



全球市場展望

升勢 過後

聯儲局可能暫停加息，以及美國宏觀經濟數據「不太糟糕」，可能與仍然欠佳的長期基本因素相衝突。我們將把握風險資產的短期反彈機會以減低風險。

在我們基礎配置中的股票投資方面，我們上調日本至超配，保留亞洲（除日本）的超配觀點，下調美國至適度低配。在亞洲（除日本）市場，我們下調中國至中性。我們在歐美仍主要選擇防守性行業，在中國仍選擇周期性行業。

固定收益方面，我們保留超配發達市場投資級政府債和亞洲美元債。我們認為多資產收益策略的收益率仍然吸引。



優質債券是唯一能抵禦衰退的資產嗎？

收益類配置的優劣勢有哪些？

未來幾周需要注意哪些重要的宏觀因素？

目錄

01

策略

投資策略：升勢過後	03
基礎：戰略性資產配置	05
基礎：多資產收益策略	06
有關重要客戶提問的觀點	08

02

宏觀概況一瞥

概述	10
----	----

03

資產類別

債券	11
股票	12
股票行業觀點	13
外匯	14
黃金和原油	15
量化觀點	16
追蹤市場多樣性	17

04

表現回顧

基礎：資產配置概要	18
市場表現概要	19
我們的重要預測和關鍵事件	20
註釋	21

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 個月展望)

基礎投資超配

- 政府債、黃金
- 股票：日本、亞洲（除日本）
- 債券：發達市場投資級政府債、亞洲美元債

行業超配

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

外匯觀點

- 美元輕微走弱

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

*提供個別專題報告

升勢過後

- 聯儲局可能暫停加息，以及美國的宏觀經濟數據「不太糟糕」，可能與仍然疲弱的長期基本因素相衝突。我們將把握風險資產的短期反彈機會以減低風險。
- 在我們基礎配置中的股票投資方面，我們上調日本至超配，保留亞洲（除日本）的超配觀點，下調美國至適度低配。在亞洲（除日本）市場，我們下調中國至中性。我們在歐美的行業選擇仍然以防守性為主，而在中國則以周期性為主。
- 債券方面，我們維持超配發達市場投資級政府債和亞洲美元債。對於收益類投資者，我們仍然認為債券是多資產收益策略更加可以依賴的吸引工具。

暫停加息後的境況

聯儲局似乎準備暫停加息，但美國的宏觀環境仍然艱難。從積極的方面來看，美國的總體通脹指標繼續走弱，一些增長指標的惡化速度開始放緩，並且第一季度的公司盈利意外高於預期。然而，通脹仍遠高於 2% 的水平。大多數前瞻增長指標仍然疲弱，銀行收緊貸款條件是最新的數據，預示未來經濟增長將會減弱。因此，我們仍然認為可能會出現經濟衰退，同時企業盈利、股市及債券收益率會下跌。

未來幾周股市可能會繼續受到支持。歷史顯示，在聯儲局暫停加息後的六個月，股市確實在多數（雖然並非全部）情況下上漲。一些投資者持倉的指標仍然過度悲觀，作為逆向指標，這往往預示著在接下來的幾個月市場會出現反彈或至少是盤整。

聯儲局在基本因素不太樂觀的情況下暫停加息。如圖 2 所示，聯儲局在美債收益率曲線倒掛（即較長期債券的收益率低於較短期債券）時，暫停加息周期並沒有真正支持股市。這可能是因為倒掛的收益率曲線是預示經濟衰退相當可靠的指標。

圖. 1 若收益率曲線倒掛，聯儲局暫停加息未必利好股市，就像今天的情況一樣

聯儲局暫停加息後標普 500 指數的表現



資料來源：彭博、渣打

根據歷史，雖然全球股市很可能在短期內上漲，但這種反彈可能是減低風險轉向優質債券的機會，而非在牛市中追漲。

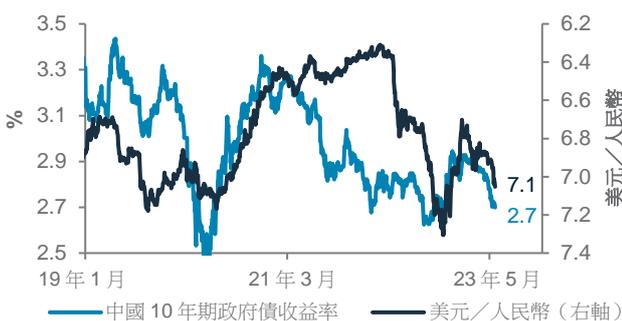
調整我們的區域偏好

股票低配方面，我們仍然認為精選區域及行業策略是改善投資回報的關鍵（參見第 5 頁的建議配置）。

我們上調日本股票至超配。容易得出結論的是，我們認為未來 12 個月日圓會走強，應會使日本股票較全球股票表現遜色。然而，現在我們認為有三個利好因素勝過利淡因素。首先，相對較高的通脹水平，即使只有部分持續，也會增加名義經濟增長的機會。這應會促進企業的盈利增長。第二，股票回購飆升，應會成為主要的支持因素。第三，這些變化發生在企業管治改善、估值仍然低廉的背景之下。

圖. 3 由於最近的數據令人失望，中國債券收益率、匯率走低

中國 10 年期政府債收益率、美元／人民幣



資料來源：彭博、渣打

我們維持超配亞洲（除日本）股票，但結束看好中國市場的觀點。中國經濟可能已經過了其高位，即經濟與盈利意外的顛峰時期。這意味著此後的進一步增長可能越來越依賴於政策行動來維持增長。這就是為甚麼我們要保持超配亞洲（除日本）股票（其中中國股票的權重約為 35%），但將亞洲（除日本）市場中的中國股票下調至中性以減低風險。

我們將美國股票下調至適度低配。下調後，美國股票在多元化投資組合中仍佔相當大的比例（見第 5 頁）。然而，我們認為未來 6-12 個月美元會持續疲弱，意味著長期來看，非美國股

全球市場展望

圖. 2 美國貸款標準收緊通常預示著高收益債的收益率將躍升

聯儲局高級貸款人員調查收緊標準%



資料來源：彭博、渣打

票越來越可能跑贏美國股票。就美國股市行業而言，我們保持超配健康護理和必需品，因為這兩個行業具有防守傾向，但將通訊服務上調至超配，因為其盈利動力強勁。

對債券收益率保持敏感

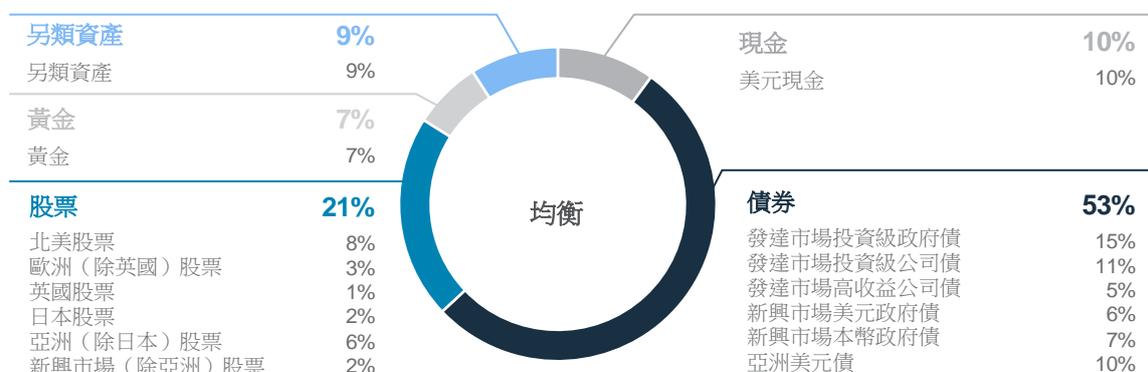
債券方面，我們繼續看好受惠於政府債收益率下跌的優質債券，不過確信觀點略有減弱，整體債券觀點小幅下調至中性。我們保持超配發達市場投資級政府債，因為預計美國 10 年期收益率在 12 個月內將會跌破 3%。此外，在經濟衰退時期，這類債券也不會直接面臨企業破產上升的風險。我們也保持超配亞洲美元債，同時強調我們相對偏好亞洲投資級債券。亞洲高收益債仍面臨信用質素惡化的風險，特別是考慮到中國房地產行業在這一子資產類別中的權重。

延長債券到期日、科技股和黃金將受惠於債券收益率下跌。正如我們在《有關重要客戶提問的觀點》中詳述的那樣，美國科技股（我們持中性觀點）和黃金（我們持超配觀點）等一些非債券資產類別也可以成為衰退前後的配置選擇，特別是考慮到很難準確把握衰退開始和結束的時機。

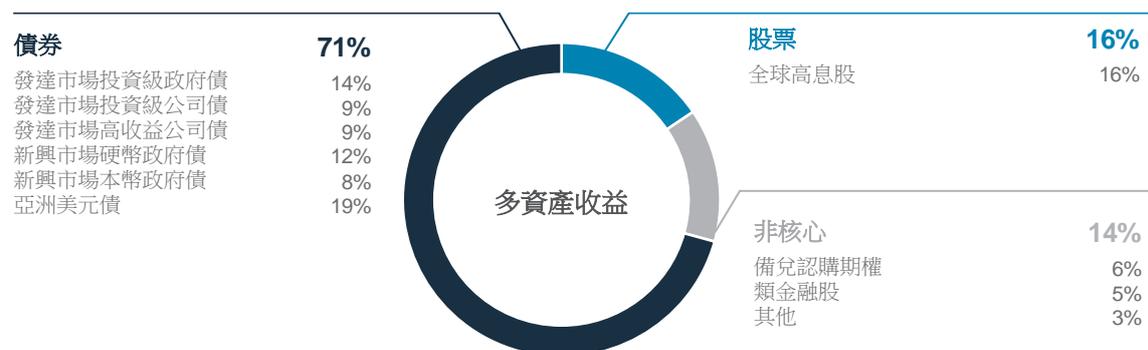
對於收益類投資者，我們繼續超配債券勝過股票。在多資產收益策略中，我們現在看好發達市場高收益債勝過槓桿貸款，同時繼續在發達市場高收益債和次級金融債之間保持中性。

基礎：戰略性資產配置

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、實際收益率為正數 - 再投資風險、長期表現落後風險
債券	◆
發達市場政府債	▲ + 信用質素高、經濟衰退時期表現出色 - 通脹高企
發達市場投資級公司債	◆ + 信用質素高、收益率適中 - 估值合理
發達市場高收益公司債	▼ + 收益率吸引、利率敏感性低 - 信用質素惡化、利差放寬
新興市場美元政府債	◆ + 收益率與價值吸引 - 新興市場信用質素減弱
新興市場本幣政府債	◆ + 收益率適中、外匯有升值潛力 - 波幅升高
亞洲美元債	▲ + 主要為投資級信用質素、違約率下降 - 估值合理
股票	▼
北美	▼ + 聯儲局可能轉向 - 美國經濟衰退風險、銀行業困境
歐洲（除英國）	◆ + 利潤率穩健 - 通脹高企、歐央行立場強硬
英國	▼ + 估值、股息收益率吸引 - 英倫銀行的緊縮政策延長
日本	▲ + 中國復甦、國內需求穩健 - 日本央行可能收緊政策
亞洲（除日本）	▲ + 中國的重新開放及政策支持 - 中美緊張局勢升級
黃金	▲ + 收益率下跌、投資組合對沖 - 美元反彈的風險
另類策略	◆ + 多元化工具特徵 - 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；*參見第 15 頁的聚焦亞洲配置

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

基礎：多資產收益策略

吳詩潔, CFA
資產配置和主題策略主管

Hannah Chew
投資組合策略師



關鍵主題

截至目前為止，我們的多資產收益配置錄得正回報達 **0.5%**。4 月份的銀行業危機對次級金融債及金融股板塊造成不利影響，這兩類資產是混合收益及全球派息股的核心組成部分。

我們仍然認為收益配置吸引。鑑於聯儲局可能暫停加息，我們收益配置約 6% 的收益率仍然吸引。不過風險是如果未來 12 個月歐美陷入衰退，對價值型股票（特別是金融與能源股）有較高配置可能拖累總回報。

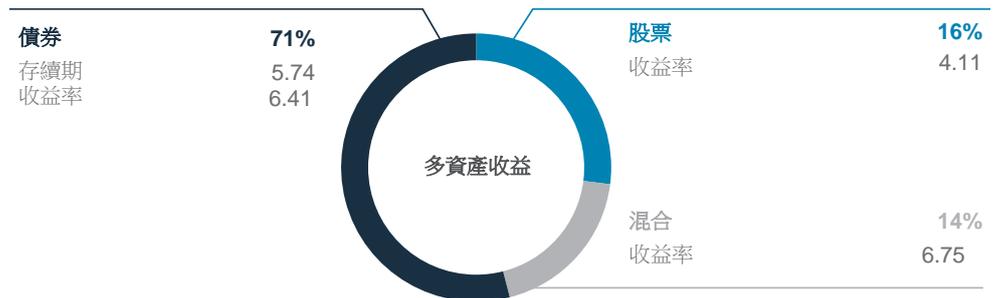
我們仍然傾向大量配置固定收益多於股票。相比高息股，固定收益類資產的高絕對收益率似乎仍然吸引。隨著信貸進一步收緊，企業盈利下行的風險依然存在。我們的投資委員會認為，未來 6-12 個月美國出現衰退的機會率超過 70%。經濟增長放緩或經濟衰退通常惠及債券資產多於股票。債券方面，我們目前看好發達市場高收益債勝過槓桿貸款，同時繼續在發達市場高收益債與次級金融債之間保持中性。

關鍵圖表

雖然固定收益資產佔我們配置的絕大部分，但多元化配置始終是關鍵

圖. 4 多資產收益投資組合的收益率仍主要受到固定收益資產的支持

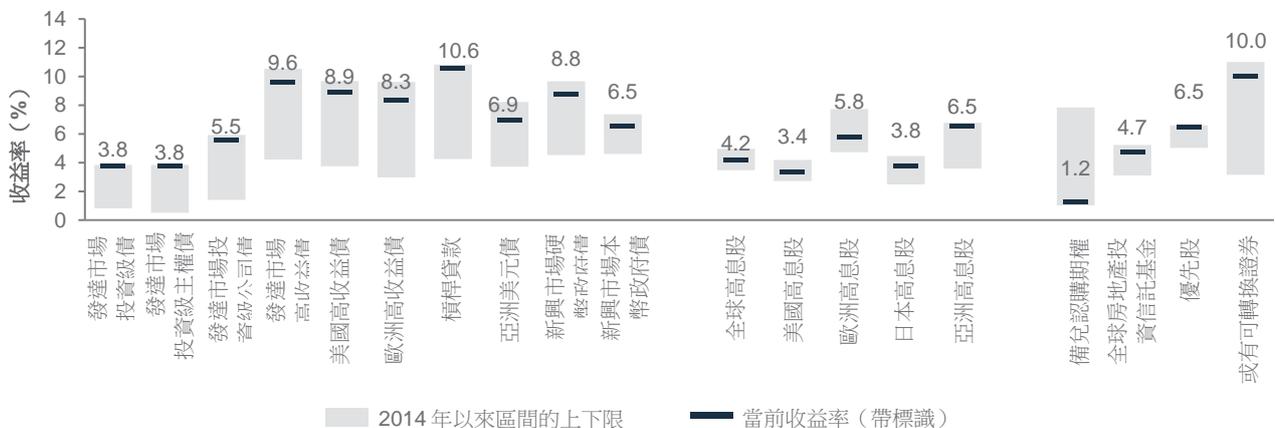
多資產投資組合中債券、股票和混合資產的收益率、存續期及配置



資料來源：渣打

圖. 5 收益資產的收益率仍然接近多年來的高位，不過一些資產已跌至區間下限

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。(詳情還請參閱第 21 頁的重要資料)

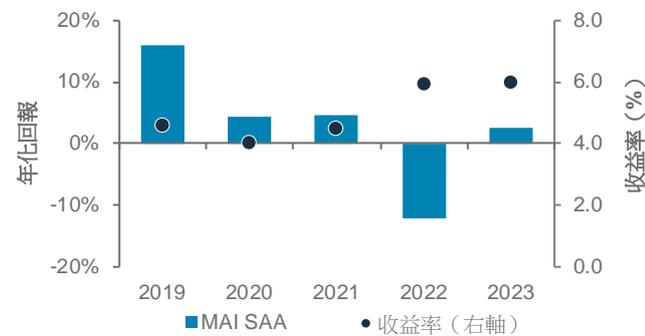
收益配置仍然吸引

截至目前為止，我們的收益配置錄得 1.3% 的正回報。我們側重對固定收益資產的大量配置是年初至今回報的主要貢獻因素。然而，此回報被非核心收益及全球派息股的遜色表現所抵消，因為這類資產受到一連串區域銀行倒閉事件的不利影響，損害了金融股及次級金融債的表現。

我們仍然認為收益配置具備價值。鑑於聯儲局可能暫停加息，我們收益配置約 6% 的收益率似乎仍然吸引。然而，這一好處部分被價值型股票較高的配置所抵消，特別是金融與能源股，它們往往在衰退開始時表現遜色。此外，多元化收益策略通常對公司債的配置高於發達市場政府債。因此，在衰退時期，此類策略的這部分配置會拖累總回報。

圖. 6 我們多資產收益的策略性資產配置 (MAI SAA) 整體的回報為正數，同時收益率吸引

MAI SAA 的年化表現及收益率



資料來源：彭博、渣打

優質票息和增加保障

宏觀經濟數據繼續證實我們的觀點，即美國經濟放緩及衰退的風險加劇。我們衰退一覽表中所追蹤的全球領先指標已經連續 13 個月下跌。聯儲局銀行貸款意見的最新調查也顯示，貸款標準不斷收緊，下半年的經濟增長和盈利可能面臨下行風險。如果我們對美國經濟衰退的觀點被證實，也就意味著信貸利差會擴闊，債券收益率可能下跌，因為隨著增長前景惡化，市場將越來越多地反映減息預期。

因此，我們繼續增持優質債券，特別是發達市場政府債及投資級公司債，並且在上個月減持高收益債和槓桿貸款。信貸利差可能會擴闊，對高收益債的影響大於投資級債。一旦聯儲局在經濟衰退時放寬政策，都會進一步壓低債券收益率。我們認為這會利好發達市場政府債及投資級債，而非高收益債和槓桿貸款。

我們也增持亞洲美元債，以提高對投資級債的整體配置。我們認為這一資產類別將繼續受惠於中國經濟復甦和促進增長的政策。雖然復甦速度一直比預期要慢，但收益率吸引，約為 6.9%，亞洲美元債指數中超過 80% 的債券由投資級債構成。與發達市場收緊政策相比，中國當局可能會維持寬鬆政策。

發達市場債券方面，我們對發達市場高收益債的配置高於槓桿貸款。一直以來，債券收益率在上一次聯儲局加息前後見頂。我們預計發達市場高收益債將跑贏槓桿貸款，因為預計在經濟衰退時聯儲局會轉向寬鬆周期。當聯邦利率處於或接近高位，浮息貸款受惠的可能大大減低。我們認為，在本輪信貸周期中，

發達市場高收益債的信貸質素要好於槓桿貸款，這使前者可更好抵禦經濟衰退。

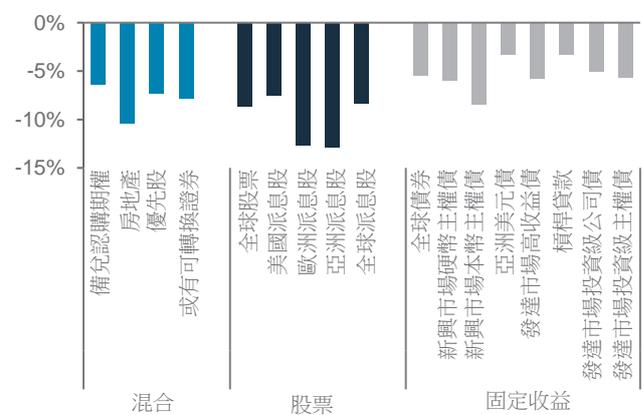
派息股和混合收益退居次要位置

我們繼續樂於低配派息股。全球派息股的收益率略低於發達市場投資級公司債。全球派息股最近的表現也一直受到能源業及金融業表現的不利影響。

我們增加備兌認購期權的配置，並減少高息股。備兌認購期權的表現一直穩健，鑑於其投資於全球股票，且較多配置於科技股，年初至今該板塊份額已增至約 27%。短期內波幅上升也可能有助於提振備兌認購期權的表現，因為為彌補市場不穩定而獲得的溢價上升。

圖. 7 管理下行風險的同時尋找收益變得愈加艱難

自 2014 年以來的年均跌幅



資料來源：彭博、渣打

我們在次級金融債與發達市場高收益債之間維持中性立場。雖然或有可轉換債券和優先股等資產主要由具利息覆蓋率高的金融機構支持，並且收益率處於區間高位，但投資者可能會重新評估這些混合金融資產。我們將等待更佳的時機增加配置。

有關重要客戶提問的觀點

吳詩潔，CFA
資產配置和主題策略主管

Tay Qi Xiu
投資策略師

Q 優質債券是唯一能夠抵禦衰退的資產嗎？

根據彭博的數據，今年發行的投資級公司債約 26% 為 30 年或 30 年以上到期的證券。長期債銷售額飆升的同時，全球科技與增長股表現強勁，儘管市場對衰退的預期不斷上升。此外，機構投資者投入黃金的資金也大幅增加，以對沖收益率下跌及股市下行的風險。

資金大量湧入這些資產有一個共同的推動因素。它們反映了市場開始對「存續期」或是對利率變化的敏感度較高的資產感興趣。市場預計聯儲局將在今年較後時候減息，債市預計會成為經濟放緩及聯儲局採取寬鬆政策的受惠者。

為何如今對利率敏感的資產吸引？

債券是獲得利率變動風險敞口的吸引方式，特別是擔憂經濟嚴重衰退的情況下。債券收益率上行（即價格下跌）的風險可能有限，而收益率下跌（價格上漲）的幅度通常與衰退的嚴重程度掛鉤。我們認為，這種特徵在周期的這個時點提供了吸引的不對等回報狀況。鑑於我們認為未來 12 個月可能出現衰退，故現在超配發達市場政府債，並看好長期債券（即長存續期）。

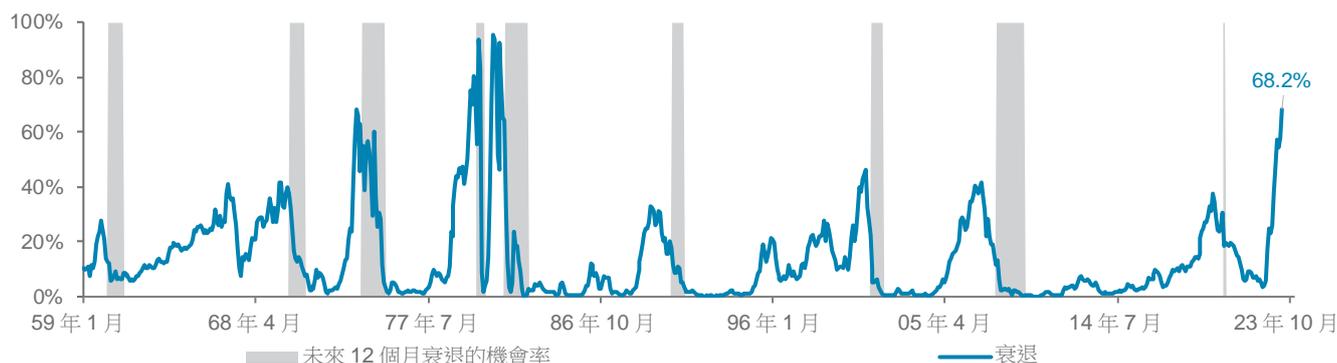
不過，要準確預測衰退的時機仍然很難。此時考慮涵蓋更廣的一籃子資產會有所幫助，它們可以平衡對利率的敏感度，長遠可提供回報。因此，除了看好長期債券外，我們認為對投資者來說，重要的是考慮那些可以「穿越周期」受惠的資產，即在衰退可能性不斷上升、衰退中及衰退後的時期累積表現均為正數。

我們在本文中對比了經濟衰退之前、期間及之後不同資產的表現，以找出那些能夠在衰退下可從較低利率中獲得最佳累積回報的資產。我們發現，雖然一些對利率敏感的資產可能在衰退期間貶值，但其在衰退前後的表現可以充分彌補虧損，這使該資產成為值得考慮的潛在選項，除此之外則是在衰退前選擇更加傳統的利率敏感工具優質債券。



圖. 8 未來 12 個月美國經濟衰退的機會率達到 1970 年代末以來的最高水平

未來 12 個月美國經濟衰退的機會率



資料來源：紐約聯邦儲備銀行、渣打

政府債券是吸引的對沖工具

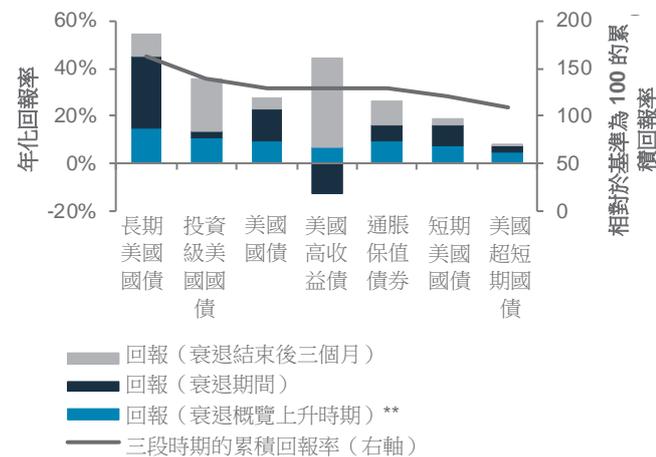
持有長期政府債券是獲得利率敏感度的常見方式。長期美國政府債券在衰退期間的表現優於其他資產類別，但在衰退前後的回報並不顯著。這使政府債券成為一種吸引的資產，尤其當市場預計經濟衰退即將到來時。

另一個選擇是投資級公司債券。主要投資級公司債的存續期大約是高收益公司債的兩倍。儘管在經濟衰退期間，投資級公司債的回報率低於政府債券，但根據過去的經驗，在經濟衰退結束三個月後，公司債券的表現優於政府債券，足以彌補這一差距。

目前短期政府債券的較高收益率似乎吸引，但在經濟衰退期間，隨著收益率下降，它們通常伴隨著較高的機會成本，即錯失回報。同時，高收益債券在經濟復甦期間可能會帶來巨大的潛在收益，但在經濟衰退期間往往會面臨巨大的波動。這解釋了我們目前低配發達市場高收益債的部分原因。

圖. 9 投資級公司債提供了更好的「全周期」累積回報

美國固定收益資產在衰退之前、期間和之後的累積回報率*



*2001 年以來前三次衰退的平均數

**經濟衰退機會率上升時期是指經濟衰退機會率上升到過往平均水平 15% 以上到經濟開始衰退之間的一段時間

資料來源：彭博、渣打

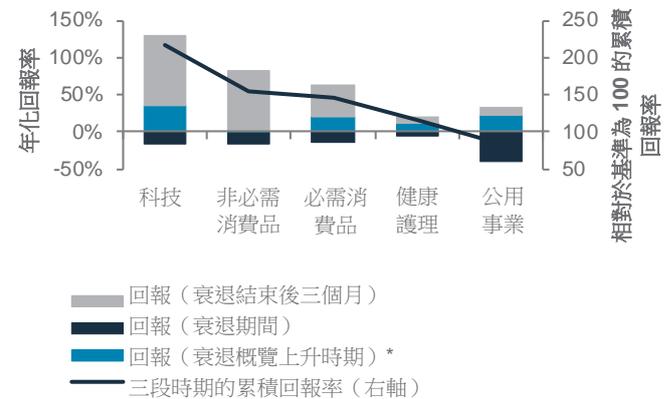
科技股在「整個周期內」吸引

除了債券之外，投資者還可以通過其他資產參與和衰退相關的投資。例如，利率的變化會影響股票估值。根據金融教科書，公司的估值基於其未來盈利，再按照利率水平進行折讓。當利率上升（或下降）時，用於評估盈利的「折讓率」會增加（或減少）。這將導致這些收益的現值下降（或上升），從而影響股票的價值。

考慮到經濟衰退前後的回報，科技股的回報吸引。儘管該板塊在經濟衰退期間出現下滑並不意外，但過往的經驗告訴我們，經濟衰退前後的累積回報可以彌補這些下降（參見圖 10）。這表明，在考慮到經濟衰退開始和結束的不確定性時，科技股可能是一個吸引的投資選擇。鑑於其長期回報和衰退期間下跌之間的權衡更為吸引，我們的投資委員會對該板塊持中性觀點。

圖. 10 在經濟衰退期間，儘管出現了虧損，但美國科技股的累積回報率最高

美國股市在衰退之前、期間和之後的累積回報率*



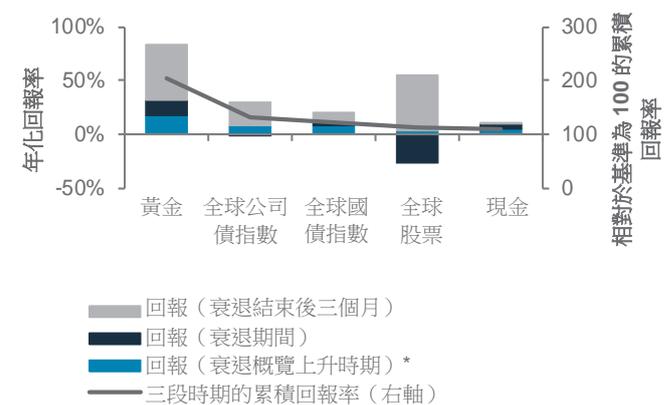
資料來源：彭博、渣打

黃金是全方位表現者

黃金受惠於較低的實際利率，並且與其他資產類別的相關性較低，使其成為一種吸引的分散投資工具。在過去的經濟衰退期間，黃金的累積回報率在衰退之前、期間和之後都高於其他主要資產類別。然而，作為一種利率敏感度的交易品，黃金更受實際收益率而非名義收益率的影響。這意味著，如果通脹預期下降的速度快於名義收益率，實際收益率將上升，而金價可能下跌。因此，希望通過黃金進行利率敏感度交易的投資者需要注意其他推動金價上漲的因素。

圖. 11 黃金是對抗經濟衰退的良好對沖工具，但不是從利率變動中受惠的完美資產

全球主要資產在衰退之前、期間和之後的累積回報



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

亞洲的消費支持全球經濟增長；我們預計，隨著美國可能在第四季度進入溫和衰退，歐洲經濟因收緊貨幣政策而大幅放緩，中國和更廣泛的亞洲（除日本）將成為推動今年全球增長的主要力量。然而，疫情後中國的經濟復甦似乎步履蹣跚，工業和出口受到全球商品需求放緩的影響。我們預計中國的決策者將提供有針對性的刺激措施，以維持國內消費的復甦，重振私人投資，創造就業機會，並為首次購房者提供住房市場的支持。

歐美的通脹預計將保持在目標水平以上；中國則出現通縮；我們預計，隨著供應瓶頸問題的緩解，全球通脹將進一步放緩。然而，由於就業市場強勁，服務業的通脹壓力仍然存在，因此美歐的通脹很可能在今年年底遠高於央行 2% 的目標水平。中國的通脹則可能維持在相對較低的水平。

聯儲局、歐央行和中國人民銀行的政策分化；隨著通脹上升，我們預計聯儲局將在 2023 年第三季度之前將利率維持在 5.25% 的周期高位，然後在 2024 年第二季度下調 100 個基點，以應對經濟的溫和衰退。同時，歐央行可能會在 2023 年第三季度加息 50 個基點至 3.75%，並在 2024 年第一季度之前保持這一水平。中國央行可能會在 2023 年下半年進一步放寬政策，以支持經濟復甦。

關鍵圖表



中國的經濟數據在經歷了一段時間的顯著驚喜之後，最近卻沒有給人留下深刻印象。然而，中國的消費繼續強勁復甦，房地產市場也出現了復甦的初步跡象

圖. 12 中國數據驚喜已經結束，但消費正在反彈

花旗經濟意外指數；中國的零售額和新房價格



資料來源：彭博、渣打

值得關注的宏觀因素

- 美國債務上限的風險：**最直接的宏觀經濟風險之一是美國政府在 6 月或 7 月前耗盡現金。鑑於兩黨都不希望被視為美國首次債務違約的原因，我們仍將民主黨和共和黨在最後一刻達成提高債務上限的協議視為基本情景。我們預計，拜登總統和眾議院議長麥卡錫之間正在進行的談判將提高債務上限，剛好讓政府維持開支到年底。更具挑戰性的任務是在為 10 月份開始的新財政年度編制預算時，就共和黨提出的大幅削減開支的要求達成共識。此外，隨著財政部補充其儲備，任何短期內提高債務上限都可能導致政府借款激增。聯儲局可能需要結束量化緊縮以抵消流動性緊縮。
- 美國和歐洲的經濟衰退風險：**我們認為，美國經濟衰退的可能性超過 70%，最有可能在今年年底前後出現。除了就業市場和消費之外，所有領先指標都指向未來 12 個月的衰退。我們預計，聯儲局過去一年加息 500 個基點對經濟增長的影響將在年底前滯後出現，導致就業市場走弱。一旦失業率可能超過 4%，聯儲局可能會在第四季度開始

減息，但考慮到通脹仍高於目標水平，任何減息都可能是溫和的。與此同時，歐央行可能會受到居高不下的通脹和強勁增長的制約，迫使其在 2024 年第一季度之前將存款利率維持在 3.75% 的周期高位。

- 中國推出更多刺激措施：**制約中國製造業和出口的外部阻力意味著，中國政府將提供更多支持以維持國內消費。五一黃金周假期的數據顯示，休閒旅遊和支出已超過疫情前的水平，儘管人均支出相對較低。我們預計當局將提供有針對性的激勵措施，以刺激消費需求，吸引首次購房者，重振策略性行業的私人投資，並促進創造就業機會。中國央行也可能放寬信貸來支持經濟增長。

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

鑑於我們預計未來 12 個月美國經濟增長將放緩，故我們仍然超配政府債券。除了疲弱的美國經濟活動數據、地區銀行業危機和金融環境收緊之外，曠日持久的美國債務上限談判可能會加強投資者對無風險政府債券的避險持倉。即使達成解決方案，也可能涉及在經濟放緩之際削減預算支出。這增加了政府債券收益率進一步下降的可能性。

我們繼續超配發達市場投資級政府債。我們對 2024 年 3 月底前美國 10 年期國債收益率的預期區間為 2.75-3.00%。對（1）美國債務上限和（2）美國銀行業動蕩對流動性的影響的憂慮可能會使債券市場波動加劇，但我們將利用收益率反彈來增加持倉。

我們仍然超配亞洲美元債，相對看好投資級債券。儘管亞洲地區增長應會繼續受到中國促增長政策的支持，但近期經濟增長數據走弱以及對全球增長放緩的憂慮，強化了我們對優質債券的偏好。中國高收益債券市場的前景仍然好壞參半；中國房地產債券佔全球債券市場的三分之一，但仍面臨行業復甦乏力和特殊風險的壓力。

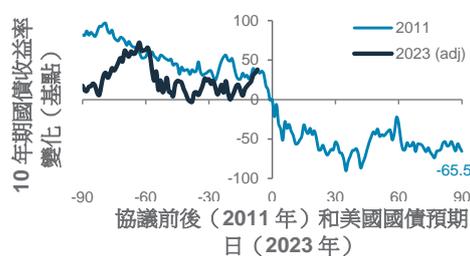
我們對發達市場投資級公司債持中性立場，並低配發達市場高收益債。我們認為，目前其（特別是高收益債券）相對於美國國債的收益率溢價，仍不足以彌補美國可能出現的衰退。我們對新興市場本幣債和新興市場美元政府債持中性觀點。儘管新興市場美元債受惠於美國債券收益率下降，但外債水平上升以及美國經濟衰退的潛在負面影響可能導致信貸質素進一步下降。

關鍵圖表

我們預計，一旦債務上限被取消，美國 10 年期國債收益率將會下降，因為可能出現的財政政策收緊將拖累經濟增長；亞洲投資級債券仍優於亞洲高收益債

圖. 13 如果歷史重演，在債務上限問題得到解決後，美國 10 年期國債收益率可能會下降；亞洲信貸基本因素依然疲弱

美國 10 年期國債收益率在債務上限決議前後 90 天內的變化；亞洲投資級和高收益債券發行人淨上調/下調評級



資料來源：彭博、渣打。



你對美國債券收益率曲線及其對利率變化的敏感度有何看法？

美國政府債券收益率曲線倒掛的情況仍然存在，即 6-12 個月期收益率低於 10 年期收益率。在聯儲局更為強硬的指引和對美國可能出現暫時債務違約的憂慮的支持下，短期債券收益率突破了 5%。

儘管較長期債券的收益率（10 年期收益率約為 3.37%，30 年期收益率約為 3.39%）低於較短期債券的收益率，但我們仍然認為較長期債券更為吸引，這是因為如果美國進入衰退，較長期債券的價格可能有更大漲幅的上漲。較長期債券具有較高的利率敏感度，這意味著在債券收益率變動相同的情況下，較長期債券的價格波動幅度將大於短期債券。因此，我們認為超配期限較長的債券（7 年或更長）具有價值。

然而，我們預計一旦美國債務上限問題得到解決，短期收益率將比長期收益率下降更多（以基點計）。在接下來的 3-12 個月內，市場對聯儲局減息的預期可能會給短期收益率帶來進一

步的下行壓力，從而使收益率曲線更加陡峭（短期收益率可能下降得更多）。然而，一旦美國債務上限問題獲得解決並取消後，美國國債發行量可能大幅增加。我們將繼續關注美國兩黨之間的討論，並根據任何債務上限協議的性質評估其長期影響。

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

未來 12 個月，我們仍然**低配全球股票**，因為我們預計美國經濟衰退和歐洲經濟增長放緩將拖累公司盈利和股市回報。

我們將**日本上調為超配**。除了估值低廉之外，日本的國內生產總值增長和私人消費等經濟數據一直好於預期。企業管治一直在改善——公司一直在增加與投資者的對話，而在截至 2023 年 3 月的財政年度，股票回購達到創紀錄的 710 億美元。

我們仍然**超配亞洲（除日本）市場**，我們認為中國政府可能會推出針對性的刺激措施來支持經濟增長。與其他地區相比，中國企業預計將錄得更強勁的盈利。然而，在疫情結束、重新開放後，中國經濟的意外驚喜已經過了高位，因此我們將亞洲（除日本）中的**中國下調至中性**。在亞洲（除日本）市場，我們對**印度持中性觀點**，其相對估值繼續向下調整至接近長期平均水平。

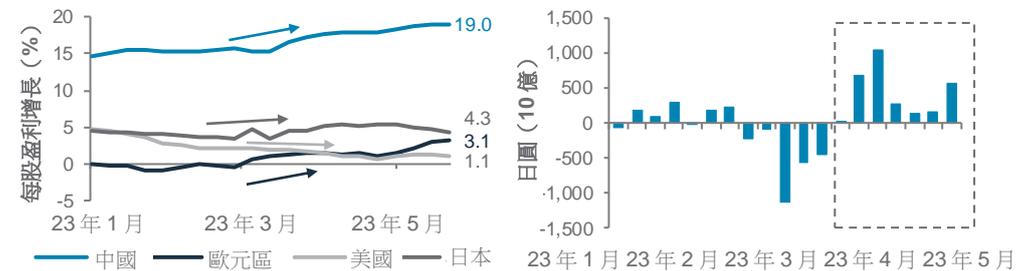
我們對**歐元區股票持中性觀點**，我們認為，大幅的估值折讓正確地反映了經濟增長的脆弱性。我們**低配英國股票**，我們認為英國股票今年的盈利增長最為疲弱，抵消了其較低的估值。最後，我們將**美國股票下調至略微低配**。估值仍處於高位，我們認為，一旦美國進入衰退，盈利可能會受到影響。我們的觀點面臨以下風險：（1）美國經濟強於預期；（2）美國和全球的盈利增長強於預期；（3）中國和日本的增長和盈利低於預期。

關鍵圖表

自今年年初以來，中國的盈利增長被上調，而美國的盈利增長則被下調；日本股市持續出現資金流入，提振了投資者情緒

圖 14 在疫情後復甦的支持下，中國的每股盈利增長可能會保持在高位。日本市場已連續 6 周錄得外資淨流入

明晟主要指數每股盈利增長的綜合預期。年初至今，外國投資者湧入日本股市。



資料來源：FactSet、彭博、日本交易所集團、渣打

對經濟衰退的憂慮將焦點轉向亞洲市場

美歐對經濟衰退的憂慮日益加劇，對盈利增長預期造成了壓力。考慮到風險資產可能面臨下行風險，我們在未來 12 個月內低配全球股票。由於預期美元走弱，對非美國股票更為有利，我們將美國股票調降至略微低配。

相比之下，我們建議轉向前景相對更為吸引的亞洲市場。我們將日本股票評級上調至「超配」，這是因為日本股票的估值吸引（明晟日本指數相對於明晟所有國家世界指數的折讓為 9.2%）、外資回流和企業管治改善提振了投資者情緒。與亞洲其他國家相比，日本面臨的地緣政治風險較低，這也應有助於日本股市在未來 12 個月內跑贏全球股市。

我們仍然超配亞洲（除日本）的股票，因為中國重新開放帶來的持續復甦令其 2023 年第一季度收益好於預期。估值仍然吸引，投資者倉位較少。我們認為，對美國經濟衰退的憂慮，也應推動資金流入新興市場。然而，由於地緣政治風險的存在抵消了不斷增長的盈利預期，我們對中國股票相對於亞洲（除日本）的亞洲股票保持中性觀點，對中國離岸股票相對於在岸股

票也持中性觀點。考慮到印度股市的估值仍然過高，我們對其持中性觀點。

我們低配英國股票，因為儘管英鎊走強，國內資金流入仍然相對較弱。我們維持對歐元區股市的中性觀點——隨著貨幣政策收緊，股票風險溢價下降可能逆轉，抵消長期投資者倉位疲弱帶來的潛在機會。

股市行業觀點

Fook Hien Yap
高級投資策略師

在發達市場保持防守型配置

中國消費復甦的買入機遇

- 我們繼續在美國和歐洲板塊進行防守型配置，這與我們對全球股票的謹慎觀點一致。
- 與此同時，我們將繼續通過通訊服務和非必需消費品板塊買入中國消費復甦主題的股票。

美國

我們認為有三個行業的表現可能會超過美國整體市場。**健康護理**提供了估值合理的防守性持倉。新的腫瘤和肥胖產品有望支持增長，而人工智能可以加速藥物開發並降低成本。從過往的經驗來看，即使在經濟衰退時期，**必需消費品**也錄得了每股盈利正增長，而且由於定價能力強勁，在經濟低迷時期也被視為表現可靠的優勝股。鑑於**通訊服務**的盈利動力強勁，將其上調至超配。自今年年初以來，通訊行業是唯一實現 2023 年盈利上調的行業，其估值仍低於過往平均水平。

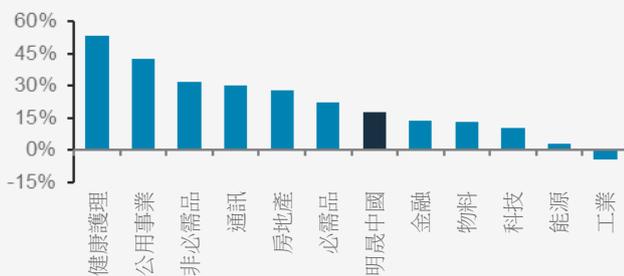
其他觀點：我們低配**物料**板塊，因為其在周期性放緩時表現脆弱。由於加息繼續打壓房地產價格，我們將**房地產**下調至低配。我們將**金融**板塊上調至中性，因為在我們看來，美國銀行業從高位下跌逾 40%反映了當前的風險。從過往的經驗來看，該行業在上次加息後也表現良好。

歐洲

我們將**健康護理**上調至超配，取代**公用事業**成為我們的防守選擇。健康護理行業的估值增長吸引，其盈利狀況目前高於市場水平。

圖. 15 我們預計中國消費反彈將對通訊和非必需品板塊有利

中國各行業 12 個月每股盈利增長綜合預期



資料來源：FactSet、渣打

其他觀點：我們低配房地產，因為價格動力仍然低迷。加息對該板塊形成持續阻力，並出現了信貸違約的情況。我們將**物料**下調至低配，因我該板塊具有周期性，經濟放緩可能導致盈利進一步疲弱。

中國

我們認為中國有兩個具有價值並可考慮買入的板塊。**通訊服務**由媒體和娛樂公司主導，我們認為這些公司將受惠於消費支出增加、廣告業務復甦以及對互聯網平台發展的政策支持。該板塊的盈利修正強勁反彈。我們還認為，**非必需消費品**將受惠於目前的重新開放，以及決策者優先提振國內消費。隨著家庭收入的進一步增加，以及經濟復甦過程中過剩儲蓄的逐漸釋放，消費活動應該會在今年恢復。

其他觀點：我們低配**房地產**板塊，因為我們預計它將落後於中國股市的反彈。一、二線城市的住宅價格過高，而低線城市的住宅建設過度。由於投資者憂慮美國出口管制對科技行業產生負面影響，我們將**科技**下調至中性。**工業**也被下調至中性，因為其可能受到美國先進技術限制的影響。

圖. 16 我們按地區劃分的行業觀點

美國	歐洲	中國
健康護理	健康護理 ▲	通訊
必需品	必需品	非必需品
通訊 ▲	公用事業 ▼	工業 ▼
公用事業 ▼	工業	能源
能源	非必需品	物料
工業	金融	必需品
非必需品	科技	健康護理
金融 ▲	通訊	金融
科技	能源	科技 ▼
房地產 ▼	物料 ▼	公用事業
物料	房地產	房地產

資料來源：渣打

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



關鍵主題

我們未來 3 個月和 12 個月看淡美元的觀點仍然不變，特別是在近期反彈之後。美元指數 (DXY) 最近的反彈與美國國債收益率的反彈密切相關。美國通脹預期的部分指標上升，且一些聯儲局決策者表示他們不排除再加息 1-2 次，這些可能推助了收益率，以及美元走高。曠日持久的債務上限談判也可能引發對美元的短暫避險需求。

然而，我們繼續視這種反彈為 3 個月和 12 個月內賣出美元的機會。未來 3 個月，我們認為聯儲局的政策利率周期已經見頂，且債券收益率上升不可持續。未來 12 個月，我們認為相對收益率的走向可能繼續和美元相反，特別是在美國經濟相對落後於其他主要經濟體的情況下。

未來 3 個月，歐元兌美元將升至 1.09-1.10，美元兌日圓將跌至 133-134。與聯儲局不同，考慮到相對強勁的經濟增長和更大的通脹壓力，我們認為歐央行目前不會改變緊縮傾向。美元兌日圓也有空間扭轉其最初的失望情緒，因為日本央行排除了立刻改變收益率曲線控制政策的可能性。我們認為，在日本通脹上升之際，日本央行取消此項政策的壓力不太可能消失。

我們預計未來 3 個月英鎊兌美元將攀升至 1.25。此觀點的基礎依然是我們認為強勁的就業、工資增長和通脹數據繼續使英國央行可能進一步加息。我們仍預計美元兌瑞郎將保持相對良好的支撐，3 個月美元兌瑞郎預期為 0.91。然而，風險顯然傾向於下行，尤其是瑞郎避險需求在美國債務上限談判期間激增的情況下。

商品貨幣 (澳元、紐元和加元) 可能繼續得到比人民幣更好的支撐，因為中國經濟的驚喜高位已經過去了。我們對澳元兌美元的 3 個月預期維持在 0.68 不變，如果中國推出更多提振增長的扶持政策，澳元兌美元可能重獲支撐。美元兌人民幣可能對中美的國債收益率之差更為敏感。我們認為匯率更有可能在未來 12 個月內回落至 7.00 以下，而不是未來 3 個月內。

關鍵圖表



如果美元的漲勢逆轉，歐元和日圓近期應會走高。如果避險需求激增，瑞郎最有可能出現短暫飆升。

圖 17 美國債券收益率上升可能是近期美元走高的原因；我們預計這種情況不會持續下去
美國 2 年期國債收益率對比美元指數；預測表



資料來源：彭博、渣打

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元 (DXY)	101.75	98.75
歐元兌美元	1.10	1.13
英鎊兌美元	1.25	1.30
美元兌日圓	134	125
澳元兌美元	0.68	0.70
紐元兌美元	0.63	0.65
美元兌加元	1.34	1.33
美元兌人民幣	7.00	6.80
美元兌瑞郎	0.91	0.90

你對坡元等亞洲主要貨幣有何看法？

新加坡金管局在上次政策會議上轉向中性立場或許意味著全球環境可能成為愈加重要的坡元驅動因素。鑑於政策籃子的可能組合，坡元應受惠于美元和人民幣走弱。我們預計美元兌坡元在 12 個月內小幅下跌至 1.32。

美元兌印度盧比可能繼續在 81 和 83 之間震盪，因為決策者傾向於遏制由美元全面走弱導致的印度盧比升值。然而，我們預計印度盧比最終仍將小幅上漲，並預計美元兌印度盧比在 12 個月內跌至 81。

由於美元全面走弱，美元兌韓圓可能在 12 個月內跌至 1,250。然而，由於人民幣疲弱在短期內佔據上風，美元兌林吉特的下跌可能延後。

黃金、原油 — 一瞥

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

我們對黃金相對於其他主要資產類別保持超配，預計 12 個月金價為每盎司 2,120 美元。受美國債務上限僵局的影響，黃金 5 月開局表現強勁，之後由於實際（剔除通脹）收益率上升和美元走強，金價回落至 2,000 以下。聯儲局可能在上半年結束加息周期，隨後在第四季度開始減息，意味著實際收益率和美元可能放緩。此外，由於投資者尋求對沖宏觀層面和地緣政治的不確定性，特別是在結構性配置不足的情況下，黃金交易所買賣基金（ETF）可能繼續獲得資金淨流入。持續的央行需求和實物需求是我們所持積極觀點的另一個關鍵動力。

我們繼續認為石油的短期上行空間有限，並預計 12 個月西德州中級原油價格為每桶 65 美元。石油市場在 5 月回吐了油組減產後的大部分漲幅，因為投資者因宏觀經濟低迷而保持謹慎，美國僅購買 300 萬桶用於補充其耗盡的策略石油儲備（SPR），約佔此項儲備的 1%。投資者持倉目前與油組及盟友（OPEC+）減產前的 3 月份一樣悲觀，表明需求疲弱和對經濟衰退的憂慮已經超過了供應因素。話雖如此，空頭持倉的累積增加了油組及盟友在 6 月召開會議時進一步減產的可能性。然而，從長期來看，我們預計西德州中級原油的價格將趨於走低：（1）全球經濟放緩導致石油需求減弱，（2）俄羅斯出口在轉頭流入亞洲的情況下具有韌性，以及（3）天氣轉暖導致庫存逐漸增加。

關鍵圖表



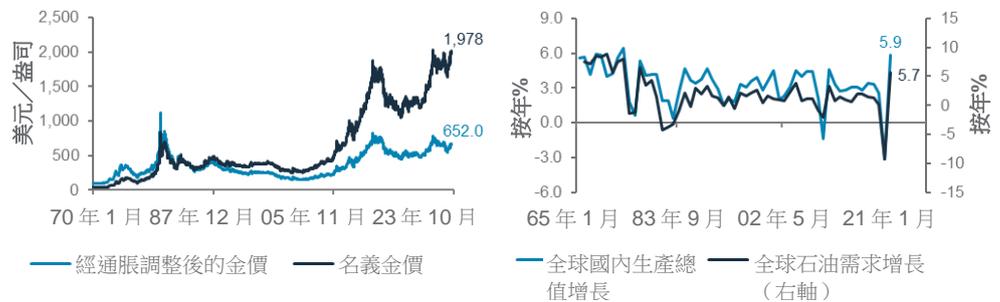
在經通脹調整的基礎上，黃金以往價格低廉

我們認為石油需求預期還可能進一步下修

圖 18 當前的實際（剔除通脹）金價距離史上最高水平依然很遠；全球石油需求增長受全球國內生產總值增長驅動

左圖：實際金價（美元／盎司）、名義金價（美元／盎司）

右圖：全球國內生產總值增長（按年%）、全球石油需求增長（按年%）



資料來源：世界銀行、英國石油公司、彭博、渣打

黃金處於史上高位嗎？

「低買高賣」是長期以來的投資信條。因此，毫不奇怪，我們看好黃金的普遍阻力是接近歷史高位的價格。黃金的交易價格接近 2020 年 8 月每盎司 2,064 美元的歷史高位。

然而，這只是故事的一面。故事的另一面可以透過經通脹調整後的數據來分析。從實際金價走勢圖可以看到，歷史最高點是 1970 年 1 月的每盎司 1,120 美元。當前的實際金價比歷史高位低了 42.8%。與 2020 年的實際金價高位相比，當前的價格水平仍然低了 20%。事實上，有 5 個時期的實際金價高於當前水平。

雖然這並不是主張黃金價格低廉，但它確實表明，目前的價格水平還沒有成為金價上漲的阻礙。

隨著全球經濟增長放緩，石油需求將放緩

我們對石油的看淡觀點與市場綜合預期不符，主要驅動因素是美國經濟衰退破壞石油需求。市場綜合預期仍是今年石油消費會按年增長。值得注意的是，需求增長預期主要由中國的重新開放推動。這表明世界其他地區的石油需求是持平至負增長的狀態，與衰退情景一致。

在歷史上，石油需求增長與國內生產總值增長高度相關，這意味著經濟衰退（國內生產總值負增長）可能導致需求下降並造成供應過剩，從而推動油價下跌。因此，我們認為 2023 年的需求預測有些過於樂觀，並預計隨著更多經濟數據表現疲弱，預測將被下調。

量化觀點

美國市場風險模型仍然看淡股票

Francis Lim
高級量化策略師

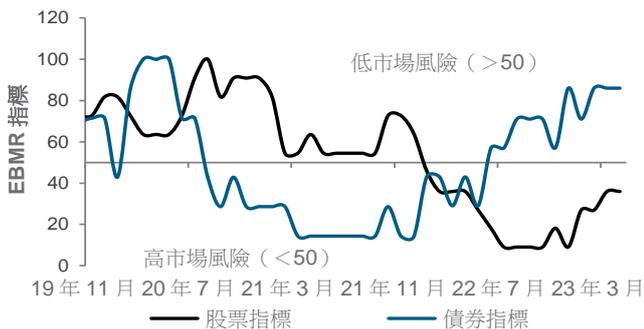
模型看好債券多於股票

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。

模型自 2022 年 6 月以來處於第一階段，其中它預計股市的風險高，而美國國債市場的風險低。在 2022 年 6 月之前，模型處於第四階段，其中它在 2022 年 1 月時認為股票和國債的風險均較高。標普 500 指數自 2022 年 9 月以來上漲了 15.8%，最近收復了大部分失地，但仍比 2022 年 1 月的水平低 8.1%。自 2022 年 6 月以來，美國 10 年期國債收益率已攀升 85 個基點，且該模型對債券市場風險的看法表明，債券收益率的進一步上升可能受限。

圖. 19 EBMR 看淡股票市場風險

美國股市和債市的風險指標



資料來源：渣打

圖. 20 未來數月的當前市場情景對比我們 2022 年 12 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

模型於 2022 年 12 月預計的機會率

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%

模型於 2023 年 5 月預計的機會率

階段	23 年 5 月	23 年 6 月	23 年 7 月	23 年 8 月
1	94%	76%	47%	27%
2	4%	22%	45%	60%
3	2%	2%	7%	10%
4	1%	0%	1%	2%

資料來源：渣打

由 11 個股票指標組成的股市指標在上月略有改善，隨後一直停滯在 36。此前的改善由通脹放緩推動，因為美國消費物價指數（不包括食品和能源）的按年增速從 6.6% 降至 5.5%，且股市的勢頭更強勁。然而，其他通常利淡股票的因素正在拖累此項指標。其中包括美國新屋開工數據下降、利率仍處於高位、商品價格走弱及貨幣基數減少。

我們的債券指標依然強勁，保持在 86。它主要由表明經濟增長放緩的因素支撐。其中包括美國供應管理學會製造業採購經理人指數，該指數繼續惡化，並預示工業活動收縮，美國新屋開工數量減少，以及美國產能利用率下降。商品價格下跌也是對債券有利的訊號，因為它們不會造成可能導致利率上升的通脹壓力。股市的勢頭是目前唯一不利於債券指標的因素，因為相較債券，股市復甦通常利好風險較高的資產。

我們的模型預測，直至 2023 年 7 月，美國將停留在第一階段。模型目前與全球投資委員會的觀點一致，認為債券的下行風險小於股票。

對全球資產的影響

根據 1999 年以來的數據，黃金和債券在第一階段是最受青睞的資產類別。此模型對某種資產的偏好是基於其與市場周期的長期關係，在第一階段，模型傾向於將黃金和債券作為防守性資產。



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？

由於缺乏強勁的趨勢，股票、債券和外匯市場的市場多樣性仍然很高。從圖 21 中可以看到，每個資產類別內的多樣性指標平均數都明顯高於 1.25，而 1.25 是逆轉風險顯著上升時的水平。在每個資產類別中，也沒有資產的多樣性分數低於 1.25 的臨界值（見圖 22）。

就債券而言，市場多樣性自 4 月以來有所下降，但平均而言仍然較高。新興市場本幣債的多樣性指數最低，為 1.39。同時，它們的表現也比其他債券市場更為強勁（年初至今+4.8%）。然而，這並不意味著更高的逆轉風險，因為其多樣性指標仍明顯高於 1.25。與此同時，新興市場美元債和亞洲信用債的多樣性最高。這兩個市場，尤其是新興市場美元債，都缺乏明確的方向。

圖. 21 按資產類別劃分的平均市場多樣性分數

各個資產類別的多樣性依然高企

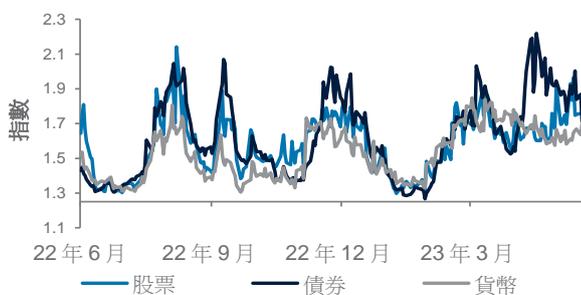
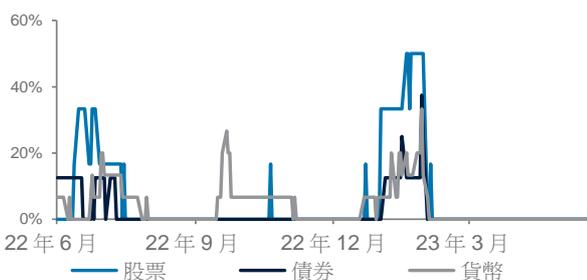


圖. 22 多樣性分數<1.25 的資產百分比

沒有出現反轉風險的資產



資料來源：彭博、渣打

就股票而言，除美國、英國和日本外，各個市場的市場多樣性普遍增加。由於日本的出色表現（以本幣計算，年初至今上漲 14%），其多樣性最低。我們的日本股市多樣性指標為 1.49，表明逆轉風險低。歐洲和英國目前的市場多樣性最高。由於銀行業危機，它們在 3 月份的調整有助於平衡任何供需失衡。

與此同時，美元指數從 2022 年 9 月的峰值下跌 11.5% 之後，近來自 4 月低位反彈了 3.2%。我們的多樣性指標未能顯示出反彈的風險。然而，我們上個月曾經警告說，美元疲弱的任何逆轉都可能來自對利率的預期。這確實是近期美元復甦的動力。多樣性最低的貨幣組合是英鎊兌美元、美元兌林吉特和美元兌印度盧比，但從市場多樣性的角度來看，這些貨幣組合都沒有反映出重大的逆轉風險。

圖. 23 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	●	↑
商品		
西德州中級原油	●	→
銅	○	↓

資料來源：彭博、渣打；數據截至 2023 年 5 月 25 日

圖例：○ 極低 ○ 低/適度 ● 高

基礎：資產配置概要

概述	觀點	聚焦亞洲				聚焦全球				
		保守	均衡	適度進取	進取	保守	均衡	適度進取	進取	
現金	◆	9	10	6	6	9	10	6	6	
固定收益	◆	80	53	35	11	80	53	35	11	
股票	▼	6	21	41	70	6	21	41	70	
黃金	▲	0	7	7	8	0	7	7	8	
另類策略	◆	4	9	10	5	4	9	10	5	
資產類別										
美元現金	◆	9	10	6	6	9	10	6	6	
發達市場政府債	▲	16	11	7	2	22	15	10	3	
發達市場投資級公司債	◆	12	8	5	2	16	11	7	2	
發達市場高收益公司債	▼	5	4	2	1	7	5	3	1	
新興市場美元政府債	◆	12	8	5	2	9	6	4	1	
新興市場本幣政府債	◆	14	10	6	2	11	7	5	1	
亞洲美元債	▲	20	13	9	3	15	10	6	2	
北美股票	▼	2	7	13	23	2	8	16	27	
歐洲（除英國）股票	◆	1	2	5	8	1	3	6	10	
英國股票	▼	0	0	1	2	0	1	1	2	
日本股票	▲	0	1	3	4	0	2	3	5	
亞洲（除日本）股票	▲	2	8	15	26	2	6	12	20	
非亞洲新興市場股票	◆	1	2	4	7	0	2	3	6	
黃金	▲	0	7	7	8	0	7	7	8	
另類策略	◆	4	9	10	5	4	9	10	5	

資料來源：渣打

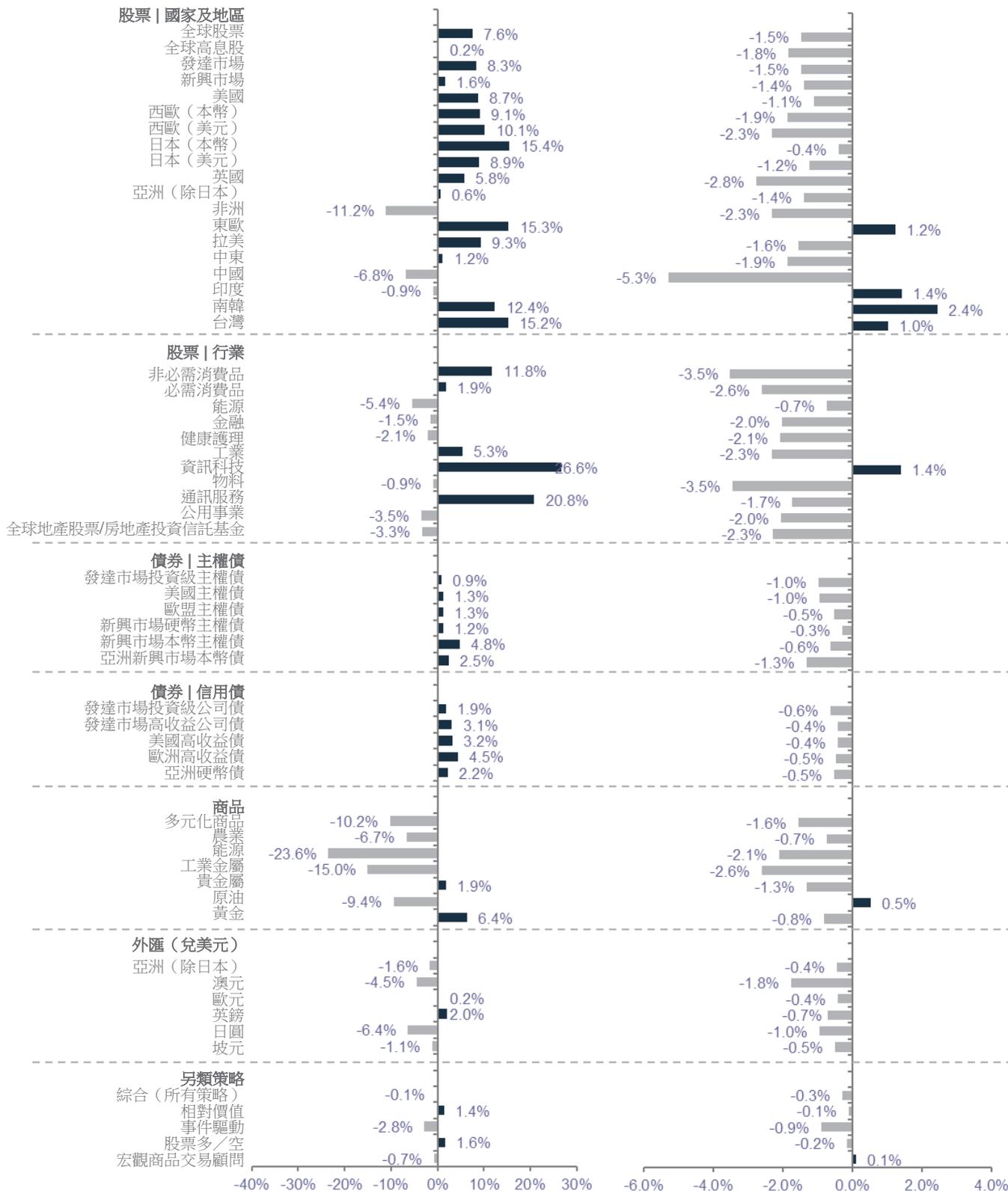
所有數據均為百分比。由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

市場表現概要*

2023 年初至今

一周



資料來源：明晟、摩根大通、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

*除非另有說明，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 5 月 25 日的表現，一周表現是指 2023 年 5 月 18 日至 2023 年 5 月 25 日的表現

我們的重要預測和關鍵事件

貨幣	美元指數	美元 (美元兌 歐元)	美元 (美元兌 英鎊)	美元 (美元兌 日圓)	美元 (美元兌 澳元)	美元 (美元兌 紐元)	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 預期	101.75	1.10	1.25	134	0.68	0.63	1.34	7.00	0.91	69	2020	5.25%	3.25- 3.50%	3.50% (23年 6月)
12個月 預期	98.75	1.13	1.30	125	0.70	0.65	1.33	6.80	0.90	65	2120	4.75% (24年 3月)	2.75- 3.00%	3.75% (24年 3月)



圖例： — 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關聯公司（各為「渣打集團實體」）可根據當地監管要求在全球開展各種私人銀行業務。並非全部產品及服務都由渣打集團內的所有分行、附屬公司及關聯公司提供。部分渣打集團實體僅擔任渣打私人銀行的代表，不可提供產品和服務或向客戶給予意見。ESG 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、其關聯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、附屬公司及關聯公司可根據當地監管要求在全球開展銀行業務。意見可能包含直接「買入」、「賣出」、「持有」或其他意見。上述意見的投資期取決於當前市況，而且沒有限定更新意見的次數。本意見並非獨立於渣打集團本身的交易策略或部署。渣打集團及／或其關聯公司或其各自人員、董事、員工福利計劃或員工，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 條獲發牌的金融機構，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。