standard chartered

財富方案全球首席投資辦公室
2025 年 3 月 28 日

2025 年 4 月
全球市場展望

「美國例外論」備受考驗

美國政策不確定性導致 2025 年首季股市動盪。在市況波動下，保持清晰分辨訊號與噪音至關重要。在多元化投資組合中，我們仍然偏好全球股票，多於債券和現金，但適度調低了看好部位。

我們偏好均衡配置美國和歐元區股票，調低對美國股票看法，同時調高歐元區股票看法，兩者繼續屬於核心部位。德國財政支出議案屬正面消息，美國資產領先表現仍屬於調整而並非逆轉。我們看好亞洲（日本除外）的離岸中國股票。

每逢金價調整，我們將趁機增持。美元和債券殖利率或保持區間波動，未來一至三個月內，美元或略為反覆上升。

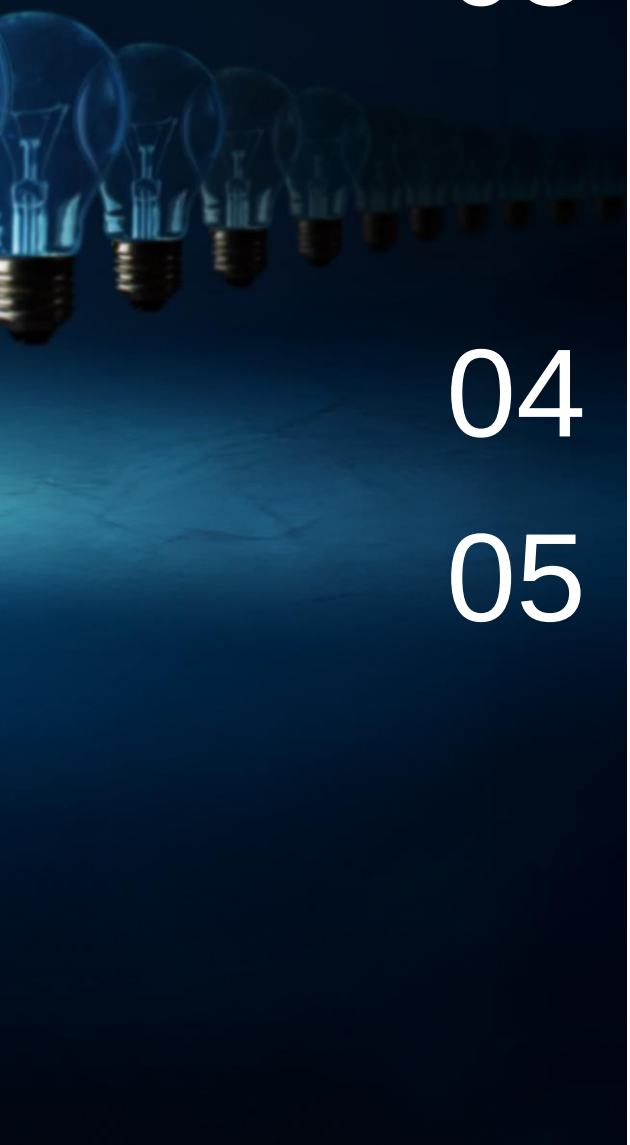
+

美國的領先表現是否受到考驗？

德國的財政刺激政策能否改變現狀？

量化模型是否仍看漲股票？

重要披露載於披露附錄。



目錄

01 策略

投資策略：「美國例外論」備受考驗 03

基礎資產配置模型 05

基礎：戰術性資產配置觀點 06

基礎：多資產收益策略 07

對客戶最關心問題的看法 09

02 宏觀概況一瞥

我們的宏觀經濟展望和關鍵問題 11

03 資產類別

債券 13

股票 15

股票機會型配置觀點 17

外匯 18

黃金和原油 20

04 額外觀點

量化觀點：關鍵模型轉為對股票相對債券持中性觀點 21

05 表現回顧

基礎：資產配置概要 23

基礎+：資產配置概要 24

市場表現概要 25

我們的重要預測和關鍵事件 26

未來數十年管理財富的方法：今日、明日和未來 27

註釋 30

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：

- 股票、黃金
- 成熟市場非投資等級債

機會型配置觀點 - 股票

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

機會型配置觀點 - 債券

- 全球可轉換債券
- 美國機構房貸抵押證券
- 亞洲非投資等級美元債

「美國例外論」備受考驗

- 美國政策不確定性導致今年首季股市動盪。市況波動下，保持清晰分辨訊號與噪音至關重要。在多元化投資組合中，我們仍然偏好全球股票，多於債券和現金，但適度調低了看好部位。
- 我們偏好均衡配置美國和歐元區股票，調低對美國股票看法，同時調高歐元區股票看法，兩者繼續屬於核心部位。德國財政支出議案屬正面消息，美國資產領先表現仍屬於調整而並非逆轉。我們看好亞洲（日本除外）的離岸中國股票。
- 每逢金價調整，我們將趁機增持。美元和債券殖利率或保持區間波動，未來一至三個月內，美元或略為反覆上升。

成長恐慌或是情況更糟？

2025 年首季度，金融市場相對動盪：（i）美國股票從高峰到谷底下跌了 10%左右，表現遜於其他主要地區；（ii）美國 10 年期國債殖利率下跌逾 60 個基點，一度跌至 4.2%以下；以及（iii）全球債券表現優於全球股票。股市下跌是否入市良機？

宏觀趨勢可以幫助回答這個問題。美國方面，成長恐慌（甚至是停滯性通膨恐慌）在部分數據中可見。亞特蘭大聯儲的 GDPnow 高頻指標在 2 月急劇降至負成長區間。與此同時，密西根大學的 5 年通膨預期指標飆升至 1990 年代初以來的最高水平。這些數據，加之美國 4 月 2 日宣布對等關稅前不確定性加劇，有助解釋為何市場表現波動。

然而，我們不願輕易得出過於負面的結論。廣泛的數據對成長和風險資產更有利。美國領先指標雖然仍為負值，但正在從去年的低位回升，就業市場看似可抵禦美國政府削減成本的憂慮，且亞特蘭大聯儲的 GDPnow 指標的表現可能歸因於一次性因素（提前進口商品）。我們承認關稅政策的不確定性需要適度調整，並密切關注高頻數據，但我們的核心情境仍是經濟正向成長而非衰退。

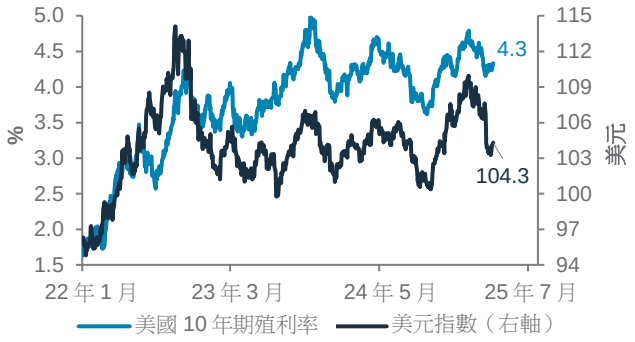
圖. 1　近期歐洲股票表現優於美國，但美國長期領先的趨勢保持不變

明晟美國／明晟歐洲的相對累計回報

資料來源：彭博、渣打

圖. 2　美元和美國國債殖利率仍保持在 2022 年後的區間內

美元指數（DXY）和美國 10 年期國債殖利率



資料來源：彭博、渣打

偏好股票，但收窄地區關注的差異度

宏觀因素的正向傾斜是我們繼續看好全球股票勝過債券和現金的原因。雖然我們已適度削減股票的看多規模，以應對美國關稅政策不確定性加劇以及仍然偏高的通膨率，但如果經濟衰退得以避免，意味著政策不確定性的事件風險在 4 月份一旦消退，全球股票仍有反彈空間。

儘管如此，我們正在收窄關注的地區。一個關鍵問題是，可否追逐近期歐洲股票相對美國股票的優異表現。我們認為，德國議會批准財政支出計劃是朝著正確方向邁出一步，進而支持國內經濟成長前景。然而，這並不等同於在整個歐元區取消債務上限。加上美元還沒有跌穿低位，歐洲股票上漲的速度導致投資者部位過於擠擁，在此時不宜大舉增持。因此，我們現在對美國和歐洲股票持均衡觀點，將兩者視為核心部位。

在亞洲（除日本），另一場辯論是有關中國與印度股票。目前，我們認為中國股票（我們偏好離岸中國市場）可以繼續表現優於印度股票。雖然最初引領中國股票漲勢的因素是低成本人工智慧聊天機器人 DeepSeek 及評價面低廉提振了市場情緒，但盈餘前景的持續改善可能意味著漲勢還有後勁。這沒有動搖我們看好印度股票的結構性觀點，事實上，評價面低廉意味著它是具吸引力的逢低布局對象，但我們預期印度股市的漲幅暫時落後於中國股市。

仍然看好黃金

我們認為，在金價突破每盎司 3,000 美元後，黃金的前景幾乎沒有變化。各央行仍熱衷於增持黃金，美國政策不確定性加劇增加了支持黃金的因素。我們還認為，黃金可能是用於對沖通膨上升風險或停滯性通膨憂慮的工具。金價的上升速度確實意味著短期部位很高，但有鑑於基本因素的前景樂觀，我們可能考慮逢低布局（跌幅可能不大）。

輕微偏好公司債

我們對經濟成長仍持樂觀看法，意味著我們略微看好公司債多於政府債。就我們對非投資等級債的偏好而言，在其中看好公司債並不新鮮，畢竟各地區的違約壓力較小意味著，相對各地區的投資級債，我們仍然看多非投資等級債。這是因為在當前的宏觀環境下，我們傾向投資於成長敏感型債券，而不是利率敏感型債券。

然而，在成熟市場投資級債領域，我們現在略微看好公司債多於政府債。雖然兩者都對利率變化非常敏感，但我們認為風險／回報狀況略微傾向受成長影響更大（且收益更高）的公司債。有鑑於我們預期美元將大致上區間波動，故也結束了之前對新興市場當地貨幣債的看淡觀點。

美元和債券殖利率區間波動

儘管存在衰退（或停滯性通膨）恐慌，美元指數自 2022 年以來穩固地保持在 100-110 的區間內。未來 1-3 個月，隨著市場考慮美國提高關稅的影響，我們預期美元在這個區間內上漲。不過，從長期來看，我們預期美元指數仍將區間波動，缺乏向上或向下突破的明顯促成因素。

增加歐洲行業的機會型配置觀點

儘管我們持長期觀點，但我們認為可以在股票進行機會型投資輪動。歐洲方面，我們對以下資產開啟了新的機會型配置觀點：（i）歐洲銀行股和（ii）歐洲工業股。我們認為這兩個看漲觀點能夠幫助捕捉歐洲股票在短期內的進一步領先表現。我們結束對（i）美國地區性銀行、（ii）美國小型股及（iii）印度大型股的機會型配置觀點，以削減對這些市場的投資，與我們的整體宏觀投資方法保持一致。債券方面，在歐洲債券殖利率飆升後，我們在本月早些時候結束了歐元區政府債的投資觀點（參見 2025 年 3 月 14 日發布的*《金融市場週報》*）。

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

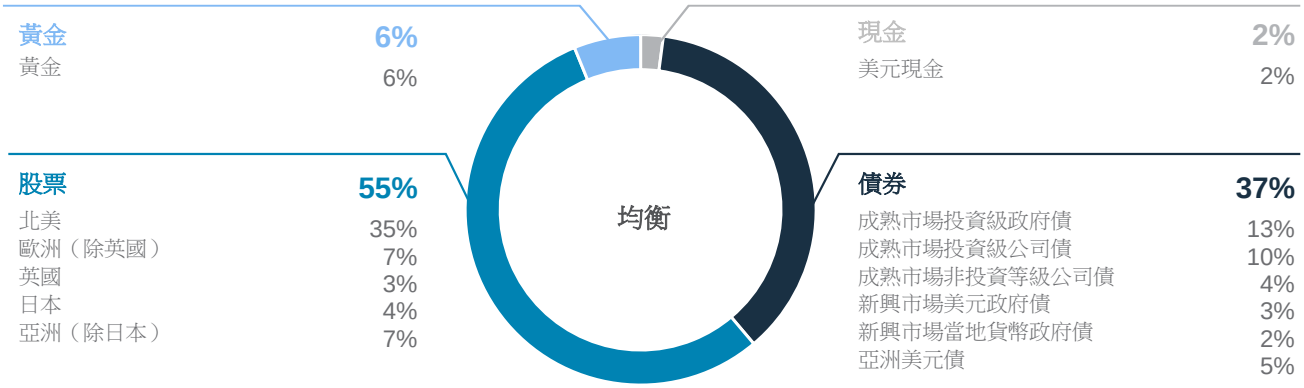


圖. 4　風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

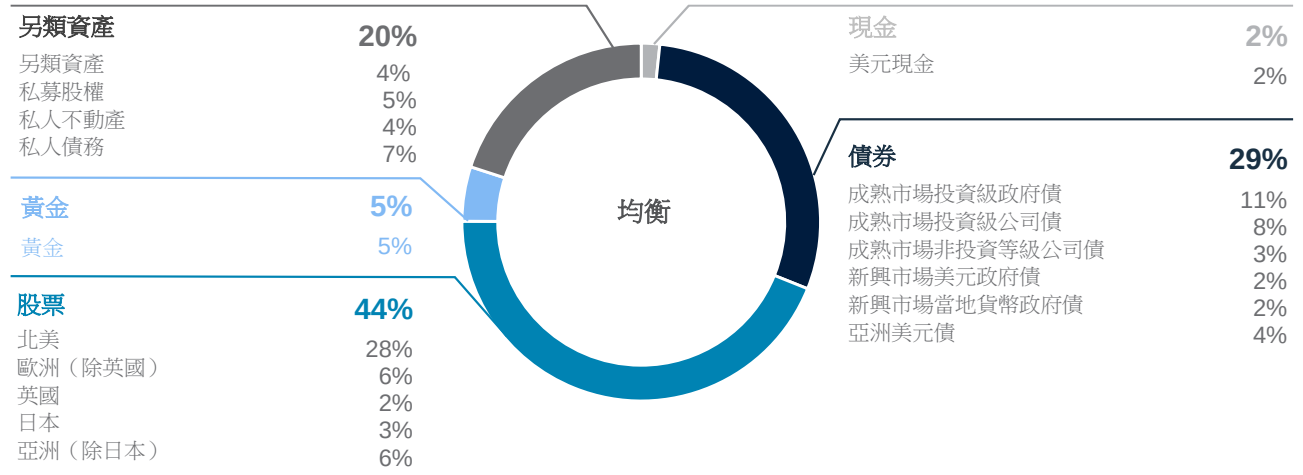
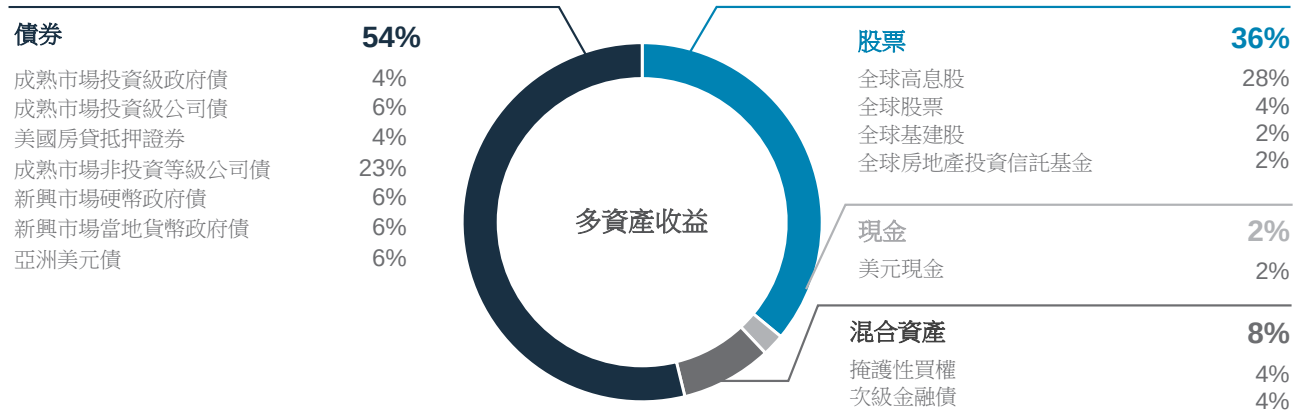


圖. 5　風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

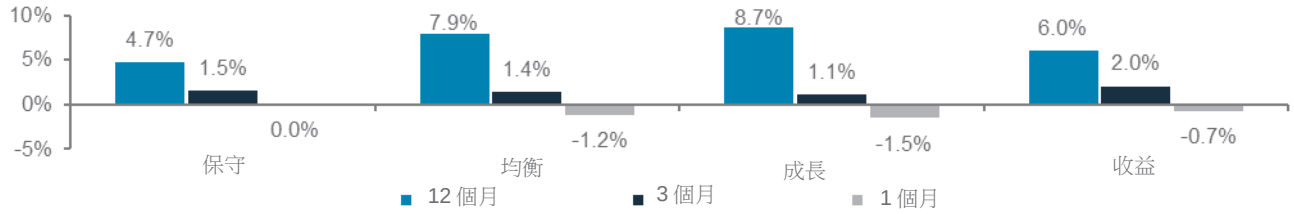
基礎：戰術性資產配置觀點

	觀點	詳情
美元現金	▼	+ 短期安全 || - 殖利率下降、可能表現遜於主要的資產類別
債券	◆	
成熟市場政府債	▼	+ 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、利率敏感度低 || - 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 || - 對美元敏感、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、有利的聯準會政策|| - 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 || - 停滯性通膨風險、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、印度經濟成長、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 | ◆ 中性

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 3 月 27 日至 2025 年 3 月 27 日、3 個月表現數據由 2024 年 12 月 27 日至 2025 年 3 月 27 日、1 個月表現數據由 2025 年 2 月 27 日至 2025 年 3 月 27 日

圖. 7 **機會型配置觀點表現**

主要觀點		開始日期	結束日期	絕對回報
債券 – 目前觀點	美國機構房貸抵押證券	2024 年 6 月 20 日		3.6%
	全球可轉換債	2024 年 8 月 29 日		6.7%
	亞洲非投資等級債	2024 年 12 月 12 日		2.0%
債券 – 已結束觀點	歐元政府債外匯對沖	2024 年 3 月 27 日	2025 年 3 月 14 日	1.5%
股票 – 目前觀點	增持美國通訊股	2024 年 3 月 27 日		16.7%
	增持中國非金融國企高息股 - A 股	2024 年 3 月 27 日		14.7%
	增持中國非金融國企高息股 - H 股	2024 年 3 月 27 日		30.1%
	增持美國主要銀行	2024 年 8 月 1 日		21.8%
	增持恒生科技指數	2024 年 10 月 31 日		24.4%
	增持美國軟體股	2025 年 2 月 20 日		-11.1%
	增持歐洲工業股	2025 年 3 月 27 日		-
	增持歐洲銀行股	2025 年 3 月 27 日		-
股票 – 已結束觀點	美國科技股	2024 年 3 月 27 日	2025 年 2 月 20 日	24.8%
	印度大型股	2024 年 3 月 27 日	2025 年 3 月 27 日	6.9%
	美國小型股	2024 年 12 月 12 日	2025 年 3 月 27 日	-12.2%
	美國地區性銀行	2024 年 12 月 12 日	2025 年 3 月 27 日	-10.2%

資料來源：彭博、渣打。表現截至 2025 年 3 月 27 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

關鍵主題

由於關稅風險和對美國經濟成長放緩的憂慮，市場一直表現波動。**儘管存在這些不確定性，但我們的多資產收益（Multi-Asset Income 或 MAI）策略年初至今仍達到 2.1%的正回報，**因為配息股、非投資等級債和次級金融債等創造收益的資產表現穩定。這些資產的表現優於股票，因此在這個充滿挑戰的環境下有助緩衝市場波動。

我們的 MAI 策略繼續提供 5.1%的穩定殖利率，在當前利率環境下仍然具吸引力。有鑑於聯準會預期今年將降息兩次，投資者應尋求鎖定更高的收益，把握殖利率飆升的機會來維持收益型投資組合的穩定收益。

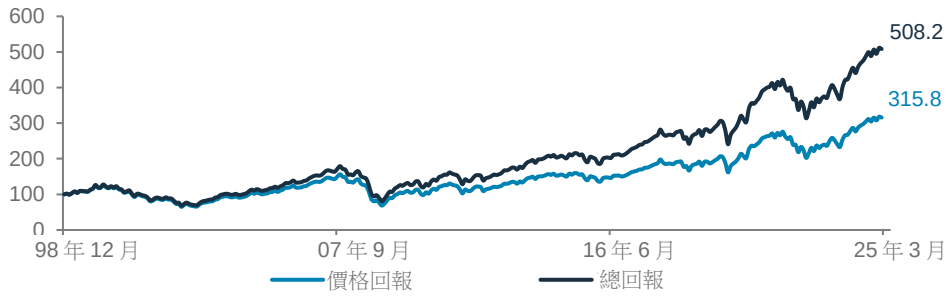
在部位變動方面，我們已減持全球股票，轉為增持掩護性買權，目前我們對兩者持均衡觀點，因為相信後者可提供更好的機會，以把握市場的波動。這使我們能夠從期權溢價中賺取收益，同時能捕捉股市潛在上升空間。我們繼續看好次級金融債多於成熟市場非投資等級債。我們增持新興市場當地貨幣政府債，因為美元的狹幅波動前景、新興市場國家的財政和經常帳戶餘額增強，以及近期的新興市場資金流入提供了技術性的支持。

關鍵圖表

股息再投資是投資者的重要組成部分。自 1999 年以來，股息再投資大約佔累計總回報的 92%

圖. 8　股息再投資在貢獻總回報方面發揮了關鍵作用

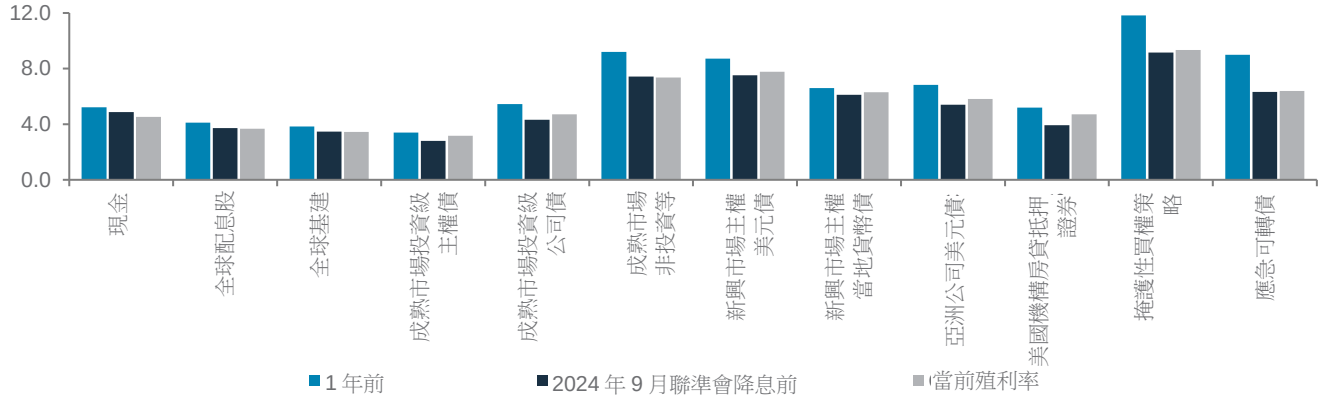
明晟所有國家世界指數自 1999 年以來總回報分解（重整為 100 = 1999 年 1 月 1 日）



資料來源：彭博、渣打
數據使用截至 2025 年 2 月的每月回報

圖. 9　殖利率仍提供機會創造具吸引力的收益

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 30 頁的重要資訊）

MAI 策略表現穩健

我們的 MAI 策略表現強勁，年初至今達到 2.1%的正回報。2025 年第一季在關稅風險和美國經濟成長恐慌的陰影籠罩下，導致市場震盪，美國股市從高位到低谷下挫了 10%。我們的 MAI 策略受惠於配息股、非投資等級債和次級金融債等創造收益資產的表現穩定。這些都緩衝了市場波動，並幫助 MAI 策略在充滿挑戰的環境中表現優於全球股票。

在不確定性加劇的背景下（儘管成長前景仍然樂觀），我們削減了 MAI 策略中的一些股票風險。我們已減持全球股票，轉為增持掩護性買權，目前對兩者持均衡看法。掩護性買權可以在市場進一步下跌時，把握賣出期權獲得的收益提供一些下行保護。此外，我們也增加了對新興市場當地貨幣債的配置，因為我們預期美元將狹幅波動。

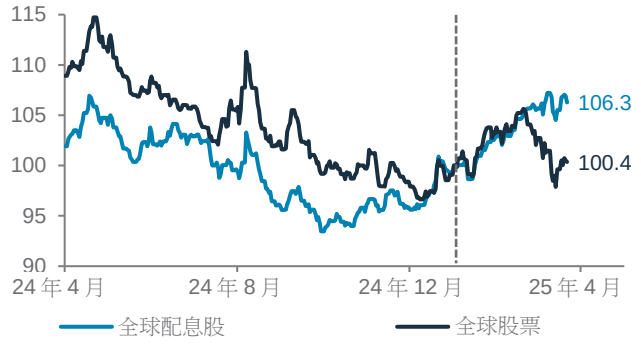
儘管自今年年初以來，全球廣泛的股票指數回報率趨於平穩，但今年年初至今，全球配息股的回報率更為強勁。與傳統的全球股票相比，以明晟所有國家世界指數衡量，全球配息股的回報率超出約 6%。我們認為，配息股在產生收益方面，較更偏向成長型的投資配置提供了一個具吸引力的另類選擇，並在收益投資組合中發揮至關重要的作用。

配息股在 MAI 中的作用

MAI 策略旨在產生固定收益，同時尋求資本增值。該策略的關鍵組成部分是全球配息股，佔總分配的 28%。這些股票提供穩定的收益來源、降低下行風險並具有長期成長潛力，使其成為收益型投資組合的關鍵組成部分。

圖. 10　美國股市 2 月中旬回調後，全球配息股表現優於全球股票

2025 年 1 月 1 日相關指數的表現調整為 100



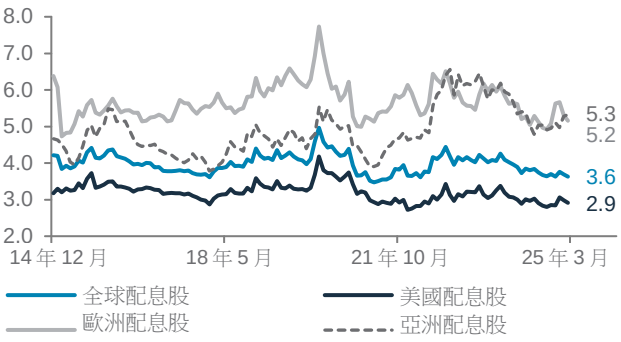
資料來源：彭博、渣打

為什麼配息股在收益型投資組合中如此重要？

配息股持續產生現金流，有助減低投資組合在市場低迷時所受的影響。股息支付有別於不可預測的資本升幅，它在不同的市場週期中往往保持穩定。

圖. 11　全球配息股殖利率在過去十年保持穩定

全球及地區配息股的股息殖利率（%）



資料來源：彭博、渣打

防禦型特點：支付股息的公司通常擁有強勁的資產負債表、穩定的盈餘和強勁的自由現金流。超過 30%的配息股指數屬於必需消費品、醫療健護和公用事業等防守性行業，這些行業往往在經濟低迷時期表現較好。從歷史上看，配息股在熊市後強勁復甦，在市場回調後平均反彈幅度為 36%（6 個月）和 51%（12 個月）。

擴大的成長潛力：雖然配息股傳統上集中在防禦型行業，但科技和工業等更多的高成長行業現在也開始採用股息支付方式。截至 2024 年 9 月，標普 500 指數成份股中有 80%的公司派發股息，其中科技股的比例從 10 年前的 13%上升至 24%。這種擴張把收益穩定性與成長潛力結合起來，增強了配息股的吸引力。

通膨保護：在通膨預期持續升高的情況下，股息可以幫助投資者保持購買力來對沖通膨。隨著時間過去，股息成長還可以幫助抵消通膨的影響。

長期財富創造：股息再投資顯著提高了總回報。自 1999 年以來，它們貢獻了累計股票總回報的 92%。這種複合效應使配息股成為長期投資組合成長的有力工具。

在未來 6 至 12 個月，我們認為市場的波動性可能持續上升，通膨壓力將仍然存在，地緣政治風險依然不變。我們仍然認為投資者應採取平衡的方法以應對市場波動，尋求成長潛力和賺取穩定收益。

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

美國的例外論是否岌岌可危？

美國例外論即相信美國在歷史和全球事件佔有獨特且突出的地位，一直影響著地緣政治，也影響著金融市場的表現。幾十年來，投資者受惠於這種論調：自 1987 年以來，標普 500 指數在近三分之二的時間內全年表現優於全球（除美國）股票。然而，近期關稅的不確定性以及美國經濟成長的憂慮對這一既定主題提出了挑戰。今年到目前為止，標普 500 指數一直表現不佳，而歐洲和中國等市場則顯著上漲。這種分化引發了一個問題：美國的領先表現是否面臨風險？如果是，這對投資者有何影響？

我們認為，美國的例外論時代並未結束，只是暫停而已。美國經濟的基本實力，包括美國公司持續實現盈餘以及保持創新和技術領先地位的能力，繼續支持我們對美國資產的長期樂觀態度。然而，有鑑於持續的關稅不確定性，我們在等待美國政策明朗化之際，短期內對美國股市採取中性立場是合理的。我們繼續強調維持多元化投資組合的重要性，在各地區均衡配置股票，並通過黃金等對沖資產來應對未來的不確定性。

過去的教訓

隨著全球經濟聯繫日益緊密，以僅美國出現的經濟衰退越來越少見，但並非史無前例。根據世界銀行統計，1950 年以來全球僅發生過四次經濟衰退，每次都與美國經濟衰退同時發生。然而，並非每次美國經濟衰退都會導致全球經濟衰退。事實上，自 1950 年以來美國已經獨自經歷了六次經濟衰退，其中最近的例子是 2001 年左右網路泡沫破滅後的經濟衰退和全球金融危機初期。

美國經濟單獨衰退期間會發生什麼？

在美國經濟衰退期間和全球經濟衰退期間，金融市場的表現有明顯差異。在美國經濟單獨衰退期間，美國股市表現不如全球股市。聯準會通常透過降低利率來應對，從而支持美國政府債券。

圖. 12　自 1950 年以來，美國經濟單獨衰退已經發生過數次，但近年來發生的頻率有所降低

1950 年以來美國單獨及全球經濟衰退期間

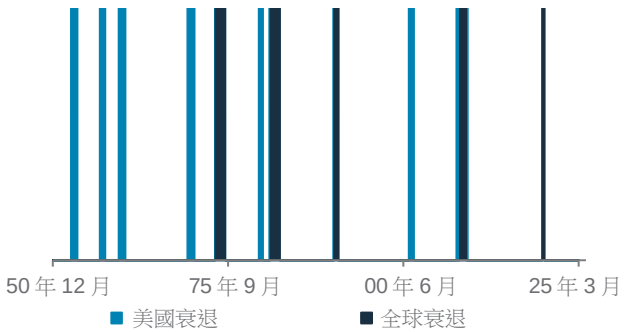
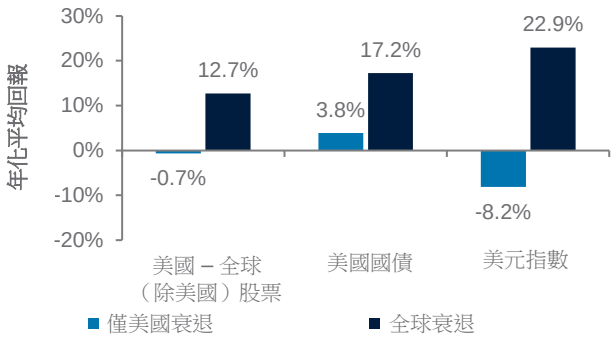


圖. 13　在美國經濟單獨衰退期間，美元往往會隨美國股市下跌

美國單獨和全球經濟衰退期間的平均回報率



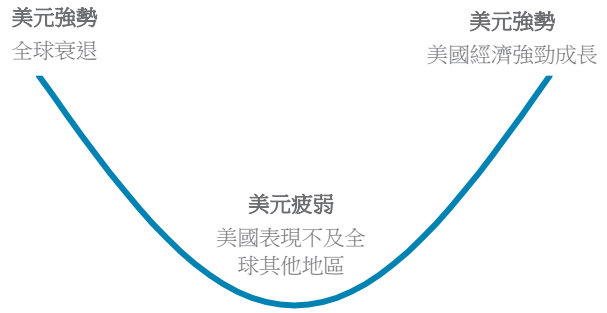
資料來源：世界銀行、美國國家經濟研究局、彭博、渣打

然而，由於缺乏海外避險資金，美元通常會跟隨美國股市下跌，而美國政府債券的漲幅也不像全球經濟衰退期間那麼顯著。因此，如果美國經濟單獨陷入衰退，傳統的美國避險策略可能就不那麼有效了。

相較之下，在全球經濟衰退期間，儘管美國股市下跌，但表現往往優於全球股市。全球投資者通常會轉向美國資產以尋求穩定，從而加強美元和美國政府債券。「美元微笑」現象就是一個例證，它凸顯了兩個美元走強的不同情境：全球經濟嚴重衰退和美國經濟表現強勁的時期；以及一種中間狀態，即僅有美國經濟放緩，美元走弱。

圖. 14　美元因美國經濟單獨放緩而走弱

美元微笑曲線



資料來源：渣打

美國例外論受到挑戰？

雖然關稅代表著短期的阻力，但更廣泛的風險在於美國日益孤立主義的立場。透過關稅疏遠盟友和對手、限制移民以及威脅退出北約等主要聯盟，這些都是挑戰美國例外論基礎的重大政策轉變。同時，歐洲取消財政限制和中國在關稅下的韌性凸顯了其他全球大國日益增強的競爭力。

圖. 15　美國公司盈餘超過全球同業，證明其股票表現優異

標普 500 指數對比全球（除美國）股票價格及每股盈餘比率

資料來源：彭博、渣打

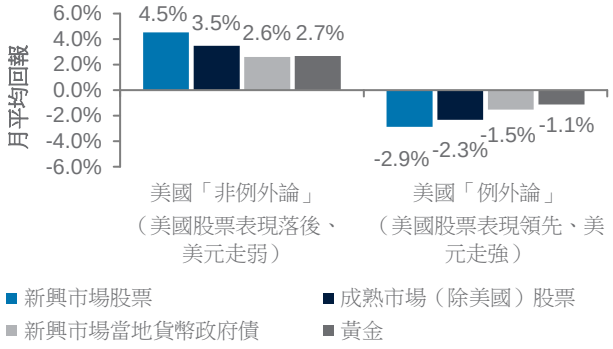
然而，現在就斷定美國例外論已經終結還為時過早。公司在全球營運的引領下，美國仍處於創新和技術的前沿。其靈活的勞動力市場和強大的創業文化繼續促進經濟活力。因此，美國公司盈餘一直超過全球同業，我們預期這一趨勢將持續下去（圖 15）。儘管如此，有鑑於政策環境不斷變化，投資者應保持多元化的投資組合，以應對未來的不確定性。

增加新興市場資產並使用黃金和日圓作為分散投資工具

多元化不僅在動盪和不確定的環境中至關重要，而且還能讓投資者在等待美國相關不確定性緩解的同時，把握其他地方來捕捉具吸引力的機會。新興市場的股票和債券將受惠於美元的潛在疲軟。此外，在美國「非例外論」時期，黃金提供了有效的對沖優勢，提高投資組合穩定性和下行保護。日圓也是一種具吸引力的貨幣以實現多元化投資，歷史上當全球投資者遠離美國資產尋求安全時，日圓表現良好。

圖. 16　當美國股市表現不如全球同業且美元疲軟時，新興市場的股票和債券表現良好

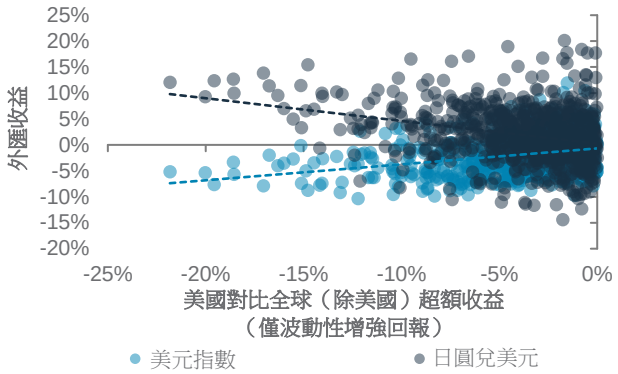
不同情境下資產每月平均回報*



資料來源：彭博、渣打；*自 2005 年以來

圖. 17　在美國表現欠佳的時期，日圓是潛在的分散風險工具

在美國股市表現落後於全球（除美國）股市期間，美元指數和日圓的回報率**



*資料來源：彭博、渣打；**自 2005 年以來

宏觀概況 – 一瞥

Rajat Bhattacharya
高級投資策略師

關鍵主題

儘管最近存在擔憂，但我們認為未來 12 個月美國陷入經濟衰退的可能性只有 20%。政策不確定性上升已使美國經濟軟著陸的可能性從年初的 45%升至 50%，同時不著陸的可能性從 40%降至 30%。川普總統在關稅以及削減政府浪費和移民的努力上反覆無常，削弱了消費者和企業的信心。川普的關稅計劃將於 4 月 2 日推出，可能會為貿易前景提供更清晰的境況。同時，由於聯準會會評估川普政策的影響，故我們將它下次降息的可能性推遲到下半年。近期消費者通膨預期飆升，但市場通膨預期仍處於長期區間內。

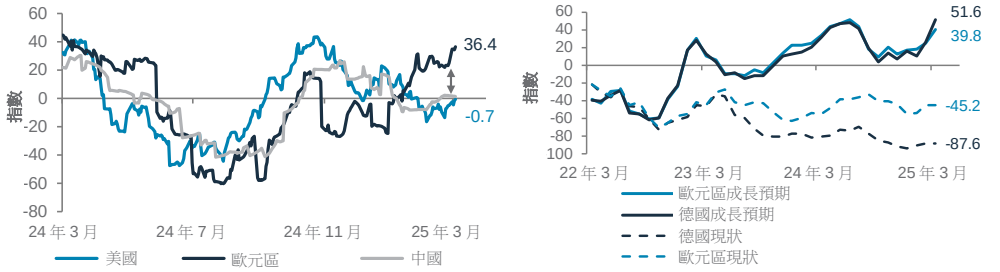
歐洲和中國的前景因財政刺激措施而改善。在全球主要經濟體中，歐洲今年的前景改善幅度最大。川普強硬介入結束烏克蘭衝突，可能對俄羅斯有利，而川普激進的貿易政策也促使歐洲決策者採取措施，提升國防與基建支出。德國議會投票通過放鬆憲法債務上限，可能會在未來十年推動德國經濟每年成長 2%。同時，中國推出了財政刺激措施，應能幫助中國經濟實現政府今年 5%的成長目標。

關鍵圖表

德國投票放寬憲法債務上限，增加對基建和國防的支出，歐元區的成長前景今年改善幅度最大

圖. 18　今年歐元區經濟數據和成長預期有所改善

美國、歐元區、中國經濟意外指數；歐元區、德國成長預期*



資料來源：彭博、渣打；*基於 ZEW 調查

貨幣政策*	宏觀因素利多風險資產	宏觀因素利空風險資產
美國 ▼ ◇ △	+ 就業市場強勁，消費持續成長 + 減稅／降息提振消費與投資 + 放寬管制以支持私人投資 + 企業和家庭資產負債表穩定	– 關稅不確定性損害經濟信心 – 領先指標依然疲弱；銀行貸款偏緊 – 儲蓄反彈，令消費前景蒙上陰影 – 政策不確定性導致聯準會暫停降息
歐元區 ▼ ◇ △	+ 德國基建和國防支出增加 + 就業強勁、通膨放緩將提高實際收入 + 歐洲央行降息；信貸週期復甦	– 貿易、政治不確定性；財政空間有限 – 人口、生產力、高能源成本 – 財政刺激措施下的歐洲央行政策風險；俄羅斯風險
中國 ▼ ◇ △	+ 財政、貨幣刺激措施支持成長 + 對美國以外市場的出口抵銷了美國銷售額 + 新的成長動力：人工智慧、高科技製造	– 貿易戰；房地產、地方政府疲弱 – 就業市場低迷，消費者情緒低迷 – 通縮壓力損害邊際利潤
日本 ▽ ◇ ▲	+ 就業市場緊張導致實質薪資成長 + 財政寬鬆、消費復甦 + 金融狀況寬鬆；日圓仍然疲弱	– 美國預期關稅將對出口帶來阻力 – 通膨上升；聯合政府軟弱 – 日本央行政策升息、資產負債表收縮
英國 ▼ ◇ △	+ 強勁的薪資成長支持實質收入 + 強勁儲蓄支持需求 + 以投資為重點的預算、英國央行降息	– 政策利率上升，失業率上升 – 財政整頓、增稅將抑制招聘 – 服務業通膨；與脫歐相關的干擾

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

美國是否正走向衰退？這個問題源於亞特蘭大聯儲銀行的 GDPNow 預測。在 2 月底公布 1 月的貿易和個人消費數據後，該預測顯示美國第一季經濟出現萎縮。

我們認為這是一個技術性異常情況，主要原因是企業在川普關稅生效前（部分關稅於 2 月生效）提前進口商品，導致 1 月美國貿易逆差激增。未來幾個月，貿易逆差可能會有所緩解，而庫存數據可能會滯後反映進口激增，從而推動 GDPNow 的 2 月和 3 月成長預測回升。同時，由於政策不確定性和通膨憂慮加劇，個人消費成長放緩，但我們預期隨著就業市場保持韌性，未來幾個月趨勢將逆轉。

我們的基本預測：我們預期今年不會出現經濟衰退，主要是因為我們預期川普貿易政策、政府支出和移民限制造成的持續不確定性只是暫時的。我們認為，這些政策最終可能會放寬，因為它們會影響川普的支持率和股市。此外，共和黨基本盤和關鍵的商業選民可能會反對他的關稅政策，尤其是在明年中期選舉前夕，因為這些政策擾亂了商業的供應鏈。

短期風險：美國經濟成長正在放緩，但只是放緩至長期趨勢速度。川普有可能犧牲短期成長並容忍股市短暫下跌，以實現其長期目標，即推動減稅、減少政府浪費、放寬行業管制並吸引更多外資進入美國製造業。

由於短期政策風險打擊了信心，美國 2 月經濟意外轉為負面。前瞻性的就業市場指標，例如職位空缺率，顯示失業率正在上升。去年支持了就業成長的政府部門職位，今年可能減少。美國 4 月對主要貿易夥伴徵收關稅的可能性或會進一步打擊市場情緒，並重燃通膨風險，迫使聯準會更長時間維持利率在限制水平。

上行風險：除了當前的風險外，市場焦點可能會轉向川普提出的減稅和放寬監管政策。債券殖利率下降、美元走弱以及經濟成長放緩應該會緩解金融狀況，並使政府能夠推動國會通過減稅法案，從而提振消費者／企業信心和私人投資。私營部門的復甦可能會彌補政府削減支出所造成的損失。

雖然消費者通膨預期上升，打擊了市場情緒，但具韌性的就業市場和油價處於五年低位支持了可支配收入，並使市場通膨預期維持在長期範圍內。儘管我們預期聯準會將因近期政策不確定性而推遲降息，但如果市場通膨預期得到控制，我們預期央行將在下半年恢復降息。

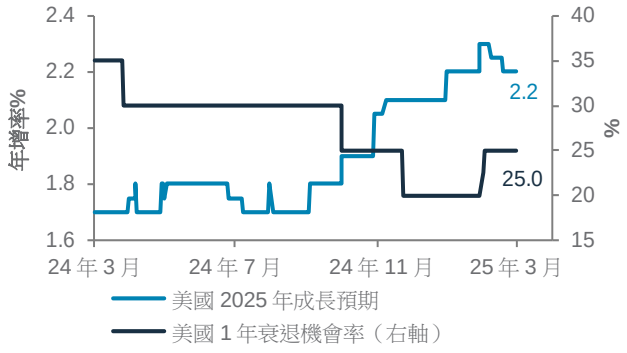
德國的財政刺激政策能否改變現狀？德國議會投票放寬憲法債務限額可能會改變德國的局面，因為透過增加基建和國防支出，德國很可能在未來十多年的時間裡每年大約有 2%的經濟成長。接下來的焦點是德國聯合政府的性質。

由於支出計劃至少需要一年時間才能實施，因此對歐元區的影響可能在短期內是正面的但有限的。此外，與德國不同，歐洲其他國家在高負債水平的情況下缺乏財政空間來大幅增加支出。此外，由於歐洲的生產能力有限，歐洲國防支出的很大一部分可能會惠及美國國防承包商。歐元區也需要應對預期 4 月 2 日起實施的美國關稅。貿易緊張局勢如果升級都可能損害短期經濟成長。因此，我們預期歐洲央行將進一步降息，包括在第二季降息 25 個基點。

中國的刺激措施足以推動成長嗎？一如預期，全國人民代表大會再次推出財政刺激措施，以重振消費者和私營部門的商業信心並緩解通縮壓力。2025 年的財政刺激將達到國內生產總值近 2%。然而，與過去兩年一樣，實際投放可能不達預期。儘管美國關稅存在風險，但刺激措施應能幫助中國實現接近 5%的成長目標。美國已將對華關稅提高至 30%。儘管近年來中國對美國的出口減少，不太容易受到川普保護主義政策的影響，但我們預期中國政府將在第二季進一步實施貨幣和信貸寬鬆政策，以抵銷美國關稅的影響。

圖. 19　儘管有政策風險，但美國的經濟衰退風險仍然低

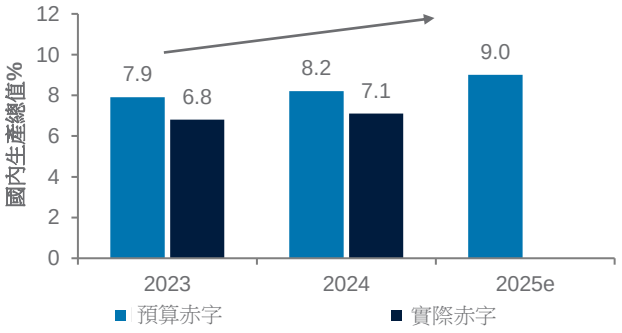
美國經濟成長和 1 年衰退機會率的綜合預期



資料來源：彭博、渣打；*渣打預期（2025e = 預期）

圖. 20　中國增加財政支出以支持成長

中國預算與預期的實際財政赤字*



債券 – 一瞥

林奕輝
高級投資策略師

香鎮偉
高級投資策略師

關鍵主題

我們將全球債券視為核心部位。由於殖利率溢價較低但絕對殖利率水平較高，因此我們對全球債券保持中性立場。儘管長期利率波動，但我們仍然預期西方主要央行將下調政策利率。我們認為中性債券期限結構（平均 5 至 7 年）是重新定價風險和收益潛力之間的最佳平衡。我們對經濟成長的建設性觀點，這意味著我們更偏好公司債券而非政府債券。**我們看多成熟市場非投資等級債，對成熟市場投資級公司債持中性觀點（核心部位）。**從風險調整後回報來看，成熟市場非投資等級債仍可提供具吸引力的名義殖利率和實際殖利率，而成熟市場投資級債的高評價面則受到穩健基本因素和資金持續流入的支持。有鑑於憂慮利率波動，**我們已將成熟市場投資級政府債下調至看淡**。從創造收益的角度來看，成熟市場投資級政府債也較成熟市場投資級公司債表現遜色。

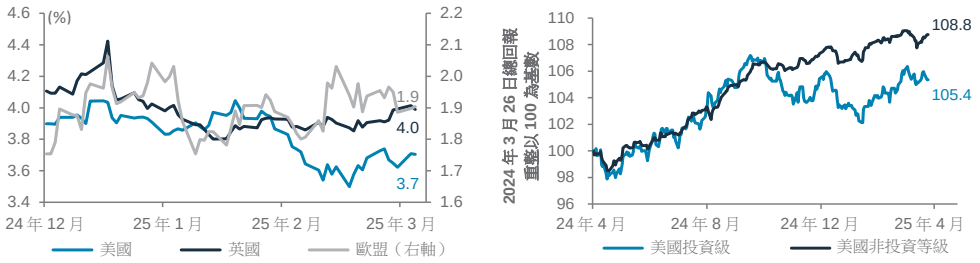
新興市場美元政府債和亞洲美元債為核心部位。儘管殖利率具吸引力，但美國的保護主義可能帶來風險。亞洲方面，我們偏好非投資等級債券多於投資級債券，因為它們投資於當地市場並受惠於中國的刺激措施。**我們將新興市場當地貨幣政府債上調至中性，**因為我們認為美元長期趨勢以及新興市場當地貨幣資產類別的資金流入相對穩定。

關鍵圖表

隨著市場調整對央行降息的預期，我們預期成熟市場非投資等級債將繼續受惠於非衰退情境

圖. 21　市場於 3 月時預期成熟市場央行 2025 年降息的次數會減少

2025 年底隱含央行政策利率趨勢；美國非投資等級債及美國投資級債的總回報



資料來源：彭博、渣打

	看漲原因	看淡原因
成熟市場非投資等級公司債 ▽ ◇ ▲	+ 再融資壓力放緩 + 殖利率較歷史標準具吸引力 + 放寬管制政策以支持企業盈餘	– 違約或重組風險上升 – 基本因素惡化可能降低相對吸引力
亞洲美元債 ▽ ◆ △	+ 區域成長保持強韌 + 投資者持樂觀態度，技術因素利多	– 中國的經濟成長前景疲弱 – 違約或重組風險上升
成熟市場投資級公司債 ▽ ◆ △	+ 以歷史標準衡量殖利率具吸引力 + 與基準政府債券相比具有吸引力	– 殖利率溢價相對偏緊 – 基本因素惡化可能降低相對吸引力
新興市場美元政府債 ▽ ◆ △	+ 商品價格利多 + 重大債券重組已經過去，投資者持樂觀態度	– 降息週期短於預期 – 政策不確定性造成波動
新興市場當地貨幣政府債 ▽ ◆ △	+ 新興市場近年來財政實力增強，為抵禦外匯脆弱性提供了緩衝 + 美元指數穩定的情況下整體殖利率上升	– 與成熟市場的利差不利 – 地緣政治與全球貿易的不確定性
成熟市場投資級政府債 ▼ ◇ △	+ 以歷史標準衡量殖利率具吸引力 + 成熟市場貨幣政策略顯溫和	– 降息週期短於預期 – 政策不確定性造成波動

看好順序

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 看多　▼ 看淡　◆ 中性

看淡成熟市場投資級政府債

我們將成熟市場投資級政府債下調至看淡，並預期該資產類別表現跑輸。我們對經濟成長的看法，這表明當前的風險回報更有利於公司債而非政府債，特別是因為公司債的殖利率更高，且更受經濟成長的影響。此外，政府債券對利率波動更為敏感，尤其是在政府政策及通膨預期不確定的情況下。

對成熟市場投資級公司債持中性觀點（核心部位）

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仍偏緊繃，強勁的資金流入持續支持高評價面。公司基本因素依然強勁，支持信用指標。然而，川普政策帶來的不確定性可能引發波動，並在這些緊繃的水平對債券殖利率溢價帶來挑戰。成熟市場投資級公司債和政府債易受利率風險影響，但我們的成長偏好使我們相信，成熟市場投資級公司債的回報將高於政府債。

看多成熟市場非投資等級公司債

我們繼續預期美國經濟將實現軟著陸，歐洲潛在的財政支出放寬可能會對經濟成長產生正面影響。經濟狀況的整體韌性應有助於防止違約率飆升。儘管評價面較高，但我們認為在軟著陸情境下，成熟市場非投資等級債的殖利率溢價能夠提供良好的緩衝。我們預期成熟市場非投資等級債將帶來不俗的風險調整後回報，因此，我們維持看多觀點。

對新興市場美元政府債持中性觀點（核心部位）

從歷史角度來看，債券殖利率溢價仍然很低，美國的保護主義帶來了挑戰，特別是對於新興市場商品和資本貨物出口國而言。不過，相對於成熟市場政府債，更高的殖利率溢價和過去兩個月市場技術因素的改善為該資產類別提供了支持。主要新興市場國家的財政實力及經常帳改善，減少了離岸債券的發行需求，在一定程度上平衡了風險，因此我們對新興市場美元債維持中性觀點。

對亞洲美元債持中性觀點（核心部位），看好非投資等級債勝於投資級債

我們認為，新興亞洲國家因地緣政治不確定性和保護主義上升而面臨脆弱性。亞洲投資級債殖利率溢價較低，但受到資本市場強勁基本因素和再融資能力以及國內大量技術需求的有力支持。

預期亞洲非投資等級債將受惠於其國內業務重點。中國房地產行業違約高峰及相關的再融資風險已基本過去。該資產類別也應受惠於中國進一步的政策刺激。綜合這些因素，我們相信亞洲非投資等級債將帶來不斷改善的風險調整後回報，因此我們在亞洲美元債市場中看多亞洲非投資等級債。

對新興市場當地貨幣政府債持中性觀點（核心部位）

我們將對新興市場當地貨幣政府債的從看淡上調至中性。新興市場的殖利率較高和美元長期相對區間波動為這一資產類別提供了支持，並提振了其表現，尤其是在新興市場央行仍傾向於降息的情況下。此外，許多新興市場國家近年來增強了財政和經常賬實力，為外匯脆弱性提供了緩衝。資金最近流入該資產類別增加了技術性支持。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。

機會型配置觀點：美國機構房貸抵押證券

由於美國機構房貸抵押證券的殖利率比美國國債具吸引力，我們維持對美國機構房貸抵押證券的機會型配置觀點觀點。我們預期，由於聯準會在疫情期間降息促進了房貸抵押再融資，降低了平均房貸抵押利率，故美國房地產市場將表現韌性。在愈趨避險的情況下，機構房貸抵押證券可能會表現良好，因為它與被視為避險資產的美國政府債券有很高的相關性。風險包括美國通膨可能加速。

機會型配置觀點：全球可轉債

我們對全球可轉換債券保持機會型配置觀點觀點，因為我們相信經濟軟著陸情境和美國潛在的放寬管制政策將支持這一資產類別。亞洲發行人所佔份額不斷增加，提供更高的新發行溢價，為投資組合增添了多元化和表現潛力，尤其是在中國解決經濟極端風險的背景下。此資產類別主要由中小型股發行人組成，與股票市場有較高的相關性。經濟衰退憂慮加劇構成了風險。

機會型配置觀點：亞洲美元非投資等級債

我們維持對亞洲非投資等級美元債的機會型配置觀點觀點。目前，中國房地產行業在這一資產類別中的比重已顯著減少。我們認為，違約高峰已經過去。亞洲非投資等級債券發行人更重視國內市場，故降低了地緣政治的風險。人工智慧應用的廣泛使用可能會刺激工業和技術領域的投資。成長前景放緩構成風險。

註：我們於 3 月 14 日結束了對歐洲政府債券的機會型配置觀點，有關債券上升了 1.5%。請參閱同日發布的*《金融市場週報》*。

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
投資策略師

黃立邦
股票分析師

關鍵主題

我們修減對全球股票的看多規模，因為川普政府的政策欠明朗。

我們將美國股票下調至核心部位（中性）。評價面在回調後變得更具吸引力，每股盈餘成長繼續領先其他地區。然而，關稅風險導致市場持續波動。**我們將歐洲（除英國）股票上調至核心部位（中性），**因為受財政刺激計劃和盈餘復甦的支持。然而，地緣政治風險和結構性挑戰可能會限制領先表現。**英國股票仍是核心部位（中性），**因為在波動市況下受防守性投資和具吸引力的股息殖利率所支持，而通膨居高不下可能抑制潛在的上行空間。

亞洲（除日本）股票是核心部位（中性）。在該地區，我們將中國股票上調至看多。我們看好科技相關發展和中國的刺激措施，它們的影響可能超過貿易不確定性和結構性憂慮。與此同時，我們**將印度股票下調至核心部位（中性）。**我們相信印度的長期成長前景，不過印度股市受到了資金流入更低廉的中國股票的影響。**日本股票也是核心部位（中性）。**日圓走強令盈餘受壓和海外資本持續流出可能給市場帶來壓力。

關鍵圖表

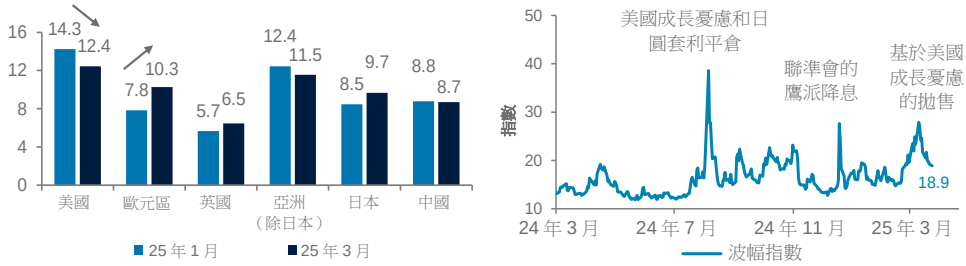
在市況波動下，對不同市場進行多元化投資

指數	12 個月預期	距目標價的上行空間^
標普 500	6,040	6%
那斯達克 100	21,300	8%
歐元區斯托克 50 指數	5,680	6%
富時 100	9,150	6%
恒生指數	25,800	9%
印度 Nifty 50	24,920	6%
日經 225	39,400	4%

^基於 3 月 27 日的收盤水平

圖. 22　美國股票的 12 個月前瞻盈餘成長仍然領先，但預期已有所下調。政策不確定性導致波幅相對上升

明晟股票指數的 12 個月前瞻盈餘成長綜合預期；標普 500 波幅指數



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

	看漲原因	看淡原因
美國股票 ▽ ◆ △	+ 軟著陸情境帶來的利多因素 + 放寬管制和減稅帶來的刺激 + 放鬆的聯準會政策	– 盈餘和經濟惡化 – 通膨重燃的憂慮 – 評價面昂貴。部位過高
亞洲（除日本）股票 ▽ ◆ △	+ 中國的財政及貨幣刺激政策 + 股本回報率復甦 + 具吸引力的評價面；低部位	– 結構性問題，例如中國通縮 – 額外的美國和歐洲關稅 – 晶片限制削弱了台灣和南韓
亞洲（除日本）	中國* ▲　印度 ◆	南韓 ◆　台灣 ◆　東協 ▼
歐洲（除英國）股票 ▽ ◆ △	+ 盈餘修正改善 + 財政刺激計劃 + 評價面仍然具吸引力	– 地緣政治緊張局勢加劇，美國關稅 – 週期性和結構性阻力 – 經濟情緒不振
英國股票 ▽ ◆ △	+ 股息殖利率高；評價面低廉 + 相對防守性的行業 + 相對不受川普 2.0 的影響	– 限制性貨幣政策 – 消費者信心降溫 – 成長股的部位低
日本股票 ▽ ◆ △	+ 公司治理改革 + 盈餘前景進一步改善 + 長期再通膨問題	– 政治、全球貿易不明朗 – 日圓反彈拖累公司盈餘 – 海外資本持續流出

看好次序

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例： ▲ 看多 | ▼ 看淡 | ◆ 中性

削減全球股票的看多規模

我們削減對全球股票的看多規模。我們對軟著陸情境和聯準會寬鬆政策的預期，在未來 6-12 個月可能支持股票表現領先。與此同時，川普政府的政策不確定性意味著股票的風險溢價上升。

美國股票為中性（核心部位）

我們將美國股市下調至中性。在近期回調後，回報前景看似更加具吸引力。潛在的減稅和放寬管制仍是有利因素。然而，政策不確定性導致標普 500 波幅指數的正常化趨勢「比平常慢」，表明市場情緒持續緊張。盈餘預期（12 個月前瞻）繼續領先其他地區，但已從 1 月的 14%降至 12%。

歐洲（除英國）股票為中性（核心部位）

我們將歐洲（除英國）股票上調至中性。自年初以來，該地區的 2025 年盈餘成長（12 個月前瞻）已從 8%升至 10%。此外，德國的財政支出計劃和整體歐盟國家的經濟復甦可能提振投資者情緒。儘管如此，貿易關稅和不斷升級的地緣政治緊張局勢是近期的不利因素。

亞洲（除日本）股票為中性（核心部位）

亞洲（除日本）股票也是核心部位。該地區的股本回報率正在回升，評價面仍相對低廉。近期流入市場成長領域的資金進一步提振了投資者情緒。然而，關稅的不確定性仍是一項關鍵風險。

我們在該地區將中國股票上調至看多。自今年年初以來，DeepSeek 聊天機器人的推出增加了資金流入。評價面仍然具吸引力，明晟中國指數的本益比較全球股票低了 34%。我們相信財政政策應支持中國的成長和盈餘前景，從而推動更持久的反彈。由於離岸市場的成長股組成增加，我們轉為看好離岸股票多於在岸股票。通縮和消費疲弱等結構性問題構成了阻力。

圖. 23　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 個月前瞻市盈率

資料來源：FactSet、渣打

我們對台灣股票持中性觀點，同時將南韓股票上調至中性，因其盈餘前景積極。預期兩個市場未來 12 個月的每股盈餘成長均為 17%，領先亞洲（除日本）地區的其他市場。美國可能對半導體或人工智慧相關產品徵收的進口關稅或抑制盈餘成長。

我們將印度股票下調至核心部位。印度相對不受海外貿易緊張局勢的影響。然而，其盈餘修正指數（盈餘上調與下調的公司數量之比）近幾個月已降至負值區域。我們相信印度股票的長期成長前景，但資金一直轉向相對便宜的中國股票。此外，我們還將東協下調為看淡，因為美國加徵關稅和中國出口轉向，加劇了東協本土商業的競爭。

圖. 24　印度股票的 12 個月前瞻本益比為 21.8 倍，仍然比歷史均值昂貴

明晟印度指數的 12 個月前瞻本益比

資料來源：FactSet、渣打

英國股票為中性（核心部位）

英國股票仍是核心部位。該地區的股票有防守性傾向，意味著英國市場在不利於全球股票的環境中可能表現領先。價格壓力減弱和潛在的政策轉向預期將支持經濟成長。這些因素被相較其他成熟市場顯得相對低迷的盈餘成長預期抵消。

日本股票為中性（核心部位）

日本股票仍為核心部位。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母子公司上市。再通膨的環境可能支持各週期性行業的成長。然而，考慮到日本企業的海外盈餘規模，日圓走強和日本央行政策利率上升可能降低日本企業的盈餘預期。

股票機會型配置觀點

葉福恒
高級投資策略師

歐洲的投資機會

- 我們有 7 個機會型股票機會型配置觀點，目標是獲得正的絕對回報。本月，我們開啟了歐洲工業股和歐洲銀行股這兩個觀點，同時結束了三個投資觀點：美國小型股、美國地區性銀行和印度大型股。

我們機會型配置觀點的變化

開啟增持歐洲工業股：我們預期該行業將受惠於歐洲以基建和國防支出為重點的財政刺激。航空航天和國防是該領域中最大的行業，指數權重約為 25%：除了國防的成長，航空旅行需求增加將支持航空航天行業。與此同時，基建支出可能惠及銷售電氣設備和機械的行業成員。歐洲經濟下滑是一項風險。

開啟增持歐洲銀行股：銀行過去六個月一直是表現最好的行業之一，積極的盈餘修正支持有吸引力的股息殖利率和股票回購。我們預期這種情況將持續下去，受惠於歐洲財政刺激措施導致國內生產總值成長回升。大幅降息影響銀行的收入是一項風險。

結束美國小型股：我們結束此觀點，下跌 12.2%，因為關稅不確定性對美國消費者信心和需求前景產生負面影響。

結束美國地區性銀行股：同樣地，受消費者和商業不確定性的影響，我們結束此觀點，下跌 10.2%。我們傾向保持對波動性較小的大型銀行的配置。

結束印度大型股：由於盈餘修正持續為負數，故我們結束此觀點，上升了 6.9%。這可能仍是短期不利因素，不過我們依然看好印度的長期結構性投資。

現有機會型配置觀點

美國通訊服務股：我們繼續認為數位廣告、線上娛樂和人工智慧應用的成長有吸引力。行業評價面仍然合理，較整體市場存在折讓。廣告下跌是一項風險。

美國主要銀行股：我們認為美國軟著陸仍然有利。與此同時，放寬管制未來將帶來益處，隨著監管成本下降，股票回購有可能增加。美國經濟急劇放緩是一項風險。

美國科技軟體股：我們將近期回落視為機會。中國低成本聊天機器人 DeepSeek 正在降低人工智慧工具的成本，為軟體產品和開發提供支持。軟體也不那麼容易受到關稅和貿易戰風險的影響。企業的資訊科技預算減少是一項風險。

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

恒生科技指數：我們選擇對中國採取槓鈴式策略，把握科技股補充提供穩定收入的國企高息股。決策者對人工智慧和科技發展的支持正在推動評價面調整，隨著當局公布刺激政策，評價面可能進一步調整。刺激力度弱於預期是一項風險。

圖. 25　機會型配置觀點觀點

地區	觀點	提出
美國	通訊服務業	2024 年 3 月 27 日
	美國主要銀行	2024 年 8 月 1 日
	美國科技軟體	2025 年 2 月 20 日
歐洲	歐洲工業股*	2025 年 3 月 27 日
	歐洲銀行股*	2025 年 3 月 27 日
亞洲	中國非金融國企高息股	2024 年 3 月 27 日
	恒生科技股	2024 年 10 月 31 日

資料來源：渣打。*新觀點

行業觀點：人工智慧支持科技業

我們對美國的投資觀點變得更具防守性，將醫療健護上調至看多，將必需消費品上調至中性。我們將歐洲工業股上調至看多，並將醫療健護下調至中性，使歐洲的配置更加順應週期。中國方面，我們看好科技、通訊和非必需消費品行業不斷改善的消費和人工智慧採用。

圖. 26　我們按地區劃分的行業觀點

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

資料來源：渣打。*印度市場前景評論

圖例： 看多 | 中性 | 看淡
▲自上月上調 | ▼自上月下調

外匯 – 一瞥

袁沛儀
投資策略師

關鍵主題

外匯市場的焦點已從美國的領先表現轉向對停滯性通膨的憂慮。**我們預期未來三個月美元指數將呈現短期上升趨勢，隨後在 12 個月內下跌。**在全球經濟不確定性上升下，美元預期將受惠於短期避險情緒的上升。長期來看，美國國債殖利率可能會限制美元的升幅。外匯波動率仍略低於 5 年平均水平，與我們預期的小幅波動一致。

我們認為，由於德國增加財政支出有助於重振歐元區的經濟成長，歐元兌美元將在 3 個月內回落至 1.06，然後在 12 個月內反彈至 1.09。由於美元走強和英國的財政緊縮，英鎊兌美元在未來 3 個月可能會小幅下跌至 1.25。

我們認為日圓在短期和長期內很可能進一步走強，有鑑於薪資成長和通膨預期上升，日本央行可能會繼續收緊政策。與此同時，市場目前預期瑞士央行的最終利率為 0.25%，但我們認為，如果經濟和貨幣狀況大幅惡化，可能會有再次降息的風險，從而推動美元兌瑞郎在短期和長期內走高。在中國經濟溫和成長的背景下，澳幣和紐幣可能在未來 3 個月趨於穩定。與此同時，我們認為加幣在美國關稅威脅和油價疲弱下會表現疲軟。

關鍵圖表

自 2025 年 1 月底以來，美日利差一直在收窄，支持了美元兌日圓的下行趨勢

圖. 27　美元兌日圓的下跌與美日實際利差一致

美日實際利差對比美元兌日圓*；預測表

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元（美元指數）	106	103.5
歐元兌美元	1.06	1.09
英鎊兌美元	1.25	1.30
美元兌日圓	146	143.5
澳幣兌美元	0.62	0.61
紐幣兌美元	0.56	0.54
美元兌加幣	1.45	1.47
美元兌離岸人民幣	7.35	7.20
美元兌瑞郎	0.90	0.94
美元兌新幣	1.35	1.33

資料來源：彭博、渣打；*截至 2025 年 3 月 25 日。

圖. 28　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，歐洲經濟成長不確定性	– 美國成長恐懼，停滯性通膨風險
歐元兌美元	+ 財政政策或結構性提高中性利率	– 歐元區經濟成長放緩相對於美國
美元兌日圓	+ 利差仍然偏高	– 日圓的避險地位，日本央行再次升息
英鎊兌美元	+ 或避開關稅風險，利率優勢	– 英國央行因經濟成長放緩而放寬政策的風險
美元兌瑞郎	+ 瑞士央行再次降息	– 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	– 澳洲央行在商業信心減弱的情況下降息
紐幣兌美元	+ 國內經濟走出衰退	– 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	– 美元普遍疲弱，美國經濟成長疲弱
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

尋求美元短期反彈

我們認為聯準會將在今年上半年維持利率不變，這將支持實際利差進一步上行，短期內對美元有利。聯準會官員將美國 2025 年的經濟成長預測下調至 1.7%，同時將核心個人消費支出通膨預測上調至 2.8%，這表明存在潛在的停滯性通膨風險。然而，聯準會在下半年繼續降息，這應該會在較長期內扭轉美元的殖利率優勢。

我們預期歐洲央行將在 2025 年第二季降息 25 個基點。歐盟與美國的利差和關稅風險可能會導致歐元在未來 1 至 3 個月走軟。然而，德國財政計劃的實施對經濟成長的長期影響，可能會支持歐元兌美元在 12 個月內反彈至 1.09。同樣，**由於美元走強，英鎊預期在未來 3 個月可能會跌至 1.25。**然而，持續的消費驅動型成長以及或能避開美國關稅風險可能會成為英鎊的利多因素，使得英鎊兌美元在未來 12 個月內測試 1.30。

日本央行是唯一處於升息週期的央行。我們預期日圓在短期和長期都會持續走強。美日實際利差的下降和全球經濟成長擔憂的風險規避對日圓有利。我們預期未來 3 個月和 12 個月美元兌日圓將分別跌至 146 和 143.5。瑞郎是另一種受歡迎的避險貨幣，在瑞士央行 3 月降息後，瑞郎目前已成為殖利率最低的主要貨幣，3 個月的殖利率比日圓還低。然而，由於日圓作為融資貨幣的流動性高於瑞郎，這可能不足以使其成為套息交易最常用的融資來源。

圖. 29　澳幣與離岸人民幣密切相關

澳幣兌美元、離岸人民幣兌美元和金價

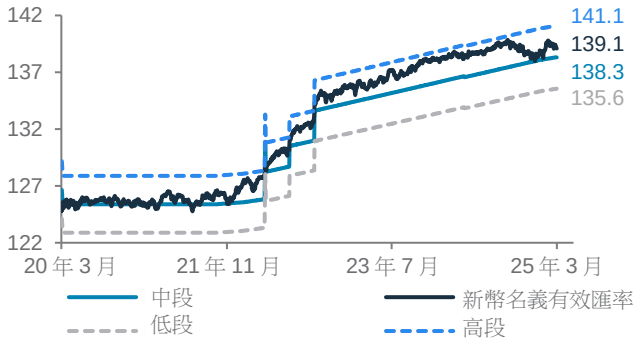
資料來源：彭博、渣打

總的來說，我們認為美元兌瑞郎有上行風險，此貨幣組合可能在 1 至 3 個月內測試 0.90，12 個月內測試 0.94，因為瑞士央行進一步意外降息的風險很高。

受離岸人民幣狹幅波動和金價上漲的支持，澳幣兌美元在未來 3 個月內可能繼續保持在 0.62 的良好支持位。澳幣和離岸人民幣緊密相關，因為澳洲非常依賴對中國的商品出口。有鑑於紐西蘭經濟活動陷入困境且失業率持續攀升，紐西蘭央行可能會保持鴿派政策，以提振紐西蘭經濟。我們預期紐幣兌美元將於 1 至 3 個月內測試 0.56，12 個月內測試 0.54。加幣也面臨美國關稅威脅和油價走軟的風險。

圖. 30　新幣名義有效匯率（S$NEER）隨著通膨降溫而緩和

新加坡通膨和新幣名義匯率



資料來源：彭博、渣打

亞洲方面，中國人民銀行今年可能會下調存款準備金率以應對美國關稅。支持消費的財政努力也對中國的中期經濟成長構成上行風險。因此，我們預期美元兌離岸人民幣將在 3 個月內升至 7.35，並在 12 個月內緩和至 7.20，與美元指數一致。同時，我們預期美元兌盧比將在未來 12 個月內隨著美元的回落而跌至 87.75。新幣的名義有效匯率（基於政策菜籃子）高於其中段約 0.6%，應該會隨著通膨降溫而下降。因此，我們預期美元兌新幣 3 個月內為 1.35，12 個月內為 1.33。

圖. 31　亞洲貨幣的驅動因素摘要

預測	美元兌新幣 1.35 (3 個月) / 1.33 (12 個月)	美元兌盧比 87.75	美元兌林吉特 4.40	美元兌韓元 1400
看漲的情況	+ 新幣易受全球經濟成長放緩和通膨降溫的影響	+ 印度央行將繼續吸收資本流入 + 美元反彈	+ 美元走強	+ 易受全球經濟成長影響；對美元和離岸人民幣走勢的依賴
看跌的情況	– 國內經濟成長或強韌 – 離岸人民幣的穩定	– 降低油價，以緩解經常賬戶赤字 – 市場借貸計劃	– 國內生產總值成長或強韌	– 強勁的出口成長和旅遊流入 – 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

關鍵主題

我們仍然看多黃金，將 3 個月目標價上調至每盎司 3,000 美元，6-12 個月目標價上調至每盎司 3,200 美元。黃金價格年初至今一路飆升，除一週外，其餘時間都在上漲，觸及每盎司 3,048 美元的歷史新高。在這輪急劇上漲後，我們認為金價有望回落，目前金價比 200 日移動平均線高出 4 個標準差，這樣的水平往往預示金價短期內將會見頂。然而，在美國關稅持續不確定之際，預期任何回落都將是溫和的。由於新興市場央行購買黃金等結構性動力依然完好，我們將金價走弱時增持。與此同時，我們正在尋找美國消費者信心疲弱轉化為儲蓄率上升的跡象，這將推動全球黃金交易所買賣基金的部位進一步增加（圖.33）。黃金相對標普 500 指數的長期貶值看似也已觸底，這是一個令人鼓舞的跡象，表明黃金可能正處於多年上漲走勢的早期階段。

未來 3 個月和 12 個月，西德州原油期貨價格可能保持在每桶 65 美元左右的低位。在需求依然疲弱的情況下，供應強勁，導致全球石油市場整個 2025 年都將處於過剩狀態，這仍是我們所持觀點的主要依據。在需求方面，中國石油需求成長的小幅回升帶來了一絲樂觀情緒，但在國內經濟成長並未大幅改善的情況下，這不太可能引發全球供需平衡的重大變化。在供應方面，OPEC 及盟友（OPEC+）決定繼續取消之前的一些減產措施，可能會加劇供應過剩。我們所持觀點的主要風險來自地緣政治，畢竟對俄羅斯的制裁收緊，對伊朗的制裁更加嚴格，或更廣泛的地緣政治局勢升級，都會給我們的油價觀點帶來上行風險。然而，OPEC 及盟友的大量閒置產能意味著任何價格限制都可能是短暫的。

關鍵圖表

圖. 32　金價已經升至 200 日移動平均線上方，在歷史上預示金價將會見頂

金價以及與 200 日移動平均線的差距

資料來源：彭博、渣打。截至 2025 年 3 月 21 日

圖. 33　疲弱的美國消費者信心可能導致儲蓄率上升，支持資金流入黃金交易所買賣基金

黃金交易所買賣基金部位和美國儲蓄率

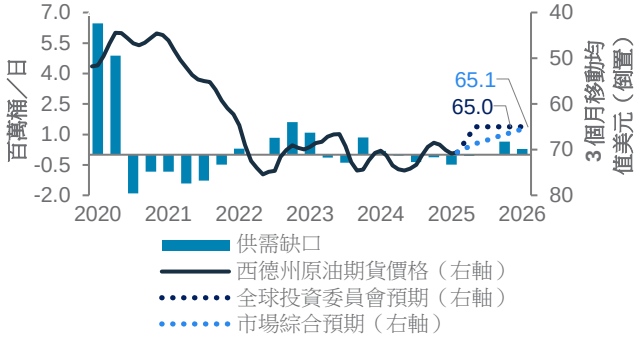
圖. 34　有跡象顯示，黃金相對標普 500 指數的長期貶值可能即將結束

黃金／標普 500 指數比率和美國經濟衰退階段

資料來源：彭博、渣打。截至 2025 年 3 月 21 日

圖. 35　今年石油市場可能保持過剩狀態，從而抑制價格

石油供需平衡；價格預估



量化觀點：關鍵模型轉為對股票相對債券持中性觀點

Francis Lim
高級量化策略師

歐陽倩君
量化分析師

概述

我們的股債模型在 2 月份顯著看多股票後，3 月份轉為對全球股票／債券持中性觀點。該模型分數從最高的+5 降至 0，即股票和債券的基準部位。這種迅速的轉變主要是由於採購經理指數的新訂單下降和盈餘上下修正比率放緩，導致我們的基本因素分數從+2 降至-1。與此同時，我們對全球股票的評價面分數為中性或 0，因為成熟市場股票的高評價面被亞洲股票仍然便宜的評價面所抵消。最後，我們的技術分數為+1，略微看漲股票，因為股票淨升幅的急劇下降觸發了近期股市拋售的逆轉訊號。

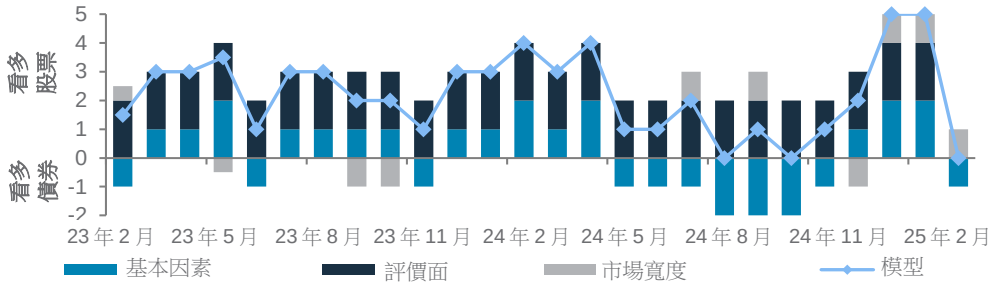
我們的技術框架將美國由看跌上調為中性，並維持對英國和中國的看漲觀點。3 月 3 日，我們的框架將標普 500 指數的短期前景下調至看跌。這使得跌幅限制在 4.2%（自 2 月 19 日的高位計算），因為該指數已被拋售至調整區域（跌幅 >10%）。其後，我們於 3 月 20 日將標普 500 指數的短期前景上調至中性，原因是：(i) 底部可能在 5,447 已形成，因為我們的市場機制模型預測標普 500 指數將在未來三個月復甦；(ii) 我們的衰退模型並未顯示衰退風險激增，如果出現衰退可能導致 20%-30%的拋售。技術前景的升級並非完全看漲，因為短期的波動性可能仍然很高。至於其他市場，我們的框架仍然看漲中國、英國及亞洲（除日本），而對歐洲（除英國）及日本則持中性觀點。

我們的市場多樣性指標顯示，歐洲金融及通訊服務行業的部位緊張。德國的國防支出重振了歐洲股市的樂觀情緒，但我們的指標提醒投資者切勿高追這兩個行業的回報。兩者分別領先明晟歐洲指數 10%及 2.8%。

關鍵圖表

受採購經理指數新訂單惡化和盈餘修正比率的影響，我們的股債模型 3 月份的得分降至 0。

圖. 36　股債輪動模型自 2023 年 2 月成立以來的分數明細
模型分數為基本因素、評價面和市場寬度因素的總和



資料來源：彭博、渣打

我們的技術框架最初在 3 月初將標普 500 指數下調至看跌，最近將前景上調至中性，因為預期該指數將在未來三個月內反彈，而底部已於 5,447 形成。

圖. 37　我們的技術模型對標普 500 指數持中性觀點
我們的框架預測經濟會復甦，但短期的波動性可能仍然很高

資料來源：彭博、渣打

圖. 38　長期和短期量化模型均對風險資產持中性觀點

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**	**股市和債市的風險高**	**看好風險資產和一些通膨對沖資產**
這個觀點都基於哪些因素？	• **基本因素：**分數為-1。盈餘上調對比下調的比率已經放緩，而採購經理指數新訂單降至 50 以下，表明經濟活動萎縮。 • **評價面：**分數為 0。亞洲股市的本益比看起來仍然很低，抵消了成熟市場股票的高評價面。 • **市場寬度：**分數為+1。股市高於 200 日移動平均線的百分比跌至 60%以下，但淨漲幅的大幅下降表明股市處於超賣狀態。	• **股票風險：**適度高。各種基準利率的變化增加了股票風險。在最近的市場暴跌中，股市的勢頭也有所減弱。 • **政府債風險：**高。過去 12 個月商品價格上漲，以及美國製造業採購經理指數、產能使用率和房屋動工等成長因素的波動，推高了存續期風險。	• **全球通膨率**從 2.3%降至 2.1%，但 12 個月綜合預期從 2.1%小幅上調至 2.2%。 • 由於日本、美國和中國經濟的改善，**全球工業產值年增率成長率**從 1.6%上升至 2.1%，12 個月綜合預期仍為 2.1%。這些都對風險資產有利，市場也普遍看好通膨對沖資產。
關鍵模型因素	• 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。	• 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。	• 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。
如何運作？	• 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。	• 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。	• 全球經濟週期（衰退、復甦、週期後段和停滯性通膨）及其對長期資產類別回報影響的宏觀 模型。

短期	技術分析	投資者部位
當前觀點	**看漲亞洲和英國**	**歐洲金融和通訊服務行業似乎超買**
這個觀點都基於哪些因素？	• **看漲中國、英國和亞洲（除日本）。**中國的上行波幅仍具吸引力。此外，由於風險／回報較佳，英國仍較歐洲其他地區受偏好。 • **對美國、歐洲（除英國）和日本股票持中性觀點。**標普 500 指數最初在 3 月初被下調為看跌，但目前為中性，因為我們的市場機制模型預測經濟將復甦。歐洲（除英國）股票的價格走勢看漲，但波動性仍然高。同時，日本仍然狹幅波動。	• 這兩個行業的表現分別比明晟歐洲指數高出 10%和 2.8%，但我們的市場多樣性指標警告不要追逐最近的反彈。
關鍵模型因素	• **價格走勢：**中短期內的動力、波動性和成交量情況。	• **價格走勢：**當價格急速上升時，會出現超買情況；當價格在短時間內急速下跌時，會出現超賣情況。
如何運作？	• 一種短期技術模型，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。	• 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。

資料來源：渣打

基礎：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置 適度	均衡	進取
現金	▼	2	2	2
固定收益	◆	57	37	17
股票	▲	35	55	75
黃金	▲	6	6	6
資產類別				
美元現金	▼	2	2	2
*成熟市場政府債**	▼	21	13	5
*成熟市場投資級公司債**	◆	15	10	5
成熟市場非投資等級公司債	▲	5	4	2
新興市場美元政府債	◆	4	3	2
新興市場當地貨幣政府債	◆	3	2	0
亞洲美元債	◆	8	5	3
北美股票	◆	22	35	48
歐洲（除英國）股票	◆	5	7	10
英國股票	◆	2	3	3
日本股票	◆	3	4	5
亞洲（除日本）股票	◆	5	7	10
黃金	▲	6	6	6
		100	**100**	**100**

概述	基礎配置 觀點
現金	35
固定收益	65
資產類別	
美元現金	35
成熟市場投資級政府債（短期）	16
成熟市場投資級公司債（短期）	17
成熟市場非投資等級債（短期）	7
新興市場美元政府債（短期）	10
新興市場當地貨幣政府債	5
亞洲美元債	11
	100

資料來源：渣打
所有數據均為百分比。
1.由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。*外匯對沖
2. 保守 TAA 是以 SAA 為基礎的，不包含任何戰略性觀點
圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心部位

基礎+：資產配置概要

		基礎配置+		
概述	**觀點**	**適度**	**概述**	**觀點**
現金	▼	2	2	2
固定收益	◆	48	29	13
股票	▲	30	44	56
黃金	▲	5	5	5
另類投資	◆	15	20	25
資產類別				
美元現金	▼	2	2	2
*成熟市場政府債**	▼	18	11	4
*成熟市場投資級公司債**	◆	12	8	4
成熟市場非投資等級公司債	▲	5	3	2
新興市場美元政府債	◆	4	2	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	◆	1	2	2
日本股票	◆	2	3	3
亞洲（除日本）股票	◆	4	6	8
黃金	▲	5	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**

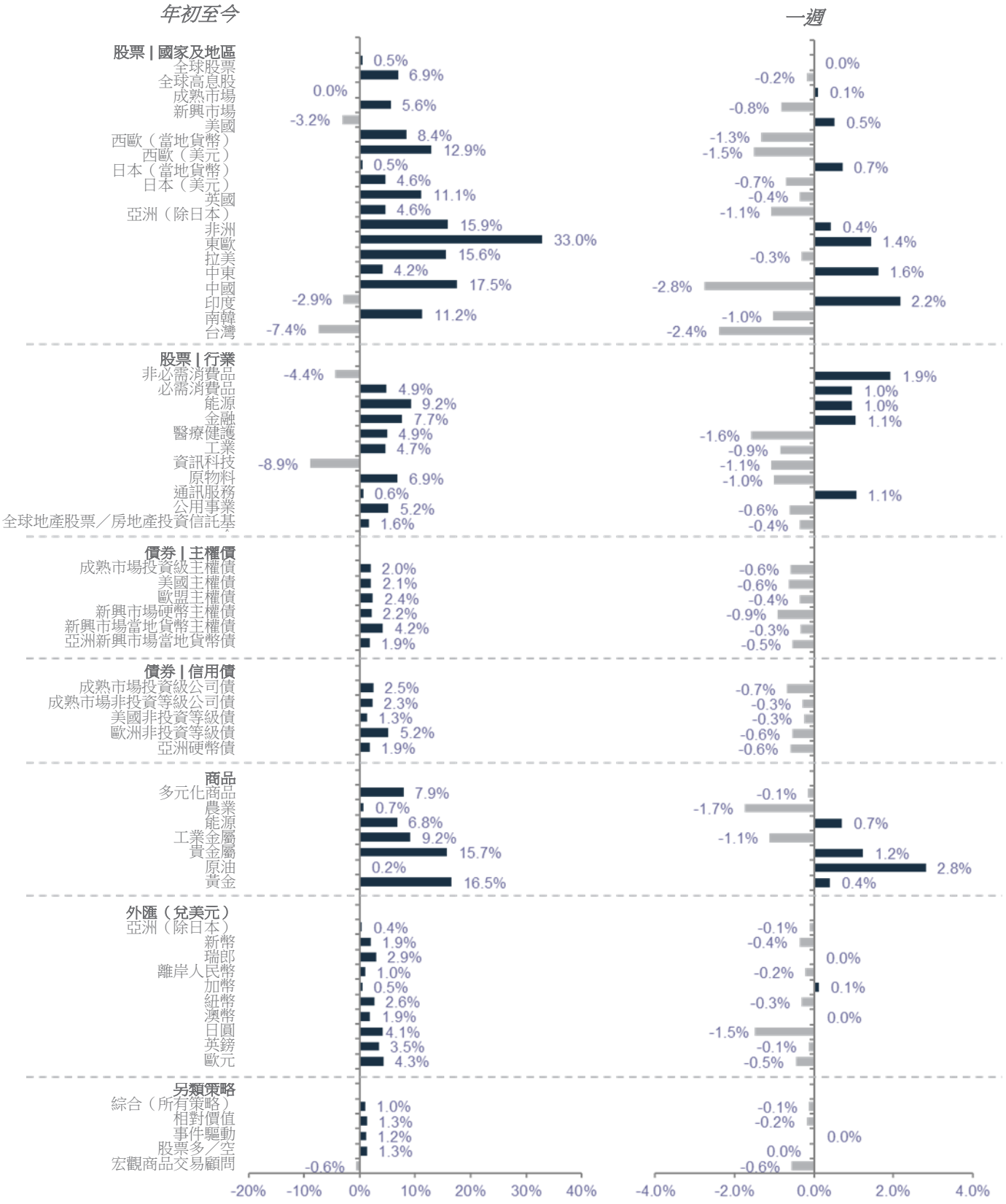
資料來源：渣打

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 3 月 27 日；一週表現數據由 2025 年 3 月 20 日至 2025 年 3 月 27 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（西德州原油期貨，美元／桶）	黃金（美元／盎司）	聯準會政策利率（上限）	美國 10 年期國債殖利率（%）	歐洲央行政策利率
3 個月預測	106	1.06	1.25	146	0.62	0.56	1.45	7.35	0.90	65	3,000	4.50%（25 年 6 月）	4.25-4.50%	2.25%（25 年 6 月）
12 個月預測	103.5	1.09	1.30	143.5	0.61	0.54	1.47	7.20	0.94	65	3,200	4.00%（26 年 3 月）	4.00-4.25%	2.00%（26 年 3 月）

資料來源：渣打

4 月

- 4 月 1 日 > 中國：政治局經濟會議
- 4 月 1 日 > 歐盟：消費物價指數
- 4 月 4 日 > 美國：非農就業人數
- 4 月 10 日 > 美國：消費物價指數
- 4 月 17 日 > 歐盟：歐洲央行政策會議
- 4 月 23 日 > 歐盟：採購經理指數
- 4 月 23 日 > 美國：採購經理指數
- 4 月 25-27 日 > 美國：世界銀行／國際貨幣基金組織春季會議

5 月

- 5 月 1 日 > 日本：日本央行政策會議
- 5 月 2 日 > 歐盟：消費物價指數
- 5 月 2 日 > 美國：非農就業人數
- 5 月 6-7 日 > 德國：全球解決方案峰會
- 5 月 8 日 > 美國：聯準會政策會議
- 5 月 8 日 > 英國：英國央行政策會議
- 5 月 13 日 > 美國：消費物價指數
- 5 月 22 日 > 歐盟：採購經理指數
- 5 月 22 日 > 美國：採購經理指數

6 月

- 6 月 1 日 > 加拿大：第 51 屆七國集團領導人峰會
- 6 月 3 日 > 歐盟：消費物價指數
- 6 月 5 日 > 歐盟：歐洲央行政策會議
- 6 月 6 日 > 美國：非農就業人數
- 6 月 11 日 > 美國：消費物價指數
- 6 月 17 日 > 日本：日本央行政策會議
- 6 月 19 日 > 美國：聯準會政策會議
- 6 月 19 日 > 英國：英國央行政策會議
- 6 月 23 日 > 歐盟：採購經理指數
- 6 月 23 日 > 美國：採購經理指數
- 6 月 24-26 日 > 荷蘭：北約峰會

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

展示
了解我們的諮詢框架如何幫助你

探索
讓我們更好地了解你的需求、偏好和目標

建議
為你設計獨特的基礎投資組合，並疊加機會型觀點

執行
讓我們順利並迅速地執行你的投資組合

監察及檢視
定期檢視並調整你的投資組合很重要

請聯絡你的客戶經理協助檢視投資組合。

standard chartered

呈獻

投資心法

來自首席投資辦公室

講者：

Steve Brice

渣打銀行全球首席投資總監

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

★ 每兩週一次系列發布於週三 ★

渣打市場快訊

Apple Podcasts　　Spotify

註釋

1. 第 5 頁的圖表僅展示均衡風險的資產配置 — 不同風險狀況可能產生顯著不同的資產配置結果。第 5 頁僅作示範與參考之用，並不構成投資建議、要約、推薦或招攬。此等配置並未考慮特定人士或特定類別人士的具體投資目標、需要或風險承受能力，以及並非為任何特定人士或特定類別人士而編製。

2. 或有可轉換證券為複雜的金融工具，並非適合或適宜所有投資者的投資。本文件並非要約出售或邀請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。未經渣打集團明確的書面同意，本文件不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。

可持續投資

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

國家／市場獨有的披露

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

任何政府或保險機構的責任，不受其擔保和保護。投資產品存在投資風險，包括可能損失投資本金。SCBMB明確表示，對於因市場狀況導致投資產品的財務損失而直接或間接產生的任何損失（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）不會承擔任何責任。**尼日利亞：**本文件由渣打銀行尼日利亞有限公司（渣打尼日利亞）分發，此乃獲尼日利亞央行妥為發牌及規管的銀行。渣打尼日利亞對閣下因使用這些文件而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）概不負責。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至clientcare.ng@sc.com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02012772514聯絡我們的優先理財中心。對於閣下因決定將任何機密及／或重要資料電郵至渣打而蒙受的任何損失或損害，渣打概不承擔任何責任，因渣打不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。**巴基斯坦：**本文件由渣打銀行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分發，並歸屬於該單位，此公司的註冊地址為PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，為依據《1962年銀行公司法》向巴基斯坦國家銀行註冊的銀行公司，同時還獲巴基斯坦證券交易委員會發牌為證券顧問。渣打銀行（巴基斯坦）有限公司擔任互惠基金的分銷商及其他第三方金融產品的推薦人。**新加坡：**本文件由渣打銀行（新加坡）有限公司（註冊編號201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分發，並歸屬於該單位。新加坡的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡渣打銀行（新加坡）有限公司。渣打銀行（新加坡）有限公司是渣打銀行的間接全資附屬公司，根據1970年《新加坡銀行法》獲發牌在新加坡經營銀行業務。渣打私人銀行是渣打銀行（新加坡）有限公司的私人銀行部門。有關本文件提及的任何證券或以證券為基礎的衍生工具合約，本文件與本發行人文件應被視為資料備忘錄（定義見2001年《證券及期貨法》第275條）。本文件旨在分發給《證券及期貨法》第4A(1)(a)條所界定的認可投資者，或購買該等證券或以證券為基礎的衍生工具合約的條件是只能以不低於200,000新幣（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。

here for good™