

2025 年 10 月 全球市場展望

股市融漲

我們預計聯儲局減息將支持美國經濟軟著陸。再者，多數主要經濟體放寬政策，這些均支持盈利增長前景向好。我們看好全球股票和黃金多於債券和現金。

我們將美國股票上調至超配，並維持超配亞洲（除日本）股票。我們預計美國股票將受到強勁盈利增長和聯儲局減息的支持，而亞洲（除日本）股票應受惠於盈利增長和美元偏弱。

超配新興市場本幣債。增持黃金。我們認為增持非美元債具有價值，尤其是在新興市場，因為減息提供了額外支持。隨著多元化需求增長，我們增加了黃金配置。



是否出現類似 1996 年或 2000 年的非理性熾熱現象？

你的軟著陸觀點有哪些推動因素？

你的量化模型是否仍然看好風險資產？

目錄

01

策略

投資策略：股市融漲	03
基礎資產配置模型	05
基礎：戰術性資產配置	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	11
股票	13
股票機會型投資觀點	15
外匯	16
黃金和原油	18

04

額外觀點

量化觀點：短期及長期指標均看漲股票	19
-------------------	----

05

表現回顧

基礎：資產配置概要	21
基礎+：資產配置概要	22
市場表現概要	23
我們的重要預測和關鍵事件	24
未來數十年管理財富的方法：今日、明日和未來	25
註釋	28

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：

- 全球股票、黃金
- 美國、亞洲（除日本）股票
- 新興市場本幣債

機會型投資觀點 – 股票：

- 全球黃金礦業[^]
- 美國科技行業[^]
- 中國非金融國企高息股和恒生科技指數
- 歐洲工業

超配股票行業：

- 美國：科技、通訊服務、健康護理
- 歐洲：工業、金融、科技
- 中國：通訊、科技、非必需消費品

機會型投資觀點 – 債券：

- 英國國債（未對沖外匯風險）
- 美國國庫抗通脹債券
- 美國短期高收益債

[^]在回落時買入 – 參見第 15 頁

股市融漲

- **我們預計聯儲局減息將支持美國經濟軟著陸。**再者，多數主要經濟體放寬政策，這些均支持盈利增長前景向好。我們看好全球股票和黃金多於債券和現金。
- **我們將美國股票上調至超配，並維持超配亞洲（除日本）股票。**我們預計美國股票將受到強勁盈利增長和聯儲局減息的支持，而亞洲（除日本）股票應受惠於盈利增長和美元偏弱。
- **超配新興市場本幣債。增持黃金。**我們認為增持非美元債具有價值，尤其是在新興市場，因為減息提供了額外支持。隨著多元化需求增長，我們增加了黃金配置。

聯儲局減息將支持經濟軟著陸

第三季至今，主要資產類別的表現呈現審慎樂觀的氛圍。全球股票仍上漲超過 6%，但全球債券難以取得正回報。然而，黃金卻錄得兩位數的回報。整體上，我們的均衡配置上漲超過 5%，亞洲（除日本）股票再次開始跑贏。

截至目前為止，宏觀經濟和市場的實際表現大體上符合我們在下半年展望報告中的預期。美國經濟增長放緩，尤其是就業市場，但聯儲局已經開始減息。政策支持，加上放緩但並未衰退的數據，加強了我們的經濟軟著陸基礎情境。經濟衰退仍是我們的主要風險情境，但就業市場未來數月必須進一步顯著走弱，這才會成為更值得憂慮的問題。我們預計**聯儲局 2025 年還將減息兩次（每次政策會議減息 25 個基點），2026 年再減息兩次**，使政策利率更接近聯儲局預期的更中性水平（3%）。美國利率持續下調，可能繼續對美元造成下行壓力。

政策支持在美國以外的主要市場仍是一個共同趨勢。在印度，決策者簡化（並實質性下調）商品及服務稅（**goods and services tax**，簡稱 **GST**）的稅率，使財政政策更具刺激性。在中國，有針對性的支持措施仍在穩步推進。

圖.1 我們的長期量化模型仍看好股票勝過債券，但面臨短期挑戰

我們的量化股債模型：目前超配股票



資料來源：彭博、渣打

基本因素支持股市融漲

我們認為，近期宏觀經濟數據和政策措施，支持繼續超配全球股票多於債券和現金。

美國經濟軟著陸，以及美國以外地區的重大政策支持，仍是我們預期企業盈利持續增長背後的關鍵假設。悲觀主義者認為，美國政府可能停擺所帶來的事件風險、股市估值過高、季節性因素疲弱（以往在9月-10月）及投資者倉位愈趨擠擁，都是風險因素。然而，儘管無法排除一些短期波動或整固的可能性，但我們的量化股債模型仍看好股票勝過債券，依然強勁的基本因素指標抵消了負面情況。

我們認為，在這種環境下，增長股的表現將優於高息股。

在地區之間權衡

在全球股票中，亞洲（除日本）仍是看好的地區。我們超配該地區，因為我們預期美元疲弱及持續的政策支持，尤其是中國和印度這兩個大型經濟體。在亞洲，我們超配中國股票（其中看好中國離岸股票），因為政策支持增長。我們將印度股票視為核心持倉，並預計近期政策刺激將幫助企業盈利增長觸底回升。

我們將美國股票上調至超配。在人工智能相關行業的引領下，市場在上次季度業績後呈現強勁的盈利勢頭。再者，儘管我們預期美元偏弱，但聯儲局減息支持我們的經濟軟著陸觀點，是我們預計美國未來6至12個月表現優於全球股票的原因。

我們透過低配英國和歐元區股票來平衡這些配置。這絕不是負面看法，事實上，我們預計這兩個地區的絕對回報仍然可觀，但要超越亞洲（除日本）或美國市場的門檻似乎更加艱難。實際上，情況自4月2日以來就是這樣：歐洲股票上漲超過10%，但落後於美國和亞洲股票。

圖.2 在央行／儲備多元化需求和疲弱美元的推動下，預計黃金將延續漲勢

金價與美元指數（DXY，反向）



資料來源：彭博、渣打

增加黃金配置

我們正在增加黃金配置。黃金自9月份突破窄幅的交易區間以來，金價繼續錄得強勁漲幅。我們預計，在央行儲備的多元化需求恢復和美元疲弱的帶動下，金價將繼續上漲。我們預計未來6-12個月金價將升至每盎司4,100美元。

在短期內，黃金也是吸引的工具，可對沖通脹憂慮反彈、短期股票波動或意外政策事件等風險。

看好非美元債券

我們預測美元繼續走弱，意味著我們維持超配新興市場本幣債。在美元持續面臨下行壓力下，我們繼續認為持有非美元債券具備價值。除了受惠貨幣配置外，減息也帶來支持。如最近在幾個新興市場所見，對支持增長的政策措施需求上升、通脹相對溫和以及在美元疲弱環境下貨幣的下行壓力減弱，意味著各國央行可能繼續減息。

我們透過低配美國／歐洲高收益債來取得平衡。雖然我們承認在軟著陸情境下這類資產仍會獲得良好支持，但由於其相較政府債的收益率溢價進一步壓縮的空間有限，使它們在市場偏好風險資產的情境下，吸引力不及股票。

在我們的多資產收益投資組合中，仍然看好美國按揭抵押證券（Mortgage-Backed Securities，簡稱MBS）和次級金融債。MBS債券的信用質素與政府債相似，且收益率高於政府債券，因此表現出色。與此同時，次級金融債的估值仍然高於歷史水平和其他主要債券。然而，鑑於大部分公司債的估值整體偏高，所以我們仍將次級金融債視為相對具價值的資產。

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

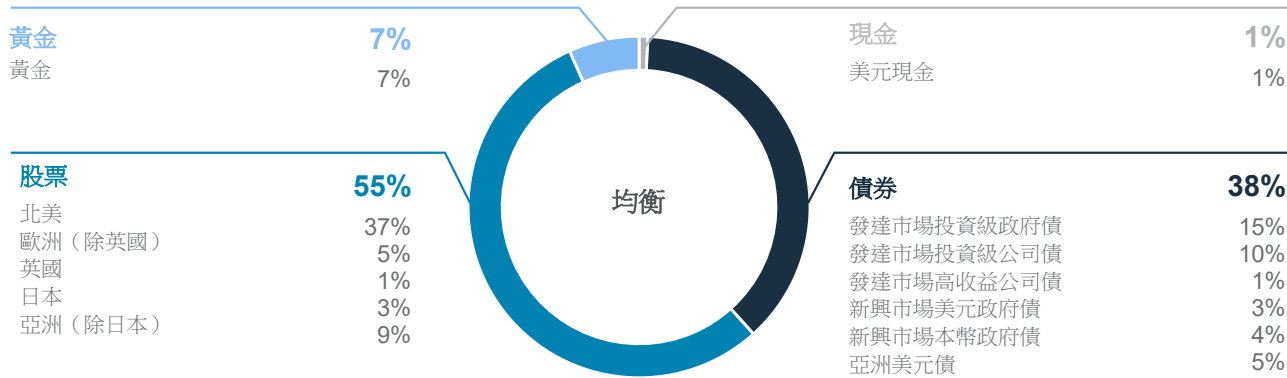


圖. 4 風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

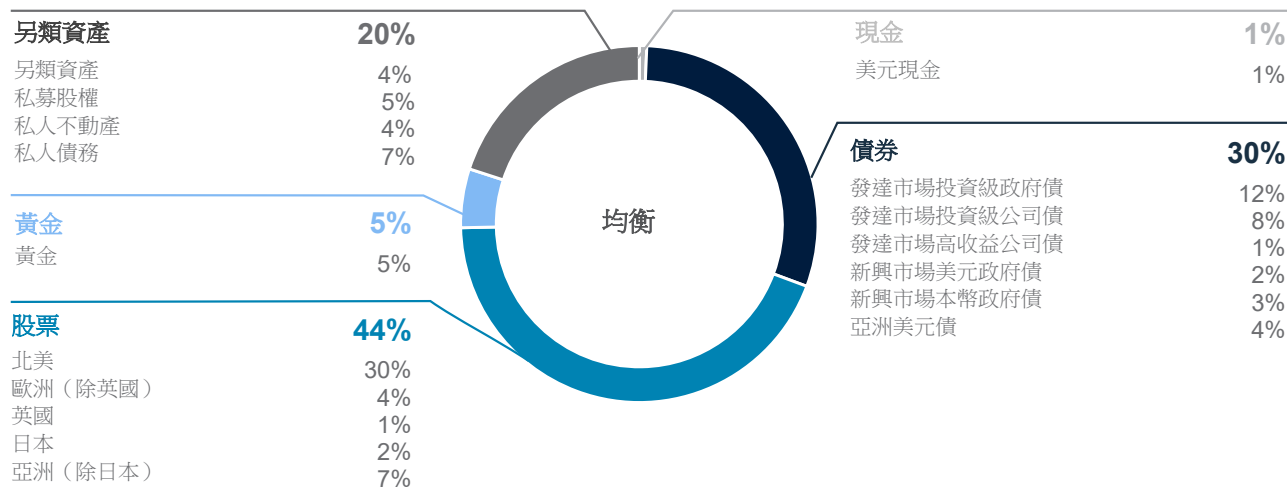
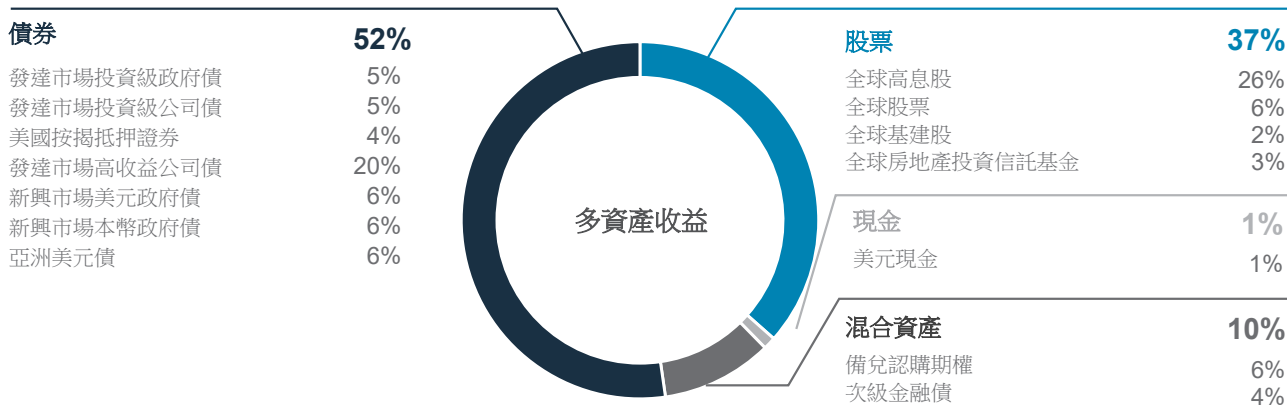


圖. 5 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

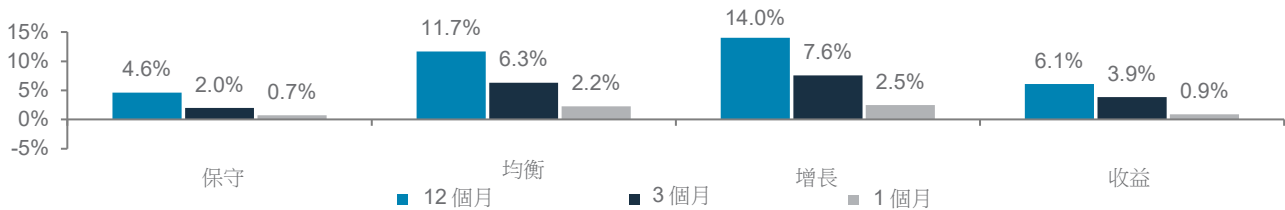
基礎：戰術性資產配置

	觀點	詳情
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、各央行減息、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、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 | ◆ 核心

圖. 6 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 2024 年 9 月 24 日至 2025 年 9 月 24 日、3 個月表現數據由 2025 年 6 月 24 日至 2025 年 9 月 24 日、1 個月表現數據由 2025 年 8 月 22 日至 2025 年 9 月 24 日

圖. 7 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	1-10 年期美國國庫抗通脹債券	2025 年 4 月 10 日		4.2%
	英國國債	2025 年 5 月 22 日		1.6%
	美國短期（0-5 年）高收益債	2025 年 7 月 24 日		1.6%
債券 – 已結束觀點	新興市場亞洲本幣債（未對沖）	2025 年 6 月 19 日	2025 年 8 月 21 日	0.0%
股票 – 現時觀點	中國非金融國企高息股 - A 股	2024 年 3 月 27 日		13.7%
	中國非金融國企高息股 - H 股	2024 年 3 月 27 日		40.4%
	恒生科技指數	2024 年 10 月 31 日		43.3%
	歐洲工業股	2025 年 3 月 27 日		8.8%
股票 – 已結束觀點	美國主要銀行	2024 年 8 月 1 日	2025 年 9 月 25 日	61.9%
	美國軟件股	2025 年 2 月 20 日	2025 年 7 月 3 日	7.1%
	歐洲銀行股	2025 年 3 月 27 日	2025 年 7 月 24 日	10.1%
	南韓大型股	2025 年 6 月 19 日	2025 年 9 月 11 日	15.6%

資料來源：彭博、渣打。表現截至 2025 年 9 月 25 日

對客戶最關心問題的看法

Steve Brice
全球首席投資總監

Tay Qi Xiu
投資組合策略師

Q 是否出現類似 1996 年或 2000 年的非理性熾熱現象？

近日，市場是否處於「非理性熾熱」的疑問再次浮現。這個詞語最早由 1996 年時任聯儲局主席格林斯潘使用，被視為對互聯網泡沫的警示。當時，正是互聯網的力量及其對企業的革命性影響，將估值推至驚人水平，使人們對追逐漲勢變得謹慎。今天，人工智能成為市場熱點，推動標普 500 指數自 4 月低位以來大幅反彈 37%。

然而，根據歷史經驗，在格林斯潘發表演說後，美國股市升了一倍多，並於 2000 年見頂，隨後經歷了大幅調整。這個教訓很明顯：市場持續上漲的時間可能比預期更長，而試圖抓住高位與低位的行為往往代價高昂。

為何市場漲得太高，隨後又跌得太重

要理解市場為何會偏離基本面支點，可以從「重尾」（fat tails）的角度來分析。傳統金融假設回報呈正態分布，即整齊的鐘形曲線，回報率集中且對稱地分布在平均值周圍。然而，實際上市場回報更為偏斜，兩個方向出現極端波動的機率更高。例如，自 1900 年以來，曾有四次單月跌幅超過 15%。理論上，這種情況發生的機會應該接近零。然而，市場偶爾會出現重大跌幅，這凸顯了市場常常會與理論背道而馳。同樣地，延續的漲勢，如 1990 年代末的情況，可能會超出估值所顯示的範圍，因為回報在規模和持續時間上偏離了預期。

政策、地緣政治及人工智能令「重尾」現象更為顯著

我們認為當前的環境進一步強化了這種重尾動態，原因是多方面的。

首先，政策不確定性是一個關鍵因素。在美國，決策過程似乎愈來愈集中，且缺乏公開討論，導致政策突如其來的風險增加。新決策的影響亦難以量化，部分原因是缺乏先例。例如，我們預計進口關稅會在美國引發通脹，而在世界其他地區則會令



圖. 8 美國股市目前的估值水平僅次於互聯網時期的高位

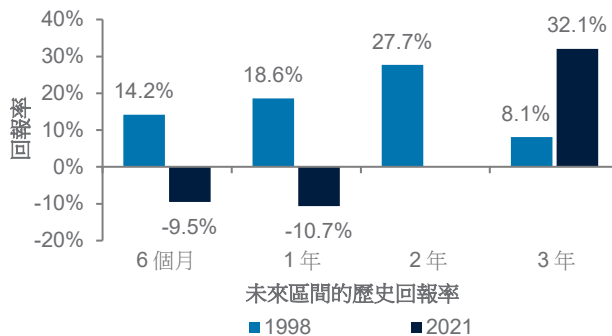
標普綜合指數經周期調整市盈率*



*衡量標普綜合指數股票估值的一個指標，定義為價格除以經通脹調整後的 10 年平均盈利。資料來源：Shiller dataset、彭博、渣打

圖. 9 然而，估值往往不是未來股票回報的可靠指標

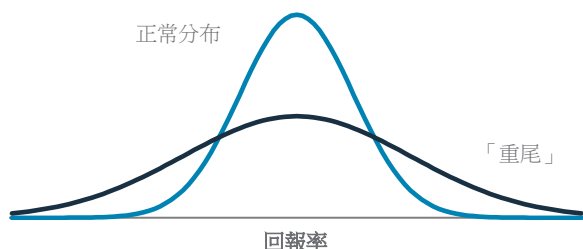
當前估值水平下的未來回報表現



通脹放緩，但影響的幅度和持續時間尚不明確。這正值西方世界多區政府財政緊絀之際，進一步增加了複雜性。

圖. 10 重尾分布顯示市場大幅波動的頻率往往高於預期

用以說明重尾分布的例子

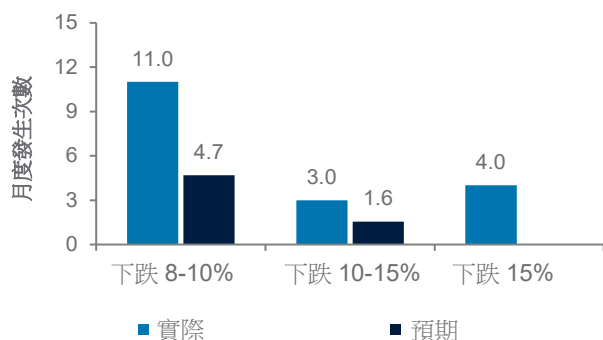


資料來源：渣打

同時，全球地緣政治格局正在重新調整。美國的強硬立場可能導致其影響力逐漸削弱，因為各國在夥伴關係上趨向多元化，最近中國與印度的互動正好反映這種局勢的變化。

圖. 11 自 1900 年以來，美國股市曾四度出現單月跌幅超過 15% 的情況

觀察到的與理論上的超大月度市場損失



資料來源：Shiller dataset、渣打

最後，人工智能既是樂觀的來源，也是潛在的顛覆力量。目前的主流觀點著重於生產力提升、增長更快及通脹放緩的好處。然而，從長遠來看，人工智能可能取代工作崗位的風險依然存在。我們認為，只要公司盈利保持強勁，人工智能對就業狀況的影響預計不會過於嚴重。然而，若經濟衰退發生，人工智能可能會加速失業情況，並加劇經濟下行的嚴重程度。

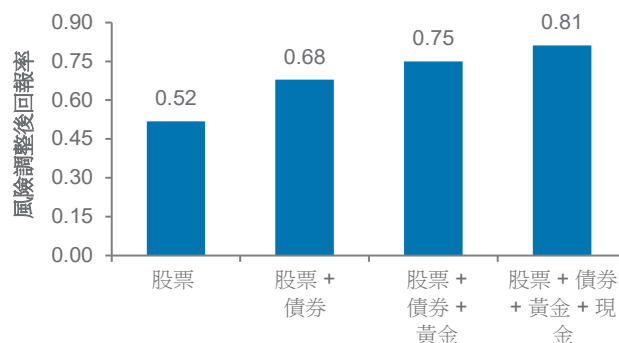
保持投資比市場時機更重要

在此背景下，投資者應避免做出撤出市場的衝動決定。歷史先例顯示，即使在估值偏高的時期，市場仍然可以持續上升一段時間。若投資者袖手旁觀，可能會錯過這些漲幅，尤其是如果市場從當前水平大幅上漲的話。

相反，我們建議**保持投資，同時透過跨資產類別和地區的多元化配置**作為第一道防線。此外，也可以考慮選擇性地運用期權策略來提供下行保護。

圖. 12 將低相關性的回報來源加入投資組合中，將提升風險調整後的回報

各類投資組合的風險調整後回報*



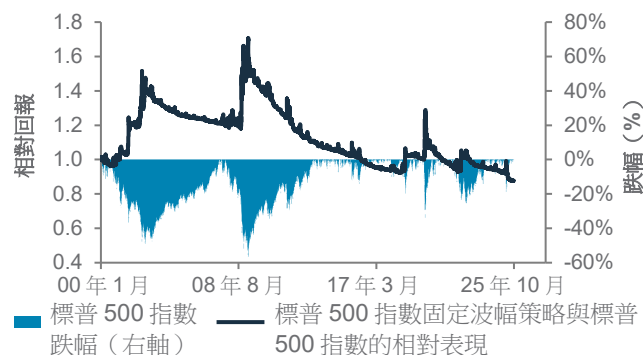
*基於 20 年的歷史數據。等權重投資組合。資料來源：彭博、渣打

平衡保障與參與

然而，下行保護的成本不菲。引伸波幅相對於實現波幅的溢價，加上偏斜程度上升，顯示看跌期權的保護成本高昂，若時機不當，可能會拖累表現。降低成本及減少時間風險的一種方法是採用固定波幅策略（collar strategy），透過賣出認購期權來為購買認沽期權提供資金。此策略可在大幅下跌時為投資組合提供緩衝，同時降低直接買入認沽期權的成本，但這會限制上行潛力。我們認為，採用 20-30% 的部分固定波幅策略能在成本、保障和股票參與之間取得良好的平衡。

圖. 13 標普 500 投資組合加上固定波幅策略可提供保障，同時減低對沖成本

標普 500 指數固定波幅策略及標普 500 指數跌幅*



標普 500 指數組合採用固定波幅策略，以 CBOE Collar 95-110 指數為代表。資料來源：彭博、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（軟著陸，55%機率）：聯儲局重啟減息、美國、德國及中國的財政寬鬆政策，以及新興市場的貨幣寬鬆措施，均支持未來 6 至 12 個月經濟軟著陸的可能性。我們預計**聯儲局將於 2025 年再減息 50 個基點，並在未來 12 個月內合共減息 100 個基點**，以支持就業市場，因為關稅對通脹的影響似乎有限。美國與主要貿易夥伴達成初步協議後，貿易緊張局勢已顯著緩和。

下行風險（硬著陸，30%機率）：我們認為，如果政策不確定性進一步削弱消費者和商業信心，導致失業情況加劇，未來 12 個月內美國經濟出現硬著陸或衰退的機率為 30%。美國政府可能短暫停擺屬短期內的風險，而由於對財政赤字或聯儲局獨立性的憂慮，導致美國債券及美元拋售則屬於中期風險。

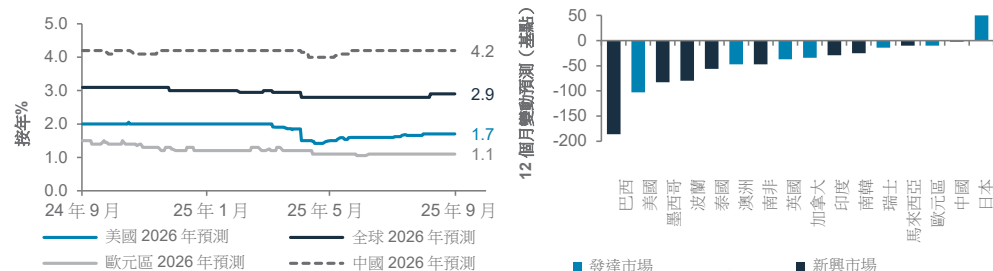
上行風險（不著陸，15%機率）：鑑於貿易及政策風險仍然存在，我們將不著陸情境的可能性從 20%下調，轉而傾向經濟硬著陸。隨著貿易緊張局勢緩和，全球政策刺激措施有望提振消費者和商業信心，從而促進全球經濟更趨平衡。中美達成重大協議可能帶來進一步的上行空間。

關鍵圖表

隨著全球貿易緊張局勢緩和，我們預計美國及主要新興市場的央行將減息，而美國、德國及中國將實施財政寬鬆政策，這將有助於全球經濟實現軟著陸。

圖. 14 貨幣及財政政策放寬可能促成經濟軟著陸

2026 年增長綜合預測；貨幣市場對未來 12 個月利率變動的預測



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

美國 ▼ ◆ ▲	+ 減稅／減息提振消費與投資 + 貿易休戰及放寬管制將有望重振資本支出 + 人工智能及自動化技術增加生產力及資本支出 + 企業和家庭資產負債表穩定	- 就業及樓市表現疲弱，違約情況上升 - 政策不明朗削弱信心及資本支出 - 聯儲局獨立性與財政政策風險 - 關稅對通脹的影響尚未完全顯現
歐元區 ▼ ◆ ▲	+ 德國基建和國防支出增加 + 勞動市場穩健，通脹放緩將增加實際收入 + 歐洲央行的中性政策正推動信貸周期復甦	- 貿易、政治不確定性；財政空間有限 - 人口、生產力、中東風險 - 歐洲央行在財政刺激措施下維持政策不變；俄羅斯風險
中國 ▼ ◆ ▲	+ 財政、貨幣刺激措施支持增長 + 出口至美國以外地區以抵消美國市場的疲弱 + 新的增長動力：人工智能、高科技製造	- 美國關稅持續高企；房地產市場疲弱 - 就業市場、消費者情緒低迷 - 通縮壓力削弱利潤率
日本 ▽ ◆ ▲	+ 貿易不確定性減少，財政政策或將放寬 + 勞動力市場緊張推動薪酬增長 + 金融狀況寬鬆；日圓仍然疲弱	- 美國剩餘關稅對出口帶來的阻力 - 弱勢聯合政府；通脹高企 - 日本央行加息及縮減資產負債表
英國 ▼ ◆ ▲	+ 實際收入增長支持消費 + 強勁儲蓄支持需求 + 隨失業率上升，英倫銀行可能減息	- 政策利率高企，失業率上升 - 財政整頓、加稅將抑制招聘 - 服務業通脹；脫歐相關的影響

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

是甚麼因素推動你對美國經濟持軟著陸觀點？

我們的基本預測：我們預計，美國經濟增長在來年將放緩至低於按年 1.8% 的長期趨勢，因為近一世紀以來最高的進口關稅及政策不確定性損害了消費者和商業信心、就業機會及實際工資。然而，由於**稅務減免及公司投資激勵措施**（來自「大而美法案」）的影響，以及聯儲局於**2025 年底恢復減息**，經濟有望避免陷入衰退。隨著貿易緊張局勢大致得到控制，市場焦點將轉向銀行、能源及其他行業的放寬監管措施，加上財政刺激、美元疲弱及借貸成本下降，應能提升消費者及企業支出。

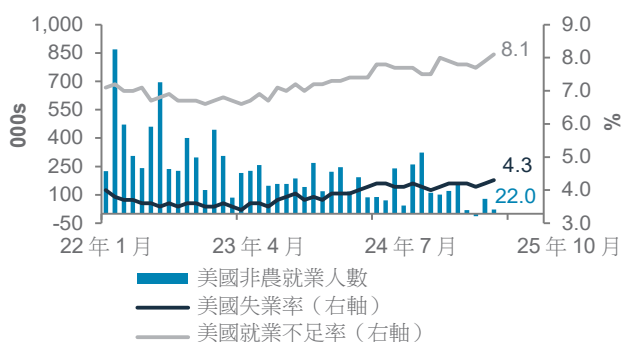
貿易緊張局勢緩和：在上半年經歷波動後，全球（除中國、印度及巴西外）正逐漸適應美國更激進的貿易政策。在美國與主要盟友達成初步協議後，貿易緊張局勢顯著緩解，歐盟、日本及南韓面臨 15% 關稅，英國則為 10%，而主要東盟夥伴則面臨 19-20% 關稅。中美在早前就半導體芯片及稀土貿易達成協議後，如再簽署新協議，將有助於消除重大不明朗因素，並可能刺激商業投資上升。

減稅及減息：在十月開始的財政年度預算中，為商業投資提供重大的**稅務激勵措施**，並擴大個人所得稅的扣減項目（除了永久延長特朗普 1.0 個人稅務減免外），以及提高遺產和饋贈稅的免稅額。我們預計，隨著企業對關稅有更清晰的了解，這些因素將於明年重振私人投資。我們亦預計聯儲局在未來 12 個月內再減息 100 個基點至 3.25%（略高於聯儲局的中性利率 3%）。降低借貸成本也會重振企業及消費者信心。

生產力提升？亞特蘭大聯儲的 GDPNow 模型顯示，儘管就業增長已明顯放緩，但美國第三季的經濟增長率仍加速至超過 3% 的年化率。這種二元現象可以解釋為生產力增長加速，或是就業市場即將追上增長加速的步伐。前者將是利好消息，因為這將緩解通脹憂慮，使聯儲局能夠繼續減息。後者的解釋是在移民限制的背景下，可能會引發通脹，從而放緩減息步伐。

圖. 15 美國就業市場在第三季顯著放緩

美國就業數據、失業率及就業不足率



資料來源：彭博、渣打

短期風險：即時風險包括政府出現短暫停擺及關稅對增長和通脹的影響。**美國就業增長已放緩至接近停滯的速度**，非健康護理行業的職位出現萎縮。聯儲局主席鮑威爾表示，由於移民限制減少了勞動力供應，故維持整體失業率穩定所需的就業創造可能低於 5 萬個（而非先前估計的 7.5 萬至 10 萬個）。儘管如此，隨著醫療保健領域即將削減開支，健康護理行業預計將裁減職位，這可能會令前景進一步惡化。中期風險之一是聯儲局的獨立性。特朗普總統正尋求控制聯儲局七人理事會的多數席位，並最終掌控十二人聯邦公開市場委員會，目標是在通脹遠高於聯儲局 2% 目標的情況下，仍然會大幅減息。**特朗普若掌控聯儲局，可能會顛覆債券市場並削弱美元。**

歐洲央行會否進一步減息？

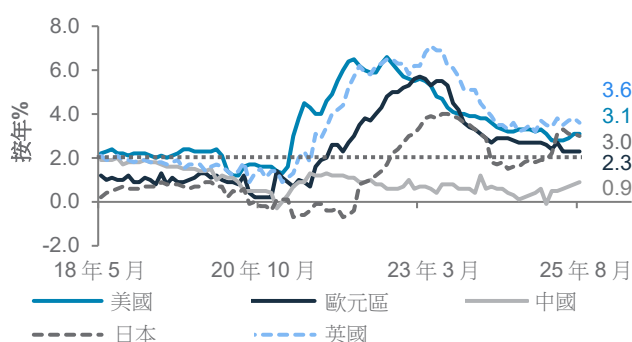
我們預計歐洲央行將於年底前把存款利率下調 25 個基點至 1.75%。歐元區增長正在放緩，隨著美國關稅的影響開始浮現，具前瞻性的增長與投資者信心調查（ZEW 和 Sentix）顯示上半年的升勢已經逆轉。雖然德國的財政支出計劃可能會將歐元區的增長提升 0.3-0.5 個百分點，但這些計劃主要會在明年開始生效。其他歐元區成員國增加國防開支，可能進一步支持經濟增長，然而主要歐元區經濟體（例如法國、意大利）面對財政壓力，令此類開支的規模受到限制。有鑑於此，我們預計歐洲央行將再度減息一次，然後維持利率不變，以評估明年德國財政刺激措施的影響。

中國經濟再度放緩，當局會否進一步放寬政策？

中國經濟在上半年受惠於財政刺激（相當於國內生產總值近 2%）、提前實施消費品以舊換新計劃，以及美國關稅於第三季生效前的出口增長，但現已再次放緩。儘管美國加徵關稅，但由於供應鏈和出口市場的多元化計劃，出口表現可能比最初預期更具韌性。樓市持續低迷，加劇物價疲弱壓力。與往年不同，我們預計中國當局將全面實施今年已計劃的刺激措施。中共十月的全會將討論下一個五年計劃，市場密切關注會否有進一步的刺激措施。

圖. 16 美國及英國的通脹率高於目標，仍然是主要風險

主要經濟體的核心消費者通脹



債券——一瞥

林奕輝
高級投資策略師

香鎮偉
高級投資策略師

Anthony Naab
投資策略師



我們的觀點

全球債券仍是我們基礎投資組合內的核心配置。我們預期短期收益率的跌幅將超過長期收益率：我們對聯邦基金利率的 12 個月目標價為 3.25%，並預計美國 10 年期國債收益率將在 3.75%至 4%的區間。對美國財政政策、關稅和聯儲局獨立性的擔憂將使利率波動性居高不下。然而，我們認為長期收益率的任何上漲都是暫時的，也是鎖定仍然處於高位的絕對收益率的機會。在具吸引力的收益率、財政與通脹風險之間，5-7 年期債券提供了最佳的平衡。

我們保持超配新興市場本幣政府債，原因是當地溫和的通脹和減息前景、財政狀況改善以及我們預期美元會疲弱。我們將發達市場投資級公司債上調至中性，同時將發達市場高收益債下調至低配。在我們的基本情境中，短期收益率的跌幅超過長期收益率（即「牛市式陡峭化」情境），較長期投資級債券的表現應優於高收益債券。

機會型投資觀點：我們仍然看漲英國國債（未對沖外匯風險）、美國國庫抗通脹債券（TIPS）和美國短期高收益債。

關鍵圖表

聯儲局對 2026 年 12 月減息
預期中位數可能過於保守。我們
預計聯儲局將進一步減息。

圖. 17 當收益率曲線牛市式陡峭化時，投資級債券的表現通常優於高收益債

聯邦基金利率－利率點陣圖中位數預測對比市場隱含利率預估。美國 10 年期和 2 年期國債收益率利差，對比美國投資級債券和高收益債券的相對表現



資料來源：彭博、渣打

	看漲理據	看淡理據
新興市場本幣政府債	+ 新興市場近年逐漸建立財政實力 + 在聯儲局的寬鬆政策下，政策利率下調 + 整體收益率上升及美元疲弱	- 地緣政治與全球貿易的不確定性 - 市場進入顯著的避險模式，導致資金流出
亞洲美元債	+ 區域增長保持韌性 + 亞洲投資者有能力增加持倉，支持市場技術因素	- 中國的經濟增長前景疲弱 - 違約或重組風險上升
發達市場投資級政府債	+ 以歷史標準衡量收益率吸引 + 發達市場貨幣政策略顯鴿派	- 減息周期短於預期 - 財政和關稅政策的不確定性
新興市場美元政府債	+ 商品價格相對利好 + 美元走弱降低債務償還成本，並改善信貸基本因素	- 聯儲局減息周期短於預期 - 政策不確定性造成波動 - 估值高企
發達市場投資級公司債	+ 以歷史標準衡量收益率吸引 + 固定期限計畫的資金強勁流入投資級公司債	- 基本因素惡化可能降低相對吸引力 - 收益率溢價相對偏低
發達市場高收益公司債	+ 放寬監管政策將支持盈利 + 當前收益率仍然吸引	- 違約或重組風險上升 - 基本因素惡化可能降低相對吸引力

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 核心

收益率曲線更陡峭對發達市場投資級債有利

我們預計聯儲局將在 2025 年底前進一步減息 50 個基點，並在未來 12 個月內總共減息 100 個基點，使聯邦基金利率在 2026 年 9 月前降至 3.25%。在此背景下，我們預期美國 10 年期國債在未來 3 個月內將在 4-4.25% 的區間內交易，未來 12 個月內將在 3.75-4% 的區間內交易。

總體而言，我們預期收益率曲線將更加陡峭，利率持續波動。市場預期聯儲局 2026 年將減息近三次，與聯儲局僅減息一次的預測形成鮮明對比，但我們認為，就業數據將使聯儲局最終更貼近市場預期。投資級債對利率的敏感度高於高收益債。隨著利率下調，投資級債的表現應該會優於高收益債。這促使我們上調發達市場投資級債至中性，並下調發達市場高收益債至低配。我們對發達市場高收益債的低配，也符合我們透過股票而非高收益債承擔更多風險敞口的偏好，因為在當前估值水平下，股票在看漲情境下比債券具有更大的潛在上漲空間。

我們繼續看好 5-7 年期債券，並相信該期限債券能夠在吸引收益率與收益率下降的潛在價格上升之間，帶來最佳平衡，同時避免過度承受與非常長期限相關的通脹或財政風險。

超配新興市場本幣政府債

我們保持超配新興市場本幣政府債。除了提供實際（扣除通脹後）收益率高外，該資產類別非常適合仍在風險偏好的債券環境。聯儲局重啟減息周期，為新興市場央行放寬貨幣政策提供了更大的靈活性。我們對美元疲弱的預期也利好這類債券。新興市場本幣政府債具有多元化優勢，與主要發達市場債券具有低至中等的相關性。然而，我們承認新興市場仍然容易受到市場波動和地緣政治不確定性的影響，美國需求疲弱和關稅上調給這些經濟體帶來了風險。

新興市場美元政府債為核心持倉

儘管近期債券價格下降，但收益率溢價仍然偏低。這類資產類別對市場波動和地緣政治不確定性較為敏感。然而，美元疲弱和美國利率下調，應會降低新興市場經濟體的償債成本。此外，主要新興市場國家的財政和經常賬狀況改善，亦減輕了發行離岸債券的需求。

發達市場投資級政府債為核心持倉

主要發達國家的央行預計將進一步減息（美國減息次數較多，歐洲次數較少，但預計日本將加息）。這將支持子資產類別，並幫助降低短期收益率，而受財政和通脹擔憂影響，長期收益率可能維持高位。政府債對利率波動仍非常敏感。

發達市場投資級公司債為核心持倉

我們將發達市場投資級公司債從低配上調至中性（核心持倉）。流入投資級債券的資金一直很強勁，尤其是 5-7 年期債券，因為聯儲局重啟減息，投資者熱衷於鎖定相對較高的收益率。對債券收益率下降相對敏感，預計將對回報產生正面影響，但與歷史平均水平相比，收益率溢價偏低將限制其表現。這導致我們對該子資產類別持中性配置。

亞洲美元債為核心持倉

亞洲新興市場仍容易受到美國關稅風險的影響。與其他市場一樣，亞洲債券的估值目前很高。然而，我們認為，強勁的外部平衡、靈活的貨幣政策和強勁的再融資能力支持了較高的估值。亞洲美元債的國內需求依然強勁，這可以從亞洲地區對新發行債券的高配置中看出。

低配發達市場高收益公司債

我們低配發達市場高收益公司債。收益率溢價較低，各行業板塊之間的差異較大，使得該子資產類別難以超越其他主要債券資產類別。

機會型看漲觀點：美國短期高收益債

我們偏好透過對美國短期高收益債的機會型看漲觀點來布局高收益債券。這些債券的絕對收益率吸引，且由於期限較短，預期違約率相對較低。歷史表現也表明，其風險調整後回報率將比更廣泛的資產類別更具吸引力。

機會型看漲觀點：美國國庫抗通脹債券

由於市場通脹預期仍在區間波動，我們認為增持抗通脹債券（TIPS）頗具吸引力。在財政憂慮、關稅驅動的通脹以及地緣政治風險加劇導致的商品通脹等因素的影響下，抗通脹債券能夠抵禦長期通脹的上行風險。

機會型看漲觀點：英國國債（金邊債券，未對沖外匯風險）

與其他發達市場政府債相比，我們看好英國國債名義收益率調整帶來的機遇。英國勞動市場數據持續走弱，可能導致薪資增長放緩，並加劇通脹放緩的壓力。

儘管短期內通脹預期可能仍維持高位，但收緊的金融環境應會抑制經濟增長和通脹。這些因素可能促使英倫銀行在未來 6-12 個月內進一步減息，尤其是如果即將公布的預算法案導致財政政策收緊的情況下。

股票 — 一瞥

林景蔚, CFA
股票策略部主管

葉福恒
高級投資策略師

甘皓昕, CFA
投資策略師

黃立邦
股票分析師



我們的觀點

我們維持**超配全球股票**。我們將**美國股票**上調至**超配**，因為人工智能相關投資和寬鬆貨幣政策帶來持續的盈利勢頭，有助於美國經濟實現軟著陸。在高估值和季節性的推動下，短期內任何整固均帶來有吸引力的機會。

由於美國關稅風險已反映在價格中，我們維持**超配亞洲（除日本）股票**的配置。在該地區，我們**超配中國股票**，財政支持和國內人工智能發展成為關鍵促成因素。**印度股票是核心持倉**，最近當局簡化監管（實際為削減商品及服務稅）為增長提供了助力。

我們對**日本股票**持**中性配置**，受惠於公司管治持續改善，不過即將舉行的自民黨黨魁選舉帶來不確定性，構成短期風險。

由於政治和財政狀況更加不明朗，我們將**歐洲（除英國）**下調至**低配**。由於英國市場的增長型行業比重較低，對**英國股票**的配置也維持**低配**。

關鍵圖表

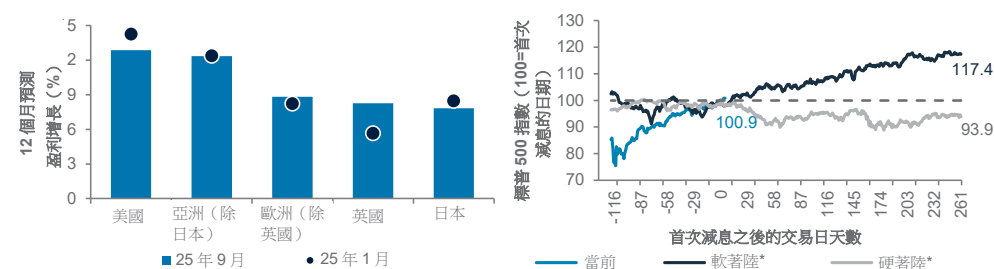
由人工智能驅動的盈利提振了
美國和亞洲（除日本）股票

指數	12個月 預期	距目標價的 上行空間 [△]
標普 500	7,250	10%
納斯達克 100	27,000	11%
歐元區斯托克		
50 指數	5,850	7%
富時 100	9,900	7%
恒生指數	29,500	11%
印度 Nifty 50	27,500	10%
日經 225	50,000	9%

[△]基於 9 月 25 日的收市水平

圖. 18 美國和亞洲（除日本）股票的 12 個月預測盈利增長領先其他地區；美國股票在減息周期中保持韌性

明晟股票指數的 12 個月綜合預測盈利增長；聯儲局保持政策不變超過六個月後，標普 500 指數在聯儲局首次減息前後的表現



資料來源：FactSet、彭博、渣打

*下表：看好中國離岸股票勝過在岸股票；綠色 = 上調；紅色 = 下調

看漲理據		看淡理據	
看好次序	亞洲（除日本）股票	+ 關稅阻力消退	- 結構性問題，例如中國出現通縮
	亞洲（除日本）	+ 中國的財政和貨幣刺激	- 額外的關稅威脅
	美國股票	+ 強勁的盈利增長	- 疲弱的經濟活動和調查數據
	日本股票	+ 聯儲局放鬆政策	- 過高的持倉和估值
	歐洲（除英國）股票	+ 強勁的盈利，人工智能動力	- 過度集中於人工智能相關股票
		+ 科技行業推動表現	- 地緣政治緊張局勢加劇
		+ 外國投資興趣上升	- 政治格局不穩定
		+ 良好的股票回購和股息	- 新興市場爭奪資金流
		+ 盈利前景改善	- 日圓反彈會削弱公司盈利
		+ 經濟信心復甦	- 政治和財政不確定性
		+ 財政刺激計劃	- 周期性和結構性阻力
		+ 相對價值合理（相對美國）	- 盈利前景惡化
		+ 政治環境相對穩定	- 宏觀經濟前景具挑戰
		+ 盈利前景改善	- 貨幣政策收緊
		+ 具防守性	- 增長型行業的比重低

資料來源：渣打全球投資委員會

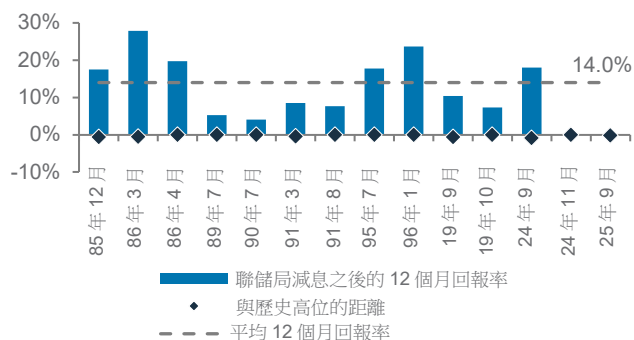
圖例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 核心

美國股票 – 超配

我們將美國股票上調至超配。儘管過高估值和季節性可能引發短期回調，但增長型行業股票的強勁盈利前景可能支持未來 6-12 個月股價延續上行趨勢。我們的軟著陸情境預期及可控的通脹風險表明，聯儲局仍有進一步減息以支持經濟增長的空間。儘管估值持續重新評級，但我們認為聯儲局減息將為美國股票上漲提供新的動力。過去 40 年，聯儲局有 12 次在股市距離歷史高位不到 1% 的時候減息。在所有的情況下，美國股票在隨後的 12 個月內均出現上漲。

圖. 19 聯儲局在股市接近歷史高位時減息，以往曾帶動股票進一步上漲

標普 500 指數的 12 個月回報率，當時聯儲局在股市距離歷史高位不到 1% 時減息



資料來源：彭博、渣打

超配亞洲（除日本）股票

我們超配亞洲（除日本）股票。亞洲貨幣兌美元走強將推動該地區股市上漲，預計這將降低投入成本並提高國內企業盈利。貿易緊張局勢緩和以及估值仍然合理是主要利好因素。

在亞洲，我們維持超配中國股票。儘管 8 月經濟數據乏善可陳，但下個月政治局會議可能出台的財政刺激可能支持盈利增長預期。未來 12 個月每股盈利增長預測為 11%，也優於主要發達市場。在中國市場，相較在岸股票，我們超配離岸股票。增長型行業在中國離岸股票中的權重更高，我們認為，由於其估值比美國股票低，因此具備上行潛力。此外，中國政府有可能對在岸市場採取降溫措施，不過我們注意到經市值調整後的保證金融資仍未達到令人警惕的水平。

我們將南韓股票下調至核心持倉。儘管企業改革舉措仍是利好因素，但 KOSPI 年初至今上漲超過 40%。估值不再有吸引力，明晟南韓指數 12 個月預測市盈率為 11 倍，與歷史平均水平一致。我們認為，台灣股票應為核心配置。儘管人工智能基建持續發展，但整體盈利預期為負面。

圖. 20 按市值調整後，保證金融資交易餘額仍未到令人憂慮的水平

中國保證金融資交易餘額的絕對值及其佔市值的百分比



資料來源：彭博、渣打

印度為我們的核心配置。強勁的結構性因素不變，削減所得稅和 GST 等財政措施可能有利於企業利潤。經過 2025 年的整固之後，市場不再那麼昂貴；以美元計算，印度市場下跌 1%，相較之下，亞洲（除日本）股票的年初至今回報率超過 25%。儘管如此，美國對印度出口產品徵收 50% 的關稅，遠高於亞洲其他地區，表明關稅風險仍然存在。我們看好中型股，因為它們在更合理的估值下擁有強勁的增長潛力。

我們低配東盟股票，因為每股盈利勢頭和貨幣前景疲弱。市盈增長率為 2.6 倍，也明顯高於整體亞洲（除日本）地區的 1.2 倍。

日本股票 – 核心持倉

日本股票仍為核心持倉。公司治理改革仍是促成因素，而經濟彈性和再通脹環境應繼續支持國內周期性行業的增長。日本領導人選舉是短期風險。鑑於日本股票的海外盈利規模，日本央行進一步加息導致日圓走強也可能抑制盈利預測。

歐洲（除英國）股票 – 低配

我們將歐洲（除英國）股票下調至低配。我們認為該地區的市場難以超越亞洲（除日本）和美國。經濟增長預測依然疲弱，因為貿易關稅和地緣政治緊張局勢的風險繼續若隱若現。估值偏高，明晟歐洲（除英國）指數的 12 個月預測市盈率較長期均值高了 1 個標準差左右。

英國股票 – 低配

我們低配英國股票。其防守性的股票構成可能表現遜於更加增長導向的地區，如亞洲（除日本）和美國。資金流入放緩和充滿挑戰的宏觀環境可能在未來 6-12 個月抑制投資者情緒。

股票機會型投資觀點

葉福恒
高級投資策略師

在回調時增持美國科技股、黃金礦業股

- 在市場回落 5%*之後，我們將開啟對美國科技業的機會型投資觀點。一些股市持倉的指標看似過高，這可能帶來整固和買入機會。我們看好該行業，因為人工智能支出刺激盈利增長。大型項目支持半導體行業和雲端服務供應商。
- 同樣地，在市場回落 5%*之後，我們將開啟對黃金礦業股的機會型投資觀點。基於結構性的央行購買和交易所買賣基金的資金流入，我們看漲金價。與此同時，黃金礦業股享有更高的利潤率和激增的自由現金流，這些現金流目前用來支持具吸引力的股票回購。
- 由於聯儲局開始減息周期，可能影響銀行的利息收益，故在市場出現波動之前，我們對美國主要銀行股獲利了結，該領域自 2024 年 8 月 1 日以來上漲了 61.9%。

圖. 21 機會型投資觀點

地區	觀點
全球	黃金礦業*
美國	美國科技*
歐洲	歐洲工業
亞洲	中國非金融國企高息股 恒生科技指數

資料來源：渣打。*當明晟美國科技指數收於 1,148 或更低水平時，對美國科技股的投資觀點才會開啟。資料來源：渣打。當 MarketVector 全球黃金礦業指數收於 2,438 或更低水平時，對黃金礦業的投資觀點才會開啟。

現時看漲觀點

歐洲工業股：隨著歐洲彌補多年來的投資不足，我們繼續看到基建和國防支出促成因素將帶來增長。德國起到帶頭作用，而其他國家可能面臨更多的預算限制。然而，我們認為地緣政治壓力將維持這一持續多年的財政助力，這將支持航天和國防、電氣設備、機械和建築行業，這些行業構成了工業部門的主體。歐洲經濟急劇放緩是一項風險。

中國非金融國企高息股：其業務主要以本土為主，較少受到貿易爭端影響，且更多受惠於政府刺激措施。我們認為，股息收益的穩定性對投資者有吸引力，而非金融國企較少受到低迷房地產行業的影響。刺激力度弱於預期是一項風險。

恒生科技指數：由於盈利前景和運營環境在明年會有所改善，我們預計估值的重新評級將會持續。決策者將繼續推動人工智能的採用和科技發展，而主要的科技平台正在大力投資，並在盈利化和效率提升方面取得了一定成果。不利的監管變化是一項風險。

行業觀點：仍然樂觀

我們繼續看好增長股，在人工智能投資和軟件開發的支持下，在美國、歐洲和中國超配科技股。在美國，我們將金融股下調至中性，同時將健康護理股上調至超配。健康護理是今年美國表現最差的行業，但由於估值折讓看似吸引，我們預計該行業將出現企穩跡象。我們將房地產股上調至中性，因為較低的利率是利好因素；同時，我們將必需消費品下調至低配，因為我們預計更高的成本和關稅將拖累利潤率。在歐洲，我們維持超配金融股，將其視為價值型投資，我們也將能源股上調至中性，因其價值正在隨著股息收益率上升而顯現。在中國，我們繼續投資於改善的消費和人工智能採用，並看好科技、通訊和非必需消費品行業。這些行業的公司擁有雄厚的資產負債表，產生強勁的現金流，並在需求強勁的情況下大力投資於人工智能基建。

圖. 22 我們按地區劃分的行業觀點

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

資料來源：渣打

圖例：■ 超配 | ■ 核心 | ■ 低配
▲ 自上月上調 | ▼ 自上月下調

外匯 — 一瞥

袁沛儀
投資策略師



美元觀點

由於越來越多的證據顯示勞動力市場疲弱，我們預計美元在未來 3 個月或偏弱，將美元指數（DXY）推至 96.5。我們預計聯儲局將在年底前減息 50 個基點，可能會先於其他各主要央行減息，對比其他主要經濟體縮小利差對美元不利。加權利差自年初以來迅速下降，目前低於 5 年平均水平。我們還預計美元將對差過預期的美國經濟數據特別敏感。

我們預計美元將持續走弱，美元指數在未來 6-12 個月內可能跌至 95。美國進口價格（不含關稅）仍小幅下降，這表明美國進口商承擔了大部分額外的關稅成本。我們預計聯儲局未來 12 個月將累計減息 100 個基點，這支持了美國軟著陸。與此同時，過去幾年推動美元走強的結構性因素（包括美國例外論、高實際利率和避險資金流動）正在消退。我們認為，風險包括通脹再次飆升、聯儲局鷹派政策或地緣政治衝擊可能重新點燃美元需求。

關鍵圖表



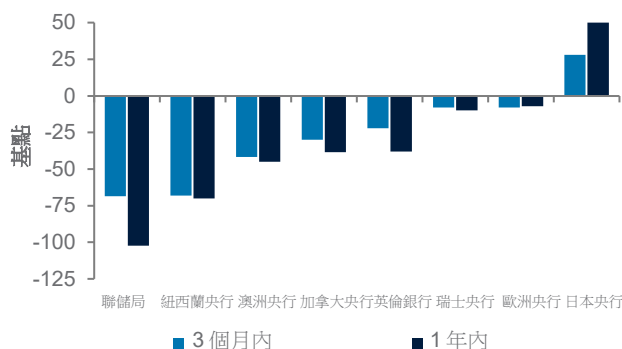
圖. 23 美元指數（DXY）跟隨利差下跌；我們預計此趨勢將持續

美元指數、加權利差和 5 年平均值



資料來源：彭博、渣打

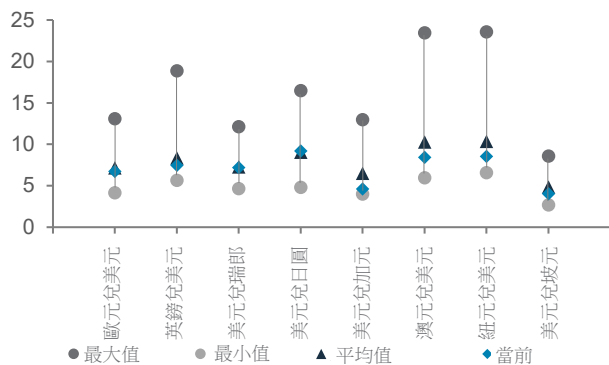
圖. 24 聯儲局的減息幅度可能超過其他央行
市場預期各主要央行的利率變動



資料來源：彭博、渣打

圖. 25 貨幣波動率大致低於 5 年平均水平

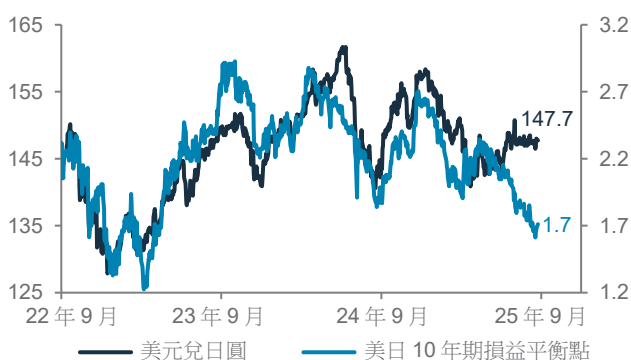
主要貨幣的波動率



資料來源：彭博、渣打

圖. 26 利差預示美元兌日圓或進一步下跌

美元兌日圓與美日 10 年期損益平衡點



資料來源：彭博、渣打

圖. 27 貨幣預測與驅動因素概述

貨幣	3 個月	12 個月	理據
歐元兌美元	1.19	1.22	我們看漲歐元兌美元。歐洲央行今年可能只會再減息一次，並在 2026 年暫停減息，即使聯儲局未來 12 個月減息 100 個基點。這種轉變使相對利差有利於歐元。德國的基建和國防開支計劃應該會為 2026 年的經濟增長提供支持。風險是美元走強。
英鎊兌美元	1.37	1.37	美元疲弱下，我們適度看漲英鎊兌美元。英倫銀行可能會進入一個漫長的暫停期，而焦點將轉向英國的秋季預算法案（11 月 26 日）。英國的赤字規模仍然很大，但可能會改善，從而緩解對財政危機的擔憂。然而，依賴增稅可能拖累經濟增長，並限制英鎊升值。財政壓力構成風險。
美元兌日圓	146	142	我們看跌美元兌日圓。自民黨總裁選舉的兩位主要候選人在政策方面有分歧——財政擴張／寬鬆貨幣政策與結構性改革。我們預期貨幣政策將繼續逐步收緊。美日利差已支持日圓走強，且這種勢頭可能進一步增強。政治不確定性構成風險。
澳元兌美元	0.66	0.67	我們預計澳元兌美元窄幅上落。澳洲央行一如預期，在 9 月維持利率不變，我們預計第三季 CPI 數據將促使央行在 11 月減息。聯儲局減息和槓桿式淡倉平倉為上行風險。
紐元兌美元	0.58	0.60	我們未來 12 個月適度看漲紐元兌美元。美國關稅的不利因素可能會被蓬勃發展的乳製品和肉類出口所抵消。紐西蘭央行預示 2026 年將利率降至中性水平以下以支持經濟增長，但這很可能會被美元疲弱所抵消。減息構成風險。
美元兌加元	1.38	1.37	我們預計美元兌加元窄幅上落。儘管加拿大勞動力市場疲弱，我們預期該貨幣組合將趨於穩定，因為油價仍將穩定在每桶 65 美元左右。利差緩慢收窄加劇了看跌偏向。更大幅度的減息構成風險。
美元兌離岸人民幣	7.09	7.20	我們短期看跌美元兌離岸人民幣，長期則看漲。中美貿易協定的樂觀情緒可能在短期內支持離岸人民幣。然而，疲弱的經濟增長和持續的通縮擔憂以及由此產生的政策刺激預計將持續 6-12 個月。一旦短期樂觀情緒消退，這可能會推高該貨幣組合。美國貿易政策構成風險。
美元兌瑞郎	0.78	0.79	我們預計美元兌瑞郎窄幅上落。瑞士央行行長 Schlegel 指出，由於對儲戶和養老基金的不利影響，該行對負利率有很高的門檻。我們預計，在避險需求的推動下，該貨幣組合目前將呈現整固態勢。瑞士低通脹和美元疲弱是風險所在。
美元兌坡元	1.27	1.32	新加坡金管局立場趨於溫和，導致坡元名義有效匯率將在政策區間的上端附近交易，短期內美元兌坡元保持窄幅上落。然而，我們預計，一旦經濟增長放緩趨勢更加明顯，美元兌坡元的上行風險增加，坡元名義有效匯率將降至中間值。
美元兌盧比	-	88	我們預計美元兌盧比窄幅上落。美國持續的關稅以及近期對印度科技業常用簽證申請的限制，對印度對美服務出口和經濟增長前景構成風險。然而，近期的商品及服務稅改革是一個利好因素。短期內盧比的一定程度走軟可以抵消出口的放緩。美國貿易政策構成風險。
美元兌林吉特	-	4.2	我們預計美元兌林吉特窄幅上落。美元疲弱可能促使馬來西亞出口商將海外收益轉換為美元。然而，繼 2024 年大幅回升之後，馬來西亞的經濟增長今年預計將放緩。能源和商品價格構成風險。
美元兌韓圓	-	1,405	我們預計美元兌韓圓窄幅上落。南韓產出缺口仍為負值，且受美國關稅外溢效應驅動的全球貿易不利因素可能拖累 2026 年的經濟增長。這使得該貨幣組合短期面臨進一步的上行風險。全球經濟增長構成風險。

資料來源：彭博、渣打

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

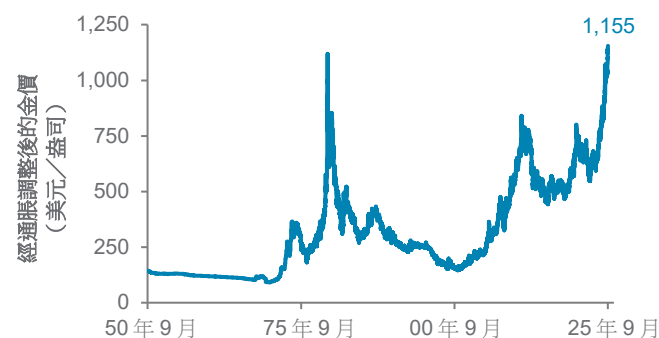
投資組合策略師

我們的觀點

- 我們將 3 個月及 12 個月的黃金目標價分別上調至每盎司 3,850 美元及 4,100 美元。
- 我們預計紐約期油價格將維持在每桶 65 美元左右的區間。我們仍然預計供應過剩將成為主導因素。這應會限制因潛在地緣政治風險而引發的價格短期反彈。

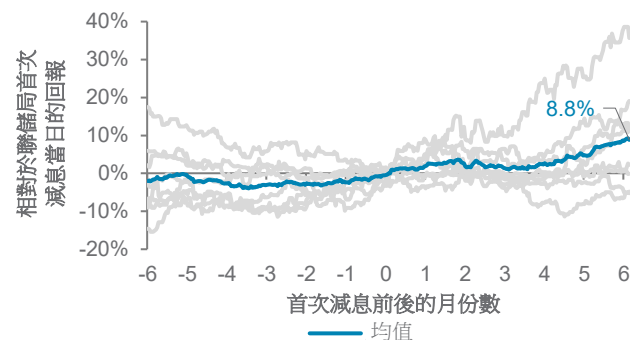
關鍵圖表

圖. 28 經通脹調整後的金價現已達到現代歷史最高水平
實質（經通脹調整後）黃金價格（美元／盎司）



資料來源：彭博、渣打

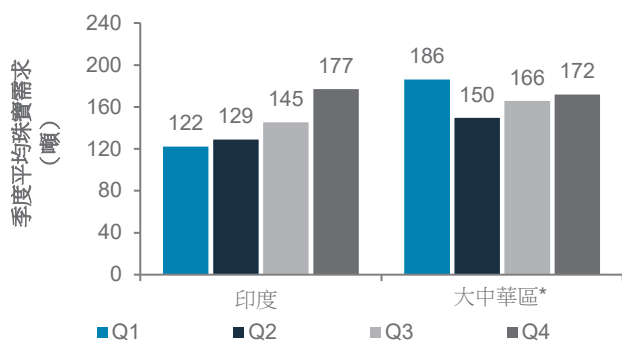
圖. 29 聯儲局開始寬鬆周期往往會支持金價上升
聯儲局減息前後六個月的黃金回報*



自 1987 年以來的數據。資料來源：彭博、渣打。

圖. 30 聯儲局減息將與印度和中國珠寶需求的季節性增長同步

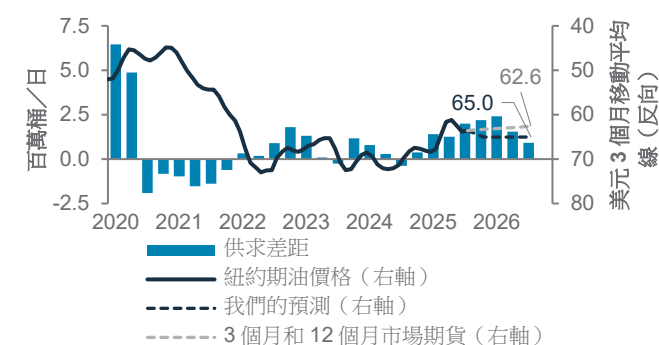
印度及中國自 2010 年以來的平均珠寶需求



資料來源：世界黃金協會、渣打

*包括中國內地、香港、中國台灣省

圖. 31 今年石油市場可能仍然過剩，從而抑制油價
石油供需平衡、價格預估



資料來源：美國能源資訊局、彭博、渣打

黃金展望：我們對黃金持樂觀態度，預計金價將維持「更高更長」的走勢。支持因素包括：1) 聯儲局重啟減息，2) 印度及中國的季節性珠寶需求，以及 3) 美國政策與地緣政治憂慮的背景。倉位過度擴張增加了短期風險，但我們預計回調將引發「逢低買入」的需求，價格最終在未來 12 個月內超過每盎司 4,000 美元。

石油展望：我們預計，紐約期油價格在未來 6 至 12 個月內將維持在每桶 65 美元左右的區間上落。供應過剩意味著短期內的波動（例如由地緣政治引發）可能會迅速受到抑制。市場情緒略顯看跌，越來越多的預測低於 60 美元。

量化觀點：短期及長期指標均看漲股票

Francis Lim
高級量化策略師

歐陽倩君
量化分析師



概述

長期及短期指標均看漲風險資產。

長期：我們的股債模型繼續看好股票而非債券。自我們在 7 月展望中對股票持超配觀點以來，該模型已產生 6.4% 的絕對回報率，表現較 60/40 股票高出 1.4%。在我們最新的更新中，**該模型已調整，將股票的超配配置降低**，因為發達市場的估值開始顯得昂貴。基本因素仍然強勁支持股市，最新的供應管理協會新訂單數據預示著經濟信心的復甦。市場廣度因素亦表現穩健，因為全球市場在當前股市漲勢中參與度較高。

短期：我們的新市場模型看漲標普 500 指數和明晟所有國家世界指數，因為動力訊號看漲，股票和新興市場貨幣期權隱含波動率等風險指標仍處於低位。8 月推出的模型，掃描了 7,000 多個因素，以確定股市機制的長期驅動因素，並通過機器學習演算法預測這些機制。自我們 8 月發布該模型以來，標普 500 指數的看漲觀點上升了 3.7%，而熊市的最新預估機率仍然很低，只有 1.1%。明晟所有國家世界指數模型與之相似，熊市的預估機率僅為 0.8%。

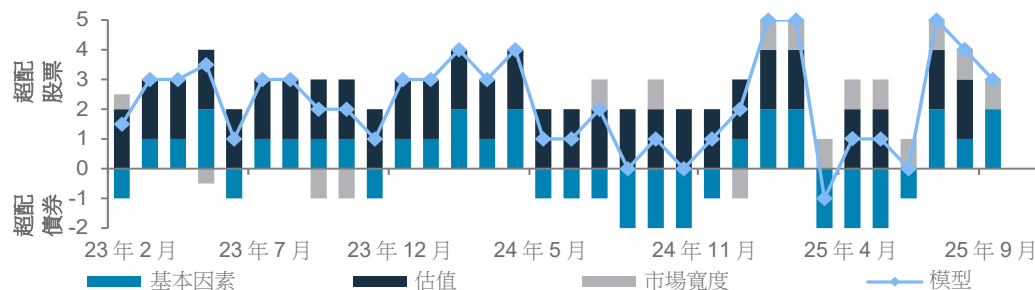
但在近期強勁上漲之後，股市可能面臨短期整固的風險。我們的市場多元化指標顯示，投資者在全球股市的持倉看似愈發擠擁。然而，鑑於我們短期和長期量化模型都發出了支持訊號，深度回調的可能性不大。美國通訊服務業以及中國物料和通訊服務業目前已被標示。

關鍵圖表

我們的股債模型超配股票，因為模型得分為 3 分（滿分 5 分）。基本因素和技術因素均看漲股票。

圖. 32 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

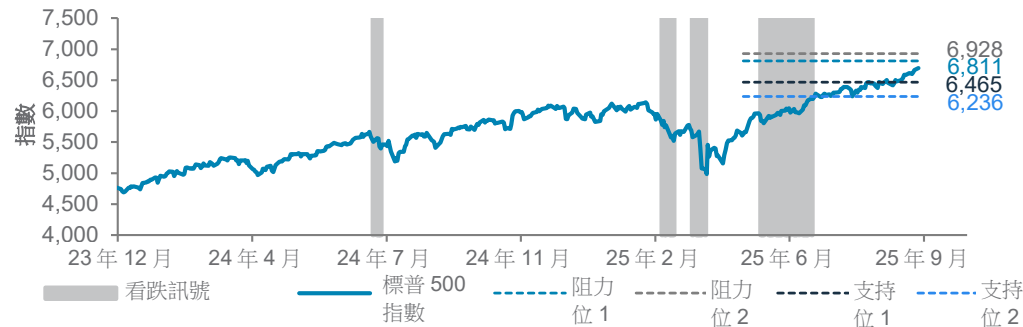


資料來源：彭博、渣打

我們的新市場模型對標普 500 指數是看漲的，因為股市和新興市場貨幣的波動性較低，而動力動態是正面的。

圖. 33 我們的技術模型轉為看漲標普 500 指數

標普 500 指數；模型的看跌訊號；技術支持位和阻力位



資料來源：彭博、渣打

圖. 34 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	看漲股票（3-6 個月）	股市風險低，但政府債市場風險適度	穩定的通脹與增長率
這個觀點都基於哪些因素？	- 基本因素：分數為+2。美國供應管理協會新訂單顯示經濟信心復甦，盈利上修持續上升 - 估值：分數為 0。發達市場股票的估值開始顯得昂貴，但亞洲股票的估值仍具吸引力，抵消了這種影響 - 市場寬度：分數為+1。94%的全球股市都在 200 日移動平均線上方，這表明當前的股市漲勢受到了強勁的參與	- 股票風險：低。股市動力向好、通脹放緩趨勢、貨幣基礎擴張、短期商業票據收益率下降均是正面因素 - 政府債風險：中性至適度。強勁的股票回報使債券的吸引力降低，但較低的美國製造業採購經理指數和新屋開工均值預示著經濟增長放緩，這對美國國債等更安全的資產有利	- 全球通脹率從先前的 2%降至 1.8%。綜合預測未來 12 個月通脹率仍為 2.1%。領先指標顯示通脹率將小幅上升至 1.9% - 全球工業生產率按年增長 2.4%。綜合預期未來 12 個月將增長 2.1%，略高於 2%的長期均值。領先指標與綜合預期一致
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
如何運作？	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	看漲（1-3 個月）	股市看似擠擁
這個觀點都基於哪些因素？	看漲明晟所有國家世界指數和標普 500 指數。由於股市和新興市場貨幣期權市場的隱含波動率等風險指標，顯示情況良好，因此熊市出現的機率較低。動力因素亦支持當前的升勢。對標普 500 指數而言，美國相對較高的利率是負面因素，但上述因素足以抵消其負面影響	- 股市：明晟所有國家世界、美國和亞洲（除日本）均有短期內出現整固的風險 - 股票行業：美國通訊服務業、中國工業、物料和通訊服務業 - 商品：白銀
關鍵模型因素	市場因素：價格動力、波動率指數、利差、相對回報、通脹掉期利率、經濟意外指數等	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？	透過掃描 7,000 多個因素，該框架使用機器學習，根據已識別的市場驅動因素預測市場機制或未來趨勢	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	▼	1	1	1	現金	35
固定收益	◆	58	38	18	固定收益	65
股票	▲	34	55	75		
黃金	▲	7	7	6		
資產類別						
美元現金	▼	1	1	1	美元現金	35
發達市場投資級政府債*	◆	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*	◆	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	▼	2	1	1	發達市場高收益債（短期）	7
新興市場美元政府債	◆	5	3	2	新興市場美元政府債（短期）	10
新興市場本幣政府債	▲	5	4	1	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	▲	23	37	50		100
歐洲（除英國）股票	▼	3	5	8		
英國股票	▼	0	1	2		
日本股票	◆	2	3	4		
亞洲（除日本）股票	▲	6	9	12		
黃金	▲	7	7	6		
		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

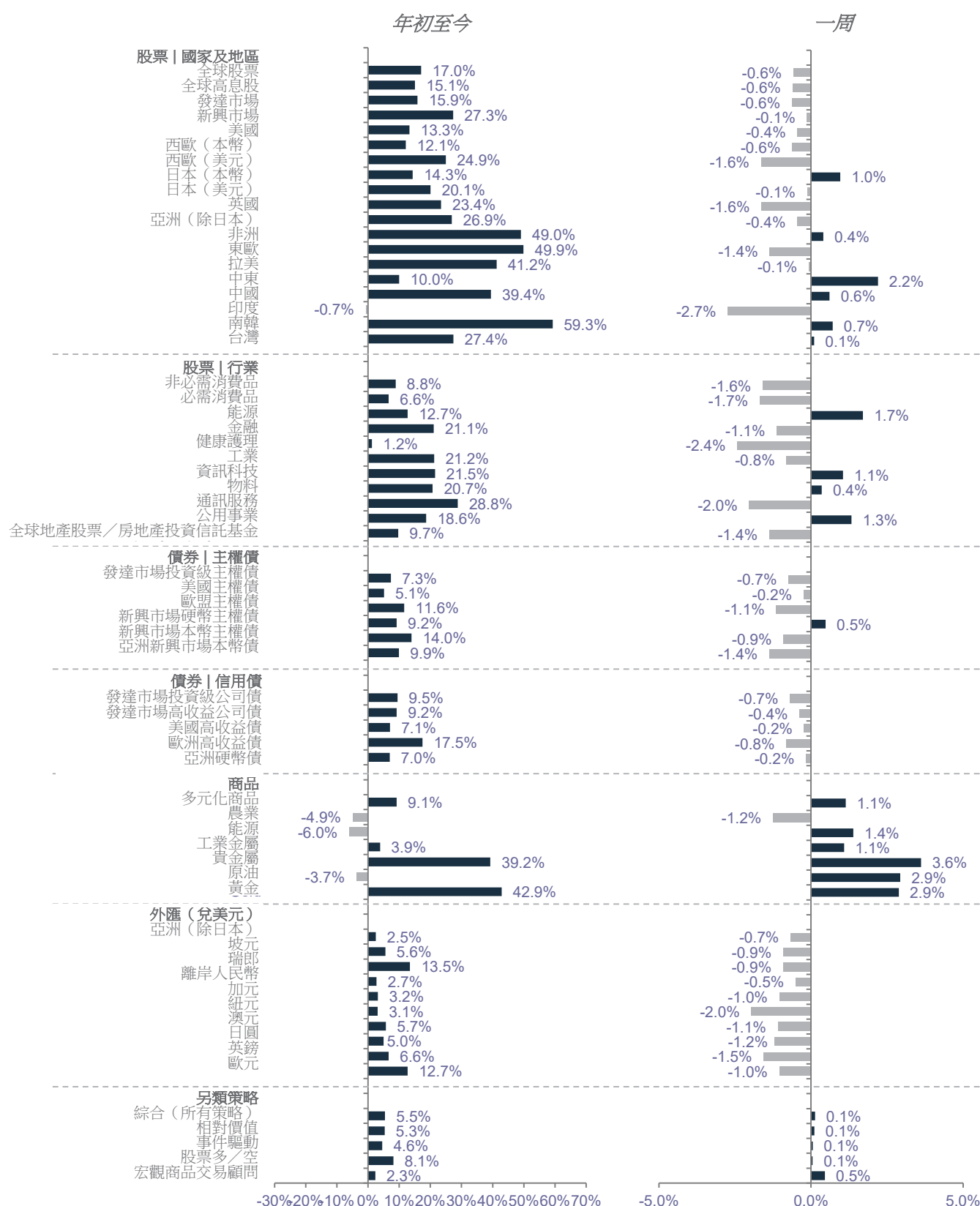
基礎+：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置+		
		適度	概述	觀點
現金	▼	1	1	0
固定收益	◆	49	30	13
股票	▲	29	44	57
黃金	▲	6	5	5
另類投資	◆	15	20	25
資產類別				
美元現金	▼	1	1	0
發達市場投資級政府債*	◆	20	12	5
發達市場投資級公司債*	◆	12	8	4
發達市場高收益公司債	▼	2	1	0
新興市場美元政府債	◆	4	2	1
新興市場本幣政府債	▲	4	3	1
亞洲美元債	◆	7	4	2
北美股票	▲	20	30	38
歐洲（除英國）股票	▼	2	4	6
英國股票	▼	0	1	1
日本股票	◆	2	2	3
亞洲（除日本）股票	▲	5	7	9
黃金	▲	6	5	5
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 9 月 25 日；一周表現數據由 2025 年 9 月 18 日至 2025 年 9 月 25 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, 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	96.5	1.19	1.37	146	0.66	0.58	1.38	7.09	0.78	65	3,850	3.75% (25 年 12 月)	4.00-4.25%	1.75% (25 年 12 月)
12 個月預測	95	1.22	1.37	142	0.67	0.60	1.37	7.20	0.79	65	4,100	3.25% (26 年 9 月)	3.75-4.00%	1.75% (26 年 9 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

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，有助於顧全大局



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。

投資貼士

首席投資辦公室

每兩周一次系列發布於周三

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。

現在收聽

渣打市場快訊

(STANDARD CHARTERED MONEY INSIGHTS)



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. 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附屬公司（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、附屬公司及附屬公司提供。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、其附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、附屬公司及附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／或其附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「ESG 意向投資 – 整體」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

巴林：本文件由渣打銀行巴林分行在巴林分發，其地址為巴林王國麥納麥郵政信箱29號 (P.O. 29, Manama, Kingdom of Bahrain)，是渣打銀行的分行，並獲巴林央行發牌為傳統零售銀行。**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) 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，或就此文件提述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 - 渣打阿聯酋分行獲阿聯酋央行頒發牌照。該分行獲證券與商品局發牌從事推廣活動。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，渣打阿聯酋分行不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。