

# 全球市場展望

## 理想的 軟著陸？

2024年第一季度的數據顯示，美國的經濟軟著陸是最有可能出現的結果。我們預計聯儲局和歐央行將從年中開始同步減息，導致美元窄幅上落。

在基礎投資配置中，我們超配全球股票。在全球，我們看好美國和日本市場。在亞洲，我們超配南韓、印度和台灣股票。

我們仍然認為全球債券提供吸引的機會，但收益率的下降幅度可能不及先前預期。

在機會型投資配置方面，我們新增了一組股票和債券的買入觀點。



特朗普再次當選有何影響？

美國經濟軟著陸有哪些推動因素？

你是否仍然預期收益配置可持續提供 6% 的收益率？

# 目錄

## 01

### 策略

|              |    |
|--------------|----|
| 投資策略：理想的軟著陸？ | 03 |
| 基礎資產配置模型     | 05 |
| 基礎：戰略性資產配置觀點 | 06 |
| 基礎：多資產收益策略   | 07 |
| 有關客戶最關心問題的看法 | 09 |

## 02

### 宏觀概況一瞥

|                |    |
|----------------|----|
| 我們的宏觀經濟展望和關鍵問題 | 11 |
|----------------|----|

## 03

### 資產類別

|           |    |
|-----------|----|
| 債券        | 13 |
| 債券機會型投資觀點 | 15 |
| 股票        | 16 |
| 股票機會型投資觀點 | 18 |
| 外匯        | 19 |
| 黃金和原油     | 21 |

## 04

### 額外觀點

|                   |    |
|-------------------|----|
| 量化觀點              | 22 |
| 追蹤市場多樣性           | 23 |
| 全面管理財富的方法今日、明日和未來 | 24 |

## 05

### 表現回顧

|                |    |
|----------------|----|
| 基礎：資產配置概要      | 26 |
| 基礎+：資產配置概要     | 27 |
| 市場表現概要         | 28 |
| 我們的重要預測和關鍵事件   | 29 |
| 首席投資總監辦公室的精彩觀點 | 30 |
| 註釋             | 31 |

# 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

### 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
- 美國能源業
- 印度大型股
- 中國國有企業非金融高息股

#### 債券買入觀點

- 美國抗通脹國債
- 歐洲政府債（外匯對沖）
- 印度盧比本幣債

### 外匯觀點

- 美元窄幅上落

## 理想的軟著陸？

- 2024 年第一季度的數據顯示，美國的經濟軟著陸是最有可能出現的結果。我們預計聯儲局和歐央行將從年中開始同步減息，導致美元窄幅上落。
- 在基礎投資配置中，我們超配全球股票。在全球，我們看好美國和日本市場。在亞洲，我們超配南韓、印度和台灣股票。我們仍然認為全球債券提供吸引的機會，但收益率的下降幅度可能不及先前預期。
- 在機會型投資配置方面，我們新增了一組股票和債券的買入觀點。

### 軟著陸使政策一致的機會增加

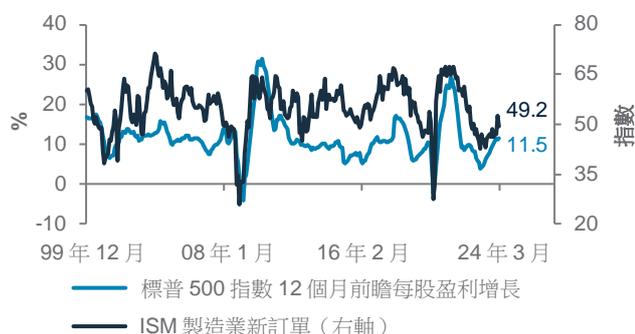
在《2024 年展望》中，我們認為 2024 年上半年美國經濟的狀況可能類似於軟著陸，不過背後潛藏著硬著陸風險。因此，我們建議投資者「乘風啟航 御勢而行」，採取超配股票的策略。截至目前為止，這種觀點表現良好。美國的經濟增長數據相對有彈性，製造業錄得增長。勞動市場數據表面上顯得有些疲弱，但到目前為止從整體水平來看表現良好，通脹比預期略微更持久。

我們不會將良好數據解讀為硬著陸風險已消失，事實上，勞動市場是宏觀數據的一個例子，表明我們應該繼續警惕任何經濟突然惡化的情況。不過，硬著陸的風險可能已經降低，或者至少延遲。對聯儲局來說，這仍然支持今年 6 月開始減息。然而，持續高於預期的通脹意味著我們當前預計今年減息 3 次（75 個基點），而非之前的 5 次減息（125 個基點）。

這使我們對聯儲局的看法與歐央行的利率前景保持一致，再加上外匯波動減弱的宏觀環境，美元的窄幅上落將越來越明顯。

圖.1 在我們看好的行業呈現盈利強勁增長之際，美國股票表現可能繼續領先

標普 500 指數盈利增長預期對比美國供應管理協會（ISM）製造業新訂單



資料來源：FactSet、彭博、渣打

## 維持股票的投資策略

就股市而言，2024 年初以來變化相對較小。我們認為，盈利的前景改善，彌補了聯儲局減息比預期小的助力。相對債券和現金，我們仍然超配全球股票，這在一定程度上因為我們看好美國。如圖所示，在利潤率依然強勁之際，初見起色的製造業新訂單可能支持盈利增長。我們認為這些積極因素超過了估值和集中度帶來的風險，因此我們超配美國股票。

在日本，事實證明，日本央行收緊政策帶來的短期不利影響並不像人們擔心的那麼嚴重。在日圓沒有立即升值的情況下，我們認為這將使市場繼續聚焦利好股東的改革和不斷增加的股票回購，我們認為這些可以幫助維持股票漲勢。我們仍然超配日本股票。

## 在亞洲，我們看好南韓、印度和台灣

在亞洲，中國股票看似在出現短期反彈。我們之前對股票勢頭的研究表明，一旦明晨中國指數自短期低位上漲 10% 以上，短期內漲幅仍有進一步擴闊的空間。話雖如此，要想長期維持股票漲勢，可能仍需加大對經濟增長的政策扶持力度。我們對中國股票維持中性立場。

在亞洲其他地區，我們認為，面對美國經濟軟著陸的環境及政策在即將舉行大選後或許延續下去，印度股票的升勢可能擴大。南韓和台灣股市應該會因為與美國強勁經濟增長數據的相關性和半導體行業潛在好轉而獲益。我們目前超配南韓、印度和台灣股票。

## 收益率吸引，但價格漲幅不大？

美國經濟韌性增強、通脹仍然強勁，並且我們認為聯儲局今年可能僅減息 3 次，這些引發了一個問題，即相對我們年初的預期，債券是否仍然面臨同等程度的利好因素。

圖.2 我們預計，隨著聯儲局開始減息，美國國債收益率和美元將在今年晚些時候下降

美國 10 年期國債收益率對比 2024 年 12 月聯邦利率預期



資料來源：彭博、渣打

從方向來看，我們對債券收益率的預期路徑保持不變。我們認為，美國債券收益率可能接近周期高位，隨著聯儲局 6 月開始減息，它有走低的空間。然而，收益率的變動不太可能像我們年初預期的那樣明顯。我們將美國 10 年期國債收益率的 12 個月預期從 3.25%-3.50% 上調至 3.75%-4.00%。

對投資者來說，這並不影響我們的整體觀點，我們將會利用當前機會鎖定吸引的收益率。然而，這確實意味著，由於收益率下降（債券價格上升）較溫和，總回報可能比我們之前的預期要低一些。我們現在對固定收益的配置為中性，因為股票回報率超過債券。在債券方面，我們基於同樣原因也將發達市場投資級債的配置轉為中性。

## 機會型投資配置：我們的買入觀點

我們的資產配置觀點表明了長期基礎投資組合中最看好的資產，同時新增了一組買入觀點，代表我們用於填充機會型投資組合最看好的資產。

股票方面，我們將買入美國的科技、通訊服務和能源行業。如果漲勢按預期延續下去，科技和通訊服務可能引領美國股票的表現。在油價相對穩定的環境下，能源業可能受惠於美國石油生產商日益利好股東的措施。我們也將買入印度的大型股，相信它們在印度股市的持續反彈中提供吸引的風險／回報，並買入中國國有企業的非金融高息股，預計在政策利率和收益率下降之際，市場對這些股票的需求會增加。

債券方面，我們將買入美國抗通脹國債，相對通脹風險，此類債券看似被低估。我們將買入歐洲政府債（外匯對沖），因為它們提供了對該區下行增長風險的敞口。我們將買入印度盧比政府債，因為它們的收益率相對新興市場同類債有吸引力，並且受到納入全球基準指數所帶來資金流的持續支持。

關於我們買入觀點的更多細節，請參見有關資產類別的部分。

# 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 風險狀況屬適度進取的基礎資產配置

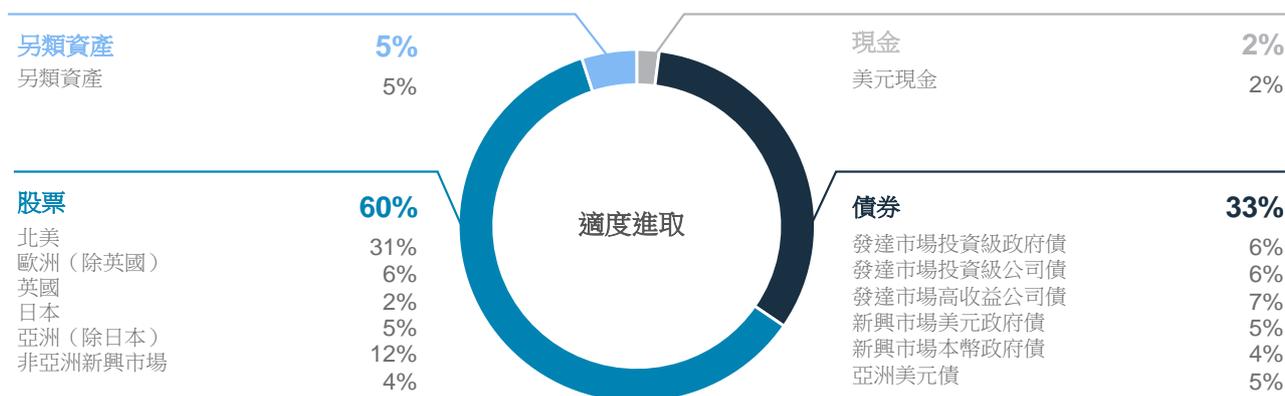


圖. 4 風險狀況屬適度進取的基礎+資產配置

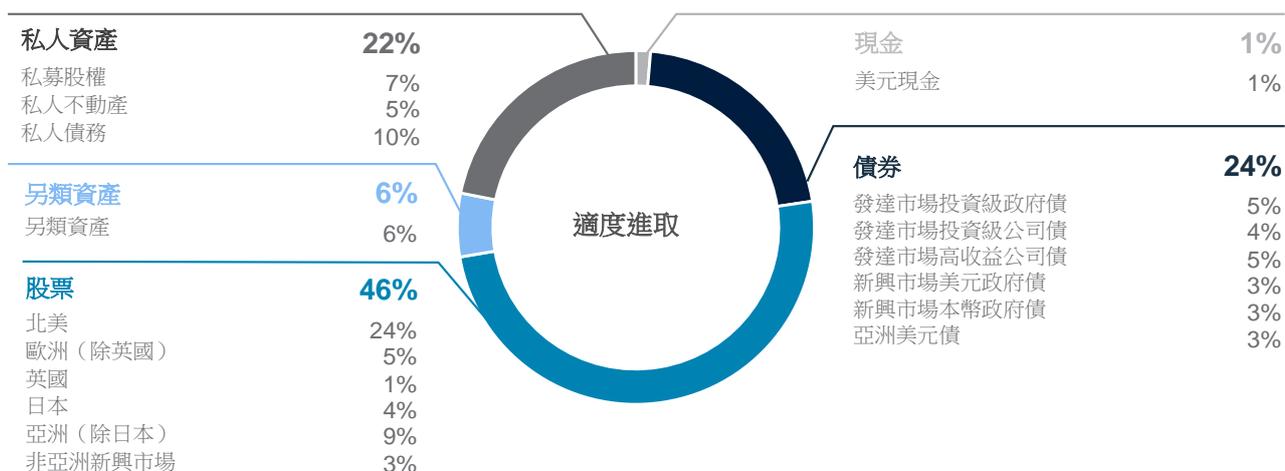
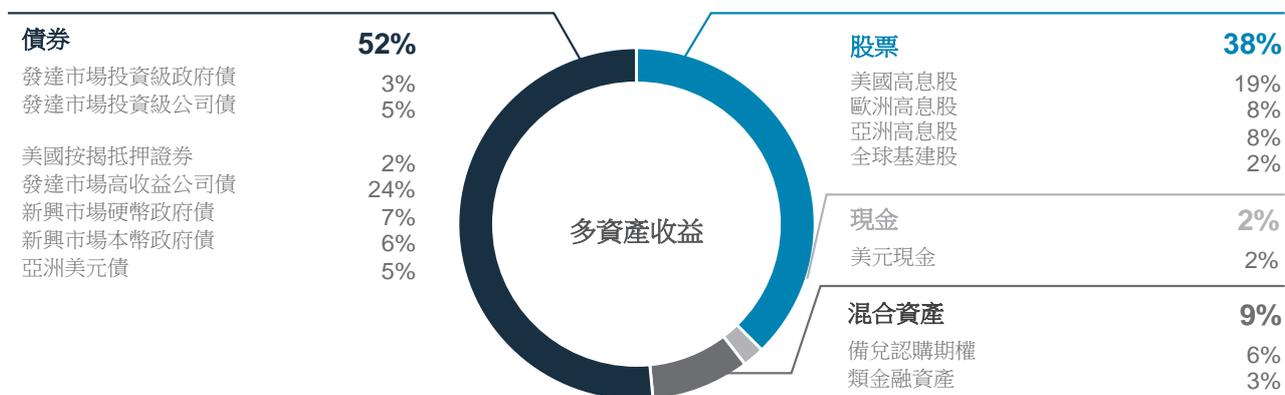


圖. 5 風險狀況屬中度的多資產收益配置



資料來源：渣打

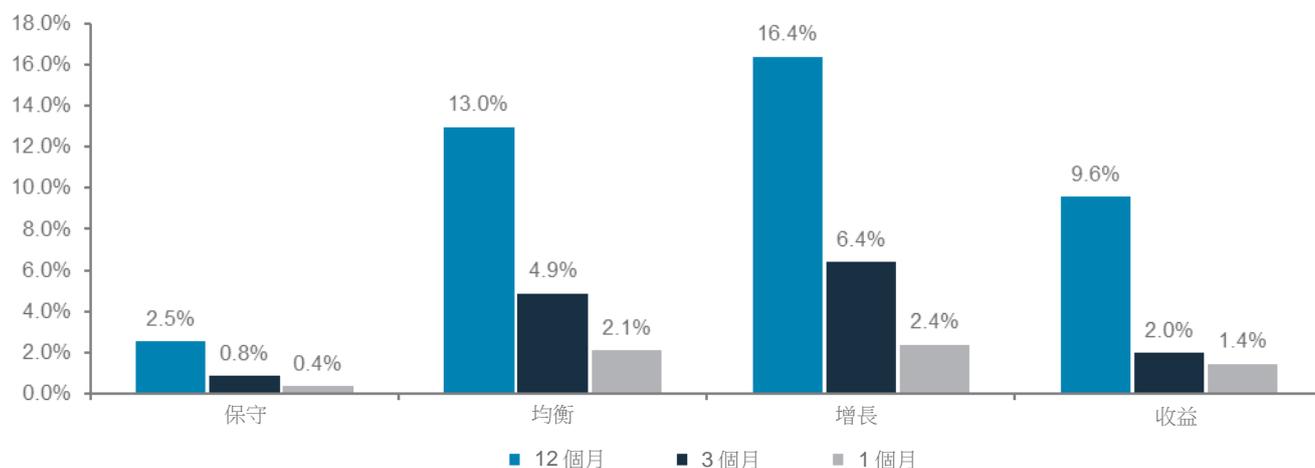
# 基礎：戰略性資產配置觀點

|            | 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. 6 我們基礎配置的表現\*



資料來源：彭博、渣打

\*2023 年 3 月 27 日至 2024 年 3 月 27 日的 12 個月表現數據、2023 年 12 月 27 日至 2024 年 3 月 27 日的 3 個月表現數據、2024 年 2 月 27 日至 2024 年 3 月 27 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

收益資產表現落後，而股市飆升至紀錄新高。自 2023 年 12 月 27 日以來，我們的多資產收益模型配置的回報率僅為 2.0%，略好於大多數固定收益資產，但落後於全球股票的強勁表現。我們低配派息股的觀點帶來損害，因為股票目前為止表現優於債券，對固定收益的超配配置則受到美國國債收益率攀升的負面影響。

軟著陸的可能性增加，因為經濟數據繼續意外上行。近期央行會議也顯示，發達市場決策者當前更加支持經濟增長，而不再那麼擔憂通脹。這表明利率環境在經濟增長具有彈性之際更加穩定，未來 6-12 個月可能利好債券和股票風險資產。對於多資產收益策略，呈現下降的經濟衰退風險可能惠及派息股和非核心收益資產，這些資產年初至今表現良好。

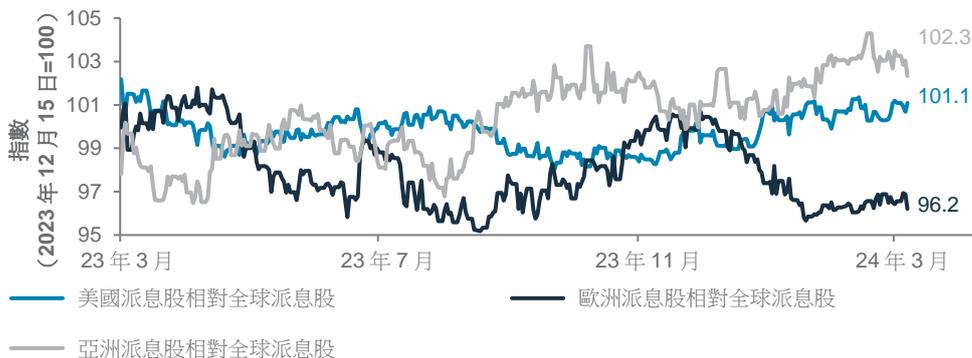
我們結束超配固定收益的觀點，本月對債券和派息股轉向中性立場。考慮到聯儲局對 2024 年政策利率方向的指引，我們多資產收益配置的整體收益率仍保持在有吸引力的 6%，多資產收益策略可能受惠於更具彈性的經濟增長和不確定性較低的利率環境的組合。

## 關鍵圖表



股市 2024 年至今錄得新高，派息股也受惠於上揚走勢，但並非所有地區都有相同的領先表現

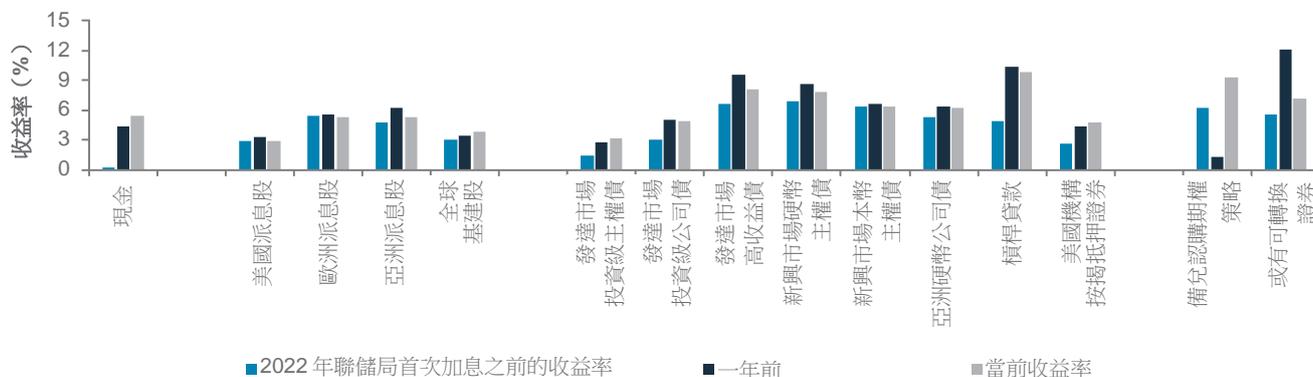
圖. 7 今年亞洲派息股表現優於美國和歐洲同類股票  
地區派息股相對全球派息股表現



資料來源：彭博、渣打

圖. 8 債券收益率仍在高位且整體吸引

自聯儲局 2022 年開始加息以來，最差收益率/股息收益率 (%)



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 31 頁的重要資料。

## 檢視年初至今的多資產收益配置

股市 2024 年至今創下新高，而收益資產表現落後。因此，自 2023 年 12 月 27 日以來，我們的多資產收益配置錄得健康但適度的回報（2.0%）。派息股普遍上漲，其中亞洲派息股所做貢獻最大。發達市場高收益債和槓桿貸款等信用資產也提振表現，因為企業盈利仍然強勁且利率上升支持後者。備兌認購期權也表現強勁，漲幅超過 7%。然而，我們對發達市場投資級政府債的配置受到美國國債收益率上升的負面影響。

展望未來，考慮到政策利率仍高，我們認為收益率可能保持在高位。我們認為，在聯儲局於最近的 3 月會議上維持政策利率不變後，將落實其 2024 年減息 3 次的指引。因此，我們預計多資產收益資產的收益率相對歷史水平將保持在高位。

## 對股票和債券轉持中性觀點

本季度，在多資產收益投資組合中，我們對債券和派息股均轉向中性配置。我們看好高質素固定收益資產，因為它有更好的下行保護，但派息股和備兌認購期權（一種與整體標普 500 指數掛鉤、在收益策略中常見的期權策略）等股票組分一直受惠於仍然樂觀的市場數據以及似乎已擴展到更廣泛市場的人工智能上揚走勢。

我們結束看好備兌認購期權勝於高息股的觀點，並增加後者的配置。亞洲派息股的表現一直很優秀，公司提供相對高的股息。我們還看到，許多國家和行業的股息都在上升。雖然備兌認購期權受惠於標普 500 指數的市場上揚走勢，但我們認為，現在是減少對落後派息股投資的好時機。

我們仍然看好發達市場高收益債勝於槓桿貸款。發達市場高收益債在信貸質素方面較為優秀，我們認為其違約率的上升速度比槓桿貸款慢，畢竟槓桿貸款的借款人普遍質素較低，承受政策利率仍然高的壓力，因此違約率上升。

此外，越來越多的投資者轉向通過私人信貸來彌補資金缺口，結果這減少了對發達市場高收益債和槓桿貸款的需求。

我們也看好類金融資產勝於發達市場高收益債。從估值角度來看，由於市場預計政策利率下降，對收益率和信用質素的需求導致或有可轉換證券利差收窄。銀行基本因素也保持強勁，我們相信銀行將堅持首次贖回日期，進而降低延期風險，即借款人可能推遲還款的情況。

## 隨後可能減息

聯儲局的修訂後預測支持我們的觀點，即聯儲局準備在通脹降至 2% 目標下方之前多次減息。有鑑於此，我們預計今年減息 3 次，首次減息在 6 月進行（有意詳細了解我們的宏觀經濟觀點，請參閱第 11 頁的宏觀部分）。有了這些可能執行的減息措施，應會緩解貨幣和流動性狀況，從而惠及股票資產。

回顧過往的 3 個減息周期（當我們覆蓋的多數收益資產開始交易時），我們觀察到**固定收益資產往往表現優於股票收益資產**。在這些減息周期中，美國 10 年期國債收益率也隨之大幅下降。當收益率下降時，債券價格上漲且這為固定收益資產的領先表現提供支持，特別是那些對利率最敏感的資產。

在直覺上，人們會認為減息對股票投資來說也是好兆頭，因為公司的借款成本將會下降。然而，最近 3 個減息周期也伴隨經濟衰退。投資者在衰退期間更有可能轉向發達市場政府債等避險資產，同時避開股票等風險較高的資產。

因此，雖然歷史提供了指引，但根據當前經濟狀況考慮減息也很重要。

圖. 9 在聯儲局的減息周期中，固定收益在首次減息後整體表現優於股票收益資產

首次減息之後的 12 個月資產類別回報率（%）

| 減息周期       | 2001-2003 | 2007-2008 | 2019-2020 | 平均    |
|------------|-----------|-----------|-----------|-------|
| 發達市場投資級政府債 | -1.7      | 8.3       | 7.7       | 4.8   |
| 發達市場投資級公司債 | 4.6       | -2.1      | 10.2      | 4.2   |
| 新興市場美元政府債  | 10.5      | -0.2      | 3.0       | 4.4   |
| 亞洲美元債*     |           | 0.6       | 7.1       | 3.9   |
| 發達市場高收益債   | 2.7       | -5.3      | 2.0       | -0.2  |
| 美國高息股      | -3.3      | -18.7     | -1.4      | -7.8  |
| 歐洲高息股      | -9.5      | -30.4     | -7.7      | -15.9 |
| 亞洲高息股      | 0.8       | -19.7     | -5.5      | -8.1  |
| 全球高息股      | -6.6      | -25.0     | -1.8      | -11.2 |

資料來源：彭博、渣打

\*亞洲美元債券指數始於 2005 年 9 月

鑑於美國經濟在未來 6-12 個月軟著陸的可能性增加（50%），我們預計固定收益和派息股都會從中受惠。這可能惠及收益策略，有彈性的經濟增長對股票風險有利，且穩定的利率環境對我們收益配置中的債券和信用風險有利。

# 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 特朗普再次當選有何影響？

美國前總統特朗普很可能在 11 月與現任總統拜登再次競逐總統寶座。然而，這一次，特朗普還面臨 91 項重罪指控。儘管如此，特朗普作為候選人的持續韌性仍然顯而易見，最新調查顯示，特朗普在民調中領先於拜登。在本報告中，我們研究了特朗普再次當選的可能性及其對金融市場的潛在影響，概括來說：

- 特朗普的勝選並非既定結果，但如果美國未來幾個月陷入衰退，他入主白宮的機會率將增加
- 特朗普提出的政策會導致通脹，但國會選舉結果將決定他能做甚麼，不能做甚麼，以及他的政策次序
- 股票在選舉年往往表現良好。選舉後，股市能否繼續表現良好將取決於幾個因素

### 2024 年大選賠率：現階段沒有甚麼可以確定

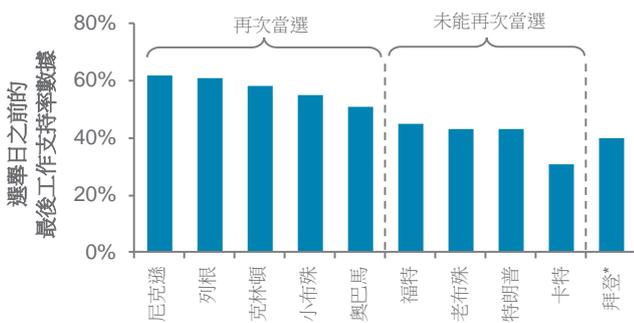
如果選舉年沒有發生經濟衰退，現任總統連任的機會率為 75%。但如果發生衰退，現任總統贏得連任的機會率則降至 15% 左右。此等機會率凸顯了經濟狀況可大大影響大選的結果。它還表明，如果美國未來幾個月避免陷入衰退，拜登可能享有一些在位優勢。這對拜登來說是重要的，因為他的支持率較低，自尼克遜（Nixon）以來，沒有哪位在選舉日前支持率低於 50% 的現任總統能夠贏得連任。

值得注意的是，雖然特朗普的支持率也很低，但他目前在民調中領先於拜登。也沒有跡象表明特朗普的法律問題會削弱他的民調數據。然而，無論當前的民調如何，特朗普的勝利並非既定結果。特朗普面臨的法律挑戰給其連任機會率帶來很大的不確定性，因為他在某些州份可能被定罪並取消競選資格。因此，在現階段，判斷哪位候選人佔上風為時過早。在本報告的其餘部分，我們將假設特朗普在第二次競選中勝出並聚焦他所提議政策的影響。

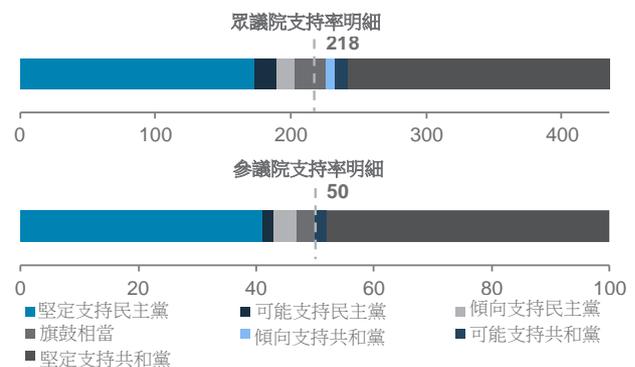


圖. 10 自尼克遜以來，沒有哪位現任總統在選舉日前支持率低於 50% 能夠連任

歷任總統工作的支持率



2024 年眾議院和參議院支持率明細



資料來源：GallUp、庫克政治報告、渣打。\*截至 2024 年 3 月 20 日。穩定支持：選舉沒有競爭性，不太可能出現勢均力敵的情況。可能支持：沒有競爭性，但有潛力變得激烈。傾向支持：具有競爭性，但其中一方具有優勢。旗鼓相當：競爭最為激烈；任何一方都可能勝出

## 參眾兩院的選舉結果將決定特朗普推行其政治議程的力度

即使特朗普獲勝，參眾兩院的選舉結果也將在很大程度上決定他能做甚麼以及不能做甚麼。根據庫克政治報告的分析，共和黨贏得參議院的機會率更大，但民主黨贏得眾議院的機會率略高一些（圖.10）。白宮和國會之間的黨派分歧意味著特朗普將專注於他可以控制的事情（任命、關稅、全球事務），而不是他無法控制的事情（稅務和支出）。相比之下，如果特朗普獲勝，共和黨大獲全勝的可能性並不小，這意味著投資者應該認真對待特朗普的正式政策議程，尤其是貿易和外交政策議程。（圖.11）

### 圖. 11 特朗普的政策與拜登有巨大分歧

特朗普和拜登的關鍵政策提議

| 拜登預計推出的關鍵政策                       | 特朗普預計推出的關鍵政策  |
|-----------------------------------|---|
| 繼續推行以刺激經濟和提高中產階級收入為目標的經濟計劃（拜登經濟學） | 目標是通過限制聯邦支出和推行促進就業的稅務政策來實現4%的經濟增長；2017年減稅和就業法案將永久生效 |
| 與盟友和夥伴建立新的、有創意的貿易安排，同時執行現有安排      | 積極執行現行貿易法，並在適當時徵收關稅，以應對導致貿易失衡的不公平做法                 |
| 採取外交、經濟和安全措施，限制中國的跨國影響力           | 確保第一階段貿易協定得到執行，並維持對中國商品的高關稅                         |
| 加強南部邊境的安全，並提供一個安全、有序和人道的移民系統      | 禁止向中國實體轉讓知識產權，並予以嚴厲處罰；禁止中國參與美國基建                    |
| 可能分裂的國會將限制兩位候選人實施政策，尤其是拜登         | 積極利用行政權力加強邊境安全，並限制合法與非法移民                           |
| 尊重聯儲局的獨立性，並繼續給予支持                 | 強化價格穩定在聯儲局雙重使命中的首要地位                                |

資料來源：彭博、渣打

### 特朗普的政策長遠將導致通脹

儘管政策的不確定性相當大，但我們可以就特朗普政策議程可能產生的宏觀經濟影響得出一些結論。特朗普在減少移民、增加關稅和維持／增加減稅方面的政治優先考量意味著，特朗普政府可能會監督巨額預算赤字、勞動力短缺、進口價格上漲和擴張性財政政策，所有這些本質上都會導致通脹。如果美國取消對烏克蘭的支持或特朗普恢復對伊朗的「最大壓力」政策，可能造成的結果是地緣政治緊張局勢加劇，這也將導致能源價格居高不下並推高通脹。

## 股票在選舉年通常表現良好

如果以史為鑒，投資者可以從股票在選舉年通常表現良好的事實中獲得安慰。自1928年的總統大選以來，標普500指數僅在6個大選年錄得負回報。值得注意的是，聯儲局在過去3次大選前的6個月內也都保持政策利率不變。雖然這可能被證實是一種虛假聯繫，但它也可能表明，隨著選舉日臨近，政策變化的門檻越來越高。在預計於6月減息之後，聯儲局可能面臨越來越大的政治壓力，要求其暫停政策決定。

### 選舉之後金融市場的前景取決於幾個因素

假設特朗普獲勝，大選後的股市前景將取決於1) 經濟衰退是否已經發生；2) 共和黨是否同時橫掃白宮和國會。如果衰退已發生，這意味著特朗普政府的通脹政策可能在新經濟周期的早期推行。在這種環境下，金融市場可能更容易接受增加預算赤字的政策。如果衰退並未發生，通脹風險或許會再次浮現，進而有可能延遲聯儲局減息的時間。

如果共和黨大獲全勝，政策的優先次序將是值得關注的重要事項。例如，如果立法方面優先考慮移民問題而非減稅，再加上徵收關稅，對風險資產來說可能是個壞兆頭。然而，如果減稅成為優先事項，股票可能受惠於近期的一些利好因素。相比之下，分裂的國會意味著特朗普可能專注於他能控制的事情。這表明他與貿易、移民和全球事務有關的政策將成為議程重點。這將對國際股票和貨幣產生影響，同時也會增強黃金等避險資產的吸引力。

### 圖. 12 美國股票在選舉年表現良好

自1928年以來的選舉年回報/變動\*

|     |     | 平均回報  |       |      |        | 平均變動<br>(基點) |
|-----|-----|-------|-------|------|--------|--------------|
| 現任  | 當選  | 標普500 | 美國國債  | 美元   | 新興市場股票 | 聯邦基金利率*      |
| 共和黨 | 共和黨 | 13.2% | 8.3%  | 3.8% | 28.7%  | 96.8         |
| 共和黨 | 民主黨 | -2.7% | 10.2% | 2.7% | -9.9%  | -137.5       |
| 民主黨 | 共和黨 | 8.9%  | 6.7%  | 4.2% | -11.6% | 175.0        |
| 民主黨 | 民主黨 | 10.4% | 2.3%  | 1.7% | 9.5%   | -12.5        |
| 無條件 |     | 7.5%  | 7.6%  | 3.3% | 2.6%   | 25.9         |

資料來源：彭博、渣打。\*平均回報的計算取決於相關資產數據的可用性。標普500指數（1928年-2020年）、美國國債（1976年-2020年）、美元（1968年-2020年）、新興市場股票（1988年-2020年）、聯邦基金利率（1972年-2020年）

# 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

我們預計全球通縮趨勢將在停頓幾個月後恢復。這可能提振全球實際收入，並使聯儲局和歐央行能夠從 6 月開始減息，今年將政策利率總共下調 75 個基點。我們現在預計美國經濟未來 12 個月軟著陸的可能性為 50%，不著陸的可能性為 30%。除了實際收入的提升之外，美國經濟擴張可能持續更長時間，因為移民激增有助於緩解緊張的就業市場，進而防止工資壓力增大。不斷增加的勞動力也在維持消費，疫情期間積累的、迄今為止推動擴張的過剩儲蓄被耗盡。全球製造業也呈現復甦跡象。

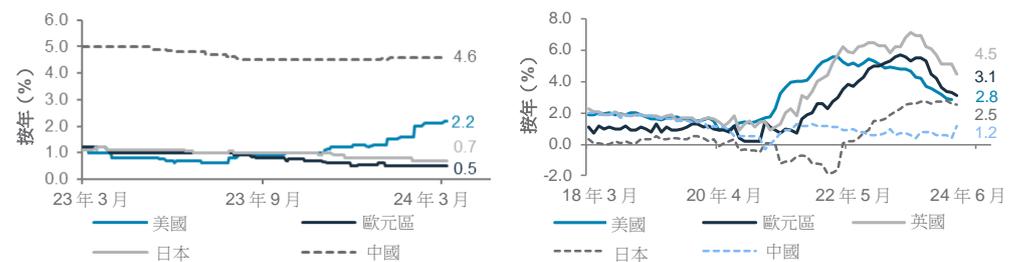
歐洲和中國的前景仍然相對疲弱。雖然這兩個經濟體都可能從全球製造業周期的好轉中受惠，但在對俄制裁和創下紀錄高位的政策利率之後，歐元區繼續與高能源成本作鬥爭。我們預計歐央行從 6 月開始減息將在一定程度上緩解金融條件。與此同時，中國繼續面臨以房地產行業低迷為首的通縮壓力。中國政府看似熱衷於通過適度的寬鬆政策將經濟增長穩定在 5% 左右，並將重點放在「高質素」增長上，而不是透過大規模的刺激來提振經濟。

## 關鍵圖表

由於聯儲局減息和移民激增維繫消費，我們預計美國經濟軟著陸的可能性為 50%；歐元區和中國可能受惠於全球製造業好轉，但兩者均面臨結構性挑戰

圖. 13 美國經濟增長預期已經上調，而全球通縮趨勢仍在繼續

主要經濟體的 2024 年經濟增長綜合預期；主要經濟體的核心通脹\*



資料來源：彭博、渣打；\*美國核心個人消費支出通脹

## 貨幣政策\*

### 宏觀因素利好風險資產

### 宏觀因素利淡風險資產

| 經濟體 | 利好因素   | 利淡因素   |
|-----|--|--|
| 美國  | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 有彈性的就業、移民提振消費</li> <li>+ 通縮、穩定的工資提振實際收入</li> <li>+ 聯儲局減息以放鬆金融狀況</li> <li>+ 製造業、資本支出復甦的早期跡象</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 政策利率高企維持了衰退風險</li> <li>- 貸款條件收緊；信貸緊縮</li> <li>- 負面的財政推動力、過剩儲蓄減少</li> <li>- 聯儲局政策失誤、粘性通脹、大選</li> </ul> |
| 歐元區 | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 就業市場強勁、儲蓄支持需求</li> <li>+ 通縮、穩定工資提高實際收入</li> <li>+ 工業復甦的初步跡象；歐央行將放鬆政策</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 出口疲弱、財政和信貸緊縮</li> <li>- 製造業低迷；服務業走弱</li> <li>- 政策收緊、歐央行政策失誤、俄羅斯風險</li> </ul>                          |
| 中國  | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 宏觀經濟復甦跡象；正常化的消費</li> <li>+ 財政和貨幣政策優先考慮經濟增長</li> <li>+ 房地產行業放鬆；新的增長動力</li> </ul>                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 疲弱的房地產、地方政府；地緣政治</li> <li>- 疲弱的外部環境拖累出口</li> <li>- 投資外流、疲弱信心、通縮</li> </ul>                            |
| 日本  | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 趨勢增長；疲弱日圓帶來提振</li> <li>+ 工資持續增長、服務業數據強勁</li> <li>+ 日本央行的溫和指引；政府經濟方案</li> </ul>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 出口疲弱；地震造成供應中斷</li> <li>- 擴大的通脹；日圓走強的風險</li> <li>- 日本央行政策失誤、資產負債表縮減</li> </ul>                         |
| 英國  | <ul style="list-style-type: none"> <li>+ 就業市場強勁、儲蓄支持需求</li> <li>+ 通縮、穩定工資提高實際收入</li> <li>+ 商業活動改善；英倫銀行將放鬆政策</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 政策利率高企維持了衰退風險</li> <li>- 財政整固、金融條件收緊</li> <li>- 選舉帶來的不穩定；脫歐相關中斷</li> </ul>                            |

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

美國經濟「軟著陸」有哪些推動因素？我們認為，未來 12 個月，美國實現「軟著陸」（增長低於趨勢但為正向）的機會率為 50%，出現「不著陸」（增長高於趨勢）情景的機會率為 30%。這一觀點基於 **i)** 結構性緊張的就業市場推動消費延續，持續通縮增加可支配實際收入；**ii)** 在住宅結構性短缺之際，住房投資持續進行；**iii)** 由於生產回流和拜登總統的綠色基建激勵措施，對製造工廠的投資繼續；**iv)** 在庫存周期復甦的推動下，全球製造業初步反彈；**v)** 去年股市上揚提升了家庭淨資產，進而推動消費延續，有助於抵消疫情期間積累的過剩儲蓄逐漸減少的影響；**vi)** 去年移民激增，緩解了勞動力短缺問題並有助於控制工資壓力，同時為消費提供額外刺激；以及 **vii)** 聯儲局明顯急於在今年晚些時候減息。

其中，後三個因素最近對於幫助延續美國經濟擴張變得越來越重要。

根據聯儲局的最新估計，美國家庭淨資產在 2023 年第四季度激增 4.8 萬億美元，主要受惠於股市上漲，自 2019 年第四季度（疫情前的季度）以來，美國家庭淨資產增長 39.3 萬億美元（為國內生產總值的 140%）。更高的淨資產可能鼓勵家庭通過減少儲蓄來維持消費。淨資產的增長也可能抵消疫情期間積累的超額儲蓄逐漸減少的影響，這是目前為止維繫美國消費增長的關鍵因素之一。

**移民增長：**國會預算辦公室和獨立研究人員的最新估計表明，去年美國人口增長 2%，其中近四分之三是由無證工人推動的。這解釋了在勞動力短缺的環境下經濟的韌性（2023 年國內生產總值增長 3.1%），但也意味著新工人的生產率低於整體經濟的生產率。移民激增在短期利好經濟，因為它有助於控制工資壓力。然而，考慮到最近工人數量激增，任何經濟衰退都可能導致失業大幅增加。

**聯儲局日益渴望放寬政策**是促使我們對美國經濟前景保持樂觀的另一項因素。聯儲局的最新預測保留了今年的 3 次政策利率

下調，即便它將 2024 年底的核心通脹預期上調至遠高於 2% 目標的水平。這表明，即使年度通脹率在一段時間內保持在 2% 以上，聯儲局仍計劃多次減息。我們認為 6 個月年化後核心個人消費支出通脹率是決定首次減息時機的一項關鍵指標。此通脹率在 2023 年第四季度短暫跌破 2%，隨後於 1 月升至該閾值上方。如果該指標在幾個月內位於 2% 下方，則可能引發首次減息。因此，我們預計首次減息將發生在 6 月份。

儘管有積極的推動因素，但我們仍預計未來 12 個月美國經濟衰退的機會率為 20%。10 項關鍵經濟指標（LEI）的領先指數在過去 20 個月按年下降，而此趨勢歷來在經濟衰退之前出現。此外，美國國債收益率曲線自 2022 年 7 月以來保持倒掛狀態（2 年期收益率仍然高於 10 年期收益率），這是歷史上持續時間最長的一次。在歷史上，美國經濟衰退在曲線倒掛之後 9 個月至 22 個月（中位數：16 個月）開始。

**歐元區可能避免陷入衰退。**歐元區在 2023 年下半年勉強擺脫技術性衰退，但該地區面臨區域內差距擴闊的問題。作為歐元區最大的經濟體，德國面臨能源成本增加和汽車行業向電池驅動汽車轉型帶來的結構性挑戰。在 2024 年，它還面臨財政拖累，估計佔國內生產總值的 1.4%，為歐元區最大。然而，西班牙和意大利可能是歐盟的復甦基金支出達到峰值的最大受惠者。全球製造業的復甦也應幫助歐洲出口商。我們預計歐央行今年將從 6 月開始減息 75 個基點，可能緩解金融狀況並支持經濟增長。

**中國正在復甦。**中國經濟看似在逐步復甦。除零售銷售和房地產投資以外，主要指標均超出預期。商業信心指標（採購經理人指數）反彈表明，在信貸增長增加和全球製造業周期反彈的幫助下，經濟正在溫和復甦。一年一度的全國人民代表大會制定了雄心勃勃的 5% 的年增長目標，這意味著會增加地方政府債的發行，並可能發行 1 萬億元人民幣的特別中央政府債，為基建項目提供資金。我們預計未來幾個月銀行存款準備金要求將進一步下調，以緩解流動性狀況並支持增長。

圖. 14 美國通脹最近反彈，推遲了減息

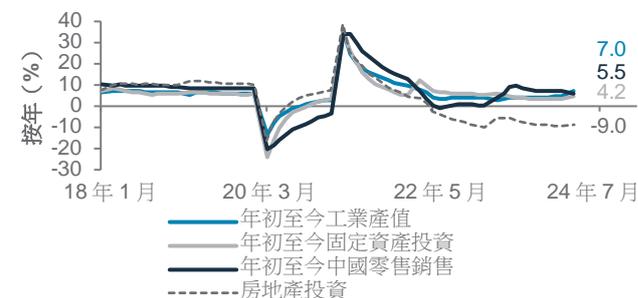
美國 12 個月和 6 個月年化後通脹率



資料來源：彭博、渣打

圖. 15 中國的經濟指標正在改善

零售銷售、工廠產值、固定收益、房地產投資



# 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

我們目前對發達市場投資級政府債持中性觀點。美國軟著陸的可能性增大，促使我們將今年的聯儲局減息預期下調至 75 個基點。我們預計未來 3 個月美國 10 年期國債收益率將停留在 4.00%-4.25% 的區間內，但目前預計未來 12 個月的變動相對更溫和，將位於 3.75%-4.00% 的區間。總體而言，我們仍認為收益率吸引，但相對年初預期，債券價格上漲可能更溫和。考慮到收益率有吸引力，我們維持對發達市場投資級和發達市場高收益公司債的中性觀點，但收益率溢價對經濟增長放緩的緩衝作用有限。

我們將對新興市場美元政府債的觀點上調至中性。我們預計未來 12 個月商品價格更具支撐性，這是一項積極因素。此外，名義收益率繼續有吸引力。它們對美國債券收益率下降的高度敏感也是一項積極因素。基於我們的美元持平觀點，我們對新興市場本幣政府債持中性立場。在亞洲，我們對亞洲美元債的觀點為中性，由於預期該地區將獲得財政和貨幣政策支持，我們看好亞洲高收益債勝於亞洲投資級債。

## 關鍵圖表

儘管我們將今年的聯儲局減息預期下調至 75 個基點，但在歷史上，平均而言，小幅減息也會令美國國債收益率下降。

圖. 16 平均而言，美國國債收益率在小幅減息和大幅減息的環境中均會下降，但幅度不同  
不同減息機制下美國 10 年期國債收益率的歷史平均變動幅度



| 美國 10 年期國債收益率平均變動   |          |
|---------------------|----------|
| 聯儲局小幅減息<br>≤75 個基點  | -66 個基點  |
| 聯儲局大幅減息<br>≥150 個基點 | -155 個基點 |

\*自 1986 開始測量

資料來源：彭博、渣打。

|                            | 看漲理據                                    | 看淡理據  |
|----------------------------|---|---|
| <b>新興市場美元政府債</b><br>▼ ◆ ▲  | + 高利率敏感度（長期），在利率觸及頂峰時的有利因素<br>+ 商品價格    | - 商品價格通縮<br>- 美國和主要新興市場國家大選之際的地緣政治風險        |
| <b>亞洲美元債</b><br>▼ ◆ ▲      | + 地區經濟增長繼續表現優異<br>+ 收益率吸引               | - 中國經濟增長前景疲弱<br>- 違約或債券重組風險                 |
| <b>發達市場投資級政府債</b><br>▼ ◆ ▲ | + 收益率吸引<br>+ 發達市場央行的轉向                  | - ‘在經濟增長強勁的背景下，「更高利率持續更久」的貨幣政策<br>- 不利的供需均衡 |
| <b>發達市場投資級公司債</b><br>▼ ◆ ▲ | + 高利率敏感度（長期），在利率觸及頂峰時的有利因素<br>+ 絕對收益率吸引 | - 相對較窄的收益率溢價<br>- 信用基本因素疲弱                  |
| <b>發達市場高收益公司債</b><br>▼ ◆ ▲ | + 公司信用債的基本因素看似仍然穩健<br>+ A 收益率吸引         | - 評級下調風險<br>- 違約風險激增                        |
| <b>新興市場本幣政府債</b><br>▼ ◆ ▲  | + 有利的新興市場貨幣前景<br>+ 新興市場貨幣政策的高度靈活性       | - 與發達市場之間的收益率差失利<br>- 減息預期體現在價格中            |

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例： ▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

## 對發達市場投資級政府債持中性觀點

我們現在對發達市場投資級政府債持中性觀點。在美國，年初至今公布的宏觀數據強於預期，表明經濟有韌性。我們預計軟著陸的可能性增大，這促使我們將今年的聯儲局減息預期從之前的 125 個基點降至 75 個基點。在 3 月的政策會議上，聯儲局將全年通脹預期上修至 2.6%，同時將減息預期維持在 75 個基點不變。在這種背景下，我們認為國債的估值公允，因此，我們預計美國 10 年期國債收益率未來 3 個月將停留在 4.00%-4.25% 的區間內。我們仍預計聯儲局在 6 月份首次減息，但較小的減息幅度意味著，我們預計 10 年期收益率未來 12 個月的下降有限，會進入 3.75%-4.00% 的區間。總體上，我們仍認為當前收益率提供有吸引力的入場點，但我們對債券價格上漲的預期較年初預期溫和。

## 對新興市場美元政府債持中性觀點

在新興市場，我們預計商品價格未來 12 個月更具支撐性。它們對美國國債收益率（長期）的高度敏感也應支持漲勢。我們認為整體收益率與過往相比有吸引力，但注意到相對美國國債的收益率溢價近幾個月有所收窄。此外，由於選舉日程密集，我們預計地緣政治風險將會上升。因此，我們認為中性立場提供最佳的風險/回報均衡。

## 對發達市場投資級和高收益公司債持中性觀點

公司債方面，我們維持對發達市場投資級公司債的中性觀點。考慮到發行人授予的新債溢價相當小，市場看似很好地吸收了今年首兩個月的大量新債供應。隨著債券供應在第二季度逐漸減弱，我們認為更加平衡的供需狀況應有助支持該資產類別。儘管名義收益率看似吸引，但對比過往水平，相較美國國債的收益率溢價較小，這表明從現在開始，債券收益率下降（債券價格上漲）帶來的資本收益前景較低。

我們也對發達市場高收益公司債持中性觀點。軟著陸情境應使違約率相對受控。此外，發達市場高收益公司債今年並未面臨重大的再融資壓力，這應支持債券表現。然而，相較美國國債的收益率溢價較小，以及利用私人信貸市場的高收益公司債增加導致透明度降低，都是值得關注的風險。

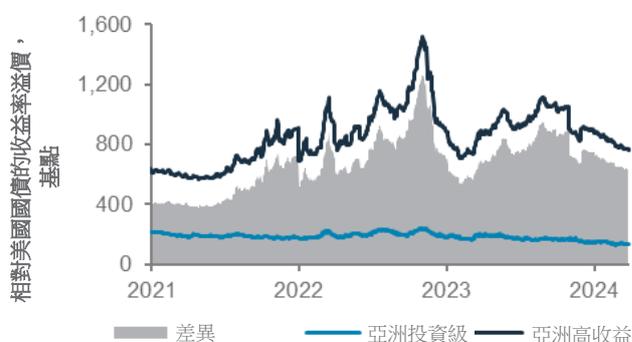
## 對亞洲美元債持中性觀點，看好高收益債勝於投資級債

在亞洲新興市場，我們仍對亞洲美元債持中性觀點。年初至今，該資產類別的表現與發達市場高收益公司債大致一致，並優於發達市場投資級公司債。出色表現主要受到亞洲高收益債推動，與我們的預期一致。基於以下的觀察，我們繼續看好亞洲高收益債勝於投資級債：

- 1) 儘管亞洲高收益債仍由大中華區發行人主導，但我們認為地域和行業分布現在更加均衡。
- 2) 亞洲高收益債現在可能已經消化房地產行業持續違約的影響，進一步意外下行的空間較小。例如，我們注意到，儘管今年中國房地產開發商嚴重違約，但近期資產類別仍表現強勁。

圖. 17 相對亞洲投資級美元債，亞洲高收益美元債提供吸引的收益率溢價

相對美國國債的收益率溢價（自 2021 年以來）



資料來源：彭博、渣打

## 對新興市場本幣政府債持中性觀點

我們預計未來 6-12 個月美元基本持平。我們還認為，大部分新興市場的政策利率下調當前在本地市場基本得到充分體現。基於這一點，再加上相當吸引的收益率，我們對新興市場本幣政府債持中性觀點。

## 我們對期限的偏好調整為中性（5 年-7 年）

我們認為軟著陸情景的可能性更高意味著長期美國國債的回報率更低。考慮到當前市場預期與聯儲局「點陣圖」摘要之間更加一致，我們認為中性（5 年-7 年）平均期限立場在這種環境下更具吸引力。

# 債券機會型投資觀點

韓忠良，CFA  
投資策略師

## 從宏觀經濟的不確定性中錄得超額收益

### 政府債帶來的機遇

- 我們預計三種機會型投資買入觀點的絕對回報為正：美國通脹保值國債、歐洲國債和印度本幣債。

### 美國通脹保值國債

我們維持買入美國通脹保值政府債券（TIPS）（見2月2日的《金融市場周報》），以對沖通脹的回升。我們的基本觀點是反通脹進程將延續。然而，我們也認識到美國經濟長期保持彈性、油價上漲及供應衝擊等因素所帶來的通脹上行風險。使用美國 TIPS 的對沖成本相對於其他傳統的通脹對沖方法較低。黃金交易價格接近史上高位，而房地產則受到高利率和後新冠疫情時期工作模式轉變的挑戰。此外，美國 TIPS 的整體收益率約為 4.6%，遠高於發達市場投資級政府債的收益率（3.2%）。最後，通脹預期可能會在短期內超調，推動美國 TIPS 走高。

我們認為風險包括：（i）與所有債券一樣，TIPS 也有利率風險。這意味著較高的債券收益率可能導致資本損失；及（ii）持續的反通脹可能導致美國 TIPS 的表現遜於美國國債。

### 歐洲國債

我們開始買入歐洲國債，因為我們認為相對疲軟的歐元區有吸引的上行潛力。貨幣市場預計，歐元區和美國在未來 12 個月的減息次數大致相同。然而，我們認為歐元區經濟面臨的下行風險比美國更大。歐元區的通脹似乎也不如美國那麼頑固。總的來說，歐央行進一步減息的風險更高，這意味著歐洲國債的資本增值更高。對於美元計值的投資者而言，歐洲國債指數的美元對沖收益率也與美國國債指數的收益率基本一致，這意味著不存在負利差。

我們觀點的風險包括：（i）頑固的通脹導致歐央行維持鷹派立場；（ii）歐元區的經濟增長較預期為佳；（iii）部分外圍經濟體系的財政脆弱；及（iv）對沖風險。

圖. 18 美元對沖的歐洲國債收益率與美國國債相若

美元對沖的歐元國債收益率與美國國債收益率



資料來源：彭博、渣打

### 印度本幣債

由於印度經濟前景樂觀，我們維持買入印度本幣債的觀點（見《2024 年展望》）。印度本幣債相對於新興市場債券的收益率溢價吸引，而且歷史波動性較低。反通脹的持續可能使印度央行在今年晚些時候減息，推低印度國債收益率。

我們預計美元兌印度盧比將在未來 12 個月小幅下跌至 82.40，這意味著美元計值投資者的貨幣收益。印度強大的外匯儲備和國際收支平衡的改善也可能起到支持作用。印度盧比債券即將被納入全球債券指數，預計將成為印度債券的另一個利好因素，因為外國投資者在印度龐大且流動性強的債券市場的參與有限，這將在未來 12-15 個月推動穩定的資金流入（200-250 億美元）。

我們觀點的風險包括：（i）頑固的通脹導致印度央行保持鷹派；（ii）預算和經常賬赤字上升；（iii）印度央行的債券銷售。

圖. 19 印度本幣債的收益率溢價較其他新興市場債券更為吸引

印度本幣債和新興市場本幣債的收益率對比



資料來源：彭博、渣打

# 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

我們超配股票，其中日本是我們最看好的超配地區。日本央行結束了長達 10 年的「負利率政策」，是對日本經濟投下的強烈信任票。日本央行仍保持寬鬆的立場，企業管治正在改善，估值依舊吸引。美國股票是我們的另一個超配地區。儘管通脹率略高於理想水平，聯儲局仍有可能減息。美國公司繼續表現出強大的定價能力，錄得了穩健的淨利潤率。

我們對亞洲（除日本）股票持中性觀點。我們將印度上調為超配。在該地區的主要市場中，它的經濟增長最快。資金流一直很強勁，印度在大選年通常會錄得穩健的回報。這些因素足以彌補其昂貴的估值。我們還將台灣上調為超配，因其國內生產總值修正強勁，製造業觸底反彈，半導體周期強勁。我們繼續超配南韓，對人工智能相關技術產品的需求上升可能會支持盈利，而政府的「增值」計劃可能會通過解決公司交叉持股和改善公司治理來縮小「南韓折讓」。我們對中國股票持中性觀點。估值低廉，但市場情緒看跌。通縮仍然是主要風險，但政府一直在加大政策的刺激力度。

我們將歐元區股票下調至低配。低估值反映了每股盈利增長乏力。消費者信心依然疲弱，服務業通脹依然頑固。我們還低配英國股票，它對防守性行業的投資比重過高。

## 關鍵圖表

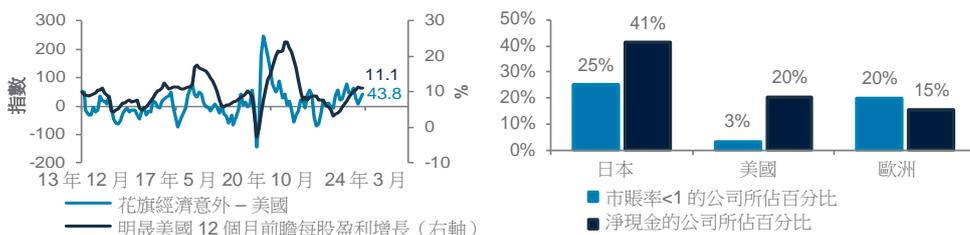
美國強勁增長支持公司盈利。  
日本公司的估值相對於發達市場同業依舊吸引

| 指數           | 12 個月預測 | 發布以來的目標收益率* |
|--------------|---------|-------------|
| 標普 500 指數    | 5,790   | 10%         |
| 納斯達克 100 指數  | 21,000  | 15%         |
| 歐洲斯托克 600 指數 | 550     | 7%          |
| 恒生指數         | 18,100  | 10%         |
| 日經 225 指數    | 47,000  | 15%         |

\* 發布日期為 2024 年 3 月 28 日，基於截至前一交易日的水平

圖. 20 美國公司盈利依賴於強勁的經濟。日本公司仍有很大的潛力縮小相對於發達市場同業的折讓

美國經濟意外與 12 個月前瞻每股盈利增長；市賬率 < 1 和淨現金的公司所佔百分比



資料來源：FactSet、彭博、渣打；\*下圖：我們對中國在岸股票對比離岸股票持中性觀點。

### 看漲理據

### 看淡理據

| 看漲理據   | 看淡理據  |
|--|---|
| <b>日本股票</b><br>+ 公司資產負債表強勁<br>+ 企業改革帶來的股本回報率上升<br>+ 盈利前景進一步改善            | - 估值不再吸引<br>- 日圓反彈拖累公司盈利<br>- 日本央行收緊政策導致波動性上升 |
| <b>美國股票</b><br>+ 強勁的盈利增長和動力<br>+ 科技行業推動表現<br>+ 經濟放緩延遲                    | - 過度集中於「七巨頭」<br>- 宏觀不確定性：如美國大選<br>- 估價高昂。倉位高企 |
| <b>亞洲（除日本）股票</b><br>+ 預計 2024 年每股盈利增長更高<br>+ 對半導體需求的增長<br>+ 中國的財政和貨幣刺激政策 | - 調查數據和經濟活動疲軟<br>- 投資者缺乏信心<br>- 地緣政治緊張局勢持續    |
| <b>歐洲股票</b><br>+ 對每股盈利增長疲軟的定價合理<br>+ 公司利潤率和股本回報率改善<br>+ 製造業數據反彈          | - 盈利增長疲軟<br>- 衰退風險加劇<br>- 經濟反彈無法持續            |
| <b>英國股票</b><br>+ 股息收益率高<br>+ 估值極低<br>+ 相對防守性的行業                          | - 預計 2024 年盈利增長疲弱<br>- 增長股持倉較低<br>- 前瞻指引惡化    |

資料來源：渣打全球投資委員會

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。在美國經濟軟著陸、全球經濟增長強勁和通脹趨勢放緩下，它們的表現可能會更好。

## 超配日本股票

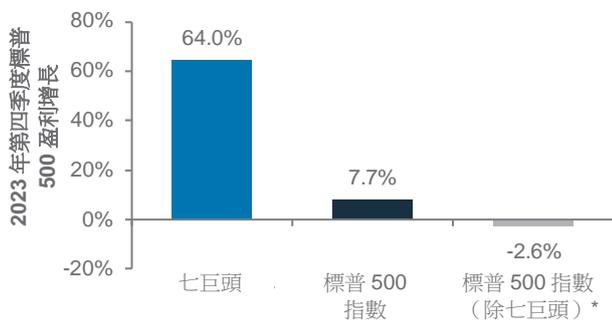
我們超配日本股票。由於當地居民的現金儲蓄和日本個人儲蓄賬戶的改革，國內外資金流入強勁。此外，企業流動性狀況依然強勁，超過 40% 的企業淨現金為正，遠超其他發達市場。估值並沒有過於緊張，日本股市仍較全球股市折讓 9%，低於過往平均水平。日本央行有意外收緊政策的風險，導致日圓走強，但這並非迫在眉睫，在很大程度上取決於日本央行的訊息。

## 超配美國股票

我們超配美國股票。經濟持續走強和我們對未來 12 個月軟著陸的預期是主要促成因素。在 3 月份聯儲局政策會議之後，我們現在預計今年減息 75 個基點，這將通過減輕對未來盈利貼現的影響，繼續支持增長股。我們認為，高股本回報率水平（美國股票的股本回報率為 20.1%，比過往平均水平高出 1 個多標準差）也可能證明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。然而，過度依賴「七巨頭」對美國股市來說是一個風險。

圖. 21 美國股市可能過度依賴「七巨頭」的盈利，這是導致美國股市排名落後於日本股市的關鍵因素，儘管兩者都是「超配」股票

標普 500 指數對比「七巨頭」的盈利增長



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。從積極的方面來看，新興市場和發達市場之間的貨幣政策差異有利於資金流入。儘管如此，任何全球增長放緩和地緣政治緊張局勢都可能對市場造成壓力。

我們在亞洲（除日本）超配南韓股票，原因是預計今年每股盈利增長將反彈，以及人工智能應用增長。其「增值」計劃旨在改善企業管治，加大股票回購力度。在有利的宏觀環境下，我們亦在區內超配台灣股票，2024 年國內生產總值因預期出口需求復甦而上調。台灣也將受惠於製造業觸底反彈和強勁的半導體發展勢頭。

圖. 22 南韓、印度、台灣盈利預計強勁增長，中國落後

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

我們同時還超配印度股票。包括國內增長強勁、選舉年通常有利的回報率以及相對不受地緣政治風險在內的利好因素，都足以抵消其估值溢價。我們看好大型股，而不是中小型股。

我們對中國股票持中性觀點。投資者較低的倉位和極度壓縮的估值依舊吸引，而包括房地產市場低迷和人口因素在內的結構性阻力可能會持續。在過去幾個月宣布的有利財政政策以及全國人大的整體支持基調之後，任何上行政策意外都可能引發投資者情緒回復正常。在中國，我們對在岸股票和離岸股票持中性觀點。

## 低配歐洲股票

我們低配歐元區股票。利率上升和地緣政治憂慮繼續拖累公司盈利。然而，我們認為，歐元區製造業數據的改善可能會刺激短期的市場情緒，因為該地區對全球工業周期的投資比重較高。我們也低配英國股票，因為該地區對防守性行業的嚴重傾斜可能導致全球股市持續攀升之際表現不佳。明晟英國指數 12 個月前瞻每股盈利增長為 3.1%，也是主要經濟體中最低的。

# 股票機會型投資觀點

Fook Hien Yap  
高級投資策略師

## 繼續採取槓鈴式投資策略

### 買入美國行業，有選擇地買入亞洲行業

- 我們預計五個機會型投資買入觀點將帶來正的絕對回報：美國科技、通訊服務和能源行業；印度大型股和中國非金融高股息國有企業。
- 我們的行業槓鈴式投資策略將會延續；我們看好美國和歐洲的長期增長型行業，同時兼顧防守性行業。在中國，我們繼續看好消費者支出的增長，並與必需消費品的防守性持倉相平衡。

### 機會型投資買入觀點

**美國科技：**我們預計年初至今的強勁勢頭將持續，因為企業「被迫」在人工智能上投入資金以獲得優勢。向雲端運算的轉變還帶來了軟件及服務經常性收入的增長。我們認為，該行業出色的股本回報率和增長率，以及債券收益率的預期下降，都證明了高估值是合理的。人工智能支出疲軟是一種風險。

**美國通訊服務：**同樣，我們預計年初至今的強勁勢頭將持續。在過去 3 個月中，通訊行業的每股盈利綜合預期變化最為積極，預計 2024 年的盈利增長率最高。數碼廣告的持續復甦和對網上娛樂的需求繼續支持該行業。數碼廣告的低迷是一種風險。

**美國能源行業：**由於當前油價高於 2023 年的平均水平，我們認為 2024 年盈利下降的綜合預期存在上行風險。油組+和主要產油國在供應方面表現出紀律性。該行業的估值吸引、現金流強勁；總統候選人特朗普可能會積極地支持能源行業。油價下跌是一種風險。

**印度大型股：**我們認為，印度在亞洲的經濟結構吸引，並且表現出卓越的增長。我們認為，大型股的估值相對於中型股更為吸引。我們預計，即將到來的選舉將保持政策的連續性，從歷史上看，印度股市在選舉前一直表現強勁。一個風險是增長弱於預期。

圖. 23 機會型投資買入觀點

| 地區 | 觀點           |
|----|--------------|
| 美國 | 科技行業         |
|    | 通訊服務行業       |
|    | 能源行業         |
| 亞洲 | 印度大型股        |
|    | 中國國有企業非金融高股息 |

資料來源：渣打

**中國國有企業非金融高股息：**我們預計宏觀政策和較低的利率將刺激投資者對高股息國有企業的需求。我們認為，為國有企業管理層提供激勵措施以提高其市場價值，是股價的一個重要利好因素。我們更傾向於關注非金融國有企業，因為金融行業對陷入困境的房地產開發商的支持缺乏明確性。監管變化帶來負面影響是一種風險。

圖. 24 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   | 非必需品   | 非必需品 |
| 健康護理 | 非必需品 ▲ | 科技     | 健康護理 |
| 能源 ▲ | 必需品    | 必需品 ▲  | 科技   |
| 工業   | 工業     | 工業     | 金融   |
| 非必需品 | 能源     | 能源     | 必需品  |
| 必需品  | 金融     | 金融     | 其他   |
| 金融   | 通訊     | 公用事業   |      |
| 物料   | 物料     | 健康護理 ▼ | 能源   |
| 公用事業 | 公用事業 ▼ | 物料     | 金屬   |
| 房地產  | 房地產    | 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  
▲ 自上季度上調 | ▼ 自上季度下調

# 外匯 — 一瞥

Manpreet Gill

袁沛儀

非洲、中東及歐洲區首席投資總監 投資策略師



## 關鍵主題

我們預計美元將在未來 3 個月和 12 個月基本持平。當今外匯市場的一個不尋常的特點是外匯波動率低而且在下降。七國集團貨幣波動率現在與過去 30 年的低位相差無幾。加上我們認為聯儲局和歐央行等主要央行的減息路徑可能日益趨同，意味著我們預計美元將在未來 3 個月和 12 個月圍繞一個異常平穩的路徑窄幅上落。由於歐元兌美元在美元指數中的權重較大，我們的觀點在很大程度上與上述觀點如出一轍。

日圓和瑞郎最有可能偏離這種低波動性環境。日本央行的鴿派基調可能會使日本央行在 1-3 個月的短期內保持疲軟，並導致美元兌日圓測試近十年高位；但從長遠來看，近期加息後收益率差異的縮小可能會使日圓走強。瑞士央行的減息令瑞郎不太可能進一步走強，但導致美元兌瑞郎突破 0.91-0.92 的徹底走弱可能需要新的促成因素。

澳元和紐元可能繼續受惠於央行相對鷹派的政策。與同類國家相比，澳元的通脹相對更為持久，加上主要出口商品（如黃金）價格強勁，這意味著這些貨幣在 3 個月和 12 個月的期限都可能保持相對較好的支持。中國經濟樂觀情緒的初步反彈也可能起到支持作用，儘管這也會給離岸人民幣帶來適度的下行壓力。

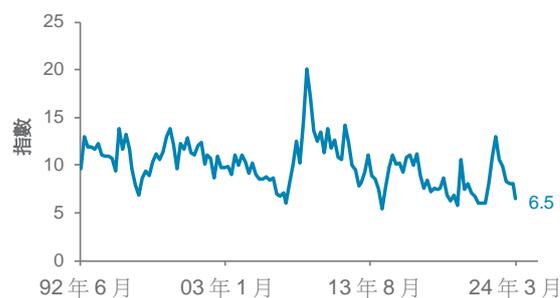
## 關鍵圖表



我們對美元指數的預測異常平穩，與外匯市場的低波動性和下降趨勢一致

圖. 25 外匯波動率跌至近十年低位

七國集團外匯波動率指數；預測表



資料來源：彭博、渣打

| 貨幣       | 3 個月預測 | 12 個月預測 |
|----------|--------|---------|
| 美元（美元指數） | 102.8  | 102.7   |
| 歐元兌美元    | 1.10   | 1.10    |
| 英鎊兌美元    | 1.30   | 1.28    |
| 美元兌日圓    | 153    | 142     |
| 澳元兌美元    | 0.68   | 0.69    |
| 紐元兌美元    | 0.62   | 0.64    |
| 美元兌加元    | 1.35   | 1.35    |
| 美元兌離岸人民幣 | 7.22   | 7.25    |
| 美元兌瑞郎    | 0.90   | 0.92    |

圖. 26 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） | + 避險需求、美國例外論             | - 鴿派聯儲局、非美國增長、估值昂貴 |
| 歐元兌美元    | + 歐盟通脹率下降，實際利率上升         | - 增長乏力，依賴能源        |
| 美元兌日圓    | + 通脹上升時實際收益率下降           | - 日本央行進一步加息，避險     |
| 英鎊兌美元    | + 通脹居高不下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    | + 房地產市場脆弱、增長放緩           | - 利差降低、油價反彈        |
| 美元兌離岸人民幣 | + 地緣政治、不利的利差             | - 中國經濟增長反彈、資本流入    |

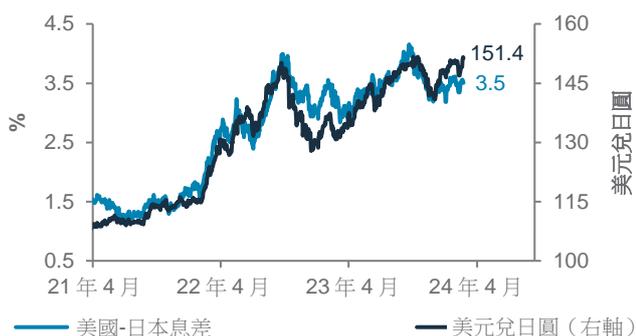
資料來源：渣打全球投資委員會

## 政策走勢趨向一致

聯儲局和歐央行在 2024 年減息的時機和幅度方面可能會遵循類似的路徑。我們預計歐央行今年將從 6 月開始減息 75 個基點，這與聯儲局的做法基本一致。這可能導致歐元兌美元基本持平。因此，我們預計歐元兌美元在未來 3 個月和 12 個月將保持在 1.10 的水平，並在 1.07 至 1.12 的交易區間波動。隨著宏觀經濟數據略有改善，英鎊在未來 3 個月可能會在短期區間內小幅反彈至 1.30，但隨著減息將英鎊維持在近期寬幅區間內，英鎊在未來 6-12 個月內可能會回落至 1.28。

圖. 27 由於收益率差異，歐元可能會小幅走高

美元兌日圓和美國-日本息差



資料來源：彭博、渣打

日圓在近期加息後的走軟令市場參與者感到不安，他們預計日本央行開始收緊政策將導致日圓升值。我們認為，日本央行積極採取鴿派態度，以限制進一步收緊政策的預期，這就解釋了這一點。短期內，我們預計這將導致日圓面臨下行壓力，從而測試（並有可能突破）近十年的高位 151.7。我們預計美元兌日圓在未來 3 個月將達到 153。不過，日本央行可能會進一步收緊政策。再加上聯儲局在 2024 年晚些時候減息，可能會加劇有利於日圓的利差，導致日圓走強。因此，我們預計美元兌日圓將在未來 12 個月跌至 142。

圖. 29 亞洲貨幣推動因素摘要

| 預測          | 美元兌坡元<br>1.32 (3 個月) / 1.34 (12 個月) | 美元兌印度盧比<br>82.40                     | 美元兌林吉特<br>4.70              | 美元兌韓圓<br>1300                      |
|-------------|-------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| <b>看漲理據</b> | + 坡元易受全球經濟增長疲弱影響<br>+ 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<br>+ 2024 年大選帶來的風險溢價 | + 外匯儲備相對較低<br>+ 商品價格風險增加    | + 易受全球經濟增長和貿易的影響<br>+ 依賴於美元和人民幣的走勢 |
| <b>看淡理據</b> | - 國內增長穩健<br>- 人民幣反彈                 | - 油價下跌緩解經常賬赤字<br>- 強勁增長；資金流入         | - 本地美元化趨勢逆轉<br>- 國內生產總值增長穩健 | - 出口增長和旅遊流入<br>- 價值低廉；資金流入         |

資料來源：渣打全球投資委員會

圖. 28 預期瑞士央行外匯儲備下降將支持瑞郎的估值

瑞郎名義和實際匯率



資料來源：彭博、渣打

我們預計美元兌瑞郎在未來 1-3 個月將走弱至 0.90，在未來 12 個月將走弱至 0.92。瑞士央行的減息和增加準備金可能表明，隨著通脹率進一步降至 2% 以下，該央行認為不再有必要採取積極的強瑞郎政策。我們認為這足以避免瑞郎進一步大幅走強。然而，瑞郎的大幅走軟可能需要新的促成因素。目前，我們預計美元兌瑞郎將走弱至 0.86-0.92。

商品貨幣應繼續得到良好支持。央行相對更加鷹派，以及主要商品出口價格上漲對貿易價格比率的支持，可能會支持澳元兌美元和紐元兌美元（我們預計 6-12 個月分別為 0.69 和 0.64）。美元兌加元仍然是一個例外。

我們預計美元兌離岸人民幣將在 3 個月升至 7.22，12 個月升至 7.25。長期通縮風險的持續存在可能會使離岸人民幣繼續承受下行壓力。近期的增長彈性可能會導致決策者對於輕微疲弱感到更加舒適，這是最近政策調整的訊號。我們預計美元兌印度盧比將在未來 12 個月小幅下跌至 82.40，儘管波動性比近幾個月更大，這得益於強勁增長和不斷增加的股票和債券流入。我們預計美元兌坡元將在 3 個月達到 1.32，12 個月達到 1.34。貨幣政策目前可能保持不變，美元兌坡元將受美元整體市場的推動。美元和歐元持平意味著其他亞洲貨幣面臨適度的下行壓力。

# 黃金、原油 — 一瞥

韓忠良, CFA  
投資策略師



## 關鍵主題

與其他主要資產類別相比，我們對黃金保持中立觀點，將其視為投資組合中抵禦任何重大衰退和地緣政治風險的「壓艙石」。由於戰術需求增加和官方部門持續追捧，黃金市場在 3 月份一路高歌猛進。我們預計，在未來 12 個月，隨著減息的進行，金價將升至每盎司 2,200 美元，從而推低實際收益率。與此同時，機構投資者可能會在減息預期升溫下越來越多地增加倉位。結構性央行需求仍是一個主要推動因素，但鑑於當前價格上漲，央行可能會推遲購買。然而，超買條件和低迷的交易所買賣基金流動性是短期拖累因素。因此，我們認為黃金在未來 3 個月很容易出現回調。

在供求關係趨緊的情況下，我們將 12 個月西德州中級原油預測上調至每桶 81 美元。在需求方面，由於大多數主要經濟體（尤其是美國和中國）幾乎沒有出現放緩跡象，經濟狀況仍較預期強勁。在供應方面，油組+自願每日減產 220 萬桶的計劃延長至第二季度，限制了原油供應的上行空間。此外，閒置產能薄弱和生產者彈性低意味著美國產出不太可能再創新高。短期內，我們認為，鑑於全球經濟依然強勁，石油市場可能會出現赤字。這表明未來 3 個月西德州中級原油價格將上漲至每桶 84 美元左右。

## 關鍵圖表



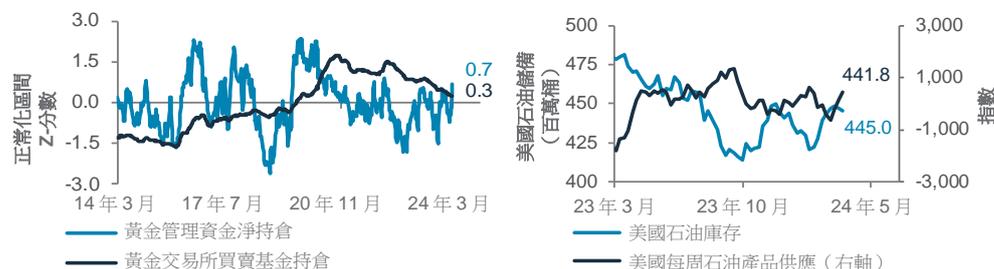
低迷的交易所買賣基金資金流的復甦，是黃金下一輪上漲的動力

石油需求狀況仍比預期強勁

圖. 30 儘管戰略性持倉反彈，但交易所買賣基金的資金仍持續流出；美國石油需求正在復甦，近幾周來石油庫存下降

左圖：黃金管理資金淨持倉，交易所買賣基金持倉

右圖：美國石油庫存對比美國能源資訊局每周產品供應（石油需求指標）



資料來源：CFTC、彭博、渣打

|              | 看漲理據   | 看淡理據  |  | 看漲理據            | 看淡理據   |
|--------------|--|---|--|-----------------|--|
| <b>黃金</b>    | <ul style="list-style-type: none"><li>+ 聯儲局利率正常化</li><li>+ 地緣政治緊張局勢升級</li><li>+ 避險出價</li><li>+ 央行儲備多元化</li><li>+ 強勁的央行和實物需求</li><li>+ 美元疲軟</li><li>+ 商品交易顧問的進入</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>- 實際收益率的上升增加了持有黃金的機會成本</li><li>- 地緣政治風險對黃金的溢價往往是短暫的</li><li>- 與股票正相關</li><li>- 美元再次走強</li><li>- 承險情緒</li><li>- 估值苛刻</li></ul> |  | <b>原油</b>       | <ul style="list-style-type: none"><li>- 緊縮的貨幣政策和由此導致的增長放緩</li><li>- 改變俄羅斯石油流動方向</li><li>- 放寬對委內瑞拉的制裁</li><li>- 巨大的全球剩餘產能</li><li>- 油組+供應紀律</li><li>- 能源轉型帶來的需求下降</li></ul> |
| 12 個月 TAA    |  |   |  | + 發達市場經濟體穩健     | + 亞洲需求穩定增長   |
| ◆            |  |   |  | + 地緣政治衝突造成的供應減少 | + 油組+減產  |
| 12 個月預測：     |  |   |  | + 低庫存           | + 美國頁岩油投資不足  |
| 每盎司 2,200 美元 |  |   |  | + 美國 SPR 再釋放    |  |

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

## 看漲股票

Francis Lim  
高級量化策略師

### 概述

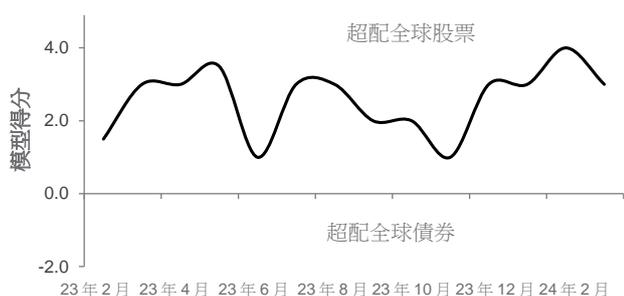
我們的長期量化模型的時間跨度一般為 3 個月。其中包括股票-債券模型，目前該模型更傾向於全球股票而非債券。股票-債券市場風險模型對這一方向性觀點進行了補充，該模型並未預測美國股票和國債的高下行風險。與此同時，我們基於牛熊指標和市場多樣性的短期模型尚未顯示出股市的任何短期風險。

### 股票-債券模型：看好股票

經過一年的監測，我們正式推出了股票-債券模型。該模型根據基本因素、估值和技術因素的綜合得分，生成一個在-5 到 5 之間的月度得分。正分數表示對股票的超配，反之則表示對股票的低配。自 2023 年 2 月以來，該模型的表現優於 60/40 投資組合 3.2%，年初至今的表現優於 60/40 投資組合 1.60%。

圖. 31 股票-債券模型更傾向於股票

基本因素、估值和技術得分合計



資料來源：渣打

**基本因素：**看漲股票。花旗宏觀風險指數（Citi Macro Risk Index）和依然積極的經濟意外指數的低風險厭惡情緒也支持這一觀點。自 2023 年以來，兩者都看漲股票。與此同時，製造業活動（美國供應管理協會新訂單）由於小幅收縮而呈現淨中性，但在過去 3 個月有所改善。最後，我們的盈利修正因素是負面的，因為淨盈利上調正在放緩。

**估值：**看漲股票。全球和亞洲股市目前的交易價格與其 5 年歷史平均預期市盈率相差不到 1 個標準差。估值因素滯後，因為我們的回測顯示市場傾向於推遲下調（意味著對更高估值的容忍度增加）。

**技術因素：**股票淨中性。我們的市場寬度指標表現良好，85% 的股票市場目前位於 200 日移動平均線上方，表明全球股市正在健康地參與反彈。然而，我們的反向指標表明看跌背離，股市淨上漲正在形成較低的高位，而全球股市正在形成較高的高位，表明上升趨勢可能即將結束。

### 對股票和債券市場風險保持中立

我們的股票-債券市場風險（EBMR）模型使用 11 個經濟和市場因素來創建股票和債券風險指標，範圍從 0 到 100（數值越高表示風險越低）。

該模型的風險指標在 3 月份已經減弱至中性（略低於 50），原因是美國房屋開工和首次申領失業救濟金人數的波動。由於該模型以宏觀趨勢為基礎，因此這些因素中缺少明確趨勢的波動不會被視為重大變化。

下面我們對風險指標的 2 乘 2 象限分析表明，我們目前處於第二階段，股票和政府債券的下行風險都很低（鑑於風險指標中的中性水平，我們通過堅持上個月的象限來避免不必要的交易）。股票和另類資產等風險資產在第二階段的歷史表現良好。

圖. 32 EBMR 模型處於第二階段

美國股票債券市場風險分析



資料來源：渣打

### 牛熊機制指標

我們的牛熊機制指標在許多股票市場都看漲，包括美國、歐洲、英國、亞洲（除日本）和日本。該模型監測市場動力、波動性和成交量，以發現機制崩潰的早期跡象。

值得注意的是，美國當前的市場因素與過去幾個時期非常相似，即 2017 年 12 月（對貨幣政策收緊的憂慮）、2020 年 2 月（新冠肺炎）和 2022 年 2 月（聯儲局加息周期開始）之後不久，上升趨勢就結束了。

# 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。

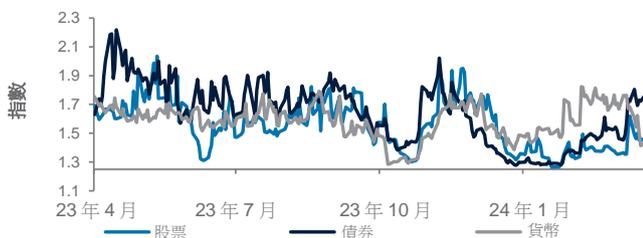
## 本月市場多樣性在何處減少或增加？

從市場多樣性的角度來看，3 月並不那麼令人興奮。我們已經看到股票、債券和外匯市場的多樣性在 2023 第四季度同步下跌後有所改善。債券及貨幣市場多元化的增加主要是由於 2023 年底強勁趨勢逆轉所致。

根據今年早些時候我們的市場多樣性指標（分形）閾值 1.25，股票市場的整固或反轉觸發因素數量最多。這些市場包括美國、日本和歐洲。儘管持倉緊張，但他們在 2024 年仍保持良好勢頭。然而，這些趨勢在 2024 年有所減弱，並有助於在一定程度上平衡這些股票市場的多樣性。美國和日本股市的多樣性看起來仍然很緊張，但目前已高於我們的觸發點。與此同時，歐洲股市的多樣性已遠遠高於觸發點，部分原因是英國在股市中走弱。

圖. 33 2024 年市場多樣性擴大

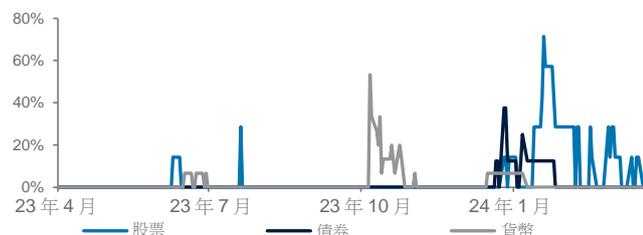
按資產類別劃分的平均市場多樣性分數



資料來源：彭博、渣打

圖. 34 整個第一季度，股市一直在反覆觸發反轉觸發器

多樣性分數 < 1.25 的資產百分比



資料來源：彭博、渣打

債券市場的多樣性在年初一度跌破 1.25 後也有所改善。2023 年 10 月至 12 月，多數債券市場上漲 9-12%，當時聯儲局更為鴿派。在我們的多樣性指標顯示投資者多樣性極低後，這些趨勢要麼已經逆轉，要麼已經放緩。發達市場政府債以 2.8% 的跌幅領跌。

在大多數貨幣市場，市場多樣性仍然很高。美元兌瑞郎是我們的市場指標最近在 1 月份標誌著反轉訊號的唯一貨幣。瑞郎在今年年初達到 8 年高位後兌美元貶值了 5.0%。更廣泛地看，瑞郎兌美元走弱部分是由於美元走強，因聯儲局減息預期被推遲至 2024 年 6 月，美元指數自 2023 年 12 月以來有所反彈。

圖. 35 主要資產的多樣性

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

資料來源：彭博、渣打；數據截至 2024 年 3 月 25 日

圖例：○ 極低 ● 低/適度 ● 高

# 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。

# 基礎：資產配置概要

| 概述          | 觀點 | 基礎配置       |            |            | 概述             | 基礎配置       |
|-------------|----|------------|------------|------------|----------------|------------|
|             |    | 均衡         | 適度進取       | 進取         |                |            |
| 現金          | ▼  | 2          | 2          | 2          | 現金             | 35         |
| 固定收益        | ◆  | 51         | 33         | 14         | 固定收益           | 65         |
| 股票          | ▲  | 42         | 60         | 79         |                |            |
| 另類投資        | ◆  | 5          | 5          | 5          |                |            |
| <b>資產類別</b> |    |            |            |            |                |            |
| 美元現金        | ▼  | 2          | 2          | 2          | 美元現金           | 35         |
| 發達市場政府債*    | ◆  | 10         | 6          | 3          | 發達市場投資級政府債（短期） | 10         |
| 發達市場投資級公司債* | ◆  | 9          | 6          | 3          | 發達市場投資級公司債（短期） | 13         |
| 發達市場高收益公司債  | ◆  | 10         | 7          | 3          | 發達市場高收益債（短期）   | 14         |
| 新興市場美元政府債   | ◆  | 7          | 5          | 2          | 新興市場美元政府債（短期）  | 9          |
| 新興市場本幣政府債   | ◆  | 7          | 4          | 2          | 新興市場本幣政府債      | 9          |
| 亞洲美元債       | ◆  | 7          | 5          | 2          | 亞洲美元債          | 11         |
| 北美股票        | ▲  | 22         | 31         | 41         |                | <b>100</b> |
| 歐洲（除英國）股票   | ▼  | 4          | 6          | 8          |                |            |
| 英國股票        | ▼  | 1          | 2          | 2          |                |            |
| 日本股票        | ▲  | 3          | 5          | 7          |                |            |
| 亞洲（除日本）股票   | ◆  | 8          | 12         | 16         |                |            |
| 非亞洲新興市場股票   | ◆  | 3          | 4          | 6          |                |            |
| 另類投資        | ◆  | 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+        |            |            |
|-------------|----|------------|------------|------------|
|             |    | 均衡         | 適度進取       | 進取         |
| 現金          | ▼  | 2          | 1          | 1          |
| 固定收益        | ◆  | 40         | 24         | 10         |
| 股票          | ▲  | 35         | 46         | 60         |
| 另類投資        | ◆  | 6          | 6          | 6          |
| 私人資產        |    | 18         | 22         | 22         |
| <b>資產類別</b> |    |            |            |            |
| 美元現金        | ▼  | 2          | 1          | 1          |
| 發達市場政府債*    | ◆  | 8          | 5          | 2          |
| 發達市場投資級公司債* | ◆  | 7          | 4          | 2          |
| 發達市場高收益公司債  | ◆  | 8          | 5          | 2          |
| 新興市場美元政府債   | ◆  | 6          | 3          | 1          |
| 新興市場本幣政府債   | ◆  | 5          | 3          | 1          |
| 亞洲美元債       | ◆  | 6          | 3          | 1          |
| 北美股票        | ▲  | 18         | 24         | 31         |
| 歐洲（除英國）股票   | ▼  | 3          | 5          | 6          |
| 英國股票        | ▼  | 1          | 1          | 2          |
| 日本股票        | ▲  | 3          | 4          | 5          |
| 亞洲（除日本）股票   | ◆  | 7          | 9          | 12         |
| 非亞洲新興市場股票   | ◆  | 3          | 3          | 4          |
| 另類投資        | ◆  | 6          | 6          | 6          |
| 私募股權        |    | 3          | 7          | 11         |
| 私募地產        |    | 7          | 5          | 5          |
| 私人債務        |    | 8          | 10         | 6          |
|             |    | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |

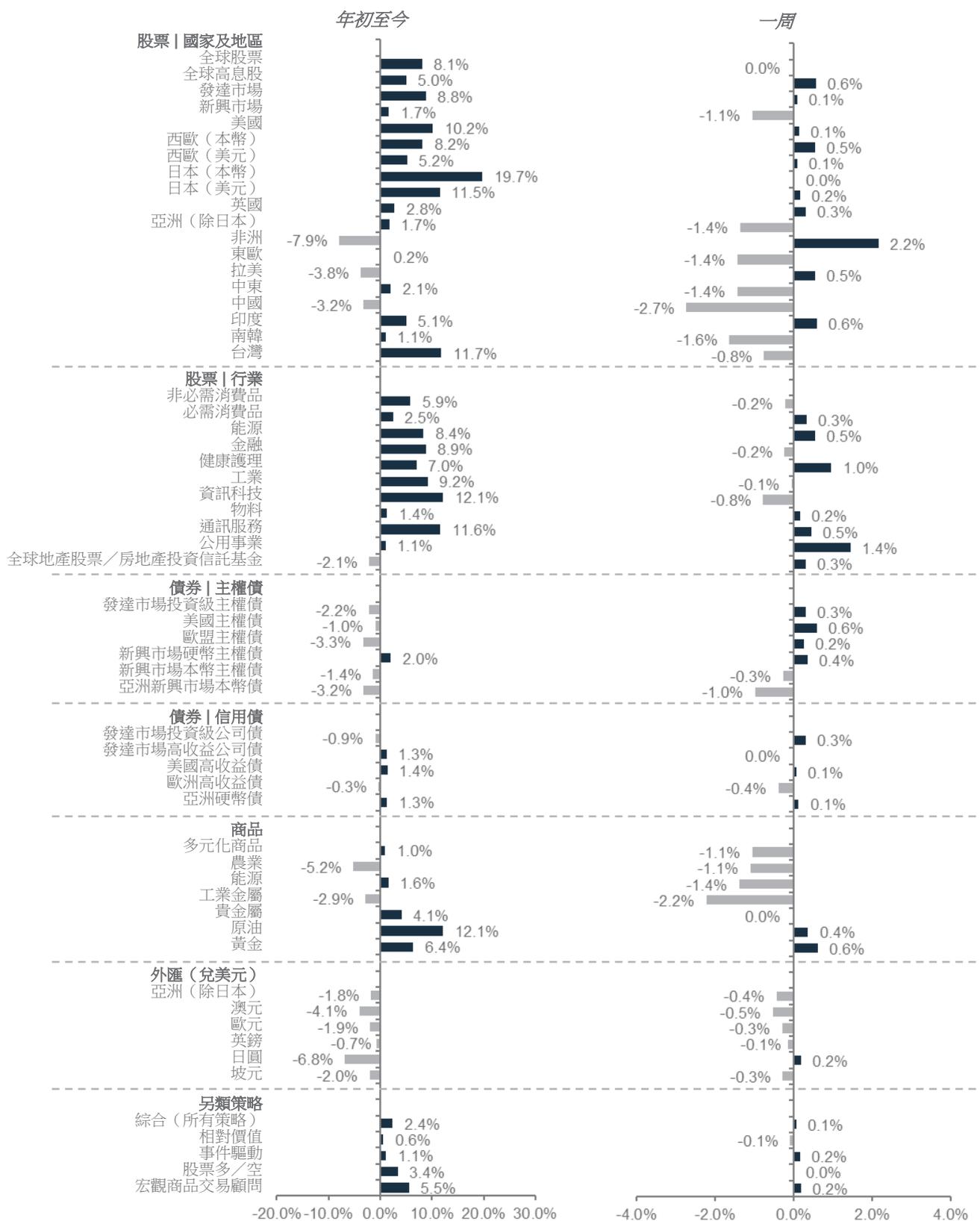
資料來源：渣打

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 3 月 27 日的表現，一周表現是指 2024 年 3 月 21 日至 2024 年 3 月 27 日的表現

# 我們的重要預測和關鍵事件

| 貨幣                 | 美元指數  | 美元<br>(美元兌<br>歐元) | 英鎊兌<br>美元 | 日圓<br>兌美元 | 澳元兌<br>美元 | 紐元兌<br>美元 | 加元<br>兌美元 | 美元兌<br>岸幣 | 美元兌<br>人民幣 | 美元兌<br>瑞郎 | 石油 (西<br>德州中級<br>原油, 美<br>元/桶) | 黃金<br>(美元<br>/盎司) | 聯儲局政<br>策利率<br>(上限) | 美國<br>10年期國<br>債收益率<br>(%) | 歐央行政<br>策利率 |
|--------------------|-------|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|-----------|--------------------------------|-------------------|---------------------|----------------------------|-------------|
| <b>3個月<br/>預測</b>  | 102.8 | 1.10              | 1.30      | 153       | 0.68      | 0.62      | 1.35      | 7.22      | 0.90       | 84        | 2150                           | 5.25%<br>(24年6月)  | 4.00-<br>4.25%      | 3.75%<br>(24年6月)           |             |
| <b>12個月<br/>預測</b> | 102.7 | 1.10              | 1.28      | 142       | 0.69      | 0.64      | 1.35      | 7.25      | 0.92       | 81        | 2200                           | 4.50%<br>(25年3月)  | 3.75-<br>4.00%      | 3.00%<br>(25年3月)           |             |

資料來源：渣打

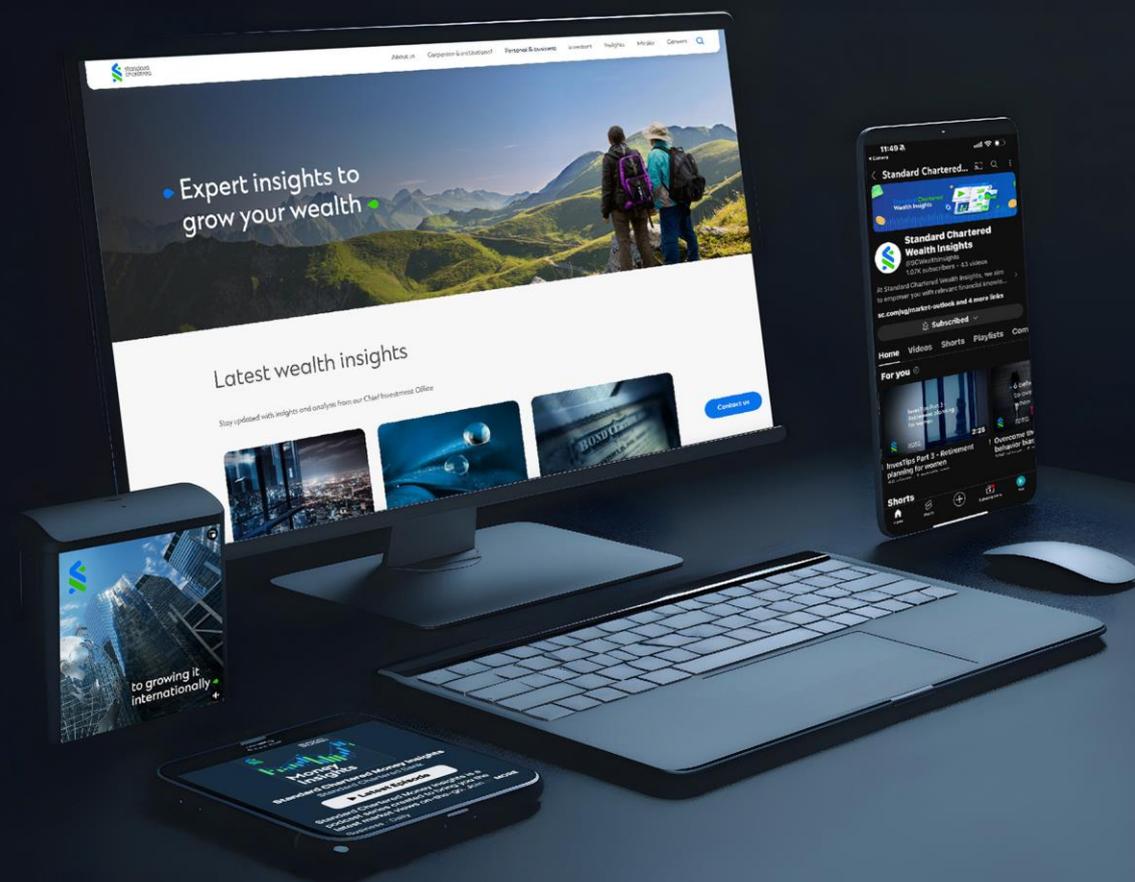


圖例： ■ 央行政策 | ■ 地緣政治

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)



## 渣打投資觀點 (SC Money Insights)

Spotify、蘋果及 Google 平台上的 3 個播客



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。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 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 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）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。