

2025 年 9 月

全球市场展望

攻守平衡 稳中求进

我们未来 6-12 个月依然看涨股票，但短期风险仍然存在。基本面和量化模型均看涨股票，但短期内仍然对季节性因素、政策和投资者持仓风险保持警惕。

从美国股票轮动至亚洲（除日本）股票。我们将美股上涨视为削减过多美国投资并将资金轮动至亚洲（除日本）股票的机会。日本和欧洲股票仍为核心持仓。

聚焦新兴市场本币债，并把握美元债券收益率提供的机会。公司债收益率溢价收窄，我们维持偏好善用债券较长期地锁定收益率，优质债券仍较现金吸引。聚焦中长期债券，并增持新兴市场本币债。



如何构建稳健的投资策略？

股票有哪些短期投资机会？

哪些因素推动了你们的看涨量化模型？

目录

01

策略

投资策略：攻守平衡 稳中求进	03
基础资产配置模型	05
基础：战术性资产配置	06
对客户最关心问题的看法	07

02

宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	09
----------------	----

03

资产类别

债券	10
股票	11
股票机会型投资观点	12
外汇	13
黄金和原油	14

04

额外观点

量化观点：长期及短期指标均支持股票	15
-------------------	----

05

表现回顾

基础：资产配置概要	17
基础+：资产配置概要	18
市场表现概要	19
我们的重要预测和关键事件	20
未来数十年管理财富的方法：今日、明日和未来	21
注释	24

投资策略与关键主题

Steve Brice
全球首席投资总监

Manpreet Gill
非洲、中东及欧洲区首席投资总监

郑子丰
北亚区首席投资总监



12 个月基础投资超配观点：

- 全球股票
- 亚洲（除日本）股票
- 新兴市场本币债

机会型投资观点 – 股票：

- 美国主要银行、科技^{^^}
- 韩国大盘股、中国非金融国企高息股和恒生科技指数
- 欧洲工业

超配股票行业：

- **美国：**金融、科技、通信
- **欧洲：**金融、科技、通信、工业
- **中国：**通信服务、科技、非必需消费品

机会型投资观点 – 债券：

- 英国国债（未对冲外汇风险）
- 美国国库抗通胀债券、美国短期高收益债

^{^^}在回落时买入 – 参见第 12 页

攻守平衡 稳中求进

- **我们未来 6-12 个月依然看涨股票，但短期风险仍然存在。**基本面和量化模型均看涨股票，但短期内我们仍然对季节性因素、政策和投资者持仓风险保持警惕。
- **从美国股票轮动至亚洲（除日本）股票。**我们将美股上涨视为削减过多美国投资并将资金轮动至亚洲（除日本）股票的机会。日本和欧洲股票仍为核心持仓。
- **聚焦新兴市场本币债，并把握美元债券收益率提供的机会。**公司债收益率溢价收窄，我们维持偏好善用债券较长期地锁定收益率，优质债券仍较现金吸引。聚焦中长期债券，并增持新兴市场本币债。

美联储面对艰难的平衡取舍

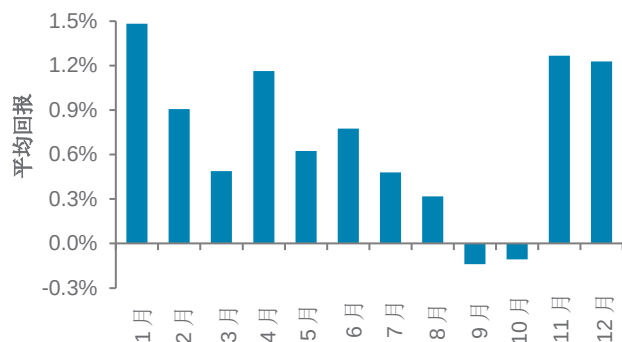
多数股市和其他风险资产继续录得强劲回报。自年中以来，大部分主要股市当前以美元计价上涨 2.0-3.5%，其中日本股市以超过 4.5% 的回报率领先。债券收益率仍在区间震荡，但在强劲的风险偏好下，公司债的信用利差（相较政府债的收益率溢价）持续收窄。

过去一个月，宏观经济辩论的焦点集中在美联储减息的可能性上。过去几个月，尽管生产者价格非常高，但美国就业市场数据明显转弱，意味着市场已再次开始预计**美联储 9 月减息的可能性很高**。美国关税政策仍是一项风险，最近体现在美国意外对印度征收高于预期的关税，并将对中国的关税暂停期再次延长 90 天，但市场对关税公告的敏感度正在下降。

尽管 8 月开始征收更高的关税，但我们仍继续预计美联储将在 9 月减息，尤其是如果 8 月就业市场数据依然疲软及通胀相对受控的情况下。此外，利率仍远高于美联储本身对“中性”政策的预期，整体而言，这使得政策较倾向减息。美联储减息仍是我们预期美国经济软着陆背后的一项关键假设，不过我们承认通胀依旧是主要风险之一。

图.1 疲软的季节性因素在未来数月是股市的一项风险

标普 500 指数的平均每月回报（1970 年-2024 年）



资料来源：Shiller 数据集、渣打

维持看涨股票，但要为波动做好准备

未来 6-12 个月，我们仍然超配并看涨全球股票。然而，主要股票市场（尤其是美国股票）的走势十分强劲，可能已经降低了投资者对美国贸易政策和通胀风险的警觉性。因此，我们对短期波动保持警惕。

我们继续关注可能损害持续上涨的三个潜在风险来源。第一是**季节性因素**，9 月和 10 月的平均每月回报是历年最低的。第二是**美国政策**，风险已从贸易政策转向通胀。如果 8 月通胀大幅上升，都将增加美联储 9 月减息的难度。最后，系统性趋势跟随基金中的**投资者持仓仍处于超买状态**，对新兴市场股票尤其如此。

话虽如此，我们认为任何由季节性或技术面推动的**回落都可能有限**。标普 500 指数近期的涨势意味着技术支持位目前处于 6,225 点、6,092 点和 6,000 点，距离当前水平不到 10%。我们的短期和长期量化模型仍非常支持后续涨势。这意味着，若真的出现回调，我们将评估于何处增加持仓。

从长期来看，由于美元疲软及估值相对美国低廉，**非美国股市得到支持**。我们仍然最看好**亚洲（除日本）股票**，因该区应获益于弱势美元和政策支持。在中国政策刺激的推动下，这一观点继续表现良好，尽管印度面临关税阻力。我们维持超配亚洲（除日本）市场，相对看好中国和韩国股票。然而，我们也将日本和欧元区视为核心持仓，提供了分散风险的空间，避免过度投资于美国市场。

在债券领域实现平衡

虽然在当前风险资产涨势中，公司债与股市一同获益，但公司债较政府债的收益率溢价却处于非常低的水平，导致其显得昂贵。从这个角度来看，收益率溢价现在接近 2021 年 7 月、2020 年 1 月、2018 年 10 月和 2014 年 6 月的低位，且距离 2007 年 5 月的低位也只是一步之遥。收益率溢价在上述时期过后均显著上升，不过每次的促成因素都不同。

图.2 在过去二十年，公司债的收益率溢价极少出现如此收窄的情况

发达市场投资级与高收益债的信贷利差



资料来源：彭博、渣打

我们由此得出三个结论。第一，在风险资产中，**股票的前景更加吸引**，因为在我们的经济软着陆基础情景中，股票的上行空间更大。第二，在债券领域，美国国债收益率是回报的主要驱动因素。在这方面，我们仍然预计**10 年期债券收益率**维持区间震荡，如果**收益率向 4.5-4.6% 反弹，将提供增持机会**。第三，**新兴市场本币债**仍是吸引的多元化回报来源。

美元升势可能受限

美元指数（DXY）自年中以来的稳步回升引发了一个问题，美元指数会否持续反弹并处于 100 上方。然而，我们仍然认为**美元指数不会持续突破 100**。相反，在未来 6-12 个月，我们预计日圆和英镑的走强将导致美元的下一波跌势，接替欧元（欧元在上半年美元疲软期间引领升势）成为主要推动力量。这一观点基于：（i）日圆被广泛显著低估，以及（ii）英镑相对于美元被低估。

机会型投资观点

我们结束看涨亚洲本币债的观点，利用近期涨幅获利了结。债券方面，我们继续认为美国国库抗通胀债券的当前水平具吸引力，可用于对冲通胀风险。在收益率溢价较低的时候，我们继续将短期高收益债视为赚取吸引收益率的有效途径。

我们的股票机会型投资观点保持不变。我们将在回落时增持美国科技股。我们预计，由季节性因素驱动的疲软走弱将在短期内创造这样的机会（回落入市水平参见第 12 页）。

基础资产配置模型

若要建立多元化投资组合，可以用基础（Foundation）和基础+（Foundation+）模型作为起点。基础模型展示了一系列配置，聚焦多数投资者都可以选择的传统资产类别，而基础+模型则包括了私人资产配置，可能只适合某些司法管辖区的投资者。

图. 3 风险状况属均衡的基础资产配置

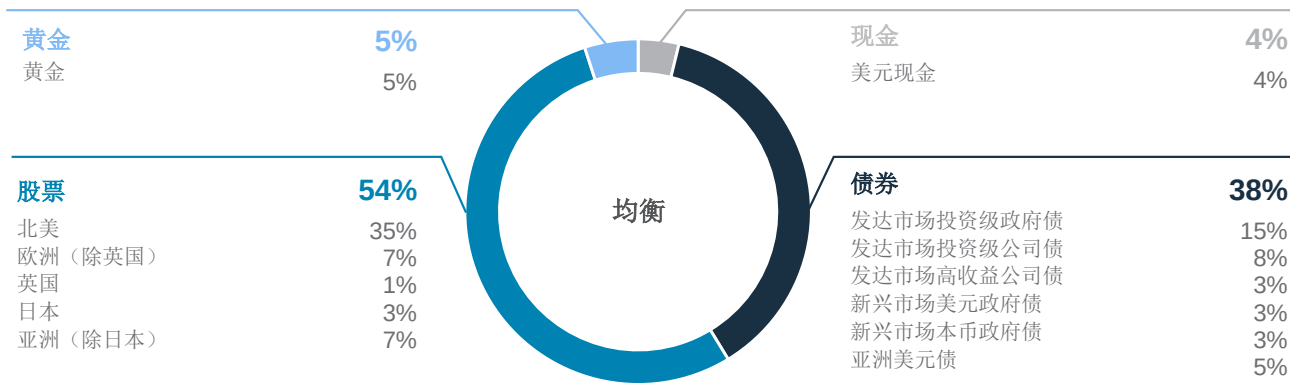


图. 4 风险状况属均衡的基础+资产配置

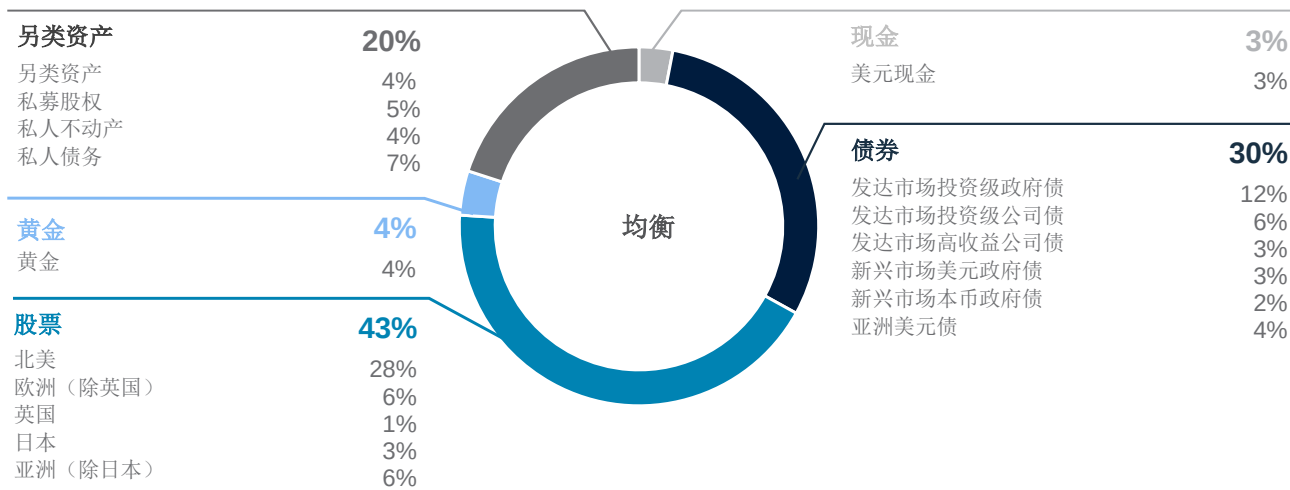
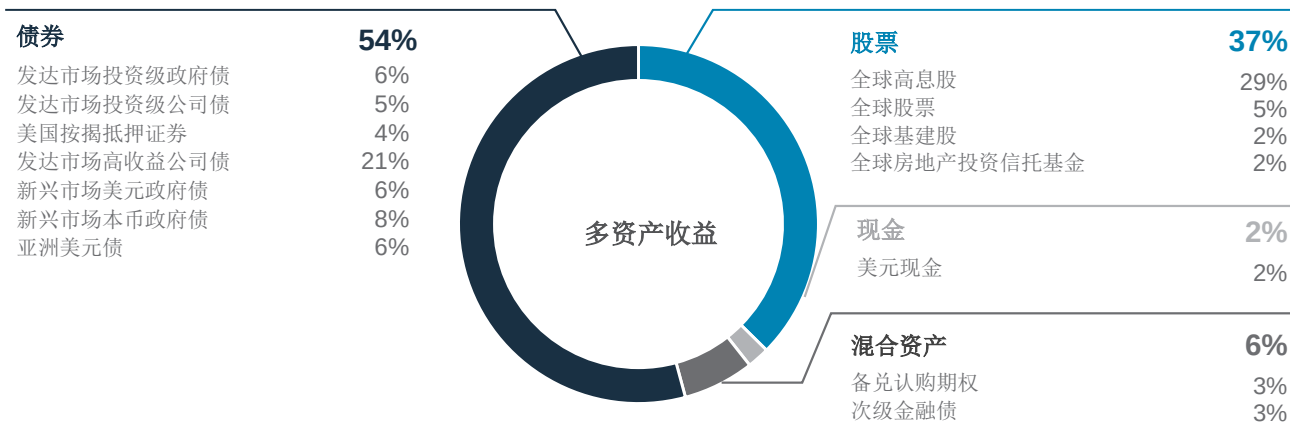


图. 5 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

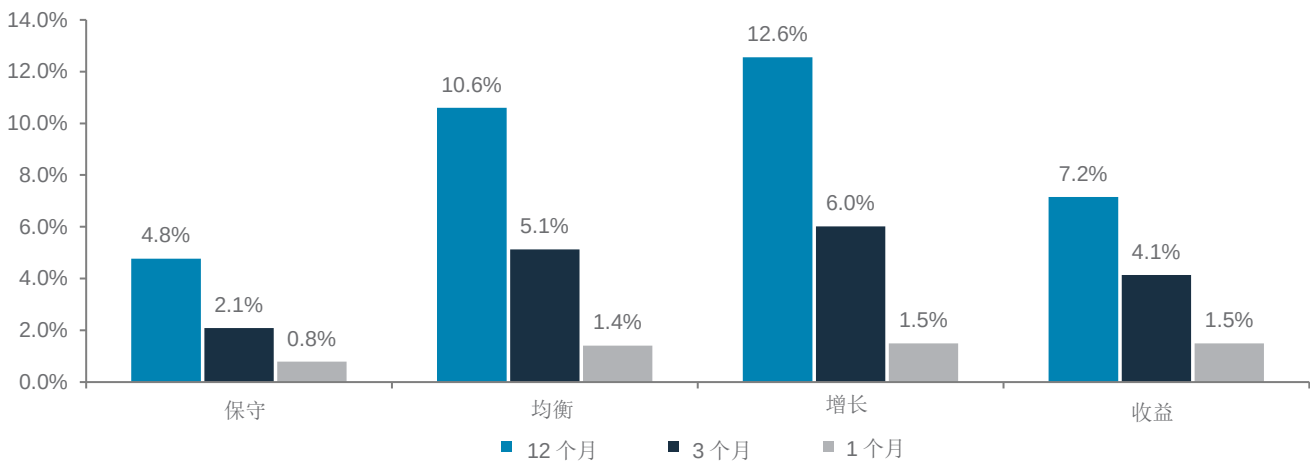
基础：战术性资产配置

	观点	详情
美元现金	▼	+ 短期安全 - 收益率下降、可能表现逊于主要资产类别
债券	◆	
发达市场投资级政府债	◆	+ 信用质量高、收益率吸引 - 对通胀的敏感度高、货币政策
发达市场投资级公司债	▼	+ 信用质量高、对收益率下降敏感 - 估值高企
发达市场高收益公司债	◆	+ 收益率吸引、利率敏感度低 - 估值高企、对增长敏感
新兴市场美元政府债	◆	+ 收益率吸引、对美国利率敏感 - 新兴市场信用质量、美国贸易政策风险
新兴市场本币政府债	▲	+ 收益率吸引、各央行减息、获益于美元疲软 - 美国贸易政策风险
亚洲美元债	◆	+ 收益率适中、波动性低 - 对中国经济增长敏感
股票	▲	
北美	◆	+ 盈利增长、人工智能上升趋势 - 估值、美国贸易政策不确定性
欧洲（除英国）	◆	+ 低廉估值、德国财政支出 - 美国贸易政策风险
英国	▼	+ 估值、股息收益率吸引 - 滞胀风险、美国贸易政策风险
日本	◆	+ 估值合理、股息 / 股票回购增加 - 日圆走强、美国贸易政策
亚洲（除日本）	▲	+ 盈利、印度增长、中国政策支持 - 中国增长忧虑、美国贸易政策
黄金	◆	+ 投资组合对冲、央行需求、实际收益率下降 - 美元表现稳健

资料来源：渣打全球投资委员会；绿色 = 上调；红色 = 下调

图例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 核心

图. 6 我们基础配置的表现*



资料来源：彭博、渣打；*12个月表现数据由 2024 年 8 月 20 日至 2025 年 8 月 20 日、3 个月表现数据由 2025 年 5 月 20 日至 2025 年 8 月 20 日、1 个月表现数据由 2025 年 7 月 18 日至 2025 年 8 月 20 日

对客户最关心问题的看法

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Tay Qi Xiu
投资组合策略师

构建稳健的投资策略：由基础开始

在投资方面，追逐热门趋势如科技股、加密货币或最新的主题基金，确实具有吸引力。然而，长远的成功并非建立在炒作之上，而是建立在结构、规律以及能够应对市场周期波动的投资组合策略之上。

以基础为先的策略

在稳健的投资策略核心中，蕴含着一个简单但强有力的概念：**基础与机会型投资**，其中基础（核心）部分提供稳定性，而机会型（卫星）部分则提供灵活性。一个稳健的基础投资组合应具备以下特点：a) 资产多元化（股票、债券、另类投资），b) 地理分布均衡，c) 能够承受市场回调，最重要的是，d) 与你的长期目标和人生阶段相符。这是你投资组合中应该感到安心增持的部分——即使（或尤其是在）市场波动期间——因为它的设计目的是随着时间稳定地录得复利增长。

机会型投资

一旦建立了基础投资组合，便可以加入**机会型投资**。这些是更专注、更高风险的投资，旨在捕捉特定市场趋势或失衡机会。例如股票 / 债券行业或主题性投资、因素策略（如价值、动力）、单一证券（如股票、高收益债券）甚至数字资产。这些投资可以带来超额回报，但波动性和下行风险也更大。**资产配置的关键在于规模控制——将机会型资产限制在投资组合的 10-30% 以内。**

基础投资组合：根据人生阶段量身订造

基础投资组合可以根据投资者的人生阶段和财务目标，倾向于**增长型、收益型，或两者的混合配置**。

聚焦增长的策略是以总回报及资本增值为优先考虑。它们非常适合投资期超过 10 年、现金流需求低且专注于长期财富累积的投资者。



图. 7 基础与机会型投资组合策略将多元化的核心资产与灵活的配置相结合，以提升回报



资料来源：渣打

全球市场展望

投资成功的关键在于复利回报：将股息再投资及定期投入资金长远能显著提升回报。自 1999 年以来，股息再投资在标普 500 指数的累积回报中，比不再投资高出 268%（图 8）。

关键在于，**在市场投资的时间比试图掌握市场时机更重要**。投资期越长，投资期内最佳与最差回报之间的表现差距就越小（图 10）。

图. 8 将股息再投资的标普 500 指数，其表现远超过仅以价格计算的指数

含股息再投资及不含股息再投资的标普 500 指数

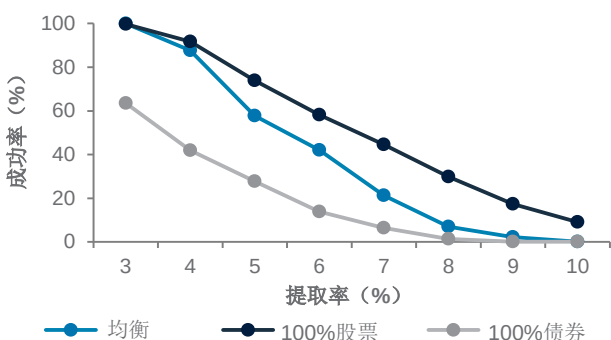


资料来源：彭博、渣打

收益型组合专注于产生稳定的现金流，对于退休人士或需要定期派息的人士来说更具吸引力。这项策略的主要风险是**长寿风险**，即投资组合过早耗尽的风险，尤其是在收益没有再作投资的情况下。均衡投资组合包括对债券和股票的配置，对于抵御通胀至关重要。历史仿真显示，在每年提取 4% 的情况下，一个均衡投资组合有 90% 的机会能够支撑 30 年的退休生活，而纯债券的投资组合则只有 42% 的机会。

图. 9 纯债券投资组合能够维持 30 年退休生活的可能性较低

仅投资美国市场的投资组合的成功率及提取率*



*成功率定义是在退休期结束时，仍然保持偿付能力的仿真投资组合的比例。根据 1871 年至 2024 年的数据。资料来源：Trinity Study、渣打

混合型投资组合适合寻求定期现金流和长期资本增值的投资者。关键在于，**若非迫切需要现金流，否则就不要过度配置于收益资产**，因为会影响投资组合的复利效益和长期增长潜力。例如，如果你每月需要 1,000 美元的现金流，而你的收益型投资组合的收益率为 6%，那么只需 20 万美元即可产生所需收益。超出此门坎的资本应可更有效地运用于增长或机会型策略，以提高长期财富累积。

收益型投资者需考虑以下两点：

1. **对债券的货币投资进行对冲**。货币波动往往超过债券的波幅，对总回报有显著影响
2. **避免价值陷阱**。极高收益率可能难以持续，这些收益可能来自其他来源，而非真正的经营收益或收入。

现金的角色：选择权对比机会成本

现金在投资组合的讨论中经常被忽视，但它扮演着关键角色。它提供选择权——在机会出现时灵活应对，或应付突如其来的开支。然而，持有过多现金可能会侵蚀长期回报，更难跑赢通胀。

一个好的经验法则是持有**至少六个月的固定开支现金**，其余的资金则根据策略进行投资。现金通常只有在经济衰退或滞胀时期才会表现优于风险资产。在这些时间之外，现金会拖累投资表现。

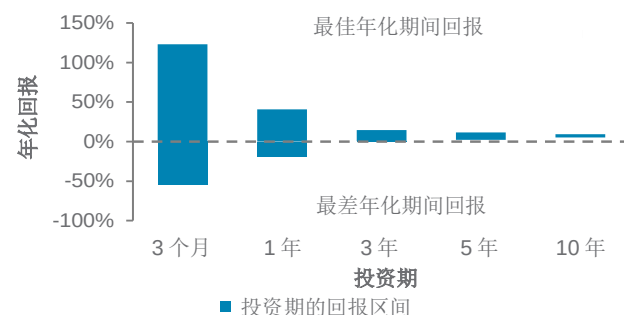
时间是投资的助力

拥有一个多元化的基础投资组合，时间将成为你最大的盟友。投资期越长，录得负回报的机会越低。这就是为何制定策略至关重要，而不仅仅是选择热门的投资项目。

一个精心策划的投资组合能让你有信心地持续投资，在需要时重新平衡，并在市场低迷时加码投资。要点不在于掌握市场时机，而是在于在市场投资的时间。

图. 10 随着投资期的延长，最佳与最差滚动期回报之间的差距逐渐缩小

均衡基础投资组合的最佳及最差滚动年化回报率*



*均衡基础投资组合参考我们的策略性资产配置模型 - 包括 52.5% 股票、37.5% 债券，以及现金和黄金各占 5%。数据为 2011 年 10 月至 2025 年 7 月。资料来源：彭博、渣打

宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高级投资策略师



我们的观点

核心情景（软着陆，55%几率）：美国就业市场放缓，令市场预期美联储可能在 9 月重启减息。与此同时，自 4 月达到高峰以来，美国贸易政策的不确定性已经有所缓解，因为特朗普在 8 月与大多数主要贸易伙伴达成了初步的关税协议。在贸易紧张局势缓和及下个财年推出温和刺激经济的预算背景下，美联储减息应可抵消关税带来的负面影响，支持经济软着陆的可能性。与此同时，中国及欧元区的政策宽松有望推动增长超越美国。

下行风险（硬着陆，25%几率）：因美国关税的影响，全球增长可能在 2025 年下半年放缓。美国将面临通胀率升温，而其他地区则面对通胀放缓。美国关税可能影响企业利润率（引发裁员）及消费者信心。美国美联储延迟减息、美国债券收益率上升及 / 或美元大幅抛售是其他风险。

上行风险（不着陆，20%几率）：美联储减息、美国贸易协议及与中国达成“大交易”，在全球财政刺激的背景下，可能重振全球三大经济体。美国放宽监管及提供税收优惠，或有助于重振私营企业的信心与活力。俄乌和平协议将大幅缓解地缘政治的不确定性。

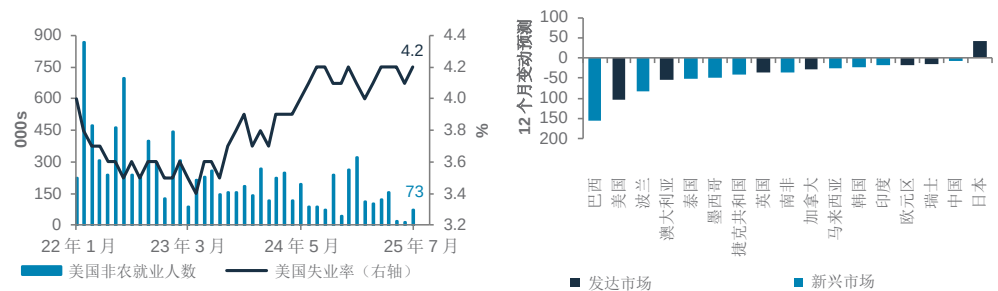
关键图表



过去三个月，美国就业市场显著放缓。这提高了美联储在 9 月恢复减息的可能性，以协助经济实现软着陆。

图. 11 美国就业市场急剧放缓，增加了美联储在 9 月减息的可能性

美国每月新增非农就业人数净值及失业率；12 个月利率变动预测*



资料来源：彭博、渣打；*根据货币市场预期的政策利率变动

值得关注的宏观因素

减息、贸易协议、财政政策以抵消关税影响，助美国经济软着陆：The Yale Budget Lab 估计，美国关税（平均 17.7%）将在 2025 年和 2026 年使经济增长放缓 0.5%，并在短期内推高价格 1.8%，因为关税成本将转嫁给消费者。然而，我们预计就业市场放缓将促使美联储于 9 月重新开始减息。利率下调，加上美元疲软、与主要盟友达成协议后贸易政策不确定性减少，以及明年预算中的税收优惠，应能抵消关税对增长的负面影响，从而实现经济软着陆。

最大风险在于，由于短期内关税引发的通胀，可能导致美联储延迟减息。尽管美联储主席鲍威尔在全球央行年会的演讲中可能承认有需要减息，但未来减息的步伐将取决于就业市场的健康状况及通胀的持续性，尤其是在未来几个月。如果公司无法将关税成本转嫁给消费者，导致利润率下降，新增职位可能进一步放缓。尽管通胀升温，美联储面临政治压力要求减息的风险，可能引发美元抛售及长期债券收益率飙升。

欧洲央行在财政宽松下将于 9 月维持利率不变。德国的财政刺激措施及欧盟范围内的国防支出，降低了欧洲央行在 9 月份再次减息的可能性。欧洲央行自去年 6 月以来已将存款利率减半至 2%。此外，与美国达成的初步贸易协议，根据该协议，欧盟将面临 15% 的关税，这与其他美国盟友如日本和韩国一致，从而缓解了一个主要的不确定因素。然而，欧洲央行仍然关注今年欧元反弹所导致的金融环境收紧问题。欧元进一步升值将重新引发市场对欧洲央行减息的预期。

中国的财政刺激措施，供应改革：中国的增长可能在 2025 年下半年放缓，因为美国关税带来提早出货的出口增长效应逐渐消退，而提前实施的财政刺激措施和消费者以旧换新计划的影响也在减弱。尽管如此，中美贸易休战延长三个月，减少了全面爆发贸易战的风险。此外，与以往年度不同，我们预计中国政府将优先全面落实其 2025 财政预算，同时适度放宽货币政策，以实现大约 5% 的增长目标，应对无序价格竞争，并有助于对抗通缩。

债券——一瞥

林奕辉
高级投资策略师

香镇伟
高级投资策略师

Anthony Naab, CFA
投资策略师



我们的观点

全球债券仍是我们基础投资组合的核心配置。由于经济增长数据疲软，美联储 9 月减息 25 个基点的预期日益升温，这给短期利率构成下行压力。这亦可能扩大了短期与长期债券之间的收益率差距，因为短期债券收益率受到减息预期的限制。美联储减息亦将拖累现金存款的未来回报。因此，随着现金回报逐渐下降，我们看到透过债券锁定仍然偏高收益率的机会。我们预计，**美国 10 年期国债收益率未来 6-12 个月内将处于 4.00-4.25% 的区间**，因为财政赤字和短期通胀担忧支持了较长期限债券收益率。因此，我们认为 **5-7 年期债券期限提供了最佳的风险调整后回报**，因为它们在吸引收益率与财政 / 通胀风险之间取得平衡。

机会型投资观点表现出色：我们仍看涨美国国库抗通胀债券（TIPS）、美国短期高收益债及英国国债（金边债券）（未对冲外汇风险）。

我们结束看涨新兴市场亚洲本币债的观点，因为与其他新兴市场地区相比，新兴市场亚洲的相对吸引力已经减弱。

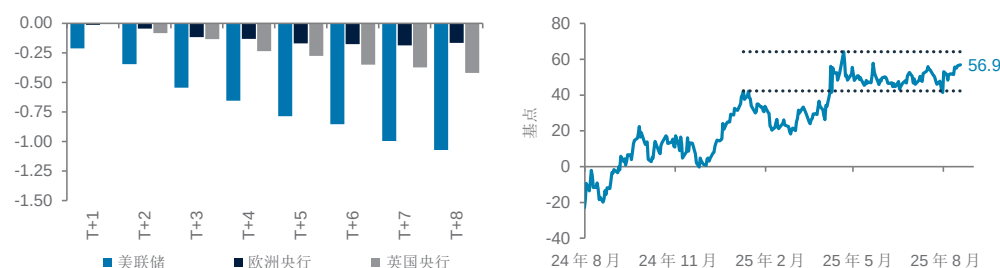
关键图表



美国减息预期升温，导致美国长期和短期债券之间的收益率差距扩大。

图. 12 预计美联储减息幅度将超过其他各主要央行；10 年期和 2 年期美国国债收益率差距可能维持在一定区间内。

货币市场显示美联储、欧洲央行和英国央行的减息预期，其中 T+1 表示下次利率决策会议*；美国 10 年期与 2 年期国债收益率差距；



资料来源：彭博、渣打；*截至 2025 年 8 月 21 日

我们继续将全球债券视为核心持有，并超配新兴市场本币政府债。我们认为，温和的新兴市场通胀和相对强劲的财政状况令实际（扣除通胀）收益率上升，而美元疲软则属于利好因素。此外，新兴市场本币债与发达市场债券的相关性低，具有分散投资的优势。我们上个月提出了机会型看涨新兴市场亚洲本币债（未对冲）。然而，由于亚洲主要新兴经济体在实施政策支持方面相对保守，它们的表现逊于非亚洲同业。我们认为，与其他新兴市场地区相比，风险回报平衡似乎缺乏吸引力，因此我们结束了机会型看涨新兴市场亚洲本币债（未对冲），获利 4 个基点。

考虑到美国经济增长的不明朗因素，我们低配发达市场投资级公司债，因为收益率溢价偏低。在我们的基础投资组合配置中，我们对发达市场高收益公司债持中性观点。

在我们的机会型配置中，我们看涨美国短期高收益债，这些债券提供吸引的绝对收益率和较低的前期违约率。历史表现亦表明，风险调整后回报更高。

我们机会型看涨美国国库抗通胀债券持机会型看涨观点。风险 / 回报仍然具有吸引力。美国消费者和生产者价格通胀短期可能会升温，财政和通胀的不确定性可能会持续存在，这可能在未来几个月给通胀预期构成上行风险。

我们亦对英国国债持机会型看涨观点（未对冲外汇风险）。我们看好英国国债名义收益率的上升，而非其他发达市场政府债。英国劳动力市场数据持续疲软，这将导致薪资增长放缓，并最终促成通胀放缓的压力。尽管通胀预期在短期内可能仍会保持高位，但紧缩的金融环境应该会抑制经济增长和通胀。这些因素可能会促使英国央行在未来 6-12 个月进一步减息。

股票——一瞥

林景蔚，CFA
股票策略部主管

叶福恒
高级投资策略师

甘皓昕，CFA
投资策略师

黄立邦
股票分析师



我们的观点

我们维持超配全球股票，盈利强劲、预计美联储转向鸽派立场刺激经济增长、以及美国经济软着陆的预期支持我们的观点。

我们建议维持地区多元化的股票配置，且在关税不利因素消退的情况下，预计亚洲（除日本）股票将表现优于全球股票。在该地区，我们看好获得有政策支持的市场，包括中国和韩国股票。两个市场提供吸引的估值和扶持创新发展的措施。印度股票仍是核心持仓，我们维持看好中型股，因为中型股的盈利趋势仍然强劲。我们对日本和欧洲（除英国）股票的观点也仍为核心持仓。日本的股东回报继续改善和欧元区经济复苏是利好因素。

我们保留对美国股票的核心持仓。在人工智能相关投资的推动下，主要增长股的盈利持续增长，但伴随领先指标恶化和关税持续欠明朗，这些均导致经济增长承压。我们建议削减对美国股票的过度集中投资，并在市场整固后增加投资。



关键图表

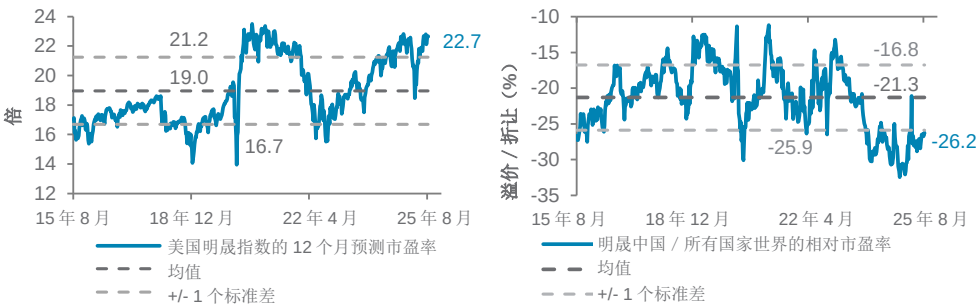
美国股票的估值过高，非美国市场的价格则相对低廉

指数	12个月预测*	我们的观点
标普 500	6,700	美国 ◆
纳斯达克 100	24,700	美国 ◆
欧元区斯托克 50	5,640	欧洲（除英国） ▼
富时 100	9,500	英国 ◆
恒生	28,000	中国 ▲
印度 Nifty 50	26,800	印度 ◆
日经 225	44,000	日本 ◆

*目标价于 2025 年 7 月 25 日创建；计划于 2025 年 9 月底检视

图. 13 美国股市的估值接近十年来的高位。相比之下，亚洲（除日本）股票的吸引估值提供更令人信服的上行潜力

美国明晟指数的 12 个月综合预测市盈率；明晟亚洲（除日本）指数对比明晟所有国家世界指数的 12 个月综合预测市盈率



资料来源：FactSet、彭博、渣打

图例：▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

维持地区多元化配置

全球股市继续获益于业绩强劲、宏观经济环境改善，以及贸易不确定性有所降低。美国股票仍是我们投资组合中的一项核心配置。估值过高可能限制短期上行空间，而围绕公司人工智能投资盈利化的不确定性可能导致盈利预期受压。

我们对亚洲（除日本）股票持超配观点，维持在该区多元化配置。贸易紧张局势缓和以及美元疲软是利好因素，可能有助于缩小亚洲（除日本）股票与全球股票之间的估值差距。

在亚洲（除日本）地区，我们仍看涨中国股票。2025 年第二季迄今为止公布的业绩表现良好，加上中美贸易的休战期进一步延长且美国放宽对华半导体出口限制，均预示市场情绪将向好

发展。此外，人工智能的持续发展和政策刺激措施将继续推动新一轮的产能改善，这应支持企业利润，并提升中国股票的吸引力。

仍然超配韩国股票。政府的价值提升计划和强劲盈利增长是这个市场的关键促成因素。预计韩国 2026 年在亚洲地区将会实现最高的盈利增长率。此外，近期达成的美韩贸易协议也增强了政策确定性。这些因素反映在资本流动上，7 月外资净流入创下了 17 个月新高。

我们对日本股票的观点为核心持仓。在近期的反弹后，我们将利用任何过多投资来配置其他亚洲市场，因为关税损害了日本的盈利增长。欧洲（除英国）地区也是核心持仓，因为其不断扩张的财政支出计划被负面的盈利修订指数所抵消。

股票机会型投资观点

叶福恒
高级投资策略师

在回调时增持美国科技股

- 在市场回落 5%*之后，我们将开启对美国科技业的机会型投资观点。季节性市场疲软可能创造这个机会，而我们在未来 6 至 12 个月看好该行业。盈利增长依然正面，因为人工智能支出的增长支持半导体行业和云端服务供应商。软件公司继续将人工智能整合进他们的产品和开发，包括推出能够像人类一样互动和决策的人工智能代理。

图. 14 机会型投资观点

地区	观点
美国	美国主要银行、科技*
欧洲	欧洲工业股
亚洲	韩国股票
	中国非金融国企高息股
	恒生科技指数

资料来源：渣打。*当明晟美国科技指数收于 1,071 或更低水平时，对美国科技股的投资观点才会开启。

现时看涨观点

美国主要银行：我们相信**放宽管制**仍是银行业的一项利好因素，降低银行的资本要求和成本。美联储加息将对利差造成不利影响，但如果没有重大意外，情况应该可控。另一方面，利率下降支持经济**软着陆**，贷款需求、并购活动和资本市场融资将进一步增长。美国经济急剧放缓是一项风险。

欧洲工业股：德国当前引领欧洲**增加基建和国防支出**的计划，这与**北约协议**一致，北约计划将国防支出从国内生产总值的 2% 提高至 5%。这支持航天和国防、电气设备、机械和建筑行业，这些行业构成了工业部门的主体。欧洲经济急剧放缓是一项风险。

韩国股票相对亚洲（除日本）仍有很大的折让，我们预计**“Kospi 5,000 点”委员会**将努力改善企业治理，以缩窄估值折让。拟议中的税收改革当前让一些投资者感到忧虑，但决策者正在接受反馈并重新评估这些提议。我们预计资金流入将支持市场。政策影响弱于预期是一项风险。

中国非金融国企高息股：其业务主要以本土为主，意味着它们较少受到贸易问题的直接影响，且更获益于**政府刺激**计划。非金融国企较少受到低迷的房地产行业影响。刺激力度弱于预期是一项风险。

恒生科技指数：大型科技公司的盈利惊喜支持增长前景。**人工智能**采用的进展，加上**政府对科技发展的支持**，有助于恒生科技股的估值重新评级。与美国同业相比，其估值仍然低廉。不利的监管变化是一项风险。

行业观点：仍然乐观

我们仍持乐观态度，在人工智能投资和软件开发的支持下，在**美国、欧洲和中国超配科技股**。我们在美国也继续超配金融（获益放宽管制）和通信服务（数字广告和在线娱乐增长）行业。在欧洲，我们仍超配金融股，因为其股息收益率和相对整体市场的估值折让仍具吸引力。由于基建和国防支出增加，我们超配工业股。在中国，我们继续投资于不断改善的消费和人工智能采用领域，看好科技、通信和非必需消费品行业。这些领域的公司拥有强劲的资产负债表，产生强劲的现金流，并在需求旺盛的带动下，大规模投资于人工智能基建。

图. 15 我们按地区划分的行业观点

美国	欧洲	中国
金融	科技	科技
科技	通信	通信
通信	工业	非必需消费品
健康护理	金融	金融
公用事业	健康护理	必需消费品
工业	公用事业	健康护理
必需消费品	房地产	原材料
非必需消费品	必需消费品	能源
原材料	非必需消费品	工业
房地产	原材料	公用事业
能源	能源	房地产

资料来源：渣打

图例： ■ 超配 | ■ 核心 | ■ 低配

外汇——一瞥

袁沛仪
投资策略师



我们的观点

我们预计美元将在未来 1-3 个月内逐渐走高，但我们仍认为美元将在 6-12 个月内表现疲软。我们先前曾指出美元指数（DXY）面临挟淡仓风险，但目前仓位似乎已脱离极端水准。短期来看，美元维持在较温和的上行通道内，美元指数似乎正逼近 99.5。然而，我们预计不会持续升穿 100，并继续将近期的强势视为重新建立美元疲软观点的机会。未来 6-12 个月的较长期间内，由于美国政策难以预测、美国经济增长放缓以及美联储自 9 月起可能重启减息，我们仍认为美元会走弱。

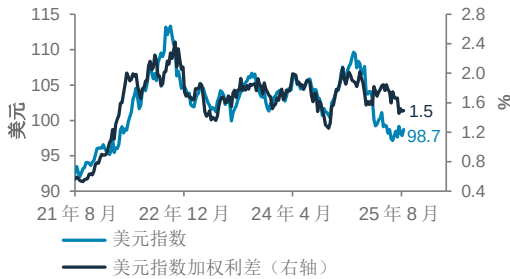
我们继续预计欧元兑美元未来 3 个月内或回落至 1.15。欧元可能继续受到美元回升和贸易政策不确定性的压力，而日圆的下行压力可能持续存在，因为日本央行在评估关税的影响时会推迟收紧政策。然而，英镑可能获得更多支持，因为通胀升温，英国央行或推迟减息。长期来看，我们预计英镑和日圆或上涨将体现我们对美元疲软的看法，因为这两种货币相对于美元仍然被严重低估。

关键图表



美元在上半年的贬值幅度超过了利差所显示的幅度。我们可能会看到两者之间的关系重新建立。

图. 16 美元的走势弱于利差所显示的价值；外汇预测表



资料来源：彭博、渣打

货币	3个月预测	12个月预测
美元（美元指数）	99.5	96.0
欧元兑美元	1.15	1.17
英镑兑美元	1.35	1.37
美元兑日圆	150	140
澳元兑美元	0.66	0.66
新西兰元兑美元	0.60	0.59
美元兑加元	1.37	1.38
美元兑瑞郎	0.81	0.79
美元兑新加坡元	1.28	1.31

放眼美元挟淡仓之后的走势

尽管我们认为美元长期或走弱，但近几个月来，我们一直在提示挟淡仓推动美元短期反弹的风险。我们现在似乎正处于挟淡仓中，随着过度看跌的投资者仓位开始正常化，美元指数逐步上升。目前，我们预计美元这种温和回升的趋势或持续。然而美元指数料仍受制于 100 的阻力位，因为我们认为技术面和基本面都不足以让美元回到 2025 年前的 100-110 区间。这意味着，任何短期的美元反弹提供了增加弱美元交易的机会，无论是在外汇市场还是在股票或债券市场。

焦点越来越有可能转向美联储的政策，尤其是欧洲央行的宽松政策接近尾声。我们预计美联储将在 9 月重启减息。利差很可能开始重新成为美元的驱动因素，如果在欧洲央行暂停减息、美联储恢复减息的背景下出现这种情况，可能对美元不利。因此，我们继续预计美元指数将在未来 6-12 个月跌至 96。

在欧洲，焦点可能会转向英镑。最近疲软的劳动力市场数据再次引发了英国央行大幅减息的预期。然而，英国央行会议纪要表明，通胀仍然存在，对英国央行而言，减息并不会是一个简单的决定。减息幅度可能会令市场失望，导致英镑短期内相对于欧元获得更多支持。由于日本央行推迟收紧政策，日圆同样可能面临下行压力。

瑞郎仍受到实际利率的良好支持。尽管瑞士名义利率可能回到零，但低（且不断下降）通胀意味着实际（扣除通胀）收益率仍对瑞郎有利。不排除重回负利率的可能性，但总体而言，我们预计这将使美元兑瑞郎处于 0.79-0.81 的区间。

黄金、原油——一瞥

Manpreet Gill
非洲、中东及欧洲区首席投资总监

Tay Qi Xiu
投资组合策略师

Anthony Naab, CFA
投资策略师



我们的观点

- 黄金价格预计在未来 1-3 个月将保持在每盎司 3,400 美元附近波动，直至美国经济增长风险变得更加明朗为止。
- 油市供应过剩仍然是阻力。我们预计纽约原油价格在未来 3 至 12 个月将处于每桶 65 美元区间。地缘政治风险可能会导致油价短暂飙升。

关键图表



图. 17 中国黄金进口放缓

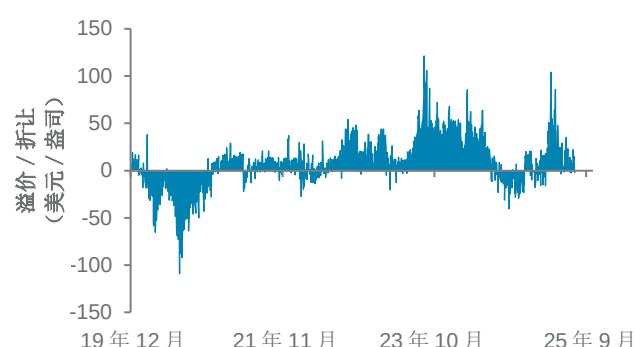
中国黄金净进口量（海关编码 HS 7108）



资料来源：中国海关、世界黄金协会、渣打

图. 18 中国当地金价相对于国际金价出现折让

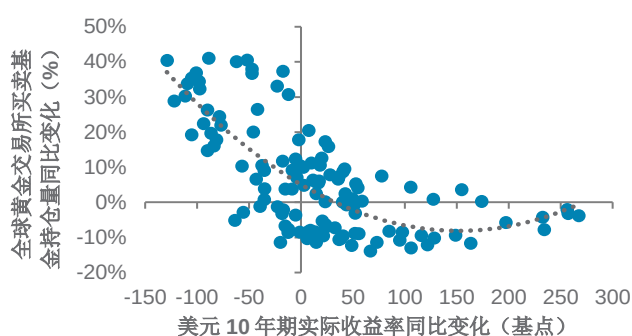
中国当地与国际金价的差值



资料来源：世界黄金协会、渣打

图. 19 美国实际收益率下降将吸引投资者重返黄金支持的交易所买卖基金

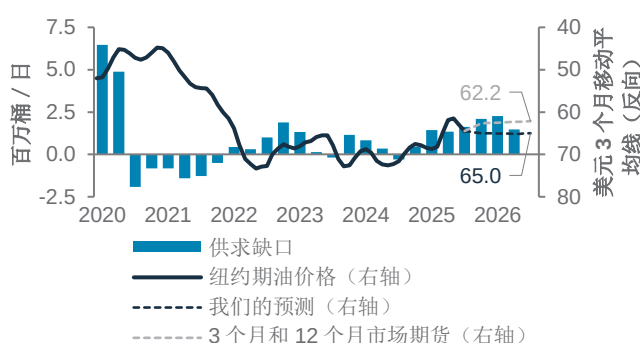
美国 10 年期实际收益率对比黄金交易所买卖基金持仓量



资料来源：彭博、渣打

图. 20 今年石油市场可能仍然过剩，从而抑制油价

石油供需平衡、价格预估



资料来源：美国能源信息局、彭博、渣打

黄金前景：过去一个月，由于美国关税忧虑缓解及风险资产持续上升，金价再次未能持续突破每盎司 3,400 美元的水平。全球央行需求等长期结构性动力依然稳固。然而，我们不认为仅靠央行的买盘就能推动突破，特别是在中国需求降温的情况下。相反，美国经济增长风险的迹象更加清晰，导致实际债券收益率下降，将吸引投资者重新投资黄金交易所买卖基金，并将金价推高至我们的 12 个月目标价 3,500 美元左右。

石油前景：我们预期石油市场将持续供应过剩，因为欧佩克及盟友正逐步取消 2022 年的减产措施，自 4 月起至 9 月底，将恢复每日供应量增加约 220 万桶。季节性需求仍然具有支持作用，但不足以改变整体供过于求的局面。短期地缘政治风险，包括因制裁而导致俄罗斯供应中断，仍然是短期上行风险，但我们维持三个月纽约期油每桶 65 美元的预测不变。

量化观点：长期及短期指标均支持股票

Francis Lim
高级量化策略师

欧阳倩君
量化分析师



概述

长期及短期指标均看涨风险资产。

长期：我们的股债模型自 7 月 15 日转为非常看涨股票之后，录得 0.63% 的强劲表现。在我们的最近更新中，该模型仍超配股票，但得分略低（从最高的 5 分降至 4 分）。8 月，我们看到基本面得分从 2 分降至 1 分，因为美国供应链管理协会新订单 3 个月变化在跌破 50 后再次转为负值，表明经济活动可能出现收缩。其他基本面，如风险情绪、经济意外指数和盈利修正比率，仍对股票有利。估值因素仍为股票带来强劲支持，但发达市场股票看起来愈发昂贵。与此同时，市场宽度因素仍然带来中度支持，因为大多数股市仍高于其 200 日移动平均线。

我们更新后的技术模型目前看涨标普 500 指数，原因是波动率指数和新兴市场外汇波动性等风险指标回落，以及动力信号稳健（逆转风险低且趋势稳定）。我们于本月重新推出标普 500 指数的技术模型，以提升先前模型的表现。之前模型的年初至今涨幅为 12.8%，而标普 500 指数的涨幅为 9.7%，因为它准确地预测了 3-4 月市场会表现疲软。根据我们的仿真，我们的新模型同期应该会录得 16.1% 的较强回报，而且其信号一般较为稳定。

短期：投资者仓位不如 7 月指标般拥挤。7 月，我们的市场多样性指针显示，在美国、英国和亚洲（除日本）股市以及多个股票行业的投资者仓位拥挤。随着市场在短暂回落后于 8 月重新站稳阵脚，许多指标已在 7 月底恢复正常。目前，只有美国通信服务业被标示为仓位拥挤。

关键图表

由于过去 3 个月美国供应链管理协会新订单下滑，我们的股债模型评分从最高 5 分略微下降至 4 分。

图. 21 股债轮动模型自 2023 年 2 月成立以来的分数明细

模型分数为基本面、估值和市场宽度因素的总和

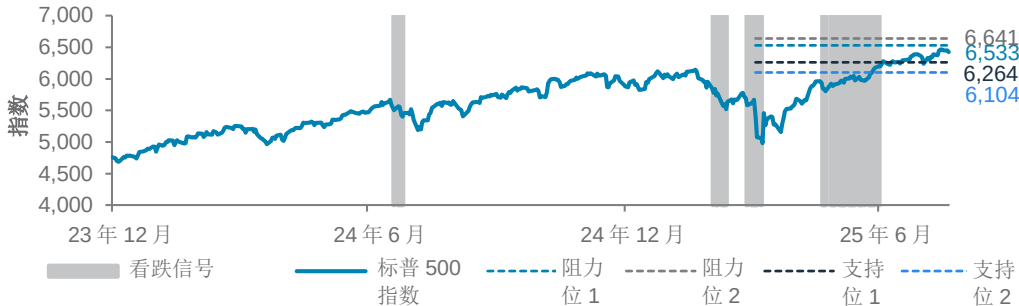


资料来源：彭博、渣打

我们更新后的标普 500 指数市场模型仍然看涨，因为波动率指数等风险指标回落，动力信号稳健。

图. 22 我们的技术模型看涨标普 500 指数

标普 500 指数；模型的看跌信号；技术支持位和阻力位



资料来源：彭博、渣打

图. 23 长期和短期量化模型均看涨风险资产

以下长期模型的一般时间为 3–6 个月，而短期模型为 1–3 个月

长期	股票或债券	股市和债市风险	全球通胀与增长机制
当前观点	看涨股票（3-6 个月）	股市风险适度，但债市风险高	稳定的通胀，但经济增长减慢
这个观点都基于哪些因素？	• 基本面：分数为+1。美国供应链管理协会新订单在 3 个月期间下降，但风险情绪、经济意外指数和盈利修正比率等多数其他因素仍支持股票 • 估值：分数为+2。亚洲股票仍然看似低廉，而发达市场股票则愈发昂贵，但仍在阈值之内 • 市场宽度：分数为+1。96%的股市高于其 200 日移动平均线	• 股票风险：适度。有利的动力和通胀趋势均带来支持。近期各种利率基准的波动为小幅净负值 • 政府债风险：高。过去 12 个月平均商品价格上升，并不支持收益率下降，而平均新屋开工数量、制造业采购经理指数和申领失业救济金人数的疲软程度亦不足以证明经济即将步入衰退	• 全球通胀率同比略低于 2%。综合预计和全球领先指针显示，未来 6-12 个月几乎没有变化 • 全球工业生产增长率增至同比 3%。综合预计未来 12 个月将放缓至同比 2%。然而，全球领先指针显示放缓幅度将高于综合预期
关键模型因素	• 经济活动、宏观风险和意外指数、企业盈利、预测市盈率和技术面	• 市场因素包括利率、商品价格和股票市场动力。宏观因素包括美国住房、通胀、流通的货币、产能使用率和就业	• 追踪美国、欧洲、英国、中国、印度和韩国对通胀、工业生产和经济领先指标的当前数据和综合预估
如何运作？	• 每月按基本面、估值和市场宽度而计算的记分卡，从-5 到 5，旨在表明对股票和债券的相对偏好。正分数表示看好股票，反之看好债券	• 利用风险指标来衡量美国股票和美国国债遭大幅抛售的可能性。每项指标由 0 至 100，数值低于 50 表示下行风险高，反之暗示下行风险降温	• 全球经济周期的宏观模型（衰退、复苏、周期后段和滞胀）及其对长期资产类别回报的影响

短期	技术分析（更新的模型）	投资者持仓
当前观点	看涨股票（1-3 个月）	股票正常化
这个观点都基于哪些因素？	• 看涨标普 500 指数。我们更新后的模型最初对 6 月的回落持谨慎态度，因为该指数正在挑战之前的历史高位。之后，由于风险指标持续下降，且动力指标提供支持（表示逆转风险低且趋势稳健），该模型于 7 月转为看涨标普 500 指数	• 股市：7 月，美国、英国和亚洲（除日本）股市的投资者仓位拥挤，但 7 月底市场回落，仓位指标已恢复正常 • 股票行业：同样地，许多在 7 月被标示的行业指标已经恢复正常，目前只有美国通信服务业被标示
关键模型因素	• 市场因素：价格动力、波动率指数（VIX）和新兴市场外汇波动率等风险指标、美国和新兴市场之间的利差	• 价格走势：当价格急速上升时，会出现超买情况；当价格在短时间内急速下跌时，会出现超卖情况
如何运作？	• 一个短期技术模型，追踪动力、波动性和成交指标，并使用机器学习来识别熊市 / 牛市	• 一种基于分形分析的市场指针，根据价格走势显示投资者的即时持仓情况

资料来源：渣打

基础：资产配置概要

概述	观点	基础配置			概述	基础配置 保守
		适度	均衡	进取		
现金	▼	4	4	3	现金	35
固定收益	◆	58	38	18	固定收益	65
股票	▲	33	54	74		
黄金	◆	5	5	5		
资产类别					资产类别	
美元现金	▼	4	4	3	美元现金	35
发达市场投资级政府债*	◆	23	15	7	发达市场投资级政府债（短期）	16
发达市场投资级公司债*	▼	13	8	4	发达市场投资级公司债（短期）	17
发达市场高收益公司债	◆	5	3	2	发达市场高收益债（短期）	7
新兴市场美元政府债	◆	5	3	2	新兴市场美元政府债（短期）	10
新兴市场本币政府债	▲	4	3	1	新兴市场本币政府债	5
亚洲美元债	◆	8	5	3	亚洲美元债	11
北美股票	◆	22	35	48		100
欧洲（除英国）股票	◆	4	7	10		
英国股票	▼	0	1	2		
日本股票	◆	2	3	5		
亚洲（除日本）股票	▲	5	7	10		
黄金	◆	5	5	5		
		100	100	100		

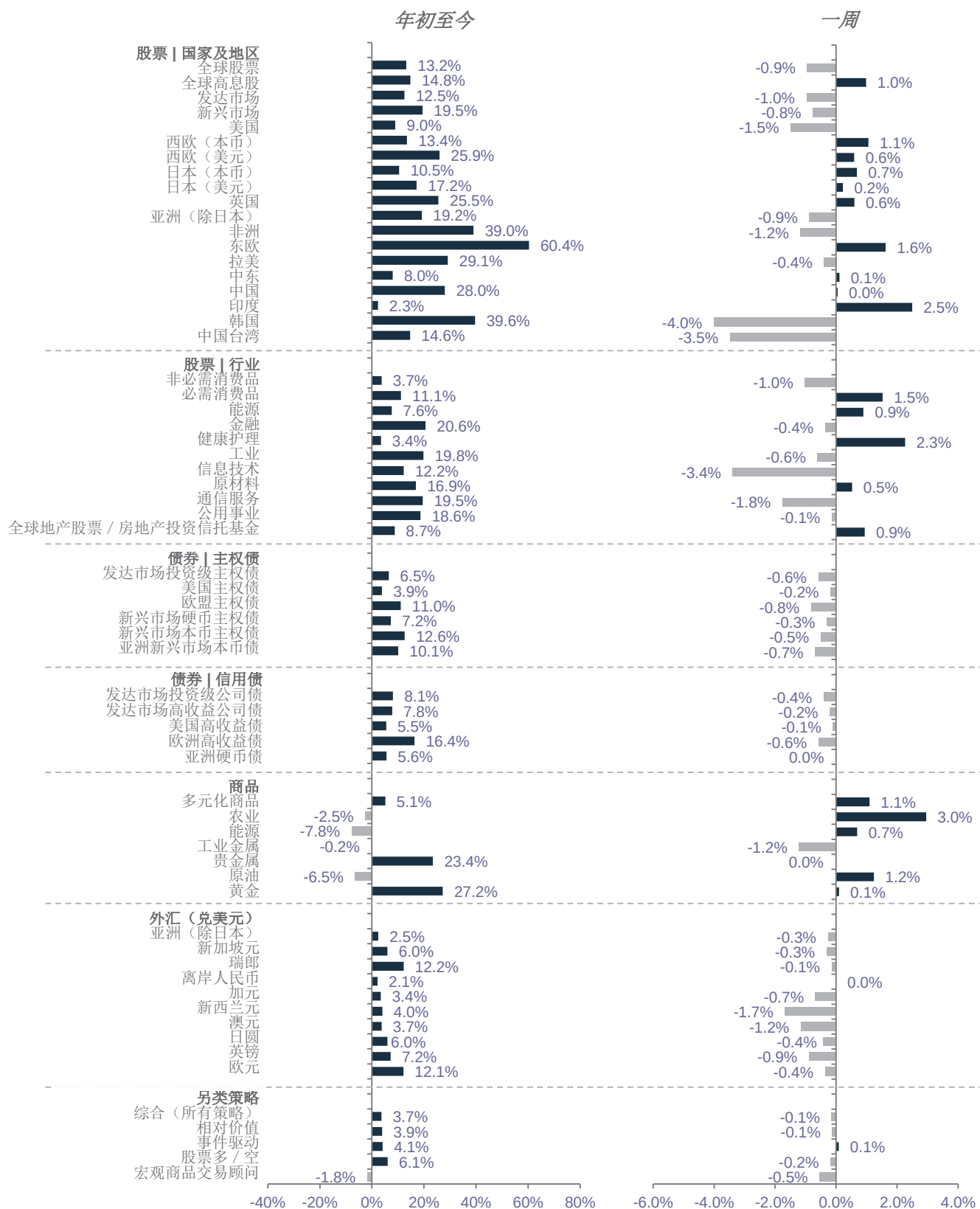
资料来源：渣打
所有数据均为百分比。
1.由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%。*外汇对冲
2.保守 TAA 是以 SAA 为基础的，不包含任何战术性观点
图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

基础+：资产配置概要

概述	观点	基础配置+		
		适度	均衡	进取
现金	▼	4	3	3
固定收益	◆	49	30	13
股票	▲	28	43	56
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	15	20	25
资产类别				
美元现金	▼	4	3	3
发达市场投资级政府债*	◆	20	12	5
发达市场投资级公司债*	▼	11	6	3
发达市场高收益公司债	◆	4	3	1
新兴市场美元政府债	◆	4	3	1
新兴市场本币政府债	▲	3	2	0
亚洲美元债	◆	7	4	2
北美股票	◆	19	28	36
欧洲（除英国）股票	◆	4	6	7
英国股票	▼	0	1	1
日本股票	◆	2	3	3
亚洲（除日本）股票	▲	4	6	8
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	3	4	5
私募股权		2	5	9
私人不动产		5	4	4
私人债务		5	7	7
		100	100	100

资料来源：渣打
所有数据均为百分比。
1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%。*外汇对冲
图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

市场表现概要*



资料来源：明晟、摩根大通、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

*除非另有说明，所有表现均以美元计

*年初至今表现数据由 2024 年 12 月 31 日至 2025 年 8 月 21 日；一周表现数据由 2025 年 8 月 14 日至 2025 年 8 月 21 日

我们的重要预测和关键事件

货币	美元 (美元 指数)	欧元 兑美元	英镑 兑美元	美元 兑日元	澳元 兑美元	新西 兰元 兑美元	美元 兑加元	美元 兑瑞郎	石油 (纽 约期油, 美元 / 桶)	黄金 (美元 / 盎司)	美联储政 策利率 (上限)	美国 10 年 期国债收益 率 (%)	欧洲央行 政策利率
3 个月预测	99.5	1.15	1.35	150	0.66	0.60	1.37	0.81	65	3,400	4.25% (25 年 9 月)	4.25-4.50%	2.00% (25 年 9 月)
12 个月预测	96	1.17	1.37	140	0.66	0.59	1.38	0.79	65	3,500	3.75% (26 年 6 月)	4.00-4.25%	1.75% (26 年 6 月)

资料来源：渣打



图例： ■ 央行政策 | ■ 地缘政治 | ■ 经济数据

X - 日期待定

未来数十年管理财富的方法 今日、明日和未来

渣打财富精选

时间是你最宝贵的商品 – 务必明智地加以善用

时间弥足珍贵。日子看似漫长，但岁月转瞬即逝，因此请珍惜光阴。无论你是开始投资之旅，还是制订复杂的中年财富规划，或是为黄金岁月巩固资产，今天就投入时间，确保你的“今日、明日和未来”财富策略符合本身利益。

现在请腾出时间检视你的投资计划，未来将带来丰厚的回报。市场已经发生了变化。你投资组合目前的资产配置可能已不再处于最佳状态，无法充分把握未来的机会。请你抚心自问：我是否持有过多现金？我是否已充分配置增长型资产以应对长期目标？我的投资组合多元化吗？我是否抓住了最佳机会？最重要的是，我的财富是否正在为我努力增值，让我无需劳神费力？

请联络渣打在财富精选框架和咨询方面的专家，为你的投资之旅提供指引。

目标

今日、明日 和未来

我们帮助你增长和管理财富的方式，始于了解你的需求和目标。我们使用目标导向的方式，深入了解你對自己、家人及他人于“今日、明日和未来”的愿景，然后设计投资组合以满足这些不同的需求。

我们透过“今日、明日和未来”策略，确保你短期（今日）的财富需求得到满足，同时确保你未来几十年（明日和未来）的财富需求也得到规划。

你的“今日、明日和未来”愿景是独一无二的。我们的专家团队与你密切合作，根据你对“今日、明日和未来”的需求，建立一个多元化、长期的基础投资组合。此外，我们还加入了机会型投资策略，以把握短期机遇，并提供足够的保障，以实现你及家人的目标。

“今日、明日和未来”策略

为今日作出规划

需要确保以流动性和收入流向为主。

为明日提供保障

需要一个多元化的投资和保障组合，着重增长，同时确保考虑通胀因素，并减低风险。

建立未来

由于投资期可能长达几十年，所以更注重长远回报，也会考虑商业利益、房地产、收藏品或慈善基金。

原则

经得起时间考验

为了确保你的投资决策保持稳健且一直适用，遵守经过时间考验的原则，这可让你的“今日、明日和未来”策略取得成功。我们利用五项财富原则来指引和保障你的财富决策。



保持规律 – 确保你的情绪稳定并保持谨慎

- 对乐观和恐惧等情绪的反应，可能导致投资者在情况最差的时候做出糟糕的投资决策
- 制定计划并坚持下去，有助你顾全大局



多元化 – 简而言之，不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里

- 持有各类金融资产以降低风险。在基础投资组合中，多资产的多元化很重要
- 保证你的投资组合包含一系列相关性较低的资产类别和投资



在市场投资的时间 – 较投机更优胜

- 预测市场何时遭抛售很困难，确定退出和重新入市的时机也不容易

- 错过市场表现最佳的日子可能对你的投资组合产生重大不利影响
- 注重“在市场投资的时间”以及在入市时从长远出发，可提供更稳定的回报，让你的财富之旅安枕无忧



风险与回报 – 确保风险与回报匹配

- 为实现更高的投资回报，你必须接受投资组合会承受更高的风险水平
- 因此，重要的是理解风险并持续管理风险



保障 – 避免因为意外而措手不及

- 尽管你现在觉得自己身体健康，或者认为自己财务稳定，但保障计划使你有能力渡过经济不稳定的时期，并减轻不可预见事件对你财富造成的长期影响
- 好的保障计划不仅保护你现在的财富，并按今天的价值来衡量你未来的收入

咨询流程

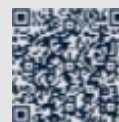
采用全面方法管理财富

我们遵循严格的流程，务求在构建和管理投资组合时，符合你的需求和目标。

然而，市场在不断发展，你的需求也在不断变化。因此，我们鼓励你定期进行投资组合审查，以确保你的投资组合与今日、明日和未来的目标保持一致。这种积极主动的方法包括根据我们首席投资办公室的见解进行战略再平衡。

了解更多

扫描下面的二维码，了解我们更多关于增加、管理和保护财富的方法。



五步流程



请联络你的客户经理协助检视投资组合。

投资贴士

首席投资办公室

每两周一次系列发布于周三

讲者：

Steve Brice

渣打银行全球首席投资总监

请收听首席投资办公室的投资贴士（InvesTips），这是一个财经教育播客系列，旨在赋予所有人知识与工具，帮助他们自信地踏上投资之旅。

现在收听

渣打市场快讯

(STANDARD CHARTERED MONEY INSIGHTS)



Apple Podcasts



Spotify



注释

1. 第 5 页的图表仅展示均衡风险的资产配置 — 不同风险状况可能产生显著不同的资产配置结果。第 5 页仅作示范与参考之用，并不构成投资建议、要约、推荐或招揽。此等配置并未考虑特定人士或特定类别人士的具体投资目标、需要或风险承受能力，以及并非为任何特定人士或特定类别人士而编制。

2. 有可转换证券为复杂的金融工具，并非适合或适宜所有投资者的投资。本文件并非要约出售或邀请买入当中任何证券或任何实权益。或有可转换证券不拟售予及不应售予欧洲经济区（EEA）的零售客户（各自定义见英国金融市场行为监管局于 2015 年 6 月刊发的 *Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules)*（“政策声明”），并连同 *Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015*（“工具”，与政策声明统称为永久营销限制（Permanent Marketing Restrictions））一并阅读），但在不会引致违反永久营销限制的情况下则除外。

披露

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打发表本文件时的意见、预测和估计，渣打可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。投资价值及其收益可升可跌，阁下可能无法收回原始投资的金额。阁下不一定能赚取利润，可能会蒙受损失。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任公司注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。

版权所有©2025, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到 CFRA 的书面许可，否则不得以任何形式复制 CFRA 提供的内容。CFRA 的内容不是投资建议，引用或观察 CFRA SERVICES 提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA 的内容包含 CFRA 根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。虽然 CFRA 在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但 CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于在法律允许的范围内，对适销性或适用于特定目的或使用的保证，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经 CFRA 事先书面许可，CFRA 提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA 和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用 CFRA 内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及 / 或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提及的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所述的一项或多项金融工具中有重大利益。请参阅渣打网站的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去 12 个月的意见 / 建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司 / 发行人的债务或股票证券的财务权益。所有相关策略师均获新加坡金融管理局或香港金融管理局发牌提供投资建议。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

可持续投资

任何使用或提及的 ESG 数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1) 晨星网站的可持续投资部分；2) Sustainalytics 网站的 ESG 风险评级部分；3) 明晟网站的 ESG 业务参与筛选研究 (ESG Business Involvement Screening Research) 部分，以及 4) 彭博的绿色、社会及可持续债券指南。ESG 数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。可持续投资：这是指晨星归类为“ESG 意向投资 – 整体”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘中已明确表示，它们或将 ESG 因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的公司所发行的股份 / 股额。就债券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的发行人所发行的债务工具，以及 / 或那些经彭博核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会（Sustainable Finance Governance Committee）另行批准。Sustainalytics 所显示的 ESG 风险评级是真实的，并不是该产品在任何特定分类系统或框架下被分类或销售为“绿色”、“可持续”或类似产品的指针。

国家 / 市场独有的披露

巴林：本文件由渣打银行巴林分行在巴林分发，其地址为巴林王国麦纳麦邮政信箱29号（P.O. 29, Manama, Kingdom of Bahrain），是渣打银行的分行，并获巴林央行发牌为传统零售银行。**博茨瓦纳：**本文件由渣打银行博茨瓦纳有限公司在博茨瓦纳分发，并归属该单位。该公司是根据《银行法》第46.04章第6条获发牌的金融机构，并在博茨瓦纳股票交易所上市。**文莱：**本文件由渣打银行（文莱分行）（注册编号RFC/61）及Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（注册编号RC20001003）在文莱分发，并归属该等单位。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立。Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd是向Registry of Companies注册的有限责任公司（注册编号RC20001003），获文莱央行颁发牌照，成为资本市场服务牌照持有人，牌照号码为BDCB/R/CMU/S3-CL，并获准透过伊斯兰窗口（Islamic window）进行伊斯兰投资业务。**中国内地：**本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受国家金融监督管理总局、国家外汇管理局和中国人民银行监管。**香港：**在香港，本文件由渣打集团有限公司的附属公司渣打银行（香港）有限公司（“渣打香港”）分发，但对期货合约交易的建议或促成期货合约交易决定的任何部分除外。渣打香港的注册地址是香港中环德辅道中4-4A号渣打银行大厦32楼，受香港金融管理局监管，向证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，并根据《证券及期货条例》（第571章）从事第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）受监管活动（中央编号：AJI614）。本文件的内容未经香港任何监管机构审核，阁下须就本文件所载任何要约谨慎行事。如阁下对本文件的任何内容有任何疑问，应获取独立专业意见。本文件载有的任何产品不可于任何时候、凭借任何文件在香港提出要约或出售，惟向《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”提出要约或出售除外。此外，无论在香港或其他地方，本文件均不得为发行之目的发行或管有，同时不得向任何人士出售任何权益，除非该名人士是在香港以外，或属于《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”，或该条例准许的其他人士。在香港，渣打私人银行乃渣打香港辖下私人银行部门，而渣打香港则是渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）的附属公司。**加纳：**渣打银行加纳有限公司（Standard Chartered Bank Ghana Limited）概不负责，亦不会承担阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）。过往表现并非未来绩效的指标，本行并无对未来表现作出任何陈述或保证。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至feedback.ghana@sc.com。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电0302610750联络我们的优先理财中心。阁下切勿把任何机密及 / 或重要资料电邮至渣打，渣打不会对任何透过电邮传递的资料的安全性或准确性作出陈述或保证。对于阁下因决定使用电邮与本行沟通而蒙受的任何损失或损害，渣打概不承担任何责任。**印度：**渣打以互惠基金分销商及任何其他第三方的金融产品推荐人的身份在印度分发本文件。渣打不会提供《印度证券交易委员会2013年（投资顾问）规则》或其他规则所界定的任何“投资建议”。渣打提供相关证券业务的服务 / 产品并非针对任何人士，即法律禁止未通过注册要求而在该司法管辖区招揽证券业务及 / 或禁止使用本文件所载任何资料的任何司法管辖区的居民。**印尼：**本文件由渣打银行（印尼分行）在印尼分发。该公司是获Otoritas Jasa Keuangan（Financial Service Authority）和印尼银行发牌及监管的金融机构。**泽西岛：**在泽西岛，渣打私人银行是渣打银行泽西岛分行的注册商业名称。渣打银行泽西岛分行受泽西岛金融服务监察委员会（Jersey Financial Services Commission）监管。渣打银行的最新经审核账目可于其泽西岛主要营业地点索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行泽西岛分行亦是获南非共和国金融行为监管局（Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa）发牌的认可金融服务提供商，牌照号码为44946。泽西岛并非英国本土一部分，与渣打银行泽西岛分行及英国境外其他渣打集团实体进行的所有业务均不受英国法律下提供的部分或任何投资者保障及补偿计划的保障。**肯尼亚：**本文件由渣打银行肯尼亚有限公司在肯尼亚分发，并归属该单位。投资产品和服务由渣打投资服务有限公司分发。渣打投资服务有限公司是肯尼亚资本市场管理局发牌作为基金管理人的渣打银行肯尼亚有限公司的全资附属公司。渣打银行肯尼亚有限公司由肯尼亚中央银行（Central Bank of Kenya）监管。**马来西亚：**本文件由马来西亚渣打银行（Standard Chartered Bank Malaysia Berhad或简称SCBMB）在马来西亚分发。马来西亚的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络SCBMB。本文件未经马来西亚证券事务监察委员会（Securities Commission Malaysia）审核。马来西亚证券事务监察委员会对产品的登记、注册、提交或批准，并不构成

或表示对该产品、服务或促销活动的推荐或认可。投资产品并非存款，也不是 SCBMB 或任何关联公司或附属公司、马来西亚存款保险机构（Perbadanan Insurans Deposit Malaysia）、任何政府或保险机构的责任，不受其担保和保护。投资产品存在投资风险，包括可能损失投资本金。SCBMB 明确表示，对于因市场状况导致投资产品的财务损失而直接或间接产生的任何损失（包括特殊、附带或相应的损失或损害）不会承担任何责任。**尼日利亚：**本文件由渣打银行尼日利亚有限公司（渣打尼日利亚）分发，此乃获尼日利亚央行妥为发牌及监管的银行。渣打尼日利亚对阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）概不负责。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至 clientcare.ng@sc.com 要求从我们的电邮发送名单中移除。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电 02 012772514 联络我们的优先理财中心。对于阁下因决定将任何机密及 / 或重要资料电邮至渣打而蒙受的任何损失或损害，渣打尼日利亚概不承担任何责任。渣打尼日利亚不会对任何透过电邮传递的资料的安全性或准确性作出陈述或保证。**巴基斯坦：**本文件由渣打银行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分发，并归属于该单位，此公司的注册地址为 PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，为依据《1962 年银行公司法》向巴基斯坦国家银行注册的银行公司，同时还获巴基斯坦证券交易委员会发牌为证券顾问。渣打银行（巴基斯坦）有限公司担任互惠基金的分销商及其他第三方金融产品的推荐人。**新加坡：**本文件由渣打银行（新加坡）有限公司（注册编号 201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分发，并归属于该单位。新加坡的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络渣打银行（新加坡）有限公司。渣打银行（新加坡）有限公司是渣打银行的间接全资附属公司，根据 1970 年《新加坡银行法》获发牌在新加坡经营银行业务。渣打私人银行是渣打银行（新加坡）有限公司的私人银行部门。有关本文件提及的任何证券或以证券为基础的衍生工具合约，本文件与本发行人文件应被视为资料备忘录（定义见 2001 年《证券及期货法》第 275 条）。本文件旨在分发给《证券及期货法》第 4A(1)(a)条所界定的认可投资者，或购买该等证券或以证券为基础的衍生工具合约的条件是只能以不低于 200,000 新加坡元（或等值外币）支付每宗交易。此外，就提及的任何证券或以证券为基础的衍生工具合约而言，本文件及发行人文件未曾根据《证券及期货法》于新加坡金融管理局注册为发售章程。因此，本文件及关于产品的要约或出售、认购或购买邀请的任何其他文件或材料均不得直接或间接传阅或分发，产品亦不得直接或间接向其他人士要约或出售，或成为认购或购买邀请的对象，惟不包括根据《证券及期货法》第 275(1)条的相关人士，或(ii)根据《证券及期货法》第 275(1A)条并符合《证券及期货法》第 275 条指明条件的任何人士，或根据《证券及期货法》的任何其他适用条文及符合当中指明条件的其他人士。就本文件所述的任何集体投资计划而言，本文件仅供一般参考，并非要约文件或发售章程（定义见《证券及期货法》）。本文件不是亦不拟是(i)要约或购买或出售任何资本市场产品的招揽要约；或(ii)任何资本市场产品的要约广告或拟作出的要约。**存款保险计划：**非银行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保险公司投保，依据法律每位计划成员每位存款人的投保金额上限为 100,000 新加坡元。外币存款、双货币投资、结构性存款及其他投资产品均不予投保。此广告未经新加坡金融管理局审核。**台湾：**渣打集团实体或台湾渣打国际商业银行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相关的金融工具。此文件之作者可能已经与渣打或台湾渣打国际商业银行的其他员工、代理机构讨论过此文件所涉及的信息，作者及上述渣打或台湾渣打国际商业银行的员工可能已经针对涉及信息实行相关动作（包括针对此文件所提及的信息与渣打或台湾渣打国际商业银行之客户作沟通）。此文件所载的意见可能会改变，或者与渣打或台湾渣打国际商业银行的员工意见不同。渣打或台湾渣打国际商业银行不会就上述意见的任何改变或不同发出任何通知。此文件可能涵盖渣打或台湾渣打国际商业银行欲寻求多次业务往来的公司，以及金融工具发行商。因此，投资者应了解此文件信息可能会因渣打或台湾渣打国际商业银行的利益冲突而反映特定目的。渣打或台湾渣打国际商业银行与其员工（包括已经与作者商讨过的有关员工）或客户可能对此文件所提及的产品或相关金融工具、或相关衍生工具金融商品有利益关系，亦可能透过不同的价格、不同的市场条件获得部分投资部位，亦有可能与其利益不同或是相反。潜在影响包括交易、投资、以代理机构行事等造市者相关活动，或就此文件提述的任何产品从事金融或顾问服务。**阿联酋：**迪拜国际金融中心-渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行迪拜国际金融中心分行为渣打银行的分支机构，办事处位于迪拜国际金融中心（地址为 Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受迪拜金融服务管理局（Dubai Financial Services Authority）监管。本文件仅供迪拜金融服务管理局规则手册（DFSA Rulebook）所界定的专业客户使用，并不以该手册所界定的零售客户为对象。在迪拜国际金融中心，我们获授权仅可向符合专业客户及市场对手方资格的客户而非零售客户提供金融服务。阁下身为专业客户，不会获得零售客户享有的较高度度的保障及补偿权利。如果阁下行使归类为零售客户的权利，我们将未能向阁下提供金融服务与产品，原因是我们没有持有从事这些活动所需的牌照。就伊斯兰交易而言，我们在本行的 Shariah Supervisory Committee 的监督下行事。本行的 Shariah Supervisory Committee 的相关资料现已载于渣打银行网站的伊斯兰理财部分。就阿联酋居民而言 - 渣打阿联酋分行获阿联酋央行颁发牌照。该分行获证券与商品局发牌从事推广活动。依据阿联酋证券与商品局 2008 年第 48/r 号关乎金融咨询与金融分析决议所述的涵义范围，渣打阿联酋分行不在阿联酋或向阿联酋提供金融分析或咨询服务。**乌干达：**我们的投资产品与服务由获资本市场管理局发牌为投资顾问的渣打银行乌干达有限公司分发。**英国：**在英国，渣打银行获审慎监管局认可，并受金融市场行为监管局和审慎监管局监管。此文件已获得渣打银行批准，仅适用于根据英国《2000 年金融服务及市场法令》（经 2010 年和 2012 年修订）第 21 (2) (b)条的规定。渣打银行（以渣打私人银行之名营业）也根据南非的《2002 年金融顾问及中介机构服务法》获认可为金融服务提供商（牌照号码 45747）。这些材料并未按照旨在促进投资研究独立性的英国法律要求拟备，且在发布投资研究前不受任何禁止交易的约束。**越南：**本文件由渣打银行（越南）有限公司在越南分发，并归属于该单位。此公司主要受越南国家银行监管。越南的收件人如对本文件的内容有任何疑问，应联络渣打银行（越南）有限公司。**赞比亚：**本文件由渣打银行赞比亚有限公司分发，该公司在赞比亚注册成立，并根据赞比亚法律《银行与金融服务法》第 387 章向赞比亚银行注册为商业银行及获颁发牌照。