

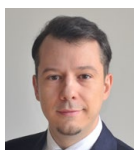
投資展望

2023年第三季



佈局東方
蓄勢而發

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



東南亞首席投資總監

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



歐非中東及瑞士首席投資總監

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



美洲區首席投資總監

Jose Rasco



北亞首席投資總監

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



中國首席投資總監

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



英國及海峽群島首席投資總監

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



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策略師

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
我們的投資組合觀點	06
市場信心有改善跡象	10
四大投資趨勢與精選主題	12
1. 重塑亞洲未來	12
2. 利率見頂與發達市場低增長下的投資機遇	16
3. 數碼轉型	18
4. 投資可持續未來	20
股票	22
債券	24
外匯和大宗商品	28
對沖基金	30
私募市場	32
房地產	34
免責聲明	36

點擊以下連結
佈局東方 蓄勢而發



點擊以下連結
重塑亞洲未來



歡迎辭

致本行客戶：

財經新聞往往將重點放在我們身邊的壞消息和風險，例如：衰退憂慮、銀行業動盪和地緣政治挑戰。然而，股票市場已經回升，多元化投資組合也收復2022年過半數跌幅。

過於着眼風險的投資者或錯過市場機遇，也可能混淆風險情況與基本情況預測。基於幾個原因，我們認為基本情況其實相當積極。首先，也是最重要的，美國的政策利率接近見頂，這對股債市場應繼續是第一大的支持來源。

西方國家經濟放緩雖然是阻力，但卻是較為次要的影響因素，而且放緩的速度較預期更緩慢，事實上，經濟學者亦正調高目前看來過低的原來預測。更重要的是，國內生產總值增長的重要性及不上企業盈利，企業通過控制成本保持利潤率，並以投資提升生產力，盈利驚喜不斷。

有見及此，在眾多投資者守住現金時，我們並沒有跟隨。有些投資者需要現金，是因為現金的靈活性，而且目前美元現金的回報接近5%。不過，在未來六至十二個月，債市、藍籌派息股、波幅策略和對沖基金等的表現都將更勝現金。至於靈活性，要捕捉市場時機是一件很難的事。市場通常是前瞻的，如果通脹持續回落，

市場價格可能會開始反映更多加息。股票方面，我們認為盈利預測下調的浪潮正在減退，未來數月，市場可能開始期待企業利潤加快增長。

我們對環球市場持積極的觀點，主要源於亞洲，而且亞洲也是蘊藏大量機遇的地方。我們認為環球經濟不會步入衰退，部分原因是中國由消費帶動的復甦，以及印度財富增長和科技板塊上行。我們預期亞洲盈利將加快增長，支持當地股市，最終吸引更多資金流入亞洲。同樣，我們也認為亞洲企業債券的息差投資機遇吸引。

當然，我們並未忽視風險，只是認為不會構成系統性危機，因此我們嘗試尋求管理風險的方法，而不是將風險列作核心策略的重要組成部分。舉例說，我們留在銀行資本結構的高級債券範圍內，並對房地產投資信託基金持偏低比重，尤其是擁有大量商業房地產投資的房地產投資信託基金。

在目前環境下，我們設定四大優先投資策略：

1. 把握亞洲升勢：亞洲增長加快，但西方國家增長放緩，而且亞洲的股票和債券估值便宜。

2. 鎖定優質債券收益率：因為收益率仍然偏高，但市場可能開始反映在不可預見的時候出現更多減息。

3. 通過主動策略發掘價格差距和錯配：因為周期不同步和市場波動帶來機遇，靈活的投資者可通過管理策略、對沖基金、波幅策略和私募市場來把握這些機遇。

4. 在可盈利的科技板塊尋求增長：因為政策利率見頂有利增長股，我們預計人工智能及自動化等領域的盈利增長，以及先進製造業的資本支出強勁。

除了這些優先投資策略之外，我們當然會繼續投資於可把握主要投資趨勢的精選主題。我們依然認為亞洲比西方國家提供更好的增長機遇，同時抓緊數碼轉型和可持續發展等結構趨勢。

因此，我們認為亞洲在短期和長期都是一個亮點，而且環球多元化投資組合將受惠增持亞洲資產。佈局東方，蓄勢而發，從而實現更高的增長、更大的回報。



環球首席投資總監
Willem Sels

2023年5月25日

我們的投資組合策略

我們維持溫和承險策略，對現金持偏低比重，將資金投資於偏高比重的優質債券和對沖基金，因為我們對前景的看法較市場預期樂觀：並相信政策利率見頂將繼續提供有利因素，而且發達市場的經濟增長和盈利可能不至於許多人預期那麼差。至於亞洲，相信市場表現和周期經濟動力將會轉強，而且，亞洲不少結構機遇也臨到了轉捩點。在這個背景下，美元應繼續走弱。

在高利率和通脹前景不明朗之下，加上衰退風險，美國數家銀行倒閉，新興市場債券違約和重組，商業房地產的種種挑戰，俄烏戰事持續，

現金：偏低比重

債券：偏高比重

聚焦優質借款人
中存續期

股票：中性

對美國持溫和偏高比重

對亞洲持完全偏高比重；對拉丁美洲持溫和偏高比重

對歐非中東新興市場和瑞士持偏低比重
偏重質量

另類投資：偏高比重

對對沖基金持偏高比重

核心配置仍是私募市場和房地產

中美的戰略競爭，以及複雜的地緣政局，市場很容易出現負面情緒。不過，從年初至今，坐擁現金已非良策。市場今年一直預期利率見頂，帶動資產價格揚升，消費物價指數通脹則回落，情況與2022年恰好相反，當時資產價格普遍下跌，消費物價指數通脹卻揚升。因此，2022年是現金至上，但2023年是入市的好時機。

我們認為市場存在五大影響因素：

1. 美國政策利率即將見頂。我們預期聯儲局、歐洲央行和英倫銀行在6月再加息四分一厘之後，利率在2023年將維持不變。市場看法無疑過於溫和，目前價格反映美國將在年底前減息。看淡的投資者會視之為負面因素，但我們認為承險意欲將聚焦於正面作用，即加息即將結束。這一點現已更加清晰，因為美國通脹持續回落，而且石油和公用事業成本的基數效應在未來數月將開始非常迅速地帶動歐元區和英國的通脹下跌。不明朗因素減少，有助降低風險溢價，有利風險資產，包括：股票、投資級別債券和新興市場資產。

2. 如果美國確實出現衰退，程度應該輕微。考慮到我們面對的所有風險，我們不能排除衰退的可能性，但這不是我們的基本假設。看淡的投資者確切指出，美國銀行板塊動盪使銀行業收緊貸款標準。事實上，調查顯示貸款條件已經收緊，但這已在過渡至高息環境的部分預期之內，主要是由於加息，而非信貸利差大幅擴大。拖欠比率仍然很低（商業房地產亦如此），銀行當然需要繼續放貸，以賺取短期存款與長期貸款之間的可觀淨息差。因此，規模較小或實力較弱的公司可能難以獲得融資，但基準股票指數內一般規模較大和質素較佳的企業受到的影響應較少。企業也可以通過私募市場融資。儘管美國經濟的確明顯放緩，但消費需求強勁和勞工市場穩健是一個好開始，意味衰退（如有）可能在遲些時間才出現。事實上，歐美經濟學者一直上調第一季和第二季預測，因為他們早前過於悲觀。

3. 盈利較國內生產總值更重要，而且韌力較預期更強。由於分析員過於看淡第一季盈利，以致企業實際盈

利超出預期的幅度比往常更大。我們相信企業盈利可望在第二季再次超過預期，部分原因是消費物價指數（反映所收取價格的指標）下跌的速度不及生產物價指數（反映生產成本的指標），有助提升利潤率。企業最重要的是節省成本，工資增長也正在減慢。鑒於第二季盈利增長預測仍然負面，股票可能難以大幅向上，但隨着盈利在第三季和第四季回升，市場可能在下半年出現更大的上行空間。環球採購經理指數和商業調查明顯觸底，這常常是盈利動力降至最低水平的訊號，我們因而感到鼓舞。

4. 亞洲經濟增長加快，大幅提振區內以至全球的投資情緒。基於三項因素，我們看好亞洲的經濟增長和資產表現。首先，中國由消費帶動

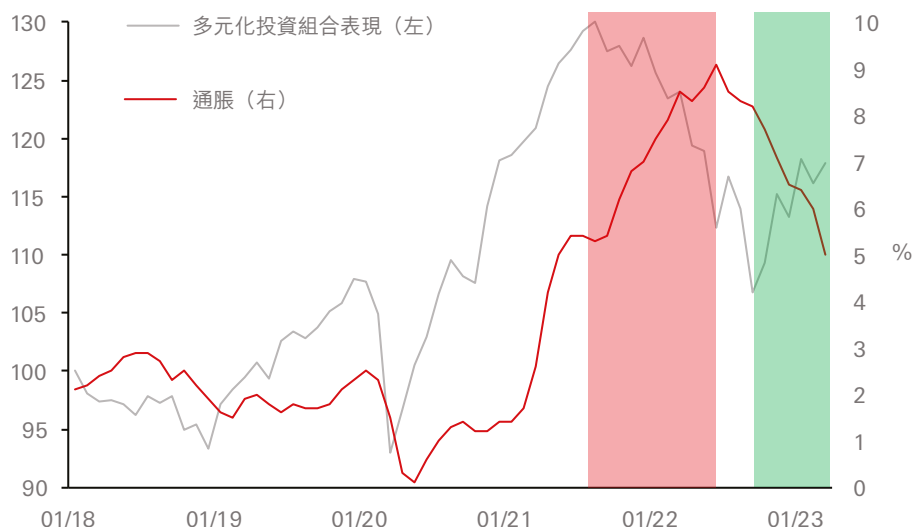
的復甦應可持續，因為服務業活動和國內生產總值繼續回升。隨着信心增強，越來越多在疫情期間累積的豐富家庭儲蓄將被動用，因此我們預期零售銷售將在今年增長12%，相比去年出現輕微收縮。第二，中國聚焦增長，並不止於這短暫的重啟時間，因為房地產板塊活動急需穩定下來，同時民營板塊也需要增長，創造職位和降低青年失業率，故我們認為政府的政策支持將專注實現至少5%實際國內生產總值增長（我們認為將可達到6.3%）。最後，我們認為亞洲一些結構機遇正處於轉捩點。淨零轉型受到高度關注，同時科技自主帶來巨大投資。中產階級的購買力長期上升，而且目前市場（因為重啟）出現「報復式消費」。此外，隨着最近印度人口超越中國，加上環球科技需求使印

度受惠，當地的投資氣氛大大增強。上述所有因素都令亞洲脫穎而出，尤其是與目前萎靡不振的西方經濟體相比。

5. 大量風險應使市場波動持續，但並沒有系統性危機。股市雖然面對相當多的挑戰，但最近數月仍繼續攀升，主要是因為這些風險沒有被視為系統性風險，而且通脹回落、央行結束加息，亞洲增長亦見增強，這些因素及時出現，帶來了幫助。儘管如此，這並不表示我們可忽視風險，反而需要加以管理。例如，隨着周期放緩和信貸標準收緊，為審慎起見，應選擇投資級別債券而不是高收益債券。即使銀行板塊的動盪緩和，我們仍然偏好銀行的高級債券多於次級債券或股票。此外，為了管理一些房地產風險（我們認為這是慢燒醞釀而非一場山火），我們持偏低比重觀點，尤其是對最受地區銀行危機影響的房地產股票（房地產投資信託基金）和辦公室領域。高通脹可能長時間持續（但不是我們的基本假設），我們青睞基建（包括可再生能源）等有形資產，並繼續投資黃金（即使其價格偏高），這也是其中的一個原因。地緣政治風險很難管理，但一些大宗商品投資和分散投資組合配置應可發揮作用。我們完全預期市場將持續波動，並認為這將有利對沖基金表現。不過，重要的是投資者不應混淆風險情境與基本情況預測，我們最重要的觀點建基於對利率、通脹、增長和盈利的核心看法。

在2022年，回報下跌但通脹飆升，因此現金至上；2023年至今的情況相反，回報不斷躍升但通脹持續下跌。

以100為基礎



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

除了我們上述的核心觀點，以及右表列出的四大優先策略以外，我們繼續提出值得注意的主題投資機遇。亞洲方面，我們把握消費回升和刺激政策帶來的中國復甦機遇，並認為東盟和印度等亞洲新星展現更多結構機遇。數碼轉型動力一直有增無減，我們認為利率見頂和盈利強勁增長應繼續支持其表現，尤其是人工智能及自動化等主題。可持續發展仍是我們投資過程的關鍵，不少主題在短期因增長股和動力股相對表現優秀，以及油氣股動力減弱而受惠。除了這些結構主題外，我們也針對目前發達市場低增長和利率見頂的環境作出部署，這趨勢

下的許多主題也反映到我們的核心策略之中，投資者如在地區、或收益或有形資產需要方面有特定要求，或也可以從中得到啟發。我們會在以下章節詳細探討所有主要投資趨勢和精選主題。

本季四大優先投資策略

1. 把握亞洲升勢

正當發達市場面對增長放緩和衰退憂慮的挑戰時，亞洲的升勢亮麗。中國經濟重啟，並重新聚焦於持續增長，區內經濟體應可受惠。亞洲股債市場相對便宜，也提升了吸引力。我們認為企業盈利和經濟增長將高於市場普遍預測，應可吸引投資者重返亞洲，並刺激市場表現。我們對中國內地、香港特區、印度和印尼股票持偏高比重。

2. 鎖定優質債券收益率

隨着西方國家通脹持續回落，政策利率即將見頂，債券收益率也很可能已經到頂。我們希望鎖定債券目前的高收益率，因為當市場開始預期政策利率未來將多次下調時，債券收益率或會下跌。在經濟放緩期間，我們專注發達和新興市場的優質債券；在投資金融板塊時，則以高級債券為重點。此外，我們配置於中存續期（五至七年）債券。

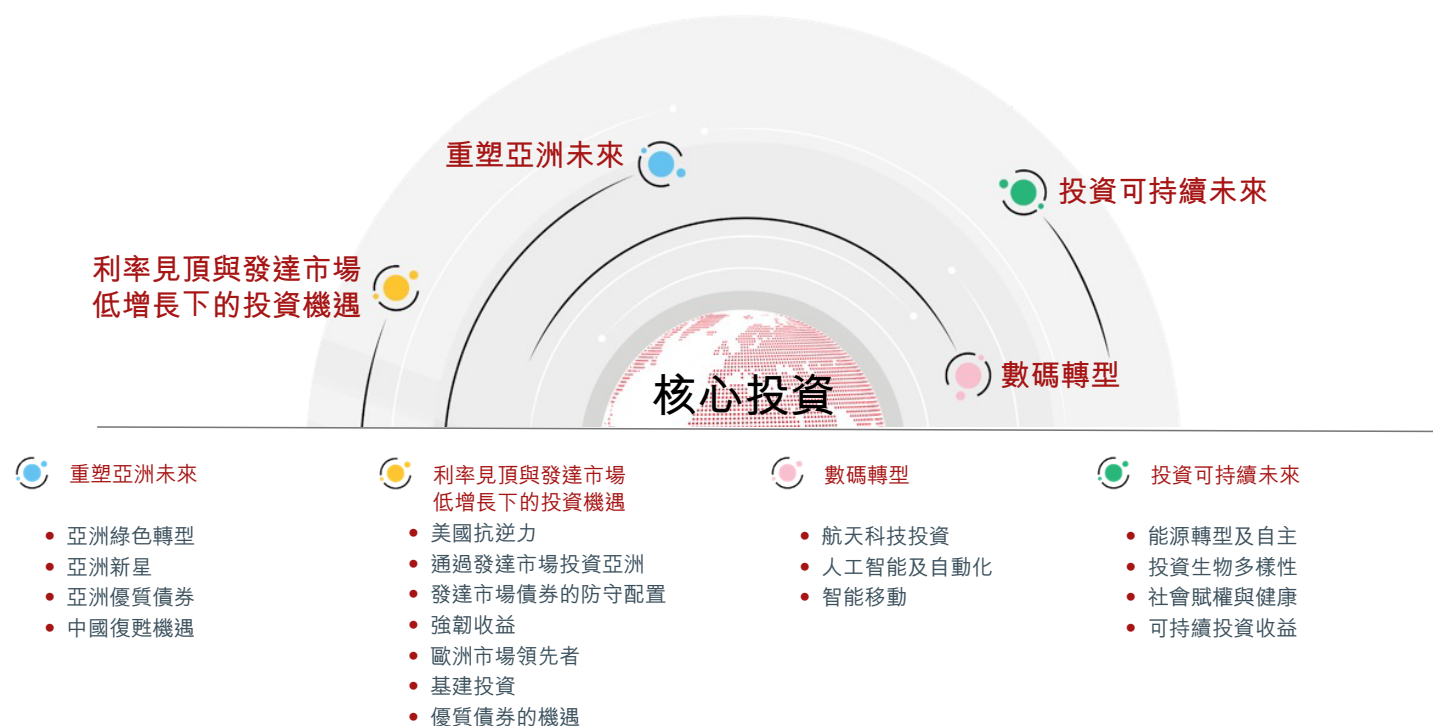
3. 通過主動策略發掘價格差距和錯配

經濟周期不同步、宏觀變數不明朗，加上市場憂慮將繼續引發波動、價格差距和錯配，投資者可通過多元資產策略、主動管理、對沖基金、私募基金和波幅策略加以利用這環境。我們傾向通過受管理和多元化策略來管理風險，而非坐擁現金和逃避風險。

4. 在可盈利的科技板塊尋求增長

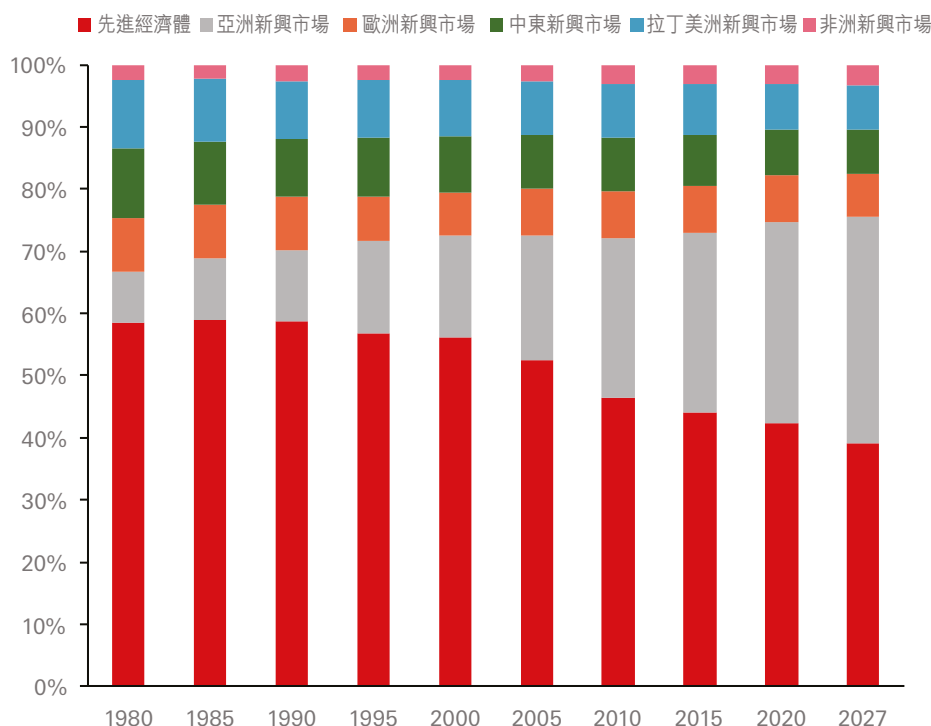
科技股和其他增長股正受惠政策利率見頂的前景。此外，快速創新（例如：人工智能及自動化）和自主動力讓盈利增幅有機會遠超國內生產總值增長率。不過，我們物色目前現金流強勁的公司，並迴避未經考驗的業務模式。

主要投資趨勢與第三季精選主題



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

亞洲佔環球國內生產總值已超過三分之一，而且份額持續增加



資料來源：國際貨幣基金組織、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

市場信心 有改善跡象

我們的環球綜合信心指標提供投資者、企業和消費者調查反映的綜合概況及市場配置。通過整合來自70項不同調查的數據，這個指標顯示關於經濟預期和市場信心的綜合摘要，目前反映市場信心改善的趨勢，但投資配置仍低於平均，表示市場環境有機會持續向好。我們注意到近期的銀行倒閉事件可能引發下行風險，但對整體信心數據影響有限。在數據運算的過程中，我們發現其中一個範疇意外上升：環球貿易。有別於引起熱烈討論的去全球化趨勢，中國經濟重啟和其他因素看來應很快帶動貿易活動出現周期升勢。

市場波動雖然加劇，但信心改善

我們監測的各項調查和指標的最新進展顯示，市場信心在2023年明顯改善。全部四個基本信心組成部分（投資者、企業、消費者和市場配置）都從2022年的低位大幅回升，幾乎沒有波動。

在過去兩個月，我們的投資者信心指標出現最大幅度的改善，而且比

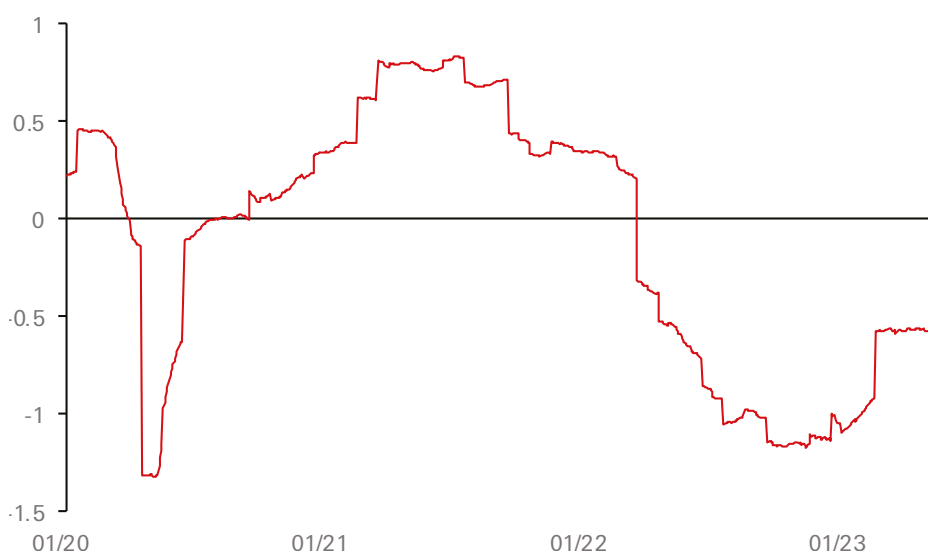
其他信心指標更早出現變化（自去年11月中開始）。Intelligent Investor和AAII投資者調查得出更向好的數據，加上德國股市預期改善，使這個組別近期出現正面變化。在過去兩個月，華爾街信心指數（Street Confidence Index）和亞洲（日本以外）指標也見改善。與過去數月觀察所得的數據相比，各項重要投資者調查整體上都出現正面轉變，反映更樂觀的情況。

企業信心在2022年11月底觸底，這個組別的回升趨勢近期也得到不同地區的推動。雖然商業調查上月

的明顯變化很少，但過去兩個月出現主要改善的領域包括里奇蒙付運量預期，中國非製造業商業活動預期，英國企業樂觀情緒和IFO需求預期。儘管有些其他調查結果負面，但影響相對輕微。

自2022年7月底以來，消費者信心出現初步的改善跡象。雖然上月缺乏強勁走勢，但基於中國大規模重啟，有關中國未來就業預期的好消息成為過去兩個月的主要正面因素。中國整體消費者預期，英國Ipsos主要消費者信心指數，以及IDB/TIPP經濟信心指數等其他美國指標改善，加

環球綜合信心指標



資料來源：Refinitiv Datastream、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

上消費者未來六個月的飛行度假計劃，也為這個組別的前景帶來正面貢獻。相反，美國消費者預期和未來就業預期出現輕微負面變化。不過，即使有些調查結果負面，但在波動最大的股票帶動下，整體消費者信心前景維持正面。

市場配置：與其他信心組別相比，一個月和兩個月時期的配置看來較為負面。雖然單一股票期權配置展露一些正面跡象，而且芝加哥期權交易所認售/認購期權反向比率上升，但這不足以蓋過指數衍生工具配置，以及過去一個月新興市場和高收益互惠基金資金流輕微減少所推動的整體前景。

配置變化通常與投資者調查結果一致，但有兩個月滯後效應。我們認為預期投資者言行不一致是合理的。認知偏見可能會令市場延遲作出反應，且未能堅守既定偏向。不過，如果其他指數持續改善，我們認為需要跟隨走勢來調整配置。若其他信心組

成部份繼續改善，市場配置看來有更大的上升空間。

對環球貿易的評論

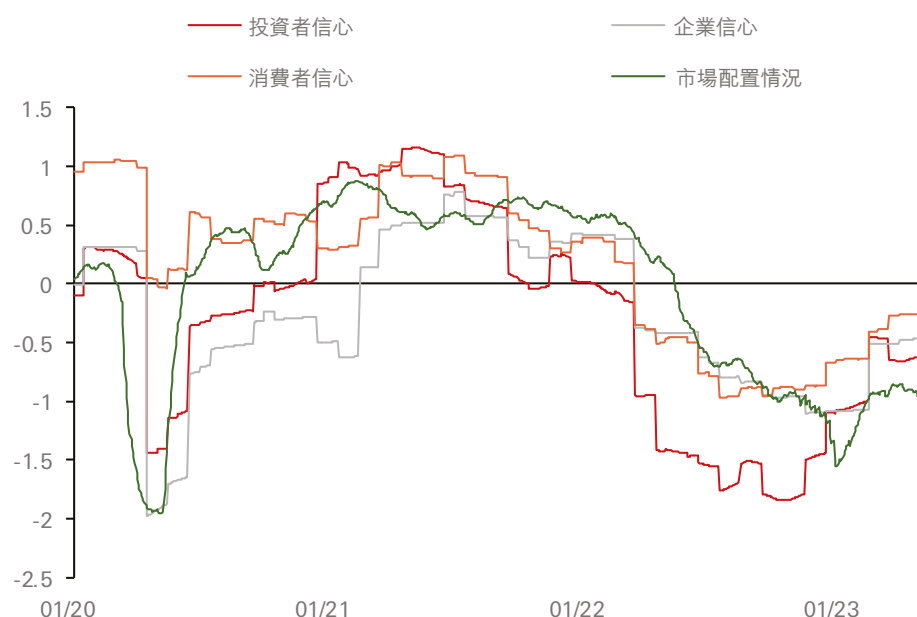
中國消費者和企業信心大幅增強，意味市場對未來經濟增長和貿易活動感到樂觀。雖然目前中國經濟反彈比以往更受服務板塊影響，但中國商業活動預期升溫，可能對未來的貿易活動前景有利。全球其他地區的經濟預期更穩健，看來進一步支持上述情況。

此外，有跡象反映美國付運量預期的前景改善。供應管理協會調查顯示新出口訂單增加，也表示這個全球最大進口國的付運量不斷增長。作為全球貿易主要參與者，也是歐元區最大經濟體，德國也不甘示弱，IFO商業信心指數反映的需求預期使人鼓舞。

美元略為走弱是另一個有利的理據，反映環球貿易狀況可能在未來數月改善。波羅的海乾貨指數從2021

年10月起急跌，但自2023年2月以來展示更強韌的走勢。這可能是一個跡象，顯示全球對付運成本相比過往處於合理水平的貨品需求逐漸增加。另一個使人信服的原因是納斯達克環球半導體指數近期表現領先，這對環球貿易前景舉足輕重，因為半導體需求通常反映整體經濟活動情況。

信心指標組成部分



資料來源：Refinitiv Datastream、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

重塑亞洲未來

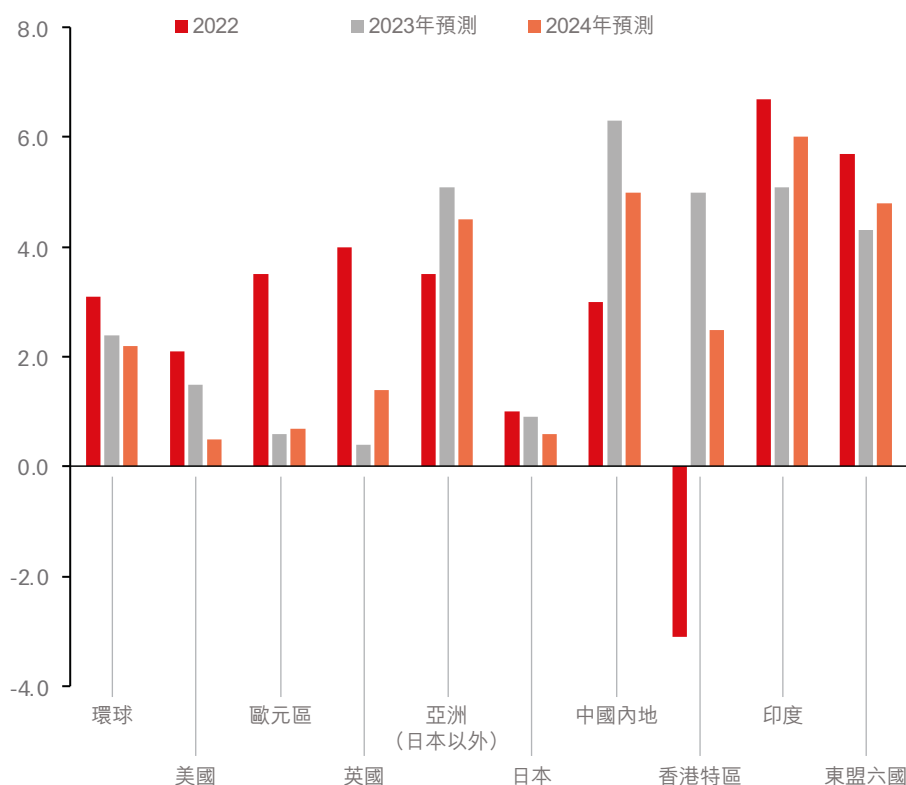
我們的四個精選主題

1. 中國復甦機遇
2. 亞洲新星
3. 亞洲綠色轉型
4. 亞洲優質債券

在全球經濟衰退下，亞洲脫穎而出成為亮點：中國以消費主導的經濟復甦強勁，加上刺激政策支持，

亞洲加快增長，發達市場則放緩

國內生產總值 (%)



資料來源：環亞經濟資料、滙豐環球研究預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。預測可予以更改。
東盟六國指印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、泰國和越南

為區內經濟帶來韌性和增長。儘管環球需求疲弱，歐美國家收緊信貸，但中國增長復甦，加上印度和東盟增長穩健，應有助亞洲維持經濟動力。通脹放緩進一步為亞洲央行和消費者提供喘息空間，讓大部分亞洲經濟體的決策官員能夠比聯儲局和歐洲央行更快結束加息周期。我們預期南韓央行將在2023年第四季開始下調政策利率，印度、印尼、香港特區和菲律賓

則緊隨其後在2024年採取行動。

中國第一季增長遠勝預期，推動我們將中國的2023年國內生產總值增長預測由5.6%上調至6.3%。我們預期中國消費復甦，加上印度和東盟增長穩健，將支持亞洲（日本以外）國內生產總值在今年大幅增長5.1%。儘管環球製造業採購經理指數普遍下跌，但內需強韌，加上地緣政治不明朗使供應鏈重新定位，帶動印度和東盟製造板塊溫和擴張。有別於發達市場經濟放緩，亞洲將成為唯一一個地區，預期增長可由2022年的3.5%大幅加快至2023年的5.1%。我們對中國內地股票維持完全偏高比重，並繼續對香港特區、印度和印尼股票持溫和和偏高比重，以把握短期戰術和結構機遇。

考慮到過去六個月已反映出中國經濟重啟的最大增值影響，我們把「亞洲經濟重啟贏家」主題重新調整為「中國復甦機遇」新精選主題。在政府加推財政和貨幣刺激政策的支持下，我們預期中國經濟復甦步伐將在2023年下半年出現更廣泛和更平衡的周期回升趨勢。鑒於消費者釋放強大的積壓需求，加上累計1萬億美元的閒置家庭儲蓄帶來支持，中國服務板塊連續四個月大幅擴張。在勞動節黃金週假期（4月29日至5月3日），國內旅遊創下2.74億人次的紀錄，較2019年疫情前的水平高出19%。國內旅遊支出總額穩步回升0.7%至1,480億元人民幣，超越2019年的



數字。

復甦進程至今仍不平衡。環球需求減弱和本地勞工市場受壓，使4月份製造業採購經理指數跌至輕微收縮區間。中國中央政治局在4月底的會議上討論這個問題，確定了果斷促進增長的政策基調，強調增長復甦仍是政府今年的首要目標。預期政府應會推出扶持政策，尤其是在面對環球不利因素（銀行板塊動盪和外部需求減弱）的情況下，因此我們估計政府將採取更積極的財政刺激措施，以及定向貨幣和信貸寬鬆政策，應可為未來更平衡的經濟復甦奠定基礎。從中國製造業和服務業採購經理指數的業務活動預期指數可見，有初步跡象顯示商業信心正逐漸回升。

我們仍認為中國服務板塊的盈利回升潛力最強勁。為了把握強大的消費復甦動力，我們對中國2023年零售銷售增長預測已由8.5%上調至12%，去年則下跌0.2%。這應有利非必需消費品和必需消費品板塊的優秀行業翹楚。消費復甦範圍擴大，也應支持各種業務領域的中國科網龍頭，例如：網上廣告。監管環境對市場更有利，以及增長前景改善，應降低中國科網股高於環球同業的重大政策風險溢價。

作為中國在策略上轉向高質量增長模式的一部分，國有企業改革應帶來新動力，推動大型國有企業提高盈利能力和股權收益率。我們預料

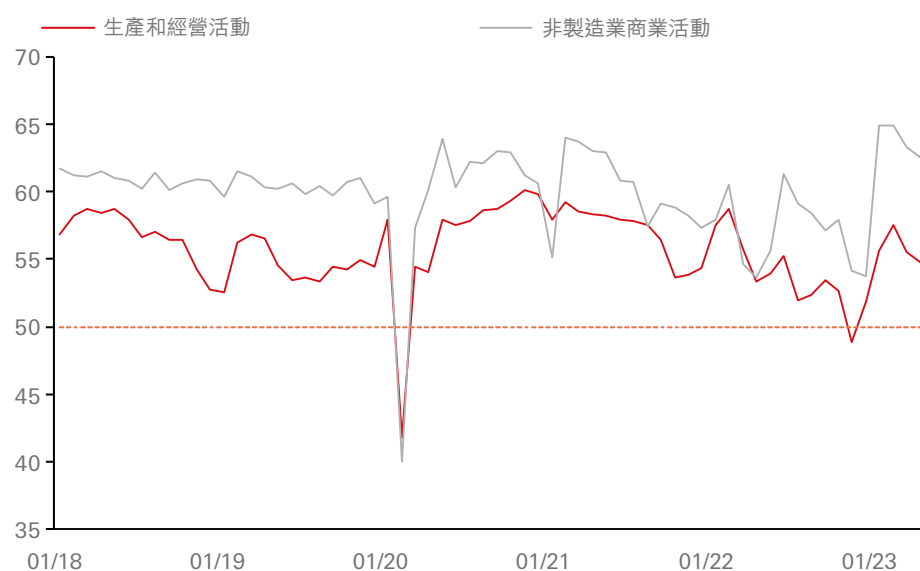
在這些改革進程中，銀行、基建、電訊、能源和房地產板塊的優質國有龍頭企業最有可能出現估值上調。中國政府可通過增加地方政府專項債券發行額度，撥資推行更積極的財政刺激措施，應可帶動基建和製造業投資今年實現5%增長。通脹溫和將確保中國人民銀行能夠通過流動資金支持，進一步放寬貨幣政策，例如：在第二季再次降準四分一厘，更多定向信貸支持，以及維持公開市場操作。房地產方面，預料中國政府將維持寬鬆政策，進一步放寬一、二線城市的房地產政策。

除了中國復甦機遇外，我們把「東盟新機遇」主題進一步擴大為更

廣泛的新精選主題「亞洲新星」，以把握印度和東南亞亮麗的長期增長機遇。印度和東盟經濟體擁有亞洲最年輕的人口，盡享有利的口結構優勢。印度和東盟人口的年齡中位數分別約為28歲和33歲，比不少發達國家超過40歲的年齡中位數更加優勝。人口紅利為印度和東南亞的國內消費提供強大動力。

有別於西方國家經濟放緩，印度和東盟製造業採購經理指數溫和擴張，表現尤其突出。我們預期印度經濟將持續擴張，2023年國內生產總值將增長5.1%，並在2023年至2032年每年實現6.5%增長，可望在十年內使經濟規模增長一倍。

中國業務活動預期仍然偏高



資料來源：中國國家統計局、彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

我們專注於印度兩個新興增長型行業組別的機遇——全球市佔率日漸擴大的高技能出口板塊（資訊科技軟件服務和製藥），以及發展迅速的數碼生態系統。印度數碼初創公司正吸引大量外國直接投資流入，為創造就業、新投資機會和增長帶來貢獻。我們近期上調對印度股票的觀點至溫和偏高比重，以反映市場估值改善，以內需主導的企業盈利穩健，以及印度儲備銀行暫停加息後政策環境有利。

東盟經濟體的地區組合平衡且多元化，可抵禦環球宏觀不明朗因素，其中印尼和菲律賓較受內需推動，新加坡、馬來西亞和泰國則較偏向出口。我們認為東盟市場的消費行業翹楚存在吸引機遇，可受惠中產階級消費者擴大和中國重啟經濟。我們也青睞東盟銀行和基建公司，因為這些公司可望把握國內消費堅挺和供應鏈轉移至東南亞的優勢。

「亞洲綠色轉型」仍重點關注區內能源轉型及自主、綠色基建發展和新能源汽車技術創新帶來的機遇。根據麥肯錫的資料，亞洲綠色企業的整體潛在市場規模料將在2030年之前達到4萬億至5萬億美元，因為投資者、客戶和僱員等不同持份者越來越重視可持續發展。

在強大的政策支持和全球能源危機推動下，中國正持續轉用可再生能源和電動車。我們預計中國全年太陽能裝機容量將在2025年增至125千兆瓦，複合年增長率達13%。我們認為中國儲能板塊的機遇吸引，來年盈利增長保持20%以上的強勁水平。至於印度，政府制訂可再生能源在2030年之前佔總能源供應50%的目標。值得注意的是，印度在年初至今有96%淨額外電力來自綠色能源。

雖然特斯拉汽車公司（Tesla）發起的價格戰打來短期不利因素，但我們認為中國電動車供應鏈發展蓬勃，存在吸引的中期增長機遇。中國電動車普及率應會在未來十年繼續遠高於全球平均，因為政府提供有利的政策

支持，消費者強烈偏好電動車，而且車型供應不斷增加。我們預測中國電動車普及率將在2025年和2030年分別達到50%和88%，分別遠勝27%和52%的全球平均值。目前，全球近80%快速充電站和60%普通充電站是位於中國，中國也控制全球80%以上的電池回收容量。

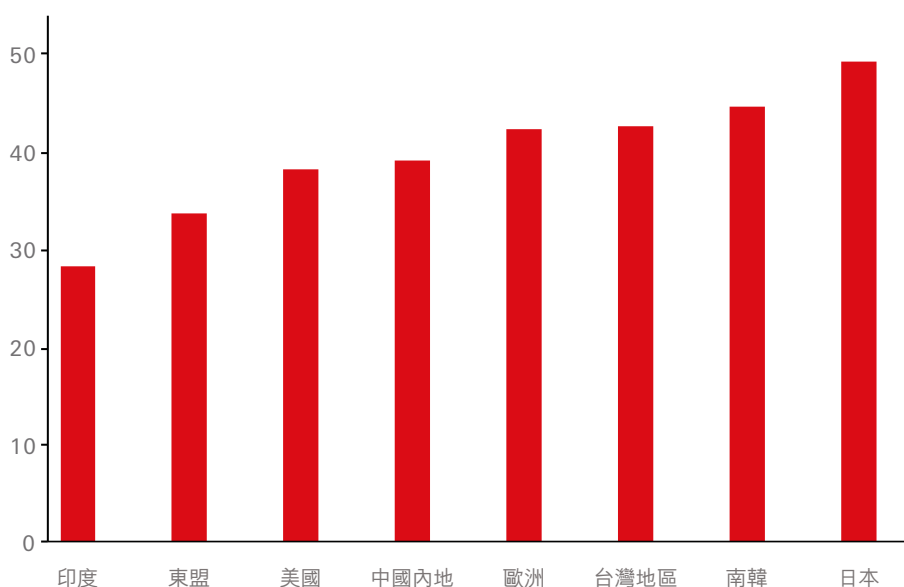
為了對美國利率見頂作好部署，亞洲企業債券市場的投資展望變得更加積極。我們看好「亞洲優質債券」主題，相信目前是從定期存款轉向優質企業債券的合適時機，以鎖定具吸引力的收益率。在這個主題下，我們把亞洲金融板塊納入機會組合，專注日本和南韓的銀行與壽險公司，以及澳洲、香港特區、新加坡和泰國的個別銀行。我們把握吸引的收益率升幅，部分源於歐美銀行板塊動盪，不合理地拖累優質亞洲金融債券價格下跌。亞洲的銀行資本比率強勁，而且區內央行更積極推動增長，為這個板塊提供良好支持。

我們預計香港將保持強勁的復甦動力，因此青睞零售和房地產板塊內優質本地企業債券所帶來的收益機遇。中國房地產板塊方面，我們維持審慎配置，繼續專注優質國有房地產

發行機構。我們仍偏好印尼投資級別準國債，因為國內消費增加和出口強韌，支持當地維持強勁的基本因素。

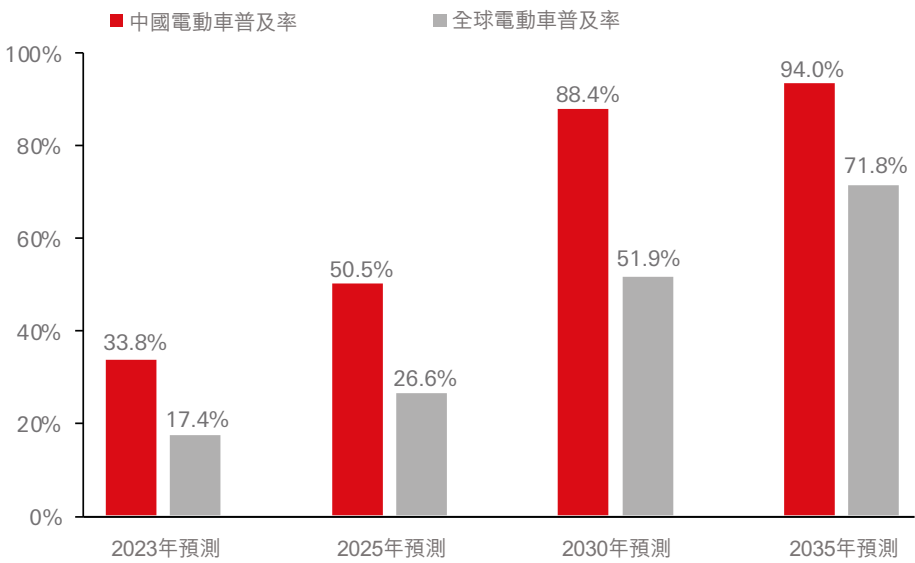
印度和東盟享有人口紅利，為經濟增長提供支持

人口年齡中位數（年歲）



資料來源：聯合國經濟和社會事務部人口司（2022年）、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

中國電動車普及率料將在未來十年繼續遠高於全球平均



資料來源：聯合國經濟和社會事務部人口司（2022年）、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

亞洲投資級別債券提供可觀的收益率升幅



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。



利率見頂與發達市場低增長下的投資機遇

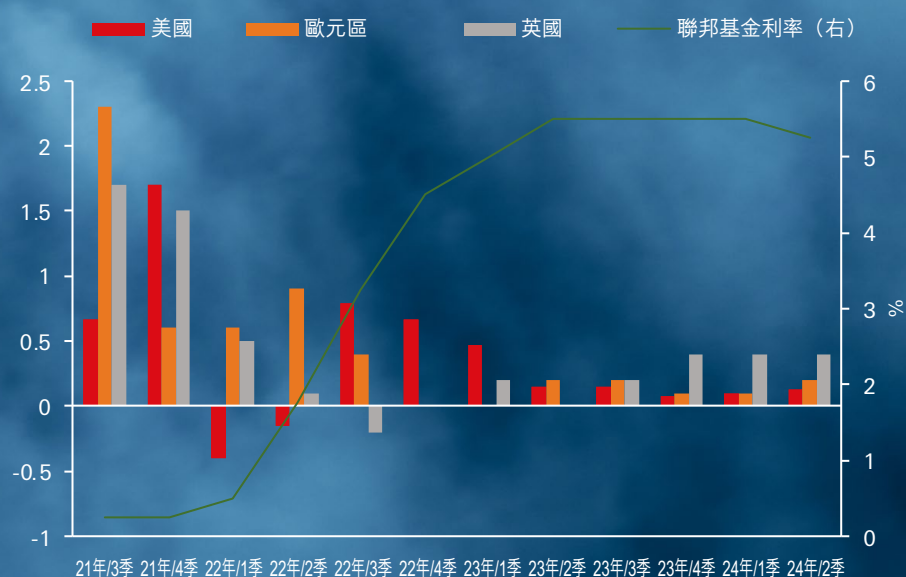
目前，發達經濟體的政策利率接近見頂，市場甚至認為聯儲局已完成最後一次加息。在這個環境下，我們轉向債券和收益型股票，包括股息策略。另一方面，經濟增長正在放緩，意味我們在投資債券時追求質量和高評級，在股市則尋找強韌盈利（例如：基建）。不過，企業業績報告顯示許多歐美公司擁有強勁的市場地位，足以保障當地盈利和銷售。其他公司則受惠亞洲需求回升。我們的核心投資組合策略早已納入當中多個主題，同時也可加入衛星投資之列。

我們的七個精選主題

1. 美國抗逆力
2. 歐洲市場領先者
3. 強韌收益
4. 基建投資
5. 通過發達市場投資亞洲
6. 優質債券的機遇
7. 發達市場債券的防守配置

我們預測增長放緩，但出現嚴重衰退的機會不大。政策利率見頂有望支持市場。

國內生產總值增長 (%)



資料來源：彭博資訊、滙豐環球研究預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。預測可予以更改。

美國抗逆力：美國經濟正在放緩，雖然聯儲局主席鮑威爾的觀點與我們一致，認為經濟或可避免衰退，但我們需要發掘盈利強韌的公司。我們持偏高比重的主要板塊包括非必需消費品和工業，正是這個主題的重點，可與我們的「數碼轉型」主題（見下一節）相輔相成，其中包含許多盈利前景強勁的美國公司。

歐洲市場領先者：自烏克蘭戰事以來，歐洲經濟展現非凡韌性，主要受惠能源價格回落、財政支持和消費板塊表現強韌。製藥、潔淨能源、半導體、工業自動化和奢侈品等板塊的多元化環球龍頭公司，應可讓投資者把握來自亞洲需求上升，以及自動化、能源轉型和智能建築等長期趨勢的機遇。

強韌收益：股息可為總回報大幅增值，尤其是在股市持續上升的潛力略為受限時。當然，隨着周期放緩，重要的是選擇現金流充裕，足以令股息保持強韌的公司。不過，股息預期依然穩健，我們認為銀行不會大幅削減股息。從投資風格而言，派息股

一般具優質特性，而且被視為「低波幅」股票，應可在市場仍然充滿變數的環境下帶來助益。

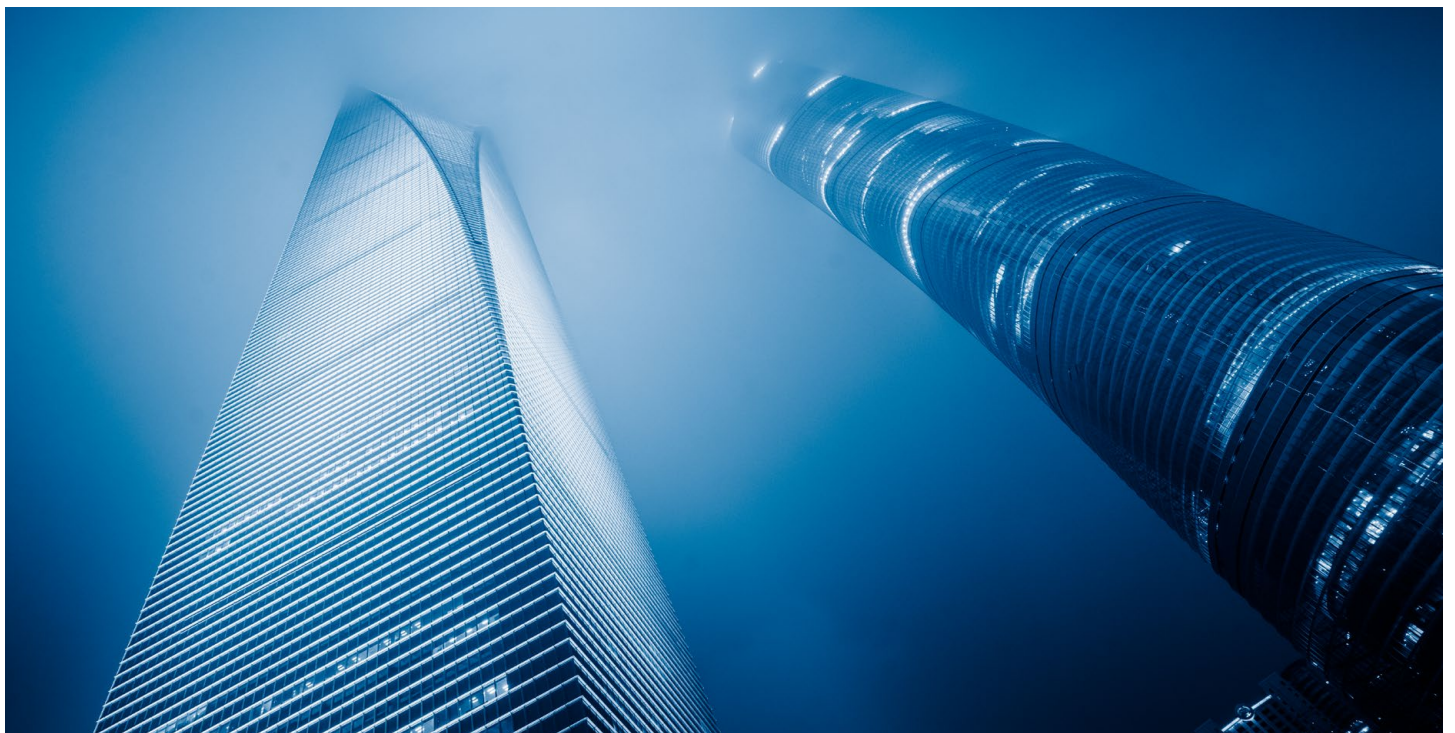
基建投資：雖然通脹有望持續回落，但仍將高於過去十年的水平，投資者將繼續尋求局部對沖通脹。其中一個選擇是基建股票，當中許多均受惠投入成本和所收取價格之間的連繫（通常由監管機構設定），因此利潤受到保障。在經濟放緩的環境下，我們也看好基建的可預測現金流。

通過發達市場投資亞洲：我們看好亞洲經濟和亞洲資產，同時深明許多投資者仍比我們更憂慮政策風險和地緣政治。要間接把握中國、印度及亞洲其他地區的短期和長期機遇，其中一個好方法是通過迎合亞洲消費趨勢的發達市場企業。許多歐美消費品牌在亞洲深受愛戴。

優質債券的機遇：我們的核心投資組合對高評級債券持偏高比重，這也反映於我們的精選主題。我們繼續專注於環球投資級別債券，因為高收益債券利差稍為過於狹窄，且對增長

放緩敏感。此外，我們認為較優質的新興市場主要貨幣企業債券也提供機遇。我們對中期債券（五至七年）感到安心，並認為目前浮息票據的吸引力減弱，因為發達市場政策利率已處於或接近高峰。

發達市場債券的防守配置：鑒於銀行板塊的投資氣氛依然脆弱，我們集中投資於資本結構的最高級部分。儘管如此，銀行板塊的資本比率遠高於最低監管要求，利息收益強勁且貸款拖欠比率偏低。此外，與非金融板塊比較，利差具吸引力。我們也在保險板塊找到投資機遇，更傾向在此挑選一些次級債券。



數碼轉型

數碼革命已發展了一段時間，但隨着多項關鍵技術融合，加上相互操作能力變得越來越重要，數碼革命現正進入一個尤其值得注視的階段。

我們的三個精選主題

1. 智能移動
2. 人工智能及自動化
3. 航天科技投資

智能移動

簡單來說，智能移動包括在運輸系統融合智能技術。廣泛而言，這個主題也涵蓋政府、企業和個人在面對環境和人口結構挑戰下，就出行選擇作出明智的決定和政策。《巴黎協定》、第27屆聯合國氣候變化大會（COP27）和政府間氣候變化專門委員會（IPCC）氣候研究反映了需要採用零排放技術的迫切性，尤其是交通運輸領域。電力、氫能、生物燃料和氨是潛在的零排放或綠色燃料，應有助減少排放。

電動車最能體現智能移動的最新發展。根據BloombergNEF的資料顯示，在中國和歐洲強勁增長的推動下，去年電動車銷售達到1,070萬輛，即每售出七輛汽車便有一輛是電動車。隨着新型號和製造產能迅速擴大，電動車銷售正在加快。不過，電池充電基建仍然分佈零散，估計全球只有270萬個充電點，但擴展計劃終於開始加快推進。受惠研發預算增加和應用率飆升，電池技術不斷進步。

5G電訊網絡及時推出，與汽車電氣化技術進步相得益彰。5G網絡支持車載服務提升，同時將車輛與周圍環境無縫連接，提供高質素的實時數據。有關服務包括：軟件更新、將事件串流直播到娛樂資訊系統，以至包含天氣和交通資訊的沉浸式地圖。我們認為交通運輸正經歷自引入商業航運以來最大規模的革命。

多個主要經濟體的政府環境刺激計劃也有望提供更大的財政動力。我們的投資主題「智能移動」聚焦新能源汽車、5G技術、感應器、電池和基建技術。

人工智能及自動化

人工智能一直被寄予厚望，而它的潛能，終於在過去12個月實現。刺激因素是OpenAI公開展示和隨後發佈ChatGPT聊天機器人，其後多家科技巨擘爭相披露各自旗下的人工智能計劃。ChatGPT彰顯了人工智能在能力和應用方面的躍進，並可能為政府、企業和消費者帶來翻天覆地的影響。我們希望在「人工智能及自動化」投資主題把握相關潛力。

具體而言，人工智能與自動化結合，為擴展能力及其自動化應用提供巨大潛力。舉例說，在金融服務領域，智能自動化為面向客戶的服務提供更多可能性，包括更複雜的投資建議、改進信貸和保險審查，以及自動化客戶識別保安。

同樣地，醫療保健領域也多方面應用人工智能，包括：監察病者、追蹤樣本、持續監測實時病者數據、X

光和核磁共振掃描分析，以及自動樣本測試。

對許多市場來說，因為人口結構趨勢、勞工成本上漲和勞動力短缺進一步提升自動化投資回報的吸引力，人工智能變得越來越重要。在2022年，可操作機械人數量達到350萬台，估計價值為157億美元（資料來源：國際機械人聯合會，2023年2月）。

與此同時，自動化也受惠其他技術的發展，包括：感應器、相機、電池和軟件的小型化及進步，共同提高能力和加強用途。舉例說，農業正引進自動化技術，包括以全球定位系統控制的拖拉機和收割機，使用無人機和人工智能進行土壤和農作物管理，以及牲畜餵飼和擠奶。

人工智能尤其精於從各種來源，包括消費者、交通、天氣和金融市場等的複雜數據集中識別模式，並生成各種情況和結果。若這與功能日漸強大的自動化硬件及經改進的聯網能力（5G流動、有線和低地球軌道衛星網絡）結合，潛力似乎無可限量。

航天科技投資

航空旅遊的疫後復甦已取得明顯進展，數家主要航空公司過去數月向製造商訂購大量飛機。鑒於勞動力和供應鏈問題持續存在，因此當防疫限制放寬，航天製造商早已擁有大量訂單和未完成訂單。此外，許多政府逐步增加國防支出，使製造日本和供應鏈進一步受壓。這些因素正動航空旅遊板塊公司，並創造投資機遇。

此外，航天公司也成功在太空經濟領域尋找新商機。在這個通常是政府專屬的領域，然而民營公司已展示的火箭和太空船切實可行，有些已取得政府合約。對數據和聯網的需求不斷增長，為企業創造商機，以部署可提供全面地理覆蓋的低地球軌道衛星網絡，而這一直是小型衛星業的主要增長來源。

在2022年，小型衛星佔已發射航天器的95%。小型衛星發射數量在六年間增長18倍。小型衛星包括微衛星（100公斤至10公斤）和納米衛星（重量少於10公斤），包括通常只有10厘米直徑的立方衛星。小型衛星是一個增長迅速的行業領域，其製造成本非常低，而且體積小，重量輕，一次太空飛行可以載荷數十顆衛星。這使業界能夠迅速、輕鬆和以低成本進行衛星網絡部署，並為行業新貴和新應用開拓市場。

通過我們的投資主題「航天科技投資」，我們在這個發展迅速的行業發掘投資機會。

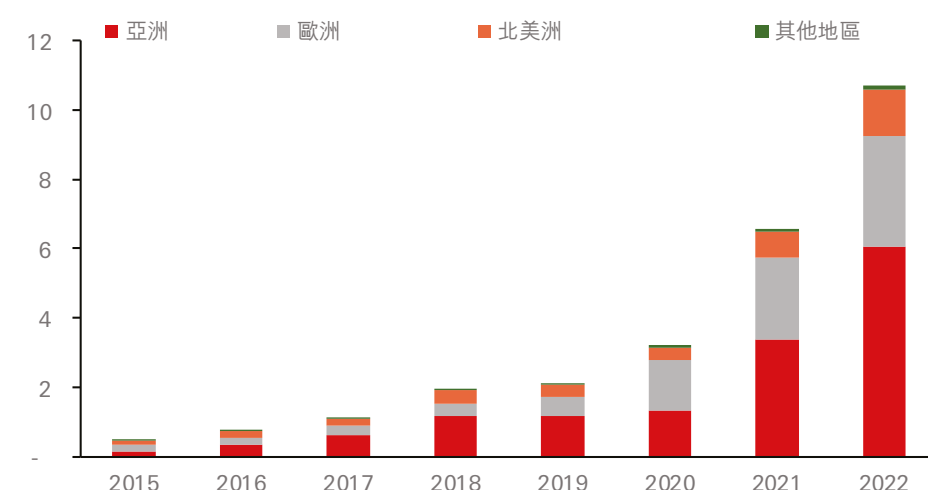
以100為基礎



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

電動車銷售（按地區劃分）

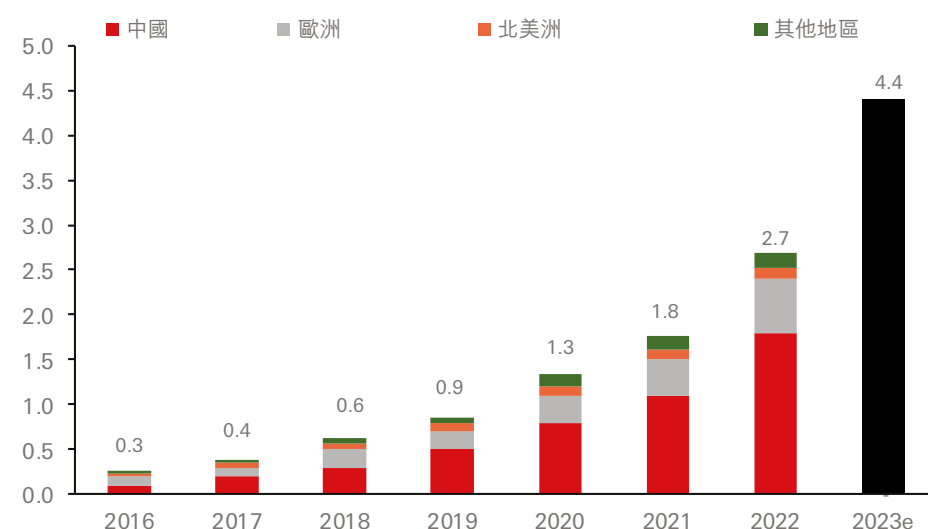
已售出百萬輛



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

累計公共電動車充電連接器（按國家劃分）

百萬個連接器



資料來源：BloombergNEF、Eco-Movement、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

投資可持續未來

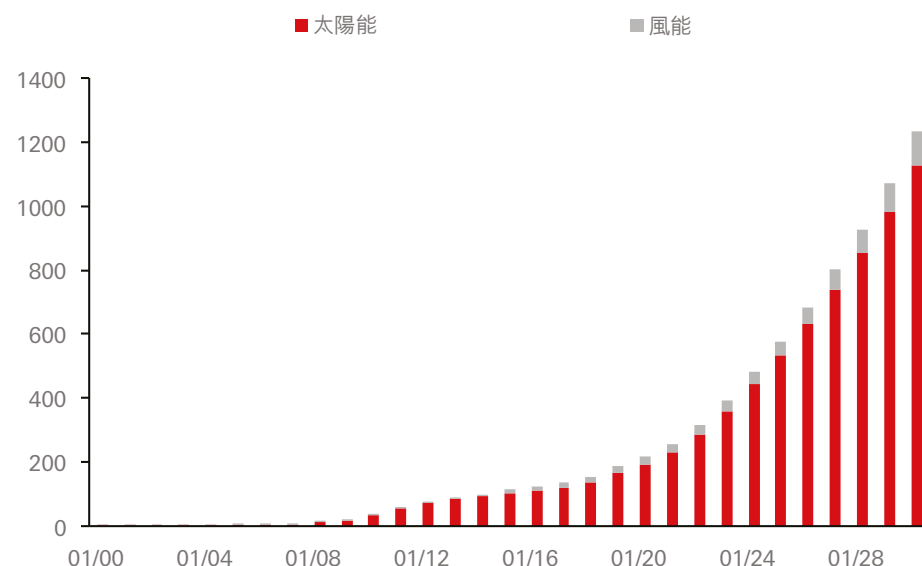
我們仍處於可持續未來的起步階段，但目標現已眾所周知（並非總是如此），民眾普遍認同我們需要盡可能將排放和污染保持在最低水平。這個情況推動政策、投資機會，以及環球經濟所需的日常產品和服務出現翻天覆地的變化。對企業而言，可持續發展必須是未來規劃的一部分。若企業的長期業務策略沒有考慮可持續發展，根本無法與投資者維持穩定的關係。時至今日，企業戰略忽視可持續發展的風險大於回報，這是企業規範的一次重大改革。

我們的四個精選主題

1. 能源轉型及自主
2. 投資生物多樣性
3. 可持續投資收益
4. 社會賦權與健康

歐洲太陽能 and 風能容量增長

千兆瓦時



資料來源：Bloomberg Finance L.P.、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

能源轉型及自主

目前，歐洲在能源轉型擔當重要的領導角色，對俄羅斯石油的需求轉移，加快歐洲研發區內替代能源的步伐。估計在2050年之前，歐洲將需要作出32萬億美元的投資，才可實現其淨零排放目標，因此創造大量投資機會。潔淨能源和電氣化是有助減排的主要來源，根據BNEF估計，這兩根支柱將在未來實現高達78%減排量。近年，太陽能和風能容量一直迅速增長，預期這股趨勢將持續到2030年。

當然，過渡至低排放能源生產和進一步能源自主不僅是歐洲面對的課題，美國和亞洲也在迅速推進這些主題。雖然影響因素略有不同，但令人鼓舞的是經濟考量成為影響所有地區的因素，因為可再生能源策略往往能夠在新產能方面提供更好的經濟效

益。

在經濟、社會和政治需求，科技進步以及追求能源自主的推動下，我們的「能源轉型及自主」主題提供具吸引力的投資機會。

投資生物多樣性

在可持續發展範疇，生物多樣性正迅速成為最備受關注的領域之一，這在很大程度上源於2022年12月在《聯合國氣候變化框架公約》締約方第15次會議（COP15）上公佈的「昆明—蒙特利爾全球生物多樣性框架」（雖然生物多樣性的發展勢頭早已形成）。人類超過99%食物和超過60%藥物都取材自大自然，但我們竟因忽視可持續生物多樣性而承受如此巨大的風險，自然令人驚訝。其中一個主要問題是我們無法評估生物多樣性的價值，以及如何為其賦

予和分配價值。全球生物多樣性框架目前正嘗試解決這些問題。因此，為評估、管理和賦予信用而制定新機制，將創造圍繞保護和促進生物多樣性的經濟，這是邁向可持續管理的重要一步。估計在2030年之前，需要在這方面投資約8,300億美元，為投資者帶來巨大機遇。我們的「投資生物多樣性」主題旨在反映上述一些發展。

可持續投資收益

投資者在2023年保持相對審慎，不少投資者正在物色更穩定的投資，以提供持續收益，而不是依賴估值擴張。通過「可持續投資收益」主題，我們找到業務基礎穩定，而且派息可觀的投資方案，重點是這些公司以可持續方式保持上述優勢。因此，投資者可受惠符合收益需求且別具吸引力的投資方法，同時為可持續未來提供支持。

社會賦權與健康

隨着社會對持份者的要求越來越高，平等、機會、教育質量、潔淨水資源、營養和衛生等社會議題變得越來越重要。疫情在突顯企業行為的社會元素方面發揮重要作用。通脹迫使工人團體要求更高工資和改善工作條件，罷工仍在持續。賦權的機會，通過科技和更普及的網上教育而一直增長。同樣地，近年科技應用使醫療保健出現重大變化，越來越多人可接受遙距診斷服務。對投資者來說，有些公司具備優於其他同業的條件，能應對這些議題帶來日漸沉重的壓力和潛在風險。政府、股東、員工、消費者和維權人士越來越要求公司將所有社會元素納入業務策略，順應要求的企業很可能在長遠受惠。



股票

環球股票值得我們給予中性配置。環球經濟正在放緩，一些市場人士擔心銀行收緊借貸或其他風險可能引發經濟衰退，但加息周期結束帶來的有利因素，應可抵銷這些憂慮。根據我們的觀察，市場信心（投資者的持倉和對盈利的普遍預測）已相當保守。當前業績期的表現反映即使在經濟放緩下，仍有許多公司能夠保持利潤率，我們將繼續以這些公司為重點。此外，只要挑選派息穩定的公司，就可以提高股票的總回報。我們密切留意具吸引力的板塊，並青睞科技、通訊、工業和非必需消費品，但這仍是一個「選股方」的市場。從地域分佈來看，我們依然對亞洲持最大偏高比重，但也維持對美國股票的偏高比重，以及對歐洲的中性配置。

對亞洲股票持最大偏高比重

亞洲股票的估值吸引，與其他國家相比，中國相對其五年平均的折讓幅度明顯較大。此外，我們認為亞洲企業的盈利預測將開始出現明顯的上調。亞洲的正面經濟動力與西方國家形成對比，相信未來數月在盈利動力方面，也會出現同樣的地域對比。風險方面，毫無疑問，亞洲的情況看來比西方市場更好：亞洲銀行業的資本普遍充足，利率政策收緊的情況也和西方國家不一樣。

一些外國投資者對於中國經濟重啟及重新聚焦增長的U形轉向的風險，仍然高估。他們認為可通過東盟國家或歐美出口商，以間接方式投資於大中華地區。然而，我們卻認為中國的政策轉變將是持續的，隨着增長和盈利繼續回升，將有助提振市場信心，從而帶動投資。客觀統計數據已

顯示消費復甦動力不斷增強，過些時間，重啟經濟也將帶來更多就業增長和工資上漲，應可持續為消費主題帶來支持。

印度方面，科技行業的市佔率在全球疫情期間和之後一直增加。隨着新科技在整個舊經濟擴散，預期可提高經濟增長、生產力和資本回報率。

放眼整個亞洲，自動化、顛覆性技術、淨零轉型、中國科技自立自強的目標和環球供應鏈重新定位等關鍵結構趨勢，仍然是推動增長和盈利能力的影響因素。

美國股市表現強韌

儘管聯儲局推行自沃爾克(Volker)時代以來最猛烈的加息政策，但美國勞工市場依然穩健，不但失業率低，而且工資增長速度是上一

個商業周期的兩倍。越來越多人認為聯邦基金利率已接近頂峰，甚至已經見頂，因而推動了股市估值和承險意欲。市場向來前瞻，如果通脹一如我們所料持續降溫，市場開始憧憬多次減息也不足為奇，這將有利股市。一個應會在利率見頂時表現相當不俗的板塊是資訊科技（以至一般的增長型公司），並有望受惠對新世代科技的支出增加，這些科技可望提高盈利能力和投資資本回報率。鑒於美國的科技公司相對其他市場享有大比例的市佔率，這明顯對美國市場有利。

另一方面，上市房地產公司近年經歷了很多挑戰，市場最近的憂慮更為加深，因此我們對這個板塊持偏低比重。高利率、金融環境收緊、經濟疲軟，都會使房地產板塊的前景黯淡，辦公室的情況尤為嚴重，空置率高達22%，與物流等較穩健的領域

歐洲表現出色，避過了經濟衰退

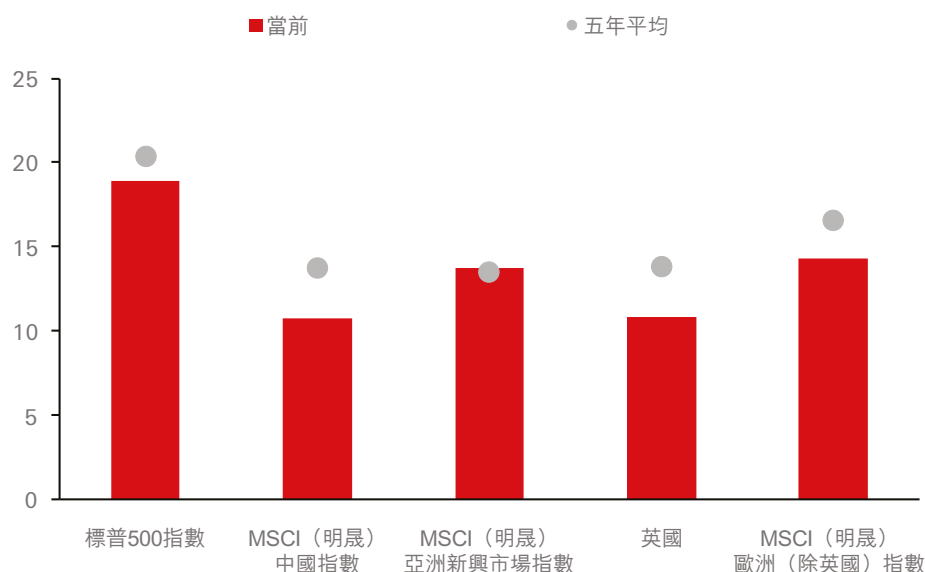
以100為基礎



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

股票估值事實上並不過高

來年市盈率



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

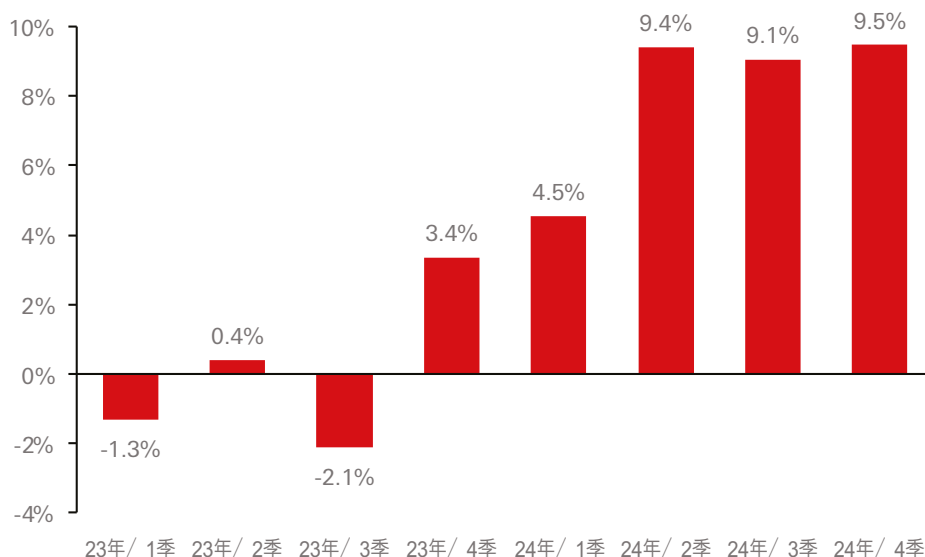
(接近3%) 形成鮮明對比。雖然我們認為短期內不會出現系統性危機，但按市值計價的風險升溫，使我們減少對房地產板塊的配置，並繼續非常有選擇性地篩選個別投資。

總括而言，當前估值看來合理，且美股的上升空間很可能主要來自企

業盈利。企業盈利或許在短期仍有向下修訂的空間，但我們估計盈利或於下半年反彈，應可為今年後期的表現帶來支持。因此，我們堅持投資於能夠通過強大市場定位、生產力增長或削減成本，實現最佳盈利增長的公司。

標普500指數企業盈利應會在2023年下半年和2024年反彈

每股盈利增長預測 (按年%)



資料來源：彭博資訊普遍預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

歐洲表現勝預期

鑒於天氣較好，歐洲過去的冬季成功避過經濟衰退和能源危機。通脹問題仍然令人困擾，歐洲央行繼續保持強硬立場。然而，通脹正在回落，消費者可稍為喘息，而亞洲需求回升也有利歐洲。我們對歐元區持中性觀點，但預期市場將出現更大差異，核心國家（德國和法國）表現優於周邊國家（意大利和西班牙）。這是由於銀行收緊借貸帶來的風險將對周邊國家造成較大衝擊，而且德國和法國對於中國和亞洲需求增加可以受惠更多。

比較歐洲和美國市場時，我們發現兩者不相伯仲，雖然我們仍然偏向美國，但我們對兩者的配置差距已經收窄。美國受惠表現出色的大規模科技板塊，並擁有許多優質公司（即具有主導地位）。另一方面，歐洲股票的估值較低，歐元走強亦可增加回報。雖然美國地區銀行對表現構成風險，但較大型銀行一直表現優秀，而且我們不認為美國銀行業出現系統性危機。

至於英國，我們已上調對當地的配置至中性。當地經濟數據看來已經觸底：近期英國經濟意外指數不斷上升，消費信心持續改善。此外，加息周期接近尾聲，應可為估值帶來支持，我們認為英國股票的估值尤其便宜。

債券

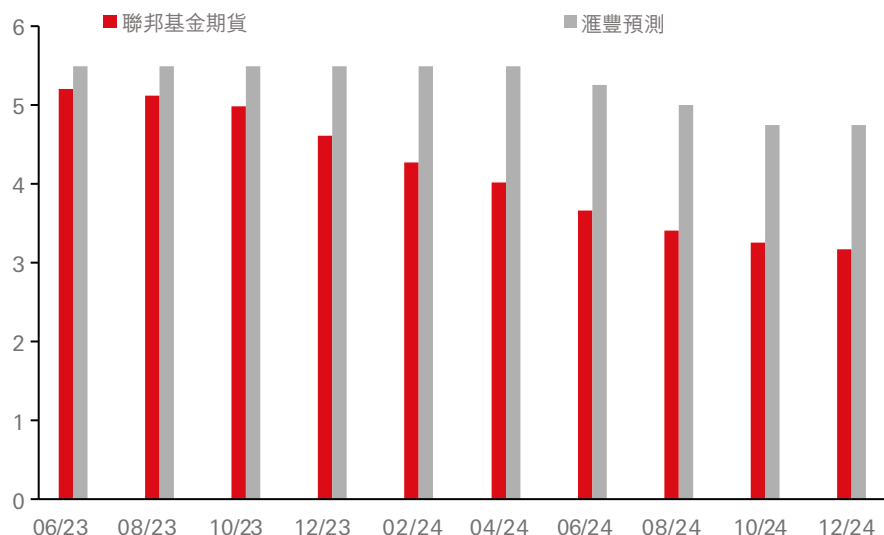
儘管市場仍然擔心美國地區銀行情況，以及發達市場信貸環境持續收緊，但市場在過去數週表現相對強韌。利率市場波動已靠穩，雖然仍在高水平，而股票的低波幅為債市提供有利環境，尤其是高收益債券。然而，隨着信貸環境收緊、估值過高，加上增長趨勢走弱，我們預期信貸利差將在未來數月加劇波動，因此，我們繼續聚焦優質企業債券，主要集中於環球投資級別債市和中期（即五至七年）債券。對於新興市場企業債券，我們保持有選擇性，聚焦優質債券和跨國企業。從風險調整基礎來說，債券仍是我們偏好的資產類別。

債市在過去一季呈雙向發展：

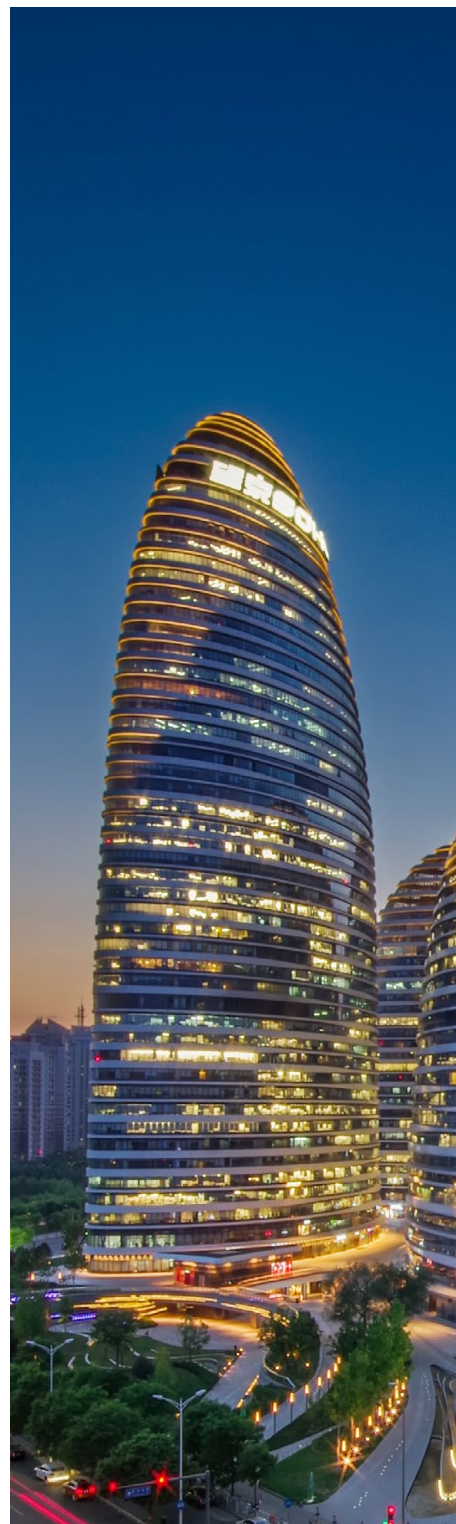
- i. 歐美銀行板塊出現經營困難，投資者轉向優質資產，推低債券收益率，並為政策利率上調預期降溫。
- ii. 自4月以來，投資信心已有所改善，我們認同市場普遍看法，即銀行板塊近期的信貸事件應屬特殊個案，不是系統性問題。

我們認為市場對增長過於悲觀，因此價格過早反映減息

利率水準 (%)



資料來源：滙豐環球私人銀行、彭博資訊（截至2023年5月24日）。



溫和承險基調有助環球高收益債券和新興市場本幣債券表現良好，但發達市場債券收益率仍處於近期交易區間的低谷。投資者正嘗試評估發達市場央行（例如：聯儲局）如何在對抗居高不下的核心通脹與支持金融穩定之間取得平衡。

發達市場 — 美國地區銀行板塊動盪可能使經濟增長受壓，證明我們認為發達市場政策利率接近見頂的觀點正確。

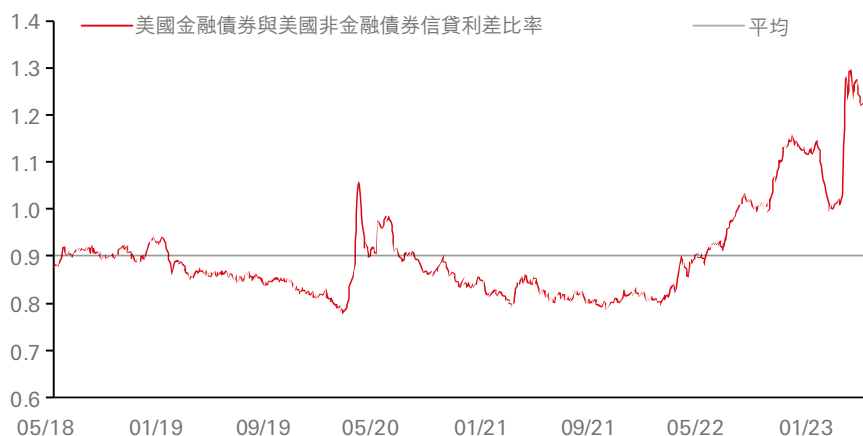
儘管核心通脹變化仍然不大，就業狀況普遍穩健，但相信發達市場央行已近乎耗盡加息的「彈藥」。央行不能忽視美國四家地區銀行的倒閉，尤其在經濟正在放緩，金融環境本已緊張的情況下。近期股票的波幅雖然低，而且收益率高，但投資者的憂慮並未因此消除，市場仍然關注美國地區銀行的資本、流動資金和營運模

式。地區銀行如何調整業務模式，以及監管法規如何演變，將對整體信貸形成產生重大影響，過度側重增強流動資金和資本可能會限制銀行放貸。事實上，放貸活動已見收縮，最近的「經濟現況評論概要」(Beige Book) 確認，銀行板塊動盪已令情況惡化。雖然美國出現經濟衰退並不在我們的核心情況內，但我們同意有關風險已經增加。

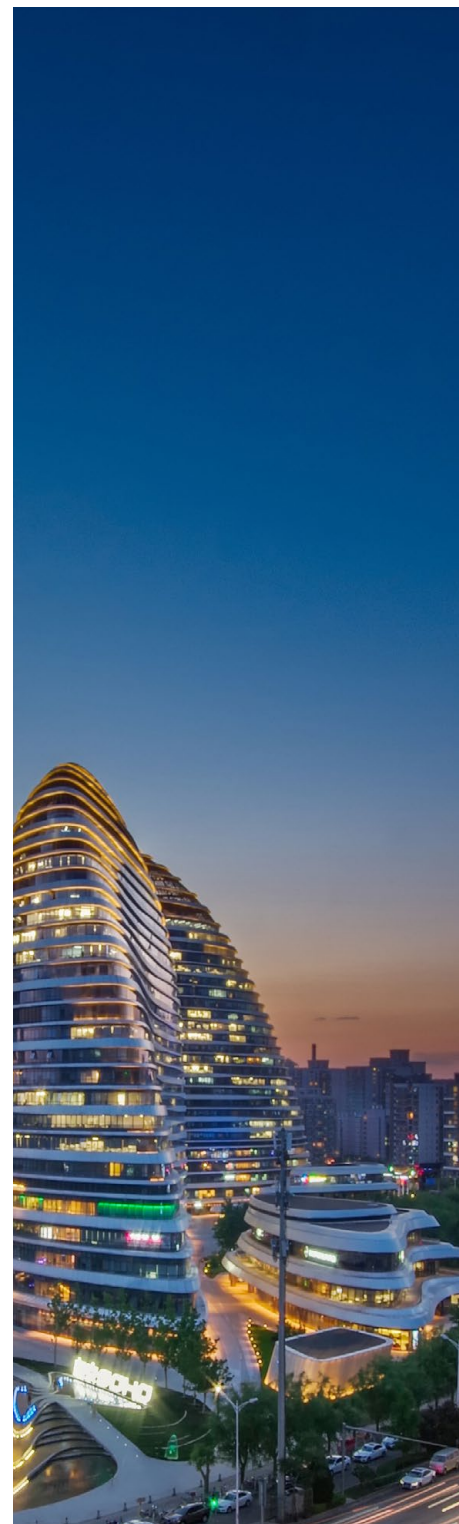
矽谷銀行倒閉後，聯儲局在最近的一份檢討報告中清楚表明將會收緊監管，尤其注重管理利率和流通資金風險，這將同時影響銀行的資產與負債。大型銀行早已按照這些監管框架經營，聯儲局目前提議將有關規則延伸至資產規模在 1,000 億至 7,000 億美元之間的較小型銀行（扭轉自 2018 年至 2019 年以來放寬監管的情況）。美國現時有超過 4,500 家地區/ 小型銀行，預期銀行板塊將進一

金融與非金融債券的信貸利差比率處於疫後高位

比率 (倍)



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至 2023 年 5 月 24 日）。往績並非未來表現的可靠指標。



步整合，以鞏固資本並達到足夠的規模。消費者和中小型企業的金融環境或因此進一步收緊。

與美國相比，歐洲銀行業的資本較穩健，監管也更嚴格，即使較小型銀行也不例外，但歐洲的信貸環境同樣正在收緊。歐洲央行的銀行放貸調查報告顯示，基於至今的累計加息幅度，信貸環境很可能進一步收緊，因而抑制貸款需求。

上述情況如何影響我們對不同債市的資產配置？

我們重申採取防護策略，專注中期（即五至七年）環球投資級別債市，並繼續有選擇性地投資新興市場企業債券。在銀行板塊動盪引發避險情緒之前的兩個月，我們延長了發達市場投資級別債券的平均存續期目標，因此可以在更長時間鎖定具吸引力的收益率，如果債券收益率在未來數週或數月下跌，應會帶動價格大幅上升。

隨着市場信心改善，高收益債券

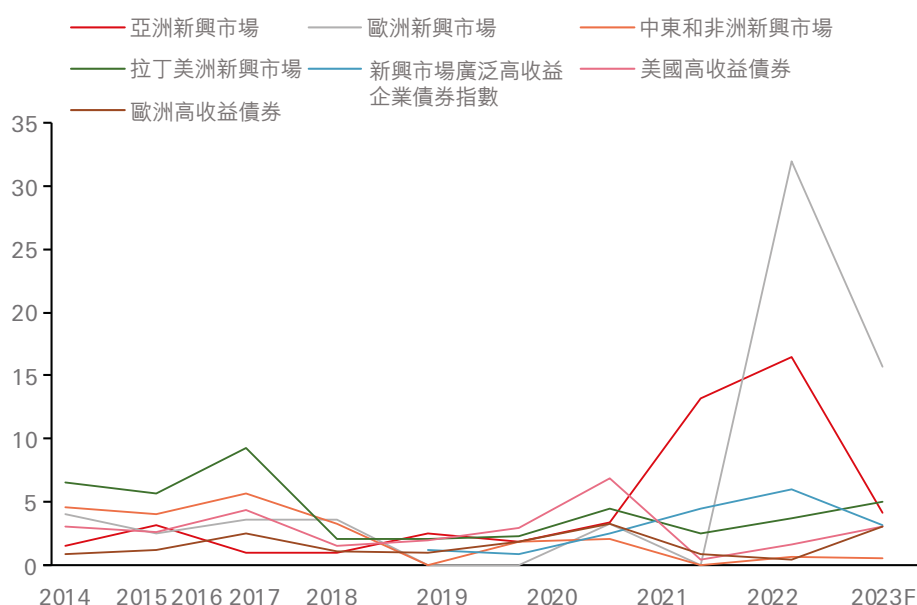
表現領先，我們建議專注優質企業債券的觀點在過去數週受壓。然而，我們認為高收益債券的估值過高，未能反映信貸環境惡化和違約率上升的風險。因此，我們傾向對這分類資產維持中性配置。

板塊方面，我們繼續聚焦能源、科技和金融。銀行板塊的盈利能力雖然面對挑戰，但對於資本和流動資金水平穩健的最大型發達市場銀行來說，應不會造成重大影響，因為歐洲機構早已受到監管規限，必須符合《巴塞爾協議III》的資本要求。我們認為次級資本工具（二級資本、額外一級資本債券）在未來將繼續波動，並存在個別風險。因此，我們對金融板塊感到安心，主要是銀行的高級無擔保債券。比較金融企業債券和非金融企業債券，顯出銀行的高級無擔保證券具吸引力。

在企業方面，我們的重點仍然是優質企業，這些企業採取以債券持有人為先的政策，而且負債比率健康，短期融資需要亦較低。

新興市場高收益企業債券違約率有望在今年降至歐美水準

違約率（%）



資料來源：滙豐環球私人銀行、摩根大通預測（截至2023年5月24日）。





新興市場 — 分散風險和息差收益

發達市場債券現時提供較高收益率，對新興市場債券的興趣自然會降低。自年初以來，新興市場主要貨幣企業債券表現略遜於發達市場投資級別債券和發達市場高收益債券，截至5月8日的總回報為2.4%，對比美國投資級別債券的3.2%，以及美國高收益債券的4.2%。

儘管如此，落後的情況不算嚴重，新興市場債券的基本因素大致仍穩定。截至4月底，新興市場高收益企業債券違約率估計為2%。地區方面，中東地區的違約率為零，亞洲的違約率降至只有0.7%，因為中國的房地產公司趨於穩定。負面因素方面，巴西發行機構的違約和「出現經營困難」交易增加，巴西企業年初至今的違約率達到4.1%，主要是受到巴西經濟增長放緩，通脹仍然偏高和貨幣環境收緊所影響，對高槓桿和低利潤率的國內企業造成的損害尤其嚴重。在過去十年，巴西龍頭公司的信貸質量大幅改善，環球債券市場上的大多數巴西公司均擁有多元化收益、正數自由現金流和穩健的資產負債表。因此，我們繼續在當前估值改善的情況下尋找一些精選投資機會。

整體而言，我們對新興市場主要貨幣企業債券保持偏高比重，因為這類債券能為客戶投資組合分散風險並提供良好息差機會。平均而言，新興市場企業債券的收益率為7%，存續期是四年，投資級別評級為BBB級。然而，我們以海灣合作委員會和亞洲的優質企業債券為重點，因為這些地區的宏觀經濟基本因素穩定或正在改善。拉丁美洲方面，我們看好宏觀經濟相對強韌的墨西哥。由於新興市場國債和新興市場本幣債券的潛在波幅較高，我們目前認為這些債券的價值較低。

外匯和 大宗商品

雖然美元第一季走勢基本上缺乏方向，但到了第二季則向下。聯儲局收緊政策和環球經濟不明朗等支持美元表現的因素已失去動力。事實上，通脹降溫減弱了不明朗因素和進一步加息的風險：我們認為聯儲局政策利率已見頂或接近見頂，市場甚至預期未來數月可能減息。踏入第三季，我們估計美元將進一步回軟。聯儲局和其他央行之間的貨幣政策差距收窄，加上歐洲央行和英倫銀行的措辭相對強硬，將為美元增添負面壓力。其他因素包括：美國經濟前景走弱，環球商業信心觸底，以及環球承險意欲略為改善。

看好

十國集團：歐元、英鎊、日圓和澳元

新興市場：巴西雷亞爾

中性

十國集團：瑞士法郎、加元和新西蘭元

發達市場和新興市場：人民幣、新加坡元、印度盧比、印尼盾、泰銖、菲律賓披索、南非蘭特和墨西哥披索

大宗商品：黃金、白銀和石油

看淡

美元和土耳其里拉

外匯

我們認為美元在第三季將繼續下跌。隨著通脹居高不下的風險減弱，環球經濟環境改善，削弱美元表現。儘管市場一直預期聯儲局將在今年減息，但個別經濟數據較預期強勁（採購經理指數改善，非農業就業數據超出預期）對美元的正面影響輕微。相反，通脹數據走軟引發市場大手拋售美元。這些反應表示，市場與我們一樣非常看淡美元，任何經濟數據再次走弱都會為美元帶來壓力。從貨幣政策角度來看，市場預期聯儲局將於今年稍後時間轉持溫和立場，甚至減息。相比之下，預料歐洲和英國將進一步加息。我們認為聯儲局減息仍言之尚早，但有關市場預期應會對美元構成壓力，有利歐元和英鎊，因為歐元和英鎊長期受累於有利美元的貨幣政策差距。除了貨幣政策差距收窄帶來有利因素外，相信歐元和英鎊也將受惠強韌的經濟影響因素和美元整體表現疲弱。

與此同時，雖然製造板塊偏軟，環球需求亦疲弱，但中國經濟環境持續改善。服務業和內需保持暢旺，國內生產總值增長預期使人鼓舞。然而，承險意欲至今僅輕微改善，部分原因是環球投資者仍相對較少。儘管如此，區內其他國家和貿易夥伴可受惠中國經濟重啟，有助改善旅遊業和／或對外貿易差額。舉例說，我們對澳元和日圓維持積極的觀點，並認為貨幣政策對日圓至關重要，因為改變

收益率曲線控制政策很可能推高國債收益率，為日圓帶來支持。

儘管我們認為第三季的承險環境溫和，但相信經濟出現驚喜的國家，其貨幣有望升值，尤其是市場已經歷了長時間的不明朗。因此，我們不會轉為看好整個新興市場地區，反而嚴格篩選個別新興市場，並認為可提供高收益機會的貨幣仍然擁有強勁的升值潛力，因此我們看好巴西雷亞爾。

大宗商品

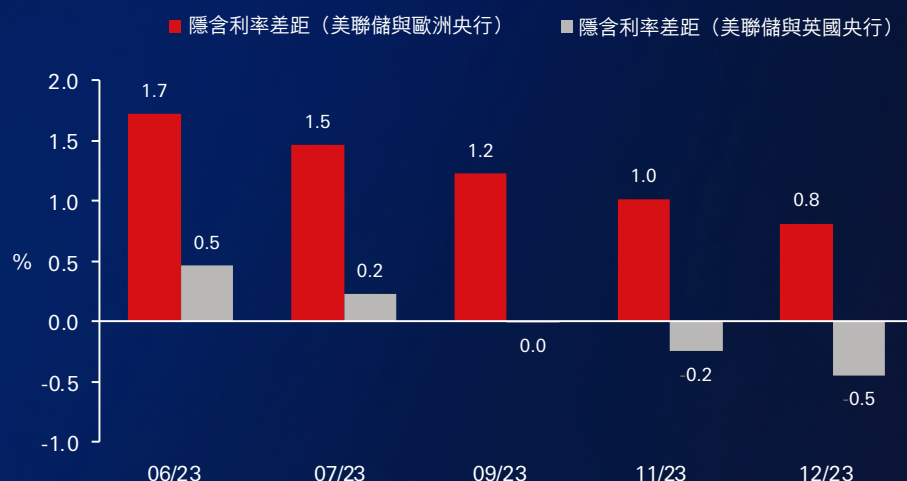
受惠美元回落和利率預期回落，黃金價格目前在高位。另一方面，通脹降溫和市場環境改善限制了對實金和投資的需求。我們認為，隨着發達市場的加息周期接近尾聲，黃金價格將繼續在區間徘徊，但環球利率偏高帶來不利因素。

由於工業板塊的需求增加，實體白銀的供求差距將在未來數月擴大。然而，正如黃金一樣，我們認為非收益型資產仍將受累環球利率偏高。

此外，石油市場大致平衡，因為石油輸出國組織與夥伴國（OPEC+）保留在需求增加（例如：中國需求上升）時取消減少供應的選擇。雖然目前石油板塊供應稍微短缺，但上述措施應有助控制油價。

綜上所述，我們對黃金、白銀和石油維持中性觀點。

市場預期聯儲局與歐洲央行和英倫銀行之間的息差將收窄，使美元進一步走弱



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

隨着美元走弱，黃金價格升至接近五年高位

每盎司美元



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

美元弱勢是刺激十國集團貨幣近期升值的主因之一

以100為基礎



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

對沖基金

去年，對沖基金的表現肯定其價值，在股票和債券大幅下跌之下，為投資組合提供了保護。隨着環球承險意欲在今年改善，對沖基金的回報也隨之反彈，靈活多元的對沖基金投資組合的表現應繼續良好。我們聚焦多元的投資策略，並青睞1) 全權委託宏觀經理；2) 股票市場中性策略；3) 淨持倉水平偏低或以亞洲為重心的好淡倉股票策略；4) 結構式企業債券；以及5) 多元策略和多元經理策略。

在2022年非常嚴峻的市場環境下，對沖基金的回報大致持平，但已遠勝債券或股票的回報。在今年年初至今，股市揚升和承險意欲改善，帶動對沖基金表現，但策略表現的排名出現變化，好淡倉股票經理的回報顯著。

美國的銀行倒閉，市場憂慮放貸標準收緊，加上利率預期下跌，以及3月份市場波動加劇，都明確提醒投資者需要定期調整持倉。全權委託宏觀經理為應對聯儲局採取強硬政策而作出部署，其利率投資回吐部分表現。追蹤趨勢投資策略的債券短倉錄得虧損，但持有「長遠派出高比例現金流」風險資產的經理則表現亮麗，例如：側重科技板塊的好淡倉股票策略。

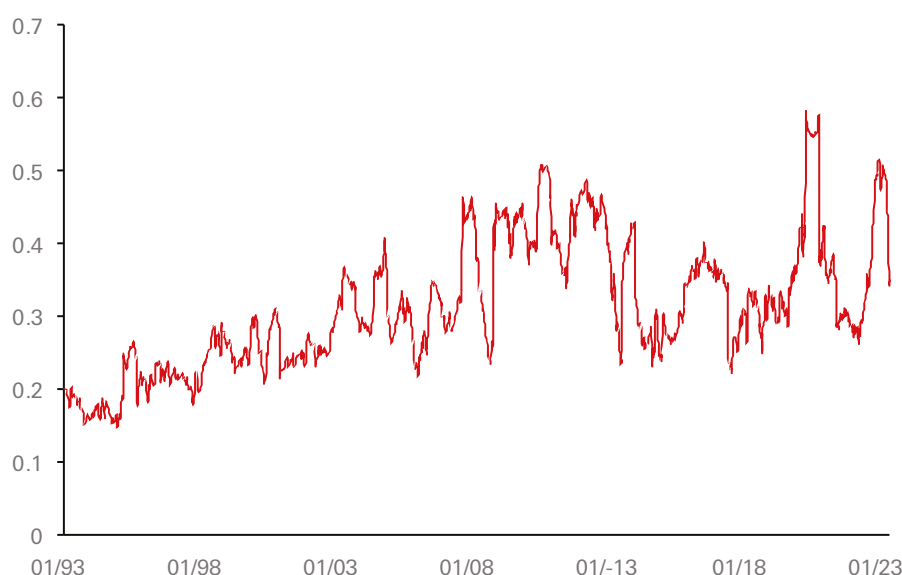
展望後市，這對多元策略對沖基金投資組合的配置師來說有何啟示？首先，穩妥的風險管理原則至關重要，但這已在宏觀和多元投資組合經理策略中經過測試，並普遍取得滿意的結果。其次，無論是對沖基金投資方案，還是更廣泛的多元資產投資方案，分散投資同樣至為關鍵。資產

配置師沒有忽略這一點，並認為對沖基金在2023年對投資組合有重大價值，因而增持對沖基金。

基於多項因素，我們繼續看好全權委託宏觀經理的前景。利率走勢、加息次數及其對通脹預期和經濟增長的影響仍欠明朗，為投資經理創造機遇。儘管債券在3月曾短暫急劇波動，為個別宏觀經理帶來挑戰，但其後波幅已經收窄。以芝加哥期權交易所波幅指數為代表的股市波幅正處於20-30的區間，繼續有利策略的持倉部署。

我們對系統策略的觀點維持不變。我們對管理期貨配置的前景持中性觀點，主要基於以下觀察：眾所周知，整個資產市場的長期和短期趨勢難以預測。就管理期貨策略而言，我

承險/ 避險指標



資料來源：滙豐環球私人銀行、彭博資訊、Refinitiv Datastream (截至2023年5月24日)。相關度指標量度股票、企業債券、利率、外匯和大宗商品等資產之間的相關度強弱。

們仍偏向入場門檻通常較高的另類投資市場。我們對股票市場中性策略持溫和看好的觀點，原因是在挑選資產時，股票與其他資產的價格差距持續高於平均。考慮到建倉成本增加，我們依然認為具有規模的經理將保持營運優勢。

好淡倉股票方面，我們以偏低淨持倉和可變淨持倉策略劃分投資前景。地區方面，我們將亞洲與世界其他地區作區分，以反映亞洲區相關投資範疇的構成。基於當前市況，以及對未來六個月風險資產市場環境的預測，我們對偏低淨持倉策略持溫和看好的預測，但對可變淨持倉策略的前景持不太積極（溫和看淡）的觀點。亞洲的溫和看好前景建基於估值有利，以及區內貨幣/ 財政政策的自由度較大。

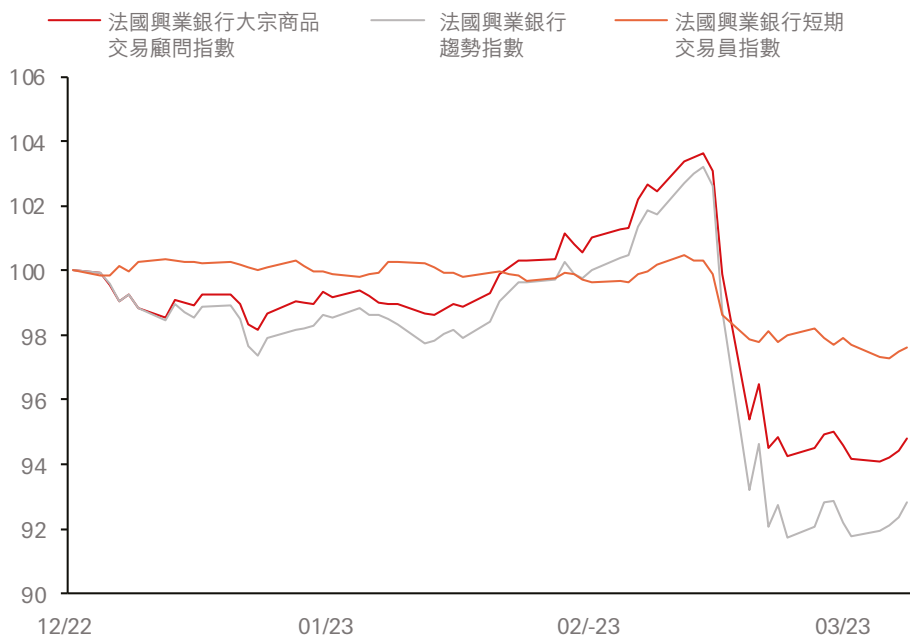
在2023年第一季，有兩項明顯因素影響事件主導經理的機遇：企業活動在期內的走勢，以及維權活動的發生率。就前者來說，環球併購活動在2023年第一季急跌至十年低位，按年減少44%，反映資本市場步入冬眠期，但維權活動的數量意外急增，有助緩和這種局面。企業債券方面，大多數分類成份在季內有所改善，尤其是貸款，但利差仍吸引。市場尚未進入違約周期，但違約發生率的預測表示機會即將出現。我們對事件主導策略的整體前景維持中性觀點，並對大多數企業債券策略的前景持溫和看好觀點，惟結構式企業債券除外。

我們繼續看好多元策略和多元投資經理的營運環境，其中大部分經理順利應對3月份的波動市況，並在第

一季實現正回報。展望後市，宏觀和系統股票市場中性分屬策略的機遇可望在未來數季推動回報。

追蹤趨勢投資策略在2023年第一季急劇波動

以100為基礎



資料來源：滙豐環球私人銀行、法國興業銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

私募市場

儘管面對宏觀經濟不利因素，我們仍然認為私募基金市場可繼續保持長期增長和領先公開市場的表現。歐洲仍有大量集資活動，在有限責任合夥人更加審慎和有選擇性的情況下，較大型和優秀的基金經理仍可實現全數資金配置。在2023年，出售資產的步伐放緩，原因是一般責任合夥人仍繼續耐心等待市況改善，但這有助推動第二市場交投暢旺。即使投資組合的資產淨值下跌，私募基金表現大幅領先公開股票市場。整體而言，對於有意部署投資的投資者來說，我們高度看好私募基金資產類別，並繼續強調與同業最佳基金經理一起投資的重要性。

在2023年至今的集資活動碎片化，歐洲至今表現向好，美國則較為淡靜。由於市場的分派步伐減慢、

借貸成本上升和分母效應持續，使資本受到限制，許多有限責任合夥人在作出新的資本承擔時仍審慎行事。當分析集資金額時，這情況尤其明顯，在2023年第一季籌集10億美元以上的歐美基金數目較2022年增加70.5%，可見投資者偏好大型優質並經驗豐富的基金經理。

第一季和第二季的交易至今的結果不一。在美國市場，2023年第一季的交易數目較上季減少9.3%，整體交易價值則較2022年第四季上升11.4%。歐洲的情況亦相若，第一季的交易價值和交易數目分別按季下跌8.7%及3.7%。歐美市場的趨勢同樣是私募基金經理需要適應更嚴峻的宏觀經濟環境，通過縮小交易規模，令交易更容易進行融資和消化。重要的是，規模超過10億美元的「超大型

交易」比2022年大幅減少。從執行的交易類型分析，與這趨勢保持一致。

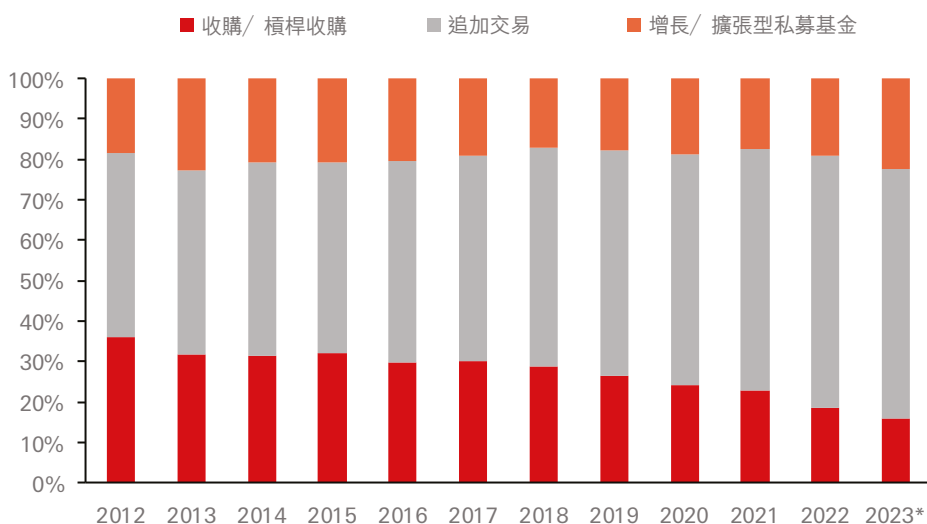
在2023年第一季，增長型股本和追加交易（規模通常小於收購和槓桿收購）佔美國交易的84.1%，對比疫情前的73.5%。然而，展望未來，我們認為環球市場的波動加劇、錯配和干擾將為機會型和「出現經營困難」經理策略提供有利的投資環境。

私募基金在2023年初的出售活動相當淡靜，尤其是美國市場，2023年第一季出售資產的價值和數目分別按季下跌31.6%和30.5%。從環球角度來看，通脹居高不下，利率上升，令一般責任合夥人面對不利的估值調整，造成較為不利的銷售環境。然而，作為一種資產類別，私募基金的一個優勢是基金經理可靈活制定出售策略，無需被迫進行出售。2023年至今的情況依然如此，許多一般責任合夥人選擇持有投資組合資產並繼續耐心等待，直至出售環境改善。

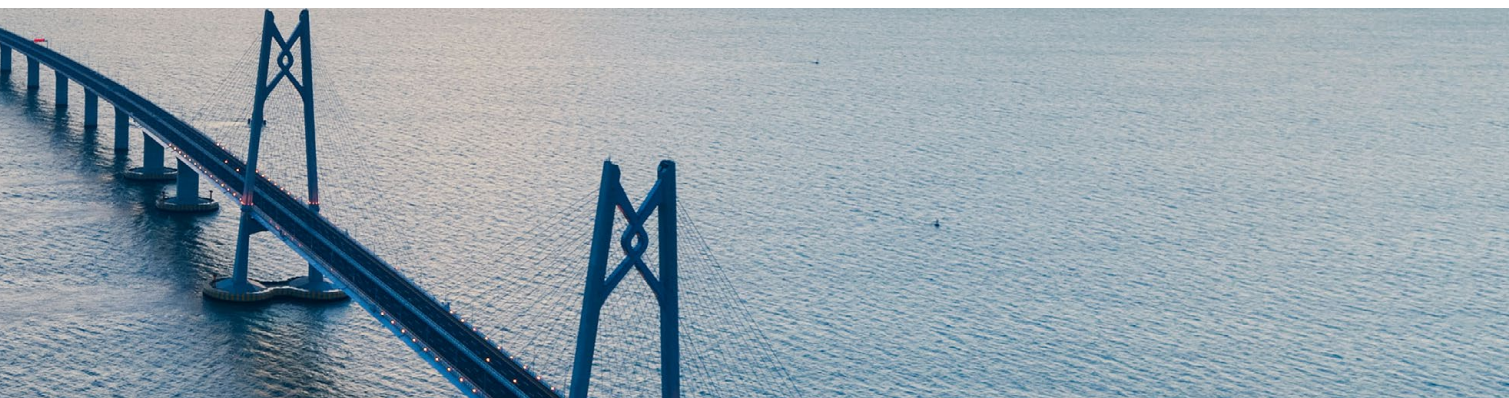
第二市場在經歷兩年創紀錄的投資部署後，繼續受惠第一市場出售活動減少的趨勢。在2010年，即只是十多年前，第二市場的交易量約為100億美元，但在2021年和2022年分別達到1,320億美元和1,080億美元，2023年的交易步伐應會相若。交易活動增加的其中一個原因是定價，與2021年比較，目前許多達成協議的第二市場交易定價的折讓都較面值大很多，因為考慮到市場波動和

私募基金分佈（按交易類型，美國）：收購和槓桿收購減少

私募基金數目（按規模，美國和歐洲）



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。



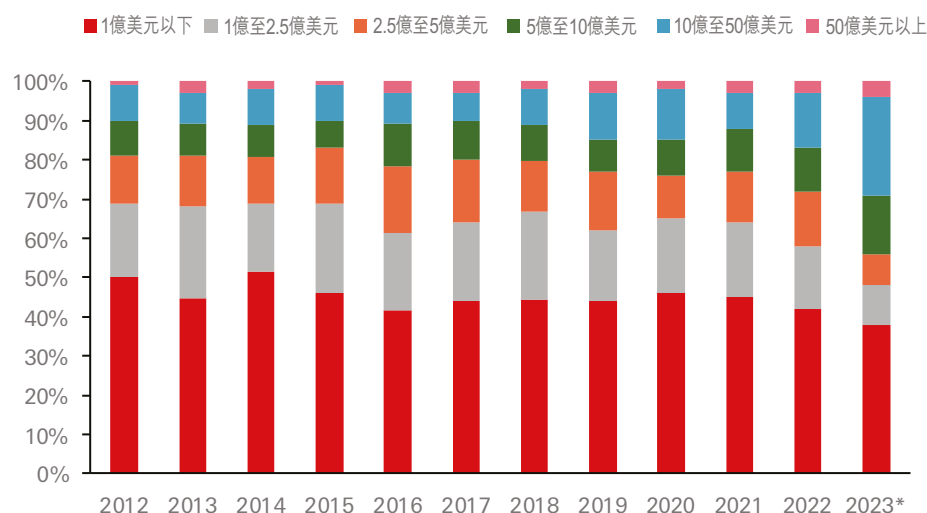
宏觀不明朗因素，賣方需要調整預期以包含更大的風險溢價。其他影響因素包括有限責任合夥人對流動資金需要的增加，以及一般責任合夥人有意

通過集資來進行分配，繼而令有限責任合夥人和一般責任合夥人主導的交易需求增加。

與過去數年比較，2022年環球

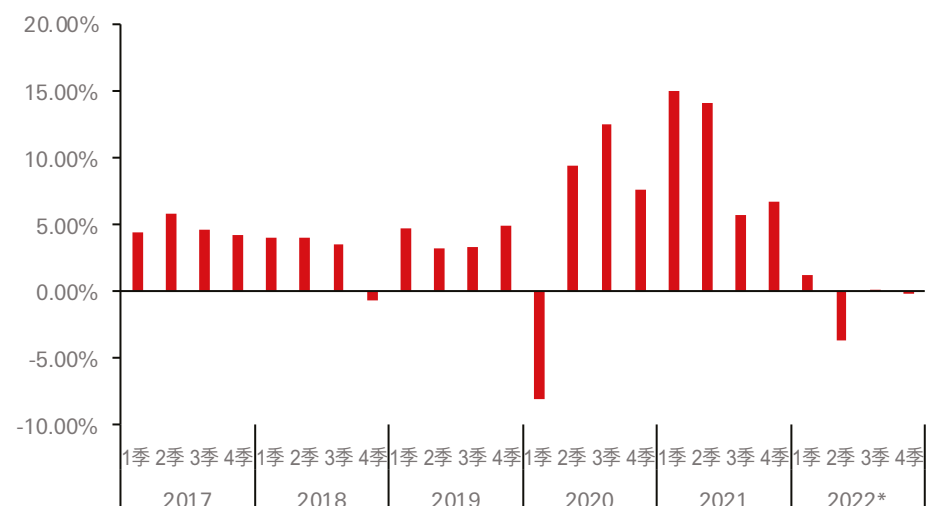
私募基金表現較為失色。初步數據估計2022年第四季下跌0.2%，使2022財年的表現上升3.1%（包括第四季的初步數據），明顯優於在2022年下跌18.1%的MSCI發達市場指數。影響私募基金近日表現的因素包括：借貸成本上漲，以及折讓因素較大令私募基金資產估值被下調，使投資組合的資產淨值下降。就地區而言，歐洲私募基金市場最具韌力，2022年回報率為3.3%，其次是美國的2.9%，亞洲則下跌2.3%。

私募基金分佈（按交易類型，美國）：收購和槓桿收購減少



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

相比過去數年，私募基金的2022年季度回報（總內部回報率）疲弱



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。往績並非未來表現的可靠指標。

房地產

利率上升繼續推高房地產收益率，並為房地產價值帶來下行壓力。準買家與賣家之間對價格預期的差距仍相當大。至今，出現困難的賣家不多，但預期將會增加，因為貸款再融資的浪潮席捲而來。然而，目前房地產租戶的基本因素仍相對穩健（辦公室板塊除外），因其出租率仍高，新供應有限，而且多個板塊的現有租金低於市場租金，尤其是物流。由於長遠收益回報至為重要，因此我們偏好出租率高而且主題需求影響因素強勁的板塊，包括物流、住宅，以及生命科學和倉儲等其他板塊。我們繼續看淡辦公室。

雖然利率大幅上升持續推高房地產收益率，但有別於其他流通性較高的資產類別，例如：股票和債券，房地產收益率（和資本價值）需要更長時間進行調整。市場價值難以準確評估，反映房地產相對缺乏流通性和透明度。資產估值一般基於可比較的交易證據，但買賣雙方之間的價格預期存在巨大差距，因此交易證據不足。

投資活動在2022年下半年明顯放緩，動力減弱的趨勢延續至2023年首數個月，原因是在許多類別和地區，房地產收益率相對無風險利率回報的差距收窄至歷史低位。此外，由於債券的總成本（包括放貸人的利潤率）高於房地產收益率，因此在目前的房地產收益率水平，債券投

資者並不熱衷。根據RCA的數據，2023年首季環球投資錄得2012年首季以來最疲弱的第一季度數據。全球方面，2023年首季的投資活動較十年平均低46%，歐洲的跌幅最嚴重（-58%），其次是北美洲（-40%）和亞太區（-37%）。

目前，市場上有困難的業主不多，因為租戶準時交租，業主也準時償還貸款。然而，由於投資者需要以遠高於到期貸款的利率再融資，加上資本價值下跌，使貸款與估值比率超出契約所訂的水平，越來越多資產可能需要放售。儘管如此，目前我們預期資產需要割價求售的浪潮不及2008年/ 2009年環球金融危機般嚴峻，當時美國次級房貸市場崩潰使放貸環境冰封。時至今日，貸款與估值比率下降，而且放貸人願意與投資者磋商，通常把貸款延期兩年，而非收回物業。

大部分市場的房地產價值持續下跌，但英國的跌勢最急速。MSCI英國每月房地產指數顯示，在2022年6月至2023年2月期間資本價值下挫21%。然而，3月份公佈的數據顯示資本價值輕微上升，儘管升幅只有0.2%。因此，從定價角度來看，英國顯得相對吸引。

其他市場的資本價值跌幅至今相對輕微。MSCI的美國數據顯示，截

至2023年第一季，美國的資本價值下跌約10%，歐洲大陸的跌幅則在英美兩國之間。亞洲的價值最強韌，但這主要由於日本仍處於低息環境。日本央行新任行長表示，低息政策將會持續，至少就目前而言。

與投資市場相反，除辦公室板塊外，目前房地產租戶的基本因素相對穩健，因其出租率偏高，新供應有限，為許多市場的租賃指數均帶來正面影響，而且多個板塊的目前的租金低於市場租金，在續租時可望提高淨收益。

儘管租戶的基本因素穩健，但房地產與國債之間的收益率差距仍處於歷史低位，預料資本價值將進一步下跌——即使近年利差擴大是由量化寬鬆的人為因素引致。此外，預期利率上升最終將打擊實體經濟，可能影響房地產的基本因素和租金前景。

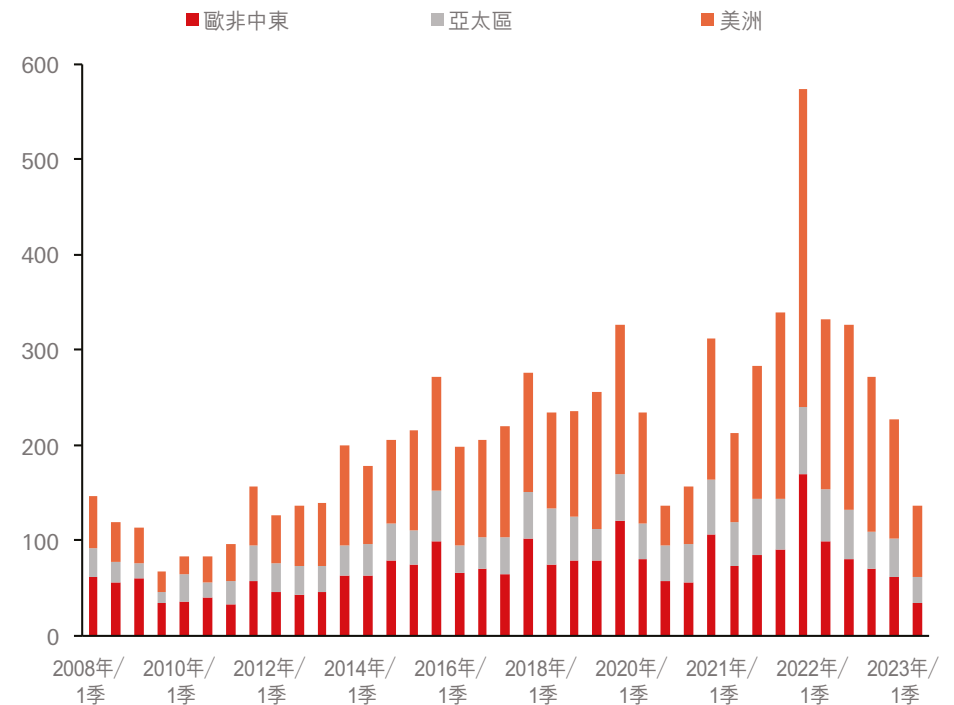
雖然直接房地產的整體前景面對挑戰，但不同地區和板塊的表現將出現差距，很可能為有能力把握市場錯配機會的投資者提供機遇。此外，收益的重要性不容忽視。例如，根據MSCI的資料顯示，長遠來說英國和美國的收益回報佔總回報的65%至70%之間。展望未來，出租率最高和主題需求影響因素最強勁的板塊應可帶來最可觀回報。

物流仍是我們看好的板塊，因其出租率仍高，而且隨着最近租金增長，許多市場現時的租金均遠低於市價。出租率高兼具主題有利因素的其他板塊包括：住宅和生命科學及倉儲等其他板塊。

我們最看淡的依然是辦公室，原因是租戶轉向遙距工作模式，減少空間需求，科技和銀行板塊租戶縮減支出也使情況惡化。此外，最近的人工智能發展使「白領」工種面對重大威脅，因為日常而重複的工作將日漸自動化。

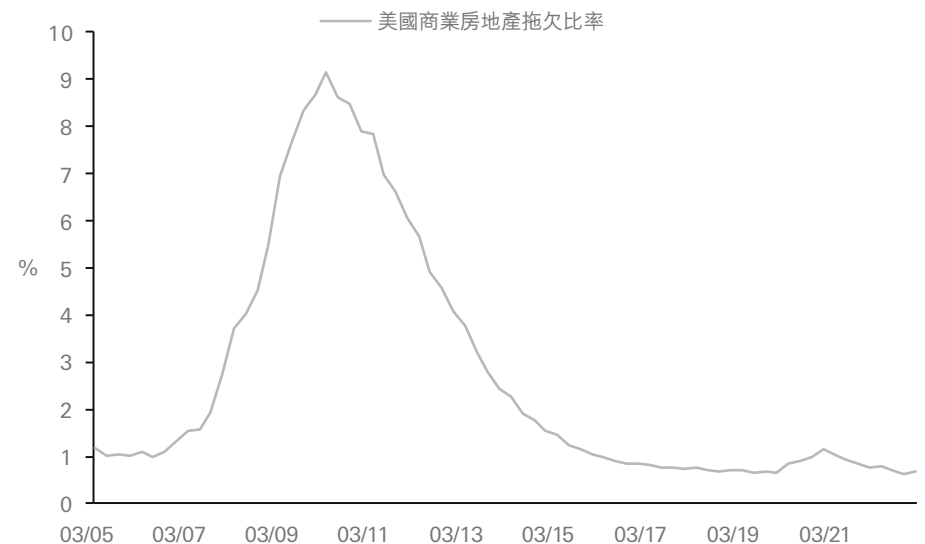
房地產投資金額偏低限制市場定價，但我們預料價格將進一步下挫

金額 (10億美元)



資料來源：RCA、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

雖然房地產多年來一直面對結構挑戰，但目前的拖欠比率非常低



資料來源：聯儲局、滙豐環球私人銀行（截至2023年5月24日）。

免責聲明

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。

或有可轉換證券 (CoCo) 或自救債權證是高度複雜和高風險的混合型資本工具，其合約條款列明非一般的吸收虧損特點。

投資者應注意，其資本承受風險，可能損失部分或全部資本。

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、承接力和市場情況的變化，或會對價格、按市價計值和閣下的整體投資造成負面影響。

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。

另類投資

對沖基金 — 請注意，對沖基金不時進行槓桿和其他投機性投資操作，可能增加投資虧損的風險。此外，其流通性可能甚為不足，無須定期向投資者提供定價或估值資料，並可能涉及複雜的稅務結構，以及延遲分發重要資料。另類投資通常不受制於與例如互惠基金等相同的監管規定，而且費用通常偏高，可能會抵銷交易盈利（如有）。

私募基金 — 請注意，私募基金通常流通性不足，而且涉及長線投資，並不顯示常見於其他投資（如：掛牌證券）的特點一流通性及透明度，可能需要一段時間才可以將資金作投資（困住現金），以及在最初的虧損後要一段時間才產生回報。

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。使用槓桿的外匯交易承擔相當高風險，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。

產品的槓桿操作可能不利閣下，而且虧損可能超出進行直接投資的產品。若投資組合的市值跌至某個幅度，可能引致抵

押品的價值無法再覆蓋所有未償還貸款金額。這意味投資者可能須迅速回應追加保證金的要求。若投資組合的回報低於其融資成本，槓桿操作可能削弱投資組合的整體表現，甚至產生負回報。

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。

環境、社會及管治(ESG) 客戶披露

整體而言，「可持續投資」包括在不同程度上考慮環境、社會及管治和/ 或其他可持續發展因素的投資策略或工具。我們分類為「可持續」的個別投資可能正在改變，以實現更好的可持續發展成果。

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) 投資的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；或 (b) 可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。

可持續投資是一個不斷發展的領域，正

在建立新的監管框架，這將影響可持續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。

重要通知

以下受限於當地規例（如有）

本文件是由滙豐私人銀行編製的市場推廣通訊。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。滙豐集團成員可能買賣本刊內提及的產品。

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。特定金融工具或發行機構的任何提述並不代表滙豐私人銀行明示或暗示的觀點、意見或建議，僅供參考。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。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，滙豐私人銀行並不作任何陳述。

本文件僅供參考，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。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。閣下不應單獨根據任何文件作出投資決定。

本文件乃取自滙豐私人銀行認為來源可信但可能未予獨立核實的資料。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益皆可升可跌，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。

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。

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。在馬恩島，本材料由 HSBC Bank plc 刊發，位於 HSBC House, Ridgeway Street, Douglas, Isle of Man IM99 1AU。HSBC Bank plc 持有馬恩島金融服務監督管理局的牌照，並受其監管。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 Private Bank

Luxembourg 法國分行 (SIREN 911 971 083 RCS Paris) 發放。滙豐私人銀行在法國接受 Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (審慎控制及決議管理局) 的審批和管制。滙豐私人銀行為 HSBC Private Bank (Luxembourg) S.A. 的分行，地址為 18 Boulevard de Kockelscheuer L-1821 Luxembourg，是一家股本為 150.000.000 歐元的盧森堡上市有限公司，RCS Luxembourg：B52461，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，號碼 2011CM008 (www.orias.fr)，社區內 VAT 號碼 FR 707 756 702 84]。滙豐私人銀行在法國的註冊辦事處地址為 38, avenue Kléber 75116 Paris- FRANCE；電話：+33 (0) 1 49 52 20 00。

本市場推廣材料由滙豐私人銀行(瑞士)有限公司 (HSBC Private Bank (Suisse) SA) 在瑞士或從瑞士發放。HSBC Private Bank (Suisse) SA 受瑞士金融市場監督管理局 (FINMA) 監管，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的《獨立財務研究指令》或任何相關機關的法律編製。

在阿布達比環球市場 (ADGM)，本材料由 HSBC Bank Middle East Limited ADGM 分行 (PO BOX 113027, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi) 發放，後者受阿布達比金融服務監督管理局 (FSRA) 監管，並受杜拜金融服務管理局的主要監管。本文件內容以 FSRA 定義的專業客戶為對象，只可由符合此準則的人士據此行事。

在杜拜國際金融中心 (DIFC)，本材料由 HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC 分行 (P.O. Box 506553 Dubai, UAE) 發放，後者受杜拜金融服務管理局 (DFSA) 和瑞士金融市場管理局監管。HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC 分行只與符合 DFSA 定義為專業客戶的客戶進行交易，本簡報亦僅以專業客戶為對象。

在南非，本材料經由南非儲備局 (SARB) 批准的 HSBC Private Bank (Suisse) SA 南非代表處 (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。

在巴林和卡塔爾，本材料由 HSBC

Bank Middle East Limited 的相關分行發放。HSBC Bank Middle East Limited 接受各自在當地的中央銀行 (分別為巴林中央銀行和卡塔爾中央銀行) 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. 發放。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，本文件內容未經香港或新加坡任何監管機構審閱及批准。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，確保有關招攬及/或建議合適。在任何其他情況下，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、任何外滙限制或外滙管制要求，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 18 Boulevard de Kockelscheuer，(郵編 L-1821)，受盧森堡金融業管理局 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 監管。

在美國，滙豐私人銀行業務乃滙豐集團主要私人銀行業務子公司在世界各地進行私人銀行業務的市場推廣名稱。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。

在澳洲—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》) 提供。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 & Burkhard, GmbH發放。HSBC Trinkaus & Burkhardt, GmbH受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht監管，辦事處位於Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf, Germany。《通用數據保障條例》(GDPR)自2018年5月25日起在所有歐盟成員國生效。本行最新的私隱政策載於HSBC Germany網站。如果沒有明確註明，在計算表現統計數據時，並無考慮交易成本和（如適用）託管費，但兩者均對表現統計數據造成負面影響。例如，若初始投資金額為1,000歐元，每次進行買賣的交易成本為1.00%，託管費為每年0.50%（實際費用結構請參閱本行的價格及服務收費表），即五年投資期的表現將扣減45歐元。

在中國內地，本文件由滙豐銀行（中國）有限公司〔滙豐中國〕向其客戶發放，並只屬參考性質。本文件並沒有合約價值，而且並非亦不應理解為要約、邀請要約或游說認購、買入或賣出任何投資或訂購參與任何服務，滙豐中國並非據此建議或游說進行任何行動。

HSBC Bank Middle East Limited〔HBME〕阿聯酋分行受阿聯酋中央銀行監管，至於本次推廣，則主要受杜拜金融服務管理局監管。HBME部分金融服務和活動受阿聯酋的證券及大宗商品管理局監管（牌照號碼：602004）。

閣下的居住地如並非閣下持有戶口的滙豐實體所在地，請瀏覽滙豐環球私人銀行網站 > 免責聲明 > 跨境免責聲明，以了解因應閣下居住地的跨境考慮事項。

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。

版權所有 © HSBC 2023

保留所有版權。

（中英文本如有歧異，概以英文本為準）

