



全球市場展望

把握 收益機遇

鑒於債券收益率處於數十年來的高位，我們仍然認為當前多資產收益創造策略提供了一些最佳機會。

發達市場股票正在從極度超賣的狀態反彈，但在美聯儲更明確地發出轉向信號之前，這可能只是熊市反彈。我們認為，亞洲（除日本）股票具備價值，但正在等待促成因素。

整體上，我們繼續看好聚焦以下幾點的策略：（i）重新平衡至投資級公司債和一些被嚴重低估的股市，（ii）轉投優質收益資產，以及（iii）通過對沖、現金和類現金資產進行風險管理，以應對當前環境。



美聯儲即將轉向了嗎？

需要留意哪些關鍵的宏觀驅動因素？

目錄

01

策略

投資策略：把握收益機遇	03
基礎：戰略性資產配置	05
客戶最關心的問題	06
我們的主題觀點	08

02

宏觀概況一瞥

概述	09
----	----

03

資產類別

債券	10
股票	11
外匯	12
黃金和原油	13
量化觀點	14
追蹤市場多樣性	15

04

表現回顧

基礎：資產配置概要	16
市場表現概要	17
關鍵事件	18
注釋	19

投資策略與關鍵主題

Steve Brice
首席投資總監

Manpreet Gill
非洲、中東和歐洲區首席投資總監

鄭子豐
北亞區首席投資總監



我們的偏好（12 個月觀點）

基礎配置偏好

- 看好現金
- 股票：亞洲（除日本）和英國
- 債券：發達市場投資級公司債、亞洲美元債

行業偏好

- 美國：能源、健康護理
- 歐洲：能源、金融
- 中國：能源

長期主題

- 乘著氣候變化的東風
 - 潔淨科技、電動車、水資源短缺、基建／綠色資本支出
- 中國“共同富裕”目標
 - 硬科技／半導體、可再生能源

我們的 3 個月外匯觀點

看好美元；看淡歐元、英鎊、日元

把握收益機遇

- 鑒於債券收益率處於數十年來的高位，我們仍然認為當前多資產收益創造策略提供了一些最佳機會。
- 發達市場股票正在從極度超賣的狀態反彈，但在美聯儲更明確地發出轉向信號之前，這可能只是熊市反彈。我們認為，亞洲（除日本）股票具備價值，但正在等待促成因素。
- 整體上，我們繼續看好聚焦以下幾點的策略：（i）重新平衡至投資級公司債和一些被嚴重低估的股市，（ii）轉投優質收益資產，以及（iii）通過對沖、現金和類現金資產進行風險管理，以應對當前環境。

熊市反彈即將到來？

上個月，我們制定了 3R 策略，這是我們在年底之前看好的投資管理方式。當談及第一個 R 時，即重新平衡（Rebalance）至低估的市場，我們留意到目前投資者關心三個關鍵問題。

第一個問題是美國股市從關鍵支持位開始的反彈會否持久。我們認為在很短的時間內確實如此，因為（i）一些指標表明市場超賣或情緒極度悲觀，（ii）市場未能跌破我們上個月強調的 200 周移動平均線附近的關鍵技術支援位，以及（iii）相對（較低的）預期，美國第三季度業績出乎意料地向好。然而，我們仍將此類反彈視為短暫的熊市反彈，因為在衰退風險仍在增加、美聯儲繼續收緊政策且債券收益率攀升之際，12 個月盈利預期仍有下調空間。

第二個問題是亞洲和英國股票是否繼續提供重新平衡的機會。我們認為未來 6-12 個月確實如此。儘管中國股票（作為亞洲股票的最大部分）仍然承壓，但這種疲軟走勢意味著當前估值距離 2008 年危機時的低位不遠。我們認為，雖然目前缺乏促使因素，但這表明重新平衡的理由沒有改變。印度股票當前是亞洲看好的市場，其經濟和盈利增長相對具備優勢，預計會繼續領先。對於英國股票，我們的看好觀點（在外匯對沖的基礎上）仍然不變，因為（i）英國股市的股息收益率吸引，且（ii）大型公司的盈利基本上是來自全球。

图.1 債券收益率攀升導致股票估值承壓

標普 500 指數 12 個月前瞻市盈率對比美國 10 年期債券收益率（倒掛）



資料來源：彭博、渣打

第三個問題是，不斷上升的美國國債收益率可能在多長時間內阻礙人們利用優質收益資產的當前收益率。我們認為，風險／回報支援把握當前的收益率，尤其是在收益率大幅攀升的情況下。這是我們第四季度“RRR”投資主題的第二個R，即利用優質收益資產實現復蘇（Recovery）。

把握收益率上升的機遇

債市波動性仍異常高，體現在美國 10 年期國債收益率 10 月份盤中低位元至高位大約 70 個基點的移動（在近期整固之前）。鑒於收益率上升意味著債券價格下跌，目前這仍是收益資產類別的重要阻力。

然而，我們仍看到優質債券當前的收益率提供了吸引的機會，其中發達市場投資級公司債的收益率約為 5.5%，多資產收益策略超過 7%，亞洲美元債超過 8%。如圖所示，債券收益率已重返 2008 年前的區間並站穩。

在現金等資產類別帶來的安全中等待債市波動結束是很不錯的選擇，畢竟現金類資產的收益率也不再為零。然而，雖然我們認為現金在當前的資產配置中確實占一席位，但不會阻礙我們增添優質收益資產：（i）價格波動在前期引人注目，但收益率在投資 12 個月之後才會收集；（ii）收益率越高意味著它在 12 個月回報中所占的比重越大，這也有助降低債券回報對政府債收益率變化的敏感度；和（iii）在美聯儲加息週期時增加投資，降低了“再投資風險”，即債券收益率在一年或更長時間內大幅下降、可能迫使投資者在那時接受較低收益的風險。

即使經歷了短暫的熊市反彈，我們認為策略中的第三個 R 仍然發揮效用，即通過對沖進行風險管理（Risk-manage），將現金／類現金資產和美元作為兩個可行選擇的配置增加至高於平時的水準。

可能出現哪些問題？

在近期英國資產波動後，人們經常提出的一個問題是，美聯儲的政策收緊是否最終會導致金融市場出現“崩潰”。從本質上來說，很難具體預測意外波動會在哪裡發生，可能發生的領域包括主權違約風險（尤其是在新興市場）、公司債市場某些部

图.2 中國內地股票的估值已大跌至歷史低位

明晟中國指數 12 個月前瞻市盈率



資料來源：彭博、渣打

分的流動性不足或日本央行的政策。儘管金融市場“對沖”的經驗告訴我們，沒有完美的對沖，但我們認為，充分保持多元化、用多種風險對沖來平衡看好的資產、確保有能力安然度過任何波動性意外大幅攀升的時期，都是有助解決這種不確定性的方法。

图.3 發達市場投資級債的收益率重返 2008 年前的區間

發達市場投資級公司債的收益率（%）



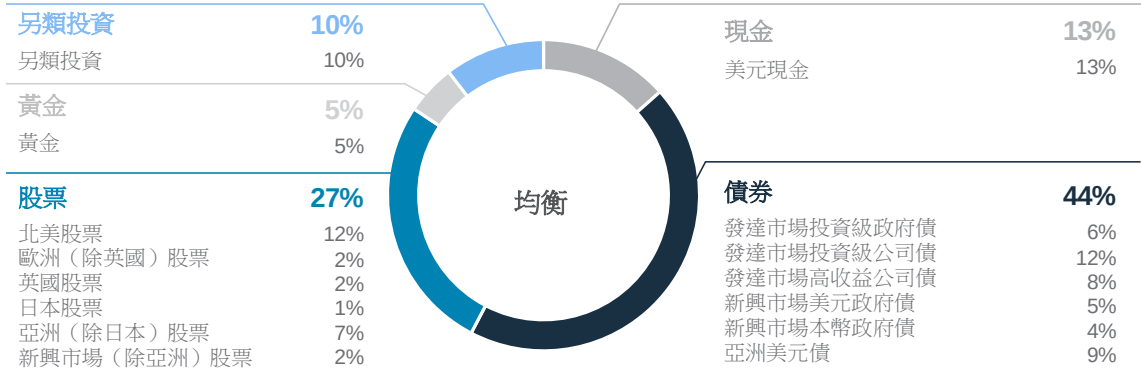
資料來源：彭博、渣打

歐元、英鎊可能進一步走弱

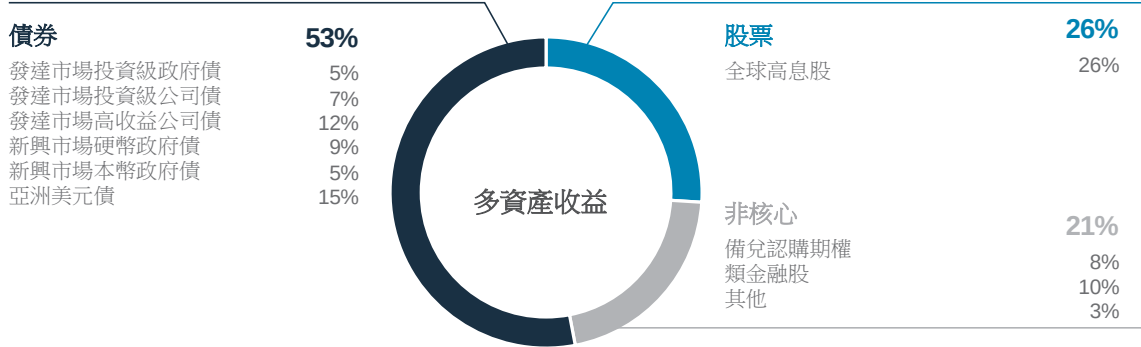
美元走強趨勢已經暫停，但不太可能堅定逆轉，直至美聯儲更明確地發出加息週期暫停或轉向的信號。我們認為這意味著歐元未來 1-3 個月仍可能試探 0.93-0.95，使其作為潛在融資貨幣比瑞士法郎更具吸引力。英鎊也可能緊隨其後：解決眼前的政治挑戰可能需要一輪短暫的樂觀情緒以及英鎊試探 1.15-1.17 的區間，但高通脹和疲軟經濟增長的基本挑戰依然存在。日本央行的立場與美聯儲截然不同，使得日元可能再次試探 150 的水準，但我們認為干預措施引發波動的風險使其作為備選融資貨幣的吸引力下降。

基礎：戰略性資產配置

中風險狀況的全球*配置



中度風險狀況的多資產收益配置



觀點 詳情		
美元現金	▲	+安全、收益率目前為正 -可能錯過其他領域更高的收益率
債券	◆	
發達市場政府債	▼	+ 信用品質高、收益率適中 -美聯儲仍然強硬、通脹
發達市場投資級公司債	▲	+ 信用品質高、收益率適中 -對美國債券收益率上升敏感
發達市場高收益公司債	◆	+ 收益率吸引、利率敏感度低 -信用品質下降
新興市場美元政府債	◆	+ 收益率吸引、價值吸引 -對收益率上升敏感、新興市場信用品質下降
新興市場本幣政府債	▼	+ 收益率適中 -美元強勢、一些新興市場的政策利率上升
亞洲美元債	▲	+ 收益率適中、波動性低 -違約蔓延風險
股票	◆	
北美	◆	+ 仍然強勁的需求支持盈利 -美聯儲加快收緊政策、成本壓力上升
歐洲（除英國）	▼	+ 歐洲央行政策仍然利好 -烏克蘭危機影響、成本壓力上升
英國	▲	+ 吸引的估值、股息收益率 -政策、英國脫歐的相關不確定性
日本	◆	+ 日本央行政策寬鬆 -全球經濟放緩、結構性通縮
亞洲（除日本）	▲	+ 盈利反彈、中國政策扶持 -新冠肺炎風險、市場需求疲軟
黃金	◆	+ 投資組合對沖 -債券收益率攀升、美元走強
另類策略	◆	+ 分散投資的特點 -股票、公司債波動

資料來源：渣打全球投資委員會；*聚焦亞洲的配置參見 16 頁

圖例： ▲ 最看好 | ▼ 最看淡 | ◆ 核心持倉

客戶最關心的問題

吳詩潔，CFA
資產配置和主題策略主管

Qi Xiu Tay
投資策略師

Q 政策會否轉向？

預計政策將會轉向的投資者對美聯儲官員再度採用強硬措辭感到失望。雖然 9 月份整體通脹從 8 月的 8.3%放緩至 8.2%，但核心通脹（剔除食品和能源）升至 6.6%，為四十年來最快增速。通脹壓力增加是住房和其他服務的價格增長勢頭所致，這些勢頭都非常持久。這突顯美聯儲有必要繼續積極行動以控制通脹，並增加了需要衰退條件才能使整體通脹降至美聯儲目標 2%的可能性。

所有這些因素均導致市場對聯邦最終利率的預期在 10 月份的數周內從 4.5%升至 5%，在這些因素的推動下，除了最短期限的利率以外，所有實際利率均為正值，而這是美聯儲主席鮑威爾的明確目標之一，以鼓勵增加儲蓄，減少需求，冷卻就業市場和減緩經濟。

這個過程需要多久才能結束？這是否足夠為熾熱的就業市場降溫？在當前的加息週期中，收益率最終會達到多高？這些都是投資者面臨的重要問題。我們不會試圖預測債券收益率的具體高位，但我們認為風險回報均衡狀況支援利用優質債券資產的收益率攀升（尤其是在大幅攀升時）。

我們將在下文探討美聯儲以往的政策轉向，以確定債券收益率需要多久才達到高位，也會研究政策轉向對股票和債券市場有何影響。



图. 4 以往的加息週期：美聯儲政策轉向後股市如何反應

美聯儲政策週期的日期				標普指數回報（%）				期限（天數）	
首次加息	最後加息	首次減息	最後減息	最後加息到 首次減息	首次減息到 最後減息	最後減息到 首次加息	最後加息 後 6 個月	股票高位 （最後加息前 的天數）	股票低位 （最後加息 後的天數）
71 年 3 月	71 年 8 月	71 年 9 月	71 年 12 月	0.3	-8.7	6.9	2.8	110	99
72 年 3 月	74 年 5 月	74 年 7 月	76 年 1 月	-6.7	-32.5	-19.9	12.0	475	155
76 年 4 月	80 年 3 月	80 年 4 月	80 年 6 月	-9.2	-12.7	12.1	10.8	19	24
80 年 8 月	81 年 5 月	81 年 6 月	82 年 12 月	0.6	-22.2	-6.8	2.1	44	461
83 年 5 月	84 年 8 月	84 年 10 月	86 年 8 月	-2.5	--	7.4	50.7	316	--
86 年 12 月	89 年 2 月	89 年 6 月	92 年 9 月	12.2	--	22.4	29.5	--	--
94 年 2 月	95 年 2 月	95 年 7 月	98 年 11 月	17.8	--	19.0	105.7	--	--
99 年 6 月	00 年 5 月	01 年 1 月	03 年 6 月	-8.1	-47.0	-6.4	-27.6	54	876
04 年 6 月	06 年 6 月	07 年 9 月	08 年 12 月	21.5	-45.4	13.3	-39.9	-470	983
15 年 12 月	18 年 12 月	19 年 7 月	20 年 3 月	20.8	--	19.7	-19.9	78	--
均值				4.7	-28.1	6.8	12.6	78	433

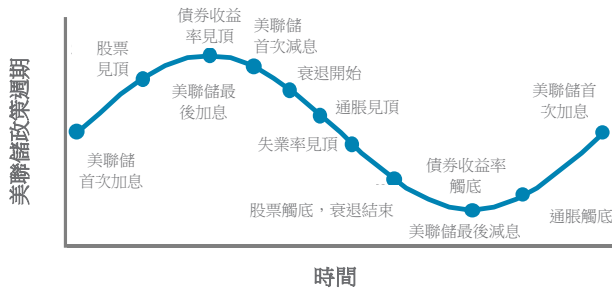
*陰影代表加息週期，它們引發了美國國家經濟研究局（NBER）定義的經濟衰退。資料來源：彭博、渣打。

10 年期國債收益率在最後加息之前見頂

對於債券投資者，準確找出債券收益率（最終利率）的高位，或許是判斷可投資債券低位的一項重要指標。短期利率通常會緊緊跟隨美聯儲的政策動向，但中期和長期收益率往往反映經濟增長前景和通脹預期。在歷史上，10 年期國債收益率見頂幾乎總是發生在最後加息之前。政策利率攀升破壞經濟增長並削弱就業市場，進而壓低長期國債收益率。因此，隨著政策利率升至高位，實際收益率往往自然也同時見頂。

图. 5 債券收益率往往在最後加息前見頂，而通脹可能繼續艱難走高

關於債券收益率、通脹和股票的表現在歷史上通常如何演變的風格觀點



資料來源：彭博、渣打

債券收益率這次可能何時見頂？

對投資者而言，這是最重要的問題。美聯儲主席鮑威爾列出三項停止加息的準則：i) 經濟增長持續低於趨勢水準，ii) 就業市場變得疲軟，及 iii) 有證據表明通脹正在向 2% 的目標回落。

第一項準則尚未達到，因為美國第三季度國內生產總值回升至趨勢水準上方，緩解了前兩個季度資料收縮之後的衰退憂慮。話雖如此，根據 BCA Research，第三季度的增長部分來自淨出口的短暫躍升，這種情況預計不會重複發生。

图. 6 每當通脹率升至 5% 以上，我們往往會看到美聯儲的政策利率高於通脹

聯邦基金利率對比消費物價指數



資料來源：彭博、渣打

在就業市場，沒有多少跡象能夠證明美聯儲很快就會轉向。就業市場仍非常緊張，失業救濟中領人數在一年低位附近，失業

率在 9 月達到週期新低 3.57%。美聯儲預計失業率到 2024 年底升至 4.4%。歷史經驗表明，一旦失業率的升幅超過 0.6%，它通常會從谷底水準繼續攀升至少 2.1%，這可能並非美聯儲設想或希望看到的軟著陸。因此，美聯儲需要完成一項極其微妙的平衡行動，在對抗通脹的同時，精心引導經濟增長／就業市場放緩。

最後，就通脹而言，這次的不同之處在於，見頂的時間可以說早得多。從 20 世紀 70 年代開始，在加息週期中，通脹在最後加息之後平均需要 6 個月的時間見頂。而這一次，雖然美聯儲料將進一步加息，但整體通脹可能已經見頂，同時長期通脹指標將回落至 2%-3% 的長期區間。

然而，決策者看似並未鬆懈，因為他們意識到 20 世紀 70 年代過早放鬆政策的危險，畢竟通脹仍然高企。自全球金融危機以來，通脹一直高於聯邦基金政策利率，因為決策者壓制實際利率以刺激經濟增長和通脹。現在發生的情況正好相反，通脹率約為 8% 且決策者積極加息，提高了長期實際利率，以減少總需求，從而降低通脹。

市場預計美聯儲的緊縮週期在 2023 年上半年的某個時候暫停。暫停收緊之後是減息還是恢復加息將取決於通縮的程度及其對就業市場的最終影響。

美聯儲轉向 ≠ 股票回報在減息早段會更好

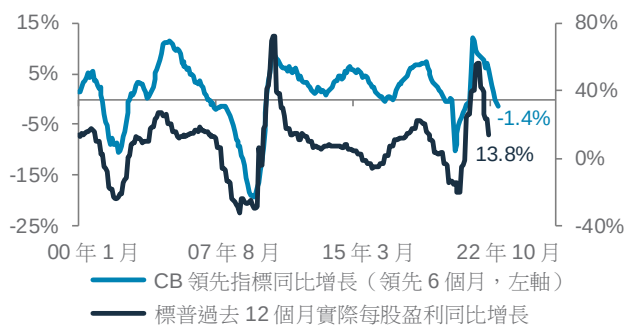
在歷史上，美聯儲轉向對股市的影響好壞參半。無論減息與否，經濟衰退時期的政策轉向通常會導致股市進一步下跌。在過去三次經濟衰退中，減息週期也適逢股市大跌。

在政策轉向後股市進一步攀升的階段，股市溫和走高，在最後加息後上漲了大約 8%。然而，最佳股票表現通常出現在寬鬆週期的末尾以及美聯儲正要進行首次加息之前。這通常是通脹溫和、失業率下降、增長／盈利前景開始改善的時期。

因此，美聯儲轉向並非總是股市上漲的必要條件。也許更重要的是經濟和盈利前景改善。

图. 7 經濟增長惡化令盈利承壓

領先指標對比標普 12 個月歷史每股盈利同比增長



資料來源：彭博、渣打

宏觀概況 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高級投資策略師

韓忠良
投資策略師



關鍵主題

在過去的一個月裡，全球經濟衰退的風險已經上升，因為通脹率出乎意料地上升，而且就業市場仍然強勁，使收緊貨幣政策的預期更加強烈。美聯儲、歐洲央行和英國央行的決策者已經重申了他們繼續收緊政策的決心，直到他們看到了明確和持續的跡象，表明通脹將回到 2% 的目標。這推動了債券收益率的上升，抬高了美元並收緊了全球的金融狀況。因此，貨幣市場現在估計美聯儲基金利率和歐洲央行存款利率在本輪加息週期的高位將分別接近 2023 年第二季度和第三季度的 4.8% 和 2.75%，而一個月前的估計是 4.5% 和 3.25%。

與歐美的增長放緩相比，中國內地繼續提振經濟復蘇，第三季度國內生產總值按季增長 3.9%，強於預期。

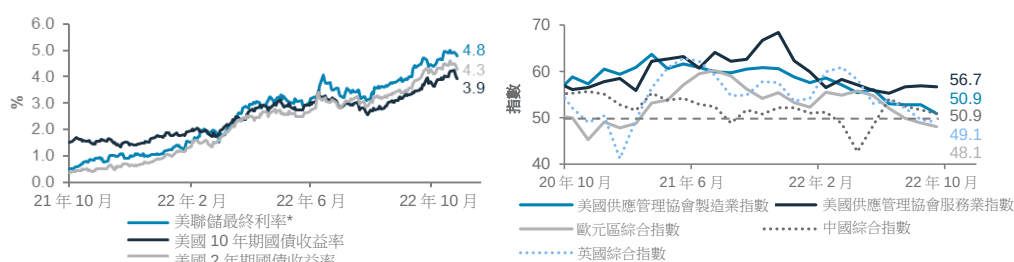
關鍵圖表



美聯儲和其他發達市場央行（不包括日本）採取的持續強硬立場，提高了歐洲即將出現的經濟衰退和美國在 2023 年可能出現的經濟衰退的風險。

圖. 8 強硬的貨幣政策提高了全球經濟衰退的風險

美聯儲最終利率和美國政府債券收益率；商業信心指數（採購經理人指數）。



資料來源：彭博、渣打；*市場隱含的美聯儲最終利率，假設其在 5 月 23 日見頂

值得關注的宏觀因素

- 美國通脹、就業市場、中期選舉。**市場現在對美聯儲最終利率（4.8%）的定價與美聯儲的預測（4.75%）一致。我們將密切關注美聯儲決策者在 11 月 2 日政策會議（預計他們將把關鍵利率再提高 75 個基點至 4%）後對在經濟衰退風險加劇的情況下繼續保持目前的加息步伐的決心，現在美國 10 年期-3 個月國債收益率曲線已經倒掛，此前 10 年期-2 年期曲線也出現了倒掛（這兩者在預測經濟衰退方面有著良好的往績）。我們認為，在美聯儲暫停加息之前，可能需要至少 2-3 個月通脹率才會按月持續下降。美國的就業市場仍然過於緊繃，儘管從創紀錄的水準下降，但職位空缺仍然高企。緊繃的就業市場正在推動工資和住房成本上升，提高了通脹可能擴大和更加棘手的風險。與此同時，根據 RealClearPolitics 的資料，11 月 8 日的美國中期選舉中，共和黨人可能會贏得對眾議院和參議院的控制權。共和黨對國會的控制可能會限制拜登總統在經濟衰退時從財政上支援經濟的能力。
- 中國的新政策目標。**儘管最近採取了促進需求的措施，但房地產行業的挑戰可能會持續存在。然而，政府對推動經濟高品質發展的強調表明，未來幾個月將採取協調措施，在半導體、綠色能源和 5G 等領域發展中國的高科技產業。
- 歐洲央行繼續加息的決心。**在主要經濟體中，歐元區面臨的經濟衰退風險最高。因此，我們對歐洲央行能否像市場

估計的那樣將利率提高到 3% 的水準表示懷疑。拉加德（Lagarde）主席在本周將利率提高 75 個基點至 1.5% 後，重申了歐洲央行將通脹率降低至 2% 目標的決心。歐洲央行的強硬立場可能成為政策錯誤，加深歐元區的衰退。

債券——一瞥

Abhilash Narayan
高級投資策略師

林奕輝
高級投資策略師



關鍵主題

美國 10 年期國債收益率在未能突破 4.34% 的技術阻力位後回落。我們預計年底前收益率將維持在 4% 以上，2023 年將小幅回落至 3.50-3.75%，因為市場開始消化衰退風險上升和美聯儲可能調整政策的因素。鑒於就業市場仍然強勁，我們預計美聯儲不會很快屈服。然而，通脹見頂、就業市場放緩和房地產市場疲軟等跡象可能會指向美聯儲未來可能暫停加息。

發達市場投資級公司債仍為看好持倉。我們認為，在收益率飆升之後，它們的風險和回報已經變得更為吸引。

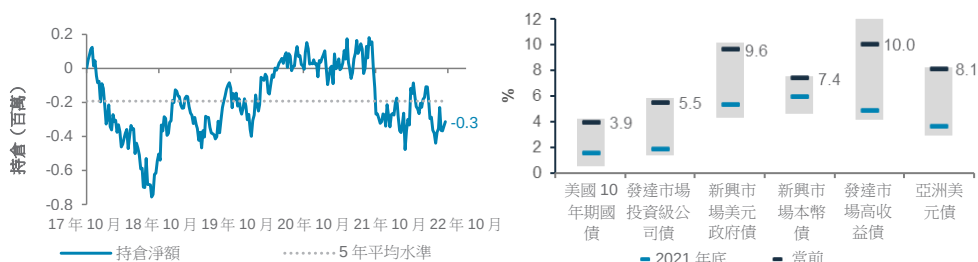
我們也看好亞洲美元債，雖然最近市場波動明顯。我們認為，平均而言，它們以投資級評級為主，應該有助於緩和經濟衰退時可能出現的信貸風險激增。另外，我們評估中國房地產行業對這一債券資產類別的影響可能會在未來得到遏制，不良資產行業的份額已經大幅下降到個位數。

關鍵圖表

只要市場繼續消化美聯儲的強硬立場，美國 10 年期國債收益率可能會維持在 4% 或以上的高位

圖. 9 政府債券的淨額短倉可能意味著收益率將在更長時間保持在高位

CFTC 美國國債期貨持倉淨額；2010 年以來主要債券資產類別的收益率



資料來源：彭博、渣打

對美國債券收益率的最新看法是什麼？

美國政府債券收益率在未能突破 4.34% 的技術阻力位後，回落至約 4%。儘管如此，市場指標，如美國政府債券相對較重的淨額短倉和美聯儲基金期貨對 2023 年 5 月最終利率的定價約為 4.8%，可能暗示收益率的短期超調仍然可能。因此，我們預計 10 年期收益率將在年底前保持在 4% 以上。

在 2023 年，我們認為金融狀況的收緊將導致市場對衰退風險重新定價，最終推動長期限債券收益率下降。我們預計美國 10 年期國債收益率在未來 12 個月將低於 3.75%。可能預示著收益率轉低的信號包括：（1）由於能源價格和供應鏈恢復，通脹見頂；（2）由於職位空缺減少和私營部門裁員，就業市場疲軟；以及（3）由於抵押貸款利率飆升，房地產市場放緩。

我們預計美國國債收益率曲線在未來 6 到 12 個月將保持相對平緩，因為持續強硬的美聯儲遲遲沒有轉向，增加了更深衰退風險。

投資者對債券應該如何作出部署？

在主要的債券資產類別中，我們看好亞洲美元債和發達市場投資級公司債。

我們認為，債券收益率飆升至十多年前的水準，為優質債券創造了吸引的入場點。我們認為，最近政府債券收益率的過高，應該在很大程度上反映了對更多強硬貨幣政策的預期。鑒於我們預期類似的收益率急劇上升的情況已經過去，我們認為債券投資的利率風險部分目前已經得到控制。

在亞洲美元債中，我們更傾向於投資級發行人，而不是高收益債券。雖然債券違約的高峰期，特別是在中國的房地產行業，可能已經過去了，而且可以說已經基本消化了，但我們仍然保持謹慎，因為留意到開發商，特別是私營企業，繼續在流動性問題和需求疲軟中掙紮。

股票 — 一瞥

林景蔚，CFA
股票策略部主管

Fook Hien Yap
高級投資策略師

甘皓昕
投資策略師



關鍵主題

在未來 12 個月，全球股票仍是我們的核心持倉，儘管我們對未來幾個月仍持謹慎態度，因為我們預計美國將提前加息。我們認為，一旦美聯儲看到通脹率持續向 2% 的目標下降的明確跡象，加息週期就可以暫停了。我們預計在未來 12 個月，通脹會有明顯的下降趨勢。

美國第三季度業績期目前正在進行中。根據 Refinitiv 的資料，截至 10 月 27 日，標普 500 指數中 45% 的公司已經發佈了報告，其中 74% 超過了盈利預期。從以往來看，平均有 66% 的公司“超出預期”；因此這是一個積極的信號，不過 2023 年的盈利增長預期在謹慎的指引下被削減。隨著估值的大幅下降，我們維持美國股票作為核心持倉。

亞洲（除日本）仍然是看好的地區，我們認為 2023 年該地區的盈利增長最為強勁。我們預計中國內地的政府扶持政策將在 2023 年支持經濟增長。英國股票是另一個看好的地區，其估值吸引，儘管考慮到英鎊的波動，我們傾向於在貨幣對沖的基礎上進行投資。我們認為日本股票為核心持倉，預計其表現可以與全球股票保持一致，鑒於能源成本壓力、增長放緩和加息，我們不看好歐元區股票。

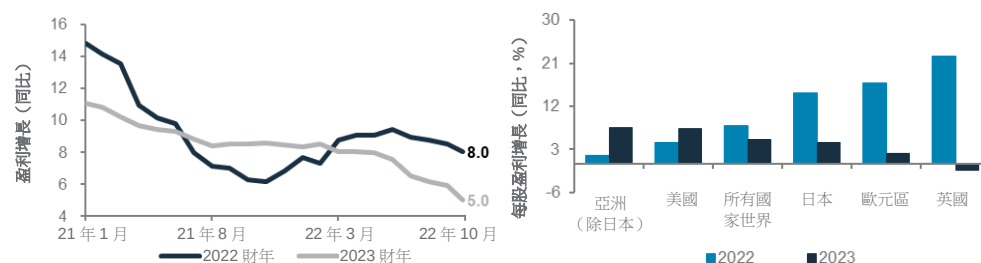
關鍵圖表



隨著美國第三季度業績期的進行，全球盈利估計可能會進一步承壓。在未來 12 個月，我們預計政策刺激和盈利反彈將使亞洲（除日本）股票的表現領先

圖. 10 自 2022 年中期以來，全球股票的綜合盈利增長預期已被下調。我們預計 2023 年盈利將回升，以支援亞洲（除日本）股票

自 2021 年 1 月以來，明晟所有國家世界指數的綜合盈利增長預期。各地區明晟股票指數的綜合盈利增長預期



資料來源：明晟、FactSet、渣打

何時會停止加息？

我們認為，由於美聯儲、歐洲央行和其他央行仍然專注於控制通脹，全球股票正受到加息的阻礙。雖然短期通脹率仍然接近 40 年的高位，但我們預計它將在未來 12 個月逐漸降溫。那麼加息週期的暫停將消除對股票估值的重大不利影響。因此，我們繼續將全球股票視為未來 12 個月的核心持倉。

我們也在密切關注盈利的下行風險。美國第三季度業績期正在進行中，雖然預估值被下調，但對 2023 年的預估仍相對強勁，綜合預期盈利增長預期為 7.3%。隨著業績期的推進，這一預期可能會進一步承壓。由於估值已經降低，而且就業市場仍然強勁，我們預計美國股票在未來 12 個月的表現將與全球股票一致。

看好的市場之一仍為亞洲（除日本），我們認為該地區 2023 年的盈利將強勁反彈。我們預計在未來 12 個月會有更多有利於經濟增長的政策細節。我們認為，亞洲（除日本）的估值仍然吸引。

英國股票也仍被看好，我們繼續看好英國股票的大幅估值折讓、高股息收益率和獲益於通脹環境的行業。考慮到政治不確定性導致英鎊波動，我們更傾向對英國投資進行貨幣對沖。

外匯 — 一瞥

Abhilash Narayan
高級投資策略師

Manpreet Gill
非洲、中東和歐洲區首席投資總監



關鍵主題

我們預計美元將在未來 1-3 個月走高。自 9 月底以來，美元溫和走弱，有報導稱，美聯儲決策者打算討論放緩加息的問題，隨著英國政治陰雲暫時開始消散，以及官方干預日元市場，英鎊得到更好支援。然而，我們仍預計美元指數將在未來 1-3 個月內上漲約 3%，因為（1）美聯儲的加息速度超過其他市場，（2）全球經濟增長憂慮依然存在，及（3）地緣政治憂慮仍在加劇。

我們認為，歐元兌美元仍處於下行趨勢，未來 1-3 個月可能跌至 0.93-0.95。特拉斯政府辭職後英鎊反彈，使其回到此前的下行區間——這顯示，雖然政治不確定性的結束可能致使英鎊重新試探 1.15-1.17，但持續的下行趨勢可能導致其回落至 1.08-1.10。我們預計美元兌瑞郎將成為歐洲貨幣中的異類，未來 1-3 個月將守住 1.00 附近的區間，因為瑞士央行將為瑞郎提供一些支持。

在亞洲，傳聞的日元干預不太可能持續，導致美元兌日元未來 1-3 個月再次測試 150-151。

從長遠來看，未來 6-12 個月我們仍預計美元強勢會消退，因為在其估值高昂的同時，美國通脹逐漸走弱、美元與其他主要貨幣的利差縮小、資本流向非美國市場及地緣政治不確定性放寬。我們繼續預計澳元及日元在此期間將表現出色。

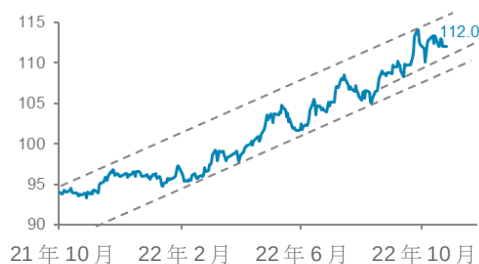


關鍵圖表

美元未來 1-3 個月可能恢復升勢，歐元、英鎊、日元最易受到影響。

圖. 11 美元目前仍處上升趨勢

美元指數；預測表



資料來源：彭博、渣打

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元（美元指數）	115.8	112.4
歐元兌美元	0.95	0.98
英鎊兌美元	1.08	1.13
美元兌日元	151	144
澳元兌美元	0.62	0.66
紐西蘭元兌美元	0.56	0.56
美元兌加元	1.38	1.36
美元兌瑞郎	1.00	0.99

你對美元兌瑞郎有何看法？

我們對美元兌瑞郎持中性觀點，預計短期 1-3 個月內將維持在一算附近波動，而在較長期的 6-12 個月內，將溫和走強至 0.99。

瑞郎的主要驅動因素包括相對利差、避險需求（特別是針對全球或歐洲增長的風險）、通脹、瑞士央行政策（特別是透過干預）及貿易平衡。

不出所料，在當前美元強勢的大部分時間裡，利差一直是推動瑞郎升值的一個關鍵因素。然而，瑞士央行的政策表示，可能會盡力避免瑞郎“過度”強勢或疲軟，再加上資料表明央行採取了積極的干預措施，顯示目前看來，瑞郎區間震盪的可能性越來越大。

相對於其他經濟體，瑞士的通脹一直受到控制。話雖如此，通脹預期上升意味著政策可能進一步收緊，瑞士央行可能傾向於支持其貨幣走強。

你看好哪種融資貨幣？

根據我們 1-3 個月的貨幣觀點，鑒於相對美元預計疲軟及借貸成本依然受限，歐元及英鎊仍是我們首選的兩大融資貨幣。日元按理排第三位，不過干預帶來的意外波動及美聯儲最終轉向時日元大幅走強的風險，意味著支持我們日元觀點的理據較弱。不過，考慮到外匯市場波動加劇，我們會繼續強調有必要確保任何融資觀點保持多元化及主動進行風險管理。參見本行刊物《市場導航日報》瞭解 1-3 個月經常更新的觀點。

黃金、原油一瞥

Manpreet Gill

Zhong Liang Han

非洲、中東及歐洲區首席投資總監 投資策略師



關鍵主題

我們繼續將黃金視為核心持倉及投資組合的主要多元化工具。自 2 月初見頂以來，金價一直處於下跌通道。由於美聯儲繼續收緊貨幣，收益率攀升及美元強勢均對黃金施加下行壓力。因此，投資者對戰略性配置及交易所買賣基金的興趣繼續減弱；9 月份，年初至今資金淨流入轉為負值。話雖如此，我們預計隨著消費進入季節性強勁期，現貨市場將接過接力棒。俄烏衝突最近升級，可能推動避險資金流向黃金，使其得到良好支持。未來 12 個月，我們認為黃金將走高，因為債券收益率將會放緩，而美元則會走弱。

鑒於經濟衰退的可能性大，未來 12 個月，我們對油價保持中性。由於各國央行堅持收緊政策，需求將繼續收縮。在供應方面，我們已經看到最近兩次會議每日減產 210 萬桶。歐佩克及盟友+可能會作出相應反應，確保石油市場的供需處於動態平衡。然而，未來 3 個月我們仍看好油價，因為需求超過了依舊緊張的供應。即將到來的歐盟制裁、擬議的油價上限及日益減少的石油儲備，可能收緊供應並加劇油價波動。

關鍵圖表



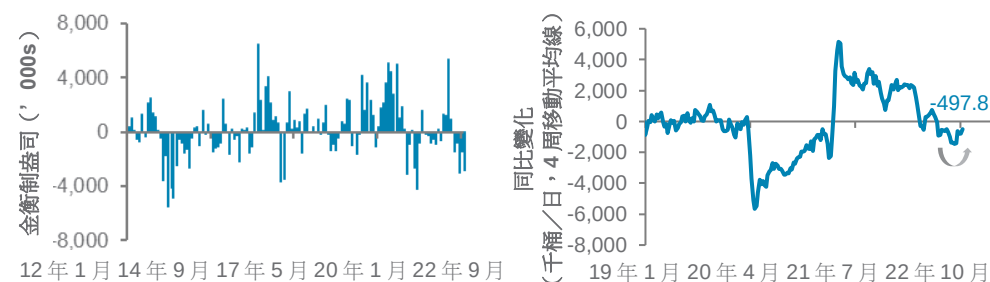
在現貨市場的強勁需求及地緣政治風險的支持下，黃金仍是吸引的投資組合多元化工具

由於汽油價格下跌，石油需求略有回升，但我們認為，隨著汽油價格企穩，油價將延續跌勢

图. 12 年初至今，黃金交易所買賣基金的資金流入轉為負數；10 月份，在汽油價格下跌恢復購買力之後，美國石油需求略有回升

左圖：黃金交易所買賣基金持有量的月度變化（金衡制盎司）

右圖：美國能源資訊署周度成品油供應（石油需求指標；同比千桶每日）



資料來源：彭博、渣打

投資者興趣減弱，對黃金構成挑戰

本月，黃金試探今年的低位，高於預期的美國消費價格通脹資料將 2023 年第二季度的最終利率預期提高至接近 4.75%。美元持續強勢也於事無補。黃金已跌破每盎司 1,700 美元，下一個關鍵支持位在每盎司 1,600 美元。

此外，由於投資者興趣下降，全球黃金交易所買賣基金過去 5 個月一直在經歷資金淨流出。9 月份，年初至今淨流入轉為負值。幸運的是，倉位相對以往極短，油價短期內可能反彈。現貨市場穩健，可能會提供額外的動力。

我們認為，未來 12 個月黃金走高的兩個指標是：（1）隨著美聯儲利率預期企穩，債券收益率趨於溫和；及（2）美元強勢緩解並回落。

歐佩克及盟友重新調整油市

油價起初在歐佩克及盟友+從 11 月開始進一步下調產量配額每日 200 萬桶後上漲。也有跡象表明，由於自 6 月以來的汽油價格回落令美國家庭恢復了購買力，需求正在復蘇。因為市場關注重回對需求的憂慮，油價回升並未持續，並跌回 85 以下。據報導，美國再次釋放其 1,500 萬桶的戰略石油儲備，這是另一個推動因素。

因為一些成員國最近幾個月的產量已經低於配額，歐佩克及盟友+實際減產可能更接近每日 100 萬桶。即便如此，進一步釋放戰略石油儲備不太可能抵消歐佩克及盟友+減產導致的供應減少。因此，我們認為，隨著需求超過趨緊的供應，未來 3 個月油價將走高。未來 12 個月，需求受到破壞，可能剛好抵消供應的減少。

量化觀點

美國市場風險模型——股市風險仍然高企

Francis Lim
高級量化策略師

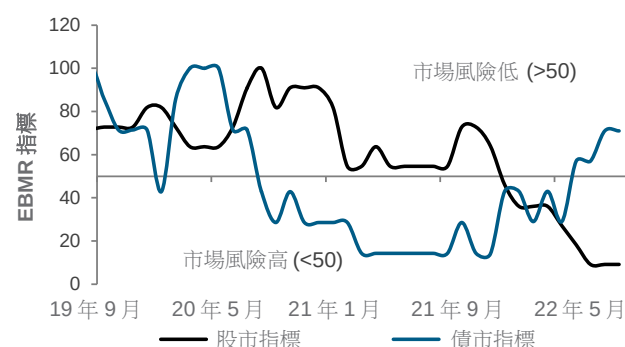
股市風險上升，債市風險下降

我們的美國股票與債券市場風險模型（EBMR）模擬美國股票和美國 10 年期國債的下行風險。它使用 11 個經濟和市場因素來創建股票和債券的風險指標。如果指標的數值低於 50，則表明下行風險上升，反之亦然。

模型自 2022 年 6 月轉移至第 1 階段以來，其結果一直沒有變化。在第 1 階段，預計美國股市風險高企，而美國政府債風險應會消退。模型的股市指標自 1 月份跌破 50 以來一直保持看淡，並在趨勢早期捕捉到標普 500 指數的熊市（年初至今下跌了 20%）。我們的債市指標此前曾捕捉到政府債收益率約 2.2% 的上漲（2020 年 8 月至 2022 年 5 月），自 2022 年 6 月改變觀點以來，該指標一直看好債券。

图. 13 EBMR：股市風險上升，債市風險下降

美國股市及債市的風險指標



資料來源：渣打

股市指標由 11 個股票分類指標組成。該指標自 7 月一直保持在低位 9，我們發現是因為支持因素很少。看淡股市風險的因素包括通脹高企及債券收益率攀升。就市場因素而言，我們也看淡股票及商品的動力，尚未顯示好轉的信號。正如我們之前強調的，綜合考慮各種低迷因素，股市風險短期不太可能轉為看漲。

與此同時，追蹤 6 個債市分類指標的債市指標，自 5 月的低位 29 有大幅回升後，一直保持看好，位於 71。主要驅動因素是美國新屋開工及採購經理人指數等增長因素放緩，及美國產額能利用率見頂。這些信號顯示，如果收益率出現上升，不太可能是由增長推動的。目前唯一看淡債市指標的因素是美國失業救濟中領人數，這與當前的經濟環境更為相關。

模型的預測目前傾向於在未來 4 個月處於第 1 階段。然而，我們提示，隨著高通脹及就業市場緊張繼續佔據新聞頭條，債券的短期風險仍在於貨幣政策的不確定性。

對全球資產的影響

1999 年以來的資料顯示，第 1 階段最看好黃金和債券。模型的資產偏好是基於其與市場週期的長期關係，而市場週期在第 1 階段看好黃金和債券作為防禦性資產。

图. 14 截至 2023 年 2 月未來數月的情景對比 2021 年 12 月（《2022 年展望》）的預測

金融市場風險週期從當前第 1 階段演變的概率和看好的資產

2021 年 12 月模型預估的概率

階段	21 年 12 月	22 年 1 月	22 年 2 月	22 年 3 月
1	0%	0%	0%	0%
2	0%	0%	0%	0%
3	100%	100%	100%	99%
4	0%	0%	0%	0%

2022 年 10 月模型預估的概率

階段	22 年 11 月	22 年 12 月	23 年 1 月	23 年 2 月
1	100%	100%	98%	84%
2	0%	0%	2%	16%
3	0%	0%	0%	0%
4	0%	0%	0%	0%

資料來源：渣打



追蹤市場多樣性

Francis Lim
高級量化策略師

關於我們的市場多樣性指標

我們的市場多樣性指標有助於識別由於股票、信用債、外匯及商品市場寬度下降而導致的短期趨勢的潛在變化。當市場多樣性下降時，這意味著由買家或賣家主導，令資產價格快速上漲或下跌。這通常不會持續，隨後可能會放緩或逆轉。我們的市場多樣性指標基於一種稱為分形維度的統計指數；數值低於 1.25 表示價格上漲或下跌過快。

本月市場多樣性在何處減少或增加？

雖然債市及股市持續疲軟，美元依舊強勢，但我們資產類別層面的多樣性指標並未顯示任何重大逆轉風險。這是由於市場反應迅速，抵消了通常會導致短期逆轉機會的任何供需失衡，因此今年的市場波動較大。

除了亞洲（除日本）地區，各股市的多樣性一直平安無事，在我們的指標逆轉閾值 1.25 上方徘徊。缺乏導致逆轉事件的觸發因素是由於今年出現了較大的市場波動，該波動有助於在我們的市場多樣性指標被觸發前抵消任何供需失衡。一個明顯的例子是 6 月至 8 月之間的反彈，當時標普 500 指數上漲了 17%，隨後又以相若幅度下跌。明晟亞洲（除日本）目前是唯一標記為短期將出現反彈的股市。

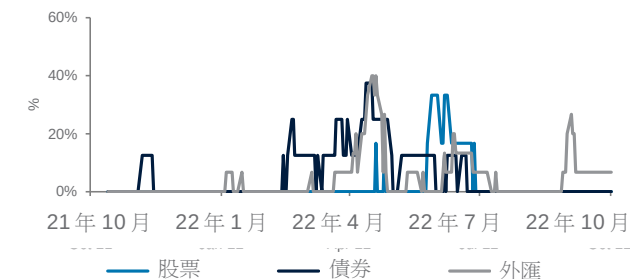
圖. 15 資產分類的市場多樣性平均得分

總體多樣性並未出現逆轉風險的信號



圖. 16 Fig. 36 多樣性分數<1.25 的資產所占百分比

只有外匯顯示少量逆轉的機會



資料來源：彭博、渣打

我們在債券領域發現了類似情況，根據我們的市場多樣性指標，我們追蹤的大多數債券市場並未出現緊張的情況。這是考慮了債市的波動性往往低於股市這一事實。發達市場政府債目前是我們指標建議關注的唯一資產類別，因為其多樣性現在接近閾值 1.25。短期來看，進一步惡化將增加向上逆轉的可能性。

貨幣方面，我們上個月標記的一些美元貨幣組合在當月出現逆轉，但該逆轉是短暫的，因為美聯儲的強硬立場及市場的不確定性繼續支持美元強勢。目前，只有美元兌林吉特及美元兌印度盧比的多樣性低於閾值 1.25。

圖. 17 主要資產的多樣性

股票	市場多樣性	30 日多樣性趨勢
明晟美國	●	→
明晟歐洲	●	↓
明晟英國	●	↓
明晟日本	●	↓
明晟亞洲（除日本）	●	↓
固定收益		
發達市場政府債	●	↓
發達市場投資級公司債	●	↓
全球高收益債	●	↓
新興市場美元債	●	↓
亞洲信用債	●	↓
貨幣		
美元兌日元	●	→
美元兌林吉特	○	↓

資料來源：彭博、渣打；截至 2022 年 10 月 24 日

圖例：○ 極低 ● 低／適度 ● 高

基礎：資產配置概要

概要	觀點	聚焦亞洲				聚焦全球			
		保守	適度	適度進取	進取	保守	適度	適度進取	進取
現金	▲	26	13	7	0	26	13	7	0
固定收益	◆	61	44	36	11	61	44	36	11
股票	◆	13	27	41	78	13	27	41	78
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6
另類策略	◆	0	10	11	6	0	10	11	6
資產類別									
美元現金	▲	26	13	7	0	26	13	7	0
發達市場政府債*	▼	6	4	4	1	8	6	5	1
發達市場投資級公司債*	▲	13	9	7	2	17	12	10	3
發達市場高收益公司債	◆	8	6	5	1	10	8	6	2
新興市場美元政府債	◆	10	7	6	2	7	5	4	1
新興市場本幣政府債	▼	8	6	5	1	6	4	4	1
亞洲美元債	▲	17	12	10	3	12	9	7	2
北美股票	◆	3	7	11	21	6	12	19	36
歐洲（除英國）股票*	▼	2	3	5	10	1	2	3	5
英國股票*	▲	1	2	2	5	1	2	2	5
日本股票	◆	1	1	2	4	1	1	2	4
亞洲（除日本）股票	▲	5	11	17	31	4	7	11	21
非亞洲新興市場股票	◆	1	2	4	7	1	2	4	7
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6
另類策略	◆	0	10	11	6	0	10	11	6

資料來源：渣打；*外匯對沖

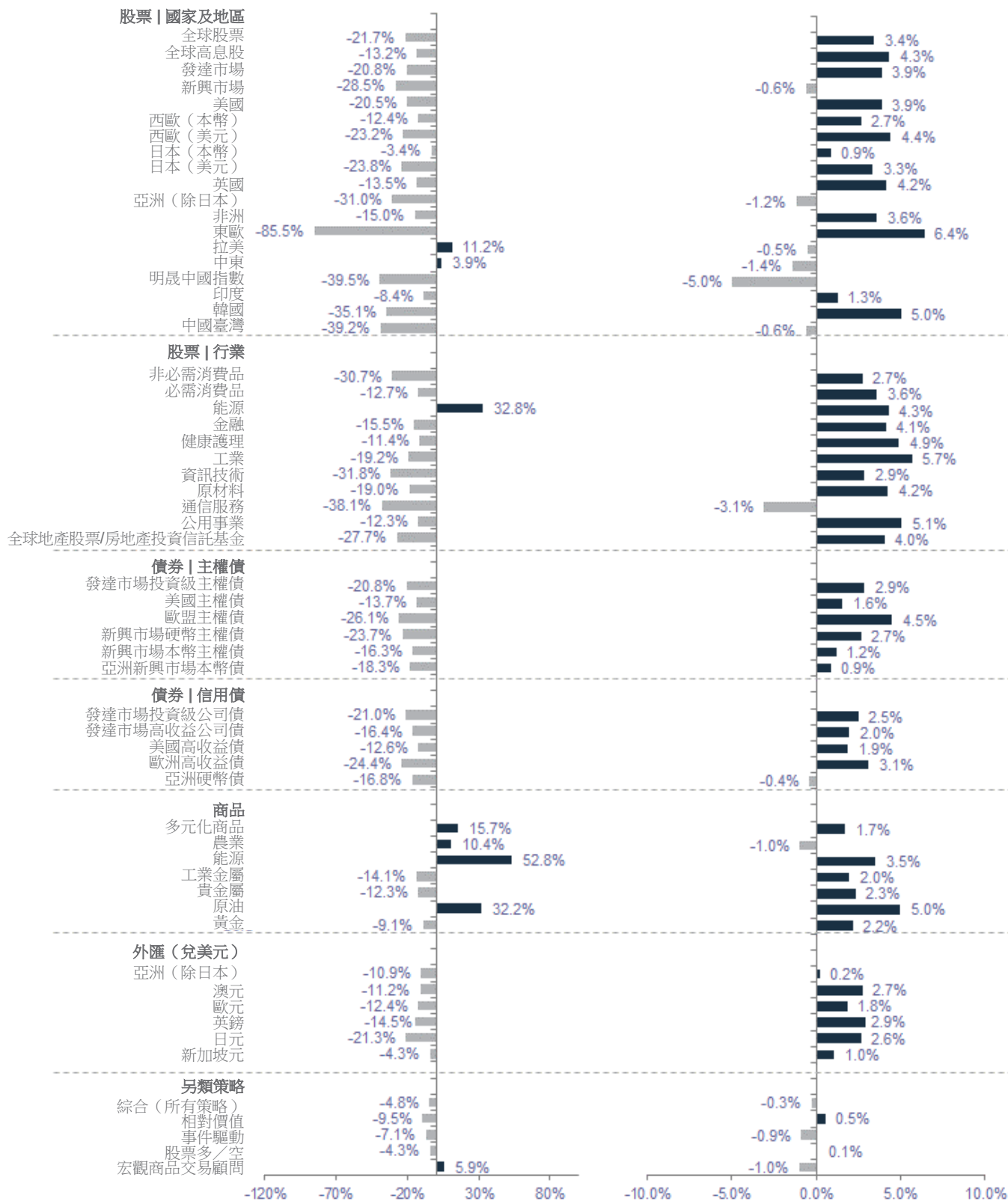
所有資料以%計；由於調整至最接近整數的緣故，配置資料的總和可能不是 100%。

圖例： ▲ 看好 | ▼ 不看好 | ◆ 核心持倉

市場表現概要*

2 2022 年初至今

一周



資料來源：明晟、摩根大通、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

*除另有說明外，所有表現均以美元計

*年初至今表現是指 2021 年 12 月 31 日至 2022 年 10 月 27 日的表現，一周表現是指 2022 年 10 月 20 日至 2022 年 10 月 27 日的表現

關鍵事件

2022

11 月

- 11 月 1 日 > 澳大利亞：澳大利亞央行議息會議
- 11 月 2 日 > 美聯儲政策決議
- 11 月 3 日 > 英國央行政策決議
- 11 月 6-8 日 > 埃及：2022 年聯合國氣候變化大會
- 11 月 8 日 > 美國參眾兩院選舉
- 11 月 15-16 日 > 二十國集團峰會（印尼巴厘島）
- 11 月 22 日 > 泰國：曼谷亞太經合組織年會

12 月

- 12 月 6 日 > 澳大利亞：澳大利亞央行議息會議
- 12 月 7 日 > 加拿大：加拿大央行會議
- 12 月 14 日 > 美聯儲政策決議
- 12 月 15 日 > 歐洲央行政策決議
- 12 月 15 日 > 英國央行政策決議
- 12 月 20 日 > 日本央行政策決議
- 12 月 22 日 > 中國：中國中央政府年度經濟工作會議

2023

1 月

- 1 月 31 日 - 2 月 1 日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 1 月 17-18 日 > 日本：日本央行貨幣政策會議

2 月

- 2 月 2 日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 2 月 2 日 > 英國：英國央行會議

3 月

- 3 月 > 中國：全國人民代表大會
- 3 月 9-10 日 > 日本：日本央行貨幣政策會議
- 3 月 16 日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 3 月 21-22 日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 3 月 23 日 > 英國：英國央行會議

4 月

- 4 月 21-23 日 > 美國：世界銀行春季會議
- 4 月 27-28 日 > 日本：日本央行貨幣政策會議

5 月

- 5 月 2-3 日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 5 月 4 日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 5 月 11 日 > 英國：英國央行會議
- 5 月 19-21 日 > 日本：第 49 屆七國集團峰會

6 月

- 6 月 13-14 日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 6 月 15-16 日 > 日本：日本央行貨幣政策會議
- 6 月 15 日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 6 月 22 日 > 英國：英國央行會議

— 央行政策 | — 地緣政治 |

注釋

1. 第 5 頁的圖表僅展示均衡風險的資產配置 — 不同風險狀況可能產生顯著不同的資產配置結果。第 5 頁僅作示範與參考之用，並不構成投資建議、要約、推薦或招攬。此等配置並未考慮特定人士或特定類別人士的具體投資目標、需要或風險承受能力，以及並非為任何特定人士或特定類別人士而編制。
2. 或有可轉換證券為複雜的金融工具，並非適合或適宜所有投資者的投資。本文件並非要約出售或邀請買入當中任何證券或任何實益權益。或有可轉換證券不擬售予及不應售予歐洲經濟區（EEA）的零售客戶（各自訂見英國金融市場行為監管局於 2015 年 6 月刊發的 Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules)（“政策聲明”），並連同 Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015）（“工具”，與政策聲明統稱為永久行銷限制（Permanent Marketing Restrictions））一併閱讀），但在不會引致違反永久行銷限制的情況下則除外。

披露

本檔內容保密，也僅限指定人士閱覽。如果閣下並非本檔的指定收件人，請銷毀全部副本並立即通知寄件者。本檔僅供一般參考，受渣打網站的監管披露下相關免責聲明所約束。本文件並非且不構成針對任何證券或其他金融工具訂立任何交易或採納任何對沖、交易或投資策略的研究材料、獨立研究、要約、推薦或招攬行為。本檔僅用作一般評估，並未考慮任何特定人士或特定類別人士的具體投資目標、財務狀況或特定需求等，亦非專為任何特定人士或特定類別人士擬備。閣下不應依賴本檔的任何內容作出任何投資決定。在作出任何投資之前，閣下應該仔細閱讀相關發行檔並徵詢獨立的法律、稅收及監管意見，特別是我們建議閣下務須在承諾購買投資產品之前，考慮本身的具體投資目標、財務狀況或特定需求，就投資產品的適合性徵詢意見。意見、預測和估計僅為渣打銀行發表本文件時的意見、預測和估計，渣打銀行可修改而毋須另行通知。過往表現並非未來績效的指標，渣打銀行並無對未來表現作出任何陳述或保證。本檔對利率、匯率或價格的未來可能變動或者未來可能發生的事件的任何預測僅為參考意見，並不代表利率、匯率或價格的未來實際變動或未來實際發生的事件（視屬何情況而定）的指標。未經渣打集團（定義如下）明確的書面同意，本檔不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局監管。渣打銀行的最終母公司渣打集團有限公司（Standard Chartered PLC）連同其附屬公司及關聯公司（包括每間分行或代表辦事處）組成渣打集團。渣打私人銀行乃渣打轄下私人銀行部門。渣打集團內各法律實體及關聯公司（各為“渣打集團實體”）可根據當地監管要求在全球開展各種私人銀行業務。並非全部產品及服務都由渣打集團內的所有分行、附屬公司及關聯公司提供。部分渣打集團實體僅擔任渣打私人銀行的代表，不可提供產品和服務或向客戶給予意見。ESG 資料由晨星和 Sustainalytics 提供。詳情請參閱晨星網站的可持續投資部分及 Sustainalytics 網站的 ESG 風險評級部分。有關資料以發佈當日所提供的資料為基礎，可能有更改。

版權所有©2022，Accounting Research & Analytics, LLC d/b/a CFRA（及其附屬公司，如適用）。除非事先得到 CFRA 的書面許可，否則不得以任何形式複製 CFRA 提供的內容。CFRA 的內容不是投資建議，引用或觀察 CFRA SERVICES 提供的證券或投資並不構成購買、出售或持有此等投資或證券或作出任何其他投資決定的建議。CFRA 的內容包含 CFRA 根據其相信可靠的公開信息提出的意見，此意見可隨時更改，不另行通知。此分析內容尚未提交給美國證券交易委員會或任何其他監管機構，也未獲得其批准。雖然 CFRA 在編制此分析內容時以應有的謹慎行事，但 CFRA、其協力廠商供應商及所有相關實體明確拒絕並否認所有明示或暗示的保證，包括但不限於在法律允許的範圍內，對適銷性或適用於特定目的或使用的保證，對此資訊的準確性、完整性或有用性的保證，並對依賴此資訊進行投資或其他目的的後果不承擔責任。未經 CFRA 事先書面許可，CFRA 提供的任何內容（包括評級、與信用相關的分析和資料、估值、模型、軟體或其他應用程式或其輸出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式進行修改、反向設計、複製或分發，或儲存在資料庫或檢索系統內，不得將此等內容用於任何非法或未經授權的目的。CFRA 和任何協力廠商供應商及其董事、高級職員、股東、雇員或代理人均不保證此等內容的準確性、完整性、及時性或可用性。在任何情況下，CFRA、其關聯公司或其協力廠商供應商均不對訂閱者、訂閱者的客戶或其他人因使用 CFRA 內容所產生的任何直接、間接、特殊或相應損害、成本、費用、法律費用或損失（包括收益損失或利潤損失和機會成本）承擔責任。

市場濫用法規聲明

渣打集團內各分行、附屬公司及關聯公司可根據當地監管要求在全球開展銀行業務。意見可能包含直接“買入”、“賣出”、“持有”或其他意見。上述意見的投資期取決於當前市況，而且沒有限定更新意見的次數。本意見並非獨立於渣打集團本身的交易策略或部署。渣打集團及／或其關聯公司或其各自人員、董事、員工福利計畫或員工，包括參與擬備或發行本檔的人士，可于任何時候，在適用法律及／或法規許可的範圍內，買賣本檔提述的任何證券或金融工具，或在任何該等證券或相關投資中有重大利益。因此，渣打集團可能且閣下應假設渣打銀行在本檔所提述的一項或多項金融工具中有重大利益。請參閱渣打網站的

監管披露部分，以瞭解更詳細的披露，包括過去 12 個月的意見／建議、利益衝突及免責聲明。相關策略師可能擁有本公司／發行人的債務或股票證券的財務權益。未經渣打集團明確的書面同意，本檔不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。

國家／市場獨有的披露

波札那：本檔由渣打銀行波札那有限公司在波札那分發，並歸屬該單位。該公司是根據《銀行法》第 46.04 章第 6 條獲發牌的金融機構，並在波札那股票交易所上市。**汶萊：**本檔由渣打銀行（汶萊分行）（註冊編號 RFC/61）及 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（註冊編號 RC20001003）在汶萊分發，並歸屬該等單位。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，而 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd 是向 Registry of Companies 註冊的有限責任公司（註冊編號 RC20001003），獲汶萊央行頒發牌照，成為資本市場服務牌照持有人，牌照號碼為 AMBD/R/CMU/S3-CL，並獲准透過伊斯蘭視窗（Islamic window）進行伊斯蘭投資業務。**中國內地：**本文件由渣打銀行（中國）有限公司在中國分發，並歸屬該單位。該公司主要受中國銀行保險監督管理委員會、國家外匯管理局和中國人民銀行監管。**香港：**在香港，本文件由渣打集團有限公司的附屬公司渣打銀行（香港）有限公司（“渣打香港”）分發，但對期貨合約交易的建議或促成期貨合約交易決定的任何部分除外。渣打香港的註冊地址是香港中環德輔道中 4-4A 號渣打銀行大廈 32 樓，受香港金融管理局監管，向證券及期貨事務監察委員會（“證監會”）註冊，並根據《證券及期貨條例》（第 571 章）從事第 1 類（證券交易）、第 4 類（就證券提供意見）、第 6 類（就機構融資提供意見）和第 9 類（提供資產管理）受監管活動（中央編號：AJI614）。本檔的內容未經香港任何監管機構審核，閣下須就本檔所載任何要約謹慎行事。如閣下對本檔的任何內容有疑問，應獲取獨立專業意見。本檔載有的任何產品不可於任何時候、憑藉任何文件在香港提出要約或出售，惟向《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的“專業投資者”提出要約或出售除外。此外，無論在香港或其他地方，本文件均不得為發行之目的發行或管有，同時不得向任何人士出售任何權益，除非該名人士是在香港以外，或屬於《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的“專業投資者”，或該條例准許的其他人士。在香港，渣打私人銀行乃渣打銀行（香港）有限公司轄下私人銀行部門，而渣打銀行（香港）有限公司則是渣打集團有限公司（Standard Chartered PLC）的附屬公司。**迦納：**渣打銀行迦納有限公司（Standard Chartered Bank Ghana Limited）概不負責，亦不會承擔閣下因使用這些檔而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）。過往表現並非未來績效的指標，本行並無對未來表現作出任何陳述或保證。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至 feedback.ghana@sc.com。請勿回復此電郵。閣下如有任何疑問或欲查詢服務事宜，請致電 0302610750 聯絡我們的優先理財中心。閣下切勿把任何機密及／或重要資料電郵至本行，本行不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。對於閣下因決定使用電郵與本行溝通而蒙受的任何損失或損害，本行概不承擔任何責任。**印度：**渣打銀行以互惠基金分銷商及任何其他協力廠商的金融產品推薦人的身份在印度分發本檔。渣打銀行不會提供《印度證券交易委員會 2013 年（投資顧問）規則》或其他規則所界定的任何“投資建議”。渣打銀行提供相關證券業務的服務／產品並非針對任何人士，即法律禁止未通過註冊要求而在該司法管轄區招攬證券業務及／或禁止使用本檔所載任何資料的任何司法管轄區的居民。**印尼：**本文件由渣打銀行（印尼分行）在印尼分發。該公司是獲 Otoritas Jasa Keuangan（Financial Service Authority）發牌、登記及監管的金融機構。**澤西島：**在澤西島，渣打私人銀行是渣打銀行澤西島分行的註冊商業名稱。渣打銀行澤西島分行受澤西島金融服務監察委員會（Jersey Financial Services Commission）監管。渣打銀行的最新經審核帳目可於其澤西島主要營業地點索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局監管。渣打銀行澤西島分行亦是獲南非共和國金融業行為監管局（Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa）發牌的認可金融服務提供者，牌照號碼為 44946。澤西島並非英國本土一部分，與渣打銀行澤西島分行及英國境外其他渣打集團實體進行的所有業務均不受英國法律下提供的部分或任何投資者保障及補償計畫的保障。**肯亞：**本檔由渣打銀行肯亞有限公司分發，並歸屬該單位。投資產品和服務由渣打投資服務有限公司分發。渣打投資服務有限公司是資本市場管理局發牌作為基金管理人的渣打銀行肯亞有限公司（渣打銀行／本行）的全資附屬公司。渣打銀行肯亞有限公司由肯亞中央銀行（Central Bank of Kenya）監管。**馬來西亞：**本文件由馬來西亞渣打銀行在馬來西亞分發。馬來西亞的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡馬來西亞渣打銀行。**奈及利亞：**本文件由渣打銀行奈及利亞有限公司（“本行”）分發，此乃獲奈及利亞央行妥為發牌及監管的銀行。本行對閣下因使用這些檔而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）概不負責。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至 clientcare.ng@sc.com 要求從我們的電郵發送名單中移除。請勿回復此電郵。閣下如有任何疑問或欲查詢服務事宜，請致電 01-2772514 聯絡我們的優先理財中心。對於閣下因決定將任何機密及／或重要資料電郵至本行而蒙受的任何損失或損害，本行概不承擔任何責任，因本行不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。**巴基斯坦：**本檔由渣打銀行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分發，並歸屬於該單位，此公司的註冊地址為 PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，為依據《1962 年銀行公司法》向巴基斯坦國家銀行註冊的銀行公司，同時還獲巴基斯坦證券交易委員會發牌為證券顧問。渣打銀行（巴基斯坦）有限公司擔任互惠基金的分銷商及其他協力廠商金融產品的推薦人。**新加坡：**本檔由渣打銀行（新加坡）有限公司（註冊編號 201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, “SCBSL”）在新加坡分發，並歸屬於該單位。新加坡的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡渣打銀行（新加坡）有限公司。渣打銀行（新加坡）有限公司是渣打銀行的間接全資附屬公司，根據 1970 年《新加坡銀行法》獲發牌在新加坡經營銀行業務。渣打私人銀行是渣打銀行（新加坡）有限公司的私人銀行部門。有關本文件提及的任何證券或以

證券為基礎的衍生工具合約，本文件與本發行人檔應被視為資料備忘錄（定義見 2001 年《證券及期貨法》第 275 條）。本文件旨在分發給《證券及期貨法》第 4A(1)(a)條所界定的認可投資者，或購買該等證券或以證券為基礎的衍生工具合約的條件是只能以不低於 200,000 新加坡元（或等值外幣）支付每宗交易。此外，就提及的任何證券或以證券為基礎的衍生工具合約而言，本檔及發行人檔未曾根據《證券及期貨法》于新加坡金融管理局註冊為發售章程。因此，本檔及關於產品的要約或出售、認購或購買邀請的任何其他文件或材料均不得直接或間接傳閱或分發，產品亦不得直接或間接向其他人士要約或出售，或成為認購或購買邀請的物件，惟不包括根據《證券及期貨法》第 275(1)條的相關人士，或(ii)根據《證券及期貨法》第 275(1A)條並符合《證券及期貨法》第 275 條指明條件的任何人士，或根據《證券及期貨法》的任何其他適用條文及符合當中指明條件的其他人士。就本檔所述的任何集體投資計畫而言，本檔僅供一般參考，並非要約檔或發售章程（定義見《證券及期貨法》）。本檔不是亦不擬是(i)要約或購買或出售任何資本市場產品的招攬要約；或(ii)任何資本市場產品的要約廣告或擬作出的要約。

存款保險計畫：非銀行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保險公司投保，依據法律每位元計畫成員每位元存款人的投保金額上限為 75,000 新加坡元。外幣存款、雙貨幣投資、結構性存款及其他投資產品均不予投保。此廣告未經新加坡金融管理局審核。

臺灣：渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行可能涉及此檔所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此檔之作者可能已經與渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此檔所涉及的資訊，作者及上述渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行的員工可能已經針對涉及資訊實行相關動作（包括針對此檔所提及的資訊與渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行之客戶作溝通）。此檔所載的意見可能會改變，或者與渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行不會就上述意見的任何改變或不同發出任何通知。此檔可能涵蓋渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行欲尋求多次業務往來的公司，以及金融工具發行商。因此，投資者應瞭解此檔資訊可能會因渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行的利益衝突而反映特定目的。渣打銀行或臺灣渣打國際商業銀行與其員工（包括已經與作者商討過的有關員工）或客戶可能對此檔所提及的產品或相關金融工具、或相關衍生工具金融商品有利益關係，亦可能透過不同的價格、不同的市場條件獲得部分投資部位，亦有可能與其利益不同或是相反。潛在影響包括交易、投資、以代理機構行事等造市者相關活動，或就此檔提述的任何產品從事金融或顧問服務。

阿聯酋：迪拜國際金融中心-渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局監管。渣打銀行迪拜國際金融中心分行為渣打銀行的分支機構，辦事處位於迪拜國際金融中心（地址為 Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受迪拜金融服務管理局（Dubai Financial Services Authority）監管。本檔僅供迪拜金融服務管理局規則手冊（DFSA Rulebook）所界定的專業客戶使用，並不以該手冊所界定的零售客戶為物件。在迪拜國際金融中心，我們獲授權僅可向符合專業客戶及市場對手方資格的客戶而非零售客戶提供金融服務。閣下身為專業客戶，不會獲得零售客戶享有的較高程度的保障及補償權利。如果閣下行使歸類為零售客戶的權利，我們將未能向閣下提供金融服務與產品，原因是我們沒有持有從事這些活動所需的牌照。就伊斯蘭交易而言，我們在本行的 Shariah Supervisory Committee 的監督下行事。本行的 Shariah Supervisory Committee 的相關資料現已載於渣打銀行網站的伊斯蘭理財部分。就阿聯酋居民而言，依據阿聯酋證券與商品局 2008 年第 48/r 號關乎金融諮詢與金融分析決議所述的涵義範圍，渣打銀行阿聯酋分行沒有在阿聯酋或向阿聯酋提供金融分析或諮詢服務。

烏干達：我們的投資產品與服務由獲資本市場管理局發牌為投資顧問的渣打銀行烏干達有限公司分發。

英國：渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲審慎監管局認可，並受金融市場行為監管局和審慎監管局監管。渣打銀行（以渣打私人銀行之名營業）根據南非的《2002 年金融顧問及仲介機構服務法》獲認可為金融服務提供者（牌照號碼 45747）。

越南：本檔由渣打銀行（越南）有限公司在越南分發，並歸屬於該單位。此公司主要受越南國家銀行監管。越南的收件人如對本檔的內容有任何疑問，應聯絡渣打銀行（越南）有限公司。

尚比亞：本檔由渣打銀行尚比亞有限公司分發，該公司在尚比亞註冊成立，並根據尚比亞法律《銀行與金融服務法》第 387 章向尚比亞銀行註冊為商業銀行及獲頒發牌照。