



全球市場展望

收益機會 再現

市場對聯儲局利率在 2023 年初見頂的前景過於樂觀。然而，市場最近重新評估聯儲局政策利率的路徑，使得在吸引水平增持優質收益型資產的機會再現。

我們曾預期亞洲（除日本）股票和亞洲美元債會上漲，但上升的速度超出了我們的預期。鑑於倉位緊張，我們會在回調時增持。增長、盈利和信用質素可能會得到良好支持。

鑑於黃金具備多元化價值，黃金回落提供了再平衡的機會。我們認為美元下行趨勢的逆轉是暫時的。



投資者的短期技術性機遇在哪裡？

哪些關鍵宏觀指標需要留意？

量化模型傳達了甚麼訊息？

目錄

策略

投資策略: 收益機會再現 03

基礎: 戰略性資產配置 05

宏觀概況一瞥

概述 06

資產類別

債券 07

股票 08

外匯 09

黃金和原油 10

量化觀點 11

追蹤市場多樣性 12

表現回顧

基礎: 資產配置概要 13

市場表現概要 14

關鍵事件 15

註釋 16

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



我們的偏好 (12個月觀點)

基礎投資超配

- 債券——政府債和公司債
- 股票：亞洲（除日本）
- 債券：亞洲美元債

行業超配

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

外匯觀點

- 歐元、日圓是美元走弱的最大受惠者

結構性宏觀趨勢*

- 未來數碼世界
- 為人口老化做準備
- 從單極化到多極化
- 如何在氣候變化的新時代投資

*有專題報告

收益機會再現

- 市場對聯儲局利率在 2023 年初見頂的前景過於樂觀。然而，市場最近重新評估聯儲局政策利率的路徑，使得在吸引水平增持優質收益型資產的機會再現。
- 我們曾預期亞洲（除日本）股票和亞洲美元債會上漲，但上升的速度超出了我們的預期。鑑於倉位緊張，我們會在回調時增持。增長、盈利和信用質素可能會得到良好支持。
- 鑑於黃金具備多元化價值，黃金回落提供了再平衡的機會。我們認為美元下行趨勢的逆轉是暫時的。

駕馭市場情緒的大幅波動

自我們發布《2023 年展望》以來，由於市場消化了全球經濟增長（尤其是歐洲和中國）的利好消息，風險資產表現良好。中國股票領漲，明晟中國指數從 10 月底的低谷飆升至 1 月底的高位，漲幅約 60%。標普 500 指數年初至今也上漲了約 4.5%。然而，我們認為市場情緒過於樂觀，因為央行的強硬態度仍對經濟增長構成威脅。

但在中國，我們認為這種樂觀情緒是合理的。經濟活動數據開始反映出快速重新開放的勢頭，而且還有進一步增長的空間，尤其是考慮到通脹不是主要問題，有關當局提供了更多的政策支持。

不過，美國的經濟數據開始描繪出一幅不同的圖畫。考慮到政策收緊的程度，其經濟增長（尤其是服務業）依然強勁得令人驚訝。然而，短期通脹預期的上升表明，相對強勁的數據可能會引發通脹，並進一步導致市場憂慮聯儲局的收緊政策。

然而，我們認為這表明，市場已從預期聯儲局即將暫停加息轉向再加息幾次。目前市場預期與我們的觀點一致，即聯儲局政策利率將在 5% 以上見頂，此後將有相對較長時間的暫停。這讓我們相信，宏觀環境與我們的**穩健投資策略（SAFE）**策略保持一致：**保護（Secure）**收益率，**配置（Allocate）**提供長期價值的亞洲資產，**鞏固（Fortify）**投資以應對意外，以及在傳統資產以外進行**擴張（Expand）**。

圖.1 在美國經濟數據強勁增長後，近幾周美國一年期通脹預期小幅上升

基於美國通脹保值債券的通脹預期



資料來源：彭博、渣打

收益機會再現

1 月份債券收益率的下跌（美國 10 年期國債收益率上月接近 3.3%）開始令市場憂慮，利用吸引的債券收益率投資的時機正開始關閉。現在收益機會似乎再現，10 年期國債收益率反彈至 3.9% 以上，美國投資級公司債的收益率超過 5%，亞洲美元債的收益率接近 6.5%。

對於無法利用 2022 年底收益率見頂的投資者來說，我們認為市場已經創造了另一個吸引的機會，增持優質收益型資產。就資產類別而言，我們仍相對偏好投資級債券。亞洲美元債是我們的首選，但短期內我們對進一步增持會保持耐性，直到單邊倉位平倉。

高收益債券收益率較高，但仍排在最後，因為我們認為，它們與股票相關性相對較高，使它們更容易受到經濟低迷的影響，如果增長放緩，違約率將上升。相反，我們認為多資產收益策略提供了更為吸引的方式，以更高的風險換取更高的收益，因為相關收益資產類別的多元化程度更高。

長期價值符合短期持倉

自我們發布《2023 年展望》以來，亞洲（除日本）股票強勁反彈，領漲的中國股票上漲了約 15%，至 1 月底的近期高位。

在未來 6-12 個月，我們繼續看好亞洲（除日本）股票的價值，這在很大程度上是因為我們偏好中國股票。中國經濟數據持續改善，與中國的重新開放一致。儘管反彈幅度很大，但中國股票目前的估值才接近長期平均水平。繼 1 月份貨幣供應和新增貸款增長強於預期之後，我們在兩會（3 月 5 日開始）前看到了更多促增長的政策訊號，包括 2 月中旬通過逆回購注入逾 6,000 億元人民幣的流動資金。中國股票在動力引導下的超調趨勢意味著，我們認為本輪市場反彈還有擴大的空間。我們建議平衡投資離岸和在岸中國股票，不過在岸股票對政策支持更敏感，對地緣政治緊張局勢更具彈性。唯一美中不足的是，基金經理的調查數據顯示，樂觀情緒可能已經達到了過高的水平。這意味著可能會出現一段時間的整固，極端倉位可能會平倉。不過，鑑於我們對基本因素的樂觀看法，我們會在任何回調中增持。

我們對美歐股市仍不太樂觀。雖然 2023 年的漲勢已經暫停，但我們仍然憂慮，由於聯儲局和歐央行的緊縮政策，公司盈利

圖.2 美元反彈引發了亞洲／新興市場股票和債券的暫停

美元指數、摩根大通亞洲信用債指數（反向）



資料來源：彭博、渣打

仍面臨風險，特別是如果強勁的經濟增長數據導致這兩家央行延長政策收緊的時間。

黃金堡壘

黃金往往與美國債券收益率和美元的長期關係為負相關。因此，隨著最近幾周收益率和美元的反彈，黃金已經回落。

然而，我們認為這是一個適時適度增加投資組合多元化的機會（我們對黃金持中性態度 - 請參閱第 13 頁的建議配置）。黃金的多元化優勢仍然吸引，尤其是相對於股市短期波動的風險而言。地緣政治風險可能引發這種波動，因為最近幾條斷層線之間的緊張局勢加劇，或者隨著美國經濟放緩，市場對盈利增長感到憂慮。

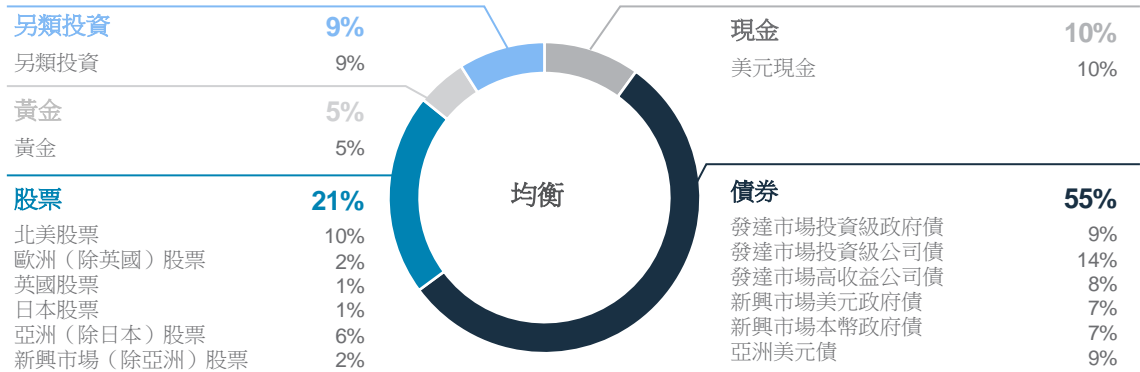
美元走強可能只是減速機

我們認為，近期美元的強勢只是持續下行趨勢中持續數周的喘息。在聯儲局重新評估政策之際，債券收益率的反彈可能解釋了這種停滯。然而，我們仍然預計未來 3 個月和 12 個月，美元將從當前水平走弱。

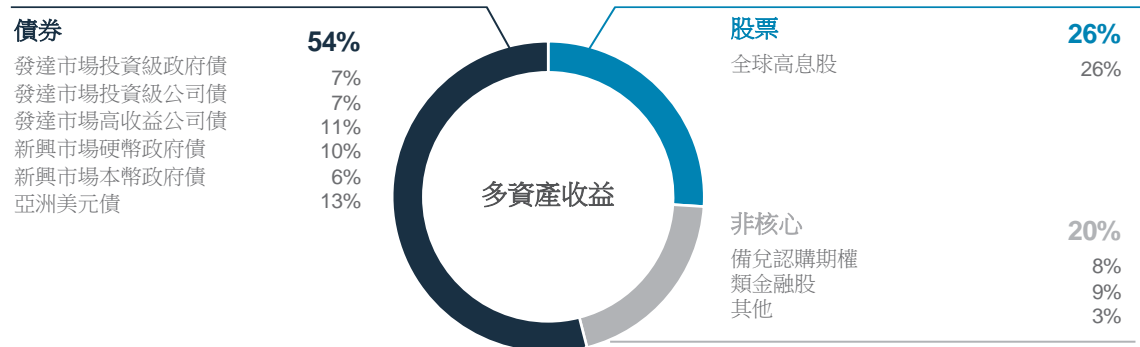
這有兩個關鍵的影響。首先，這意味著 10 國集團主要成員國的貨幣可能會走強（請參閱第 9 頁我們最新的 3 個月預測）。其次，它表明新興市場資產的利好可能會繼續存在（美元走弱通常與新興市場資產回報增強相關）。

基礎：我們的戰略資產配置

中風險狀況的全球*配置



中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	+ 信用質素高、收益率適中 - 聯儲局仍然強硬、通脹高企
發達市場投資級公司債	+ 信用質素高、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 - 信用質素下降
新興市場美元政府債	+ 收益率吸引、估值吸引 - 對收益率上升敏感、新興市場信用質素下降
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	+ 強勁的就業市場提振消費 - 聯儲局持續收緊政策、成本壓力
歐洲（除英國）	+ 能源短缺風險減弱 - 通脹仍然高企、歐央行強硬
英國	+ 吸引的估值、股息收益率 - 緊縮政策、英國脫歐相關的不確定性
日本	+ 中國復甦、日本央行政策寬鬆 - 全球貿易放緩；近期日圓強勢
亞洲（除日本）	+ 盈利反彈、中國政策支持 - 全球貿易放緩
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；綠色 = 上調；紅色 = 下調；*聚焦亞洲的配置參見 13 頁

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

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

最近幾周，全球經濟衰退迫在眉睫的風險已經消退。在美國，依然強勁的就業市場、可觀的家庭儲蓄以及不斷減弱的通脹壓力，有助重振消費者情緒，並支持了服務業活動。在歐洲，這個冬天異常溫暖，幫助該地區避免了俄烏衝突引發的大範圍能源短缺，支持消費者和服務業信心反彈。與此同時，在中國，提前取消與新冠相關的流動限制，促使經濟活動恢復正常的速度快於預期。

然而，我們認為歐美最新的改善情況只是暫時的。這兩個地區的通脹都遠高於央行的目標，迫使決策者變得越來越強硬。因此，貨幣市場目前預計，聯邦基金利率和歐央行存款利率將在今年第三季度分別接近 5.5% 和 3.75% 的高位。更重要的是，市場預計政策利率將維持在高位附近更久，增加了經濟在今年晚些時候或明年初出現衰退的風險，這與我們的觀點一致。與發達市場的前景相反，我們預計中國的前景將繼續改善，因為通脹仍處於低位，使當局能夠進一步放寬貨幣、信貸和財政政策，以重振國內消費，並有可能提振房地產行業。

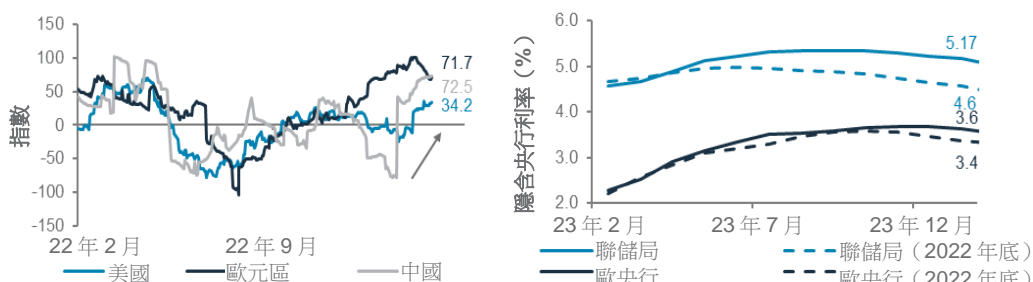
關鍵圖表



最近幾周，全球經濟數據令人驚喜，尤其是在美國，這得益於美國服務業消費強勁、歐洲的暖冬以及中國經濟活動恢復正常的速度快於預期

圖. 3 全球經濟數據令人驚喜，提高了政策利率預期

花旗經濟意外指數；貨幣市場對聯儲局、歐央行利率的預測（當前對比 2022 年底）



資料來源：彭博、渣打

值得關注的宏觀因素

- 美國就業市場、通脹、聯儲局政策立場：**今年金融市場的前景很可能取決於聯儲局是否能讓美國經濟軟著陸，即在不引發深度衰退的情況下，將通脹降至 2% 的目標。我們認為，1 月份就業市場、服務業活動和通脹出人意料地強勁，加大了聯儲局的工作難度，因為它需要在更長時間內保持較高的政策利率，以誘導創造就業機會的放緩，並抑制工資通脹。因此，我們將密切關注早期的就業市場指標，包括首次申領失業救濟金人數、職位空缺和辭職與裁員的比率，以評估就業創造放緩的速度，並將其作為聯儲局暫停加息的早期預警訊號。住房成本和服務業除住房通脹（聯儲局主席鮑威爾首選的工資增長指標）是評估通脹粘性的其他關鍵指標。我們認為，結構性因素使通脹在更長時間內高於聯儲局目標的風險不斷上升，使其貨幣政策變得複雜。
- 中國經濟的復甦速度：**中國經濟復甦的速度之快令市場感到意外。據官方媒體報導，中國國內春節期間的旅行人次按年飆升 74% 至 2.26 億人次，為 2020 年以來的最高水平。雖然這一數字是疫情前（2019 年）的一半，但顯示出休閒旅遊需求被壓抑。同樣，我們預計今年國內消費將得到提振，因為疫情期間積累的過剩儲蓄至少有一部分將被花掉。

我們將密切關注全國人大將在 3 月份採取的措施，這些措施旨在提振本地需求，並可能提振房地產行業。

- 歐元區通脹、歐元區加息。**得益於冬天異常溫暖，歐元區在 2022 年第四季度避免了收縮。現在它需要看到核心通脹持續下降，以防止歐央行變得更加強硬，從而阻礙經濟復甦。市場預計歐央行將加息至 3.75%，創歷史最高水平。儘管經濟增長放緩，但歐元區就業市場依然緊張，這表明結構性因素在推動通脹居高不下。烏克蘭衝突的任何升級都是另一個主要風險。

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

美國近期的宏觀數據表現強勁，支持美國國債的收益率反彈，使市場重新評估對聯儲局加息和近期衰退風險的預期。貨幣市場目前預計，相較年初，聯邦利率的高位將會更高，緊縮政策的持續時間也會更長。然而，雖然這些預期現在更接近我們的預期，但緊縮政策最後仍將導致增長放緩。這最終可能使債券收益率在今年晚些時候逐漸下降。這也是為何我們認為當前水平是鎖定高質素收益率的誘人機會。

我們仍超配亞洲美元債，因為區域經濟活動在中國重新開放後反彈。此資產類別包括約 85% 的投資級債，顯示 6% 以上的收益率具備吸引的風險／回報。

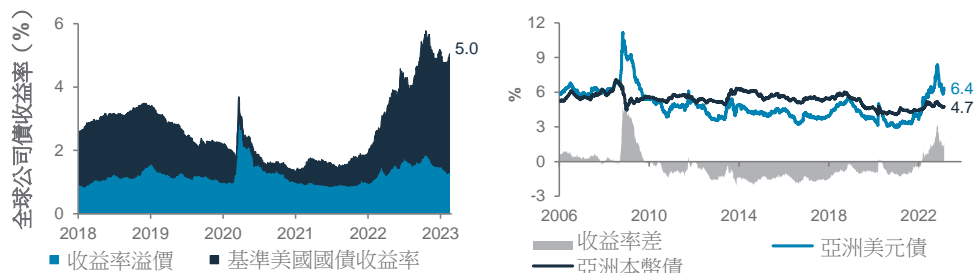
我們仍低配發達市場高收益債。我們預計，隨著經濟下行和信用質素惡化的風險顯現，它們年初至今的積極表現將會逆轉。我們對其他主要債券資產類別持中性觀點。就發達市場投資級公司債而言，在政府債攀升的推動下，債券收益率飆升提供了一個更好的入場點；然而，市場預期貨幣緊縮周期持續更久且更嚴格，可能推高債券的價格波幅，因為它們對利率變化更敏感。對於新興市場債，我們認為美元最近幾周的強勁走勢可能拖累短期表現。然而，我們的 12 個月長期觀點是美元小幅走弱，未來有望支持新興市場資產。

關鍵圖表



更高的政府債收益率提供吸引的債券入場點；亞洲美元債應繼續吸引地區需求，因其相較本幣債的收益率差為正

圖. 4 近期債券收益率飆升由政府債收益率推動；儘管近期攀升，亞洲美元債仍然吸引
全球公司債收益率組分；亞洲公司債收益率（美元，本幣）



資料來源：彭博、渣打。

對亞洲美元債有何最新看法？

我們超配亞洲美元債。儘管名義收益率和相對美國國債的收益率溢價均已降至它們的長期平均水平，但我們繼續看好此債券資產類別，主要有 4 個原因：

1. **中國經濟復甦**：我們認為當前估值仍為中國美元債提供了跑贏大盤的空間。中國新一屆中央委員預計將在 3 月公布新的策略規劃，我們將密切關注這些焦點領域。
2. **區域需求**：我們繼續預計本地需求將是一項強有力的支撐因素，因為與本幣債相比，美元資產類別繼續提供吸引的收益率回升。
3. **高質素**：亞洲美元債仍以投資級債為主。我們認為，在今年後期全球經濟增長下行風險加劇的環境中，對比發達市場投資級公司債，它們強勁的信用基本因素及較低的歷史回報波幅應提供相對有防守性的投資。
4. **違約風險見頂**：違約風險一直是亞洲美元債投資者在 2022 年的一大憂慮，主要源於融資渠道收緊和中國房地產行業的政策審查加強。然而，2022 年底，我們看到了幾輪扶持性的政策措施。我們認為違約風險可能已見頂，住宅地產的價格初步顯現放緩跡象，優質開發商逐漸恢復進入在岸／離岸資本市場的機會。

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

我們仍低配全球股票。在意外強勁的經濟數據公布後，主要央行可能維持它們的緊縮貨幣立場，從而損害今年股票的估值和盈利增長。

我們對美國股票持中性立場。在估值仍相對昂貴的時候，聯儲局的緊縮政策、加上今年後期或明年初可能出現的美國經濟衰退將抑制企業盈利。我們對歐元區和英國股票也持中性立場。雖然歐洲地區的暖冬降低了發生能源危機的可能性，但由於貨幣環境收緊，這兩個地區今年的預期盈利增長均下調至負值區域。考慮到日圓面臨大幅走強的風險，可能損害出口的盈利增長，因此我們低配日本股票。

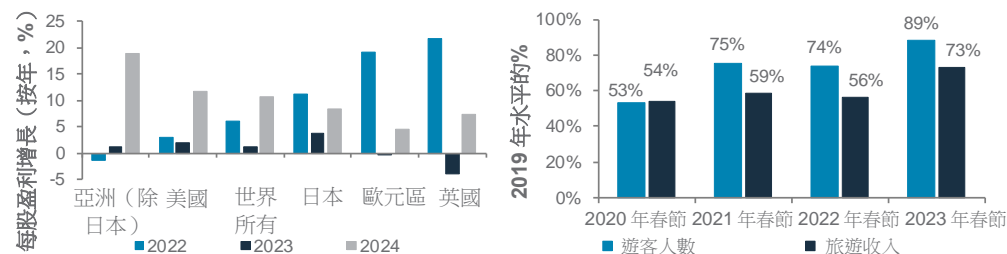
我們仍超配亞洲（除日本）股票。我們的觀點以中國為主導，在該區仍然超配中國股票，因為經濟重新開放可能促使消費反彈，從而支持盈利增長。此外，中國的刺激政策也帶來支持，目前的估值仍然吸引。這個農曆新年見證了旅遊收入的反彈，未來仍有進一步上升的空間。我們還預計 2023 年美元走弱將支持資金流入新興市場。基於強勁盈利增長與高估值之間的取捨，我們對印度股票保持中性立場。

關鍵圖表

2023 年盈利增長放緩之後，2024 年可能復甦，由亞洲（除日本）引領。我們預計中國經濟反彈將支撐中國和亞洲（除日本）股票

圖. 5 2023 年全球盈利增長可能放緩，而亞洲（除日本）股票在 2024 年可能引領盈利復甦。中國旅遊收入恢復至 2019 年水平的 73%，並有進一步復甦的潛力

各地區明晟股票指數的綜合盈利增長。農曆新年期間中國遊客人數和旅遊收入佔 2019 年水平的百分比。



資料來源：明晟、FactSet、中國文化和旅遊部、渣打

長期高利率將損害盈利

近期數據表明，美國和歐洲的經濟增長具有彈性。在我們看來，這可能使利率在更長時間內保持在更高水平，因為聯儲局和歐央行仍聚焦放緩增長以遏制通脹。我們認為，這將成為全球股票（尤其是美國和歐洲股票）的重要阻力。未來 6-12 個月，我們仍低配全球股票。

美國股票今年上漲，部分原因是市場預計聯儲局收緊貨幣政策的做法將會逆轉。然而，我們認為這為時過早。2022 年第四季度的盈利帶來驚喜，但這基於下調的預期。2023 年盈利增長預期也被下調至僅為 2%。在歐元區，2022 年第四季度盈利目前為止也帶來了驚喜。加之氣溫更高的暖冬和中國經濟反彈支撐了更好的出口前景，歐元區股票今年表現良好。然而，由於限制性利率在經濟中發揮作用，我們仍對自此的增長前景持謹慎態度。相對全球股票，我們仍對美國和歐元區股票持中性立場。

亞洲（除日本）仍是看好的市場。在該地區，我們看到中國經濟復甦有進一步上行的空間，得到放寬出行限制、重新開放邊境和推出促增長政策的支持。這可能帶動盈利增長改善。儘管中國股票自 2022 年 10 月以來強勁反彈，但估值仍然吸引，畢竟基準指數較亞洲（除日本）股票折價 18%。我們超配中國和亞洲（除日本）股票。在亞洲（除日本）內部，我們對印度持中性立場，因為盈利增長雖然優越，但估值依舊高企。印度的 12 個月前瞻市盈率較亞洲（除日本）溢價 55%，高於 38% 的歷史平均溢價。

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

在美國債券收益率攀升之際，市場調整對 2023 年聯邦利率的預期，其中高位比先前更高且停頓時間更長，這可能引發美元短暫反彈走高。然而，我們預計這不會持續很久，並相信美元可能在 3 個月內恢復下行走勢，因為（i）最近幾周的大部分調整僅來自美國收益率，而非美國收益率可能迎頭趕上，且（ii）美國債券收益率最終可能受到增長放緩前景的限制。

歐元獲得一些支持，因為地區的經濟增長數據比預期強和歐央行的態度相對強硬。然而，美元反彈在 2 月份是更具影響力，推動歐元小幅走低。不過，我們預計歐元兌美元走弱是短暫現象，畢竟我們認為美元反彈可能轉瞬即逝，而歐元區的增長和政策驅動因素仍然向好。在未來 3 個月，我們認為歐元兌美元可能重返 1.08-1.09。

最近日圓比歐元更引人注目，因為市場猜測日本央行會否延續收益率曲線控制政策。我們認為，收益率曲線控制政策最終可能會有所調整，不過任何變化都可能延後發布，至少會推遲到現任行長黑田東彥離職後的日本央行 4 月會議。這意味著美元兌日圓未來幾個月可能在 128 和 132 之間窄幅上落，但長遠日圓將因利差縮小而走強。

商品貨幣可能繼續獲得支持，因為中國的經濟重新開放，以及商品需求因此而得到提振。澳洲央行的貨幣政策重新變得強硬，為澳元帶來支持。

在 6-12 個月的更長時間內，我們預計美元繼續走弱，因為聯邦利率攀升預期（推高美國債券收益率）與經濟增長放緩前景（拉低收益率）之間的拉鋸戰，最終將由經濟增長放緩的預期所主導。美元估值昂貴，加上美國通脹逐漸軟化，縮小了美元與其他主要貨幣的利差。流向非美國市場的資本增加和地緣政治不確定性緩解是其他不利於美元的因素。我們預計澳元和日圓是未來 6-12 個月表現領先的重要貨幣。

關鍵圖表



我們更新的 3 個月預測反映了我們的觀點，即美元進行中的反彈可能被證實是短暫現象

圖. 6 美國利率攀升預期可能是美元短期反彈的背後原因

美元指數（DXY）和美元指數加權實際利差；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（DXY）	102	100.2
歐元兌美元	1.09	1.12
英鎊兌美元	1.20	1.25
美元兌日圓	130	127
澳元兌美元	0.70	0.73
紐元兌美元	0.64	0.66
美元兌加元	1.33	1.28
美元兌人民幣	6.80	6.90
美元兌瑞郎	0.92	0.92

最近調整 3 個月預測的因素是甚麼？

關於美元的近期反彈還可能持續多久，我們的全球投資委員會展開了一場重要討論。

美元指數（DXY）自 2022 年 10 月底見頂以來下跌逾 10%，下行通道從 11 月開始逐漸收窄。雖然美元在 1 月確實短暫停頓，但金融市場變量很少直線移動。

我們認為，相對利差仍是最重要的驅動因素之一。這解釋了在美國債券收益率上升之後的近期反彈，這樣的走勢在未來幾周可能短暫延續。

然而，我們認為這種走勢可能是暫時的，因為美國經濟增長預期惡化會限制美國債券收益率攀升。因此，我們仍然全年看淡美元，並預計下行趨勢將在 3 個月內恢復。

黃金、原油一瞥

韓忠良，CFA
投資策略師



關鍵主題

相比其他主要資產類別，我們對黃金保持中性立場，3個月金價預期為 1,875 美元，並將黃金視為投資組合的基石。金價在 1 月試探 1,950 的水平後趨於下行。由於聯儲局延續加息周期，支持債券收益率反彈，導致實際收益率攀升和美元走強，對黃金構成壓力。實物需求正在減弱，交易所買賣基金（ETF）的資金流再次轉為負值。然而，各國央行可能繼續購買黃金，為金價提供支持。此外，最近地緣政治局勢升溫，可能推動避險資金流向黃金。未來 12 個月，我們的基礎情景是實際債券收益率最終會回落，且美元會消除不利於黃金的主要阻力，使得金價漲勢甚至超出我們的 3 個月預期。

我們仍看好未來 3 個月的油價，因為在消費增加和經濟活動改善的推動下，中國的需求繼續復甦。近期全球經濟衰退風險減弱也可以提振投資者信心。供應仍然緊張且不確定，因歐盟對俄羅斯石油實施禁運，俄烏衝突不斷演變且全球石油庫存逐漸枯竭。從長遠來看，我們認為全球經濟惡化會導致石油需求放緩，油組及盟友（OPEC+）會透過減產應對，從而確保石油市場供需平衡。這可能使油價企穩在每桶 75 美元的水平。

關鍵圖表



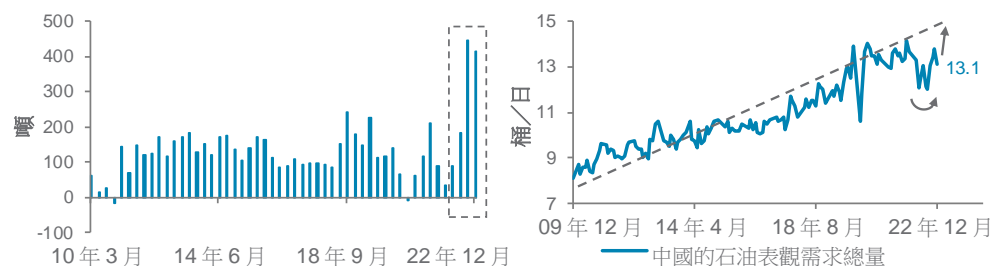
各央行繼續買入黃金，為金價在短期內上漲提供支持

在消費增加之際，中國的石油需求仍有更大復甦空間

圖. 7 全球央行 2022 年的黃金購買量創紀錄；中國石油需求仍然乏力，因出行依舊受限

左圖：央行每季度的黃金購買量（噸）

右圖：中國的石油表觀需求總量（桶／日）



資料來源：世界黃金協會、彭博、渣打

各國央行繼續大肆購買黃金

根據世界黃金協會的數據，各國央行在 2022 年購買了 1,136 噸黃金，創下 1950 年以來的最高紀錄。其中，歷史上曾經是黃金大買家的中國最為矚目，因中國自 2019 年 9 月以來首次恢復購買。2022 年，土耳其是最大的黃金買家，其黃金儲備規模幾乎翻了兩番。中東也是活躍的黃金買家之一。

強勁的官方需求可能歸因於地緣政治不確定性，這導致許多央行在美元和歐元等主要貨幣之外進一步分散投資。我們預計，在地緣政治風險居高不下之際，各國央行在一段時間內仍將是黃金淨買家，這抵消了實物和 ETF 市場的需求疲弱。近期中美和俄烏的緊張局勢升級，也增強了黃金作為短期波動對沖的吸引力。

緩慢但穩健

在中國於 2022 年底突然取消新冠清零措施後，市場普遍預計中國的原油消費將迅速復甦。然而，復甦花費的時間似乎比預期更長。中國的石油表觀需求（石油加工量和石油淨進口量的總和）在經歷了短暫反彈後，於 12 月份按月下降。全面重新開放後，感染人數激增繼續抑制出行，限制了燃料需求回升。

然而，需求放緩可能是暫時的。最近的感染數據和高頻指標表明中國的石油需求必然上升。由於預期經濟復甦，中國煉油企業也在購買並儲備原油。我們預計政府將刺激本土消費，此舉可能加快石油需求復甦。我們認為，在全球供應緊張之際，需求激增在短期內將提振油價。

量化觀點

美國市場風險模型保持看淡

Francis Lim
高級量化策略師

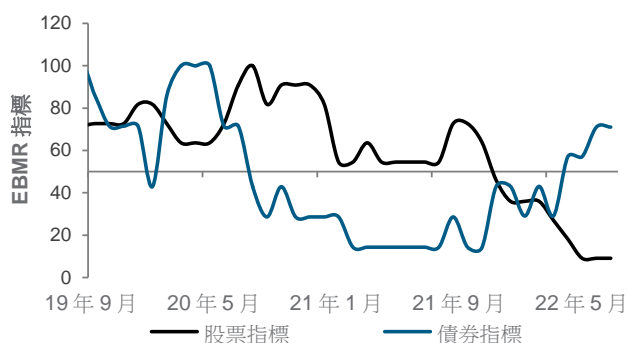
看淡股市但看好債市風險

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。

模型繼續表明美國金融市場周期仍處於第 1 階段。因此，美股的下行風險仍然顯著，顯示投資者應會看淡標普 500 指數的漲勢。與此同時，模型看好處於第 1 階段市場環境的美國政府債，因為認為此時收益率飆升的風險低。模型的股票指標自 2022 年 1 月份轉為看淡以來，已捕捉到標普 500 指數-15% 的跌幅，而債券指標很早就作出反應，此前（2021 年 8 月至 2022 年 5 月）捕捉到美國 10 年期國債收益率上升 2.2% 後，在 2022 年 6 月轉為看好美國政府債。

圖. 8 EBMR 看淡股票與債券市場風險

美國股市和債市風險指標



資料來源：渣打

圖. 9 未來數月至 2023 年 5 月的情景對比 2022 年 9 月的預測

金融市場風險周期從當前第 1 階段演變的機會率和看好的資產

2022 年 9 月模型預估的機會率

階段	22 年 9 月	22 年 10 月	22 年 11 月	22 年 12 月
1	100%	100%	98%	85%
2	0%	0%	1%	15%
3	0%	0%	0%	0%
4	0%	0%	1%	0%

2023 年 1 月模型預估的機會率

階段	23 年 2 月	23 年 3 月	23 年 4 月	23 年 5 月
1	100%	97%	96%	68%
2	0%	0%	3%	27%
3	0%	0%	0%	3%
4	0%	2%	1%	3%

資料來源：渣打

股票指標由 11 個股票分類指標組成。2 月份，股票指標從 9 升至 27，但主要受到股市動力的支持；基本因素依然不容樂觀。加息、通脹高企、新屋開工放緩及貨幣基數收縮仍是股市的利淡因素。雖然標普 500 指數自 10 月中旬以來回升了 12%，讓人懷疑最糟糕的時期是否已經結束，我們卻從 2022 年 6 月至 8 月的類似反彈（標普 500 指數上漲了 17%）中了解到，情況也可能會急轉直下。

與此同時，我們追蹤 6 個債券分類指標的債券指標自 2022 年 6 月以來保持看好，目前分數為 71。看好債券指標的關鍵驅動因素是經濟增長放緩，因為防守性資產往往更有利。美國供應管理協會製造業採購經理人指數也表明該狀況，該指數已降至 50 以下，顯示工廠活動自 2020 年 6 月以來首次出現收縮，美國新屋開工數量下降了 27%。股市動力增強及美國首次失業救濟申領人數低是債券指標唯二的負面因素。

我們的模型目前預測，美國將會處於第 1 階段直到 2023 年 5 月。債券方面，我們一直提示，由於貨幣政策的不確定性，即使模型給出觀點也不要承擔過多存續期風險。

對全球資產的影響

1999 年以來的數據顯示，第 1 階段最看好黃金與債券。模型的資產偏好是基於其與市場周期的長期關係，而市場周期在第 1 階段看好防守性資產。



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？

過去幾周，由於一些股市、債市及貨幣市場出現逆轉，總體市場多樣性已大幅改善。從圖 10 和圖 11 可見，每種資產類別的平均多樣性已顯著上升至 1.25 以上，按資產類別劃分及多樣性低於 1.25 的資產比例跌至 0。這些變化源於最近市場的避險環境。

股市方面，亞洲（除日本）及歐洲股市的多樣性最低，因為自 2022 年 10 月以來其有強勁反彈。2 月初，我們的指標提示兩個股市均存在逆轉或放緩的風險。指標對明晟亞洲（除日本）指數收效甚好，因為出現了回調（月初至今下跌了 4.5%），但對明晟歐洲指數（月初至今上漲了 2.1%）並未如此。與此同時，美國和日本目前的市場多樣性最高。部分是因為最近美國股市逆轉（標普 500 指數月初至今下跌了 1.6%），而日本股市缺乏明確趨勢（以美元計算）。

圖. 10 按資產類別劃分的市場多樣性平均得分

總體多樣性已經逆轉並上升

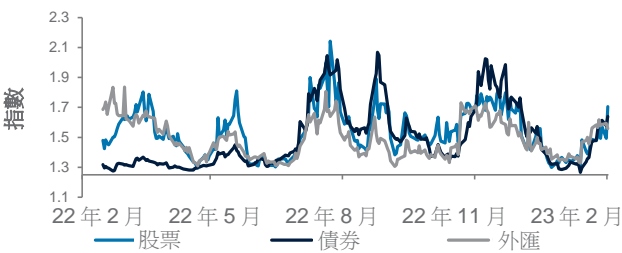
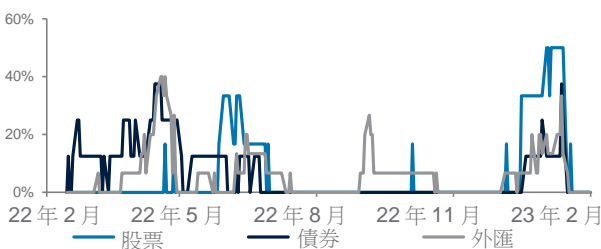


圖. 11 多樣性分數<1.25 的資產所佔百分比

目前沒有標記資產



資料來源：彭博、渣打

債券方面，由於近期價格逆轉，其市場多樣性出現了類似的上升。其中許多債券市場（一些早在 1 月中旬）被我們的市場多樣性指標標記。這些市場包括發達市場投資級信用債、全球高收益債、新興市場美元信用債與政府債及亞洲美元信用債。這些債券市場逆轉的同時，美國 10 年期政府債收益率飆升（月初至今 37 個基點），因為美國就業市場數據強勁及通脹放緩速度低於預期，市場預計聯儲局不會很快就暫停加息。

貨幣方面，2 月初，美元跌勢暫停，同時市場轉為避險。美元指數自 2022 年 9 月下跌 11% 以來已回升 3.3%。我們的多樣性指標未能提示美元指數的小幅轉向，但 2 月初成功對歐元兌美元發出警示訊號。此貨幣組合已從 2 月份的高位下跌了 3.6%。

圖. 12 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	●	↑

資料來源：彭博、渣打；截至 2023 年 2 月 21 日

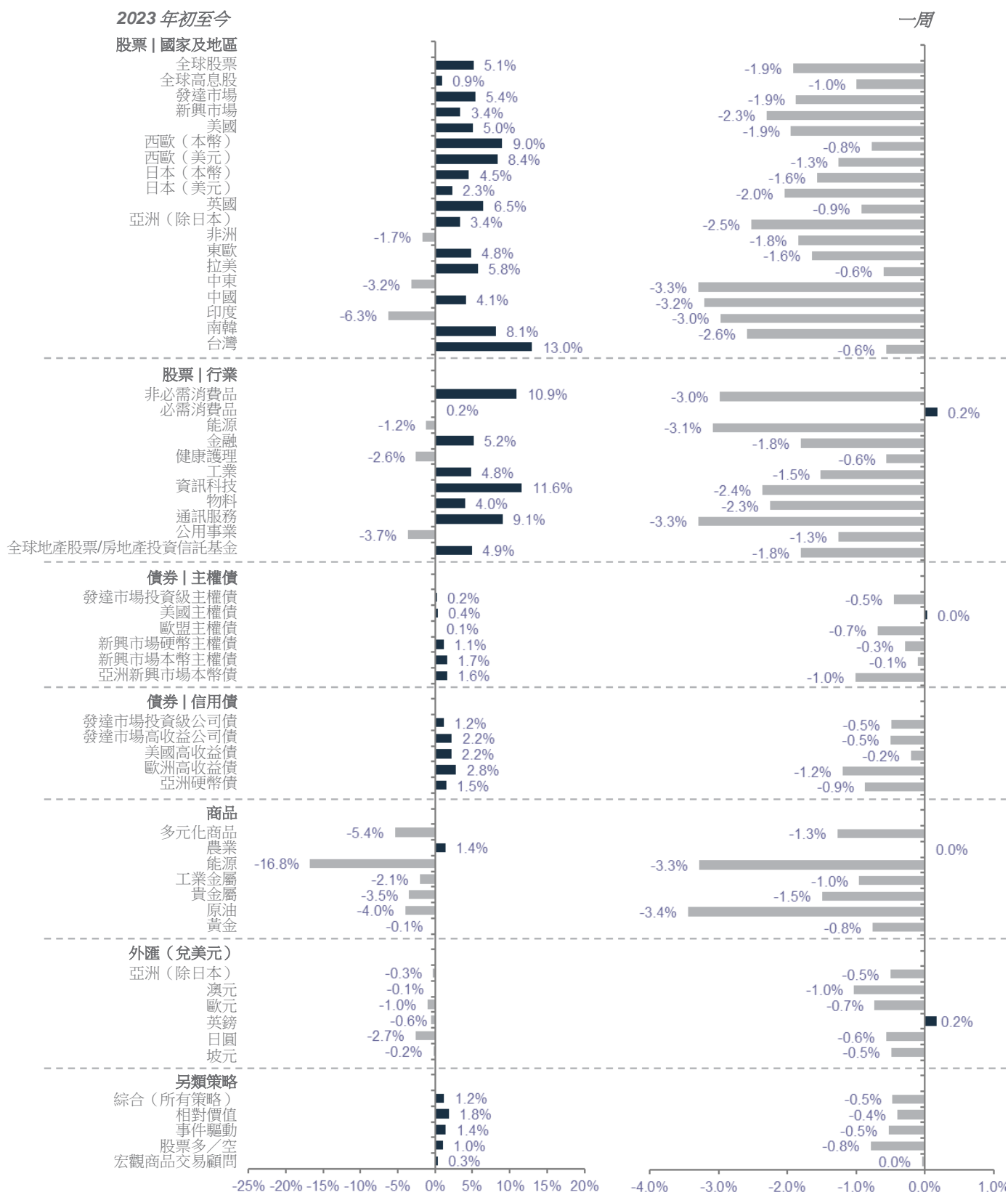
圖例： ○ 極低 ● 低／適度 ● 高

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	◆	19	10	5	0	19	10	5	0
固定收益	▲	71	55	46	15	71	55	46	15
股票	▼	10	21	34	73	10	21	34	73
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6
另類策略	◆	0	9	10	6	0	9	10	6
資產類別									
美元現金	◆	19	10	5	0	19	10	5	0
發達市場政府債	◆	9	7	6	2	12	9	8	3
發達市場投資級公司債	◆	14	10	9	3	18	14	12	4
發達市場高收益公司債	▼	8	6	5	2	10	8	7	2
新興市場美元政府債	◆	12	9	8	3	9	7	6	2
新興市場本幣政府債	◆	12	9	8	3	9	7	6	2
亞洲美元債	▲	16	12	10	3	12	9	8	3
北美股票	◆	3	6	9	20	5	10	16	34
歐洲（除英國）股票	◆	2	4	6	13	1	2	3	7
英國股票	◆	0	1	2	3	0	1	2	3
日本股票	▼	0	1	1	3	0	1	1	3
亞洲（除日本）股票	▲	4	8	13	28	3	6	9	19
非亞洲新興市場股票	◆	1	2	3	7	1	2	3	7
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6
另類策略	◆	0	9	10	6	0	9	10	6

資料來源：渣打；*外匯對沖
所有數據以%計；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%。
圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

市場表現概要*



關鍵事件

2023

3月

- 3月 4-11日 > 中國：全國人民代表大會
- 3月 9-10日 > 日本：日本央行政策會議
- 3月 16日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 3月 21-22日 > 美國：聯儲局政策會議
- 3月 23日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 3月 23日 > 歐盟：歐洲理事會議

4月

- 4月 8日 > 日本：日本央行行長黑田東彥任期結束
- 4月 21-23日 > 美國：世界銀行春季會議
- 4月 27-28日 > 日本：日本央行政策會議
- 4月末 > 中國：政治局會議

5月

- 5月 2-3日 > 美國：聯儲局政策會議
- 5月 4日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 5月 11日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 5月 19-21日 > 日本：第 49 屆七國集團峰會

6月

- 6月 4日 > 新加坡：香格里拉對話會（亞洲國防峰會）
- 6月 13-14日 > 美國：聯儲局政策會議
- 6月 15-16日 > 日本：日本央行政策會議
- 6月 15日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 6月 22日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 6月 29日 > 歐盟：歐洲理事會議
- 6月末 > 美國：聯儲局向國會提交半年度貨幣政策報告

7月

- 第三季度 > 美國：債務達到上限
- 7月 25-26日 > 美國：聯儲局政策會議
- 7月 27日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 7月 27-28日 > 日本：日本央行政策會議
- 7月末 > 中國：政治局會議

8月

- 8月 3日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 8月末 > 美國：聯儲局 Jackson Hole 經濟研討會

9月

- 9月 9-10日 > 印度：第 18 屆二十國集團峰會
- 9月 12日 > 美國：聯合國大會
- 9月 14日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 9月 21日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 9月 19-20日 > 美國：聯儲局政策會議
- 9月 19-20日 > 美國：聯合國可持續發展目標峰會
- 9月 21-22日 > 日本：日本央行政策會議

10月

- 10月 13-15日 > 摩洛哥：世界銀行年會
- 10月 26日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 10月 30-31日 > 日本：日本央行貨幣政策會議
- 10月 31日 – 11月 1日 > 美國：聯儲局政策會議
- 10月末 > 中國：政治局會議
- 10月末 > 中國：共產黨三中全會

11月

- 11月 2日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 11月 30日 – 12月 12日 > 阿聯酋：2023 年聯合國氣候變化大會（《聯合國氣候變化框架公約》第 28 屆締約方會議）

12月

- 12月初 > 中國：政治局會議
- 12月 12-13日 > 美國：聯儲局政策會議
- 12月 14日 > 歐盟：歐央行政策會議
- 12月 14日 > 英國：英倫銀行政策會議
- 12月中旬 > 中國：中央經濟工作會議
- 12月 18-19日 > 日本：日本央行政策會議

■ 央行政策 | ■ 地緣政治

註釋

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））一併閱讀），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訊息提出的意見，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，對此訊息的準確性、完整性或有用性的保證，並對依賴此訊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、其聯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／或其聯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文件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，以及金融工具發行者。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，或就此文件所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度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規管。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。