



2024 年展望

乘風啟航 御勢而行

2024年，美國和其他主要經濟體的增長可能大幅放緩且通脹可能下滑。由於市場憧憬軟著陸和央行改變政策以支持增長，股票和債券市場 2024 年開局可能表現向好，但我們仍然密切留意宏觀風向會否轉向硬著陸。

在基礎配置中，我們 (i) 超配發達市場優質債，因為收益率繼續走低，(ii) 超配股票，因為在美國和日本領漲下，近期表現將延續至 2024 年初。兩者均可能跑贏當前的現金收益率。

在機會型配置中，我們 (i) 買入美國的通訊服務、科技和健康護理股票行業，(ii) 買入中國的非必需消費品、通訊服務和科技行業，並 (iii) 抓緊美元窄幅上落帶來的機遇。



我們在 2024 年如何使投資組合多元化？

你的長期資本市場假設是甚麼？

投資者還能從收益配置中賺取 6% 的收益率嗎？

目錄

策略

投資策略：乘風啟航 御勢而行	04
基礎資產配置模型	07
基礎：戰略性資產配置觀點	08
基礎：多資產收益策略	09
有關客戶最關心問題的看法	11

宏觀概況一瞥

我們的宏觀經濟展望和關鍵問題	13
----------------	----

資產類別

債券	15
股票	17
股票行業觀點	19
外匯	20
黃金和原油	22

額外觀點

量化觀點	23
追蹤市場多樣性	24
全面管理財富的方法	25

表現回顧

建立穩健的投資組合	27
基礎：資產配置概要	30
基礎+：資產配置概要	31
市場表現概要	32
我們的重要預測和關鍵事件	33
首席投資總監辦公室的精彩觀點	34
註釋	35

01

02

03

04

05

全球首席投資總監的來函

一年前，在同樣的信函中，我強調不要被近因偏見所影響，即使傳統的債券股票投資組合剛剛經歷了 150 年來最糟糕的回報之一。不出所料，2023 年大多數資產都上升，我們的基礎配置今年也取得了強勁回報。這更鞏固了我的核心觀點：當多元化基礎配置的價值下降時，你應當增加配置。

隨著我們踏入 2024 年，12 個月前的一些問題仍然沒有答案。美國會陷入經濟衰退嗎？通脹真的受到控制了嗎？央行會開始放寬貨幣政策嗎？地緣政治緊張局勢將如何影響經濟前景和市場表現？

這些都是投資者需要考慮的重要問題。我們會在此表達對這些問題的看法。

然而，它們並不是最重要的問題，更重要的問題是關於你自己的。

你的投資目標是甚麼？你的投資期限是甚麼？而且，最重要的是，你有能力抵禦投資組合下跌嗎？投資要取得成功，關鍵在於：無論是出於情感還是財務需求，都不要被迫沽出資產，並且要避免過度的永久性損失。

基於此，我們在第 25-26 頁分享了渣打財富精選的框架。這涵蓋了我們全面管理財富的方法，聚焦目標、原則和流程。這種方法從你本人出發，因為你是拼圖中最重要和固定的部分。這並非說你的目標不會改變，而是關鍵在於我們都有特定的需求和目標。你投資計劃的核心應該是這些需求和目標，而不是關於特定市場或證券前景的看法。

在第 30-31 頁，我們介紹了基礎配置。考慮到當前環境和相關風險，基礎配置對特定風險狀況的投資者來說是有意義的。這些應該是你與財務顧問溝通的起點，並可以根據你的具體情況或需求調整。

第 30 頁的基礎配置是適合多數投資者的傳統全球投資配置。在第 31 頁，我們也分享了基礎+ (Foundation+) 配置，當中增添了私人資產等資產類別，這可能只適合某些司法管轄區的投資者。

希望我們的《2024 年展望》幫助你踏上收穫豐富的投資旅程。如果你想了解我們的最新觀點或者獲取金融教育資料，請使用第 34 頁的連結以便在 2024 年繼續與我們保持聯絡。



「當多元化基礎配置的價值下降時，你應當增加配置。」

Steve

布思哲 (Steve Brice)

全球首席投資總監

投資策略與關鍵主題

Steve Brice
全球首席投資總監

Manpreet Gill
非洲、中東及歐洲區首席投資總監

鄭子豐
北亞區首席投資總監



我們的首要偏好（12個月展望）

基礎投資超配

- 全球股票、政府債
- 股票：美國、日本
- 債券：發達市場投資級政府債

行業超配

- 美國：通訊服務、科技、健康護理
- 歐洲：科技、健康護理
- 中國：科技、通訊服務、非必需消費品

外匯觀點

- 美元窄幅上落（傾向看淡）

乘風啟航 御勢而行

- 2024年，美國和其他主要經濟體的增長可能大幅放緩且通脹可能下滑。由於市場憧憬軟著陸和央行改變政策以支持增長，股票和債券市場2024年開局可能表現向好，但我們仍然密切留意宏觀風向會否轉向硬著陸。
- 在基礎配置中，我們（i）超配發達市場優質債，因為收益率繼續走低，（ii）超配股票，因為在美國和日本領漲下，近期表現將延續至2024年初。兩者均可能跑贏當前的現金收益率。
- 在機會型配置中，我們（i）買入美國的科技、通訊服務和健康護理股票行業，（ii）買入中國的非必需消費品、通訊服務和科技行業，並（iii）抓緊美元窄幅上落帶來的機遇。

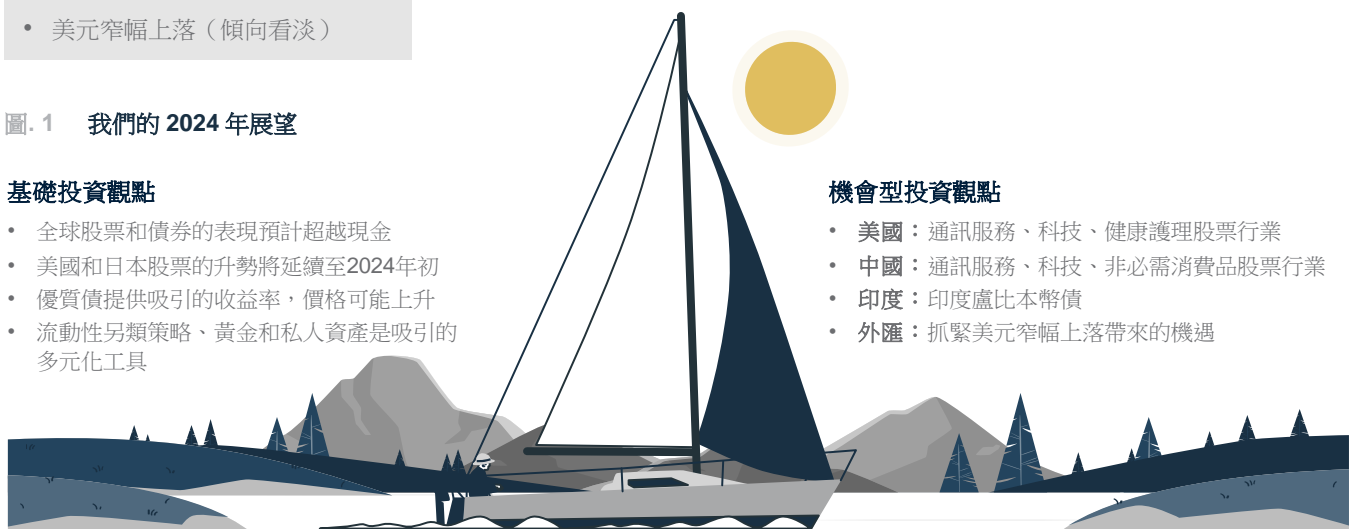
圖.1 我們的2024年展望

基礎投資觀點

- 全球股票和債券的表現預計超越現金
- 美國和日本股票的升勢將延續至2024年初
- 優質債提供吸引人的收益率，價格可能上升
- 流動性另類策略、黃金和私人資產是吸引的多元化工具

機會型投資觀點

- 美國：通訊服務、科技、健康護理股票行業
- 中國：通訊服務、科技、非必需消費品股票行業
- 印度：印度盧比本幣債
- 外匯：抓緊美元窄幅上落帶來的機遇



我們的宏觀情境

🇺🇸 美國經濟避免於2024年上半年陷入衰退

🇺🇸 美國通脹放緩，但要達到2%目標仍然艱巨

🇨🇳 2024年初中國經濟增長超過低預期

🇪🇺 歐洲經濟增長在2024年上半年面對挑戰

風險上升的情況.....

風險減低的情況.....

2024年下半年轉為衰退情境 | 三國集團（G3）政府債成為對沖工具

轉為滯脹情境 | 黃金、房地產、流動性另類策略成為對沖工具

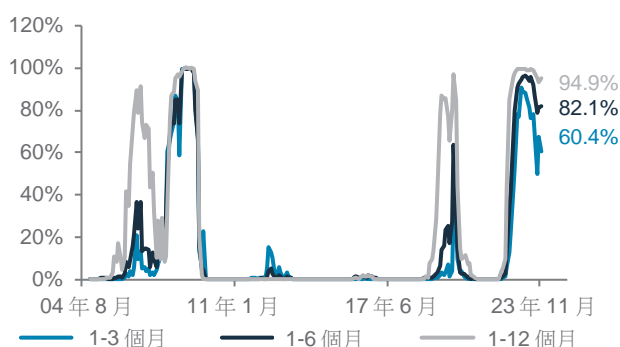


可能會出現的問題：美國經濟突然硬著陸、金融市場「意外事件」、地緣政治風險升級、政策失誤、中國經濟增長憂慮加劇

資料來源：渣打

圖. 2 即刻發生衰退的可能性正在減低，但從長遠來看，風險並未消失

我們的美國衰退機會率模型



資料來源：渣打

邁向更慢的增長

在快速的政策收緊周期之後，美國和全球經濟增長將會放緩多少仍是 2024 年的關鍵問題。儘管市場預期過去一年在硬著陸和不著陸之間搖擺不定，但我們認為，隨著利率上升帶來不利影響，美國經濟增長將明顯放緩。製造業或將呈現反彈，至少在 2024 年上半年，這可能會幫助整體經濟避開硬著陸，但 2024 年後期美國衰退的風險仍然很高。歐洲面臨長期衰退／停滯的風險則要高得多。

在中國，考慮到預期的負面程度，經濟增長最初可能意外上行，但有關中國均衡增長水平的長期爭論可能會繼續。

通脹方面，主要關注點預計是通脹下降的速度和幅度，尤其是在美國。我們預計美國基礎通脹趨勢將在 2024 年繼續放緩，但實現聯儲局 2% 通脹目標的最後階段將充滿挑戰。轉捩點可能在年中出現，屆時通脹的威脅將有所減弱，經濟疲弱的跡象會變得更加突出，促使聯儲局開啟減息周期。這解釋了聯儲局的態度為何在 12 月政策會議上明顯轉變，稱通脹和增長面臨的風險是均衡的。

我們認為在 2024 年投資可能涉及與這種宏觀情境的演變保持均衡，同時發現哪些資產類別的風險／回報看起來有吸引力。就基礎配置而言，我們最看好 (i) 優質發達市場政府債，特別是期限更長的政府債，(ii) 在 2024 年初最看好由美國和日本引領的全球股票，(iii) 在更廣範圍內最看好全球股票和全球債券，因為它們可能表現優於現金。

圖. 3 美國製造業周期的好轉可以暫時延長美國盈利的反彈

美國供應管理協會 (ISM) 製造業採購經理人指數 (PMI) 對比明晟美國指數 12 個月盈利增長



資料來源：彭博、FactSet、渣打

基礎投資組合 – 股票和債券表現優於現金

我們主要超配發達市場投資級政府債，也大規模配置發達市場公司債。

我們認為，優質債非常符合有吸引力的風險／回報標準。絕對收益率距離近期峰值不遠，只要價格小幅上漲就可以超過現金收益率。收益率也看似吸引，因為從歷史表現來看，債券收益率在聯儲局最後一次加息之後通常很快就會見頂，而我們可能已經超過了這一點。

風險／回報均衡在一系列情境中也具有吸引力。在我們的基礎情境中，收益率下跌（價格上漲）可能更溫和，我們預計美國 10 年期國債收益率將在未來 6-12 個月跌穿 3.5%。然而，我們也將它們視為一種吸引的對沖工具，用於對沖我們的主要風險情境，也就是經濟硬著陸，其時收益率下降（價格上漲）可能更顯著。

股票方面，我們認為全球股市漲勢將延續至 2024 年初，由美國和日本領漲。尤其是美國，盈利增長看似正在反彈。然而，我們仍將保持靈活態度，因為這一觀點在 2024 年後期面臨更大風險，因為其時經濟向更嚴重的衰退情境過渡。

我們超配美國股票，因為我們認為增長放緩有助於債券收益率繼續受到限制，但盈利繼續帶來正增長。我們還超配日本股票，因為我們相信企業管治改革使其成為另一個吸引的投資途徑，可從股票漲勢延長中受惠。

第三個重要觀點是全球股票和債券的表現可能優於現金。雖然更高的現金門檻在 2022 年和 2023 年給投資者帶來重大挑戰，但我們認為從目前的起點來看，即使這兩個資產類別只會小幅上漲，前景的吸引力也比現金大得多。聯儲局 12 月會議發出的訊息似乎表明，現金收益率本身將會在 2024 年下降。

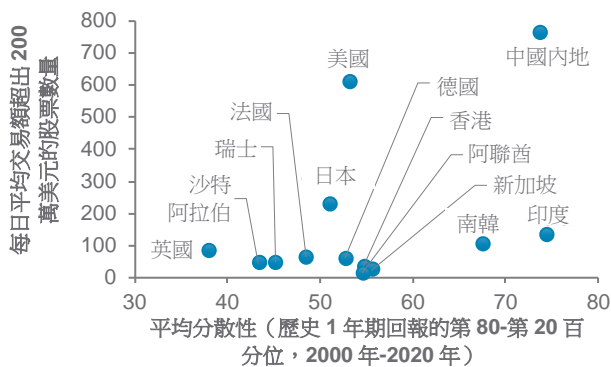
機會型投資組合 – 利用股票和行業分散性

在美國，我們會買入科技、通訊服務和健康護理行業。我們認為，首兩個行業可能表現領先，因為增長下行擔憂仍然受到遏制，且通脹下滑使債券收益率繼續走低。不過，健康護理可能為經濟（以及此後盈利）陷入衰退的主要風險情境提供一些緩衝。我們在歐元區的行業觀點與此相似，超配科技和健康護理行業。

在中國，我們買入非必需消費品、通訊服務和科技行業。股票和行業的分散性相對高，也意味著中國市場與眾不同，其股票或行業選擇空間可能遠高於其他主要市場。

圖. 4 中國（和美國）的股票分散性高，創造了行業投資機會

明晟所有國家世界指數的股市股票回報分散性



資料來源：彭博、渣打

與最近數年相比，外匯市場的分散性也可能更。我們預計美元未來 1-3 個月窄幅上落，且未來 6-12 個月維持看淡傾向，因為美國收益率下降帶來的下行壓力和美國資產表現優異帶來的上行壓力讓美元受到夾擊。中國宏觀前景和市場預期回復正常，澳元和人民幣可能受惠。收益率差距收窄，日圓應從中受惠。不過，其他主要貨幣未來 6-12 個月可能窄幅上落。

中性配置的作用

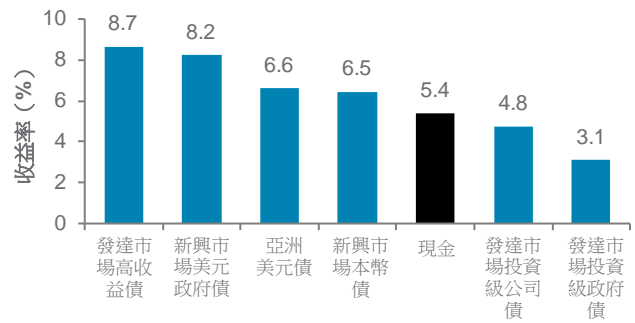
我們的資產配置只關注優質債和看好的股市嗎？答案是否定的，而這就是為何投資組合層面的觀點變得重要。

我們預計優質債的表現將勝於現金，但上圖顯示，若要實現遠高於當前現金門檻的收益率，同時確保風險維持多元化，對其他主要固定收益資產類別的配置也很重要。因此，我們的基礎配置內風險更高信用債的配置較小（相對基準為中性和低配）。

同樣，在股票方面，我們最大的配置當然是美國股票。不過，我們仍然對亞洲（除日本）和歐元區股票（我們對兩者均持中性觀點）有相當大的配置。亞洲股票應受惠於中國股票反彈，而歐洲股票的估值也相當吸引，但長期增長前景的不確定性使我們無法對兩者抱有更大的信心。印度股票也提供吸引的增長前景，只是估值阻礙了我們超配印度股票。

圖. 5 現金收益率門檻的水平高，但隨著各央行減息，現金收益率可能在 2024 年下降

主要債券資產類別和現金的收益率



資料來源：彭博、渣打

可能會出現哪些變數？

相對積極的觀點並不能消除在狀況發生變化時保持敏捷的重要性。

關鍵風險是美國經濟提前著陸或硬著陸。即使經濟增長放緩，通脹也未能明顯下降，這確實會增加滯脹情境的風險，但我們認為這種風險較小，除非油價因地緣政治風險飆升。

如果經濟轉向衰退或滯脹情境，我們對全球股票的樂觀看法，至少在 2024 年初，可能面臨風險。然而，如果有甚麼不同的話，我們超配的債券在衰退情境下甚至會表現得更強勁。在歷史上，滯脹無論對股票還是債券都不是一個輕鬆的情境。在滯脹情境下，像黃金之類的實物資產可能是更好的對沖工具，我們對黃金持中性觀點並在模型配置的另類策略中少量配置。

最後，我們將會繼續關注外部衝擊。地緣政治可能構成風險，特別是考慮到全球各地 2024 年可能經歷異常繁忙的選舉日程。我們的關注焦點依然是地緣政治風險是否可能對資產價格造成持久衝擊，或只是會引發短暫波動。金融市場「意外事件」可能是第二項風險。歷史表明，當利率水平高時，就有可能「出現問題」。最後，我們將繼續關注任何可能出現的政策失誤，因為央行有可能變得過於強硬或過於溫和。

基礎資產配置模型

若要建立多元化投資組合，基礎（Foundation）和基礎+（Foundation+）模型是你可以用來作為起點的配置。基礎模型展示了一系列配置，聚焦多數投資者都可以選擇的傳統資產類別，而基礎+模型還包括了私人資產的配置，可能只適合某些司法管轄區的投資者。

圖. 6 風險狀況屬適度進取的基礎資產配置

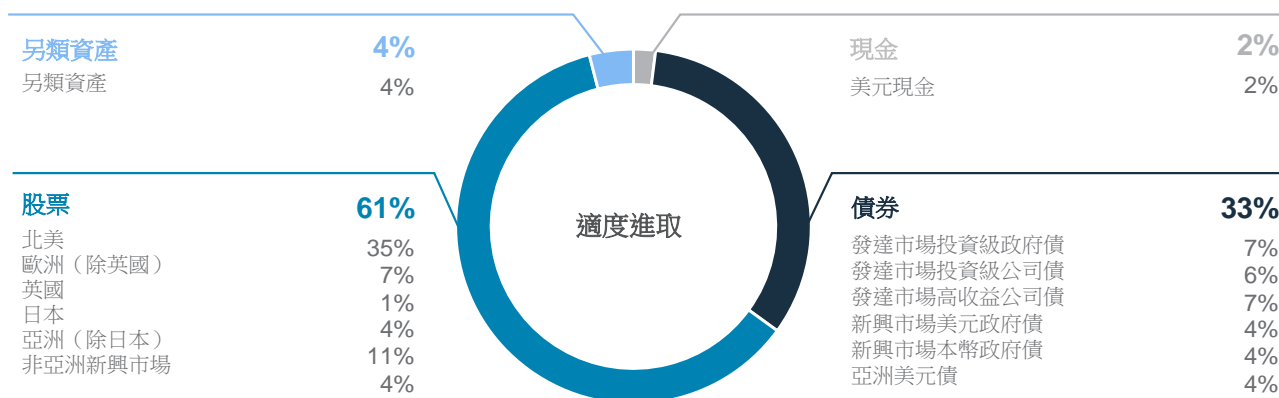


圖. 7 風險狀況屬適度進取的基礎+資產配置

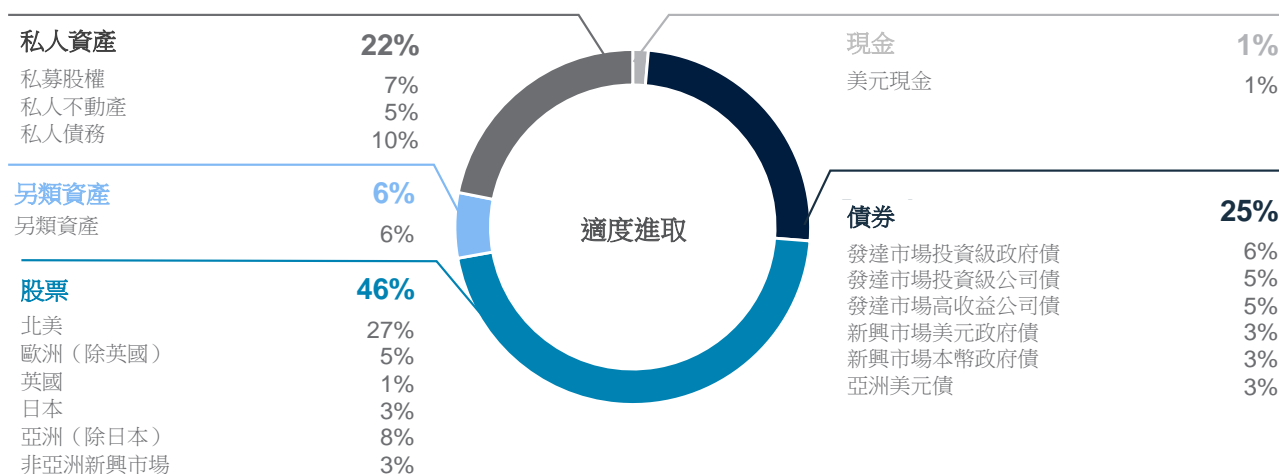
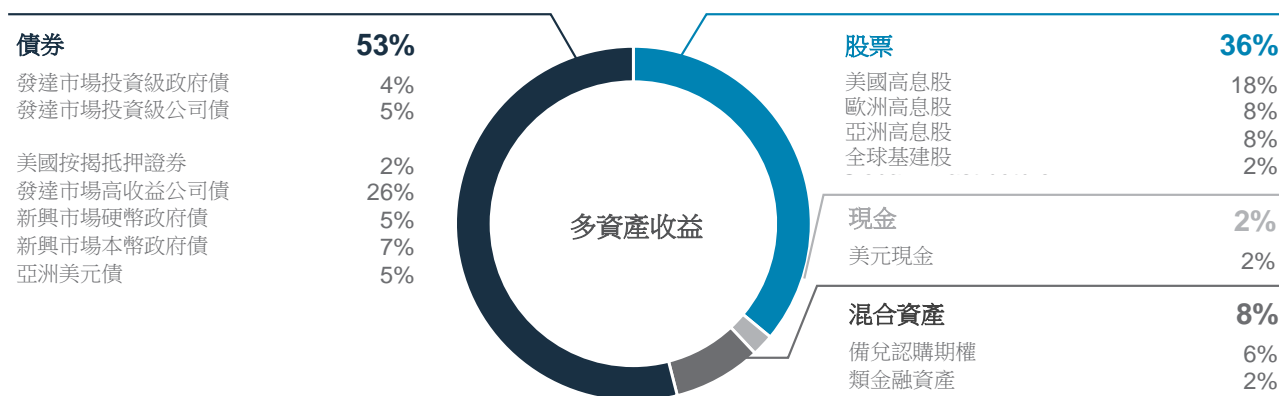


圖. 8 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

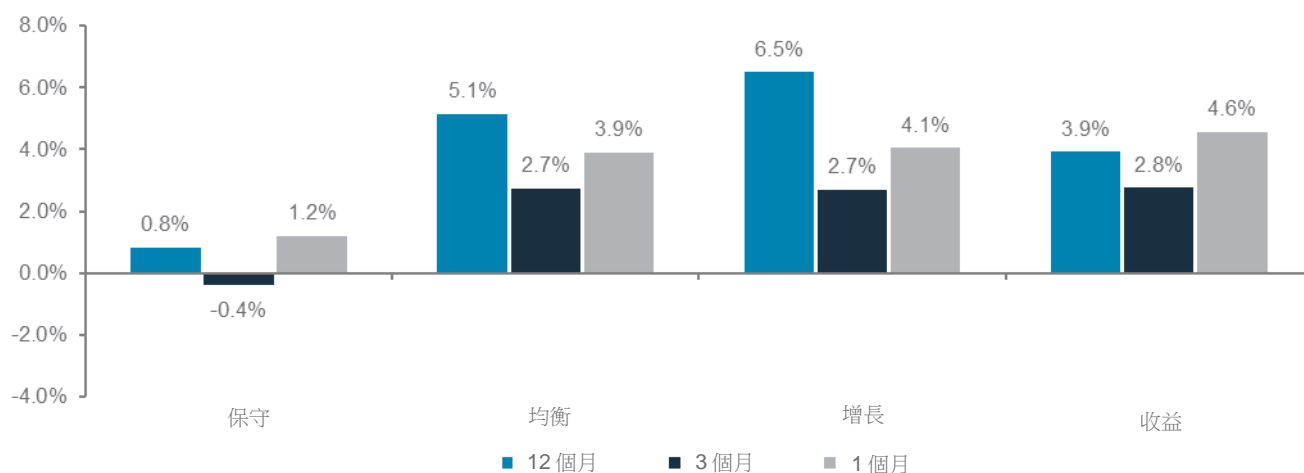
基礎：戰略性資產配置觀點

	觀點	詳情
美元現金	▼	+ 安全、實際收益率 - 有可能錯過其他領域的更高回報
債券	◆	
發達市場政府債	▲	+ 信用質素高、收益率吸引 - 對貨幣政策敏感度高
發達市場投資級公司債	◆	+ 信用質素高、對收益率下降敏感 - 估值高企
發達市場高收益公司債	◆	+ 收益率吸引、利率敏感性低 - 估值高企、對增長敏感
新興市場美元政府債	▼	+ 收益率吸引、對美國收益率敏感 - 新興市場信用質素、選舉/政治風險
新興市場本幣政府債	◆	+ 收益率吸引、有政策利率下調空間 - 美元走強、選舉/政治風險
亞洲美元債	◆	+ 收益率適度吸引、波動性低 - 中國房地產風險蔓延、投資級債估值高企
股票	▲	
北美	▲	+ 盈利增長強勁、消費堅挺 - 高利率的影響
歐洲 (除英國)	◆	+ 低廉的相對估值 - 仍然疲弱的周期和結構性增長前景
英國	▼	+ 估值、股息收益率吸引 - 滯脹風險、政局不穩
日本	▲	+ 估值合理、股息/股票回購增加 - 日圓預計走強
亞洲 (除日本)	◆	+ 盈利反彈、中國的政策支持 - 中國的結構性增長憂慮
黃金	◆	+ 投資組合對沖、央行需求、利率下降 - 彈性美元
另類策略	◆	+ 多元化工具特徵 - 股票、公司債波動性

資料來源：渣打全球投資委員會；綠色 = 上調；紅色 = 下調。

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

圖. 9 我們基礎配置的表現*



資料來源：彭博、渣打

*2022年12月13日至2023年12月13日的12個月表現數據、2023年9月13日至2023年12月13日的3個月表現數據、2023年11月13日至2023年12月13日的1個月表現數據。

基礎：多資產收益策略

吳詩潔，CFA
資產配置主管

Hannah Chew
投資組合策略師



關鍵主題

我們認為，2023 年多資產收益（Multi-Asset Income 或 MAI）投資組合的當前收益率約為 6.2%，這是吸引的水平。這與僅僅兩年前形成鮮明對比，當時傳統債券收益率由於主要央行減息而處於低水平，且投資者追逐收益率。我們預計，隨著各國央行不再加息，且注意力轉向 2024 年可能減息的時機，收益率將會下降。我們認為，收益率當前對投資者具有吸引力。

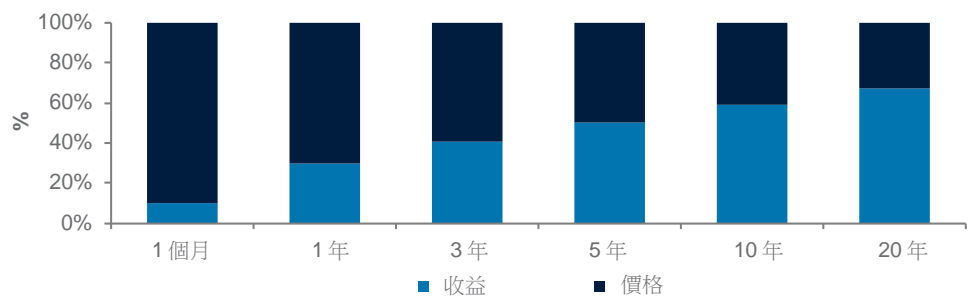
邁向 2024 年，我們正在增加債券配置。我們已增加對發達市場高收益債的配置，因為與槓桿貸款相比，它們的票息高且期限短。此舉的資金來自減少對新興市場債的配置。

隨著市場復甦，我們的多資產收益模型配置年初至今的回報率約為 8.0%。發達市場高收益債和新興市場本幣債一直是重要貢獻的來源，派息股和備兌認購期權也有所貢獻。

關鍵圖表

從長期來看，
收益作為總回報
的一部分往往很重要

圖. 10 60/40 股債投資組合在不同投資期的總回報明細**
對總回報的貢獻*



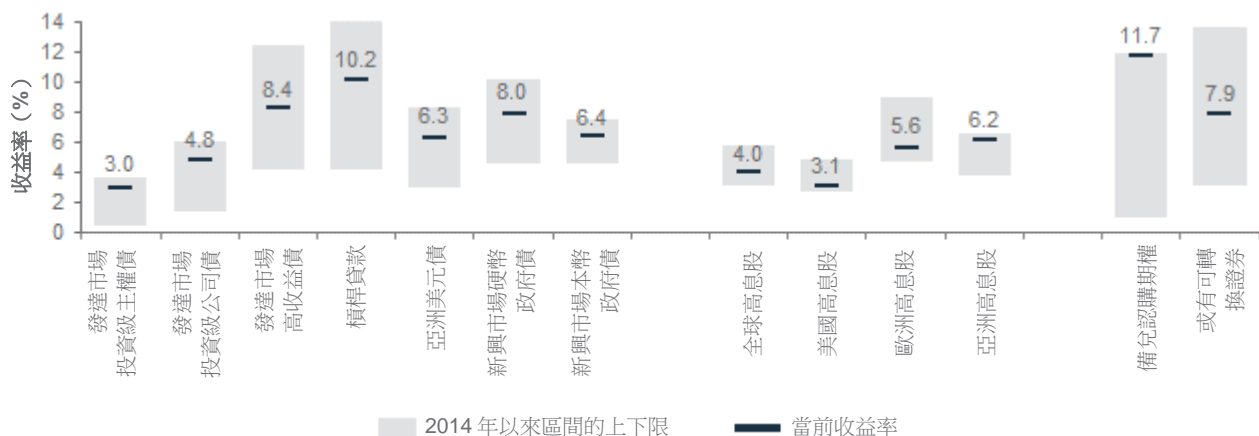
資料來源：彭博、渣打

*60/40 投資組合的總回報分解為不同時間範圍內的收入和價格回報

**股票以明晟所有國家世界指數為代表，債券以彭博全球國債指數為代表。從 1999 年 1 月至 2023 年 11 月的月度數據

圖. 11 收益資產的收益率仍然吸引，並接近歷史區間的高位

最差收益率/股息收益率 (%)、自 2014 年以來不同收益資產的收益率區間



資料來源：彭博、渣打

或有可轉換證券為複雜的金融工具。（詳情請參閱第 35 頁的重要資料）

我們在 2023 年的表現如何？

我們的多資產收益配置年初至今的回報率約為 8.0%。這主要受惠於我們全年對債券的大規模超配，以及發達市場高收益債和新興市場本幣債的強勁表現。在收益吸引和新興市場央行減息的情況下，新興市場本幣債一直是 2023 年固定收益市場表現最強的領域之一。備兌認購期權也受惠於股票的強勁回報，並對整體投資組合表現做出積極貢獻。

為 2024 年做準備

在我們的多資產收益投資組合中，由於債市某些領域的收益率吸引，我們目前看好債券勝於派息股。儘管我們繼續配置派息股，但已對我們的配置加以調整，因為信用債市場提供機會，帶來與股票相似的高回報，但波動性卻可能較低。

增加發達市場高收益債，減少槓桿貸款 (LLs)。 銀行貸款標準收緊和融資成本增加已開始給公司發行人帶來壓力，使發達市場高收益債在信貸質素方面成為相對更具彈性的選擇。此外，由於我們可能已經達到央行加息周期的峰值，槓桿貸款的浮息收益率不太可能持續下去，我們認為這是減少對槓桿貸款投資的時機。

我們減少對新興市場的配置，包括本幣債和硬幣債。 雖然新興市場債的整體收益率吸引，但我們認為風險回報均衡相對均勻。相反，我們在發達市場高收益債等領域看到更有希望的收益率賺取機會，就收取票息而言，它們的收益率相若，但波動性卻更低。

最後，我們已經把派息股的權重再分配給備兌認購期權。 派息股的表現好壞參半，美國派息股年初至今實現了 5.1% 的正回報。相比之下，亞洲和歐洲派息股年初至今分別實現了 17.5% 和 11.1% 的優異回報率。儘管如此，我們在備兌認購期權方面看到更好的機會，因為它可以從市場波動中受惠。考慮到備兌認購期權以標普 500 指數作為相關指數並投資於更廣泛的行業，我們認為，如果市場反彈，備兌認購期權可能具備上漲空間。

收益投資的部分注意事項

在進行收益配置時，投資者須注意一些事項。首先，更高的收益率並不一定意味著更高的總回報。高收益債通常風險更大，並可能伴隨更高的信用風險。在高利率或經濟承壓時期，信用風險較高的公司更有可能面臨財務挑戰。

管理投資組合對利率變化的敏感度也同等重要。存續期越長的債券對利率波動越敏感。因此，對於投資組合中的固定收益資產類別，在利用不同信貸質素和期限實現多元化的時候，投資者需要保持均衡。

多資產收益受惠於軟著陸

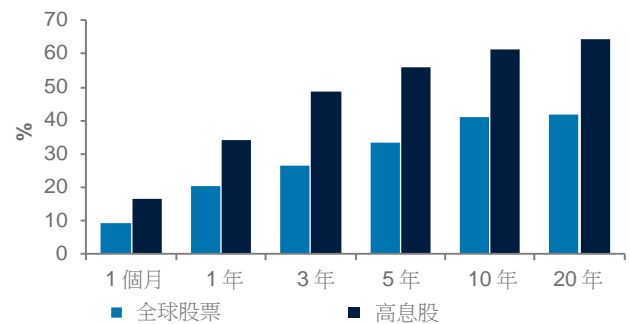
由於不同資產類別的收益率都在上升，我們多資產收益配置的收益率相對歷史處於高位。鑑於我們認為美國和歐洲的央行利率將會見頂，這對投資者而言是吸引的，他們可以考慮鎖定這些高收益率，並為未來幾年的持續收益和可能出現的增長做好準備。

總回報很重要，但收益也不應被忽視。 從廣義上講，總回報可以分為兩個關鍵部分，即資本回報和收益回報。可以理解的是，資產價格往往會推動短期回報。然而，從長遠來看，收益在總回報中所佔的比例更大。

例如，在 60/40 股債投資組合中，在一年時間內，收益（包括股票的派息收益和債券的票息）對投資組合總回報的貢獻可能不到 20%。然而，如果我們將投資期限延長到 5 年以上，收益對總回報的貢獻可以達到一半以上。有一項類似的分析將收益和資本對全球股票回報的貢獻與高息股進行對比，也得出了相似結論，表明了收益複利在長期的重要性。

圖. 12 派息股等創收資產對總回報的收益貢獻遠高於傳統股票

不同投資期限內對總回報*的收益貢獻**



資料來源：彭博、渣打

*總回報包括了收益（股息和票息）和價格升值帶來的回報。

**全球股票以明晟所有國家世界指數為代表，高息股以明晟所有國家世界高息股收益率指數為代表。從 1999 年 1 月至 2023 年 11 月的月度數據

最後，相比兩年前，多資產收益配置收益率的吸引力要高得多。 我們的收益配置提供了良好的股票和債券資產組合，其中債券配置的期限相對適中，為 4.8 年，使其能夠在經濟軟著陸的情境中受惠於高收益率和資本上漲。

有關客戶最關心問題的看法

吳詩潔, CFA
資產配置主管

Tay Qi Xiu
投資策略師

Q 投資者在 2024 年應該如何將投資組合多元化？

為了回答這個問題，我們研究了 2024 年投資者面臨的兩項主要風險，並評估了幾種資產作為多元化工具的有效性。在第一種風險情境中，全球反通脹的最後階段充滿困難，股債相關性仍然為正，損害了債券的多元化益處。在第二種情境中，市場對軟著陸的綜合預期錯位，美國陷入比預期更嚴重的經濟衰退。我們發現，在通脹環境中表現成功的資產，例如流動性另類策略和黃金，其有效性在衰退中可能會降低。相反，在通脹環境中面臨挑戰的多元化工具，例如債券，可能會再次受到青睞。

隨著反通脹情況持續，債券仍然是可行的多元化工具

雖然目前股債相關性仍高，但我們預計這只是暫時的。短期波動看似合理，但股債相關性與通脹動態有著錯綜複雜的聯繫。具體而言，在高通脹時期，通常是正相關，在低通脹時期，通常是負相關。我們發現，在歷史上，當核心通脹率低於 2.8% 時，股債相關性已從正變負（圖 14）。此外，債券收益率越高，就越不需要通過下降來抵消均衡投資組合可能出現的損失（圖 15）。債券可以成為多元化的廉價來源，如果通脹繼續緩解，債券應會重拾作為投資組合對沖工具的吸引力。

如果我們判斷錯了並且通脹居高不下該怎麼辦？

在這種情況下，正向的股債相關性將持續存在，而近年來表現良好的多元化工具應繼續表現良好。我們研究將 40% 的資產添加到全球股票時投資組合波動性的減低程度，以此識別這些資產。一條「無差異線」說明了投資者對於選擇美國國債或某項資產在哪個點上不存在態度差異。（圖 13）

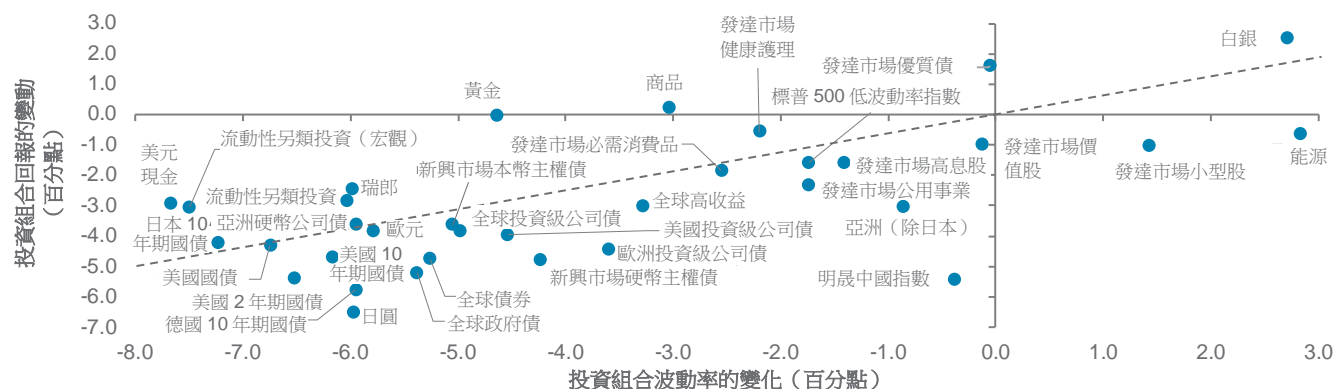
流動性另類策略和現金表現突出

相比美國國債，流動性另類策略和現金可以顯著降低投資組合的波動性，而回報只會小幅下降。黃金也表現良好，在不影響回報的情況下降低了投資組合的波動性。發達市場健康護理和優質股在股票板塊中脫穎而出，它們或可在不減低太多回報的情況下降低投資組合的波動性，或可在不增加波動性的情況下增加回報。全球公司債則沒有吸引力。



圖 13 如果通脹居高不下且股債相關性仍然為正數，那些在近年通脹中充當有效多元化工具的資產，如流動性另類策略、黃金和現金，可能繼續表現良好。

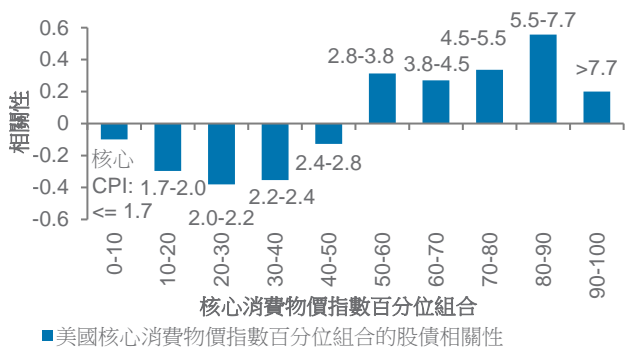
當一項資產加入全球股票投資組合（60%股票／40%多元化工具）時，投資組合回報和波動性變化*



資料來源：彭博、渣打。*根據 2020 年 1 月至 2023 年 11 月的數據計算

圖. 14 隨著通脹消退，股債相關性預計將恢復為負值

核心通脹每百分位的股債相關性



資料來源：彭博、渣打。*股票（標普 500 指數）、債券（彭博美國國債指數）。數據始於 1973 年

如果美國陷入衰退該怎麼辦？

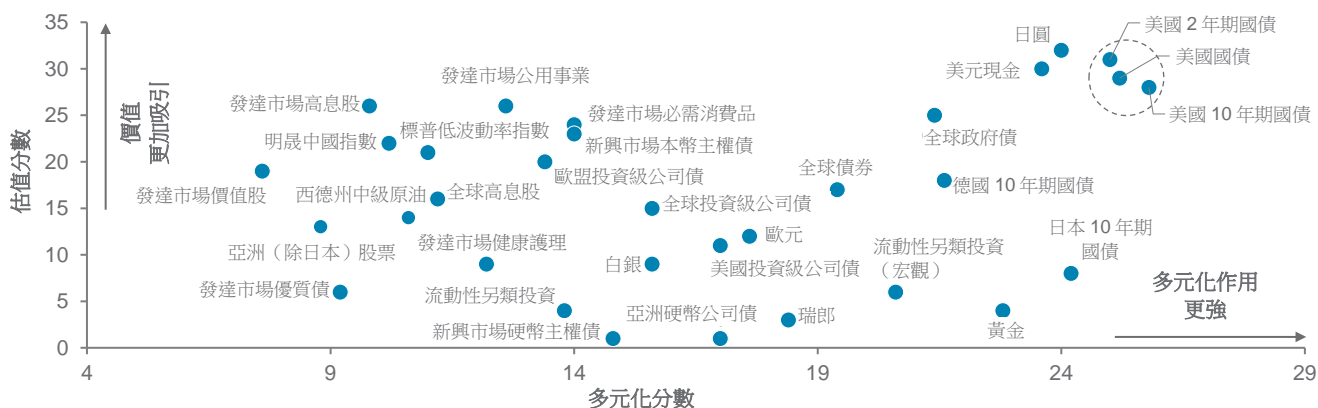
在經濟衰退的情況下，可以使用另一種方法來評估資產的長期多元化質素。我們研究了 (i) 短期和長期相關性，(ii) 相關性的穩定性，以及 (iii) 關鍵資產相對全球股市的下行貝塔係數。然後，我們對這些多元化屬性進行了排名，並將其與估值比較，得出了一系列有助於應對衰退風險的不同見解。

優質債和避險貨幣重新成為多元化工具

我們已經提到，隨著通脹消退，政府債有望恢復其作為多元化工具的作用，但衰退可能加速這一過程，畢竟各央行會下調政策利率以應對增長放緩。優質公司債也很突出。它們的價值適中，意味著它們對經濟軟著陸不會定價過高，且擁有僅落後於最保守避險資產的多元化質素。日圓看起來也很有趣。目前日圓價格處於多年來的最低水平，聯儲局的政策寬鬆週期可能使日圓大幅上漲（圖 16）。雖然流動性另類策略作為多元化工具依然大放異彩，但從估值來看，它們的吸引力在比較中相形

圖. 16 長期來看，政府債仍是最好的多元化工具

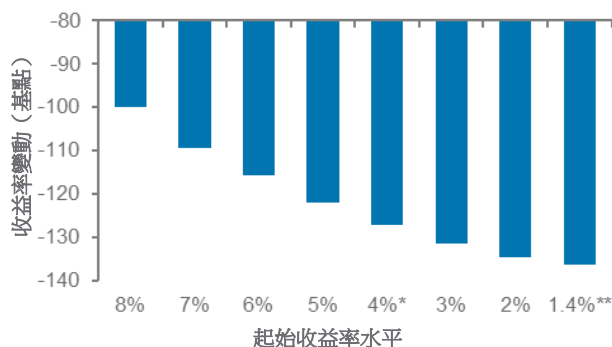
資產類別按估值和多元化質素排名。數據從 2010 年 1 月到 2023 年 11 月。



資料來源：彭博、FRED、渣打。估值基於平均市賬率、市銷率、市現率、市盈率、股票價格/前瞻盈利、利率債實際收益率、外匯實際有效匯率、信用期權調整價差和經通脹調整後的商品價格的 10 年百分位。

圖. 15 高收益率為股票損失提供緩衝

對於 60/40 投資組合中，抵消其中股票 10% 的年度損失需要美國 10 年期國債下降的幅度



資料來源：彭博、渣打。*當前收益率截至 2023 年 12 月 13 日；**抵消股票損失所需的最低要求收益率

見絀。對沖基金策略，尤其是全球宏觀策略，往往在利率高波動期間表現良好，此時市場之間的分散性為老練的管理者提供了豐富機會。近年來，這讓此資產類別受益頗多。然而，全球經濟衰退可能導致利率下降，使基金經理創造超額收益更具挑戰性。同樣，黃金作為多元化工具的表現仍然不錯，但它已領先於實際利率。黃金仍可作為對沖地緣政治危機的工具，但其相對高的估值意味著上行空間可能有限。

投資影響

在高度不確定的環境下，2024 年充滿挑戰。這使得保持靈活和選擇正確的多元化工具成為保護你的投資組合的關鍵一步。政府債仍是首選的多元化工具，但如果股債相關性保持正向，則應轉向流動性另類策略、黃金和現金。相反，如果發生衰退，傳統避險資產就比較合適，優質公司債也可考慮。

宏觀概況 — 一瞥

Rajat Bhattacharya
高級投資策略師

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

我們預計全球反通脹趨勢將延續到 2024 年，進而提高實際收入。疫情期間積累的過剩儲蓄對消費的提振也將持續更久，且有跡象表明全球庫存周期正在復甦。有鑑於此，我們認為至少在 2024 年上半年，美國軟著陸的可能性才會增加。然而，由於政策利率收緊和財政刺激消退，我們的領先指標繼續預示明年美國經濟衰退的風險上升。儘管聯儲局在 12 月政策會議上暗示其政策立場剛剛從對抗通脹轉向支持增長，但預計明年只會減息 75 個基點。我們預計聯儲局到 2024 年底將減息 125 個基點，因為衰退風險在下半年上升。

歐洲和中國的前景仍相對疲弱。歐洲仍面臨滯脹風險（增長急劇放緩，通脹高企）。歐元區財政政策穩定措施的延長應緩解部分下行風險，但創紀錄的高政策利率繼續收緊金融狀況。在中國，國內消費具有彈性，但商業信心依然疲弱，即便政府出台了一系列政策寬鬆措施並為房地產提供支持。儘管當局繼續避免採取大規模刺激措施，專注於「優質」增長，但我們預計中國會出台有針對性的財政和貨幣措施來扶持 2024 年經濟增長。

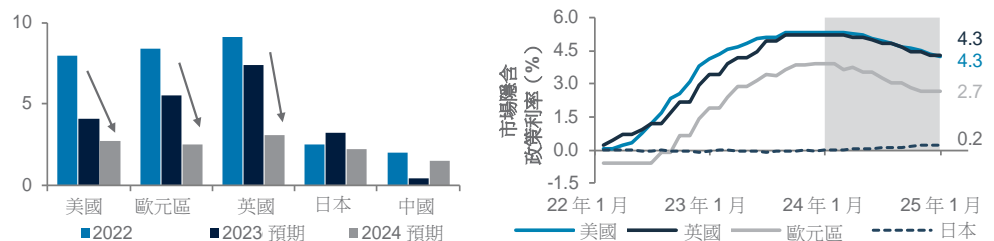
關鍵圖表



全球反通脹趨勢在 2024 年可能延續，使各央行能夠大幅減息。降低政策利率應可幫助經濟避免急劇下滑，並在 2024 年上半年實現軟著陸

圖. 17 延續的反通脹趨勢可能使決策者能夠在 2024 年採取寬鬆政策

消費通脹的綜合預期（按年%）；關鍵政策利率的貨幣市場預期



資料來源：彭博、渣打；2023 年預期和 2024 年預期為彭博綜合預期

貨幣政策*

宏觀因素利好風險資產

宏觀因素利淡風險資產

地區	政策方向	利好因素	利淡因素
美國	政策放寬 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> + 就業市場強勁、儲蓄支持需求 + 反通脹、穩定工資提高實際收入 + 健康的資產負債表；聯儲局 2024 年放鬆政策 + 製造業、資本支出復甦的初步跡象 	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率高企維持了衰退風險 - 貸款條件收緊；信貸緊縮 - 財政刺激、過剩儲蓄消散 - 聯儲局政策失誤、違約率攀升、學生貸款
歐元區	政策放寬 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> + 就業市場強勁、儲蓄支持需求 + 反通脹、穩定工資提高實際收入 + 工業復甦的初步跡象；歐央行將放鬆政策 	<ul style="list-style-type: none"> - 出口疲弱、財政和信貸緊縮 - 製造業低迷；服務業走弱 - 政策收緊、歐央行政策失誤、俄羅斯風險
中國	政策放寬 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> + 宏觀經濟復甦跡象；正常化的消費 + 財政和貨幣政策優先考慮經濟增長 + 房地產行業放鬆；「綠色」投資 	<ul style="list-style-type: none"> - 房地產、地方政府融資平台領域疲弱；地緣政治風險 - 疲弱的外部環境拖累出口 - 投資外流、疲弱信心、通縮
日本	政策放寬 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> + 趨勢增長；健康的信貸增長和資本支出 + 延續的工資增長、穩固的國內需求 + 日本央行的寬鬆政策；政府經濟方案 	<ul style="list-style-type: none"> - 疲弱的外部環境拖累出口 - 擴大的通脹；強有力的工資談判 - 日本央行收緊政策和日圓走強的風險
英國	政策放寬 (▼)	<ul style="list-style-type: none"> + 就業市場強勁、儲蓄支持需求 + 反通脹、穩定工資提高實際收入 + 穩定的財政政策前景；英倫銀行將放鬆政策 	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率高企維持了衰退風險 - 財政整固、金融條件收緊 - 選舉帶來的不穩定；脫歐相關中斷

資料來源：渣打全球投資委員會；*下一步行動

圖例：▲ 政策收緊 | ▼ 政策放寬 | ◆ 政策中性

首要宏觀問題

你是否仍然預計美國會陷入衰退？我們的基礎看法是美國經濟在 2024 年上半年實現軟著陸（增長低於趨勢但為正向），衰退如果發生，則可能延遲到 2024 年下半年。此觀點與聯儲局在 12 月政策會議後的展望一致。推動這種轉變的因素是：（i）疫情期間累積的過剩儲蓄和結構性緊張的就業市場推動了有彈性的消費；（ii）持續的反通脹提振了實際可支配收入，使聯儲局能夠比先前預期更早減息以支持增長；（iii）由於生產設施回流，增加對工廠的投資，由於結構性住房短缺，增加對住宅的投資；和（iv）全球庫存周期反彈。美國經濟衰退仍是我们全球宏觀經濟前景的主要風險，最有可能在 2024 年下半年發生。

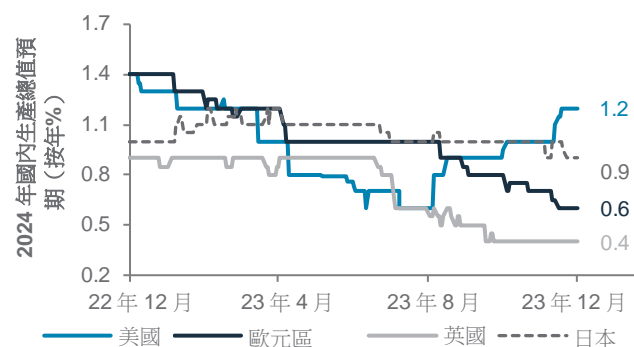
疫情期間積累的美國過剩儲蓄水平一直是討論最激烈的主題。在美國經濟分析局（BEA）下修美國 22 年來的歷史儲蓄率之後，市場對過剩儲蓄的預期上修。過剩儲蓄預期（不同預期在 5000 億美元至 1 萬億美元之間）的提高意味著由消費驅動的擴張可能比先前預期持續更久。

與此同時，**結構性緊張的就業市場**意味著僱主不會急於解僱員工。帶來的影響是，如果出現經濟衰退，美國失業率升幅可能小於過去 8 次衰退的平均升幅，也就是小於 3 個百分點。結構性緊張的就業市場也有助於維持消費。

反通脹持續下去，推高了美國的實際收入並使聯儲局得以減息，是我們預測美國經濟軟著陸的另一個關鍵動力。越來越多的跡象表明，下一年服務業通脹可能跟隨商品通脹走低。三藩市聯儲的模型顯示，住房通脹今年一直在支撐服務業通脹，到明年年中可能轉為負值。市場租金放緩也表明了這一點，官方數據比市場數據滯後 6 至 12 個月。與此同時，美國生產率近年來有所提高，應有助於通脹更快回到聯儲局 2% 的目標水平。

圖. 18 歐洲的衰退風險處於最高水平

主要經濟體的 2024 年增長綜合預期



資料來源：彭博、渣打

最後，美國工業領域正在復甦，因為回流和拜登總統的「綠色」基建推動措施，使製造工廠的投資蓬勃發展。全球庫存周期正在復甦，應該有助於重振低迷的製造業。

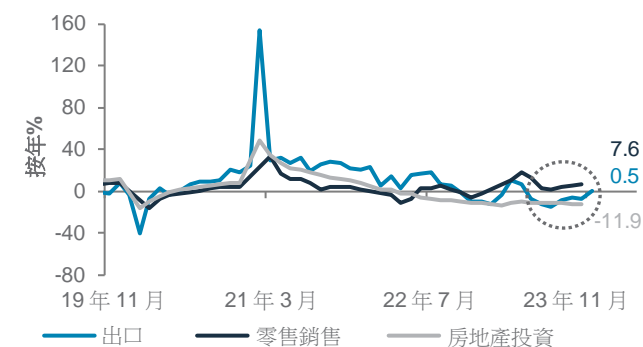
儘管有這些積極的推動因素，但**美國衰退可能只是延遲發生，而不是得以避免**。10 項關鍵經濟指標（LEI）的領先指數在過去 16 個月出現按年下降，這種趨勢歷來先於經濟衰退。此外，美國國債收益率曲線自去年 7 月以來一直保持倒掛狀態。在歷史上，美國經濟衰退的開始出現在 2 年期國債收益率超過 10 年期國債收益率（本周期：2022 年 7 月）之後的 9-22 個月（中位數：16 個月）以及收益率曲線再次持續轉為正值之後的 2-6 個月（尚未發生，不過 1982 年曲線在衰退開始近一年後轉為正值）。根據這段歷史，經濟衰退在 2024 年某個時候開始的可能性仍然很大。

歐元區是否陷入衰退？歐元區經濟可能已經陷入衰退，在 2023 年第三季度就已萎縮。最新的商業信心指標（採購經理人指數）顯示，服務業活動自 8 月以來一直在萎縮，同時製造業仍然低迷。歐央行創紀錄的政策緊縮已導致貸款標準更加嚴格。在去年的俄羅斯制裁之後，能源成本呈現結構性上升，加之就業市場緊張，導致通脹居高不下。然而，衰退可能拖累通脹走低，從而使歐央行明年能夠減息 75 個基點。反通脹措施可能增加可支配實際收入，財政穩定政策有助於防止經濟急劇下滑。中國經濟企穩和全球製造業復甦應有利於出口商。

中國經濟是否正在復甦？在一系列貨幣和財政政策的支持下，中國經濟當前呈現企穩跡象。消費支出具有彈性，但商業信心仍然低迷。全球庫存和製造周期的復甦也可能在未來幾個月重振中國出口。然而，低迷的房地產行業仍是中國經濟的主要拖累因素。12 月舉行的年度中央經濟工作會議制定了 2024 年的促增長議程。中央政府可能將官方財政赤字提高至 3.5%-4.0% 以扶持增長，而中國央行明年可能進一步降低政策利率和銀行存款準備金要求。扶持房地產行業的措施也將成為焦點。

圖. 19 中國的國內消費仍然穩健

中國零售銷售、出口和房地產投資增長



債券 — 一瞥

Abhilash Narayan, CFA
高級投資策略師

林奕輝
高級投資策略師

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

我們看好優質債，因為收益率吸引，並且隨著發達市場經濟體在 2024 年走弱，價格可能進一步上漲，從而壓低收益率。我們超配發達市場政府債，預計美國 10 年期國債收益率在未來 3 個月進一步下降至 3.75%-4.00%，在未來 6-12 個月降至 3.25%-3.50%。儘管新興市場貨幣的前景樂觀，但新興市場債的前景更加均衡，因為對新興市場政策寬鬆的樂觀情緒可能已經得到體現。這使我們對新興市場本幣政府債持中性觀點。

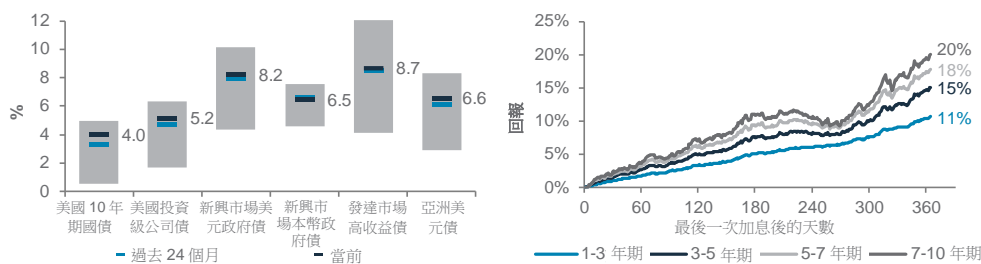
信用債方面，我們對投資級和高收益發達市場債都持中性（核心配置）觀點。雖然估值上升，但這些中性配置可能是實現投資組合收益率目標的關鍵貢獻因素。我們還對亞洲美元債持中性觀點，並低配新興市場美元政府債。中國持續實施的政策刺激是積極因素，但全球經濟增長放緩和商品價格下跌構成風險。在亞洲，我們看好高收益債勝過投資級債，因為我們認為，前者的價格大幅下跌、一邊倒的市場情緒和日益昂貴的投資級債已經改變了相對風險／回報。

關鍵圖表

各債券資產類別的收益率已經遠高於它們的長期平均水平；隨著央行利率觸及頂峰，期限長的債券可能表現良好

圖. 20 發達市場債仍提供吸引人的收益率；以往在政策利率周期達到高位後，期限較長債券的表現通常優於期限較短的同類債券

收益率對比 2010 年以來的區間；過去 3 次利率峰值之後，美國國債的 12 個月平均回報



資料來源：彭博、渣打

看漲理據

看淡理據

看好順序	債券類別	看漲理據	看淡理據
1	發達市場 投資級政府債 ▽ ◆ ▲	+ 收益率吸引 + 發達市場央行的轉向	- 在經濟增長強勁的背景，「更高利率持續更久」的貨幣政策 - 不利的供需均衡
2	新興市場本幣政府債 ▽ ◆ ▲	+ 有利的新興市場貨幣前景 + 新興市場貨幣政策的高度靈活性	- 與發達市場之間的利差不利 - 減息預期體現在價格中
3	發達市場 投資級公司債 ▽ ◆ ▲	+ 存續期長的債券受惠於利率峰值 + 絕對收益率吸引	- 相對較窄的收益率溢價 - 信用基本因素走弱
4	發達市場 高收益公司債 ▽ ◆ ▲	+ 公司信用債的基本因素看似仍然穩健 + 收益率吸引	- 評級下調風險 - 違約風險激增
5	亞洲美元債 ▽ ◆ ▲	+ 地區增長繼續表現優異 + 收益率吸引	- 中國經濟增長前景疲弱 - 違約或債券重組風險
6	新興市場美元政府債 ▽ ◆ ▲	+ 存續期長的債券受惠於利率峰值	- 商品價格通縮 - 美國和主要新興市場國家舉行大選之際的地緣政治風險

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

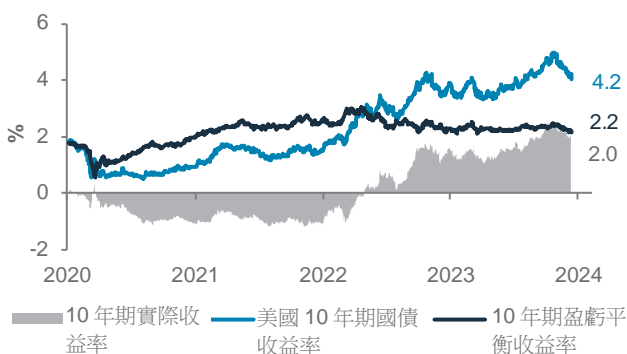
超配發達市場投資級政府債；對新興市場本幣政府債持中性觀點

在發達市場，我們認為市場對政策利率已經見頂的預期增強，將成為推動發達市場投資級政府債的主要因素。收益率在 2023 年第四季度顯著下降。然而，我們認為，估值仍為收益率進一步下跌留下空間，美國 10 年期政府債券的名義和實際（扣除通脹）收益率仍處於過往區間的前 25%。預計未來 3 個月美國 10 年期國債收益率將維持在 3.75-4.00% 左右，並在 6-12 個月內跌至 3.5% 以下。

在新興市場，我們預計新興市場貨幣兌美元將繼續得到良好支持，這應該會對本幣債券有利。此外，我們認為，去年在收緊貨幣政策方面領先發達國家央行一步的新興市場央行，更有可能在 2024 年轉向寬鬆政策。然而，我們注意到，市場已經消化了大多數主要新興市場央行明年將多次減息的預期。這表明，減息的樂觀情緒可能已經在市場價格中反映出來，收益率和貨幣升值將成為推動回報率的主要因素。這種平衡的前景使我們對新興市場本幣政府債持中性觀點。

圖 21 儘管 2023 年末收益率下降，但高實際收益率仍使發達市場投資級政府債的風險/回報吸引

美國 10 年期國債收益率、盈虧平衡收益率和實際收益率



資料來源：彭博、渣打

對發達市場投資級債和高收益信用債持中性觀點

在發達市場，我們對發達市場投資級債和高收益公司債持中性觀點。這兩類債券的名義收益率依舊吸引，是整體投資組合收益率的重要來源。然而，相較美國政府債券的收益率溢價高於過往水平，表明估值偏高。美國和歐洲的貸款條件已經收緊，如矽穀銀行（SVB）在 2023 年初的倒閉所示，提醒了潛在的風險。目前，收益率溢價已收窄至 SVB 倒閉前的水平，但在金融狀況仍然緊張的情況下，風險/回報比增加了。此外，新冠疫情後的評級上調已經減緩。這些因素表明，雖然高風險信用債可能在 2024 年保持強勢，但在全球經濟增長大幅放緩的背景下，更廣泛地傾向於優質債券是關鍵。

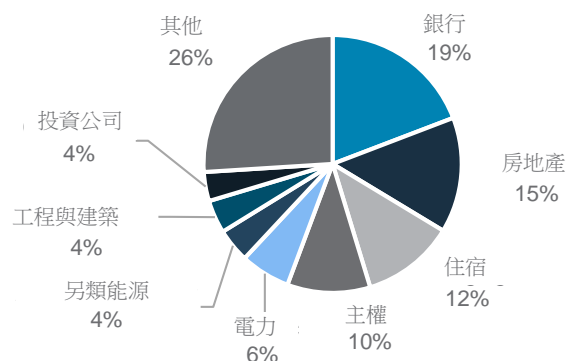
對亞洲美元債持中性觀點

在 2023 年的大部分時間裡，中國房地產行業的違約和債券重組對亞洲高收益債造成了負面影響。不過，我們認為風險/回報比正逐漸傾向於高收益債。在亞洲美元債市場，我們現在更看好高收益債而非投資級債，主要基於以下兩點：

1. 亞洲高收益債的收益率約為 15%，位於過去 10 年的第 95 百分位。我們認為，這種極端的估值反映了市場過度悲觀的情緒。
2. 經歷了幾次違約事件之後，中國房地產行業在亞洲高收益債中的比重已從一年前的 10.9% 下降到了 6.8%。我們認為，這減少了該行業進一步影響整個資產類別表現的空間。

圖 22 在中國高收益房地產行業出現違約後，房地產行業在亞洲高收益債中的份額較一年前有所下降

亞洲信用債指數的構成



資料來源：彭博、渣打

註：亞洲高收益房地產行業除中國內地外，還包括香港和東盟地區的行業投資

低配新興市場美元政府債

我們低配新興市場美元政府債。由於對美國利率的變化較為敏感，若未來 6 至 12 個月美國收益率下降，它們可能受惠。然而，這一優勢被收益率溢價擴闊的風險所抵消。此外，考慮到 2024 年許多新興市場國家還將舉行選舉，地緣政治風險亦有所增加。

偏好投資組合期限為 7-10 年

鑑於全球通脹放緩以及預期 2024 年全球經濟增長可能減緩，我們預計政策利率已接近峰值。從歷史上看，美國債券收益率的高位往往離聯儲局利率的高位不遠，而我們很可能已經超過了這一點。

鑑於歷史經驗和我們對收益率曲線（10 年和 20 年收益率之間的差距）更陡峭的預期，由於 2 年收益率比 10 年收益率下降得更快，我們傾向於較長期的債券，並青睞 7-10 年的美元債券配置。

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

黃立邦
股票分析師



關鍵主題

鑑於我們的核心預期是美國至少在 2024 年上半年將實現經濟軟著陸，我們因此超配股票，特別是美國股票。隨著通脹回落，美國公司顯示出強大的定價能力，這有助於維持穩健的淨利潤率。我們也「超配」日本股票，該地區以其穩健的盈利、持續改善的公司治理以及相對於美國股票更低的估值而突出。

我們對亞洲（除日本）股票持中性觀點。該地區可能擁有最高的盈利增長。我們超配韓國股票，因為對人工智能的需求可能會推動盈利增長潛力。我們對中國股票持中性觀點；儘管市場情緒偏悲觀，但政府正在通過零碎的刺激措施支持經濟。權衡其相對強勁的盈利和高估值之間的關係，我們對印度股票持中性觀點。在印度股票中，我們更看好大型股而非中小型股。

其他方面，我們對歐元區股票持中性觀點。儘管增長前景不佳，但低廉的估值和低持倉是正面因素。我們繼續低配英國股票，雖然其估值低廉，但行業組成過於防守性，可能在當前全球市場反彈中表現不佳。

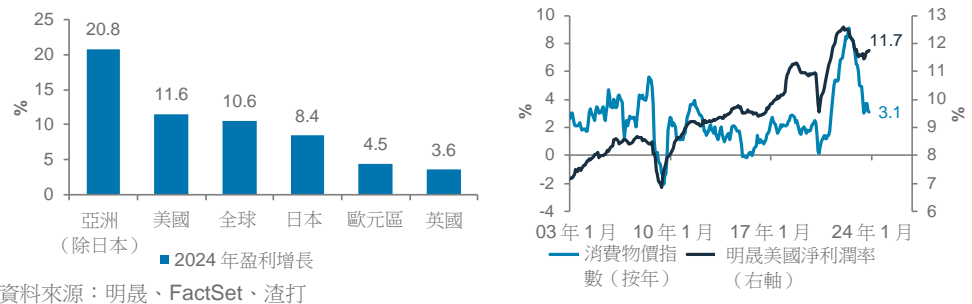
關鍵圖表



盈利增長有利於亞洲
（除日本）、美國和日本；
在通脹回落之際，美國股票
正顯示出強大的定價能力

圖. 23 2024 年盈利增長可能強勁；美國股票淨利潤率強勁

2024 年地區盈利增長；美國淨利潤率對比消費物價指數



看漲理據

看淡理據

看漲理據	看淡理據	
美國股票 ▽ ◆ ▲	+ 公司利潤率具有彈性 + 科技行業推動表現 + 對債券收益率下降更為敏感	- 過於強勁的數據導致「更長時間的高企」 - 宏觀不確定性：如美國大選 - 估值高昂
日本股票 ▽ ◆ ▲	+ 公司資產負債表強勁 + 企業管治政策提振股本回報率 + 外國投資者對日本股票的興趣	- 日圓反彈拖累公司盈利 - 日本央行收緊政策導致波動性上升 - 全球經濟增長放緩
亞洲（除日本）股票 ▽ ◆ ▲	+ 中國的財政和貨幣刺激政策 + 估值吸引、持倉偏低 + 預計 2024 年每股盈利增長最高	- 地緣政治緊張局勢持續 - 結構性問題：如中國房地產 - 投資者缺乏信心
亞洲（除日本）	印度股票 ◆ 南韓股票 ▲ 中國股票* ◆	
歐元區股票 ▽ ◆ ▲	+ 估值依舊吸引 + 持倉偏低 + 公司利潤率和股本回報率改善	- 盈利增長疲軟 - 衰退風險加劇 - 歐元區工廠活動惡化
英國股票 ▽ ◆ ▲	+ 股息收益率高 + 估值極低 + 相對防守性的行業	- 預計 2024 年盈利增長疲弱 - 大量資金外流 - 對增長行業的投資比重較輕

資料來源：渣打全球投資委員會

*我們對中國在岸股票對比離岸股票持中性觀點。

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

超配全球股票

未來 12 個月，我們超配全球股票。全球反通脹趨勢和聯儲局減息預期正在導致主要經濟體的債券收益率下降。

超配美國股票

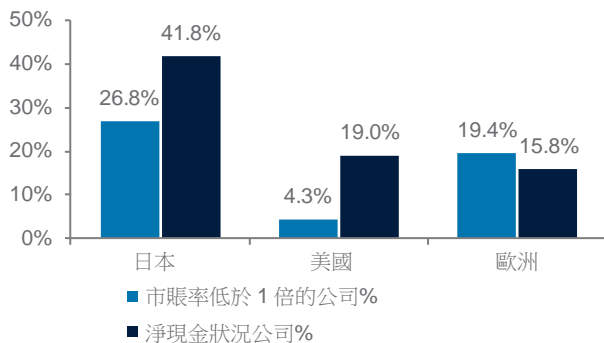
我們超配美國股票，因為科技股反彈和經濟放緩的延遲有望支持明年的公司盈利。在 12 月聯儲局政策會議後，我們預期聯儲局明年將減息 125 個基點，這將對增長股有利，因為減息減少了對未來盈利的貼現影響。我們認為，高股本回報率水平（美國股票的股本回報率為 20.3%，比過往平均水平高出近 1.5 個標準差）也支持了目前相對較高的估值溢價是合理的。我們預計，持續的股票回購將在 2024 年進一步支持股價上升。

超配日本股票

我們超配日本股票。日本公司的流動性狀況依然強勁，有 41.8% 的公司淨現金為正數，即持有的現金超過債務，這一比例在發達市場中突出。公司治理的持續改善可能會提升估值。此外，日本居民的高現金儲蓄率和日本個人儲蓄賬戶（Nippon Individual savings Account）的改革有望增強國內投資和資金流動。然而，日圓走強可能會對 2024 年公司盈利產生不利影響。因此，我們認為日本股票投資不應以貨幣對沖為投資基礎。

圖. 24 日本公司的現金倉數比其他發達市場的公司要好

在日本、美國和歐洲，市賬率低於 1 倍、淨現金狀況公司所佔比例



資料來源：FactSet、渣打

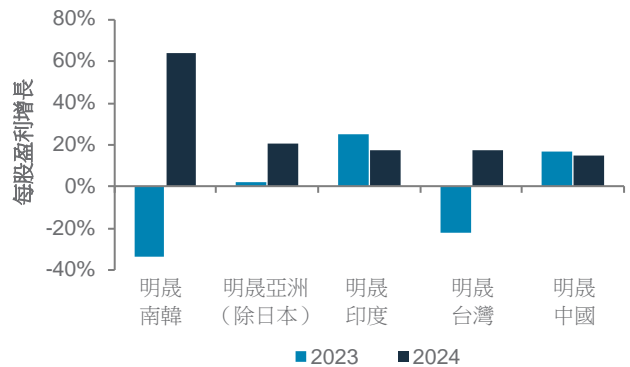
對亞洲（除日本）股票持中性觀點

我們對亞洲（除日本）股票持中性觀點。從積極方面來看，亞洲（除日本）的 12 個月前瞻每股盈利增長在主要市場中最高。新興市場和發達市場在貨幣政策上的分歧，加上明年美元可能的疲弱，可能有利於資金流入。然而，我們也看到了一些不利因素，包括全球經濟增長放緩和投資者情緒低迷，這可能在 2024 年對市場構成壓力。

在亞洲（除日本）地區，我們超配南韓股票，反映了我們對明年半導體行業好轉帶動盈利增長反彈的預期。自 2023 年第二季度以來，估值已大幅回落，為投資者提供了更吸引人的進入點。

圖. 25 預計 2024 年南韓盈利將強勁增長

亞洲（除日本）和主要個別市場的每股盈利增長



資料來源：FactSet、渣打

我們對中國股票持中性觀點。投資者倉位看空，估值極低。然而，包括房地產市場低迷和人口結構在內的結構性阻礙可能會持續存在。政策上的任何意外都可能促使投資者情緒正常化。在中國市場，無論是在岸還是離岸股票，我們都持中性觀點。

我們對此地區的印度股票持中性觀點。印度股市的強勁每股盈利增長，以及相對於其他新興市場較少受中國影響是其優勢。然而，無論從絕對還是相對的角度來看，其估值（12 個月前瞻市盈率為 21.3 倍）仍然較高。我們更看好大型股，而非中小型股。

對歐元區股票持中性觀點

我們對歐元區股票持中性觀點。儘管利率上升和地緣政治的憂慮依然存在，但目前的估值已達到較低水平，歐元區的 12 個月前瞻市盈率比全球平均低 25.0%。且歐元區股票的持倉量相對於歷史水平也較低。

低配英國股票

我們低配英國股票。在全球股市持續上升的背景下，英國股票因其行業結構偏防守性而可能表現不佳。儘管通脹有所降低，但仍然高企，這對家庭收入和支出造成了壓力。與其他主要地區相比，英國 2024 年的預期盈利增長也是最低的，儘管英國股市的估值吸引和高股息收益率是其潛在的優勢，但這些因素可能不足以抵消其他風險。

股市行業觀點

Fook Hien Yap
高級投資策略師

發達市場的槓鈴式投資方法

購買中國消費導向型行業的股票

- 我們在美國和歐洲繼續採取槓鈴式投資策略，傾向於長期增長型投資，並透過防守性行業來取得平衡。
- 在中國，我們會買入消費型股，如通訊服務、非必需消費品和科技股。

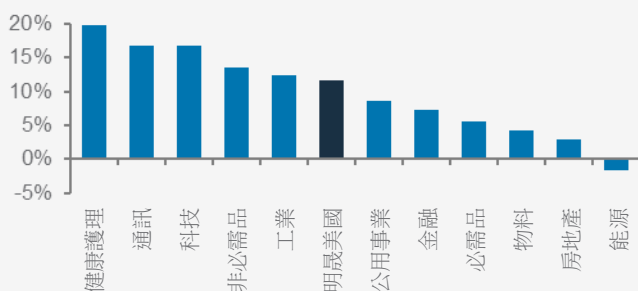
美國

我們的觀點是，買入**科技**和**通訊服務**，以實現彈性增長，同時買入**健康護理**，以平衡增長放緩的風險。**科技**在 2023 年的疲軟增長之後，可能會在 2024 年出現盈利反彈。增長可能受到半導體行業好轉、軟件公司經常性收入流和人工智能投資的推動。較低的債券收益率和較高的股本回報率支持該行業的高估值。債券收益率較低，盈利勢頭強勁也令**通訊服務**受惠。行業估值仍低於過往平均水平。**健康護理**是我們看好的防守性投資，以平衡美國經濟衰退的風險。在肥胖、糖尿病和腫瘤產品的推動下，2024 年的盈利應該會從 2023 年的疲軟中反彈。

其他觀點：我們低配**房地產**，因為房地產估值仍在適應利率上升。然而，我們對**美國私人房地產**持中性觀點，因為它在租賃住房和工業等吸引的細分市場中佔有較高的權重。我們低配**公用事業**，因盈利修正欠佳，且上行促成因素有限。我們低配**物料**，因為我們預計需求疲弱。

圖 26 我們看好的美國行業（健康護理、通訊服務和科技）預計 2024 年的盈利增長最強勁

2024 年美國各行業每股盈利增長的綜合預期



資料來源：FactSet、渣打

歐洲

我們超配**科技**，我們認為其在 2023 年和 2024 年的盈利增長最高。超過 50% 的行業由半導體公司組成——它們可能受惠於人工智能投資和中國前所未有的設備需求。我們超配**健康護理**，以便在增長疲弱的情況下提供防守性投資。去年藥品定價落後於通脹，但現在正在迎頭趕上。

中國

我們的觀點是買入三個行業。中國回報率的高度分散表明，在行業選擇方面存在吸引的機會。**通訊服務**由媒體和娛樂公司主導，它們受惠於消費者支出的增加和互聯網平台上更多的變現機會。**非必需消費品**也將受惠於決策者提振國內消費和中國跨境電子商貿的優先事項；我們將**科技**升級為「買入」，因為過去兩年科技硬件行業的盈利削減可能會在 2024 年因補充庫存而逆轉。我們認為科技產品的銷量在增長。

其他觀點：由於房地產和傳統基建需求低迷，我們將**物料**評級下調至「低配」。由於開發商違約的不確定性令投資者保持警惕，我們將**房地產**評級下調至「低配」。隨著對腐敗問題的憂慮消退，我們將**健康護理**的評級上調至「中性」。

圖 27 我們按地區劃分的行業觀點

美國	歐洲	中國	印度*
科技	科技	通訊	工業
通訊	健康護理	科技▲	非必需品▲
健康護理	非必需品	非必需品	健康護理
必需消費品	必需消費品	必需消費品	科技
工業	工業	能源	金融▼
非必需品	能源	健康護理▲	必需消費品
能源	金融	工業	其他
金融	通訊	金融	
物料	公用事業	公用事業▲	能源
公用事業	房地產	物料▼	金屬
房地產	物料	房地產▼	公用事業

資料來源：渣打。*印度市場前景評論

圖例：
■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配
■ 有吸引力買入
▲ 自上季度上調 | ▼ 自上季度下調

外匯 — 一瞥

Abhilash Narayan
高級投資策略師

袁沛儀
投資策略師



關鍵主題

我們預計美元在未來 3 個月窄幅上落。自聯儲局 12 月會議後，市場已經進行了調整，主要貨幣組合可能會整固。然而，美元兌日圓可能會進一步走軟，而美元兌瑞郎則顯得超賣。

在未來 6-12 個月，我們預計美元將輕微下跌。聯儲局趨向鴿派的態度支持了我們的觀點，即隨著全球通脹放緩，十國集團央行基本上結束了加息周期。反過來，這可能導致利差更趨於區間波動，締造抓緊美元窄幅上落的機遇。不過，隨著 2024 年晚些時候硬著陸的風險上升，美國收益率差和美元面臨下行風險。

我們預計歐元、澳元和日圓將成為 2024 年美元走軟的主要受害者。儘管市場對歐央行大幅減息的預期限制了歐元進一步下跌的空間，但在今年晚些時候美元疲軟的背景下，歐元可能因緩慢的經濟增長而受限。我們認為日本央行可能會在 2024 年第一季度進一步收緊貨幣政策，從而導致美元兌日圓走低，因為它遵循相對利率差異。與此同時，澳元可能會從貿易價格比率（出口價格與進口價格之比）的改善中獲益。

關鍵圖表



實際（扣除通脹）利差可能會在 2024 年支持美元的看跌傾向

圖. 28 穩定的利差可能推動美元整固

美元指數；預測表



資料來源：彭博、渣打

圖. 29 主要貨幣推動因素摘要

12 個月展望	看漲理據	看淡理據
美元（美元指數）	+ 與衰退相關的避險需求、美國例外論	- 美聯儲轉鴿、美國以外的全球增長輪動、對昂貴估值的修正
歐元兌美元	+ 隨著歐盟通脹率下降，歐央行可能會推遲減息，提高實際利率	- 增長下行風險、銀行業憂慮、能源依賴
美元兌日圓	+ 日本的低名義收益率、日本央行寬鬆貨幣政策延續	- 日本國債收益率上升、日本央行可能加息、避險
英鎊兌美元	+ 通脹膠著導致英倫銀行採取鷹派立場	- 衰退風險、消費疲軟
美元兌瑞郎	+ 瑞士央行政策暫停、避險需求下降	- 出售外匯儲備
澳元兌美元	+ 貿易價格比率、中國增長反彈	- 商品價格受限、避險情緒高漲
紐元兌美元	+ 紐西蘭央行採取鷹派立場，中國乳製品／旅遊需求	- 經常賬赤字上升、住房風險加大
美元兌加元	+ 脆弱的房地產市場、較低的增長	- 利差降低、油價反彈
美元兌人民幣	+ 地緣政治、不利的利差	- 中國經濟增長反彈、資本流入

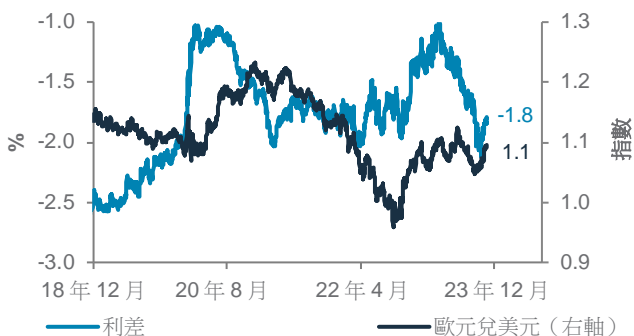
資料來源：渣打全球投資委員會

利差正在整固

歐元區通脹放緩使歐央行不得不停止並觀察過去加息的影響。再加上聯儲局在 12 月發出更為鴿派的信息，可能會導致歐元兌美元相對疲軟。我們預計未來 3 個月歐元兌美元將在 1.10。從長遠來看，隨著市場情緒變得「不那麼糟糕」以及美元走軟，我們認為經濟意外的上行空間更大。然而，緩慢的增長和 2024 年晚些時候歐央行的大量減息可能會限制歐元反彈的程度。因此，我們預計該貨幣組合將在 6-12 個月內溫和上漲至 1.12。

圖. 30 由於收益率差異，歐元可能會小幅走高

歐元兌美元和利差



資料來源：彭博、渣打

與此同時，英倫銀行可能比聯儲局更晚開始減息，因為英國通脹率仍是七國集團中最高的。然而，這可能會使實際收益率差異保持在一個狹窄的範圍內。我們對英鎊兌美元持窄幅上落觀點，預計未來 3 個月為 1.26，未來 6-12 個月為 1.27。

我們預計，隨著美元兌瑞郎從超賣水平回調，它將在未來 3 個月反彈至 0.89。從長遠來看，瑞士央行積極出售外匯儲備以支持瑞郎、抵禦輸入型通脹的政策幾乎沒有改變的跡象。這一政策可能會導致美元兌瑞郎在 6-12 個月內移動到 0.88。

圖. 32 亞洲貨幣推動因素摘要

12 個月展望	美元兌坡元 1.33	美元兌印度盧比 82.00	美元兌林吉特 4.53	美元兌韓圓 1275
看漲理據	+ 坡元易受全球經濟增長疲弱影響 + 地緣政治事件導致油價飆升	+ 印度央行可能會增加外匯儲備 + 2024 年大選帶來的風險溢價	+ 外匯儲備相對較低 + 商品價格風險增加	+ 易受全球經濟增長和貿易的影響 + 依賴於美元和人民幣的走勢
看淡理據	- 國內增長穩健 - 人民幣反彈	- 油價下跌緩解經常賬赤字 - 強勁增長；資金流入	- 本地美元化趨勢逆轉 - 國內生產總值增長穩健	- 出口增長和旅遊流入 - 價值低廉；資金流入

資料來源：渣打全球投資委員會

圖. 31 預期瑞士央行外匯儲備下降將支持瑞郎估值

瑞士央行外匯儲備、瑞郎實際有效匯率



資料來源：彭博、渣打

我們預計美國 10 年期國債收益率將下降，日本央行政策收緊以及對干預的憂慮意味著我們預計美元兌日圓將繼續走低，因為收益率差對日圓的支持作用越來越大。美元兌日圓可能在未來 3 個月內到達 139，並在未來 6-12 個月內邁向 135。

商品貨幣兌美元應該會升值。對粘性工資增長和通脹的預期應該會導致澳洲央行比其他央行更長時間地維持利率高位，從而支持澳元兌美元。然而，在經濟增長放緩和石油市場平衡的背景下，加元兌美元更有可能整固。我們預計澳元兌美元將在 6-12 個月內升至 0.70，但預計美元兌加元將在 1.35 附近整固。

隨著中國經濟增長企穩，亞洲貨幣可能在 2024 年小幅升值。我們預計隨著短期人民幣漲勢的鞏固，美元兌人民幣短期將反彈至 7.16。未來 12 個月，美國國債收益率的下降應該會減少不利的利差，幫助美元兌人民幣跌至 7.00。我們預計美元兌印度盧比將在未來 12 個月內小幅下跌至 82.00。印度盧比可能受惠於美元的普遍疲軟和強勁的國內增長。與此同時，在新加坡，隨著新加坡核心通脹放緩，新加坡金融管理局可能會在 2024 年初保持政策不變，然後與七國集團其他央行一起放寬貨幣政策。我們預計 3 個月後美元兌坡元為 1.35，6-12 個月後為 1.33。

黃金、原油 — 一瞥

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

黃金仍然是我們投資組合中的核心配置。儘管其他資產類別可能提供更高的回報潛力，但我們認為黃金是對抗重大衰退和地緣政治風險的有效對沖工具。此外，隨著聯儲局開始減息，我們預計黃金價格將在 12 個月內進一步上升，達到每盎司 2,150 美元的歷史新高，這將對實際收益率和美元產生壓力。今年，央行需求一直是支持金價的主要因素，儘管實際收益率上升、美元走強和投資者需求疲軟等因素對金價構成壓力。我們預計，各國央行將繼續購買黃金，為這一貴金屬提供額外支持。短期內，持續的反通脹，加上債券收益率窄幅上落，可能會導致實際收益率暫時上升，限制了黃金的上漲空間。因此，我們預計未來三個月金價可能上漲至每盎司 2,060 美元。

考慮到石油供應可能中斷，預計到 2024 年底，原油價格可能會在每桶 75 美元左右波動。在 2024 年全球經濟低迷的背景下，全球石油需求增長可能會放緩，給油價帶來下行壓力。然而，多年的投資不足導致的閒置產能減少為油價提供了下行防護。此外，我們預計石油輸出國組織及盟友將對價格動態作出反應，以保持供需平衡。綜合這些因素，除非出現重大外部衝擊，預計 2024 年石油市場將基本保持平衡。短期內，地緣風險溢價已基本消退，但如果中東緊張局勢升級，地緣風險溢價可能再次上升。

關鍵圖表



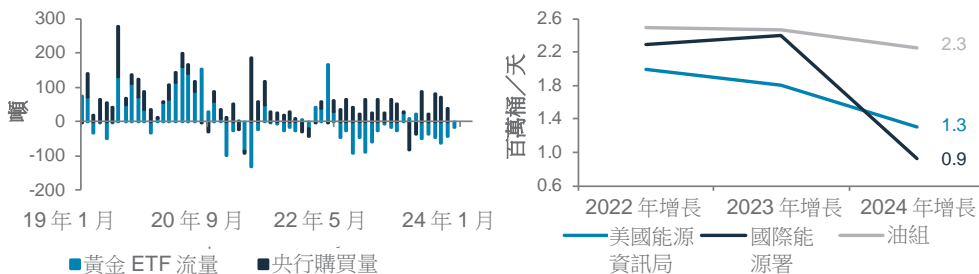
2023 年，強勁的央行需求支持黃金，但 2024 年可能會放緩

全球石油需求增長可能會隨著經濟增長而放緩

圖. 33 央行的強勁購買量抵消了投資者疲弱的需求；全球石油需求增長預計將隨經濟增長放緩而減弱

左圖：黃金交易所買賣基金流量、央行購買量*

右圖：來自各石油機構的全球石油需求增長預測



資料來源：世界黃金協會、彭博、渣打。*數據截至 2023 年 10 月

	看漲理據	看淡理據		看漲理據	看淡理據	
黃金	<ul style="list-style-type: none"> + 隨著經濟增長減弱，聯儲局利率見頂 + 地緣政治緊張局勢升級 + 在大多數經濟衰退期間，黃金都表現領先 + 央行儲備多元化 + 強勁的央行和季節性實物需求 + 美元疲軟 + 持倉偏低 	<ul style="list-style-type: none"> - 實際收益率的上升增加了持有黃金的機會成本 - 地緣政治風險對黃金的溢價往往是短暫的 - 美元再次走強 - 承險情緒 - 估值苛刻 - 利率波動下降 	12 個月 TAA	原油	<ul style="list-style-type: none"> + 發達市場經濟體穩健 + 亞洲需求穩定增長 + 歐盟對俄羅斯原油禁運導致供應減少 + 油組及盟友減產 + 低庫存 + 美國頁岩油投資不足 + 美國補充戰略石油儲備 	<ul style="list-style-type: none"> - 利率上升以及由此引發的經濟衰退將打擊全球需求 - 改變俄羅斯石油流動方向 - 非油組國家供應增長；放寬對委內瑞拉的制裁 - 油組及盟友產量合規 - 能源轉型帶來的需求下降
12 個月預測：每盎司 2,150 美元			12 個月西德州中級原油預測：每桶 75 美元			

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

量化觀點

美國風險模型看淡股市

Francis Lim
高級量化策略師

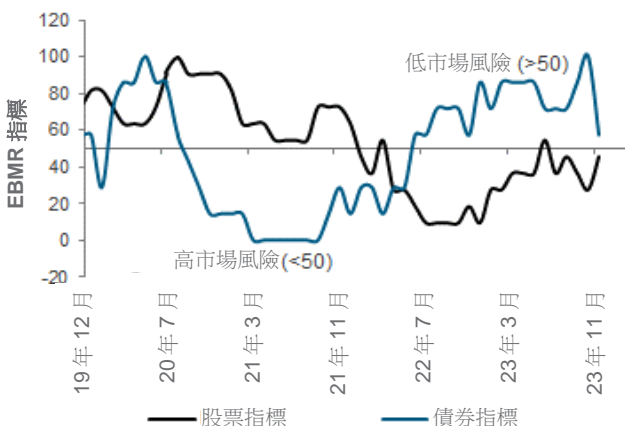
模型預測股市風險上升

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。如果指標低於 50，則表明下行風險上升，反之亦然。

該模型自 7 月以來一直處於第一階段。這意味著，它繼續表明美國股市的下行風險加大，但美國 10 年期國債的下行風險較低。該模型的觀點是基於幾個經濟和市場變量的放緩，這有利於債券等防守性資產，而不是股票。1999 年以來的過往數據顯示，當模型處於第一階段時，黃金和全球債券是最為看好的資產。然而，該模型顯示，未來幾個月轉向第三階段的風險增加，機會率為 28-49%。

圖. 34 EBMR 看淡股市

美國股市和債市的風險指標



資料來源：渣打

圖. 35 到 2024 年 3 月的未來幾個月的情境對比 2022 年 12 月的預測

金融市場風險周期從當前階段 1 演變的機會率和各階段的資產偏好

模型預計 2022 年 12 月的機會率

階段	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%

模型預計 2023 年 12 月的機會率

階段	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%

資料來源：渣打

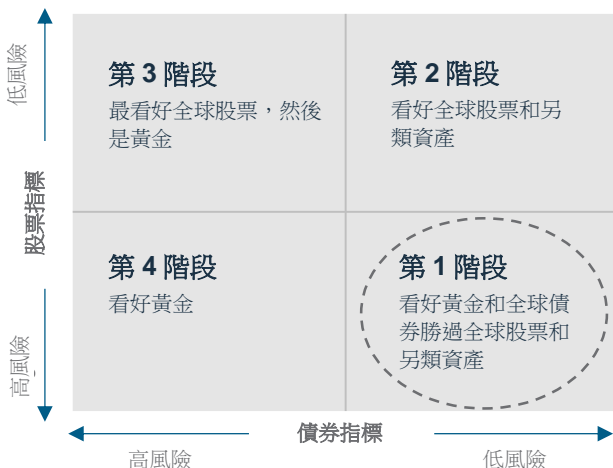
對比其他模型的訊號

然而，我們的美國 EBMR 模型的訊號與我們其他關鍵量化模型的訊號形成對比。

我們的全球經濟體制模型繼續顯示，與目前的數據相比，通脹水平明顯較低，這一結果似乎與我們的基本觀點一致。然而，該模型對全球增長的預測仍然疲弱。可以說，這與我們的美國衰退機會率模型是一致的。近期數據的改善意味著，這表明未來 1-3 個月經濟衰退迫在眉睫的可能性很低。然而，在更長的 6-12 個月的時間裡，經濟衰退的可能性仍然很高。

從市場模型的角度來看，我們的股票-債券模型在短期內支持風險資產，該模型使用股票和債券市場的組合輸入來創建短期股票市場訊號。這一結論是基於(i)支持性的估值指標和(ii)在美國採購經理人指數新訂單上升後，基本因素指標改善。

我們的「恐懼和貪婪」指標顯示，我們正處於「貪婪」的市場環境中，這與風險資產的收益是一致的。在該模型的六個組成部分中，市場動力得分最高。然而，「恐懼和貪婪」模型並不意味著「極度貪婪」，而這種「極度貪婪」通常意味著股市逆轉的高風險。



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？

自 10 月中旬以來，在美國就業市場數據弱於預期以及決策者發表鴿派言論之後，股票、債券和外匯市場的市場多樣性顯著增加。如圖 36 和圖 37 所示，各資產類別內的平均多樣性已大幅上升至 1.25 以上；目前沒有主要資產低於 1.25 門檻。

在股票方面，我們觀察到，自去年 10 月低位復甦以來，股票的多樣性急劇增加。此後，大多數市場的平均復甦幅度都超過了 9%。美國股市領漲（+14.7%），創下年初至今收市新高。目前，股票市場的高度多樣性是積極的，因為這表明市場定位不太可能導致逆轉。美國是年初至今表現最好的主要股市，其表現比明晟所有國家世界指數高出約 5%。相比之下，中國是年初至今表現最差的主要股票市場，其表現比明晟亞洲（除日本）指數低約 14%。

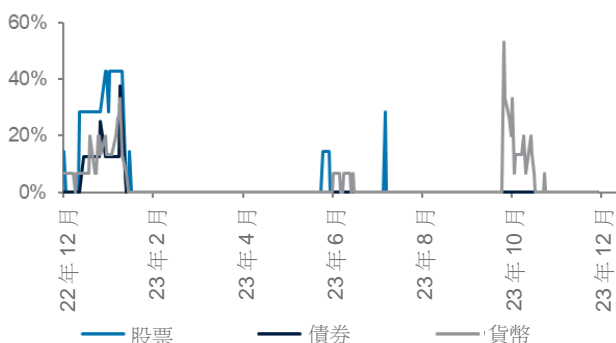
圖. 36 按資產類別劃分的平均市場多樣性分數

資產類別的多樣性仍然很高



圖. 37 多樣性分數<1.25 的資產百分比

所有主要資產類別都沒有出現逆轉的跡象



資料來源：彭博、渣打

就債券而言，在 11 月初短暫飆升之後，市場多樣性有所減少，但平均水平仍較高。在 10 月份，我們成功地指出了發達市場政府債（自那時以來上漲了 6.9%）和美國 10 年期債券收益率（自那時以來下跌了 90 個基點）的反轉訊號。全球高收益債券的市場多樣性水平最低，為 1.44。

貨幣方面，我們的多樣性指標也顯示美元兌多種貨幣在 10 月份出現逆轉。從那以後，美元指數下跌了 3.5%，歐元、英鎊、澳元和瑞郎兌美元都升值了。各種貨幣的市場多樣性仍然很高，這表明趨勢立即逆轉的風險很低。

商品方面，黃金的市場多樣性從 10 月份的 2.1 降至 1.43。自去年 10 月的低位以來，金價上漲了 11%。我們建議密切關注它，以防多樣性得分低於 1.25 的臨界水平。

圖. 38 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		
歐元兌美元	●	↑
英鎊兌美元	●	↑
美元指數	●	→
商品		
黃金	●	↓
西德州中級原油	●	↓

資料來源：彭博、渣打；截至 2023 年 12 月 13 日

圖例：○ 極低 ● 低/適度 ● 高

全面管理財富的方法

渣打財富精選

聚焦你的目標、原則和流程

新的一年是重新評估目標和重要事物的絕佳時機。在你為未來一年的計劃時，不妨花時間檢視你的投資組合。我們明白，每個人對待自己的財富都有不同的方式。然而，真正重要的是你對自己的財富之旅感到掌控，並且能夠穩妥地確保你的財務未來。

在金融世界的複雜環境中，我們的目標是幫助你保持專注。我們的《2024 年展望》深入剖析市場動態，指引你的資產配置，以便最佳地為未來定位。為了幫助你做出明智的投資組合決策，我們採用全面方法協助你管理財富。「渣打財富精選」是一套框架，專注於理解你財富的目的，用原則指導你的投資決策，並通過嚴謹的流程實現你的財富目標。

展望 2024 年，請務必遵循「渣打財富精選」的幾個關鍵原則。保持規律。專注於你的財富目標。控制情緒。不要讓短期市場的喧囂轉移你對長期財富目標的注意力。

目標 今日、明日 和未來

我們的財富管理方法是依據你對自己、家人及他人於「今日、明日和未來」的願景之上。隨著生活的變遷，你的需求、生活目標和偏好也會隨之改變。不過，在每個階段，明確的目標對於指導你的投資決策至關重要。

我們採用「今日、明日和未來」的策略，區分短期（今日）與中長期（明日和未來）使用的資產，通過這種方法，我們可以為你的投資組合制定不同的策略，旨在幫助你實現短期和長期的目標。

「今日、明日和未來」規劃對你來說是獨一無二的。我們的專家團隊與你密切合作，根據你「今日、明日和未來」的需求，建立一個多元化、長期的基礎投資組合。此外，我們還加入了機會型投資策略，以把握短期機遇，並提供足夠的保障，以實現你及家人的目標。

「今日、明日和未來」策略

為今日作出規劃

需要確保以流動性和收入流向為主。需要確保有足夠的流動資金和收入，以滿足眼前的日常需要。

為明日提供保障

需要一個多元化的投資和保障組合，以增長為目標，同時確保考慮通脹，並減低風險。

建立未來

由於投資期可能長達幾十年，所以更注重長遠回報，也會考慮商業利益、房地產、收藏品或慈善基金。

原則

經得起 時間考驗

為了確保你的投資決策保持穩健且一直適用，遵守經過時間考驗的原則，這可讓你的「今日、明日和未來」策略取得成功。我們利用五項財富原則來指引和保障你的財富決策。



保持規律 – 確保你的情緒穩定並保持謹慎

- 對樂觀和恐懼等情緒的反應，可能導致投資者在情況最差的時候做出糟糕的投資決策
- 制定計劃並堅持下去，有助你顧全大局



多元化 – 簡而言之，不要把所有雞蛋都放在一個籃子裡

- 持有各類金融資產以降低風險。在基礎投資組合中，多資產的多元化很重要
- 保證你的投資組合包含一系列相關性較低的資產類別和投資



在市場投資的時間 – 較投機更優勝

- 預測市場何時遭拋售很困難，確定退出和重新入市的時機也不容易

- 錯過市場表現最佳的日子可能對你的投資組合產生重大不利影響
- 注重「在市場投資的時間」以及在入市時從長遠出發，可提供更穩定的回報，讓你的財富之旅安枕無憂



風險與回報 – 確保風險與回報匹配

- 為實現更高的投資回報，你必須接受投資組合會承受更高的風險水平
- 因此，重要的是理解風險並持續管理風險



保障 – 避免因為意外而措手不及

- 儘管你現在覺得自己身體健康，或者認為自己財務穩定，但保障計劃使你有能力渡過經濟不穩定的時期，並減輕不可預見事件對你財富造成的長期影響
- 好的保障計劃不僅保護你現在的財富，並按今天的價值來衡量你未來的收入

流程

採用全面方法 管理財富

我們遵循嚴格的流程，務求在構建和管理投資組合時，符合你的需求和目標。

然而，市場在不斷發展，你的需求也在不斷變化。因此，我們鼓勵你定期進行投資組合審查，以確保你的投資組合與今日、明日和未來的目標保持一致。這種積極主動的方法包括根據我們首席投資辦公室的見解進行戰略再平衡。

了解更多

掃描下面的二維碼，了解更多關於渣打財富精選提供的方法，以增加、管理和保護你的財富。



五步流程



請聯絡你的客戶經理協助檢視投資組合。

建立穩健的投資組合

吳詩潔，CFA
資產配置主管

Tay Qi Xiu
投資策略師

Hannah Chew
投資組合策略師

在本文件中，我們對資本市場假設（Capital Market Assumptions 或 CMA）進行了年度更新，並估計全球主要資產類別在未來七年策略期內的回報率和波動性。這些資本市場假設應被理解為對前瞻收益的中心趨勢估計，並非具體預測或預期回報。我們將它們視為對各類資產可能回報的方向、規模和排名的指導性估算。在任何特定時期，這些資產類別的實際回報可能出現顯著偏差。

在我們提出 2024 年的長期資本市場假設時，經濟形勢似乎正經歷重大轉變。過去幾十年的反通脹勢力正逐漸讓位於一個特徵為通脹波動性增加和政府干預加強的新階段。

目前通脹正在回落，促使主要央行暫停加息步伐。但在許多二十國集團經濟體中，通脹率仍高於目標水平。目前尚不確定這是否會導致政策失誤。過去的經驗教訓提醒人們不要過早放寬政策，以免阻礙控制通脹的努力。不斷變化的通脹風險凸顯了全面評估的重要性，這不僅包括對資產回報的評估，還涉及指導投資組合多樣化的原則。（參閱第 11 頁《有關客戶最關心問題的看法》一文）

有何變化？

我們的全球股票-債券投資組合的預期回報率為 5.6%，比去年下降了 27 個基點。儘管這一比例略有下降，但在 2021 年底達到高位後，60/40 投資組合的估值與過往常態大致相符。這代表了合理的價值，對於長期投資者來說仍然是一個很好的起點。

債券收益率上升提供了更大的安全邊際

債券的預期回報率已顯著提高。2023 年，美國 10 年期國債收益率一度突破 5%。雖然名義收益率自那以來有所下降，但實際收益率（通過從名義收益率中減去通脹預期計算得出）仍高於 2%。

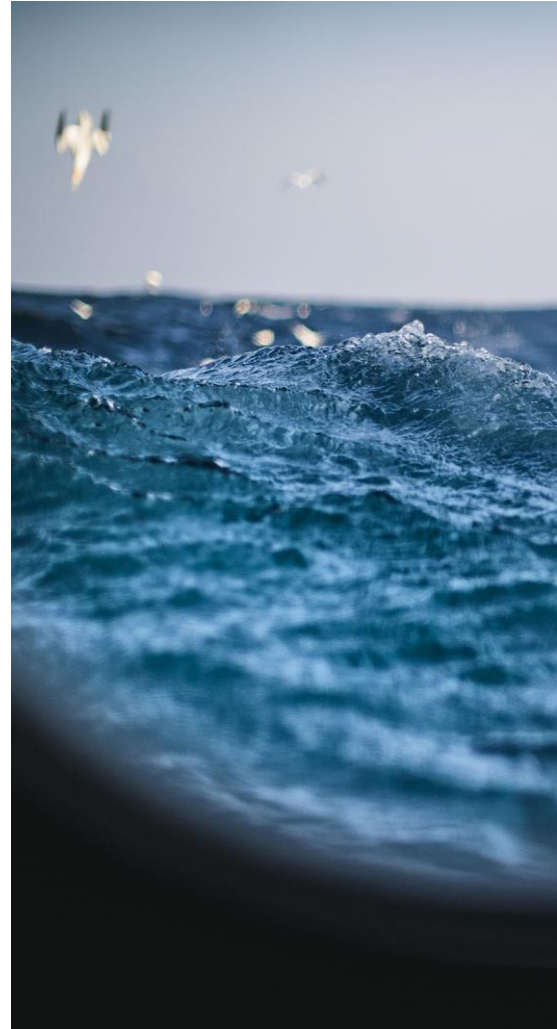
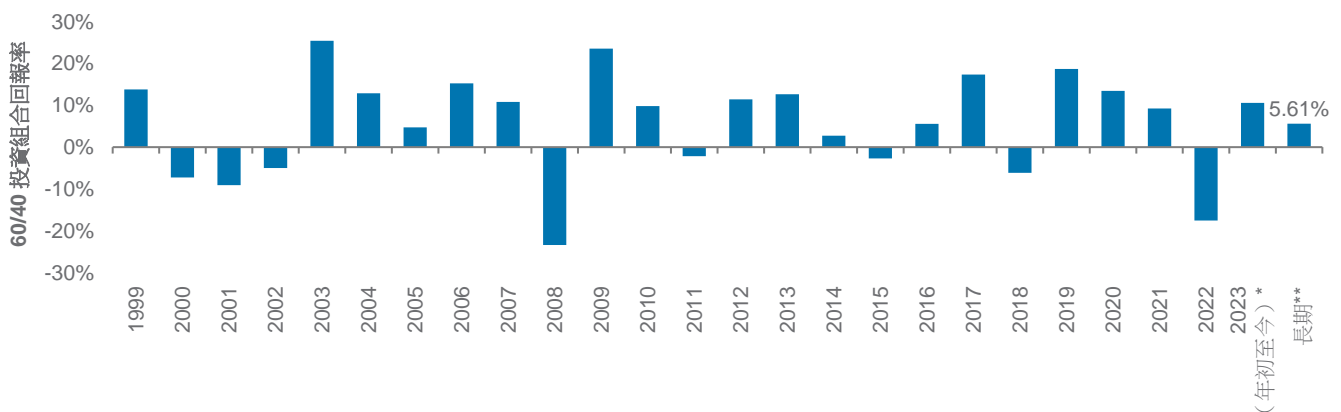


圖. 39 對於長期投資者來說，60/40 的股票債券組合仍然是一個很好的起點

60/40 的過往表現和預期回報率



資料來源：彭博、Mercer、渣打。使用的指數為明晟所有國家世界指數和彭博全球綜合指數。
*截至 2023 年 11 月底。 **基於全球股票和債券 7 年資本市場回報假設

在過去 20 年裡，實際收益率一直徘徊在 2.5% 以上的時間不到 9%，這使得當前的收益率對許多投資者具有吸引力。

圖. 40 較高的初始收益率意味著隨後幾年的債券回報會更高
彭博美國總債券指數回報與初始收益率*

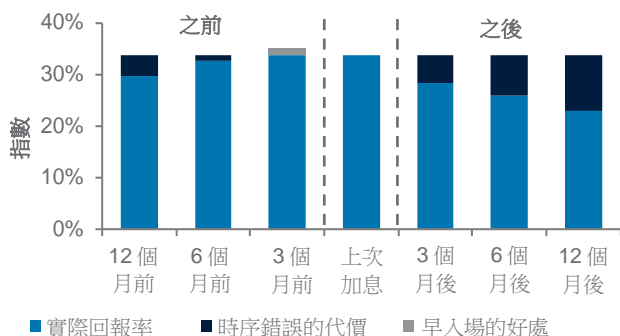


資料來源：彭博、渣打。

較高的初始收益率有利於固定收益資產，提供更好的保護和投資組合多樣化，特別是面對增長風險的優質債券。儘管可能有人擔心加息周期是否已經見頂，但歷史表明，早開始投資債券比晚開始投資要好。在上次加息之後，投資者推遲投資的時間越長，一旦市場對減息的開始進行定價，機會成本就越大，前瞻回報就越低。

圖. 41 在加息周期的早期投資債券是有好處的

債券在不同入場點的回報



資料來源：彭博、渣打

信用債提供股票般的回報，但並非沒有風險

美國信用債的回報預期基本沒有變化。發達市場投資級債的預期回報率穩定在 5.8%，不過考慮到 BBB 級債券的權重高於正常水平，以及較高的融資成本可能衝擊高槓桿地區，存在下行風險。

高收益債券和槓桿貸款的預期回報率分別為 6.5% 和 7.1%。考慮到潛在的降級，特別是從投資級降級到高收益（「墮落天使」）的潛在風險，發達市場高收益債的利差假設增加了 9 個基點。然而，與過往相比，該指數中較低評級債券的比例較低，減輕了這種影響。

股票回報較低，估值較高

由於更高的初始估值和更高的利率，股票回報率全面小幅下降，這給市盈率設定了上限。儘管估值不是可靠的擇時工具，但它們往往是長期回報的強大推動力。我們預計，總體而言，全球股票的名義年化回報率將達到 6.2%（以美元計），其中亞太地區（不包括日本）的回報率最高，為 7.4%。

美國股票的預期回報率已降至 5.7%。公司利潤率有所下降，但仍高於過往均值，尤其是在利潤豐厚的高利潤率企業（尤其是科技行業）佔據主導地位的發達市場。圍繞人工智能的樂觀情緒可能會進一步提高生產率和利潤率，但也應考慮到下行風險，例如本土化外包和更高的工資壓力。

由於長期增長預期較低和全球化放緩，我們下調了新興市場和亞洲（除日本）股票的回報率。新興市場回報對發達市場回報的溢價繼續下降，原因是新興市場與發達市場之間的相對增長差距縮小，以及新興市場的增長對收益的傳導令人失望。

另類投資仍然吸引，也是抵禦通脹風險的有效多元化工具

儘管面臨著持續的挑戰，另類投資對於投資組合多元化、提高回報和確保投資組合的彈性仍然很有價值。包括房地產和基建在內的實物資產預計將保持穩定的回報，並有助於投資組合多元化。雖然金融工程的影響可能有限，但淨營業收益可以得到通脹掛鉤或租金增長的支持。可持續性和關鍵性是支持實際資產估值和預期回報的關鍵考慮因素（8.4%）。

預計私募股權將產生很高的絕對回報。儘管高昂的融資成本和充足的資金可能是有害的，但 2023 年中小型股表現不佳，將使專注於將上市公司私有化的公司的入市市盈率降低。

私人信貸預計將成為增加收入的一個來源，但違約率預計也將緩慢上升。基金經理的承銷紀律、投資組合多元化以及行業和年份投資將是關鍵。

展望未來，多元化投資組合的回報率可能低於去年，原因是主要資產類別之間的利差收窄——股票回報率較低，債券和現金回報率較高。這意味著自上而下地改變股票和債券的資產配置，效果將不如以前。因此，投資者應該專注於尋找機會型投資觀點，並藉著經驗豐富的經理來提高他們的投資組合回報。

圖. 42 股票的回報假設已被下調，而優質債券預計將在未來表現更好
 關鍵資產的七年資本市場假設

	2024 年預測				2023 年預測		
	預期 回報率 (年化)		預期 波動率 (年化)		預期 回報率 (年化)	預期 波動率 (年化)	
第一層級	美國現金	4.2%	↑	1.3%	↑	3.8%	0.7%
	全球債券	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%
	流通性另類策略	6.2%	↓	5.0%	↑	6.3%	4.6%
	所有商品	4.5%	↑	29.3%	↑	4.0%	29.3%
	黃金	4.2%	↑	16.7%	↑	3.9%	15.1%
債券	發達市場政府債	4.3%	↑	6.0%	↓	3.3%	7.3%
	發達市場投資級信用債	5.8%	↑	7.0%	↑	4.8%	7.0%
	全球高收益債	6.5%	↓	11.9%	↑	6.9%	10.3%
	優先貸款	7.1%	↑	8.3%	↑	6.9%	8.3%
	新興市場硬幣政府債	8.2%	↑	11.1%	↑	7.1%	9.0%
	新興市場本幣債	7.2%	↓	12.1%	↑	7.6%	12.0%
	亞洲 (除日本) 美元債	6.4%	↓	5.7%	↑	6.5%	5.7%
	中國離岸債券	4.1%	↓	6.2%	↓	5.8%	6.3%
股票	發達市場股票	6.0%	↓	17.7%	↓	6.9%	18.1%
	新興市場股票	8.1%	↓	26.4%	↑	9.0%	24.3%
	亞洲 (除日本) 股票	7.4%	↓	23.4%	↑	9.1%	22.4%
	新興市場 (除亞洲) 股票	8.0%	↓	28.8%	↑	9.1%	28.8%
	美國股票	5.7%	↓	18.4%	↑	6.5%	17.5%
	歐元區股票	7.2%	↓	24.4%	↑	8.5%	24.4%
	英國股票	7.3%	↓	21.0%	↑	8.9%	19.4%
	日本股票	5.6%	↓	21.0%	↑	6.9%	18.2%
	中國在岸股票	6.6%	↓	35.6%	↓	9.9%	36.5%
	中國離岸股票	6.6%	↓	28.4%	↑	10.8%	28.4%
私人資產	私人股權	9.5%	↓	21.9%	↓	9.9%	21.9%
	未上市房地產	8.4%	↑	14.7%	↑	8.4%	14.7%
	上市基建	6.8%	↑	15.8%	↓	6.2%	16.2%
	私人債務	8.1%	↑	11.7%	↑	8.1%	11.7%

資料來源：Mercer、渣打

基礎：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置		
		平衡	適度進取	進取
現金	▼	2	2	2
固定收益	◆	54	33	14
股票	▲	40	61	80
另類投資	◆	4	4	4
資產類別				
美元現金	▼	2	2	2
發達市場政府債*	▲	12	7	3
發達市場投資級公司債*	◆	10	6	3
發達市場高收益公司債	◆	11	7	3
新興市場美元政府債	▼	6	4	2
新興市場本幣政府債	◆	7	4	2
亞洲美元債	◆	7	4	2
北美股票	▲	23	35	46
歐洲（除英國）股票	◆	4	7	9
英國股票	▼	1	1	1
日本股票	▲	2	4	5
亞洲（除日本）股票	◆	7	11	14
非亞洲新興市場股票	◆	3	4	5
另類投資	◆	4	4	4
		100	100	100

概述	基礎配置
現金	35
固定收益	65
資產類別	
美元現金	35
發達市場投資級政府債（短期）	10
發達市場投資級公司債（短期）	13
發達市場高收益債（短期）	14
新興市場美元政府債（短期）	9
新興市場本幣政府債	9
亞洲美元債	11
	100

資料來源：渣打，*外匯對沖

所有數據均為百分比。

- 由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。
- 另類投資是指非傳統投資策略，如對沖基金、不動產和商品投資策略
- 保守的風險狀況以保本為目標，即投資組合旨在以最小的風險投資保存資本
- 保守 TAA 是以 SAA 為基礎的，不包含任何戰略性觀點

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 核心持倉

基礎+：資產配置概要

概述	觀點	基礎+		
		均衡	適度進取	進取
現金	▼	2	1	1
固定收益	◆	43	25	10
股票	▲	32	46	61
另類投資	◆	5	6	6
私人資產		18	22	22
資產類別				
美元現金	▼	2	1	1
發達市場政府債*	▲	10	6	2
發達市場投資級公司債*	◆	8	5	2
發達市場高收益公司債	◆	9	5	2
新興市場美元政府債	▼	5	3	1
新興市場本幣政府債	◆	6	3	1
亞洲美元債	◆	6	3	1
北美股票	▲	19	27	35
歐洲（除英國）股票	◆	3	5	7
英國股票	▼	1	1	1
日本股票	▲	2	3	4
亞洲（除日本）股票	◆	6	8	11
非亞洲新興市場股票	◆	2	3	4
另類投資	◆	5	6	6
私人股權		3	7	11
私募地產		7	5	5
私人債務		8	10	6
		100	100	100

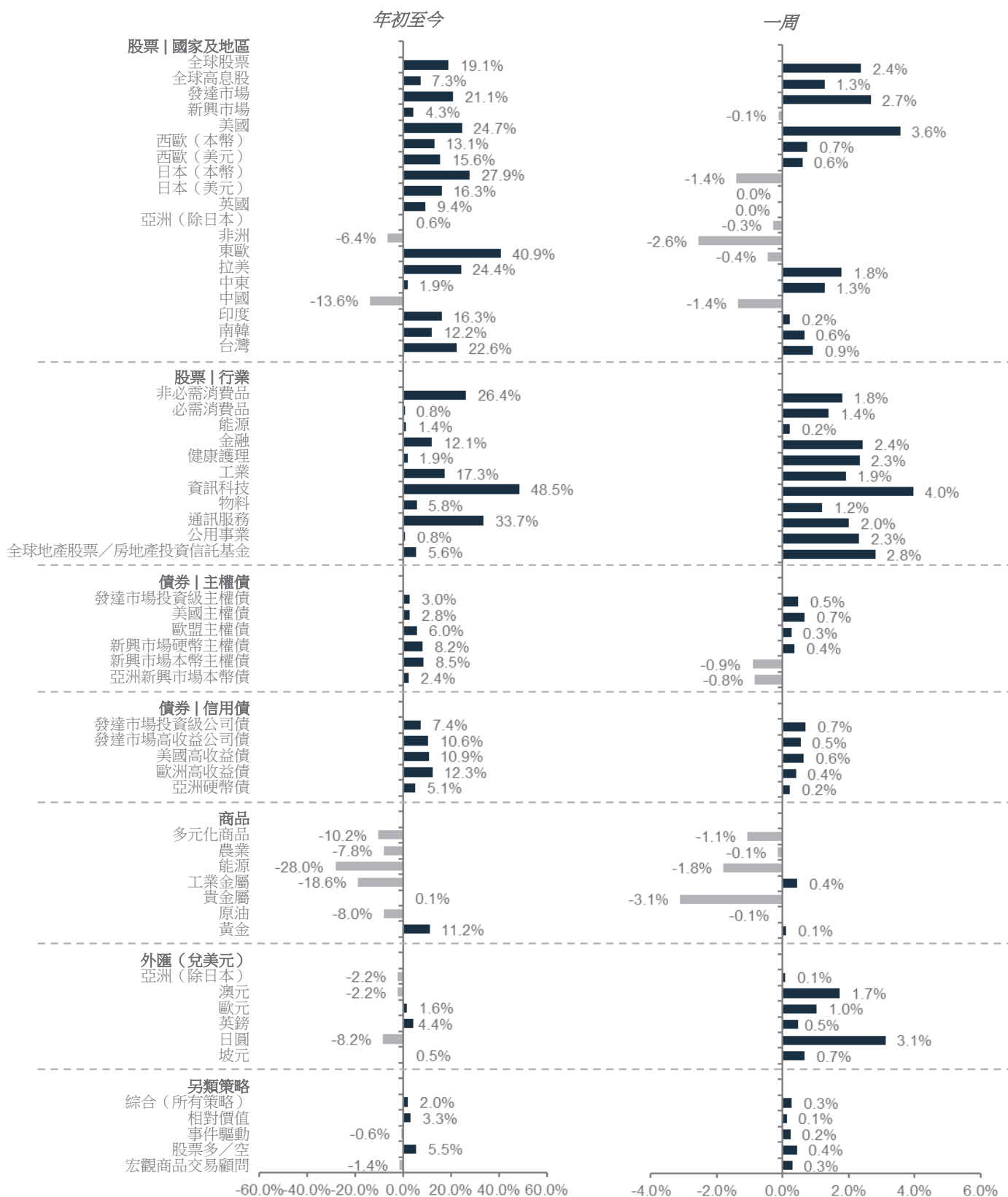
資料來源：渣打，*外匯對沖

所有數據均為百分比。

- 由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%
- 另類投資是指非傳統投資策略，如對沖基金、不動產和商品投資策略

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 核心持倉

市場表現概要*



資料來源：明晟、摩根大通、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

*除非另有說明，所有表現均以美元計

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

我們的重要預測和關鍵事件

貨幣	美元 (美元 指數)	歐元 (美元 兌美 元)	英鎊 (美元 兌美 元)	美元 (美元 兌日 圓)	澳元 (美元 兌美 元)	紐元 (美元 兌美 元)	美元 (美元 兌加 元)	美元 (美元 兌人 民幣)	美元 (美元 兌瑞 郎)	石油(西 德州中級 原油,美 元/桶)	黃金 (美元 /盎司)	聯儲局政策利 率(上限)	美國 10年期國 債收益率 (%)	歐央行政 策利率
3個月 預測	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個月 預測	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)

資料來源：渣打



圖例： ■ 央行政策 | ■ 地緣政治

首席投資總監辦公室的精彩觀點

渣打財富觀點 (SC Wealth Insights)

了解更多 >



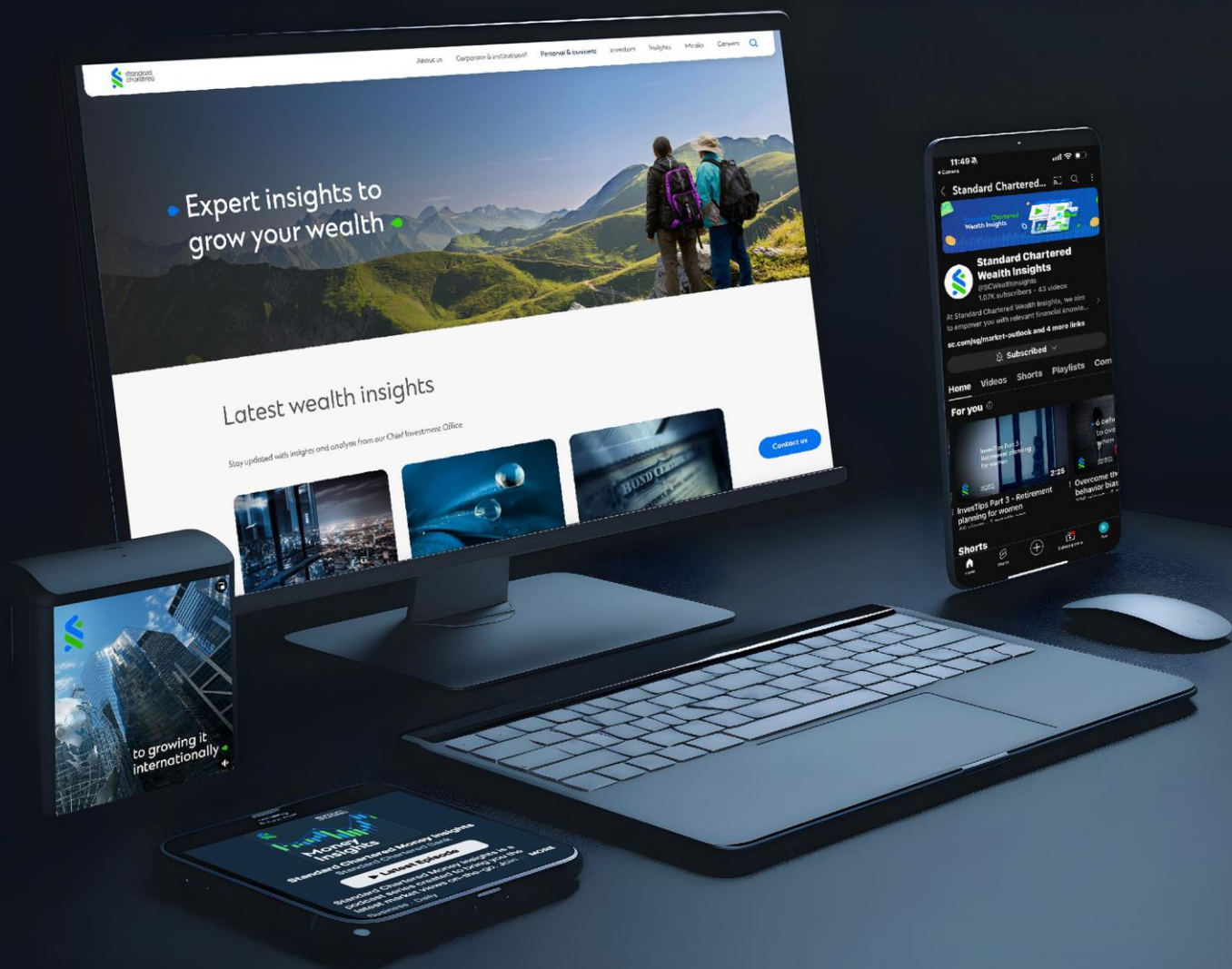
YouTube >



Facebook >



LinkedIn >



渣打投資觀點 (SC Money Insights)

Spotify、蘋果及 Google 平台上的 3 個播客



Spotify >



Apple Podcasts >



Google Podcasts >

如要獲取個別證券刊物，請聯絡你的客戶關係經理或投資顧問。

註釋

1. 第 7 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 7 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製。

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（各自定義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營銷限制（Permanent Marketing Restrictions））一並閱讀），但在不會引致違反永久營銷限制的情況下則除外。

披露

本文件內容保密，也僅限指定人士閱覽。如果閣下並非本文件的指定收件人，請銷毀全部副本並立即通知發件人。本文件僅供一般參考，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。本文件僅用作一般評估，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。閣下不應依賴本文件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文件並徵詢獨立的法律、稅務及監管意見，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。本文件對利率、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，本文件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）和審慎監管局規管。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聯屬公司（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、附屬公司及聯屬公司提供。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數據由晨星和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。有關資料以發布當日所提供的數據為基礎，可能會有更改。

版權所有©2023，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、其第三方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，對此信息的準確性、完整性或有用性的保證，並對依賴此信息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數據、估值、模型、軟件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，或儲存在數據庫或檢索系統內，不得將此等內容用於任何非法或未經授權的目的。CFRA和任何第三方供應商及其董事、高級職員、股東、僱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、其附屬公司或其第三方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、附屬公司及聯屬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／或其附屬公司或其各自人員、董事、員工福利計劃或員工，包括參與擬備或發行本文件的人士，可於任何時候，在適用法律及／或法規許可的範圍內，買賣本文件提及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文件所提及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，以了解更詳細的披露，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，本文件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

博茨瓦納：本文件由渣打銀行博茨瓦納有限公司在博茨瓦納分發，並歸屬該單位。該公司是根據《銀行法》第46.04章第6條獲發牌的金機機構，並在博茨瓦納股票交易所上市。**文萊：**本文件由渣打銀行（文萊分行）（註冊編號RFC/61）及Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（註冊編號RC20001003）在文萊分發，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），獲文萊央行頒發牌照，成為資本市場服務牌照持有人，牌照號碼為AMBD/R/CMU/S3-CL，並獲准透過伊斯蘭窗口（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規管。**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，受香港金融管理局規管，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）受規管活動（中央編號：AJI614）。本文件的內容未經香港任何監管機構審核，閣下須就本文件所載任何要約謹慎行事。如閣下對本文件的任何內容有疑問，應獲取獨立專業意見。本文件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文件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。請勿回覆此電郵。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第三方的金融產品推薦人的身份在印度分發本文件。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／或禁止使用本文件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、登記及規管的金融機構。**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）規管。渣打銀行的最新經審核賬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）和審慎監管局規管。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劃的保障。**肯尼亞：**本文件由渣打銀行肯尼亞有限公司分發，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尼亞有限公司（渣打銀行／本行）的全資附屬公司。渣打銀行肯尼亞有限公司由肯尼亞中央銀行（Central Bank of Kenya）規管。**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。**尼日利亞：**本文件由渣打銀行尼日利亞有限公司（「本行」）分發，此乃獲尼日利亞央行妥為發牌及規管的銀行。本行對閣下因使用這些文件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。請勿回覆此電郵。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：**本文件由渣打銀行（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第三方金融產品的推薦人。**新加坡：**本文件由渣打銀行（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，本文件與本發行人文件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，本文件及發行人文件未曾根據《證券及期貨法》於新加坡金融管理局註冊為發售章程。因此，本文件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對象，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。就本文件所述的任何集體投資計劃而言，本文件僅供一般參考，並非要約文件或發售章程（定義見《證券及期貨法》）。本文件不是亦不擬是(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。

存款保險計劃：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，依據法律每位計劃成員每位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。

台灣：渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此文件之作者可能已經與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此文件所涉及的資訊，作者及上述渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工可能已經針對涉及資訊採行相關動作（包括針對此文件所提及的資訊與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行之客戶作溝通）。此文件所載的意見可能會改變，或者與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打銀行或台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。此文件可能涵蓋渣打銀行或台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，投資者應了解此文件資訊可能會因渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的利益衝突而反映特定目的。渣打銀行或台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）或客戶可能對此文件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，或就此文件提述的任何產品從事金融或顧問服務。

阿聯酋：杜拜國際金融中心—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）和審慎監管局規管。渣打銀行杜拜國際金融中心分行為渣打銀行的分支機構，辦事處位於杜拜國際金融中心（地址為Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受杜拜金融服務管理局（Dubai Financial Services Authority）規管。本文件僅供杜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對象。在杜拜國際金融中心，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：在英國，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規管。此文件已獲得渣打銀行批准，僅適用於根據英國《2000年金融服務及市場法令》（經2010年和2012年修訂）第21 (2) (b)條的規定。渣打銀行（以渣打私人銀行之名營業）根據南非的《2002年金融顧問及中介機構服務法》獲認可為金融服務提供者（牌照號碼45747）。

越南：本文件由渣打銀行（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規管。越南的收件人如對本文件的內容有任何疑問，應聯絡渣打銀行（越南）有限公司。

贊比亞：本文件由渣打銀行贊比亞有限公司分發，該公司在贊比亞註冊成立，並根據贊比亞法律《銀行與金融服務法》第387章向贊比亞銀行註冊為商業銀行及獲頒發牌照。