



MONTHLY HOUSE VIEW

2025年5月

貿易戰爭：第二集

01 • 編輯寄語	P3
貿易戰爭：第二集	
02 • 聚焦	P4
川普1，中國0？再想想吧	
03 • 宏觀經濟	P6
在不確定時代的預測	
04 • 定息債券	P8
波動性再次使債券變得有吸引力	
05 • 股票市場	P10
特朗普使市場陷入不確定性	
06 • 外匯	P12
美國的不信任	
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：

我們三月份的月刊突出了美國股市和金價雙雙創下新高。不到兩個月後，只有黃金繼續上升，因為世界突然進入了全球經濟重組期，這一時期以關稅威脅升級為全球貿易戰為標誌——基本上是美國對抗世界其他國家。這並不是包括我們在內的大多數投資者所預想的情景。

前所未有的市場波動

自二月份以來，美國股市經歷了顯著的波動，從高點下跌了近20%。在令人震驚的事態發展中，被稱為“解放日”的4月2日後的三個交易日內，市場市值蒸發了5.6萬億美元——這一數字相當於蘋果和英偉達的總市值。而在90天關稅暫停的消息傳出後，標普500指數創下了自2008年10月以來的最大單日漲幅，也標誌著自1990年以來的第三大單日漲幅。

特朗普政府的不確定政策將使我們難以預測。鑑於這種不確定性，因為今天缺乏明確的宏觀經濟情景信心，目前在投資組合管理中採取更防禦性的策略似乎是明智之舉。機會時刻將至，但回報要在我們渡過圍繞衰退威脅不確定性的高峰期後在今年晚些時候才出現。

商業是一場信心的遊戲

美國和全球經濟衰退的風險正在增加，儘管我們目前並未預測美國會出現衰退。硬數據依然強勁，而軟數據則描繪了一幅較為疲弱的圖景，但這些數據在近年來並不是經濟增長的可靠指標。美國消費者對經濟本土發展至關重要，由於健康的資產負債表、積極的財富效應、穩健的就業和強勁的實質工資，他們處於穩固的地位。然而，政策的不確定性和快速的反覆無常並未激發信心。即將到來的財報季將是了解企業如何適應或面臨壓力以延遲招聘和投資的關鍵。

美國企業界的聲音現在變得更加響亮。在他的年度股東信中，摩根大通首席執行官Jamie Dimon對特朗普的關稅政策提出了細緻入微的看法，他表示：“美國優先是可以的，只要它不最終變成美國孤立。”億萬富翁投資者Stanley Druckenmiller在社交媒體上表示反對超過10%的關稅，並與目前的政策保持距離。甚至共和黨重要捐助者Citadel的Ken Griffin也批評關稅是“一個巨大的政策錯誤”。

這些聲音是否在特朗普於“解放日”一周後決定退卻中起到了影響？標普500指數跌破5,000點以及美國10年期國債收益率突然飆升至4.5%可能並不是原計劃的一部分。特朗普通過他的財政部長Scott Bessent似乎深刻了解美國政府的借款成本。美國擁有29萬億美元的未償付國債，且今年需要再融資9.6萬億美元，更高的利息成本是不可持續的。

美國享受了多年的“美國例外主義”，這在不到兩個月內逆轉。但認為美國長遠不宜投資是短視的。我們不應將科技創新、卓越的生產力增長、更高的資本支出、創業精神和盈利能力同義的美國企業界與現任政府混淆。不可否認，某些短期經濟損害是不可避免的，但中長期來看，人類本性將適應並找到解決方案。

在本月的評論中，我們的亞洲首席策略師分享了他對亞洲如何承受美國關稅的看法。中國與美國的“脫鉤”已超過十年，其與美國的貿易佔名義GDP的比例從2010年的6.2%下降到2024年的3.7%。同時，中國在許多技術上亦已經自給自足，使其能夠更好地抵消美國的懲罰性關稅。我們現在有90天的時間來重塑世界貿易秩序。

祝您閱讀愉快。



02 • 聚焦 川普1, 中國0? 再想想吧



Francis TAN
Chief Strategist Asia

美國在四月份迅速實施關稅，震動了全球投資市場。這暗示了一個新的全球經濟/貿易秩序，主要目的是減少美國的貿易逆差，並保護國內產業免受全球，尤其是中國的競爭。



中國： 美國關稅 的主要目標

關稅1.0在2017年主要針對中國，這是美國擁有最大貿易逆差的經濟體。關稅分多個階段實施，從2018年開始，涵蓋了包括鋼鐵、鋁及各種消費品在內的廣泛商品。這些關稅的理由是為了反擊美國認為的不公平貿易行為，包括知識產權盜竊和對中國公司的國家補貼。

自那時以來，中國製造的商品、資本和勞動力已進行調整並轉移到“美國關稅友好”經濟體，以便再出口和/或生產出口到美國。這些經濟體多位於東南亞，如馬來西亞、泰國、越南和印尼。

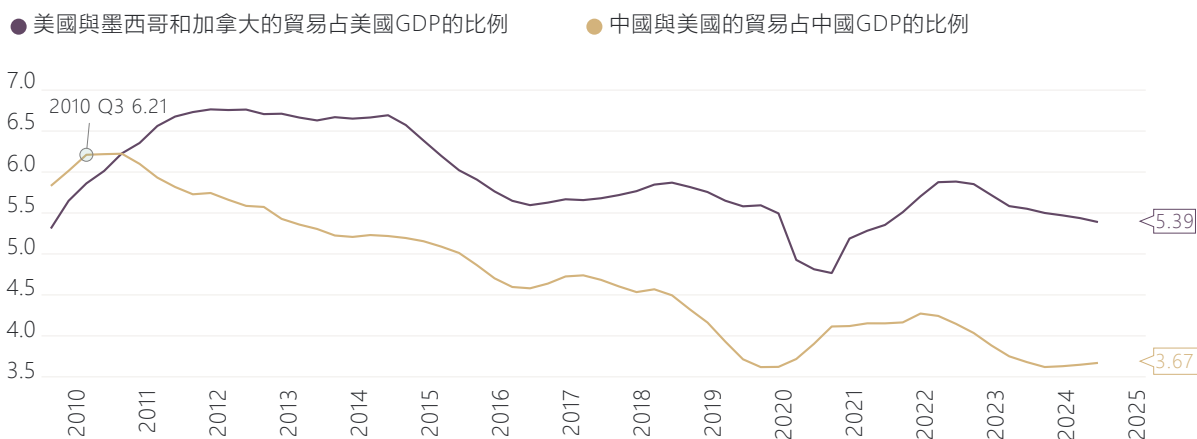
隨之而來的關稅2.0縮小了差距，並根據美國與每個單獨經濟體的貿易逆差大小引入了“關稅”。這不是美國第一次對商品進口徵收關稅，也不會是最後一次。

亞洲能承受美國關稅嗎？

簡短的回答是肯定的。中國一直是（關稅1.0）並且仍然是（關稅2.0）美國關稅的主要目標，這破壞了其國內供應鏈，減少了中國對美國的出口，降低了在中國設有生產基地的全球公司的收入，並導致整體經濟增長放緩。

然而，中國經濟增長放緩的更大原因在於政府在房地產、科技公司和教育領域的政策，導致國內企業和投資者信心本已脆弱。事實上，中國已經開始與美國“脫鉤”超過十年——其與美國的貿易占名義GDP的比例從2010年的6.2%下降到2024年的3.7%（圖1）。

圖1：美國與加拿大和墨西哥的貿易量超過中國與美國的貿易量，%



資料來源：Macrobond、美國人口普查局、中國海關總署、中國統計局、美國經濟分析局、東方匯理財富管理。



我們相信，儘管關稅1.0加速了中國在科技方面自給自足的計劃（成為5G/6G、人工智能（AI）、電動車、無人機、量子計算、半導體、生物技術等領域的全球領導者），關稅2.0將進一步增強中國作為除美國以外的世界貿易和投資領導者的友好地位。

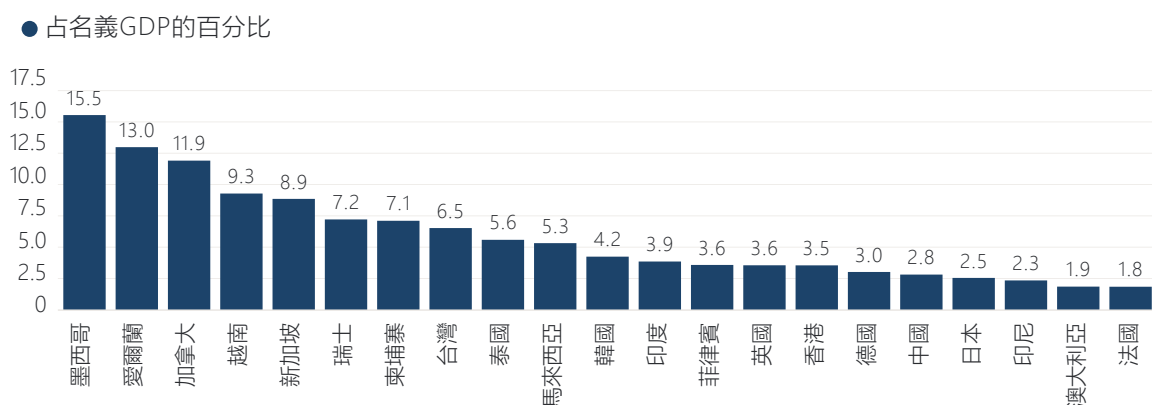
至於越南、馬來西亞、印尼和泰國等新興亞洲經濟體，關稅的影響是混合的。製造業等行業受益於公司將生產從中國轉移到這些國家以避免關稅，增加了外國直接投資（FDI）和創造了就業機會。然而，為了打擊這些國家與美國的貿易“漏洞”而引入的關稅2.0可能導致這些國家面臨未來的供應鏈中斷，並改變其比較優勢，可能波及其他國內部門。

像日本和韓國這樣的發達經濟體一直是中國和美國的主要出口國，他們也在反貿易的交火中受困。關稅導致其出口減少，影響了其汽車和電子產業。這些國家也面臨貿易政策的不確定性，並不得不應對美中貿易緊張局勢的複雜性。

為了提供更準確的貿易圖景，考慮到價值的實際創造地，而不是僅僅商品的出貨地，我們利用OECD TiVA（貿易附加值）數據庫來有效確定美國最終需求對其出口合作伙伴的經濟影響。計算每個國家在生產過程中增加的價值的方法使我們能夠更準確地洞察全球價值鏈和國家之間的經濟相互依存性。

以下數據顯示，墨西哥出口到世界的商品，最終由美國消費者需求的比例達到其名義GDP的15.5%。對於亞洲，依賴美國最終需求的經濟體包括越南、新加坡、柬埔寨、台灣、泰國、馬來西亞、韓國、印度、菲律賓等。另一方面，中國相對成功地減少了對美國最終需求的依賴（圖2）。

圖2：美國最終需求中包含的國內附加值（2020年），佔名義GDP的百分比



資料來源：Macrobond、OECD、東方匯理財富管理。



03 • 宏觀經濟 在不確定時代的預測



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

政治緊張、前置活動以及情緒調查與硬數據之間的日益脫節——尤其是在美國——使得解讀宏觀經濟景觀變得格外困難。不確定性不僅是這一周期的特徵，它正在成為主流力量。因此，我們懷著謙卑和一定的勇氣，拿起筆嘗試預測未來的道路，充分意識到下行風險，但也留意仍在醞釀中的上行力量。

特朗普總統的“解放日”並未帶來更多清晰或信心！早在四月初，經濟主體就已經陷入癱瘓狀態。企業、家庭和政策制定者都在一個由政治干擾和政策波動，而不是基本面所塑造的全球環境中艱難前行。

美國經濟——強勁的起點， 但能見度低

美國的情況尤其不明朗。儘管貿易協議可能會隨著時間的推移減輕衝擊，但關稅衝擊已正在拖累情緒和投資。我們現假設：美國的平均關稅率將提高到15%，高於一個月前的預測（10%），但明顯低於實際關稅率（估計超過25%¹），而各國關稅範圍從0到超過100%。

考慮到這一點，我們將2025年的GDP增長預測下調至1.5%（此前為1.9%），2026年下調至1.6%（此前為1.9%）。不確定性加劇，財務狀況惡化（既有股市的負財富效應，也有企業融資收緊），以及關稅導致美國消費者購買力下降。儘管如此，美國並不是從弱勢位置進入這一階段。美國消費者仍然具有韌性，家庭資產負債表狀況良好，淨財富處於周期高位。儘管情緒調查反映出焦慮情緒上升，但實際消費保持良好，這一動態與近年來感知和行為經常出現分歧的情況一致。

關於通脹，2025年的預測上調至3.4%（此前為2.9%），2026年的預測上調至2.9%（此前為2.7%），這主要是由關稅相關的價格上漲和更昂貴的進口商品推動。根據紐約聯邦儲備銀行（Fed）的數據，消費者通脹預期已攀升至3.6%，是自2023年10月以來的最高水平，儘管長期預期仍相對穩定。在這種變化的環境中，美聯儲可能暫時保持穩定，採取觀望態度。但如果增長如預期般減弱，且關稅繼續被視為暫時的通脹衝擊，美聯儲可能會在年底前進行兩次降息，將政策利率降至4%。

宏觀風險充斥。利好方面，特朗普的貿易戰尚未結束，新一輪貿易協議即將開始，總統尚未引入減稅和放鬆管制措施。短期內風險仍偏向下行，財務狀況緊縮、企業投入成本上升，以及通脹預期可能失控。但在消費者基本面穩固且勞動力市場尚未亮紅燈的情況下，美國仍然具有韌性——儘管並非完全免疫。

歐元區——衝擊波與刺激措施

在大西洋彼岸，歐元區正在應對美國貿易政策的溢出效應，加上其出口導向的結構和原本已疲弱的復甦，使情況更加複雜。2025年的GDP增長預測已下調至0.5%（此前為0.8%），但我們對2026年仍保持樂觀，預計增長率仍為1.6%——但這裡的風險也在上升。

1 - 正如Paul Krugman最近強調的那樣：2024年中國佔美國進口的13%，如果將新宣布的關稅率應用於2024年的進口，平均關稅率達到24.95%——高於90天暫停之前。然而，對中國的超高關稅率將導致從中國的進口減少，因此基於2024年貿易的計算是有問題的。



歐洲大陸的工業引擎處於這波關稅戰震央的位置。最近的復甦跡象——如歐元區2月份工業生產月環比反彈1.1%——被這輪波動的貿易前景所抵消。於預期關稅加徵的提前備貨，1月份進口同比激增8%，這可能拖累2025年上半年的增長數字。像汽車、化工和鋼鐵等依賴出口的行業特別容易受到關稅不確定性的影響，而華盛頓的政策透明度依然難以捉摸，解釋了4月份經濟情緒的崩潰。在德國基礎設施計劃消息傳出後，ZEW指數曾攀升至51.6，但在3月份急劇下降至-14，是自烏克蘭戰爭開始以來的最大跌幅。

然而，中期樂觀的理由依然存在。德國5,000億歐元的基礎設施投資計劃在經濟增長疲弱和多年來基礎設施投資不足從光纖網絡（估計滲透率為11%，法國為75%）到國家鐵路（準點率為64%，法國為87%）的背景下尤為重要。不幸的是，正在討論中的新關稅政策，尤其是汽車行業的政策，加上持續的不確定性，將在一定程度上抵消這些收益。

法國方面，由於對商品出口的依賴較低和相對強勁的儲蓄支持的國內消費，保持了穩定。然而，政治不穩定和改革動力緩慢使復甦保持低迷。

關於通脹，歐洲的情況與美國有所不同。儘管貿易緊張，歐元區的通脹應保持在2025年和2026年2%的穩定水平，這得益於能源成本下降、歐元走強，以及財政刺激措施側重於供應端並旨在提高生產力。在這種背景下，儘管通脹預期仍穩定，但2025年的增長乏力，歐洲中央銀行（ECB）預計將在年底前將存款利率降至1.75%。但因為中國約佔歐元區進口的20%，新美國貿易協議是否會引發歐盟對中國的反制措施？這將會是我們情景中的主要風險。

表1：2024–2026年宏觀經濟預測，%

● 自2025年4月以來的下行預測

● 自2025年4月以來的上行預測

	GDP			通貨膨脹		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026
美國	2.8%	1.5%	1.6%	3.0%	3.4%	2.9%
歐元區	0.8%	0.5%	1.6%	2.4%	2.0%	2.0%
中國	5.0%	4.5%	4.5%	0.2%	1.4%	1.5%
全球	3.2%	2.7%	3.0%	-	-	-

來源：東方匯理財富管理。



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

與關稅相關的政治不確定性正在影響增長，並在利率和信貸市場中產生更多波動。這導致利差擴大，特別是在高收益領域。新興市場受到的影響尤其顯著，需要重新評估風險。



美國債券市場

作為貿易戰的
調解者

即使在唐納·特朗普宣布關稅之前，歐洲利率已經吸收了與即將上任的德國政府大規模且出乎意料的刺激計劃相關的大部分增幅。特朗普關稅公告的預期導致高風險資產和利率顯著下降。隨後，美國利率的行為變得混亂，如後文所述。

歐洲中央銀行（ECB）似乎低估了日益增加的宏觀經濟和地緣政治不確定性對其決策的影響。雖然其數據驅動的方法是可以理解的，但它未能考慮到不確定性通常會阻礙增長並降低通脹。同時，全球製造業繼續收縮，受到國際需求下降的影響。關稅威脅正在拖累歐洲的增長前景，而製造業的就業市場正在惡化。如果這一趨勢延伸到服務業，可能會引發需求收縮和失業率上升的周期。

歐洲的消費者物價指數（HICP）通脹已經下降。雖然服務業通脹仍然高企，但工資補償數據顯示即將放緩。此外，德國的財政公告尚未對消費者或企業信心產生積極影響，正如Ifo調查所顯示的那樣。這些措施可能會通過勞動市場或供應鏈對通脹產生有限的間接影響。

美國利率上升和股市恐慌同時發生，引起了疑問。在正常的市場條件下，利率下降（因此債券價格上升），並在多元化投資組合中緩解股價下跌。在4月7日的那一周，長期美國利率上升，即使股市下跌。

一種可能的解釋是宏觀經濟方面：投資者擔心關稅可能導致通脹。另一種假設是，一些投資基金（使用槓桿）正在清算其最容易出售的資產以滿足保證金要求。然而，更技術性的解釋可能與對沖基金被迫拆解其“基差交易”有關，這是一種涉及債券價格和期貨價格趨同的策略。這些操作使用大量槓桿來產生績效。美國10年期利率歷來表現不佳，相對於德國國債。

根據國際貨幣基金組織（IMF）的數據，這些操作可能達到1萬億美元，而彭博社的分析顯示，對沖基金現在佔所有美國國債的7%，超過了銀行。因此，債券市場的下降可能迫使一些基金清算這些頭寸，觸發類似於2020年觀察到的骨牌效應。

美國和中國之間的貿易衝突可能升級到金融領域。北京是美國國債的第二大持有者，可能會利用其在美元計價資產上的投資進行報復。儘管目前沒有具體證據證實這一假設，但中國最近允許人民幣對美元貶值，可能預示著貨幣戰。

交易所交易基金（ETF）正在加劇市場波動。根據彭博社的數據，4月7日的交易量創下所有資產類別的紀錄。



與基本面脫鉤的信貸市場

全球增長放緩將增加許多新興市場降低利率的需求。在這些市場中，平衡增長和貨幣貶值將會非常複雜。利差擴大導致選擇性增加。在流動性差的市場中，ETF銷售將推高利差。

亞洲央行將採取傳統的貨幣槓桿（降息）來刺激增長。拉丁美洲相對受到貿易戰的保護，因為它與美國的貿易平衡為負。墨西哥對美國市場的依賴使其在談判桌上處於優越地位，但該國容易受到美國經濟放緩的影響。

在歐洲，投資級信貸市場表現優於其他資產類別：利差擴大仍然受到控制（圖3）。相反，市場波動已使初級市場癱瘓。美國市場也是如此。

對高收益市場的影響更加顯著。股市的下跌對未來的復甦率產生負面影響。此外，經濟放緩對EBITDA產生影響，機械地增加槓桿比率。在投資者流動方面，初始贖回或ETF銷售正在實現。

銀行業股票的下跌在AT1次級債務中邏輯上得到反映。儘管今年行使看跌期權沒有問題，但這一領域需要更高的利差來再次吸引投資者。

圖3：歐元區BBB級和BB級債券之間的收益率利差演變，基點數百點



資料來源：彭博社，東方匯理財富管理。



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

市場環境充斥著高度不確定性。持續的貿易戰預計將使市場在談判嘗試和風險升級之間波動，從而在中期內創造了波動的背景。從“美國例外主義”到“美國孤立”的轉變引發了經濟放緩甚至滯脹的擔憂，這些擔憂已經在全球信心上造成了影響。即將到來的財報季將是企業是否能夠管理和適應這一新的美國政策的關鍵指標。

歐洲

在這種背景下，歐洲顯得相對安全，受益於吸引人的估值、轉變的財政政策以及投資者興趣的重燃。弗里德里希·默茲在德國的經濟計劃，專注於工業保護和抵禦外部威脅的韌性，獲得了重要的國內支持，儘管對其實施的不確定性依然存在。

歐洲的動力因希望在整個區域擴大財政刺激而得到加強。歐洲央行仍有迴旋餘地，通脹似乎受到了控制。此外，基本面（估值、盈利修正動態和信心改善）相對於美國正在恢復。

德國國內股票直接受益於這一新敘事。然而，在短期內，貿易摩擦和歐元的近期升值可能會影響利潤，尤其是在出口部門。歐洲的小型和中型股票，歷來較少受到關稅緊張的影響，也提供了多樣化的機會，尤其是在有針對性的財政支持情景中。

美國

對某些關稅的90天暫停措施遭到了懷疑。中國仍然被排除在這次暫停之外，美國政府在市場眼中的可信度受到削弱。衰退的可能性正在增加，而財政和貨幣的迴旋餘地似乎有限。救星可能來自美聯儲，如果債券市場的緊張情緒持續，美聯儲可能會重新點燃貨幣支持。

現在所有的目光都集中在第一季度的財報季，預計將提供公司是否能夠整合這些變化的見解。

標普500公司發布的預告顯示，本季度盈利季整體表現喜憂參半，過去的業績幾乎沒有什麼驚喜（圖4第11頁）。然而，高管們可能會強烈傾向於以當前能見度低為理由，降低他們對未來的預期。

亞洲

特朗普政府的一系列關稅公告在四月份引發了亞洲股市的極端波動。4月7日的交易日錄得自2008年全球金融危機以來最大的單日跌幅。這些關稅公告的實際影響將取決於未來可能的調整或豁免（如對智能手機和消費電子產品等的臨時寬免）。



財報
在
高壓
下發布



然而，中國似乎比2018年更能應對這一新的貿易緊張局勢。美國在中國出口中的佔比已從2018年的18%下降到2024年的不足13%，現在低於東盟（東南亞國家聯盟），後者佔中國出口的18%。

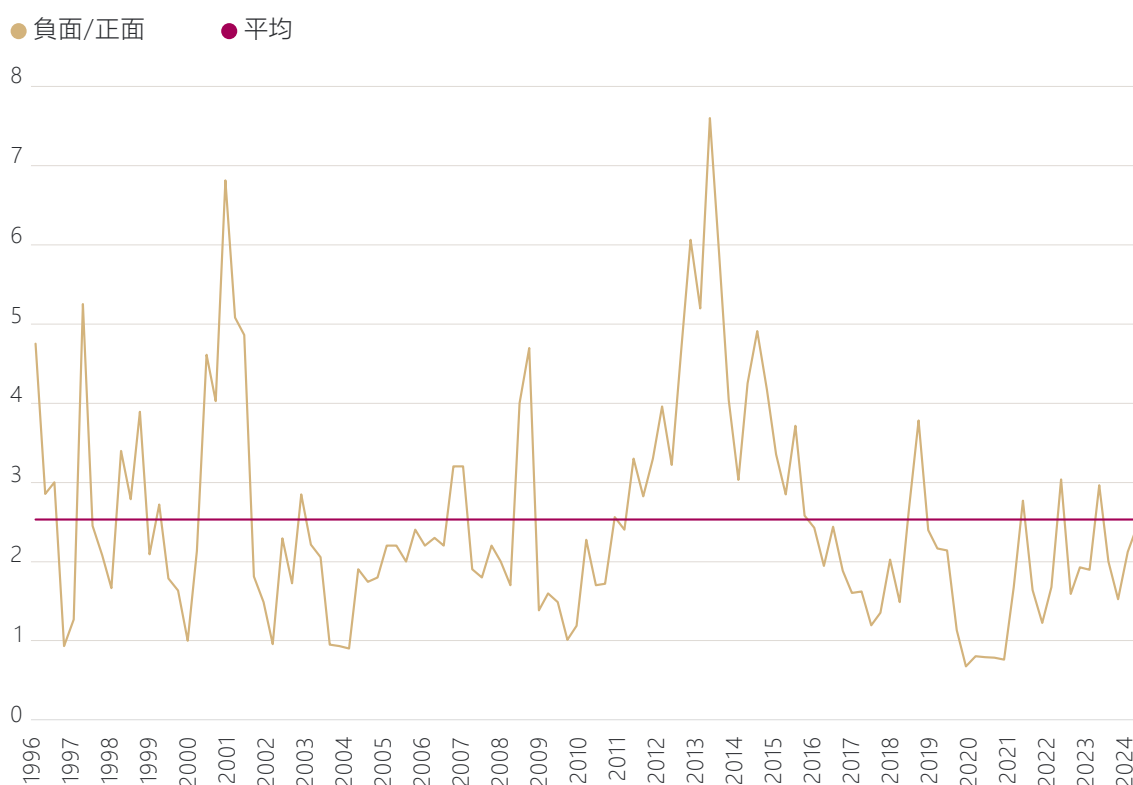
此外，中國當局已表示準備實施額外的刺激措施，以應對增加的美國關稅，旨在實現其2025年約5%的GDP增長目標。此外，中國的“國家隊”最近支持了中國內地的股市。儘管出口商面臨短期挑戰，這場貿易戰可能會加速中國驅動更多國內轉型（國內消費、更高附加值製造業、技術、創新）。

投資風格

在歐洲，價值投資風格依然是表現的基石，受到盈利動態和行業輪動的支持。工業部門、材料以及銀行/保險繼續受益於資金流的重新定位，預期確認的財政支持。

在美國，謹慎是必要的。我們偏好持有高質量的防禦性股票，這些股票波動性低，能夠在不穩定的政治環境和增加的波動性中提供天然的對沖。大型增長股仍受益於其盈利的某種韌性，但它們容易受到貿易報復的影響，且目前估值較高。這就證明了保持增長風格的投資，但需更有限的權重。

圖4：2025年第一季度盈利預告比例



資料來源：花旗集團，東方匯理財富管理。



Lucas MERIC
Investment Strategist

美國增長放緩的擔憂與投資者對美國資產日益增長的不信任相組合，這兩者都是特朗普激進且不可預測的關稅政策的結果，對美元造成了沉重壓力，美元面臨可能持續甚至加劇的逆風。因此，我們決定將對美元的立場從積極轉為中立，我們的主要信念現在轉向黃金。

美元：關稅政策的最大輸家

2025年美元表現顯著不佳，回到了自2024年9月以來的最低水平——那段時間美國因就業問題而出現衰退擔憂。自唐納·特朗普在1月份上任以來，美元的下降尤其明顯，這是由周期性和更結構性的不利因素共同作用的結果。

最初，德國和歐洲支出計劃的公告強烈支持了歐元/美元匯率，儘管投資者在1月份預期匯率回到平價，但現在匯率已接近1.14，這是自2022年初俄羅斯入侵烏克蘭之前以來的最高水平。隨後，唐納·特朗普對關稅政策的激進且極其不可預測的做法，關稅增加公告根據不同的日子被推翻、確認、實施或取消，顯然對全球增長前景造成了影響。這一策略創造了相當大的不確定性，特別是對美國經濟，影響了消費者並擾亂了企業的投資和招聘決策。

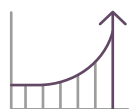
最後，在地緣政治背景下，美國與世界其他國家對立，威脅每個國家以往過高且不合理的關稅，也使投資者質疑對美國機構和治理的信任，減少了對美國資產的吸引力。這一發展反映在四月中旬的市場動向中，凸顯出外國投資者從美國市場撤離的現象，同時標普500指數、美國國債和美元下跌——這種動態通常在新興市場中觀察到。

歷史上，美國利率上升對美元是積極因素，因為這意味著更高的收益率和投資者對美元的信心，特別是因為美元作為世界儲備貨幣的地位。此外，投資者記住了“馬阿拉戈”協議的概念，即唐納·特朗普在某個時候會尋求與主要貿易伙伴談判美元貶值，以支持美國國內企業的競爭力。然而，這個問題應被視為中期發展，強勢美元也被一些政府成員視為短期內抵消關稅增加的通脹影響的手段。

回到對美元的中立立場

在美元逆風增多的背景下，我們決定將對美元的立場從積極轉為中立。最初，我們認為美元是我們投資組合中相關的多元化資產，尤其是隨著唐納·特朗普關稅政策的出現，我們在年初看到關稅的實施作為對美元的顯著支持因素，關稅的實施抑制了進口，並在全球經濟中創造了更顯著的美元稀缺性。

然而，對衰退的擔憂上升，主要是在美國，以及對美元計價資產的不信任增長，使得這一渠道在投資者心中黯然失色，風險厭惡情緒的增加支持了避險貨幣，如日元和瑞士法郎，以及歐元。短期內，如果唐納·特朗普保持其對抗性和不可預測的政策立場，我們認為這些動態可能會繼續，這可能會進一步引發對美國經濟活動可能侵蝕以及美國資產吸引力的擔憂。



歐元/美元匯
率

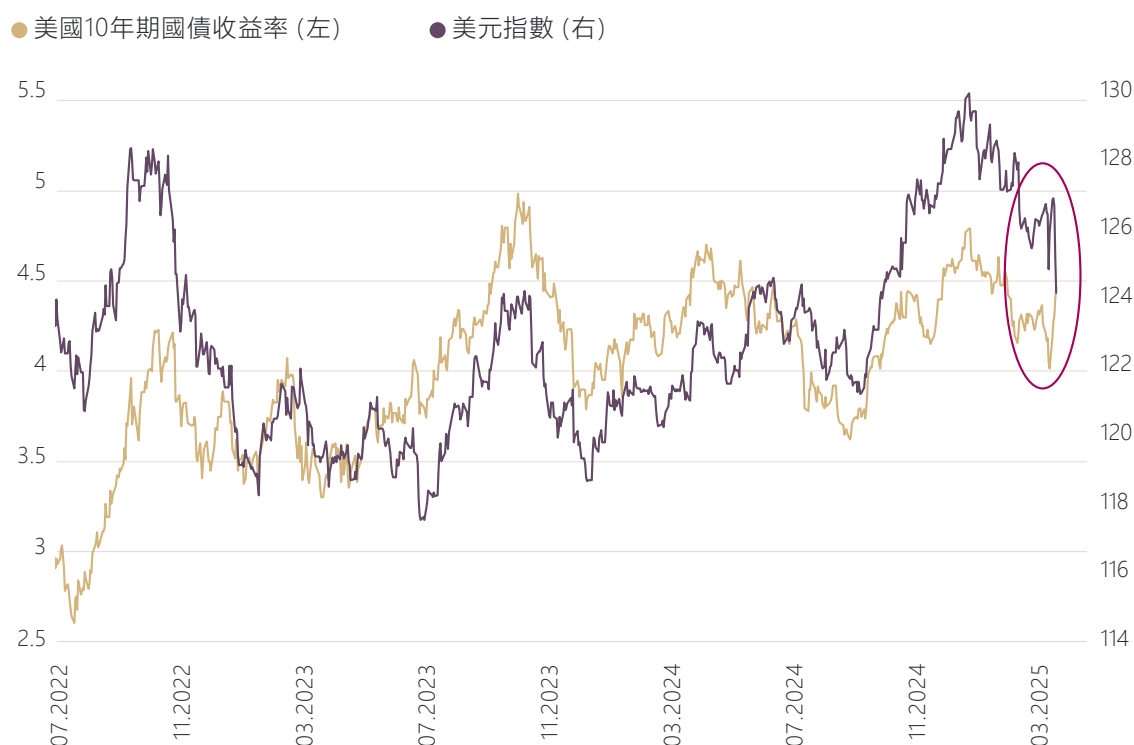
接近1.14，
這是自2022
年初以來的最
高水平。



我們仍然非常關注美元的動向，特別是美元更顯著貶值的風險。然而，我們也認為，正如我們在《[2025全球展望](#)》中所述，關於去美元化的討論被誇大了，因為作為儲備資產的替代品，如歐元或人民幣，目前相比美元似乎競爭力較弱，不僅在央行儲備中的比例（美元為58%），還在金融市場深度以及增長和生產力潛力方面。

同時，如果美國經濟陷入衰退，可能會在全球範圍內產生影響，風險厭惡情緒的增加可能會使美元重新獲得一些作為全球避險貨幣的吸引力。在這個快速變化的貨幣環境中，經濟和地緣政治風險依然眾多，我們唯一真正的信念仍然是黃金，這既是經濟放緩擔憂和對美國金融市場日益增長的不信任的明顯受益者。

圖5：美元/美國國債相關性下降反映了對美元信心的削弱



資料來源：路透社，東方匯理財富管理。



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

投資設想

- **增長：**我們將美國2025年和2026年的增長預測分別下調至1.5%和1.6%。這些修正反映了唐納·特朗普宣布的關稅增加以及對美國經濟活動的不確定性。我們的新基本假設預測平均關稅率為15%。出於類似原因，考慮到德國的支出計劃，我們將歐元區2025年的增長預測下調至0.5%（2026年保持不變，為1.6%）。最後，我們現在將2025年中國的增長目標定為4.5%，儘管我們相信中國當局有能力通過支持計劃重新平衡增長。
- **通脹：**整合更具攻擊性的關稅情景使我們上調了美國的通脹預測，預計2025年和2026年的通脹率分別為3.4%和2.9%。我們對歐元區的估計保持在2025年和2026年穩定的2%，受到能源價格下降和歐元近期升值的影響。
- **中央銀行：**由於關稅引發的通脹風險，美聯儲可能在未來幾個月保持謹慎態度。然而，鑑於增長逐漸放緩，我們繼續預期年底前會有兩次降息。在歐元區，通縮軌跡和增長風險為歐洲央行提供了更多的貨幣政策寬鬆空間。我們預計2025年將有三次額外的降息，到年底存款利率將降至1.75%。
- **企業盈利：**高水平的經濟不確定性導致盈利向下修正，這可能會在接下來的幾周內繼續。我們將密切關注第一季度財報季期間的企業預測。
- **風險環境：**如前所述，在高度不確定的政治背景下，波動性預計仍然很高。增長風險主要取決於關稅政策的最新進展。在市場上，挑戰還在於保護投資組合的避險資產的稀缺性，美元和主權債務在短期內已失去了避險地位。

資產配置建議

股票市場

- 我們之前下調了對股票的信心，現在採取相對於基準指數的中立立場，同時保持高度的多元化。
- 雖然我們不預期美國會出現衰退，但宏觀經濟環境在金融條件收緊的情況下持續惡化。在微觀經濟層面，美國的估值已經修正，但仍然保持在其歷史平均水平附近，即使盈利前景可能不那麼令人鼓舞。換句話說，盈利增長預測不再作為短期的驅動力，修正預計會在幾乎所有地區趨於下降。
- 在地理方面，我們增加了對低估的歐元區股票的信心。這些股票專注於國內增長，可能對關稅的實施不太敏感，並且估值更具吸引力。亞洲市場在我們的配置中仍然略微超配。具體而言，中國的經濟前景在增長預期穩定和政府優先考慮消費的情況下有所改善。通過降低對日本股票的信心來減少風險，因為日本股票可能會受到日元短期上升的影響。最後，我們在這一階段保持對美國股票的中立觀點。

固定收益

- 我們對存續期保持謹慎態度。短期內，我們認為主權債務，特別是美國債務，不再是有效的多元化和避險資產。這一觀點是由於美國財政軌跡的不確定性、通脹風險以及對美國國債市場的不利技術影響所驅動。因此，我們偏好歐元區政府債券，用於歐元計價的投資組合，並對該地區的通縮軌跡更有信心。



重新定位
於受益於
刺激計劃
的領域



- 我們下調了對美國信貸的信心，因為其可能受到金融狀況惡化的影響。我們保持對歐洲信貸的偏好，其基本面依然穩固。這一資產類別應該繼續受益於投資者的再投資需求和可能從貨幣市場基金重新分配的額外資金流入。
- 最後，儘管新興市場本地貨幣債務的收益率仍然具有吸引力，但市場情緒的惡化、商品價格的下跌以及新興市場貨幣的波動使我們採取更為謹慎的立場。

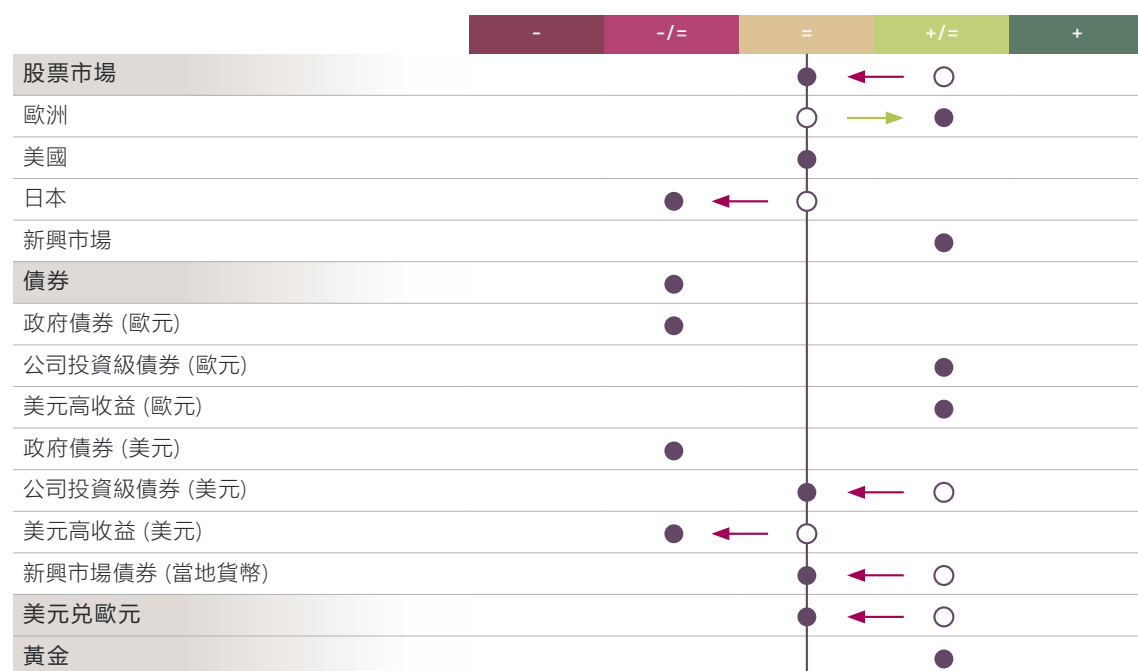
外匯市場

- 我們下調了對美元相對於歐元的信心。由於目前對美國資產的不信任環境，美元不再作為脫鉤資產。中期內，我們對美元採取中立立場，儘管美元仍然是國際貿易的主要貨幣，並且如果全球經濟顯著惡化，美元可能會重新走強。
- 在這種不確定性背景下，我們戰略性地保持對黃金的積極態度，黃金繼續是對抗政治和地緣政治風險的最佳避險資產之一，並受益於央行的需求。

主要建議

○ 2025年3月

● 2025年4月



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17月4日的数据

貨幣	收市	四星期 變動	年初 至今
美國10年	4.32%	8.80	-24.41
法國10年	3.24%	-24.10	4.50
德國10年	2.47%	-31.00	10.50
西班牙10年	3.17%	-25.50	11.20
瑞士10年	0.40%	-32.70	7.60
日本10年	1.31%	-19.80	22.60

企業債券	收市	四星期 變動	年初 至今
新興市場政府債券	38.17	1.44%	5.77%
歐元政府債券	211.95	1.72%	1.31%
歐元高收益企業債券	230.94	-1.14%	-0.12%
美元高收益企業債券	362.25	-1.54%	0.19%
美元政府債券	324.02	0.51%	2.70%
新興市場企業債券	44.31	-1.84%	-0.16%

貨幣	收市	四星期 變動	年初 至今
歐元/瑞士法郎	0.93	-2.57%	-0.80%
英鎊/美元	1.33	2.28%	5.90%
美元/瑞士法郎	0.82	-6.92%	-9.55%
歐元/美元	1.14	4.67%	9.68%
美元/日元	142.46	-4.24%	-9.47%

波動率指數	收市	四星期 變動	年初 至今
VIX	29.65	9.85	12.30

股票指數	收市	四星期 變動	年初 至今
標普 500 (美國)	5,282.70	-6.71%	-10.18%
富時 100 (英國)	8,275.66	-4.90%	1.26%
歐盟 600	506.42	-8.42%	-0.24%
東証股價指數	2,530.23	-9.50%	-9.15%
摩根士丹利環球	3,474.06	-5.94%	-6.31%
中國滬深300指數	3,772.22	-5.10%	-4.13%
摩根士丹利 新興市場	1,067.07	-6.45%	-0.78%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,047.78	-3.82%	10.54%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	214.83	-2.01%	5.22%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	687.83	-7.30%	-2.31%
法國巴黎 40 (法國)	7,285.86	-9.99%	-1.29%
德國 DAX (德國)	21,205.86	-7.80%	6.51%
義大利 MIB (義大利)	35,980.43	-8.19%	5.25%
西班牙 IBEX (西班牙)	12,918.00	-2.92%	11.41%
瑞士 SMI (瑞士)	11,660.96	-10.96%	0.52%

商品	收市	四星期 變動	年初 至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,028.00	-3.26%	-8.19%
黃金「美元/安士」	3,316.18	9.02%	26.36%
WTI原油「美元/桶」	64.68	-5.24%	-9.82%
銀「美元/安士」	32.47	-3.90%	11.04%
銅「美元/公噸」	9,188.50	-7.53%	4.80%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	3.25	-18.36%	-10.68%

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1月	2025年2月	2025年3月	四星期變動	年初至今 (2025年17月4日)
5.92%	13.64%	14.92%	-2.01%	10.54%
4.55%	8.76%	8.94%	-3.82%	5.22%
4.02%	6.78%	7.38%	-4.90%	1.26%
3.66%	6.60%	6.47%	-5.10%	-0.24%
3.52%	5.71%	6.06%	-5.94%	-0.78%
3.48%	5.37%	5.39%	-6.45%	-2.31%
0.64%	4.92%	1.02%	-6.71%	-4.13%
-0.27%	4.46%	0.40%	-7.30%	-6.31%
-1.71%	0.13%	-0.39%	-8.42%	-9.15%
-3.50%	-0.63%	-3.72%	-9.50%	-10.18%

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。

最強表現



最弱表現





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。本出版品僅供參考之用。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: Adobe Stock。

2025年17月4日編輯。

