华侨银行
宏富理财

市况风云多变

不确定性加剧

经济资讯月刊

华侨银行财富管理专家团队

3/2025号

心所向，
行致远

今期内容

P 03-05 全球前景 不确定性加剧

P 06-07 股市 短期盘整

P 08 香港／中国市场前景 支持政策料将明朗化

P 09-10 债券 安全为上

P 11-12 外汇及商品 黄金仍有升值潜力

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。

如你对投资产品有任何查询，欢迎亲临分行与我们联络。

市况风云多变

二月延续上月如过山车的市况，其特征为投资者情绪急剧转变和戏剧性的地缘政治事件。由于美国部分宏观指标趋缓和其与贸易伙伴的紧张关系持续升温，市场对美国经济优越论以及美元和比特币等「特朗普交易」的乐观情绪开始消退。作为衡量美国消费的指标，消费者信心出现走弱迹象，引发人们对支持美国资产高估值背后动力的担忧。美国股市表现因而承受压力，标普500指数年初至今出现下跌，与欧洲和亚洲等其他地区的升幅背道而驰。

地缘政治走势为市场增加更多不安因素。总统特朗普的「美国优先」贸易议程继续升级，恢复进一步威胁对加拿大、墨西哥、欧洲和中国加征关税。俄乌冲突和平谈判的进展可能令部分投资者更为担忧而非松一口气。此前，特朗普政府高级官员与美国的欧洲和北约安全盟友之间已多次公开表示分歧，而北约为二战后全球秩序的重要支柱。

受相对稳健的全球增长和盈利前景支持，我们在战术性资产配置策略中继续维持整体风险偏场。我们总体上增持股票，具体而言增持美国和亚洲(日本除外)股票，和对欧洲和日本保持中性立场。我们继续减持固定收益资产，对发达市场高收益债券、新兴市场投资级债券和新兴市场高收益债券持中性立场，并减持发达市场投资级债券，原因是我们对存续期风险持审慎态度。我们继续看好黄金，因为黄金可有效对冲通胀重燃风险以及对财政可持续性的担忧。

全球前景

ELI LEE
新加坡银行首席投资策略师

不确定性加剧

「由于新一届政府反复无常，美国前景越发不明朗。美国威胁对全球进一步加征关税、收紧移民政策和试图缩减联邦政府规模或有损企业信心、削弱消费者信心，和提高通胀预期。」

- 总统特朗普第二任期令金融市场波动加剧。我们认为，前景仍然有利于美国资产。随着通胀放缓，美国经济很有可能实现软着陆。联储局或会在今年再次降息，美国企业应会受益于全面放宽规管和新一轮减税。但美国前景正因新一届政府的反复无常而变得不明朗。
- 新一轮大范围征收关税的威胁或有损企业信心、削弱消费者信心，和提高通胀预期。与此同时，如果特朗普政府严厉打击移民导致美国就业市场收紧，企业信心可能会受到打击，而试图缩减联邦政府规模的举措则可能会损害消费者信心。
- 因此，投资者应预期金融市场会持续波动。尽管存在不确定性，但我们认为投资者仍然应该看好股票。美国减税和放宽规管、中国加大刺激力度以及欧洲增加国防开支的前景，应有利于风险资产。

美国 – 滞胀忧虑给向好前景带来不确定性

- 金融市场在2025年初开盘表现强劲后有所走弱，标普500指数从6,147点的高位回落，而10年期美国国债收益率亦从4.80%下跌，原因在于市场担忧特朗普政府的政策将损害而非帮助经济增长。
- 放宽规管、减税本应有助支持经济活动，但特朗普总统的关税威胁令企业和消费者面临不确定因素。收紧移民政策或会损害劳动力供应，而政府效率部大幅削减开支亦令联邦政府雇员担心自己工作不保。
- 最新数据显示，白宫政策带来经济增长下行风险和通胀上行风险。
- 尽管疫情期间累积的超额储蓄仍然可观，但美国1月份零售额仍下跌0.9%。同时根据密歇根大学的调查，2月5年期至10年期长期通胀预期达到3.5%，为本世纪以来最高水平。此外，2月美国消费信心出现三年来最大的单月跌幅，每周初次申请失业救济金人数亦急剧上升，加重对联邦政府裁员将导致失业率上升的担忧。
- 然而我们认为，要断言美国市场的向好前景已经动摇仍为时尚早。美国零售额于1月受恶劣天气的影响。2月初次申领失业金人数增加或仅为季节性，而且虽然备受关注的亚特兰大联储银行美国GDP增长追踪指标目前预测经济将在2025年第一季出现萎缩，其模型很有可能受到今年赶在美国关税生效前黄金进口激增的影响——该影响导致美国贸易逆差扩大从而损害GDP增长。反观纽约联储银行每周经济指数显示经济增长仍然企稳于2%以上。
- 因此，我们认为美国经济稳健增长、通胀放缓以及美国联储局可能进一步降息25个基点的前景，仍然对风险资产有利。然而鉴于特朗普政府带来的不确定性，我们将继续密切关注未来数据，以判断美国经济是否面临意外滞胀的风险。

中国 – 美国关税是今年的主要风险

- 中国经济在2024年底录得较为稳健的表现。2024年第四季度，中国的GDP超出预期，原因是去年突然宣布的刺激措施支持了经济，以及因应美国关税而提前出口，刺激了经济活动。
- 中国自去年9月起推出降息等多项

宽松措施，已开始有助经济增长，及缓解市场对通缩的担忧。1月的通胀率仍然极低，仅为0.5%，但10年期国债收益率已开始从今年初1.60%的历史低位反弹。

- 然而，为防止中国经济复苏再次停滞，仍需进一步刺激措施。尽管2024年GDP增长达到中国5%的目标，但消费者仍未摆脱疫情阴影，房地产市场依然脆弱。与此同时，新一届美国政府对中国出口商品加征20%关税。
- 中国全国人民代表大会于3月初召开，宣布推出更多财政刺激措施，政府承诺将加大力度支持消费，缓解中美贸易战不断升级对中国经济的影响。中央仍决意于今年实现约5%经济增长。
- 2025年增长目标约为5%，而赤字率目标有所上升，约占GDP 4%(此前为3%)，均表明政府致力促进增长。
- 政府表示拟于今年发行超长期特别国债1.3万亿元，高于2024年的1万亿元。地方政府亦将获准发行专项债4.4万亿元，高于之前的3.9万亿元。债务和支出增加旨在缓冲美国关税对经济的影响。

欧洲 – 欧洲经济前景面临的三大挑战

- 欧洲金融市场今年以来受到支持，原因是俄乌有望停战和德国大选后有机会推出更多财政刺激措施。然而特朗普政府突然转向俄罗斯、美国多年来对欧洲安全的承诺很可能结束以及全面实施关税的威胁，将继续对欧元区和英国带来考验。
- 欧洲各国面临的第一个挑战是确保乌克兰的安全，而这亦意味着确保整个地区的安全，无论是乌克兰和俄罗斯同意长期停火，还是美国试图强行向乌克兰提供解决方案。
- 第二个挑战是，2月大选中间偏右的基民盟/基社盟胜选后，德国能够以多快的速度增加国防开支和修复陈旧不堪的基础设施。
- 最后的挑战是总统特朗普威胁将对汽车等的欧洲出口商品征收25%的关税。我们预计美国加征重税将使欧元区经济增长下降整整一个百分点，从而抵销俄乌停战带来的任何和平红利或德国放宽财政政策的效果。
- 鉴于欧洲面临这三大关键挑战，我们认为今年前景依然充满考验。因此，我们维持对2025年GDP略微增长0.7%的预测，并预计欧洲央行将继续降息，从目前的2.75%降至1.50%，以支持经济发展。

日本 – 继续加息将帮助日元回升

- 日本央行已在过去一年中三次上调利率，从-0.10%上调至0.50%，原因是自2022年以来，核心通胀率(受到疫情以及乌克兰战争和加沙战争影响)始终高于2%的目标水平。
- 我们认为，通胀率今年仍将超过2%，2025年将再次加息2次，每次25个基点，达到1%。因此我们预计，日本央行收紧政策将有助日元兑美元汇率持续回升至超过150。

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	2.8	2.2
欧元区	6.3	3.6	0.5	0.7	0.7
英国	8.6	4.8	0.4	0.9	1.0
日本	2.8	0.9	1.5	0.1	1.2
亚洲四小龙	6.0	2.3	1.5	3.0	2.3
新兴市场	**7.0**	**4.0**	**4.4**	**4.2**	**4.0**
中国	8.4	3.1	5.4	5.0	4.2
印度	9.4	7.0	8.8	6.7	6.4
亚洲四小虎	3.5	4.3	4.3	4.7	4.8
全球	**6.5**	**3.5**	**3.4**	**3.2**	**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	4.00-4.25	4.00-4.25	4.00-4.25
2年期美国国债	4.00	4.25	4.50
5年期美国国债	4.25	4.50	4.75
10年期美国国债	4.50	4.75	5.00
30年期美国国债	4.75	5.00	5.50
美国SOFR掉期利率预测			
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

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

短期盘整

「虽然我们看好美国股市在12个月内的表现，但我们认为，由于投资者面临通胀、美国关税及白宫削减成本措施相关等的不确定因素日益增加，股市可能在短期内进入盘整期。」

- 年初至今部分落后股表现强劲，例如欧洲股票。然而，这并非轮转到所有估值较低的落后股。
- 欧洲股票于2024年第一季亦有类似良好表现，随后在年内余下时间处于盘整状态。
- 投资者应留意美国优越论能否延续优势，除七大科技巨头前景之外，尤其应将关税发展、中国刺激措施和债券收益率走向纳入考虑。
- 归根结底，为实现更广泛板块轮动，需要美元走软、温和关税环境、中国经济加速增长、债券收益率表现良好以及七巨头领导地位弱化。
- 正如我们之前所提醒，科技股短期内似有回调可能，但认为关税不确定程度即将达到峰值仍为时过早。
- 虽然欧洲股票仍存在大量不确定因素，而我们对欧洲股票持中性立场，但投资者仍然可以自下而上找到估值具吸引力的股票。
- 同时，投资者正日益意识到中国的创新能力和其高科技、高附加值产业的强大实力。对中美地缘政治紧张局势的再度关注可能会在短期内限制乐观情绪，但就长期而言，我们认为股市升势总体上可持续且有更多上升空间。

美国 – 进入盘整但长期利好因素仍存

- 过去两年美国股市每年上升超过20%，其后由于投资者面临的通胀风险、美国关税、利率走向和削减财政支出等相关不确定因素日渐增加，美国股市目前正进入盘整期。
- 由于估值已充分反映市场对美国盈利前景和总统特朗普政策的乐观预期，若增长和通胀方面出现意外的负面消息，美国股市很容易进入短期调整。2月情况已足以为证，当时经济出现疲软迹象，包括服务业采购经理指数自2023年1月以来首次跌破50至49.7，和来年通胀预期升至2023年5月以来的最高水平。
- 尽管如此，考虑到总统特朗普促进经济增长的政策、充足的系统流动性、生产力不断提升和人工智能创新等长期利好因素，我们仍然坚信美国股市将维持长期牛市。值得注意的是，大多数标普500指数成份股公司公布的2024年第四季业绩超出预期，反映企业基本面稳健。
- 总体上我们认为，未来走势更有可能是进入盘整期而非见顶回落的情况。

欧洲 – 冀望乌克兰和平的同时关注关税方面事态发展

- 欧洲股票年初至今表现优于其他地区，原因是俄乌战争可能结束，改善了市场情绪。德国股票表现出色支持欧洲股市，主要原因是SAP和西门子等跨国公司在指数中占高权重。德国股市对科技、金融服务和工业等特定行业的权重亦较大。由于市场预期未来国防开支将会增加，莱茵金属等国防企业成为领涨股。另一方面，不确定因素依然存在，包括俄罗斯恢复向欧洲供应天然气的程度以提高竞争力、未来财政支出水平以及美国可能带来的关税影响。
- 由于欧盟有可能重新分配资金或筹资以增加国防支出，我们偏好国防股。医疗保健等行业通常受贸易不确定性影响程度较低，而在美国拥有业务的欧洲公司可能较少受美国关税影响。

日本 – 关税担忧和日元走强构成拖累

- MSCI日本指数1月表现平平，随后2月出现下跌(按日元计)。我们认为疲软表现的原因是市场担心特朗普政府可能征收关税以及日元走强。虽然财报季表现强劲，但MSCI日本指数约有21%收入来自美国，其中18%来自商品，3%来自服务。美国征收10%的普遍关税可能会使盈利下降接近中单位数水平。此外，关税亦会影响经济增长，对企业盈利产生负面影响。

亚洲(日本除外) – 政府措施推动增长

- MSCI亚洲(日本除外)指数继1月上涨0.6%后，2月再次录得正增长。增长主要受MSCI中国、南韩和香港指数推动，但部分被泰国、印度尼西亚和印度疲软表现所抵销。印度尼西亚总统普拉博沃(Prabowo Subianto)于2月24日宣布成立该国新主权财富基金Danantara，其将管理约9,000亿美元资产，七家国有企业将归于其管辖之下。我们认为，市场对其透明度和治理问题存在担忧，因此，执行和问责至关重要。提高国有企业股息支付以增加Danantara收入的方式，亦将受到市场密切审视。
- 新加坡2025年预算案主要关注应对成本压力、推进新加坡的增长前沿和建设可持续发展城市等重点领域。我们预计消费券将振兴零售业，并且由于其具有防御性特征、股息收益率具吸引力和估值不高，我们继续看好新加坡股市。税务优惠和其他措施(例如成立规模50亿新元的证券市场发展计划以重振新加坡资本市场)亦被视作利好因素。

全球行业 – 消息接踵而至

- 2025年开局短短两个月，却彷佛已历经数个关键转折月份。2月，投资者面临新一轮关税公告和随之而来的不确定性、俄乌冲突可能和解、以及对中国技术进步和创新的重新关注，加上其他种种重要发展。截至本文撰写之时，医疗保健行业为年初至今表现最佳的行业，其次是金融行业。

DeepSeek激发科技行业不同反应

- 于最近的财报季中，DeepSeek带来的对人工智能资本支出断崖式下跌的担忧显然并未成为现实，至少在短期内是如此。几家超大规模企业阐明稳健的资本支出计划，部分高级管理人员认为，巨大的投资将随时间推移成为战略优势。我们仍然认为，随着大语言模型变得更加高效，由此产生的应用场景激增将令人工智能支出增加而非减少。与之相对，DeepSeek的发展引发中国科技股的强劲反弹。
- 估值偏低、人工智能模型显著发展和资本支出水平提升，共同推动科技产业迅速出现价值重估。鉴于人工智能变现机遇前景广阔，以及任何进一步的消费支持措施可能带来的有利因素（尤其是对电子商务企业），我们继续看好中国的互联网和平台企业。

蓬勃发展的行业：中国创新、欧洲国防及整体医疗保健行业

- 除中国科技股外，欧洲与国防相关的股票估值大幅上升，我们亦继续看好该行业，因为各国政府预计会将更多预算用于国防。另一方面，美国政府效率部削减预算的担忧对美国国防企业构成压力，部分主要国防企业的估值变得相对吸引。与此同时，医疗保健行业正吸引越来越多投资者关注，原因在于：i)前期表现不佳导致估值更具吸引力；ii)在不确定时期相对更具防御性；以及iii)行业处于创新前沿，有望从人工智能的规模化应用和成本优化中获得显著收益。

香港／中国市场前景

ELI LEE
新加坡银行首席投资策略师

支持政策料将明朗化

「我们仍看好中国股市，并预计在岸A股将迎头赶上，因为全国人民代表大会宣布支持政策，A股会对那些政策更为敏感。」

- 受人工智能乐观前景推动，上月香港和离岸中国股票表现于区内领先，上升14-15%，通讯服务、非必需消费品和科技行业表现带领大市。我们仍看好中国股市，并预计在岸A股将迎头赶上，因为全国人民代表大会宣布支持政策，A股对那些政策更为敏感，工业和信息科技行业占比亦较高，可受益于人工智能供应链和先进制造业。我们将恒生指数的基础、牛市和熊市指数目标分别上调至25,900、27,900和19,600。
- 虽然我们认为考虑到生产力和盈利提升，人工智能主题可能有更多扩展空间，但随着最新的「美国优先投资政策备忘录」出炉，中美紧张关系或会升温。鉴于获利回吐和风险管理，我们预计中国股市在短期内将会盘整。
- 关注重点包括：i)财政支持政策或会在全国人民代表大会上进一步明朗化；ii)透过财报季评估潜在的价值重估机会；iii)高频数据显示房地产市场持续改善以及商业和家庭信心增强；和iv)关于中美两国领导人可能会晤的任何最新消息。

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)

安全为上

「我们对长期债券持谨慎态度，并认为中短存续期产品受利率波动的影响较小。由于存在对特朗普政府推行宽松财政政策的担忧，美债收益率未来12个月存在上行风险。」

- 10年期美国国债收益率已从1月中旬的4.8%最高位降至本文撰写时约4.25%，回吐2024年第四季以来收益率的升幅。纵观2024年12月，虽然花旗美国经济惊奇指数下跌并在12月底跌至负值，意味着公布的业绩数据不及预期，但10年期美国国债收益率仍有所上升。当时市场更担忧的是特朗普第二任期内财政轨迹的不确定性，美国国债收益率走高原因被认为是满足更高发行需求所需。其后，由于近期美国消费者信心大幅下滑，该指数已进一步跌至更低，这可能归因于关税逐步增加以及贸易战升级的担忧，已影响企业和消费者行为。
- 关税会削弱市场情绪和增长，并在短期内推低长期美国国债收益率。不过我们认为，对实际财政赤字高于预期的担忧，可能会再次成为今年较后时间美国国债收益率的一大驱动因素。虽然美国财政部长贝森特近期发表不同的评论，我们仍认为由于存在资金缺口，美国财政部需要在2026年初之前增加供应。而美国国债供应增加可能会推动长存续期收益率走高。
- 此外，期货市场已提高联储局在2025年底前大幅降息的可能性。然而考虑到通胀率仍高于联储局目标水平，和特朗普的关税政策和较为宽松的财政立场具有通胀效应，除非就业市场明显疲软，否则联储局不太可能大幅降息。我们预计今年会再降息一次，幅度为25个基点。
- 我们对存续期风险仍持谨慎态度，并认为短期和中期期限债券最能抵御利率波动风险。

发达市场

- 美国政府已宣布对钢铁和铝进口征收关税，并威胁对其他欧盟产品征收关税。关税将损害欧洲制造商，其产品在美国变得更加昂贵，很有可能会导致其出口收入下降。此外，美国对世界其他地区征收的关税亦可能对欧洲公司带来压力，原因是目标国可能会发现产品在美国的销售价格过高，从而将其产品转到欧洲销售，增加了欧洲本土制造商的竞争。
- 虽然有关税带来的风险，欧洲信贷息差依然保持良好。在本文撰写时，ICE BAML欧元投资级企业指数的期权调整息差(OAS)为88个基点，ICE BAML欧元高收益指数的期权调整息差为280个基点。两者均接近历史最窄水平。然而我们认为，关税的影响将成为今年相对息差和信贷估值的重要决定因素。
- 征收关税的目标行业面临最大风险，而美国在欧盟内部的五大贸易伙伴，即德国、意大利、爱尔兰、法国和荷兰，很可能是美国关税的最大受影响国家。
- 德国方面，虽然我们仍在等待当前联盟谈判结果，前路不确定性犹存，但我们认为近期选举结果不会带来重大的财政风险，因为各党派很可能就财政审慎的必要性达成高度共识。

新兴市场

- 由于2025年面临多重变量和不确定性，我们对新兴市场信贷继续持中性立场。美元走强与关税的双重压力，可能推高未来12个月

新兴市场的息差水平，但稳健的技术要素是抵销的重要因素。

亚洲

- 尽管关税新闻不断，亚洲信贷市场总体上保持韧性。虽然存在贸易政策不确定性和利率波动，我们对信贷息差偏紧仍然谨慎，但发行人基本面稳健和市场技术因素有利仍是主要缓解因素。
- 随着美国优先贸易政策审查的关键日期临近，以及将关税范围扩大纳入更多行业，我们预计4月的市场波动性将会加剧。若关税范围扩大至互惠关税和非关税壁垒（如增值税、补贴和反倾销措施），可能会增加复杂性并影响更多亚洲国家。
- 美国国债的涨势有助支持亚洲投资级债券表现，特别是较长年期债券，尽管后者在月内出现轻微息差扩大。
- 一线和主要二线城市房地产市场出现稳定迹象，支持中国高收益债券市场情绪。盈利改善、博彩总收入复苏和市场情绪向好，已振兴澳门博彩业。3月全国人民代表大会明确的宽松财政和货币政策延续，应有助支持中国经济增长前景。

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)

黄金仍有升值潜力

「我们继续看好黄金，因为黄金可有效对冲通胀重燃风险以及对财政可持续性的担忧。我们的12个月金价目标为每盎司3,100美元。」

石油

- 我们原本预期石油输出国组织和其盟友将再次延长减产措施，然而其八个成员国的代表出乎市场意料地宣布，将按计划于4月1日开始取消减产，撤销每日220万桶的自愿减产。
- 石油输出国组织和其盟友此举出人意料，表明该组织已一反先前谨慎态度，此前其曾三度推迟撤销已实施逾两年的减产措施。除非出现伊朗和委内瑞拉供应量减少等其他情况，石油输出国组织的举动将构成油价下行风险。然而，油价下跌的前景符合特朗普推动能源价格降低的方向。我们将12个月布兰特原油价格预测由每桶75美元下调至70美元。
- 我们认为，在美国信心数据走软、关税升级以及讨论放宽对俄制裁的背景下，石油输出国组织和其盟友宣布撤销自愿减产，似乎是一个冒险的决定。出于关税威胁所引发的不确定因素，石油市场已重新开始担忧需求。贸易政策方面的不确定性似已影响美国企业和家庭的信心。俄乌可能停战为解除对俄罗斯能源的制裁铺平道路，亦有可能拉低油价。
- 不过，石油输出国组织和其盟友的声明仍为日后根据市场状况进行调整保留空间。撤销自愿减产有可能不会完全实现。石油输出国组织成员国面临石油盈亏平衡价格不断上涨的局面，令其财政预算承压。若干石油输出国组织成员国预算需求高企，意味着这些国家将继续倾向于支持油价以增加收入。因此，布兰特原油价格在较长期间大幅跌破每桶70美元的风险有限。

贵金属

- 在中国科技股和欧洲国防股的涨势之外，黄金一直是今年最热门的市场之一。我们仍然认为黄金是有效的投资组合对冲和分散投资工具。我们亦相信，即使2025年上半年美元走强，金价仍有可能上涨。我们的12个月金价目标现时为每盎司3,100美元。
- 特朗普的关税政策加剧了滞胀(即经济增长放缓和通胀上升)的风险。近期公布一系列疲软的美国经济数据，引发人们对美国经济增长前景是否依然稳健的疑虑。研究表明，在滞胀期间，黄金往往表现良好。黄金在其他极端环境下亦表现良好，如经济衰退(低增长、低通胀)和经济过热(高增长、高通胀)。虽然「金发经济」词中带「金」，但此情形并不会支持黄金。「金发经济」情境指增长温和的低通胀环境。
- 对美国财政可持续性以及地缘政治紧张局势的担忧，加上关税威胁推波助澜，亦可能促使各央行购置更多黄金。中国央行于1月连续第三个月扩大黄金储备，表明即使在金价处于历史高位的情况下，中国仍持续致力分散投资。中国有关部门亦宣布一项试行计划，首次批准10间主要保险公司将不超过其1%资产投资于金条。

货币

- 受关税威胁以及对美国优越论的疑虑日益增加影响，2月美元走势波动。关税延迟实施、乌克兰和平谈判前景、美国经济指标走软以及中国科技股的重新评级(归功

于DeepSeek和中国国家主席习近平与民营企业领导人会面)为风险资产恢复创造有利环境，而美元出现回落。但有关关税的忧虑仍未散去。除非延迟实施，否则加征关税可能会削弱市场信心，并导致美元急涨。我们仍然预期在关税不确定性和美国优越论减退的影响下，3月美元将以双向交易为主。

- 欧元于2月的升势或已接近尾声。美国对欧洲加征关税的风险迫近，有可能限制欧元的上行空间。市场亦可能会对欧洲央行的鸽派立场持谨慎态度。尽管如此，鉴于近期事态发展，我们已转为对欧元前景持中性看法：(i)冀望乌克兰和平协议—若能够达成协议，或可推动供应链正常化，降低能源成本，减轻企业和家庭的现有负担，改善市场信心和增长前景；(ii)欧洲或将尝试透过协商来避免与美国爆发全面贸易战。(iii)中国经济复苏开始稳定的初步迹象；(iv)德国快速组成联合政府的决心。尽管如此，继续限制欧元上涨的负面因素仍然存在：(i)关税风险，其严重程度或将会对欧元构成压力；(ii)欧洲将须承担维护自身安全的责任，并确保乌克兰和平，这意味着国防开支将会增加，可能会加重大多数欧盟国家的财政负担；(iii)欧元现时的负面因素，例如欧元区经济停滞，以和欧洲央行需进行更多/更大幅的降息以支持经济增长。因此，偏向中性的双向交易似乎合理。
- 2月，美元兑日元交叉盘继续走低。美国国债收益率下跌、日本央行鹰派言论和高于预期的消费者物价指数，令联储局与日本央行政策分歧继续加深。展望3月，我们认为多重因素汇聚，包括特朗普的关税威胁和股息季节性趋势，可能令美元兑日元走势欠明朗。话虽如此，宏观因素依然如故。工资增长前景、服务业通胀范围扩大和经济活动良好，继续支持日本央行实施政策正常化。联储局与日本央行的政策分歧应会继续巩固美元兑日元下行的总体趋势。因此，如关税不确定性或季节性趋势导致反弹，我们维持在美元兑日元上涨时抛售的取向。
- 2月大部分时间，美元兑新加坡元走低，其后在月底反弹。最初的下跌是由于美元和美国国债收益率普遍下降，亦类似日元、人民币甚至欧元走强。但近期美元兑新加坡元反弹，原因是特朗普的关税威胁升级，和部分亦由于新加坡消费者物价指数走软。消费者物价指数较为疲软，增加了新加坡金管局于4月的货币政策会议上再次放宽货币政策的可能性。对新加坡金管局放宽货币政策的预期，可能意味着新加坡元的升势(按贸易加权计算)将会伴随3月至4月期间对关税的担忧而持续减弱。

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(澳门)股份有限公司没有参与编制有关资讯及/或意见。华侨银行(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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(澳门)股份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〕在此报告中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澳门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)。