

2025年6月 全球市场展望

关税缓和乘势而上

我们上调全球股票至超配。美国贸易政策风险缓和，市场技术指标亦有所改善。更多贸易协议的达成，以及经济活动数据与公司盈利的相对韧性，是维持这股涨势的关键因素。

上调美国股票至小幅超配。市场过度抛售美国资产。然而，我们将继续分散投资于各主要地区。亚洲（除日本）股市中超配中国股票，因为当局推出刺激政策及美元走软。

下调黄金至核心持仓，我们预计未来将有一段时间会出现整固。优质债券在现今收益率高企的情况下仍然吸引。



在贸易休战带来的反弹后，
下一步会如何？

有哪些关键的宏观情境需要
考虑？

量化模型仍然看涨股票吗？

目录

01

02

03

04

05

策略

投资策略：关税缓和乘势而上	03
基础资产配置模型	05
基础：战术性资产配置观点	06
对客户最关心问题的看法	07

宏观概况一瞥

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

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

额外观点

量化观点：短期及长期略微看涨股票	15
------------------	----

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



关税缓和乘势而上

12 个月基础投资超配观点：

- 股票
- 美国股票

机会型投资观点 – 股票

- 美国软件、通信、主要银行、半导体股
- 中国非金融国企高息股和恒生科技指数
- 欧洲银行、工业股

机会型投资观点 – 债券

- 美国机构按揭抵押证券
- 英国国债（未对冲外汇风险）
- 美国 20 年期以上政府债券
- 美国国库抗通胀债券

- **我们上调全球股票至超配。**美国贸易政策风险缓和，市场技术指标亦有所改善。更多贸易协议的达成，以及经济活动数据与公司盈利的相对韧性，是维持这股涨势的关键因素。
- **上调美国股票至小幅超配。**市场已经过度抛售美国资产。然而，我们将继续分散投资于各主要地区。亚洲（除日本）市中超配中国股票，因为当局推出刺激政策及美元走软。
- **下调黄金至核心持仓，**我们预计未来将有一段时间的整固。优质债券在现今收益率高企的情况下仍然吸引。

形势乍雨乍晴

美国的贸易政策在过去两个月经历了三次重大改变。“解放日”（4月2日）公布的关税高于预期。随后，特朗普于4月9日暂停大部分关税90天，以聚焦于贸易会谈。最近，美国宣布与英国达成“协议”的大纲，并开启中美贸易会谈。市场也随之反复波动，标普500指数一度由从高位下跌约20%，随后收复了大部分损失，年初至今转为正回报。

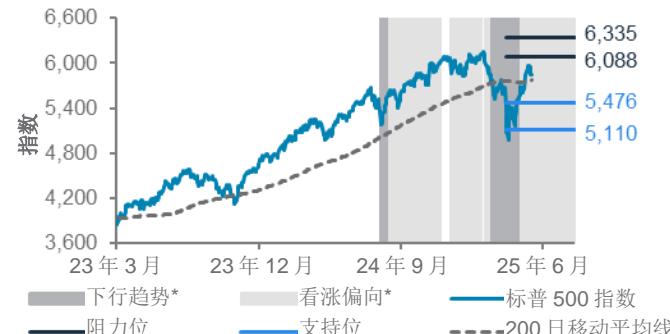
当前最重要的问题是，股票反弹长期会否持续，或者股市会否在短期内再度回落。为了回答这个问题，我们聚焦于即将发生的两个关键事件风险。

首先是贸易政策。我们预计将有更多贸易协议达成，进一步支持这股涨势，尤其是在90天关税暂停期于7月初结束之前。其次是经济数据。尽管最近的软性情绪调查数据表现疲软，但我们预计硬数据（即实际经济活动）的相对韧性，亦支持股市升势。特朗普放宽管制议程的进展也有正面作用。

在此基本情况下，我们仍然预计美国经济将实现温和软着陆，增长将放缓至趋势水平以下。然而，硬着陆仍然是风险。最近美国主权评级下调凸显了市场对美国财政赤字的持续担忧，极端情况下债券市场或出现重大影响。

图. 1 股市短期前景乐观，但 90 天关税暂停期过后仍存在不确定性

我们的短期标普 500 指数技术模型



资料来源：彭博、渣打；*基于我们的技术模型

目前超配股票

考虑到各种风险，质疑我们为何将股票重新调高至超配是合理的问题。

短期前景大幅改善，促使我们对全球股市采取更正面看法。我们的短期（1-3 个月）技术模型已转为看涨美国和中国股市。这意味着标普 500 指数将测试或突破先前的历史高位。我们的长期股债模型也转为轻微看涨全球股市，但这也是受到技术（而非基本面）因素所驱动。从现在到 7 月初（美国 90 天关税暂停期结束时）这段相当长的时间内，为股市的进一步上涨创造了空间，尤其是如果达成更多的贸易协议，而且特朗普能够实施其放宽管制和税收议程的情况。

就地区而言，我们略为偏好美国股票。首季业绩表现强劲，而且鉴于盈利稳健，“卖出美国资产”交易在某种程度上可以说是反应过度了。

尽管如此，我们仍然强调在不同地区适度分散配置的重要性。在亚洲（除日本），我们超配中国股票，因为内地刺激措施的额外支持。我们保留印度股票作为核心持仓，因为美印可能达成贸易协议、盈利增长强劲及外资流入。这两个市场均应获益于美元疲软。

黄金短期将整固

我们调低黄金为核心持仓，预计未来 1-3 个月金价将接近每盎司 3,100 美元。金价在今年飙升后，我们预计会有一段整固期，然后才会迎来下一轮升势。这是自 2022 年以来多次出现的走势，显示主要买家在当前环境下对价格有一定程度的敏感。在 6-12 个月的较长时间内，随着主要央行恢复买入，我们预计黄金将重新迈向每盎司 3,500 美元。

图. 2 美国国债收益率接近它们近期区间顶部，颇具吸引力

美国 10 年期国债收益率和我们的预期区间



资料来源：彭博、渣打

增持优质债券

在风险偏好反弹和穆迪调低美国信用评级后，美国国债收益率反弹。

我们视债券为核心持仓，以目前的收益率部署优质债券是吸引的。除非出现意外的通胀冲击，否则美国 10 年期国债收益率预计将(i)在我们的基本软着陆情境下，降至 4.00-4.25% 的区间，以及(ii)在硬着陆情境下，降至 4% 以下。市场对美国财政赤字的担忧，导致收益率飙升是一个关键风险，这一点也在美国信用评级下调中凸显了出来。然而，过去几个世纪对主权信用压力的研究显示，债务失衡或可以持续很长时间。这说明了在没有明确诱因触发的情况下，将此视作较为罕见的尾部风险更为合理。

我们现在认为较长期债券具备吸引力，或获益于预期收益率下跌。

美元 - 先升后跌

我们预计美元指数 (DXY) 将在未来 1-3 个月内反弹，然后在 6-12 个月内走弱。

短期内，对美国资产需求的回升和先前看跌仓位的平仓，应该会为美元提供支持。这应该会减少对避险货币的需求，尤其是借贷成本低的货币。然而，我们预计美元反弹是暂时的。随着资金逐步转出美国资产，加上美元估值偏高，可能导致美元较长期内轻微走弱。

机会型观点

在股票方面，我们把握机会转为看涨在美国上市的半导体类股，我们预计这将获益于美国周期性行业的持续涨势。在债券方面，我们亦把握机会转为看涨 (i) 20 年期以上美国国债；以及 (ii) 英国政府债（未对冲外汇风险）。

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

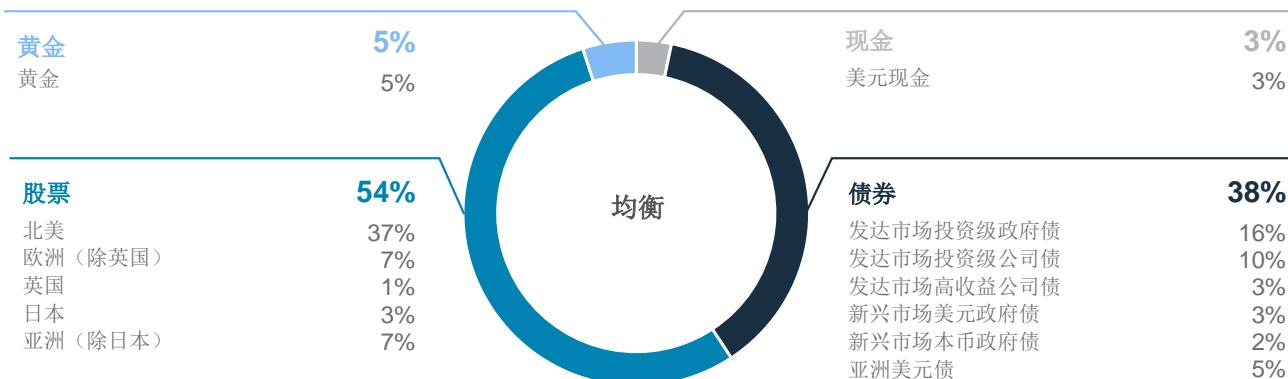


图. 4 风险状况属均衡的基础+资产配置

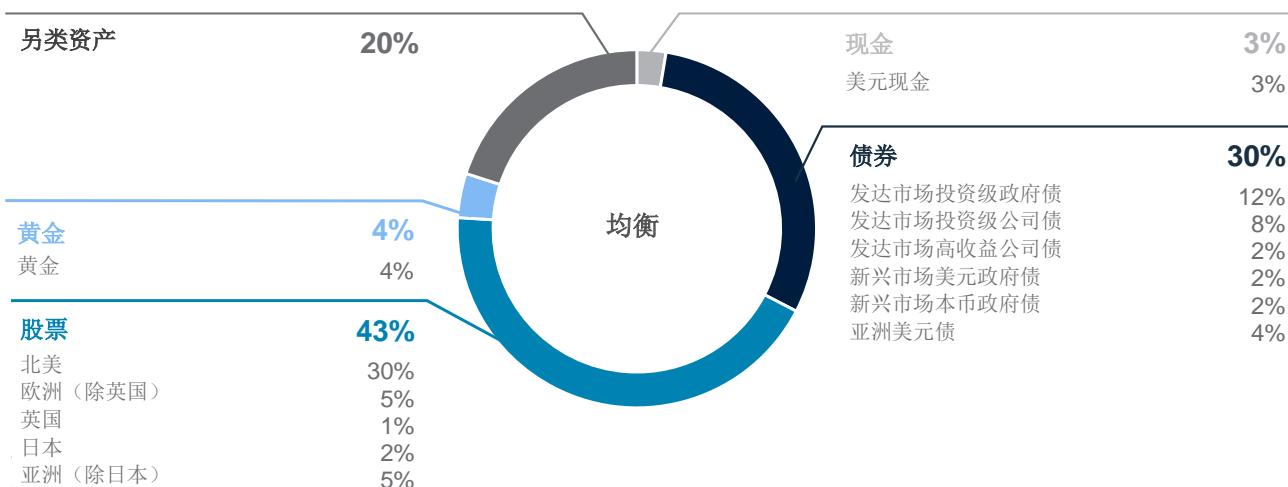
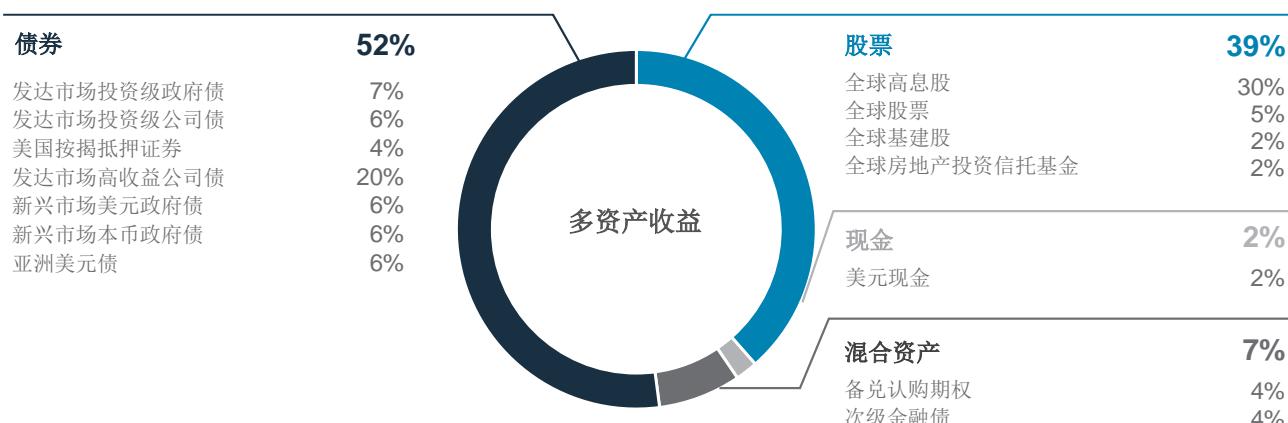


图. 5 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

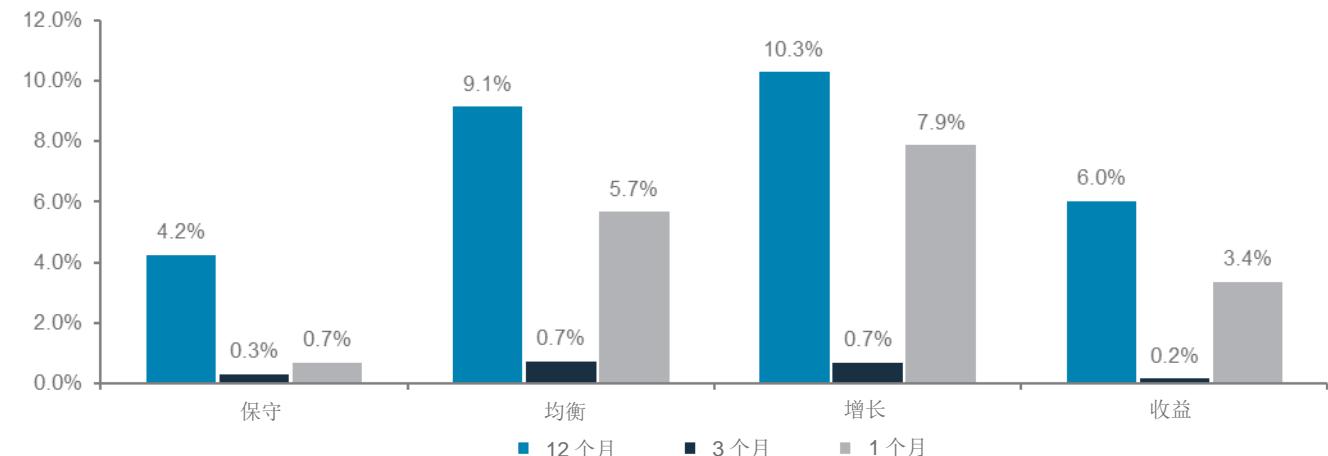
基础：战术性资产配置观点

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，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 | ◆ 中性

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5月22日至2025年5月22日、3个月表现数据由2025年2月22日至2025年5月22日、1个月表现数据由2025年4月22日至2025年5月22日

有关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

Q 在贸易休战带来的反弹后，接下来会如何？

- 中美贸易休战支持对风险资产持积极看法
- 然而，不确定性依然存在——我们概述了三种关键情境
- 多元化对于应对未来的不确定性仍然至关重要

最近几周，市场环境出现了显著变化。曾经影响市场情绪的贸易紧张局势已大幅缓和，为美国股票的强劲反弹铺路。美国政府展现了务实精神，显然希望避免经济自我伤害。加上强劲的宏观数据和稳健的公司盈利，这些发展缩小了风险资产可能出现的结果范围，降低了股票大幅下跌的可能性。

中美贸易休战降低了美国经济硬着陆的风险，并支持对风险资产采取更积极的立场。然而，未来的道路将会崎岖不平，投资者需谨慎行事。“硬”经济数据与“软”经济数据之间出现了分化——硬经济数据仍然展现韧性，而软性调查数据则表现疲软，这增加了硬数据最终可能走弱的风险。风险资产已经消化了近期大部分的乐观情绪，随着美国股市估值再次走高，进一步上涨将取决于贸易谈判是否取得实质进展以及特朗普提出的“重大而美丽的减税法案”。我们预计该法案将成为未来几个月市场讨论的焦点。

规划未来之路

为了协助投资者应对未来的不确定性，我们概述了在贸易和财政政策发展方面可能带来的三种情境。我们的核心情境是，美国最终将能够实现软着陆，但在这个过程中必然会经历巨大的波动和挑战。贸易谈判仍处于初步阶段，而预算法案则增加了延迟及政策不确定性的风险。



图. 7 我们的核心情境是经济软着陆，但这种情境仍存在重大风险

潜在的宏观情境及我们为这些情境设定的几率（以%计）

	硬着陆 (25%)	软着陆 (50%)	不着陆 (25%)
贸易	贸易谈判破裂，重新征收对等关税，中美紧张局势升温	贸易谈判进展缓慢，导致基准关税达到 10%，且各行业关税有所提高；中国关税仍高于其他所有地区	达成贸易协议，进一步下调关税，但保留部分基准关税
财政	财政法案的通过严重延误	适度的净财政刺激	2017 年减税措施永久生效，公司税率降低，资金来自削减支出，但债券收益率仍然可控
增长	经济增长急剧放缓，2025 年下半年可能出现经济衰退	经济增长放缓，但成功避过衰退	减税及放宽监管措施，推动美国经济恢复增长趋势
通胀	由关税引发的通胀持续上升，滞胀风险加剧	通胀短暂升温，随后因需求放缓而出现通胀放缓	随着关税相关的供应压力减退，通胀预期趋于稳定
美联储政策	通胀升温，美联储在今年余下时间内容持利率不变	随着就业市场放缓及通胀再次回落，美联储在下半年减息	前景改善令美联储重拾信心，在采取行动的压力不大下，维持政策利率不变

资料来源：渣打

图.8 美国“硬”数据一直稳健，但“软”数据走弱则显示其潜在的脆弱性

美国“软数据”与“硬数据”



“硬”数据是指事实、可量化的数据，例如国内生产总值和失业率。“软”数据反映了透过调查收集的市场情绪和预期。硬数据：劳动力、生产、家庭和住房数据的 12 个月滚动 z 分数。软数据：各种消费者信心指数，以及制造业和服务业采购经理指数的 12 个月滚动 z 分数。资料来源：彭博、渣打

软着陆：我们的核心情境

在这种情境下，特朗普在政治上陷入困境，政策僵局阻碍了他的议程进展，导致了长期的不确定性。然而，贸易谈判确实取得了成果，而缩减版的税改法案最终也在国会获得通过。至关重要的是，美国经济增长放缓，但由于美联储从下半年开始减息，故避免了衰退。市场波动可能在短期内持续，尤其是在特朗普暂停征收对等关税的 90 天期限与拟议的税改法案的关键期限于 7 月份汇合的情况下。但保持耐性的投资者将获得回报，因为强劲的盈利支持标普 500 指数上涨。我们对标普 500 指数的 12 个月目标价为 6,520 点，比目前水平高 12%。

硬着陆：看好短期债券和黄金

这种情境对美国经济增长及风险资产来说是最不利的。标普 500 指数重新回到年初至今的低位，随后因硬经济数据恶化进一步下跌至 4,500 点左右。美国 10 年期国债收益率跌破 4%，

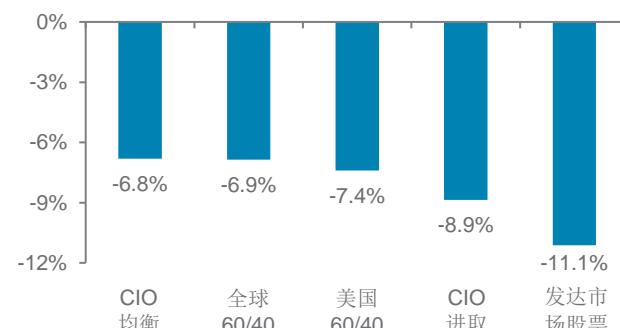
即使美联储减息，但通胀升温及期限溢价限制了下行空间。短期国债、避险货币和黄金成为仅有的避险资产。

不着陆：美国股票及高风险债券表现出色

美国股票及高风险债券表现出色，令“卖出美国资产”的论调告一段落。标普 500 指数在 12 个月内上涨至 7,000 点，较目前水平上涨 20%。外国对美国国债的需求回升，但由于市场风险情绪改善、美联储行动压力有限，以及持续的赤字忧虑，10 年期国债收益率维持在 4.5-5.0% 的区间内。

图.9 我们的策略在近期市场波动中表现良好

各类策略在 4 月的最大跌幅



资料来源：彭博、渣打

多元化对于应对不确定性仍然至关重要

复杂的前景下需保持适度乐观。在这种微妙的背景下，多元化投资仍然至关重要。虽然标普 500 指数今年勉强维持涨幅，但欧洲股票和中国科技行业等其他地区和行业的表现更佳。与传统的 60/40 投资组合及全球股票相比，我们采取的策略跌幅也更少。这强调了多元化的价值——不仅跨资产类别，而且跨地域和策略。

图.10 我们的核心软着陆情境意味着股票表现优于债券；美元疲软可能利好新兴市场资产

潜在的市场情境

	硬着陆	软着陆	不着陆
股票	风险承受能力疲软，导致美国及全球其他地区股票大幅下跌	美国股市波动加剧，但积极的盈利增长支持美国及全球其他地区的股票走高	美国和全球其他地区的股票相对债券表现强劲。全球其他地区的股票估值较低
固定收益	美联储减息，导致短期国债收益率下降，但通胀升温及期限溢价限制了长期债券收益率的下行空间。信贷息差扩大	债券收益率窄幅波动，因为赤字忧虑和贸易谈判陷入僵局导致“卖出美国资产”的说法引起间歇性波动	期限溢价和赤字担忧带来的阻力有所缓和，但由于美联储货币政策立场保持中性，收益率仍维持高企。信贷息差依然紧缩
黄金	受避险需求推动而大幅上涨	表现波动，但由于政治不确定性持续存在及美联储可能减息，基准价格仍然偏高	风险情绪改善导致价格下跌
看好资产	短期国债、黄金和避险货币（日圆、欧元、瑞郎）	股票、新兴市场资产、黄金	美国股票、发达市场高收益债

资料来源：渣打

宏观概况 —— 瞥

Rajat Bhattacharya

高级投资策略师



我们的观点

核心情境（软着陆，50%几率）：中美贸易休战降低了美国经济硬着陆的可能性。尽管仍然高企的关税将导致经济增长放缓并推高通胀，但关注焦点将转向贸易协议、减税和放宽管制。我们预计，由此带来的消费者和企业信心改善，将有助于美国避免陷入衰退。随着就业市场有所降温，我们预计从下半年开始，美联储未来12个月将减息75个基点。与此同时，中国和欧洲（尤其是德国）的财政和货币宽松政策，应会拓宽美国以外的增长。

下行风险（硬着陆，25%几率）：由于贸易紧张局势再度升温，美国消费者和企业信心低迷，可能损害实际经济活动数据。即使美联储加快减息，美国仍可能经历一场温和的经济衰退，进而拖累全球增长。由于未有资金支持的减税措施及美元遭抛售，导致美国债券收益率飙升，是软着陆观点的另一项风险。

上行风险（不着陆，25%几率）：美国政府削减支出、减税及放宽管制，可能会重振私营部门的“动物本能”。与此同时，美国可利用关税压力来促成贸易协议，并与中国达成“大交易”，提振中国国内消费和对欧洲的投资。这可能促使全球经济步伐更加平衡。



关键图表

中美关税暂时休战缓和了全球贸易的不确定性。然而，投资者的关注焦点将转向即将公布的“硬”数据，以确定美国政策是否已经进一步损害已经疲软的劳动力市场

图. 11 随着全球贸易不确定性减弱，关注焦点转向美国的“硬”数据

中美贸易政策不确定性指数*；美国失业率和职位空缺率



资料来源：彭博、渣打；*彭博经济指数

值得关注的宏观因素

美国贸易协议、减税和放宽管制：中美贸易休战和英美的初步贸易协议，为美国与重要贸易伙伴的谈判奠定了基调。英国的协议显示，10%的基准关税将适用于所有美国进口的产品，这将在一定程度上为拟议中的减税措施提供资金来源。中国将面临比基准更高的关税，但不会像最初担心的那样高达50-60%。钢铁、铝、汽车和半导体等策略性行业将面临限制性（高于基准的）关税。

根据耶鲁预算实验室（Yale Budget Lab）的数据，即使在中美关税暂时回落且可能出现消费转变之后，美国平均关税税率仍将达到16.4%，为1937年以来最高。据估计，这将在短期内使美国经济增长率下降0.7%，并使通胀率上升1.7%。因此，美国政府迫切需要在未来数月公布减税和放宽管制。由于来自债券市场的压力，我们预计这次减税将带来温和的净财政刺激的效果。就业市场走弱将促使美联储在下半年开始减息。

德国财政刺激、贸易缓和将限制欧洲央行减息：欧洲经济的复苏主要取决于德国新政府能多快实施为期12年的5,000亿欧元基建支出计划（相当于每年国内生产总值的1%），以及议会最近批准的预算以外的国防支出。欧元区采购经理指数数据显示，服务业（占经济的70%）在5月有所放缓。然而，德国的财政支出计划和美国贸易协议可能降低欧洲央行减息的可能性。我们预计欧洲央行在6月份将再次下调存款利率25个基点，然后会暂停减息一段长时间。

中美贸易谈判、刺激计划：中美贸易暂时休战可以说已经消除了全面爆发贸易战的最坏情境。这也强调了所谓的“特朗普看跌期权”依然有效，即美国贸易政策可能受到市场约束。然而，中国继续面临通缩压力，而仍然高企的美国关税可能继续拖累经济增长和物价。因此，我们预计中国政府将持续放宽货币和财政政策，包括进一步下调银行存款利率，帮助实现今年约5%的经济增长目标。

债券——瞥

林奕辉
高级投资策略师

香港伟
高级投资策略师



我们的观点

基础投资观点：我们将债券下调至核心持仓，但仍然认为当前收益率水平提供一个吸引的入场点。对通胀和美国财政赤字的忧虑推高了收益率，但我们预计收益率在软着陆和硬着陆的情境下最终都会下降。关税导致通胀预期意外飙升是一项关键风险。

新的机会型投资观点：转为看涨 20 年期以上的美国国债。我们认为，最近 20 年期以上美国债券收益率升至近期交易区间的上端，使其变得吸引。通胀预期飙升是一项风险。

新的机会型投资观点：转为看涨英国国债 [金边债券] (未对冲外汇风险)。我们看好其名义收益率高于其他发达市场政府债，并认为英国央行比其他央行更具减息的优势。风险包括高于预期的通胀、工资增长和英镑大幅走弱。

现时机会型投资观点：看涨美国机构按揭抵押证券；看涨美国国库抗通胀债券。

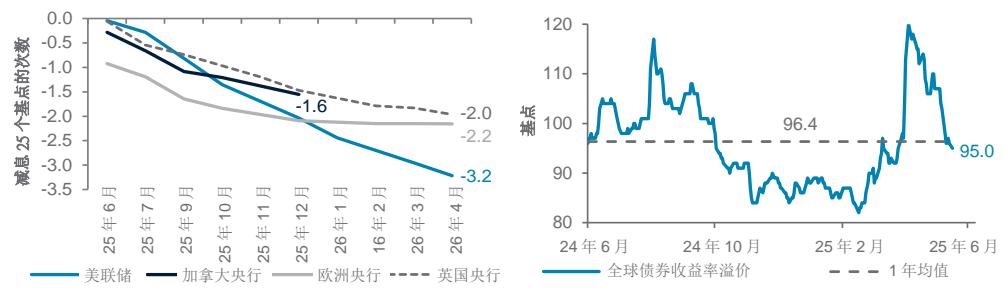


关键图表

发达市场央行 2025 年下半年进一步减息，应能支持债券的回报。然而，公司债收益率溢价已再次收窄至一年平均低位。

图. 12 主要发达市场央行仍持鸽派态度；全球债券收益率溢价已部分扭转 3 月至 4 月的扩大情况

货币市场减息预期；全球债券收益率溢价



资料来源：彭博、渣打

我们继续视全球债券为核心持仓。在我们的基础软着陆情境下，我们预计收益率从当前水平下降，将会支持债券回报，帮助它们跑赢现金，因为现金在央行减息时无法提供防御作用。优质债也应提供多元化益处（在通胀较低或下降的情况下），特别是在硬着陆的风险情境下。

当前名义债券收益率在近期区间的上端附近，使其风险 / 回报状况吸引，特别是优质债券。展望未来，我们预计投资者将逐步从财政失衡的担忧，转向整体经济增长结果的关注。优质债券能够对冲当前的不确定性。我们所持观点的风险包括减息预期下降，以及美国赤字大幅增加。

尽管如此，虽然公司债 / 新兴市场债的名义收益率也在上升，但信贷息差（相对政府债收益率的溢价）在降至一年平均水平后似乎再次收紧。

由于财政和通胀前景欠明朗，我们将发达市场投资级政府债下调至核心持仓（中性）。我们仍然认为，在经济增长数据放缓的情况下，主要发达市场央行有降低政策利率的空间，应为该子资产类别提供支持，并在当前美国税收和支出忧虑消退后帮助收益率走低。

我们现在均视新兴市场美元政府债和新兴市场本币政府债为核心持仓。**美元走弱，往往有利于资金流入新兴市场资产，两者未来 6-12 个月应获益于美元走弱。**

发达市场投资级和高收益公司债仍是核心持仓。尽管收益率溢价已从近期高位收窄，但技术面仍然向好，特别是在当前收益率水平下，我们预计将有稳健的资金流入。

我们也将亚洲美元债视为核心持仓。虽然多数亚洲经济体面临美国关税的风险，但强劲的对外收支平衡、灵活的货币政策工具以及有力的国内支持，预期将限制收益率进一步上升。

股票——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
投资策略师

黄立邦
股票分析师



我们的观点

我们将全球及美国股票上调至超配，因为贸易紧张局势缓和，投资者仓位有进一步恢复正常水平的空间。

我们计划在短期回调时增持美国股票，特别是聚焦增长的美国股票，同时撤出偏向防守性的英国股票。

我们预期中国股票将跑赢亚洲（除日本），因为估值吸引及 DeepSeek 的增长前景亮丽。



关键图表

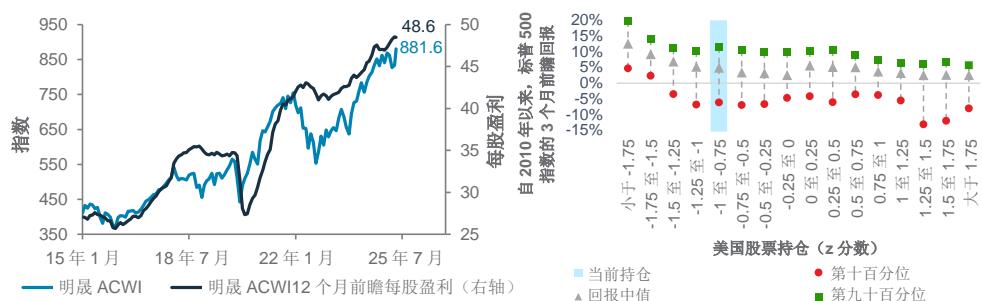
随着贸易紧张局势缓和，美国股市再度受到追捧

指数	12个月 预测*	我们的观 点
标普 500	6,520	美国 ▲
纳斯达克 100	24,100	欧洲（除英国）◆
欧元区斯托克 50	5,880	英国 ▼
富时 100	9,390	中国 ▲
恒生	26,260	印度 ◆
印度 Nifty 50	26,940	日本 ◆
日经 225	40,300	

*基于 5 月 22 日的收市水平

图. 13 尽管近期有所回调，但全球股票盈利预期仍在持续上升；美国投资者持仓已脱离极低水平，但仍暗示有进一步上升空间

2015 年以来明晟所有国家世界指数（ACWI）的表现和 12 个月前瞻每股盈利；基于 2010 年以来表现，标普 500 指数投资者的持仓情况及 3 个月前瞻回报



资料来源：彭博、Vanda、渣打

“明朗化因素”带来的助力

相对于其他资产类别，我们将全球股票上调至“超配”。关税困扰的消退以及经济数据依然强劲，正提振投资者情绪。

在全球股票中，我们将美国股票上调至超配。2025 年第一季度盈利超出预期，且前瞻盈利指引相对稳健。中美临时降低关税，减少了盈利前景的不确定性，我们预期贸易谈判的进一步缓和将支持盈利预测。较高的股本回报率证明了美国较高的估值是合理的（12 个月前瞻市盈率比全球股票高出 19.5%）。投资者对美国股票的持仓已从极低水平回升，但仍具有进一步上升的空间。

我们将英国股票下调至低配。英国股票主要集中在防守性行业，这与我们“偏好风险资产”的立场相悖。我们认为，英国与美国达成贸易协议的正面影响在很大程度上已反映在价格中，因为英国股市自“解放日”以来已经显著上升。

我们将亚洲（除日本）地区视为核心持仓。美元走弱以及中美紧张局势缓和是利好消息，但盈利修正表现欠佳。在亚洲（除

日本），我们超配中国股票，主要是因为国内政策支持，如放宽对技术创新的货币政策和财政支持。这些政策应该会为中国境内股票带来更多利好因素。然而，中国境外股票在科技业的配置更为吸引。因此，我们对中国境内股票相对于境外股票的偏好转为中性。印度股票仍是亚洲（除日本）的核心持仓。印度相对不受关税问题的影响，但 2025 年盈利预测正在下降，估值上升。

欧洲（除英国）股票仍为核心持仓。它们得益于财政和国防支出的增加，以及欧洲央行进一步放宽的政策。然而，自今年年初以来，2025 年的盈利增长预测已大幅放缓，如果地缘政治紧张局势加剧，盈利增长预测可能会进一步下降。

日本股票仍是核心持仓。推动改善企业治理的因素，例如股票回购，仍然存在；日本个人储蓄账户（NISA）计划继续推动资金流入。日圆走强及日本 7 月大选带来的潜在不确定性将成为阻力。

股票机会型投资观点

叶福恒

高级投资策略师

转为看好半导体

- 在美国上市的半导体是我们最新的机会型投资观点。中美关系的缓和令风险资产的前景“明朗化”，减少了投资者的不明朗因素。投资者再次能够重新聚焦人工智能趋势，特别是高端人工智能对半导体的需求。
- 在美国，我们继续看好具备强大定价能力的行业（科技软件、通信服务）或可能获益于经济软着陆和放宽监管的行业（金融）。
- 在美国以外，我们继续看好具本土业务的行业（欧洲银行和中国非金融国企高息股）或那些受到对冲性刺激措施支持的行业（欧洲工业股和恒生科技股）。

美国上市半导体（新）：第一季财报季的指引显示人工智能支出将持续增长。市场不再担心 DeepSeek 等“低成本”人工智能模型带来的较低运算需求，而是关注此类模型如何协助扩大“人工智能市场”的规模。人工智能支出低于预期是一项风险。

美国科技软件：由于具备强大的定价能力，软件行业对关税的抵御能力相对较高。人工智能工具的成本下降支持软件产品和开发。企业的信息技术预算减少是一项风险。

美国通信服务：网上娱乐和人工智能应用领域继续保持可观的增长。数字广告可能会因关税实施而增长放缓，但这已经反映在价格中。广告走弱是一项风险。

美国主要银行股：它们获益于美国经济的软着陆和放宽监管，并有可能进行更大规模的股票回购。美国经济急剧放缓是一项风险。

欧洲银行股：它们有三分之二的收入是来自欧洲，并将获益于德国的财政刺激措施。吸引的股息和股票回购是支持因素。欧洲经济急剧放缓是一项风险。

欧洲工业股：欧洲增加基建和国防支出的计划将支持航天和国防、电气设备和机械公司。欧洲经济衰退是一个风险。

中国非金融国企高息股：它们主要在本土开展业务，这意味着它们将获益于政府的刺激政策。非金融国企不太易被低迷的房地产行业影响。监管变化带来负面影响是一项风险。

恒生科技指数：决策者对人工智能及科技发展的支持为增长前景提供了支撑。与美国同业相比，它们价格相对较低。刺激力度弱于预期是一项风险。

行业观点：转向支持增长型板块

在美国，我们转向支持增长型板块，将防守性的健康护理和公用事业行业下调至中性，并继续超配金融、通信及科技行业。在欧洲，我们将非必需消费品上调至中性，并将必需消费品下调至低配。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。

图. 14 我们按地区划分的行业观点

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

资料来源：渣打；*《印度市场前景》评论

图例： ■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配

▲ 自上月上调 | ▼ 自上月下调

外汇——瞥

袁沛仪
投资策略师



我们的观点

我们预计美元在短期内将会反弹，随后在未来 12 个月回落。关税缓和可能使美元指数（DXY）在未来 1-3 个月内升至 103，但对美国资产的忧虑可能在长期内造成压力。

欧元兑美元在短期内面临下行风险，但我们会趁低吸纳。我们预计欧元兑美元在未来 3 个月将回落至 1.08，反映美元短期的反弹。然而，德国的经济增长前景改善和利差收窄，可能将欧元兑美元在未来 12 个月推至 1.14。

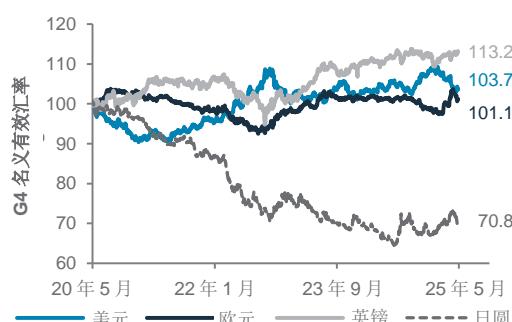
亚洲货币可能区间震荡。我们对美元兑新加坡元的预期或许最能体现我们对亚洲货币的观点——我们预计该货币组合在未来 3 个月将跌至 1.32，随后在未来 12 个月小幅升至 1.34，因为亚洲各央行的宽松政策，有助缓解亚洲货币近期的升值压力。

关键图表



近期美元主要兑七国集团（G7）货币走弱。美元的名义有效汇率仍然高于长期平均水平。

图. 15 英镑和美元的估值仍高于其 5 年平均水平；外汇预测表



资料来源：彭博、渣打；*截至 2025 年 5 月 20 日

货币	3 个月预测	12 个月预测
美元（美元指数）	103	98
欧元兑美元	1.08	1.14
英镑兑美元	1.31	1.34
美元兑日圆	150	140
澳元兑美元	0.65	0.66
新西兰元兑美元	0.59	0.63
美元兑加元	1.40	1.37
美元兑瑞郎	0.86	0.85
美元兑新加坡元	1.32	1.34

美元的长期前景蒙上阴影

美元指数年初至今已下跌 8%，受贸易前景欠明朗、财政赤字扩大以及投资者对美国政策的信心减弱所影响。美国的关税措施以及近期美国信用评级下调，已促使投资者撤出美国资产。进行中的贸易谈判和达到顶峰的关税压力支持了短期反弹，但美国不断上升的政府债务继续拖累美元。

在欧洲，市场已预期欧洲央行在 6 月减息。欧洲央行管理委员会成员认为当前利率已够低，不需要大幅放宽政策。我们预计，在德国经济增长复苏和利差收窄的推动下，欧元兑美元将在 2025 年下半年反弹，并在 12 个月内处于 1.14。

我们预计英镑兑美元短期内处于 1.31 附近，未来 6-12 个月升至 1.34，与欧元类似。同时，全球贸易紧张局势缓和且避险情绪消退，应支持美元兑日圆和美元兑瑞郎在短期内上涨。特别是贸易加权瑞郎在 4 月创下历史新高，引发了市场猜测瑞士央行可能会作出干预，以削弱瑞郎。我们预计瑞士 9 月前可能会出现负利率。

预计商品货币短期内将会整固，未来 12 个月将呈现温和看涨趋势。尽管澳大利亚央行持鸽派立场，但我们认为澳元兑美元将处于 0.65 附近，因风险偏好改善且人民币呈现韧性。我们预计新西兰元兑美元将稳定在 0.59 附近。新西兰的每月通胀正在加速，这将限制新西兰央行进一步减息的空间。加拿大基本避免了额外的对等关税。随着年底时工厂招聘改善，我们预计美元兑加元未来 12 个月将处于 1.37 附近。

亚洲货币的表现分化。基于贸易紧张局势缓和，以及预期美元未来 12 个月会走弱，新加坡元名义有效汇率目前接近其区间的上端（比中点高 1.6%）。通胀放缓和增长忧虑加剧，增加了新加坡元的下行压力，贸易部下调 2025 年国内生产总值增长预期，新加坡金管局近期也下调了核心通胀目标。因此，我们预计新加坡元名义有效汇率将回落至政策区间的中点，推动美元兑新加坡元升至 1.32-1.34 区间。

黄金、原油——瞥

Manpreet Gill

非洲、中东及欧洲区首席投资总监 投资组合策略师

Tay Qi Xiu



我们的观点

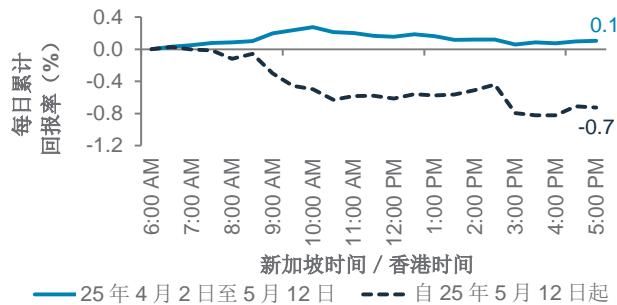
- 我们将黄金下调至核心持仓，并预计黄金未来一段时间会展开整固。我们将3个月金价预期下调至3,100美元，并将12个月预期维持在3,500美元。
- 我们的12个月油价预期维持在每桶60美元，因为供应依然充足。然而，在较短的1-3个月内，我们预计油价将反弹至每桶64美元。

关键主题



图. 16 自中美贸易休战以来，黄金在亚洲时段的表现有所下降

亚洲时段黄金的平均每日累计回报率



资料来源：彭博、渣打。截至2025年5月16日

图. 18 相对长期历史，全球央行2025年首季的黄金净购买量仍然强劲

全球央行季度黄金净购买量（吨）



资料来源：世界黄金协会、渣打

我们自去年9月以来一直超配黄金，这对我们来说非常有利，金价在此期间上涨了20%以上。然而，随着关税忧虑缓和，我们看到在战术上获利了结的机会。结构性利好因素依然不变，尤其是强劲的央行需求，但亚洲投资者出现了购买疲劳迹象，这是近期需求的主要来源，表明金价短期内将进一步下行。即便如此，我们认为在金价持续上涨后，出现整固是健康的。随着特朗普将注意力转向减税，贸易不确定性挥之不去，美国赤字忧虑加剧，预计黄金在每盎司3,000-3,100美元附近的新基准价有良好支持。

全球市场展望

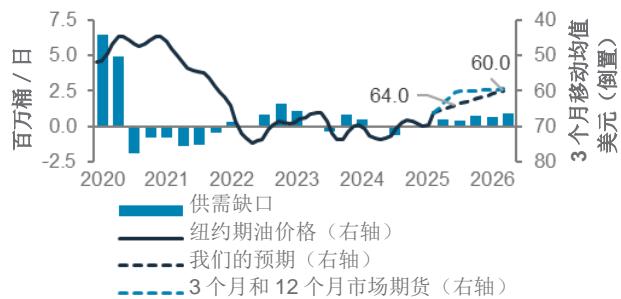
图. 17 月初至今流入中国黄金交易所买卖基金的资金在5月转为负数

中国黄金交易所买卖基金的流入资金



资料来源：世界黄金协会、渣打；月初至今截至5月16日

图. 19 今年石油市场可能保持过剩状态，从而抑制油价
石油供需平衡，价格预估



资料来源：彭博、渣打

从基本面来看，相对预期需求，石油市场持续供应过剩。我们预计这种供应过剩情况在2025年将持续下去，而欧佩克及盟友(OPEC+)继续撤回此前的减产措施，加剧了这一局面。因此，我们仍然预期6-12个月纽约期油价格每桶为60美元。然而，在较短的1-3个月内，我们将油价预期略微上调至每桶64美元。这主要由于预计过度看淡的投资者仓位将回落，以及中国的政策刺激措施带来的短期积极情绪。中东地缘政治风险仍是油价的关键上行风险。

量化观点：短期及长期略微看涨股票

Francis Lim
高级量化策略师

欧阳倩君
量化分析师



概述

由于估值及技术面，我们的股债模型对全球股票维持小幅超配。过去两个月，该模型对股票的超配帮助其实现了 1.1%的超额回报（或阿尔法），高于 60 / 40 的股债基准。由于 3 月底至 4 月初全球股市疲软，年初至今超额回报仍为-1.3%。但该模型自 2023 年 2 月以来的长期优异表现依然强劲且稳固，超额回报为 3.8%。尽管基本面疲软（增长及盈利放缓），我们的模型仍偏好股票。发达市场及亚洲股票的估值仍具吸引，而强劲的市场宽度亦应继续支持全球股票复苏。

我们的技术框架在短期内看涨中国、美国和英国股票。我们的模型偏好波动性指标相对较低的市场，即中国、美国和英国。我们的模型在 4 月底首次转为看涨中国股市，随后在 5 月初看涨美国和英国股市。这三个市场分别上升了 5.4%、2.2% 及 3.5%。基于技术指标来看，我们在未来 1-3 个月内，对亚洲（除日本）、欧洲（除英国）及日本股市持中性观点。明晨日本美元指数的价格走势和市场机制指标均呈现利好信号。目前该指数正挑战自 2023 年初以来一直未能突破的关键阻力位。

投资者对黄金和发达市场投资级政府债的持仓已不再拥挤。我们的市场多样性指标（利用价格走势推断投资者对某项资产的仓位）显示，4 月份黄金和发达市场投资级政府债出现超买。这两种资产较 4 月高位分别下降了 3.7% 和 1.7%，目前该指标已恢复正常。

关键图表

我们的股债模型得分为 +1
(满分为 5 分)，因为估
值和技术面抵消了负面的
基本面。

图. 20 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

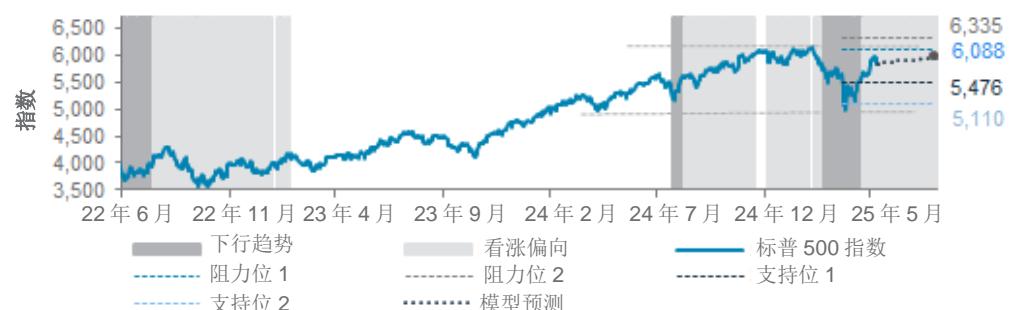


资料来源：彭博、渣打

我们的技术模型在 4 月初
将标普 500 指数上调为看
涨偏向，最近的阻力位为
6,088，最近的支持位为
5,476。

图. 21 我们的技术模型在 5 月初对标普 500 指数转为看涨

标普 500 指数进入看涨偏向机制



资料来源：彭博、渣打

图. 22 长期和短期量化模型均对风险资产持看涨观点

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	略微超配股票多于债券	债市的风险高	看好风险资产和一些通胀对冲资产
这个观点都基于哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> 基本面：分数为-2。市场避险情绪高企、制造业新订单收缩、盈利修正比率进一步下降 估值：分数为+2。发达市场和亚洲股票的估值比率较之前便宜 市场宽度：分数为+1。股市的净跌幅不再过于看跌，但市场宽度仍然强劲，因为股市在 200 日移动平均线上方的百分比高于 60%。 	<ul style="list-style-type: none"> 股票风险：适度。动力因素疲软，但通缩趋势、货币供应增加以及美国私人住宅开工势头积极，均有助于支持下行风险降温 政府债风险：高。作为一种防守型资产，美国国债市场获益于疲软的股市势头。然而，经济数据并未达到令人忧虑即将出现衰退的水平。 	<ul style="list-style-type: none"> 全球通胀率由之前的 2.1% 进一步下跌至 1.9%。市场普遍预期未来 12 个月的通胀率为 2.2%。与此同时，领先指标指向通缩趋势 全球工业产值同比增长率升至 3%，市场普遍预计未来 12 个月将降至 1.9%。领先指标亦指向经济增长放缓
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	投资者持仓
当前观点	更多市场在反弹中转向上升趋势	黄金仓位正常化
这个观点都基于哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> 看涨中国、美国和英国股市。除了看涨的价格走势外，我们的市场机制指标也支持这些市场 对亚洲（除日本）、日本和欧洲（除英国）股市持中性观点。我们的模型对亚洲（除日本）、日本和欧洲（除英国）股市仍然持保守态度，因为这些地区的波动性指标相对较低。 看跌美元兑日圆。负面趋势。动力也看跌，波动性高于平均水平 	<ul style="list-style-type: none"> 黄金和发达市场投资级政府债在 4 月被标示有短期逆转风险。目前，这两个资产类别分别较 4 月高位下跌 3.7% 和 1.7%
关键模型因素	<ul style="list-style-type: none"> 价格走势：中短期内的动力、波动性和成交量情况 	<ul style="list-style-type: none"> 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？	<ul style="list-style-type: none"> 一个短期技术模型，追踪动力、波动性和成交量指标，并使用机器学习来识别熊市 / 牛市 	<ul style="list-style-type: none"> 一种基于分形分析的市场指标，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 观点
		适度	均衡	进取		
现金	▼	3	3	3	现金	35
固定收益	◆	58	38	18	固定收益	65
股票	▲	34	54	74		
黄金	◆	5	5	5		
资产类别					资产类别	
美元现金	▼	3	3	3	美元现金	35
发达市场投资级政府债*	◆	24	16	8	发达市场投资级政府债（短期）	16
发达市场投资级公司债*	◆	15	10	5	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	◆	4	3	1	新兴市场美元政府债（短期）	10
新兴市场本币政府债	◆	3	2	0	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	▲	24	37	50		100
欧洲（除英国）股票	◆	4	7	9		
英国股票	▼	0	1	2		
日本股票	◆	2	3	4		
亚洲（除日本）股票	◆	4	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，不包含任何战略性观点

图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

基础+：资产配置概要

基础配置+				
概述	观点	适度	均衡	进取
现金	▼	3	3	2
固定收益	◆	49	30	13
股票	▲	29	43	56
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	15	20	25
资产类别				
美元现金	▼	3	3	2
发达市场投资级政府债*	◆	20	12	6
发达市场投资级公司债*	◆	12	8	4
发达市场高收益公司债	◆	4	2	1
新兴市场美元政府债	◆	3	2	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	▲	20	30	38
欧洲（除英国）股票	◆	3	5	7
英国股票	▼	0	1	1
日本股票	◆	2	2	3
亚洲（除日本）股票	◆	3	5	7
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	15	20	25
		100	100	100

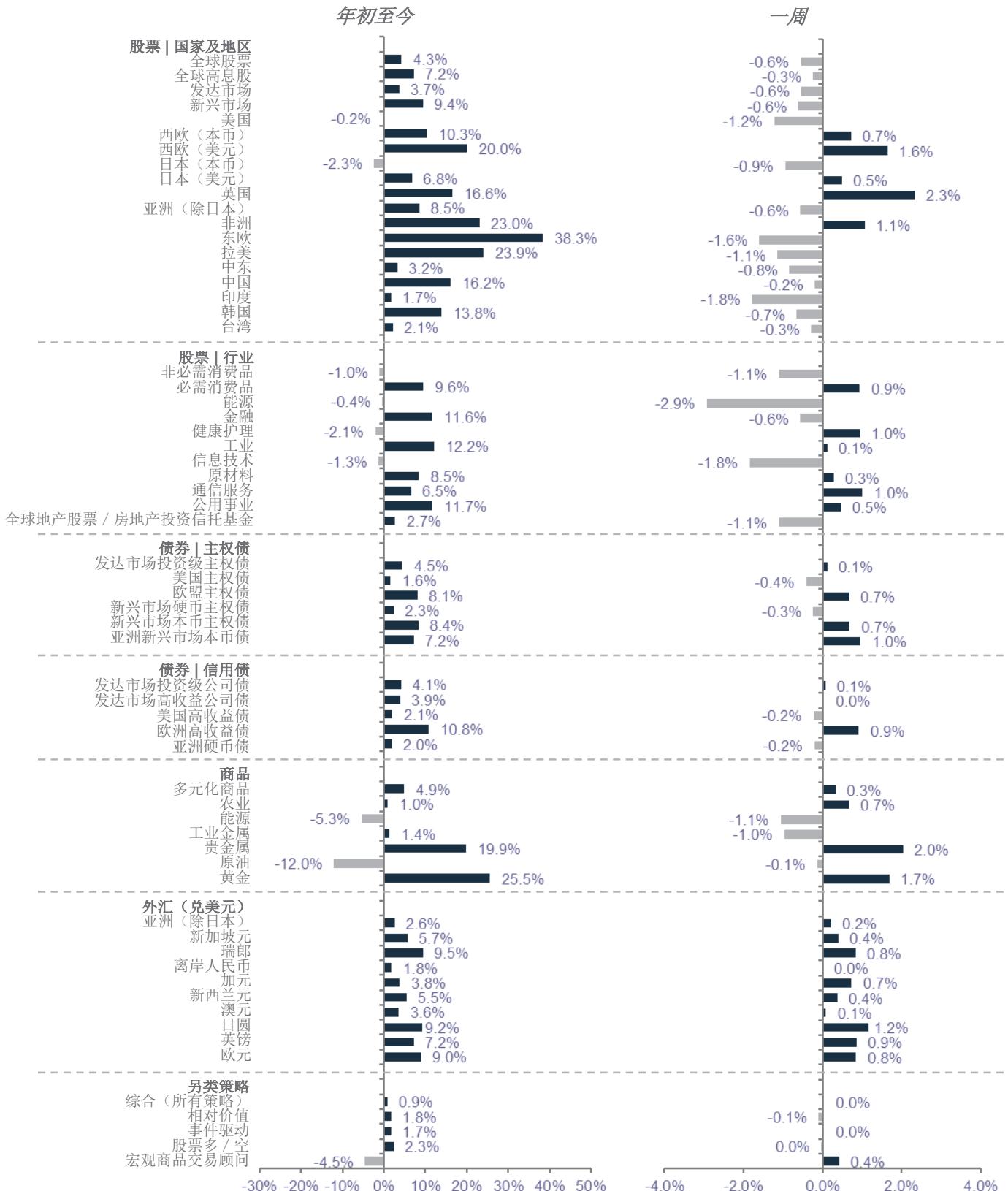
资料来源：渣打

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 5 月 22 日；一周表现数据由 2025 年 5 月 15 日至 2025 年 5 月 22 日

我们的重要预测和关键事件

货币	外汇市场预测								石油 (纽 约期油, / 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
	美元 (美元 指数)	欧元 兑美 元)	英镑 兑美 元)	美元 兑日 圆)	澳元 兑美 元)	新西兰 元)	美元 兑加 元)	美元 兑瑞 郎)					
3 个月预测	103	1.08	1.31	150	0.65	0.59	1.40	0.86	64	3,100	4.50% (25 年 6 月)	4.25-4.50%	2.00% (25 年 6 月)
12 个月预测	98	1.14	1.34	140	0.66	0.63	1.37	0.85	60	3,500	3.75% (26 年 3 月)	4.00-4.25%	2.00% (26 年 3 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，我的财富是否在为我努力增值，让我无需劳神费力？

请联系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，深入了解你对自己、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。

- 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



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



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，力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。

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. 或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形式注册成立，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提及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“可持续投资”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

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业行为监管局（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的意见不同。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，或就此文件提及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程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，原因是我们在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，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，渣打银行阿联酋分行没有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。