

建亞私人銀行財富管理策略



2025 年 9 月刊

亂雲飛渡仍從容 9 月市場投資策略

8 月份市場整體的走向，基本上是呼應我們上月定下的「回檔即是買進時機」，基本上有回檔便買進的話，在以美股作為代表的成熟市場可以獲得不俗回報，同時，8 月新興市場整體表現亦佳，整體可以說是環球升市；

具體而言，以 MSCI 環球指數作為代表，期內表現為 2.87%，其中，成熟市場跑贏成熟新興市場，成熟市場 8 月期內回報為 3.04%，跑贏新興市場期內 1.45% 的回報。8 月部份表現突出的市場（主要是此前表現相對落後的市場）回報相當亮眼，表現最佳的深圳證交所綜合指數，期內回報為 12.35%，而排名第三的亦為中國在岸市場——滬深 300 指數期內上升 10.33%，兩者均為今年回報相對落後的市場，可見全球牛市在持續擴散；

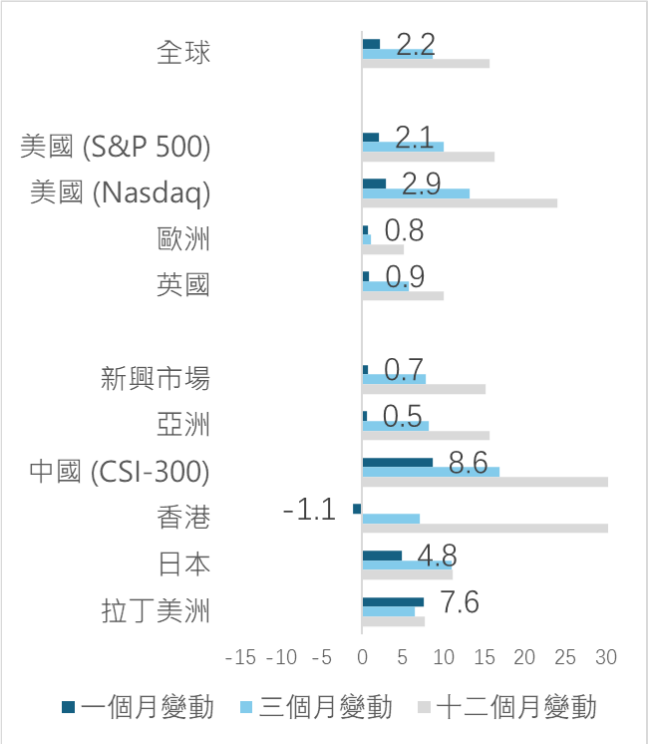
在本期月報，我們主要圍繞幾點進行討論，首先我們覆蓋了全球資產配置策略的整體觀點，其次我們亦討論了為何認為美元跌勢未完；此外，就著股票、外匯及債券，我們亦對應給出了我們的策略及看法；

目錄

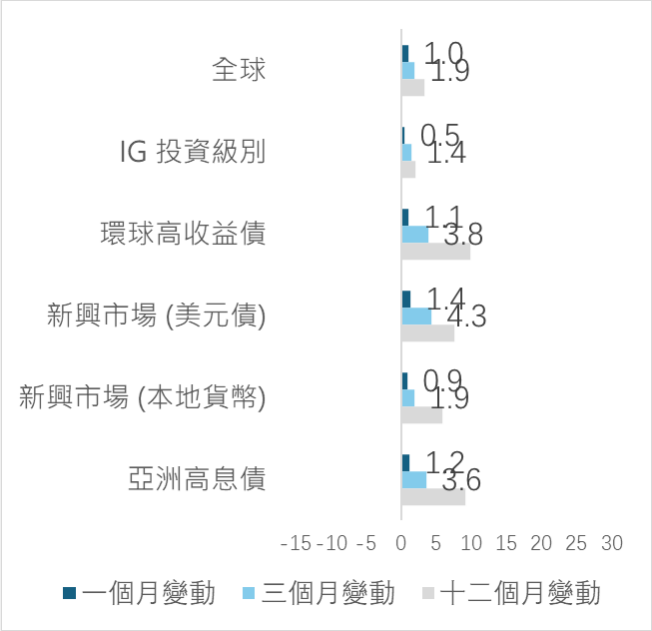
01	市場表現回顧	p.3
02	資產配置策略	p.4
03	本月市場焦點	
	亂雲飛渡仍從容：9月美股市場投資策略	p.5
	弱美元延續：貿易、降息與經濟的三重壓力	p.10
04	宏觀經濟展望	p.14
05	資產市場展望	
	股票	p.16
	債券	p.18
	外匯及商品	p.20

資產市場表現

股票



債券



外幣及商品市場

FX	Latest	1m	3m	1y
DXI Index	97.8	-0.9	-1.3	-3.3
EUR/USD	1.17	1.0	2.6	5.3
GBP/USD	1.35	1.1	0.1	2.5
USD/JPY	146.93	1.1	-1.8	-1.3
AUD/USD	0.65	0.4	1.5	-3.8
NZD/USD	0.59	-1.1	-1.3	-5.9
USD/CAD	1.37	0.1	0.4	-2.0
USD/CHF	0.80	0.4	2.5	5.5
USD/CNY	7.13	0.7	0.8	-0.4
Commodity				
Crude Oil	64.6	-7.4	5.2	-15.6
Spot Gold (\$/oz)	3417.1	2.6	2.8	35.3

利率變動

	Latest	1m Δ	3m Δ	1y Δ
US Treasuries				
2Yrs Bonds	3.63	-0.24	-0.31	-0.26
10Yrs Bonds	4.20	-0.11	-0.21	0.35
German				
2Yrs Bills	1.93	0.02	0.14	-0.45
10Yrs Bonds	2.70	0.01	0.14	0.43
UK				
2Yrs Bills	3.94	0.03	-0.14	-0.18
10Yrs Bonds	4.70	0.05	-0.03	0.70
China				
CNH HIBOR 3M	3.51	0.01	0.00	-0.08
CNH HIBOR 1Y	3.42	0.01	-0.09	-0.46
Hong Kong				
HIBOR 3M	4.44	1.60	1.93	-0.90
HIBOR 1Y	5.18	0.42	0.35	-0.98

簡評:

8月環球股市表現不俗，以MSCI環球指數(MSCI AC World Index)作為代表，期內表現為2.87%，其中，成熟市場跑贏新興市場，以MSCI世界指數作為代表，期內回報為3.04%，跑贏以MSCI新興市場指數作為代表的新興市場期內1.45%的回報。然而，期內部份表現突出的新興市場（主要是此前表現相對落後的市場）回報相當亮眼，表現最佳的深圳證交所綜合指數，期內回報為12.35%，而排名第三的亦為中國在岸市場——滬深300指數期內上升10.33%，兩者均為今年回報相對落後的市場，而於8月均有相當亮眼的表現。而排名第二的，則為越南胡志明指數，期內回報為11.96%。而就作為環球股票龍頭的美股，三大指數期內回報均為正數，其中，道瓊斯工業指數表現最佳，期內回報為3.41%，標普500指數及納斯達克指數於期內則上升2.56%及2.76%；代表美國小盤股的羅素2000指數，期內則上升7.54%，主要是受減息預期所帶動。中港市場方面，以恒生指數作為代表，期內上升1.23%，恒生科技指數則上升4.06%，於期內跑贏港股大市了。

資產配置策略

	低配	--	-	中性	+	++	超配
股票							「去美元化」成市場趨勢，環球資金再平衡全球投資組合，避免過度集中於美國資產，因中期仍面臨流動性壓力，需警惕政策突變，風險資產波動成常態
美國							• 上半年美股表現大幅落後於歐洲、亞洲及新興市場股市。外國投資者減配美元資產，形成全球投資組合的再平衡 • 美股得益於創新和生產力驅動的內在競爭力，以及巨大消費能力，但美國與其他地區的差距或縮少 • 「特朗普看跌期權」依然有效，市場規律仍是制約特朗普政策的重要因素。支持美股表現包括減稅措施或快將出台，需關注企業盈利能否保持較預期佳、消費信心會否重挫，企業仍不願招聘致就業機會減少，經濟前景不明朗，需關注經濟數據會否顯著放緩 • 美國經濟陰霾漸理，特朗普政策不確定性或短期內對經濟增長和股市造成壓力，貿易摩擦將損害經濟活動 • 美股估值對比環球市場仍高，標普500指數的市盈率達24倍，華府政策及行動令地緣衝突風險升溫引致風險溢價上揚
歐元區							• 上半年多個主要地區股市大漲，美元資產的不確定性令歐洲地區明顯受惠。歐洲銀行股、軍工和工業股领涨支撐歐洲，尤其德國股市 • 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 • 美國及歐洲非關稅貿易協議接近達成，但貿易協議仍不確定，需關注關稅的實際細節
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 • 本土政治穩定可改善投資情緒，估值仍較低及大規模股東減息，金融及銀行股權重較大 • 惟仍面對通脹、經濟增長乏力和盈利前景不明朗、企業稅的增加或損害企業利潤
亞洲 (日本除外)							• 上半年亞洲股市受惠及全球經濟動盪影響較波動，美國保護主義帶來的不確定性，亞洲經濟增長或短期內保持低迷，但經濟狀況仍穩定 • 通脹穩定、流動性充裕、具內需支撐，積極的政府政策有助抵銷經濟增長的利空因素 • 韓國、台灣的科技技術實力持續提升受惠於AI產業的崛起，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，呈顯著折讓，美元走弱的充裕流動性提供具吸引力的進場機會
日本							• 日本經濟增長前景正面，企業改革正推動企業盈利和股東回報提高，本土向「通脹型經濟」轉型吸引國際資金 • 美日貿易出現積極進展，汽車製造商等出口型企業、大幅受惠與AI算力強勁需求的半導體板塊強力推動，帶動日股走高 • 巴菲特長期投資的日本五大商社成日股最大的市場貢獻者，日央行將持續加息將利好金融股 • 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 • 內地降息降準並擴大財赤，走勢更取決於國內流動性，如政策寬鬆節奏，而非全球市場相關性 • 中美高級官員力求避免貿易爭端進一步升級，人工智能和科技熱潮或繼續推動股市回報 • 滬深300指數上半年於3700-4000點上落，市盈率較歐美及亞洲股市低。中央支持A股慢牛格局，具追落後的機會 • 整肅消費仍較疲弱限制內地經濟復甦動力，降價內捲情況令本土競爭激烈
香港							• 上半年表現突出，累積升逾21%，跑贏環球市場，內地資金成為支撐港股的主要泉源，持續净流入，提供了重要的流動性支持 • 內地科技創新及經濟刺激計劃刺激樂觀情緒，加上憧憬更多股份來港上市，港股確認了上升趨勢，仍有上漲潛力，展現韌性及活力 • 中美摩擦的消息加添港股的波幅，仍對相關消息反應敏感
新興市場 (拉美)							• 基本面的差異明顯致不同地區的股市表現分化，部分內需初性，政策空間或供應轉移而具備優勢 • 美元轉弱有利新興市場的股市表現，估值吸引，全球資金對新興市場的股票配置比重低，相關資產有上漲空間 • 大宗商品需求及價格左右股市表現

	低配	--	-	中性	+	++	超配
債券							聯儲局政策周期屬關鍵變量，需關注長債收益率仍陡峭上升，趁收益率處於高位時買入，注重債券利息及避險功能，宜分散配置、存續期中短年期
美國國債							• 特朗普的關稅政策或令經濟放緩及美國評級遭下調，曾令美債遭拋售，惟流動性高及地位難被其他國債取代 • 聯儲局緊縮政策預期引發長債利率飆升，美國通脹預期反覆加劇市場對減息的敏感度 • 美國減稅及支出法案引發聯邦赤字及債務可持續性疑慮，美債價格表現波動 • 短期美債受青睞，因利率仍然相對較高，但預期大幅下降的空間有限，減息預期下適度拉長存續期捕捉價格上升 • 美國財長希望重新激勵美國商業銀行持有美國國債，財政部也加大了回購國債的力度，應限制債券收益率升幅，緩和投資者的主要憂慮。 • 預期10年期國債收益率區間為4-5%，通脹難顯著回落將限制減息空間，債券收益率下行空間有限 • 中長線資金提前布局的話因加大，以較低風險參與市場目前較高的收益率水平
歐元區債券							• 歐洲通脹趨緩，央行減息行動放緩，將維持寬鬆周期，限制利率下跌空間，惟信貸息差比美國更具吸引力但 • 計畫擴大支出，加大國防和基礎建設支出收益率還有進一步上漲的空間，有利債價平穩 • 企業基本面穩健，違約風險低，歐洲企業估值較美國企業便宜
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，預期未來違約率仍可保持於較低水平 • 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)							• 違約率維持較低水平，收益率吸引，但信貸狀況未見明顯改善，需關注環球經濟會否被弱致違約率上升 • 聯儲局短期維持利率居高不下，高收益債券的發行成本高及不利估值 • 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，息差應該仍然較小 • 全球減息步伐仍有序進行，為高收益債券帶來利息收益
亞洲債券							• 內地10年期債息維持超低水平，有利資金進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，撇除內房的亞洲債市的價值浮現
新興市場 (拉美)							• 擁有較高收益率，平均利率已高於過去10年水平，通脹受控，違約率低，仍具長期投資潛力 • 受惠弱美元仍有望維持不俗表現 • 新興市場債券對貿易不確定性和全球風險情緒尤其敏感

	低配	--	-	中性	+	++	超配
環球行業/板塊							關注政策及美國的刺激經濟措施對某些板塊產生直接影響，特朗普政策的不確定性令資金從不同板塊轉換，預期板塊輪動成常態，應擴大投資視野
金融							• 第二季表現仍突出，金融板塊作收益型投資，較能分配穩定股息 • 華府的「去監管」政策，隨著放寬資本規則，超過2千億美元的資本通過私營部門貸款；股票回購；銀行業整合創造更有利的經營環境 • 若華府推動經濟增長政策，特定利率環境下業務的盈利能力，銀行股也成主要受害者 • 須關注央行利率政策與經濟變化，行業較依賴經濟擴張，一旦經濟急遽轉差或引致壞帳風險
健康護理 (AI+醫療科技)							• 整體跑輸，尤其傳統藥企及疫苗企業，因擔憂藥品關稅及更嚴格的監管政策，須留意華府針對健康護理的政策 • 慎選優質企業，尤其受惠於人工智能在醫療科技等領域的應用，盈利增長潛力不容忽視 • 估值較吸引，處於長期增長潛力，市況波動/經濟下行時為投資組合提供一些防禦性和價值屬性
必需消費品							• 上半年受資金追捧，尤其食品、飲品及連鎖超市等股價見新高 • 傳統的防禦性板塊，在市場波動加劇時具穩定的需求，經濟波動中黏性較強，但業績增長較緩慢 • 抗通脹及抗周期之選，但競爭較大
資訊科技							• 盈利強勁，每股收益增長保持雙位數升幅，遠超其他板塊，M7預測市盈率約26倍，相對估值處於過去10年低 • 人工智能AI的長期增長趨勢未受貿易戰影響而改變，需求強勁帶動高科技股走高 • 企業對AI投資將持續，應用需求快速上升，整體景氣將呈溫和的上行格局，具長線穩健的基本面 • 大型科技現金流狀況強勁，業績仍強勁增長，久違的股價調整或引致資金趁低吸納 • 華府暫免半導體等科技產品關稅以避免推高科技行業成本
非必需消費品							• 表現較不佳，反映市場對消費者支持前景的擔憂，資金減少對高風險敞口的股票 • 零售股龍頭如Walmart、Target等業績轉差及指引遜預期引發對消費需求的擔憂
公用事業							• 經濟下行時表現一般較穩定，相較於其他類型的股票，其波動性較少，在經濟不穩定的情況下，公用股可能會是一個較為安全的投資選擇 • 受關稅影響低，低估值，資金在較高利率環境下更青睞現金流穩定及估值合理的公司



當前美股市場正處於宏觀經濟環境複雜多變的關鍵節點。2025 年 7-8 月，美國經濟呈現增長放緩與通脹壓力抬頭的雙重特徵，市場在上半年強勁反彈後進入調整觀察期。我們結合這兩個月的最新經濟資料與政策動態，系統梳理 9 月美股市場面臨的回檔壓力，並挖掘其中的結構性機會。

一、宏觀經濟環境分析

1.1 美國經濟基本面：復蘇不均衡與滯脹風險

美國經濟基本面呈現製造業復蘇與服務業疲軟並存的矛盾格局。8 月製造業 PMI 升至 53.3，創 2022 年 5 月以來新高，扭轉 7 月的 49.8 收縮水準。標普全球 8 月美國綜合 PMI 產出指數升至 55.4，高於 7 月的 55.1，為去年 12 月以來最高水準。但服務業 PMI 則小幅回落至 55.4，顯示經濟復蘇不均衡。

就業市場已顯露疲軟跡象。7 月非農新增 7.3 萬個就業崗位，遠低於分析師預期的 11.5 萬個。更值得警惕的是，美國 5 月及 6 月的崗位資料修正後，較先前估計減少了 25.8 萬個崗位，失業率也從 4.1% 升至 4.2%。消費端信心同樣承壓，8 月消費者信心指數降至 97.4，較 7 月的 98.7 下降 1.3 個百分點，其中消費者對高物

價與通脹的擔憂持續升溫，且這一擔憂常與美國當前關稅政策直接關聯。

消費與住房投資成為經濟主要拖累項。7 月零售銷售雖實現環比 0.5% 的短期反彈，但增長動力高度依賴促銷活動與提前消費，可持續性存疑；住房投資則持續萎縮，7 月抵押貸款利率始終維持在 7% 高位，顯著抑制購房需求，房價已連續三個月下跌，市場對短期住房市場回暖預期較弱。消費信心下滑與住房投資萎縮的疊加，使得經濟“軟著陸”與衰退風險的博弈更趨激烈。

1.2 通脹壓力重新升溫

與經濟增長放緩形成對比的是，通脹壓力在 7-8 月重新抬頭。根據美聯儲主席鮑威爾在 8 月 22 日傑克遜霍爾全球央行年會上的講話，截至 7 月的 12 個月內，美國個人消費支出（PCE）總價格上漲 2.6%，核心 PCE 價格（剔除食品與能源）上漲 2.9%，兩項資料均高於一年前水準，且仍顯著高於美聯儲 2% 的長期通脹目標。

關稅政策被認為是推高通脹的主要因素。多家機構（包括美國國會聯合經濟委員會）測算顯示，2025 年美國平均關稅稅率將上升約 10 個百分點，這一增幅是特朗普第一任期的五倍。關稅對經濟的負面影響主要

通過三方面傳導：一是新關稅直接推高進口商品價格，進而削弱消費者實際收入；二是推升市場資金成本，導致金融環境被動收緊；三是政策不確定性可能促使企業推遲投資決策，進一步抑制經濟活力。

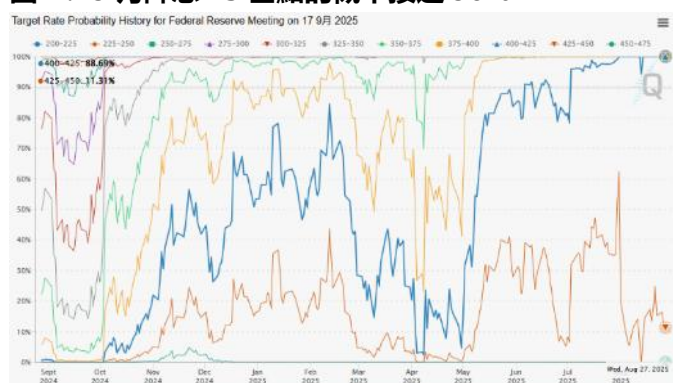
從市場預期來看，約 70% 的全球投資者預計未來 12 個月美國經濟將陷入“滯脹”——即經濟增長進一步放緩的同時，通脹持續高企。

1.3 貨幣政策面臨兩難

在經濟增長放緩與通脹壓力的雙重挑戰下，美聯儲 9 月貨幣政策選擇陷入“穩增長”與“控通脹”的兩難境地。儘管 7 月失業率小幅升至 4.2%，但仍處於歷史低位，且過去一年基本保持穩定，這使得美聯儲難以單純通過寬鬆政策刺激經濟；而通脹持續高於目標，又限制了激進降息的空間。

鮑威爾在傑克遜霍爾年會上釋放了“謹慎寬鬆”信號，暗示 9 月可能實施 25 個基點的降息，但與會官員對關稅的通脹傳導效應存在明顯分歧：多數官員擔憂通脹上行風險，認為需謹慎對待降息節奏；部分官員則認為新關稅僅帶來一次性價格衝擊，不會引發長期通脹，不應成為推遲降息的理由。截至 8 月 27 日，聯邦基金利率期貨市場隱含的 9 月降息概率接近 90%。

圖 1：9 月降息 25 基點的概率接近 90%



來源：CME Fed Watch。

不過，7 月美國生產者價格指數（PPI）意外飆升，顯示企業已開始通過提價對沖成本上升，若 8 月核心 CPI 突破 3%，美聯儲可能被迫推遲降息，進而引發市場波

動。更需注意的是，當前市場對全年降息次數的預期略顯樂觀：普遍預期全年將降息 2.4 次（總計 61 個基點），但我們分析認為，樂觀情景下全年降息或僅 2 次，悲觀情景下可能僅 1 次。這意味著，對降息的過度樂觀預期可能推升美元指數與短期國債收益率，增加市場調整壓力。此外，美聯儲會議紀要顯示，官員們已將“資產估值壓力”納入金融穩定考量，部分委員明確提及“當前資產估值過高”。

1.4 特朗普政策變化：關稅升級與政治博弈

特朗普政府近期關稅政策持續升級，7-8 月先後對印度出口商品加征 50% 關稅，並威脅對華稀土磁鐵徵收 200% 關稅，全球貿易衝突風險顯著加劇。儘管短期關稅政策對製造業有一定提振作用，但長期來看，將直接損害消費與出口；同時，政策面臨的政治阻力也在上升，可能迫使政策調整或妥協。

8 月 25 日，美國國會聯合經濟委員會少數黨（民主黨）發佈專項報告警告，特朗普政府貿易政策引發的連鎖反應（包括成本上升、供應鏈紊亂），可能導致美國製造業投資到 2029 年減少高達 4900 億美元。在國會表決層面，8 月 21 日參議院就“擱置阻止特朗普關稅”的議案進行投票，結果以 49 票贊成、49 票反對陷入僵局，最終副總統萬斯投出關鍵一票，暫時擱置了阻止關稅的表決要求。值得關注的是，有 3 名共和黨參議員臨陣倒戈，與民主黨共同反對特朗普的“對等關稅”政策。這種政治博弈將大幅增加關稅政策執行的不確定性，為市場帶來額外波動。

二、不同投資期限的策略分析

當前環境下，應如何去看待未來前景？我們建議從“短期防禦”與“中期佈局”兩個視角制定策略，兼顧風險控制與機會捕捉。

2.1 短期策略（3-6 個月）：防禦為主把握結構性機會

儘管美股牛市延續，但 2025 年第三季度（尤其是 9 月）的季節性逆風和宏觀不確定性，可能引發 5-10% 的短暫回檔，因此短期策略需優先聚焦風險控制。

防禦性資產配置是短期策略的核心。建議保持 15%-20%的現金頭寸，以應對潛在市場波動；同時可適當配置國債、黃金等避險資產——其中黃金在全球央行購金的支撐下，8月始終維持高位震盪，若9月出現回檔，可逢低分批佈局，增強組合抗風險能力。

板塊選擇上，短期應重點關注三類防禦性行業：

1. **公用事業**：該板塊在高利率環境下表現穩定，具有穩定的現金流和股息收益。
2. **醫療設備與服務**：尤其是板塊內龍頭企業（如雅培），在政策環境變化中展現出較強韌性，且醫療服務板塊 ETF (IHF) 的市盈率已回落至歷史 40% 分位數，估值性價比顯著。
3. **必需消費品**：包括食品飲料、煙草等行業，這些行業需求彈性較小，受經濟週期影響相對有限。

與此同時，短期市場仍存在一些結構性機會，主要集中在以下幾個領域：

1. **新能源汽車**：儘管整體汽車行業表現不佳，但新能源汽車板塊在 2025 年 8 月中旬表現強勁，主要受益於技術創新和商業模式創新。
2. **生物技術與製藥**：Iovance Biotherapeutics、諾和諾德等公司在 8 月中旬表現良好，主要受益於新產品臨床試驗的積極結果。
3. **房地產與住宅建築**：儘管整體市場仍存不確定性，但 D.R. Horton、Pulte Group 等住宅建築商仍表現出較強的韌性，主要得益於現有房屋庫存持續緊張，購房者轉向新建房屋市場的趨勢依然強勁。

2.2 中期策略（6-12 個月）：更為複雜的“軟著陸”，佈局成長，關注政策變化

展望未來 6-12 個月，美股將進入一個更複雜的“軟著陸”環境。一方面，經濟增長放緩和通脹壓力可能持續；另一方面，美聯儲降息週期終將開啟，為市場提供流動性支援。在這一“軟著陸”背景下，中期投資策略應當更加注重長期成長性和政策導向。

均衡配置是中期策略的核心。建議將資產配置比例調整為股票 60%、債券 25%、現金及其他 15%。股票配置應當兼顧價值與成長，債券部分可適當增加企業債和高收益債的比例，以提高整體收益率。

科技板塊精選龍頭。板塊選擇上，科技板塊仍是美股市場的核心配置方向，但需精選細分領域。建議配置 AI 算力龍占組合的 30%，廣告科技占 15%，金融科技占 5%。科技板塊內部出現分化，需規避估值過高的個股。納斯達克 100 指數的市盈率 (PE-TTM) 已達 35.12 倍、市淨率 (PB) 為 9.2 倍，均處於過去十年的高位。標普 500 指數的市盈率為 27.87 倍，接近互聯網泡沫時期的水準。高估值依賴科技企業盈利增長預期，但英偉達等公司因 AI 熱潮估值飆升，存在技術反覆運算風險。

金融和生物製藥值得額外關注。另外兩個值得關注的板塊，一個是金融板塊，一個是生物製藥。金融板塊方面，在投行業務復蘇、監管放鬆預期、降本增效推進下業績超预期高增。特別是保險、銀行、券商、資管和消費貸等細分行業，占美股總市值 17%，今年加權漲幅約 6.5%。生物製藥板塊方面，包含癌症與腫瘤藥物、減肥藥、心血管藥物等新藥品放量，製藥與生物科技行業業績增長繼續加速。美股醫藥板塊市值大約 7.98 萬億，是今年表現最好的板塊，漲幅約 7.3%。

2.3 階段性配置及風險對沖工具

階段性可配置小盤股及可選消費，把握短期政策紅利：建議小盤股（羅素 2000 指數）占組合的 10%，可選消費占 5%。8 月羅素 2000 指數大漲 4%，創 2024 年 12 月以來新高，顯示小盤股在政策博弈（如國會可能推出的中小企業扶持政策）中具備階段性逆襲潛力，但需持續關注其上漲持續性及經濟資料支撐（如中小企業 PMI）。可選消費板塊雖受益於降息預期，但 8 月消費信心下滑可能制約板塊表現，需警惕相關風險。

風險對沖方面，建議優先選擇低杠杆工具：可通過期權組合（如“配對看跌期權”，即持有股票的同時買

入看跌期權)或動態調整防禦性資產倉位實現對沖,避免使用高杠杆工具(如 UVXYETF, 8 月價格波動幅度達 25%, 杠杆特性導致風險極高),以防對沖工具本身加劇組合波動。

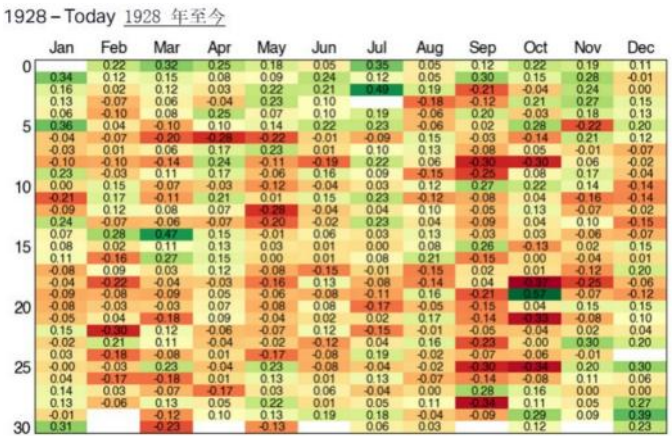
三、美股大盤回調風險分析

之所以短期我們建議以防禦視角進行投資，一個主要原因即在於美股在 9 月的季節性風險。

3.1 回調風險評估

從歷史規律看，9 月是美股傳統“弱勢月份”：自 1928 年以來，標普 500 指數 9 月平均跌幅-1.2%，是過去 100 年中唯一一個平均回報為負的月份。

圖 2：標普 500 指數每日表現拼圖



來源：Citadel Securities。

而當前環境下，9 月美股風險可能高於歷史均值，主要源於四方面壓力：

一是高估值與盈利增速不匹配。截至 8 月，標普 500 指數市盈率約 25.7 倍，處於歷史 95%分位數，估值壓力顯著；同時，標普 500 指數 2025 年盈利增速預期從 14%下修至 9.6%，估值與盈利增速的矛盾持續加劇。

二是企業盈利面臨成本壓力。關稅帶來的成本上升已開始衝擊企業利潤：福特汽車在 7 月財報中披露，2025 年上半年僅關稅一項就導致利潤減少 12 億美元；

卡特彼勒等製造業企業也表示，關稅相關成本或達 15 億美元，成本壓力可能進一步拖累下半年盈利。

三是政策與地緣不確定性。美聯儲政策搖擺、印度對美國關稅的反制措施（8 月已宣佈對美國農產品加征關稅）、AI 需求放緩預期（部分科技企業 8 月 AI 業務增速低於預期），均可能加劇市場波動。

此外，通脹反復風險同樣不容忽視。7 月美國核心 CPI 同比升至 3.1%，超出市場預期，顯示通脹粘性仍強；關稅推高生產者價格（PPI），加劇企業成本壓力，且這一成本可能通過供應鏈傳導至消費者價格。

3.2 回調幅度及時機預測：溫和調整概率大

關於可能的回調幅度，市場存在不同觀點。綜合各機構預測，溫和回調(5-10%)的概率較大，而深度調整（超過 20%）的風險相對較低。

值得注意的是，一些更悲觀的預測認為回調幅度可能更大。例如，有觀點認為道指可能面臨腰斬。但這種極端觀點屬少數，多數機構認為，儘管存在回檔風險，但市場基本面仍相對穩健，大幅回檔的可能性較低。

表 1：不同機構對回調幅度的預測

機構	預測回調幅度	時間範圍	主要依據
摩根士丹利	5-10%	2025 年三季度	季節性因素和宏觀不確定性
高盛	不確定，但風險上升	2025 年下半年	宏觀環境惡化和估值過高
STIFEL	最多 14%	2025 年年底	增長放緩和 policy 不確定性
瑞銀	短期走低，甚至 25 年底可能更低	2025 年下半年	美國經濟增長與通脹組合情況惡化

來源：各家機構研究報告。

四、投資建議與行動計畫

基於對當前經濟環境、市場趨勢和長短期視角的分析，建議“啞鈴配置”策略，核心配置科技板塊成長龍頭，同時增配高股息藍籌與黃金等防禦性資產，以平衡季節性波動風險。具體配置比例為：科技股 50%，防禦

性資產（公用事業、醫療設備、黃金、國債）30%，小盤股與可選消費 20%。可根據市場波動動態調整各板塊權重，例如在市場回檔時提高防禦性資產比例至 40%，在市場企穩後再回落至 30%。

根據市場可能的回檔風險和時間視窗，我們建議投資者採取以下分階段行動計畫。

第一階段（當前至 9 月底）：防禦與觀望，保存資本

關鍵操作	行業側重	重點關注
1. 增加現金持有比例至 15%-20%	增持：公用事業、醫療設備服務、必需消費	1. 美聯儲政策動向
2. 評估並調整投資組合風險敞口	減持：高估值科技股、非必需消費	2. 通脹數據

第二階段（10 月至年底）：把握回檔機會，逢低佈局

關鍵操作	行業側重	重點關注
1. 若回檔 5-10%，則分批建倉	金融、醫療保健、工業等長期	1. 市場回檔幅度
2. 經濟與企業盈利資料判斷底部	成長性行業	2. 企業盈利資料 3. 聯儲政策

第三階段（2026 年上半年）：積極佈局追求長期增長

關鍵操作	行業側重	重點關注
1. 逐步提高股票倉位	科技、新能	1. 降息週期
2. 定期評估與調整組合	源、生物技術等成長行業	2. 政策變化（如減稅）

綜上，9 月的美股市場面臨挑戰與機遇並存的局面。投資者應當保持理性，把握結構性機會，控制好風險敞口，以應對市場的不確定性。通過合理的資產配置、多元化投資和動態調整策略，投資者仍能在這一環境中獲取穩健的投資回報。



今年以來，尤其是特朗普 4 月初發佈初版對等關稅後，美元指數持續走弱，今年以來下跌超過 10%。8 月 1 日，隨著“對等關稅豁免截止日”的到來，特朗普公佈了新一版的對等關稅，包括歐、日等重要經濟體趕在最終日期前紛紛與美達成貿易協議。然而，這不代表美元的下行週期到此為止。**目前來看，美元面臨多個制約因素，包括貿易環境的“不穩定期”還未結束、市場降息預期未到位，以及美國經濟潛在風險被低估。**

在近期的關稅談判中，特朗普顯然是佔優勢的一方。從其與多個國家和地區達成的貿易協議來看，主要貿易夥伴做出了明顯的單方面讓步，一是普遍對美進口商品普遍實施零關稅，進一步開放市場；二是承諾大幅增加對美國的投資。

但這並不意味著貿易環境“不穩定期”的結束，仍有三重不穩定因素值得關注。

1、歐、日、韓等達成協議的重要經濟體，與美國就協議內容有一定分歧。日本強調對美 5500 億美元投資由

私營企業主導，且僅限特定項目，但美國主張對資金使用有完全控制權。

歐美雙方在 15%稅率上限是否適用於行業關稅有一定分歧：藥品（15%是不是終值，之後美國的 232 調查是否會推翻）、半導體（15%是不是終值，未來美國是否宣佈半導體新關稅，是否包括半導體設計軟件）。

韓國總統辦公室政策室長金容範表示不會向美國進一步開放大米和牛肉市場，特朗普則稱韓國將在汽車、卡車和農產品方面對美全面開放貿易，接受美國產品。等法律法規，進一步規範促銷行為，理性參與競爭。

2、中、印、墨、加等主要經濟體尚未與美達成協議，貿易主題仍有發酵空間。

中美歷經三輪會談，目前尚未達成正式貿易協議。第三輪會談於 7 月 27-29 日在斯德哥爾摩舉行，雙方討論將關稅重啟日從 8 月 12 日再延遲 90 天。新的暫停期間，美國對華關稅稅率為 50.8%（20%芬太尼關稅

+10%基準對等關稅+20.8%存量關稅)，11月10日暫停期結束後，關稅將恢復至74.8%。

8月6日，特朗普對來自印度的商品加征25%的額外關稅，合計50%，以回應印度繼續進口俄羅斯石油。
7月31日，特朗普宣佈將墨西哥現行關稅稅率（25%的芬太尼和非法移民稅）延長90天，為雙方留出更多談判時間。

7月31日，因談判破裂，美對加拿大關稅由25%升至35%，8月1日生效，符合美墨加協定（USMCA）框架內的商品繼續豁免。

3、基於232條款的行業關稅即將推出，警惕新的關稅政策。7月31日，美已宣佈對銅半成品加征50%關稅。8月，商務部長盧特尼克公佈半導體和醫藥產品新關稅細則，半導體關稅最高300%（設本土投資豁免條款），醫藥關稅將逐步升至250%。

基於以上三點，全球貿易環境的不確定性遠未消除，而這一負面影響又將最終傳導至美國自身。

圖 1：8 月 1 日新版對等關稅

類別	國家/地區	最新對美出口 關稅稅率	4月2日首次 公布的稅率	對美投資/採購承諾（已公布金額）
第一類 (10%)	英國	10%	10%	• 未公布
	澳大利亞	10%	10%	• 未公布
	新加坡	10%	10%	• 未公布
第二類 (10%-20%)	歐盟	15%	20%	• 購買美國能源 7,500 億美元（4 年內） • 對美投資 6,000 億美元
	日本	15%	24%（汽車 25%）	• 購買 80 億美元的美國商品，將美國大米進口量提高 75% • 對美投資 5,500 億美元
	韓國	15%	24%	• 從美國採購 1000 億美元液化天然氣 • 對美投資 3,500 億美元
	越南	20%	46%	• 未披露具體金額，但承諾“大規模”購買美國能源、機械及農產品
	印尼	19%	36%	• 承諾對美投資及能源採購，金額未公開
	菲律賓	19%	36%	• 每年從美國採購價值 1700 萬美元的大豆和小麥
	泰國	19%	36%	• 計劃在 5 年內將其與美國 460 億美元的貿易順差削減 70%
	馬來西亞	19%	24%	• 採購價值 2000 億美元的美國商品
	中國台灣	20%	20%	• 未來 10 年向美國投資 700 億美元
	中國	30%（24% 部分暫 停至 8.12）	20%	• 台积电已承諾投資 1000 億美元
第三類 (20%-50%)	墨西哥	25%（USMCA 率 免稅，稅則暫 50%）	25%	• 7 月 30 日談判未公布新增承諾
	加拿大	35%（美墨加協定 商品暫時豁免）	25%（能源 10%）	• 談判中
	印度	50%	26%	• 談判破裂，8 月 7 日美國以印度從俄羅斯進口石油為由額外加征 25% 關稅
	瑞士	39%	31%	• 談判破裂
	巴西	50%	10%	• 談判破裂
	巴拿馬	50%	10%	• 談判破裂

來源：市場資料整理

另一方面，由於 7 月非農數據爆雷，美債利率在 8 月初迎來一波迅猛下行。不過隨著近期市場轉為震盪，投資者開始討論：美債的降息預期是否已經基本到位了？

從當前美債市場的定價來看，現時市場的降息預期未完全到位。

- 1、Fedwatch 顯示，利率期貨市場認為年內 Fed 降息兩次，分別是 9 月和 12 月各降 25bp。值得一提的是，儘管市場有很多關於 50bp 降息的討論，但目前市場定價的 9 月 50bp cut 幾乎為零。
- 2、美債曲線反映的降息預期並不激進。目前 1Y 美債和 2Y 美債與政策利率約倒掛 50-70bp。眾所周知，短債倒掛程度越高，說明市場降息預期越濃烈。而目前短端美債的倒掛程度並不高（低於 24Q1 和 24Q3 等可比時期），這反映市場降息預期其實並不激進。

從以上討論中可以看出，市場幾乎沒有交易 50bp 降息、短端曲線反映的降息預期也不激進。一些外資行（如高盛）指出，美債市場並沒有過度反應，當前降息預期甚至是有些保守的。

此前是市場層面的討論，從中長期看，降息預期最終內生於經濟表現。特朗普已經上臺超半年了，但市場和實體經濟還未反映特朗普一攬子政策對美國經濟的打擊。

（1）特朗普關稅的實質影響有限，巨額對美投資更像是一張缺乏細節的空頭支票

貿易協議宣佈的投資規模雖大，但關鍵問題在於：錢從哪裡來？何時到位？投向何方？這些核心細節在協議中都缺乏具體細節。

日本要完成承諾的 5500 億美元投資中，年均投資額需達 2024 年的 4 倍以上才能完成，其中只有 1%-2% 為實際投資，剩餘都是貸款；歐盟要完成承諾的 6000 億

美元投資，需要歐盟企業每年增加對美的 FDI 投資 50%以上，並且歐盟委員會沒有權力去強製成員國的私人企業去哪裡投資。承諾的萬億投資，最終能落實多少，存在巨大疑問。

歐盟對美投資和採購美國商品本質上是“軟約束”。歐盟委員會強調，相關採購和投資屬“企業自主商業決定”。歐盟既無法強制企業購買和投資。所以，6000 億投資、7500 億商品購買本質上都是“軟約束”；而武器採購（國防領域）的決定權更是在於各個成員國，歐盟無法幹預。最後，在鋼鋁關稅、藥品關稅等領域，美國與歐盟的表述也有明顯不同。

整體上看，美-歐貿易協議最實在的就是那 15%關稅，其他內容都有水分。而且，這 15%關稅最終也未必能落地。因為根據《裡斯本條約》，歐盟委員會主席馮德萊恩只是負責談判，真正落地需要歐洲議會投票。考慮到這份不平等協議已經在歐洲民間和政界引發軒然大波，該協議能否通過其實具有很大不確定性。

(2) 關稅對美國經濟正在形成反噬效應，美國企業承擔了主要的關稅成本

美國目前平均有效關稅稅率已抬升至 18.6%，創 1930 年代以來新高。高關稅導致進口成本上升，物價上漲，消費者和企業的負擔加重。

根據高盛的測算，美國企業承擔了 64%的關稅成本，消費者承擔 22%，外國出口商承擔 14%，而且消費者承擔的關稅比例將隨時間進一步增加。

因此，關稅這件事的本質逐漸變成了美國企業部門補貼美國政府部門。海外出口商降低價格的部分很小，而美國公司或零售商目前正在支付大部分關稅成本。

如果美國企業部門（而非海外出口商）承擔了主要關稅成本，那麼一系列企業端數據走弱就是可以理解的：包括企業所得稅暴跌、製造業 PMI 回落、挑戰者裁員上升、非農爆雷等。

圖 2：美國非農就業數據



來源：彭博。

(3) 關稅對美國經濟正在形成反噬效應，美國消費支出出現了惡化跡象

物價的上漲已經使得美國消費支出出現了惡化跡象，二季度美國私人最終銷售額環比 1.2%，創下 2022 年末以來新低。傢俱、服裝這些受到關稅影響較大的行業已經出現了明顯的漲價，下半年可能會進一步傳導到消費品中。

7 月的 ISM 服務業中的價格分項升至 69.9，創下兩年半以來新高，這作為 CPI 的領先指標，預示著年底前通脹壓力會非常大。

(4) 企業利潤空間受擠壓

根據彭博的數據，美國生產者價格指數（PPI）與消費者價格指數（CPI）之間的差距已轉為負值（7 月為 -0.6%），這是一個歷史上預示標普 500 公司利潤率將面臨壓力的關鍵信號。

這一負利差意味著企業的投入成本增速超過了其產品售價的增速，表明在關稅和需求放緩的背景下，公司難以將增加的成本完全轉嫁給消費者，從而直接擠壓了利潤空間。

歷史數據顯示，當 CPI-PPI 利差為負時，標普 500 公司的平均利潤率增長僅為 1.1%，遠低於利差為正時的 4.2%。

從以上所述的包括貿易環境、降息預期和美國自身經濟三個方面來看，美元依然面臨一定壓力。

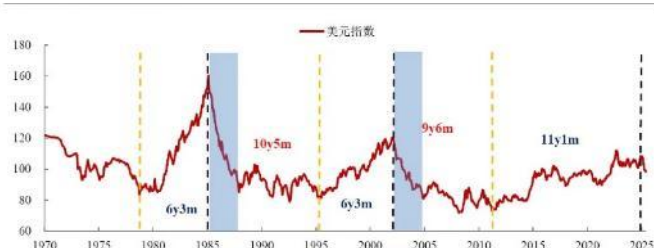
而回顧美元指數歷史走勢，有著比較明顯的週期特徵，往往一輪週期漲跌大概在 15 年左右，其中上升週期在 5-7 年，下跌週期在 8-10 年。

具體到這一輪，如果上升週期從 2011 年算起，到 2022 年的最高點，這輪美元的上升週期達到了 11 年左右。美元指數也從最低的 73 漲到了 115。尤其是 2021 年 1 月-2022 年 9 月，美元指數直接從 89 漲到了 115，漲幅高達近 30%。期間美元指數的大漲和美聯儲貨幣政策直接相關。為應對疫情衝擊，美聯儲 2020 年實施了零利率和無限量寬鬆政策，但隨著通脹問題顯現，到 2021 年下半年，美聯儲貨幣政策已經轉向。進入 2022 年 3 月，美聯儲正式進入加息週期，在這期間，美國十年期國債利率直接從 0.93% 上升至 3.97%。

具體這輪美元指數的下行週期，從 2022 年 9 月算起，目前還不到 3 年時間，參考歷史 8-10 年的下行週期，時間上還遠遠不夠。另外從下降幅度看，雖然美元指數年內跌幅已經超過 10%，但是美聯儲的貨幣政策仍相對克制。

因此，從中長期維度來看，無論從時間週期維度，還是美聯儲未來潛在降息空間，美元指數的這輪下行週期，還遠沒有結束。

圖 3：美元指數的漲跌週期

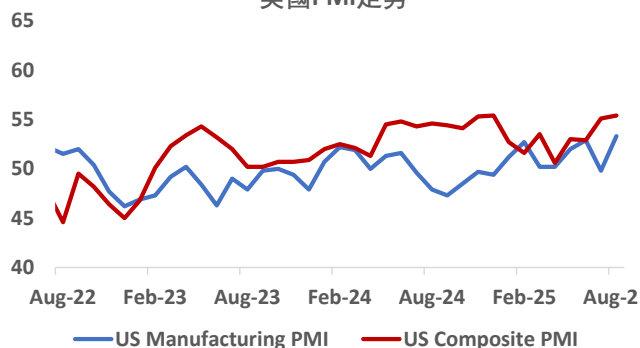


來源：彭博。

宏觀經濟展望

美國

美國PMI走勢



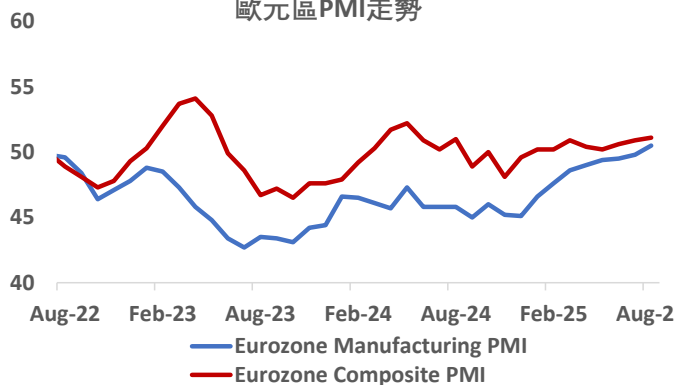
來源: Bloomberg

美國製造業 PMI 意外創三年多新高， 通脹壓力或逐步顯現

- 美國 7 月 CPI 同比上漲 2.7% 低於預期，核心 CPI 增速升至 2 月來最高。7 月美國總體 CPI 環比上漲 0.2% 符合市場預期，同比漲幅為 2.7%，低於預期的 2.8%。核心通脹升至 2 月來最高水準，主要受服務業價格上漲推動。市場認為 7 月 CPI 數據整體溫和。
- 美國 8 月 Markit 製造業 PMI 意外創三年多新高，通脹壓力加劇。美國 8 月 Markit 製造業 PMI 初值 53.3，為 2022 年 5 月以來最高水準，高於預期 49.7 和前值 49.8；Markit 服務業 PMI 初值 55.4，創 2 個月新低，但高於預期 54.2；8 月 Markit 綜合 PMI 初值 55.4，創 9 個月新高，高於預期 53.5 和前值 55.1。製造業產出和積壓訂單指標雙雙攀升至 2022 年中以來的高位。美國需求依舊強勁，經濟前景樂觀，但這也加劇了持續的通脹壓力。商品和服務銷售價格的上漲表明，未來幾個月消費者價格通脹將進一步超過美聯儲 2% 的目標。

歐洲

歐元區PMI走勢



來源: Bloomberg

歐元區強勁的 PMI 支持放緩降息的觀點

- 儘管受到美國關稅的影響，歐元區私營部門仍以 15 個月以來的最快速度擴張，製造業擺脫了長達三年的低迷態勢。歐元區綜合 PMI 從 7 月份的 50.9 升至 8 月份的 51.1，進一步高於 50 的榮枯分界線，也高於預期的 50.6。服務業表現略有減弱，但仍符合預期，製造業 PMI 則躍升至 50.5，打破了小幅放緩的預期，並實現了自 2022 年 6 月以來的首次擴張。強勁的 PMI 數據為歐洲央行政策制定者提供了更多證據，表明歐洲經濟對從貿易到戰爭等各種障礙具有韌性，也從側面支援歐洲央行無需急於進一步降息的觀點。目前 OIS 市場對年內歐央行的降息預期維持在較為穩定的水準，目前市場對歐央行年內僅有 10 個基點左右的降息預期。
- 8 月 21 日，美國白宮發表與歐盟的聯合聲明稱，美國與歐盟已就一項貿易協定的框架達成一致。根據週四的聲明，一旦歐盟“正式提出必要的立法提案以落實”其承諾的關稅減讓措施，美國將正式降低汽車關稅。美國對歐洲汽車徵收的 15% 優惠關稅將在立法提案推進當月生效，這一稅率低於特朗普此前威脅徵收的 27.5%。

中國

中國PMI走勢



來源: Bloomberg

中國經濟數據欠佳，推升寬鬆預期

- 中國 7 月經濟數據表現欠佳，推升寬鬆預期。7 月經濟運行表現出服務業好於工業、外需強於內需的特徵。從生產端看，7 月服務業生產指數回落 0.2 個百分點至 5.8%，當月服務業商務活動指數也有超季節性表現；7 月工業增加值回落 1.1 個百分點至 5.7%，大體符合季節性規律。從需求端看，7 月社會消費品零售同比放緩 1.1 個百分點至 3.7%，弱於市場預期。其中餐飲收入增速反彈，但商品零售回落。以舊換新政策效益減弱、城鎮調查失業率回升和房地產震盪共同影響居民消費能力。1—7 月固定資產投資同比增長 1.6%，較 1—6 月放緩 1.2 個百分點，弱於市場預期。其中狹義基建投資同比增長 3.2%，較 1—6 月放緩 1.4 個百分點，天氣因素影響基建節奏；製造業投資同比增長 6.2%，較 1—6 月放緩 1.3 個百分點，設備更新效果減弱、出口不確定性和反內卷政策均有影響；房地產開發投資同比增長—12.0%，降幅較 1—6 月擴大 0.8 個百分點，市場仍在震盪尋底。
- 8 月 12 日，財政部、央行和金管總局聯合推出個人消費貸款財政貼息政策，對符合條件的個人消費貸款予以財政貼息。年貼息比例為 1 個百分點，實質類比定向降息。

樂觀中保持審慎

市場回顧

執筆之時，8月已將近尾聲，我們一如以往，於本期月報中回顧過去一個月的市況，同時展望將來。8月環球股市表現不俗，以MSCI環球指數（MSCI AC World Index）作為代表，期內表現為2.87%，其中，成熟市場跑贏新興市場，以MSCI世界指數作為代表，期內回報為3.04%，跑贏以MSCI新興市場指數作為代表的新興市場期內1.45%的回報。然而，期內部份表現突出的新興市場（主要是此前表現相對落後的市場）回報相當亮眼，表現最佳的深圳證交所綜合指數，期內回報為12.35%，而排名第三的亦為中國在岸市場——滬深300指數期內上升10.33%，兩者均為今年回報相對落後的市場，而於8月均有相當亮眼的表現。而排名第二的，則為越南胡志明指數，期內回報為11.96%。而就作為環球股票龍頭的美股，三大指數期內回報均為正數，其中，道瓊斯工業指數表現最佳，期內回報為3.41%，標普500指數及納斯達克指數於期內則上升2.56%及2.76%；代表美國小盤股的羅素2000指數，期內則上升7.54%，主要是受減息預期所帶動。中港市場方面，以恒生指數作為代表，期內上升1.23%，恒生科技指數則上升4.06%，於期內跑贏港股大市了。

回顧8月，美國經濟的數據好壞參半，就著勞動市場，其中相對令人失望的是非農數據——雖然有小非農之稱的ADP數據，7月超預期增加10.4萬人，然而對市場更具影響力的非農就業職位則僅新增73,000個，低於

市場預期的115,000個，且5月及6月的數據亦有所下修，職位數累計減少達25.6萬個，對勞動市場含義

並非正面，惟較好地方是非農數據並非出現負增長，對美股整體市場而言，並未意味著轉勢；而就通脹數據方面，CPI情況尚可，惟PPI則略超預期——2025年7月份消費者價格指數（CPI）按年升2.7%，與上月數據持平，並低於早前預期的2.8%，惟核心CPI按年升3.1%，高於預期的3.0%及上月的2.9%。另一方面，PPI數據表現則超預期，其按年上升3.3%，環比則上升0.9%，一定程度上對降息預期構成打壓。而就中國，宏觀數據重點則放在物價水準會否反映「去通脹」壓力已經消除，中國7月份CPI同比持平，優於市場原先預期的收縮0.1%，PPI同比則繼續面對壓力，同比下跌3.6%，與6月份跌幅相若，而就70大中城市新建商品住宅價格指數，同比下跌3.37%，環比下跌0.31%，繼續面臨一定壓力了。

展望

向前展望，對9月股票市場的發展，我們傾向在樂觀中保持審慎。樂觀的原因，主要在於目前環球市場承擔風險情緒明顯相對高漲，在我們有監察的29個環球區域市場中，目前有26個，即接近90%，是處於牛市，而從進入牛市的市場先後次序來看，也看到頗明顯的牛市擴散跡象，即部份區域市場升較多後，未有上升的市場往往會跟上，具體地說，如在上半年時表現相對滯後的日本、中國台灣市場，近期看見表現明顯開始發力追趕；本來在環球市場中相對落後的中國在岸市場，8月亦節節上升，在環球風險資產整體向好

及牛市擴散的背景下，認為方向上，對股票資產的看法應是正面。而就著環球股票的龍頭美股，我們的觀點亦是偏正面——首先，中長線而言（即 6 個月至 1 年），我們對美股偏多觀點維持不變（即認為以標普 500 指數作為代表，持有 6 個月至 1 年，相較目前回報應為正數），這主要和減息前景、美國政府具支持性的經濟政策、相對具韌性的實體經濟及最重要的，美股企業盈利仍處於擴張週期有關，而即使短線而言，看未來兩週以至一個月（執筆時為 8 月 27 日），我們亦認為市場有投資機會浮現——回顧 8 月，美股市場已分別有兩次下殺，包括在 8 月初時，因差於預期的非農數據所觸發的一次回調，及在傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議當週，因擔心聯儲局主席鮑威爾講話會偏鷹派而出現的會議前回調（產業消息上，亦和 MIT 有報告指只有 5% 的生成式 AI 投資帶來明確營收增長有關），一個月內的兩次回調，固然意味著美股相對早前反彈階段（自 4 月底開始至 7 月底）有所轉弱，惟從盤面資金觀察，看到市場回調時，並非全無資金支持——包括本輪牛市的代表股 Palantir (PLTR)，週三盤中大跌後亦有資金支持重新買上，反映市場仍願意承擔風險，只是由於傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議講話懸而未決，資金才不積極入市，然而，鮑威爾於傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議中偏鴿派的講話，亦足以將有關憂慮消除；另一方面，即使在傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議前，大市有所調整，亦看到資金流入減息概念股（或最少沒有流出），包括房地產及羅素 2000 等，亦進一步證明有關回調主要是資金輪動，而非資金整體從美股流出，在此邏輯下，考慮到鮑威爾的講話增加了利率下行趨勢的確定性，認為美股在 9 月議息會議前，表現不會太差，甚至有潛力再上一台階了，而其中主要受惠的，則預料會是減息受惠股，如小盤股（以羅素 2000 指數作為代表）、房

地產相關股票，而部份偏向高增長屬性的股票，如核能板塊、人工智慧板塊，預期亦會於此浪受惠。另一方面，黃金價格預期亦有機會受惠於減息，於此情況下，考慮到金礦股有經營槓桿（Operating leverage），即使金價不大幅上升，只要金價維持在高位，有關企業仍能受惠，在此情況下，對有關板塊亦看高一線了。當然，話雖如此，仍然需要補充一句，由於傳統而言，9 月的季節性表現實在較差（尤其是 9 月下半個月），在此情況下，認為對市場仍然需要存在戒心，尤其是 9 月 17 日是議息日，亦剛好是 9 月處於中間的分界線，需要小心市場在議息會議前後見短期頂並出現調整了，惟一旦出現較大幅度的短線調整，再次重申屬買入時機了。

而就中港市場，我們觀點亦是明確偏多，認為牛市正在進行中，部份已重覆多遍的原因，包括政策預期自去年底有所改變、Deepseek 出現令市場認同中國創新能力、參考歷史，就中港市場，內部因素較外部因素重要等，則不再在此重覆，而可以簡單補充的是，有部份在中港市場上市的優質企業，以往即使其經營情況可以，惟由於市場整體流動性不足，亦會被予以估值折讓，令市場不能充份定價企業質素，而在目前的情況下，由於港股市場流動性充足，對優質企業市場可以更有效地定價，對投資者而言是一個正面因素了。而另一方面，如我們在上文所言，隨著環球牛市擴散加上境內低息及政策方向對股市具支持性，目前中國在岸市場亦進入了牛市，這對港股亦會構成支撐，在此情況下，預期港股會維持向上的牛市格局了。而在板塊上，部份相對優質的科企（能避免內卷式競爭的科企）、創新藥（出海主題）、券商（受惠於中港市場牛市）及高股息板塊等，認為相對於大市，均可看高一線了。

管理好久期風險為重中之重

市場回顧

就著 8 月，對債券市場整體而言是個好的月份，在我們有監察的 11 個債券板塊中，有 10 個是錄正數回報，其中表現最佳的是環球高收益債券市場，期內回報 1.46%，次佳的為代表環球投資級別債券的環球綜合債券指數，期內回報為 1.42%，排名第三的則為新興市場美元債券，期內回報為 1.37%。整體而言，不論是高收益債券或是高評級債券，8 月均錄得不俗的回報，排名第四及第五的，分別是美國高評級債券及美國高收益債券，期內回報分別為 1.27% 及 1.25%，排第 6 的則為亞洲高收益債券，期內回報為 1.17%，由此可見整體而言，不論是高收益債券或是高評級債券，期內均有不俗表現了。這主要是由於 8 月期內無風險利率整體而言是下降的 — 以 10 年期美國國債孳息率作為代表，7 月底時是 4.374%，而至執筆時，已下降至 4.22%，而 2 年期美國國債孳息率，7 月底時為 3.957%，至執筆時已跌至 3.631%，而實際上，如有圖表在手的話，可看到整條孳息曲線都是向下移的，加上市場整體對經濟前景展望並不悲觀，信用利差因此並無擴闊，在此情況下，債券市場整體自然有不俗表現了。

回顧 8 月，美國經濟的數據好壞參半，就著勞動市場，其中相對令人失望的是非農數據 — 雖然有小非農之稱的 ADP 數據，7 月超預期增加 10.4 萬人，然而對市場更具影響力的非農就業職位則僅新增 73,000 個，低於市場預期的 115,000 個，且 5 月及 6 月的數據亦有所下修，職位數累計減少達 25.6 萬個，對勞動市場含義

並非正面，惟由於有關數據並非出現負增長，勞動市場轉勢下行風險可控；而就通脹數據方面，CPI 情況尚可，惟 PPI 則略超預期 — 2025 年 7 月份消費者價格指數（CPI）按年升 2.7%，與上月數據持平，並低於早前預期的 2.8%，惟核心 CPI 按年升 3.1%，高於預期的 3.0% 及上月的 2.9%。另一方面，PPI 數據表現則超預期，其按年上升 3.3%，環比則上升 0.9%，一定程度上減低了降息預期；然而，聯儲局主席鮑威爾在 8 月 22 日在傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議上的發言相對鴿派，重新提振降息預期，至執筆時，參考利率期貨，市場預期 9 月減息的機會率為 88%，相較傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議前市場定價 72% 的減息機會率明顯是有所提升了。

展望

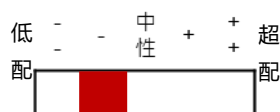
向前展望，我們對債券市場整體的觀點仍然正面，就著高收益債券，伴隨著市場對經濟前景並不悲觀，環球高收益債券的信用利差已回到接近今年低點的水準，在經濟傾向軟著陸的前提下，預期信用利差大幅擴闊的空間有限，在此前提下，高收益債券不致於面對太大的價格壓力，進一步而言，高收益債券的價格走向與股票往往是同向，在環球股票牛市仍然維持的背景下，預期高收益債券的表現會得到支持了。而就投資級別債券，我們的觀點相對一貫，為偏好短年期的投資級別債券。如讀者所知，投資級別債券的表現主要受無風險利率的變動所影響，短端利率主要受聯儲局決定，而長端則由主要由市場所決定，就短端利率，不論是鮑威爾最近在傑克遜霍爾（Jackson Hole）會議上的表態，還是利率期貨市場的定價，甚至看特朗普政府不斷施壓降息的言行，政策利率（Fed fund rate）下行的壓力必然是大於上行壓力的了，有懸念的只是下降的速度跟幅度。而在明年 5 月鮑威爾任期屆滿後，新任聯儲局人選預期是特朗普屬意之人，屆時利政策利率減息的傾向或更強烈。另一方面，我們

對某些市場猜想的假說（Hypothesis）亦表認同——特朗普所以如此執意要逼使聯儲局降息，及明年傾向會委任願意如此做的人去接任鮑威爾主席的位置（有關傾向為根據公開資訊觀察），主要在於目前美國政府赤字率及負債率均相對較高，融資需求大，而偏高的利率對美國政府融資相當不利，在此情況下，如果新任聯儲局主席為與特朗普政府有一定默契，一方面固然會於上任後推動減息，另一方面，亦有可能會接受稍高的通脹目標（即輕微高於 2% 的通脹目標）——在此情況下，由於相對稍高的通脹能有效侵蝕購買力，美國政府在化債方面也會相對更容易了（即所謂通脹化債）。當然，有關猜想只是一個假說（Hypothesis），最後事情發展會否如此發展需要逐步驗證，然而即使只看目前已確定的資訊，短端利率有較大下行壓力，應屬於具有較高確定性的事件了，這對短年期投資級別債券（Short Duration IG）屬有利。而就長端利率，於過往一個月基本是下行趨勢，且有關趨勢亦已確立，然而，基本而言，長端利率相對受經濟增長及通脹預期所影響，一時的通脹超預期固然有機會刺激長端利率向上，而如果聯儲局真的願意接受更寬鬆的通脹目標，則長端利率也有上升壓力，亦因此，相較於短端利率，長端利率除了會較波動外，走向的確定性也較低。因此，簡要而言，短端投資級別債券的投資亮點在於其（i）不低的收益率及（ii）價格方面較高的確定性了。當然，如果投資者對長端利率走向有具信心的看法及願意承擔價格波動，長端投資級別債券也是相當不俗的選擇了。

外匯及商品

美國 7 月通脹仍然溫和，市場預期年內降息兩次，但優於預期的美國 PMI 數據支援美元短暫反彈；歐洲經濟數據強韌，歐央行放緩降息步伐，關注美歐貿易協議落實情況；中國 7 月經濟數據欠佳，人民銀行推出結構性寬鬆政策。

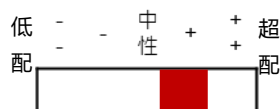
美元



市場預期美聯儲年內降息兩次

- 美國 7 月 CPI 同比上漲 2.7% 低於預期，核心 CPI 增速升至 2 月來最高。7 月美國總體 CPI 環比上漲 0.2% 符合市場預期，同比漲幅為 2.7%，低於預期的 2.8%。核心通脹升至 2 月來最高水準，主要受服務業價格上漲推動。市場認為 7 月 CPI 數據整體溫和，預期美聯儲將於 9 月降息。
- 特朗普一直批評美聯儲主席鮑威爾在降息方面行動遲緩，交易員預計他將在鮑威爾任期於五月結束後，任命一位更傾向鴿派的繼任者。
- 鮑威爾在全球央行年會上釋放鴿派信號，為降息開綠燈。

歐元



歐洲央行將放慢減息節奏，俄烏談判支持歐元

- 儘管受到美國關稅的影響，歐元區私營部門仍以 15 個月以來的最快速度擴張，製造業擺脫了長達三年的低迷態勢。歐元區綜合 PMI 從 7 月份的 50.9 升至 8 月份的 51.1，進一步高於 50 的榮枯分界線，也高於預期的 50.6。強勁的 PMI 數據為歐洲央行政策制定者提供了更多證據，表明歐洲經濟對從貿易到戰爭等各種障礙具有韌性，也從側面支援歐洲央行無需急於進一步降息的觀點。
- 俄羅斯總統普京和美國總統特朗普之間的會談非常積極。隨後的發佈會上，普京表示與特朗普建立了非常好的直接聯繫，看到了特朗普想要理解俄烏衝突本質的意願。

美元指數 (USD)



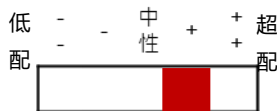
來源: Bloomberg

歐元/美元 (EUR/USD)



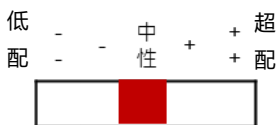
來源: Bloomberg

英鎊



英國央行降息態度謹慎

- 英國就業市場疲軟與工資高增長並存，英國央行降息態度謹慎。英國就業市場再度疲軟，就業人數連續第六個月下降，7 月公司在職員工數量較 6 月暫時減少 8000 人，延續自 2 月以來的下降趨勢，職位空缺進一步減少，失業率維持在 4.7%，處於 2021 年第二季度以來的高位，但工資增長依然強勁。英國私營部門基本工資增長率，在截至 6 月份的三個月內小幅下降至 4.8%，但不包括獎金在內的整體平均週薪增長 5.0%，高於與英國央行 2% 通脹目標相符的 3% 水準，投資者減少了對英國央行今年再次降息的押注。



英鎊/美元 (GBP/USD)



來源: Bloomberg

日元

強勁的日本經濟數據提振了加息預期

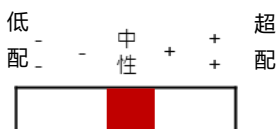
- 日本公佈了 4-6 月 GDP 的數據，季節調整後的年化實際 GDP 增速為 1%，居民消費與企業設備投資共同貢獻了 GDP 增長，尤其是企業設備投資中的軟件投資的增加較為明顯。此外，考慮到通脹之後的名義 GDP 的年化增速則高達 5.1%。強勁的經濟數據支持日本央行加息方向。
- 美國財長貝森特表示“日本央行的政策落後於曲線，因此日本央行需要進一步加息”，受此發言影響日圓短線反彈。

美元/日圓 (USD/JPY)



來源: Bloomberg

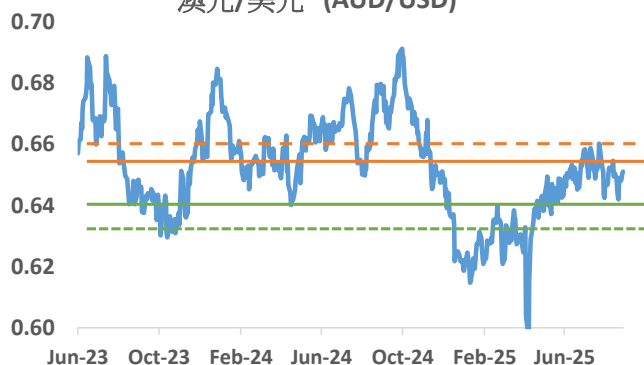
澳元



澳洲央行反映出明顯的寬鬆傾向

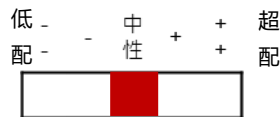
- 澳洲央行於 8 月 12 日進行了今年第三次降息，將主要現金利率下調四分之一個百分點至 3.6%，符合市場預期。澳洲央行反映出明顯的寬鬆傾向。澳洲央行表示，數據顯示在逐步放鬆政策的假設下，核心通脹率將緩和至 2% 至 3% 目標區間的中間水準，同時暗示因經濟動力減弱，可能需要進一步放鬆政策以實現通脹和就業目標。此外，澳洲央行還因生產率持續疲軟而下調了經濟增長預期，但仍預測核心通脹將放緩。市場預計下次降息將在今年年底。

澳元/美元 (AUD/USD)



來源: Bloomberg

紐元



新西蘭央行將再度降息

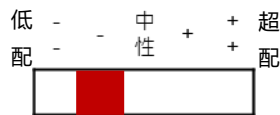
- 新西蘭央行將政策利率下調 25 個基點，至三年低點 3.00%，並表示未來幾個月將進一步下調，因為決策者警告國內和全球經濟增長面臨不利因素。意外偏向鴿派的立場導致紐元走弱。自去年 8 月啟動本輪降息週期以來，新西蘭央行已累計降息 250 個基點。市場對新西蘭央行的寬鬆政策已有充分預期，目前暗示 10 月份降息的機率為 50%，11 月份降息的機率超過 100%；暗示底部利率為 2.57%。

紐元/美元 (NZD/USD)



來源: Bloomberg

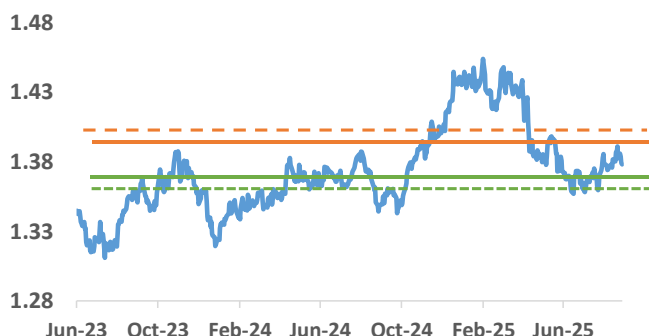
加元



新關稅率的不確定性導致加元受壓

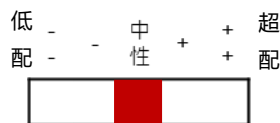
- 加拿大 7 月就業數據意外大幅走弱，就業人數的下降創下疫情以來的最大幅度。加拿大六月份貿易逆差擴大至歷史第二高。加拿大 6 月份商品貿易逆差擴大至 59 億加元，創下有記錄以來的第二大月度逆差。這一下降主要由於一次性高價值石油設備進口的激增，推動了進口增長速度超過出口。此前，4 月份的貿易逆差曾擴大至 76 億加元，創下歷史最高紀錄，美國新關稅政策開始產生顯著影響。

美元/加元 (USD/CAD)



來源: Bloomberg

瑞郎



瑞郎表現取決於美元走勢

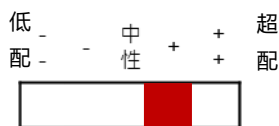
- 赴美進行關稅談判的瑞士領導人最終無功而返，沒能趕在美國對瑞士加征的關稅生效前達成協議，瑞郎表現更取決於美元走勢。近期美元走弱，瑞郎受到支持。

美元/瑞郎 (USD/CHF)



來源: Bloomberg

人民幣



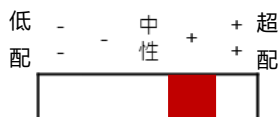
中間價持續走強釋放政策信號

- 中間價連續逆勢上調釋放政策信號，在岸人民幣升穿 7.15。中國央行 8 月 27 日將人民幣兌美元中間價設為 7.1108，較前一交易日上調 80 個基點。這是在 8 月 25 日中間價大幅上調 160 個基點（至 7.1161）基礎上的再次強化。連續兩日逆勢上調中間價清晰傳達了政策層面的引導意圖，標誌著人民幣匯率政策從此前的“小幅調整”轉向更具力度的“主動引導”。
- 市場情緒轉向積極，資金主動配置人民幣。股匯聯動格局形成自我強化循環。當前市場呈現明顯的“股匯聯動”特徵：A 股市場近期持續上漲，提振投資者情緒，吸引外資流入，支撐人民幣匯率走強。



來源: Bloomberg

黃金

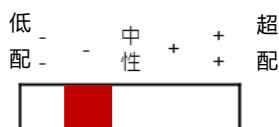


- 環球地緣政治不明朗因素較多，尤其是特朗普關稅政策反復，從避險屬性角度為黃金帶來諸多階段性機會。
- 近期黃金避險價值長期邏輯不變，支持黃金表現配置。
- 黃金升值的長期邏輯不變，且“美國優先”的總體戰略、迭加關稅工具的頻繁使用，均進一步加強了配置黃金的邏輯。



來源: Bloomberg

石油



油價走勢略疲軟

- 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。
- 近期油價走勢不明朗，缺乏方向。



來源: Bloomberg

重要資料及免責聲明

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。本檔並不構成、亦無意作為、也不應被詮釋為專業意見, 或要約或建議投資於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, 並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)分析員於本檔刊發時的意見, 可作修改而毋須另行通知。本檔並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並不適合所有投資者, 且並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, 本檔並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。投資者須基於本身的投資目標、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。本檔並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。人民幣現時並不可自由兌換, 並受外匯管制和限制(可能隨時受到非提前通知的變化)。您應事先考慮並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於可予檢索的系統。

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於所有或任何於本檔所提及的證券或投資產品, 並可能就有關交易或服務收取佣金或費用。

本文並非獨立投資研究報告。

© 中國建設銀行(亞洲)有限公司。