



# 全球市場展望

## 宏觀數據 主導夏季走勢

我們認為，隨著通脹降溫導致債券收益率走低，並維持央行今年剩餘時間減息的預期，股市升勢可能延續下去。我們在基礎投資配置中仍然超配股票。

當中，我們維持看好美國和日本股票以及新興市場美元債。由於投資者持倉擁擠，我們認為不宜高追黃金。

在機會型投資配置中，我們新增買入台灣股票和中國美元債的觀點，並結束買入美國能源股和美國抗通脹國債的觀點。



中國股市的升勢能否延續？

機會型買入觀點有哪些驅動因素？

量化模型發出了甚麼訊號？

# 目錄

## 01

### 策略

投資策略：宏觀數據主導夏季走勢	03
基礎資產配置模型	05
基礎：戰術性資產配置觀點	06
有關客戶最關心問題的看法	07

## 02

### 宏觀概況一瞥

我們的宏觀經濟展望和關鍵問題	09
----------------	----

## 03

### 資產類別

債券	10
股票	11
股票機會型投資觀點	12
外匯	13
黃金和原油	14

## 04

### 額外觀點

量化觀點：繼續看漲股市；商品已達到極限	15
全面管理財富的方法 - 今日、明日和未來	16

## 05

### 表現回顧

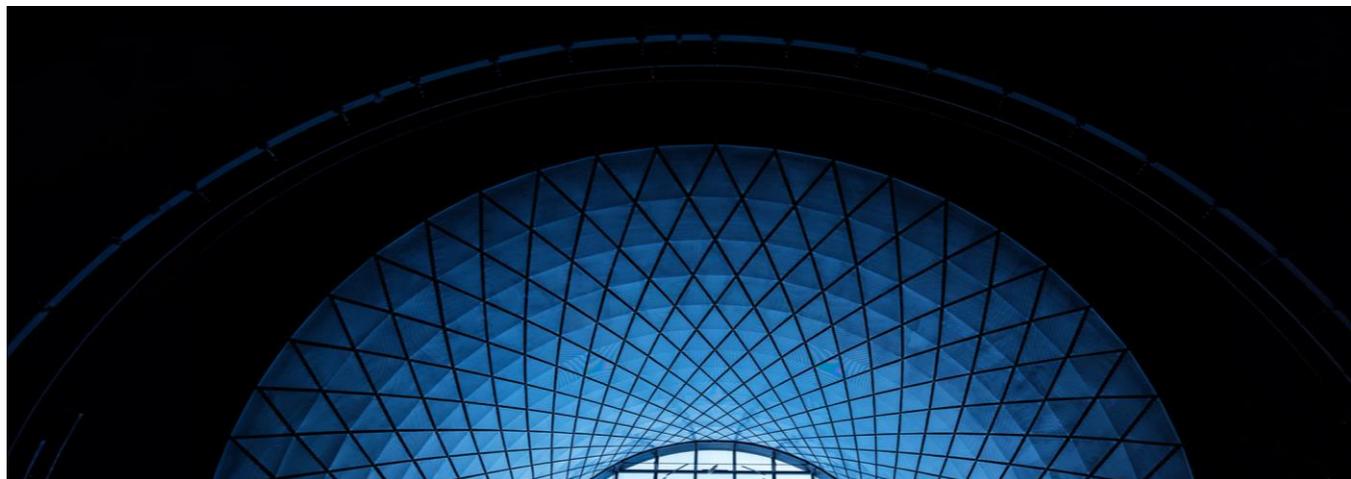
基礎：資產配置概要	18
基礎+：資產配置概要	19
市場表現概要	20
我們的重要預測和關鍵事件	21
首席投資總監辦公室的精彩觀點	22
註釋	23

# 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

### 基礎投資配置

- 超配全球股票
- 股票：美國、日本
- 債券：新興市場美元債

### 機會型投資配置

#### 股票買入觀點

- 美國科技業
- 美國通訊服務業
- 歐洲能源業
- 印度大型股
- 中國非金融國企高息股
- 南韓股票
- 台灣大型股

#### 債券買入觀點

- 歐洲政府債（外匯對沖）
- 印度盧比本幣債
- 中國美元債券

### 外匯觀點

- 美元窄幅上落

## 宏觀數據主導夏季走勢

- 我們認為，隨著通脹降溫導致債券收益率走低，並維持央行今年剩餘時間減息的預期，股市升勢可能延續下去。我們在基礎投資配置中仍然超配股票。
- 當中，我們維持看好美國和日本股票以及新興市場美元債。由於投資者持倉擁擠，我們認為不宜高追金價。
- 在機會型投資配置中，我們新增買入台灣股票和中國美元債的觀點，並結束買入美國能源股和美國抗通脹國債的觀點。

## 通脹後市場有所放鬆

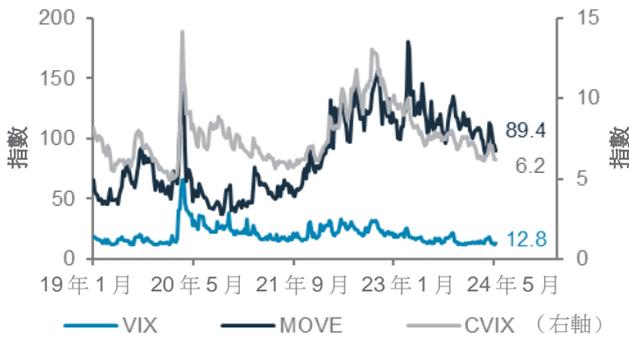
由宏觀數據主導的月份。在美國通脹數據多次高於預期後，市場似乎集體鬆了一口氣，因為最新的美國消費物價指數通脹數據略低於預期。美國股票 4 月的回落與通脹憂慮加劇有關，導致聯儲局減息預期推遲及美國債券的收益率上升。

這種與宏觀數據相對較高的相關性一直延續到 5 月份，股票和債券的反彈與美國通脹意外下降密切相關。這與我們的預期一致，即股票和債券的回調可能是暫時的。5 月至今，全球股市上升 4.3%，全球債券上漲 1.3%。

我們認為股票和債券市場的升勢可能會延續下去。美國房地產市場的數項指標，尤其是市場租金成本的下降，顯示官方通脹率將繼續逐步走低的預期是合理的。這反過來應該可以幫助市場的通脹預期和債券收益率下降以及聯儲局在下半年開始減息。在歐元區，通脹帶來的挑戰仍然不大。因此，鑑於該地區面臨的增長挑戰大於通脹挑戰，我們仍然認為歐央行有空間在 6 月早於聯儲局開始減息。我們認為，上述兩種趨勢意味著，政策環境對全球股票和債券仍然有利。

圖.1 由於通脹再次開始消退，各資產類別的波幅下降

股票（VIX 指數）、債券（MOVE 指數）和外匯（CIVX 指數）波幅



資料來源：彭博、渣打

### 應否追逐升勢？

雖然股市回調已經過去，但反彈能否持續？我們認為答案是肯定的。

美國股票方面，我們的短期（1-3 個月）技術模型仍然看漲，由強勁勢頭和低波動性引領。該模型準確評估了上個月的回調是短暫的。我們的長期（6 個月）基本因素模型也依然樂觀，不過由於就業市場的數據疲弱，樂觀程度不如一個月前。總而言之，我們仍然超配股票，當中繼續超配美國股票。

如何應對「5 月沽貨」的季節性做法？我們不會僅僅因為季節性就削減投資。在當前環境下，通脹走弱、經濟仍然穩固、第一季業績表現強勁且技術指標向好，因此在沒有外來衝擊的情況下，短期內不太可能出現回調。我們認為美國的經濟會軟著陸，不太擔心經濟增長會放緩，除非就業市場開始顯著走弱。

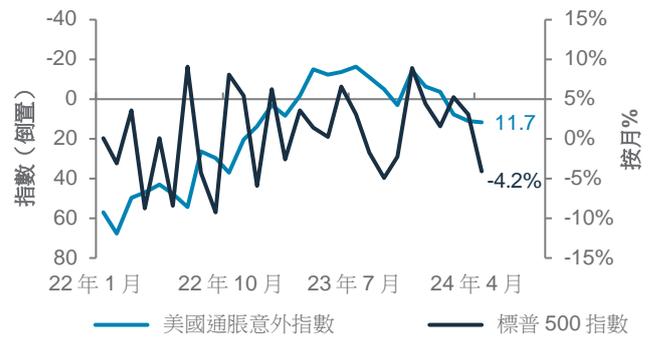
日本依然是我們的短期技術模型仍然看跌的唯一主要市場。儘管如此，由於我們認為日本的長期經濟增長會改善和對股東友好的政策，故繼續認為這是一個累積股票的機會，因此保留超配觀點。

在亞洲，中國發行超長期特別國債並提議購買未售出的房地產庫存，人們有理由質疑這是否預示著市場前景的轉捩點。我們持均衡觀點。短期市場勢頭依然強勁，有望在未來 1-3 個月進一步上漲。不過，從長期來看，已公布的措施不足以改變我們對中國股票在亞洲（除日本）市場的核心持倉觀點。

由於印度議會選舉將於 6 月 1 日結束（結果將於 6 月 4 日公布），股票最近幾周也出現反彈。對政策連續性的期望仍然很高，且歷史顯示市場在選舉期間趨向積極，並對預期結果反應良好。在亞洲（除日本）地區，我們繼續超配印度股票。

圖.2 美國通脹再次開始下降，應有助於維繫股市反彈

美國通脹意外指數對比標普 500 指數（按月）



資料來源：花旗集團、彭博、渣打

### 買入觀點 – 新增台灣，結束美國能源股

本月，我們調整四個機會型投資觀點。

首先，我們新增買入台灣大型股的觀點。台灣市場對半導體行業的重大敞口意味著，它可能受惠於人工智能和非人工智能用戶對其最先進芯片的需求。

第二，我們新增買入中國離岸美元債的觀點。雖然風險較高的亞洲美元債上揚，且全球多數公司債和新興市場債的信貸息差總體上依然較窄，但我們認為中國美元債仍有一定價值。

第三，我們結束買入美國能源股的觀點，因為自從我們於 2024 年 3 月 27 日提出此觀點以來下跌了 2.2%。隨著油價回落，此舉將有助削減我們的能源投資。然而，我們仍然對歐洲能源業持買入觀點。這樣做除了可以對沖任何新的油價飆升風險，還應該受惠於綜合石油公司強勁的自由現金流以及高股息和股票回購收益率。

第四，隨著通脹憂慮開始消退，我們結束買入美國抗通脹國債的觀點。儘管此觀點略有下降（自 2024 年 2 月 1 日提出以來為 -0.9%），但由於通脹憂慮在第一季度加劇，它比全球債券整體資產類別領先了 2.1%。

### 黃金和債券的情況如何？

黃金繼續上漲，當前漲勢的動力可能來自強勁的終端用戶需求、央行需求以及最近美國債券收益率下降。不過，投資者的持倉看似擁擠。我們輕微上調 3 個月的價格預期（參見第 14 頁），但仍然相信核心配置（大多數風險狀況下的配置約為 5%）在當前水平提供最佳的風險／回報。

債券方面，新興市場美元債第二季度迄今的表現優於全球債券，受惠於高收益率和該資產類別對美國債券收益率的下跌敏感。我們維持超配新興市場美元債，預計這些因素將繼續提供支持。

# 基礎資產配置模型

若要建立多元化投資組合，可以用基礎（Foundation）和基礎+（Foundation+）模型作為起點。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+模型則包括了私人資產配置，可能只適合某些司法管轄區的投資者。

圖. 3 風險狀況屬均衡的基礎資產配置

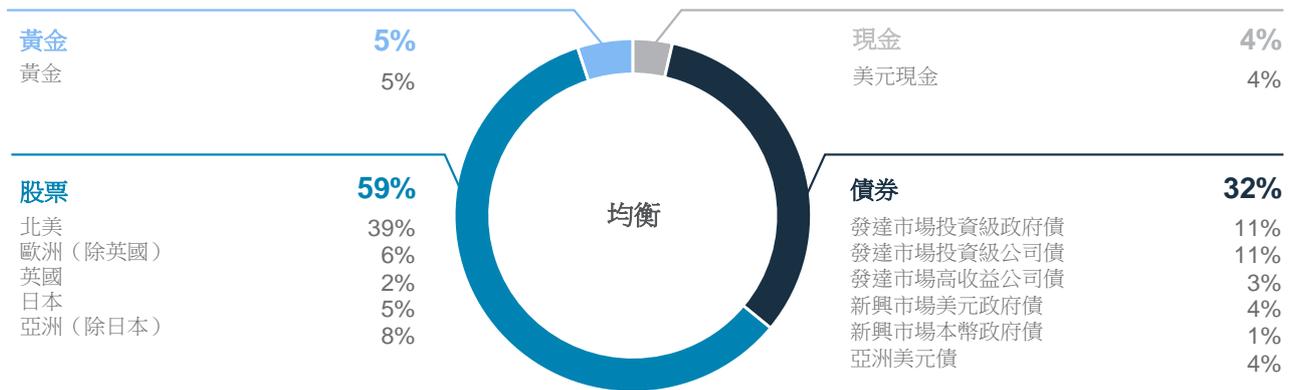


圖. 4 風險狀況屬均衡的基礎+資產配置

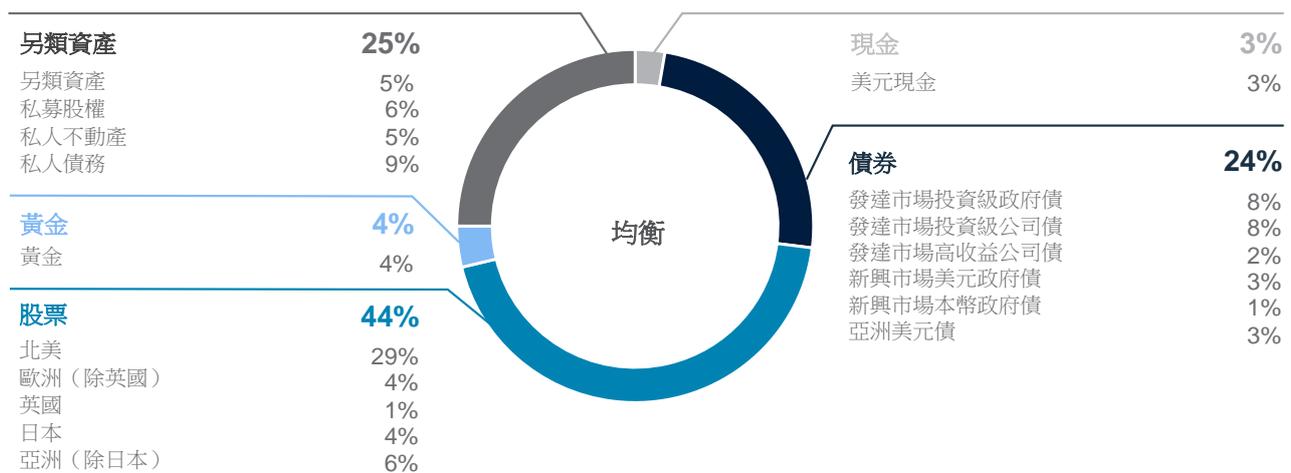
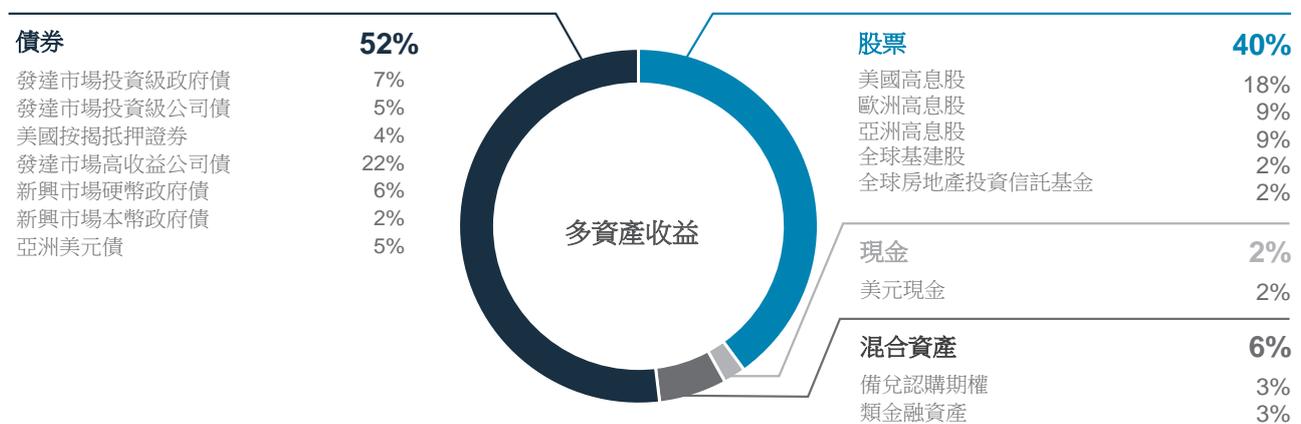


圖. 5 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

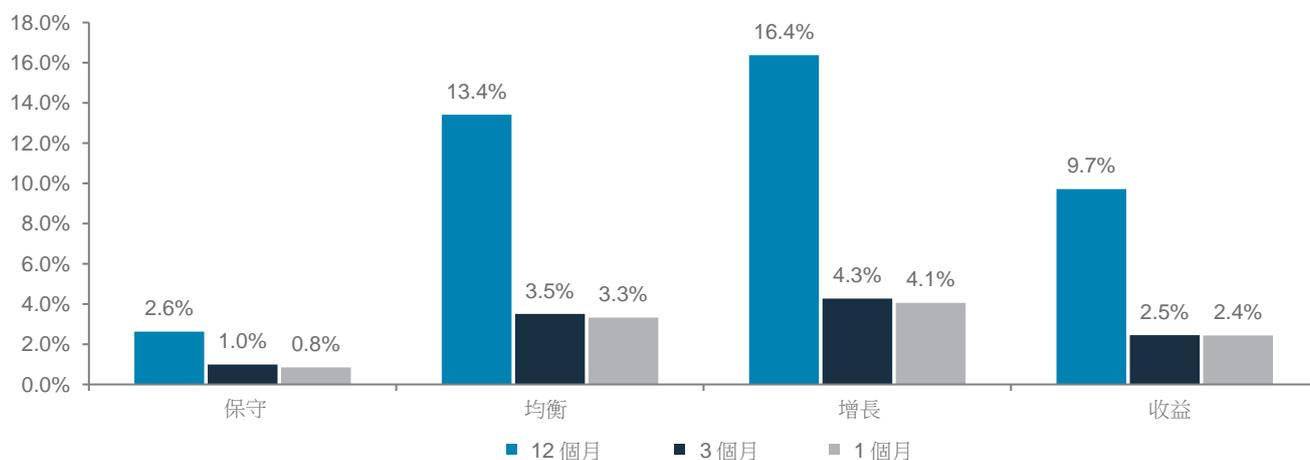
# 基礎：戰術性資產配置觀點

	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	◆	+ 收益率適中、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、消費穩健    - 高利率的影響
歐洲 (除英國)	▼	+ 低廉的相對估值    - 仍然疲弱的結構性增長前景
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    - 彈性美元
流動性另類投資	◆	+ 多元化工具特徵    - 股票、公司債波動性

資料來源：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. 6 我們基礎配置的表現\*



資料來源：彭博、渣打

\*2023 年 5 月 23 日至 2024 年 5 月 23 日的 12 個月表現數據、2024 年 2 月 23 日至 2024 年 5 月 23 日的 3 個月表現數據、2024 年 4 月 23 日至 2024 年 5 月 23 日的 1 個月表現數據。

# 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 中國股市的升勢能否延續？

中國內地和香港股票在經歷了 3 年的低迷之後，於 2024 年開始回升。2022 年和 2023 年，明晟中國指數是全球表現最差的股指之一。然而，年初至今，它已經領先美國標普 500 指數。投資者的樂觀情緒可歸因於中國政府推出一系列扶持股市和樓市的措施，估值低廉也刺激外國投資者撤出美國和日本股市。儘管如此，中國經濟復甦仍不盡如人意，房地產行業的困境看不到盡頭。

儘管經濟基本因素仍然乏力，但中國內地和香港股票能否在近期樂觀情緒的基礎上進一步反彈？我們深入研究推動股市反彈的因素並得出以下結論：

- 經濟活動企穩和盈利預期改善是股市持續反彈的必要條件。好消息是至少盈利預期最近已顯示企穩跡象。
- 投資者持倉不再那麼看跌，估值已回復正常，且股市中與持倉相關的大部分漲勢可能已經結束。
- 然而，勢頭依然強勁，且事實證明「讓贏家奔跑，減少損失」的簡單策略對恒生指數的投資者來說有利可圖。

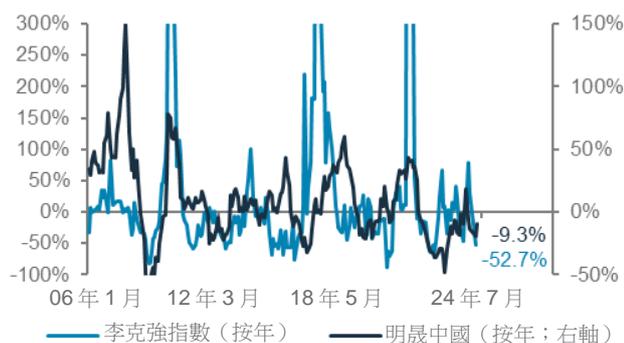
### 經濟向好和公司基本因素對提高回報至關重要

經濟和公司基本因素對於股票表現至關重要，因為股票的年度漲幅追蹤經濟活動和盈利修正（參見圖 7）。然而，經濟驅動因素仍然乏力。雖然通脹趨勢有所改善，但信貸增長減弱，家庭消費放緩，且外商直接投資流入停滯不前，反映了宏觀和地緣政治環境。房地產行業仍是拖累，儘管最近的一些措施（包括指示地方政府購買未售出的房屋庫存）可能有所幫助，但它們在提振銷售和遏制需求下滑方面的效果值得商榷。除非此等措施成功遏制房地產的低迷形勢並提振整體經濟，否則長期



圖. 7 明晟中國指數的年度漲幅與經濟活動和盈利修正指數密切相關

李克強指數對比明晟中國指數\*（前者截至 2024 年 3 月）



盈利修正指數對比明晟中國指數



資料來源：彭博、渣打。截至 2024 年 4 月。\*李克強指數是由《經濟學人》創建的一項經濟指標，作為代表中國的高頻增長指標。它由鐵路貨運量、耗電量和銀行貸款發放量構成。

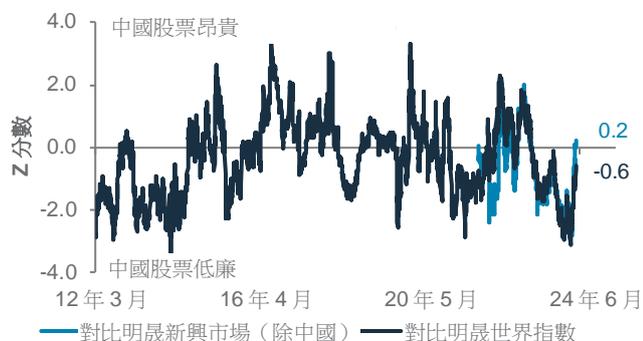
可持續反彈可能仍難以實現。好消息是，至少盈利修正最近呈現企穩跡象。儘管經濟環境充滿挑戰，但公司基本因素一直在好轉，在第一季度，越來越多的公司連續第二個季度超越盈利預期。因此，盈利修正指數的進一步穩定預示股市表現的改善，還可能預示經濟基本因素最終將有所改善。

### 估值正常化且投資者持倉不再那麼看跌

雖然經濟和公司基本因素可以更好地預測股市長期表現，但關於近期反彈在短期內能否延續，持倉和勢頭提供更有用的見解。這一點至關重要，因為估值現已正常化。這意味著外國投資者從美國和日本轉向中國尋找更低廉估值的趨勢可能開始放緩。（參見圖 8）

**圖. 8 對比新興市場（除中國）股票，中國的股票估值正常化，相較發達市場股票不再那麼便宜**

明晟中國指數的相對估值，對比明晟新興市場（除中國）指數和明晟世界\*指數



資料來源：彭博、渣打。\*綜合估值指標是明晟中國指數的市賬率、市賬率、市銷率、市盈率、P/FE 相對明晟新興市場（除中國）指數和明晟全球指數的去趨勢化和標準化溢價/折價平均數

與此同時，對投資者持倉的調查也顯示，投資者現已轉為看漲。在極端水平上，這通常是股市表現的反向訊號。當考慮到，自中國 A 股的看跌持倉在 1 月 23 日見頂以來，滬深 300 指數已上漲近 14%，持倉的看漲轉變也讓人擔憂。這可能意味著由持倉引領的大部分漲勢或已結束，因為基於當前持倉的 12 個月前瞻回報現在更有可能是負數而非正數。（參見圖 9）

### 不要逆勢而行，繼續持有優秀股票

雖然股市領先於經濟基本因素和估值，且投資者持倉已減少，但勢頭仍然強勁。事實證明「繼續持有優秀股票，減少損失」的簡單策略對恒生指數的投資者來說有利可圖。在 30 日滾動回報率超過 20% 時買入，在 20 日滾動回報率低於 -8% 時平倉，投資者每筆交易的平均回報率為 8.8%，命中率為 80%。對投資者而言，與其在價格勢頭表現強勁時過早了結獲利，不如密切追蹤價格走勢，僅在我們的收盤訊號顯示勢頭減弱及市場斷然走低時才獲利了結。（見圖 10）

**圖. 9 12 個月前瞻回報率通常與極端的投資者持倉相反**

12 個月前瞻回報率和投資者持倉\*



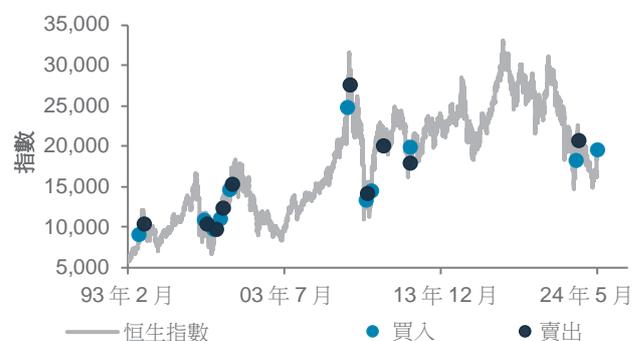
資料來源：VandaXAsset、彭博、渣打。\*基於交易買賣基金的流入資金、國內零售投資者的淨保證金交易、境外機構淨買入、風險平價和商品交易顧問基金投資。

### 復甦之路仍然漫長；維持對中國股票的中性觀點

中國股票的近期上揚令投資者「擔心錯失良機」，故可能會吸引他們追逐升勢，尤其是在經歷了數年的低迷表現之後。然而，經濟復甦之路依然漫長，推動近期股市上漲的一些因素也不再那麼利好。因此，投資者應繼續謹慎行事，並在近期房地產業的積極動態和強勁價格勢頭以及仍然不確定的前景之間保持平衡。除非有更多證據表明經濟和公司基本因素處於明確的上升趨勢，否則我們繼續建議在亞洲（除日本）股票中維持對中國的中性（核心持倉）配置。

**圖. 10 在 30 日回報率超過 20% 時買入，在 20 日回報率低於 -8% 時結束，事實證明這是一項有利可圖的簡單策略**

恒生指數以及買入和賣出訊號



資料來源：彭博、渣打。

# 宏觀概況 — 一瞥

Rajat Bhattacharya  
高級投資策略師



## 關鍵主題

**重現「軟著陸」：**在經歷了第一季度的增長和通脹飆升之後，全球經濟看似在走向軟著陸。4 月份，大部分的美國消費和工業活動指標遜於預期，就業市場則繼續降溫。我們預計，過去一年的移民潮將緩解勞動力短缺，維持消費驅動型增長，同時抑制工資壓力。歐元區和中國當前受惠於全球貿易復甦。中國開始解決房地產行業的低迷問題，不過還需要採取更多措施來重振消費者和企業信心。

**美國再次降溫：**在第一季度的飆升後，美國通脹於 4 月恢復下行趨勢，其中汽車保險和醫療服務通脹放緩。雖然住房通脹仍處於高位，但我們預計官方數據將在下半年趕上市場租金降溫的步伐。歐元區通脹繼續放緩，中國繼續與房地產市場過剩作鬥爭。

**歐央行減息將早於聯儲局：**我們預計歐央行將在 6 月開始減息，因為通脹朝向其 2% 的目標放緩。一旦決策者確定 4 月份的通脹下行趨勢還將持續幾個月，聯儲局可能在下半年共減息 50 個基點。中國可能在下半年放鬆銀行存款準備金要求並減息以支持經濟增長。

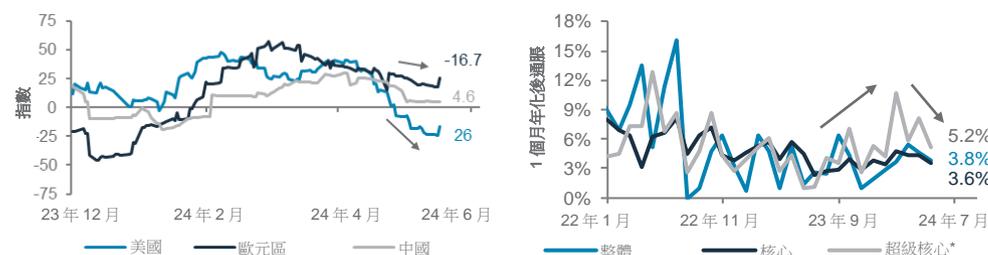
## 關鍵圖表



在第一季度的爆發後，4 月份大部分的美國經濟活動指標遜於預期，使通脹再次降溫；歐洲和中國受惠於全球貿易復甦，同時中國採取措施減少房地產行業的過剩

圖. 11 美國經濟降溫；歐元區和中國從全球貿易激增中受惠

經濟意外指標；美國整體、核心與超級核心\*通脹率（1 個月年化後數據）



資料來源：彭博、渣打；\*服務通脹，剔除食品、能源服務和住房

## 值得關注的宏觀因素

**美國經濟降溫。**4 月份，一系列弱於預期的經濟指標表明，在去年高於趨勢水平的增長之後，今年美國經濟終於開始降溫。這也反映在就業市場上，職位空缺率降至 3 年低位。考慮到 2023 年的高政策利率、不斷收緊的銀行貸款條件和負面財政刺激的滯後影響，經濟放緩早在預料之中。根據三藩市聯儲的數據，美國家庭已耗盡超額儲蓄，這些儲蓄在疫情後時期一直在維繫消費。移民潮在支持整體消費的同時，也幫助減輕了工資壓力。與此同時，我們預計美國官方通脹數據中的一些滯後組分，尤其是汽車保險和住房，將在下半追趕市場價格降溫的步伐。經濟增長放緩和通脹持續下降（幾個月的按月核心通脹率為 0.2%）的環境可能為聯儲局在下半減息創造條件，因為聯儲局會將重點轉向支持增長。

**歐元區將於 6 月減息。**歐元區通脹繼續以快於美國通脹的速度放緩，而收緊的貸款條件和創紀錄的高政策利率使增長接近停滯。儘管在全球貿易復甦、財政支出和可支配收入增加的背景下，歐元區在第一季度擺脫了去年的技術性衰退，但德國作為該地區最大的經濟體仍然構成拖累，因為德國在應對能源成本增加和綠色轉型帶來的挑戰。我們認為持續的通縮已為歐央行在 6 月開始減息奠定基礎，今年可能共減息 75 個基點。

**中國解決房地產過剩問題。**儘管中國實施了幾輪貨幣寬鬆和有針對性的財政寬鬆措施，但經濟在第二季度仍然表現乏力。4 月份，信貸增長放緩且貨幣供應（M1）收縮。中國政府開始通過放鬆限購和抵押貸款規定來解決房地產過剩這一主要拖累因素，並加快超長期國債銷售和地方政府債發行的計劃應支持基建支出。然而，中國可能需要採取更多措施來解決房地產過剩的問題。我們預計中國將於下半年減息並放寬銀行存款準備金的要求。

# 債券 — 一瞥

林奕輝  
高級投資策略師

韓忠良, CFA  
投資策略師



## 關鍵主題

我們維持對發達市場投資級政府債的**中性**觀點。美國 4 月通脹數據弱於預期，緩解了人們對聯儲局今年無法減息的憂慮。我們將美國 10 年期國債收益率的 3 個月預期調整為 4.25%-4.50%，同時將 12 個月預期維持在 4% 不變。

在新興市場中，我們繼續看好新興市場美元政府債，維持**超配**觀點。將受困的主權發行人重新納入基準指數後，對比評級相似的發達市場同類債，我們認為它們的相對價值有吸引力。然而，我們維持對新興市場本幣政府債的**低配**觀點。雖然新興市場貨幣未來 6-12 個月應受惠於美元走弱傾向，但短期內外匯波動風險猶存。我們認為收益率缺乏吸引力，特別是因為主要新興市場央行在聯儲局減息前採取「觀望」態度。

我們對發達市場投資級和高收益公司債的立場均維持**中性**。美國投資級發行人迄今公布的第一季度公司盈利整體上表現堅挺，為投資級債的收益率溢價保持較低水平提供了環境。然而，這種說法對高收益債並不成立，因為評級下調繼續超過評級上調。

在亞洲，由於整個地區的經濟環境好淡紛呈，我們對亞洲美元債持**中性**觀點。中國出臺對房地產行業的最新一輪政策扶持，以及數個容易波動的主權債市場的特殊風險降低，意味著我們依然看好亞洲高收益債勝於亞洲投資級債。

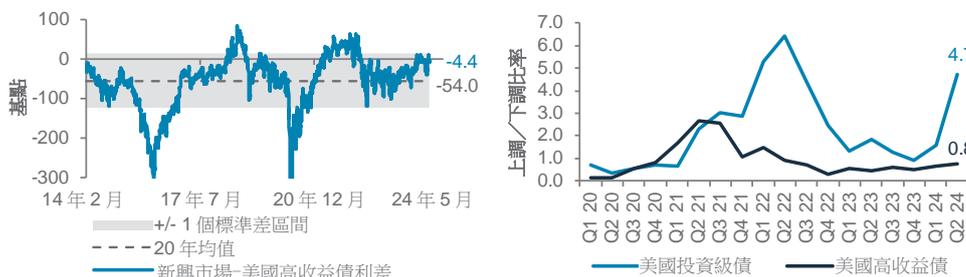
## 關鍵圖表



相對其他風險性信用債，新興市場美元政府債的收益率溢價提供有吸引力的升幅。我們認為，發達市場投資級公司債發行人不斷改善的基本因素支持較低的債券收益率溢價

圖. 12 我們認為，新興市場美元政府債的相對價值吸引；發達市場投資級公司債的基本因素依然強勁

摩根大通新興市場債指數利差減去彭博美國高收益債期權調整利差（OAS）指數；美國投資級債和高收益債上調/下調比率（>1 代表上調超過下調，反之亦然）



來源：彭博、渣打

## 買入觀點的變化

**增添買入中國美元債的觀點。**在過去幾周，市場對中國資產的投資情緒呈現顯著改善，受惠於中國政府在面對經濟挑戰之際加大政策扶持力度。這些措施包括確認發行特別國債以及有針對性的產業政策刺激。我們預計這些措施將在短期內提振市場人氣。離岸債券違約死灰復燃是主要風險。

**結束買入美國抗通脹國債的觀點。**在 4 月通脹數據公布後，關於美國通脹居高不下預期已經趨於正常。一些前瞻性通脹指標預示通脹下降。此觀點於 2024 年 2 月 1 日提出，以 -0.9% 的損失結束，不過它仍比更廣泛的全球債券資產類別領先了 2.1%。

## 現有買入觀點

**買入歐元政府債。**歐元區的近期經濟數據看似依然低迷。我們認為，歐央行可能在 6 月開始首次減息，從而支撐該地區政府債的表現。減息預期的延遲是這個買入觀點的一項關鍵風險。

**買入印度盧比債券。**在印度盧比未來 12 個月基本停留在一個區間內的背景下，我們仍相信此資產類別提供有吸引力的風險回報均衡（美元兌印度盧比預測：84）。雖然此資產類別近期表現平淡，但我們對收益率下降帶來的潛在資本收益和有吸引力的收益率保持樂觀。地區增長弱於預期是一項關鍵風險。

# 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

我們仍然超配股票，並相信在軟著陸的情況下，股票的表現會優於債券和現金。我們超配美國股票，因為美國第一季度的盈利表現強勁，公司的利潤率也相當高。我們同樣超配日本股票，因為隨著股票回購和股息增加的趨勢，盈利前景正在改善。儘管日本央行結束了負利率政策，但我們認為日圓大幅升值的風險有限。

在亞洲（除日本），我們保持中性（核心）配置。考慮到印度是該地區增長最快的經濟體，且其強勁的股本回報率抵消了估值上升的影響，我們超配印度股票。南韓和台灣是我們在該地區的另外兩個超配的市場。半導體和人工智能主題的利好證明瞭我們超配的合理性。我們對中國股票持中性觀點。儘管有利的政府政策「接過接力棒」，成為保持短期動力的催化劑，且投資者持倉和低廉估值在 4 月以來的大幅上漲後已恢復正常，但結構性問題可能需要時間來解決。我們對中國在岸股票與離岸股票持中性觀點。最後，我們對東盟市場持低配觀點，因為在增長環境中，東盟市場過於保守。

我們對英國股票持中性觀點。目前的高收益環境可能有助於市場中價值傾斜的行業，但收益修正疲弱。考慮到經濟環境低迷和每股盈利增長疲弱，我們低配歐元區股票。

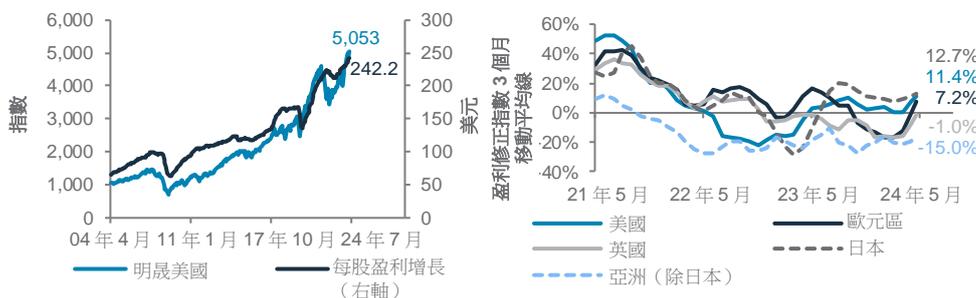
## 關鍵圖表

美國股市走闊。美國和日本的盈利增長依然強勁

指數	12 個月預測	距目標價的上行空間*
標普 500	5,500	4%
納斯達克 100	19,400	4%
歐元區斯托克 50 指數	5,200	3%
富時 100	8,600	3%
恒生指數	評估中	
日經 225	41,600	6%

\*基於 2024 年 5 月 23 日的收市水平

圖. 13 強勁的盈利支持美國股票。日本和美國是我們最看好的市場，其盈利修正幅度最大。明晟美國指數對比 12 個月前瞻美國每股盈利增長。各地區明晟股票指數盈利修正的 3 個月移動平均線



資料來源：FactSet、彭博、渣打

## 美國和日本仍然是我們最看好的市場

我們認為，在全球股票中，投資者應繼續超配美國股票。在第一季度，78%的公司盈利超過預期，所有行業都有驚喜表現。我們認為，由於美國經濟的彈性以及未來 6-12 個月可能的強勁盈利增長，美國股票的表現可能會優於全球股票。

此外，我們也超配日本。日本股市一直受惠於企業管治的改善和外國投資者的增加。在最近一個季度，明晟日本指數的大多數行業利潤率都有所上升。此外，在主要股票市場中，日本的盈利上調幅度最高，達到 13%。這些積極因素可能使日本股市的表現優於整體股市。

我們保持對亞洲（除日本）的中性（核心）配置。雖然估值不再像以前那麼低廉，但我們仍然預計，2024 年亞洲（除日本）將在全球股票中錄得最高的每股盈利增長。我們繼續看好印度強勁的國內經濟和結構性增長趨勢，以及南韓和台灣股市在人工智能和半導體領域強勁增長的「甜蜜點」。

對於中國股票，我們看到了外國投資者流入和政府支持政策的新跡象。然而，結構性的不利因素，包括經濟增長放緩和對房地產行業的憂慮，可能會持續存在。

我們認為，風險包括美國通脹高於預期、美國和日本盈利增長低於預期、全球經濟低迷以及地緣政治風險升級。

# 股票機會型投資觀點

Fook Hien Yap  
高級投資策略師

## 我們的機會型投資觀點已轉向增長

- 在我們的機會型投資買入觀點中，我們的目標是獲得正的絕對回報。本月，我們從美國能源業轉向台灣股票，總共保留了 7 個觀點。

## 買入觀點的變化

**結束美國能源業：**我們在近 2 個月後（2024 年 3 月 27 日至 2024 年 5 月 23 日）結束了這個觀點，損失了 2.2%。最近幾周，該行業的表現有所減弱，我們藉此機會減少了我們的機會型投資觀點中的能源投資。在我們的歐洲能源業股票觀點中仍持有能源主題。

**台灣股票：**我們的新觀點是新增台灣股票。半導體製造業在台灣股市中佔有很大比重。台灣在製造最先進芯片方面的市場領導地位意味著，台灣將從全球人工智能採用和非人工智能需求的周期性順風中受惠。台灣整體經濟也可能受惠於其科技業的出口復甦。半導體需求疲軟對這一觀點構成了風險。

## 現有買入觀點

**美國科技業：**通脹放緩的跡象可能會為債券收益率下降鋪平道路，從而維持增長股的估值。我們預計，科技業將受惠於人工智能支出和雲端運算推動的強勁盈利增長。人工智能支出表現疲軟是一種風險。

**美國通訊服務業：**同樣，我們預計這個增長型行業也將受惠於美國通脹放緩。數碼廣告的持續復甦和對網上娛樂的需求繼續支持著該行業的盈利勢頭。數碼廣告的低迷是一種風險。

**歐洲能源業：**該行業由產生強勁自由現金流的綜合性石油公司主導，提供歐洲最高的股息和股票回購收益率。年初至今，歐洲能源業的表現落後於美國和中國。油價下跌是一種風險。

**中國非金融國企高息股：**我們繼續看到投資者對國有企業高息股的需求。國有企業管理層仍有提高市值的動機，我們關注非金融國有企業，因為金融部門對陷入困境的房地產行業的支持缺乏明確性。監管變化帶來負面影響是一種風險。

圖. 14 機會型投資買入觀點

地區	觀點	提出
美國	通訊服務業	2024 年 3 月 27 日
	科技業	2024 年 3 月 27 日
歐洲	能源業	2024 年 4 月 25 日
亞洲	中國非金融國企高息股	2024 年 3 月 27 日
	印度大型股	2024 年 3 月 27 日
	南韓股票	2024 年 4 月 25 日
	*台灣股票	2024 年 5 月 23 日

資料來源：渣打。\*新觀點。^自提出至 2024 年 5 月 23 日

**印度大型股：**我們預計印度大選後政策將保持連續性，大選結果將於 6 月 4 日公布。我們認為，印度在亞洲的結構性增長優勢將繼續推動回報率。一個風險是增長弱於預期。

**南韓股票：**鑑於半導體芯片在市場中所佔比重較大，我們預計半導體芯片價格上漲將推動南韓公司盈利反彈。我們還預計，南韓的「價值提升」計劃將改善企業管治，並吸引資金流入，因為估值依舊吸引。記憶體晶片價格的任何疲軟都是一種風險。

圖. 15 我們按地區劃分的行業觀點

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

資料來源：渣打。\*印度市場前景評論

圖例：■ 超配 | ■ 中性 | ■ 低配  
▲ 自上季度上調 | ▼ 自上季度下調

# 外匯 — 一瞥

Manpreet Gill

非洲、中東及歐洲區首席投資總監

袁沛儀

投資策略師



## 關鍵主題

在未來 1-3 個月，我們仍適度看漲美元。儘管隨著 4 月份通脹再次開始放緩，美國債券收益率已開始下降，但我們認為，通脹預期和債券收益率可能會以漸進的速度下降。地緣政治風險的爆發也可能引發對美元作為避險資產的周期性需求。綜上所述，這意味著儘管債券收益率走軟可能會限制美元的漲幅，但我們預計美元在未來 1-3 個月仍將保持相對彈性。我們維持對 12 個月美元窄幅上落的觀點，偏向看跌。這意味著我們預計美元指數（DXY）將在 3 個月後達到 107，12 個月後達到 105，與外匯波動率仍然較低的水平保持一致。

我們預計美元兌日圓將在 3 個月內下跌至 152，並在 12 個月內進一步下跌至 150。在過去的幾年，美國債券收益率的上升推動了美元兌日圓的飆升。然而，隨著日本國債收益率攀升，美國國債收益率開始走軟，我們認為該貨幣組合的偏向可能轉向下行。在對股東友好的改革中，持續的股票市場資金流入日本，也可能成為支持日圓的來源。我們認為，美國債券收益率再度上升，或日本通脹大幅上升（這反過來將降低日本實際或經通脹調整後的債券收益率），仍是主要風險。

我們預計 3 個月和 12 個月歐元兌美元將回落至 1.05。決策者的評論和歐元區不斷下降的通脹與我們的觀點保持一致，即歐元區可能在 6 月份先於聯儲局減息，這將使歐元處於收益率劣勢。這很可能是歐元回調的前奏。英鎊兌美元在未來 3 個月也可能有看跌傾向，跌至 1.21，因為英倫銀行希望通過減息來支持經濟增長。我們認為，持續通脹是一種風險。

隨著美國國債收益率下降和中國的政策支持可提供短期的穩定性，離岸人民幣的弱勢可能會受到限制。我們預計美元兌人民幣在 3 個月內將小幅升至 7.28。我們仍然看好澳元和紐元，因為相對持續的通脹壓力限制了兩國央行考慮提前減息的空間。

## 關鍵圖表

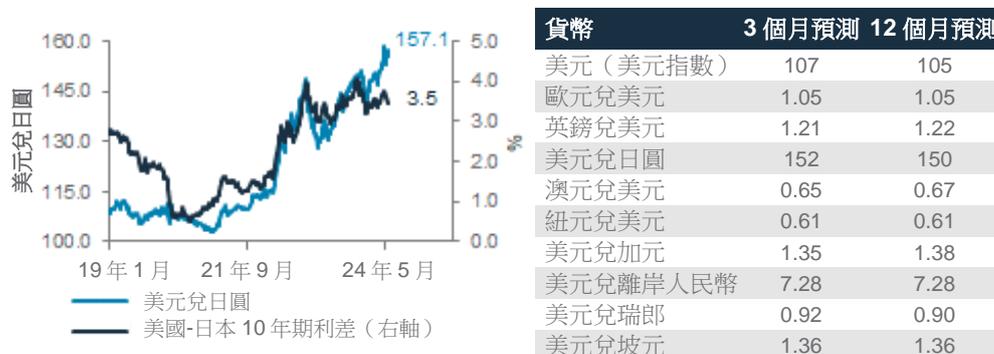


實際利差支持美元兌日圓。隨著未來 1-3 個月美國國債收益率走軟，這種支持可能會適度減弱

我們修改後的 3 個月和 12 個月外匯預測表

圖. 16 重點仍然是債券收益率差異，這是美元兌日圓的主要推動因素

美元兌日圓和利差；外匯預測表



資料來源：彭博、渣打

## 重點關注關鍵事件和息差

對通脹和央行反應的關注意義著，外匯市場將繼續受到此貨幣組合債券收益率差異的密切影響。這意味著央行會議很可能成為焦點。

一個潛在的關鍵事件是歐央行在 6 月的政策性減息，這可能比聯儲局可能的減息早幾個月。對於外匯市場來說，這可能會為歐元兌美元打開一個疲軟的視窗，直到聯儲局也開始減息。如

果英倫銀行能夠在夏季減息，英鎊可能也會走上類似的道路。在瑞士，瑞士央行已經走上了這條道路，在聯儲局能夠減息之前，可能獲得瑞郎的支持。

另一個極端是，鑑於通脹風險依然存在，澳洲和紐西蘭央行似乎並不急於減息，這對他們的貨幣應該是有利的。

# 黃金、原油——一瞥

韓忠良，CFA  
投資策略師



## 關鍵主題

我們對黃金維持中性（核心持倉）觀點，3 個月預測為每盎司 2,350 美元。金價在進入 5 月後整固，隨後因市場對聯儲局下半年減息的樂觀情緒升溫而升至史上高位。在中東局勢不明朗的情況下，避險需求也保持支持。然而，隨著接近極限區域，動力似乎正在放緩，而投資者的多樣性仍然很低。此外，黃金交易所買賣基金持續流出。因此，我們預計近期將整固，2,200 將是關鍵支持位。從長遠來看，我們預計聯儲局減息將為金價在每盎司 2,325 美元附近提供有利支持。強勁的央行和實物需求也為長期前景奠定了基礎。

我們認為短期內供需平衡緊張，支持西德州中級原油價格在每桶 83 美元左右走高。儘管在通脹放緩和需求上升的支持下，風險情緒有所改善，但 5 月份原油價格已回歸窄幅上落。中東地區最近的事態發展——伊朗總統之死和加沙衝突停火談判失敗——也未能推高油價。市場的焦點正轉移到油組及盟友 6 月的會議上，屆時延長減產將使石油市場在短期內保持短缺，從而推高油價。從長遠來看，全球經濟增長放緩導致的潛在的需求疲軟預計將拖累油價。此外，油組及盟友閒置產能的增加和石油市場的過度緊張表明，油組及盟友產量的增加是合理的，特別是在 2025 年。

## 關鍵圖表



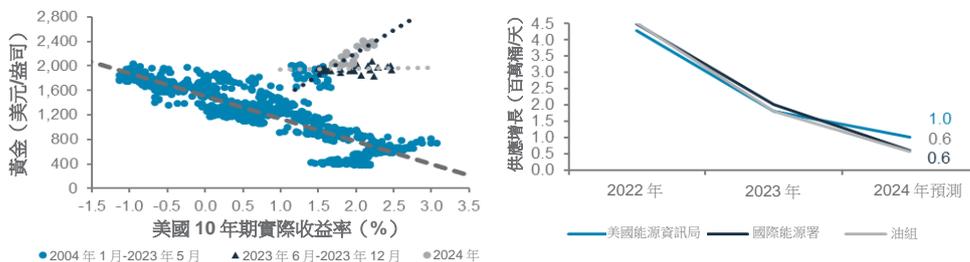
最近，實際（經通脹調整後的）債券收益率對金價的推動作用有所減弱

全球原油供應在短期內受到限制

圖. 17 今年，黃金與美國 10 年期（經通脹調整）國債實際收益率的相關性轉為正相關；預計全球石油供應增長將因油組及盟友減產而放緩

左圖：黃金價格對比美國 10 年期實際收益率

右圖：主要石油機構的全球石油供應實際增長與預測增長



資料來源：彭博、渣打

## 相關性的破裂？

黃金是一種零收益資產，通常與實際（經通脹調整後的）債券收益率呈負相關，因為它的吸引力隨另類資產收益率的上升而下降。然而，我們最近看到這種關係出現改變——今年黃金與實際收益率呈正相關，過去（平均 2 個月）也出現過類似的現象。

與過去 40 多個正相關時期相比，有兩個因素可以幫助解釋當前的市場：1) 在推動金價上漲方面，央行的購買行為已超過了其他宏觀因素。2010/11 年度就出現了這種情況，當時各國央行 20 年來首次成為黃金淨買家；2) 更高的不確定性增加了黃金的吸引力，正如過去的危機所看到的，包括伊拉克戰爭、伊朗核緊張局勢、歐債危機、中美貿易戰和俄烏戰爭。

## 油組及盟友可能在 6 月延長減產

去年 11 月，油組及盟友宣布每天減產 220 萬桶。3 月，又將期限延長至 6 月。在即將到來的 6 月會議上，油組及盟友可能會決定下一步行動。這次會議可能出現三種情況：1) 延長供應削減；2) 部分解除供應削減；3) 全面解除供應削減。我們認為第三種情況的可能性最低，因為油組及盟友可能希望採取漸進的方式解除減產。在第一種和第二種情況之間，我們更傾向於前者，原因如下：1) 儘管有積極的推動因素，但近幾周油價一直疲軟；2) 油組及盟友以外地區的供應風險正在消退；3) 延長減產對價格的提振超過了對產量的衝擊。綜合預期還預計減產將延長，這在 2024 年全球供應增長的較低預測中得到反映。

# 量化觀點：繼續看漲股市；商品已達到極限

Francis Lim  
高級量化策略師

Maggie, Au Yeung  
量化分析師



## 概述

**長期模型仍然看漲股票。**與 60/40 的股票-債券投資組合相比，我們的股票-債券輪動模型的年初至今超額回報率躍升至 3.2%，這是因為美國最新通脹數據對市場做出了積極反應。該模型在 5 月份繼續超配股票，但幅度小於上月，該模型的分數從+4 降至+1。模型分數下降的原因是：（1）美國供應管理協會製造業新訂單小幅萎縮；（2）經濟意外指數下降。在最近的美國財報季之後，強勁的盈利修正部分抵消了這些經濟指標的負面變化。

**短期技術模型仍然看漲大多數股市。**動力和波動性指標繼續支持包括中國在內的主要股市。日本是個例外，因為市場波動加劇，動力指標減弱。自我們上次在四月份發布展望以來，我們在美國（+4.3%）、歐洲（+4.1%）、英國（+4.9%）、亞洲（除日本）（+5.8%）和中國（+8.6%）的長倉都錄得了強勁的收益，而日本（+4.0%）也在疲軟中反彈，但仍是表現最差的市場。

**商品（尤其是銅、銀和黃金）的市場倉位顯得緊張。**在 4 月底金價下跌 4.4% 之前，我們衡量各種資產類別投資者多樣性的專有指標曾顯示黃金倉位過度。我們的指標再次顯示黃金、銀和銅的倉位處於緊張狀態，因為在最近美國通脹數據公布後，這些金屬受到美元走弱的推動。

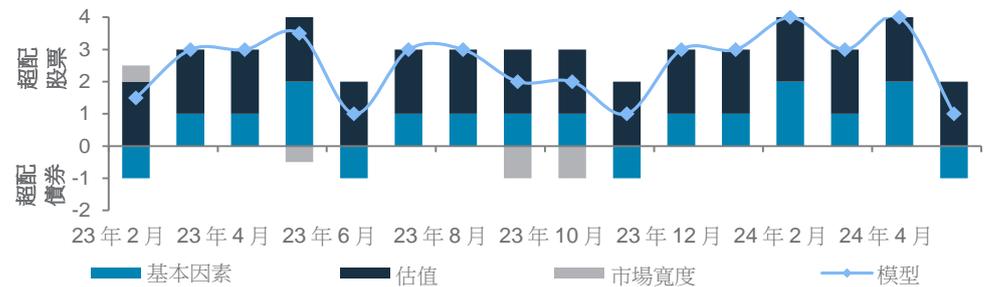
## 關鍵圖表



儘管近期一些基本因素出現下滑，但估值因素仍有利於風險

圖. 18 股票-債券輪動模型自 2023 年 2 月成立以來的分數明細

模型分數為基本因素、估值和市場寬度因素的總和



資料來源：彭博、渣打

圖. 19 長期和短期量化模型依然看漲風險資產

以下長期模型的典型時間範圍為 3–6 個月，而短期模型的期限為 1–3 個月

長期模型			短期模型	
看好股票勝於債券	大幅拋售的風險仍低	看好風險資產	看好股票	商品看起來緊張
股債輪動模型	股債市場風險模型	宏觀制度模型	技術模型	市場多樣性模型
基於基本因素、估值和市場寬度因素的月度記分卡，範圍從-5 到 5，旨在表明對於股票的相對偏好（相較債券）。	衡量美國股票和債券出現大規模拋售的可能性的風險指標。它們的範圍是 0-100；數值越高表示風險越低。	全球經濟周期（衰退、復甦、周期後段和滯脹）及其對長期資產回報影響的宏觀模型。	利用動量、波幅和成交量指標來確認熊市的標誌。利用機器學習消除市場噪音。	一種市場指標，基於價格走勢及時顯示投資者對各種資產的持倉狀況。

資料來源：渣打

# 全面管理財富的方法 今日、明日和未來

渣打財富精選

## 你最近有否檢視投資組合的表現？

保持身材對健康和幸福感很重要。但你的財務狀況如何？你是否確保投資組合的財務狀況良好？

就像定期體檢以保持健康一樣，定期檢查你的投資組合以確保其處於最佳狀態對你的財務狀況也很重要。

為了幫助你實現自己的財務目標，請聯絡我們的財富專家，安排一次投資組合檢查。我們的團隊採用全面的方法，確保你的財富管理符合你今日、明日和未來的需求。我們將利用投資原則為你提供指導，並調整你的投資組合，以反映你財務目標的任何變化。

每個人對待財富的方式都不同。然而，真正重要的是，你能掌控自己的財富之旅，並為自己的財務未來做好充分準備。在你計劃下一次健康檢查時，請確保你也一併檢視投資組合。

## 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。

#### 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，有助於顧全大局



### 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。

# 基礎：資產配置概要

概述	觀點	基礎配置			概述	基礎配置 佔比
		適度	均衡	進取		
現金	▼	4	4	3	現金	35
固定收益	◆	52	32	14	固定收益	65
股票	▲	39	59	78		
黃金	◆	5	5	5		
<b>資產類別</b>					<b>資產類別</b>	
美元現金	▼	4	4	3	美元現金	35
發達市場政府債*	◆	22	11	4	發達市場投資級政府債（短期）	10
發達市場投資級公司債*	◆	16	11	4	發達市場投資級公司債（短期）	13
發達市場高收益公司債	◆	3	3	2	發達市場高收益債（短期）	14
新興市場美元政府債	▲	4	4	2	新興市場美元政府債（短期）	9
新興市場本幣政府債	▼	1	1	0	新興市場本幣政府債	9
亞洲美元債	◆	6	4	1	亞洲美元債	11
北美股票	▲	25	39	50		<b>100</b>
歐洲（除英國）股票	▼	4	6	8		
英國股票	◆	1	2	3		
日本股票	▲	3	5	6		
亞洲（除日本）股票	◆	5	8	11		
黃金	◆	5	5	5		
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>		

資料來源：渣打

所有數據均為百分比。

1. 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%。\*外匯對沖

2. 保守 TAA 是以 SAA 為基礎的，不包含任何戰略性觀點

圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 核心持倉

# 基礎+：資產配置概要

概述	觀點	基礎+		
		適度	均衡	進取
現金	▼	3	3	3
固定收益	◆	42	24	10
股票	▲	31	44	58
黃金	◆	4	4	4
另類投資	◆	20	25	25
<b>資產類別</b>				
美元現金	▼	3	3	3
發達市場政府債*	◆	18	8	3
發達市場投資級公司債*	◆	13	8	3
發達市場高收益公司債	◆	2	2	1
新興市場美元政府債	▲	3	3	2
新興市場本幣政府債	▼	1	1	0
亞洲美元債	◆	5	3	1
北美股票	▲	20	29	37
歐洲（除英國）股票	▼	3	4	6
英國股票	◆	1	1	2
日本股票	▲	3	4	4
亞洲（除日本）股票	◆	4	6	8
黃金	◆	4	4	4
另類投資	◆	4	5	5
私募股權		3	6	10
私人不動產		6	5	5
私人債務		7	9	5
		<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

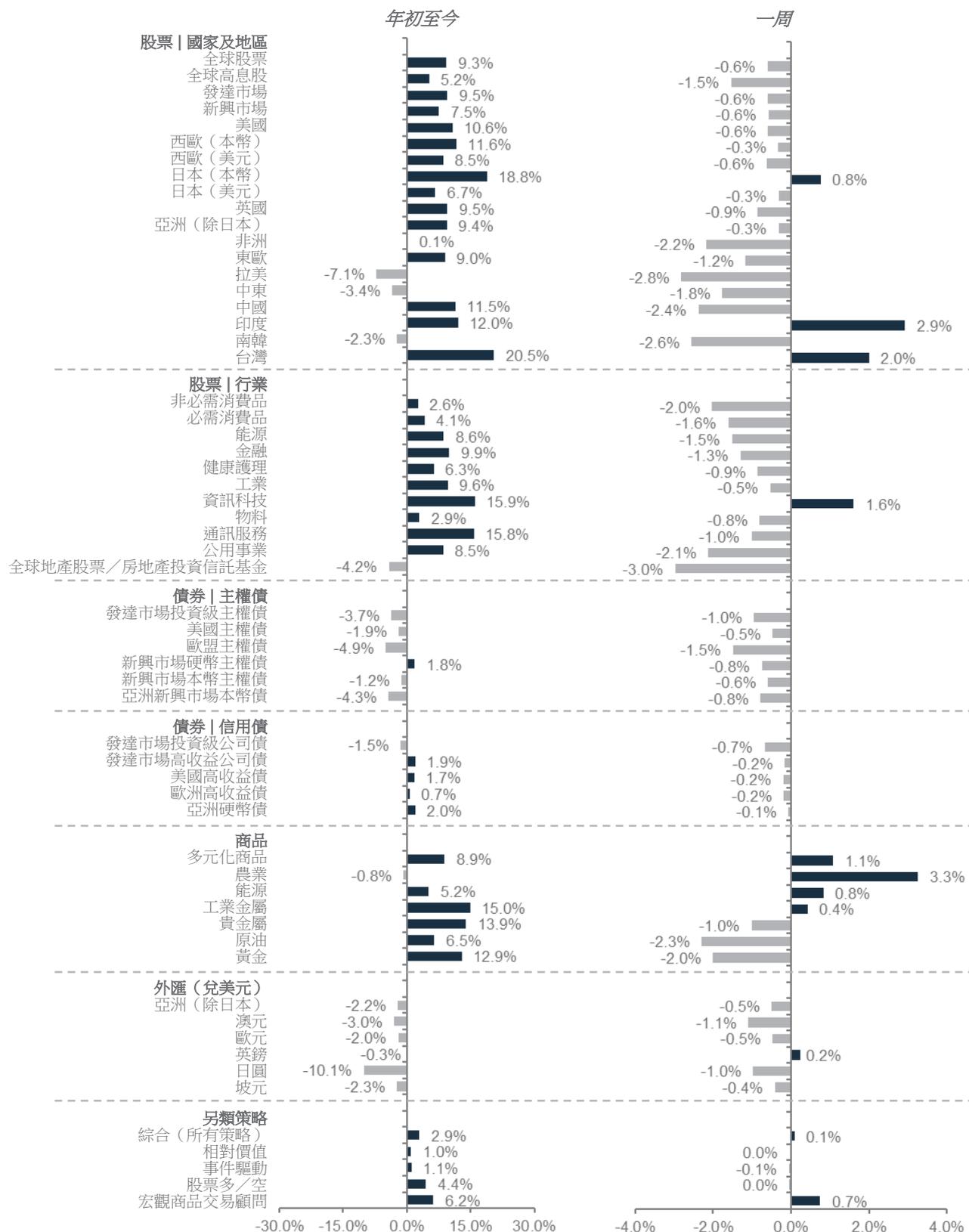
資料來源：渣打

所有數據均為百分比。

1.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%。\*外匯對沖

圖例： ▲ 最為看好 | ▼ 最為看淡 | ◆ 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 2023 年 12 月 31 日至 2024 年 5 月 23 日的表現，一周表現是指 2024 年 5 月 16 日至 2024 年 5 月 23 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 (兌美 元)	英鎊 (兌美 元)	美元 (兌日 圓)	澳元 (兌美 元)	紐元 (兌美 元)	美元 (兌加 元)	美元 兌離 岸人 民幣	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
<b>3個月 預測</b>	107	1.05	1.21	152	0.65	0.61	1.35	7.28	0.92	83	2350	5.50% (24年 6月)	4.25- 4.50%	3.75% (24年6 月)
<b>12個月 預測</b>	105	1.05	1.22	150	0.67	0.61	1.38	7.28	0.90	82	2325	4.50% (25年 6月)	4.00%	2.75% (25年6 月)

資料來源：渣打



圖例： ■ 央行政策 | ■ 地緣政治

X - 日期待定

# 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 >



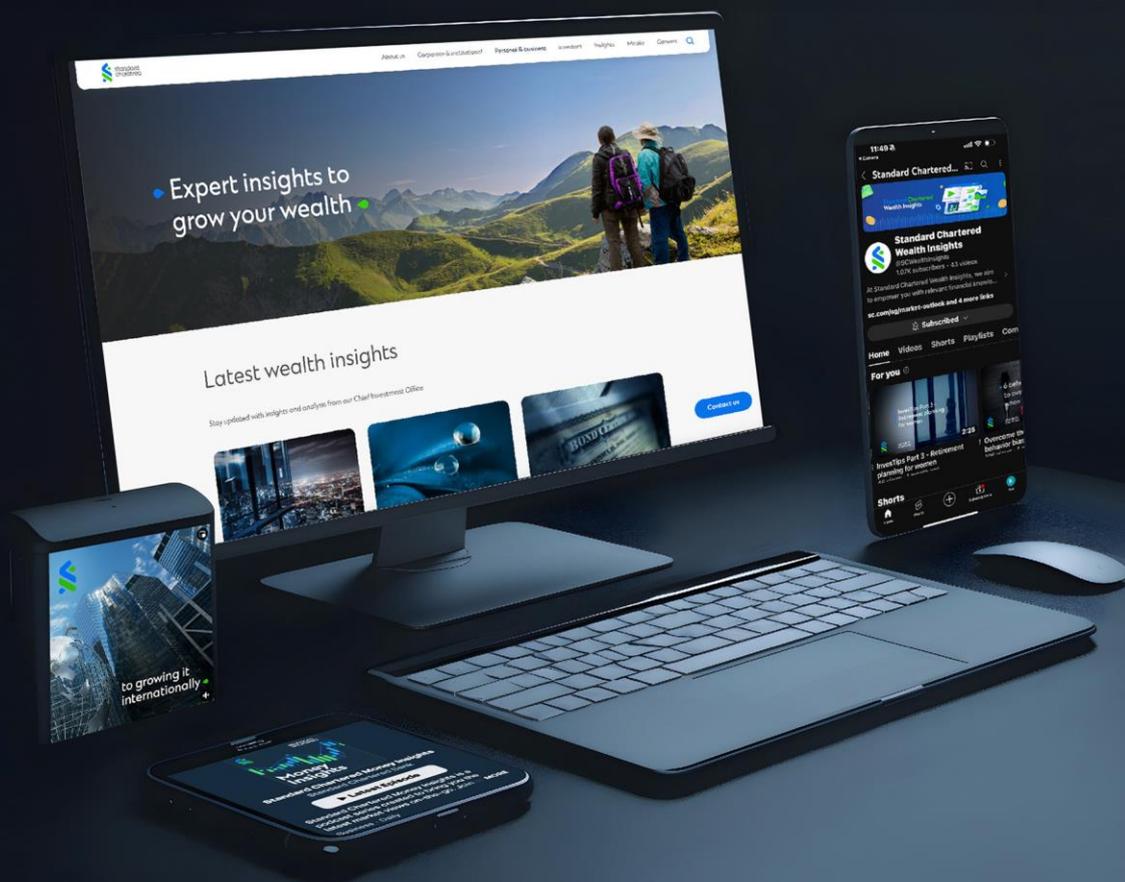
YouTube >



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 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 頁僅作為示範與參考之用，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發表本文件時的意見、預測和估計，渣打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。投資價值及其收益可升可跌，閣下可能無法收回原始投資的金額。閣下不一定能賺取利潤，可能會蒙受損失。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。

版權所有©2024，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。

## 可持續投資

任何使用或提及的 ESG 數據均由晨星、Sustainalytics、明晟或彭博提供。詳情請參閱：1) 晨星網站的可持續投資部分；2) Sustainalytics 網站的 ESG 風險評級部分；3) 晨星網站的 ESG 業務參與篩選研究 (ESG Business Involvement Screening Research) 部分。ESG 數據以發表當日所提供的數據為基礎，僅供參考，並不保證其完整、及時、準確或適合特定目的，並且可能會有更改。可持續投資：這是指晨星歸類為「可持續投資」的基金。可持續投資基金在其發售章程和監管存檔中已明確表示，它們或將 ESG 因素納入投資流程，或以環境、性別多元化、低碳、可再生能源、水務或社區發展為主題重點。就股票而言，它是指由 Sustainalytics ESG 風險評級為低/可忽略的公司所發行的股份/股額。就債券而言，它是指由 Sustainalytics ESG 風險評級為低/可忽略的發行人所發行的債務工具，及/或那些經核證的綠色、社會、可持續債券。就結構性產品而言，它是指具有可持續金融框架（符合渣打綠色與可持續產品框架）的發行人所發行的產品，其相關資產屬於可持續投資領域的一部分或由渣打可持續金融管治委員會 (Sustainable Finance Governance Committee) 另行批准。

## 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。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 BDCB/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。該公司主要受國家金融監督管理總局、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香港轄下私人銀行部門，而渣打香港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](mailto: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/或重要資料電郵至渣打，渣打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，渣打概不承擔任何責任。**印度：**渣打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、登記及規管的金機機構。**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 (Standard Chartered Bank Malaysia Berhad 或簡稱 SCBMB) 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 SCBMB。本文件未經馬來西亞證券事務監察委員會 (Securities Commission Malaysia) 審核。馬來西亞證券事務監察委員會對產品的登記、註冊、提交或批准，並不構成或表示對該產品、服務或促銷活動的推薦或認可。投資產品並非存款，也不是 SCBMB 或任何聯屬公司或附屬公司、馬來西亞存款保險機構 (Perbadanan Insurans Deposit Malaysia)、任何政府或保險機構的責任，不受其擔保和保護。投資產品存在投資風險，包括可能損失投資本

金。SCBMB 明確表示，對於因市場狀況導致投資產品的財務損失而直接或間接產生的任何損失（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）不會承擔任何責任。**尼日利亞**：本文件由渣打銀行尼日利亞有限公司分發，此乃獲尼日利亞央行妥為發牌及規管的銀行。渣打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](mailto: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 02 012772514 聯絡我們的優先理財中心。對於閣下因決定將任何機密及／或重要資料電郵至渣打而蒙受的任何損失或損害，渣打概不承擔任何責任，因渣打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 100,000 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**：渣打集團實體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，或者與渣打或台灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打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）也根據南非的《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）。這些材料並未按照旨在促進投資研究獨立性的英國法律要求擬備，且在發布投資研究前不受任何禁止交易的約束。**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。