



# 全球市場展望

## 把握 收益機遇

鑑於債券收益率處於數十年來的高位，我們仍然認為當前多資產收益創造策略提供了一些最佳機會。

成熟市場股票正在從極度超賣的狀態反彈，但在聯準會更明確地發出轉向訊號之前，這可能只是熊市反彈。我們認為，亞洲（不含日本）股票具備價值，但正在等待促成因素。

整體上，我們繼續看好聚焦以下幾點的策略：(i) 重新平衡至投資級公司債和一些被嚴重低估的股市，(ii) 轉投優質收益資產，以及 (iii) 通過避險、現金和類現金資產進行風險管理，以應對當前環境。



聯準會即將轉向了嗎？

中國「共同富裕」投資主題的前景如何？

需要留意哪些關鍵的宏觀驅動因素？

# 目錄

## 01

### 策略

投資策略：把握收益機遇	03
基礎：戰略性資產配置	05
客戶最關心的問題	06
我們的主題觀點	08

## 02

### 宏觀概況概覽

概述	09
----	----

## 03

### 資產類別

債券	10
股票	11
外匯	12
黃金和原油	13
量化觀點	14
追蹤市場多樣性	15

## 04

### 表現回顧

基礎：資產配置概要	16
市場表現概要	17
關鍵事件	18
註釋	19

# 投資策略與關鍵主題

**Steve Brice**  
首席投資總監

**Manpreet Gill**  
非洲、中東和歐洲區首席投資總監

**鄭子豐**  
北亞區首席投資總監



## 我們的偏好（12個月觀點）

### 基礎配置偏好

- 看好現金
- 股票：亞洲（不含日本）和英國
- 債券：成熟市場投資級公司債、亞洲美元債

### 行業偏好

- 美國：能源、健康護理
- 歐洲：能源、金融
- 中國：能源

### 長期主題

- 乘著氣候變化的東風
  - 潔淨科技、電動車、水資源短缺、基建／綠色資本支出
- 中國「共同富裕」政策
  - 硬體科技／半導體、可再生能源

### 我們的3個月外匯觀點

看好美元；看淡歐元、英鎊、日圓和離岸人民幣

## 把握收益機遇

- 鑑於債券收益率處於數十年來的高位，我們仍然認為當前多資產收益創造策略提供了一些最佳機會。
- 成熟市場股票正在從極度超賣的狀態反彈，但在聯準會更明確地發出轉向訊號之前，這可能只是熊市反彈。我們認為，亞洲（不含日本）股票具備價值，但正在等待促成因素。
- 整體上，我們繼續看好聚焦以下幾點的策略：（i）重新平衡至投資級公司債和一些被嚴重低估的股市，（ii）轉投優質收益資產，以及（iii）通過避險、現金和類現金資產進行風險管理，以應對當前環境。

## 熊市反彈即將到來？

上個月，我們制定了3R策略，這是我們在年底之前看好的投資管理方式。當談及第一個R時，即重新平衡（Rebalance）至低估的市場，我們留意到目前投資者關心三個關鍵問題。

第一個問題是美國股市從關鍵支持位開始的反彈會否持久。我們認為在很短的時間內確實如此，因為（i）一些指標表明市場超賣或情緒極度悲觀，（ii）市場未能跌破我們上個月強調的200周移動平均線附近的關鍵技術支持位，以及（iii）相對（較低的）預期，美國第三季度業績出乎意料地向好。然而，我們仍將此類反彈視為短暫的熊市反彈，因為在衰退風險仍在增加、聯準會繼續收緊政策且債券收益率攀升之際，12個月盈餘預期仍有下調空間。

第二個問題是亞洲和英國股票是否繼續提供重新平衡的機會。我們認為未來6-12個月確實如此。儘管中國股票（作為亞洲股票的最大部分）仍然承壓，但這種疲弱走勢意味著當前評價面距離2008年危機時的低位不遠。我們認為，雖然目前缺乏促使因素，但這表明重新平衡的理由沒有改變。印度股票當前是亞洲看好的市場，其經濟和盈餘成長相對具備優勢，預計會繼續領先。對於英國股票，我們的看好觀點（在外匯避險的基礎上）仍然不變，因為（i）英國股市的股息收益率吸引，且（ii）大型公司的盈餘基本上是來自全球。

圖.1 債券收益率攀升導致股票評價面承壓

標普 500 指數 12 個月遠期本益比對美國 10 年期債券收益率（倒掛）



資料來源：彭博、渣打

第三個問題是，不斷上升的美國公債收益率可能在多長時間內阻礙人們利用優質收益資產的當前收益率。我們認為，風險／回報支持把握當前的收益率，尤其是在收益率大幅攀升的情況下。這是我們第四季度「RRR」投資主題的第二個R，即利用優質收益資產實現復甦（Recovery）。

### 把握收益率上升的機遇

債市波動性仍異常高，體現在美國 10 年期公債收益率 10 月份盤中低位至高位大約 70 個基點的移動（在近期盤整之前）。鑑於收益率上升意味著債券價格下跌，目前這仍是收益資產類別的重要阻力。

然而，我們仍看到優質債券當前的收益率提供了具吸引力的機會，其中成熟市場投資級公司債的收益率約為 5.5%，多資產收益策略超過 7%，亞洲美元債超過 8%。如圖所示，債券收益率已重返 2008 年前的區間並站穩。

在現金等資產類別帶來的安全中等待債市波動結束是很不錯的選擇，畢竟現金類資產的收益率也不再為零。然而，雖然我們認為現金在當前的資產配置中確實佔一席位，但不會阻礙我們增添優質收益資產：(i) 價格波動在前期引人注目，但收益率在投資 12 個月之後才會收集；(ii) 收益率越高意味著它在 12 個月回報中所佔的比重越大，這也有助降低債券回報對政府債收益率變化的敏感度；和 (iii) 在聯準會升息周期時增加投資，降低了「再投資風險」，即債券收益率在一年或更長時間內大幅下降、可能迫使投資者在那時接受較低收益的風險。

即使經歷了短暫的熊市反彈，我們認為策略中的第三個 R 仍然發揮效用，即通過避險進行風險管理（Risk-manage），將現金／類現金資產和美元作為兩個可行選擇的配置增加至高於平時的水平。

### 可能出現哪些問題？

在近期英國資產波動後，人們經常提出的一個問題是，聯準會的政策收緊是否最終會導致金融市場出現「崩潰」。從本質上來說，很難具體預測意外波動會在哪裡發生，可能發生的領域包括主權違約風險（尤其是在新興市場）、公司債市場某些部

圖.2 中國內地股票的評價面已大跌至歷史低位

MSCI 中國指數 12 個月遠期本益比



資料來源：彭博、渣打

分的流動性不足或日本央行的政策。儘管金融市場「避險」的經驗告訴我們，沒有完美的避險，但我們認為，充分保持多元化、用多種風險避險來平衡看好的資產、確保有能力安然度過任何波動性意外大幅攀升的時期，都是有助解決這種不確定性的方法。

圖.3 成熟市場投資級債的收益率重返 2008 年前的區間

成熟市場投資級公司債的收益率（%）



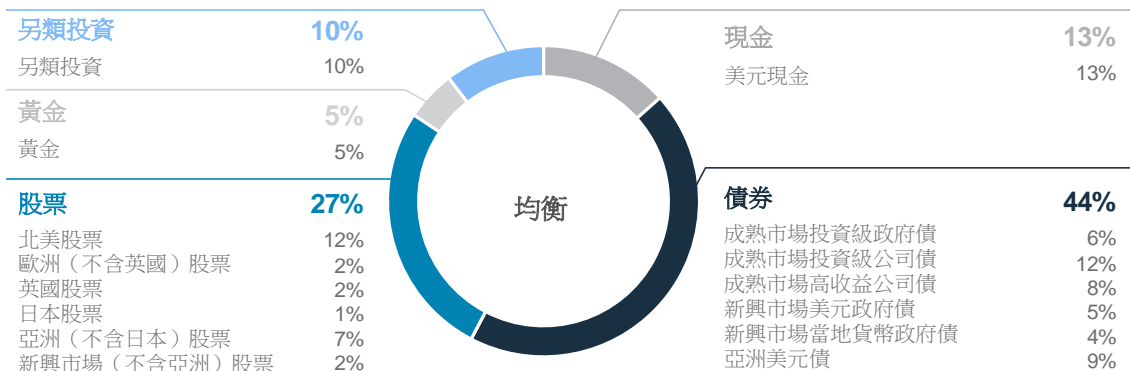
資料來源：彭博、渣打

### 歐元、英鎊可能進一步走弱

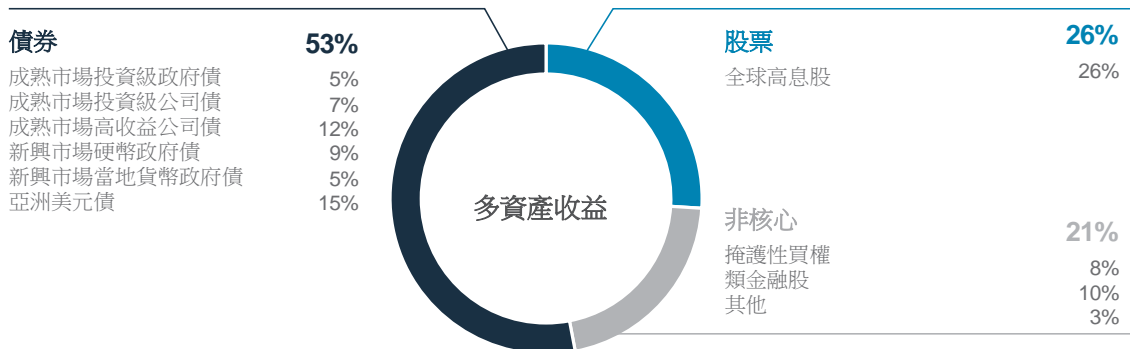
美元走強趨勢已經暫停，但不太可能堅定逆轉，直至聯準會更明確地發出升息周期暫停或轉向的訊號。我們認為這意味著歐元未來 1-3 個月仍可能試探 0.93-0.95，使其作為潛在融資貨幣比瑞士法郎更具吸引力。英鎊也可能緊隨其後：解決眼前的政治挑戰可能需要一輪短暫的樂觀情緒以及英鎊試探 1.15-1.17 的區間，但高通膨和疲弱經濟成長的基本挑戰依然存在。日本央行的立場與聯準會截然不同，使得日圓可能再次試探 150 的水平，但我們認為干預措施引發波動的風險使其作為備選融資貨幣的吸引力下降。

# 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	◆ + 收益率具吸引力、利率敏感度低    - 信用品質下降
新興市場美元政府債	◆ + 收益率具吸引力、價值具吸引力    - 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	◆ + 仍然強勁的需求支持盈餘    - 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	▲ + 具吸引力的評價面、股息收益率    - 政策、英國脫歐的相關不確定性
日本	◆ + 日本央行政策寬鬆    - 全球經濟放緩、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；\*聚焦亞洲的配置參見 16 頁

圖例： ▲ 最看好 | ▼ 最看淡 | ◆ 中立

# 客戶最關心的問題

吳詩潔，CFA  
資產配置和主題策略主管

Qi Xiu Tay  
投資策略師

## Q 政策會否轉向？

預計政策將會轉向的投資者對聯準會官員再度採用強硬措辭感到失望。雖然 9 月份整體通膨從 8 月的 8.3% 放緩至 8.2%，但核心通膨（剔除食品和能源）升至 6.6%，為四十年來最快增速。通膨壓力增加是住房和其他服務的價格成長勢頭所致，這些勢頭都非常持久。這突顯聯準會有必要繼續積極行動以控制通膨，並增加了需要衰退條件才能使整體通膨降至聯準會目標 2% 的可能性。

所有這些因素均導致市場對聯邦最終利率的預期在 10 月份的數周內從 4.5% 升至 5%，在這些因素的推動下，除了最短期限的利率以外，所有實質利率均為正值，而這是聯準會主席鮑威爾的明確目標之一，以鼓勵增加儲蓄，減少需求，冷卻就業市場和減緩經濟。

這個過程需要多久才能結束？這是否足夠為熾熱的就業市場降溫？在當前的升息周期中，收益率最終會達到多高？這些都是投資者面臨的重要問題。我們不會試圖預測債券收益率的具體高位，但我們認為風險回報均衡狀況支持利用優質債券資產的收益率攀升（尤其是在大幅攀升時）。

我們將在下文探討聯準會以往的政策轉向，以確定債券收益率需要多久才達到高位，也會研究政策轉向對股票和債券市場有何影響。

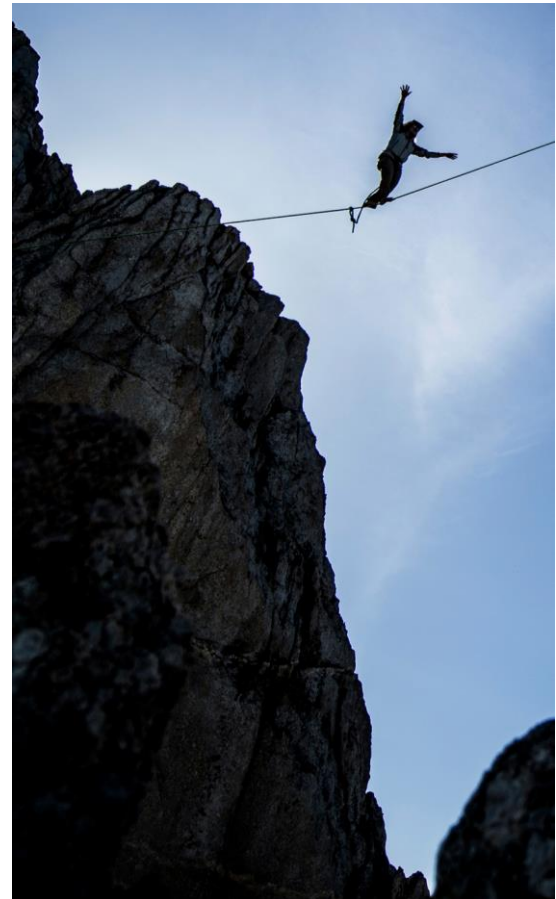


圖. 4 以往的升息周期：聯準會政策轉向後股市如何反應

聯準會政策周期的日期				標普指數回報 (%)				期限 (天數)	
首次升息	最後升息	首次降息	最後降息	最後升息到 首次降息	首次降息到 最後降息	最後降息到 首次升息	最後升息 後 6 個月	股票高位 (最後升息前 的天數)	股票低位 (最後升息 後的天數)
71 年 3 月	71 年 8 月	71 年 9 月	71 年 12 月	0.3	-8.7	6.9	2.8	110	99
72 年 3 月	74 年 5 月	74 年 7 月	76 年 1 月	-6.7	-32.5	-19.9	12.0	475	155
76 年 4 月	80 年 3 月	80 年 4 月	80 年 6 月	-9.2	-12.7	12.1	10.8	19	24
80 年 8 月	81 年 5 月	81 年 6 月	82 年 12 月	0.6	-22.2	-6.8	2.1	44	461
83 年 5 月	84 年 8 月	84 年 10 月	86 年 8 月	-2.5	--	7.4	50.7	316	--
86 年 12 月	89 年 2 月	89 年 6 月	92 年 9 月	12.2	--	22.4	29.5	--	--
94 年 2 月	95 年 2 月	95 年 7 月	98 年 11 月	17.8	--	19.0	105.7	--	--
99 年 6 月	00 年 5 月	01 年 1 月	03 年 6 月	-8.1	-47.0	-6.4	-27.6	54	876
04 年 6 月	06 年 6 月	07 年 9 月	08 年 12 月	21.5	-45.4	13.3	-39.9	-470	983
15 年 12 月	18 年 12 月	19 年 7 月	20 年 3 月	20.8	--	19.7	-19.9	78	--
均值				4.7	-28.1	6.8	12.6	78	433

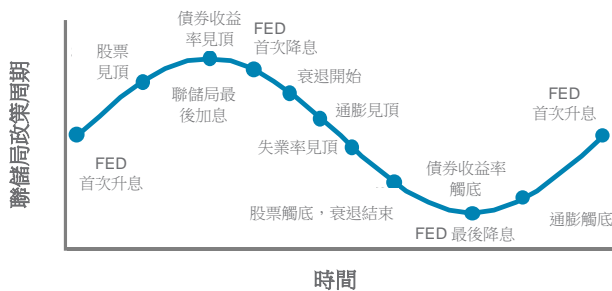
\*陰影代表升息周期，它們引發了美國國家經濟研究局 (NBER) 定義的經濟衰退。資料來源：彭博、渣打。

### 10年期公債收益率在最後升息之前見頂

對於債券投資者，準確找出債券收益率（最終利率）的高位，或許是判斷可投資債券低位的一項重要指標。短期利率通常會緊緊跟隨聯準會的政策動向，但中期和長期收益率往往反映經濟成長前景和通膨預期。在歷史上，10年期公債收益率見頂幾乎總是發生在最後升息之前。政策利率攀升破壞經濟成長並削弱就業市場，進而壓低長期公債收益率。因此，隨著政策利率升至高位，實質收益率往往自然也同時見頂。

**圖. 5 債券收益率往往在最後升息前見頂，而通膨可能繼續艱難走高**

關於債券收益率、通膨和股票的表現在歷史上通常如何演變的風格觀點



資料來源：彭博、渣打

### 債券收益率這次可能何時見頂？

對投資者而言，這是最重要的問題。聯準會主席鮑威爾列出三項停止升息的準則：i) 經濟成長持續低於趨勢水平，ii) 就業市場變得疲弱，及 iii) 有證據表明通膨正在向 2%的目標回落。

第一項準則尚未達到，因為美國第三季度國內生產總值回升至趨勢水平上方，緩解了前兩個季度數據收縮之後的衰退憂慮。話雖如此，根據 BCA Research，第三季度的成長部分來自淨出口的短暫躍升，這種情況預計不會重複發生。

**圖. 6 每當通膨率升至 5%以上，我們往往會看到聯準會的政策利率高於通膨**

聯邦基金利率對比消費物價指數



資料來源：彭博、渣打

在就業市場，沒有多少跡象能夠證明聯準會很快就會轉向。就業市場仍非常緊張，失業救濟申領人數在一年低位附近，失業率在 9 月達到周期新低 3.57%。聯準會預計失業率到 2024 年底升至 4.4%。歷史經驗表明，一旦失業率的升幅超過 0.6%，它通常會從谷底水平繼續攀升至少 2.1%，這可能並非聯準會設想或希望看到的軟著陸。因此，聯準會需要完成一項極其微妙的平衡行動，在對抗通膨的同時，精心引導經濟成長/就業市場放緩。

最後，就通膨而言，這次的不同之處在於，見頂的時間可以說早得多。從 20 世紀 70 年代開始，在升息周期中，通膨在最後升息之後平均需要 6 個月的時間見頂。而這一次，雖然聯準會料將進一步升息，但整體通膨可能已經見頂，同時長期通膨指標將回落至 2%-3%的長期區間。

然而，決策者看似並未鬆懈，因為他們意識到 20 世紀 70 年代過早放鬆政策的危險，畢竟通膨仍然居高。自全球金融危機以來，通膨一直高於聯邦基金政策利率，因為決策者壓制實質利率以刺激經濟成長和通膨。現在發生的情況正好相反，通膨率約為 8%且決策者積極升息，提高了長期實質利率，以減少總需求，從而降低通膨。

市場預計聯準會的緊縮周期在 2023 年上半年的某個時候暫停。暫停收緊之後是降息還是恢復升息將取決於通縮的程度及其對就業市場的最終影響。

### 聯準會轉向 ≠ 股票回報在降息早期會更好

在歷史上，聯準會轉向對股市的影響好壞參半。無論降息與否，經濟衰退時期的政策轉向通常會導致股市進一步下跌。在過去三次經濟衰退中，降息周期也適逢股市大跌。

在政策轉向後股市進一步攀升的階段，股市溫和走高，在最後升息後上漲了大約 8%。然而，最佳股票表現通常出現在寬鬆周期的末尾以及聯準會正要進行首次升息之前。這通常是通膨溫和、失業率下降、成長/盈餘前景開始改善的時期。

因此，聯準會轉向並非總是股市上漲的必要條件。也許更重要的是經濟和盈餘前景改善。

**圖. 7 經濟成長惡化令盈餘承壓**

領先指標 vs 標普 12 個月歷史 EPS 年增幅



資料來源：彭博、渣打

# 我們的主題觀點

Qi Xiu Tay  
投資策略師

## 我們的中國內地「共同富裕」主題得到強而有力的政策支持

習近平在中共二十大的主旨演講中強調了國家安全、技術自給自足和國家的綠色目標，這預示著我們在中國「共同富裕」中的子主題會表現向好。

## 可再生板塊的發展成為新焦點

習近平講話中對國家安全的強調是顯而易見的，不僅體現在軍事改革的議程上，也體現在對可再生能源的推廣上。增加可再生能源的生產可以減少進口依賴，增加能源安全，並最終改善國家安全。這表明中國內地對可再生能源行業的政策支持仍在繼續。

但中國發展可再生能源的動力，只有一部分是由國家安全驅動的。與中共任何其他領導人相比，習近平更努力使環境成為其持久遺產的一部分。在習的領導下，中國的可再生能源在國家能源結構中的份額已從 1% 上升到 5%，他還大幅減少了城市居民的空氣污染。習近平在主旨演講中重申了國家的雙碳目標，即在 2030 年前達到碳排放高位，在 2060 年前實現碳中和。這是第一次在黨代會上提到雙碳目標，反映了政府最高層的認同。

然而，重要的是要注意到，習也確實緩和了對低碳能源發展的期望，強調了穩定的能源轉型的必要性，包括使用煤炭以避免干擾。這表明，雖然發展可再生能源是確保長期安全應對環境挑戰的關鍵，但它應與能源安全的需求相平衡，特別是在當前全球和國內的能源危機中。

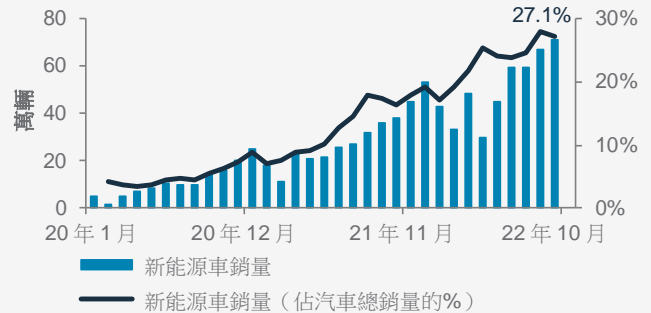
## 新能源車的銷售持續強勁

與此同時，中國內地的新能源車領域，作為我們可再生能源子主題的重要組成部分，基本因素繼續取得強勁進展。銷量仍然強勁，9 月的新能源車銷量為 70.8 萬輛，年成長率為 98%。中國內地超過四分之一的汽車銷售仍然是電動車，儘管 9 月份的滲透率已從上個月的 28% 小幅下滑至 27%。第四季度是汽車銷售的旺季，隨著訂單積壓的緊張和庫存的減少，新能源車的銷售動力有望在 2022 年剩餘時間持續下去，現在預計全年的銷售量將超過行業綜合預期的 600 萬輛。

2022 年以後，我們仍然預計新能源車的銷售將以每年大約 25% 的速度成長，這一成長速度與 1980 年代初私人乘用車的採用情況相似。伴隨著政府的持續支持和更好的電動車型供應的改善，預計 2023 年電動車銷量將上升到 750 萬輛，2024 年將達到 950 萬輛。

圖. 8 新能源車佔中國內地汽車銷量的四分之一以上

以萬為單位的新能源車月銷量



資料來源：中國汽車工業協會、渣打

## 半導體是策略重點，但短期內仍有阻力

與強調國家安全相聯繫的是保證在技術上自給自足，這對我們的硬體科技和半導體子主題來說是長期的好兆頭。習承諾加快實現高水平的技術自給自足，打贏關鍵核心技術的攻堅戰。這些評論是在美國重新推動切斷中國獲得先進半導體技術的途徑之際發表的。

雖然半導體行業仍然是一個策略重點，但短期內的阻力仍然存在。家庭收入成長放緩可能會抑制消費，並對電子和半導體的需求造成壓力。現在預計半導體消費將在未來幾個季度進入收縮階段，在 2020/21 年的庫存驅動之後，可能會出現去庫存的過程。短期內 20.4 倍的 12 個月遠期本益比的評價面與 MSCI 中國指數的 8.8 倍相比也有所擴闊，我們建議等待一個更好的入場點來增加對該主題的投資。



# 宏觀概況 — 概覽

Rajat Bhattacharya  
高級投資策略師

韓忠良  
投資策略師



## 關鍵主題

在過去的一個月裡，全球經濟衰退的風險已經上升，因為通膨率出乎意料地上升，而且就業市場仍然強勁，使收緊貨幣政策的預期更加強烈。聯準會、歐洲央行和英國央行的決策者已經重申了他們繼續收緊政策的決心，直到他們看到了明確和持續的跡象，表明通膨將回到 2% 的目標。這推動了債券收益率的上升，抬高了美元並收緊了全球的金融狀況。因此，貨幣市場現在估計聯準會基金利率和歐洲央行存款利率在本輪升息周期的高位將分別接近 2023 年第二季度和第三季度的 4.8% 和 2.75%，而一個月前的估計是 4.5% 和 3.25%。

與歐美的成長放緩相比，中國內地繼續從第二季度的收縮中恢復，第三季度國內生產總值按季成長 3.9%，強於預期。當局仍然致力於清零政策，這可能會限制復甦。儘管如此，我們認為市場忽視了習近平的長期政策重點，即到 2035 年發展一個自力更生的「富裕社會」，重點是能源和供應鏈安全、技術創新、國防和國內消費。12 月召開的中央經濟工作會議可能會公布領導層的成長計劃。

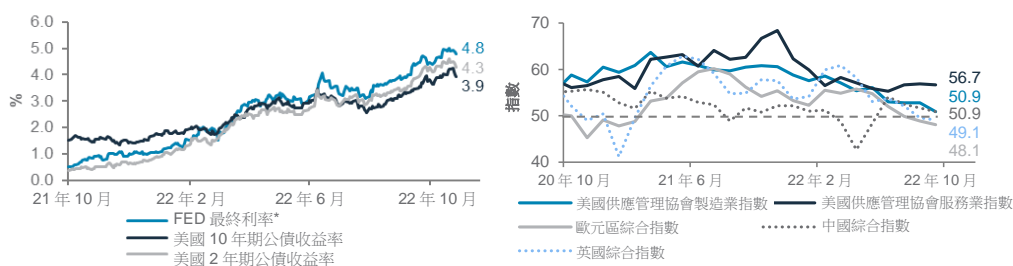
## 關鍵圖表



聯準會和其他成熟市場央行（不包括日本）採取的持續強硬立場，提高了歐洲即將出現的經濟衰退和美國在 2023 年可能出現的經濟衰退的風險。

圖. 9 強硬的貨幣政策提高了全球經濟衰退的風險

聯準會最終利率和美國政府債券收益率；商業信心指數（採購經理人指數）。



資料來源：彭博、渣打；\*市場隱含的聯準會最終利率，假設其在 5 月 23 日見頂

## 值得關注的宏觀因素

- 美國通膨、就業市場、中期選舉。**市場現在對聯準會最終利率（4.8%）的定價與聯準會的預測（4.75%）一致。我們將密切關注聯準會決策者在 11 月 2 日政策會議（預計他們將把關鍵利率再提高 75 個基點至 4%）後對在經濟衰退風險加劇的情況下繼續保持目前的升息步伐的決心，現在美國 10 年期-3 個月公債收益率曲線已經倒掛，此前 10 年期-2 年期曲線也出現了倒掛（這兩者在預測經濟衰退方面有著良好的往績）。我們認為，在聯準會暫停升息之前，可能需要至少 2-3 個月通膨率才會按月持續下降。美國的就業市場仍然過於緊繃，儘管從創紀錄的水平下降，但職位空缺仍然居高。緊繃的就業市場正在推動工資和住房成本上升，提高了通膨可能擴大和更加棘手的風險。與此同時，根據 RealClearPolitics 的數據，11 月 8 日的美國中期選舉中，共和黨人可能會贏得對眾議院和參議院的控制權。共和黨對國會的控制可能會限制拜登總統在經濟衰退時從財政上支持經濟的能力。
- 中國的新政策目標。**中國可能會在春季之前維持其清零政策，同時為老年人接種疫苗並儲備足夠的抗新冠藥物。儘管最近採取了促進需求的措施，但房地產行業的挑戰可能

會持續存在。然而，習近平對自力更生和「優質」經濟發展的強調表明，未來幾個月將採取協調措施，在半導體、綠色能源和 5G 等領域發展中國的高科技產業。我們還注意到，可能從明年起成為下一任總理並負責經濟政策的李強在促進成長方面有良好的往績，特別是支持小規模工業。

- 歐洲央行繼續升息的決心。**在主要經濟體中，歐元區面臨的經濟衰退風險最高。因此，我們對歐洲央行能否像市場估計的那樣將利率提高到 3% 的水平表示懷疑。拉加德（Lagarde）主席在前周將利率提高 75 個基點至 1.5% 後，重申了歐洲央行將通膨率降低至 2% 目標的決心。歐洲央行的強硬立場可能成為政策錯誤，加深歐元區的衰退。

# 債券 — 概覽

Abhilash Narayan  
高級投資策略師

林奕輝  
高級投資策略師



## 關鍵主題

美國 10 年期公債收益率在未能突破 4.34% 的技術阻力位後回落。我們預計年底前收益率將維持在 4% 以上，2023 年將小幅回落至 3.50-3.75%，因為市場開始消化衰退風險上升和聯準會可能調整政策的因素。鑑於就業市場仍然強勁，我們預計聯準會不會很快屈服。然而，通膨見頂、就業市場放緩和房地產市場疲弱等跡象可能會指向聯準會未來可能暫停升息。

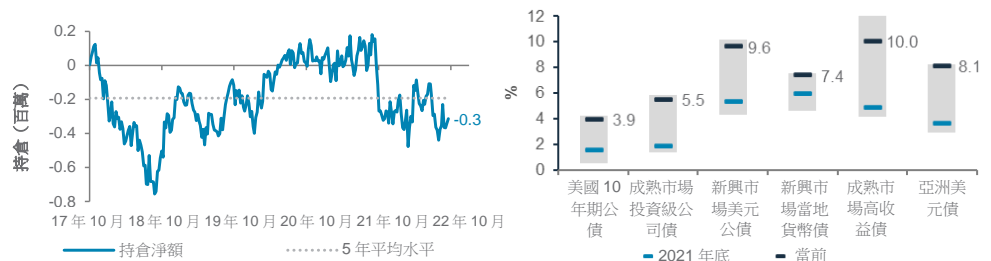
仍看好成熟市場投資級公司債。我們認為，在收益率飆升之後，它們的風險和回報已經變得更具吸引力。

我們也看好亞洲美元債，雖然最近市場波動明顯。我們認為，平均而言，它們以投資級評級為主，應該有助於緩和經濟衰退時可能出現的信貸風險激增。另外，我們評估中國房地產行業對這一債券資產類別的影響可能會在未來得到遏制，不良資產行業的份額已經大幅下降到個位數。

## 關鍵圖表

只要市場繼續消化聯準會的強硬立場，美國 10 年期公債收益率可能會維持在 4% 或以上的高位

圖. 10 政府債券的淨空單可能意味著收益率將在更長時間保持高位  
CFTC 美國公債期貨持倉淨額；2010 年以來主要債券資產類別的收益率



資料來源：彭博、渣打

## 對美公債收益率的最新看法是甚麼？

美國政府債券收益率在未能突破 4.34% 的技術阻力位後，回落至約 4%。儘管如此，市場指標，如美國政府債券相對較重的淨空單和聯準會基金期貨對 2023 年 5 月最終利率的定價約為 4.8%，可能暗示收益率的短期超調仍然可能。因此，我們預計 10 年期收益率將在年底前保持在 4% 以上。

在 2023 年，我們認為金融狀況的收緊將導致市場對衰退風險重新定價，最終推動長期限債券收益率下降。我們預計美國 10 年期公債收益率在未來 12 個月將低於 3.75%。可能預示著收益率轉低的訊號包括：（1）由於能源價格和供應鏈恢復，通膨見頂；（2）由於職位空缺減少和私營部門裁員，就業市場疲弱；以及（3）由於抵押貸款利率飆升，房地產市場放緩。

我們預計美國公債收益率曲線在未來 6 到 12 個月將保持相對平緩，因為持續強硬的聯準會遲遲沒有轉向，增加了更深衰退風險。

## 投資者對債券應該如何作出部署？

在主要的債券資產類別中，我們看好亞洲美元債和成熟市場投資級公司債。

我們認為，債券收益率飆升至十多年前的水平，為優質債券創造了具吸引力的入場點。我們認為，最近政府債券收益率的過高，應該在很大程度上反映了對更多強硬貨幣政策的預期。鑑於我們預期類似的收益率急劇上升的情況已經過去，我們認為債券投資的利率風險部分目前已經得到控制。

在亞洲美元債中，我們更傾向於投資級發行人，而不是高收益債券。雖然債券違約的高峰期，特別是在中國的房地產行業，可能已經過去了，而且可以說已經基本消化了，但我們仍然保持謹慎，因為留意到開發商，特別是私營企業，繼續在流動性問題和需求疲弱中掙扎。

# 股票 — 概覽

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

在未來 12 個月，仍中立看待全球股票，我們對未來幾個月仍持謹慎態度，因為預計美國將提前升息。我們認為，一旦聯準會看到通膨率持續向 2% 的目標下降的明確跡象，升息周期就可以暫停了。我們預計在未來 12 個月，通膨會有明顯的下降趨勢。

美國第三季度業績期目前正在進行中。根據 Refinitiv 的數據，截至 10 月 27 日，標普 500 指數中 45% 的公司已經發布了報告，其中 74% 超過了盈餘預期。從以往來看，平均有 66% 的公司「超出預期」；因此這是一個積極的訊號，不過 2023 年的盈餘成長預期在謹慎的指引下被削減。隨著評價面的大幅下降，我們維持美國股票作為中立。

亞洲（不含日本）仍然是看好的地區，我們認為 2023 年該地區的盈餘成長最為強勁。我們預計中國內地的政府扶持政策將在 2023 年支持經濟成長。儘管沒有關於放寬防疫措施官方指引，但我們預計冬季後會有一些放寬，屆時將支持 2023 年的成長。

英國股票是另一個看好的地區，其評價面具吸引力，儘管考慮到英鎊的波動，我們傾向於在貨幣避險的基礎上進行投資。我們認為日本股票為中立，預計其表現可以與全球股票保持一致，鑑於能源成本壓力、成長放緩和升息，我們不看好歐元區股票。

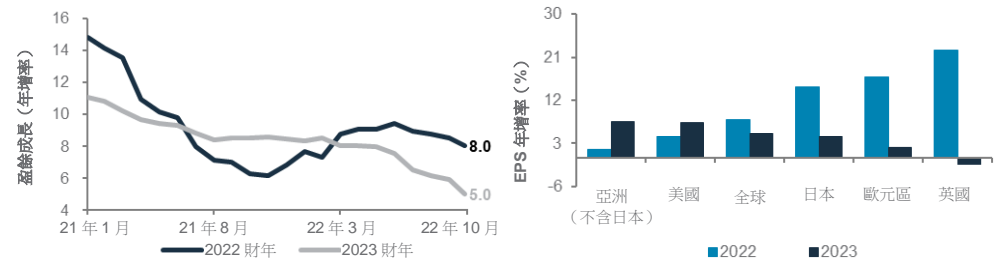
## 關鍵圖表



隨著美國第三季度業績期的進行，全球盈餘估計可能會進一步承壓。在未來 12 個月，我們預計政策刺激和盈餘反彈將使亞洲（不含日本）股票的表現領先

圖. 11 自 2022 年中期以來，全球股票的綜合盈餘成長預期已被下調。我們預計 2023 年盈餘將回升，以支持亞洲（不含日本）股票

自 2021 年 1 月以來，MSCI 所有國家世界指數的綜合盈餘成長預期。各地區 MSCI 股票指數的綜合盈餘成長預期



資料來源：MSCI、FactSet、渣打

## 何時會停止升息？

我們認為，由於聯準會、歐洲央行和其他央行仍然專注於控制通膨，全球股票正受到升息的阻礙。雖然短期通膨率仍然接近 40 年的高位，但我們預計它將在未來 12 個月逐漸降溫。那麼升息周期的暫停將消除對股票評價面的重大不利影響。因此，我們繼續將全球股票視為未來 12 個月的中立。

我們也在密切關注盈餘的下行風險。美國第三季度業績期正在進行中，雖然預評價面被下調，但對 2023 年的預估仍相對強勁，綜合預期盈餘成長預期為 7.3%。隨著業績期的推進，這一預期可能會進一步承壓。由於評價面已經降低，而且就業市場仍然強勁，我們預計美國股票在未來 12 個月的表現將與全球股票一致。

看好的市場之一仍為亞洲（不含日本），我們認為該地區 2023 年的盈餘將強勁反彈。隨著中國內地政府領導層的確定，我們預計在未來 12 個月會有更多有利於經濟成長的政策細節。此外，我們預計冬季後防疫措施的放寬將支持 2023 年的成長。我們認為，亞洲（不含日本）的評價面仍然具吸引力。

英國股票也仍被看好，我們繼續看好英國股票的大幅評價面折讓、高股息收益率和受惠於通膨環境的行業。考慮到政治不確定性導致英鎊波動，我們更傾向對英國投資進行貨幣避險。

# 外匯 — 概覽

Abhilash Narayan  
高級投資策略師

Manpreet Gill  
非洲、中東和歐洲區首席投資總監



## 關鍵主題

我們預計美元將在未來 1-3 個月走高。自 9 月底以來，美元溫和走弱，有報導稱，聯準會決策者打算討論放緩升息的問題，隨著英國政治陰雲暫時開始消散，以及官方干預日圓市場，英鎊得到更好支持。然而，我們仍預計美元指數將在未來 1-3 個月內上漲約 3%，因為（1）聯準會的升息速度超過其他市場，（2）全球經濟成長憂慮依然存在，及（3）地緣政治憂慮仍在加劇。

我們認為，歐元兌美元仍處於下行趨勢，未來 1-3 個月可能跌至 0.93-0.95。特拉斯辭職後英鎊反彈，使其回到此前的下行區間——這顯示，雖然政治不確定性的結束可能致使英鎊重新試探 1.15-1.17，但持續的下行趨勢可能導致其回落至 1.08-1.10。我們預計美元兌瑞郎將成為歐洲貨幣中的異類，未來 1-3 個月將守住 1.00 附近的區間，因為瑞士央行將為瑞郎提供一些支持。

在亞洲，傳聞的日圓干預不太可能持續，導致美元兌日圓未來 1-3 個月再次測試 150-151。同樣，由於人民幣與美元的利差不斷擴闊，以及中國政府目前可能繼續實施「清零」政策，美元兌離岸人民幣可能試探阻力位 7.30。

從長遠來看，未來 6-12 個月我們仍預計美元強勢會消退，因為在其評價面居高的同時，美國通膨逐漸走弱、美元與其他主要貨幣的利差縮小、資本流向非美國市場及地緣政治不確定性放寬。我們繼續預計澳幣及日圓在此期間將表現出色。

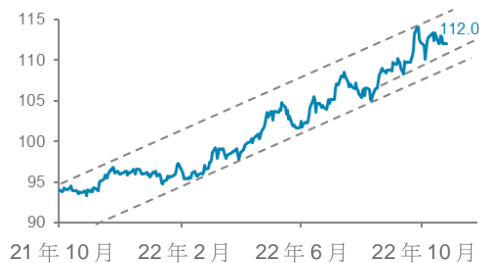
## 關鍵圖表



美元未來 1-3 個月可能恢復升勢，歐元、英鎊、日圓及離岸人民幣最易受到影響。

圖. 12 美元目前仍處上升趨勢

美元指數；預測表



資料來源：彭博、渣打

貨幣	3 個月預測	12 個月預測
美元（美元指數）	115.8	112.4
歐元兌美元	0.95	0.98
英鎊兌美元	1.08	1.13
美元兌日圓	151	144
澳幣兌美元	0.62	0.66
紐幣兌美元	0.56	0.56
美元兌加幣	1.38	1.36
美元兌在岸人民幣	7.25	7.19
美元兌瑞郎	1.00	0.99

## 你對美元兌瑞郎有何看法？

我們對美元兌瑞郎持中性觀點，預計短期 1-3 個月內將維持在一算附近上落，而在較長期的 6-12 個月內，將溫和走強至 0.99。

瑞郎的主要驅動因素包括相對利差、避險需求（特別是針對全球或歐洲成長的風險）、通膨、瑞士央行政策（特別是透過干預）及貿易平衡。

不出所料，在當前美元強勢的大部分時間裡，利差一直是推動瑞郎升值的一個關鍵因素。然而，瑞士央行的政策表示，可能會盡力避免瑞郎「過度」強勢或疲弱，再加上數據表明央行採取了積極的干預措施，顯示目前看來，瑞郎狹幅盤整的可能性越來越大。

相對於其他經濟體，瑞士的通膨一直受到控制。話雖如此，通膨預期上升意味著政策可能進一步收緊，瑞士央行可能傾向於支持其貨幣走強。

## 你看好哪種融資貨幣？

根據我們 1-3 個月的貨幣觀點，鑑於相對美元預計疲弱及借貸成本依然受限，歐元及英鎊仍是我們首選的兩大融資貨幣。日圓按理排第三位，不過干預帶來的意外波動及聯準會最終轉向時日圓大幅走強的風險，意味著支持我們日圓觀點的理據較弱。不過，考慮到外匯市場波動加劇，我們會繼續強調有必要確保任何融資觀點保持多元化及主動進行風險管理。參見本行刊物《市場導航日報》了解 1-3 個月經常更新的觀點。

# 黃金、原油概覽

Manpreet Gill

非洲、中東及歐洲區首席投資總監

Zhong Liang Han

投資策略師



## 關鍵主題

我們繼續將黃金視為中立及投資組合的主要多元化工具。自 2 月初見頂以來，金價一直處於下跌通道。由於聯準會繼續收緊貨幣，收益率攀升及美元強勢均對黃金施加下行壓力。因此，投資者對戰略性配置及交易所買賣基金的興趣繼續減弱；9 月份，年初至今資金淨流入轉為負值。話雖如此，我們預計隨著消費進入季節性強勁期，現貨市場將接棒。烏俄衝突最近升級，可能推動避險資金流向黃金，使其得到良好支持。未來 12 個月，我們認為黃金將走高，因為債券收益率將會放緩，而美元則會走弱。

鑑於經濟衰退的可能性大，未來 12 個月，我們對油價保持中性。由於各國央行堅持收緊政策，需求將繼續收縮。在供應方面，我們已經看到最近兩次會議每日減產 210 萬桶。OPEC 可能會作出相應反應，確保石油市場的供需處於動態平衡。然而，未來 3 個月我們仍看好油價，因為需求超過了依舊緊張的供應。即將到來的歐盟制裁、擬議的油價上限及日益減少的石油儲備，可能收緊供應並加劇油價波動。

## 關鍵圖表



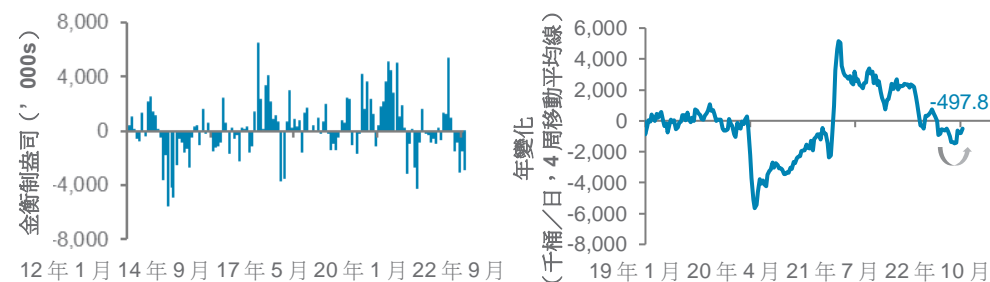
在現貨市場的強勁需求及地緣政治風險的支持下，黃金仍是具吸引力的投資組合多元化工具

由於汽油價格下跌，石油需求略有回升，但我們認為，隨汽油價格止穩，油價將延續跌勢

圖. 13 年初至今，黃金交易所買賣基金的資金流入轉為負數；10 月份，在汽油價格下跌恢復購買力之後，美國石油需求略有回升

左圖：黃金交易所買賣基金持有量的月變化（金衡制盎司）

右圖：美國能源資訊局周頻率成品油供給資料（石油需求指標；年化每日需求，單位千桶）



資料來源：彭博、渣打

## 投資者興趣減弱，對黃金構成挑戰

本月，黃金試探今年的低位，高於預期的美國消費價格通膨數據將 2023 年第二季度的最終利率預期提高至接近 4.75%。美元持續強勢也於事無補。黃金已跌破每盎司 1,700 美元，下一個關鍵支持位在每盎司 1,600 美元。

此外，由於投資者興趣下降，全球黃金交易所買賣基金過去 5 個月一直在經歷資金淨流出。9 月份，年初至今淨流入轉為負值。幸運的是，倉位相對以往極短，油價短期內可能反彈。現貨市場穩健，可能會提供額外的動力。

我們認為，未來 12 個月黃金走高的兩個指標是：（1）隨著聯準會利率預期止穩，債券收益率趨於溫和；及（2）美元強勢緩解並回落。

## OPEC 重新調整油市

油價起初在 OPEC 從 11 月開始進一步下調產量配額每日 200 萬桶後上漲。也有跡象表明，由於自 6 月以來的汽油價格回落令美國家庭恢復了購買力，需求正在復甦。因為市場關注重回對需求的憂慮，油價回升並未持續，並跌回 85 以下。據報道，美國再次釋放其 1,500 萬桶的戰略石油儲備，這是另一個推動因素。

因為一些成員國最近幾個月的產量已經低於配額，OPEC 實際減產可能更接近每日 100 萬桶。即便如此，進一步釋放戰略石油儲備不太可能抵消 OPEC 減產導致的供應減少。因此，我們認為，隨著需求超過趨緊的供應，未來 3 個月油價將走高。未來 12 個月，需求受到破壞，可能剛好抵消供應的減少。

# 量化觀點

## 美國市場風險模型——股市風險仍然居高

Francis Lim  
高級量化策略師

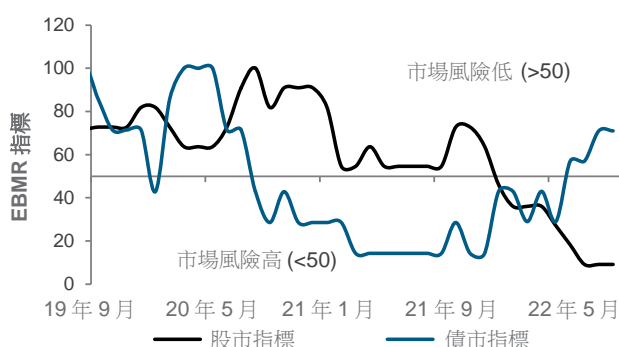
### 股市風險上升，債市風險下降

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，則表明下行風險上升，反之亦然。

模型自 2022 年 6 月轉移至第 1 階段以來，其結果一直沒有變化。在第 1 階段，預計美國股市風險居高，而美國政府債風險應會消退。模型的股市指標自 1 月份跌破 50 以來一直保持看淡，並在趨勢早期捕捉到標普 500 指數的熊市（年初至今下跌了 20%）。我們的債市指標此前曾捕捉到政府債收益率約 2.2% 的上漲（2020 年 8 月至 2022 年 5 月），自 2022 年 6 月改變觀點以來，該指標一直看好債券。

圖. 14 EBMR：股市風險上升，債市風險下降

美國股市及債市的風險指標



資料來源：渣打

股市指標由 11 個股票分類指標組成。該指標自 7 月一直保持在低位 9，我們發現是因為支持因素很少。看淡股市風險的因素包括通膨居高及債券收益率攀升。就市場因素而言，我們也看淡股票及商品的動力，尚未顯示好轉的訊號。正如我們之前強調的，綜合考慮各種低迷因素，股市風險短期不太可能轉為看漲。

與此同時，追蹤 6 個債市分類指標的債市指標，自 5 月的低位 29 有大幅回升後，一直保持看好，位於 71。主要驅動因素是美國新屋開工及採購經理人指數等成長因素放緩，及美國產額能利用率見頂。這些訊號顯示，如果收益率出現上升，不太可能是由成長推動的。目前唯一看淡債市指標的因素是美國失業救濟中領人數，這與當前的經濟環境更為相關。

模型的預測目前傾向於在未來 4 個月處於第 1 階段。然而，我們提示，隨著高通膨及就業市場緊張繼續佔據新聞頭條，債券的短期風險仍在於貨幣政策的不確定性。

### 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。

圖. 15 截至 2023 年 2 月未來數月的情景對比 2021 年 12 月（《2022 年展望》）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

2021 年 12 月模型預估的機率

階段	21 年 12 月	22 年 1 月	22 年 2 月	22 年 3 月
1	0%	0%	0%	0%
2	0%	0%	0%	0%
3	100%	100%	100%	99%
4	0%	0%	0%	0%

2022 年 10 月模型預估的機率

階段	22 年 11 月	22 年 12 月	23 年 1 月	23 年 2 月
1	100%	100%	98%	84%
2	0%	0%	2%	16%
3	0%	0%	0%	0%
4	0%	0%	0%	0%

資料來源：渣打



# 追蹤市場多樣性

Francis Lim  
高級量化策略師

## 關於我們的市場多樣性指標

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

## 本月市場多樣性在何處減少或增加？

雖然債市及股市持續疲弱，美元依舊強勢，但我們資產類別層面的多樣性指標並未顯示任何重大逆轉風險。這是由於市場反應迅速，抵消了通常會導致短期逆轉機會的任何供需失衡，因此今年的市場波動較大。

除了亞洲（不含日本）地區，各股市的多樣性一直平安無事，在我們的指標逆轉閾值 1.25 上方徘徊。缺乏導致逆轉事件的觸發因素是由於今年出現了較大的市場波動，該波動有助於在我們的多樣性指標被觸發前抵消任何供需失衡。一個明顯的例子是 6 月至 8 月之間的反彈，當時標普 500 指數上漲了 17%，隨後又以相若幅度下跌。MSCI 亞洲（不含日本）目前是唯一標記為短期將出現反彈的股市。

圖. 16 資產分類的市場多樣性平均得分

總體多樣性並未出現逆轉風險的訊號

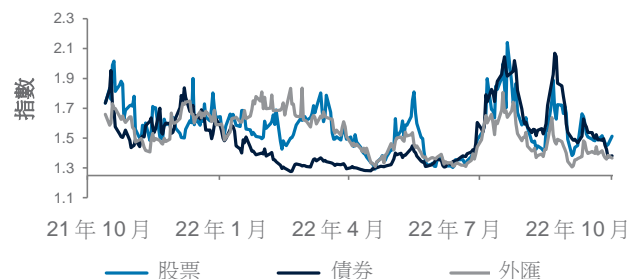
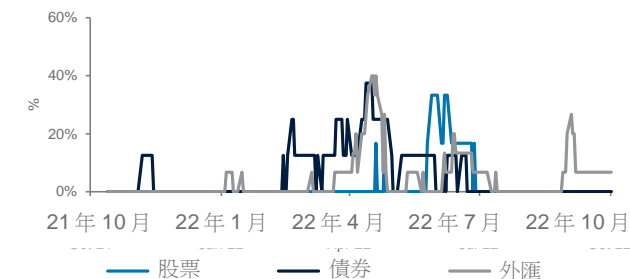


圖. 17 Fig. 36 多樣性分數<1.25 的資產所佔百分比

只有外匯顯示少量逆轉的機會



資料來源：彭博、渣打

我們在債券領域發現了類似情況，根據我們的多樣性指標，我們追蹤的大多數債券市場並未出現緊張的情況。這是考慮了債市的波動性往往低於股市這一事實。成熟市場政府債目前是我們指標建議關注的唯一資產類別，因為其多樣性現在接近閾值 1.25。短期來看，進一步惡化將增加向上逆轉的可能性。

貨幣方面，我們上個月標記的一些美元貨幣組合在當月出現逆轉，但該逆轉是短暫的，因為聯準會的強硬立場及市場的不確定性繼續支持美元強勢。目前，只有美元兌林吉特及美元兌印度盧比的多樣性低於閾值 1.25。

圖. 18 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）	●	↓
<b>固定收益</b>		
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	●	↓
<b>貨幣</b>		
美元兌離岸人民幣	○	↓
美元兌日圓	●	→
美元兌馬來西亞幣	○	↓

資料來源：彭博、渣打；截至 2022 年 10 月 24 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	▲	26	13	7	0	26	13	7	0	
固定收益	◆	61	44	36	11	61	44	36	11	
股票	◆	13	27	41	78	13	27	41	78	
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6	
另類策略	◆	0	10	11	6	0	10	11	6	
<b>資產類別</b>										
美元現金	▲	26	13	7	0	26	13	7	0	
成熟市場政府債*	▼	6	4	4	1	8	6	5	1	
成熟市場投資級公司債*	▲	13	9	7	2	17	12	10	3	
成熟市場高收益公司債	◆	8	6	5	1	10	8	6	2	
新興市場美元政府債	◆	10	7	6	2	7	5	4	1	
新興市場當地貨幣政府債	▼	8	6	5	1	6	4	4	1	
亞洲美元債	▲	17	12	10	3	12	9	7	2	
北美股票	◆	3	7	11	21	6	12	19	36	
歐洲（不含英國）股票*	▼	2	3	5	10	1	2	3	5	
英國股票*	▲	1	2	2	5	1	2	2	5	
日本股票	◆	1	1	2	4	1	1	2	4	
亞洲（不含日本）股票	▲	5	11	17	31	4	7	11	21	
非亞洲新興市場股票	◆	1	2	4	7	1	2	4	7	
黃金	◆	0	5	5	6	0	5	5	6	
另類策略	◆	0	10	11	6	0	10	11	6	

資料來源：渣打；\*外匯避險

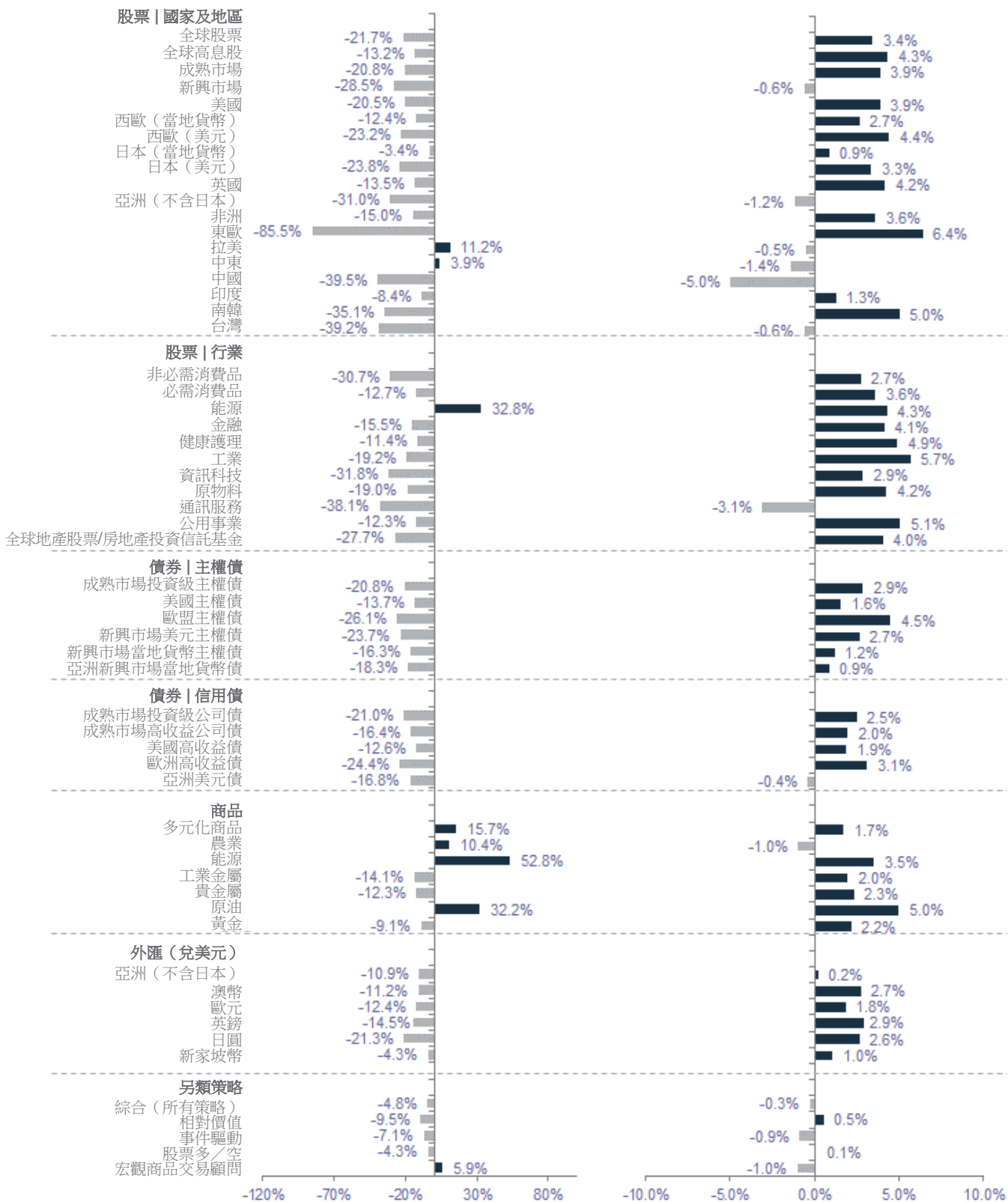
所有數據以%計；由於調整至最接近整數的緣故，配置數據的總和可能不是 100%。

圖例： ▲ 看好 | ▼ 不看好 | ◆ 中立



# 市場表現概要\*

2022 年初至今



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 10 月 27 日的表現，一周表現是指 2022 年 10 月 20 日至 2022 年 10 月 27 日的表現

# 關鍵事件

## 2022

11月

- 11月1日 > 澳洲：澳洲央行議息會議
- 11月2日 > 聯準會政策決議
- 11月3日 > 英國央行政策決議
- 11月6-8日 > 埃及：2022年聯合國氣候變化大會
- 11月8日 > 美國參眾兩院選舉
- 11月15-16日 > 二十國集團峰會（印尼峇里島）
- 11月22日 > 泰國：曼谷亞太經合組織年會

12月

- 12月6日 > 澳洲：澳洲央行議息會議
- 12月7日 > 加拿大：加拿大央行會議
- 12月14日 > 聯準會政策決議
- 12月15日 > 歐洲央行政策決議
- 12月15日 > 英國央行政策決議
- 12月20日 > 日本央行政策決議
- 12月22日 > 中國：中國中央政府年度經濟工作會議

## 2023

1月

- 1月31日 - 2月1日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 1月17-18日 > 日本：日本央行貨幣政策會議

2月

- 2月2日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 2月2日 > 英國：英國央行會議

3月

- 3月 > 中國：全國人民代表大會
- 3月9-10日 > 日本：日本央行貨幣政策會議
- 3月16日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 3月21-22日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 3月23日 > 英國：英國央行會議

4月

- 4月21-23日 > 美國：世界銀行春季會議
- 4月27-28日 > 日本：日本央行貨幣政策會議

5月

- 5月2-3日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 5月4日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 5月11日 > 英國：英國央行會議
- 5月19-21日 > 日本：第49屆七國集團峰會

6月

- 6月13-14日 > 美國：聯邦儲備公開市場委員會會議
- 6月15-16日 > 日本：日本央行貨幣政策會議
- 6月15日 > 歐盟：歐洲央行管理委員會貨幣政策會議
- 6月22日 > 英國：英國央行會議

— 央行政策 |

— 地緣政治 |

# 註釋

1. 第 5 頁的圖表僅展示均衡風險的資產配置 — 不同風險狀況可能產生顯著不同的資產配置結果。第 5 頁僅作示範與參考之用，並不構成投資建議、要約、推薦或招攬。此等配置並未考慮特定人士或特定類別人士的具體投資目標、需要或風險承受能力，以及並非為任何特定人士或特定類別人士而編製。
2. 或有可轉換證券為複雜的金融工具，並非適合或適宜所有投資者的投資。本文件並非要約出售或邀請買入當中任何證券或任何實益權益。或有可轉換證券不擬售予及不應售予歐洲經濟區（EEA）的零售客戶（各自定義見英國金融市場行為監管局於 2015 年 6 月刊發的 Policy Statement on the Restrictions on the Retail Distribution of Regulatory Capital Instruments (Feedback to CP14/23 and Final Rules)（「政策聲明」），並連同 Product Intervention (Contingent Convertible Instruments and Mutual Society Shares) Instrument 2015）（「工具」，與政策聲明統稱為永久營銷限制（Permanent Marketing Restrictions））一併閱讀），但在不會引致違反永久營銷限制的情況下則除外。

## 披露

本文件內容保密，也僅限指定人士閱覽。如果閣下並非本文件的指定收件人，請銷毀全部副本並立即通知發件人。本文件僅供一般參考，受渣打網站的監管披露下相關免責聲明所約束。本文件並非且不構成針對任何證券或其他金融工具訂立任何交易或採納任何避險、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關聯公司（各為「渣打集團實體」）可根據當地監管要求在全球開展各種私人銀行業務。並非全部產品及服務都由渣打集團內的所有分行、附屬公司及關聯公司提供。部分渣打集團實體僅擔任渣打私人銀行的代表，不可提供產品和服務或向客戶給予意見。ESG 數據由晨星和 Sustainalytics 提供。詳情請參閱晨星網站的可持續投資部分及 Sustainalytics 網站的 ESG 風險評級部分。有關資料以發布當日所提供的數據為基礎，可能會有更改。

版權所有©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、其關聯公司或其第三方供應商均不對訂閱者、訂閱者的客戶或其他人因使用 CFRA 內容所產生的任何直接、間接、特殊或相應損害、成本、費用、法律費用或損失（包括收益損失或利潤損失和機會成本）承擔責任。

## 市場濫用法規聲明

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

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

## 國家／市場獨有的披露

**博茨瓦納：**本文件由渣打銀行博茨瓦納有限公司在博茨瓦納分發，並歸屬該單位。該公司是根據《銀行法》第 46.04 章第 6 條獲發牌的金機機構，並在博茨瓦納股票交易所上市。**文萊：**本文件由渣打銀行（文萊分行）（註冊編號 RFC/61）及 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd（註冊編號 RC20001003）在文萊分發，並歸屬該等單位。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，而 Standard Chartered Securities (B) Sdn Bhd 是向 Registry of Companies 註冊的有限責任公司（註冊編號 RC20001003），獲文萊央行頒發牌照，成為資本市場服務牌照持有人，牌照號碼為 AMBD/R/CMU/S3-CL，並獲准透過伊斯蘭窗口（Islamic window）進行伊斯蘭投資業務。**中國內地：**本文件由渣打銀行（中國）有限公司在中國分發，並歸屬該單位。該公司主要受中國銀行保險監督管理委員會、國家外匯管理局和中國人民銀行規管。**香港：**在香港，本文件由渣打集團有限公司的附屬公司渣打銀行（香港）有限公司（「渣打香港」）分發，但對期貨合約交易的建議或促成期貨合約交易決定的任何部分除外。渣打香港的註冊地址是香港中環德輔道中 4-4A 號渣打銀行大廈 32 樓，受香港金融管理局規管，向證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）註冊，並根據《證券及期貨條例》（第 571 章）從事第 1 類（證券交易）、第 4 類（就證券提供意見）、第 6 類（就機構融資提供意見）和第 9 類（提供資產管理）受規管活動（中央編號：AJI614）。本文件的內容未經香港任何監管機構審核，閣下須就本文件所載任何要約謹慎行事。如閣下對本文件的任何內容有疑問，應獲取獨立專業意見。本文件載有的任何產品不可於任何時候、憑藉任何文件在香港提出要約或出售，惟向《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的「專業投資者」提出要約或出售除外。此外，無論在香港或其他地方，本文件均不得為發行之目的發行或管有，同時不得向任何人士出售任何權益，除非該名人士是在香港以外，或屬於《證券及期貨條例》及根據該條例制訂的任何規則所界定的「專業投資者」，或該條例准許的其他人士。在香港，渣打私人銀行乃渣打銀行（香港）有限公司轄下私人銀行部門，而渣打銀行（香港）有限公司則是渣打集團有限公司（Standard Chartered PLC）的附屬公司。**迦納：**渣打銀行迦納有限公司（Standard Chartered Bank Ghana Limited）概不負責，亦不會承擔閣下因使用這些文件而直接或間接產生的任何損失或損害（包括特殊、附帶或相應的損失或損害）。過往表現並非未來績效的指標，本行並無對未來表現作出任何陳述或保證。閣下應就某項投資是否適合自己向財務顧問徵詢意見，並在考慮有關因素後才承諾作出投資。如果閣下不欲收取更新資訊，請電郵至 [feedback.ghana@sc.com](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／或重要資料電郵至本行，本行不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。對於閣下因決定使用電郵與本行溝通而蒙受的任何損失或損害，本行概不承擔任何責任。**印度：**渣打銀行以互惠基金分銷商及任何其他第三方的金融產品推薦人的身份在印度分發本文件。渣打銀行不會提供《印度證券交易委員會 2013 年（投資顧問）規則》或其他規則所界定的任何「投資建議」。渣打銀行提供相關證券業務的服務／產品並非針對任何人士，即法律禁止未通過註冊要求而在該司法管轄區招攬證券業務及／或禁止使用本文件所載任何資料的任何司法管轄區的居民。**印尼：**本文件由渣打銀行（印尼分行）在印尼分發。該公司是獲 Otoritas Jasa Keuangan（Financial Service Authority）發牌、登記及規管的金融機構。**澤西島：**在澤西島，渣打私人銀行是渣打銀行澤西島分行的註冊商業名稱。渣打銀行澤西島分行受澤西島金融服務監察委員會（Jersey Financial Services Commission）規管。渣打銀行的最新經審核賬目可於其澤西島主要營業地點索取：PO Box 80, 15 Castle Street, St Helier, Jersey JE4 8PT。渣打銀行根據《1853 年皇家特許令》（參考編號 ZC18）在英格蘭以有限責任形式註冊成立，公司的主要辦事處位於英格蘭，地址為 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打銀行獲英國審慎監管局（Prudential Regulation Authority）認可，並受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局規管。渣打銀行澤西島分行亦是獲南非共和國金融業行為監管局（Financial Sector Conduct Authority of the Republic of South Africa）發牌的認可金融服務提供者，牌照號碼為 44946。澤西島並非英國本土一部分，與渣打銀行澤西島分行及英國境外其他渣打集團實體進行的所有業務均不受英國法律下提供的部分或任何投資者保障及補償計劃的保障。**肯尼亞：**本文件由渣打銀行肯尼亞有限公司分發，並歸屬該單位。投資產品和服務由渣打投資服務有限公司分發。渣打投資服務有限公司是資本市場管理局發牌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](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／或重要資料電郵至本行而蒙受的任何損失或損害，本行概不承擔任何責任，因本行不會對任何透過電郵傳遞的資料的安全性或準確性作出陳述或保證。**巴基斯坦：**本文件由渣打銀行（巴基斯坦）有限公司在巴基斯坦分發，並歸屬於該單位，此公司的註冊地址為 PO Box 5556, I.I Chundrigar Road Karachi，為依據《1962 年銀行公司法》向巴基斯坦國家銀行註冊的銀行公司，同時還獲巴基斯坦證券交易委員會發牌為證券顧問。渣打銀行（巴基斯坦）有限公司擔任互惠基金的分銷商及其他第三方金融產品的推薦人。**新加坡：**本文件由渣打銀行（新加坡）有限公司（註冊編號 201224747C/ GST Group Registration No. MR-8500053-0, "SCBSL"）在新加坡分發，並歸屬於該單位。新加坡的收件人應就本文件所引致或與本文件有關連的任何事宜聯絡渣打銀行（新加坡）有限公司。渣打銀行（新加坡）有限公司是渣打銀行的間接全資附屬公司，根據 1970 年《新加坡銀行法》獲發牌在新加坡經營銀行業務。渣打私人銀行是渣打銀行（新加坡）有限公司的私人銀行部門。有關本文件提及的任何證券或以

證券為基礎的衍生工具合約，本文件與本發行人文件應被視為資料備忘錄（定義見 2001 年《證券及期貨法》第 275 條）。本文件旨在分發給《證券及期貨法》第 4A(1)(a)條所界定的認可投資者，或購買該等證券或以證券為基礎的衍生工具合約的條件是只能以不低於 200,000 新加坡元（或等值外幣）支付每宗交易。此外，就提及的任何證券或以證券為基礎的衍生工具合約而言，本文件及發行人文件未曾根據《證券及期貨法》於新加坡金融管理局註冊為發售章程。因此，本文件及關於產品的要約或出售、認購或購買邀請的任何其他文件或材料均不得直接或間接傳閱或分發，產品亦不得直接或間接向其他人士要約或出售，或成為認購或購買邀請的對象，惟不包括根據《證券及期貨法》第 275(1)條的相關人士，或(ii)根據《證券及期貨法》第 275(1A)條並符合《證券及期貨法》第 275 條指明條件的任何人士，或根據《證券及期貨法》的任何其他適用條文及符合當中指明條件的其他人士。就本文件所述的任何集體投資計劃而言，本文件僅供一般參考，並非要約文件或發售章程（定義見《證券及期貨法》）。本文件不是亦不擬是(i)要約或購買或出售任何資本市場產品的招攬要約；或(ii)任何資本市場產品的要約廣告或擬作出的要約。

**存款保險計劃：**非銀行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保險公司投保，依據法律每位計劃成員每位存款人的投保金額上限為 75,000 新加坡元。外幣存款、雙貨幣投資、結構性存款及其他投資產品均不予投保。此廣告未經新加坡金融管理局審核。

**台灣：**渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行可能涉及此文件所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此文件之作者可能已經與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此文件所涉及的資訊，作者及上述渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工可能已經針對涉及資訊採行相關動作（包括針對此文件所提及的資訊與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行之客戶作溝通）。此文件所載的意見可能會改變，或者與渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行的員工的意見不同。渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行不會就上述意見的任何改變或不同發出任何通知。此文件可能涵蓋渣打銀行或台灣渣打國際商業銀行欲尋求多次業務往來的公司，以及金融工具發行商。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。