

華僑銀行  
宏富理財



# 市況風雲多變

## 不確定性加劇



# 經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

3/2025號

心所向，  
行致遠

## 今期內容

- P 03-05 全球前景  
不確定性加劇
- P 06-07 股市  
短期整固
- P 08 香港／中國市場前景  
支持政策料將明朗化
- P 09-10 債券  
安全為上
- P 11-12 外匯及商品  
黃金仍有升值潛力

## 關於華僑銀行 財富管理專家團隊



華僑銀行財富管理專家團隊借鑒了華僑銀行集團財富管理專家(即來自華僑銀行、華僑銀行投資研究部、利安資金管理公司及新加坡銀行的專家)的集體智慧和經驗。憑藉在集體投資方面逾200年的經驗，華僑銀行財富管理專家團隊致力為你提供及時的諮詢服務，以增加、管理和保障你的財富。



---

## 市況風雲多變

---

二月延續上月如過山車的市況，其特徵為投資者情緒急劇轉變及戲劇性的地緣政治事件。由於美國部分宏觀指標趨緩及其與貿易夥伴的緊張關係持續升溫，市場對美國經濟優越論以及美元和比特幣等「特朗普交易」的樂觀情緒開始消退。作為衡量美國消費的指標，消費者信心出現轉弱跡象，引發人們對支撐美國資產高估值背後動力的擔憂。美國股市表現因而承受壓力，標普500指數年初至今出現下跌，與歐洲及亞洲等其他地區的升幅背道而馳。

地緣政治走勢為市場增加更多不安因素。總統特朗普的「美國優先」貿易議程繼續升級，恢復及進一步威脅對加拿大、墨西哥、歐洲和中國加徵關稅。俄烏衝突和平談判的進展可能令部分投資者更為擔憂而非鬆一口氣。此前，特朗普政府高級官員與美國的歐洲及北約安全盟友之間已多次公開表示分歧，而北約為二次大戰後全球秩序的重要支柱。

受相對穩健的全球增長和盈利前景支撐，我們在戰術性資產配置策略中繼續維持整體風險偏好立場。我們總體上增持股票，具體而言增持美國和亞洲(日本除外)股票，及對歐洲和日本保持中性立場。我們繼續減持固定收益資產，對發達市場高收益債券、新興市場投資級債券及新興市場高收益債券持中性立場，並減持發達市場投資級債券，原因是我們對存續期風險持審慎態度。我們繼續看好黃金，因為黃金可有效對沖通脹重燃風險以及對財政可持續性的擔憂。



## 全球前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

### 不確定性加劇

「由於新一屆政府反覆無常，美國前景越發不明朗。美國威脅對全球進一步加徵關稅、收緊移民政策及試圖縮減聯邦政府規模或有損企業信心、削弱消費者信心，及提高通脹預期。」

- 總統特朗普第二任期令金融市場波動加劇。我們認為，前景仍然有利於美國資產。隨著通脹放緩，美國經濟很有可能實現軟著陸。聯儲局或會在今年再次減息，美國企業應會受益於全面放寬規管及新一輪減稅。但美國前景正因新一屆政府的反覆無常而變得不明朗。
  - 新一輪大範圍徵收關稅的威脅或有損企業信心、削弱消費者信心，及提高通脹預期。與此同時，如果特朗普政府嚴厲打擊移民導致美國就業市場收緊，企業信心可能會受到打擊，而試圖縮減聯邦政府規模的舉措則可能會損害消費者信心。
  - 因此，投資者應預期金融市場會持續波動。儘管存在不確定性，但我們認為投資者仍然應該看好股票。美國減稅及放寬規管、中國加大刺激力度以及歐洲增加國防開支的前景，應有利於風險資產。
- 美國 – 滯脹憂慮給向好前景帶來不確定性**
- 金融市場在2025年初開盤表現強勁後有所轉弱，標普500指數從6,147點的高位回落，而10年期美國國債收益率亦從4.80%下跌，原因在於市場擔憂特朗普政府的政策將損害而非幫助經濟增長。
  - 放寬規管、減稅本應有助支持經濟活動，但特朗普總統的關稅威脅令企業及消費者面臨不確定因素。收緊移民政策或會損害勞動力供應，而政府效率部大幅削減開支亦令聯邦政府僱員擔心自己工作不保。
  - 最新數據顯示，白宮政策帶來經濟增長下行風險及通脹上行風險。
  - 儘管疫情期間累積的超額儲蓄仍然可觀，但美國1月份零售額仍下跌0.9%。同時根據密歇根大學的調查，2月5年期至10年期長期通脹預期達到3.5%，為本世紀以來最高水平。此外，2月美國消費信心出現三年來最大的單月跌幅，每週初次申請失業救濟金人數亦急劇上升，加重對聯邦政府裁員將導致失業率上升的擔憂。
  - 然而我們認為，要斷言美國市場的向好前景已經動搖仍為時尚早。美國零售額於1月受惡劣天氣的影響。2月初次申領失業金人數增加或僅為季節性，而且雖然備受關注的亞特蘭大聯儲銀行美國GDP增長追蹤指標目前預測經濟將在2025年第一季出現萎縮，其模型很有可能受到今年趕在美國關稅生效前黃金進口激增的影響——該影響導致美國貿易逆差擴大從而損害GDP增長。反觀紐約聯儲銀行每週經濟指數顯示經濟增長仍然企穩於2%以上。
  - 因此，我們認為美國經濟穩健增長、通脹放緩以及美國聯儲局可能進一步減息25個基點的前景，仍然對風險資產有利。然而鑑於特朗普政府帶來的不確定性，我們將繼續密切關注未來數據，以判斷美國經濟是否面臨意外滯脹的風險。
- 中國 – 美國關稅是今年的主要風險**
- 中國經濟在2024年底錄得較為穩健的表現。2024年第四季度，中國的GDP超出預期，原因是去年突然宣布的刺激措施支撐了經濟，以及因應美國關稅而提前出口，刺激了經濟活動。
  - 中國自去年9月起推出減息等多項

寬鬆措施，已開始有助經濟增長，及緩解市場對通縮的擔憂。1月的通脹率仍然極低，僅為0.5%，但10年期國債收益率已開始從今年初1.60%的歷史低位反彈。

- 然而，為防止中國經濟復甦再次停滯，仍需進一步刺激措施。儘管2024年GDP增長達到中國5%的目標，但消費者仍未擺脫疫情陰影，房地產市場依然疲弱。與此同時，新一屆美國政府對中國出口商品加徵20%關稅。
- 中國全國人民代表大會於3月初召開，宣布推出更多財政刺激措施，政府承諾將加大力度支持消費，緩解中美貿易戰不斷升級對中國經濟的影響。中央仍決意於今年實現約5%經濟增長。
- 2025年增長目標約為5%，而赤字率目標有所上升，約佔GDP 4%(此前為3%)，均表明政府致力促進增長。
- 政府表示擬於今年發行超長期特別國債1.3萬億元，高於2024年的1萬億元。地方政府亦將獲准發行專項債4.4萬億元，高於之前的

3.9萬億元。債務和支出增加旨在緩衝美國關稅對經濟的影響。

### 歐洲 – 歐洲經濟前景面臨的三大挑戰

- 歐洲金融市場今年以來受到支撐，原因是俄烏有望停戰及德國大選後有機會推出更多財政刺激措施。然而特朗普政府突然轉向俄羅斯、美國多年來對歐洲安全的承諾很可能結束以及全面實施關稅的威脅，將繼續對歐元區和英國帶來考驗。
- 歐洲各國面臨的第一個挑戰是確保烏克蘭的安全，而這亦意味著確保整個地區的安全，無論是烏克蘭及俄羅斯同意長期停火，還是美國試圖強行向烏克蘭提供解決方案。
- 第二個挑戰是，2月大選中間偏右的基民盟/基社盟勝選後，德國能夠以多快的速度增加國防開支及修復陳舊不堪的基礎設施。
- 最後的挑戰是總統特朗普威脅將對汽車等的歐洲出口商品徵收25%的關稅。我們預計美國加徵重稅

將使歐元區經濟增長下降整整一個百分點，從而抵銷俄烏停戰帶來的任何和平紅利或德國放寬財政政策的效果。

- 鑒於歐洲面臨這三大關鍵挑戰，我們認為今年前景依然充滿考驗。因此，我們維持對2025年GDP略微增長0.7%的預測，並預計歐洲央行將繼續減息，從目前的2.75%降至1.50%，以支持經濟發展。

### 日本 – 繼續加息將幫助日元回升

- 日本央行已在過去一年中三次上調利率，從-0.10%上調至0.50%，原因是自2022年以來，核心通脹率(受到疫情以及烏克蘭戰爭及加沙戰爭影響)始終高於2%的目標水平。
- 我們認為，通脹率今年仍將超過2%，2025年將再次加息2次，每次25個基點，達到1%。因此我們預計，日本央行收緊政策將有助日元兌美元匯率持續回升至超過150。

### 全球增長前景

%	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
<b>發達市場</b>	<b>6.0</b>	<b>2.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>
美國	6.1	2.5	2.9	2.8	2.2
歐元區	6.3	3.6	0.5	0.7	0.7
英國	8.6	4.8	0.4	0.9	1.0
日本	2.8	0.9	1.5	0.1	1.2
亞洲四小龍	6.0	2.3	1.5	3.0	2.3
<b>新興市場</b>	<b>7.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>4.0</b>
中國	8.4	3.1	5.4	5.0	4.2
印度	9.4	7.0	8.8	6.7	6.4
亞洲四小虎	3.5	4.3	4.3	4.7	4.8
<b>全球</b>	<b>6.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>3.0</b>

「亞洲四小龍」，即香港、新加坡、南韓及台灣。

「亞洲四小虎」，即印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國。

資料來源：新加坡銀行

### 利率預測

%	3個月	6個月	12個月
<b>美國利率預測</b>			
聯邦基金利率	4.00-4.25	4.00-4.25	4.00-4.25
2年期美國國債	4.00	4.25	4.50
5年期美國國債	4.25	4.50	4.75
10年期美國國債	4.50	4.75	5.00
30年期美國國債	4.75	5.00	5.50
<b>美國SOFR掉期利率預測</b>			
2年期利率	3.90	4.15	4.40
5年期利率	4.00	4.25	4.50
10年期利率	4.00	4.25	4.50
30年期利率	4.00	4.50	5.00

資料來源：新加坡銀行

# 股市

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

## 短期整固

「雖然我們看好美國股市在12個月內的表現，但我們認為，由於投資者面臨通脹、美國關稅及白宮削減成本措施相關等的不確定因素日益增加，股市可能在短期內進入整固期。」

- 年初至今部分落後股表現強勁，例如歐洲股票。然而，這並非輪轉到所有估值較低的落後股。
- 歐洲股票於2024年第一季亦有類似良好表現，隨後在年內餘下時間處於橫行交易。
- 投資者應留意美國優越論能否延續優勢，除七大科技巨頭前景之外，尤其應將關稅發展、中國刺激措施及債券收益率走向納入考慮。
- 歸根結底，為實現更廣泛板塊輪動，需要美元走軟、溫和關稅環境、中國經濟加速增長、債券收益率表現良好以及七巨頭領導地位弱化。
- 正如我們之前所提醒，科技股短期內似有回調可能，但認為關稅不確定程度即將見頂仍為時過早。
- 雖然歐洲股票仍存在大量不確定因素，而我們對歐洲股票持中性立場，但投資者仍然可以自下而上找到估值具吸引力的股票。
- 同時，投資者正日益意識到中國的創新能力及其高科技、高附加值產業的強大實力。對中美地緣政治緊張局勢的再度關注可能會在短期內限制樂觀情緒，但就長期而言，我們認為股市升勢總體

上可持續且有更多上升空間。

### 美國 – 進入整固但長期利好因素仍存

- 過去兩年美國股市每年上升超過20%，其後由於投資者面臨的通脹風險、美國關稅、利率走向和削減財政支出等相關不確定因素日漸增加，美國股市目前正進入整固期。
- 由於估值已充分反映市場對美國盈利前景及總統特朗普政策的樂觀預期，若增長及通脹方面出現意外的負面消息，美國股市很容易進入短期調整。2月情況已足以為證，當時經濟出現疲弱跡象，包括服務業採購經理指數自2023年1月以來首次跌破50至49.7，及來年通脹預期升至2023年5月以來的最高水平。
- 儘管如此，考慮到總統特朗普促進經濟增長的政策、充足的系統流動性、生產力不斷提升及人工智能創新等長期利好因素，我們仍然堅信美國股市將維持長期牛市。值得注意的是，大多數標普500指數成份股公司公布的2024年第四季業績超出預期，反映企業基本面穩健。

- 總體上我們認為，未來走勢更有可能是進入整固期而非見頂回落的情況。

### 歐洲 – 冀望烏克蘭和平的同時關注關稅方面事態發展

- 歐洲股票年初至今表現優於其他地區，原因是俄烏戰爭可能結束，改善了市場情緒。德國股票表現出色支撐歐洲股市，主要原因是SAP和西門子等跨國公司在指數中佔高權重。德國股市對科技、金融服務和工業等特定行業的權重亦較大。由於市場預期未來國防開支將會增加，萊茵金屬等國防企業成為領漲股。另一方面，不確定因素依然存在，包括俄羅斯恢復向歐洲供應天然氣的程度以提高競爭力、未來財政支出水平以及美國可能帶來的關稅影響。
- 由於歐盟有可能重新分配資金或籌資以增加國防支出，我們偏好國防股。醫療保健等行業通常受貿易不確定性影響程度較低，而在美國擁有業務的歐洲公司可能較少受美國關稅影響。

### 日本 – 關稅擔憂及日元走強構成拖累

- MSCI日本指數1月表現平平，隨後2月出現下跌(按日元計)。我們認為疲弱表現的原因是市場擔心特朗普政府可能徵收關稅以及日元走強。雖然財報季表現強勁，但MSCI日本指數約有21%收入來自美國，其中18%來自商品，3%來自服務。美國徵收10%的普遍關稅可能會使盈利下降接近中單位數水平。此外，關稅亦會影響經濟增長，對企業盈利產生負面影響。

### 亞洲(日本除外) – 政府措施推動增長

- MSCI亞洲(日本除外)指數繼1月上漲0.6%後，2月再次錄得正增長。增長主要受MSCI中國、南韓和香港指數推動，但部分被泰國、印尼和印度疲弱表現所抵銷。印尼總統普拉博沃(Prabowo Subianto)於2月24日宣布成立該國新主權財富基金Danantara，其將管理約9,000億美元資產，七家國有企業將歸於其管轄之下。我們認為，市場對其透明度及治理問題存在擔憂，因此，執行和問責至關重要。提高國有企業股息支付以增加Danantara收入的方式，亦將受到市場密切審視。
- 新加坡2025年預算案主要關注應

對成本壓力、推進新加坡的增長前沿及建設可持續發展城市等重點領域。我們預計消費券將振興零售業，並且由於其具有防禦性特徵、股息收益率具吸引力及估值不高，我們繼續看好新加坡股市。稅務優惠及其他措施(例如成立規模50億新元的證券市場發展計劃以重振新加坡資本市場)亦被視作利好因素。

### 全球行業 – 消息接踵而至

- 2025年開局短短兩個月，卻彷彿已歷經數個關鍵轉折月份。2月，投資者面臨新一輪關稅公告及隨之而來的不確定性、俄烏衝突可能和解、以及對中國技術進步及創新的重新關注，加上其他種種重要發展。截至本文撰寫之時，醫療保健行業為年初至今表現最佳的行業，其次是金融行業。

### DeepSeek激發科技行業不同反應

- 於最近的財報季中，DeepSeek帶來的對人工智能資本支出斷崖式下跌的擔憂顯然並未成為現實，至少在短期內是如此。幾家超大规模企業闡明穩健的資本支出計劃，部分高級管理人員認為，巨大的投資將隨時間推移成為戰略優勢。我們仍然認為，隨著大語言模型變得更加高效，由此產生

的應用場景激增將令人工智能支出增加而非減少。與之相對，DeepSeek的發展引發中國科技股的強勁反彈。

- 估值偏低、人工智能模型顯著發展及資本支出水平提升，共同推動科技產業迅速出現價值重估。鑑於人工智能變現機遇前景廣闊，以及任何進一步的消費支持措施可能帶來的有利因素(尤其是對電子商務企業)，我們繼續看好中國的互聯網及平台企業。

### 蓬勃發展的行業：中國創新、歐洲國防及整體醫療保健行業

- 除中國科技股外，歐洲與國防相關的股票估值大幅上升，我們亦繼續看好該行業，因為各國政府預計會將更多預算用於國防。另一方面，美國政府效率部削減預算的擔憂對美國國防企業構成壓力，部分主要國防企業的估值變得相對吸引。與此同時，醫療保健行業正吸引越來越多投資者關注，原因在於：i)前期表現不佳導致估值更具吸引力；ii)在不確定時期相對更具防禦性；以及iii)行業處於創新前沿，有望從人工智能的規模化應用及成本優化中獲得顯著收益。

# 香港／中國市場前景

ELI LEE

新加坡銀行首席投資策略師

## 支持政策料將明朗化

「我們仍看好中國股市，並預計在岸A股將迎頭趕上，因為全國人民代表大會宣布支持政策，A股會對那些政策更為敏感。」

- 受人工智能樂觀前景推動，上月香港和離岸中國股票表現於區內領先，上升14-15%，通訊服務、非必需消費品及科技行業表現帶領大市。我們仍看好中國股市，並預計在岸A股將迎頭趕上，因為全國人民代表大會宣布支持政策，A股對那些政策更為敏感，工業和資訊科技行業佔比亦較高，可受益於人工智能供應鏈和先進製造業。我們將恆生指數的基礎、牛市和熊市指數目標分別上調至25,900、27,900及19,600。
- 雖然我們認為考慮到生產力及盈利提升，人工智能主題可能有更多擴展空間，但隨著最新的「美國優先投資政策備忘錄」出爐，中美緊張關係或會升溫。鑒於獲利回吐及風險管理，我們預計中國股市在短期內將會整固。
- 關注重點包括：i)財政支援政策或會在全國人民代表大會上進一步明朗化；ii)透過財報季評估潛在的價值重估機會；iii)高頻數據顯示房地產市場持續改善以及商業和家庭信心增強；及iv)關於中美兩國領導人可能會晤的任何最新消息。



## 債券

華素梅農

華僑銀行董事總經理，投資策略，財富管理部(新加坡)

## 安全為上

「我們對長期債券持謹慎態度，並認為中短存續期產品受利率波動的影響較小。由於存在對特朗普政府推行寬鬆財政政策的擔憂，美債收益率未來12個月存在上行風險。」

- 10年期美國國債收益率已從1月中旬的4.8%最高位降至本文撰寫時約4.25%，回吐2024年第四季以來收益率的升幅。縱觀2024年12月，雖然花旗美國經濟驚奇指數下跌並在12月底跌至負值，意味著公布的業績數據不及預期，但10年期美國國債收益率仍有所上升。當時市場更擔憂的是特朗普第二任期內財政軌跡的不確定性，美國國債收益率走高原因被認為是滿足更高發行需求所需。其後，由於近期美國消費者信心大幅下滑，該指數已進一步跌至更低，這可能歸因於關稅逐步增加以及貿易戰升級的擔憂，已影響企業和消費者行為。
- 關稅會削弱市場情緒及增長，並在短期內推低長期美國國債收益率。不過我們認為，對實際財政赤字高於預期的擔憂，可能會再次成為今年較後時間美國國債收益率的一大驅動因素。雖然美國財政部長貝森特近期發表不同的評論，我們仍認為由於存在資金缺口，美國財政部需要在2026年初之前增加供應。而美國國債供

應增加可能會推動長存續期收益率走高。

- 此外，期貨市場已提高聯儲局在2025年底前大幅減息的可能性。然而考慮到通脹率仍高於聯儲局目標水平，及特朗普的關稅政策和較為寬鬆的財政立場具有通脹效應，除非就業市場明顯疲弱，否則聯儲局不太可能大幅減息。我們預計今年會再減息一次，幅度為25個基點。
- 我們對存續期風險仍持謹慎態度，並認為短期及中期期限債券最能抵禦利率波動風險。

### 發達市場

- 美國政府已宣布對鋼鐵及鋁進口徵收關稅，並威脅對其他歐盟產品徵收關稅。關稅將損害歐洲製造商，其產品在美國變得更加昂貴，很有可能導致其出口收入下降。此外，美國對世界其他地區徵收的關稅亦可能對歐洲公司帶來壓力，原因是目標國可能會發現產品在美國的銷售價格過高，從而將其產品轉到歐洲銷售，增加了歐洲本土製造商的競爭。

- 雖然有關稅帶來的風險，歐洲信貸息差依然保持良好。在本文撰寫時，ICE BAML歐元投資級企業指數的期權調整息差(OAS)為88個基點，ICE BAML歐元高收益指數的期權調整息差為280個基點。兩者均接近歷史最窄水平。然而我們認為，關稅的影響將成為今年相對息差及信貸估值的重要決定因素。
- 徵收關稅的目標行業面臨最大風險，而美國在歐盟內部的五大貿易夥伴，即德國、意大利、愛爾蘭、法國和荷蘭，很可能是美國關稅的最大受影響國家。
- 德國方面，雖然我們仍在等待當前聯盟談判結果，前路不確定性猶存，但我們認為近期選舉結果不會帶來重大的財政風險，因為各黨派很可能就財政審慎的必要性達成高度共識。

### 新興市場

- 由於2025年面臨多重變數及不確定性，我們對新興市場信貸繼續持中性立場。美元走強與關稅的雙重壓力，可能推高未來12個月

新興市場的息差水平，但穩健的技術要素是抵銷的重要因素。

## 亞洲

- 儘管關稅新聞不斷，亞洲信貸市場總體上保持韌性。雖然存在貿易政策不確定性及利率波動，我們對信貸息差偏緊仍然謹慎，但發行人基本面穩健及市場技術因素有利仍是主要緩解因素。

- 隨著美國優先貿易政策審查的關鍵日期臨近，以及將關稅範圍擴大納入更多行業，我們預計4月的市場波動性將會加劇。若關稅範圍擴大至互惠關稅及非關稅壁壘(如增值稅、補貼和反傾銷措施)，可能會增加複雜性並影響更多亞洲國家。
- 美國國債的升勢有助支撐亞洲投資級債券表現，特別是較長年期

債券，儘管後者在月內出現輕微息差擴大。

- 一線及主要二線城市房地產市場出現穩定跡象，支撐中國高收益債券市場情緒。盈利改善、博彩總收入復甦及市場情緒向好，已振興澳門博彩業。3月全國人民代表大會明確的寬鬆財政和貨幣政策延續，應有助支持中國經濟增長前景。

# 外匯及商品

## 華素梅農

華僑銀行董事總經理，投資策略，財富管理部(新加坡)

## 黃金仍有升值潛力

「我們繼續看好黃金，因為黃金可有效對沖通脹重燃風險以及對財政可持續性的擔憂。我們的12個月金價目標為每盎司3,100美元。」

### 石油

- 我們原本預期石油輸出國組織及其盟友將再次延長減產措施，然而其八個成員國的代表出乎市場意料地宣布，將按計劃於4月1日開始取消減產，撤銷每日220萬桶的自願減產。
- 石油輸出國組織及其盟友此舉出人意料，表明該組織已一反先前謹慎態度，此前其曾三度推遲撤銷已實施逾兩年的減產措施。除非出現伊朗和委內瑞拉供應量減少等其他情況，石油輸出國組織的舉動將構成油價下行風險。然而，油價下跌的前景符合特朗普推動能源價格降低的方向。我們將12個月布蘭特原油價格預測由每桶75美元下調至70美元。
- 我們認為，在美國信心數據轉弱、關稅升級以及討論放寬對俄制裁的背景下，石油輸出國組織及其盟友宣布撤銷自願減產，似乎是一個冒險的決定。出於關稅威脅所引發的不確定因素，石油市場已重新開始擔憂需求。貿易政策方面的不確定性似已影響美國企業及家庭的信心。俄烏可能停戰

為解除對俄羅斯能源的制裁鋪路，亦有可能拉低油價。

- 不過，石油輸出國組織及其盟友的聲明仍為日後根據市場狀況進行調整保留空間。撤銷自願減產有可能不會完全實現。石油輸出國組織成員國面臨石油盈虧平衡價格不斷上漲的局面，令其財政預算承壓。若干石油輸出國組織成員國預算需求高企，意味著這些國家將繼續傾向於支撐油價以增加收入。因此，布蘭特原油價格在較長期間大幅跌破每桶70美元的風險有限。

### 貴金屬

- 在中國科技股及歐洲國防股的升勢之外，黃金一直是今年最熱門的市場之一。我們仍然認為黃金是有效的投資組合對沖及分散投資工具。我們亦相信，即使2025年上半年美元走強，金價仍有可能上漲。我們的12個月金價目標現時為每盎司3,100美元。
- 特朗普的關稅政策加劇了滯脹(即經濟增長放緩及通脹上升)的風險。近期公布一系列疲弱的美國

經濟數據，引發人們對美國經濟增長前景是否依然穩健的疑慮。研究表明，在滯脹期間，黃金往往表現良好。黃金在其他極端環境下亦表現良好，如經濟衰退(低增長、低通脹)及經濟過熱(高增長、高通脹)。雖然「金髮經濟」詞中帶「金」，但此情形並不會支持黃金。「金髮經濟」情境指增長溫和的低通脹環境。

- 對美國財政可持續性以及地緣政治緊張局勢的擔憂，加上關稅威脅推波助瀾，亦可能促使各央行購置更多黃金。中國央行於1月連續第三個月擴大黃金儲備，表明即使在金價處於歷史高位的情況下，中國仍持續致力分散投資。中國有關部門亦宣布一項試行計劃，首次批准10間主要保險公司將不超過其1%資產投資於金條。

### 貨幣

- 受關稅威脅以及對美國優越論的疑慮日益增加影響，2月美元走勢波動。關稅延遲實施、烏克蘭和平談判前景、美國經濟指標轉弱以及中國科技股的價值重估(歸功

於DeepSeek及中國國家主席習近平與民營企業領導人會面)為風險資產恢復創造有利環境，而美元出現回落。但有關關稅的憂慮仍未散去。除非延遲實施，否則加徵關稅可能會削弱市場信心，並導致美元急漲。我們仍然預期在關稅不確定性及美國優越論減退的影響下，3月美元將以雙向交易為主。

- 歐元於2月的升勢或已接近尾聲。美國對歐洲加徵關稅的風險迫近，有可能限制歐元的上行空間。市場亦可能會對歐洲央行的鴿派立場持謹慎態度。儘管如此，鑒於近期事態發展，我們已轉為對歐元前景持中性看法：(i)冀望烏克蘭和平協議—若能夠達成協議，或可推動供應鏈正常化，降低能源成本，減輕企業及家庭的現有負擔，改善市場信心及增長前景；(ii)歐洲或將嘗試透過協商來避免與美國爆發全面貿易戰。(iii)中國經濟復甦開始穩定的初步跡象；

(iv)德國快速組成聯合政府的決心。儘管如此，繼續限制歐元上漲的負面因素仍然存在：(i)關稅風險，其嚴重程度或將會對歐元構成壓力；(ii)歐洲將須承擔維護自身安全的責任，並確保烏克蘭和平，這意味著國防開支將會增加，可能會加重大多數歐盟國家的財政負擔；(iii)歐元現時的負面因素，例如歐元區經濟停滯，以及歐洲央行需進行更多/更大幅的減息以支持經濟增長。因此，偏向中性的雙向交易似乎合理。

- 2月，美元兌日元交叉盤繼續走低。美國國債收益率下跌、日本央行鷹派言論及高於預期的消費者物價指數，令聯儲局與日本央行政策分歧繼續加深。展望3月，我們認為多重因素匯聚，包括特朗普的關稅威脅及股息季節性趨勢，可能令美元兌日元走勢欠明朗。話雖如此，宏觀因素依然如故。工資增長前景、服務業通脹範圍擴大及經濟活動良好，繼續

支持日本央行實施政策正常化。聯儲局與日本央行的政策分歧應會繼續鞏固美元兌日元下行的總體趨勢。因此，如關稅不確定性或季節性趨勢導致反彈，我們維持在美元兌日元上漲時拋售的取向。

- 2月大部分時間，美元兌新加坡元走低，其後在月底反彈。最初的下跌是由於美元及美國國債收益率普遍下降，亦類似日元、人民幣甚至歐元走強。但近期美元兌新加坡元反彈，原因是特朗普的關稅威脅升級，及部分亦由於新加坡消費者物價指數走軟。消費者物價指數較為疲弱，增加了新加坡金管局於4月的貨幣政策會議上再次放寬貨幣政策的可能性。對新加坡金管局放寬貨幣政策的預期，可能意味著新加坡元的升勢（按貿易加權計算）將會伴隨3月至4月期間對關稅的擔憂而持續減弱。

免責聲明：

「全球前景」、「香港/中國市場前景」及「股市」部分內列明的資訊及/或表達的意見由新加坡銀行(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。「債券」及「外匯及商品」部分內列明的資訊及/或表達的意見由華僑銀行(「資料供應商」)根據認為可靠之資料來源所編製及提供。華僑銀行(澳門)股份有限公司沒有參與編製有關資訊及/或意見。華僑銀行(澳門)股份有限公司及有關的資料供應商對該等資訊及意見之準確性或完整性並無作出任何申述亦不承擔任何責任，並不會就任何人因依賴該等資訊及/或意見而引致的任何損害或損失承擔任何責任(包括侵權行為責任、合約責任或任何其他責任)。

在本文件內由第三方表達的任何意見或觀點是屬於該第三方，並非華僑銀行(澳門)股份有限公司的意見或觀點。本文件中提供的資訊僅供參考之用。它的內容並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要。

本文件的內容不構成、不擬作為亦不應被理解為任何專業或投資意見、或買賣或認購任何證券或金融產品或進行任何交易或建立任何法律關係或參與任何交易或投資策略的建議、要約、招攬、邀請或誘使。閣下應謹慎投資。閣下應獨立評估每一投資產品及就本身的個別投資目標、投資經驗、財政狀況及/或特殊需要，衡量自己是否適合參與任何投資產品。如閣下對本文件的內容及/或本文件所提及的投資產品的適合性有任何疑問，請在進行任何投資決定前尋求有關的專業人士就財政、法律及/或稅務的獨立意見。

本文件內的資訊及意見是根據認為可靠之資料來源所編製但華僑銀行(澳門)股份有限公司沒有核實本文件內所提供的資訊及意見。華僑銀行(澳門)股份有限公司及有關的資料供應商就本文件所提供的資訊(包括但不限於任何陳述、數字、觀點、意見、估算或預測)不會作出任何保證(包括但不限於其準確性、實用性、恰當性、可靠性、及時性或完整性)，故不應藉以依賴。華僑銀行(澳門)股份有限公司及有關的資料供應商可能曾發表與本文件內容觀點不同的其他報告、分析或文件。華僑銀行(澳門)股份有限公司及有關的資料供應商並無責任更新該等資訊或改正任何其後顯現之錯誤，並就此不承擔任何責任。本文件中所提供的所有資訊可隨時變更，恕不另行通知。

華僑銀行(澳門)股份有限公司及有關的資料供應商，及其各自的董事、職員、僱員和代理人不會對任何人士因直接或間接使用本文件而引致的任何損失或損害負責。

投資涉及風險。閣下應注意投資的價值可升可跌。本文件提供的資料可能包含對於國家、資產、市場或公司的未來事件或表現作出預測或其他前瞻性陳述，然而實際事件或結果可能大不相同。過往的表現並不一定預示未來有類似的表現。在本文件中提及的任何特定公司、金融產品或資產類別只用作說明用途，並不構成投資建議。本文件並不擬指出本文件內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。如有興趣投資任何投資產品，客戶應閱讀有關要約文件的風險披露及條款及條件。

若分發或使用本文件所載資訊違反任何管轄區或國家的法律或規例，則本文件所載資訊不得為任何人或實體在該管轄區或國家分發或使用，無論如何僅供收件人使用。華僑銀行(澳門)股份有限公司亦無就提供本文件收取獨立費用。除非獲得華僑銀行(澳門)股份有限公司的事先書面同意，否則本文件的內容不得以其他方式轉載、分發或傳送予任何其他人士，或以任何方式納入另一文件或其他材料中以作其他用途。

華僑銀行(澳門)股份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文件中提及的證券或投資項目。華僑銀行(澳門)股份有限公司及其聯繫公司可能就其於本文件所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀佣金或費用。

華僑銀行及其個別聯號及關聯公司，以及這些公司的個別董事與高層人員(簡稱相關人士)在此報告中所述之證券或所提到之發行人中可能享有未來權益，並可能為此報告所提及之證券公司及其它各方提供或尋求提供經紀及投資或證券相關服務。華僑銀行及其相關人士亦可能就所提及之投資產品供應商有聯繫及收取費用。

此免責聲明的條款及條件受中華人民共和國澳門特別行政區的法律管轄並據此解釋。

此文件未經香港證券及期貨事務監察委員會審閱。

如果閣下對於本文件的任何資訊或意見有任何疑問，閣下應該尋求專業人士意見。

若本文件以電子傳送方式(例如電子郵件)分發，則不能保證傳送過程安全無誤，資訊有可能被攔截、毀壞、遺失、破壞、送達延誤、不完整或含有病毒。寄件人對本文件內容經由電子傳送所出現的任何錯誤或遺漏概不負責(在法律許可的範圍內)。