

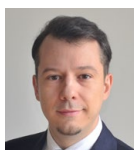
投資展望

2023年第一季

曙光初現 捕捉轉機



撰稿人



資產配置主管

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



環球首席投資總監

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



董事-環球市場策略師及執行編輯

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

區域首席投資總監



亞洲區首席投資總監

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



北亞首席投資總監

何偉華
patrick.w.w.ho@hsbcpb.com
+852 2899 8691



東南亞首席投資總監

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



中國首席投資總監

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



歐非中東及瑞士首席投資總監

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



英國及海峽群島首席投資總監

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



美洲區首席投資總監

Jose Rasco



環球債券業務主管

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



環球股票業務主管

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



外匯及大宗商品投資產品顧問

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



企業債券高級顧問

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



環球市場分析師—房地產投資

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



環球股票業務董事

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



高級產品顧問—私募市場投資

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



歐洲對沖基金研究主管

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

目錄

致客戶的信	05
我們的投資組合策略	06
多元化投資組合是否仍然是 更勝現金的選擇?	12
四大投資趨勢與精選主題	14
1. 重塑亞洲未來	14
2. 高息低增長下的投資機遇	18
3. 數碼轉型	20
4. 投資可持續未來	22
股票	24
債券	28
外匯和大宗商品	32
對沖基金	34
私募市場	36
房地產	38
免責聲明	40



歡迎辭

致本行客戶：

2023年將至，一直困擾投資者的增長放緩和利率上升等阻力，將會繼續成為影響市場走勢的主要因素。雖然周期前景仍存在重大挑戰，但利率方面漸見曙光。

我們先談壞消息。環球經濟動力持續放緩，歐元區和英國步入衰退，美國增長遠低於正常水平，而且中國經濟在2023年很可能只會輕微復甦。這些周期不利因素基本上為我們的股票觀點定調。預期市場對盈利增長的普遍預測將進一步放緩，因此我們對環球股票持偏低比重，偏向具防護力的板塊，並聚焦市場地位強勁的優質股。地區方面，美國經濟相對強韌，使我們偏好美股多於歐洲股票。在亞洲市場，我們上調對中國股票的觀點，因為在政策措施支持下，與新冠疫情和住宅市場相關的風險減退。亞洲重啟經濟，為經濟活動提供支持，但科技周期則減慢。

利率方面，市場曾多次嘗試預測利率的見頂水平，但利率至今仍尚未見頂。然而，美國10月份的通脹數據低於預期，顯示利率距離見頂越來越近，雖然還有一段距離。大宗商品價格通脹、運輸成本和供應鏈問題均有所緩和。租金繼續上升，但應會於未來數月靠穩，因為租金傾向跟隨住宅價格調整，而住宅價格現時持續下跌。

隨着聯儲局利率接近見頂，美元凌厲的升勢應會停止，因此我們對美元持中性觀點。此外，債券市場已

反映聯邦基金利率在2023年第一季達到5%，使我們對短至中期和高評級債券的收益率感到安心，因而對這類債券持偏高比重。投資者就債券的相對風險水平作出調整，因此今年拋售債券多於股票，使債券顯得便宜。我們也因其分散投資作用而看好債券，原因是在經濟增長放緩期間，債券與股票的相關度一般會下降。我們對對沖基金持偏高比重，藉此進一步分散投資組合的風險，因為對沖基金受惠高波幅市況，不同國家基本因素分歧，以及其現金結餘所獲的收益上升。

雖然我們對短至中期債券抱持信心，因而上調中國股票配置，以及下調對美元的觀點，反映我們認為曙光漸現，然而，我們將繼續密切注視一些重要的里程碑，這些里程碑可能使我們上調風險配置。當核心通脹和聯儲局利率最終確定見頂，我們可能通過延長存續期和再度增持科技板塊，大幅增加利率配置。利率方面的好消息也有利股票表現，但股市持續揚升的前提是周期前景必須靠穩。這需要耐心等待，因為加息對經濟增長的影響滯後。然而，當周期更趨穩定時，我們會對股票和低評級企業債券持更正面的觀點。環球承險意欲轉強也可能使我們對美元持看淡的觀點。

以上是對未來市況感到樂觀的潛在原因，但目前來說，我們仍保持審慎，並認為投資者應聚焦以下四項優次。首先，我們調整投資組合配置，偏向高評級債券。其次，我們加強投資組合對經濟衰退的韌性，聚焦優質股和局部對沖通脹。第三，我們通過

增持對沖基金，以及私募資產和房地產的核心配置，進一步分散債券投資的風險。最後，我們配置於結構趨勢，我們注意到許多擁有有利條件以把握這些趨勢的企業，現時的估值通常偏低。

可持續發展便是一個例子。部分政府容許增加鑽探石油和天然氣，以確保能源供應，但這不會使氣候緩解和適應方案的長期投資理據備受質疑。事實上，這些政府也投資於可再生能源和核能，家庭和企業則投資於太陽能和保溫功能，並提升生產工序效益，以節省昂貴的能源支出。因此，短期成本誘因，加上長期可持續發展推動力，有助降低綠色溢價，並推動新的綠色方案 and 技術發展。

在此困難一年的尾聲，投資者要考慮重要的平衡舉措。一方面，地緣政治，以及利率、通脹和增長周期轉向的時間高度不明朗。另一方面，幾乎所有資產自2022年初已重新定價。好消息是，現時即使優質資產也明顯較過去便宜，投資者可加強投資組合韌性，並有望獲得可觀的預期回報，等待基本因素改善提高風險配置。



環球首席投資總監
Willem Sels

2022年11月23日

我們的投資組合策略

環球經濟放緩仍有一段時間繼續是股票面臨的主要不利因素，因此我們對環球股票持溫和偏低比重。對高評級債券持偏高比重有助分散風險，而且債券收益率已反映大部分加息因素。由於增長周期落後於利率周期，我們寧可承受利率風險，也盡量迴避周期風險。我們也對對沖基金持偏高比重，以分散和緩減不明朗情況。我們找尋市場展露的曙光，並發掘終於可以使我們稍為樂觀的因素。此外，我們繼續強調在亞洲市場內與可持續發展和科技相關，而且估值具吸引力的結構機會。

1. 我們的環球市場觀點

環球經濟放緩仍然是影響市場發展的主要因素。歐元區和英國正經歷衰退，雖然美國表現較強韌，但增長也低於正常水平，而且可能在2023年出現一至兩季的負增長。中國的增長率可望見底，因為有利的貨幣政策應開始漸見成效。最近的政策措施有助緩減住宅市場下行的極端風險，並舒緩與新冠疫情相關的瓶頸問題，但經濟活動急速增長的可能性不大。

債券：偏高比重

聚焦優質借款人
維持整體存續期低於基準

股票：溫和偏低比重

偏好美國，多於歐元區和英國
偏好亞洲和拉丁美洲新興市場多於歐洲新興市場
繼續偏向具防護力的板塊，以質量和收益為重點

另類投資：偏高比重

偏高比重：對對沖基金持偏高比重
核心配置包含私募市場和房地產

雖然在過去十年，低息環境原意要刺激增長和避免通縮；但現時在利率、增長和通脹相互作用下卻走向相反方向。通脹居高不下，必然使利率長期維持高水平，應會繼續減慢經濟增長，只是影響滯後而已。利率上升對住宅市場的影響已浮現，發達市場的房價、銷售和建築活動均下跌。消費者的房貸還款增加（有些升至兩倍，甚至三倍），汽油、食品、衣履

和公用事業支出也飆升。對大部分民眾來說，工資升幅追不上通脹，不得不縮減支出，尤其是非必需消費品。各國政府雖然向國民提供援助，但由於借貸成本急升，政府的能力也有限：最戲劇性的例子莫過於英國，市場迫使英國政府放棄支出計劃，取而代之的是調高稅率（這使許多經濟學者不再相信現代貨幣理論）。

經濟增長放緩應可使通脹逐漸降溫，美國10月份消費物價指數正好帶來了這方面的憧憬。好消息是石油、天然氣和運輸成本下降，半導體短缺問題也逐漸減退。這使貨品價格通脹回落，我們認為貨品通脹將繼續降溫，並可能出現驚喜。然而，另一方面，勞工市場仍然強勁，支持大量與租金（滯後於房價）和服務相關的價格通脹居高不下。因此，雖然通脹應可於2023年回落，但重返接近央行一般為2%的目標可能性不大。這意味各國央行仍會繼續加息，而且大多數央行希望維持利率於收緊區間，以確定長時間居高不下的通脹確實已下降。至於美國聯儲局，我們認為利率將在第一季升至5%，並一直在

2023年和2024年維持。

總括來說，我們預期環球增長放緩成為市場基調，利率目前持續上升，其後於高水平靠穩（中國明顯例外，由於增長放緩但逐漸觸底，使中國利率相對穩定）。

然而，對投資者來說，重點在於前景被巨大的陰霾籠罩。消費物價指數包含眾多元素，所反映的訊息令人困惑，難以作出準確預測。此外，全球各地加息影響通脹和增長的滯後效應高度不明朗，造成政策失誤風險（收緊力度過大或過小）。政治議題也舉足輕重：市場密切注視中國的新冠抗疫政策；俄烏戰事的前景難以預測，但影響巨大；美國國會的政治僵局可能使債務上限備受挑戰。鑒於利率上升，加上投入和勞工成本上漲，越來越多小型和較疲弱的企業無力償債，但不致於出現信貸危機（因為近年家庭和企業均審慎管理槓桿）。此外，歐洲央行的措辭強硬，加上意大利新一屆政府上台，可能為歐元區周邊國家的投資者帶來挑戰。

幸好在上述不明朗因素下，一些結構趨勢維持不變，為投資者提供長遠方向。一些市場評論員擔心受俄烏戰事影響，部分政府會增加鑽探石油和天然氣，以獲取能源供應，會否使可持續發展革命備受質疑。我們認為情況並非如此：面對俄烏戰事的影響，家庭和企業的應對方法包括：安裝更多太陽能板，改善保溫設施，以及盡量減少能源消耗；同時，政府也投資於可再生能源和核能。第27屆和第15屆聯合國氣候變化大會說明，氣候變化和生物多樣性互為影響，應對其中一項挑戰的源頭，通常也有助應對另一項挑戰。若希望實現全球氣溫升幅低於攝氏1.5度的目標，便需要立即而且持續採取更多措施。我們認為節省昂貴能源、肥料、包裝和運輸等成本的短期需要，有助加強對可持續發展主題的結構支持。在眾多結構趨勢當中，我們認為市場廣泛討論的去全球化和中美戰略競爭將會使供應鏈多元化，回遷在岸和近岸地區，有利墨西哥，以及我們的「全方位防護」和「東盟新機遇」主題。精選主題部分將詳細剖析這些長期趨勢。

2. 我們目前的資產配置

我們的投資組合策略因應嚴峻的周期挑戰作出調整，但也注意到債券收益率年初至今持續揚升。相對周期風險，我們更願意承受一些利率風險，因此對股票持溫和偏低比重，聚焦質量、收益和具防護力的板塊配置。債券方面，我們認為目前宜投資於短至中期債券，因為這類債券幾乎已反映我們預期的加息幅度；另一方面，延長存續期可能會使波幅加劇，但不會大幅提高投資者獲得的收益（因為收益率曲線平坦或倒掛）。經濟下行顯然也使我们轉向高信貸評級，青睞發達市場和新興市場的投資級別借款人。在2022年，利率上升使股債同樣受挫，但隨着市場價格大致反映加息幅度，加上市場焦點日漸轉向經濟周期，我們認為債券與股票的相關度將會減弱，而且相對2022年，優質債券的分散投資成效較佳。我們對對沖基金持偏高比重，以進一步分散投資，並認為在波幅加劇，板塊和市場轉換，以及貨幣政策和增長動力的地域差異之下，對沖基金可繼續受惠大量投資機會。此外，我們也注意到，許多對沖基金運用期貨和場外交易衍生工具配合現金相關工具的策略，隨着現金利率上升，這些策略的回報潛力日增。

我們的世界觀如何影響投資優次？

投資者的四大主要優先配置	相關重點領域
在利率見頂之前，調整債券持倉	對發達市場和新興市場投資級別債券持偏高比重，聚焦二至五年期債券 「短至中期優質債券」和「發達市場金融機構債券」精選主題
建立能對抗衰退的投資組合	優質股債 聚焦收益，局部通脹對沖，以及「美國抗逆力」、「亞洲經濟重啟贏家」和「強韌收益」精選主題
分散風險，以緩減市場波動和地緣政治不明朗因素	通過對對沖基金持偏高比重和將另類投資包含在核心配置內，分散投資
投資於受有利因素支持的結構增長趨勢	「能源轉型及自主」、「東盟新機遇」、「亞洲綠色轉型」 「融通生物多樣性」 「全方位防護」和「智能移動」

如上表所示，我們建議投資者聚焦於四大優先項目。

- ◆ 首先，我們調整債券的投資組合配置，聚焦發達和新興市場的投資級別債券。我們的相關精選主題包括：「短至中期優質債券」、「發達市場金融機構債券」和「亞洲優質債券」。
- ◆ 其次，我們也加強投資組合對經濟衰退風險（部分由通脹居高不下觸發）的韌性，聚焦優質股債，以及提供股息收益或其收益由通脹帶動的企業（能源、必需消費品、基建）。我們的「美國抗逆力」、「強韌收益」和「對抗通脹」精選主題有助實現上述目標。

- ◆ 第三，考慮到所有不明朗因素和我們所述的風險情況，我們強調分散投資。過去十年的低息環境有時候被視為除股票以外「別無選擇」，我們的資本市場假設一直從風險/回報角度，把現金和高評級債券視為吸引力最低的資產。直至最近，收益率上升糾正了這個想法，現時新的市場環境有時候被視為「有合理的其他選擇，包括：債券、部分現金和另類資產。因此，我們通過高評級債券和對沖基金分散投資，並認為其他另類資產（例如：私募投資和房地產）也是高度多元化投資組合的重要組成部分。投資者可持有有限度的定向風險投資，利用波幅飆升產生收益或提供部分下行保障。

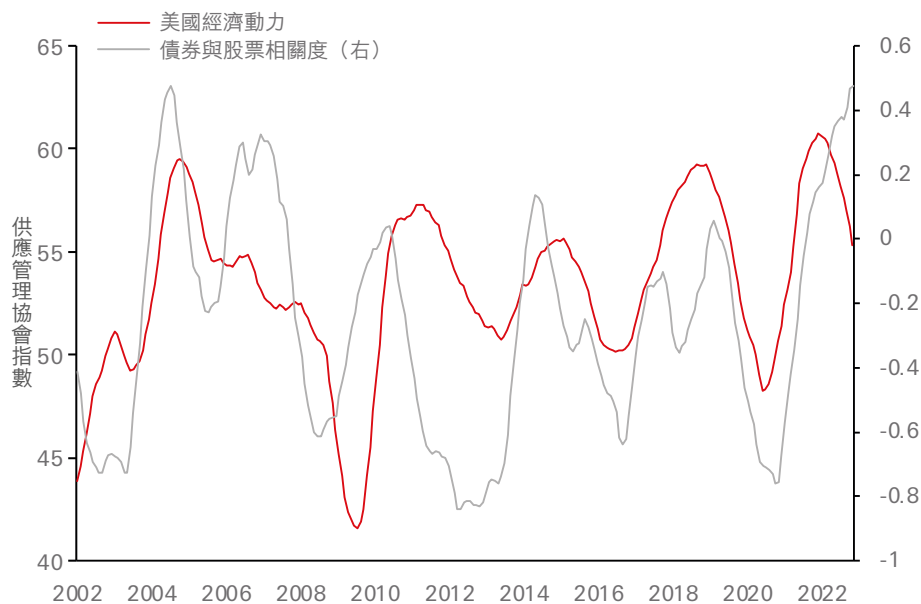


◆ 最後，我們的精選主題把握結構趨勢，有時候源自利率和增長爭論的市場雜訊可能使這些趨勢被排擠，但結構趨勢一直存在。我們繼續通過「投資可持續未來」趨勢下的主題，把握綠色投資機會。中國延遲復甦削弱亞洲的短期動力，但中央政府最近轉向優化新冠抗疫政策和放寬房地產措施，略為加強

我們的信心。我們已把焦點轉向東南亞，以及轉向供應鏈重整和疫後經濟重啟的受惠者。鑒於利率上升削弱增長股，加上半導體短缺、電子消費品需求減弱和廣告收益下跌，使「數碼轉型」主題下的一些企業受挫，我們特意持續減少「數碼轉型」趨勢下的主題。我們保留與「智能移動」和「全方位防護」相

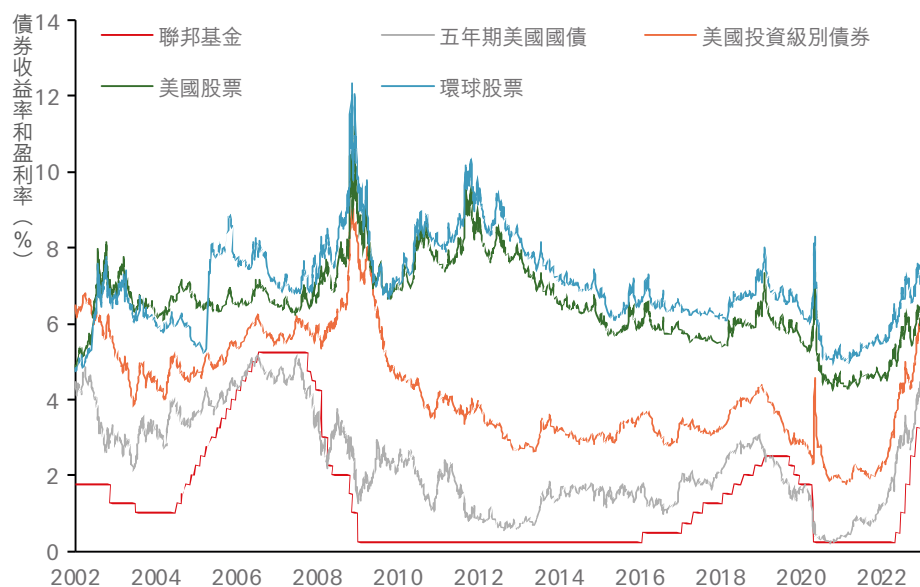
關的主題，因為我們認為這兩個主題可望獲得最強勁的支持。

回顧歷史，當經濟周期放緩，股票與債券的相關度會減弱



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

估值下降推高債券收益率和股票盈利率，但債券收益率的走勢較明顯



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。註：股票盈利率與市盈率為逆向。

3. 那些因素可推動我們持較積極的觀點？

我們已概述核心觀點和相關的不明朗因素，主要聚焦於下行風險，但那些因素可使我們稍為正面？現時，我們仍面臨可能出現的最差情況——增長放緩，通脹偏高，利率上升。然而，幾乎所有資產較2022年初便宜得多，若市場對一些基本因素靠穩的信心上升，而且價格恰當地反映相關風險，市場可望在2023年稍後時間觸底，甚至回升。

下表顯示可能令市場環境更積極的潛在發展走勢。我們認為市場對利率信心改善，很可能先行於增長消息好轉。市場將嘗試評估聯儲局何時對通脹穩步下降抱持信心，因為這容許聯儲局減慢加息步伐，甚至最終暫停加息。當然，此舉無法預料，但這個里程碑可能在第一季或第二季初出現，有望為債券創造更積極的市場環境，推動我們延長存續期配置。外匯

市場也可能受到影響：在10月份消費物價指數低於預期後，我們對美元轉持中性觀點，因為這難以令市場維持利率續升的預測，而且應可制止美元與其他貨幣息差持續擴大的趨勢。股票方面，債券收益率更穩定甚至回落，意味增長股獲較大支持，可使我們重新增加對「數碼轉型」趨勢下精選主題的配置。然而，我們仍繼續聚焦於優質股票和債券，直至周期開始觸底。

從周期角度來看，預料環球經濟數據可能約於第二季或第三季見底，但欠缺自此回升的經濟動力。盈利方面，我們認為市場的普遍預測需進一步下調，但當分析員預測盈利增長為零或盈利輕微衰退，加上盈利動力靠穩，這可能是向市場釋出價格已充分反映悲觀情緒的訊號。這是一個重要的里程碑，屆時我們會再度增持股票，並降低防護成份。當地市場因素也不容忽視：雖然最近的政策措施

使我們對中國市場持更正面的觀點，但我們希望等待能源危機和俄烏戰事緩和，才上調對歐洲的觀點。英國方面，民眾對政府政策的信任度上升有利市場表現，但鑒於經濟繼續衰退，市場難以大幅和持續回升。在第三階段，承險意欲改善可能減低美元作為避險資產的吸引力，繼而使具周期特性和收益較吸引的貨幣獲較大支持。

目前，我們維持審慎的投資配置，但認為必須繼續注視重要的里程碑，因為我們憧憬一些市場將於2023年回升，因此投資者有需要靈活應變。

當利率見頂或增長觸底時，我們的觀點將如何變化？

當前配置

- ◆ 對股票持偏低比重 — 加強投資組合對衰退的抗逆力
- ◆ 對債券持偏高比重，但聚焦短至中期債券和優質借款人
- ◆ 對美元轉持中性觀點

第一個里程碑：利率見頂後，我們可能會作出那些改變？

- ◆ 延長債券持倉的存續期
- ◆ 科技股和其他增長股面對的挑戰減少
- ◆ 繼續聚焦優質股債

第二個里程碑：當經濟增長和盈利靠穩，我們可能會作出那些改變？

- ◆ 增持股票，並降低防護成份
- ◆ 有選擇性地承擔更多信用風險
- ◆ 地區偏好取決於主要的當地市場挑戰的改善情況
- ◆ 美元回軟

多元化投資組合是 否仍然是更勝現金 的選擇？

經歷了2022年令人沮喪的拋售，加上抵不住利率上升的引誘，有些投資者在想：將大量配置放在現金是否一個可行的策略？我們注意到現金的吸引力較從前已有所改善，因此我們在短期戰術配置的基礎上，把現金上調至中性。然而，我們對現金的長期策略資產配置仍低，以下三個原因支持我們繼續分散投資於不同資產類別。

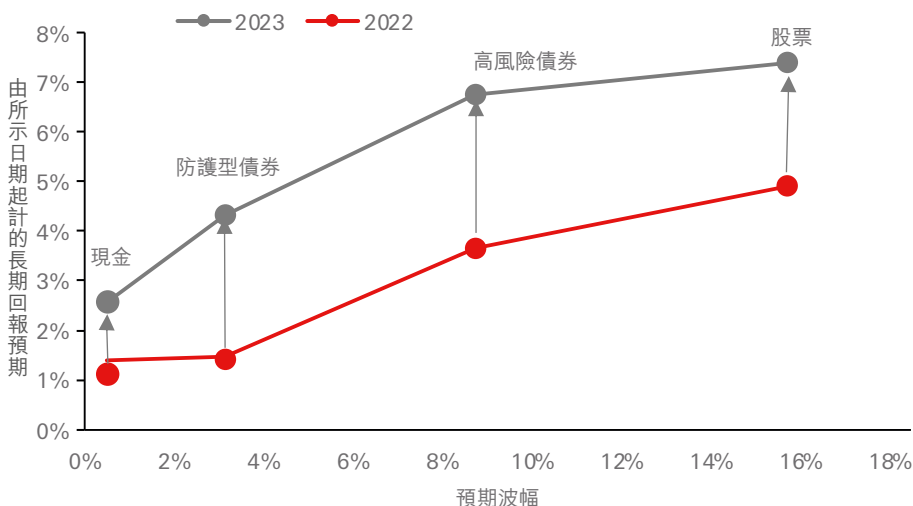
首先，雖然現金利率確實上升，

但環球市場的風險溢價也同樣走高。其次是，無論聯儲局能否控制通脹，以往經驗顯示大部分資產類別的表現都可領先現金，這加強分散投資的理據。最後，按照過去的重新定價情況，我們相信目前債券提供的正超額回報高於現金利率，這在我們的2023年長期策略資產配置已有所反映。

保持投資並分散配置於不同資產類別，是一個有效的投資原則，有助

持守投資紀律，避免跌入捕捉市場時機的陷阱。證據顯示，把握市場波幅的策略，為長線投資者帶來回報。由於在環球金融危機之後的15年，市場沒有出現長時間的大幅拋售，投資者可能感到這個原則尤其易於遵守。此外，在期內大部分時間，現金利率實際上是零。鑒於持有現金沒有收益，加上被通脹蠶食的幅度不小，因此精明的投資者敢於承受市場風險，投資於債券、股票和另類投資，同時限制期內的現金配置。

雖然現金利率上升，但債券長期回報預期的升幅遠高於現金利率。



匯豐環球投資管理、滙豐環球私人銀行（2022年11月22日）。防護型債券：國債、企業債券、證券化信貸及與通脹相連債券。高風險債券：高收益和新興市場債券。股票：發達和新興市場股票。所有預期回報以美元顯示。

然而，2022年對股票和債券投資者來說都是痛苦的一年。在聯儲局急速調整貨幣政策後，現金利率現時處於4%，這是2007年以來未曾出現過的水平。也許最近的市場拋售令人沮喪，加上抵不住利率上升的引誘，有些投資者在想：現金是否已較過去更具吸引力？我們認同這個觀點，主要建基於金融抑制政策可能已成過去，而且現金回報開始高於通脹的時期可能再度出現（我們認為在2023年下半年，美國通脹可能低於聯儲局的政策利率）。因此，我們最近已上調對現金的觀點至中性。

然而，投資者在配置投資時，需要比較現金與所有其他可行的替代資

產類別的前景。儘管現金利率近日上升，但市場普遍認為不會長時間維持在當前水平。我們預期聯儲局將會由2025年開始減息，美國未來十年的現金利率平均為2.58%，歐元區為0.81%，英國為1.7%，中國則為3.09%。與此同時，我們估計過去十二個月的預期股票風險溢價已由4.12%升至4.91%。如下圖所示，相對歷史數據，債券風險溢價的升幅尤其偏高，我們的長期回報預測已大幅上升，尤其是防護型債

券。

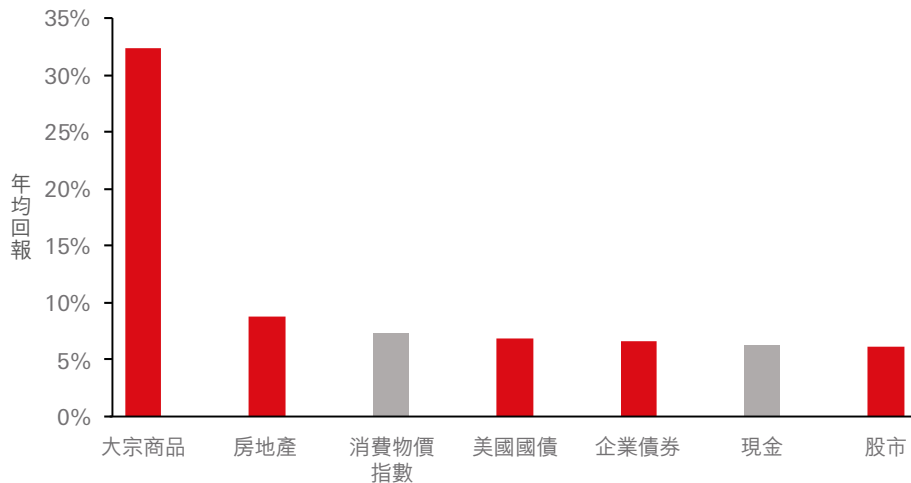
我們認同現金的吸引力已有所改善，但必須強調現金的正實際回報無法保證。要了解在我們的基本情況以外未來時間的資產類別潛在表現，必須放開環球金融危機之後接近零利率的經驗，並把我們的基本情況建基於高現金利率時期：1970年代（當時現金利率處於高水平，通脹持續升溫）和1980年代（當時現金利率同樣處於高水平，但通

脹受控）。評估上述兩個情況，可深入分析我們的合理預期，無論聯儲局能否在未來數年控制通脹。

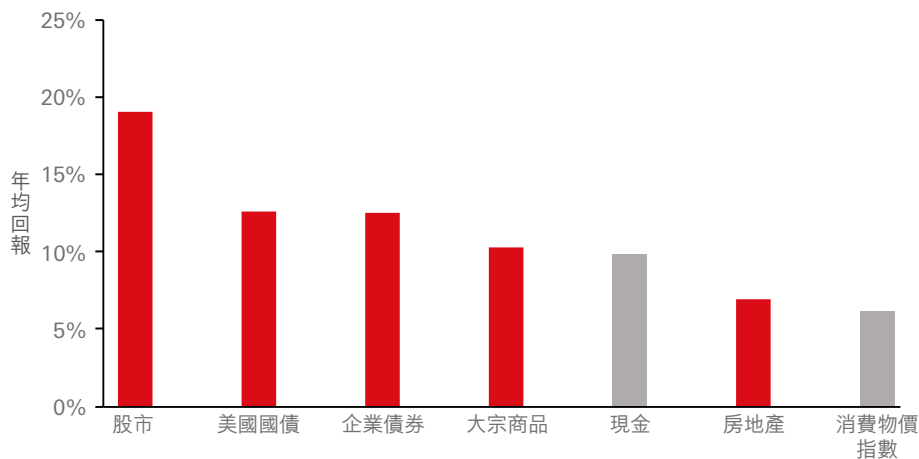
從這些情況得出的第一個推斷，是大部分資產類別表現一般領先現金，即使現金利率上升，這仍然支持繼續投資於多元化投資組合的理據。股票對通脹狀況尤其敏感——若通脹問題持續得不到解，股票表現可能難勝現金（1970年代），但若貨幣政策的官員重新控制通脹，股票應可提供出色的回報（1980年代）。在通脹尤其嚴峻的時期，大宗商品普遍仍然是適當的對沖工具。此外，可能最值得注意的是，無論在通貨再膨脹抑或通脹下降的情況，債券表現均領先現金。

在最新的2023年長期策略資產配置，我們稍為增持債券，尤其偏重與通脹相連債券，因其實際收益率已重返十多年來未見的水平。我們採取短期戰術部署，今年把現金配置上調至中性。然而，即使持中性比重，在分散投資的多元資產投資組合當中，現金仍佔最小的比例，而且我們一直提議廣泛分散投資於可投資的資產類別，作為行之有效的長期策略。

情況 1：現金利率處於高水平，通脹旋渦式上升（1970年代）



情況 2：現金利率偏高，通脹向下（1980年代）



資料來源：滙豐環球私人銀行、彭博資訊、耶魯大學、達特茅斯學院（2022年11月22日）。1969年12月31日至1989年12月31日期間的回報以美元顯示。

重塑亞洲未來

面對環球經濟下行的宏觀挑戰，亞洲經濟體繼續脫穎而出，成為相對安全的避險市場，其強韌的本地基本因素可抵禦經濟衰退風險。我們相信亞洲經濟體的表現相對上可繼續領先全球市場，因區內市場加快經濟重啟及加推支持增長政策而展現曙光。中國最近轉向逐步放寬控疫政策，並對房地產板塊提供更全面的政策支持，為2023年增長復甦提供值得注視的影響因素。我們預期在2023年，亞洲（日本以外）的國內生產總值增長將由2022年的3.9%升至4.5%，與眾多發達市場經濟體2023年接近零增長的預期相比，這仍然不俗。在亞洲16個主要經濟體當中，中國是最大的單一貿易夥伴，相信隨着中國逐步重啟，國內消費和投資將會回升，從而推動亞洲區的整體增長前景。

我們的「重塑亞洲未來」主要投資趨勢旨在物色區內最具吸引力的結構和短期戰術機遇。

我們的四個精選主題

1. 亞洲經濟重啟贏家
2. 東盟新機遇
3. 亞洲綠色轉型
4. 亞洲優質債券

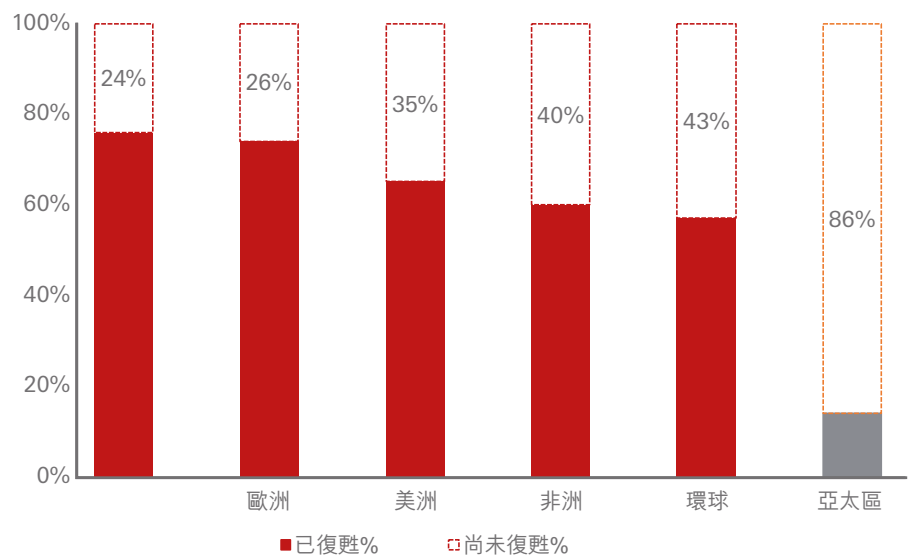
我們的新精選主題「亞洲經濟重啟贏家」聚焦區內經濟重啟規模不斷壯大的受惠者。中國國家衛生健康委員會公布了20項新措施，以縮短隔離檢疫時間，優化疫情防控工作，以及停止地方政府實施過度控疫限制，

標誌着逐步放寬防疫政策的一個重要里程碑。中國將於未來數月加快為全國民眾接種加強劑疫苗，我們預期在明年3月召開的全國人大會議完成國務院領導班子換屆後，很可能推出更多重要的經濟重啟措施。

我們預料北亞經濟體，包括：中國內地、香港特區、台灣地區、南韓和日本，應會在2023年最能感受到經濟重啟帶來的正面影響，因其重開邊境和放寬防疫限制步伐落後於全球其他地區。東南亞應可繼續受惠外國旅客流入和旅遊業暢旺的強勁動力。

亞洲經濟重啟的上行潛力最大

2022年1月至7月國際入境旅客佔2019年水平%*



資料來源：世界旅遊組織、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

泰國入境旅客人次僅攀升至疫前水平的一半。預期東南亞重啟邊境將繼續推動經濟復甦，旅遊業有望受惠這股趨勢。

根據世界觀光旅遊委員會估計，就觀光旅遊業對2023年國內生產總值的貢獻而言，預料亞太區將重返疫前水平。世界旅遊組織數據顯示，亞洲旅遊業在2021年至今仍處於復甦階段預料復甦趨勢將會延續。展望未來十年，預測亞洲觀光旅遊板塊的年均增長為8.5%，較區內經濟的4%增長率高出一倍。受惠經濟重啟的有利因素，我們青睞亞洲的旅遊、航空、款待、飲食、澳門博彩和大眾消費板塊的優質行業龍頭。

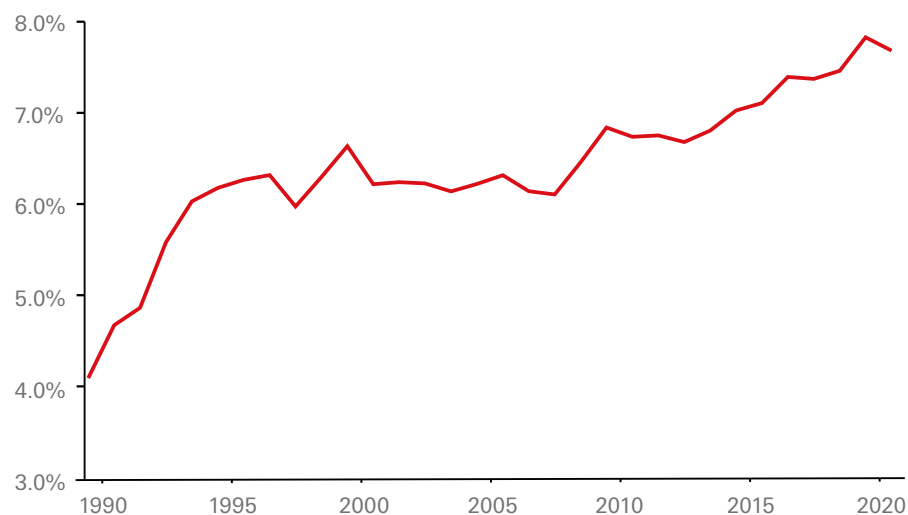
在經濟陸續重啟下，消費支出前景強韌，東盟經濟體展現曙光。我們推出的新主題「東盟新機遇」，以把握消費企業、基建企業、東盟銀行業和新加坡房地產投資信託基金的增長機會。通過簽署《區域全面經濟夥伴關係協定》，東盟區內的經濟現時更緊密融合，並成為全球最大的自由貿易區。我們相信東盟經濟體可受惠亞洲供應鏈重新配置和區域化。個別東盟市場，例如印尼，可受惠大宗商品價格偏高，從而抵禦通脹衝擊。

東盟股市在2022年取得最強勁的盈利增長，表現優於全球和其他地區股市，預料這股趨勢很可能延續至2023年。受惠強勁的消費需求，印尼和泰國的經濟動力在東南亞名列

前茅。區內估值相對歷史水平和其他地區市場仍然吸引。回顧過去十年，東盟經濟體通過減債並持續進行基建投資，使區內財政得以穩健重整。因此，東盟企業已建立強韌的基本實力，並加強資產負債表，以抵禦美元強勢和美息偏高帶來的不利因素。

東盟對環球貿易的重要性日增

東盟佔環球出口份額 (%)



資料來源：聯合國貿易和發展會議統計數據、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

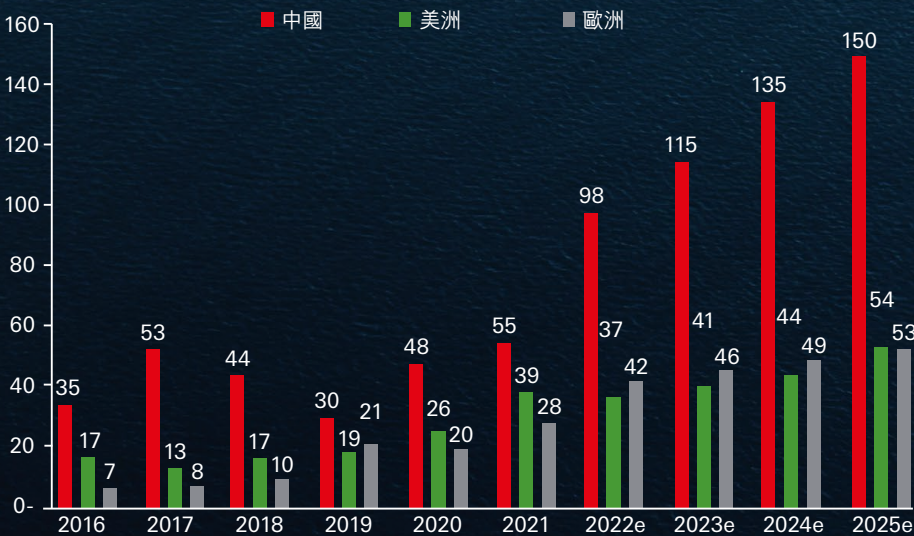
結構增長機會方面，我們的「亞洲綠色轉型」精選主題繼續專注把握區內能源轉型及自主、綠色基建發展和新能源汽車科技創新趨勢帶來的機遇。我們偏好太陽能、風能和綠色氫能的再生能源設備生產商，智能電網製造商，以及電動車供應鏈的領先企業。世界銀行預測，中國需要在能源轉型、綠色基建和科技方面投資高達17萬億美元，才能在2060年之前實現碳中和目標。中國逐漸發展為全球電動車生產強國，現時在中國出售的每三輛新汽車當中，便有一輛是電

動車。純電動車企業、一些傳統的代工生產商和電池企業可望受惠淨零轉型。我們預期在2023年，中國的年度太陽能裝機容量將達到115千兆瓦，到2025年進一步增加至150千兆瓦，複合年增長率為15%。

約佔全球總額的18%，是僅次於歐洲的第二大市場。

印度需投資約3,000億美元，才能於2030年之前達到500千兆瓦的再生能源裝機容量目標。東南亞國家及地區也紛紛發行綠色債券，有利於生態系統的項目融資。亞洲開發銀行的數據顯示，東盟和東亞已發行的可持續發展債券金額

中國未來數年對太陽能的需求增長應會冠絕全球



資料來源：SolarPower Europe、彭博新能源財經、滙豐預估、滙豐環球研究、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。註：e = 預估。

我們在通脹降溫和美國利率周期逐漸見頂的前提下作出配置，繼續看好「亞洲優質債券」主題，尤其是在2022年亞洲企業債券市場收益率普遍大幅回升的情況下。然而，這個主題聚焦亞洲優質企業債券，包括香港特區高評級企業債券、中國內地電訊、媒體與科技債券和印尼主要貨幣債券。隨着香港

進一步向其他地區重啟邊境，我們青睞零售和房地產板塊的投資級別債券。印尼在強勁的大宗商品周期下持續改善財政狀況，我們認為印尼的投資級別準國債繼續展現吸引的息差機會。我們偏好短至中存續期的亞洲投資級別債券，預期在利率波動的市況下，其價格波幅低於長年期企業債券。

亞洲投資級別信貸利差較美國投資級別債券吸引



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

高息低增長下的投資機遇

我們第二個趨勢的主題，平衡了當前周期動力減弱和高度不明朗的環境，與股債估值改善的吸引力。這個主題系列同時平衡我們的其他多個主題，有關主題通常偏向增長風格，並跟隨長期趨勢。我們注意到以下討論的主題之間有所重疊，但通過結合當中的個別投資主意（均聚焦質量和/或周期防護力），投資者可找到切實可行的方法，建構回報潛力合理的防護型投資組合。

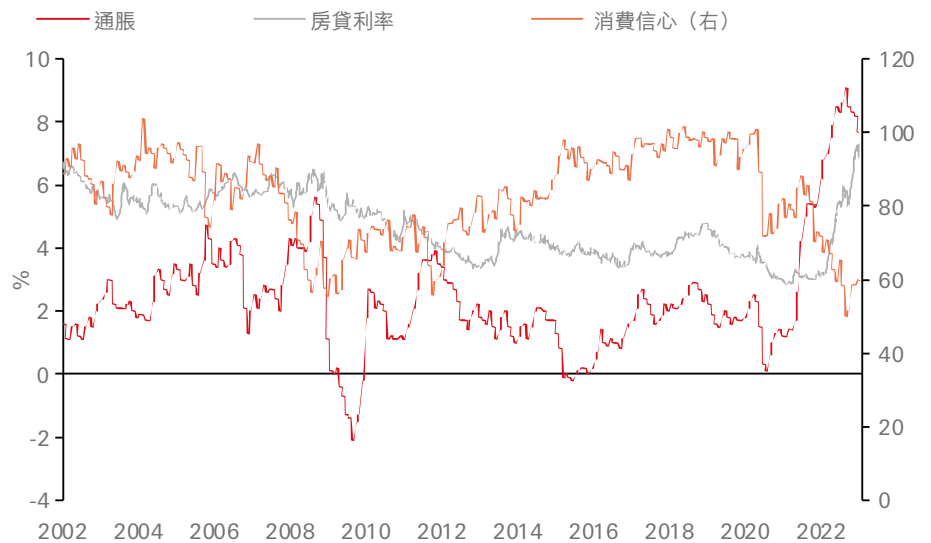
美國抗逆力：美國經濟增速低於正常水平，但仍較其他經濟體強韌，關鍵是美國作為能源出口國，在油氣領域展現機遇。不少美國家庭在疫情期間成功儲蓄，而且失業率仍然很低。因此，當我們撤出非必需消費品和服務領域的同時，觀察到消費者選購成本較低的貨品，以保持消費，為必需消費品板塊帶來支持。

強韌收益：股息有助大幅提高總回報，尤其是當股市持續上行的潛力受限时。當然，隨着周期放緩，挑選現金流充裕，足以派付穩定股息或持續增加股息的企業至為重要。然而，股息預期逐漸回升，部分原因是銀行股（一般屬高息股）在利率上升帶動下報升。從投資風格角度來看，派息股通常以價值為導向，有助平衡偏重

我們的六個精選主題

1. 美國抗逆力
2. 強韌收益
3. 抗衰退強者
4. 對抗通脹
5. 短至中期優質債券
6. 發達市場金融機構債券：資本結構調整

消費者注意到房貸供款和通脹飆升，嚴重打擊消費信心



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

增長股的投資組合。此外，派息股一般具優質特性，通常被視為「低波幅」股票，我們預期市場仍較往常波動的情況下，這應有助投資者獲利。

抗衰退強者：英國經濟正在衰退，我們預期歐元區也即將陷入衰退。因此，我們的股票投資組合對歐元區持偏低比重，並物色能夠抵禦經濟衰退的企業。這些企業側重質量（即市場地位強勁和盈利強韌），而且槓桿比率受控。此外，我們所物色的企業往往屬於防護板塊，例如：能源、必需消費品和醫療保健。

對抗通脹：在金融市場，沒有完美的通脹對沖，但我們認為其中三個領域具吸引力。首先，即使能源價格下跌，能源板塊也可持續產生強大現金流。如果價格再次飆升，使消費物價指數反彈，能源板塊將脫穎而出。其次，我們青睞市場地位強勁的必需消費品股，因為食品和貨品通脹通常會轉嫁予消費者，從而提

高企業收益。最後，我們聚焦基建板塊，不少基建企業均受惠投入成本和收費價格之間的關聯（通常由監管機構制定），有助保障企業利潤。我們已將房地產從這個精選主題中剔出，因為借貸成本上漲，可能繼續拖累房地產價值，但房地產仍是多元化核心投資組合中的關鍵成分。

短至中期優質債券：我們的核心投資組合對短至中期和高評級債券持大幅偏高比重，這個觀點同樣反映於我們的精選主題中。我們繼續聚焦投資級別債券，因為高收益債券利差狹窄，且對增長放緩敏感。此外，我們偏好短至中年期債券，由於企業債券的長短息差距非常狹窄，因此通過延長存續期獲取較高收益率的方法未能獲利。擔心政策利率可能高於市場目前預期的投資者可以增持浮息票據。

發達市場金融機構債券：資本結構調整：為應對《巴塞爾資本協定III》的嚴格監管要求，銀

行業已提升資本比率和流動資金比率。然而，一級資本可能對本地經濟和國債利差表現敏感，尤其是在經濟日漸疲弱的歐洲，因此，我們的資本結構上移至二級資本和高級無抵押債券。與國債和非金融機構債券相比，我們認為這個領域的收益率具吸引力。



數碼轉型

面對環球增長放緩，貿易緊張和高通脹的環境，政府、企業和消費者的優先事項已改變，試圖通過聚焦替代能源和供應鏈重新配置等範疇，以抑制上述這些具破壞力的影響。全球數碼轉型的浪潮將何去何從？

我們的兩個精選主題

1. 智能移動
2. 全方位防護

我們認為這股趨勢實際上為數碼化重新注入動力。企業所追求的供應鏈分散、精簡和自動化往往需要更高水平的數碼化。此外，為提高效率以解決通脹問題，人手密集型工序通常會被數碼化流程取締。數碼科技通過取代現有的技術、流程或設備，同時開闢嶄新的工作模式以改變社會。

智能移動

很少會有數項獨立技術在我們在運輸板塊所觀察到的方式融合，而這些技術將多方面改變人們的本地和長途旅行方式。智能移動擁有多項優勢，有助增加出行途徑；提供替代方

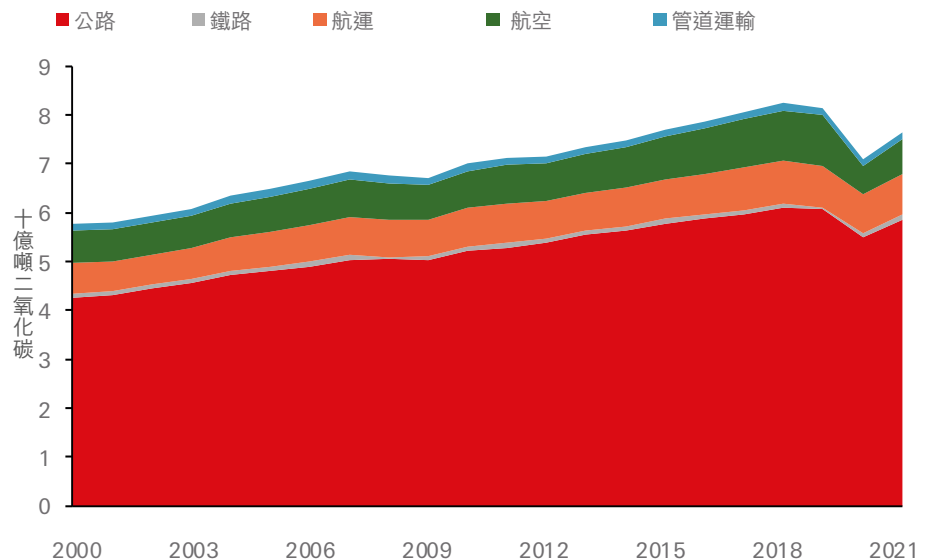
案；改善交通體驗並增加選擇。我們的投資主題聚焦以下兩個重要領域：

- 1) 將智能科技融入基建和運輸模式，促進人與貨品的流動。
- 2) 限制在運輸過程使用化石燃料的受惠者。

以下將探討上述主題的實際例子，並說明這些技術如何在真實世界應用。

過去20年，休閒和商務旅行的各方面幾乎都被自動化和數碼化所改變。隨着5G網絡和低軌道衛星將現有基建用戶、設備和交通運輸工具連接起來，新一波創新浪潮正在湧現。全面一體化的交通系統正在面世。任何擁有智能電話的用戶都能在抵達目的地之前，購買全球許多交通網絡的機票、火車票或巴士票。智能科技可讓你在選擇座位時得知載客量；在駕駛時選擇比較暢通的路線；實時了解

在淨零情況下，2000年至2021年環球運輸的二氧化碳排放量（按分類板塊劃分）



資料來源：國際能源組織、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。



行車延誤或堵塞情況；使用串流技術查看位置。簡單提升技術便能為旅客帶來更多選擇，有助他們掌握旅程的下一步！

接下來將探討智能移動主題的第二個範疇，即從化石燃料過渡至電力運輸的受惠者。根據國際能源組織（IEA）的數據，2021年交通運輸佔環球終端板塊二氧化碳排放量的37%，相當於77億噸碳。《巴黎協定》、第26屆聯合國氣候變化大會（COP26）和政府間氣候變化專門委員會（IPCC）的研究報告日益推動各界採納零排放技術。電力、氫能、生物燃料和氫能是潛在的零排放或綠色燃料，應有助減少排放。多國政府已下令由2030年或2035年起禁止銷售以汽油或柴油引擎發動的新車，這將加快電動車的採用。

以相關新技術取代依賴化石燃料的技術，為投資者帶來機遇。基於現有技術，鋰電池成為了小型裝置、感應器以至汽車等所有設備的最佳替代能源。商用車輛和火車可受惠氫燃料電池技術的進步，儘管氫燃料電池的應用情況仍稍為落後於鋰電池。

基於上述發展，旅行體驗將變得

更愉快和環保。

全方位防護

對不少人來說，現今世界似乎不如世紀之交時安全，但奇怪的是近代商業、科學、科技、通訊和預期壽命都有所改善。國家、企業和個人層面對漏洞的意識日漸提高，對安全的需求也不斷增加。政府並非唯一對安全負責的一方，正如主流文化所述，「每個人都參與其中」。在「全方位防護」主題下，我們將探討這個廣泛議題的潛在發展和受惠者。

雖然數碼轉型的好處良多，但也伴隨着新的安全威脅，即網絡犯罪。各國政府和企業正大舉投資保護數碼基建、軟件和機密數據，以防遭到實體和數碼攻擊。為應對多重威脅，科技業界正研發各種軟件，能夠偵測間諜程式與電腦病毒、解除勒索軟件，以及建立防火牆防止黑客入侵。為潛在目標提供服務的板塊已嶄露頭角。

近年，實體資產及糧食、水資源和能源等多種物品供應再次面臨廣泛的安全風險。政府和企業正嘗試通過增加庫存，分散來源和供應鏈，投資替代能源和加強本地產能來減緩影響。

隨着全球人口不斷增加，而且資源日益受限，這將推動安全產品和服務需求增長，但意欲和增長可能因所認知的風險及威脅而有所起伏。

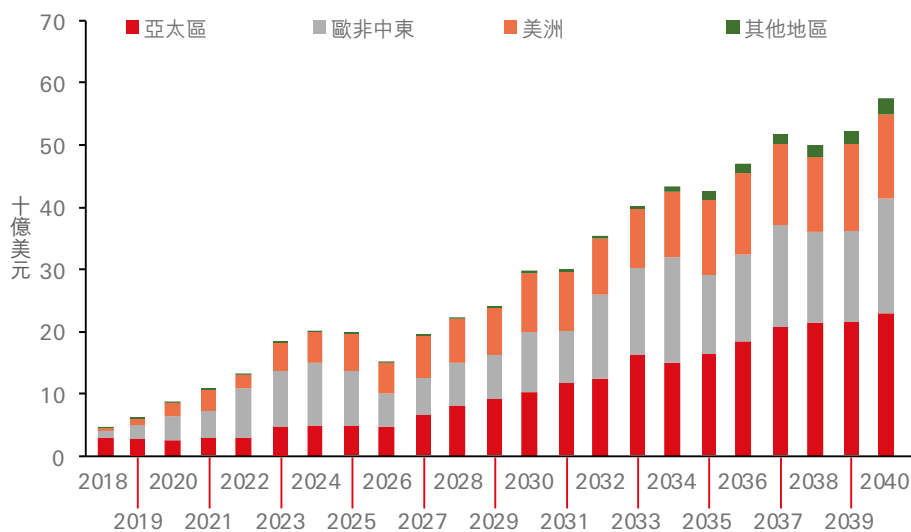
投資可持續未來

《聯合國氣候變化框架公約》締約方會議第27屆會議(或簡稱COP27)的迫切性較往年有所提高，對可持續發展議題的接受程度和活動明顯超越過往。地球生物正面臨各種危機，其中大部分由人類活動所致，現在社會普遍認為，我們需要迅速採取行動，減輕歷史錯誤所帶來的影響。好消息是我們已具備達到可持續發展目標的所需條件：我們擁有知識、技術、資本，而且決心日益壯大。因此，對投資者來說，機會日益變得觸手可及，我們在可持續發展趨勢下確立了四個主題，相信這些主題代表着未來的投資良機。

我們的四個精選主題

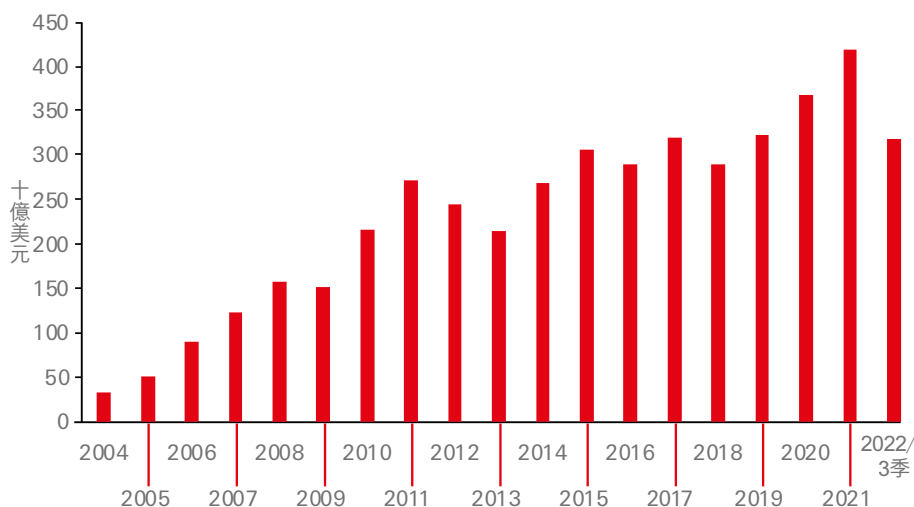
1. 能源轉型及自主
2. 融通生物多樣性
3. 可持續投資收益
4. 聚焦社會責任投資

每年能源儲存預測投資



資料來源：Bloomberg Finance L.P、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

每年可再生能源產能儲備



資料來源：彭博新能源財經、滙豐環球研究、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

能源轉型及自主

由高化石燃料過渡至低碳化石燃料和可再生能源組合的能源轉型已持續多年，其中太陽能、風能和其他可再生能源（例如：水力發電）在能源組合佔較高比例。不過，能源轉型仍處於相對早期的階段，尚蘊藏大量機會。舉例說，電網、電纜和變電站都需要更新，才能配合這類可再生能源，家用可再生能源發電的趨勢也需要提供支持，並需要一個能夠有效運作的框架。同樣，電池技術和更廣泛的基建也要與這些新方案一併考慮。根據彭博資訊，儲能成本正在下降，全球儲能裝機容量預計將由2020年的33千兆瓦時飆升至2030年的1,055千兆瓦時。

烏克蘭戰事為能源轉型的趨勢增添動力，同時突顯本地過度依賴國外能源供應的危機和代價。歐洲（尤其是德國）已受累於能源價格飆升和停電的威脅。這為全球多國政府支持並加快可持續能源計劃帶來新的誘因，因為可持續未來也是本地生產的未來。以德國為例，住宅太陽能板需求在俄烏衝突爆發後急增，2022年首六個月的銷量相當於2021年的總銷量。整體而言，可再生能源的趨勢正持續發展。

融通生物多樣性

生物多樣性日益備受重視，我們觀察到各國推出不少倡議，嘗試逆轉人類對自然環境的破壞。近日，盧拉（Luiz Inácio Lula da Silva）勝出巴西總統大選便是一個好例子。他在選

舉中獲勝，某程度上至少與他主張保護亞馬遜雨林的立場有關，這與他的競爭對手兼現任總統博索納羅（Jair Bolsonaro）形成鮮明對比。選舉結果清晰傳達了巴西民眾的訊息，並得到世界各地關注可持續發展人士的響應，即保育和恢復地球的生物多樣性是當前的首要任務。在本地層面，我們留意到民眾日益關注恢復自然地貌，在大片土地上重新種植天然野生植物和原生花草樹木，這些行為對自然生態系統的裨益遠超目前所見。過去150年，地球的生物多樣性銳減，直至現在，我們才意識到許多動植物在保護環境和維持生態平衡方面所發揮的作用。這個主題背後的政策和社會需求正在形成，加強了活躍於相關領域的企業的發展潛力。

可持續投資收益

隨着市場在2022年經歷重大的估值下調，投資者正在物色更穩定的投資，以在回報中增添收益成分。通過「可持續投資收益」主題，我們已物色到業務基礎穩定，並能以可持續方式提供吸引股息的企業。此舉可讓投資者受惠與當前投資環境相符且具吸引力的投資策略，同時推動可持續未來。

聚焦社會責任投資

企業在廣大社會所發揮的社會影響力，日漸成為投資者重要的考慮因素。疫情是關鍵的導火線，使企業行為（不論好壞）對社會造成的影響成為市場焦點。曾被視為臨時勞工的工人獲重新分類為不可或缺的一環，因

此其議價能力有所提高。現時，通脹增添了僱員的行動力，並進一步推動勞工團體爭取更優厚的工資和條件。舉例說，英國鐵路罷工持續，因為當地鐵路工會希望人工佔利潤的比重能有所提升。美國方面，工人要求調高最低工資水平，並因此就組織工會發起討論，但其後個別大型零售商將工資和福利提高至超過法定水平，減弱組建工會的呼聲，不過這個情況可能不會持續下去。對投資者來說，這代表個別企業相對其他企業具備較大優勢，能夠應對因這些問題而生的壓力。在多元共融方面表現良好，並致力實現平等和公平的企業有望吸納人才，進而改善與監管機構和客戶的關係，有助鞏固基礎。

股票

環球股市在2022年舉步維艱，新冠疫情、俄烏戰事的影響、高通脹、全球收緊貨幣政策、企業利潤率縮減，以及盈利增長放緩等問題，導致市場為股票重新定價。邁向2023年，情況難免令人忐忑不安。市場重新定價使現時的股票估值顯得吸引，但除非企業充分下調盈利增長預測以反映最新實況，否則風險溢價不太可能大幅收縮，市場應會繼續波動。

偏高比重

市場：美國、墨西哥、巴西、瑞士、中國、印尼、泰國和香港特區

板塊：必需消費品和能源（包括可再生能源）

偏低比重

市場：英國、德國、西班牙、意大利、南非、土耳其、南韓和台灣

板塊：工業和非必需消費品

環球風格偏好

質量和收入

亞洲經濟增長應會逐步回升，部分原因是中國最近公布的政策有助降低極端風險，並標誌着政府更為重視平衡疫控和經濟增長。與此同時，歐洲和英國似乎注定將會陷入衰退。美國在2021年建立的穩健財政狀況，應可防範經濟完全陷入衰退，但增長放緩似乎無可避免。我們維持防護板塊部署，首先對必需消費品持偏高比重，因為食品價格上漲可能帶動利潤率高於預期。我們也青睞能源板塊，供應限制應會使庫存緊張和價格偏

高；市場期望節省昂貴的石油和天然氣成本，加上持續的結構趨勢，可再生能源發電也可受惠。

風格方面，我們聚焦盈利強韌的優質公司。保持高現金水平的企業應可維持股息政策，為收益型投資者提供吸引的總回報機會。由於債券收益率仍然偏高，而且反覆波動，我們在價值股與增長股之間保持平衡。

債券收益率的每日波幅遠超平常，為對沖基金提供大量機會

以五年前為100



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

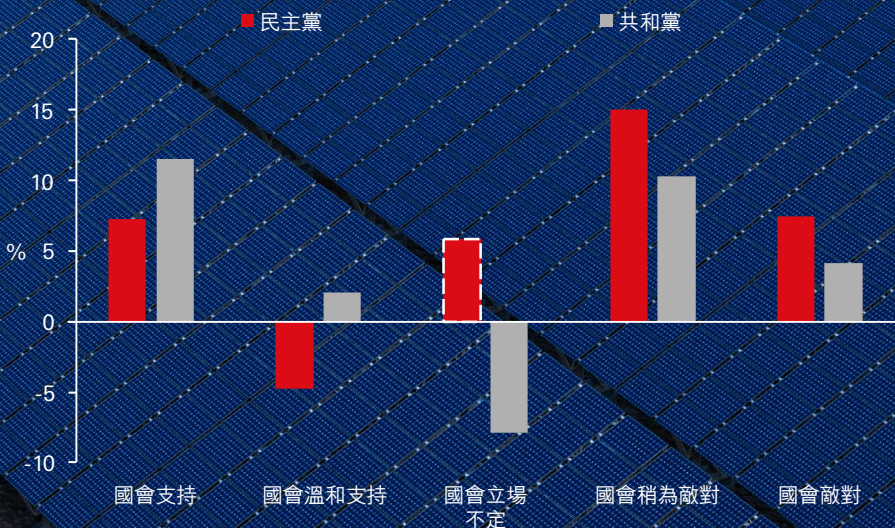
歐洲瀕臨衰退邊緣

歐洲的食品和能源價格仍居高不下，加上戰事繼續拖累區內財政狀況，經濟衰退似乎已成定局。內需疲軟也令歐洲股市受壓。面對全球經濟放緩，向來能夠幫助提振歐洲股市的環球貿易勢必在當前的環球經濟低迷下進一步放緩。歐洲受到中國控疫清零政策的沉重打擊。基於周期挑

戰，相比其他地區，我們對歐洲採取更強的防護部署，對醫療保健股持偏高比重，對金融股持偏低比重。與其他地區一樣，供應緊張和盈利能力良好推動我們對歐洲能源公司維持偏高比重。估值雖然吸引，但基於區內經濟前景，企業盈利評級可能再下調，我們認為需待能源危機解決後，歐洲與美國之間的估值差距才會收窄。我們認為在許多環球公司

業務支持下，英國市場表現仍較當地經濟狀況所反映的情況良好，但生活成本沉重的危機和財政政策收緊仍會對表現構成壓力。

根據歷史經驗，在民主黨總統執政下，國會分治對美股相對有利



資料來源：滙豐環球投資管理、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

對亞洲新興市場持溫和偏高比重

亞洲股市的表現差異頗大。一些東南亞市場表現領先，因為邊境重開已刺激消費，供應鏈轉移則提高產量。此外，與其他地區的情況一樣，環球趨勢同樣惠及亞洲食品和能源生產商。另外，亞洲內需較為強韌，而且區內貿易支持市場表現活躍和經濟重啟。然而，台灣和南韓受到全球半導體需求下降和環球科技競爭所衝擊。我們對中國的配置出現重大變化，在市場表現疲弱後上調觀點至溫和偏高比重。雖然經濟增長未見大幅回升，但我們認為中國政府近期的政策轉向促進增長復甦，降低住宅和疫情相關的下行風險。目前，市場預期中國將於未來數月推出更多措施。風險下降和估值可觀，令市場更具吸引力，支持我們上調觀點。

對美洲維持偏高比重

經濟增長放緩和利潤率收縮，應會令美國2023年的企業盈

利增長受壓。聯儲局以歷來進取的步伐收緊貨幣政策，加上通脹仍然居高不下，股票投資者也繼續備受挑戰。作為美國一大主要板塊，科技股在高息環境下所受的打擊尤其嚴重。

儘管如此，美股仍是我們在環球投資配置中持主要偏高比重的範疇，因為我們相信美國可能會避免完全陷入衰退。在2021年利率仍處於低水平時，許多美國公司已為其財政再融資，並延長債券存續期。這意味公司短期內不必進行再融資，而且現金水平和盈利能力應屬良好。美股在中期選舉前揚升，傳統上，國會分治將有利美股。

不少美國消費者也在2021年為房貸再融資，其中許多房貸的期限較長且為定息，應有助在一段時間內限制償債成本，加上工資增長加快，令消費者的財務狀況相當穩健。因此，雖然通脹升溫和利率環境將打擊美國經濟增長和需求，但我們認為企業和消費板塊的流動資金仍足以抵禦低

迷時期。儘管如此，周期減弱意味我們保持防護部署，對必需消費品、能源和公用事業持偏高比重。

拉丁美洲股市的表現優於其他新興市場。區內各國央行比其他地區央行更早開始收緊貨幣政策，現時更率先轉向，例如：巴西可能在2023年第二季開始減息。隨着中國調整防疫措施，進一步刺激國內經濟，拉丁美洲（尤其是巴西和智利）應可藉貿易流量改善明顯受惠。墨西哥方面，近岸生產主題帶來推動力。隨着美國公司將供應鏈管理遷移至鄰近美國邊境，在這個長期主題支持下，經濟已開始改善。

未來兩個里程碑

目前，雖然我們仍對環球股票保持審慎，但當達到兩個里程碑時，我們將採取更正面的策略。利率見頂的進一步證據將有利對利率敏感的股票，包括：科技股，但我們需要達到第二個里程碑 – 增長和盈利穩定，股票才

與其他市場相比，中國的估值尤其便宜，加上經濟下行風險減少，推動我們上調對中國股票的觀點至溫和偏高比重



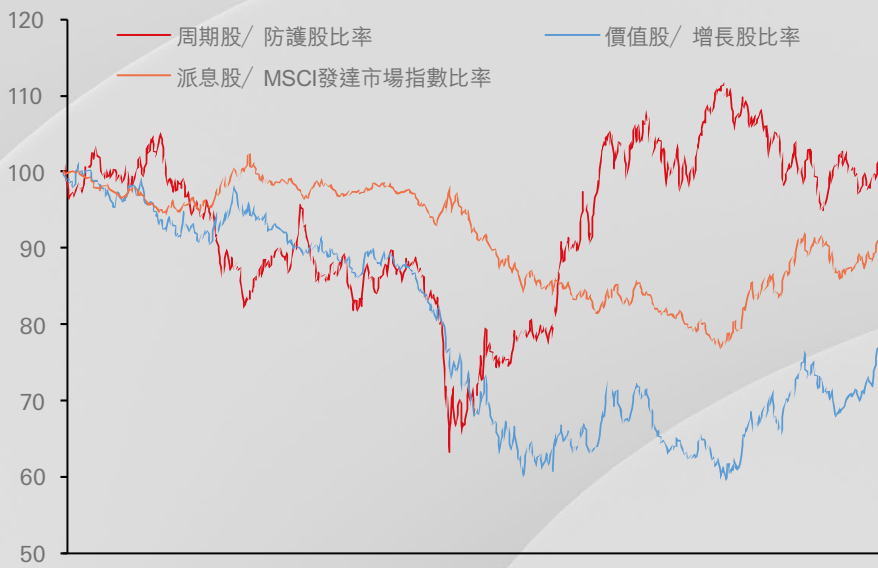
資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

可獲得更持續和廣泛的支持。

此外，我們聚焦能產生穩定現金流，並保持淨債務水平偏低的優質公司。我們也繼續尋找收益，通過派息或股份回購計劃以增強提升總回報的潛力。我們在增長股與價值股之間採取平衡的觀點。雖然我

們密切注視板塊選擇，但選股仍然至關重要，並應密切注視基本商業模式的韌性。

利率上升削弱增長股，但高股息表現良好。在經濟放緩下，周期股最近反彈回升顯得異常



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

債券

在央行的強硬措辭和高通脹數據支持下，利率繼續大幅波動，削弱債市回報。債券估值已反映大部分加息預期，並回復相對股票等其他資產類別的吸引力，展露曙光。因此，我們對債券持偏高比重，但仍保持審慎，聚焦優質企業債券，主要是投資級別（新興市場和發達市場）及「短至中期」債券。我們認為，收益率曲線平坦甚至出現倒掛，不足以彌補所承擔的額外存續期風險。預期發達市場國債收益率將在短期繼續波動，但隨着通脹和經濟增長下滑，以及企業信貸利差持續擴大（尤其是評級較低的發行機構），市場波幅將於2023年緩和。

偏高比重

國債：英國國債

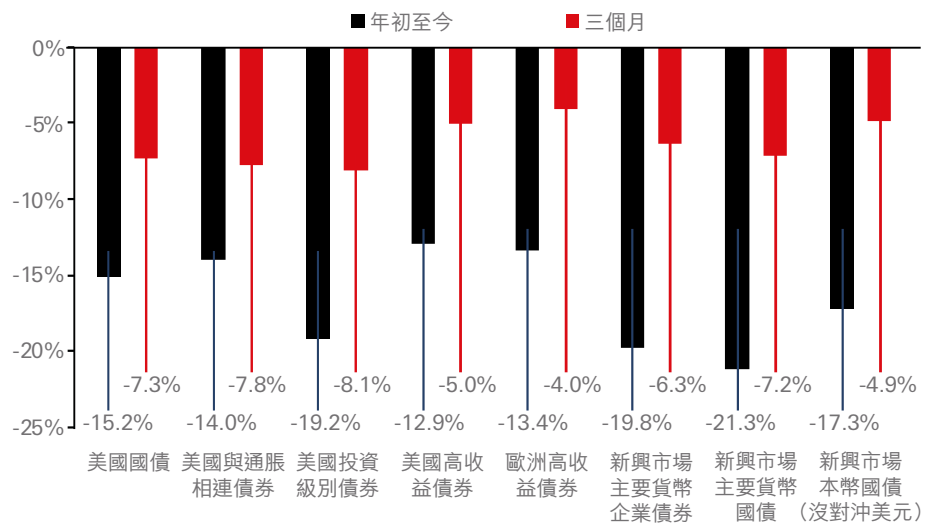
企業債券和新興市場債券：美國、歐洲和英國投資級別債券；澳洲和新西蘭企業債券；海灣合作委員會和墨西哥主要貨幣債券；巴西主要貨幣企業債券；墨西哥和巴西本幣債券

偏低比重

國債：德國和日本國債、歐洲周邊國家債券

企業債券和新興市場債券：阿根廷、土耳其和烏克蘭主要貨幣債券；土耳其和印度本幣債券、俄羅斯主要貨幣和本幣債券

利率波動削弱債券回報

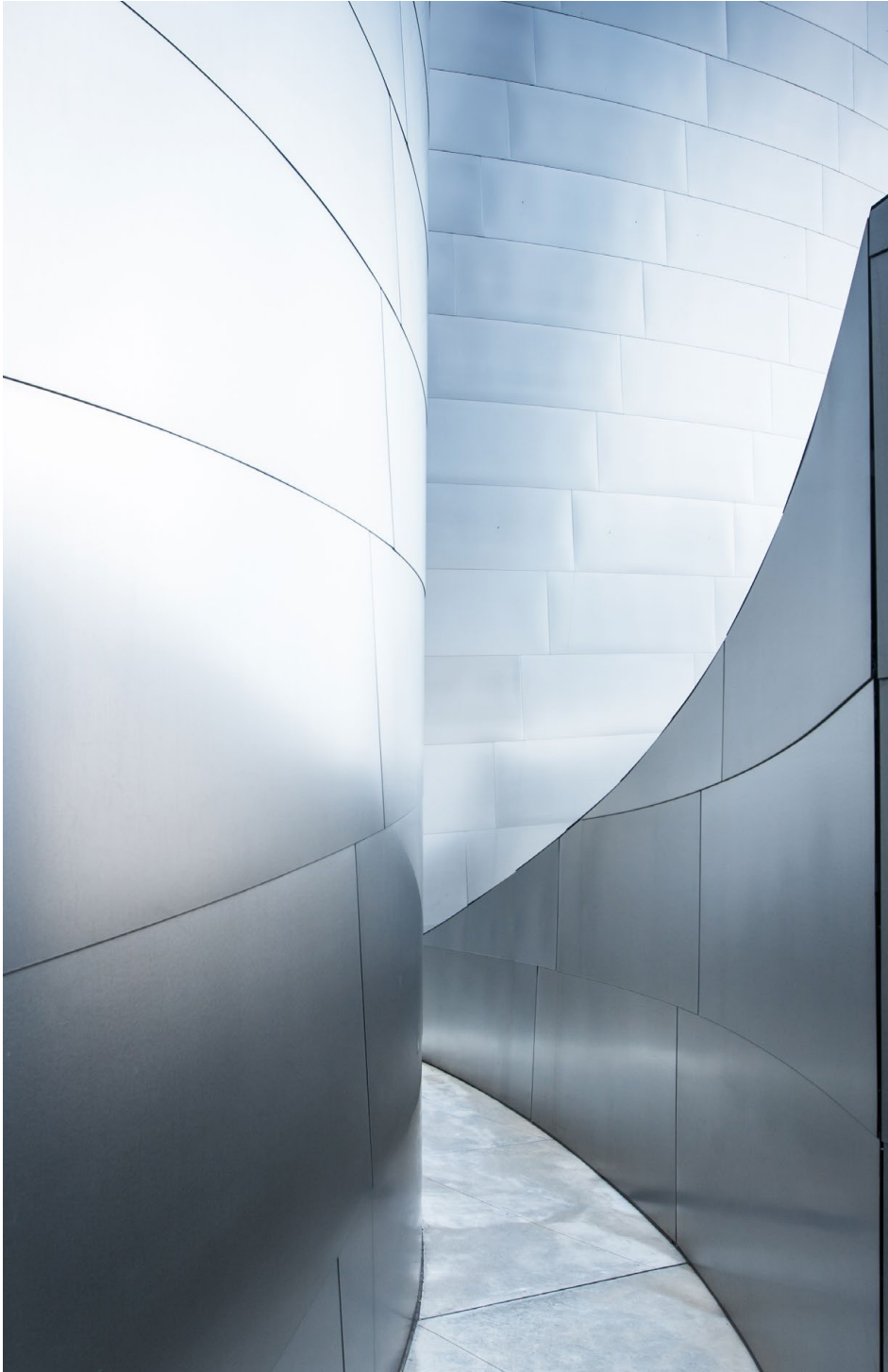


資料來源：滙豐環球私人銀行、摩根大通、美銀美林指數（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

美國國債估值相對股票有所改善



資料來源：滙豐環球私人銀行、彭博資訊（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。



發達市場：持偏高比重，專注短至中期企業債券的息差機遇

隨着市場因應收緊貨幣政策而重新定價，加上發達市場實際利率偏高（幾乎重返2008年之前的水平），我們認為對債券持溫和偏高比重，並調整對股票的比重至適度偏低也屬正確。然而，全球經濟不明朗，以及央行「不惜一切代價」對抗通脹，迫使我們在債券配置方面保持審慎，尤其是考慮到聯儲局已將利率上調至限制區間。因此，我們降低對發達市場國債長期持有的偏低比重，這類債券是我們債券配置中最安全的部分，並可分散風險資產的風險（即其回報通常具反周期性質）。另一個支持論據是美國國債與標普500指數盈利率之間的差異，現時處於2007年以來的最窄水平，使債券估值相對更具吸引力。最後，由於目前市場定價已反映聯邦基金利率將於5%見頂，我們認為發達市場債券收益率也即將見頂。

一些發達市場的利率甚至可能已經見頂：英國的情況可能如此。英倫銀行在11月大幅加息四分三厘至3%，與市場預期相符，但其措辭明顯溫和。這支持我們的觀點：加息周期非常接近尾聲，英國公布「迷你預算」後，英國國債收益率可能已於10月見頂。因此，我們在11月上調對英國國債的觀點至溫和偏高比重，同時對以英鎊計值的優質債券、短期投資級別債券維持完全偏高比重。這些都是發達市場投資級別債券中平均信貸利差最大的債券。

整體而言，我們對環球債券持偏高比重，包括對環球投資級別債券（即美元、歐元、英鎊）持偏高比重，對環球高收益債券持中性觀點，並對國債持小幅偏低比重。我們繼續專注短期企業債券（二至五年期）的息差機遇，聚焦環球投資級別和高BB評級企業，就相對風險來說，我們認為這類債券的息差交易最具吸引力。板塊方面，我們主要聚焦能源和金融企業，並偏好資本結構內的高端債券（參閱我們的精選主題「發達市場金融機構債券：資本結構調整」）。至於其他板塊，我們聚焦財政狀況強勁，債務逐漸減少和現金流增加，以及債券到期狀況良好的公司。

新興市場：聚焦短至中期優質企業債券

受到充滿挑戰的全球經濟環境和利率上升所影響，加上俄烏戰事和中國房地產板塊疲軟等特殊事件，新興市場主要貨幣債券今年表現不佳。截至10月底，新興市場國債報跌23.8%，新興市場企業債券則跌19.8%。新興市場本幣債券較為強韌，平均下跌9.5%，但計入外匯疲弱的因素後，以美元計的負回報也相若，達到19.3%。

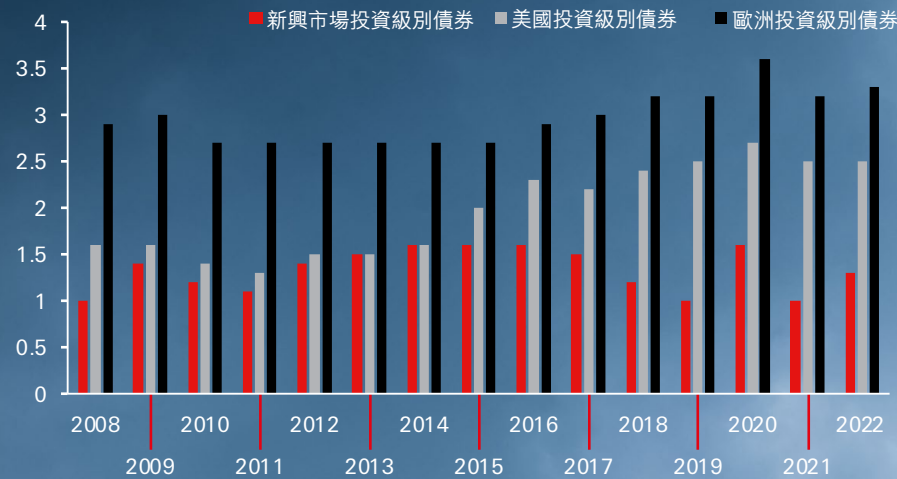
資金流向優質資產，使新興市場基金年內出現大量資金外流，為新興市場債券價格增添壓力，因為基

金經理需要在不流通的市場平倉，以滿足贖回要求。總括而言，新興市場企業債券表現遜於美國高收益債券，截至10月底，美國高收益債券回落12.2%。

與此同時，新興市場經濟體目前在應對全球挑戰方面明顯較強韌，新興市場企業基本因素處於過去十年來最強勁的水平。截至2022年第二季末，環球新興市場的平均淨債務比率為1.3倍（見圖）。美國投資級別企業的平均淨債務比率為2.5倍，歐洲投資級別企業則為3.3倍。儘管存在宏觀不利因素，但新興市場企業今年的信貸指標應可保持穩定，因大多數公司的收益和息稅折舊及攤銷前利潤繼

新興市場企業基本因素處於十年來最強勁的水平

投資級別企業淨債務比率



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）；摩根大通預估（截至2022年第二季）。

續增長，並可將不斷上漲的成本轉嫁客戶。

新興市場企業違約率（不包括陷入困境的中國房地產、俄羅斯和烏克蘭發行機構）也僅保持1.2%，與發達市場相若，其中美國高收益債券違約率為1.5%，歐洲高收益債券則為0.3%。在新興市場中，歐洲新興市場的違約率出乎意料最高，達21.7%，亞洲為12.8%，中東和非洲保持0%，拉丁美洲則處於2.2%的可控水平。

雖然短期宏觀風險仍然偏高，風險資產可能持續波動，但我們認為由於信貸質素穩健，估值亦見改善，

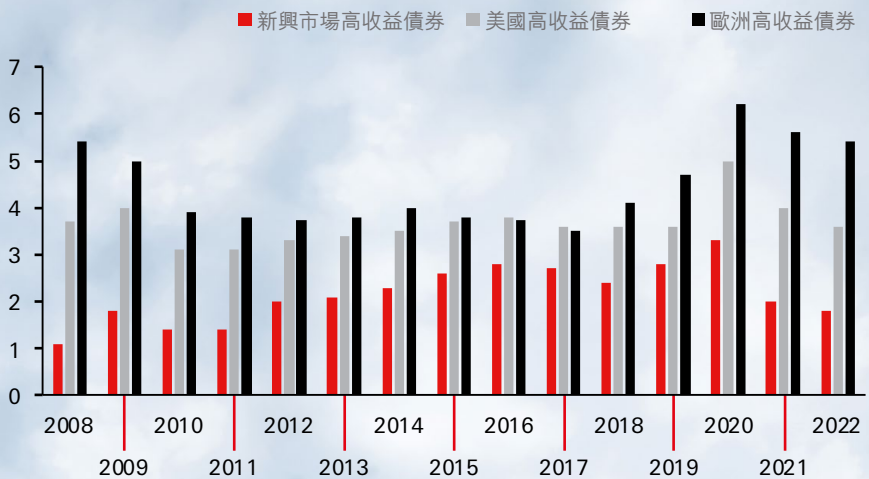
短至中期優質新興市場債券可提供價值。新興市場企業債券的平均收益率為8.7%，投資級別屬BBB級。然而，我們仍採取嚴格篩選的策略，聚焦現金充裕、再融資風險較低的公司，並強調分散投資的重要性。

地區方面，我們看好在當前全球經濟環境下，經濟韌性較強的巴西、墨西哥和海灣合作委員會成員國。最近，我們對巴西的觀點由中性上調至溫和偏高比重，原因是當地宏觀經濟環境改善，政治不明朗因素基於總統大選結束而減少。我們對新興市場本幣債券市場保持中性觀點，因為全球風險仍然偏高，為新興市場國家的財政和經常帳帶來壓力。巴西和墨西哥

是我們唯一看好的兩個當地市場。

新興市場企業基本因素處於十年來最強勁的水平

高收益企業淨債務比率



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）；摩根大通預估（截至2022年第二季）。

外匯和 大宗商品

自2021年初以來，強美元一直是金融市場的主要動力，但前景正在改變。相比許多其他十國集團貨幣，美元受惠聯儲局在制定收緊貨幣政策方面的領導作用，以及利率上升的吸引力，但隨着利率接近見頂，我們認為這些利率差距不太可能進一步擴大，與部分國家之間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，全球經濟增長疲軟，加上美國經濟相對強韌，以及承險意欲參差甚至疲弱，將為美元繼續提供一些支持。

因此，我們最近下調對美元的觀點至中性；對歐元和英鎊的觀點上

調至中性；並看好日圓和新加坡元。大宗商品方面，我們預期市場動力減弱，因此對黃金、白銀和石油保持中性觀點。

美元在過去兩年一直保持強勢，為堅信強美元的投資者帶來豐厚貨幣收益，美元指數在11月初升至20年高位。儘管存在三大利好因素（息差擴大、環球經濟增長放緩、承險意欲疲弱），但至少其中一項因素（息差）正在迅速消退。

美國10月份消費物價指數終於顯示核心通脹下降，令市場憧憬利率接近見頂，故此，利率在市場價格目前反映的5%見頂的水平上再上升的

看好

日圓、新加坡元、巴西雷亞爾

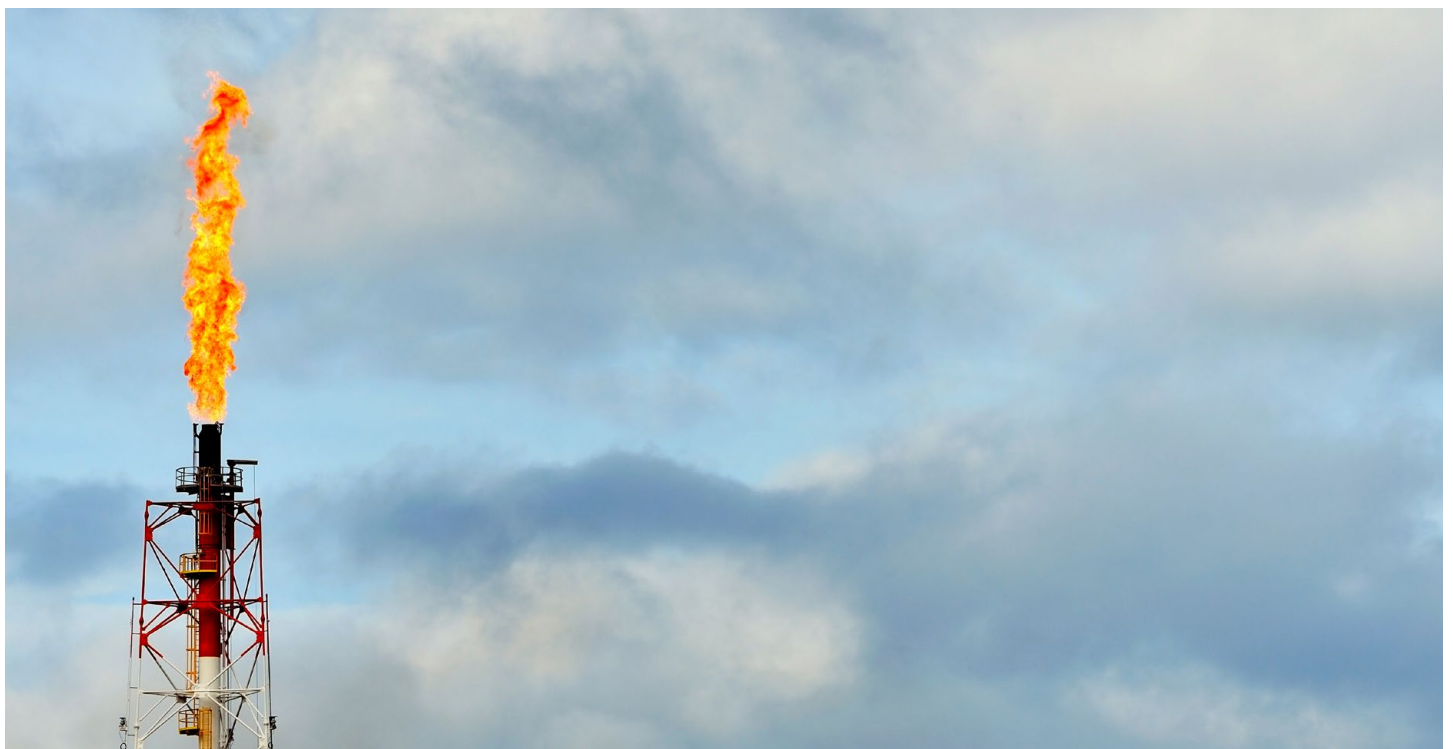
中性

美元、歐元、英鎊、瑞士法郎、澳元、新西蘭元、加元、新興市場貨幣（包括人民幣）、黃金、白銀和石油

看淡

韓圓

風險減少。我們認為在現階段對美元轉持負面觀點仍言之過早，因為聯儲局仍有再加息一厘的空間，而且在環球經濟舉步維艱的情況下，美國經濟依然相對強韌。此外，在承險意欲改



善，以及股市出現更可持續的反彈之前，美元的避險特性也會提供一些下行支持。

我們下調對美元的觀點，相應上調對歐元和英鎊的觀點至中性。美元大幅升值後，歐元和英鎊相對便宜，但兩者同時面臨經濟衰退，限制其升值潛力。目前，大宗商品價格固然可發揮關鍵作用。歐洲國家是大宗商品進口國，近期石油和天然氣價格上漲，引發前所未見的生活成本危機，迫使歐洲和英國央行收緊政策，但隨着收緊政策的空間進一步縮窄，央行陷入兩難局面：英倫銀行近期因增長前景疲軟而轉趨溫和，歐洲央行則依然稍偏強硬，仍未作出經濟衰退的預測。宏觀經濟預測不明朗，將使外匯市場繼續波動，投資者可把握時機調整部署；其他不願承受美元風險的投資者或可考慮進行對沖，以鎖定和保護至今所取得的收益。

雖然歐元和英鎊可能在區間徘徊，但我們認為日圓將可回升，因而轉持看好觀點。事實上，除央行可能進一步干預外，日圓至今明顯偏軟也是我們看好的原因之一。投資者對

日圓的看淡部署大幅減少，加上環球承險意欲略為波動，也為日圓帶來支持，這應有助抵銷持續的收益率弱勢。

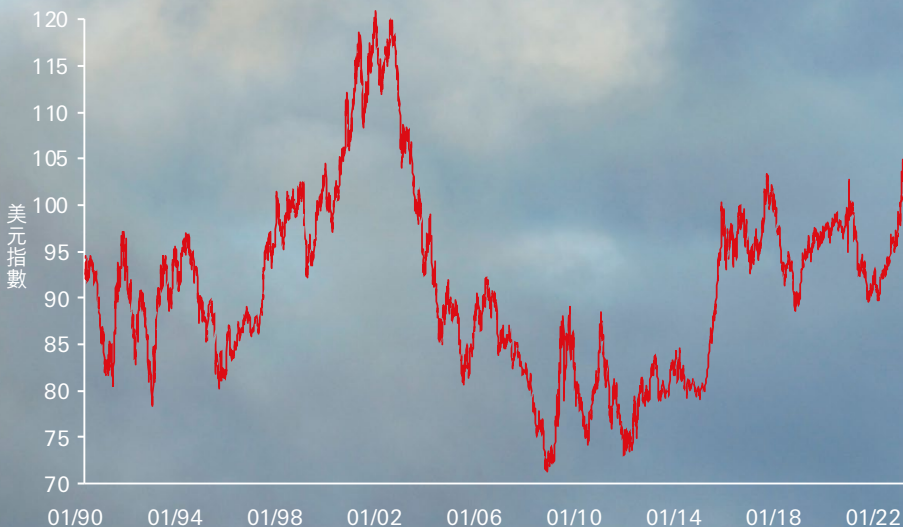
澳元具周期特性，意味很可能難以把握美元動力減弱的機會。由於澳洲較其他主要央行更快推行加息周，澳元也面對本地風險。瑞士法郎應可受當地相對強勁的經濟影響因素支持，但與美國之間的息差將繼續限制瑞士法郎的升值潛力。

亞洲新興市場方面，中國的低通脹轉化為具吸引力的實際收益率，為人民幣帶來支持。若中國經濟在2023年反彈，預期人民幣將會出現上行風險，但我們暫時對人民幣持中性觀點。相反，我們對韓圓保持審慎。韓圓可能繼續受疲軟的科技周期影響。新加坡方面，由於經濟基本因素強勁，加上新加坡金融管理局收緊政策，我們認為新加坡元存有進一步上行的風險。至於亞洲以外地區，我們對巴西雷亞爾持積極觀點。巴西的經濟影響因素強勁，而且在新興市場中，巴西雷亞爾是實際利率最高的貨幣之一。此外，政治不明朗因素在大

選結束後明顯減少。

雖然大宗商品價格在近日回升，但我們預期黃金和白銀在未來數月難以表現出色。美元近期強勢將對黃金和白銀構成壓力，利率和債券實際收益率上升也令黃金相比現金和債券處於競爭弱勢。油價自6月初以來回落，雖然我們預期油價不會進一步下跌，但也預期不會強勁反彈。鑒於俄羅斯增產石油，環球供應已見回升，但需求較之前疲弱。目前市場供應似乎充足，因此我們認為油價將在未來數月維持區間徘徊。

美元動力停滯



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

對沖基金

我們繼續看好對沖基金的前景，並預測在2023年上半年繼續，為多個策略帶來支持。此外，現金利率上升為一些策略帶來有利因素，例如：管理期貨和股票市場中性。我們對發達市場全權委託宏觀、系統市場中性和多元投資組合經理策略的確信度最強，這些策略均在2022年獲利。

市場環境仍有利以發達市場為重點的宏觀經理。十國集團經濟體在收緊貨幣政策，以至可能出現衰退的時間、速度和程度方面都存在差異，應會為定向和相對價值債券交易提供大量機遇。外匯市場方面，強美元仍然是一個關鍵趨勢，相對全球其他地區，聯儲局的加息周期走得較前。由於股票受到加息和經濟衰退憂慮的雙重壓力，股票市場的短期戰術淡倉廣受歡迎。另一方面，基於地緣政治和

經濟不利因素，我們對專注新興市場的宏觀經理維持中性看淡的觀點。然而，個別市場確實存在特殊機遇，但這些亮點仍受到負面情緒、波幅加劇和流動資金水平偏低等挑戰所困擾，使交易變得困難。

我們對管理期貨策略保持中性，對市場中性系統策略持中性看好，以及對股票好淡倉系統策略持中性看淡觀點。至於管理期貨，雖然追蹤趨勢投資策略不一定需要長期波動，但始終需要「出狀況」才可獲利，今年因出現超大價格走勢而持續受惠。這對回顧期較短且反應較活躍的經理來說尤其如此。其他策略方面，尤其是市場中性系統策略，我們注意到當前環境使板塊和單一股票層面的差距擴大，加上市場波動加劇，創造成熟的機會，使特殊選股策略繼續帶來巨大

貢獻。

我們繼續完全看好多元策略和多元投資組合經理策略的前景。在這個不可預測和起伏不定的市場環境下，不少多元投資組合經理策略持續提供強勁回報，繼續印證我們對這個領域的高確信度。多元投資組合經理策略的風險管理以複雜見稱，並涉及各種不相關的回報來源，這些回報來源運作良好，有助在這個不明朗市況下創造韌性。我們認為吸引和留住人才的能力，仍然是多元投資組合經理基金賴以致勝的最重要差異因素之一。

我們保持對美國、歐洲、科技股票好淡倉的中性觀點，並對亞洲股票好淡倉持中性看好觀點。在加息環境下，許多股票好淡倉經理預期市場在短期保持波動，因而持續降低風

每日債券收益率波動遠高於正常水平，為對沖基金帶來不少機遇

十年期美國國債收益率每日波幅 (%)



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

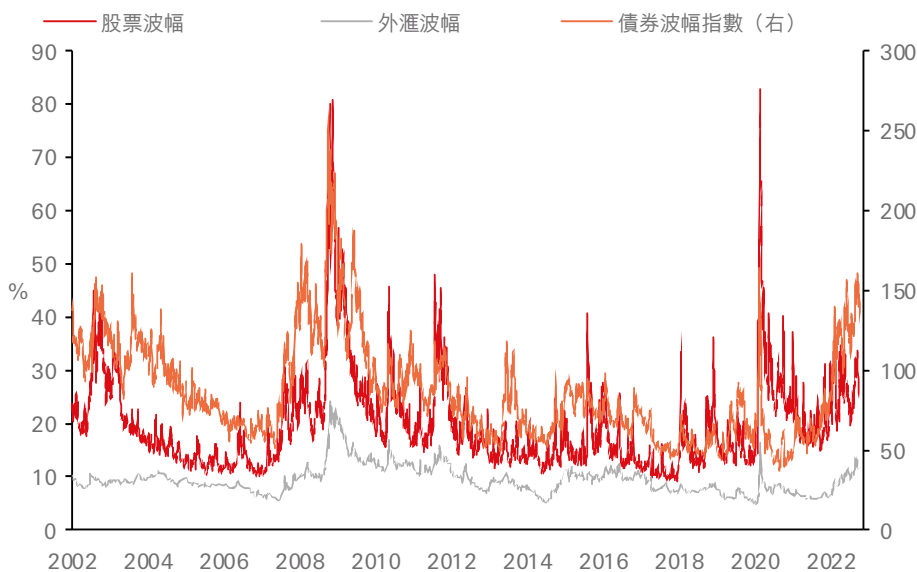
險。當中不少經理也減少指數對沖，轉持更多單一股票淡倉，因為在當前環境下，預期表現差距會擴大。總括而言，展望2023年上半年，雖然股票市場可能存在更多不對稱的下行風險，但在這種環境下，股票好淡倉經理可以發揮作用，成為長期偏好股票持倉的自然替代選擇，並有助提升超額回報。亞洲方面，雖然盈利前景依然疲弱，但市場在過去九個月大幅減低風險，意味估值低於公平價值，許多基本因素強勁的企業能夠以較便宜的價格交易。

我們對事件主導策略維持中性觀點，看好在分屬策略方面擁有廣泛專業知識並能夠在所有資產類別中進行機會配置的經理。由於貨幣政策迅速收緊，我們可能處於下一個信貸周期的邊緣，即使信貸問題應遠不及

2008年般嚴重。不過，這應為投資經理提供巨大機遇，在不同的資本結構和地域之間靈活重新部署資本。此外，維權活動仍然活躍，越來越多人關注「出售公司」的需求、改善策略／營運和企業管治。

信貸方面，我們對結構式企業債券維持中性／看好觀點，對「出現經營困難」企業債券和好淡倉企業債券的前景保持中性。然而，我們相信下一個信貸周期可能臨近，因此我們繼續關注利差、息差和價格差距明顯改善的情況。目前，結構式企業債券顯得最具吸引力，經損失調整後的收益率已提升至高單位數／低雙位數水平。

市場波動普遍加劇，尤其是債券市場



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

私募市場

在公開市場急跌的情況下，私募基金的估值已回落並繼續偏軟，但跌幅小於公開市場。集資和出售活動也有所減少，但活動水平應繼續與歷史平均保持一致。雖然環境充滿挑戰，但我們認為私募基金提供把握目標的機會，尤其是在公開市場估值跌幅最大的板塊（例如：科技和醫療保健）。此外，我們相信二級市場存在具吸引力的交易，可通過折讓價格買入優質投資。

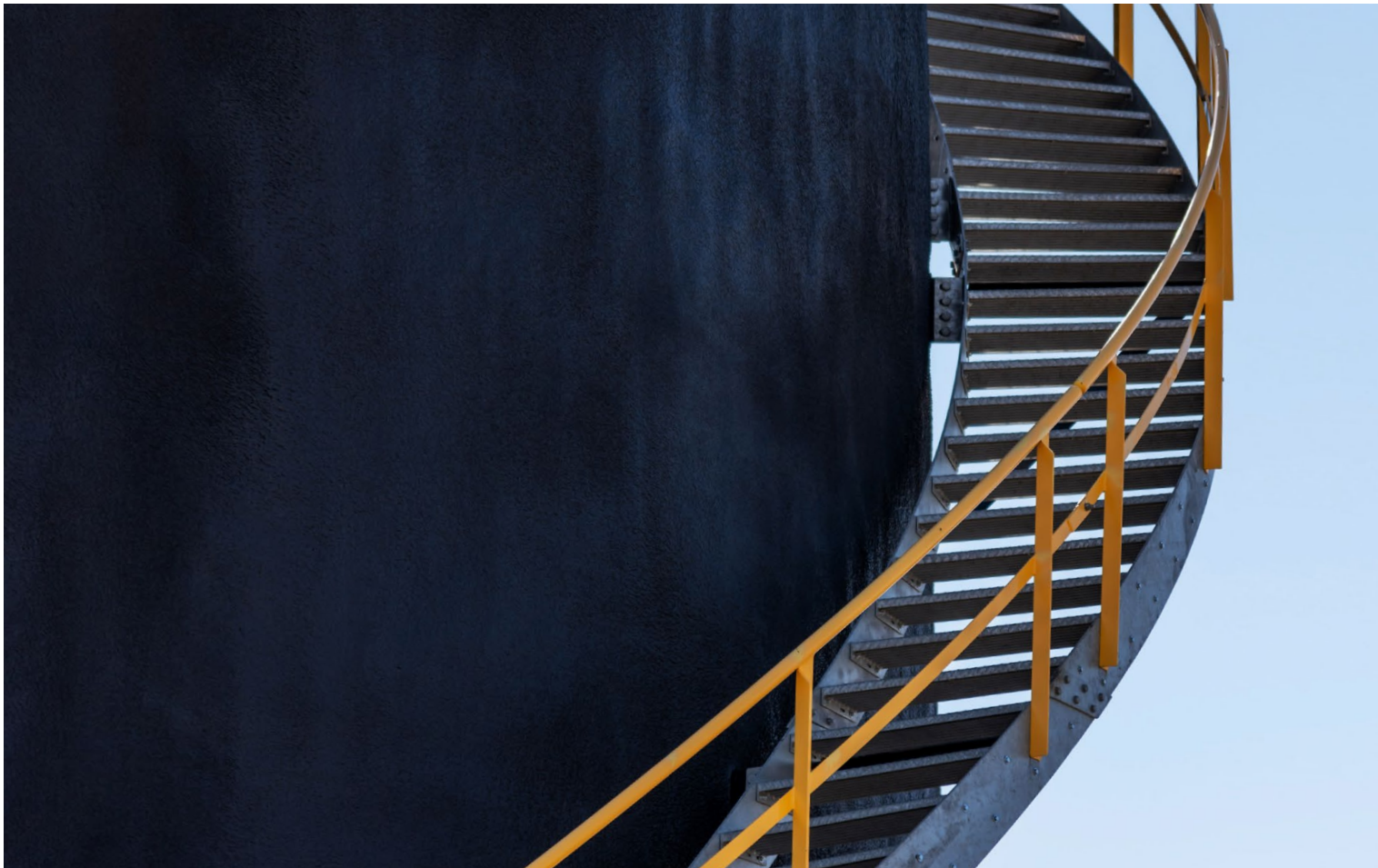
宏觀經濟環境惡化，迫使大部分私募基金公司在公開市場估值下降、資本成本上漲和增長前景惡化的情況下，重新審視投資價值並進行撇帳。

儘管如此，在許多情況下，估值收縮的幅度溫和，部分原因是公開市場股票估值與私募市場估值之間的相關度較低。基金經理的表現繼續存在重大差異，最出色的四分之一與最差的四分之一基金之間的差距越來越明顯。

儘管集資活動持續減少，但仍與歷史季度平均保持一致，與去年相比，第三季的集資活動暢旺。雖然大市面對阻力，但投資者對私募基金的投資意欲依然強勁，第三季集資總額增加了1,661億美元，對比去年同期的1,579億美元。然而，私募基金關閉的數目減少（3,347對比16,242），因為有限責任合夥人專注

再投資，令整體基金領域的規模收窄，並出現更多「超大型基金」。展望未來，我們認為許多有限責任合夥人已實現今年的配置目標，因此第四季數據將會處於較低水平。

二級市場方面，與2021年上半年比較，2022年上半年的整體交易量增加了18%，交易資產達570億美元。我們認為這反映二級市場的吸引力，能在不明市況下為私募基金資產持有人和基金經理提供流動性。這為二級市場買家提供一個以吸引價格水平買入優質投資的良機，尤其是在跌幅最大的板塊（例如：科技和醫療保健）。

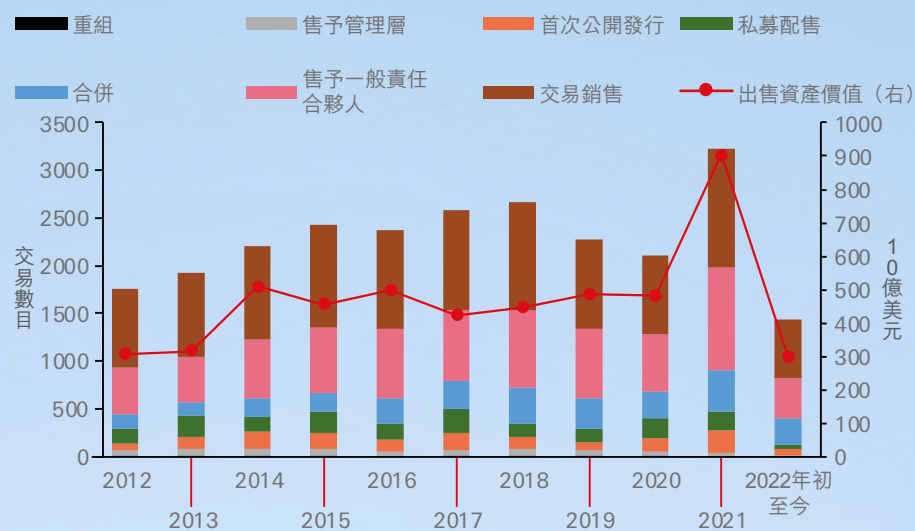


出售活動方面，一般責任合夥人正在觀望合適的出售時機，私募基金公司則繼續持有投資，不會被迫在缺乏吸引力的市場環境下出售資產，因此年初至今的出售活動放緩。

至於收購交易，作為出售途徑之一的首次公開發行活動跌幅最大。去年，首次公開招股活動約佔出售資產總額的25%，對比今年的17%，按交易數量計則僅佔5%，原因是投資者在市場波動和發行機構估值偏低的情況下迴避首次公開發行活動。儘管如此，出售資產總額應大致維持疫前水平。

本年至今，一般責任合夥人在當前宏觀經濟環境下更有紀律和審慎，因此減慢部署，預期盡職審查的時間會延長。一般責任合夥人沒有承受部署資本的壓力，交易競爭也比過去數年略為減少。即使大市面對不利因素，但仍存在一些交易活動。鑒於提高數碼化和科技創新的長期趨勢將帶動板塊提供可觀的長遠增長機會，投資者對資訊科技交易的投資意欲依然強勁。許多投資者視估值變化為良機，買入早前被認為價格過於昂貴的資產，我們預期私募基金公司將找到具吸引力的私有化目標。

各類以收購資本支持的放售投資



資料來源：Preqin、滙豐環球私人銀行（截至2022年11月22日）。

房地產

利率上升推高房地產收益率，令價值下降並拉開準買家與賣家之間的價格預期差距。我們預料資本價值將進一步下跌。整體來說，房地產基本因素仍然穩健，但經濟減弱反映未來數季的租金增長應會放緩。

利率上升帶動房地產收益率普遍向上，損害資本價值。根據 Green Street Advisers 的數據，在 2022 年第三季，美國和歐洲的房地產價值下挫 10% 至 15%。儘管房地產收益率上升，但與債券收益率之間的差距仍處於歷史低位，顯示房地產價值可能會進一步下降。價值下跌令準買家與現有業主之間的價格預期差距越來越大。因此，美國第三季的美國市場活動按年下降 21%，歐洲回落 37%，亞洲則跌 38%（資料來源：Real Capital Analytics）。

曾經最受市場追捧的板塊調整幅度也最大，當時，這些板塊的房地產收益率最低，但租金增長和入住率的長期前景目前仍然最亮麗。當中，以物流和住宅板塊最為明顯，因為投資者為最優秀資產進行激烈競爭，往往意味收益率處歷史低位和使用槓桿策略。雖然收益率最低的板塊目前的價值已大幅下跌，但這主要反映收益回落，而不是基本因素出現變化。

在投資者需求減少之際，一些開放式房地產基金正在面對贖回潮。為了籌集現金，這些基金可能需要出售資產，在需求下降時增加供應，價格的下行壓力進一步增加，即使基金經理通常可通過延遲贖回來避免「低價出售」。提取資金也是投資組合股債價值下跌的結果，因為股價下跌使房地產佔投資比重過高，引發調整投資

組合的需要。

整體而言，用家市場的基本因素仍相當穩健，但經濟增長放緩使所有類型物業的租賃需求受壓。擴展計劃和/或成本收縮，為租金和租值帶來下行壓力。然而，有別於過往的經濟低迷時期，開發活動的風險並不嚴重，因為原材料、勞動力和債務成本高昂，早已大幅削減開發活動的盈利能力。

疫情使辦公室板塊首當其衝，因為企業永久轉為混合工作模式。從地區來看，歐美地區的變化較亞太區更為明顯，因為亞太區民眾較偏向辦公室文化，而且人口密度較高的城市支持辦公室工作模式。租戶對辦公室空間的整體需求可能減少，但卻明顯轉向租賃較優質空間，以支持企業的可

持續發展目標。鑒於環保規例，一些二級地段辦公室需要投入大量資本支出，因此風險最大。

零售物業的基本因素已從最嚴峻的疫情衝擊中復原。然而，生活成本危機損害零售支出。此外，市中心許多主要優質零售地點均在奮力應對旅客減少（仍遠低於疫前水平）和白領上班族減少光顧的影響。

在許多經濟體，電子商貿支出（佔所有零售銷售的份額）已回落至與疫前趨勢的水平。不過，物流租賃仍然高於長期趨勢，除了因為與電子商貿支出相關的需求外，企業在經歷數年由疫情和地緣政治動盪造成的供應鏈緊張後，相繼投資於改善供應鏈的抗逆力。市場租金通常高於租戶目前支付的水平，顯示即使市場租金增

長放緩，業主的收入也會大幅增長。

隨着經濟放緩，住宅物業成為防護力較強的板塊之一，因為租戶通常會在拖欠每月租金之前，選擇減少非必要支出（例如：外出用餐和度假）。此外，利率上升削弱購買單位和住房的負擔能力，進一步維持租戶的需求。雖然可能有些跡象顯示多戶住宅租金靠穩，尤其是在美國，但人口結構的有利因素繼續支持住宅板塊的其他範疇，例如：單戶住宅和長者住宅。

直接房地產估值依賴市場交易的數據，因此需要時間來適應當前利率上升、經濟放緩和投資者需求減弱的環境。相比之下，公開上市的房地產股票按市值計價並迅速調整。

免責聲明

我們觀點的風險

關鍵風險因素包括不利的監管變化、健康問題、頻譜成本和分配、電訊營運商的支出過大、貿易關係緊張、5G標準的環境、5G新產品和服務需求，以至相關項目的供應不明朗。

風險披露

投資債券的風險

在投資債券之前，應考慮若干關鍵事項。這類投資的特殊風險可能包括（但不限於）：

信用風險

投資者承擔發行機構的信用風險。此外，投資者亦要承擔政府及/或由政府擔保的債券受託人的信用風險。

高收益債券所涉風險

高收益債券的評級一般低於投資級別債券，或者沒有評級，因此發行機構的失責風險也較高。如高收益債券基金投資的任何高收益債券失責，或者利率出現變化，高收益債券基金的淨資產值或會下跌或者受到不利影響。高收益債券基金的特點或風險可能同時包括：

- 資本增長風險 - 部分高收益債券基金或以資本支付費用及/或收入，基金可用作未來投資的資本和資本增長或因此減少；以及
- 股息分派 - 部分高收益債券基金或不分派股息，而會將股息再投資於基金，另一方面，投資經理或有酌情權決定是否將基金的收入及/或資本分派。此外，高分派率並不表示總回報為正數或回報率較高。
- 容易受經濟周期影響 - 在經濟不景時，該等金融工具的價值下跌幅度一般較投資級別債券更大，原因是：(i) 投資者更趨向避險，而且(ii) 失責風險上升。

與次級債權證、永續債權證、或有可轉換債權證或自救債權證有關的風險

- 次級債權證 - 發行機構次級債權證持有人承擔的風險高於高級債券持有人，因為在發行機構清盤時，次級債權證持有人的索償順序後於高級債權證持有人。
- 永續債權證 - 永續債權證時常是可通知贖回，沒有到期日，且屬於次級。

投資者或面對再投資風險和後償風險。在若干情況下，投資者或會損失全數已投資本金。利息支付可予變動、延遲或取消。投資者收到上述付款的時間和款額可能並不確定。

- 或有可轉換債權證或自救債權證 - 或有可轉換債和自救債權證是混合了債券和股本的工具，在出現觸發事件之時，可以註銷或轉換為普通股。或有可轉換債權證指包含一條條款，要求在觸發事件出現時，將可轉換債券註銷或轉換為普通股。這些債券一般吸收虧損，發行機構繼續營運（即在失去存活能力界點之前）。「自救」一般指(a) 合約機制（即合約自救），根據此機制，債權證包含一條條款，要求在觸發事件出現時，將債權證註銷或轉換為普通股，或者(b) 法定機制（即法定自救），由國家的破產管理機關因應具體情況，進行註銷或轉換為普通股。在失去存活能力界點時，自救債權證一般吸收虧損。這些特點可以為投資者帶來顯著風險，投資者或會損失全數已投資本金。

法例及/或規定改變

法例及/或規定可以影響投資的表現、價格及按市價計值。

國有化風險

在國有化之後，票息和本金的按時支付存在不明朗因素，而且，債券的償還等級也有被改動的風險。

再投資風險

利率下跌會影響投資者，因為將所獲得的票息和本金的回報再投資時，利率可能較低。

利率、波幅、信用價差、評級機構行動、承接力、市場情況的變化，或會嚴重影響其價格及按市價計值。

點心債的風險披露

儘管國債可能受中央政府擔保，投資者應注意：除非另有註明，其他人民幣債券不會受中央政府擔保。

人民幣債券以人民幣結算，匯率變化可能對有關投資的價值產生不利影響。債券到期時，閣下可能無法取回相同金額的港元。

即使人民幣債券在香港掛牌，也可能

沒有活躍的第二市場，故此，閣下需要面對若干程度的流通性風險。

人民幣受外匯管制，在香港並非自由兌換。如中國中央政府收緊控制，人民幣的流通性甚至在香港人民幣債券將受影響，閣下可能因此承受較高的流通性風險。投資者應有準備可能要持有人民幣債券直至到期。

新興市場的風險披露

投資新興市場可能涉及若干額外風險，這些額外風險在投資較成熟的經濟體系及/或證券市場時，一般不會出現。這些風險包括：(a) 資產被國有化或沒收；(b) 政治及經濟不明朗；(c) 證券市場的流通性偏低；(d) 貨幣匯率波動；(e) 通脹率較高；(f) 當地證券市場監管機構的監管較不嚴謹；(g) 證券交易的結算期較長；以及(h) 在企業高層人員責任和投資者保障方面的法規較粗疏。

外匯保證金交易的風險披露

受若干市場情況及/或出現若干事件、消息、發展的影響，外匯價格的移動幅度可能很大，此舉或會為客戶帶來嚴重風險，客戶蒙受的損失可能超過開盤保證金。市場情況或不允許將外匯合約/期權平倉。如相關貨幣的匯價走勢不利客戶，客戶有可能要面對追加巨額保證金，因而出現流動資金問題。

貨幣風險 - 產品與其他貨幣相關

投資的計值貨幣如有別於閣下的本國貨幣或報告所採用的貨幣，匯率變化可能對閣下的投資不利。

人民幣所涉風險

人民幣產品涉及流通性風險，尤其是如該投資沒有活躍的第二市場，而其價格的買賣差價亦較大。

人民幣目前不可自由兌換，通過在香港和新加坡的銀行兌換人民幣須符合若干限制。在香港和新加坡交收以人民幣計值及結算的人民幣產品，與在中國內地交收的人民幣屬不同市場。

如本行由於外匯管制或對此貨幣實施的限制而無法及時取得足夠金額的人民幣，客戶有機會在結算時不能獲得全數金額的人民幣。

低流通性市場/產品

如投資沒有認可市場，投資者或難以出售其投資或取得投資價值或所承擔風險情況的可靠資訊。

與可持續投資有關披露

「可持續投資」包括在不同程度上考慮環境、社會、管治和/或其他可持續發展因素（統稱「可持續發展」）的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。

並不保證可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。可持續投資或會偏離傳統市場基準。

此外，可持續投資或可持續投資帶來的影響（可持續發展影響）並沒有標準定義或量度準則。可持續投資和可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間和同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計和/或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) 可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) 可持續發展影響訂出的水平或目標可以實現。

可持續投資是一個發展中的領域，可能頒布新的監管規例，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

另類投資

對沖基金及私募基金投資者應謹記：這些產品的投機性可能很高，而且或不適合所有客戶。投資者在決定是否投資這些產品前，應確保自己瞭解產品和基金策略的特點及所涉風險。這些投資基本上為資深及精通金融的投資者而設，這類投資者願意承擔與這些投資相關的風險，其中包括：損失全部或相當大部分投資；由於使用槓桿、賣空或其他投機性投資操作，使虧損風險上升；基金可能沒有第二市場，也不預期發展第二市場，導致缺乏流通性；回報波動；轉讓基金權益受到禁止或嚴格限制；缺乏估值和定價資訊；稅務報告延後；關鍵人員和顧問風險；基準投資的透明度有限，甚至沒有；監管有限，甚至沒有；與互惠基金相比，監管較寬鬆，而且費用較高。

大宗商品投資

大宗商品投資或涉及嚴重風險，因大宗商品價格的波動幅度可能很大。

重要通知

以下或受限於當地規例

本文件是由滙豐私人銀行編製的市場推廣通訊。本文件並不構成金融工具指令內的歐洲市場的獨立的投資研究 (MiFID) 或其他相關法律規定，而且在發放前並沒有受到禁止。滙豐私人銀行乃滙豐集團主要的私人銀行業務。滙豐旗下不同的法律實體可以在符合當地監管規定的前提下，進行國際私人銀行業務。本文件內所列服務可以由滙豐私人銀行內或滙豐集團內的不同成員提供，但部分服務在若干地區並不能提供。滙豐集團成員可能買賣本刊內提及的產品。

本文件只供閣下參考，不應依據本文件作為投資建議。本文件內所載資料旨在用作滙豐私人客戶的一般傳閱用途，並未因應閣下個人情況修訂，包括：閣下的具體投資目標、財務情況、或特別需要，而且並非個人建議，亦不應依賴本文件取代獨立判斷。本文件並不構成亦不應理解為本行向閣下作出的任何類型的法律、稅務或投資的諮詢意見，招攬及/或建議，也不是本行要約或邀請閣下認購、買入、贖回或賣出任何金融工具，或就上述工具訂立任何交易。本文件內容可能不適合閣下的財務狀況、投資經驗及投資目標，就本文件內向閣下介紹的任何金融工具或投資策略是否適合或適當，本行並不作任何陳述。

如閣下對任何投資存在疑慮，或未能肯定投資決定是否適當，應聯絡閣下的客戶經理，或向合適的專業顧問諮詢有關的財務、法律或稅務意見。

除另外說明外，本文件內的市場數據取自《彭博資訊》。文內資料乃本着誠信編製，當中包含被認為來源可靠的資料，惟並沒有明示或默示的表述或保證，亦不會獲明示或默示的表述或保證。滙豐私人銀行或滙豐集團任何部分或任何其各自的高級職員、僱員、代理現在或將來也不承擔本文件準確性或完整性的責任或法律責任。

閣下須注意：任何投資的資本價值及其收入皆可升可跌，因此閣下可能無法收回全數投資金額。往績並非未來表現的指標。前瞻性陳述、表達的觀點和意見、提供的預測均為滙豐私人銀行於本文件刊發時的最佳判斷，僅作為一般評論，並不構成投資建議或回報保證，而且不一定反映

其他市場參與者的觀點和意見，可隨時變更，無需另行通知。實際表現與預測/估計可能有很大差距。當投資的計值貨幣如有別於閣下的本國貨幣或報告所採用的貨幣時，滙率變化可能會對該項投資的價值造成不利影響。並不保證交易表現向好。

外國證券附帶特別風險，例如：貨幣波動、交易市場較不發達或較低效率、政局不穩、缺乏公司資料、審計及法律標準不同、市場波動及流通性可能較低。

投資新興市場可能涉及若干額外風險，這些額外風險在投資較成熟的經濟體系及/或證券市場時，一般不會出現。這些風險包括：(a) 資產被國有化或沒收；(b) 政治及經濟不明朗；(c) 證券市場的流通性偏低；(d) 貨幣滙率波動；(e) 通脹率較高；(f) 當地證券市場監管機構的監管較不嚴謹；(g) 證券交易的結算期較長；以及 (h) 在企業高層人員責任和投資者保障方面的法規較粗疏。

閣下如希望訂立投資產品交易，應與您的客戶經理聯絡。閣下不應單獨根據任何文件作出投資決定。

部分滙豐辦事處只可以作為滙豐私人銀行的代表處，因此不得銷售產品和服務，亦不得向顧客提供諮詢意見，只可以作為聯絡點。如有需要，客戶可索閱詳細資料。

在英國，HSBC UK Bank plc 獲准發放本文件，其私人銀行的辦事處位於 8 Cork Street, London (郵編：W1S 3LJ，登記地址為 1 Centenary Square, Birmingham, B1 1HQ)。HSBC UK Bank plc 在英格蘭註冊，號碼為 09928412，客戶應注意《金融服務及市場法案 2000》項下保障投資者的條例及規定（包括《金融服務賠償計劃》），並不適用於滙豐集團在英國以外辦事處的投資業務。本刊乃《2000 年金融服務及市場法》第 21 節所指的「金融推廣」，並根據《金融推廣條例》，經批准由 HSBC UK Bank plc 在英國發放。HSBC UK Bank plc 獲審慎監管局授權，並受金融行為監管局及審慎監管局監管。

在根西，本材料由 HSBC Bank plc 根西分行 HSBC Private Banking (C.I.) 發放，該根西分行持有根西銀行、保險中介人及投資業務金融服務委員會的牌照。在澤西，本材料由 HSBC Bank plc 澤西分行的分支機構 HSBC Private Banking (Jersey) 刊發，位於 HSBC House, Esplanade,

St. Helier, Jersey (郵編：JE1 1HS)。HSBC Bank plc澤西分行受澤西金融服務委員會(銀行、一般保險調解、基金服務及投資業務)監管。HSBC Bank plc在英格蘭及威爾斯註冊，號碼為14259，註冊辦事處位於8 Canada Square, London, E14 5HQ，獲審慎監管局授權，並受金融行為管理局及審慎監管局監管。

在法國，本材料由HSBC Continental Europe 發放。滙豐私人銀行為滙豐集團在法國的私人銀行業務部門。HSBC Continental Europe 作為信用實體接受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (審慎控制及決議管理局)的審批和管制。HSBC Europe Continental (491,155,980.00 歐元的上市公司)滙豐私人銀行業務SIREN775 670 284，巴黎銀行及保險中介交易及企業登記，Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances (向保險中介註冊組織登記，no. 07 005 894 (www.orias.fr)，社區內VAT號碼FR707 756 702 84)。滙豐私人銀行-HSBC Europe Continental-註冊地址為38, avenue Kléber 75116 Paris-FRANCE，電話+33 (0) 1 4952 20 00。

在瑞士，本文件由滙豐私人銀行(瑞士)有限公司(HSBC Private Bank (Suisse) SA)發放。滙豐私人銀行(瑞士)有限公司受瑞士金融市場監督管理局監管(FINMA)，辦事處位於瑞士日內瓦Quai des Bergues 9-17,1201。本文件並不構成獨立財務研究，而且未按瑞士銀行公會《獨立財務研究指令》或任何相關機關的法律編制。

在阿布扎比環球市場(ADGM)，本材料由HSBC Bank Middle East Limited ADGM分行(3526, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi)發放。該分行受ADGM金融服務監管局(FSRA)監管。本材料內容專以根據FSRA定義為專業客戶為對象，其他人士不應據此採取行動。

在杜拜國際金融中心(DIFC)，為HSBC Private Bank (Suisse) S.A. DIFC分行(P.O. Box 506553 Dubai, United Arab Emirates)，受杜拜金融服務管理局(DFSA)監管，只可以與DFSA定義的專業客戶進行交易。

在南非，本材料經由南非儲備局(SARB)批准的HSBC Private Bank (Suisse) SA代表處(登記號碼為00252)

發放，並獲南非金融板塊行為管理局(FSCA)註冊的認可金融服務供應商(FSP)(FSP號碼49434)。代表處的登記地址為：2 Exchange Square, 85 Maude Street, Sandown, Sandton。

在巴林及卡塔爾，本材料由HSBC Bank Middle East Limited的相關分行分發。HSBC Bank Middle East Limited接受各自在當地的中央銀行監管，並受杜拜金融服務管理局的主要監管。

在黎巴嫩，本材料由HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L.(「HFLB」)分發。HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L.獲資本市場管理局發出金融中介公司牌照(Sub N°12/8/18)，進行投資顧問及安排活動，登記地址為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，本文件容未經香港或新加坡任何監管機構審及批准。滙豐私人銀行為香港上海滙豐銀行有限公司(Hongkong and Shanghai Banking Corporation)的分支機構。在香港，本文件由香港上海滙豐銀行有限公司因應其在香港的受監管業務而發放。在新加坡，本文件由香港上海滙豐銀行有限公司新加坡分行發放。香港上海滙豐銀行有限公司及香港上海滙豐銀行有限公司的新加坡分行均為滙豐銀行的一部分。本文件並非旨在向香港及新加坡的零售投資者發放，亦不得向其發放。收件人須為香港《證券及期貨條例》內定義的專業投資者，或新加坡《證券及期貨法》內定義的認可投資者或機構投資者或其他相關人士。就本刊產生的任何事宜或本刊相關的任何事宜，請聯絡香港上海滙豐銀行有限公司或香港上海滙豐銀行有限公司新加坡分行的代表。

部分產品只向根據香港《證券及期貨條例》的專業投資者或新加坡《證券及期貨法》定義的認可投資者、機構投資者或其他相關人士提供。如欲了解詳情，請與客戶經理聯絡。

撰寫本文件時，並未考慮任何特定人士的具體投資目標、個人情況和個別需要。如需要在香港進行跨境規定(取決於閣下的居籍地或成立地)所允許的合適性評估，本行將採取合理步驟，確保有關的招攬及/或建議合適。在所有情況下，就任何投資或其他訂立的交易，閣下負責自行

評估及信納其符合閣下的最佳利益，且適合閣下。

在任何情況下，本行建議閣下須小心審閱相關投資產品及發行文件、滙豐的《標準章則》、《開戶手冊》內所列的「風險披露聲明」，以及上述文件內載有或附有的所有通知、風險警告及免責聲明，並且明白及接受其性質、風險和規管相關交易的條款及條件，以及任何涉及的保證金要求，然後才作出投資決定。除依賴滙豐在香港作出的任何合適性評估(如有)，閣下應考慮自己本身的情況(包括但不限於：閣下以為公民、居留、居籍之國家法律下可能出現的稅務後果，法律要求、任何外匯限制或外匯管制要求，因其可能與認購、持有或處置任何投資有關)，自行判斷個別產品對閣下是否恰當，在恰當情況下，閣下應考慮諮詢專業顧問意見，包括：因應閣下的法律、稅務或會計狀況。請注意：文內資料無意用作協助閣下作出法律或其他諮詢問題的決定，亦不應以此作為任何此類決定的基礎。閣下如對任何產品或產品類別或對金融產品的定義有任何疑問，請與您的客戶經理聯絡。

在盧森堡，本材料由HSBC Private Banking (Luxembourg) SA發放。HSBC Private Banking (Luxembourg) SA位於盧森堡Boulevard d'Avranches 16號，(郵編L1160)，受盧森堡金融業管理局(Commission de Surveillance du Secteur Financier)監管。

在美國，滙豐私人銀行通過美國滙豐銀行(聯邦存款保險公司會員)提供銀行服務，通過HSBC Securities (USA) Inc.提供投資及若干保險產品，包括年金。HSBC Securities (USA) Inc.乃紐約證交所、FINRA/SIPC會員，並為美國滙豐銀行的聯營公司。在加利福尼亞州，HSBC Securities (USA) Inc.以HSBC Securities Insurance Services(牌照號碼#: OE67746)經營保險業務。HSBC Insurance Agency (USA) Inc.為美國滙豐銀行全資附屬子公司，提供終身保險、定期保險及其他險種。不同州份提供的產品和服務或有分別，而且並非在所有州份提供。加利福尼亞州的牌照號碼為#: OD36843。

投資產品：不屬於存款或本行或任何聯營機構的其他義務，亦未向聯邦保險公司投保，且不受任何美國聯邦政府機構

保障，本行或其他聯營機構並不作任何保證，同時須承擔投資風險，包括可能損失投資本金。

澳洲

閣下如在澳洲收到本文件，有關產品及服務乃由香港上海滙豐銀行有限公司 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 向「批發」客戶 (定義見《企業法案2001》)。任何提供的資料均屬一般性質，並沒有考慮閣下的個人需要及目的，亦沒有考慮投資是否適合。香港上海滙豐銀行有限公司並非註冊稅務代理，其本意並非提供任何稅務意見或服務，亦沒有提供任何稅務意見或服務。閣下不應依賴本文件提供的資料用作確定閣下的稅務負債、責任、權利，並應諮詢註冊稅務代理的意見，以決定閣下的個人稅務責任。

在德國，本材料由 HSBC Trinkaus & Burkhardt AG 發放，此為受 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 監管的銀行，其辦事處位於德國 Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf。由 2018 年 5 月 25 日起，「一般保護保護條例」現已在歐盟所有成國生效，有關我們最新的私隱政策，請瀏覽：<http://www.hsbc.de/de-de/datenschutzhinweise>。如沒有明文規定，交易成本，以及如在計算表現數據時不計入適用託管費，這會產生不利影響。例如：最初投資為 1,000 歐元，買入和賣出的交易成本為每次 1%，託管費為每年 0.5% (有關實際收費結構，請參閱價格及服務收費表)，五年期以上投資的表現將減至 45 歐元。

閣下的居住地如並非閣下持有戶口的滙豐實體的所在地，請參閱以下免責聲明，了解因應閣下居住地的跨境考慮事項：<https://www.privatebanking.hsbc.com/disclaimer/cross-border-disclosure-ch/>

未經 HSBC UK Bank plc 書面同意，不得以電子、機械、影印或錄製或其他任何方式或任何方法，將本文件任何部分複製、儲存於檢索系統或傳送。

本行私人銀行實體的完整清單已上載於本行網站：<https://www.privatebanking.hsbc.com>

版權所有 © HSBC 2022

保留所有版權

(中英文本如有歧異，概以英文本為準)

