



全球市场展望

宏观数据 主导夏季走势

我们认为，随着通胀降温导致债券收益率走低，并维持央行今年剩余时间减息的预期，股市升势可能延续下去。我们在基础投资配置中仍然超配股票。

当中，我们维持看好美国和日本股票以及新兴市场美元债。由于投资者持仓拥挤，我们认为不宜高追黄金。

在机会型投资配置中，我们新增买入台湾股票和中国美元债的观点，并结束买入美国能源股和美国抗通胀国债的观点。



中国股市的升势能否延续？

机会型买入观点有哪些驱动因素？

量化模型发出了什么信号？

目录

01

策略

投资策略：宏观数据主导夏季走势	03
基础资产配置模型	05
基础：战术性资产配置观点	06
有关客户最关心问题的看法	07

02

宏观概况一瞥

我们的宏观经济展望和关键问题	09
----------------	----

03

资产类别

债券	10
股票	11
股票机会型投资观点	12
外汇	13
黄金和原油	14

04

额外观点

量化观点：继续看涨股市；商品已达到极限	15
全面管理财富的方法 - 今日、明日和未来	16

05

表现回顾

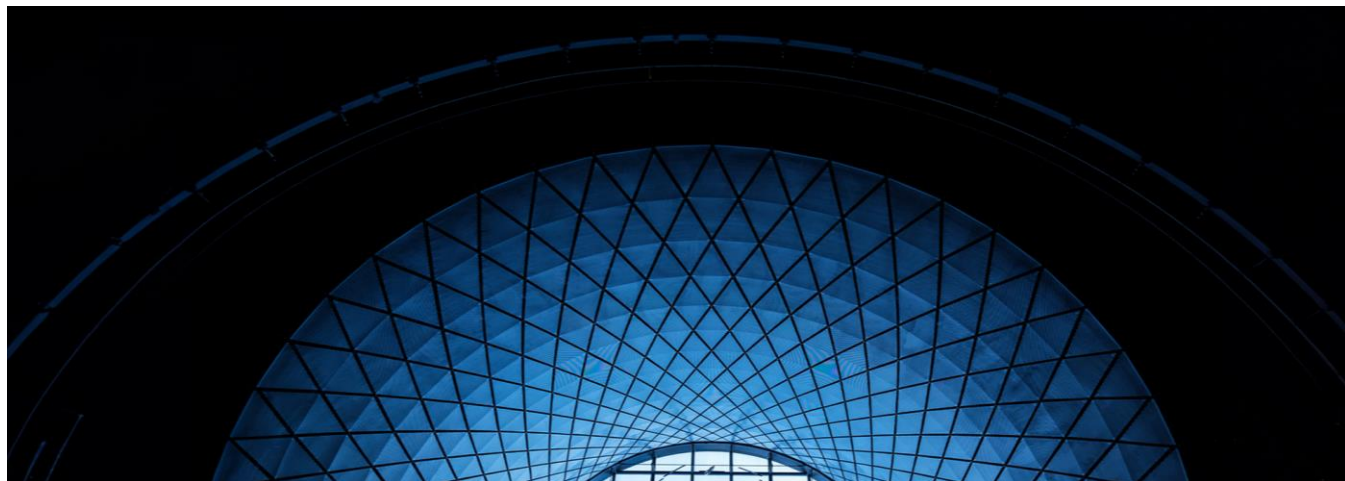
基础：资产配置概要	18
基础+：资产配置概要	19
市场表现概要	20
我们的重要预测和关键事件	21
首席投资总监办公室的精彩观点	22
注释	23

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

基础投资配置

- 超配全球股票
- 股票：美国、日本
- 债券：新兴市场美元债

机会型投资配置

股票买入观点

- 美国科技业
- 美国通信服务业
- 欧洲能源业
- 印度大盘股
- 中国非金融国企高息股
- 韩国股票
- 台湾大盘股

债券买入观点

- 欧洲政府债（外汇对冲）
- 印度卢比本币债
- 中国美元债券

外汇观点

- 美元区间震荡

宏观数据主导夏季走势

- 我们认为，随着通胀降温导致债券收益率走低，并维持央行今年剩余时间减息的预期，股市升势可能延续下去。我们在基础投资配置中仍然超配股票。
- 当中，我们维持看好美国和日本股票以及新兴市场美元债。由于投资者持仓拥挤，我们认为不宜高追金价。
- 在机会型投资配置中，我们新增买入台湾股票和中国美元债的观点，并结束买入美国能源股和美国抗通胀国债的观点。

通胀后市场有所放松

由宏观数据主导的月份。在美国通胀数据多次高于预期后，市场似乎集体松了一口气，因为最新的美国消费物价指数通胀数据略低于预期。美国股票 4 月的回落与通胀忧虑加剧有关，导致美联储减息预期推迟及美国债券的收益率上升。

这种与宏观数据相对较高的相关性一直延续到 5 月份，股票和债券的反弹与美国通胀意外下降密切相关。这与我们的预期一致，即股票和债券的回调可能是暂时的。5 月至今，全球股市上升 4.3%，全球债券上涨 1.3%。

我们认为股票和债券市场的升势可能会延续下去。美国房地产市场的数项指标，尤其是市场租金成本的下降，显示官方通胀率将继续逐步走低的预期是合理的。这反过来应该可以帮助市场的通胀预期和债券收益率下降以及美联储在下半年开始减息。在欧元区，通胀带来的挑战仍然不大。因此，鉴于该地区面临的增长挑战大于通胀挑战，我们仍然认为欧洲央行有空间在 6 月早于美联储开始减息。我们认为，上述两种趋势意味着，政策环境对全球股票和债券仍然有利。

图.1 由于通胀再次开始消退，各资产类别的波幅下降
股票（VIX 指数）、债券（MOVE 指数）和外汇（CIVX 指数）波幅



资料来源：彭博、渣打

应否追逐涨势？

虽然股市回调已经过去，但反弹能否持续？我们认为答案是肯定的。

美国股票方面，我们的短期（1-3 个月）技术模型仍然看涨，由强劲势头和低波动性引领。该模型准确评估了上个月的回调是短暂的。我们的长期（6 个月）基本面模型也依然乐观，不过由于就业市场的数据疲软，乐观程度不如一个月前。总而言之，我们仍然超配股票，当中继续超配美国股票。

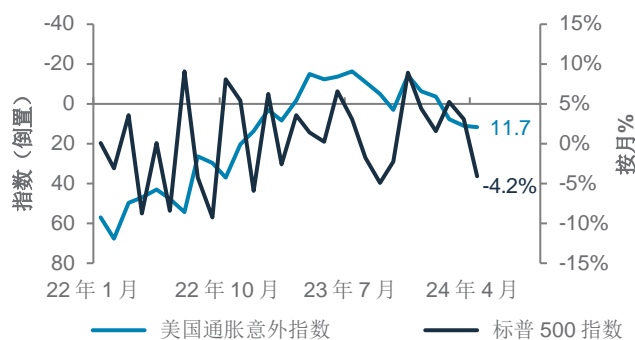
如何应对“5 月沽货”的季节性做法？我们不会仅仅因为季节性就削减投资。在当前环境下，通胀走弱、经济仍然稳固、第一季业绩表现强劲且技术指标向好，因此在没有外来冲击的情况下，短期内不太可能出现回调。我们认为美国的经济会软着陆，不太担心经济增长会放缓，除非就业市场开始显著走弱。

日本依然是我们的短期技术模型仍然看跌的唯一主要市场。尽管如此，由于我们认为日本的长期经济增长会改善和对股东友好的政策，故继续认为这是一个累积股票的机会，因此保留超配观点。

在亚洲，中国发行超长期特别国债并提议购买未售出的房地产库存，人们有理由质疑这是否预示着市场前景的转折点。我们持均衡观点。短期市场势头依然强劲，有望在未来 1-3 个月进一步上涨。不过，从长期来看，已公布的措施不足以改变我们对中国股票在亚洲（除日本）市场的核心持仓观点。

由于印度议会选举将于 6 月 1 日结束（结果将于 6 月 4 日公布），股票最近几周也出现反弹。对政策连续性的期望仍然很高，且历史显示市场在选举期间趋向积极，并对预期结果反应良好。在亚洲（除日本）地区，我们继续超配印度股票。

图.2 美国通胀再次开始下降，应有助于维系股市反弹
美国通胀意外指数对比标普 500 指数（按月）



资料来源：花旗集团、彭博、渣打

买入观点 – 新增台湾，结束美国能源股

本月，我们调整四个机会型投资观点。

首先，我们新增买入台湾大盘股的观点。台湾市场对半导体行业的重大敞口意味着，它可能获益于人工智能和非人工智能用户对其最先进芯片的需求。

第二，我们新增买入中国离岸美元债的观点。虽然风险较高的亚洲美元债上扬，且全球多数公司债和新兴市场债的信贷息差总体上依然较窄，但我们认为中国美元债仍有一定价值。

第三，我们结束买入美国能源业的观点，因为自从我们于 2024 年 3 月 27 日提出此观点以来下跌了 2.2%。随着油价回落，此举将有助削减我们的能源投资。然而，我们仍然对欧洲能源业持买入观点。这样做除了可以对冲任何新的油价飙升风险，还应该获益于综合石油公司强劲的自由现金流以及高股息和股票回购收益率。

第四，随着通胀忧虑开始消退，我们结束买入美国抗通胀国债的观点。尽管此观点略有下降（自 2024 年 2 月 1 日提出以来为 -0.9%），但由于通胀忧虑在第一季度加剧，它比全球债券整体资产类别领先了 2.1%。

黄金和债券的情况如何？

黄金继续上涨，当前涨势的动力可能来自强劲的终端用户需求、央行需求以及最近美国债券收益率下降。不过，投资者的持仓看似拥挤。我们轻微上调 3 个月的价格预期（参见第 14 页），但仍然相信核心配置（大多数风险状况下的配置约为 5%）在当前水平提供最佳的风险 / 回报。

债券方面，新兴市场美元债第二季度迄今的表现优于全球债券，获益于高收益率和该资产类别对美国债券收益率的下跌敏感。我们维持超配新兴市场美元债，预计这些因素将继续提供支持。

基础资产配置模型

若要建立多元化投资组合，可以用基础（Foundation）和基础+（Foundation+）模型作为起点。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+模型则包括了私人资产配置，可能只适合某些司法管辖区的投资者。

图. 3 风险状况属均衡的基础资产配置

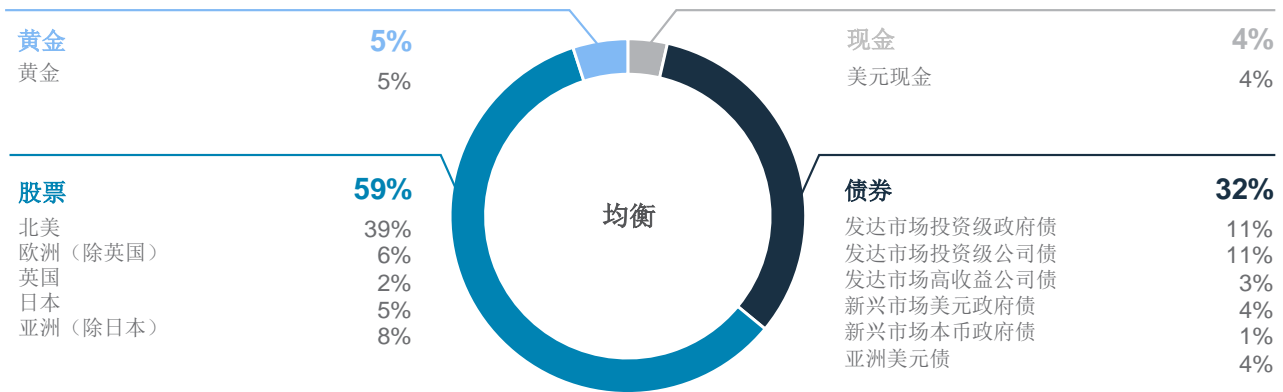


图. 4 风险状况属均衡的基础+资产配置

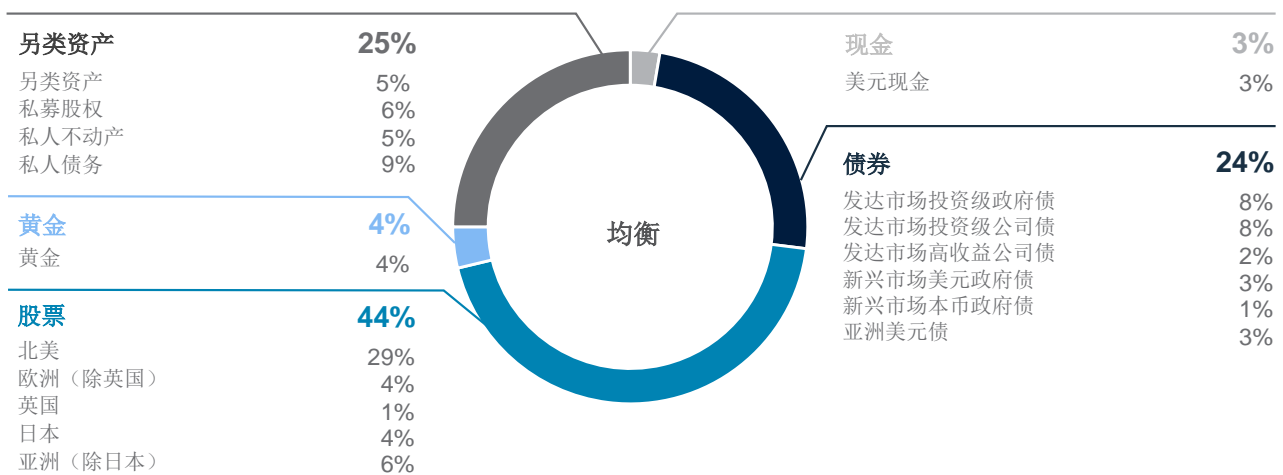
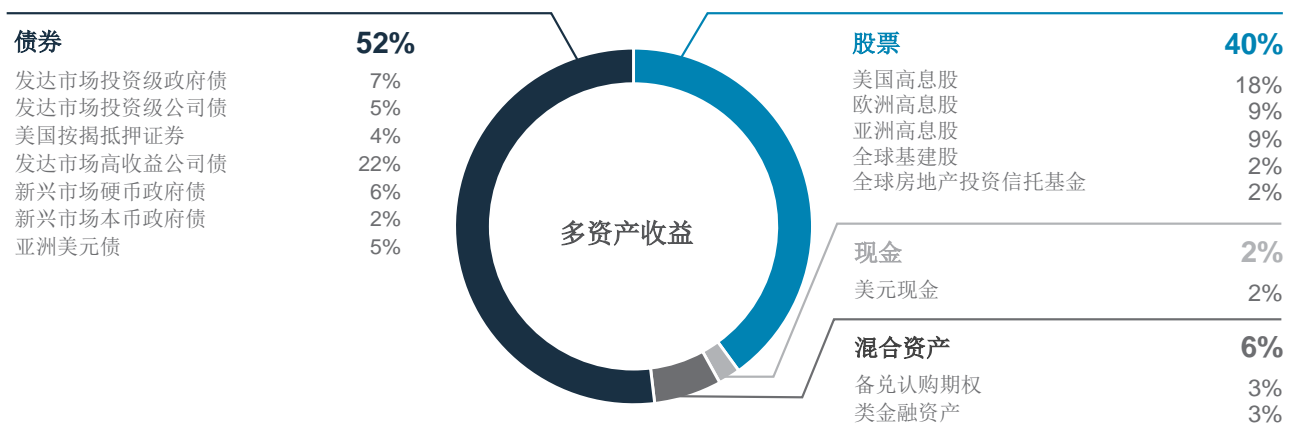


图. 5 风险状况属中度的多资产收益配置



资料来源：渣打

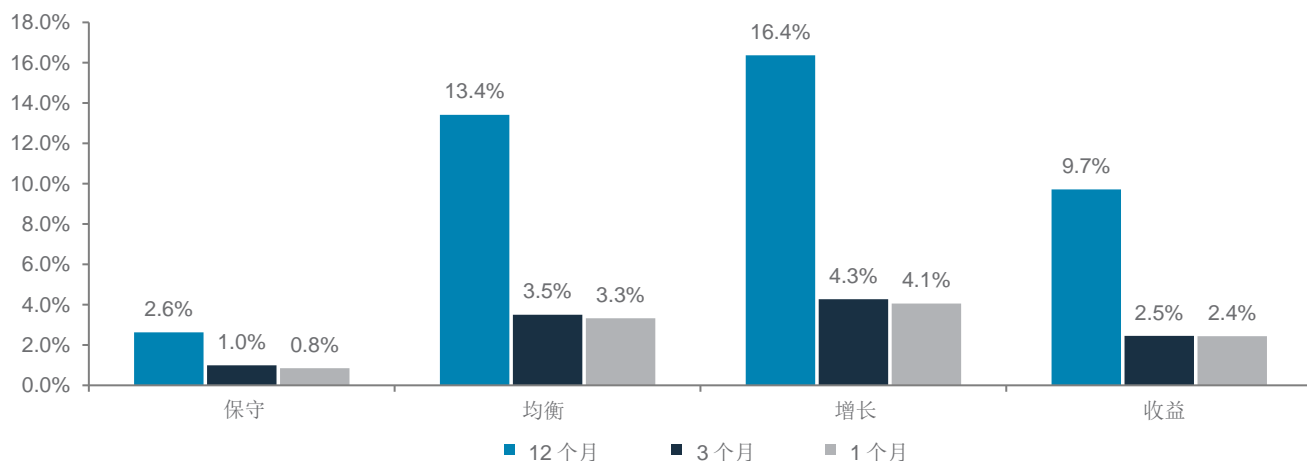
基础：战术性资产配置观点

	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	◆	+ 收益率适中、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、消费稳健 - 高利率的影响
欧洲（除英国）	▼	+ 低廉的相对估值 - 仍然疲软的结构性的增长前景
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 - 弹性美元
流动性另类投资	◆	+ 多元化工具特征 - 股票、公司债波动性

资料来源：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. 6 我们基础配置的表现*



资料来源：彭博、渣打

*2023年5月23日至2024年5月23日的12个月表现数据、2024年2月23日至2024年5月23日的3个月表现数据、2024年4月23日至2024年5月23日的1个月表现数据。

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

中国股市的升势能否延续？

中国内地和香港股票在经历了 3 年的低迷之后，于 2024 年开始回升。2022 年和 2023 年，明晟中国指数是全球表现最差的股指之一。然而，年初至今，它已经领先美国标普 500 指数。投资者的乐观情绪可归因于中国政府推出一系列扶持股市和楼市的措施，估值低廉也刺激外国投资者撤出美国和日本股市。尽管如此，中国经济复苏仍不尽如人意，房地产行业的困境看不到尽头。

尽管经济基本面仍然乏力，但中国内地和香港股票能否在近期乐观情绪的基础上进一步反弹？我们深入研究推动股市反弹的因素并得出以下结论：

- 经济活动企稳和盈利预期改善是股市持续反弹的必要条件。好消息是至少盈利预期最近已显示企稳迹象。
- 投资者持仓不再那么看跌，估值已恢复正常，且股市中与持仓相关的大部分涨势可能已经结束。
- 然而，势头依然强劲，且事实证明“让赢家奔跑，减少损失”的简单策略对恒生指数的投资者来说有利可图。

经济向好和公司基本面对提高回报至关重要

经济和公司基本面对于股票表现至关重要，因为股票的年度涨幅追踪经济活动和盈利修正（参见图 7）。然而，经济驱动因素仍然乏力。虽然通胀趋势有所改善，但信贷增长减弱，家庭消费放缓，且外商直接投资流入停滞不前，反映了宏观和地缘政治环境。房地产行业仍是拖累，尽管最近的一些措施（包括指示地方政府购买未售出的房屋库存）可能有所帮助，但它们在提振销售和遏制需求下滑方面的效果值得商榷。除非此等措施成功遏制房地产业的低迷形势并提振整体经济，否则长期

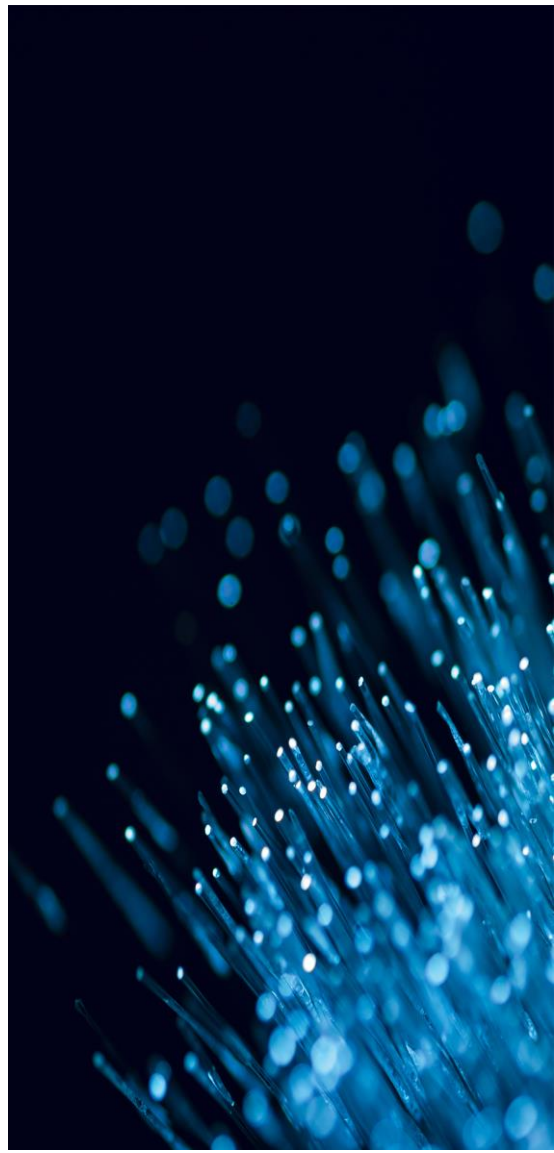
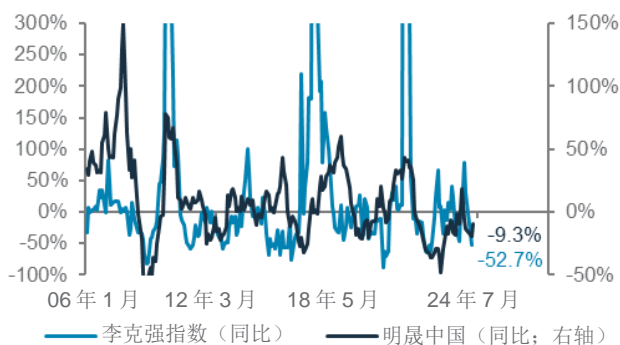
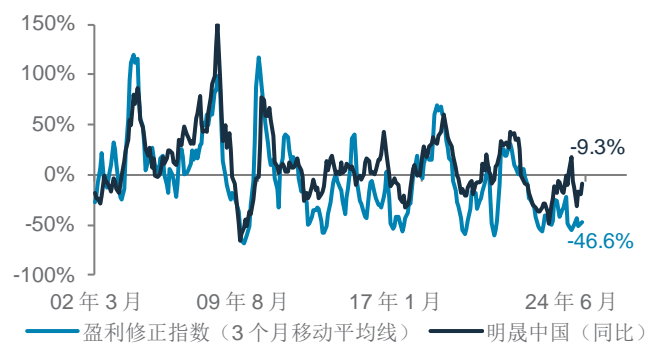


图. 7 明晟中国指数的年度涨幅与经济活动和盈利修正指数密切相关

李克强指数对比明晟中国指数*（前者截至 2024 年 3 月）



盈利修正指数对比明晟中国指数



资料来源：彭博、渣打。截至 2024 年 4 月。*李克强指数是由《经济学家》创建的一项经济指标，作为代表中国的高频增长指标。它由铁路货运量、耗电量和银行贷款发放量构成。

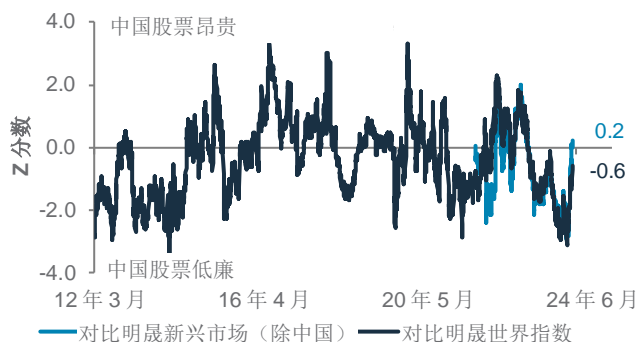
可持续反弹可能仍难以实现。好消息是，至少盈利修正最近呈现企稳迹象。尽管经济环境充满挑战，但公司基本面一直在好转，在第一季度，越来越多的公司连续第二个季度超越盈利预期。因此，盈利修正指数的进一步稳定预示股市表现的改善，还可能预示经济基本面最终将有所改善。

估值正常化且投资者持仓不再那么看跌

虽然经济和公司基本面可以更好地预测股市长期表现，但关于近期反弹在短期内能否延续，持仓和势头提供更有用的见解。这一点至关重要，因为估值现已正常化。这意味着外国投资者从美国和日本转向中国寻找更低廉估值的趋势可能开始放缓。（参见图8）

图. 8 对比新兴市场（除中国）股票，中国的股票估值正常化，相较发达市场股票不再那么便宜

明晟中国指数的相对估值，对比明晟新兴市场（除中国）指数和明晟世界*指数



资料来源：彭博、渣打。*综合估值指标是明晟中国指数的市现率、市账率、市销率、市盈率、P/FE 相对明晟新兴市场（除中国）指数和明晟全球指数的去趋势化和标准化溢价 / 折价平均值

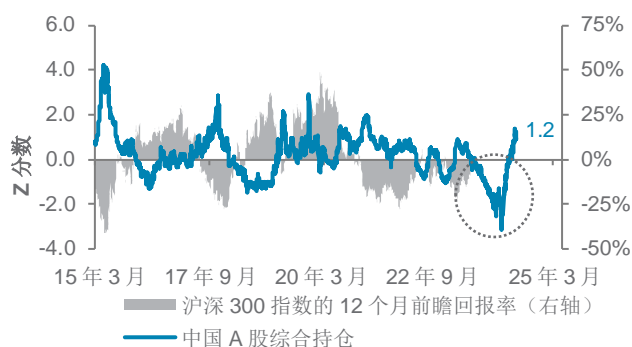
与此同时，对投资者持仓的调查也显示，投资者现已转为看涨。在极端水平上，这通常是股市表现的反向信号。当考虑到，自中国 A 股的看跌持仓在 1 月 23 日见顶以来，沪深 300 指数已上涨近 14%，持仓的看涨转变也让人担忧。这可能意味着由持仓引领的大部分涨势或已结束，因为基于当前持仓的 12 个月前瞻回报现在更有可能是负数而非正数。（参见图 9）

不要逆势而行，继续持有优秀股票

虽然股市领先于经济基本面和估值，且投资者持仓已减少，但势头仍然强劲。事实证明“继续持有优秀股票，减少损失”的简单策略对恒生指数的投资者来说有利可图。在 30 日滚动回报率超过 20% 时买入，在 20 日滚动回报率低于 -8% 时平仓，投资者每笔交易的平均回报率为 8.8%，命中率为 80%。对投资者而言，与其在价格势头表现强劲时过早了结获利，不如密切追踪价格走势，仅在收盘信号显示势头减弱及市场断然走低时才获利了结。（见图 10）

图. 9 12 个月前瞻回报率通常与极端的投资者持仓相反

12 个月前瞻回报率和投资者持仓*



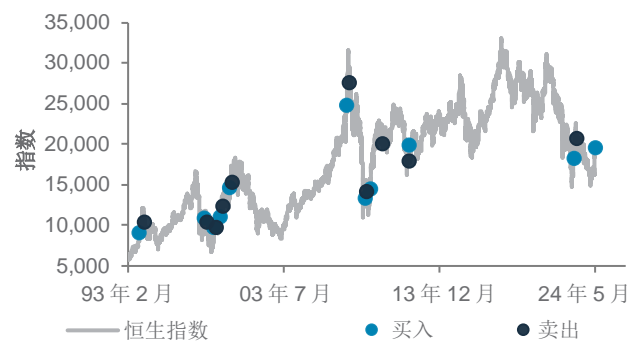
资料来源：VandaXAsset、彭博、渣打。*基于交易买卖基金的流入资金、国内零售投资者的净保证金交易、境外机构净买入、风险平价和商品交易顾问基金投资。

复苏之路仍然漫长；维持对中国股票的中性观点

中国股票的近期上扬令投资者“担心错失良机”，故可能会吸引他们追逐升势，尤其是在经历了数年的低迷表现之后。然而，经济复苏之路依然漫长，推动近期股市上涨的一些因素也不再那么利好。因此，投资者应继续谨慎行事，并在近期房地产的积极动态和强劲价格势头以及仍然不确定的前景之间保持平衡。除非有更多证据表明经济和公司基本面处于明确的上升趋势，否则我们继续建议在亚洲（除日本）股票中维持对中国的中性（核心持仓）配置。

图. 10 在 30 日回报率超过 20% 时买入，在 20 日回报率低于 -8% 时结束，事实证明这是一项有利可图的简单策略

恒生指数以及买入和卖出信号



资料来源：彭博、渣打。

宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高级投资策略师



关键主题

重现“软着陆”：在经历了第一季度的增长和通胀飙升之后，全球经济看似在走向软着陆。4 月份，大部分的美国消费和工业活动指标逊于预期，就业市场则继续降温。我们预计，过去一年的移民潮将缓解劳动力短缺，维持消费驱动型增长，同时抑制工资压力。欧元区和中国当前获益于全球贸易复苏。中国开始解决房地产行业的低迷问题，不过还需要采取更多措施来重振消费者和企业信心。

美国再次降温：在第一季度的飙升后，美国通胀于 4 月恢复下行趋势，其中汽车保险和医疗服务通胀放缓。虽然住房通胀仍处于高位，但我们预计官方数据将在下半年赶上市场租金降温的步伐。欧元区通胀继续放缓，中国继续与房地产市场过剩作斗争。

欧洲央行减息将早于美联储：我们预计欧洲央行将在 6 月开始减息，因为通胀朝向其 2% 的目标放缓。一旦决策者确定 4 月份的通胀下行趋势还将持续几个月，美联储可能在下半年共减息 50 个基点。中国可能在下半年放松银行存款准备金要求并减息以支持经济增长。

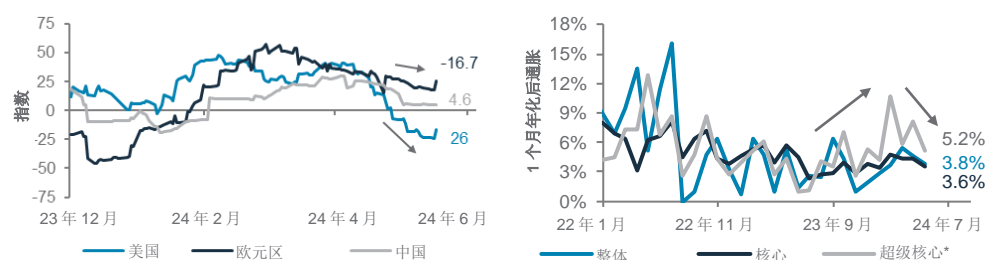
关键图表



在第一季度的爆发后，4 月份大部分的美国经济活动指标逊于预期，使通胀再次降温；欧洲和中国获益于全球贸易复苏，同时中国采取措施减少房地产行业的过剩

图. 11 美国经济降温；欧元区和中国从全球贸易激增中获益

经济意外指标；美国整体、核心与超级核心*通胀率（1 个月年化后数据）



资料来源：彭博、渣打；*服务通胀，剔除食品、能源服务和住房

值得关注的宏观因素

美国经济降温。4 月份，一系列弱于预期的经济指标表明，在去年高于趋势水平的增长之后，今年美国经济终于开始降温。这也反映在就业市场上，职位空缺率降至 3 年低位。考虑到 2023 年的高政策利率、不断收紧的银行贷款条件和负面财政刺激的滞后影响，经济放缓早在预料之中。根据旧金山联储的数据，美国家庭已耗尽超额储蓄，这些储蓄在疫情后时期一直在维系消费。移民潮在支持整体消费的同时，也帮助减轻了工资压力。与此同时，我们预计美国官方通胀数据中的一些滞后组分，尤其是汽车保险和住房，将在下半年追赶市场价格降温的步伐。经济增长放缓和通胀持续下降（几个月的按月核心通胀率为 0.2%）的环境可能为美联储在下半年减息创造条件，因为美联储会将重点转向支持增长。

欧元区将于 6 月减息。欧元区通胀继续以快于美国通胀的速度放缓，而收紧的贷款条件和创纪录的高政策利率使增长接近停滞。尽管在全球贸易复苏、财政支出和可支配收入增加的背景下，欧元区在第一季度摆脱了去年的技术性衰退，但德国作为该地区最大的经济体仍然构成拖累，因为德国在应对能源成本增加和绿色转型带来的挑战。我们认为持续的通缩已为欧洲央行在 6 月开始减息奠定基础，今年可能共减息 75 个基点。

中国解决房地产过剩问题。尽管中国实施了几轮货币宽松和有针对性的财政宽松措施，但经济在第二季度仍然表现乏力。4 月份，信贷增长放缓且货币供应（M1）收缩。中国政府开始通过放松限购和抵押贷款规定来解决房地产过剩这一主要拖累因素，并加快超长期国债销售和地方政府债发行的计划以支持基建支出。然而，中国可能需要采取更多措施来解决房地产过剩的问题。我们预计中国将于下半年减息并放宽银行存款准备金的要求。

债券——一瞥

林奕辉
高级投资策略师

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们维持对发达市场投资级政府债的**中性**观点。美国 4 月通胀数据弱于预期，缓解了人们对美联储今年无法减息的忧虑。我们将美国 10 年期国债收益率的 3 个月预期调整为 4.25%-4.50%，同时将 12 个月预期维持在 4% 不变。

在新兴市场中，我们继续看好新兴市场美元政府债，维持**超配**观点。将受困的主权发行人重新纳入基准指数后，对比评级相似的发达市场同类债，我们认为它们的相对价值有吸引力。然而，我们维持对新兴市场本币政府债的**低配**观点。虽然新兴市场货币未来 6-12 个月应获益于美元走弱倾向，但短期内外汇波动风险犹存。我们认为收益率缺乏吸引力，特别是因为主要新兴市场央行在美联储减息前采取“观望”态度。

我们对发达市场投资级和高收益公司债的立场均维持**中性**。美国投资级发行人迄今公布的第一季度公司盈利整体上表现坚挺，为投资级债的收益率溢价保持较低水平提供了环境。然而，这种说法对高收益债并不成立，因为评级下调继续超过评级上调。

在亚洲，由于整个地区的经济环境喜忧参半，我们对亚洲美元债持**中性**观点。中国出台对房地产行业的最新一轮政策扶持，以及数个容易波动的主权债市场的特殊风险降低，意味着我们依然看好亚洲高收益债胜于亚洲投资级债。

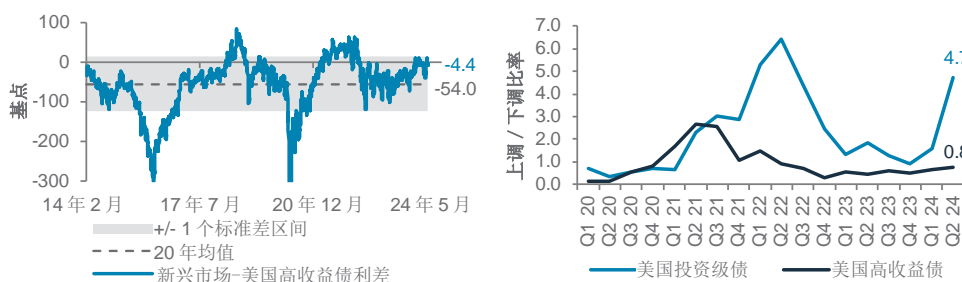
关键图表



相对其他风险性信用债，新兴市场美元政府债的收益率溢价提供有吸引力的升幅。我们认为，发达市场投资级公司债发行人不断改善的基本面支持较低的债券收益率溢价

图. 12 我们认为，新兴市场美元政府债的相对价值吸引；发达市场投资级公司债的基本面依然强劲

摩根大通新兴市场债指数利差减去彭博美国高收益债期权调整利差（OAS）指数；美国投资级债和高收益债上调/下调比率（>1 代表上调超过下调，反之亦然）



来源：彭博、渣打

买入观点的变化

增添买入中国美元债的观点。在过去几周，市场对中国资产的投资情绪呈现显著改善，获益于中国政府在面对经济挑战之际加大政策扶持力度。这些措施包括确认发行特别国债以及有针对性的产业政策刺激。我们预计这些措施将在短期内提振市场人气。离岸债券违约死灰复燃是主要风险。

结束买入美国抗通胀国债的观点。在 4 月通胀数据公布后，关于美国通胀居高不下的预期已经趋于正常。一些前瞻性通胀指标预示通胀下降。此观点于 2024 年 2 月 1 日提出，以 -0.9% 的损失结束，不过它仍比更广泛的全球债券资产类别领先了 2.1%。

现有买入观点

买入欧元政府债。欧元区的近期经济数据看似依然低迷。我们认为，欧洲央行可能在 6 月开始首次减息，从而支撑该地区政府债的表现。减息预期的延迟是这个买入观点的一项关键风险。

买入印度卢比债券。在印度卢比未来 12 个月基本停留在一个区间内的背景下，我们仍相信此资产类别提供有吸引力的风险回报均衡（美元兑印度卢比预测：84）。虽然此资产类别近期表现平淡，但我们对收益率下降带来的潜在资本收益和有吸引力的收益率保持乐观。地区增长弱于预期是一项关键风险。

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

我们仍然超配股票，并相信在软着陆的情况下，股票的表现会优于债券和现金。我们超配美国股票，因为美国第一季度的盈利表现强劲，公司的利润率也相当高。我们同样超配日本股票，因为随着股票回购和股息增加的趋势，盈利前景正在改善。尽管日本央行结束了负利率政策，但我们认为日圆大幅升值的风险有限。

在亚洲（除日本），我们保持中性（核心）配置。考虑到印度是该地区增长最快的经济体，且其强劲的股本回报率抵消了估值上升的影响，我们超配印度股票。韩国和台湾是我们在该地区的另外两个超配的市场。半导体和人工智能主题的利好证明了我们超配的合理性。我们对中国股票持中性观点。尽管有利的政府政策“接过接力棒”，成为保持短期动力的催化剂，且投资者持仓和低廉估值在 4 月以来大幅上涨后已恢复正常，但结构性问题可能需要时间来解决。我们对中国在岸股票与离岸股票持中性观点。最后，我们对东盟市场持低配观点，因为在增长环境中，东盟市场过于保守。

我们对英国股票持中性观点。目前的高收益环境可能有助于市场中价值倾斜的行业，但收益修正疲软。考虑到经济环境低迷和每股盈利增长疲软，我们低配欧元区股票。

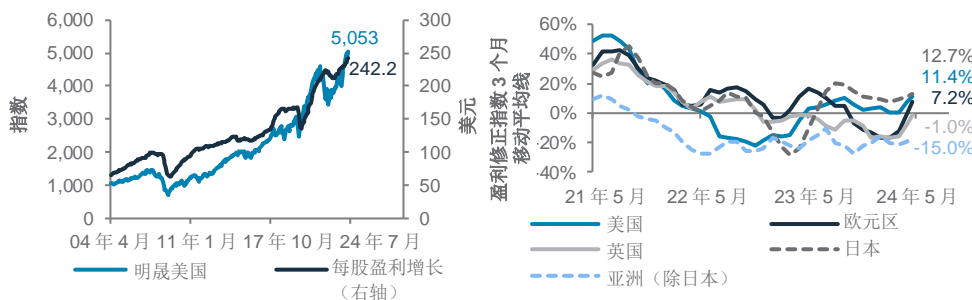
关键图表

美国股市走阔。美国和日本的盈利增长依然强劲

指数	12 个月预测	距目标价的上行空间*
标普 500	5,500	4%
纳斯达克 100	19,400	4%
欧元区斯托克 50 指数	5,200	3%
富时 100	8,600	3%
恒生指数	评估中	
日经 225	41,600	6%

*基于 2024 年 5 月 23 日的收市水平

图. 13 强劲的盈利支持美国股票。日本和美国是我们最看好的市场，其盈利修正幅度最大。明晟美国指数对比 12 个月前瞻美国每股盈利增长。各地区明晟股票指数盈利修正的 3 个月移动平均线



资料来源: FactSet、彭博、渣打

美国和日本仍然是我们最看好的市场

我们认为，在全球股票中，投资者应继续超配美国股票。在第一季度，78%的公司盈利超过预期，所有行业都有惊喜表现。我们认为，由于美国经济的弹性以及未来 6-12 个月可能的强劲盈利增长，美国股票的表现可能会优于全球股票。

此外，我们也超配日本。日本股市一直受益于企业治理的改善和外国投资者的增加。在最近一个季度，明晟日本指数的大多数行业利润率都有所上升。此外，在主要股票市场中，日本的盈利上调幅度最高，达到 13%。这些积极因素可能使日本股市的表现优于整体股市。

我们保持对亚洲（除日本）的中性（核心）配置。虽然估值不再像以前那么低廉，但我们仍然预计，2024 年亚洲（除日本）将在全球股票中录得最高的每股盈利增长。我们继续看好印度强劲的国内经济和结构性增长趋势，以及韩国和台湾股市在人工智能和半导体领域强劲增长的“甜蜜点”。

对于中国股票，我们看到了外国投资者流入和政府支持政策的新迹象。然而，结构性的不利因素，包括经济增长放缓和对房地产行业的忧虑，可能会持续存在。

我们认为，风险包括美国通胀高于预期、美国和日本盈利增长低于预期、全球经济低迷以及地缘政治风险升级。

股票机会型投资观点

Fook Hien Yap
高级投资策略师

我们的机会型投资观点已转向增长

- 在我们的机会型投资买入观点中，我们的目标是获得正的绝对回报。本月，我们从美国能源业转向台湾股票，总共保留了7个观点。

买入观点的变化

结束美国能源业：我们在近2个月后（2024年3月27日至2024年5月23日）结束了这个观点，损失了2.2%。最近几周，该行业的表现有所减弱，我们藉此机会减少了我们的机会型投资观点中的能源投资。在我们的欧洲能源业股票观点中仍持有能源主题。

台湾股票：我们的新观点是新增台湾股票。半导体制造业在台湾股市中占有很大比重。台湾在制造最先进芯片方面的市场领导地位意味着，台湾将从全球人工智能采用和非人工智能需求的周期性顺风中获得收益。台湾整体经济也可能获益于其科技业的出口复苏。半导体需求疲软对这一观点构成了风险。

现有买入观点

美国科技业：通胀放缓的迹象可能会为债券收益率下降铺平道路，从而维持增长股的估值。我们预计，科技业将获益于人工智能支出和云计算推动的强劲盈利增长。人工智能支出表现疲软是一种风险。

美国电信服务业：同样，我们预计这个增长型行业也将获益于美国通胀放缓。数字广告的持续复苏和对网上娱乐的需求继续支持着该行业的盈利势头。数字广告的低迷是一种风险。

欧洲能源业：该行业由产生强劲自由现金流的综合性石油公司主导，提供欧洲最高的股息和股票回购收益率。年初至今，欧洲能源业的表现落后于美国和中国。油价下跌是一种风险。

中国非金融国企高息股：我们继续看到投资者对国有企业高息股的需求。国有企业管理层仍有提高市值的动机，我们关注非金融国有企业，因为金融部门对陷入困境的房地产行业的支持缺乏明确性。监管变化带来负面影响是一种风险。

图. 14 机会型投资买入观点

地区	观点	提出
美国	电信服务业	2024年3月27日
	科技业	2024年3月27日
欧洲	能源业	2024年4月25日
亚洲	中国非金融国企高息股	2024年3月27日
	印度大盘股	2024年3月27日
	韩国股票	2024年4月25日
	*台湾股票	2024年5月23日

资料来源：渣打。*新观点。^自提出至2024年5月23日

印度大盘股：我们预计印度大选后政策将保持连续性，大选结果将于6月4日公布。我们认为，印度在亚洲的结构性增长优势将继续推动回报率。一个风险是增长弱于预期。

韩国股票：鉴于半导体芯片在市场中所占比重较大，我们预计半导体芯片价格上涨将推动韩国公司盈利反弹。我们还预计，韩国的“价值提升”计划将改善企业治理，并吸引资金流入，因为估值依旧吸引。内存芯片价格的任何疲软都是一种风险。

图. 15 我们按地区划分的行业观点

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

资料来源：渣打。*印度市场前景评论

图例：■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配
▲ 自上季度上调 | ▼ 自上季度下调

外汇 — 一瞥

Manpreet Gill

非洲、中东及欧洲区首席投资总监

袁沛仪

投资策略师



关键主题

在未来 1-3 个月，我们仍适度看涨美元。尽管随着 4 月份通胀再次开始放缓，美国债券收益率已开始下降，但我们认为，通胀预期和债券收益率可能会以渐进的速度下降。地缘政治风险的爆发也可能引发对美元作为避险资产的周期性需求。综上所述，这意味着尽管债券收益率走软可能会限制美元的涨幅，但我们预计美元在未来 1-3 个月仍将保持相对弹性。我们维持对 12 个月美元区间震荡的观点，偏向看跌。这意味着我们预计美元指数（DXY）将在 3 个月后将达到 107，12 个月后将达到 105，与外汇波动率仍然较低的水平保持一致。

我们预计美元兑日元将在 3 个月内下跌至 152，并在 12 个月内进一步下跌至 150。在过去的几年，美国债券收益率的上升推动了美元兑日元的飙升。然而，随着日本国债收益率攀升，美国国债收益率开始走软，我们认为该货币组合的偏向可能转向下行。在对股东友好的改革中，持续的股票市场资金流入日本，也可能成为支持日元的来源。我们认为，美国债券收益率再度上升，或日本通胀大幅上升（这反过来将降低日本实际或经通胀调整后的债券收益率），仍是主要风险。

我们预计 3 个月和 12 个月欧元兑美元将回落至 1.05。决策者的评论和欧元区不断下降的通胀与我们的观点保持一致，即欧元区可能在 6 月份先于美联储减息，这将使欧元处于收益率劣势。这很可能是欧元回调的前奏。英镑兑美元在未来 3 个月也可能有看跌倾向，跌至 1.21，因为英国央行希望通过减息来支持经济增长。我们认为，持续通胀是一种风险。

随着美国国债收益率下降和中国的政策支持可提供短期的稳定性，离岸人民币的弱势可能会受到限制。我们预计美元兑人民币在 3 个月内将小幅升至 7.28。我们仍然看好澳元和新西兰元，因为相对持续的通胀压力限制了两国央行考虑提前减息的空间。

关键图表



实际利差支持美元兑日元。随着未来 1-3 个月美国国债收益率走软，这种支持可能会适度减弱

我们修改后的 3 个月和 12 个月外汇预测表

图. 16 重点仍然是债券收益率差异，这是美元兑日元的主要推动因素

美元兑日元和利差；外汇预测表



资料来源：彭博、渣打

重点关注关键事件和息差

对通胀和央行反应的关注意味着，外汇市场将继续受到此货币组合债券收益率差异的密切影响。这意味着央行会议很可能成为焦点。

一个潜在的关键事件是欧洲央行在 6 月的政策性减息，这可能比美联储可能的减息早几个月。对于外汇市场来说，这可能会为欧元兑美元打开一个疲软的窗口，直到美联储也开始减息。

如

果英国央行能够在夏季减息，英镑可能也会走上类似的道路。在瑞士，瑞士央行已经走上了这条道路，在美联储能够减息之前，可能获得瑞郎的支持。

另一个极端是，鉴于通胀风险依然存在，澳大利亚和新西兰央行似乎并不急于减息，这对他们的货币应该是有利的。

黄金、原油——一瞥

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

我们对黄金维持中性（核心持仓）观点，3个月预测为每盎司 2,350 美元。金价在进入 5 月后整固，随后因市场对美联储下半年减息的乐观情绪升温而升至史上高位。在中东局势不明朗的情况下，避险需求也保持支持。然而，随着接近极限区域，动力似乎正在放缓，而投资者的多样性仍然很低。此外，黄金交易所买卖基金持续流出。因此，我们预计近期将整固，2,200 将是关键支持位。从长远来看，我们预计美联储减息将为金价在每盎司 2,325 美元附近提供有利支持。强劲的央行和实物需求也为长期前景奠定了基础。

我们认为短期内供需平衡紧张，支持西德克萨斯中质原油价格在每桶 83 美元左右走高。尽管在通胀放缓和需求上升的支持下，风险情绪有所改善，但 5 月份原油价格已回归区间震荡。中东地区最近的事态发展——伊朗总统之死和加沙冲突停火谈判失败——也未能推高油价。市场的焦点正转移到欧佩克及盟友 6 月的会议上，届时延长减产将使石油市场在短期内保持短缺，从而推高油价。从长远来看，全球经济增长放缓导致的潜在的需求疲软预计将拖累油价。此外，欧佩克及盟友闲置产能的增加和石油市场的过度紧张表明，欧佩克及盟友产量的增加是合理的，特别是在 2025 年。

关键图表



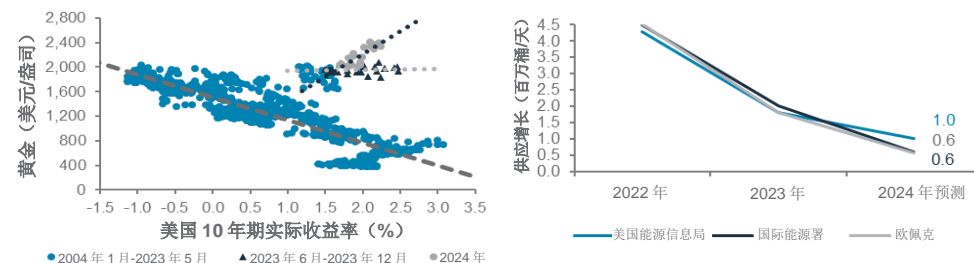
最近，实际（经通胀调整后的）债券收益率对金价的推动作用有所减弱

全球原油供应在短期内受到限制

图. 17 今年，黄金与美国 10 年期（经通胀调整）国债实际收益率的相关性转为正相关；预计全球石油供应增长将因欧佩克及盟友减产而放缓

左图：黄金价格对比美国 10 年期实际收益率

右图：主要石油机构的全球石油供应实际增长与预测增长



资料来源：彭博、渣打

相关性的破裂？

黄金是一种零收益资产，通常与实际（经通胀调整后的）债券收益率呈负相关，因为它的吸引力随另类资产收益率的上升而下降。然而，我们最近看到这种关系出现改变——今年黄金与实际收益率呈正相关，过去（平均 2 个月）也出现过类似的现象。

与过去 40 多个正相关时期相比，有两个因素可以帮助解释当前的市场：1) 在推动金价上涨方面，央行的购买行为已超过了其他宏观因素。2010/11 年度就出现了这种情况，当时各国央行 20 年来首次成为黄金净买家；2) 更高的不确定性增加了黄金的吸引力，正如过去的危机所看到的，包括伊拉克战争、伊朗核紧张局势、欧债危机、中美贸易战和俄乌战争。

欧佩克及盟友可能在 6 月延长减产

去年 11 月，欧佩克及盟友宣布每天减产 220 万桶。3 月，又将期限延长至 6 月。在即将到来的 6 月会议上，欧佩克及盟友可能会决定下一步行动。这次会议可能出现三种情况：1) 延长供应削减；2) 部分解除供应削减；3) 全面解除供应削减。我们认为第三种情况的可能性最低，因为欧佩克及盟友可能希望采取渐进的方式解除减产。在第一种和第二种情况之间，我们更倾向于前者，原因如下：1) 尽管有积极的推动因素，但近几周油价一直疲软；2) 欧佩克及盟友以外地区的供应风险正在消退；3) 延长减产对价格的提振超过了对产量的冲击。综合预期还预计减产将延长，这在 2024 年全球供应增长的较低预测中得到反映。

量化观点：继续看涨股市；商品已达到极限

Francis Lim
高级量化策略师

Maggie, Au Yeung
量化分析师



概述

长期模型仍然看涨股票。与 60/40 的股票-债券投资组合相比，我们的股票-债券轮动模型的年初至今超额回报率跃升至 3.2%，这是因为美国最新通胀数据对市场做出了积极反应。该模型在 5 月份继续超配股票，但幅度小于上月，该模型的分数从+4 降至+1。模型分数下降的原因是：（1）美国供应管理协会制造业新订单小幅萎缩；（2）经济意外指数下降。在最近的美国财报季之后，强劲的盈利修正部分抵消了这些经济指标的负面变化。

短期技术模型仍然看涨大多数股市。动力和波动性指标继续支持包括中国在内的主要股市。日本是个例外，因为市场波动加剧，动力指标减弱。自我们上次在四月份发布展望以来，我们在美国（+4.3%）、欧洲（+4.1%）、英国（+4.9%）、亚洲（除日本）（+5.8%）和中国（+8.6%）的长仓都录得了强劲的收益，而日本（+4.0%）也在疲软中反弹，但仍是表现最差的市场。

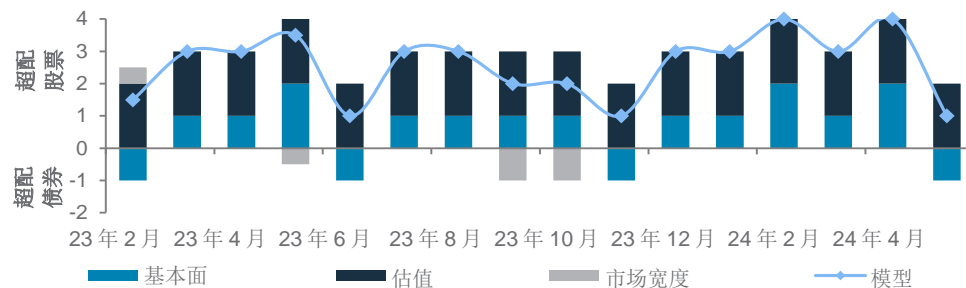
商品（尤其是铜、银和黄金）的市场仓位显得紧张。在 4 月底金价下跌 4.4%之前，我们衡量各种资产类别投资者多样性的专有指标曾显示黄金仓位过度。我们的指标再次显示黄金、银和铜的仓位处于紧张状态，因为在最近美国通胀数据公布后，这些金属受到美元走弱的推动。

关键图表

尽管近期一些基本面出现下滑，但估值因素仍有利于风险

图. 18 股票-债券轮动模型自 2023 年 2 月成立以来的分数明细

模型分数为基本面、估值和市场宽度因素的总和



资料来源：彭博、渣打

图. 19 长期和短期量化模型依然看涨风险资产

以下长期模型的典型时间范围为 3-6 个月，而短期模型的期限为 1-3 个月

长期模型			短期模型	
看好股票胜于债券	大幅抛售的风险仍低	看好风险资产	看好股票	商品看起来紧张
股债轮动模型	股债市场风险模型	宏观制度模型	技术模型	市场多样性模型
基于基本面、估值和市场宽度因素的月度记分卡，范围从-5 到 5，旨在表明对于股票的相对偏好（相较于债券）。	衡量美国股票和债券出现大规模抛售的可能性的风险指标。它们的范围是 0-100；数值越高表示风险越低。	全球经济周期（衰退、复苏、周期后段和滞胀）及其对长期资产回报影响的宏观模型。	利用动量、波幅和成交量指标来确认熊市的标志。利用机器学习消除市场噪音。	一种市场指标，基于价格走势及时显示投资者对各种资产的持仓状况。

资料来源：渣打

全面管理财富的方法 今日、明日和未来

渣打财富精选

你最近有否检视投资组合的表现？

保持身材对健康和幸福感很重要。但你的财务状况如何？你是否确保投资组合的财务状况良好？

就像定期体检以保持健康一样，定期检查你的投资组合以确保其处于最佳状态对你的财务状况也很重要。

为了帮助你实现自己的财务目标，请联络我们的财富专家，安排一次投资组合检查。我们的团队采用全面的方法，确保你的财富管理符合你今日、明日和未来的需求。我们将利用投资原则为你提供指导，并调整你的投资组合，以反映你财务目标的任何变化。

每个人对待财富的方式都不同。然而，真正重要的是，你能掌控自己的财富之旅，并为自己的财务未来做好充分准备。在你计划下一次健康检查时，请确保你也一并检视投资组合。

目标

今日、明日 和未来

我们的财富管理方法是依据你对自己、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“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。

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，让你的财富之旅安枕无忧



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，但保障计划使你有能力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。

基础：资产配置概要

概述	观点	基础配置			概述	基础配置 保守
		适度	均衡	进取		
现金	▼	4	4	3	现金	35
固定收益	◆	52	32	14	固定收益	65
股票	▲	39	59	78		
黄金	◆	5	5	5		
资产类别					资产类别	
美元现金	▼	4	4	3	美元现金	35
发达市场政府债*	◆	22	11	4	发达市场投资级政府债（短期）	10
发达市场投资级公司债*	◆	16	11	4	发达市场投资级公司债（短期）	13
发达市场高收益公司债	◆	3	3	2	发达市场高收益债（短期）	14
新兴市场美元政府债	▲	4	4	2	新兴市场美元政府债（短期）	9
新兴市场本币政府债	▼	1	1	0	新兴市场本币政府债	9
亚洲美元债	◆	6	4	1	亚洲美元债	11
北美股票	▲	25	39	50		100
欧洲（除英国）股票	▼	4	6	8		
英国股票	◆	1	2	3		
日本股票	▲	3	5	6		
亚洲（除日本）股票	◆	5	8	11		
黄金	◆	5	5	5		
		100	100	100		

资料来源：渣打

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%。*外汇对冲

2. 保守 TAA 是以 SAA 为基础的，不包含任何战略性观点

图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 核心持仓

基础+：资产配置概要

概述	观点	基础+		
		适度	均衡	进取
现金	▼	3	3	3
固定收益	◆	42	24	10
股票	▲	31	44	58
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	20	25	25
资产类别				
美元现金	▼	3	3	3
发达市场政府债*	◆	18	8	3
发达市场投资级公司债*	◆	13	8	3
发达市场高收益公司债	◆	2	2	1
新兴市场美元政府债	▲	3	3	2
新兴市场本币政府债	▼	1	1	0
亚洲美元债	◆	5	3	1
北美股票	▲	20	29	37
欧洲（除英国）股票	▼	3	4	6
英国股票	◆	1	1	2
日本股票	▲	3	4	4
亚洲（除日本）股票	◆	4	6	8
黄金	◆	4	4	4
另类投资	◆	4	5	5
私募股权		3	6	10
私人不动产		6	5	5
私人债务		7	9	5
		100	100	100

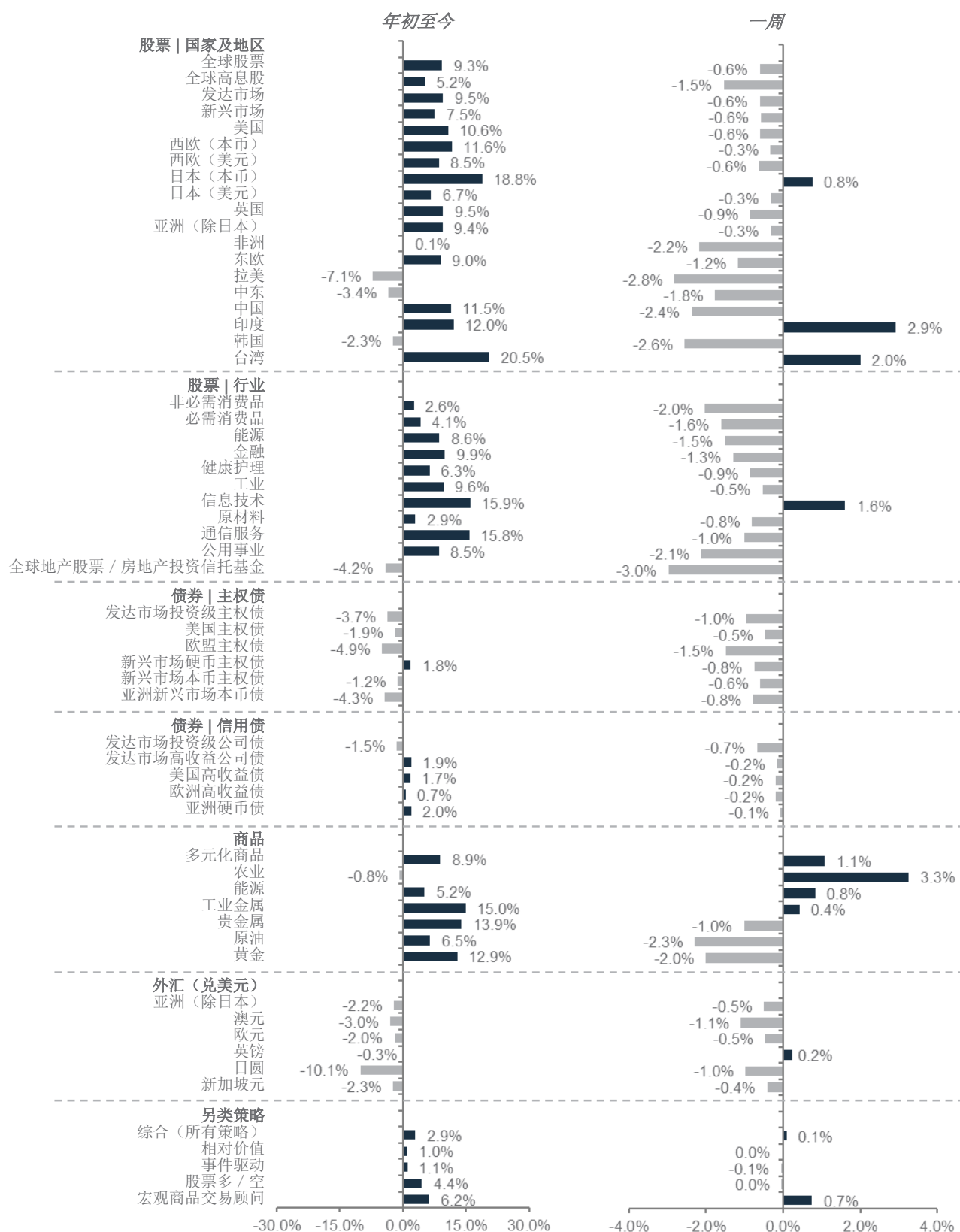
资料来源：渣打

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%。*外汇对冲

图例： ▲ 最为看好 | ▼ 最为看淡 | ◆ 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 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 5 月 23 日的表现，一周表现是指 2024 年 5 月 16 日至 2024 年 5 月 23 日的表现

我们的重要预测和关键事件

货币	美元指数 (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	美元兑离岸人民币	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	107	1.05	1.21	152	0.65	0.61	1.35	7.28	0.92	83	2350	5.50% (24年6月)	4.25-4.50%	3.75% (24年6月)
12个月预测	105	1.05	1.22	150	0.67	0.61	1.38	7.28	0.90	82	2325	4.50% (25年6月)	4.00%	2.75% (25年6月)

资料来源：渣打

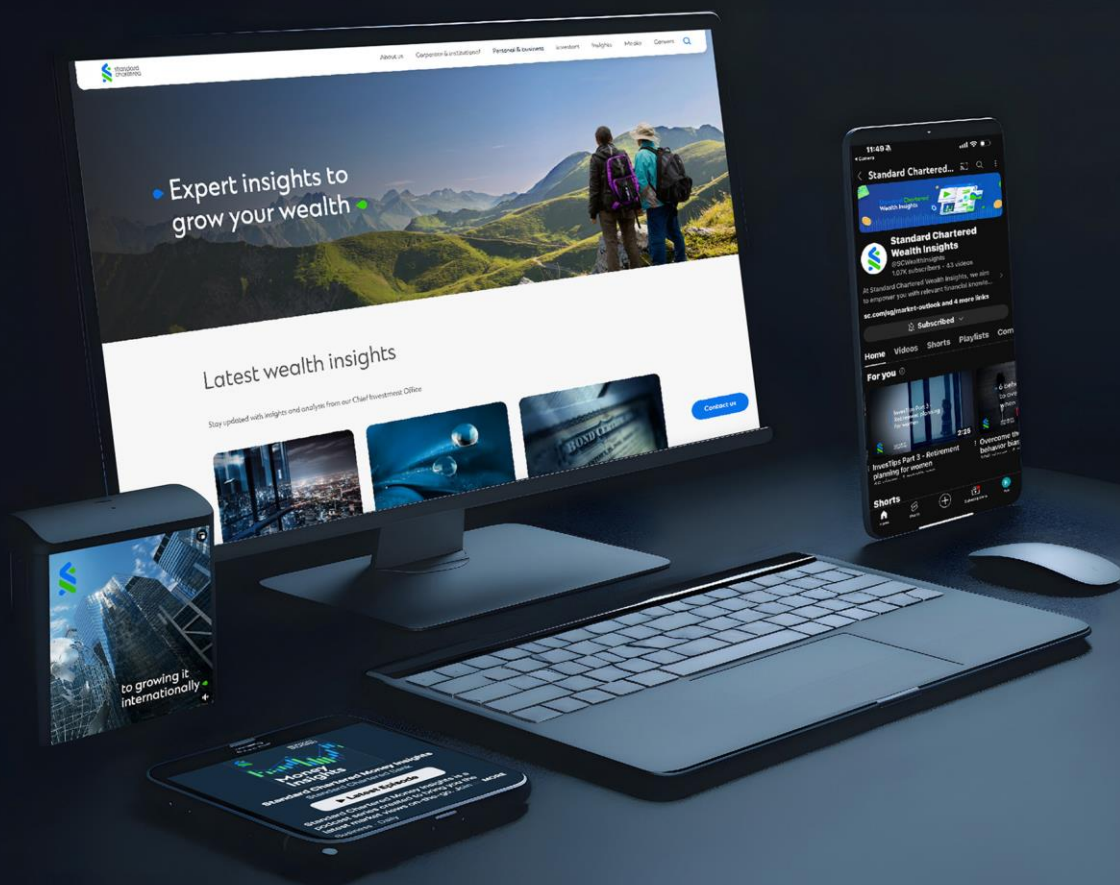


图例： ■ 央行政策 | ■ 地缘政治

X - 日期待定

首席投资总监办公室的精彩观点

渣打财富观点（SC Wealth Insights）



渣打投资观点（SC Money Insights）

Spotify、苹果及 Google 平台上的 3 个播客



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 5 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 5 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发表本文件时的意见、预测和估计，渣打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。投资价值及其收益可升可跌，阁下可能无法收回原始投资的金额。阁下不一定能赚取利润，可能会蒙受损失。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公司注册成立，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。

版权所有©2024, 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，买卖本文件提述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提述的一项或多项金融工具中有重大利益。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。

可持续投资

任何使用或提及的 ESG 数据均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。详情请参阅：1) 晨星网站的可持续投资部分；2) Sustainalytics 网站的 ESG 风险评级部分；3) 晨星网站的 ESG 业务参与筛选研究 (ESG Business Involvement Screening Research) 部分。ESG 数据以发表当日所提供的数据为基础，仅供参考，并不保证其完整、及时、准确或适合特定目的，并且可能会有更改。可持续投资：这是指晨星归类为“可持续投资”的基金。可持续投资基金在其发售章程和监管存盘中已明确表示，它们或将 ESG 因素纳入投资流程，或以环境、性别多元化、低碳、可再生能源、水务或社区发展为主题重点。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的公司所发行的股份 / 股额。就债券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 风险评级为低 / 可忽略的发行人所发行的债务工具，及 / 或那些经核证的绿色、社会、可持续债券。就结构性产品而言，它是指具有可持续金融框架（符合渣打绿色与可持续产品框架）的发行人所发行的产品，其相关资产属于可持续投资领域的一部分或由渣打可持续金融管治委员会 (Sustainable Finance Governance Committee) 另行批准。

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。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 BDCB/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。该公司主要受国家金融监督管理总局、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任何疑问，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香港辖下私人银行部门，而渣打香港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 / 或重要资料电邮至渣打，渣打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，渣打概不承担任何责任。**印度：**渣打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 (Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 或简称 SCBMB) 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 SCBMB。本文件未经马来西亚证券事务监察委员会 (Securities Commission Malaysia) 审核。马来西亚证券事务监察委员会对产品的登记、注册、提交或批准，并不构成或表示对该产品、服务或促销活动的推荐或认可。投资产品并非存款，也不是 SCBMB 或任何关联公司或附属公司、马来西亚存款保险机构 (Perbadanan Insurans Deposit Malaysia)、任何政府或保险机构的责任，不受其担保和保护。投资产品存在投资风险，包括可能损失投资本

金。SCBMB 明确表示，对于因市场状况导致投资产品的财务损失而直接或间接产生的任何损失（包括特殊、附带或相应的损失或损害）不会承担任何责任。**尼日利亚：**本文件由渣打银行尼日利亚有限公司分发，此乃获尼日利亚央行妥为发牌及监管的银行。渣打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 02 012772514 联络我们的优先理财中心。对于阁下因决定将任何机密及 / 或重要资料电邮至渣打而蒙受的任何损失或损害，渣打概不承担任何责任，因渣打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 100,000 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：**渣打集团实体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，或者与渣打或台湾渣打国际商业银行的员工意见不同。渣打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商品有利益关系，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程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 号关于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）也根据南非的《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）。这些材料并未按照旨在促进投资研究独立性的英国法律要求拟备，且在发布投资研究前不受任何禁止交易的约束。**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。