

瑞銀機構觀點

月報 | 2024年12月12日 | 翻譯：2024年12月17日 | 財富管理投資總監辦公室 投資研究

針對性還是全面？

貿易可能是美國政策中變化最快的領域之一。我們認為，美國實施針對性而非全面加徵關稅是最可能的結果。

聚焦美聯準會

美聯準會是否會繼續推進“中性”政策利率，仍是關注重點。我們預期，穩健的經濟增長和利率走低將提振美股。

中國政策牌如何出手？

中國近期的政策聲明釋出更加強勁的信號，但我們認為，需要實質舉措才能支持市場持續回升。

資產配置

我們認為美國和亞洲（日本除外）股票“具吸引力”。固定收益方面，我們青睞政府債券和投資級債券。我們也看好黃金。



Mark Haefele

全球首席投資總監
財富管理

在LinkedIn追蹤我
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)

等待新局

在《2025年度展望》報告中，我們詳細介紹了投資者應如何為2025年做好準備，包括為利率下行以及美國股票和黃金進一步上漲佈局、逢高賣出美元等。

在美國新政府即將就位、歐洲核心地區政局動盪，中國承諾將採取增量刺激措施之際，股市持續上漲，讓我們對基準情景抱持信心。然而，也不應忽視其他結果出現的可能性。

在本期月報中，我們分析了哪些發展值得關注，並對照我們的基準情景進行評估。一如既往，我們也推出了一年一度的新年願望清單，為2025年您的投資決策助一臂之力。

貿易可能是美國政策中變化最快的領域之一。我們在上期月報提到，總統當選人川普威脅對中國、墨西哥、加拿大和“金磚國家”加徵關稅。而川普提名貝森特擔任財政部長，也使得美國將採取更注重“交易”以及更加實際的措施的樂觀期待上升。在我們的基準情景中，美國預期將實施針對性而非全面加徵關稅，也就是個別國家和產業可能受到衝擊，但不至於傷及美國經濟動能。

繼德國聯合內閣於11月瓦解，法國政府在本月稍早倒臺後，歐洲政局不確定性驟起。不過，市場對歐洲的預期原本就不高，因此我們認為，在明年2月底的選舉過後，德國市場可能出現驚喜。我們的基準情景是，隨著通膨和利率下降以及收入穩健增長，歐元區的消費者支出將穩步改善。

近期中國的政策聲明意味著財政政策將加大力度。

近期中國宣佈的政策聲明意味著財政政策將加大刺激力道，中國市場隨之再度上漲。我們將聚焦在進一步的實施細節，以評估刺激措施是否將足以抵消結構性及外部挑戰。在中央經濟工作會議結束後，明年3月的兩會備受矚目。

我們預期美聯準會將在今年最後一次政策會議上再度降息。美聯準會對於政治和經濟情勢的看法，以及這對利率路徑的潛在影響將是重要看點。截至目前，美聯準會持續表達將降息至“中性”水準。

整體來看，我們認為美國和全球股市在2025年還有上漲空間。持續降息、經濟穩健增長以及人工智慧（AI）結構性趨勢依然是有利的驅動因素。我們預期標普500指數到2025年底上看6,600點，並認為美國股票“具吸引力”。我們對歐洲和中國股票持“中性”觀點，而看好多元化亞洲（日本除外）市場。

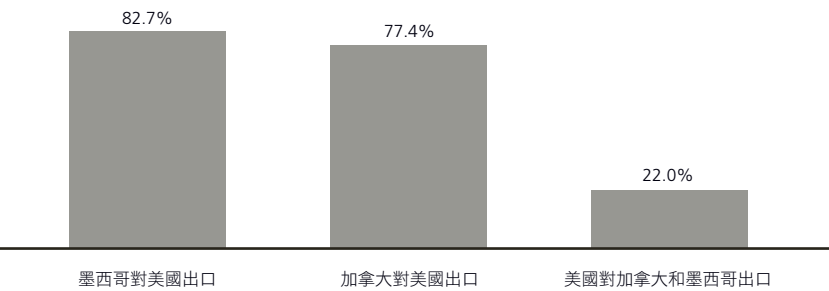
股票之外，我們也青睞優質固定收益，並預期10年期美國公債收益率將小幅下跌。外匯方面，美元的估值過高，我們建議逢高減持美元。此外，黃金有望繼續上漲。

川普政府的關稅政策會到什麼程度備受關注。

美國貿易政策：全面還是針對性關稅？
隨著川普內閣逐漸成型，在未來幾週，我們將密切注意美國、加拿大與墨西哥三方談判的進展，以及美國新政府的關稅政策會到什麼程度。

上個月，總統當選人川普威脅要對所有來自墨西哥、加拿大和中國的進口商品徵收新的懲罰性關稅。對中國加徵關稅並不令人意外，而對加拿大和墨西哥加徵高額關稅從經濟角度來看更令人擔憂。對原油或軟木等美國重要進口商品徵收重稅，可能加劇美國的消費通膨，使得美國消費者需要承擔更高的食品和燃料價格。

圖1
美國、墨西哥與加拿大之間貿易依存度很高
2023年美加墨相互出口占各國總出口的百分比



資料來源：美國經濟分析局、加拿大統計局、墨西哥央行、瑞銀，截至2024年12月

對墨西哥和加拿大關稅威脅主要針對非貿易議題。

針對墨西哥和加拿大的關稅威脅，主要針對的是非貿易議題，例如非法藥物和移民等。因此，我們認為，此類威脅主要是戰術而非策略性質。我們將關注當這些議題的談判取得進展之後，關稅威脅是否隨之緩和。

除此之外，川普有意延長即將到期的2017年個人所得稅減免。而在總統和國會都由共和黨主導下，政府可能尋求以加徵關稅來挹注因此損失的稅收。國會可透過預算和解（budget reconciliation）的正式途徑，或以提高預算赤字的方式來推動。

在基準情景中，我們預期美國將針對性加徵關稅而非全面實施。雖然這可能會對個別產業和國家（包括美國自身）帶來衝擊，但不至於破壞美國經濟增長動能。

我們認為，美國採取全面關稅的可能性較低，因這會讓經濟和金融市場付出高昂代價。即使川普政府想透過行政命令來實施，也可能面臨立法的挑戰。透過國會來推進全面關稅以立法程序而言最為直接，但我們懷疑能否在國會獲得足夠的支持。

在上期月報中，我們僅給予全面關稅情景25%的概率。這也由於眾所週知川普將股市表現作為執政成敗的風向球。未來幾週，如果有更多跡象顯示川普願意根據市場反應來調整政策，我們認為這有望成為股市長期看好的訊號。

由於全面關稅的可能性較低，加之若市場反應負面，政策或可能調整，因此我們對美國經濟和美股前景持正面看法。究竟是基準情景還是風險情景實現的可能性更大，未來幾週的消息面將提供線索。

德國和法國內閣相繼瓦解後，歐洲政治不確定性上升。

歐洲：表現能否超越市場偏低的預期？

本月早些時候，法國政府在未通過不信任投票後解散，而不到一個月前德國的聯合內閣也瓦解。目前法國新政府尚未組建，無法推進解決預算赤字（占GDP近6%）的舉措，德國促進投資的政策也延宕。

在我們的基準情景中，歐元區經濟增長率將在2025年小幅走高。多年來的高儲蓄率使得本地區家庭資產負債表強勁，通膨率和利率持續回落，且勞動力市場保持韌性。在此同時，政治動盪、預算靈活性受限、來自中國的競爭、貿易不確定性以及俄烏戰爭，都讓消費者和企業信心承壓。

儘管法國政局還不明朗，但德國在明年2月23日選舉後，可望開啟經濟改革和提高公共開支的大門，這兩項措施均可提升企業信心。中國推出進一步刺激政策，或俄烏戰爭停火，還可能促成情勢進一步改善。

法國政府借貸成本上升需要關注，雖然這確實意味著法國中長期信用堪憂，但我們認為不至於演變成短期甚至是大範圍的危機。

中國：會否推出更具體的刺激措施？

中國近期的政策聲明釋出正面信號。

9月以來，中國股市陰晴不定。對新刺激政策的樂觀預期，以及對債務/通縮螺旋的擔憂讓市場漲漲跌跌。12月的中央政治局會議提出將採取“更積極的財政政策”，貨幣政策立場也從“穩健”轉變為“適度寬鬆”，一度推動市場走高。

我們將觀察更具體的政策措施會否在未來數週推出，支撐市場持續上漲。12月的中央經濟工作會議確認了政治局會議定調的寬鬆立場，但具體措施可能要等到明年3月的兩會上才會公佈。

目前，在進一步措施未明朗之前，我們維持對中國股票“中性”的觀點，並預期人民幣將進一步走軟。在中國股票中，我們保持槓鈴策略，側重防禦型高股息股票，同時相對低配互聯網龍頭公司。

政府對刺激政策的承諾固然令人振奮，但外部不利因素（包括關稅）也不可忽略。中國股市自9月初強勁反彈之後，估值已不是特別便宜。恒生指數扳回美國大選以來的跌幅，意味著市場排除了部份關稅風險。目前MSCI中國指數的12個月遠期本益比（市盈率）估值為10.3倍，雖然相對於其歷史平均不算貴，但較美國大選後創下的近期低點9.6倍有所回升。

各國央行：將發出哪些政策信號？

美國經濟依然穩健。

近期數據顯示美國消費支出依然穩健。10月零售銷售升幅超過預期，今年“黑色星期五”和“網購星期一”的消費額也創歷史新高。與此同時，美聯準會表達實現“中性”利率的意願。我們預期，由於住宅通膨放緩，未來幾個月美國通膨率將逐漸回落至2%的目標。關稅可能帶來物價一次性上漲，但不會觸動通膨持續上升，使得美聯準會暫停降息。

美聯準會有可能在2025年繼續緩步降息。

基於此，在基準情景中，我們預期美聯準會將在今年12月的會議上降息25個基點，並在2025年每季降息一次。如果美聯準會釋出的訊息進一步支撐基準情景，則將為多頭訊號。然而，若有跡象顯示經濟數據或政策變化使得美聯準會立場轉鷹，也會讓市場波動加劇。

此外，全球其他地區的降息週期預期將在明年大部份時間內延續。到2025年底，我們預期歐洲央行將進一步降息100個基點，以重振疲軟的經濟。英國央行預料也將進一步降息100個基點，而瑞士央行繼今年12月意外降息50個基點後，明年有望再下調利率25個基點。

我們的基準情景是，美國股市在2025年還有續漲空間。

對投資意味著什麼？

未來幾週，來自於川普新政、美聯準會和中國經濟面的消息備受關注。倘若跡象顯示美國政府在意市場波動，且美聯準會仍將繼續降息至“中性”水準，這將支持我們的基準情景觀點，也就是美股將進一步上漲。同時，如果中國公佈了更具體的經濟刺激措施或歐洲的政局回穩，全球其他市場也可能加入上漲行列。

有鑒於此，我們建議採取以下投資理念：

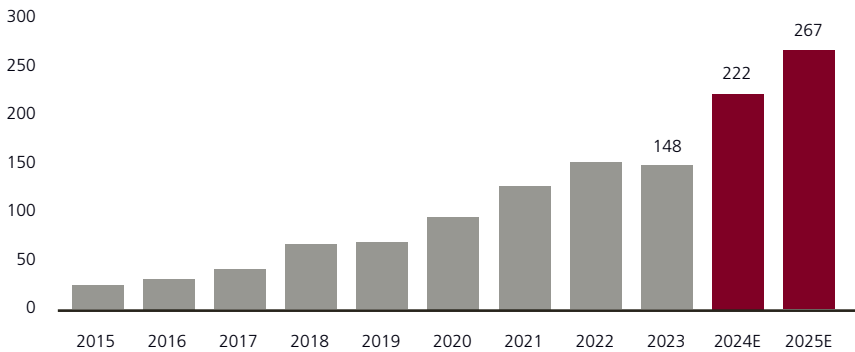
部署利率下行：由於明年的現金回報率將進一步下降，投資者應考慮透過優質債券、多元化固定收益和股票收入策略，維持投資組合的收益。我們認為，投資級債券的收益率具吸引力，並有望取得中個位數的回報率（以美元計）。

股票仍有上漲空間：在密切關注關稅風險之際，穩健的美國經濟、美聯準會繼續降息及AI的結構性題材，預期將推升美股進一步走高。在其他地區，我們看好亞洲（日本除外）市場，包括臺灣和印度。儘管歐洲的政治不確定性依然較高，但我們看好歐元區中小型股、醫療保健行業及瑞士的優質高股息股。

我們仍然認為，AI將是當前十年最重要的投資機遇之一。

變革性創新機會：我們依然認為，AI將是當前十年最重要的投資機遇之一。高投資率預期將帶動各類應用推陳出新。到2027年，我們預估整個AI價值鏈上的營收總值將超過1.1兆美元。AI發展以及減碳趨勢也提振了電力需求。我們看好電力和資源領域未來數年的增長機會。

圖2
大型科技公司資本支出增長有利於半導體行業
四大科技巨擘的資本支出（10億美元，包括瑞銀預測）



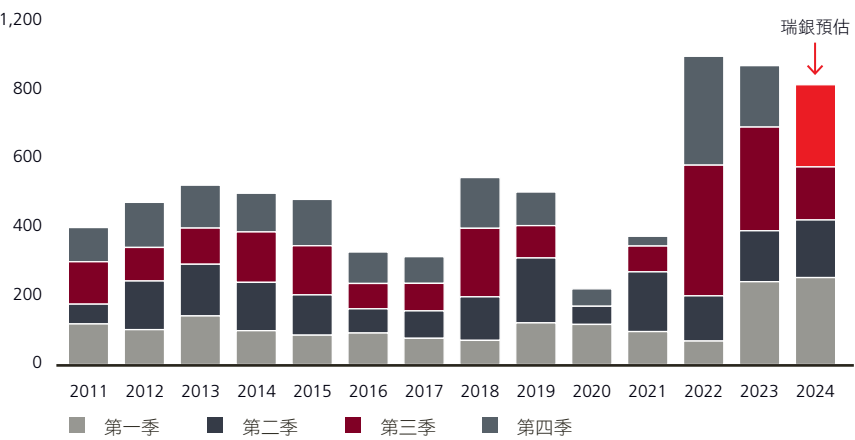
資料來源：FactSet、瑞銀，截至2024年12月

由於政治和地緣政治風險可能居高不下，我們預期金價將在2025年進一步上漲。

逢高減持美元：美元短期內可能維持強勢，而且倘若川普政府的關稅措施比預期激進，美元將強勁上揚。然而，我們認為，目前美元估值已過高，若歐洲改善的幅度較預期大，將推動歐元走高。我們建議投資者利用美元走強時期，透過對沖、將現金和固定收益轉為以其他貨幣持有以及利用期權等策略，來減持美元。

依然看好黃金：由於明年的政治和地緣政治風險可能居高不下，以及利率下行，我們預期黃金將繼續受央行分散外匯準備買盤的支撐，在2025年繼續走高。此外，隨著對發電、儲能和電動交通運輸的投資增加，銅和其他轉型相關金屬的長期機遇也值得關注

圖3
央行的黃金購買量依然在較高水準
央行黃金需求（公噸）



資料來源：世界黃金協會、瑞銀，截至2024年12月

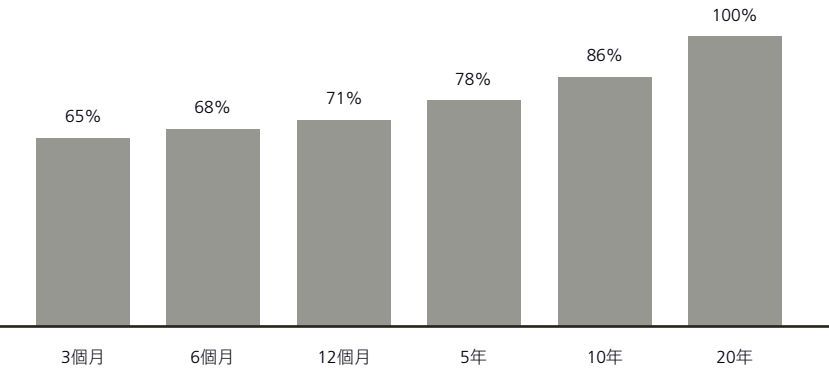
投資房地產正當時：全球住宅和商業地產的投資前景看好。由於供給減少且受到限制，加之需求持續攀升，我們看好物流地產、數據中心和多戶住宅等領域的投資機會。投資者應聚焦優質資產並採取策略性多元化，以把握上述有利環境下的機遇。

新年新計畫--投資組合

隨著利率進一步下降，有效運用現金在2025年變得更有必要。

有效運用現金
新年是審視投資組合，讓多餘或閒置現金有效運用的良機。從1926年以來，股票在10年和20年持有期內跑贏現金的概率分別為86%和100%，而且累計回報高出現金200倍。隨著2025年利率進一步下降，有效運用現金變得更加重要。投資者需要尋求更持久的其他收入來源，包括將多餘現金部署於優質固定收益、多元化固定收益策略以及股票收入策略。

圖4
長期而言股票穩定跑贏現金
標普500指數跑贏3個月期美國國庫券的時間比例，基於1926年以來的不同持有期



註：過往績效不代表未來表現。
資料來源：MorningstarDirect、彭博、瑞銀，截至2024年12月

我們建議在各資產類別、地域和行業間分散配置。

強化核心配置
投資者應確保在投資組合中建構“核心”配置，在各資產類別、地區和行業間充分多元化佈局，以便隨時間推移發揮複合報酬作用。我們預期未來12個月所有主要資產類別都將取得正回報。這樣的核心組合有助於讓投資者在實現財務目標之餘，有更多時間和精力從事其他人生追求。

在投資組合中納入另類資產可幫助投資者實現回報來源多元化。

利用另類資產提升多元化

新的一年也是嘗試新事物的好時機。在投資組合中納入私募股權、私募債權、私募基礎設施及/或私募房地產可以幫助投資者分散回報來源，並有望提高投資組合增長。由於與傳統資產的關聯度低，配置另類資產亦有助於平滑投資組合的整體回報率。不過，投資者需留意另類資產的特有風險，如缺乏流動性和透明度。

優化槓桿

減少負債有時也是新年計劃中的一項。儘管借貸有其風險，但對高淨值投資者而言，積極審慎的策略性借貸將有助於優化財務規劃，尤其是在降息環境下。若能管理得當，借貸策略還有助於提升財務靈活性，減少持有過多現金的需求，管理匯率風險並提高潛在回報。

採取主動策略

近年來，被動投資策略備受追捧。但是，在新的一年里更加積極主動可能會提高潛在回報。被動投資可能過於寬泛，難以把握迅速發展的行業或未被納入主流指數的公司所蘊藏的機會，比如小型股、新興增長主題或新興市場。債券方面，管理權重、期限、現金流以及存續期（久期）、利率和信用風險相當複雜，因此主動管理型基金通常比投資者自行管理個券更具優勢，風險管理也更為出色。

所有主要資產類別（包括股票、債券、避險基金和私募市場等）都可提供可持續投資選項。

可持續投資

投資者還可以考慮明年在部份投資組合中引入可持續投資。所有主要資產類別，包括股票、債券、避險基金（對沖基金）和私募市場，目前均可提供可持續投資選項。從歷史表現來看，此類投資的風險和回報特徵與傳統投資相似。雖然政治變化或會引發波動，但長期而言，我們認為多元化可持續投資策略的表現將主要受到基本面和宏觀環境的驅動，而非政治因素。

希望這些計畫能夠幫助您為2025年及以後建構穩健的投資組合。我們祝福您新年佳節愉快，新的一年投資順利。



Mark Haefele
全球首席投資總監
財富管理

全球預測

經濟

實際GDP，較上年同期（%）

	2023年	2024年預估	2025年預估
美國	2.9	2.7	1.9
加拿大	1.1	1.2	2.0
日本	1.5	-0.2	1.1
歐元區	0.5	0.7	0.9
英國	0.3	0.9	1.5
瑞士	0.7	1.4	1.3
澳洲	2.1	1.0	1.9
中國	5.2	4.8	4.0
印度	8.2	6.3	6.3
新興市場	4.7	4.3	4.0
全球	3.4	3.2	3.0

資料來源：彭博、瑞銀，截至2024年12月12日。最新預測數字將更新於每週出版的《全球預測》。

通膨率（平均CPI），較上年同期%

	2023年	2024年預估	2025年預估
美國	4.1	3.0	2.5
加拿大	3.9	2.4	2.1
日本	3.3	2.6	2.0
歐元區	5.5	2.4	2.1
英國	7.4	2.5	2.4
瑞士	2.1	1.1	0.5
澳洲	5.6	3.2	2.5
中國	0.2	0.4	0.1
印度	5.4	4.7	4.2
新興市場	7.3	8.2	4.0
全球	6.1	5.8	3.2

資產類別

	現價	2025年6月	2025年12月
股票			
標普500指數	6,084	6,300	6,600
歐洲斯托克50指數	4,959	4,850	4,900
富時100指數	8,302	8,100	8,200
瑞士市場指數(SMI)	11,682	12,000	12,200
MSCI亞洲（日本除外）指數	722	765	800
MSCI中國指數	66	67	74
東證指數（TOPIX）	2,749	2,810	2,850
MSCI新興市場指數	1,108	1,180	1,220
MSCI所有國家環球指數	1,060	1,090	1,140
貨幣			
歐元/美元	1.05	1.09	1.12
英鎊/美元	1.27	1.33	1.35
美元/瑞郎	0.88	0.85	0.84
美元/加幣	1.41	1.37	1.35
澳幣/美元	0.64	0.68	0.68
歐元/瑞郎	0.93	0.93	0.94
紐西蘭幣/美元	0.58	0.58	0.58
美元/日圓	152	150	145
美元/人民幣	7.26	7.50	7.50

資料來源：彭博、瑞銀，截至2024年12月12日。最新預測數字將更新於每週出版的《全球預測》。

	現價	2025年6月	2025年12月
2年期收益率，%			
美元2年期美國公債	4.15	3.75	3.75
歐元2年期德國公債	1.95	2.00	1.75
英鎊2年期英國公債	4.25	3.75	3.50
瑞郎2年期瑞士公債	0.20	0.10	0.10
日圓2年期日本政府債券	0.59	0.80	1.10
10年期收益率，%			
美元10年期美國公債	4.27	4.00	4.00
歐元10年期德國公債	2.13	2.25	2.25
英鎊10年期英國公債	4.32	4.00	4.00
瑞郎10年期瑞士公債	0.29	0.30	0.30
日圓10年期日本政府債券	1.08	1.20	1.30
大宗商品			
布蘭特原油（美元/桶）	73.5	80	80
黃金（美元/盎司）	2,718	2,850	2,900

免責聲明

非傳統型資產

非傳統型資產類型是包括避險基金（對沖基金）、私募股權、房地產和管理型期貨（合稱為“另類投資”）的另類投資。另類投資基金的權益只出售給合格投資者，僅透過提供包含另類投資的風險、表現和費用等信息的發售文件，敦促客戶在認購和持有基金前仔細閱讀這些文件。另類投資基金的投資具有投機性質，包含大量風險。特別是，這些投資：(1)不是共同基金，不受與共同基金相同的監管要求；(2)表現可能出現波動，投資者可能會損失全部或大量投資；(3)可能涉及有可能增加投資損失風險的槓桿和其他投機性投資做法；(4)是長期的非流動性投資，一般不存在針對這類基金權益的二級市場，預計也不會開發這種二級市場；(5)另類投資基金的權益一般不流動，受轉讓限制制約；(6)可能不需要定期向投資者提供定價或估值信息；(7)一般包括複雜的稅務策略，向投資者分發稅務信息時可能會有延遲；(8)費用可能高昂，包括管理費和其他費用和開支，所有這些都會讓獲利減少。

另類投資基金的利益並不是任何銀行或其他已投保的存款機構的存款或義務，也不由任何銀行或其他已投保的存款機構擔保或背書，未經美國聯邦存款保險公司（FDIC）、美國聯準會（FED）或任何其他政府機構在聯邦範圍內投保。在投資另類投資基金之前，潛在投資者應瞭解這些風險，具備在較長的時期內承受這些風險的財務能力和意願，並應當把另類投資基金視為總體投資計畫的補充。

除了另類投資一般存在的風險，下列風險的與投資這些策略相關的其他風險：

- 避險基金風險：存在專門與避險基金投資相關的風險，可能包括與投資賣空、期權、小盤股、“垃圾債券”、衍生品、危困證券、非美國證券和非流動投資相關的風險。
- 管理型期貨：存在專門與投資管理型期貨項目相關的風險。例如，並不是所有的經理人都始終關注所有的策略，管理型期貨策略可能具備重大的方向性要素。
- 房地產：存在專門與投資房地產產品和房地產投資信託相關的風險。包括與債務、一般經濟或當地市場情況的不利變動、政府、稅收、房地產和分區法律或法規的變動相關的風險，與出資要求相關的風險，對於某些房地產產品，則存在與按照聯邦稅法獲得優惠待遇的能力相關的風險。
- 私募股權：存在專門與投資私募股權相關的風險。可臨時提出出資要求，未能滿足出資要求會造成重大不利後果，包括但不限於損失全部投資。
- 外匯/貨幣風險：投資美國以外地區證券發行人的投資者應注意，即便是以美元計價的證券，美元與發行人“本國”貨幣之間的匯率變動也會對這些證券的市場價值和流動性造成意外影響。這些證券可能也會受到美國投資者可能並未知曉的其他風險（如政治、經濟或監管變動）影響。

瑞銀投資總監辦公室(“CIO”)的投資觀點由UBS Group AG (“UBS Group”) 旗下UBS Switzerland AG (受瑞士金融市場監督管理局監管) 或其附屬公司(統稱為“UBS”) 的全球財富管理(Global Wealth Management) 業務部門編製和出版。UBS Group包括前Credit Suisse AG及其子公司、分支機構和附屬公司。與瑞信財富管理相關的其他免責聲明見本文末尾。

此等投資觀點根據旨在促進投資研究獨立性的法律要求編製。

通用投資研究——風險資訊：

本出版物僅供個人參考，不作為任何買賣投資或其它特定產品的報價或邀請報價。本報告所包含的分析不構成個人建議，也不考慮任何特定接收人的具體投資目標、投資策略、財務狀況和需要。此等分析基於大量的假設。不同的假設可能導致分析結果出現重大不同。某些服務和產品受法律約束，不能無限制地向全球提供、及/或者不適合對所有投資者銷售。本文件中的所有資訊和意見的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證(除了關於UBS的披露資訊)。報告中所提及的所有資訊、觀點以及任何預測、預估和指示的市場價格僅反映截至報告發佈時的情況，未來如有變動，恕不另行通知。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其它業務領域或部門不同或甚至相反。

在任何情況下，本文件或任何此等資訊(包括任何預測、價格、指數或其他計算金額(“價值”)均不得用於以下任何目的(i)估價或會計目的；(ii)確定任何金融工具或金融合約的應收或應付金額、價格或價值；或(iii)測算任何金融工具的表現或績效，包括但不限於追蹤任何價值的回報或表現，或定義投資組合的資產配置或計算績效報酬或表現費。接收此文件和資訊，即意味著您將被視為向瑞銀聲明並保證，您不會將本文件用於上述任何目的，或以其他方式依賴任何此等資訊。UBS及其任何董事或員工可能有權在任何時候持有本報告所提及投資工具的多頭或空頭頭寸，作為委託人或代理人進行涉及相關投資工具的交易，或者向/為發行人、投資工具本身或向/為此等發行人的任何商業或財務附屬公司提供任何其他服務或有官員擔任其主管。在任何時候，UBS及其員工所做的投資決策(包括是否買入、賣出或持有證券)可能與UBS研究出版物表達的觀點不同或相反。某些投資可能因所處的證券市場流動性差而不能隨時變現，所以對投資進行估價和識別所處的風險可能很難進行量化。UBS依賴資訊壁壘來控制資訊在UBS各個地區、部門、集團或關聯公司間的流動。鑒於存在巨大的損失風險，並且可能發生損失超過初始投資的情況，期貨和期權交易並不適合所有投資者。過往績效表現不預示未來績效表現。可應要求提供更多資訊。有些投資可能會突然大幅跌價，收回的資金可能低於投資額，或者甚至需要賠付更多。匯率的變動可能對價格、價值或投資收入產生不利後果。負責編製本報告的分析師可能為了收集、綜合和解讀市場訊息而與交易部人員、銷售人員和其他群體接觸。

瑞銀集團內各個地區、團體和人員可以獨立編製和分發各自的研究產品。例如，投資總監辦公室(CIO)的研究報告由瑞銀財富管理編製。瑞銀全球研究(UBS Global Research)由瑞銀投資銀行(UBS Investment Bank)編製。個別研究部門的研究方法論和評級系統可能有所不同，例如在投資建議、投資期限、模型假設和估值方法方面。因此，除了特定經濟預測(瑞銀CIO和瑞銀全球研究可能合作提供)外，個別研究部門提供的投資建議、評級、價格目標和估值可能有所不同或不一致。您應參考每個相關的研究產品，以瞭解其研究方法論和評級系統的細節。並非所有客戶都可以獲取每個研究部門的所有產品。每個研究產品都受其編製部門的政策和程式約束。

編製本報告的分析師的薪酬完全由研究部門的管理層及高層經理確定(不包括投資銀行部門)。分析師的薪酬並不基於投資銀行、銷售和交易或做市商交易的營收，但薪酬可能與瑞銀集團的整體營收相關，投資銀行、銷售和交易以及做市商交易均是整體營收的一部分。

稅務處理視個人情況而定，且可能會在未來發生改變。UBS不提供法律或稅務建議，也不對資產或資產的投資回報的稅務處理作出任何陳述，無論其是普遍性的還是針對客戶具體情況或需求的。我們必定無法將具體投資物件、金融形勢以及不同客戶的需求都納入考慮範圍，建議您就投資相關產品可能產生的影響(包括稅務方面的影響)進行金融和/或稅務諮詢。

若無UBS的事先授權，不得複製或複印本材料。除非另有書面協議，UBS明確禁止以任何原因將本材料派發或轉交給第三方。UBS不對第三方因使用或派發本材料引起的任何索賠或訴訟承擔任何責任。這份報告僅在適用法律允許的情況下派發。關於CIO管理利益衝突以及保持其投資意見和出版物、研究和評級方法獨立性之方式的相關資訊，請訪問<http://www.ubs.com/research-methodology>。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有關作者的更多資訊，以及任何涉及該主題的以往報告副本，可應要求從您的客戶顧問處獲得。

可持續投資策略的重要資訊：可持續投資策略旨在於投資流程和投資組合構建中考慮並納入環境、社會和治理(ESG)因子。跨地域的策略採用ESG分析，並以不同方法將結論融入其中。納入ESG/可持續投資因素或許會限制瑞銀參與某些投資機會或就其提供建議，雖然平常這些機會符合客戶投資目標。納入ESG因子或可持續投資考量的投資組合，其回報率可能低於也可能高於瑞銀不考慮ESG因子、排除條件或其他可持續性議題的組合，而且此類投資組合面臨的投資機會可能有所不同。

外部資產經理/外部財務顧問：若本研究報告或出版物提供給外部資產經理或外部財務顧問，UBS明確禁止外部資產經理或外部財務顧問向其客戶和/或第三方散發和提供。

美國：僅由UBS AG旗下子公司UBS Financial Services Inc.或UBS Securities LLC向美國人士派發。UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd及UBS Menkul Degerler AS為UBS AG的附屬公司。在向美國人士派發報告時，**UBS Financial Services Inc.**對非美國附屬公司編製的報告內容承擔責任。美國人士在本報告中提及的證券中進行的所有交易應通過隸屬於瑞銀的美國註冊經紀商進行，而非通過非美國附屬公司進行。本報告的內容未經且將不會獲得美國或其他地方的任何證券或投資監管機構的批准。**UBS Financial Services Inc.**不是《證券交易法》(“市政顧問規則”)第15B條所指的任何市政實體或義務人士的市政顧問，本報告所載意見或觀點並非旨在且不構成市政顧問規則意義上的建議。

如需要各國家/地區資訊，請參考以下網址：ubs.com/cio-country-disclaimer-gr，或可洽詢您的客戶顧問索取完整版的風險資訊。

與瑞信財富管理相關的附加免責聲明

您以瑞士信貸財富管理客戶的身份收到本文件。您的個人資料將根據瑞士信貸隱私聲明進行處理，您可在您的居住地透過登錄瑞士信貸官方網站<https://www.credit-suisse.com>查閱該隱私聲明。為向您提供有關我們產品和服務的行銷材料，UBS Group AG及其子公司可獲取您的個人基本資料(即姓名、電子郵件地址等聯繫詳情)，直到您通知我們您不希望再收到這些資料。您可以隨時通知您的客戶經理，選擇不接收這些材料。

除非本文另有指明和/或視乎您收到本報告的當地瑞士信貸實體的情況，本報告由UBS Switzerland AG派發，UBS Switzerland AG受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權和監管。

在翻譯文本中(報告和免責聲明)，中英文本如有歧異，應以英文本為準。

版本D/2024。CIO82652744

©UBS 2024。鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標。版權所有