

投资展望

2023年第一季度

曙光初现 捕捉转机



撰稿人



资产配置主管

Stanko Milojevic
stanko.milojevic@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 6577



环球首席投资总监

Willem Sels
willem.sels@hsbcpb.com
+44 (0)207 860 5258



董事-环球市场策略师及执行编辑

Neha Sahni
neha.sahni@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 1341

区域首席投资总监



亚洲区首席投资总监

范卓云
cheuk.wan.fan@hsbcpb.com
+852 2899 8648



北亚首席投资总监

何伟华
patrick.w.w.ho@hsbcpb.com
+852 2899 8691



东南亚首席投资总监

章耀君
james.cheo@hsbcpb.com
+65 6658 3885



中国首席投资总监

匡正
desmond.kuang@hsbc.com.cn
+86 21 38881020



欧非中东及瑞士首席投资总监

Georgios Leontaris
georgios.leontaris@hsbcpb.com
+41 (0) 58 705 5746



英国及海峡群岛首席投资总监

Jonathan Sparks
jonathan.sparks@hsbcpb.com
+44 (0)20 7860 3248



美洲区首席投资总监

Jose Rasco



环球债券业务主管

Laurent Lacroix
laurent.lacroix@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 0613



环球股票业务主管

Kevin Lyne Smith
kevin.lyne-smith@hsbc.com
+44 (0)207 860 6597



外汇及大宗商品投资产品顾问

Rodolphe Bohn
rodolphe.bohn@hsbcpb.com
+44 (0)203 359 1177



企业债券高级顾问

Elena Kolchina
elena.kolchina@hsbcpb.com
+44 (0)207 860 3058



环球市场分析师—房地产投资

Guy Sheppard
guy.r.sheppard@hsbc.com
+44 (0)207 024 0522



环球股票业务董事

Bryan O'Carroll
bryan.ocarroll@hsbcpb.com
+44 (0) 203 268 4220



高级产品顾问—私募市场投资

Jorge Huitron
jorge.emilio.huitron@hsbc.com
+44 (0) 203 359 7040

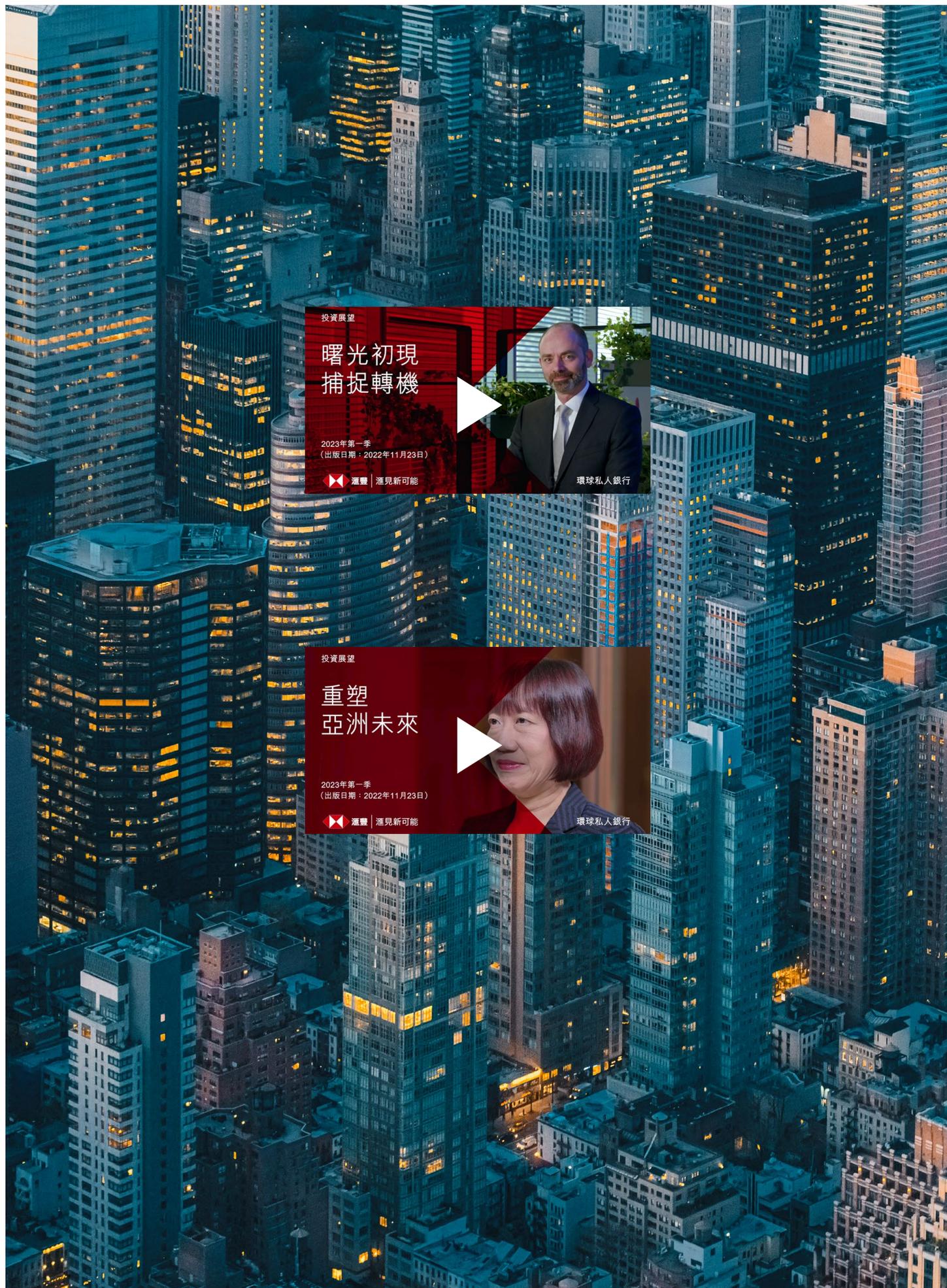


欧洲对冲基金研究主管

Alex Grievson
Alex.grievson@hsbc.com
+44 (0) 203 359 7065

目录

致客户的信	05
我们的投资组合策略	06
多元化投资组合是否仍然是更胜现金的选择?	12
四大投资趋势与精选主题	14
1. 重塑亚洲未来	14
2. 高息低增长下的投资机遇	18
3. 数码转型	20
4. 投资可持续未来	22
股票	24
债券	28
外汇和大宗商品	32
对冲基金	34
私募市场	36
房地产	38
免责声明	40



欢迎辞

致本行客户：

2023年将至，一直困扰投资者的增长放缓和利率上升等阻力，将会继续成为影响市场走势的主要因素。虽然周期前景仍存在重大挑战，但利率方面渐见曙光。

我们先谈坏消息。全球经济动力持续放缓，欧元区 and 英国步入衰退，美国增长远低于正常水平，而且中国经济在2023年很可能只会轻微复苏。这些周期不利因素基本上为我们的股票观点定调。预期市场对盈利增长的普遍预测将进一步放缓，因此我们对环球股票持偏低比重，偏向具防护力的板块，并聚焦市场地位强劲的优质股。地区方面，美国经济相对强劲，使我们偏好美股多于欧洲股票。在亚洲市场，我们上调对中国股票的观点，因为在政策措施支持下，与新冠疫情和住宅市场相关的风险减退。亚洲重启经济，为经济活动提供支持，但科技周期则减慢。

利率方面，市场曾多次尝试预测利率的见顶水平，但利率至今仍尚未见顶。然而，美国10月份的通胀数据低于预期，显示利率距离见顶越来越接近，虽然还有一段距离。大宗商品价格通胀、运输成本和供应链问题均有所缓和。租金继续上升，但应会于未来数月靠稳，因为租金倾向跟随住宅价格调整，而住宅价格现时持续下跌。

随着联储局利率接近见顶，美元凌厉的升势应会停止，因此我们对美元持中性观点。此外，债券市场已

反映联邦基金利率在2023年第一季度达到5%，使我们对短至中期和高评级债券的收益率感到安心，因而对这类债券持偏高比重。投资者就债券的相对风险水平作出调整，因此今年抛售债券多于股票，使债券显得便宜。我们也因其分散投资作用而看好债券，原因是在经济增长放缓期间，债券与股票的相关度一般会下降。我们对对冲基金持偏高比重，藉此进一步分散投资组合的风险，因为对冲基金受惠高波幅市况，不同国家基本因素分歧，以及其现金结余所获的收益上升。

虽然我们对短至中期债券抱持信心，因而上调中国股票配置，以及下调对美元的观点，反映我们认为曙光渐现，然而，我们将继续密切注视一些重要的里程碑，这些里程碑可能使我们上调风险配置。当核心通胀和联储局利率最终确定见顶，我们可能通过延长存续期和再度增持科技板块，大幅增加利率配置。利率方面的好消息也有利股票表现，但股市持续扬升的前提是周期前景必须靠稳。这需要耐心等待，因为加息对经济增长的影响滞后。然而，当周期更趋稳定时，我们会对股票和低评级企业债券持更正面的观点。环球承险意欲转强也可能使我们对美元持看淡的观点。

以上是对未来市况感到乐观的潜在原因，但目前来说，我们仍保持审慎，并认为投资者应聚焦以下四项优先。首先，我们调整投资组合配置，偏向高评级债券。其次，我们加强投资组合对经济衰退的韧性，聚焦优质股和局部对冲通胀。第三，我们通过

增持对冲基金，以及私募资产和房地产的核心配置，进一步分散债券投资的风险。最后，我们配置于结构趋势，我们注意到许多拥有有利条件以把握这些趋势的企业，现时的估值通常偏低。

可持续发展便是一个例子。部分政府容许增加勘探石油和天然气，以确保能源供应，但这不会使气候缓解和适应方案的长期投资理据备受质疑。事实上，这些政府也投资于可再生能源和核能，家庭和企业则投资于太阳能和保温功能，并提升生产工序效益，以节省昂贵的能源支出。因此，短期成本诱因，加上长期可持续发展推动力，有助降低绿色溢价，并推动新的绿色方案和技术发展。

在此困难一年的尾声，投资者要考虑重要的平衡举措。一方面，地缘政治，以及利率、通胀和增长周期转向的时间高度不明朗。另一方面，几乎所有资产自2022年初已重新定价。好消息是，现时即使优质资产也明显较过去便宜，投资者可加强投资组合韧性，并有望获得可观的预期回报，等待基本因素改善提高风险配置。



环球首席投资总监
Willem Sels

2022年11月23日

我们的投资组合策略

全球经济放缓仍有一段时间继续是股票面临的主要不利因素，因此我们对环球股票持温和偏低比重。对高评级债券持偏高比重有助分散风险，而且债券收益率已反映大部分加息因素。由于增长周期落后于利率周期，我们宁可承受利率风险，也尽量回避周期风险。我们也对对冲基金持偏高比重，以分散和缓减不明朗情况。我们找寻市场展露的曙光，并发掘终于可以使我们稍为乐观的因素。此外，我们继续强调在亚洲市场内与可持续发展和科技相关，而且估值具吸引力的结构机会。

1. 我们的环球市场观点

全球经济放缓仍然是影响市场发展的主要因素。欧元区和英国正经历衰退，虽然美国表现较强韧，但增长也低于正常水平，而且可能在2023年出现一至两季的负增长。中国的增长率可望见底，因为有利的货币政策应开始渐见成效。最近的政策措施有助缓减住宅市场下行的极端风险，并舒缓与新冠疫情相关的瓶颈问题，但经济活动急速增长的可能性不大。

债券：偏高比重

聚焦优质借款人
维持整体存续期低于基准

股票：温和偏低比重

偏好美国，多于欧元区和英国
偏好亚洲和拉丁美洲新兴市场多于欧洲新兴市场
继续偏向具防护力的板块，以质量和收益为重点

另类投资：偏高比重

偏高比重：对对冲基金持偏高比重
核心配置包含私募市场和房地产

虽然在过去十年，低息环境原意要刺激增长和避免通缩；但现时在利率、增长和通胀相互作用下却走向相反方向。通胀居高不下，必然使利率长期维持高水平，应会继续减慢经济增长，只是影响滞后而已。利率上升对住宅市场的影响已浮现，发达市场的房价、销售和建筑活动均下跌。消费者的房贷还款增加（有些升至两倍，甚至三倍），汽油、食品、衣履

和公用事业支出也飙升。对大部分民众来说，工资升幅追不上通胀，不得不缩减支出，尤其是非必需消费品。各国政府虽然向国民提供援助，但由于借贷成本急升，政府的能力也有限：最戏剧性的例子莫过于英国，市场迫使英国政府放弃支出计划，取而代之的是调高税率（这使许多经济学家不再相信现代货币理论）。

经济增长放缓应可使通胀逐渐降温，美国10月份消费物价指数正好带来了这方面的憧憬。好消息是石油、天然气和运输成本下降，半导体短缺问题也逐渐减退。这使货品价格通胀回落，我们认为货品通胀将继续降温，并可能出现惊喜。然而，另一方面，劳工市场仍然强劲，支持大量与租金（滞后于房价）和服务相关的价格通胀居高不下。因此，虽然通胀应可于2023年回落，但重返接近央行一般为2%的目标可能性不大。这意味各国央行仍会继续加息，而且大多数央行希望维持利率于收紧区间，以确定长时间居高不下的通胀确实已下降。至于美国联储局，我们认为利率将在第一季升至5%，并一直在

2023年和2024年维持。

总的来说，我们预期全球增长放缓成为市场基调，利率目前持续上升，其后于高水平靠稳（中国明显例外，由于增长放缓但逐渐触底，使中国利率相对稳定）。

然而，对投资者来说，重点在于前景被巨大的阴霾笼罩。消费物价指数包含众多元素，所反映的讯息令人困惑，难以作出准确预测。此外，全球各地加息影响通胀和增长的滞后效应高度不明朗，造成政策失误风险（收紧力度过大或过小）。政治议题也举足轻重：市场密切注视中国的新冠抗疫政策；俄乌战事的前景难以预测，但影响巨大；美国国会的政治僵局可能使债务上限备受挑战。鉴于利率上升，加上投入和劳工成本上涨，越来越多小型和较疲弱的企业无力偿债，但不致于出现信贷危机（因为近年家庭和企业均审慎管理杠杆）。此外，欧洲央行的措辞强硬，加上意大利新一届政府上台，可能为欧元区周边国家的投资者带来挑战。

幸好在上述不明朗因素下，一些结构趋势维持不变，为投资者提供长远方向。一些市场评论员担心受俄乌战事影响，部分政府会增加钻探石油和天然气，以获取能源供应，会否使可持续发展革命备受质疑。我们认为情况并非如此：面对俄乌战事的影响，家庭和企业的应对方法包括：安装更多太阳能板，改善保温设施，以及尽量减少能源消耗；同时，政府也投资于可再生能源和核能。第27届和第15届联合国气候变化大会说明，气候变化和生物多样性互为影响，应对其中一项挑战的源头，通常也有助应对另一项挑战。若希望实现全球气温升幅低于摄氏1.5度的目标，便需要立即而且持续采取更多措施。我们认为节省昂贵能源、肥料、包装和运输等成本的短期需要，有助加强对可持续发展主题的结构支持。在众多结构趋势当中，我们认为市场广泛讨论的去全球化和中美战略竞争将会使供应链多元化，回迁在岸和近岸地区，有利墨西哥，以及我们的「全方位防护」和「东盟新机遇」主题。精选主题部分将详细剖析这些长期趋势。

2. 我们目前的资产配置

我们的投资组合策略因应严峻的周期挑战作出调整，但也注意到债券收益率年初至今持续扬升。相对周期风险，我们更愿意承受一些利率风险，因此对股票持温和偏低比重，聚焦质量、收益和具防护力的板块配置。债券方面，我们认为目前宜投资于短至中期债券，因为这类债券几乎已反映我们预期的加息幅度；另一方面，延长存续期可能会使波幅加剧，但不会大幅提高投资者获得的收益（因为收益率曲线平坦或倒挂）。经济下行显然也使我们转向高信贷评级，青睐发达市场和新兴市场的投资级别借款人。在2022年，利率上升使股债同样受挫，但随着市场价格大致反映加息幅度，加上市场焦点日渐转向经济周期，我们认为债券与股票的相关度将会减弱，而且相对2022年，优质债券的分散投资成效较佳。我们对对冲基金持偏高比重，以进一步分散投资，并认为在波幅加剧，板块和市场转换，以及货币政策和增长动力的地域差异之下，对冲基金可继续受惠大量投资机会。此外，我们也注意到，许多对冲基金运用期货和场外交易衍生工具配合现金相关工具的策略，随着现金利率上升，这些策略的回报潜力日增。

我们的世界观如何影响投资优先？

投资者的四大主要优先配置	相关重点领域
在利率见顶之前，调整债券持仓	对发达市场和新兴市场投资级别债券持偏高比重，聚焦二至五年期债券 「短至中期优质债券」和「发达市场金融机构债券」精选主题
建立能对抗衰退的投资组合	优质股债 聚焦收益，局部通胀对冲，以及「美国抗逆力」、「亚洲经济重启赢家」和「强韧收益」精选主题
分散风险，以缓减市场波动和地缘政治不明朗因素	通过对对冲基金持偏高比重和将另类投资包含在核心配置内，分散投资
投资于受有利因素支持的结构增长趋势	「能源转型及自主」、「东盟新机遇」、「亚洲绿色转型」 「融通生物多样性」 「全方位防护」和「智能移动」

如上表所示，我们建议投资者聚焦于四大优先项目。

- ◆ 首先，我们调整债券的投资组合配置，聚焦发达和新兴市场的投资级别债券。我们的相关精选主题包括：「短至中期优质债券」、「发达市场金融机构债券」和「亚洲优质债券」。
- ◆ 其次，我们也加强投资组合对经济衰退风险（部分由通胀居高不下触发）的韧性，聚焦优质股债，以及提供股息收益或其收益由通胀带动的企业（能源、必需消费品、基建）。我们的「美国抗逆力」、「强韧收益」和「对抗通胀」精选主题有助实现上述目标。

- ◆ 第三，考虑到所有不明朗因素和我们所述的风险情况，我们强调分散投资。过去十年的低息环境有时候被视为除股票以外「别无选择」，我们的资本市场假设一直从风险/回报角度，把现金和高评级债券视为吸引力最低的资产。直至最近，收益率上升纠正了这个想法，现时新的市场环境有时候被视为「有合理的其他选择，包括：债券、部分现金和另类资产。因此，我们通过高评级债券和对冲基金分散投资，并认为其他另类资产（例如：私募投资和房地产）也是高度多元化投资组合的重要组成部分。投资者可持有有限度的定向风险投资，利用波幅飙升产生收益或提供部分下行保障。

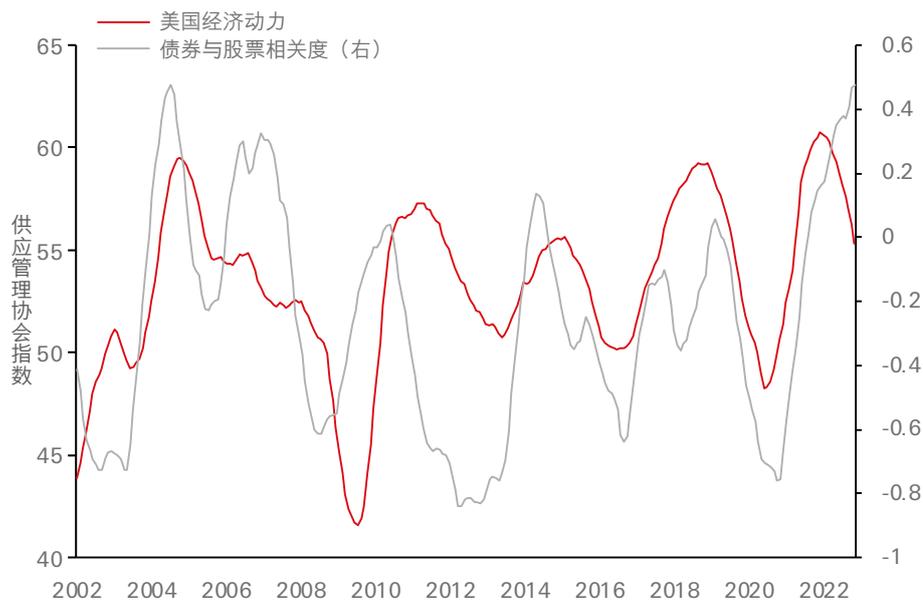


◆最后，我们的精选主题把握结构趋势，有时候源自利率和增长争论的市场杂讯可能使这些趋势被排挤，但结构趋势一直存在。我们继续通过「投资可持续未来」趋势下的主题，把握绿色投资机会。中国延迟复苏削弱亚洲的短期动力，但中央政府最近转向优化新冠抗疫政策和放宽房地产措施，略有加强

我们的信心。我们已把焦点转向东南亚，以及转向供应链重整和疫后经济重启的受惠者。鉴于利率上升削弱增长股，加上半导体短缺、电子消费品需求减弱和广告收益下跌，使「数码转型」主题下的一些企业受挫，我们特意持续减少「数码转型」趋势下的主题。我们保留与「智能移动」和「全方位防护」相

关的主题，因为我们认为这两个主题可望获得最强劲的支持。

回顾历史，当经济周期放缓，股票与债券的相关度会减弱



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

估值下降推高债券收益率和股票盈利率，但债券收益率的走势较明显



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。注：股票盈利率与市盈率为逆向。

3. 那些因素可推动我们持较积极的观点？

我们已概述核心观点和相关的不明朗因素，主要聚焦于下行风险，但那些因素可使我们稍为正面？现时，我们仍面临可能出现的最差情况——增长放缓，通胀偏高，利率上升。然而，几乎所有资产较2022年初便宜得多，若市场对一些基本因素靠稳的信心上升，而且价格恰当地反映相关风险，市场可望在2023年稍后时间触底，甚至回升。

下表显示可能令市场环境更积极的潜在发展走势。我们认为市场对利率信心改善，很可能先行于增长消息好转。市场将尝试评估联储局何时对通胀稳步下降抱持信心，因为这容许联储局减慢加息步伐，甚至最终暂停加息。当然，此举无法预料，但这个里程碑可能在第一季或第二季初出现，有望为债券创造更积极的市场环境，推动我们延长存续期配置。外汇

市场也可能受到影响：在10月份消费物价指数低于预期后，我们对美元转持中性观点，因为这难以令市场维持利率续升的预测，而且应可制止美元与其他货币息差持续扩大的趋势。股票方面，债券收益率更稳定甚至回落，意味增长股获较大支持，可使我们重新增加对「数码转型」趋势下精选主题的配置。然而，我们仍继续聚焦于优质股票和债券，直至周期开始触底。

从周期角度来看，预料环球经济数据可能约于第二季或第三季见底，但欠缺自此回升的经济动力。盈利方面，我们认为市场的普遍预测需进一步下调，但当分析员预测盈利增长为零或盈利轻微衰退，加上盈利动力靠稳，这可能是向市场释出价格已充分反映悲观情绪的讯号。这是一个重要的里程碑，届时我们会再度增持股票，并降低防护成份。当地市场因素也不容忽视：虽然最近的政策措施

使我们对中国市场持更正面的观点，但我们希望等待能源危机和俄乌战事缓和，才上调对欧洲的观点。英国方面，民众对政府政策的信任度上升有利市场表现，但鉴于经济继续衰退，市场难以大幅和持续回升。在第三阶段，承险意欲改善可能减低美元作为避险资产的吸引力，继而使具周期特性和收益较吸引的货币获较大支持。

目前，我们维持审慎的投资配置，但认为必须继续注视重要的里程碑，因为我们憧憬一些市场将于2023年回升，因此投资者有需要灵活应变。

当利率见顶或增长触底时，我们的观点将如何变化？

当前配置

- ◆ 对股票持偏低比重——加强投资组合对衰退的抗逆力
- ◆ 对债券持偏高比重，但聚焦短至中期债券和优质借款人
- ◆ 对美元转持中性观点

第一个里程碑：利率见顶后，我们可能会作出那些改变？

- ◆ 延长债券持仓的存续期
- ◆ 科技股和其他增长股面对的挑战减少
- ◆ 继续聚焦优质股债

第二个里程碑：当经济增长和盈利靠稳，我们可能会作出那些改变？

- ◆ 增持股票，并降低防护成份
- ◆ 有选择性地承担更多信用风险
- ◆ 地区偏好取决于主要的当地市场挑战的改善情况
- ◆ 美元回软

多元化投资组合是否仍然是更胜现金的选择？

经历了2022年令人沮丧的抛售，加上抵不住利率上升的引诱，有些投资者在想：将大量配置放在现金是否一个可行的策略？我们注意到现金的吸引力较从前已有所改善，因此我们在短期战术配置的基础上，把现金上调至中性。然而，我们对现金的长期策略资产配置仍低，以下三个原因支持我们继续分散投资于不同资产类别。

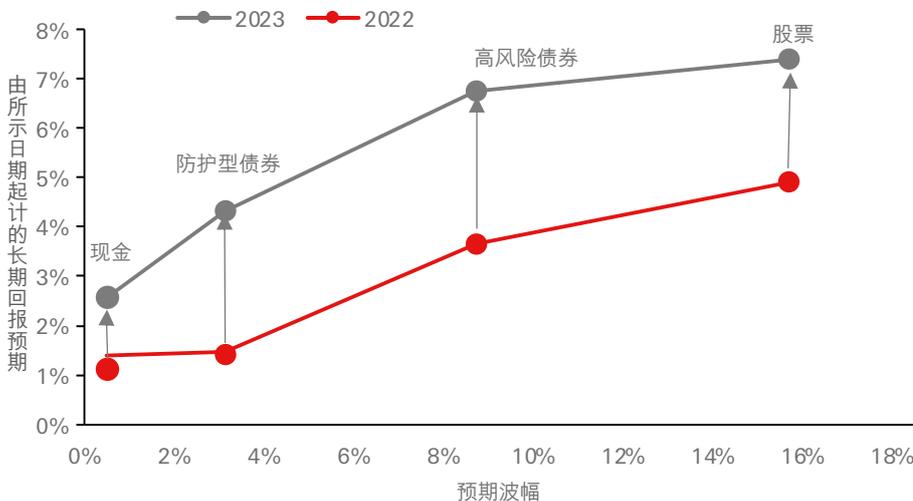
首先，虽然现金利率确实上升，

但环球市场的风险溢价也同样走高。其次是，无论联储局能否控制通胀，以往经验显示大部分资产类别的表现都可领先现金，这加强分散投资的理据。最后，按照过去的重新定价情况，我们相信目前债券提供的正超额回报高于现金利率，这在我们的2023年长期策略资产配置已有所反映。

保持投资并分散配置于不同资产类别，是一个有效的投资原则，有助

持守投资纪律，避免跌入捕捉市场时机的陷阱。证据显示，把握市场波幅的策略，为长线投资者带来回报。由于在环球金融危机之后的15年，市场没有出现长时间的大幅抛售，投资者可能感到这个原则尤其易于遵守。此外，在期内大部分时间，现金利率实际上是零。鉴于持有现金没有收益，加上被通胀蚕食的幅度不小，因此精明的投资者敢于承受市场风险，投资于债券、股票和另类投资，同时限制期内的现金配置。

虽然现金利率上升，但债券长期回报预期的升幅远高于现金利率。



汇丰环球投资管理、汇丰环球私人银行（2022年11月22日）。防护型债券：国债、企业债券、证券化信贷及与通胀相连接债券。高风险债券：高收益和新兴市场债券。股票：发达和新兴市场股票。所有预期回报以美元显示。

然而，2022年对股票和债券投资者来说都是痛苦的一年。在联储局急速调整货币政策后，现金利率现时处于4%，这是2007年以来未曾出现过的水平。也许最近的市场抛售令人沮丧，加上抵不住利率上升的引诱，有些投资者在想：现金是否已较过去更具吸引力？我们认同这个观点，主要建基于金融抑制政策可能已成过去，而且现金回报开始高于通胀的时期可能再度出现（我们认为在2023年下半年，美国通胀可能低于联储局的政策利率）。因此，我们最近已上调对现金的观点至中性。

然而，投资者在配置投资时，需要比较现金与所有其他可行的替代资

产类别的前景。尽管现金利率近日上升，但市场普遍认为不会长时间维持在当前水平。我们预期联储局将会由2025年开始减息，美国未来十年的现金利率平均为2.58%，欧元区为0.81%，英国为1.7%，中国则为3.09%。与此同时，我们估计过去十二个月的预期股票风险溢价已由4.12%升至4.91%。如下图所示，相对历史数据，债券风险溢价的升幅尤其偏高，我们的长期回报预测已大幅上升，尤其是防护型债

券。

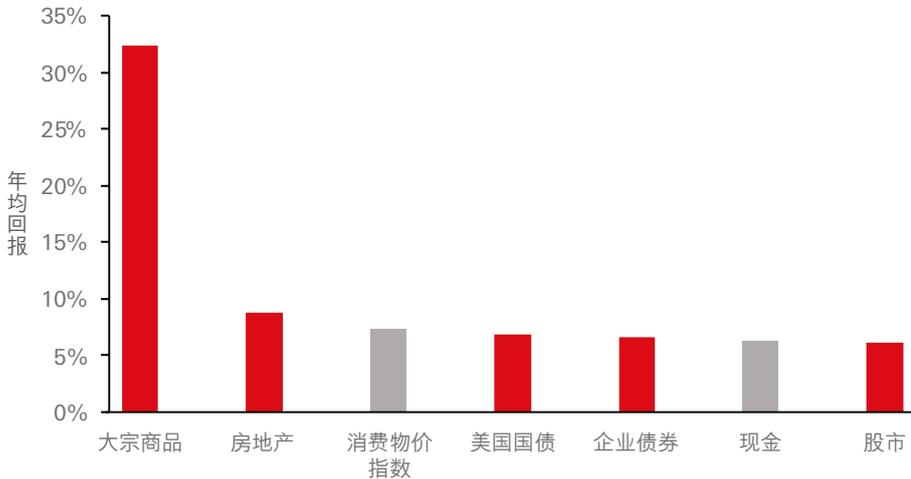
我们认同现金的吸引力已有所改善，但必须强调现金的正实际回报无法保证。要了解在我们的基本情况以外未来时间的资产类别潜在表现，必须放开环球金融危机之后接近零利率的经验，并把我们的基本情况建基于高现金利率时期：1970年代（当时现金利率处于高水平，通胀持续升温）和1980年代（当时现金利率同样处于高水平，但通

胀受控）。评估上述两个情况，可深入分析我们的合理预期，无论联储局能否在未来数年控制通胀。

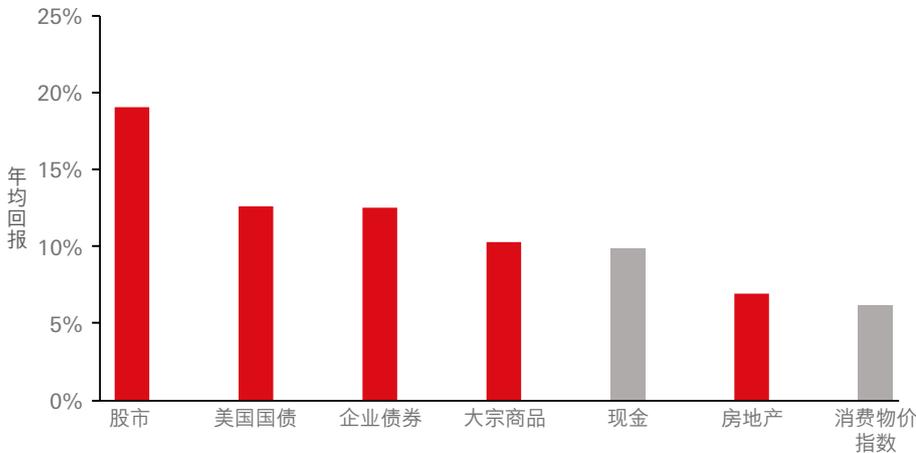
从这些情况得出的第一个推断，是大部分资产类别表现一般领先现金，即使现金利率上升，这仍然支持继续投资于多元化投资组合的理据。股票对通胀状况尤其敏感——若通胀问题持续得不到解，股票表现可能难胜现金（1970年代），但若货币政策的官员重新控制通胀，股票应可提供出色的回报（1980年代）。在通胀尤其严峻的时期，大宗商品普遍仍然是适当的对冲工具。此外，可能最值得注意的是，无论在通货再膨胀抑或通胀下降的情况，债券表现均领先现金。

在最新的2023年长期策略资产配置，我们稍为增持债券，尤其偏重与通胀相连债券，因其实际收益率已重返十多年来未见的水平。我们采取短期战术部署，今年把现金配置上调至中性。然而，即使持中性比重，在分散投资的多元资产投资组合当中，现金仍占最小的比例，而且我们一直提议广泛分散投资于可投资的资产类别，作为行之有效的长期策略。

情况 1：现金利率处于高水平，通胀漩涡式上升（1970年代）



情况 2：现金利率偏高，通胀向下（1980年代）



资料来源：汇丰环球私人银行、彭博资讯、耶鲁大学、达特茅斯学院（2022年11月22日）。1969年12月31日至1989年12月31日期间的回报以美元显示。

重塑亚洲未来

面对全球经济下行的宏观挑战，亚洲经济体继续脱颖而出，成为相对安全的避险市场，其强韧的本地基本因素可抵御经济衰退风险。我们相信亚洲经济体的表现相对上可继续领先全球市场，因区内市场加快经济重启及加推支持增长政策而展现曙光。中国最近转向逐步放宽控疫政策，并对房地产板块提供更全面的政策支持，为2023年增长复苏提供值得注视的影响因素。我们预期在2023年，亚洲（日本以外）的国内生产总值增长将由2022年的3.9%升至4.5%，与众多发达市场经济体2023年接近零增长的预期相比，这仍然不俗。在亚洲16个主要经济体当中，中国是最大的单一贸易夥伴，相信随着中国逐步重启，国内消费和投资将会回升，从而推动亚洲区的整体增长前景。

我们的「重塑亚洲未来」主要投资趋势旨在物色区内最具吸引力的结构和短期战术机遇。

我们的四个精选主题

1. 亚洲经济重启赢家
2. 东盟新机遇
3. 亚洲绿色转型
4. 亚洲优质债券

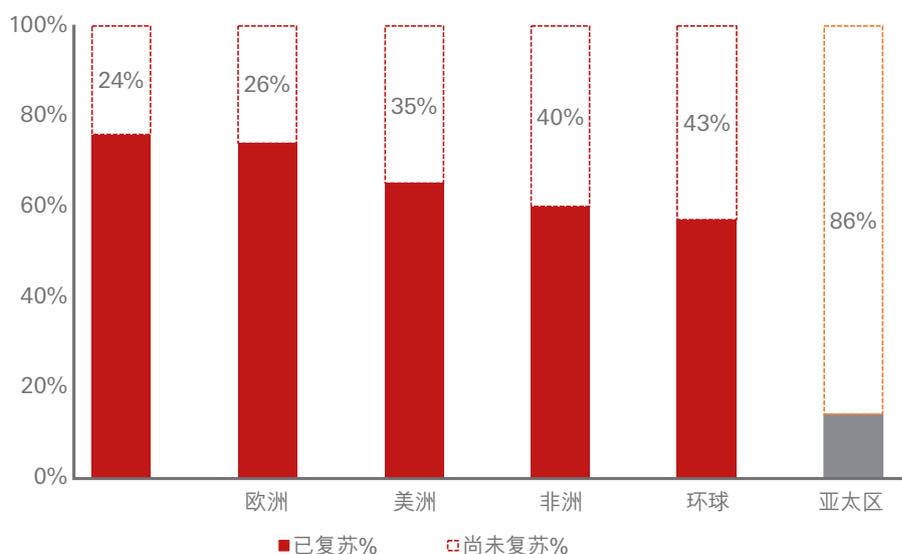
我们的新精选主题「亚洲经济重启赢家」聚焦区内经济重启规模不断壮大的受惠者。中国国家卫生健康委员会公布了20项新措施，以缩短隔离检疫时间，优化疫情防控工作，以及停止地方政府实施过度控疫限制，

标志着逐步放宽防疫政策的一个重要里程碑。中国将于未来数月加快为全国民众接种加强剂疫苗，我们预期在明年3月召开的全国人大会议完成国务院领导班子换届后，很可能推出更多重要的经济重启措施。

我们预料北亚经济体，包括：中国内地、香港特区、台湾地区、南韩和日本，应会在2023年最能感受到经济重启带来的正面影响，因其重开边境和放宽防疫限制步伐落后于全球其他地区。东南亚应可继续受惠外国旅客流入和旅游业畅旺的强劲动力。

亚洲经济重启的上行潜力最大

2022年1月至7月国际入境旅客占2019年水平%*



资料来源：世界旅游组织、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。

泰国入境旅客人次仅攀升至疫前水平的一半。预期东南亚重启边境将继续推动经济复苏，旅游业有望受惠这股趋势。

根据世界观光旅游委员会估计，就观光旅游业对2023年国内生产总值的贡献而言，预料亚太区将重返疫前水平。世界旅游组织数据显示，亚洲旅游业在2021年至今仍处于复苏阶段，预料复苏趋势将会延续。展望未来十年，预测亚洲观光旅游板块的年均增长为8.5%，较区内经济的4%增长率高出一倍。受惠经济重启的有利因素，我们青睐亚洲的旅游、航空、款待、饮食、澳门博彩和大众消费板块的优质行业龙头。

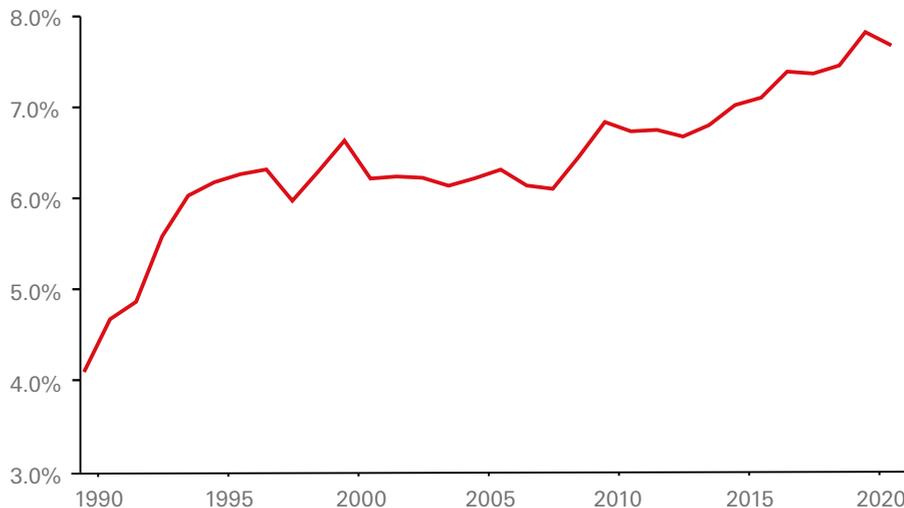
在经济陆续重启下，消费支出前景强韧，东盟经济体展现曙光。我们推出的新主题「东盟新机遇」，以把握消费企业、基建企业、东盟银行业和新加坡房地产投资信托基金的增长机会。通过签署《区域全面经济夥伴关系协定》，东盟区内的经济现时更紧密融合，并成为全球最大的自由贸易区。我们相信东盟经济体可受惠亚洲供应链重新配置和区域化。个别东盟市场，例如印尼，可受惠大宗商品价格偏高，从而抵御通胀冲击。

东盟股市在2022年取得最强劲的盈利增长，表现优于全球和其他地区股市，预料这股趋势很可能延续至2023年。受惠强劲的消费需求，印尼和泰国的经济动力在东南亚名列

前茅。区内估值相对历史水平和其他地区市场仍然吸引。回顾过去十年，东盟经济体通过减债并持续进行基建投资，使区内财政得以稳健重整。因此，东盟企业已建立强韧的基本实力，并加强资产负债表，以抵御美元强势和美息偏高带来的不利因素。

东盟对全球贸易的重要性日增

东盟占全球出口份额 (%)



资料来源：联合国贸易和发展会议统计数据、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。

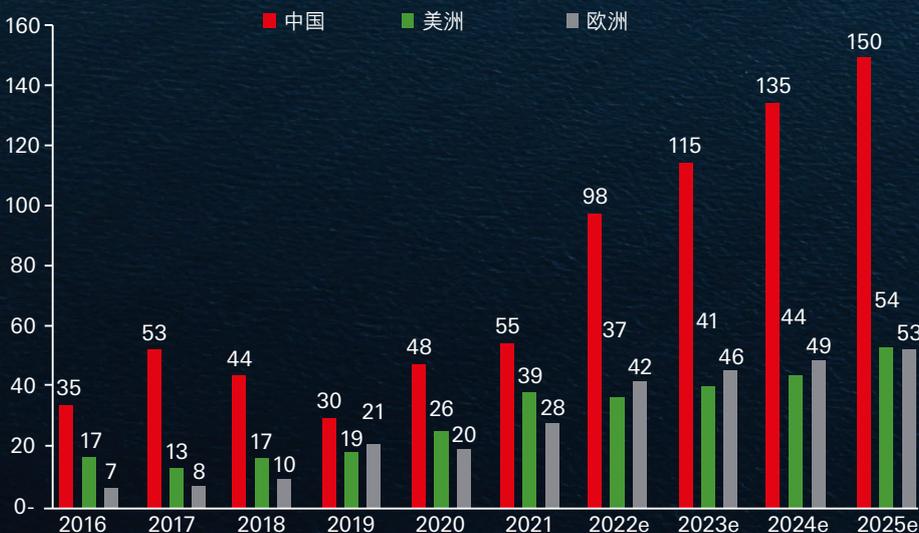
结构增长机会方面，我们的「亚洲绿色转型」精选主题继续专注把握区内能源转型及自主、绿色基建发展和新能源汽车科技创新趋势带来的机遇。我们偏好太阳能、风能和绿色氢能的可再生能源设备生产商，智能电网制造商，以及电动车供应链的领先企业。世界银行预测，中国需要在能源转型、绿色基建和科技方面投资高达17万亿美元，才能在2060年之前实现碳中和目标。中国逐渐发展为全球电动车生产强国，现时在中国出售的每三辆新汽车当中，便有一辆是电

动车。纯电动车企业、一些传统的代工生产商和电池企业可望受惠净零转型。我们预期在2023年，中国的年度太阳能装机容量将达到115千兆瓦，到2025年进一步增加至150千兆瓦，复合年增长率为15%。

约占全球总额的18%，是仅次于欧洲的第二大市场。

印度需投资约3,000亿美元，才能于2030年之前达到500千兆瓦的可再生能源装机容量目标。东南亚国家及地区也纷纷发行绿色债券，有利于生态系统的项目融资。亚洲开发银行的数据显示，东盟和东亚已发行的可持续发展债券金额

中国未来数年对太阳能的需求增长应会冠绝全球



资料来源：SolarPower Europe、彭博新能源财经、汇丰预估、汇丰环球研究、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。注：e = 预估。

我们在通胀降温和美国利率周期逐渐见顶的前提下作出配置，继续看好「亚洲优质债券」主题，尤其是在2022年亚洲企业债券市场收益率普遍大幅回升的情况下。然而，这个主题聚焦亚洲优质企业债券，包括香港特区高评级企业债券、中国内地电讯、媒体与科技债券和印尼主要货币债券。随着香港

进一步向其他地区重启边境，我们青睐零售和房地产板块的投资级别债券。印尼在强劲的大宗商品周期下持续改善财政状况，我们认为印尼的投资级别准国债继续展现吸引的息差机会。我们偏好短至中存续期的亚洲投资级别债券，预期在利率波动的市况下，其价格波幅低于长期企业债券。

亚洲投资级别信贷利差较美国投资级别债券吸引



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

高息低增长下的投资机遇

我们第二个趋势的主题，平衡了当前周期动力减弱和高度不明朗的环境，与股债估值改善的吸引力。这个主题系列同时平衡我们的其他多个主题，有关主题通常偏向增长风格，并跟随长期趋势。我们注意到以下讨论的主题之间有所重叠，但通过结合当中的个别投资主意（均聚焦质量和/或周期防护力），投资者可找到切实可行的方法，建构回报潜力合理的防护型投资组合。

美国抗逆力：美国经济增速低于正常水平，但仍较其他经济体强韧，关键是美国作为能源出口国，在油气领域展现机遇。不少美国家庭在疫情期间成功储蓄，而且失业率仍然很低。因此，当我们撤出非必需消费品和服务领域的同时，观察到消费者选购成本较低的货品，以保持消费，为必需消费品板块带来支持。

强韧收益：股息有助大幅提高总回报，尤其是当股市持续上行的潜力受限时。当然，随着周期放缓，挑选现金流充裕，足以派付稳定股息或持续增加股息的企业至为重要。然而，股息预期逐渐回升，部分原因是银行股（一般属高息股）在利率上升带动下报升。从投资风格角度来看，派息股通常以价值为导向，有助平衡偏重

我们的六个精选主题

1. 美国抗逆力
2. 强韧收益
3. 抗衰退强者
4. 对抗通胀
5. 短至中期优质债券
6. 发达市场金融机构债券：资本结构调整

消费者注意到房贷供款和通胀飙升，严重打击消费信心



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。

增长股的投资组合。此外，派息股一般具优质特性，通常被视为「低波幅」股票，我们预期市场仍较往常波动的情况下，这应有助投资者获利。

抗衰退强者：英国经济正在衰退，我们预期欧元区也即将陷入衰退。因此，我们的股票投资组合对欧元区持偏低比重，并物色能够抵御经济衰退的企业。这些企业侧重质量（即市场地位强劲和盈利强韧），而且杠杆比率受控。此外，我们所物色的企业往往属于防护板块，例如：能源、必需消费品和医疗保健。

对抗通胀：在金融市场，没有完美的通胀对冲，但我们认为其中三个领域具吸引力。首先，即使能源价格下跌，能源板块也可持续产生强大现金流。如果价格再次飙升，使消费物价指数反弹，能源板块将脱颖而出。其次，我们青睐市场地位强劲的必需消费品股，因为食品和货品通胀通常会转嫁予消费者，从而提

高企业收益。最后，我们聚焦基建板块，不少基建企业均受惠投入成本和收费价格之间的关联（通常由监管机构制定），有助保障企业利润。我们已将房地产从这个精选主题中剔出，因为借贷成本上涨，可能继续拖累房地产价值，但房地产仍是多元化核心投资组合中的关键成分。

短至中期优质债券：我们的核心投资组合对短至中期和高评级债券持大幅偏高比重，这个观点同样反映于我们的精选主题中。我们继续聚焦投资级别债券，因为高收益债券利差狭窄，且对增长放缓敏感。此外，我们偏好短至中年期债券，由于企业债券的长短息差距非常狭窄，因此通过延长存续期获取较高收益率的方法未能获利。担心政策利率可能高于市场目前预期的投资者可以增持浮息票据。

发达市场金融机构债券：资本结构调整：为应对《巴塞尔资本协定III》的严格监管要求，银

行业已提升资本比率和流动资金比率。然而，一级资本可能对本地经济和国债利差表现敏感，尤其是在经济日渐疲弱的欧洲，因此，我们的资本结构上移至二级资本和高级无抵押债券。与国债和非金融机构债券相比，我们认为这个领域的收益率具吸引力。



数码转型

面对全球增长放缓，贸易紧张和高通胀的环境，政府、企业和消费者的优先事项已改变，试图通过聚焦替代能源和供应链重新配置等范畴，以抑制上述这些具破坏力的影响。全球数码转型的浪潮将何去何从？

我们的两个精选主题

1. 智能移动
2. 全方位防护

我们认为这股趋势实际上为数码化重新注入动力。企业所追求的供应链分散、精简和自动化往往需要更高水平的数码化。此外，为提高效率以解决通胀问题，人手密集型工序通常会被数码化流程取缔。数码科技通过取代现有的技术、流程或设备，同时开辟崭新的工作模式以改变社会。

智能移动

很少会有数项独立技术在我们运输板块所观察到的方式融合，而这些技术将多方面改变人们的本地和长途旅行方式。智能移动拥有多项优势，有助增加出行途径；提供替代方

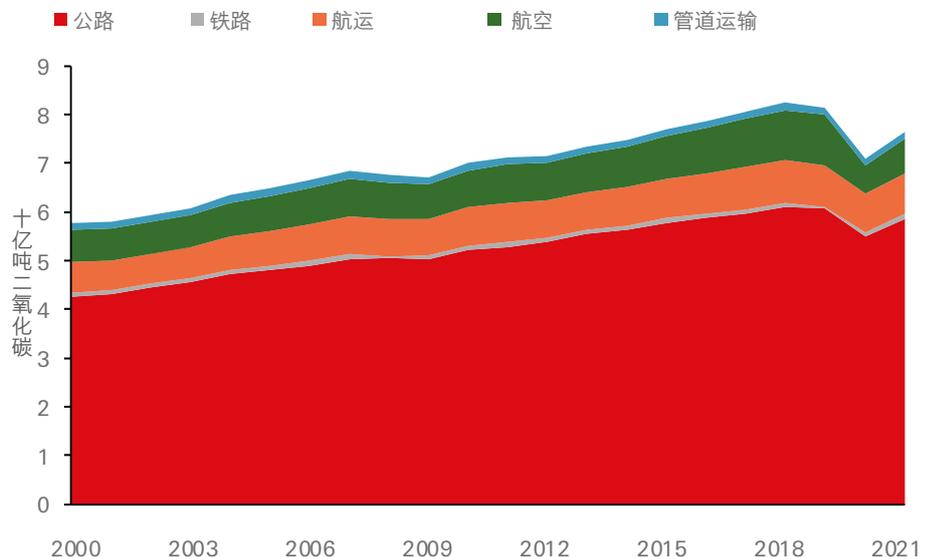
案；改善交通体验并增加选择。我们的投资主题聚焦以下两个重要领域：

- 1) 将智能科技融入基建和运输模式，促进人与货品的流动。
- 2) 限制在运输过程使用化石燃料的受惠者。

以下将探讨上述主题的实际例子，并说明这些技术如何在真实世界应用。

过去20年，休闲和商务旅行的各方面几乎都被自动化和数码化所改变。随着5G网络和低轨道卫星将现有基建用户、设备和交通运输工具连接起来，新一波创新浪潮正在涌现。全面一体化的交通系统正在面世。任何拥有智能电话的用户都能在抵达目的地之前，购买全球许多交通网络的机票、火车票或巴士票。智能科技可以让你在选择座位时得知载客量；在驾驶时选择比较畅通的路线；实时了解

在净零情况下，2000年至2021年环球运输的二氧化碳排放量（按分类板块划分）



资料来源：国际能源组织、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。



行车延误或堵塞情况；使用串流技术查看位置。简单提升技术便能为旅客带来更多选择，有助他们掌握旅程的下一步！

接下来将探讨智能移动主题的第二个范畴，即从化石燃料过渡至电力运输的受惠者。根据国际能源组织 (IEA) 的数据，2021 年交通运输占全球终端板块二氧化碳排放量的 37%，相当于 77 亿吨碳。《巴黎协定》、第 26 届联合国气候变化大会 (COP26) 和政府间气候变化专门委员会 (IPCC) 的研究报告日益推动各界采纳零排放技术。电力、氢能、生物燃料和氨能是潜在的零排放或绿色燃料，应有助减少排放。多国政府已下令由 2030 年或 2035 年起禁止销售以汽油或柴油引擎发动的新车，这将加快电动车的采用。

以相关新技术取代依赖化石燃料的技术，为投资者带来机遇。基于现有技术，锂电池成为了小型装置、感应器以至汽车等所有设备的最佳替代能源。商用车辆和火车可受惠氢燃料电池技术的进步，尽管氢燃料电池的应用情况仍稍为落后于锂电池。

基于上述发展，旅行体验将变得

更愉快和环保。

全方位防护

对不少人来说，现今世界似乎不如世纪之交时安全，但奇怪的是近代商业、科学、科技、通讯和预期寿命都有所改善。国家、企业和个人层面面对漏洞的意职日渐提高，对安全的需求也不断增加。政府并非唯一对安全负责的一方，正如主流文化所述，「每个人都参与其中」。在「全方位防护」主题下，我们将探讨这个广泛议题的潜在发展和受惠者。

虽然数码转型的好处良多，但也伴随着新的安全威胁，即网络犯罪。各国政府和企业正大举投资保护数码基建、软件和机密数据，以防遭到实体和数码攻击。为应对多重威胁，科技业界正研发各种软件，能够侦测间谍程式与电脑病毒、解除勒索软件，以及建立防火墙防止黑客入侵。为潜在目标提供服务的板块已崭露头角。

近年，实体资产及粮食、水资源和能源等多种物品供应再次面临广泛的安全风险。政府和企业正尝试通过增加库存，分散来源和供应链，投资替代能源和加强本地产能来减缓影响。

随着全球人口不断增加，而且资源日益受限，这将推动安全产品和服务需求增长，但意欲和增长可能因所认知的风险及威胁而有所起伏。

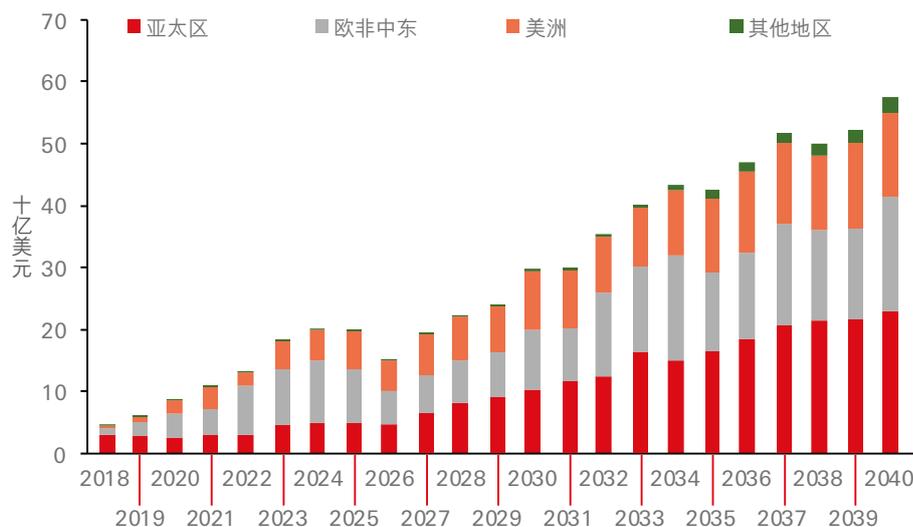
投资可持续未来

《联合国气候变化框架公约》缔约方会议第27届会议(或简称COP27)的迫切性较往年有所提高,对可持续发展议题的接受程度和活动明显超越过往。地球生物正面临各种危机,其中大部分由人类活动所致,现在社会普遍认为,我们需要迅速采取行动,减轻历史错误所带来的影响。好消息是我们已具备达到可持续发展目标的所需条件:我们拥有知识、技术、资本,而且决心日益壮大。因此,对投资者来说,机会日益变得触手可及,我们在可持续发展趋势下确立了四个主题,相信这些主题代表着未来的投资良机。

我们的四个精选主题

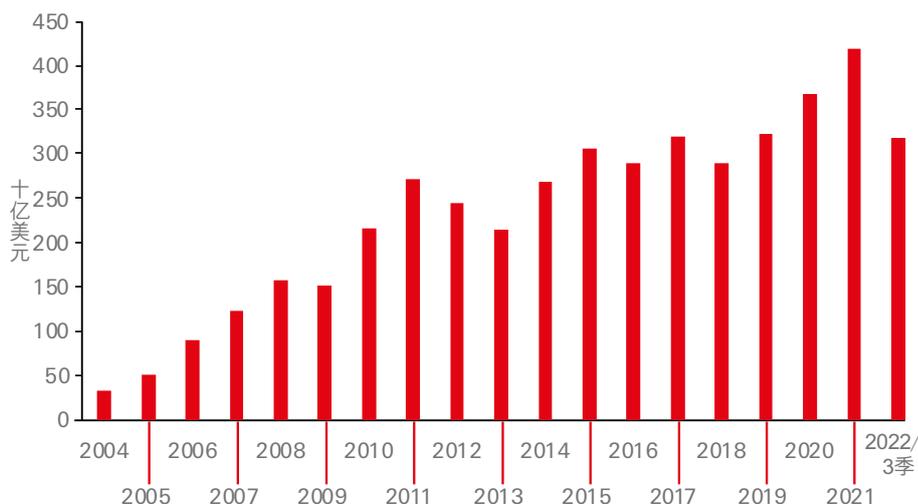
1. 能源转型及自主
2. 融通生物多样性
3. 可持续投资收益
4. 聚焦社会责任投资

每年能源储存预测投资



资料来源: Bloomberg Finance L.P、汇丰环球私人银行 (截至2022年11月22日)。

每年可再生能源产能储备



资料来源: 彭博新能源财经、汇丰环球研究、汇丰环球私人银行 (截至2022年11月22日)。

能源转型及自主

由高化石燃料过渡至低碳化石燃料和可再生能源组合的能源转型已持续多年，其中太阳能、风能和其他可再生能源（例如：水力发电）在能源组合占较高比例。不过，能源转型仍处于相对早期的阶段，尚蕴藏大量机会。举例说，电网、电缆和变电站都需要更新，才能配合这类可再生能源，家用可再生能源发电的趋势也需要提供支持，并需要一个能够有效运作的框架。同样，电池技术和更广泛的基建也要与这些新方案一并考虑。根据彭博资讯，储能成本正在下降，全球储能装机容量预计将由2020年的33千兆瓦时飙升至2030年的1,055千兆瓦时。

乌克兰战事为能源转型的趋势增添动力，同时突显本地过度依赖国外能源供应的危机和代价。欧洲（尤其是德国）已受累于能源价格飙升和停电的威胁。这为全球多国政府支持并加快可持续能源计划带来新的诱因，因为可持续未来也是本地生产的未来。以德国为例，住宅太阳能板需求在俄乌冲突爆发后急增，2022年首六个月的销量相当于2021年的总销量。整体而言，可再生能源的趋势正持续发展。

融通生物多样性

生物多样性日益备受重视，我们观察到各国推出不少倡议，尝试逆转人类对自然环境的破坏。近日，卢拉（Luiz Inácio Lula da Silva）胜出巴西总统大选便是一个好例子。他在选

举中获胜，某程度上至少与他主张保护亚马逊雨林的立场有关，这与他的竞争对手兼现任总统博索纳罗（Jair Bolsonaro）形成鲜明对比。选举结果清晰传达了巴西民众的讯息，并得到世界各地关注可持续发展人士的响应，即保育和恢复地球的生物多样性是当前的首要任务。在本地层面，我们留意到民众日益关注恢复自然地貌，在大片土地上重新种植天然野生植物和原生花草树木，这些行为对自然生态系统的裨益远超目前所见。过去150年，地球的生物多样性锐减，直至现在，我们才意识到许多动植物在保护环境和维持生态平衡方面所发挥的作用。这个主题背后的政策和社会需求正在形成，加强了活跃于相关领域的企业的发展潜力。

可持续投资收益

随着市场在2022年经历重大的估值下调，投资者正在物色更稳定的投资，以在回报中增添收益成分。通过「可持续投资收益」主题，我们已物色到业务基础稳定，并能以可持续方式提供吸引股息的企业。此举可让投资者受惠与当前投资环境相符且具吸引力的投资策略，同时推动可持续未来。

聚焦社会责任投资

企业在广大社会所发挥的社会影响力，日渐成为投资者重要的考虑因素。疫情是关键性的导火线，使企业行为（不论好坏）对社会造成的影响成为市场焦点。曾被视为临时劳工的工人获重新分类为不可或缺的一环，因

此其议价能力有所提高。现时，通胀增添了雇员的行动力，并进一步推动劳工团体争取更优厚的工资和条件。举例说，英国铁路罢工持续，因为当地铁路工会希望人工占利润的比重能有所提升。美国方面，工人要求调高最低工资水平，并因此就组织工会发起讨论，但其后个别大型零售商将工资和福利提高至超过法定水平，减弱组建工会的呼声，不过这个情况可能不会持续下去。对投资者来说，这代表个别企业相对其他企业具备较大优势，能够应对因这些问题而生的压力。在多元共融方面表现良好，并致力实现平等和公平的企业有望吸纳人才，进而改善与监管机构和客户的关系，有助巩固基础。

股票

环球股市在2022年举步维艰，新冠疫情、俄乌战事的影响、高通胀、全球收紧货币政策、企业利润率缩减，以及盈利增长放缓等问题，导致市场为股票重新定价。迈向2023年，情况难免令人忐忑不安。市场重新定价使现时的股票估值显得吸引，但除非企业充分下调盈利增长预测以反映最新实况，否则风险溢价不太可能大幅收缩，市场应会继续波动。

偏高比重

市场：美国、墨西哥、巴西、瑞士、中国、印尼、泰国和香港特区

板块：必需消费品和能源（包括可再生能源）

偏低比重

市场：英国、德国、西班牙、意大利、南非、土耳其、南韩和台湾

板块：工业和非必需消费品

环球风格偏好

质量和收入

亚洲经济增长应会逐步回升，部分原因是中国最近公布的政策有助降低极端风险，并标志着政府更为重视平衡疫控和经济增长。与此同时，欧洲和英国似乎注定将会陷入衰退。美国在2021年建立的稳健财政状况，应可防范经济完全陷入衰退，但增长放缓似乎无可避免。我们维持防护板块部署，首先对必需消费品持偏高比重，因为食品价格上涨可能带动利润率高于预期。我们也青睐能源板块，供应限制应会使库存紧张和价格偏

高；市场期望节省昂贵的石油和天然气成本，加上持续的结构趋势，可再生能源发电也可受惠。

风格方面，我们聚焦盈利强韧的优质公司。保持高现金水平的企业应可维持股息政策，为收益型投资者提供吸引的总回报机会。由于债券收益率仍然偏高，而且反覆波动，我们在价值股与增长股之间保持平衡。

债券收益率的每日波幅远超平常，为对冲基金提供大量机会
以五年前为100



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

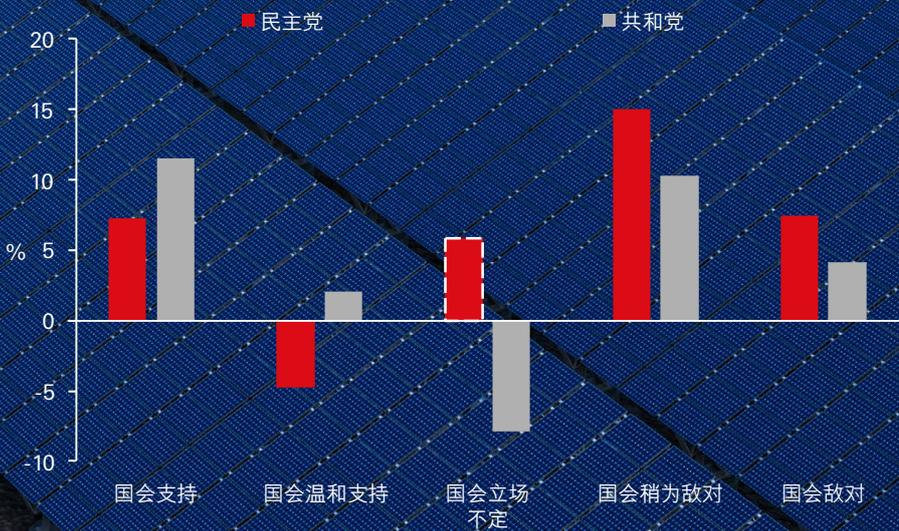
欧洲面临衰退边缘

欧洲的食品和能源价格仍居高不下，加上战事继续拖累区内财政状况，经济衰退似乎已成定局。内需疲软也令欧洲股市受压。面对全球经济放缓，向来能够帮助提振欧洲股市的环球贸易势必在当前的全球经济低迷下进一步放缓。欧洲受到中国清零政策的沉重打击。基于周期挑

战，相比其他地区，我们对欧洲采取更强的防护部署，对医疗保健股持偏高比重，对金融股持偏低比重。与其他地区一样，供应紧张和盈利能力良好推动我们对欧洲能源公司维持偏高比重。估值虽然吸引，但基于区内经济前景，企业盈利评级可能再下调，我们认为需待能源危机解决后，欧洲与美国之间的估值差距才会收窄。我们认为在许多环球公司

业务支持下，英国市场表现仍较当地经济状况所反映的情况良好，但生活成本沉重的危机和财政政策收紧仍会对表现构成压力。

根据历史经验，在民主党总统执政下，国会分治对美股相对有利



资料来源：汇丰环球投资管理、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

对亚洲新兴市场持温和偏高比重

亚洲股市的表现差异颇大。一些东南亚市场表现领先，因为边境重开已刺激消费，供应链转移则提高产量。此外，与其他地区的情况一样，环球趋势同样惠及亚洲食品和能源生产商。另外，亚洲内需较为强韧，而且区内贸易支持市场表现活跃和经济重启。然而，台湾和南韩受到全球半导体需求下降和环球科技竞争所冲击。我们对中国的配置出现重大变化，在市场表现疲弱后上调观点至温和偏高比重。虽然经济增长未见大幅回升，但我们认为中国政府近期的政策转向促进增长复苏，降低住宅和疫情相关的下行风险。目前，市场预期中国将于未来数月推出更多措施。风险下降和估值可观，令市场更具吸引力，支持我们上调观点。

对美洲维持偏高比重

经济增长放缓和利润率收缩，应会令美国2023年的企业盈

利增长受压。联储局以历来进取的步伐收紧货币政策，加上通胀仍然居高不下，股票投资者也继续备受挑战。作为美国一大主要板块，科技股在高息环境下所受的打击尤其严重。

尽管如此，美股仍是我们在环球投资配置中持主要偏高比重的范畴，因为我们相信美国可能会避免完全陷入衰退。在2021年利率仍处于低水平时，许多美国公司已为其财政再融资，并延长债券存续期。这意味公司短期内不必进行再融资，而且现金水平和盈利能力应属良好。美股在中期选举前扬升，传统上，国会分治将有利美股。

不少美国消费者也在2021年为房贷再融资，其中许多房贷的期限较长且为定息，应有助在一段时间内限制偿债成本，加上工资增长加快，令消费者的财务状况相当稳健。因此，虽然通胀升温 and 利率环境将打击美国经济增长和需求，但我们认为企业和消费板块的流动资金仍足以抵御低

迷时期。尽管如此，周期减弱意味我们保持防护部署，对必需消费品、能源和公用事业持偏高比重。

拉丁美洲股市的表现优于其他新兴市场。区内各国央行比其他地区央行更早开始收紧货币政策，现时更率先转向，例如：巴西可能在2023年第二季开始减息。随着中国调整防疫措施，进一步刺激国内经济，拉丁美洲（尤其是巴西和智利）应可藉贸易流量改善明显受惠。墨西哥方面，近岸生产主题带来推动力。随着美国公司将供应链管理迁移至邻近美国边境，在这个长期主题支持下，经济已开始改善。

未来两个里程碑

目前，虽然我们仍对环球股票保持审慎，但当达到两个里程碑时，我们将采取更正面的策略。利率见顶的进一步证据将有利对利率敏感的股票，包括：科技股，但我们需要达到第二个里程碑 – 增长和盈利稳定，股票才

与其他市场相比，中国的估值尤其便宜，加上经济下行风险减少，推动我们上调对中国股票的观点至温和偏高比重



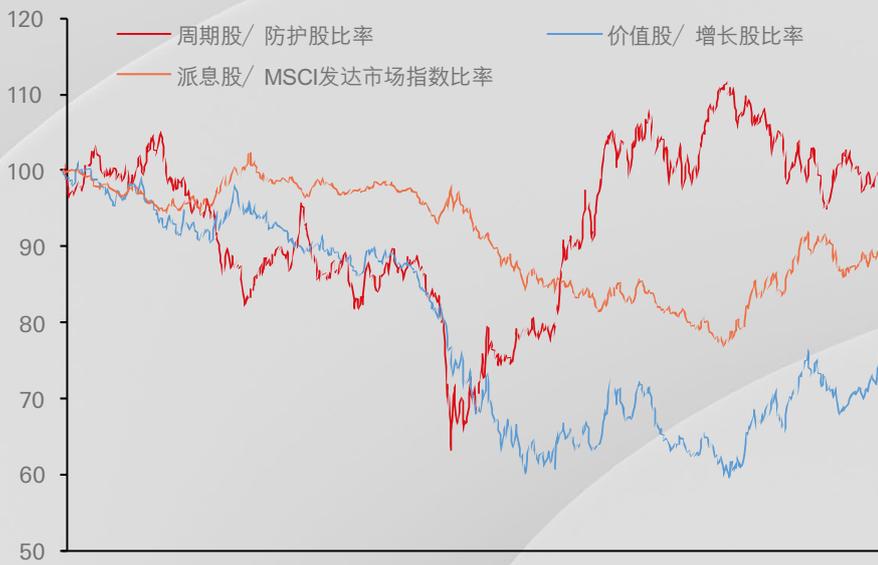
资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。佳绩并非未来表现的可靠指标。

可获得更持续和广泛的支持。

此外，我们聚焦能产生稳定现金流，并保持净债务水平偏低的优质公司。我们也继续寻找收益，通过派息或股份回购计划以增强提升总回报的潜力。我们在增长股与价值股之间采取平衡的观点。虽然我

们密切注视板块选择，但选股仍然至关重要，并应密切注视基本商业模式的韧性。

利率上升削弱增长股，但高股息表现良好。在经济放缓下，周期股最近反弹回升显得异常



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

债券

在央行的强硬措辞和高通胀数据支持下，利率继续大幅波动，削弱债市回报。债券估值已反映大部分加息预期，并回复相对股票等其他资产类别的吸引力，展露曙光。因此，我们对债券持偏高比重，但仍保持审慎，聚焦优质企业债券，主要是投资级别（新兴市场和发达市场）及「短至中期」债券。我们认为，收益率曲线平坦甚至出现倒挂，不足以弥补所承担的额外存续期风险。预期发达国家国债收益率将在短期继续波动，但随着通胀和经济增长下滑，以及企业信贷利差持续扩大（尤其是评级较低的发行机构），市场波幅将于2023年缓和。

偏高比重

国债：英国国债

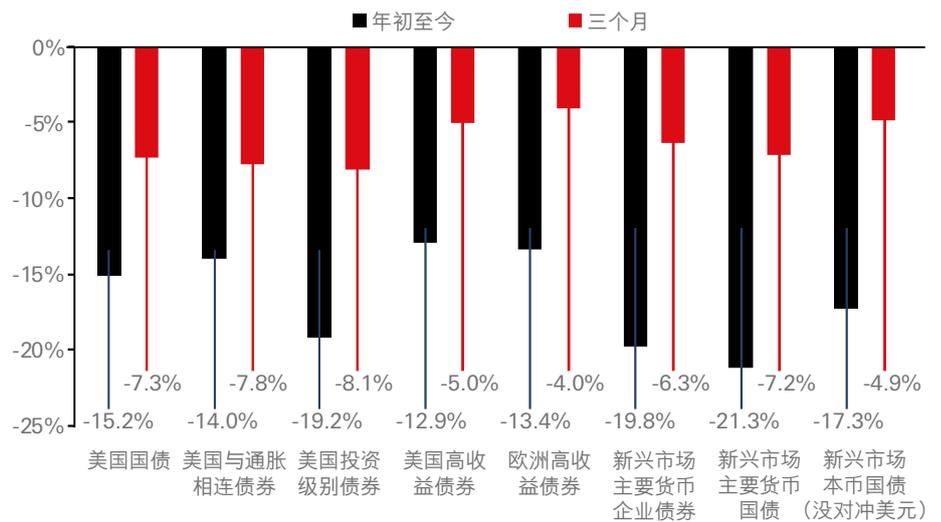
企业债券和新兴市场债券：美国、欧洲和英国投资级别债券；澳洲和新西兰企业债券；海湾合作委员会和墨西哥主要货币债券；巴西主要货币企业债券；墨西哥和巴西本币债券

偏低比重

国债：德国和日本国债、欧洲周边国家债券

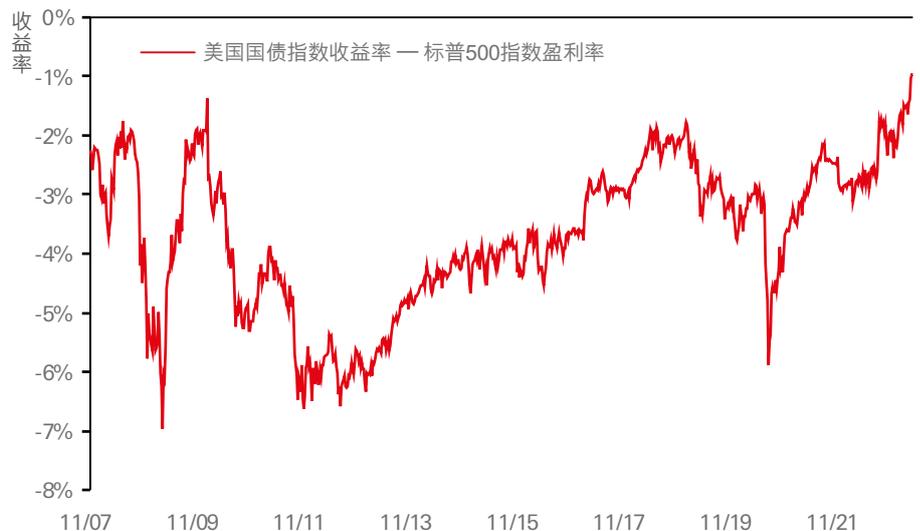
企业债券和新兴市场债券：阿根廷、土耳其和乌克兰主要货币债券；土耳其和印度本币债券、俄罗斯主要货币和本币债券

利率波动削弱债券回报



资料来源：汇丰环球私人银行、摩根大通、美银美林指数（截至2022年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

美国国债估值相对股票有所改善



资料来源：汇丰环球私人银行、彭博资讯（截至2022年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



发达市场：持偏高比重，专注短至中期企业债券的息差机遇

随着市场因应收紧货币政策而重新定价，加上发达市场实际利率偏高（几乎重返2008年之前的水平），我们认为对债券持温和偏高比重，并调整对股票的比重至适度偏低也属正确。然而，全球经济不明朗，以及央行「不惜一切代价」对抗通胀，迫使我们在债券配置方面保持审慎，尤其是考虑到联储局已将利率上调至限制区间。因此，我们降低对发达市场国债长期持有的偏低比重，这类债券是我们债券配置中最安全的部分，并可分散风险资产的风险（即其回报通常具反周期性质）。另一个支持论据是美国国债与标普500指数盈利率之间的差异，现时处于2007年以来的最窄水平，使债券估值相对更具吸引力。最后，由于目前市场定价已反映联邦基金利率将于5%见顶，我们认为发达市场债券收益率也即将见顶。

一些发达市场的利率甚至可能已经见顶：英国的情况可能如此。英伦银行在11月大幅加息四分三厘至3%，与市场预期相符，但其措辞明显温和。这支持我们的观点：加息周期非常接近尾声，英国公布「迷你预算」后，英国国债收益率可能已于10月见顶。因此，我们在11月上调对英国国债的观点至温和偏高比重，同时对以英镑计值的优质债券、短期投资级别债券维持完全偏高比重。这些都是发达市场投资级别债券中平均信贷利差最大的债券。

整体而言，我们对环球债券持偏高比重，包括对环球投资级别债券（即美元、欧元、英镑）持偏高比重，对环球高收益债券持中性观点，并对国债持小幅偏低比重。我们继续专注短期企业债券（二至五年期）的息差机遇，聚焦环球投资级别和高BB评级企业，就相对风险来说，我们认为这类债券的息差交易最具吸引力。板块方面，我们主要聚焦能源和金融企业，并偏好资本结构内的高端债券（参阅我们的精选主题「发达市场金融机构债券：资本结构调整」）。至于其他板块，我们聚焦财政状况强劲，债务逐渐减少和现金流增加，以及债券到期状况良好的公司。

新兴市场：聚焦短至中期优质企业债券

受到充满挑战的全球经济环境和利率上升所影响，加上俄乌战事和中国房地产板块疲软等特殊事件，新兴市场主要货币债券今年表现不佳。截至10月底，新兴市场国债报跌23.8%，新兴市场企业债券则跌19.8%。新兴市场本币债券较为强韧，平均下跌9.5%，但计入外汇疲弱的因素后，以美元计的负回报也相若，达到19.3%。

资金流向优质资产，使新兴市场基金年内出现大量资金外流，为新兴市场债券价格增添压力，因为基

金经理需要在不流通的市场平仓，以满足赎回要求。总括而言，新兴市场企业债券表现逊于美国高收益债券，截至10月底，美国高收益债券回落12.2%。

与此同时，新兴市场经济体目前在应对全球挑战方面明显较强韧，新兴市场企业基本因素处于过去十年来最强劲的水平。截至2022年第二季末，环球新兴市场的平均净债务比率为1.3倍（见图）。美国投资级别企业的平均净债务比率为2.5倍，欧洲投资级别企业则为3.3倍。尽管存在宏观不利因素，但新兴市场企业今年的信贷指标应可保持稳定，因大多数公司的收益和息税折旧及摊销前利润继

新兴市场企业基本因素处于十年来最强劲的水平

投资级别企业净债务比率



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）；摩根大通预估（截至2022年第二季）。

续增长，并可不断将上涨的成本转嫁客户。

新兴市场企业违约率（不包括陷入困境的中国房地产、俄罗斯和乌克兰发行机构）也仅保持1.2%，与发达市场相若，其中美国高收益债券违约率为1.5%，欧洲高收益债券则为0.3%。在新兴市场中，欧洲新兴市场的违约率出乎意料最高，达21.7%，亚洲为12.8%，中东和非洲保持0%，拉丁美洲则处于2.2%的可控水平。

虽然短期宏观风险仍然偏高，风险资产可能持续波动，但我们认为由于信贷质素稳健，估值亦见改善，

短至中期优质新兴市场债券可提供价值。新兴市场企业债券的平均收益率为8.7%，投资级别属BBB级。然而，我们仍采取严格筛选的策略，聚焦现金充裕、再融资风险较低的公司，并强调分散投资的重要性。

地区方面，我们看好在当前全球经济环境下，经济韧性较强的巴西、墨西哥和海湾合作委员会成员国。最近，我们对巴西的观点由中性上调至温和偏高比重，原因是当地宏观经济环境改善，政治不明朗因素基于总统大选结束而减少。我们对新兴市场本币债券市场保持中性观点，因为全球风险仍然偏高，为新兴市场国家的财政和经常帐带来压力。巴西和墨西哥

是我们唯一看好的两个当地市场。

新兴市场企业基本因素处于十年来最强劲的水平
高收益企业净债务比率



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）；摩根大通预估（截至2022年第二季）。

外汇和 大宗商品

自2021年初以来，强美元一直是金融市场的主要动力，但前景正在改变。相比许多其他十国集团货币，美元受惠联储局在制定收紧货币政策方面的领导作用，以及利率上升的吸引力，但随着利率接近见顶，我们认为这些利率差距不太可能进一步扩大，与部分国家之间的差距甚至可能收窄。因此，美元的主要利好因素正在迅速消退。然而，全球经济增长疲软，加上美国经济相对强韧，以及承险意欲参差甚至疲弱，将为美元继续提供一些支持。

因此，我们最近下调对美元的观点至中性；对欧元和英镑的观点上

调至中性；并看好日圆和新加坡元。大宗商品方面，我们预期市场动力减弱，因此对黄金、白银和石油保持中性观点。

美元在过去两年一直保持强势，为坚信强美元的投资者带来丰厚货币收益，美元指数在11月初升至20年高位。尽管存在三大利好因素（息差扩大、环球经济增长放缓、承险意欲疲弱），但至少其中一项因素（息差）正在迅速消退。

美国10月份消费物价指数终于显示核心通胀下降，令市场憧憬利率接近见顶，故此，利率在市场价格目前反映的5%见顶的水平上再上升的

看好

日圆、新加坡元、巴西雷亚尔

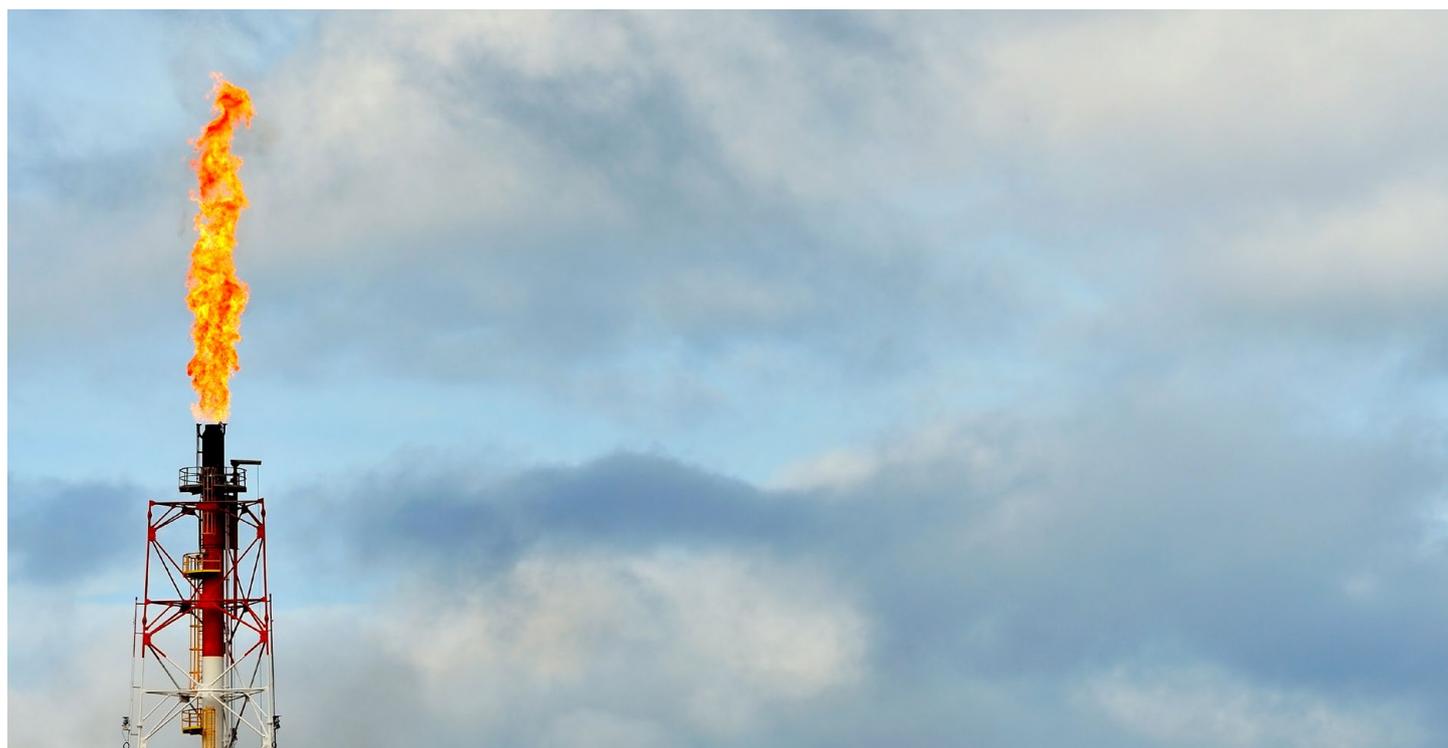
中性

美元、欧元、英镑、瑞士法郎、澳元、新西兰元、加元、新兴市场货币（包括人民币）、黄金、白银和石油

看淡

韩圆

风险减少。我们认为在现阶段对美元转持负面观点仍言之过早，因为联储局仍有再加息一厘的空间，而且在环球经济举步维艰的情况下，美国经济依然相对强韧。此外，在承险意欲改



善，以及股市出现更可持续的反弹之前，美元的避险特性也会提供一些下行支持。

我们下调对美元的观点，相应上调对欧元和英镑的观点至中性。美元大幅升值后，欧元和英镑相对便宜，但两者同时面临经济衰退，限制其升值潜力。目前，大宗商品价格固然可发挥关键作用。欧洲国家是大宗商品进口国，近期石油和天然气价格上涨，引发前所未见的生活成本危机，迫使欧洲和英国央行收紧政策，但随着收紧政策的空间进一步缩窄，央行陷入两难局面：英伦银行近期因增长前景疲软而转趋温和，欧洲央行则依然稍偏强硬，仍未作出经济衰退的预测。宏观经济预测不明朗，将使外汇市场继续波动，投资者可把握时机调整部署；其他不愿承受美元风险的投资者或可考虑进行对冲，以锁定和保护至今所取得的收益。

虽然欧元和英镑可能在区间徘徊，但我们认为日圆将可回升，因而转持看好观点。事实上，除央行可能进一步干预外，日圆至今明显偏软也是我们看好的原因之一。投资者对

日圆的看淡部署大幅减少，加上环球承险意欲略为波动，也为日圆带来支持，这应有助抵销持续的收益率弱势。

澳元具周期特性，意味很可能难以把握美元动力减弱的机会。由于澳洲较其他主要央行更快推行加息周，澳元也面对本地风险。瑞士法郎应可受当地相对强劲的经济影响因素支持，但与美国之间的息差将继续限制瑞士法郎的升值潜力。

亚洲新兴市场方面，中国的低通胀转化为具吸引力的实际收益率，为人民币带来支持。若中国经济在2023年反弹，预期人民币将会出现上行风险，但我们暂时对人民币持中性观点。相反，我们对韩圀保持审慎。韩圀可能继续受疲软的科技周期影响。新加坡方面，由于经济基本因素强劲，加上新加坡金融管理局收紧政策，我们认为新加坡元存有进一步上行的风险。至于亚洲以外地区，我们对巴西雷亚尔持积极观点。巴西的经济影响因素强劲，而且在新兴市场中，巴西雷亚尔是实际利率最高的货币之一。此外，政治不明朗因素在大

选结束后明显减少。

虽然大宗商品价格在近日回升，但我们预期黄金和白银在未来数月难以表现出色。美元近期强势将对黄金和白银构成压力，利率和债券实际收益率上升也令黄金相比现金和债券处于竞争弱势。油价自6月初以来回落，虽然我们预期油价不会进一步下跌，但也预期不会强劲反弹。鉴于俄罗斯增产石油，全球供应已见回升，但需求较之前疲弱。目前市场供应似乎充足，因此我们认为油价将在未来数月维持区间徘徊。



对冲基金

我们继续看好对冲基金的前景，并预测在2023年上半年继续，为多个策略带来支持。此外，现金利率上升为一些策略带来有利因素，例如：管理期货和股票市场中性。我们对发达市场全权委托宏观、系统市场中性 and 多元投资组合经理策略的确信度最强，这些策略均在2022年获利。

市场环境仍有利以发达市场为重点的宏观经理。十国集团经济体在收紧货币政策，以至可能出现衰退的时间、速度和程度方面都存在差异，应会为定向和相对价值债券交易提供大量机遇。外汇市场方面，强美元仍然是一个关键趋势，相对全球其他地区，联储局的加息周期走得较前。由于股票受到加息和经济衰退忧虑的双重压力，股票市场的短期战术淡仓广受欢迎。另一方面，基于地缘政治和

经济不利因素，我们对专注新兴市场的宏观经理维持中性看淡的观点。然而，个别市场确实存在特殊机遇，但这些亮点仍受到负面情绪、波幅加剧和流动资金水平偏低等挑战所困扰，使交易变得困难。

我们对管理期货策略保持中性，对市场中性系统策略持中性看好，以及对股票好淡仓系统策略持中性看淡观点。至于管理期货，虽然追踪趋势投资策略不一定需要长期波动，但始终需要「出状况」才可获利，今年因出现超大价格走势而持续受惠。这对回顾期较短且反应较活跃的经理来说尤其如此。其他策略方面，尤其是市场中性系统策略，我们注意到当前环境使板块和单一股票层面的差距扩大，加上市场波动加剧，创造成熟的机会，使特殊选股策略继续带来巨大

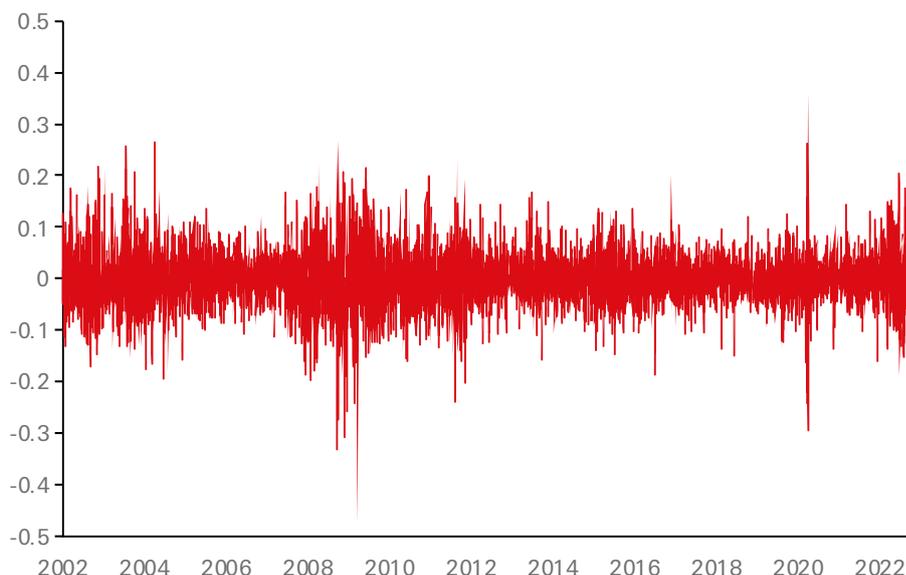
贡献。

我们继续完全看好多元策略和多元投资组合经理策略的前景。在这个不可预测和起伏不定的市场环境下，不少多元投资组合经理策略持续提供强劲回报，继续印证我们对这个领域的高确信度。多元投资组合经理策略的风险管理以复杂见称，并涉及各种不相关的回报来源，这些回报来源运作良好，有助在这个不明朗市况下创造韧性。我们认为吸引和留住人才的能力，仍然是多元投资组合经理基金赖以致胜的最重要差异因素之一。

我们保持对美国、欧洲、科技股票好淡仓的中性观点，并对亚洲股票好淡仓持中性看好观点。在加息环境下，许多股票好淡仓经理预期市场在短期保持波动，因而持续降低风

每日债券收益率波动远高于正常水平，为对冲基金带来不少机遇

十年期美国国债收益率每日波幅 (%)



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

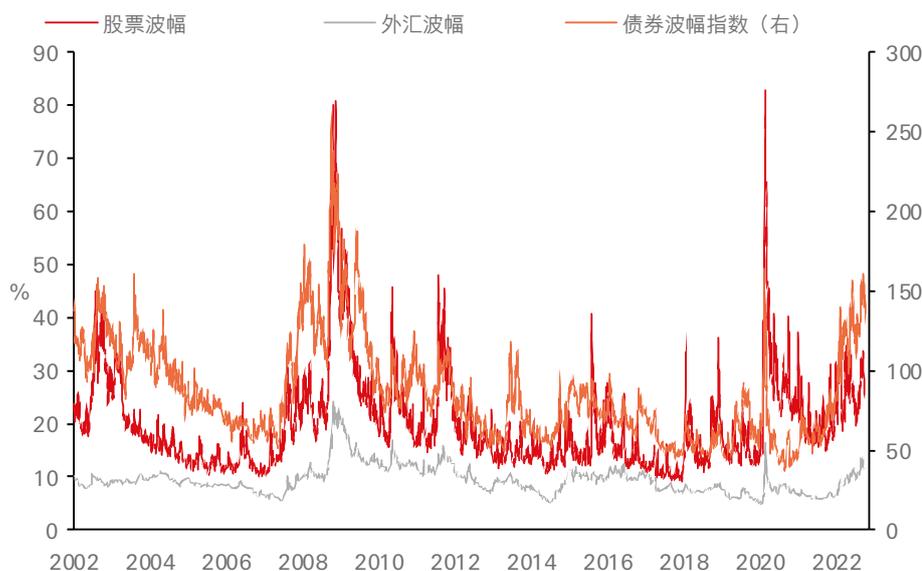
险。当中不少经理也减少指数对冲，转持更多单一股票淡仓，因为在当前环境下，预期表现差距会扩大。总括而言，展望2023年上半年，虽然股票市场可能存在更多不对称的下行风险，但在这种环境下，股票好淡仓经理可以发挥作用，成为长期偏好股票持仓的自然替代选择，并有助提升超额回报。亚洲方面，虽然盈利前景依然疲弱，但市场在过去九个月大幅减低风险，意味估值低于公平价值，许多基本因素强劲的企业能够以较便宜的价格交易。

我们对事件主导策略维持中性观点，看好在分属策略方面拥有广泛专业知识并能够在所有资产类别中进行机会配置的经理。由于货币政策迅速收紧，我们可能处于下一个信贷周期的边缘，即使信贷问题应远不及

2008年般严重。不过，这应为投资经理提供巨大机遇，在不同的资本结构和地域之间灵活重新部署资本。此外，维权活动仍然活跃，越来越多人关注「出售公司」的需求、改善策略/营运和企业管治。

信贷方面，我们对结构式企业债券维持中性/看好观点，对「出现经营困难」企业债券和好淡仓企业债券的前景保持中性。然而，我们相信下一个信贷周期可能临近，因此我们继续关注利差、息差和价格差距明显改善的情况。目前，结构式企业债券显得最具吸引力，经损失调整后的收益率已提升至高单位数/低双位数水平。

市场波动普遍加剧，尤其是债券市场



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

私募市场

在公开市场急跌的情况下，私募基金的估值已回落并继续偏软，但跌幅小于公开市场。集资和出售活动也有所减少，但活动水平应继续与历史平均保持一致。虽然环境充满挑战，但我们认为私募基金提供把握目标的机会，尤其是在公开市场估值跌幅最大的板块（例如：科技和医疗保健）。此外，我们相信二级市场存在具吸引力的交易，可通过折让价格买入优质投资。

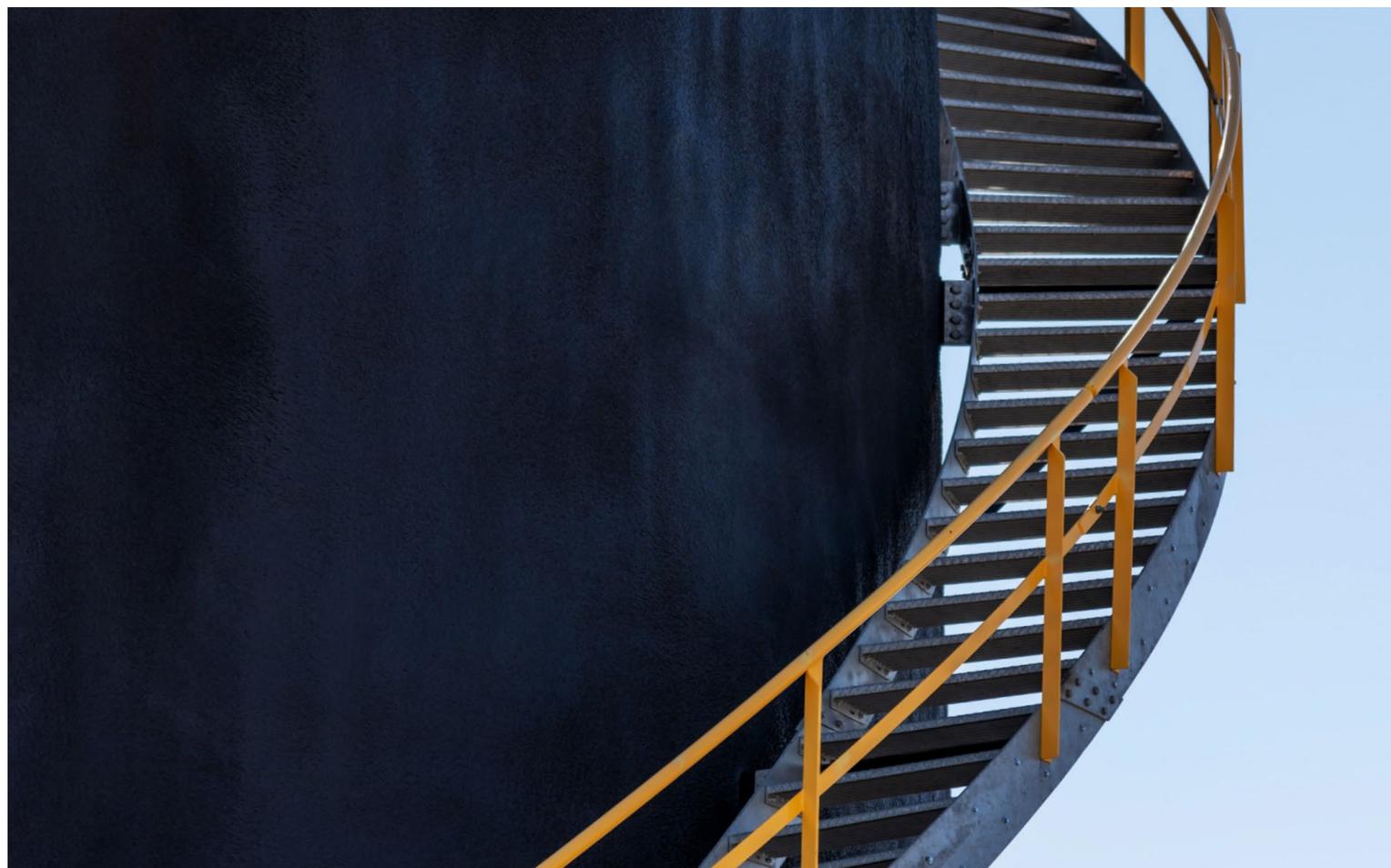
宏观经济环境恶化，迫使大部分私募基金公司在公开市场估值下降、资本成本上涨和增长前景恶化的情况下，重新审视投资价值并进行撤帐。

尽管如此，在许多情况下，估值收缩的幅度温和，部分原因是公开市场股票估值与私募市场估值之间的相关度较低。基金经理的表现继续存在重大差异，最出色的四分之一与最差的四分之一基金之间的差距越来越明显。

尽管集资活动持续减少，但仍与历史季度平均保持一致，与去年相比，第三季的集资活动畅旺。虽然大市面对阻力，但投资者对私募基金的投资意欲依然强劲，第三季集资总额增加了1,661亿美元，对比去年同期的1,579亿美元。然而，私募基金关闭的数目减少（3,347对比16,242），因为有限责任合夥人专注

再投资，令整体基金领域的规模收窄，并出现更多「超大型基金」。展望未来，我们认为许多有限责任合夥人已实现今年的配置目标，因此第四季数据将会处于较低水平。

二级市场方面，与2021年上半年比较，2022年上半年的整体交易量增加了18%，交易资产达570亿美元。我们认为这反映二级市场的吸引力，能在不明市况下为私募基金资产持有人和基金经理提供流动性。这为二级市场买家提供一个以吸引价格水平买入优质投资的良机，尤其是在跌幅最大的板块（例如：科技和医疗保健）。

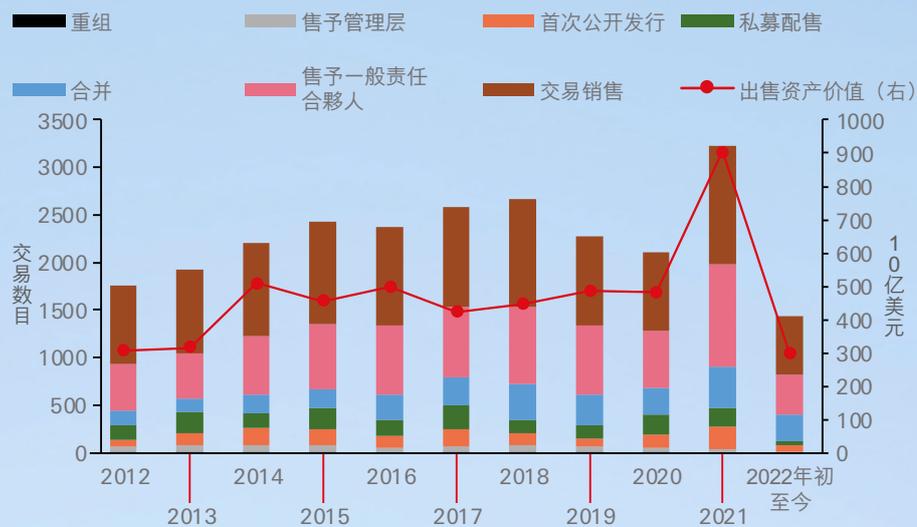


出售活动方面，一般责任合夥人正在观望合适的出售时机，私募基金公司则继续持有投资，不会被迫在缺乏吸引力的市场环境下出售资产，因此年初至今的出售活动放缓。

至于收购交易，作为出售途径之一的首次公开发行活动跌幅最大。去年，首次公开招股活动约占出售资产总额的25%，对比今年的17%，按交易数量计则仅占5%，原因是投资者在市场波动和发行机构估值偏低的情况下回避首次公开发行活动。尽管如此，出售资产总额应大致维持疫前水平。

本年至今，一般责任合夥人在当前宏观经济环境下更有纪律和审慎，因此减慢部署，预期尽职审查的时间会延长。一般责任合夥人没有承受部署资本的压力，交易竞争也比过去数年略有减少。即使大市面对不利因素，但仍存在一些交易活动。鉴于提高数码化和科技创新的长期趋势将带动板块提供可观的长远增长机会，投资者对资讯科技交易的投资意欲依然强劲。许多投资者视估值变化为良机，买入早前被认为价格过于昂贵的资产，我们预期私募基金公司将找到具吸引力的私有化目标。

各类以收购资本支持的放售投资



资料来源：Preqin、汇丰环球私人银行（截至2022年11月22日）。

房地产

利率上升推高房地产收益率，令价值下降并拉开准买家与卖家之间的价格预期差距。我们预料资本价值将进一步下跌。整体来说，房地产基本因素仍然稳健，但经济减弱反映未来数季的租金增长应会放缓。

利率上升带动房地产收益率普遍向上，损害资本价值。根据 Green Street Advisers 的数据，在 2022 年第三季，美国和欧洲的房地产价值下挫 10% 至 15%。尽管房地产收益率上升，但与债券收益率之间的差距仍处于历史低位，显示房地产价值可能会进一步下降。价值下跌令准买家与现有业主之间的价格预期差距越来越大。因此，美国第三季的美国市场活动按年下降 21%，欧洲回落 37%，亚洲则跌 38%（资料来源：Real Capital Analytics）。

曾经最受市场追捧的板块调整幅度也最大，当时，这些板块的房地产收益率最低，但租金增长和入住率的长期前景目前仍然最亮丽。当中，以物流和住宅板块最为明显，因为投资者为最优秀资产进行激烈竞争，往往意味收益率处历史低位和使用杠杆策略。虽然收益率最低的板块目前的价格已大幅下跌，但这主要反映收益回落，而不是基本因素出现变化。

在投资者需求减少之际，一些开放式房地产基金正在面对赎回潮。为了筹集现金，这些基金可能需要出售资产，在需求下降时增加供应，价格的下行压力进一步增加，即使基金经理通常可通过延迟赎回来避免「低价出售」。提取资金也是投资组合股债价值下跌的结果，因为股价下跌使房地产占投资比重过高，引发调整投资

组合的需要。

整体而言，用家市场的基本因素仍相当稳健，但经济增长放缓使所有类型物业的租赁需求受压。扩展计划和/或成本收缩，为租金和租值带来下行压力。然而，有别于过往的经济低迷时期，开发活动的风险并不严重，因为原材料、劳动力和债务成本高昂，早已大幅削减开发活动的盈利能力。

疫情使办公室板块首当其冲，因为企业永久转为混合工作模式。从地区来看，欧美地区的变化较亚太区更为明显，因为亚太区民众较偏向办公室文化，而且人口密度较高的城市支持办公室工作模式。租户对办公室空间的整体需求可能减少，但却明显转向租赁较优质空间，以支持企业的可

持续发展目标。鉴于环保规例，一些二级地段办公室需要投入大量资本支出，因此风险最大。

零售物业的基本因素已从最严峻的疫情冲击中复原。然而，生活成本危机损害零售支出。此外，市中心许多主要优质零售地点均在奋力应对旅客减少（仍远低于疫前水平）和白领上班族减少光顾的影响。

在许多经济体，电子商贸支出（占有零售销售的份额）已回落至与疫前趋势的水平。不过，物流租赁仍然高于长期趋势，除了因为与电子商贸支出相关的需求外，企业在经历数年由疫情和地缘政治动荡造成的供应链紧张后，相继投资于改善供应链的抗逆力。市场租金通常高于租户目前支付的水平，显示即使市场租金增

长放缓，业主的收入也会大幅增长。

随着经济放缓，住宅物业成为防护力较强的板块之一，因为租户通常会在拖欠每月租金之前，选择减少非必要支出（例如：外出用餐和度假）。此外，利率上升削弱购买单位和住房的负担能力，进一步维持租户的需求。虽然可能有些迹象显示多户住宅租金靠稳，尤其是在美国，但人口结构的有利因素继续支持住宅板块的其他范畴，例如：单户住宅和长者住宅。

直接房地产估值依赖市场交易的数据，因此需要时间来适应当前利率上升、经济放缓和投资者需求减弱的环境。相比之下，公开上市的房地产股票按市值计价并迅速调整。

免责声明

我们观点的风险

关键风险因素包括不利的监管变化、健康问题、频谱成本和分配、电讯营运商的支出过大、贸易关系紧张、5G标准的环境、5G新产品和服务需求，以至相关项目的供应不明朗。

风险披露

投资债券的风险

在投资债券之前，应考虑若干关键事项。这类投资的特殊风险可能包括(但不限于)：

信用风险

投资者承担发行机构的信用风险。此外，投资者亦要承担政府及/或由政府担保的债券受托人的信用风险。

高收益债券所涉风险

高收益债券的评级一般低于投资级别债券，或者没有评级，因此发行机构的失责风险也较高。如高收益债券基金投资的任何高收益债券失责，或者利率出现变化，高收益债券基金的净资产值或会下跌或者受到不利影响。高收益债券基金的特点或风险可能同时包括：

- 资本增长风险 - 部分高收益债券基金或以资本支付费用及/或收入，基金可用作未来投资的资本和资本增长或因此减少；以及
- 股息分派 - 部分高收益债券基金或不分派股息，而会将股息再投资于基金，另一方面，投资经理或有酌情权决定是否将基金的收入及/或资本分派。此外，高分派率并不表示总回报为正数或回报率较高。
- 容易受经济周期影响 - 在经济不景时，该等金融工具的价值下跌幅度一般较投资级别债券更大，原因是：(i) 投资者更趋向避险，而且(ii) 失责风险上升。

与次级债权证、永续债权证、或有可转换债权证或自救债权证有关的风险

- 次级债权证 - 发行机构次级债权证持有人承担的风险高于高级债券持有人，因为在发行机构清盘时，次级债权证持有人的索偿顺序后于高级债权证持有人。
- 永续债权证 - 永续债权证时常是可通知赎回，没有到期日，且属于次级。

投资者或面对再投资风险和后偿风险。在若干情况下，投资者或会损失全数已投资本金。利息支付可予变动、延迟或取消。投资者收到上述付款的时间和款额可能并不确定。

- 或有可转换债权证或自救债权证 - 或有可转换债和自救债权证是混合了债券和股本的工具，在出现触发事件之时，可以注销或转换为普通股。或有可转换债权证指包含一条条款，要求在触发事件出现时，将可转换债券注销或转换为普通股。这些债券一般吸收亏损，发行机构继续营运(即在失去存活能力界点之前)。「自救」一般指(a) 合约机制(即合约自救)，根据此机制，债权证包含一条条款，要求在触发事件出现时，将债权证注销或转换为普通股，或者(b) 法定机制(即法定自救)，由国家的破产管理机构因应具体情况，进行注销或转换为普通股。在失去存活能力界点时，自救债权证一般吸收亏损。这些特点可以为投资者带来显著风险，投资者或会损失全数已投资本金。

法例及/或规定改变

法例及/或规定可以影响投资的表现、价格及按市价价值。

国有化风险

在国有化之后，票息和本金的按时支付存在不明朗因素，而且，债券的偿还等级也有被改动的风险。

再投资风险

利率下跌会影响投资者，因为将所获得的票息和本金的回报再投资时，利率可能较低。

利率、波幅、信用价差、评级机构行动、承接力、市场情况的变化，或会严重影响其价格及按市价价值。

点心债的风险披露

尽管国债可能受中央政府担保，投资者应注意：除非另有注明，其他人民币债券不会受中央政府担保。

人民币债券以人民币结算，汇率变化可能对有关投资的价值产生不利影响。债券到期时，阁下可能无法取回相同金额的港元。

即使人民币债券在香港挂牌，也可能

没有活跃的第二市场，故此，阁下需要对若干程度的流通性风险。

人民币受外汇管制，在香港并非自由兑换。如中国中央政府收紧控制，人民币的流通性甚至在香港人民币债券将受影响，阁下可能因此承受较高的流通性风险。投资者应有准备可能要持有人民币债券直至到期。

新兴市场的风险披露

投资新兴市场可能涉及若干额外风险，这些额外风险在投资较成熟的经济体系及/或证券市场时，一般不会出现。这些风险包括：(a) 资产被国有化或没收；(b) 政治及经济不明朗；(c) 证券市场的流通性偏低；(d) 货币汇率波动；(e) 通胀率较高；(f) 当地证券市场监管机构的监管较不严谨；(g) 证券交易的结算期较长；以及(h) 在企业高层人员责任和投资者保障方面的法规较粗略。

外汇保证金交易的风险披露

受若干市场情况及/或出现若干事件、消息、发展的影响，外汇价格的移动幅度可能很大，此举或会为客户带来严重风险，客户蒙受的损失可能超过开盘保证金。市场情况或不允许将外汇合约/期权平仓。如相关货币的汇价走势不利客户，客户有可能要面对追加巨额保证金，因而出现流动资金问题。

货币风险 - 产品与其他货币相关

投资的计值货币如有别于阁下的本国货币或报告所采用的货币，汇率变化可能对阁下的投资不利。

人民币所涉风险

人民币产品涉及流通性风险，尤其是如该投资没有活跃的第二市场，而其价格的买卖差价亦较大。

人民币目前不可自由兑换，通过在香港和新加坡的银行兑换人民币须符合若干限制。在香港和新加坡交收以人民币计值及结算的人民币产品，与在中国内地交收的人民币属不同市场。

如本行由于外汇管制或对此货币实施的限制而无法及时取得足够金额的人民币，客户有机会在结算时不能获得全数金额的人民币。

低流通性市场/产品

如投资没有认可市场，投资者或难以出售其投资或取得投资价值或所承担风险情况的可靠资讯。

与可持续投资有关披露

「可持续投资」包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/或其他可持续发展因素(统称「可持续发展」)的投资策略或工具。我们包括在此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。

并不保证可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。可持续投资或会偏离传统市场基准。

此外，可持续投资或可持续投资带来的影响(「可持续发展影响」)并没有标准定义或量度准则。可持续投资和可持续发展影响的量度准则是(a)高度主观，而且(b)在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和/或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a)可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b)可持续发展影响订出的水平或目标可以实现。

可持续投资是一个发展中的领域，可能颁布新的监管规例，这或会影响投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

另类投资

对冲基金及私募基金投资者应谨记：这些产品的投机性可能很高，而且或不适合所有客户。投资者在决定是否投资这些产品前，应确保自己了解产品和基金策略的特点及所涉风险。这些投资基本上为资深及精通金融的投资者而设，这类投资者愿意承担与这些投资相关的风险，其中包括：损失全部或相当大部分投资；由于使用杠杆、卖空或其他投机性投资操作，使亏损风险上升；基金可能没有第二市场，也不预期发展第二市场，导致缺乏流动性；回报波动；转让基金权益受到禁止或严格限制；缺乏估值和定价资讯；税务报告延后；关键人员和顾问风险；基准投资的透明度有限，甚至没有；监管有限，甚至没有；与互惠基金相比，监管较宽松，而且费用较高。

大宗商品投资

大宗商品投资或涉及严重风险，因大宗商品价格的波动幅度可能很大。

重要通知

以下或受限于当地规例

本文件是由汇丰私人银行编制的市场推广通讯。本文件并不构成金融工具指令内的欧洲市场的独立的投资研究(MiFID)或其他相关法律规定，而且在发放前并没有受到禁止。汇丰私人银行乃汇丰集团主要的私人银行业务。汇丰旗下不同的法律实体可以在符合当地监管规定的前提下，进行国际私人银行业务。本文件内所列服务可以由汇丰私人银行内或汇丰集团内的不同成员提供，但部分服务在若干地区并不能提供。汇丰集团成员可能买卖本刊内提及的产品。

本文件只供阁下参考，不应依据本文件作为投资建议。本文件内所载资料旨在用作汇丰私人客户的一般传阅用途，并未因应阁下个人情况修订，包括：阁下的具体投资目标、财务情况、或特别需要，而且并非个人建议，亦不应依赖本文件取代独立判断。本文件并不构成亦不应理解为本行向阁下作出的任何类型的法律、税务或投资的咨询意见，招揽及/或建议，也不是本行要约或邀请阁下认购、买入、赎回或卖出任何金融工具，或就上述工具订立任何交易。本文件内容可能不适合阁下的财务状况、投资经验及投资目标，就本文件内向阁下介绍的任何金融工具或投资策略是否适合或适当，本行并不作任何陈述。

如阁下对任何投资存在疑虑，或未能肯定投资决定是否适当，应联络阁下的客户经理，或向合适的专业顾问咨询有关的财务、法律或税务意见。

除另外说明外，本文件内的市场数据取自《彭博资讯》。文内资料乃本着诚信编制，当中包含被认为来源可靠的资料，惟并没有明示或默示的表述或保证，亦不会获明示或默示的表述或保证。汇丰私人银行或汇丰集团任何部分或任何其各自的高级职员、雇员、代理现在或将来也不承担本文件准确性或完整性的责任或法律责任。

阁下须注意：任何投资的资本价值及其收入皆可升可跌，因此阁下可能无法收回全数投资金额。往绩并非未来表现的指标。前瞻性陈述、表达的观点和意见、提供的预测均为汇丰私人银行于本文件刊发时的最佳判断，仅作为一般评论，并不构成投资建议或回报保证，而且不一定反映

其他市场参与者的观点和意见，可随时变更，无需另行通知。实际表现与预测/估计可能有很大差距。当投资的计值货币如有别于阁下的本国货币或报告所采用的货币时，汇率变化可能会对该项投资的价值造成不利影响。并不保证交易表现向好。

外国证券附带特别风险，例如：货币波动、交易市场较不发达或较低效率、政局不稳、缺乏公司资料、审计及法律标准不同、市场波动及流通性可能较低。

投资新兴市场可能涉及若干额外风险，这些额外风险在投资较成熟的经济体系及/或证券市场时，一般不会出现。这些风险包括：(a)资产被国有化或没收；(b)政治及经济不明朗；(c)证券市场的流通性偏低；(d)货币汇率波动；(e)通胀率较高；(f)当地证券市场监管机构的监管较不严谨；(g)证券交易的结算期较长；以及(h)在企业高层人员责任和投资者保障方面的法规较粗略。

阁下如希望订立投资产品交易，应与您的客户经理联络。阁下不应单独根据任何文件作出投资决定。

部分汇丰办事处只可以作为汇丰私人银行的代表处，因此不得销售产品和服务，亦不得向顾客提供咨询意见，只可以作为联络点。如有需要，客户可索阅详细资料。

在英国，HSBC UK Bank plc获准发放本文件，其私人银行的办事处位于8Cork Street, London (邮编：W1S 3LJ，登记地址为1 Centenary Square, Birmingham, B1 1HQ)。HSBC UK Bank plc在英格兰注册，号码为09928412，客户应注意《金融服务及市场法案2000》项下保障投资者的条例及规定(包括《金融服务赔偿计划》)，并不适用于汇丰集团在英国以外办事处的投资业务。本刊乃《2000年金融服务及市场法》第21节所指的「金融推广」，并根据《金融推广条例》，经批准由HSBC UK Bank plc在英国发放。HSBC UK Bank plc获审慎监管局授权，并受金融行为监管局及审慎监管局监管。

在根西，本材料由HSBC Bank plc根西分行HSBC Private Banking (C.I.)发放，该根西分行持有根西银行、保险中介人及投资业务金融服务委员会的牌照。在泽西，本材料由HSBC Bank plc泽西分行的分支机构HSBC Private Banking (Jersey)刊发，位于HSBC House, Esplanade,

St. Helier, Jersey (邮编: JE1 1HS)。HSBC Bank plc 泽西分行受泽西金融服务委员会(银行、一般保险调解、基金服务及投资业务)监管。HSBC Bank plc 在英格兰及威尔斯注册, 号码为 14259, 注册办事处位于 8 Canada Square, London, E14 5HQ, 获审慎监管局授权, 并受金融行为管理局及审慎监管局监管。

在法国, 本材料由 HSBC Continental Europe 发放。汇丰私人银行为汇丰集团在法国的私人银行业务部门。HSBC Continental Europe 作为信用实体接受 Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (审慎控制及决议管理局) 的审批和管制。HSBC Europe Continental (491,155,980.00 欧元的上市公司) 汇丰私人银行业务 SIREN775 670 284, 巴黎银行及保险中介交易及企业登记, Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances (向保险中介注册组织登记, no. 07 005 894 (www.orias.fr), 社区内 VAT 号码 FR707 756 702 84)。汇丰私人银行-HSBC Europe Continental-注册地址为 38, avenue Kléber 75116 Paris-FRANCE, 电话 +33 (0) 1 4952 20 00。

在瑞士, 本文件由汇丰私人银行(瑞士)有限公司(HSBC Private Bank (Suisse) SA) 发放。汇丰私人银行(瑞士)有限公司受瑞士金融市场监督管理局监管(FINMA), 办事处位于瑞士日内瓦 Quai des Bergues 9-17, 1201。本文件并不构成独立财务研究, 而且未按瑞士银行公会《独立财务研究指令》或任何相关机关的法律编制。

在阿布扎比环球市场(ADGM), 本材料由 HSBC Bank Middle East Limited ADGM 分行(3526, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi) 发放。该分行受 ADGM 金融服务监管局(FSRA) 监管。本材料内容专以根据 FSRA 定义为专业客户对象, 其他人士不应据此采取行动。

在杜拜国际金融中心(DIFC), 为 HSBC Private Bank (Suisse) S.A. DIFC 分行(P.O. Box 506553 Dubai, United Arab Emirates), 受杜拜金融服务管理局(DFSA) 监管, 只可以与 DFSA 定义的专业客户进行交易。

在南非, 本材料经由南非储备局(SARB) 批准的 HSBC Private Bank (Suisse) SA 代表处(登记号码为 00252)

发放, 并获南非金融板块行为管理局(FSCA) 注册的认可金融服务供应商(FSP) (FSP 号码 49434)。代表处的登记地址为: 2 Exchange Square, 85 Maude Street, Sandown, Sandton。

在巴林及卡塔尔, 本材料由 HSBC Bank Middle East Limited 的相关分行分发。HSBC Bank Middle East Limited 接受各自在当地的中央银行监管, 并受杜拜金融服务管理局的主要监管。

在黎巴嫩, 本材料由 HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L. (「HFLB」) 分发。HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L. 获资本市场管理局发出金融中介公司牌照(Sub N°12/8/18), 进行投资顾问及安排活动, 登记地址为 Centre Ville 1341 Building, 4th floor, Patriarche Howayek Street, Beirut, Lebanon, P.O.Box Riad El Solh 9597。

在香港及新加坡, 本文件容未经香港或新加坡任何监管机构审及批准。汇丰私人银行为香港上海汇丰银行有限公司(Hongkong and Shanghai Banking Corporation) 的分支机构。在香港, 本文件由香港上海汇丰银行有限公司因应其在香港的受监管业务而发放。在新加坡, 本文件由香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行发放。香港上海汇丰银行有限公司及香港上海汇丰银行有限公司的新加坡分行均为汇丰银行的一部分。本文件并非旨在向香港及新加坡的零售投资者发放, 亦不得向其发放。收件人须为香港《证券及期货条例》内定义的专业投资者, 或新加坡《证券及期货法》内定义的认可投资者或机构投资者或其他相关人士。就本刊产生的任何事宜或本刊相关的任何事宜, 请联络香港上海汇丰银行有限公司或香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行的代表。

部分产品只向根据香港《证券及期货条例》的专业投资者或新加坡《证券及期货法》定义的认可投资者、机构投资者或其他相关人士提供。如欲了解详情, 请与客户经理联络。

撰写本文件时, 并未考虑任何特定人士的具体投资目标、个人情况和个别需要。如需要在香港进行跨境规定(取决于阁下的居籍地或成立地) 所允许的合适性评估, 本行将采取合理步骤, 确保有关的招揽及/或建议合适。在所有情况下, 就任何投资或其他订立的交易, 阁下负责自行

评估及信纳其符合阁下的最佳利益, 且适合同下。

在任何情况下, 本行建议阁下须小心审阅相关投资产品及发行文件、汇丰的《标准章程》、《开户手册》内所列的「风险披露声明」, 以及上述文件内载有或附有的所有通知、风险警告及免责声明, 并且明白及接受其性质、风险和规管相关交易的条款及条件, 以及任何涉及的保证金要求, 然后才作出投资决定。除依赖汇丰在香港作出的任何合适性评估(如有), 阁下应考虑自己本身的情况(包括但不限于: 阁下以为公民、居留、居籍之国家法律下可能出现的税务后果, 法律要求、任何外汇限制或外汇管制要求, 因其可能与认购、持有或处置任何投资有关), 自行判断个别产品对阁下是否恰当, 在恰当情况下, 阁下应考虑咨询专业顾问意见, 包括: 因应阁下的法律、税务或会计状况。请注意: 文内资料无意用作协助阁下作出法律或其他咨询问题的决定, 亦不应以此作为任何此类决定的基础。阁下如对任何产品或产品类别或对金融产品的定义有任何疑问, 请与您的客户经理联络。

在卢森堡, 本材料由 HSBC Private Banking (Luxembourg) SA 发放。HSBC Private Banking (Luxembourg) SA 位于卢森堡 Boulevard d'Avranches 16号, (邮编 L1160), 受卢森堡金融业管理局(Commission de Surveillance du Secteur Financier) 监管。

在美国, 汇丰私人银行通过美国汇丰银行(联邦存款保险公司会员) 提供银行服务, 通过 HSBC Securities (USA) Inc. 提供投资及若干保险产品, 包括年金。HSBC Securities (USA) Inc. 乃纽约证交所、FINRA / SIPC 会员, 并为美国汇丰银行的联营公司。在加利福尼亚州, HSBC Securities (USA) Inc. 以 HSBC Securities Insurance Services (牌照号码 #: OE67746) 经营保险业务。HSBC Insurance Agency (USA) Inc. 为美国汇丰银行全资附属子公司, 提供终身保险、定期保险及其他险种。不同州份提供的产品和服务或有分别, 而且并非在所有州份提供。加利福尼亚州的牌照号码为 #: OD36843。

投资产品: 不属于存款或本行或任何联营机构的其他义务, 亦未向联邦保险公司投保, 且不受任何美国联邦政府机构

保障，本行或其他联营机构并不作任何保证，同时须承担投资风险，包括可能损失投资本金。

澳洲

阁下如在澳洲收到本文件，有关产品及服务乃由香港上海汇丰银行有限公司 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 向「批发」客户 (定义见《企业法案2001》)。任何提供的资料均属一般性质，并没有考虑阁下的个人需要及目的，亦没有考虑投资是否适合。香港上海汇丰银行有限公司并非注册税务代理，其本意并非提供任何税务意见或服务，亦没有提供任何税务意见或服务。阁下不应依赖本文件提供的资料用作确定阁下的税务负债、责任、权利，并应咨询注册税务代理的意见，以决定阁下的个人税务责任。

在德国，本材料由 HSBC Trinkaus & Burkhardt AG 发放，此为受 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 监管的银行，其办事处位于德国 Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf。由 2018 年 5 月 25 日起，「一般保护保护条例」现已在欧盟所有成国生效，有关我们最新的私隐政策，请浏览：<http://www.hsbc.de/de-de/datenschutzhinweise>。如没有明文规定，交易成本，以及如在计算表现数据时不计入适用托管费，这会产生不利影响。例如：最初投资为 1,000 欧元，买入和卖出的交易成本为每次 1%，托管费为每年 0.5% (有关实际收费结构，请参阅价格及服务收费表)，五年期以上投资的表现将减至 45 欧元。

阁下的居住地如并非阁下持有户口的汇丰实体的所在地，请参阅以下免责声明，了解因应阁下居住地的跨境考虑事项：<https://www.privatebanking.hsbc.com/disclaimer/cross-border-disclosure-ch/>

未经 HSBC UK Bank plc 书面同意，不得以电子、机械、影印或录制或其他任何方式或任何方法，将本文件任何部分复制、储存于检索系统或传送。

本行私人银行实体的完整清单已上载于本行网站：<https://www.privatebanking.hsbc.com>

版权所有 © HSBC 2022

保留所有版权

(中英文本如有歧异，概以英文本为准)

