



standard
chartered

財富方案全球首席投資總監辦公室
2025年5月23日

2025年6月 全球市場展望

關稅緩和乘勢而上

我們上調全球股票至超配。美國貿易政策風險緩和，市場技術指標亦有所改善。更多貿易協議的達成，以及經濟活動數據與公司盈利的相對韌性，是維持這股漲勢的關鍵因素。

上調美國股票至小幅超配。市場過度拋售美國資產。然而，我們將繼續分散投資於各主要地區。亞洲（除日本）股市中超配中國股票，因為當局推出刺激政策及美元走軟。

下調黃金至核心持倉，我們預計未來將有一段時間會出現整固。優質債券在現今收益率高企的情況下仍然吸引。



在貿易休戰帶來的反彈後，
下一步會如何？

有哪些關鍵的宏觀情境需要
考慮？

量化模型仍然看漲股票嗎？

重要披露載於披露附錄。

目錄

01

策略

投資策略：關稅緩和乘勢而上	03
基礎資產配置模型	05
基礎：戰術性資產配置觀點	06
對客戶最關心問題的看法	07

02

宏觀概況一瞥

我們的宏觀經濟展望和關鍵問題	09
----------------	----

03

資產類別

債券	10
股票	11
股票機會型投資觀點	12
外匯	13
黃金和原油	14

04

額外觀點

量化觀點：短期及長期略微看漲股票	15
------------------	----

05

表現回顧

基礎：資產配置概要	17
基礎+：資產配置概要	18
市場表現概要	19
我們的重要預測和關鍵事件	20
未來數十年管理財富的方法：今日、明日和未來	21
註釋	24

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 個月基礎投資超配觀點：

- 股票
- 美國股票

機會型投資觀點－股票

- 美國軟件、通訊、主要銀行、半導體股
- 中國非金融國企高息股和恒生科技指數
- 歐洲銀行、工業股

機會型投資觀點－債券

- 美國機構按揭抵押證券
- 英國國債（未對沖外匯風險）
- 美國 20 年期以上政府債券
- 美國國庫抗通脹債券

關稅緩和乘勢而上

- **我們上調全球股票至超配。**美國貿易政策風險緩和，市場技術指標亦有所改善。更多貿易協議的達成，以及經濟活動數據與公司盈利的相對韌性，是維持這股漲勢的關鍵因素。
- **上調美國股票至小幅超配。**市場已經過度拋售美國資產。然而，我們將繼續分散投資於各主要地區。亞洲（除日本）市中超配中國股票，因為當局推出刺激政策及美元走軟。
- **下調黃金至核心持倉，**我們預計未來將有一段時間的整固。優質債券在現今收益率高企的情況下仍然吸引。

形勢乍雨乍晴

美國的貿易政策在過去兩個月經歷了三次重大改變。「解放日」（4月2日）公布的關稅高於預期。隨後，特朗普於4月9日暫停大部分關稅90天，以聚焦於貿易會談。最近，美國宣布與英國達成「協議」的大綱，並開啟中美貿易會談。市場也隨之反覆波動，標普500指數一度由從高位下跌約20%，隨後收復了大部分損失，年初至今轉為正回報。

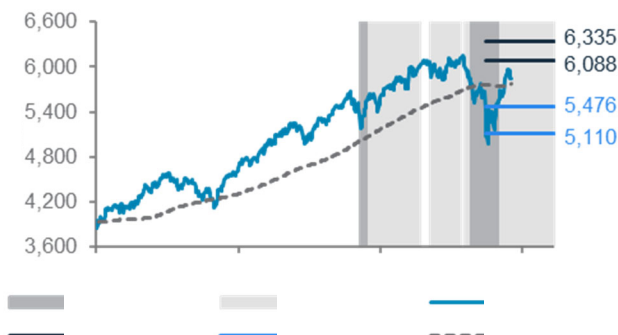
當前最重要的問題是，股票反彈長期會否持續，或者股市會否在短期內再度回落。為了回答這個問題，我們聚焦於即將發生的兩個關鍵事件風險。

首先是貿易政策。**我們預計將有更多貿易協議達成，進一步支持這股漲勢**，尤其是在90天關稅暫停期於7月初結束之前。其次是經濟數據。儘管最近的軟性情緒調查數據表現疲弱，**但我們預計硬數據**（即實際經濟活動）的相對韌性，亦支持股市升勢。特朗普放寬管制議程的進展也有正面作用。

在此基本情況下，我們仍然預計美國經濟將實現溫和軟著陸，增長將放緩至趨勢水平以下。然而，硬著陸仍然是風險。最近美國主權評級下調凸顯了市場對美國財政赤字的持續擔憂，極端情況下債券市場或出現重大影響。

圖.1 股市短期前景樂觀，但 90 天關稅暫停期過後仍存在不確定性

我們的短期標普 500 指數技術模型



資料來源：彭博、渣打；*基於我們的技術模型

目前超配股票

考慮到各種風險，質疑我們為何將股票重新調高至超配是合理的問題。

短期前景大幅改善，促使我們對全球股市採取更正面看法。我們的短期（1-3 個月）技術模型已轉為看漲美國和中國股市。這意味著標普 500 指數將測試或突破先前的歷史高位。我們的長期股債模型也轉為輕微看漲全球股市，但這也是受到技術（而非基本因素）因素所驅動。從現在到 7 月初（美國 90 天關稅暫停期結束時）這段相當長的時間內，為股市的進一步上漲創造了空間，尤其是如果達成更多的貿易協議，而且特朗普能夠實施其放寬管制和稅務議程的情況。

就地區而言，我們略為偏好美國股票。首季業績表現強勁，而且鑑於盈利穩健，「賣出美國資產」交易在某種程度上可以說是反應過度了。

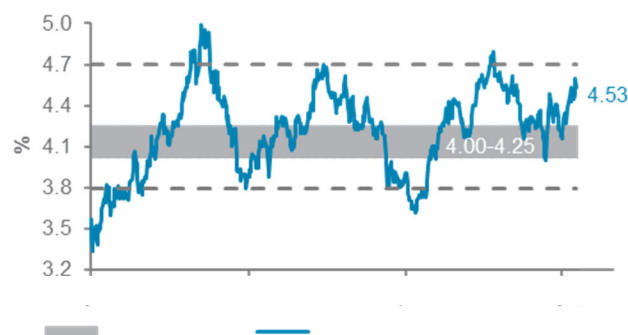
儘管如此，我們仍然強調在不同地區適度分散配置的重要性。在亞洲（除日本），我們超配中國股票，因為內地刺激措施的額外支持。我們保留印度股票作為核心持倉，因為美印可能達成貿易協議、盈利增長強勁及外資流入。這兩個市場均應受惠於美元疲弱。

黃金短期將整固

我們調低黃金為核心持倉，預計未來 1-3 個月金價將接近每盎司 3,100 美元。金價在今年飆升後，我們預計會有一段整固期，然後才會迎來下一輪升勢。這是自 2022 年以來多次出現的走勢，顯示主要買家在當前環境下對價格有一定程度的敏感。在 6-12 個月的較長期間內，隨著主要央行恢復買入，我們預計黃金將重新邁向每盎司 3,500 美元。

圖.2 美國國債收益率接近它們近期區間頂部，頗具吸引力

美國 10 年期國債收益率和我們的預期區間



資料來源：彭博、渣打

增持優質債券

在風險偏好反彈和穆迪調低美國信用評級後，美國國債收益率反彈。

我們視債券為核心持倉，以目前的收益率部署優質債券是吸引的。除非出現意外的通脹衝擊，否則美國 10 年期國債收益率預計將(i)在我們的基本軟著陸情境下，降至 4.00-4.25%的區間，以及(ii)在硬著陸情境下，降至 4%以下。市場對美國財政赤字的擔憂，導致收益率飆升是一個關鍵風險，這一點也在美國信用評級下調中凸顯了出來。然而，過去幾個世紀對主權信用壓力的研究顯示，債務失衡或可以持續很長時間。這說明了在沒有明確誘因觸發的情況下，將此視作較為罕見的極端風險更為合理。

我們現在認為較長期債券具備吸引力，或受惠於預期收益率下跌。

美元 – 先升後跌

我們預計美元指數（DXY）將在未來 1-3 個月內反彈，然後在 6-12 個月內走弱。

短期內，對美國資產需求的回升和先前看跌倉位的平倉，應該會為美元提供支持。這應該會減少對避險貨幣的需求，尤其是借貸成本低的貨幣。然而，我們預計美元反彈是暫時的。隨著資金逐步轉出美國資產，加上美元估值偏高，可能導致美元較長期內輕微走弱。

機會型觀點

在股票方面，我們把握機會轉為看漲在美國上市的半導體類股，我們預計這將受惠於美國周期性行業的持續漲勢。在債券方面，我們亦把握機會轉為看漲 (i) 20 年期以上美國國債；以及 (ii) 英國政府債（未對沖外匯風險）。

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. 3 風險狀況屬均衡的基礎資產配置

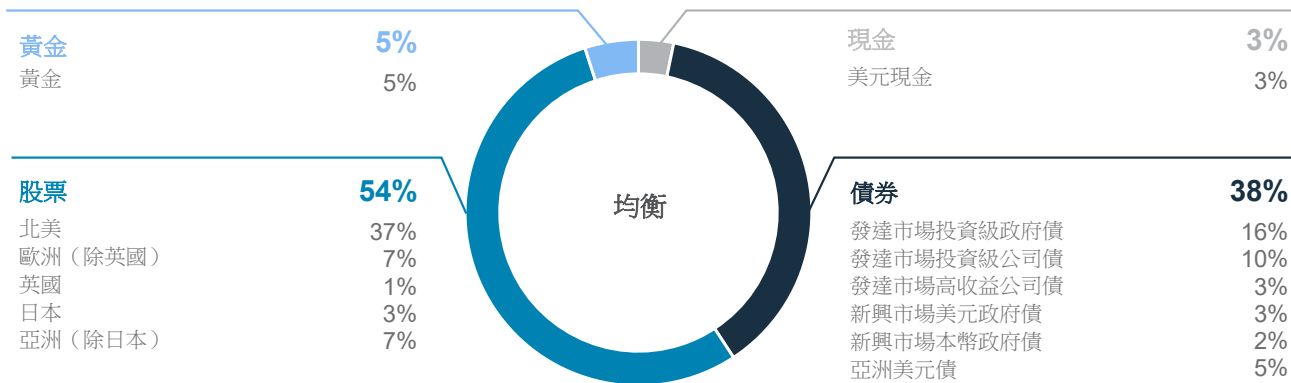


圖. 4 風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

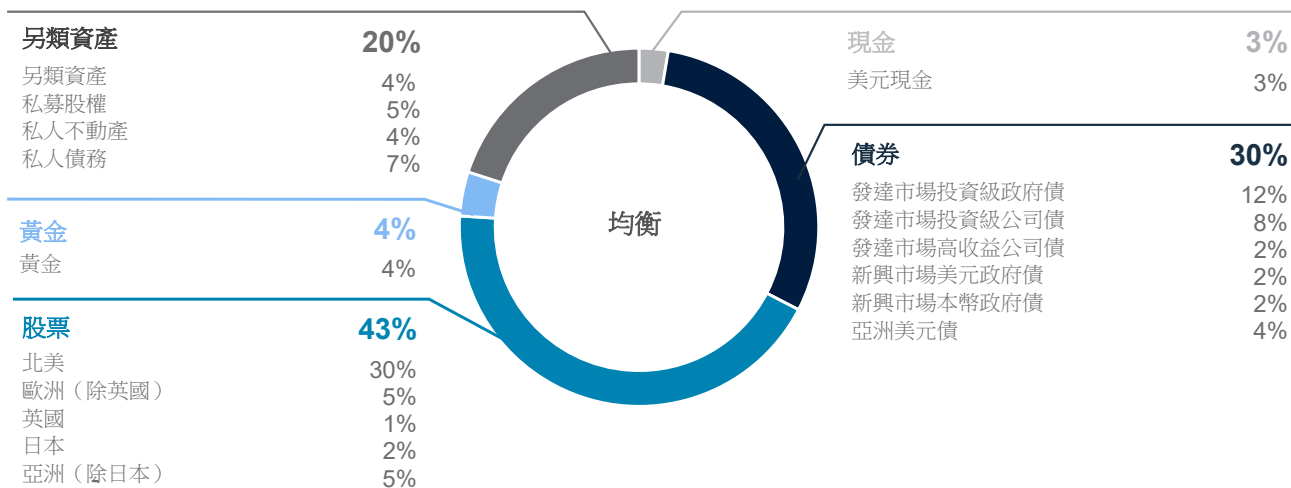
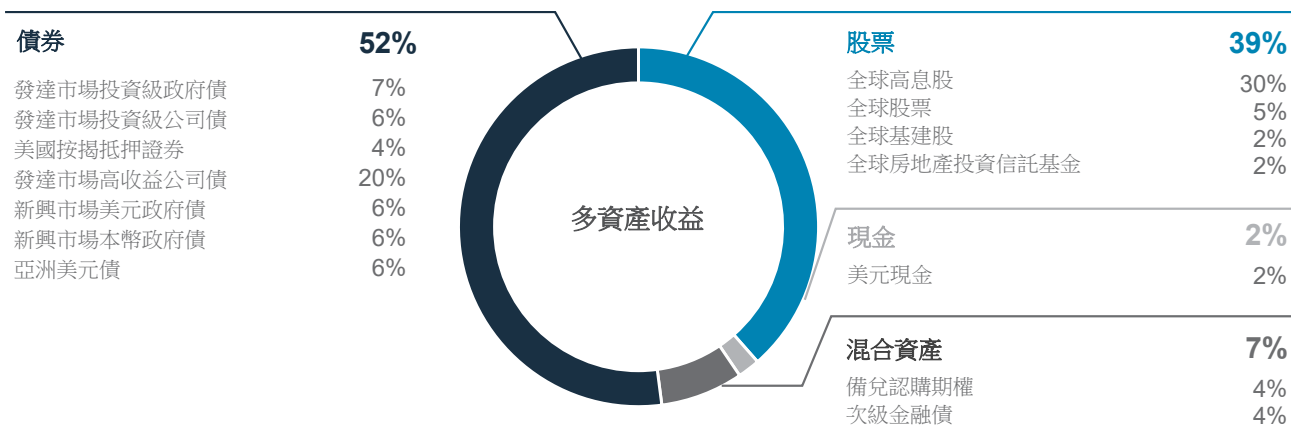


圖. 5 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

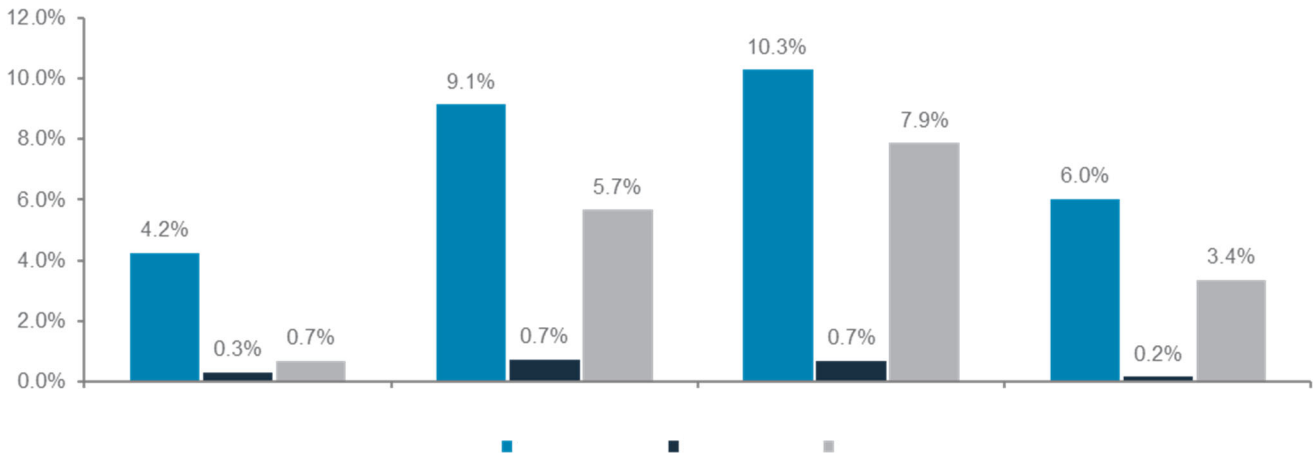
基礎：戰術性資產配置觀點

美元現金	▼	+ 短期安全 - 收益率下降、可能表現遜於主要資產類別
債券	◆	
發達市場投資級政府債	◆	+ 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，受惠於美元疲弱 - 美國貿易政策風險
亞洲美元債	◆	+ 收益率適中、波動性低 - 對中國經濟增長敏感
股票	▲	
北美	▲	+ 盈利增長、人工智能上升趨勢 - 估值、美國貿易政策不確定性
歐洲（除英國）	◆	+ 低廉估值、德國財政支出 - 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、美國貿易政策
亞洲（除日本）	◆	+ 盈利、印度增長、中國政策支持 - 中國增長憂慮、美國貿易政策
黃金	◆	+ 投資組合對沖、央行需求、實際收益率下降 - 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. 6 我們基礎配置的表现*



資料來源：彭博、渣打；*12 個月表現數據由 2024 年 5 月 22 日至 2025 年 5 月 22 日、3 個月表現數據由 2025 年 2 月 22 日至 2025 年 5 月 22 日、1 個月表現數據由 2025 年 4 月 22 日至 2025 年 5 月 22 日

有關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

在貿易休戰帶來的反彈後，接下來會如何？

- 中美貿易休戰支持對風險資產持積極看法
- 然而，不確定性依然存在 —— 我們概述了三種關鍵情境
- 多元化對於應對未來的不確定性仍然至關重要

最近幾周，市場環境出現了顯著變化。曾經影響市場情緒的貿易緊張局勢已大幅緩和，為美國股票的強勁反彈鋪路。美國政府展現了務實精神，顯然希望避免經濟自我傷害。加上強勁的宏觀數據和穩健的公司盈利，這些發展縮小了風險資產可能出現的結果範圍，降低了股票大幅下跌的可能性。

中美貿易休戰降低了美國經濟硬著陸的風險，並支持對風險資產採取更積極的立場。然而，未來的道路將會崎嶇不平，投資者需謹慎行事。「硬」經濟數據與「軟」經濟數據之間出現了分化 —— 硬經濟數據仍然展現韌性，而軟性調查數據則表現疲弱，這增加了硬數據最終可能走弱的風險。風險資產已經消化了近期大部分的樂觀情緒，隨著美國股市估值再次走高，進一步上漲將取決於貿易談判是否取得實質進展以及特朗普提出的「重大而美麗的減稅法案」。我們預計該法案將成為未來幾個月市場討論的焦點。

規劃未來之路

為了協助投資者應對未來的不確定性，我們概述了在貿易和財政政策發展方面可能帶來的三種情境。我們的核心情境是，美國最終將能夠實現軟著陸，但在這個過程中必然會經歷巨大的波動和挑戰。貿易談判仍處於初步階段，而預算法案則增加了延遲及政策不確定性的風險。

圖. 7 我們的核心情境是經濟軟著陸，但這種情境仍存在重大風險

潛在的宏觀情境及我們為這些情境設定的機率（以%計）

	 硬著陸（25%）	 軟著陸（50%）	 不著陸（25%）
 貿易	貿易談判破裂，重新徵收對等關稅，中美緊張局勢升溫	貿易談判進展緩慢，導致基準關稅達到 10%，且各行業關稅有所提高；中國關稅仍高於其他所有地區	達成貿易協議，進一步下調關稅，但保留部分基準關稅
 財政	財政法案的通過嚴重延誤	適度的淨財政刺激	2017 年減稅措施永久生效，公司稅率降低，資金來自削減支出，但債券收益率仍然可控
 增長	經濟增長急劇放緩，2025 年下半年可能出現經濟衰退	經濟增長放緩，但成功避過衰退	減稅及放寬監管措施，推動美國經濟恢復增長趨勢
 通脹	由關稅引發的通脹持續上升，滯脹風險加劇	通脹短暫升溫，隨後因需求放緩而出現通脹放緩	隨著關稅相關的供應壓力減退，通脹預期趨於穩定
 聯儲局政策	通脹升溫，聯儲局在今年餘下時間內維持利率不變	隨著就業市場放緩及通脹再次回落，聯儲局在下半年減息	前景改善令聯儲局重拾信心，在採取行動的壓力不大下，維持政策利率不變

資料來源：渣打



圖. 8 美國「硬」數據一直穩健，但「軟」數據走弱則顯示其潛在的脆弱性

美國「軟數據」與「硬數據」



「硬」數據是指事實、可量化的數據，例如國內生產總值和失業率。「軟」數據反映了透過調查收集的市場情緒和預期。硬數據：勞動力、生產、家庭和住房數據的12個月滾動z分數。軟數據：各種消費者信心指數，以及製造業和服務業採購經理指數的12個月滾動z分數。資料來源：彭博、渣打

軟著陸：我們的核心情境

在這種情境下，特朗普在政治上陷入困境，政策僵局阻礙了他的議程進展，導致了長期的不確定性。然而，貿易談判確實取得了成果，而縮減版的稅改法案最終也在國會獲得通過。至關重要的是，美國經濟增長放緩，但由於聯儲局從下半年開始減息，故避免了衰退。市場波動可能在短期內持續，尤其是在特朗普暫停徵收對等關稅的90天期限與擬議的稅改法案的關鍵期限於7月份匯合的情況下。但保持耐性的投資者將獲得回報，因為強勁的盈利支持標普500指數上漲。我們對標普500指數的12個月目標價為6,520點，比目前水平高12%。

硬著陸：看好短期債券和黃金

這種情境對美國經濟增長及風險資產來說是最不利的。標普500指數重新回到年初至今的低位，隨後因硬經濟數據惡化進一步下跌至4,500點左右。美國10年期國債收益率跌破4%，

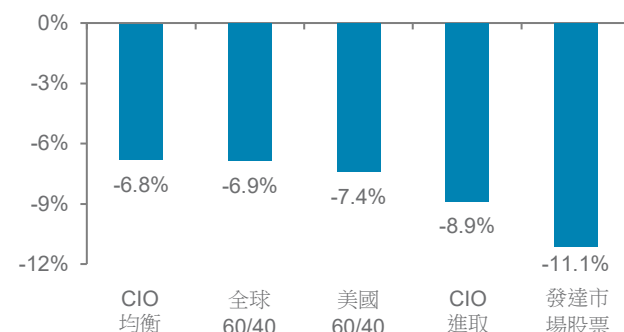
即使聯儲局減息，但通脹升溫及期限溢價限制了下行空間。短期國債、避險貨幣和黃金成為僅有的避險資產。

不著陸：美國股票及高風險債券表現出色

美國股票及高風險債券表現出色，令「賣出美國資產」的論調告一段落。標普500指數在12個月內上漲至7,000點，較目前水平上漲20%。外國對美國國債的需求回升，但由於市場風險情緒改善、聯儲局行動壓力有限，以及持續的赤字憂慮，10年期國債收益率維持在4.5-5.0%的區間內。

圖. 9 我們的策略在近期市場波動中表現良好

各類策略在4月的最大跌幅



資料來源：彭博、渣打

多元化對於應對不確定性仍然至關重要

複雜的前景下需保持適度樂觀。在這種微妙的背景下，多元化投資仍然至關重要。雖然標普500指數今年勉強維持漲幅，但歐洲股票和中國科技行業等其他地區和行業的表現更佳。與傳統的60/40投資組合及全球股票相比，我們採取的策略跌幅也更少。這強調了多元化的價值——不僅跨資產類別，而且跨地域和策略。

圖. 10 我們的核心軟著陸情境意味著股票表現優於債券；美元疲弱可能利好新興市場資產

潛在的市場情境

	硬著陸	軟著陸	不著陸
股票	風險承受能力疲弱，導致美國及全球其他地區股票大幅下跌	美國股市波動加劇，但積極的盈利增長支持美國及全球其他地區的股票走高	美國和全球其他地區的股票相對債券表現強勁。全球其他地區的股票估值較低
固定收益	聯儲局減息，導致短期國債收益率下降，但通脹升溫和期限溢價限制了長期債券收益率的下行空間。信貸息差擴大	債券收益率窄幅波動，因為赤字憂慮和貿易談判陷入僵局導致「賣出美國資產」的說法引起間歇性波動	期限溢價和赤字擔憂帶來的阻力有所緩和，但由於聯儲局貨幣政策立場保持中性，收益率仍維持高企。信貸息差依然緊縮
黃金	受避險需求推動而大幅上漲	表現波動，但由於政治不確定性持續存在及聯儲局可能減息，基準價格仍然偏高	風險情緒改善導致價格下跌
看好資產	短期國債、黃金和避險貨幣（日圓、歐元、瑞郎）	股票、新興市場資產、黃金	美國股票、發達市場高收益債

資料來源：渣打

宏觀概況 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高級投資策略師



我們的觀點

核心情境（軟著陸，50%機率）：中美貿易休戰降低了美國經濟硬著陸的可能性。儘管仍然高企的關稅將導致經濟增長放緩並推高通脹，但**關注焦點將轉向貿易協議、減稅和放寬管制**。我們預計，由此帶來的消費者和企業信心改善，將有助於美國避免陷入衰退。隨著就業市場有所降溫，我們預計從下半年開始，聯儲局未來 12 個月將減息 75 個基點。與此同時，**中國和歐洲（尤其是德國）的財政和貨幣寬鬆政策，應會拓寬美國以外的增長。**

下行風險（硬著陸，25%機率）：由於貿易緊張局勢再度升溫，美國消費者和企業信心低迷，可能損害實際經濟活動數據。即使聯儲局加快減息，美國仍可能經歷一場溫和的經濟衰退，進而拖累全球增長。由於未有資金支持的減稅措施及美元遭拋售，導致美國債券收益率飆升，是軟著陸觀點的另一項風險。

上行風險（不著陸，25%機率）：美國政府削減支出、減稅及放寬管制，可能會重振私營部門的「動物本能」。與此同時，美國可利用關稅壓力來促成貿易協議，並與中國達成「大交易」，提振中國國內消費和對歐洲的投資。這可能促使全球經濟步伐更加平衡。

關鍵圖表



中美關稅暫時休戰緩和了全球貿易的不確定性。然而，投資者的關注焦點將轉向即將公布的「硬」數據，以確定美國政策是否已經進一步損害已經疲弱的勞動力市場

隨著全球貿易不確定性減弱，關注焦點轉向美國的「硬」數據

中美貿易政策不確定性指數*；美國失業率和職位空缺率



資料來源：彭博、渣打；*彭博經濟指數

值得關注的宏觀因素

美國貿易協議、減稅和放寬管制：中美貿易休戰和英美的初步貿易協議，為美國與重要貿易夥伴的談判奠定了基調。英國的協議顯示，10%的基準關稅將適用於所有美國進口的產品，這將在一定程度上為擬議中的減稅措施提供資金來源。中國將面臨比基準更高的關稅，但不會像最初擔心的那樣高達 50-60%。鋼鐵、鋁、汽車和半導體等策略性行業將面臨限制性（高於基準的）關稅。

根據耶魯預算實驗室（Yale Budget Lab）的數據，即使在中美關稅暫時回落且可能出現消費轉變之後，美國平均關稅稅率仍將達到 16.4%，為 1937 年以來最高。據估計，這將在短期內使美國經濟增長率下降 0.7%，並使通脹率上升 1.7%。因此，美國政府迫切需要在未來數月公布減稅和放寬管制。由於來自債券市場的壓力，我們預計這次減稅將帶來溫和的淨財政刺激的效果。就業市場走弱將促使聯儲局在下半年開始減息。

德國財政刺激、貿易緩和將限制歐洲央行減息：歐洲經濟的復甦主要取決於德國新政府能多快實施為期 12 年的 5,000 億歐元基建支出計劃（相當於每年國內生產總值的 1%），以及議會最近批准的預算以外的國防支出。歐元區採購經理指數數據顯示，服務業（佔經濟的 70%）在 5 月有所放緩。然而，德國的財政支出計劃和美國貿易協議可能降低歐洲央行減息的可能性。我們預計歐洲央行在 6 月份將再次下調存款利率 25 個基點，然後會暫停減息一段長時間。

中美貿易談判、刺激計劃：中美貿易暫時休戰可以說已經消除了全面爆發貿易戰的最壞情境。這也強調了所謂的「特朗普看跌期權」依然有效，即美國貿易政策可能受到市場約束。然而，中國繼續面臨通縮壓力，而仍然高企的美國關稅可能繼續拖累經濟增長和物價。因此，我們預計中國政府將持續放寬貨幣和財政政策，包括進一步下調銀行存款利率，幫助實現今年約 5% 的經濟增長目標。

債券——瞥

林奕輝
高級投資策略師

香鎮偉
高級投資策略師



我們的觀點

基礎投資觀點：我們將債券下調至核心持倉，但仍然認為當前收益率水平提供一個吸引的入場點。對通脹和美國財政赤字的憂慮推高了收益率，但我們預計收益率在軟著陸和硬著陸的情境下最終都會下降。關稅導致通脹預期意外飆升是一項關鍵風險。

新的機會型投資觀點：轉為看漲 20 年期以上的美國國債。我們認為，最近 20 年期以上美國債券收益率升至近期交易區間的上端，使其變得吸引。通脹預期飆升是一項風險。

新的機會型投資觀點：轉為看漲英國國債【金邊債券】（未對沖外匯風險）。我們看好其名義收益率高於其他發達市場政府債，並認為英倫銀行比其他央行更具減息的優勢。風險包括高於預期的通脹、工資增長和英鎊大幅走弱。

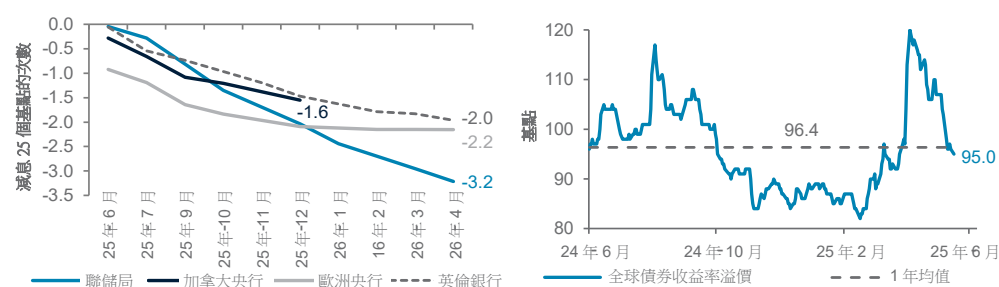
現時機會型投資觀點：看漲美國機構按揭抵押證券；看漲美國國庫抗通脹債券。

關鍵圖表



發達市場央行 2025 年下半年進一步減息，應能支持債券的回報。然而，公司債收益率溢價已再次收窄至一年平均低位。

圖. 11 主要發達市場央行仍持鴿派態度；全球債券收益率溢價已部分扭轉 3 月至 4 月的擴大情況
貨幣市場減息預期；全球債券收益率溢價



資料來源：彭博、渣打

我們繼續視全球債券為核心持倉。在我們的基礎軟著陸情境下，我們預計收益率從當前水平下降，將會支持債券回報，幫助它們跑贏現金，因為現金在央行減息時無法提供防禦作用。優質債也應提供多元化益處（在通脹較低或下降的情況下），特別是在硬著陸的風險情境下。

當前名義債券收益率在近期區間的上端附近，使其風險／回報狀況吸引，特別是優質債券。展望未來，我們預計投資者將逐步從財政失衡的擔憂，轉向整體經濟增長結果的關注。優質債券能夠對沖當前的不確定性。我們所持觀點的風險包括減息預期下降，以及美國赤字大幅增加。

儘管如此，雖然公司債／新興市場債的名義收益率也在上升，但信貸息差（相對政府債收益率的溢價）在降至一年平均水平後似乎再次收緊。

由於財政和通脹前景欠明朗，我們將發達市場投資級政府債下調至核心持倉（中性）。我們仍然認為，在經濟增長數據放緩的情況下，主要發達市場央行有降低政策利率的空間，應為該子資產類別提供支持，並在當前美國稅收和支出憂慮消退後幫助收益率走低。

我們現在均視新興市場美元政府債和新興市場本幣政府債為核心持倉。**美元走弱，往往有利於資金流入新興市場資產**，兩者未來 6-12 個月應受惠於美元走弱。

發達市場投資級和高收益公司債仍是核心持倉。儘管收益率溢價已從近期高位收窄，但技術因素仍然向好，特別是在當前收益率水平下，我們預計將有穩健的資金流入。

我們也將亞洲美元債視為核心持倉。雖然多數亞洲經濟體面臨美國關稅的風險，但強勁的對外收支平衡、靈活的貨幣政策工具以及有力的國內支持，預期將限制收益率進一步上升。

股票機會型投資觀點

葉福恒
高級投資策略師

轉為看好半導體

- 在**美國**上市的**半導體**是我們最新的**機會型投資觀點**。中美關係的緩和令風險資產的前景「明朗化」，減少了投資者的不明朗因素。投資者再次能夠重新聚焦**人工智能趨勢**，特別是**高端人工智能對半導體的需求**。
- 在**美國**，我們繼續看好具備**強大定價能力**的行業（科技軟件、通訊服務）或可能受惠於經濟軟著陸和**放寬監管**的行業（金融）。
- 在**美國以外**，我們繼續看好**具本土業務**的行業（歐洲銀行和**中國非金融國企高息股**）或那些受到**對沖性刺激措施**支持的行業（歐洲工業股和**恒生科技股**）。

美國上市半導體（新）：第一季財報季的指引顯示**人工智能**支出將持續增長。市場不再擔心**DeepSeek**等「低成本」人工智能模型帶來的較低運算需求，而是關注**此類模型如何協助擴大「人工智能市場」的規模**。人工智能支出低於預期是一項風險。

美國科技軟件：由於具備**強大的定價能力**，軟件行業對關稅的抵禦能力相對較高。人工智能工具的成本下降支持軟件產品和開發。企業的資訊科技預算減少是一項風險。

美國通訊服務：**網上娛樂**和**人工智能應用**領域繼續保持可觀的增長。數碼廣告可能會因關稅實施而增長放緩，但這已經反映在價格中。廣告走弱是一項風險。

美國主要銀行股：它們受惠於美國經濟的軟著陸和**放寬監管**，並有可能進行更大規模的股票回購。美國經濟急劇放緩是一項風險。

歐洲銀行股：它們有三分之二的收入是來自歐洲，並將受惠於德國的**財政刺激措施**。吸引的股息和股票回購是支持因素。歐洲經濟急劇放緩是一項風險。

歐洲工業股：歐洲**增加基建和國防支出**的計劃將支持**航天和國防、電氣設備和機械公司**。歐洲經濟衰退是一個風險。

中國非金融國企高息股：它們主要在本土開展業務，這意味著它們將受惠於政府的**刺激政策**。非金融國企不太易被低迷的房地產行業影響。監管變化帶來負面影響是一項風險。

恒生科技指數：決策者對**人工智能及科技發展的支持**為增長前景提供了支撐。與美國同業相比，它們價格相對較低。刺激力度弱於預期是一項風險。

行業觀點：轉向支持增長型板塊

在美國，我們轉向支持增長型板塊，將**防守性的健康護理和公用事業行業**下調至中性，並繼續超配金融、通訊及科技行業。在歐洲，我們將**非必需消費品**上調至中性，並將**必需消費品**下調至低配。在中國，我們繼續投資於不斷改善的消費和人工智能採用領域，看好科技、通訊和非必需消費品行業。

圖. 13 我們按地區劃分的行業觀點

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

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



我們的觀點

我們預計美元在短期內將會反彈，隨後在未來 12 個月回落。關稅緩和可能使美元指數（DXY）在未來 1-3 個月內升至 103，但對美國資產的憂慮可能在長期內造成壓力。

歐元兌美元在短期內面臨下行風險，但我們會趁低吸納。我們預計歐元兌美元在未來 3 個月將回落至 1.08，反映美元短期的反彈。然而，德國的經濟增長前景改善和利差收窄，可能將歐元兌美元在未來 12 個月推至 1.14。

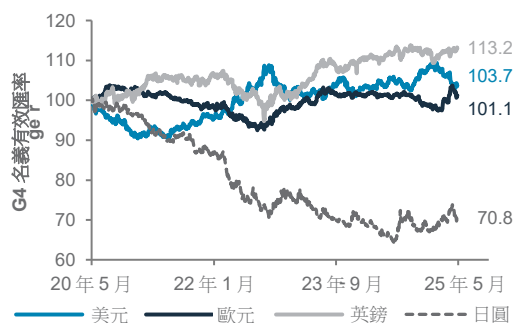
亞洲貨幣可能窄幅上落。我們對美元兌坡元的預期或許最能體現我們對亞洲貨幣的觀點 —— 我們預計該貨幣組合在未來 3 個月將跌至 1.32，隨後在未來 12 個月小幅升至 1.34，因為亞洲各央行的寬鬆政策，有助緩解亞洲貨幣近期的升值壓力。

關鍵圖表



近期美元主要兌七國集團（G7）貨幣走弱。美元的名義有效匯率仍然高於長期平均水平。

圖. 14 英鎊和美元的估值仍高於其 5 年平均水平；外匯預測表



資料來源：彭博、渣打；*截至 2025 年 5 月 20 日

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元（美元指數）	103	98
歐元兌美元	1.08	1.14
英鎊兌美元	1.31	1.34
美元兌日圓	150	140
澳元兌美元	0.65	0.66
紐元兌美元	0.59	0.63
美元兌加元	1.40	1.37
美元兌離岸人民幣	7.22	7.40
美元兌瑞郎	0.86	0.85
美元兌坡元	1.32	1.34

美元的長期前景蒙上陰影

美元指數年初至今已下跌 8%，受貿易前景欠明朗、財政赤字擴闊以及投資者對美國政策的信心減弱所影響。美國的關稅措施以及近期美國信用評級下調，已促使投資者撤出美國資產。進行中的貿易談判和達到頂峰的關稅壓力支持了短期反彈，但美國不斷上升的政府債務繼續拖累美元。

在歐洲，市場已預期歐洲央行在 6 月減息。歐洲央行管理委員會成員認為當前利率已夠低，不需要大幅放寬政策。我們預計，在德國經濟增長復甦和利差收窄的推動下，歐元兌美元將在 2025 年下半年反彈，並在 12 個月內處於 1.14。

我們預計英鎊兌美元短期內處於 1.31 附近，未來 6-12 個月升至 1.34，與歐元類似。同時，全球貿易緊張局勢緩和且避險情緒消退，應支持美元兌日圓和美元兌瑞郎在短期內上漲。特別是貿易加權瑞郎在 4 月創下歷史新高，引發了市場猜測瑞士央行可能會作出干預，以削弱瑞郎。我們預計瑞士 9 月前可能會出現負利率。

預計商品貨幣短期內將會整固，未來 12 個月將呈現溫和看漲趨勢。儘管澳洲央行持鴿派立場，但我們認為澳元兌美元將處於 0.65 附近，因風險偏好改善且人民幣呈現韌性。我們預計紐元兌美元將穩定在 0.59 附近。紐西蘭的每月通脹正在加速，這將限制紐西蘭央行進一步減息的空間。加拿大基本避免了額外的對等關稅。隨著年底時工廠招聘改善，我們預計美元兌加元未來 12 個月將處於 1.37 附近。

亞洲貨幣的表現分化。基於貿易緊張局勢緩和，以及預期美元未來 12 個月會走弱，我們下調對美元兌離岸人民幣的預測。然而，預計中國將逐步引導離岸人民幣走弱，以支持出口競爭力。坡元名義有效匯率目前接近其區間的上端（比中點高 1.6%）。通脹放緩和增長憂慮加劇，增加了坡元的下行壓力，貿易部下調 2025 年國內生產總值增長預期，新加坡金管局近期也下調了核心通脹目標。因此，我們預計坡元名義有效匯率將回落至政策區間的中點，推動美元兌坡元升至 1.32-1.34 區間。

黃金、原油——一瞥

Manpreet Gill

非洲、中東及歐洲區首席投資總監

Tay Qi Xiu

投資組合策略師

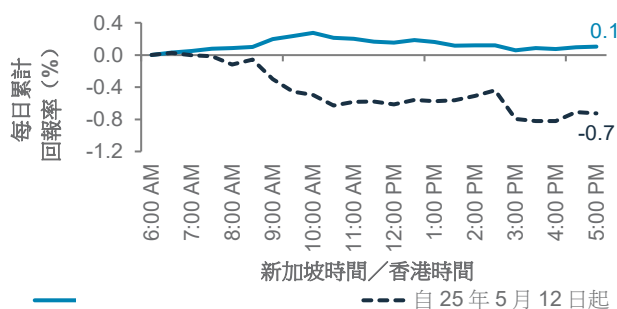
我們的觀點

- 我們將黃金下調至核心持倉，並預計黃金未來一段時間會展開整固。我們將3個月金價預期下調至3,100美元，並將12個月預期維持在3,500美元。
- 我們的12個月油價預期維持在每桶60美元，因為供應依然充足。然而，在較短的1-3個月內，我們預計油價將反彈至每桶64美元。

關鍵主題

圖. 15 自中美貿易休戰以來，黃金在亞洲時段的表現有所下降

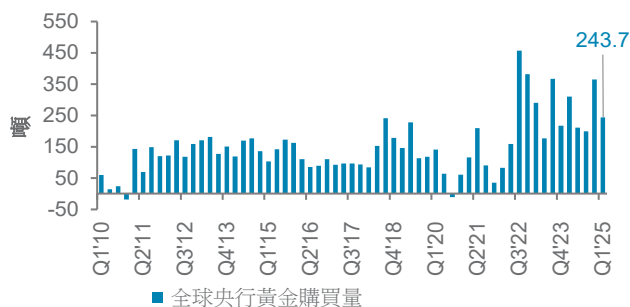
亞洲時段黃金的平均每日累計回報率



資料來源：彭博、渣打。截至2025年5月16日

圖. 17 相對長期歷史，全球央行2025年首季的黃金淨購買量仍然強勁

全球央行季度黃金淨購買量（噸）



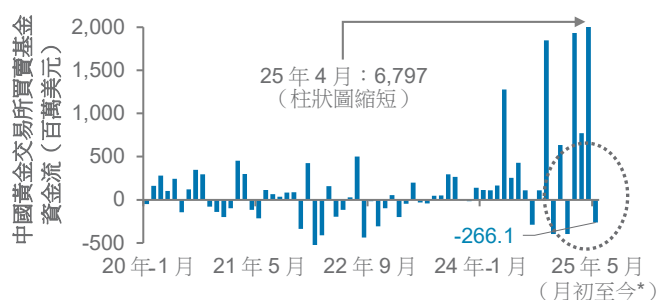
資料來源：世界黃金協會、渣打

我們自去年9月以來一直超配黃金，這對我們來說非常有利，金價在此期間上漲了20%以上。然而，隨著關稅憂慮緩和，我們看到在戰術上獲利了結的機會。結構性利好因素依然不變，尤其是強勁的央行需求，但亞洲投資者出現了購買疲勞跡象，這是近期需求的主要來源，表明金價短期內將進一步下行。即便如此，我們認為在金價持續上漲後，出現整固是健康的。隨著特朗普將注意力轉向減稅，貿易不確定性揮之不去，美國赤字憂慮加劇，預計黃金在每盎司3,000-3,100美元附近的新基準底價有良好支持。

全球市場展望

圖. 16 月初至今流入中國黃金交易所買賣基金的資金在5月轉為負數

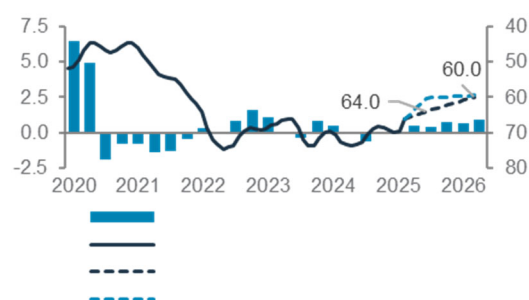
中國黃金交易所買賣基金的流入資金



資料來源：世界黃金協會、渣打；月初至今截至5月16日

圖. 18 今年石油市場可能保持過剩狀態，從而抑制油價

石油供需平衡，價格預估



資料來源：彭博、渣打

從基本因素來看，相對預期需求，石油市場持續供應過剩。我們預計這種供應過剩情況在2025年將持續下去，而油組及盟友（OPEC+）繼續撤回此前的減產措施，加劇了這一局面。因此，我們仍然預期6-12個月紐約期油價格每桶為60美元。然而，在較短的1-3個月內，我們將油價預期略微上調至每桶64美元。這主要由於預計過度看淡的投資者倉位將回落，以及中國的政策刺激措施帶來的短期積極情緒。中東地緣政治風險仍是油價的關鍵上行風險。

量化觀點：短期及長期略微看漲股票

Francis Lim
高級量化策略師

歐陽倩君
量化分析師



概述

由於估值及技術因素，我們的股債模型對全球股票維持小幅超配。過去兩個月，該模型對股票的超配幫助其實現了 1.1% 的超額回報（或阿爾法），高於 60/40 的股債基準。由於 3 月底至 4 月初全球股市疲弱，年初至今超額回報仍為 -1.3%。但該模型自 2023 年 2 月以來的長期優異表現依然強勁且穩固，超額回報為 3.8%。儘管基本因素疲弱（增長及盈利放緩），我們的模型仍偏好股票。發達市場及亞洲股票的估值仍具吸引，而強勁的市場寬度亦應繼續支持全球股票復甦。

我們的技術框架在短期內看漲中國、美國和英國股票。我們的模型偏好波動性指標相對較低的市場，即中國、美國和英國。我們的模型在 4 月底首次轉為看漲中國股市，隨後在 5 月初看漲美國和英國股市。這三個市場分別上升了 5.4%、2.2% 及 3.5%。基於技術指標來看，我們在未來 1-3 個月內，對亞洲（除日本）、歐洲（除英國）及日本股市持中性觀點。明晟日本美元指數的價格走勢和市場機制指標均呈現利好訊號。目前該指數正挑戰自 2023 年初以來一直未能突破的關鍵阻力位。

投資者對黃金和發達市場投資級政府債的持倉已不再擠擁。我們的市場多樣性指標（利用價格走勢推斷投資者對某項資產的倉位）顯示，4 月份黃金和發達市場投資級政府債出現超買。這兩種資產較 4 月高位分別下降了 3.7% 和 1.7%，目前該指標已回復正常。

關鍵圖表

我們的股債模型得分為+1（滿分為 5 分），因為估值和技術因素抵消了負面的基本因素。

圖. 19 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

圖. 20 我們的技術模型在 5 月初對標普 500 指數轉為看漲

標普 500 指數進入看漲偏向機制



資料來源：彭博、渣打

圖. 21 長期和短期量化模型均對風險資產持看漲觀點

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	略微超配股票多於債券	債市的風險高	看好風險資產和一些通脹對沖資產
這個觀點都基於哪些因素？	- 基本因素：分數為-2。市場避險情緒高企、製造業新訂單收縮、盈利修正比率進一步下降 - 估值：分數為+2。發達市場和亞洲股票的估值比率較之前便宜 - 市場寬度：分數為+1。股市的淨跌幅不再過於看跌，但市場寬度仍然強勁，因為股市在 200 日移動平均線上方的百分比高於 60%。	- 股票風險：適度。動力因素疲弱，但通縮趨勢、貨幣供應增加以及美國私人住宅開工勢頭積極，均有助於支持下行風險降溫 - 政府債風險：高。作為一種防守型資產，美國國債市場受惠於疲弱的股市勢頭。然而，經濟數據並未達到令人憂慮即將出現衰退的水平。	- 全球通脹率由之前的 2.1% 進一步下跌至 1.9%。市場普遍預期未來 12 個月的通脹率為 2.2%。與此同時，領先指標指向通縮趨勢 - 全球工業產值按年增長率升至 3%，市場普遍預計未來 12 個月將降至 1.9%。領先指標亦指向經濟增長放緩
關鍵模型因素	經濟活動、宏觀風險和意外指數、企業盈利、預測市盈率 and 技術因素	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房、通脹、流通的貨幣、產能使用率和就業	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
	每月按基本因素、估值和市場寬度而計算的記分卡，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，反之看好債券	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，反之暗示下行風險降溫	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

短期	技術分析	投資者持倉
當前觀點	更多市場在反彈中轉向上升趨勢	黃金倉位正常化
這個觀點都基於哪些因素？	- 看漲中國、美國和英國股市。除了看漲的價格走勢外，我們的市場機制指標也支持這些市場 - 對亞洲（除日本）、日本和歐洲（除英國）股市持中性觀點。我們的模型對亞洲（除日本）、日本和歐洲（除英國）股市仍然持保守態度，因為這些地區的波動性指標相對較低。 - 看跌美元兌日圓。負面趨勢。動力也看跌，波動性高於平均水平	黃金和發達市場投資級政府債在 4 月被標示有短期逆轉風險。目前，這兩個資產類別分別較 4 月高位下跌 3.7% 和 1.7%
關鍵模型因素	價格走勢：中短期內的動力、波動性和成交量情況	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跌時，會出現超賣情況
如何運作？	一個短期技術模型，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	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

資料來源：渣打

基礎：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置			概述	基礎配置 觀點
		適度	均衡	進取		
現金	▼	3	3	3	現金	35
固定收益	◆	58	38	18	固定收益	65
股票	▲	34	54	74		
黃金	◆	5	5	5		
資產類別						
美元現金	▼	3	3	3	美元現金	35
發達市場投資級政府債*	◆	24	16	8	發達市場投資級政府債（短期）	16
發達市場投資級公司債*	◆	15	10	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	3	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	◆	3	2	0	新興市場本幣政府債	5
亞洲美元債	◆	8	5	3	亞洲美元債	11
北美股票	▲	24	37	50		100
歐洲（除英國）股票	◆	4	7	9		
英國股票	▼	0	1	2		
日本股票	◆	2	3	4		
亞洲（除日本）股票	◆	4	7	10		
黃金	◆	5	5	5		
		100	100	100		

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 是以 SAA 為基礎的，不包含任何戰略性觀點

圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心持仓

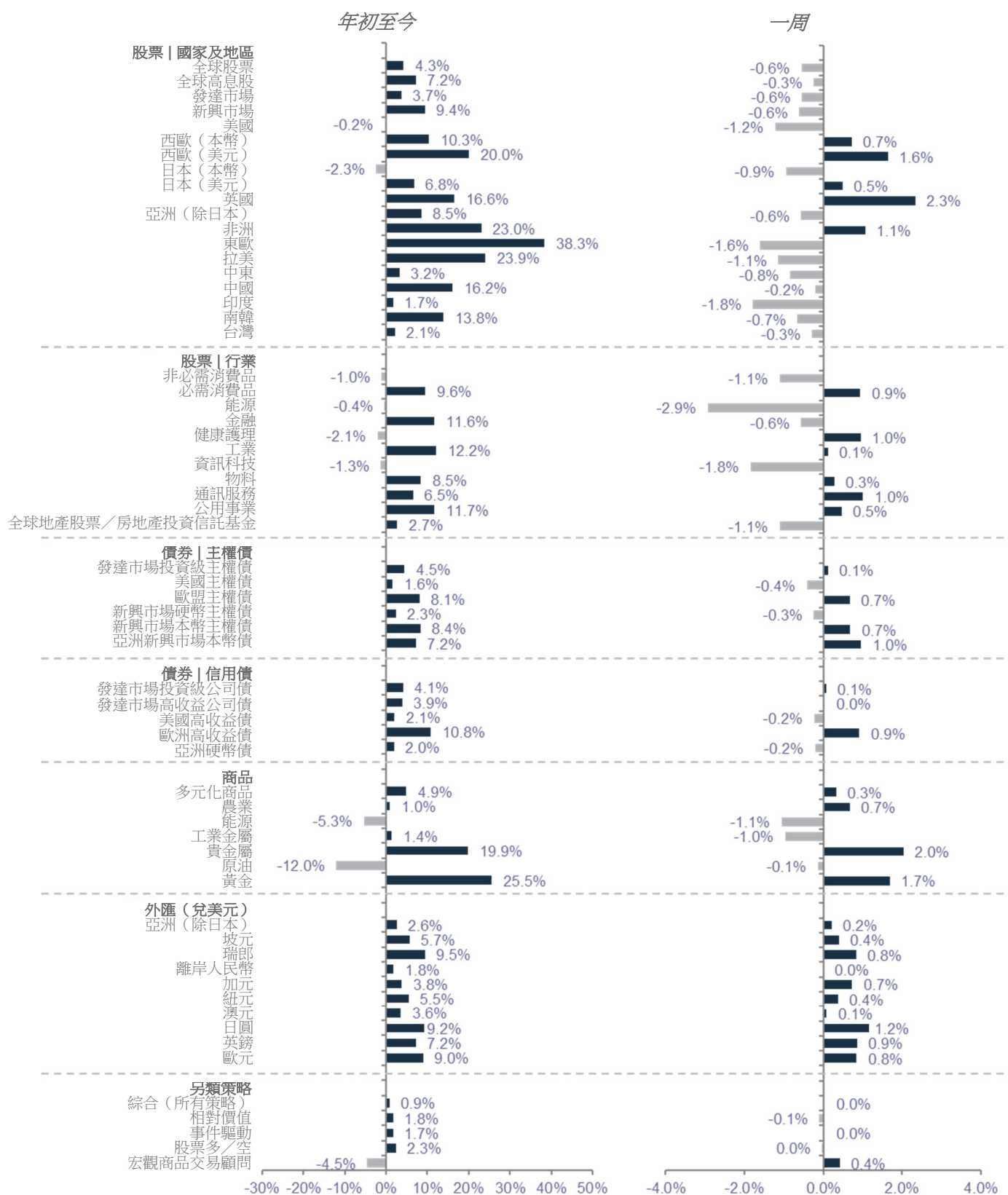
基礎+：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置+		
		適度	均衡	進取
現金	▼	3	3	2
固定收益	◆	49	30	13
股票	▲	29	43	56
黃金	◆	4	4	4
另類投資	◆	15	20	25
資產類別				
美元現金	▼	3	3	2
發達市場投資級政府債*	◆	20	12	6
發達市場投資級公司債*	◆	12	8	4
發達市場高收益公司債	◆	4	2	1
新興市場美元政府債	◆	3	2	1
新興市場本幣政府債	◆	3	2	0
亞洲美元債	◆	7	4	2
北美股票	▲	20	30	38
歐洲（除英國）股票	◆	3	5	7
英國股票	▼	0	1	1
日本股票	◆	2	2	3
亞洲（除日本）股票	◆	3	5	7
黃金	◆	4	4	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
		100	100	100

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 2024 年 12 月 31 日至 2025 年 5 月 22 日；一周表現數據由 2025 年 5 月 15 日至 2025 年 5 月 22 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
3 個月預測	103	1.08	1.31	150	0.65	0.59	1.40	7.22	0.86	64	3,100	4.50% (25 年 6 月)	4.25-4.50%	2.00% (25 年 6 月)
12 個月預測	98	1.14	1.34	140	0.66	0.63	1.37	7.40	0.85	60	3,500	3.75% (26 年 3 月)	4.00-4.25%	2.00% (26 年 3 月)

資料來源：渣打



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。

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。市場已經發生了變化。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。



呈獻



投資貼士

來自首席投資辦公室

講者：

Steve Brice

渣打銀行全球首席投資總監

請收聽首席投資辦公室的投資貼士（**InvesTips**），這是一個
財經教育播客系列，旨在賦予所有人知識與工具，
幫助他們自信地踏上投資之旅。



每兩周一次系列發布於周三



渣打市場快訊



Apple Podcasts



Spotify

註釋

1. 第 5 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 5 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©2025，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，買賣本文件提述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述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。所有相關策略師均獲新加坡金融管理局或香港金融管理局發牌提供投資建議。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：AJ1614）。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）和印尼銀行發牌及規管的金融機構。**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 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，渣打尼日利亞概不承擔任何責任。渣打尼日利亞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 號關乎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。