

市場導航

2025年第四季

大新銀行經濟研究及投資策略部

美國重啟減息 人工智能概念續推升股市

投資觀點

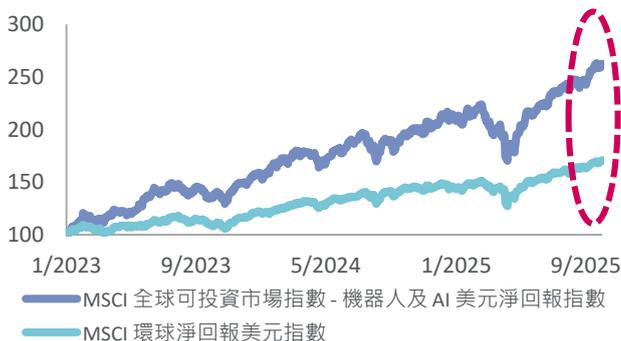
- 環球貿易戰憂慮減退，加上憧憬聯儲局減息，推動環球股市第三季延續升勢。人工智能技術持續取得進展，半導體需求強勁，推動全球人工智能相關行業股份表現強勢（圖一）。
- 中國股市動力或受限。中國股市第三季跑贏環球股市。整體內地經濟有轉弱跡象，市場憧憬中央加力刺激內需，不過中央財政分配或優先助地方政府化債，進一步加大財政刺激的力度可能性有限。另外，內地推出多項「反內捲」措施，以紓緩企業盈利因無序減價競爭及產能過剩所帶來的壓力。
- 我們上調其他亞洲市場股市觀點至看好。人工智能發展持續有突破，高端晶片需求強勁，而台灣及南韓半導體製造技術持續領先，或利好當地科技行業前景，支持個別國家股市表現。
- 我們上調美國股市觀點至看好。聯儲局有望進一步減息，而且美國科企在科研料仍能保持主導地位，可望持續受惠人工智能相關發展。然而，美股估值持續偏高，若企業業績讓市場失望，或經濟基調惡化，可能為股市帶來衝擊。市場逐步消化聯儲局減息預期，加上美國財政問題持續為債券市場帶來不明朗因素，我們下調主權債券及投資級別企業債券至中性。美國實質利率亦未有進一步下降，或限制金價進一步突破空間，我們下調黃金觀點至中性。

外匯展望

- 各國貨幣政策前景出現分歧，聯儲局重啟減息，紐西蘭央行料繼續下調利率，歐洲央行、英倫銀行及澳洲央行則按兵不動，或續影響外匯走勢（圖二）。市場消化聯儲局減息預期，而當局對通脹前景仍然謹慎，支持美匯有所回穩，惟美國政府停擺短線或增加經濟前景不確定性，可能限制美匯表現。
- 我們上調澳元兌美元觀點至中性。澳洲央行稱通脹放緩但仍可能高於早前官方預測，或意味減息步伐轉趨謹慎；加上環球風險偏好回升，或支持澳元等風險貨幣。

圖一：全球人工智能行業優勢擴大

12/2022 = 100



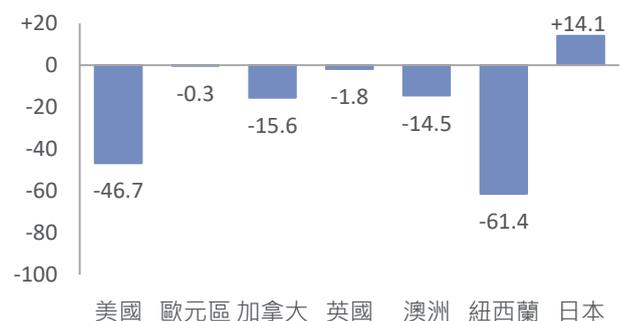
資料來源：彭博、大新銀行，2025年10月6日。

市場回顧

- 市場憧憬聯儲局減息，推動環球股市第三季上升7.6%，連升兩季。美股升8%，中國股票上漲兩成，跑贏環球主要股市
- 環球債券升不足1%；新興市場美元債券升3.4%，跑贏整體債市
- 油價跌4.2%，連跌三季；金價升16.8%續破頂，連升三季
- 美匯指數季內升近1%。紐元跌近5%跑輸主要非美貨幣，澳元和人民幣則逆市上升

圖二：各主要央行年底減息預測

預期利率變動 (基點)



資產類別投資觀點及展望

成熟市場股票	觀點	展望
美國	▲ ↑	我們上調美國股市觀點至看好。美國經濟受貿易戰的打擊較預期溫和，加上大部分貿易夥伴的關稅稅率已獲落實，紓緩相關不確定性；同時，聯儲局有望進一步減息，或利好企業盈利前景。美國企業在科研方面預料仍能保持主導地位，中長線可望繼續受惠人工智能相關科技發展。然而，美國估值持續偏高，若企業業績讓市場失望，或經濟基調惡化，或為股市帶來衝擊
歐元區	▶	歐洲大部分北約成員國同意增加軍費開支，德國成立5,000億歐元基建基金，有望提振歐元區增長前景。不過歐洲央行或暫緩減息，歐元偏強可能會影響部分歐元區國家出口表現，加上法國財政問題引起市場關注，或限制歐洲股市表現
日本	▶	日本央行可能未有加息的迫切性，經濟增長亦保持樂觀，加上科技企業績受惠人工智能發展，有望繼續支持日本股市。日本股市估值偏高，加上日本內閣更替可能增加政策不確定性，或增加日本股市波動性
香港	▶	美國可能進一步減息，內地人工智能概念持續取得進展加上南向資金持續流入，均為香港股市帶來支持。不過，企業業績表現參差，市場對恒指成分股未來盈利預測有所下調，整體大市估值並不便宜，或限制進一步突破動力。內地A股科技行業比重相對較低，表現或落後於香港股市
中國內地	▶	
其他亞洲市場	▲ ↑	我們上調其他亞洲股市觀點至看好。台灣股市受惠高端晶片強勁需求。南韓新政府推出30萬億韓圓追加預算刺激經濟，加上高端晶片強勁需求惠及南韓龍頭科企，或續支持南韓股市。印度及部分東盟國家經濟短線或受到潛在高額關稅所威脅。亞洲貨幣或受惠美元偏弱而走強
其他新興市場	▶	美元受壓，加上新興市場國家陸續與美國達成貿易協議，新興市場股市短線受支持。農產品及能源價格偏軟，或影響出口相關商品的新興市場表現
債券	觀點	展望
主權	▶ ↓	市場逐步消化聯儲局減息預期，惟長遠財政前景的憂慮是一大不明朗因素，我們下調主權及投資級別企業債券觀點至中性。高收益企業債券信貸息差顯著低於十年平均，反映估值並不便宜，
投資級別企業	▶ ↓	我們維持高收益企業債券中性觀點
高收益	▶	
商品	觀點	展望
黃金	▶ ↓	我們下調對黃金看法至中性。市場消化聯儲局減息預期，美元跌勢或回穩，美國實質利率亦未有進一步下降，加上技術指標顯示金價已出現超買一段時間，或限制金價進一步突破空間
原油	▲	石油輸出國組織按計劃進一步增產，加上中國需求疲弱，中短線料續壓抑油價

貨幣觀點及展望

貨幣	觀點	展望
美匯指數	中性	聯儲局預料會進一步減息，加上特朗普政府將委任聯儲局新主席人選，以及聯邦政府停擺等不明朗性，中短線或續限制美元表現
歐元兌美元	偏好	歐美貨幣政策背馳或助支持歐元表現。美元若回調，美匯指數權重最高的歐元或較受惠
英鎊兌美元	中性	英國通脹回升，英倫銀行減息行動或更趨謹慎。英國公共財政問題或引發英國長年期國債債息上升，或不利英鎊前景
澳元兌美元	中性 ↑	我們上調澳元兌美元觀點至中性。聯儲局減息憧憬有助提振澳元等風險貨幣。澳洲通脹走勢反覆，澳洲央行減息前景轉趨謹慎。
紐元兌美元	偏淡	紐西蘭經濟動力進一步轉弱，不排除紐西蘭央行進一步減息以支撐經濟
美元兌加元	偏好	美國與加拿大貿易談判未見突破，加上油組進一步增加原油產量，或不利油價及加元前景
美元兌瑞郎	中性	美國對瑞士加徵高額關稅，加上瑞士通脹溫和，瑞士央行可能有需要再實施負利率，或限制瑞郎上升空間。地緣政治風險若回升或利好瑞郎等避險貨幣
美元兌日圓	中性	日本央行仍有望今年內加息，有助支持日圓表現。日本即將迎來新任首相，市場關注其貨幣政策立場取態，或左右日圓表現
美元兌人民幣	偏好	中美貿易前景不明朗，加上內地經濟動力較弱，人民銀行亦有空間減息以刺激需求，或續限制人民幣走勢

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年10月6日。

各類資產/貨幣表現

股票

資產類別	基準指數	表現						估值			盈利能力	
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	股息率	預期市盈率	相對十年平均	股本回報	市場預期盈利增長
環球市場	MSCI環球淨回報美元指數	+18.4%	+3.6%	+7.6%	+20.0%	+17.3%	+86.6%	1.7%	19.5x	+18%	14.5%	+11.6%
成熟市場	MSCI世界淨回報美元指數	+17.4%	+3.2%	+7.3%	+19.6%	+17.2%	+89.4%	1.6%	20.5x	+19%	14.9%	+11.1%
亞洲 (日本除外)	MSCI亞洲 (日本除外) 淨回報美元指數	+26.8%	+6.8%	+10.8%	+24.6%	+17.2%	+67.6%	2.1%	15.1x	+17%	11.9%	+12.0%
新興市場	MSCI新興市場淨回報美元指數	+27.5%	+7.2%	+10.6%	+23.9%	+17.3%	+65.2%	2.3%	14.0x	+16%	12.9%	+14.4%
成熟市場												
美國	標普500淨總回報指數	+14.5%	+3.6%	+8.0%	+19.7%	+17.1%	+92.4%	1.2%	22.8x	+22%	18.3%	+12.3%
歐元區	MSCI歐元區淨回報美元指數	+33.5%	+3.2%	+4.4%	+19.0%	+21.5%	+106.9%	3.0%	15.2x	+9%	11.0%	+8.7%
英國	MSCI英國淨回報美元指數	+26.3%	+1.3%	+5.9%	+15.1%	+17.7%	+81.2%	3.3%	13.4x	+4%	10.4%	+6.8%
日本	MSCI日本淨回報美元指數	+20.7%	+2.4%	+8.0%	+20.3%	+16.4%	+78.1%	2.1%	16.0x	+8%	9.6%	+10.4%
亞洲 (日本除外)												
香港	恒生淨總回報指數	+38.0%	+7.6%	+12.4%	+18.9%	+31.2%	+74.1%	2.9%	12.1x	+16%	10.7%	+3.3%
香港 (中國)	恒生中國企業淨總回報指數	+34.8%	+7.3%	+11.0%	+14.7%	+30.9%	+78.3%	2.6%	11.2x	+37%	11.5%	+5.1%
中國A股	滬深300淨總回報指數	+20.4%	+3.3%	+19.0%	+21.7%	+18.3%	+31.2%	2.4%	14.9x	+20%	10.2%	+21.4%
中國 (MSCI)	MSCI中國淨回報美元指數	+41.6%	+9.8%	+20.7%	+23.1%	+30.8%	+70.5%	1.9%	13.6x	+18%	11.8%	+9.6%
南韓	MSCI南韓淨回報美元指數	+57.0%	+10.5%	+12.7%	+49.6%	+26.8%	+74.9%	1.6%	10.8x	+7%	9.0%	+29.4%
台灣	MSCI台灣淨回報美元指數	+26.0%	+9.4%	+14.3%	+44.2%	+30.2%	+142.0%	2.2%	18.7x	+27%	17.8%	+15.2%
印度	MSCI印度淨回報美元指數	-2.1%	+0.5%	-7.6%	+0.9%	-13.2%	+34.2%	1.2%	21.6x	+9%	14.9%	+12.7%
東盟	MSCI東盟淨回報美元指數	+12.8%	+0.3%	+6.6%	+14.5%	+6.2%	+39.5%	3.9%	14.6x	+0%	12.3%	+3.6%
新興市場												
歐洲、中東及非洲	MSCI新興歐洲、中東及非洲淨回報美元指數	+26.8%	+5.6%	+9.1%	+17.3%	+21.7%	+53.2%	3.6%	11.2x	+15%	13.8%	+25.0%
拉丁美洲	MSCI新興拉丁美洲淨回報美元指數	+43.1%	+6.5%	+10.2%	+27.0%	+20.4%	+47.8%	4.8%	10.1x	-10%	15.7%	+12.3%

債券

資產類別	基準指數	表現						估值				利率風險
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年	收益率	十年平均	信貸息差 (基點)	十年平均	存續期
環球債券	彭博環球多元債券指數	+8.0%	+0.7%	+0.7%	+5.3%	+2.7%	+18.4%	3.67%	2.46%	38.1	61.9	6.4
主權債券	彭博環球政府債券指數	+7.2%	+0.4%	-0.2%	+4.7%	+1.0%	+13.4%	3.02%	1.69%	11.9	17.2	6.9
投資級別	彭博環球企業債券指數	+9.5%	+1.2%	+1.9%	+6.4%	+5.1%	+27.8%	4.29%	3.26%	76.2	122.5	6.1
高收益	彭博環球高收益企業債券指數	+9.4%	+0.7%	+2.3%	+7.3%	+8.2%	+42.2%	6.42%	6.42%	281.7	417.4	3.1
新興市場 (美元)	彭博新興市場美元債券指數	+8.5%	+1.1%	+3.4%	+6.0%	+6.9%	+34.5%	5.97%	5.66%	197.1	308.3	6.2
亞洲 (美元)	彭博新興市場亞洲美元債券指數	+7.4%	+1.0%	+2.9%	+4.9%	+5.4%	+26.0%	4.82%	4.60%	86.0	208.6	5.4

其他資產/貨幣

資產類別	基準指數	表現					
		年初至今	一個月	三個月	六個月	一年	三年
商品	彭博商品指數	+5.9%	+1.8%	+2.6%	-1.7%	+4.3%	-6.2%
紐約期油	紐約商品交易所西德州中級原油活躍期貨合約	-13.0%	-2.6%	-4.2%	-12.7%	-8.5%	-21.5%
倫敦期油	ICE布蘭特原油活躍期貨合約	-10.2%	-1.6%	-0.9%	-10.3%	-6.6%	-23.8%
現貨黃金	現貨黃金	+47.0%	+11.9%	+16.8%	+23.5%	+46.5%	+132.4%
美元	美匯指數	-9.9%	+0.004%	+0.9%	-6.2%	-3.0%	-12.8%
歐元	歐元兌美元	+13.3%	+0.4%	-0.4%	+8.5%	+5.4%	+19.7%
英鎊	英鎊兌美元	+7.4%	-0.4%	-2.1%	+4.1%	+0.5%	+20.4%
澳元	澳元兌美元	+6.9%	+1.1%	+0.5%	+5.9%	-4.3%	+3.3%
紐西蘭元	紐元兌美元	+3.6%	-1.7%	-5.0%	+2.0%	-8.7%	+3.5%
加拿大元	加元兌美元	+3.34%	-1.3%	-2.25%	+3.4%	-2.8%	-0.6%
瑞士法郎	瑞郎兌美元	+13.9%	+0.5%	-0.4%	+11.0%	+6.2%	+23.9%
日圓	日圓兌美元	+6.3%	-0.6%	-2.6%	+1.4%	-2.9%	-2.1%
人民幣	境內人民幣兌美元	+2.5%	+0.1%	+0.6%	+1.9%	-1.4%	-0.1%
新興市場貨幣	MSCI新興市場貨幣指數	+6.7%	+0.4%	-0.5%	+4.8%	+2.8%	+15.7%

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年9月30日。「表現」為總回報包括股息/債息再投資，按美元計算（除恒生指數、恒生中國企業指數及滬深300指數表現按當地貨幣計算）。其他資產/貨幣表現為相關時期的價格變動。

央行貨幣政策會議

	美國聯儲局	歐洲央行	英倫銀行	澳洲儲備銀行	紐西蘭儲備銀行	加拿大銀行	瑞士國家銀行	日本銀行
最新政策利率	4.25%	2.00%	4.00%	3.60%	3.00%	2.50%	0.00%	0.50%
2025年10月	10月29日	10月30日			10月8日	10月29日		10月30日
2025年11月			11月6日	11月4日	11月26日			
2025年12月	12月10日	12月18日	12月18日	12月9日		12月10日	12月11日	12月19日

資料來源：彭博、大新銀行，截至2025年10月3日。

資產類別投資觀點闡釋

本文件頁二「資產類別投資觀點及展望」列出之資產類別，與頁三各類資產的基準指數相對應。「觀點」代表我們對相關資產類別的基準指數（例如美股基準為標普500淨回報指數）相對其所歸屬、涵蓋面較廣的市場基準指數（例如美股所屬的成熟市場，以MSCI世界淨回報指數為基準）未來三至六個月的潛在走勢的看法，主要參考影響不同資產類別的基本因素（包括相關宏觀條件、政策取向、企業盈利前景等）以及估值（包括歷史和預測市盈率或市賬率、孳息率或信貸息差等指標）。

- 「看好」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑輸。
- 「中性」、「▶」代表相關資產類別未來三至六個月跑贏其所歸屬的市場基準指數的機會大致相若。
- 「看淡」、「▲」代表相關資產類別未來三至六個月跑輸其所歸屬的市場基準指數的機會大於跑贏。

貨幣觀點闡釋

本文件頁二「貨幣觀點」代表我們對相關匯率三個月潛在走勢的看法，主要參考相關匯率近期的走勢以及可能影響其走勢的相關消息：

- 「偏好」代表相關匯率向上機會大於向下
- 「中性」代表相關匯率向上或向下的機會大致相若
- 「偏淡」代表相關匯率向下機會大於向上

大新銀行經濟研究及投資策略部

黃世康
高級市場策略師

莫靄欣
市場策略師

除非情況另有所指，否則本文件只提供一般參考性資訊，本文件並沒有考慮投資者的個別需要及狀況。此外，雖然本文件內容所載資料取自獲相信為可靠的資料，但大新銀行有限公司（「本行」）並未就有關資料進行獨立核對。本行不能擔保本文件之任何資料、推測或意見或任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或精確性，亦在沒有欺詐、疏忽及故意失責的情況下不會承擔任何法律責任。本行有權修改本文件的內容資料而毋須另作通知。任何人因使用或依賴本文件所提供的資料而引致的任何損失，本行概不負責。除非情況另有所指，本文件並不構成對任何人就申請或購買任何投資產品或其他投資，及與產品或投資有關之任何期權、期貨或衍生工具或任何交易作出招攬、邀請或建議，亦不構成對未來單位價格變動的任何預測。本文件所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的及經驗、財務狀況、風險承受能力及其他需要作出投資決定。如有需要，投資者請尋求獨立專業意見。

投資涉及風險。有關未來之陳述有可能不會實現，及投資者請了解有關產品或其他投資如果有任何收益，均有機會變動。投資之價值及任何收入均可升可跌，甚至可能會變成毫無價值。過往表現並不代表將來之表現。投資可能出現虧損。外幣匯率可能有損本文件中所提及的產品（如有）、或其他投資之價值、價格或收入。投資者在投資前應考慮稅項對該投資之影響，及應根據個別情況向獨立稅項專家尋求稅務意見。本文件並不是指出本文件內提及之產品（如有）、或投資項目可能涉及的所有風險。投資者作出任何投資決定前，敬請細閱及明白該等投資的所有銷售文件，包括但不限於其所列載的風險披露聲明及風險警告。

除非作者表明有關觀點來自本行，否則有關意見僅代表該作者之個人觀點。

本行及其聯繫公司可隨時就本文件中提及的產品（如有）或投資進行買賣、從交易獲利、收取經紀佣金及費用、持有或充當市場莊家或顧問、經紀或銀行家。

本文件由本行於香港刊發，只供收件人閱覽。本文件及其全部或部份內容不得翻印或作進一步刊發。

本文件並未經香港證券及期貨事務監察委員會或任何其他香港的監管機構審核。