



# 2025 年下半年 全球市場展望

## 美元轉向 運籌決勝

**我們看多全球股票。** 全球各地放寬政策、美國經濟很大機會軟著陸及美元走弱都有利於風險資產。我們看好多元化的全球股票配置，其中我們將亞洲（除日本）股票上調至看多。

**我們預期美元將會走弱**，對歐元、日圓和英鎊有利。根據歷史經驗，美元疲弱有助支持股票和非美國股票表現領先。我們看好 5-7 年期的美元債券，並將新興市場當地貨幣債上調至看多。

**重新加徵關稅、通膨和經濟數據疲弱是主要風險。** 黃金和另類投資策略是具吸引力的多元化投資工具，也有助減低暫時的波動。



多資產收益配置仍然有 5% 的殖利率嗎？

美元的主導地位結束了嗎？

你的量化模型是否仍然偏好風險資產？

01

02

03

04

05

# 目錄

## 策略

|                |    |
|----------------|----|
| 投資策略：美元轉向 運籌決勝 | 03 |
| 基礎資產配置模型       | 06 |
| 基礎：戰術性資產配置     | 07 |
| 基礎：多資產收益策略     | 08 |
| 對客戶最關心問題的看法    | 10 |

## 宏觀概況一瞥

|                |    |
|----------------|----|
| 我們的宏觀經濟展望和關鍵問題 | 12 |
|----------------|----|

## 資產類別

|           |    |
|-----------|----|
| 債券        | 14 |
| 股票        | 16 |
| 股票機會型投資觀點 | 18 |
| 外匯        | 19 |
| 黃金和原油     | 21 |

## 額外觀點

|               |    |
|---------------|----|
| 量化觀點：對股票持中性觀點 | 22 |
|---------------|----|

## 表現回顧

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 基礎：資產配置概要             | 24 |
| 基礎+：資產配置概要            | 25 |
| 市場表現概要                | 26 |
| 我們的重要預測和關鍵事件          | 27 |
| 未來數十年管理財富的方法：今日、明日和未來 | 28 |
| 註釋                    | 31 |

# 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 個月基礎投資看多觀點：

- 全球股票
- 亞洲（除日本）股票
- 新興市場當地貨幣債

## 機會型投資觀點 – 股票：

- 美國軟體、主要銀行
- 南韓大型股、中國非金融國企高息股和恒生科技指數
- 歐洲銀行、工業

## 看多行業：

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

## 機會型投資觀點 – 債券：

- 亞洲當地貨幣債
- 英國國債（未對沖外匯風險）
- 美國國庫抗通膨債券

## 美元轉向 運籌決勝

- **我們看多全球股票。** 全球各地放寬政策、美國經濟很大機會軟著陸及美元走弱都有利於風險資產。我們看好多元化的全球股票配置，其中我們將亞洲（除日本）股票上調至看多。
- **我們預期美元將會走弱**，對歐元、日圓和英鎊有利。根據歷史經驗，美元疲弱有助支持股票和非美國股票表現領先。我們看好 5-7 年期的美元債券，並將新興市場當地貨幣債上調至看多。
- **重新加徵關稅、通膨和經濟數據疲弱是主要風險。** 黃金和另類投資策略是具吸引力的多元化投資工具，也有助減低暫時的波動。

## 2025 年下半年展望正面但波動

2025 年第二季是如何在波動中投資的典型例子。儘管受到「解放日」和中東緊張局勢的影響，全球股票季初至今仍上漲了大約 8%，不過並非以直線方式上漲。

我們預期 2025 年下半年將有利於經濟和盈餘成長，但也預期會出現幾輪波動。美國方面，儘管之前基於調查的數據表現疲弱，但「硬數據」相對堅挺。這一點，加上美國、歐洲和亞洲各地的支持性財政和貨幣政策，是我們仍然相信美國經濟將實現軟著陸的原因。

然而，我們仍然需要密切關注一些風險。川普為期 90 天的關稅「暫停期」將於 7 月初結束。我們預期暫停期會延長，以便貿易談判能夠繼續，但期間必有言辭上的交鋒。與此同時，中東和俄烏衝突持續升溫，中東衝突（可能暫時）構成能源價格上漲的風險。

在我們的基礎情境下，我們預期這些風險將引發暫時（而非持續）的波動。我們將留意三大風險，包括：（i）貿易關稅持續上升；（ii）地緣政治事件導致油價飆升；以及（iii）美國經濟硬數據突然下滑至衰退水平。

圖. 1 2025 年第二季顯示雖然市況暫時波動，但環境利多股市

全球股票（明晟所有國家世界指數）



資料來源：彭博、渣打

美元將會走弱

我們預期美元未來 6-12 個月將會走弱，傾向下行。這將成為市場的主要驅動力。

自 4 月以來，「去美元化」的結構性風險一直備受關注。然而，短期的週期性因素，例如美元評價面仍然偏高、利差可能收窄及美國貿易政策欠明朗，應導致美元未來 6-12 個月走弱。歐元 and 日圓預期是主要贏家，英鎊也展現韌性。我們預期瑞郎可能保持狹幅波動，因為當地的低利率與疲弱的美元相互平衡。亞洲方面，新幣預料將從其政策區間的上端回落。

看漲全球股票

我們的美元偏軟觀點對股票有重大啟示。根據歷史經驗，美元疲弱時期（i）對美國股票在內的全球股市回報有利，但（ii）通常導致非美國股票的表現優於美國股票。尤其是第一個因素，對於我們看漲各區股市及看多股票多於債券和現金，發揮了關鍵作用。

第二個因素促使我們決定轉為看多亞洲（除日本）股票。新興市場股票，包括亞洲在內，在美元疲弱時往往表現良好。在亞洲（除日本）市場，我們將南韓上調至看多，同時繼續看好中國股票。北亞股票的週期性和更加具吸引力的評價面是關鍵驅動因素。

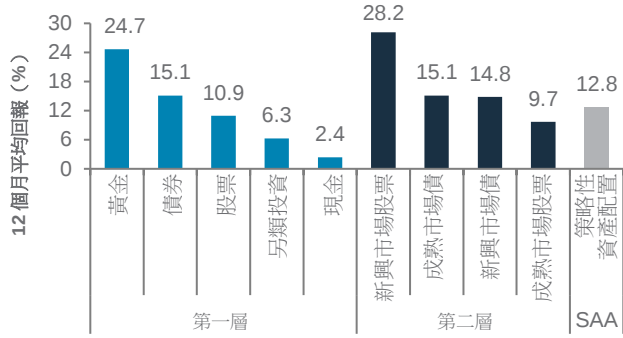
南韓、中國和印度股票獲得國內財政政策的支持，並可能受惠於美元走弱。中國方面，我們看好週期性的科技、通訊服務和非必需消費品行業。在印度，強大的結構性動力和地緣政治定位是利好因素。我們看好印度的大型股多於中小型股。

歐洲股票仍是另一個具吸引力的非美國市場。評價面依然低廉，財政支出應支持該區未來幾年的盈餘成長。因此，我們看好歐洲股票，在投資組合中維持核心配置。

撇除分散地區配置的因素，我們對美國股票看法仍正面。美國經濟軟著陸和美元走弱對企業的盈餘有正面影響，特別是如果聯準會一如

圖. 2 美元疲弱環境為金融市場和風險資產帶來正回報

過往\*當美元指數（DXY）下降>10%時 12 個月回報



資料來源：彭博、渣打；\*1999 年 1 月至今

我們預期在 2025 年下半年降息的話。這與我們看好週期性金融、科技和通訊服務行業的觀點一致。然而，歷史經驗顯示，當美元下跌時，美國股市表現難以超越非美國股市。因此，我們在投資組合中維持對美國股票的核心配置。

增持非美元債券

我們將新興市場當地貨幣債上調至看多。它們可能受惠於美元疲弱，以及新興市場央行降息帶來的資產價格上漲。與美國相比，新興市場央行面臨的通膨風險更有限，因此有更大的降息空間。

在美元債券市場，我們預期美國國債殖利率（利率債）將比殖利率溢價（信用債）更能推動回報，因為殖利率溢價已經處於較低的水平。美國 10 年期國債殖利率處於 4.50%或更高水平時，優質債券具吸引力，未來 6-12 個月或處於 4.00-4.25%區間。由於貿易、通膨或財政憂慮升溫，不排除其短暫上升至 4.80-5.00%的可能性，但我們認為，在美國經濟軟著陸的基礎經濟情境下，此類波動會是短暫的（也是具吸引力的增持機會）。

我們認為 5-7 年期債券能夠在具吸引力殖利率與價格可能上漲之間取得最佳權衡，同時避免過度承受長期債券隱含的通膨或財政赤字的風險。公司債提供回報的空間比過往要小，不過成熟市場非投資等級債和新興市場美元債可以提供投資機會（我們在投資組合內將兩者視為核心配置）。

黃金將會走高

我們也將黃金視為核心配置。黃金在盤整一段時間後，預期央行需求將支持價格再次上漲。當債券無法發揮作用時，黃金也是重要的投資組合多元化工具。我們也認為另類投資策略是多元化的關鍵——股票長短倉策略可提供參與我們看漲股票觀點的機會，並可能從潛在的股票／行業波動中獲益，而私人信貸策略則提供具吸引力的殖利率而無須承受存續期風險。

風險 #1 – 油價衝擊

我們的基礎情境是，中東衝突不會直接擾亂石油和其他能源商品的供應。地緣政治局勢可能持續緊張，但全球供應過剩或限制油價升幅。

在紐約期油未來 6-12 個月將保持在每桶 65 美元左右的基礎情境下，預期股票的表現將優於其他主要資產類別，而債券殖利率將受到限制。

然而，如果地區衝突升級直接令石油的供應中斷（透過干擾霍爾木茲海峽（Strait of Hormuz）或破壞地區石油生產、儲存和運輸基建），則會出現下行風險。在這種情境下，由於供應過剩和閒置產能迅速耗盡或難以取得，則油價將會大幅上漲（可能超過每桶 100 美元）。

油價大漲將提高通膨預期，進而將風險傳導至全球市場。這可能導致成長放緩，限制聯準會降息和支持成長的空間，使其陷入困境。此類油價衝擊曾導致美國多次出現經濟衰退。

在這種情境下，傳統避險資產和通膨對沖工具可能表現領先。對沖工具包括黃金、抗通膨債券、瑞郎和日圓等避險貨幣，以及與能源相關的資產，如能源股或加幣和挪威克朗。

圖. 3 油價飆升對美國通膨預期構成風險，並限制聯準會降息的空間

布蘭特油價對比美國通膨預期



資料來源：彭博、渣打

風險 #2 – 對投資者不利的第 899 條

投資者和企業非常擔憂川普的「重大而美麗（預算）法案」中擬議的第 899 條。

該條款賦予美國決策者酌情權，可對來自美國認為實施「歧視性」稅項的市場之投資（企業和金融）徵稅。川普總統曾以歐洲的數位稅作為此類歧視性稅項的例子。

企業和投資者關注的焦點是，此類報復性稅收措施的實施範圍有多大，以及它們對流入美國的投資，以至股票、債券及美元的評價面產生多大的負面影響。

我們正在密切關注參議院的討論。雖然眾議院已通過該項法案，但考慮到引發的憂慮，尚不清楚該法案是否會以現行形式在參議院獲得通過。最終版本也可能受制於法律詮釋的影響，以及美國決策者執行時將享有多大的酌情權。

遺憾的是，截至撰稿時，投資者對於該條款對投資流向和盈餘造成多大的風險仍然非常不確定。在參議院同意該法案的最終版本後，情況將會更加明朗。第 899 條款相關措施目前計劃由 2026 年開始實施。

圖. 4 美國政策不確定性已自高位回落，但仍然偏高。關稅和財政政策為關鍵因素

美國經濟和貿易政策不確定性指數



資料來源：彭博、渣打

# 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

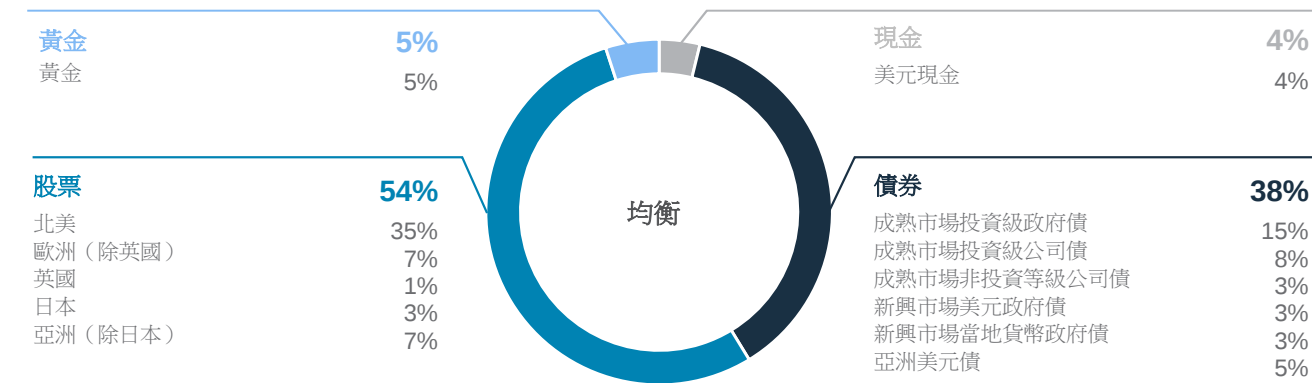


圖. 6 風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

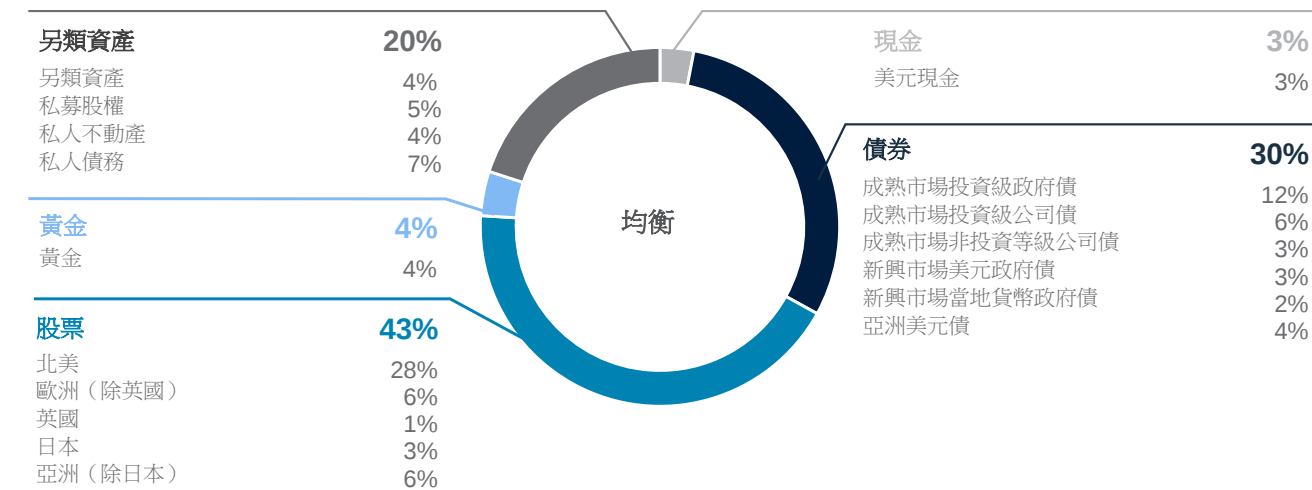
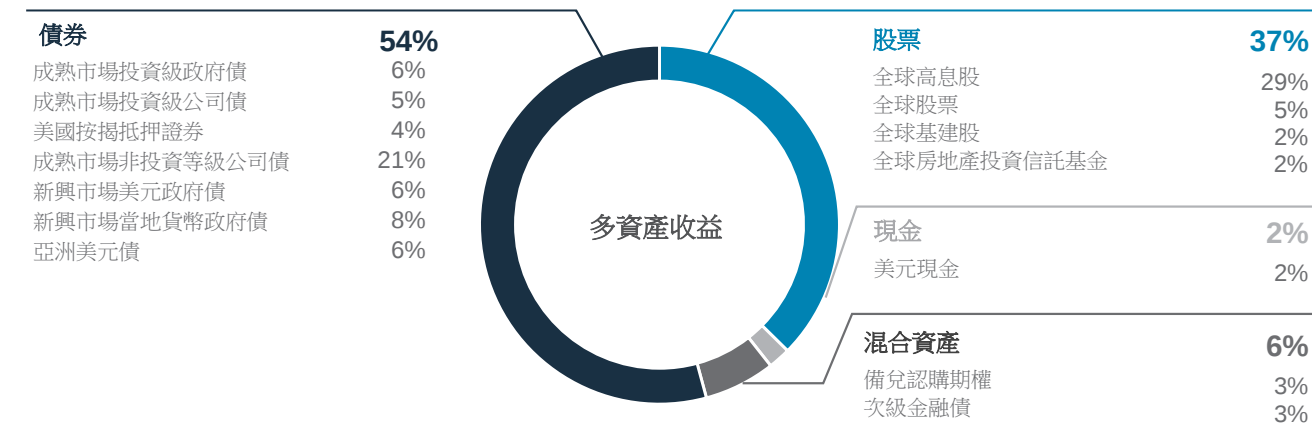


圖. 7 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

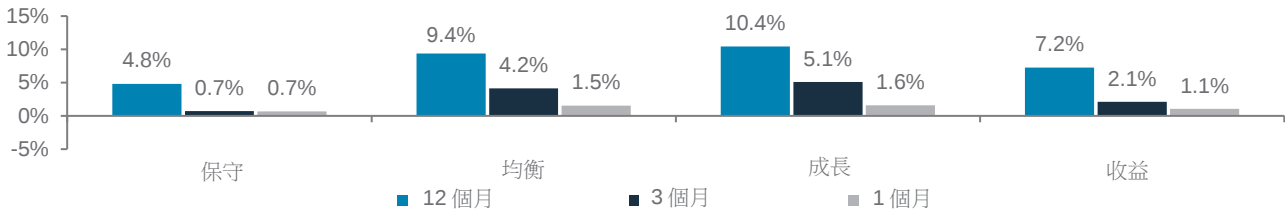
# 基礎：戰術性資產配置

|              | 觀點 | 詳情                                       |
|--------------|----|------------------------------------------|
| 美元現金         | ▼  | + 短期安全    - 殖利率下降、可能表現遜於主要資產類別           |
| 債券           | ◆  |                                          |
| 成熟市場投資級政府債   | ◆  | + 信用品質高、殖利率具吸引力    - 對通膨的敏感度高、貨幣政策       |
| 成熟市場投資級公司債   | ▼  | + 信用品質高、對殖利率下降敏感    - 評價面偏高              |
| 成熟市場非投資等級公司債 | ◆  | + 殖利率具吸引力、利率敏感度高    - 評價面偏高、對成長敏感        |
| 新興市場美元政府債    | ◆  | + 殖利率具吸引力、對美國利率敏感    - 新興市場信用品質、美國貿易政策風險 |
| 新興市場當地貨幣政府債  | ▲  | + 殖利率具吸引力，受惠於美元疲弱    - 美國貿易政策風險          |
| 亞洲美元債        | ◆  | + 殖利率適中、波動性低    - 對中國經濟成長敏感              |
| 股票           | ▲  |                                          |
| 北美           | ◆  | + 盈餘成長、人工智慧上升趨勢    - 評價面、美國貿易政策不確定性      |
| 歐洲（除英國）      | ◆  | + 低廉評價面、德國財政支出    - 美國貿易政策風險             |
| 英國           | ▼  | + 評價面、股息殖利率具吸引力    - 滯脹風險、美國貿易政策風險       |
| 日本           | ◆  | + 評價面合理、股息／股票回購增加    - 日圓走強、美國貿易政策       |
| 亞洲（除日本）      | ▲  | + 盈餘、印度成長、中國政策支持    - 中國成長憂慮、美國貿易政策      |
| 黃金           | ◆  | + 投資組合對沖、央行需求、實際殖利率下降    - 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：▲ 看多 | ▼ 看淡 | ◆ 核心

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 2024 年 6 月 19 日至 2025 年 6 月 19 日、3 個月表現數據由 2025 年 3 月 19 日至 2025 年 6 月 19 日、1 個月表現數據由 2025 年 5 月 19 日至 2025 年 6 月 19 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  | 1-10 年期美國國庫抗通膨債券 | 2025 年 4 月 10 日  |                 | 1.5%  |
|            | 英國國債             | 2025 年 5 月 22 日  |                 | 2.4%  |
|            | 新興市場亞洲當地貨幣債（未對沖） | 2025 年 6 月 19 日  |                 | -     |
| 債券 – 已結束觀點 | 美國機構房貸抵押證券       | 2024 年 6 月 20 日  | 2025 年 6 月 19 日 | 4.4%  |
|            | 全球可轉換債           | 2024 年 8 月 29 日  | 2025 年 4 月 24 日 | 6.2%  |
|            | 亞洲非投資等級債         | 2024 年 12 月 12 日 | 2025 年 4 月 24 日 | 0.2%  |
|            | 美國 20 年期以上國債     | 2025 年 5 月 22 日  | 2025 年 6 月 12 日 | 3.7%  |
| 股票 – 現時觀點  | 中國非金融國企高息股 - A 股 | 2024 年 3 月 27 日  |                 | 17.4% |
|            | 中國非金融國企高息股 - H 股 | 2024 年 3 月 27 日  |                 | 34.3% |
|            | 美國主要銀行           | 2024 年 8 月 1 日   |                 | 34.0% |
|            | 恒生科技指數           | 2024 年 10 月 31 日 |                 | 14.0% |
|            | 美國軟體股            | 2025 年 2 月 20 日  |                 | 2.1%  |
|            | 歐洲工業股            | 2025 年 3 月 27 日  |                 | 2.4%  |
|            | 歐洲銀行股            | 2025 年 3 月 27 日  |                 | 2.5%  |
|            | 南韓大型股            | 2025 年 6 月 19 日  |                 | -     |
| 股票 – 已結束觀點 | 美國通訊股            | 2024 年 3 月 27 日  | 2025 年 6 月 19 日 | 27.9% |
|            | 美國半導體股           | 2025 年 5 月 22 日  | 2025 年 6 月 19 日 | 9.1%  |

資料來源：彭博、渣打。表現截至 2025 年 6 月 19 日

# 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



## 我們的觀點

在 2025 年第二季的種種紛擾與動盪中，我們的多資產收益（Multi-Asset Income 或 MAI）策略仍保持韌性，過去 3 個月錄得 2.1% 的回報，配息股、非投資等級債、新興市場當地貨幣債券和次級金融債等表現穩健。

我們的 MAI 策略繼續錄得約 5.7% 的穩定殖利率，在目前利率環境下仍然具吸引力。未來 6-12 個月，我們預期聯準會將恢復降息。投資者應尋求鎖定更高的收益，把握殖利率飆升的機會，從具吸引力的收益及潛在資本升值中受惠。

在美國經濟軟著陸的基本情境下，我們仍然認為股票有進一步上行的空間，因此我們仍然傾向於略微看好股市多於固定收益。我們的股票配置在收益型股票與傳統成長型股票之間取得平衡。在固定收益方面，我們預期美元將走弱，這有助我們增加對新興市場當地貨幣債的配置。最後，我們預期美國機構房貸抵押證券的表現將持續優於成熟市場投資級政府債。

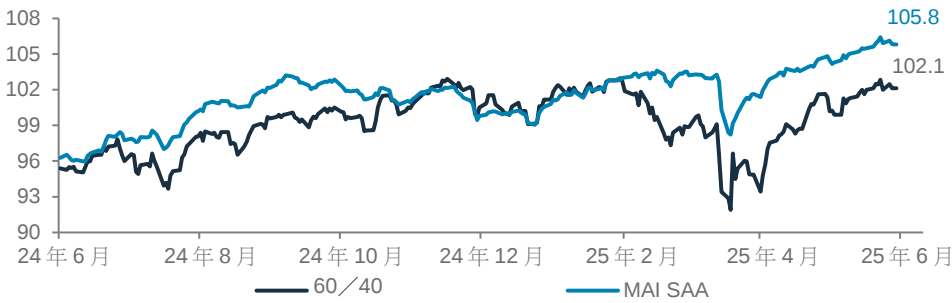
## 關鍵圖表



我們把握債券、股票及混合型資產的組合來建立韌性及多元化的收益型策略，以獲得具吸引力的收益及穩健的總回報。

圖. 10 MAI 策略在市場波動時具有韌性，表現優於傳統的 60/40 股債投資組合

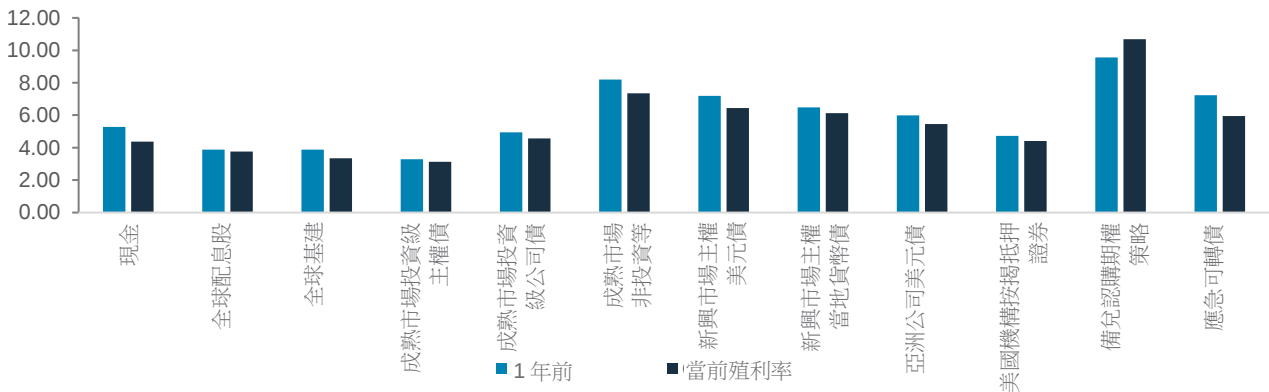
MAI 策略性資產配置（SAA）與 60/40 股債投資組合的表現，於 2025 年 1 月 1 日重整為 100



資料來源：彭博、渣打

圖. 11 我們預期聯準會會降息；投資者可於殖利率仍偏高時鎖定殖利率

最差殖利率／股息殖利率（%）



資料來源：彭博、渣打

應急可轉債（Contingent Convertibles 或 CoCos）是複雜的金融工具（詳情請參閱第 32 頁的重要資訊）

MAI 策略在 2025 年第二季延續強勁表現

我們的 MAI 策略在過去 3 個月錄得 2.1% 的回報。從 4 月 2 日的「解放日」關稅開始，美國關稅政策相關新聞佔據了本季度的頭條，隨後是暫停實施關稅和貿易談判。在紛擾和動盪中，我們的 MAI 策略在配息股、非投資等級債、新興市場當地貨幣債和次級金融債例如應急可轉債等創造收益資產的支持下保持韌性，這些資產均對策略的整體表現作出重大貢獻。

未來 6-12 個月，我們預期聯準會將重啟降息週期。在此背景下，我們認為殖利率將從目前的水平下降。我們認為，投資者應把握任何殖利率飆升的機會，從具吸引力的收益和潛在資本升值中受惠。

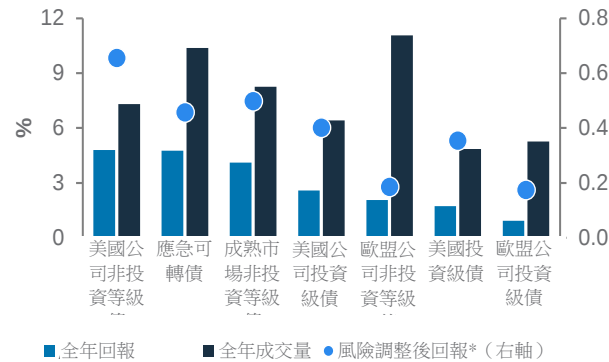
在美國經濟軟著陸的基本情境下，我們亦認為股票有進一步上行的空間，因此繼續看好股票多於債券。我們的股票配置在收益型股票與傳統成長型股票之間取得平衡。這將有助投資者透過資本收益捕捉上行機會，同時以收益緩衝市場波動。在固定收益方面，我們預期美元走弱，支持增加對新興市場當地貨幣債的配置。最後，我們預期美國機構房貸抵押證券的表現將繼續優於成熟市場投資級政府債，原因是類似風險水平的利差有所收窄（美國機構房貸抵押證券由美國政府支持）。

提高 MAI 策略的殖利率

隨著投資者適應成長放緩及利率下調的環境，殖利率仍是 MAI 投資組合回報的關鍵驅動因素。我們繼續看好混合與非投資等級債券的機會，例如應急可轉債與成熟市場非投資等級債，這些債券可提供類似股票的收益，波動性較低。

圖 12 應急可轉債的風險回報狀況具吸引力

選定資產的回報率與標準差 (%)



資料來源：彭博、渣打  
\*衡量每單位風險的回報

應急可轉債是由優質、資金充足且具有系統重要性的銀行發行的混合工具，其表現令人鼓舞，年初至今回報率為 9.1%，過去 12 個月回報率超過 14.8%，甚至高於全球股市。強勁的銀行資本緩衝，一級普通股 (CET1) 比率輕鬆高於監管最低要求，增強了投資者對票息連續性的信心。

然而，在這輪強勁上漲和評價面回升之後，我們已縮減應急可轉債看多部位。應急可轉債和成熟市場非投資等級債之間的利差已壓縮至週期低位附近。在成長放緩的環境下，進一步的利差壓縮是不可能的。儘管評價面偏高，但這兩種資產的殖利率仍遠高於投資級債券和主權替代債券，在不承擔過高的存續期風險的情況下，為投資組合帶來可觀的的套利。謹慎的做法是在這兩種資產保持均衡配置。

我們亦調高新興市場當地貨幣債至看多，反映出新興市場宏觀及政策動態改善。經常帳趨向穩定和具吸引力的實際殖利率支持許多新興市場貨幣。由於聯準會降息預期及美國財政／貿易政策不確定性，美元進一步受壓，我們認為新興市場貨幣仍有升值空間，以補充具吸引力的實際殖利率。這種資產類別提供了一個具吸引力的套利、貨幣上行和分散配置的作用。

圖 13 貿易緊張局勢緩和後，利差已收復 4 月大部分的擴張幅度

應急可轉債與成熟市場非投資等級債的殖利率溢價



資料來源：彭博、渣打

最近美元的疲弱及時地提醒了我們，MAI 投資組合的真正多元化很重要的原因 — 不僅跨資產類別，而且跨收益來源。把握固定收益資產（如新興市場當地貨幣債）、股票收益資產（如全球配息股）和混合型資產的組合，不僅能帶來收益，還能提高回報。最終，一個多元化的收益型投資組合本質上更具韌性，不僅能順應美元反彈或持續走軟的情境，也能應對 2025 年下半年的不確定性。

# 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 美元的主導地位是否已經結束？

- 目前尚無具公信力的貨幣能夠挑戰美元的地位
- 然而，貿易流動的變化、結構性債務憂慮和投資者行為的改變顯示，美元的主導地位正逐漸被削弱
- 多元化對於應對未來的不確定性仍然至關重要

美元長期以來一直是全球金融體系的基石。在美國資本市場的深度和流動性，以及對美國經濟和體制穩定性充滿信心下，美元在全球貿易、央行儲備和資本市場中始終佔據核心地位。然而，這種主導地位正逐漸受到挑戰。不斷變化的地緣政治格局、越趨嚴峻的財政挑戰以及貿易的逐步區域化，促使投資者重新考慮對美元的依賴程度。美元走弱的理由正在增強。

### 美元扮演的角色逐漸減弱

讓我們說清楚一點：**美元仍然沒有真正的替代品**。歐元缺乏真正的財政聯盟以及具深度的債券和股票市場。人民幣仍然受到資本管制的限制。儘管市場都在談論多極世界，但美元仍然深深影響著全球的貿易、借貸和投資。

美元目前佔全球外匯儲備的 58%，佔全球外匯交易量的 80% 以上，佔全球債務發行量的三分之一。這些並不是迅速會改變的數據。二十年前，美元的儲備份額接近 70%。各國央行已穩步推進貨幣多元化——包括歐元、日圓、英鎊和「其他」類別，其中涵蓋澳幣、加幣、瑞郎及黃金。地緣政治緊張局勢升溫和貿易分化只會加速這種轉變。

### 貿易分化正逐步削弱美元的主導地位

美元仍然主導著已發達經濟體和新興市場之間的貿易。但**新興市場的貿易正逐漸繞過美元進行**，越來越多的交易以當地貨幣或其他貨幣結算。截至 2022 年，全球貿易

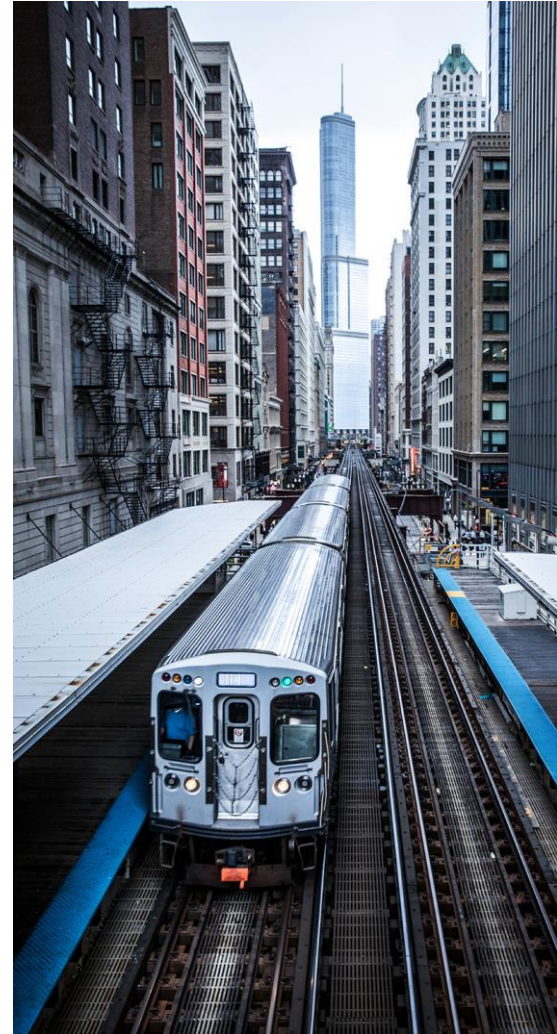
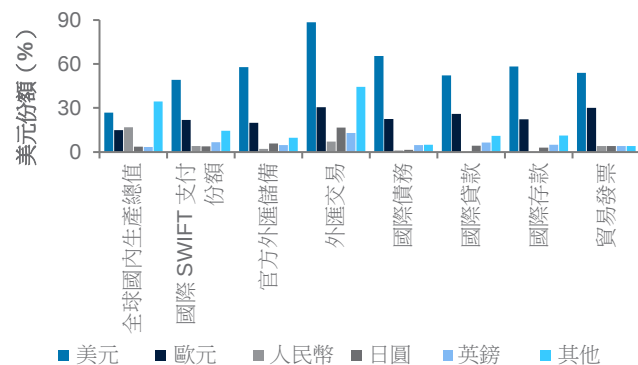
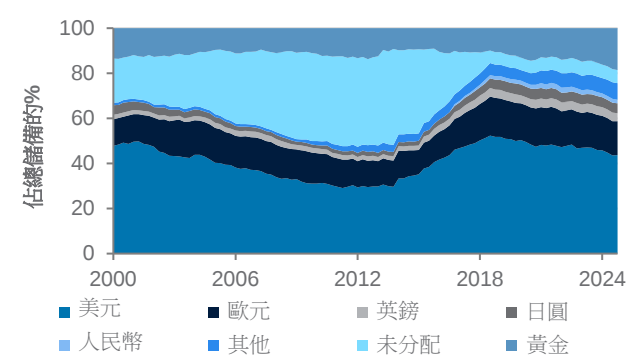


圖. 14 美元在全球市場上依然佔據主導地位，這遠超出美國國內生產總值佔全球比重所反映的水平

美元在貿易、付款、交易和債務中的份額



央行總儲備的貨幣組成



資料來源：歐洲央行、國際貨幣基金組織、世界黃金協會、Brookings。除 SWIFT 支付（2025 年 3 月）和外匯交易（2022 年）外，所有數據截至 2024 年底。中國被列入國際貸款和存款的「其他」類別。外匯交易份額合計 200%。未分配儲備是指尚未匯報貨幣明細的國家所持有的外匯儲備。美元作為已分配儲備的份額（左軸圖表）。

中約有 75%涉及發達經濟體，只有 25%是新興市場之間，或新興市場與中國之間的貿易。在這較小的部分，去美元化正取得進展。這還不足以取代美元，但正在重塑全球經濟的部分領域，尤其是未來幾年新興市場之間的貿易成長，將超越成熟市場與新興市場之間的貿易成長。

內部結構性風險

美元面臨的更大風險可能來自內部因素。根據美國國會預算辦公室（US Congressional Budget Office）的數據，預期 2024 年美國聯邦債務將達到國內生產總值的 99%，十年內將達到 118%。這引發了市場對美國國債作為全球首選安全資產的長期吸引力的憂慮。

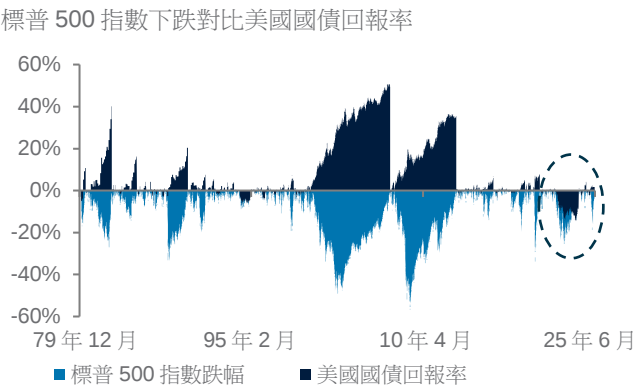
海外持有的美國債券數量正在減少。隨著儲備累積放緩及多元化，外國持有的美國債券已降至未償還金額約 30%。目前未有大规模拋售美元的跡象，但隨著發行量持續上升，美國可能需要提供相對於其他主要市場更高的殖利率，以繼續吸引全球資本。

對沖外匯風險日益重要

除了央行和貿易之外，機構投資者之間也正在發生微妙的轉變。外國投資者已累積了 56.6 萬億美元的美國金融資產，而 1990 年這一數字僅為 2.2 萬億美元。當中包括 16.5 萬億美元的股票、14.5 萬億美元的債券及 16.5 萬億美元的外國直接投資。多年來，大多數投資者——退休基金、保險公司、主權財富基金——並沒有積極對沖其美元風險。美元歷來在困難時期往往上漲，使其成為一種天然的投資組合對沖工具。這個所謂的「美元微笑」曲線多年來一直運作良好，但如今這抹微笑正在逐漸消退。在市場緊張時期，美國國債和美元作為投資組合穩定器的可靠性已經下降。這使得未對沖的成本變得更加沉重。因此，我們正看到外匯對沖活動增加的初步跡象，這可能對美元造成持續的下行壓力。

即使在融資市場，與美元脫鈎的現象也正在出現。由於港元流動性過剩以及港元融資套利交易的需求疲弱，香港銀行同業拆息利率（HIBOR）與美國利率出現分歧——這種差距可能在短期內持續，但長遠會趨於一致。

圖. 15 美國國債未能有效對沖股市拋售的風險



資料來源：彭博、渣打

黃金：不確定時期的多元化投資

如果說去美元化進程中有一個贏家，那就是黃金。各國央行，特別是新興市場的央行，已經加大了黃金的購買力度。例如，中國人民銀行在暫停三年後於 2022 年再度購買黃金。根據世界黃金協會的調查，76%的全球受訪央行認為五年後黃金在全球儲備的比例將上升，高於去年調查的 69%。目前，黃金在全球儲備中的佔比約為 18%，高於 2018 年的 11%。在通膨率上升、地緣政治衝突及貨幣不確定性加劇的背景下，黃金不僅具備對沖功能，亦具有象徵意義，其吸引力顯而易見。

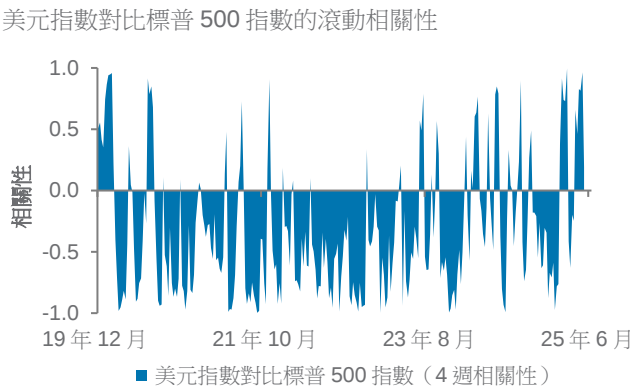
這對投資組合意味著什麼？

短期內，這些因素均顯示美元將走弱，特別是在外匯對沖持續增加的情況下。美元短期內不太可能失去其主導地位，但其在全球儲備、債市和交易中的份額正逐漸下降。投資者、決策者和機構應該明智地為美元領導地位受到更激烈的競爭做好部署。

對於全球投資者而言，區分美元的週期性疲弱與結構性疲弱至關重要。前者由於利率差異、美國股市相對表現欠佳或評價面均值回歸的影響，促使戰術性地調整並減少美元部位。但受制於全球貿易、儲備組成和資本流動持續轉變的結構性疲弱，則需要重塑策略性資產配置。

目前，戰術性配置調整將會增加對非美國股票及本地貨幣債券的部位，或在價格下跌時增持黃金，這不僅可作為短期對沖，也作為中期的多元化投資工具。在結構性配置中，美元仍然是基礎貨幣，但未來幾年投資組合需要透過提高美元計價資產的對沖比率，或增加非美國資產部位進行調整，以反映全球經濟、貿易和政治的再平衡。

圖. 16 美元近期與標普 500 指數呈正相關，放大了外國投資者的損失／收益



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）：**中美貿易休戰令美國經濟軟著陸的可能性由 50% 提升至 55%。我們預期川普政府將在 2025 年第三季與主要合作夥伴達成初步貿易協議，並通過一項適度刺激的預算。聯準會可能會從 2025 年第三季開始，在未來 12 個月內降息 75 個基點，以應對就業市場放緩。同時，貨幣及財政政策的寬鬆應能支持新興市場及歐洲的成長。

**下行風險（硬著陸，25%機率）：**受美國政策不確定性的影響，全球商業信心依然疲弱，尤其是美國和歐元區。我們仍然認為未來 12 個月美國出現硬著陸／衰退的機會為 25%。美國債券殖利率飆升（無論是由於沒有資金支持減稅措施還是油價上漲）以及美元遭拋售，都是軟著陸觀點面臨的其他風險。

**上行風險（不著陸，20%機率）：**有鑑於剩餘的貿易風險及近期的中東緊張局勢，我們將不著陸的可能性從 25% 下調，轉而支持軟著陸。在不著陸的情況下，貿易協議和政策刺激措施（尤其是歐洲和中國）可能會重振消費者和企業信心，從而使全球經濟更加平衡。

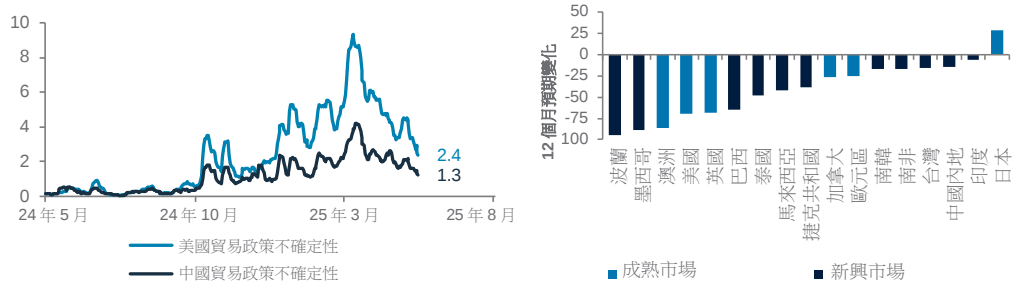


## 關鍵圖表

中美達成貿易休戰協議後，全球貿易緊張局勢已顯著緩和。同時，持續的通膨放緩，尤其是在新興市場，為央行在 2025 年下半年進一步降息鋪路

圖. 17 貿易緊張局勢緩和及通膨放緩為進一步降息鋪路

美國、中國貿易政策不確定性指數；貨幣市場對未來 12 個月降息幅度的預期



資料來源：彭博、渣打

## 貨幣政策\*

### 宏觀因素利多風險資產

### 宏觀因素利空風險資產

|                                 |                                                                                                                  |                                                                                                                     |
|---------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div>美國</div> <div>▼ ◆ ▲</div>  | <div>+ 就業市場強勁，消費持續成長</div> <div>+ 貿易休戰及放寬管制將有望重振資本支出</div> <div>+ 減稅／降息將提振消費與投資</div> <div>+ 企業和家庭的資產負債表穩定</div> | <div>- 政策不明朗削弱信心及資本支出</div> <div>- 房地產市場出現裂痕，違約情況增加</div> <div>- 美國例外論消退；財政政策風險</div> <div>- 通膨不確定性令聯準會利率調整受限</div> |
| <div>歐元區</div> <div>▼ ◆ ▲</div> | <div>+ 德國基建和國防支出增加</div> <div>+ 就業強勁、通膨放緩將提高實際收入</div> <div>+ 歐洲央行降息；信貸週期復甦</div>                                | <div>- 貿易、政治不確定性；財政空間有限</div> <div>- 人口、生產力、中東風險</div> <div>- 歐洲央行在財政刺激措施下維持政策不變；俄羅斯風險</div>                        |
| <div>中國</div> <div>▼ ◆ ▲</div>  | <div>+ 財政、貨幣刺激措施將支持成長</div> <div>+ 出口至美國以外市場以抵消美國的銷售</div> <div>+ 新的成長動力：人工智慧、高科技製造</div>                        | <div>- 美國關稅持續偏高；房地產市場疲弱</div> <div>- 就業市場低迷，消費者情緒低迷</div> <div>- 債務-通膨背景依然低迷</div>                                  |
| <div>日本</div> <div>▽ ◆ ▲</div>  | <div>+ 就業市場緊張導致實質薪資成長</div> <div>+ 財政寬鬆，貿易不明朗因素減少</div> <div>+ 金融狀況寬鬆；日圓仍然疲弱</div>                               | <div>- 美國剩餘關稅帶來的出口阻力</div> <div>- 通膨上升；聯合政府弱勢</div> <div>- 日本央行政策升息、資產負債表收縮</div>                                   |
| <div>英國</div> <div>▼ ◆ ▲</div>  | <div>+ 實際收入成長支持消費</div> <div>+ 強勁儲蓄支持需求</div> <div>+ 以投資為重點的預算、英國央行降息</div>                                      | <div>- 政策利率上升，失業率上升</div> <div>- 財政整頓、增稅將抑制招聘</div> <div>- 服務業通膨；與脫歐相關的干擾</div>                                     |

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

### 美國能避免經濟衰退嗎？

美國經濟可能放緩至遠低於 1.8% 的長期趨勢成長率，但得以避免衰退。近幾個月來，貿易、移民和財政政策的不確定性削弱了消費者和企業信心，尤其是在「解放日」（4 月 2 日）進口關稅實施之後。儘管在市場表現波動後，大多數關稅暫停至 7 月 9 日，但在考慮消費轉移因素後，美國的平均有效關稅率達到 14.5%，為 1938 年以來的最高水平。這可能會損害未來幾個月的經濟成長並推高通膨率，而通膨率上升的預期將使聯準會在 9 月之前不會降息。

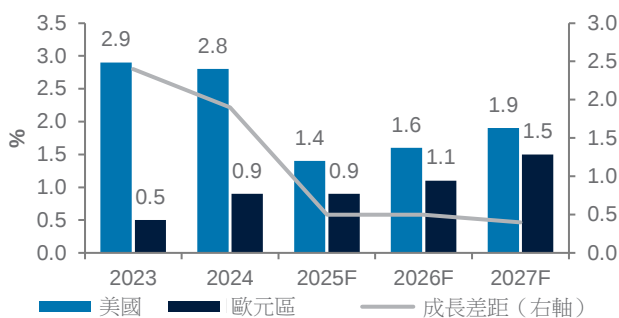
**我們的基本預測：**中美貿易關係最近緩和，降低了爆發全面全球貿易戰的風險。下一個焦點是美國和歐盟能否在 7 月 9 日限期之前達成協議——看來可能會延期。我們的基本預測是，全球大部分地區將跟隨美英貿易協議，接受美國對其出口商品徵收 10% 的基準關稅，而鋼鐵、鋁及半導體等策略性行業的關稅將更高。從中國進口的產品可能會被徵收約 30% 的更高關稅。

**適度的財政刺激、放寬監管。**隨著對全面貿易戰的憂慮逐漸消退，美國的政策重點正轉向通過下個財年的溫和刺激預算。我們預期最終預算將延長先前的個人減稅政策，並為企業在當地投資提供稅務優惠。這將使美國財政赤字在川普政府餘下任期內從去年的 6.4% 升至國內生產總值的 7% 左右，從而帶來輕微正面的財政刺激。

儘管在非衰退型經濟中，債券市場可能會對較為寬鬆的財政立場產生反彈，但財政部回購國債和重新激勵當地商業銀行持有國債等支持措施，仍能抑制債券殖利率上升。一旦預算獲得通過（可能在七月或八月），重點可能會轉向放寬對銀行、能源及其他關鍵經濟行業的監管。這些措施，加上美元走弱和聯準會在 2025 年第三季恢復降息，很可能在 2026 年重振消費者和企業信心及投資。

圖. 18 美國與歐元區的成長差距正在收窄

2025-2027 年美國及歐元區綜合成長預測



資料來源：彭博、渣打

**短期風險：**關稅上調及政策不明朗因素可能會加劇當前的週期性放緩。由於企業縮減招聘，美國就業市場正在放緩。自疫情爆發以來，職位空缺率幾乎首次與失業率相若。若企業利潤率因關稅受壓，裁員人數可能會上升。我們預期，若就業市場急劇放緩，聯準會將加快降息步伐，以協助避免經濟嚴重下滑。其他風險因素包括債券殖利率暫時飆升，以及如果政府通過一些極端的減稅方案，美元將大幅下跌。中東危機導致油價持續上漲——提高通膨率預期和推遲聯準會降息——是額外的極端風險。

### 德國的財政刺激措施能否推動歐元區的經濟成長？

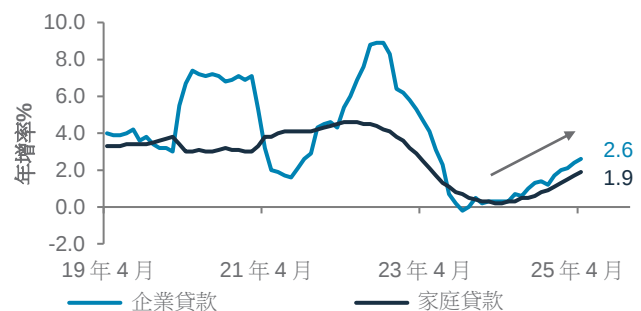
我們預期，從 2026 年起，德國的財政支出計劃將推動歐元區經濟成長 0.3-0.5 個百分點。歐元區成員國增加國防支出可能會提高該區的潛在成長，縮小歐盟與美國的成長差距。德國新聯合政府正在推行基建和國防支出計劃，這有可能在未來十年內將德國的年成長率提高 2 個百分點。由於德國佔歐元區經濟的四分之一比重，這一點將為區內經濟成長帶來 0.3-0.5% 的提振，具體增幅取決於刺激措施的傳導效應。我們預期刺激措施將於 2026 年起推動經濟成長。有鑑於預期經濟前景好轉，我們預期歐洲央行在 2025 年第三季將政策利率下調 25 個基點至 1.75% 後會暫停降息。

### 中國經濟正在改善嗎？

中國計劃於 2025 年實施的財政刺激措施，規模接近國內生產總值的 2%，已開始對實體經濟產生影響。隨著早前消費品以舊換新計劃的推行，5 月零售銷售成長速度加快至 17 個月以來的最高水平。同時，在美國徵收關稅之前提前出口也為工業提供了支持。儘管最近中美貿易關係的緩和令人欣慰，但我們預期這兩個積極驅動因素將在 2025 年下半年消退。此外，房地產行業依然疲弱，1 月至 5 月房地產投資年增率收縮近 11%，顯示出持續的通膨低迷壓力。我們預期當局將在 2025 年下半年繼續推行財政及信貸刺激措施，以確保經濟達到全年 5% 的成長目標。

圖. 19 歐洲央行降息正在重振歐元區貸款市場

歐元區家庭及企業的貸款成長



# 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

**基礎：**全球債券是我們投資組合內的核心配置。殖利率之間存在著「拉鋸戰」，對聯準會降息的預期抵消了對美國預算赤字的憂慮。我們預期美國 10 年期債券殖利率將在 6-12 個月內降至 4.00-4.25%，但我們會把握 4.50% 以上的任何反彈作為增持的具吸引力機會。我們認為，5-7 年期債券透過在具吸引力的殖利率和財政／通膨風險之間取得平衡，提供最佳的風險調整回報。

我們將新興市場當地貨幣政府債上調至看多。國內通膨溫和及財政狀況相對強勁，正推升實際（扣除通膨後）殖利率至較高水平。我們預期美元走弱也是一項利多因素。此外，這類資產與成熟市場的相關性較低，能提供多元化優勢。由於評價面偏高以及美國經濟成長不確定性導致殖利率溢價擴大的風險，我們將成熟市場投資級公司債下調至「看淡」。

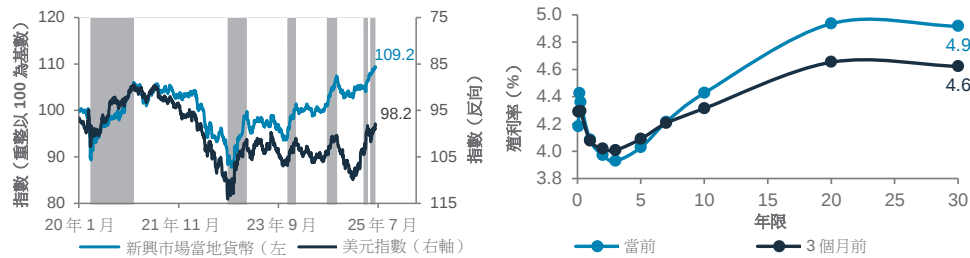
**新增的機會型投資觀點：**我們轉為看好新興市場亞洲當地貨幣債。**其他機會型投資觀點：**我們仍然看好英國國債（未對沖外匯風險）和美國國庫抗通膨債券。

## 關鍵圖表



我們預期新興市場當地貨幣政府債將受惠於貨幣政策寬鬆週期、溫和通膨和相對強勁的財政狀況。美元走弱亦支持此觀點

美元疲弱支持新興市場當地貨幣債。美國中期債券表現優異  
新興市場當地貨幣政府債表現對比美元指數；美國國債殖利率 3 個月變動



資料來源：彭博、渣打；\*美國國債

|                      | 看漲理據                                                | 看淡理據                                     |
|----------------------|-----------------------------------------------------|------------------------------------------|
| 新興市場當地貨幣政府債<br>▽ ◆ ▲ | + 新興市場的財政實力近年來持續增強<br>+ 政策利率下調、整體殖利率上升及美元走弱均為表現帶來支持 | - 地緣政治與全球貿易的不確定性<br>- 市場避險情緒濃厚，資金流出      |
| 亞洲美元債<br>▽ ◆ ▲       | + 區域成長保持強韌<br>+ 投資者偏多的部位配置，技術因素利多                   | - 中國的經濟成長前景疲弱<br>- 違約或重組風險上升             |
| 成熟市場投資級政府債<br>▽ ◆ ▲  | + 以歷史標準衡量殖利率具吸引力<br>+ 成熟市場貨幣政策略顯溫和                  | - 降息週期短於預期<br>- 財政和關稅政策的不確定性             |
| 新興市場美元政府債<br>▽ ◆ ▲   | + 商品價格利多<br>+ 美元走弱將降低債務償還成本，並改善信貸基本因素               | - 降息週期短於預期<br>- 政策不確定性造成波動，特別是在評價面偏高的情況下 |
| 成熟市場高收益公司債<br>▽ ◆ ▲  | + 放寬監管政策將支持盈餘<br>+ 當前殖利率仍然具吸引力                      | - 基本因素惡化可能降低相對吸引力<br>- 違約或重組風險上升         |
| 成熟市場投資級公司債<br>▽ ◆ ▲  | + 以歷史標準衡量殖利率具吸引力<br>+ 與基準政府債券相比具有吸引力                | - 殖利率溢價相對偏緊<br>- 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： ▲ 看多 ▼ 看淡 ◆ 核心

## 看多新興市場當地貨幣政府債

我們上調新興市場當地貨幣政府債至看多。在溫和通膨環境下，新興市場央行更傾向於降息。此外，許多新興市場經濟體近年來都加強了財政和經常賬。我們預期美元將會走弱。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的影響，美國需求減弱和關稅上調對這些經濟體構成了重大風險。

我們對新興市場亞洲當地貨幣債提出了新的機會型投資觀點。美元轉弱可能導致流入亞洲當地貨幣債券的資金增加，新興市場亞洲當地貨幣債具備多元化優勢，與主要成熟市場債券的相關性由低至中等。

## 看淡成熟市場投資級公司債

投資級債券的資金流入正在放緩。相對於歷史平均水平，成熟市場投資級公司債的殖利率溢價相對較低。溢價已經完全從「解放日」後觀察到的高位回落。我們認為，由於美國經濟成長的不確定性持續存在，這種偏高的評價面使得成熟市場投資級公司債容易受到殖利率溢價擴大的影響，導致表現不如成熟市場投資級政府債。

## 成熟市場投資級政府債為核心部位（中性配置）

隨著成長數據放緩，主要成熟市場央行仍有下調政策利率的空間。這可以支持此子資產類別，並幫助短期殖利率在當前美國關稅和支出憂慮消退後下行。然而，國債對利率波動較為敏感，因此需要在收益與波動之間取得平衡。

考慮到這一點，5-7 年期債券期限結構提供最佳的風險調整後回報，透過平衡有吸引力的殖利率和殖利率下降帶來的潛在價格收益，同時避免過度暴露於與超長期限相關的通膨或赤字風險。我們建議對 5-7 年期的債券進行看多，並預期它們在風險調整後的表現優於較長期債券。

## 成熟市場非投資等級公司債為核心部位（中性配置）

成熟市場非投資等級公司債的殖利率溢價在「解放日」後從高位回落，但尚未完全回調。評價面仍然偏高，但在經濟軟著陸情境下，由於違約預期較低，投資者有鎖定高殖利率的需求。

## 新興市場美元政府債為核心部位（中性配置）

自「解放日」公告以來，債券殖利率溢價處於區間的較窄位置。此資產類別易受市場波動和地緣政治不確定性的影響。不過，美元走弱確實減輕了新興市場國家的債務償還成本。此外，主要新興市場國家的財政和經常賬狀況改善，減少了發行離岸債券的需求。

## 亞洲美元債為核心部位（中性配置）

亞洲新興市場仍面臨美國關稅風險。與其他市場一樣，亞洲債券評價面昂貴。不過，由於經常帳強勁、靈活的貨幣政策工具和資本市場穩健的再融資能力，評價面可能會保持在高位。從亞洲內部的配置持續增加到新債券發行，可以看出國內需求保持強勁。

## 機會型看漲觀點：美國國庫抗通膨債券

風險／回報仍然具吸引力。儘管美國 5 月消費者物價指數和生產者物價指數低於預期，但財政和通膨的不確定性可能仍將持續存在。市場目前預期美國通膨高峰將延遲至今年 8 月，而非「提前」。有鑑於以下三種可能的情境，長期通膨率預期將面臨潛在的上行風險：1）美國關稅最終穩定在高平均水平；2）貿易協議降低平均關稅水平，同時伴隨更強勁的成長；3）地緣政治緊張局勢導致油價飆升。

## 機會型看漲觀點：英國國債（金邊債券，未對沖外匯風險）

我們看好英國國債的名義殖利率相對於其他成熟市場政府債的回升。最近英國的勞動力市場數據顯示惡化跡象，導致薪資成長放緩並加劇通膨放緩壓力。儘管短期內通膨預期可能仍將維持高位，但持續的貿易緊張局勢和緊縮的金融環境應會令經濟成長保持低迷及通膨受控。這些因素可能促使英國央行降息。此外，我們預期英鎊上升將提升潛在回報。此觀點面臨的風險包括英國通膨高於預期、薪資成長，以及英鎊大幅走弱。

註：我們分別於 6 月 12 日和 6 月 19 日，結束了對美國 20 年期以上美國國債和美國機構房貸抵押證券的機會型看漲觀點，持有期內的回報率分別為 3.7%和 4.4%。

# 股票——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

由於基本因素強勁，我們仍然看多全球股票。貿易緊張局勢繼續緩和且盈餘成長穩健，儘管受到關稅影響，但通膨至今仍然受控。

我們將亞洲（除日本）股票上調至看多。美元走弱促使更多資金流入新興市場。評價面有吸引力。

我們預期中國和南韓股票在亞洲（除日本）市場將表現領先。南韓股票的評價面低廉且成長良好。促成因素將來自新政府的財政擴張和市場改革，這可能縮小南韓相對其他新興市場的折讓。中國股票的風險溢價正在消退——北京方面打出「稀土」牌有助於遏制貿易戰升級。印度股票為核心部位。它的結構因素有吸引力。儘管評價面昂貴，但財政刺激是強勁的助力。

我們將美國股票下調至核心部位。盈餘強勁，但「去美元化」的論調成為削減過多長倉的依據。歐洲（除英國）股票為核心部位。不斷增加的財政支出被關稅憂慮所抵消。

## 關鍵圖表

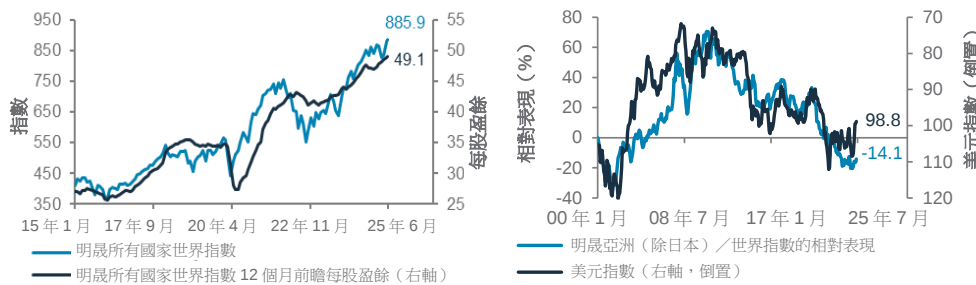
維持看多全球股票，盈餘成長帶來支持

| 指數           | 12 個月<br>預期 | 距目標價的<br>上行空間 <sup>△</sup> |
|--------------|-------------|----------------------------|
| 標普 500       | 6,410       | 7%                         |
| 納斯達克 100     | 23,650      | 9%                         |
| 歐元區斯托克 50 指數 | 5,550       | 7%                         |
| 富時 100       | 9,300       | 6%                         |
| 恒生指數         | 25,500      | 10%                        |
| 印度 Nifty 50  | 26,800      | 8%                         |
| 日經 225       | 41,000      | 7%                         |

<sup>△</sup>基於 6 月 19 日的收盤水平

圖. 20 全球股票繼續依靠強勁的基本因素，包括強勁的盈餘，而股票資金流和疲弱美元應會推動亞洲（除日本）股票上漲

全球股票的表現和 12 個月前瞻每股盈餘（左軸）；亞洲（除日本）對比全球股票的相對表現以及美元指數（右軸）



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<br>▽ ◆ ▲ | + 貨幣強勁升值降低投入成本，提高盈餘<br>+ 具吸引力的評價面；低部位<br>+ 中國的財政及貨幣刺激 | - 結構性問題，例如中國通膨低迷<br>- 關稅的威脅<br>- 晶片限制       |
|      | 亞洲（除日本）            | 中國* ▲ 南韓 ▲ 印度 ◆ 台灣 ◆ 東盟 ▼                             |                                             |
|      | 美國股票<br>▽ ◆ ▲      | + 軟著陸情境帶來的利多因素<br>+ 放寬管制和減稅<br>+ 科技行業推動表現             | - 通膨重燃的憂慮<br>- 政策不確定性上升<br>- 評價面昂貴          |
|      | 歐洲（除英國）股票<br>▽ ◆ ▲ | + 財政刺激<br>+ 經濟情緒復甦<br>+ 評價面具吸引力                       | - 美國關稅威脅<br>- 週期性和結構性阻力<br>- 盈餘修正惡化         |
|      | 日本股票<br>▽ ◆ ▲      | + 海外投資興趣進一步改善<br>+ 公司治理改革<br>+ 長期再通膨                  | - 政治、全球貿易不明朗<br>- 日圓反彈拖累公司盈餘<br>- 新興市場爭奪資金流 |
|      | 英國股票<br>▽ ◆ ▲      | + 受川普 2.0 的影響相對較少<br>+ 股息殖利率高；評價面低廉<br>+ 相對防守性的行業     | - 充滿挑戰的經濟和盈餘前景<br>- 限制性貨幣政策<br>- 成長股的部位低    |

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例： ▲ 看多 | ▼ 看淡 | ◆ 核心

看多亞洲（除日本）股票

我們將亞洲（除日本）股票上調至看多。該地區受惠於貨幣走強，降低投入成本並提高盈餘。**貿易緊張局勢緩和，以及評價面仍然合理**，都是有利因素。

我們維持看多中國股票的配置。中國把握「稀土」，緩和了與美國之間的貿易緊張局勢。評價面有吸引力，明晟中國指數較全球股票折讓約 40%。財政政策能夠支持企業盈餘成長。在中國市場，相較在岸股票，我們看多離岸股票。離岸股票中的成長股權重更高，我們認為成長股具備上行潛力，因為它們的評價面低於歐洲和美國。

圖. 21 中國股票仍較全球股票存在大幅折讓

明晟中國指數相對明晟所有國家世界指數的 12 個月前瞻本益比

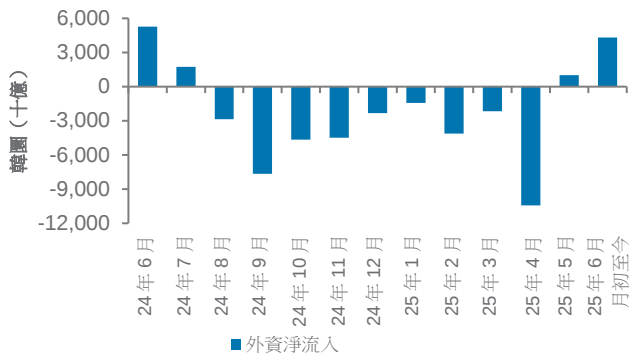


資料來源：FactSet、渣打

我們將南韓股票上調至看多。預期新當選的李在明總統將實施財政擴張和市場改革。這應推動南韓的經濟成長和股票回報。評價面有吸引力，外資在長期流出之後於 5 月份轉為正值。

圖. 22 南韓股市從 5 月開始出現外資淨流入，扭轉了九個月來的資金流出

南韓股票的外資淨流入



資料來源：彭博、渣打

印度股票是我們的核心部位。結構性因素依然強勁。印度央行的一次性降息 50 個基點，同時下調國內銀行的現金準備金率要求，確保了該國良好的流動性狀況。財政政策現在是推動印度經濟成長的指揮棒。整體評價面昂貴，因此相較小型股，我們看好大型股，因為盈餘和評價面的安全邊際更大。

台灣股票為核心部位。儘管盈餘強勁，但美國可能對半導體或人工智慧相關產品徵收的進口關稅將影響盈餘成長。我們看淡東盟股票，因每股盈餘的勢頭疲弱且投資者部位減少。

美國股票 – 核心部位

我們將美國股票下調至核心部位。美國股票仍是投資者的投資組合中不可或缺的部分，繼續提供 20.8% 的強勁股本回報率。同時，從歷史標準來看，投資者的部位並不擠擁。然而，從 4 月低位開始的「唾手可得」的反彈行情已經結束，「去美元化」的論調可能導致資金從美國股票流向世界其他地區。美國股票依然昂貴，明晟美國指數的 12 個月前瞻本益比為 21.9 倍，較歷史均值高出 1 個標準差以上。

歐洲（除英國）股票 – 核心部位

歐洲（除英國）股票為核心部位。財政支出計劃增加和歐盟各國的整體經濟復甦提振了投資者信心。儲蓄增加也意味著消費支出還有進一步加速成長的空間。儘管如此，貿易關稅和升級的地緣政治緊張局勢，特別是 899 條款，在短期是不利因素。

日本股票 – 核心部位

日本股票仍然是核心部位。公司治理改革仍是一項促成因素，此外還有增加股票回購以及加快取消子公司上市。經濟韌性和再通膨環境應會支持開展本土業務的各週期性行業的成長。然而，考慮到日本企業在海外盈餘規模，日圓走強可能降低盈餘預期。

英國股票 – 看淡

我們看淡英國股票。它們具有防守性，但盈餘成長預期自年初以來已經放緩，目前 2025 年預期僅為 0.3%。盈餘修正也為負值，表明下調盈餘的公司數量多於上調盈餘的公司。在該地區自年初以來呈現反彈之後，相較自身歷史水平的評價面折讓已經結束。明晟英國指數的 12 個月前瞻本益比為 12.9 倍，與歷史均值相若。

# 股票機會型投資觀點

葉福恒  
高級投資策略師

## 美國：選擇性獲利；資金輪動至南韓股票

**南韓股票（新觀點）：**南韓新總統的「南韓綜合指數 5,000 點」運動、**財政擴張**以及公司治理改革可能縮小「韓國股價折讓」。在經歷了長時間連續的每月資金流出後，資金流已轉為正值。評價面和成長組合也有利。政策影響不及預期是一項風險。

**結束美國通訊服務業：**由於美國關稅暫停期將於 7 月 9 日到期，在潛在的市場波動之前，我們以 27.9%的收益（自 2024 年 3 月 27 日以來）結束此觀點。

**結束美國上市半導體股：**出於相同的原因，我們以 9.1%的收益（自 2025 年 5 月 22 日以來）結束此觀點。

圖. 23 機會型看漲觀點

| 地區 | 觀點         |
|----|------------|
| 美國 | 美國主要銀行     |
|    | 美國科技軟體     |
| 歐洲 | 歐洲銀行股      |
|    | 歐洲工業股      |
| 亞洲 | 南韓股票*      |
|    | 中國非金融國企高息股 |
|    | 恒生科技股      |

資料來源：渣打。\*新觀點

## 現時看漲觀點

**美國主要銀行股：**它們受惠於銀行業預期**放寬管制**，這可能支持更大規模的股票回購。經濟軟著陸也有利於信用品質和貸款需求。美國經濟急劇放緩是一項風險。

**美國科技軟體股：**由於具備強大的**定價能力**，該行業對關稅的抵禦能力仍然相對較高。人工智慧繼續支持軟體開發並增強軟體產品。資訊科技開支減少是一項風險。

**歐洲銀行股：**歐洲央行降息和德國的財政刺激為經濟成長提供助力，進而惠及歐洲銀行股，這些銀行有三分之二的收入來自**國內市場**。歐洲銀行繼續提供具吸引力的股息和股票回購。歐洲經濟急劇放緩是一項風險。

**歐洲工業股：**歐洲計劃**增加基建和國防支出**將支持航天和國防、電氣設備和機械行業。歐洲經濟急劇放緩是一項風險。

**中國非金融國企高息股：**它們主要在本土開展業務，這意味著它們應受惠於旨在穩定經濟成長的**政府刺激政策**。非金融國企較少受到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**人工智慧及科技發展的支持**為成長前景提供了支撐。與美國同業相比，評價面仍然低廉。刺激力度弱於預期是一項風險。

## 行業觀點：仍然樂觀

我們仍持樂觀態度，在美國、歐洲和中國**看多科技股**。我們在美國也仍然看多金融和通訊服務行業。我們將能源股下調至看淡，因我們預期，由於過剩產能和對石油供應的有限干擾，油價將趨向下跌。歐洲方面，我們將必需消費品上調至核心部位，以應對美國關稅暫停期於 7 月 9 日到期後可能出現的市場波動。同樣，我們在中國將公用事業上調至核心部位，以獲得更多防守性保障。中國方面，我們繼續投資於不斷改善的消費和人工智慧採用領域，看好科技、通訊和非必需消費品行業。

圖. 24 我們按地區劃分的行業觀點

| 美國     | 歐洲      | 中國     |
|--------|---------|--------|
| 金融     | 科技      | 科技     |
| 科技     | 通訊      | 通訊     |
| 通訊     | 工業      | 非必需消費品 |
| 醫療健護   | 金融      | 金融     |
| 公用事業   | 醫療健護    | 必需消費品  |
| 工業     | 公用事業    | 醫療健護   |
| 必需消費品  | 房地產     | 原物料    |
| 非必需消費品 | 必需消費品 ▲ | 能源     |
| 原物料 ▲  | 非必需消費品  | 工業     |
| 房地產    | 原物料     | 公用事業 ▲ |
| 能源 ▼   | 能源      | 房地產    |

資料來源：渣打

圖例： 看多 | 核心 | 看淡

▲ 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

週期性因素應導致美元在未來 6-12 個月走弱。自 4 月以來，全球經濟的「去美元化」結構性風險已備受關注。我們預期美元下半年仍會受到短期週期性因素的壓力。關鍵驅動因素包括美元評價面仍然偏高、聯準會降息後利差可能收窄，以及美國貿易政策的不確定性。擠擁的看空部位可能限制未來 1-3 個月的弱勢，但不太可能在更長的 6-12 個月內成為制約因素。

歐元和日圓可能成為美元走弱的贏家，英鎊亦表現出韌性。德國預期會放寬財政政策，增加國防支出以及新基建基金提供額外支出。德國內閣已批准 460 億歐元的企業減稅方案，以刺激經濟成長。我們預期歐元兌美元未來 3 個月處於 1.16，未來 12 個月處於 1.17。在日本，國內投資者持有大部分的政府債務，使債務負擔在某種程度上不受全球金融市場的影響，這與美國有很大部分政府債務由外國投資者持有的情況形成對比。我們認為，日本財政前景將推動美元兌日圓在 3 個月內升至 144，在 12 個月內升至 140。由於國內利率低與美元疲弱相互平衡，瑞郎可能會保持狹幅波動。



## 關鍵圖表

對關稅的擔憂，以及在美國政策不確定性背景下對美國資產的偏好降低，意味著美元的下跌或超出利差訊號的影響

圖. 25 美元的跌幅超過了利差的合理範圍；外匯預測表  
美元指數 (DXY) 對比實際利差\*；預測表



| 貨幣        | 3 個月預測 | 12 個月預測 |
|-----------|--------|---------|
| 美元 (美元指數) | 98     | 96      |
| 歐元兌美元     | 1.16   | 1.17    |
| 英鎊兌美元     | 1.37   | 1.37    |
| 美元兌日圓     | 144    | 140     |
| 澳幣兌美元     | 0.67   | 0.66    |
| 紐幣兌美元     | 0.61   | 0.63    |
| 美元兌加幣     | 1.36   | 1.37    |
| 美元兌離岸人民幣  | 7.20   | 7.4     |
| 美元兌瑞郎     | 0.83   | 0.82    |
| 美元兌新幣     | 1.29   | 1.34    |

資料來源：彭博、渣打；\*截至 2025 年 6 月 19 日。

圖. 26 主要貨幣的驅動因素摘要

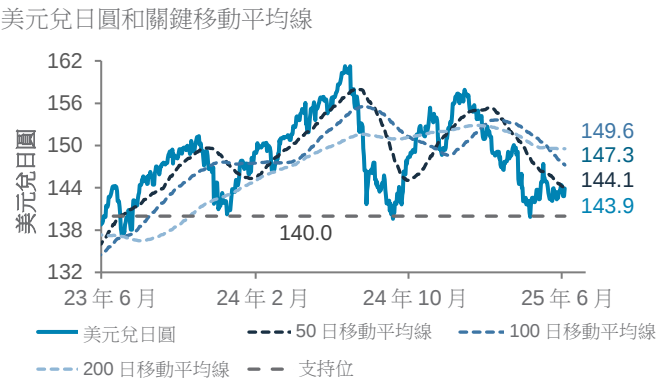
| 12 個月展望   | 看漲的情況                | 看跌的情況             |
|-----------|----------------------|-------------------|
| 美元 (美元指數) | + 風險情緒改善，聯準會不太鴿派     | - 美國成長憂慮，去美元化     |
| 歐元兌美元     | + 財政政策支持             | - 消費者與商業信心疲弱      |
| 美元兌日圓     | + 看跌的部位似乎過度          | - 日圓的避險需求，日本的財政穩健 |
| 英鎊兌美元     | + 英國面臨美國關稅風險較低       | - 英國勞動力市場疲弱       |
| 美元兌瑞郎     | + 瑞士央行負利率            | - 全球經濟成長擔憂引發避險情緒  |
| 澳幣兌美元     | + 中國經濟刺激計劃，金價走強      | - 澳洲的商業信心減弱       |
| 紐幣兌美元     | + 紐西蘭經濟擺脫衰退          | - 紐西蘭央行對通膨疲軟持鴿派立場 |
| 美元兌加幣     | + 美國關稅威脅，油價下跌        | - 加拿大與美國的貿易協議     |
| 美元兌離岸人民幣  | + 美國關稅威脅，中國經濟成長的不確定性 | - 中國人民銀行實施消費刺激計劃  |

資料來源：渣打全球投資委員會

「去美元化」風險下的貨幣展望

**歐洲貨幣展望：看漲歐元兌美元，英鎊兌美元表現穩定。**除了歐元區財政展望改善，我們認為歐元兌美元正受惠於不那麼鴿派的歐洲央行。行長拉加德在八次會議中將利率下調 200 個基點後，暗示歐洲央行貨幣政策的寬鬆週期接近尾聲。拉加德強調了歐元在當前全球經濟再平衡中作為全球儲備貨幣的作用。在貿易方面，歐元區官員認為美國暫緩關稅的最後期限（7 月 9 日）或延長。英國方面，自 2022 年以來零售額持續成長，顯示消費獲得很好支持。然而，在薪資成長放緩和就業市場降溫的情況下，英國央行今年可能會繼續降息。我們預期，未來 12 個月英鎊兌美元將穩定在 1.37 左右。

圖. 27 尋求美元兌日圓的下行空間，支持位在 140

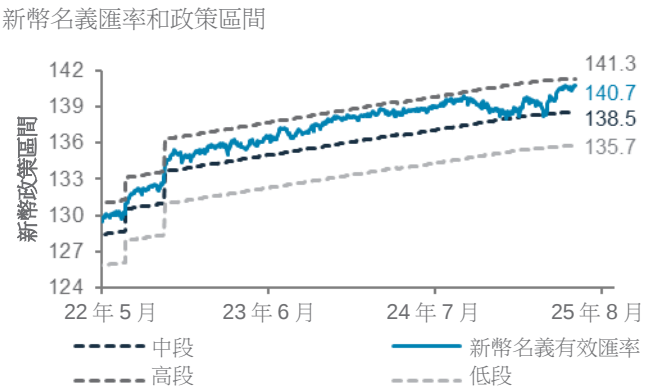


**避險貨幣展望：美元兌瑞郎表現穩定，看跌美元兌日圓。**瑞士央行在本輪週期已降息 175 個基點，以應對國內通縮壓力。降息有助於抵消對瑞郎的避險需求，在最近幾個月幫助美元兌瑞郎回穩。整體環境（瑞士外部盈餘、其地緣政治中立及審慎的財政立場）繼續支持美元兌瑞郎在 0.82-0.83 附近的區間。與此同時，由於美國和日本利率預期的差異以及日圓避險需求增加，日圓可能會進一步走強（請參閱第 20 頁）。

**商品貨幣展望：澳幣兌美元表現穩定，看漲紐幣兌美元，美元兌加幣表現穩定。**澳幣兌美元預期將受到商品價格上漲和美元普遍走軟的溫和支持。然而，由於全球不確定性增加和對澳洲國內前景疲弱的擔憂，特別是在勞動力市場，強勁的供應與緩

慢的就業成長形成鮮明對比，上行空間仍然受到限制。在紐西蘭，預期到 2025 年底，紐西蘭央行將把官方現金利率下調至 3%。然而，我們預期未來 1-3 個月紐幣兌美元或處於 0.61 左右，未來 12 個月或處於 0.63。紐幣預期將得到零售支出和製造業產出強勁成長的支持。建築業在最近幾個季度一直是拖累經濟成長的因素，但在 2025 年初趨於平穩。我們認為，美元兌加幣將穩定在 1.36-1.37。最近，美元兌加幣下降，可能反映了美元的疲弱，而不是加拿大前景改善。由於加拿大央行並非傾向鷹派，我們預期美元兌加幣將保持狹幅波動。

圖. 28 新幣名義有效匯率（S\$NEER）可能隨著通膨降溫而緩和



**亞洲貨幣展望：看漲美元兌新幣、美元兌離岸人民幣。**新加坡 5 月份出口下降，顯示早前為避免關稅而提前出貨給美國的需求正在消退。成長動力預期將進一步放緩。儘管美國推遲實施關稅和中美貿易暫時休戰，我們預期新加坡的經濟成長將大幅放緩。新幣名義有效匯率接近其政策區間的強勁一端，我們預期未來 3 個月美元兌新幣將升至 1.29，未來 12 個月將上漲至 1.34。中國的刺激計劃推動零售銷售成長達到一年多來的高位。我們認為未來 1-3 個月美元兌離岸人民幣將處於 7.20 附近，貿易風險可能在未來 12 個月推升此貨幣組合至 7.40。美元走弱，港元匯率低迷，從融資角度來看，港元值得關注。這方面的主要風險是美元與港元的聯繫匯率被打破，但從歷史經驗看，出現這種情況的可能性極低。

圖. 29 亞洲貨幣的驅動因素摘要

| 預測    | 美元兌新幣<br>1.29 (3 個月) /<br>1.34 (12 個月)   | 美元兌盧比<br>88.00                | 美元兌林吉特<br>4.43                        | 美元兌韓元<br>1405                |
|-------|------------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|------------------------------|
| 看漲的情況 | + 新幣易受全球經濟成長放緩的影響<br>+ 新幣名義有效匯率隨著通膨降溫而下跌 | + 印度央行將繼續吸收資本流入<br>+ 廣泛的美元反彈  | + 補充外匯儲備<br>+ 廣泛的美元反彈<br>+ 馬來西亞政策利率降息 | + 南韓易受全球經濟成長的影響<br>+ 廣泛的美元反彈 |
| 看跌的情況 | - 新加坡國內經濟成長或強韌<br>- 穩定的離岸人民幣             | - 美國財政／債務風險<br>- 印度財政提振支持經濟成長 | - 國內生產總值成長或強韌                         | - 出口成長和旅遊流入<br>- 價值低廉；資金流入   |

資料來源：渣打全球投資委員會

# 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

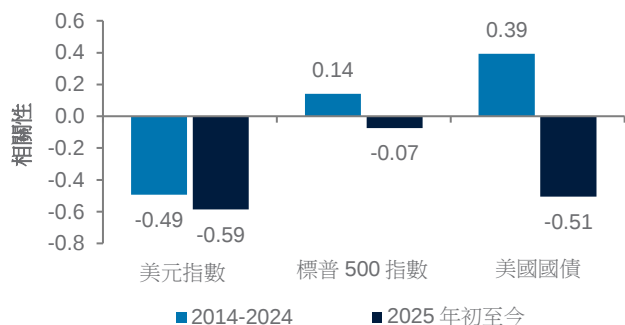
- 如果中東緊張局勢得到控制，黃金在短期內的上行空間有限，但仍然是重要的策略性對沖工具。我們將 3 個月價格預期上調至 3,400 美元，但 12 個月價格預期則保持不變，仍為 3,500 美元。
- 供應過剩依然主導石油市場。我們預期未來 3 至 12 個月，紐約期油價格將維持在每桶 65 美元左右。地緣政治風險可能導致油價短暫飆升。

## 關鍵圖表



圖. 30 黃金仍然是抵禦「去美元化」的重要對沖工具

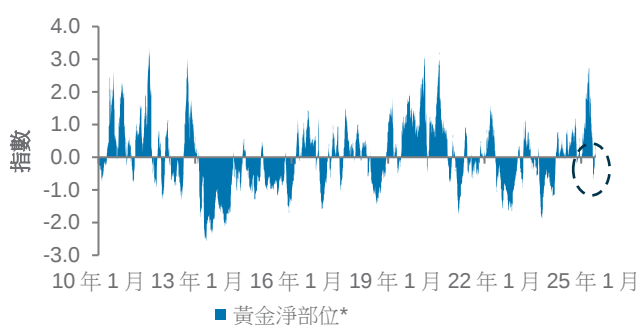
每週回報的相關性。黃金對比各類美國資產



資料來源：彭博、渣打

圖. 31 黃金部位目前略微看跌，暗示長倉仍有回補空間

黃金淨部位 (z 值)



資料來源：VandaXAsset、渣打；\*全樣本 z 分數

圖. 32 中東緊張局勢可能令黃金與石油的比率下降

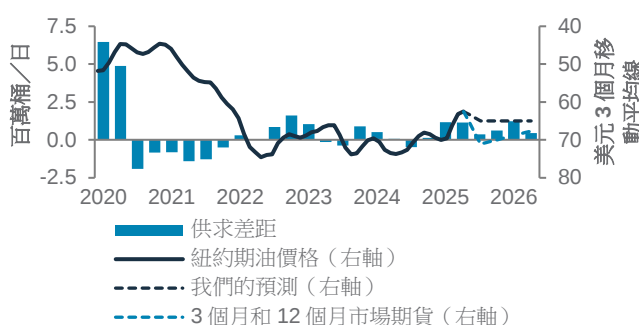
每盎司黃金可購買的石油桶數



資料來源：彭博、渣打

圖. 33 今年石油市場供應可能仍然過剩，有助抑制油價上升

石油供需平衡、價格預估



資料來源：彭博、渣打

**黃金展望：**在地緣政治緊張局勢下，黃金價格徘徊在歷史高位附近，目前的部位也較為中性，顯示有新一輪資金流入的空間。此外，隨著 7 月主要風險的臨近——包括美國 90 天關稅暫停期的到期以及預期川普財政法案會獲得通過——黃金仍然是對沖「去美元化」情況逐漸增強和市場波動的重要工具。不過，有鑑於今年金價已經大幅上升，除非出現極端情況，否則短期內進一步上升的空間可能有限。我們保留黃金作為核心配置，認為黃金價格已轉向 3,000 美元以上的更高區間，並將在 2025 年剩餘時間內維持於此水平。

**石油展望：**獨立的供需前景持續顯示石油市場供應過剩，這是我們預測紐約期油價格在未來 6 至 12 個月內達到每桶 65 美元的原因。地緣政治是明顯的上行風險——儘管供應過剩的程度和 OPEC 及盟友的閒置產能可以幫助抵消這一風險，但不能排除油價短期飆升的可能性。詳見第 5 頁。

# 量化觀點：對股票持中性觀點

Francis Lim  
高級量化策略師

歐陽倩君  
量化分析師



## 概述

我們的股債模型轉為中性，因為幾個主要股市在觸及關鍵阻力位後升勢放緩。基本因素在 6 月略有改善，首先是市場避險情緒自 4 月達到高位後大幅下降，目前低於歷史平均水平。衡量經濟數據出現正面意外次數的經濟意外指數亦略有上升。然而，成熟市場股票的評價面現在看起來略高，足以抵消基本因素的改善幅度。這些變動導致該模型的分數從 1 降至 0，這對股票和債券來說是中性的。該模型年初至今的回報率為 5.3%，較股票／債券 60／40 的基準回報率低 1.4%，原因是 2025 年首季股市表現欠佳。該模型的長期表現（自 2023 年 2 月以來）依然強勁，絕對回報為 39%，超額回報為 3.9%（表現優異）。

我們的技術框架未來三個月看漲大多數股市。短期盤整的風險很可能出現，因為許多市場在觸及關鍵阻力位後，漲勢已開始放緩。然而，我們的模型在未來三個月內仍普遍看漲股市，因為市場趨勢依然有利，而且市場波動性自 4 月高位以來已顯著減弱。我們的市場機制指標顯示，股票處於上漲趨勢時，與歷史期間的情況較為相似。我們的模型目前看漲美國、英國和日本的股票，而對歐洲（除英國）、亞洲（除日本）和中國的股票則持中性觀點。

新興市場當地貨幣債在部位緊張的情況下，面臨短期逆轉的風險。自 3 月以來，新興市場當地貨幣債已錄得 4.4% 的回報，超過了全球非投資等級債和成熟市場投資級信用債。我們的市場多樣性指標目前顯示，投資者在新興市場當地貨幣債的部位緊張，短期逆轉的風險已經上升。

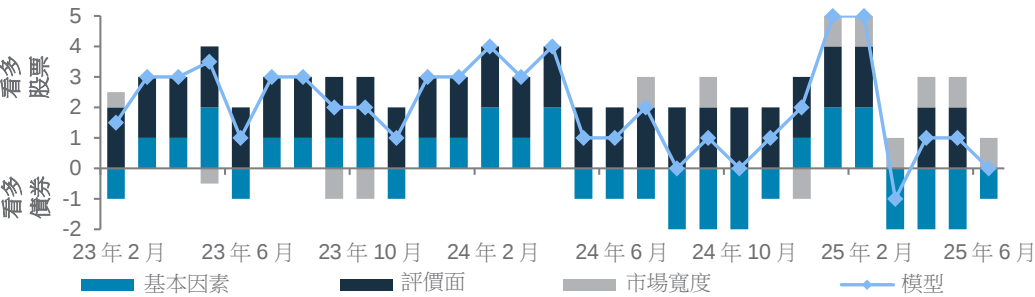
## 關鍵圖表



儘管基本因素有所改善，  
但我們的股債模型得分從  
+1 降至 0（滿分為 5  
分），因為評價面下跌

圖. 34 我們的股債輪動模型再次轉為中性

模型分數為基本因素、評價面和市場寬度因素的總和

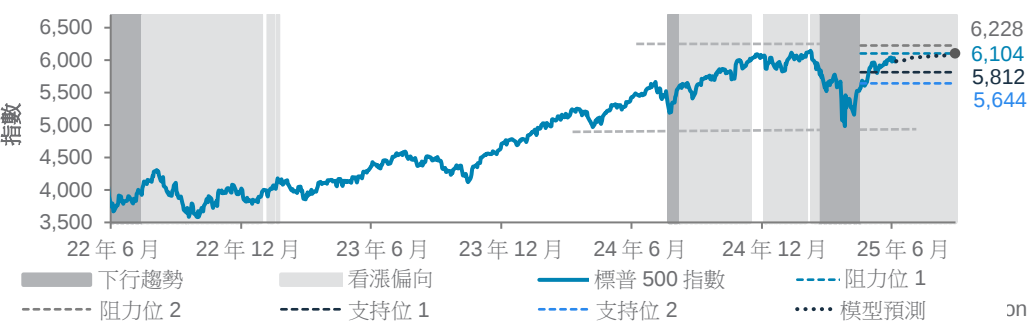


資料來源：彭博、渣打

我們的技術模型仍然看好  
標普 500 指數，第一阻力  
位／支持位在 6,104／  
5,812

圖. 35 我們的技術模型在 5 月初轉為看漲標普 500 指數

標普 500 指數進入看漲偏向的機制



資料來源：彭博、渣打

圖. 36 長期量化模型對風險資產持中性觀點，而短期量化模型則持看漲觀點

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                                                                                                                                                                             | 全球通膨與成長機制                                                                                                                                                                                                 |
|--------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 當前觀點         | 股票中性對比債券                                                                                                                                                                                                                             | 股市的風險適度高，<br>債市的風險高                                                                                                                                                                 | 看好風險資產和<br>一些通膨對沖資產                                                                                                                                                                                       |
| 這個觀點都基於哪些因素？ | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>基本因素</b>：分數為-1。市場避險情緒大幅下降。採購經理指數新訂單亦有所改善，但仍處於收縮狀態，盈餘修正繼續放緩</li><li>• <b>評價面</b>：分數為 0。成熟市場股票的評價面看起來略為偏高，但對亞洲而言仍具吸引力</li><li>• <b>市場寬度</b>：分數為+1。大多數股市位於 200 日移動平均線上方，表明市場寬度依然穩健</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>股市風險</b>：適度高。股市動力因素的負面影響有所減弱，而通膨放緩趨勢繼續支持股市風險</li><li>• <b>政府債風險</b>：高。股市動力因素仍然負面，支持美國國債等防守型資產。然而，經濟數據的趨勢雖然疲弱，但還沒有達到憂慮衰退即將來臨的程度</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>全球通膨率</b>年增率低於 2%。綜合預估，未來 12 個月的通膨率將達到年增率 2.2%，但全球領先指標顯示，通膨將繼續呈下降趨勢</li><li>• <b>全球工業產值</b>年增率成長 3.2%。綜合預估，未來 12 個月工業產值成長率將放緩至年增率 1.9%。全球領先指標與綜合預估一致</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、企業盈餘、前瞻本益比和技術因素</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房、通膨、流通的貨幣、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、印度和南韓對通膨、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、評價面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，反之亦然</li></ul>                                                                                                                     | <ul style="list-style-type: none"><li>• 把握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>• 全球經濟週期（衰退、復甦、週期後段和滯脹）及其對長期資產類別回報影響的宏觀模型</li></ul>                                                                                                                 |

| 短期           | 技術分析                                                                                                                                                                                                                                                                         | 投資者部位                                                                                                                                 |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 當前觀點         | 看漲股票                                                                                                                                                                                                                                                                         | 新興市場當地貨幣部位緊張                                                                                                                          |
| 這個觀點都基於哪些因素？ | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>看漲美國、英國和日本</b>。這些市場的趨勢、動力和波動性與過去的上行趨勢類似，但短期內可能會在目前的阻力位附近出現一些盤整</li><li>• <b>對歐洲（除英國）、亞洲（除日本）和中國股票持中性觀點</b>。亞洲（除日本）股票在成交量低的情況下可能難以突破關鍵阻力位，歐洲（除英國）市場因動力放緩可能跌破關鍵支持位，而中國股票正在失去動力，走勢趨向平坦</li><li>• <b>看跌美元兌日圓</b>。趨勢和動力有利於日圓</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>新興市場當地貨幣</b>在 5 月被列入觀察名單，現在被我們的市場多樣性指標標記為投資者部位緊張。它是表現最好的債券市場之一，自 3 月以來錄得 4.4%的回報</li></ul> |
| 關鍵模型因素       | <ul style="list-style-type: none"><li>• <b>價格走勢</b>：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>• <b>價格走勢</b>：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</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部位情況</li></ul>                                                    |

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<br>保守 |
|--------------|----|------|-----|-----|----------------|------------|
|              |    | 適度   | 均衡  | 進取  |                |            |
| 現金           | ▼  | 4    | 4   | 3   | 現金             | 35         |
| 固定收益         | ◆  | 58   | 38  | 18  | 固定收益           | 65         |
| 股票           | ▲  | 33   | 54  | 74  |                |            |
| 黃金           | ◆  | 5    | 5   | 5   |                |            |
| 資產類別         |    |      |     |     | 資產類別           |            |
| 美元現金         | ▼  | 4    | 4   | 3   | 美元現金           | 35         |
| 成熟市場投資級政府債*  | ◆  | 23   | 15  | 7   | 成熟市場投資級政府債（短期） | 16         |
| 成熟市場投資級公司債*  | ▼  | 13   | 8   | 4   | 成熟市場投資級公司債（短期） | 17         |
| 成熟市場非投資等級公司債 | ◆  | 5    | 3   | 2   | 成熟市場非投資等級債（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         |
| 新興市場當地貨幣政府債  | ▲  | 4    | 3   | 1   | 新興市場當地貨幣政府債    | 5          |
| 亞洲美元債        | ◆  | 8    | 5   | 3   | 亞洲美元債          | 11         |
| 北美股票         | ◆  | 22   | 35  | 48  |                | 100        |
| 歐洲（除英國）股票    | ◆  | 4    | 7   | 10  |                |            |
| 英國股票         | ▼  | 0    | 1   | 2   |                |            |
| 日本股票         | ◆  | 2    | 3   | 5   |                |            |
| 亞洲（除日本）股票    | ▲  | 5    | 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，不包含任何戰術性觀點

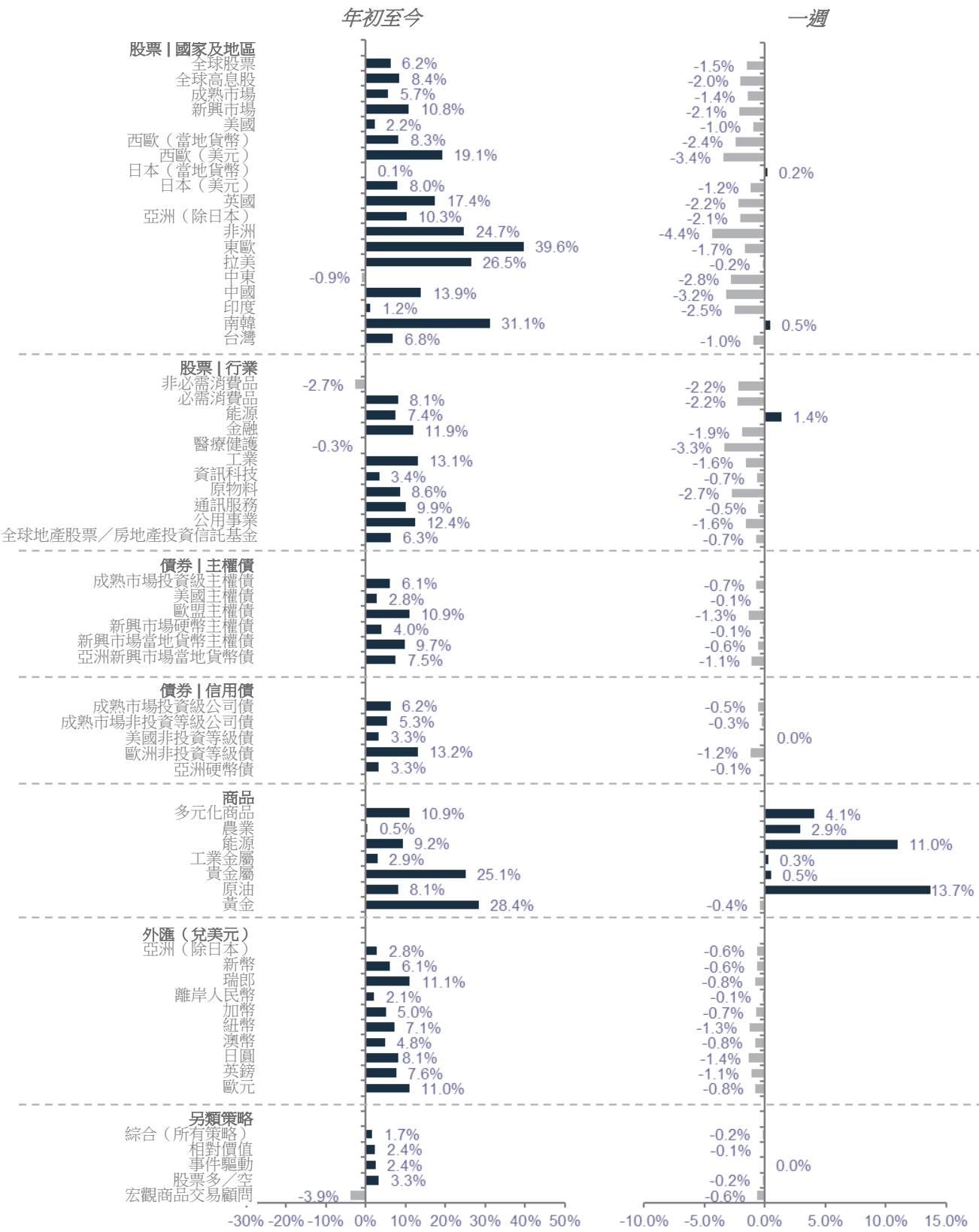
圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心部位

# 基礎+：資產配置概要

| 概述           | 觀點 | 基礎配置+ |     |     |
|--------------|----|-------|-----|-----|
|              |    | 適度    | 均衡  | 進取  |
| 現金           | ▼  | 4     | 3   | 3   |
| 固定收益         | ◆  | 49    | 30  | 13  |
| 股票           | ▲  | 28    | 43  | 56  |
| 黃金           | ◆  | 4     | 4   | 4   |
| 另類投資         | ◆  | 15    | 20  | 25  |
| 資產類別         |    |       |     |     |
| 美元現金         | ▼  | 4     | 3   | 3   |
| 成熟市場投資級政府債*  | ◆  | 20    | 12  | 5   |
| 成熟市場投資級公司債*  | ▼  | 11    | 6   | 3   |
| 成熟市場非投資等級公司債 | ◆  | 4     | 3   | 1   |
| 新興市場美元政府債    | ◆  | 4     | 3   | 1   |
| 新興市場當地貨幣政府債  | ▲  | 3     | 2   | 0   |
| 亞洲美元債        | ◆  | 7     | 4   | 2   |
| 北美股票         | ◆  | 19    | 28  | 36  |
| 歐洲（除英國）股票    | ◆  | 4     | 6   | 7   |
| 英國股票         | ▼  | 0     | 1   | 1   |
| 日本股票         | ◆  | 2     | 3   | 3   |
| 亞洲（除日本）股票    | ▲  | 4     | 6   | 8   |
| 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 | ◆ 核心部位

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 6 月 19 日；一週表現數據由 2025 年 6 月 12 日至 2025 年 6 月 19 日

# 我們的重要預測和關鍵事件

| 貨幣      | 美元<br>(美元指數) | 歐元兌美元 | 英鎊兌美元 | 美元兌日圓 | 澳幣兌美元 | 紐幣兌美元 | 美元兌加幣 | 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) | 聯準會政策利率<br>(上限)     | 美國 10 年期國債殖利率<br>(%) | 歐洲央行政策利率            |
|---------|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|----------------|-----------|---------------------|----------------------|---------------------|
| 3 個月預測  | 98           | 1.16  | 1.37  | 144   | 0.67  | 0.61  | 1.36  | 7.20     | 0.83  | 65             | 3,400     | 4.25%<br>(25 年 9 月) | 4.25-4.50%           | 1.75%<br>(25 年 9 月) |
| 12 個月預測 | 96           | 1.17  | 1.37  | 140   | 0.66  | 0.63  | 1.37  | 7.40     | 0.82  | 65             | 3,500     | 3.75%<br>(26 年 6 月) | 4.00-4.25%           | 1.75%<br>(26 年 6 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？我是否已充分配置成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

我們幫助你成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，著重成長，同時確保考慮通膨因素，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。我們把握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。



# 投資貼士

## 首席投資辦公室

每兩週一次系列發布於週三

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增持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、預測和預期僅為渣打發表本文件時的意見、預測和預期，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、評價面、模型、軟體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「增持」、「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：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新幣（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**：非銀行存款人的新幣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新幣。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，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。