華僑銀行
宏富理財

關稅、緊張局勢及動盪

貿易衝擊

經濟資訊月刊

華僑銀行財富管理專家團隊

4/2025號

心所向，
行致遠

今期內容

P 03-05	全球前景 貿易衝擊
P 06-07	股市 短期波動但中期展望樂觀
P 08	香港／中國市場前景 關稅爭端下波動加劇
P 09-10	債券 以質為重
P 11-12	外匯及商品 黃金價格尚未見頂

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。

如你對投資產品有任何查詢，歡迎親臨分行與我們聯絡或請參閱ocbc.com.mo。

關稅、緊張局勢及動盪

踏入2025年第二季，投資者面臨日益複雜的前景。

4月2日「解放日」的關稅公告觸發資本市場震盪，美國政府實施10%的基準關稅，以及針對特定國家加徵一系列對等關稅。截至撰寫本文時，美國總統特朗普宣布自2025年4月9日起暫停徵收對等關稅90日。但中美貿易緊張局勢仍然嚴峻，美國已將中國進口商品的關稅提高至125%，而中國對美國商品的關稅則為84%。我們預期未來三個月各國與美國的關稅及非關稅相關貿易談判將十分艱難。美國對全球貿易夥伴加徵關稅的時間表及加徵幅度有所轉變，意味著經濟衰退的最壞情況或可避免，但即使取消對中國的關稅，10%的基準關稅仍帶來滯脹風險。不確定性持續或會阻礙企業的投資決定，令消費者謹慎消費並推高通脹預期，導致2025年大部分時間增長停滯而物價上漲。此外，美國信譽受損的影響揮之不去。美元弱勢將持續，未來12個月10年期美國國債收益率或會突破4.00-4.50%的區間，再次觸及5.00%。

鑑於下季收益率面臨下行壓力且衰退風險增加，我們在戰略性資產配置中對存續期轉為中性立場。我們將發達市場投資級別債券從「減持」上調至「中性」評級，並將新興市場高收益債券及發達市場高收益債券從「中性」下調至「減持」評級。儘管波動加劇且存在短期下行風險，我們對美國股票及亞洲(日本除外)股票維持「增持」立場，因其12個月風險回報仍然足夠吸引。我們繼續看好黃金，因為黃金可有效對沖通脹重燃的風險以及就財政可持續性的擔憂。在股票類別中，我們看好具備定價能力、受關稅影響有限的價值股及優質股票，以及受惠於人工智能結構性主題的企業。固定收益方面，我們偏好投資級別債券而非高收益債券。除非全球陷入衰退，否則金融、公用事業及電訊等行業可能更具防禦性，其信貸息差擴闊的幅度可能相對較小。

為免受短期波動影響而反覆造成損失，我們倡導長遠著眼建立具韌性的投資組合。重新審視嚴格、具風險意識的資產配置核心原則，分散投資於不同資產類別、地區及風格，並結合對黃金、另類投資(以及在適當情況下衍生工具)的策略性部署。

全球前景

ELI LEE
新加坡銀行首席投資策略師

貿易衝擊

「鑑於關稅不確定性已導致美國2025年第一季增長接近0%，而第二季增長同樣可能持平，我們已將美國的經濟前景預測由2025年增長2.2%的軟著陸，下調至1.5%的疲弱增長。」

- 總統特朗普對美國所有進口商品徵收10%基準關稅，並加徵高額的額外對等關稅，震動金融市場。
- 投資者原本預期美國將全面加徵約10%的關稅，但對等關稅的程度遠超預期。美國對中國出口商品加徵的關稅，將在2025年初已實施的20%額外關稅基礎上，再增加34%。歐盟出口商品將面臨20%關稅，日本商品則為24%。我們認為這對經濟前景帶來四個關鍵影響。
- 首先，若新的美國關稅稅率於2025年維持不變，而其他國家亦採取報復措施(如中國已實施般)，則經濟衰退將隨之而來。但我們認為，未來數月撤銷美國對等關稅的談判可能很艱巨，但普遍徵收的10%關稅則會保留。因此，我們預期會出現兩季的滯脹(即增長疲弱及通脹加劇)，而非陷入衰退的最壞情況。
- 鑑於關稅不確定性已導致美國2025年第一季增長接近0%，而第二季增長同樣可能持平，我們已將美國的經濟前景預測由2025年增長2.2%的軟著陸程度，下調至增長1.5%的疲弱程度。我們亦預計歐元區、英國及日本兩季將接近零增長，令其2025年增長率維持在1.0%以下的疲弱水平。與之相對，我們仍預測中國增長4.2%，因為先前已預期美國會對中國出口商品大幅加徵20-30%的關稅，而我們認為北京仍有空間推出進一步財政刺激措施。
- 其次，由於進口成本上升，美國關稅將推高全球通脹。
- 第三，各國央行將面臨在抑制通脹與支持增長之間的艱難抉擇。
- 最後，在貿易戰達成休戰協議之前，未來數月市場對避險資產的需求將持續殷切，但由於通脹上升及美國財政赤字進一步惡化，長期前景仍然充滿挑戰。

美國 – 聯儲局不會出手相救

- 總統特朗普加徵關稅衝擊全球貿易，勢必在大幅削弱美國經濟增長的同時推高通脹。
- 最壞情況下(即美國關稅在整個2025年維持不變)，我們預期美國及全球經濟將陷入衰退。但即使在我們的基本預測中(即未來數月透過談判達成貿易戰休戰協議)，未來兩季的經濟增長仍可能持平或非常疲弱。
- 與此同時，由於關稅推高進口成本，通脹勢將上升。我們預期核心通脹在2025年底將上升至3-4%的區間。因此，聯儲局及其他央行今年將不得不在滯脹的環境下釐定利率政策。
- 聯儲局主席鮑威爾於4月4日的最新發言中強調，在美國宣布加徵關稅後，經濟前景已變得極不明朗。他警告通脹可能並非暫時性，聯儲局官員需等待形勢更加明朗後，才能考慮調整利率。
- 因此，我們預期聯儲局將繼續維持聯邦基金利率於4.25至4.50%的區間不變，與此同時評估美國經濟會陷入滯脹(從而需要維持較高利率以抑制通脹)抑或步入衰退(從而需要今年進行數次減息)。
- 鑑於核心通脹率(目前為2.8%)仍高於其2%的目標，且2025年底很可能遠超3%，我們認為除非失業率從目前4.2%的低位顯著上升，否則聯儲局今年有可能只減息一次。
- 然而與之相對，金融市場已反映美國經濟衰退及聯儲局在2025年減息四次的預期。美國國債收益

率已大幅下跌，10年期美國國債收益率從今年初的4.80%，在4月份一度跌至3.90%以下。我們預計由於目前增長前景不明朗，10年期美國國債收益率短期內可能維持在接近4.00%的低位。但考慮到通脹上升風險及美國財政赤字擴大，未來數月達成的任何貿易休戰協議都將令收益率反彈。因此，我們維持對10年期美國國債收益率在未來12個月達到5.00%的預測。

中國 – 對美國關稅予以反擊

- 美國政府今年大幅提高對中國進口至美國商品的關稅，促使北京反擊。特朗普政府先對所有中國商品實施兩輪10%的關稅，其後再數輪上調關稅，將中國出口商品的總關稅稅率提高至125%。
- 作為回應，中國已對美國商品加徵84%關稅，同時亦收緊出口。自此，全球兩大經濟體之間的貿易戰已急劇升級。
- 然而，我們維持對中國2025年的GDP預測不變，不同於其他大多數主要經濟體。我們仍預期增長將從去年的5.0%放緩至今年的4.2%，因為我們在去年11月特朗普總統贏得連任時，已假設美國會對中國出口商品大幅加徵關稅。
- 我們亦預計，由於北京有能力報復在華營運、面向龐大中國國內市場的美國企業，這將使得雙方更有可能在未來數月達成休戰協議。最後，我們認為北京仍有空間推出新的財政刺激措施以支持增長。因此，我們仍認為中國經濟今年將顯著放緩，但不會因為美國大幅提高關稅而陷入重大危機。我們亦預期北京將繼續嚴格管理人民幣匯率，而非任其貶值。

歐洲 – 歐盟勢將報復，英國將會退讓

- 在美國對所有進口商品徵收10%基準關稅，並對歐盟出口商品額外加徵20%關稅後，歐盟準備採取報復行動。我們預期歐盟很可能會實施對等的關稅措施，以迫使美國政府在未來數月就其貿易戰進行談判並達成休戰協議。
- 相反，英國已表示不會採取報復行動，因為英國出口商品「僅」受新增的10%基準關稅影響。然而，歐元區及英國的經濟增長都可能因全球貿易衝擊而減弱。我們預測歐洲這兩大經濟體的GDP將停滯不前，今年的增長率將在1.0%以下。
- 為應對經濟增長轉弱，我們預期歐洲央行將在接下來的三次夏季會議中，繼續將利率從2.50%下調至1.75%。我們亦預計英倫銀行今年將進行三次減息，將利率從4.50%下調至3.75%，維持每季減息一次。
- 然而，儘管經濟增長轉弱及利率下降，我們預期歐元及英鎊兌美元將繼續走強，分別升至1.17及1.38，原因是美國政策反覆無常，全球投資者轉向歐洲作為美國以外的替代選擇。

日本 – 日本央行或將暫停加息步伐

- 儘管日本是美國最緊密的盟友之一，其出口商品仍將在90日談判期後面臨24%的美國關稅。我們預期日本政府將尋求與美國達成協議，但貿易衝擊仍將損害日本經濟增長。我們現預測其2025年GDP增長將低於1.0%。鑑於全球前景不明朗，我們亦預計日本央行將暫停加息步伐，將利率維持在0.50%。但我們預期日元將繼續反彈，因為日本投資者對海外投資將變得更加猶豫。隨著美元在全球範圍內走弱，我們預測日元兌美元將升至139。

全球增長前景

%	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
發達市場	**6.0**	**2.9**	**1.6**	**1.7**	**1.1**
美國	6.1	2.5	2.9	2.8	1.5
歐元區	6.3	3.6	0.5	0.8	0.7
英國	8.6	4.8	0.4	0.9	0.9
日本	2.8	0.9	1.5	0.1	0.9
亞洲四小龍	6.0	2.3	1.5	3.0	1.7
新興市場	**7.0**	**4.0**	**4.6**	**4.2**	**3.9**
中國	8.4	3.1	5.4	5.0	4.2
印度	9.4	7.0	8.8	6.7	6.0
亞洲四小虎	3.5	4.3	4.3	4.7	4.3
全球	**6.5**	**3.5**	**3.4**	**3.2**	**2.8**

「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
美國利率預測			
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	3.50	4.00	4.50
5年期美國國債	3.65	4.25	4.75
10年期美國國債	4.00	4.50	5.00
30年期美國國債	4.00	5.00	5.50
美國SOFR掉期利率預測			
2年期利率	3.40	3.90	4.40
5年期利率	3.40	4.00	4.50
10年期利率	3.50	4.00	4.50
30年期利率	3.55	4.25	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

短期波動但中期展望樂觀

「股市短期內可能面臨下行壓力，但我們對未來12個月的前景保持樂觀。因此，我們維持對美國及亞洲（日本除外）股票的增持立場，以及對歐洲及日本的中性立場。」

- 更多美國經濟活動指標轉弱，而隨著更激進的貿易、移民及財政整頓政策增加不確定性並影響勞動力市場，這些指標可能進一步下跌，最終或會促使美國聯儲局加大支持力度。歐洲及中國採取更支持性的財政政策立場，將為這些地區的股市提供支撐，但關稅不確定性尚未見頂，因此貿易不確定性仍是主要拖累因素。由於美國關稅問題，考慮到對增長及通脹的擔憂加劇，我們預計未來數月股市將進入高度波動的階段。
- 根據我們下調後的增長及企業盈利預測，股市短期內可能面臨下行壓力，但我們對未來12個月的前景保持樂觀。因此，我們維持對美國及亞洲(日本除外)股票的增持立場，以及對歐洲及日本的中性立場。我們看好：i)具備定價能力且受關稅影響有限的價值股及優質股票；ii)受惠於人工智能結構性主題、且因應用普及而具備收入增長空間的企業；以及iii)科技、醫療保健及必需消費品行業。

美國 – 雖意料之外的前期負面事件頻現　仍須關注特朗普促增長立場

- 受市場氣氛轉弱及意料之外的關稅負面事件影響，美國股市在4月初持續整固。特別是，4月2日的公告如果在90天暫停期後全面實施，有可能將美國的實際關稅稅率推升至一個多世紀以來的最高水平。我們預計2025年美國企業盈利將承受不斷增加的壓力，與我們近期下調美國GDP預測一致。中國及歐洲增長前景改善亦可能促使資金從美國輪流流出。
- 然而，除非出現衰退情景，我們總體上仍對美國股市持樂觀看法。儘管投資者關注加徵關稅的影響，我們預期特朗普的促增長政策(如放寬管制及減稅)將在其任期後半，尤其是2026年中期選舉臨近時，扮演更重要的角色。同時，美元普遍弱勢及不明朗前景，亦應有助部分緩衝未來盈利預測的負面修訂。從中長期來看，人工智能的快速發展亦可能帶來投資及生產力提升。
- 我們認為近期的拋售可能帶來具吸引力的買入機會。儘管如此，我們將密切關注未來的關稅談判，並持審慎樂觀的態度。

歐洲 – 結構性利好因素帶來機遇仍難逃關稅衝擊影響

- 歐盟已批准對價值210億歐元的美國商品加徵關稅，以回擊美國總統特朗普上月對歐盟出口鋼鐵及鋁製品徵收的25%關稅。雖然貿易戰升級帶來下行風險，歐洲亦已宣布增加財政及國防開支。倘若俄烏戰爭結束令能源價格下降及消費者信心提升，亦將為其提供支撐。
- 財政政策轉向顯示歐洲正採取積極措施確保其國防安全。德國亦正推進一項規模達 5000億歐元的基礎設施基金，將在未來十年投入使用。當下的結構性轉變支持我們對以下領域企業的長期樂觀看法：(i)國防行業；以及(ii)資本貨物、化學品、建築及材料行業中可能最終受惠於基礎設施開支增加及烏克蘭重建工作的企業。雖然由於焦點轉向國防，減碳投資可能面臨挑戰，但能源轉型仍是該地區的關鍵優先事項，我們繼續關注該領域的投資機會。

日本 – 聚焦內需導向型企業

- 市場大幅波動下，我們維持對日本股票的中性立場。特朗普政府對日本徵收對等關稅，將對日本

經濟產生直接影響，同時，全球經濟增長放緩可能對出口商產生負面溢出效應。未來GDP增長轉弱亦可能推遲日本央行的加息步伐，反過來抑制日本銀行的淨息差及其股本回報率前景。另一方面，假設不出現衰退情景，內需導向型行業／企業將相對更具韌性。首輪春鬥勞資談判結果顯示，協議的平均基本工資增幅為3.8%。加上關稅憂慮、持續強勁的入境旅遊以及我們內部認為日元將升值，將為內需導向型行業及企業提供支持。從中長期角度來看，投資者可考慮涉足工業自動化及機械人技術的企業，這將是應對日本人口老化問題的結構性趨勢，亦可把握中國週期性復甦機會，儘管後者將取決於額外的政策支持。

亞洲(日本除外) – 對南韓、印度及印尼股市採取更審慎立場

- 我們維持對MSCI亞洲(日本除外)指數的增持立場，但在區內作出三項評級調整。首先，我們將南韓股票從中性下調至減持評級，因為我們認為其年初至今的優異表現並不合理，存在回調風險。南韓的沽空禁令已於3月31日全面解除，我們認為短期內沽空活動有可能增加。南韓的宏觀經濟前景亦不明朗，考慮到MSCI南韓指數對美國的銷售佔比較高，共識盈利預測存在下行風險。
- 其次，我們將印度股票下調至中性評級。MSCI印度指數強勁的盈利增長軌跡近幾週受壓，評級遭普遍下調。外國機構投資者持續淨賣出印度股票，而本土資金流一直為市場表現提供強勁支持，但現正顯示逆轉跡象。第三，我們將印尼股票下調至中性評級。不確定性已顯著上升，市場對財政可持續性、資產負債表外負債(透過Danantara主權財富基金)及治理的擔憂日益加劇。我們預期不明朗因素將持續存在，在這些不確定性(包括美國貿易政策)的影響下，外資有可能進一步流出。

全球行業 – 防禦股跑贏週期股；偏好價值股及優質股票

- 能源行業2025年開局良好，截至3月底總回報率為9%，跑贏其他板塊。總體而言，其強勢表現主要由板塊內較具防禦性的股票(如綜合、中游及大型生產商)所帶動。但在「解放日」關稅公告以及石油輸出國組織及其盟友增產幅度超出預期後，市場氣氛迅速轉差。我們預期未來防禦股將繼續跑贏週期股，考慮到關稅及全球增長相關的不確定性，我們偏好價值股及優質股票。

應對科技行業多重阻礙

- 由於多種憂慮，美國科技板出現急劇回調。關稅及宏觀不確定性正開始影響企業的業績預測，同時，與美國政府效率部相關的發展亦引發了對高度依賴聯邦政府業務的科技企業的擔憂。儘管投資者普遍認為人工智能將是持久趨勢，但對於週期現階段所需的資本開支水平以及目前人工智能硬件建設的可持續性，仍存在相當大的爭議。我們相信推理模型及應用案例激增仍要求高資本開支，而與宏觀相關的憂慮為具備定價能力、資產負債表強勁且受惠於持續性長期趨勢的優質企業帶來機遇。我們繼續看到人工智能在中國應用的眾多機會，並相信政府潛在的消費支持措施可能有助平台企業從當前水平進一步獲得重新估值。

非必需消費品行業調整至中性評級

- 我們將非必需消費品行業下調至中性評級，因為近期數據顯示美國消費者信心正在減弱，家庭擔憂貿易政策及關稅的影響，消費者在非必需品上消費的意願可能減弱，特別是在部分成本增加轉嫁給消費者的情況下，我們對非必需消費品行業中的汽車產業尤為審慎。3月26日，美國總統特朗普公布對非美國製造的汽車徵收25%關稅，於4月初生效。我們預期多間全球汽車製造商(中國電動車製造商受影響程度較小)的市場氣氛將受此發展拖累。我們繼續維持對必需消費品、醫療保健、資訊科技及通訊服務行業的增持評級。

香港／中國市場前景

ELI LEE
新加坡銀行首席投資策略師

關稅爭端下波動加劇

「由於我們預期談判過程將漫長而曲折，關稅爭端升級及中美緊張局勢相關的外部風險在2025年第二季仍籠罩香港及中國股市。」

- 美國在「解放日」宣布對中國加徵高額關稅後，中美緊張關係重新成為焦點。MSCI中國指數對美國的收入敞口不足4%，因此第一層級直接影響有限。然而間接影響有可能會更為顯著，包括在美國廣泛加徵關稅的背景下中國出口及全球貿易放緩、中國經濟增長可能放緩以及貨幣貶值等。對亞洲國家加徵更廣泛、更高額的關稅，可能使中國進一步重組供應鏈以減輕美國關稅影響的難度增加。以出口為導向的行業以及對美國收入敞口較高的行業將更易受影響。由於我們預期談判過程將漫長而曲折，關稅爭端升級及中美緊張局勢相關的外部風險在2025年第二季仍籠罩香港及中國股市。儘管最新的業績公布期顯示盈利初步改善，短期內估值的重新評級仍很可能受限。我們重申應採取槓鈴策略，在關稅爭端期間側重於優質收益型股票，並在貿易休戰及達成協議期間輪流增持增長型及高貝塔系數股票。我們偏好：i)優質收益股以緩衝市場波動；ii)互聯網及平台公司；以及iii)政策受惠股，例如可能受惠於更側重內需消費及科技創新的企業。

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)

以質為重

「我們已將發達市場投資級別債券從減持上調至中性評級，並將新興市場高收益債券及發達市場高收益債券從中性下調至減持評級。」

- 圍繞美國經濟優越論的市場樂觀情緒持續消退，在貿易政策不確定性及通脹壓力下，市場氣氛轉差。信貸息差已開始擴闊，反映市場氣氛的負面轉變。我們預期未來數週市場波動將持續，關稅新聞將繼續佔據頭條。
- 我們已將發達市場投資級別債券從減持上調至中性評級，並將新興市場高收益債券及發達市場高收益債券從中性下調至減持評級。

利率及美國國債

- 受關稅新聞、衰退憂慮及通脹擔憂影響，美國國債收益率曲線在3月份趨於陡峭。前端收益率(2年期)下降11個基點至3.88%，而長端收益率(30年期)則上升9個基點至4.57%。10年期美國國債收益率整月窄幅上落，3月底收於4.21%。
- 美國聯儲局3月經濟預測摘要顯示滯脹風險增加。聯儲局將GDP增長預測從2.1%下調至1.7%，並上調了通脹預測。供應管理協會製造業指數報49.0(處於收縮區間)，而支付價格指數飆升至69.4，加劇了對滯脹的擔憂。
- 關稅將損害市場氣氛及經濟增長，在中期推低10年期美國國債收益率。然而，在沒有任何具體措施解決財政赤字的情況下，我們認為投資者將要求更高的期限溢價，這可能在今年較後時間或明年再次影響美國國債長端收益率。
- 未來數月，我們將關注關稅會否增加更大規模報復的風險，這將加劇滯脹風險。我們亦密切關注非農就業數據以及每週初次申領失業救濟金人數報告，以判斷美國勞動力市場的健康狀況。
- 不確定性加劇很可能使利率持續波動。我們預期10年期美國國債收益率短期內將於4%左右徘徊，但鑑於通脹上升及美國財政赤字擴大的風險，收益率最終可能反彈。因此我們對存續期立場轉為中性。

發達市場

- 在整體避險基調下，信貸市場表現反映市場氣氛轉差，投資級別及高收益債券的息差在3月已開始擴闊。3月投資級別債券息差擴闊9個基點，高收益債券息差擴闊45個基點，這是自2023年3月區域性銀行危機以來最大的單月變動。總體收益率亦走高，投資級別債券收益率上升13個基點至5.41%，高收益債券收益率上升43個基點至7.51%。
- 投資者擔憂美國關稅可能引發報復性措施，從而導致新一輪緊張局勢升級。受關稅影響的行業將面臨最大風險，而歐盟內部的五大美國貿易夥伴——德國、意大利、愛爾蘭、法國及荷蘭——可能最受美國關稅影響。鑑於英國更依賴服務型經濟，其受影響的可能性較小。
- 關稅將對所有受影響國家的經濟增長構成阻力。隨著經濟不確定性增加，信貸息差有進一步擴闊的空間。已發展市場投資級別及高收益債券息差目前仍處於歷史低位。我們預期在投資者消化關稅公告的過程中，市場將保持猶豫不決的態勢，但我們亦認為市場持續錯誤定價可能帶來機會。
- 鑑於衰退風險增加導致美國國債

收益率面臨下行壓力，我們將發達市場投資級別債券上調至中性(原為減持)評級，同時將發達市場高收益債券從中性下調至減持評級。

新興市場

- 由於2025年面臨多重變數及不確定性，我們對新興市場投資級別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

- 亞洲市場3月表現與更廣泛的新興市場區域一致，高收益債券表現優於投資級別債券。在主要市場中，中國及南韓表現最佳，而印尼則受到該國特定事態發展拖累。
- 4月2日宣布的對等關稅，亞洲似乎受衝擊最大。自公告以來，高收益債券息差已擴闊166個基點，遠超截至4月7日投資級別債券30個基點的幅度。我們預期短期宏觀不確定性將推動息差進一步擴闊，儘管美國國債收益率下跌可能支持極高級別信貸的總回報。由於在不確定性環境下市場溢價不足，我們對低質素信貸保持審慎。
- 倘若關稅持續，增長放緩及貨幣波動可能對亞洲信貸基本面構成阻力。不確定性持續，亦可能在短期內進一步侵蝕消費者／企業信心並抑制風險偏好。
- 中國對美國出口商品目前面臨超過100%的最高總關稅稅率。我們預期未來數月中國經濟活動增長將轉弱，並預計中國當局將宣布額外刺激措施以提振內需，以部分抵銷關稅衝擊。

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)

金價仍未見頂

「我們將12個月黃金價格預測從每盎司3,100美元上調至3,400美元。由貿易不確定性引發的滯脹風險，以及市場憂慮特朗普2.0時代美元全球融資及儲備角色可能受侵蝕，這些仍然是黃金的強勁利好因素。」

石油

- 我們早前已下調布蘭特原油價格預測，原因是石油輸出國組織在3月初出乎意料決定按計劃增產。然而，市場憂慮新制裁及所謂「二次關稅」引發供應中斷，在此推動下，布蘭特原油價格在3月底反彈至每桶70美元中段水平。儘管如此，由於石油輸出國組織及其盟友出乎意料地決定加快增產步伐，油價此後已回落。石油輸出國組織及其盟友宣布將在5月份增產每日41.1萬桶，為先前計劃增產量的三倍，此舉令人意外。我們原本認為鑑於貿易不確定性對全球增長構成下行風險，石油輸出國組織及其盟友在增產方面會更為審慎。此外，美國關稅增加全球衰退風險，引發對石油需求轉弱的擔憂，亦對油價構成壓力。
- 我們將12個月布蘭特原油預測由每桶70美元下調至67美元，原因是關稅升級及石油輸出國組織及其盟友供應略增，可能在未來數月對油價構成壓力。在我們新的基本預測下(即未來數月撤銷美國對等關稅的談判可能很艱巨，但保留10%的美國基準關稅，導致出現兩季滯脹)，石油需求勢將轉弱。倘若美國新關稅在整個2025年維持不變，而其他國家亦採取報復措施，則全球經濟可能陷入衰退。美國頁岩油為非石油輸出國組織供應增長的最大貢獻者，其不斷上升的收支平衡點已令該行業對油價下跌更為敏感。

貴金屬

- 我們仍然認為金價尚未見頂。我們將12個月黃金價格預測從每盎司3,100美元上調至3,400美元。由貿易不確定性引發的滯脹風險，以及市場憂慮特朗普2.0時代美元全球融資及儲備角色可能受侵蝕，這些仍然是黃金的強勁利好因素。
- 自2024年中以來，資金流出黃金交易所買賣基金的情況已逆轉，標誌著近年趨勢的轉變。儘管資金流入黃金交易所買賣基金的勢頭增強，但全球總持有量仍遠低於五年前創下的紀錄高位，顯示這一趨勢仍有很多增長空間。由於關稅政策相關的不確定性可能持續高企，投資者或會繼續買入黃金作為投資組合對沖滯脹風險的工具。
- 與發達市場央行相比，新興市場央行的黃金持有量偏低，很可能仍是黃金的強勁買家。雖然美元儲備持有量以外的分散投資步伐仍然溫和，但市場憂慮特朗普2.0時代美元全球融資及儲備角色可能受侵蝕，此分散投資的趨勢或會加速。隨著特朗普的政策令全球各國日益質疑美國是否為可靠的夥伴，美元全球地位的根基可能會被削弱。

貨幣

- 隨著美國優越論交易加速消退，美元指數於3月擴大跌幅。市場日益關注特朗普的關稅如何損害美國經濟。美國數據亦差於預期。歸根究底對於貨幣市場而言，相對增長至關重要。如果美國經濟因自身行為(即保護主義措施)而下滑，而世界其他地區的增長(相對而言)保持穩定，則美元最終可能會走弱。從貨幣角度來看，市場觀點似乎正從關稅憂慮轉向美

國衰退擔憂，甚至在某種程度上出現去美元化的論述。總體上美國的保護主義措施、美國優越論消退以及美國債務激增，都可能成為動搖美元儲備貨幣地位的催化劑。更廣泛而言，我們繼續預期美元走勢將呈現分化，兌主要貨幣(包括歐元、瑞士法郎及日元)走弱，但考慮到特朗普關稅對全球增長、全球貿易及市場氣氛的潛在影響，美元兌亞洲(日本除外)貨幣可能仍維持較強勢基調。話雖如此，貨幣的選擇可能會根據貿易談判及去美元化主題的發展而改變。

- 歐元繼續走高，觸及六個多月來的最高水平。基於近期的發展，我們對歐元前景持樂觀看法(此前為中性)：(i)德國/歐洲的開支計劃有助提振增長；(ii)烏克蘭和平協議的跡象可能令供應鏈正常化、能源成本下降、減輕企業及家庭的現有負擔、改善市場氣氛及增長前景；(iii)歐洲央行減息週期可能接近尾聲，而聯儲局仍有進一步減息空間；(iv)中國經濟增長呈現鼓舞人心的初步穩定跡象；(v)歐盟領導人正努力尋找願作出哪方面的讓步，以換取取消部分美國關稅；(vi)投資組合資金流動及儲備多元化可能有利於歐元等替代儲備貨幣。儘管如此，我們仍然提示存在的風險，即未來數週仍可能對酒精(200%關稅)、木材、半導體及藥品加徵其他關稅。加徵關稅仍可能對歐元構成壓力。
- 我們仍然預期美元兌日元交叉盤將趨於下行。工資增長前景、服務業通脹上升以及經濟活動暢旺，這些繼續支持日本央行政策正常化。聯儲局與日本央行的政策分歧，應會繼續支持美元兌日元整體下行的方向。
- 儘管新加坡元走強，我們繼續提示存在的風險，即新加坡或會受到今年可能會實施的特定行業(藥品及半導體)關稅影響。考慮到特朗普關稅對全球貿易／增長及市場氣氛的潛在影響，以及新加坡金融管理局可能採取寬鬆政策，我們對2025年大部分時間美元兌新加坡元匯率預測偏向上行。儘管如此，歐元及人民幣更穩健復甦的前景，以及美元出現更急劇拋售的風險，均可能成為支持新加坡元的意外因素。

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(香港)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(香港)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)。