



# 全球市场展望

## 降息来临 抢占先机

美联储启动降息周期，支持了我们对美国经济实现软着陆的看法。黄金可能成为主要赢家，而现金则可能成为降息的最大输家。中国的货币宽松政策也为经济和市场前景带来了亮光。

如果美国国债收益率反弹至 4%，我们将在基础配置中增加优质债券。在软着陆环境下，股市（尤其是美国股市）应该也会表现向好。

在机会型配置中，我们看好欧洲政府债、印度本币债、全球可转换债券，以及美国机构按揭抵押证券。我们的股票观点保持不变，印度大盘股和中国国企高息股为这两个市场提供了吸引的投资机会。



如何为美联储降息部署？

为何预计美国经济将软着陆？

量化模型是否预示经济会软着陆？



# 目录

01

## 策略

投资策略：降息来临 抢占先机	03
基础资产配置模型	05
基础：战术性资产配置观点	06
基础：多资产收益策略	07
有关客户最关心问题的看法	09

02

## 宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	11
----------------	----

03

## 资产类别

债券	13
股票	15
股票机会型投资观点	17
外汇	18
黄金和原油	20

04

## 额外观点

量化观点：看好股票预示着软着陆情境	21
未来数十年管理财富的方法：今日、明日和未来	23

05

## 表现回顾

基础：资产配置概要	25
基础+：资产配置概要	26
市场表现概要	27
我们的重要预测和关键事件	28
注释	30

# 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



## 我们的首要偏好

### 基础投资配置

- 超配黄金、股票 / 债券持中性
- 股票：超配美国

### 机会型投资配置

#### 股票买入观点

- 美国科技、通信、健康护理行业和大型银行
- 印度大盘股
- 中国非金融国企高息股
- 日本银行股
- 欧洲健康护理股

#### 债券买入观点

- 欧洲政府债（外汇对冲）
- 印度卢比本币债
- 美国机构按揭抵押证券
- 全球可转换债券

#### 外汇观点

- 美元稍微疲软

## 降息来临 抢占先机

- 美联储启动降息周期，支持了我们对美国经济实现软着陆的看法。黄金可能成为主要赢家，而现金则可能成为降息的输家。中国的货币宽松政策也为经济和市场前景带来了亮光。
- 如果美国国债收益率反弹至 4%，我们将在基础配置中增加优质债券。在软着陆环境下，股市（尤其是美国股市）应该也会表现向好。
- 在机会型配置中，我们看好欧洲政府债、印度本币债、全球可转换债券，以及美国机构按揭抵押证券。我们的股票观点保持不变，印度大盘股和中国国企高息股为这两个市场提供了吸引的投资机会。

## 扭转季节性表现

事实证明，股市的表现比 9 月的平均趋势更具韧性。美联储的降息增强了市场对软着陆前景的信心，全球股市自季初至今已上涨 6.5%。不过，由于降息预期推低了债券收益率，全球债券自季初至今已上涨 6.8%。

## 降息之后

随着美联储加入其他主要央行的降息行列，我们认为美国经济仍有可能像 1990 年代中期那样实现“软着陆”。我们认为，有 60% 的机会这种环境会再持续 6 至 12 个月，但也有 25% 的经济衰退风险，不容忽视，我们认为须继续关注这一风险。

虽然美国经济前景仍然是全球大多数金融市场的关键，但我们也将密切关注其他三个宏观和市场推动因素：(i) 中国的刺激政策——我们认为最新的刺激措施将增加实现经济增长目标的机会；(ii) 印度小型股和首次公开招股（IPO）市场出现新的炽热迹象——但我们认为这些迹象覆盖的范围不大，不会影响整体股市的升幅，因为盈利增长依然强劲；(iii) 地缘政治和油价——我们预计油价将保持在每桶 70 美元左右的狭窄区间，从而限制全球经济面对的风险。

图.1 过去两年现金异常吸引。随着美联储降息，这种情况不太可能持续。

美国现金收益率与市场/美联储对联邦基金利率的预测



资料来源：彭博、渣打

### 债券—收益率反弹时买入

从整体情况来看，我们之前曾经强调过，往绩显示，随着美联储启动降息周期，债券收益率往往会走低。尽管本周期债市的反弹大大延迟了，但升幅最终似乎比较明显。我们认为，在预期美联储持续降息和债券收益率下降下，可抓紧机会于美国债券收益率反弹至4%时增加持仓。

虽然这一观点将更直接利好政府债券，但公司债和新兴市场债也应该同样获益。反过来，这应该有助抵消公司债和新兴市场债较小价值的缺点，因为它们相对政府债的收益率溢价较小。另外，在我们的基础配置中，由于全年和季初至今均出现强劲增长，我们结束了对新兴市场美元政府债的超配观点。整体而言，我们对主要债券资产类别持均衡的看法。

由于本季的升幅强劲，所以我们结束几个机会型的债券投资观点。经过大约一个月的强劲表现后，我们结束对美国20年期国债的投资观点，也结束中资美元债的投资观点，因投资价值已减少。

### 软着陆支持股市

我们认为美国经济软着陆的宏观经济前景会对股市有利。避免衰退将为盈利增长提供有力支持，从而推动股市进一步上涨。

这可以说仍然是以美国为中心。美国的盈利前景依然强劲，利率还有进一步大幅下降的空间，且其行业组成仍然比其他市场对利率更加敏感。因此，我们维持对美国股市的超配观点。

英国特别值得一提。尽管英国的行业组成相对具防守性，且对国际盈利非常敏感，当中英镑走强可能会拖累其表现，但英国股市仍然强劲。尽管国内增长前景可能没有最初担心的那么疲软，但我们仍然认为核心持仓（中性）配置是平衡风险与回报的最佳方式。我们同样保留对日本股市的核心持仓观点，日圆走强带来的短期压力最终可能会被更强劲的国内增长和有利于

图.2 随着美联储降息，美国国债收益率的反弹可能有限

美国10年期国债收益率及关键阻力位



资料来源：彭博、渣打

股东的改革所抵消。欧元区股市是我们唯一维持低配观点的地区——尽管市场普遍上涨及欧洲央行降息，但我们仍然预计该地区股市在经济增长依然疲软的情况下将表现落后。

在亚洲，印度的增长前景仍然最为强劲。虽然市场出现了一些泡沫迹象（例如首次公开招股超额认购程度和中小型股的估值水平），促使我们留意市场有否过度炽热，但整体市场的估值仍然低于高位。因此，相对于亚洲（除日本），我们仍然超配印度股市。

同时，中国最近推出的支持政策增加了实现政府设定的5%经济增长目标的机会。虽然我们维持对中国股市的核心持仓观点，但鉴于估值合理和持仓不拥挤，短期股市可能有进一步上涨的空间。任何后续推出的支持政策应有助于缓和通缩及地缘政治担忧，改善6至12个月的较长期前景。

### 现金收益率面临风险

过去两年的现金收益率一直处于二十多年来的最高水平。然而，这个时期即将结束。货币市场和美联储本身的预测均显示，未来6至12个月内现金收益率可能会大幅下降。这就是为什么我们仍然预期股票和债券的表现将优于现金的原因。

### 黄金能否继续上涨？

我们认为，金价还有进一步上涨的空间。债券收益率仍然是这一趋势的推动因素——如果债券收益率的反弹如我们预期的那样相对短暂，则持有这种无收益金属的机会成本将继续下降，从而支持金价。央行需求仍然是支持金价的另一个关键因素。在这方面，央行购买数据以及宏观和地缘政治环境均显示近期环境可能会持续下去。总体而言，这就是我们维持超配黄金观点的原因，并将12个月内的价格预期上调至每盎司2,800美元。



# 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

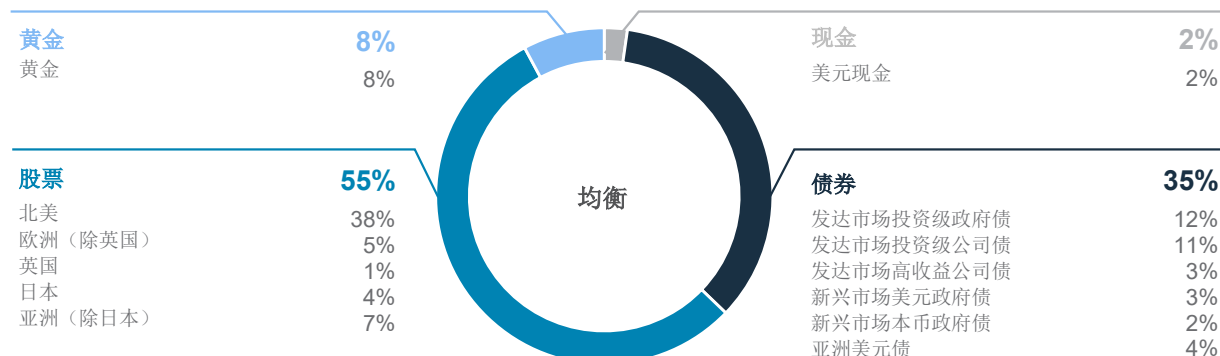


图. 4 风险状况属均衡的基础+资产配置

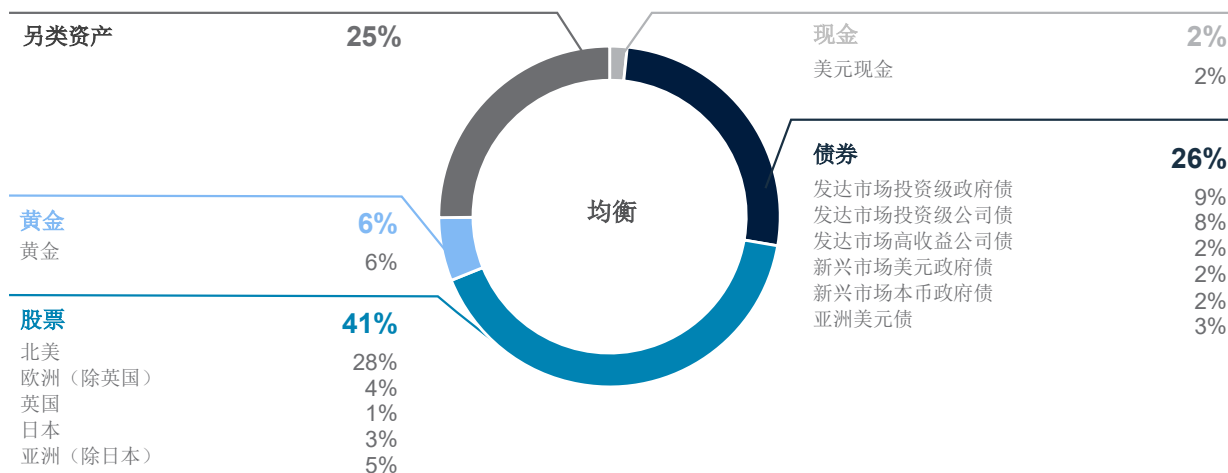
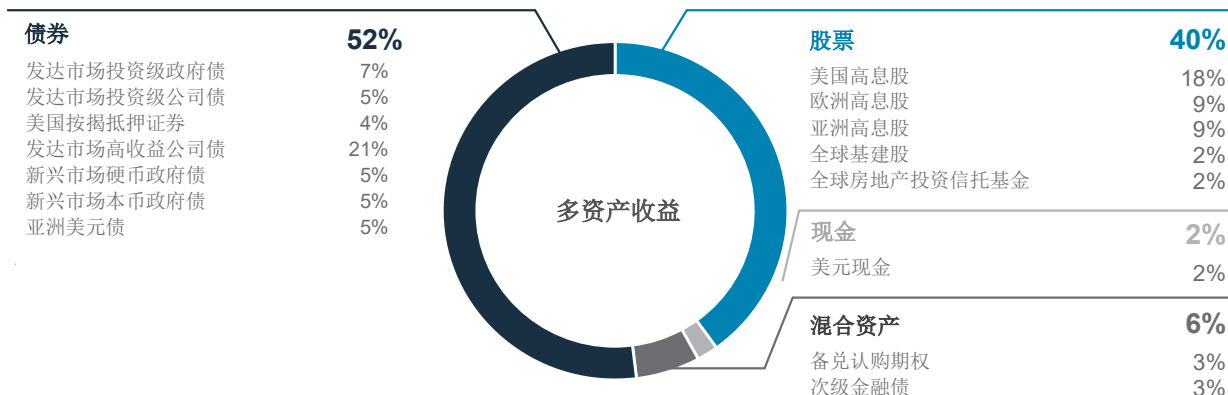


图. 5 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

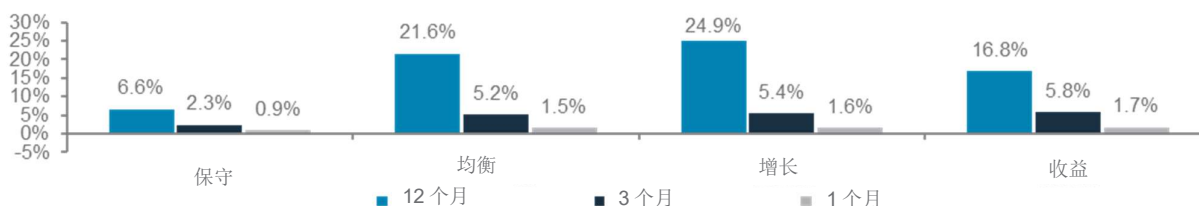
# 基础：战术性资产配置观点

	观点	详情
<b>美元现金</b>	▼	+ 安全、收益率    - 再投资风险、可能错过其他领域的更高回报
<b>债券</b>	◆	
发达市场政府债	◆	+ 信用质量高、收益率吸引    - 对货币政策敏感度高
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    - 商品价格
新兴市场本币政府债	◆	+ 收益率吸引、有政策利率下调空间    - 美元走强
亚洲美元债	◆	+ 收益率适中、政策支持    - 中国结构性增长忧虑
<b>股票</b>	◆	
北美	▲	+ 盈利增长强劲、有降息空间    - 估值高企
欧洲（除英国）	▼	+ 低廉的相对估值、增长改善    - 政治 / 选举风险
英国	◆	+ 估值、股息收益率吸引    - 盈利增长低、政治不明朗
日本	◆	+ 估值合理、股息 / 股票回购增加    - 日圆预计走强
亚洲（除日本）	◆	+ 盈利反弹、中国的政策支持    - 中国的结构性增长忧虑
<b>黄金</b>	▲	+ 投资组合对冲、央行需求、实际利率下降    - 美元表现稳健
<b>流动性另类投资</b>	◆	+ 多元化工具特征    - 股票、公司债波动性

资料来源：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；\*2023年9月26日至2024年9月26日的12个月表现数据、2024年6月26日至2024年9月26日的3个月表现数据、2024年8月26日至2024年9月26日的1个月表现数据。

图. 7 机会型投资观点表现

主要观点	开始日期	结束日期	绝对回报	
债券 - 现时观点	欧元政府债外汇对冲	2024年3月27日	3.1%	
	印度卢比债券	2023年12月14日	8.9%	
	美国机构按揭抵押证券	2024年6月20日	4.7%	
	全球可转换债	2024年8月30日	2.3%	
债券 - 已结束观点	中资美元债	2024年5月23日	2024年9月26日	4.3%
	20+年期美国国债	2024年8月30日	2024年9月26日	1.8%
股票 - 现时观点	买入美国科技股	2024年3月27日	15.4%	
	买入美国通信股	2024年3月27日	9.5%	
	买入印度大盘股	2024年3月27日	21.7%	
	买入中国非金融国企高息股 - A股	2024年3月27日	8.4%	
	买入中国非金融国企高息股 - H股	2024年3月27日	15.9%	
	买入日本银行股	2024年6月20日	-7.2%	
	买入美国银行股	2024年8月1日	2.1%	
	买入欧洲健康护理股	2024年8月29日	-5.6%	
	买入美国健康护理股	2024年8月29日	-1.6%	
股票 - 已结束观点	台湾股票	2024年5月23日	2024年8月1日	7.3%

来源：彭博、渣打。表现截至2024年9月26日。

# 基础：多资产收益策略

吴诗洁, CFA  
资产配置主管

Hannah Chew  
投资组合策略师



## 关键主题

在截至 2024 年 9 月 26 日的最近 3 个月中，我们的多资产收益（MAI）策略实现了 5.8% 的强劲回报。在美联储放松预期的推动下，回报自第三季度初以来有所回升，推动债券和股票市场全面上涨。高息股的表现今年大部分时间都落后于全球股市之后迎头赶上，因为投资者对软着陆的信心增强，从投资以科技股为主的全球股票扩展到高息股。

MAI 收益率略有下降（截至 2024 年 8 月 31 日为 5.6%），但与现金相比，总回报的前景仍有吸引力。美联储最近大幅降息 50 个基点，应有助于美国经济实现软着陆，进而惠及派息股以及对利率敏感的资产，后者包括基建股、房地产投资信托基金（REITs）和 MAI 策略中的债券。在历史上，软着陆期间的宽松周期通常利好信贷和债券。MAI 策略有接近 60% 的投资配置是利率敏感型资产，具备从美联储宽松周期中获益的优势。由于现金收益率可能继续下降（参见第 9 页），收益策略获益于回报改善及收益率潜力，能够提供具吸引力的选择。

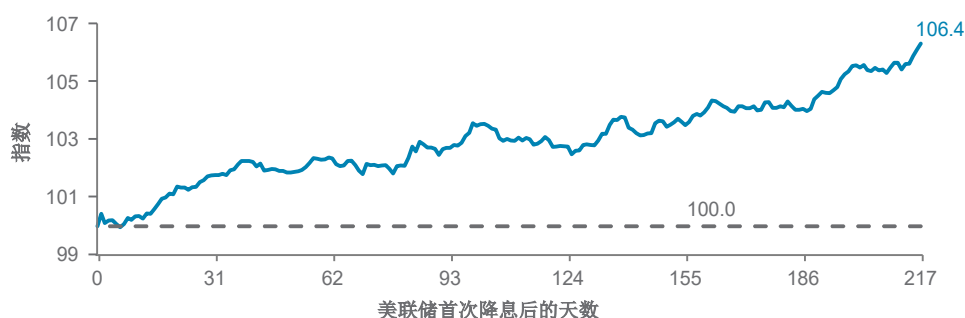
## 关键图表



我们的多元化收益组合仍处于有利位置，可获益于美联储的宽松政策和美国经济软着陆

图. 8 在美联储开始降息周期后，多资产收益投资组合通常表现良好

美联储首次降息后 MAI 投资组合的平均回报率\*



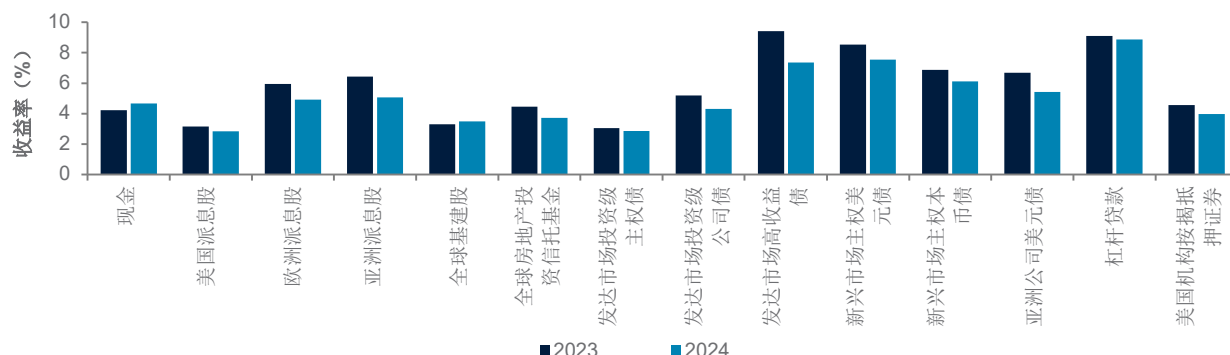
资料来源：彭博、渣打。

MAI 由 2% 的现金、30% 的发达市场高收益债、35% 的全球债券和 43% 的全球高息股构成

\*美联储分别于 1995 年、1998 年、2001 年、2007 年和 2019 年降息

图. 9 收益率可能已经见顶并开始下降

最差收益率 / 股息收益率 (%)



资料来源：彭博、渣打

或有可转换证券为复杂的金融工具。（详情还请参阅第 31 页的重要资料）

## 收益策略在宽松期间处于有利位置

随着美联储放松政策的预期升温，我们的 MAI 策略在第三季度加快增长。年初至今，高息股的回报率达到双位数，在 8 月初的大幅抛售后又出现反弹。高息股继续受益于广泛的反弹，因为投资者从增长型股票转向高息股和价值型股票，源于经济数据仍具韧性，巩固了软着陆预测。

债券在第三季度全面录得正回报，其中发达市场投资级债和新兴市场本币债尤其获益于美联储的宽松政策。自 7 月以来，市场对美联储政策利率的预期下降了逾 80 个基点，估计到 2024 年 12 月美联储政策会议时跌至约 4%。

我们偏好从次级金融债和发达市场高收益债获取较高的票面利率，相对而言略微偏爱前者。虽然发达市场高收益债的绝对收益率很高，但息差已大幅收窄至约 370 个基点的水平，远低于其长期均值。因此，回报可能有限。尽管次级金融债的收益率低于发达市场高收益债，但我们认为前者从总回报的角度来看具吸引力。欧洲银行通常资本充足，未来 12 个月股权转换或资本撤帐的风险较低。

仍然看好发达市场高收益债胜于杠杆贷款。鉴于杠杆贷款具有浮动利率，它们以往在美联储放松政策期间通常获益较少。在所有条件相同的情况下，在利率下降的环境中，固定利率且期限约为 3.5 年的发达市场高收益债通常表现优于杠杆贷款。

最后，在股票方面，我们派息股和备兑认购期权之间保持中性立场。随着软着陆推动股票进一步上涨，它们预计会提供大致相当的总回报。备兑认购期权仍是有吸引力的收入来源，因为其收益率高，并与股票上涨有一定的相关性，而如果衰退情境得以避免，派息股可能表现良好。

## 降息开始

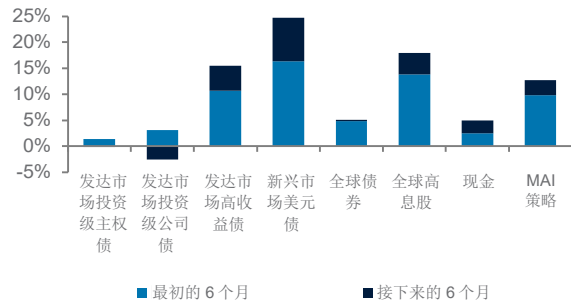
随着美联储以高于预期的 50 个基点的降息幅度开启宽松政策，我们回顾历史，以了解我们收益配置中的资产在美联储宽松周期中表现如何。

在 1995 年和 1998 年的经济软着陆期间，美联储的宽松政策对信用资产和派息股都有利。不出所料，在美联储首次降息后，债券录得正回报。值得注意的是，发达市场高收益债和新兴市场美元债等信用资产也表现强劲，在首次降息后的 12 个月内，平均回报率分别超过 15% 和 26%。在这些情况下，美国经济的韧性有助于支持风险较高的信用资产。

与之类似，派息股也表现积极，即使从降息开始，其表现也好于发达市场高收益债和全球债券。如果我们关于经济软着陆的基础预测成真，我们认为 MAI 投资组合应表现良好。

图. 10 收益资产在宽松周期的早期创造了大部分的积极表现

以往软着陆期间美联储首次降息后的平均回报率\*



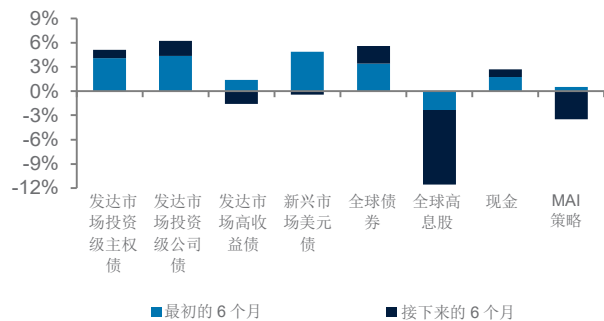
资料来源：彭博、渣打

\*美联储 1995 年和 1998 年降息导致经济软着陆

然而，美联储在衰退期间降息通常会导致派息股和信用资产均录得负回报。在这些情况下，发达市场高收益债和全球派息股不断挣扎。尽管最初表现领先，但随着衰退展开，它们随后表现落后于现金和其他优质债，如发达市场投资级主权债和公司债。总体而言，经济活动放缓（并最终陷入衰退）导致信用利差明显扩大和股价下跌。

图. 11 经济衰退情境下，信用资产和派息股表现较差

以往衰退期间美联储首次降息后的平均回报率\*



资料来源：彭博、渣打

\*美联储在 2001 年、2007 年和 2019 年的降息未能阻止衰退

随着全球央行走上宽松政策的道路，现金收益率下降，因此我们认为，越来越多的投资者将被迫为其现金和债券投资寻找收益更好的替代方案。混合了派息股和信用资产的收益策略在这种环境下应该具备优势。



# 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  
投资策略师

## 重新思考现金：为美联储降息作出部署

在几乎无风险的货币市场基金或现金存款中赚取超过 5% 的收益，无疑是非常吸引人的。由于市场持续波动，加上经济和地缘政治的不确定性，持有现金似乎是较为稳妥的选择。然而，随着通胀缓和，美联储现已开始降息周期，现金高回报的日子可能已经屈指可数，也许是时候要重新部署现金了。

### 随着情况变化调整现金配置至关重要

现金及现金等价物，例如银行存款和货币市场基金，通常被视为抵御市场波动的资金避难所及债券的替代资产。然而，现金是一种独特的资产类别，具有其自身的风险和收益，需要像其他投资一样谨慎管理。现金容易受到再投资风险的影响，在经济向好时表现逊于股票，且在经济衰退期间提供的保护通常不如优质债券。因此，持有过多现金可能会付出高昂的代价。我们认为，必须根据经济状况的变化来调整现金配置，尤其是在当前的环境下。

### 美联储降息增加现金再投资风险

9 月，美联储四年多来首次降息，结束了新冠疫情后的加息周期，在周期内政策利率曾升至 2007 年以来的最高水平。这种转变对现金有重要影响。现金收益率（如美国 1-3 个月国库券的收益率）往往与美联储利率密切相关。随着市场预期政策利率到 2025 年底将降至 3% 以下，现金收益率可能也会随之下降（图 12）。对于现金等短期证券而言，这意味着一旦证券到期，将不再获得相同水平的收益率，且到期资产的再投资回报可能会减少。这就是再投资风险。因此，必须在收益率下降之前应对这一风险，而不是等到收益率下降后才行动，届时可能已经太迟。

### 收益率曲线趋陡削弱了现金的吸引力

收益率曲线倒挂（短期收益率超过长期收益率）通常在美联储加息周期结束时发生。



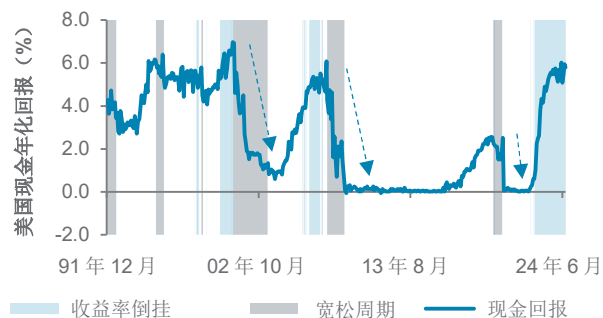
图. 12 随着美联储降息，密切追踪联邦基金利率的现金收益率预计将会下降

美国现金收益率与市场及美联储对联邦基金利率的预测\*



图. 13 在收益率曲线“反转”以及美联储降息后，现金回报通常会急剧下降

收益率曲线倒挂和美联储宽松周期期间的美国现金年化总回报



\*收益率和回报率基于彭博美国 1-3 个月国库券总回报指数。联邦基金利率的市场定价是根据截至 2024 年 9 月 20 日的联邦基金期货。资料来源：彭博、美联储经济预测摘要、渣打

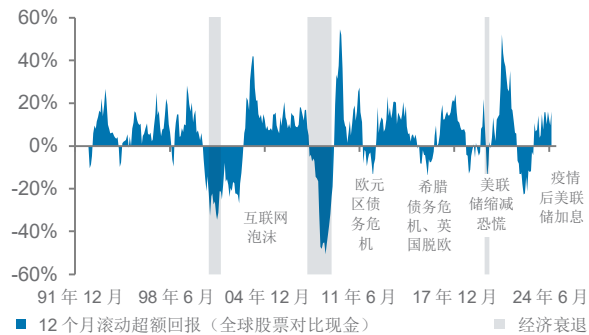
在这种情况下，现金可能显得更具吸引力，因为其收益率高于较长期限证券的收益率。然而，金融状况收紧最终将拖累经济活动，导致美联储降息和短期收益率下降。在此期间，再投资风险尤其明显，因为收益率曲线“扭转”，现金开始较长期证券失去吸引力。因此，正如我们目前所见，在美联储降息的同时，收益率曲线“扭转”并变得陡峭后不久，现金回报通常会急剧下降，这并不是为奇。

### 大多时候现金会拖累回报

持有过多现金会削弱长期财富的保值能力。在经济衰退或重大金融风险之外，股票的表现通常优于现金。自 1991 年以来，按 12 个月的滚动基础计算，全球股票的表现有近 70% 的时间是优于现金。（图 14）特别是对美国来说，除了经济衰退和美联储加息周期外，股市长期疲软的情况很少见。（图 15）由于经济软着陆仍然是我们的核心观点（见第 11 页），所以大量现金配置可能会付出高昂的代价。

图. 14 股票有近 70% 的时间表现优于现金

全球股票对比现金的超额回报



资料来源：彭博、渣打

### 当通胀消退时，债券是更佳的多元化工具

如果美国陷入衰退，与市场软着陆的预期相反，持有过多现金也意味着错失政府债券的重要收益。在美联储宽松周期期间，现金的回报率会下降，且在经济衰退期间不会像政府债券那样升值，因此对投资组合中风险资产损失的保护较大。只有在美联储加息或通胀飙升期间，而其他资产类别通常表现逊色时，大量配置现金才有意义。然而，随着通胀缓解，股债负相关性（股市下跌时债券上涨，反之亦然）可能会重现，使债券恢复其作为投资组合多元化工具的作用（见图 16）。

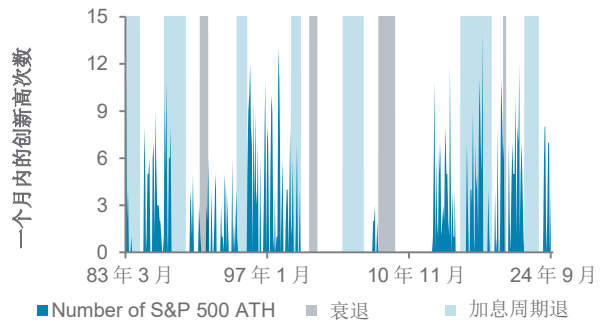
### 考虑多元化配置；继续超配黄金

投资者今天应该如何配置现金？由股票、债券和黄金组成的多元化投资组合是理想的方法，可以在收益、资本增值和防止市场下跌之间取得平衡。

同时，新兴市场央行购买等对黄金利好的结构性因素预计将仍然存在。所以我们偏好增持黄金的配置，在多元化的投资组合中，受益于美联储的宽松周期。（见第 26 页）

图. 15 在经济衰退和美联储加息期间之外，美国股市倾向上升

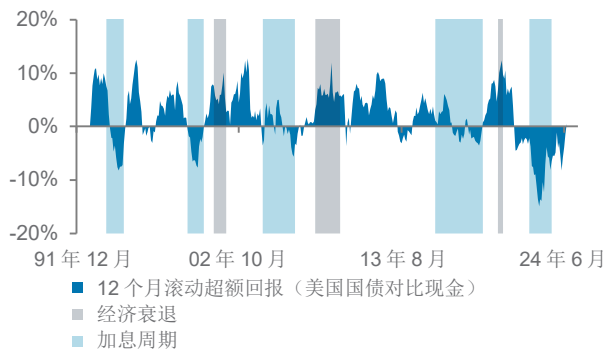
自标普 500 指数上次创下历史新高以来的天数



资料来源：彭博、渣打

图. 16 债券在经济衰退期间提供更好的保护

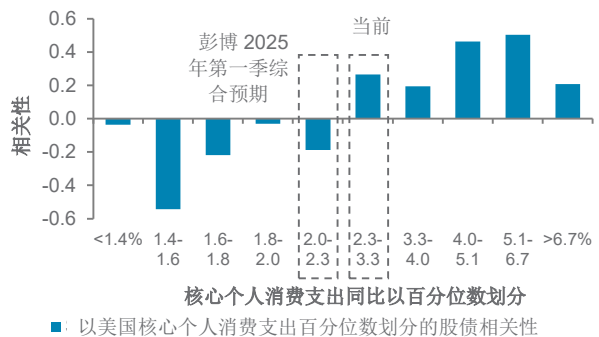
美国国债对比现金的超额回报



资料来源：彭博、渣打

图. 17 股债相关性很快就会转为负数，对作为投资组合多元化工具的债券有利

以美国核心个人消费支出通胀百分位数划分的股债相关性



资料来源：彭博、渣打。

# 宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya  
高级投资策略师

韩忠良, CFA  
投资策略师



## 关键主题

**在通胀降温之际降息有助经济软着陆。**我们预计美联储和其他主要央行将在未来数月降息以稳定经济增长。美联储在9月大幅降息50个基点后，可能在未来12个月将政策利率进一步下调150个基点，以维持消费并重振商业投资。因此，未来12个月，我们预计美国经济软着陆的概率为60%，不着陆的概率为15%。**风险情境：**除了美国大选的不确定性外，鉴于通胀降温，美联储的政策仍然过于紧缩。美联储的宽松政策可能规模过小、来得太晚，导致金融状况过度收紧。因此，我们认为硬着陆的可能性为25%。

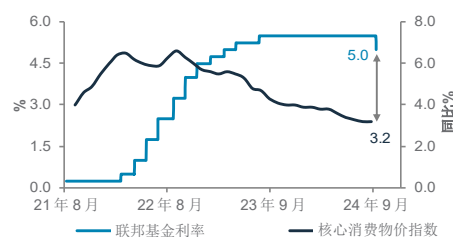
**欧洲、中国进一步放宽政策。**全球制造业的好转势头正在减弱，导致这两个出口导向型经济体的前景蒙上阴影。欧元区也面临结构性能源成本增加和“绿色转型”的挑战，而德国严格的预算规则限制了财政宽松的范围。在这种背景下，随着通胀降温，我们预计欧洲央行未来12个月将进一步降息100个基点，以支持经济增长。与此同时，中国最新的刺激政策增加了今年经济增长达到政府目标（5%）的机会。我们预计未来几个月中国将进一步放宽货币和财政政策，以重振商业信心。**风险：**美国经济增长大幅放缓及/或贸易保护主义对欧洲和中国的影响最大。

## 关键图表

过去几年通胀持续下降，意味着随着美联储将重点转向支持经济增长，它拥有很大的降息空间。我们预计美联储未来12个月将进一步降息150个基点

图. 18 随着通胀降温，美联储有足够的空间降息并提振增长

联邦基金目标利率（上限）、美国核心通胀率；美联储9月经济预测\*



日期	国内生产总值		失业率		核心个人消费支出 <sup>^</sup>		利率预期	
	新	旧	新	旧	新	旧	新	旧
2024	2.1	2.0	4.0	4.4	2.8	2.6	5.1	4.4
2025	2.0	2.0	4.2	4.4	2.3	2.2	4.1	3.4
2026	2.0	2.0	4.1	4.3	2.0	2.0	3.1	2.9
LR*	1.8	1.8	4.2	4.2			2.8	2.9

资料来源：彭博、渣打；<sup>^</sup>通胀；新：9月预测；旧：6月预测

## 货币政策\*

### 宏观因素利好风险资产

### 宏观因素利空风险资产

<b>美国</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 降息以支持消费、投资</li> <li>+ 通胀放缓、创造就业以提振实际收入</li> <li>+ 稳健的企业和家庭资产负债表</li> <li>+ 人工智能、绿色支出提高生产力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 高利率损害需求和投资</li> <li>- 领先指标疲软、银行借贷收紧</li> <li>- 财政推力消极、超额储蓄耗尽</li> <li>- 美联储政策失误和滞后影响；选举风险</li> </ul>
<b>欧元区</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 强劲的就业、维持需求的储蓄</li> <li>+ 通胀放缓、稳定就业以提高实际收入</li> <li>+ 欧洲央行降息以缓解金融状况</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 财政整顿、政治不确定性</li> <li>- 绿色转型的结构性挑战</li> <li>- 实际利率紧缩、欧洲央行政策失误、俄罗斯风险</li> </ul>
<b>中国</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 出口仍然稳健、外部需求温和</li> <li>+ 财政和货币政策优先考虑增长</li> <li>+ 房地产行业宽松、新的增长动力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 疲软的房地产和地方政府；地缘政治</li> <li>- 就业市场低迷、利润率正在收窄</li> <li>- 信贷增长乏力、市场情绪疲软、通缩压力</li> </ul>
<b>日本</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 增长趋势、消费复苏</li> <li>+ 实际工资增长、劳动力市场紧张</li> <li>+ 宽松的金融状况、强劲的资本支出</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 出口阻力、日圆走强</li> <li>- 通胀攀升；首相选举风险</li> <li>- 日本央行政策加息、资产负债表收缩</li> </ul>
<b>英国</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 强劲的就业、维持需求的储蓄</li> <li>+ 通胀放缓、稳定工资以提高实际收入</li> <li>+ 服务业活动反弹、英国央行降息</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 政策利率上升将维持衰退风险</li> <li>- 财政整顿、财政状况收紧</li> <li>- 服务业通胀；脱欧相关影响</li> </ul>

资料来源：渣打全球投资委员会；\*下一步行动

图例：▲ 政策收紧 | ▼ 政策放宽 | ◆ 政策中性



## 主要的宏观问题

**为什么预计美国经济会软着陆？** 我们认为未来 12 个月美国经济软着陆的概率为 60%。以下可能是推动因素：**i)** 美联储降息以降低借贷成本，可能会维持消费并重振商业投资；**ii)** 随着疫情期间累积的过剩储蓄逐渐消退，持续的通胀放缓将提高家庭实际可支配收入，从而推动消费；**iii)** 过去几年，移民增加提供了新的工人，以维持就业市场和消费，但近几个月移民速度有所放缓；**iv)** 稳健的资产负债表可以保护公司免受二十年来高利率的影响，以维持利润率并支持投资；**v)** 由于房价、股票上涨，加上疫情期间锁定的低成本、长期固定利率按揭贷款，令家庭财务状况强劲（主要是高收入人士），得以维持支出；以及 **vi)** 人工智能和绿色支出提高生产力。

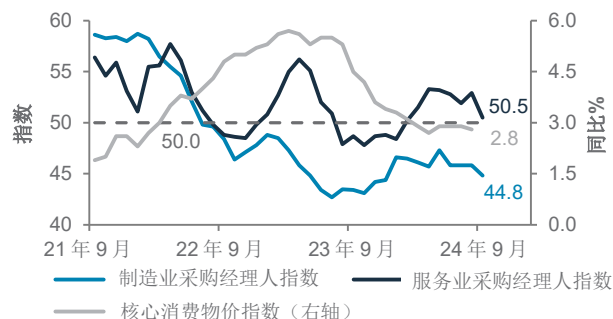
其中，美联储最新的政策转向，即 9 月开始降息 50 个基点，可能重振消费者和企业信心。这是自 2020 年疫情爆发以来首次放松政策，也是自 2007 年以来美联储开启降息周期时最大的降息幅度。我们认为，由于政策利率（5.0%）仍比核心通胀高出 150 个基点以上，所以美联储有足够空间进一步放松政策。

美联储主席鲍威尔的言论显示，央行意识到需紧跟经济形势，并希望尽快将利率降至预计的长期中性水平（2.9%）。因此，我们预计美联储将在 12 月之前再降低政策利率 50 个基点，并在 2025 年第三季末之前再降低 100 个基点至 3.5%。美联储降息应有助于维持职位创造和消费，并防止失业率从目前水平大幅上升。

通胀持续下降可能支持美联储一系列降息措施。以 3 个月年率化计算，美国核心和超级核心（不包括住房的核心服务通胀）通胀已跌至接近美联储 2% 的通胀目标。尽管核心通胀在 8 月按月加速至 0.3%，但升幅主要是由房屋通胀所推动。基于市场租金下降，我们预计官方房屋通胀率将在未来几个月恢复下滑趋势。

图. 19 随着欧元区短暂升势消退，欧洲央行将降息

欧元区制造业和服务业采购经理人指数及核心通胀



资料来源：彭博、渣打

同时，美国就业市场正在降温，过去三个月平均新增职位放缓至 11.6 万个。我们认为，职位空缺、招聘率和离职率等前瞻性就业市场指标增加了美联储放松政策以确保经济软着陆的迫切性。

**风险：** 我们认为未来 12 个月美国衰退的概率为 25%。由 10 个前瞻性指标组成的领先指数以及 10 年期与 2 年期美国国债收益率曲线重新走向陡峭，预示着经济下滑的风险上升。自 1990 年以来，在 10 年期与 2 年期收益率曲线再次转为正数后的 2-6 个月后，美国经济开始衰退。

此外，美国制造业采购经理人指数收缩以及新订单与库存比率再次下滑，都预示着经济衰退的风险增加，就业市场的关键指标——永久性失业者的失业率也是如此。当该指标的 3 个月移动平均线从过去 12 个月的低位上升超过 20 个基点时，经济衰退往往就已经开始了。8 月该指标升至 21 个基点。

**欧洲央行是否落后于经济形势？** 由于全球制造业再度下滑和中国经济放缓，欧元区增长开始放缓。最新的采购经理人指数显示，在巴黎奥运的推动下，服务业出现短暂改善后已接近停滞。由于德国财政政策受到严格支出法例的限制，欧洲央行可能在支持增长方面发挥关键作用（尽管其核心任务是抑制通胀）。我们预计持续的通胀放缓将促使欧洲央行在未来 12 个月将存款利率再下调 100 个基点。**风险：** 中美经济衰退加剧或美国提高关税可能会导致更多降息。

**你预计中国会进一步放松政策吗？** 在第三季经济活动指标急剧下滑后，中国采取了自疫情以来最果断的措施来稳定增长。当局最近下调关键政策利率和银行存款准备金率，以及增加流动性，旨在重振银行贷款、股票和房地产市场，这可能有助于实现政府今年设定的 5% 经济增长目标。美联储开始降息行动，应该会促使中国人民银行进一步放松政策。我们也预期 11 月美国大选后可能会采取宽松的财政政策，以重振消费者和企业信心。**风险：** 贸易紧张局势升级，尤其是在美国大选后，可能会令商业情绪恶化，导致更激进的刺激措施。

图. 20 中国将进一步放宽政策

中国 M2 货币供应量增长、核心通胀



# 债券 — 一瞥

林奕辉  
高级投资策略师

韩忠良, CFA  
投资策略师



## 关键主题

我们维持对政府债（利率债）和公司 / 新兴市场债券（信用债）的均衡配置。我们预计未来 12 个月美联储将进一步降息，有可能从收益率下降中获得资本收益。

发达市场投资级政府债券依然是核心持仓（中性）。我们预计美国 10 年期政府债券收益率会窄幅波动于 3.50-3.75% 区间，并有可能短期内上试 4%。

发达市场投资级公司债目前为核心持仓（中性），与发达市场高收益公司债一致。尽管相比历史表现，收益率溢价较低，但我们认为强劲的基本面及预期美国经济软着陆有助支持其估值。

新兴市场美元政府债降至核心持仓（中性），与新兴市场本币政府债一致。美国大选前地缘政治风险上升，加上工业商品价格有下跌的风险，与利好的财政及外部基本面和相比历史合理的估值取得平衡。

我们对亚洲美元债保持核心持仓（中性），对亚洲投资级和高收益债券持均衡配置观点。

## 关键图表



我们认为主要债券资产类别的风险回报是均衡的。

几个主要债券资产类别的收益率均低于美联储 2022 年首次开始加息时的水平。

图. 21 名义利率下降，实际（扣除通胀率）收益率下跌；主要债券资产类别的收益率已恢复其近期均值

美国 10 年期通胀率预期，名义和实际收益率；2022 年加息以来的当前收益率和平均收益率（灰色区域指过去 20 年的最高和最低收益率）



资料来源：彭博、渣打。

	看涨理据	看淡理据
新兴市场美元政府债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 高利率敏感度（长存续期）利率下降带来的积极影响</li> <li>+ 商品价格走高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 商品价格放缓</li> <li>- 美国大选下的地缘政治风险</li> </ul>
亚洲美元债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 地区增长受到良好支持</li> <li>+ 投资持仓上升</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 中国经济增长前景面临压力</li> <li>- 违约或债券重组风险</li> </ul>
发达市场投资级政府债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 发达市场央行转向降息</li> <li>+ 收益率相比历史水平吸引</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 宽松周期较预期短</li> <li>- 不利的供需平衡</li> </ul>
发达市场投资级公司债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 高利率敏感度（存续期长）利率下降带来的积极影响</li> <li>+ 收益率相比历史水平吸引</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 收益率溢价相对偏小</li> <li>- 信贷基本面趋弱</li> </ul>
发达市场高收益公司债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 利率下降缓解再融资压力</li> <li>+ 收益率吸引</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 评级下调风险</li> <li>- 违约风险增加</li> </ul>
新兴市场本币政府债	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 看好新兴市场货币前景</li> <li>+ 新兴市场货币政策灵活性高</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 与发达市场的利差较小</li> <li>- 价格体现降息预期</li> </ul>

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

## 对发达市场投资级政府债券持中性观点

我们对发达市场投资级政府债持核心持仓（中性）观点。我们认为，本年剩余时间的降息预期目前看似完全体现在美国政府债的价格之中，因为货币市场 75 个基点的降息预期略高于美联储预测的 50 个基点的降息幅度。我们继续预计美国经济实现软着陆的概率为 60%，故认为降息预期合理。因此，我们认为美国 10 年期国债未来 3 个月处于 3.50 – 3.75% 区间。我们认为 2025 年大部分时间的降息前景已相对合理地体现了出来，这就是为什么我们的 12 个月目标也在 3.50 – 3.75% 区间的原因。

## 对发达市场投资级和高收益公司债持中性观点

发达市场投资级和高收益公司债收益率依然处于历史均值的较低水平，提供的价值较小。然而，基本面依然强劲。季度盈利依然强劲，同时我们预期高债务的公司将受益于利率下降。此外，经济软着陆情景应相对限制违约率。另外，发达市场高收益公司债今年并未面临显著的再融资压力，应支持其表现。因此，我们对两个债券资产类别维持核心持仓（中性）观点。

## 对新兴市场美元政府债持中性观点

新兴市场美元政府债在 8 月反弹。我们认为在这些升幅后，现在已经体现足够的利好消息，因此我们结束超配新兴市场美元政府债的观点，并将观点转为核心持仓（中性）。新兴市场外汇储备账户和对外债务余额依然基本保持健康，收益率溢价相比历史水平看似合理。然而，我们担心几个新兴市场市场飙升的政治不确定性带来特殊风险。美国大选前的地缘政治风险和全球增长放缓可能导致工业商品价格下降也是主要风险。

## 对亚洲美元债持中性观点，均衡配置投资级和高收益债

在亚洲新兴市场，我们对亚洲美元债保持核心持仓（中性）观点。正如发达市场投资级公司债，亚洲投资级债券提供的收益率溢价相比历史水平较低，强劲的基本面和资本市场年初至今再融资纪录良好提供了理据。同时亚洲高收益债继续提供稳定的回报，因为中国房地产债违约率下降，以及南亚高收益率公司债成功再融资短期负债。然而，中国经济面临下行压力和工业商品价格疲软构成风险。我们对亚洲投资级和高收益债看法一致，因为当前估值水平下，两者的风险 / 回报状况相似。

## 对新兴市场本币政府债持中性观点

我们认为未来 12 个月美元将轻微走弱，这为新兴市场货币带来支持。然而，市场对新兴市场央行的降息预期大幅体现在价格中，我们认为此债券类别的风险回报估值合理。

## 我们看好 5-7 年期美元债

我们认为美国经济软着陆情景的可能性较高，表明长期债券收益率大幅走低的可能性下降。另外，我们认为美联储降息预期目前大幅体现在价格中。结合依然基本平坦的收益率曲线，我们认为风险 / 回报状况利好平均期限中性的（5-7 年）美元债配置。

## 维持买入：全球可转债

经济软着陆情景可能令风险资产受益，如可转债。我们预计股市与此情景的高相关性导致股市回升。技术面也利好，推动因素是亚洲发行人的新发行溢价上升。经济衰退情景构成风险。

## 维持买入：美国机构按揭抵押证券（MBS）

此资产类别继续提供高于美国政府债的吸引收益率。我们预计在美国联储降息之前美国住房市场保持韧性及偿付风险仍然较低。经济硬着陆情景构成风险。

## 维持买入：欧元政府债

我们维持策略性买入欧元政府债（外汇对冲）的观点。在首次降息之后，我们预期欧洲央行保持政策宽松立场，因为经济增长疲软且通胀率回升风险有限。通胀率高于预期构成风险。

## 维持买入：印度卢比债

我们依然认为印度卢比债相比其他新兴市场债券提供吸引的收益率。虽然外国投资者未合乎资格购买部分期限的债券引发一定的忧虑，但我们认为整体流动性状况依然充裕，特别是预期印度卢比汇率稳定。经济增长弱于预期和资本外流对高持仓构成风险。

## 结束买入观点：美国 20 年期以上政府债

超长期限的美国政府债最近几周跑赢其他期限债券。我们结束此观点，因为评估风险回报估值较以前更合理，自建立此观点以来回报为 1.8%。

## 结束买入观点：中国离岸美元债

虽然在岸 / 离岸利差持续存在，但我们结束此观点，因为投资价值减弱，自建立此观点以来回报为 4.3%。



# 股票 - 一瞥

林景蔚, CFA  
股票策略部主管

Fook Hien Yap  
高级投资策略师

甘皓昕  
投资策略师

黄立邦  
股票分析师



## 关键主题

我们维持对全球股票的核心持仓（中性）观点，预计与债券表现一致，优于现金。我们超配美国股票，因为我们预计美联储降息将促使美国经济实现软着陆。我们预计美国股票将跑赢整体市场，因在即将进入 2025 年之际盈利增长加速。劳动力市场降温及 11 月美国总统大选是短期内股市面临的风险。

我们对英国股票的观点为核心持仓（中性），因有吸引的股息收益率和估值折让，且经济数据改善。英国股票有防守股组成，但缺乏增长股会限制其表现。我们低配欧洲（除英国）股票，原因是虽然估值低廉，但盈利前景恶化。

我们对亚洲（除日本）股票的观点为核心持仓（中性）。在该地区，我们超配印度股票，因为印度经济增长快，同时海外投资者净资金流入强劲。中国股票是核心持仓（中性），因持续的政策宽松措施应有助于缓解市场对中国经济增长的担忧。我们将韩国股票下调至低配，因韩国对疲软的存储半导体芯片需求引发市场担忧，进而导致股价缺乏上升动能。日本股票是核心持仓（中性）。股票回购增加和再通胀环境是利因素，但选出新首相前的过渡期或会带来一定的不确定性。

## 关键图表

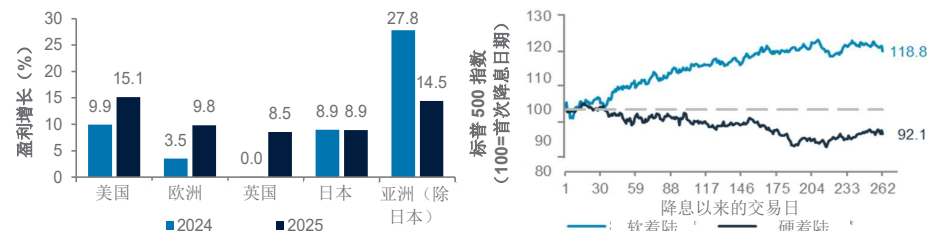
股票受通胀放缓和美联储转向降息。

指数	12个月预测	距目标价的上行空间*
标普 500	6,170	7%
纳斯达克 100	22,200	10%
欧元区斯托克 50 指数	5,200	3%
富时 100	8,700	5%
恒生指数	20,900	5%
印度 Nifty 50	28,800	10%
日经 225	40,800	5%

\*基于 9 月 26 日收市水平

图. 22 2025 年美国股票盈利增长预期为主要市场中最高；美国股票通常在降息后的软着陆情景表现良好

2024 年和 2025 年主要地区的盈利增长；以往美联储降息后标普 500 指数 12 个月趋势\*



资料来源：FactSet、彭博、渣打；\*美联储 1987、1995、1998 年降息成功实现经济软着陆，而 1989、2001、2007 年降息未能阻止经济衰退（硬着陆）。

\*下表：对中国在岸股票对比离岸股票持中性观点

	看涨理据	看淡理据	
看好顺序 ↑	<b>美国股票</b> ▽ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 软着陆情境带来利好因素</li> <li>+ 更广泛的盈利增长</li> <li>+ 科技行业推动表现</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 过度集中于“七巨头”</li> <li>- 宏观不确定性：如美国大选</li> <li>- 估价高昂；持仓增加</li> </ul>
	<b>英国股票</b> ▽ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 股息收益率高；估值低廉</li> <li>+ 相对防守性的行业</li> <li>+ 经济数据复苏</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 预计 2024 年盈利增长疲软</li> <li>- 增长股持仓较低</li> <li>- 经济复苏无法延续</li> </ul>
	<b>亚洲（除日本）股票</b> ▽ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 中国的财政和货币刺激政策</li> <li>+ 更高 2024 年每股盈利增长预期</li> <li>+ 估值有吸引力；持仓较低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 调查数据和经济活动疲软</li> <li>- 投资者缺乏信心</li> <li>- 地缘政治紧张局势升温</li> </ul>
	<b>亚洲（除日本）</b>	印度股票 ▲    中国股票* ◆    台湾股票 ◆    韩国股票 ▼    东盟股票 ▼	
	<b>日本股票</b> ▽ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 股票回购增加，股息提高</li> <li>+ 企业改革带来的股本回报率上升</li> <li>+ 盈利前景进一步改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 海外净流入资金减速</li> <li>- 日圆反弹拖累公司盈利</li> <li>- 全球经济周期性放缓</li> </ul>
	<b>欧洲（除英国）股票</b> ▼ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 公司股票回购和股息吸引</li> <li>+ 估值低廉</li> <li>+ 欧洲央行放松政策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 盈利前景恶化</li> <li>- 地缘政治紧张局势升温</li> <li>- 经济情绪低迷</li> </ul>

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

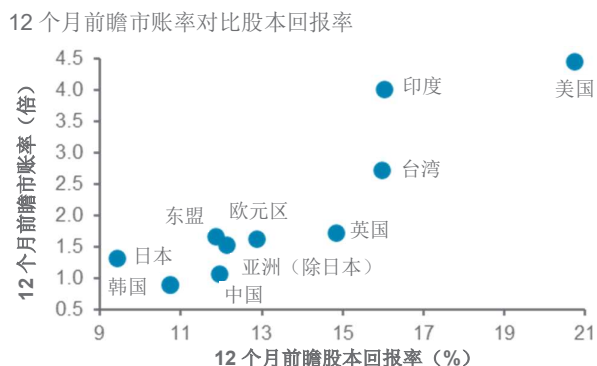
## 全球股票为中性（核心持仓）

各大主要央行特别是美联储降息支持我们的美国经济软着陆预测，同时也支持公司盈利增长预测。虽然我们看好 12 个月前前景，但我们预计进入第四季，在美国总统大选来临及潜在地缘政治紧张局势升温前，全球股票将面临一些不确定性。我们认为全球股票是核心持仓（中性），与债券看法一致，并预计表现优于现金。

## 超配美国股票

我们超配美国股票。2024-2025 年进一步降息预期将对增长股估值构成支撑，因为其未来盈利折现价值提高。此外，我们认为消费者和公司的借款成本下降可能会提振消费和投资，利好公司盈利。在我们看来，美国股票的高股本回报率证明其高估值溢价是合理的。2024 年每股盈利增长预期为 9.9%，2025 年为 15.1%，高于其他发达市场。

图. 23 美国和印度股票昂贵，但股本回报率高证明其估值合理



资料来源: FactSet、渣打

## 日本股票为中性（核心持仓）

日本股票仍为核心持仓。我们继续看好正面趋化剂，包括股票回购增加及股息提高。日本个人储蓄账户为日本国内带来资金流入也是利好因素，强劲的现金储蓄提供了进一步资金流入的巨大潜力。日元进一步升值可能会损害在日本公司的盈利预测，因有海外盈利敞口，但对于美元投资者来说，日元走强的影响将会下降，最近的股价走势便证明了这一点。我们还预计直到选出新首相前的过渡期日本股票会有波动和不确定性。继 2023 年底经历估值迅速重估后，我们预计目前日本股票表现与全球股票一致。

## 亚洲（除日本）股票为核心持仓（中性）

我们对亚洲（除日本）股票的观点为核心持仓。利好方面，2024 年该地区的盈利增长仍高达 27.8%。不过，中美地缘政治紧张局势可能会升温，在短期内带来阻力。

我们在该地区超配印度股票。我们认为强劲的股价动能受到印度强劲的经济和盈利增长驱动，证明该地区的估值溢价为合理。相比中小型股票，我们看好大盘股，因估值压力较小。

我们对台湾股票持中性观点，因为我们预测在经历年初以来的强劲增长后将开始整固。我们将韩国股票下调至低配，因为韩国对疲软的存储半导体芯片需求引发市场担忧，进而导致股价缺乏动能。

我们对中国股票的观点为核心持仓。新一轮的关键政策利率和银行存款准备金率下调预计将提振消费者情绪和股市。不过，我们预计房地产行业问题将继续给公司盈利修正带来压力，特别是面对持续的通胀放缓担忧。临近美国总统大选的地缘政治担忧也是离岸中国股票的阻力。我们低配东盟股票，因我们认为其过度防守特性以及较低利率会令东盟最大的行业：金融业承压。

## 英国股票为中性（核心持仓）

英国股票仍是核心持仓。价格压力消退及英国央行开启降息周期预计将会支持持续的经济增长，提振投资者信心。此外，估值有吸引力，明显英国指数的 12 个月前瞻市盈率为 11.7 倍，低于长期平均水平。股息收益率为 3.9%，是主要股市中的最高水平。尽管如此，由于全球宏观环境保持稳健，我们认为英国股票的防守性质可能会限制其上行空间。

图. 24 欧元区股票面临更大的盈利下调风险

明显欧元区指数的 12 个月前瞻每股盈利增长和盈利修订指数



资料来源: FactSet、渣打

## 低配欧洲（除英国）股票

我们低配欧洲（除英国）股票。其周期性使其更易受到宏观经济潜在在放缓的影响。德国持续收紧的财政政策及法国长期存在的政治风险预计也会令股本回报承压。

# 股票机会型投资观点

Fook Hien Yap  
高级投资策略师

## 保持多元化投资

- 在我们的机会型投资买入观点中，我们的目标是实现正的绝对回报。本月，我们没有任何变更，保持我们现有的八个观点。

## 美国和欧洲观点

**美国科技行业：**降息周期开始将会缓解围绕该增长行业的估值担忧。我们预测盈利增长加速将推升该行业表现。我们认为人工智能应用仍处于早期阶段，科技软件带来稳健增长。任何人工智能的支出放缓构成风险。

**美国通信服务行业：**该行业的估值需要低利率支持，而数字广告和网上娱乐推动强劲增长。若数字广告下跌或构成风险。

**美国主要银行股：**即使美国利率下降，我们预计更加陡峭的收益率曲线将缓解降息为银行利率收入带来的不利影响。美国主要银行在投资银行和资本市场的手续费收入也在持续增长。潜在的共和党总统当选也可能带来放松管制的有利因素。美国经济急剧放缓构成风险。

**美国健康护理行业：**该行业提供了防守型投资，因为其盈利波动低于整体市场。盈利增长依然受到制药公司强劲的潜在新药物的驱动。我们预测美国大选带来的总体风险是可控的。不利的监管构成风险。

**欧洲健康护理行业：**该行业同样是防守型投资，盈利增长稳定，历来在整个经济周期一直保持正增长。我们认为目前强劲的盈利增长主要受到肿瘤和肥胖治疗产品的推动，估值仍然合理。不利的监管构成风险。

## 亚洲观点

**中国非金融国企高息股：**在中国风险情绪低迷之际，我们继续看好该类股的收入稳定性。非金融国企也较难被受困的房地产行业影响。不利的监管变化构成风险。

**印度大盘股：**今年我们所有的机会型投资买入观点中，印度大盘股实现的绝对回报最高。我们预计强劲的国内增长、稳健的盈利和政策持续性将继续支持回报进一步提高。风险之一是经济增长低于预期。

**日本银行股：**选出新首相前的过渡期存在一些不确定性，但我们预测独立的日本央行将通过上调目前接近于零的利率来应对通胀压力。加息支持我们的买入观点，因为加息给银行带来更多的利息收入。日本经济复苏放缓构成风险。

图. 25 机会型投资买入观点

地区	观点	提出
美国	通信服务行业	2024年3月27日
	科技行业	2024年3月27日
	美国主要银行股	2024年8月1日
欧洲	美国健康护理行业	2024年8月29日
	欧洲健康护理行业	2024年8月29日
亚洲	中国非金融国企高息股	2024年3月27日
	印度大盘股	2024年3月27日
	日本银行股	2024年6月20日

资料来源：渣打。

## 行业观点：健康护理和科技行业杠铃式投资

我们在美国继续采用杠铃式投资方法，偏好的增长行业（科技、通信服务）与防守型的健康护理行业形成均衡结构。我们预测在经济软着陆后，美国金融行业将跑赢整体市场。我们将美国房地产行业上调至中性，因有迹象显示降息支撑该行业表现。欧洲方面，我们将科技行业下调至中性，因存储芯片制造商需求不确定会影响该行业。我们上调中国健康护理行业至超配，依据是估值触底、投资者持仓低及增长复苏。我们将中国和欧洲原材料行业下调至低配，因建筑活动疲软或影响需求。我们将中国金融行业下调至低配，因其表现优异后，盈利见顶的风险增加。

图. 26 我们按地区划分的行业观点

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

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 — 一瞥

袁沛仪  
投资策略师



## 关键主题

我们预计美元指数（DXY）未来 3 个月基本持平，未来 12 个月小幅走低。在地缘政治局势紧张之际，避险需求和美国大选临近可能为美元提供短期支撑。同时，美联储可能逐步降息，直至美国失业率返回中性水平，这应在长期收窄美元的收益率优势。外汇波动率依然在 5 年均值附近，我们目前未看到有任何重大的上升促成因素。

由于欧洲央行与美联储政策一致，欧元兑美元在 3 个月和 12 个月期间可能企稳 1.13。在英国经济具备弹性的支撑下，英镑兑美元未来三个月可能小幅走高至 1.35。

日圆是短期和长期最有潜力进一步走强的货币，日本央行可能延续加息周期，与大部分主要央行形成强烈对比。瑞士央行继续降息，瑞郎仍偏强，美元兑瑞郎跌穿 2023 年 12 月低位 0.83，可能需要新的催化剂。

至于商品货币，澳元可能继续得到相对偏鹰的央行和较高金价的良好支持。同时，由于新西兰央行在上次降息之后转向温和立场，新西兰元可能面临更多下行风险。在油价下跌之际，加元可能继续逐渐走弱。我们的美元观点对新兴市场货币温和正面。

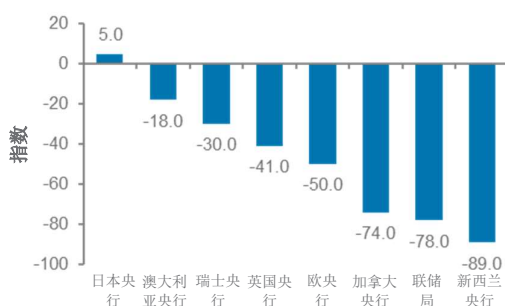
## 关键图表



预计美联储年底前的降息速度将快于大多数其他主要央行，这应促使澳元和日圆在未来三个月兑美元走强

图. 27 降息预期限制美元强势

2024 年 12 月前市场隐含的政策利率变化\*；预测表



资料来源：彭博、路透、路透全球货币展望委员会

货币	3 个月预测	12 个月预测
美元（美元指数）	101	99
欧元兑美元	1.13	1.13
英镑兑美元	1.35	1.34
美元兑日圆	140	135
澳元兑美元	0.69	0.66
新西兰元兑美元	0.62	0.59
美元兑加元	1.38	1.39
美元兑瑞郎	0.83	0.82
美元兑新加坡元	1.32	1.32

图. 28 主要货币推动因素摘要

12 个月展望	看涨理据	看淡理据
美元（美元指数）	+ 美国基本面意外上行	- 美联储温和立场、估值昂贵
欧元兑美元	+ 欧洲央行不太可能大幅降息	- 较美国经济增长慢
美元兑日圆	+ 日本央行政策正常化步伐缓慢	- 日本央行进一步加息，量化紧缩规模增加
英镑兑美元	+ 通胀升温之际英国央行谨慎行事	- 衰退风险，消费疲软
美元兑瑞郎	+ 瑞士央行降息，与周边国家利差上升	- 出售外汇储备
澳元兑美元	+ 澳大利亚央行保持利率不变更长时间，黄金价格强劲	- 中国经济温和复苏
新西兰元兑美元	+ 中国奶制品/旅游需求	- 新西兰央行转向温和立场
美元兑加元	+ 加拿大央行降息，油价下跌	- 商业活动持续改善

资料来源：渣打全球投资委员会

## 等待降息时代结束

**收益率曲线趋陡可能导致美元下跌。**随着美联储开启宽松周期，我们预计美国收益率曲线将会趋陡，短期收益率下跌速度快于长期收益率。在这种情况下，美元通常会下跌，利好非美元货币。

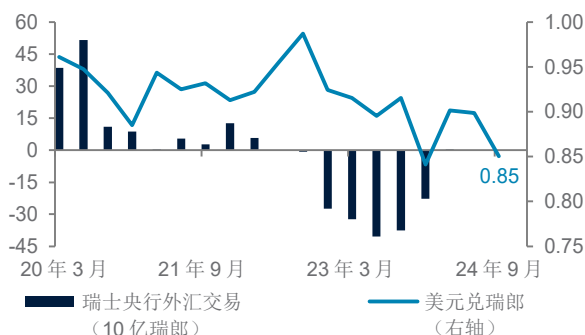
**欧洲货币可能具弹性。**我们预计欧洲央行在年底前会进一步降息 25 基点，降息力度稍逊于美联储。这可能导致欧元兑美元相对有弹性。我们认为欧元兑美元未来 3 个月和 12 个月处于 1.13 的水平。英镑未来 3 个月可能反弹并测试 1.35，因为宏观经济数据轻微改善，且通胀和工资增长依然高。我们预计英国央行会迎头赶上，限制英镑进一步上升。

**日圆依然走强。**日本央行是唯一仍在加息的央行。我们认为此举支撑了日圆，因为套利交易（即投资者借入低息货币以投资高息资产）继续平仓。我们预计美元兑日圆未来 12 个月进一步跌至 135。这可能对其他低息货币构成溢出风险，除非美元走软缓解这因素。

**美元兑瑞郎小幅下行。**瑞士央行官员最近似乎对瑞郎走强失去了兴趣。当局去年年底宣布可双向进行干预已预示了这一点。这表明瑞士官员认为现在无须将瑞郎引向任何一方。

图. 29 瑞士央行能干预瑞郎以稳定瑞郎

美元兑瑞郎和瑞士央行外汇交易



资料来源：彭博、渣打

图. 31 亚洲货币的推动因素摘要

12 个月展望	美元兑新加坡元 1.32 (3 个月) / 1.32 (12 个月)	美元兑印度卢比 84.00	美元兑林吉特 4.50	美元兑韩元 1350
<b>看涨理据</b>	+ 新加坡元易受全球经济增长疲软影响 + 新加坡元名义有效汇率重新估值	+ 印度央行继续吸纳资本流入 + 外汇储备进一步增加	+ 马来西亚央行可能会减少创新高的远期销售 + 补充外汇储备	+ 易受全球增长和贸易影响
<b>看淡理据</b>	- 国内经济增长有弹性	- 油价下跌缓解经常账赤字 - 经济增长强劲；资金流入	- 本地美元化趋势逆转 - 国内生产总值增长具有弹性	- 出口增长和入境旅游 - 低廉估值和资金流入

资料来源：渣打全球投资委员会

另外，瑞士央行利率已相当接近央行本身的中性预期，尤其是今次降息后，瑞士央行将不会跟随其他央行的降息步伐太久。这也是为何我们预计美元兑瑞郎未来 1-3 个月略微走低至 0.83，未来 12 个月走低至 0.82。

由于直接投资和投资组合资金流入，**未来 3 个月澳元兑美元应依然得到良好支撑。**然而，一旦澳大利亚央行在 2025 年第一季度开始降息，该货币组合可能在未来 6-12 个月测试 0.66 的水平。由于进一步的宽松政策和油价下跌，新西兰元和加元预计相对疲软。

图. 30 随着通胀降温，新加坡元名义有效汇率 (\$SNEER) 下降

新加坡通胀和新加坡元名义有效汇率增长



资料来源：彭博、渣打

**美元兑新加坡元预计反弹，美元兑印度卢比稳定。**

在新加坡，货币政策的目標是匯率而非利率，名义有效匯率约为 1.5%，高于预期的区间中值。随着通胀回落，我们预计匯率将于区间内走低。美元兑新加坡元未来 3 个月预测为 1.32，未来 12 个月为 1.34。同时，

我们预计美元兑印度卢比未来 12 个月企稳 84。大量资金流入股票和债券市场对货币造成上行压力，印度央行可能会继续购买美元以增加储备，以实现货币稳定。

# 黄金、原油 — 一瞥

韩忠良, CFA  
投资策略师



## 关键主题

我们将 3 个月和 12 个月金价预期分别上调至每盎司 2,600 美元和每盎司 2,800 美元。相对于股票、债券和现金，我们维持超配黄金。9 月金价上涨并创下历史新高，因美联储开启降息周期，大幅降息 50 个基点。虽然美联储及其他央行降息预期可能已大部分被市场消化，但实施降息时仍会对金价有一定的提振。相应地，流入全球黄金交易所买卖基金的资金也会增加。近几年官方部门一直是黄金需求的强劲来源。最新的第二季数据继续呈现了这一点 — 今年上半年央行购买是本世纪以来的最大规模。鉴于央行需求的结构化性质，我们认为这一趋势将延续到 2025 年。

我们将 12 个月西德克萨斯中质原油价格预期调低至每桶 70 美元，因增长和供应风险增大。本月原油价格暴跌，因大量疲软数据及悲观展望引发需求担忧加剧。同时，淡仓接近纪录高位。虽然衰退并非我们的基础情境预测，但我们认为全球经济可能进一步放缓，从而令石油需求承压。供需平衡可能变为供应过剩，特别是当欧佩克及盟友（OPEC+）12 月开始其最近推后的增产计划。报道指沙特阿拉伯焦点从价格转向市场份额，也构成供应增加风险。短期内，我们认为西德克萨斯中质原油价格或在每桶 70 美元附近波动。首先，极端看淡的石油持仓可能会反转。第二，地缘政治紧张局势，特别是中东地区可能会加剧。第三，利比亚敌对派系之间就任命新央行行长的新协议可能会导致每日超过 50 万桶的供应返回市场。

## 关键图表



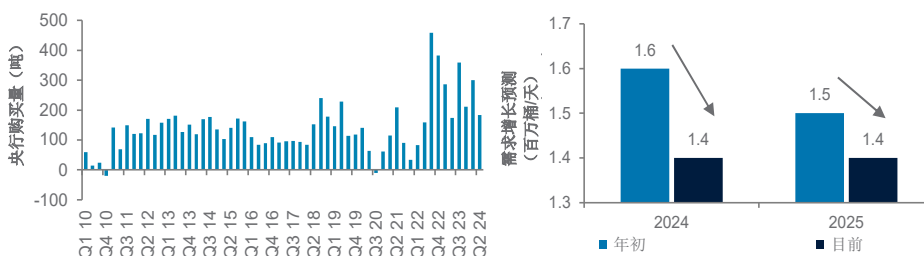
官方部门需求可能延续至 2025 年

增长疲软令原油需求承压

图. 32 2024 年上半年央行购买的黄金为 2000 年以来最高；市场调低全球石油需求增长预测

左图：央行每季度黄金购买量

右图：2024 和 2025 年全球石油需求增长预测



资料来源：彭博、渣打；\*三大石油机构（美国能源信息署、国际能源署、欧佩克）的平均值

	看涨理据	看淡理据		看涨理据	看淡理据
<b>黄金</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 美联储利率正常化</li> <li>+ 地缘政治紧张局势升级</li> <li>+ 避险需求</li> <li>+ 央行储备多元化</li> <li>+ 强劲的央行和实物需求</li> <li>+ 美元疲软</li> <li>+ 交易所买卖基金资金流入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 实际收益率的上升增加了持有黄金的机会成本</li> <li>- 地缘政治风险溢价往往是短暂的</li> <li>- 美元走强</li> <li>- 风险胃纳上升</li> <li>- 估值过高</li> <li>- 看涨持仓拥挤</li> </ul>	<b>原油</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 全球经济稳健</li> <li>+ 供应中断</li> <li>+ 地缘政治风险溢价</li> <li>+ 低库存</li> <li>+ 美国页岩油投资不足</li> <li>+ 美国战略石油储备补充</li> <li>+ 极端看淡持仓</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 紧缩的货币政策；增长放缓</li> <li>- 改变俄罗斯石油流动方向</li> <li>- 巨大的全球剩余产能</li> <li>- 欧佩克及盟友供应增加和纪律</li> <li>- 能源转型带来的需求下降</li> <li>- 非 OPEC 供应增加</li> </ul>
12 个月 TAA	▲		12 个月西德克萨斯中质原油预测	▼	
12 个月预测：每盎司 2,800 美元			每桶 70 美元		

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性



# 量化观点：看好股票预示着软着陆情境

Francis Lim  
高级量化策略师

Maggie, Au Yeung  
量化分析师



## 概述

尽管基本面疲软，股债模型仍略微超配股票。该模型的年初至今绝对回报率为 16.3%，比 60-40 股债组合高出 3.3%。收益的动力来自该模型超配股票，而美联储降息 50 个基点推动了股票表现。然而，估值和市场宽度因素是股票超配背后的唯一支撑，因为美国供应管理协会（ISM）制造业新订单、经济意外指数和净利润上调等基本面都表明经济放缓。我们的预测显示估值因素将到 2025 年 3 月转为中性，因为发达市场股票的 12 个月前瞻市盈率看似过于高昂，比历史均值高出 2 个标准差。如果当前基本面和市场宽度因素保持不变，我们对股票和债券的模型配置为中性。

我们的技术模型显示标普 500 指数短期风险较高，且仍看淡亚洲股票（以美元计）。往绩显示，当我们的模型显示窄幅波动时，标普 500 指数仍能录得正回报，但这通常伴随更高的短期波动。随着美联储大幅降息后，标普 500 指数升穿 5,667 的心理关口，大幅逆转的风险有所降低。需要关注的重要支持位是 5,503（或比当前水平低 4.2%）。与此同时，由于价格趋势较差，我们的模型仍最为看淡日本股票，其次是中国和亚洲（除日本）股票。欧洲（除英国）和英国股票仍最受青睐，因为它们的价格趋势保持稳定，且美元走弱，带来汇兑收益。

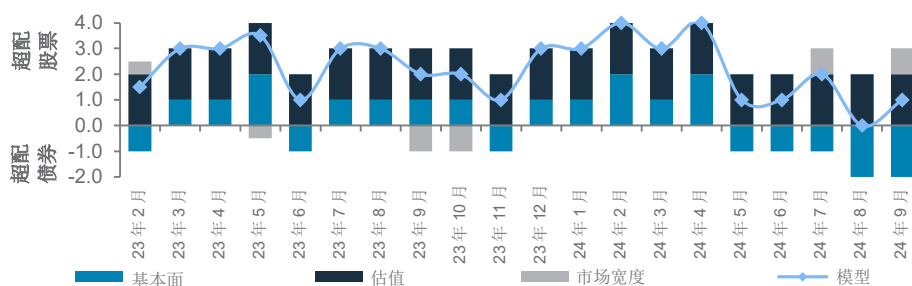
我们的市场多元化指标显示，自 6 月以来强劲上涨，利率敏感型资产近期可能开始整固。被标记为仓位过多的资产包括发达市场高收益信用债、新兴市场本币债、美国公用事业和房地产行业，以及欧洲通信服务行业，自 6 月以来，这些板块分别上涨了 6%、8.4%、18%、16%和 14%。

## 关键图表

股票-债券模型的分分数在 8 月底降至 0，然后随着市场宽度因素转为看好，而回升至 +1。

图 1 股票-债券轮动模型自 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

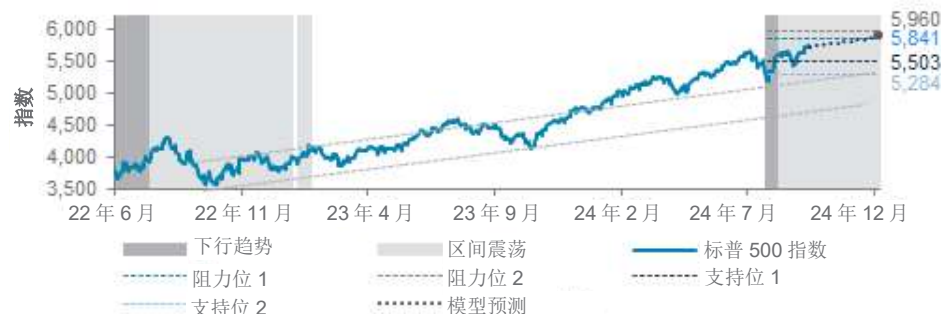


资料来源：彭博、渣打

往绩显示，标普 500 指数在窄幅波动模式时仍能产生正回报，但伴随而来的是更高的市场风险

图 2 技术模型预示标普 500 指数窄幅波动

标普 500 指数在美联储降息 50 个基点后升穿阻力位



资料来源：彭博、渣打

图. 3 长期和短期量化模型均看涨风险资产

以下长期模型的典型时间范围为 3–6 个月，而短期模型的期限为 1–3 个月

长期	股票或债券	股市和债市风险	全球通胀-增长机制
当前观点	偏好股票，相比债券	股市和债券的低风险	看好风险资产和通胀对冲资产
这个观点都基于哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>基本面:</b> -2，尽管宏观风险指数有所改善，但净利润预期上调放缓。美国供应管理协会制造业新订单指数和经济意外指数维持负数。</li> <li>• <b>估值:</b> +2，亚洲和发达市场股票的市盈率仍在可承受范围内。</li> <li>• <b>市场宽度:</b> +1，超过 60%的股市仍高于 200 日移动平均线。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>股票风险:</b> 低风险，因为中长期价格趋势积极，且通胀和利率在下降。</li> <li>• <b>政府债风险:</b> 风险属于中等偏低，因为商品价格和美国新屋开工数据均表明通胀压力下降。疲软的制造业采购经理指数也有利于防守性资产。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>全球通胀</b>基本保持在 2.3%不变，市场普遍预期未来 12 个月通胀将维持在相同水平。领先指标和市场变化继续暗示通胀将进一步下跌。</li> <li>• <b>全球工业产值同比增长</b>从 1.5%降至 0.7%，受到美国市场推动。综合预期仍然看好，预计未来 12 个月将增长 2.1%。领先指标预示进一步的下行空间，但处于软着陆的情境中</li> </ul>
关键模型因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 经济活动、宏观风险和意外指数、公司盈利、前瞻市盈率和基本面。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 市场因素包括利率、商品和股票市场动能。宏观因素包括美国住房、通胀、产能利用率和就业。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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。</li> </ul>
如何运作？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 基于基本面、估值和市场宽度因素的月度记分卡，范围从-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，反之则表示看好债券。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 利用风险指标来衡量美国股票和美国国债出现大规模抛售的可能性。每个指标的范围为 0 至 100，数值低于 50 表示高风险，反之则表示低风险。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 全球经济周期（衰退、复苏、周期后段和滞胀）及其对长期资产回报影响的宏观模型。</li> </ul>

短期	技术分析	投资者持仓过高
当前观点	好淡信号	对利率敏感型资产过于乐观
这个观点都基于哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>看涨欧洲（除英国）和英国</b>，因为趋势稳定。自我们新引入的模型在 3 月份发出买入信号以来，它们分别录得 3.6%和 10%的回报。</li> <li>• <b>对美国的观点为中性</b>，因为市场已触及新高。正面收益仍有可能，但风险也随之攀升。模型已将美国转向区间震荡机制。</li> <li>• <b>看淡日本、亚洲（除日本）和中国</b>。日本的市场波动缺乏吸引力，而中国的趋势看起来面临压力。亚洲（除日本）地区的技术面有所改善，但我们的模型正在等待进一步的确认因素。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>固定收益:</b> 发达市场高收益信用债和新兴市场本币债自 6 月以来已分别上涨 6.0%和 8.4%。</li> <li>• <b>美国房地产和公用事业板块</b>自 6 月以来分别上涨 16%和 18%，远超标普 500 指数的 5.6%。</li> <li>• <b>欧洲通信服务业</b>自 6 月以来上涨 14%，而明晟欧洲指数上涨了 7.2%。</li> </ul>
关键模型因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>价格走势:</b> 中短期内的动力、波动性和成交量动态</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>价格走势:</b> 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。</li> </ul>
如何运作？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一种短期技术模型，跟踪动力、波动性和成交指标，并使用机器学习来识别熊市 / 牛市。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一种基于分形分析的市场指标，根据价格走势提供投资者仓位的及时指示。</li> </ul>

资料来源：渣打

# 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 – 务必明智地加以利用

时间宝贵。平时度日如年，但岁月匆匆流逝。所以，请明智地利用时间。无论你是开始投资之旅，还是应对复杂的中年财富规划，或是为晚年生活巩固资产，今天就投入时间，以确保“今日、明日和未来”你的财富策略符合自身利益。

展望年底，利率环境发生巨大变化，现在留出时间重新审视您的投资组合（尤其是多余的现金）将在未来带来红利。考虑如何更高效地使用你的现金，并评估投资组合当前的资产配置，以确保您最大限度地利用未来的机会。抚心自问：我是否持有过多现金？从长远来看，我是否充分配置了增长型资产？我的投资组合多元化吗？而且最重要的是，我的财富是否在为我不必自己劳神费力？

利用我们的渣打财富精选框架和专家，为你的投资之旅提供指引。

## 目标

今日、明日  
和未来

我们的财富管理方法是依据你對自己、家人及他人于“今日、明日和未来”的愿景之上。随着生活的变迁，你的需求、生活目标和偏好也会随之改变。不过，在每个阶段，明确的目标对于指导你的投资决策至关重要。

我们采用“今日、明日和未来”的策略，区分短期（今日）与中长期（明日和未来）使用的资产，通过这种方法，我们可以为你的投资组合制定不同的策略，旨在帮助你实现短期和长期的目标。

“今日、明日和未来”规划对你来说是独一无二的。我们的专家团队与你密切合作，根据你“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，以增长为目标，同时确保考虑通胀，并降低风险。

#### 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

# 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，了解更多关于渣打财富精选提供的方法，以增加、管理和保护你的财富。



## 五步流程



请联络你的客户经理协助检视投资组合。

# 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	▼	2	2	2	现金	35
固定收益	◆	55	35	15	固定收益	65
股票	◆	35	55	75		
黄金	▲	8	8	8		
<b>资产类别</b>					<b>资产类别</b>	
美元现金	▼	2	2	2	美元现金	35
发达市场政府债*	◆	24	12	5	发达市场投资级政府债（短期）	10
发达市场投资级公司债*	◆	16	11	5	发达市场投资级公司债（短期）	13
发达市场高收益公司债	◆	3	3	2	发达市场高收益债（短期）	14
新兴市场美元政府债	◆	4	3	2	新兴市场美元政府债（短期）	9
新兴市场本币政府债	◆	3	2	0	新兴市场本币政府债	9
亚洲美元债	◆	6	4	2	亚洲美元债	11
北美股票	▲	24	38	51		<b>100</b>
欧洲（除英国）股票	▼	4	5	7		
英国股票	◆	1	1	3		
日本股票	◆	2	4	5		
亚洲（除日本）股票	◆	5	7	11		
黄金	▲	8	8	8		
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

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

概述	观点	基础配置+		
		适度	均衡	进取
现金	▼	2	2	2
固定收益	◆	44	26	11
股票	◆	28	41	56
黄金	▲	6	6	6
另类投资	◆	20	25	25
<b>资产类别</b>				
美元现金	▼	2	2	2
发达市场政府债*	◆	19	9	4
发达市场投资级公司债*	◆	13	8	3
发达市场高收益公司债	◆	2	2	2
新兴市场美元政府债	◆	3	2	2
新兴市场本币政府债	◆	2	2	0
亚洲美元债	◆	5	3	1
北美股票	▲	19	28	38
欧洲（除英国）股票	▼	3	4	5
英国股票	◆	1	1	2
日本股票	◆	2	3	3
亚洲（除日本）股票	◆	4	5	8
黄金	▲	6	6	6
另类投资	◆	20	25	25
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

资料来源：渣打

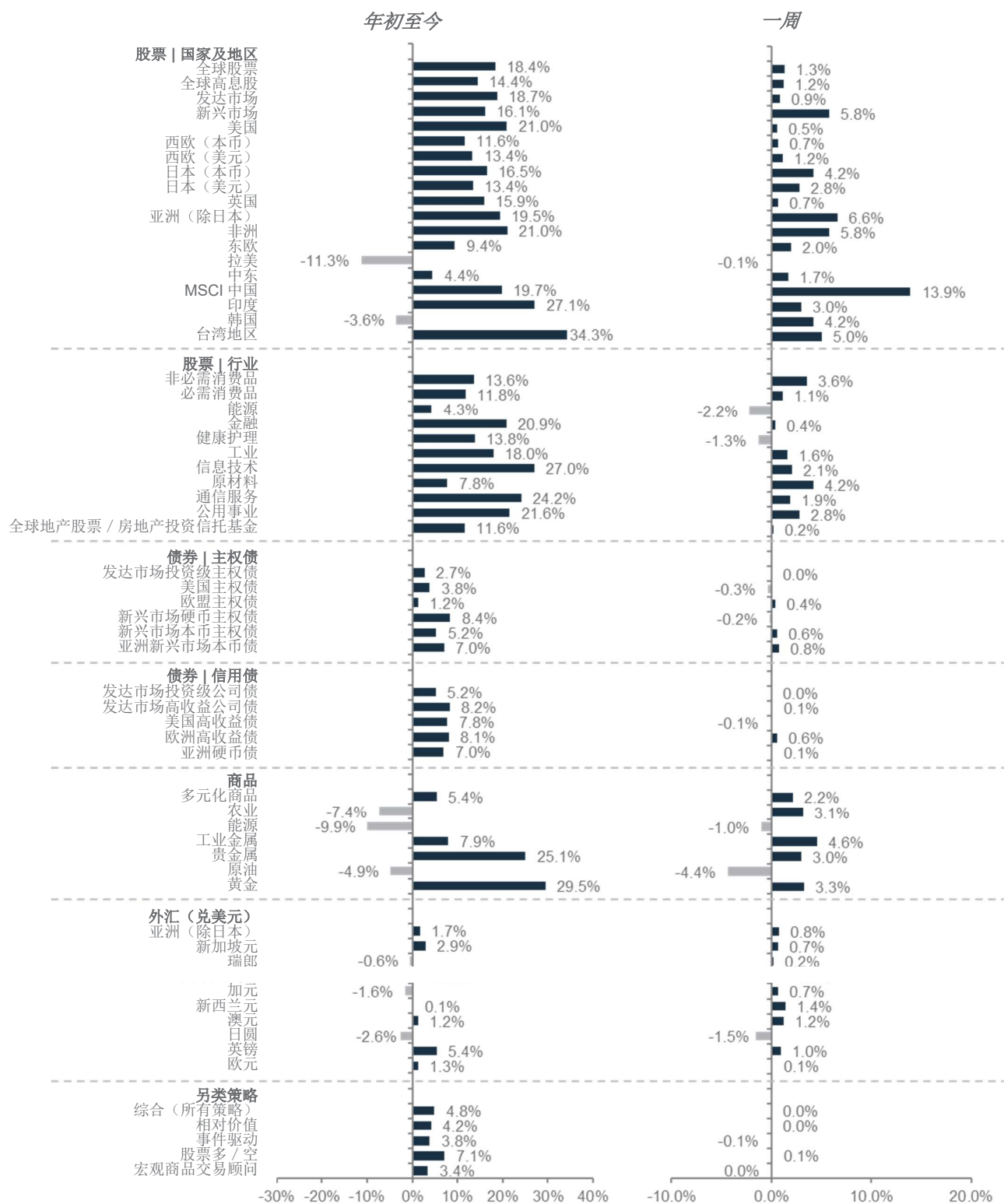
所有数据均为百分比。

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

\*年初至今表现是指 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 9 月 26 日的表现，一周表现是指 2024 年 9 月 19 日至 2024 年 9 月 26 日的表现

# 我们的重要预测和关键事件

货币	美元			新西兰			石油			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 (%)	欧央 行政策 利率
	(美元指数)	欧元兑美元	英镑兑美元	美元兑日元	澳元兑美元	元兑美元	美元兑加元	美元兑瑞郎	(西德克萨斯中质原油, 美元 / 桶)				
<b>3个月预测</b>	101	1.13	1.35	140	0.69	0.62	1.38	0.83	70	2,600	4.50% (24年12月)	3.50-3.75%	3.25% (24年12月)
<b>12个月预测</b>	99	1.13	1.34	135	0.66	0.59	1.39	0.82	70	2,800	3.50% (25年9月)	3.50-3.75%	2.50% (25年9月)

资料来源：渣打



图例： ■ 央行政策 | ■ 地缘政治

X - 日期待定

# 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实益权益。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©2024, 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不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，买卖本文件所述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。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。

## 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](mailto: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) 发牌、登记及监管的金融机构。**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分发，此乃获尼日利亚央行妥为发牌及监管的银行。渣打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，渣打概不承担任何责任，因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。**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等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，依据阿联酋证券与商品局2008年第48/r号关于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。