



BEA 東亞銀行

Live every moment
活出每刻

拨云见日

东亚睿智 2025 第四季

2025 年第四季度市场展望



目 录

3 序言

5 宏观策略

14 宏观经济

20 全球股市

33 全球债市

43 外汇市场

59 免责声明

序 言

经历 2025 年二季度的大幅波动后，全球资本市场三季度重拾升势，截至 9 月 24 日，MSCI 全球指数三季度上涨近 7%，并首度逼近 1000 点的整数关口。虽然市场依然面临全球地缘政治局势与美国贸易政策的不确定性影响，但在美国与全球主要经济体逐步达成贸易协定以及美联储重启降息等利好支撑下，风险资产表现稳健并逐级走高。

美国三大股指均再创历史新高。道琼斯工业指数三季度上涨近 5%，以科技股为主的纳斯达克指数在人工智能浪潮的引领下更是大涨超过 10%，而标普 500 指数三季度上涨超过 7%。值得一提的是，继纳指之后，标普 500 指数自 2009 年 3 月的低点 666 点上涨以来，至今涨幅已经达到十倍之多。从总市值角度看，美股总市值高达 67 万亿美元，超过排名第二的中国（12 万亿美元）五倍，并占据了全球股市总市值的一半之多。

中国股市三季度同样表现出色。上证指数在本季度先后突破了去年 10 月 8 日开盘的高点 3674 点和 2021 年 2 月份的高点 3731 点，上涨至自 2015 年以来的十年高位并逼近 3900 点，涨幅达到两位数。以人工智能、机器人为代表的科技股表现尤为突出，科创综指三季度大涨近四成，而创业板指更是一度大涨达到 50%。港股方面，恒生指数三季度上涨超 10% 并一度冲破 27000 点大关，科技股表现同样更胜一筹，恒生科技指数三季度大涨近 20%。中概股方面，纳斯达克中国金龙指数三季度上涨 14%。

其他主要股指当中，日经 225 指数同样录得两位数上涨并突破 45000 点大关，再创历史新高。而欧洲三大指数表现相对落后，英国富时 100 指数与法国 CAC40 指数小幅上涨，而德国 DAX 指数有所下跌。受到与美国的贸易摩擦影响，印度指数三季度表现同样相对落后，Sensex30 指数本季度下跌近 2%。

债市方面，美国三季度债券市场表现先抑后扬。7 月份，受到美国就业数据表现强劲以及通胀率有所反弹影响，美国 10 年期国债收益率一度上行至 4.5%，此后美国非农数据下修以及美联储降息预期进一步升温，美债收益率出现进一步下行。由于投资者对于美国长期通胀预期以及财政可持续性的忧虑，2 年期美债收益率下行幅度高于 10 年期美债收益率。中国债市表现仍然相对独立。中国股市持续上涨导致投资者风险情绪显著改善，债市表现承压。三季度中国债市持续回落，10 年期国债收益率自季初的 1.65% 一路上行至季末的 1.87%，而在指数方面，中证国债指数三季度下跌超过 1%，目前 2025 年整体依然呈现负收益。

外汇市场方面，美元指数三季度弱势反弹。此前一二季度，美元指数均出现大幅下挫，三季度美元指数在地缘政治局势紧张以及美国经济呈现相对韧性的支撑下一度出现反弹，但随着美联储在九月份重启降息进程，美元指数在短期触及 100 的整数关口后迅速向下并一度触及 96.21 的近四年新低，最终在 97 左右附近波动，第三季度小幅反弹 0.62%。非美货币中，欧元兑美元基本维持平盘，年内涨幅超 14%；英镑表现稍弱，三季度下跌 1.7%；美元兑日元则上涨了 2.7%。商品货币中，澳元表现最为强势，三季度上涨 0.7%，纽元和加元则分别下跌 4% 和 1.8%。人民币三季度维持小幅波动格局，中美贸易谈判虽未达成协议但双方均释放出缓和信号，支撑离岸人民币表现，三季度继续小幅反弹 0.5%，年内离岸人民币兑美元累计上行超过 200 个基点。

商品市场三季度表现继续分化。原油在全球经济增速放缓导致需求预期下降以及 OPEC+ 组织增长的双重影响下，三季度继续弱势盘整，Nymex 原油连续第三个季度下跌，目前在 63 美元附近交投；而 ICE 布伦特原油几乎维持平盘。贵金属方面则再度创出历史新高，Comex 黄金在二季度站稳 3000 美元 / 盎司后持续发力，三季度再度大涨超过 15%，最新来

到 3800 美元 / 盎司上方，年初至今更是上涨超过 1100 美元 / 盎司，涨幅高达 44%。弹性更好的 Comex 白银三季度实现补涨，金银币自历史高位有所下降，当季白银上涨近 23%，全年涨幅超过 50%。

展望 2025 年最后一个季度，我们认为市场将会关注以下三个焦点：

首先是美联储此轮降息的未来路径。美联储时隔九个月再度重启降息，为四季度全球资本市场再度注入流动性。目前市场普遍预期在年内的未来两次货币政策会议上，美联储仍将采取降息各 25 个基点的利率决议。而 2026 年有望再进一步降息。回顾过去 35 年来美联储一共 9 次采取“二次降息”（即一段时间降息后时隔三个月再度降息）的案例，当二次降息再度启动后，经济增速有望在一到两个季度后企稳反弹。而从市场表现看，股市在降息启动初期或有波动，但若将时间拉长至 6 个月以上，均将出现明显的超额正回报。其中新兴市场股市、美国小盘股等表现更为突出。值得一提的是，此次降息更多被认为是“预防式降息”（即经济增长仅仅放缓并未衰退的背景下提前放松货币政策），在以往此类降息过程中，股市表现往往更加比“衰退式降息”情形下表现更佳。此外，在二次降息过程中，美元债券、黄金等大类资产的表现也可圈可点。

其次是美国经济数据的未来走向。虽然美国经济二季度环比折年率最终上升 3.3%，远超市场预期。但近两个月，劳动力市场表现出疲态，首次申领失业金人数大幅攀升，新增非农就业数字大幅下修，领先指标制造业 PMI 持续处于荣枯分界线下方，引发市场对于美国经济增速或将有所放缓的担忧。而受到美国贸易政策的影响，近期美国通胀水平又有所抬头，且市场认为未来中长期美国物价指数走向依然具有较大不确定性，使得美联储在放宽货币政策时依然顾虑重重。由于白宫屡次施压美联储降息，导致美联储内部不同票委之间分歧加大，从九月份最新公布的点阵图看，有票委坚持今年不应该降息，也有票委认为应该降息 150 个基点。明年美联储主席即将换届，市场对于未来美联储能否保持独立性的担忧挥之不去，均将对资本市场走势产生影响。

最后是地缘政治格局依然复杂的背景下，作为重要避险资产的黄金如何表现。今年以来，俄乌冲突持续演绎，中东局势瞬息万变，印巴矛盾也一度占据新闻头条。而近期部分国家内部政治风波丛生，比如日本首相石破茂因为所在政党选举不力而引咎辞职；法国贝鲁政府未能通过国民议会的信任投票从而成为 2024 年以来第三位下台的政府总理；英国副首相雷纳因为税务问题被迫辞职；阿根廷总统米莱遭遇执政以来最大危机等等。在美元持续走弱，长期债券受到财政纪律考验的背景下，投资者对于避险需求依然强烈，黄金正成为市场最为青睐的避险品种之一。各国央行购金步伐依然不停，投资者也通过黄金 ETF 等工具持续涌入，黄金价格步步高升。我们认为，短期黄金价格或已经部分计价了地缘政治局势紧张、美联储重新步入降息周期、投资者避险需求高涨等因素，在高位或将有所波动，而从中长期看，做多黄金的大逻辑（如去全球化、去美元化、美联储独立性受损以及实际利率下行等）目前仍看不到全面扭转的迹象，黄金仍将是投资者资产配置中相当重要且不可或缺的一环。

虽然美国股市不断创出历史新高，中国股市也已经从低位持续反弹，四季度全球股市或将面临一定的高位整固需求，但全球主要央行货币政策宽松基调未改，人工智能行业发展依然方兴未艾等因素依然会对全球股市带来显著支撑。四季度中国也将迎来“二十届四中全会”以及“十五五规划”的重要时间窗口，预计政策红利和估值修复共振下的中国股市仍将有结构性机会。

具体应对策略上，我们认为均衡布局仍然是投资者的最优选择。行业层面，可兼顾不同科技方向的板块轮动结合医疗、消费等具备防御属性的行业。区域层面，在持有美股核心优质资产的同时，可逐步增配 A 股与港股的科技、消费电子等核心赛道，同时关注其他亚洲地区与日本的阶段性投资机遇。

总体而言，若市场在四季度出现波动，依然是投资者进行长期布局的良好窗口期，淡化短期市场噪音、聚焦优质核心资产、坚持均衡长期配置，方能在震荡中把握稳健的长期投资收益。



第一部分

宏观策略篇

本章摘要：

货币政策再次走向宽松，对股、债等资产的表现往往有利，黄金则主要反映市场情绪与避险需求的变化

- 降息配合经济稳定的环境，投资者的风险偏好往往会增加，或对小型股和高收益债券更有利
- 市场仍存在波动风险，应维持跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置
- 美联储独立性受损，调整利率或不再以数据为先，或令通胀反弹
- 黄金短期升幅或有限，中长期看好观点不变

进入第三季后，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 日延长至 8 月 7 日，并在新一轮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微温和。同时，中美虽然未达成贸易协议，但双方仍愿意继续谈判，并再度延长关税“休战”期限 90 天。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颇具争议的《大而美法案》在参众两院通过，美国对外及对内政策的不确定性均有所降低。然而，诚如我们之前预测，贸易摩擦仍有不确定性，例如美国因印度采购俄罗斯石油而对其征收高达 50% 的惩罚关税，所幸是市场在汲取了第二季度的经验后，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，当时预期将利好 A 股、港股与美国股市、投资级别企业债券和黄金的表现，至今已一一兑现。

到了 8 月份，投资市场再度迎来年内一个重要转折点。美国非农就业数据明显放缓，劳工统计局更大幅下修了 5 月及 6 月的数据，暗示美国经济或有放缓风险，令市场对美国降息预期骤然升温。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”，为降息铺路。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，但在汽油及租金通胀回落抵消了部分压力，整体通胀仍属可控，为美联储提供更多依据重启降息。

降息预期为风险资产注入更大动能，在 Jackson Hole 央行年会后至美联储在 9 月 17 日确认降息 25 个基点的后一个交易日，标普 500 指数、纳斯达克指数、罗素 2000 指数、日经 225 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% 的涨幅。而欧洲股市受法国政治不稳等个别因素影响，MSCI 欧洲指数微跌 0.5%。

至于债市同样受惠降息，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 年国债收益率在季内曾分别低见 4.61% 和 4.65%，较 7 月中的高位各自下降 41 个基点和 37 个基点。

作为传统避险资产，黄金同样是降息周期的受惠者，叠加“去美元化”趋势和地缘政治不稳等因素，现货黄金在三季度内曾 8 次创出新高，最高曾达到每盎司 3790 美元。

总体而言，第三季度市场走向及资产表现，与我们预测大致相符，部分资产表现甚至有超出预期的表现。

本季的标题为《拨云见日》。美联储自 2022 年 3 月进入加息周期，并于 2024 年 9 月结束，随后在 2024 年 9 月、11 月和 12 月降息 3 次共 100 个基点后，便一直按兵不动。投资市场在等待近 9 个月后，终于迎来新一轮的降息。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、黄金市场在重启降息初期或因市场对经济前景仍有不确定性和降息落实后出现“卖事实”的因素影响，可能出现短线调整，但等到降息前景进一步明朗化及经济实现“软着陆”后，便可考虑逐步增加风险资产配置。当历史再次指向宽松，且经济尚存韧性而市场仍在犹豫不决之际，正是具备远见的投资者静水深流、精准布局的良机。

二次降息：从历史数据中寻找启示

随着今年8月初公布的非农就业数据大幅转弱，美联储于9月17日宣布降息25个基点，为时隔9个月后再次降息。根据利率点阵图预期，至年末或将继续降息50个基点，明年和后年则会各降息一次，意味整个降息周期在未来两年或仍将继续。

在美联储过去的多个降息周期中，曾多次长时间维持利率水平不变后再次降息的情况。为方便表述，我们将降息周期中，利率维持不变超过3个月后再次降息的做法称为“二次降息”。考虑到宏观环境转变及个别数据可能存在缺失，我们以1990年为分析起点，在过去35年中，“二次降息”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。

我们将分析过去35年中共9次“二次降息”后，股、债、汇、黄金等大类资产分别在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，试图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指数代表欧股和MSCI新兴市场代表新兴市场股市。债券方面，以富时世界国债代表全球国债表现、彭博全球综合债券代表全球投资级别债券，彭博全球高收益债券代表全球高收益债。另外，亦会分析黄金和美元指数的走势。

先从股市说起，在“二次降息”期间，股市普遍呈现先跌后升的走势。以标普500指数为例，降息后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

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

降息日	降息幅度	降息后利率	之前利率 维持不变月数	之后是否 继续降息	降息当季 美国GDP (季增率, %)	降息后一季 美国GDP (季增率, %)	降息后两季美国GDP (季增率, %)
1990年7月13日	25bp	8%	接近7个月	是	0.3	-3.6	-1.9
1990年10月29日	25bp	7.75%	超过3个月	是	-3.6	-1.9	3.2
1991年8月6日	25bp	5.50%	超过3个月	是	2	1.4	4.9
1992年4月9日	25bp	3.75%	超过3个月	是	4.4	4	4.2
1995年12月19日	25bp	5.50%	超过5个月	是	2.7	3	6.8
2002年11月6日	50bp	1.25%	接近11个月	是	0.5	2.1	3.6
2003年6月25日	25bp	1%	超过7个月	否	3.6	6.8	4.7
2008年10月8日	50bp	1.50%	超过5个月	是	-8.5	-4.5	-0.7
2020年3月3日	50bp	1.25%	超过4个月	是	-5.5	-28.1	35.2
2025年9月17日	25bp	4.25%	接近9个月	9月点阵图显示 今年余下时间尚 会降息50bp	市场预期为1.2	市场预期为1.1	市场预期为1.5

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至2025年9月22日

的“二次降息”所拖累，该三段时期分别是石油危机、金融海啸和 COVID-19 疫情，即使降息亦未能避免美国经济陷入衰退，从而直接拉低股市表现。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、欧洲 Stoxx 50 及 MSCI 新兴市场指数，显示投资者在“二次降息”后入场进行 12 个月及以上的中长线投资，虽然过程中需承受市场波动，但最终往往都能获得不俗回报。

根据彭博综合市场预测，美国 GDP 在今年第四季度及明年第一季度的环比折年率分别是 1.1% 和 1.5%，意味不会出现衰退。因此，我们认为在上述 9 次“二次降息”过程中，只聚焦于降息 25 个基点且后续两季 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，我们将重点聚焦相当于一个季度的 63 个交易日及相当于一年的 252 个交易日表现，以反映较短期及较长期的市场走势。在此情况下，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 新兴市场指数在降息后的 21、63、126 和 252 个交易日均录得正回报，其中罗素 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。这反映在降息力度温和与经济持续增长的背景下，市场风险偏好随之提高，更青睐风险较高的小型股。

债市方面，全球国债、全球投资级别债券及全球高收益债在“二次降息”后的 21 个交易日，均录得负回报，除因经济问题外，也与市场在降息前已提前买入，并在降息落实后获利了结有关。然而，在 63、126 和 252 个交易日后，全球国债、全球投资级别债券及全球高收益债的相关指数均录得正回报，其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环境稳定而收窄，进一步提升回报潜力。

若再次聚焦于只降息 25 个基点且之后两个季度经济未陷入衰退的 4 次案例，全球国债、全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窄至降息后一个季度及一年的表现，与股市的情况相若，风险较高的全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，较全球国债和全球投资级别债券同期平均回报分别高 0.7 个百分点及 6.7 个百分点。

黄金的表现则相对中性甚至略显分化。在 9 次“二次降息”过程中，黄金在 21、63、126 和 252 个交易日的平均回报分别为负 0.3%、4.3%、5.1% 及 4.2%。而在经济未出现衰退的降息环境下，黄金价格在 12 个月平均仅上涨约 0.09%，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。至于美元指数则普遍呈现贬值趋势，除降息后 1 个月略有回升外，其后的 3 到 12 个月阶段均录得下跌。

“二次降息”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	美元指数	1.1	-2.3	-2.0	-1.9

数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日

“二次降息”中降息 25 个基点且之后两个季度经济未发生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	美元指数	1.3	-2.4	-3.3	-2.0

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 22 日

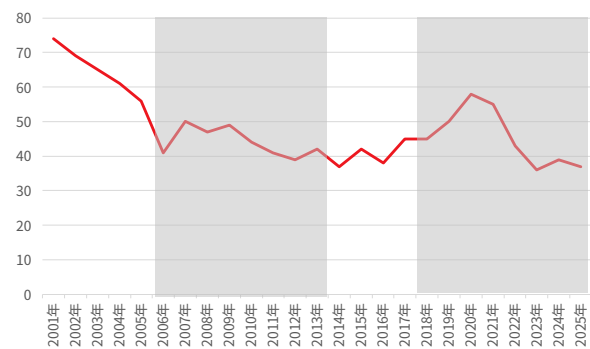
历史数据具参考价值, 但并不能保证未来走势会简单重复。投资者仍然要对市场保持敬畏之心, 尤其是在第四季度仍存在多项潜在风险, 可能引发市场波动, 例如: 关税政策的影响逐步浮现, 若通胀回升速度较快, 或会阻碍降息步伐, 也会对美国经济构成压力; 美联储独立性受质疑或加速“去美元化”进程, 进而冲击美股及美债; 中美关系是缓是紧和关税协议能否落实仍属未知之数; 法国政府换届和英国通胀升温对欧洲经济影响难以预料; 旷日持久的俄乌冲突和以巴冲突会否再度恶化等, 都将对投资市场产生深远影响。因此, 我们继续建议投资者做跨行业、跨地域、跨资产类别的多元配置。|

美联储独立性受损与通胀上行的阴霾

我们在上文提到，美联储独立性受质疑是第四季度投资市场的主要风险之一。

美国总统特朗普在上任不久后，便开始对美联储施加压力，因为美联储迟迟不降息，打乱了白宫的政策部署。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“特朗普派”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，此后更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莉萨·库克（Lisa Cook）的职位（截至 9 月 19 日，美国地区法院已颁令禁止解雇，特朗普正将此诉诸最高法院）等等。虽然特朗普仍未能完全控制美联储，但其做法正逐步打击了鲍威尔的公信力。根据咨询机构 Gallup 的统计，美国人对鲍威尔的信心程度已出现下跌。

美国民众对联邦储备委员会主席的信心 (%)



数据来源:GALLUP, 东亚中国财富管理, 数据截至 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负面影响。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）。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）。《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。

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。此类增长在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。”

除了潜在的通胀问题，美联储制定的联邦基金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。其中影响不容小觑，历史也多次向投资市场表明，美联储一旦受到政治干预，通常将会面临较大负面影响。

美联储历史上最著名的案例发生在上世纪 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 个月达两位数通胀的超高水平，至 80 年代初才完全摆脱困境。同期，美国道琼工业平均指数 1973 年 1 月达到 1,051 点高位，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 16%。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。

回到当今，特朗普对美联储正步步紧逼，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，更是唯一支持降息 50 个基点的委员，可见其鸽派的态度。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仅温和向上，反映投资市场仍只对相关风险的较少部分进行定价，并主要通过黄金进行相关的风险对冲。

美联储在 9 月决定时隔 9 个月后再次降息，我们认为，非农就业数据大幅下滑为美联储降息提供合理依据和正当性，此次降息未明显受政治压力影响。但投资者需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 月公布的最新点阵显示，预期 2026 年底的利率会下降至 3.25% 至 3.5% 的区间，意味明年只会降息 0.25%，明显较市场预期的降息 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 年降息次数介于 2 至 3 次之间。由于特朗普正计划通过人事任命向美联储安插更多支持降息的人士，故市场预期美联储的组成将会变得更加鸽派，故对明年降息预期仍较进取。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度将会减低，进而对各资产带来不同程度的影响。

在债市方面，美联储组成偏鸽有可能导致降息过快，从而推升通胀预期，引发收益率曲线陡峭化，长债价格将更加承压。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调整。美股带来的溢外效应亦会波及全球其他市场。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，价格亦会较快稳定。展望第四季度，在降息重启和美国经济“软着陆”的背景下，我们认为对风险资产仍将有支撑。但投资者对于潜在降息速度加快，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，在享受降息带来的流动性宽松的同时，亦为通胀数据突然升温的风险可能引发的市场波动做好防守。|

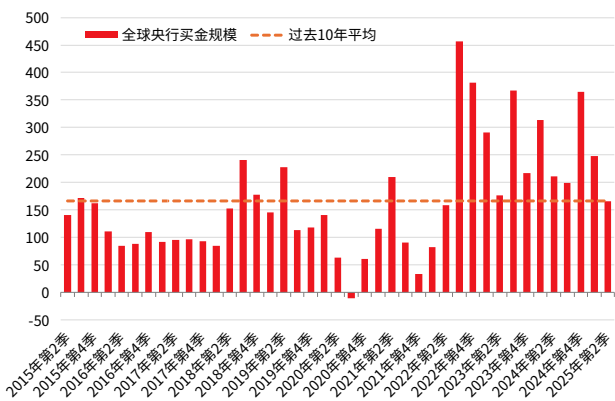
“淘金热”短期或降温 中长期仍会继续

资本市场的“淘金热”在第三季度继续上演。现货金价经过约 4 个月的整固走势后，在 8 月末开始出现突破，并于 9 月上旬成功触及到我们第三季度给予的黄金每盎司 3,600 美元的目标价，其后更在 9 月 16 号创出每盎司 3,703 美元的即市历史新高，季内最多曾升 12%。

截至 9 月 16 日，黄金自今年初起已累计涨幅超过 40%。在全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，以及美联储态度转鸽和降息预期升温，均令投资者增持黄金的速度增加，我们倾向于认为此轮的黄金牛市尚未完结，但短期价格已反映了不少利好因素，故第四季度升幅或会有所减慢。

上季在本章节提及，全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。虽然全球央行购金规模在今年第二季度有所缩减，据世界黄金协会的数据显示，全球央行在第二季度净买 166.5 吨黄金，环比减少 33%，但仍与过去 10 年平均规模相去不远。

全球央行每季购买黄金规模（吨）



数据来源：世界黄金协会，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日

全球央行购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 年俄乌冲突开始持续至今，反映出全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，全球央行外汇储备中，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，全球央

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% 的全球平均水平。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。中国可谓是其中的主要代表。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，已经连续 10 个月增持。值得注意的是，黄金在央行的外汇占比仅约 7%，低于全球平均水平，更远少于欧美大国高达 70% 的水平，我们认为中国央行行增持黄金的空间仍较为充足，将是继续支撑金价的主力之一。

全球央行外汇储备中黄金占比（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 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”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。鉴于全球央行的购买力远远大于个人投资者，在其增持黄金的趋势逆转之前，国际金价料仍将偏向易涨难跌的走向。

全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，创史上第二多。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以及降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。



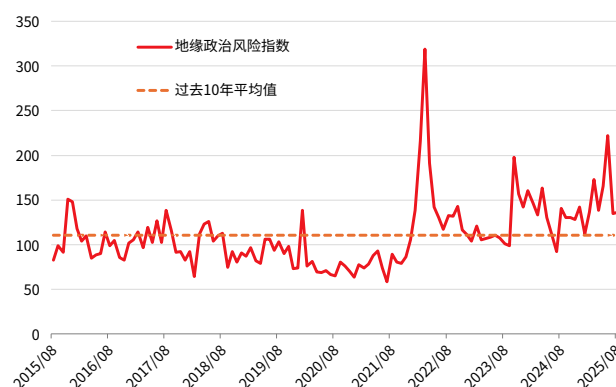
美联储政策的独立性正遭受前所未有的冲击，已令市场对央行中立性产生动摇。央行一旦被视为政治工具，其政策公信力将大打折扣，美元地位亦难免受损。美元资产的“无风险”光环若有所褪色，资金自然寻找新的避风港，黄金的“无政府”属性令其在这场信任重估成为最大的赢家。诚如上季所提及，“去美元化”进程绝不会一蹴而就，但现时市场担心美联储或会受美国总统特朗普影响，未来或有过度转向鸽派的风险，加上美国政府在低利率环境下更有动力加大发债力度，令本以债台高筑的美国政府财政状况进一步恶化。在此环境下，黄金不再只是对冲通胀风险或是抗衡地缘政治不稳的工具，而是一种“去美元化”的替代资产。

同一时间，美国暂停降息近 9 个月后，终于在背景时间 9 月 18 日公布降息 25 个基点，最新的利率点阵预期今年仍有 50bp 的降息空间。作为零息资产，持有黄金在降息环境下的机会成本将会降低。同时，降息重启令我们维持美元维持偏弱走势的预期，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 年的周度数据显示，美元指数每下跌 1 点，黄金价格平均上升 0.96 美元。

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。

地缘政治风险指数



数据来源: Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello (2021), 东亚中国财富管理, 数据截至 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降息的预期，也是一场关于信心、制度与未来全球秩序的资产重估。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降息影响，若美联储在第四季度继续降息 50 个基点 bp，预期金价大致在每盎司 3700 美元至 4100 美元区间内波动。我们预期美联储在第四季度将降息 50 个基点，故给予黄金第四季度每盎司 3950 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 4100 美元。|

第二部分

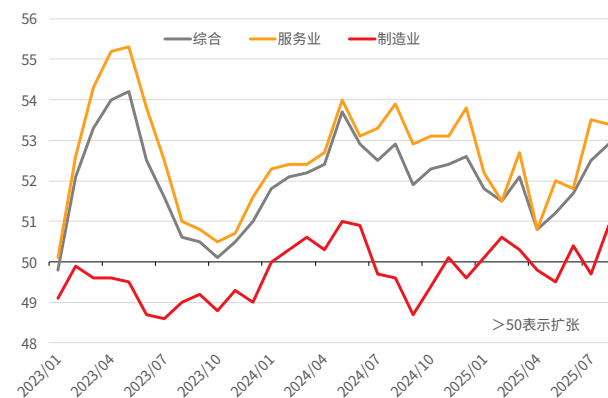
宏观经济篇



全球经济韧性超出预期，但增长前景仍不明朗

关税暂缓及央行降息，推动全球经济延续增长势头。虽然全球贸易格局在 2025 年出现碎片化、美国对各贸易伙伴征收的实际关税显著上升、跨境贸易与投资面对政策的高度不确定性，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、央行降息及金融市场回升等利好因素支持。国际货币基金组织在 7 月预测 2025 年全球经济增长率达 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，为金融市场注入短期乐观情绪，结构性问题仍未根本解决，尤其是跨国企业正重构供应链，一方面整合上下游生产业活动，另一方面推进出口市场多元化，以避免过于倚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，全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。

全球采购经理指数



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日

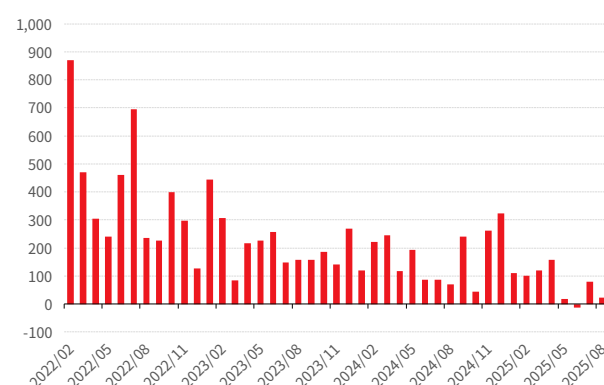
美国经济展望

美国经济稳健扩张，但劳动力市场持续走软



美国促成多项贸易协议，金融市场进一步走高。经过紧密谈判，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，避免极端高关税的实施，显著提振金融市场的乐观情绪。同时，自对等关税生效以来，整体物价升势仅轻微加快，长期通胀预期保持稳定；企业盈利表现较预期理想，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在 9 月降息 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、借贷成本逐步回落。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，劳动力市场走软的趋势值得关注。9 月初，美国劳工部大幅下调就业数据，将截至 2025 年 3 月的 12 个月内新增职位下调约 91.1 万个，显示劳动力市场实际表现较此前预计更为疲弱，创下有纪录以来最大年度就业数据调整。随着劳动力市场下行风险加剧，私人消费的韧性或难以长期维持，从而制约经济整体增长。|

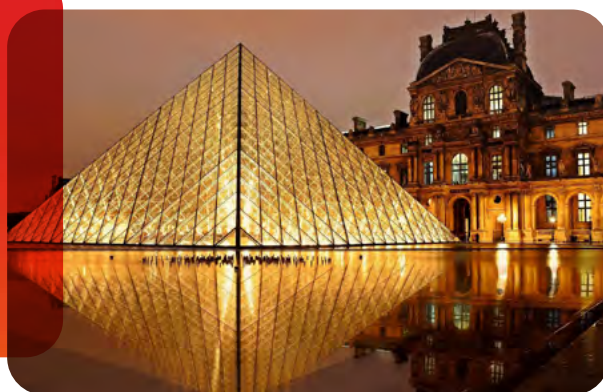
新增非农就业人数（千人）



数据来源：CEIC, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 22 日

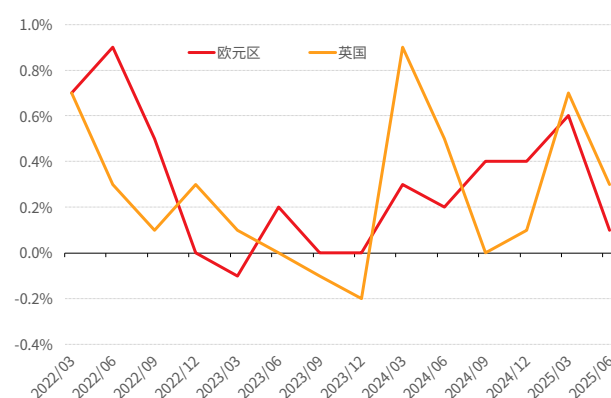
欧洲经济展望

尽管欧美达成贸易协议，欧洲经济仍面临下行风险



欧洲经济前景持续受到贸易政策困扰。受对外贸易持续波动和私人消费低迷影响，欧元区第二季度经济环比增长从第一季度的 0.6% 下降至 0.1%。英国经济受国民保险供款上调与关税上升拖累，由第一季度的环比增长 0.7% 放缓至第二季度的 0.3%。然而，第三季度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影响下，欧元区通胀稳定在 2% 的政策目标附近。欧洲央行在 9 月会议维持政策利率不变，但稳定的通胀环境将赋予其更大灵活性，以便在经济增长风险加剧时进一步宽松货币政策。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给消费者，通胀压力持续上升，降低英国央行短期内降息的可能性。预期英国央行将采取审慎态度，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在 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缓和短期贸易政策不确定性，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，加剧欧洲经济下行风险。

欧元区及英国经济季度环比增长 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日

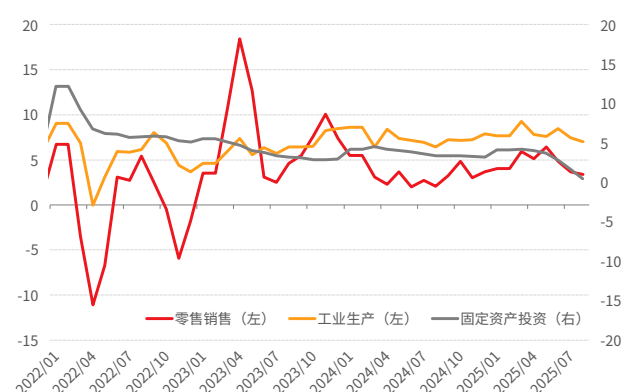
中国经济展望

中国政策将持续发力，以巩固经济增长势头



中国持续落实稳增长政策措施。受惠于制造业和外贸表现稳健，上半年中国经济同比增长 5.3%，为达成全年 5% 左右的增长目标增添信心。自第三季度以来，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，中美在 8 月初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、通过降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，中国同时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 月中国将召开“二十届四中全会”，研究制定国民经济和社会发展第十五个五年规划（2026 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，以缓解外围环境不明朗的影响。

中国零售销售同比、工业生产同比及固定资产投资累计同比（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日

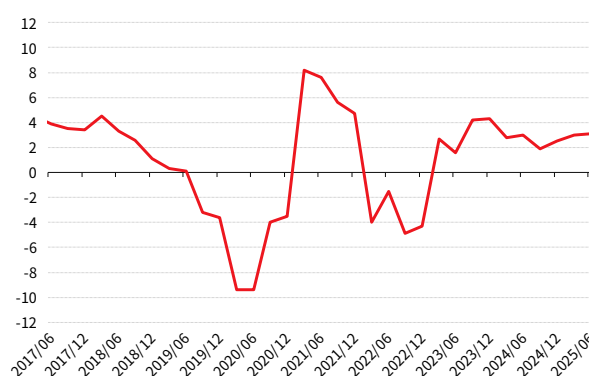
中国香港经济展望

外贸稳健及内需改善支持中国香港经济稳健增长



中国香港经济在今年第二季度延续稳健增长态势。第二季香港经济同比增长 3.1%，略高于第一季度的 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特区政府预测的 2% 至 3% 区间。特区政府将于 10 月公布的《施政报告》在现有基础上加快推动改革，致力开拓新增长点，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。股市氛围持续转好，尤其在美联储降息预期升温、企业盈利稳健及内地科技发展前景乐观等因素带动下，恒生指数保持上扬。金融市场持续复苏有望提振香港经济，通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、美联储进一步降息以及置业信心改善的支持下，住宅市场有望延续复苏势头。|

中国香港实际经济同比增长（%）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 22 日



第三部分

全球股市篇

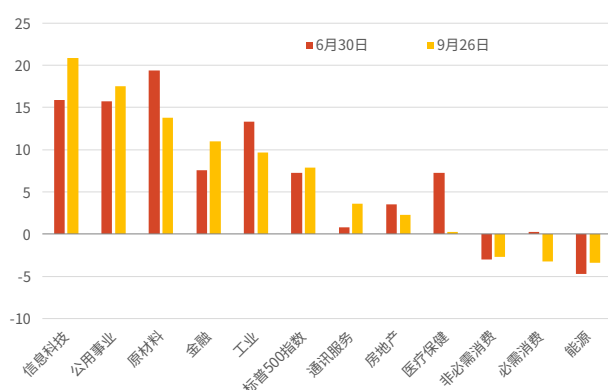
美国股市展望



■ AI 主题板块或继续维持强势 龙头企业估值溢价稳固

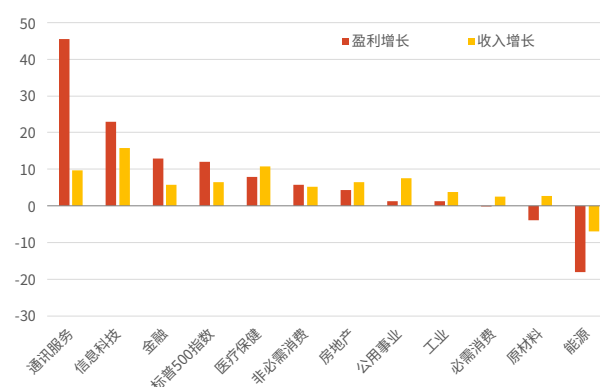
人工智能 (AI) 主题板块上季表现维持强势，继续成为标普 500 指数屡创新高的领头羊，主要归功于一众科技网络巨头季度业绩再次超出预期。其中，信息科技板块在第二季度的收入和盈利分别同比增长 15.8% 和 23.0%，增长在 12 个分类行业中分别排名第 1 和第 2 位，盈利超预期的股票比例高达 91%，同样高居首位；另一个高度受惠于 AI 业务的板块是通讯服务，其第二季度收入和盈利分别同比增长 9.7% 及 45.6%，排名第 3 和第 1 位。除了第二季度业绩报捷外，多家 AI 相关企业亦相继公布未来季度的正面财务指引，触发市场全面上调这两大板块的第三季度盈利增长预测，信息科技板块从增长 15.9% 调高至 20.9%，通讯服务则从增长 0.8% 上调至 3.6%，两者上调幅度均远高于标普 500 指数。值得一提的是，公用事业板块第三季度盈利增长预测更罕见地高达 17.5%，在分类行业中增速仅次于信息科技板块，其主要受益于 AI 数据中心高速扩容下，对电力需求的增量贡献。

标普 500 指数及其行业指数第三季度的盈利预测走势 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 29 日

标普 500 指数及其行业指数第二季度的收入与盈利增速 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 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，主要基于下列两大因素：

1. 即使美国宏观经济增长出现放缓，AI 云服务巨头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，在近四个季度的资本开支合计超过 3,100 亿美元，其中今年第二季度资本开支的同比增速约 78%，较第一季度增长 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，强化了美国科技巨头在云服务和广告营销业务上的收入转化能力，有助延续此轮 AI 资本开支竞赛的行情，故持续看好算力上游板块，包括半导体（如 GPU、ASIC、芯片代工等）、服务器、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头签订总值 3,000 亿美元的算力基建采购协议、该云服务巨头则需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调宣布的、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持续开展，有效为美国 AI 巨头缔造生态护成河。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、在线社交及娱乐媒体等。

■ 美联储降息或重现“金发女郎行情”，重点关注四大投资主题

时隔 9 个月，美联储在 9 月终于再度按下降息键。另根据最新的利率点阵图预测，本季度仍将有两次合计 50 个基点的降息空间。值得一提的是，由于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概率可能进一步升温。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，美联储降息对于美股市场收益表现而言，影响好坏参半。以前 7 次降息周期为例，标普 500 指数录得 4 涨 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降息周期，标普 500 指数在其余 3 轮周期均全部走高，平均

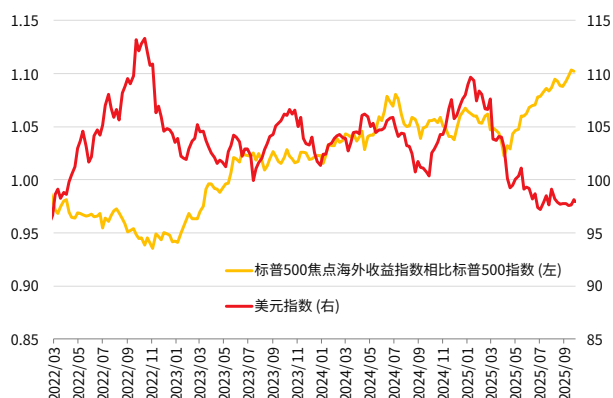
回报高达正 9%，故又被称为“金发女郎”的最佳情境。由此可见，如果我们对美国经济能成功实现软着陆的基本情境假设成立，美联储未来有序降息料可为美股锦上添花，有利延续本季破顶之势。

我们认为，在美国降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，长期高增长股票。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、人型机器人、量子计算、太空航天、核能等。
2. 海外收入占比较高的股票。美国步入降息周期将令美元与其他主要货币利差收敛，故我们认为美元指数或进一步走弱。而在美股部分，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 年至今的以往业绩分析，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的企业）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、在线娱乐消费平台、消费金融、连锁快餐等。

降息周期	经济衰退	累计降息幅度	标普 500 指数涨跌幅 (%)	道指涨跌幅 (%)	纳指 100 涨跌幅 (%)
1989 年 6 月至 1992 年 9 月	是	675BP	+30	+33	+44
1995 年 7 月至 1996 年 1 月	否	75BP	+14	+15	+5
1998 年 9 月至 1998 年 11 月	否	75BP	+8	+12	+7
2001 年 1 月至 2003 年 6 月	是	550BP	-27	-17	-53
2007 年 9 月至 2008 年 12 月	是	500BP	-43	-38	-42
2019 年 7 月至 2020 年 3 月	是	225BP	-9	-14	+2
2024 年 9 月至 2024 年 12 月	否	100BP	+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

标普 500 指数海外收益分布与美元指数的关系



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 29 日

3. 房地产相关板块。若美联储未来 1 年采取较进取节奏降息, 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, 房地产相关股票或可受惠。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) 的股票。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 月的降息周期期间, 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。至于今年第三季度期内 (市场对美联储降息预期升温), 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效应利好。

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



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 30 日

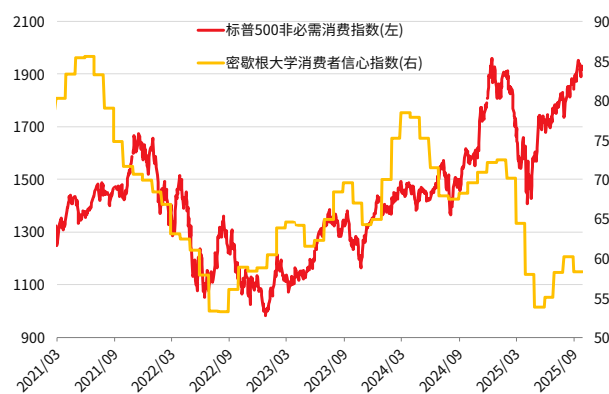
■ 关税后遗症或逐步显现, 消费或成股市软肋

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年初已大幅提升, 关税对宏观经济的影响亦从“心理不确定性”走向“实质冲击”, 这或将是未来一到两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, 但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承压, 占美国经济结构近 68% 的消费市场难免受到影响。加上关税正式落地后, 预计大部分零售企业也会选择加价以转嫁成本, 对居民消费信心来说可谓雪上加霜, 而在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在 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, 意味第四季度的零售销售增速或将面临较大挑战。投资者需密切注视各大零售消费品牌在感恩节和圣诞节等传统

消费旺季的销售表现。一旦美国消费及劳动力市场同时出现失速下滑，届时市场或将加大押注经济硬着陆的风险，美股企业盈利预测和估值水平可能面临下修压力，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



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 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。综观过去数月已经敲定的贸易协议，欧盟、日本、韩国、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；
- 韩国：总投资额达 3,500 亿美元（聚焦在造船、芯片、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。

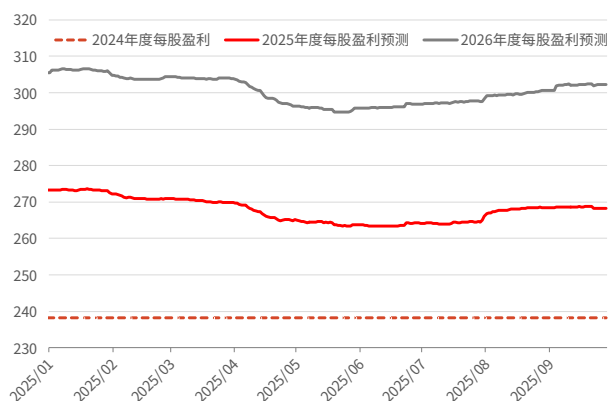
尽管以上的巨额投资或采购承诺最终能否全部落实依然充满变数，但我们认为特朗普力促制造业回流美国、提振本土就业的政策方向将持之以恒，其 10 月底亚洲之行期间有望敲定更多贸易协议的落地细节。这对美股市场或许有利，投资者不妨多加关注出口占比较大的美国企业，尤其飞机制造、航空设备、国防设备、液化天然气等板块。

■ 美股料继续获得估值溢价优势，上调标普 500 指数目标至 6,850 点

基于关税落实后或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、在线媒体等企业之增长动能料维持坚挺，有助支撑整体美股第三季度及第四季度的盈利表现，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%，即同比增长约 11%。

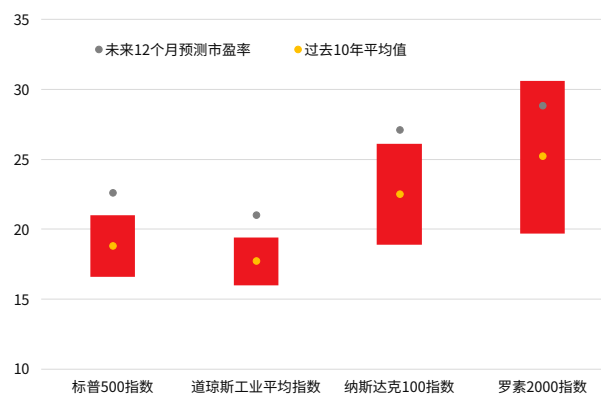
估值方面，受益于美联储进入新一轮降息周期，美国国债收益率趋向下移，只要经济能避免陷入衰退，折现率下调料对美股估值形成坚实支撑。另外，AI 巨头组成战略联盟、大模型升级迭代步伐加速、应用范围持续渗透等因素，或可支持美股主要指数享受较高估值溢价。因此，虽然截至 9 月 30 日，美股三大主要指数（道琼斯工业平均指数、标普 500 指数、纳斯达克 100 指数）的未来 12 个月预测市盈率分别为 21.0 倍、22.6 倍、27.1 倍，均高于过去 10 年平均值水平超过 1 个标准差，但我们仍然选择给予美股市场一定程度的估值溢价，并将标普 500 指数之 2025 年预测市盈率目标从 24 倍上调至 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（美元）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 29 日

美股各主要指数的估值情况（倍）



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 29 日

注: 柱状图上端为 +1 标准偏差, 下端为 -1 标准偏差

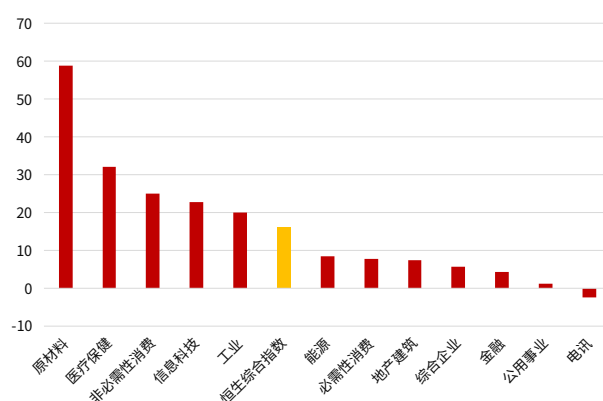
A 股与港股展望



第三季度 A 股与港股市场稳步上扬，有别于上半年大起大落的行情。期间，中美代表进行了第三轮和第四轮贸易会谈，双方同意再度延长 90 日优惠关税期限，之后两国元首通话亦初步达成转售 TikTok 协议，是推升中概股估值的重要因素。再者，中国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，为市场氛围锦上添花。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，成功抵消了个别消费平台企业加大补贴力度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 点逐级攀升，至 9 月中旬最高一度突破 27,000 点水平，创下 4 年新高，并涨超我们在 4 月初订下的年内目标 26,000 点。截至 9 月 26 日，三季度恒生指数及沪深 300 指数的回报分别为 +8.5% 及 +15.6%。

港股板块表现方面，恒生综合指数内的原材料、医疗保健及信息科技于第三季度均录得超过 20% 的涨幅，跑赢指数 5 至 10 个百分点不等。公用事业及能源则逆市向下，分别下跌近 3% 至约 4%。至于上季建议重点关注的板块，其中评为“非常看好”的 AI 概念股普遍表现强劲，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”的原材料板块在受惠“反内卷”政策成为大赢家，多只股票均收获超额回报。同样评为“审慎乐观”的券商板块亦能交出亮丽表现。

2025 年第 3 季恒生综合指数各行业表现 (%)



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 30 日

我们认为，在经历了前三季度势如破竹的大幅上涨后，目前 A 股与 H 股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，令本轮牛市暂时休养生息。在国策持续支持创新发展、内需消费、经济结构转型等前提下，我们预期明年大市有望再创新高，中长线投资者可待市况适度回调后，采取分批低吸的策略。

■ “十五五”规划纲要备受瞩目，股市或呈先高后低格局

未来国策主线的定调对本季的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的态度去制定 2026 至 2030 年的经济增长目标，假设如过往传统股期望将 GDP 总额 10 年内翻一番，2025 至 2035 年间需达到

年均约 4.4% 的实际增速，所以未来 5 年的 GDP 增长将较大概率定在 4.5 至 5% 的水平。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，相信仍将有助提升市场风险偏好情绪。反之，若年均增速仅定在 4% 左右，则可能对中概股带来短期震荡。

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 A 股与港股表现，期内恒生指数的平均回报率分别为 +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%。若只计算最近三次的五中全会（分别于 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，这三年的第四季度均全部录得正回报，平均涨幅分别高达 7.8% 及 6.9%。总体而言，在全体会议讨论新一个五年规划大纲的季度，普遍对股市有利，尤其是会议召开前 1 个月，股市表现往往更为优秀。至于本月四中全会召开前，A 股与港股料仍可延续自今年 4 月中旬以来的上涨氛围，但在大市现时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% 的涨幅，可能有一定难度。而当规划大纲圆满公布后，同样需警惕借利好出货的回调压力。

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	整个第四季度
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	整个第四季度
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，我们认为“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股市价值的上调行情，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》，提出到 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 应用范围愈趋普及，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 智能手机及计算机、智能驾驶、人形机器人、在线娱乐及医疗平台等细分板块。

(2) 实现关键产业供应链自主可控

过去数年中国先进半导体产业屡被美国滥施技术设备供应管制，激发了政府在关键科技领域推动自主研发和国产替代的决心。尽管近期特朗普政府宣布解禁部分美企 AI GPU 对中国的出口限制，但相信不会影响“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，中国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，继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，即通过降低对传统出口、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

一年，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，预计类似社会福利优化政策将持续，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，预期未来一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持政策（例如 5000 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，料将有利服务及体验式消费为中国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、在线娱乐平台、在线医疗平台、旅游平台等板块，但相关股票在过去半年普遍已录得较大超额收益，短线不排除先做休整。

(4) 加速绿色低碳转型

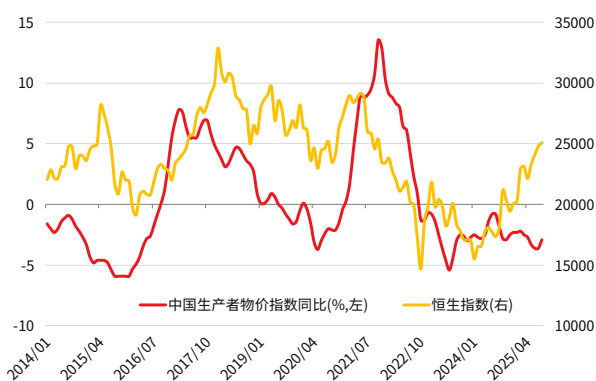
根据去年 7 月国务院发布的《加快构建碳排放双控制度体系工作方案》，确立了“十五五”期间将降低碳排放强度作为经济社会发展的约束性指标。此外，由于“十四五”期间国内减碳不及预期，估算这五年间碳排放强度较 2005 年累计降幅约 55%，较早前订下 2030 年的碳达峰目标（即 2030 年碳排放强度较 2005 年下降 65% 以上）尚有差距，未来 5 年的年均降幅需达到超过 5% 方可达标，相较于“十四五”的减碳要求显著提升。因此，相关政策料将聚焦于加快传统高污染行业改造升级，亦将引导社会资金投向更多低碳产业和洁净能源项目。其中最备受瞩目的是在今年动工、总投资额超过 1.2 万亿人民币的西藏雅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，原材料板块有望迎来盈利拐点

中国在上一季度密集推出“反内卷”政策，成为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，决策层表明未来需加强抵制行业无序竞争，并推动重点行业产能治理。其目的是通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 皆录得同比跌 3.6%，为年内最大跌幅，显示多个上游制造业环节正面临严峻通缩挑战。由于部分传统工业出现产能过剩，今年第二季度国内工业产能利用率下滑至 74%，1 至 8 月规模以上工业企业利润同比下跌 1.7%，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“补贴战”，进一步加剧价格下行压力，多家相关企业之第二季度净利润表现也因此承压。

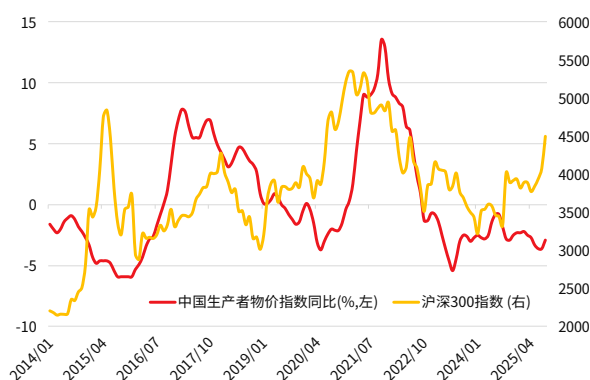
正因如此，中央政府处理内卷问题可谓刻不容缓，料有利于股市触发再通胀估值修复行情。参考 2015 至 2018 年中央推动“供给侧改革”经验，当时国策同样是针对产能过剩的行业，包括煤炭、水泥、钢铁、有色金属等国企主导的板块，利用“由上而下”、通过行政命令方式进行产能削减。中国 PPI 在这段期间成功扭转了之前长达 50 多个月的负增长，从 2015 年低点 -5.9% 一度回升至 2017 年最高的 +7.8%；同时，随着工业企业利润率迅速改善，创造了股市在本世纪以来其中一个令人兴奋的大牛市，以 2016 年上旬最低点至 2018 年上旬最高点计算，恒生指数及沪深 300 指数期内涨幅分别高达 83% 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，故削减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，故再通胀行情料或需更长时间体现，而市场的潜在涨幅预期也不能同日而语。

中国生产者物价指数及恒生指数的走势



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 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



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 22 日

不可否认, 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”政策主导下, 本季度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三季度起筑底回升, 主要原材料企业的盈利表现料该可迎来转折点。不过, 由于多数股票在过去一个季度已累积惊人升幅, 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, 投资者宜采取逢低分段吸纳策略。

美国重启降息带动资金流入, 中国香港本地高息板块坐享其成

美联储 9 月重启降息, 根据最新的利率点阵图预测, 本季尚有 2 次共 50 个基点的利率下调空间。随着美联储主席鲍威尔和数位理事将在明年任期届满, 我们认为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 年的降息路径仍偏进取。数据显示, 当美国处于降息周期而经济没有出现急剧衰退, 全球资金往往更倾向流入新兴市场, A 股和港股亦有望受益。其中主要原因之一是美国降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, 有助于中概股整体估值抬升。另一方面, 人民币汇率走高亦间接提升离岸中概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, 港股通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率已攀升约 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, 不排除政府将对人民币升值节奏稍作调控。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。这都意味着美国降息、人民币升值的因素短线未必能为在港上市的中概股增添太多上升动能。

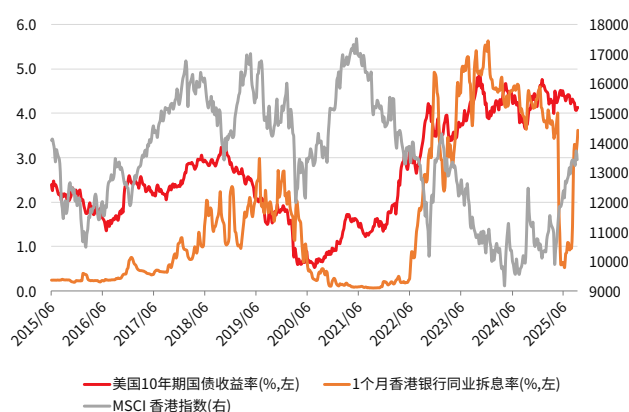
南向通净流入及人民币汇率的关系



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 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的权重股创造更大的边际效益。首先，美国利率稳步下调有助收窄美元与港元的利差优势，预期港元卖盘压力亦可减轻，港元同业拆息有望扭转第三季度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，对于香港本地高收益价值型股票而言，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，每当港元同业拆借利率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。

MSCI 香港指数、香港银行同业拆借利率与美国国债收益率的走势



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，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

基于中国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或将继续成为股市估值上调的主要动力。再者，中国“反内卷”措施料会紧锣密鼓推出，美联储进一步降息似乎亦势在必行，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的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、高科技领域的出口管制争端、TikTok 交易进展、关于购买俄罗斯能源的潜在制裁等事件。若结果步入预期，可能会再度激发市场风险溢价上升，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。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所拖累。纵然相关行业的非理性价格战似乎已稍为收敛，但企业利润率复苏之路料举步维艰；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 个月的经济数据表现难以彻底摆脱弱势。因此，我们对中概股 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。

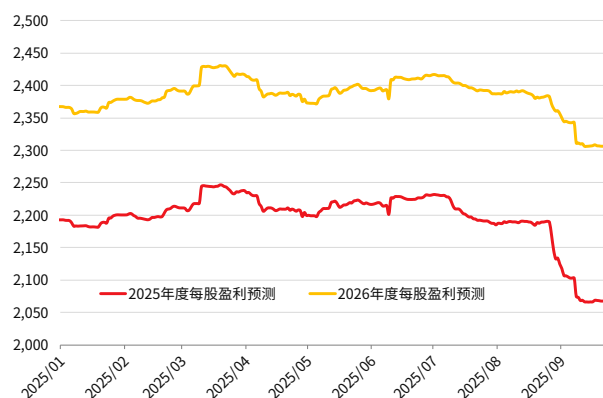
总括而言,我们将恒指 2025 年的每股盈利预测从上季的 2,300 港元下调至 2,100 港元,略高于彭博预测共识的 2,063 港元(截至 9 月 25 日数据)。另外,我们对沪深 300 指数的每股盈利预测为 294 人民币。估值方面,根据彭博截至 9 月 23 日数据,目前恒指预测市盈率为 12.9 倍,高于过去 5 年平均估值约 1 个标准差。我们将恒指 2025 年预测市盈率目标从上季的 11.3 倍上调至 13.0 倍,并将今年恒指目标水平从 26,000 点上调至 27,400 点。我们给予沪深 300 指数 2025 年预测市盈率目标 16.5 倍,今年沪深 300 指数目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

恒生指数未来 12 个月预测市盈率 (倍)



数据来源:彭博,东亚中国财富管理,数据截至 2025 年 9 月 22 日

恒生指数盈利预测趋势变化 (港元)



数据来源:彭博,东亚中国财富管理,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 #
人工智能概念	“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。 - 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。 - 多家国内及海外科技巨头将在本季度发布新产品，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。	★★★★
服务及体验式消费	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。加上近月股市显著向好，财富效应有助提升居民消费信心。 - 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、加强财政政策支持等，重点提振文娱、旅游、教育、体育、养老等服务式消费行业。 - 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。 - 首选在线娱乐、在线医疗平台、运动用品、旅游、饮料等细分板块。	★★★
可再生能源及电力设备	- 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质量发展的意见》，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。 - 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。 - 中国主要发电企业经过 8 至 9 月回调后，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。	★★★
香港本地公用及电讯	- 近期美国就业数据表现渐露疲态，料促使美联储加快降息步伐，我们预期今明两年美联储尚有总共 100 个基点的降息空间，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%，利差吸引力逐步显现。 - 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。 - 资产负债表状况稳健，现金流强劲，有助维持高派息比率、增加股票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)



第四部分

全球债市展望

本章摘要：

- 全球贸易战有望得以避免，去美元化进程在 2025 年第三季度有所放缓
- 在当前全球货币宽松周期中，美联储对降息的态度相较其他主要经济体谨慎，这也为美国之后加快降息步伐提供了空间
- 美国就业市场数据转弱和通胀正降温，为美联储重启降息提供理由
- 美联储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的讨论，尤其是关于是否应将长期目标通胀率维持在高于目前 2% 的水平
- 我们预计美国联邦基金利率将在年内继续下调 0.50%，并在 2026 年进一步下调 0.50%。预期第四季度美国 2 年期国债收益率将在 3.35% 至 3.75% 之间波动，美国 10 年期国债收益率将在 3.75% 至 4.35% 的范围内波动。
- 较长存续期债券相对较短存续期更能受惠于降息步伐加快，但由于美国的高债务水平和财政赤字问题短期内难以解决以及通胀前景仍然不明朗，因此我们偏好中存续期而非长存续期债券
- 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

2025 年央行政策回顾及债券表现比较

在本轮全球货币宽松政策当中，美联储相比其他主要经济体的央行对降息的态度更加谨慎。尽管在 2024 年总计降息 1%，但美联储在 2025 年大幅放慢降息步伐，目前仅在 9 月份将联邦基金利率下调 0.25%，将利率区间调整至 4.00%-4.25%。同期，欧洲央行、瑞士央行、加拿大央行已降息 6 至 8 次不等，2025 年降息幅度介于 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。

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，除了因为今年大部分时间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。

央行	基准利率	自最近利率峰值降息次数	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%
英国央行	官方银行利率	5 次	-1.25%	5.25%	4.00%
澳洲联储	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%
新西兰央行	官方现金利率	7 次	-2.50%	5.50%	3.00%
瑞士央行	瑞士政策利率	6 次	-1.75%	1.75%	0.00%

数据来源: 彭博 , 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

国家 / 地区	实际国内生产总值 (同比变动)		消费物价指数 (同比变动)		工业生产 (同比变动)		失业率	
美国	25 年 6 月	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 6 月	1.5%	25 年 8 月	2.0%	22 年 3 月	-0.70%	25 年 7 月	6.2%
日本	25 年 6 月	1.7%	25 年 7 月	3.1%	25 年 7 月	-0.40%	25 年 7 月	2.3%
英国	25 年 6 月	1.2%	25 年 7 月	3.8%	25 年 7 月	0.10%	25 年 8 月	4.7%
加拿大	25 年 6 月	0.9%	25 年 8 月	1.9%	25 年 4 月	0.49%	25 年 7 月	7.1%
澳洲	25 年 6 月	1.8%	25 年 7 月	2.8%	2025 年	-1.9%	25 年 8 月	4.2%
瑞士	25 年 6 月	1.3%	25 年 8 月	0.2%	25 年 6 月	-0.10%	25 年 8 月	2.9%

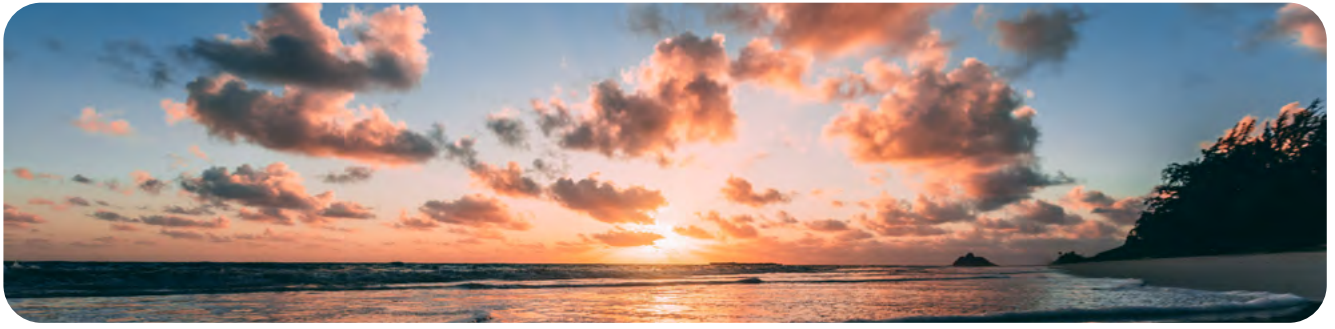
数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

鉴于美国降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区域的本地政府债券。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 17 日, 年内及第三季度主要债券指数表现如下

债券指数	年内表现 (截至 2025 年 9 月 18 日)	第三季度表现 (截至 2025 年 9 月 18 日)
彭博美国国债: 1-3 年 总回报指数	3.96%	1.09%
彭博美国国债: 5-7 年指数	6.99%	1.62%
彭博美国国债: 20 年以上指数	4.88%	2.24%
世界政府债券指数	7.56%	0.27%
彭博环球综合 - 企业债指数	9.63%	2.08%
彭博环球高收益企业 债券总回报指数	9.61%	2.55%
摩根大通亚洲信用指数核心	7.75%	3.53%
彭博新兴市场本地货 币政府多元化指数	14.11%	2.35%
彭博美元新兴市场 政府上限指数	9.80%	4.15%

数据来源: 彭博, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

尽管第三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。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”进程在第三季度末暂时放慢, 使得美元指数维持在低位, 长期国债温和反弹。|



美联储理事会组成或更加偏向鸽派

美联储在今年前 8 个月一直按兵不动，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和白宫的强烈批评。鲍威尔作为主席的任期将于 2026 年 5 月届满，距今不足 1 年。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，并称鲍威尔为“Mr. Too Late”，以表达他对美联储迟迟没有降息的不满。特朗普同时暗示，他可能会在鲍威尔任期结束之前提前任命继任人选，并称已有潜在候选名单。

在今年 7 月的议息会议上，美联储维持政策利率不变，但两名理事鲍曼 (Michelle Bowman) 及沃勒 (Christopher Waller) 对此决定表示反对，这是自 1993 年 12 月以来首次有两名成员与委员会决定持不同意见。同时，另一理事库格勒 (Adriana Kugler) 因故未出席该会议，并突然提前辞去理事一职重返学术界。特朗普随后任命支持降息的白宫经济顾问委员会主席米兰 (Stephen Miran) 在 9 月联储局会议前接任库格勒的席位，直到剩余任期结束。同时在 8 月底，特朗普要求另一名美联储理事，由前总统拜登任命的库克 (Lisa Cook) 辞职，理由是她被指控涉及按揭贷款欺诈，外界则视此为特朗普政府重新构建美联储过程中的一部分。

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以及具备投票权成员的变化，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目前 2% 的水平及美联储是否应当追求“适度的长期利率”进行广泛讨论，并且在通胀仍然相当顽固时，允许美联储更早降低利率。

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，或将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。特朗普对库克的争议性解雇，有意提前撤换鲍威尔的讨论，以及提名支持降息的米兰加入理事会的举措，皆反映出白宫与美联储之间的博弈。在此背景下，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，投资者应对国债收益率和通胀风险保持高度警惕。|

美联储双重使命：促进就业与稳定通胀

美联储肩负着经济的“双重使命”，即保持物价稳定和降低失业率。美联储公开市场委员会认为，理想的通胀率为 2%。而就业方面，委员们最新预估失业率为 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”的相关指标正逐渐转弱。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）增长均同比下降了 0.3%。核心生产者物价指数（Core PPI），剔除服务业的商品生产物价指数及进口价格，则可以看到比较显著的下降趋势。尽管由于关税影响的不确定性，目前尚未能确认美国通胀会持续下降，但特朗普政府的措施对通胀影响的程度暂时没有令市场和美联储感到过度担忧。

日期 (同比变化)	核心消费物价指数	核心个人消费支出物价指数	核心生产者物价指数 (不包括服务)	核心生产者物价指数	进口价格
2025 年 8 月	3.1%	2.9%	2.8%	2.8%	0.0%
2024 年 12 月	3.2%	2.9%	3.6%	3.7%	2.2%
2023 年 12 月	3.9%	3.0%	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%

数据来源: 彭博，东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

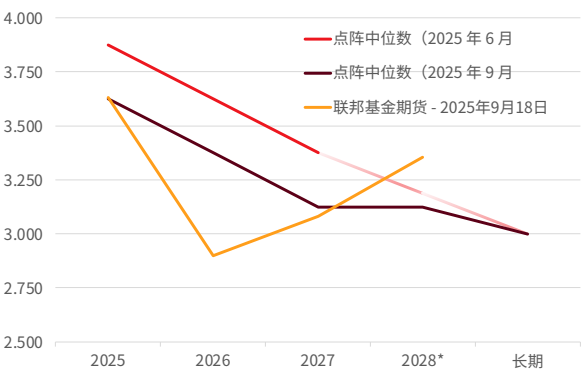
美国就业市场近月明显转弱，8 月的失业率为 4.3%，仍属于历史标准中的偏低水平，并且符合美联储的预测，但我们观察到就业不足率、每小时平均工资和劳动参与率均呈现出略有疲弱的迹象。一个更明显有力的证据来印证就业市场转弱

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 月的非农就业人数增幅为 2.2 万，已连续 4 个月低于 10 万人。

日期	非农就业人数 (月均)	失业率	就业不足率	平均每小时工资 (同比变化)	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%

数据来源: 彭博，东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 19 日

2025 年 9 月美联储点阵图 (%)



数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

在九月份的会议中，美联储符合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降息，而最新的点阵图显示，2026、2027 及 2028 年间，每年将各进行一次 0.25% 的降息，并将长期利率保持在 3.00% 不变。“就业需求放缓”被认为是比六月预测多一次降息的主要原因。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“逐次会议逐次确定”的方式，并承认目前通胀“有所上升且仍然偏高”。

最新点阵及国债收益率预估

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								2		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

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

投资者亦需留意, 在美联储在 9 月举行的会议中, 委员会在以 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 0.25% 至 4%-4.25%, 此前已连续五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 Stephen Miran 更是主张应进行 0.5% 的大幅度降息。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%。

偏好中存续期债券

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降息步伐落后于全球其他央行, (3) 美联储双重使命的相关数据显示出疲弱迹象, 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的加快降息从而利好债券价格的可能性。同时, 我

因此, 我们已修订对美国未来降息的预测, 预期在 2025 年会进一步降息 0.50%, 并在 2026 年额外降息 0.50%。具体到美国国债收益率预估, 基于我们对美国 2025 年仍然有降息两次的预期, 我们预计第四季度美国 2 年期国债收益率将于 3.35% 至 3.75% 之间波动, 而美国 10 年期国债收益率将在 3.75% 至 4.35% 范围内波动。

们维持对 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然存在, “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, 则美国通胀风险可能加剧。

全球政府债券表现

日期	全球政府 (本地货币)	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 (本地货币)
2025 年 1 月 1 日至 2025 年 9 月 18 日的回报	8.17%	5.37%	5.39%	8.98%	14.11%

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 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, 其疲弱的表现在与以美元计价的本地货币政府债券相比时更明显。年内截至 9 月 18 日, 美国国债的回报约为 5.7%, 而以美元计价的全球政府债券的回报则高达 8.2%。其中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 14.4%。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 (9.4%)。我们在上季度曾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, 转而采取更加全球化的部署, 债券市场的回报也印证了之前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

政治格局、财政状况、债务可持续性、通胀走势以及就业市场的韧性均是影响各国长期货币政策的重要因素。因此, 我们注意到, 全球各国政府债券在不同期限的表现呈现出明显分化。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 18 日收益率	收益率变化
美国 30 年国债收益率	4.78%	4.72%	-6bp
德国 30 年国债收益率	2.60%	3.31%	+71bp
法国 30 年国债收益率	3.73%	4.39%	+66bp
英国 30 年国债收益率	5.13%	5.51%	+38bp
澳洲 30 年国债收益率	4.83%	4.89%	+6 点

数据来源: 彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

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%, 直至美国经济数据显示疲弱及美联储展现出温和倾向后回落。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, 放宽了一向严格的财政规范, 这标志着德国从以往谨慎的财政开支立场上的一个历史性转变。至于法国, 总理变更频繁, 大幅削减财政赤字预算的议案造成了议会的严重分裂。。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。同时英国央行行长行长贝利 (Andrew Bailey) 特别提到当地的就业市场参与率持续疲弱, 通胀率则依然高达 3.5% 且有继续上升的趋势, 情况令人忧虑。与此同时, 澳洲的通胀率反弹进一步加大了该国长期债券收益率上升的压力。|

表现优异的主权债券

5 年期国债	2024 年 12 月 31 日收益率	2025 年 9 月 18 日收益率
意大利	2.86%	2.74%
土耳其	30.72%	33.61%
印度	6.72%	6.20%
印度尼西亚	7.03%	5.36%
巴西	15.66%	13.29%
墨西哥	9.99%	8.19%
南非	9.05%	7.89%

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 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。这主要归功于穆迪将该国信用评级展望在 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 月获评级机构穆迪由“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, 印度尼西亚、巴西、墨西哥和南非等国的信用评级在 2025 年保持稳定。稳定的通胀令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 17 日, 巴西雷亚尔、墨西哥比索及南非兰特分别对美元升值了 8% 至 14%。

新兴市场中不少国家的信用评级出现改善、货币汇率走强, 以及经济稳定性提升。同时, 与发达市场相比, 新兴市场提供更具有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

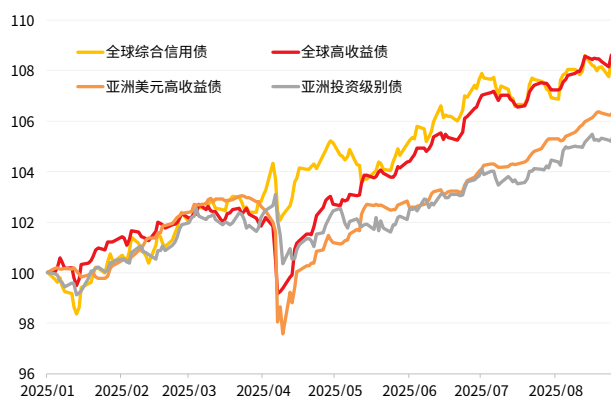
现在, 让我们从全球政府债券转向企业债市场。截至 2025 年 9 月 17 日, 企业债表现优异, 并且跑赢政府债券。今年以来, 全球企业债券及全球高收益债券(所有货币计价)均录得逾 9% 的回报率。诚如我们在第 3 季度的展望报告中提到: “企业债券依然是债券投资者的重要资产配置选项。”事实上, 2025 年全球信用利差及亚洲信用利差均进一步收窄, 目前分别低见 73 个基点及 64 个基点, 是过去 15 年来的最低水平。

企业债券	全球企业债	全球高收益债	亚洲美元投资级债	亚洲美元高收益债
今年初至 9 月 18 日表现	9.78%	9.60%	8.07%	6.91%
信用利差由今年初至 9 月 18 日的变动	收窄 8bp	收窄 25bp	收窄 18bp	收窄 99bp

数据来源:彭博, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月 18 日

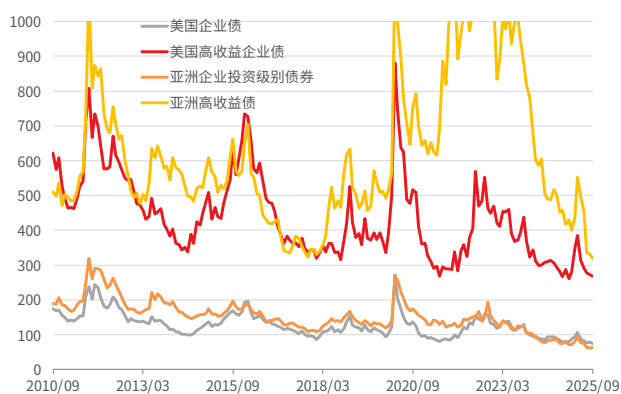
信用利差的收窄一方面反映了投资者对企业未来还债能力的信心增强, 或者是对经济前景更为乐观; 另一方面亦显示投资者偏好具有稳健现金流及良好财务状况的企业, 同时通过分散投资减低风险, 避免投资在财政纪律及债务可持续性表现不佳的政府。此外, 企业债供应有限亦是支持其表现的主要技术性因素。全球债券发行量曾在全球零利率政策期间大幅增加, 但自 2022 年以来, 随着央行快速加息令利率大幅上升, 企业为了保持资产负债表的灵活性, 已大幅减少杠杆。同时, 部分企业逐步减少美元借贷, 转向本土市场寻求融资, 以避免美元升值的影响。这一现象在亚洲市场尤为明显。

全球主要信用债指数表现（起始点：100）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 18 日

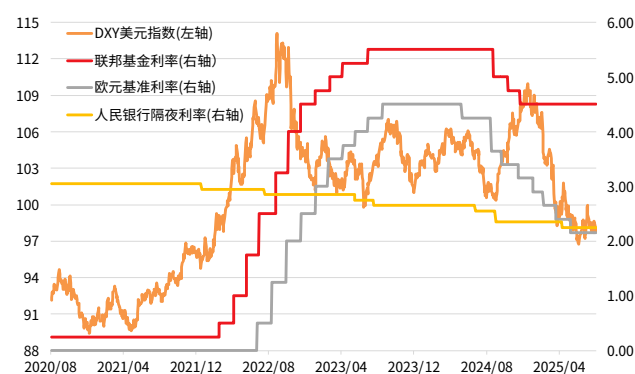
全球主要债券信用利差走势（BP）



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 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。

利率和美元指数走势



数据来源：彭博，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月 18 日

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 年将利率提升至逾 5%，导致美元指数大幅走升。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，令央行进一步放宽货币政策以刺激经济复苏。

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全球水平。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，低迷的房地产市场和国内借贷成本显著低于美元借款成本，令大部分中国企业选择集中在国内发债，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，在供需关系下，导致亚洲信用利差显著收窄。自 2024 年年初以来，亚洲投资级债券的信用利差已低于美国同类投资级企业债的利差。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，利差可能在未来一段时间继续维持在低位。

投资策略结论

进入 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，以便更好地把握降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显现，包括债券供应受限、贸易关税的不确定性逐步减少，以及全

球经济实现软着陆等情况，这些均为支持全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全球政府债市场，并考虑以美元或本地货币计价的新兴市场债券，借以捕捉利息收入机会及寻求潜在的资本增值。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。 |



第五部分

外汇市场篇

美元

外汇 美元

美国劳动力市场疲弱且通胀可控，料美联储进一步降息

美元指数第四季度预计波幅范围 95.00 至 100.00



美元指数近一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

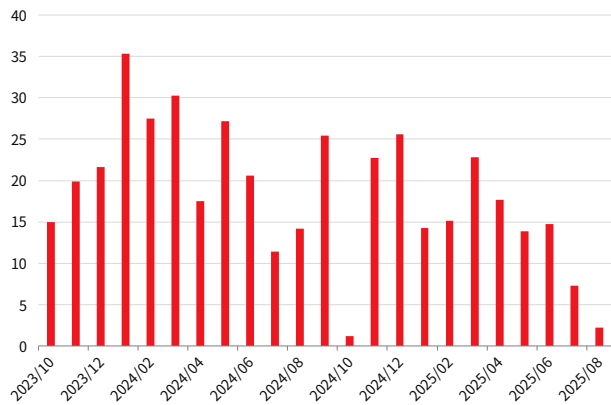
美国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 2 季	3.8 (同比)
失业率	2025 年 8 月	4.3
零售销售	2025 年 8 月	4.3 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	2.9 (同比)

数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 美国实施关税政策，劳动力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针显示，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力市场表现持续，很可能促使美联储于 10 月再次降息。

美国新增非农就业人数走势 (万人)



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 若通胀上涨，美联储或调整货币政策路径

美国 8 月的 CPI 同比升 2.9%，较 7 月 2.7% 上升并创 7 个月新高，环比亦上涨了 0.4%；而核心 CPI 同比升 3.1%。市场预期或因特朗普的关税政策而持续推高通胀，而有关影响或在未来表现更明显，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之后的宽松政策路径。

■ 美联储将采取逐次会议决策的安排

美联储在 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将继续稳步降低借贷成本。美联储主席鲍威尔强调此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降息部署，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。美联储最新的点阵显示，在今年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可见美联储亦有持续降息的准备，而相关降息步伐短期亦比各大央行进取，这或将影响美元短期吸引力。|

人民币

外汇 美元兑离岸人民币

中国出口增速下降，但仍有望实现全年经济增长目标

美元兑人民币第四季度预计波幅范围 7.0900 至 7.1900



美元兑人民币一年走势图



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月

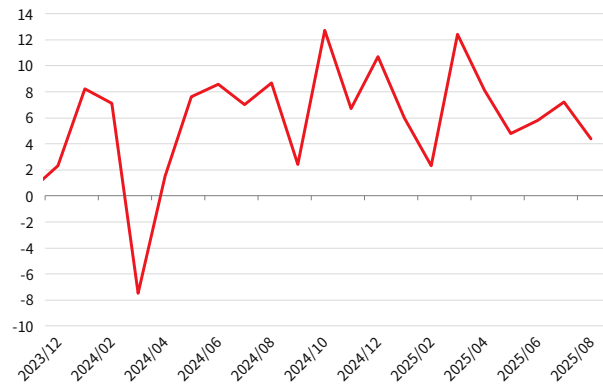
中国主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值	2025 年第 2 季	5.2 (同比)
失业率	2025 年 8 月	5.3
零售销售	2025 年 8 月	3.4 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	-0.4 (同比)

数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 6 月

■ 中美贸易谈判休战期中国出口已受影响

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新低，对华逆差创 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。

中国出口同比增长 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月

■ 中国经济数据再度回落，市场对政策预期升温

中国 8 月规模以上工业增加值同比增长 5.2%，增速创下 1 年最低水平；社会消费品零售总额同比增长 3.4%。此外，1 至 8 月固定资产投资同比仅增长 0.5%，增速创下疫情以来的最差表现。“三驾马车”数据全面低于预期，反映之前管理层

双管齐下推出刺激经济政策与实行较宽松货币政策后，市场仍在观望增量的经济刺激政策或预期之政策是否将能兑现成经济动能。我们预期短期将进入政策成效观察期，全年仍有望实现 5% 的经济增长目标。|

欧元

外汇 欧元兑美元

欧洲央行对经济持乐观看法，降息周期或进入尾声

欧元兑美元第四季度预计波动范围 1.1500 至 1.2000



欧元兑美元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 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 (同比)
失业率	2025 年 8 月	6.4
零售销售	2025 年 7 月	2.2 (同比)
消费物价指数 (HICP)	2025 年 9 月	2.0 (同比)

数据来源: 路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 美国经济放缓料拖累美元，欧元或因此受惠

欧盟与美国达成贸易协议后，因市场对美欧贸易协议不利欧洲经济的解读，加上市场亦逐步降低之前对欧元看涨的仓位，令欧元兑美元于在月一度跌约 3% 并跌破 1.1400 水平。其后，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。因欧元兑美元与美元指数的表现关系密切，在美国经济仍受关税变量困扰的预期下，美元短期上升动力或会受限，兑欧元表现或更为有利。

欧元及美元指数 5 年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 欧洲央行利率立场转向支持欧元区经济

欧洲央行于 9 月维持利率在 2% 不变，其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不发生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，开始走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。降息行动已逐步奏效，低利率环境有利经济发展。 |

英镑

外汇 英镑兑美元

英国央行偏鹰货币政策或为英镑持续带来利差优势

英镑兑美元第四季度预计波动范围 1.3200 至 1.3700



英镑兑美元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 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 (同比)
失业率	2025 年 7 月	4.7
零售销售	2025 年 8 月	0.7 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	3.8 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

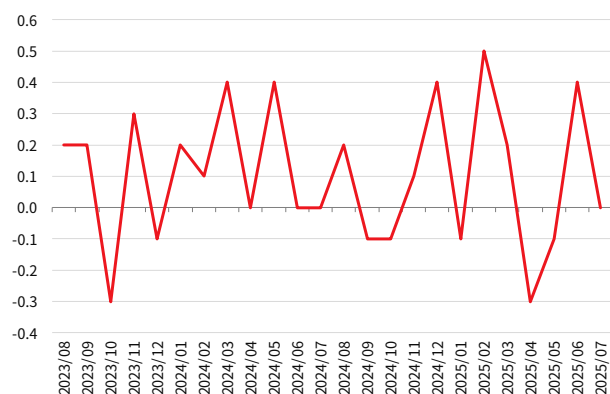
■ 英国通胀高企将限制英国央行持续降息

英国央行在 9 月议息会议中维持利率 4% 不变，并放慢了其量化紧缩计划的步伐。英国央行行长贝利重申，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于较高水平。在通胀升温且就业市场疲软的前景下，预期英国央行渐进降息方式将变得更谨慎。利率期货市场价格显示，市场预计英国央行在今年余下时间内降息的概率不高。当然，目前英国的利率已高于大多数国家，加上英国央行偏鹰的货币政策立场，将为英镑持续带来利差优势，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，第一季度和第二季度的 GDP 分别增长 0.7% 和 0.3%。但第三季度开局表现平淡，7 月的 GDP 环比零增长。服务业和建筑业虽有温和增长，但被制造业下降所抵消。我们预期在美国新关税全球实施的影响下，英国下半年的经济表现或较为平淡，但增长率仍能高于其他主要欧洲国家。

英国 GDP 走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，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飙升至 1998 年以来最高位，而英镑当天则挫 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，市场仍在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。|

日元

外汇 美元兑日元

日本通胀及经济情况将主导日央行加息步

美元兑日元第四季度预计波动范围 142.00 至 149.00



美元兑日元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 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 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 8 月	2.6
零售销售	2025 年 8 月	-1.1 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	2.7 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

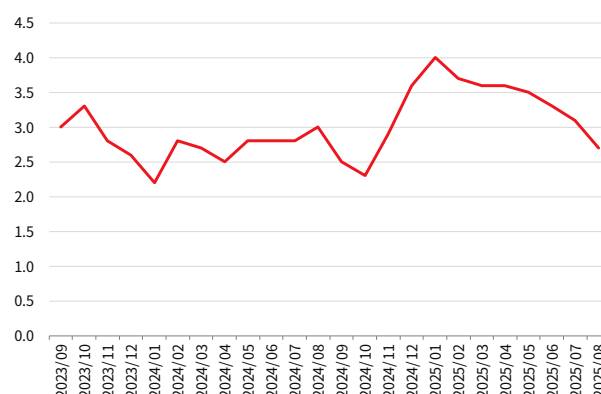
■ 美日关税政策对日本经济影响仍属未知数

虽然日本跟美国在 7 月下旬达成关税协议，但税率仍高，对日本经济带来压力。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 亿日元，连续两个月出现逆差。同月，日本对美国的出口额同比大减 13.8% 至 1.39 万亿日元，连续第 5 个月减少；对美进口额则大增 11.6% 至 1.06 万亿日元，为 7 个月以来的首次增长。日本与美国达成的贸易协议后，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表示，日本央行应继续加息，但同时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速度。

■ 日本央行需确定持续通胀达标才会作加息决定

日本整体通胀表现降温，8 月全国通胀率同比升 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 月同比上涨 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仍需小心看待，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 同比 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月

加元

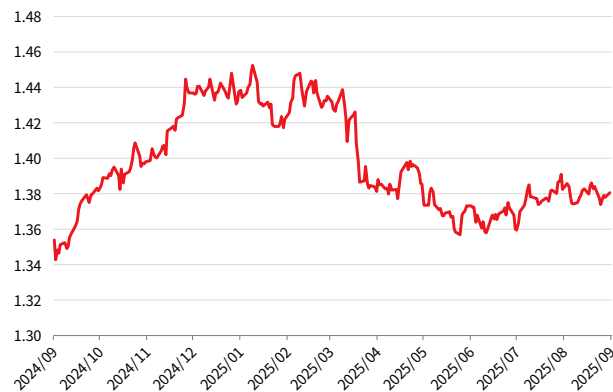
外汇 美元兑加元

加拿大经济面临美关税压力，加央行仍有降息空间

美元兑加元第四季度预计波动范围 1.3500 至 1.4000



美元兑加元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 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 (季度环比折年率)
失业率	2025 年 8 月	7.1
零售销售	2025 年 7 月	-0.8 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年 8 月	1.9 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

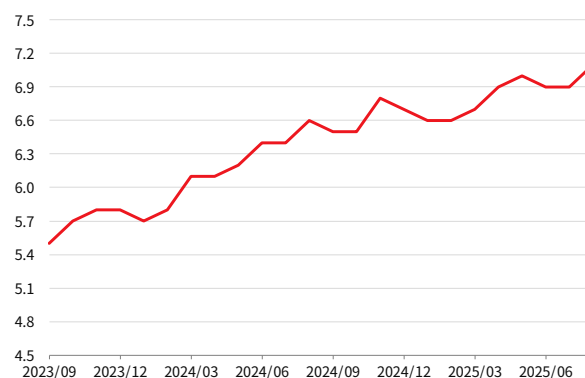
■ 经济疲软及通胀压力减弱，加强降息合理性

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%，是自今年 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。加央行在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。与此同时，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将保持谨慎态度，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)季度环比折年率萎缩1.6%。此外，加拿大失业率持续上升，8月数据升至7.1%，创下九年新高，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。综上所述，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。 |

加拿大失业率走势 (%)



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至2025年9月

澳元

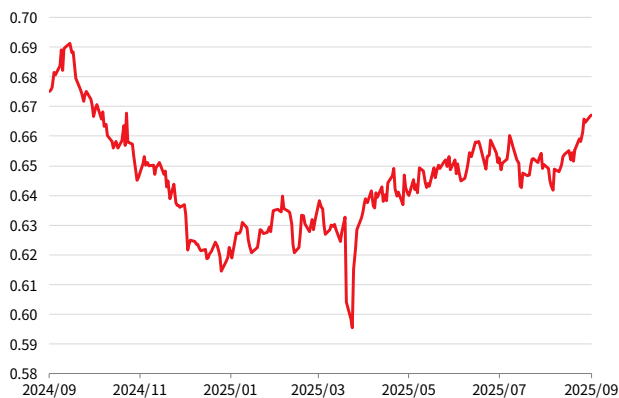
外汇 澳元兑美元

澳洲央行缓慢降息，有助巩固澳元利差优势

澳元兑美元第四季度预计波动范围 0.6400 至 0.6900



澳元兑美元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

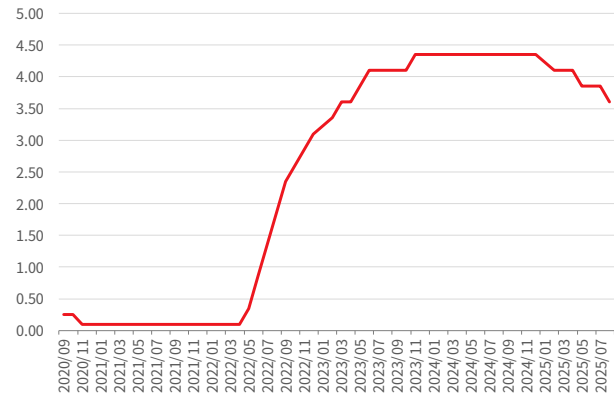
澳洲主要经济数据表现	时段	数值 (%)
国内生产总值 (GDP)	2025 年第 2 季	1.8 (同比)
失业率	2025 年 7 月	4.2
零售销售 (初值)	2025 年 6 月	1.2 (环比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年第 2 季	2.1 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 澳洲央行缓慢推进降息加强澳元利差优势

澳洲央行 8 月份决定了今年第三次降息，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，且劳动力市场将会维持稳定，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降息计划，以实现央行的通胀和就业目标，这将为澳元带来积极的利差优势。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，对澳元整体走势带来支持。

澳洲基准利率 (%)



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 大宗商品价格上涨支持澳元近期表现

受惠于美元在年初开始逐步走弱，大宗商品价格持续上涨，其中澳洲的主要出口铁矿石，其期货价格亦同步上升，带动澳洲经济好转。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。 |

新西兰元

外汇 新西兰元兑美元

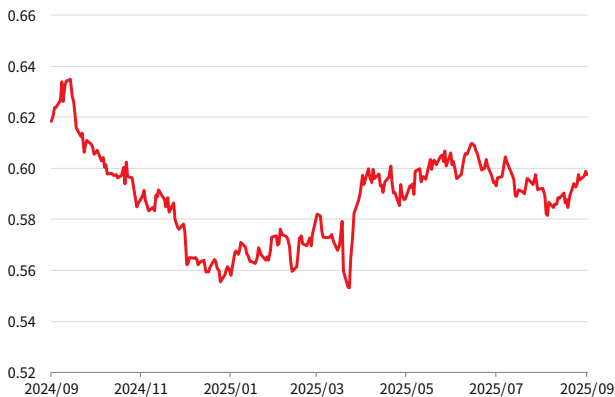
新西兰央行货币政策转鸽或令新西兰元短期升幅受限

新西兰元兑美元第四季度预计波动范围

0.5800 至 0.6300



新西兰元兑美元一年走势图



数据来源：路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

新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 (同比)
消费物价指数 (CPI)	2025 年第 2 季	2.7 (同比)

数据来源:路透, 东亚中国财富管理, 数据截至 2025 年 9 月

■ 央行货币政策转向或为新西兰元带来压力

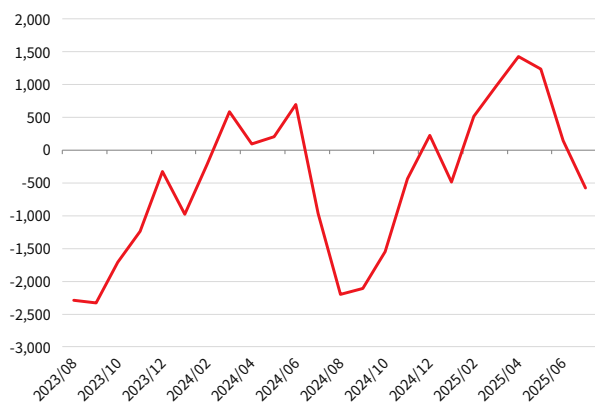
新西兰央行在 8 月的议息会议中将官方隔夜拆款利率 (OCR) 下调 25 个基点至 3.00% 的 3 年低位。新西兰央行在货币政策声明中表示, 当地及全球经济增长正面临不利因素, 若中期通胀压力继续如期缓和, 将有进一步下调利率的空间。央行通过货币政策立场转鸽来支撑经济增长, 令新西兰元于议息会议后应声下跌。利率期货市场价格显示, 市场预计新西兰央行在今年底前及明年仍有降息机会。在降息周期短时间仍未结束的前提下, 或为新西兰元兑其他非美货币带来压力。

■ 新西兰 7 月贸易转为逆差, 料受美国关税影响不大

新西兰 7 月商品出口同比增长 10% 至 67.06 亿新西兰元, 进口亦升 2.6% 至 72.84 亿新西兰元。虽然录得贸易逆差达 5.78 亿新西兰元, 但仍低于上年同期的 10.22 亿新西兰元。新西兰被美国加征更高关税 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新西兰经济影响有限。此外, 全球经济在美国关税威胁过后料将重回正轨, 中长线有助新西兰出口增长。另外, 中国是新西兰最大的贸易伙伴, 若中

国经济逐步增长，将有利新西兰农产品出口需求，届时将进一步支持新西兰元的整体表现。

新西兰贸易差额（百万新西兰元）



数据来源：路透，东亚中国财富管理，数据截至 2025 年 9 月

东亚银行（中国）有限公司温馨提示：

以上观点及资料均为公开资料。本文档不构成任何正式的投资意见或建议，仅供参考。
东亚银行（中国）有限公司不对任何依赖在本文件发表的信息而导致的任何后果承担任何责任。理财非存款、产品有风险、投资须谨慎！结构性存款不同于一般性存款，具有投资风险，您应当充分认识投资风险，谨慎投资。东亚银行代销产品由合作机构发行与管理，我行不承担产品的投资、兑付和风险管理责任。

