



2024 年展望

乘风启航 御势而行

2024 年，美国和其他主要经济体的增长可能大幅放缓且通胀可能下滑。由于市场憧憬软着陆和央行改变政策以支持增长，股票和债券市场 2024 年开局可能表现向好，但我们仍然密切留意宏观风向会否转向硬着陆。

在基础配置中，我们 (i) 超配发达市场优质债，因为收益率继续走低，(ii) 超配股票，因为在美国和日本领涨下，近期表现将延续至 2024 年初。两者均可能跑赢当前的现金收益率。

在机会型配置中，我们 (i) 买入美国的通信服务、科技和健康护理股票行业，(ii) 买入中国的非必需消费品、通信服务和科技行业，并 (iii) 抓紧美元区间震荡带来的机遇。



我们在 2024 年如何使投资组合多元化？

你的长期资本市场假设是什么？

投资者还能从收益配置中赚取 6% 的收益率吗？

目录

策略

投资策略：乘风启航 御势而行	04
基础资产配置模型	07
基础：战略性资产配置观点	08
基础：多资产收益策略	09
有关客户最关心问题的看法	11

宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	13
----------------	----

资产类别

债券	15
股票	17
股票行业观点	19
外汇	20
黄金和原油	22

额外观点

量化观点	23
追踪市场多样性	24
全面管理财富的方法	25

表现回顾

建立稳健的投资组合	27
基础：资产配置概要	30
基础+：资产配置概要	31
市场表现概要	32
我们的重要预测和关键事件	33
首席投资总监办公室的精彩观点	34
注释	35

01

02

03

04

05

全球首席投资总监的来函

一年前，在同样的信函中，我强调不要被近因偏见所影响，即使传统的债券股票投资组合刚刚经历了 150 年来最糟糕的回报之一。不出所料，2023 年大多数资产都上升，我们的基础配置今年也取得了强劲回报。这更巩固了我的核心观点：当多元化基础配置的价值下降时，你应当增加配置。

随着我们踏入 2024 年，12 个月前的一些问题仍然没有答案。美国会陷入经济衰退吗？通胀真的受到控制了吗？央行会开始放宽货币政策吗？地缘政治紧张局势将如何影响经济前景和市场表现？

这些都是投资者需要考虑的重要问题。我们会在此表达对这些问题的看法。

然而，它们并不是最重要的问题，更重要的问题是关于你自己的。

你的投资目标是什么？你的投资期限是什么？而且，最重要的是，你有能力抵御投资组合下跌吗？投资要取得成功，关键在于：无论是出于情感还是财务需求，都不要被迫沽出资产，并且要避免过度的永久性损失。

基于此，我们在第 25-26 页分享了渣打财富精选的框架。这涵盖了我们的全面管理财富的方法，聚焦目标、原则和流程。这种方法从你本人出发，因为你是拼图中最重要和固定的部分。这并非说你的目标不会改变，而是关键在于我们都有特定的需求和目标。你投资计划的核心应该是这些需求和目标，而不是关于特定市场或证券前景的看法。

在第 30-31 页，我们介绍了基础配置。考虑到当前环境和相关风险，基础配置对特定风险状况的投资者来说是有意义的。这些应该是你与财务顾问沟通的起点，并可以根据你的具体情况或需求调整。

第 30 页的基础配置是适合多数投资者的传统全球投资配置。在第 31 页，我们也分享了基础+（Foundation+）配置，当中增添了私人资产等资产类别，这可能只适合某些司法管辖区的投资者。

希望我们的《2024 年展望》帮助你踏上收获丰富的投资旅程。如果你想了解我们的最新观点或者获取金融教育资料，请使用第 34 页的连结以便在 2024 年继续与我们保持联络。



“当多元化基础配置的价值下降时，你应当增加配置。”

Steve

布思哲（Steve Brice）

全球首席投资总监

投资策略与关键主题

Steve Brice
全球首席投资总监

Manpreet Gill
非洲、中东及欧洲区首席投资总监

郑子丰
北亚区首席投资总监



我们的首要偏好（12个月展望）

基础投资超配

- 全球股票、政府债
- 股票：美国、日本
- 债券：发达市场投资级政府债

行业超配

- 美国：通信服务、科技、健康护理
- 欧洲：科技、健康护理
- 中国：科技、通信服务、非必需消费品

外汇观点

- 美元区间震荡（倾向看淡）

乘风启航 御势而行

- 2024年，美国和其他主要经济体的增长可能大幅放缓且通胀可能下滑。由于市场憧憬软着陆和央行改变政策以支持增长，股票和债券市场2024年开局可能表现向好，但我们仍然密切留意宏观风向会否转向硬着陆。
- 在基础配置中，我们（i）超配发达市场优质债，因为收益率继续走低，（ii）超配股票，因为在美国和日本领涨下，近期表现将延续至2024年初。两者均可能跑赢当前的现金收益率。
- 在机会型配置中，我们（i）买入美国的科技、通信服务和健康护理股票行业，（ii）买入中国的非必需消费品、通信服务和科技行业，并（iii）抓紧美元区间震荡带来的机遇。

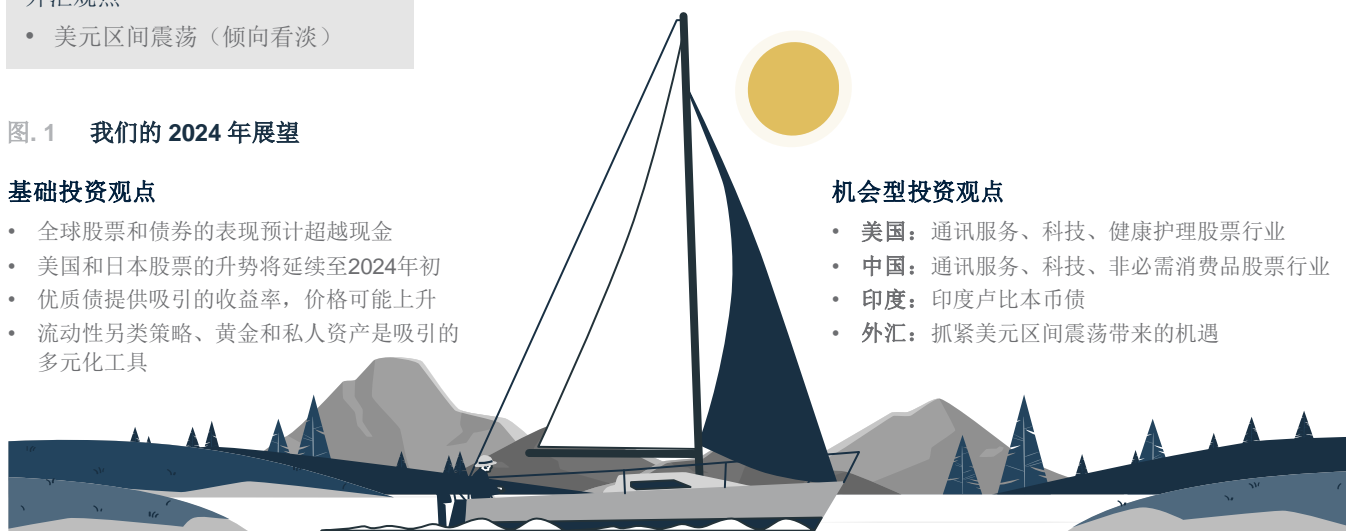
图.1 我们的2024年展望

基础投资观点

- 全球股票和债券的表现预计超越现金
- 美国和日本股票的升势将延续至2024年初
- 优质债提供吸引人的收益率，价格可能上升
- 流动性另类策略、黄金和私人资产是吸引的多元化工具

机会型投资观点

- 美国：通讯服务、科技、健康护理股票行业
- 中国：通讯服务、科技、非必需消费品股票行业
- 印度：印度卢比本币债
- 外汇：抓紧美元区间震荡带来的机遇



我们的宏观情境

 美国经济避免于2024年上半年陷入衰退	 美国通胀放缓，但要达到2%目标仍然艰巨	 2024年初中国经济增长超过低预期	 欧洲经济增长在2024年上半年面对挑战
---	---	---	---

风险上升的情况.....

风险减低的情况.....

2024年下半年转为衰退情境 | 三国集团（G3）政府债成为对冲工具

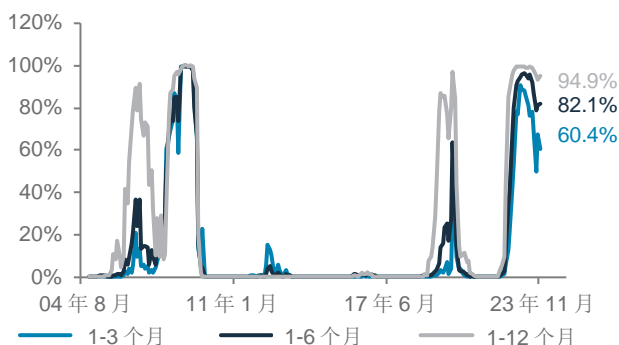
转为滞胀情境 | 黄金、房地产、流动性另类策略成为对冲工具

⚠ 可能会出现的问题：美国经济突然硬着陆、金融市场“意外事件”、地缘政治风险升级、政策失误、中国经济增长忧虑加剧

资料来源：渣打

图. 2 即刻发生衰退的可能性正在减低，但从长远来看，风险并未消失

我们的美国衰退概率模型



资料来源：渣打

迈向更慢的增长

在快速的政策收紧周期之后，美国 and 全球经济增长将会放缓多少仍是 2024 年的关键问题。尽管市场预期过去一年在硬着陆和不着陆之间摇摆不定，但我们认为，随着利率上升带来不利影响，美国经济增长将明显放缓。制造业或将呈现反弹，至少在 2024 年上半年，这可能会帮助整体经济避开硬着陆，但 2024 年后美国衰退的风险仍然很高。欧洲面临长期衰退 / 停滞的风险则要高得多。

在中国，考虑到预期的负面程度，经济增长最初可能意外上行，但有关中国均衡增长水平的长期争论可能会继续。

通胀方面，主要关注点预计是通胀下降的速度和幅度，尤其是在美国。我们预计美国基础通胀趋势将在 2024 年继续放缓，但实现美联储 2% 通胀目标的最后阶段将充满挑战。转折点可能在年中出现，届时通胀的威胁将有所减弱，经济疲软的迹象会变得更加突出，促使美联储开启减息周期。这解释了美联储的态度为何在 12 月政策会议上明显转变，称通胀和增长面临的风险是均衡的。

我们认为在 2024 年投资可能涉及与这种宏观情境的演变保持均衡，同时发现哪些资产类别的风险 / 回报看起来有吸引力。就基础配置而言，我们最看好 (i) 优质发达市场政府债，特别是期限更长的政府债，(ii) 在 2024 年初最看好由美国和日本引领的全球股票，(iii) 在更广范围内最看好全球股票和全球债券，因为它们可能表现优于现金。

图. 3 美国制造业周期的好转可以暂时延长美国盈利的反弹

美国供应管理协会 (ISM) 制造业采购经理人指数 (PMI) 对明晟美国指数 12 个月盈利增长



资料来源：彭博、FactSet、渣打

基础投资组合 – 股票和债券表现优于现金

我们主要超配发达市场投资级政府债，也大规模配置发达市场公司债。

我们认为，优质债非常符合有吸引力的风险 / 回报标准。绝对收益率距离近期峰值不远，只要价格小幅上涨就可以超过现金收益率。收益率也看似吸引，因为从历史表现来看，债券收益率在美联储最后一次加息之后通常很快就会见顶，而我们可能已经超过了这一点。

风险 / 回报均衡在一系列情境中也具有吸引力。在我们的基础情境中，收益率下跌（价格上涨）可能更温和，我们预计美国 10 年期国债收益率将在未来 6-12 个月跌穿 3.5%。然而，我们也将它们视为一种吸引的对冲工具，用于对冲我们的主要风险情境，也就是经济硬着陆，其时收益率下降（价格上涨）可能更显著。

股票方面，我们认为全球股市涨势将延续至 2024 年初，由美国和日本领涨。尤其是美国，盈利增长看似正在反弹。然而，我们仍将保持灵活态度，因为这一观点在 2024 年后面临更大风险，因为其时经济向更严重的衰退情境过渡。

我们超配美国股票，因为我们认为增长放缓有助于债券收益率继续受到限制，但盈利继续带来正增长。我们还超配日本股票，因为我们相信企业治理改革使其成为另一个吸引的投资途径，可从股票涨势延长中获益。

第三个重要观点是全球股票和债券的表现可能优于现金。虽然更高的现金门坎在 2022 年和 2023 年给投资者带来重大挑战，但我们认为从目前的起点来看，即使这两个资产类别只会小幅上涨，前景的吸引力也比现金大得多。美联储 12 月会议发出的讯息似乎表明，现金收益率本身将会在 2024 年下降。

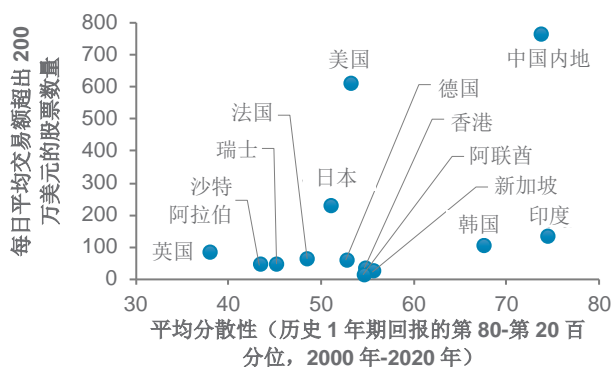
机会型投资组合 – 利用股票和行业分散性

在美国，我们会买入科技、通信服务和健康护理行业。我们认为，首两个行业可能表现领先，因为增长下行担忧仍然受到遏制，且通胀下滑使债券收益率继续走低。不过，健康护理可能为经济（以及此后盈利）陷入衰退的主要风险情境提供一些缓冲。我们在欧元区的行业观点与此相似，超配科技和健康护理行业。

在中国，我们买入非必需消费品、通信服务和科技行业。股票和行业的分散性相对高，也意味着中国市场与众不同，其股票或行业选择空间可能远高于其他主要市场。

图.4 中国（和美国）的股票分散性高，创造了行业投资机会

明晟所有国家世界指数的股市股票回报分散性



资料来源：彭博、渣打

与最近数年相比，外汇市场的分散性也可能更。我们预计美元未来 1-3 个月区间震荡，且未来 6-12 个月维持看淡倾向，因为美国收益率下降带来的下行压力和美国资产表现优异带来的上行压力让美元受到夹击。中国宏观前景和市场预期恢复正常，澳元和人民币可能获益。收益率差距收窄，日圆应从中获益。不过，其他主要货币未来 6-12 个月可能区间震荡。

中性配置的作用

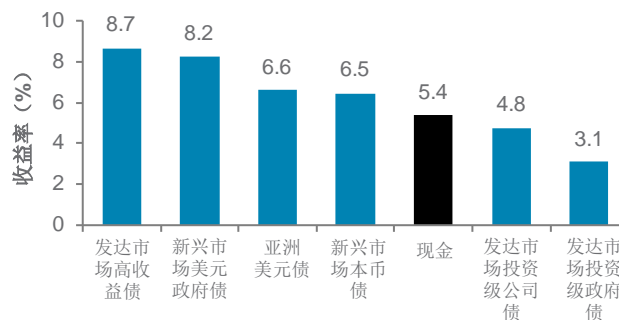
我们的资产配置只关注优质债和看好的股市吗？答案是否定的，而这就是为何投资组合层面的观点变得重要。

我们预计优质债的表现将胜于现金，但上图显示，若要实现远高于当前现金门坎的收益率，同时确保风险维持多元化，对其他主要固定收益资产类别的配置也很重要。因此，我们的基础配置内风险更高信用债的配置较小（相对基准为中性和低配）。

同样，在股票方面，我们最大的配置当然是美国股票。不过，我们仍然对亚洲（除日本）和欧元区股票（我们对两者均持中性观点）有相当大的配置。亚洲股票应获益于中国股票反弹，而欧洲股票的估值也相当吸引，但长期增长前景的不确定性使我们无法对两者抱有更大的信心。印度股票也提供吸引的增长前景，只是估值阻碍了我们超配印度股票。

图.5 现金收益率门坎的水平高，但随着各央行减息，现金收益率可能在 2024 年下降

主要债券资产类别和现金的收益率



资料来源：彭博、渣打

可能会出现哪些变量？

相对积极的观点并不能消除在状况发生变化时保持敏捷的重要性。

关键风险是美国经济提前着陆或硬着陆。即使经济增长放缓，通胀也未能明显下降，这确实会增加滞胀情境的风险，但我们认为这种风险较小，除非油价因地缘政治风险飙升。

如果经济转向衰退或滞胀情境，我们对全球股票的乐观看法，至少在 2024 年初，可能面临风险。然而，如果有什么不同的话，我们超配的债券在衰退情境下甚至会表现得更强劲。在历史上，滞胀无论对股票还是债券都不是一个轻松的情境。在滞胀情境下，像黄金之类的实物资产可能是更好的对冲工具，我们对黄金持中性观点并在模型配置的另类策略中少量配置。

最后，我们将会继续关注外部冲击。地缘政治可能构成风险，特别是考虑到全球各地 2024 年可能经历异常繁忙的选举日程。我们的关注焦点依然是地缘政治风险是否可能对资产价格造成持久冲击，或只是会引发短暂波动。金融市场“意外事件”可能是第二项风险。历史表明，当利率水平高时，就有可能“出现问题”。最后，我们将继续关注任何可能出现的政策失误，因为央行有可能变得过于强硬或过于温和。

基础资产配置模型

若要建立多元化投资组合，基础（Foundation）和基础+（Foundation+）模型是你可以用来作为起点的配置。基础模型展示了一系列配置，聚焦多数投资者都可以选择的传统资产类别，而基础+模型还包括了私人资产的配置，可能只适合某些司法管辖区的投资者。

图. 6 风险状况属适度进取的基础资产配置

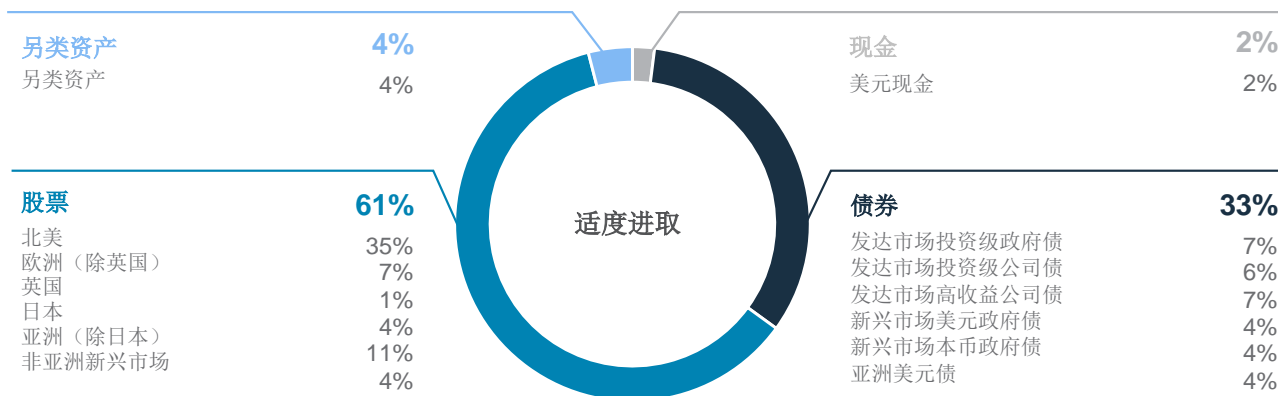


图. 7 风险状况属适度进取的基础+资产配置

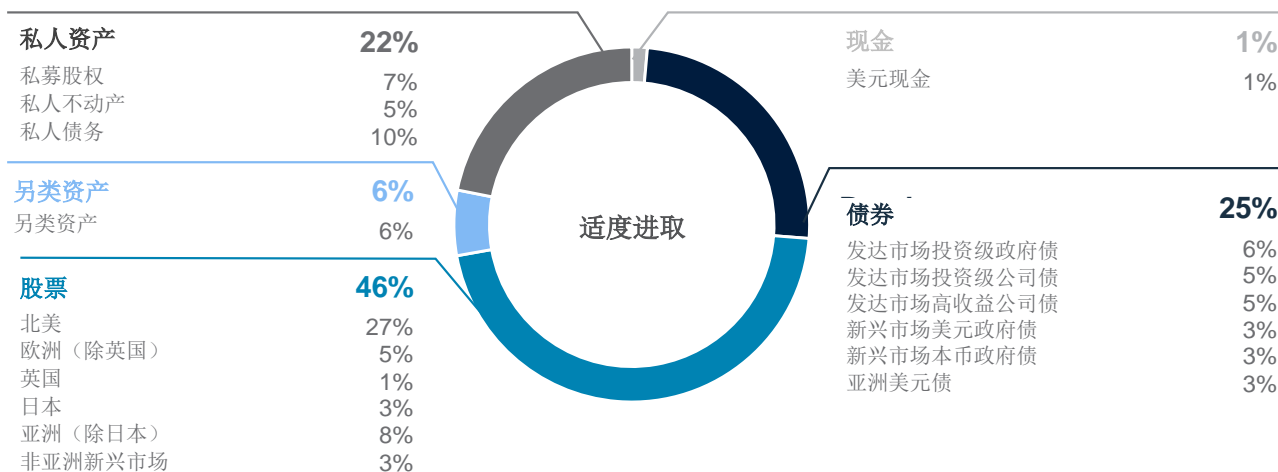
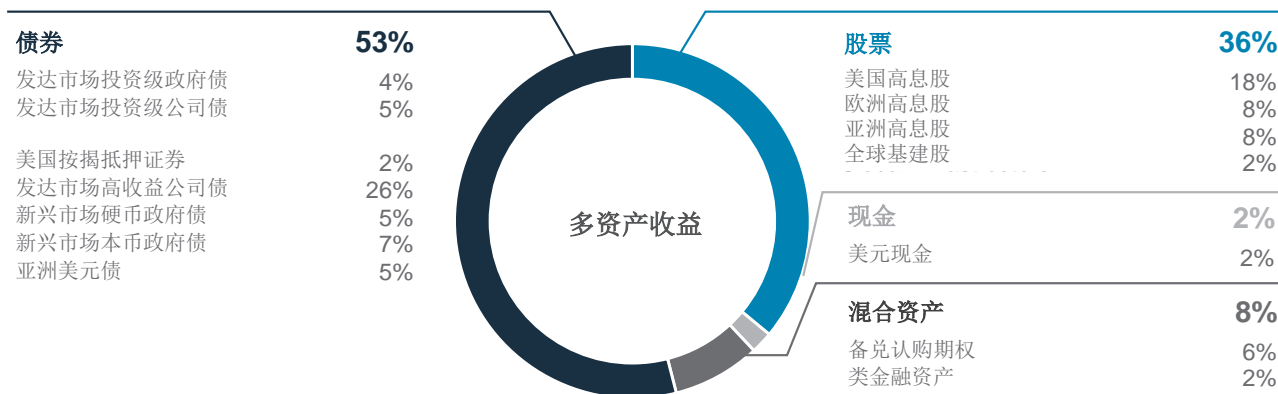


图. 8 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

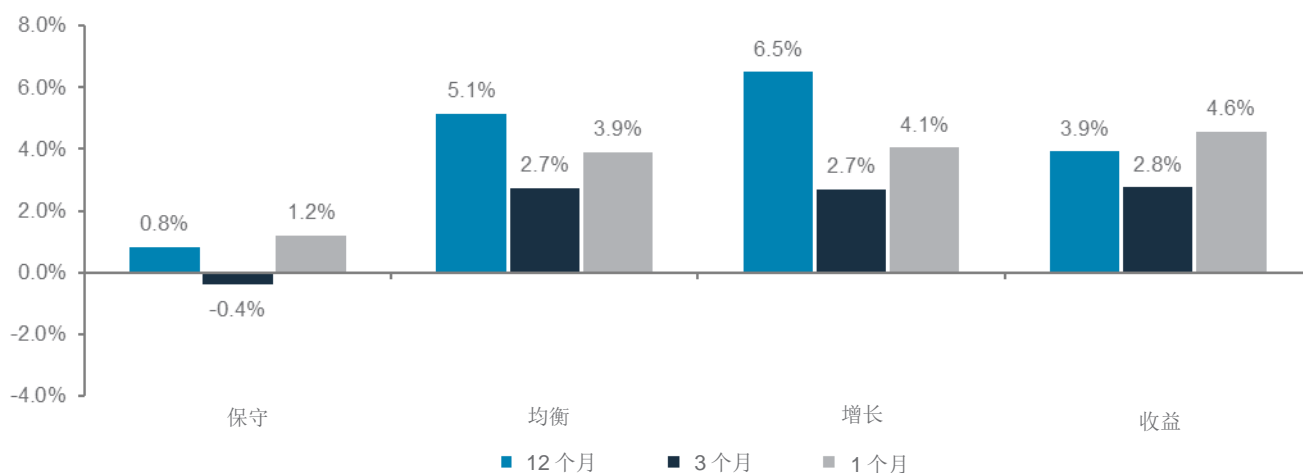
基础：战略性资产配置观点

	观点	详情
美元现金	▼	+ 安全、实际收益率 - 有可能错过其他领域的更高回报
债券	◆	
发达市场政府债	▲	+ 信用质量高、收益率吸引 -对货币政策敏感度高
发达市场投资级公司债	◆	+ 信用质量高、对收益率下降敏感 - 估值高企
发达市场高收益公司债	◆	+ 收益率吸引、利率敏感性低 - 估值高企、对增长敏感
新兴市场美元政府债	▼	+ 收益率吸引、对美国收益率敏感 - 新兴市场信用质量、选举 / 政治风险
新兴市场本币政府债	◆	+ 收益率吸引、有政策利率下调空间 - 美元走强、选举 / 政治风险
亚洲美元债	◆	+收益率适度吸引、波动性低 - 中国房地产风险蔓延、投资级债估值高企
股票	▲	
北美	▲	+ 盈利增长强劲、消费坚挺 - 高利率的影响
欧洲（除英国）	◆	+ 低廉的相对估值 - 仍然疲软的周期和结构性增长前景
英国	▼	+ 估值、股息收益率吸引 - 滞胀风险、政局不稳
日本	▲	+ 估值合理、股息 / 股票回购增加 - 日圆预计走强
亚洲（除日本）	◆	+ 盈利反弹、中国的政策支持 - 中国的结构性增长忧虑
黄金	◆	+ 投资组合对冲、央行需求、利率下降 - 弹性美元
另类策略	◆	+ 多元化工具特征 - 股票、公司债波动性

资料来源：渣打全球投资委员会；绿色 = 上调；红色 = 下调。

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

图.9 我们基础配置的表现*



资料来源：彭博、渣打

*2022年12月13日至2023年12月13日的12个月表现数据、2023年9月13日至2023年12月13日的3个月表现数据、2023年11月13日至2023年12月13日的1个月表现数据。

基础：多资产收益策略

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Hannah Chew
投资组合策略师



关键主题

我们认为，2023年多资产收益（Multi-Asset Income 或 MAI）投资组合的当前收益率约为 6.2%，这是吸引的水平。这与仅仅两年前形成鲜明对比，当时传统债券收益率由于主要央行减息而处于低水平，且投资者追逐收益率。我们预计，随着各国央行不再加息，且注意力转向 2024 年可能减息的时机，收益率将会下降。我们认为，收益率当前对投资者具有吸引力。

迈向 2024 年，我们正在增加债券配置。我们已增加对发达市场高收益债的配置，因为与杠杆贷款相比，它们的票息高且期限短。此举的资金来自减少对新兴市场债的配置。

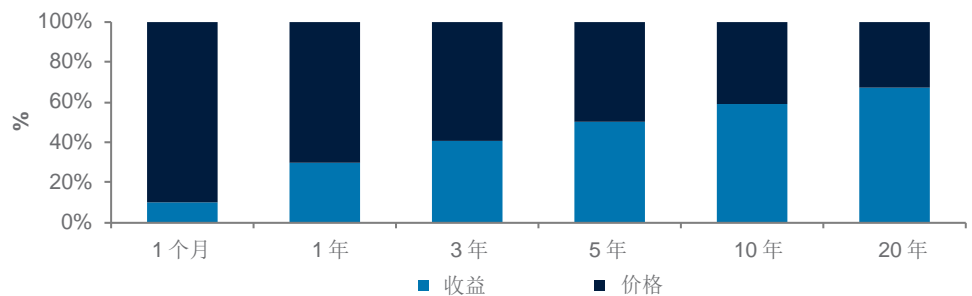
随着市场复苏，我们的多资产收益模型配置年初至今的回报率约为 8.0%。发达市场高收益债和新兴市场本币债一直是重要贡献的来源，派息股和备兑认购期权也有所贡献。

关键图表



从长期来看，
收益作为总回报
的一部分往往很重要

图. 10 60 / 40 股债投资组合在不同投资期的总回报明细**
对总回报的贡献*



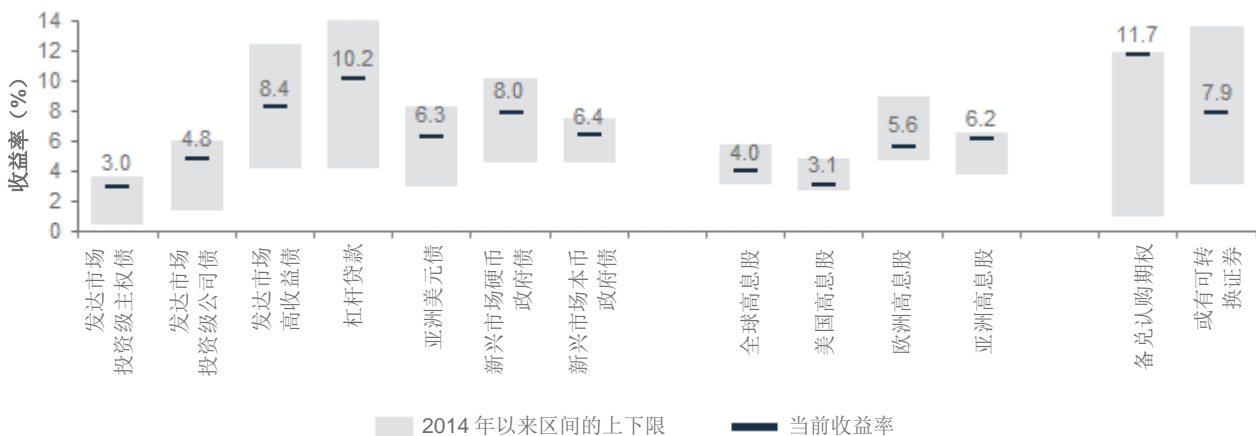
资料来源：彭博、渣打

*60 / 40 投资组合的总回报分解为不同时间范围内的收入和价格回报

**股票以明晟所有国家世界指数为代表，债券以彭博全球国债指数为代表。从 1999 年 1 月至 2023 年 11 月的月度数据

图. 11 收益资产的收益率仍然吸引，并接近历史区间的高位

最差收益率 / 股息收益率 (%)、自 2014 年以来不同收益资产的收益率区间



资料来源：彭博、渣打

或有可转换证券为复杂的金融工具。（详情还请参阅第 35 页的重要资料）

我们在 2023 年的表现如何？

我们的多资产收益配置年初至今的回报率约为 8.0%。这主要得益于我们全年对债券的大规模超配，以及发达市场高收益债和新兴市场本币债的强劲表现。在收益吸引和新兴市场央行降息的情况下，新兴市场本币债一直是 2023 年固定收益市场表现最强的领域之一。备兑认购期权也受益于股票的强劲回报，并对整体投资组合表现做出积极贡献。

为 2024 年做准备

在我们的多资产收益投资组合中，由于债市某些领域的收益率吸引，我们目前看好债券胜于派息股。尽管我们继续配置派息股，但已对我们的配置加以调整，因为信用债市场提供机会，带来与股票相似的高回报，但波动性却可能较低。

增加发达市场高收益债，减少杠杆贷款（LLs）。银行贷款标准收紧和融资成本增加已开始给公司发行人带来压力，使发达市场高收益债在信贷质量方面成为相对更具弹性的选择。此外，由于我们可能已经达到央行加息周期的峰值，杠杆贷款的浮息收益率不太可能持续下去，我们认为这是减少对杠杆贷款投资的时机。

我们减少对新兴市场的配置，包括本币债和硬币债。虽然新兴市场债的整体收益率吸引，但我们认为风险回报均衡相对均匀。相反，我们在发达市场高收益债等领域看到更有希望的收益率赚取机会，就收取票息而言，它们的收益率相若，但波动性却更低。

最后，我们已经把派息股的权重再分配给备兑认购期权。派息股的表现好坏参半，美国派息股年初至今实现了 5.1% 的正回报。相比之下，亚洲和欧洲派息股年初至今分别实现了 17.5% 和 11.1% 的优异回报率。尽管如此，我们在备兑认购期权方面看到更好的机会，因为它可以从市场波动中获益。考虑到备兑认购期权以标普 500 指数作为相关指数并投资于更广泛的行业，我们认为，如果市场反弹，备兑认购期权可能具备上涨空间。

收益投资的部分注意事项

在进行收益配置时，投资者须注意一些事项。首先，更高的收益率并不一定意味着更高的总回报。高收益债通常风险更大，并可能伴随更高的信用风险。在高利率或经济承压时期，信用风险较高的公司更有可能面临财务挑战。

管理投资组合对利率变化的敏感度也同等重要。存续期越长的债券对利率波动越敏感。因此，对于投资组合中的固定收益资产类别，在利用不同信贷质量和期限实现多元化的时候，投资者需要保持均衡。

多资产收益获益于软着陆

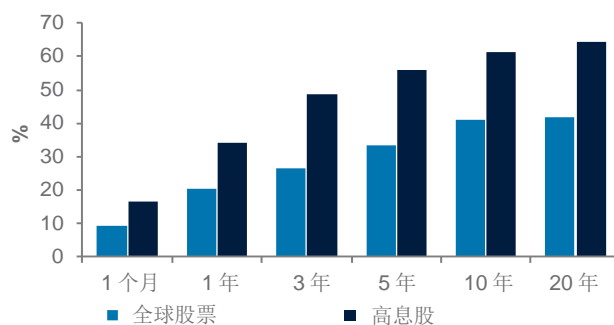
由于不同资产类别的收益率都在上升，我们多资产收益配置的收益率相对历史处于高位。鉴于我们认为美国和欧洲的央行利率将会见顶，这对投资者而言是吸引的，他们可以考虑锁定这些高收益率，并为未来几年的持续收益和可能出现的增长做好准备。

总回报很重要，但收益也不应被忽视。从广义上讲，总回报可以分为两个关键部分，即资本回报和收益回报。可以理解的是，资产价格往往会推动短期回报。然而，从长远来看，收益在总回报中所占的比例更大。

例如，在 60 / 40 股债投资组合中，在一年时间内，收益（包括股票的派息收益和债券的票息）对投资组合总回报的贡献可能不到 20%。然而，如果我们将投资期限延长到 5 年以上，收益对总回报的贡献可以达到一半以上。有一项类似的分析将收益和资本对全球股票回报的贡献与高息股进行对比，也得出了相似结论，表明了收益复利在长期的重要性。

图. 12 派息股等创收资产对总回报的收益贡献远高于传统股票

不同投资期限内对总回报*的收益贡献**



资料来源：彭博、渣打

*总回报包括了收益（股息和票息）和价格升值带来的回报。

**全球股票以明晟所有国家世界指数为代表，高息股以明晟所有国家世界高息股收益率指数为代表。从 1999 年 1 月至 2023 年 11 月的月度数据

最后，相比两年前，多资产收益配置收益率的吸引力要高得多。我们的收益配置提供了良好的股票和债券资产组合，其中债券配置的期限相对适中，为 4.8 年，使其能够在经济软着陆的情境中获益于高收益率和资本上涨。

有关客户最关心问题的看法

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Tay Qi Xiu
投资策略师

Q 投资者在 2024 年应该如何将投资组合多元化?

为了回答这个问题,我们研究了 2024 年投资者面临的两项主要风险,并评估了几种资产作为多元化工具的有效性。在第一种风险情境中,全球反通胀的最后阶段充满困难,股债相关性仍然为正,损害了债券的多元化益处。在第二种情境中,市场对软着陆的综合预期错位,美国陷入比预期更严重的经济衰退。我们发现,在通胀环境中表现成功的资产,例如流动性另类策略和黄金,其有效性在衰退中可能会降低。相反,在通胀环境中面临挑战的多元化工具,例如债券,可能会再次受到青睐。

随着反通胀情况持续,债券仍然是可行的多元化工具

虽然目前股债相关性仍高,但我们预计这只是暂时的。短期波动看似合理,但股债相关性与通胀动态有着错综复杂的联系。具体而言,在高通胀时期,通常是正相关,在低通胀时期,通常是负相关。我们发现,在历史上,当核心通胀率低于 2.8% 时,股债相关性已从正变负(图 14)。此外,债券收益率越高,就越不需要通过下降来抵消均衡投资组合可能出现的损失(图 15)。债券可以成为多元化的廉价来源,如果通胀继续缓解,债券应会重拾作为投资组合对冲工具的吸引力。

如果我们判断错了并且通胀居高不下该怎么办?

在这种情况下,正向的股债相关性将持续存在,而近年来表现良好的多元化工具应继续表现良好。我们研究将 40% 的资产添加到全球股票时投资组合波动性的减低程度,以此识别这些资产。一条“无差异线”说明了投资者对于选择美国国债或某项资产在哪个点上不存在态度差异。(图 13)

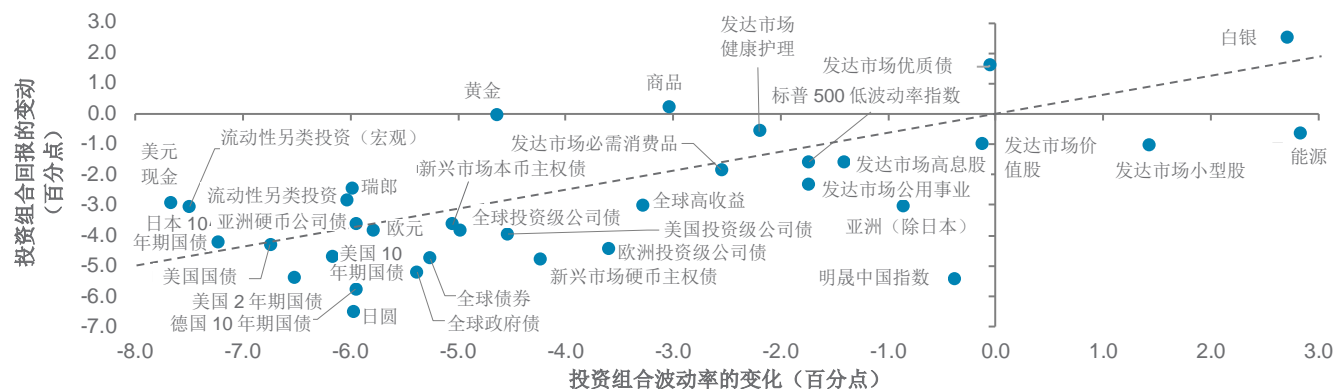
流动性另类策略和现金表现突出

相比美国国债,流动性另类策略和现金可以显著降低投资组合的波动性,而回报只会小幅下降。黄金也表现良好,在不影响回报的情况下降低了投资组合的波动性。发达市场健康护理和优质股在股票板块中脱颖而出,它们或可在不减低太多回报的情况下降低投资组合的波动性,或可在不增加波动性的情况下增加回报。全球公司债则没有吸引力。



图. 13 如果通胀居高不下且股债相关性仍然为正数,那些在近年通胀中充当有效多元化工具的资产,如流动性另类策略、黄金和现金,可能继续表现良好。

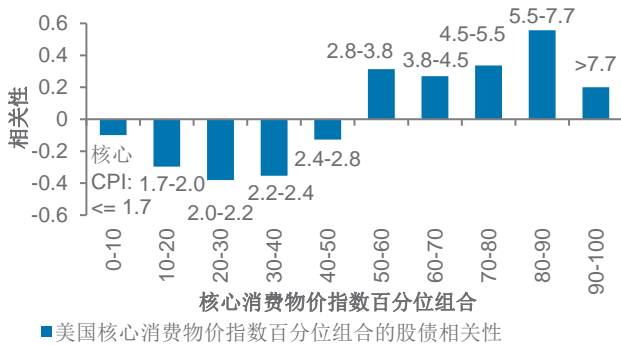
当一项资产加入全球股票投资组合(60%股票 / 40%多元化工具)时,投资组合回报和波动性变化*



资料来源:彭博、渣打。*根据 2020 年 1 月至 2023 年 11 月的数据计算

图. 14 随着通胀消退，股债相关性预计将恢复为负值

核心通胀每百分位的股债相关性



资料来源：彭博、渣打。*股票（标普 500 指数）、债券（彭博美国国债指数）。数据始于 1973 年

如果美国陷入衰退该怎么办？

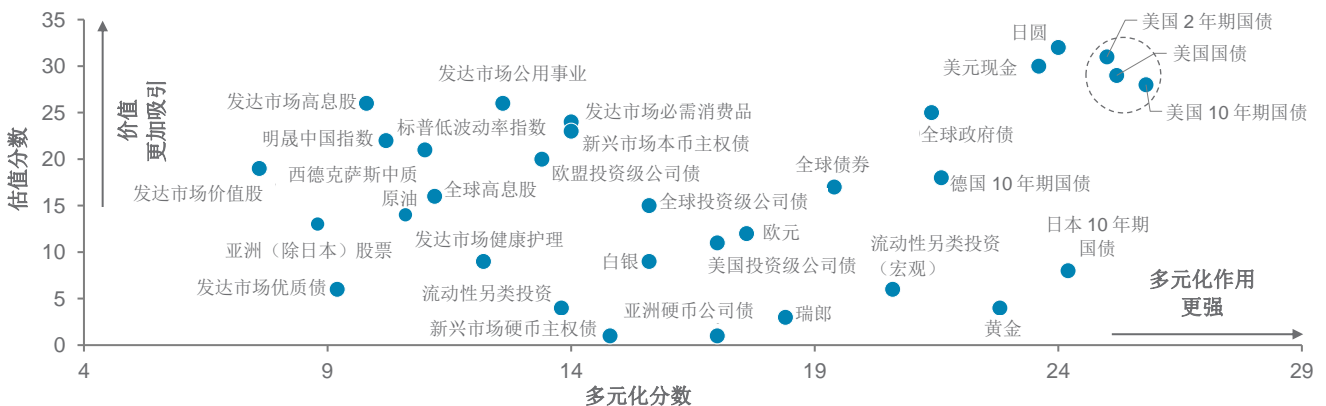
在经济衰退的情况下，可以使用另一种方法来评估资产的长期多元化质量。我们研究了 (i) 短期和长期相关性，(ii) 相关性的稳定性，以及 (iii) 关键资产相对全球股市的下行贝塔系数。然后，我们对这些多元化属性进行了排名，并将其与估值比较，得出了一系列有助于应对衰退风险的不同见解。

优质债和避险货币重新成为多元化工具

我们已经提到，随着通胀消退，政府债有望恢复其作为多元化工具的作用，但衰退可能加速这一过程，毕竟各央行会下调政策利率以应对增长放缓。优质公司债也很突出。它们的价值适中，意味着它们对经济软着陆不会定价过高，且拥有仅落后于最保守避险资产的多元化质量。日元看起来也很有趣。目前日元价格处于多年来的最低水平，美联储的政策宽松周期可能使日元大幅上涨（图 16）。虽然流动性另类策略作为多元化工具依然大放异彩，但从估值来看，它们的吸引力在比较中相形

图. 16 长期来看，政府债仍是最好的多元化工具

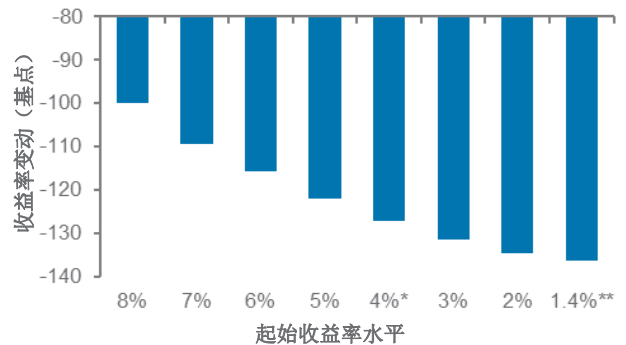
资产类别按估值和多元化质量排名。数据从 2010 年 1 月到 2023 年 11 月。



资料来源：彭博、FRED、渣打。估值基于平均市账率、市销率、市现率、市盈率、股票价格 / 前瞻盈利、利率债实际收益率、外汇实际有效汇率、信用期权调整价差和经通胀调整后的商品价格的 10 年百分位。

图. 15 高收益率为股票损失提供缓冲

对于 60 / 40 投资组合中，抵消其中股票 10% 的年度损失需要美国 10 年期国债下降的幅度



资料来源：彭博、渣打。*当前收益率截至 2023 年 12 月 13 日；**抵消股票损失所需的最低要求收益率

见拙。对冲基金策略，尤其是全球宏观策略，往往在利率高波动期间表现良好，此时市场之间的分散性为老练的管理者提供了丰富机会。近年来，这让此资产类别受益颇多。然而，全球经济衰退可能导致利率下降，使基金经理创造超额收益更具挑战性。同样，黄金作为多元化工具的表现仍然不错，但它已领先于实际利率。黄金仍可作为对冲地缘政治危机的工具，但其相对高的估值意味着上行空间可能有限。

投资影响

在高度不确定的环境下，2024 年充满挑战。这使得保持灵活和选择正确的多元化工具成为保护你的投资组合的关键一步。政府债仍是首选的多元化工具，但如果股债相关性保持正向，则应转向流动性另类策略、黄金和现金。相反，如果发生衰退，传统避险资产就比较合适，优质公司债也可考虑。

宏观概况 - 一瞥

Rajat Bhattacharya
高级投资策略师

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们预计全球反通胀趋势将延续到 2024 年，进而提高实际收入。疫情期间积累的过剩储蓄对消费的提振也将持续更久，且有迹象表明全球库存周期正在复苏。有鉴于此，我们认为至少在 2024 年上半年，美国软着陆的可能性才会增加。然而，由于政策利率收紧和财政刺激消退，我们的领先指标继续预示明年美国经济衰退的风险上升。尽管美联储在 12 月政策会议上暗示其政策立场刚刚从对抗通胀转向支持增长，但预计明年只会减息 75 个基点。我们预计美联储到 2024 年底将减息 125 个基点，因为衰退风险在下半年上升。

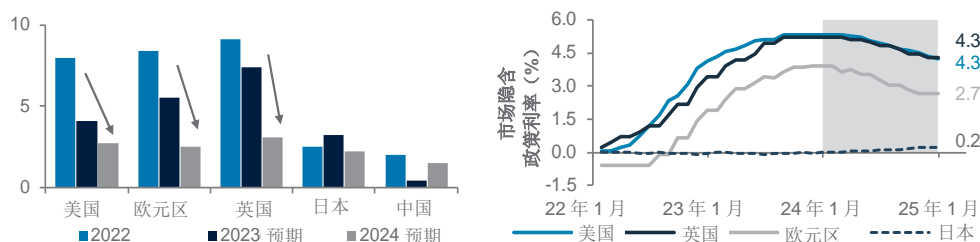
欧洲和中国的前景仍相对疲软。欧洲仍面临滞胀风险（增长急剧放缓，通胀高企）。欧元区财政政策稳定措施的延长应缓解部分下行风险，但创纪录的高政策利率继续收紧金融状况。在中国，国内消费具有弹性，但商业信心依然疲软，即便政府出台了一系列政策宽松措施并为房地产业提供支持。尽管当局继续避免采取大规模刺激措施，专注于“优质”增长，但我们预计中国会出台有针对性的财政和货币措施来扶持 2024 年经济增长。

关键图表

全球反通胀趋势在 2024 年可能延续，使各央行能够大幅减息。降低政策利率应可帮助经济避免急剧下滑，并在 2024 年上半年实现软着陆

图. 17 延续的反通胀趋势可能使决策者能够在 2024 年采取宽松政策

消费通胀的综合预期（同比%）；关键政策利率的货币市场预期



资料来源：彭博、渣打；2023 年预期和 2024 年预期为彭博综合预期

货币政策*	宏观因素利好风险资产	宏观因素利空风险资产
美国 ▼ ◆ ▲	+ 就业市场强劲、储蓄支持需求 + 反通胀、稳定工资提高实际收入 + 健康的资产负债表；美联储 2024 年放松政策 + 制造业、资本支出复苏的初步迹象	- 政策利率高企维持了衰退风险 - 贷款条件收紧；信贷紧缩 - 财政刺激、过剩储蓄消散 - 美联储政策失误、违约率攀升、学生贷款
欧元区 ▼ ◆ ▲	+ 就业市场强劲、储蓄支持需求 + 反通胀、稳定工资提高实际收入 + 工业复苏的初步迹象；欧洲央行将放松政策	- 出口疲软、财政和信贷紧缩 - 制造业低迷；服务业走弱 - 政策收紧、欧洲央行政策失误、俄罗斯风险
中国 ▼ ◆ ▲	+ 宏观经济复苏迹象；正常化的消费 + 财政和货币政策优先考虑经济增长 + 房地产行业放松；“绿色”投资	- 房地产、地方政府融资平台领域疲软；地缘政治风险 - 疲软的外部环境拖累出口 - 投资外流、疲软信心、通缩
日本 ▼ ◆ ▲	+ 趋势增长；健康的信贷增长和资本支出 + 延续的工资增长、稳固的国内需求 + 日本央行的宽松政策；政府经济方案	- 疲软的外部环境拖累出口 - 扩大的通胀；强有力的工资谈判 - 日本央行收紧政策和日元走强的风险
英国 ▼ ◆ ▲	+ 就业市场强劲、储蓄支持需求 + 反通胀、稳定工资提高实际收入 + 稳定的财政政策前景；英国央行将放松政策	- 政策利率高企维持了衰退风险 - 财政整固、金融条件收紧 - 选举带来的不稳定；脱欧相关中断

资料来源：渣打全球投资委员会；*下一步行动

图例：▲ 政策收紧 | ▼ 政策放宽 | ◆ 政策中性

首要宏观问题

你是否仍然预计美国会陷入衰退？我们的基础看法是美国经济在 2024 年上半年实现软着陆（增长低于趋势但为正向），衰退如果发生，则可能延迟到 2024 年下半年。此观点与美联储在 12 月政策会议后的展望一致。推动这种转变的因素是：

(i) 疫情期间积累的过剩储蓄和结构性紧张的就业市场推动了有弹性的消费；(ii) 持续的反通胀提振了实际可支配收入，使美联储能够比先前预期更早减息以支持增长；(iii) 由于生产设施回流，增加对工厂的投资，由于结构性住房短缺，增加对住宅的投资；和 (iv) 全球库存周期反弹。美国经济衰退仍是我们全球宏观经济前景的主要风险，最有可能在 2024 年下半年发生。

疫情期间积累的**美国过剩储蓄**水平一直是讨论最激烈的主题。在美国经济分析局（BEA）下修美国 22 年来的历史储蓄率之后，市场对过剩储蓄的预期上修。过剩储蓄预期（不同预期在 5000 亿美元至 1 万亿美元之间）的提高意味着由消费驱动的扩张可能比先前预期持续更久。

与此同时，**结构性紧张的就业市场**意味着雇主不会急于解雇员工。带来的影响是，如果出现经济衰退，美国失业率升幅可能小于过去 8 次衰退的平均升幅，也就是小于 3 个百分点。结构性紧张的就业市场也有助于维持消费。

反通胀持续下去，推高了美国的实际收入并使美联储得以减息，是我们预测美国经济软着陆的另一个关键动力。越来越多的迹象表明，下一年服务业通胀可能跟随商品通胀走低。旧金山联储的模型显示，住房通胀今年一直在支撑服务业通胀，到明年年中可能转为负值。市场租金放缓也表明了这一点，官方数据比市场数据滞后 6 至 12 个月。与此同时，美国生产率近年来有所提高，应有助于通胀更快回到美联储 2% 的目标水平。

最后，**美国工业领域正在复苏**，因为回流和拜登总统的“绿色”基建推动措施，使制造工厂的投资蓬勃发展。全球库存周期正在复苏，应该有助于重振低迷的制造业。

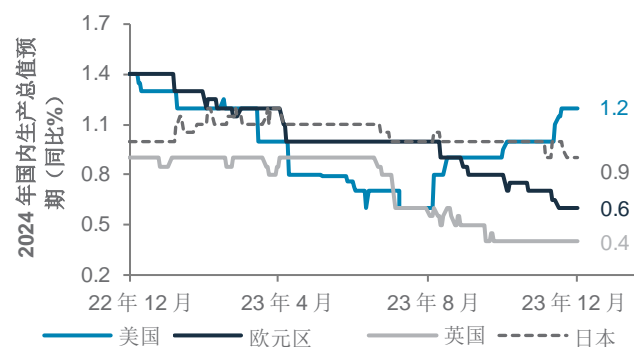
尽管有这些积极的推动因素，但**美国衰退可能只是延迟发生，而不是得以避免**。10 项关键经济指标（LEI）的领先指数在过去 16 个月出现同比下降，这种趋势历来先于经济衰退。此外，美国国债收益率曲线自去年 7 月以来一直保持倒挂状态。在历史上，美国经济衰退的开始出现在 2 年期国债收益率超过 10 年期国债收益率（本周期：2022 年 7 月）之后的 9-22 个月（中位数：16 个月）以及收益率曲线再次持续转为正值之后的 2-6 个月（尚未发生，不过 1982 年曲线在衰退开始近一年后转为正值）。根据这段历史，经济衰退在 2024 年某个时候开始的可能性仍然很大。

欧元区是否陷入衰退？欧元区经济可能已经陷入衰退，在 2023 年第三季度就已萎缩。最新的商业信心指标（采购经理人指数）显示，服务业活动自 8 月以来一直在萎缩，同时制造业仍然低迷。欧洲央行创纪录的政策紧缩已导致贷款标准更加严格。在去年的俄罗斯制裁之后，能源成本呈现结构性上升，加之就业市场紧张，导致通胀居高不下。然而，衰退可能拖累通胀走低，从而使欧洲央行明年能够减息 75 个基点。反通胀措施可能增加可支配收入，财政稳定政策有助于防止经济急剧下滑。中国经济企稳和全球制造业复苏应有利于出口商。

中国经济是否正在复苏？在一系列货币和财政政策的支持下，中国经济当前呈现企稳迹象。消费支出具有弹性，但商业信心仍然低迷。全球库存和制造周期的复苏也可能在未来几个月重振中国出口。然而，低迷的房地产行业仍是中国经济的主要拖累因素。12 月举行的年度中央经济工作会议制定了 2024 年的促增长议程。中央政府可能将官方财政赤字提高至 3.5%-4.0% 以扶持增长，而中国央行明年可能进一步降低政策利率和银行存款准备金要求。扶持房地产行业的措施也将成为焦点。

图. 18 欧洲的衰退风险处于最高水平

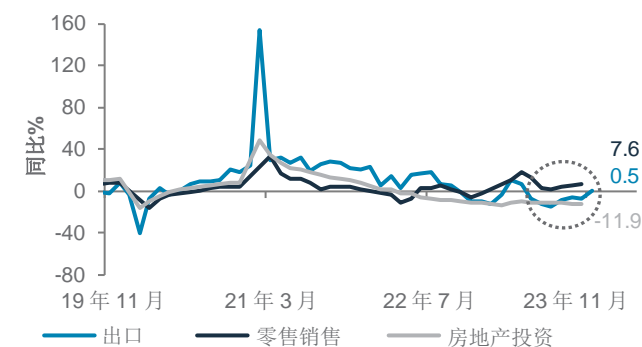
主要经济体的 2024 年增长综合预期



资料来源：彭博、渣打

图. 19 中国的国内消费仍然稳健

中国零售销售、出口和房地产投资增长



债券——一瞥

Abhilash Narayan, CFA
高级投资策略师

林奕辉
高级投资策略师

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们看好优质债，因为收益率吸引，并且随着发达市场经济体在 2024 年走弱，价格可能进一步上涨，从而压低收益率。我们超配发达市场政府债，预计美国 10 年期国债收益率在未来 3 个月进一步下降至 3.75%-4.00%，在未来 6-12 个月降至 3.25%-3.50%。尽管新兴市场货币的前景乐观，但新兴市场债的前景更加均衡，因为对新兴市场政策宽松的乐观情绪可能已经得到体现。这使我们对新兴市场本币政府债持中性观点。

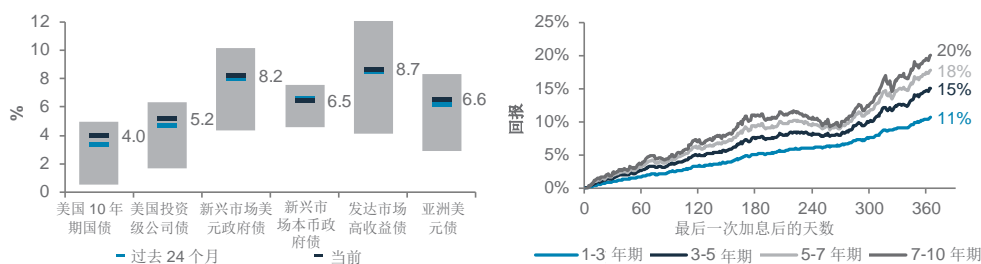
信用债方面，我们对投资级和高收益发达市场债都持中性（核心配置）观点。虽然估值上升，但这些中性配置可能是实现投资组合收益率目标的关键贡献因素。我们还对亚洲美元债持中性观点，并低配新兴市场美元政府债。中国持续实施的政策刺激是积极因素，但全球经济增长放缓和商品价格下跌构成风险。在亚洲，我们看好高收益债胜过投资级债，因为我们认为，前者的价格大幅下跌、一边倒的市场情绪和日益昂贵的投资级债已经改变了相对风险 / 回报。

关键图表

各债券资产类别的收益率已经远高于它们的长期平均水平；随着央行利率触及顶峰，期限较长的债券可能表现良好

图. 20 发达市场债仍提供吸引人的收益率；以往在政策利率周期达到高位后，期限较长债券的表现通常优于期限较短的同类债券

收益率对比 2010 年以来的区间；过去 3 次利率峰值之后，美国国债的 12 个月平均回报



资料来源：彭博、渣打

看涨理据

看淡理据

看好顺序	资产类别	看涨理据	看淡理据
1	发达市场 投资级政府债	+ 收益率吸引 + 发达市场央行的转向	- 在经济增长强劲的背景下，“更高利率持续更久”的货币政策 - 不利的供需均衡
2	新兴市场本币政府债	+ 有利的新兴市场货币前景 + 新兴市场货币政策的高度灵活性	- 与发达市场之间的利差不利 - 减息预期体现在价格中
3	发达市场 投资级公司债	+ 存续期长的债券获益于利率峰值 + 绝对收益率吸引	- 相对较窄的收益率溢价 - 信用基本面走弱
4	发达市场 高收益公司债	+ 公司信用债的基本面看似仍然稳健 + 收益率吸引	- 评级下调风险 - 违约风险激增
5	亚洲美元债	+ 地区增长继续表现优异 + 收益率吸引	- 中国经济增长前景疲软 - 违约或债券重组风险
6	新兴市场美元政府债	+ 存续期长的债券获益于利率峰值	- 商品价格通缩 - 美国和主要新兴市场国家举行大选之际的地缘政治风险

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

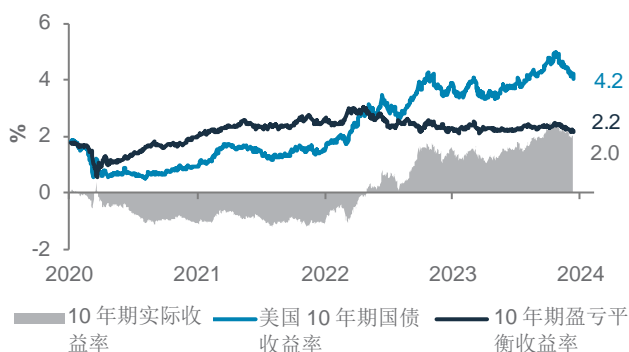
超配发达市场投资级政府债；对新兴市场本币政府债持中性观点

在发达市场，我们认为市场对政策利率已经见顶的预期增强，将成为推动发达市场投资级政府债的主要因素。收益率在 2023 年第四季度显著下降。然而，我们认为，估值仍为收益率进一步下跌留下空间，美国 10 年期政府债券的名义和实际（扣除通胀）收益率仍处于过往区间的前 25%。预计未来 3 个月美国 10 年期国债收益率将维持在 3.75-4.00% 左右，并在 6-12 个月内跌至 3.5% 以下。

在新兴市场，我们预计新兴市场货币兑美元将继续得到良好支持，这应该会对本币债券有利。此外，我们认为，去年在收紧货币政策方面领先发达国家央行一步的新兴市场央行，更有可能在 2024 年转向宽松政策。然而，我们注意到，市场已经消化了大多数主要新兴市场央行明年将多次减息的预期。这表明，减息的乐观情绪可能已经在市场价格中反映出来，收益率和货币升值将成为推动回报率的主要因素。这种平衡的前景使我们对新兴市场本币政府债持中性观点。

图 21 尽管 2023 年末收益率下降，但高实际收益率仍使发达市场投资级政府债的风险 / 回报吸引

美国 10 年期国债收益率、盈亏平衡收益率和实际收益率



资料来源：彭博、渣打

对发达市场投资级债和高收益信用债持中性观点

在发达市场，我们对发达市场投资级债和高收益公司债持中性观点。这两类债券的名义收益率依旧吸引，是整体投资组合收益率的重要来源。然而，相较美国政府债券的收益率溢价高于过往水平，表明估值偏高。美国和欧洲的贷款条件已经收紧，如硅谷银行（SVB）在 2023 年初的倒闭所示，提醒了潜在的风险。目前，收益率溢价已收窄至 SVB 倒闭前的水平，但在金融状况仍然紧张的情况下，风险 / 回报比增加了。此外，新冠疫情后的评级上调已经减缓。这些因素表明，虽然高风险信用债可能在 2024 年保持强势，但在全球经济增长大幅放缓的背景下，更广泛地倾向于优质债券是关键。

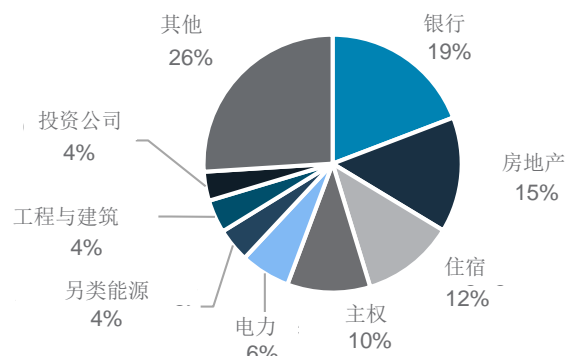
对亚洲美元债持中性观点

在 2023 年的大部分时间里，中国房地产行业的违约和债券重组对亚洲高收益债造成了负面影响。不过，我们认为风险 / 回报比正逐渐倾向于高收益债。在亚洲美元债市场，我们现在更看好高收益债而非投资级债，主要基于以下两点：

1. 亚洲高收益债的收益率约为 15%，位于过去 10 年的第 95 百分位。我们认为，这种极端的估值反映了市场过度悲观的情绪。
2. 经历了几次违约事件之后，中国房地产行业在亚洲高收益债中的比重已从一年前的 10.9% 下降到了 6.8%。我们认为，这减少了该行业进一步影响整个资产类别表现的空间。

图 22 在中国高收益房地产行业出现违约后，房地产行业在亚洲高收益债中的份额较一年前有所下降

亚洲信用债指数的构成



资料来源：彭博、渣打

注：亚洲高收益房地产行业除中国内地外，还包括香港和东盟地区的行业投资

低配新兴市场美元政府债

我们低配新兴市场美元政府债。由于对美国利率的变化较为敏感，若未来 6 至 12 个月美国收益率下降，它们可能获益。然而，这一优势被收益率溢价扩大的风险所抵消。此外，考虑到 2024 年许多新兴市场国家还将举行选举，地缘政治风险亦有所增加。

偏好投资组合期限为 7-10 年

鉴于全球通胀放缓以及预期 2024 年全球经济增长可能减缓，我们预计政策利率已接近峰值。从历史上看，美国债券收益率的高位往往离美联储利率的高位不远，而我们很可能已经超过了这一点。

鉴于历史经验和我们对收益率曲线（10 年和 20 年收益率之间的差距）更陡峭的预期，由于 2 年收益率比 10 年收益率下降得更快，我们倾向于较长期的债券，并青睐 7-10 年的美元债券配置。

股票 — 一瞥

林景蔚, CFA
股票策略部主管

Fook Hien Yap
高级投资策略师

甘皓昕
投资策略师

黄立邦
股票分析师



关键主题

鉴于我们的核心预期是美国至少在 2024 年上半年将实现经济软着陆，我们因此超配股票，特别是美国股票。随着通胀回落，美国公司显示出强大的定价能力，这有助于维持稳健的净利润率。我们也“超配”日本股票，该地区以其稳健的盈利、持续改善的公司治理以及相对于美国股票更低的估值而突出。

我们对亚洲（除日本）股票持中性观点。该地区可能拥有最高的盈利增长。我们超配韩国股票，因为对人工智能的需求可能会推动盈利增长潜力。我们对中国股票持中性观点；尽管市场情绪偏悲观，但政府正在通过零碎的刺激措施支持经济。权衡其相对强劲的盈利和高估值之间的关系，我们对印度股票持中性观点。在印度股票中，我们更看好大盘股而非中小型股。

其他方面，我们对欧元区股票持中性观点。尽管增长前景不佳，但低廉的估值和低持仓是正面因素。我们继续低配英国股票，虽然其估值低廉，但行业组成过于防守性，可能在当前全球市场反弹中表现不佳。

关键图表

盈利增长有利于亚洲（除日本）、美国和日本；在通胀回落之际，美国股票正显示出强大的定价能力

图. 23 2024 年盈利增长可能强劲；美国股票净利润率强劲

2024 年地区盈利增长；美国净利润率对比消费物价指数



资料来源：明晟、FactSet、渣打

看涨理据

看淡理据

看好顺序	股票类别	看涨理据	看淡理据
↑	美国股票	+ 公司利润率具有弹性 + 科技行业推动表现 + 对债券收益率下降更为敏感	- 过于强劲的数据导致“更长时间的高企” - 宏观不确定性：如美国大选 - 估价高昂
	日本股票	+ 公司资产负债表强劲 + 企业治理政策提振股本回报率 + 外国投资者对日本股票的兴趣	- 日圆反弹拖累公司盈利 - 日本央行收紧政策导致波动性上升 - 全球经济增长放缓
	亚洲 (除日本) 股票	+ 中国的财政和货币刺激政策 + 估值吸引、持仓偏低 + 预计 2024 年每股盈利增长最高	- 地缘政治紧张局势持续 - 结构性问题：如中国房地产 - 投资者缺乏信心
	亚洲 (除日本)	印度股票 ◆ 韩国股票 ▲ 中国股票* ◆	
	欧元区股票	+ 估值依旧吸引 + 持仓偏低 + 公司利润率和股本回报率改善	- 盈利增长疲软 - 衰退风险加剧 - 欧元区工厂活动恶化
	英国股票	+ 股息收益率高 + 估值极低 + 相对防守性的行业	- 预计 2024 年盈利增长疲软 - 大量资金外流 - 对增长行业的投资比重较轻

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

*我们对中国在岸股票对比离岸股票持中性观点。

超配全球股票

未来 12 个月，我们超配全球股票。全球反通胀趋势和美联储减息预期正在导致主要经济体的债券收益率下降。

超配美国股票

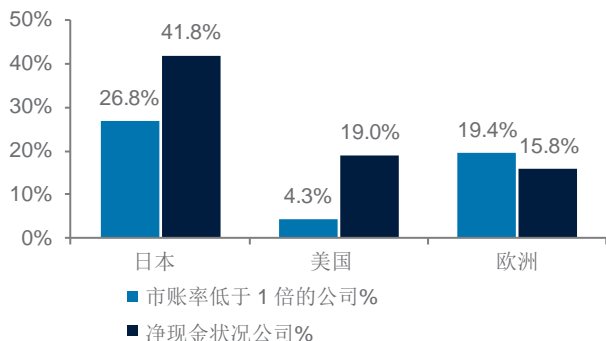
我们超配美国股票，因为科技股反弹和经济放缓的延迟有望支持明年的公司盈利。在 12 月美联储政策会议后，我们预期美联储明年将减息 125 个基点，这将对增长股有利，因为减息减少了对未来盈利的贴现影响。我们认为，高股本回报率水平（美国股票的股本回报率为 20.3%，比过往平均水平高出近 1.5 个标准差）也支持了目前相对较高的估值溢价是合理的。我们预计，持续的股票回购将在 2024 年进一步支持股价上升。

超配日本股票

我们超配日本股票。日本公司的流动性状况依然强劲，有 41.8% 的公司净现金为正数，即持有的现金超过债务，这一比例在发达市场中突出。公司治理的持续改善可能会提升估值。此外，日本居民的高现金储蓄率和日本个人储蓄账户（Nippon Individual savings Account）的改革有望增强国内投资和资金流动。然而，日圆走强可能会对 2024 年公司盈利产生不利影响。因此，我们认为日本股票投资不应以货币对冲为投资基础。

图. 24 日本公司的现金仓位比其他发达市场的公司要好

在日本、美国和欧洲，市账率低于 1 倍、净现金状况公司所占比例



资料来源：FactSet、渣打

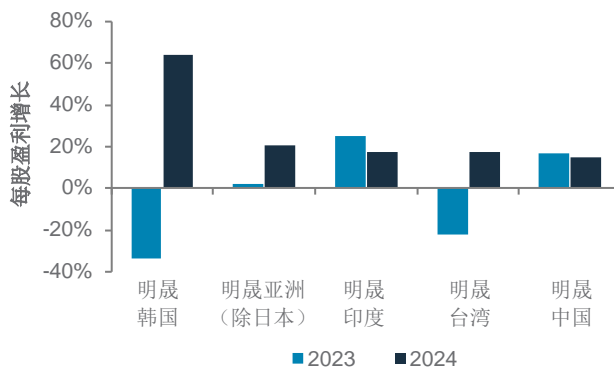
对亚洲（除日本）股票持中性观点

我们对亚洲（除日本）股票持中性观点。从积极方面来看，亚洲（除日本）的 12 个月前瞻每股盈利增长在主要市场中最高。新兴市场 and 发达市场在货币政策上的分歧，加上明年美元可能的疲软，可能有利于资金流入。然而，我们也看到了一些不利因素，包括全球经济增长放缓和投资者情绪低迷，这可能在 2024 年对市场构成压力。

在亚洲（除日本）地区，我们超配韩国股票，反映了我们对明年半导体行业好转带动盈利增长反弹的预期。自 2023 年第二季度以来，估值已大幅回落，为投资者提供了更吸引人的进入点。

图. 25 预计 2024 年韩国盈利将强劲增长

亚洲（除日本）和主要个别市场的每股盈利增长



资料来源：FactSet、渣打

我们对中国股票持中性观点。投资者仓位看空，估值极低。然而，包括房地产市场低迷和人口结构在内的结构性阻碍可能会持续存在。政策上的任何意外都可能促使投资者情绪正常化。在中国市场，无论是在岸还是离岸股票，我们都持中性观点。

我们对此地区的印度股票持中性观点。印度股市的强劲每股盈利增长，以及相对于其他新兴市场较少受中国影响是其优势。然而，无论从绝对还是相对的角度来看，其估值（12 个月前瞻市盈率为 21.3 倍）仍然较高。我们更看好大盘股，而非中小型股。

对欧元区股票持中性观点

我们对欧元区股票持中性观点。尽管利率上升和地缘政治的忧虑依然存在，但目前的估值已达到较低水平，欧元区的 12 个月前瞻市盈率比全球平均低 25.0%。且欧元区股票的持仓量相对于历史水平也较低。

低配英国股票

我们低配英国股票。在全球股市持续上升的背景下，英国股票因其行业结构偏防守性而可能表现不佳。尽管通胀有所降低，但仍然高企，这对家庭收入和支出造成了压力。与其他主要地区相比，英国 2024 年的预期盈利增长也是最低的，尽管英国股市的估值吸引和高股息收益率是其潜在的优势，但这些因素可能不足以抵消其他风险。

股市行业观点

Fook Hien Yap
高级投资策略师

发达市场的杠铃式投资方法

购买中国消费导向型行业的股票

- 我们在美国和欧洲继续采取杠铃式投资策略，倾向于长期增长型投资，并透过防守性行业来取得平衡。
- 在中国，我们会买入消费型股，如通信服务、非必需消费品和科技股。

美国

我们的观点是，买入**科技**和**通信服务**，以实现弹性增长，同时买入**健康护理**，以平衡增长放缓的风险。**科技**在 2023 年的疲软增长之后，可能会在 2024 年出现盈利反弹。增长可能受到半导体行业好转、软件公司经常性收入流和人工智能投资的推动。较低的债券收益率和较高的股本回报率支持该行业的高估值。债券收益率较低，盈利势头强劲也令**通信服务**获益。行业估值仍低于过往平均水平。**健康护理**是我们看好的防守性投资，以平衡美国经济衰退的风险。在肥胖、糖尿病和肿瘤产品的推动下，2024 年的盈利应该会从 2023 年的疲软中反弹。

其他观点：我们低配**房地产**，因为房地产估值仍在适应利率上升。然而，我们对**美国私人房地产**持中性观点，因为它在租赁住房 and 工业等吸引的细分市场中占有较高的权重。我们低配**公用事业**，因盈利修正欠佳，且上行促成因素有限。我们低配**原材料**，因为我们预计需求疲软。

图. 26 我们看好的美国行业（健康护理、通信服务和科技）
预计 2024 年的盈利增长最强劲

2024 年美国各行业每股盈利增长的综合预期



资料来源：FactSet、渣打

欧洲

我们超配**科技**，我们认为其在 2023 年和 2024 年的盈利增长最高。超过 50% 的行业由半导体公司组成——它们可能获益于人工智能投资和中国前所未有的设备需求。我们超配**健康护理**，以便在增长疲软的情况下提供防守性投资。去年药品定价落后于通胀，但现在正在迎头赶上。

中国

我们的观点是买入三个行业。中国回报率的高度分散表明，在行业选择方面存在吸引的机会。**通信服务**由媒体和娱乐公司主导，它们获益于消费者支出的增加和互联网平台上更多的变现机会。**非必需消费品**也将获益于决策者提振国内消费和中国跨境电子商务的优先事项；我们将**科技**升级为“买入”，因为过去两年科技硬件行业的盈利削减可能会在 2024 年因补充库存而逆转。我们认为科技产品的销量在增长。

其他观点：由于房地产和传统基建需求低迷，我们将**原材料**评级下调至“低配”。由于开发商违约的不确定性令投资者保持警惕，我们将**房地产**评级下调至“低配”。随着对腐败问题的忧虑消退，我们将**健康护理**的评级上调至“中性”。

图. 27 我们按地区划分的行业观点

美国	欧洲	中国	印度*
科技	科技	通信	工业
通信	健康护理	科技▲	非必需品▲
健康护理	非必需品	非必需品	健康护理
必需消费品	必需消费品	必需消费品	科技
工业	工业	能源	金融▼
非必需品	能源	健康护理▲	必需消费品
能源	金融	工业	其他
金融	通信	金融	
原材料	公用事业	公用事业▲	能源
公用事业	房地产	原材料▼	金属
房地产	原材料	房地产▼	公用事业

资料来源：渣打。*印度市场前景评论

图例：
■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配
■ 有吸引力买入
▲ 自上季度上调 | ▼ 自上季度下调

外汇 — 一瞥

Abhilash Narayan
高级投资策略师

袁沛仪
投资策略师



关键主题

我们预计美元在未来 3 个月区间震荡。自美联储 12 月会议后，市场已经进行了调整，主要货币组合可能会整固。然而，美元兑日元可能会进一步走软，而美元兑瑞郎则显得超卖。

在未来 6-12 个月，我们预计美元将轻微下跌。美联储趋向鸽派的态度支持了我们的观点，即随着全球通胀放缓，十国集团央行基本上结束了加息周期。反过来，这可能导致利差更趋于区间波动，缔造抓紧美元区间震荡的机遇。不过，随着 2024 年晚些时候硬着陆的风险上升，美国收益率差和美元面临下行风险。

我们预计欧元、澳元和日元将成为 2024 年美元走软的主要受益者。尽管市场对欧洲央行大幅减息的预期限制了欧元进一步下跌的空间，但在今年晚些时候美元疲软的背景下，欧元可能因缓慢的经济增长而受限。我们认为日本央行可能会在 2024 年第一季度进一步收紧货币政策，从而导致美元兑日元走低，因为它遵循相对利率差异。与此同时，澳元可能会从贸易价格比率（出口价格与进口价格之比）的改善中获益。

关键图表



实际（扣除通胀）利差可能会在 2024 年支持美元的看跌倾向

图. 28 稳定的利差可能推动美元整固

美元指数：预测表



资料来源：彭博、渣打

图. 29 主要货币推动因素摘要

12 个月展望	看涨理据	看淡理据
美元（美元指数）	+ 与衰退相关的避险需求、美国例外论	- 美联储转鸽、美国以外的全球增长轮动、对昂贵估值的修正
欧元兑美元	+ 随着欧盟通胀率下降，欧洲央行可能会推迟减息，提高实际利率	- 增长下行风险、银行业忧虑、能源依赖
美元兑日元	+ 日本的低名义收益率、日本央行宽松货币政策延续	- 日本国债收益率上升、日本央行可能加息、避险
英镑兑美元	+ 通胀胶着导致英国央行采取鹰派立场	- 衰退风险、消费疲软
美元兑瑞郎	+ 瑞士央行政策暂停、避险需求下降	- 出售外汇储备
澳元兑美元	+ 贸易价格比率、中国增长反弹	- 商品价格受限、避险情绪高涨
新西兰元兑美元	+ 新西兰央行采取鹰派立场，中国乳制品 / 旅游需求	- 经常账赤字上升、住房风险加大
美元兑加元	+ 脆弱的房地产市场、较低的增长	- 利差降低、油价反弹
美元兑人民币	+ 地缘政治、不利的利差	- 中国经济增长反弹、资本流入

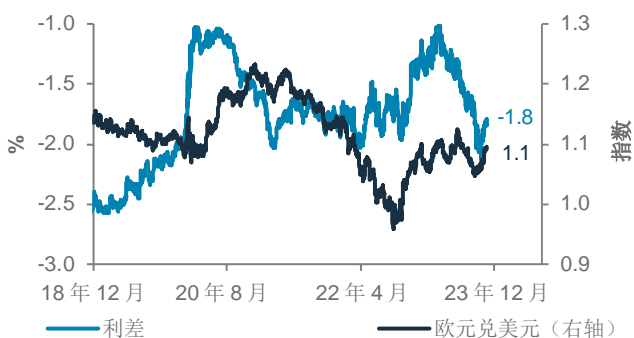
资料来源：渣打全球投资委员会

利差正在整固

欧元区通胀放缓使欧洲央行不得等待并观察过去加息的影响。再加上美联储在 12 月发出更为鸽派的信息，可能会导致欧元兑美元相对疲软。我们预计未来 3 个月欧元兑美元将在 1.10。从长远来看，随着市场情绪变得“不那么糟糕”以及美元走软，我们认为经济意外的上行空间更大。然而，缓慢的增长和 2024 年晚些时候欧洲央行的大量减息可能会限制欧元反弹的程度。因此，我们预计该货币组合将在 6-12 个月内温和上涨至 1.12。

图. 30 由于收益率差异，欧元可能会小幅走高

欧元兑美元和利差



资料来源：彭博、渣打

与此同时，英国央行可能比美联储更晚开始减息，因为英国通胀率仍是七国集团中最高的。然而，这可能会使实际收益率差异保持在一个狭窄的范围内。我们对英镑兑美元持区间震荡观点，预计未来 3 个月为 1.26，未来 6-12 个月为 1.27。

我们预计，随着美元兑瑞郎从超卖水平回调，它将在未来 3 个月反弹至 0.89。从长远来看，瑞士央行积极出售外汇储备以支持瑞郎、抵御输入型通胀的政策几乎没有改变的迹象。这一政策可能会导致美元兑瑞郎在 6-12 个月内移动到 0.88。

图. 32 亚洲货币推动因素摘要

12 个月展望	美元兑新加坡元 1.33	美元兑印度卢比 82.00	美元兑林吉特 4.53	美元兑韩元 1275
看涨理据	+ 新加坡元易受全球经济增长疲软影响 + 地缘政治事件导致油价飙升	+ 印度央行可能会增加外汇储备 + 2024 年大选带来的风险溢价	+ 外汇储备相对较低 + 商品价格风险增加	+ 易受全球经济增长和贸易的影响 + 依赖于美元和人民币的走势
看淡理据	- 国内增长稳健 - 人民币反弹	- 油价下跌缓解经常账赤字 - 强劲增长；资金流入	- 本地美元化趋势逆转 - 国内生产总值增长稳健	- 出口增长和旅游流入 - 价值低廉；资金流入

资料来源：渣打全球投资委员会

图. 31 预期瑞士央行外汇储备下降将支持瑞郎估值

瑞士央行外汇储备、瑞郎实际有效汇率



资料来源：彭博、渣打

我们预计美国 10 年期国债收益率将下降，日本央行政策收紧以及对干预的忧虑意味着我们预计美元兑日圆将继续走低，因为收益率差对日圆的支持作用越来越大。美元兑日圆可能在未来 3 个月内到达 139，并在未来 6-12 个月内迈向 135。

商品货币兑美元应该会升值。对粘性工资增长和通胀的预期应该会导致澳大利亚央行比其他央行更长时间地维持利率高位，从而支持澳元兑美元。然而，在经济增长放缓和石油市场平衡的背景下，加元兑美元更有可能整固。我们预计澳元兑美元将在 6-12 个月内升至 0.70，但预计美元兑加元将在 1.35 附近整固。

随着中国经济增长企稳，亚洲货币可能在 2024 年小幅升值。我们预计随着短期人民币涨势的巩固，美元兑人民币短期将反弹至 7.16。未来 12 个月，美国国债收益率的下降应该会减少不利的利差，帮助美元兑人民币跌至 7.00。我们预计美元兑印度卢比将在未来 12 个月内小幅下跌至 82.00。印度卢比可能获益于美元的普遍疲软和强劲的国内增长。与此同时，在新加坡，随着新加坡核心通胀放缓，新加坡金融管理局可能会在 2024 年初保持政策不变，然后与七国集团其他央行一起放宽货币政策。我们预计 3 个月后美元兑新加坡元为 1.35，6-12 个月后为 1.33。

黄金、原油 — 一瞥

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

黄金仍然是我们投资组合中的核心配置。尽管其他资产类别可能提供更高的回报潜力，但我们认为黄金是对抗重大衰退和地缘政治风险的有效对冲工具。此外，随着美联储开始减息，我们预计黄金价格将在 12 个月内进一步上升，达到每盎司 2,150 美元的历史新高，这将对实际收益率和美元产生压力。今年，央行需求一直是支持金价的主要因素，尽管实际收益率上升、美元走强和投资者需求疲软等因素对金价构成压力。我们预计，各国央行将继续购买黄金，为这一贵金属提供额外支持。短期内，持续的反通胀，加上债券收益率区间震荡，可能会导致实际收益率暂时上升，限制了黄金的上涨空间。因此，我们预计未来三个月金价可能上涨至每盎司 2,060 美元。

考虑到石油供应可能中断，预计到 2024 年底，原油价格可能会在每桶 75 美元左右波动。在 2024 年全球经济低迷的背景下，全球石油需求增长可能会放缓，给油价带来下行压力。然而，多年的投资不足导致的闲置产能减少为油价提供了下行防护。此外，我们预计石油输出国组织及盟友将对价格动态作出反应，以保持供需平衡。综合这些因素，除非出现重大外部冲击，预计 2024 年石油市场将基本保持平衡。短期内，地缘风险溢价已基本消退，但如果中东紧张局势升级，地缘风险溢价可能再次上升。

关键图表



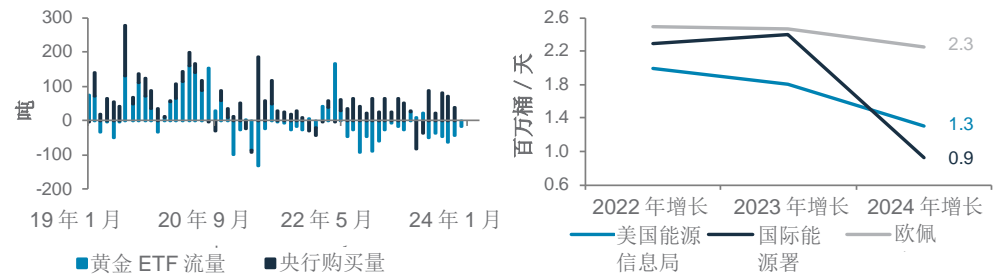
2023 年，强劲的央行需求支持黄金，但 2024 年可能会放缓

全球石油需求增长可能会随着经济增长而放缓

图. 33 央行的强劲购买量抵消了投资者疲软的需求；全球石油需求增长预计将随经济增长放缓而减弱

左图：黄金交易所买卖基金流量、央行购买量*

右图：来自各石油机构的全球石油需求增长预测



资料来源：世界黄金协会、彭博、渣打。*数据截至 2023 年 10 月

	看涨理据	看淡理据		看涨理据	看淡理据
黄金	<ul style="list-style-type: none"> + 随着经济增长减弱，美联储利率见顶 + 地缘政治紧张局势升级 + 在大多数经济衰退期间，黄金都表现领先 + 央行储备多元化 	<ul style="list-style-type: none"> - 实际收益率的上升增加了持有黄金的机会成本 - 地缘政治风险对黄金的溢价往往是短暂的 - 美元再次走强 	原油	<ul style="list-style-type: none"> + 发达市场经济体稳健 + 亚洲需求稳定增长 + 欧盟对俄罗斯原油禁运导致供应减少 + 欧佩克及盟友减产 + 低库存 + 美国页岩油投资不足 + 美国补充战略石油储备 	<ul style="list-style-type: none"> - 利率上升以及由此引发的经济衰退将打击全球需求 - 改变俄罗斯石油流动方向 - 非欧佩克国家供应增长；放宽对委内瑞拉的制裁 - 欧佩克及盟友产量合规 - 能源转型带来的需求下降
12 个月 TAA			12 个月西德克萨斯中质原油预测：每桶 75 美元		
◆					
12 个月预测：每盎司 2,150 美元	<ul style="list-style-type: none"> + 强劲的央行和季节性实物需求 + 美元疲软 + 持仓偏低 	<ul style="list-style-type: none"> - 承压情绪 - 估值苛刻 - 利率波动下降 			

资料来源：渣打全球投资委员会

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

量化观点

美国风险模型看淡股市

Francis Lim
高级量化策略师

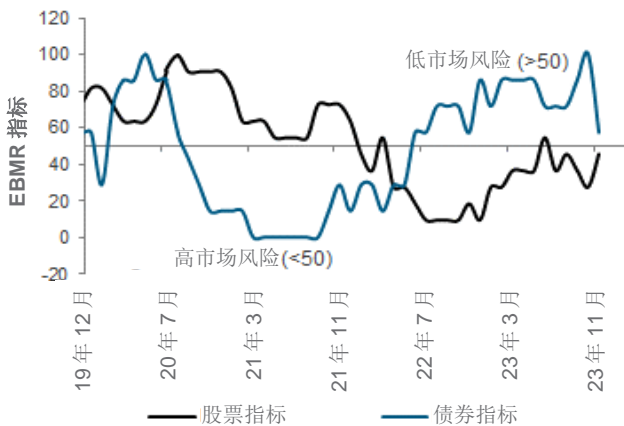
模型预测股市风险上升

我们的美国股票与债券市场风险模型（EBMR）仿真美国股票和美国 10 年期国债的下行风险。它使用 11 个经济和市场因素来创建股票和债券的风险指标。如果指标低于 50，则表明下行风险上升，反之亦然。

该模型自 7 月以来一直处于第一阶段。这意味着，它继续表明美国股市的下行风险加大，但美国 10 年期国债的下行风险较低。该模型的观点是基于几个经济和市场变量的放缓，这有利于债券等防守性资产，而不是股票。1999 年以来的历史数据显示，当模型处于第一阶段时，黄金和全球债券是最为看好的资产。然而，该模型显示，未来几个月转向第三阶段的风险增加，概率为 28-49%。

图. 34 EBMR 看淡股市

美国股市和债市的风险指标



资料来源：渣打

图. 35 到 2024 年 3 月的未来几个月的情境对比 2022 年 12 月的预测

金融市场风险周期从当前阶段 1 演变的概率和各阶段的资产偏好

模型预计 2022 年 12 月的概率

阶段	23 年 1 月	23 年 2 月	23 年 3 月	23 年 4 月
1	100%	99%	90%	41%
2	0%	1%	10%	58%
3	0%	0%	0%	1%
4	0%	0%	0%	1%

模型预计 2023 年 12 月的概率

阶段	24 年 1 月	24 年 2 月	24 年 3 月	24 年 4 月
1	38%	47%	24%	15%
2	2%	9%	7%	9%
3	44%	28%	49%	47%
4	17%	16%	20%	30%

资料来源：渣打

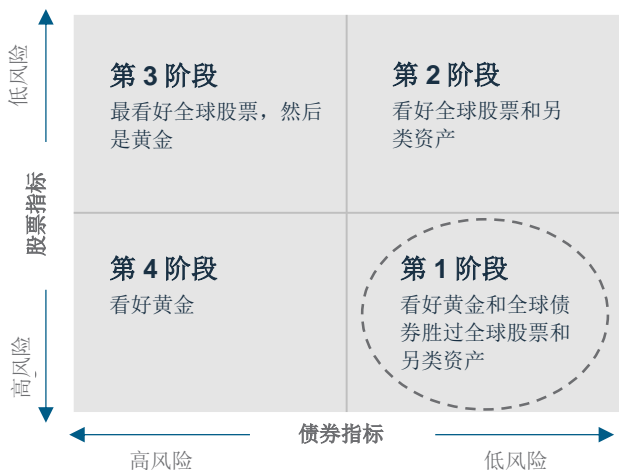
对比其他模型的信号

然而，我们的美国 EBMR 模型的信号与我们其他关键量化模型的信号形成对比。

我们的全球经济体制模型继续显示，与目前的数据相比，通胀水平明显较低，这一结果似乎与我们的基本观点一致。然而，该模型对全球增长的预测仍然疲软。可以说，这与我们的美国衰退概率模型是一致的。近期数据的改善意味着，这表明未来 1-3 个月经济衰退迫在眉睫的可能性很低。然而，在更长的 6-12 个月的时间里，经济衰退的可能性仍然很高。

从市场模型的角度来看，我们的股票-债券模型在短期内支持风险资产，该模型使用股票和债券市场的组合输入来创建短期股票市场信号。这一结论是基于(i)支持性的估值指标和(ii)在美国采购经理人指数新订单上升后，基本面指标改善。

我们的“恐惧和贪婪”指标显示，我们正处于“贪婪”的市场环境中，这与风险资产的收益是一致的。在该模型的六个组成部分中，市场动力得分最高。然而，“恐惧和贪婪”模型并不意味着“极度贪婪”，而这种“极度贪婪”通常意味着股市逆转的高风险。



追踪市场多样性

Francis Lim
高级量化策略师

关于我们的市场多样性指标

我们的市场多样性指标有助于识别由于股票、信用债、外汇及商品市场宽度下降而导致的短期趋势的潜在变化。当市场多样性下降时，这意味着由买家或卖家主导，令资产价格快速上涨或下跌。这通常不会持续，随后可能会放缓或逆转。我们的多样性指标基于一种称为分形维度的统计指数；数值低于 1.25 表示价格上涨或下跌过快。

本月市场多样性在何处减少或增加？

自 10 月中旬以来，在美国就业市场数据弱于预期以及决策者发表鸽派言论之后，股票、债券和外汇市场的市场多样性显著增加。如图 36 和图 37 所示，各资产类别内的平均多样性已大幅上升至 1.25 以上；目前没有主要资产低于 1.25 门槛。

在股票方面，我们观察到，自去年 10 月低位复苏以来，股票的多样性急剧增加。此后，大多数市场的平均复苏幅度都超过了 9%。美国股市领涨（+14.7%），创下年初至今收市新高。目前，股票市场的高度多样性是积极的，因为这表明市场定位不太可能导致逆转。美国是年初至今表现最好的主要股市，其表现比明晟所有国家世界指数高出约 5%。相比之下，中国是年初至今表现最差的主要股票市场，其表现比明晟亚洲（除日本）指数低约 14%。

图. 36 按资产类别划分的平均市场多样性分数

资产类别的多样性仍然很高

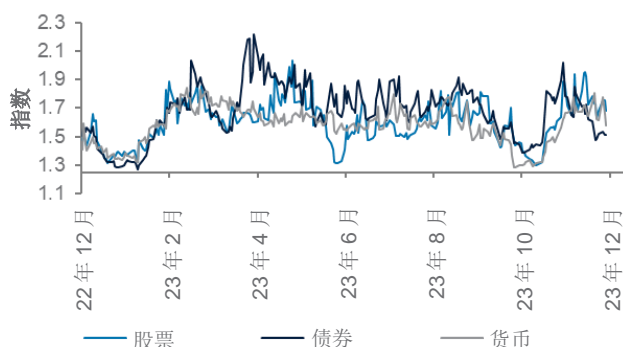
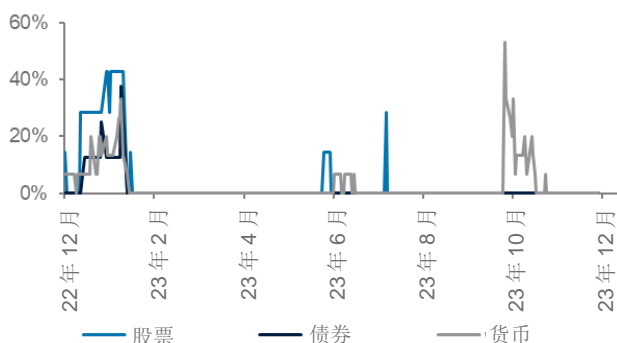


图. 37 多样性分数<1.25 的资产百分比

所有主要资产类别都没有出现逆转的迹象



资料来源：彭博、渣打

就债券而言，在 11 月初短暂飙升之后，市场多样性有所减少，但平均水平仍较高。在 10 月份，我们成功地指出了发达市场政府债（自那时以来上涨了 6.9%）和美国 10 年期债券收益率（自那时以来下跌了 90 个基点）的反转信号。全球高收益债券的市场多样性水平最低，为 1.44。

货币方面，我们的多样性指标也显示美元兑多种货币在 10 月份出现逆转。从那以后，美元指数下跌了 3.5%，欧元、英镑、澳元和瑞郎兑美元都升值了。各种货币的市场多样性仍然很高，这表明趋势立即逆转的风险很低。

商品方面，黄金的市场多样性从 10 月份的 2.1 降至 1.43。自去年 10 月的低位以来，金价上涨了 11%。我们建议密切关注它，以防多样性得分低于 1.25 的临界水平。

图. 38 主要资产的多样性

股票	市场多样性	30 日多样性趋势
明晟美国	●	→
明晟欧洲	●	→
明晟英国	●	↑
明晟日本	●	↑
明晟亚洲（除日本）	●	↑
固定收益		
发达市场政府债	●	→
发达市场投资级公司债	●	↓
全球高收益债	●	↓
新兴市场美元债	●	↓
亚洲信用债	●	↓
货币		
欧元兑美元	●	↑
英镑兑美元	●	↑
美元指数	●	→
商品		
黄金	●	↓
西德克萨斯中质原油	●	↓

资料来源：彭博、渣打；截至 2023 年 12 月 13 日

图例：○ 极低 ● 低 / 适度 ● 高

全面管理财富的方法

渣打财富精选

聚焦你的目标、原则和流程

新的一年是重新评估目标和重要事物的绝佳时机。在你为未来一年的计划时，不妨花时间检视你的投资组合。我们明白，每个人对待自己的财富都有不同的方式。然而，真正重要的是你对自己的财富之旅感到掌控，并且能够稳妥地确保你的财务未来。

在金融世界的复杂环境中，我们的目标是帮助你保持专注。我们的《2024 年展望》深入剖析市场动态，指引你的资产配置，以便最佳地为未来定位。为了帮助你做出明智的投资组合决策，我们采用全面方法协助你管理财富。“渣打财富精选”是一套框架，专注于理解你财富的目的，用原则指导你的投资决策，并通过严谨的流程实现你的财富目标。

展望 2024 年，请务必遵循“渣打财富精选”的几个关键原则。保持规律。专注于你的财富目标。控制情绪。不要让短期市场的喧嚣转移你对长期财富目标的注意力。

目标 今日、明日 和未来

我们的财富管理方法是依据你對自己、家人及他人于“今日、明日和未来”的愿景之上。随着生活的变迁，你的需求、生活目标和偏好也会随之改变。不过，在每个阶段，明确的目标对于指导你的投资决策至关重要。

我们采用“今日、明日和未来”的策略，区分短期（今日）与中长期（明日和未来）使用的资产，通过这种方法，我们可以为你的投资组合制定不同的策略，旨在帮助你实现短期和长期的目标。

“今日、明日和未来”规划对你来说是独一无二的。我们的专家团队与你密切合作，根据你的“今日、明日和未来”的需求，建立一个多元化、长期的基础投资组合。此外，我们还加入了机会型投资策略，以把握短期机遇，并提供足够的保障，以实现你及家人的目标。

“今日、明日和未来”策略

为今日作出规划

需要确保以流动性和收入流向为主。需要确保有足够的流动资金和收入，以满足眼前的日常需要。

为明日提供保障

需要一个多元化的投资和保障组合，以增长为目标，同时确保考虑通胀，并减低风险。

建立未来

由于投资期可能长达几十年，所以更注重长远回报，也会考虑商业利益、房地产、收藏品或慈善基金。

原则

经得起时间考验

为了确保你的投资决策保持稳健且一直适用，遵守经过时间考验的原则，这可让你的“今日、明日和未来”策略取得成功。我们利用五项财富原则来指引和保障你的财富决策。



保持规律 – 确保你的情绪稳定并保持谨慎

- 对乐观和恐惧等情绪的反应，可能导致投资者在情况最差的时候做出糟糕的投资决策
- 制定计划并坚持下去，有助你顾全大局



多元化 – 简而言之，不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里

- 持有各类金融资产以降低风险。在基础投资组合中，多资产的多元化很重要
- 保证你的投资组合包含一系列相关性较低的资产类别和投资



在市场投资的时间 – 较投机更优胜

- 预测市场何时遭抛售很困难，确定退出和重新入市的时机也不容易

- 错过市场表现最佳的日子可能对你的投资组合产生重大不利影响
- 注重“在市场投资的时间”以及在入市时从长远出发，可提供更稳定的回报，让你的财富之旅无忧无虑



风险与回报 – 确保风险与回报匹配

- 为实现更高的投资回报，你必须接受投资组合会承受更高的风险水平
- 因此，重要的是理解风险并持续管理风险



保障 – 避免因为意外而措手不及

- 尽管你现在觉得自己身体健康，或者认为自己财务稳定，但保障计划使你有可能渡过经济不稳定的时期，并减轻不可预见事件对你财富造成的长期影响
- 好的保障计划不仅保护你现在的财富，并按今天的价值来衡量你未来的收入

流程

采用全面方法管理财富

我们遵循严格的流程，务求在构建和管理投资组合时，符合你的需求和目标。

然而，市场在不断发展，你的需求也在不断变化。因此，我们鼓励你定期进行投资组合审查，以确保你的投资组合与今日、明日和未来的目标保持一致。这种积极主动的方法包括根据我们首席投资办公室的见解进行战略再平衡。

了解更多

扫描下面的二维码，了解更多关于渣打财富精选提供的方法，以增加、管理和保护你的财富。



五步流程



请联络你的客户经理协助检视投资组合。

建立稳健的投资组合

吴诗洁, CFA
资产配置主管

Tay Qi Xiu
投资策略师

Hannah Chew
投资组合策略师

在本文件中,我们对资本市场假设(Capital Market Assumptions 或 CMA)进行了年度更新,并估计全球主要资产类别在未来七年策略期内的回报率和波动性。这些资本市场假设应被理解为对前瞻收益的中心趋势估计,并非具体预测或预期回报。我们将它们视为对各类资产可能回报的方向、规模和排名的指导性估算。在任何特定时期,这些资产类别的实际回报可能出现显著偏差。

在我们提出 2024 年的长期资本市场假设时,经济形势似乎正经历重大转变。过去几十年的反通胀势力正逐渐让位于一个特征为通胀波动性增加和政府干预加强的新阶段。

目前通胀正在回落,促使主要央行暂停加息步伐。但在许多二十国集团经济体中,通胀率仍高于目标水平。目前尚不确定这是否会导致政策失误。过去的经验教训提醒人们不要过早放宽政策,以免阻碍控制通胀的努力。不断变化的通胀风险凸显了全面评估的重要性,这不仅包括对资产回报的评估,还涉及指导投资组合多样化的原则。(参阅第 11 页《有关客户最关心问题的看法》一文)

有何变化?

我们的全球股票-债券投资组合的预期回报率为 5.6%,比去年下降了 27 个基点。尽管这一比例略有下降,但在 2021 年底达到高位后,60/40 投资组合的估值与过往常态大致相符。这代表了合理的价值,对于长期投资者来说仍然是一个很好的起点。

债券收益率上升提供了更大的安全边际

债券的预期回报率已显著提高。2023 年,美国 10 年期国债收益率一度突破 5%。虽然名义收益率自那以来有所下降,但实际收益率(通过从名义收益率中减去通胀预期计算得出)仍高于 2%。

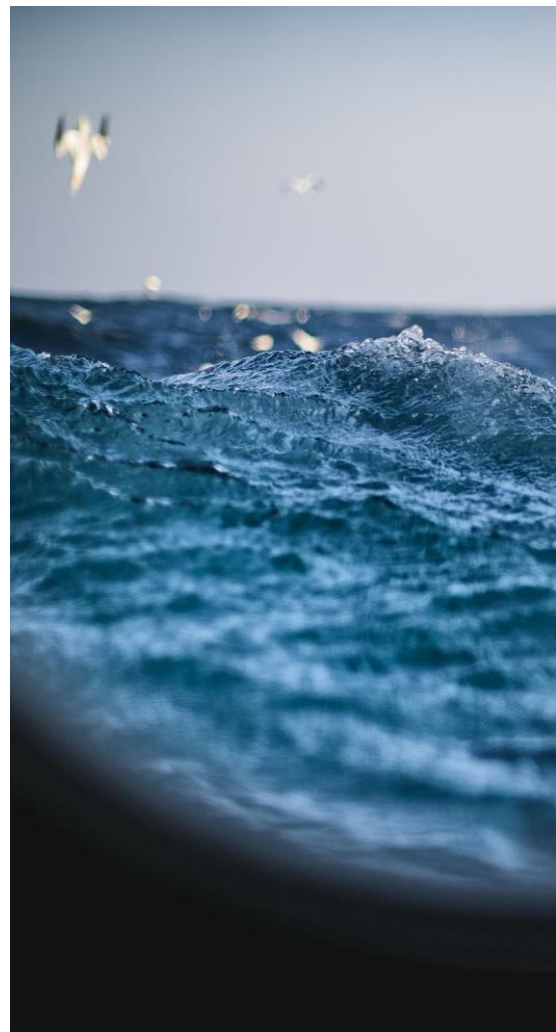
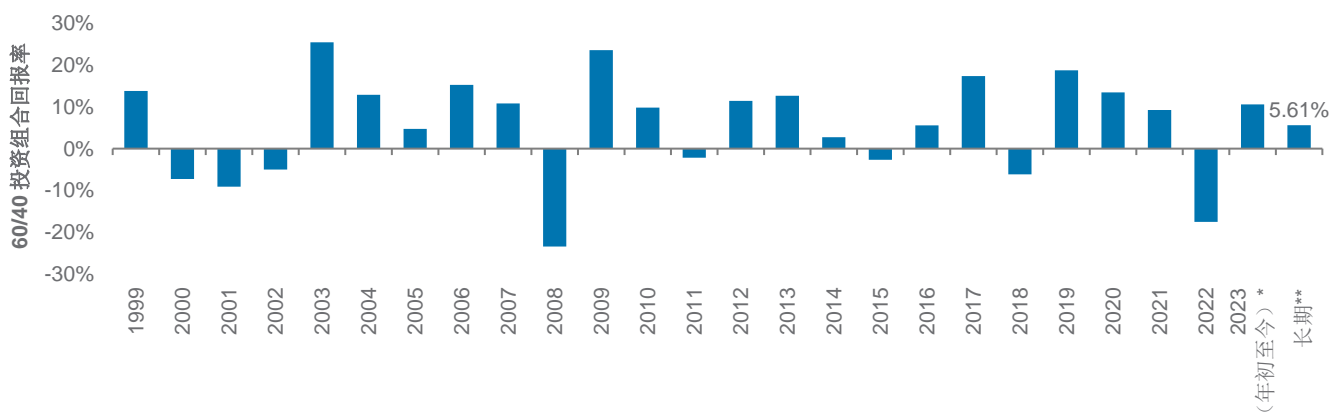


图. 39 对于长期投资者来说,60/40 的股票债券组合仍然是一个很好的起点

60/40 的过往表现和预期回报率



资料来源:彭博、Mercer、渣打。使用的指数为明晟所有国家世界指数和彭博全球综合指数。

*截至 2023 年 11 月底。**基于全球股票和债券 7 年资本市场回报假设

在过去 20 年里，实际收益率一直徘徊在 2.5% 以上的时间不到 9%，这使得当前的收益率对许多投资者具有吸引力。

图. 40 较高的初始收益率意味着随后几年的债券回报会更高
彭博美国总债券指数回报与初始收益率*

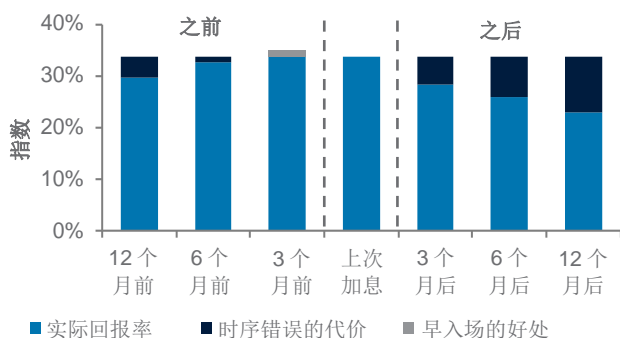


资料来源：彭博、渣打。

较高的初始收益率有利于固定收益资产，提供更好的保护和投资组合多样化，特别是面对增长风险的优质债券。尽管可能有人担心加息周期是否已经见顶，但历史表明，早开始投资债券比晚开始投资要好。在上次加息之后，投资者推迟投资的时间越长，一旦市场对减息的开始进行定价，机会成本就越大，前瞻回报就越低。

图. 41 在加息周期的早期投资债券是有好处的

债券在不同入场点的回报



资料来源：彭博、渣打

信用债提供股票般的回报，但并非没有风险

美国信用债的回报预期基本没有变化。发达市场投资级债的预期回报率稳定在 5.8%，不过考虑到 BBB 级债券的权重高于正常水平，以及较高的融资成本可能冲击高杠杆地区，存在下行风险。

高收益债券和杠杆贷款的预期回报率分别为 6.5% 和 7.1%。考虑到潜在的降级，特别是从投资级降级到高收益（“堕落天使”）的潜在风险，发达市场高收益债的利差假设增加了 9 个基点。然而，与过往相比，该指数中较低评级债券的比例较低，减轻了这种影响。

股票回报较低，估值较高

由于更高的初始估值和更高的利率，股票回报率全面小幅下降，这给市盈率设定了上限。尽管估值不是可靠的择时工具，但它们往往是长期回报的强大推动力。我们预计，总体而言，全球股票的名义年化回报率将达到 6.2%（以美元计），其中亚太地区（不包括日本）的回报率最高，为 7.4%。

美国股票的预期回报率已降至 5.7%。公司利润率有所下降，但仍高于过往均值，尤其是在利润丰厚的高利润率企业（尤其是科技行业）占据主导地位的发达市场。围绕人工智能的乐观情绪可能会进一步提高生产率和利润率，但也应考虑到下行风险，例如本土化外包和更高的工资压力。

由于长期增长预期较低和全球化放缓，我们下调了新兴市场和亚洲（除日本）股票的预期回报率。新兴市场回报对发达市场回报的溢价继续下降，原因是新兴市场与发达市场之间的相对增长差距缩小，以及新兴市场的增长对收益的传导令人失望。

另类投资仍然吸引，也是抵御通胀风险的有效多元化工具

尽管面临着持续的挑战，另类投资对于投资组合多元化、提高回报和确保投资组合的弹性仍然很有价值。包括房地产和基建在内的实物资产预计将保持稳定的回报，并有助于投资组合多元化。虽然金融工程的影响可能有限，但净营业收益可以得到通胀挂钩或租金增长的支持。可持续性和关键性是支持实际资产估值和预期回报的关键考虑因素（8.4%）。

预计私募股权将产生很高的绝对回报。尽管高昂的融资成本和充足的资金可能是有害的，但 2023 年中小型股的表现不佳，将使专注于将上市公司私有化的公司的入市市盈率降低。

私人信贷预计将成为增加收入的一个来源，但违约率预计也将缓慢上升。基金经理的承销纪律、投资组合多元化以及行业和年份投资将是关键。

展望未来，多元化投资组合的回报率可能低于去年，原因是主要资产类别之间的利差收窄——股票回报率较低，债券和现金回报率较高。这意味着自上而下地改变股票和债券的资产配置，效果将不如以前。因此，投资者应该专注于寻找机会型投资观点，并借着经验丰富的经理来提高他们的投资组合回报。

图. 42 股票的回报假设已被下调，而优质债券预计将在未来表现更好

关键资产的七年资本市场假设

	2024 年预测				2023 年预测		
	预期 回报率 (年化)		预期 波动率 (年化)		预期 回报率 (年化)	预期 波动率 (年化)	
第一层级	美国现金	4.2%	↑	1.3%	↑	3.8%	0.7%
	全球债券	4.7%	↑	5.6%	↓	4.0%	6.1%
	全球股票	6.2%	↓	18.5%	↑	7.2%	18.4%
	全球高息股	7.7%	↓	17.2%	↑	8.1%	17.2%
	流通性另类策略	6.2%	↓	5.0%	↑	6.3%	4.6%
	所有商品	4.5%	↑	29.3%	↑	4.0%	29.3%
	黄金	4.2%	↑	16.7%	↑	3.9%	15.1%
债券	发达市场政府债	4.3%	↑	6.0%	↓	3.3%	7.3%
	发达市场投资级信用债	5.8%	↑	7.0%	↑	4.8%	7.0%
	全球高收益债	6.5%	↓	11.9%	↑	6.9%	10.3%
	优先贷款	7.1%	↑	8.3%	↑	6.9%	8.3%
	新兴市场硬币政府债	8.2%	↑	11.1%	↑	7.1%	9.0%
	新兴市场本币债	7.2%	↓	12.1%	↑	7.6%	12.0%
	亚洲 (除日本) 美元债	6.4%	↓	5.7%	↑	6.5%	5.7%
	中国离岸债券	4.1%	↓	6.2%	↓	5.8%	6.3%
股票	发达市场股票	6.0%	↓	17.7%	↓	6.9%	18.1%
	新兴市场股票	8.1%	↓	26.4%	↑	9.0%	24.3%
	亚洲 (除日本) 股票	7.4%	↓	23.4%	↑	9.1%	22.4%
	新兴市场 (除亚洲) 股票	8.0%	↓	28.8%	↑	9.1%	28.8%
	美国股票	5.7%	↓	18.4%	↑	6.5%	17.5%
	欧元区股票	7.2%	↓	24.4%	↑	8.5%	24.4%
	英国股票	7.3%	↓	21.0%	↑	8.9%	19.4%
	日本股票	5.6%	↓	21.0%	↑	6.9%	18.2%
	中国在岸股票	6.6%	↓	35.6%	↓	9.9%	36.5%
	中国离岸股票	6.6%	↓	28.4%	↑	10.8%	28.4%
私人资产	私人股权	9.5%	↓	21.9%	↓	9.9%	21.9%
	未上市房地产	8.4%	↑	14.7%	↑	8.4%	14.7%
	上市基建	6.8%	↑	15.8%	↓	6.2%	16.2%
	私人债务	8.1%	↑	11.7%	↑	8.1%	11.7%

资料来源: Mercer、渣打

基础：资产配置概要

概述	观点	基础配置		
		均衡	适度进取	进取
现金	▼	2	2	2
固定收益	◆	54	33	14
股票	▲	40	61	80
另类投资	◆	4	4	4
资产类别				
美元现金	▼	2	2	2
发达市场政府债*	▲	12	7	3
发达市场投资级公司债*	◆	10	6	3
发达市场高收益公司债	◆	11	7	3
新兴市场美元政府债	▼	6	4	2
新兴市场本币政府债	◆	7	4	2
亚洲美元债	◆	7	4	2
北美股票	▲	23	35	46
欧洲（除英国）股票	◆	4	7	9
英国股票	▼	1	1	1
日本股票	▲	2	4	5
亚洲（除日本）股票	◆	7	11	14
非亚洲新兴市场股票	◆	3	4	5
另类投资	◆	4	4	4
		100	100	100

概述	基础配置
现金	35
固定收益	65
资产类别	
美元现金	35
发达市场投资级政府债（短期）	10
发达市场投资级公司债（短期）	13
发达市场高收益债（短期）	14
新兴市场美元政府债（短期）	9
新兴市场本币政府债	9
亚洲美元债	11
	100

资料来源：渣打，*外汇对冲

所有数据均为百分比。

1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%。
2. 另类投资是指非传统投资策略，如对冲基金、不动产和商品投资策略
3. 保守的风险状况以保本为目标，即投资组合旨在以最小的风险投资保存资本
4. 保守 TAA 是以 SAA 为基础的，不包含任何战略性观点

图例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 核心持仓

基础+：资产配置概要

概述	观点	基础+		
		均衡	适度进取	进取
现金	▼	2	1	1
固定收益	◆	43	25	10
股票	▲	32	46	61
另类投资	◆	5	6	6
私人资产		18	22	22
资产类别				
美元现金	▼	2	1	1
发达市场政府债*	▲	10	6	2
发达市场投资级公司债*	◆	8	5	2
发达市场高收益公司债	◆	9	5	2
新兴市场美元政府债	▼	5	3	1
新兴市场本币政府债	◆	6	3	1
亚洲美元债	◆	6	3	1
北美股票	▲	19	27	35
欧洲（除英国）股票	◆	3	5	7
英国股票	▼	1	1	1
日本股票	▲	2	3	4
亚洲（除日本）股票	◆	6	8	11
非亚洲新兴市场股票	◆	2	3	4
另类投资	◆	5	6	6
私人股权		3	7	11
私募地产		7	5	5
私人债务		8	10	6
		100	100	100

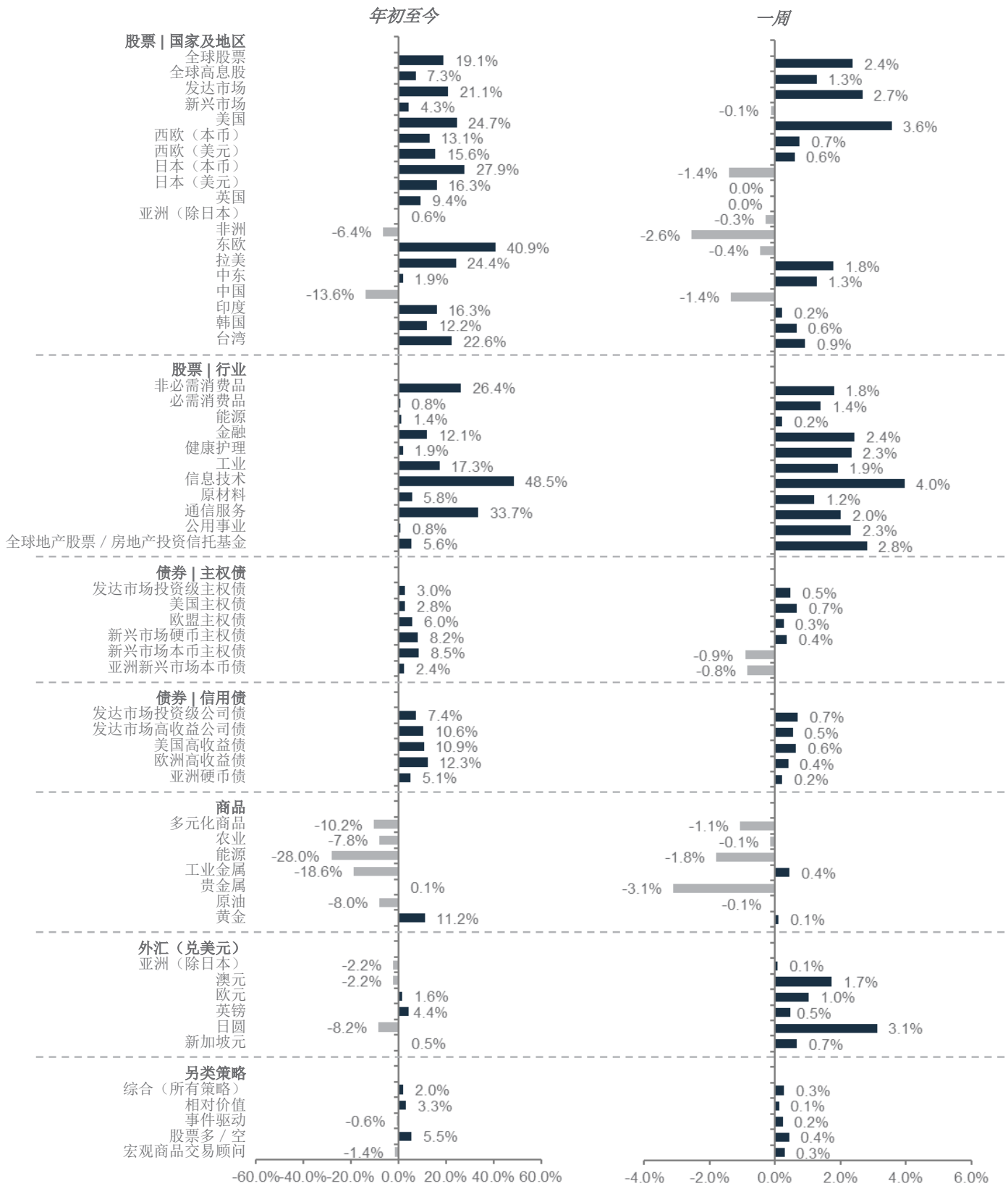
资料来源：渣打，*外汇对冲

所有数据均为百分比。

1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%
2. 另类投资是指非传统投资策略，如对冲基金、不动产和商品投资策略

图例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 核心持仓

市场表现概要*



资料来源：明晟、摩根大通、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

*除非另有说明，所有表现均以美元计

*年初至今表现是指 2022 年 12 月 31 日至 2023 年 12 月 13 日的表现，一周表现是指 2023 年 12 月 6 日至 2023 年 12 月 13 日的表现

我们的重要预测和关键事件

货币	美元 (美元指数)	欧元 (兑美元)	英镑 (兑美元)	美元 (兑日元)	澳元 (兑美元)	新西 兰元 (兑美元)	美元 (兑加元)	美元 (兑人民币)	美元 (兑瑞郎)	石油(西 德克萨斯 中质原 油, 美元 / 桶)	黄金 (美元 / 盎司)	美联 储政策利 率(上限)	美国 10年期国 债收益率 (%)	欧洲央 行政策利率
3个月 预测	102	1.10	1.26	139	0.68	0.63	1.34	7.16	0.89	75	2060	5.25% (24年6月)	3.75- 4.00%	4.00% (24年 6月)
12个月 预测	100	1.12	1.27	135	0.70	0.64	1.35	7.00	0.88	75	2150	4.25% (24年 12月)	3.25- 3.50%	3.25% (24年 12月)

资料来源：渣打



图例： ■ 央行政策 | ■ 地缘政治

首席投资总监办公室的精彩观点

渣打财富观点（SC Wealth Insights）

了解更多 >



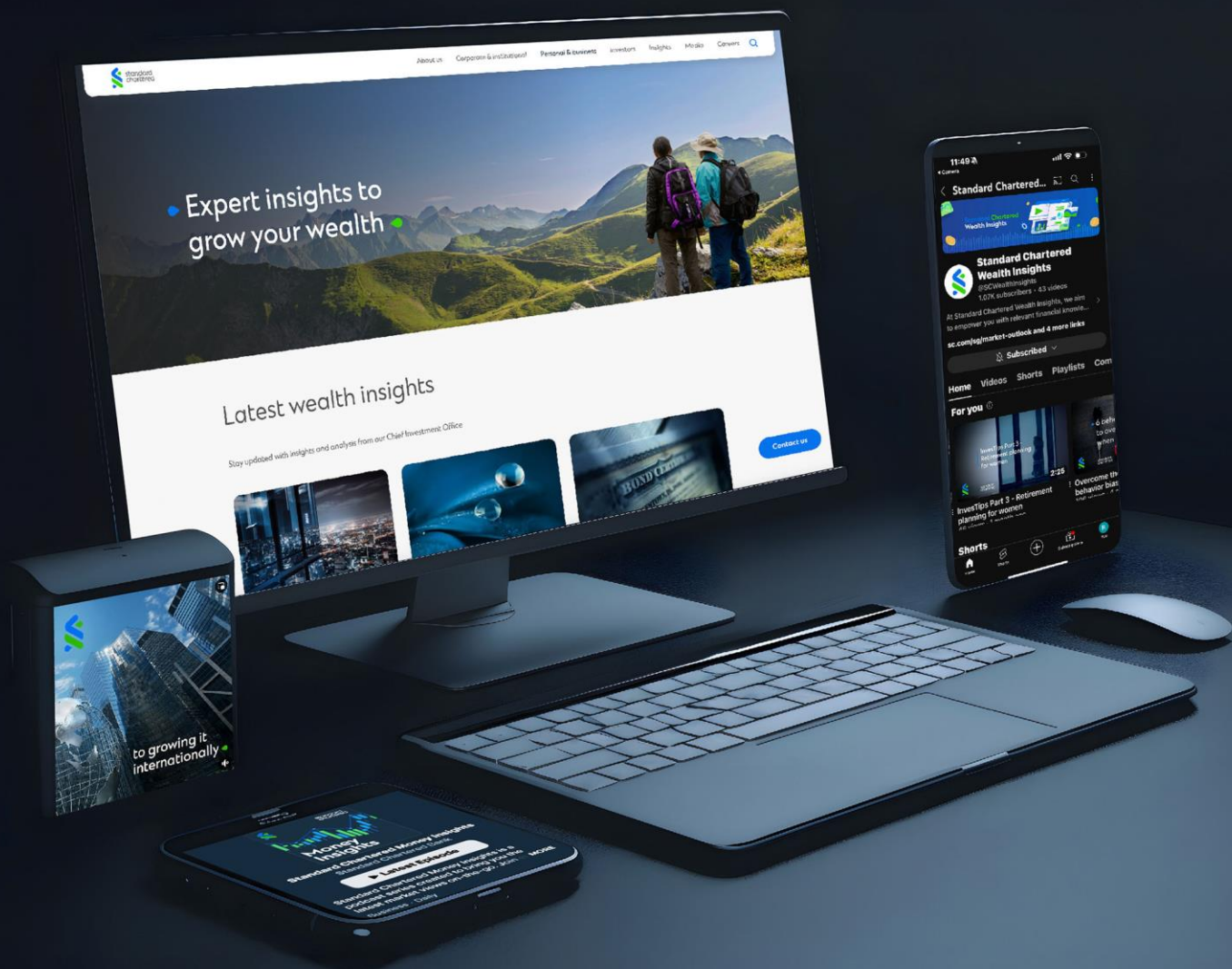
YouTube >



Facebook >



LinkedIn >



渣打投资观点（SC Money Insights）

Spotify、苹果及 Google 平台上的 3 个播客



Spotify >



Apple Podcasts >



Google Podcasts >

如要获取个别证券刊物，请联络你的客户关系经理或投资顾问。

注释

1. 第 7 页的图表仅展示均衡风险的资产配置 — 不同风险状况可能产生显著不同的资产配置结果。第 7 页仅作示范与参考之用，并不构成投资建议、要约、推荐或招揽。此等配置并未考虑特定人士或特定类别人士的具体投资目标、需要或风险承受能力，以及并非为任何特定人士或特定类别人士而编制。
2. 或有可转换证券为复杂的金融工具，并非适合或适宜所有投资者的投资。本文件并非要约出售或邀请买入当中任何证券或任何实权益。或有可转换证券不拟售予及不应售予欧洲经济区（EEA）的零售客户（各自定义见英国金融市场行为监管局于 2015 年 6 月刊发的 Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules)（“政策声明”），并连同 Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015）（“工具”，与政策声明统称为永久营销限制（Permanent Marketing Restrictions））一并阅读），但在不会引致违反永久营销限制的情况下则除外。

披露

本文件内容保密，也仅限指定人士阅览。如果阁下并非本文件的指定收件人，请销毁全部副本并立即通知发件人。本文件仅供一般参考，受渣打网站的监管披露下相关免责声明所约束。本文件并非且不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的研究材料、独立研究、要约、推荐或招揽行为。本文件仅用作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士拟备。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税收及监管意见，特别是我们建议阁下务须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。意见、预测和估计仅为渣打银行发表本文件时的意见、预测和估计，渣打银行可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际变动或未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。未经渣打集团（定义如下）明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行的最终母公司渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）连同其附属公司及关联公司（包括每间分行或代表办事处）组成渣打集团。渣打私人银行乃渣打辖下私人银行部门。渣打集团内各法律实体及关联公司（各为“渣打集团实体”）可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由渣打集团内的所有分行、附属公司及关联公司提供。部分渣打集团实体仅担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。ESG数据由晨星和Sustainalytics提供。详情请参阅晨星网站的可持续投资部分及Sustainalytics网站的ESG风险评级部分。有关资料以发布当日所提供的数据为基础，可能会有更改。

版权所有©2023, Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附属公司，如适用）。除非事先得到CFRA的书面许可，否则不得以任何形式复制CFRA提供的内容。CFRA的内容不是投资建议，引用或观察CFRA SERVICES提供的证券或投资并不构成购买、出售或持有此等投资或证券或作出任何其他投资决定的建议。CFRA的内容包含CFRA根据其相信可靠的公开信息提出的意见，此意见可随时更改，不另行通知。此分析内容尚未提交给美国证券交易委员会或任何其他监管机构，也未获得其批准。虽然CFRA在编制此分析内容时以应有的谨慎行事，但CFRA、其第三方供应商及所有相关实体明确拒绝并否认所有明示或暗示的保证，包括但不限于在法律允许的范围内，对适销性或适用于特定目的或使用的保证，对此信息的准确性、完整性或有用性的保证，并对依赖此信息进行投资或其他目的的后果不承担责任。未经CFRA事先书面许可，CFRA提供的任何内容（包括评级、与信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用程序或其输出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式进行修改、反向设计、复制或分发，或储存在数据库或检索系统内，不得将此等内容用于任何非法或未经授权的目的。CFRA和任何第三方供应商及其董事、高级职员、股东、雇员或代理人均不保证此等内容的准确性、完整性、及时性或可用性。在任何情况下，CFRA、其关联公司或其第三方供应商均不对订阅者、订阅者的客户或其他人因使用CFRA内容所产生的任何直接、间接、特殊或相应损害、成本、费用、法律费用或损失（包括收益损失或利润损失和机会成本）承担责任。

市场滥用法规声明

渣打集团内各分行、附属公司及关联公司可根据当地监管要求在全球开展银行业务。意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。上述意见的投资期取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。本意见并非独立于渣打集团本身的交易策略或部署。渣打集团及 / 或其关联公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提及的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打集团可能且阁下应假设渣打银行在本文件所述的一项或多项金融工具有重大利益。请参阅渣打网站

的监管披露部分，以了解更详细的披露，包括过去12个月的意见 / 建议、利益冲突及免责声明。相关策略师可能拥有本公司 / 发行人的债务或股票证券的财务权益。未经渣打集团明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

国家 / 市场独有的披露

博茨瓦纳：本文件由渣打银行博茨瓦纳有限公司在博茨瓦纳分发，并归属该单位。该公司是根据《银行法》第46.04章第6条获发牌的金融机构，并在博茨瓦纳股票交易所上市。**文莱：**本文件由渣打银行（文莱分行）（注册编号RFC/61）及Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（注册编号RC20001003）在文莱分发，并归属该等单位。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，而Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd是向Registry of Companies注册的有限责任公司（注册编号RC20001003），获文莱央行颁发牌照，成为资本市场服务牌照持有人，牌照号码为AMBD/R/CMU/S3-CL，并获准透过伊斯兰窗口（Islamic window）进行伊斯兰投资业务。**中国内地：**本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该公司主要受中国银行保险监督管理委员会、国家外汇管理局和中国人民银行监管。**香港：**在香港，本文件由渣打集团有限公司的附属公司渣打银行（香港）有限公司（“渣打香港”）分发，但对期货合约交易的建议或促成期货合约交易决定的任何部分除外。渣打香港的注册地址是香港中环德辅道中4-4A号渣打银行大厦32楼，受香港金融管理局监管，向证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，并根据《证券及期货条例》（第571章）从事第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）受监管活动（中央编号：AJI614）。本文件的内容未经香港任何监管机构审核，阁下须就本文件所载任何要约谨慎行事。如阁下对本文件的任何内容有疑问，应获取独立专业意见。本文件载有的任何产品不可于任何时候、凭借任何文件在香港提出要约或出售，惟向《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”提出要约或出售除外。此外，无论在香港或其他地方，本文件均不得为发行之目的发行或管有，同时不得向任何人士出售任何权益，除非该名人士是在香港以外，或属于《证券及期货条例》及根据该条例制订的任何规则所界定的“专业投资者”，或该条例准许的其他人士。在香港，渣打私人银行乃渣打银行（香港）有限公司辖下私人银行部门，而渣打银行（香港）有限公司则是渣打集团有限公司（Standard Chartered PLC）的附属公司。**加纳：**渣打银行加纳有限公司（Standard Chartered Bank Ghana Limited）概不负责，亦不会承担阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）。过往表现并非未来绩效的指标，本行并无对未来表现作出任何陈述或保证。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至feedback.ghana@sc.com。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电0302610750联络我们的优先理财中心。阁下切勿把任何机密及 / 或重要资料电邮至本行，本行不会对任何透过电邮传递的资料的安全性或准确性作出陈述或保证。对于阁下因决定使用电邮与本行沟通而蒙受的任何损失或损害，本行概不承担任何责任。**印度：**渣打银行以互惠基金分销商及任何其他第三方的金融产品推荐人的身份在印度分发本文件。渣打银行不会提供《印度证券交易委员会2013年（投资顾问）规则》或其他规则所界定的任何“投资建议”。渣打银行提供相关证券业务的服务 / 产品并非针对任何人士，即法律禁止未通过注册要求而在该司法管辖区招揽证券业务及 / 或禁止使用本文件所载任何资料的任何司法管辖区的居民。**印尼：**本文件由渣打银行（印尼分行）在印尼分发。该公司是获Otoritas Jasa Keuangan（Financial Service Authority）发牌、登记及监管的金融机构。**泽西岛：**在泽西岛，渣打私人银行是渣打银行泽西岛分行的注册商业名称。渣打银行泽西岛分行受泽西岛金融服务监察委员会（Jersey Financial Services Commission）监管。渣打银行的最新经审核账目可于其泽西岛主要营业地点索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行泽西岛分行亦是获南非共和国金融业行为监管局（Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa）发牌的认可金融服务提供商，牌照号码为44946。泽西岛并非英国本土一部分，与渣打银行泽西岛分行及英国境外其他渣打集团实体进行的所有业务均不受英国法律下提供的部分或任何投资者保障及补偿计划的保障。**肯尼亚：**本文件由渣打银行肯尼亚有限公司分发，并归属该单位。投资产品和服务由渣打投资服务有限公司分发。渣打投资服务有限公司是资本市场管理局发牌作为基金管理人的渣打银行肯尼亚有限公司（渣打银行 / 本行）的全资附属公司。渣打银行肯尼亚有限公司由肯尼亚中央银行（Central Bank of Kenya）监管。**马来西亚：**本文件由马来西亚渣打银行在马来西亚分发。马来西亚的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络马来西亚渣打银行。**尼日利亚：**本文件由渣打银行尼日利亚有限公司（“本行”）分发，此乃获尼日利亚央行妥为发牌及监管的银行。本行对阁下因使用这些文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害）概不负责。阁下应就某项投资是否适合自己向财务顾问征询意见，并在考虑有关因素后才承诺作出投资。如果阁下不欲收取更新信息，请电邮至clientcare.ng@sc.com要求从我们的电邮发送名单中移除。请勿回复此电邮。阁下如有任何疑问或欲查询服务事宜，请致电01-2772514联络我们的优先理财中心。对于阁下因决定将任何机密及 / 或重要资料电邮至本行而蒙受的任何损失或损害，本行概不承担任何责任，因本行不会对任何透过电邮传递的资料的安全性或准确性作出陈述或保证。**巴基斯坦：**本文件由渣打银行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分发，并归属于该单位，此公司的注册地址为PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，为依据《1962年银行公司法》向巴基斯坦国家银行注册的银行公司，同时还获巴基斯坦证券交易委员会发牌为证券顾问。渣打银行（巴基斯坦）有限公司担任互惠基金的分销商及其他第三方金融产品的推荐人。**新加坡：**本文件由渣打银行（新加坡）有限公司（注册编号201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分发，并归属于该单位。新加坡的收件人应就本文件所引致或与本文件有关连的任何事宜联络渣打银行（新加坡）有限公司。渣打银行（新加坡）有限公司是渣打银行的间接全资附属公司，根据1970年《新加坡银行法》获发牌在新加坡经营银行业务。渣打私人银行是渣打银行（新加坡）有限公司的私人银行部门。有关本文件提及的任何证券或以

证券为基础的衍生工具合约，本文件与本发行人文件应被视为资料备忘录（定义见2001年《证券及期货法》第275条）。本文件旨在分发给《证券及期货法》第4A(1)(a)条所界定的认可投资者，或购买该等证券或以证券为基础的衍生工具合约的条件是只能以不低于200,000新加坡元（或等值外币）支付每宗交易。此外，就提及的任何证券或以证券为基础的衍生工具合约而言，本文件及发行人文件未曾根据《证券及期货法》于新加坡金融管理局注册为发售章程。因此，本文件及关于产品的要约或出售、认购或购买邀请的任何其他文件或材料均不得直接或间接传阅或分发，产品亦不得直接或间接向其他人士要约或出售，或成为认购或购买邀请的对象，惟不包括根据《证券及期货法》第275(1)条的相关人士，或(ii)根据《证券及期货法》第275(1A)条并符合《证券及期货法》第275条指明条件的任何人士，或根据《证券及期货法》的任何其他适用条文及符合当中指明条件的其他人士。就本文件所述的任何集体投资计划而言，本文件仅供一般参考，并非要约文件或发售章程（定义见《证券及期货法》）。本文件不是亦不拟是(i)要约或购买或出售任何资本市场产品的招揽要约；或(ii)任何资本市场产品的要约广告或拟作出的要约。

存款保险计划：非银行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保险公司投保，依据法律每位计划成员每位存款人的投保金额上限为75,000新加坡元。外币存款、双货币投资、结构性存款及其他投资产品均不予投保。此广告未经新加坡金融管理局审核。

台湾：渣打银行或台湾渣打国际商业银行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相关的金融工具。此文件之作者可能已经与渣打银行或台湾渣打国际商业银行的其他员工、代理机构讨论过此文件所涉及的信息，作者及上述渣打银行或台湾渣打国际商业银行的员工可能已经针对涉及信息实行相关动作（包括针对此文件所提及的信息与渣打银行或台湾渣打国际商业银行之客户作沟通）。此文件所载的意见可能会改变，或者与渣打银行或台湾渣打国际商业银行的员工的意见不同。渣打银行或台湾渣打国际商业银行不会就上述意见的任何改变或不同发出任何通知。此文件可能涵盖渣打银行或台湾渣打国际商业银行欲寻求多次业务往来的公司，以及金融工具发行商。因此，投资者应了解此文件信息可能会因渣打银行或台湾渣打国际商业银行的利益冲突而反映特定目的。渣打银行或台湾渣打国际商业银行与其员工（包括已经与作者商讨过的有关员工）或客户可能对此文件所提及的产品或相关金融工具、或相关衍生工具金融产品有利益关系，亦可能透过不同的价格、不同的市场条件获得部分投资部位，亦有可能与其利益不同或是相反。潜在影响包括交易、投资、以代理机构行事等造市者相关活动，或就此文件提述的任何产品从事金融或顾问服务。

阿联酋：迪拜国际金融中心—渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局监管。渣打银行迪拜国际金融中心分行为渣打银行的分支机构，办事处位于迪拜国际金融中心（地址为Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受迪拜金融服务管理局（Dubai Financial Services Authority）监管。本文件仅供迪拜金融服务管理局规则手册（DFSA Rulebook）所界定的专业客户使用，并不以该手册所界定的零售客户为对象。在迪拜国际金融中心，我们获授权仅可向符合专业客户及市场对手方资格的客户而非零售客户提供金融服务。阁下身为专业客户，不会获得零售客户享有的较高等度的保障及补偿权利。如果阁下行使归类为零售客户的权利，我们将未能向阁下提供金融服务与产品，原因是我们没有持有从事这些活动所需的牌照。就伊斯兰交易而言，我们在本行的Shariah Supervisory Committee的监督下行事。本行的Shariah Supervisory Committee的相关资料现已载于渣打银行网站的伊斯兰理财部分。就阿联酋居民而言，依据阿联酋证券与商品局2008年第48/r号关乎金融咨询与金融分析决议所述的涵义范围，渣打银行阿联酋分行没有在阿联酋或向阿联酋提供金融分析或咨询服务。

乌干达：我们的投资产品与服务由获资本市场管理局发牌为投资顾问的渣打银行乌干达有限公司分发。

英国：在英国，渣打银行获审慎监管局认可，并受金融市场行为监管局和审慎监管局监管。此文件已获得渣打银行批准，仅适用于根据英国《2000年金融服务及市场法令》（经2010年和2012年修订）第21 (2) (b)条的规定。渣打银行（以渣打私人银行之名营业）根据南非的《2002年金融顾问及中介机构服务法》获认可为金融服务提供商（牌照号码45747）。

越南：本文件由渣打银行（越南）有限公司在越南分发，并归属于该单位。此公司主要受越南国家银行监管。越南的收件人如对本文件的内容有任何疑问，应联络渣打银行（越南）有限公司。

赞比亚：本文件由渣打银行赞比亚有限公司分发，该公司在赞比亚注册成立，并根据赞比亚法律《银行与金融服务法》第387章向赞比亚银行注册为商业银行及获颁发牌照。