



全球市场展望

市场对债券收益率 意见分歧

在美国经济依旧维持强劲势头之际，关于美国债券收益率是否已见顶的问题，持续成为市场热烈讨论的核心。我们仍然认为，优质的政府债券所提供的风险与回报之比吸引，故在我们的基础配置中继续维持“超配”。

鉴于季节性因素的积极作用，加上经济意外下降与债券收益率见顶，预计股票在本季度可能区间震荡。我们继续专注于美国和日本股市，同时对亚洲（除日本）股票采取多元化的投资策略。

地缘政治风险依然存在，市场的关注焦点是中东石油供应如果出现任何中断，将会成为影响金融市场的因素。虽然我们预计目前的基本情况不会升级，但投资于与石油相关的资产可提供对冲作用。



我们应该如何应对债券收益率上升的挑战？

主要经济体的前景如何？

你的量化模型预测了哪些趋势？

目录

01

策略

投资策略：市场对债券收益率意见分歧 03

基础：战略性资产配置 05

有关客户最关心问题的看法 06

02

宏观概况一瞥

概述 08

03

资产类别

债券 09

股票 10

外汇 11

黄金和原油 12

量化观点 13

追踪市场多样性 14

04

表现回顾

基础：资产配置概要 15

市场表现概要 16

我们的重要预测和关键事件 17

首席投资总监办公室的精彩观点 18

注释 19

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

- 政府债
- **股票**: 美国、日本
- **债券**: 发达市场投资级政府债、新兴市场本币债

行业超配

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

外汇观点

- 美元轻微走弱

结构性宏观趋势*

- 未来数字世界
- 为人口老化做准备
- 从单极化到多极化
- 如何在气候变化的新时代投资

*提供个别专题报告

市场对债券收益率意见分歧

- 在美国经济依旧维持强劲势头之际，关于美国债券收益率是否已见顶的问题，持续成为市场热烈讨论的核心。我们仍然认为，优质的政府债券所提供的风险与回报之比吸引，故在我们的基础配置中继续维持“超配”。
- 鉴于季节性因素的积极作用，加上经济意外下降与债券收益率见顶，预计股票在本季度可能区间震荡。我们继续专注于美国和日本股市，同时对亚洲（除日本）股票采取多元化的投资策略。
- 地缘政治风险依然存在，市场的关注焦点是中东石油供应如果出现任何中断，将会成为影响金融市场的因素。虽然我们预计目前的基本情况不会升级，但投资于与石油相关的资产可提供对冲作用。

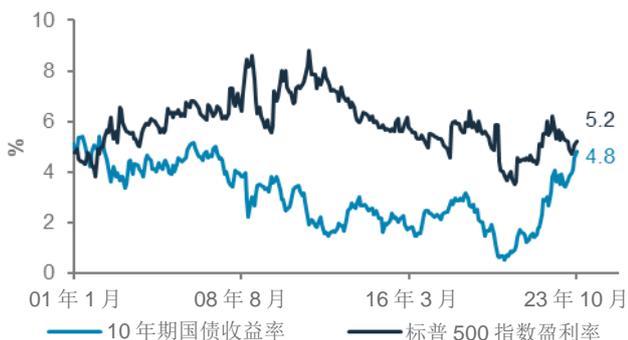
债券牛市与债券熊市

近一个月来，金融市场的讨论焦点都是围绕着美国国债收益率。美国 10 年期国债收益率攀升至 5%，这引起了数个问题：（1）当债券收益率超过标普 500 指数的盈利率时，是否会显著改变债券与股票的权衡，尤其是考虑到债券收益率上升会如何令金融状况收紧；（2）在收益率见顶前，市场是否有动力进一步推高收益率；（3）面对如此高的收益率，是否有些情况可能会出现“变化”。

持看涨债券立场的观点认为，目前 10 年期国债约 5% 的收益率已包含了美联储在当前政策利率下长期暂停加息的预期，以及接近 2.5% 的可观实际（即扣除通胀后）收益率，这一水平接近 2008 年之前的高位。然而，持看跌债券立场的观点则指出，在长期暂停加息及美国经济仍显具韧力的情况下，收益率曲线的正常化（即长期收益率高于短期收益率）可能意味着 10 年期收益率将超过美联储 5.5% 的政策利率。这种情况将与我们通常在经济周期后期看到的情况形成明显对比。在经济周期的后期，由于美联储在经济放缓期间削减政策利率，短期债券的收益率会大幅下降，从而使收益率曲线恢复正常。详情请参阅我们的“观点”部分。

图.1 美国 10 年期国债收益率与标普 500 指数盈利率差距逐渐收窄

标普 500 指数的盈利率*与美国 10 年期国债收益率



资料来源：彭博、渣打；*市盈率的倒数

与债券牛市同行

在我们的基础配置中，我们持续看好债券市场，并在我们的多元化配置中仍然超配发达市场投资级政府债：

- 我们认为债券收益率通常会在接近美联储政策利率的高位附近见顶，而且这一高位似乎已经达到。
- 目前的收益率为投资者提供了自 2008 年以来锁定最高实际（扣除通胀后）收益率的难得机会。
- 同时，当前的收益率水平也为进一步暂时下跌提供了显著的缓冲（美国国债基准指数下跌近 1%）。

收益率短期内会进一步上升吗？如果以下情况出现，这是有可能发生的：在美联储维持利率不变时，短期收益率保持稳定，长期收益率上升，使收益率曲线恢复正常。然而，考虑到目前市场的单边配置（我们的市场多样性指标偏低，通常是逆转的前兆）及借贷成本上升对家庭预算造成压力，进一步大幅上涨看起来似乎不太可能。

股市会在年底上升吗？

美国股市在 9 月份经历季节性疲软后，我们正关注年底会否出现积极的季节性转变。根据自 1928 年以来的数据，尽管标普 500 指数在 9 月份的平均回报率为-1.2%，但这种季节性趋势通常在第四季度得到改善，11 月和 12 月的月回报率平均值分别为+0.9%和+1.3%。

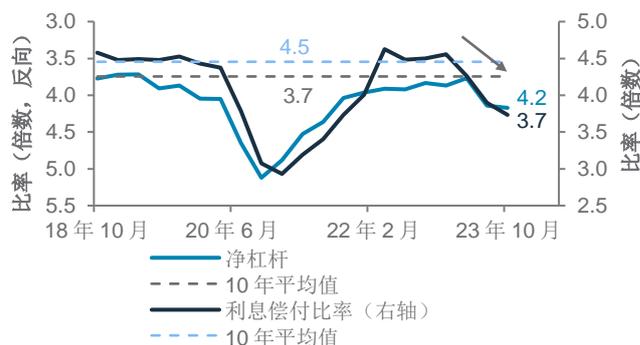
然而，仅依靠季节性因素来判断股市的前景是不够的。我们预计股市表现将维持区间震荡，主要由于债券收益率见顶，以及正面的盈利意外与下降的经济意外相交织所影响。鉴于这些因素，我们仍然保持对股票的核心（中性）配置，同时“超配”美国和日本股市。

新兴市场债券优于股票

最近有报导指出，中国的决策者正在考虑加强财政政策的力度，这可能最终会带来一系列规模巨大的措施，以稳定中国股市的基础。尽管如此，目前股市的反应似乎表明，市场认为近期所采取的措施还不足以产生显著影响。

图.2 下一项下跌指标是什么？全球高收益债信用质量指针显示初步恶化迹象

全球高收益债的杠杆率与利息偿付比率



资料来源：彭博、渣打

基于此，我们在全球基础配置中继续对亚洲（除日本）股票保持核心（中性）的配置，同时在中国、印度和韩国等主要市场采取广泛多元化的策略。就机会型配置而言，我们将重点放在中国的通信服务和非必需消费品，以及印度的金融、工业和健康护理等行业。

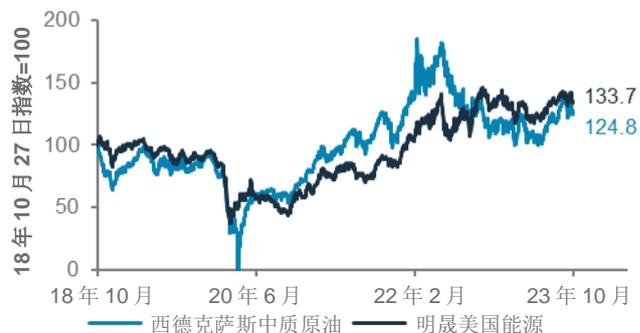
在新兴市场，我们认为本币债券更为吸引。正如我们在最近的《金融市场周报》所详细讨论，（1）新兴市场央行有较大的空间可放宽所需政策；（2）新兴市场强劲的增长前景有利于信贷；（3）我们预计美元的相对疲软将对回报有利，尤其是考虑到美元市场多样性得分偏低，这通常被视为市场逆转的指标。

密切关注地缘政治风险

当前，金融市场对于中东的冲突情况仍主要聚焦于石油价格这个因素。若该地区的冲突能够避免对石油供应造成重大影响，对市场的总体冲击可能有限。然而，不能忽视的是，如果局势进一步升级，这将对油价产生显著的影响。美国能源股（我们持核心持仓观点）和黄金可能成为应对该地区局势潜在升级的有效对冲工具。

图.3 美国能源股起到了对冲油价的作用

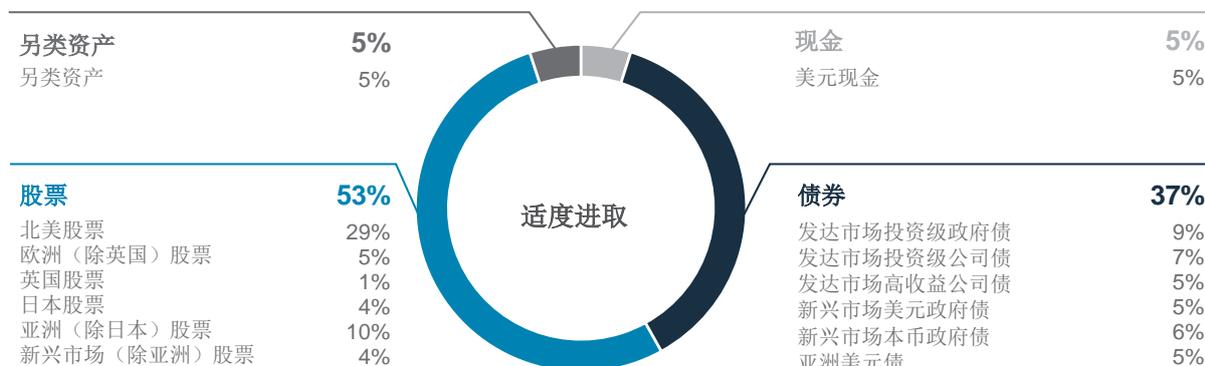
西德克萨斯中质原油价格与明晟美国能源行业（指数化）



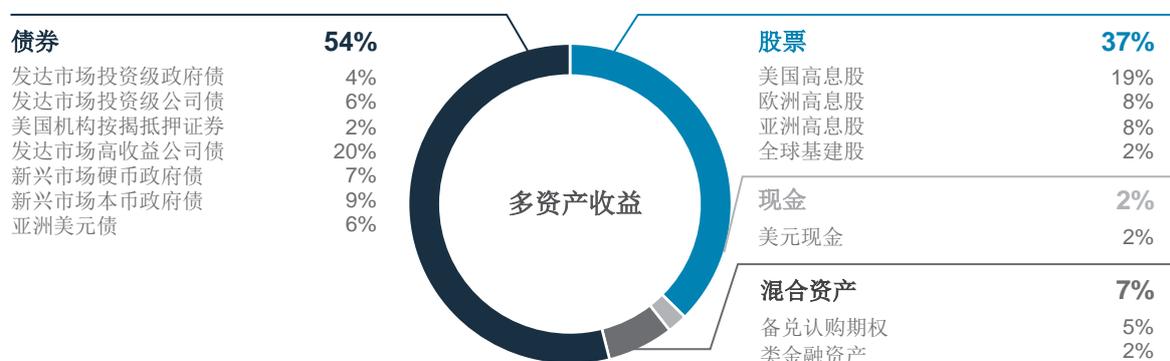
资料来源：彭博、渣打

基础：我们的战略资产配置

适度进取风险状况的全球*配置



中风险状况的多资产收益配置



观点	详情
美元现金	◆ + 安全、实际收益率为正数 - 再投资风险、长期表现落后的风险
债券	◆
发达国家政府债	▲ + 信用质量高、经济衰退时期表现出色 - 通胀高企、实际收益率上升
发达国家投资级公司债	◆ + 信用质量高、收益率适中 - 估值合理
发达国家高收益公司债	▼ + 收益率吸引、利率敏感性低 - 信用质量恶化、利差放宽
新兴市场美元政府债	◆ + 收益率吸引、对美国收益率敏感 - 新兴市场信用质量承压
新兴市场本币政府债	▲ + 收益率吸引、可能出现外汇+债券升值 - 受新兴市场货币波动的影响
亚洲美元债	◆ + 收益率适度吸引、主要为投资级信用质量 - 估值合理、高收益债承压
股票	◆
北美	▲ + 美联储暂停加息、经济增长弹性 - 经济衰退风险、估值
欧洲（除英国）	▼ + 利润率具有弹性 - 通胀仍然高企、经济衰退风险
英国	▼ + 估值、股息收益率吸引 - 英国央行进一步收紧政策、盈利下滑
日本	▲ + 企业治理、国内需求具有弹性 - 日本央行可能收紧政策
亚洲（除日本）	◆ + 中国的政策支持、估值 - 地缘政治紧张局势、中国宏观经济不明朗
黄金	◆ + 投资组合对冲 - 美元反弹的风险、收益率上升
另类投资	◆ + 多元化工具特征 - 市场波动性

资料来源：渣打全球投资委员会；绿色 = 上调；红色 = 下调。*其他风险状况参见第 15 页

图例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

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 应对债券收益率上升的挑战

随着第四季度的到来,投资者面临着新的挑战。除了股市的波动性增加之外,由于美国经济数据的强劲表现,引发了对政策利率长期保持高位的预期,美国债券收益率也面临上行的压力。同时,以色列和加沙地区的冲突又重新激发了对油价飞涨以及由此带来的通胀忧虑。

这一系列因素使美国 10 年期国债收益率自 2007 年以来首次略微超过 5%, 彭博美国综合债券指数也随之下跌 5%。

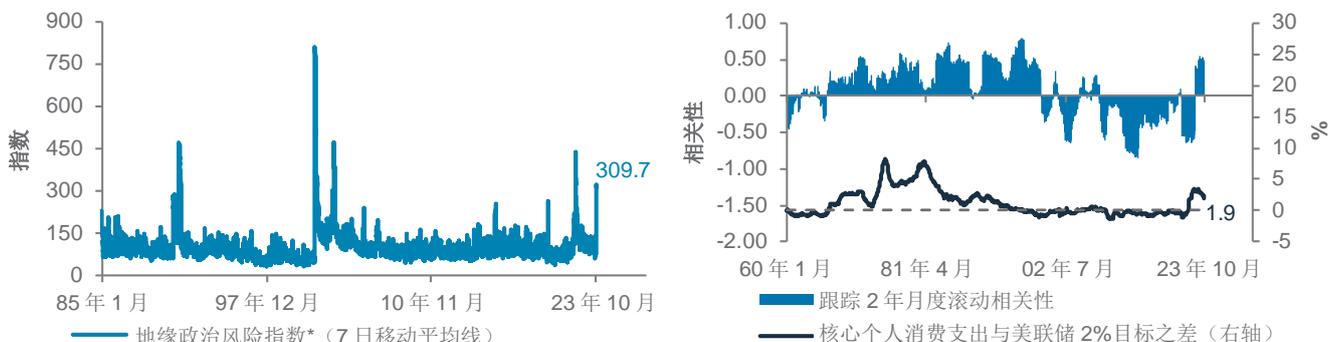
本报告深入讨论了油价上涨对通胀和债券市场前景的影响。此外,我们还分析了目前股票与债券间的相关性,并提出了在这两者持续呈正相关情况下的应对策略。我们发现:

- 原油价格的剧增会推高整体通胀水平,但其对核心通胀的影响通常需要较长时间才能体现。因此,尽管我们预计由于基数效应,整体通胀将略有上升,但其对核心通胀的短期影响可能较为有限。
- 长期债券收益率面对的短期风险平衡。虽然美国经济数据好于预期可能会推动美国 10 年期国债收益率再度突破 5%,但我们的多元化分析指针显示,收益率上升的空间已接近饱和。预期美国第四季度国内生产总值增长放缓,这可能减缓市场对于政策利率持续高企的预期。从长远来看,随着美联储开始减息,长期收益率有望下降,但由于当前供需动态不利,这次下降幅度可能有限。
- 在高通胀环境下,债券和股票之间往往呈现出正相关性。这种相关性可能削弱了债券作为投资组合多元化工具的效力,限制了投资组合所能承受的风险水平。因此,投资者需寻求其他多元化资产,如商品和另类投资,以增强债券在投资组合中的对冲作用。



图. 4 地缘政治风险飙升; 在通胀加剧的情况下, 股票与债券的正相关性持续存在

Caldara 和 Iacoviello 地缘政治风险指数; 标普 500 指数与美国 10 年期收益率的相关性; 美国核心个人消费支出与 2% 目标之差



资料来源: Caldara 和 Iacoviello 地缘政治风险指数、Shiller 数据集、彭博、渣打。*指数反映了 10 家报纸的自动文本搜索结果,并基于每份报纸中与不利地缘政治事件相关的文章数量。

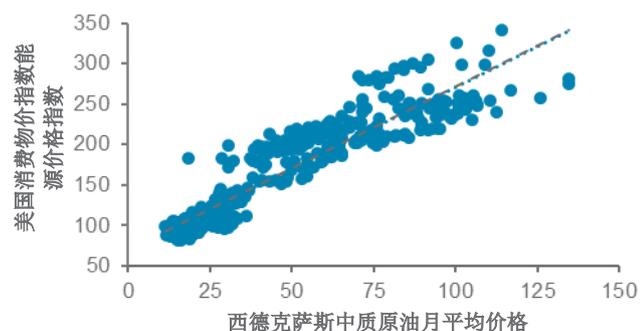
整体通胀料将小幅上升，即便核心通胀趋缓

目前判断中东动荡对油价长期走势的影响仍属过早。我们认为有两种情况可能出现：1) 冲突在地理上受到限制，并且 / 或沙特阿拉伯调整产量以稳定市场；2) 冲突进一步升级，导致中东石油供应面临严重风险。

在第二种情况下，对霍尔木兹海峡（Strait of Hormuz）安全的忧虑，或美国对伊朗进行更加严格的石油出口制裁，可能会推动油价上涨。根据我们的估算，若油价每月平均上升 10 美元，达到每桶 150 美元，那么到 2024 年 3 月，整体通胀率有可能攀升至 6% 以上。然而，即便油价保持在目前约 90 美元的水平（我们的基本假设），由于基数效应，12 月份整体通胀仍会小幅上升，随后再逐步回落。另一方面，对核心通胀的影响则更为缓和。这种影响通常需要较长的时间才能完全显现，有时长达两年，因此短期内几乎感受不到其影响。

图. 5 美国整体通胀的能源类别与原油价格高度相关，这一点不足为奇

美国消费物价指数能源价格指数与西德克萨斯中质原油月平均价格



资料来源：BLS、彭博、渣打 1983 年 3 月至 2023 年 9 月

图. 6 即使油价保持不变，未来几个月整体通胀仍将小幅上升

美国整体通胀在西德克萨斯中质原油平均价格不同月度涨幅下的走势

美国消费物价指数 (同比)	每桶 10.0 美元	每桶 7.5 美元	每桶 5.0 美元	每桶 2.5 美元	每桶 0.0 美元	每桶 -2.5 美元	每桶 -5.0 美元
24 年 3 月	6.15%	5.41%	4.66%	3.91%	3.16%	2.41%	1.66%
24 年 2 月	5.81%	5.18%	4.55%	3.93%	3.30%	2.67%	2.05%
24 年 1 月	5.69%	5.19%	4.68%	4.18%	3.68%	3.17%	2.67%
23 年 12 月	5.83%	5.45%	5.07%	4.69%	4.30%	3.92%	3.54%
23 年 11 月	4.80%	4.54%	4.29%	4.04%	3.78%	3.53%	3.28%
23 年 10 月	3.99%	3.86%	3.73%	3.61%	3.48%	3.35%	3.23%
23 年 9 月	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%	3.70%

资料来源：BLS、渣打

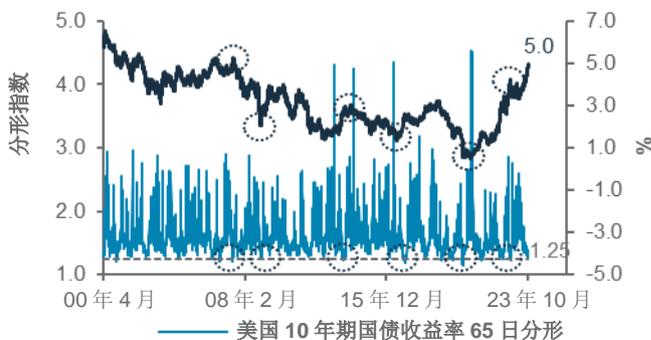
联储局一旦开始减息，债券收益率的跌幅或许有限

尽管中东冲突带来的不确定性可能会推高通胀和债券收益率，但债券收益率回落的可能性仍然存在。我们的多元化分析指针显示，债市的抛售可能已接近极限，短期内逆转的可能性颇大。考虑到美国经济在第四季度会显著放缓，原因包括学生贷款恢复和政府潜在的停摆令经济增长受压，这些因素均有助于降低债券收益率。美联储主席鲍威尔也指出，债券收益率的上升已经开始收紧金融状况，核心通缩和经济增长放缓可能会抑制市场对政策利率长期走高的预期。

从长远来看，在通胀放缓和美联储更可能减息而非加息的背景下，长期债券变得更为吸引。然而，鉴于美国财政部近期提出新的赤字预算和增加债务发行计划令市场感到意外，投资者日益要求更高的收益率来持有这些债券。美国国债的供需不确定性意味着，实际上收益率可能不会像预期那样大幅下降。

图. 7 美国 10 年期国债收益率的投资者多样性已达到临界点，这表明可能出现逆转

美国 10 年期国债收益率的市场多样性 (65 日分形)



资料来源：彭博、渣打

股票与债券的正相关性需要另类多元化工具

随着长期债券的短期风险取得平衡，投资者可能会考虑逐渐增加对美国债券的比例。但是，当股票与债券之间的正相关性持续存在时，这会减少传统优质债券作为投资组合多元化工具的效用，从而限制投资组合能承受的风险。在通胀高企时，股票与债券往往呈正相关性。这暗示，在核心通胀率降至美联储设定的 2% 目标之前，这种正相关性可能会持续存在。与此同时，投资者应考虑转向其他多元化投资工具，例如商品和另类投资，来补充债券的对冲作用。在股票和债券正相关的时期，黄金和能源资产经常表现出色。在较为动荡的市场环境下，对冲基金策略通常提供更高的收益，这种市场状况为经验丰富的基金经理透过分散和套利策略创造了更多的获利机会。

宏观概况 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高级投资策略师



关键主题

美国经济增长可能在第三季度见顶。由于夏季消费强劲和净出口回升，美国第三季度经济年化增长率达到 4.9%。我们预计，由于自 2022 年 3 月以来加息 525 个基点的滞后影响以及疫情刺激措施的影响逐渐减弱，金融环境收紧，未来几个季度经济增长将大幅放缓。我们认为，在金融状况紧张的情况下，欧元区经济衰退的风险上升。与此同时，在为支持经济增长而实施的有针对性的货币和财政宽松政策下，中国经济正在企稳。

通胀持续放缓：随着经济增长放缓，大多数主要经济体的价格压力可能会持续降温，但央行的通胀目标可能要到 2025 年才能实现。在美国，我们预计住房成本将在未来 6-12 个月有所缓解，住房成本已经减缓了通缩趋势。中国继续面临通缩压力。

目前维持政策利率不变，明年减息：我们认为美联储和欧洲央行已经结束了加息。两家央行都可能在 2024 年上半年开始减息，随着明年初经济衰退变得更加明显，欧洲央行将率先减息。我们预计中国当局将继续适度放宽财政和信贷政策，以支持经济增长。

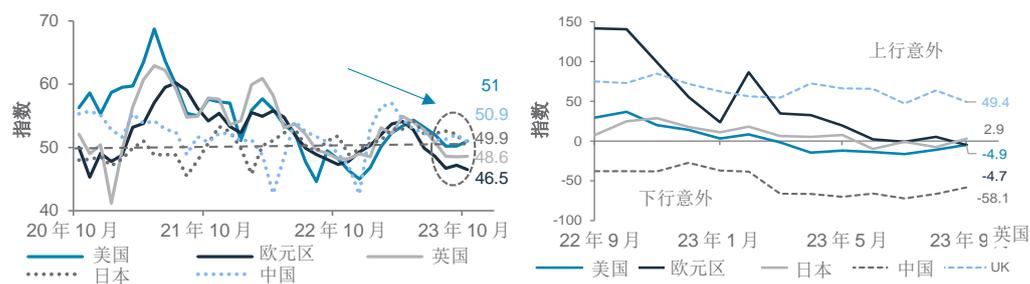
关键图表



商业活动放缓和通胀表现未见意外（英国除外）表明，美联储和欧洲央行可能不会进一步收紧政策；中国经济活动正在企稳，但通缩压力依然存在

图. 8 全球商业活动放缓和通胀表明，应该结束加息

主要市场的商业信心指数和通胀意外指数



资料来源：彭博、渣打

值得关注的宏观因素

美国：增长见顶、利率见顶。由于疫情后对家庭的财政刺激和拜登总统对企业的绿色基建投资计划的长期影响，今年美国经济增长超出预期。这继续推动了消费，尤其是服务业的消费，鼓励了住宅和私人投资，并维持了强劲的就业市场。我们认为，第三季度可能标志着美国经济增长在本轮周期中见顶。未来几个季度，随着夏季休闲消费的消退，以及美联储以往加息和近期债券收益率上升的影响，金融状况可能会收紧，经济增长可能会大幅放缓。然而，在就业市场疲软、工资压力降温之前，通胀很可能在明年保持在美联储 2% 的目标之上。因此，我们预计美联储目前将维持利率不变，并在明年年中减息。

欧元区衰退风险：欧元区今年的增长停滞不前，因为它仍在继续适应去年俄罗斯大幅削减天然气供应带来的能源冲击。最新的商业信心指数显示，服务业连续第三个月收缩，而制造业收

缩略有放缓。与美国相比，欧元区（尤其是德国）对中国的贸易投资更大。因此，中国经济增长的不确定性继续给该地区制造业出口的前景蒙上阴影。我们认为，尽管通胀压力上升，但衰退风险的上升可能会阻止欧洲央行进一步加息。我们预计欧洲央行最终将减息，最早可能在明年上半年，因为它将把重点转向支持经济增长。

中国经济增长稳定。中国经济似乎正在企稳，第三季度同比增长 4.9%，超出预期。消费仍然是主要的增长动力，9 月份工业产出也在复苏。然而，房地产行业的持续疲软仍是固定资产投资的一大阻力，而监管和地缘政治的不确定性继续打压商业信心。有关部门试图通过快速发债来缓解地方政府的财政压力。由于通缩压力持续存在，我们预计未来几个月温和的财政和信贷刺激措施将支持经济增长。

债券 — 一瞥

Abhilash Narayan, CFA
高级投资策略师

林奕辉
高级投资策略师



关键主题

看好政府债。我们仍然超配发达市场投资级政府债和新兴市场本币政府债，因为我们认为大多数主要央行目前的加息周期已接近尾声（事实上，一些新兴市场央行已开始减息）。对于国际投资者来说，我们看跌美元的观点也应该转化为新兴市场本币债的外汇收益。

我们将 10 年期美国国债 3 个月目标收益率调整为 4.25%-4.50%。我们认为，最近 10 年期美国国债收益率已经过度上涨（基于技术指标和我们的市场多样性或分形指标），为投资者增持优质债券提供了吸引的机会。大部分增长是由实际（扣除通胀）收益率的增长推动的，这将进一步拖累经济，迫使美联储加快减息步伐。因此，我们维持 12 个月收益率目标在 3.25%-3.50%，但我们承认该目标存在潜在的上行风险。

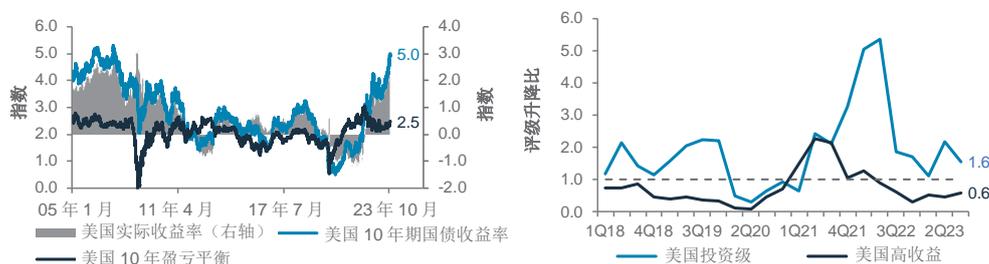
我们对发达市场投资级公司债保持中性观点，并低配美国高收益债。尽管收益率溢价与过往平均水平大体一致，整体收益率也较为吸引，但我们认为，从评级下调和违约的增加来看，目前的估值无法弥补信贷质量的持续恶化。**亚洲美元债仍然是核心（中性）持仓**，因为对中国经济增长和房地产行业的持续忧虑令该资产类别承压。**我们维持对新兴市场美元政府债的中性立场。**尽管地缘政治紧张导致的油价上涨对能源出口国有利，但进口成本上升加上美元融资利率高企，可能会进一步侵蚀较弱主权国家的信用状况。再加上约 9.4% 的收益率，我们认为风险回报是平衡的。

关键图表



扣除通胀因素后的美国债券净收益率（实际收益率）已飙升至 2007 年以来的最高水平，导致金融状况趋紧，令债券估值吸引。信用评级上调与下调的比率有所下降，表明企业信用质量正在恶化。

图 9 美国 10 年期扣除通胀（实际）收益率飙升至近 2.5%；发达市场公司的评级升降比下跌，促使我们采取谨慎的立场



资料来源：彭博、渣打。

你对美国国债收益率下降的预期存在哪些风险？

2023 年美国国债收益率的大幅上升令大多数投资者感到意外。我们的核心设想仍然是收益率小幅下降，尤其是考虑到美国结构性增长相对于全球金融危机前的时期有所放缓。然而，我们列出了三个可能在短期内保持或推高收益率的因素。

1. **美国例外论**或经济韧性是今年美国国债收益率走高的主要推动因素。如果美国能够完全避免衰退，将促使美联储在更长时间内保持较高利率。
2. 由于中东冲突的扩大及 / 或主要石油生产设施的严重破坏，**油价飙升**可能导致未来 6-12 个月的通胀上升。
3. **美国国债供应过剩**，原因可能是财政赤字庞大且挥霍无度，或者是日本投资者（美国国债的大买家）在日本央行未来 12-18 个月的政策正常化后重新转向日本政府债券，导致需求减少。这可能会增加期限溢价（投资者持有长期债券所需的额外补偿），从而推高债券收益率。

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

在我们的基础投资组合中，全球股票仍是核心（中性）配置。年初至今，经济数据和公司利润率一直保持弹性。然而，中东冲突的任何升级都有可能推高油价并重新引发通胀。

我们继续超配日本和美国。相比全球同业，日本的公司治理改善，股票回购增加，企业现金净头寸增加，相对不受地缘政治风险影响。日本央行可能收紧货币政策（通过放松收益率曲线控制）是一种风险，可能抑制企业盈利。

美国当前获益于 2023 年第三季度的强劲业绩。科技行业的盈利扩张继续推动以增长为导向的美国股市。风险在于美联储的货币政策由于不断逼近的通胀威胁而出现任何强硬转向。

亚洲（除日本）仍是核心（中性）配置。我们在该地区拥有均衡投资。尽管消费和工业产值强于预期，但中国市场继续受到房地产行业前景疲软的拖累。印度股票得到强劲每股盈利增长预期（2023 财年和 2024 财年超过 20%）的支撑，但估值溢价高。

我们低配英国股票，因为市场估值虽然较低，但今年该地区的盈利增长预期最弱。由于宏观经济数据降温 and 利润率下降，我们也低配欧元区股票。

关键图表



美国的公司基本面和经济增长强劲；日本通过改善公司治理释放深层价值

图. 10 尽管通胀降温，美国公司利润率依然强劲；日本不断改善的公司管治正在释放许多定价过低的公司的价值

美国消费物价指数同比增长对比明晟美国指数净利润率（左图）；市账率低于 1 的公司在明晟日本、欧洲和美国指数中的百分比



资料来源: FactSet、彭博、渣打

美国和日本是防守选择

中东冲突造成的不确定性增加，以及近期债券收益率飙升，给全球股市带来压力。然而，我们认为投资者依然低估了“尾部风险”，美国波幅指数（VIX）仍略高于 20%。

我们认为，投资者在全球股票中应继续超配日本和美国。如果油价或债券收益率进一步上升，这些市场可能展现出比其他地区更强的经济弹性。在经济增长好于预期的支撑下，这两个股市年初至今的表现优于全球股票：美国经济数据继续超越预期，而日本制造业采购经理人指数仍具韧性。日本从公司治理改善

和股票回购增加中获得额外助力。这些特殊的积极因素可能促使这两个市场继续领先其他地区。

亚洲（除日本）股票仍是核心（中性）配置。如果油价大幅上涨，该地区可能首当其冲。例如，相比发达市场，食品和能源价格在该地区消费通胀篮子中所占的百分比更高。然而，相比历史，该地区的估值仍相对低廉。

在亚洲（除日本）地区，我们对中国和印度均持中性态度。在中国，最近财政赤字目标的上升表明，政府在加大力度扶持经济，提振企业和投资者信心。

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

我们未来 3 个月温和看淡美元，但在近期反弹后上调所做预期。7 月中旬以来的美元涨势已呈现力竭迹象，美国国债收益率可能见顶。尽管强劲的美国数据意味着美联储可能在 11 月联邦公开市场委员会（FOMC）会议上为进一步加息敞开大门，但我们仍预计美国国债收益率的近期回落将拖累美元。然而，美元指数（DXY）最近落后于债券收益率的升势，这增加了美元指数出现温和下跌的可能性，即便是在美国收益率下跌符合我们所做预期的情况下。近期，我们预计美元指数在 104.70-107.30 的区间整固，3 个月目标价为 105.2。

我们维持未来 12 个月看淡美元的预期。在我们的基础情景中，美联储预计比其他发达市场央行进行更多减息。这基于对美国增长放缓和中国逐步复苏的预期（任何欧元区衰退都会挑战这一假设）。此外，我们预计欧元区通胀（相对美国）下降更快将导致美元相对其他主要经济体的实际（剔除通胀）利差进一步压缩，从而压低美元。

我们将 3 个月欧元兑美元预期下调至 1.07，但将 12 个月预期维持在 1.12 不变。近期欧元区经济数据疲软意味着欧洲央行不太可能进一步加息。能源价格上涨的潜在负面影响导致该地区欧元的近期前景蒙上阴影。**我们预计英镑兑美元未来 3 个月基本保持区间震荡**，因为在经济数据疲软和劳动力市场萎缩的情况下，英国央行的加息幅度可能低于此前预期。然而，由于工资增长加快和英国债券收益率诱人，我们维持未来 12 个月的看涨观点。

美元兑日元似乎已在 150 附近企稳，因为市场越趋预期官方可能会干预外汇。我们未来 3 个月和 12 个月看淡美元兑日元，因为我们预计日本国债收益率逐步上升，从而收窄利差。**美元兑人民币短期内可能保持区间震荡**，因为中国货币政策与发达市场的分歧可能被政策扶持抵消，停留在 7.30 水平附近。然而，中国经济增长加快应在未来 12 个月将该货币组合推至 7.1。**我们仍看好商品货币（澳元、新西兰元、加元），因为它们可能获益于商品价格上涨，尤其是在中东地缘政治紧张局势加剧的情况下。**

关键图表



美元最近落后于美国国债收益率的升势，增加了美元出现温和下跌的可能性，即便是在美国收益率下跌符合我们所做预期的情况下

我们调整 3 个月和 12 个月外汇预期

图. 11 最近美元与美元利差之间的走势分歧可能抑制美元回落

美元指数和实际（剔除通胀）利差：预测表



资料来源：彭博、渣打

货币	3 个月预测	12 个月预测
美元（美元指数）	105.2	101.2
欧元兑美元	1.07	1.12
英镑兑美元	1.22	1.30
美元兑日元	145	135
澳元兑美元	0.64	0.68
新西兰元兑美元	0.60	0.63
美元兑加元	1.35	1.33
美元兑人民币	7.30	7.10
美元兑瑞郎	0.90	0.90

避险外汇的前景如何？

我们的基础情景是以色列和加沙之间的冲突相对可控，对石油供应的影响有限。然而，如果中东（包括伊朗等其他国家）的紧张局势升级，可能对我们的瑞郎、日元和美元汇率预测构成上行风险。

瑞郎和日元是传统避险货币。根据避险情绪的程度，我们不排除美元兑瑞郎和美元兑日元未来几周内短暂试探 0.85 和 140 的可能性。以日元和瑞郎作为融资货币的套利交易平仓可能放大这些波动。美元可能从避险情景中获益较少，关键阻力位是 107.3，毕竟避险需求可能在一定程度上被其收益率优势遭遇的侵蚀所抵消。

黄金、原油——一瞥

韩忠良, CFA
投资策略师



关键主题

在我们的投资组合中，黄金仍是核心配置，未来 12 个月的预期为每盎司 2,010 美元。尽管实际（剔除通胀）收益率飙升且美元走强，在以色列-加沙冲突爆发后，投资者仍纷纷涌入黄金这种避险贵金属，推动金价上涨至每盎司 1,981 美元。根据我们的预期，地缘政治溢价最终可能随着冲突得到控制而消退，但见顶的实际收益率和美元将使金价未来 3 个月在每盎司 1,980 美元的水平获得良好支撑。此外，随着假期临近，现货市场可能回暖。从长远来看，我们继续认为央行需求和日益加剧的经济忧虑是支撑金价的关键驱动因素。

我们仍然看淡原油，并对 12 个月西德克萨斯中质原油价格维持每桶 75 美元的预期。进入 10 月份，原油价格暴跌，随后因中东地缘政治紧张局势加剧而收复部分失地。然而，在最初的上涨后，油价对冲突的反应平淡，表明投资者低估冲突升级的风险。中东的高度不确定性可能使近期西德克萨斯中质原油价格维持在每桶 90 美元左右。除此之外，我们认为冲突得到控制使人们重新关注宏观基本面。因此，考虑到我们的基础情景是全球经济放缓，我们预计西德克萨斯中质原油价格将会下降，源于石油需求疲软和库存随后增加。也就是说，我们的短期观点在很大程度上取决于冲突不会蔓延到中东的其余地区。

关键图表



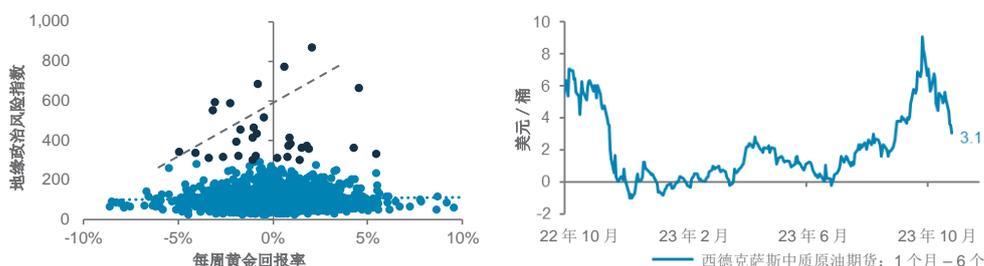
在地缘政治高度不确定的环境中，黄金仍是核心配置

全球原油市场在短期处于紧张状态，得到高企油价的支撑

图. 12 黄金在极端地缘政治环境下是一种有效短期对冲工具；现货价格高于期货价格的石油价格曲线意味着石油市场紧张

左图：每周黄金回报率相对地缘政治风险指数的回归

右图：6 个月和 1 个月西德克萨斯中质原油价格之差



资料来源：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello、彭博、渣打

利用黄金对冲（极端）地缘政治风险

在俄乌战争的最初几个月过去后，地缘政治风险逐渐淡出人们的视野，如今又重新成为关注焦点。中东有两种可能的情景：

（1）迅速爆发的冲突被控制在以色列 / 加沙内部，没有其他各方加入；（2）主要参与者被卷入冲突，扰乱石油供应并引发风险资产抛售。虽然我们的基础情景是局部冲突，但我们不能忽视另一种情景的可能性。对于投资者，这意味着对冲风险变得势在必行。

通过我们以往的研究（见上图），我们观察到黄金面对极端地缘政治风险展现出一贯的避险属性。此外，如果冲突导致的石油震荡引发另一波通胀，黄金可能会保持弹性。因此，考虑到地缘政治环境，我们在基础配置中维持对黄金的核心配置。

短期供应倾斜下行

在沙特和俄罗斯延长自愿减产，石油市场可能出现供应缺口。以色列-加沙的冲突给近期供应增添了更多不确定性。这些都反映在石油期货曲线再次倒挂上，这表明石油市场紧张。中东国家是世界原油产量的主要贡献者。即便最近暂停对委内瑞拉石油的制裁可能缓解一些供应紧张，但冲突的范围扩大可能最多导致大约 3,000 万桶 / 日的石油直接承受供应中断风险或因物流问题而承受这种风险。

从长远来看，我们认为，如果以色列-加沙冲突在地理上仍然受到控制，需求是更重要的关注因素。随着全球经济增长放缓，出现了新的需求破坏迹象。9 月美国汽油消费量跌至年初至今最低水平，而库存增加。

量化观点

美国风险模型看淡股市风险

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。

模型自 7 月以来停留在第 1 阶段。在第 1 阶段，模型预测美国股票的下行风险高，而美国 10 年期国债的下行风险低。模型对股票的预测效果良好，毕竟标普 500 指数自 7 月以来下跌了 7.8%。然而，即便模型显示债券下行风险更低，美国 10 年期国债指数自 7 月以来依然下跌了 6.8%。这种偏差可能代表市场情绪（认为高利率将维持更久）与显示增长放缓的经济变量之间脱钩（这通常利好债券）。

图. 13 EBMR 看淡股市风险

美国股市和债市的风险指标



资料来源：渣打

图. 14 未来数月的市场情景（直至 2024 年 1 月）对比 2022 年 12 月的预测

金融市场风险周期从当前第 1 阶段演变的概率和每个阶段看好的资产

模型于 2022 年 12 月预计的概率

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%

模型于 2023 年 10 月预计的概率

阶段	23 年 11 月	23 年 12 月	23 年 1 月	24 年 2 月
1	30%	36%	29%	48%
2	13%	27%	33%	27%
3	40%	28%	29%	19%
4	17%	9%	9%	6%

资料来源：渣打

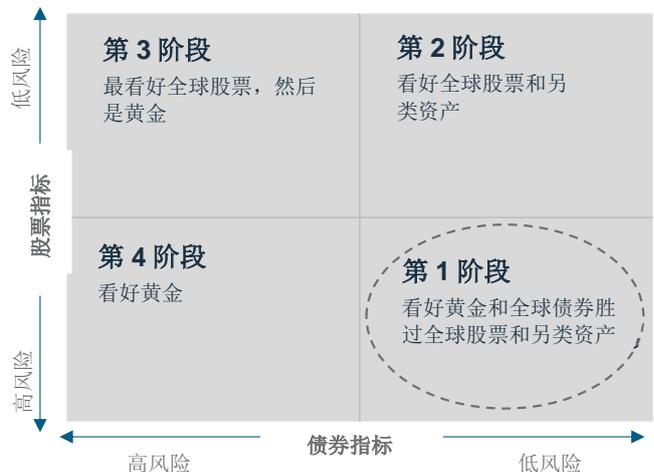
债券指标自 2023 年初以来一直看好美国国债市场。主要驱动因素是经济增长放缓和整体商品价格疲软，因为它们表明通胀下降。自 2022 年 6 月以来，美国核心消费物价指数确实大幅下降，从 9.1% 降至目前的 3.7%。然而，由于住房成本估测仍居高不下且具有粘性，美国核心消费物价指数最近有所上升。随着美联储发出在更长时间内保持高利率的信号，即便债券指标预示利率下降，美国 10 年期国债收益率仍再次大幅攀升。

股票指标自 7 月以来恶化，此前 6 个月的股票势头在今年首次转为负值。12 个月的股票势头仍具有支撑作用，但由于近期的市场抛售，它已经变得不那么积极。不同利率的势头大体上不利于股票风险，而美国核心消费物价指数的下降正变得越来越有利于股票指标。然而，美联储最近发出在更长时间内保持高利率的信号，削弱了美国核心消费物价指数作为利好信号的有效性。

我们的模型对未来几个月的预测喜忧参半。市场环境看淡股票（或处于第 1 阶段）的可能性仍相当高，概率在 29% 至 48% 之间。与此同时，进入第 3 阶段的概率也有所增加，而这一阶段看淡债市风险。

对全球资产的影响

1999 年以来的数据显示，黄金和全球债券在第 1 阶段最为看好。模型对资产的偏好是基于其与市场周期的长期关系，在第 1 阶段偏好防守性资产。



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？

本月，股票、债券和货币市场的市场多样性均趋于下降。在我们追踪的货币组合中，50%以上的成员在本月中旬被确定为高逆转风险。

在月初的短暂休息后，我们追踪的大部分股市自 10 月中旬以来下跌。他们的平均市场多样性已经恶化，从 1.54 降至 1.35。我们建议密切关注所有这些市场，以防它们的多样性降至 1.25 关键水平的下方。在美国股票中，我们在必需消费品、公用事业和房地产领域看到逆转机会。它们的多样性分数目前分别为 1.22、1.21 和 1.19，明显低于 1.25 的阈值。这三个行业的表现也都明显落后，它们年初至今的回报率分别为 -5.6%、-13.1% 和 -9.3%。

图. 15 债券的多样性已经大幅下降

按资产类别划分的平均市场多样性分数

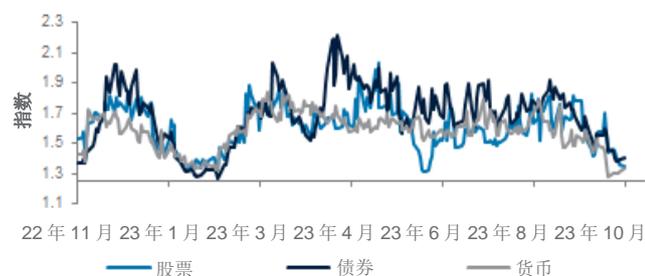
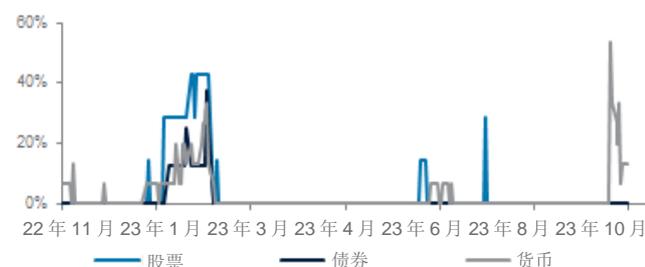


图. 16 数种货币呈现逆转风险

多样性分数 < 1.25 的资产百分比



资料来源：彭博、渣打

由于近几个月遭受损失，债券市场多样性已经恶化。利率上升是不利因素。发达市场主权债和新兴市场本币债目前的多样性最低，约为 1.30。

我们的多样性指针也显示美元兑多种货币在月中逆转（参见我们的《金融市场周报-临近转折点？》）。这些货币的多样性分数目前非常接近 1.25 的逆转阈值。如果美国 10 年期国债收益率开始走低（我们的指标预示它也会逆转），这些货币的逆转可能很快就会显现。

图. 17 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	●	↓
美国行业		
必需消费品	○	↓
公用事业	●	↓
房地产	○	↓
外汇		
英镑兑美元	●	↓
美元兑印尼卢比	○	↓
美元指数	●	→

资料来源：彭博、渣打；数据截至 2023 年 10 月 26 日

图例： ○ 极低 ● 低 / 适度 ● 高

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	◆	5	5	5
固定收益	◆	57	37	16
股票	◆	33	53	74
另类策略	◆	5	5	5
资产类别				
美元现金	◆	5	5	5
发达市场政府债*	▲	14	9	4
发达市场投资级公司债*	◆	11	7	3
发达市场高收益公司债	▼	8	5	2
新兴市场美元政府债	◆	7	5	2
新兴市场本币政府债	▲	10	6	3
亚洲美元债	◆	7	5	2
北美股票	▲	18	29	40
欧洲（除英国）股票	▼	3	5	6
英国股票	▼	1	1	2
日本股票	▲	3	4	6
亚洲（除日本）股票	◆	7	10	14
非亚洲新兴市场股票	◆	2	4	5
另类策略	◆	5	5	5
		100	100	100

概述	基础配置
现金	35
固定收益	65
资产类别	均衡
美元现金	35
发达市场投资级政府债（短存续期）	10
发达市场投资级公司债（短存续期）	13
发达市场高收益债（短存续期）	14
新兴市场美元政府债（短存续期）	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（%）

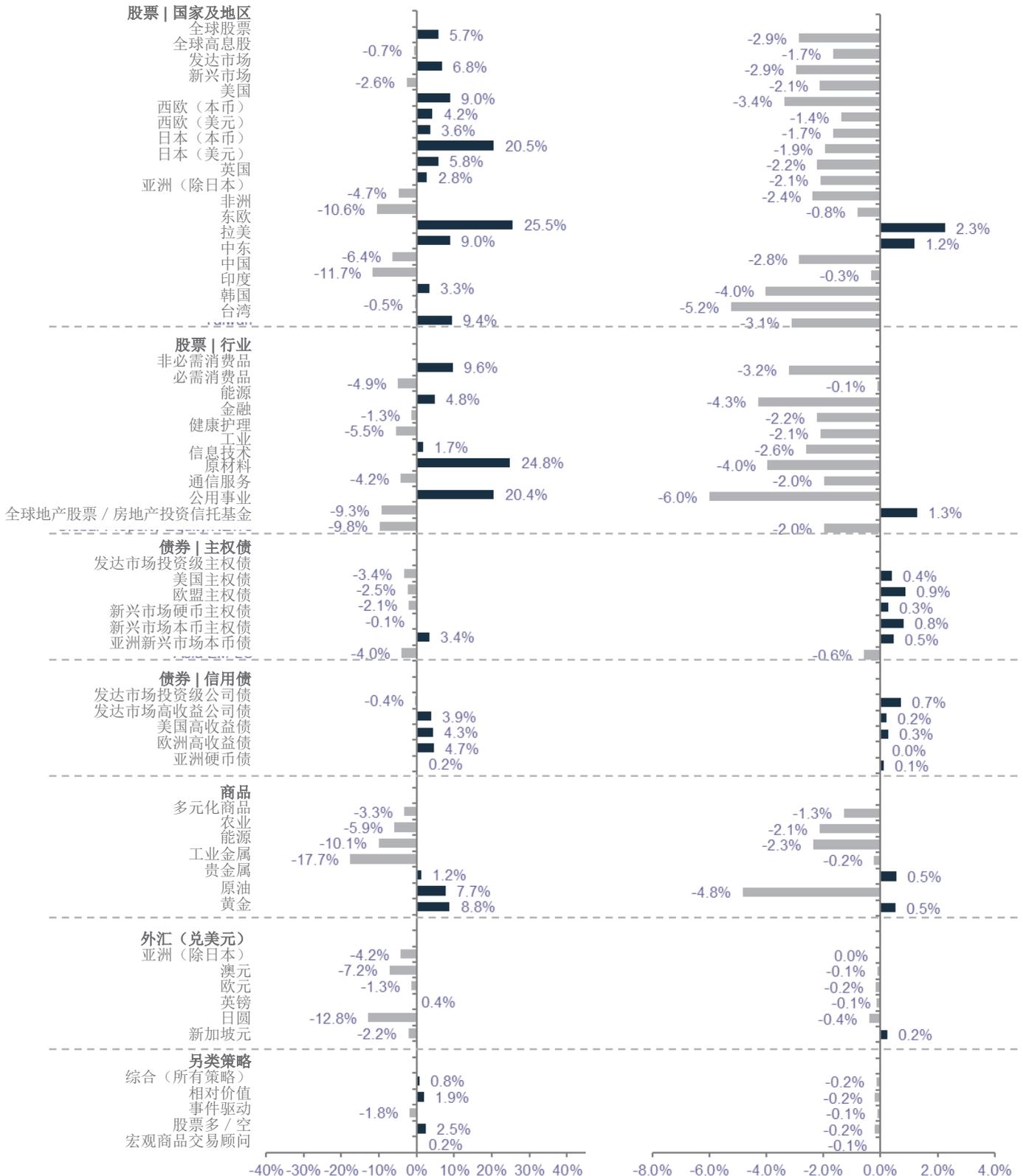
1. 由于调整至最接近整数的缘故，配置数据的总和可能不是 100%
2. 保守配置基于策略性资产配置（SAA），不包含任何战略性资产配置观点
3. 本月的配置包含了基础策略性资产配置基准相较上月的变化

图例： ▲ 最看好 | ▼ 最看淡 | ◆ 核心持仓

市场表现概要*

2023年初至今

一周



资料来源：明晟、摩根大通、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

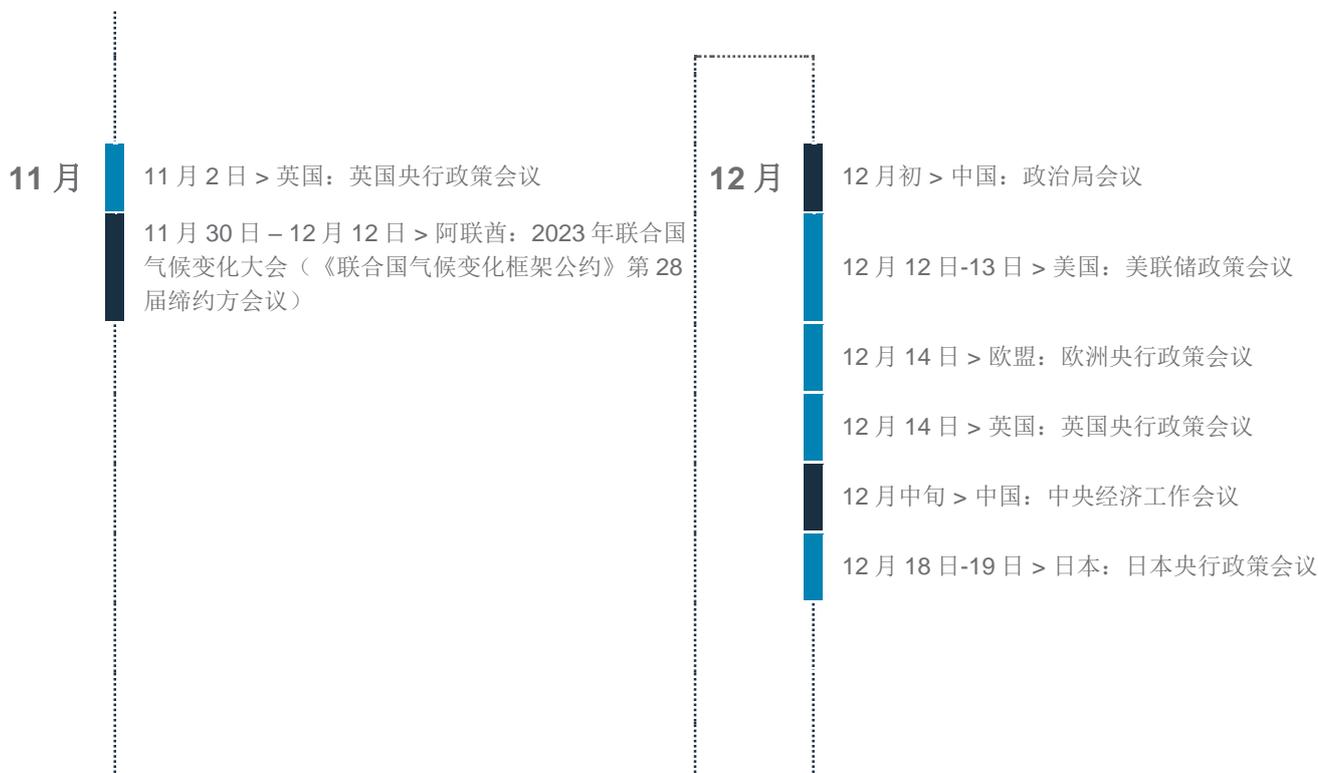
*除非另有说明，所有表现均以美元计

*年初至今表现是指 2022 年 12 月 31 日至 2023 年 10 月 26 日的表现，一周表现是指 2023 年 10 月 19 日至 2023 年 10 月 26 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	105.2	1.07	1.22	145	0.64	0.60	1.35	7.30	0.90	91	1980	5.50% (23年 12月)	4.25- 4.50%	4.00% (23年 12月)
12个月 预测	101.2	1.12	1.30	135	0.68	0.63	1.33	7.10	0.90	75.0	2,010	4.75% (24年 9月)	3.25- 3.50%	3.50% (24年 9月)

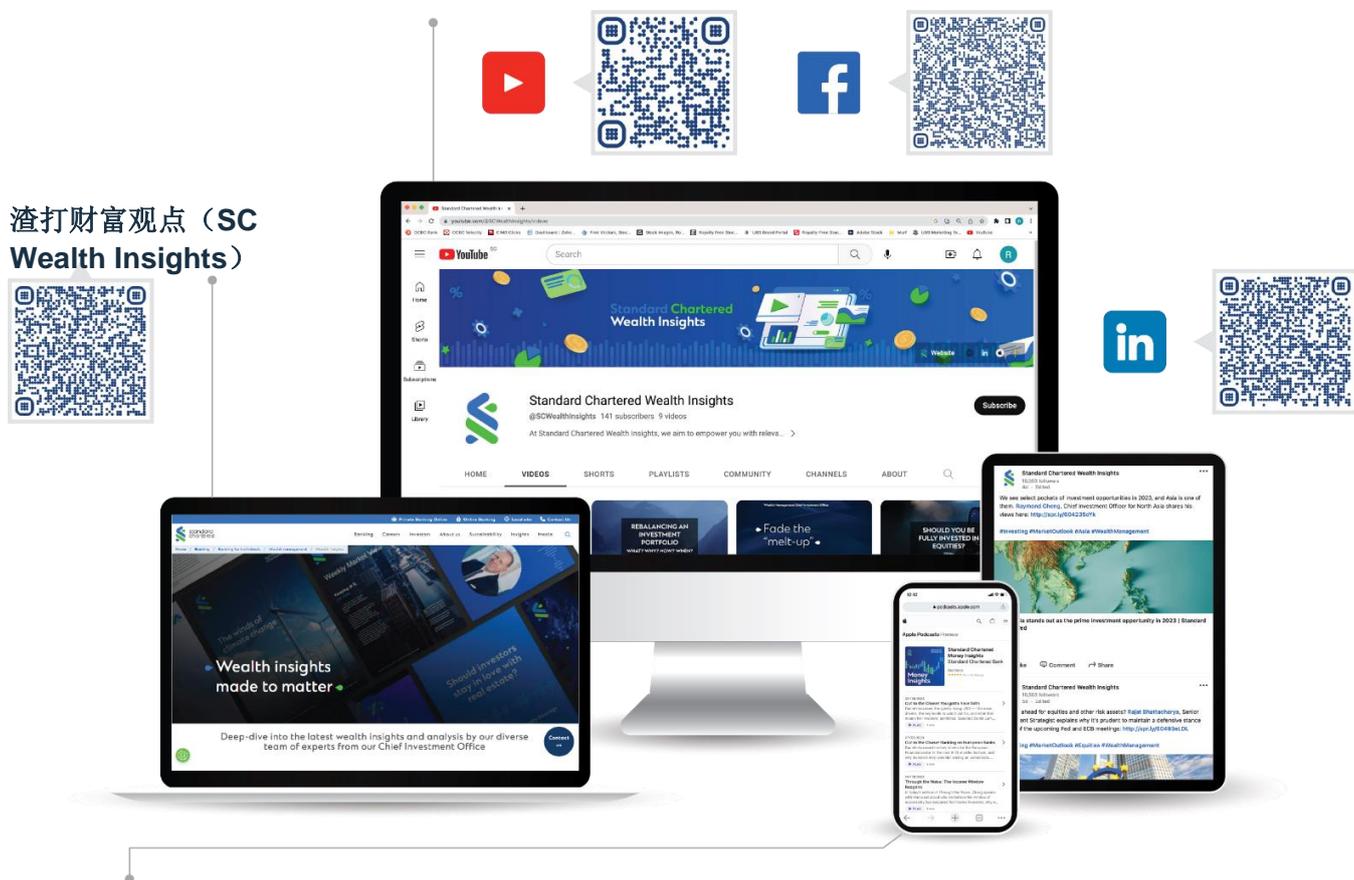
资料来源：渣打



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)



渣打货币观点 (SC Money Insights)

Spotify、苹果及 Google 平台上的 3 个博客

一语中的! (Cut to the Chase!)

每日更新隔夜市场进展和未来需关注的热点

适合富有经验, 且寻求短期交易机会或想要了解何时可以加仓投资组合的投资者

穿透杂音 (Through the Noise)

每周更新金融市场进展、其对投资前景的影响及应对策略

适合投资经验不多, 且寻求建立 / 维持多元化配置的投资者

投资贴士 (InvesTips)

帮助投资者采取合适的投资技巧

适合投资经验不多或曾投资失利的投资者



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 页仅作参考与参考之用，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为客户作沟通）。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。