



# 2025 年展望

## 把握先机 智珠在握

踏入 2025 年，我们在基础投资组合中超配股票和黄金、低配现金。随着商业和消费者信心在特朗普当选后得到提振，美国很可能占据主导地位，表现优于其他主要市场。特朗普的争议性政策议程及中国的增长前景构成了主要不确定性。

在股票方面，我们超配美国并低配欧元区，因为美国的支持政策可能会持续推动其市场表现优异。在亚洲，鉴于印度股票的增长前景依然强劲，故我们超配印度股票。

在债券方面，我们超配发达市场高收益债，因为较高的收益率能推动总回报。新兴市场本币债面临特朗普关税提案的最大风险，因此我们继续低配这类资产。我们也从现金转向美元债券，以锁定长期吸引的收益率。

我们在美国、中国和印度的某些股票行业找到战术性机会。债券机会型投资观点将继续在估值上升的背景下寻找具价值的投资机会。



特朗普获胜对经济有何影响？

投资者应注意哪些风险？

量化模型仍然看好股票吗？

# 目录

01

## 策略

投资策略：把握先机 智珠在握	04
基础资产配置模型	07
基础：战术性资产配置观点	08
基础：多资产收益策略	09
对客户最关心问题的看法	11

02

## 宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	13
----------------	----

03

## 资产类别

债券	15
股票	17
股票机会型投资观点	19
外汇	20
黄金和原油	22

04

## 额外观点

量化观点：看好股票胜于债券	23
---------------	----

05

## 表现回顾

回报更高，投资组合更强	25
基础：资产配置概要	29
基础+：资产配置概要	30
市场表现概要	31
我们的重要预测和关键事件	32
未来数十年管理财富的方法：今日、明日和未来	33
注释	36

# 全球首席投资总监的来函

Berkshire Hathaway 的现金状况成为 2024 年底备受媒体关注的事件之一。该公司的现金大幅增长，占资产的 28%，是至少 1990 年以来的最高水平。这是否显示巴菲特（Warren Buffett）认为市场存在泡沫且价格昂贵？

确实有一些充分的理由可以得出这样的结论。例如，我们最新的长期回报假设（第 30 页）显示，未来五年美国股市的每年预期回报率已从一年前的 7.2% 降至 6.3%。相比之下，发达市场政府债券的回报率为 4.9%，这表明与以往相比，你应该将多些资金配置到债券而非股票上。

然而，在考虑回报时，我们也必须考虑通胀的影响。后疫情时代的通胀高于正常水平，导致人们担忧债券的实际回报率可能下降。

因此，投资者面对一个难题：该怎么办？从我的角度来看，这意味着应该采取多元化策略，原因如下。

预期回报只是预期而已，它们并非绝对可靠。事实上，在过去 10-15 年，美国股票大部分时间都与预期回报背道而驰。当然，如果美国股市在未来五年内没有经历熊市，那确实令人感到意外。然而，试图精确掌握熊市的时机却是非常困难的。

其次，美国共和党最近在选举中大获全胜，可能会令通胀在更长时间内保持更高水平。然而，债券收益率至少已反映了部分风险，美国 10 年期国债收益率已从 9 月中旬的 3.6% 升至 4.2%，这明显高于大多数对通胀的预测。

如果什么都不做，你就只能从现金中获得很低的收益，而这通常不是对抗通胀的好方法。另一方面，股票可长期对冲通胀，并提供增长潜力；债券提供多元化益处和高于通胀的收益率；黄金具有分散风险的好处。

私人债务和私募股权的长期预期回报率为 9% 左右，既提高了整体投资组合的预期回报，又降低了波动性。

因此，我们应该将注意力集中于投资计划，而不是仅仅关注经济和市场的展望，确保投资组合有良好的分散风险，并利用年终这段时间来回顾和进行必要的调整。请谨记，投资的首要目标是跟上通胀的步伐，然后才是增长财富。即使在我们较为保守的预期回报假设下，多元化投资组合长远也应该能够轻松达致这一目标，定期增加这部分配置是实现财务和生活目标的最佳途径。



“请谨记，投资的首要目标是跟上通胀的步伐，然后才是增长财富。多元化投资组合应该能够轻松达致这一目标……”

A handwritten signature in cursive script that reads "Steve".

**布思哲 (Steve Brice)**

全球首席投资总监

# 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:

- 股票、黄金
- 美国股票、发达市场高收益债

## 机会型投资观点 - 股票

- 美国科技、通信、主要及地区性银行、小型股
- 中国非金融国企高息股、恒生科技板块
- 印度大盘股

## 机会型投资观点 - 债券

- 全球可转换债券
- 美国机构按揭抵押证券
- 欧洲政府债（外汇对冲）
- 亚洲高收益美元债

## 把握先机 智珠在握

- 踏入 2025 年，我们在基础投资组合中超配股票和黄金、低配现金。随着商业和消费者信心在特朗普当选后得到提振，美国很可能占据主导地位，表现优于其他主要市场。特朗普的争议性政策议程及中国的增长前景构成了主要风险。
- 在股票方面，我们超配美国并低配欧元区，因为美国的支持政策可能会持续推动其市场表现优异。在亚洲，鉴于印度股票的增长前景依然强劲，故我们超配印度股票。
- 在债券方面，我们超配发达市场高收益债，因为较高的收益率能推动总回报。新兴市场本币债面临特朗普关税提案的最大风险，因此我们继续低配这类资产。我们也从现金转向美元债券，以锁定长期吸引的收益率。
- 我们在美国、中国和印度的某些股票行业找到战术性机会。债券机会型投资观点将继续在估值上升的背景下寻找具价值的投资机会。

图. 1 2025 年展望



### 基础投资观点

- 1 全球股市和黄金预计将跑赢现金，因为增长周期延长和现金收益率下降
- 2 美国股市将跑赢其他主要地区，受特朗普“美国优先”政策的推动
- 3 发达市场高收益债的表现将优于其他主要债券，因为较高的收益率提供了锁定收益率的机会\*

### 机会型投资买入观点

#### 股票

美国：主要银行、地区性银行\*、通信服务、科技、小型股\*  
北亚：中国非金融国企高息股、恒生科技股  
南亚：印度大盘股

#### 固定收益

全球：全球可转换债券  
美国：机构按揭抵押证券  
欧洲：政府债（外汇对冲）  
亚洲：亚洲高收益美元债\*



风险

特朗普政策议程的具体细节

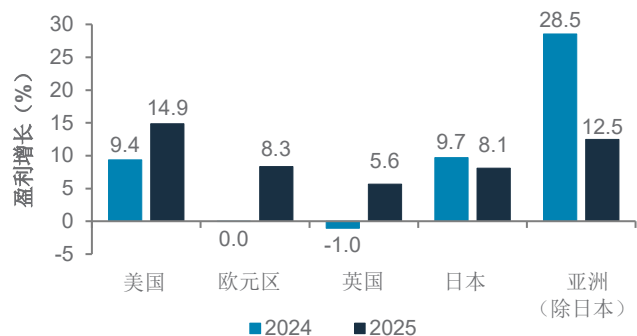
中国未来刺激措施的性质

通胀意外风险限制美联储加息空间

资料来源：渣打；\*新观点

图.2 美国股市 2025 年的盈利增长可能会是主要市场中最强劲的

2024 年、2025 年全球股票盈利预期



资料来源: FactSet、渣打

### 放宽政策有助延长周期

2024 年是股市和黄金强劲上涨的一年, 尽管在政策方面发生了几项重大事件, 美国债券收益率也有所上升。这帮助我们的增长和均衡策略年初至今分别增长了 16% 和 13%。2025 年, 美国大选结果可能成为市场的基石之一。随着特朗普上台, 市场可能会密切关注他的亲商政策如何在贸易关税风险、移民政策潜在变化和财政赤字忧虑之间取得平衡。

然而, 央行政策最终可能会发挥更大的作用。在美国, 我们预计美联储将继续减息 (到 2025 年底降至 3.75%), 因为央行希望在支持经济增长与控制通胀风险之间取得平衡。财政政策更为宽松, 可能会成为额外的推动力。总体而言, 我们预计减息将帮助美国经济实现软着陆 (或实际上不着陆)。

在欧洲和中国, 两者讨论的重点将主要集中在需要多少宽松政策来支持疲软的经济增长。与此同时, 日本央行很可能成为唯一加息的主要央行。许多新兴市场的央行可能不需要像美联储那样迅速减息。

总体而言, 我们认为这样的政策背景对经济增长和风险资产有利。在美国, 这使得软着陆成为最有可能出现的结果, 但也存在上行风险 (即经济增长高于预期)。

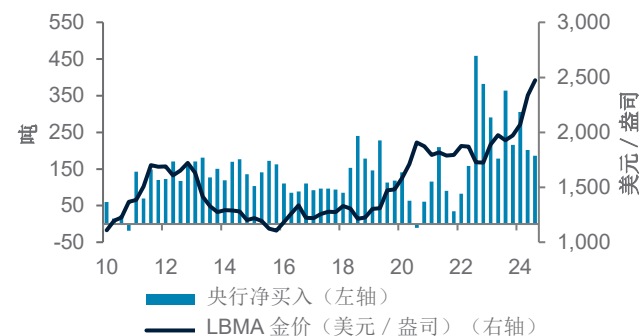
### 基础投资组合: 股票和黄金领涨, 低配现金

我们认为这种宏观背景有利于股票, 因此我们对全球股票持超配观点。在货币政策 (减息) 和财政政策 (特朗普的政策建议) 的支持下, 经济增长向好, 对企业盈利有利。这个展望是否已完全反映出来? 估值上升可能会限制倍数扩张, 而投资者的仓位可能会造成短期波动, 但我们认为盈利增长仍能推动总回报, 使股票明年的表现优于现金和债券。这一观点从我们的量化股债模型已反映出来, 尽管近几个月的数据疲软, 但该模型仍然超配股票。

我们也对黄金持超配观点。央行的需求可能仍然是支持金价的主要因素。这种需求并非对价格不敏感。事实上, 我们已经观察到新兴市场央行的需求在价格大幅上涨的情况下已减少。但从更大的角度来看, 黄金在新兴市场外汇储备中所占的份额仍然很小, 而地缘政治风险依然很高。我们认为这将继续成为未来 6-12 个月支持金价的主要因素。避险需求、通胀担忧或债券收益率下降都是支持金价的额外利好因素。

图.3 随着金价大幅上涨, 央行的黄金需求有所放缓, 但整体需求水平依然强劲

央行黄金购买量和价格



资料来源: 彭博、WGC、渣打

我们低配现金。历史经验告诉我们, 现金在 12 个月或更长时间内很少会跑赢其他资产类别。央行持续减息意味着现金收益率可能会在 2025 年进一步下降。这使得透过债券长期锁定当前收益率更加吸引。

我们将债券和另类策略视为核心配置 (中性)。债券继续提供吸引的收益率, 尤其是相对于现金而言。然而, 我们认为, 更强劲的增长前景 (导致通胀担忧逐渐加剧), 将会限制收益率的下降幅度。总体而言, 这意味着我们仍然预期债券将带来高于现金的回报, 但收益率可能会成为主要驱动力。最后, 我们仍然将另类资产 (包括私人资产和流动性另类投资) 视为多元化投资组合的重要组成部分, 因为它们与其他主要资产类别的相关性相对较低。

### 美国股市持续跑赢

在股票方面, 我们超配美国股票。我们的宏观情境、美联储减息, 以及美国候任总统特朗普所提出的政策重点, 均显示美国的经济增长将继续优于其他主要地区。我们相信, 这将带来卓越的盈利增长。虽然科技和人工智能相关板块可能仍是关键主题, 但我们的宏观情境显示, 股票升幅将会进一步扩大。短期投资者的仓位可能存在风险, 但我们的 3 个月技术模型仍然看涨。总体而言, 我们认为尽管当前的起始估值构成阻力, 但美国股市仍然会跑赢全球股市。

我们低配欧元区股票。尽管估值吸引, 但由于国内增长疲软和美国可能实施的贸易关税抑制了盈利增长, 故该地区的宏观经济仍然会表现逊色。我们视日本股市为核心持仓, 因为对股东友好的持续改革可以平衡日圆带来的波动。

我们将亚洲 (除日本) 股票视为核心持仓, 该区各个市场的前景参差。其中, 我们超配印度股票。尽管最近增长放缓, 且市场对减息的预期有所回落, 但我们对其经济增长前景更有信心, 并预计盈利将持续增长。相对于中小型股票, 我们仍然偏好大盘股, 因为其风险回报较为稳健。我们透过低配韩国股票来平衡对印度的超配。

中国股票可能对国内刺激措施和美国贸易政策的变化较为敏感。我们预计中国将推出更多货币和财政支持政策。总体而言, 我们对中国股票持核心持仓 (中性) 观点, 并偏好离岸股票, 因为其对任何刺激政策都相对敏感。

## 长期锁定收益率

在债券中，我们超配发达市场高收益债。在信贷息差紧缩（即估值上升）的情况下，这种立场可能显得奇怪。然而，历史表明，只要信贷质量保持不变，这些估值就可以在很长一段时间保持在高位——正如我们在软着陆或不着陆环境下所预期的那样。这意味着，即使高收益债券价格仅小幅上涨，其较高的收益率也可能足以跑赢全球债券。在另一方面，我们低配新兴市场本币债，因为许多新兴市场面对的减息压力较小，而且由于新兴市场容易受到美国关税的影响，货币风险较高。

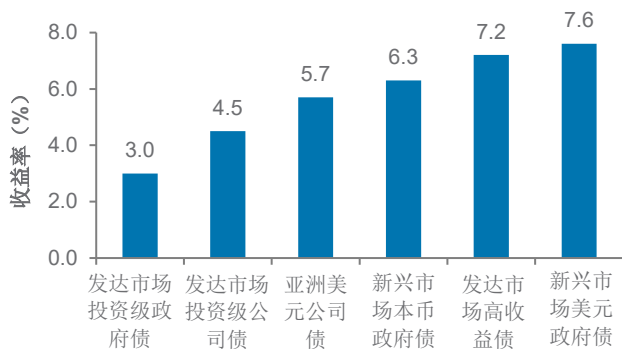
目前仍然很难在其他债券找到价值。我们对发达市场投资级政府债、发达市场投资级公司债、亚洲美元债和新兴市场美元债持核心持仓观点。这些资产类别的共同点是，它们的信贷质量在软着陆或不着陆的情况下应继续受到支持，但估值上升会减低风险回报的平衡。

对于大多数美元债券而言，美国国债收益率可能将主导走势。我们仍预期基准 10 年期债券收益率将在 6-12 个月内维持在 4.00-4.25% 区间，但下行空间受到更强劲的增长和通胀压力所限制。不过，在未来 1-3 个月内，随着市场等待特朗普财政政策的明朗化，收益率可能会反弹至 4.25-4.50% 的区间。

今年美元升值，尤其是在特朗普当选后。对关税和美国资产类别表现优异的预期，可能推动美元指数升至两年区间的顶部。然而，美国债券收益率受到限制，这解释了为什么我们预计美元指数在未来 6-12 个月最终会下跌的原因。市场预期通过“广场协议”式的协议来实现弱势美元政策的可能性不能排除，但我们目前仅视此为风险情境。

图. 4 在新兴市场债券面临地缘政治风险之际，收益率可能是推动发达市场高收益债表现出色的主要因素

主要债券资产类别的收益率



资料来源：彭博、渣打

## 机会型投资观点——促进增长、促进收益

在美国股市中，我们对科技和通信服务板块的机会型买入观点，是基于能够投资于推动市场的人工智能主题。然而，随着美国的升幅扩大，银行和小型股也提供了投资机会。在中国，我们认为恒生科技板块应该可从刺激措施中获益。非金融国企高息股是获取更保守中国投资敞口的途径。印度大盘股旨在捕捉印度股票的投资机会，同时降低估值风险。

我们的可转换债券机会型观点旨在增加混合资产，这在承险环境中应该会表现良好，而我们的美国机构按揭抵押证券观点则寻求捕捉吸引的收益率。欧元区政府债（外汇对冲）提供了对欧元区疲软增长的投资机会，同时减轻了欧元的下行风险。随着中国房地产板块违约风险的高峰期已过，我们的亚洲高收益观点应能提供更多具吸引力的收益来源。

## 什么会导致我们改变主意？

我们正处于几个关键事件的风口浪尖，这些事件可能会改变经济、地缘政治和金融市场的格局。在美国，特朗普总统将于 1 月就职，随后我们可能会更清楚他的政策议程。在中国，决策者可能会推出进一步的支持政策以重振增长。最后，如果美国的经济增长强劲，便会增加通胀风险，从而限制美联储继续减息的空间。

# 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. 5 风险状况属均衡的基础资产配置

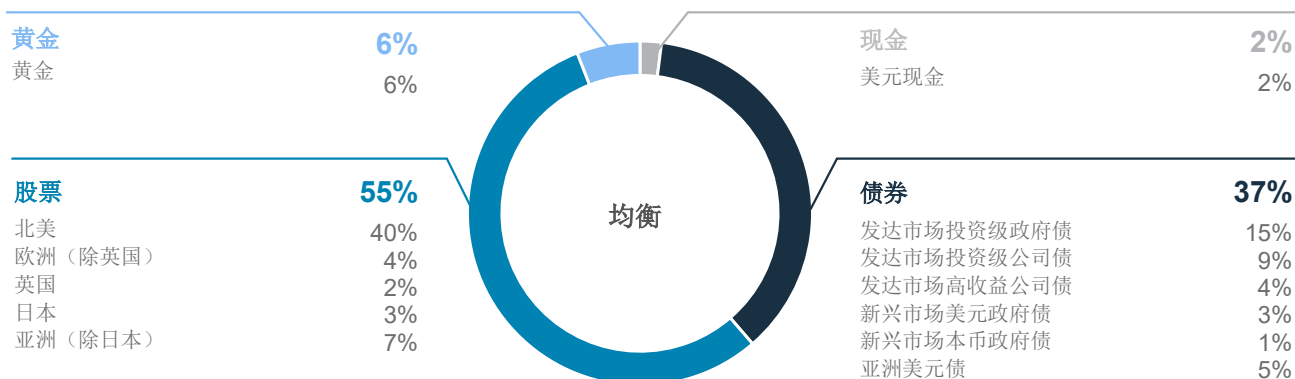


图. 6 风险状况属均衡的基础+资产配置

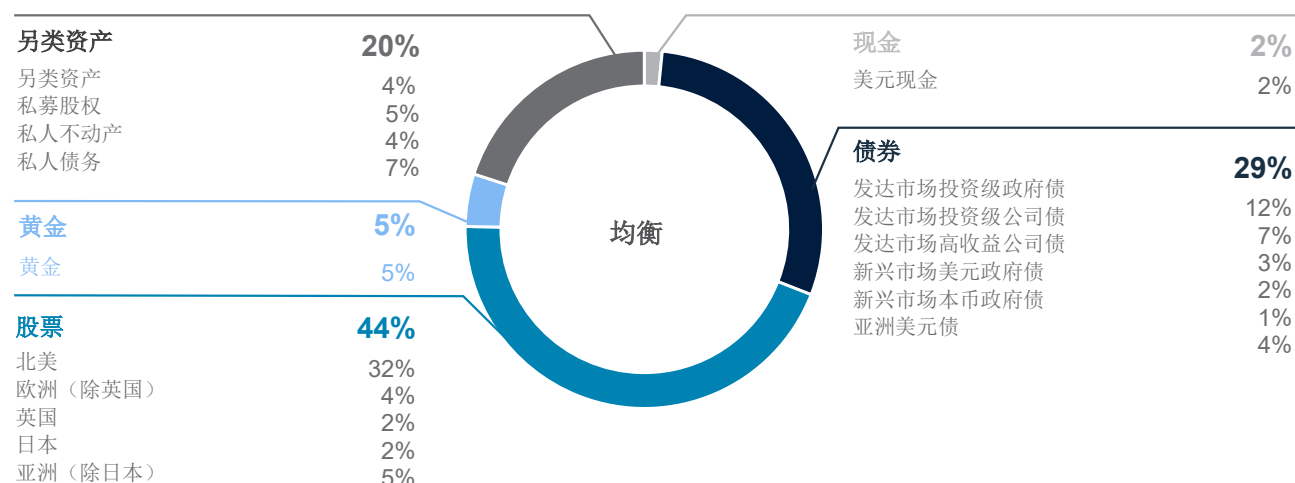
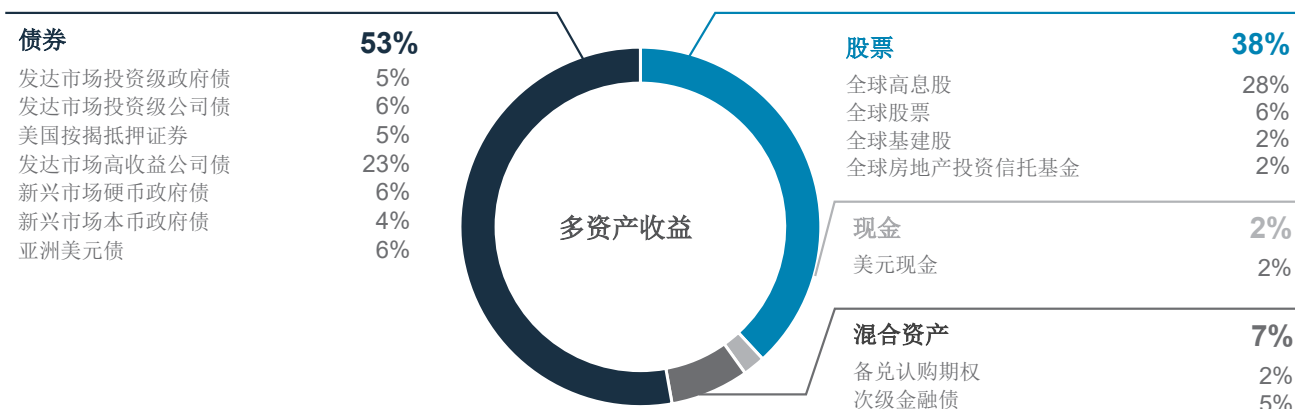


图. 7 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

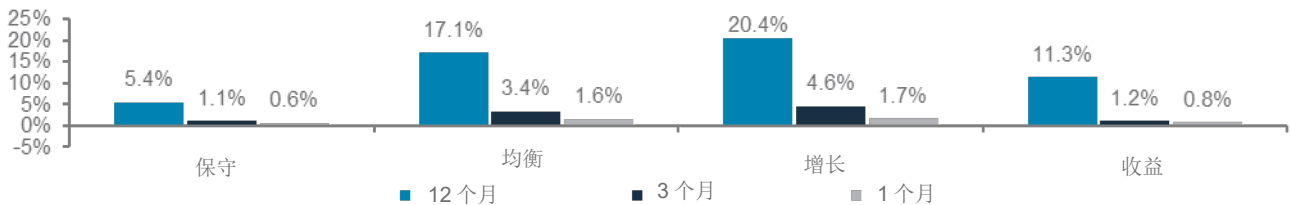
# 基础：战术性资产配置观点

	观点	详情
美元现金	▼	+ 短期安全    - 收益率下降、可能表现逊于主要的资产类别
债券	◆	
发达市场政府债	◆	+ 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    - 对美元走强敏感、美国贸易政策风险
亚洲美元债	◆	+ 收益率适中、政策支持    - 投资级债估值高企
股票	▲	
北美	▲	+ 盈利增长强劲、美国政策有利    - 估值、对收益率攀升的敏感度高
欧洲（除英国）	▼	+ 低廉的相对估值    - 增长前景仍然疲软、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
亚洲（除日本）	◆	+ 盈利、印度增长、中国政策支持    - 中国结构性增长忧虑
黄金	▲	+ 投资组合对冲、央行需求、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. 8 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2023年12月12日至2024年12月12日、3个月表现数据由2024年9月12日至2024年12月12日、1个月表现数据由2024年11月12日至2024年12月12日。

图. 9 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	4.8%	
	美国机构按揭抵押证券	2024年6月20日	2.4%	
	全球可转换债	2024年8月29日	6.9%	
	亚洲高收益债	2024年12月12日	-	
债券 - 已结束观点	印度卢比债券	2023年12月14日	2024年12月12日	8.3%
	20+年期美国国债	2024年10月24日	2024年12月12日	-1.0%
股票 - 现时观点	买入美国科技股	2024年3月27日	23.6%	
	买入美国通信股	2024年3月27日	25.8%	
	买入印度大盘股	2024年3月27日	14.4%	
	买入中国非金融国企高息股 - A股	2024年3月27日	12.7%	
	买入中国非金融国企高息股 - H股	2024年3月27日	20.0%	
	买入美国银行股	2024年8月1日	21.4%	
	买入恒生科技指数	2024年10月31日	2.3%	
	买入美国地区性银行股	2024年12月12日	-	
股票 - 已结束观点	日本银行股	2024年6月20日	2024年10月31日	1.6%
	欧洲健康护理股	2024年8月29日	2024年10月31日	-10.0%
	美国健康护理股	2024年8月29日	2024年12月12日	-9.3%

资料来源：彭博、渣打。表现截至2024年12月12日。列表反映了2024年第四季结束的观点。



# 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

我们的多资产收益 (Multi-asset income 或 MAI) 策略年初至今已录得 7.8% 的回报, 获益于我们对美国、欧洲和亚洲派息股的核心配置, 以及股票市场强劲回报下的备兑认购期权策略。在其他方面, 固定收益部分普遍增加了策略的回报, 发达市场高收益债和新兴市场硬币债的贡献最大。由于美元走强, 新兴市场本币债 2024 年面临更大的挑战。展望未来, 我们仍然认为次级金融资产胜于发达市场高收益债。同时, 我们选择透过全球派息股来承担风险, 而非备兑认购期权。我们也调整多资产收益策略, 增加了固定收益的配置, 并将全球股票纳入组合中。

由于央行继续减息, 2025 年收益型资产的收益率可能会小幅下降。为了在减息的环境下保留收益流并维持回报, 投资者可以考虑重新配置到收益率较高的资产, 以降低再投资风险。多元化的多资产收益策略提供了全面的方法, 可以在利率下降的环境下仍然有高收入和高回报。

虽然收益策略优先考虑产生稳定的现金流, 但采用总回报策略同样重要。将股息和利息再投资, 而非提取出来, 能够将收益与资本增值相结合, 显著提高长期回报。这种全面观点对于长期维持财富至关重要。

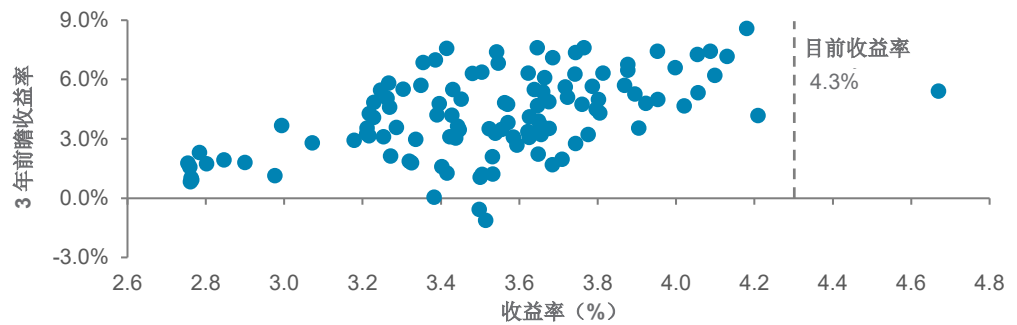
## 关键图表



投资者应该锁定当前的高收益率, 因为这不仅是未来潜在回报的强烈信号, 还能为下行波动提供缓冲

图. 10 较高的起始收益率一直是多资产收益策略总回报的良好指标

自 2012 年起, 多资产收益策略的初始收益率及其三年后的回报率

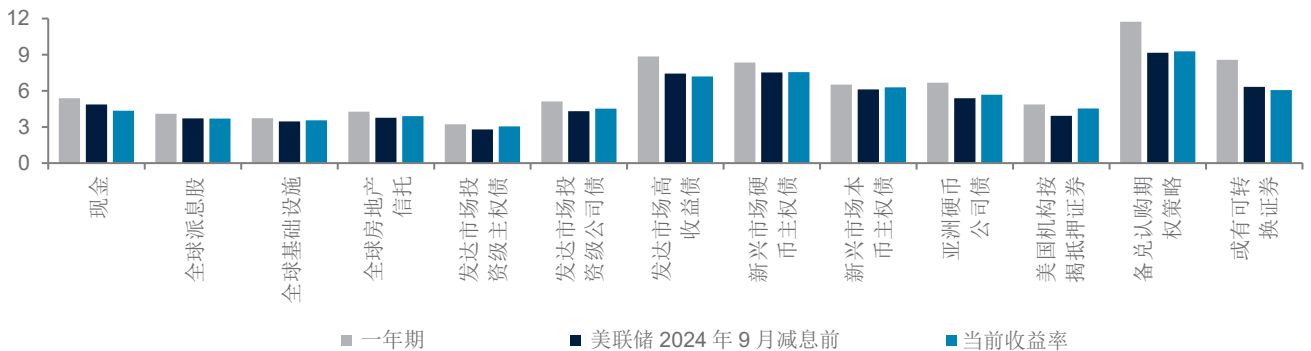


资料来源: 彭博、渣打。

多资产收益策略: 35%为全球债券、20%为发达市场高收益债、43%为全球高息股、2%为现金

图. 11 在减息的环境下, 多元化的多资产收益策略是维持较高收入与回报的好方法

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。(详情请参阅第 36 页的重要资料)

## 进入收益率下降的环境

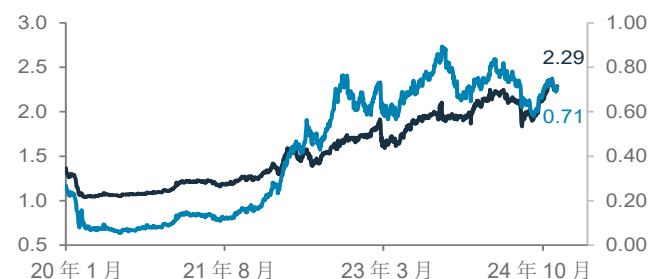
我们的多资产收益策略由 2024 年年初至今已录得 7.8% 的回报，获益于我们对美国、欧洲和亚洲派息股的核心配置，以及股票市场强劲回报下的备兑认购期权策略。在其他方面，固定收益部分普遍增加了策略的回报，发达市场高收益债和新兴市场硬币债的贡献最大。鉴于美元走强，新兴市场本币债 2024 年面对的挑战更大。

由于央行继续减息，所有收益型资产的收益率可能会轻微下降。这意味着现金回报率和收益型资产的收益率可能会减少。为了在减息环境中保持收益流和稳定的回报，投资者应考虑重新配置资产至提供更好收益机会的领域。

Sherman 比率（收益率与存续期比率）是衡量利率风险的有用指标，说明利率需要上升多少才会侵蚀收入。比率越高，意味着利率需要上升更多，才能抵消投资者透过价格下跌所获得的收益。例如，全球高收益指数和美国国债指数的收益率在未来 12 个月可能需要分别上涨 229 个基点和 71 个基点，才会令投资者的总回报转为负数。随着 2025 年收益率持续下降，收益型资产（现金除外）应能在收益率方面继续提供合理的缓冲。

图. 12 高债券收益率继续为抵御利率上升风险提供吸引人的缓冲

全球高收益债券指数与美国国债指数的 Sherman 比率



—— 全球高收益债的最差收益率与调整后存续期比率（右轴）  
—— 美国国债的最差收益率与调整后存续期比率

资料来源：彭博、渣打

踏入 2025 年，我们依然看好次级金融资产多于发达市场高收益债。信贷基本面稳健结合强劲的银行资产负债表，使我们对有信心次级金融机构的资本减记风险较低。

在股票方面，我们正在减少备兑认购期权的持仓，转向全球派息股。随着 2024 年美国大选结束，以及美联储对即将到来的减息预期引导市场，市场波动性可能会维持相对较低的水平，从而限制了从期权溢价中获取收益的机会。

我们已调整结构性配置，包括将 4% 的资金从股票转向固定收益资产，我们也在策略中引入传统的全球股票，以增加长期资本增长的投资。

## 收益对比总回报

收益型策略通常侧重债券和派息股，以获得即时现金流；而注重增长的投资者则优先考虑长期资本增值。虽然这两种策略产生回报的方式不同，但自 2014 年以来的历史数据显示，这两种策略的回报相若，特别是将收益策略的股息和利息进行再投资的情况下。

从本质上讲，收益策略和总回报策略之间的差异在于资本获取的方式。这两种方法的总体目标都是长远录得增长和保存财富。

图. 13 收益再投资可以大幅提高长期回报

多元化收益配置的总回报和价格回报的累积回报\*对比均衡配置的总回报\*\*



资料来源：彭博、渣打。

\*收益配置：35%全球债券、20%发达市场高收益债、43%全球高息股、2%现金 \*\*均衡配置：35%全球股票、55%全球债券、5%黄金、5%现金。

## 收益再投资的长期影响

对于收益型投资者来说，将股息和利息等收益再投资，可显著提高长期回报。股息和利息再投资相对定期提取出来的好处可以从图表 13 中看到，当中收益策略将收益再投资的回报超过大约 31 个百分点。

这两种策略都是创造收益的理想之选。总而言之，全盘考虑收益和资本增值的回报是关键所在。

在利率下降的环境中，多资产收益策略可以提供吸引的解决方案，其优势在于跨资产类别的多元化组合，既能产生收益，又能实现资本增值，同时平衡收益率下降的再投资风险。

# 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

## Q 面对 2025 年的不确定性：每位投资者都应该关注的风险

随着 2024 年接近尾声，全球股市可望再次录得双位数增长。全球经济正在稳步增长，通胀已经放缓，而全球央行似乎正准备进一步降低利率。然而，2025 年将面对一系列新的不确定因素。即将上任的特朗普政府承诺会打破常规，不会按部就班，投资者可能会面对充满挑战的一年。贸易紧张局势、地缘政治以及可能更具挑战性的通胀与增长等因素交织在一起，投资者该如何应对不断变化的形势？

在这部分，我们将讨论可能会影响未来一年投资决策的三个关键风险情境：

1. 通胀回升对投资组合配置意味着什么？
2. 债券收益率可以攀升到多高才会对风险资产造成压力？
3. 在估值变得不可持续之前，股票可以升到多高？

### 通胀更高，意味着股债相关性更正向

2022 年我们得到的教训很明显：通胀急升会同时损害股票和债券。尽管主要经济体的通胀放缓进程大致上持续，但特朗普提出的减税、移民限制和征收关税可能会重燃通胀压力。在此情形下，通胀回升可能会推高股债的相关性，降低债券作为风险资产缓冲波动的效用，尤其是在充满挑战的一年。

如果通胀风险再度浮现，投资者可能需要重新思考他们的配置。正如我们之前所强调，实物资产、现金和黄金可作为有效的通胀对冲工具。此外，在通胀环境下，发达国家的医疗保健与优质股票等防守性板块相对表现稳健。

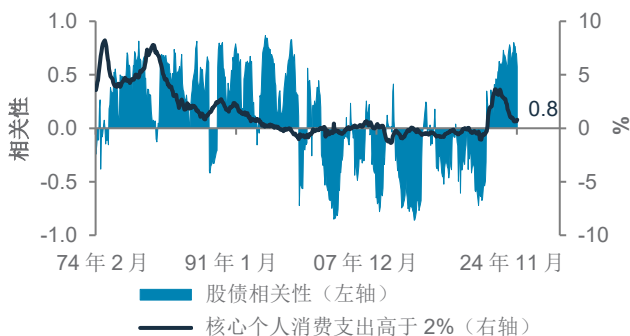
### 债券可限制股票的上升速度

债券收益率通常会随着增长预期增强而上升，进而为股票提供支持。例如，在美国大选后，市场预期特朗普获胜后将推出支持经济增长的政策，推动了股市上涨和债券收益率上升。然而，这种情况也有其限制。



图. 14 当核心个人消费支出通胀高于 2% 时，股债相关性往往为正

标普 500 指数与美国国债回报的相关性；美国核心个人消费支出超过 2%

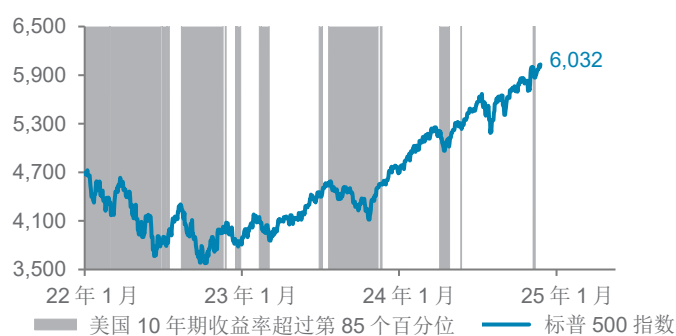


资料来源：彭博、渣打

\*截至 2024 年 11 月底。

图. 15 当美国 10 年期政府债券收益率上升至接近一年高位时，美国股市倾向下跌

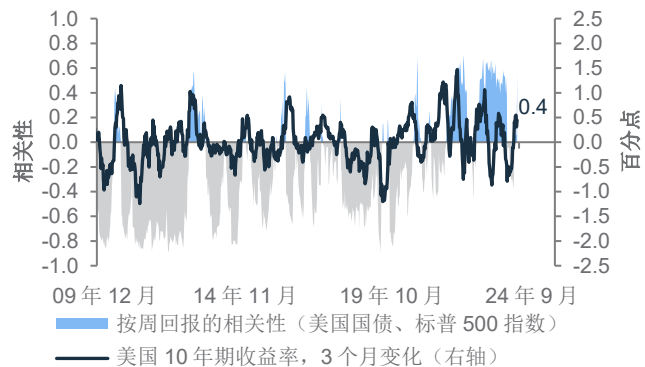
标普 500 指数、美国 10 年期国债收益率超过 1 年期国债收益率第 85 个百分点的时期



在历史上，当美国 10 年期国债收益率超过第 85 个百分点时（以一年期计算），美国股票（图表 15）会陷入困境。与此同时，美国 10 年期国债收益率迅速上升（在 3 个月内上升 50 个基点或以上），往往也会导致股债相关性转为正向，从而增加股票可能与债券一同贬值的风险。

**图. 16 在历史上，债券收益率在 3 个月内上升 50 个基点或以上会给股市带来压力**

股债券回报相关性对比美国 10 年期国债收益率的变化



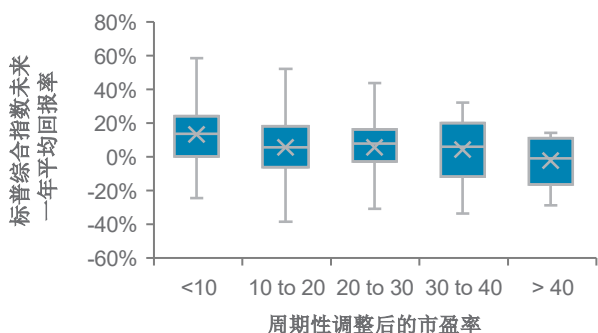
资料来源：彭博、渣打  
截至 2024 年 11 月底。

### 美国股票价格昂贵，但不是低配的理由

仅靠估值并不能很好地反映短期市场的表现。股票可能在很长一段时间内估值仍然偏高，但仍能提供正向回报。例如，当美国股票的周期性调整后市盈率（Cyclically Adjusted Price Earnings ratio 或 CAPE）在 30-40 之间的时候，也就是标普 500 指数市盈率目前所处的水平，通常股票的 1 年前瞻回报率平均为 4.2%。因此，纯粹因为估值偏高而低配股票的理由并不充分，尤其是在基本面仍然利好的情况下。

**图. 17 按照目前的估值，美国股市在未来一年可以继续创造回报**

标普指数 12 个月平均回报率对比自 1881 年以来的周期性调整后市盈率\*



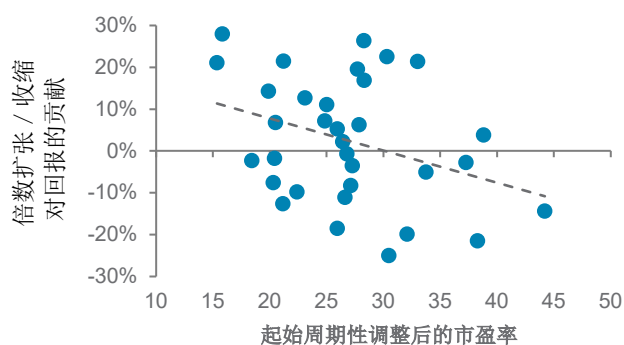
资料来源：Shiller 数据集、彭博、渣打

\*标普综合指数。X 是均值。方框内的水平线为中值。方框的顶部是第三个四分位数。方框的底部是第一个四分位数。两端表示最大值和最小值。

然而，当中的风险在于随着估值过高，进一步升幅将在更大程度上取决于盈利增长，因为当估值已处于较高水平时，估值成为大幅推动回报的积极因素的上行潜力自然会减少（图表 18）。对于已处于高估值的美国股票而言，2025 年的前景取决于特朗普政府的支持增长政策能否显著推动盈利增长。

**图. 18 在估值较高时，估值变动对股票回报的贡献变为负值**

自 1990 年以来，在不同起始周期性调整后的市盈率下，倍数扩张 / 收缩对回报的贡献



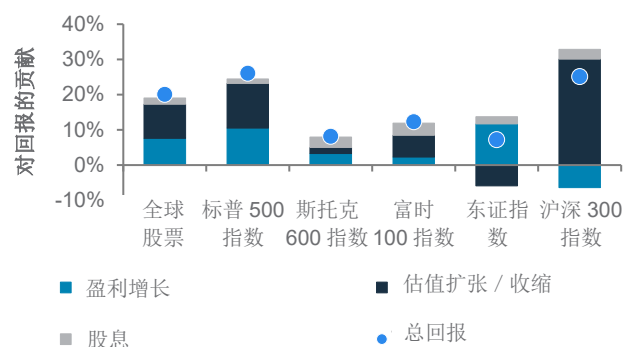
资料来源：彭博、渣打

### 保持灵活和多样化，发掘机会

尽管我们对美国股市仍然乐观，但其高估值凸显分散投资的重要性。投资者可以将资金配置到盈利增长预期改善的地区（如日本），或从昂贵的美国科技行业转向同等权重的标普 500 指数，以降低集中风险，并从盈利增长的扩大中获益。

**图. 19 今年倍数扩张和盈利增长均推动了全球和美国股市的回报\***

盈利、股息和估值对回报的贡献



资料来源：彭博、渣打

\*截至 2024 年 11 月底。

# 宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya  
高级投资策略师



## 关键主题

特朗普的政策可能进一步推动美国的经济扩张。我们认为，未来 12 个月美国经济“不着陆”的概率为 40%，“软着陆”的概率为 45%，而大选前分别为 15% 及 60%。特朗普的胜选因市场预期减税和放松管制而提振了美国企业的信心，同时加强了关税的保护主义。尽管关税及移民限制导致就业市场小幅收紧，初期可能会使通胀持续上升，生产力提高及计划降低美国能源成本应有助控制通胀预期。我们预期美联储将不会理会因关税而导致的通胀升温，并最终于 2025 年底前减息至 3.75%。

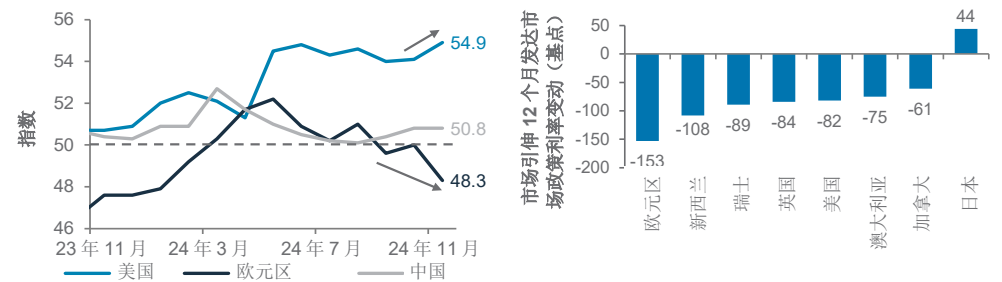
欧洲、中国进一步放宽政策。欧洲、中国、墨西哥和加拿大面对的贸易不确定性上升，因为特朗普将征收更高的进口关税，作为降低美国双边贸易赤字的谈判起点。中国面临通缩压力，为了抵消美国进口限制的影响，可能会尝试增加对非美国市场的出口，并进一步推出刺激措施以提振内需。欧元区则面临的挑战更大，因为欧元区本身对扩大财政政策已设了限制。有鉴于此，我们预期欧洲央行将于 2025 年底前减息至 2%，以支持通胀降温下的经济增长。

## 关键图表

我们预期即将上任的美国总统特朗普提出的减税和放宽管制政策将提振美国商业的信心；中国和欧元区可能会进一步放宽政策，以抵销美国加强保护主义的影响。

图. 20 特朗普胜选提振美国的商业信心；欧元区信心下滑

主要经济体的采购经理指数；市场引伸 12 个月政策利率变动



资料来源：彭博、渣打

## 货币政策\*

### 宏观因素利好风险资产

### 宏观因素利空风险资产

国家	宏观因素利好风险资产	宏观因素利空风险资产
美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 特朗普胜选后商业信心上升</li> <li>+ 减税 / 减息、放宽管制以增加投资</li> <li>+ 通胀放缓、创造就业以提高实际收入</li> <li>+ 稳健的企业和家庭资产负债表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 高利率、美元损害需求和投资</li> <li>- 领先指标疲软、银行借贷收紧</li> <li>- 贸易不确定性；额外储蓄减少</li> <li>- 关税 / 移民导致的通胀；美联储政策失误</li> </ul>
欧元区	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 强劲就业和储蓄以维持需求</li> <li>+ 通胀放缓以提高实际收入；绿色消费</li> <li>+ 欧洲央行减息；信贷周期复苏</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 贸易及政治不确定性；财政整顿</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>
中国	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 财政和货币刺激政策以支持经济增长</li> <li>+ 对非美国市场的出口抵消了美国的销售</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财政压力；贸易战</li> <li>- 就业市场低迷、利润率正在收窄</li> <li>- 信贷增长及市场情绪疲软、通缩</li> </ul>
日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 财政宽松、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；日圆疲软</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 美国关税预期带来的出口阻力</li> <li>- 通胀上升；联合政府疲软</li> <li>- 日本央行加息、缩减资产负债表</li> </ul>
英国	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 通胀放缓、稳定工资以提高实际收入</li> <li>+ 强劲的储蓄以维持需求</li> <li>+ 以投资为主的预算案、英国央行减息</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 政策利率高企，维持衰退风险</li> <li>- 财政整顿、加税以抑制招聘</li> <li>- 服务业通胀；脱欧相关的影响</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

### 特朗普胜选对经济有何影响？

特朗普在美国大选中获得民意授权重新执政，可能会给美国及全球经济与地缘政治格局带来深远的改变。我们认为他以减税、放宽管制和保护主义为重点的促进经济增长政策，将提振美国商业信心和私人投资，可能在更长时间内维持高于趋势水平的增长。

这些政策对通胀的影响仍不确定。我们的基本预测是进口关税将会分阶段实施。虽然关税可能会使通胀在几个季度内持续上升，但降低能源成本（通过增加产出）和提高生产力的计划最终应该会降低通胀。美联储可能不会理会因关税而造成的通胀短暂升温，并会继续减息，但减息的步伐会比先前预期的慢。由于劳动力市场紧张，提议的移民限制措施增加了不确定性，而这些措施可能面临协调和法律方面的挑战，至少在初期是如此。

特朗普选择职业基金经理贝森特（Scott Bessent）担任财政部长，让市场感到安心，因为他的提议对企业有利、促进增长且不会造成通胀。然而，通胀预期上升，将减慢美联储减息的步伐，并会重估政策的影响。

**减税计划：**贝森特的首要任务是尽快延长将于明年到期的个人减税政策，这些减税政策是在特朗普上一任总统任期内实施的。贝森特的挑战将是寻找新的收入来源和削减开支，以支付减税并降低预算赤字（他已提议在特朗普任期结束前将赤字从6%以上削减至3%）。

我们的基本看法是，美国政府将延长之前的减税政策，或许实现一些其他的竞选承诺，例如停止对小费和佣金征税。如果政府制定更多雄心勃勃的政策，例如对社会保障免税或进一步大幅削减企业税，将会引发对预算赤字的担忧，并导致债券收益率攀升，这正是政府希望避免出现的情况。

**关税提案：**特朗普已经通知主要的贸易伙伴，他计划征收高额进口关税。关税威胁是否一项谈判工具，以达致他吸引

制造业投资进入美国的目标，仍有待观察。虽然提名贝森特为财政部长表明特朗普希望利用关税作为“达到目标的手段”，但特朗普的内阁由贸易“鹰派”组成，他们将关税视为“目的本身”，以重新平衡美国经济动力与全球贸易格局。在此也值得注意的是，特朗普计划利用进口关税来支付部分拟议的减税提案。考虑到中国和欧洲等主要贸易伙伴本身面对的国内挑战，它们将如何应对是另一个关键问题。

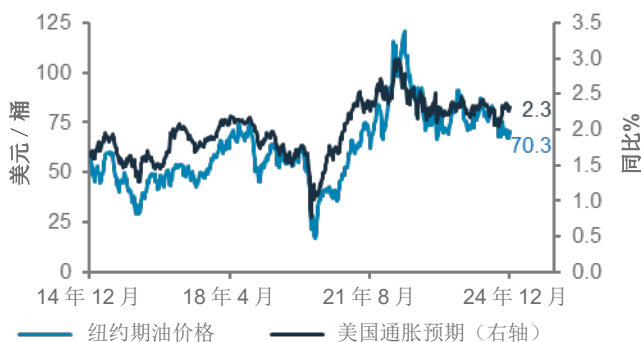
**风险：**我们认为美国在未来12个月经济衰退的概率为15%。由10项主要前瞻性指针组成的领先指数显示衰退风险上升。前瞻性劳动力市场指标（例如职位空缺率）显示失业率上升。政府部门的就业机会，今年以来一直支持就业市场，但在特朗普政府执政期间，这些职位可能会减少。私营部门就业的反弹能否填补这一空缺？通胀反弹是另一个主要风险。

**欧元区的前景如何？**在所有主要地区中，欧元区可以说是面临特朗普政府挑战最大的地区。鉴于美国是欧元区迄今为止最大的出口市场，故对所有美国进口产品全面征收关税将严重影响欧元区。该区自设的财政限制使其处于不利位置，尤其是与中国相比。德国执政联盟瓦解后的政治不确定性，以及法国的少数党政府，都增加了不明朗因素。随着挑战增加，商业信心减弱，我们预期欧洲央行将于2025年底前减息至2%。由美国带来的“冲击”可能成为该地区放宽财政支出规定的催化因素。

**中国会推出更多刺激措施吗？**中国决策者已推出一系列财政及货币政策宽松措施，旨在重振房地产市场、缓解地方政府债务负担及应对通缩。我们预期，一旦决策层对特朗普政府的政策做出评估，便将会进一步放宽财政政策。虽然特朗普已提议对从中国进口的产品征收高达60%的关税，但我们认为这些关税会分阶段实施，并会与对等交易挂钩，例如增加美国的进口（飞机、农产品等），以及增加在美国的投资。近年来，中国大幅削减了对美国的出口份额，使其较不易受到美国保护主义政策的影响。

图. 21 油价下跌抑制美国通胀预期

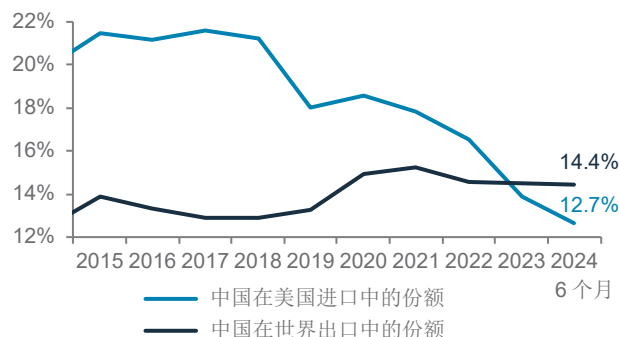
纽约期油价格、美国10年期通胀预期\*



资料来源：彭博、渣打；\*基于美国10年期抗通胀债券

图. 22 中国出口至美国以外的市场，以抵消美国市场的占有率

中国在美国进口中的份额；中国在世界出口中的份额



# 债券 — 一瞥

林奕辉  
高级投资策略师

香镇伟  
高级投资策略师



## 关键主题

我们视全球债券为核心持仓。在美国大选共和党大获全胜和就业市场表现强劲下，对美国财政赤字的忧虑在 11 月推高了美国长期债券收益率。然而，在我们的基本宏观预测下，美联储可能减息和通胀得到控制，应有助于限制债券收益率。我们看到了以目前的收益率锁定吸引收益的机会。

发达市场投资级政府债是核心持仓（中性）。从历史来看，名义和实际收益率均有吸引力。我们对美国 10 年期政府债收益率的 12 个月目标为 4.00-4.25%。发达市场投资级公司债是核心持仓（中性）。收益率溢价紧缩显示估值偏高，但我们认为这些估值受基本面稳健和资金持续流入的支持。我们超配发达市场高收益公司债。软着陆（或不着陆）情境下的历史稳健表现、美国放宽管制政策的可能性和政策利率下降均是利好因素。

新兴市场美元政府债和亚洲美元债是核心持仓（中性）。收益率吸引，但潜在的美国保护主义为不利因素。在亚洲，相对投资级债，我们偏好高收益债，因为它们偏向国内市场且可能受中国刺激措施支持。我们低配新兴市场本币政府债，基于潜在的外汇和地缘政治风险。

## 关键图表

我们预期未来 6-12 个月美国 10 年期国债收益率将在 4.00-4.25% 之间。

图. 23 货币市场可能低估美联储减息预期

美国 10 年期债券收益率和货币市场对美联储 1 年利率预期；发达市场高收益债违约率\*



资料来源：彭博、渣打。\*利差隐含，假设回收率为 40%

	看涨理据	看淡理据
发达市场高收益公司债 ▲ ◆ ▼	+ 缓解再融资压力 + 收益率较历史水平吸引 + 放宽管制政策	- 违约或重组风险飙升 - 基本面恶化可能相对降低吸引力
亚洲美元债 ▼ ◆ ▲	+ 地区增长保持韧性 + 投资者看涨持仓	- 中国经济增长前景疲软 - 违约或重组风险飙升
发达市场投资级公司债 ▼ ◆ ▲	+ 收益率较历史水平吸引 + 相对于基准政府债券的相对价值吸引	- 收益率溢价相对偏紧 - 基本面恶化可能相对降低吸引力
发达市场投资级政府债 ▼ ◆ ▲	+ 收益率较历史水平吸引 + 发达市场货币政策仍偏向鸽派	- 减息周期较预期短 - 不利的供需状况
新兴市场美元政府债 ▼ ◆ ▲	+ 商品价格有支持 + 投资者看涨持仓，因重大债券重组已成过去	- 货币政策灵活性下降 - 地缘政治和全球贸易不确定性
新兴市场本币政府债 ▼ ◆ ▲	+ 新兴市场近年来为抵御外汇脆弱性而建立的财政和经常账户实力提供了缓冲	- 与发达市场的收益率差距不利 - 货币政策灵活性下降 - 地缘政治和全球贸易不确定性

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（核心持仓）

我们认为，从历史来看，绝对收益率仍有吸引力。在特朗普当选后，市场将美联储未来 12 个月的减息预期下调至 75 个基点以下，远低于美联储位图中值所示的 150 个基点。我们认为市场低估了减息预期（我们预计未来 12 个月将减息 100 个基点），因为实际（剔除通胀）收益率仍高。我们认为，减息和持续的通胀担忧之间的张力将导致美国债券收益率在 6-12 个月内保持在 4.00-4.25% 的区间。

因此，我们认为美联储更进取减息（导致债券收益率下降）的潜在重新定价与较长期债券收益率有限度回升，平均期限为 5-7 年债券提供了最吸引的平衡。

## 对发达市场投资级公司债持中性观点（核心持仓）

相对历史平均水平，发达市场投资级债的收益率溢价仍然偏低，强劲资金流入继续支持高企的估值。季度盈利继续是有利因素，但我们对未来 12 个月杠杆率恶化持谨慎态度，因为在特朗普提议的放宽管制政策下，美国的并购活动可能激增。然而，我们认为，额外的企业减税提案有助于支持信用基本面，从而平衡这一风险。

## 超配发达市场高收益公司债

我们预计风险较高的高收益公司债将受益于政策利率下降和放宽管制政策。此外，违约率在经济软着陆的情境下应可受到控制。估值无疑很高，但我们认为积极因素（包括吸引的绝对收益率）超过了此项风险。因此，我们持超配观点。

## 对新兴市场美元政府债持中性观点（核心持仓）

美国大选后保护主义潜在飙升可能对新兴市场商品和资本商品出口国不利。我们认为，新兴市场美元债的收益率溢价目前无法弥补这种地缘政治风险。在主要的新兴市场国家，财政实力和经常账户改善减少了离岸债券发行的需求，在一定程度上抵消了风险，因此我们维持对新兴市场美元债的中性观点。

## 对亚洲美元债持中性观点（核心持仓），相较投资级债偏好高收益债

我们认为亚洲新兴市场也容易受到地缘政治不确定性和保护主义上升的影响。亚洲投资级债的收益率溢价与历史相比偏小，不过可以说这些获益于它们强劲的基本面和再融资的稳健能力。

亚洲高收益债应获益于其聚焦国内业务。我们认为，中国房地产行业的违约高峰期和相关的再融资风险基本已经过去。该资产类别也应获益于中国进一步的刺激政策。综合来看，这些因素使我们相信亚洲高收益债的风险调整后回报将改善，因此在亚洲美元债中超配亚洲高收益债。

## 低配新兴市场本币政府债

我们对新兴市场本币政府债持低配观点，因为这类资产容易受到外汇波动和地缘政治不确定性的影响。与一年前相比，新兴市场央行放宽政策的空间也较小。

## 机会型投资买入：欧元区政府债（外汇对冲）

在外汇对冲的基础上，我们维持对欧元区政府债的机会型投资买入观点。经济数据仍然疲软，虽然市场已预期欧洲央行会进一步减息，但我们预期该资产类别将受益于短期的增长及政治忧虑，这可能会推低收益率。增长反弹或通胀持续高企是主要风险。

## 机会型投资买入：美国机构按揭抵押证券

我们维持此 3 个月的买入观点，因为收益率有吸引力，高于美国国债。我们预计美国房地产市场在美联储减息之前将保持韧性，因为还款风险仍然较低。硬着陆情境是一项风险。

## 机会型投资买入：全球可转债

我们维持对全球可转债的机会型投资的买入观点，因为相信经济软着陆情境和美国可能放宽管制政策或有利于可转债。该资产类别主要包括中小型公司发行人，有关资产与股市的相关性相对较高。衰退忧虑加剧是一项风险。

## 机会型投资买入：亚洲美元高收益债

我们开启对亚洲高收益美元债的机会型投资买入新观点。中国房地产行业目前在该资产类别中所占的比例减少，我们认为违约高峰期已经过去。亚洲高收益债券发行人更侧重国内市场，因此较少受地缘政治风险的影响。增长前景放缓是一项风险。

## 结束：美国 20 年期以上国债

我们结束对美国 20 年期以上国债的机会型投资的买入观点，自建立此观点以来录得 1% 的损失。

## 结束：印度卢比债券

我们结束对印度卢比债券的机会型投资的买入观点，自建立此观点以来回报为 8.3%。我们认为，对比新兴市场债，印度卢比债券的吸引力已经下降，且在 2024 年有大量资金流入后，憧憬纳入指数的资金流入现在可能会放缓。



# 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

我们将全球股票上调至超配, 并预计其表现将优于债券及现金。美国股票是评级上调的催化因素。我们仍然超配美国股票, 因为最近大选后可能推出的扩张政策, 例如潜在的减税及放宽管制, 除了加速盈利增长外, 也为美国公司增添了新动力。

我们低配欧洲 (除英国) 股票, 原因是虽然估值低廉, 但盈利前景恶化及特朗普威胁征收关税。我们视英国股票为核心持仓 (中性), 因为股息收益率吸引和估值有折让。英国股票的组成具防守性, 但缺乏增长股可能限制其领先表现。

日本股票是核心持仓 (中性)。尽管日本股票容易受到日元套利交易波动的影响, 但股票回购增加及再通胀环境令我们感到鼓舞。亚洲 (除日本) 股票是核心持仓 (中性)。预计到 2025 年, 该地区的每股盈利增长仍然保持在 12.5% 的高位。中国在面对通缩压力下, 可能会尝试透过增加对非美国市场的出口及加大刺激措施来提振内需, 以抵销美国进口限制的影响。

## 关键图表

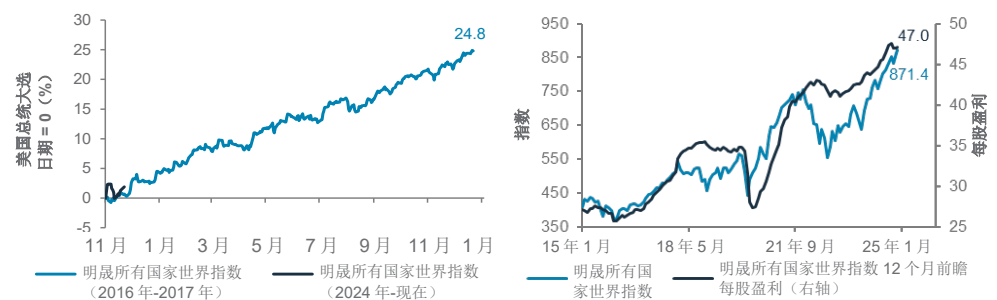
股票获益于宽松政策与强劲的经济

指数	12 个月目标价的预测	上行空间*
标普 500	6,650	10%
纳斯达克 100	25,400	18%
欧元区斯托克 50 指数	5,200	5%
富时 100	8,900	7%
恒生指数	21,800	7%
印度 Nifty 50	26,700	9%
日经 225	42,600	7%

\*基于 12 月 12 日的收市水平

图. 24 在强劲盈利等基本面的推动下, 美国股票可能会推动全球股票走高, 就像特朗普 1.0 时代的首 12 个月。

特朗普 1.0 时代首 12 个月全球股票的表现; 2015 年以来全球股票的表现及 12 个月前瞻每股盈利



资料来源: FactSet、彭博、渣打

\*下表: 偏好中国在岸市场多于离岸市场; 上调东盟股票为中性

### 看涨理据

### 看淡理据

看好次序	美国股票	亚洲 (除日本) 股票	亚洲 (除日本)	英国股票	日本股票	欧洲 (除英国) 股票
	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 软着陆情境带来的利好因素</li> <li>+ 科技行业推动表现</li> <li>+ 盈利获益于减税</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 中国的财政及货币刺激政策</li> <li>+ 印度在回调后具吸引力</li> <li>+ 估值吸引; 仓位低</li> </ul>	印度股票 ▲    中国股票* ◆    台湾股票 ◆    东盟股票* ◆    韩国股票 ▼	<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>+ 相对不受特朗普 2.0 的影响</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 股票回购及股息增加</li> <li>+ 公司改革推动股本回报率上升</li> <li>+ 盈利前景进一步改善</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 公司利润率改善</li> <li>+ 估值吸引</li> <li>+ 欧洲央行的宽松政策</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 过度集中于“七巨头”股票</li> <li>- 估值高昂; 仓位高</li> <li>- 通胀重临的忧虑</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 结构性问题, 例如中国房地产</li> <li>- 美国和欧洲可能征收关税</li> <li>- 美元强势</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>- 失业率上升, 薪酬增长放缓</li> <li>- 消费者信心降温</li> <li>- 增长股的仓位低</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 政治不明朗</li> <li>- 日元反弹拖累公司盈利</li> <li>- 面对全球周期性放缓、关税的影响</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 中国刺激政策的不确定性</li> <li>- 地缘政治紧张局势升温、美国关税</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

## 超配全球股票

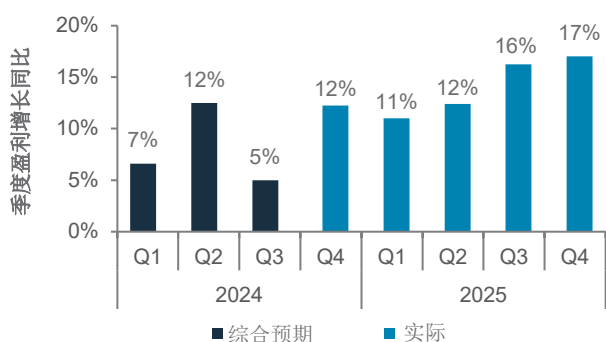
相对于其他主要资产类别，我们将全球股票调高至超配，主要是由于美国宏观数据及公司盈利较预期强劲。

## 超配美国股票

我们超配美国股票。美国当选总统特朗普的支持增长政策，例如潜在的减税措施，预计将支持美国公司的收入增长。对2025年进一步减息的预期，应能提高未来折让盈利的价值，从而支持增长股的估值。此外，我们预计消费者和公司的借贷成本下降，将会提振消费和投资。预计美国2025年将约有约两位数的盈利增长，这应有助证明美国股票的估值相对较高是合理的（明晟美国指数的12个月前瞻市盈率为22.4倍）。

图. 25 预计2025年美国有两位数的盈利增长

明晟美国指数的综合预期与实际盈利增长



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。公司管治改革意味着市场上的股票回购将会继续增加；强劲的现金储蓄和日本个人储蓄账户（Nippon Individual Savings Account或NISA）越来越受欢迎，令资金进一步流入。再通胀环境可能会支持周期性行业的增长。然而，日本首相石破茂或会推行货币政策正常化，亦可能导致日圆走强，从而降低日本公司的海外盈利预期，因为它们较依赖外国收入。

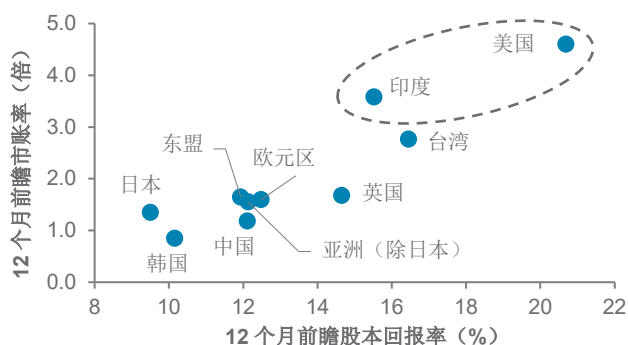
## 亚洲（除日本）股票为中性（核心持仓）

亚洲（除日本）股票是核心持仓。预计该地区2025年的每股盈利增长仍将保持在12.5%的高位。然而，美国可能征收进口关税和地缘政治紧张局势加剧或会削弱投资者的情绪。

我们在该地区超配印度股票。由于印度央行可能放宽货币政策，以及印度于2024年底举行邦选举后政治不确定性减低，我们认为近期的回调是增加投资的机会。印度的股本回报率仍然强劲。国内资金流入增加及相对不受海外贸易紧张局势的影响，均为股市带来进一步的利好因素。相比中小型股，我们看好大盘股，因估值压力较小。

图. 26 印度股票的市账率降至3.7倍，而股本回报率则稳定在16%左右

主要地区12个月前瞻市账率对比12个月前瞻股本回报率(%)



资料来源：FactSet、渣打

中国台湾股票是核心持仓。该市场的股本回报率高（明晟台湾指数为16.6%，与历史均值相差超过+1标准差），被较高的估值所抵销。由于韩国极易受到美国进口关税和不断升级的政治紧张局势的影响，这加剧了全球贸易的不确定性，故我们低配韩国股票。

我们视中国大陆股票为核心持仓。在面对通缩压力下，中国很可能会尝试透过增加对非美国市场的出口及加大刺激措施来提振内需，以抵销美国进口限制的影响。相对于离岸股票，我们偏好岸股票，因为它们可能是任何利好政策的更直接受益者，我们认为在岸股票也不太受外资流动的波动所影响。然而，中美紧张局势挥之不去，加上结构性问题（如房地产业低迷及通缩忧虑）可能继续对股价势头造成压力。我们将东盟股票上调为中性，因为外国直接投资增加及中国刺激政策可能产生的积极溢出效应。

## 英国股票为中性（核心持仓）

英国股票仍是核心持仓。预期价格压力消退及英国央行可能减息将支持经济增长。预计2025年每股盈利增长为5.6%，将扭转自2023年以来每股盈利负增长的趋势。此外，估值吸引，明晟英国指数的12个月前瞻市盈率相对全球股票大幅折让。尽管如此，英国股票具防守性，这意味着在一个非常利好全球股票的环境下，英国股票可能表现逊色。

## 低配欧洲（除英国）股票

我们低配欧洲（除英国）股票。在制造业活动低迷和库存水平上升的情况下，盈利修订指数疲软。法国和德国的政治不确定性也可能影响投资者情绪，增加对该地区关税的忧虑。

# 股票机会型投资观点

Fook Hien Yap  
高级投资策略师

## 美国延续强劲势头

- 我们有八个机会型买入观点，目标是实现正向的绝对回报。踏入 2025 年，我们开启买入美国小型股和美国地区银行的新观点，同时结束对美国健康护理的买入观点。

## 美国机会型买入观点

**开启买入美国小型股：**特朗普关税可能保护美国企业免受国际竞争的影响，有利于美国小型企业，因为它们的大部分收入来自国内。这些企业也应获益于美国减税和美联储减息，因为小型股通常会持有更多浮息债券。美国增长放缓是一项风险。

**开启买入美国地区银行股：**共和党政府预计将减轻美国小型银行的监管负担。美联储减息也应缓解这些银行的存款定价压力。美国经济急剧放缓是一项风险。

**美国科技股：**我们预计盈利增长将推动该行业的表现，因为人工智能投资支持半导体增长，而软件增长保持稳健。我们认为，人工智能应用的潜力仍处于早期发展阶段。人工智能支出的放缓是一项风险。

**美国电信服务股：**数字广告、网上娱乐和人工智能应用继续推动强劲增长。该行业的估值也合理，较整体市场存在折让。广告下跌是一项风险。

**美国主要银行股：**这些银行可能获益于放宽管制带来的助力。软着陆也应支持资本市场、投资银行业务和费用收入增长。美国经济急剧放缓是一项风险。

**结束买入美国健康护理股：**我们在 3 个月（8 月 29 日至 12 月 12 日）后结束此观点，下跌 9.3%。由于减肥药的销售比预期慢以及新一届政府政策重点的不确定性，该行业一直表现疲软。

## 亚洲机会型买入观点

**印度大盘股：**我们认为第四季的回落是买入机会。外国投资者的资金流出，但国内资金流入始终为正数。我们认为印度的结构性增长仍有吸引力，盈利增长可能支持未来进一步上涨。风险是经济增长低于预期。

**中国非金融国企高息股：**我们看好国企高息股的收益稳定性。非金融国企也较难被低迷的房地产行业影响。不利的监管变化是一项风险。

**恒生科技指数：**这个增长型投资观点，加上提供收入稳定性的国企高息股，形成了对中国的杠铃式投资策略。我们预计估值重估，因为除了积极的股票回购外，还有更多政策刺激公布。刺激的力度弱于预期是一项风险。

图. 27 机会型买入观点

地区	观点	提出
美国	科技行业	2024 年 3 月 27 日
	通信服务业	2024 年 3 月 27 日
	美国主要银行	2024 年 8 月 1 日
	美国小型股*	2024 年 12 月 12 日
亚洲	美国地区性银行*	2024 年 12 月 12 日
	印度大盘股	2024 年 3 月 27 日
	中国非金融国企高息股	2024 年 3 月 27 日
	恒生科技股	2024 年 10 月 31 日

资料来源：渣打

\*新观点

## 行业观点：科技股延续强劲势头

我们预计美国增长行业（科技和通信）的势头将会继续，而金融业将获益于管制放宽和软着陆。我们将必需消费品下调至低配，因为关税可能拖低利润率。美国债券收益率的回升给房地产带来阻力。在欧洲，我们将非必需消费品下调至低配，因为汽车面临竞争和关税阻力，而奢侈品的需求疲软。在中国，我们看好科技、通信和非必需消费品，因为这些行业与消费改善息息相关。在竞争激烈和去库存的不利因素下，我们将健康护理下调至中性。

图. 28 我们按地区划分的行业观点

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

我们预计美元在未来 3 个月将区间震荡，并在未来 12 个月内倾向看淡。2025 年可能影响美元前景的主要因素包括：(i) 美国税收政策，(ii) 美国的关税政策及全球贸易状况，以及(iii) 美国与欧元区的利率。尽管特朗普胜选带来支持经济增长和保护主义的政策预期和美债收益率上升推高了美元指数 (DXY)，但我们预计未来 1-3 个月内美元指数将维持在目前约 106 的水平附近。特朗普提名贝森特 (Scott Bessent) 担任财政部长，表明他的非通胀增长议程可能部分抵销特朗普更具通胀性的贸易和移民政策，使美元长期将保持区间震荡。

十国集团央行正处于减息周期，利差变化支持 2025 年美元区间震荡，尽管波动性可能会高于 2024 年。高于预期的通胀和美联储的利率政策是美元的上行风险，而任何积极的弱美元政策 (例如新的“广场协议式”协议) 则构成下行风险。

英镑和日元可能成为 2025 年美元整固的主要受益者，尽管获益幅度有限。虽然英国制造业和服务业有所放缓，但稳定的薪资增长可能会提升实际收入和消费者需求。同时，日本稳定的服务业价格通胀和薪资增长应该会支持日本央行在 2025 年持续加息。因此，美元兑日元可能会因利差缩小而走低。在美元整固下，商品货币 (澳元、新西兰元、加元) 可能会在未来 3 个月收窄近期跌幅。然而，自 2022 年见顶以来，疲软的贸易价格比率 (出口与进口价格比率) 意味着这种反弹不太可能在 12 个月内显著地持续。

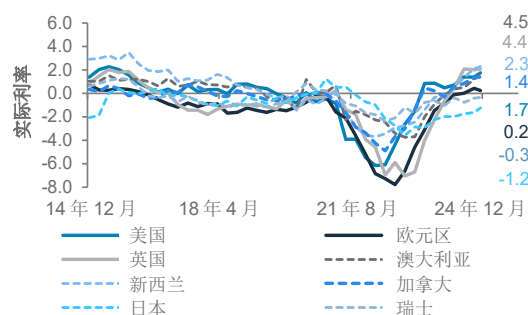
## 关键图表



发达市场实际 (扣除通胀后) 利率基本稳定。因此，我们预计美元 2025 年将稳定于区间内

图. 29 七国集团的实际利率正在整固，这可能有助美元 2025 年稳定于区间内

七国集团实际 (扣除通胀后) 利率



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)	106	105
欧元兑美元	1.04	1.06
英镑兑美元	1.28	1.30
美元兑日元	152	145
澳元兑美元	0.64	0.65
新西兰元兑美元	0.60	0.57
美元兑加元	1.42	1.44
美元兑瑞郎	0.89	0.89
美元兑新加坡元	1.35	1.33

图. 30 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)	+ 减税、放宽管制以刺激资金流入、提振增长; 限制移民, 征收关税以保持美联储的强硬立场	- 实际利差缩小、昂贵的估值回调
欧元兑美元	+ 欧元区通胀上升使欧洲央行保持强硬立场	- 增长下行风险、政治不确定性
美元兑日元	+ 日本的名义收益率低、美元走强	- 日本央行潜在加息、避险、干预风险
英镑兑美元	+ 英国央行因通胀或放缓减息步伐、政治风险降低	- 经济衰退风险、重估英国央行的减息预期
美元兑瑞郎	+ 低瑞士实际利率支持进一步套利交易	- 瑞士央行不太可能大幅减息、避险需求
澳元兑美元	+ 澳大利亚央行减息速度慢于其他央行	- 商品价格受限、中国需求疲软
新西兰元兑美元	+ 贸易价格比率接近两年高位	- 中国的经济增长放缓
美元兑加元	+ 加拿大房地产市场脆弱、增长疲软	- 利差降低、油价反弹

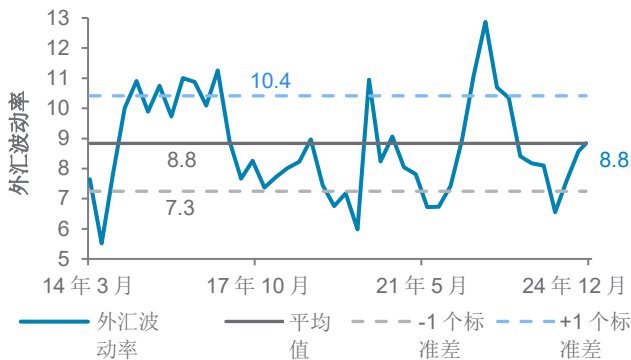
资料来源: 渣打

## 美元是见顶还是趋于稳定？

展望 2025 年，美元的走势将取决于 (i) 政策、(ii) 贸易以及 (iii) 政策利率之间的相互作用。我们预计，到 2025 年 3 月，美联储的减息速度将略低于欧洲央行，利差有利于美元在未来 1-3 个月内回稳。美联储减息幅度超过当前预期的重新定价可能会对美元施加下行压力，而对美国新政府政策导致的通胀的忧虑可能会带来上行压力。外汇市场波动性的上升意味着，与 2024 年相比，投资者应该为这一区间内的波动性做好准备。

图. 31 外汇波动率回到 10 年平均水平

外汇波动率指数、平均值及±1 标准差水平



资料来源：彭博、渣打

其次，由于通胀忧虑（美国进口价格上涨）和竞争对手货币疲软，关税引发的美国贸易保护主义加剧，可能会推高美元需求。贝森特获提名为美国财政部长可能会缓解市场忧虑，因为他主张对提高贸易关税采取更平衡和循序渐进的方式。第三，企业减税可以刺激投资，从而改善增长前景并提高资本回报，进一步支持美元。

美国经济较具韧性，与全球其他地区经济增长放缓的情况形成对比，应该会支持美元。我们预计未来 3 个月欧元兑美元将在 1.04 附近交易，因为德国和法国的政治不确定性、出口放缓和国内需求疲软给该货币组合带来下行压力。此后，随着美元下跌，该货币组合可能会朝着 1.06 前进。同时，英国通胀上升和经济温和增长，意味着英国央行减息的速度可能会慢于其他地区，推动英镑兑美元在未来 12 个月内向 1.30 方向走高。

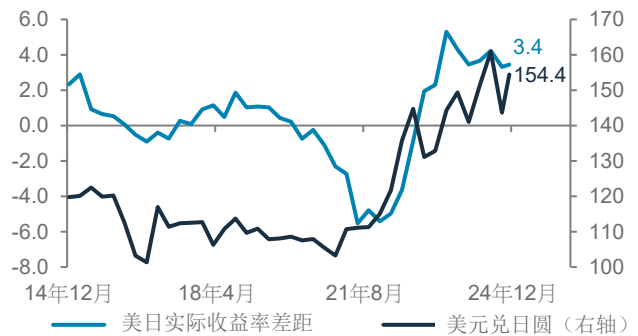
图. 33 亚洲货币推动因素摘要

12 个月展望	美元兑新加坡元 1.33	美元兑印度卢比 85.50	美元兑马来西亚林吉特 4.40	美元兑韩元 1390
<b>看涨理据</b>	+ 新加坡金融管理局政策变动的风险倾向于宽松 + 对离岸人民币的大量持仓	+ 印度央行关注外汇波动和估值 + 名义有效汇率处于多年低位	+ 依赖中国的经济 + 美国贸易政策	+ 韩国易受全球经济增长和贸易的影响 + 对油价上涨敏感
<b>看跌理据</b>	- 新加坡国内增长稳健	- 印度的服务贸易平衡持续改善	- 马来西亚的增长稳健和通胀	- 外资持仓

资料来源：渣打全球投资委员会

图. 32 美日实际收益率差距可能下降，支持美元兑日元走弱

美元兑日元和美日实际收益率差距



资料来源：彭博、渣打

我们预计美国 10 年期国债收益率将区间震荡，日本央行利率可能上升，外汇干预风险上升，这些都可能导致美元兑日元在 2025 年走低。我们预计美元兑日元未来 3 个月将达到 152，未来 12 个月将降至 145。瑞士的实际利率是十国集团中第二低，仅次于日本。瑞士央行大幅减息的空间有限。因此，我们预期美元兑瑞郎可能会稳定在 0.89 附近。套利交易重新平仓仍然存在风险，但这类事件更有可能由日本的政策变动引发，而非瑞士。

全球经济增长放缓可能会对商品货币造成压力。澳元兑美元的走势可能会受到中国经济增长放缓限制，因为中国是澳大利亚的主要出口市场。我们认为该货币组合在 12 个月内达到 0.65。新西兰通胀压力持续存在，但增长预期已下调。我们预计新西兰元兑美元未来 12 个月于 0.57。工业金属的补充库存可能会暂时支持加元，但如果全球经济增长和油价没有更广泛的复苏，加元的强势可能难以持续。我们预计美元兑加元全年处于 1.44。

在经济强劲增长、劳动市场放缓和通胀降温的背景下，新加坡金融管理局可能会维持现有政策不变。我们预计美元兑新加坡元未来一年将在 1.33 左右整固。

# 黄金、原油 — 一瞥

Manpreet Gill

非洲、中东及欧洲区首席投资总监



## 关键主题

我们预期未来 12 个月黄金会上升至每盎司 2,900 美元，同时维持贵金属相对于其他主要资产类别的超配评级。央行持续强劲的需求仍是我们观点的主要推动因素。虽然在 2024 年底，由于金价大幅上涨，这种需求可能在某种程度上有所放缓（这表明央行并非对价格完全不敏感），但我们预计需求将随着金价回落而反弹。债券收益率降低或避险需求可能会给价格带来上行风险，而地缘政治风险降低或债券收益率上升则会带来下行风险。

未来 1-3 个月价格可能会温和上涨至每盎司 2,750 美元。短期内，我们预期黄金将继续从 2024 年 10 月至 11 月回调后的超卖水平逐步回升。金价上升可能会受到美国债券收益率下跌的支持，因为在华尔街老将兼财政保守派人士 Scott Bessent 获提名为财政部长后，市场预期特朗普的政策可能会较之前预期的更少通胀压力。

纽约期油未来 12 个月预计将进一步回落至每桶 65 美元。对供应过剩的忧虑支持了我们对原油的看法。我们预期全球原油供应相对于需求仍然偏高，沙地阿拉伯及阿联酋保留大量剩余产能，而特朗普提出的能源政策着重增加美国的石油及天然气供应。需求预期仍然疲软，尤其是中国 2024 年的需求弱于预期。总体而言，这种情况可能导致 2025 年出现产能过剩，使油价持续承受下行压力。美国或中国经济增长的显著改善将带来上行风险，而欧佩克及盟友（OPEC+）的产量政策若转向维持市场份额，将带来下行风险。

纽约期油价格未来 1-3 个月可能反弹至每桶 70 美元。投资者仓位持续从极端悲观情绪中反弹，可能在短期内为油价提供支持，而欧佩克及盟友如果延迟重启停产也可能对油价产生支持作用。

## 关键图表

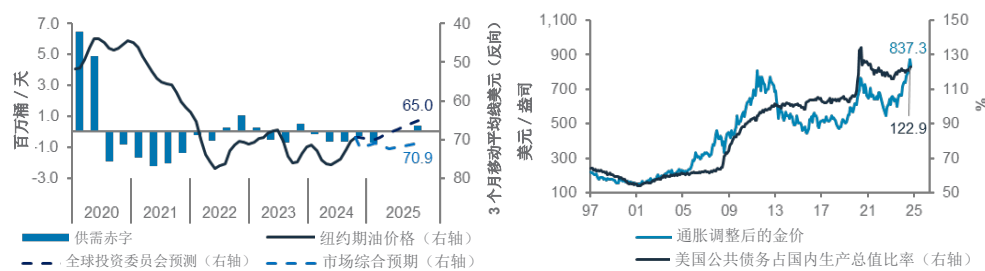


如果缺乏积极的需求惊喜，大多数能源机构预测 2025 年的原油供应会过剩。

央行需求仍是黄金的主要推动力。这种贵金属在公共债务长期上升的情况下仍能保值

图. 34 2025 年原油市场可能出现供应过剩，油价将受限；黄金在公共债务长期上升的情况下仍能保值

原油供需平衡（2025 年预测）；通胀调整后的黄金价格对比美国公共债务占国内生产总值的比率



资料来源：能源信息局、彭博、渣打

图. 35 黄金与原油的主要推动因素摘要

12 个月展望	看涨理据	看淡理据
黄金	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 持续的央行需求</li> <li>+ 美国债券收益率下降</li> <li>+ 避险需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 实际债券收益率上升</li> <li>- 强烈的逐险环境</li> </ul>
原油	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 不着陆导致需求强劲反弹</li> <li>+ 地缘政治事件减少全球供应</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 美国产量急速上升</li> <li>- 欧佩克及盟友着重市场占有率，并提高产量</li> <li>- 中国需求疲软</li> </ul>

资料来源：渣打

# 量化观点：看好股票胜于债券

Francis Lim  
高级量化策略师

Maggie, Au Yeung  
量化分析师



## 概述

我们的股债模型大幅超配股票。由于基本面疲软，此模型于 2024 年对股票的超配比例大幅下降，从 1 月份的 24% 降至年中以来的 0-8%。然而，尽管全球股市创下历史新高，但由于宏观风险指数和制造业新订单近期转佳，促使股票的超配比例跃升至 32%。我们的预测显示，股票估值到 2025 年 3 月才会开始面对挑战。如果基本面保持不变，我们的模型可能会在那时对股票转为中性观点。2024 年至今，模型的回报率为 17%（相对于 60-40 股债投资组合，超额收益或阿尔法为 3.4%）。

我们的技术模型看涨美国、英国、中国和亚洲（除日本）。自从美国大选以来，除了美国以外，我们观察到大多数股市的技术面都在恶化。这导致我们的模型最初转向看跌欧洲和中国股市。目前，随着明晟英国和中国从关键支持位反弹，我们的模型再次转为看涨，但仍看跌明晟欧洲（除英国），因为其价格走势相对温和。美国仍然是我们模型的首选，因为其表现稳定，而除日本外的亚洲也受到青睐，因为其价格走势与中国相似，但波动性较小。尽管日本的技术指标近期有所改善，但仍处于负值，因为该指数仍处于区间波动。

我们的市场多样性指针显示，美国非必需消费品板块在短期内存在较高的逆转风险。自美国大选以来，一些被认为是特朗普获胜的主要获益板块已经强劲反弹。其中之一是美国非必需消费品板块，自 11 月 5 日以来，该板块已上涨了 17%，而标普 500 指数上涨了 4.8%。

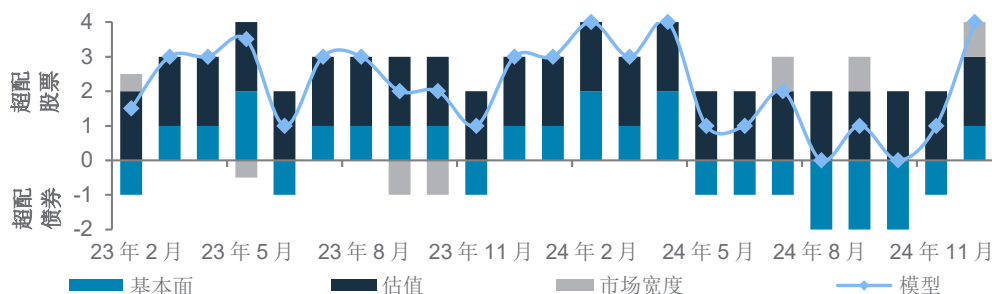
## 关键图表



我们的股债模型分数从+1 升至+4，这是由于主要的基本面改善，对风险资产变得更有利

图. 36 股债轮动模型自 2023 年 2 月成立以来的分数明细

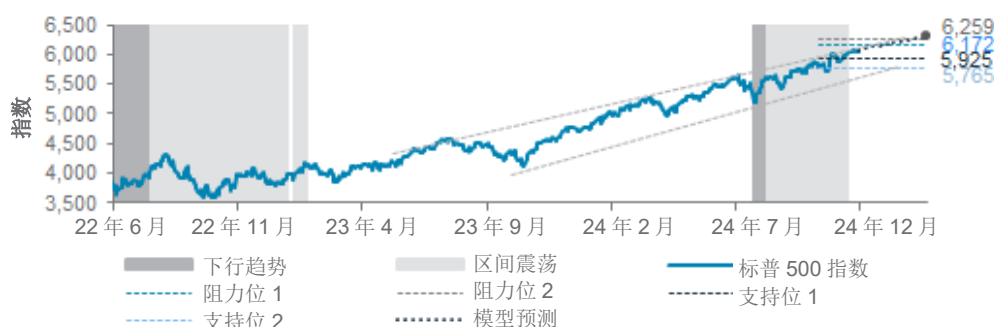
模型分数为基本面、估值和市场宽度因素的总和



资料来源：彭博、渣打

尽管标普 500 指数创下历史新高，但由于动力依然强劲且波动性减弱，因此标普 500 指数的技术模型转为全面看涨

图. 37 我们的技术模型显示标普 500 指数看涨



资料来源：彭博、渣打

图. 38 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	看好股票胜于债券	股市和债市的风险低	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>分数从-1 升至+1。宏观基本面有所改善，但盈利上行动力仍略为负面。</li> <li>• <b>估值：</b>分数为+2。基于亚洲和发达市场的平均市盈率。预计分数在 2025 年 3 月降至 0。</li> <li>• <b>技术面：</b>分数从 0 升至+1。股票的净涨幅处于中性范围，但市场宽度有所改善，因为高于 200 日移动平均线的股票比例回升至 60% 以上。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>股票风险：</b>股市动力强劲，风险较低，通胀持续降温，利率下降。</li> <li>• <b>政府债风险：</b>由于经济指标仍然疲软，对防守资产有利，因此风险为中性至低风险。美国制造业采购经理指数仍低于 50，显示工业活动轻微萎缩，美国新屋动工趋势也疲软。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>全球通胀</b>从同比 2.3% 进一步降至 1.9%，而 12 个月综合预期为同比 2.2%。领先指针继续显示通胀放缓趋势。</li> <li>• <b>全球工业生产</b>同比小幅升至 1.1%。12 个月综合预期增长将回升至 2.1%。同时，领先指针也显示出增长更强劲，这主要是由于日本经济的改善。</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、企业盈利、前瞻市盈率和 技术面。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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屋、通胀、流通货币、产能使用率和就业。</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>• 每月按基本面、估值和市场宽度因素而计算的记分卡，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，反之亦然。</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，反之亦然。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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。</li> </ul>

短期	技术分析	投资者持仓
当前观点	看好美国、英国、中国和亚洲（除日本）	美国非必需消费品面临逆转风险
这个观点都基于哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>看好美国、英国、中国和亚洲（除日本）。</b>美国的表现仍然领先。英国、中国和亚洲（除日本）均走弱，但最近的价格走势显示已脱离关键支持位。</li> <li>• <b>看淡欧洲和日本。</b>在美国大选后，欧洲的技术指标恶化，该区的反弹尚未改变我们的模型观点。同时，日本的技术面已经不再那么负面，但仍处于区间波动。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自 11 月 5 日以来，<b>美国非必需消费品</b>已上涨了 17%，而标普 500 指数则上涨了 4.8%，并可能面临短期整固的风险。</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、波动性和成交量情况。</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滑时，会出现超卖情况。</li> </ul>
如何运作？	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 一种短期技术模型，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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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。</li> </ul>

资料来源：渣打



# 回报更高，投资组合更强

吴诗洁, CFA  
资产配置主管

Tay Qi Xiu  
投资组合策略师

Hannah Chew  
投资组合策略师

我们的资本市场假设（Capital Market Assumptions 或 CMA）代表了未来 5 年策略期内各种资产类别的长期回报预测。我们将策略期从之前的 7 年缩短至 5 年，以便因经济变化而更灵活地评估和调整投资组合。这些预估可帮助投资者应对不同的经济情境，调整投资组合以适应不断变化的市场形势，并做出明智决策。重要的是，CMA 应被视为前瞻回报的中心趋势，而非精确预测。它们对资产类别回报提供定向、定量和相对的见解，但承认特定时期可能会有偏差。

## 不断变化的经济形势

“有其他合理选择”（There Are Reasonable Alternatives 或 TARA）策略已较“别无选择”（There Is No Alternative 或 TINA）策略越来越受重视，前者的特点是：

- 利率和债券收益率上升，以及最近几年取消非常规量化宽松措施，显示政策正常化。
- 地缘政治和经济波动可能增加，而市场调整以适应更均衡的财政和货币政策组合，在供应链稳健、气候转型、人工智能和国防相关支出下，政府支出可能增加。
- 潜在的通胀风险，由人工智能驱动的生产力可能降低通胀，而支出增加可能提振需求并加剧通胀。这种波动性破坏了通常为负数的股债相关性，降低了传统分散投资的有效性。

## 60/40 投资组合：基础稳定

在这种背景下，60/40 投资组合（60% 的股票、40% 的固定收益）仍是长期投资者的可靠选择。与 2021 年的高位相比，此投资组合的预期回报率略微下降至 6.2%，但仍与历史平均水平相若。对于 5 年的投资期，这将继续为长期投资者提供一个良好的起点。



图. 39 60/40 股债配置除了在全球金融危机期间短暂录得负回报外，在 5 年滚动期间持续录得正回报，并且表现优于现金

60/40 投资组合和现金 5 年滚动年化后回报、60/40 投资组合的 5 年前瞻预期回报



资料来源：彭博、渣打。使用的指数为明晟所有国家世界指数和彭博全球综合指数。

\*截至 2024 年 11 月底。\*\*基于全球股票和债券 5 年资本市场回报假设

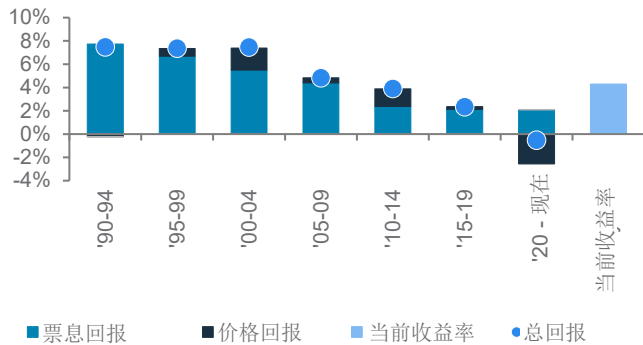
## 利率和债券收益率：回报更高

尽管各国央行进入了减息周期，但预计现金利率只会逐步下降。这种逐步减少反映了财政支出和资本投资增加预期影响，可能会改善未来几十年的名义增长。与去年相比：

- 预期美元现金回报上升 20 个基点，推高了固定收益的回报。尽管现金利率仍然可能高于上个周期的低位，但我们预计它们将从当前水平下降，进而减少持有现金的动力。
- 更高的起始收益率可以提高固定收益回报，提供更稳定和更可预测的收入。当收益率上升时，债券价格的波动可能会较少，因为票息收益较高，超过了价格变动的影响。
- 相较于去年，起始收益率较高，且通胀较低，债券可能更能缓冲增长带来的冲击。美国 10 年期国债实际收益率已重返 2008 年危机前的中值水平，其价值对长期投资者来说有吸引力。

图. 40 一鸟在手胜过双鸟在林；更高的票息优于价格回报，因为票息更加稳定

对美国国债回报的平均贡献



资料来源：彭博、渣打。截至 2024 年 11 月底

## 信贷市场：质量和利差的细微差异

公司债的长期预期回报率低于去年，主要是由于投资级债和高收益债的利差收窄。现行的高收益债利差已从 2023 年 11 月的逾 500 个基点降至目前略高于 300 个基点的水平。

- 利差正常化可能在某个时刻拖累前瞻回报，当前利差接近历史低位。
- 高收益债的质量有所改善；高收益债指数目前的评级上升（单一 B 级或更低评级债券的比例大约为 20%，20 年前大约为 29%），而投资级债则恶化，影响了市场对利差收窄的看法。
- 现金利率上升和收益率曲线趋平可能会促使市场倾向发行短期债券，从而逆转低利率时期出现存续期延长的结构性趋势，且评级有可能下调，尤其是在投资级债中 BBB 级这个较大的领域。

图. 41 2025 年与 2024 年的预期回报假设对比

主要固定收益资产的预期回报（美元）

	回报		差异	
	2025	2024		
全球综合债券	5.0%	5.3%	-0.3%	↓
发达市场主权债	4.9%	5.0%	-0.1%	↓
发达市场短期主权债	4.5%	4.6%	-0.1%	
发达市场投资级信用债	5.1%	6.0%	-0.9%	↓
发达市场短期投资级信用债	5.3%	5.7%	-0.4%	↓
全球高收益债	5.3%	7.1%	-1.8%	↓

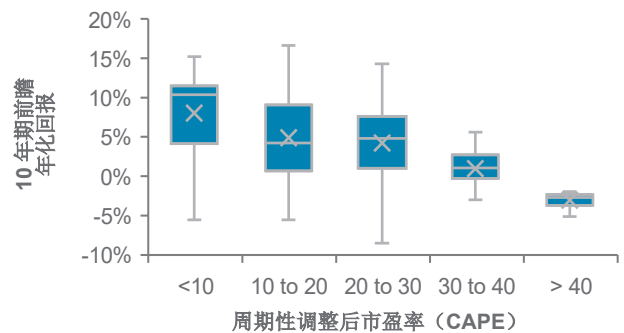
资料来源：渣打

## 股票：一个具挑战性的起点

美国股市 2024 年上涨了 28%，大幅推高了估值，为长期投资者创造了一个具有挑战性的起点。起始估值较高，可能会拖累前瞻回报，不过人工智能和自动化广泛采用预计将提高生产力、公司盈利和长期经济增长，尤其是对发达市场而言。至于美国以外的股票，起始估值不那么令人忧虑且应获益于弱势美元，而美元长远来看仍然昂贵。未来几年，鉴于本地股票和货币的估值起点更有利，其他市场有赶上美国的可能性。

图. 42 估值区间更高，前瞻回报更少

周期性调整后的市盈率（CAPE）比率相对标普综合指数 10 年期前瞻年化后回报率\*



资料来源：彭博、Shiller。渣打。\*自 1881 年以来的数据

## 另类投资：提供回报和抵御通胀

另类投资仍是投资组合中具弹性的组成部分，提供了抵御通胀、多样性以及回报可能上升的优点：

- **对冲基金**：可能获益于更大的回报分散性和波动性，且作为投资组合多元化工具仍有吸引力，不过由于公开市场回报下降，整体回报率也较低。

- **私人市场：**总体而言，私人资产的回报率继续看似吸引，且仍略高于公开市场的同类产品。
- 对于那些能够放弃部分流动性的投资者来说，另类投资应该是基础投资组合的一部分。这些实物资产在 2022 年通胀忧虑上升时相对吸引，随着通胀风险和波动性增加，这种风险可能重现。
- **私募股权**的绝对回报有望达到最高水平，因为中小型股票在买入时的估值倍数较低，随着并购活动和首次公开招股市场回升，退市时估值倍数可能会上升，这带来了投资机会。私募股权资产因估值下调而承受的压力可能会消退，但这被融资成本上升持续拖累回报这一因素所抵消。
- **私人债务**预计获益于更高的基准利率和仍然充足的现金储备。由于私人信贷资产管理规模的增长与公司债的利差收窄，公共债务与私人债务之间的利差已经缩小。信贷成本可能会上升，在信贷周期接近结束时对回报构成压力。
- **私人房地产**仍面临挥之不去的资产减值风险，不过仍然看似吸引，因其带来稳定的收入流，且可用来对冲通胀上升。房地产往往在通胀时期表现良好，因为租金能够得以提高，跟上通胀和潜在价格上升的步伐。

图. 43 2025 年与 2024 年的预期回报假设对比

另类投资回报假设表

	回报		差异	
	2025	2024		
对冲基金的基金	7.0%	7.3%	-0.3%	↓
对冲基金 - 长短仓股票	6.2%	8.4%	-2.2%	↓
对冲基金 - 全球宏观	7.6%	8.6%	-1.0%	↓
对冲基金 - 事件驱动	7.0%	8.4%	-1.4%	↓
高流动性另类投资	5.1%	6.3%	-1.2%	↓
私募股权	11.2%	11.6%	-0.4%	↓
未上市房地产（核心）	5.4%	不适用		
未上市房地产（核心+）	7.2%	不适用		
未上市房地产（增值）	9.1%	不适用		
上市房地产	6.8%	8.1%	-1.3%	↓
上市基建	6.1%	7.9%	-1.8%	↓
私人债务	9.6%	8.7%	0.9%	↑

资料来源：渣打

### 投资组合考虑事项

进入 2025 年，投资者面对的经济和市况将出现显著变化。虽然收益率上升和利差收窄构成挑战，但也为策略性资产配置带来机会。

固定收益、股票和另类投资提供不同程度的风险和回报，强调了多元化和严谨决策的重要性。基准利率上升虽然最初令人不安，但最终可能反映出更健康、更均衡的全球经济。从投资组合构建的角度来看：

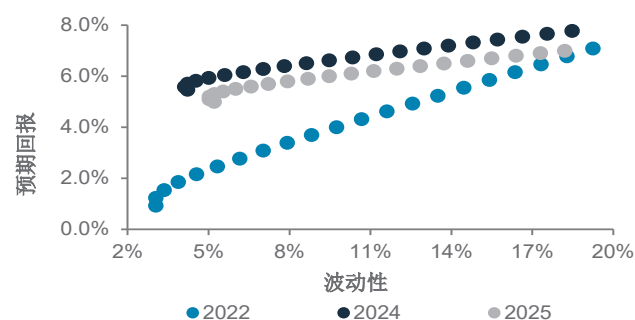
1) 基准 60/40 股债配置预计未来 5 年的平均回报大约为 6.2%，为风险状况属“均衡”的投资者提供了实现其长期回报目标的美好前景。起始收益率较高，可提高现金和固定收益的回报，而较高的票息可更好地支持投资组合的回报率，因为票息比资本回报率容易预测。我们认为，由于债券回报率相对去年的降幅小于股票，这种转变意味着策略性投资组合中的债券配置略有增加。

2) 由于收益型机会不再那么少，投资者可以更灵活地调整投资组合，以平衡当前需求与长期目标。由于基准政策利率升高，信用债的绝对收益率高且吸引。然而，低利差本质上限制了公司债的潜在回报。投资者可根据个人目标和对市况的看法，调整政府债与信用债之间的相对配置。投资者须继续留意总回报，进行长期投资和逐渐积累财富。

3) 在策略性投资组合中，股票与相应的风险分散资产的规模是资产配置的关键所在。利率和通胀风险上升，会影响股票和政府债之间的相关性。股债相关性呈负数，容许更高的股票配置，同时可以有效控制风险。然而，随着相关性变得不那么稳定或在高通脹时期转为正向，债券作为投资组合多元化工具的效用减低。因此，安全承担股票风险的能力有所下降。这表明需要全面考虑投资组合的多元化。实物资产、黄金和现金可以帮助分散投资，抵御通胀风险，而债券则在经济低迷时期提供多样性。（参考第 11 页的《看法》部分）

图. 44 股债边界向下移，意味着策略性投资组合中的债券配置轻微上升

2022 年、2024 年、2025 年之间的股债有效边界



资料来源：渣打

图. 45 股票的回报假设已被下调，而更高的初始收益率提高了固定收益回报

关键资产的 5 年资本市场假设

		2025 年预测		2024 年预测		2025 年预测	
		预期 回报率 (年化)		预期 回报率 (年化)		预期 波动率 (年化)	
第一层级	美国现金	4.5%	↑	4.2%		1.6%	↑
	全球债券	5.0%	↓	5.3%		5.2%	↑
	全球股票	7.0%	↓	7.8%		18.2%	↓
	全球高息股	6.6%	↓	9.0%		17.7%	↑
	高流动性另类策略	5.1%	↓	6.3%		12.0%	↑
	所有商品	7.0%	↓	8.2%		18.5%	↓
	黄金	5.0%	↓	5.5%		16.7%	↑
债券	发达市场政府债	4.9%	↓	5.0%		4.8%	↑
	发达市场投资级信用债	5.1%	↓	6.0%		6.7%	↑
	全球高收益债	5.3%	↓	7.1%		12.2%	↑
	优先贷款	6.1%	↓	7.4%		9.8%	↑
	新兴市场硬币政府债	6.2%	↓	8.7%		10.5%	↓
	新兴市场本币债	5.6%	↓	7.9%		11.7%	↓
	亚洲 (除日本) 美元债	5.6%	↓	6.6%		7.2%	↑
	中国离岸债券	4.8%	↑	4.3%		4.7%	↓
股票	发达市场股票	7.0%	↓	7.4%		17.8%	↑
	新兴市场股票	7.9%	↓	11.1%		24.8%	↓
	亚洲 (除日本) 股票	7.9%	↓	10.6%		23.9%	↑
	新兴市场 (除亚洲) 股票	7.7%	↓	11.5%		27.5%	↓
	美国股票	6.3%	↓	7.2%		16.5%	↓
	欧元区股票	9.6%	↓	9.8%		24.3%	↓
	英国股票	9.1%	↓	9.3%		19.9%	↓
	日本股票	8.5%	↑	7.6%		19.1%	↓
	中国在岸股票	9.6%	↓	13.2%		32.5%	↓
	中国离岸股票	8.7%	↓	13.5%		29.1%	↑
私人资产	私募股权	11.2%	↓	11.6%		23.0%	↑
	未上市房地产	5.4%	↓	9.4%		11.9%	↓
	上市基建	6.1%	↓	7.9%		15.0%	↓
	私人债务	9.6%	↑	8.7%		12.0%	↑

资料来源：渣打

箭头代表 2025 年和 2024 年的回报率和波动性预测之间的差异

# 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	◆	57	37	17	固定收益	65
股票	▲	35	55	75		
黄金	▲	6	6	6		
<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*	◆	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*	◆	14	9	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	4	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	▼	2	1	0	新兴市场本币政府债	5
亚洲美元债	◆	8	5	2	亚洲美元债	11
北美股票	▲	26	40	54		<b>100</b>
欧洲（除英国）股票	▼	3	4	6		
英国股票	◆	1	2	3		
日本股票	◆	2	3	4		
亚洲（除日本）股票	◆	4	7	10		
黄金	▲	6	6	6		
		<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 以 SAA 为基础，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	▼	2	2	2
固定收益	◆	48	29	13
股票	▲	30	44	56
黄金	▲	5	5	4
另类投资	◆	15	20	25
<b>资产类别</b>				
美元现金	▼	2	2	2
发达市场政府债*	◆	19	12	5
发达市场投资级公司债*	◆	12	7	3
发达市场高收益公司债	▲	5	3	2
新兴市场美元政府债	◆	4	2	1
新兴市场本币政府债	▼	2	1	0
亚洲美元债	◆	7	4	2
北美股票	▲	22	32	40
欧洲（除英国）股票	▼	2	4	4
英国股票	◆	1	2	2
日本股票	◆	2	2	3
亚洲（除日本）股票	◆	3	5	7
黄金	▲	5	5	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
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

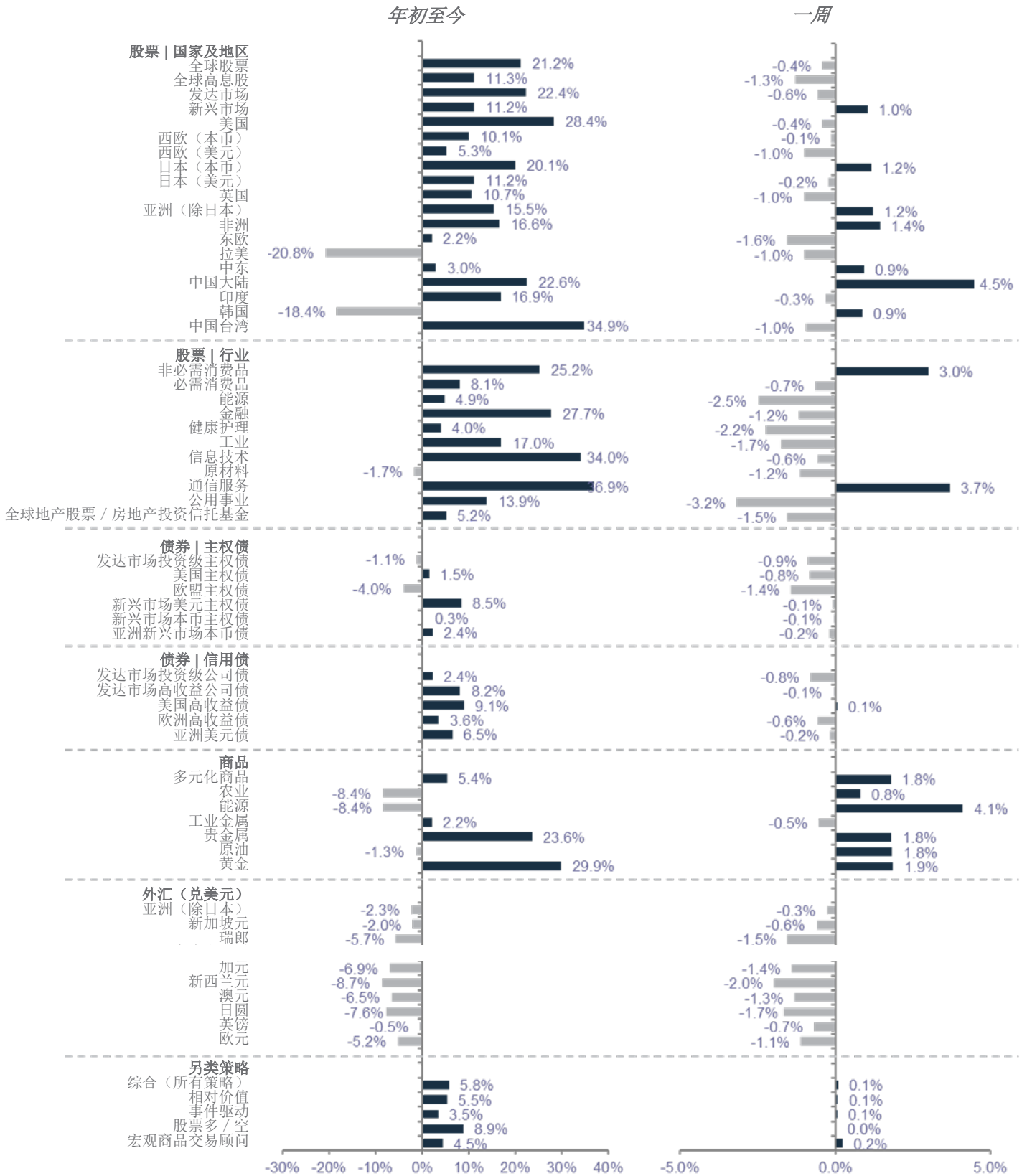
资料来源：渣打

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

\*年初至今表现数据由 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 12 日；一周表现数据由 2024 年 12 月 5 日至 2024 年 12 月 12 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
<b>3个月预测</b>	106	1.04	1.28	152	0.64	0.60	1.42	0.89	70	2,750	4.25% (25年3月)	4.25-4.50%	2.50% (25年3月)
<b>12个月预测</b>	105	1.06	1.30	145	0.65	0.57	1.44	0.89	65	2,900	3.75% (25年12月)	4.00-4.25%	2.00% (25年12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。

在我们告别 2024 年之际，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。市场已经反弹。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，但保障计划使你有可能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。

渣打银行

呈献

# 投资贴士

来自首席投资办公室

讲者



**Steve Brice**  
全球首席投资总监



每两周一次系列发布于  
周三

介绍投资贴士 (InvesTips)：来自首席投资办公室的金融教育播客系列，旨在为每个人提供知识和工具，让他们充满信心地踏上投资之旅。

渣打市场快讯



Apple Podcasts



Spotify

# 注释

1. 第 7 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 7 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。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](mailto: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的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等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。