

华侨银行  
宏富理财



# 展望2025年： 世界格局 日新月异

2025年宏观环境更加动荡



## 经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

12/2024及1/2025号

心所向，  
行致远

## 今期內容

- |         |                       |
|---------|-----------------------|
| P 03-05 | 全球前景<br>2025年宏观环境更加动荡 |
| P 06-07 | 股市<br>继续看好2025年股市     |
| P 08    | 香港／中国市场前景<br>衡量政策成效   |
| P 09-10 | 债券<br>对固定收益持审慎态度      |
| P 11-13 | 外汇及商品<br>看好黄金         |

## 关于华侨银行 财富管理专家团队



华侨银行财富管理专家团队借鉴了华侨银行集团财富管理专家(即来自华侨银行、华侨银行投资研究部、利安资金管理公司及新加坡银行的专家)的集体智慧和经验。凭借在集体投资方面逾200年的经验, 华侨银行财富管理专家团队致力为你提供及时的咨询服务, 以增加、管理和保障你的财富。



---

## 展望2025年：世界格局 日新月异

---

展望2025年，我们预期全球将会迎来深远变化，尤其是特朗普总统重返白宫，势必掀动环球地缘政治及经济的重大变局。

我们预期特朗普政府将实施促进增长的政策，致力提振国内经济，因此为美国股市带来利好。然而，美国再次强调美国优先原则及更严格的贸易政策，可能会对世界其他地区及依赖贸易的国家造成不利影响。

美国即将对财政及移民政策作出的变更，对美国通胀构成上升风险，这可能会使联储局于2025年放缓减息步伐，因此不利固定收益资产，但却利好美元。总体而言，我们预期特朗普政府将落实广泛措施来带动美国经济增长、股票市场及美元汇价，但对存续期风险及固定收益资产构成挑战。

踏入2025年，我们在战术性资产配置上倾向于承担风险，因此增持整体股票。我们预期特朗普总统在第二任期内将提振公司盈利，因此在近期上调美国股票评级至增持。此外，我们维持亚洲(日本除外)股票的增持立场，以及欧洲及日本股票的中性持仓。

在固定收益方面，我们对存续期持审慎态度，因此整体减持债券，当中减持发达市场投资级债券，并给予发达市场高收益债券及新兴市场债券的中性评级。我们继续看好黄金，因为黄金可有效对冲通胀回升的风险以及缓和财政可持续性引起的关注。



## 全球前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

# 2025年宏观环境更加动荡

「投资者应为2025年更加动荡的宏观经济环境做好准备，当中机遇与风险并存。」

- 投资者应为2025年更趋动荡的宏观经济环境做好准备，当中机遇与风险并存。
- 在美国，特朗普第二次入主白宫后，可能会引发通胀再度升温。这位候任总统的目标是大幅加征关税、减税、严格限制移民，以及放宽规管。
- 来届政府的经济政策重心是提振企业信心，从而为美国经济增长与股市提供初步支持。然而2025年通胀回升的风险，可能促使联储局于2025年初停止减息，把联邦基金利率维持在近4%的高位。
- 因此，美国大选过后，我们已将12个月的10年期美国国债收益率目标由4.25%上调至5%。我们亦认为特朗普新政府上台后，美元将持续走强。
- 鉴于美国加征关税的风险、美元走强以及美国削减对国际安全的承担等因素，特朗普第二任期或会对世界其他地区带来重重挑战。
- 在欧洲，美国威胁加征关税并减少对该地区的防卫支出，势必冲击当地的经济增长，令国家预算吃紧。我们预期欧洲央行将在每次开会时下调利率，使利率减至

2%或以下，因此会对欧元构成下行压力。

- 在亚洲，美国关税亦可能压抑出口大国(包括中国和日本)的经济增长，促使有关政府采取更多措施支撑国内经济。
- 展望2025年，鉴于美国减税及放宽管制的前景，以及中国采取更多刺激经济措施，我们将继续增持股票。但由于10年期美国国债收益率可能再度升至5%，投资者应减持固定收益资产，并对存续期持审慎态度。

### 美国 – 面临经济政策的重大变动

- 特朗普将于2025年1月底重返白宫。我们预期他在第二任期内将带来经济政策的重大转变。
- 特朗普政府很可能一开始便大幅提高关税。新总统可透过颁发行政命令，在无须国会批准下建议对来自中国的进口产品征收60%的关税，藉此减少美国的贸易赤字。虽然极高的关税很可能只是美国的一种谈判手段，但我们预计，当有关新关税的公众咨询期一旦结束，美国将在2025年下半年对中国商品征收仍属相当高水

平的20-30%关税。

- 同样地，我们预期特朗普政府将从1月起迅速行动，透过颁发行政命令限制移民，并放宽对企业的管制。
- 最后一点，新总统急于延长在他第一任期内获得通过并将于2025年底到期的2017年减税与就业法(TCJA)。目前，美国财赤占GDP的比例已高达7%，但到2025年底，新预算案料会导致美国财赤进一步大增。因此，投资者应为2025年经济前景的重大变化做好准备。
- 首先，2025年的美国经济增长将站稳在2%，但通胀可能反弹，而非进一步向联储局的2%目标回落。
- 因此，我们预期联储局将在12月、明年1月和3月的会议上进一步将联邦基金利率由4.50-4.75%调降至3.75-4.00%，即合共三次每次下调25个基点，然后于2025年初停止减息步伐。接近4%的终端利率以及通胀回升的风险，势必推高美国国债收益率。因此，我们已将12个月的10年期美国国债收益率目标由4.25%调整为5%，并建

议投资者减持固定收益并缩短存续期。

- 第二，由于减税及放宽管制将刺激盈利上升，我们已转为增持美国股票。
- 第三，联储局收窄减息幅度及美国大幅加征关税，将令美元于2025年维持在较高水平一段较长时间。
- 第四，通胀风险、联储局受到的潜在压力，以及市场对法治和美国外交政策的关注，可能会使黄金于2025年继续受到追捧。

### 中国 – 2025年市场对刺激经济措施的期望 同时面对关税的忧虑

- 相比美国对中国商品大幅加征关税的风险，2025年的经济前景将受惠于中国当局为支持经济增长而进一步推出的刺激措施。
- 自9月以来，中国官方已采取多项措施，力图重振在疫情后复苏乏力的国内经济。在消费者保持审慎、房地产市场疲弱、企业信心低迷的情况下，中国人民银行将关键利率下调20-30个基点至1.5%和2%、放宽银行存款准备金率、设立新的融资工具让保险公司、基金和证券公司向中国人民银行借款购买股份，并协助降低房贷利率。
- 11月，全国人民代表大会宣布了一

项10万亿元人民币的纾困方案，让资金紧绌的地方政府将其成本高昂的隐性债务置换为成本较低的低息长期中央政府债券。

- 我们预期中国在未来数月可能会有进一步的措施出台，以支持消费者信心及纾缓未售出楼房造成的压力。因此，短期前景应对中国市场有利。
- 然而在2025年，如果美国对中国商品征收高达60%的高额关税，势必会有损中国在下半年的经济增长。我们预测中国的GDP增长率将由2024年的4.7%下降至2025年的4.2%，与中国过去数十年的年增长率相比属于偏低水平。

### 欧洲 – 2025年经济增长面临更多风险

- 2025年，欧洲的经济前景将面临最严峻的挑战。
- 欧元区经济已经停滞不前，2024年的GDP可能只是0.8%左右，仅略高于2023年的0.5%，原因是俄乌战争爆发后，欧元区失去廉价的俄罗斯能源供应，加上欧洲央行为对抗通胀而在2022年和2023年将利率迅速上调至4%的高位。
- 2025年，美国威胁加征关税并削减对欧元区的防卫支出，势必冲击当地的经济增长，令国家预算吃紧。我们认为欧洲在2025年的

GDP增长率将维持在0.8%，对欧元区市场不利。此外，欧洲央行可能会在每次开会时持续下调利率，使利率减至2%或更低，因此会对欧元造成下行压力。

- 相比之下，英国对出口的依赖程度较低，因此受美国关税的影响亦较轻。由于新一届工党政府的首份预算案将提高开支，而英伦银行预期将持续每季减息25个基点，使利率从目前的4.75%降至2025年的3.75%，因此我们预测英国的GDP增长率将由2024年的1.2%进一步上升至2025年的1.4%。

### 日本 – 可能进一步加息

- 相对中国和欧元区，我们预期日本经济受美国关税的影响较轻。我们预测日本的GDP增长率将从今年有可能的0%回升至2025年的1.2%，原因是薪酬增幅超越通胀幅度，因此有助增强消费力。
- 随着日本在疫后重启经济活动，当地的通胀率一度达到4%的40年新高。为了将通胀率控制在2%的目标水平，我们预期日本央行将于12月进行2024年内的第三次加息，以逐步将政策利率由0.25%调高至0.5%，然后于2025年再加息两次每次25个基点，将政策利率上调至1%。

全球增长前景

| %     | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 2025年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 发达市场  | 6.0   | 2.9   | 1.6   | 1.7   | 1.5   |
| 美国    | 6.1   | 2.5   | 2.9   | 2.7   | 2.0   |
| 欧元区   | 6.3   | 3.6   | 0.5   | 0.8   | 0.8   |
| 英国    | 8.7   | 4.3   | 0.1   | 1.2   | 1.4   |
| 日本    | 2.8   | 1.1   | 1.7   | 0.0   | 1.2   |
| 亚洲四小龙 | 5.9   | 2.3   | 1.5   | 2.8   | 2.1   |
| 新兴市场  | 6.9   | 4.0   | 4.4   | 4.1   | 4.1   |
| 中国    | 8.1   | 3.0   | 5.2   | 4.7   | 4.2   |
| 印度    | 9.4   | 6.5   | 7.7   | 6.7   | 6.4   |
| 亚洲四小虎 | 3.5   | 5.6   | 4.3   | 4.7   | 4.8   |
| 全球    | 6.5   | 3.5   | 3.2   | 3.1   | 3.0   |

「亚洲四小龙」，即香港、新加坡、南韩及台湾。  
「亚洲四小虎」，即印尼、马来西亚、菲律宾及泰国。  
资料来源：新加坡银行

利率预测

| %            | 3个月       | 6个月       | 12个月      |
|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 美国利率预测       |           |           |           |
| 联邦基金利率       | 3.75-4.00 | 3.75-4.00 | 3.75-4.00 |
| 2年期美国国债      | 4.00      | 4.25      | 4.25      |
| 5年期美国国债      | 4.00      | 4.25      | 4.50      |
| 10年期美国国债     | 4.25      | 4.75      | 5.00      |
| 30年期美国国债     | 4.50      | 5.00      | 5.50      |
| 美国SOFR掉期利率预测 |           |           |           |
| 2年期利率        | 3.75      | 4.00      | 4.00      |
| 5年期利率        | 3.75      | 4.00      | 4.25      |
| 10年期利率       | 3.75      | 4.25      | 4.75      |
| 30年期利率       | 3.75      | 4.50      | 5.25      |

资料来源：新加坡银行

# 股市

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

## 继续看好2025年股市

「展望2025年，我们继续看好股市，增持美国和亚洲（日本除外）股票。」

- 展望2025年，我们继续看好股市，增持美国和亚洲（日本除外）股票。
- 我们于2024年11月7日调高了美国股票的评级，因为根据我们的评估，美国大选结果已令美国股票的风险回报有所改善，原因是特朗普上台后，有可能会透过减税、放宽规管及增加开支来提振美国经济及企业盈利。
- 虽然亚洲（日本除外）股票很可能受到特朗普关税政策的负面影响，但我们相信，相对多年前特朗普首次执政，各国现已作出更充分的准备，反制措施亦已就绪。在亚太地区，我们看好中国、香港、印度、印尼、菲律宾及新加坡的股市。投资者仍将焦点放在中国，中国于9月经历了重大的政策转变，标志着一次关键的政策转向，尤其是针对占中国家庭财富相当比重的房地产市场。
- 2025年，我们预期欧洲和日本将各自面对不少问题，例如政局不明朗、竞争力衰退、货币波动等。我们维持对这两个地区的股票的中性持仓。

### 美国 – 继续看好

- 我们近期将美国股票的持仓评级

从中性上调至增持。我们认为，特朗普上台后很可能会着手刺激经济增长和企业盈利，因此美国股市的风险回报已变得较为正面。

- 首先，减税与就业法中的减税措施可能会延长，同时不排除企业税率进一步下调的可能。
- 第二，特朗普的财政政策可能会带来刺激经济并提高美国企业每股盈利的作用，其中包括增加军费和豁免加班费所得税。
- 第三，特朗普政府全面放宽管制的做法可望刺激经济增长，而提振中小企信心可能会抵销加征关税的不利影响。

### 欧洲 – 特朗普第二任期将于2025年展开

- 倘美国加征关税，可能会产生双重影响，包括投资者信心受削弱所带来的间接影响，以及向欧洲人口美国商品征收关税所造成的直接影响。在各行业中，机械／设备、药品和化学品占欧洲人口美国商品的最高份额。在指数层面，跻身Stoxx 600指数的上市公司中约有20%的收入是来自美国，其中美国占医疗保健及奢侈品等企业的收入份额更超过25%。然而，公用事业及房地产公司受美国

关税的影响则相对较轻。税收方面，在特朗普的第一任期内，公司税率已由35%降至21%，他现在更提出要将在美国生产产品的公司的所得税税率进一步降至15%。倘这项措施得以落实，美国企业的有效税率可能会低于欧洲的大多数同业，因而可释出资金扩展业务，对欧洲产生正面的溢出效应。然而，在税务诱因之下，公司可能会在美国确认较高比重的税前收入，甚至可能搬迁工序。

### 日本 – 风险回报动态保持均衡

- 尽管日本众议院选举和美国大选的悬念已经消除，但由于货币波动和日本央行政策立场的不确定性，股市或会持续动荡。在过去两个月，盈利修订亦转为下调（按4周滚动基准计算）。然而，我们仍然见到来自公司管治持续改革、日本个人储蓄参与率提高、经济方针转为以刺激通胀为目标等利好影响，这些发展将成为推动日本股市的中长期因素。持仓方面，随着利率逐步正常化，我们看好日本银行的投资机会。我们亦因憧憬日圆未来升值而看好内需主导的公司。此外，我们认

为工业自动化和生成式人工智能领域能提供投资机遇。

### 亚洲(日本除外) – 踏入2025年重申增持评级

- 踏入2025年，我们维持对MSCI亚洲(日本除外)指数的整体增持立场。我们重申在中国、香港、印尼及新加坡股市的增持评级。
- 我们看好印度股票，原因是印度的经济和每股盈利增长前景稳健，同时我们预计当地股市将得到强劲的国内资金流入(特别是来自系统化投资计划)的支持。鉴于印尼股市的估值具吸引力，以及政府以吸引外资及扩大年度经济增长为目标，我们看好印尼股市。至于新加坡，我们认为维持一段较长时间的高利率环境将有利于占MSCI新加坡指数重大比重的银行业。我们亦看好新加坡在动荡时代中的相对防御能力。
- 另外，我们对亚太地区的评级作出三项调整。我们将菲律宾股票的评级从中性上调至增持。根据市场共识估计，菲律宾的GDP增长率预计将由2024年的5.8%上升至2025年的6.0%，而消费者物价

指数预计将会放缓，为央行提供进一步下调基准利率的空间。MSCI菲律宾指数的估值亦具吸引力。我们将韩国股票的评级下调至中性，并将泰国股票的评级从中性下调至减持。

### 环球行业 – 科技股称雄

- 踏入2024年底，我们发现资讯科技和通讯服务行业由年初至今继续领先群伦。在人工智能热潮以及指数和交易所买卖基金持续增长的助力下，美股七巨头成为这波升势的主要动力来源。另一方面，材料行业因市场担忧全球需求不振而受拖累，而特朗普的关税措施所引发的贸易战风险将会压抑工业生产，大宗商品价格则间接受到美元走强和实际利率上升的影响。
- 2025年，我们继续看好资讯科技及通讯服务业。首先，人工智能可能在明年大放异彩—超大规模企业可能会提高资本支出，而企业则继续发掘技术的盈利渠道。
- 第二，由于广告、电子商务及云端市场前景秀丽，大型科技公司于2025年仍可录得稳健的盈利

增长。

- 第三，作为指数权重股的大型互联网平台公司，可受惠于国内持续的刺激经济措施，而投资者的持仓偏低和股票估值不高，正为2025年创造具吸引力的投资环境。
- 最后一点，在特朗普政府的领导下，监管力度可能较为宽松，而为内燃机/混能车供货的硬件公司可能会获得一些利好因素支持。然而，我们预期在大中华地区制造及组装产品的部分个人电脑/伺服器原设计制造商将面对关税的潜在挑战。
- 我们亦持续看好必需消费品和医疗保健行业，并将非必需消费品行业的评级从中性上调至增持。特朗普减税的影响应会渗透至企业、薪酬及整体的消费者信心，令消费行业，尤其是非必需消费品公司受惠。我们认识到，若干零售股(特别是与海外市场关系密切的零售商)可能会受到关税影响，但这些公司，尤其是有定价能力的企业，亦可选择将增加的成本转嫁予消费者。

# 香港／中国市场前景

ELI LEE

新加坡银行首席投资策略师

## 衡量政策成效

「考虑到政策转向宽松，我们仍然看好中国股票，但由于特朗普再度掌政后可能加征关税，加上地缘政局紧张，股市应会继续大幅波动。」

- 考虑到政策转向宽松，我们仍然看好中国股票，但由于特朗普再度掌政后可能加征关税，加上地缘政局紧张，股市应会继续大幅波动。
- 全国人民代表大会于11月的会议上公布10至12万亿元人民币，以地方政府债务置换为重点的财政方案。大会对需求刺激措施着墨不多令市场感到失望，但我们认为中国政府在踏入2025年后将不得不加码推出刺激措施。决策者亦

提供前瞻性指引，表示正在评估更多支持性政策，例如增加官方财政赤字和支持本土消费。我们认为，12月的中央经济工作会议将评估美国加征关税的潜在影响，并为明年奠定政策基调，有可能在2025年首季宣布出台更多措施。

- 在「国家队」的支持下，加上中国人民银行最新推出置换和再贷款工具，我们看好在岸A股而非离岸股票的短期前景。在板块和行

业层面，我们看好内需主导企业和能抵御市场波动的优质收益股，以及受惠于政策的公司，而最不看好的是收入主要来自美国市场的出口商。我们建议采取杠铃策略，着眼于i)占指数权重较多的大型互联网平台公司以及市场领导者；ii)能抵御市场波动的优质收益股；及iii)受惠于政策的公司。



## 债券

华素梅农

华侨银行董事总经理，投资策略，财富管理部(新加坡)

## 对固定收益持审慎态度

「我们整体减持固定收益资产，当中减持发达市场投资级债券。」

- 共和党获得压倒性胜利对利率产生重大影响。2025年，信贷投资者将面对各种变数和不确定因素。
- 当信贷息差处于数十年来的低位之时，利率成为带动投资表现的主要因素。高水平的起始收益率为信贷投资者带来良好的套利机会，但即使息差没有扩阔，利率上调可能削弱利差交易的回报。
- 因此，我们将发达市场投资级债券的评级从中性下调至减持。我们认为特朗普胜选以及共和党可能达致的「红色浪潮」，对10年期美国国债收益率构成明显上行风险。
- 此外，美国明年可能出现更高的财政赤字、加征范围广泛的关税以及收紧移民政策，这点令市场对长期通胀走势的忧虑加剧。
- 尽管美国联储局(联储局)短期内将维持减息步伐，在明年3月之前召开的三次会议中每次将利率从目前的4.50-4.75%下调25个基点，利好风险资产，但我们认为联邦基金利率将在明年3月之后维持在3.75-4.00%不变。如果核心通胀率维持在2.50%以上，联储局可能需要在2025年的较后时间再次加息。因此，我们已将12个月的10

年期美国国债收益率目标上调至5%。

- 与其他板块相比，发达市场投资级债券的存续期最长，因此受利率上升的负面影响亦最大。发达市场投资级债券的息差水平亦处于历史低位，因此对加息影响的抵御能力有限。
- 我们亦已将新兴市场高收益债券的评级由增持下调至中性。
- 尽管利差具吸引力，但美元走强及特朗普上台后的鹰派关税政策将对新兴市场高收益信贷造成负面影响，因此我们现时对此资产类别抱持中性观点。我们亦注意到，新兴市场高收益债券相对发达市场高收益债券的息差亦处于历史低位，因此相对抵御加息风险的能力有限。
- 鉴于全包收益率中的息差部分处于历史低位，我们意识到利率上升可能会抵销新兴市场高收益债券所提供的利差回报。
- 我们对长存续期持审慎态度，并认为短期及中期债券为最佳选择。

### 固定收益策略

- 我们不看好固定收益资产类别。尽管高水平的起始收益率为固定收益

投资者带来良好的套利机会，但即使息差没有显著扩阔，明年利率上升亦可能削弱回报前景。我们认为未来12个月的收益率曲线将进一步走峭，故对存续期风险持审慎态度。基于此，我们遂减持信贷市场中存续期最长的板块。

### 利率及美国国债

- 共和党获得压倒性胜利后，利率市场已迅速反映美国上调关税、放宽财政政策以及联储局可能减少减息次数的影响。
- 10年期美国国债收益率从9月的3.60%大幅上升。市场已大幅下调对未来减息幅度的预期，并开始反映通胀升温的可能性。
- 特朗普总统的政策料将为美国经济带来广泛支持，并刺激通胀上升。关税及移民政策是最容易实施的政策，有可能在2025年下半年落实。
- 此外，特朗普新政府可能会在2026年延长减税政策，这可能令财政赤字增加，并进一步推动通胀预期升温。在2026年延长减税政策之前，我们预计前瞻性的市场将开始反映财政政策放宽的影响。此外，庞大的财政赤字可能

促使美国于2025年下半年开始增加美国国债供应，进而推高期限溢价。

- 基于上述原因，我们预期10年期美国国债收益率明年将处于较高的交易区间，并可能重返2023年10月录得的5%高位。此预测乃建基于联储局将被迫于2025年3月之后暂停减息，时间较最初预期更早。此外，如果通胀再度出现升温迹象，我们不排除联储局在2025年的较后时间再度加息的可能性。
- 与此同时，我们继续对存续期风险持审慎态度，并看好短期及中期债券。我们认为此类债券能在面对利率波动时提供最佳保障。

### 发达市场

- 在发达市场，企业债券收益率仍具吸引力，但大部分价值是来自高水平的美国国债收益率，而息差正处于数十年的低位。事实上，由于发达市场投资级债券息差达到总收益率的18%，我们认为利率是推动投资表现的主要因素，并预期未来的回报将乏善可陈。
- 在指数层面，由于跨国公司并非美国企业占发达市场投资级债券的可观比重，贸易政策可能对发达市场投资级债券造成重大影响。另一方面，发达市场高收益债券

较为侧重本土市场，因此预期加征关税对发达市场高收益信贷的影响可能较轻。

- 由于特朗普放宽监管政策可望促进经济增长，我们预期信贷息差于截至年底时将在历史低位徘徊，而固定收益的全包收益率上升，将继续吸引资金流。然而，在未来12个月，由于信贷息差的定价已充分反映，无法对政策突变提供缓冲空间，我们认为有理由对固定收益持审慎态度。更重要的是，我们认为利率上调会削弱回报预期。
- 鉴于美国投资级债券的息差狭窄及存续期较长，我们将发达市场投资级债券的评级下调至减持。我们看好主要由金融机构发行的日本及澳大利亚信贷产品，预期此类产品受特朗普上台的影响较小。我们维持对高收益债券的中性立场，并继续看好能提供利差回报的「BB」级优质信贷产品。

### 新兴市场

- 面对2025年的各种变数和不确定因素，我们维持对新兴市场信贷的中性立场。美元升值及关税上调，应会导致新兴市场息差在未来12个月扩阔，但强劲的技术因素将发挥重要的抵销作用。

### 亚洲

- 多个潜在因素可能导致中国乃至亚洲的开放型经济体的增长放缓，其中包括贸易壁垒增加、潜在的投资限制／制裁、美国国债收益率上升以及美元走强。联储局放慢减息步伐，可能意味着亚洲央行为支持经济增长而减息的空间缩窄。
- 我们预期中国将加强政策应对，以抗衡美国加征关税对其经济增长的负面影响。全国人民代表大会在11月的会议上并无提出新的经济刺激措施，原因是中国政府希望保留政策空间，直至贸易及投资政策变得更清晰为止。下一个关注点是2024年12月举行的中央经济工作会议以及2025年3月的全国两会。在亚洲信贷领域，我们看好金融业，还有比高度依赖美国市场或持有庞大未对冲外汇合约的企业更能抵御不利因素及市场波动的内需主导企业。我们预期硬件、半导体及电动车电池制造商等板块受新贸易关税的影响较大。
- 关键的缓解因素包括支持性的市场技术因素，其推动力来自本地市场对美元信贷产品的稳健需求以及相对较短的存续期。

# 外汇及商品

## 华素梅农

华侨银行董事总经理，投资策略，财富管理部(新加坡)

## 看好黄金

「我们认为，特朗普出台的若干政策或会为经济和地缘政局带来挑战，因此可能利好黄金。我们将12个月的金价目标维持在2,900美元/盎司不变。」

### 石油

- 我们继续认为油价将在窄幅波动，并维持布兰特原油每桶75美元的12个月目标价。至今为止，美国总统大选对油价的影响有限，主要是因为目前尚不清楚特朗普哪些或会影响油市的政策将在短期内左右大局。如美国再次对伊朗施加「最大压力」策略，包括对伊朗石油实施更严厉的制裁，便会对油价带来上行风险。另一方面，如果特朗普政府明确转向实施范围广泛的关税议程，那可能有损全球需求，因而对油价构成潜在的不利影响。
- 如油价走弱，我们预期石油输出国组织及其盟友将推出措施来防止油价过度下跌。
- 特朗普新政府可能会引进一些较宽松的法规，以推动钻油活动。但最终来说，美国的页岩油供应将取决于经济学原理。近期WTI油价下跌，已令美国开采石油的诱因减弱。如果WTI油价跌至每桶60美元，美国的石油产量很可能会停滞不前，而如果油价降至每桶50美元，那在目前的成本结构下，美国的石油产量将应声下滑。

### 贵金属

- 美元强劲及美国国债收益率上升，导致近期金价从高位回落。自美国大选以来，黄金价格与比特币价格几乎反向而行，但目前尚不清楚，这走势在多大程度上是由可能出台更多利好加密货币的法规推动，还是资金从黄金换马至比特币所致。我们认为，特朗普的若干政策，包括减税和加征关税，或会为经济和地缘政局带来挑战，因此中长期来说可能利好黄金。我们将12个月的金价目标维持在2,900美元/盎司不变。
- 随着美国新政府的政策重点在未来几个月变得更加清晰，特朗普提出的减税方案可能会引发市场对美国预算赤字的更大忧虑。无人确切知道，投资者要多长时间才会质疑美国国债的零风险地位。然而债务对GDP比率显著上升，已令评级机构(穆迪和惠誉)于2023年下调美国债务评级。债务水平的进一步上升，将使财政状况及美国资产的吸引力转差，因此可能利好黄金。关税涉及国内经济与外交政策。候任总统特朗普表示将对所有输美商品加征

10-20%的关税，而对中国商品加征的关税更高达60%。如此大幅度加征关税，将会引发通胀，并可能造成滞胀。我们对制度投资所作的研究显示，黄金因具有分散风险的作用而会在通胀环境下取得超卓表现。

### 货币

- 由于市场继续反映联储局的鸽派立场减弱、美国可能重拾政策例外主义，以及与特朗普当选总统相关的政策不确定性，美元指数在2024年创下新高。联储局主席鲍威尔表示，美国央行不需要「急于减息」，而可视乎美国经济当前的强势作出审慎决定。市场亦下调了对联储局的2025年减息走势的预期。在特朗普掌权之时，财政、外交和贸易政策肯定会出现转变，因此货币市场亦会受到影响。市场亦逐渐相信，特朗普在2025年1月将卯足全力施政，而不会像2016年那样准备不足。特朗普扬言加征关税，显然是市场主要的关注点之一，因为关税足以破坏全球贸易、世界经济增长和投资情绪，甚至可能带来通胀

风险，因此。我们认为，即使联储局继续减息，美元在2025年首季可能回落，但考虑到实施关税的潜在风险及联储局放缓减息步伐，在2025年第二季至第四季将出现偏向上行的美元风险和轨迹。我们的中期观点是美元将仍然趋于走低。美元估值过高，加上债务不断上升、预算和经常帐出现双赤字等，都是最终会拖累美元的一些因素。

- 我们轻微看淡欧元在2025年的前景。特朗普就任总统，将使美国的外交和贸易政策出现转变，并对欧元产生影响。由于美国是欧盟首要的出口市场，如美国实施高达20%的全面关税，可能对欧洲造成损害，何况欧元区的增长亦正在放缓。美国国债与欧洲政府债券之间的收益率差异已经扩大，并可能因市场预期欧洲央行会增加减息次数而联储局会减少减息次数而进一步扩大。德国政局的不确定性亦可能拖累欧元，我们预期这种情况会成为现实。就美国外交政策而言，特朗普上台后，可能会减少对乌克兰的军事援助。他曾在多个场合表示，他的首要任务是结束战争，停止他所谓的虚耗美国资源的行为。欧洲将须为本身的安全承担责任，这意味着增加国防支出，因此可能会加重若干欧盟国家的财政负担。虽说如此，结束俄乌战

争所带来的中期效益，亦可能纾解供应面压力，并有助缓和能源忧虑。整体而言，市场对德国的不明朗政局、特朗普总统掌权相关的政策不确定性、欧元区增长动力减弱，以及对欧美政府债券收益率差异可能扩大的忧虑，均可能成为拖累欧元的若干因素。但中期而言，如经济增长稳定，政治和政策的不确定性得到纾缓，那欧元有可能重拾升轨。

- 我们略微看好英镑前景。英镑保持上升势头，在劳工市场保持稳健下，英国预算案可能为英镑带来进一步支持。就业增长率改善，而薪酬升幅继续超越总体通胀率。即使总体通胀率放缓，服务业通胀率仍顽固地维持在5%。以上因素对英伦银行在2025年逐步减息提供支持。在11月举行的上一次政策会议上，英伦银行强调确保通胀率逼近目标水平，这点令人更加确信英伦银行将会逐步解除限制。虽说如此，英镑的短期风险仍偏向下行，原因是受到多个外部因素推动，包括地缘政局不明朗、美元整体走强、风险情绪蔓延等。我们认为其他下行风险包括：(i) 英伦银行采取比联储局更加进取的减息周期；(ii) 英国经济增长加速放缓；(iii) 能源价格飙升；(iv) 联储局放慢政策正常化步伐及／或美国重拾例外主义。如市场放大任何此类风险，

均可能损害英镑。

- 基于联储局的减息周期相对日本央行进一步推行政策正常化的空间，我们仍预计美元兑日圆将会走低。日本央行料将维护央行的独立性，行长植田早前曾表示，只要物价和经济走势符合日本央行的预测，他不会因日本目前的政局关系而不去上调利率。数据方面，近期通胀上升，且随着(i) 失业率放缓；(ii) 职位与求职者比率上升；(iii) 工会要求在2025年春斗劳资谈判中再加薪5-6%，劳工市场数据亦显示日本的薪资面对上升压力。薪资增长压力加上服务业通胀率扩大，均支撑日本央行在2025年将利率进一步正常化。联储局与日本央行改变政策，应会使美国与日本政府债券之间的收益率差异进一步收窄，并支持美元兑日圆汇价下行的大方向。在其他方面，地缘政局紧张升级可能刺激避险需求(利好日圆)。虽说如此，政策正常化步伐放缓(无论是联储局还是日本央行)都意味着美元兑日圆汇价的走势或会起伏不定，或面对时断时续的上升压力。
- 我们大致看好澳元的中期前景，原因是：(i) 由于通胀仍然挥之不去、消费信心转强和零售业销售额提升，以及劳工市场紧张，澳大利亚储备银行将维持利率不变一段较长时间(澳大利亚储备银行

是最后一间减息的主要央行)；(ii) 在刺激措施支持下，市场预期中国将加大对经济的维稳力度，不过需要保持耐心。尽管澳大利亚劳工市场仍然相当紧张，但有迹象显示紧张程度正在缓和。NAB 就业指数和ANZ招聘广告等其他劳工市场调查均显示紧张程度有所缓和，这点反映劳工市场状况可能于2025年上半年趋于正常化。在其他方面，薪酬增幅继续

放缓至第三季的2.5%(第二季为4.1%)。随着劳工市场状况缓和，预期薪酬增长趋势亦将放缓。澳大利亚储备银行最近亦将2025年底的薪酬价格指数增长预测下调至3.2%(之前的预测为3.5%)，使我们更加确信澳大利亚储备银行将在2025年的某个时间调整货币政策，但由于劳工市场仍然紧张，且服务业通胀居高不下，澳大利亚储备银行并不急于放宽利率政

策。我们的基本预测是澳大利亚储备银行将于2025年第二季减息25个基点，并于2025年第三季再度减息25个基点。以下关键的下行风险因素可能影响澳元的前景：(i)人民币的波动幅度(如有)；(ii)如果联储局的减息幅度低于预期；(iii)全球经济增长前景转差；(iv)市场出现避险事件，例如中美贸易紧张局势可能加剧或者大宗商品/科技股价格下挫。

免责声明：

「全球前景」、「香港/中国市场前景」及「股市」部分内列明的资讯及/或表达的意见由新加坡银行(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。「债券」及「外汇及商品」部分内列明的资讯及/或表达的意见由华侨银行(「资料供应商」)根据认为可靠之资料来源所编制及提供。华侨银行(香港)有限公司没有参与编制有关资讯及/或意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商对该等资讯及意见之准确性或完整性并无作出任何申述亦不承担任何责任，并不会就任何人因依赖该等资讯及/或意见而引致的任何损害或损失承担任何责任(包括侵权行为责任、合约责任或任何其他责任)。

在本文件内由第三方表达的任何意见或观点是属于该第三方，并非华侨银行(香港)有限公司的意见或观点。本文件中提供的资讯仅供参考之用。它的内容并没有考虑任何个别人士的特定投资目标、财务状况或特殊需要。

本文件的内容不构成、不拟作为亦不应被理解为何任何专业或投资意见、或买卖或认购任何证券或金融产品或进行任何交易或建立任何法律关系或参与任何交易或投资策略的建议、要约、招揽、邀请或诱使。阁下应谨慎投资。阁下应独立评估每一投资产品及就本身的个别投资目标、投资经验、财政状况及/或特殊需要，衡量自己是否适合参与任何投资产品。如阁下对本文件的内容及/或本文件所提及的投资产品的适合性有任何疑问，请在进行任何投资决定前寻求有关的专业人士就财政、法律及/或税务的独立意见。

本文件内的资讯及意见是根据认为可靠之资料来源所编制但华侨银行(香港)有限公司没有核实本文件内所提供的资讯及意见。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商就本文件所提供的资讯(包括但不限于任何陈述、数字、观点、意见、估算或预测)不会作出任何保证(包括但不限于其准确性、实用性、恰当性、可靠性、及时性或完整性)，故不应借以依赖。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商可能曾发表与本文件内容观点不同的其他报告、分析或文件。华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商并无责任更新该等资讯或改正任何其后显现之错误，并就此不承担任何责任。本文件中所提供的所有资讯可随时变更，恕不另行通知。

华侨银行(香港)有限公司及有关的资料供应商，及其各自的董事、职员、雇员和代理人不会对任何人士因直接或间接使用本文件而引致的任何损失或损害负责。

投资涉及风险。阁下应注意投资的价值可升可跌。本文件提供的资料可能包含对于国家、资产、市场或公司的未来事件或表现作出预测或其他前瞻性陈述，然而实际事件或结果可能大不相同。过往的表现并不一定预示未来有类似的表现。在本文件中提及的任何特定公司、金融产品或资产类别只用作说明用途，并不构成投资建议。本文件并不拟指出本文件内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。如有兴趣投资任何投资产品，客户应阅读有关要约文件的风险披露及条款及条件。

若分发或使用本文件所载资讯违反任何管辖区或国家的法律或规例，则本文件所载资讯不得为任何人或实体在该管辖区或国家分发或使用，无论如何仅供收件人使用。华侨银行(香港)有限公司亦无就提供本文件收取独立费用。除非获得华侨银行(香港)有限公司的事先书面同意，否则本文件的内容不得以其他方式转载、分发或传送予任何其他人士，或以任何方式纳入另一文件或其他材料中以作其他用途。

华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本文件中提及的证券或投资项目。华侨银行(香港)有限公司及其联系公司可能就其于本文件所提及的所有或任何证券或投资专案的交易收取经纪佣金或费用。

华侨银行及其个别联号及关联公司，以及这些公司的个别董事与高层人员(简称 相关人士)在此报告所述之证券或所提到之发行人中可能享有未来权益，并可能为此报告所提及之证券公司及其它各方提供或寻求提供经纪及投资或证券相关服务。华侨银行及其相关人士亦可能就所提及之投资产品供应商有联系及收取费用。

此免责声明的条款及条件受中华人民共和国香港特别行政区的法律管辖并据此解释。

此文件未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。

如果阁下对于本文件的任何资讯或意见有任何疑问，阁下应该寻求专业人士意见。

若本文件以电子传送方式(例如电子邮件)分发，则不能保证传送过程安全无误，资讯有可能被拦截、毁坏、遗失、破坏、送达延误、不完整或含有病毒。寄件人对本文件内容经由电子传送所出现的任何错误或遗漏概不负责(在法律许可的范围内)。如需核实，请索取印刷版本。