



MONTHLY HOUSE VIEW

2025年7月

傑克森霍爾：小城鎮，大影響

01 • 編輯寄語	P3
傑克森霍爾：小城鎮，大影響	
02 • 聚焦	P4
全球交易主義的現狀	
03 • 宏觀經濟	P6
韌性	
04 • 定息債券	P8
美國政府債務是否可持續？	
05 • 股票市場	P10
在不可預測的夏季之前迎來顯著復甦	
06 • 外匯	P12
再少花幾美元	
07 • 資產分配	P14
投資設想和資產配置建議	
08 • 市場監測	P16
精選市場走勢	
09 • 附錄	P17
免責聲明	P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

親愛的讀者：

隨著夏季的到來，許多人期待在動盪的上半年過後享受一段應得的休息。然而，央行行長們將繼續忙碌不懈。每年，堪薩斯城聯邦儲備銀行都會在懷俄明州的傑克森霍爾舉辦經濟政策研討會，這是全球最具聲望和影響力的央行會議之一。

在全球不穩定性和地緣政治緊張局勢加劇的背景下，傑克森霍爾峰會變得尤為重要。央行作為穩定的錨，提供宏觀經濟視角，同時維護其至關重要的獨立性。

在最近的一次私人旅行中，我深深被傑克森霍爾壯麗的自然美景所吸引。不難理解為什麼選擇這裡作為會議地點——這裡提供了專注且不受干擾的討論環境。1982年的首屆會議靈感源於保羅·沃爾克對飛蠅釣魚的熱愛。

今年，120名精心挑選的與會者，包括知名學者、政策制定者以及少數記者，將齊聚一堂，討論關鍵經濟挑戰並塑造全球貨幣政策的未來。

央行的兩難困境

今年的研討會正值央行面臨獨特挑戰但卻有著共同關切之際：

美國聯邦儲備局：「降息，還是不降息？」

通脹仍然是一個風險，但迄今為止，關稅效應尚未顯著影響通脹。事實上，5月的通脹數據是連續第四次低於預期。此外，預算赤字及其對債券市場的影響可能成為討論的焦點。

日本央行：「加息，還是不加息？」

日本的通脹仍遠高於目標，但市場對加息的預期已經減弱。去年夏天開始的量化緊縮正在經受考驗，日本央行面臨發達國家中最陡峭的收益率曲線。我們認為，日本央行處於困難的境地，可能需要採取選擇性量化寬鬆來穩定其債券市場。

歐洲央行：「降息——但降到什麼程度？」

歐洲央行（ECB）行長克里斯蒂娜·拉加德今年處於略好的位置。自2024年6月率先降息以來，歐洲央行在過去12個月內將

利率減半。目前通脹達到目標，歐元區邊緣國家利差收窄，債券市場也相對穩定——歐洲央行這次終於不再落後。我們預計在夏季過後還將有一次降息，隨後進入長期觀望階段。

投資者的兩難困境

美國經濟再次展現了其非凡的韌性，儘管仍處於持續的政治動盪以及關稅緊張局勢的反覆之中。通脹保持穩定，消費者支出保持強勁，勞動力市場並未顯現出明顯的壓力跡象。我們是否正邁向一個「不溫不火」的夏季經濟景象？

儘管我們在4月的經濟展望中採取了謹慎的立場，但顯而易見，最壞的情況已經避免。我們尚未預測經濟將重新加速，但我們主張保持開放的心態。今年夏天的一些事件和重要時點可能引發市場波動，我們將密切關注，以便在適當時機重新部署資本。

在全球範圍內，投資者仍然保持謹慎，這反映在對高風險資產的適度配置上。然而，散戶投資者、企業股票回購以及對沖基金已穩步增加其敞口，特別是在4月份逢低買入之後。相較之下，機構投資者的重新配置速度較慢，這為進一步向股票市場的重新分配留下了空間。

美國美元的走勢也值得密切關注。儘管美國股市的交易價格僅略低於歷史高點，但美元卻持續走弱。這一趨勢雖然越來越被認識到，但也促使包括我們在內的國際投資者對其美國敞口進行對沖。最新數據顯示，針對美國資產的投資組合對沖顯著增加，這表明市場情緒正在轉變。雖然投資者尚未完全拋售其美國持有資產，但他們正在重新評估其美元敞口。這一動態值得注意，並應持續觀察。目前，我們對美元持謹慎展望。

如往常一樣，我們將保持警惕，應對這些複雜的動態，確保我們的策略在未來幾月中處於良好的定位。祝您愉快閱讀我們的每月刊物，也祝您有一個安靜且愉快的夏天。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

在美國的關稅貿易戰之後，特朗普政府將重心放在了超過200項貿易協議上。然而，美國的貿易僅佔全球貿易的約10%。那麼，世界其他地區又如何呢？隨著美國轉向雙邊談判，全球經濟正在適應——通過新的區域聯盟、替代供應鏈以及一系列補償性政策來應對變化。



美國貿易

僅
佔全球
貿易的約
10%

關稅，正如世界貿易組織（WTO）所指出的，不僅僅是收入工具——它們帶來廣泛且往往是意想不到的後果。美國通過關稅推動製造業復興的努力迄今為止導致了經濟增長放緩和投入成本上升，並帶來了勞動力轉向低生產力部門的額外風險。儘管美元走弱可能使美國出口商受益，但貿易協議的進展依然緩慢，超過200項協議仍在等待中，只有象徵意義較大的美英協議已完成。

中國在與美國的談判中利用其在稀土生產中的主導地位（佔全球產量的70%）。根據特朗普的說法，中國對美國商品的關稅將從145%降至55%。同時，印度正逐步向世界開放市場，並在雙方的共同努力下取得了早期成果，預計7月達成一項臨時協議。歐洲則處於美國貿易優先事項的「最末端」（可能僅次於日本），目前被困於10%的臨時關稅中，並致力於推動全面協議，而不是部分協議。最後，美墨加協議（USMCA）的更新定於2026年7月，但墨西哥希望在2025年9月進行提前審查。

讓歐洲再次偉大

歐洲面臨美國的懲罰性關稅——特別是在汽車和鋼鐵領域——以及美國與中國脫鉤的影響。然而，歐洲大陸正在應對這些挑戰。歐盟（EU）決策者通過財政刺激和內需來緩解影響，同時加強單一市場並推動新的貿易協議（圖1第5頁）。

正如馬里奧·德拉吉的歐盟競爭力報告所強調的，歐盟必須首先專注於區內貿易：單一市場內的非關稅壁壘（特別是繁瑣的行政手續和法規合規障礙）對製

造業商品施加了相當於45%的關稅，對服務業則高達110%，超過了特朗普最近的美國關稅水平。

2025年，歐盟達成了新的全球貿易協議，首先是5月的英國重置協議（UK Reset）。主要內容包括共同國防項目、電力和衛生標準的單一市場准入，以及脫歐後「全面互惠水域准入」（一項重要的政治成果）。其他歐盟協議包括與印度的自由貿易協定（FTA），目標是在2025年底完成，此前印度於2025年5月完成了與英國的FTA。歐盟與南方共同市場（Mercosur，包括巴西、阿根廷、烏拉圭、巴拉圭和玻利維亞）於2024年底達成協議——儘管內部反對延遲了批准進程。這一具有里程碑意義的協議將創建世界上最大的自由貿易區之一（約佔全球GDP的20%），消除該地區超過90%的關稅，並對抗保護主義趨勢。總體而言，英國重置協議在經濟上最有價值，印度FTA提供了可能的戰略機會（如數字服務），而南方共同市場則帶有氣候相關的緊張局勢。

亞洲：團結一致

東盟（ASEAN）地區對美國關稅的回應突顯了其內部的團結。儘管美國關稅水平不一——柬埔寨面臨49%，新加坡則僅為10%——東盟成員國在最近的吉隆坡峰會上呼籲與特朗普直接接觸。2020年的區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP，亞洲內部貿易，不包括印度）和2018年的跨太平洋夥伴全面進步協定（CPTPP，亞洲與美洲貿易，不包括美國）構成了亞洲貿易韌性的支柱，在某些方面屏蔽了該地區免受美國關稅的影響。



同時，中國加深了其在亞洲及其他地區的影響力。中國現在是大多數拉丁美洲國家的主要貿易夥伴，也是重要的貸款方。自2021年以來，中國與拉丁美洲的貿易額約增長了10%，目前佔中國全球商品貿易的8%。這種經濟外展擴大了中國的軟實力，並為美國主導的貿易體系提供了一個可信的替代方案。在非洲也是如此，中國於6月宣布將取消53個非洲國家出口的所有關稅，以促進貿易。

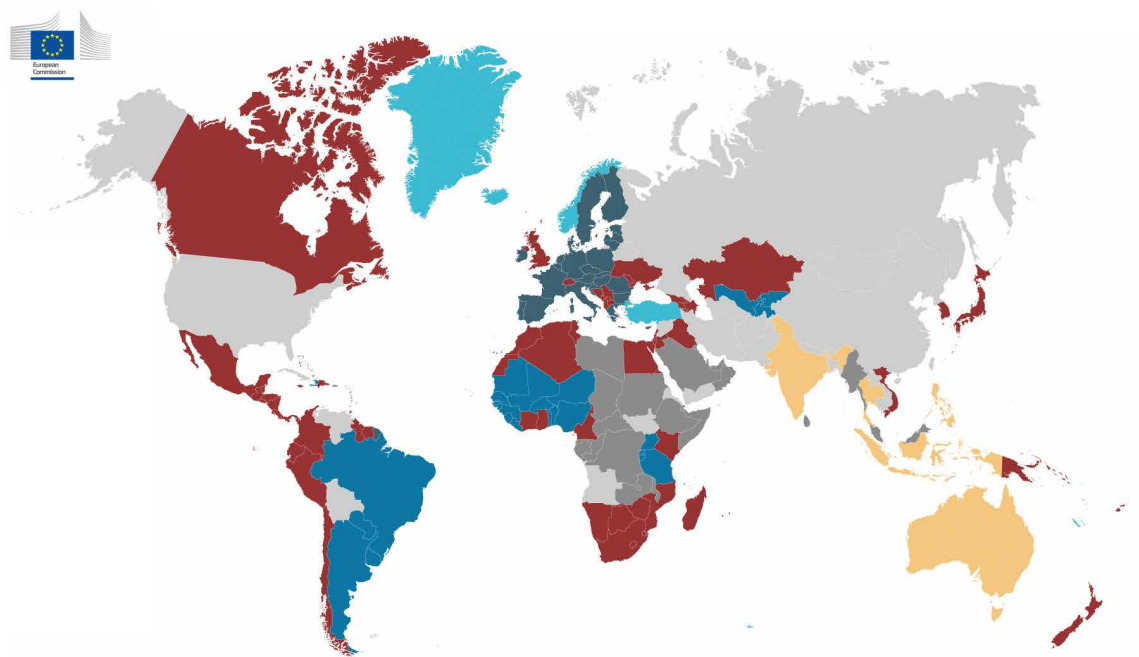
拉丁美洲：多元化是關鍵

拉丁美洲位於全球競爭力量之間。與美國或中國不同，它選擇了戰略性的不結盟——尋求不受牽連的增長。巴西是這一策略的典範。儘管中國是其最大的貿易夥伴，自美國保護主義開始以來更加可靠，但盧拉總統的政府也積極與美國和歐盟接觸。這一策略類似於印度的做法——參與但不完全對齊（如2019年退出RCEP）。

通過多元化合作夥伴並避免依賴，拉丁美洲保持了靈活性。然而，這一策略並不能避免所有影響。例如，墨西哥經濟預計在2025年陷入衰退，國際貨幣基金組織（IMF）將其2025年GDP增長預測從之前的+1.4%下調至-0.3%。

圖 1：2025 年歐盟貿易協定

- 歐盟 (EU) ● 關稅同盟、歐洲經濟區、EEA 和海外國家及領地 (OCT)* ● 已生效**+
● 正在採納/批准中** ● 正在談判中** ● 暫停中** ● 無協議**



* 歐洲經濟區 (EEA) / 海外國家及領地 (OCT)。

** 自由貿易協定 (FTA)、全面及深入自由貿易協定 (DCFTA)、強化夥伴關係與合作協定 (EPCA)、具優惠要素的夥伴關係與合作協定 (PCA)

+ 與突尼斯和東部及南部非洲的更新協議目前正在更新；與智利的更新協議正在批准中。與喬治亞的 DCFTA 不適用於南奧塞梯和阿布哈茲地區。

來源：歐洲委員會，東方匯理財富管理。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

我們高於市場共識的增長預測反映了我們的信念，即關稅並非一切，西方經濟體能從相對穩健的起點應對貿易動盪。然而，到年底增長前景可能放緩。

前方挑戰重重，但美國經濟仍在運行

在第一季度面臨挑戰（其中淨貿易拖累了增長）之後，第二季度的形勢顯著增強。第二季度GDP增長已上修至年化3%（第一季度為-0.2%），而我們的年度增長預測也上調至1.7%，高於市場共識估計。這一修訂反映了更為平衡的增長前景，這得益於美中貿易休戰、對特朗普關稅政策的法律挑戰以及可能更提前實施的財政刺激等關鍵發展。

儘管勞動力市場顯示出初步放緩跡象，但總體而言仍然穩健。5月失業率穩定在4.2%。工資增長也保持穩健，達到3.9%，為消費支出提供了緩衝。整體零售銷售在5月環比下降0.9%，但扣除汽車銷售（受到關稅導致的提前消費影響）和汽油銷售後，所謂的核心零售銷售顯示出一些增長（環比上升0.4%，而4月為-0.1%）。

關稅仍然是我們經濟預測中的一個關鍵變量。儘管到目前為止它們對官方通脹數據的影響有限（5月CPI同比為2.4%），但紐約聯儲的一項最新調查顯示，許多公司即使在未受關稅影響的商品上也在提價。然而，提前庫存和企業利潤壓縮延遲了全面通脹影響的到來，該影響預計將在2025年7月才顯現，這使我們下調了通脹預測。未來12個月的消費者通脹預期大幅上升，但此後仍保持穩定。在這種背景下，美聯儲預計到年底將利率降至4%，到2026年降至3.5%。

值得注意的是，特朗普政府的關稅策略面臨法律挑戰，美國國際貿易法院裁定某些措施非法。雖然在訴訟期間關稅仍然有效，但這些法律爭議突顯了總統權力的限制，並為特朗普的貿易政策引入了不確定性（但並未阻止）。貿易戰預計將逐步消退，我們預計美國進口商品的平均關稅將穩定在15%左右。

歐洲：謹慎樂觀

2025年第一季度，歐元區經濟環比增長0.6%，是初步估計的兩倍。愛爾蘭領漲，增長9.7%，而西班牙和德國分別實現了0.6%和0.4%的增長。固定投資增長1.8%，得益於設備採購的加速（以應對關稅）、歐洲央行的寬鬆政策以及住房投資的回升。儘管服務業放緩，但製造業的商業信心改善，得益於更高的產能利用率和更好的信貸獲取。然而，關稅的不確定性仍然存在，導致投資和生產放緩。第二季度GDP的韌性可能減弱，但我們不再預測下半年出現衰退。

通脹壓力應繼續緩解，受益於更強勁的歐元、溫和的生產者價格以及降低的關稅報復風險。歐洲央行的工資追蹤顯示，工資增長將從2024年第四季度的5.4%降至2025年第四季度的1.7%。這些通縮趨勢促使歐洲央行於6月將利率降至2%，市場預計年底前進一步降至1.75%。我們同意這一預測。



歐元區

第一季度固定投資
環比
增長1.8%



法國的增長平穩，得益於家庭消費的強勁，這反映了因延遲的養老金通脹指數化和強勁的金融收入而增加的可支配收入。同時，德國本月宣布的新財政措施包括通過加速設備投資折舊（2025年6月30日起，電動汽車折舊率為75%）的“投資促進計劃”。此外，還計劃降低餐館食品的增值稅和電力稅，以在2026年前刺激經濟。根據德國經濟研究所的數據，這些改革將為家庭和企業提供120億歐元（佔GDP的0.26%）的淨減負。

中東緊張局勢推動油價升至每桶70美元以上。如果油價接近每桶90-100美元，可能會對美國的通脹施加壓力；由於較高的燃油稅緩衝了零售價格，歐洲的壓力門檻更接近每桶100美元。然而，預計OPEC+的增產應該會緩解價格。

新興市場：價格壓力

2025年第一季度，中國經濟增長環比放緩至1.2%（2024年第四季度為1.6%）。隨著政府加大力度促進國內需求，5月零售銷售同比增長6.4%（預期為5%），而工業生產增長5.8%（預期為5.9%），成為亮點。通縮趨勢持續，5月消費者價格同比下降0.1%，生產者價格下降3.3%。同時，印度在新興市場中表現突出，2025年第一季度GDP同比增長達7.4%，大幅超過市場共識。該國有望超越日本成為全球第四大經濟體。

表1：2024–2026年宏觀經濟預測，%

● 自上期以來向下修訂

● 自上期以來已向上修訂

	GDP			通貨膨脹		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
美國	2.8%	1.7%	1.6%	3.0%	3.1%	2.9%
歐元區	0.8%	1.1%	1.4%	2.4%	2.0%	2.0%
中國	5.0%	4.5%	4.5%	0.2%	1.4%	1.5%
全球	3.2%	2.8%	2.9%	-	-	-

來源：東方匯理財富管理。



Sam VEREECKE
CIO Fixed Income, DPAM

美國政府（與許多其他國家一樣）擁有大量未償債務。這些債務主要通過發行國債來籌資，包括國庫券（短期）、國庫票據（中期）以及國庫債券（長期）。投資者包括個人、企業、養老基金、美聯儲（Fed）以及其他政府。總體而言，這被稱為公共持有債務。



美國公共債務

佔國內生產總值
(GDP)的

98.1%

目前由公共持有的債務總額約為28.9萬億美元，佔美國國內生產總值（GDP）的98.1%（一萬億等於一千億）。

相比之下，美國政府還有其他與社會保障和醫療保險相關的政府內部義務。這些義務約為7.3萬億美元，或佔GDP的24.6%。作為投資者，我們更關注公共持有的債務，因為這些證券需要不斷地進行再融資。

因此，包括公共持有債務和政府內部債務的總債務為36.2萬億美元，佔GDP的122.7%。作為比較，德國的債務佔GDP的63%，法國為113%，而日本則約為250%。

從經濟角度來看，適度的公共債務能夠實現“逆週期財政政策”——當經濟疲軟時，政府可以通過舉債來支持經濟活動。投資者通常願意購買這些債券，認為它們是安全的，尤其是在經濟低迷時期。

然而，持續高水平的公共債務（高債務與GDP比率）引發了對可持續性的擔憂，這些債券被視為不那麼安全。這可能使借貸變得更加困難，或者導致更高的利息成本，因為投資者變得更加謹慎。這可能引發一種“債務螺旋”，即不斷上升的利息支付需要更多的債務，進而推高利率。最終，這可能迫使政府採取行動，限制政策的靈活性——正如歐元區危機期間所見。

美國政府是否擁有高水平的公共債務？這一辯論再次因特朗普總統的《一項美麗的法案》（One Big Beautiful Bill Act）而成為焦點。該法案於2025年5月22日經眾議院通過，據國會預算辦公室（CBO）估計，這將在未來十年內為美國赤字增加3萬億美元。獨立分析人士則預測增幅可能更高。

公共債務目前佔GDP的98.1%，並已預計在現有政策下在未來十年內上升至117.1%。根據上述赤字預測，隨著新法案的實施，CBO現在估計到2034年這一比例將達到123.8%。假設到那時政府內部債務沒有大幅增加，我們可能討論的是總債務超過GDP的150%。

關鍵問題是，美國是否正在進入債務螺旋。目前並非如此——恰恰相反。利率並未呈現上升趨勢。圖表2(第9頁)顯示，10年期國債收益率在過去兩年中有過波動，但並未顯示明顯的上升趨勢。事實上，2025年初的收益率比現在還高。這些利率變動反映的是增長和通脹預期的變化，而非債務可持續性惡化。

截至2025年6月18日，投資者今日可從這一被廣泛認為是最安全且流動性最強的投資之一中獲得4.4%的回報。而在2020年，這些收益率低於1%，使得當前的債券更加吸引人。當前的利率水平顯然吸引了更多投資者。這形成了一種自然的抑制效應，因為更高的收益率會吸引更多買家進入市場，降低債務螺旋的風險。



此外，鑑於美國債務的龐大規模，作為世界上最大的資產類別之一，它仍然是許多機構投資者（包括外國央行）的事實上的首選資產。然而，最近的美國政策不確定性進一步侵蝕了這種“儲備資產”地位。

還有其他需要考慮的點。最近，美國債務可持續性在媒體上廣泛報導，許多投資者仍未充分投資。這種結構性低投資通常會在投資者經過一段時間的缺席後回歸時引發市場反彈。此外，美國財政部還可以減少發行長期國債。後者在市場上更難被接受，但短期債務需要更頻繁地再融資。

中期內，可能會出現其他動態。如果財政狀況進一步惡化，“債券警戒者”可能通過推高國債收益率向政府施壓，迫使華盛頓控制赤字。這將是一條更痛苦的恢復債務可持續性的道路。

然而，還有其他工具可用，儘管我們不希望看到它們被使用。美聯儲可以像上個十年那樣重新購買政府債券。或者，政府可以強制要求銀行、保險公司或養老基金等機構購買更多債券。這些都是不受歡迎的選項，因為它們相當於金融壓制，並導致資本錯配。

總而言之，債務可持續性是一個重大問題，值得在美國及其他地方進行認真討論。最審慎的道路是實施財政紀律。當前的收益率使債券具有吸引力，但許多投資者仍持謹慎態度。如果需要，還存在一些不那麼理想的工具來穩定市場，但目前我們尚未到達那一步。對於許多投資者而言，關鍵問題仍然是：什麼樣的收益率目標能促使更多的購買？

圖2：10年期國債收益率，%



資料來源：彭博社 (Bloomberg)、東方匯理財富管理。



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

股市已經抹去了春季的回調，受穩定的宏觀經濟數據和市場樂觀情緒的提振，其中部分原因是貿易緊張局勢的暫時緩解。然而，隨著夏季臨近，政治不確定性以及中東緊張局勢的再度升溫可能會導致市場波動性再次上升，特別是在這一期間通常交易量較低的市場中。



歐洲小型股：
2026年盈利增長
+14.5%

歐洲

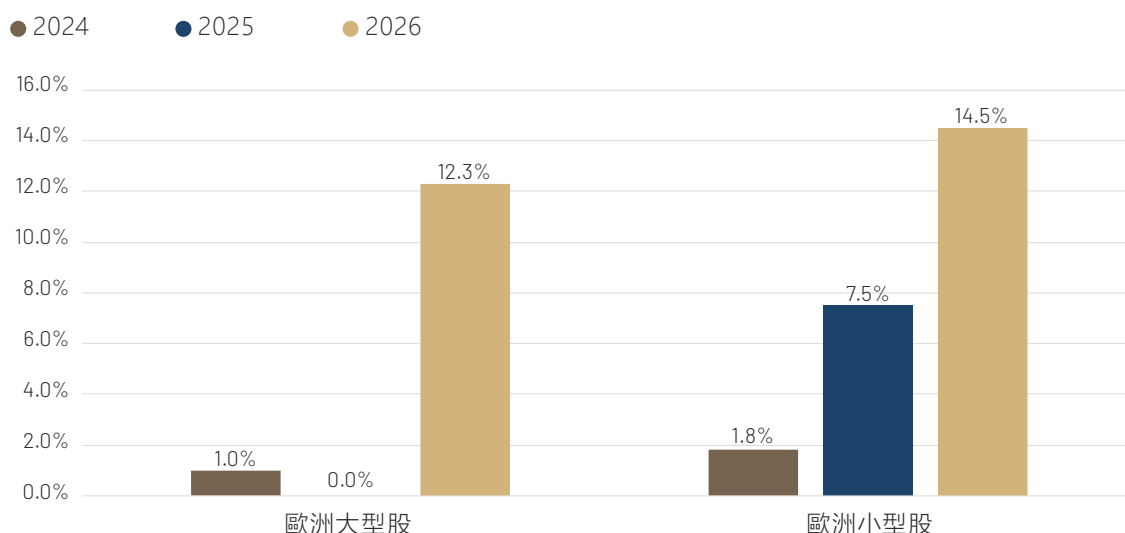
該地區受益於結構性改善的環境，包括更加寬鬆的貨幣政策（歐洲央行預期將進一步放寬）、大規模的財政刺激計劃，以及相較於美國市場仍具吸引力的估值溢價。

有利的金融條件，加上對歐洲主權的明確政治承諾，應能支持本地企業的發展。小型和中型股，最近經歷了過去25年來最長的表現不佳時期，受通脹、烏克蘭戰爭、供應鏈中斷以及德國經濟疲軟的影響。

如今，相當於“馬歇爾計劃”的財政支持（近10年內約1萬億歐元）與計劃於2028年開始的減稅措施相結合，為這一板塊帶來了重要的催化劑。

即使經濟衰退的風險減退且併購（M&A）活動有所回升，歐洲股市（尤其是小型股）的配置仍然不甚理想。小型股公司的盈利增長預計在2026年將上升至+14.5%，幾乎是大型股預期增長的兩倍（圖3）。在不確定的地緣政治環境中，該板塊目前正受益於中期內更多結構性順風，以及具有吸引力的重估潛力。

圖3：歐洲小型和中型企業盈利增長百分比，%



資料來源：DPAM、彭博社 (Bloomberg) 截至數據 2025年6月3日，東方匯理財富管理。



美國

自4月中旬以來，美國市場出現了大幅反彈，部分原因是分析師所稱的“TACO交易”¹——即唐納德·特朗普經常對其威脅言論作出讓步的現象。儘管地緣政治和貿易不確定性持續存在，但這一現象重新點燃了投資者的樂觀情緒。

市場的反彈還得益於強勁的企業盈利，特別是科技行業的表現，以及《一項美麗的法案》（One Big Beautiful Bill Act）的隱性支持。儘管該法案尚待國會批准，但其提議的企業減稅以及對軍事和基礎設施支出的重大增加，應能惠及工業部門和美國本土企業。

然而，政治緊張局勢依然高漲。特朗普最近暫停了一些關稅措施，但整體關稅水準仍然處於歷史高位，這為美國經濟帶來滯脹風險。

最後，第一季度企業盈利同比增長超出預期（+12%），但展望仍然謹慎，且每股收益預測的下調仍在持續。標普500指數的市盈率為22倍遠期收益，與歷史平均水平相比估值仍然偏高。

亞洲

美元走弱以及對美聯儲貨幣政策立場的重新評估使新興市場受益。亞洲（不包括中國）在經濟前景和估值方面仍具吸引力，特別是印度，其基本面更為強勁，增長更具可預測性。

在中國，儘管股市近期有所反彈，但關稅的不確定性依然存在，刺激措施仍在等待中，限制了復甦在短期內的可持續性。

另一方面，日本仍高度依賴全球貿易環境。日元升值受日本央行更為謹慎的基調所推動，對出口商造成壓力。然而，估值再次變得具有吸引力，特別是在銀行業，這可能為市場帶來新的動力。

投資風格

傳統的夏季謹慎往往帶來波動性增加，這可能重新激發市場對高品質和防禦性股票的興趣，特別是在美國增長型股票大幅反彈之後。儘管增長型股票的盈利修正更具韌性，但價值型風格仍受益於貨幣政策正常化周期以及歐洲更強的財政支持。

防禦性股票在近期的市場反彈中表現不佳，但如果長期利率因不利因素（例如財政滑坡）上升或經濟活動再次放緩，這些股票可能再次變得具有吸引力。

總之，夏季可能為股票投資者提供投資機會。

1 - TACO: 特朗普總是臨陣退縮。



Lucas MERIC
Investment Strategist

近幾週來，美元的下跌趨勢仍在持續，投資者對美元的前景保持明顯的悲觀態度。儘管某些宏觀經濟、地緣政治或倉位調整的催化因素可能需要對短期觀點進行更細緻的考量，我們從戰略上仍對美元持看空態度。任何可能的反彈都被視為分散貨幣敞口的機會。我們對歐元和黃金繼續保持積極看法。

美元：如滾石般下滑

月復一月，美元持續走低，自5月中旬以來進一步下滑。這一趨勢主要由於通脹動態弱於預期，且連續第四個月令投資者感到意外。儘管關稅有所上升，但對消費者價格的上行壓力至今為止仍然有限，因為企業採取了如提前進口和壓縮利潤率等策略，有效抑制了價格上漲。

正如我們在之前的報告中強調的那樣，國際投資者對美元的不信任情緒正在蔓延，近期的政治和經濟發展幾乎未能改善市場對美元的情緒。即便面對美國長期收益率上升（圖4），美元的疲弱仍然持續。

正在進行的美國預算談判再次引發了對美國債務可持續性的擔憂，特別是擬議立法包括對國際投資徵稅——尤其是來自被美國認為稅制不公平的國家的投資，針對某些美國資產進行徵稅。這進一步增加了對美元構成壓力的市場敘事清單。

有一點是明確的：圍繞美元的悲觀情緒高漲，對美元持樂觀看法的市場評論者越來越少。這也反映在倉位上，近幾週來美元倉位顯著縮減。這樣的情況可能為美元提供短期支撐，特別是如果美國的增長與通脹組合比預期更具韌性，從而促使美聯儲放緩貨幣政策正常化的步伐。



73%
的央行預計
美元儲備將
下降

圖4：美元與美國長期收益率之間的背離



資料來源：路透社 (Reuters)、東方匯理財富管理。



此外，中東地區重新出現的地緣政治緊張局勢可能成為美元短期內的催化劑。儘管目前面臨困境，美元在全球金融市場不確定性時期仍然是首選的避險資產。此外，油價上升可能對美國構成正面的貿易條件衝擊，因為美國仍是世界上最大的石油出口國之一。

大規模再平衡

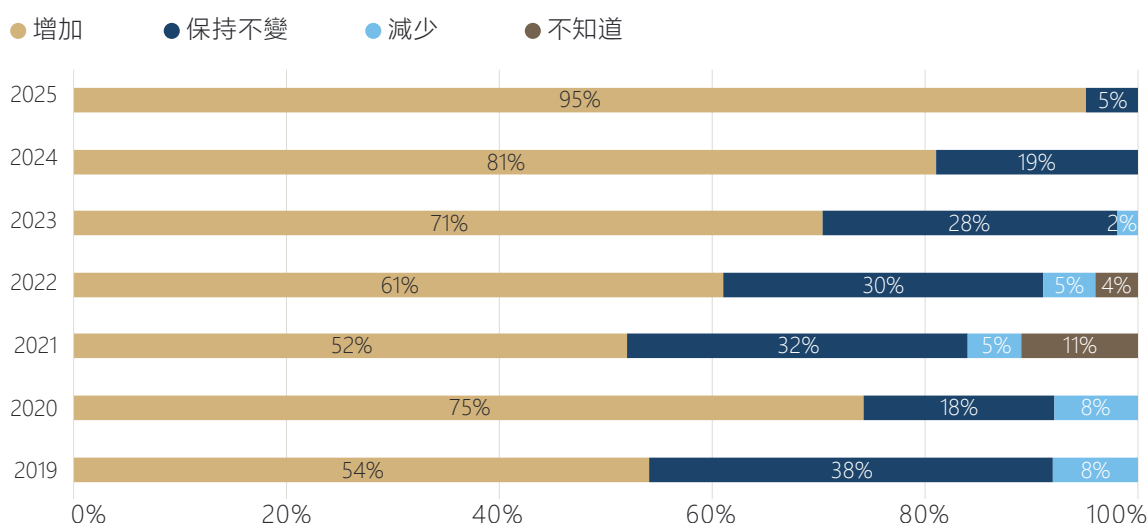
從更宏觀的角度看，值得注意的是，美元在購買力平價（PPP）方面仍然被認為是歷史性高估的。當前的環境可能會繼續推動投資組合的再平衡，包括通過分散投資遠離美國金融市場（尤其是轉向歐洲市場），以及提高美元對沖比率。這一趨勢近幾週已經有所顯現，特別是在某些國際養老金和保險基金中，並可能繼續對美元施加壓力。

同時，世界黃金協會（World Gold Council）於6月發布的2025² 年年度調查顯示，近四分之三的央行預計在未來五年內減少全球儲備中的美元敞口，這一比例相比2022年的42%顯著上升。儘管美元的短期前景可能比近期發展所暗示的更為複雜，但我們仍對美元持看空態度，並認為可以將潛在的反彈作為增強我們歐元敞口的機會。

在資產多元化方面，近年來的明顯贏家是黃金。歐洲央行ECB³ 最近關於歐元國際角色的報告強調了黃金在央行儲備中日益增長的份額（20%），這一比例已超過歐元（16%），在儲備資產的層級中位居前列。這一轉變得益於近年來新興市場央行對黃金的積累，以及自2024年以來黃金價格的顯著上漲。然而，黃金的份額仍遠低於美元，美元仍然佔全球儲備的近一半（46%）。

同樣，世界黃金協會的報告還顯示，95%的央行（圖表5）預計黃金在全球儲備中的份額將在未來12個月內增加。在持續不確定的經濟和地緣政治環境下，這一趨勢可能進一步支持黃金價格。在此背景下，儘管市場對黃金的倉位已經處於較高水平，我們仍將黃金視為投資組合中具有吸引力的對沖資產。市場下跌可能為增加黃金配置提供有吸引力的機會。

圖5：未來12個月央行黃金儲備預期變化，%



資料來源：世界黃金協會（World Gold Council）、東方匯理財富管理。

2 - Central Bank Gold Reserves Survey 2025 | World Gold Council: <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025>.

3 - The international role of the euro: <https://www.ecb.europa.eu/press/other-publications/ire/html/ecb.ire202506.en.html>.



07 • 資產分配

投資設想和資產配置建議



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



歐元區：

2025年增長
1.1%，
2026年增長
1.4%

- **增長：**我們將美國2025年的增長預測上調至1.7%，而2026年則保持在1.6%。最新的經濟數據顯示出顯著的韌性，淨貿易預計將在第二季度對GDP作出正面貢獻。對於歐元區，我們現在預測2025年增長1.1%，2026年增長1.4%。同時，新興市場預計將繼續保持強勁的增長水平。
- **通脹：**我們將美國2025年的通脹預測下調至3.1%，反映最新的價格變化數據。租金成本的放緩應有助於減緩通脹，儘管關稅的影響可能相較於初步估計有所延遲。然而，我們對今年下半年仍保持謹慎，因為多項調查顯示，由於關稅的影響，公司正在考慮提高價格。在歐元區，減緩通脹的趨勢似乎更加明確，歐元升值以及預期的工資通脹放緩可能使通脹穩定在2%左右。
- **中央銀行：**如果勞動力市場未出現顯著惡化，美聯儲預計在未來幾個月內將維持其緊縮的貨幣政策，以更好地評估關稅對通脹的影響。然而，鑑於經濟活動的逐步放緩，我們仍預測年底前將有兩次降息。在歐元區，歐洲央行擁有更大的靈活性，已經實施了多次降息。我們預計今年下半年還會有一次最後的降息，終端存款利率將為1.75%。
- **企業盈利：**由於經濟不確定性加劇，盈利預測下調的時期似乎即將結束。第一季度的財報季總體上令人放心，但行業差異仍然存在。
- **風險環境：**儘管貿易緊張局勢的高峰似乎已在4月初過去，但經濟和金融風險仍然顯著。眾多政治和地緣政治的關鍵時刻可能會在今年夏天重新引發市場波動。我們仍然認為在投資組合中增加非對稱性是明智的，特別是當傳統避險資產（黃金除外）已失去其短期對沖吸引力時。

資產配置建議

股票市場

- 在股市顯著復甦之後，我們採取了戰術上的謹慎立場，表現為對美國股票的輕微低配。圍繞美國政策的不確定性依然很高，儘管一些貿易緊張局勢似乎有所緩解，但它們可能很快再次浮現。同時，中東的地緣政治緊張局勢再次成為焦點。最後，美國股票的估值再次顯得要求過高。隨著關鍵的政治和地緣政治事件臨近，我們預計今年夏天市場將充滿波動。
- 然而，我們仍然準備在市場回調時重新部署流動性。美國經濟活動表現出韌性，並預計將有財政刺激措施出台。股票市場的投資者倉位已經減輕，盈利增長預測正在穩定，並且股票回購仍在繼續。這些因素支持我們在中期內逐步將流動性重新部署到股票市場。
- 在這一階段，我們繼續偏好歐洲股票，儘管與美國的貿易談判持續拖延。資金流仍然具有支持性，因為投資者尋求從美國資產中分散風險，並被更具吸引力的估值和更好的經濟前景所吸引。小型股尤其受益於刺激計劃、歐洲央行的降息以及對美國貿易政策或歐元升值的較低敞口。同時，新興市場，特別是亞洲，仍然在我們的配置中保持超配地位。



定息債券及信貸市場

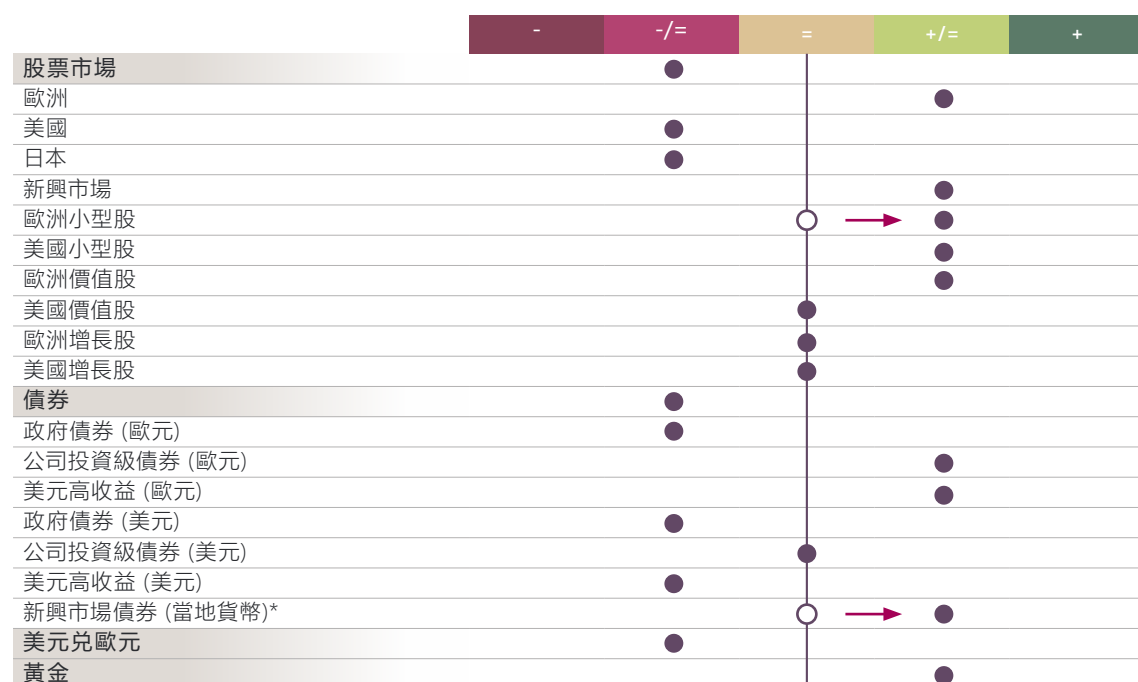
- 與我們的基準相比，我們對利率的敏感性仍然保持低配。在美國，圍繞財政政策和預算討論的不確定性正加劇投資者對美國債務的懷疑情緒。在這種背景下，我們偏好歐元區政府債券，尤其是具有更具吸引力風險調整回報的短期債券。
- 在信貸部分，我們對美國信貸資產仍然保持謹慎，因為不確定的宏觀經濟和政治環境需要更為審慎的方法。然而，我們對歐洲信貸資產保持高度信心。收益率仍然具有吸引力，且實現的波動性較低。隨著與貨幣市場基金的收益差距擴大，這一資產類別應該能繼續從額外的資金流中受益。
- 在我們的美元計價配置中，我們正在加強對新興市場本地貨幣債務的信心。除了提供具有吸引力的收益率外，美元相對於新興市場貨幣的貶值，加上這些國家更寬鬆的貨幣政策，進一步支持了其表現。

外匯市場

- 美國的預算辯論、關稅談判以及中東局勢預計將繼續影響市場對美元的情緒。儘管美元走弱的前景被廣泛認同，我們相較於基準仍然保持顯著低配。避險資產地位的暫時喪失、機構投資者提高對沖比率，以及外匯儲備的逐步多元化，可能在中期內對美元保持下行壓力。
- 在此背景下，我們繼續偏好黃金作為風險厭惡時期的最佳多元化資產來源，並受到央行持續需求的支持。

主要建議 – 戰術觀點

○ 2025年5月 ● 2025年6月



* 僅在 美元表格中加重。

來源：東方匯理財富管理。



08 • 市場監測(當地貨幣) 精選市場走勢



2025年18月6日的数据

貨幣	收市	四星期 變動	年初 至今
美國10年	4.39%	-20.76	-17.81
法國10年	3.21%	-9.80	1.80
德國10年	2.50%	-14.80	13.20
西班牙10年	3.13%	-13.50	6.90
瑞士10年	0.29%	-12.40	-3.50
日本10年	1.45%	-6.60	36.50

企業債券	收市	四星期 變動	年初 至今
新興市場政府債券	39.57	1.36%	9.65%
歐元政府債券	212.67	0.53%	1.65%
歐元高收益企業債券	236.78	0.67%	2.41%
美元高收益企業債券	374.63	1.19%	3.61%
美元政府債券	325.44	0.87%	3.15%
新興市場企業債券	44.91	0.81%	1.19%

貨幣	收市	四星期 變動	年初 至今
歐元/瑞士法郎	0.9400	0.52%	-0.01%
英鎊/美元	1.3422	0.01%	7.24%
美元/瑞士法郎	0.8187	-0.82%	-9.78%
歐元/美元	1.1480	1.31%	10.88%
美元/日元	145.13	1.01%	-7.68%

波動率指數	收市	四星期 變動	年初 至今
VIX	20.14	-0.73	2.79

股票指數	收市	四星期 變動	年初 至今
標普 500 (美國)	5,980.87	2.33%	1.69%
富時 100 (英國)	8,843.47	0.65%	8.20%
歐盟 600	540.33	-2.44%	6.44%
東証股價指數	2,808.35	2.76%	0.84%
摩根士丹利環球	3,899.46	1.82%	5.17%
中國滬深300指數	3,874.97	-1.06%	-1.52%
摩根士丹利 新興市場	1,193.45	1.61%	10.97%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,291.51	1.56%	23.69%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	219.85	-2.29%	7.68%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	780.56	2.15%	10.86%
法國巴黎 40 (法國)	7,656.12	-3.22%	3.73%
德國 DAX (德國)	2,3317.81	-3.34%	17.12%
義大利 MIB (義大利)	3,9418.61	-2.79%	15.31%
西班牙 IBEX (西班牙)	13,923.20	-2.69%	20.08%
瑞士 SMI (瑞士)	11,959.47	-3.40%	3.09%

商品	收市	四星期 變動	年初 至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,022.00	-1.05%	-8.37%
黃金「美元/安士」	3,369.38	1.64%	28.38%
WTI原油「美元/桶」	75.14	22.04%	4.77%
銀「美元/安士」	36.91	10.31%	26.23%
銅「美元/公噸」	9,655.50	1.28%	10.12%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	3.99	18.44%	9.80%

來源: 彭博東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

每月投資回報指數

● 富時 100 ● 東証股價指數 ● 摩根士丹利環球 ● 摩根士丹利 EMEA ● 摩根士丹利 新興市場
● 歐盟 600 ● 標普 500 ● 中國滬深300 ● 摩根士丹利 拉丁美洲 ● 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

2025年3月	2025年4月	2025年5月	四星期變動	年初至今 (2025年18月6日)
4.27%	6.26%	6.15%	2.76%	23.69%
2.12%	1.04%	5.69%	2.33%	10.97%
0.38%	0.86%	5.03%	2.15%	10.86%
-0.07%	0.74%	5.00%	1.82%	8.20%
-0.16%	0.53%	4.02%	1.61%	7.68%
-0.87%	0.32%	4.00%	1.56%	6.44%
-2.58%	-0.76%	3.27%	0.65%	5.17%
-4.18%	-1.02%	1.85%	-1.06%	1.69%
-4.64%	-1.21%	0.91%	-2.29%	0.84%
-5.75%	-3.00%	0.80%	-2.44%	-1.52%

來源: 彭博東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。



BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

ECB：歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

EPS：每股盈利。

ESG：以環境、社會責任、以及治理作為評鑑標準的非金融企業評等系統。用於評估公司的投資對永續性和倫理的影響力。

Fed：美國聯邦儲備理事會即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

GDP(國內生產總值) 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。基點：1個基點=0.01%。

IEA：國際能源總署。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

IRENA：國際再生能源總署。

ISM：美國供應管理協會。

OPEC：石油輸出國組織共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

PMI：採購經理人指數。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數它以指數期權為基礎衡量股市操作者對30天波動性的預期。

WTO：世界貿易組織。

停滯性通貨膨脹：是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

價值性風格：是指投資對象公司的價值相對於其基本面似乎以較低的價格進行交易。價值性股票的共同特徵包括高股息率、低市賬率、以及低市盈率。

優質性風格：是指投資對象公司具有更高、更可靠的利潤、低負債率、以及其他盈利穩定的衡量標準、同時有優秀的治理能力。優質性股票的共同特徵是具有高股本回報率、股本負債比率、和盈利變動性。

元宇宙 (metaverse)：元宇宙(由meta和uni-verse合併形成的複合字是指一種虛構的虛擬世界。該術語經常用於描述網際網路的未來樣式可以利用3D互動來存取虛擬、持續發生、和被共用空間。

利息、稅項、折舊和攤銷前利潤 (EBITDA)：包括淨利潤加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

區塊鏈 (blockchain)：一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式資訊為所有用戶同時共享是其特性並且通常不依賴任何中央機構。

增長性風格：是指預期投資對象公司的銷售額以及盈利將以高於市場平均水平的速度增長。在嚴格的意義上增長性股票的估值通常具有高於市價的特點。

存續期 (duration)：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長價格對利率變化的敏感度就越高。

定價能力(pricing power)：指公司或品牌能夠提高價格而不影響對其產品需求的實力。

布蘭特 (Brent)：一種低硫原油,通常用作歐洲原油價格的基準。

平衡通貨膨脹率 (inflation breakeven)：當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券(相同到期日和等級的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說投資者是否擁有名義債券或者通貨膨脹連動的債券在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

息差,信貸息差 (spread or credit spread)：息差是兩種資產之間的差額通常是利率之間的差額比如公司債券與政府債券的息差。

息稅前利潤 (EBIT)：指扣除利息和利潤稅之前的利潤即營業利潤。

政策組合：一個國家根據經濟環境及其目標採取的經濟戰略主要包括貨幣政策和財政政策的結合。

景氣循環性風格：是指投資對象公司依賴於整體經濟體的演變。景氣循環性股票代表這些公司在經濟興旺之時利潤升高。

「川普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

未來5年之5年期通貨膨脹交換利率 (5-year, 5-year inflation swap rate)：未來五年期間對五年期的通貨膨脹預期的市場衡量標準。是提供瞭解未來通貨膨脹預期可能如何變化的窗口。

「特朗普看跌期權」：投資人認為特朗普總統的經濟政策和聲明可能會以限制股市下跌的方式影響股市

消費者物價指數 (CPI)：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

經合組織 (OECD)：經濟合作與發展組織。

經濟驚喜指數 (Economic Surprise Index)：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

聯邦公開市場委員會 (FOMC)：美國聯邦儲局的貨幣政策機構。

規模經濟 (economic scale)：公司利用增加產量的方式來降低產品的單位成本。

證券交易委員會 (SEC)：獨立聯邦機構,負責美國證券市場的有序運作。

通貨緊縮 (deflation)：通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反其特點是一般價格的水準長期持續下降。

量化寬鬆 (QE)：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

長期停滯 (secular stagnation)：指經濟在相當長時期之內只有很少或沒有成長。

防禦性風格：是指投資對象公司或多或少不受經濟狀況變化的影響。

零工經濟 (gig economy)：以彈性、臨時性、或自由職業為特徵的經濟系統。

傳導保護工具 (TPI)：一項歐元體系工具套件的附加工具。如果出現無正當理由、破壞公共秩序的市場發展,而這些發展對歐元區貨幣政策的平穩傳導構成嚴重威脅,歐洲央行可以啟動歐元體系的工具套件來應對之。歐洲央行管理委員會於2022年七月21日批准了這項工具。



免責聲明

本文件題為《Monthly House View》(「冊子」),其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊,未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。

同樣地,其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況,也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明,本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改,恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前,應諮詢您的投資顧問,並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問,以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時,外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司,是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體,即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司,無論位於何處,均以 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處,以及每個其他 Indosuez Wealth Management (東方匯理財富管理)實體單獨稱為「實體」(Entity),而統稱為「實體集團」(Entities)。

實體集團或其股東、及股東、子公司,以及更廣泛地來說,Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司,以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方,從事本冊子中所述的金融商品交易,持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品,或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體,擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商,或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下,閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國、居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律,某些投資、產品、和服務,包括託管,可能會受到法律和法規約束,或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地,本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束,以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷,恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規,每一實體均可提供本冊子:

- 在法國: 這份出版物由CA Indosuez 發行。CA Indosuez 是一家依照法國法律成立的有限責任公司(société anonyme),股本為 853,571,130 歐元,是 Indosuez 集團的母公司,也是獲得授權提供投資服務和保險經紀業務的全方位銀行機構,其註冊辦公室位於法國巴黎 75008 醫生蘭斯街 17 號,並在巴黎商業和公司註冊處註冊,註冊號碼為 572 171 635 (個人增值稅識別號碼: FR 075 72 17 16 35)。
- 在盧森堡: 本冊子由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 發行,根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme),股本為415,000,000歐元,註冊辦事處位於: 39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg,註冊於Luxembourg Companies Register,B號: 891.986,是經授權的信貸機構,成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
 - Banque Degroof Petercam Luxembourg S.A., 總部位於12 rue Eugène Ruppert, L-2453 盧森堡,經金融業監管委員會 (CSSF) 授權並受其審慎監管,地址為283 route d'Arlon, L-2991 盧森堡,網站www.cssf.lu,電話(+352) 26251-1,並在其各自的職責範圍內受歐洲中央銀行監管。

- 在西班牙: 本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行,受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管,是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構,是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址: Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain),註冊於Banco de Espana 編號: 1545。在Madrid Trade and Companies Register 註冊,編號: T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF(公司稅號): W-0182904-C。
- 在比利時: 這份出版物由:
 - CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分行發行,位於比利時布魯塞爾 B-1000 胡爾佩大道 120 號,在布魯塞爾公司註冊處註冊,註冊號碼為 0534 752 288,並在企業銀行中心(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 0534.752.288 (布魯塞爾 RPM),是 CA Indosuez Wealth (Europe) 的分行。
 - Banque Degroof Petercam SA 發行,位於比利時布魯塞爾 1040 工業街 44 號,在商業註冊處註冊,註冊號碼為 0403 212 172,並在企業交叉銀行(比利時公司數據庫)中登記,增值稅號碼為 BE 0403 212 172 (布魯塞爾 RPM)。
- 在意大利: 該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth(歐洲)分發,該分行在銀行註冊號 8097,米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 葡萄牙: 本手冊由 CA Indosuez Wealth (歐洲)、Sucursal em Portugal 分發,地址為 Avenida da Liberdade, 190, 2º B - 1250-147 Lisboa, Portugal,在葡萄牙銀行註冊,註冊號為 282,稅碼980814227。
- 在歐盟區內: 根據Free Provision of Services,本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- 在摩納哥: 本冊子由CFM Indosuez Wealth分發,地址: 11, Boulevard Albert 1er - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號 56S00341,認證: EC/2012-08。
- 在瑞士: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發,地址: Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發,地址: Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵,本冊子構成行銷材料,但不構成財務分析產品。因此,這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發,地址: 金鐘道88號太古廣場2918室。本冊子中所載任何資訊,均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品,未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准,根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)》(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發,地址: 168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡,本冊子針對被視為高淨值資產人士,或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的持許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本「冊子」的任何疑問,新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在DIFC-UAE: 本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址: Al Fattan Currency House, Tower 2 - Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai - 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(「DFSA」)監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品仅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 在阿布達比: 本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA,阿布達比代表處,Zayed - The 1st Street - Nayel & Bin Harmal Tower, 5th Floor of Pce 504, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates, CA Indosuez (Switzerland) SA通過其阿聯酋代表處,經營阿聯酋業務,並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規,CA Indosuez (Switzerland) SA的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約,亦不構成對於提交要約的邀請。其并非公開基礎上分發,未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家: 其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意,本冊子不得以任何形式,全部或部分影印或複製或分發。

©2025, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Alexandre Drabowicz。

2025年20月6日編輯。

