

建亞私人銀行財富管理策略



2025 年 9 月

風起雲湧時，智者掌舵行 2025 年四季度環球大類資產策略展望

回顧過往軟著陸降息周期，四季度往往是資產輪動的關鍵節點——從“寬鬆交易”到“再通脹交易”的切換，從“政策依賴”到“盈利驅動”的過渡，都曾在四季度集中上演。2025 年四季度，這一規律仍將延續：美聯儲的持續降息為資產提供“政策底”，資金流的共振為資產提供“資金底”。在資產的“變盤窗口”，投資者須不糾結于短期波動，放眼于長期趨勢，在四季度的環球資產配置中把握機會。

就著股票，9 月份整體表現不俗，以 MSCI 環球指數作為代表，期內回報 3.04%，錄得升幅，反映期內環球股票市場基本錄升勢。其中，MSCI 新興市場指數期內上升 6.46%，而代表成熟市場的 MSCI 世界指數，期內則上升 2.65%，新興市場跑贏成熟市場。而作為環球市場龍頭的美股標普 500 指數，期內上升 3.11%，跑贏成熟市場整體，而在環球市場中表現最佳的，則為恒生科技指數，期內回報為 12.44%，表現位居全球首位；

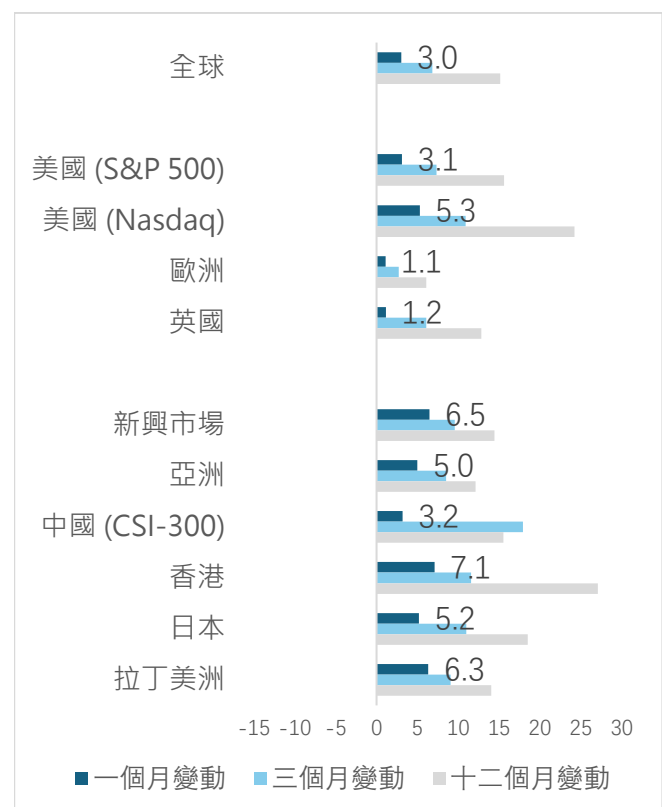
在專題部份，除了分享 2025 年四季度環球大類資產策略展望外，我們亦討論了在第四季，美股會否繼續上升，及是否存在回調風險；此外，我們亦分享了滬指創十年新高的原因及趨勢分析；

目錄

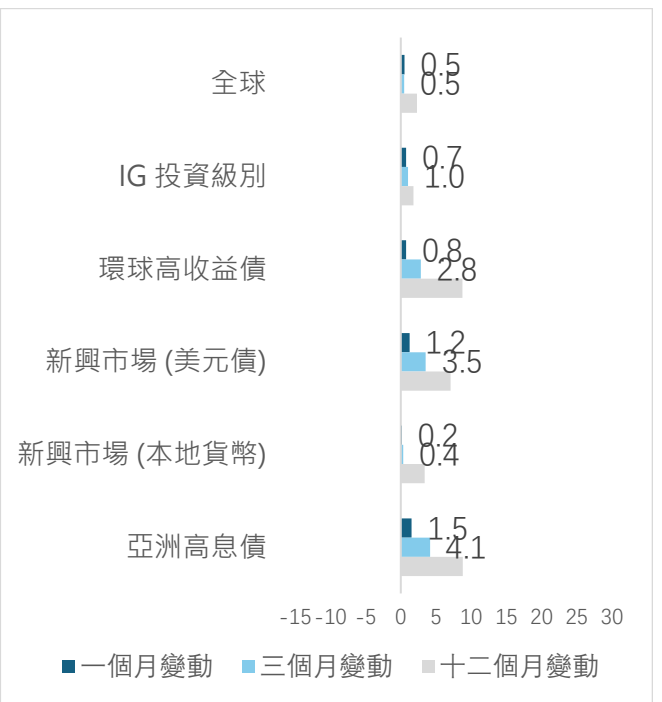
01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	風起雲湧時，智者掌舵行 – 2025 年四季度環球大類資產配置策略展望	p.5
	美股第四季表現如何看？會發生回調嗎？	p.12
	滬指十年新高的原因及趨勢分析	p.15
04	宏觀經濟展望	p.18
05	資產市場展望	
	股票	p.21
	債券	p.24
	外匯及商品	p.26

資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

FX	Latest	1m	3m	1y
DXI Index	97.9	0.0	0.9	-3.0
EUR/USD	1.17	0.3	-0.4	5.5
GBP/USD	1.34	-0.8	-2.1	0.5
USD/JPY	148.59	-0.5	-2.7	-2.9
AUD/USD	0.66	0.9	0.4	-4.4
NZD/USD	0.58	-1.8	-4.9	-8.7
USD/CAD	1.39	-1.2	-2.2	-2.8
USD/CHF	0.80	0.4	-0.5	6.0
USD/CNY	7.12	0.3	0.6	-1.4
Commodity				
Crude Oil	63.5	-2.0	-3.7	-8.0
Spot Gold (\$/oz)	3833.6	10.3	15.2	44.4

利率變動

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.62	-0.01	-0.12	-0.04
10Yrs Bonds	4.14	-0.10	-0.10	0.35
German				
2Yrs Bills	2.02	0.09	0.17	-0.04
10Yrs Bonds	2.71	-0.01	0.10	0.59
UK				
2Yrs Bills	3.99	0.05	0.18	0.01
10Yrs Bonds	4.70	-0.02	0.21	0.70
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	-0.03	-0.19	-0.43
CNH HIBOR 1Y	3.42	0.05	-0.02	-0.35
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	0.23	1.85	-0.65
HIBOR 1Y	5.18	0.12	0.42	-0.58

簡評:

9 月份環球股市整體表現不俗，以 MSCI 環球指數作為代表，期內回報 3.04%，錄得升幅，反映期內環球股票市場基本錄升勢。其中，MSCI 新興市場指數期內上升 6.46%，而代表成熟市場的 MSCI 世界指數，期內則上升 2.65%，新興市場跑贏成熟市場。而作為環球市場龍頭的美股，期內上升 3.11%，跑贏成熟市場整體，而在環球市場中表現最佳的，則為恒生科技指數，期內回報為 12.44%，表現位居全球首位。作為新興市場的一員，中港市場於 9 月表現亦不俗，其中，以恒生指數作為代表的離岸市場，表現優於在岸市場，恒生指數期內上升 6.34%，位居全球第五，而滬深 300 指數於期內則上升 3.24%，遜於恒指但勝於美股。簡要而言，9 月份應是一個不俗的月份，投資者不論將資金分配在中或美，均能獲取較佳回報了。

資產配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							多國指數處於牛市，對股市整體看法積極樂觀，惟估值已反映不少關於減息重啟的樂觀情緒 避免過度集中於美國資產，把握風險資產回調機會，但仍需控制風險，合理配置以對沖下行風險，多資產有利平衡組合風險
美國							• Q3多次創新高，大方向是繼續向好，如果聯儲局在標指離歷史高位不多幾%的情況下減息，市場之後三個月上升的概率約0%以上，美股長線仍看好，利用回調進行買入 • 美國經濟很大機會呈現軟著陸，伴隨減息重啟正面地提供資金流動性，料對美股有正向作用 • 美國的減稅政策對企業盈利正面，資金也有回流跡象，憑藉技術引領的科技股牛市繼續领跑 • 第四季具季節性強勢，較利好美股，上漲機會率較高 • 存短期過熱、估值對比環球市場仍高，標普500指數的市盈率達24倍，風險溢價上揚，同時警示經濟增長放緩及勞動力市場疲軟跡象
歐元區							• 德國加大財政刺激政策，預計未來2年拉動GDP，對股影響展開 • 正面因素包括估值仍較低、貨幣政策的寬鬆、國防開支增加、潛在的財政寬鬆以及俄烏戰爭的緩和和支持股市 • 財報顯示歐洲主要公司的表現不及美國巨頭，歐股整體表現落後於美股
英國							• 英國成首個與美國達成貿易協議的國家，美國對英國長期保持貿易順差，有助英國股市穩定 • 估值具吸引力，行業結構結合了高收益的防守性及對經濟敏感的周期性板塊 • 惟仍面對滯脹及盈利前景不明朗、企業稅的增加或損害企業利潤
亞洲 (日本除外)							• 美國減息或致美元弱勢，資本可能從美國流向其他市場，推高亞洲股市需求 • 韓國、台灣的科技技術實力持續提升能受惠AI產業的擴展，進一步推動創新與技術效率，為企業帶來成本效益及減低支出 • 亞洲股票相對估值及與自身歷史平均比明顯顯著折讓，美元走弱的充裕流動性提供具吸引力的進場機會
日本							• 巴菲特依舊增持日股，長期投資看好日本五大商社企業治理改革也起積極作用；日股市盈率仍低於美國，資金推動日股創新高 • 日本央行擬出售其持有的巨額交易所交易基金ETF，釋放了積極信號，對市場的影響有限 • 日本利率仍低，企業盈利增速，經濟增長仍處於正面，但須注意日本的加息或導致股票波動加大 • 美日達成貿易協議，汽車製造商等出口型企業、大幅受惠AI算力強勁需求的半導體板塊強力推動，帶動日股走高 • 日圓過去半年顯著升值未對日圓有影響，央行加息時間延遲並擴大財政刺激力度，有助支持日股
中國內地							• 科技技術的躍進、企業盈利的增長、制度改革的推進及政策轉向更友善推動下，內地經濟還有進一步上漲潛力 • 倘有更多刺激政策出台及若出現更多穩定跡象，如中美關係改善，將增強股的投票邏輯及市場信心 • 資金逐步轉向資本市場，股市成為資金新聚集地
香港							• 過去三季累升30%，由DeepSeek引領的AI熱潮、貿易戰進一步緩和、新消費、企業出海等趨勢帶動。南向資金持續流入成支撐港股的主要助燃劑，後市能否更上一層樓的關鍵在於北水流入能否持續暢旺 • 資金流向仍帶來正面利好信號，中期表現續有支持，估值仍具吸引力，處於牛市的港股中長線前景仍相對樂觀 • 聯儲局減息後，美國資金有外溢預期，港股作為離岸市場，對流動性尤其敏感，對美國減息有正相關性 • 近期港股的核心明顯從創新藥轉移到期科技類，人工智能基建的火熱
新興市場 (拉美)							• 聯儲局的舉措繼續支撐美元走弱及未來利率下行的前景，有利新興市場股票，成為全球資金再平衡的主要受害者 • 美國減息可能導致美元貶值，資金流向新興市場，對股市有利

	低配	--	-	中性	+	++	超配
債券							聯儲局目前取態偏向鴿派，提前定價聯儲局的減息預期，操作可趁收益率處於高位時買入，宜分散配置債券類別，採取靈活策略以管控風險並積極投資環球固定收益市場內的優質資產，把握更佳收益機會。長端利率堅挺反映市場仍擔憂長期資金成本
美國國債							• 目前仍有較高的票息收益，在減息周期內中長期性價比較高，但須關注匯率風險 • 聯儲局第三個任務是要控制長端利率，預期接下來利率政策會滲入更多政治因素 • 以美國目前的債務水平（償還利息費用已多於國防開支）及過高的利率加重財政負擔，華府逼切地希望減息 • 10年期收益率已下行至4%附近，短期交易的投資者要謹慎減息落地過後市場視為利好落地，給美債帶來波動 • 聯儲局的獨立性受質疑，美債收益率曲線陡峭化，即長期與短期收益率之間的息差擴大，對貨幣政策較敏感的短期收益率下行幅度較大，但通脹前景仍有較多不確定性，長端利率下行空間有限
歐元區債券							• 債務市場高度國際化，高度的外部依賴性令主權債券結構在危機時期尤其脆弱 • 法國、德國和意大利等歐洲經濟體面對債務壓力，主權國的長年期債券遭拋售，引發市場動盪 • 歐洲央行減息周期已屆尾聲及貨幣政策將趨於穩定，債價上升的誘因減少
環球投資級別企業債 (IG)							• 環球企業債券表現優於國債，低信貸風險加上收益仍吸引，短年期債券可更好地補償利率風險，視為防守性之選 • 企業財務狀況相對健康令近年債市違約率處於偏低水平，預期違約率仍可保持於較低水平 • 信貸息差趨緊，成熟市場投資級別債券的息差已處於歷史較低水平，能提供的收益受限 • 質素高且收益率維持較高的優勢，表現取決於聯儲局的減息步伐及企業的基本面
環球高收益債券 (HY)							• 債券整體，包括高收益債券仍在持續創新高，全球經濟衰退風險目前非主要擔心風險 • 違約率維持較低水平，收益率吸引，跟股市及經濟走勢的敏感度較高，對美國經濟及關稅政策不確定的擔憂令高收益債價急跌 • 高收益債券的違約率可能對於利率風險相對較低且總收益率較高的行業來說，息差應該仍然較少
亞洲債券							• 亞洲的基本因素利好，周期性推動因素及結構性轉變亦重塑亞洲債券的形勢 • 內地10年期債息維持超低水平，有利資金追入亞洲債券以獲取較高的收益 • 美元弱勢，有利資金分流到亞洲市場 • 亞洲經濟較受貿易周期影響，短存續期的成熟市場債券的收益率更具吸引力 • 亞洲債券具備較高收益率、信用狀況保持良好、違約率極低，投資價值浮現
新興市場債券 (拉美)							• 減息預期攀升，新興市場債券表現強勁，見至2017年以來的最佳年度表現，央行持續減息以支持經濟增長 • 聯儲局再度減息及美元走弱推動下，進一步鼓勵資金往其他市場尋求更高收益，美國寬鬆政策將持續壓制美元，也降低全球融資成本，從而推高以升值貨幣計價的債券收益 • 基本因素改善，提供高收益回報，收益率比美國國債更高，主權債的波動性主要來自本幣對美元匯率的波動 • 可視作戰術性交易，但各國的穩健程度不一，需精挑細選

	低配	--	-	中性	+	++	超配
大宗商品							弱美元及地緣風險的組合下呈現結構性機會，長期邏輯依舊穩固。需關注宏觀經濟數據、央行政策及地緣政治局勢
黃金							• 金價持續突破歷史高位，站上3800美元，今年首三季累升逾40%，已開始反映美國減息的利好因素，中長期表現則視乎美元的信用、長期債務問題，後續方向將會繼續向上，回調即為買入時機 • 是對沖美元貶值的良好工具，受美元走弱、央行儲備、美國債務負擔及避險需求推動，金價仍具配置價值，可趁回調分批布局 • 長期而言，實際利率下行及地緣政治風險仍支撐金價
能源							• 油價短期迎來修復性反彈，OPEC繼續釋放增產信號，但內部各國實際執行情況不一，短線為油價提供底部支撐 • 石油輸出國組織及盟友OPEC+計畫於11月進一步增產，拖累國際油價減跌。按照新的配額增加產量，或令今年9月至明年出現產能過剩 • 今年4月以來，OPEC+已扭轉局面，將石油配額提高約每桶250萬桶，當中包括阿聯酋的額外產量，以緩解美國的壓力並重新奪回產量 • 全球經濟放緩導致石油需求增長乏力之下，油價難以明顯反彈，若地緣衝突加劇或需求上升，油價的波幅才有望加大



引言：站在軟著陸降息的“變盤窗口”

當美聯儲于 2025 年 9 月 18 日正式開啓新一輪“預防式”降息，全球投資者的目光再次聚焦于“軟著陸”這一稀缺而珍貴的宏觀敘事。歷史告訴我們，自 1960 年代以來，美國僅經歷過 7 次真正意義上的軟著陸降息周期——這些周期既非經濟崩潰後的被動救火，也非通脹失控下的無奈妥協，而是在經濟放緩初現端倪、通脹壓力緩解之際，美聯儲主動出手、精準調控，最終成功避免衰退的典範。如今，我們是否正站在第 8 次軟著陸的起點？這一問題的答案，將深刻影響 2025 年四季度全球大類資產的配置邏輯。

我們將以“軟著陸降息”為破題，結合就業市場、通脹路徑、政策節奏與資產表現的歷史規律，深入剖析當前宏觀環境的獨特性與相似性。并在此基礎上，為股票、債券、黃金、外匯及商品等大類資產提供具有歷史縱深感與現實操作性的投資策略展望。

風起于青萍之末，浪成于微瀾之間。唯有理解歷史的韻律，方能在未來的波濤中穩健掌舵。

圖表 1：2025 年 1-9 月大類資產跑分表

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*
MSCI EM	18.5%	1.5%	15.0%	Gold	US Treasuries	S&P 500	S&P 500	S&P 500	Commodities	MSCI EM	Cash	S&P 500	Gold	Commodities	Commodities	S&P 500	Gold	Gold
Commodities	13.0%	4.3%	Global HY	MSCI EM	Global HY	MSCI EM	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs
Global HY	21.3%	2.1%	MSCI EM	REITs	Global HY	MSCI EM	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs
MSCI EM	11.6%	-8.3%	REITs	S&P 500	Global HY	MSCI EM	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs	REITs
US Treasuries	9.1%	Global HY	S&P 500	Global HY	S&P 500	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY
Global HY	7.3%	Commodities	Commodities	Cash	Global HY	Cash	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY	Global HY
S&P 500	5.6%	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities
Cash	5.0%	MSCI EM	Global HY	Global HY	US Treasuries	MSCI EM	Global HY	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries
Global HY	5.0%	REITs	Cash	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries	US Treasuries
REITs	16.2%	MSCI EM	US Treasuries	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities	Commodities

來源：BoA 研究報告。

一、軟著陸：歷史的迴響與當下的鏡像

要理解 2025 年四季度的投資邏輯，必須首先厘清“軟著陸降息”的本質。一般而言，“軟著陸降息”需滿足兩個關鍵條件：其一，距離前一次官方定義的衰退超過兩年；其二，降息結束後一年內未發生衰退（或即便發生衰退，其根源也幾乎完全來自外生黑天鵝衝擊）。

符合上述兩個標準的市場周期，自 1960 年代以來僅有 7 次，包括 1966 年、1984 年、1989 年、1995 年、1998 年、2019 年，以及剛剛開啓的 2024-2025 年降
息周期。

這些歷史案例揭示了軟著陸的四大共性特徵，為我們判斷當前局勢提供了清晰的坐標系。

圖表 2：四季度的情景以“軟著陸”為基準

		基準情形：軟著陸	風險情形1：貿易摩擦前置	風險情形2：再通脹
概率		75%~65%	15%~10%	10%~25%
宏觀情景與主題		延續2024年軟著陸走勢，美國經濟溫和放緩，美聯儲2025年降息2-3次	貿易摩擦前置，協議未落地，衰退風險陡升	中美製造業共振復蘇+貨幣政策偏軟，通脹抬頭後美聯儲轉鷹
大 美 資 產		軟著陸交易	衰退交易	再通脹交易
	美債利率	陡峭化，10yUST中樞3.7%，短債表現更好	大幅牛陡	先扭曲陡峭後熊平
	美股	震盪或上漲，buy in the dip	下跌	走平或小漲
	美元	下跌，3-5年看貶	先下跌後震盪	升值
	黃金	震盪或上漲	上漲	大漲
能源與工業金屬		小幅上漲	下跌	大漲

來源：CCBA PB Research。

第一，軟著陸背景下的降息幅度普遍較低。與硬著陸降息動輒 500 個基點（bps）的深度不同，軟著陸降息的中位數幅度僅約 100bps。例如，1995 年和 1998 年的降息幅度分別為 75bps 和 75bps，2019 年為 75bps。唯一的例外是 1984-1986 年那輪長達兩年的降息，累計降幅高達 570bps。但這並非典型的“預防式”降息，而是保羅·沃克爾在馴服大通脹後，對已大幅下移的“中性利率”進行的“再校準”。從 2024 年 9 月算起，當前市場預期該周期內 225bps 累計降息，恰恰處於一個尷尬的“中間地帶”——對於軟著陸而言過於激進，對於硬著陸而言又遠遠不足。這暗示市場預期可能存在系統性偏差，也為後續資產價格的修正埋下了伏筆。

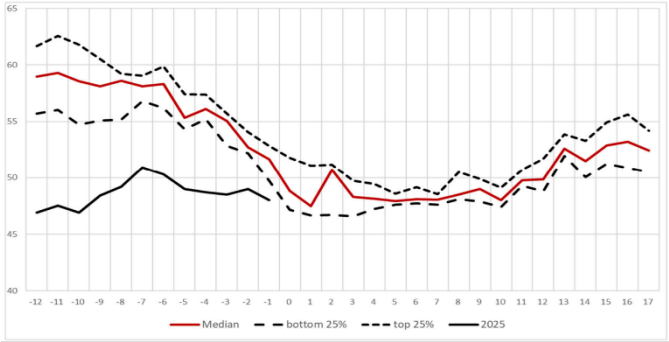
圖表 3：2024 年以來及之後降息路徑預期

時間	單次降息幅度	周期內累計降息幅度
2024 年 9 月	50 基點	50 基點
2024 年 11 月	25 基點	75 基點
2024 年 12 月	25 基點	100 基點
2025 年 9 月	25 基點	125 基點
2025 年 10 月	25 基點	150 基點
2025 年 12 月	25 基點	175 基點
2026 年 4 月	25 基點	200 基點
2026 年 9 月	25 基點	225 基點

注：截至 2025 年 9 月 29 日，標黃部分是預測數據。
來源：CCBA PB Research。

第二，軟著陸背景下，PMI 是降息的重要信號。7 次軟著陸降息無一例外地發生在製造業 PMI 下行周期中。降息啓動前約 12 個月，PMI 通常從 60 附近的高位快速回落至 48 左右，隨後進入磨底階段。降息啓動後約 6-12 個月，PMI 觸底反彈並重回榮枯線上方，這往往也是美聯儲停止降息的信號。回顧 2025 年，美國 ISM 製造業 PMI 自年初以來持續承壓，已多次徘徊在 50 榮枯線附近，完全符合軟著陸降息前的典型特徵。未來 PMI 能否企穩回升，將成為判斷本輪降息周期長度與經濟前景的關鍵觀測點。

圖表 4：過往 7 次軟著陸降息開始後的 PMI 走勢



來源：CCBA PB Research。

第三，失業率不能出現明顯且持續的上升。這是軟著陸區別于衰退的“必要不充分條件”。在 6 輪歷史軟著陸中，失業率雖有短暫上行（如 1989 年上升 0.5 個百分點，1966 年和 1998 年各上升 0.3 個百分點），但均未形成持續惡化趨勢，很快便重新回落。反之，一旦失業率出現持續、顯著的攀升，幾乎必然對應著衰退。當前，美國 3 個月移動平均失業率較過去 12 個月低點僅上升 0.15 個百分點，遠低于薩姆規則（Sahm Rule）的 0.5 個百分點的衰退預警閾值。這為“軟著陸”敘事提供了堅實的就業市場基礎。

第四，資產表現具有鮮明的規律性。在軟著陸周期中，美股的確定性最強，標普 500 指數幾乎無一例外地呈現震蕩上揚態勢。美債利率則走勢分化，長端利率（如 10 年期）并非單邊下行，而是常呈現“先降後升”的 U 型走勢，反映出市場對經濟“二次起飛”的預期。美元指數往往先因避險情緒或利差優勢而走强，隨後在降息深化和經濟企穩後轉弱。商品市場則通常“先弱後強”，初期受需求放緩擔憂拖累，後期隨經濟復蘇預期而反彈。

將這些歷史規律投射到當下，我們看到一個高度吻合的圖景：經濟數據溫和放緩、通脹持續回落、PMI 處于下行磨底階段、失業率保持穩定、美聯儲開啓預防式降息。這強烈暗示我們正身處一次典型的軟著陸嘗試之中。然而，歷史不會簡單重複。這一次，AI 技術革命帶來的“動物精神”、相對健康的私人部門資產負債表以及財政政策的潛在支撐，都為軟著陸的成功增添了新的砝碼。

二、大類資產：在歷史規律與現實變量間尋找最優解

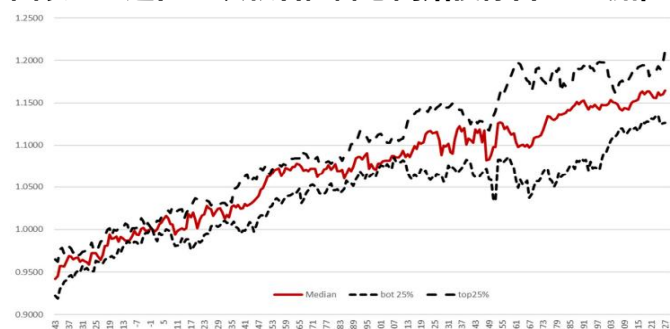
基于對軟著陸歷史規律的深刻理解，我們可以為 2025 年四季度的各大類資產繪製一幅更為精準的導航圖。

2.1 股票市場：確定性最高的領航者

歷史經驗反復證明，在軟著陸周期中，股票是表現最穩健、確定性最強的資產。無論是 1966 年、1995 年還是 2019 年，標普 500 指數在整個降息周期內均錄得正回報。其背後的邏輯在于，預防式降息有效緩解了市場對衰退的恐慌，同時經濟基本面并未實質性惡化，企業盈利預期得以修復。

對於 2025 年四季度，美股的配置價值依然突出。降息直接降低了企業的融資成本和貼現率，對估值構成支撐。更重要的是，當前市場對 AI 技術革命的樂觀預期正在轉化為強勁的資本開支和盈利增長，尤其是在半導體、雲計算和軟件服務等核心領域。這種由技術創新驅動的“內生性”增長動能，是歷史上許多軟著陸周期所不具備的獨特優勢。

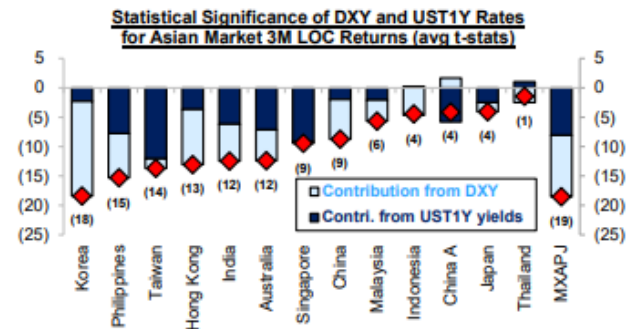
圖表 5：過往 7 次軟著陸降息開始後標普 500 點位



注：橫軸為交易日，將 T=0 點的點位標準化為 1。

來源：CCBA PB Research。

圖表 6：美聯儲降息之後，亞洲股票往往表現不錯



來源：高盛研究報告。

2.2 債券：警惕“U 型”陷阱，把握交易性機會

與股票的高確定性不同，債券在軟著陸周期中的表現充滿變數。GMF Research 指出，10 年期美債利率在軟著陸降息後并非一路下行，而是常走出 U 型走勢。例如 1966 年，利率從 5.1% 降至 4.5%，隨後又隨經濟回暖回升至 5.1%。2024 年降息開啓後，長端利率同樣出現了顯著反彈。

這一現象的核心在於，長端利率不僅反映當前的政策利率，更定價了市場對未來經濟增長和通脹的預期。預防式降息成功“排雷”，反而可能提振中長期增長信心，導致長端利率不降反升。因此，對於 2025 年四季度的債券投資，應摒弃“降息=做多債券”的簡單綫性思維。

策略上，短期可適度參與利率下行的交易性機會，但需警惕 PMI 觸底反彈信號出現後長端利率的反轉風險。更優的策略或許是“啞鈴型”配置：一端持有短期債券以獲取確定性的票息收益和資本利得；另一端則可考慮在長端利率反彈至高位時進行戰略性配置，為未來可能出現的經濟二次放緩做準備。

跳出美股，放眼亞洲，軟著陸背景下美聯儲開啓降息周期，亞太（除日本）股市歷來表現優異。這是因為，軟著陸帶來的全球流動性改善和美元走弱，將為亞洲市場，特別是那些對利率敏感的科技股和出口導向型企業，提供絕佳外部環境。因此，全球權益資產配置應採取“美股為盾，亞股為矛”策略，兼顧確定性與進攻性。

中國股市（A/H 股）是四季度亞洲股市的“核心看點”。其中核心邏輯包括：一是“反內卷”政策穩定盈利預期——2025 年以來，中國對互聯網、電商、教育等行業的“反內卷”監管（如限制低價傾銷、規範平臺傭金）已初見成效，互聯網企業的淨利潤率從 2024 年的 12% 回升至 15%；二是 AI 與新能源的產業紅利，中國 AI 相關硬件（如服務器、半導體）的出口增速達 25%，新能源汽車的全球市占率提升至 40%，這些領域的盈利增速預計達 30% 以上；三是股東回報政策的優化，中國 A 股上市公司的分紅率從 2024 年的 2.5% 提升至 2025 年的 3.0%，回購規模增長 50%，吸引長期資金入場。四季度中國“十五五”規劃的落地（預計 10 月）將進一步明確 AI、新能源、高端製造的投資方向，為相關板塊提供“政策催化”。但疑問在於：中國經濟的“弱復蘇”是否會制約股市漲幅？當前中國製造業 PMI 仍在榮枯綫附近震蕩，消費增速（社會消費品零售總額同比增長 6%）低於 2019 年的水平，若四季度經濟數據不及預期，A 股的盈利增速可能從 14% 下調至 12%，進而影響估值擴張。

圖表 7：過往 7 次軟著陸降息開始後 10Y 美債利率



注：橫軸為交易日，將 T=0 點的點位標準化為 1。

來源：CCBA PB Research。

2.3 黃金：流動性驅動的盛宴，但高潮或近尾聲

2025 年三季度以來，黃金價格的暴漲無疑是市場最引人注目的現象之一。根據市場追蹤報告，8 月中旬-9 月底，金價 10% 的漲幅中，黃金 ETF 的大幅淨流入貢獻了超過一半，期貨投機頭寸貢獻了約 20%，真實利率下降貢獻了約 10%。

這一輪上漲的核心驅動力，正是市場對美聯儲開啓降息周期的強烈預期。降息預期壓低了美債真實利率，降低了持有無息黃金的機會成本，同時激發了全球投資者的風險對沖需求。然而，歷史規律提醒我們，在軟著陸情境下，黃金的上漲往往缺乏持續的宏觀事件催化。

梳理歷史，黃金 ETF 的大幅流入通常至多會持續 2 個月，且需要宏觀事件（如戰爭、疫情等）的強力驅動。當前，美國經濟數據邊際走強，利率與美元同步上行，對金價已形成制約。若黃金 ETF 淨流入在未來 4 周維持當前速度，金價可能還有 5-6% 的漲幅；但在中性情

境下，若黃金 ETF 流入回落至 5-6 月的平均水平（周度淨流入 5 噸），金價將進入“盤整階段”。當前全球宏觀不確定性（如中美貿易摩擦、中東局勢）雖未完全消退，但也未出現“超預期惡化”，四季度黃金 ETF 流入大概率“邊際放緩”，這將削弱黃金在前一段時間的最主要上漲動力。

在目前軟著陸的基本假設下，除非出現新的黑天鵝事件，否則黃金的短期上行空間可能已經接近尾聲。投資者應警惕在盛宴高潮時過度追高，可考慮將黃金作為投資組合中的戰術性對沖工具，而非長期核心持倉。

2.4 外匯與商品：跟隨經濟周期的脉動

軟著陸周期對外匯和商品市場的影響同樣遵循清晰的路徑。美元指數通常在降息初期因全球避險情緒或相對利差優勢而保持強勢，但隨著美國經濟企穩、全球其他經濟體受益于更寬鬆的金融環境而加速復蘇，美元的相對優勢將減弱，進入“先漲後跌”的通道。

商品市場則呈現“先弱後強”的特徵。在降息周期初期，市場對需求放緩的擔憂會壓制商品價格。但隨著 PMI 等領先指標確認經濟觸底，市場對“二次起飛”的預期將推動商品，尤其是工業金屬和能源，開啓新一輪上漲。2025 年四季度，我們正處於這一轉換的關鍵節點。對於商品投資者而言，耐心等待 PMI 明確的企穩信號，將是把握下一波行情的關鍵。

三、結論：在歷史的韵律中把握未來的航向

2025 年四季度，我們正站在一個由歷史規律與現實變量共同編織的十字路口。美聯儲的預防式降息，將我

們帶入了自 1960 年代以來僅出現過 7 次的“軟著陸”劇本之中。歷史告訴我們，在這個劇本裏，美股是當之無愧的主角，債券市場充滿交易性機會但需警惕反轉，黃金的盛宴可能已近尾聲，而外匯與商品則靜待經濟周期的下一個脈動。

然而，歷史并非宿命。這一次，AI 革命帶來的新質生產力、相對健康的宏觀資產負債表以及政策制定者從歷史中汲取的智慧，都為軟著陸的成功增添了前所未有的勝算。作為投資者，我們的任務不是預測歷史是否會重演，而是在理解歷史規律的基礎上，敏銳地識別現實世界中的獨特變量，并據此動態調整我們的航向。

風起雲湧時，智者不惑于表像，而掌舵于規律。讓我們以史為鑒，以實為基，在 2025 年四季度的全球資本市場中，穩健前行。



在本期專題，希望和大家討論的是美股第四季的看法。

今年美股明顯的分水嶺是延後關稅的決定（或所謂的 TACO, Trump always chicken out）——在關稅日及宣布延後關稅的決定前，美股明顯是偏弱勢的，以標普 500 指數作為代表，第一季美股回報為-4.59%，不但弱於港股（恒生指數同期+15.25%）及歐股（泛歐 600 指數同期+5.18%），更弱於環球股票指數整體（MSCI AC World Index 同期只跌 1.69%）。

然而，在 4 月 9 日宣布延後關稅後，美股重新強勢，4 月 9 日至今回報為 21.64%，雖然還是跑輸 MSCI 環球指數及恒生指數同期的 24.7%及 30.86%，但最少是跑贏歐股同期的 17.87%了。然而，重點是接下來展望 Q4，美股經過一段時間強勢後，接下來會回調嗎？前景展望是怎麼樣？

長期展望明確看好

先說長期展望，就著一年的展望的話，對美股的觀點是明確看好，這主要是基於歷史往績數據——美聯儲在 9 月減息，這次減息的特點是美聯儲是在美股處於歷史高位時減息。而參考歷史數據，如果美聯儲在標普 500 指數離歷史高位不多於 2%時減息，自 1980 年以來發生過 22 次，標普 500 指數一個月後，有正回報的概率是 50%，三個月後有正回報的概率是 77.3%，半年後有正回報的概率為 72.7%，而在一年後有正回報的概率，則是 100%（命中率一如我們早前提及，VIX>50 買入然後持有一年的指標），這反映在目前情況下，美股如以一年維度去看，仍然是看好了。

中短期偏向樂觀，惟戒心有所提升

然而，如果是中短期的話，看法又是怎樣呢？我們認為有提升戒心的需要，但整體仍然是偏向樂觀。先談為何有提升戒心的必要——就著美股本浪自4月以來的上升，其特徵是上升趨勢比較平穩，基本沒有太大跌幅，標普500指數股價維持在50天平均線以上相對比較長的一段時間；亦因此，我們特意提取了歷史數據進行回測，看看歷史上標普500指數以收市價計算，能待在50天線上多久而不回調，我們第一步先不區分牛熊，並取自2009年以來的數據進行統計，結果如下述：如把本次計算在內，自2009年以來，共有145次標普500指數高於50天線的階段，惟由於部份維持時間太短不成勢，因此我們將維持日數少於20天的都撇除掉，餘下的有53個。而在這53個樣本中，股價維持在50天線以上的平均時間為74天，最長的時間是189天（2010年9月2日至2011年3月9日），而目前這浪的話已維持了148天，而如果在10月10日前沒有回調至50天線，則是這段時間以來的第二長，長於2023年11月3日至2024年4月12日那段了，當然這不是沒有可能，只是從均值回歸的角度看，維持的時間愈長，接下來會重新接近50天線的概率會愈高（不一定是下跌，可能是要橫行相對長的時間），在這情況下，在較短的時間內，市場（以標普500指數作為代表）在大升、橫行，或有所調整三個情景中，大升的概率應是最低，橫行或調整的概率相對較高了。

如進一步區分牛熊進行回測，有何投資含義？

而如果進一步，區分牛熊再進行分析的話，情況又是怎樣呢？我們對數據做多了一步加工，把市場按照50天線是否高於200天線分做牛熊階段（高於是牛市，低於是熊市），並希望看看在牛市中，如果大市回調，

最多會回調到50天線或以下多少，及有多少時間是處於50天線以上了。簡要而言，根據我們的回測，有幾個結果可以和大家分享：

(i) 美股牛市於今年餘下時間終結的概率非常低

不把本次計算在內，市場自2009年以來出現過7次牛市（一次維持時間過短，只有13日，被我們手動撇除了），而在這7次牛市中，以交易日計算，平均維持463日，以自然日計算，平均維持671日；而最短的牛市，也維持了294個自然日，換而言之，如果相信本輪牛市是在2025年7月1日重新開始的話，依照以往的平均牛市時長來計算，未來一年進入熊市的概率不高；而即使是以最保守的角度來計算，取2009年以後最短命的牛市（2010年10月22日開始，2011年8月11日終結），也維持了294個自然日，因此，牛市在今年第四季完結的機會是非常非低的了（當然沒有事情是必然，只是個概率問題）；

(ii) 在牛市，美股大部份時間是處於50天以上

同時，根據我們的回測，如果美股是處於牛市（定義是50天線高於200天線），則其大部份時間是處於50天線以上的，平均而言，指數有74%的時間是處於50天線以上，最少的那一次也有69.5%，在這情況下，意味著如果今年餘下時間還是牛市，一旦指數回調至低於50天線，便是買入時機了；

(iii) 如指數有所回調，回調到哪個位置可以買進呢？

同時，根據我們的回測，如果標普500指數在牛市中有所回調，參考歷史往績，其回調至接近50天移動平均線後，進一步下行空間亦相對有限，平均而言，如撇除牛市終結前40日的表現（因那段時間向牛市終結

邁進，指數跌幅必然較大，會扭曲了數據），指數平均只低於 50 天線 5.05%，而在最差的情況下，指數則低於 50 天線 6.51%，在此情況下，如果指數真的有所回調，如低於 50 天線接近 5%，買進然後持有一段時間，勝率也相對高了；

(iv) 那如果非常短期的去看，美股回調的可能性高嗎？

如果是很短期的去看，美股橫行甚至回調的可能性是相對高的，主要原因是美股升浪已維持了一段時間，截至 2025 年 9 月 17 日，美股以標普 500 指數作為代表，已持續處於 RSI 讀數 45 以上 102 日，而歷史上如出現有關情況，兩星期後則指數錄負回報的概率為 100%，平均下跌 2.17%，以此推算的話，10 月標普 500 指數有機會跌至 6,450 點附近了，相信有關時候亦接近碰到 50 天線了。

短期操作偏審慎，第四季及長期看法正面

因此，綜合上述數據，我們對美股的前景看法是怎樣呢？簡要而言，（i）以一年的維度看，我們認為一年後的美股，價格會高於現在；（ii）以歷次牛市時間來推斷，即使是用最短的一次來估算，牛市在明年 4 月前不會完結，即最少在今年餘下時間仍然是牛市；（iii）如果市場是牛市的話，平均 74%或以上的時間，指數價格會處於 50 天線以上，因此如果回調至 50 天線，已經可以買入；（iv）即使是最壞情況下，指數價格不會低於 50 天線 6.51%，因此如指數跌低於 50 天線超過 5%，也是相當好的買點了；（v）那如果是很短線的話，美股回調的風險也在積累，包括我們上文提到的 RSI 訊號，均在指出美股短期可能出現調整。但在操作方面，如剛才所言，一旦美股出現調整，屬於買入良機了——一方面，只要牛市未完結，美股有七成時間是處於 50 天線以上，意味若跌至或跌低於 50 天線，買進後待其回升能有正回報是大概率的；另一方面，如大家所熟知，傳統而言，第四季是美股回報最佳的季度，在此前提下，接下來大市的走向有可能是短期

（10 月內）出現調整，跌出了空間後，第四季美股再向上跑一段回報了。



8月18日，A股市值總和突破100萬億元，創歷史新高，這也是A股歷史上首次突破100萬億元大關。滬指持續走強，突破3731.69階段高點，刷新2015年8月21日以來的新高。9月中旬，滬指再次兵臨3900點城下，再創階段性新高。

A股成交量反映，8月以來市場活躍度顯著提升。截至8月25日，A股已連續9個交易日成交額突破2萬億元，刷新歷史紀錄。截至2025年8月25日，A股歷史上單日成交額超2萬億元的天數共35天，其中2024年占18天，2025年占12天，2015年占5天。

從結構上看，市場集中度風險正在消退，市場對整體行情的信心不斷增強。這輪升市中，中國股市的上漲範圍正在擴大：約10%的上證綜指成分股和8%的深證成指成分股創下52周新高。約90%的上證綜指/深證成指成分股交易價格高于50日移動平均線。

此外，中國股市投資者質量正在改善。這反映在，中證500（中盤股）的換手率呈上升趨勢，而中證2000（微盤股）的換手率相對市場總量呈下降趨勢。

過去一年中國市場的三大變化值得關注，它們共同壓低了股權風險溢價，推動估值重估。

第一，中國的技術突破帶動外資重估中國科技企業。從DeepSeek/AI、創新藥到自動駕駛等領域持續突破，中國市場正從“可交易”轉向“長期可投資”。最新的市場消息稱阿裏和百度已經開始使用自研芯片在AI的推理和訓練上，降低了可能被卡芯片供給的風險，也有助於優化算力成本。除了雲計算外，阿裏也映射海外開始從GPU轉向ASIC芯片的邏輯。此外，阿裏巴巴公布開源Qwen3-Next-80B-A3B新架構模型，該模型的推理速度提升近10倍、成本暴降90%。市場測試中，其性能媲美思維模式下的ChatGPT-5、

Claude-4，還有專家模式下的 Grok-4。近期這些利好消息無疑顯著刺激了市場對中國 AI 技術的樂觀態度，也是近期中國科技股大幅上漲的主要原因。

第二，中美關係有所改善，關稅、芯片禁令等問題的進展好於預期。繼中美談判到期日延遲到 11 月後，中美雙方傳出就 TikTok 達成框架協議，字節跳動保留 TikTok 美國業務的 19.9% 股份。這反映中美雙方在經貿談判上相對克制的情況。

第三，政策信心增強。投資者對中國政策方向和效果的信心提升，甚至有觀點認為中國“成功構建了慢牛市場”。中國政府的反內卷政策初見成效。8 月 PPI 同比跌幅顯著收縮至四個月最窄水平，環比更是擺脫連續八個月跌勢，創九個月高點。PPI 為工業品銷售價格，與反內卷關係更大，其轉好一定程度說明反內卷開始有效果。9 月 10 日，國家發改委報告今年以來國民經濟和社會發展計劃執行情況，其中詳細提到的重點之一，“推進重點產品治理，實施好化解重點產業結構性矛盾促進提質升級的政策措施，綜合整治無序非理性競爭。”這意味著下半年反內卷還會是政策重點。

圖 1：中國 PPI 跌幅收窄



來源：路透

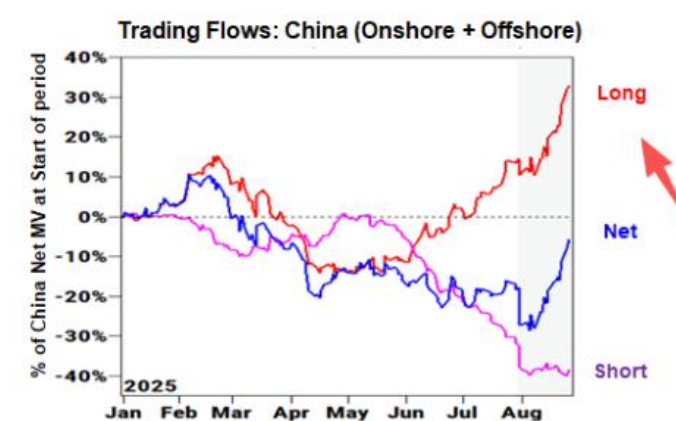
除以上三大基本面變化外，更值得市場和投資者關注的是 A 股市場的流動性邊際變化。

一方面，外資對中國權益市場的樂觀情緒正在上升。

高盛表示，美國投資者對中國股票的興趣正達到五年來的最高水平，超過 90% 的美國投資者明確表示願意增配中國，而且是全方面的（主題性+結構性）。8 月，全球對沖基金對中國的淨買入創去年 9 月以來新高；對沖基金對中國的淨買入頭寸達到兩年來新高。

根據中金的統計，主動資金對中資股的配置比例為低配 2.3%，被動資金對中資股的配置比例為低配 1.3%，外資配置情況仍是歷史低位。可見，外資仍有對中資股增配的空間。

圖 2：中國股票 8 月淨流入創紀錄新高



來源：高盛

另一方面，也是市場討論的熱點，即內地市場開始出現“居民存款搬家”的現象。7 月份居民非銀存款新增達到 2.14 萬億，同比多增 1.39 萬億，為 2015 年以來最高水平。同時，居民存款少了 1.1 萬億元，居民存款明顯減少也表明不少資金流入資本市場。而 8 月繼續延續該趨勢。8 月人民幣存款增加 2.06 萬億元，同比

少增 1600 億元。其中，住戶存款新增 1100 億元，同比少增 6000 億元；與之形成鮮明對比的是，非銀金融機構存款增加 1.18 萬億元，同比多增 5500 億元。這一存款結構變化，初步印證了居民存款向股市等資本市場轉移的趨勢。

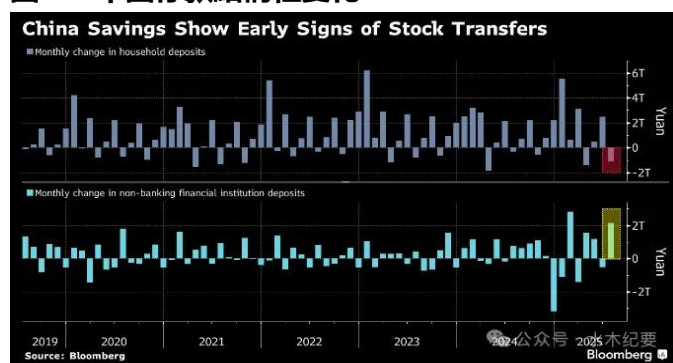
非銀存款是觀察資金流入資本市場的重要指標，用非銀存款變動來解釋股市漲跌可能比居民存款更可靠。

非銀行金融機構包括：證券公司（股民炒股的錢暫存券商賬戶）、基金公司（基民買基金的錢）、保險公司（保費收入）、理財子公司（理財資金池）。

居民在投資股票之前，一般要先把資金從銀行轉到券商，如果這筆資金還沒有交易，就會變成非銀存款。非銀機構存款，相當于居民投入股市和基金市場之前的中轉站，需要先把銀行的前轉出來，然後暫放在券商和基金的托管銀行賬戶裏面。

2020 年 7 月，2024 年 9 月，今年的 1、4、7 月，都出現了非常明顯非銀存款大于高于季節性的現象，對應的其實就是存款搬家。而今年這種頻繁的偏離，意味著較為持續的搬家趨勢。

圖 3：中國存款結構性變化



來源：彭博。

判斷居民存款搬家趨勢的持續性可以用儲蓄存款餘額/A 股市值。

回顧 2014-2015 年的那輪牛市，背景同樣是大量居民存款入場。當時，居民存款的大量入市，以及股市的快速上漲，讓居民存款相對股票總市值的比值從 2 的歷史高位快速下降到 1 的低位。

而這一次牛市，該比值的最高點是 2024 年 8 月，超過 2%，而目前該比值仍處于 1.6% 的高位，有下行空間。

基于居民存款搬家的背景，市場開始關注未來流入 A 股的資金增量空間以及 A 股的上漲空間。

增量資金方面，國內居民現在有 160 萬億的存款，居民貸款為 80 萬億，淨存款存款是 70 萬億。高盛測算，中國家庭“超額存款”達到 55 萬億元。而中國家庭金融資產中，22% 配置于基金 / 股票。這意味著潛在流入市場的資金可能超過 10 萬億元。大摩則認為，中國家庭金融資產規模巨大，在 2025 年上半年已接近 300 萬億人民幣，但股票配置比例自 2021 年以來持續下降，存在明顯的低配。據測算，家庭金融資產中每有 1% 的資金重新配置到股票市場，就意味著約 3 萬億人民幣的增量資金流入。估計潛在的資產輪動可能會為股市注入額外的 14 萬億元人民幣流動性，約相當于流通市值的 16%。

事實上，當前中國內地面臨資產荒的困境。與 2014 年相比，當前內地資金利率到了極低水平，貨幣和存款 1

出頭的收益率無法滿足保值增值要求，居民有較大動力將家庭金融資產重新配置在股市中。

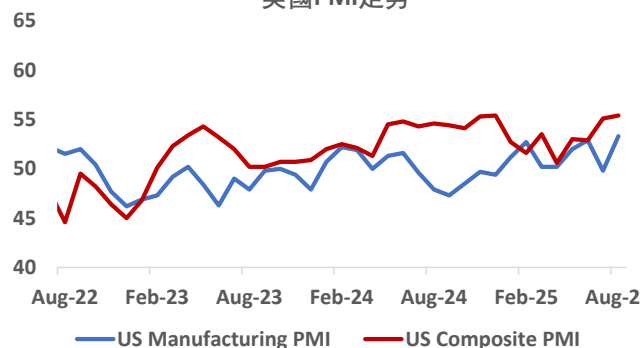
A 股上升空間方面，參照歷史，A 股仍有上行空間。

居民存款餘額/滬深股票總市值是主要的觀測指標，其表示場外潛在接盤力量的規模。目前國內居民存款合計在 160 萬億，A 股滬深市場的總市值在 112.4 萬億，居民存款/滬深總市值的比例在 1.4，一般牛市高點，居民存款/滬深總市值的比例會小於 1。而當 A 股資產證券化率（股票市值/GDP）超過 100%時，或者融資餘額接近 4 萬億，每日成交額連續超過 3 萬億時，需格外小心。這是牛市觸頂的危險信號。

目前居民存款餘額/滬深股票總市值比值為 1.6，假設居民存款餘額（目前 150 萬億）和股票總市值（目前 110 萬億）成綫性變化，那要漲 25%（上證：4750 點），才會到 1。屆時 A 股的資產證券化率，差不多在 105%，與前面的分析相匹配。因此市場依然存在不小的上行空間，上證指數短期可望 4000 點。

美國

美國PMI走勢



来源: Bloomberg

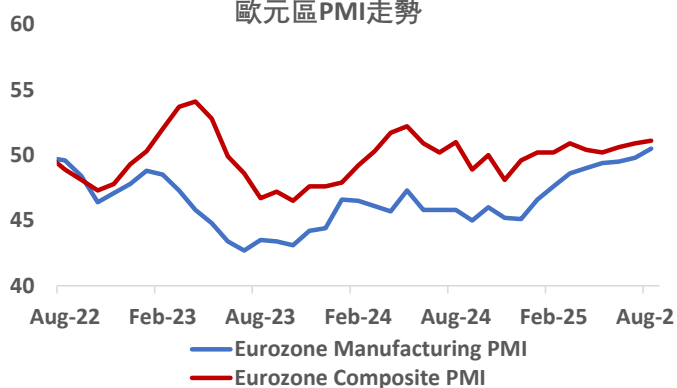
美國 PMI 呈放緩迹象，勞動力市場風險增加，短期經濟或延續“溫和放緩”態勢

- **2025 年 9 月美國經濟呈現“擴張中放緩”的鮮明特徵，Markit 三大 PMI 初值雖仍位于 50 榮枯線上方，却集體釋放疲軟信號。**雖然三季度美國經濟仍以 2.2% 的年化增速維持擴張，企業信心亦回升至四個月新高，成為短期支撐力。但這種韌性難掩深層壓力。製造業 PMI 初值降至 52，創兩個月新低且低於預期的 52.2，較 8 月的 53 明顯回落，其中新訂單指數環比下降，就業指數從 53.1 微降至 52.6。服務業 PMI 初值 53.9 則刷新 6 月以來低點，就業指數跌至 51.6 的四個月最低水平，綜合 PMI 隨之降至 53.6，印證經濟增長自 7 月峰值持續回落的趨勢。企業招聘規模的主動縮減，與美國勞工統計局（BLS）年度基準修正形成強烈呼應——91.1 萬個就業崗位的下修幅度創下 2000 年以來之最，占總就業的 0.6%，直白揭示就業市場增長引擎近乎熄火的現實。
- **需求端的疲弱正逐步滲透至經濟肌理。**消費者信心指數已跌至近五年低點，實際零售銷售二季度同比下降 1.75%，辦公用品、家電等非必需品消費顯著收縮，個人消費支出（PCE）甚至出現負值，這與 PMI 新訂單指數的回落形成閉環。需求疲軟直接削弱企業定價能力：儘管關稅推升原材料成本至兩年半來罕見漲幅，但產品售價漲幅僅為四個月最低，企業利潤空間持續承壓。疊加入境集裝箱運輸量驟降 25% 的貿易困境，經濟系統性風險正在累積。
- **2025 年四季度及更遠期的美國宏觀經濟展望：短期或延續“溫和放緩”態勢，美元將延續弱勢，美聯儲四季度額外兩次降息（每次 25 基點），勞動力市場疲軟與“弱美元”將壓制復蘇動能。**庫存去化與消費復蘇進度將成關鍵變量，若需求持續低迷，杠杆化庫存管理可能引發通縮壓力。中長期看，2026 年末或成拐點，美聯儲政策調整與企業信心修復若能形成合力，有望推動經濟走出放緩周期，但貿易政策穩定性與全球需求回暖仍是不可或缺的前提。

歐洲

歐元區製造業重回萎縮區間，法國財政困局未解，經濟的韌性與隱憂并存，分化式復蘇預計延續

歐元區PMI走勢



来源: Bloomberg

- **2025年9月歐元區經濟呈顯著分化態勢，Markit PMI數據勾勒出“服務業托底、製造業承壓”的格局。**製造業 PMI 初值意外回落至 49.5，時隔一月重返萎縮區間，較前值 50.7 和市場預期均出現明顯下滑；而服務業 PMI 初值從 50.5 升至 51.4，超出預期 0.9 個百分點，帶動綜合 PMI 初值攀升至 51.2，延續擴張態勢。這種分化在核心成員國中表現得更為突出：德國服務業 PMI 躍升至 52.5 的 8 個月高點，成為經濟短期支撐，但製造業 PMI 跌至 48.5 的四個月低位，儘管企業連續七個月增產，9 月新訂單却急劇下降，近半數企業面臨人員過剩問題。
- **法國則陷入全面疲軟。**製造業與服務業 PMI 雙雙下滑，綜合 PMI 從 8 月的 49.8 降至 48.4，創下五個月新低，收縮速度為 5 月以來最快。製造業受衝擊尤為嚴重，PMI 從 50.4 跌破榮枯綫至 48.1，疊加政府倒臺引發的政治動蕩，預算削減問題持續陷入僵局，經濟活力被顯著壓制。Fitch 隨之將法國主權信用評級從 AA-下調至 A+，直指其債務高企與政治困境，市場擔憂這將持續拖累法國資產表現，推高國債收益率，甚至放緩歐元走強的節奏。
- **歐元區經濟的韌性與隱憂并存。**9 月經濟景氣指數環比升至 26.1，高於預期，7 月工業產出環比增長 0.3%，資本品、耐用消費品等分項均現反彈；但勞動力成本持續上行，二季度每小時成本同比上漲 3.6%，服務業漲幅達 4.3%，疊加製造業新業務流入普遍下滑，需求脆弱性仍未改善。歐洲央行 9 月維持三大關鍵利率不變，預測全年經濟增長 1.2%，但也警示關稅衝擊與政策分化風險。
- **歐洲宏觀經濟展望：短期延續“分化式復蘇”，德國服務業強勢能否對沖製造業頹勢、法國新政府能否快速突破財政僵局成為關鍵。**若製造業轉型見效，有望在 2026 年重拾動能，但政策協調不足與外部需求波動仍可能打破復蘇節奏。

中國

中國經濟數據欠佳，惟人民幣持續走強

中國PMI走勢



来源: Bloomberg

- **2025 年中國經濟呈現“前高後緩、結構分化”的運行特徵。**一季度數據超預期開局後，4 月表現平穩，5 月呈現分化態勢，6 月短暫回暖，7 至 8 月則出現明顯回落，內需疲軟成為突出矛盾。8 月社會消費品零售總額同比增長 3.4%，較 4 至 7 月的 5.1%、6.4%等增速持續下滑，日用品與家電等可選消費品類表現尤為乏力；1-8 月固定資產投資累計同比僅增長 0.5%，較前七個月的階段性高點大幅回落，延續了 7 月以來的下行趨勢。實體經濟的降溫可從 PMI 數據中得到印證，8 月製造業 PMI 雖微升至 49.4%，但仍處收縮區間，難掩內需不足的壓力。
- **民間投資的表現更顯分化，有“冷”有“熱”。**1-8 月整體同比下降 2.3%，主要受房地產開發民間投資下滑 16.7%的拖累，但扣除房地產後，民間項目投資同比增長 3.0%，其中製造業民間投資增速達 4.2%，信息服務業等高技術領域更是增長 26.7%，顯現出產業升級中的結構性活力。實體經濟的“冷”與資本市場的階段性活躍形成反差，這種失衡使得全面寬鬆的貨幣政策空間受限，9 月 22 日 LPR 連續第四個月維持不變，印證了政策“精準滴灌”的導向——民營經濟促進法的實施與中小企業專項信貸等措施，正聚焦于激活民間投資。
- **匯率市場則呈現積極信號。**9 月 17 日離岸人民幣兌美元升破 7.10 關口，創下 2024 年 11 月以來新高。這一走勢不僅得益於“弱美元+軟著陸降息”，更與外貿韌性（8 月出口同比增長 4.4%）、企業美元未結匯積累及外資對中國資本市場的增強吸引力形成共振。
- **中國宏觀經濟展望：短期看政策精準發力，中長期關注設備更新政策與民營經濟支持措施落地見效。**短期看，政策將持續聚焦精準發力，通過消費補貼、民間投資項目准入放寬、房地產紓困政策優化等穩定內需，人民幣或在美元弱勢與外貿支撐下維持偏強震盪；中長期看，需觀察製造業升級與民間信心修復的協同效應，若設備更新政策與民營經濟支持措施落地見效，2026 年有望形成內需回升與產業轉型的雙輪驅動。

樂觀中保持審慎

市場回顧

就著環球股票，9月份整體表現不俗，以MSCI環球指數作為代表，期內回報3.04%，錄得升幅，反映期內環球股票市場基本錄升勢。其中，MSCI新興市場指數期內上升6.46%，而代表成熟市場的MSCI世界指數，期內則上升2.65%，新興市場跑贏成熟市場。而作為環球市場龍頭的美股，期內上升3.11%，跑贏成熟市場整體，而在環球市場中表現最佳的，則為恒生科技指數，期內回報為12.44%，表現位居全球首位。作為新興市場的一員，中港市場於9月表現亦不俗，其中，以恒生指數作為代表的離岸市場，表現優於在岸市場，恒生指數期內上升6.34%，位居全球第五，而滬深300指數於期內則上升3.24%，遜於恒指但勝於美股。簡要而言，9月份應是一個不俗的月份，投資者不論將資金分配在中或美，均能獲取較佳回報了。

回顧9月，美國經濟數據整體好壞參半。就勞動市場而言，新增非農就業職位數目僅錄得22,000個，表現差於市場預期，同時，失業率亦升至4.3%，顯示勞動市場持續降溫；加上其後美國勞工統計局（BLS）發佈報告，將2024年4月至2025年3月的非農就業數據向下修正91.1萬人，雖然非農數據未轉成負數，惟有關數據一定程度上反映勞動市場面對下行壓力。而就通脹方面，8月核心個人消費支出物價指數（PCE）按年升2.9%，符合市場預期，惟高於上月水平；同時，消費者物價指數（CPI）亦錄得2.9%的按年升幅，亦是符合預期，惟較上月2.7%為高。值得注意的是，零售銷售數據超預期上升0.6%，反映居民消費動能仍具韌性，另一方面，製造業活動仍偏弱，ISM製造業指數報48.7，繼續處於收縮區間，而服務業則維持擴張，ISM服務業指數則報52，處於擴張區間。在此背景下，

聯儲局於9月議息會議宣布下調政策利率0.25%至4.00%-4.25%，聯儲局主席鮑威爾並在會後聲明中承認勞動市場風險上升，而利率點陣圖亦指出今年還會降息兩次0.25%，市場因而進一步鞏固了年內再減息的預期。中國方面，8月規模以上工業增加值按年升5.2%，表現優於預期，惟社會消費品零售總額僅升3.4%，略低於市場預期，突顯消費端復甦動能不似預期。投資方面，根據最新數據，今年1至8月，中國固定資產投資年增率為0.5%，低於市場預期的1.4%，亦較前七個月的1.6%增幅有所放緩，其中，房地產開發投資的下降幅度較大，按年跌12.9%，若剔除房地產，固定資產投資增速則為同比增4.2%，顯示投資方面的結構性差異。物價數據方面，去通脹化壓力仍存，8月CPI按年下降0.4%，PPI則下降2.9%。同時，9月官方製造業PMI報49.8，優於預期惟仍處於收縮區間。

展望

向前展望，就著作為環球市場龍頭的美股，我們對其長線展望仍然是看好，短期可能有回調，惟回調完後，對第四季的觀點仍是偏正面。簡要而言，就其長線表現，如我們在專題所說，本次聯儲局減息的特點是在美股接近歷史高位（離高位不足2%）時減息，而參考歷史數據，有關組合出現後（減息+減息時美股處於歷史高位），統計自1980年以來的數據，一年後能錄正回報的百份比是100%，其威力一如我們早前提及的「VIX買入訊號」，加上綜合目前賣方數據推算，美股於今明兩年都是處於盈利擴張週期，在這前提下，對美股的長線表現很難過於悲觀，因此，對一年後的美股表現，我們的觀點是正面的。而去到中短期，我們的看法仍是偏樂觀，預期有機會會有調整，而在調整後會繼續向上，並在整個第四季交出正數表現——非常短線而言，即在10月，我們認為回調的可能性是存在的，主要是由於標普500指數在4月

9日宣布延後關稅後，已經升了很長一段時間，這可以分兩個角度去說，一個是RSI角度，一個是指數處於50天線以上時間的角度——(i)就RSI角度，截至2025年9月17日，標普500指數處於RSI讀數45以上102日，兩星期後則指數錄負回報的概率為100%，平均下跌2.17%，以此推算的話，10月初標普500指數有機會跌至6,450點附近了；(ii)就50天線距離角度，統計自2009年以來有效的53個樣本，股價維持在50天線以上的平均時間為74天，最長的時間是189天，而目前這浪的話已維持了148天，而如果在10月10日前沒有回調至50天線，則是這段時間以來的第二長，長於2023年11月3日至2024年4月12日那段了，當然這不是沒有可能，只是從均值回歸的角度看，維持的時間愈長，接下來會重新接近50天線的概率會愈高（不一定是下跌，可能是橫行相對長的時間導致），在這情況下，在較短的時間內，市場（以標普500指數作為代表）在大升、橫行，或有所調整三個情景中，大升的概率應是最低，橫行或調整的概率相對較高了。然而，在回調後，我們認為是買入時機——一方面，美股第四季是傳統表現優良的月份，整體回報潛力可看高一線；另一方面，參考歷史回測，一旦指數回調並真的低於50天線，只要牛市未完，在有關位置買進能賺錢是大概率，在此情況下，雖然我們判斷短期有回調風險（在10月），但回調後的前景是光明的，並認為Q4整體會有正回報了。而在板塊選擇方面，我們偏好的板塊沒有改變，較進取的認為可下注於人工智能基建、核能等板塊，其背後邏輯名相異而實相同，在看到Open AI對Oracle及博通（Broadcom）下的大單，及在剛剛業績期看到人工智能的資本支出後，認為人工智能基建的方向仍然是向上，而隨著數據中心的增加，對電力需求亦有所增加，核能是其中最受政策支持用以滿足相關需求的，因此也看高一線了。而中等進取的，則認為金融科技及金礦股板塊有其下注價值，背後邏輯也相當簡單，部份金融科技股除了在宏觀面上受惠於減息外，亦於產業面上受惠於人工智能發展，且有關股份的驅動因素為減息及人工智能應用發展，相較於單單下注於人工智能基建相關，同時下

注於金融科技板塊有助於分散風險了。而就金礦股，背後的核心邏輯在於看好金價，今年黃金的表現已證明了在開始變得碎片化的世界中，黃金作為價值儲藏工具的趨勢愈來愈突顯（今年表現看到大買家應來自各國央行），而對金礦股，即使金價不進一步上升，單單是維持高位，由於營運槓桿的存在，對其經營業績已是相當利好了。另外，在美股七雄（M7）中，我們也偏好環球電動車龍頭，簡要而言，就有關電動車龍頭，我們認為相當多不利消息已定價了在早前的股價當中，於第四季如有關於Robotaxi或機器人進展的消息，已有機會催化股價挑戰去年高位，如其回落至8月底左右的位置，在第四季的投資時間框架中，我們認為具有吸納價值了。

而就港股，我們的觀點還是一如上月，為其仍處於牛市當中，看好觀點維持不變。就著種種我們早前曾提及的宏觀面因素，本次就不重提了，惟簡要而言，去到市場層面，有幾個因素預期會繼續為港股帶來支持：(i)環球股票市場目前處於牛市當中，上升並非只是港股，而是一個普遍現象，在此情況下，除非中港市場發生了一些個別情況，才會成為例外，惟目前看有關情況發生的機會率不高；(ii)除了環球市場本身處於牛市外，在岸市場亦為港股帶來支撐，我們都知道A股於8月份走勢相當凌厲，9月份雖然休息，惟目前趨勢仍然向上，在A股方向向上的前提下，港股的下行風險相對有限；(iii)另一方面，弱美元亦為港股帶來支持，簡要而言，今年宏觀資產其中一個明顯的驅動因子是美元走勢，基本上我們可以看到「美元弱，萬物升」的情況，而向前展望，目前仍未看到美元有轉勢變強的條件，在弱美元情況維持的前提下，新興市場往往相對受惠，這也對港股帶來支持了。因此，我們認為港股整體以恒生指數作為代表，方向應該是向上的，重點只是在於選擇哪些板塊及時間點建倉而已。而就偏好板塊方面，圍繞自年初定下的四大主題，我們認為有些板塊是值得持續關注的，包括「人工智能+」中的科網板塊及半導體板塊，「出海主題」中的創新藥板塊，我們認為俱有持續關注的價值。而作為海外行情的複製與影射，於9月及近

來，相較於創新藥，市場資金明顯是在追捧「人工智能+」的板塊，包括國產晶片、中國數據中心等人工智能基建等，有關熱潮短期內預期會持續，惟中線而言，「人工智能+」、「出海」、「黃金相關」、「高息」、「中資券商」等主題，認為會輪流被資金追捧（高息表現可能會弱一點，始終市場目前風險偏好相對進取），值得持續關注了。

債券

短久期債券仍為偏好之選

市場回顧

環球債券市場於 9 月表現不俗，就我們有監察的 11 個債券板塊，於 9 月全數錄得上升，其中，表現最佳的為美國高評級債券指數，期內回報為 1.56%，排名第二的為亞洲高收益債券，期內回報為 1.38%，第三的則為新興市場美元債券指數，期內回報為 1.24%，美國國庫券指數則排名第四，期內回報 0.87%。而排名最差的，則主要是歐洲債券及新興市場本地債券，其中，表現最差的新興市場本地債券，期內回報 0.16%，仍有正數，而歐洲的兩個債券板塊，即泛歐綜合債券指數及泛歐高收益債券指數，雖然為本月第二及第三差的板塊，惟期內回報仍有正數，分別為 0.29%及 0.43%。

回顧 9 月，美國經濟數據整體好壞參半。就勞動市場而言，新增非農就業職位數目僅錄得 22,000 個，表現差於市場預期，同時，失業率亦升至 4.3%，顯示勞動市場持續降溫；加上其後美國勞工統計局（BLS）發佈報告，將 2024 年 4 月至 2025 年 3 月的非農就業數據向下修正 91.1 萬人，雖然非農數據未轉成負數，惟有關數據一定程度上反映勞動市場面對下行壓力。而就通脹方面，8 月核心個人消費支出物價指數（PCE）按年升 2.9%，符合市場預期，惟高於上月水平；同時，消費者物價指數（CPI）亦錄得 2.9% 的按年升幅，亦是符合預期，惟較上月 2.7% 為高。值得注意的是，零售銷售數據超預期上升 0.6%，反映居民消費動能仍具韌性，另一方面，製造業活動仍偏弱，ISM 製造業指

數報 48.7，繼續處於收縮區間，而服務業則維持擴張，ISM 服務業指數則報 52，處於擴張區間。在此背景下，聯儲局於 9 月議息會議宣布下調政策利率 0.25% 至 4.00%-4.25%，聯儲局主席鮑威爾並在會後聲明中承認勞動市場風險上升，而利率點陣圖亦指出今年還會降息兩次 0.25%，市場因而進一步鞏固了年內再減息的預期。中國方面，8 月規模以上工業增加值按年升 5.2%，表現優於預期，惟社會消費品零售總額僅升 3.4%，略低於市場預期，突顯消費端復甦動能不似預期。投資方面，根據最新數據，今年 1 至 8 月，中國固定資產投資年增率為 0.5%，低於市場預期的 1.4%，亦較前七個月的 1.6% 增幅有所放緩，其中，房地產開發投資的下降幅度較大，按年跌 12.9%，若剔除房地產，固定資產投資增速則為同比增 4.2%，顯示投資方面的結構性差異。物價數據方面，去通脹化壓力仍存，8 月 CPI 按年下降 0.4%，PPI 則下降 2.9%。同時，9 月官方製造業 PMI 報 49.8，優於預期惟仍處於收縮區間。

展望

就著債券，我們的核心觀點仍然是維持不變，相對偏好短存續期的投資級別債券，主要原因是有關債券的利率風險較低。但在展開細節前，我們可以先跳出來，看看整個大畫面——就著債券市場作為一個資產類別，我們看到目前環球債券正處於牛市，在我們有監察的各個債券市場中，目前除了歐洲債券外，基本上都是在創新高，主要原因也相當簡單——（i）就投資級別債券，仍在進行中的降息週期無疑是一個利好；（ii）就

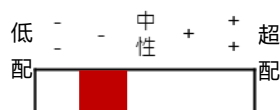
高收益債券，由於目前經濟向前展望，未有太大風險，高收益債券能還本付息之餘，信用利差擴闊風險亦相對可控；在此情況下，投資級別債券及高收益債券，均一定程度上受到市場資金的追捧，也就不難理解了。然而，我們在債券整個資產類別中，所以相對偏好短存續期債券，為如本段起首所言，主要是在於其利率風險相對較低——今年環球市場中，其中一個相對明確的主題是「去美元化」，而如我們早前所討論，所謂「去美元化」，不是指「不以美元作交易或不投資美元資產」，而是指「投資者在美元及美元資產外，尋找其他可能的替代」，而體現在資產價格走勢上，今年作為美元替代的兩類資產——黃金及虛擬貨幣，均錄得可觀升幅，一定程度上佐證了去美元化最少在投資上是被接納的主題。而考慮到「去美元化」的底層邏輯是對美元及美元資產信任度的降低，體現在債券市場上，就是投資者持有較長年期的美國國債的偏好會有所降低，從而可能推升長端利率，令長久期的債券相對受壓。另一方面，就著美國政府近期的取態，也加強了我們偏好短年期多於長年期債券的觀點——簡要而言，美國目前面對其中一個比較重要的問題是，美國政府的財政狀況不太健康，主要體現在赤字率比較高，因此對債務融資的依賴性相當高，事實上，目前償還國債利息已是美國政府第三大的開支，僅次於社會安全和醫療保健，而特朗普政府明顯希望改變有關情況，因此施壓聯儲局將政策利率下調——當然，聯儲局是有其獨立性，然而，隨著時間過去，預期特朗普政府對聯儲局的影響會越來越大，因為可以被任命進聯儲局的特朗普親信會越來越多。而在此情況下，短端利率的下行，由於有政治壓力的關係，確定性相對較高，對就長端利率，由於主要是由市場決定（主要取決於市場對通脹的預期、經且前景的判斷，還有對美國長期償付能力的信心），在目前趨勢下，由於短端利率的下降為長遠通脹前景帶來不確定性，聯儲局的獨立性亦開始受到部分市場人士的質疑，這都有可能推升長端利率，令長端利率的波動性有所提升，因此，相較下注於長久期債券，下注於短久期債券回報預期會較為穩定，也較為符合債券投資的本質了。但當然，如果是想透過利率變化賺取投資回報，下注

於長久期債券還是可以的，只是投資者的身手要較為靈活了。另一方面，如果認為短年期投資級別債券的利率不夠吸引，在目前經濟前景風險相對較低的情況下，短年期高收益債券也在可考慮之列——主要是在經濟前景風險相對可控的情況下，短期內預期信用利差不會顯著廣闊，同時，高收益債券本身亦能給予投資者相對高的收益，對一些願意承擔信用風險來換取額外回報的投資者而言，投資經過嚴格篩選的短年期高收益債券，我們認為亦是是可以考慮的選擇了。

外匯及商品

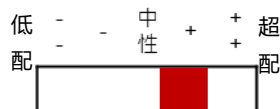
美國就業市場下行風險增加，最新點陣圖顯示年內仍或再降息兩次；歐洲製造業重回萎縮區間，法國和英國財政問題引發市場擔憂，推升長債收益率；中國 8 月經濟數據欠佳，惟人行未有進一步降息操作。

美元



美聯儲年內或再降息兩次

- 美聯儲如期開啓降息，為鮑威爾表態中性略偏鷹派。美聯儲降息 25BP 至 4.0—4.25%，符合預期。會議聲明強調就業下行風險上升，刪除了“勞動力市場依然穩健”的表述，新增“就業增長已經放緩，失業率有所上升但仍處低位”、“判斷就業下行風險已經上升”的表述。點陣圖顯示今年還將降息 2 次（降息 50BP），惟美聯儲內部就降息看法分歧較大，鷹鴿陣營對立明顯。
- 美國勞工統計局（BLS）發布的年度基準修正，對過去一年美國經濟真實健康狀況的“重新診斷”。下修 91.1 萬個就業崗位，占總就業的 0.6%，創下 2000 年以來之最。這表明就業市場增長的引擎已近乎熄火



歐元

歐洲央行將放慢減息節奏，法國主權信用被降級

- 歐洲央行維持利率不變，並對經濟增長和通脹保持樂觀看法，造好歐元。歐央行連續第二次會議“按兵不動”，認為通脹壓力得到控制，歐洲央行行長拉加德釋放鷹派講話，表示歐元區降通脹過程現已結束，貿易不確定性已明顯減弱。
- 然而，法國總理易主，Fitch 因法國債務高企與政治困境而將其主權信用評級從 AA- 下調至 A+。法國財政的困局可能會持續影響歐元升值幅度和速度。

美元指數 (USD)



来源: Bloomberg

歐元/美元 (EUR/USD)



来源: Bloomberg

低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

英鎊



英國央行降息態度謹慎，市場聚焦秋季預算案

- 英國央行在 9 月議息會議上宣布維持當前 4% 的利率不變，並決定放緩量化緊縮進程，將政府債券年度出售規模從原先的 1000 億英鎊下調至 700 億英鎊，以減輕對債券市場的潛在影響。央行同時上調第三季度經濟增長預期，從 0.3% 調整至 0.4%。然而，英國財政大臣 Reeves 面臨 350 億英鎊的預算缺口，市場擔心的是即將到來的英國秋季預算，預計 Reeves 將不得不宣布大幅增稅和削減開支，以改善英國財政狀況。這將造成惡性循環，加劇的債務擔憂推高收益率，進而惡化債務狀況。

低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

日元



日本貨幣政策邁出正常化重要一步

- 9 月 19 日，日本央行在政策會議上決定維持基準利率在 0.5% 不變，這已是日本央行連續第五次會議按兵不動，符合市場預期。但日本央行表示將逐步開始出售其持有的國內股票交易所交易基金。即開始減少其非常規資產持有量，這標志著日本從安倍經濟學時代的超寬鬆政策邁出了重要且具有象徵意義的一步，也可能是日本央行 10 月份加息的前兆。

低 - - 中 + + 超
配 - - 性 + + 配

澳元



澳洲央行或將降息時間推遲到 11 月

- 澳洲 8 月就業人數淨減少 5400 人，遠低於預期的增加 2.15 萬人。儘管就業數據走弱，失業率仍維持在 4.2%，符合預期，處於歷史較低水平。分析師認為，當前數據尚不足以促使央行立即行動，但預計 11 月可能再次降息。
- 澳洲 8 月 CPI 同比上升 3.0%，升幅高於 7 月的 2.8% 和預期的 2.9%，主要是受基數效應影響。價格回升的主要原因是電費補貼的逐步取消。投資者仍預計澳洲央行本月將維持利率在 3.6% 不變，預計 11 月放寬政策的可能性從 70% 降至 60%。

英鎊/美元 (GBP/USD)



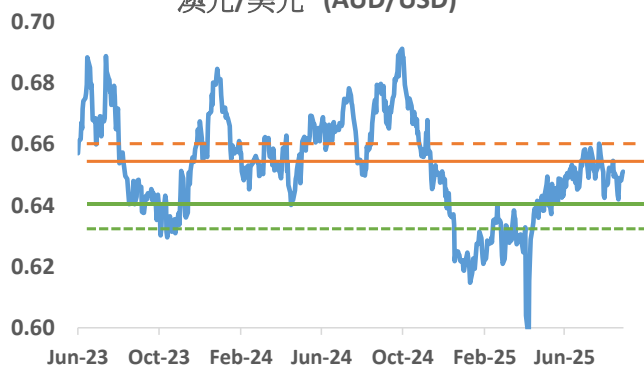
来源: Bloomberg

美元/日圓 (USD/JPY)



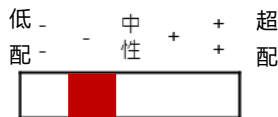
来源: Bloomberg

澳元/美元 (AUD/USD)



来源: Bloomberg

紐元



新西蘭央行降息預期大幅升溫

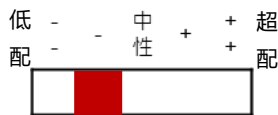
- 新西蘭第二季度 GDP 萎縮 0.9%，市場對新西蘭央行降息預期大幅升溫。新西蘭經濟在去年經歷了嚴重衰退，且對新西蘭聯儲的激進降息政策反應遲緩，目前經濟規模仍小于 2024 年初水平。由于連串經濟數據表現不佳，市場已全面預期新西蘭將在 10 月將利率下調 0.25 個百分點至 2.75%，而將利率大幅下調至 2.50% 的可能性約為 20%。市場預計 11 月將進一步下調 25 個基點，到新央行總裁布雷曼上任時，銀行的整個寬鬆周期很可能已經結束。

紐元/美元 (NZD/USD)



来源: Bloomberg

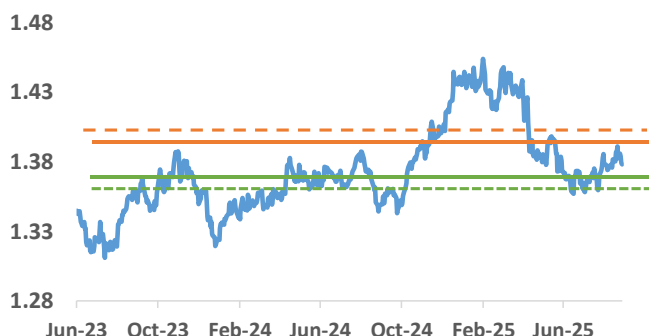
加元



美國關稅政策導致加拿大經濟面臨挑戰

- 加拿大經濟在 2025 年第二季度面臨顯著挑戰，實際 GDP 按年率計算下降 1.6%，低于預期的 0.7% 降幅，為自 2022 年第四季度以來首次季度收縮。勞動生產率同期下降 1%，創三年來最大跌幅，16 個行業中有 9 個出現下滑，製造業和批發貿易受與美國貿易不確定性影響尤為嚴重。出口與投資疲軟。出口大幅下降 7.5%，為 2020 年初以來最大季度降幅，主要受美國關稅政策影響。企業投資意願減弱，反映貿易政策不確定性對資本支出的抑制。

美元/加元 (USD/CAD)



来源: Bloomberg

瑞郎



瑞郎表現取決于美元走勢

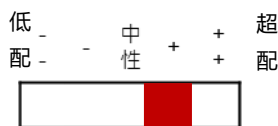
- 赴美進行關稅談判的瑞士領導人最終無功而返，沒能趕在美國對瑞士加征的關稅生效前達成協議，瑞郎表現更取決于美元走勢。近期美元走弱，瑞郎受到支持。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



来源: Bloomberg

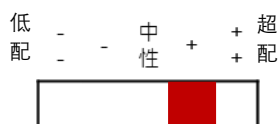
人民幣



結匯潮或支持人民幣匯率走強

- 近期關於結匯潮的討論越來越多。主要理由包括：
 - (1) 美聯儲重啟降息，USDCNY 掉期點大幅上行，企業持有美元 Carry 越來越薄。
 - (2) 貿易競爭力不降反升，順差創新高，堆積大量美元待結。關稅影響下，今年外貿仍創歷史之最。海關總署數據，前 1—8 個月，貨貿順差共 7871 億美元，外幣存款大幅增加。大量外幣存款反而放大了蜂擁結匯的風險。不少企業開始未雨綢繆，4 月後兩個口徑全面轉為淨結匯。
 - (3) 中國股指走升，外資悲觀情緒消退，資本項的流出壓力趨緩。目前無論是貿易順差還是外幣順收、增長的外幣存款，都暗示結匯方向羊群風險更大。

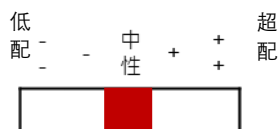
黃金



黃金避險價值長期邏輯不變，支持黃金表現

- 環球地緣政治不明朗因素較多，尤其是特朗普關稅政策反復，從避險屬性角度為黃金帶來諸多階段性機會。
- 近期黃金升勢強勁，盡顯其“進可攻、退可守”的配置屬性。
- 黃金升值的長期邏輯不變，且“美國優先”的總體戰略、迭加關稅工具的頻繁使用，均進一步加強了配置黃金的邏輯。

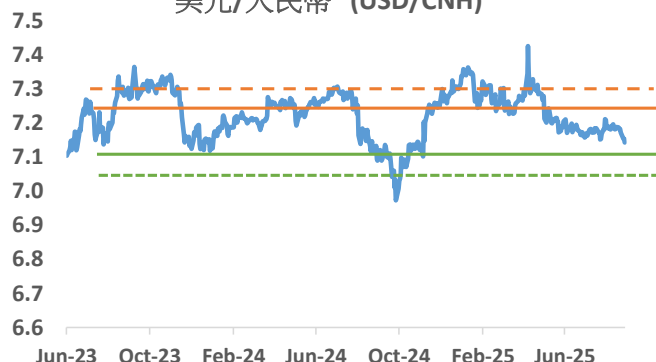
石油



油價走勢取決於地緣政治問題進展

- 由於美歐貿易談判受阻，加劇市場對全球最大石油市場經濟放緩的擔憂，進而影響石油需求。
- 市場一度擔憂俄油受制裁，油價因此反彈。
- 油價走勢不明朗，取決於地緣政治問題進展。

美元/人民幣 (USD/CNH)



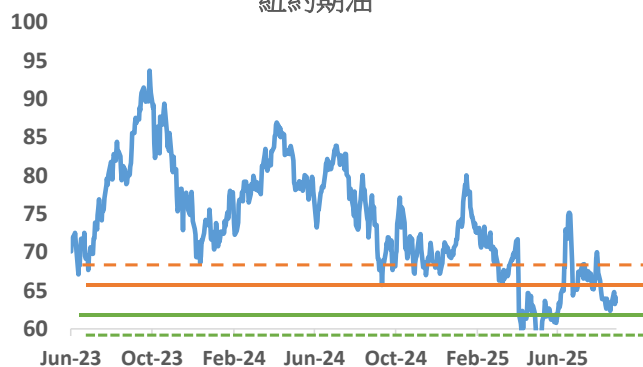
来源: Bloomberg

黃金



来源: Bloomberg

紐約期油



来源: Bloomberg

重要數據及免責聲明

本檔經由中國建設銀行(亞洲)有限公司(「中國建行投資研究部」)刊發, 檔的內容未經任何香港的金融監管機構審閱(包括香港證券及期貨事務監察委員會), 僅供參考之用。本檔并不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資于本檔內所述之任何產品、服務、外匯、商品、證券或其他投資產品。

本檔所載資料乃根據中國建行投資研究部認為可靠的資料來源而編制, 惟該等資料來源未經獨立核證。本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論, 并不構成投資意見或保證回報。該等預測及意見為中國建行投資研究部或撰寫本檔的(一位或多位)分析員于本檔刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本檔并未就其中所載任何資料、預測或意見的公平性、準確性、時限性、完整性或正確性, 以及任何該等預測或意見所依據的基準作出任何明文或暗示的保證、陳述、擔保或承諾, 任何情況下, 中國建設銀行(亞洲)有限公司概不就使用或依賴本檔所載任何該等資料、預測或意見直接或間接引致的任何損失承擔任何責任及義務。投資者須自行評估本檔所載資料、預測及 / 或意見的相關性、準確性及充足性, 並作出彼等為該等評估而認為必要或恰當的獨立調查。

本檔所述的投資可能并不適合所有投資者, 且并未考慮各收件人的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此, 本檔并無就其中所述任何投資是否適合或切合任何個別人士的情況作出任何聲明或推薦, 亦不會就此承擔任何責任。投資者須基于本身的投資目標、財政狀況及特定需要而作出投資決定, 並應有需要的情況下諮詢獨立專業顧問。投資者不應依賴本檔作為專業意見之用。

投資涉及風險, 投資者應注意投資的價值可升亦可跌, 過往的表現不一定可以預示日後的表現。本檔并非亦無意總覽本片所述投資牽涉的任何或所有風險。投資者作出任何投資決定前, 應細閱及了解有關該等投資的所有發售檔, 以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。

貨幣匯率受多種因素影響, 包括國家及國際金融及經濟條件、政治及自然事件的發生。有時正常市場力量會受中央銀行或其他體系所干擾。有時匯率及有關的價目會驟升或驟跌。某些政府可能會在很少或沒有警告的情況下加設外匯管制或其他貨幣政策。該等政策可能對某貨幣的可兌換性有重大影響。人民幣現時并不可自由兌換, 并受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮并瞭解人民幣資金流動性對您造成的影響。如果您將人民幣轉換為其他貨幣, 人民幣匯率的波動可能會令您承受損失。在岸人民幣和離岸人民幣乃按照不同法規下運作, 在不同的獨立市場和流動資金池以不同的匯率進行交易, 它們的匯率變動可能會明顯地不同。

編制本檔的研究分析員證實, 在本檔表達的意見準確反映彼(彼等)研究分析員的個人意見, 而彼(彼等)的薪酬的任何部分過往不曾、現在及將來亦不會與本檔所載的特定推薦或意見直接或間接掛鉤。

透過任何途徑或以任何方式再次派發或改編本檔或其中任何部分, 均在嚴禁之列。本檔無意向派發本檔即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發, 亦無意供該等人士或實體使用。在事前未得中國建設銀行(亞洲)有限公司以書面方式表示批准的情況下, 不得以任何方式或以任何途徑(包括電子、機械、複印、錄影或其他形式)複製或傳送本檔各部分或將本檔各部分儲存于可予檢索的系統。

中國建設銀行(亞洲)有限公司及其聯繫公司可以其名義買賣, 可能有包銷或有持倉于所有或任何于本檔所提及的證券或投資產品, 并可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文并非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。