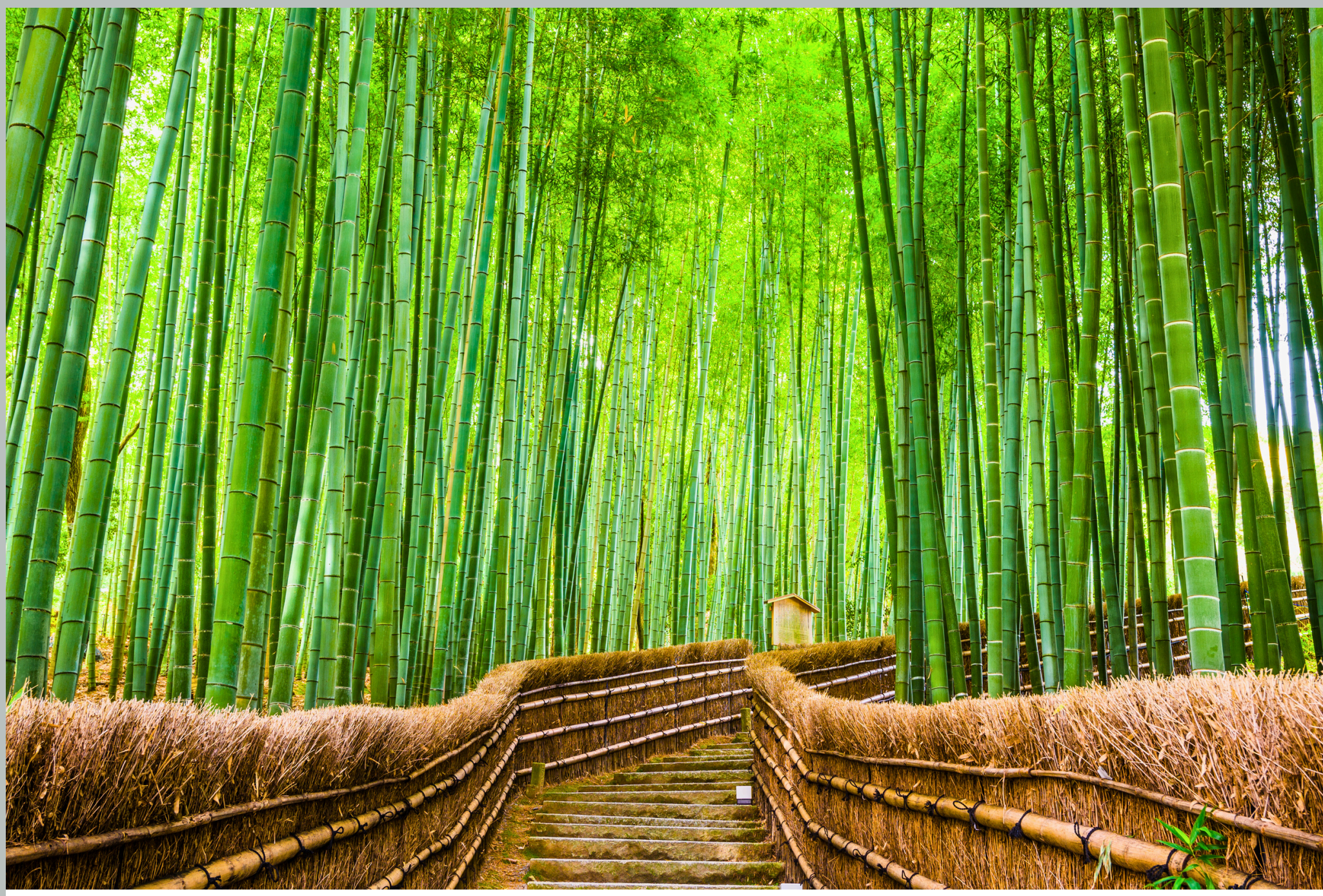
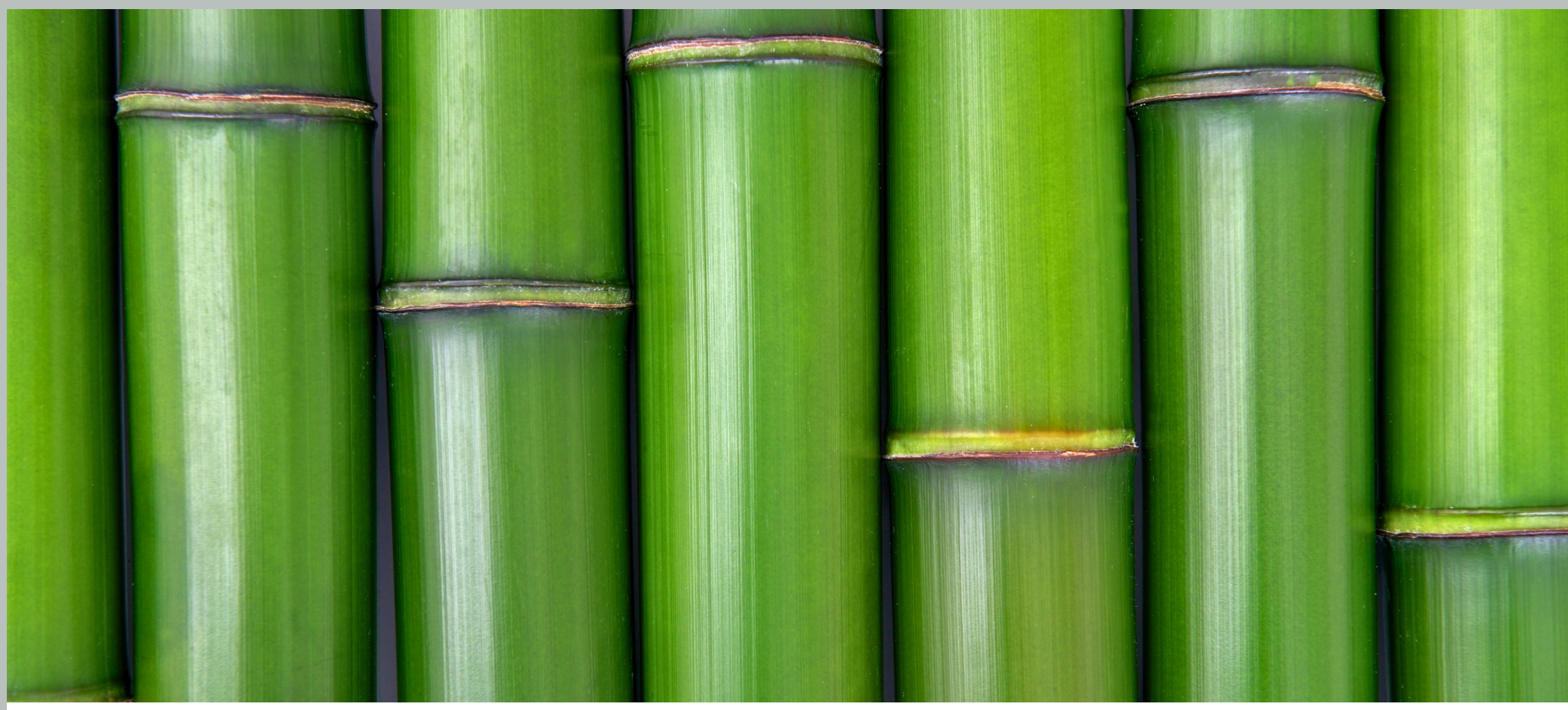


万方家办投资总结

2025年9月30日

万方家族办公室

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。



总结来说，日元似乎有望在一定区间内稳定，市场参与者指出，与稳定汇率动态相关的金融工具仍受到关注。日本股市预计将大致维持区间震荡，略偏向上行，在这样的背景下，结构性收益产品的资金流动通常会更加明显。在利率方面，短期利率面临温和的上行压力，加上美日政策利率差距缩小，导致市场对传统利差交易策略的兴趣减弱。

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

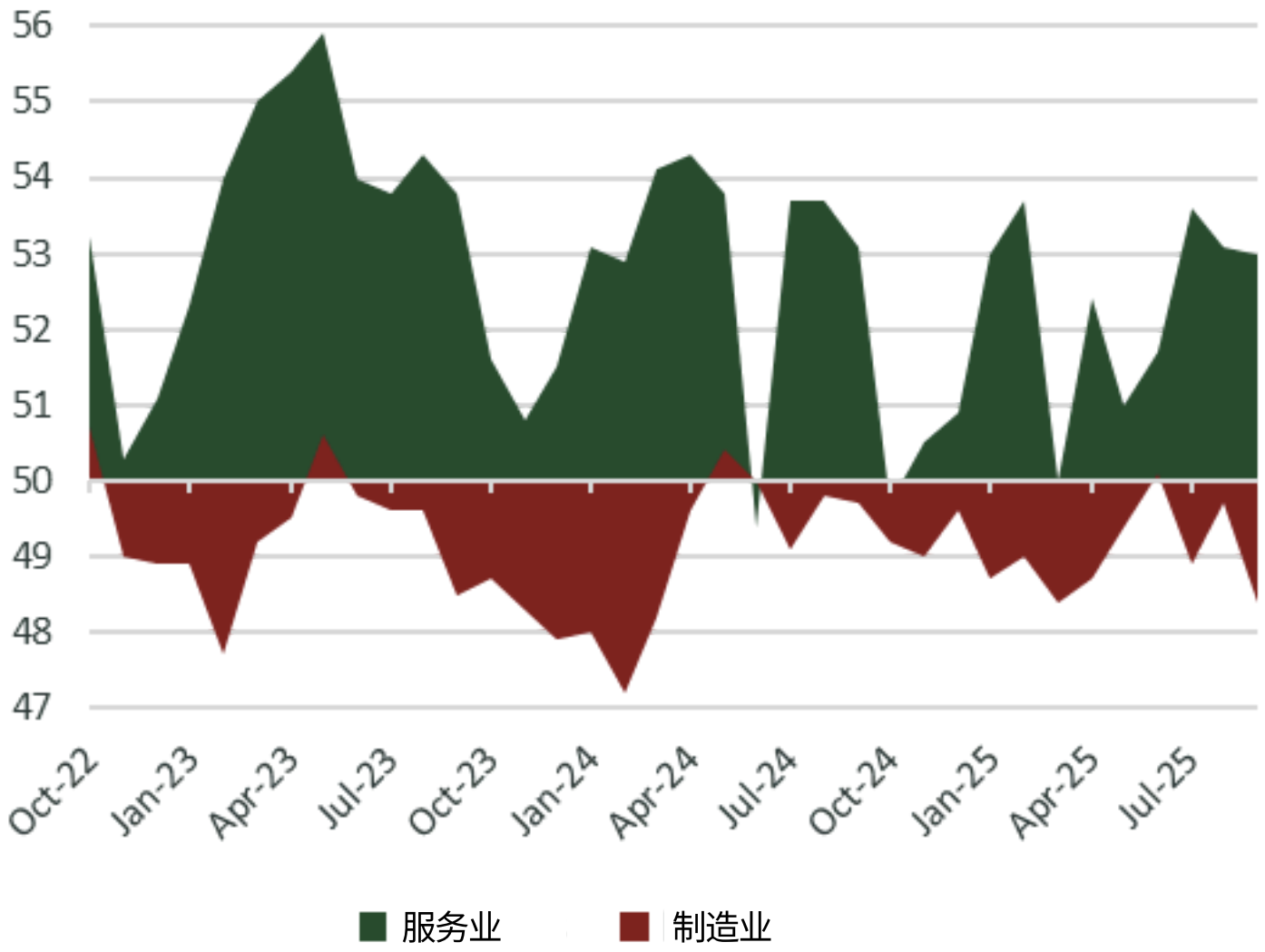
在最近的一次声明中，日本央行委员野口强调有必要重新调整政策立场，这迫使交易员提高对最快下月加息的预期。受此影响，日元兑美元升值，幅度接近+1个标准差。

我们将把关注点转向日本市场。当前宏观环境正朝着温和增长和较为黏性的通胀方向发展。市场普遍预期今年底前会有一次加息。随着日经指数距离年终目标仅差4%，估值开始显得偏高。

万方家办投资总结 | 2025年9月17日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

服务业和制造业PMI

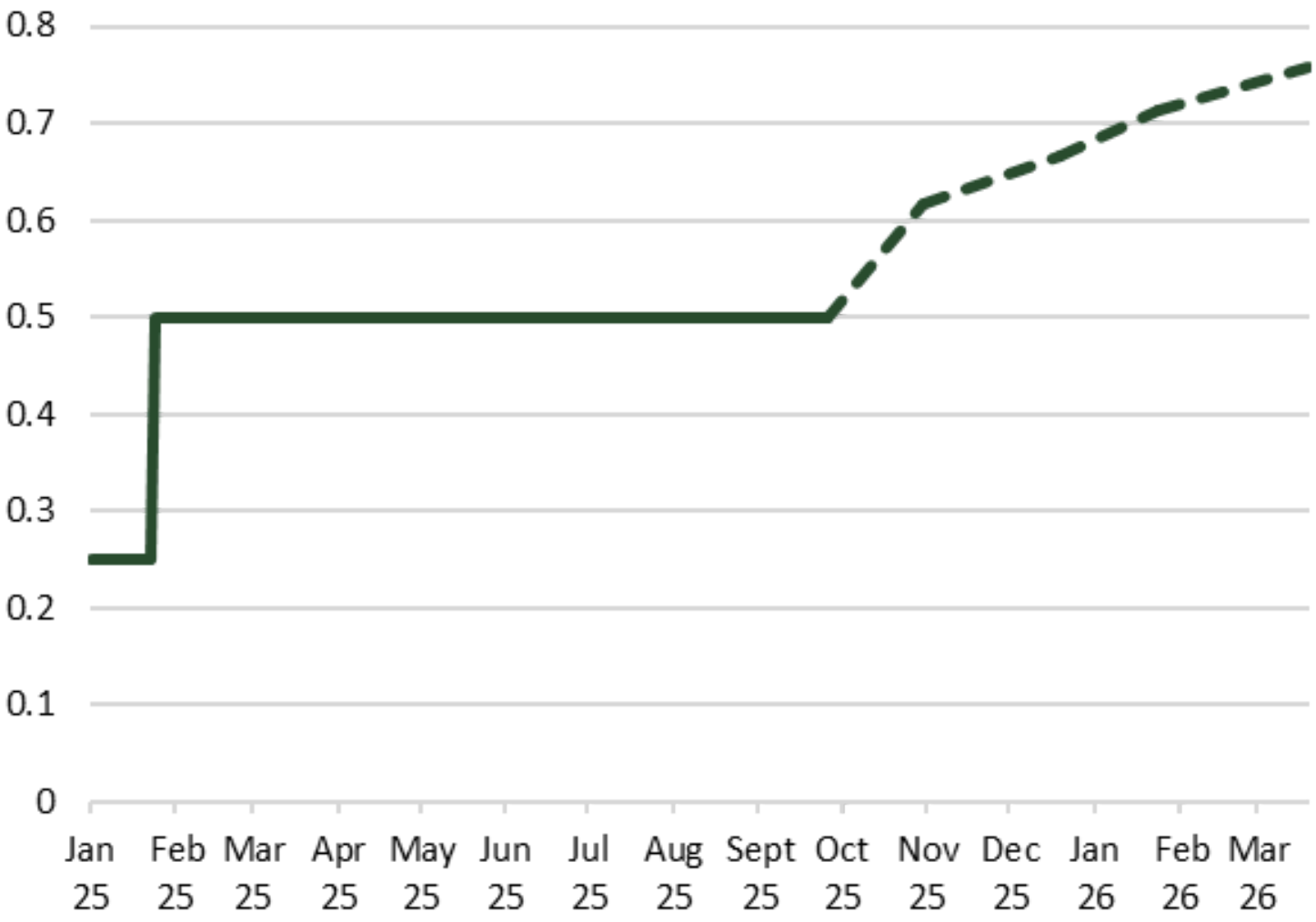


来源：彭博，2025年9月25日

日本的消费依然主要由服务业支撑，入境旅游和国内出行提供了主要动力。数据对比十分明显：绿色显示的服务业PMI表现出韧性，而红色显示的制造业PMI则反映出持续疲弱。今年游客到访量已超过疫情前的纪录，持续推动酒店、交通以及餐饮等行业的需求。相较之下，工业领域依旧低迷。汽车与钢铁的关税，再加上电动车领域的激烈竞争，正严重拖累出口——这一板块仍约占日本对外销售的五分之一。

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

服务业和制造业PMI



来源：彭博，2025年9月25日

通胀依然顽固。整体CPI维持在3%以上，核心CPI在2.5%。随着食品和能源成本回落，第四季度可能会带来一些缓解，但更高的工资水平将阻止物价出现更大幅度的下跌。市场目前预计到12月将加息一个季度点。对于日本央行来说，转变已经十分清晰：他们已经结束了广义的"正常化"阶段，正进入微调阶段——既对复苏的持续性保持信心，又对全球风险保持警惕。

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

日经225指数价格与2025年年底目标

来源：彭博，2025年9月25日

日经225指数正逼近约46,000点的年终目标，估值支撑空间日益有限，这意味着投资者可能更倾向于在回调时加仓，而不是追逐进一步上涨。未来几周的关键催化因素将包括10月的短观调查——该调查将凸显制造业与服务业信心之间的差异——以及日本央行10月的政策会议，后者很可能为全年最后一个季度的市场定下基调。

万方家办投资总结 | 2025年9月30日

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

日本宏观情境分析

情境	理据	影响
乐观情境（今年不加息）	•增长： GDP维持在约1.1%年增率；入境旅游支撑出口下滑。 •通胀： 核心CPI于第四季放缓至约2.3%，因能源基期效应消退。 •政策： 日本央行维持利率于0.50%，理由为外需脆弱及工资-物价稳定性风险。	风险偏好升温，日股创新高，日圆走弱 • 日股： 韧性强，升幅中至高个位数；日圆疲弱利好出口商，ETF抛售压力减退。 • 利率／信贷： 长端利率略为下行，反映全球放缓忧虑。 • 外汇： 美日利差扩大，美元兑日圆略有上行压力。
基准情境（年底前加息25bps）	•增长： GDP放缓至0.7%，出口持平（受美国汽车／钢铁关税影响）。 •通胀： 服务业CPI维持在约2.6%，受工资增长支撑。 •政策： 年底前加息25bps符合市场共识预期。	股汇横行整理 • 日股： 工资增长抵消出口疲弱，股市区间波动；单次加息提升股权贴现率 限制上行空间。 • 利率／信贷： 短端利率略升，反映更高的持有成本。 • 外汇： 日圆稳定，美日利差收窄。
悲观情境（10月与12月各加息25bps）	•增长： 放缓至0.3%，实质工资增长转负。 •通胀： 头条通胀>3%，受酒店、运输及医疗费用推动。 •政策： 日本央行被迫两次加息，以控制通胀与防止日圆进一步贬值	风险偏好下降，股市估值受压，信贷利差扩阔，日圆走强 • 日股： 偏弱走势，出口商受关税及强势日圆拖累，高利率压制估值。 • 利率／信贷： 收益率曲线上移，政策收紧导致信贷利差扩阔。 • 外汇： 鹰派政策与避险需求推动日圆升值。

日本股市和日元的走向取决于日本央行的政策路径。

- 在最乐观的情境下，如果通胀回落而增长保持强劲，日本央行可能会在0.5%暂停加息——这可能推动盈利预期上修，并带来风险偏好情绪升温。
- 然而，我们认为最可能出现的情况是：增长温和放缓，CPI维持在约2.6%，使日本央行能够在年底前加息一次。与市场普遍预期一致，股市大概率将横盘整理，而随着美日政策利差收窄，日元也将保持稳定。
- 我们也承认存在工资上涨失控的风险，这可能迫使日本央行在年底前加息两次。这将导致估值和市场情绪的重置，触发日本股市的回调，并推动日元走强。

本评论提供近期经济与市场情势演变的高层次概述，仅供参考之用。此为市场推广支援内容，并不构成对任何阅读本评论者的投资建议，亦非推荐购买或出售任何投资产品。本评论并非投资研究成果，亦不应被视为投资研究。其编制未遵循旨在促进投资研究独立性的法律规定，亦不受任何禁止提前交易的限制。除非另有说明，本文评论所载资讯均来自 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd. 及／或 Raffles Family Office Pte Ltd.。本文所表达之观点为作者于撰写时的意见，可能随时变更，恕不另行通知。文中所提及之任何预测、估算或目标仅供参考，并不保证一定会实现。 Raffles Assets Management (HK) Co. Ltd.、Raffles Family Office Pte Ltd. 以及报告中署名之实体与作者，对未能达成此类预测、估算或目标不负任何责任。如中文与英文版本有任何歧异，概以英文版本为准。

免责声明：

一般
本文件包含的资料以可公开获取的信息为依据。尽管万方家族办公室 （“RFOPL”）和万方资产管理（香港）有限公司 （“RAM”） 已采取合理注意确保本文件所含信息的准确性及客观性，上述两间公司不就此等信息（包括所提到的任何估值）的准确性或完整性作出陈述或保证，亦未独立证实过其准确性或完整性。RFOPL和RAM不陈述和保证本文件用作任何具体用途时是充足的、完整的或恰当的。任何意见或预测均反映作者在本文件的写作日期的观点并可能会在不进行通知的情况下改变。

本文件所包含的信息，包括任何数据、推测及其所依据的假设，均基于某些假设、管理预测以及对已知信息的分析，并反映发布时的大体环境，而所有这些都会在不进行通知的情况下在任何时间产生变化。过往表现数据不代表未来表现。

非针对任何个人的投资建议、要约或招揽
本文件不应被视作针对任何个人的投资建议、要约或招揽，供其交易任何本文件所提到产品。决定投资任何本文件所提到的产品之前，您应该向您的财务、法律、税务或其他专业顾问寻求意见，以得知该产品是否适合您，同时要考虑到您的具体投资目标、财务状况或具体需求（本文件未涉及）。如果您决定不打算寻求此类意见，您应该在收到和仔细阅读特定的产品信息和相应的风险披露声明后，仔细考虑和衡量任何本文件所提到的产品是否适合您。

风险
投资本文件所提到的任何产品均可能带有程度不同的各种不同风险，包括信用、市场、流动性、法律、跨司法管辖区、外汇及其他风险（包括电子交易及杠杆产品交易的风险）。投资涉及风险。投资产品价格可能浮动，有时非常剧烈。投资产品的价格可高可低以及可能变得没有价值。买卖投资产品将带来损失而非盈利是有可能的。本出版物的任何内容均不构成关于某个阅览者的个人情况的个性化的会计、法律、监管、税务、财务或其他方面的建议。投资任何产品之前，您应该寻求您的财务、法律、税务或其他专业顾问以了解相关风险以及您承担该类风险是否恰当。

对投资产品的任何描述的全部内容均受该投资产品的条款和条件的约束并且在适用的情况下，亦受招股说明书或伴随该投资产品的相关文件的约束。

估值
本文件中的产品估值仅具指示性意义，并不表示新产品的合同可以按照这些条款订立，或现有产品可以按照这些条款平仓，而是有可能不如本文件中标示的估值那么有利。这些估值有可能与其他来源给出的估值显著不同，这是因为不同的来源可能采用不同的假设、风险和方法。

无责任条款
对于任何人因依赖本文件所包含的任何信息、意见、预计或估值而采取行动或不采取行动而产生的任何损失或损害，无论是以何种方式造成的，在适用法律和法规允许的最大限度内，RFOPL、RAM及其下属机构概不负责。

参与发布本文件的RFOPL、RAM及其下属机构可能与本文件所提到的产品有利害关系，包括但不限于营销、经销、控股、提供金融或咨询服务、或担任本文件所提到的人员的经理。RFOPL、RAM及其下属机构可能发布过其他报告、出版物或文件，所持观点不同于本文件所述的观点，而且所有报告、出版物或文件所述的所有观点均会在不进行通知的情况下改变。

新加坡和香港
本文件及其内容仅对新加坡的合格投资者（依据新加坡证券暨期货法第4A节（第289章）的定义）和香港的专业投资者（依据证券及期货（专业投资者）规则（第 571D章）的定义）。本文件及其内容并未经新加坡金融管理局或香港证券及期货事务监察委员会审核。