



2025年第四季展望

從貿易戰到減息與刺激措施

2025年第三季：季度市場回顧

全球貿易進展、人工智能樂觀情緒以及對聯儲局減息的預期推動市場大幅上升

股票

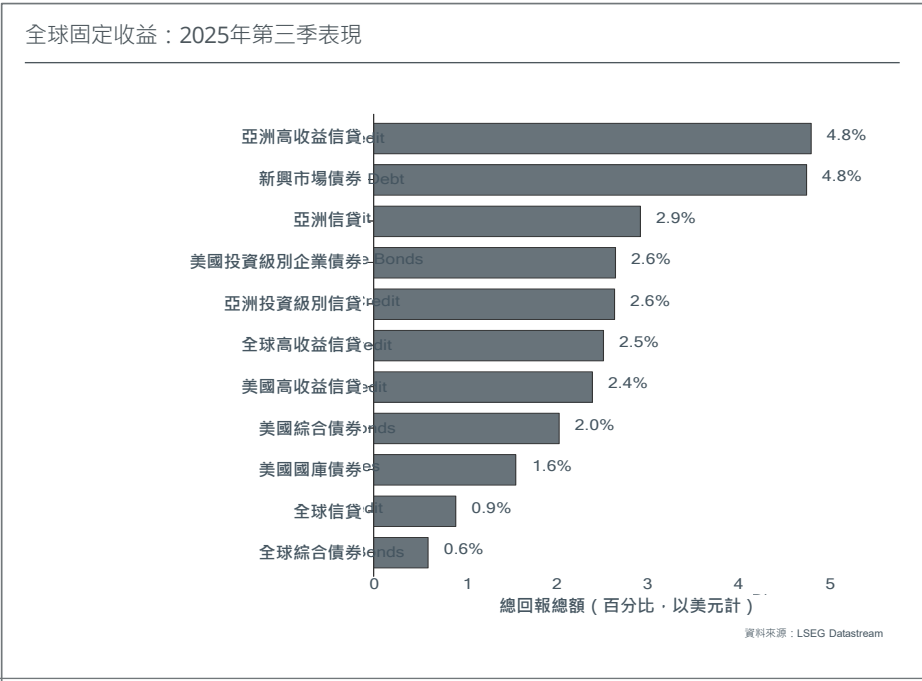
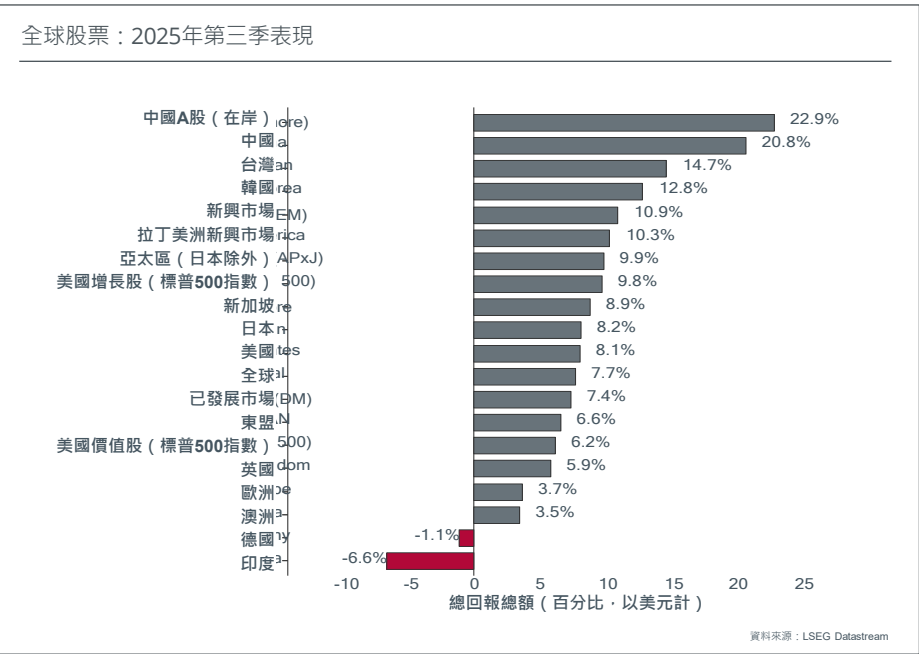
由於中美貿易關稅緩期延長、人工智能樂觀情緒以及對聯儲局減息的預期利好市場氣氛，全球股票在第三季上升。因應勞動市場放緩，聯儲局在9月將聯邦基金利率下調25個基點至4.00%至4.25%區間。2025年第二季企業盈利強勁、人工智能帶動科技行業上升，加上零售投資者的參與度增加，帶動美國股票上升。標普500指數及科技股比重較高的納斯達克指數分別上升7.8%及11.2%。歐元區股票因美歐貿易協議、人工智能樂觀情緒以及企業盈利強勁而受惠。

新興市場在季內上升10.9%，跑贏已發展市場及美國。隨著中美貿易緊張局勢緩和，新興市場表現強勁，主要由中國（+20.8%）、台灣（+14.7%）、韓國（+12.8%）及泰國（+17.6%）的強勁表現帶動。印度是新興市場指數的主要落後市場，下跌6.6%，主要受估值壓力、美國關稅及外資流出影響。

固定收益

儘管受央行審慎指引、對財政可持續性的憂慮以及市場因應關稅調整的影響，全球固定收益市場在季內表現波動，但仍錄得升幅。持續關稅爭端及地區衝突等地緣政治風險加劇市場波動，增加了防守型固定收益資產的吸引力。

受貨幣政策寬鬆預期、勞動市場疲弱以及經濟放緩跡象帶動，各年期美國國庫債券收益率均在季內下跌。短期國債收益率跌幅最大，10年期國債收益率下跌8個基點至4.16%。在這環境下，全球綜合債券錄得0.6%回報，美國國庫債券則上升1.0%。投資級別債券及高收益債券的信貸息差普遍收窄，而受惠於吸引收益率、資金再度流入及減息預期，新興市場債券以美元計大幅上升4.8%。



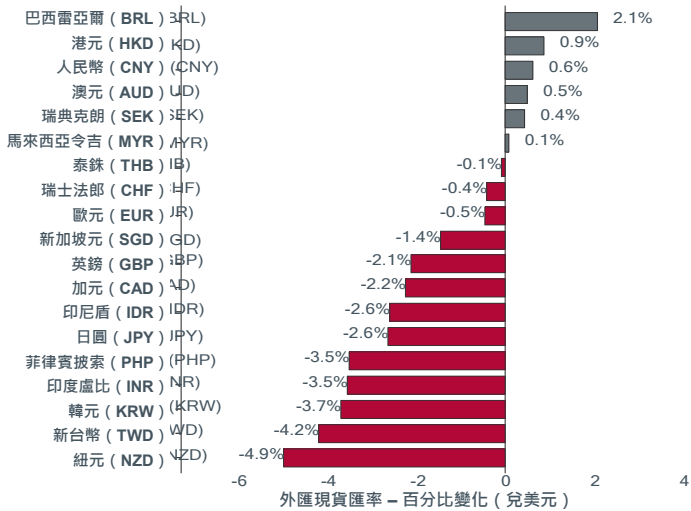
數據來源：瀚亞投資；MSCI；LSEG Datastream。所載表現數據截至2025年9月30日。股票回報以各自MSCI市場指數的美元（總回報總額）指數作參照。例外的是「美國增長股（標普500指數）」及「美國價值股（標普500指數）」，兩者分別由標普500增長（總回報）指數及標普500價值（總回報）指數代表。「已發展市場股票」由MSCI世界指數代表。固定收益市場由以下指數代表：「亞洲高收益信貸」：摩根大通亞洲信貸非投資級別指數，「全球高收益信貸」：洲際交易所美國銀行全球高收益債券指數，「亞洲信貸」：摩根大通亞洲信貸指數，「美國高收益信貸」：洲際交易所美國銀行高收益債券限制指數，「亞洲投資級別信貸」：摩根大通亞洲信貸投資級別指數，「新興市場債券」：摩根大通新興市場債券環球多元化指數，「美國國庫債券」：洲際交易所美國銀行美國國庫債券指數，「美國投資級別企業債券」：洲際交易所美國銀行美國企業債券指數，「美國綜合債券」：彭博美國綜合債券指數，「全球信貸」：洲際交易所美國銀行全球信貸指數，以及「全球綜合債券」：彭博全球綜合債券指數。

貨幣

季內，廣義美元指數兌一籃子六種主要貨幣上升0.9%，但年初至今仍錄得-9.9%跌幅。地緣政治風險及通脹憂慮導致非美元貨幣普遍走弱，亞洲貨幣走勢分歧。

港元及人民幣在亞洲貨幣中表現突出。受聯繫匯率機制支持，港元升值0.9%。相反，新台幣及韓元等全球貿易指標貨幣分別貶值-4.2%及-3.7%。美國貿易緊張局勢及投資者資金流出，拖累印度盧比貶值。

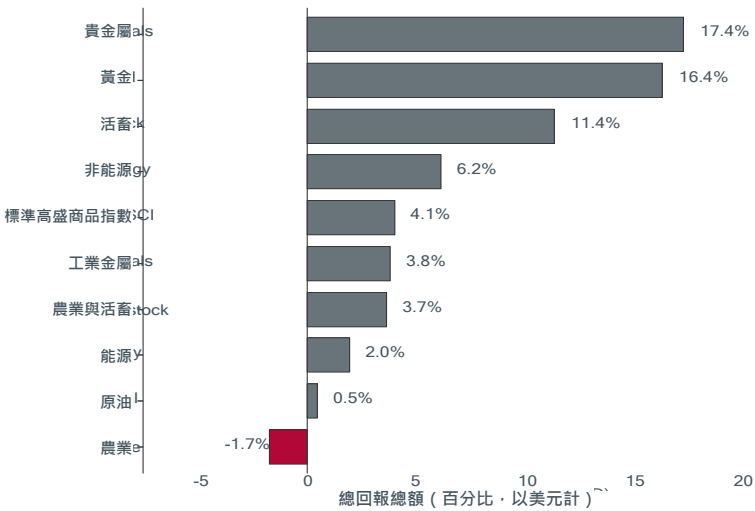
貨幣：2025年第三季表現（兌美元）



商品

廣泛商品指數標普高盛商品總回報指數在季內上升4.1%。值得注意的是，受惠於全球強勁需求及供應限制，黃金（+16.4%）及貴金屬市場（+17.4%）大幅上升。農業、原油及能源行業為相對表現落後的主要行業。

商品：2025年第三季表現



資料來源：LSEG Datastream；標普全球。所載表現數據截至2025年9月30日。就「貨幣（兌美元）」圖表而言，各貨幣的貨幣表現基於Refinitiv計算的收市現貨匯率（兌美元）。就「商品」圖表而言，請注意以下資料。原油：標普高盛原油指數、能源：標普高盛能源指數、活畜：標普高盛活畜指數、黃金：標普高盛黃金指數、貴金屬：標普高盛貴金屬指數、農業與活畜：標普高盛農業與活畜指數、非能源：標普高盛非能源指數、農業：標普高盛農業指數、工業金屬：標普高盛工業金屬指數。

宏觀展望

經濟增長將在未來數月放緩，直至政策刺激措施在2026年初推動經濟復甦

增長

美國及東亞的經濟增長料將在未來數月放緩，直至政策刺激措施在2026年初推動經濟復甦。相反，印度經濟活動似乎即將見底，預計在政策刺激措施帶動下，印度經濟將在2026年上半年重拾動力。

美國方面，近期就業增長停滯、聯邦政府停擺的短期影響以及關稅成本穩定上升，預計將導致2025年第四季及2026年上半年國內生產總值增長放緩。儘管如此，政府停擺的效應將在明年首季逆轉，加上聯儲局預計在10月及12月分別減息25個基點的滯後正面影響，應在一定程度上抵銷相關衝擊。根據業績指引，未來數季企業在數據中心及相關電力基建上的支出將持續增長，但增速將會放緩。這應利好韓國、新加坡及台灣的科技相關出口。

由於出口及工業生產轉弱，預計日本國內生產總值增長亦將在第三季停滯，並在第四季保持疲弱。然而，領先指標顯示，出口將在今年較後時間回升，商業投資亦將持續增長。預計日本新任首相將在2026年加強財政刺激措施。

中國信貸及貨幣增長近期回落，反映了零售及工業活動自7月起持續疲弱。為應對經濟放緩，政府提供5,000億人民幣的政策性銀行貸款額度，但我們仍預計第四季國內生產總值增長將會放緩。12月經濟工作會議提出的新刺激措施指引將主導2026年的經濟前景。預計政府明年的國內生產總值增長目標至少為4.5%，甚至更接近5%。新的刺激措施料將側重於消費補貼及工業投資支持，尤其是科技行業的投資。

印度經濟活動指標似乎處於初步轉折點，預計將在2026年初增強。政府已開始實施多項財政刺激措施，包括商品及服務稅的稅制改革以及下調個人所得稅，總額將達國內生產總值的1.0%至1.3%。印度央行料將在12月進一步放寬貨幣政策。

東盟經濟體從人工智能基建熱潮的受惠程度較小，但印尼及菲律賓已加緊放寬貨幣政策，預計財政政策亦將刺激泰國消費復甦。相關刺激措施應防止2026年經濟增長過度放緩，同時將增長動力由出口轉向內需，尤其是消費及房地產市場的通貨復脹。

通脹

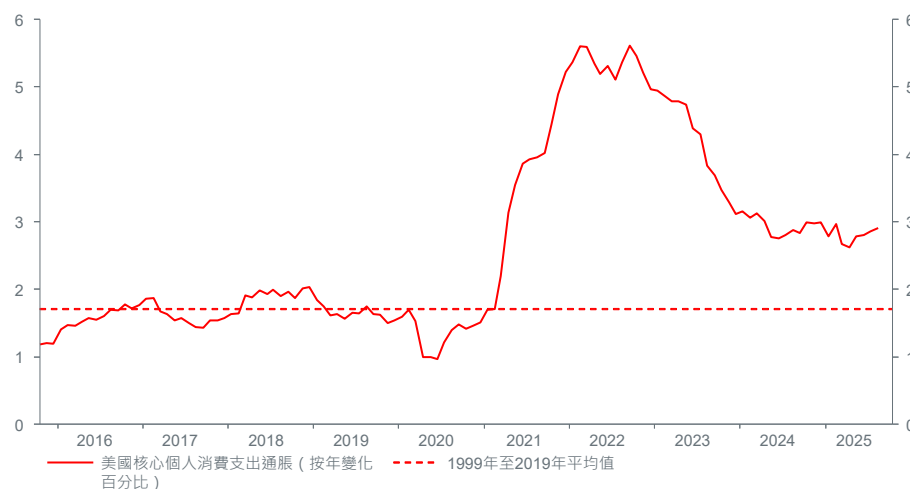
儘管美國通脹正逐步上升，亞洲通脹仍遠低於歷史平均水平，為亞洲進一步放寬貨幣政策創造空間。

我們預計，隨著關稅轉嫁效應增強，美國通脹在未來數季將逐漸上升至約3.1%至3.2%。住屋通脹放緩抵銷了部分關稅影響，但風險偏向美國通脹長期高企，而非重新回落至趨近聯儲局2%的目標水平。

中國方面，由於房地產行業持續通縮，加上對「反內卷」政策的關注減弱，通脹應維持在接近零的水平。受財政措施及消費增長放緩影響，日本通脹料將維持在2.5%至2.7%。受惠於農業收成改善以及商品及服務稅的稅制改革，預計印度通脹將在未來數月跌至1%以下，並在2026年維持在3%以下。

相反，放寬貨幣政策及貨幣弱勢或導致印尼通脹升至3%，但預計其升幅不足以影響央行近期轉向鴿派政策的決定。預計菲律賓的政策刺激措施將導致物價逐步上升至2%或略高，而泰國的財政刺激措施料將在2026年中結束通縮。新加坡及馬來西亞採取較審慎的貨幣政策，預計兩國通脹分別靠穩在低於1%及約2%的目標水平。

美國核心通脹漸升，但聯儲局仍在減息



資料來源：LSEG Datastream。2025年10月。

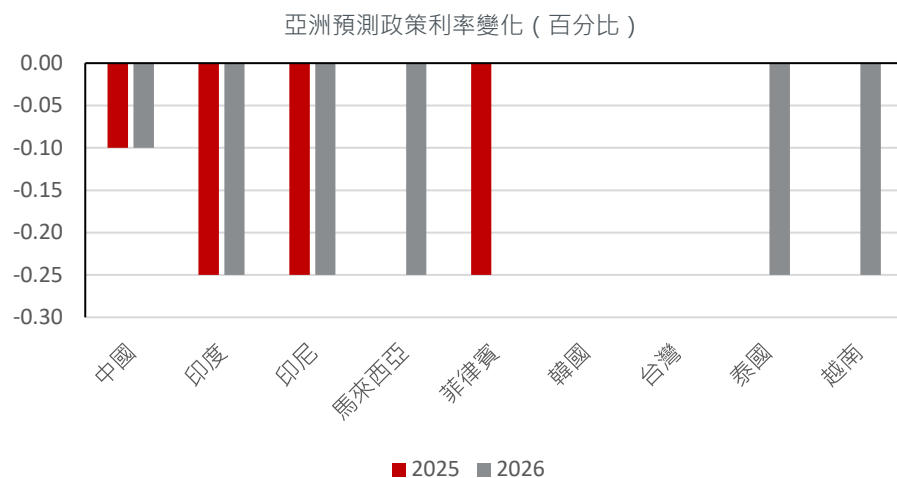
貨幣政策

聯儲局幾乎肯定將在10月會議上下調聯邦基金利率25個基點，我們預計12月將再下調25個基點。聯儲局主席鮑威爾最近表示將結束聯儲局的縮減資產負債表計劃。我們預計聯儲局將在10月會議上宣佈結束量化緊縮政策的計劃，並在其後數月落實。

雖然聯儲局減息及結束量化寬鬆政策本身將放寬全球貨幣環境，但亦促使其他央行進一步下調政策利率。亞洲方面，預計中國、印度、印尼及菲律賓央行將在今年再次減息。印度亦放寬對銀行及非銀行金融公司的監管限制，料將帶動明年貸款增加。

我們亦預計，中國、印度、印尼、泰國、馬來西亞及越南將在2026年上半年進一步下調政策利率，標誌著本輪貨幣政策寬鬆週期結束，但其對經濟及盈利的影響應延續至2026年下半年。

我們的貨幣政策預測的主要風險來自美元及房價。預計美元將在明年走弱，但若美元持續走強，大部分亞洲央行或會暫停減息。除了貨幣憂慮外，韓國及泰國央行亦對家庭債務及房價表達憂慮。我們認為新加坡金融管理局亦面臨房價問題。



資料來源：瀚亞。2025年10月21日。

貨幣展望

美元兌主要貨幣的走勢停滯，需要新的推動因素。短期而言，我們認為主要風險是聯儲局的言論挑戰市場對聯儲局在2026年減息130個基點的預期。相關預期降溫可能導致美元上升至近期區間的高位。此外，若日本近期政治變化導致市場下調對日本銀行在2026年加息兩次的預期，則可能帶動美元回升。

然而，基於數個因素，預計以美元指數 (DXY) 衡量，美元將貶值3%至5%。首先，我們預期美國總統特朗普將任命鴿派官員來接替聯儲局主席鮑威爾。與此相關的是，我們認為明年美國通脹將長期高企，削弱市場對美國實際利率高的觀點。另一個風險是，預計歐洲央行將逐步暗示減息週期已經結束。我們看好歐元區經濟增長前景，並預計法國的政治壓力將會緩和。

我們亦預計中國將繼續使人民幣緩步升值。中國似乎希望鼓勵資本流入，並增加人民幣在國際市場上的使用。由於人民幣實際有效匯率目前較2022年高位低18%以上，加上中國經常帳盈餘持續上升逐漸成為地緣經濟壓力來源，中國有空間容許人民幣適度升值。

其他亞洲貨幣料將走弱，直至美元明確恢復貶值趨勢。然而，印尼盾及菲律賓披索兌美元的匯率似乎接近政策下限，而印度盧比則接近實際有效匯率區間低位。



資料來源：倫敦所集團。2025年10月16日。

主要風險評估

主要領域	可能性	對市場的影響程度
美國經濟放緩幅度超出預期，原因是勞動市場疲弱，以及關稅相關價格壓力逐步增加，侵蝕了美國消費增長——美國國內生產總值增長的關鍵推動因素。儘管我們認為通脹在最壞情景下亦不會突破4%，但若經濟增長放緩而通脹維持在3%以上，將再度引發滯脹憂慮。另一個主要風險是，美國股市及經濟增長高度依賴人工智能主導的支出，而企業卻開始縮減對人工智能相關科技硬件的投資	中	高
主要上行風險包括但不限於：a) 美國經濟抵禦關稅的韌性高於預期；b) 聯儲局減息幅度較預期大。若關稅的傳導效應繼續有限，美國消費增長可能保持韌性，而通脹最終將低於預期，為聯儲局創造空間，以大於當前定價的幅度可靠地減息，從而刺激經濟及資產價格。另一個潛在上行風險是中國推出規模較預期大的政策刺激措施，以維持國內生產總值增長5%的目標。此舉將利好中國股市及人民幣，並對亞洲整體經濟增長產生正面的外溢效應。	中	中
地緣政治並不穩定。我們持續關注兩岸關係產生的潛在壓力。	低	高
數據來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。觀點截至2025年10月21日。請注意，本簡報所載資料可由瀚亞酌情更改，恕不另行通知。		

資產配置觀點

短期看好風險資產；長期觀點則較為審慎

2025年至今，股票及固定收益的表現均極為出色。歐洲、亞太區（日本除外）、日本、新興市場及美國股市均錄得雙位數回報。因此，目前的股票估值較年初大幅上升。

由於經濟數據仍然利好，展望2025年底，我們在短期內繼續普遍看好風險資產。

由於看好印度經濟前景，我們相對偏好新興市場及亞洲市場。受惠於對盈利增長改善、通脹下降及潛在減息的預期，後市前景相對向好。中國是另一個我們亦正關注的主要市場——10月舉行的政治局會議及四中全會料將有助我們判斷未來市場及地區動向。

展望2025年以後，考慮到對估值的憂慮，我們的立場將偏向中性，並密切關注美國經濟的疲弱跡象，尤其是就業數據。

資產配置觀點					
● 低配 ● 中性 ● 超配 ↑↓ 觀點從上季上調 / 下調 - 不變					
資產	3個月		12個月		理據
全球股票	●	-	●	-	隨著聯儲局在9月減息，加上全球傾向放寬貨幣政策，我們在戰術上看好全球股票等風險資產。然而，由於估值過高，我們的樂觀看法較去季下調。我們繼續密切關注股市，並對進一步關稅及地緣政治緊張局勢的潛在負面衝擊保持審慎。 我們對未來12個月持中性觀點，因為美國經濟的週期後段動向最終將對企業盈利前景構成挑戰，並壓低股票估值，尤其是佔全球股票投資範圍約65%的美國市場。
政府債券	●	-	●	↓	我們在短期內看好美國存續期，原因是美國國庫債券收益率有可能進一步下跌。美國經濟數據（例如消費者支出）及勞動市場顯著走弱，有可能迫使聯儲局迅速減息，並對美國收益率施加更大下行壓力。 12個月長線投資觀點方面，我們對存續期的立場偏向中性，因預計利率週期將會靠穩。
現金	●	-	●	↓	我們對現金的短期立場維持中性。由於減息前景較去季明朗，我們亦將長期觀點由超配下調至中性。

資產配置觀點（續）

資產配置觀點					
全球股票	3個月		12個月		理據
美國	●	—	●	—	短期而言，我們認為聯儲局放寬貨幣政策有助降低嚴重左尾增長風險情景的概率，並帶動美股造好。雖然我們意識到關稅的影響尚未完全浮現，但美國企業的盈利仍然強韌。 12個月長線投資觀點方面，由於當前偏高估值似乎尚未充分反映增長前景轉弱的風險，因此，除非出現重大推動因素（即盈利增長顯著改善），否則股票難以維持強勁表現。
歐洲	●	—	●	—	歐盟與美國在7月達成貿易協議，美國對歐洲貨品徵收最高15%的全面關稅15%，有助緩和未來的貿易不確定性。歐洲央行放寬政策、德國增加財政支出、通脹放緩以及其他因素有望繼續支持歐洲股票。然而，雖然盈利增長預期一直向好，但實際盈利數據持續滯後。
新興市場	●	—	●	—	由於看好印度，我們超配新興市場。印度經濟的利好因素源於最近宣佈的商品及服務稅稅制改革、盈利動力向好以及消費者情緒。與美國公司相比，新興市場的業績期表現勝預期，反映了其抵禦最初關稅消息的能力韌性。
亞太區（日本除外）	●	—	●	—	請參見上文有關對新興市場的評論，因組成兩個市場的亞洲國家 / 地區（例如中國、台灣、印度、韓國）高度重疊，約佔MSCI新興市場指數的76%，其中，中國佔MSCI新興市場指數的約28%。
政府債券	3個月		12個月		理據
美國	●	—	●	—	較長期美國國庫債券的期限溢價較高，使美國債券收益率維持吸引水平。任何美國經濟數據及 / 或美國勞動市場數據呈顯著放緩跡象，均可能迫使聯儲局迅速減息，從而對美國收益率施加更大下行壓力。12個月長線投資觀點方面，預計全球經濟增長將會放緩，因此我們計劃延長存續期。
歐洲	●	—	●	—	歐元區通脹壓力下降及經濟增長放緩，有望為歐洲央行提供進一步減息的空間，並壓低歐洲債券收益率。
新加坡	●	—	●	—	由於新加坡通脹低，新加坡政府債券繼續具吸引力。雖然4月核心通脹按年微升0.7%，但鑑於美國關稅導致全球需求減弱，並帶來通脹放緩壓力，新加坡金融管理局的通脹預測仍然偏低。
數據來源：瀚亞多元資產投資組合解決方案團隊。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2025年10月14日的觀點，不應視作建議。本簡報所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。					

資產配置觀點（續）

資產配置觀點

信貸	3個月		12個月		理據
美國高收益債券	●	—	●	—	雖然美國高收益債券息差自4月起收窄，但該資產類別仍提供近7%的吸引收益，尤其是考慮到其整體信貸質素較2000年代初改善。基於對估值的憂慮，我們的短期觀點維持正面，而長期觀點則偏向中性。
美國投資級別債券	●	—	●	—	儘管息差相對於歷史水平仍然狹窄，但美國投資級別債券仍提供可觀收益，加上其持有收益較高，整體總回報具吸引力，有助緩衝潛在息差擴闊的影響。由於美國投資級別債券的存續期較美國高收益債券長，前者在美國經濟放緩時應利好回報。
新興市場債券	●	—	●	—	3個月戰術性投資期方面，我們看好新興市場債券多於美國投資級別企業債券。新興市場主權（美元）債券往往因美元走弱而受惠，因為美元貶值降低了非美國實體償還美元計價債務的成本。新興市場當地貨幣債券亦有望受惠於美元走弱，成為吸引的「套息」交易工具。美國以外市場的通縮壓力使新興市場央行得以加速減息，利好相關債券。
亞洲信貸	●	—	●	—	就未來3個月而言，亞洲地區的宏觀經濟基礎相對穩健，加上預計2025年企業債券供應量相對於美國有所減少，料將支撐亞洲美元債券市場。亞洲投資級別債券發行人的財務狀況穩健、信貸評級趨勢向好，加上信貸狀況理想，為該資產類別提供支持。

數據來源：瀚亞多元資產投資組合解決方案團隊。3個月 = 3個月觀點。12個月 = 12個月觀點。資產類別觀點是截至2025年10月14日的觀點，不應視作建議。本簡報所載資料可由投資經理酌情更改，恕不另行通知。

亞洲各國政府推出新一輪刺激措施

亞洲各國政府支持經濟增長的決心超乎預期。過去數月，亞洲大部分政府相繼公佈新的政策刺激措施，其將在未來兩季對經濟產生正面影響。

中國批出5,000億人民幣地方政府債券額度，並由三間政策性銀行提供5,000億人民幣信貸額度，用作特定行業貸款。媒體報道指，政策性銀行已在5,000億元信貸額度中的撥出約3,000億元。

印度宣佈將在10月落實減稅，相關措施為商品及服務稅的稅制改革、寬減微型、小型及中型企業與出口商的企業稅，以及下調2026財政年度的個人所得稅。此外，印度儲備銀行宣佈將在9月至11月將現金儲備率下調100個基點至3%，並放寬對銀行及非銀行金融機構的監管要求，同時暗示12月可能再次下調政策利率。

印尼宣佈在今年10月至12月向3,000多萬戶家庭提供總額為30萬億印尼盾的現金補貼，並推出總額為16萬億印尼盾的糧食援助、稅務寬免及以工代賑措施，同時免除旅遊業從業員的個人所得稅。印尼央行在7月、8月及9月將政策利率下調25個基點，並預計在年底前再次減息。財政部亦指示印尼央行向國有銀行注入200萬億印尼盾的閒置國家資金，以促進貸款發放。

菲律賓透過《企業復甦及稅務優惠法》（CREATE MORE Act）擴大企業稅務優惠政策，菲律賓央行亦在8月將政策利率下調25個基點，並暗示可能進一步減息。

泰國在9月宣佈自10月起向3,300萬名公民發放總額600億泰銖的財政補貼，並在本月宣佈針對旅遊業的大型新稅務寬減及補貼方案。泰國央行在8月下調政策利率25個基點，並持續向中小企及弱勢族群提供流動性支持。

展望未來，預計泰國將在2026年推出更多刺激措施。日本新一屆政府料將嘗試追加預算以補貼電力及天然氣費用，並提高所得稅的標準免稅額。我們認為相關措施政很大機會在2026年有效提高收入，尤其是低收入家庭的收入。潛在措施包括降低食品及飲料的消費稅以及增加醫療福利。我們亦預計政府將為半導體、太陽能、電池、核能、航空航天、製藥及運輸等「戰略性」行業提供稅務優惠。

預計在2026年，中國的公共部門赤字將進一步增加，至少相當於國內生產總值的1%。這可能涉及增加消費補貼、提高社會福利金，以及增加對戰略性行業的補貼與信貸額度。我們不排除當局將進一步下調銀行存款準備金率及輕微減息。

印度政府料將在2026年進一步延後財政整合計劃，以採取較中性的財政立場，預計印度儲備銀行亦將進一步下調政策利率25至50個基點。

亞洲其他地區方面，預測印尼、馬來西亞、泰國及越南的政策利率將下調25個基點。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資（新加坡）有限公司。

本文由瀚亞投資（香港）有限公司（「瀚亞香港」）刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc.的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc.與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站（www.eastspring.com.hk）由瀚亞投資（香港）有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。