



# 2025 年展望

## 把握先機 智珠在握

踏入 2025 年，我們在基礎投資組合中超配股票和黃金、低配現金。隨著商業和消費者信心在特朗普當選後得到提振，美國很可能佔據主導地位，表現優於其他主要市場。特朗普的爭議性政策議程及中國的增長前景構成了主要風險。

在股票方面，我們超配美國並低配歐元區，因為美國的支持政策可能會持續推動其市場表現優異。在亞洲，鑑於印度股票的增長前景依然強勁，故我們超配印度股票。

在債券方面，我們超配發達市場高收益債，因為較高的收益率能推動總回報。新興市場本幣債面臨特朗普關稅提案的最大風險，因此我們繼續低配這類資產。我們也從現金轉向美元債券，以鎖定長期吸引的收益率。

我們在美國、中國和印度的某些股票行業找到戰術性機會。債券機會型投資觀點將繼續在估值上升的背景下尋找具價值的投資機會。



特朗普獲勝對經濟有何影響？

投資者應注意哪些風險？

量化模型仍然看好股票嗎？

# 目錄

01

## 策略

投資策略：把握先機 智珠在握	04
基礎資產配置模型	07
基礎：戰術性資產配置觀點	08
基礎：多資產收益策略	09
對客戶最關心問題的看法	11

02

## 宏觀概況一瞥

我們的宏觀經濟展望和關鍵問題	13
----------------	----

03

## 資產類別

債券	15
股票	17
股票機會型投資觀點	19
外匯	20
黃金和原油	22

04

## 額外觀點

量化觀點：看好股票勝於債券	23
---------------	----

05

## 表現回顧

回報更高，投資組合更強	25
基礎：資產配置概要	29
基礎+：資產配置概要	30
市場表現概要	31
我們的重要預測和關鍵事件	32
未來數十年管理財富的方法：今日、明日和未來	33
註釋	36

# 全球首席投資總監的來函

Berkshire Hathaway 的現金狀況成為 2024 年底備受媒體關注的事件之一。該公司的現金大幅增長，佔資產的 28%，是至少 1990 年以來的最高水平。這是否顯示巴菲特（Warren Buffett）認為市場存在泡沫且價格昂貴？

確實有一些充分的理由可以得出這樣的結論。例如，我們最新的長期回報假設（第 30 頁）顯示，未來五年美國股市的每年預期回報率已從一年前的 7.2% 降至 6.3%。相比之下，發達市場政府債券的回報率為 4.9%，這表明與以往相比，你應該將多些資金配置到債券而非股票上。

然而，在考慮回報時，我們也必須考慮通脹的影響。後疫情時代的通脹高於正常水平，導致人們擔憂債券的實際回報率可能下降。

因此，投資者面對一個難題：該怎麼辦？從我的角度來看，這意味著應該採取多元化策略，原因如下。

預期回報只是預期而已，它們並非絕對可靠。事實上，在過去 10-15 年，美國股票大部分時間都與預期回報背道而馳。當然，如果美國股市在未來五年內沒有經歷熊市，那確實令人感到意外。然而，試圖精確掌握熊市的時機卻是非常困難的。

其次，美國共和黨最近在選舉中大獲全勝，可能會令通脹在更長時間內保持更高水平。然而，債券收益率至少已反映了部分風險，美國 10 年期國債收益率已從 9 月中旬的 3.6% 升至 4.2%，這明顯高於大多數對通脹的預測。

如果甚麼都不做，你就只能從現金中獲得很低的收益，而這通常不是對抗通脹的好方法。另一方面，股票可長期對沖通脹，並提供增長潛力；債券提供多元化益處和高於通脹的收益率；黃金具有分散風險的好處。

私人債務和私募股權的長期預期回報率為 9% 左右，既提高了整體投資組合的預期回報，又降低了波動性。

因此，我們應該將注意力集中於投資計劃，而不是僅僅關注經濟和市場的前景，確保投資組合有良好的分散風險，並利用年終這段時間來回顧和進行必要的調整。請謹記，投資的首要目標是跟上通脹的步伐，然後才是增長財富。即使在我們較為保守的預期回報假設下，多元化投資組合長遠也應該能夠輕鬆達致這一目標，定期增加這部分配置是實現財務和生活目標的最佳途徑。



「請謹記，投資的首要目標是跟上通脹的步伐，然後才是增長財富。多元化投資組合應該能夠輕鬆達致這一目標……」

*Steve*

**布思哲 (Steve Brice)**

全球首席投資總監

# 投資策略與關鍵主題

Steve Brice  
全球首席投資總監

Manpreet Gill  
非洲、中東及歐洲區首席投資總監

鄭子豐  
北亞區首席投資總監



## 12 個月基礎投資超配：

- 股票、黃金
- 美國股票、發達市場高收益債

### 機會型投資觀點 - 股票

- 美國科技、通訊、主要及地區性銀行、小型股
- 中國非金融國企高息股、恆生科技板塊
- 印度大型股

### 機會型投資觀點 - 債券

- 全球可轉換債券
- 美國機構按揭抵押證券
- 歐洲政府債（外匯對沖）
- 亞洲高收益美元債

## 把握先機 智珠在握

- 踏入 2025 年，我們在基礎投資組合中超配股票和黃金、低配現金。隨著商業和消費者信心在特朗普當選後得到提振，美國很可能佔據主導地位，表現優於其他主要市場。特朗普的爭議性政策議程及中國的增長前景構成了主要風險。
- 在股票方面，我們超配美國並低配歐元區，因為美國的支持政策可能會持續推動其市場表現優異。在亞洲，鑑於印度股票的增長前景依然強勁，故我們超配印度股票。
- 在債券方面，我們超配發達市場高收益債，因為較高的收益率能推動總回報。新興市場本幣債面臨特朗普關稅提案的最大風險，因此我們繼續低配這類資產。我們也從現金轉向美元債券，以鎖定長期吸引的收益率。
- 我們在美國、中國和印度的某些股票行業找到戰術性機會。債券機會型投資觀點將繼續在估值上升的背景下尋找具價值的投資機會。

圖. 1 2025 年展望



資料來源：渣打；\*新觀點

## 機會型投資買入觀點

### 股票

美國：主要銀行、地區性銀行\*、通訊服務、科技、小型股\*

北亞：中國非金融國企高息股、恆生科技股

南亞：印度大型股

### 固定收益

全球：全球可轉換債券

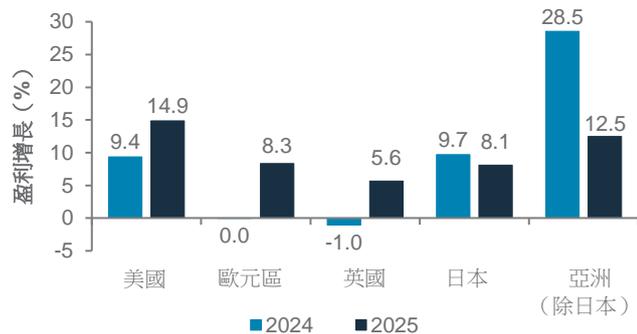
美國：機構按揭抵押證券

歐洲：政府債（外匯對沖）

亞洲：亞洲高收益美元債\*

圖. 2 美國股市 2025 年的盈利增長可能會是主要市場中最強勁的

2024 年、2025 年全球股票盈利預期



資料來源：FactSet、渣打

## 放寬政策有助延長周期

2024 年是股市和黃金強勁上漲的一年，儘管在政策方面發生了幾項重大事件，美國債券收益率也有所上升。這幫助我們的增長和均衡策略年初至今分別增長了 16% 和 13%。2025 年，美國大選結果可能成為市場的基石之一。隨著特朗普上台，市場可能會密切關注他的親商政策如何在貿易關稅風險、移民政策潛在變化和財政赤字憂慮之間取得平衡。

然而，央行政策最終可能會發揮更大的作用。在美國，我們預計聯儲局將繼續減息（到 2025 年底降至 3.75%），因為央行希望在支持經濟增長與控制通脹風險之間取得平衡。財政政策更為寬鬆，可能會成為額外的推動力。總體而言，我們預計減息將幫助美國經濟實現軟著陸（或實際上不著陸）。

在歐洲和中國，兩者討論的重點將主要集中在需要多少寬鬆政策來支持疲弱的經濟增長。與此同時，日本央行很可能成為唯一加息的主要央行。許多新興市場的央行可能不需要像聯儲局那樣迅速減息。

總體而言，我們認為這樣的政策背景對經濟增長和風險資產有利。在美國，這使得軟著陸成為最有可能出現的結果，但也存在上行風險（即經濟增長高於預期）。

## 基礎投資組合：股票和黃金領漲，低配現金

我們認為這種宏觀背景有利於股票，因此我們對全球股票持超配觀點。在貨幣政策（減息）和財政政策（特朗普的政策建議）的支持下，經濟增長向好，對企業盈利有利。這個展望是否已完全反映出來？估值上升可能會限制倍數擴張，而投資者的倉位可能會造成短期波動，但我們認為盈利增長仍能推動總回報，使股票明年的表現優於現金和債券。這一觀點從我們的量化股債模型已反映出來，儘管近幾個月的數據疲軟，但該模型仍然超配股票。

我們也對黃金持超配觀點。央行的需求可能仍然是支持金價的主要因素。這種需求並非對價格不敏感。事實上，我們已經觀察到新興市場央行的需求在價格大幅上漲的情況下已減少。但從更大的角度來看，黃金在新興市場外匯儲備中所佔的份額仍然很小，而地緣政治風險依然很高。我們認為這將繼續成為未來 6-12 個月支持金價的主要因素。避險需求、通脹擔憂或債券收益率下降都是支持金價的額外利好因素。

圖. 3 隨著金價大幅上漲，央行的黃金需求有所放緩，但整體需求水平依然強勁

央行黃金購買量和價格



資料來源：彭博、WGC、渣打

我們低配現金。歷史經驗告訴我們，現金在 12 個月或更長時間內很少會跑贏其他資產類別。央行持續減息意味著現金收益率可能會在 2025 年進一步下降。這使得透過債券長期鎖定當前收益率更加吸引。

我們將債券和另類策略視為核心配置（中性）。債券繼續提供吸引的收益率，尤其是相對於現金而言。然而，我們認為，更強勁的增長前景（導致通脹擔憂逐漸加劇），將會限制收益率的下降幅度。總體而言，這意味著我們仍然預期債券將帶來高於現金的回報，但收益率可能會成為主要驅動力。最後，我們仍然將另類資產（包括私人資產和流動性另類投資）視為多元化投資組合的重要組成部分，因為它們與其他主要資產類別的相關性相對較低。

## 美國股市持續跑贏

在股票方面，我們超配美國股票。我們的宏觀情境、聯儲局減息，以及美國候任總統特朗普所提出的政策重點，均顯示美國的經濟增長將繼續優於其他主要地區。我們相信，這將帶來卓越的盈利增長。雖然科技和人工智能相關板塊可能仍是關鍵主題，但我們的宏觀情境顯示，股票升幅將會進一步擴大。短期投資者的倉位可能存在風險，但我們的 3 個月技術模型仍然看漲。總體而言，我們認為儘管當前的起始估值構成阻力，但美國股市仍然會跑贏全球股市。

我們低配歐元區股票。儘管估值吸引，但由於國內增長疲軟和美國可能實施的貿易關稅抑制了盈利增長，故該地區的宏觀經濟仍然會表現遜色。我們視日本股市為核心持倉，因為對股東友好的持續改革可以平衡日圓帶來的波動。

我們將亞洲（除日本）股票視為核心持倉，該區各個市場的前景參差。其中，我們超配印度股票。儘管最近增長放緩，且市場對減息的預期有所回落，但我們對其經濟增長前景更有信心，並預計盈利會持續增長。相對於中小型股票，我們仍然偏好大型股，因為其風險回報較為穩健。我們透過低配南韓股票來平衡對印度的超配。

中國股票可能對國內刺激措施和美國貿易政策的變化較為敏感。我們預計中國將推出更多貨幣和財政支持政策。然而，在缺乏外部觸發因素的情況下，尋求直接支持國內消費需求的政策（這是市場一直在尋求的）目前看來不太可能實現。總體而言，我們對中國股票持核心持倉（中性）觀點，並偏好在岸股票，因為其對任何刺激政策都相對敏感。

## 長期鎖定收益率

在債券中，我們超配發達市場高收益債。在信貸息差緊縮（即估值上升）的情況下，這種立場可能顯得奇怪。然而，歷史表明，只要信貸質素保持不變，這些估值就可以在很長一段時間保持在高位——正如我們在軟著陸或不著陸環境下所預期的那樣。這意味著，即使高收益債券價格僅小幅上漲，其較高的收益率也可能足以跑贏全球債券。在另一方面，我們低配新興市場本幣債，因為許多新興市場面對的減息壓力較小，而且由於新興市場容易受到美國關稅的影響，貨幣風險較高。

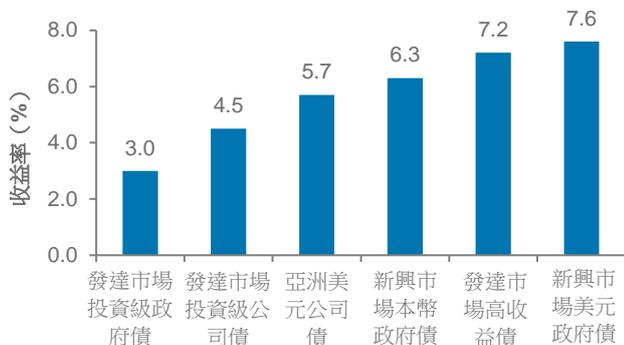
目前仍然很難在其他債券找到價值。我們對發達市場投資級政府債、發達市場投資級公司債、亞洲美元債和新興市場美元債持核心持倉觀點。這些資產類別的共同點是，它們的信貸質素在軟著陸或不著陸的情況下應繼續受到支持，但估值上升會減低風險回報的平衡。

對於大多數美元債券而言，美國國債收益率可能將主導走勢。我們仍預期基準 10 年期債券收益率將在 6-12 個月內維持在 4.00-4.25% 區間，但下行空間受到更強勁的增長和通脹壓力所限制。不過，在未來 1-3 個月內，隨著市場等待特朗普財政政策的明朗化，收益率可能會反彈至 4.25-4.50% 的區間。

今年美元升值，尤其是在特朗普當選後。對關稅和美國資產類別表現優異的預期，可能推動美元指數升至兩年區間的頂部。然而，美國債券收益率受到限制，這解釋了為甚麼我們預計美元指數在未來 6-12 個月最終會下跌的原因。市場預期通過「廣場協議」式的協議來實現弱勢美元政策的可能性不能排除，但我們目前僅視此為風險情境。

圖 4 在新興市場債券面臨地緣政治風險之際，收益率可能是推動發達市場高收益債表現出色的主要因素

主要債券資產類別的收益率



資料來源：彭博、渣打

## 機會型投資觀點——促進增長、促進收益

在美國股市中，我們對科技和通訊服務板塊的機會型買入觀點，是基於能夠投資於推動市場的人工智能主題。然而，隨著美國的升幅擴大，銀行和小型股也提供了投資機會。在中國，我們認為恆生科技板塊應該可從刺激措施中受惠。非金融國企高息股是獲取更保守中國投資敞口的途徑。印度大型股旨在捕捉印度股票的投資機會，同時降低估值風險。

我們的可轉換債券機會型觀點旨在增加混合資產，這在承險環境中應該會表現良好，而我們的美國機構按揭抵押證券觀點則尋求捕捉吸引的收益率。歐元區政府債（外匯對沖）提供了對歐元區疲弱增長的投資機會，同時減輕了歐元的下行風險。隨著中國房地產板塊違約風險的高峰期已過，我們的亞洲高收益觀點應能提供更多具吸引力的收益來源。

## 甚麼會導致我們改變主意？

我們正處於幾個關鍵事件的風口浪尖，這些事件可能會改變經濟、地緣政治和金融市場的格局。在美國，特朗普總統將於 1 月就職，隨後我們可能會更清楚他的政策議程。在中國，決策者可能會推出進一步的支持政策以重振增長。最後，如果美國的經濟增長強勁，便會增加通脹風險，從而限制聯儲局繼續減息的空間。

# 基礎資產配置模型

若要建立多元化投資組合，可以用基礎（Foundation）和基礎+（Foundation+）模型作為起點。基礎模型展示了一系列配置，聚焦多數投資者都可以選擇的傳統資產類別，而基礎+模型則包括了私人資產配置，可能只適合某些司法管轄區的投資者。

圖. 5 風險狀況屬均衡的基礎資產配置

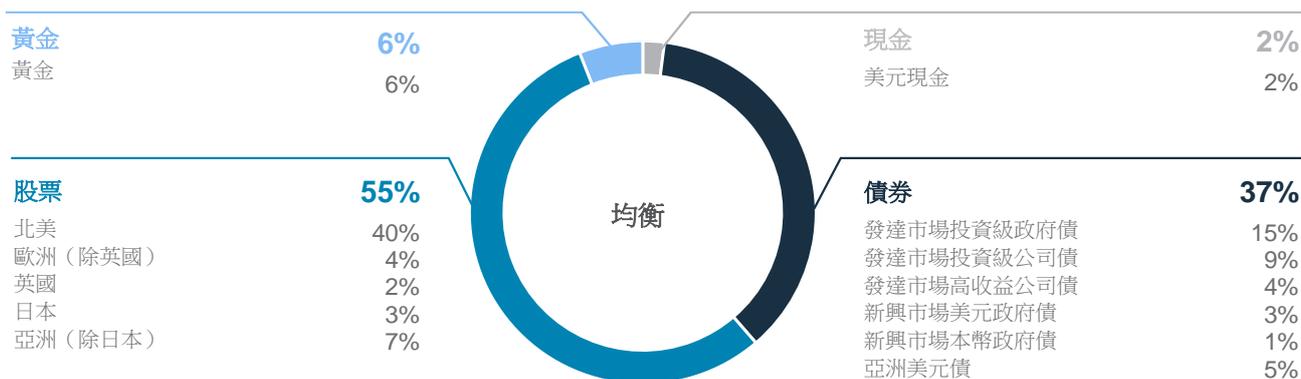


圖. 6 風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

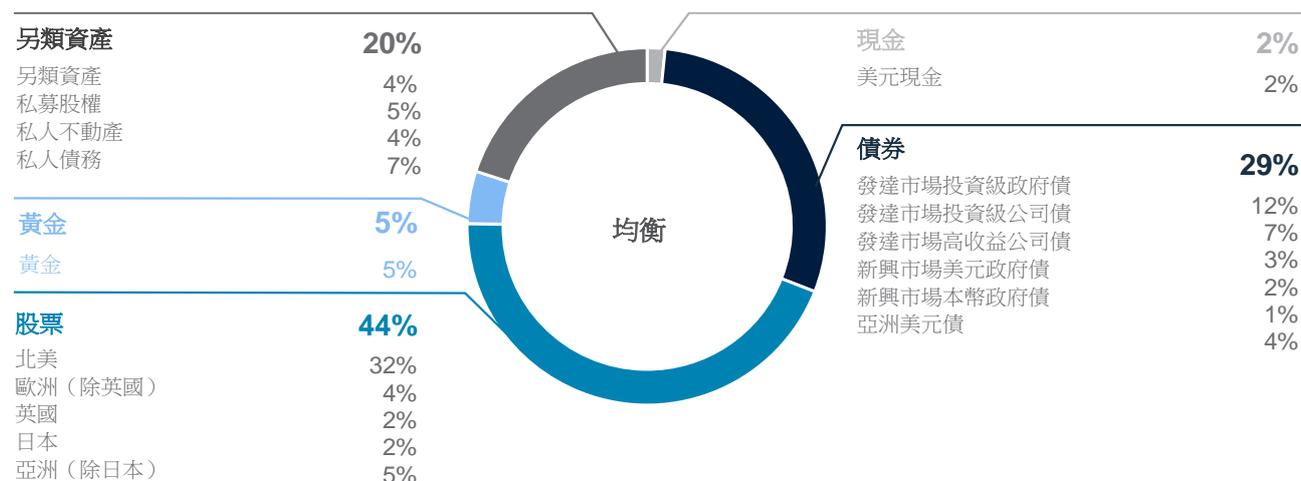
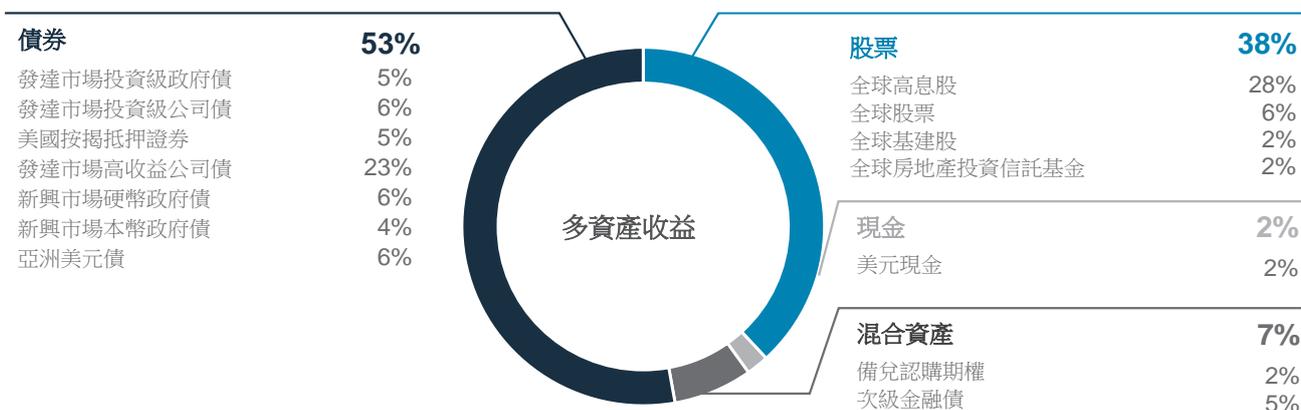


圖. 7 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

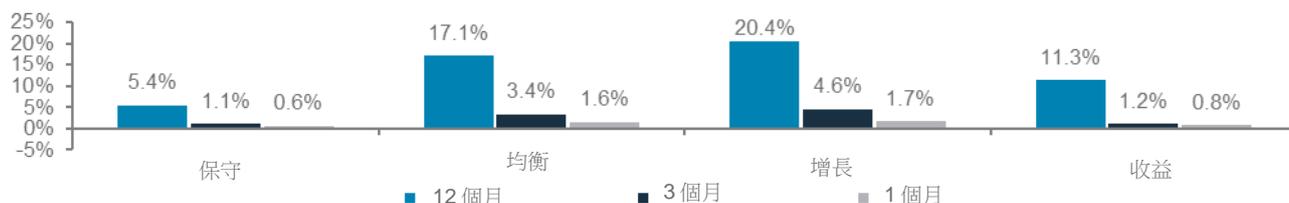
# 基礎：戰術性資產配置觀點

觀點	詳情
美元現金	▼ + 短期安全    - 收益率下降、可能表現遜於主要的資產類別
債券	◆
發達市場政府債	◆ + 信用質素高、收益率吸引    - 對通脹的敏感度高、貨幣政策
發達市場投資級公司債	◆ + 信用質素高、對收益率下降敏感    - 估值高企
發達市場高收益公司債	▲ + 收益率吸引、利率敏感度低    - 估值高企、對增長敏感
新興市場美元政府債	◆ + 收益率吸引、對美國利率敏感    - 新興市場信用質素、美國貿易政策風險
新興市場本幣政府債	▼ + 收益率吸引    - 對美元走強敏感、美國貿易政策風險
亞洲美元債	◆ + 收益率適中、政策支持    - 投資級債估值高企
股票	▲
北美	▲ + 盈利增長強勁、美國政策有利    - 估值、對收益率攀升的敏感度高
歐洲 (除英國)	▼ + 低廉的相對估值    - 增長前景仍然疲弱、美國貿易政策風險
英國	◆ + 估值、股息收益率吸引    - 滯脹風險、美國貿易政策風險
日本	◆ + 估值合理、股息/股票回購增加    - 日圓走強
亞洲 (除日本)	◆ + 盈利、印度增長、中國政策支持    - 中國結構性增長憂慮
黃金	▲ + 投資組合對沖、央行需求、收益率下降    - 美元表現穩健

資料來源：渣打全球投資委員會；綠色 = 上調；紅色 = 下調

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

圖. 8 我們基礎配置的表現\*



資料來源：彭博、渣打；\* 12個月表現數據由 2023 年 12 月 12 日至 2024 年 12 月 12 日、3 個月表現數據由 2024 年 9 月 12 日至 2024 年 12 月 12 日、1 個月表現數據由 2024 年 11 月 12 日至 2024 年 12 月 12 日。

圖. 9 機會型投資觀點表現

主要觀點	開始日期	結束日期	絕對回報	
債券 - 現時觀點	歐元政府債外匯對沖	2024 年 3 月 27 日	4.8%	
	美國機構按揭抵押證券	2024 年 6 月 20 日	2.4%	
	全球可轉換債	2024 年 8 月 29 日	6.9%	
	亞洲高收益債	2024 年 12 月 12 日	-	
債券 - 已結束觀點	印度盧比債券	2023 年 12 月 14 日	2024 年 12 月 12 日	8.3%
	20+年期美國國債	2024 年 10 月 24 日	2024 年 12 月 12 日	-1.0%
股票 - 現時觀點	買入美國科技股	2024 年 3 月 27 日	23.6%	
	買入美國通訊股	2024 年 3 月 27 日	25.8%	
	買入印度大型股	2024 年 3 月 27 日	14.4%	
	買入中國非金融國企高息股 - A 股	2024 年 3 月 27 日	12.7%	
	買入中國非金融國企高息股 - H 股	2024 年 3 月 27 日	20.0%	
	買入美國銀行股	2024 年 8 月 1 日	21.4%	
	買入恒生科技指數	2024 年 10 月 31 日	2.3%	
	買入美國地區性銀行股	2024 年 12 月 12 日	-	
	買入美國小型股	2024 年 12 月 12 日	-	
股票 - 已結束觀點	日本銀行股	2024 年 6 月 20 日	2024 年 10 月 31 日	1.6%
	歐洲健康護理股	2024 年 8 月 29 日	2024 年 10 月 31 日	-10.0%
	美國健康護理股	2024 年 8 月 29 日	2024 年 12 月 12 日	-9.3%

資料來源：彭博、渣打。表現截至 2024 年 12 月 12 日。列表反映了 2024 年第四季結束的觀點。

# 基礎：多資產收益策略

吳詩潔, CFA  
資產配置主管

Hannah Chew  
投資組合策略師



## 關鍵主題

我們的多資產收益 (Multi-asset income 或 MAI) 策略年初至今已錄得 7.8% 的回報，受惠於我們對美國、歐洲和亞洲派息股的核心配置，以及股票市場強勁回報下的備兌認購期權策略。在其他方面，固定收益部分普遍增加了策略的回報，發達市場高收益債和新興市場硬幣債的貢獻最大。由於美元走強，新興市場本幣債 2024 年面臨更大的挑戰。展望未來，我們仍然認為次級金融資產勝於發達市場高收益債。同時，我們選擇透過全球派息股來承擔風險，而非備兌認購期權。我們也調整多資產收益策略，增加了固定收益的配置，並將全球股票納入組合中。

由於央行繼續減息，2025 年收益型資產的收益率可能會小幅下降。為了在減息的环境下保留收益流並維持回報，投資者可以考慮重新配置到收益率較高的資產，以降低再投資風險。多元化的多資產收益策略提供了全面的方法，可以在利率下降的環下仍然有高收入和高回報。

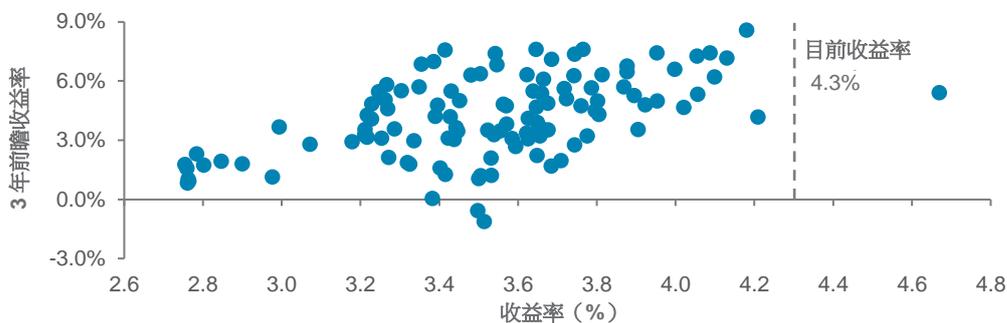
雖然收益策略優先考慮產生穩定的現金流，但採用總回報策略同樣重要。將股息和利息再投資，而非提取出來，能夠將收益與資本增值相結合，顯著提高長期回報。這種全面觀點對於長期維持財富至關重要。

## 關鍵圖表

投資者應該鎖定當前的高收益率，因為這不僅是未來潛在回報的強烈訊號，還能夠為下行波動提供緩衝

圖. 10 較高的起始收益率一直是多資產收益策略總回報的良好指標

自 2012 年起，多資產收益策略的初始收益率及其三年後的回報率

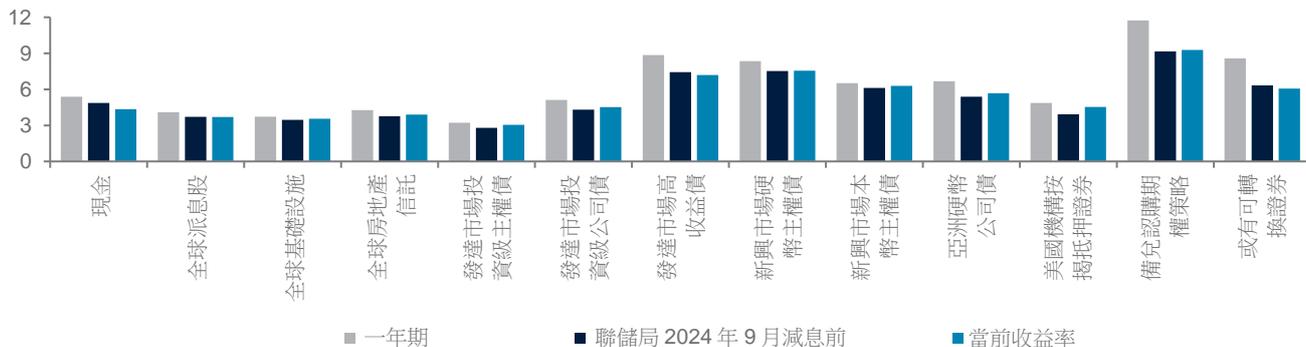


資料來源：彭博、渣打。

多資產收益策略：35%為全球債券、20%為發達市場高收益債、43%為全球高息股、2%為現金

圖. 11 在減息的环境下，多元化的多資產收益策略是維持較高收入與回報的好方法

最差收益率/股息收益率 (%)



資料來源：彭博、渣打

或有可轉換證券為複雜的金融工具。(詳情請參閱第 36 頁的重要資料)

## 進入收益率下降的環境

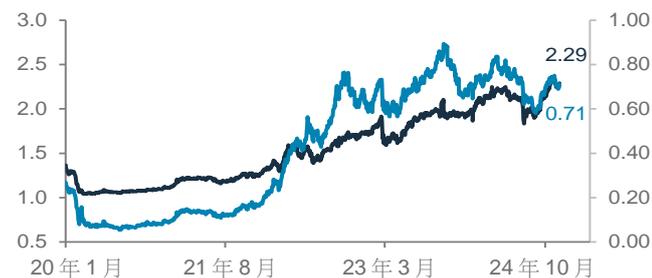
我們的多資產收益策略由 2024 年年初至今已錄得 7.8% 的回報，受惠於我們對美國、歐洲和亞洲派息股的核心配置，以及股票市場強勁回報下的備兌認購期權策略。在其他方面，固定收益部分普遍增加了策略的回報，發達市場高收益債和新興市場硬幣債的貢獻最大。鑑於美元走強，新興市場本幣債 2024 年面對的挑戰更大。

由於央行繼續減息，所有收益型資產的收益率可能會輕微下降。這意味著現金回報率和收益型資產的收益率可能會減少。為了在減息環境中保持收益流和穩定的回報，投資者應考慮重新配置資產至提供更好收益機會的領域。

Sherman 比率（收益率與存續期比率）是衡量利率風險的有用指標，說明利率需要上升多少才會侵蝕收入。比率越高，意味著利率需要上升更多，才能抵消投資者透過價格下跌所獲得的收益。例如，全球高收益指數和美國國債指數的收益率在未來 12 個月可能需要分別上漲 229 個基點和 71 個基點，才會令投資者的總回報轉為負數。隨著 2025 年收益率持續下降，收益型資產（現金除外）應能在收益率方面繼續提供合理的緩衝。

圖. 12 高債券收益率繼續為抵禦利率上升風險提供吸引人的緩衝

全球高收益債券指數與美國國債指數的 Sherman 比率



—— 全球高收益債的最差收益率與調整後存續期比率（右軸）  
—— 美國國債的最差收益率與調整後存續期比率

資料來源：彭博、渣打

踏入 2025 年，我們依然看好次級金融資產多於發達市場高收益債。信貸基本因素穩健結合強勁的銀行資產負債表，使我們有信心次級金融機構的資本減記風險較低。

在股票方面，我們正在減少備兌認購期權的持倉，轉向全球派息股。隨著 2024 年美國大選結束，以及聯儲局對即將到來的減息預期引導市場，市場波動性可能會維持相對較低的水平，從而限制了從期權溢價中獲取收益的機會。

我們已調整結構性配置，包括將 4% 的資金從股票轉向固定收益資產，我們也在策略中引入傳統的全球股票，以增加長期資本增長的投資。

## 收益對比總回報

收益型策略通常側重債券和派息股，以獲得即時現金流；而注重增長的投資者則優先考慮長期資本增值。雖然這兩種策略產生回報的方式不同，但自 2014 年以來的歷史數據顯示，這兩種策略的回報相若，特別是將收益策略的股息和利息進行再投資的情況下。

從本質上講，收益策略和總回報策略之間的差異在於資本獲取的方式。這兩種方法的總體目標都是長遠錄得增長和保存財富。

圖. 13 收益再投資可以大幅提高長期回報

多元化收益配置的總回報和價格回報的累積回報\*對比均衡配置的總回報\*\*



資料來源：彭博、渣打。

\*收益配置：35%全球債券、20%發達市場高收益債、43%全球高息股、2%現金 \*\*均衡配置：35%全球股票、55%全球債券、5%黃金、5%現金。

## 收益再投資的長期影響

對於收益型投資者來說，將股息和利息等收益再投資，可顯著提高長期回報。股息和利息再投資相對定期提取出來的好處可以從圖表 13 中看到，當中收益策略將收益再投資的回報超過大約 31 個百分點。

這兩種策略都是創造收益的理想之選。總而言之，全盤考慮收益和資本增值的回報是關鍵所在。

在利率下降的環境中，多資產收益策略可以提供吸引的解決方案，其優勢在於跨資產類別的多元化組合，既能產生收益，又能實現資本增值，同時平衡收益率下降的再投資風險。

# 對客戶最關心問題的看法

吳詩潔, CFA  
資產配置主管

Tay Qi Xiu  
投資組合策略師

## Q 面對 2025 年的不確定性：每位投資者都應該關注的風險

隨著 2024 年接近尾聲，全球股市可望再次錄得雙位數增長。全球經濟正在穩步增長，通脹已經放緩，而全球央行似乎正準備進一步降低利率。然而，2025 年將面對一系列新的不確定因素。即將上任的特朗普政府承諾會打破常規，不會按部就班，投資者可能會面對充滿挑戰的一年。貿易緊張局勢、地緣政治以及可能更具挑戰性的通脹與增長等因素交織在一起，投資者該如何應對不斷變化的形勢？

在這部分，我們將討論可能會影響未來一年投資決策的三個關鍵風險情境：

1. 通脹回升對投資組合配置意味著甚麼？
2. 債券收益率可以攀升到多高才會對風險資產造成壓力？
3. 在估值變得不可持續之前，股票可以升到多高？

### 通脹更高，意味著股債相關性更正向

2022 年我們得到的教訓很明顯：通脹急升會同時損害股票和債券。儘管主要經濟體的通脹放緩進程大致上持續，但特朗普提出的減稅、移民限制和徵收關稅可能會重燃通脹壓力。在此情形下，通脹回升可能會推高股債的相關性，降低債券作為風險資產緩衝波動的效用，尤其是在充滿挑戰的一年。

如果通脹風險再度浮現，投資者可能需要重新思考他們的配置。正如我們之前所強調，實物資產、現金和黃金可作為有效的通脹對沖工具。此外，在通脹環境下，發達國家的醫療保健與優質股票等防守性板塊相對表現穩健。

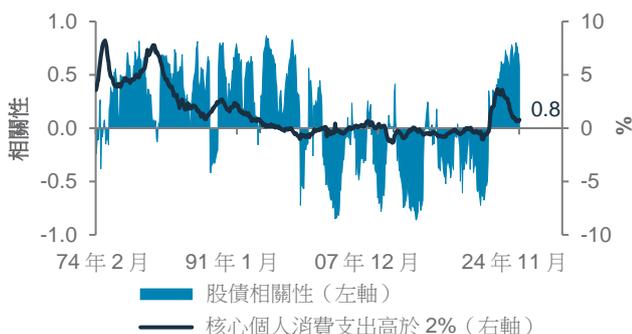
### 債券可限制股票的上升速度

債券收益率通常會隨著增長預期增強而上升，進而為股票提供支持。例如，在美國大選後，市場預期特朗普獲勝後將推出支持經濟增長的政策，推動了股市上漲和債券收益率上升。然而，這種情況也有其限制。



圖. 14 當核心個人消費支出通脹高於 2% 時，股債相關性往往為正向

標普 500 指數與美國國債回報的相關性；美國核心個人消費支出超過 2%

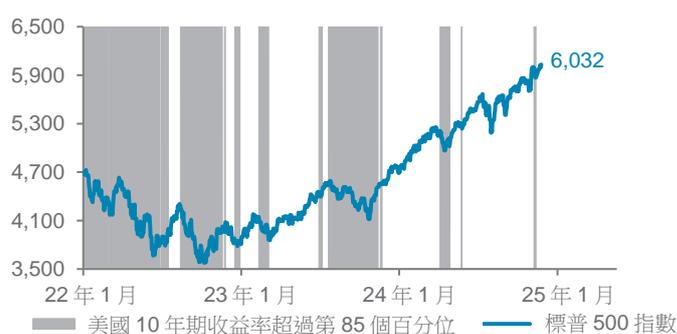


資料來源：彭博、渣打

\*截至 2024 年 11 月底。

圖. 15 當美國 10 年期政府債券收益率上升至接近一年高位時，美國股市傾向下跌

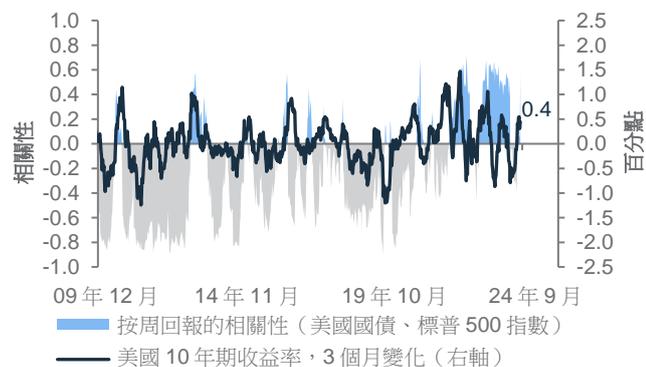
標普 500 指數、美國 10 年期國債收益率超過 1 年期國債收益率第 85 個百分位的時期



在歷史上，當美國 10 年期國債收益率超過第 85 個百分位時（以一年期計算），美國股票（圖表 15）會陷入困境。與此同時，美國 10 年期國債收益率迅速上升（在 3 個月內上升 50 個基點或以上），往往也會導致股債相關性轉為正向，從而增加股票可能與債券一同貶值的風險。

圖. 16 在歷史上，債券收益率在 3 個月內上升 50 個基點或以上會給股市帶來壓力

股債券回報相關性對比美國 10 年期國債收益率的變化



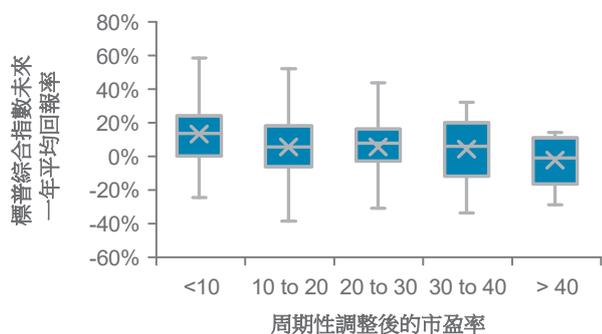
資料來源：彭博、渣打  
截至 2024 年 11 月底。

### 美國股票價格昂貴，但不是低配的理由

僅靠估值並不能很好地反映短期市場的表現。股票可能在很長一段時間內估值仍然偏高，但仍能提供正向回報。例如，當美國股票的周期性調整後市盈率（Cyclically Adjusted Price Earnings ratio 或 CAPE）在 30-40 之間的時候，也就是標普 500 指數市盈率目前所處的水平，通常股票的 1 年前瞻回報率平均為 4.2%。因此，純粹因為估值偏高而低配股票的理由並不充分，尤其是在基本因素仍然利好的情況下。

圖. 17 按照目前的估值，美國股市在未來一年可以繼續創造回報

標普指數 12 個月平均回報率對比自 1881 年以來的周期性調整後市盈率\*



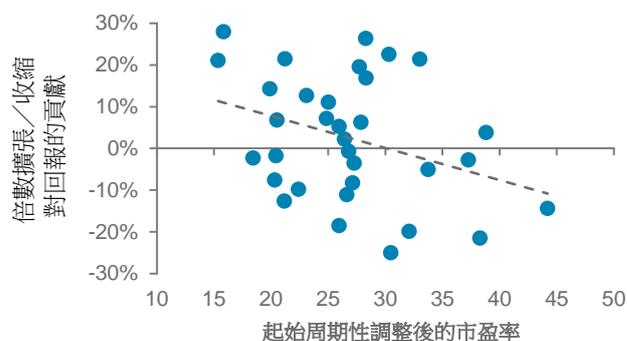
資料來源：Shiller 數據集、彭博、渣打

\*標普綜合指數。X 是均值。方框內的水平線為中值。方框的頂部是第三個四分位數。方框的底部是第一個四分位數。兩端表示最大值和最小值。

然而，當中的風險在於隨著估值過高，進一步升幅將在更大程度上取決於盈利增長，因為當估值已處於較高水平時，估值成為大幅推動回報的積極因素的上行潛力自然會減少（圖表 18）。對於已處於高估值的美國股票而言，2025 年的前景取決於特朗普政府的支持增長政策能否顯著推動盈利增長。

圖. 18 在估值較高時，估值變動對股票回報的貢獻變為負值

自 1990 年以來，在不同起始周期性調整後的市盈率下，倍數擴張/收縮對回報的貢獻



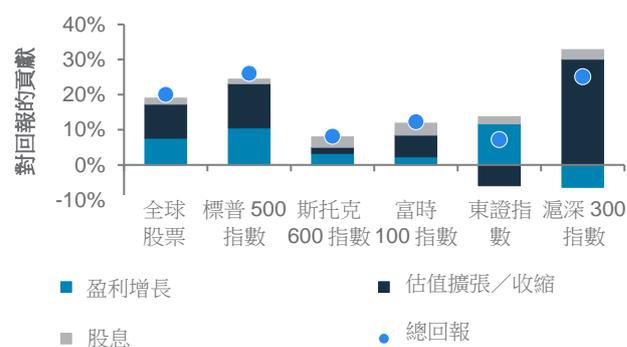
資料來源：彭博、渣打

### 保持靈活和多樣化，發掘機會

儘管我們對美國股市仍然樂觀，但其高估值凸顯分散投資的重要性。投資者可以將資金配置到盈利增長預期改善的地區（如日本），或從昂貴的美國科技行業轉向同等權重的標普 500 指數，以降低集中風險，並從盈利增長的擴闊中受惠。

圖. 19 今年倍數擴張和盈利增長均推動了全球和美國股市的回報\*

盈利、股息和估值對回報的貢獻



資料來源：彭博、渣打

\*截至 2024 年 11 月底。

# 宏觀概況 — 一瞥

Rajat Bhattacharya  
高級投資策略師



## 關鍵主題

特朗普的政策可能進一步推動美國的經濟擴張。我們認為，未來 12 個月美國經濟「不著陸」的機會率為 40%，「軟著陸」的機會率為 45%，而大選前分別為 15% 及 60%。特朗普的勝選因市場預期減稅和放鬆管制而提振了美國企業的信心，同時加強了關稅的保護主義。儘管關稅及移民限制導致就業市場小幅收緊，初期可能會使通脹持續上升，生產力提高及計劃降低美國能源成本本應有助控制通脹預期。我們預期聯儲局將不會理會因關稅而導致的通脹升溫，並最終於 2025 年底前減息至 3.75%。

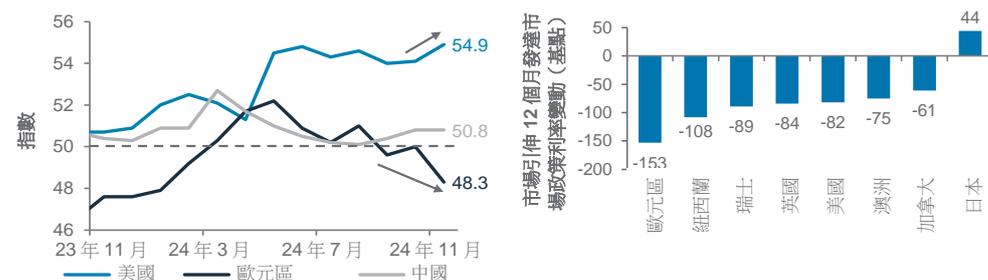
歐洲、中國進一步放寬政策。歐洲、中國、墨西哥和加拿大面對的貿易不確定性上升，因為特朗普將徵收更高的進口關稅，作為降低美國雙邊貿易赤字的談判起點。中國面臨通縮壓力，為了抵消美國進口限制的影響，可能會嘗試增加對非美國市場的出口，並進一步推出刺激措施以提振內需。歐元區則面臨的挑戰更大，因為歐元區本身對擴大財政政策已設了限制。有鑑於此，我們預期歐洲央行將於 2025 年底前減息至 2%，以支持通脹降溫下的經濟增長。

## 關鍵圖表

我們預期即將上任的美國總統特朗普提出的減稅和放寬管制政策將提振美國商業的信心；中國和歐元區可能會進一步放寬政策，以抵銷美國加強保護主義的影響。

圖. 20 特朗普勝選提振美國的商業信心；歐元區信心下滑

主要經濟體的採購經理指數；市場引伸 12 個月政策利率變動



資料來源：彭博、渣打

## 貨幣政策\*

### 宏觀因素利好風險資產

### 宏觀因素利淡風險資產

經濟體	政策方向	利好風險資產因素	利淡風險資產因素
美國	政策收緊 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 特朗普勝選後商業信心上升</li> <li>+ 減稅/減息、放寬管制以增加投資</li> <li>+ 通脹放緩、創造就業以提高實際收入</li> <li>+ 穩健的企業和家庭資產負債表</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 高利率、美元損害需求和投資</li> <li>- 領先指標疲弱、銀行借貸收緊</li> <li>- 貿易不確定性；額外儲蓄減少</li> <li>- 關稅/移民導致的通脹；聯儲局政策失誤</li> </ul>
歐元區	政策放寬 (▲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 強勁的就業和儲蓄以維持需求</li> <li>+ 通脹放緩以提高實際收入；綠色消費</li> <li>+ 歐洲央行減息；信貸周期復甦</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 貿易及政治不確定性；財政整頓</li> <li>- 綠色轉型的結構性挑戰</li> <li>- 實際利率緊縮；歐洲央行政策失誤；俄羅斯風險</li> </ul>
中國	政策放寬 (▲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 財政和貨幣刺激政策以支持經濟增長</li> <li>+ 對非美國市場的出口抵消了美國的銷售</li> <li>+ 房地產行業寬鬆、新的增長動力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 疲軟的房地產和地方政府；貿易戰</li> <li>- 就業市場低迷、利潤率正在收窄</li> <li>- 信貸增長及市場情緒疲弱、通縮</li> </ul>
日本	政策放寬 (▲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 財政寬鬆、消費復甦</li> <li>+ 實際工資增長、勞動力市場緊張</li> <li>+ 寬鬆的金融狀況；日圓疲弱</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 美國關稅預期帶來的出口阻力</li> <li>- 通脹上升；聯合政府疲弱</li> <li>- 日本央行加息、縮減資產負債表</li> </ul>
英國	政策放寬 (▲)	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 通脹放緩、穩定工資以提高實際收入</li> <li>+ 強勁的儲蓄以維持需求</li> <li>+ 以投資為主的預算案、英倫銀行減息</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 政策利率高企，維持衰退風險</li> <li>- 財政整頓、加稅以抑制招聘</li> <li>- 服務業通脹；脫歐相關的影響</li> </ul>

資料來源：渣打全球投資委員會；\*下一步行動

圖例：▲ 政策收緊 | ▼ 政策放寬 | ◆ 政策中性

## 主要的宏觀問題

### 特朗普勝選對經濟有何影響？

特朗普在美國大選中獲得民意授權重新執政，可能會給美國及全球經濟與地緣政治格局帶來深遠的改變。我們認為他以減稅、放寬管制和保護主義為重點的促進經濟增長政策，將提振美國商業信心和私人投資，可能在更長時間內維持高於趨勢水平的增長。

這些政策對通脹的影響仍不確定。我們的基本預測是進口關稅將會分階段實施。雖然關稅可能會使通脹在幾個季度內持續上升，但降低能源成本（通過增加產出）和提高生產力的計劃最終應該會降低通脹。聯儲局可能不會理會因關稅而造成的通脹短暫升溫，並會繼續減息，但減息的步伐會比先前預期的慢。由於勞動力市場緊張，提議的移民限制措施增加了不確定性，而這些措施可能面臨協調和法律方面的挑戰，至少在初期是如此。

特朗普選擇職業基金經理貝森特（Scott Bessent）擔任財政部長，讓市場感到安心，因為他的提議對企業有利、促進增長且不會造成通脹。然而，通脹預期上升，將減慢聯儲局減息的步伐，並會重估政策的影響。

**減稅計劃：**貝森特的首要任務是儘快延長將於明年到期的個人減稅政策，這些減稅政策是在特朗普上一任總統任期內實施的。貝森特的挑戰將是尋找新的收入來源和削減開支，以支付減稅並降低預算赤字（他已提議在特朗普任期結束前將赤字從 6% 以上削減至 3%）。

我們的基本看法是，美國政府將延長之前的減稅政策，或許實現一些其他的競選承諾，例如停止對小費和酬金徵稅。如果政府制定更多雄心勃勃的政策，例如對社會保障免稅或進一步大幅削減企業稅，將會引發對預算赤字的擔憂，並導致債券收益率攀升，這正是政府希望避免出現的情況。

**關稅提案：**特朗普已經通知主要的貿易夥伴，他計劃徵收高額的進口關稅。關稅威脅是否一項談判工具，以達致他吸引

製造業投資進入美國的目標，仍有待觀察。雖然提名貝森特為財政部長表明特朗普希望利用關稅作為「達到目標的手段」，但特朗普的內閣由貿易「鷹派」組成，他們將關稅視為「目的本身」，以重新平衡美國經濟動力與全球貿易格局。在此也值得注意的是，特朗普計劃利用進口關稅來支付部分擬議的減稅提案。考慮到中國和歐洲等主要貿易夥伴本身面對的內部挑戰，它們將如何應對是另一個關鍵問題。

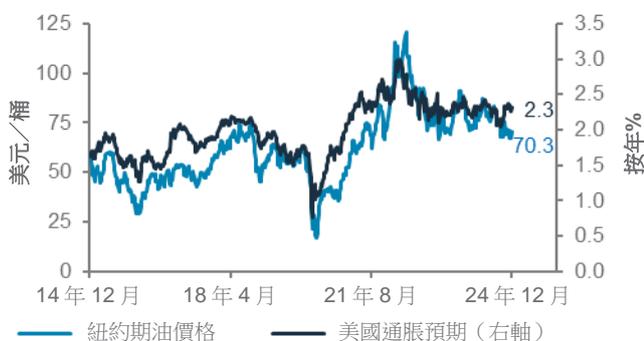
**風險：**我們認為美國在未來 12 個月經濟衰退的機會率為 15%。由 10 項主要前瞻性指標組成的領先指數顯示衰退風險上升。前瞻性勞動力市場指標（例如職位空缺率）顯示失業率上升。政府部門的就業機會，今年以來一直支持就業市場，但在特朗普政府執政期間，這些職位可能會減少。私營部門就業的反彈能否填補這一空缺？通脹反彈是另一個主要風險。

**歐元區的前景如何？**在所有主要地區中，歐元區可以說是面臨特朗普政府挑戰最大的地區。鑑於美國是歐元區迄今為止最大的出口市場，故對所有美國進口產品全面徵收關稅將嚴重影響歐元區。該區自設的財政限制使其處於不利位置，尤其是與中國相比。德國執政聯盟瓦解後的政治不確定性，以及法國的少數黨政府，都增加了不明朗因素。隨著挑戰增加，商業信心減弱，我們預期歐洲央行將於 2025 年底減息至 2%。由美國帶來的「衝擊」可能成為該地區放寬財政支出規定的催化因素。

**中國會推出更多刺激措施嗎？**中國決策者已推出一系列財政及貨幣政策寬鬆措施，旨在重振房地產市場、緩解地方政府債務負擔及應對通縮。我們預期，一旦北京方面評估特朗普政府的政策後，將會進一步放寬財政政策。雖然特朗普已提議對從中國進口的產品徵收高達 60% 的關稅，但我們認為這些關稅會分階段實施，並會與對等交易掛鉤，例如增加美國的進口（飛機、農產品等），以及增加在美國的投資。近年來，中國大幅削減了對美國的出口份額，使其較不易受到美國保護主義政策的影響。

圖. 21 油價下跌抑制美國通脹預期

紐約期油價格、美國 10 年期通脹預期\*



資料來源：彭博、渣打；\*基於美國 10 年期抗通脹債券

圖. 22 中國出口至美國以外的市場，以抵消美國市場的佔有率

中國在美國進口中的份額；中國在世界出口中的份額



# 債券 — 一瞥

林奕輝  
高級投資策略師

香鎮偉  
高級投資策略師



## 關鍵主題

我們視全球債券為核心持倉。在美國大選共和黨大獲全勝和就業市場表現強勁下，對美國財政赤字的憂慮在 11 月推高了美國長期債券收益率。然而，在我們的基本宏觀預測下，聯儲局可能減息和通脹得到控制，應有助於限制債券收益率。我們看到了以目前的收益率鎖定吸引收益的機會。

發達市場投資級政府債是核心持倉（中性）。從歷史來看，名義和實際收益率均有吸引力。我們對美國 10 年期政府債收益率的 12 個月目標為 4.00-4.25%。發達市場投資級公司債是核心持倉（中性）。收益率溢價緊縮顯示估值偏高，但我們認為這些估值受基本因素穩健和資金持續流入的支持。我們超配發達市場高收益公司債。軟著陸（或不著陸）情境下的歷史穩健表現、美國放寬管制政策的可能性和政策利率下降均是利好因素。

新興市場美元政府債和亞洲美元債是核心持倉（中性）。收益率吸引，但潛在的美國保護主義為不利因素。在亞洲，相對投資級債，我們偏好高收益債，因為它們偏向國內市場且可能受中國刺激措施支持。我們低配新興市場本幣政府債，基於潛在的外匯和地緣政治風險。

## 關鍵圖表

我們預期未來 6-12 個月美國 10 年期國債收益率將在 4.00-4.25% 之間。

圖. 23 貨幣市場可能低估聯儲局減息預期

美國 10 年期債券收益率和貨幣市場對聯儲局 1 年利率預期；發達市場高收益債違約率\*



資料來源：彭博、渣打。\*利差隱含，假設回收率為 40%

	看漲理據	看淡理據
發達市場高收益公司債 ▽ ◆ ▲	+ 緩解再融資壓力 + 收益率較歷史水平吸引 + 放寬管制政策	- 違約或重組風險飆升 - 基本因素惡化可能相對降低吸引力
亞洲美元債 ▽ ◆ ▲	+ 地區增長保持韌性 + 投資者看漲持倉	- 中國經濟增長前景疲軟 - 違約或重組風險飆升
發達市場投資級公司債 ▽ ◆ ▲	+ 收益率較歷史水平吸引 + 相對於基準政府債券的相對價值吸引	- 收益率溢價相對偏緊 - 基本因素惡化可能相對降低吸引力
發達市場投資級政府債 ▽ ◆ ▲	+ 收益率較歷史水平吸引 + 發達市場貨幣政策仍偏向鴿派	- 減息周期較預期短 - 不利的供需狀況
新興市場美元政府債 ▽ ◆ ▲	+ 商品價格有支持 + 投資者看漲持倉，因重大債券重組已成過去	- 貨幣政策靈活性下降 - 地緣政治和全球貿易不確定性
新興市場本幣政府債 ▽ ◆ ▲	+ 新興市場近年來為抵禦外匯脆弱性而建立的財政和經常賬戶實力提供了緩衝	- 與發達市場的收益率差距不利 - 貨幣政策靈活性下降 - 地緣政治和全球貿易不確定性

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

## 對發達市場投資級政府債券持中性觀點（核心持倉）

我們認為，從歷史來看，絕對收益率仍有吸引力。在特朗普當選後，市場將聯儲局未來 12 個月的減息預期下調至 75 個基點以下，遠低於聯儲局點陣圖中值所示的 150 個基點。我們認為市場低估了減息預期（我們預計未來 12 個月將減息 100 個基點），因為實際（剔除通脹）收益率仍高。我們認為，減息和持續的通脹擔憂之間的張力將導致美國債券收益率在 6-12 個月內保持在 4.00-4.25% 的區間。

因此，我們認為聯儲局更進取減息（導致債券收益率下降）的潛在重新定價與較長期債券收益率有限度回升，平均期限為 5-7 年債券提供了最吸引的平衡。

## 對發達市場投資級公司債持中性觀點（核心持倉）

相對歷史平均水平，發達市場投資級債的收益率溢價仍然偏低，強勁資金流入繼續支持高企的估值。季度盈利繼續是利好因素，但我們對未來 12 個月槓桿率惡化持謹慎態度，因為在特朗普提議的放寬管制政策下，美國的併購活動可能激增。然而，我們認為，額外的企業減稅提案有助於支持信用基本因素，從而平衡這一風險。

## 超配發達市場高收益公司債

我們預計風險較高的高收益公司債將受惠於政策利率下降和放寬管制政策。此外，違約率在經濟軟著陸的情境下應可受到控制。估值無疑很高，但我們認為積極因素（包括吸引的絕對收益率）超過了此項風險。因此，我們持超配觀點。

## 對新興市場美元政府債券持中性觀點（核心持倉）

美國大選後保護主義潛在飆升可能對新興市場商品和資本商品出口國不利。我們認為，新興市場美元債的收益率溢價目前無法彌補這種地緣政治風險。在主要的新興市場國家，財政實力和經常賬戶改善減少了離岸債券發行的需求，在一定程度上抵消了風險，因此我們維持對新興市場美元債的中性觀點。

## 對亞洲美元債持中性觀點（核心持倉），相較投資級債偏好高收益債

我們認為亞洲新興市場也容易受到地緣政治不確定性和保護主義上升的影響。亞洲投資級債的收益率溢價與歷史相比偏小，不過可以說這些受惠於它們強勁的基本因素和在資本市場中再融資的穩健能力。

亞洲高收益債應受惠於其聚焦國內業務。我們認為，中國房地產行業的違約高峰期和相關的再融資風險基本已經過去。該資產類別也應受惠於中國進一步的刺激政策。綜合來看，這些因素使我們相信亞洲高收益債的風險調整後回報將改善，因此在亞洲美元債中超配亞洲高收益債。

## 低配新興市場本幣政府債

我們對新興市場本幣政府債持低配觀點，因為這類資產容易受到外匯波動和地緣政治不確定性的影響。與一年前相比，新興市場央行放寬政策的空間也較小。

## 機會型投資買入：歐元區政府債（外匯對沖）

在外匯對沖的基礎上，我們維持對歐元區政府債的機會型投資買入觀點。經濟數據仍然疲弱，雖然市場已預期歐洲央行會進一步減息，但我們預期該資產類別將受惠於短期的增長及政治憂慮，這可能會推低收益率。增長反彈或通脹持續高企是主要風險。

## 機會型投資買入：美國機構按揭抵押證券

我們維持此 3 個月的買入觀點，因為收益率有吸引力，高於美國國債。我們預計美國房地產市場在聯儲局減息之前將保持韌性，因為還款風險仍然較低。硬著陸情境是一項風險。

## 機會型投資買入：全球可轉債

我們維持對全球可轉債的機會型投資的買入觀點，因為相信經濟軟著陸情境和美國可能放寬管制政策或有利於可轉債。該資產類別主要包括中小型公司發行人，有關資產與股市的相關性相對較高。衰退憂慮加劇是一項風險。

## 機會型投資買入：亞洲美元高收益債

我們開啟對亞洲高收益美元債的機會型投資買入新觀點。中國房地產行業目前在該資產類別中所佔的比例減少，我們認為違約高峰期已經過去。亞洲高收益債券發行人更側重國內市場，因此較少受地緣政治風險的影響。增長前景放緩是一項風險。

## 結束：美國 20 年期以上國債

我們結束對美國 20 年期以上國債的機會型投資的買入觀點，自建立此觀點以來錄得 1% 的損失。

## 結束：印度盧比債券

我們結束對印度盧比債券的機會型投資的買入觀點，自建立此觀點以來回報為 8.3%。我們認為，對比新興市場債，印度盧比債券的吸引力已經下降，且在 2024 年有大量資金流入後，憧憬納入指數的資金流入現在可能會放緩。

# 股票 — 一瞥

林景蔚, CFA  
股票策略部主管

Fook Hien Yap  
高級投資策略師

甘皓昕  
投資策略師

黃立邦  
股票分析師



## 關鍵主題

我們將全球股票上調至超配，並預計其表現將優於債券及現金。美國股票是評級上調的催化因素。我們仍然超配美國股票，因為最近大選後可能推出的擴張政策，例如潛在的減稅及放寬管制，除了加速盈利增長外，也為美國公司增添了新動力。

我們低配歐洲（除英國）股票，原因是雖然估值低廉，但盈利前景惡化及特朗普威脅徵收關稅。我們視英國股票為核心持倉（中性），因為股息收益率吸引和估值有折讓。英國股票的組成具防守性，但缺乏增長股可能限制其領先表現。

日本股票是核心持倉（中性）。儘管日本股票容易受到日圓套利交易波動的影響，但股票回購增加及再通脹環境令我們感到鼓舞。亞洲（除日本）股票是核心持倉（中性）。預計到 2025 年，該地區的每股盈利增長仍然保持在 12.5% 的高位。中國在面對通縮壓力下，可能會嘗試透過增加對非美國市場的出口及加大刺激措施來提振內需，以抵銷美國進口限制的影響。

## 關鍵圖表

股票受惠於寬鬆政策與強勁的經濟

指數	12 個月目標價的預測	上行空間*
標普 500	6,650	10%
納斯達克 100	25,400	18%
歐元區斯托克 50 指數	5,200	5%
富時 100	8,900	7%
恒生指數	21,800	7%
印度 Nifty 50	26,700	9%
日經 225	42,600	7%

\*基於 12 月 12 日的收市水平

圖. 24 在強勁盈利等基本因素的推動下，美國股票可能會推動全球股票走高，就像特朗普 1.0 時代的首 12 個月。

特朗普 1.0 時代首 12 個月全球股票的表現；2015 年以來全球股票的表現及 12 個月前瞻每股盈利



資料來源：FactSet、彭博、渣打

\*下表：偏好中國在岸市場多於離岸市場；上調東盟股票為中性

### 看漲理據

### 看淡理據

看好好序	看漲理據	看淡理據
美國股票	+ 軟著陸情境帶來的利好因素 + 科技行業推動表現 + 盈利受惠於減稅	- 過度集中於「七巨頭」股票 - 估值高昂；倉位高 - 通脹重臨的憂慮
亞洲（除日本）股票	+ 中國的財政及貨幣刺激政策 + 印度在回調後具吸引力 + 估值吸引；倉位低	- 結構性問題，例如中國房地產 - 美國和歐洲可能徵收關稅 - 美元強勢
亞洲（除日本）	印度股票 ▲ 中國股票* ◆ 台灣股票 ◆ 東盟股票* ◆ 南韓股票 ▼	
英國股票	+ 股息收益率高；估值低廉 + 相對防守性的行業 + 相對不受特朗普 2.0 的影響	- 失業率上升，薪酬增長放緩 - 消費者信心降溫 - 增長股的倉位低
日本股票	+ 股票回購及股息增加 + 公司改革推動股本回報率上升 + 盈利前景進一步改善	- 政治不明朗 - 日圓反彈拖累公司盈利 - 面對全球周期性放緩、關稅的影響
歐洲（除英國）股票	+ 公司利潤率改善 + 估值吸引 + 歐洲央行的寬鬆政策	- 中國刺激政策的不確定性 - 地緣政治緊張局勢升溫、美國關稅 - 經濟情緒低迷

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

## 超配全球股票

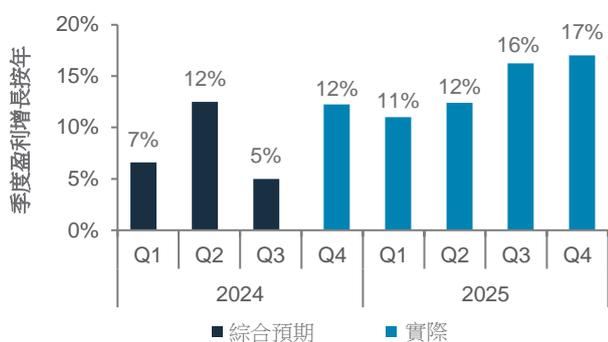
相對於其他主要資產類別，我們將全球股票調高至超配，主要是由於美國宏觀數據及公司盈利較預期強勁。

## 超配美國股票

我們超配美國股票。美國當選總統特朗普的支持增長政策，例如潛在的減稅措施，預計將支持美國公司的收入增長。對 2025 年進一步減息的預期，應能提高未來折讓盈利的價值，從而支持增長股的估值。此外，我們預計消費者和公司的借貸成本下降，將會提振消費和投資。預計美國 2025 年將有約兩位數的盈利增長，這應有助證明美國股票的估值相對較高是合理的（明晟美國指數的 12 個月前瞻市盈率為 22.4 倍）。

圖. 25 預計 2025 年美國有兩位數的盈利增長

明晟美國指數的綜合預期與實際盈利增長



資料來源：FactSet、渣打

## 日本股票為中性（核心持倉）

日本股票仍為核心持倉。公司管治改革意味著市場上的股票回購將會繼續增加；強勁的現金儲蓄和日本個人儲蓄賬戶（Nippon Individual Savings Account 或 NISA）越來越受歡迎，令資金進一步流入。再通脹環境可能會支持周期性行業的增長。然而，日本首相石破茂或會推行貨幣政策正常化，亦可能導致日圓走強，從而降低日本公司的海外盈利預期，因為它們較依賴外國收入。

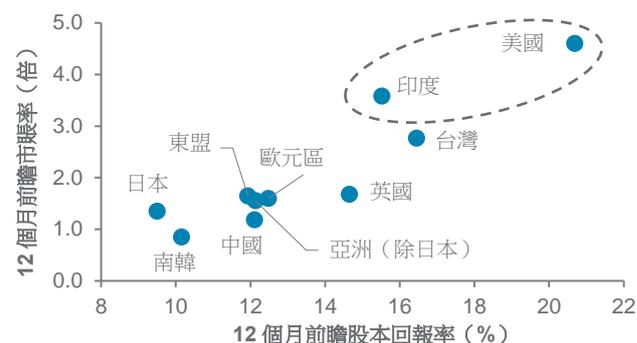
## 亞洲（除日本）股票為中性（核心持倉）

亞洲（除日本）股票是核心持倉。預計該地區 2025 年的每股盈利增長仍將保持在 12.5% 的高位。然而，美國可能徵收進口關稅和地緣政治緊張局勢加劇或會削弱投資者的情緒。

我們在該地區超配印度股票。由於印度央行可能放寬貨幣政策，以及印度於 2024 年底舉行邦選舉後政治不確定性減低，我們認為近期的回調是增加投資的機會。印度的股本回報率仍然強勁。國內資金流入增加及相對不受海外貿易緊張局勢的影響，均為股市帶來進一步的利好因素。相比中小型股，我們看好大型股，因估值壓力較小。

圖. 26 印度股票的市賬率降至 3.7 倍，而股本回報率則穩定在 16% 左右

主要地區 12 個月前瞻市賬率對比 12 個月前瞻股本回報率 (%)



資料來源：FactSet、渣打

台灣股票是核心持倉。該市場的股本回報率高（明晟台灣指數為 16.6%，與歷史均值相差超過 +1 標準差），被較高的估值所抵銷。由於南韓極易受到美國進口關稅和不斷升級的政治緊張局勢的影響，這加劇了全球貿易的不確定性，故我們低配南韓股票。

我們視中國股票為核心持倉。在面對通縮壓力下，中國很可能嘗試透過增加對非美國市場的出口及加大刺激措施來提振內需，以抵銷美國進口限制的影響。相對於離岸股票，我們偏好在岸股票，因為它們可能是任何利好政策的更直接受惠者，我們認為在岸股票也不太受外資流動的波動所影響。然而，中美緊張局勢揮之不去，加上結構性問題（如房地產業低迷及通縮憂慮）可能繼續對股價勢頭造成壓力。我們將東盟股票上調為中性，因為外國直接投資增加及中國刺激政策可能產生的積極溢出效應。

## 英國股票為中性（核心持倉）

英國股票仍是核心持倉。預期價格壓力消退及英倫銀行可能減息將支持經濟增長。預計 2025 年每股盈利增長為 5.6%，將扭轉自 2023 年以來每股盈利負增長的趨勢。此外，估值吸引，明晟英國指數的 12 個月前瞻市盈率相對全球股票大幅折讓。儘管如此，英國股票具防守性，這意味著在一個非常利好全球股票的環境下，英國股票可能表現遜色。

## 低配歐洲（除英國）股票

我們低配歐洲（除英國）股票。在製造業活動低迷和庫存水平上升的情況下，盈利修訂指數疲弱。法國和德國的政治不確定性也可能影響投資者情緒，增加對該地區關稅的憂慮。

# 股票機會型投資觀點

Fook Hien Yap  
高級投資策略師

## 美國延續強勁勢頭

- 我們有八個機會型買入觀點，目標是實現正向的絕對回報。踏入 2025 年，我們開啟買入美國小型股和美國地區銀行的新觀點，同時結束對美國健康護理的買入觀點。

## 美國機會型買入觀點

**開啟買入美國小型股：**特朗普關稅可能保護美國企業免受國際競爭的影響，有利於美國小型企業，因為它們的大部分收入來自國內。這些企業也應受惠於美國減稅和聯儲局減息，因為小型股通常會持有更多浮息債券。美國增長放緩是一項風險。

**開啟買入美國地區銀行股：**共和黨政府預計將減輕美國小型銀行的監管負擔。聯儲局減息也應緩解這些銀行的存款定價壓力。美國經濟急劇放緩是一項風險。

**美國科技股：**我們預計盈利增長將推動該行業的表現，因為人工智能投資支持半導體增長，而軟件增長保持穩健。我們認為，人工智能應用的潛力仍處於早期發展階段。人工智能支出的放緩是一項風險。

**美國通訊服務股：**數碼廣告、網上娛樂和人工智能應用繼續推動強勁增長。該行業的估值也合理，較整體市場存在折讓。廣告下跌是一項風險。

**美國主要銀行股：**這些銀行可能受惠於放寬管制帶來的助力。軟著陸也應支持資本市場、投資銀行業務和費用收入增長。美國經濟急劇放緩是一項風險。

**結束買入美國健康護理股：**我們在 3 個月（8 月 29 日至 12 月 12 日）後結束此觀點，下跌 9.3%。由於減肥藥的銷售比預期慢以及新一屆政府政策重點的不確定性，該行業一直表現疲弱。

## 亞洲機會型買入觀點

**印度大型股：**我們認為第四季的回落是買入機會。外國投資者的資金流出，但國內資金流入始終為正數。我們認為印度的結構性增長仍有吸引力，盈利增長可能支持未來進一步上漲。風險是經濟增長低於預期。

**中國非金融國企高息股：**我們看好國企高息股的收益穩定性。非金融國企也較難被低迷的房地產行業影響。不利的監管變化是一項風險。

**恒生科技指數：**這個增長型投資觀點，加上提供收入穩定性的國企高息股，形成了對中國的槓鈴式投資策略。我們預計估值重估，因為除了積極的股票回購外，還有更多政策刺激公布。刺激的力度弱於預期是一項風險。

圖. 27 機會型買入觀點

地區	觀點	提出
美國	科技行業	2024 年 3 月 27 日
	通訊服務業	2024 年 3 月 27 日
	美國主要銀行	2024 年 8 月 1 日
	美國小型股*	2024 年 12 月 12 日
	美國地區性銀行*	2024 年 12 月 12 日
亞洲	印度大型股	2024 年 3 月 27 日
	中國非金融國企高息股	2024 年 3 月 27 日
	恒生科技股	2024 年 10 月 31 日

資料來源：渣打

\*新觀點

## 行業觀點：科技股延續強勁勢頭

我們預計美國增長行業（科技和通訊）的勢頭將會繼續，而金融業將受惠於管制放寬和軟著陸。我們將必需消費品下調至低配，因為關稅可能拖低利潤率。美國債券收益率的回升給房地產帶來阻力。在歐洲，我們將非必需消費品下調至低配，因為汽車面臨競爭和關稅阻力，而奢侈品的需求疲弱。在中國，我們看好科技、通訊和非必需消費品，因為這些行業與消費改善息息相關。在競爭激烈和去庫存的不利因素下，我們將健康護理下調至中性。

圖. 28 我們按地區劃分的行業觀點

美國	歐洲	中國	印度*
科技	通訊 ▲	科技	工業
通訊	科技 ▲	通訊	金融
金融	健康護理	非必需消費品	科技 ▲
非必需消費品	金融 ▲	金融 ▲	必需消費品 ▼
工業	公用事業	必需消費品	非必需消費品
能源	工業	健康護理 ▼	健康護理
健康護理 ▼	房地產	工業	
物料	能源	能源	
公用事業	必需消費品	公用事業	物料 ▼
必需消費品 ▼	非必需消費品 ▼	物料	能源
房地產 ▼	物料	房地產	公用事業

資料來源：渣打。\*印度市場前景評論

圖例：■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配

▲ 自上月上調 | ▼ 自上月下調

# 外匯 — 一瞥

袁沛儀  
投資策略師



## 關鍵主題

我們預計美元在未來 3 個月將窄幅上落，並在未來 12 個月內傾向看淡。2025 年可能影響美元前景的主要因素包括：(i) 美國稅務政策，(ii) 美國的關稅政策及全球貿易狀況，以及(iii) 美國與歐元區的利率。儘管特朗普勝選帶來支持經濟增長和保護主義的政策預期和美債收益率上升推高了美元指數 (DXY)，但我們預計未來 1-3 個月內美元指數將維持在日前約 106 的水平附近。特朗普提名貝森特 (Scott Bessent) 擔任財政部長，表明他的非通脹增長議程可能部分抵銷特朗普更具通脹性的貿易和移民政策，使美元長期將保持窄幅上落。

十國集團央行正處於減息周期，利差變化支持 2025 年美元窄幅上落，儘管波動性可能會高於 2024 年。高於預期的通脹和聯儲局的利率政策是美元的上行風險，而任何積極的弱美元政策 (例如新的「廣場協議式」協議) 則構成下行風險。

英鎊和日圓可能成為 2025 年美元整固的主要受惠者，儘管受惠幅度有限。雖然英國製造業和服務業有所放緩，但穩定的薪資增長可能會提升實際收入和消費者需求。同時，日本穩定的服務業價格通脹和薪資增長應該會支持日本央行在 2025 年持續加息。因此，美元兌日圓可能會因利差縮小而走低。在美元整固下，商品貨幣 (澳元、紐元、加元) 可能會在未來 3 個月收窄近期跌幅。然而，自 2022 年見頂以來，疲軟的貿易價格比率 (出口與進口價格比率) 意味著這種反彈不太可能在 12 個月內顯著地持續。

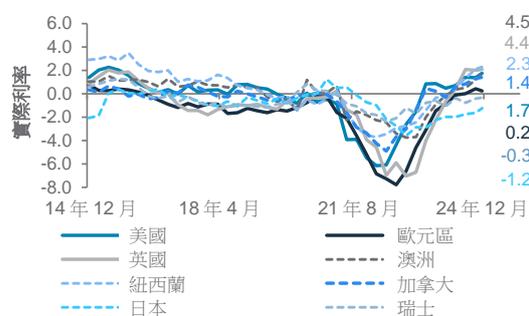
## 關鍵圖表



發達市場實際 (扣除通脹後) 利率基本穩定。因此，我們預計美元 2025 年將穩定於區間內

圖. 29 七國集團的實際利率正在整固，這可能有助美元 2025 年穩定於區間內

七國集團實際 (扣除通脹後) 利率



資料來源：彭博、渣打

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元 (美元指數)	106	105
歐元兌美元	1.04	1.06
英鎊兌美元	1.28	1.30
美元兌日圓	152	145
澳元兌美元	0.64	0.65
紐元兌美元	0.60	0.57
美元兌加元	1.42	1.44
美元兌離岸人民幣	7.35	7.2
美元兌瑞郎	0.89	0.89
美元兌坡元	1.35	1.33

圖. 30 主要貨幣推動因素摘要

12 個月展望	看漲理據	看淡理據
美元 (美元指數)	+ 減稅、放寬管制以刺激資金流入、提振增長；限制移民，徵收關稅以保持聯儲局的強硬立場	- 實際利差縮小、昂貴的估值回調
歐元兌美元	+ 歐元區通脹上升使歐洲央行保持強硬立場	- 增長下行風險、政治不確定性
美元兌日圓	+ 日本的名義收益率低、美元走強	- 日本央行潛在加息、避險、干預風險
英鎊兌美元	+ 英倫銀行因通脹或放緩減息步伐、政治風險降低	- 經濟衰退風險、重估英倫銀行的減息預期
美元兌瑞郎	+ 低瑞士實際利率支持進一步套利交易	- 瑞士央行不太可能大幅減息、避險需求
澳元兌美元	+ 澳洲央行減息速度慢於其他央行	- 商品價格受限、中國需求疲軟
紐元兌美元	+ 貿易價格比率接近兩年高位	- 中國的經濟增長放緩
美元兌加元	+ 加拿大房地產市場脆弱、增長疲弱	- 利差降低、油價反彈
美元兌離岸人民幣	+ 地緣政治、不利的利差	- 中國的刺激措施

資料來源：渣打

## 美元是見頂還是趨於穩定？

展望 2025 年，美元的走勢將取決於 (i) 政策、(ii) 貿易以及 (iii) 政策利率之間的相互作用。我們預計，到 2025 年 3 月，聯儲局的減息速度將略低於歐洲央行，利差有利於美元在未來 1-3 個月內回穩。聯儲局減息幅度超過當前預期的重新定價可能會對美元施加下行壓力，而對美國新政府政策導致的通脹的憂慮可能會帶來上行壓力。外匯市場波動性的上升意味著，與 2024 年相比，投資者應該為這一區間內的波動性做好準備。

圖. 31 外匯波動率回到 10 年平均水平

外匯波動率指數、平均值及±1 標準差水平



資料來源：彭博、渣打

其次，由於通脹憂慮（美國進口價格上漲）和競爭對手貨幣疲軟，關稅引發的美國貿易保護主義加劇，可能會推高美元需求。貝森特獲提名為美國財政部長可能會緩解市場憂慮，因為他主張對提高貿易關稅採取更平衡和循序漸進的方式。第三，企業減稅可以刺激投資，從而改善增長前景並提高資本回報，進一步支持美元。

美國經濟較具韌性，與全球其他地區經濟增長放緩的情況形成對比，應該會支持美元。我們預計未來 3 個月歐元兌美元將在 1.04 附近交易，因為德國和法國的政治不確定性、出口放緩和國內需求疲軟給該貨幣組合帶來下行壓力。此後，隨著美元下跌，該貨幣組合可能會朝著 1.06 前進。同時，英國通脹上升和經濟溫和增長，意味著英倫銀行減息的速度可能會慢於其他地區，推動英鎊兌美元在未來 12 個月內向 1.30 方向走高。

圖. 33 亞洲貨幣推動因素摘要

12 個月展望	美元兌坡元 1.33	美元兌印度盧比 85.50	美元兌馬來西亞林吉特 4.40	美元兌韓圓 1390
<b>看漲理據</b>	+ 新加坡金融管理局政策變動的風險傾向於寬鬆 + 對離岸人民幣的大量持倉	+ 印度央行關注外匯波動和估值 + 名義有效匯率處於多年低位	+ 依賴中國的經濟 + 美國貿易政策	+ 南韓易受全球經濟增長和貿易的影響 + 對油價上漲敏感
<b>看跌理據</b>	- 新加坡國內增長穩健	- 印度的服務貿易平衡持續改善	- 馬來西亞的增長穩健和通脹	- 外資持倉

資料來源：渣打全球投資委員會

圖. 32 美日實際收益率差距可能下降，支持美元兌日圓走弱

美元兌日圓和美日實際收益率差距



資料來源：彭博、渣打

我們預計美國 10 年期國債收益率將窄幅上落，日本央行利率可能上升，外匯干預風險上升，這些都可能導致美元兌日圓在 2025 年走低。我們預計美元兌日圓未來 3 個月將達到 152，未來 12 個月將降至 145。瑞士的實際利率是十國集團中第二低，僅次於日本。瑞士央行大幅減息的空間有限。因此，我們預期美元兌瑞郎可能會穩定在 0.89 附近。套利交易重新平倉仍然存在風險，但這類事件更有可能由日本的政策變動引發，而非瑞士。

全球經濟增長放緩可能會對商品貨幣造成壓力。澳元兌美元的走勢可能會受到中國經濟增長放緩限制，因為中國是澳洲的主要出口市場。我們認為該貨幣組合在 12 個月內達到 0.65。紐西蘭通脹壓力持續存在，但增長預期已下調。我們預計紐元兌美元未來 12 個月於 0.57。工業金屬的補充庫存可能會暫時支持加元，但如果全球經濟增長和油價沒有更廣泛的復甦，加元的強勢可能難以持續。我們預計美元兌加元全年處於 1.44。

在亞洲，美國的貿易保護主義可能會加劇人民幣的下行壓力，尤其是在中國經濟增長數據依然疲軟的情況下。由於關稅壓力，我們預計美元兌離岸人民幣未來 3 個月位於 7.35，但未來 12 個月位於 7.20，因為美國國債收益率下降有助改善收益率差距。儘管如此，中美政策談判和中國國內的刺激措施使貨幣前景的不確定性高於往常。在經濟強勁增長、勞動市場放緩和通脹降溫的背景下，新加坡金融管理局可能會維持現有政策不變。我們預計美元兌坡元未來一年將在 1.33 左右整固。

# 黃金、原油 — 一瞥

Manpreet Gill

非洲、中東及歐洲區首席投資總監



## 關鍵主題

我們預期未來 12 個月黃金會上升至每盎司 2,900 美元，同時維持貴金屬相對於其他主要資產類別的超配評級。央行持續強勁的需求仍是我們觀點的主要推動因素。雖然在 2024 年底，由於金價大幅上漲，這種需求可能在某種程度上有所放緩（這表明央行並非對價格完全不敏感），但我們預計需求將隨著金價回落而反彈。債券收益率降低或避險需求可能會給價格帶來上行風險，而地緣政治風險降低或債券收益率上升則會帶來下行風險。

未來 1-3 個月價格可能會溫和上漲至每盎司 2,750 美元。短期內，我們預期黃金將繼續從 2024 年 10 月至 11 月回調後的超賣水平逐步回升。金價上升可能會受到美國債券收益率下跌的支持，因為在華爾街老將兼財政保守派人士 Scott Bessent 獲提名為財政部長後，市場期待特朗普的政策可能會較之前預期的更少通脹壓力。

紐約期油未來 12 個月預計將進一步回落至每桶 65 美元。對供應過剩的憂慮支持了我們對原油的看法。我們預期全球原油供應相對於需求仍然偏高，沙地阿拉伯及阿聯酋保留大量剩餘產能，而特朗普提出的能源政策著重增加美國的石油及天然氣供應。需求預期仍然疲弱，尤其是中國 2024 年的需求弱於預期。總體而言，這種情況可能導致 2025 年出現產能過剩，使油價持續承受下行壓力。美國或中國經濟增長的顯著改善將帶來上行風險，而油組及盟友（OPEC+）的產量政策若轉向維持市場份額，將帶來下行風險。

紐約期油價格未來 1-3 個月可能反彈至每桶 70 美元。投資者倉位持續從極端悲觀情緒中反彈，可能在短期內為油價提供支持，而油組及盟友如果延遲重啟停產也可能對油價產生支持作用。

## 關鍵圖表

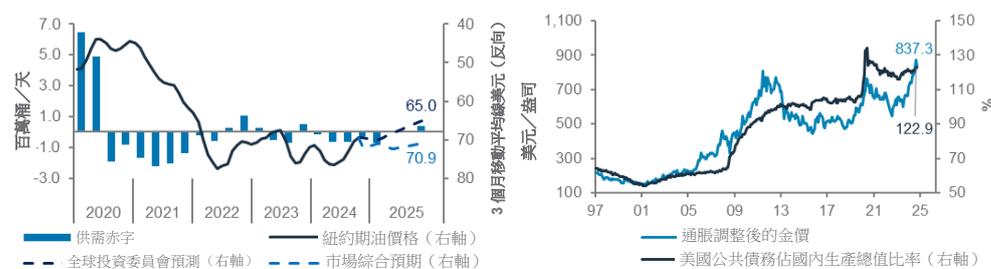


如果缺乏積極的需求驚喜，大多數能源機構預測 2025 年的原油供應會過剩。

央行需求仍是黃金的主要推動力。這種貴金屬在公共債務長期上升的情況下仍能保值

圖. 34 2025 年原油市場可能出現供應過剩，油價將受限；黃金在公共債務長期上升的情況下仍能保值

原油供需平衡（2025 年預測）；通脹調整後的黃金價格對比美國公共債務佔國內生產總值的比率



資料來源：能源資訊局、彭博、渣打

圖. 35 黃金與原油的主要推動因素摘要

12 個月展望	看漲理據	看淡理據
黃金	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 持續的央行需求</li> <li>+ 美國債券收益率下降</li> <li>+ 避險需求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 實際債券收益率上升</li> <li>- 強烈的逐險環境</li> </ul>
原油	<ul style="list-style-type: none"> <li>+ 不著陸導致需求強勁反彈</li> <li>+ 地緣政治事件減少全球供應</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 美國產量急速上升</li> <li>- 油組及盟友著重市場佔有率，並提高產量</li> <li>- 中國需求疲弱</li> </ul>

資料來源：渣打

# 量化觀點：看好股票勝於債券

Francis Lim  
高級量化策略師

Maggie, Au Yeung  
量化分析師



## 概述

我們的股債模型大幅超配股票。由於基本因素疲弱，此模型於 2024 年對股票的超配比例大幅下降，從 1 月份的 24% 降至年中以來的 0-8%。然而，儘管全球股市創下歷史新高，但由於宏觀風險指數和製造業新訂單近期轉佳，促使股票的超配比例躍升至 32%。我們的預測顯示，股票估值到 2025 年 3 月才會開始面對挑戰。如果基本因素保持不變，我們的模型可能會在那時對股票轉為中性觀點。2024 年至今，模型的回報率為 17%（相對於 60-40 股債投資組合，超額收益或阿爾法為 3.4%）。

我們的技術模型看漲美國、英國、中國和亞洲（除日本）。自從美國大選以來，除了美國以外，我們觀察到大多數股市的技術因素都在惡化。這導致我們的模型最初轉向看跌歐洲和中國股市。目前，隨著明晟英國和中國從關鍵支持位反彈，我們的模型再次轉為看漲，但仍看跌明晟歐洲（除英國），因為其價格走勢相對溫和。美國仍然是我們模型的首選，因為其表現穩定，而除日本外的亞洲也受到青睞，因為其價格走勢與中國相似，但波動性較小。儘管日本的技術指標近期有所改善，但仍處於負值，因為該指數仍處於區間波動。

我們的市場多樣性指標顯示，美國非必需消費品板塊在短期內存在較高的逆轉風險。自美國大選以來，一些被認為是特朗普獲勝的主要受惠板塊已經強勁反彈。其中之一是美國非必需消費品板塊，自 11 月 5 日以來，該板塊已上漲了 17%，而標普 500 指數上漲了 4.8%。

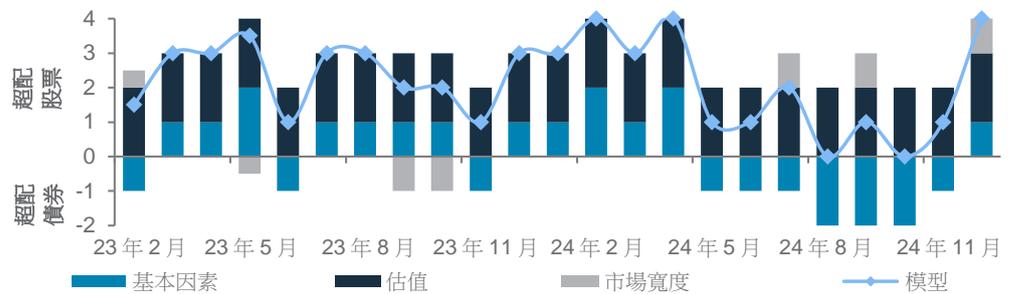
## 關鍵圖表



我們的股債模型分數從+1 升至+4，這是由於主要的基本因素改善，對風險資產變得更有利

圖. 36 股債輪動模型自 2023 年 2 月成立以來的分數明細

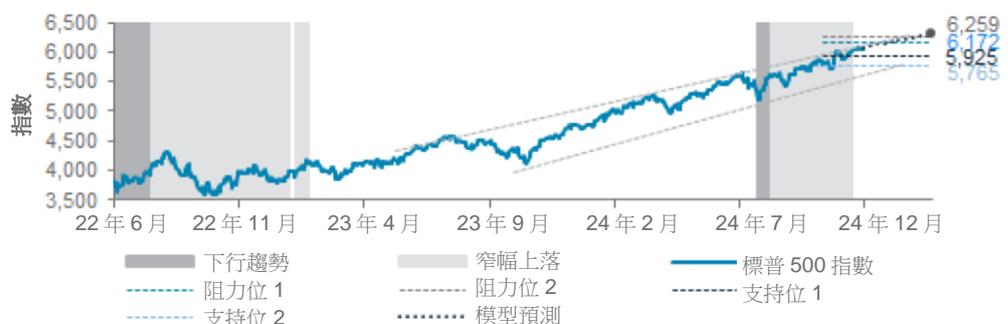
模型分數為基本因素、估值和市場寬度因素的總和



資料來源：彭博、渣打

儘管標普 500 指數創下歷史新高，但由於動力依然強勁且波動性減弱，因此標普 500 指數的技術模型轉為全面看漲

圖. 37 我們的技術模型顯示標普 500 指數看漲



資料來源：彭博、渣打

圖. 38 長期和短期量化模型均看漲風險資產

以下長期模型的一般時間為 3–6 個月，而短期模型為 1–3 個月

長期	股票或債券	股市和債市風險	全球通脹與增長機制
當前觀點	看好股票勝於債券	股市和債市的風險低	看好風險資產和通脹對沖資產
這個觀點都基於哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> <li>基本因素：分數從-1 升至+1。宏觀基本因素有所改善，但盈利上行動力仍略為負面。</li> <li>估值：分數為+2。基於亞洲和發達市場的平均市盈率。預計分數在 2025 年 3 月降至 0。</li> <li>技術因素：分數從 0 升至+1。股票的淨漲幅處於中性範圍，但市場寬度有所改善，因為高於 200 日移動平均線的股票比例回升至 60% 以上。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>股票風險：股市動力強勁，風險較低，通脹持續降溫，利率下降。</li> <li>政府債風險：由於經濟指標仍然疲軟，對防守資產有利，因此風險為中性至低風險。美國製造業採購經理指數仍低於 50，顯示工業活動輕微萎縮，美國新屋動工趨勢也疲軟。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球通脹從按年 2.3% 進一步降至 1.9%，而 12 個月綜合預期為按年 2.2%。領先指標繼續顯示通脹放緩趨勢。</li> <li>全球工業生產按年小幅升至 1.1%。12 個月綜合預期增長將回升至 2.1%。同時，領先指標也顯示出增長更強勁，這主要是由於日本經濟的改善。</li> </ul>
關鍵模型因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>經濟活動、宏觀風險和意外指數、企業盈利、前瞻市盈率和技術因素。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場因素包括利率、商品價格和股票市場動力。宏觀因素包括美國住屋、通脹、流通貨幣、產能使用率和就業。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>追蹤美國、歐洲、英國、中國、印度和南韓對通脹、工業生產和經濟領先指標的當前數據和綜合預估。</li> </ul>
如何運作？	<ul style="list-style-type: none"> <li>每月按基本因素、估值和市場寬度因素而計算的記分卡，從-5 到 5，旨在表明對股票和債券的相對偏好。正分數表示看好股票，反之亦然。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>利用風險指標來衡量美國股票和美國國債遭大幅拋售的可能性。每項指標由 0 至 100，數值低於 50 表示下行風險高，反之亦然。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全球經濟周期的宏觀模型（衰退、復甦、周期後段和滯脹）及其對長期資產類別回報的影響。</li> </ul>

短期	技術分析	投資者持倉
當前觀點	看好美國、英國、中國和亞洲（除日本）	美國非必需消費品面臨逆轉風險
這個觀點都基於哪些因素？	<ul style="list-style-type: none"> <li>看好美國、英國、中國和亞洲（除日本）。美國的表现仍然領先。英國、中國和亞洲（除日本）均走弱，但最近的價格走勢顯示已脫離關鍵支持位。</li> <li>看淡歐洲和日本。在美國大選後，歐洲的技術指標惡化，該區的反彈尚未改變我們的模型觀點。同時，日本的技術因素已經不再那麼負面，但仍處於區間波動。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自 11 月 5 日以來，美國非必需消費品已上漲了 17%，而標普 500 指數則上漲了 4.8%，並可能面臨短期整固的風險。</li> </ul>
關鍵模型因素	<ul style="list-style-type: none"> <li>價格走勢：中短期內的動力、波動性和成交量情況。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>價格走勢：當價格急速上升時，會出現超買情況；當價格在短時間內急速下滑時，會出現超賣情況。</li> </ul>
如何運作？	<ul style="list-style-type: none"> <li>一種短期技術模型，追蹤動力、波動性和成交指標，並使用機器學習來識別熊市／牛市。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一種基於分形分析的市場指標，根據價格走勢顯示投資者的即時持倉情況。</li> </ul>

資料來源：渣打

# 回報更高，投資組合更強

吳詩潔，CFA  
資產配置主管

Tay Qi Xiu  
投資組合策略師

Hannah Chew  
投資組合策略師

我們的資本市場假設（Capital Market Assumptions 或 CMA）代表了未來 5 年策略期內各種資產類別的長期回報預測。我們將策略期從之前的 7 年縮短至 5 年，以便因應經濟變化而更靈活地評估和調整投資組合。這些預估可幫助投資者應對不同的經濟情境，調整投資組合以適應不斷變化的市場形勢，並做出明智決策。重要的是，CMA 應被視為前瞻回報的中心趨勢，而非精確預測。它們對資產類別回報提供定向、定量和相對的見解，但承認特定時期可能會有偏差。

## 不斷變化的經濟形勢

「有其他合理選擇」（There Are Reasonable Alternatives 或 TARA）策略已較「別無選擇」（There Is No Alternative 或 TINA）策略越來越受重視，前者的特點是：

- 利率和債券收益率上升，以及最近幾年取消非常規寬鬆措施，顯示政策正常化。
- 地緣政治和經濟波動可能增加，而市場調整以適應更均衡的財政和貨幣政策組合，在供應鏈穩健、氣候轉型、人工智能和國防相關支出下，政府支出可能增加。
- 潛在的通脹風險，由人工智能驅動的生產力可能降低通脹，而支出增加可能提振需求並加劇通脹。這種波動性破壞了通常為負數的股債相關性，降低了傳統分散投資的有效性。

## 60/40 投資組合：基礎穩定

在這種背景下，60/40 投資組合（60%的股票、40%的固定收益）仍是長期投資者的可靠選擇。與 2021 年的高位相比，此投資組合的預期回報率略微下降至 6.2%，但仍與歷史平均水平相若。對於 5 年的投資期，這將繼續為長期投資者提供一個良好的起點。



圖. 39 60/40 股債配置除了在全球金融危機期間短暫錄得負回報外，在 5 年滾動期間持續錄得正回報，並且表現優於現金

60/40 投資組合和現金 5 年滾動年化後回報、60/40 投資組合的 5 年前瞻預期回報



資料來源：彭博、渣打。使用的指數為明晟所有國家世界指數和彭博全球綜合指數。

\*截至 2024 年 11 月底。\*\*基於全球股票和債券 5 年資本市場回報假設

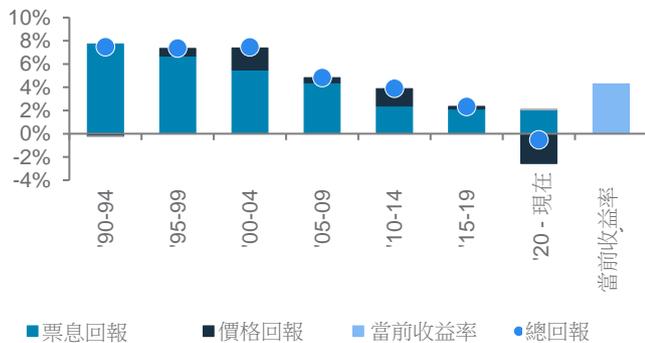
## 利率和債券收益率：回報更高

儘管各國央行進入了減息周期，但預計現金利率只會逐步下降。這種逐步減少反映了財政支出和資本投資增加的預期影響，可能會改善未來幾十年的名義增長。與去年相比：

- 預期美元現金回報上升 20 個基點，推高了固定收益的回報。儘管現金利率仍然可能高於上個周期的低位，但我們預計它們將從當前水平下降，進而減少持有現金的動力。
- 更高的起始收益率可以提高固定收益回報，提供更穩定和更可預測的收入。當收益率上升時，債券價格的波動可能會較少，因為票息收益較高，超過了價格變動的影響。
- 相較於去年，起始收益率較高，且通脹較低，債券可能更能緩衝增長帶來的衝擊。美國 10 年期國債實際收益率已重返 2008 年危機前的中值水平，其價值對長期投資者來說有吸引力。

圖. 40 一鳥在手勝過雙鳥在林；更高的票息優於價格回報，因為票息更加穩定

對美國國債回報的平均貢獻



資料來源：彭博、渣打。截至 2024 年 11 月底

## 信貸市場：質素和利差的細微差異

公司債的長期預期回報率低於去年，主要是由於投資級債和高收益債的利差收窄。現行的高收益債利差已從 2023 年 11 月的逾 500 個基點降至目前略高於 300 個基點的水平。

- 利差正常化可能在某個時刻拖累前瞻回報，當前利差接近歷史低位。
- 高收益債的質素有所改善；高收益債指數目前的評級上升（單一 B 級或更低評級債券的比例大約為 20%，20 年前大約為 29%），而投資級債則惡化，影響了市場對利差收窄的看法。
- 現金利率上升和收益率曲線趨平可能會促使市場傾向發行短期債券，從而逆轉低利率時期出現存續期延長的結構性趨勢，且評級有可能下調，尤其是在投資級債中 BBB 級這個較大的領域。

圖. 41 2025 年與 2024 年的預期回報假設對比

主要固定收益資產的預期回報（美元）

	回報		差異	
	2025	2024		
全球綜合債券	5.0%	5.5%	-0.5%	↓
發達市場主權債	4.9%	5.0%	-0.1%	↓
發達市場短期主權債	4.5%	4.5%	0.0%	
發達市場投資級信用債	5.1%	6.0%	-0.9%	↓
發達市場短期投資級信用債	5.3%	5.7%	-0.4%	↓
全球高收益債	5.3%	7.6%	-2.3%	↓

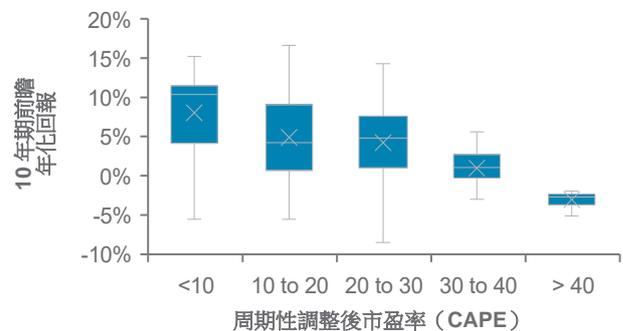
資料來源：渣打

## 股票：一個具挑戰性的起點

美國股市 2024 年上漲了 28%，大幅推高了估值，為長期投資者創造了一個具有挑戰性的起點。起始估值較高，可能會拖累前瞻回報，不過人工智能和自動化廣泛採用預計將提高生產力、公司盈利和長期經濟增長，尤其是對發達市場而言。至於美國以外的股票，起始估值不那麼令人憂慮且應受惠於弱勢美元，而美元長遠來看仍然昂貴。未來幾年，鑑於本地股票和貨幣的估值起點更有利，其他市場有趕上美國的可能性。

圖. 42 估值區間更高，前瞻回報更少

周期性調整後的市盈率（CAPE）比率相對標普綜合指數 10 年期前瞻年化後回報率\*



資料來源：彭博、Shiller。渣打。\*自 1881 年以來的數據

## 另類投資：提供回報和抵禦通脹

另類投資仍是投資組合中具彈性的組成部分，提供了抵禦通脹、多樣性以及回報可能上升的優點：

- **對沖基金**：可能受惠於更大的回報分散性和波動性，且作為投資組合多元化工具仍有吸引力，不過由於公開市場回報下降，整體回報率也較低。

- **私人市場**：總體而言，私人資產的回報率繼續看似吸引，且仍略高於公開市場的同類產品。
- 對於那些能夠放棄部分流動性的投資者來說，另類投資應該是基礎投資組合的一部分。這些實物資產在 2022 年通脹憂慮上升時相對吸引，隨著通脹風險和波動性增加，這種風險可能重現。
- **私募股權**的絕對回報有望達到最高水平，因為中小型股票在買入時的估值倍數較低，隨著併購活動和首次公開招股市場回升，退市時估值倍數可能會上升，這帶來了投資機會。私募股權資產因估值下調而承受的壓力可能會消退，但這被融資成本上升持續拖累回報這一因素所抵消。
- **私人債務**預計受惠於更高的基準利率和仍然充足的現金儲備。由於私人信貸資產管理規模的增長與公司債的利差收窄，公共債務與私人債務之間的利差已經縮小。信貸成本可能會上升，在信貸周期接近結束時對回報構成壓力。
- **私人房地產**仍面臨揮之不去的資產減值風險，不過仍然看似吸引，因其帶來穩定的收入流，且可用來對沖通脹上升。房地產往往在通脹時期表現良好，因為租金能夠得以提高，跟上通脹和潛在價格上升的步伐。

圖. 43 2025 年與 2024 年的預期回報假設對比

另類投資回報假設表

	回報		差異	
	2025	2024		
對沖基金的基金	7.0%	7.3%	-0.3%	↓
對沖基金 - 長短倉股票	6.2%	8.4%	-2.2%	↓
對沖基金 - 全球宏觀	7.6%	8.6%	-1.0%	↓
對沖基金 - 事件驅動	7.0%	8.4%	-1.4%	↓
高流動性另類投資	5.1%	6.3%	-1.2%	↓
私募股權	11.2%	11.6%	-0.4%	↓
未上市房地產（核心）	5.4%	不適用		
未上市房地產（核心+）	7.2%	不適用		
未上市房地產（增值）	9.1%	不適用		
上市房地產	6.8%	8.1%	-1.3%	↓
上市基建	6.1%	7.9%	-1.8%	↓
私人債務	9.6%	8.7%	0.9%	↑

資料來源：渣打

## 投資組合考慮事項

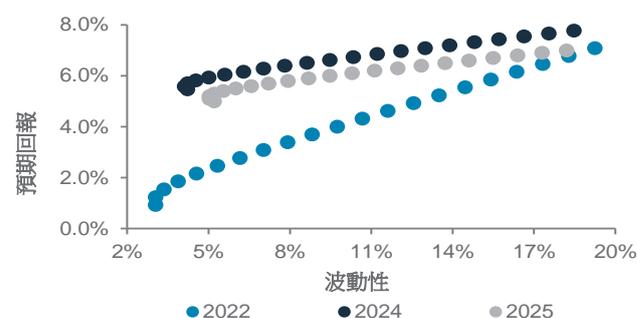
進入 2025 年，投資者面對的經濟和市況將出現顯著變化。雖然收益率上升和利差收窄構成挑戰，但也為策略性資產配置帶來機會。

固定收益、股票和另類投資提供不同程度的風險和回報，強調了多元化和嚴謹決策的重要性。基準利率上升雖然最初令人不安，但最終可能反映出更健康、更均衡的全球經濟。從投資組合構建的角度來看：

- 1) 基準 60/40 股債配置預計未來 5 年的平均回報大約為 6.2%，為風險狀況屬「均衡」的投資者提供了實現其長期回報目標的美好前景。起始收益率較高，可提高現金和固定收益的回報，而較高的票息可更好地支持投資組合的回報率，因為票息比資本回報率容易預測。我們認為，由於債券回報率相對去年的降幅小於股票，這種轉變意味著策略性投資組合中的債券配置略有增加。
- 2) 由於收益型機會不再那麼少，投資者可以更靈活地調整投資組合，以平衡當前需求與長期目標。由於基準政策利率升高，信用債的絕對收益率高且吸引。然而，低利差本質上限制了公司債的潛在回報。投資者可根據個人目標和對市況的看法，調整政府債與信用債之間的相對配置。投資者須繼續留意總回報，進行長期投資和逐漸積累財富。
- 3) 在策略性投資組合中，股票與相應的風險分散資產的規模是資產配置的關鍵所在。利率和通脹風險上升，會影響股票和政府債之間的相關性。股債相關性呈負數，容許更高的股票配置，同時可以有效控制風險。然而，隨著相關性變得不那麼穩定或在高通脹時期轉為正向，債券作為投資組合多元化工具的效用減低。因此，安全承擔股票風險的能力有所下降。這表明需要全面考慮投資組合的多元化。實物資產、黃金和現金可以幫助分散投資，抵禦通脹風險，而債券則在經濟低迷時期提供更多樣性。（參考第 11 頁的《看法》部分）

圖. 44 股債邊界向下移，意味著策略性投資組合中的債券配置輕微上升

2022 年、2024 年、2025 年之間的股債有效邊界



資料來源：渣打

圖. 45 股票的回報假設已被下調，而更高的初始收益率提高了固定收益回報

關鍵資產的 5 年資本市場假設

		2025 年預測		2024 年預測		2025 年預測	
		預期 回報率 (年化)		預期 回報率 (年化)		預期 波動率 (年化)	
第一層級	美國現金	4.5%	↑	4.2%		1.6%	↑
	全球債券	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%	↑
	高流動性另類策略	5.1%	↓	6.3%		12.0%	↑
	所有商品	7.0%	↓	8.2%		18.5%	↓
	黃金	5.0%	↓	5.5%		16.7%	↑
債券	發達市場政府債	4.9%	↓	5.0%		4.8%	↑
	發達市場投資級信用債	5.1%	↓	6.0%		6.7%	↑
	全球高收益債	5.3%	↓	7.1%		12.2%	↑
	優先貸款	6.1%	↓	7.4%		9.8%	↑
	新興市場硬幣政府債	6.2%	↓	8.7%		10.5%	↓
	新興市場本幣債	5.6%	↓	7.9%		11.7%	↓
	亞洲 (除日本) 美元債	5.6%	↓	6.6%		7.2%	↑
	中國離岸債券	4.8%	↑	4.3%		4.7%	↓
股票	發達市場股票	7.0%	↓	7.4%		17.8%	↑
	新興市場股票	7.9%	↓	11.1%		24.8%	↓
	亞洲 (除日本) 股票	7.9%	↓	10.6%		23.9%	↑
	新興市場 (除亞洲) 股票	7.7%	↓	11.5%		27.5%	↓
	美國股票	6.3%	↓	7.2%		16.5%	↓
	歐元區股票	9.6%	↓	9.8%		24.3%	↓
	英國股票	9.1%	↓	9.3%		19.9%	↓
	日本股票	8.5%	↑	7.6%		19.1%	↓
	中國在岸股票	9.6%	↓	13.2%		32.5%	↓
	中國離岸股票	8.7%	↓	13.5%		29.1%	↑
私人資產	私募股權	11.2%	↓	11.6%		23.0%	↑
	未上市房地產	5.4%	↓	9.4%		11.9%	↓
	上市基建	6.1%	↓	7.9%		15.0%	↓
	私人債務	9.6%	↑	8.7%		12.0%	↑

資料來源：渣打

箭頭代表 2025 年和 2024 年的回報率和波動性預測之間的差異

# 基礎：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置			概述	基礎配置 保守
		適度	均衡	進取		
現金	▼	2	2	2	現金	35
固定收益	◆	57	37	17	固定收益	65
股票	▲	35	55	75		
黃金	▲	6	6	6		
<b>資產類別</b>					<b>資產類別</b>	
美元現金	▼	2	2	2	美元現金	35
發達市場政府債*	◆	23	15	7	發達市場投資級政府債（短期）	16
發達市場投資級公司債*	◆	14	9	5	發達市場投資級公司債（短期）	17
發達市場高收益公司債	▲	5	4	2	發達市場高收益債（短期）	7
新興市場美元政府債	◆	4	3	1	新興市場美元政府債（短期）	10
新興市場本幣政府債	▼	2	1	0	新興市場本幣政府債	5
亞洲美元債	◆	8	5	2	亞洲美元債	11
北美股票	▲	26	40	54		<b>100</b>
歐洲（除英國）股票	▼	3	4	6		
英國股票	◆	1	2	3		
日本股票	◆	2	3	4		
亞洲（除日本）股票	◆	4	7	10		
黃金	▲	6	6	6		
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

資料來源：渣打

所有數據均為百分比。

1. 由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。\*外匯對沖

2. 保守 TAA 以 SAA 為基礎，不包含任何戰術性觀點

圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心持倉

# 基礎+：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置+		
		適度	均衡	進取
現金	▼	2	2	2
固定收益	◆	48	29	13
股票	▲	30	44	56
黃金	▲	5	5	4
另類投資	◆	15	20	25
<b>資產類別</b>				
美元現金	▼	2	2	2
發達市場政府債*	◆	19	12	5
發達市場投資級公司債*	◆	12	7	3
發達市場高收益公司債	▲	5	3	2
新興市場美元政府債	◆	4	2	1
新興市場本幣政府債	▼	2	1	0
亞洲美元債	◆	7	4	2
北美股票	▲	22	32	40
歐洲（除英國）股票	▼	2	4	4
英國股票	◆	1	2	2
日本股票	◆	2	2	3
亞洲（除日本）股票	◆	3	5	7
黃金	▲	5	5	4
另類投資	◆	3	4	5
私募股權		2	5	9
私人不動產		5	4	4
私人債務		5	7	7
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

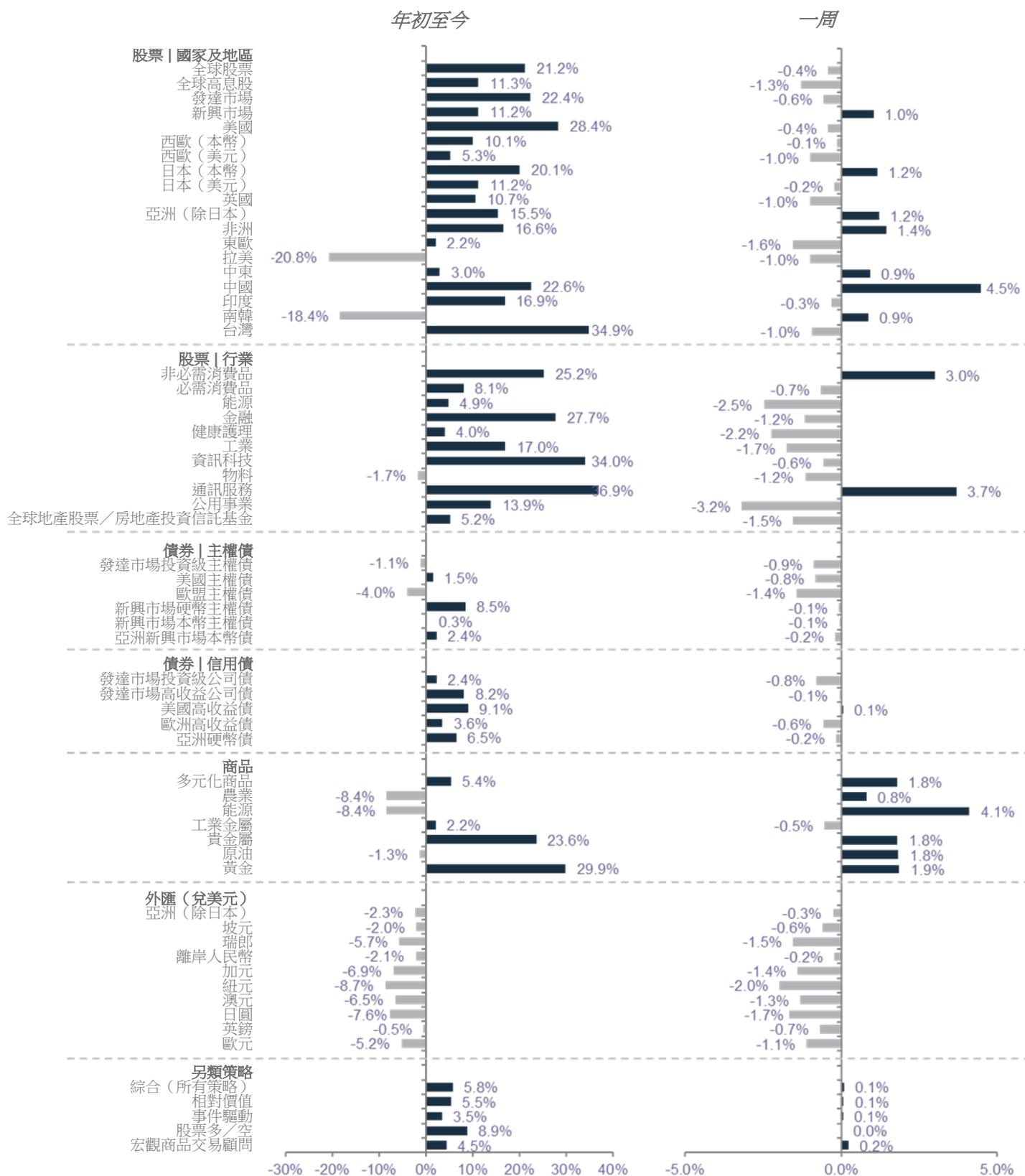
資料來源：渣打

所有數據均為百分比。

1. 由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。\*外匯對沖

圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心持倉

# 市場表現概要\*



資料來源：明晟、摩根大通、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

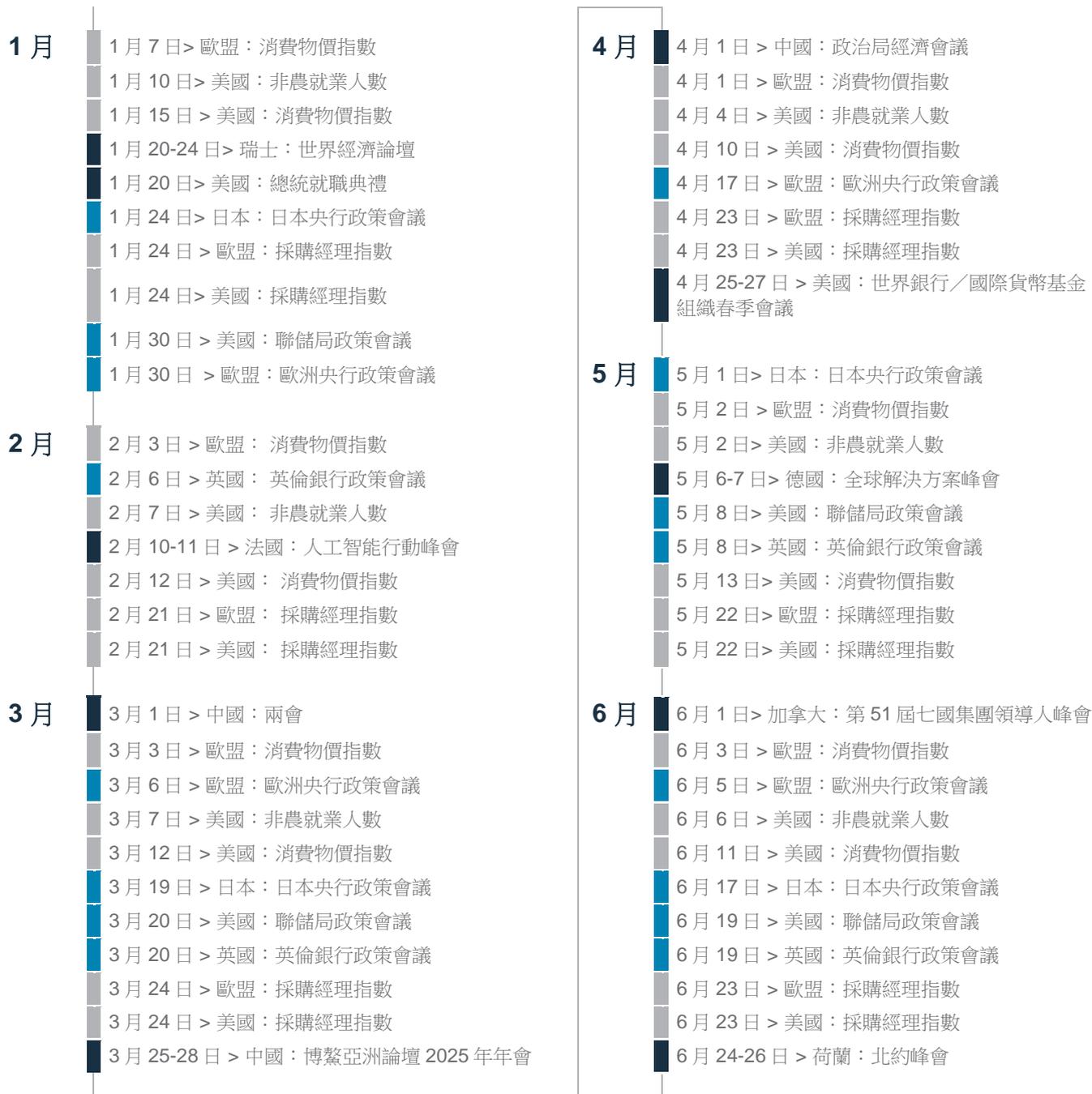
\*除非另有說明，所有表現均以美元計

\*年初至今表現數據由 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 12 月 12 日；一周表現數據由 2024 年 12 月 5 日至 2024 年 12 月 12 日

# 我們的重要預測和關鍵事件

貨幣	美元 (美元 指數)	歐元 (兌美 元)	英鎊 (兌美 元)	美元 (兌日 圓)	澳元 (兌美 元)	紐元 (兌美 元)	美元 (兌加 元)	美元 兌離 岸人 民幣	美元 兌瑞 郎	石油 (紐約 期油， 美元 /桶)	黃金 (美元 /盎司)	聯儲局政 策利率 (上限)	美國 10年期國 債收益率 (%)	歐洲央 行政策 利率
<b>3個月預測</b>	106	1.04	1.28	152	0.64	0.60	1.42	7.35	0.89	70	2,750	4.25% (25年 3月)	4.25-4.50%	2.50% (25年 3月)
<b>12個月預測</b>	105	1.06	1.30	145	0.65	0.57	1.44	7.20	0.89	65	2,900	3.75% (25年 12月)	4.00-4.25%	2.00% (25年 12月)

資料來源：渣打



圖例： ■ 央行政策 | ■ 地緣政治 | ■ 經濟數據

X - 日期待定

2025 年展望

# 未來數十年管理財富的方法 今日、明日和未來

渣打財富精選

## 時間是你最寶貴的商品 – 務必明智地加以善用

時間彌足珍貴。日子看似漫長，但歲月轉瞬即逝，因此請珍惜光陰。無論你是開始投資之旅，還是制訂複雜的中年財富規劃，或是為黃金歲月鞏固資產，今天就投入時間，確保你的「今日、明日和未來」財富策略符合本身利益。

在我們告別 2024 年之際，現在請騰出時間檢視你的投資計劃，未來將帶來豐厚的回報。市場已經反彈。你投資組合目前的資產配置可能已不再處於最佳狀態，無法充分把握未來的機會。請你撫心自問：我是否持有過多現金？我是否已充分配置增長型資產以應對長期目標？我的投資組合多元化嗎？我是否抓住了最佳機會？最重要的是，我的財富是否在為我努力增值，讓我無需勞神費力？

請聯絡渣打在財富精選框架和諮詢方面的專家，為你的投資之旅提供指引。

## 目標

### 今日、明日 和未來

我們幫助你增長和管理財富的方式，始於了解你的需求和目標。我們使用目標導向的方式，深入了解你對自己、家人及他人於「今日、明日和未來」的願景，然後設計投資組合以滿足這些不同的需求。

我們透過「今日、明日和未來」策略，確保你短期（今日）的財富需求得到滿足，同時確保你未來幾十年（明日和未來）的財富需求也得到規劃。

你的「今日、明日和未來」願景是獨一無二的。我們的專家團隊與你密切合作，根據你對「今日、明日和未來」的需求，建立一個多元化、長期的基礎投資組合。此外，我們還加入了機會型投資策略，以把握短期機遇，並提供足夠的保障，以實現你及家人的目標。

### 「今日、明日和未來」策略

#### 為今日作出規劃

需要確保以流動性和收入流向為主。

#### 為明日提供保障

需要一個多元化的投資和保障組合，著重增長，同時確保考慮通脹因素，並減低風險。

#### 建立未來

由於投資期可能長達幾十年，所以更注重長遠回報，也會考慮商業利益、房地產、收藏品或慈善基金。

# 原則

## 經得起 時間考驗

為了確保你的投資決策保持穩健且一直適用，遵守經過時間考驗的原則，這可讓你的「今日、明日和未來」策略取得成功。我們利用五項財富原則來指引和保障你的財富決策。



### 保持規律 – 確保你的情緒穩定並保持謹慎

- 對樂觀和恐懼等情緒的反應，可能導致投資者在情況最差的時候做出糟糕的投資決策
- 制定計劃並堅持下去，有助你顧全大局



### 多元化 – 簡而言之，不要把所有雞蛋都放在一個籃子裡

- 持有各類金融資產以降低風險。在基礎投資組合中，多資產的多元化很重要
- 保證你的投資組合包含一系列相關性較低的資產類別和投資



### 在市場投資的時間 – 較投機更優勝

- 預測市場何時遭拋售很困難，確定退出和重新入市的時機也不容易

- 錯過市場表現最佳的日子可能對你的投資組合產生重大不利影響
- 注重「在市場投資的時間」以及在入市時從長遠出發，可提供更穩定的回報，讓你的財富之旅安枕無憂



### 風險與回報 – 確保風險與回報匹配

- 為實現更高的投資回報，你必須接受投資組合會承受更高的風險水平
- 因此，重要的是理解風險並持續管理風險



### 保障 – 避免因為意外而措手不及

- 儘管你現在覺得自己身體健康，或者認為自己財務穩定，但保障計劃使你有能力渡過經濟不穩定的時期，並減輕不可預見事件對你財富造成的長期影響
- 好的保障計劃不僅保護你現在的財富，並按今天的價值來衡量你未來的收入

## 諮詢流程

### 採用全面方法 管理財富

我們遵循嚴格的流程，務求在構建和管理投資組合時，符合你的需求和目標。

然而，市場在不斷發展，你的需求也在不斷變化。因此，我們鼓勵你定期進行投資組合審查，以確保你的投資組合與今日、明日和未來的目標保持一致。這種積極主動的方法包括根據我們首席投資辦公室的見解進行戰略再平衡。

### 了解更多

掃描下面的二維碼，了解我們更多關於增加、管理和保護財富的方法。



## 五步流程



請聯絡你的客戶經理協助檢視投資組合。

渣打銀行

呈獻

# 投資貼士

來自首席投資辦公室

講者



**Steve Brice**  
全球首席投資總監



每兩周一次系列發布於  
周三

介紹投資貼士 (InvesTips)：來自首席投資辦公室的金融教育播客系列，  
旨在為每個人提供知識和工具，  
讓他們充滿信心地踏上投資之旅。

渣打市場快訊



Apple Podcasts



Spotify

# 註釋

1. 第 7 頁的圖表僅展示均衡風險的資產配置 — 不同風險狀況可能產生顯著不同的資產配置結果。第 7 頁僅作示範與參考之用，並不構成投資建議、要約、推薦或招攬。此等配置並未考慮特定人士或特定類別人士的具體投資目標、需要或風險承受能力，以及並非為任何特定人士或特定類別人士而編製。
2. 或有可轉換證券為複雜的金融工具，並非適合或適宜所有投資者的投資。本文件並非要約出售或邀請買入當中任何證券或任何實益權益。或有可轉換證券不擬售予及不應售予歐洲經濟區 (EEA) 的零售客戶 (各自定義見英國金融市場行為監管局於 2015 年 6 月刊發的 Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules) (「政策聲明」)，並連同 Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015) (「工具」，與政策聲明統稱為永久營銷限制 (Permanent Marketing Restrictions)) 一並閱讀)，但在不會引致違反永久營銷限制的情況下則除外。

## 披露

本文件內容保密，也僅限指定人士閱覽。如果閣下並非本文件的指定收件人，請銷毀全部副本並立即通知發件人。本文件僅供一般參考，受渣打網站的監管披露下相關免責聲明所約束。本文件並非且不構成針對任何證券或其他金融工具訂立任何交易或採納任何對沖、交易或投資策略的研究材料、獨立研究、要約、推薦或招攬行為。本文件僅用作一般評估，並未考慮任何特定人士或特定類別人士的具體投資目標、財務狀況或特定需求等，亦非專為任何特定人士或特定類別人士擬備。閣下不應依賴本文件的任何內容作出任何投資決定。在作出任何投資之前，閣下應該仔細閱讀相關發行文件並徵詢獨立的法律、稅務及監管意見，特別是我們建議閣下務須在承諾購買投資產品之前，考慮本身的具體投資目標、財務狀況或特定需求，就投資產品的適合性徵詢意見。意見、預測和估計僅為渣打發表本文件時的意見、預測和估計，渣打可修改而毋須另行通知。過往表現並非未來績效的指標，渣打銀行並無對未來表現作出任何陳述或保證。投資價值及其收益可升可跌，閣下可能無法收回原始投資的金額。閣下不一定能賺取利潤，可能會蒙受損失。本文件對利率、匯率或價格的未來可能變動或者未來可能發生的事件的任何預測僅為參考意見，並不代表利率、匯率或價格的未來實際變動或未來實際發生的事件 (視屬何情況而定) 的指標。未經渣打集團 (定義如下) 明確的書面同意，本文件不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》(參考編號 ZC18) 在英格蘭以有限責任形式註冊成立，主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲審慎監管局 (Prudential Regulation Authority) 認可，並受金融市場行為監管局 (Financial Conduct Authority) 和審慎監管局規管。渣打銀行的最終母公司渣打集團有限公司 (Standard Chartered PLC) 連同其附屬公司及關聯公司 (包括每間分行或代表辦事處) 組成渣打集團。渣打私人銀行乃渣打轄下私人銀行部門。渣打集團內各法律實體及聯屬公司 (各為「渣打集團實體」) 可根據當地監管要求在全球開展各種私人銀行業務。並非全部產品及服務都由渣打集團內的所有分行、附屬公司及聯屬公司提供。部分渣打集團實體僅擔任渣打私人銀行的代表，不可提供產品和服務或向客戶給予意見。

版權所有©2024, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA (及其附屬公司, 如適用)。除非事先得到 CFRA 的書面許可, 否則不得以任何形式複製 CFRA 提供的內容。CFRA 的內容不是投資建議, 引用或觀察 CFRA SERVICES 提供的證券或投資並不構成購買、出售或持有此等投資或證券或作出任何其他投資決定的建議。CFRA 的內容包含 CFRA 根據其相信可靠的公開信息提出的意見, 此意見可隨時更改, 不另行通知。此分析內容尚未提交給美國證券交易委員會或任何其他監管機構, 也未獲得其批准。雖然 CFRA 在編制此分析內容時以應有的謹慎行事, 但 CFRA、其第三方供應商及所有相關實體明確拒絕並否認所有明示或暗示的保證, 包括但不限於在法律允許的範圍內, 對適銷性或適用於特定目的或使用的保證, 對此信息的準確性、完整性或有用性的保證, 並對依賴此信息進行投資或其他目的的後果不承擔責任。未經 CFRA 事先書面許可, CFRA 提供的任何內容 (包括評級、與信用相關的分析和數據、估值、模型、軟件或其他應用程式或其輸出) 或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式進行修改、反向設計、複製或分發, 或儲存在數據庫或檢索系統內, 不得將此等內容用於任何非法或未經授權的目的。CFRA 和任何第三方供應商及其董事、高級職員、股東、僱員或代理人均不保證此等內容的準確性、完整性、及時性或可用性。在任何情況下, CFRA、其聯屬公司或其第三方供應商均不對訂閱者、訂閱者的客戶或其他人因使用 CFRA 內容所產生的任何直接、間接、特殊或相應損害、成本、費用、法律費用或損失 (包括收益損失或利潤損失和機會成本) 承擔責任。

## 市場濫用法規聲明

渣打集團內各分行、附屬公司及聯屬公司可根據當地監管要求在全球開展銀行業務。意見可能包含直接「買入」、「賣出」、「持有」或其他意見。上述意見的投資期取決於當前市況, 而且沒有限定更新意見的次數。本意見並非獨立於渣打集團本身的交易策略或部署。渣打集團及/或其聯屬公司或其各自人員、董事、員工福利計劃或員工, 包括參與擬備或發行本文件的人士, 可於任何時候, 在適用法律及/或法規許可的範圍內, 買賣本文件提及的任何證券或金融工具, 或在任何該等證券或相關投資中有重大利益。因此, 渣打集團可能且閣下應假設渣打銀行在本文件所提及的一項或多項金融工具中有重大利益。請參閱渣打網站的監管披露部分, 以了解更詳細的披露, 包括過去 12 個月的意見/建議、利益衝突及免責聲明。相關策略師可能擁有本公司/發行人的債務或股票證券的財務權益。未經渣打集團明確的書面同意, 本文件不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。

## 可持續投資

任何使用或提及的 ESG 數據均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。詳情請參閱：1) 晨星網站的可持續投資部分；2) Sustainalytics 網站的 ESG 風險評級部分；3) 明晟網站的 ESG 業務參與篩選研究 (ESG Business Involvement Screening Research) 部分，以及 4) 彭博的綠色、社會及可持續債券指南。ESG 數據以發表當日所提供的數據為基礎，僅供參考，並不保證其完整、及時、準確或適合特定目的，並且可能會有更改。可持續投資：這是指晨星歸類為「可持續投資」的基金。可持續投資基金在其發售章程和監管存檔中已明確表示，它們或將 ESG 因素納入投資流程，或以環境、性別多元化、低碳、可再生能源、水務或社區發展為主題重點。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 風險評級為低/可忽略的公司所發行的股份/股額。就債券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 風險評級為低/可忽略的發行人所發行的債務工具，以及/或那些經彭博核證的綠色、社會、可持續債券。就結構性產品而言，它是指具有可持續金融框架（符合渣打綠色與可持續產品框架）的發行人所發行的產品，其相關資產屬於可持續投資領域的一部分或由渣打可持續金融管治委員會（Sustainable Finance Governance Committee）另行批准。Sustainalytics 所顯示的 ESG 風險評級是真實的，並不是該產品在任何特定分類系統或框架下被分類或銷售為「綠色」、「可持續」或類似產品的指標。

## 國家/市場獨有的披露

**博茨瓦納：**本文件由渣打銀行博茨瓦納有限公司在博茨瓦納分發，並歸屬該單位。該公司是根據《銀行法》第46.04章第6條獲發牌的金融機構，並在博茨瓦納股票交易所上市。**文萊：**本文件由渣打銀行（文萊分行）（註冊編號RFC/61）及 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（註冊編號RC20001003）在文萊分發，並歸屬該等單位。渣打銀行根據《1853年皇家特許令》（參考編號ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立。Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd是向Registry of Companies註冊的有限責任公司（註冊編號RC20001003），獲文萊央行頒發牌照，成為資本市場服務牌照持有人，牌照號碼為BDCB/R/CMU/S3-CL，並獲准透過伊斯蘭窗口（Islamic window）進行伊斯蘭投資業務。**中國內地：**本文件由渣打銀行（中國）有限公司在中國分發，並歸屬該單位。該公司主要受國家金融監督管理總局、國家外匯管理局和中國人民銀行規管。**香港：**在香港，本文件由渣打集團有限公司的附屬公司渣打銀行（香港）有限公司（「渣打香港」）分發，但對期貨合約交易的建議或促成期貨合約交易決定的任何部分除外。渣打香港的註冊地址是香港中環德輔道中4-4A號渣打銀行大廈32樓，受香港金融管理局規管，向證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）註冊，並根據《證券及期貨條例》（第571章）從事第1類（證券交易）、第4類（就證券提供意見）、第6類（就機構融資提供意見）和第9類（提供資產管理）受規管活動（中央編號：AJI614）。本文件的內容未經香港任何監管機構審核，閣下須就本文件所載任何要約謹慎行事。如閣下對本文件的任何內容有疑問，應獲取獨立專業意見。本文件載有的任何產品不可於任何時候、憑藉任何文件在香港提出要約或出售，惟向《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的「專業投資者」提出要約或出售除外。此外，無論在香港或其他地方，本文件均不得為發行之目的發行或管有，同時不得向任何人士出售任何權益，除非該名人士是在香港以外，或屬於《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的「專業投資者」，或該條例准許的其他人士。在香港，渣打私人銀行乃渣打香港轄下私人銀行部門，而渣打香港則是渣打集團有限公司（Standard Chartered PLC）的附屬公司。**迦納：**渣打銀行迦納有限公司（Standard Chartered Bank Ghana Limited）概不負責，亦不會承擔閣下因使用這些文件而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）。過往表現並非未來績效的指標，本行並無對未來表現作出任何陳述或保證。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至feedback.ghana@sc.com。請勿回覆此電郵。閣下如有任何疑問或欲查詢服務事宜，請致電0302610750聯絡我們的優先理財中心。閣下切勿把任何機密及/或重要資料電郵至渣打，渣打不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。對於閣下因決定使用電郵與本行溝通而蒙受的任何損失或損害，渣打概不承擔任何責任。**印度：**渣打以互惠基金分銷商及任何其他第三方的金融產品推薦人的身份在印度分發本文件。渣打不會提供《印度證券交易委員會2013年（投資顧問）規則》或其他規則所界定的任何「投資建議」。渣打提供相關證券業務的服務/產品並非針對任何人士，即法律禁止未通過註冊要求而在該司法管轄區招攬證券業務及/或禁止使用本文件所載任何資料的任何司法管轄區的居民。**印尼：**本文件由渣打銀行（印尼分行）在印尼分發。該公司是獲Otoritas Jasa Keuangan（Financial Service Authority）發牌、登記及規管的金融機構。**澤西島：**在澤西島，渣打私人銀行是渣打銀行澤西島分行的註冊商業名稱。渣打銀行澤西島分行受澤西島金融服務監察委員會（Jersey Financial Services Commission）規管。渣打銀行的最新經審核賬目可於其澤西島主要營業地點索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打銀行根據《1853年皇家特許令》（參考編號ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局規管。渣打銀行澤西島分行亦是獲南非共和國金融業行為監管局（Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa）發牌的認可金融服務提供者，牌照號碼為44946。澤西島並非英國本土一部分，與渣打銀行澤西島分行及英國境外其他渣打集團實體進行的所有業務均不受英國法律下提供的部分或任何投資者保障及補償計劃的保障。**肯尼亞：**本文件由渣打銀行肯尼亞有限公司在肯尼亞分發，並歸屬該單位。投資產品和服務由渣打投資服務有限公司分發。渣打投資服務有限公司是肯尼亞資本市場管理局發牌作為基金管理人的渣打銀行肯尼亞有限公司的全資附屬公司。渣打銀行肯尼亞有限公司由肯尼亞中央銀行（Central Bank of Kenya）規管。**馬來西亞：**本文件由馬來西亞渣打銀行（Standard Chartered Bank Malaysia Berhad或簡稱SCBMB）在馬來西亞分發。馬來西亞的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡SCBMB。本文件未經馬來西亞證券事務監察委員會（Securities Commission Malaysia）審核。馬來西亞證券事務監察委員會對產品的登記、註冊、提交或批准，並不構成或表示對該產品、服務或促銷活動的推薦或認可。投資產品並非存款，也不是SCBMB或任何聯屬公司或附屬公司、馬來西亞存款保險機構（Perbadanan Insurans Deposit Malaysia）、

任何政府或保險機構的責任，不受其擔保和保護。投資產品存在投資風險，包括可能損失投資本金。SCBMB明確表示，對於因市場狀況導致投資產品的財務損失而直接或間接產生的任何損失（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）不會承擔任何責任。**尼日利亞**：本文件由渣打銀行尼日利亞有限公司（渣打尼日利亞）分發，此乃獲尼日利亞央行妥為發牌及規管的銀行。渣打尼日利亞對閣下因使用這些文件而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）概不負責。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至 [clientcare.ng@sc.com](mailto:clientcare.ng@sc.com) 要求從我們的電郵發送名單中移除。請勿回覆此電郵。閣下如有任何疑問或欲查詢服務事宜，請致電 02 012772514 聯絡我們的優先理財中心。對於閣下因決定將任何機密及／或重要資料電郵至渣打而蒙受的任何損失或損害，渣打概不承擔任何責任，因渣打不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。**巴基斯坦**：本文件由渣打銀行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分發，並歸屬於該單位，此公司的註冊地址為 PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，為依據《1962年銀行公司法》向巴基斯坦國家銀行註冊的銀行公司，同時還獲巴基斯坦證券交易委員會發牌為證券顧問。渣打銀行（巴基斯坦）有限公司擔任互惠基金的分銷商及其他第三方金融產品的推薦人。**新加坡**：本文件由渣打銀行（新加坡）有限公司（註冊編號 201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分發，並歸屬於該單位。新加坡的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡渣打銀行（新加坡）有限公司。渣打銀行（新加坡）有限公司是渣打銀行的間接全資附屬公司，根據 1970 年《新加坡銀行法》獲發牌在新加坡經營銀行業務。渣打私人銀行是渣打銀行（新加坡）有限公司的私人銀行部門。有關本文件提及的任何證券或以證券為基礎的衍生工具合約，本文件與本發行人文件應被視為資料備忘錄（定義見 2001 年《證券及期貨法》第 275 條）。本文件旨在分發給《證券及期貨法》第 4A(1)(a) 條所界定的認可投資者，或購買該等證券或以證券為基礎的衍生工具合約的條件是只能以不低於 200,000 新加坡元（或等值外幣）支付每宗交易。此外，就提及的任何證券或以證券為基礎的衍生工具合約而言，本文件及發行人文件未曾根據《證券及期貨法》於新加坡金融管理局註冊為發售章程。因此，本文件及關於產品的要約或出售、認購或購買邀請的任何其他文件或材料均不得直接或間接傳閱或分發，產品亦不得直接或間接向其他人士要約或出售，或成為認購或購買邀請的對象，惟不包括根據《證券及期貨法》第 275(1) 條的相關人士，或(ii)根據《證券及期貨法》第 275(1A) 條並符合《證券及期貨法》第 275 條指明條件的任何人士，或根據《證券及期貨法》的任何其他適用條文及符合當中指明條件的其他人士。就本文件所述的任何集體投資計劃而言，本文件僅供一般參考，並非要約文件或發售章程（定義見《證券及期貨法》）。本文件不是亦不擬是(i)要約或購買或出售任何資本市場產品的招攬要約；或(ii)任何資本市場產品的要約廣告或擬作出的要約。**存款保險計劃**：非銀行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保險公司投保，依據法律每位計劃成員每位存款人的投保金額上限為 100,000 新加坡元。外幣存款、雙貨幣投資、結構性存款及其他投資產品均不予投保。此廣告未經新加坡金融管理局審核。**台灣**：渣打集團實體或台灣渣打國際商業銀行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此文件之作者可能已經與渣打或台灣渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此文件所涉及的資訊，作者及上述渣打或台灣渣打國際商業銀行的員工可能已經針對涉及資訊採行相關動作（包括針對此文件所提及的資訊與渣打或台灣渣打國際商業銀行之客戶作溝通）。此文件所載的意見可能會改變，或者與渣打或台灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打或台灣渣打國際商業銀行不會就上述意見的任何改變或不同發出任何通知。此文件可能涵蓋渣打或台灣渣打國際商業銀行欲尋求多次業務往來的公司，以及金融工具發行商。因此，投資者應了解此文件資訊可能會因渣打或台灣渣打國際商業銀行的利益衝突而反映特定目的。渣打或台灣渣打國際商業銀行與其員工（包括已經與作者商討過的有關員工）或客戶可能對此文件所提及的產品或相關金融工具、或相關衍生工具金融商品有利益關係，亦可能透過不同的價格、不同的市場條件獲得部分投資部位，亦有可能與其利益不同或是相反。潛在影響包括交易、投資、以代理機構行事等造市者相關活動，或就此文件提及的任何產品從事金融或顧問服務。**阿聯酋**：杜拜國際金融中心—渣打銀行根據《1853年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局規管。渣打銀行杜拜國際金融中心分行為渣打銀行的分支機構，辦事處位於杜拜國際金融中心（地址為 Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受杜拜金融服務管理局（Dubai Financial Services Authority）規管。本文件僅供杜拜金融服務管理局規則手冊（DFSA Rulebook）所界定的專業客戶使用，並不以該手冊所界定的零售客戶為對象。在杜拜國際金融中心，我們獲授權僅可向符合專業客戶及市場對手方資格的客戶而非零售客戶提供金融服務。閣下身為專業客戶，不會獲得零售客戶享有的較高程度的保障及補償權利。如果閣下行使歸類為零售客戶的權利，我們將未能向閣下提供金融服務與產品，原因是我們沒有持有從事這些活動所需的牌照。就伊斯蘭交易而言，我們在本行的 Shariah Supervisory Committee 的監督下行事。本行的 Shariah Supervisory Committee 的相關資料現已載於渣打銀行網站的伊斯蘭理財部分。就阿聯酋居民而言，依據阿聯酋證券與商品局 2008 年第 48/r 號關於金融諮詢與金融分析決議所述的涵義範圍，渣打銀行阿聯酋分行沒有在阿聯酋或向阿聯酋提供金融分析或諮詢服務。**烏干達**：我們的投資產品與服務由獲資本市場管理局發牌為投資顧問的渣打銀行烏干達有限公司分發。**英國**：在英國，渣打銀行獲審慎監管局認可，並受金融市場行為監管局和審慎監管局規管。此文件已獲得渣打銀行批准，僅適用於根據英國《2000年金融服務及市場法令》（經 2010 年和 2012 年修訂）第 21 (2) (b) 條的規定。渣打銀行（以渣打私人銀行之名營業）也根據南非的《2002年金融顧問及中介機構服務法》獲認可為金融服務提供者（牌照號碼 45747）。這些材料並未按照旨在促進投資研究獨立性的英國法律要求擬備，且在發布投資研究前不受任何禁止交易的約束。**越南**：本文件由渣打銀行（越南）有限公司在越南分發，並歸屬於該單位。此公司主要受越南國家銀行規管。越南的收件人如對本文件的內容有任何疑問，應聯絡渣打銀行（越南）有限公司。**贊比亞**：本文件由渣打銀行贊比亞有限公司分發，該公司在贊比亞註冊成立，並根據贊比亞法律《銀行與金融服務法》第 387 章向贊比亞銀行註冊為商業銀行及獲頒發牌照。