

投资展望

2023年第二季

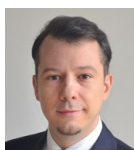


掌握变化 运筹帷幄



环球私人银行

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

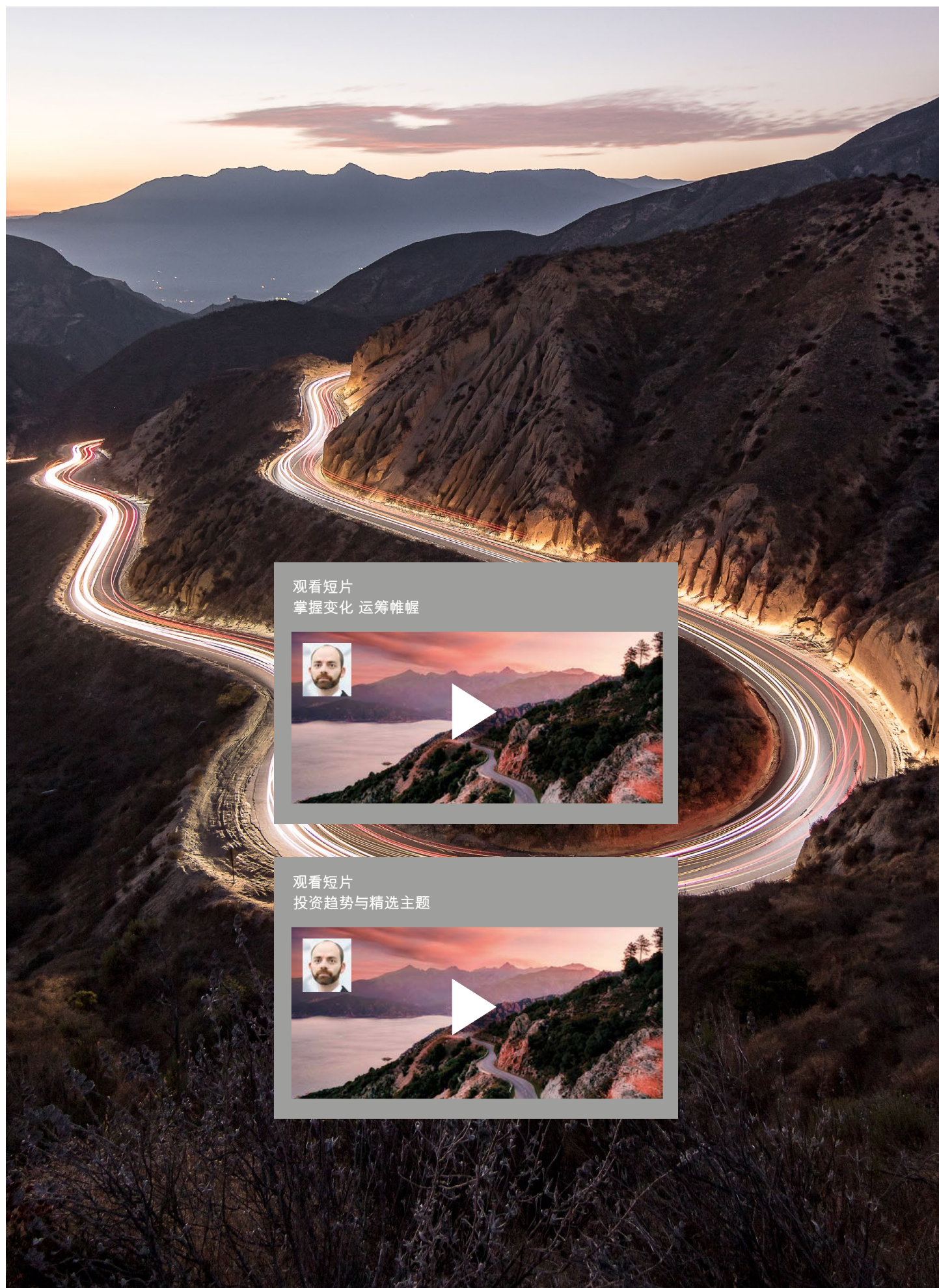


欧洲对冲基金研究主管

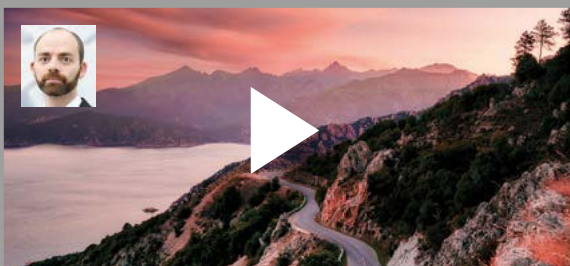
Alex Grievson
Alex.grievson@hsbc.com
+44 (0) 203 359 7065

目录

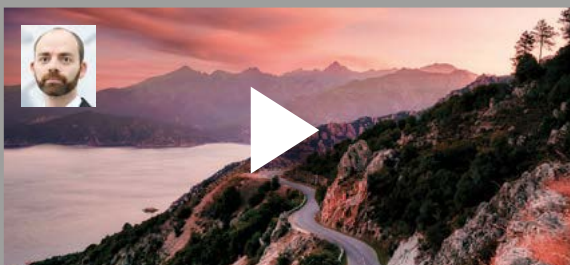
致客户的信	05
我们的投资组合策略	06
加息周期最后阶段的市场表现	12
四大投资趋势与精选主题	16
1. 重塑亚洲未来	16
2. 高息与发达市场低增长下的投资机遇	20
3. 数码转型	22
4. 投资可持续未来	24
股票	26
债券	28
外汇和大宗商品	32
对冲基金	34
私募市场	36
房地产	38
免责声明	40



观看短片
掌握变化 运筹帷幄



观看短片
投资趋势与精选主题



欢迎辞

致本行客户：

自年初以来，市场一直在变化和转向。承险意欲最初大幅回升，但其后市场升势回软，表现反覆波动，因为许多问题令投资者犹豫不决。最近由矽谷银行和相关事件触发的市场动荡为市场更添阴霾。虽然这次应可避免出现银行业危机，但却是引致市场继续反覆波动的另一个因素。

我们继续以去年底《投资展望》提出的通胀、利率和增长里程碑作为基础，以调整我们的投资策略。聚焦于这些基本因素有助我们区分市场杂音，以及我们认为可建立观点的真正趋势。

投资环境的最重要变化是美国通胀持续下降，联储局将停止加息，中国重启经济的步伐较预期迅速，以及能源价格回落。因此，自2022年第四季初以来，我们逐步调整投资配置。目前，已将投资级别债券的存续期延长到五至七年，并将美元观点从看好下调至看淡。我们对中国，以至对更广泛亚洲的配置已增至数年来最大的偏高比重。发达市场股票方面，我们已上调对欧元区股票的观点至中性，并收窄与美国股票小幅偏高比重之间的差距。整体而言，上述变化显然反映比2022年更积极的观点，但我们会继续非常小心选择投资，因为市场同时存在大量不明朗因素。

未来六个月将有那些主要因素影响市场动态？联储局政策当然是关键。我们认为通胀将持续下降，主要源于基数效应和租金通胀。租金最终

应会开始回落，其占美国消费物价指数30%，比例非常重大。这意味联储局将在上半年底之前停止加息。但坏消息是，除非美国经济增长放缓的程度比我们预期更加明显，否则联储局在2024年第二季之前减息的机会不大。这种利率在「长期偏高」的前景带来重要影响。首先，这应会使投资者离开市场的高负债领域。高收益债券比投资级别债券更为脆弱，评级较低的新兴市场可能面对更大压力，我们回避杠杆过高的房地产资产。然而，随着价格回落，「出现经营困难」的资产最终将带来投资机遇，对私募基金来说，2023年或许是基金开始投资的好时机。

另一个关键影响因素是中国重启经济和消费复苏，我们认为市场仍低估有关效应。此外，中国将政策重心转向增长属于策略性质，政府将通过许多政策工具提供支持，因此出现逆转的可能性似乎低于许多投资者的忧虑。这有利中国和亚洲市场，也降低全球经济衰退的风险。另一方面，西方国家经济应会继续放缓。美国经济表现至今较预期强韧，但近日当地的资讯科技和银行板块动荡可能带来挑战（即使我们认为近日事件不属于系统性质，因为贷款拖欠比率仍然很低）。简言之，我们认为西方国家的市场状况暂时仍然好淡不一，而且存在变数，亚洲的市场状况则逐渐改善，而且市场价格尚未完全反映这个因素。因此，我们预计亚洲股市存在更多上升空间，西方国家市场应会继续进行整固。

我们乐见各地央行、行政总裁和

领先经济指标给予的前瞻性指引，但市场倾向对一些重要主题作出「前瞻性猜测」。这应会令市场继续反覆波动，利率与外汇观点、板块和风格轮换不断转向。众多影响消费物价指数的因素；美国债务上限谈判可能拖到最后阶段；地缘政治不明朗；以及能源价格存在变数，种种因素都只是很可能造成波动的部分原因。在制定投资策略时，我们倾向坚守可采取强烈观点的领域，同时通过对对冲基金持偏高比重、波幅策略（用以提供保障或产生收益）和小额机会型交易，把握市场波动的机会。我们的重点是投资于优质资产、个别精选领域和关键长期主题，例如：能源转型、基建投资、航天科技投资、人工智能及自动化。为此，我们以合适价格增持私募资产，并投资于对冲基金以分散风险。这个策略应有助我们保持投资，捕捉2022年市场下跌带来的机遇，但同时可管理很可能不断出现的市场波动，掌握难以预测的变化，运筹帷幄。



环球首席投资总监
Willem Sels

2023年3月15日

我们的投资组合策略

在联邦基金利率见顶和经济数据「没有预期那么差」的前景下，支持我们对投资级别债券持偏高比重，以及对环球股票持中性配置。不过，鉴于高利率将持续更长时间，我们聚焦于债券、股票和房地产市场的优质资产。在矽谷银行和相关事件触发市场动荡后，质量更形重要。考虑到关键基本因素相当不明朗，市场气氛可能继续变化，我们通过对冲基金和波幅策略来掌握变化，运筹帷幄，并继续有选择性地投资股票，偏向显然是中国和亚洲多于发达市场。

1. 市场告诉我们甚么？

今年年初，承险意欲回升，反映两个主要影响因素：第一，市场估计美国利率接近见顶；第二，市场对环

球各地经济数据较预期强韧的反应。两者均有利股市，周期股和增长股表现出色，对优质股的需求则有所减少。不少投资者在为2022年部署投资时，建基于北辙南辕的经济情况，这些持仓调整，加剧了市场变化。

在最近数周，承险意欲的反弹失去动力，主要由于市场忧虑美国经济活动较预期强劲，加息可能因此更多，以及更长时间高息。市场持续摇摆起伏（包括在联储局会议和公布重要经济数据前后，市场大幅波动），显示市场不能掌握许多宏观变数。近日美国银行业和资讯科技板块的动荡打击了承险意欲，降低市场对政策利率见顶水平的估计，企业债券利差亦扩大，但扩大的幅度反映市场预期不会出现信贷危机。

2. 我们如何调整配置

我们在《2023年投资展望》建议

投资者应留意通胀、利率和增长周期，以便在达到关键里程碑时逐步调整配置。事实上，如下图所示，我们自2022年第四季初开始一直逐步进行调整。

通胀持续下降，加上联储局可能在上半年结束前停止加息，成为我们决定延长债券存续期的关键触发因素。利率见顶同时也是推动我们下调对美元观点至看淡的里程碑。市场波动或许令美元目前暂时处于整固阶段，但我们认为当发达市场增长在今年稍后接近触底时，美元应会再度面对下行压力。发达市场至今的经济数据「没有预期那么差」，支持我们结束对发达市场股票的偏低比重配置，并从防护板块转向较中性部署。鉴于中国重启经济的步伐较预期迅速，加上政府策略明确转向增长，中国的经济动力最为积极，这个情况也应有利西方经济体，尤其是欧洲，我们因此

债券：偏高比重

聚焦优质借款人
中存续期

股票：中性

对发达市场持中性观点，对美国持温和偏高比重，并对英国持偏低比重
对亚洲持完全偏高比重，对拉丁美洲持温和偏高比重
偏重质量

另类投资：偏高比重

对对冲基金持偏高比重
核心配置仍是私募市场和房地产

债券

- 一年期从三至五年转到五至七年

股票

- 环球配置：从偏低比重转至中性
- 板块：配置从防护转向中性
- 中国配置转至完全偏高比重，并增加了亚洲投资
- 欧洲从偏低比重上调至中性

外汇

- 我们已将美元从看涨转至看淡

收窄欧洲与美国投资之间的差距。

尽管如此，我们对发达市场股票持大致中性的配置，可见我们的温和承险立场存在限制。这当然是由于目前存在重大不明朗因素，将引发市场出现波动、轮换和反覆。此外，不同市场和地区之间的基本因素、定位和估值各异，也是个中原因之一。因此，我们采取个别对待的策略，专注于可确信的领域。

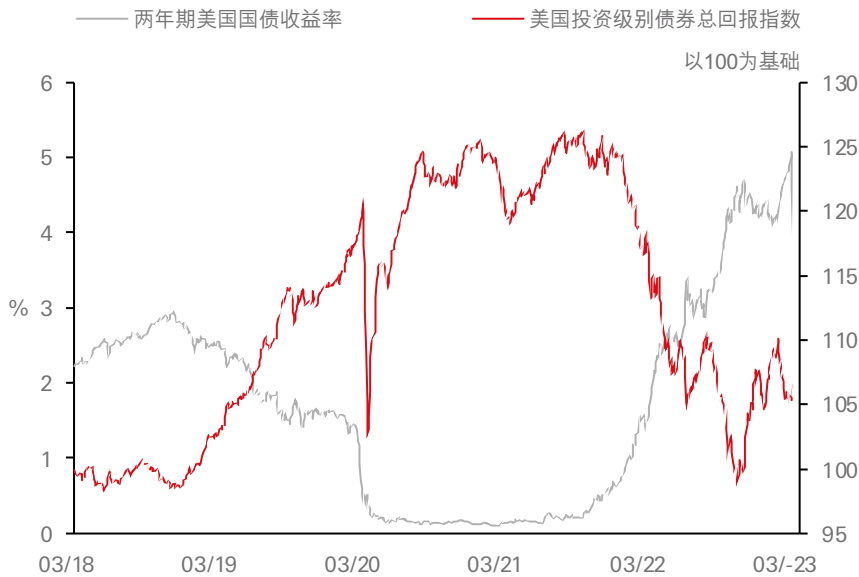
数据优于预期，自去年底以来支持股票和承险意欲回升。

以100为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

债券投资者回吐近日部分升幅，但我们认为锁定现时的高收益率水平仍具吸引力。



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

3. 八大主要观点及对投资部署的启示

政策利率见顶：我们认为联储局相信通胀将继续放缓，部分原因是基数效应强劲，以及加息至今带来的滞后影响。不过，我们也认同联储局主席鲍威尔所指：租金的升幅应会开始减慢，因为租金一般会跟随房价走势，而房价已下跌了一段时间。环球银行和资讯科技板块最近的动荡走势应可保持受控，但或会限制联储局的加息幅度。有些投资者忧虑中国经济重启将使环球通胀再升温，但我们并不同意，因为中国经济目前正处于良性通胀。此外，中国增长回升主要与消费和服务相关，与过去由建造带动的高速增长比较，耗用的大宗商品明显较少。在通胀前景较温和的情况下，政策利率见顶不利美元（六个月观点），但有利债券和环球承险意欲。（注：近期矽谷银行震荡引发利率预期下降，当然与避险情绪相关，但我们认为市场对银行业危机过份担心。一旦动荡缓和，利率预期将因应通胀前景而再调整）。

更长时间高息：除非美国经济放缓的速度远超我们目前预期，否则联储局在明年初之前减息的机会渺茫，我们故此看淡利率前景。这是因为消费物价指数从最初的9%降至目前的6%，较进一步下降至4%容易得多（更不用说再降至2%目标）。高利率持续的时间越长，高负债率借款人承受压力的时间便越长，因为需要调整的贷款越来越多，而且也需要为债券再融资。这就是我们在所有资产类别均重视质量的主要原因：我们青睐投资级别债券多于高收益债券，在新兴市场投资也聚焦于优质资产，并小心回避负债过高的房地产。高收益和新兴市场的违约率很可能开始上升（尽管新兴市场的压力因美元走弱而有所减少）。另一方面，这应会带来「出现经营困难」的投资机会，我们认为对私募市场的投资者来说，在2023年开始投资的基金应可受惠吸引的入市点。我们将于下一章节深入探讨「更长时间高息」对市场影响的历史

经验。

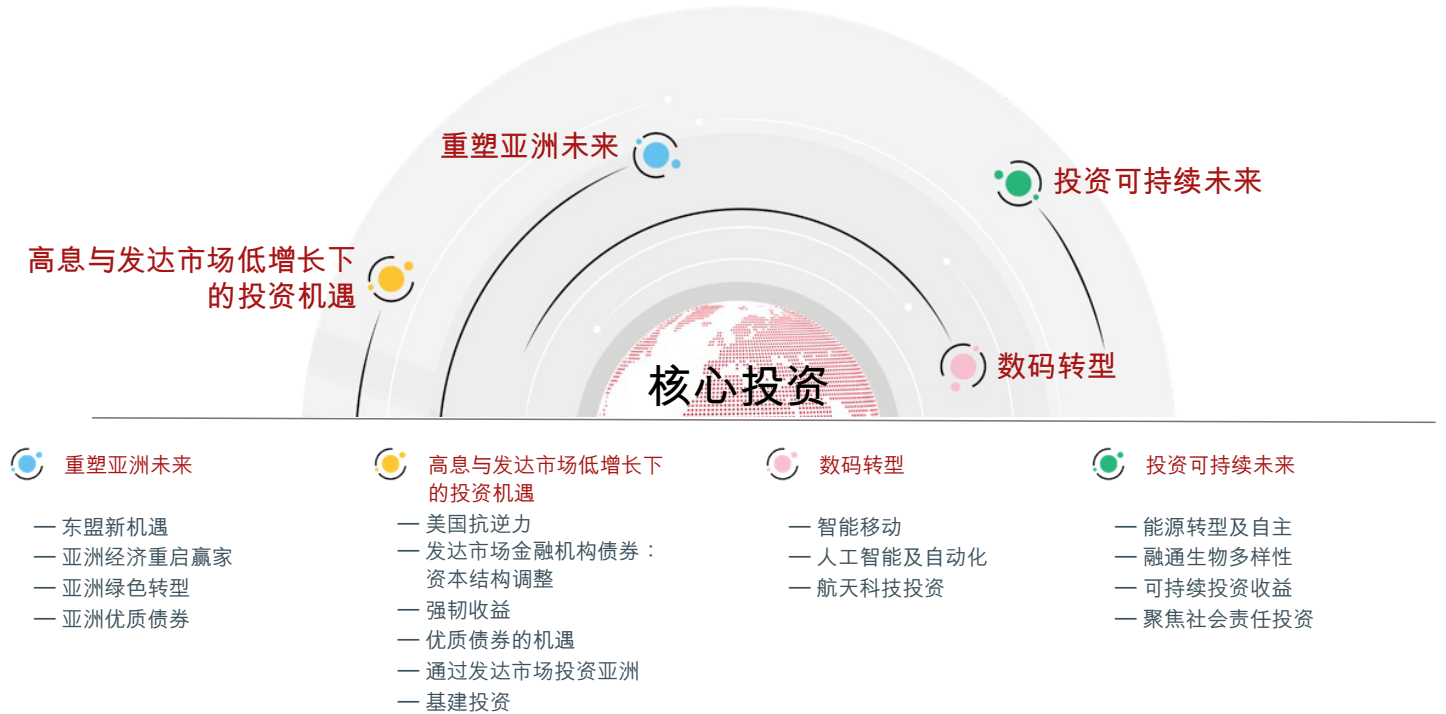
中国经济重启：我们认为市场低估了中国经济重启的速度。根据其他国家的经验，消费市道在疫后重启中爆发式反弹。更何况，中国消费者在防疫封控期间累积了6万亿元人民币（接近1万亿美元）的储蓄，相信他们都渴望将当中的大部分用作消费。因此，我们对中国股票持完全偏高比重，主要通过消费相关的主题，例如：零售、电子商贸、款待、娱乐、旅游和澳门博彩。我们对泰国和印尼市场持偏高比重，两国可大大受惠中国旅客复苏。

中国增长焦点：中国的增长加速，应可延续至经济重启之后。我们认为政策再度转向稳增长是策略性的，而且出现逆转的可能性远低于一些投资者所忧虑的，因为地方政府的赤字膨胀和青年失业率偏高问题，可以通过稳定房地产板块和刺激民营板块的增长舒缓。此外，随着中美两国持续进行策略竞争，需要不断开发新科技。能源转型是另一个结构增长领域。为实现这些方面的增长，政府已宣布向民营板块提供定向贷款，继续扩大信贷和增加财政支持。因此，我们认为政策不明朗因素低于许多投资者的预期，而且中国股票估值能够补偿余下的风险。不过，我们明白部

分投资者希望通过间接而非直接途径投资中国的增长，这可以通过东盟股票或发达市场出口商实现，（另见新精选主题「通过发达市场投资亚洲」）。



主要投资趋势与精选主题



可持续发展列车锐不可当：俄乌战事迫使多国政府加大能源安全的力度，触发市场对化石燃料的投资。然而，这并没有为能源转型带来疑问：英国成立「能源安全及净零碳排部」，表明正如以上的列车图所示，可持续发展趋势锐不可当，在监管规例推动之下，再加上创新科技和补贴的支持。与此同时，希望向更负责任企业购买产品的消费者和投资者亦拉动了这股趋势。供应链上任何环节的

企业都希望供应商更重视环境、社会及管治 (ESG)；许多银行也希望企业客户转型。因此，我们在分析股债的投资程序中，以及在精选主题下继续融入可持续发展。

经济衰退将突如其来还是延迟出现？以上提及的大多数关键主题对投资者来说属正面因素，但1月的升市有两个问题。第一，股市反弹建基于市场认为经济预测过分看淡的观点。

然而，尽管经济数据确实「没有预期那么差」，但西方经济周期仍然疲软，企业盈利预测继续下调。分析员的盈利预测更务实虽是好消息，但美股在评级下调过程中出现反弹的时间较以往更早。第二，我们无法知悉美国经济未来放缓的速度或幅度。美国经济的起始点优于预期，可能意味衰退或会延迟出现，令发达市场更难在进入周期的下一阶段之前继续上升。另一方面，如果美国银行业和资讯科

技板块近期的动荡加剧经济放缓，美国市场可能面临较短暂但更剧烈的困境。无论如何，我们认为发达市场股市和美元可能在短期继续整固，风险资产前景将在今年稍后时间更见积极。

不明朗因素：目前存在大量不明朗因素，包括：多个影响消费物价指数的因素，美国债务上限谈判可能进入最后阶段，地缘政治欠明朗，以及能源价格走势不确定等。鉴于欧美银行和资讯科技板块的问题，加上企业债券利差和违约掉期扩大，市场可能有一段起伏的时间。这些都可能是引起波动和市场思维变化的原因，尤其是在重要数据发表前后。波幅可为对冲基金提供投资机遇，尤其是宏观和多元策略经理。我们认为大宗商品交易顾问可能仍较难把握正确趋势，因

为市场气氛和发展方向将摇摆不定。我们也可利用波幅提供收益或一定程度的下行保障。

精选主题：正如前页图表所示，投资者可利用当前「高息与发达市场低增长」的环境，创造收益和聚焦质量的策略。我们已把其他主题归入「重塑亚洲未来」、「数码转型」和「投资可持续未来」等熟悉的投资趋势。之前在利率持续上升之时，我们减少了「数码转型」趋势下的主题数目，因为增长股面临重大不利因素，但目前应有所缓和。通过投资于结构趋势，我们不会错过宏观大局，并可超越一些短期不明朗因素。尽管如此，在审视投资组合风险和投资者目标时，需要考虑核心和卫星投资。



加息周期最后阶段 的市场表现

我们相信历史将会以相近的姿态重演，因此我们不断研究过去的市场周期，以建构抗逆力更强的投资组合。虽然利率继续上升，但市场表现与在其他通胀环境下的市况非常相近。考虑到利率应接近稳定的水平，我们的重点渐从市场方向移开，在优质股之间发掘相对价值，捕捉投资级别企业债券的息差机会，并配置到对

冲基金，以掌握变化，运筹帷幄。

过去的通胀情况对2022年的资产配置具有非常有用的参考意义，当时联储局始以数十年来未见的速度加息。股票与债券的走势呈正向关系，大宗商品价格飙升，而且价值股表现领先增长股，情况与1970年代相若。那么，当联储局停止加息，利率

迈向「更长时间高息」的见顶走平阶段，市场会发生甚么情况？下图概述联储局在高通胀加息周期下的不同阶段，各资产类别的表现。

在高通胀环境下的联储局加息周期，不同资产各个阶段的表现

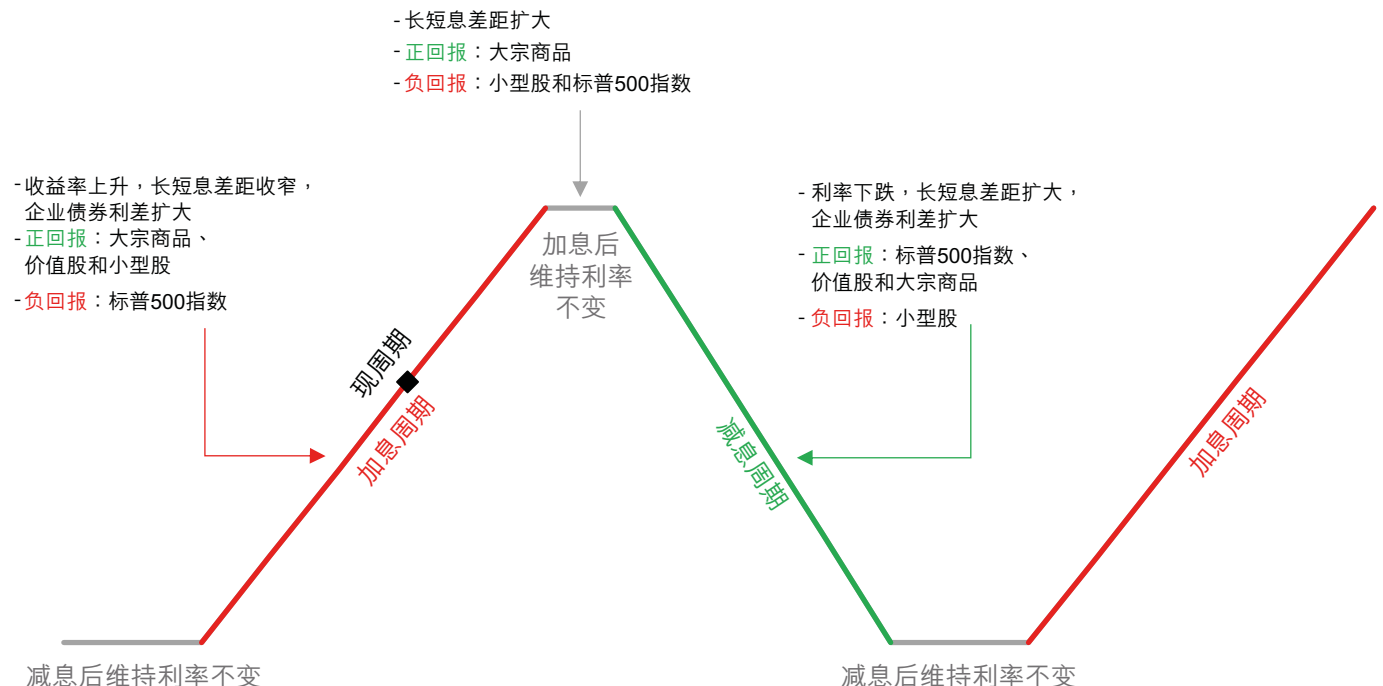


表 1 — 联储局过去所有加息周期的情况分析

首次加息日期	最后加息日期	持续时间 (月)	加息速度	联邦基金利率 (%)			通胀		供应管理协会指数走势				经济衰退	
				开始	结束	变化	消费物价变化 %	初始通胀环境	开始	结束	走势	结束 <50	首次加息后 12个月	首次加息后 24个月
15/04/1955	23/08/1957	28	慢	1.4	3.5	2.1	2.3	低通胀	68.7	45.3	向下	✓		
12/08/1958	11/09/1959	13	快	1.8	4.0	2.3	1.0	低通胀	57.3	48.3	向下	✓		✓
17/07/1963	07/09/1966	38	慢	3.0	6.0	3.0	2.1	低通胀	55.5	58.7	向上			
20/11/1967	17/07/1969	20	快	4.0	9.8	5.8	5.1	低通胀	54.2	53.1	向下			
30/03/1972	26/04/1974	25	快	4.0	11.0	7.0	7.5	低通胀	59.8	59.9	向上			✓
01/08/1977	18/03/1980	32	快	4.8	16.5	11.8	10.8	高通胀	54.9	43.6	向下	✓		
21/10/1980	18/05/1981	7	快	11.0	19.0	8.0	10.5	高通胀	55.5	53.5	向下		✓	✓
31/03/1983	08/08/1984	16	慢	8.5	11.3	2.8	4.7	低通胀	53.9	53.0	向下			
04/12/1986	04/05/1989	29	慢	5.9	9.8	3.9	4.7	低通胀	50.5	49.3	向下	✓		
04/02/1994	01/02/1995	12	快	3.0	6.0	3.0	2.9	低通胀	56.5	55.1	向下			
30/06/1999	16/05/2000	11	慢	4.8	6.5	1.8	3.6	低通胀	55.8	53.2	向下			✓
30/06/2004	29/06/2006	24	快	1.0	5.3	4.3	3.4	低通胀	60.5	52.0	向下			
17/12/2015	20/12/2018	36	慢	0.3	2.5	2.3	2.1	低通胀	48.7	54.9	向上			
17/03/2022	-	11	快	0.3	4.8	4.5	4.8	高通胀	57.0	47.4	向下	✓		

资料来源：汇丰环球私人银行、Refinitiv、美国耶鲁大学、瑞士洛桑大学 (2023年3月)。消费物价变化%以年均显示。

在寻找历史先例时，我们发现目前的加息周期与1977年8月和1980年10月开始的加息周期，在加息的速度和通胀的猛烈势头存在一些共通点。如表1所见，在这两个时期，联储局均大幅加息，务求将飙升的通胀封

顶。此外，商业周期亦不断恶化，而且从收益率曲线倒挂反映经济衰退迫在眉睫。

表 2 — 在过去加息周期，各资产类别的平均表现（按通胀环境划分）

	十年期收益率	两年期与十年期收益率差距	三个月与十年期收益率差距	企业债券利	大宗商品	标普500指数 [^]	价值 [*]	规模 [*]
整体	+147	-128	-160	+11	23.96	7.32	9.73	2.92
低通胀 (<4%)	+110	-106	-128	-7	23.62	9.56	11.00	-0.79
高通胀 (>4%)	+354	-197	-338	+108	25.85	-4.98	2.77	23.31
现周期 (17/3/22-28/2/23)	+172	-113	-274	-3	-11.67	-11.23	10.12	5.52

资料来源：汇丰环球私人银行、Refinitiv、美国耶鲁大学、瑞士洛桑大学（2023年3月）。

除了十年期收益率、两年期与十年期收益率差距、三个月与十年期收益率差距和企业债券利差为基点变化外，其余均为高于现金的百分比变化。

*除「现周期」一栏以MSCI指数计算外，「价值」和「规模」代表「高减低」价值因子和「小减大」规模因子Fama - French好淡仓投资组合的回报。

[^]标普500指数根据现有的板块比重，调整整体板块表现，以反映不断变化的板块组成。

回顾1970年代，当时联储局正在对抗居高不下的通胀。加息周期的大部分时间在时任联储局主席伏尔克（Paul Volcker）的领导下执行，他于1979年夏季开始担任联储局主席。现时，历史书均指出他的前任联储局主席伯恩斯坦（Arthur Burns）宣布战胜通胀时过于仓促，在基本通胀压力仍未完全受控前便转向减息。伏尔克彻底改变有关政策，并大幅加息；时至今日，市场视之为必须且有效的措施，即使最终使美国经济陷入痛苦的复发性衰退。现时，在鲍威尔领导下，联储局面对数十年来未见的通胀率。在过去一年，加息幅度屡次高于市场预期，触发股债市场持续出现抛售。

目前，短期资金市场期货价格反映目前的加息周期将会再持续数月，其后利率才开始靠稳。在这轮加息看来已接近尾声之时，让我们回顾在过去相若的加息周期的最后数月，市场的表现如何。

为了抽取各周期的主要趋势模式，并消除任何特殊现象，我们使用两个组别市场走势的平均值，「高通胀」组别显示在2023年上半年可能出现的去向。从表2可见，在伏尔克加息期间，美国国债收益率平均上

升354基点，而且长短息差距收窄多达338基点。企业债券利差平均收窄108基点。在这些情况下，标普500指数（根据现时的板块比重调整，以反映不断变化的板块组成）平均下跌4.98%。价值股表现领先增长股，「长远派出高比例现金流」的增长股则因借贷成本上升而受打击。小型股的回报只会高通胀时期高于大型股。重要的是，根据这些加息周期的经验，最大幅度的加息，以及相关市场走势出现，往往发生在最后的六个月。

现周期的市场走势与这些历史情况非常近似。正如表2末行所见，美国国债出现抛售，长短息差距大幅收窄（并出现倒挂），标普500指数则下跌。然而，两者也有不同之处。例如：在现周期，企业债券利差没有扩大，以及大宗商品价格失去早前的升幅。股市开始非常迅速地反映通胀情况，甚至早于联储局开始加息，因此从这些水平进一步下行的空间有限。然而，一旦联储局在未来数月再次加快加息步伐，以应对通胀升温（并非我们的基本观点），根据历史经验，确实显示国债和企业债券利差可能进一步走弱。收益率曲线已明显倒挂，但长短息差距仍远高于类近的历史周

期，当时平均为-1.7%。此外，对比增长股，价值股至今相当强韧，甚至表现领先历史情况。另一方面，小型股的表现亦领先，但幅度远低于历史水平，未来数月可能值得留意。

市场的未来走势很大程度取决于联储局如何推进货币政策。若联储局决意消除通胀升温死灰复燃的可能性，便可能如1979年和1980年般采取大刀阔斧的行动，不惜冒着故意引发经济衰退的风险。然而，我们的基本假设是联储局现已接近见顶走平阶段，现在是时候开始为利率长期维持不变作好准备。

表 3：在加息周期后，「联储局按兵不动」

	十年期收益率	两年期与十年期收益率差距	三个月与十年期收益率差距	企业债券利差	大宗商品	标普 500 指数 ^	价值 *	规模 *
整体	-66	+33	+5	+8	3.73	6.02	3.09	-1.78
低通胀 (<4%)	-101	+19	-75	+6	4.30	11.23	5.12	-0.93
高通胀 (>4%)	-19	+53	+111	+11	2.97	-0.94	0.39	-2.91

资料来源：汇丰环球私人银行、Refinitiv、美国耶鲁大学、瑞士洛桑大学（2023年3月）。

除了十年期收益率、两年期与十年期收益率差距、三个月与十年期收益率差距和企业债券利差为基点变化外，其余均为高于现金的百分比变化。

*「价值」和「规模」代表「高减低」价值因子和「小减大」规模因子Fama - French好淡仓投资组合的回报。

^标普500指数根据现有的板块比重，调整整体板块表现，以反映不断变化的板块组成。

如表 3 所示，当联储局在加息后维持利率不变，一般来说，长短息差距将再度稍为扩大，较长年期收益率、企业债券利差、大宗商品和股票价格则会回稳。在这段时期，经济和金融市场有一段时间不得不适应高利率的环境，因此前景并不特别美好。

这情况与我们的观点一致——减少聚焦市场走势，在优质股中间寻找相对价值，把握投资级别企业债券的息差机会，并配置到对冲基金，以掌握变化，运筹帷幄。

表 4：减息周期

	十年期收益率	两年期与十年期收益率差距	三个月与十年期收益率差距	企业债券利差	大宗商品	标普 500 指数 ^	价值 *	规模 *
整体	-148	+121	+181	+56	-6.69	14.97	6.23	-1.34
低通胀 (<4%)	-97	+76	+120	+70	-15.12	9.93	4.75	0.79
高通胀 (>4%)	-207	+165	+253	+38	3.16	20.87	7.95	-3.82

资料来源：汇丰环球私人银行、Refinitiv、美国耶鲁大学、瑞士洛桑大学（2023年3月）。

除了十年期收益率、两年期与十年期收益率差距、三个月与十年期收益率差距和企业债券利差为基点变化外，其余均为高于现金的百分比变化。

*「价值」和「规模」代表「高减低」价值因子和「小减大」规模因子Fama - French好淡仓投资组合的回报。

^标普500指数根据现有的板块比重，调整整体板块表现，以反映不断变化的板块组成。

总的来说，从历史情况可见，若联储局为对抗通胀而继续加息（表 2），并非只是较长时间高息（表 3），市场可能低估了债券进一步走弱的程度。若历史可以借鉴，如表 4 所反映，在联储局开始减息和长短息差距开始再次扩大之前，不宜转为看好风险资产和减持优质资产。

重塑亚洲未来

我们的四个精选主题

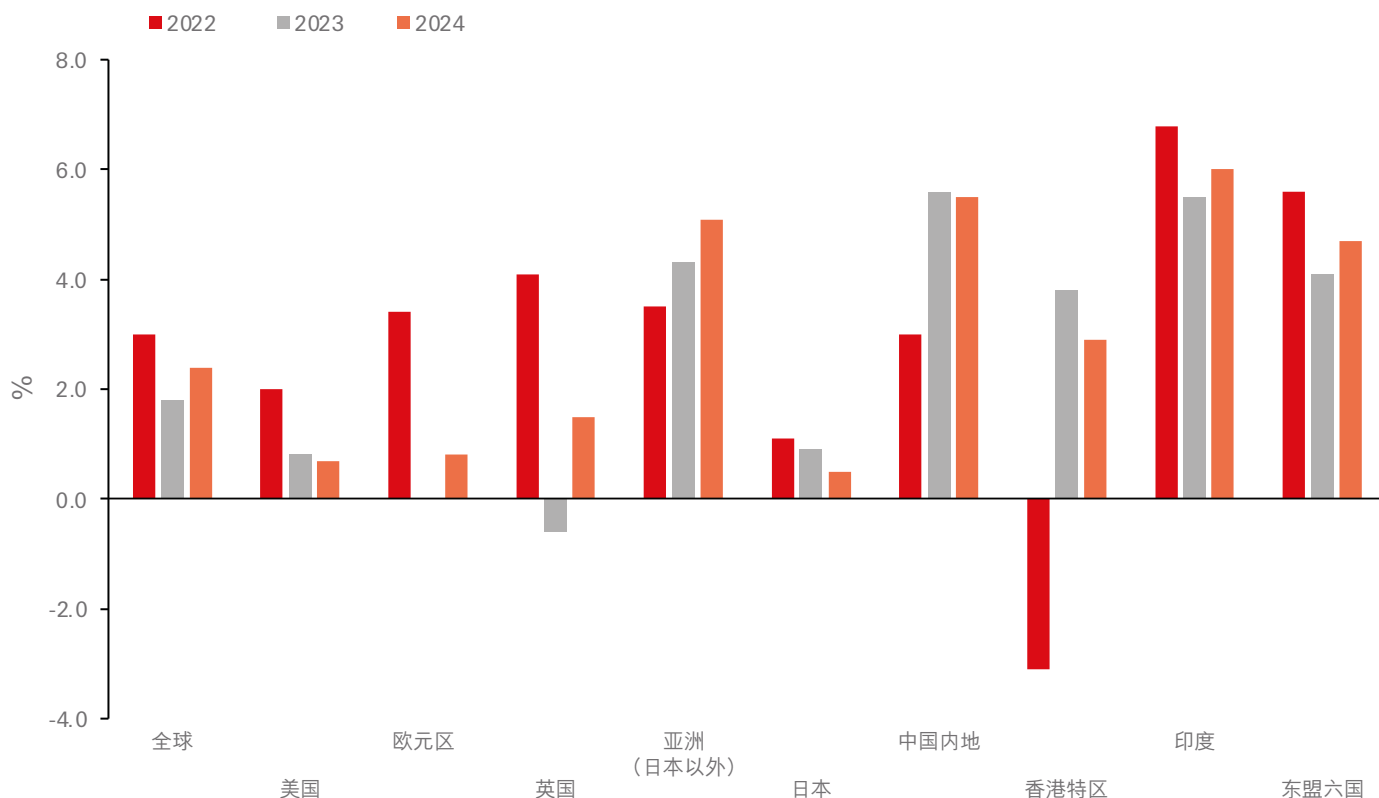
1. 亚洲经济重启赢家
2. 东盟新机遇
3. 亚洲绿色转型
4. 亚洲优质债券

中国经济重启和消费回升的步伐较预期迅速，大幅刺激亚洲经济体，支持区内制造业和服务业采购经理指数普遍改善。作为亚洲16个主要经济体中最大的贸易夥伴，中国需求回升有助减少全球经济低迷对亚洲出口商的负面影响。我们对中国和亚洲新兴市场股票持完全偏高比重，因为两地的增长前景改善，而且风险回报水平吸引。我们的「重塑亚洲未来」主

要投资趋势旨在把握区内最具吸引力的结构和短期战术机遇。

亚洲1月份新增订单已经上升，并在2月持续改善。出口方面，亚洲所有出口国（日本以外）的收缩步伐已大幅缓和。中国2月份制造业和服务业采购经理指数数据意外上升，再度确认当地经济在2023年继续处于强劲周期复苏阶段。

亚洲在2023年加快增长，发达市场则放缓



资料来源：环亚经济数据、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。

我们已上调2023年中国国内生产总值增长预测，预料增长将由第一季2.2%按年急升至第二季的7.4%，2023全年则为5.6%。我们预期中国可超额实现全国人大所订2023年国内生产总值增长「5%左右」的保守目标。有别于发达市场增长放缓，亚洲将可脱颖而出，成为唯一预期增长由2022年3.5%加快至2023年4.3%地区，(见图表)。除了中国复苏之外，印度服务业采购经理指数也急升至59.4的12年高位，反映当地服务板块畅旺，为亚洲稳步增长加添动力。

我们的「亚洲经济重启赢家」精选主题配置于中国经济迅速重启和国际旅游恢复的受惠者。我们青睐旅游、航空公司、大众消费、款待、饮

食及澳门博彩业的优秀行业翘楚。中国迅速重启应可扩大经济复苏范围，相信增长前景转佳，而且消费信心和商业气氛改善，将有利中国科网龙头股。增长加强也可为中国带来更多投资，支持对金属和重型设备的需求。

我们对香港股票持温和偏高比重，以把握中港全面通关带来的机遇。过往，中国内地旅客占访港旅客总数约80%，香港消费和旅游相关公司是恢复通关的主要受惠者。鉴于出租率上升，续租租金调整正面，加上营业额提成租金带来额外收益，为零售商舖业主带来明朗的苏前景。保险板块以至银行和交易所也可受惠经济活动复常。

东盟经济体也成为中国恢复通关的主要受惠者，因为泰国、越南和新加坡是最受中国旅客欢迎的东南亚三大旅游热点。泰国和越南方面，中国旅客在疫情前占两地海外旅客约30%。泰国政府致力在今年实现500万名中国旅客到访泰国的目标，意味着入境旅客总人次几乎是2022年水平的三倍。联合国世界旅游组织数据显示，去年亚太区的国际旅客数目仅占疫前水平的23%，为今年强劲复苏提供大量空间。

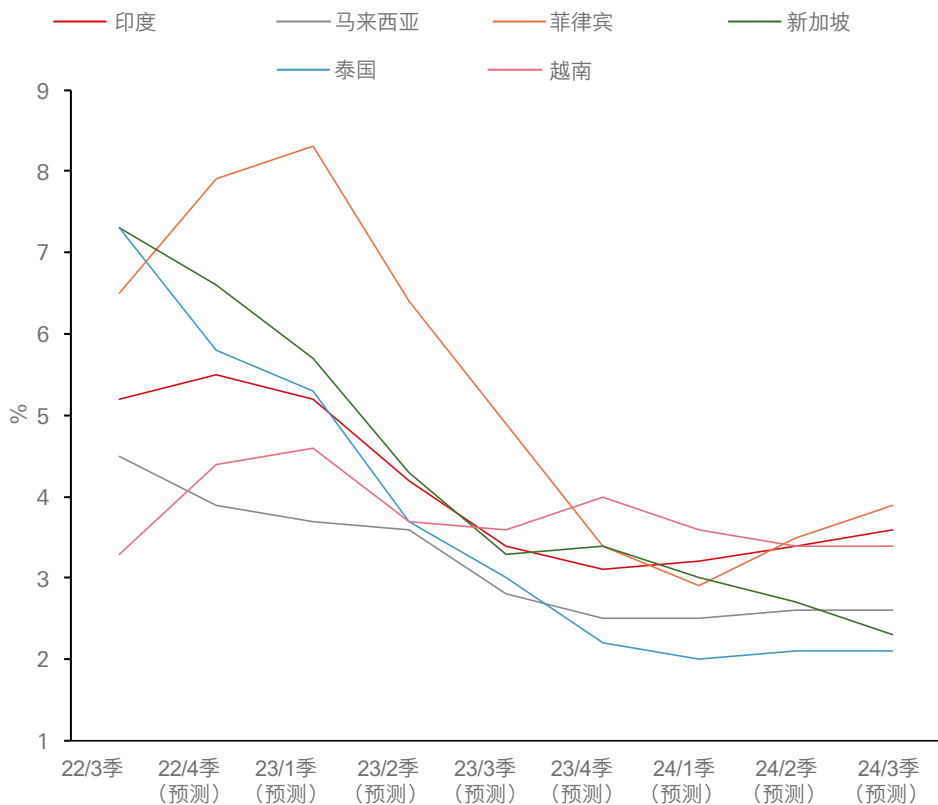
中国通关为亚洲旅游业复苏带来巨大上升潜力

中国旅客入境数据

	占总入境人次%		百万人次	
	2019	2019	2019	2022
泰国	27.9	11.1	11.1	0.3
日本	30.1	9.6	9.6	0.2
南韩	34.8	6.0	6.0	0.2
越南	32.2	5.8	5.8	0.1
新加坡	19.0	3.6	3.6	0.1
马来西亚*	11.9	3.1	3.1	0.1
美国	3.6	2.8	2.8	0.4

资料来源：环亚经济数据、国家资料来源、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。

东盟经济体应已渡过通胀峰值

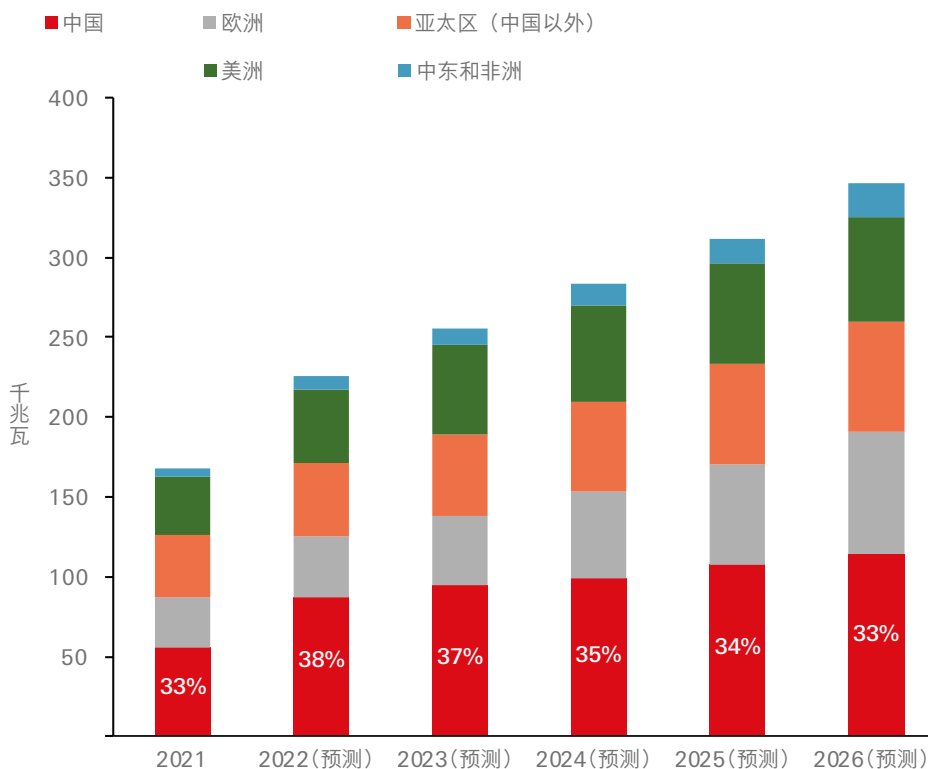


资料来源：环亚经济数据、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。

除了周期刺激因素外，随着经济重心转移至东南亚，东盟经济体可在未来十年受惠结构增长的东风。我们的「东盟新机遇」精选主题把握东盟消费企业、基建行业参与者、银行和新加坡房地产投资信托基金的长期增长机遇。在2022年，内需强劲和经济重启等刺激因素为东盟经济提供巨大动力。我们预期消费料将继续支持增长，但鉴于全球增长放缓和基数效应，影响将较为轻微。

东盟股市在去年取得最强劲的盈利增长，表现优于全球和其他地区股市，预料这股趋势将在2023年延续。此外，美息见顶和美元走弱应有利东南亚，意味日后的外围融资环境可能改善。面对全球生活成本上涨的不利因素，更多东盟国家提供财政纾困措施，以抵销生活成本升幅，令人感到鼓舞。举例说，新加坡最新的2023年预算案为中低收入家庭提供支持。

中国料将在全球太阳能市场保持领先地位



资料来源：SolarPower Europe、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。

「亚洲绿色转型」仍是我们的精选主题，旨在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。根据麦肯锡的资料，亚洲绿色企业的整体潜在市场规模将在2030年之前达到4万亿至5万亿美元，因为投资者、客户和雇员等不同持份者都越来越重视可持续发展。

在强大的政策支持和全球能源危机推动下，中国正持续转用可再生能源和电动车。在最近全国人大会议期间，政府公布财政刺激措施，包括就绿色转型定向减税降费，以及新电动车获免缴购置税。随着建筑活动在疫后复常，我们目前预测中国2023年太阳能装机容量将达到120千兆瓦，按年大幅增长38%。与此同时，能源储存动力正在增强，尤其是用于新能源汽车和可再生能源业的电池。

随着联储局加息周期接近尾声，我们认为亚洲企业债券市场的前景逐渐改善。我们看好「亚洲优质债券」主题，因为我们认为目前是投资者从定期存款转持优质企业债券的合适时机，以锁定具吸引力的收益率。环顾亚洲债券，由于债券曲线反向，我们仍偏好短至中期债券。

亚洲优质企业债券方面，我们物色少数投资理据吸引的板块，包括香港优质企业债券（受惠重启刺激因素），中国内地电讯、媒体与科技债券（获监管环境复常所支持），以及印尼高评级准国债（鉴于当地基本因

素改善）。至于中国房地产高收益债券，政府推出「三枝箭」政策措施，以加强对房地产板块的资金支持，可能令投资者的承险意欲回稳。不过，我们保持审慎，因为违约发行机构的债务重组过程很可能需时数年。因此，我们仍青睐优质发行机构，包括的国有开发商，他们的财力与民营和高负债开发商相比，普遍较为雄厚。

亚洲投资级别债券仍提供可观的收益率升幅



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。过往并非未来表现的可靠指标。

高息与发达市场低增长下的投资机遇

我们预期经济增长预测可能已经见底，联储局利率也即将见顶，对风险资产有利。不过，我们将继续处于利率仍然偏高，以及增长维持偏低的环境，这应引导投资者转向负债水平受控的优质企业，以及个别增长前景高于平均的环球经济领域。最后，鉴于发达市场的盈利增长继续受压，较依赖收入的投资回报可能较容易预测。我们的以下六个投资主题涉及其中一些策略。

我们的六个精选主题

1. 美国抗逆力
2. 强韧收益
3. 基建投资
4. 通过发达市场投资亚洲
5. 优质债券的机遇
6. 发达市场金融机构债券：资本结构调整

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，关键是劳工市场稳健，即使职位创造从近期高位回落和裁员人数开始增加。不少美国家庭一直动用疫情期间累积的储蓄，我们认为这些储蓄将在2024年初之前继续为消费提供支持。因此，在这个主题下，我们主要物色消费相关公司，并认为必需消费品和非必需消费品板块存在机遇。

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）在利率上涨带动下报升。从投资风格而言，派息股通常以价值为导向，有助平衡偏重增长股的投资组合，而且一般具优质特性，通常被视为「低波幅」股票，我们预期市场仍会较往常波动，因此这类股票应有助投资者获利。

基建投资：通胀应会持续回落，但仍将高于过去十年的水平，投资者将继续寻求对冲部分通胀风险。基建股是其中一个选择，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。

通过发达市场投资亚洲：我们已

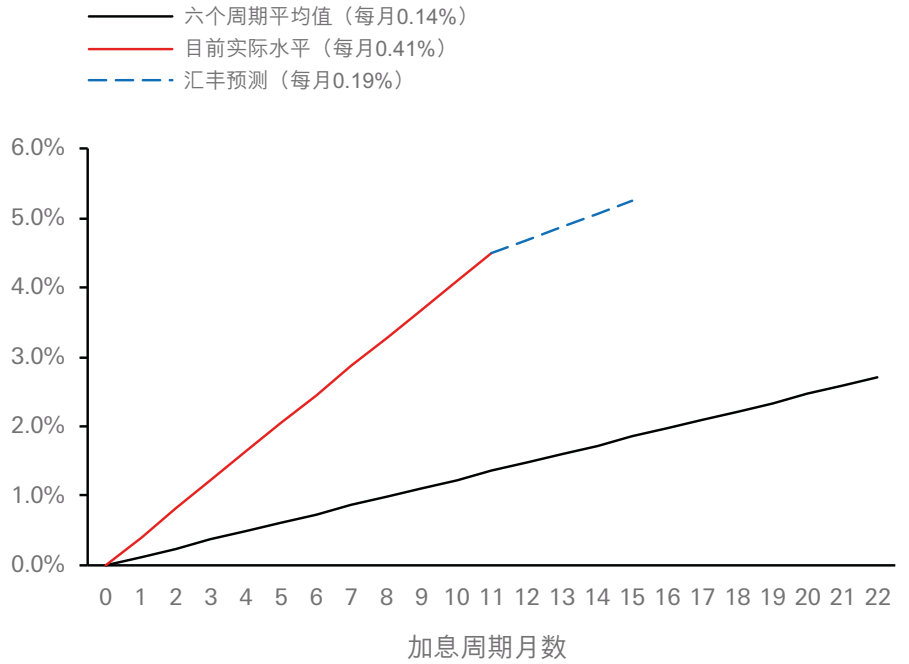
在「投资组合策略」一节和亚洲主题观点中，讨论我们看好中国和亚洲其他市场的原因。我们与客户对话时，以及从媒体中得知不少投资者比我们更加忧虑政策风险和地缘政治问题。通过迎合亚洲消费趋势的发达市场企业，投资者可间接把握中国和亚洲短线投资机遇。许多欧洲消费品牌强劲，并深受亚洲市场欢迎，有些美国出口商也提供机遇。

优质债券的机遇：我们的核心投资组合对高评级债券持偏高比重，这个观点也反映于我们的精选主题。我们继续聚焦投资级别债券，因为我们认为高收益债券利差稍为过于狭窄，且对增长放缓敏感。此外，我们认为优质新兴市场主要货币企业债券也存在机遇。我们把存续期配置由「短至中期」（三至五年）调整为「中期」（五至七年）。然而，若投资者担心政策利率可能高于市场目前预期，可以增持浮息票据或维持较短存续期。

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。此外，美国资讯科技和银行板块近期表现反覆，显示信贷利差可能波动。因此，即使我们认为这仍会是个别企业的问题，而非整个体系出现问题，

但我们继续专注最高的资本结构，即二级资本和高级无抵押债券。与国债和非金融机构债券的收益率相比，我们认为这个领域的收益率具吸引力。虽然银行的不良贷款可能增加，但仍低于历史水平，而且净利息收益稳健有助提高利润。

加息周期已大致结束，但利率应会在一段时间维持偏高，因为十国集团在2023年不大可能减息



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



数码转型

全球经济持续面对挑战，因此我们专注三个投资主题，这些主题利用领先的科技发展来提高质量结果；同时也可带来竞争优势、差异化和/或新机遇。我们已挑选三个即将迎来转变，使人振奋的投资主题。

我们的三个精选主题

1. 航天科技投资
2. 人工智能及自动化
3. 智能移动

航天科技投资

航天业一直活在1960至1970年代太空竞赛成就的影子下，但随着企业和新科技重燃人们对航天科技的兴趣，这个行业正开始复兴。

过往，美国、欧洲和中国的政府机构及合约，一直是企业研发项目的主要资金来源，但时至今日，市场对数据和可靠的全球联网需求日渐上升，正好提供商业机会，支持业界增长。

近期的成绩包括：企业把太空人运送到国际太空站；普通乘客或「太空旅客」升空，穿越太空边界（卡门线）；航天器可重覆使用；以及私人企业发射一系列低轨道（LEO）卫星。

另一个及时出现的发展是卫星变得越来越小（微卫星：100公斤-10公斤；纳米卫星：重量少于10公

斤），包括通常只有10厘米直径的立方卫星。小型卫星受惠微型化科技融合发展；加上零件效力增强和成本下降，令生产变得更简单、更便宜。创新的行业新贵已抓紧十年前无法想像的机会。下图显示卫星发射数量按年增加，尤其是业内重要的小型卫星领域。在2022年，随着小型卫星六年来的发射数量增长18倍，小型卫星占已发射航天器的95%，并占升空承载质量的54%（资料来源：Future Timeline）。

全球各地出现越来越多连接装置，带动数据需求不断上升，引发企业之间的竞争，这些企业试图通过低轨道私人卫星来满足需求。我们的投资主题「航天科技投资」将重点分析这些商业机会。

人工智能及自动化

自动化技术持续演变，由汽车业有效地使用的工业机械人以至其他经济环节，尤其是服务业。近期人工智能软件和感测器科技跃进，应可大幅改进技术功能，从而改变和大幅扩展自动化用途。

服务业已在一定程度上受惠，包括：自动化流程、客户识别等产品和界面、电邮回覆和电话接线服务，以及检测和调查。人工智能正进一步融入服务和客户界面。人工智能、语音和人脸识别软件，以及更强大的电脑处理器取得长足进步，是促进有关趋

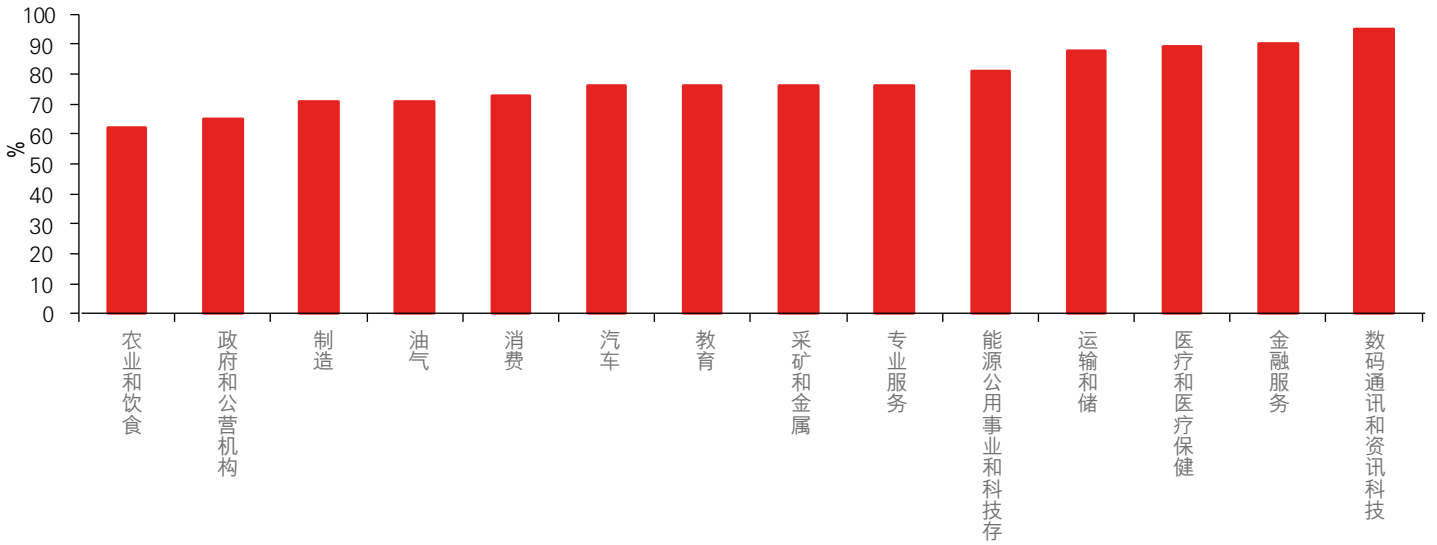
势的关键。随着这项技术的普及程度和能力提高，企业越来越希望引入相关应用（见图表）。科技突破可能改写许多行业的游戏规则，以OpenAI最近开发的ChatGPT为例，其语言对话更加自然，在不同方面别具吸引力，而且可应用至多个范畴，引起全球各地关注。

强大而聪明的人工智能软件应用范围，已涵盖快速分析和诊断医学X光片及电脑断层扫描，准确度相当于甚至超越人类，而且目前正不断改进。其他实际应用包括质量控制等需要处理大量数据的工序；供应链；科学研究；天文学；以及国防和金融业。我们的「人工智能及自动化」主题旨在把握科技迅速发展所带来的多元机遇。

智能移动

技术、成本和竞争门槛令由内燃引擎转用其他引擎的过程极具挑战，但目前很多困难已被克服。此外，科技融合也带来其他实质好处，包括降低车辆的复杂程度、整合新技术和新原材料。正如上文所述，人工智能是自动化技术发展的主要推动因素，故此与智能移动的出现息息相关。人工智能对自动驾驶火车、汽车、货车和船只等发挥关键作用，即使已取得重大进展，但自动驾驶汽车仍需数年时间才能面世。尽管如此，人工智能可改善旅游体验，同时降低客货运输风险。司机可随时使用多个智能系统，

考虑将在2025年前使用人工智能的公司百分比



资料来源：汇丰环球私人银行、世界经济论坛《2020年未来工作报告》(The Future of Jobs Report 2020) (截至2023年3月14日)。

提醒他们注意潜在危险，甚至自动介入以免发生意外。

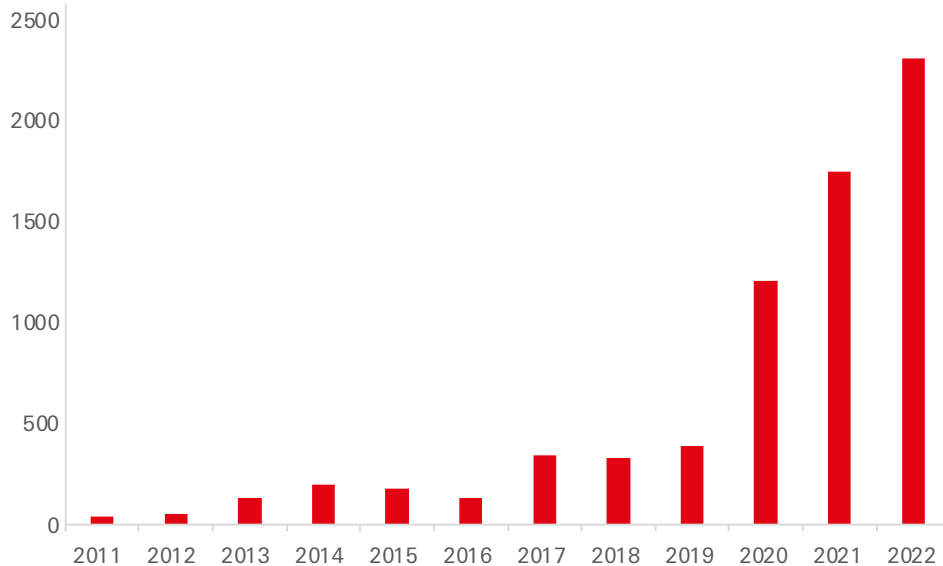
互联运输系统越来越能够侦测问题，并提醒乘客，让他们随时了解情况。旅客可于行程开始之前，查看抵达目的地的最佳路线、交通替代选择和成本。他们可在整个旅程中实时接

收最新资讯，有些时候可让他们选择其他替代方案，或更改预约和预购门票。这种灵活性有赖于数据和互网络配合，数码基建越来越能够提供这方面的服务，移动网络也是智能移动的关键。

我们的「智能移动」主题专注新

能源汽车、电池科技、5G网络和感测器硬件。

2011年至2022年发射的小型卫星



资料来源：Brytech、汇丰环球私人银行 (2023年3月14日)。

投资可持续未来

2022年对全球企业来说都是艰难的一年。甚少领域能够在这一年实现稳定增长。预算收紧；许多板块裁员；前景预测出现调整；不少行业的盈利增长也停滞。然而，可持续发展是少数业务持续增长的领域之一，某程度上源于2022年的问题在多方

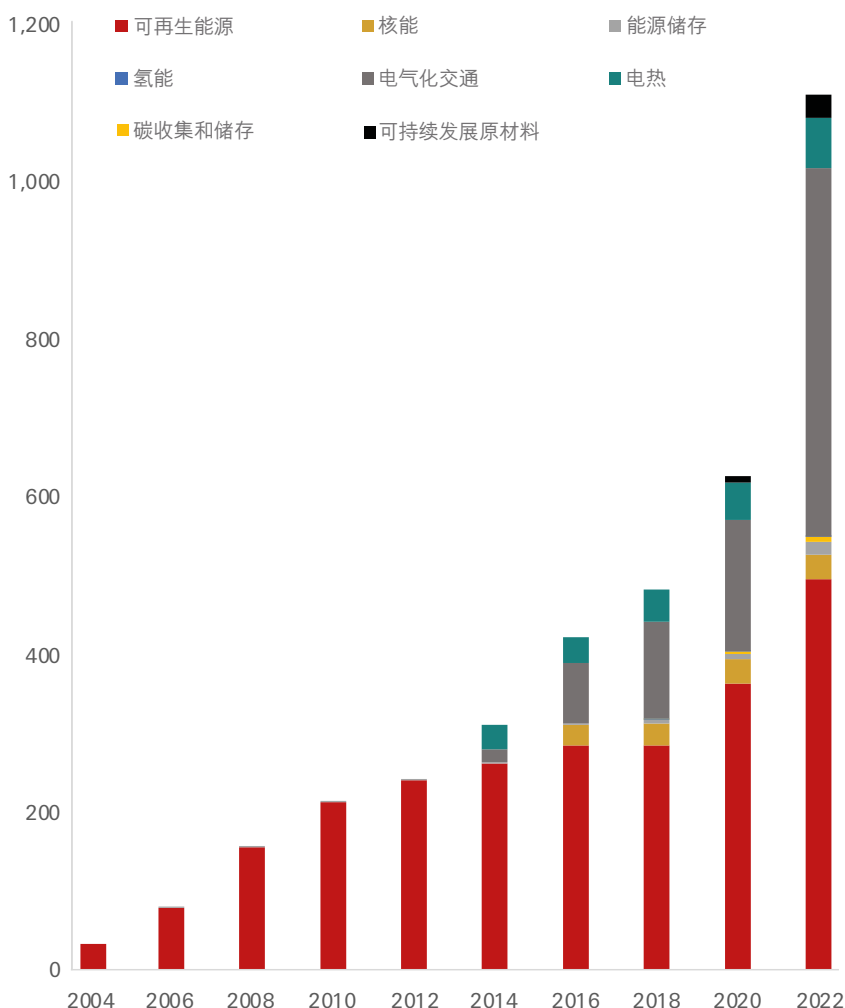
面都有利可持续发展的基本因素。俄乌战事、能源成本上涨和气候危机加剧，均为可持续发展提供机遇。为了应对2022年的事件，个人、企业和国家有意寻求可持续发展和可再生能源解决方案，因此这个领域的新投资创下历史新高。

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

全球能源转型投资（按板块划分）

十亿美元



能源转型及自主

全球能源转型的投资在2022年首次突破1万亿美元关口，比一年前增长31%¹。投资增加主要源于供应链出现重大延误和地缘政治纠纷。这些问题令市场关注企业和国家对外界的依赖。可再生能源提供解决方案，避免过分依赖外国能源供应商，但能源转型也包括更广泛的可持续基建生态系统，例如：充电、制氢、回收及碳收集和储存。为解决大部分可再生能源间歇供电的问题，政府现正投资于电力互联，从而大幅降低断电风险。

可再生能源在投资方面依然领先，但按电动车和充电基建的支出计算，电气化交通已迅速赶上可再生能源的领先地位。随着全球（尤其是中国）对电动车和整体市场的支出持续上升，这个板块在年内增长约54%。电热和能源储存方面的投资在年内大幅增加，虽然氢能是最小的板块，但其市场规模于年内增长三倍。经济、社会和政治需求、科技进步和目前对能源自主的更大渴求，都造就「能源转型及自主」主题成为具吸引力的投资机会。

资料来源：Bloomberg Finance L.P.、汇丰环球私人银行（2023年3月14日）。

¹彭博新能源财经《2023年能源转型投资趋势》（Energy Transition Investment Trends 2023）（2023年1月）



融通生物多样性

人类开始越来越明白维持生物多样性的好处，这些好处甚至超出我们可量化的指标。我们的海洋被一直被视为取之不尽的财富之源，并在这数十年间被人滥用掠夺，但我们现在知道海洋既是一个碳汇，也是将光线折射太空和调节温度的系统。自工业年代以来，我们对待海洋的行为已损害海洋调节气候的能力，但我们目前正采取措施扭转这个局面。在2023年3月4日，联合国成员国达成具历史意义的《公海条约》，为实现这个目标踏出关键的一步。这条约为划定海洋保护区制定法律框架，朝着去年12月联合国《生物多样性公约》缔约方大会第15次会议提出的目标踏出重要的一步，即在2030年之前保护30%陆地和海洋。条约概述如何以可持续方式，在保护区内利用、保护和分配海洋生物多样性所带来的财政和非财政利益。我们的「融通生物多样性」主题反映这个领域的动力和机遇。

可持续投资收益

环球承险意欲仍好淡不一，部分投资者正在物色波幅可控，并能够提供持续稳定收益，而非依赖估值扩张的投资。通过「可持续投资收益」主题，我们已物色到业务基础稳定，能够以可持续方式提供可观股息的投资方案。此举可让投资者受惠与其收益需要相符且具吸引力的投资策略，同时推动可持续未来。

将表现领先。

聚焦社会责任投资

企业对社会的影响日渐成为投资者和社会的重要考虑因素。疫情成为关键角色，使企业行为对社会造成的影响成为市场焦点。现时，通胀增添了雇员的动力，并再次推动劳工团体迫切争取更佳的薪酬和工作条件。多国的罢工情况增加，市场关注企业对员工的态度。对投资者来说，这代表一些公司相对其他企业具备较大优势，能够应对这些问题带来的压力和潜在风险。表现良好的企业有望吸纳人才和消费需求，并获得监管机构青睐。中长期来看，我们相信这些公司

股票

环球股票：目前好淡不一

鉴于利率不断上升，股票面对更多来自现金和债券的竞争，利率走高也对股票估值构成挑战。尽管如此，亚洲增长加快，欧洲衰退缓和，加上美国基本因素改善和联储局可能暂停加息，都反映股市回报可望在不久将来有所改善。然而，全球经济活动持续放缓，加上多国上调政策利率，使短期股票回报前景继续受压。随着环球经济活动减弱，以及利率长期偏高，我们专注优质股和增长前景较明朗的地区（例如：亚洲）。

欧洲经济反弹

欧洲股市表现向好。由于冬季较为暖和，能源价格下跌，欧洲增长前景和经济得以改善，降低极端风险，带动区内股市上升。此外，尽管欧美股市之间的估值折让差距稍微收窄，但在全球市场当中，欧洲股市仍然吸

在全球市场之中，欧洲股市仍具吸引力

来年市盈率



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2022年9月6日）。过往并非未来表现的可靠指标。

偏高比重

市场：美国、墨西哥、巴西、中国内地、印尼、泰国和香港特区

板块：非必需消费品、通讯、能源（包括可再生能源）和医疗保健

偏低比重

市场：英国、意大利、南非、土耳其、南韩和马来西亚

板块：不适用

环球风格偏好

优质

引。另一方面，中国经济重启，加上整个亚洲区的贸易和增长上升，为欧洲出口商带来希望，尤其是消费品与服务，以及工业设备等领域。事实上，欧洲经济衰退的程度预料较最初预测温和，而且利率上升和欧洲央行

立场强硬，也应有利金融板块。对有意把握亚洲经济反弹，但担心中国政策风险的投资者来说，我们认为这些领域值得注意（请参阅我们的新精选主题「通过发达市场投资亚洲」）。

亚洲机遇

在亚洲区内贸易改善和中国经济重启的推动下，区内遍布机遇。我们对中国股票和广泛亚洲新兴市场维持偏高比重配置。估计中国经济重启将带来稳健增长，因为政府改变防疫政策，应会释放强劲的积压需求，中国消费者料将不吝消费。中国和亚洲消费实力在疫情前的本地及环球经济中早有确据，对金融市场的影响也十分明显。亚洲区方面，我们在选择板块时降低防护力。随着股市反弹，我们预料科技板块不会领涨，但估计需求快将触底，可能有助提振区内经济活动和市场回报。

美国：基本因素保持一致

联储局全力把美国通胀压回联邦公开市场委员会所订2%的对称目标。主席鲍威尔经常表示希望可避免经济陷入衰退，但同时表明联邦公开市场委员会坚守通胀目标。联储局收紧货币政策的周期可能接近尾声，对美股投资者来说是好消息，但正如我们的分析显示，在「更长时间高息」的阶段，股市偶尔会缺乏方向，直至通胀更大幅回落，以及市场价格开始反映减息。

我们预测在2023年大部分时间，美国经济增长将减慢至1%以下，应会令销售量下跌。随着通胀持续放缓，企业将难以把仍然偏高的生产价格转嫁予最终消费者，因此我

们预计利润率应会继续受压。分析员目前预测2023年盈利增长轻微倒退(-1%)，并不令人意外。好消息是他们预测上半年盈利下跌4.4%，但下半年应可回升。此外，展望2024年，估计明年盈利增长约10%。

不过，短期来看，我们仍预料美股将进一步整固，以反映2023年盈利预测下调。美国的银行和资讯科技板块近期反覆波动，虽然不大可能引发信贷或系统性银行业危机，但仍会使经济信心和活动受压。在这个情况下，我们显然专注优质股票，不但投资于金融和资讯科技板块，还包括整个美国市场。

投资总结

环球股票投资者继续面对多个问题，例如：经济增长率出现分歧，通胀持续和利率上升。环球经济活动放缓的程度看来不及预期般严重，因此我们在选择环球股票板块时降低防护力。然而，利率预期向上调整和长期偏高的环境，往往引致股市波动和缺乏方向，因此我们聚焦财政状况强劲、能够产生现金和净债务水平偏低的优质公司。我们也密切注视板块投资，但这仍是一个「选股」市场，应密切关注公司基础业务模式的韧性，以及企业面对加息以至通胀下降得极为缓慢的应对能力。环球方面，股票投资者应观察到亚洲经济和金融基本因素日渐改善。美国方面，一旦通胀大幅下降，以及增长周期接近触底，联储局暂停加息或可为股票基本因素带来支持。

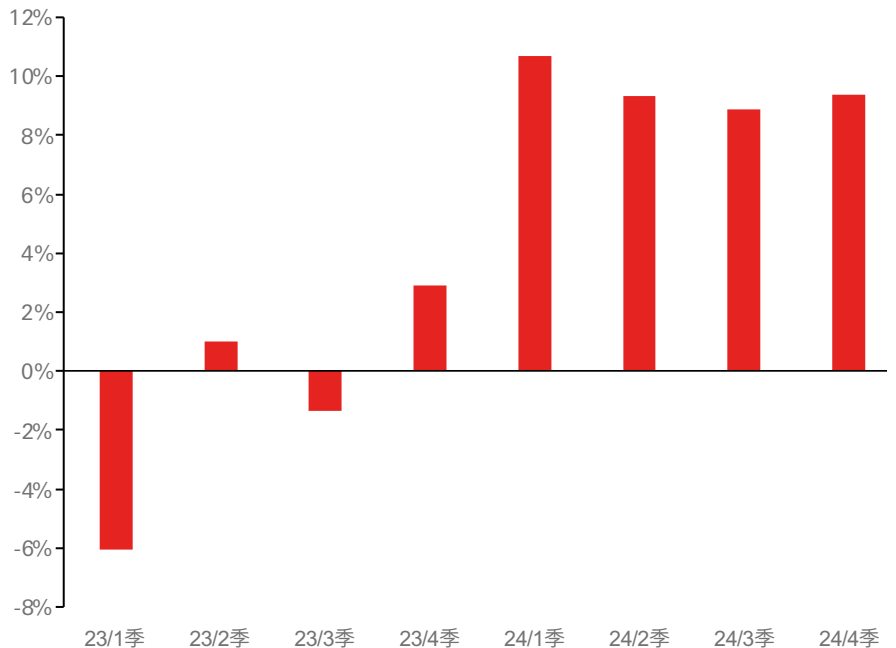
中国和亚洲新兴市场股票看来吸引，尤其因为增长前景改善
来年市盈率



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行 (截至2023年3月14日)。往绩并非未来表现的可靠指标。

盈利预期可望在2023年下半年改善

标普500指数：按年每股盈利增长



资料来源：彭博资讯的市场普遍盈利预测、汇丰环球私人银行 (截至2023年3月14日)。

债券

债券继续提供吸引人的息差机会，我们对2023年的回报更有信心。因此，按风险调整后基础计算，债券目前仍是我们偏好的资产类别。我们继续聚焦优质企业债券，主要集中于环球和新兴市场投资级别债市，以及美国、欧洲和英国中期投资级别债券（即五至七年—中存续期）。

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；海湾合作委员会国家和墨西哥主要货币债券；中国和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

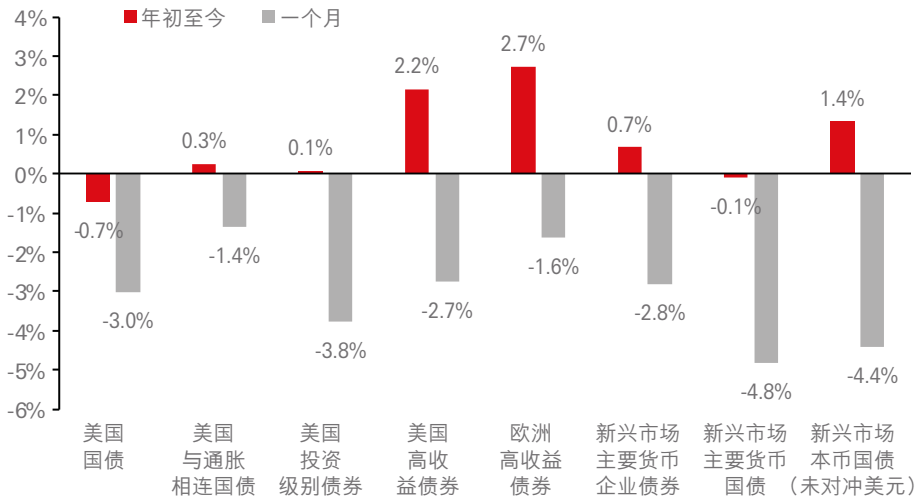
在过去一个月，债市出现一些值得留意的发展，尤其是在发达市场利率方面，国债收益率从近期交易区间的底部回升，并在最近突破走廊上限。这次抛售的原因众多，包括联储局和欧洲央行成员发表强硬言论，经济数据稳健（采购经理指数、就业数据）以至美国和欧元区核心通胀问题棘手。因此，政策利率上调的预期在1月和2月大幅升温，虽然最近有所回落。例如，联邦基金期货价格在两个月前反映政策利率峰值为4.8%，但其后曾一度升至5.7%，最近才回落至几乎接近4.8%的初始水平，原因是市场忧虑美国的银行和资讯科技板块动荡将打击经济增长，以及加息过多将令银行的情况恶化。我们仍然认为这个动荡局面将逐步缓和，而且联储局可能会再小幅加息三次，分别在3月、5月和6月各加息四分一厘，然后在2024年第二季之前维持利率不变。这方面的不明朗因素明显升温，但风险不再只倾向上行。

市场价格在2022年初反映了一幅美好的经济前景，但却与联储局自1980年代初以来最迅速的加息周期格格不入，利率目前处于限制性的区间。经历十多年的超低息环境后，经济内部势必出现裂痕，尤其是负有债务的个人、银行、企业以至国家。偿债成本不断上涨，将要动用更多财政资源，很可能影响消费和资本支出，而且与过往利率接近零的时代相比，

新项目的回报和可行性定必受到更严格审查。市场走势在很大程度上端视新的高息环境持续多久。高息的时间越长，我们便越重视质量和财政稳健的借款人。

在这个特别时间下，另一个明显特点是以下三者之间的矛盾：(1) 利率投资者预计发达市场央行将于今年稍后改变政策；(2) 风险投资者（即股票、企业债券）相信经济软着陆或「不着陆」；和(3) 决策官员「不惜一切代价」打击通胀。目前难以证明那一方最终会是正确答案，但在此之前，我们认为相关压力将继续引发风险资产和利率市场反覆波动。

发达市场利率近期回升，削弱存续期资产表现



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。过往并非未来表现的可靠指标。

发达市场—随着息率市场最近的抛售，我们延长了环球投资级别债券的目标存续期

尽管欧美经济数据改善，发达市场央行也发表强硬言论，但我们仍然认为利率（可能在2022年10月）已越过周期顶峰，因此，目前是合适的时机，把环球投资级别债券（即发达市场投资级别债券）的目标存续期由短至中期（三至五年）延长到中期（五至七年）。这个变化可让我们将吸引的收益率锁定一段较长时间，若利率

最终如我们所料下跌，便可受惠更大的价格升幅。这个观点主要取决于结构动力，此动力在疫情时期大幅减弱，但目前正逐步卷土重来，这些动力的来源多元，包括：科技进步、人口结构，以及发达市场国家资产负债表的负债水平上升。

发达市场 — 随着息率市场近期的抛售，我们已延长环球投资级别债券的目标存续期

企业方面，我们继续专注以有利债券持有人政策为先、杠杆比率稳健和短期再融资需要较低的优质公司，并仍对环球投资级别债券持最大的偏高比重配置，并对「降级天使」(即失去投资级别信贷评级，并转移至高收益指数的公司) 风险保持警惕。然而，发达市场企业的信贷评级(不只是降级天使)已在2021年底开始恶化，预料这些公司的评级目前在偏低水平靠稳。不过，我们意识到经济前景未明，自全球金融危机以来，相对于美国投资级别市场的规模，BBB级债券在美国企业债市的占比已增加一倍。因此，降级天使风险随时间大幅上升，但在过去12个月，北美洲和欧洲企业债市分别出现47家和11家「明日之星」(即获上调至投资级别的公司)(根据彭博资讯的资料，以标准普尔信贷评级为基础)。降级天使的相应数目远低于上述数字，分别

只有九家和五家，因此这股趋势或会在未来数季逆转。企业仍有动力保持投资级别评级，以维持偏低的融资成本，同时分散投资者基础。整体而言，我们预料企业将为此采取必要措施(通过减债、推行不太有利股东的政策等)，但在挑选较低评级的投资级别企业时，我们倾向保持审慎，选择财政状况较强劲、信贷基本因素改善和产生现金流能力稳健的公司。在利差估值偏窄的情况下，我们对环球高收益债券市场保持中性，因为我们认为其估值水平无法补偿发达市场经济硬着陆的风险。

板块方面，我们继续青睐能源、科技和金融公司。就金融板块而言，我们偏好拥有较高资本结构地位的企业(请参阅我们的「发达市场金融机构债券：资本结构调整」精选主题)。

新兴市场 — 专注优质企业债券

在2022年，新兴市场主要货币企业债券的总回报是2008年以来最

差的(-13.8%)。除了加息的原因之外，上述资产类别也受累俄乌战事和中国房地产开发商急挫。然而，摩根大通新兴市场广泛企业债券指数的信贷利差扩大47基点，幅度相对温和。

新兴市场企业债券的基本因素仍然强劲，平均而言比发达市场投资级别债券和发达市场高收益债券更加优秀。新兴市场高收益债券的净杠杆比率估计为1.8倍，新兴市场投资级别债券则为0.9倍。撇除中国房地产开发商和俄罗斯/乌克兰公司，新兴市场高收益企业债券的违约率为1.8%，仍与美国高收益债券相若。

我们对不明朗的全球经济前景和联邦基金利率「更长时间高息」的环境保持警惕，因此专注优质企业债券，对亚洲投资级别债券，以及中东、巴西和墨西哥高评级企业持偏高比重，并有选择地投资于其他地区表现强劲的企业债券，主要是大宗商品生产商、金融和科技公司。

短期债券收益率近期升至周期高位后回落

收益率(%)



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行(截至2023年3月14日)。过往并非未来表现的可靠指标。

我们在2021年10月下调对中国主要货币企业债券的观点至中性，自此一直专注优质债券。此举是为了应对房地产板块的不明朗因素，并缓减危机蔓延的极端风险。其后情况发生变化，而且中国出现强劲的正向刺激因素，例如：经济逐步重启，以及经济增长成为政策重点。与此同时，整体亚洲企业债券市场应受惠美元和美

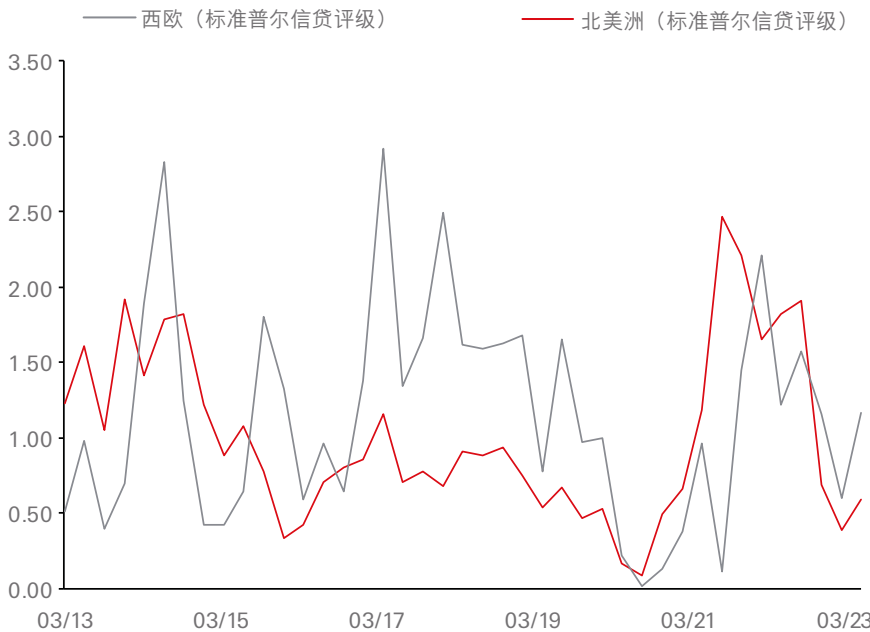
国国债收益率见顶，投资者配置不足和估值吸引。我们仍以质量为重点，继续偏好中国国有企业、电讯、媒体与科技和金融板块。

西和墨西哥。

鉴于环球风险持续上升，对新兴市场国家的财政和经常帐造成压力，因此我们对新兴市场本币债券保持中性，只看好两个本地市场，分别是巴

信贷评级调整在2021年底开始恶化，预料情况将会回稳

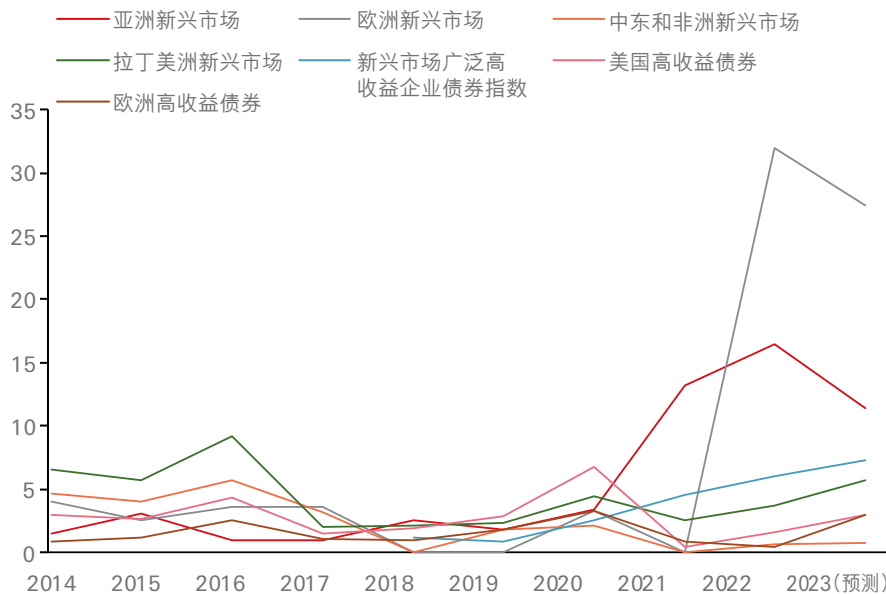
调高/调低比率(倍)



资料来源：汇丰环球私人银行、彭博资讯（截至2023年3月14日）。

新兴市场违约率（不包括个别情况：俄罗斯/乌克兰、中国房地产）仍然受控

违约率(%)



资料来源：汇丰环球私人银行、摩根大通估计（截至2023年3月14日）。

外汇和 大宗商品

美元自去年10月以来大幅下跌，但美国经济数据优于预期，加上市场预期联储局维持强硬政策，推动美元最近表现较预期强韧。在市场定价反映更多加息次数，以及更长时间高息的环境下，美元或难以在2023年第二季出现重大下行趋势。短期而言，通胀压力不衰，可能令市场焦点继续在联储局对加息的强硬态度，但最近美国的银行和资讯科技板块动荡，因此市场已下调加息次数预测。长远来看，大量累积的加息，加上商业信心更不明朗所带来的影响，应会压低美国经济增长，我们认为美国经济要继续领先其他西方经济体将变得更加困难。美国经济增长放缓和利率见顶，将使美元从2023年第三季开始再度趋跌，直至今年结束。

我们认为市场参与者将密切留意经济数据公布，从而衡量美元走势，因此美元在第二季仍是焦点所在。如经济数据出现惊喜，或会支持美元表现，但随着市场价格调整，反映联储局终端利率，以及本已强劲的经济数据，大部分上行风险已经消化。相反，我们认为下行风险可能对美元产生较大影响，经济动力急速恶化，很可能通过美元走弱迅速显现。

此外，如果美息见顶，金融状况更趋宽松，可能有助环球经济复苏，因而加剧美元的负面压力。我们预期这种情况将于今年稍后时间，经历整固阶段后出现。

看好

十国集团：欧元、英镑、日圆、澳元和新西兰元

新兴市场：巴西雷亚尔、新加坡元和泰铢

中性

十国集团：瑞士法郎和加元

新兴市场：人民币、印度卢比、印尼盾、菲律宾披索、土耳其里拉、南非兰特和墨西哥披索

大宗商品：黄金、白银和石油

看淡

美元

正如我们在首轮美元抛售潮（2022年10月至2023年1月）所

见，美元走弱很可能刺激其他货币反弹，影响非常广泛。鉴于美元和美债收益率对汇市有重大影响，我们认为当市场开始憧憬「更长时间高息」的阶段结束，汇市走势将持续出现变化。虽然有关走势应会见于广泛货币，但对经济影响因素较强韧和通胀压力较低的国家来说，其货币表现可望优于美元。在这环境下，我们认为欧元和英镑将可受惠。

与此同时，虽然中国经济的表现已较预期优秀，但我们认为当地经济环境将进一步改善，应有助提振环球市场的投资气氛，使避险资产受压，并刺激承险货币走势。

我们认为美元短期应会在区间波动，但将在今年稍后时间再次走弱

基于对环球经济增长触底的预

我们认为美元短期应会在区间波动，但将在今年稍后时间再次走弱



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



期，我们相信澳元、新西兰元和日圆将会反弹，但认为澳洲和新西兰央行维持强硬立场，难以为当地货币提供有力支持，因为大部分收紧货币政策已经过去。然而，就利率在很长时间处于负数的日圆而言，货币政策指引出现变化，可能为日圆带来重大有利因素。因此，虽然环球投资气氛改善，但我们对日圆前景维持积极的观点：目前，相比日圆的避险性质，我们认为货币政策对日圆走势产生更大影响。

美元偏软和风险环境积极，也很可能为新兴市场货币带来进一步升值的空间，但经济影响因素将成为货币选择策略的关键。经济相对强劲或利率优势较强的货币很可能成为当前环境的赢家，例如：现时的巴西雷亚尔。

「优化防疫政策」结束后，中国重启经济并聚焦增长，将带动经济活动和增加投资流入，因此人民币有望受惠。承险意愿转变也可为人民币带来支持。然而，尽管经济数据强劲，但下行风险仍然存在，中国人民银行的宽松政策或有助抑制上行压力，使人民币保持竞争力。

中国经济反弹也可提振一些大宗商品的需求，包括：广泛用于工业和制造业的白银，以及用于运输和旅游活动的石油。这些大宗商品可对全球环境改善发挥正面作用。相反，在投资者愿意承担更高风险，而且利率长

期偏高的环境下，黄金或会受累于其避险特性。然而，我们认为，美元出现整固很可能限制黄金的下行空间，因此黄金保证投资工具有望从两年低位反弹。

我们对黄金和原油维持中性观点

每盎司美元

每桶美元



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。佳绩并非未来表现的可靠指标。

对冲基金

虽然在通胀放缓的推动下，投资者倾向「承险」，刺激市场在10月至1月期间止跌回升，但我们继续偏好采取审慎或分散投资方针的对冲基金策略。通胀仍然居高不下，反映利率「长期偏高」的前景，可能限制市场走向和「承险」策略的表现。不过，对冲基金可利用当前联储局周期阶段的典型波幅来产生超额回报。

避险策略：偏好宏观、多元策略和多元投资组合经理策略

我们继续看好市场宏观经理的前景，应不足为奇。虽然我们预期定向投资机会的规模不及去年，但经济前景和收紧货币政策路径的不明朗程度，以及地域差距和资产价格波幅持续扩大，应会为宏观策略营造优越的环境。随着联储局和其他央行的加息周期接近尾声，收紧货币政策对相关经济体产生滞后影响，造成政策过度或不足的风险。

我们对管理期货维持中性观点，对市场中性系统保持中性看好，并上调多元策略系统的前景至中性看好。

众所周知，预测管理期货策略的前景并非易事。然而，我们非常重视有助策略成为重要投资组合配置的回报特性：与风险资产的相关度长期偏低，利率正常化为表现带来有利因素，以及无论市场升跌都能够获利。我们对配置于另类投资市场的管理期货策略持更积极的观点。

对股票市场中性经理来说，目前板块、因子和主题之间差距均衡的环境有利相关策略；我们预期特殊选股策略将继续带来正面贡献。

我们对多元策略和多元投资组合经理的前景维持完全看好观点。在市况欠明朗的时期，卓越的风险管理程序，加上吸纳并留住人才的能力是区分顶尖多元投资组合经理公司的重要

因素。债券方面，鉴于联储局干预通胀，利率交易继续有助增值。企业债券的吸引力继续增加，平台新增企业债券团队，为此做好准备，尤其是在结构式企业债券和「出现经营困难」企业债券方面。此外，大宗商品也为个别投资经理提供丰厚的超额回报来源，但合并套利和股票指数重整套利的机会仍然不大。

承险策略：偏好亚洲好淡仓股票

我们仍对美国 and 欧洲好淡仓股票持中性观点，但对亚洲好淡仓股票前景持更积极的观点。环球股票估值接近公允价值，欧洲、英国和日本的股票估值低于美股。美股估值已被压低，股价跌至十年平均水平。然而，我们预期企业盈利预测将继续下调，因此依然关注净持仓水平偏低、应变灵活和以交易为导向的投资经理。长远来看，目前尚有良好机会增持长期增长强劲的板块，其盈利能力在经济

波幅为对冲基金创造机遇



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。过往并非未来表现的可靠指标。

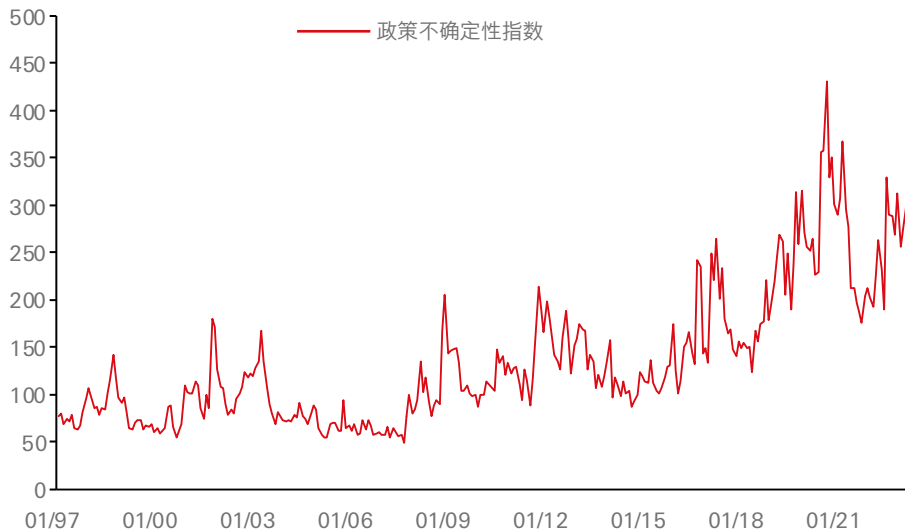
低迷期间较为强韧。短期而言，投资经理聚焦过去数年受惠低息/收益增加的企业。

我们对事件主导策略维持中性评级，继续青睐在分属策略拥有广泛专业经验的投资经理。美国市场估值仍然偏高，收紧货币政策使资金成本上涨，大幅拖慢企业活动的步伐（最明显的是环球并购交易量减少37%，美国活动减少33%）。相比之下，虽然环球承险意欲普遍减弱，但维权活动保持活跃，去年新活动按年增加36%。

企业债券方面，我们转持更积极的观点。利差、息差和差距出现大幅改善，继续吸引我们的关注，因为我们相信下一个信贷周期临近。投资机

遇的规模和持续时间看来大致取决于各国央行继续对抗通胀、推行货币政策复常和缩减资产负债表的决心。企业债券领域的规模巨大，有望提供大量特殊机遇，而且这些机遇已开始出现。

政策不确定性指数 Baker, Bloom & Davis



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年3月14日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

私募市场

2023年第一季的情况与2022年下半年相近：交易量下降、债务成本增加，以及企业利润率受压。然而，我们观察到集资活动保持强劲的有利迹象，并相信市场尚有大量未动用资金，有助基金经理把握估值受压的机会。回顾往绩，紧随经济衰退的首年投资基金可产生最丰厚回报。

迈向2023年第一季末，环球经济和私募基金的经济格局继续急速改变。国际货币基金组织预测2023年增长为2.9%，一些分析员甚至预测环球经济衰退，私募基金领域在投资周期的全部四个阶段均受压。并购市场淡静削弱投资机会；加息令融资状况面临更大挑战，流动资金的充足程度下降；投入和劳工成本上升，正在收窄企业利润率；首次公开招股市场低迷，令出售资产的途径变得有限。尽管如此，私募基金领域绝非毫无生气，个别指标带来乐观的原因。

与2022年下半年的情况一样，2023年初的交易量仍然缓慢，原因是在宏观因素的影响下，市况欠明朗，买方和卖方之间存在巨大的价格差异，以及持续加息使公营贷款机构拒绝为杠杆交易提供融资。在2022年，收购交易总数较2021年减少9.8%¹，总价值下跌20.3%，但值得注意的是，这仍然高于疫前水平。这股趋势在2023年延续，本年首两个月的交易额占2022年交易总额的6.1%。

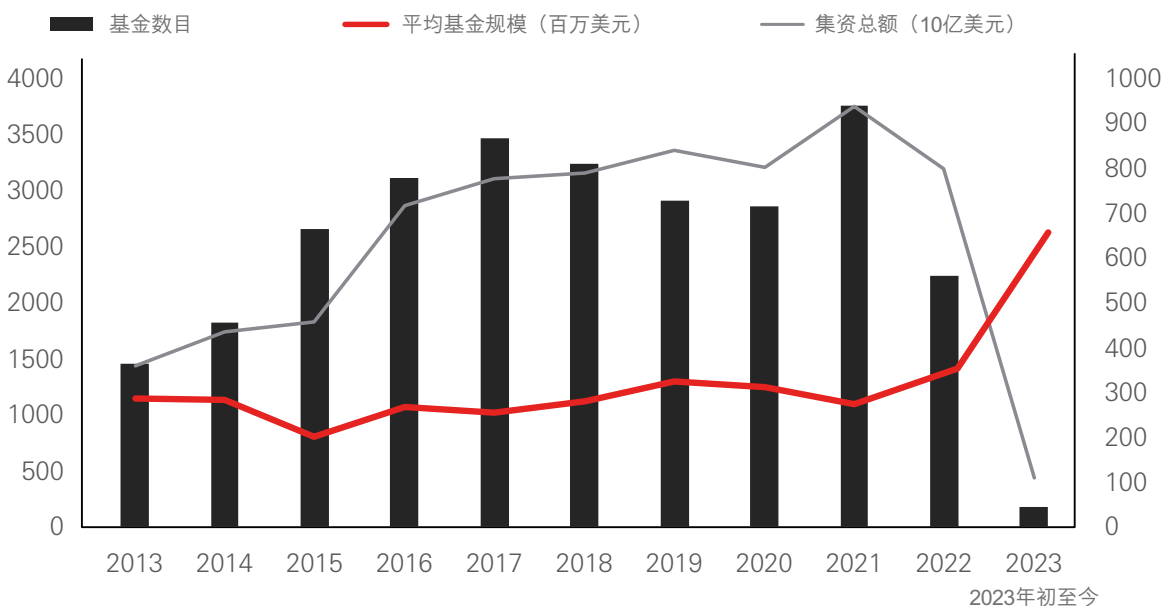
然而，随着通胀开始回落，债务市场逐渐重启，加上公开市场反弹带动卖方的受压估值上升，我们预期交易活动将在下半年开始回升。在投资市场当中，我们注意到有两个领域的活动维持在一定水平，一个是私有化，一般责任合夥人希望把握公开市场估值低迷的机会；另一个是企业分拆，勉力应对资本成本上涨的企业希望出售表现欠佳的业务，这两个领域

在2022年完成的交易量均较2021年²有所上升。

有别于交易量，集资活动在整个2022年和2023年保持动力。虽然一般责任合夥人的集资活动减少，使整体集资额下降，但相对2021年，2022年的每只基金平均集资额增加51%³，在2023年第一季将进一步增加（见图表）。这反映进入市场的一般责任合夥人正受惠投资者日益殷切的需求。

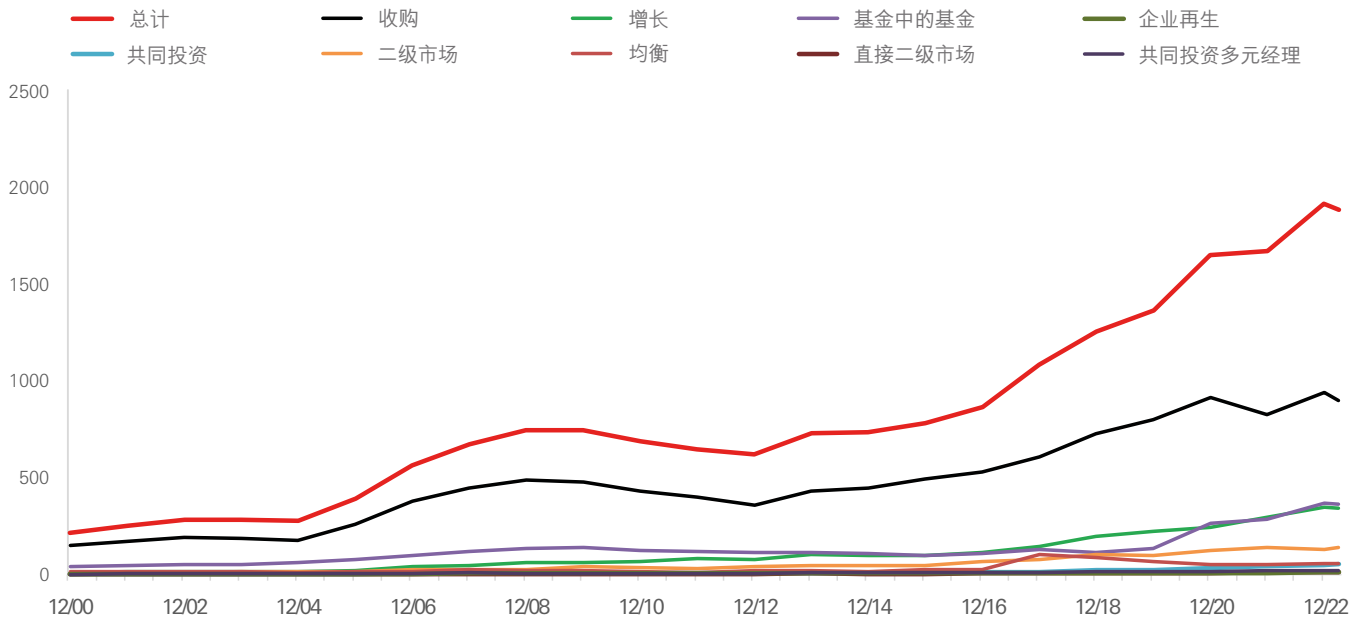
集资水平得以维持，加上交易量下降，在私募基金市场的未动用资金创纪录新高。在2022年底，估计约有1.9万亿美元⁴未动用资金备留作投资用途，其中接近一半用于收购活动（见图表）。我们预期，有关股权资本规模应足以填补债务市场近期造成的缺口有馀，有助一般责任合夥人在当前环境下，把握低估值进场时机和机会型交易。

私募基金过往集资活动 — 平均基金规模呈现升势



资料来源：汇丰环球私人银行、Preqin（截至2023年3月14日）。

私募基金自2000年以来的未动用资金（不包括创投基金，10亿美元）



资料来源：汇丰环球私人银行、Preqin（截至2023年3月14日）。

考虑到未动用资金和低成本的成本的债务减少，交易活动的平均杠杆倍数在2021年触及20年高位⁵后，很可能于短期内下降。基金经理无法再依赖低成本债务，必须更加注重提升营运表现，从而创造价值并推动回报。对投资组合企业来说，重点将由增长转向盈利能力、成本控制和定价能力，以维持企业利润率。我们认为，一般责任合夥人需要适应不断变化的环境，将有助优质基金经理进一步表现出色，扩大首四分位和末四分位之间的差距，并提升与同业最佳合夥人共同投资的重要性。

整体来说，我们仍对私募基金的回报潜力感到乐观。回顾往绩，紧随经济衰退的投资首年基金可产生最丰厚回报，我们认为当前的情况无异。

总结而言，虽然市场存在挑战，

但我们认为，私募基金领域稳占长期增长和表现优于公开市场的优势，但预期估值将在短期进一步走弱。随着通胀开始回落，债务市场重新开放，我们对集资统计数据保持乐观，并相信市场具备充裕资金，能够把握估值受压的机会，尤其是在更加复杂的私有化和企业分拆领域。对于有意进行资金部署的投资者来说，我们高度看好私募基金资产类别，并继续强调与同业最佳基金经理共同投资的重要性。

1. Preqin，按数量和价值划分的收购交易总额（2023年3月）。
2. Preqin，私募基金交易的数量和价值（2023年3月）。
3. Preqin，私募基金集资往绩（2023年3月）。
4. Preqin，私募基金的未动用资金（2023年3月）。
5. 彭博资讯，「私募基金交易的最新浪潮带来前所未有的杠杆水平」（Private Equity's Latest Deal Wave Brings More Leverage Than Ever）（2022年1月）。

房地产

虽然利率上升已推高房地产收益率，为房地产价值带来下行压力，但准买家与卖家之间的价格预期差距仍相当大，反映资本价值需要进一步下降。租户市场的差异更大，长期需求影响因素强劲的房地产（例如：住宅和物流）租赁前景最亮丽，但办公室前景尤其面对挑战。

随着加息推动房地产收益率上升，私募房地产的估值面临下行压力。然而，有别于流通性较高的资产类别（尤其是股票和债券），房地产收益率需要更长时间进行调整。市场价值难以准确评估，主要是因为物业的估值方法，这些方法一般基于可比较的交易证据，但鉴于买卖双方之间的价格预期存在巨大差距，交易证据供应不足。

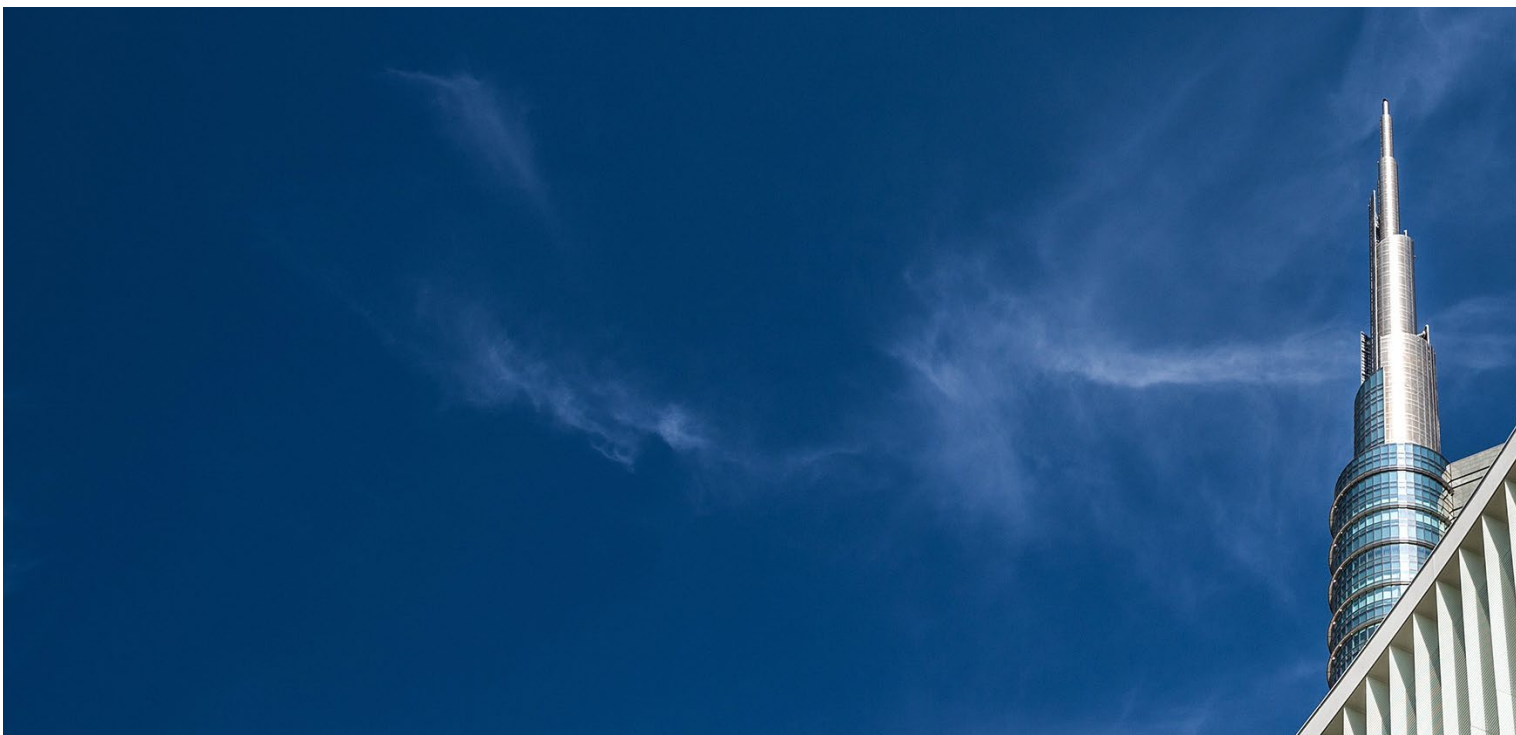
英国是一个例外，不论是与过去

所有市场下滑期间，还是与其他国家相比，当地的物业价值下降速度都较快，其中一个关键原因是在缺乏可比较交易证据的情况下，估价师更愿意提高房地产收益率。尽管如此，房地产收益率提供的差价，仍未足以与国债收益率相提并论，以致投资活动得以复常。

简言之，鉴于买卖差价过大，实体房地产投资市场已停滞不前，即使物色「出现经营困难」卖家的投资者拥有大量可动用资金。很少业主会被迫出售物业。有别于全球金融危机过后，目前信贷市场仍在运作，业主通常使用较低的贷款与估值比率。然而，随着贷款到期并需以更高利率再融资，市场存在可能会违反利息覆盖契约的风险，这可能会为市场带来更多资产，提供交易证据，并使买卖双方的价值重返一致水平。

根据RCA的数据，2022年第四季有关收益型物业的全球投资活动较2021年第四季减少64%，是2012年以来表现最差的第四季。尽管降幅仍然很大，但却在一定程度上反映2021年第四季的活动水平创纪录。欧洲(-66%)和北美(-62%)的下降幅度最严峻。环顾全球，所有主要板块均受到相若程度的影响，介乎-58%（办公室）至-72%（公寓）。

就目前所有板块的估值水平而言，房地产投资面对挑战，但不同板块之间的租户基本因素差异更大。必须注意的是，鉴于债务、劳动力和原材料成本上涨，大多数板块将于未来数年面临新空间交付量减少的情况，在经济增长疲软或抑制短期租户需求的时期，为房地产基本因素提供一些支持。



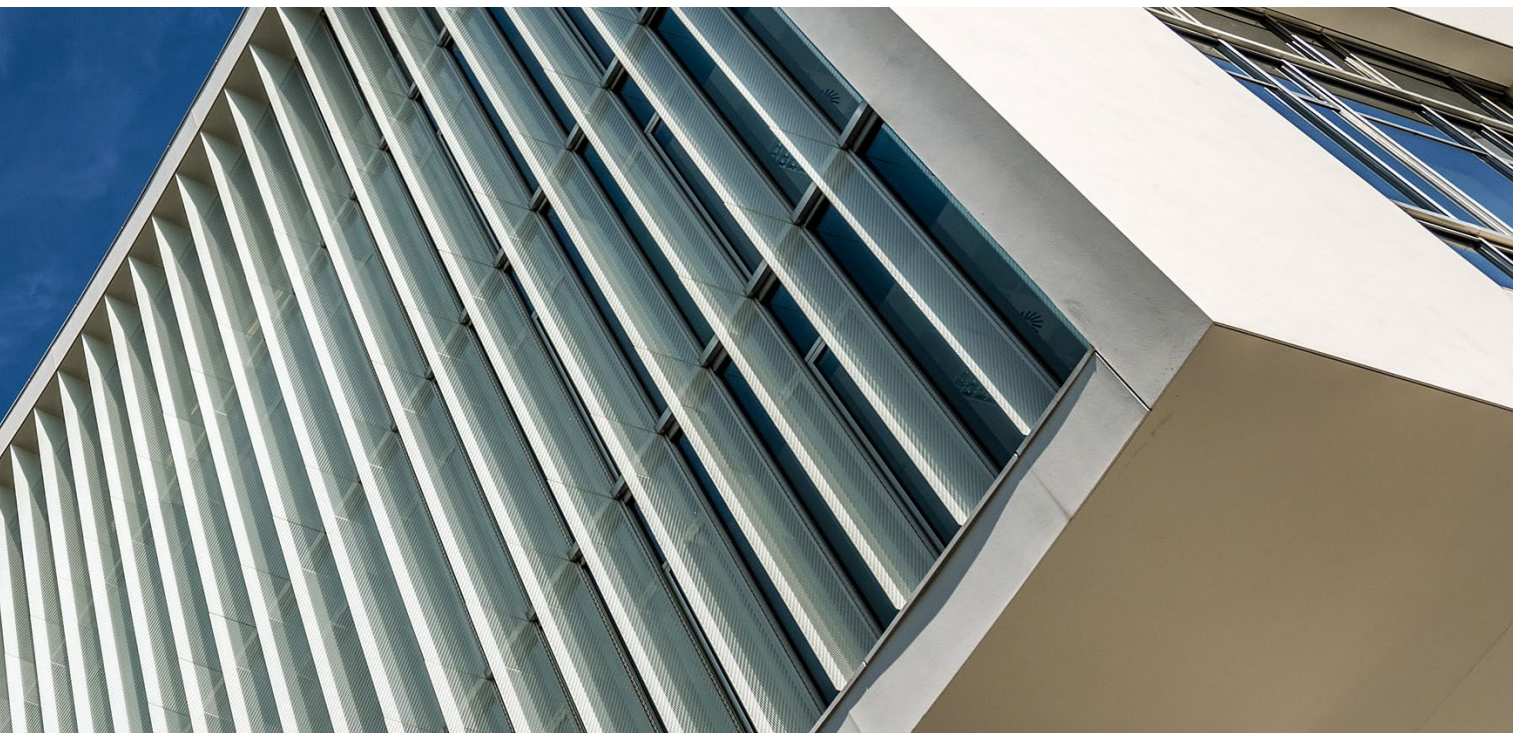
考虑到周期和长期因素，我们依然最看淡办公室板块。主要的科技、银行和管理顾问企业发出裁员公告，已令办公室业主失去一个重要的需求来源。此外，居家工作对租户所需的办公室空间构成长期结构挑战。北美和欧洲部分地区的前景尤其疲弱，例如：伦敦的城市市场。

全球市场方面，物流仍是我们最青睐的板块。物流资产的空置率处于历史低位，需求仍远高于长期平均。这为租金持续增长提供支持，虽然增速自2022年6月以来一直放缓。企业继续投资于储存网络，不只是为了迎合不断变化的消费者行为，也希望在邻近终端消费者的地点增加库存，以增强供应链的韧性。

在租户和投资者的决策过程中，可持续发展的重要性继续加强。对

租户来说，更环保的建筑可降低能源消耗成本，同时也支持其可持续发展目标。对房地产投资者而言，租户焦点改变和政府收紧监管标准，带来资产搁浅和受到「棕色折让」影响的风险。如果业主没有进行大量资本投资，这些搁浅资产将面临相当大的价值损失。

直接房地产估值需要时间，以就当前利率上升、经济放缓和投资者需求疲软的环境进行调整，公开上市房地产股票则按市价计值并已迅速调整。根据我们对未来租金和当前收益率的假设，我们认为长远来看，尽管波动较大，但房地产股的表现应会优于直接房地产市场。



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，阁下需要面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。

(中英文本如有歧异，概以英文本为准)

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 GmbH 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 2023

保留所有版权

