



2023 年展望

有危有機 穩健投資

我們預計 2023 年歐美將陷入衰退，中國有機會復甦，全球通膨有望放緩，且聯準會可能在 2023 年上半年暫停升息，隨後在下半年降息。在這種瞬息萬變的環境中，對資產類別偏好進行排序可能是關鍵。

我們偏好以穩健投資策略（SAFE）來構建基礎投資組合，即是（i）透過收益策略保護（Secure）收益率，（ii）配置（Allocate）提供長期價值的亞洲資產，（iii）透過防守性資產鞏固（Fortify）投資以應對任何意外，以及（iv）透過另類策略進行擴張（Expand）。

隨著經濟活動逐漸回復正常，我們預料以消費者為主導的中國股票類股將展現機會。外匯方面，我們未來 12 個月看好歐元和日圓。



2023 年的宏觀經濟前景如何？

為何 2023 年採取多資產收益策略是最重要？

你的量化模型對 2023 年的預測是甚麼？

目錄

01

策略

投資策略：有危有機 穩健投資 04

基礎：戰略性資產配置 07

基礎：多資產收益策略 08

02

宏觀概況總覽

概述 10

03

資產類別

債券 12

股票 14

股票行業觀點 16

外匯 17

黃金和原油 19

量化觀點 20

追蹤市場多樣性 21

04

表現回顧

基礎：資產配置概要 22

我們觀點的表現 23

市場表現概要 24

關鍵事件 25

註釋 26

首席投資總監的來函



展望未來一年，如果有甚麼建議我可以給出的話，那就是：不要被近因偏見所影響，即是不要過分注視最近的經驗……公開市場已開始拋售，對尋求收益的投資者來說，優質債券會帶來重要的投資機會。

2022 年是值得銘記的一年，也是需要遺忘的一年！一方面，這是兩年多來我們第一次有機會與世界各地的親朋好友再聚首。讓人驚訝的是，如此簡單的事情，曾經大家都認為是理所當然的事情，突然之間變得如此珍貴。

然而，一旦你把注意力轉向投資，這些記憶很可能被不愉快的情緒所覆蓋。從某些方面來說，在我 25 年多的職業生涯中，2022 年對投資者而言是最艱難的一年。這是 150 年來美國股票和債券同時貶值的第四個年份。從歷史角度來看，股市的下跌並非極端，但長期表現優於大盤的科技股的跌幅更大，讓許多投資者感覺更糟。與此同時，對債券而言，今年的表現是 150 年來最糟糕的四個年份之一。

雖然反思過去的一年很重要，但如果我可以給出一條建議，那就是：不要被近因偏見所影響，即是不要過分注視最近的經驗。越來越多人認為股票與債券投資組合的比例為 60：40 已經不合時宜。老實說，這確實已經持續了一段長時間。在這 10 多年來，我們已經配置了包括商品和避險基金策略在內的另類資產。去年，我們發布了最新的策略資產配置模型，其中配置了 25% 的私人資產。好消息是，投資者很容易獲得這些資訊。

然而，雖然 2022 年私人資產表現領先，但我們不應因此而認為公開及上市資產市場對投資者不再重要。公開市場的好處是，幾乎總是有一個你能夠以此展開交易的價格。你可以接受它，也可以無視它，但它確實存在，不過報酬可能更加不穩定。隨著市場從貪婪轉向絕望，這讓市場可能有更多機會，但也增加了投資組合的波動性。

就私人資產而言，流動性普遍較低。然而，這種流動性不足可以減少價格的波動，有助改善投資組合的報酬。兩者中沒有哪個更好；他們只是不同。混合投資配置適合大多數投資者。

在踏入 2023 年之際，重要的是要記住市場調整會創造機會。公開市場已開始拋售，對於尋求收益的投資者來說，優質債券下跌帶來重大機會。就股票而言，我們承認衰退的風險高，且波動不太可能迅速減低。然而，市場是向前看的，其中大部分很快就會在價格中體現；所以，去尋找機會吧，尤其是在亞洲地區。

Steve

布思哲 (Steve Brice)
全球首席投資總監

投資策略與關鍵主題

Steve Brice
全球首席投資總監

Manpreet Gill
非洲、中東及歐洲區首席投資總監

鄭子豐
北亞區首席投資總監



我們的偏好

(12 個月展望)

基礎投資超配

- 債券 – 政府債和公司債
- 股票：亞洲（不含日本）
- 債券：亞洲美元債

行業超配

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

外匯觀點

- 歐元、日圓是美元走弱的最大受惠者

結構性宏觀趨勢*

- 未來數位世界
- 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

*個別提供專題報告

有危有機 穩健投資

- 我們預計 2023 年歐美將陷入衰退，中國有機會復甦，全球通膨有望放緩，且聯準會可能在 2023 年上半年暫停升息，隨後在下半年降息。在這種瞬息萬變的環境中，對資產類別偏好進行排序可能是關鍵。
- 我們偏好採取穩健投資策略（**SAFE**），即是（i）透過收益策略**保護**（**Secure**）收益率，（ii）**配置**（**Allocate**）提供長期價值的亞洲資產，（iii）透過防守性資產**鞏固**（**Fortify**）投資以應對意外，以及（iv）透過另類策略在傳統資產以外進行**擴張**（**Expand**）。
- 隨著經濟重新開放，我們預料以消費者為主導的中國股票類股將展現機會。外匯方面，我們未來 12 個月看好歐元和日圓。

以穩健投資策略（SAFE）來構建基礎組合

2022 年的金融市場讓投資者無處可躲，過去 150 年內股債同時下跌僅為第四次。這種經歷導致投資者更容易受到近因偏見的影響，並根據近期趨勢來推斷未來。然而，歷史顯示，市況表現異常惡劣的一年過後，很少接著的一年會再表現差勁。因此，我們相信，目前市況是投資者可以把握投資機會的時候。

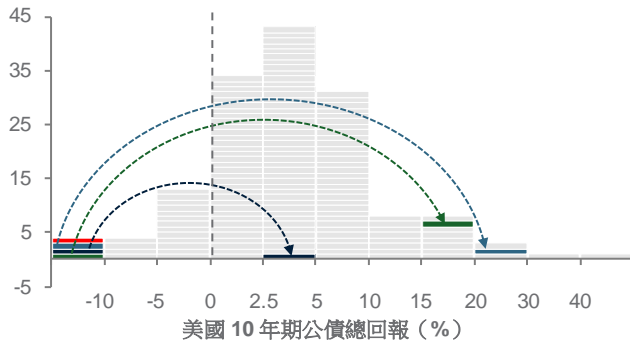
我們預計 2023 年的經濟成長環境仍具挑戰性。當前是聯準會有紀錄以來最快的升息周期之一，美國出現經濟衰退的可能性很大。我們還預計，在能源價格的衝擊下，歐洲將陷入經濟衰退。經濟放緩應該有助通膨大幅降溫，但通膨不會回落到 2%。我們預計中國的經濟成長將是例外，因為中國逐步取消流動限制，且聚焦穩定成長的政策有助提高消費者和企業的信心。

這種背景對投資者很有用，因為主要資產類別在衰退期間的過往表現可以為資產類別表現提供指引。平均而言，優質債券首先觸底，這通常距離聯準會在周期中的最後一次升息不遠。一旦隨後的降息周期改善了成長前景，股票通常會在晚些時候觸底，但一般距離經濟衰退結束還有很長時間。

在這種背景下，我們認為 2023 年以**穩健投資策略**（**SAFE**）來構建基礎配置是審慎之舉，即是**保護**（**Secure**）收益率，**配置**（**Allocate**）提供長期價值的亞洲資產，**鞏固**（**Fortify**）投資以應對更多意外，以及透過另類策略在傳統資產之外進行**擴張**（**Expand**）。

圖. 1 債券在取得非常嚴重的負報酬後，往往會在隨後的幾年表現正面

日曆年美公債過去 150 年的報酬分派



資料來源：Alpine Macro、渣打；2022 年初至今的報酬為紅色

保護 (Secure) 收益率

我們認為當前的債券收益率是 2023 年最佳的投資機會之一。相對股票和現金，我們超配債券，其中包括政府債和優質公司債。

公司投資級債的收益率與 2008 年之前的周期中最後一次達到的峰值相去不遠。我們還預計聯準會將在 2023 年上半年達到其當前升息周期的頂峰，這為鎖定有吸引力的長期收益率創造了一個誘人機會。

我們還看到獲得資本收益的可能性越來越大。在歷史上，美國公債收益率往往在聯準會最後一次升息的前後見頂，隨後債券收益率會出現下跌（債券價格上升），市場開始擔心經濟成長放緩和最終降息的可能性。因此，我們將很快鎖定當前的收益率水準，特別是在美國 10 年期公債收益率升至或超過 3.75% 的情況下。我們還將延長投資債券的期限，以抓緊債券收益率轉向的機會。若收益率像我們預期的那樣在 2023 年底下跌，這將有助於減輕再投資風險。

高品質投資級債，無論是政府債還是公司債，都是賺取收益的途徑之一。高息股則是另類選擇，因為它們在當前環境下的表現優於主流股票指數。我們的多資產收益策略旨在將這些資產類別結合起來，以提供有吸引力的收益。

配置 (Allocate) 長期價值

雖然當下的高收益率提供了更直接的收益機會，但我們也認為，這應該通過投資於提供長期價值的資產來加以平衡。我們目前認為亞洲（不含日本）股票和債券的價值吸引。

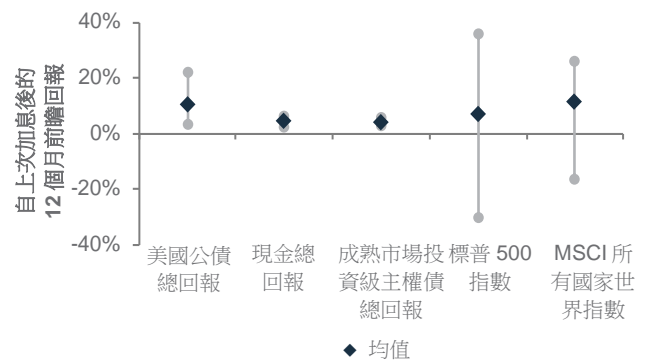
鑑於歐美可能出現衰退，歷史顯示它們的股市尚未觸底。不過，亞洲（不含日本）地區可能是明顯的例外，我們認為該區的股票目前具備價值。與此前危機低位相差不遠的中國股票的本益比評價面最能說明這一點。中國的政策已轉向穩定成長，但極端的流動限制正在逐步放寬，可能允許這些措施開始產生積極影響。更廣泛地說，美元的轉向最終應會支持新興市場資產，其中包括亞洲股市。

在亞洲（不含日本），我們超配中國股票，因為預計它們將優於區內的股票，畢竟它們的評價面便宜且有積極的促成因素（然而，鑑於其他主要市場重新開放，我們預計會有短暫的挫折）。

2023 年展望

圖. 2 優等債券在聯準會上上次升息後的 12 個月可能取得正報酬

在聯準會上上次升息後的資產類別報酬區間



資料來源：彭博、渣打

由於評價面居高，印度股票可能很難複製 2022 年的驚人表現，但盈餘成長仍然穩健和海外投資回流意味著，我們預計印度股票的表現將與該地區一致，並優於全球股市。在印度，我們超配大型股。

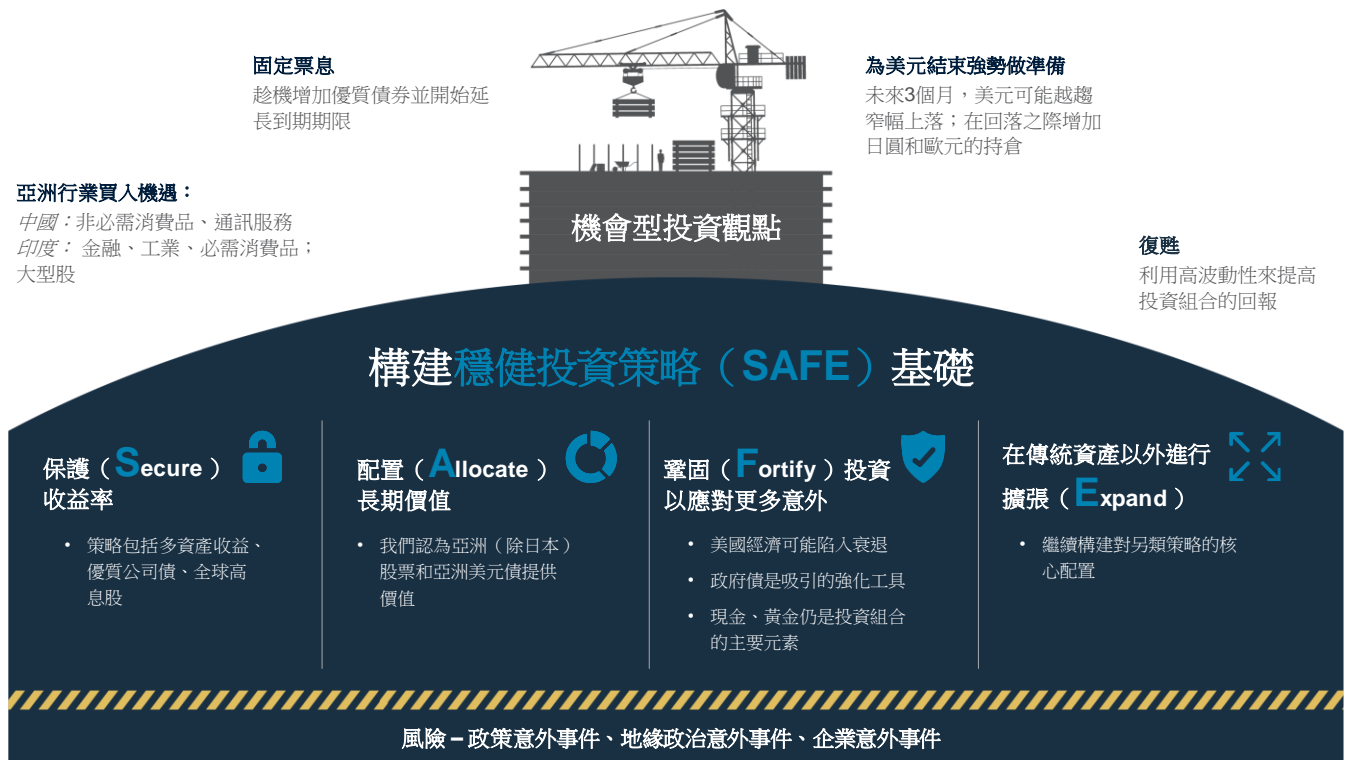
我們也看到了亞洲美元債的長期價值。雖然一系列高收益債可能仍面臨一些壓力，但對於 85% 的債券為投資級債的資產類別來說，大約 6.5% 的收益率是吸引人的。

鞏固 (Fortify) 投資以應對更多意外

雖然收益率和長期價值為 2023 年的樂觀情緒提供了空間，但我們認為美國的經濟衰退前景意味著投資者應為意外下行做好準備。就對於通膨路徑的滿意狀況以及市場的利率預期而言，聯準會仍未解除警報訊號。美國或歐洲股票可以說尚未經歷「投降式拋售」事件，而這種事件通常與衰退期間的股市觸底相關。

優質政府債可減輕這種意外，因為收益率在這種情況下應會走低（債券價格應會攀升）。然而，在基礎投資組合內維持重要元素現金和黃金的中性配置是審慎之舉。現金收益率繼續隨著聯邦利率一同上升。實質（扣除通膨）債券收益率最終下跌，黃金也應受惠，不過收益率下降可能只會在今年晚些時候出現。

圖. 3 我們的 2023 年展望



資料來源：渣打

在傳統資產之外進行擴張 (Expand)

2022 年股票與債券的相關性異常攀升，但我們認為此不太可能延續到 2023 年。然而，此等經驗意味著，對於相對無關聯的資產，或波動性較低的傳統資產類別的替代品，相關需求有可能會持續下去。

這就是對另類策略的中性配置可以發揮作用的地方。流動性另類策略是一條潛在路徑。雖然其中許多投資往往是波動性相對較小的股票「替代品」，但宏觀／商品交易顧問 (CTA) 策略之類的「多元化工具」往往在經濟衰退和／或趨勢市場期間表現領先。私人資產類別可能是另一個選擇。例如，私人信貸策略非常符合我們對收益的偏好，並且是風險更高的債券（如槓桿貸款或高收益債）的首選替代品。

機會型投資配置 - 疲弱美元

我們預計，隨著美元在未來 12 個月走弱，貨幣市場將為機會型投資配置提供空間。

過去一年，美元特別受惠於美公債券收益率攀升和聯準會政策利率預期的迅速上行。儘管近期價格走勢如此，但這可能會蔓延到 2023 年第一季度，因為市場仍在爭論聯邦基金利率將會何時見頂，導致美元在 3 個月內容易波動但狹幅震盪。

不過，進一步向前展望，我們認為，隨著聯準會暫停升息周期，美元未來 6-12 個月可能掉頭走低。隨著聯準會周期轉向，評價面升高使美元更加脆弱。

歷史顯示，多數貨幣在美元疲弱時期往往會上漲。我們看好歐元和日圓，並預計它們未來 12 個月表現強勁。我們會利用第一季度的走弱來增加對這些貨幣的投資。美元走弱的另一個受惠者可能是新興市場資產，其中包括我們看好的亞洲（不含日本）股票，這些資產通常由於美元走弱而大幅上漲。

行業買入機遇 - 亞洲復甦

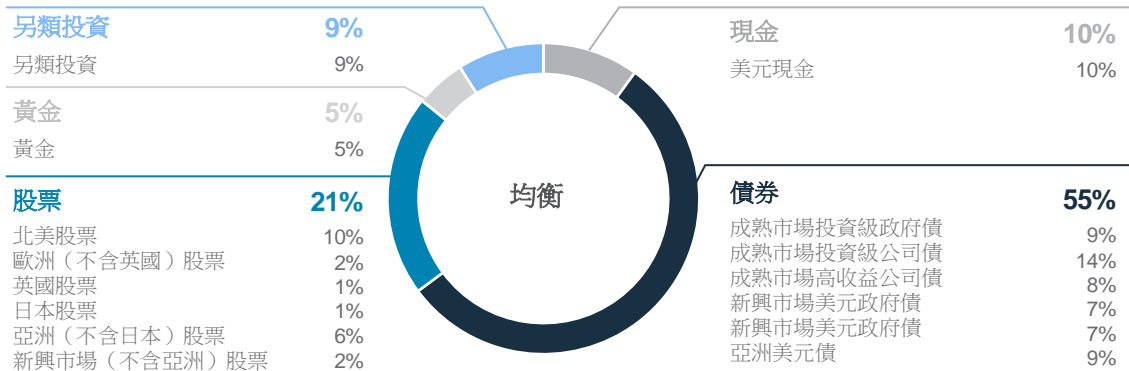
我們預計股票行業選擇將成為機會型投資報酬的第二個來源。鑑於我們對亞洲（不含日本）的超配觀點，我們在該區的行業偏好更加順周期。在中國，我們將買入通訊服務和非必需消費品行業，預計它們將受惠於日益利多的政策和流動限制減低。在印度，我們將買入金融、工業和必需消費品行業，它們應受惠於國內需求。

在美國，我們預期經濟衰退和股市在更低水準觸底，意味著行業偏好更具防守性。我們相對看好在近期衰退中取得正盈餘的健康護理和必需消費品行業，也看好評價面吸引的能源行業。

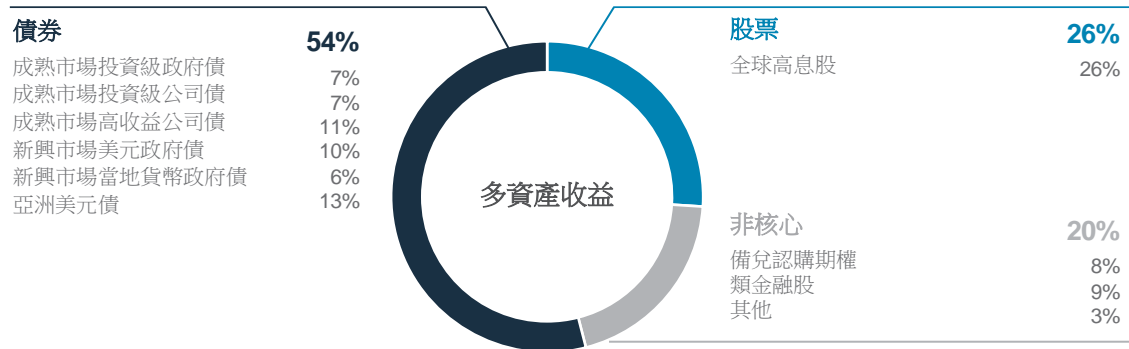
在歐洲，我們超配金融業，因為評價面便宜，且盈餘在利率攀升下改善。我們也看好能源業，因為行業的折讓幅度較以往大。

基礎：戰略性資產配置

中風險狀況的全球*配置



中度風險狀況的多資產收益配置



觀點	詳情
美元現金	◆ + 安全、收益率目前為正 - 可能錯過其他領域更高的收益率
債券	▲
成熟市場政府債	◆ + 信用品質高、收益率適中 - 聯準會仍然強硬、通膨
成熟市場投資級公司債	◆ + 信用品質高、收益率適中 - 對美公債券收益率上升敏感
成熟市場高收益公司債	▼ + 收益率吸引、利率敏感度低 - 信用品質下降
新興市場美元政府債	◆ + 收益率吸引、價值吸引 - 對收益率上升敏感、新興市場信用品質下降
新興市場當地貨幣政府債	◆ + 收益率適中 - 美元強勢、一些新興市場的政策利率上升
亞洲美元債	▲ + 收益率適中、波動性低 - 違約蔓延風險
股票	▼
北美	◆ + 就業市場強勁 - 聯準會加快收緊政策、成本壓力上升
歐洲（不含英國）	◆ + 歐洲央行政策仍然利多 - 烏克蘭危機影響、成本壓力上升
英國	◆ + 吸引的評價面、股息收益率 - 政策、英國脫歐的相關不確定性
日本	▼ + 中國經濟復甦、日本央行政策寬鬆 - 美國、歐洲經濟放緩；結構性通縮
亞洲（不含日本）	▲ + 盈餘反彈、中國政策扶持 - 新冠肺炎風險、中國需求疲弱
黃金	◆ + 投資組合避險 - 債券收益率攀升、美元走強
另類策略	◆ + 分散投資的特點 - 股票、公司債波動

資料來源：渣打全球投資委員會；綠色=上調；紅色=下調；*聚焦亞洲的配置參見 22 頁

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

我們認為，收益資產是 2023 年的關鍵投資機會之一。我們的多資產收益（MAI）策略提供了超過 6% 的收益率，這是全球金融危機前的水準。鑑於聯準會可能在 2023 年上半年接近升息周期的高位並可能在此後降息，我們認為投資者有機會鎖定吸引的收益率。

在我們的多資產收益配置中，我們對固定收益資產的側重大於基準。儘管美國 10 年期公債的收益率最近下降，但其他收益資產的收益率仍然接近歷史區間的高端。高品質固定收益資產通常在聯準會上次升息的前後觸底，因為市場開始消化經濟放緩和最終降息的影響。我們預計美國經濟將在 2023 年進入溫和衰退。如今更高的初始收益率和相對寬闊的信用利差意味著，所賺取的報酬超過多數債券資產的平均收益率的可能性遠高於一年前。在固定收益投資內部，我們增添了向成熟市場投資級債和新興市場債的傾斜，並結束了我們相對高收益債更看好槓桿貸款的觀點。

基於我們有關 2023 年美國和歐洲發生衰退的預期，我們對高息股的配置比平時要小。話雖如此，我們敏銳地注意到長期內股票配置不足的風險。在我們的多資產收益配置中，高息股仍是收益和成長的重要來源，它們的表現在這種衰退時期通常優於全球股票。如果一個人只配置現金和固定收益，那麼合理配置高息股也有助於減低經通膨調整後價值縮水的長期風險。

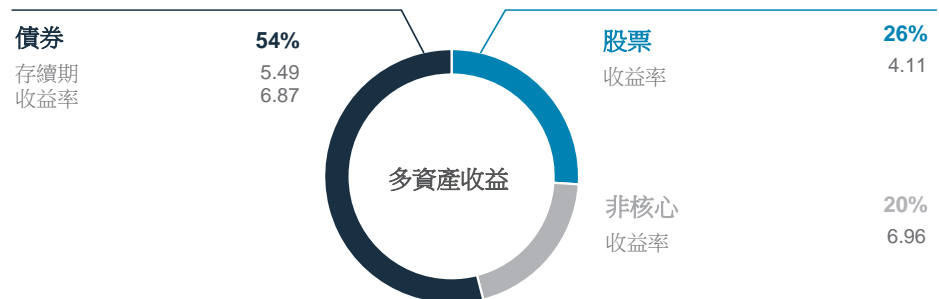
關鍵圖表



我們維持對收益策略的堅定確信觀點，因為從總報酬的角度來看，吸引的收益率和收益是關鍵

圖. 4 多資產收益策略的收益率受固定收益組分的影響越來越大

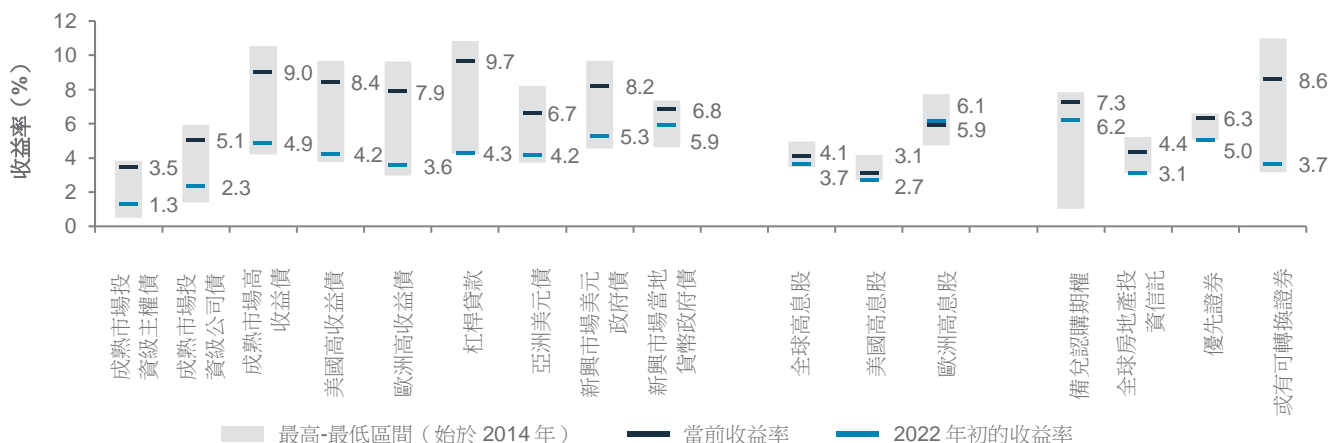
在我們的多資產投資組合內部，債券、股票和非核心資產的收益率、存續期和配置



資料來源：渣打

圖. 5 投資者鎖定更高收益率的誘人機會，收益資產的收益率接近多年高位

最差收益率／股息收益率（%）



資料來源：彭博、渣打。數據截至 2022 年 12 月 15 日

收益之年

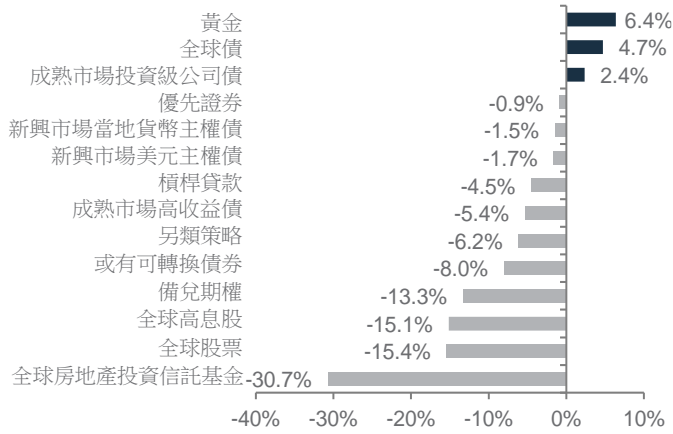
過去十年，投資者面臨的一個關鍵挑戰是如何在不承擔過度風險的情況下獲得吸引收益。現金的收益率遠高於 4%，收益率為負的債券比例從接近 30% 的高位降至 5% 以下，如今投資者可選的資產種類更加廣泛。

我們預計，2023 年收益策略將優於均衡資產配置。收益率上升、成長趨緩及經濟衰退的風險加劇，支持具有穩定現金流的資產，如多資產收益策略中的資產配置。因此，相對於純粹以成長為主的股票及均衡配置，我們更看好此類策略。

隨著聯準會繼續升息，推高收益率，收益將成為對總報酬越來越重要的貢獻因素。股息及票息提供更高的初始收益率，為價格下行波動提供了更大的緩衝。

圖. 6 成熟市場主權債一直最為穩健，而派息股通常在衰退中受到影響

過去衰退時期的表現（2001 年、2008 年、2020 年）*



資料來源：彭博、渣打

*或有可轉換債券及優先證券為 2020 年衰退時的表現，而全球房地產投資信託基金、亞洲美元債及新興市場當地貨幣主權債為 2008 年及 2020 年衰退時的表現

債券的收益難以抗拒.....

如今，投資者只需承擔較小的利率及信用違約風險，就可以在眾多債券分類中獲得吸引的收益。我們增加了對成熟市場投資級債的配置，自 2014 年以來，此類債券的收益率一直接近歷史區間的頂部（例如，成熟市場投資級政府債的收益率超過 3%，而 2022 年初為 1.3%）。我們也增持了亞洲美元債，其相對亞洲當地貨幣債的利差達到近十年來的最高水準。我們預計亞洲美元債（中國資產類別所佔比例超過 50%）將受惠於中國放寬人員流動限制，以及加大對房地產業的支持。重要的是，亞洲美元債的評價面處於一個十分便宜的起點。利差比過往更大，如果中國經濟出現進一步復甦的訊號，可能為緊縮提供空間。

然而，我們結束看好槓桿貸款的觀點，該資產受惠於年初至今收益率的飆升。雖然違約率一直低，但隨著貸款利率未來幾個季度逐步上調，違約率可能回升。相比之下，成熟市場高收益債發行人允許更多發行人在利率低時鎖定低借貸成本。

我們也繼續看好類金融股，因其收益及資本增值潛力，如或有可轉換證券及優先證券，不看好成熟市場高收益債。或有可轉

換證券的收益率超過 9%，歐洲銀行目前的資本狀況良好，大多數補充一級資本的普通股比率都超過了 7% 的減記閾值。

圖. 7 遠期盈餘收益率與美國 10 年期政府債收益率之間的利差縮窄，使我們更有信心在多資產收益籃子中增持固定收益

標普 500 指數遠期盈餘收益率與美國 10 年期公債收益率



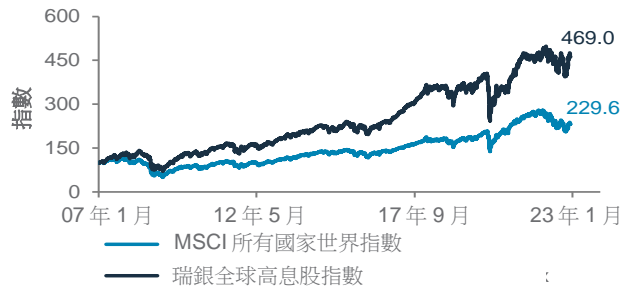
資料來源：彭博、渣打

.....但股票收益仍然重要

雖然我們認為股票可能進一步下跌，但在多資產收益配置中只是略微減持派息股。鑑於迄今為止的股票跌幅遠低於 2022 年的高位，該階段過度防禦可能會適得其反。一直以來，高息股在高通膨時期優於全球股，不過衰退時期的往績可以說是跌有升。

圖. 8 一直以來，派息股優於全球股票，且二者的差距一直在擴大

自 2007 年 4 月 1 日（重整以 100 為基數）以來相關指數的表現



資料來源：彭博、渣打

在宏觀經濟前景仍不確定的情況下，多元化收益投資組合是維持股票配置的謹慎方式。此外，鑑於可獲得的高收益率，收益策略提供了吸引的機會，讓投資者在安然度過即將到來的衰退之際還能獲得報酬。

宏觀概況 — 總覽

Rajat Bhattacharya
高級投資策略師

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

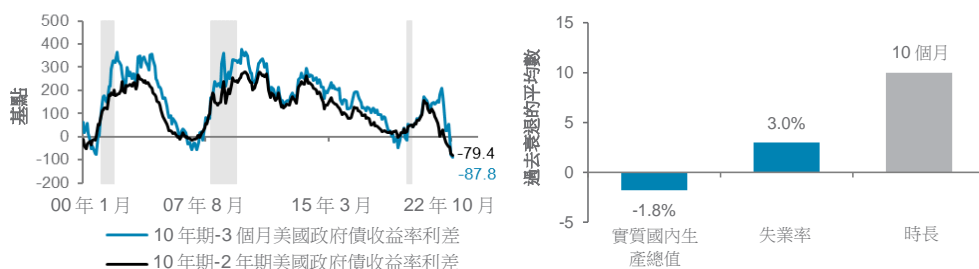
我們的中心設想是，2023 年美國及歐洲均會陷入衰退。預計各國央行將在 2023 年上半年繼續上調政策利率，努力消除目前接近 40 年高位的通脹。儘管如此，鑑於其他地區不存在重大經濟或金融失衡，任何衰退都可能比較溫和（不含英國以外）。我們預計聯準會將升息至高位 5.25%，然後隨著經濟衰退到來，年底前再降息至 4.5%。歐洲央行可能不像聯準會那麼強硬，到 6 月份前上調存款便利利率至 2.5%，年底前再下調至 2.0-2.25%。經濟衰退可能有助美國在 2023 年第四季度前將通脹降至按年 3% 的水準。

相比美國及歐洲的經濟衰退，我們認為，隨著中國當局繼續放寬疫情相關的人員流動限制，特別是一旦度過冬季、老年人疫苗接種率上升，中國內地將進入通貨再膨脹周期。這可能會在 2023 年下半年重振消費與服務活動，幫助抵消受衰退影響的歐美對商品需求減弱導致的出口放緩。與此同時，通脹受到抑制應能讓決策者堅持實施財政及貨幣刺激措施以重振經濟，將明年的成長率提升至接近 5% 的水準。

關鍵圖表

全球及美公債券收益率曲線倒掛，顯示（特別是美國的）短期政策利率目前過於緊張，可能在明年引發經濟下行

圖. 9 我們預計 2023 年將出現全球性衰退，原因是美國及歐元區經濟溫和下行
美公債券收益率曲線*；美國過去 8 次衰退（不含 2020 年）的平均數



資料來源：彭博、渣打；*陰影區域表示美國過去的衰退（根據美國國家經濟研究局（NBER）的資料）

貨幣政策

貨幣政策	宏觀因素利多風險資產	宏觀因素利空風險資產
美國 ▼ ◊ ▲	<ul style="list-style-type: none"> + 就業市場、儲蓄強勁，支撐需求 + 通膨下降增加可支配收入 + 家庭及企業資產負債表強勁 + 良性信貸周期、烏克蘭風險低 	<ul style="list-style-type: none"> - 政策利率攀升增加衰退風險 - 財政拖累因素，再次實施財政刺激的可能性小 - 按揭貸款利率攀升導致房市疲弱 - 高通膨、聯準會政策失誤、國會分裂
歐元區 ▼ ◊ ▲	<ul style="list-style-type: none"> + 就業市場、儲蓄強勁，支撐需求 + 能源儲備足以渡過冬季 + 財政支持；歐洲央行為疲弱地區提供支持 	<ul style="list-style-type: none"> - 能源費用及利率攀升，提高衰退風險 - 消費者信心不足；破產增多 - 能源配給、歐洲央行政策失誤、俄羅斯風險
中國 ▼ ◊ ▲	<ul style="list-style-type: none"> + 人員流動限制放寬；經濟重新開放 + 財政及貨幣政策以成長為先 + 政治穩定；基建投資 	<ul style="list-style-type: none"> - 新冠病例攀升；本地消費疲弱 - 美國及歐洲經濟衰退，拖累出口 - 房地產行業疲弱；地緣政治風險
日本 ▼ ◆ ▲	<ul style="list-style-type: none"> + 趨勢成長；旅遊業復甦初露端倪 + 日圓疲弱，有利於出口 + 日本央行超溫和政策；更多財政刺激 	<ul style="list-style-type: none"> - 美國及歐洲經濟衰退，拖累出口 - 日圓疲弱、通膨抑制可支配收入 - 黑田東彥離任後，日本央行收緊政策的風險
英國 ▼ ◊ ▲	<ul style="list-style-type: none"> + 英鎊走弱，有利於出口 + 就業市場強勁，支持支出 + 市場對財政政策前景重燃信心 	<ul style="list-style-type: none"> - 滯脹：高通膨、國內生產總值收縮 - 財政整頓、英國央行立場強硬 - 政治不穩；脫歐引發的混亂

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 政策收緊 | ▼ 政策放寬 | ◆ 政策中性

成熟市場經濟衰退、中國再通膨

美國及歐元區 2023 年可能會出現溫和衰退，因為央行繼續收緊政策，使通膨降至其目標水準 2%，而中國則可能會隨著放寬人員流動限制及財政與貨幣政策而從低迷中復甦。

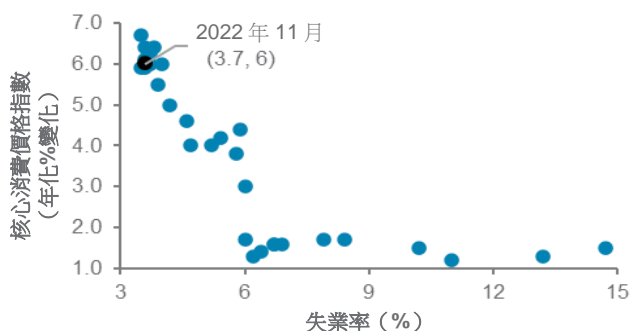
美國的衰退指標：臨近 2022 年底，越來越多的指標顯示衰退即將到來。全球債券收益率曲線 20 年來首次倒掛，此前美國收益率曲線倒掛，包括聯準會偏好的衰退指標。倒掛意味著債券投資者發出訊號，短期利率的收緊程度已經足以引發經濟衰退。

與此同時，11 月份美國供應管理協會製造業商業信心指數自疫情最嚴重時期以來首次跌破 50，而長期性美國供應管理新訂單採購經理人指數連續第三個月處於收縮區間。這些指標都顯示，商品部門可能已經開始收縮。銀行收緊企業貸款標準的速度與經濟衰退一致。然而，佔美國產出三分之二的服務業仍在強勁擴大。隨著越來越多的人外出工作、度假及娛樂，消費模式由商品向服務轉變支撐了服務業的擴大。我們認為，疫情期間的過度儲蓄（預計 2 兆美元）及充足的就業機會可能會維持消費直到 2023 年第一季度。然而，也有跡象顯示，低收入群體正在花光疫情時期的儲蓄，並舉債維持消費。這意味著如果就業市場大幅放緩，消費可能下滑。

因此，需要密切關注就業市場指標。自今年 3 月份觸及 50 年的低位以來，失業救濟申領人數一直在緩慢上升，但每月就業人數的強勁增速使美國失業率遠低於聯準會的長期目標 4%。就業市場緊張正在推高工資水準這一服務業通膨的關鍵構成，即使商品通膨大幅放緩。這就解釋了為何聯準會的目標是給就業市場降溫。正如下圖所示，實現經濟軟著陸與通膨降至聯準會的目標水準 2% 的路徑很窄，但這涉及失業率將從今年的 50 年低位 3.5% 升至 6%。這將與過去 8 次衰退（不包括 2020 年；

圖. 10 美國通膨下降意味著失業率上升

美國菲力浦斯曲線*：通膨與失業率



資料來源：彭博、渣打；*2020 年 3 月-2022 年 11 月

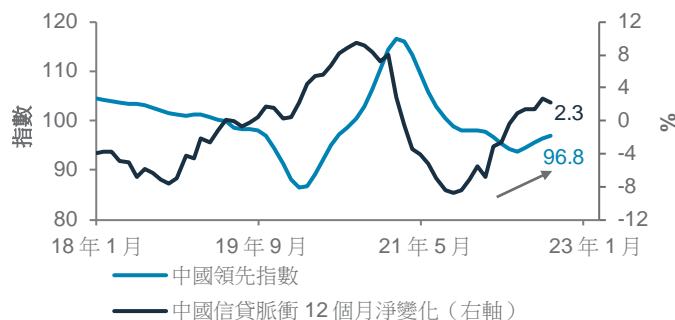
見圖表) 中國失業率平均上升 3.0 個百分點相符。考慮到涉及嚴格的平衡措施，我們預計聯準會 2023 年上半年將在 5.25% 水準停止升息。一旦 2023 年中出現衰退，我們預計聯準會將在年底前下調利率至 4.5%。該觀點的最大風險在於政策失誤，即聯準會在對抗通膨時過度緊縮（通膨是一種滯後指標），導致衰退程度比預期更嚴重。

歐元區進入衰退：根據市場綜合預期，歐元區經濟在烏克蘭危機的衝擊下於 2022 年第四季度開始收縮。我們預計，由於高通膨限制可支配收入及消費，同時金融環境收緊抑制企業支出，該收縮將持續至 2023 年。政府在一定程度上保護消費者與企業免受能源費用飆升的影響，而創紀錄的天然氣庫存（受惠於液化天然氣進口猛增），應有助於部分抵消俄羅斯能源供應的驟降。歐盟的復甦基金（Recovery Fund）也在加強國防及能源基建。這些因素及結構性緊張的就業市場應有助於防止衰退加深。然而，鑑於 2023 年通膨率預計將保持在 5% 以上，歐洲央行的平衡行動艱難，因為其唯一任務就是將通膨率恢復到 2%。我們認為，隨著衰退到來，該行動將受到政治因素的制約。因此，我們預計歐洲央行存款便利利率將從現今的 2% 升至高位 2.5%。

中國經濟將在 2023 年復甦：與歐美出現衰退不同，我們預計，隨著服務業及消費恢復正常，明年中國經濟的增幅將接近 5%。加快為老年人接種疫苗的措施已使大城市逐漸放寬人員流動限制。有關部門也放寬了房地產行業政策，幫助穩定市場情緒。我們預計，一旦到 2023 年第二季度人員流動限制進一步放寬，當局將推出更多針對性的財政及信貸政策，以重振消費，以及增加重點行業（如先進技術硬體及綠色基建）的信貸發放。該觀點的主要風險在於，冬季新冠疫情急劇復甦，令經濟延緩重新開放，與美國的地緣政治緊張局勢加劇，以及雖然不斷推出穩定房地產業的措施，該行業的需求仍持續下滑。

圖. 11 中國將進一步放寬信貸以恢復經濟成長

中國的領先指數及信貸脈衝 12 個月淨變化



債券－總覽

Abhilash Narayan
高級投資策略師

林奕輝
高級投資策略師



關鍵主題

由於成熟國家預計將於 2023 年陷入衰退，故我們超配債券（包括政府及優質公司債）勝於股票。由於聯準會目前尋求維持緊縮的金融環境，美國 10 年期政府債收益率預計將在 2023 年第一季度升至 3.75%-4.0%。然而，由於美國通膨可能下降以及衰退風險增加，導致聯準會在 2023 年上半年暫停升息，並在 2023 年底前開始降息，屆時美國 10 年期收益率可能小幅降至 3.25%。

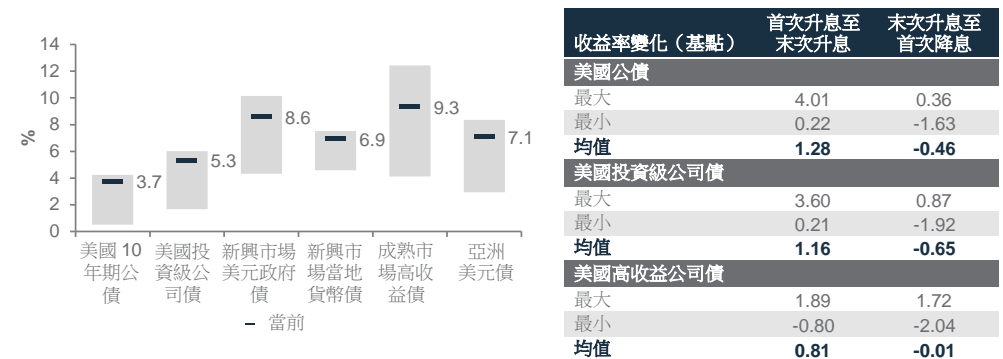
鑑於亞洲美元債的總體信貸品質高、區域經濟前景較強及中國的政策支持力度不斷加大，在高於平時的債券配置中超配亞洲美元債。成熟市場投資級政府及公司債在債券配置中為中性。不過，我們低配成熟市場高收益公司債，因為經濟衰退的影響尚未完全反映在價格中。我們預計美元將走弱但聯準會政策仍然緊縮，因此我們對新興市場當地貨幣債及新興市場美元政府債均持中性立場。

關鍵圖表

債券資產類別的收益率遠高於長期平均水準；歷史顯示，當聯準會轉向時，成熟市場投資級債券通常表現出色

圖. 12 成熟市場投資級債券收益率接近 2010 年以來的最高水準

當前債券收益率與 10 年均值；自 1971 年以來，聯準會升息及轉向期間的收益率變化



資料來源：彭博、渣打。

看多依據

看空依據

看好順序	看多依據	看空依據
亞洲美元債	+ 總體信貸品質強 (BBB+) + 中國政策放寬的訊號 + 比境內市場的收益率更吸引	- 中國違約的可能性提高 - 收益率低於其他新興市場債
成熟市場投資級公司債	+ 公司信貸品質強 + 超 5% 的吸引收益率 + 利率下調時，存續期長是有利因素	- 盈餘成長放緩 - 信貸基本因素減弱，導致評級下調
新興市場當地貨幣政府債	+ 看好新興市場貨幣，因為我們看空未來 12 個月的美元前景 + 央行政策靈活性	- 新興市場經濟前景面臨挑戰 - 商品價格通縮 - 與成熟市場存在利差
成熟市場投資級政府債	+ 衰退風險加劇，導致避險需求增加 + 通膨見頂及聯準會轉向	- 在經濟成長強勁的背景，貨幣政策收緊的風險 - 供需平衡不利
新興市場美元政府債	+ 存續期長，受惠於利率見頂 + 絕對收益率吸引	- 新興市場經濟前景面臨挑戰 - 商品價格通縮 - 與成熟市場存在利差
成熟市場高收益公司債	+ 公司信貸基本因素強勁 + 各種債券資產類別中提供最高的絕對收益率	- 信貸狀況減弱導致評級下調 - 隨著經濟陷入衰退，違約風險飆升

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 ▼ 低配 ◆ 中性

超配優質債券

在美國經濟衰退風險增加下，我們認為防守性資產將在未來 12 個月表現出色。因此，正如我們在穩健投資策略（SAFE）框架中討論的那樣，相對於其他主要資產類別，我們超配債券，包括政府債和優質公司債。

超配亞洲美元債

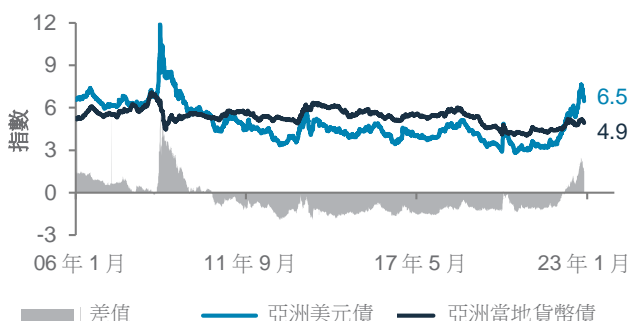
亞洲美元債在 2022 年的表現優於全球債券，這得益於利率敏感度較低和中國近期的政策支持。我們預計這種領先表現的趨勢將持續到 2023 年，因為市場預期中國當局將採取更多寬鬆政策，債券收益溢價將下降。這與美國形成了鮮明對比，美國的財政和貨幣政策都不那麼寬鬆。

亞洲美元債的評價面吸引，收益溢價（以及收益率本身）分別飆升至 310 個基點以上和約 6.5%。儘管偶爾的違約或重組可能會帶來更高的波動性，但我們認為目前的債券價格在很大程度上已經反映了這些風險。此外，債券收益率近 10 年來首次超過當地貨幣債券的收益率。

2022 年，由於中國高收益房地產行業的違約上升，亞洲高收益債券的表現遜於投資級債券。雖然我們預計在幾輪救援措施的推動下，類似的價格衝擊將基本過去，但復甦之路可能崎嶇不平，因此我們略微偏好亞洲投資級債券。

圖. 13 美元收益率已超過當地利率，這使得亞洲美元債對當地貨幣投資者更為吸引

摩根大通亞洲信用債指數收益率、摩根大通政府債指數-新興市場整體多元化亞洲收益率



資料來源：彭博、渣打

對成熟市場投資級公司債和政府債持中性

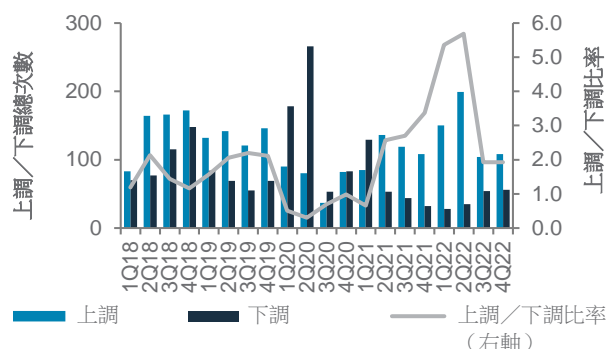
我們認為，聯準會可能會在 2023 年的大部分時間維持限制性的貨幣政策，這將增加經濟衰退的風險——這種結果通常對優質債券有利，因為投資者開始預期降息和債券收益率下降（債券價格上漲）。

在這方面，我們對投資級政府債持中性立場，因為對成熟市場央行 2023 年轉向的預期被不利的供需平衡抵消了。

誠然，隨著聯準會升息增加利息支出負擔，公司盈餘的下行風險確實會上升。不過，我們認為，債券收益率下降以及投資者對優質收益型資產的偏好所產生的積極影響應該會超過這一點。因此，我們對成熟市場投資級公司債持中性立場。

圖. 14 成熟市場投資級債的基本因素依然強勁，評級上調超過了下调

美國投資級公司債評級每季上調/下調的比率和總數量



資料來源：彭博、渣打

對新興市場當地貨幣債和新兴市場美元政府債持中性

新興市場國家日益加劇的衰退風險可能對大多數新興市場國家構成挑戰，尤其是如果商品價格面臨下行壓力的話。不過，我們認為有足夠的因素可以抵消這些風險，因此我們對新興市場債券（包括當地貨幣和美元）持中性立場：

1. 新興市場資產市場表現（包括債券）通常與新興市場貨幣高度相關。我們預計未來 12 個月美元將適度走弱，這可能有利於新興市場貨幣和債券。
2. 多數新興市場央行在 2022 年收緊貨幣政策以捍衛本國貨幣方面領先於成熟市場央行。我們認為，這將使新興市場央行在必要放寬貨幣政策時處於更靈活的位置。
3. 新興市場美元債對美公債券收益率的變化也非常敏感，如果美公債券收益率如我們預期的那樣下降，這應該是有利的。

低配成熟市場高收益公司債

可能因歐美經濟成長放緩而承壓的資產類別是成熟市場高收益債。隨著收入成長放緩和利息負擔攀升，當公司盈餘面臨更大壓力時，信用評級下調可能會加速。我們認為，目前的收益率溢價並未完全反映出這些風險。因此，我們對成熟市場高收益債持低配立場。

股票 — 總覽

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



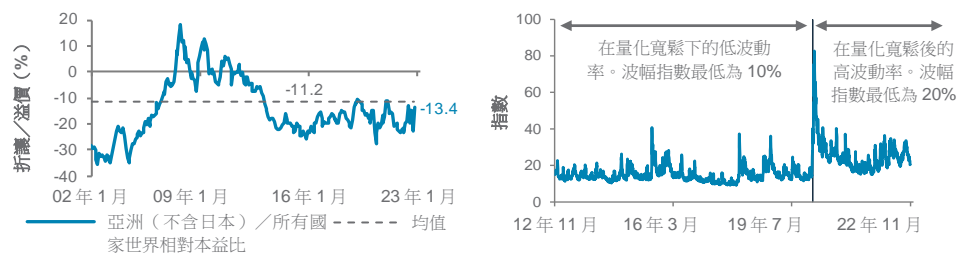
關鍵主題

鑑於我們的核心情景是歐美經濟衰退，我們在踏入 2023 年時對股票持低配立場。央行收緊政策、消費模式減弱，可能對未來 12 個月的盈餘預期構成下行風險。我們超配亞洲（不含日本）股票，因為中國經濟復甦可能會支持盈餘成長改善。與此同時，聯準會升息可能減速，美元走弱，預計將在 2023 年支持資金流入新興市場。在亞洲（不含日本），鑑於流動性限制放寬以及財政和貨幣政策利多，我們超配中國股票。不過，我們對境內股票和離岸股票的偏好相同，因為認為互聯網行業的監管風險和美國預託證券的下市風險正在消退。考慮到相對強勁的盈餘與高評價面之間的權衡，我們對印度股票持中性看法。在印度股票中，我們認為大型股優於中小型股。我們對美國股票持中性展望，並保持謹慎，因為評價面相對昂貴和盈餘有進一步下調的風險。其他方面，由於對經濟衰退的憂慮加劇，我們對英國股票持中性，並低配日本股票，因為我們預計日圓走強將損害公司盈餘。我們對歐元區股票持中性立場，因為該區股票繼續受到俄烏戰爭的影響，但評價面大幅折讓現正反映了大部分的壞消息。

關鍵圖表

評價面和盈餘成長支持亞洲（不含日本）；在歐美衰退風險上升的背景下，波動性上升，可能會損害股票的風險報酬

圖. 15 亞洲（不含日本）股票相對全球股市便宜；與疫情前的水準相比，波動可能會加劇
MSCI 亞洲（不含日本）指數的 12 個月遠期本益比對比 MSCI 所有國家世界指數；波幅指數



資料來源：MSCI、FactSet、渣打

看多依據

看空依據

看好順序	看多依據	看空依據
亞洲（不含日本）股票 ▽ ◆ ▲	+ 中國的財政和貨幣刺激政策 + 中國放寬出行限制 + 2023 年預計每股盈餘成長高	- 中國公司的美國預託證券的下市風險 - 中國出人意料的監管改革 - 供應鏈中斷會影響生產
亞洲（不含日本）	印度股票 ◆ 南韓股票 ◆ 中國股票* ▲	
美國股票 ▽ ◆ ▲	+ 衰退風險在很大程度上已被消化 + 聯準會政策轉向 + 就業市場健康	- 聯準會潛在的過度緊縮 - 消費和財富效應減弱 - 強勢美元阻礙盈餘
歐元區股票 ▽ ◆ ▲	+ 利潤率具彈性 + 極端評價面折讓 + 冬天的天然氣儲備	- 衰退風險加劇 - 俄烏戰爭的地緣政治風險 - 能源成本依然居高不下
英國股票 ▽ ◆ ▲	+ 英鎊走弱支持海外收入 + 股息收益率高、評價面折讓 + 偏重價值股	- 創紀錄的通膨水準 - 貨幣政策緊縮 - 俄烏戰爭的地緣政治風險
日本股票 ▽ ◆ ▲	+ 日本和中國重新開放以支持盈餘成長 + 評價面吸引	- 日圓走強將損及公司盈餘 - 消費動力依然疲弱 - 曠日持久的供應鏈問題 - 如果通膨上升，日本央行收緊政策的風險

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

*我們對中國境內股票對比離岸股票持中性觀點。

低配全球股票

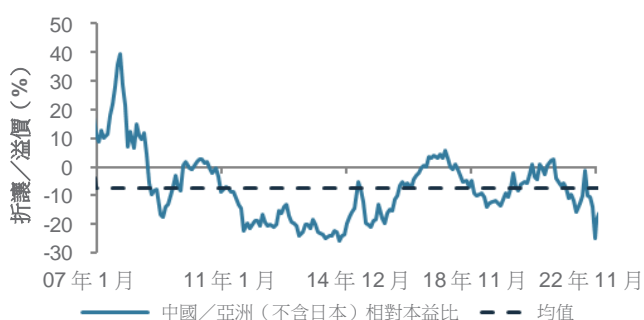
鑑於未來 12 個月可能出現經濟衰退，我們目前低配全球股票。從以往來看，股票只有在經濟衰退一段時間後才見底。聯準會收緊政策和消費轉弱也可能損害 2023 年的盈餘。

超配亞洲（不含日本）股票

我們超配亞洲（不含日本）股票，及此地區的中國股票。在中國內地，有關部門放寬了主要城市的流動限制，我們預計這一情況將在 2023 年繼續下去，特別是在冬季之後。政策放鬆可能會緩解供應鏈中斷，促進經濟成長。政府還公布了一系列支持房地產行業的措施，例如確保公寓及時交付，允許通過發行股票進行再融資，這為引入策略投資者提供了可能。

圖. 16 中國股票與亞洲（不含日本）股票相比評價面接近低谷

MSCI 中國指數的 12 個月遠期本益比對比 MSCI 亞洲（不含日本）指數



資料來源：MSCI、FactSet、渣打

美元走弱可能成為 2023 年亞洲（不含日本）股票的主要利多因素。在過去兩年裡，美元一直走強，原因是疫情期間投資者紛紛轉向安全資產，以及聯準會大舉升息。我們認為，隨著聯準會在 2023 年的升息可能停滯和逆轉，美元可能會走弱。根據以往經驗，美元走弱與亞洲股市表現的優異有關。

圖. 17 美元走弱歷來對亞洲（不含日本）股票有利

MSCI 亞洲（不含日本）指數與 MSCI 所有國家世界指數的相對表現和美元指數（反向）



資料來源：MSCI、FactSet、渣打

最後，此地區的評價面仍然吸引。與全球股票相比，它的本益比有 13% 的折讓，而長期平均折讓率為 11%。2023 年，亞洲（不含日本）的盈餘成長可能是各地區中最高的。

我們對此地區的印度股票持中性態度。印度 2023 財年第二季度的盈餘超出預期，是自 2008 年以來最強勁的。然而，與過往平均水準相比，評價面（12 個月遠期本益比為 20 倍）仍然較高，但與 10 月 21 日 23 倍的高位相比有所下降。這也是我們更看好大型股而不是中小型股的原因。

對歐元區股票持中性

我們對歐元區股票持中性立場。我們承認，此地區仍然受到俄烏戰爭和由此產生的能源供應中斷的影響，導致通膨上升。然而，目前歐元區股票相對於美國股票的評價面折讓幅度為 40 年來最大。此外，過去幾年歐元的疲弱可能對盈餘成長有利。

對英國股票持中性

我們對英國股票持中性立場。最近政治和經濟的不確定性，加上 40 年來的高通膨，已經傷害了投資者和消費者的信心。然而，英國股市的絕對價格仍不高，相對於全球股市的折讓仍處於 20 年來的最大水準。我們認為，英國股票仍能實現收益與成長之間的平衡，股息收益率也比全球股票高 2%。

對美國股票持中性

我們對美國股票持中性立場。隨著汽車和信用卡拖欠率的上升，消費驅動型成長正在放緩。電子產品和體育用品消費在過去 3-6 個月也在放緩。再加上經濟衰退的可能性很高，這可能會影響公司盈餘。當然，評價面已經變得更加合理，12 個月遠期本益比為 16 倍，與長期均值一致。此外，聯準會明年可能暫停升息，可能會重振成長股，因為這減輕了對未來盈餘折現的影響。

低配日本股票

我們低配日本股票。日本重新開放有助於支持消費。中國逐步重新開放也應該會提振出口。絕對評價面和相對全球股票的評價面都仍然吸引。風險在於通膨進一步上升——這可能迫使日本央行結束寬鬆的貨幣政策。日圓走強還可能通過損害出口和影響公司盈餘，從而減緩日本的經濟復甦。

股市行業觀點

Fook Hien Yap
高級投資策略師

在成熟市場保持防守性策略

抓緊中國復甦的機遇

- 由於成熟市場可能出現衰退，我們對歐美股市行業採取防守性策略，這與我們對全球股票的謹慎看法一致。
- 與此同時，中國經濟重新開放和刺激政策支持買入由消費帶動的行業，如通訊服務和非必需消費品。

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**提供具有穩定盈餘成長的防守性部位，波動性低於整體市場。評價面仍然合理。我們還認為，在成本上升的情況下，此行業的利潤率將保持彈性。**必需消費品**過往在進入衰退和周期性放緩之前，都是可靠的表現優異的行業。**能源**仍為超配，因其評價面仍然吸引，較整體市場有大幅折讓。生產商的資本支出和成本紀律使供應緊張，並產生健康的現金流。與此同時，決策者支持能源安全。

其他觀點：我們低配**非必需消費品**和**工業**，因為它們在周期性放緩時容易受到影響。此外，**通訊服務**近期盈餘疲弱，暴露了對成長的憂慮。我們低配**房地產**（上市股票），因為升息帶來的評價面阻力。相比之下，我們認為美國私人房地產是中性部位，可以與美國股票表現一致。它受投資者流動資金走勢的影響較小，對受強勁租金成長提振的工業和住宅資產的比重更大。

圖. 18 在整個經濟周期內，健康護理和必需消費品的波動較小，且盈餘取得正成長

MSCI 美國健康護理行業、MSCI 美國必需消費品行業和 MSCI 美國未來 12 個月每股盈餘成長的綜合預期



資料來源：MSCI、FactSet、渣打

歐洲

我們認為有兩個行業可能會優於歐洲整體市場。**能源**的評價面依舊吸引，與整體市場相比有很大折讓。此行業具有很高的現金生成能力，行業領導者已經顯示出創新和適應更潔淨能源組合的能力。**金融**行業的評價面也很吸引。儘管升息支持了銀行更高的利息收入，但 12 個月遠期本益比的綜合預期為 8.0 倍，處於其過往區間的底部。

其他觀點：我們低配**工業**和**非必需消費品**，因為它們在衰退憂慮下具有周期性的盈餘模式。我們還低配**房地產**，因為升息帶來的評價面阻力。

中國

我們認為有兩個行業有價值，並可考慮買入。**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中國經濟的重新開放、消費支出的增加和監管阻力的緩解。我們認為**非必需消費品**也是經濟重新開放的受惠者。國內消費復甦應會提振電子商貿交易量，並使此行業的網上零售商受惠。

其他觀點：我們低配**公用事業**，因為我們預計此行業將落後於中國股市的復甦。

圖. 19 我們按地區劃分的行業觀點

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

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 — 總覽

Abhilash Narayan
高級投資策略師



關鍵主題

未來 6-12 個月，我們轉為看空美元，預計美元將下跌約 4-5%。然而，這條道路可能不太平坦，美元可能在未來 1-3 個月開始走強，主要原因有三：(i) 雖然聯準會在 2022 年 12 月的會議上放慢了升息步伐，但它表示打算進一步升息，至少是在 2023 年上半年。因此，美元將繼續受到主要貨幣中最高實質利率之一的支持；(ii) 歐洲的冬季可能比預期更冷，加上俄烏衝突持續，可能會使歐元在未來 1-3 個月繼續受壓，這對美元有利；以及(iii) 避險需求，因為全球經濟成長有放緩的風險。

然而，隨著我們踏入 2023 年，我們預計有三個因素將共同推動美元走低：(i) 聯準會比其他 G10 的央行更早地暫停升息，歐洲通膨相對快速下降，導致美國與其他 G10 市場之間的實質（扣除通膨因素）利差收窄，(ii) 歐洲地緣政治不確定性緩解，中國重新開放可能令避險需求下降，以及(iii) 美元非常高的評價面出現盤整（儘管最近有所回落）。我們預計歐元和日圓將成為美元走弱的主要受惠者。商品貨幣（澳幣、紐幣和加幣）也可能輕微上升，但商品價格的阻力預計將抑制漲勢。我們預計 2023 年亞洲貨幣將小幅上漲。

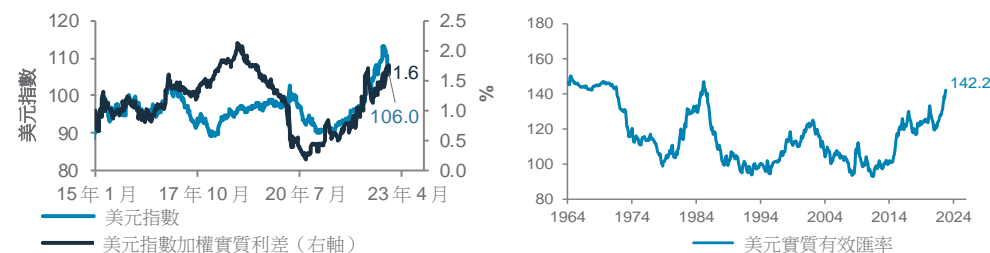
關鍵圖表



實質（扣除通膨因素）利差縮小、聯準會升息周期結束以及昂貴評價面（實際有效匯率）修正將推動美元指數在 2023 年走低

圖. 20 實質利差和評價面的下降將推動美元走低

美元指數；國際清算銀行美元實際有效匯率



資料來源：彭博、渣打

圖. 21 主要貨幣推動因素摘要

12 個月展望[3 個月/ 12 個月預測]	看多依據	看空依據
美元 (美元指數) [107.6/100.2]	+ 聯準會鷹派政策對比三國集團，與衰退相關的避險需求，地緣政治風險飆升	- 除美國以外的全球經濟成長輪轉，實質利率差異縮小，評價面接近數十年高位
歐元兌美元 [1.03/1.12]	+ 歐洲央行升息，隨著歐盟通膨下降，實質利率上升，國際收支平衡表改善	- 能源依賴，持續通膨損害成長，實質利率
美元兌日圓 [135/127]	+ 貨幣政策差別，日本名目收益率較低	- 收益率差異縮小，日本央行可能轉向強硬，評價面較低
英鎊兌美元 [1.15/1.25]	+ 英國央行強硬，削減英國的雙赤字	- 衰退風險，通膨上升
美元兌瑞郎 [0.94/0.92]	+ 瑞士需求疲軟，瑞士央行升息幅度較小	- 溫和通膨，可能會拋售外匯儲備
澳幣兌美元 [0.66/0.73]	+ 便宜對比貿易價格比率，中國經濟成長反彈	- 商品價格受限，避險情緒高漲
紐幣兌美元 [0.64/0.66]	+ 紐西蘭央行強硬，中國乳製品/旅遊需求	- 全球避險，經常帳赤字上升，住房風險
美元兌加幣 [1.35/1.28]	+ 加拿大央行不那麼強硬，房地產市場脆弱	- 利差縮小，油價上漲
美元兌人民幣 [7.08/6.90]	+ 中國流動性限制，中國央行溫和	- 中國經濟成長反彈，資本流入

歐元和日圓反彈

我們預計歐元和日圓將成為未來 12 個月美元全面走弱的主要受害者。然而，這條道路可能不太平坦。在接下來的 1-3 個月，歐元兌美元可能會向 1.00-1.03 這水準走弱，因為我們看到最近的升勢有所盤整。最近歐洲通膨下降，可能會增加歐洲央行不那麼強硬的風險。進入冬季，歐元可能會維持能源風險溢價。然而，隨著我們踏入 2023 年，我們認為(i)地緣政治風險降低，(ii)國際收支改善（由於能源價格下降），(iii)歐洲通膨較美國更快下降，導致實際利差更有利，以及(iv)中國經濟成長反彈將成為推動歐元兌美元在 2023 年底走向 1.10-1.12 的利多因素。

2023 年，日圓很可能成為表現出色的貨幣之一。短期內，美元兌日圓可能在近期下跌後盤整，處於 132-135 區間。在未來 12 個月，我們預計美元兌日圓將下跌至 125-130，因為利差縮窄、日本國際收支狀況改善以及對全球經濟成長持續憂慮。此外，日本央行目前的寬鬆貨幣政策如有任何調整，例如收益率曲線控制政策的變化，都可能進一步推動美元兌日圓走低。

圖. 22 貨幣政策分歧縮小，加上美公債收益率下降將推動美元兌日圓走低

美元兌日圓和美國 10 年期公債收益率



資料來源：彭博、渣打

英鎊兌美元的表現可能遜於其他主要 G10 的貨幣。短期內，此貨幣組合在從 2022 年低位反彈後看起來超買，我們認為其極有可能回調至 1.1400-1.1790 區間。未來 12 個月，我們認為悲觀的成長前景可能會迫使英國央行的升息幅度低於市場預期，再加上高通膨和雙赤字上升，可能會將收益限制在 1.23-1.25 區間左右。

圖. 24 亞洲貨幣推動因素的摘要

12 個月展望	美元兌新加坡幣 1.36	美元兌印度盧比 79.45	美元兌馬來西亞幣 4.40	美元兌韓圓 1277.50
看好依據	+ 新加坡幣易受全球經濟成長疲弱影響 + 美元強勁	+ 經常帳赤字；投資流入低 + 油價脆弱	+ 全球經濟衰退風險 + 中國經濟成長意外下滑	+ 易受全球經濟成長和貿易的影響 + 中美緊張局勢
看空依據	- 彈性成長 - 新加坡金融管理局收緊外匯政策以抑制通膨	- 油價下跌 - 強勁成長；資金流入支持外匯儲備	- 貿易價格比率強勁、外國直接投資流入 - 具有彈性的國內生產總值成長	- 南韓央行強硬 - 評價面便宜、投資流動穩定

資料來源：渣打全球投資委員會

商品貨幣（澳幣、紐幣和加幣）可能在未來 1-3 個月狹幅震盪，因為全球成長放緩的風險可能限制商品價格。然而，隨著我們踏入 2023 年，美元的全面疲弱、中國的成長前景預期改善，以及基於貿易價格比率的基本因素評價面偏低的修正，尤其是澳幣兌美元，可能會使商品貨幣兌美元上升 3-5%。

我們認為在未來 1-3 個月，美元兌瑞郎很有可能向 0.9400-0.9550 區間升值。由於國內需求疲弱，瑞士央行的升息空間有限，而債券絕對收益率較低可能意味這瑞郎仍是受青睞的融資貨幣。不過，未來 12 個月，我們預計美元兌瑞郎將下跌至 0.90-0.92 區間，原因是美元全面走弱，以及瑞士央行願意出售外匯儲備以降低輸入性通膨。

圖. 23 中國經濟成長加快，以及追上相對貿易價格比率偏低的評價面，對澳幣構成支持

澳幣兌美元和澳洲貿易價格比率



資料來源：彭博、渣打

由於冬季中國重新開放速度低於預期的風險，美元兌人民幣短期內（3 個月）可能會走高，向 7.05-7.10 移動。然而，在未來 12 個月，我們預計更廣泛的流動性限制放寬以及支持性的財政和貨幣政策將推動成長在 2023 年反彈，使美元兌人民幣跌破 7.0 的心理關口，向 6.9 邁進。

我們預計美元兌印度盧比在未來 12 個月只會小幅下跌至 77.6-79.5 區間。雖然印度盧比可能受惠於美元的全面疲弱，但我們預計印度國內經濟成長將非常強勁，特別是相對於其他主要經濟體而言，大量石油和黃金進口導致經常帳赤字上升，印度央行正在重建外匯儲備以限制收益。

黃金、原油總覽

韓忠良, CFA
投資策略師



關鍵主題

黃金再度閃耀。相比其他主要資產類別，我們對黃金持中性觀點，因為我們將其視為投資組合的壓載物，12 個月金價預期為 1,890 美元。我們預計未來 12 個月金價將會上漲，因為聯準會的升息周期暫停，且關注焦點在衰退風險上升之際轉向降息。在以往的經濟衰退中，黃金一直是一種優越的避險工具，在危機時期，黃金可以說保持了它的避險屬性。美元走弱以及央行和實物需求是我們建設性觀點背後的其他關鍵驅動因素。不過，在未來 3 個月，這種貴金屬預計最初仍將承壓，因為通膨在名目利率之前放緩，使得實質（扣除通膨）收益率在 2023 年第一季度得到支撐。

油價可能止穩。未來 12 個月，我們預計西德州中級原油將保持在每桶 75 美元左右，因為全球經濟放緩造成的石油需求疲弱被抵消，源自比通常更加緊張的供應狀況以及中國移動出行上升帶來的需求上行風險。如果全球需求減弱，我們預計油組及盟友（OPEC+）將進行干預，以保持油價在盈虧均衡水準（估計大約為每桶 70 美元）得到良好支持。不過，在接下來的 3 個月，油價最初可能會上漲。歐盟對俄羅斯石油的禁運制裁、俄羅斯未可預料的反應、全球石油的低庫存以及生產商的低彈性增加了供應風險。由移動出行引領的中國成長反彈也可能預示其能源需求反彈。

關鍵圖表



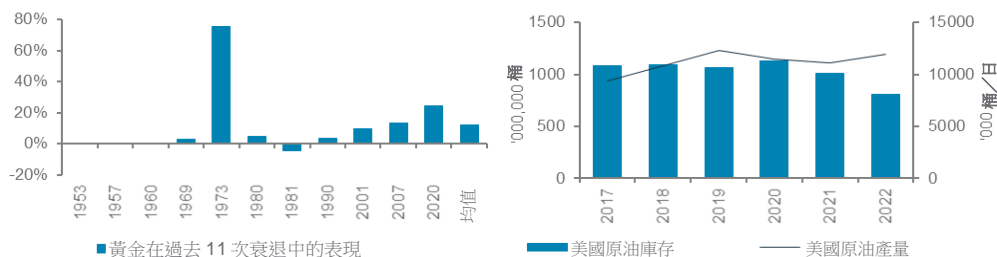
黃金在衰退階段閃耀

石油市場反映出短期供應緊張，庫存下降，產量持平

圖. 25 在過去 11 次美國經濟衰退中，金價平均上漲了大約 0.12%；美國原油庫存降至 6 年低點，而產量基本保持不變

左圖：黃金在過去 11 次美國經濟衰退中的價格表現

右圖：美國原油庫存和產量



資料來源：美國能源署、彭博、渣打

	看多依據	看空依據		看多依據	看空依據
黃金 12 個月 戰略性 資產配置 ◆	<ul style="list-style-type: none">+ 隨著經濟成長走弱，聯邦利率見頂+ 地緣政治緊張局勢升級+ 黃金在衰退期間通常表現領先+ 儲備多元化成為各央行的關鍵主題+ 強勁的央行和實物需求	<ul style="list-style-type: none">- 實質收益率上升增加持有黃金的機會成本- 美元繼續走強- 黃金的地緣政治風險溢價通常短暫	原油 12 個月西 德州 中級原油 預期： 每桶 75 美元	<ul style="list-style-type: none">+ 庫存水準仍然低；閒置產能有限+ 歐盟對俄羅斯原油的禁運造成供應限制+ 油組及盟友削減供應+ 中國需求復甦	<ul style="list-style-type: none">- 利率上升以及由此引發的衰退可能會減緩全球需求- 更多俄羅斯石油重新流入中國/印度- 美伊協議恢復伊朗石油供應- 供應緊張緩解

資料來源：渣打全球投資委員會

圖例：▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

量化觀點

美國市場風險模型：看空股票

Francis Lim
高級量化策略師

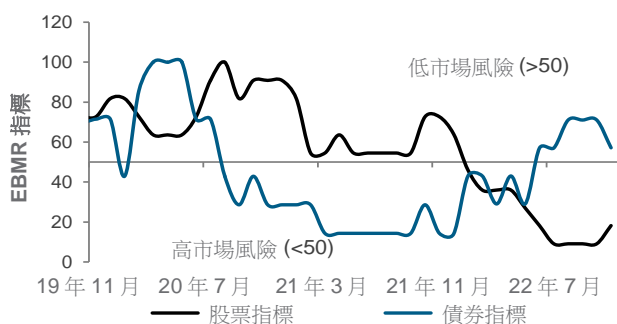
看空股票，但看好債券

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 年期公債的下行風險。它使用 11 個經濟和市場因素來創建股票和債券的風險指標。如果指標的數值低於 50，則顯示下行風險上升，反之亦然。

此模型的股票和債券指標顯示，美國股票的下行風險升高，且美國公債的下行風險降低。這被歸類為美國金融市場風險周期的第 1 階段，該階段偏好防禦性資產勝於風險資產。該模型在 2022 年運行良好，自該模型在 2022 年 1 月看空股票以來，標普 500 指數下跌了 14% 左右。我們的債券指標從 2020 年 8 月到 2022 年 5 月低於 50，捕捉到美國公債收益率上升 2.2% 左右。該指標在 2022 年 6 月升至 50 上方，顯示收益率進一步攀升的風險正在降低。

圖. 26 EBMR 看空股票，但看好債券

美國股票和債券市場風險指標



資料來源：渣打

圖. 27 未來數月至 2023 年 4 月的情景對比 2022 年 6 月的預測

金融市場風險周期從當前第 1 階段演變的機率和看好的資產

2022 年 6 月模型預估的機率

階段	22 年 7 月	22 年 8 月	22 年 9 月	22 年 10 月
1	98%	97%	83%	58%
2	0%	0%	6%	40%
3	0%	0%	3%	0%
4	2%	3%	9%	1%

2022 年 12 月模型預估的機率

階段	23 年 1 月	23 年 2 月	23 年 3 月	23 年 4 月
1	99%	99%	99%	85%
2	0%	0%	1%	13%
3	0%	0%	0%	1%
4	1%	1%	0%	1%

資料來源：渣打

股票指標由 11 個股票分類指標組成。該指標本月略有改善，但仍處於 18 的低位。除了短期股市勢頭以外，我們的大部分股票分類指標仍反映出一個利空的环境，因為通膨仍然居高，債券收益率也在上升。這些因素包括美國新屋開工數據放緩、商品價格下跌以及貨幣基礎總量減少。我們的模型預測，股票指標在 4 月 23 日之前可能持續低迷。

美國 EBMR 模型的另一個關鍵輸入因素是債券指標，它追蹤 6 個債券分類指標。由於近期股票反彈，債券指標已從 71 小幅下降至 57。仍然利多的因素包括下跌的商品價格、美國採購經理人指數和美國新屋開工數據，因為它們顯示經濟成長放緩，這有利於債券等防禦性資產。美國產能利用率和美國失業救濟申領等其他因素對債券指標的負面影響也大大減弱，前者自新冠疫情後的復甦以來似乎已經達到峰值，後者雖仍處於低位，但一直在緩慢上升。

模型的預測目前偏向第 1 階段（直至 2023 年 4 月），此後則是第 2 階段。這意味著 2023 年 5 月預計是更有吸引力的超配風險資產的時機，隨著我們明年接近峰值利率，政府債看似越來越有吸引力。

對全球資產的影響

1999 年以來的數據顯示，第 1 階段最看好黃金和債券。模型的資產偏好是基於其與市場周期的長期關係，而市場周期在第 1 階段看好黃金和債券作為防禦性資產。



追蹤市場多樣性

Francis Lim
高級量化策略師

關於我們的市場多樣性指標

我們的市場多樣性指標有助於識別由於股票、信用債、外匯及商品市場寬度下降而導致的短期趨勢的潛在變化。當市場多樣性下降時，這意味著由買家或賣家主導，令資產價格快速上漲或下跌。這通常不會持續，隨後可能會放緩或逆轉。我們的多樣性指標基於一種稱為分形維度的統計指數；數值低於 1.25 表示價格上漲或下跌過快。

本月市場多樣性在何處減少或增加？

在聯準會發出放緩升息的訊號後，債市及股市雙雙出現寬慰性回升，多數資產類別的整體市場多樣性飆升。目前市場供需相當平衡，這意味著市場結構目前穩定，在基本因素沒有任何劇烈變化的情況下，市場價格走勢可能相對有序。

股票方面，我們的多樣性訊號高於閾值 1.25，我們通常認為該水準表示存在短期逆轉機會。股市缺乏逆轉訊號是由於 2022 年下半年的大幅波動，因為我們的多樣性指標通常在資產價格呈趨勢（上漲或下跌）時發現逆轉機會。歐洲及英國股市目前的多樣性低於其他市場，因為二者在 10 月初開始出現了更為明顯的回升，但從市場廣度的角度來看，我們的指標並未顯示這些市場出現逆轉。

圖. 28 投資者多樣性居高

按資產類別劃分的市場多樣性平均得分

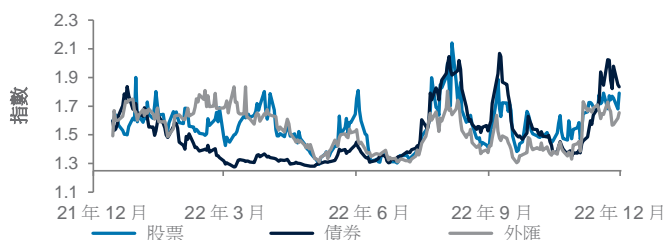
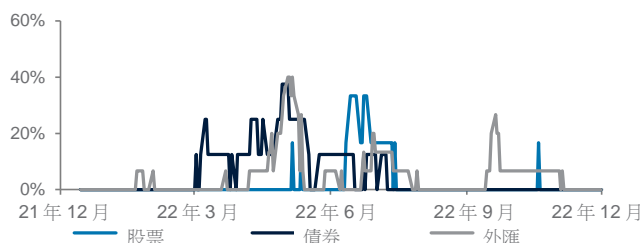


圖. 29 主要資產並未發出逆轉訊號

多樣性分數 < 1.25 的資產所佔百分比



資料來源：彭博、渣打

債券方面，我們觀察到，債市從 10 月低位短期回升後，多樣性急劇上升。此前我們的多樣性指標（成功）發出訊號：亞洲美元債將在 11 月初逆轉，並於 10 月份對成熟市場政府債進行監測。正如其他債市，這些市場的多樣性現已突破了我們的逆轉閾值。

貨幣方面，強勢美元最近逆轉，也導致貨幣多樣性增加。我們的指標 10 月份成功提示了美元兌馬來西亞幣及美元兌印度盧比的逆轉風險 – 10 月至 11 月期間，美元兌馬來西亞幣跌幅約為 6.0%，而美元兌印度盧比跌幅約為 1.7%。

圖. 30 主要資產的多樣性

股票	市場多樣性	30 日多樣性趨勢
MSCI 美國	●	↑
MSCI 歐洲	●	↑
MSCI 英國	●	↑
MSCI 日本	●	↑
MSCI 亞洲（不含日本）	●	↑
固定收益		
成熟市場政府債	●	↑
成熟市場投資級公司債	●	↑
全球高收益債	●	↑
新興市場美元債	●	↑
亞洲信用債	●	↑
貨幣		
美元兌離岸人民幣	●	↑
歐元兌美元	●	↑
美元兌日圓	●	↑
英鎊兌美元	●	↑
澳幣兌美元	●	↑

資料來源：彭博、渣打；截至 2022 年 12 月 15 日

圖例：○ 極低 ● 低/適度 ● 高

基礎：資產配置概要

概要	觀點	聚焦亞洲				聚焦全球				
		保守	適度	適度進取	進取	保守	適度	適度進取	進取	
現金	◆	19	10	5	0	19	10	5	0	
固定收益	▲	71	55	46	15	71	55	46	15	
股票	▼	10	21	34	73	10	21	34	73	
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6	
另類策略	◆	0	9	10	6	0	9	10	6	
資產類別										
美元現金	◆	19	10	5	0	19	10	5	0	
成熟市場政府債	◆	9	7	6	2	12	9	8	3	
成熟市場投資級公司債	◆	14	10	9	3	18	14	12	4	
成熟市場高收益公司債	▼	8	6	5	2	10	8	7	2	
新興市場美元政府債	◆	12	9	8	3	9	7	6	2	
新興市場當地貨幣政府債	◆	12	9	8	3	9	7	6	2	
亞洲美元債	▲	16	12	10	3	12	9	8	3	
北美股票	◆	3	6	9	20	5	10	16	34	
歐洲（不含英國）股票	◆	2	4	6	13	1	2	3	7	
英國股票	◆	0	1	2	3	0	1	2	3	
日本股票	▼	0	1	1	3	0	1	1	3	
亞洲（不含日本）股票	▲	4	8	13	28	3	6	9	19	
非亞洲新興市場股票	◆	1	2	3	7	1	2	3	7	
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6	
另類策略	◆	0	9	10	6	0	9	10	6	

資料來源：渣打；*外匯避險

所有數據以%計；由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。

圖例： ▲ 超配 | ▼ 低配 | ◆ 中性

我們觀點的表現

圖. 31 2022 年我們觀點的概要

		開始日期	結束日期	絕對	相對
基礎配置	全球均衡			-13.4%	-2.0%
	亞洲均衡			-13.6%	-2.2%
	多資產收益			-10.2%	-
行業配置	美國行業			-16.9%	-0.2%
	歐洲行業			-2.8%	3.1%
	中國行業			-26.3%	-0.1%
主題觀點	乘著氣候變化的東風	2021 年 12 月 9 日	2022 年 12 月 15 日	-10.4%	-
	擁抱數位化未來	2021 年 12 月 9 日	2022 年 12 月 15 日	-29.3%	-
	中國「共同富裕」政策	2021 年 12 月 9 日	2022 年 12 月 15 日	-36.8%	-

資料來源：彭博、渣打

衡量 2021 年 12 月 9 日或觀點開始時至 2022 年 12 月 15 日或觀點結束時的表現。

過往表現並不預示未來表現。對於基於任何歷史數據進行交易而實際取得的任何結果或報酬不做任何保證、陳述或預測。

「絕對」代表簡單的絕對報酬。「相對」追蹤我們的戰略資產配置對比策略資產配置的結果，或追蹤某個主題具體指定的一個相對衡量標準。

全球均衡及亞洲均衡策略構成我們在《全球市場展望》中描述的戰略性資產配置。**整體資產類別**配置包括 MSCI 所有國家世界、富時非按揭抵押證券 WorldBIG 指數、彭博商品（不含農業與畜牧業）、HFRX 總報酬及摩根大通 3 個月現金指數。**股票配置**包括 MSCI 美國、MSCI 歐洲貨幣聯盟、MSCI 英國、MSCI 日本、MSCI 亞洲（不含日本）及其他 MSCI 新興市場總報酬指數。**債券配置**包括富時 WorldBig 公債指數、富時 WorldBig 公司債指數、摩根大通全球新興市場多元化債券指數、摩根大通新興市場當地貨幣債、摩根大通亞洲信貸指數及彭博全球高收益指數。

股票行業配置基於總報酬，以 MSCI 美國行業指數、MSCI 歐洲行業指數及 MSCI 中國行業指數為代表。

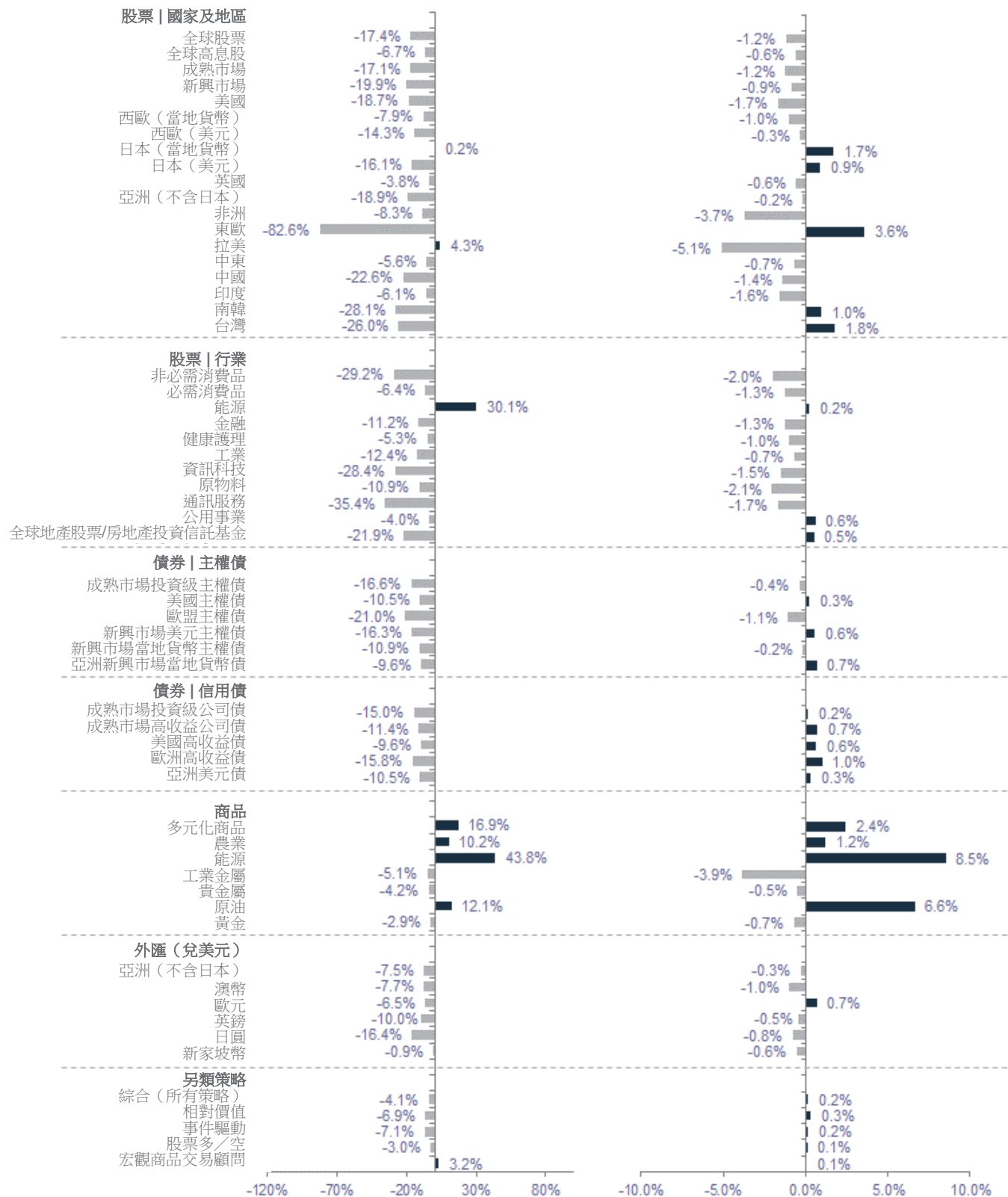
在我們的**多資產收益**配置中，**債券配置**包括彭博全球高收益指數、標普全球槓桿貸款指數、摩根大通全球新興市場多元化債券指數、摩根大通新興市場當地貨幣債、摩根大通亞洲信貸及亞洲信貸（非投資級）指數、富時 WorldBig 公司債及富時 WorldBig 公債指數。**股票配置**包括 MSCI 所有國家世界及所有國家歐洲高息收益率指數。**非核心配置**包括 Chicago Board Options Exchange S&P 500 BuyWrite Index、Barclays Global Contingent Capital Index Value Unhedged USD、SPDR ICE Preferred Securities ETF、FTSE EPRA/NAREIT Asia Pacific Index 及 FTSE EPRA/NAREIT Global Index。

有關衡量**主題觀點**的指數，請參閱相關的主題刊物。

市場表現概要*

2022 年初至今

一周



資料來源：MSCI、摩根大通、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

*除另有說明外，所有表現均以美元計

*年初至今表現是指 2021 年 12 月 31 日至 2022 年 12 月 15 日的表現，一周表現是指 2022 年 12 月 8 日至 2022 年 12 月 15 日的表現

關鍵事件

2023



— 央行政策 |

— 地緣政治 |

註釋

1. 第 7 頁的圖表僅展示均衡風險的資產配置。不同風險狀況可能產生顯著不同的資產配置結果。第 7 頁僅作為示範與參考之用，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））一併閱讀），但在不會引致違反永久營銷限制的情況下則除外。

披露

本文件內容保密，也僅限指定人士閱覽。如果閣下並非本文件的指定收件人，請銷毀全部副本並立即通知發件人。本文件僅供一般參考，受渣打網站的監管披露下相關免責聲明所約束。本文件並非且不構成針對任何證券或其他金融工具訂立任何交易或採納任何避險、交易或投資策略的研究材料、獨立研究、要約、推薦或招攬行為。本文件僅用作一般評估，並未考慮任何特定人士或特定類別人士的具體投資目標、財務狀況或特定需求等，亦非專為任何特定人士或特定類別人士擬備。閣下不應依賴本文件的任何內容作出任何投資決定。在作出任何投資之前，閣下應該仔細閱讀相關發行文件並徵詢獨立的法律、稅務及監管意見，特別是我們建議閣下務須在承諾購買投資產品之前，考慮本身的具體投資目標、財務狀況或特定需求，就投資產品的適合性徵詢意見。意見、預測和估計僅為渣打銀行發表本文件時的意見、預測和估計，渣打銀行可修改而毋須另行通知。過往表現並非未來績效的指標，渣打銀行並無對未來表現作出任何陳述或保證。本文件對利率、匯率或價格的未來可能變動或者未來可能發生的事件的任何預測僅為參考意見，並不代表利率、匯率或價格的未來實際變動或未來實際發生的事件（視屬何情況而定）的指標。未經渣打集團（定義如下）明確的書面同意，本文件不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局規管。渣打銀行的最終母公司渣打集團有限公司（Standard Chartered PLC）連同其附屬公司及關聯公司（包括每間分行或代表辦事處）組成渣打集團。渣打私人銀行乃渣打轄下私人銀行部門。渣打集團內各法律實體及聯屬公司（各為「渣打集團實體」）可根據當地監管要求在全球開展各種私人銀行業務。並非全部產品及服務都由渣打集團內的所有分行、附屬公司及聯屬公司提供。部分渣打集團實體僅擔任渣打私人銀行的代表，不可提供產品和服務或向客戶給予意見。ESG 數據由晨星和 Sustainalytics 提供。詳情請參閱晨星網站的可持續投資部分及 Sustainalytics 網站的 ESG 風險評級部分。有關資料以發布當日所提供的數據為基礎，可能會有更改。

版權所有©2022，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、評價面、模型、軟件或其他應用程式或其輸出）或其任何部分均不得以任何形式、以任何方式進行修改、反向設計、複製或分發，或儲存在數據庫或檢索系統內，不得將此等內容用於任何非法或未經授權的目的。CFRA 和任何第三方供應商及其董事、高級職員、股東、僱員或代理人均不保證此等內容的準確性、完整性、及時性或可用性。在任何情況下，CFRA、其聯屬公司或其第三方供應商均不對訂閱者、訂閱者的客戶或其他人因使用 CFRA 內容所產生的任何直接、間接、特殊或相應損害、成本、費用、法律費用或損失（包括收益損失或利潤損失和機會成本）承擔責任。

市場濫用法規聲明

渣打集團內各分行、附屬公司及聯屬公司可根據當地監管要求在全球開展銀行業務。意見可能包含直接「買入」、「賣出」、「持有」或其他意見。上述意見的投資期取決於當前市況，而且沒有限定更新意見的次數。本意見並非獨立於渣打集團本身的交易策略或部署。渣打集團及／或其聯屬公司或其各自人員、董事、員工福利計劃或員工，包括參與擬備或發行本文件的人士，可於任何時候，在適用法律及／或法規許可的範圍內，買賣本文件提述的任何證券或金融工具，或在任何該等證券或相關投資中有重大利益。因此，渣打集團可能且閣下應假設渣打銀行在本文件所提述的一項或多項金融工具中有重大利益。請參閱渣打網站的

監管披露部分，以了解更詳細的披露，包括過去 12 個月的意見／建議、利益衝突及免責聲明。相關策略師可能擁有本公司／發行人的債務或股票證券的財務權益。未經渣打集團明確的書面同意，本文件不得轉發或以其他方式提供予任何其他人士。

國家／市場獨有的披露

博茨瓦納：本文件由渣打銀行博茨瓦納有限公司在博茨瓦納分發，並歸屬該單位。該公司是根據《銀行法》第 46.04 章第 6 條獲發牌的金融機構，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帳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 新加坡幣（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幣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 新加坡幣。外幣存款、雙貨幣投資、結構性存款及其他投資產品均不予投保。此廣告未經新加坡金融管理局審核。

台灣：渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此文件之作者可能已經與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此文件所涉及的資訊，作者及上述渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工可能已經針對涉及資訊採行相關動作（包括針對此文件所提及的資訊與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行之客戶作溝通）。此文件所載的意見可能會改變，或者與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行不會就上述意見的任何改變或不同發出任何通知。此文件可能涵蓋渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行欲尋求多次業務往來的公司，以及金融工具發行商。因此，投資者應了解此文件資訊可能會因渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的利益衝突而反映特定目的。渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行與其員工（包括已經與作者商討過的有關員工）或客戶可能對此文件所提及的產品或相關金融工具、或相關衍生工具金融商品有利益關係，亦可能透過不同的價格、不同的市場條件獲得部分投資部位，亦有可能與其利益不同或是相反。潛在影響包括交易、投資、以代理機構行事等造市者相關活動，或就此文件提述的任何產品從事金融或顧問服務。

阿聯酋：杜拜國際金融中心—渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局規管。渣打銀行杜拜國際金融中心分行為渣打銀行的分支機構，辦事處位於杜拜國際金融中心（地址為 Building 1, Gate Precinct, P.O. Box 999, Dubai, UAE），受杜拜金融服務管理局（Dubai Financial Services Authority）規管。本文件僅供杜拜金融服務管理局規則手冊（DFSA Rulebook）所界定的專業客戶使用，並不以該手冊所界定的零售客戶為對象。在杜拜國際金融中心，我們獲授權僅可向符合專業客戶及市場對手方資格的客戶而非零售客戶提供金融服務。閣下身為專業客戶，不會獲得零售客戶享有的較高程度的保障及補償權利。如果閣下行使歸類為零售客戶的權利，我們將未能向閣下提供金融服務與產品，原因是我們沒有持有從事這些活動所需的牌照。就伊斯蘭交易而言，我們在本行的 Shariah Supervisory Committee 的監督下行事。本行的 Shariah Supervisory Committee 的相關資料現已載於渣打銀行網站的伊斯蘭理財部分。就阿聯酋居民而言，依據阿聯酋證券與商品局 2008 年第 48/r 號關乎金融諮詢與金融分析決議所述的涵義範圍，渣打銀行阿聯酋分行沒有在阿聯酋或向阿聯酋提供金融分析或諮詢服務。

烏干達：我們的投資產品與服務由獲資本市場管理局發牌為投資顧問的渣打銀行烏干達有限公司分發。

英國：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。