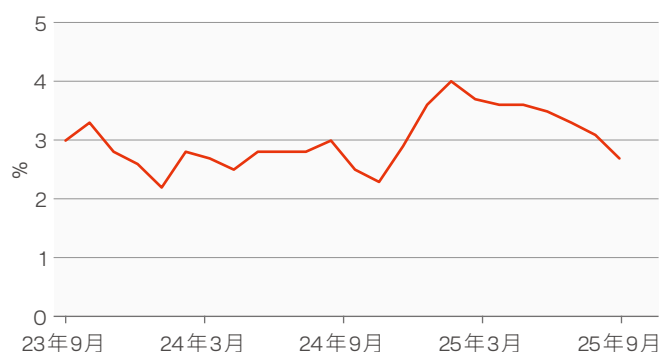
美日关税政策对日本经济影响仍属未知数

虽然日本跟美国在7月下旬达成关税协议，但税率仍高，为日本经济带来压力。工业产出受关税影响而下滑，失业率虽然创下多年新低，但零售销售增速仍远低于预期。受美国关税政策影响，令汽车出口减少，使日本对美国的出口出现萎缩。8月日本贸易逆差额为2,425亿日圆，连续第2个月出现逆差。同月，日本对美国的出口额按年大减13.8%至1.39万亿日圆，连续第5个月减少；对美进口额则大增11.6%至1.06万亿日圆，是7个月以来首次增长。日本与美国达成贸易协议后，对日本经济的实际影响目前仍是未知数，令日本央行短期加息的决定带来更多考虑。日本央行副行长冰见野良三亦曾于9月初表示，日本央行应继续加息，但亦警告全球经济的不确定性仍高，这亦表明日央行并不急于推高目前仍处低位的借贷成本。我们预期，若日本经济进一步变差，将迫使日央行维持较慢的加息部署。

日央行须确定持续通胀符合预期才作加息决定

日本整体通胀表现降温，8月全国通胀率按年升2.7%，连续第7个月放缓。作为日本通胀领先指标的东京核心CPI在8月按年上涨2.5%，较7月的2.9%放缓，这使得日本央行决定下一次加息时机变得更加复杂。虽然日本通胀率保持在2%以上已超过三年，但日本央行总裁植田和男多次强调，对进一步加息的决定须小心看待，以确保物价上涨是由工资增长和内需推动。另一方面，全球经济增长放缓以及美国提高关税对日本经济的打击可能会压抑物价，提升日央行加息门槛。

日本CPI走势 (按年)



资料来源：路透社，数据截至2025年9月



外汇 澳元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

澳洲央行缓慢减息，有助巩固澳元利差优势

澳元兑美元第 4 季预计波幅范围

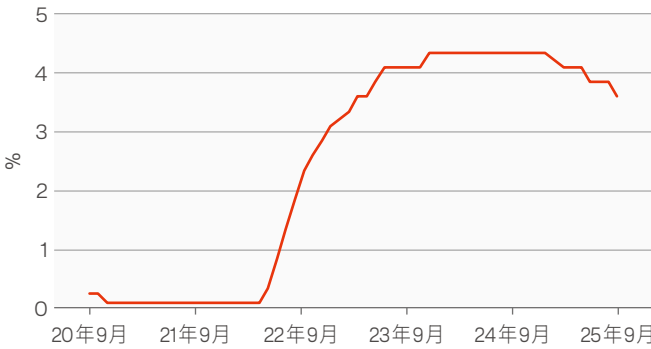
0.6400 至 0.6900

澳元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

澳洲基准利率



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 2 季	1.8 (按年)
失业率	2025 年 7 月	4.2
零售销售 (初值)	2025 年 6 月	1.2 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025 年第 2 季	2.1 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

澳洲央行缓慢推进减息加强澳元利差优势

澳洲央行于8月进行今年第3次降息，将指标隔夜拆款利率下调0.25个百分点至3.6%。澳洲央行预期核心通胀将放缓至2-3%目标区间的中间水平，且劳动市场将会维持稳定，并暗示将会进一步实行宽松的货币政策。因此，我们预期澳洲央行将缓慢地推进减息计划，以实现央行的通胀和就业目标，这将为澳元带来显著的利差优势。利率期货价格预期澳洲央行将于今明两年继续缓慢降息，最终利率水平或将降至3.10%。另外，若然美国经济数据继续走软，将增加美国更快降息的可能性，为澳元整体走势带来支持。

大宗商品价格上涨支持澳元近期表现

受惠美元于年初开始逐步走弱，大宗商品价格上涨不少，当中澳洲的主要出口铁矿石，其期货价格亦同步上升，有利澳洲经济。另外，若中国经济动能逐步提升，将有望刺激澳洲的经济活动及铁矿石出口，为澳元带来中长线的上升动力。

市场短期风险偏好转好将提振澳元

随着美国对贸易伙伴实施的关税政策正逐步落实，关税的不确定性渐减，令投资者重拾市场风险偏好，作为G10货币中风险偏好代表的澳元，料短线表现将获得提振。



外汇 纽元兑美元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

纽央行货币政策转鸽或令纽元短期升幅受限

纽元兑美元第4季预计波幅范围

0.5800 至 0.6300

纽元兑美元1年走势图



资料来源：路透社，数据截至2025年9月

纽西兰主要经济数据表现	时段	数值(%)
国内生产总值 (GDP)	2025年第1季	0.8 (按季)
失业率	2025年第2季	5.2
零售销售	2025年第2季	2.3 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025年第2季	2.7 (按年)

资料来源：路透社，数据截至2025年9月

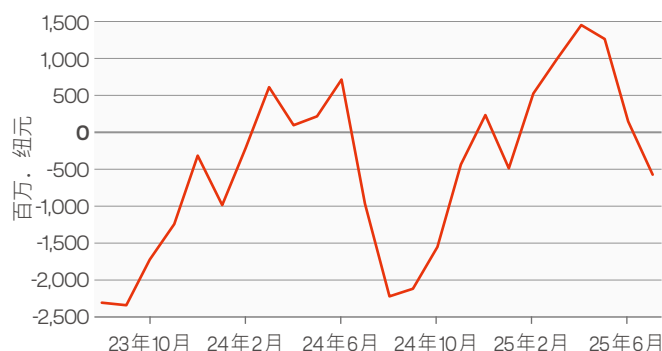
央行货币政策转向或为纽元带来压力

纽西兰央行于8月的议息会议中将官方隔夜拆款利率 (OCR) 下调25点子至3.00%的3年低位。纽央行在货币政策声明中表示，当地及全球经济增长正面临不利因素，若中期通胀压力如期缓和，将有进一步下调利率的空间。纽央行通过货币政策立场转鸽来支撑经济增长，令纽元于议息会议后应声下跌。利率期货市场价格显示，市场预计纽央行于今年底前及明年仍有减息机会。在减息周期短时间仍未完结的前题下，或为纽元兑其他非美货币带来压力。

纽西兰7月贸易转录逆差，料受美国关税影响不大

纽西兰7月商品出口按年增长10%至67.06亿纽元，进口亦升2.6%至72.84亿纽元。虽然转为录得贸易逆差达5.78亿纽元，但仍低于上年同期的10.22亿纽元。虽然纽西兰被美国加诸更高关税15%，但仍较其他国家的税率低。因此，我们预期美国实施的关税政策对纽西兰经济影响有限。加上，环球经济于美国关税威胁过后料将重回正轨，中长线有助纽西兰出口增长。另外，中国是纽西兰最大的贸易伙伴，若中国经济逐步增长，将有利纽西兰农产品出口需求，届时将进一步支持纽元的整体表现。

纽西兰贸易差额



资料来源：路透社，数据截至2025年9月



外汇 美元兑加元

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

加国经济面临美关税压力，加央行仍有降息空间

美元兑加元第 4 季预计波幅范围

1.3500 至 1.4000

美元兑加元 1 年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月

加拿大主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 2 季	-1.6 (按季年率)
失业率	2025 年 8 月	7.1
零售销售	2025 年 7 月	-0.8 (按月)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	1.9 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月

经济疲软及通胀压力减弱，加强降息合理性

由于加拿大经济疲软和通胀压力放缓，加拿大央行在 9 月议息会议中下调基准利率 25 个基点至 2.50%，为自今年 3 月以来首次降息，并创下三年来利率低点，加元亦因而走软。加央行于货币政策声明中表示，劳动力市场自 7 月持续放缓，潜在通胀压力也因加拿大取消对美国大部分报复性关税而减弱，因此决策委员会认为降息将有助更好地平衡风险。于此同时，该声明亦删除了 7 月会议中“可能需要进一步降息”的表述，反映央行在后续政策方向上保持谨慎态度，表示将评估最新经济数据，并在必要时采取进一步降息行动。利率期货价格亦反映市场预期加拿大央行可能在第四季度再次降息。

美国关税政策削弱加拿大经济增长动力

美国对加拿大出口的汽车、钢铁与铝等产品加征关税，对多个关键产业造成负面影响。企业投资或因此考虑延后，需求前景亦趋脆弱。美国对加拿大商品需求减少，导致加拿大整体贸易逆差扩大。加拿大 7 月录得 49 亿加元贸易赤字，虽较 6 月的 60 亿加元有所收窄，但仍高于市场预期的 47.5 亿加元。由于对美国出口大幅下降，加拿大第二季度国内生产总值 (GDP) 按季年率萎缩 1.6%。此外，加拿大失业率持续上升，8 月数据升至 7.1%，创九年新高，且就业萎缩集中在受贸易影响的产业，就业市场疲弱亦压制短期家庭支出，最终对当地经济构成压力。综合以上可见，美国对加拿大施加的关税措施正在削弱其短期经济增长动力。

加拿大失业率表现



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月



外汇 美元兑离岸人民币

东亚银行财富管理处高级投资策略师 黄燕娥

中国出口增速下降，但仍有望实现全年经济增长目标

美元兑人民币第 4 季预计波幅范围

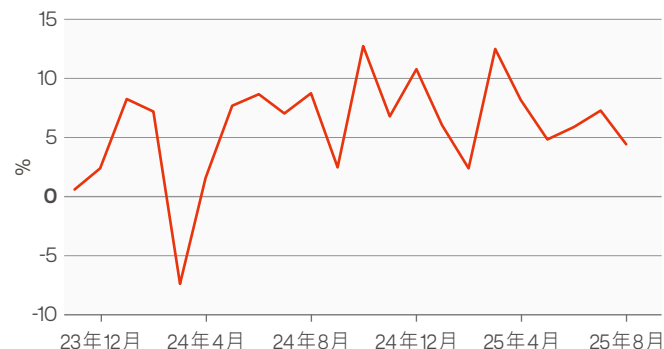
7.0900 至 7.1900

美元兑人民币 1 年走势图



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月

中国出口走势 (按年)



资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月

中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025 年第 2 季	5.2 (按年)
失业率	2025 年 8 月	5.3
零售销售	2025 年 8 月	3.4 (按年)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	-0.4 (按年)

资料来源：路透社，数据截至 2025 年 9 月

中国经济数据再现不稳定，市场政策预期升温

中国 8 月规模以上工业增加值按年增长 5.2%，增速创下 1 年最低水平；社会消费品零售总额按年增长 3.4%。此外，1 至 8 月固定资产投资按年仅增长 0.5%，增速创下自 2020 年新冠疫情以来的最差表现。三头马车数据全面逊预期，反映之前内地政府推出刺激经济政策与实行较宽松货币政策的双管齐下后，市场仍观望增量的经济刺激政策或预期之政策将于稍后时间兑现成经济动能。我们预期短期将进入政策成效观察期，全年仍有望实现 4.6% 的中国经济增长目标。

中美贸易谈判休战期中已见对中国出口的影响

中美两国贸易谈判设定的关税休战期于 8 月 12 日关税贸易缓和协议到期后再延长 90 天，市场仍在等待框架协议的更多细节。在中美关税谈判的过程中，中国对美国于 8 月出口 2.3 万亿元人民币，增长 4.8%，是 6 个月来最低增速，而同月对东盟国家的出口则维持较高增速。至于美国方面，6 月贸易逆差创近两年低，对中国的贸易逆差创 21 年来新低。由此可见，中国出口在中美关税休战期已渐渐产生了影响，但在双方已达成框架协议的前提下，市场认为中美关税谈判的最终结果对市场的冲击已大幅度减少。



稳步前行

东亚银行财富管理处
东亚联丰投资团队



债券

东亚银行财富管理处

稳步前行

本章摘要：

- 全球贸易战紧张局势降温，“去美元化”进程在2025年第3季有所放缓
- 在当前全球货币宽松周期中，美联储对减息的取态较其他主要经济体谨慎，这也为美国之后加快减息步伐提供了空间
- 美国就业市场数据转弱和通胀降温，为美联储重启减息提供理由
- 联邦公开市场委员会的组成可能偏向鸽派，促使委员会展开更广泛讨论，尤其是关于是否应将长期目标通胀率维持在高于2%的水平
- 我们预计美国联邦基金利率将在2025年下调0.50%，并在2026年再下调0.50%。预期第4季内美国2年期国债收益率将于3.35%至3.75%之间上落，美国10年期国债收益率将于在3.75%至4.35%范围内波动。
- 较长存续期债券相对较短存续期更能受惠于减息步伐加快，但由于美国的高债务水平和财政赤字问题短期难以解决，因此我们偏好中存续期而非长存续期
- 投资级别和高收益信用利差目前处于多年低位，进一步收窄的空间有限。由于发行量减少及发行人信用状况改善，信用利差可能在未来维持低位
- 通过多元化投资于全球政府债券和以美元或当地货币计价的新兴市场债券，是目前捕捉利息收益和寻求潜在资本增值的有效债券投资策略

央行政策回顾及债券表现比较

在本轮全球货币宽松政策中，美联储的减息取态较其他主要经济体的央行更加小心谨慎。尽管美联储在2024年合共减息1%，但在2025年大幅放慢减息步伐，暂时仅在9月份减息0.25%，将利率区间调整至4.00%至4.25%。同期，欧洲央行、瑞士央行、加拿大央行已减息6至8次不等，2025年降息幅度介乎1.75%至2.25%。美联储审慎的货币政策令美国基准利率高于大多数主要国家，但也为未来进一步宽松留下了空间。



央行	基准利率	自最近利率峰值 减息次数	累积减幅	疫情以来利率峰值	截至2025年9月 底的最新利率
美联储	联邦基金利率（上限）	4次	-1.25%	5.50%	4.25%
欧洲央行	欧洲存款机制利率	8次	-2.00%	4.00%	2.00%
英伦银行	官方银行利率	5次	-1.25%	5.25%	4.00%
澳洲储备银行	现金利率目标	3次	-0.75%	4.35%	3.60%
加拿大央行	隔夜利率	8次	-2.50%	5.00%	2.50%
新西兰储备银行	官方现金利率	7次	-2.50%	5.50%	3.00%
瑞士国家银行	瑞士政策利率	6次	-1.75%	1.75%	0.00%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月30日

我们认为美联储在本轮全球货币宽松政策中表现得更加保守和谨慎，除了因为美国的经济增长和就业市场相对其他市场更强和更具韧性之外，更主要的原因是来自关税及税制改革政策对经济及通胀影响的不确定性。同时，美国的通胀下降速度比欧元区、加拿大及澳洲等经济体更为缓慢，且仍处于相对高于其他国家的水平。

国家/地区	实际国内生产总值 (按年变幅)		消费物价指数 (按年变幅)		工业生产 (按年变幅)		失业率	
美国	25年第2季	2.1%	25年8月	2.9%	25年8月	0.87%	25年8月	4.3%
欧元区	25年第2季	1.5%	25年8月	2.0%	25年7月	1.8%	25年7月	6.2%
日本	25年第2季	1.7%	25年8月	2.7%	25年8月	-1.3%	25年7月	2.3%
英国	25年第2季	1.2%	25年8月	3.8%	25年7月	0.10%	25年7月	4.7%
加拿大	25年6月	0.9%	25年8月	1.9%	25年6月	-2.1%	25年8月	7.1%
澳洲	25年第2季	1.8%	25年8月	3.0%	2025年	-1.9%	25年8月	4.2%
瑞士	25年第2季	1.2%	25年8月	0.2%	25年6月	-0.10%	25年8月	2.8%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月30日

鉴于美国减息次数及幅度相对较少，自2025年以来，美国国债的表现落后于其他地区的本地政府债券。对此不利表现的影响还因美元走弱进一步放大，尤其是对以美元计价的投资者而言更甚。截至2025年9月29日，年内及第3季主要债券指数表现如下：

债券指数	年内表现 (截至 2025 年 9 月 29 日)	第 3 季表现 (截至 2025 年 9 月 29 日)
彭博美国国债：1-3 年总回报指数	3.94%	1.07%
彭博美国国债：5-7 年指数	6.77%	1.41%
彭博美国国债：20 年以上指数	5.39%	2.74%
富时世界国债指数	7.29%	0.03%
彭博环球综合 — 企业债指数	9.42%	1.89%
彭博环球高收益企业债券总回报指数	9.35%	2.31%
摩根大通亚洲信贷指数	7.52%	3.3%
彭博新兴市场本地货币政府多元化指数	13.30%	1.62%
彭博美元新兴市场政府权重上限指数	10.16%	4.48%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

债券

尽管第3季度较长期的国债表现强劲，但20年以上的长期国债年初至今的表现仍然落后于中期国债。这主要是由于美国政府的赤字及债务水平高企且持续上升，令市场对美国财务状况产生忧虑（详情请参阅上季《债券》章节）。虽然美国债务问题在短期内难以解决，但美国对全球实施的关税政策更加明确，以及美国国会通过《大而美法案》有望刺激消费与企业投资，因而改善了市场情绪。因此，我们看到“去美元化”进程在第3季度末暂时放慢，令美元指数维持在低位和长期国债温和反弹。

美联储理事会组成或变得偏向鸽派

美联储在今年首8个月一直未有减息，立场与美国总统特朗普相左，令美联储主席鲍威尔多番遭到特朗普及其管治班子的强烈批评。特朗普更揶揄鲍威尔为“Mr. Too Late”，以表达他对美联储迟迟未有降息的不满。

鲍威尔作为主席的任期将于2026年5月届满，距今不足1年。虽然特朗普曾于2017年提名鲍威尔担任此职位，但他已表明不会再次提名鲍威尔连任。特朗普亦暗示，他可能会在鲍威尔任期结束之前提前公布继任人选，并据称已有潜在候选名单。

虽然我们无意预测下一任美联储主席的人选，但我们认为，美联储理事会的组成及具投票权的成员的变化，都可能令美联储的立场偏向更鸽派。一个对货币政策取态更温和的美联储理事会料将会就美国是否应将其长期通胀目标保持在高于2%的水平进行广泛讨论，并且在目前通胀仍然相当顽固时，是否允许美联储更快速降低利率。

然而，特朗普政府对美联储的持续干预，引发市场对央行独立性的担忧，并有机会进一步推高长期国债收益率。如此一来，美国的国债收益曲线可能变得更加陡峭。从1970年代的高通胀等历史经验所得，白宫不应频繁地干预央行运作，以维护政策的稳定性和央行的可信度。（详情请参阅本季《宏观策略》章节）在美联储独立性受质疑的背景下，未来美联储的政策走向及利率设定，无疑将继续引来市场的密切关注。投资者面对国债收益率变化和通胀风险，应保持高度警惕。

美联储双重使命：促进就业与稳定通胀

美联储须肩负“双重使命”，即保持物价稳定和达到最高就业水平。联邦公开市场委员会认为，理想的通胀率为2%。而就业方面，委员们最新预估则认为失业率应为4.2%。虽然此前提及美国经济表现具韧性是美联储在进一步放宽货币政策上保持谨慎的主要原因之一，但我们也看到其“双重使命”的相关指标正适度转弱。通胀方面，8月的消费者价格指数（CPI）和核心个人消费支出物价指数（Core PCE）的按年增长皆录得2.9%，暂未见有大幅回升的风险。8月的核心生产物价指数（Core PPI）则降至2.8%。若果进一步观察进口价格及剔除服务业的商品生产物价指数，则可以看到比较显著的下降趋势。尽管现时尚未能确认美国通胀正持续性下降，但特朗普政府的关税措施对通胀影响的程度暂未有令市场和美联储感到过份担忧。



日期	核心消费物价指数 (按年变幅)	核心个人消费 支出物价指数 (按年变幅)	核心生产者物价指数 (不包括服务) (按年变幅)	核心生产者物价指数 (按年变幅)	进口价格 (按年变幅)
2025年8月	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	0%
2024年12月	3.2%	3.0%	3.6%	3.7%	2.2%
2023年12月	3.9%	3.1%	2.7%	1.8%	-2.4%
2022年12月	5.7%	5.0%	4.7%	5.7%	3.2%
2021年12月	5.5%	5.2%	7.0%	8.7%	10.3%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

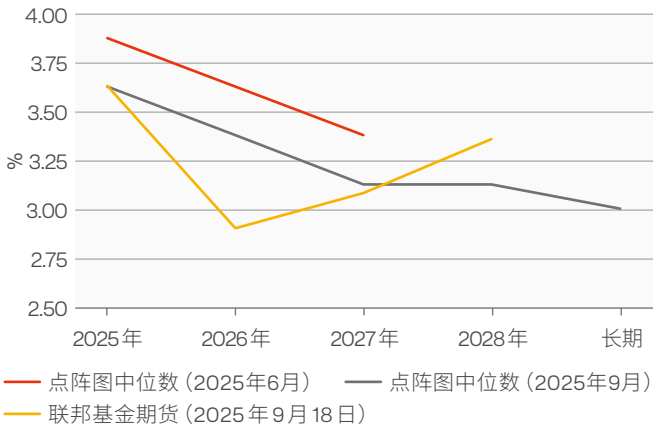
美国就业市场近月明显转弱。美国8月的失业率为4.3%，属于历史标准中的偏低水平，并且与美联储的预测相若，但我们观察到就业不足率、每小时平均工资和劳动参与率均呈现出略显疲弱的迹象。一个更明显有力的证据来印证就业市场转弱的是非农就业数据，该数据从2021年每月新增约60万就业人数，下降至截至今年8月的年内平均仅7.5万人。而8月的非农就业人数仅增2.2万，已连续4个月低于10万人。

日期	新增非农就业人数 (月均)	失业率	就业不足率	平均每小时工资 (按年变幅)	就业参与率
截至2025年8月	7.5万	4.3%	8.1%	3.7%	62.3%
2024年12月	16.8万	4.1%	7.5%	4.0%	62.5%
2023年12月	21.6万	3.8%	7.2%	4.1%	62.5%
2022年12月	38.0万	3.5%	6.6%	4.9%	62.3%
2021年12月	60.3万	3.9%	7.3%	5.0%	62.0%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月19日

注：2021年至2024年的失业率、就业不足率、平均每小时工资和就业参与率，为该年12月的数据

最新点阵图 (2025年9月)



*美联储6月会议上没有提供2028年的利率计划

资料来源：美联储，数据撷取于2025年9月18日

偏好中期存续期债券

在9月份的会议中，美联储如预期地将基准利率下调0.25%。同时，美联储亦暗示今年将再进行两次减息，而最新的点阵图显示，2026年及2027年将各进行一次0.25%的减息，并将长期利率保持在3.00%不变。“就业需求放缓”被列为比六月预测多一次减息的主要原因。政策制定者亦略微上调了2025年及2026年的经济增长及通胀中位数预期。美联储强调，目前的决策框架采用“逐会逐定”的方式，并承认目前通胀“有所上升且仍然偏高”。

债券

联邦基金利率 %	2025		2026		2027		2028		长期预测	
	6月	9月	6月	9月	6月	9月	6月	9月	6月	9月
4.500										
4.375	7	1								
4.250										
4.125	2	6	1							
4.000										
3.875	8	2	5	2	2	2	2		1	1
3.750									1	1
3.625	2	9	4	6	3	2	2		2	1
3.500									2	1
3.375			5	2	6	2	2		1	2
3.250										1
3.125			2	4	3	7	5		1	2
3.000									3	4
2.875		1	1	3	3	3	4		4	1
2.750							1			2
2.625			1	2	2	2	3		2	3
2.500									2	
2.375						1				
中位数	3.875	3.625	3.625	3.375	3.375	3.125	不适用	3.125	3.000	3.000

投资者亦须留意，在美联储于9月举行的会议中，委员会以11票赞成、1票反对的情况下，决定将联邦基金利率目标范围下调25点子至4.00%至4.25%，此前已连续5次会议维持利率不变。在会议前刚刚宣誓就职的美联储成员米兰（Stephen Miran）曾主张进一步进行半厘的大幅度减息。展望2026年，美联储的点阵图中位数预测为3.375%，比现时利率低0.75%，仅比6月的点阵图预测低0.25%，但只要有一位委员采取更温和的鸽派立场，点阵图便可能再向下调整0.25%。

因此，我们已修订对美国未来减息的预测，预期在2025年余下日子仍会减息50点子，并在2026年额外减息50点子。具体到美国国债收益率预估，基于我们对美国2025年仍然有减息两次的预期，预期第4季内美国2年期国债收益率将于3.35%至3.75%之间上落，美国10年期国债收益率将于3.75%至4.35%范围内波动。

鉴于(1)美国基准利率处于高位，(2)美联储在目前的宽松周期中减息步伐落后于环球其他央行，(3)美联储双重使命的相关数据有转弱迹象，及(4)美联储理事组成或会偏向温和鸽派，我们对存续期的偏好有所延长，从1至3年的短存续期移至5至10年的中存续期。我们认为此举有助债券投资者捕捉潜在加快减息利好债价的潜力。同时，我们对10年以上的长存续期债券维持审慎看法，主因包括：(1)对美国债务长期可持续性的担忧，(2)美国政策不确定性仍存在，“去美元化”情绪可能重新升温，(3)市场担忧美联储的独立性被削弱，以及(4)若关税最终转嫁至美国消费者，通胀风险可能加剧。

全球政府债券表现

日期	全球政府债券	美国政府债券	亚洲美元政府债券	新兴市场美元政府债券	新兴市场政府债券
2025年1月1日至2025年9月29日的回报	7.29%	5.36%	4.50%	9.57%	13.30%

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

除美国国债之外，非美国的政府债券亦具有吸引力。上表显示，美国国债在今年表现逊于其他政府债券指数，其疲弱表现在与以美元计价的本地货币政府债券相比时更明显。今年初至9月29日，美国国债的回报约为5.4%，而以美元计价的全球政府债券回报达7.3%。新兴市场本地货币政府债券的表现明显领先，期内以美元计价的回报达到13.3%。毫无疑问，部分领先表现可归因于美元疲弱。然而，美国国债的回报也落后于新兴市场美元政府债券(9.6%)。我们上季建议投资者应考虑非美元计价的债券及多元化债券的投资组合，不应仅限于以美国为中心的投资策略，转而采取更全球化的部署，上季债券市场的回报正好印证我们建议的多元化策略奏效。



不同期限的政府债券表现分化

政治局势、财政状况、债务可持续性、通胀走势以及劳动力市场情况均是影响各国长期货币政策的重要因素，导致不同期限的全球各国政府债券表现呈现出分化表现。尽管部分国家推行宽松的货币政策，一些国家的长期债券收益率仍然不跌反升。

国家债券	2024年12月31日收益率	2025年9月29日收益率	收益率变化
美国30年国债收益率	4.78%	4.70%	-8 点子
德国30年国债收益率	2.60%	3.27%	+67 点子
法国30年国债收益率	3.73%	4.34%	+61 点子
英国30年国债收益率	5.13%	5.51%	+38 点子
澳洲30年国债收益率	4.83%	4.98%	+15 点

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

债券

尽管美联储、欧洲央行、英国央行及澳洲央行在今年相继推出货币宽松措施，这些经济体的长期国债收益率却显现出高波动性和收益率出现显著上升。在美国方面，30年期收益率曾在第三季度再次突破5%，直至美国就业数据有疲弱迹象及美联储展现出温和降息倾向后才回落。我们此前已分析过美国长期债券收益率上升的原因。而在欧洲方面，德国则因应地缘政治及经济挑战，放宽了其一向严格的财政规范，这标志着德国的理财哲学从严到宽的历史性转变。至于法国，新任总理（两年内的第5位）勒科尔尼（Sebastien Lecornu）的首要任务是在分裂的议会中推动大幅削减赤字的预算案。而在英国，当地的经济情况亦出现挑战。财政大臣里夫斯（Rachel Reeves）也正面临挑战，她需要在稳住投资者信心与避免引发英国陷入财政困局之间取得平衡，即税收增加对需求和增长造成打击，进而引发市场进一步疲弱的恶性循环。同时，英伦银行行长贝利（Andrew Bailey）特别提到当地的劳动力参与率持续疲弱，通胀率则仍高于3.5%兼有继续上升的趋势，情况令人忧虑。与此同时，澳洲的通胀率急剧反弹，进一步加大了该国长期债券收益率上升的压力。

表现优异的新兴市场债券

5年期国债	2024年 12月31日 收益率	2025年 9月29日 收益率	收益率变化
意大利	2.86%	2.77%	-10点子
土耳其	6.68%	5.94%	-74点子
印度	6.72%	6.21%	-51点子
印尼	7.03%	5.51%	-152点子
巴西	15.66%	13.50%	-216点子
墨西哥	9.99%	8.21%	-178点子
南非	9.05%	7.90%	-115点子

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

在欧洲，尽管如前所述德国、英国及法国的主权债券遭遇抛售，但意大利的主权债券表现突出。这主要归功于评级机构穆迪将该国信用评级展望于2025年5月调升至正面，反映出意大利在2024年的财政表现有所改善、国内政治局势趋于稳定，以及实现中期财政结构目标的可能性日益增加。

至于新兴市场，土耳其的信用评级于2025年7月获穆迪由“B1”调升至“Ba3”，主因该国采取了有效的经济政策，成功重建投资者对土耳其里拉的信心。同时，土耳其央行坚持紧缩货币政策，有效缓解通胀压力。印度的信用评级亦获另一评级机构标准普尔调升至“BBB”，反映该国经济稳健、政策稳定，以及在基础设施投资持续投入为经济带来持续的增长动力。

此外，印尼、巴西、墨西哥和南非等国的信用评级在2025年保持稳定。这些国家的通胀稳定使得央行能降低基准利率，并继续展示出经济韧性，推动本国货币兑美元升值。截至今年9月29日，巴西雷亚尔、墨西哥披索及南非兰特分别对美元升值了6%至12%。

新兴市场中不少国家的信用评级稳定甚至出现改善、货币汇率走强，以及经济稳定性提升。同时，与成熟市场相比，新兴市场提供更具吸引力的债券收益率。特别是在有利的货币政策环境下，这些市场为投资者创造了多元化投资机会与增加债券投资组合回报的潜力。

企业债券与高收益债券的风险与机遇

企业债券	全球 企业债	全球 高收益债	亚洲美元 投资级别	亚洲美元 高收益债
今年初至 9月29日 表现	9.56%	9.69%	6.48%	8.13%
信用利差 由今年初至 9月29日 的变动	收窄 8点子	收窄 21点子	收窄 18点子	收窄 98点子

资料来源：彭博，数据撷取于2025年9月29日

现在，让我们从全球政府债券转向企业债市场。截至9月29日，企业债表现优异，并且跑赢政府债券。今年以来，全球企业债券及全球高收益债券（所有货币计价）均录得逾9%的回报率。诚如我们在第3季度的展望报告中提到：“企业债券依然是债券投资者的重要资产配置选项。”事实上，2025年信用利差一步收窄，目前美国美元投资级别债及亚洲美元投资级别债分别低见73个基点及60个基点，是过去15年来的最低水平。

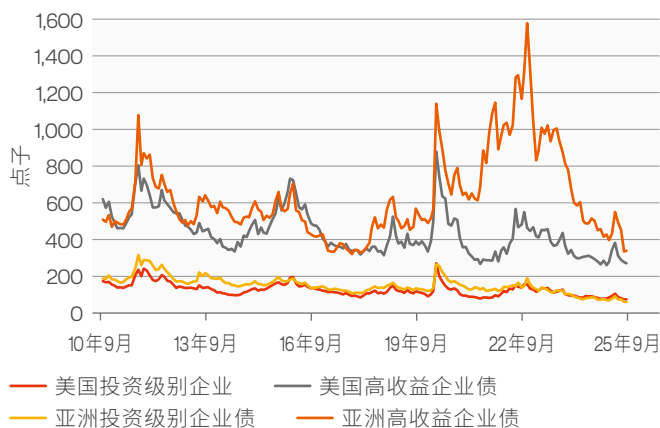
信用利差的收窄一方面反映了投资者对企业未来还债能力的信心增强，或者是对经济前景更为乐观；另一方面亦显示投资者偏好具有稳健现金流及良好财务状况的企业，并透过分散投资减低风险，避免过度投资于在财政纪律欠佳及债务可持续性受挑战的政府发行人。此外，企业债供应有限亦是支持其表现的主要技术性因素。全球债券发行量曾在全球零利率政策期间大幅增加，但自2022年以来，随着央行快速加息令利率大幅上升，企业为了保持资产负债表的灵活性，已大幅去杠杆。同时，部分企业逐步减少美元借贷，转向本土市场寻求融资，以避开美元在上一轮加息周期期间升值的影响。这一现象在亚洲市场尤为明显。

2025年企业债表现



资料来源：彭博，截至2025年9月18日

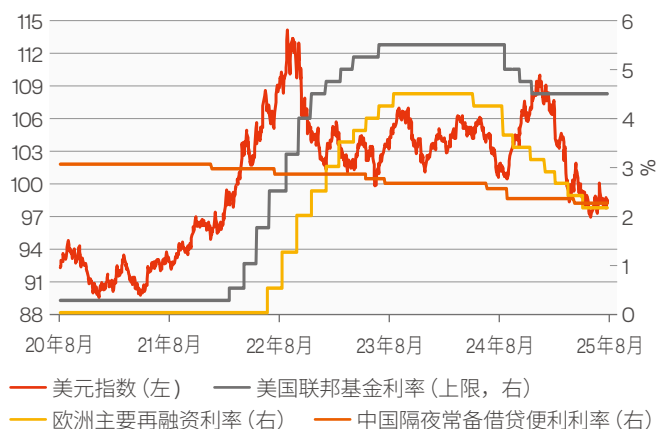
美国和亚洲企业信用利差



资料来源：彭博，截至2025年9月18日

下图表列出了自2020年以来美国、欧洲及中国的利率走势，以及美元指数的发展情况。

美国、欧洲及中国基准利率与美元指数的表现



资料来源：彭博，截至2025年9月18日

债券

美联储及欧洲央行在疫情期间将利率降至接近零水平，并配合大规模的量化宽松政策以稳定经济。但自2022年起，通胀问题显著升温，促使各国央行积极加息，美联储在2023年将利率上限调升至5.5%，导致美元飙升。中国则采取截然不同的货币政策，人民银行在疫情早期实施了温和降息政策。当全球经济普遍面临通胀压力时，中国却受制于通缩。在2022年至2023年间，中国的房地产市场陷入困境、内需消费疲弱及经济增长放缓等挑战，令人行进一步放宽货币政策以刺激经济复甦。

全球超低利率环境促成了一波美元计价债券发行热潮。然而，2022年中国房地产行业的违约事件接踵而来，导致离岸市场对中国债券的需求急速萎缩。加之美元走强，进一步加重了依赖美元借贷的中国发行人的偿债压力。同时，随着全球利率急升，中国的国内利率由疫情早期高于全球水平变成低于国际水平。这种转变促使更多中国企业返回国内市场寻求融资，特别是在房地产行业危机之下，中国发行人在离岸美元市场的参与度进一步降低。综合来看，中国房地产市场的低迷和国内借贷成本显著低于美元借款成本，令不少中国企业选择集中于国内市场发债，亦令美元计价债券的发行量在近年来急剧下降。现时仍活跃于离岸市场的中国发行人，多为财务稳健的优质企业。

值得关注的是，由于美元计价债券发行量显著减少，而寻求收益的投资者需求相对稳定，在求过于供的情况下，导致亚洲信用利差显著收窄。自2024年初以来，亚洲投资级别债券的信用利差已低于美国同类投资级别企业债的利差。尽管目前全球及亚洲投资级别与高收益的信用利差处于历史低位，进一步收窄的空间有限，但基于债券发行供应有限及发行人的信用改善，信用利差可能在未来一段时间继续维持在低位。

债券投资策略结论

踏入2025年最后一个季度，我们对全球债券市场的前景持审慎乐观的态度。鉴于美联储可能展现出较为鸽派的政策取向，我们建议投资者可考虑将债券投资的存续期由短期延长至中期，以便更好地把握减息步伐加快所带来的潜在机遇。

至于美国以外的市场，我们留意到多项有利因素正在浮现，包括债券供应受限、贸易关税不确定性逐步减少，以及全球经济可能实现软着陆等情况，这些均是支持环球政府债券或信用市场的关键基础。为了分散风险并提升投资组合的回报，我们建议投资者可适当分散投资至环球政府债券市场，并考虑以美元或本地货币计价的新兴市场债券，借以捕捉债息收入机会及探索潜在的资本增值。整体而言，上述策略旨在稳定收益和资本增值目标取得平衡，并为投资者应对多变的市场环境提供更全面的资产配置方向。



东亚联丰投资团队

美国利率预计下行 有助支持亚洲信贷

本章摘要：

- 美国利率有下调空间，有助带动资金流向风险资产
- 美国国债孳息率曲线陡斜、供应不足和债券赎回行动，皆利好亚洲投资级别债券，尤其是长期债券
- 韩国金融、中国科技、媒体和通讯以及印尼半主权投资级别美元债券估值相对吸引
- 亚洲高收益美元企业债券收益率可观兼信贷基调稳健。印度再生能源、中国工业和澳门博彩业的债券值得关注

目前美国利率趋向适度紧缩，尚未达中性水平。美联储主席鲍威尔指出，美国关税政策对通胀的影响料短暂，加上劳动市场开始出现疲态，预示利率将有下调空间，利好存续期较长的亚洲投资级别债券。长债供不应求，且很多亚洲企业提前赎回债券，为该板块提供技术性支持。美国减息亦将促使资金流向风险资产，为亚洲高收益美元企业债券带来支持。

东亚联丰投资团队认为，亚洲信贷市场充满机遇，韩国金融、中国科技、媒体和通讯及印尼半主权投资级别美元债券等领域皆值得留意。高收益债券方面，印度再生能源、中国工业及澳门博彩业等行业均值得关注。

亚洲高收益债券选择多元化

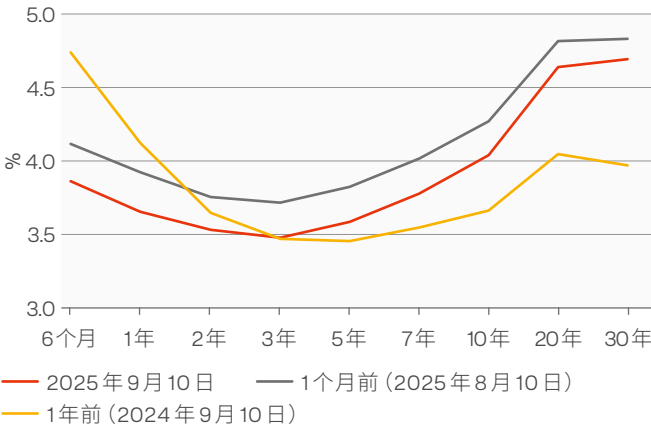
	澳门博彩	印度大宗商品	印度再生能源	印尼大宗商品	中国工业
到期收益率	5-7%	7-11%	6-8%	7-11%	5-9%

资料来源：东亚联丰，截至2025年7月31日。

亚洲投资级别债券

亚洲投资级别美元债券，尤其是长期债券，料会受惠于减息预期、供应短缺及企业回购等多项利好因素支持。鲍威尔开启减息之门，导致美国短期国债收益率急降，国债孳息率曲线因而趋陡斜。从技术层面而言，亚洲美元债券净供应已连续3年出现负数，预计今年仍然会维持低位。2023年及2024年新发行债券中，30年期债券分别仅占1%及3%。由于亚洲通胀较低，多数央行货币政策宽松政策，令亚洲企业得以较低成本从本土融资用作回购美元债券，部分债券甚至出现投标溢价，为投资者带来额外回报。

美国国债孳息曲线



资料来源：Investing.com，截至2025年9月11日

韩国银行投资级别美元债券基本面强劲

韩国达“BBB”信贷评级的金融债券选择众多，包括银行与券商。当地四大银行的普通股权一级资本充足率充裕且呈上升趋势，而不良贷款率则维持低位，资产质素良好。整体而言，韩国金融债券估值吸引，发行人严控风险与资本管理，优质银行的额外一级资本债和次级债的收益率均高于包括泰国、印度和中国等亚洲同业。

中国科技、媒体和通讯债券利差缩窄，但杠杆比率健康、基调良好

随着中国宏观经济趋稳及利好政策出台，中国科技、媒体和通讯债券的信贷基本面得以改善，利差自4月起持续收窄，但与信贷评级相近的国企相比，收益率依然吸引。业内龙头收入持续增长，多数持有大量净现金，反映偿还能力强。中国内地采取适度宽松的货币政策，令科技、媒体与通讯企业能以较低成本进行在岸融资，毋须发行美元债。加上，发行量有限但需求殷切，因此我们看好此行业的债券表现，尤其是当中的长债。

债券

印尼半主权长债估值吸引，惟须关注内阁改组引发的市场波动

近日印尼出现政治动荡，一直理财审慎并受投资者欢迎的财政部长被罢免，市场担心新任财长可能会一改审慎理财作风，加大发债力度以支持总统振兴经济的目标，导致债市、股市与汇市下跌，央行介入稳定汇价¹。目前，印尼宏观基调尚算稳健，外汇储备充裕，8月底时达1,500多亿美元²，因此央行应有足够弹药在需要时稳定汇率及资本市场。再者，新财长Purbaya Yudhi Sadewa表示将延续审慎财政政策，坚守财政赤字不超过经济增长3%上限³，安抚市场情绪。鉴于估值具吸引力及新债发行量有限，东亚联丰投资团队继续看好包括能源和石油板块的印尼半主权美元长债，惟投资者仍须密切留意当地的政治事态发展和市场反应。

总括而言，美国劳动市场有所放缓，关税对通胀影响有限，为美联储缔造减息空间。减息有利投资级别债券表现，加上供应短缺及回购行动有助减低企业债务水平，为亚洲投资级别债券，尤其是长债带来支持。

亚洲高收益债券

亚洲高收益美元企业债券选择丰富，收益率较环球同类债券吸引，与环球资产关联性低，而且信贷基调稳健，平均信贷评级达“BB-”。市场预期亚洲高收益企业债今年违约率仅2.3%。加上供应有限，料对债价带来一定支持。

印度主权评级获调升，再生能源供应商未受关税影响

尽管印度与美国存在关税磨擦，但由于印度高收益债券选择多，投资者可避开受关税影响板块。例如，再生能源供应商在当地兴建风力及太阳能电厂，收入主要来自本土市场，不受关税影响。该板块基调稳健，加上印度政府积极支持再生能源发展，令相关企业能透过不同渠道进行融资。评级机构标普近日调升印度主权信贷评级至“BBB”，反映其经济韧性、持续推行财政整顿和投入基础建设，料有利印度高收益美元债市前景。

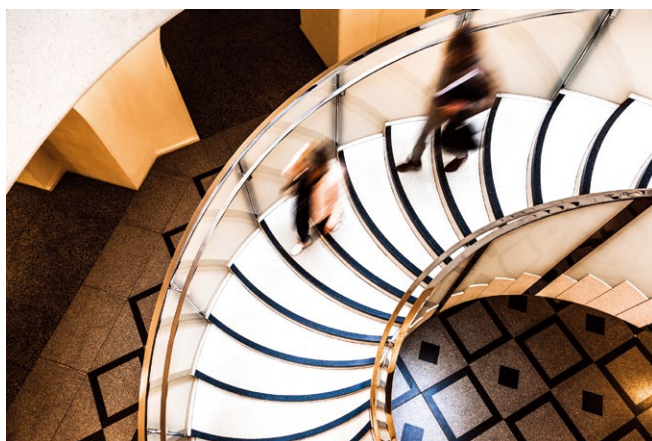
中国工业美元债券受益于不同利好因素

受不同利好因素带动，东亚联丰投资团队相信中国工业高收益美元债券前景乐观。例如，一家中国铝业生产商因为业绩强劲，利好其债券表现。另一例子是从事物流与数码基建等项目的国际企业，在8月底获阿布扎比投资管理局承诺投资最多15亿美元支持其业务发展。该物流公司较早前更成功以52亿美元出售资产管理业务，部分资金用作偿还债务，意味信贷素质稳健。除板块前景乐观外，工业债券平均到期收益率亦达5-9%，具投资潜力。

澳门博彩业收入增加，债券未受关税影响

受娱乐表演等利好因素带动，澳门8月博彩收入按年上升12.2%至221.56亿澳门元⁴，符合市场预期，亦是连续4个月超过200亿澳门元的水平。市场预期，受惠人民币升值和中国内地富裕赌客增加，澳门在下半年的博彩收入按年增长可达13%⁵。宏观基调稳健、到期收益率约5-7%，加上澳门博彩业未受美国关税影响，因此相关债券获东亚联丰投资团队看好。此外，某博彩营运商新发行2034年到期合共10亿美元新债获超额认购，并提前赎回2026年到期的10亿美元债券，相信博企负债管理行动有助巩固信贷基本面。

美国利率预计下行，资金将流向风险资产。亚洲高收益美元债券选择丰富，涵盖不同市场和板块。加上信贷基调稳健、违约率不高以及供应有限，技术和信贷层面均对债价带来支持。



¹ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesian-finance-ministers-removal-unnerve-investors-rupiah-sinks-2025-09-09/>

² 见 Trading Economics 网站，<https://tradingeconomics.com/indonesia/foreign-exchange-reserves>

³ 见路透社网站，<https://www.reuters.com/world/asia-pacific/indonesias-new-finance-minister-plans-liquidity-measures-with-central-bank-boost-2025-09-09/>

⁴ 见澳门博彩监察协调局网站，https://www.dicj.gov.mo/web/en/information/DadosEstat_mensal/2025/index.html

⁵ 见 GamblingNews 网站，<https://www.gamblingnews.com/news/investment-banks-see-stronger-2025-for-macau-casinos/>

2025年第四季

季度 资产配置



资产配置四阶段



季度资产配置

季度资产配置简介

简介

本文件目的是概述我们的投资框架以及阐明我们如何透过我们的量化模型以及对下一季不同资产类别的前瞻性观点来构建季度资产配置模型（“季度资产配置模型”）。

本文件描述：

- 我们的投资框架及如何使用资产配置策略来建构季度资产配置模型；
- 我们如何评估季度资产配置模型相关的投资组合风险；

投资框架

资产配置考虑不同资产类别的历史回报率与相关性，以优化投资组合的风险调整后回报。我们的资产配置方法名为季度资产配置模型，此配置模型基于稳健量化模型并结合我们对各资产类别前瞻性分析。我们的量化模型基础建基于现代投资组合理论（MPT）的原则，并融入更细致且具策略性的限制条件。这些条件包括资产类别多元化、透过波动性目标进行风险管理、集中度限制以及多元化测度，以体现我们成熟的投资理念。

季度资产配置模型根据三种不同风险承受能力定制出我们认为适合长期投资的资产配置组合。

我们为每个资产配置组合模型的风险订立一个最大价格波动幅度。在有需要时，我们可能会调整价格波动幅度。

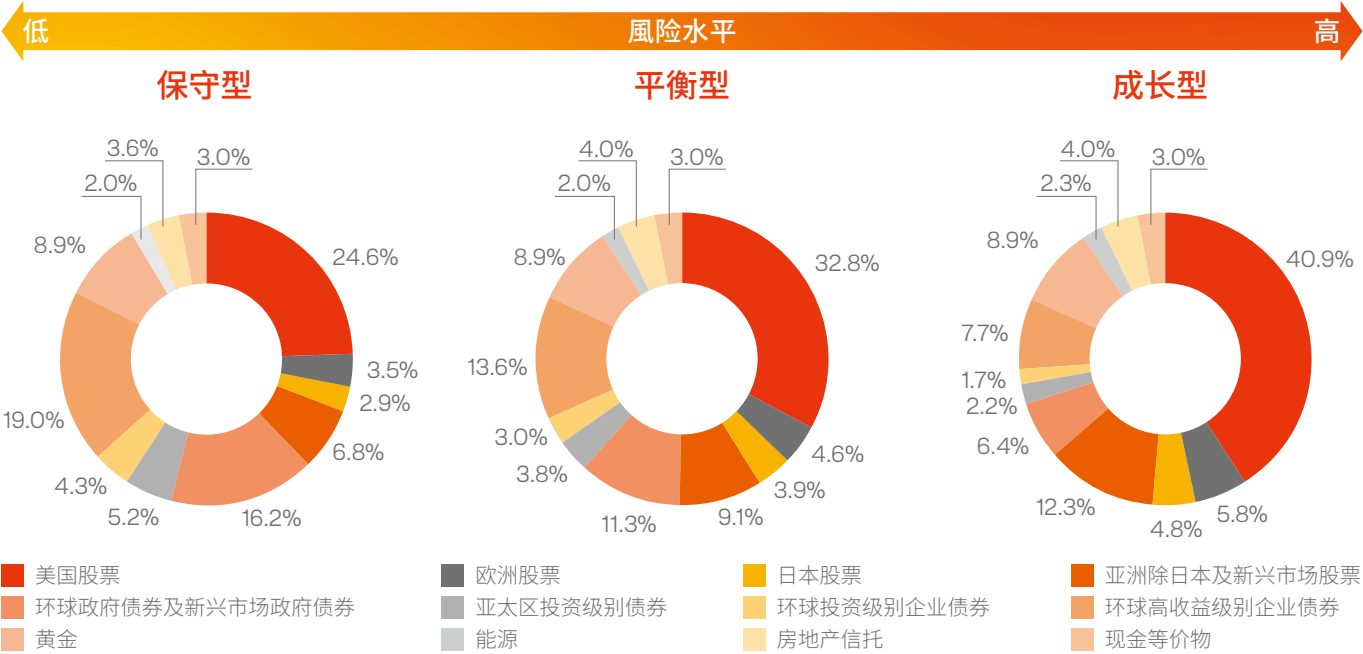
- 保守型：愿意以较低风险获取低资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内10%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 平衡型：愿意以平衡的取向获取适度的资本增长。分配的最大投资组合风险水平为1年内20%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。
- 成长型：愿意承受较高风险达致资本增值的目标。分配的最大投资组合风险水平为1年内30%价格波动。请参阅下文《有关季度资产配置模型的重要资料》以了解年化标准差的详情及依据。

季度资产配置模型并非直接与东亚银行有限公司（以下简称“本行”）的风险评估问卷衡量投资者类型有关，也与本行提供的投资产品无关。我们将每季检阅各项季度资产配置模型的相关资产配置百分比，以确保它们继续反映我们对中长线投资前景的看法。请注意，季度资产配置模型并不保证利润或免除损失。本文件中所呈现的历史回报及风险仅供说明用途，并不应作为未来表现的指标。

有关季度资产配置模型的重要资料

- 季度资产配置模型是基于假设性的构建，并结合了历史价格波动、历史回报、分散化因素以及基于我们对每个资产类别当前投资展望和宏观经济的前瞻性观点作出酌情调节。参考投资组合不考虑任何个别债券/股票/投资产品，也不考虑任何个人状况或风险承受能力。
- 季度资产配置模型仅供一般资讯与参考之用，并不构成任何形式的要约、招揽、邀请、建议或建议，以认购或赎回任何类型的投资或资产配置。我们无法保证参考投资组合能够达到任何特定的结果或在所有市场条件下均具有效用。
- 季度资产配置模型不应视为投资建议，也不应被视为参与任何形式或类型投资的邀约或招揽。季度资产配置模型并不代表对资产配置的指导、建议或任何表示。请勿依赖参考投资组合作为投资决策的依据。在作出任何投资决策前，您必须仔细阅读经授权的发行文件，并仅基于该等文件的资料作出投资决策。如您对投资决策存在任何疑虑或关注，应寻求独立的专业建议。
- 季度资产配置模型采用量化模型过去10年的历史回报数据结合我们的前瞻性观点进行建构。然而，过去的回报并不代表未来的表现。
- 季度资产配置模型的历史回报及历史风险根据以下指数计算。我们保留更改所选指数的权利。任何指数变更将在相应季度的季度资产配置中注明：
 - 股票：
 - 美国：MSCI North America Net Total Return USD Index
 - 欧洲：MSCI Europe Net Total Return USD Index
 - 日本：MSCI Japan Net Total Return USD Index
 - 亚洲除日本及新兴市场：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index 及 MSCI Emerging Net Total Return USD Index
 - 债券：
 - 环球政府债券及新兴市场政府债券：FTSE World Government Bond Index USD, Bloomberg EM Local Currency Govt Diversified TR Index Value Unhedged USD 及 Bloomberg USD EMG Govt RIC Capped Index TR Index Unhedged USD
 - 亚太区投资级别：Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD
 - 环球投资级别企业：Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD
 - 环球高收益级别企业：Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD
 - 另类投资：
 - 黄金：S&P GSCI Gold Official Close Index TR
 - 其他另类资产：(1) 能源 - Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return；及 (2) 房地产信托：S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return
- 现金等价物：CME Term SOFR 3 Month
- 请参考各指数供应商官方网站以了解各指数的成份及相关资产详情。
- 标准差是衡量价格波动的统计指标。标准差越高，波动性越大，并假设指数表现符合标准常态分布。
- 历史风险（或年度化标准差）代表了季度资产配置模型根据过去10年指定资产类别每月回报率所计算的资产类别间的历史关联性（或相关性）及波动性，从而反映的资产配置模型过往的风险水平。此资讯仅供参考。
- 季度资产配置模型将每季检视和更新一次。
- 根据季度资产配置模型，增长型具有最高风险，其次是平衡型，保守型风险则最低。
- 季度资产配置模型的风险评估是基于过去10年的年度化月度标准差计算。在这些模型中，保守型是按照最严格的风险限制设计，而增长型则采用了最宽松的风险限制。
- 季度资产配置模型与客户的风险承担能力并无直接关联，且各模型并未根据本行的专有的风险评级方法分配任何产品风险评级。

季度资产配置



2025 年第 4 季 季度资产配置		2025 年第 4 季 季度资产配置		2025 年第 4 季 季度资产配置	
股票	37.8%	股票	50.4%	股票	63.8%
美国	24.6%	美国	32.8%	美国	40.9%
欧洲	3.5%	欧洲	4.6%	欧洲	5.8%
日本	2.9%	日本	3.9%	日本	4.8%
亚洲除日本及新兴市场	6.8%	亚洲除日本及新兴市场	9.1%	亚洲除日本及新兴市场	12.3%
债券	44.7%	债券	31.7%	债券	18.0%
环球政府及 新兴市场政府	16.2%	环球政府及 新兴市场政府	11.3%	环球政府及 新兴市场政府	6.4%
亚太区投资级别	5.2%	亚太区投资级别	3.8%	亚太区投资级别	2.2%
环球投资级别企业	4.3%	环球投资级别企业	3.0%	环球投资级别企业	1.7%
环球高收益级别企业	19.0%	环球高收益级别企业	13.6%	环球高收益级别企业	7.7%
另类投资	14.5%	另类投资	14.9%	另类投资	15.2%
黄金	8.9%	黄金	8.9%	黄金	8.9%
能源	2.0%	能源	2.0%	能源	2.3%
房地产信托	3.6%	房地产信托	4.0%	房地产信托	4.0%
现金等价物	3.0%	现金等价物	3.0%	现金等价物	3.0%

本文件中提供的季度资产配置仅供说明用途，不应作为将来表现的指标，并可予修改而毋须另行通知。季度资产配置中使用的量化模型，其数据截至2025年9月30日。如须更多详情，请参阅《有关季度资产配置模型的重要资料》。

免责声明

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）编制，仅供参考之用。其内容是根据大众可取得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何其他司法管辖区监管机构审核。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

参考投资组合不保证资产对每一位客户的合适性，因为参考投资组合没有考虑个别人士的个人情况和其他合适性因素，例如投资目标。

季度资产配置模型不保证资产对每一位客户的合适性，因为参考投资组合没有考虑个别人士的个人情况和其他合适性因素，例如投资目标。

投资决定是由阁下自行作出的，但阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

免责声明

免责声明及重要通知

本文件由东亚银行有限公司（“东亚银行”）和东亚联丰投资管理有限公司（“东亚联丰投资”）编制，仅供客户参考之用。其内容是根据在此文件刊发前可公开获得并有理由相信为可靠资料制作而成，惟该等资料来源未经独立核证。

有关资料所表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并不构成任何投资的要约或有关要约的招揽、建议、投资意见或保证回报。本文件所表达的资讯、预测及意见以截至发布之日期为依据，可予修改而毋须另行通知，及不可被视为就任何投资产品或市场的建议。有关资料未经香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局或任何香港监管机构审核。另外，有关资料亦未经新加坡金融管理局审查。

东亚银行会按需要更新已发布之研究。除了定期发布的报告外，东亚银行亦会按需要不定期发布其他报告，不作另行通知。

东亚银行对本文件内有关资料的准确性及完整性或任何所述的回报并不作出任何代表或保证、陈述或暗示及对有关资料所引致的任何问题及/或损失（不论属侵权或合约或其他方面）概不负责。投资涉及风险，投资产品之价格可升亦可跌，甚至变成毫无价值。投资产品之过往业绩并不代表将来表现。阁下在作出任何投资决定前，应详细阅读及了解有关投资产品之销售文件及风险披露声明，并应谨慎考虑阁下的财务情况，投资经验及目标。

阁下不应投资任何产品，除非中介人于销售该产品时已向阁下解释经考虑阁下自身的财务情况、投资经验及目标后，该产品是适合阁下的。阁下明白投资决定是完全由阁下自行作出的，东亚银行有限公司建议阁下应自行作出独立判断，或应向阁下的独立专业顾问寻求有关投资产品方面的资讯，法律影响及任何其他事宜的意见。

本文件是东亚银行的财产，受适用的相关知识产权法保护。未经东亚银行事先书面同意，本文件内的资料之任何部分不允许以任何方式（包括电子、印刷或者现在已知或以后开发的其他媒介）进行复制、传输、出售、散布、出版、广播、传阅、修改、传播或商业开发。

本文件所有内容均已由中文翻译成英文。如中、英文版本有任何抵触或不相符之处，应以中文版本为准。

东亚联丰投资为东亚银行的非全资附属公司。东亚银行（中国）有限公司（“东亚中国”）是东亚银行在内地注册成立的全资附属银行。

东亚银行新加坡分行（“东亚新加坡”）是东亚银行海外分行之一。

