

東亞睿智

2025年第四季投資展望

撥雲見日



目錄

2	序言
3	宏觀策略
12	宏觀經濟
16	股票
30	外匯
39	債券
50	季度資產配置
56	免責聲明



盛夏已過，秋風已起。關稅戰等多個困擾市場的陰霾在第3季漸漸退散，使得第3季投資市場仍具生機。美國與多個主要貿易夥伴達成協議，與中國的貿易談判亦持續推進；美國就業數據雖然有轉弱跡象，但亦令期待已久的減息重臨，加上環球經濟料能避開「硬著陸」，使得整體的投資氛圍依然較好。

步入第4季，我們正處於秋去冬來的關鍵轉捩點。正如自然界萬物進入沉潛與轉化的階段，投資市場亦開始面對更深層挑戰。儘管美聯儲再次減息，並已釋出持續寬鬆的訊號，但減息對穩住就業市場的效用尚未完全發酵，投資者對政策支撐雖充滿期待，卻亦須正視現實中的滯後及不確定性。

風險資產在第3季的表現理想，投資者對第4季有所期盼。然而，現實中的潛在風險仍不容忽視。關稅措施逐步落地，對企業成本與通脹壓力的影響將在此期間逐步顯現，會否進一步壓抑經濟動能並令通脹再度升溫，仍有待觀察。尤記得疫情後各國央行致力壓低通脹，經數年努力始漸見成果，應時刻緊記「通脹猛於虎」。地緣政治緊張局勢持續存在，猶如寒流暗湧，俄羅斯與北約的關係越趨緊張，以色列未肯停止攻擊加沙已引起多國不滿，地緣局勢隨時為市場帶來更多不確定性和波動性。與此同時，資產

估值偏高的壓力正悄然累積，部分市場與資產的估值已明顯高於近10年的歷史均值，資產泡沫形成的風險亦隨之升溫。就算泡沫形成後也未必會構成即時危機，但投資者在逐利之際，亦須提高警覺，慎防風險反噬。

葉落霜降，由秋入冬並非一定全然蕭瑟。冬藏春生，變局之中亦蘊藏著機遇。隨著利率環境轉向寬鬆、資金流動性增加，加上環球經濟有望實現「軟著陸」，對風險資產而言，第4季仍具備一定的支持力度，適時提高風險資產比重或能帶來更可觀的回報。不過，機會與風險向來並存，靈活與分散的配置策略是永恒的王道。

秋，是收穫的季節；冬，是沉潛與準備的時刻。在這片多變的投資天地中，唯有堅守紀律、審慎前行者，方能在波動與機遇交織的市場中立於不敗。2025年第4季的投資市場主旋律，將圍繞「審慎樂觀」、「動態調整」與「策略分散」展開。

當全球經濟與政策環境持續演變之際，投資者不僅要洞察宏觀經濟的脈動，更須從企業基本面、行業趨勢及資金流向等多重維度進行分析。唯有具備彈性調整與長線多元的資產配置，才能在寒冬中築起穩健的堡壘，為未來的春天積蓄力量，靜待春暖花開之時。

本季重點：

宏觀策略：貨幣政策再次走向寬鬆與經濟穩定並存的環境下，歷史上對股、債的資產表現往往有利，但市場潛藏風險不能完全忽視

宏觀經濟：環球經濟韌性超出預期，但貿易下行風險或進一步加大，令增長前景尚未明朗

歐美股市：法國政局不穩及債務飆升，故對歐洲股市轉趨審慎；美股料續享估值溢價優勢

亞洲股市：AI板塊引領中港估值上修，但須小心市況變得波動；流動性充裕及貨幣走強料利好亞洲股市

外匯市場：美聯儲有持續降息的準備，料將影響美元短期吸引力。美國經濟放緩加上息差優勢，利好非美貨幣

全球債市：對全球債券市場的前景持審慎樂觀的態度，可適當分散投資至環球政府債券市場和以美元或本地貨幣計價的新興市場債券

亞洲債市：美國利率有下調空間、供應不足、債券贖回行動和違約率低，令亞洲信貸市場充滿機遇

宏觀策略

撥雲見日

東亞銀行財富管理處投資策略師 | 吳永強



宏觀策略

撥雲見日

東亞銀行財富管理處投資策略師 吳永強

本章摘要：

- 美國貨幣政策再次走向寬鬆兼經濟預期能軟著陸，對股、債的資產表現往往有利，黃金則主要反映市場情緒與避險需求的變化
- 減息配合經濟穩定的環境，投資者的風險胃納往往遞增，或對小型股和高收益債券更有利
- 市場仍潛藏不少風險，應維持作跨行業、跨地域、跨資產類別的多元配置
- 市場憂慮美聯儲獨立性受損，調整利率若不再以數據先行，有機會令通脹明顯反彈
- 黃金價格升幅或未及第3季，但中長期看好觀點不變

上季標題是《餘燼》，當時預期關稅及中東地緣危機風險雖已大幅降溫，但餘燼未熄，投資者不宜掉以輕心。同時，關稅戰發展、去美元化情況及黃金避險需求，將是市場焦點所在。

在踏入第3季後，關稅談判仍是投資者關注的重點。美國將「對等關稅」的生效日期由7月9日推遲至8月7日，並在新限期前與歐盟和日本等多個主要貿易夥伴達成協議，整體的關稅稅率較市場預期略為溫和。同時，中美雖然未達成貿易協議，但雙方仍願意繼續談判，並再度延長互徵關稅期限90天至11月10日。另一方面，特朗普在7月4日正式簽署《大而美法案》。隨著關稅政策大致塵埃落定和具爭議的《大而美法案》落實，美國對外及對內政策的不確性降低。然而，誠如我們預測，關稅戰仍有餘燼，例如美國因印度採購俄羅斯石油而徵收高達50%的懲罰關稅、於9月底公布將會在10月1日對進口的原廠或專利藥物徵收100%關稅、進口廚櫃及浴室櫃徵收50%關稅和進口重型貨車徵收25%關稅，尤幸市場汲取了第2季經驗後，對關稅負面消息的免疫力增強，故未對投資市場帶來明顯波動。整體而言，關稅發展與我們上季提及的基本情景預測相若，當時預期利好中港及美國股市、投資級別企業債券和黃金的表現，至今已一一兌現。

及至8月份，投資市場迎來年內一個重要轉捩點。美國非農就業數據明顯放緩，當局更大幅下修5月及6月的數據，揭示美國經濟隱現風險，令市場對美國減息預期驟然升溫。一直在調整利率立場中強調「按數據行事」的美聯儲主席鮑威爾，在傑克森霍爾（Jackson Hole）全球央行年會釋出鴿派信號，稱「風險平衡的轉變可能需要調整政策立場」¹，為減息鋪路。與此同時，儘管美國的通脹數據顯示關稅推升

進口商品價格，但在汽油價格回落抵銷了部分壓力，整體通脹仍屬可控，為美聯儲提供更多依據再度減息。

減息預期為風險資產注入更大動能，在鮑威爾於 Jackson Hole 央行年會講話後至美聯儲在美國時間9月17日落實減息25點子後一個交易日，標普500指數、納斯達克指數、羅素2000指數、日經平均指數、恒生指數及滬深300指數，分別錄得4.1%、6.5%、8.5%、6.6%、6.2%和5.9%的升幅。至於歐洲股市受法國政治不穩等個別因素影響，歐洲Stoxx 50指數微跌0.1%。

至於債市同樣受惠減息，尤其是表現一直受壓的美國長期國債也有所回升。美國20年及30年國債息率在季內曾分別低見4.61%和4.64%，較7月中的高位各自下降40點子及37點子。

作為傳統避險資產，黃金同樣是減息周期的受害者，疊加「去美元化」趨勢和地緣政治不穩等因素，以即市價計，金價在季內曾10次破頂，最高曾創每盎司3,791美元。

總體而言，第3季市場走向及各資產表現，與我們預測相符，部分資產表現甚至有喜出望外的表現。

本季的標題為《撥雲見日》。關稅和美國就業問題惡化等原本籠罩投資市場的雲層正逐漸消散，疊加等候多月後美國再次減息，令投資者對市場前景有著更大的期待。然而，投資者在享受煦和陽光之時，也要留意地緣局勢等烏雲，仍有機會再次掩蓋陽光。

美聯儲自2022年3月開展加息周期，並於2024年9月結束並開始減息，隨後在2024年9月、11月和12月減息3次共100點子後，便一直按兵不動。投資市場在苦等近9個月後，終迎來新一次減息。歷史經驗告訴我們，在貨幣政策再次走向寬鬆與經濟穩定並存的環境下，股票和債券通常表現良好，黃金則主要反映市場情緒與避險需求的變化，美元走勢則往往較弱。

在資產配置策略上，股、債、黃金市場在重啟減息初期或因市場對經濟前景仍未有十足掌握和減息落實後出現「sell the fact」的因素影響，有機會出現短線調整，但也為投資者帶來低位吸納的機會。待減息前景進一步明朗化及經濟實現軟著陸後，風險資產的表現料會向好。當歷史再次指向寬鬆，當經濟尚存韌性，當市場猶豫不決之際，正是具備遠見的投資者靜水深流、精準佈局之際。

¹ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20250822a.htm>

減息再啟動：從歷史數據中尋找啟示

隨著今年8月初美國公布的非農就業數據大幅轉弱，美聯儲於美國時間9月17日公布減息25點子，為時隔9個月後再次減息。根據利率點陣圖預期，今年餘下時間尚會減息50點子，明年及後年則會各減息1次。意味減息周期料在未來兩年仍得以維持。而截至9月27日的利率期貨顯示，市場預期今年及明年會再各減兩次息，較官方點陣圖的預測更加鴿派。

在美聯儲過去的多個減息周期中，亦曾不時出現長時間維持利率水平不變後再次減息的情況。為方便表述，我們將減息周期中，利率維持不變超過3個月後再次減息的做法稱為「二次啟動」。考慮到財金環境轉變及個別數據存在缺失，我們以1990年訂為分析起點。在過去35年中，「二次啟動」曾經出現過9次，分別在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。

過去35年減息周期中維持利率不變超過3個月後再次減息的利率變動情況及經濟概況

減息日	減息幅度	減息後利率	之前利率維持不變月數	之後是否繼續減息	減息當季美國GDP(季增年率，%)	減息後一季美國GDP(季增年率，%)	減息後兩季美國GDP(季增年率，%)
1990年7月13日	25點子	8%	接近7個月	是	0.3	-3.6	-1.9
1990年10月29日	25點子	7.75%	超過3個月	是	-3.6	-1.9	3.2
1991年8月6日	25點子	5.50%	超過3個月	是	2	1.4	4.9
1992年4月9日	25點子	3.75%	超過3個月	是	4.4	4	4.2
1995年12月19日	25點子	5.50%	超過5個月	是	2.7	3	6.8
2002年11月6日	50點子	1.25%	接近11個月	是	0.5	2.1	3.6
2003年6月25日	25點子	1%	超過7個月	否	3.6	6.8	4.7
2008年10月8日	50點子	1.50%	超過5個月	是	-8.5	-4.5	-0.7
2020年3月3日	50點子	1%-1.25%	超過4個月	是	-5.5	-28.1	35.2
2025年9月17日	25點子	4%-4.25%	接近9個月	9月點陣圖顯示今年餘下時間尚會降息50點子	市場預期為1.7	市場預期為1.2	市場預期為1.5

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月27日

宏觀策略

我們將分析過去35年中共9次「二次啟動」後，股、債、匯、金，它們在21、63、126和252個交易日（相當於約1個月、3個月、6個月和12個月）的回報，藉以從歷史脈絡中尋找出未來的投資啟示。在股票方面，我們以標普500指數代表美國大型股、羅素2000指數代表美國小型股、Stoxx 50指數代表歐洲股市和MSCI新興市場代表新興市場股市。債券方面，以富時世界國債指數代表環球國債表現、彭博全球綜合債券指數代表環球投資級別債券，彭博全球高收益債券指數代表環球高收益債。另外，亦會分析黃金和美匯指數的走勢。

股債的風險胃納增加

先從股市說起，在「二次啟動」期間，股市普遍呈現先跌後升的走勢。以標普500指數為例，減息後21個交易日及63個交易日的平均回報分別是負2.6%和負1.2%，平均回報錄得負值，主要受1990年7月、2008年10月和2020年3月的「二次啟動」所拖累，該三段時期分別是石油危機、金融海嘯和COVID-19疫情，即使減息亦未能避免美國經濟倒退，從而直接拖低股市表現。然而，當進入第126個交易日後，平均回報已錄得正數，達4.8%，至252日後更累計約15%的回報。類似趨勢亦見於羅素2000指數、歐洲Stoxx 50指數及MSCI新興市場指數，顯示投資者在「二次減息」後入場作12個月的中長線投資，雖然過程中須承受市場波動，但最終往往都能獲得不俗回報。

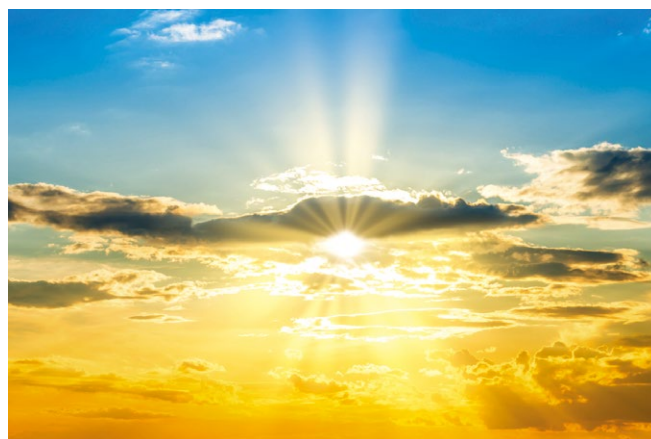
截至9月27日，根據彭博綜合市場預測，美國GDP在今年第4季及明年第1季的季增年率分別是1.2%和1.5%，意味不會出現經濟衰退。因此，我們認為在上述9次「二次啟動」中，只聚焦於減息25點子且後續兩季GDP維持正增長的案例更加貼近現況，相關的案例共有4次，分別在1991年8月、1992年4月、1995年12月及2003年6月。同時，我們將重點放在相當於1個季度的63個交易日及相當於1年的252個交易日表現，以反映較短期及較長期的市場走勢。在此4次案例下，股票市場表現更為穩健。標普500指數、羅素2000指數、歐洲Stoxx 50指數和MSCI新興市場指數在減息後的21、63、126和252個交易日均錄得正回報，當中羅素2000指數在第63個和第252個交易日表現最突出，分別錄得5.7%和18.9%的升幅。這反映在減息重啟兼減幅溫和，配合經濟持續增長的背景下，市場風險胃納逐步提高，更偏好風險較高的小型股。

債市方面，環球國債、環球投資級別債券及環球高收益債在「二次啟動」後的21個交易日，均錄得負回報，除因經濟問題外，也與市場在減息前已提前部署，並在減息落實後獲利離場有關。然而，在63、126和252個交易日，環球國債、環球投資級別債券及環球高收益債的相關指數均錄得正回報，當中高收益債的表現尤其突出，在第126和252個交易日的回報均跑贏國債和投資級別債券。這表明不僅利率下行推動債券價格上漲，風險資產的信用利差也隨著宏觀經濟環境穩定而收窄，進一步提升回報潛力。

若再次聚焦於只計減息25點子兼之後兩個季度未有經濟衰退的4次案例，環球國債、環球投資級別債券及高收益債在21、63、126和252個交易日皆錄得正回報。假如將觀察範圍再縮至減息後1個季度及1年的表現，與股市的情況相若，風險較高的環球高收益債表現最好，在第63個交易日及第252個交易日分別錄得3.5%和16.2%的回報，較環球國債和環球投資級別債券同期平均回報分別高0.7個百分點及6.6個百分點。

黃金表現相對中性 美元走弱趨勢不變

黃金的表現則相對中性甚至略顯分化。在9次「二次啟動」中，黃金在21、63、126和252個交易日的平均回報分別為負0.3%、正4.3%、正5.1%及正4.2%。而在經濟未出現衰退的減息環境下，黃金價格在12個月平均僅上漲約0.1%，顯示經濟相對穩健的環境下，黃金的避險需求較少，對價格的推動力也相應有限。然而，我們認為黃金現時仍有不少利好因素支持，料在今次「二次啟動」下或會有更強勁升幅，下文將作詳細探討。至於美元指數則普遍呈現貶值趨勢，除減息後若1個月有所回升後，其後的3到12個月的時間點均錄得下跌。



「二次啟動」下各資產表現

資產類別	指數/資產	21個交易日 (%)	63個交易日 (%)	126個交易日 (%)	252個交易日 (%)
股票	標普 500 指數	-2.6	-1.2	4.8	15.1
	羅素 2000 指數	-3.8	-1.5	8.2	25.0
	歐洲 Stoxx 50 指數	-3.3	-5.1	-2.5	6.2
	MSCI 新興市場指數	-2.2	-2.5	6.9	23.3
債券	富時世界國債指數	-0.2	2.6	3.8	9.3
	彭博全球綜合債券 總回報指數	-0.1	3.0	4.9	9.9
	彭博全球高收益債券 總回報指數	-1.7	0.2	7.6	22.1
黃金	國際金價	-0.3	4.3	5.1	4.2
美元	美匯指數	1.1	-2.3	-2.0	-1.9

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 9 月 22 日
註：由於債券市場部分指數數據從缺，故個別時期的回報會以每月數據計算

「二次啟動」中減息 25 點子兼之後兩個季度未有經濟衰退的案例下各資產表現

資產類別	指數/資產	21個交易日 (%)	63個交易日 (%)	126個交易日 (%)	252個交易日 (%)
股票	標普 500 指數	1.6	3.3	7.1	13.5
	羅素 2000 指數	2.2	5.7	14.3	18.9
	歐洲 Stoxx 50 指數	3.4	2.7	5.6	10.6
	MSCI 新興市場指數	3.9	3.0	12.4	11.5
債券	富時世界國債指數	1.1	3.0	5.3	9.3
	彭博全球綜合債券 總回報指數	0.8	2.6	4.7	9.9
	彭博全球高收益債券 總回報指數	1.7	3.5	8.5	16.2
黃金	國際金價	0.9	4.2	5.0	0.1
美元	美匯指數	1.3	-2.4	-3.3	-2.0

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 9 月 22 日
註：由於債券部分指數的數據從缺，故個別時期的回報會以每月數據計算

宏觀策略

勿輕視潛藏風險

歷史數據具參考價值，但並不能保證未來的走向會完全重複。投資者仍然要對市場保持敬畏之心，尤其是在第4季度仍存在多項潛在風險，可能引發市場波動。例如：關稅政策的影響逐步浮現，若通脹回升速度較快，或會窒礙減息步伐，也會對美國經濟構成壓力；美聯儲獨立性受質疑或加速「去美元化」進程，進而衝擊美股及美債；中美關係是緩是緊和關稅協議能否落實仍屬未知之數；法國政府換班和英國通脹升溫對歐洲經濟影響難以預料；曠日持久的俄烏戰爭和以巴衝突會否再度惡化；俄羅斯與北約間的摩擦有升溫的跡象等，皆對投資市場產生深遠影響。因此，我們繼續建議投資者應作跨行業、跨地域、跨資產類別的多元配置。

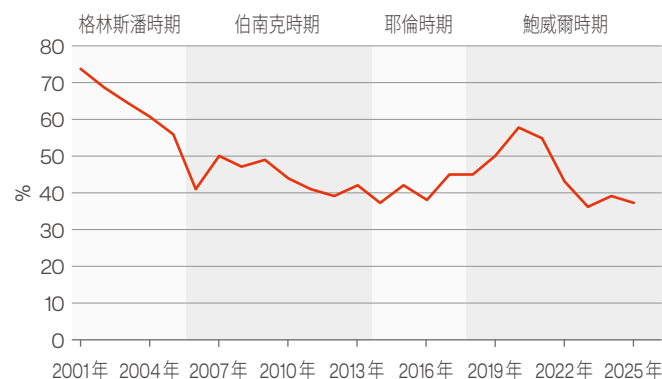
股票、外匯、債券的詳細部署，可參閱《股票》、《外匯》和《債券》的章節。

美聯儲獨立性受損與通脹飆升的陰霾

承接上文提到，美聯儲獨立性受質疑是第4季投資市場的主要風險之一。

美國總統特朗普在上任不久後，便開始對美聯儲窮追猛打，只因美聯儲遲遲未有減息，打亂其財金政策的部署。隨著美聯儲堅守以經濟數據為先的底線，特朗普對美聯儲主席鮑威爾及非「特派」委員的狙擊亦逐步升級，由最初諷刺鮑威爾是「太遲先生」(Mr. Too Late) 到威脅就美聯儲大樓的翻修工程對其提出訴訟，再進一步採取實質性行動，包括撤換被指控操控就業數據的勞工統計局局長麥肯塔弗(Erika McEntarfer) 和解除被指涉及按揭欺詐的美聯儲理事麗莎·庫克(Lisa Cook) 的職位(截至10月2日，美國最高法院頒令，將特朗普要求即時罷免庫克的申請，推遲至明年1月) 等實質行動。雖然特朗普仍未能對美聯儲予取予攜，但其做法正逐步打擊了鮑威爾的公信力。根據諮詢機構Gallup的調查，美國人對鮑威爾的信心程度已出現下跌。

美國民眾對美聯儲主席的信心調查



註：圖中的 % 是對美聯儲主席在經濟上採取或建議行動具高度信任或相當信任

資料來源：GALLUP，數據擷取於2025年9月22日

市場普遍擔心美聯儲獨立性受到削弱，會對美國以至環球經濟造成災難性後果。美聯儲前主席伯南克和耶倫聯合在《紐約時報》撰文指，特朗普的施壓行為將會造成長遠且嚴重的經濟損害 (risk lasting and serious economic harm)²。歐洲央行行長拉加德(Christine Lagarde) 亦警告指，一旦美聯儲的獨立性受損，對環球經濟帶來非常大的危險 (very serious danger)³。《金融時報》對94名來自歐美的經濟學家的調查顯示，金融市場尚未完全反映特朗普對美聯儲攻擊所帶來的潛在風險，包括通脹升溫及對美國政府債務失去信心⁴。

為何美聯儲的獨立性如斯重要？誠如伯南克在2010年公開演說所言：「若央行決策者受短期政治壓力影響，可能會面臨過度刺激經濟的壓力，在短期內實現超過經濟基本面的產出與就業增長。此類增長在一開始可能受到歡迎，對選舉活動也有幫助，但這種增長並不可持續，最終會消失，並留下通脹的壓力，進一步損害長期經濟前景。因此，政治干預貨幣政策可能引發非理性的景氣繁榮與衰退周期，最終造成經濟不穩定並推高通脹。」⁵

除了潛在的通脹問題，美聯儲制定的聯邦利率亦是美國國債定價的重要指標，被視為無風險利率的美國國債債息，則是各類金融資產定價的重要錨定 (anchor)。當美聯儲獨立性受損，其影響將從利率調整蔓延至整個資產市場價格以及投資者信心。箇中影響不容小覷，歷史也多次向投資市場表明，美聯儲一旦受到政治干預，後果不堪設想。

² 見紐約時報網站，<https://www.nytimes.com/2025/07/21/opinion/federal-reserve-independence-trump.html>

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

⁴ 見金融時報網站，<https://www.ft.com/content/be7070f5-1db3-4831-974b-f6698ea91da1>

⁵ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100525a.htm>

引以為戒 美聯儲的妥協

美聯儲歷史上最著名的獨立性受損事件發生在上世紀70年代，時任總統尼克遜要求時任美聯儲主席伯恩斯採取寬鬆貨幣政策，旨在提高就業率並在總統大選前營造經濟欣欣向榮景象，最終卻引發高通脹和滯脹。1973年至1975年間，美國平均按年通脹高達8.8%，甚至曾連續15個月達雙位數通脹的超高水平，至80年代初才完全脫險。同期，美國道瓊斯工業平均指數在1973年1月曾高見1,051點，自此之後，隨經濟放緩以及通脹飆升，股市持續下跌並出現熊市，同年底收報850點，跌幅逾19%。美國經濟在1974年及1975年陷入衰退，股市在1974年再跌多28%，至1975年才見反彈。

美聯儲組成偏鴿的潛在風險

回到今天，特朗普對美聯儲正步步進迫，並正通過安插更多親信以間接取得美聯儲的控制權，除現任理事沃勒（Christopher Waller）及鮑曼（Michelle Bowman）外，特朗普在8月委任了白宮經濟顧問委員會主席米蘭（Stephen Miran）接替原理事庫格勒（Adriana Kugler）突然離職留下的空缺。米蘭在9月的議息會議中，更是唯一支持減息50個點子的成員，可見其鴿派的取態。同一時間，特朗普在未能迫使鮑威爾就範後，已表明會在鮑威爾明年5月主席任期屆滿後委任新主席。我們認為，投資者對美聯儲獨立性受損雖越來越感到擔憂，但美國10年期國債的期限溢價只溫和向上，反映投資市場仍只對相關風險的一少部分進行定價，並主要通過黃金進行相關的風險對沖。

美聯儲在9月決定事隔9個月後再次減息，我們認為，非農就業數據大幅下滑為美聯儲減息提供合理依據和正當性，未見是次減息受政治壓力影響。然而，投資者須密切關注美聯儲之後調整利率是否有足夠的經濟數據支持。



根據美聯儲在9月公布的最新點陣圖顯示，預期2026年底的利率會下降至3.25%至3.5%的區間，意味期間只會減息0.25%，明顯較市場預期減息0.5%至0.75%的看法保守。然而，在香港時間9月18日公布點陣圖後，利率期貨仍預期2026年減息次數介乎2至3次。由於特朗普正計劃通過人事任命向美聯儲安插更多支持減息的人士，故市場預期美聯儲的組成將會變得更加鴿派，對明年減息預期仍較進取。然而，一旦日後美聯儲調整貨幣並非單純基於經濟數據，其政策制定的獨立性和可信性將會減低，進而對各資產帶來不同程度的影響。

在債市方面，美聯儲組成偏鴿有機會導致減息過快，從而推升通脹預期，引發孳息曲線陡峭化，甚至是出現扭曲式陡峭化（即短期債息下跌，長期債息上升），長債價格將更加受壓。股市方面，短期仍會受惠寬鬆貨幣政策帶來的流動性充裕環境，但隨著估值膨脹及通脹憂慮加劇，有機會令過熱的股市出現大幅調整。美股帶來的溢外效應亦會波及環球其他市場。黃金預計將成為市場的避風港，但不排除在股、債市場被拋售初期，黃金價格同樣承壓，但料跌幅會較輕微，價格亦會較快喘定。展望第4季度，在減息重臨和美國經濟軟著陸的背景下，我們相信對風險資產仍屬有利。惟投資者對於潛在減息速度加快，疊加關稅影響正逐步浮現，令美國通脹反彈甚至引發中長期的滯脹風險，對此不能掉以輕心。建議投資者採取攻守兼備資產配置策略，在享受減息帶來的流動性寬鬆的同時，亦為通脹數據突升溫的風險可能引發的市場波動做好防守。

「淘金熱」短期或降溫 中長期仍會繼續

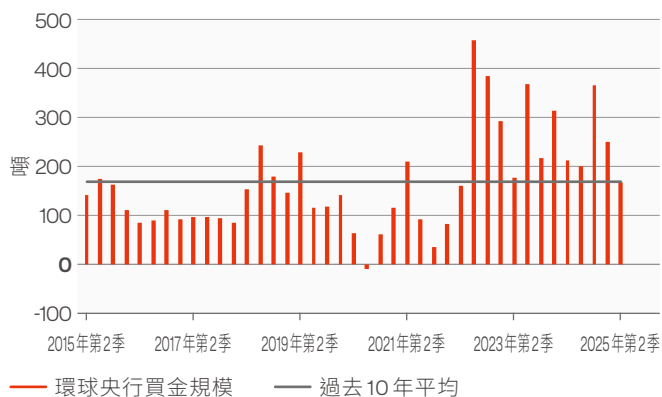
資本市場的「淘金熱」在第3季繼續上演。現貨金價經過約4個月的整固走勢後，在8月尾開始出現突破，並於9月上旬成功觸及我們給予黃金第3季每盎司3,871美元的目標價，其後更在9月30日創出每盎司3,871美元的即市歷史新高，季內最多曾升超過17%。

今年首3季度，國際金價已累升47%。在環球央行持續買入黃金的結構性因素，疊加經濟放緩、通脹壓力和地緣政治起伏不定等因素，以及美聯儲取態轉鴿和減息預期升溫，均令投資者增持黃金的速度增加，相信今輪的黃金盛宴尚未完結，惟短期價格已反映了不少利好因素，故我們預期第4季升幅或會有所減慢。

上季在本章節提及，環球央行積極購買黃金是金價在年內表現持續向好的主要動力。雖然環球央行買金規模在今年第2季有所縮減，據世界黃金協會的資料顯示，環球央行在第2季淨買166.5噸黃金，按季減少33%，但仍與過去10年平均規模相若。

宏觀策略

環球央行每季淨買黃金規模



資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月22日

環球央行買金的步伐短期或因金價高企而有所放慢，但我們認為央行增持黃金絕非短期操作，此趨勢自2022年俄烏戰事開始持續至今，反映出環球央行外匯戰略儲備重構的趨勢。根據國際貨幣基金組織的數據，環球央行外匯儲備中，黃金佔比由2022年時約14%，持續攀升至今年3月突破22%水平，創接近30年的高位。截至今年7月的最新數據，環球央行持有黃金總額達3.7萬億美元，佔外匯儲備22.8%。其中，不少新興市場央行的黃金外匯儲備佔比仍遠低於22.8%的環球平均水平。面對美元武器化、制裁風險與全球金融碎片化，新興市場央行選擇以更多黃金儲備取代其美元儲備。對它們而言，黃金亦已由單純的避險工具變為「去美元化」的象徵。中國可說是當中的佼佼者，據國家外匯管理局公布數據顯示，中國在今年8月底黃金儲備達7,402萬盎司，較7月底再多6萬盎司，連續10個月增持。值得注意的是，黃金在人民銀行的外匯佔比僅約7%，低於環球平均水平，更遠少於歐美大國高達70%的水平，相信人行增持黃金的空間尚足，將繼續是支撐金價的主力之一。

環球央行外匯儲備中黃金佔比

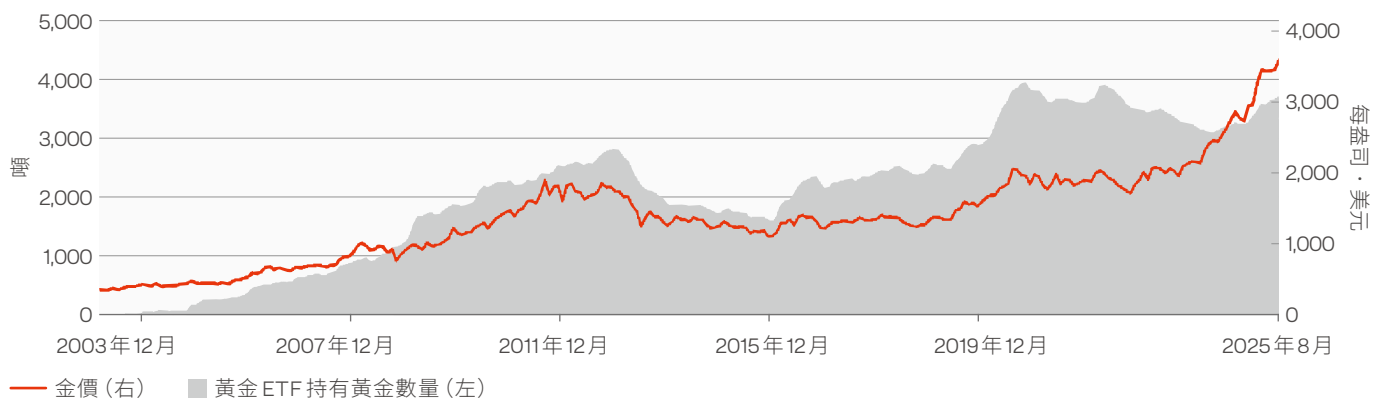


資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月22日

若投資者仍未充分意識到這場結構性轉變的深遠意義，或會錯過「黃金時代」轉向的契機。在一個對美元制度信任不再穩固的世界，黃金的重要性已超越傳統的對沖功能，更是象徵資本為應對未來不確定性而作出更分散性的部署。鑒於環球央行的購買力遠遠大於個人投資者，在其大手增持黃金的趨勢逆轉之前，國際金價料仍偏向易升難跌的走向。

環球央行持續增持黃金的趨勢，吸引到越來越多投資者仿效，從流入黃金ETF的資金可見一斑。由今年初至8月，實物黃金ETF累計流入470億美元，創史上第2多。實物黃金ETF的總持倉已達3,692噸，較2020年11月初的歷史高位3,929噸低6%。我們預期，在美聯儲獨立性受挑戰、決策層未來轉向更鴿派立場及減息周期重臨的背景下，將促使投資者進一步提高資產組合中的黃金比例，資金會持續流入實物黃金ETF。

黃金ETF持有黃金數量及金價走勢



資料來源：世界黃金協會，數據擷取於2025年9月22日

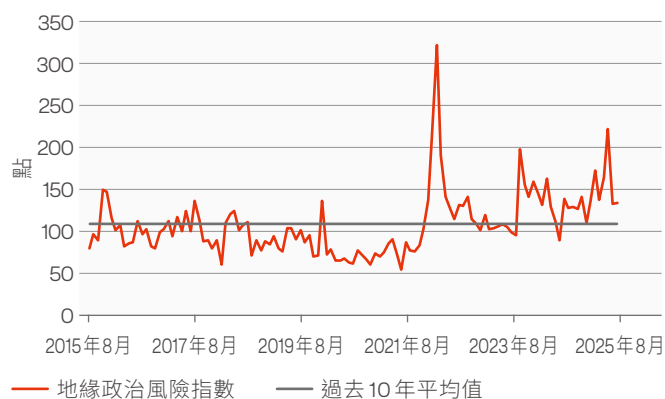
美聯儲的獨立性正遭受前所未有的衝擊（詳情請參閱本季《宏觀策略》章節），已令市場對央行中立性產生動搖。央行一旦被視為政治工具，其政策公信力將大打折扣，美元地位亦難免受損。美元資產的「無風險」光環若有所褪色，資金自然尋找新的避風港，黃金的「無政府」屬性令其在這場信任重估成為最大的贏家。誠如上季所提及，「去美元化」進程絕不會一蹴而就，但現時市場擔心美聯儲或會受美國總統特朗普影響，未來有過份鴿派的風險，加上美國政府在低息環境下更有誘因加大發債，令本以債台高築的美國政府財政狀況進一步變差。在此環境下，黃金不再只是對沖通脹風險或是抗衡地緣政治不穩的工具，而是一種「去美元化」的替代資產。

同一時間，美國暫停減息近9個月後，終於在香港時間9月18日公布減息25點子，最新的利率點陣圖預期今年尚有50點子的減息空間。作為無利息提供的資產，持有黃金在減息環境下的機會成本將會降低。同時，減息重臨令我們維持美元維持偏弱走勢的預期（詳情請參閱本季《外匯》章節），黃金價格與美元指數通常呈反比關係。通過迴歸分析，過去30年的每周數據顯示，美元指數每下跌1%，黃金價格平均上升0.96%。不過，此迴歸分析的 R^2 為0.207，意味20.7%的黃金價格變化可由美元變化所解釋，其他因素亦包括通脹、經濟情況和地緣政治等。

傳統智慧有云：「盛世古董，亂世黃金」，地緣政治風險亦會繼續是金價的助燃劑，雖然此風險涉及國家間的角度和複雜的政治因素，難以準確預測其發生時間，但隨著以美國為首的傳統歐美陣營與以中國和俄羅斯為首的新興金磚陣營越來越壁壘分明之時，導致全球化（Globalization）的格局走向碎片化（Fragmentation），令地緣政治風險出現的機率也隨之上升。

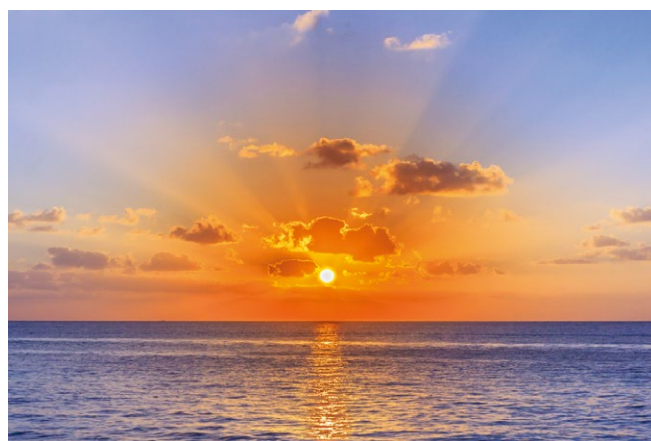
由美聯儲經濟學家Dario Caldara和Matteo Iacoviello共同編製的地緣政治風險指數，用以衡量全球地緣政治風險程度。該指數在今年8月報136點，雖較今年6月的年內高位221點有明顯回落，但仍高於過去10年平均值，反映現時的地緣政治風險仍處較高的水平。事實上，近期地緣政治局勢再有升溫的跡象，特朗普與普京就俄烏停戰的會晤後未能取得實質成果，特朗普其後更公開表示普京讓他感到失望⁶、俄羅斯無人機入侵波蘭領空⁷和以色列空襲卡塔爾⁸等。

地緣政治風險指數



資料來源：Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello (2021)，數據擷取於2025年9月19日

總結而言，黃金的上升，並不只是反映市場對通脹或減息的預期，也是一場關於信心、制度與未來環球秩序的資產重估。我們繼續維持看好黃金的觀點，按照我們的估值模型並計及減息影響，若美聯儲在第4季減息25點子，預期金價大致在每盎司3,510美元至3,890美元區間之內波動。若美聯儲立場偏鴿，第4季減息幅度達50點子，預期金價可進一步受惠，區間介乎每盎司3,700美元至4,100美元。本行預期美聯儲在第4季減息50點子，故給予黃金第4季每盎司3,950美元的目標價，若地緣政治等突發性因素再度升溫，料季內可進一步挑戰每盎司4,100美元。



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

⁷ 見BBC網站，<https://www.bbc.com/news/articles/c147065pzdzo>

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

逆水行舟

東亞銀行經濟研究部



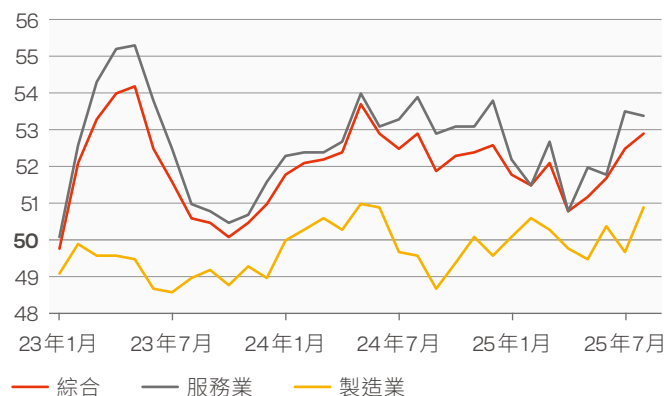
2025年第4季經濟展望

本章摘要：

- 環球貿易下行風險或進一步加大，令環球經濟增長前景的不確定性增加
- 美國勞工市場下行風險加劇，私人消費韌性或難長期維持，對經濟增長造成掣肘
- 關稅抑制出口增長並限制私人投資，加劇歐洲經濟的下行風險
- 中國內地的經濟政策料將聚焦釋放內需潛力，鞏固經濟增長勢頭
- 經濟基本面穩健及受中國內地政策刺激支持，預計香港全年經濟增長有望達2%至3%

全球採購經理指數

>50表示擴張



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

環球經濟展望

環球經濟韌性超出預期，惟增長前景尚未明朗

關稅暫緩及央行減息，推動環球經濟延續增長勢頭。雖然環球貿易格局於2025年出現碎片化、美國對各貿易夥伴徵收的實際關稅率顯著上升、跨境貿易與投資面對高度政策不確定性，但整體經濟增長大致保持平穩，主要是受到企業提前出貨、人工智能產業持續迅速擴張、政府加大財政開支、央行減息及金融市場回升等利好因素支持。

國際貨幣基金組織於7月預測2025年環球經濟增長率達3.0%，較4月預測上調0.2個百分點。不過，儘管美國與多個貿易夥伴達成協議，為金融市場短期注入樂觀情緒，結構性問題仍未完全解決，尤其是跨國企業正重構供應鏈，一方面整合上下游產業活動，另一方面推進出口市場多元化，以避免過於依賴單一供應來源及銷售市場，從而對沖風險。近期部分領先貿易數據已見放緩，環球貿易的下行風險或進一步加大，令增長前景的不確定性上升。



宏觀經濟

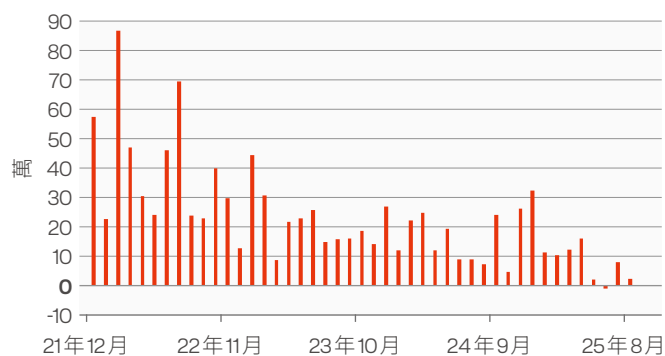
美國經濟展望

美國經濟穩健擴張，但勞工市場持續走軟

美國促成多項貿易協議，金融市場進一步走高。經過多輪緊密的貿易談判，美國與多個主要貿易夥伴達成協議，包括：歐盟、英國、日本、韓國等。同時與中國繼續談判並進一步延長關稅暫緩期，避免極端關稅的實施，顯著提振金融市場的樂觀情緒。此外，自對等關稅生效以來，美國整體物價升幅僅輕微加快，長期通脹預期保持穩定。至於企業盈利表現也較預期理想，其中人工智能相關投資勢頭依然強勁，加之市場預期美聯儲於9月減息25個基點後仍有進一步放寬貨幣政策的空間，帶動金融狀況轉趨寬鬆、借貸成本有序回落。上述利好因素推動美股主要指數創新高，短期有助推動私人消費增長。商業信心有所改善，顯示企業活動延續擴張。

不過，勞工市場走軟的趨勢值得關注。9月初，美國勞工部大幅向下修訂就業數據，將截至2025年3月的12個月內新增職位下調約91.1萬個，顯示勞工市場實際表現較此前估算疲弱，創下有紀錄以來最大年度就業數據調整。隨著勞工市場下行風險加劇，私人消費的韌性或難以長期維持，從而對整體經濟增長造成掣肘。

非農新增就業職位數目



資料來源：CEIC，數據截至2025年9月22日



歐洲經濟展望

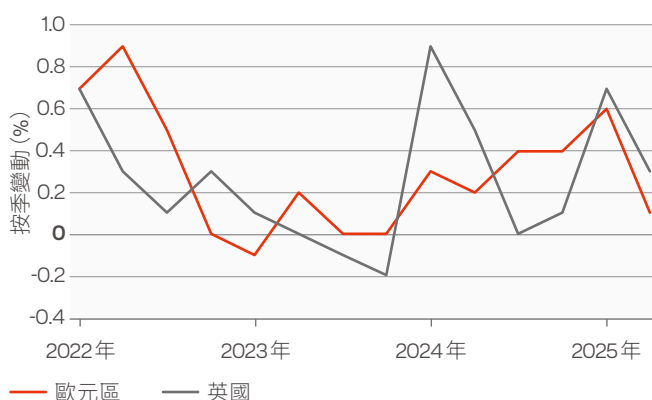
儘管歐美達成貿易協議，歐洲經濟仍面臨下行風險

歐洲經濟前景續受貿易政策困擾。受對外貿易持續波動和私人消費低迷影響，歐元區第2季經濟按季增長從第1季的0.6%下挫至0.1%。英國經濟受國民保險供款上調與關稅上升拖累，由第1季的按季增長0.7%放緩至第2季的0.3%。然而，第3季歐元區及英國採購經理指數回升，顯示企業信心回穩，有助短期經濟表現企穩。

同時，歐元區和英國的通脹走勢繼續分化。在工資增長放緩、生產力提升和貨幣走強下，歐元區通脹穩定於2%的政策目標附近。歐洲央行在9月會議雖維持政策利率不變，惟穩定的通脹環境將賦予其更大靈活性，為未來經濟下行風險預留貨幣寬鬆的空間。英國方面，隨著企業把國民保險供款和最低工資的升幅轉嫁予消費者，通脹壓力持續上升，降低英倫銀行短期內減息的可能性。我們預期英倫銀行將採取審慎態度，暫維持利率不變，直至通脹明確見頂。

貿易方面，歐盟與美國公布雙邊貿易框架協議，其中美國對歐盟大部分出口產品徵收的關稅上限設定於15%，歐盟則逐步降低或取消對美國工業產品的關稅，並對特定農產品及海鮮產品提供優惠准入待遇。儘管該協議在一定程度上降低了短期貿易政策的不確定性，但有效關稅率上升及前期搶出口效應消退，或抑制出口增長並限制私人投資，加劇歐洲經濟的下行風險。

歐元區及英國經濟增長



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

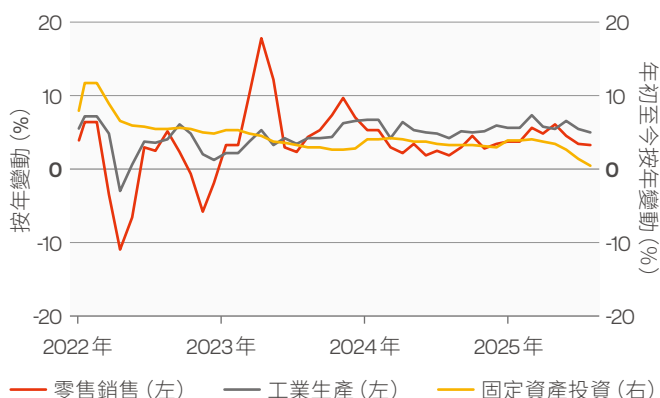
中國內地經濟展望

內地政策將持續發力，鞏固經濟增長勢頭

內地持續落實穩增長政策和措施。受惠於製造業和外貿表現穩健，內地經濟在上半年錄得按年增長5.3%，為達成全年5%左右的增長目標打下良好基礎。自第3季以來，內地經濟增長動能有所放緩，零售銷售和固定資產投資增速減慢，但工業生產及服務業活動仍保持穩健。經貿方面，中美於8月宣布將關稅暫緩期限延長90日至11月10日。9月中，國家主席習近平與美國總統特朗普進行電話通話，就下一階段中美關係穩定發展作出戰略指引，並提到就TikTok問題上，樂見企業在符合市場規則基礎上做好商業談判，預期雙方團隊仍將繼續磋商。

展望未來，宏觀政策料將持續發力，以鞏固經濟增長勢頭。7月政治局會議提出落實更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，並適時加大政策力度，包括：加快政府債券發行與使用、透過減息降準減低實體經濟融資成本，以及善用結構性貨幣政策工具支持重點領域等。另外，內地亦推出育兒補貼和提振消費的專項行動，例如：為個人消費貸款和服務業經營主體貸款提供貼息補貼。今年10月內地將召開「四中全會」，研究制定國民經濟和社會發展第十五個五年規劃（2026年至2030年「十五五」規劃），料將確立更清晰的中長期經濟發展方向。整體而言，政策料將聚焦於釋放內需潛力，以緩解外圍環境不明朗的影響。

內地零售銷售、工業生產及固定資產投資



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

香港經濟展望

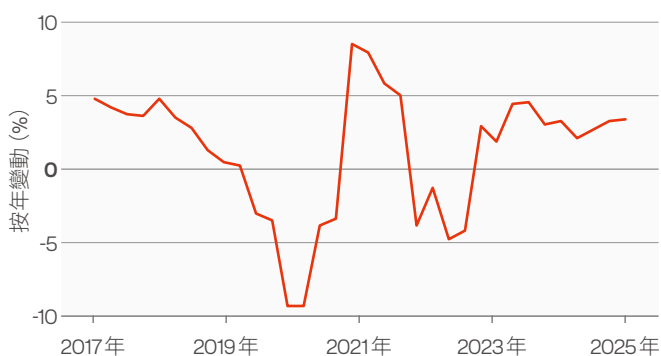
外貿穩健及內需改善，支持香港經濟穩健增長

香港經濟於第2季延續穩健增長態勢。第2季香港經濟按年增長3.1%，略高於第1季的3.0%。外貿持續擴張和本地需求改善成為了推動經濟增長的主要動力。基於穩健的經濟基本面以及中國內地政策刺激支持，預計香港全年經濟增長有望達到香港特區政府預測的2%至3%區間。

香港特區政府於10月公布新一份《施政報告》，在現有基礎上加快推動改革，致力開拓新增長點。相關措施包括：全面加速北部都會區的發展；引進並培育人工智能、生命健康科技、新能源等新興產業；深化粵港澳三地規則銜接與機制對接；持續強化股票市場；積極推動房託基金納入互聯互通機制等，以提升香港的長期競爭力。

股市氣氛續佳，尤其在美聯儲減息預期升溫、企業盈利穩健及內地科技發展前景樂觀等因素帶動下，恒生指數維持穩步上揚的態勢。金融市場持續復甦有望提振香港經濟，透過提升私人信心及產生正面財富效應，從而帶動投資與消費。樓市方面，住宅價格逐步回穩，租金則受人才流入帶動的強勁需求而進一步上漲。在經濟持續增長、美聯儲進一步減息及置業信心改善的支持下，住宅市場有望延續復甦勢頭。

香港實質經濟增長



資料來源：香港政府統計處，數據截至2025年9月22日



碧波蕩漾

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 陳偉聰
東亞聯豐投資團隊



東亞銀行財富管理處高級投資策略師 陳偉聰

美國股市展望：碧波盪漾

本章摘要：

- AI 主題板塊持續強勢，龍頭企業估值溢價穩固，主要受惠於資本開支強勁增長及相互戰略投資合作，形成內循環加速器
- 美聯儲減息周期或重現「金髮女郎」情境，若經濟軟著陸成功，將利好高增長、海外收入佔比高、房地產相關及負債比率偏高等四大投資主題股票
- 關稅後遺症逐步顯現，可能損耗企業利潤及消費信心，成為美股最大軟肋，建議迴避美國本地銷售佔比較重的消費類股票
- 基於AI熱潮支撐及減息環境，我們上調標普500指數2025年盈利預測至272美元，預測市盈率目標為25.2倍，上調全年目標至6,850點

今年第二季度美股市場繼續扶搖直上，在AI硬體鏈與雲端服務雙輪驅動下，科技權重股領軍上攻，標普500指數亦提早升抵我們早前所訂下的全年目標6,480點。7月中上旬，特朗普政府陸續與各國敲定新一輪貿易協議，超高額對等關稅對美國經濟之威脅逐步解除，為美股延續升勢奠定穩固基礎。此後，美股進入財報公佈密集期，標普500指數成份股第2季度盈利超預期的比例高達82%，其中資訊科技板塊盈利超預期的企業比例更高達91%，表現驚豔程度跟我們上期所預測的水平相若。再者，隨著美國一連串就業數據顯著轉弱，市場憧憬美聯儲或可加速減息，而9月份美聯儲不僅兌現了減息25點子的市場期望，更釋出偏鴿訊號，引導美國國債收益率曲線下移，為美股升勢錦

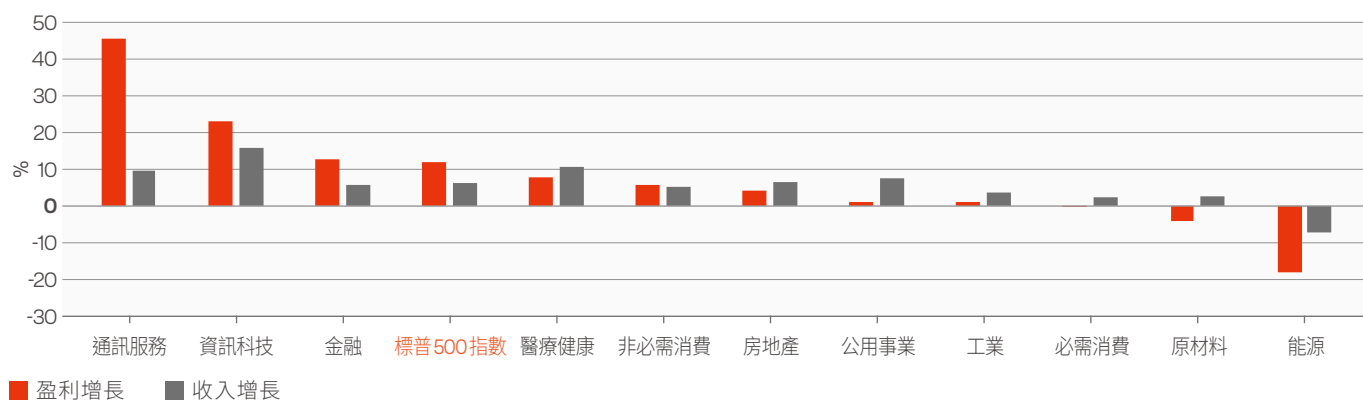
上添花。總括來說，第3季美股三大指數全線上升，道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數之升幅分別為5.2%、7.8%、11.2%。

本季題為《碧波盪漾》，象徵美股市況正在享受著利率下調、經濟溫和增長、AI熱潮等正面因素，可望於本季維持風和日麗之光景。然而，投資者仍須警惕對等關稅正式落地後對美國消費和就業市場之潛在衝擊，以及主要AI科企增加投入後對短期利潤之影響，畢竟美股主要指數目前估值水平已今非昔比，若稍有落差則可能為市況激起一陣漣漪。

AI 主題板塊強勢料有餘未盡 龍頭企業估值溢價穩固

人工智能(AI)主題板塊上季表現維持火熱，續成為標普500指數屢創新高的領頭羊，主要歸功於一眾科網巨企季度業績再次大舉報喜。其中，資訊科技板塊在第2季的收入和盈利分別按年增長15.8%和23.0%，增長在12個分類行業中分別排名第1及第2位，盈利超預期的股票比例高達91%，同樣高居首位；另一個高度受惠於AI業務的板塊是通訊服務，其第2季收入和盈利分別按年增長9.7%及45.6%，排名第3及第1位。除了第2季業績報捷外，多家AI相關企業亦相繼公布來季的正面財務指引，觸發市場全面上調這兩大板塊的第3季度盈利增長預測，資訊科技板塊從增長15.9%調高至20.9%，通訊服務則從增長0.8%上調至3.6%，兩者上調幅度遠高於標普500指數。值得一提的是，公用事業板塊第3季度盈利增長預測更罕有高達17.5%，在一眾分類行業中增速僅次於資訊科技板塊，其主要受益於AI數據中心高速擴容下，對電力需求之增量貢獻。

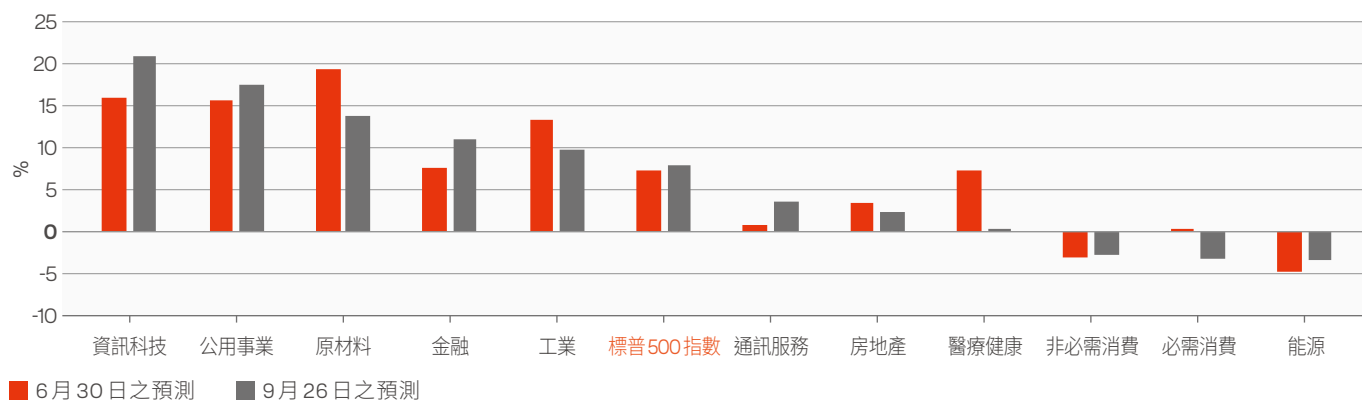
標普500指數及其行業指數第2季的收入與盈利增速



資料來源：FactSet，截至2025年9月29日

股票

標普500指數及其行業指數第3季的盈利增長預測



資料來源：FactSet，截至2025年9月29日

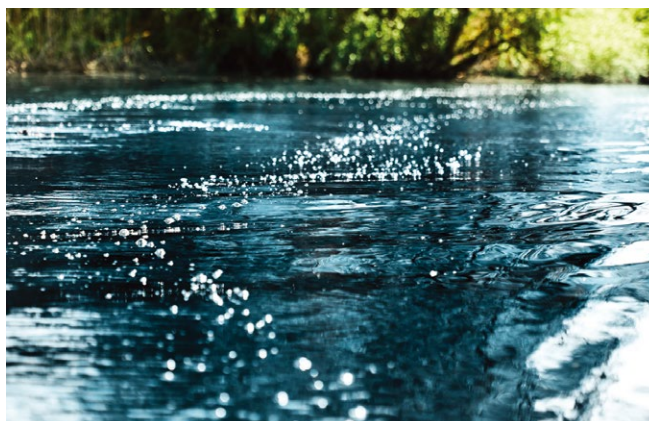
我們對美國AI相關產業鏈的中期投資展望維持正面，主要建基於下列兩大催化劑：

(1) 即使美國宏觀經濟增長出現放緩，AI雲服務巨企的資本開支料仍可維持強勁增長，為整個產業鏈提供了穩定訂單，令相關企業的盈利有更高的能見度。根據上市企業財報及最新指引，美國市值最大前5名的超大規模雲服務商，在近4季的資本開支合計超過3,100億美元，其中今年第2季資本開支的按年增速約78%，較第1季增長69%進一步加快。至於市場對今年全年的資本開支預估已從年初的2,700億美元顯著上調至3,680億美元，對2026年的預估亦持續上修至4,320億美元。我們認為，AI在美國各行各業的應用滲透率一日千里，強化了美國科技巨企在雲服務和廣告營銷業務上的收入轉化能力，有助延續這輪AI資本開支競賽的行情，故續看漲一眾算力上游板塊，包括半導體（如GPU、ASIC、芯片代工等）、伺服器、核能發電、電力設備等。

(2) AI科技巨企之間的互相投資與戰略合作，正形成「內循環」加速器。例如美國GPU芯片巨頭擬斥資1,000億美元入股AI大模型開發商OpenAI、OpenAI與一家美國雲服務巨企簽訂總值3,000億美元的算力基建採購協議、該雲服務巨企則須向美國芯片巨頭購入大量GPU。我們認為，隨著特朗普今年初高度推崇、4年內總投資額高達4,000億美元的「星際之門」計劃逐步啟動，這類「資本—算力—應用」的內循環戰略合作將陸續有來，有效為美國AI巨企締造生態護城河。這不僅有助催化更大規模的算力平台基礎建設、更高性能的AI模型和應用，更重要的是可鞏固龍頭企業的估值溢價。因此，我們偏好關注的AI中下游板塊包括大型雲計算平台、線上社交及娛樂媒體等。

美聯儲減息或重現「金髮女郎」，重點關注四大投資主題

事隔9個月，美聯儲在9月終於再度按下減息鍵。另根據最新的利率點陣圖預測，本季將尚有兩次合計50點子的減息空間。值得一提的是，由於當地參議院否決了最新一份臨時撥款議案，導致美國聯邦政府自2018年以來再次陷入停擺僵局，若事件未能於短期內平息，不排除對就業市場和經濟活動造成若干程度衝擊，屆時美聯儲加速降息的機率可能進一步升溫。無論如何，美國步入新一輪貨幣寬鬆周期似乎已無懸念。整體上，美聯儲減息對於美股市場收益表現而言，影響只是好壞參半。以對上7次減息全周期為例，標普500指數錄得4升3跌，期內平均回報為負3%。不過，假如撇除曾經陷入經濟衰退的減息周期，標普500指數在其餘3輪周期均全數報捷，平均回報高達正9%，故又被稱為「金髮女郎」的最佳情境。由此可見，如果我們對美國經濟能成功實現軟著陸的基本情境假設成立，美聯儲未來有序減息料可為美股錦上添花，有利延續本季破頂之勢。



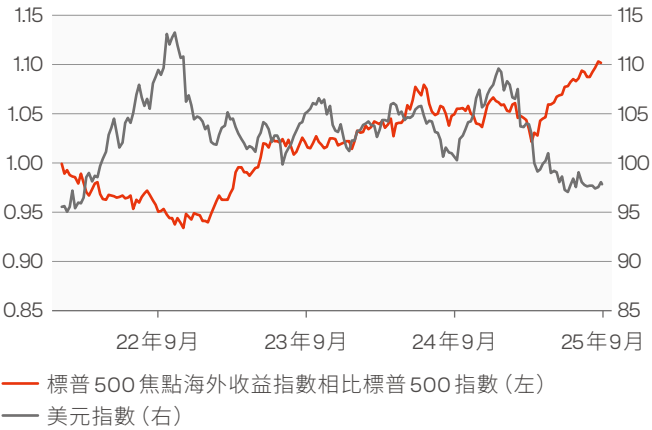
美國過去 7 次減息周期內之美股三大指數表現：

減息周期	經濟衰退？	累計減息幅度	標普 500 指數 變幅 (%)	道指變幅 (%)	納指 100 變幅 (%)
1989 年 6 月至 1992 年 9 月	是	675 點子	+30	+33	+44
1995 年 7 月至 1996 年 1 月	否	75 點子	+14	+15	+5
1998 年 9 月至 1998 年 11 月	否	75 點子	+8	+12	+7
2001 年 1 月至 2003 年 6 月	是	550 點子	-27	-17	-53
2007 年 9 月至 2008 年 12 月	是	500 點子	-43	-38	-42
2019 年 7 月至 2020 年 3 月	是	-225 點子	-9	-14	+2
2024 年 9 月至 2024 年 12 月	否	-100 點子	+4	+2	+9
所有周期之平均回報：			-3	-1	-4
非經濟衰退周期之平均回報：			+9	+10	+7

我們認為，在美國減息周期初段且經濟能實現軟著陸的前提下，以下 4 個投資主題較具潛力獲得超額收益：

(1) 短期資本投入大，惟長遠高增長股份。一般情況下，美聯儲降息會引導國債收益率曲線下移，傳統估值框架下，折現率（長端國債收益率）下降對現金流存續期較長的資產（高增長、遠期利潤佔比較高）定價敏感度更大，尤其利好具高增長概念主題的中小型上市企業。較受惠的行業包括：AI 雲平台/軟件、生物科技、自動駕駛、人型機械人、量子計算、太空航天、核能等。

標普 500 焦點海外收益指數與美元指數的關係



資料來源：彭博，截至 2025 年 9 月 29 日

(2) 海外收入佔比較高之股份。美國步入降息周期將令美元與其他主要貨幣息差收斂，故我們行方觀點維持看淡美元匯價。而在美股內，海外營收佔比高的公司，將一方面受惠於更高水平的海外利潤折算美元值，另一方面亦因貨品價格競爭力提升而刺激出口。根據 2022 年至今的往績分析，每當美元指數呈下行趨勢並低於 105 水平的期間，標普 500 焦點海外收益指數（成份股為美國以外地區收入佔比較高之企業）普遍均可錄得正面相對收益。較受惠之行業包括：半導體設備、電子消費品、航空設備、線上娛樂消費平台、消費金融、連鎖快餐等。

(3) 房地產相關板塊。若美聯儲未來 1 年採取較進取節奏減息，我們預期 30 年期國債收益率亦將逐步走低，同時可帶動美國 30 年期房貸按揭利率進一步回落（該利率已從 5 月下旬高位 6.98% 下降至 9 月下旬的 6.34%），有助提振新屋銷售、二手房銷售、新屋動工等數據表現，房地產相關股份理應可受惠。根據過去 10 年統計數據，標普 500 房地產行業分類指數跟 MBA 30 年期房貸按揭利率之走勢存在頗高負相關性（-0.53），兩者之間的 BETA 高達 -0.88，意味該指數表現對房貸利率變動的敏感度偏高。較受惠之細分板塊包括：房地產開發商、重型機械工業、家居裝修與建材零售商等。

(4) 負債比率偏高（尤其浮息債務佔比較高）的股份。這類企業對政策利率下調的傳導最直接，就是融資成本降低，提升淨利潤率表現。事實上，參考去年 9 至 12 月的減息周期期間，美國高浮息負債一籃子股票指數大幅跑贏標普 500 平權指數約 8 個百分點。至於今年第 3 季期內（市場對美聯儲減息預期升溫），該一籃子股票指數的漲幅亦領先標普 500 平權指數 7.7 個百分點。此外，近期美國通過《大而美法案》提高企業利息抵扣上限，也為高槓桿企業帶來稅盾利好。

股票

標普500等權重指數、高浮動利率債務股票指數與聯邦基金利率的關係



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

關稅後遺症或逐步顯現，消費成股市最大軟肋

儘管過去數月特朗普政府已經與大部分貿易夥伴簽訂全新貿易協議，避免了關稅戰進一步升級，但畢竟目前美國有效關稅稅率較今年初已大幅調升，關稅對宏觀經濟的影響亦從「心理不確定性」走向「實質衝擊」，將會是未來1至2個季度美股企業盈利的後顧之憂。值得注意的是，除了原有的鋼鋁、汽車、半導體關稅及各國對等關稅外，特朗普近期亦宣布在10月起針對廚櫃、傢俱、家居裝修材料等消費品加徵最高50%關稅，另外，針對進口專利藥或品牌藥品加徵100%關稅，雖說仍附設某些豁免條件，惟不宜低估其對美國企業利潤率和民眾消費信心的損耗。

綜觀美國9月公布的經濟指標，就業數據表現最為失色，本季度個人收入增速或進一步受壓，佔美國經濟結構近68%的消費市場難免首當其衝。加上關稅正式落地後，相信普遍零售企業也選擇加價以轉嫁成本，對居民消費信心來說可謂雪上加霜，更惶論關稅生效前居民進行提前搶購便已透支了不少購買力。事實上，美國密歇根大學消費者信心指數於8至9月錄得連續兩個月下滑，並從7月的61.7下跌至9月的55.1，意味第4季的零售銷售增速料面臨重大挑戰。投資者須密切注視各大零售消費品牌於感恩節及聖誕節等傳統消費旺季的銷售表現。一旦美國消費及勞動市場同時出現失速下滑，屆時市場料加大押注經濟硬著陸之風險，美股企業盈利預測和估值水平平均可能面臨較劇烈下修壓力，其中受關稅影響較大、美國本地銷售佔比較重的必需及非必需消費類股票可先行迴避。

標普500非必需消費指數與密歇根大學消費者信心指數的關係



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

外國投資協議塵埃落定，工業能源出口股可看高一線

特朗普通過關稅談判成功與全球主要經濟體簽訂貿易框架協議，目的之一是拉攏各貿易夥伴增加對美國投資，並擴大採購美國商品之規模。綜觀過去數月談妥的貿易協議，歐盟、日本、南韓、越南、中東多國均承諾未來數年對美國進行龐大投資及進口美國產品，主要圍繞能源、汽車、飛機、軍備、農產品等產業，重點摘要如下：

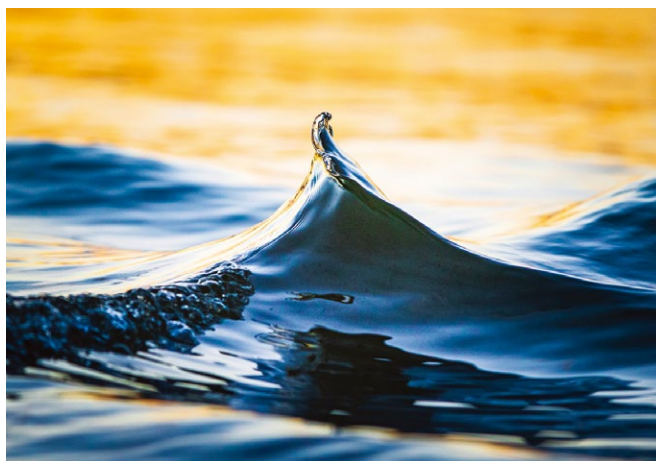
- 歐盟：2028年前總投資額達6,000億美元、採購7,500億美元能源產品、大量購買軍備；
- 日本：2029年前投資美國關鍵產業總額5,500億美元、購買100輛商用飛機、增加採購美國大米75%、購買數十億美元軍備；
- 南韓：總投資額達3,500億美元（聚焦在造船、晶片、核能、電池和生物製品等領域）、購買1,000億美元能源產品；
- 中東國家：總投資額合共超過20,000億美元、合共購買超過1,800億美元軍備、合共購買逾250輛商用飛機。

儘管以上的巨額投資或採購承諾最終能否全數落實依然充滿變數，我們始終相信特朗普力促製造業回流美國、提振本土就業的政策方向將持之以恆，其10月底亞洲之行期間有望敲定更多貿易協議的落地細節。這對美股市場或許有利可圖，投資者不妨多加關注出口佔比較大的美國企業，尤其飛機製造、航空設備、國防設備、液化天然氣等板塊。

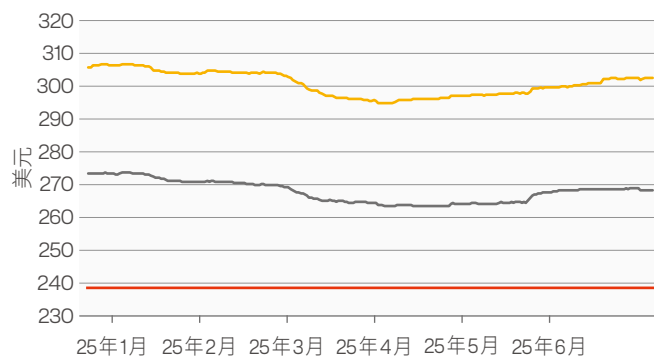
美股料續享估值溢價優勢，上調標普 500 指數目標至 6,850 點

基於關稅落實後對本季美國就業和消費市場帶來潛在隱憂，加上政府停擺對經濟衝擊亦存在不確定性，周期性較強的行業或面臨盈利預測下修風險。不過，受惠AI熱潮的半導體、雲平台、線上媒體等企業之增長動能料維持堅挺，有助支撐整體美股第3季及第4季的盈利表現，故我們將標普500指數2025年盈利預測從270美元輕微上調至272美元，較截至9月30日彭博綜合市場預測高1.4%，即按年增長約11%。

估值方面，受益於美聯儲踏入新一輪減息周期，美國國債收益率趨向下移，只要當地經濟能避免陷入衰退，折現率下調料對美股估值形成堅實支撐。另外，AI巨企合組戰略聯盟、大模型升級迭代步伐加速、應用範圍持續滲透等因素，該可支持美股主要指數享受較高估值溢價。因此，雖然截至9月30日，美股三大主要指數（道瓊斯工業平均指數、標普500指數、納斯達克100指數）的未來12個月預測市盈率分別為21.0倍、22.6倍、27.1倍，均高於過去10年平均水平超過1個標準差，現階段估值吸引力實在欠奉，但我們仍然選擇給予美股市場一定程度的估值溢價，並將標普500指數之2025年預測市盈率目標從24倍上調至25.2倍。綜合而言，我們將標普500指數之年內目標從6,480點上調至6,850點。



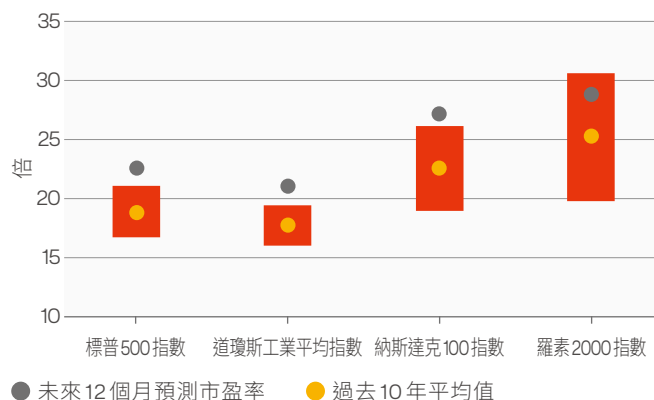
標普 500 指數盈利預測趨勢變化



— 2024 年度實際每股盈利 — 2025 年度每股盈利預測
— 2026 年度每股盈利預測

資料來源：彭博，數據截至2025年9月29日

美股各主要指數的估值情況



● 未來12個月預測市盈率 ● 過去10年平均值

資料來源：彭博，截至2025年9月29日

註：棒形圖上端為+1標準差，下端為-1標準差

股票

香港及中國內地股市展望：休整以待

本章摘要：

- 「十五五」規劃綱要對中港股市具影響力，預期內容會聚焦於AI、科技自主、服務消費、綠色低碳
- 「反內卷」主題的利好因素或已被提前反映，宜對相關股份採取候低分段吸納策略
- 恒指2025年的每股盈利預測下調至2,100港元，預測市盈率目標上調至13.0倍，將今年恒指目標水平從26,000點上調至27,400點
- 滬深300指數的每股盈利預測為294人民幣，預測市盈率目標為16.5倍，今年滬深300指數目標水平定於4,850點
- 本季中港兩地市況或出現較劇烈震盪，若高追入市須做妥風險管理
- 本季看好板塊包括內地人工智能概念、內地服務及體驗式消費、內地可再生能源及電力設備、本港公用及電訊

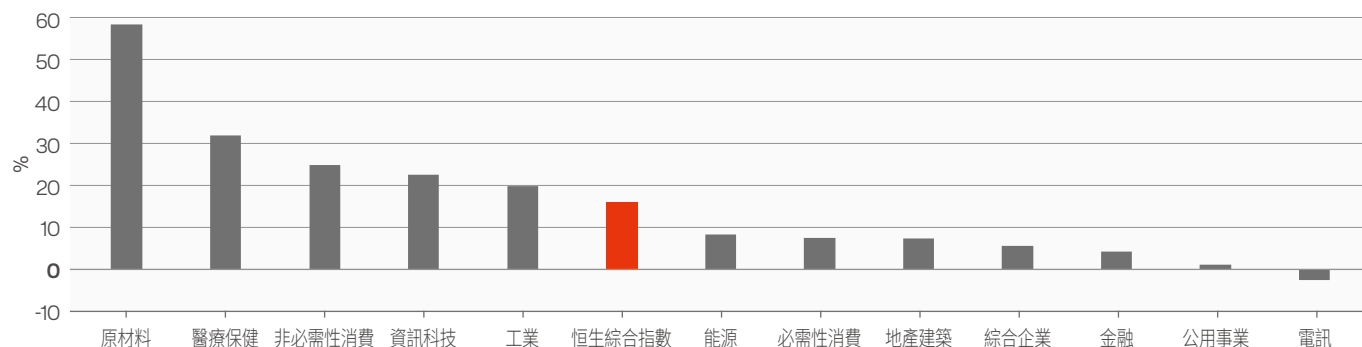
正如上季標題《穩打穩紮》所意，第3季港股市場穩步上揚，有別於上半年大起大落的行情。期內，中美代表進行了第3輪和第4輪貿易會談，相互答應再度延長90日優惠關稅期限，及後兩國元首通電亦初步達成轉售TikTok協議，屬推升中資股估值的重要功臣。再者，中國內地政府陸續針對多個原材料及消費行業發布「反內卷」措施，加上推動西藏大型水利項目開工、鬆綁一線城市房地產限購與限貸政策，為市場氣氛錦上添花。更關鍵的是，官方公布

「人工智能+」行動方案，同時多家內地科技巨頭接連推出升級版人工智能(AI)模型和自研芯片發展藍圖，成功抵銷了個別消費平台企業深陷割喉式補貼導致季度利潤急跌的負面衝擊。恒生指數從7月上旬的季內低位23,690點拾級攀升，至9月中旬最高一度突破27,000點水平，創下4年新高，並升越我們在4月初訂下的年內目標26,000點。恒生指數和滬深300指數在第3季分別錄得11.6%和18.1%的升幅。

港股板塊表現方面，恒生綜合指數內的原材料、醫療保健、非必需消費及資訊科技於第3季均錄得超過20%的升幅，跑贏指數6至42個百分點不等。電訊則逆市向下，跌2.5%。至於上季建議重點關注的板塊，當中評為「非常看好」的內地AI概念股普遍表現報捷，其中AI雲平台、數據中心、芯片等股份的表現尤其突出。獲評為「看好」的內地服務及體驗式消費板塊因業績超預期，股價大多跑贏大市。至於評為「審慎樂觀」的內地原材料板塊在受惠「反內卷」政策成為大贏家，多隻股份均收獲超額回報。同樣評為「審慎樂觀」的內地券商亦能交出亮麗表現。

本季題為《休整以待》，象徵中港股市經歷首3季勢如破竹的大升市後，現價估值的吸引力已大不如前，另外多個受惠政策拉動的權重股亦已升至技術嚴重超買區，不排除本季會觸發震盪調整，藉此令本輪牛市暫時休養生息。在國策持續支持創科發展、內需消費、經濟結構轉型等前提下，我們預期明年大市可望再創高峰，中長線投資者可待市況適度回調後，採取分注低吸的策略。

2025年第3季恒生綜合指數各行業表現



資料來源：彭博，截至2025年9月30日

「十五五」規劃綱要備受矚目，中港股市或呈先高後低格局

未來國策主線的定調對本季的中港股市影響可謂舉足輕重。在10月下旬將會召開的20屆四中全會，預期將研究制定「十五五」規劃建議，料會初步提出未來5年中國經濟增長目標區間，並圍繞科技創新、內需擴容、發展新興產業、強化社會民生保障、綠色低碳轉型、推進城鎮化、財稅改革等範疇進行重點探討。市場普遍預期，中央決策層將採取穩中求進態度去制定2026至2030年之經濟增長目標，假設如過往傳統股期望將GDP總額10年內翻一番，2025至2035年間須達到年均約4.4%的實際增速，即未來5年的GDP增長較大機率定於4.5至5%水平。若最終結果符合該預期，即使整體經濟增長動能較過去數年放緩，相信仍有助提升市場風險偏好情緒。反之，若年均增速僅定於4%左右，則可能為中資股帶來短期震盪。

回顧歷史數據，過去5次在討論五年規劃大綱的中央委員會全體會議舉行的1個月前、1個月後、整個季度的中港股市表現，期內恒生指數的平均回報分別為+2.8%、+0.7%、+1.7%，而上證綜合指數的平均回報則分別為+3.7%、+0.7%、+4.5%。若只計算最近3次的五中全會（即2020年、2015年及2010年10月召開），不論是恒生指數或上證綜合指數，該3年的第4季度均錄得正回報，平均升幅分別高達7.8%及6.9%。綜觀而言，在全體會議討論新一個五年規劃大綱的季度，普遍對中港股市有利，尤其是會議召開前1個月，股市表現往往較開會後1個月更優秀。至於在10月四中全會召開前，中港股市料暫可延續自今年4月中旬以來歌舞昇平之氣氛，惟在大市已經處於較高水平下，恒生指數要複製過去3屆開會前1個月平均超過8%之漲幅，似乎不無難度。而當規劃大綱圓滿公布後，亦須警惕好消息出貨的回調壓力。

五年規劃綱要發布前後上證指數表現：

	開會前 1個月	開會後 1個月	整個 第4季
15屆五中全會（2000年）	-2.2%	+7.1%	+3.7%
16屆五中全會（2005年）	-3.1%	-5.8%	-2.0%
17屆五中全會（2010年）	+12.0%	-3.0%	+7.1%
18屆五中全會（2015年）	+10.9%	+1.7%	+11.8%
19屆五中全會（2020年）	+1.0%	+3.6%	+1.8%
平均回報：	+3.7%	+0.7%	+4.5%

五年規劃綱要發布前後恒生指數表現：

	開會前 1個月	開會後 1個月	整個 第4季
15屆五中全會（2000年）	-9.2%	-2.1%	-12.9%
16屆五中全會（2005年）	-2.1%	+1.1%	-1.8%
17屆五中全會（2010年）	+9.4%	+0.7%	+11.7%
18屆五中全會（2015年）	+9.1%	-3.6%	+3.4%
19屆五中全會（2020年）	+6.7%	+7.1%	+8.1%
平均回報：	+2.8%	+0.7%	+1.7%

規劃預期聚焦四大主題；AI、科技自主、服務消費、綠色低碳

以中長線投資角度而言，我們相信「十五五」規劃綱領中會支持新興產業發展，以及展現出對經濟結構改革轉型的決心。相比起單純衡量經濟增長目標，料更能夠推動新一波中港股市估值的上調行情，且可讓投資者發掘潛在超額收益的主題投資機遇。重點前瞻如下：

(1) 提升科技創新戰略發展地位

「十五五」編制可能將「數字經濟+人工智能」併列成篇，突出其發展定位。根據8月國務院發布的《關於深入實施「人工智能+」行動的意見》，提出在2027年實現人工智能與六大重點領域廣泛深度融合，新一代智能終端、智能體等應用普及率目標超過70%，2030年應用普及率須達到90%。由此可見，「十五五」規劃除了聚焦智能算力和數據中心等基礎建設之外，亦預期會強調加速拓展AI大模型的社會應用場景，包括消費、醫療、教育、工業、農業、能源等領域。當AI應用範疇愈趨普及，相關科技企業的變現能力自然愈強。因此，我們繼續看好AI雲計算、AI智能手機及電腦、智能駕駛、人形機器人、線上娛樂及醫療平台等細分板塊。



股票

(2) 實現關鍵產業供應鏈自主可控

過去數年內地先進半導體產業屢次被美國濫施技術設備供應管制，激發了中央政府在關鍵科技領域推動自主研發和國產替代之決心。儘管近期特朗普政府宣布解禁部份美企 AI GPU 對中國的出口限制，但相信無阻「十五五」規劃繼續鞏固集成電路行業供應鏈實現國產優先這一大方向。我們預期，內地政府將利用稅務減免、特惠專項信貸、設立專項基金、引導社會資本投入等政策措施，續為具備卓越研發能力的企業保駕護航，較受惠的 A 股與港股板塊包括晶圓代工、芯片開發、特種新材料和 DUV 光刻機供應鏈等。

(3) 擴大民生保障，支持服務型消費

「十五五」規劃料繼續聚焦推動經濟結構再平衡，即是降低對傳統出口、舊式基建和房地產產業的依賴程度，轉為擴大內需消費對經濟貢獻的佔比。事實上，在過去1年，內地政府已通過育兒補貼、調整最低工資、增加養老金支付等社會保障措施來提升居民可支配收入，相信類似社福優化政策將陸續有來，以進一步釋放居民消費潛力。此外，拓展服務消費似乎也會成為規劃中最引人憧憬的項目之一，預期未來1年中央及各地方政府將針對住宿餐飲、醫療保健、文娛、旅遊、體育、養老、教育等服務消費範疇，培育更多元化消費新場景與龍頭消費品牌，並在現有財政及信貸支援政策（例如5,000億元人民幣專項再貸款、消費貸款利息補貼、地方旅遊消費券等）上適度加碼，料有利服務及體驗式消費為內地經濟帶來更大增長動能。投資部署上，我們建議中長線可持續關注運動用品、線上娛樂平台、線上醫療平台、旅遊平台等板塊，惟相關股份在過去半年普遍已錄得較大超額收益，短線不排除先作休整回吐。

(4) 加速綠色低碳轉型

根據去年7月國務院發布的《加快構建碳排放雙控制度體系工作方案》，確立了「十五五」期間將降低碳排放強度作為經濟和社會發展的約束性指標。此外，由於「十四五」期間國內減碳未及預期，截至2024年底碳排放強度較2005年累計降幅約53%¹，較早前訂下2030年的碳達峰目標（即2030年碳排放強度較2005年下降65%以上）尚有差距，未來5年的年均降幅須達到逾5%方可達標，相較於「十四五」的減碳要求顯著提升。因此，相關政策料將聚焦於加快傳統高污染行業改造升級，亦將引導社會資金投向更多低碳產業和潔淨能源項

目。其中，最備受矚目的是落實於今年動工、總投資額超過1.2萬億人民幣的西藏雅魯藏布江大型水利項目。投資者可適時部署可再生能源發電及電力設備、核電、儲能設備、氫能設備、特高壓與智算電網等主題板塊。

「反內卷」料帶來再通脹，原材料板塊可望迎來盈利拐點

內地在上一季密集推出「反內卷」政策，成為中港股市節節上升的主要催化劑之一。回顧7月召開的中央財經委員會會議及中央政治局會議，決策層表明未來須加強抵制行業無序競爭，並推動重點行業產能治理。箇中目的是透過削減過剩產能和嚴控非理性競爭，以緩和國內物價下行壓力，提升企業利潤率。事實上，截至今年8月，中國生產者物價指數（PPI）已經連續35個月錄得負增長，其中6月和7月PPI皆錄得按年跌3.6%，為年內最大跌幅，顯示內地多個上游製造業環節正面臨嚴峻通縮挑戰。由於部份傳統工業出現產能過剩，今年第2季國內工業產能利用率下滑至74%²，1至7月規模以上工業企業利潤按年下跌1.7%³，水泥、玻璃、化工、光伏硅料等行業屬較重災區。此外，近期消費品行業如汽車、電商與外賣平台等也一度深陷割喉式補貼戰，進一步加劇價格下行壓力，多家相關企業之第2季度淨利潤表現也因此一落千丈。

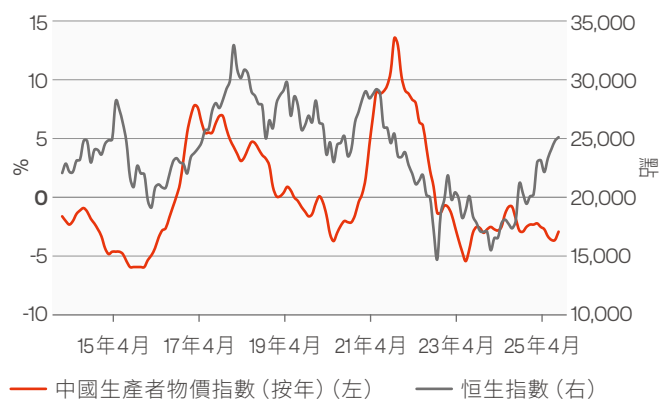
正因如此，中央政府處理內卷問題可謂刻不容緩，料有利於中港股市觸發再通脹估值修復行情。參考2015至2018年中央推動「供給側改革」經驗，當時國策同樣是針對產能過剩的行業，包括煤炭、水泥、鋼鐵、有色金屬等國企主導的板塊，利用「由上而下」、行政命令方式進行產能削減。中國PPI在2016年成功扭轉了之前長達50多個月（2012-2016年）的負增長，從2015年低點-5.9%一度回升至2017年最高的+7.8%；同時，隨著工業企業利潤率迅速改善，創造了中港股市在本世紀以來其中一個最亢奮的大牛市，以2016年上旬最低點至2018年上旬最高點計算，恒生指數及滬深300指數期內漲幅分別高達83%及56%。當然，本輪的「反內卷」行動跟當年的「供給側改革」在執行細節上不盡相同，例如這次改革涉及較多民企主導領域，故削產能力度可能較過往溫和，且可能偏向採取市場化、行業自發減產（如水泥、煤炭、鋼材或光伏玻璃）等方式進行，故再通脹行情料須更長時間體現，而市況之潛在漲幅預期也不能同日而語。

¹ 見江蘇節能網網站，http://www.jsjnw.org/dangjian_1/784.html

² 見國家統計局網站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfb/202507/t20250715_1960404.html

³ 見國家統計局網站，https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202508/t20250827_1960884.html

中國生產者物價指數及恒生指數的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

中國生產者物價指數及滬深300指數的走勢



資料來源：彭博，數據截至2025年9月22日

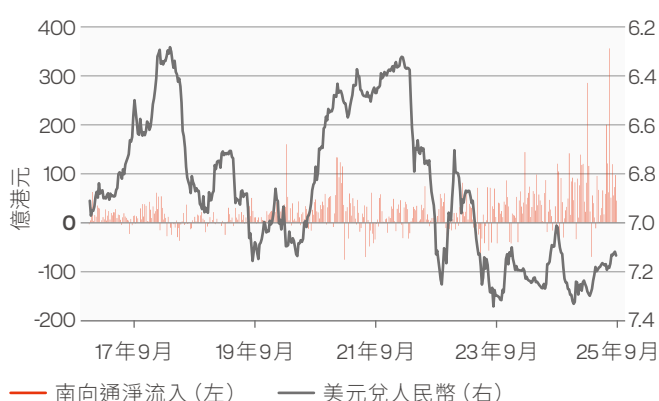
無可否認，行業產能調整短期對經濟或會造成一定衝擊，但長期則有助重塑供需平衡格局，扭轉物價下行趨勢，以及提升企業利潤率。行業層面上，鋼材、水泥、太陽能材料、化工、碳酸鋰電池等企業，普遍在過去兩年深陷虧損或盈利大幅倒退的困局，預期在「反內卷」國策主導下，本季將實施嚴格限產和減產措施，並抵制低於成本價的傾銷行為，相關行業的龍頭企業可望搶佔更大市場份額。同時，伴隨各大宗商品價格已於第3季起築底回升，主要原材料企業的盈利表現料該可迎來轉捩點。不過，由於多數股份在過去1季已累積驚人升幅，恒生原材料行業指數期內亦大幅跑贏其他板塊，意味「反內卷」主題或已被提前充份定價，投資者宜採取候低分段吸納策略。

美國重啟減息帶動資金流入，本港高息板塊坐享其成

美聯儲9月重啟減息，根據最新的利率點陣圖預測，本季尚有2次共50點子的利率下調空間。隨著美聯儲主席鮑威爾和數位理事於明年任期屆滿，相信在特朗普政府主導接班

人提名下，美聯儲鴿派陣營當道幾成定局，故預期2026年之減息路徑仍偏進取。數據顯示，當美國處於減息週期而經濟未有出現急劇衰退，環球資金往往更傾向流入新興市場（詳情可參閱《宏觀策略》章節），中港股市亦受益匪淺。箇中主要原因之一是美國減息有利於增強人民幣的升值預期，從而降低海外投資者對中國股票的匯兌風險溢價，有助中資股整體估值抬升。另一方面，人民幣匯價走高亦間接提升離岸中資股的每股盈利和派息水平（以港元計算），對國內投資者更顯吸引力，故在過往人民幣階段性升值的周期，港股通南向淨流入規模普遍大幅增加，對大型中資權重股形成被動與主動配置增量。當然，自今年4月起人民幣兌美元匯價已攀升約3%至約7.1水平，疊加關稅影響下，8月份中國出口表現已漸露疲態⁴，不排除內地政府將對人民幣升值節奏稍作壓抑。況且年初至今港股的漲幅已遠勝於A股，導致滬深港通AH股之平均溢價大幅收窄至20%左右，創下自2019年首季以來的低點。這都意味美國降息、人民幣升值之因素短線未必可為在港上市的中資股增添太多上升動能。

南向通淨流入及人民幣匯率的關係



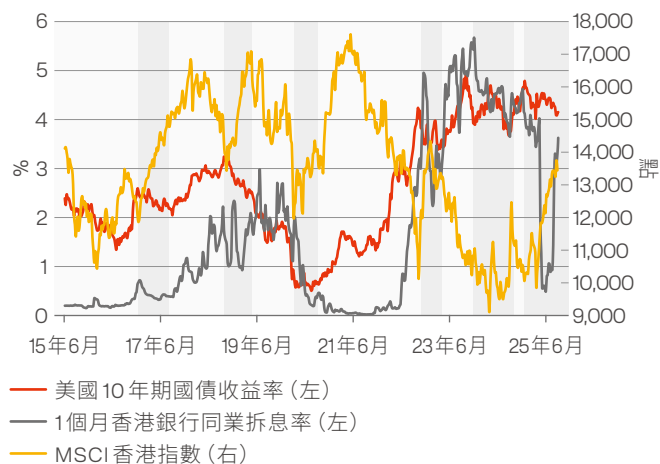
資料來源：彭博，數據截至2025年9月26日

反之，美國持續降息可能對香港本地之權重股份創造更大的邊際效益。首先，美息穩步下調有助收窄與港元的息差優勢，預期港元沽盤壓力亦可減輕，港元同業拆息（HIBOR）可望扭轉第3季以來急速上行的走勢（1個月HIBOR一度從0.5%上升至3.9%），甚至重新掉頭回落。對於港元或美元計價債務比例較多、融資成本佔收入比例較高的本地企業來說，可謂一大喜訊。其中潛在受益之板塊包括地產收租、澳門博彩、航空營運及租賃股等。再者，美國國債收益率曲線料延續整體下移的趨勢，對於本港高收益價值型股份而言，股息收益率溢價擴大、折現率下降均有利支撐估值上修。其中較可看好本地公用事業、本地電訊、本地房地產信託基金等板塊。事實上，回顧過去10年之數據，每當港元同業拆息或美國長期國債收益率處於下行階段時，MSCI香港指數表現往往可看高一線。

⁴ 見華爾街見聞網站，<https://wallstreetcn.com/articles/3755131>

股票

MSCI 香港指數、香港銀行同業拆息率與美國國債收益率的走勢



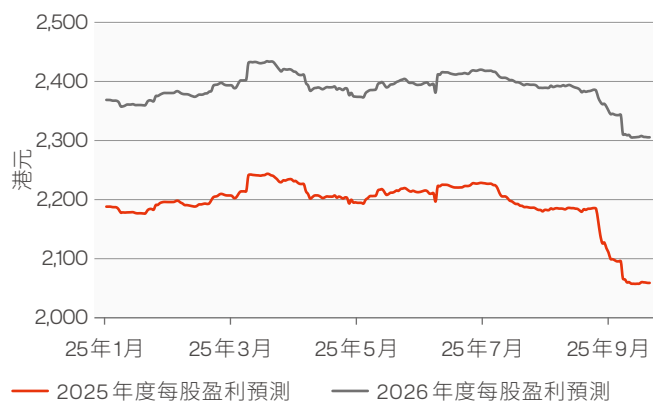
AI 板塊引領大市估值上修，恒指目標調升至27,400點

基於內地人工智能產業在多個環節上持續出現突破性發展，同時展望「十五五」規劃將重點提升其戰略地位，中長線而言人工智能相關科技股該可繼續成為中港股市估值上調之領頭羊。再者，中國「反內卷」措施料會密鑼緊鼓推出，美聯儲進一步減息似乎亦勢在必行，均支持A股與港股主要股指暫時享受一定幅度的估值溢價。不過，我們認為中美關係未來之發展依然存在高度不確定性，本季宜繼續觀望雙方的貿易會談進度、高科技領域之出口管制爭端、TikTok 交易進展、關於購買俄羅斯能源的潛在制裁等事件。若結果稍有差池，可能會再度激發市場風險溢價抽升，限制大市估值進一步上調空間。

至於企業盈利表現方面，我們認為面臨的挑戰將更嚴峻。根據彭博數據，自7月以來（截至9月26日）恒生指數和滬深300指數的2025年度盈利預測分別遭下調7.5%及1.1%，主要被深受內卷威脅的汽車、外賣和電商平台之權重股份所「拖後腿」。縱然相關行業的非理性價格戰似乎已稍為收斂，惟企業利潤率復甦之路料舉步維艱；至於AI龍頭企業亦可能因激進的前期資本投入而削弱短期盈利能力。另外，國內8月份宏觀經濟數據續呈轉弱之勢，在出口前置釋放、房地產銷售乏力、消費品以舊換新補貼額度逐漸耗盡下，預期未來2至3個月之經濟數據表現難以擺脫頹勢。因此，我們對中資股之2025年盈利預測看法略轉向保守，但2026年有望迎來更強勁增長。

總括而言，我們將恒指2025年的每股盈利預測從上季的2,300港元下調至2,100港元，略高於彭博預測共識的2,063港元（截至9月25日數據）。另外，我們對滬深300指數的每股盈利預測為294人民幣。估值方面，根據彭博截至9月23日數據，目前恒指預測市盈率為12.9倍，高於過去5年平均約1個標準差。我們將恒指2025年預測市盈率目標從上季的11.3倍上調至13.0倍，並將今年恒指目標水平從26,000點上調至27,400點。我們給予滬深300指數2025年預測市盈率目標16.5倍，今年滬深300指數目標水平定於4,850點。儘管全年目標水平獲上調，我們認為本季市況或出現較劇烈震盪，若高追入市須做妥風險管理。

恒生指數盈利預測趨勢變化



恒生指數未來12個月預測市盈率



本季重點關注板塊：

行業/主題板塊	重點投資邏輯	看好程度 [#]
內地人工智能概念	「十五五」規劃料大力支持AI及算力發展，早前國務院發布《關於深入實施「人工智能+」行動的意見》，要求提升AI在各個重點產業的深度融合，並擴大AI智能終端的應用普及率，有利網絡設備、雲平台及芯片股。 - 互聯網龍頭企業將加碼投資於AI相關研發和基礎設施，有助自研高端芯片、擴充算力儲備、加速升級AI大模型，以及擴大AI實際應用場景，預期可激發更強大和多元化的變現能力。 - 多家國內及海外科技巨企將於本季發布新產品，重點關注物理型AI產品的技術突破，其中較看好高階智駕（L3或以上）、Robotaxi、人形機器人的相關產業鏈。	****
內地服務及體驗式消費	7月中央政治局會議重申穩定居民就業和優化社會保障政策的重要性，並在多方面增加居民收入。加上近月股市顯著造好，財富效應有助提升居民消費信心。 - 上季商務部等9大部門發布《關於擴大服務消費的若干政策措施》，提出19項支持措施，如打造新消費熱點、擴大服務業對外開放、加強財金政策支持等，重點提振文娛、旅遊、教育、體育、養老等服務式消費行業。 - 普遍大型企業均擁有相對獨特競爭優勢，行業內卷程度較低，消費需求亦不受以舊換新現金補貼退坡影響。 - 首選線上娛樂、線上醫療平台、運動用品、旅遊、飲料等細分板塊。	***
內地可再生能源及電力設備	- 國內AI應用愈趨廣泛將帶動數據中心之用電需求，根據《促進可再生能源綠色電力證書市場高品質發展的意見》，要求提升全國數據中心的綠色電力消費比例，長遠有助改善核電、風力和光伏發電之利用率和交易電價，同時帶動儲能電池需求。 - 光伏及風電行業陸續推出自發性「反內卷」措施，限制產能過度擴張及持續低價傾銷，料可支持光伏材料、風電渦輪機組價格低位回升。西藏雅魯藏布江大型水電工程今年正式動工，長遠有利帶動水電機組及抽水蓄能設備需求。 - 內地主要發電股份經過8月及9月的回調後，目前預測市盈率已重返5年平均價值水平附近，且股息率高達3.5至6%，估值吸引力不俗。	***
本港公用及電訊	- 近期美國就業數據表現漸露疲態，料促使美聯儲加快減息步伐，我們預期今明兩年美聯儲尚有合共100點子的降息空間，意味美國國債收益率及港元拆息將趨向下行。目前主要本地公用及電訊股之股息率高達5至8%，息差吸引力逐步顯現。 - 多家企業均在營運大量海外公用事業項目，如供電、供氣及水務等，普遍皆受到當地利潤管制協議保障投資回報率，業績能見度較高。另外料受惠於非美貨幣持續轉強，海外項目可獲更佳匯兌收益。 - 資產負債表狀況穩健，現金流強勁，有助維持高派息比率、增加股份回購或提供潛在海外併購機會。	****

[#] 標註：看好程度以*數目作為評分，最高5*，最低1*。5/4/3/2/1星分別代表非常看好/看好/審慎樂觀/持平/看淡

股票

東亞聯豐投資團隊

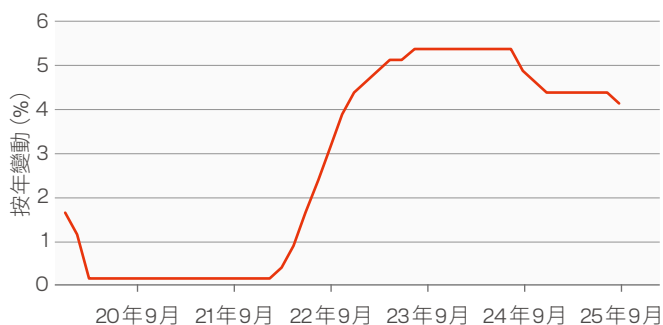
減息有利風險資產，對美日及中國等亞洲市場持樂觀態度

本章摘要：

- 美聯儲再度重啟減息周期，對股票市場持樂觀態度
- 看好美股，因當地經濟增長雖然有所放緩但仍具韌性、且人工智能領域投資持續活躍
- 法國政局不穩及債務飆升，故對歐洲觀點轉趨審慎；日本經濟增長迅速，看好日股
- 流動性充裕及貨幣走強利好亞洲市場；「反內卷」政策有助支撐中港股票走勢，擱置稅務改革利好韓股

美聯儲於9月如期減息25點子，主席鮑威爾形容這次減息屬「風險管理」。儘管通脹依處於高位，但新增職位減少，勞動市場存在下行風險，促使央行把貨幣政策調整至更為中性的立場。最新點陣圖顯示，今年餘下時間或有兩次減息機會¹，有利風險資產表現。東亞聯豐團隊因此對股票維持樂觀看法，並繼續看好美股，因其經濟仍具韌性。歐洲方面，由於法國政局不穩，團隊轉向更為審慎。日本經濟穩健，市場普遍預期新一任領導層將推出更積極的財政措施以應對通脹和強化美日關係，因此團隊亦看好日股。同時上調對亞洲整體股市觀點，重點關注流動性充裕的中港股票市場，以及近期擱置稅務改革的韓國市場。

美國聯邦基金利率中位數



資料來源：美聯儲，數據截至2025年9月19日

看好美日股票市場，因兩國經濟持續強韌；法國政局不穩令歐洲立場轉趨中性

美國就業市場面臨下行風險，儘管通脹依舊高企，但美聯儲為平衡支持勞動市場與控制通脹的雙重目標，於9月如期重啟減息周期。美國8月通脹率按年上升2.9%，為今年1月以來最大增幅²，雖然美聯儲認為物價上漲屬短期現象，但仍需進一步觀察。值得注意的是，美國就業市場明顯放緩，下行風險日益增加。8月非農業就業人數僅增加2.2萬，遠低於市場預期。失業率由7月的4.2%輕微上升至8月的4.3%。東亞聯豐團隊認為，儘管勞動市場有所放緩，美國整體經濟依然穩健。美聯儲已將今年經濟增長預測由1.4%調升至1.6%³，企業最新公布的業績也相對強韌，人工智能相關領域的投資持續增長⁴。展望未來，市場仍面臨不確定因素，包括美國最高法院將審理總統特朗關稅政策的相關訴訟，裁決或於年底前公布，結果可能對市場情緒帶來影響，投資者須密切關注。

法國政局不穩及赤字惡化等，促使評級機構惠譽於9月12日下調法國主權評級，引發債市大幅波動⁵。歐洲主要經濟體的不穩定，使我們對歐洲的立場轉趨審慎。歐元區第二季經濟顯著放緩，僅增長0.1%。然而，消息好壞參半，8月製造業採購經理指數升至50.7，為2022年年中以來首次錄得按月改善⁶。德國的債務改革及未來12年5,000億歐元的特別基礎設施投資基金，突顯德國積極的財政政策立場⁷。儘管今年投資對增長貢獻有限，團隊預期歐元區中期經濟增長將可望達0.5至1%。短期內，歐洲仍難完全擺脫美國關稅及全球經濟不確定性的影響，但鑒於歐股估值合理，且長期具增長潛力，團隊對該區維持中性立場。

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

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

³ 見美聯儲網站，<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20250917.pdf>

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

⁵ 見惠譽網站，<https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-france-to-a-outlook-stable-12-09-2025>

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

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

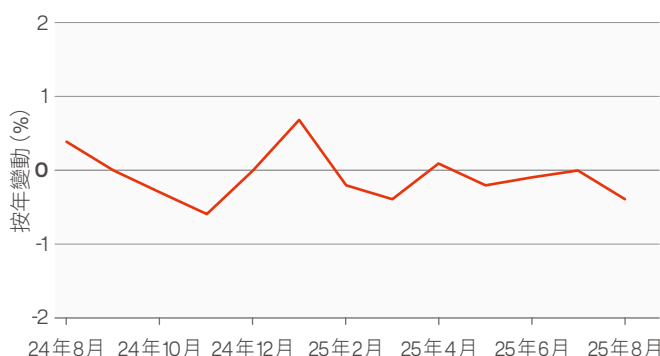
日本方面，首相石破茂宣布辭職，自民黨將重新選出新黨魁，新領導層將聚焦協助家庭應對通脹。市場普遍期待新政府推出支持經濟增長的財政措施⁸。與此同時，日本整體消費向好、企業開支穩定，經濟也穩步擴張。日本第二季國內生產總值年度化增幅達2.2%，連續五季錄得增長⁹。出口情況亦有所改善，8月整體出口按年下跌0.1%，較7月2.6%的跌幅大幅收窄¹⁰。在日本宏觀經濟向好的背景下，我們對日股持樂觀看法，但將會密切關注新首相政策方向及貨幣政策動向。

看好中港和韓國等亞洲股票，關注中國物價走勢

東亞聯豐團隊提升對整體亞洲股票的看法，尤其看好中國、韓國及個別台灣科技股。人民幣和亞洲貨幣走強，有助提升環球投資者對新興市場的配置。

中國內地流動性充裕，投資者通過融資買入股票，推動中港股市上漲。受惠於流動性充裕、「反內卷」政策推動、科技本土化趨勢加強及中美貿易緊張局勢緩和，團隊看好中港股票。然而，中國內地經濟活動和物價仍然疲弱，8月製造業採購經理指數繼續處於收縮區間為49.4。而物價指數則按年下跌0.4%，3個月內再次跌落負值¹¹。中國內地對過度競爭及產能過剩的整治，工業品價格出現初步回穩跡象。但股市能否進一步走高，則取決當局是否推出更多有力刺激經濟政策及通縮趨勢可否扭轉。在「反內卷」政策推行，加上不少股票估值仍屬合理，因此團隊認為中港股票具備由下而上的選股機會。隨著全球利率見頂，中港等亞洲區內具有穩定息率的價值型股份，預計將有機會持續吸引國際資金。中國消費雖尚未出現明顯改善，但已漸趨穩定，非必需消費品和新興消費類股份表現向好，市場亦預期當局可能進一步推出刺激消費的政策提振內需。

中國消費者物價指數



資料來源：國家統計局，數據截至2025年9月19日

除中國以外，韓國也是團隊看好的市場之一。總統李在明較早前提出降低資本利得稅門檻，引發當地股市短期下挫，但隨著政府最終放棄該計劃，股市隨即反彈¹²。韓國第二季國內生產總值按年上升0.6%¹³，加上美國減息為韓國等亞洲央行提供減息空間，有利流動性，因此團隊看好韓國股市，特別是人工智能相關的企業。隨著全球人工智能基礎建設和技術應用不斷擴大，相關產業板塊亦有望受惠。

總結

美國重啟減息週期，利好風險資產表現。團隊看好美國、日本以及中韓等亞洲市場，但由於法國政局不穩，對歐洲持審慎態度。當前市場仍然存在多項不確定性因素，建議投資者適度配置於不同地域與板塊，以分散風險。



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

⁹ 見日本時報網站，<https://www.japantimes.co.jp/business/2025/09/08/economy/gross-domestic-product-grew-22-last-quarter/>

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

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

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

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

柳暗花明

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 | 黃燕娥



外匯 美匯指數

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

美勞動力弱且通脹未見大壓力，料美聯儲較傾向減息

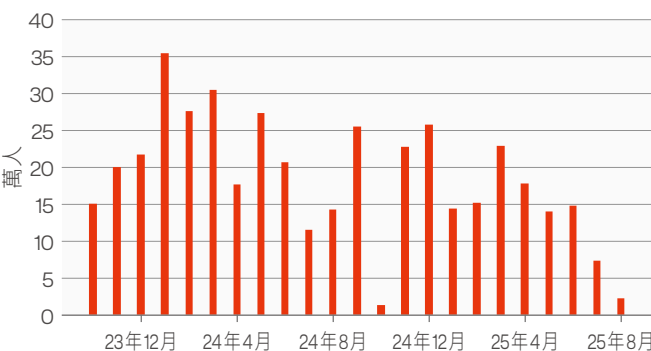
美匯指數第4季預計波幅範圍 95.00 至 100.00

美匯指數1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

美國非農新增職位人數走勢



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

美國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第2季	3.8 (按年)
失業率	2025年8月	4.3
零售銷售	2025年8月	4.3 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年8月	2.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

美國實施關稅政策，勞動市場已顯現疲弱勢頭

美國對各貿易夥伴實施百年來最高的進口稅率，雖然目前來說美國消費者表現比預期更具韌性，但近期數據已表明，關稅已經影響到就業、經濟增長和通脹。在美國政府停擺期間，9月官方就業報告雖未能如期公布，但從多項私營部門指標顯示，當地近期招聘疲軟、裁員幅度有限、薪資漲幅溫和上漲，且勞動力需求趨緩。由此可見，如果這種較弱的勞動市場表現持續，很可能促使美聯儲於10月再次降息。



若通脹上漲，聯儲局或調整貨幣政策路徑

美國8月的CPI按年升2.9%，較7月時升幅2.7%上升了0.2個百分點並創7個月新高，按月CPI亦升0.4%；而核心CPI按年升3.1%。市場預期或因特朗普的關稅政策持續推高當地通脹，而有關影響或於稍後的時間表現更明顯，因此投資者亦須關注最新的通脹環境。如果屆時通脹數據顯著走高，美聯儲或可能會調整其後的寬鬆政策路徑。

美聯儲重將採取逐次會議決策的議息安排

美聯儲於9月的議息會議中將利率下調25個基點至4.00%至4.25%，是自去年12月以來再次降息，並暗示在今年餘下時間穩步降低借貸成本。美聯儲主席鮑威爾強調是次降息行動是為了應對勞動力市場疲弱的風險管理式降息，並不是一個持續性的減息部署，關於利率前景，會採取逐次會議決策的安排。同時，美聯儲亦嘗試淡化貿易政策將引發的通脹風險，從而聚焦經濟增長或呈疲軟和失業率或會上升的議題上。美聯儲9月的利率點陣圖顯示，在今年剩餘下的兩次會議上將再降息兩次共50個基點，但在明年則只會再降息一次。因此，可見美聯儲亦有持續降息的準備，而有關的降息步伐短期亦比各大央行進取，料有關行動將影響美元短期吸引力。

外匯 歐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

歐洲央行對經濟持樂觀看法，減息周期或見尾聲

歐元兌美元第4季預計波幅範圍

1.1500 至 1.2000

歐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

歐元及美匯指數5年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年10月

歐元區主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第2季	1.5 (按年)
失業率	2025年8月	6.4
零售銷售	2025年7月	2.2 (按年)
消費物價指數 (HICP)	2025年9月	2.0 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

歐洲央行利率立場轉向將支持歐元區經濟

歐洲央行於9月維持利率於2%不變，歐央行總裁拉加德亦對經濟增長和通脹持樂觀看法，稱經濟正繼續處於良好狀態，面臨的風險已變得更加平衡。市場將有關言論解讀為在未有重大經濟增長衝擊的情況下，歐洲央行可能在短期內已經完成本輪降息周期。利率期貨市場價格顯示，歐洲央行的利率政策或已轉向，開始步向當前寬鬆周期的終點。另外，德國將大幅增加財政支出，在提振歐元區經濟之際，亦減少了進一步降息的必要性。減息行動已逐步奏效，低利率環境有利經濟發展。

美國經濟放緩料拖累美元，歐元因此受惠

歐盟與美國達成貿易協定後，因市場對美歐貿易協定不利歐洲經濟的解讀，加上市場亦急於解除之前對歐元看漲的倉位，令歐元兌美元於7月一度跌約3%並跌破1.1400水平。及後，因美國就業數據疲弱，令市場擔心美國經濟或會大幅放緩，美元下跌並帶動歐元回升至1.1650上方水平。因歐元與美元及美匯指數的表現關係密切，在美國經濟仍受關稅變數困擾的預期下，美元短期上升動力或會受限，歐元表現料變得有利。



外匯 英鎊兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

英倫銀行偏鷹貨幣政策為英鎊持續帶來息差優勢

英鎊兌美元第4季預計波幅範圍

1.3200 至 1.3700

英鎊兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

英國GDP走勢(按月)



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

英國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第2季	1.4 (按年)
失業率	2025年7月	4.7
零售銷售	2025年8月	0.7 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年8月	3.8 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

英國通脹高企，預期將限制英倫銀行持續減息

英倫銀行於9月議息會議中維持利率4%不變，並放慢其量化緊縮計劃的步伐。英倫銀行行長貝利重申，英國尚未擺脫通脹升溫的困境。根據英國就業數據顯示，當地招聘情況疲弱但工資增長持續，這或使通脹變得頑固。英國8月的通脹率維持在3.8%，在主要發達經濟體中屬最高水平。在通脹升溫且就業市場疲軟的前景下，預期英倫銀行漸進降息方式將變得更謹慎。利率期貨市場價格顯示，市場預計英倫銀行在今年餘下時間內減息的機會不高。當然，目前英國的利率已高於大多數國家，加上英倫銀行偏鷹的貨幣政策立場，將為英鎊持續帶來息差優勢，支持英鎊表現。

英國經濟增長料放緩，但仍優於主要歐洲國家

因政府支出增加及出口商趕在美國加徵關稅前發貨，英國經濟在今年上半年增長強勁，第1季及第2季的GDP分別增長0.7%及0.3%。但第3季開局表現平淡，7月的GDP按月無增長。服務業和建築業雖有溫和增長，但被製造業的下降所抵銷。我們預期美國關稅在全球實施的影響下，英國下半年的經濟表現料較平淡，但預期增長率仍能高於其他主要歐洲國家。

英鎊短期料受英國財政狀況影響，但基本面仍佳

在9月中時，市場對英國的赤字控制及債務水平感到擔心，令英國30年期國債收益率曾短暫飆升至1998年以來最高位，英鎊曾於單日內挫1%。在一般情況下，國債收益率上升會支撐英鎊匯價。然而，該次收益率上升的原因是對英國財政狀況前景擔憂，而不是對經濟增長的預期樂觀，英鎊因此受壓。我們預期，市場仍正觀望英國政府能否有效解決預算赤字規模和債務增長速度問題，料英鎊短期較受英國財政狀況消息所影響，但中長線而言，英鎊的基本面仍佳。



外匯 美元兌日圓

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

日本通脹及經濟情況將主導日央行加息步伐

美元兌日圓第4季預計波幅範圍

142.00 至 149.00

美元兌日圓1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

日本主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第2季	1.0 (按季年率)
失業率	2025年8月	2.6
零售銷售	2025年8月	-1.1 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年8月	2.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

美日關稅政策對日本經濟影響仍屬未知數

雖然日本跟美國在7月下旬達成關稅協議，但稅率仍高，為日本經濟帶來壓力。工業產出受關稅影響而下滑，失業率雖然創下多年新低，但零售銷售增速仍遠低於預期。受美國關稅政策影響，令汽車出口減少，使日本對美國的出口出現萎縮。8月日本貿易逆差額為2,425億日圓，連續第2個月出現逆差。同月，日本對美國的出口額按年大減13.8%至1.39萬億日圓，連續第5個月減少；對美進口額則大增11.6%至1.06萬億日圓，是7個月以來首次增長。日本與美國達成貿易協議後，對日本經濟的實際影響目前仍是未知數，令日本央行短期加息的決定帶來更多考慮。日本央行副行長冰見野良三亦曾於9月初表示，日本央行應繼續加息，但亦警告全球經濟的不確定性仍高，這亦表明日央行並不急於推高目前仍處低位的借貸成本。我們預期，若日本經濟進一步變差，將迫使日央行維持較慢的加息部署。

日央行須確定持續通脹符合預期才作加息決定

日本整體通脹表現降溫，8月全國通脹率按年升2.7%，連續第7個月放緩。作為日本通脹領先指標的東京核心CPI在8月按年上漲2.5%，較7月的2.9%放緩，這使得日本央行決定下一次加息時機變得更加複雜。雖然日本通脹率保持在2%以上已超過三年，但日本央行總裁植田和男多次強調，對進一步加息的決定須小心看待，以確保物價上漲是由工資增長和內需推動。另一方面，全球經濟增長放緩以及美國提高關稅對日本經濟的打擊可能會壓抑物價，提升日央行加息門檻。

日本CPI走勢 (按年)



資料來源：路透社，數據截至2025年9月



外匯 澳元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

澳洲央行緩慢減息，有助鞏固澳元利差優勢

澳元兌美元第4季預計波幅範圍

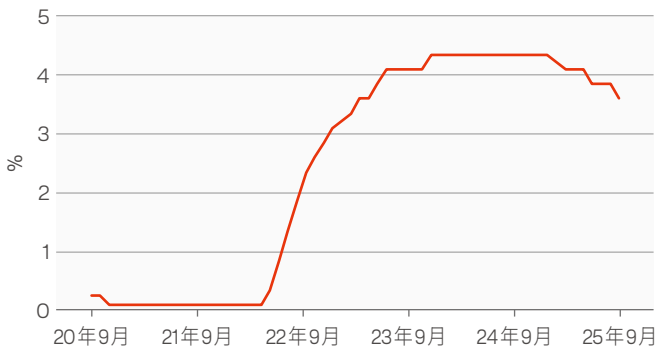
0.6400 至 0.6900

澳元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

澳洲基準利率



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

澳洲主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第 2 季	1.8 (按年)
失業率	2025 年 7 月	4.2
零售銷售 (初值)	2025 年 6 月	1.2 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2025 年第 2 季	2.1 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

澳洲央行緩慢推進減息加強澳元利差優勢

澳洲央行於8月進行今年第3次降息，將指標隔夜拆款利率下調0.25個百分點至3.6%。澳洲央行預期核心通脹將放緩至2-3%目標區間的中間水平，且勞動市場將會維持穩定，並暗示將會進一步實行寬鬆的貨幣政策。因此，我們預期澳洲央行將緩慢地推進減息計劃，以實現央行的通脹和就業目標，這將為澳元帶來顯著的利差優勢。利率期貨價格預期澳洲央行將於今明兩年繼續緩慢降息，最終利率水平或將降至3.10%。另外，若然美國經濟數據繼續走軟，將增加美國更快降息的可能性，為澳元整體走勢帶來支持。

大宗商品價格上漲支持澳元近期表現

受惠美元於年初開始逐步走弱，大宗商品價格上漲不少，當中澳洲的主要出口鐵礦石，其期貨價格亦同步上升，有利澳洲經濟。另外，若中國經濟動能逐步提升，將有望刺激澳洲的經濟活動及鐵礦石出口，為澳元帶來中長線的上升動力。

市場短期風險偏好轉好將提振澳元

隨著美國對貿易夥伴實施的關稅政策正逐步落實，關稅的不確定性漸減，令投資者重拾市場風險偏好，作為G10貨幣中風險偏好代表的澳元，料短線表現將獲得提振。



外匯 紐元兌美元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

紐央行貨幣政策轉鴿或令紐元短期升幅受限

紐元兌美元第4季預計波幅範圍

0.5800 至 0.6300

紐元兌美元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

紐西蘭主要經濟數據表現	時段	數值(%)
國內生產總值 (GDP)	2025年第1季	0.8 (按季)
失業率	2025年第2季	5.2
零售銷售	2025年第2季	2.3 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年第2季	2.7 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

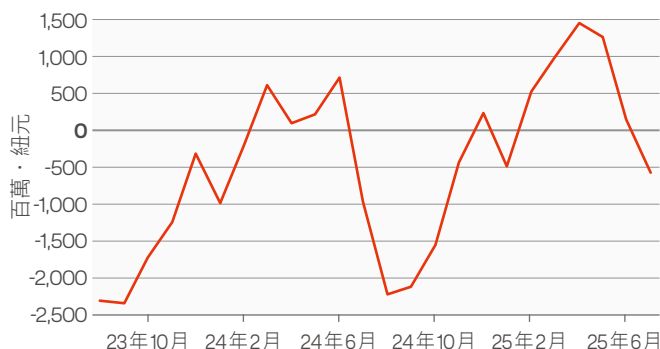
央行貨幣政策轉向或為紐元帶來壓力

紐西蘭央行於8月的議息會議中將官方隔夜拆款利率 (OCR) 下調25點子至3.00%的3年低位。紐央行在貨幣政策聲明中表示，當地及全球經濟增長正面臨不利因素，若中期通脹壓力如期緩和，將有進一步下調利率的空間。紐央行通過貨幣政策立場轉鴿來支撐經濟增長，令紐元於議息會議後應聲下跌。利率期貨市場價格顯示，市場預計紐央行於今年底前及明年仍有減息機會。在減息周期短時間仍未完結的前題下，或為紐元兌其他非美貨幣帶來壓力。

紐西蘭7月貿易轉錄逆差，料受美國關稅影響不大

紐西蘭7月商品出口按年增長10%至67.06億紐元，進口亦升2.6%至72.84億紐元。雖然轉為錄得貿易逆差達5.78億紐元，但仍低於上年同期的10.22億紐元。雖然紐西蘭被美國加諸更高關稅15%，但仍較其他國家的稅率低。因此，我們預期美國實施的關稅政策對紐西蘭經濟影響有限。加上，環球經濟於美國關稅威脅過後料將重回正軌，中長線有助紐西蘭出口增長。另外，中國是紐西蘭最大的貿易夥伴，若中國經濟逐步增長，將有利紐西蘭農產品出口需求，屆時將進一步支持紐元的整體表現。

紐西蘭貿易差額



資料來源：路透社，數據截至2025年9月



外匯 美元兌加元

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

加國經濟面臨美關稅壓力，加央行仍有降息空間

美元兌加元第4季預計波幅範圍 1.3500 至 1.4000

美元兌加元1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

加拿大主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值 (GDP)	2025 年第 2 季	-1.6 (按季年率)
失業率	2025 年 8 月	7.1
零售銷售	2025 年 7 月	-0.8 (按月)
消費物價指數 (CPI)	2025 年 8 月	1.9 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

經濟疲軟及通脹壓力減弱，加強降息合理性

由於加拿大經濟疲軟和通脹壓力放緩，加拿大央行在9月議息會議中下調基準利率25個基點至2.50%，為自今年3月以來首次降息，並創下三年來利率低點，加元亦因而走軟。加央行於貨幣政策聲明中表示，勞動力市場自7月持續放緩，潛在通脹壓力也因加拿大取消對美國大部分報復性關稅而減弱，因此決策委員會認為降息將有助更好地平衡風險。於此同時，該聲明亦刪除了7月會議中「可能需要進一步降息」的表述，反映央行在後續政策方向上保持謹慎態度，表示將評估最新經濟數據，並在必要時採取進一步降息行動。利率期貨價格亦反映市場預期加拿大央行可能在第四季度再次降息。

美國關稅政策削弱加拿大經濟增長動力

美國對加拿大出口的汽車、鋼鐵與鋁等產品加徵關稅，對多個關鍵產業造成負面影響。企業投資或因此考慮延後，需求前景亦趨脆弱。美國對加拿大商品需求減少，導致加拿大整體貿易逆差擴大。加拿大7月錄得49億加元貿易赤字，雖較6月的60億加元有所收窄，但仍高於市場預期的47.5億加元。由於對美國出口大幅下降，加拿大第二季度國內生產總值 (GDP) 按季年率萎縮1.6%。此外，加拿大失業率持續上升，8月數據升至7.1%，創九年新高，且就業萎縮集中在受貿易影響的產業，就業市場疲弱亦壓制短期家庭支出，最終對當地經濟構成壓力。綜合以上可見，美國對加拿大施加的關稅措施正在削弱其短期經濟增長動力。

加拿大失業率表現



資料來源：路透社，數據截至2025年9月



外匯 美元兌離岸人民幣

東亞銀行財富管理處高級投資策略師 黃燕娥

中國出口增速下降，但仍有望實現全年經濟增長目標

美元兌人民幣第4季預計波幅範圍

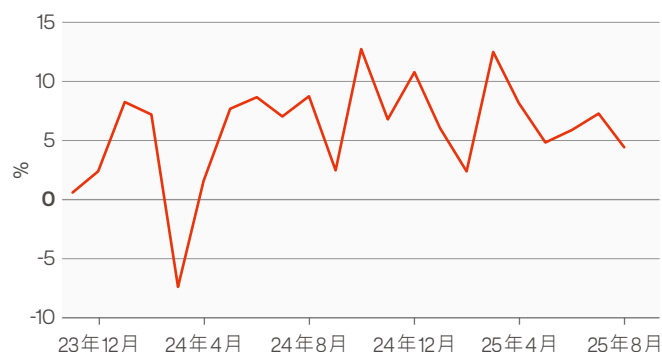
7.0900 至 7.1900

美元兌人民幣1年走勢圖



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

中國出口走勢 (按年)



資料來源：路透社，數據截至2025年9月

中國主要經濟數據表現	時段	數值 (%)
國內生產總值	2025年第2季	5.2 (按年)
失業率	2025年8月	5.3
零售銷售	2025年8月	3.4 (按年)
消費物價指數 (CPI)	2025年8月	-0.4 (按年)

資料來源：路透社，數據截至2025年9月

中國經濟數據再現不穩定，市場政策預期升溫

中國8月規模以上工業增加值按年增長5.2%，增速創下1年最低水平；社會消費品零售總額按年增長3.4%。此外，1至8月固定資產投資按年僅增長0.5%，增速創下自2020年新冠疫情以來的最差表現。三頭馬車數據全面遜預期，反映之前內地政府推出刺激經濟政策與實行較寬鬆貨幣政策的雙管齊下後，市場仍觀望增量的經濟刺激政策或預期之政策將於稍後時間兌現成經濟動能。我們預期短期將進入政策成效觀察期，全年仍有望實現4.6%的中國經濟增長目標。

中美貿易談判休戰期中已見對中國出口的影響

中美兩國貿易談判設定的關稅休戰期於8月12日關稅貿易緩和協議到期後再延長90天，市場仍在等待框架協議的更多細節。在中美關稅談判的過程中，中國對美國於8月出口2.3萬億元人民幣，增長4.8%，是6個月來最低增速，而同月對東盟國家的出口則維持較高增速。至於美國方面，6月貿易逆差創近兩年低，對中國的貿易逆差創21年來新低。由此可見，中國出口在中美關稅休戰期已漸漸產生了影響，但在雙方已達成框架協議的前提下，市場認為中美關稅談判的最終結果對市場的衝擊已大幅度減少。



穩步前行

東亞銀行財富管理處
東亞聯豐投資團隊



債券

東亞銀行財富管理處

穩步前行

本章摘要：

- 全球貿易戰緊張局勢降溫，「去美元化」進程在 2025 年第 3 季有所放緩
- 在當前全球貨幣寬鬆周期中，美聯儲對減息的取態較其他主要經濟體謹慎，這也為美國之後加快減息步伐提供了空間
- 美國就業市場數據轉弱和通脹降溫，為美聯儲重啟減息提供理由
- 聯邦公開市場委員會的組成可能偏向鴿派，促使委員會展開更廣泛討論，尤其是關於是否應將長期目標通脹率維持在高於 2% 的水平
- 我們預計美國聯邦基金利率將在 2025 年下調 0.50%，並在 2026 年再下調 0.50%。預期第 4 季內美國 2 年期國債收益率將於 3.35% 至 3.75% 之間上落，美國 10 年期國債收益率將於在 3.75% 至 4.35% 範圍內波動。
- 較長存續期債券相對較短存續期更能受惠於減息步伐加快，但由於美國的高債務水平和財政赤字問題短期難以解決，因此我們偏好中存續期而非長存續期
- 投資級別和高收益信用利差目前處於多年低位，進一步收窄的空間有限。由於發行量減少及發行人信用狀況改善，信用利差可能在未來維持低位
- 通過多元化投資於全球政府債券和以美元或當地貨幣計價的新興市場債券，是目前捕捉利息收益和尋求潛在資本增值的有效債券投資策略

央行政策回顧及債券表現比較

在本輪全球貨幣寬鬆政策中，美聯儲的減息取態較其他主要經濟體的央行更加小心謹慎。儘管美聯儲在 2024 年合共減息 1%，但在 2025 年大幅放慢減息步伐，暫時僅在 9 月份減息 0.25%，將利率區間調整至 4.00% 至 4.25%。同期，歐洲央行、瑞士央行、加拿大央行已減息 6 至 8 次不等，2025 年降息幅度介乎 1.75% 至 2.25%。美聯儲審慎的貨幣政策令美國基準利率高於大多數主要國家，但也為未來進一步寬鬆留下了空間。



央行	基準利率	自最近利率峰值 減息次數	累積減幅	疫情以來利率峰值	截至 2025 年 9 月 底的最新利率
美聯儲	聯邦基金利率（上限）	4 次	-1.25%	5.50%	4.25%
歐洲央行	歐洲存款機制利率	8 次	-2.00%	4.00%	2.00%
英倫銀行	官方銀行利率	5 次	-1.25%	5.25%	4.00%
澳洲儲備銀行	現金利率目標	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%
新西蘭儲備銀行	官方現金利率	7 次	-2.50%	5.50%	3.00%
瑞士國家銀行	瑞士政策利率	6 次	-1.75%	1.75%	0.00%

資料來源：彭博，數據擷取於 2025 年 9 月 30 日

我們認為美聯儲在本輪全球貨幣寬鬆政策中表現得更加保守和謹慎，除了因為美國的經濟增長和就業市場相對其他市場更強和更具韌性之外，更主要的原因是來自關稅及稅制改革政策對經濟及通脹影響的不確定性。同時，美國的通脹下降速度比歐元區、加拿大及澳洲等經濟體更為緩慢，且仍處於相對高於其他國家的水平。

國家/地區	實際國內生產總值 (按年變幅)		消費物價指數 (按年變幅)		工業生產 (按年變幅)		失業率	
美國	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%
歐元區	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%
英國	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%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月30日

鑒於美國減息次數及幅度相對較少，自2025年以來，美國國債的表現落後於其他地區的本地政府債券。對此不利表現的影響還因美元走弱進一步放大，尤其是對以美元計價的投資者而言更甚。截至2025年9月29日，年內及第3季主要債券指數表現如下：

債券指數	年內表現 (截至2025年9月29日)	第3季表現 (截至2025年9月29日)
彭博美國國債：1-3年總回報指數	3.94%	1.07%
彭博美國國債：5-7年指數	6.77%	1.41%
彭博美國國債：20年以上指數	5.39%	2.74%
富時世界國債指數	7.29%	0.03%
彭博環球綜合 — 企業債指數	9.42%	1.89%
彭博環球高收益企業債券總回報指數	9.35%	2.31%
摩根大通亞洲信貸指數	7.52%	3.3%
彭博新興市場本地貨幣政府多元化指數	13.30%	1.62%
彭博美元新興市場政府權重上限指數	10.16%	4.48%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

債券

儘管第3季度較長期的國債表現強勁，但20年以上的長期國債年初至今的表現仍然落後於中期國債。這主要是由於美國政府的赤字及債務水平高企且持續上升，令市場對美國財務狀況產生憂慮（詳情請參閱上季《債券》章節）。雖然美國債務問題在短期內難以解決，但美國對全球實施的關稅政策更加明確，以及美國國會通過《大而美法案》有望刺激消費與企業投資，因而改善了市場情緒。因此，我們看到「去美元化」進程在第3季度末暫時放慢，令美元指數維持在低位和長期國債溫和反彈。

美聯儲理事會組成或變得偏向鴿派

美聯儲在今年首8個月一直未有減息，立場與美國總統特朗普相左，令美聯儲主席鮑威爾多番遭到特朗普及其管治班子的強烈批評。特朗普更揶揄鮑威爾為「Mr. Too Late」，以表達他對美聯儲遲遲未有降息的不滿。

鮑威爾作為主席的任期將於2026年5月屆滿，距今不足1年。雖然特朗普曾於2017年提名鮑威爾擔任此職位，但他已表明不會再次提名鮑威爾連任。特朗普亦暗示，他可能會在鮑威爾任期結束之前提前公布繼任人選，並據稱已有潛在候選名單。

雖然我們無意預測下一任美聯儲主席的人選，但我們認為，美聯儲理事會的組成及具投票權的成員的變化，都可能令美聯儲的立場偏向更鴿派。一個對貨幣政策取態更溫和的美聯儲理事會料將會就美國是否應將其長期通脹目標保持在高於2%的水平進行廣泛討論，並且在目前通脹仍然相當頑固時，是否允許美聯儲更快速降低利率。

然而，特朗普政府對美聯儲的持續干預，引發市場對央行獨立性的擔憂，並有機會進一步推高長期國債收益率。如此一來，美國的國債收益曲線可能變得更加陡峭。從1970年代的高通脹等歷史經驗所得，白宮不應頻繁地干預央行運作，以維護政策的穩定性和央行的可信度。（詳情請參閱本季《宏觀策略》章節）在美聯儲獨立性受質疑的背景下，未來美聯儲的政策走向及利率設定，無疑將繼續引來市場的密切關注。投資者面對國債收益率變化和通脹風險，應保持高度警惕。

美聯儲雙重使命：促進就業與穩定通脹

美聯儲須肩負「雙重使命」，即保持物價穩定和達到最高就業水平。聯邦公開市場委員會認為，理想的通脹率為2%。而就業方面，委員們最新預估則認為失業率應為4.2%。雖然此前提及美國經濟表現具韌性是美聯儲在進一步放寬貨幣政策上保持謹慎的主要原因之一，但我們也看到其「雙重使命」的相關指標正適度轉弱。通脹方面，8月的消費者價格指數（CPI）和核心個人消費支出物價指數（Core PCE）的按年增長皆錄得2.9%，暫未見有大幅回升的風險。8月的核心生產物價指數（Core PPI）則降至2.8%。若果進一步觀察進口價格及剔除服務業的商品生產物價指數，則可以看到比較顯著的下降趨勢。儘管現時尚未能確認美國通脹正持續性下降，但特朗普政府的關稅措施對通脹影響的程度暫未有令市場和美聯儲感到過份擔憂。



日期	核心消費物價指數 (按年變幅)	核心個人消費 支出物價指數 (按年變幅)	核心生產者物價指數 (不包括服務) (按年變幅)	核心生產者物價指數 (按年變幅)	進口價格 (按年變幅)
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%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

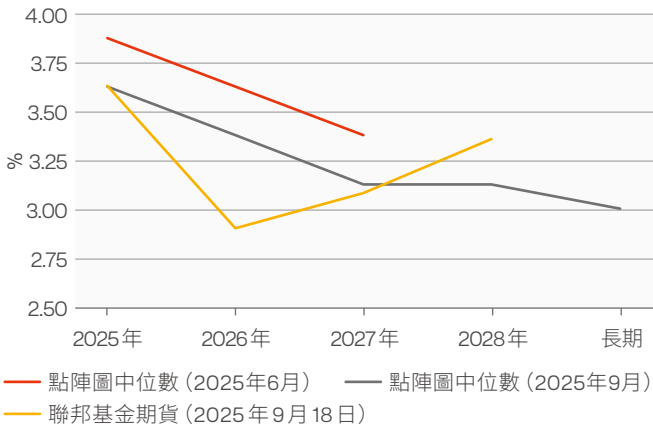
美國就業市場近月明顯轉弱。美國8月的失業率為4.3%，屬於歷史標準中的偏低水平，並且與美聯儲的預測相若，但我們觀察到就業不足率、每小時平均工資和勞動參與率均呈現出略顯疲弱的跡象。一個更明顯有力的證據來印證就業市場轉弱的是非農就業數據，該數據從2021年每月新增約60萬就業人數，下降至截至今年8月的年內平均僅7.5萬人。而8月的非農就業人數僅增2.2萬，已連續4個月低於10萬人。

日期	新增非農就業人數 (月均)	失業率	就業不足率	平均每小時工資 (按年變幅)	就業參與率
截至2025年8月	7.5萬	4.3%	8.1%	3.7%	62.3%
2024年12月	16.8萬	4.1%	7.5%	4.0%	62.5%
2023年12月	21.6萬	3.8%	7.2%	4.1%	62.5%
2022年12月	38.0萬	3.5%	6.6%	4.9%	62.3%
2021年12月	60.3萬	3.9%	7.3%	5.0%	62.0%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月19日

註：2021年至2024年的失業率、就業不足率、平均每小時工資和就業參與率，為該年12月的數據

最新點陣圖 (2025年9月)



*美聯儲6月會議上沒有提供2028年的利率計劃

資料來源：美聯儲，數據擷取於2025年9月18日

偏好中期存續期債券

在9月份的會議中，美聯儲如預期地將基準利率下調0.25%。同時，美聯儲亦暗示今年將再進行兩次減息，而最新的點陣圖顯示，2026年及2027年將各進行一次0.25%的減息，並將長期利率保持在3.00%不變。「就業需求放緩」被列為比六月預測多一次減息的主要原因。政策制定者亦略微上調了2025年及2026年的經濟增長及通脹中位數預期。美聯儲強調，目前的決策框架採用「逐會逐定」的方式，並承認目前通脹「有所上升且仍然偏高」。

債券

聯邦基金利率 %	2025		2026		2027		2028		長期預測	
	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				
中位數	3.875	3.625	3.625	3.375	3.375	3.125	不適用	3.125	3.000	3.000

投資者亦須留意，在美聯儲於9月舉行的會議中，委員會以11票贊成、1票反對的情況下，決定將聯邦基金利率目標範圍下調25點子至4.00%至4.25%，此前已連續5次會議維持利率不變。在會議前剛剛宣誓就職的美聯儲成員米蘭（Stephen Miran）曾主張進一步進行半厘的大幅度減息。展望2026年，美聯儲的點陣圖中位數預測為3.375%，比現時利率低0.75%，僅比6月的點陣圖預測低0.25%，但只要有一位委員採取更溫和的鴿派立場，點陣圖便可能再向下調整0.25%。

因此，我們已修訂對美國未來減息的預測，預期在2025年餘下日子仍會減息50點子，並在2026年額外減息50點子。具體到美國國債收益率預估，基於我們對美國2025年仍然有減息兩次的預期，預期第4季內美國2年期國債收益率將於3.35%至3.75%之間上落，美國10年期國債收益率將於3.75%至4.35%範圍內波動。

鑑於(1)美國基準利率處於高位，(2)美聯儲在目前的寬鬆周期中減息步伐落後於環球其他央行，(3)美聯儲雙重使命的相關數據有轉弱跡象，及(4)美聯儲理事組成或會偏向溫和鴿派，我們對存續期的偏好有所延長，從1至3年的短存續期移至5至10年的中存續期。我們認為此舉有助債券投資者捕捉潛在加快減息利好債價的潛力。同時，我們對10年以上的長存續期債券維持審慎看法，主因包括：(1)對美國債務長期可持續性的擔憂，(2)美國政策不確定性仍存在，「去美元化」情緒可能重新升溫，(3)市場擔憂美聯儲的獨立性被削弱，以及(4)若關稅最終轉嫁至美國消費者，通脹風險可能加劇。

全球政府債券表現

日期	全球政府債券	美國政府債券	亞洲美元政府債券	新興市場美元政府債券	新興市場政府債券
2025年1月1日至 2025年9月29日 的回報	7.29%	5.36%	4.50%	9.57%	13.30%

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

除美國國債之外，非美國政府債券亦具有吸引力。上表顯示，美國國債在今年表現遜於其他政府債券指數，其疲弱表現在與以美元計價的本地貨幣政府債券相比時更明顯。今年初至9月29日，美國國債的回報約為5.4%，而以美元計價的全球政府債券回報達7.3%。新興市場本地貨幣政府債券的表現明顯領先，期內以美元計價的回報達到13.3%。毫無疑問，部分領先表現可歸因於美元疲弱。然而，美國國債的回報也落後於新興市場美元政府債券（9.6%）。我們在上季建議投資者應考慮非美元計價的債券及多元化債券的投資組合，不應僅限於以美國為中心的投資策略，轉而採取更全球化的部署，上季債券市場的回報正好印證我們建議的多元化策略奏效。



不同期限的政府債券表現分化

政治局勢、財政狀況、債務可持續性、通脹走勢以及勞動力市場情況均是影響各國長期貨幣政策的重要因素，導致不同期限的全球各國政府債券表現呈現出分化表現。儘管部分國家推行寬鬆的貨幣政策，一些國家的長期債券收益率仍然不跌反升。

國家債券	2024年 12月31日 收益率	2025年 9月29日 收益率	收益率變化
美國30年 國債收益率	4.78%	4.70%	-8點子
德國30年 國債收益率	2.60%	3.27%	+67點子
法國30年 國債收益率	3.73%	4.34%	+61點子
英國30年 國債收益率	5.13%	5.51%	+38點子
澳洲30年 國債收益率	4.83%	4.98%	+15點

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

債券

儘管美聯儲、歐洲央行、英國央行及澳洲央行在今年相繼推出貨幣寬鬆措施，這些經濟體的長期國債收益率卻顯現出高波動性和收益率出現顯著上升。在美國方面，30年期收益率曾在第三季度再次突破5%，直至美國就業數據有疲弱跡象及美聯儲展現出溫和降息傾向後才回落。我們此前已分析過美國長期債券收益率上升的原因。而在歐洲方面，德國則因應地緣政治及經濟挑戰，放寬了其一向嚴格的財政規範，這標誌着德國的理財哲學從嚴到寬的歷史性轉變。至於法國，新任總理（兩年內的第5位）勒科爾尼（Sebastien Lecornu）的首要任務是在分裂的議會中推動幅削減赤字的預算案。而在英國，當地的經濟情況亦出現挑戰。財政大臣里夫斯（Rachel Reeves）也正面臨挑戰，她需要在穩住投資者信心與避免引發英國陷入財政困局之間取得平衡，即稅收增加對需求和增長造成打擊，進而引發市場進一步疲弱的惡性循環。同時，英倫銀行行長貝利（Andrew Bailey）特別提到當地的勞動力參與率持續疲弱，通脹率則仍高於3.5%兼有繼續上升的趨勢，情況令人憂慮。與此同時，澳洲的通脹率急劇反彈，進一步加大了該國長期債券收益率上升的壓力。

表現優異的新興市場債券

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

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

在歐洲，儘管如前所述德國、英國及法國的主權債券遭遇拋售，但意大利的主權債券表現突出。這主要歸功於評級機構穆迪將該國信用評級展望於2025年5月調升至正面，反映出意大利在2024年的財政表現有所改善、國內政治局勢趨於穩定，以及實現中期財政結構目標的可能性日益增加。

至於新興市場，土耳其的信用評級於2025年7月獲穆迪由「B1」調升至「Ba3」，主因該國採取了有效的經濟政策，成功重建投資者對土耳其里拉的信心。同時，土耳其央行堅持緊縮貨幣政策，有效緩解通脹壓力。印度的信用評級亦獲另一評級機構標準普爾調升至「BBB」，反映該國經濟穩健、政策穩定，以及在基礎設施投資持續投入為經濟帶來持續的增長動力。

此外，印尼、巴西、墨西哥和南非等國的信用評級在2025年保持穩定。該些國家的通脹穩定使得央行能降低基準利率，並繼續展示出經濟韌性，推動本國貨幣兌美元升值。截至今年9月29日，巴西雷亞爾、墨西哥披索及南非蘭特分別對美元升值了6%至12%。

新興市場中不少國家的信用評級穩定甚至出現改善、貨幣匯率走強，以及經濟穩定性提升。同時，與成熟市場相比，新興市場提供更具吸引力的債券收益率。特別是在有利的貨幣政策環境下，這些市場為投資者創造了多元化投資機會與增加債券投資組合回報的潛力。

企業債券與高收益債券的風險與機遇

企業債券	全球 企業債	全球 高收益債	亞洲美元 投資級別	亞洲美元 高收益債
今年初至 9月29日 表現	9.56%	9.69%	6.48%	8.13%
信用利差 由今年初至 9月29日 的變動	收窄 8點子	收窄 21點子	收窄 18點子	收窄 98點子

資料來源：彭博，數據擷取於2025年9月29日

現在，讓我們從全球政府債券轉向企業債市場。截至9月29日，企業債表現優異，並且跑贏政府債券。今年以來，全球企業債券及全球高收益債券（所有貨幣計價）均錄得逾9%的回報率。誠如我們在第3季度的展望報告中提到：「企業債券依然是債券投資者的重要資產配置選項。」事實上，2025年信用利差一步收窄，目前美國美元投資級別債及亞洲美元投資級別債分別低見73個點子及60個點子，是過去15年來的最低水平。

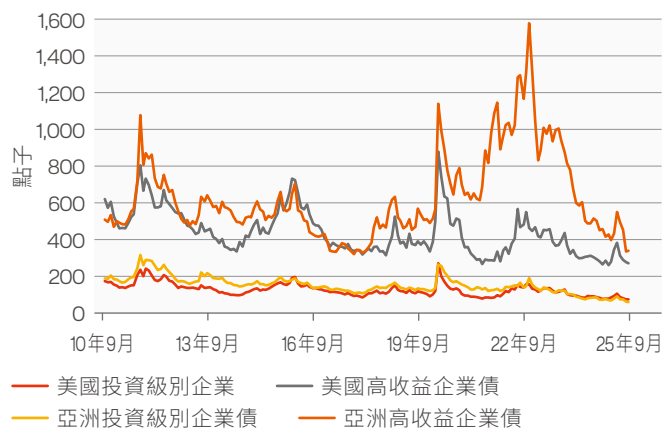
信用利差的收窄一方面反映了投資者對企業未來還債能力的信心增強，或者是對經濟前景更為樂觀；另一方面亦顯示投資者偏好具有穩健現金流及良好財務狀況的企業，並透過分散投資減低風險，避免過度投資於在財政紀律欠佳及債務可持續性受挑戰的政府發行人。此外，企業債供應有限亦是支持其表現的主要技術性因素。全球債券發行量曾在全球零利率政策期間大幅增加，但自2022年以來，隨著央行快速加息令利率大幅上升，企業為了保持資產負債表的靈活性，已大幅去槓桿。同時，部分企業逐步減少美元借貸，轉向本土市場尋求融資，以避開美元在上一輪加息周期期間升值的影響。這一現象在亞洲市場尤為明顯。

2025年企業債表現



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

美國和亞洲企業信用利差



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

下圖表列出了自2020年以來美國、歐洲及中國的利率走勢，以及美元指數的發展情況。

美國、歐洲及中國基準利率與美元指數的表現



資料來源：彭博，截至2025年9月18日

債券

美聯儲及歐洲央行在疫情期間將利率降至接近零水平，並配合大規模的量化寬鬆政策以穩定經濟。但自2022年起，通脹問題顯著升溫，促使各國央行積極加息，美聯儲在2023年將利率上限調升至5.5%，導致美元飆升。中國則採取截然不同的貨幣政策，人民銀行在疫情早期實施了溫和降息政策。當全球經濟普遍面臨通脹壓力時，中國卻受制於通縮。在2022年至2023年間，中國的房地產市場陷入困境、內需消費疲弱及經濟增長放緩等挑戰，令人行進一步放寬貨幣政策以刺激經濟復甦。

全球超低利率環境促成了一波美元計價債券發行熱潮。然而，2022年中國房地產行業的違約事件接踵而來，導致離岸市場對中國債券的需求急速萎縮。加之美元走強，進一步加重了依賴美元借貸的中國發行人的償債壓力。同時，隨著全球利率急升，中國的國內利率由疫情早期高於全球水平變成低於國際水平。這種轉變促使更多中國企業返回國內市場尋求融資，特別是在房地產行業危機之下，中國發行人在離岸美元市場的參與度進一步降低。綜合來看，中國房地產市場的低迷和國內借貸成本顯著低於美元借款成本，令不少中國企業選擇集中於國內市場發債，亦令美元計價債券的發行量在近年來急劇下降。現時仍活躍於離岸市場的中國發行人，多為財務穩健的優質企業。

值得關注的是，由於美元計價債券發行量顯著減少，而尋求收益的投資者需求相對穩定，在求過於供的情況下，導致亞洲信用利差顯著收窄。自2024年初以來，亞洲投資級別債券的信用利差已低於美國同類投資級別企業債的利差。儘管目前全球及亞洲投資級別與高收益的信用利差處於歷史低位，進一步收窄的空間有限，但基於債券發行供應有限及發行人的信用改善，信用利差可能在未來一段時間繼續維持在低位。

債券投資策略結論

踏入2025年最後一個季度，我們對全球債券市場的前景持審慎樂觀的態度。鑑於美聯儲可能展現出較為鴿派的政策取向，我們建議投資者可考慮將債券投資的存續期由短期延長至中期，以便更好地把握減息步伐加快所帶來的潛在機遇。

至於美國以外的市場，我們留意到多項有利因素正在浮現，包括債券供應受限、貿易關稅不確定性逐步減少，以及全球經濟可能實現軟著陸等情況，這些均是支持環球政府債券或信用市場的關鍵基礎。為了分散風險並提升投資組合的回報，我們建議投資者可適當分散投資至環球政府債券市場，並考慮以美元或本地貨幣計價的新興市場債券，藉以捕捉債息收入機會及探索潛在的資本增值。整體而言，上述策略旨在穩定收益和資本增值目標取得平衡，並為投資者應對多變的市場環境提供更全面的資產配置方向。



美國利率預計下行 有助支持亞洲信貸

本章摘要：

- 美國利率有下調空間，有助帶動資金流向風險資產
- 美國國債孳息率曲線陡斜、供應不足和債券贖回行動，皆利好亞洲投資級別債券，尤其是長期債券
- 韓國金融、中國科技、媒體和通訊以及印尼半主權投資級別美元債券估值相對吸引
- 亞洲高收益美元企業債券收益率可觀兼信貸基調穩健。印度再生能源、中國工業和澳門博彩業的債券值得關注

目前美國利率趨向適度緊縮，尚未達中性水平。美聯儲主席鮑威爾指出，美國關稅政策對通脹的影響料短暫，加上勞動市場開始出現疲態，預示利率將有下調空間，利好存續期較長的亞洲投資級別債券。長債供不應求，且很多亞洲企業提前贖回債券，為該板塊提供技術性支持。美國減息亦將促使資金流向風險資產，為亞洲高收益美元企業債券帶來支持。

東亞聯豐投資團隊認為，亞洲信貸市場充滿機遇，韓國金融、中國科技、媒體和通訊及印尼半主權投資級別美元債券等領域皆值得留意。高收益債券方面，印度再生能源、中國工業及澳門博彩業等行業均值得關注。

亞洲高收益債券選擇多元化

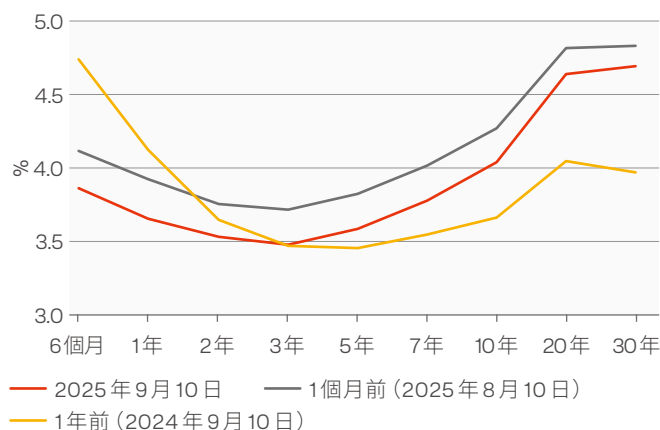
	澳門 博彩	印度 大宗商品	印度 再生能源	印尼 大宗商品	中國 工業
到期 收益率	5-7%	7-11%	6-8%	7-11%	5-9%

資料來源：東亞聯豐，截至2025年7月31日。

亞洲投資級別債券

亞洲投資級別美元債券，尤其是長期債券，料會受惠於減息預期、供應短缺及企業回購等多項利好因素支持。鮑威爾開啓減息之門，導致美國短期國債收益率急降，國債孳息率曲線因而趨陡斜。從技術層面而言，亞洲美元債券淨供應已連續3年出現負數，預計今年仍然會維持低位。2023年及2024年新發行債券中，30年期債券分別僅佔1%及3%。由於亞洲通脹較低，多數央行貨幣政策寬鬆政策，令亞洲企業得以較低成本從本土融資用作回購美元債券，部分債券甚至出現投標溢價，為投資者帶來額外回報。

美國國債孳息曲線



資料來源：Investing.com，截至2025年9月11日

韓國銀行投資級別美元債券基本面強勁

韓國達「BBB」信貸評級的金融債券選擇眾多，包括銀行與券商。當地四大銀行的普通股權一級資本充足率充裕且呈上升趨勢，而不良貸款率則維持低位，資產質素良好。整體而言，韓國金融債券估值吸引，發行人嚴控風險與資本管理，優質銀行的額外一級資本債和次級債的收益率均高於包括泰國、印度和中國等亞洲同業。

中國科技、媒體和通訊債券利差縮窄，但槓桿比率健康、基調良好

隨著中國宏觀經濟趨穩及利好政策出台，中國科技、媒體和通訊債券的信貸基本面得以改善，利差自4月起持續收窄，但與信貸評級相近的國企相比，收益率依然吸引。業內龍頭收入持續增長，多數持有大量淨現金，反映償還能力強。中國內地採取適度寬鬆的貨幣政策，令科技、媒體與通訊企業能以較低成本進行在岸融資，毋須發行美元債。加上，發行量有限但需求殷切，因此我們看好此行業的債券表現，尤其是當中的長債。

債券

印尼半主權長債估值吸引，惟須關注內閣改組引發的市場波動

近日印尼出現政治動盪，一直理財審慎並受投資者歡迎的財政部長被罷免，市場擔心新任財長可能會一改審慎理財作風，加大發債力度以支持總統振興經濟的目標，導致債市、股市與匯市下跌，央行介入穩定匯價¹。目前，印尼宏觀基調尚算穩健，外匯儲備充裕，8月底時達1,500多億美元²，因此央行應有足夠彈藥在需要時穩定匯率及資本市場。再者，新財長Purbaya Yudhi Sadewa表示將延續審慎財政政策，堅守財政赤字不超過經濟增長3%上限³，安撫市場情緒。鑒於估值具吸引力及新債發行量有限，東亞聯豐投資團隊繼續看好包括能源和石油板塊的印尼半主權美元長債，惟投資者仍須密切留意當地的政治事態發展和市場反應。

總括而言，美國勞動市場有所放緩，關稅對通脹影響有限，為美聯儲締造減息空間。減息有利投資級別債券表現，加上供應短缺及回購行動有助減低企業債務水平，為亞洲投資級別債券，尤其是長債帶來支持。

亞洲高收益債券

亞洲高收益美元企業債券選擇豐富，收益率較環球同類債券吸引，與環球資產關連性低，而且信貸基調穩健，平均信貸評級達「BB-」。市場預期亞洲高收益企業債今年違約率僅2.3%。加上供應有限，料對債價帶來一定支持。

印度主權評級獲調升，再生能源供應商未受關稅影響

儘管印度與美國存在關稅磨擦，但由於印度高收益債券選擇多，投資者可避開受關稅影響板塊。例如，再生能源供應商在當地興建風力及太陽能電廠，收入主要來自本土市場，不受關稅影響。該板塊基調穩健，加上印度政府積極支持再生能源發展，令相關企業能透過不同渠道進行融資。評級機構標普近日調升印度主權信貸評級至「BBB」，反映其經濟韌性、持續推行財政整頓和投入基礎建設，料有利印度高收益美元債市前景。

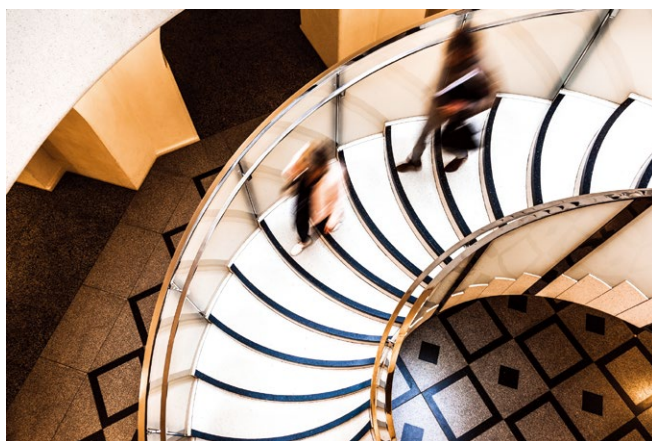
中國工業美元債券受益於不同利好因素

受不同利好因素帶動，東亞聯豐投資團隊相信中國工業高收益美元債券前景樂觀。例如，一家中國鋁業生產商因為業績強勁，利好其債券表現。另一例子是從物流與數碼基建等項目的國際企業，在8月底獲阿布扎比投資管理局承諾投資最多15億美元支持其業務發展。該物流公司較早前更成功以52億美元出售資產管理業務，部分資金用作償還債務，意味信貸素質穩健。除板塊前景樂觀外，工業債券平均到期收益率亦達5-9%，具投資潛力。

澳門博彩業收入增加，債券未受關稅影響

受娛樂表演等利好因素帶動，澳門8月博彩收入按年上升12.2%至221.56億澳門元⁴，符合市場預期，亦是連續4個月超過200億澳門元的水平。市場預期，受惠人民幣升值和中國內地富裕賭客增加，澳門在下半年的博彩收入按年增長可達13%⁵。宏觀基調穩健、到期收益率約5-7%，加上澳門博彩業未受美國關稅影響，因此相關債券獲東亞聯豐投資團隊看好。此外，某博彩營運商新發行2034年到期合共10億美元新債獲超額認購，並提前贖回2026年到期的10億美元債券，相信博企負債管理行動有助鞏固信貸基本面。

美國利率預計下行，資金將流向風險資產。亞洲高收益美元債券選擇豐富，涵蓋不同市場和板塊。加上信貸基調穩健、違約率不高以及供應有限，技術和信貸層面均對債價帶來支持。



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

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

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

⁴ 見澳門博彩監察協調局網站，https://www.dicj.gov.mo/web/en/information/DadosEstat_mensal/2025/index.html

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

2025年第四季

季度 資產配置



資產配置四階段



季度資產配置

季度資產配置簡介

簡介

本文件目的是概述我們的投資框架以及闡明我們如何透過我們的量化模型以及對下一季不同資產類別的前瞻性觀點來構建季度資產配置模型（「季度資產配置模型」）。

本文件描述：

- 我們的投資框架及如何使用資產配置策略來建構季度資產配置模型；
- 我們如何評估季度資產配置模型相關的投資組合風險；

投資框架

資產配置考慮不同資產類別的歷史回報率與相關性，以優化投資組合的風險調整後回報。我們的資產配置方法名為季度資產配置模型，此配置模型基於穩健量化模型並結合我們對各資產類別前瞻性分析。我們的量化模型基礎建基於現代投資組合理論（MPT）的原則，並融入更細緻且具策略性的限制條件。這些條件包括資產類別多元化、透過波動性目標進行風險管理、集中度限制以及多元化測度，以體現我們成熟的投資理念。

季度資產配置模型根據三種不同風險承受能力定制出我們認為適合長期投資的資產配置組合。

我們為每個資產配置組合模型的風險訂立一個最大價格波動幅度。在有需要時，我們可能會調整價格波動幅度。

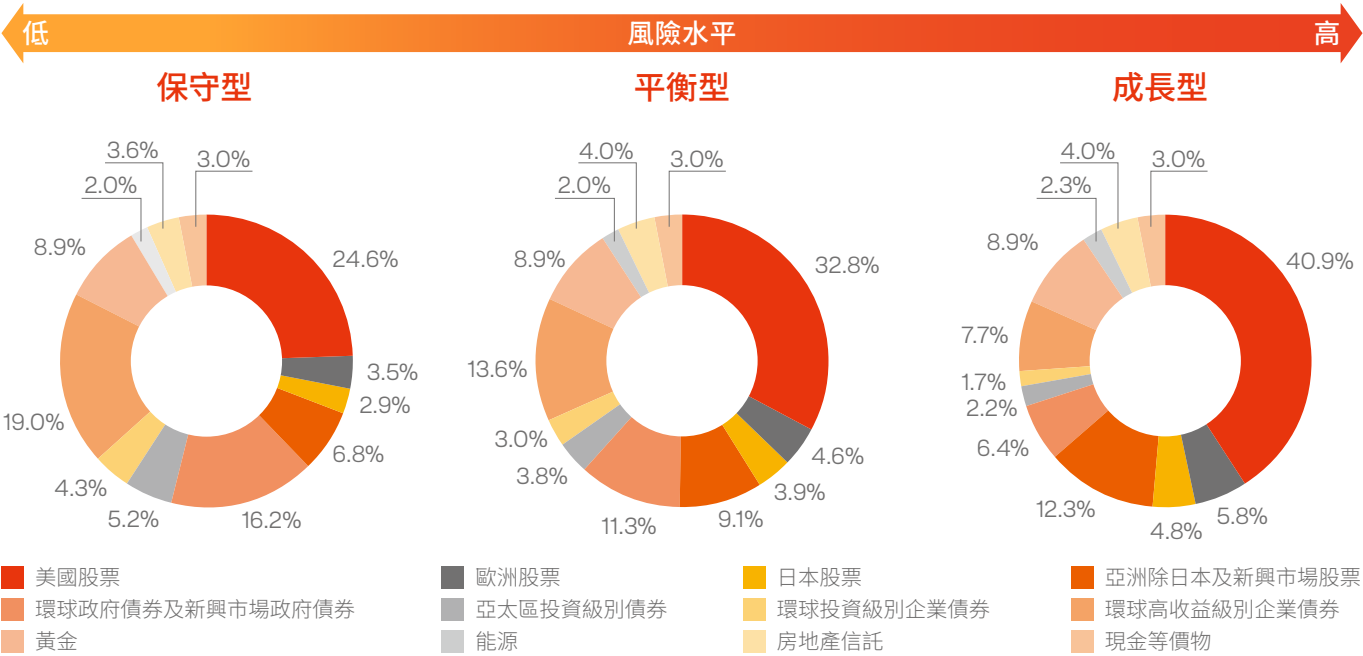
- 保守型：願意以較低風險獲取低資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內10%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。
- 平衡型：願意以平衡的取向獲取適度的資本增長。分配的最大投資組合風險水平為1年內20%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。
- 成長型：願意承受較高風險達致資本增值的目標。分配的最大投資組合風險水平為1年內30%價格波動。請參閱下文《有關季度資產配置模型的重要資料》以了解年化標準差的詳情及依據。

季度資產配置模型並非直接與東亞銀行有限公司（以下簡稱「本行」）的風險評估問卷衡量投資者類型有關，也與本行提供的投資產品無關。我們將每季檢閱各項季度資產配置模型的相關資產配置百分比，以確保它們繼續反映我們對中長線投資前景的看法。請注意，季度資產配置模型並不保證利潤或免除損失。本文件中所呈現的歷史回報及風險僅供說明用途，並不應作為未來表現的指標。

有關季度資產配置模型的重要資料

- 季度資產配置模型是基於假設性的構建，並結合了歷史價格波動、歷史回報、分散化因素以及基於我們對每個資產類別當前投資展望和宏觀經濟的前瞻性觀點作出酌情調節。參考投資組合不考慮任何個別債券/股票/投資產品，也不考慮任何個人狀況或風險承受能力。
- 季度資產配置模型僅供一般資訊與參考之用，並不構成任何形式的要約、招攬、邀請、建議或建議，以認購或贖回任何類型的投資或資產配置。我們無法保證參考投資組合能夠達到任何特定的結果或在所有市場條件下均具有效用。
- 季度資產配置模型不應視為投資建議，也不應被視為參與任何形式或類型投資的邀約或招攬。季度資產配置模型並不代表對資產配置的指導、建議或任何表示。請勿依賴參考投資組合作為投資決策的依據。在作出任何投資決策前，您必須仔細閱讀經授權的發行文件，並僅基於該等文件的資料作出投資決策。如您對投資決策存在任何疑慮或關注，應尋求獨立的專業建議。
- 季度資產配置模型採用量化模型過去10年的歷史回報數據結合我們的前瞻性觀點進行建構。然而，過去的回報並不代表未來的表現。
- 季度資產配置模型的歷史回報及歷史風險根據以下指數計算。我們保留更改所選指數的權利。任何指數變更將在相應季度的季度資產配置中註明：
- 股票：
 - 美國：MSCI North America Net Total Return USD Index
 - 歐洲：MSCI Europe Net Total Return USD Index
 - 日本：MSCI Japan Net Total Return USD Index
 - 亞洲除日本及新興市場：MSCI AC Asia Pacific ex Japan Net Total Return USD Index 及 MSCI Emerging Net Total Return USD Index
- 債券：
 - 環球政府債券及新興市場政府債券：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
 - 亞太區投資級別：Bloomberg Asia USD Inv Grade Bond Index TR Index Unhedged USD
 - 環球投資級別企業：Bloomberg Global Agg Corporate Total Return Index Value Unhedged USD
 - 環球高收益級別企業：Bloomberg Global High Yield Corporate Total Return Index Unhedged USD
- 另類投資：
 - 黃金：S&P GSCI Gold Official Close Index TR
 - 其他另類資產：(1) 能源 - Deutsche Bank DBIQ Optimum Yield Energy Index Total Return；及 (2) 房地產信託：S&P Global REIT US Dollar Index Net Total Return
- 現金等價物：CME Term SOFR 3 Month
- 請參考各指數供應商官方網站以了解各指數的成份及相關資產詳情。
- 標準差是衡量價格波動的統計指標。標準差越高，波動性越大，並假設指數表現符合標準常態分佈。
- 歷史風險（或年度化標準差）代表了季度資產配置模型根據過去10年指定資產類別每月回報率所計算的資產類別間的歷史關聯性（或相關性）及波動性，從而反映的資產配置模型過往的風險水平。此資訊僅供參考。
- 季度資產配置模型將每季檢視和更新一次。
- 根據季度資產配置模型，增長型具有最高風險，其次是平衡型，保守型風險則最低。
- 季度資產配置模型的風險評估是基於過去10年的年度化月度標準差計算。在這些模型中，保守型是按照最嚴格的風險限制設計，而增長型則採用了最寬鬆的風險限制。
- 季度資產配置模型與客戶的風險承擔能力並無直接關聯，且各模型並未根據本行的專有的風險評級方法分配任何產品風險評級。

季度資產配置



2025年第4季 季度資產配置		2025年第4季 季度資產配置		2025年第4季 季度資產配置	
股票	37.8%	股票	50.4%	股票	63.8%
美國	24.6%	美國	32.8%	美國	40.9%
歐洲	3.5%	歐洲	4.6%	歐洲	5.8%
日本	2.9%	日本	3.9%	日本	4.8%
亞洲除日本及新興市場	6.8%	亞洲除日本及新興市場	9.1%	亞洲除日本及新興市場	12.3%
債券	44.7%	債券	31.7%	債券	18.0%
環球政府及新興市場政府	16.2%	環球政府及新興市場政府	11.3%	環球政府及新興市場政府	6.4%
亞太區投資級別	5.2%	亞太區投資級別	3.8%	亞太區投資級別	2.2%
環球投資級別企業	4.3%	環球投資級別企業	3.0%	環球投資級別企業	1.7%
環球高收益級別企業	19.0%	環球高收益級別企業	13.6%	環球高收益級別企業	7.7%
另類投資	14.5%	另類投資	14.9%	另類投資	15.2%
黃金	8.9%	黃金	8.9%	黃金	8.9%
能源	2.0%	能源	2.0%	能源	2.3%
房地產信託	3.6%	房地產信託	4.0%	房地產信託	4.0%
現金等價物	3.0%	現金等價物	3.0%	現金等價物	3.0%

本文件中提供的季度資產配置僅供說明用途，不應作為將來表現的指標，並可予修改而毋須另行通知。季度資產配置中使用的量化模型，其數據截至2025年9月30日。如須更多詳情，請參閱《有關季度資產配置模型的重要資料》。

免責聲明

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）編製，僅供參考之用。其內容是根據大眾可取得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何其他司法管轄區監管機構審核。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

參考投資組合不保證資產對每一位客戶的合適性，因為參考投資組合沒有考慮個別人士的個人情況和其他合適性因素，例如投資目標。

季度資產配置模型不保證資產對每一位客戶的合適性，因為參考投資組合沒有考慮個別人士的個人情況和其他合適性因素，例如投資目標。

投資決定是由閣下自行作出的，但閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

免責聲明

免責聲明及重要通知

本文件由東亞銀行有限公司（「東亞銀行」）和東亞聯豐投資管理有限公司（「東亞聯豐投資」）編製，僅供客戶參考之用。其內容是根據在此文件刊發前可公開獲得並有理由相信為可靠資料製作而成，惟該等資料來源未經獨立核證。

有關資料所表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成任何投資的要約或有關要約的招攬、建議、投資意見或保證回報。本文件所表達的資訊、預測及意見以截至發佈之日期為依據，可予修改而毋須另行通知，及不可被視為就任何投資產品或市場的建議。有關資料未經香港證券及期貨事務監察委員會、香港金融管理局或任何香港監管機構審核。另外，有關資料亦未經新加坡金融管理局審查。

東亞銀行會按需要更新已發佈之研究。除了定期發佈的報告外，東亞銀行亦會按需要不定期發佈其他報告，不作另行通知。

東亞銀行對本文件內有關資料的準確性及完整性或任何所述的回報並不作出任何代表或保證、陳述或暗示及對有關資料所引致的任何問題及/或損失（不論屬侵權或合約或其他方面）概不負責。投資涉及風險，投資產品之價格可升亦可跌，甚至變成毫無價值。投資產品之過往業績並不代表將來表現。閣下在作出任何投資決定前，應詳細閱讀及了解有關投資產品之銷售文件及風險披露聲明，並應謹慎考慮閣下的財務情況，投資經驗及目標。

閣下不應投資任何產品，除非中介人於銷售該產品時已向閣下解釋經考慮閣下自身的財務情況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。閣下明白投資決定是完全由閣下自行作出的，東亞銀行有限公司建議閣下應自行作出獨立判斷，或應向閣下的獨立專業顧問尋求有關投資產品方面的資訊，法律影響及任何其他事宜的意見。

本文件是東亞銀行的財產，受適用的相關知識產權法保護。未經東亞銀行事先書面同意，本文件內的資料之任何部分不允許以任何方式（包括電子、印刷或者現在已知或以後開發的其他媒介）進行複製、傳輸、出售、散佈、出版、廣播、傳閱、修改、傳播或商業開發。

本文件所有內容均已由中文翻譯成英文。如中、英文版本有任何抵觸或不相符之處，應以中文版本為準。

東亞聯豐投資為東亞銀行的非全資附屬公司。東亞銀行（中國）有限公司（「東亞中國」）是東亞銀行在內地註冊成立的全資附屬銀行。

東亞銀行新加坡分行（「東亞新加坡」）是東亞銀行海外分行之一。

