

投资展望

2023年第三季



布局东方
蓄势而发



环球私人银行

撰稿人



资产配置主管

Stanko Milojevic
stanko.milojevic@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 6577



环球首席投资总监

Willem Sels
willem.sels@hsbcpb.com
+44 (0)207 860 5258



董事-环球市场策略师及执行编辑

Neha Sahni
neha.sahni@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 1341

区域首席投资总监



亚洲区首席投资总监

范卓云
cheuk.wan.fan@hsbcpb.com
+852 2899 8648



北亚首席投资总监

何伟华
patrick.w.w.ho@hsbcpb.com
+852 2899 8691



东南亚首席投资总监

章耀君
james.cheo@hsbcpb.com
+65 6658 3885



中国首席投资总监

匡正
desmond.kuang@hsbc.com.cn
+86 21 38881020



欧非中东及瑞士首席投资总监

Georgios Leontaris
georgios.leontaris@hsbcpb.com
+41 (0) 58 705 5746



英国及海峡群岛首席投资总监

Jonathan Sparks
jonathan.sparks@hsbcpb.com
+44 (0)20 7860 3248



美洲区首席投资总监

Jose Rasco



环球债券业务主管

Laurent Lacroix
laurent.lacroix@hsbcpb.com
+44 (0)207 024 0613



环球股票业务主管

Kevin Lyne Smith
kevin.lyne-smith@hsbc.com
+44 (0)207 860 6597



外汇及大宗商品投资产品策略师

Rodolphe Bohn
rodolphe.bohn@hsbcpb.com
+44 (0)203 359 1177



企业债券高级顾问

Elena Kolchina
elena.kolchina@hsbcpb.com
+44 (0)207 860 3058



环球市场分析师—房地产投资

Guy Sheppard
guy.r.sheppard@hsbc.com
+44 (0)207 024 0522



环球股票业务董事

Bryan O'Carroll
bryan.ocarroll@hsbcpb.com
+44 (0) 203 268 4220



高级产品顾问—私募市场投资

Jorge Huitron
jorge.emilio.huitron@hsbc.com
+44 (0) 203 359 7040



欧洲对冲基金研究主管

Alex Grievson
Alex.grievson@hsbc.com
+44 (0) 203 359 7065

目录

致客户的信	05
我们的投资组合观点	06
市场信心有改善迹象	10
四大投资趋势与精选主题	12
1. 重塑亚洲未来	12
2. 利率见顶与发达市场低增长下的投资机遇	16
3. 数码转型	18
4. 投资可持续未来	20
股票	22
债券	24
外汇和大宗商品	28
对冲基金	30
私募市场	32
房地产	34
免责声明	36

点击以下连结
布局东方 蓄势待发



点击以下连结
重塑亚洲未来



欢迎辞

致本行客户：

财经新闻往往将重点放在我们身边的坏消息和风险，例如：衰退忧虑、银行业动荡和地缘政治挑战。然而，股票市场已经回升，多元化投资组合也收复 2022 年过半数跌幅。

过于着眼风险的投资者或错过市场机遇，也可能混淆风险情况与基本情况预测。基于几个原因，我们认为基本情况其实相当积极。首先，也是最重要的，美国的政策利率接近见顶，这对股债市场应继续是第一大的支持来源。

西方国家经济放缓虽然是阻力，但却是较为次要的影响因素，而且放缓的速度较预期更缓慢，事实上，经济学者亦正调高目前看来过低的原来预测。更重要的是，国内生产总值增长的重要性及不上企业盈利，企业通过控制成本保持利润率，并以投资提升生产力，盈利惊喜不断。

有见及此，在众多投资者守住现金时，我们并没有跟随。有些投资者需要现金，是因为现金的灵活性，而且目前美元现金的回报接近 5%。不过，在未来六至十二个月，债市、蓝筹派息股、波幅策略和对冲基金等的表现都将更胜现金。至于灵活性，要捕捉市场时机是一件很难的事。市场通常是前瞻的，如果通胀持续回落，

市场价格可能会开始反映更多加息。股票方面，我们认为盈利预测下调的浪潮正在减退，未来数月，市场可能开始期待企业利润加快增长。

我们对环球市场持积极的观点，主要源于亚洲，而且亚洲也是蕴藏大量机遇的地方。我们认为环球经济不会步入衰退，部分原因是中国由消费带动的复苏，以及印度财富增长和科技板块上行。我们预期亚洲盈利将加快增长，支持当地股市，最终吸引更多资金流入亚洲。同样，我们也认为亚洲企业债券的息差投资机遇吸引。

当然，我们并未忽视风险，只是认为不会构成系统性危机，因此我们尝试寻求管理风险的方法，而不是将风险列作核心策略的重要组成部分。举例说，我们留在银行资本结构的高级债券范围内，并对房地产投资信托基金持偏低比重，尤其是拥有大量商业房地产投资的房地产投资信托基金。

在目前环境下，我们设定四大优先投资策略：

1. 把握亚洲升势：亚洲增长加快，但西方国家增长放缓，而且亚洲的股票和债券估值便宜。

2. 锁定优质债券收益率：因为收益率仍然偏高，但市场可能开始反映在不可预见的时候出现更多加息。

3. 通过主动策略发掘价格差距和错配：因为周期不同步和市场波动带来机遇，灵活的投资者可通过管理策略、对冲基金、波幅策略和私募市场来把握这些机遇。

4. 在可盈利的科技板块寻求增长：因为政策利率见顶有利增长股，我们预计人工智能及自动化等领域的盈利增长，以及先进制造业的资本支出强劲。

除了这些优先投资策略之外，我们当然会继续投资于可把握主要投资趋势的精选主题。我们依然认为亚洲比西方国家提供更好的增长机遇，同时抓紧数码转型和可持续发展等结构趋势。

因此，我们认为亚洲在短期和长期都是一个亮点，而且环球多元化投资组合将受惠增持亚洲资产。布局东方，蓄势待发，从而实现更高的增长、更大的回报。



环球首席投资总监
Willem Sels

2023年5月25日

我们的投资组合策略

我们维持温和承险策略，对现金持偏低比重，将资金投资于偏高比重的优质债券和对冲基金，因为我们对前景的看法较市场预期乐观：并相信政策利率见顶将继续提供有利因素，而且发达市场的经济增长和盈利可能不至于许多人预期那么差。至于亚洲，相信市场表现和周期经济动力将会转强，而且，亚洲不少结构机遇也临到了转捩点。在这个背景下，美元应继续走弱。

在高利率和通胀前景不明朗之下，加上衰退风险，美国数家银行倒闭，新兴市场债券违约和重组，商业房地产的种种挑战，俄乌战事持续，

现金：偏低比重

债券：偏高比重

聚焦优质借款人
中存续期

股票：中性

对美国持温和偏高比重
对亚洲持完全偏高比重；对拉丁美洲持温和偏高比重
对欧非中东新兴市场和瑞士持偏低比重
偏重质量

另类投资：偏高比重

对对冲基金持偏高比重
核心配置仍是私募市场和房地产

中美的战略竞争，以及复杂的地缘政局，市场很容易出现负面情绪。不过，从年初至今，坐拥现金已非良策。市场今年一直预期利率见顶，带动资产价格扬升，消费物价指数通胀则回落，情况与2022年恰好相反，当时资产价格普遍下跌，消费物价指数通胀却扬升。因此，2022年是现金至上，但2023年是入市的好时机。

我们认为市场存在五大影响因素：

1. 美国政策利率即将见顶。我们预期联储局、欧洲央行和英伦银行在6月再加息四分一厘之后，利率在2023年将维持不变。市场看法无疑过于温和，目前价格反映美国将在年底前减息。看淡的投资者会视之为负面因素，但我们认为承险意欲将聚焦于正面作用，即加息即将结束。这一点现已更加清晰，因为美国通胀持续回落，而且石油和公用事业成本的基数效应在未来数月将开始非常迅速地带动欧元区 and 英国的通胀下跌。不明朗因素减少，有助降低风险溢价，有利风险资产，包括：股票、投资级别债券和新兴市场资产。

2. 如果美国确实出现衰退，程度应该轻微。考虑到我们面对的所有风险，我们不能排除衰退的可能性，但这不是我们的基本假设。看淡的投资者确切指出，美国银行板块动荡使银行业收紧贷款标准。事实上，调查显示贷款条件已经收紧，但这已在过渡至高息环境的部分预期之内，主要是由于加息，而非信贷利差大幅扩大。拖欠比率仍然很低（商业房地产亦如此），银行当然需要继续放贷，以赚取短期存款与长期贷款之间的可观净息差。因此，规模较小或实力较弱的公司可能难以获得融资，但基准股票指数内一般规模较大和质素较佳的企业受到的影响应较少。企业也可以通过私募市场融资。尽管美国经济的确明显放缓，但消费需求强劲和劳工市场稳健是一个好开始，意味衰退（如有）可能在迟些时间才出现。事实上，欧美经济学者一直上调第一季和第二季预测，因为他们早前过于悲观。

3. 盈利较国内生产总值更重要，而且韧力较预期更强。由于分析员过于看淡第一季盈利，以致企业实际盈

利超出预期的幅度比往常更大。我们相信企业盈利可望在第二季再次超过预期，部分原因是消费物价指数（反映所收取价格的指标）下跌的速度不及生产物价指数（反映生产成本的指标），有助提升利润率。企业最重要的是节省成本，工资增长也正在减慢。鉴于第二季盈利增长预测仍然负面，股票可能难以大幅向上，但随着盈利在第三季和第四季回升，市场可能在下半年出现更大的上行空间。环球采购经理指数和商业调查明显触底，这常常是盈利动力降至最低水平的讯号，我们因而感到鼓舞。

4. 亚洲经济增长加快，大幅提升区内以至全球的投资情绪。基于三项因素，我们看好亚洲的经济增长和资产表现。首先，中国由消费带动

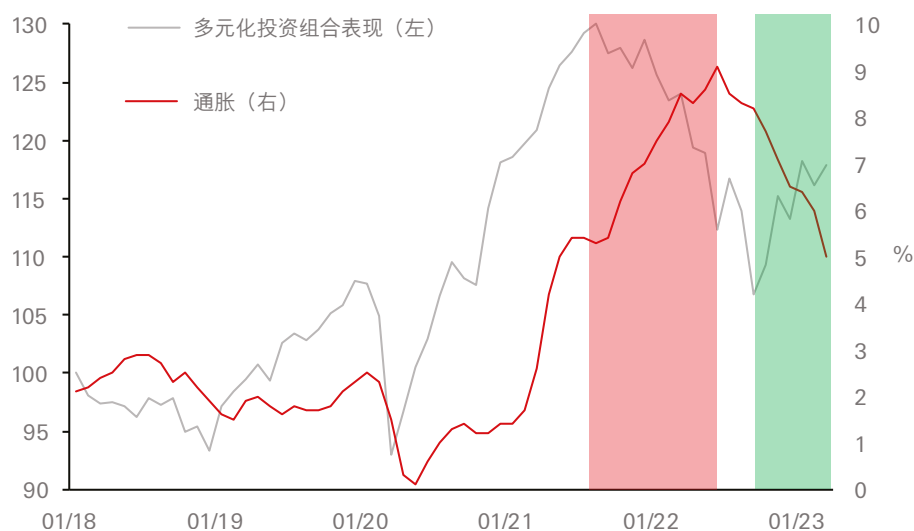
的复苏应可持续，因为服务业活动和国内生产总值继续回升。随着信心增强，越来越多在疫情期间累积的丰富家庭储蓄将被动用，因此我们预期零售销售将在今年增长12%，相比去年出现轻微收缩。第二，中国聚焦增长，并不止于这短暂的重启时间，因为房地产板块活动急需稳定下来，同时民营板块也需要增长，创造职位和降低青年失业率，故我们认为政府的政策支持将专注实现至少5%实际国内生产总值增长（我们认为将可达到6.3%）。最后，我们认为亚洲一些结构机遇正处于转换点。净零转型受到高度关注，同时科技自主带来巨大投资。中产阶级的购买力长期上升，而且目前市场（因为重启）出现「报复式消费」。此外，随着最近印度人口超越中国，加上环球科技需求使印

度受惠，当地的投资气氛大大增强。上述所有因素都令亚洲脱颖而出，尤其是与目前萎靡不振的西方经济体相比。

5. 大量风险应使市场波动持续，但并没有系统性危机。股市虽然面对相当多的挑战，但最近数月仍继续攀升，主要是因为这些风险没有被视为系统性风险，而且通胀回落、央行结束加息，亚洲增长亦见增强，这些因素及时出现，带来了帮助。尽管如此，这并不表示我们可忽视风险，反而需要加以管理。例如，随着周期放缓和信贷标准收紧，为审慎起见，应选择投资级别债券而不是高收益债券。即使银行板块的动荡缓和，我们仍然偏好银行的高级债券多于次级债券或股票。此外，为了管理一些房地产风险（我们认为这是慢烧酝酿而非一场山火），我们持偏低比重观点，尤其是对最受地区银行危机影响的房地产股票（房地产投资信托基金）和办公室领域。高通胀可能长时间持续（但不是我们的基本假设），我们青睐基建（包括可再生能源）等有形资产，并继续投资黄金（即使其价格偏高），这也是其中的一个原因。地缘政治风险很难管理，但一些大宗商品投资和分散投资组合配置应可发挥作用。我们完全预期市场将持续波动，并认为这将有利对冲基金表现。不过，重要的是投资者不应混淆风险情境与基本情况预测，我们最重要的观点建基于对利率、通胀、增长和盈利的核心看法。

在2022年，回报下跌但通胀飙升，因此现金至上；2023年至今的情况相反，回报不断跃升但通胀持续下跌。

以100为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

除了我们上述的核心观点，以及右表列出的四大优先策略以外，我们继续提出值得注意的主题投资机遇。亚洲方面，我们把握消费回升和刺激政策带来的中国复苏机遇，并认为东盟和印度等亚洲新星展现更多结构机遇。数码转型动力一直有增无减，我们认为利率见顶和盈利强劲增长应继续支持其表现，尤其是人工智能及自动化等主题。可持续发展仍是我们投资过程的关键，不少主题在短期因增长股和动力股相对表现优秀，以及油气股动力减弱而受惠。除了这些结构主题外，我们也针对目前发达市场低增长和利率见顶的环境作出部署，这趋势

下的许多主题也反映到我们的核心策略之中，投资者如在地区、或收益或有形资产需要方面有特定要求，或也可以从中得到启发。我们会在以下章节详细探讨所有主要投资趋势和精选主题。

本季四大优先投资策略

1. 把握亚洲升势

正当发达市场面对增长放缓和衰退忧虑的挑战时，亚洲的升势亮丽。中国经济重启，并重新聚焦于持续增长，区内经济体应可受惠。亚洲股债市场相对便宜，也提升了吸引力。我们认为企业盈利和经济增长将高于市场普遍预测，应可吸引投资者重返亚洲，并刺激市场表现。我们对中国内地、香港特区、印度和印尼股票持偏高比重。

2. 锁定优质债券收益率

随着西方国家通胀持续回落，政策利率即将见顶，债券收益率也很可能已经到顶。我们希望锁定债券目前的高收益率，因为当市场开始预期政策利率未来将多次下调时，债券收益率或会下跌。在经济放缓期间，我们专注发达和新兴市场的优质债券；在投资金融板块时，则以高级债券为重点。此外，我们配置于中存续期（五至七年）债券。

3. 通过主动策略发掘价格差距和错配

经济周期不同步、宏观变数不明朗，加上市场忧虑将继续引发波动、价格差距和错配，投资者可通过多元资产策略、主动管理、对冲基金、私募市场和波幅策略加以利用这环境。我们倾向通过受管理和多元化策略来管理风险，而非坐拥现金和逃避风险。

4. 在可盈利的科技板块寻求增长

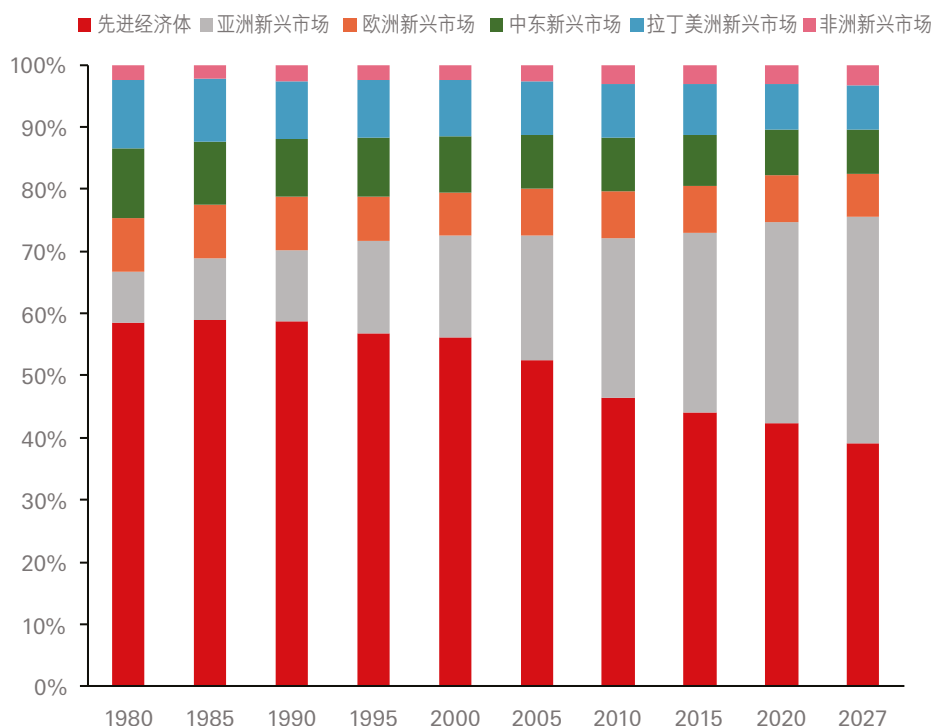
科技股和其他增长股正受惠政策利率见顶的前景。此外，快速创新（例如：人工智能及自动化）和自主动力让盈利增幅有机会远超国内生产总值增长率。不过，我们物色目前现金流强劲的公司，并回避未经考验的业务模式。

主要投资趋势与第三季精选主题



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

亚洲占环球国内生产总值已超过三分之一，而且份额持续增加



资料来源：国际货币基金组织、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

市场信心 有改善迹象

我们的环球综合信心指标提供投资者、企业和消费者调查反映的综合概况及市场配置。通过整合来自70项不同调查的数据，这个指标显示关于经济预期和市场信心的综合摘要，目前反映市场信心改善的趋势，但投资配置仍低于平均，表示市场环境有机会持续向好。我们注意到近期的银行倒闭事件可能引发下行风险，但对整体信心数据影响有限。在数据运算的过程中，我们发现其中一个范畴意外上升：环球贸易。有别于引起热烈讨论的去全球化趋势，中国经济重启和其他因素看来应很快带动贸易活动出现周期升势。

市场波动虽然加剧，但信心改善

我们监测的各项调查和指标的最新进展显示，市场信心在2023年明显改善。全部四个基本信心组成部分（投资者、企业、消费者和市场配置）都从2022年的低位大幅回升，几乎没有波动。

在过去两个月，我们的投资者信心指标出现最大幅度的改善，而且比

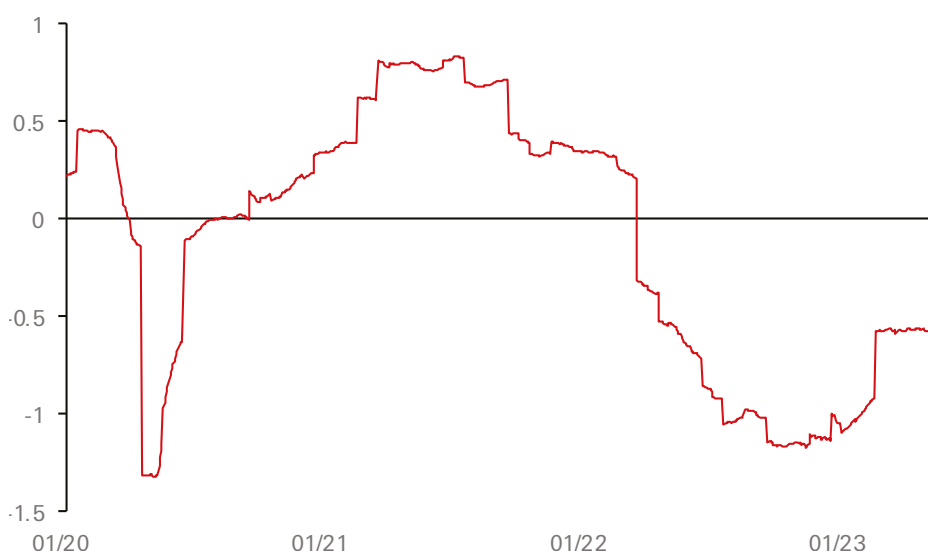
其他信心指标更早出现变化（自去年11月中开始）。Intelligent Investor和AAII投资者调查得出更向好的数据，加上德国股市预期改善，使这个组别近期出现正面变化。在过去两个月，华尔街信心指数（Street Confidence Index）和亚洲（日本以外）指标也见改善。与过去数月观察所得的数据相比，各项重要投资者调查整体上都出现正面转变，反映更乐观的情况。

企业信心在2022年11月底触底，这个组别的回升趋势近期也得到不同地区的推动。虽然商业调查上月

的明显变化很少，但过去两个月出现主要改善的领域包括里奇蒙付运量预期，中国非制造业商业活动预期，英国企业乐观情绪和IFO需求预期。尽管有些其他调查结果负面，但影响相对轻微。

自2022年7月底以来，消费者信心出现初步的改善迹象。虽然上月缺乏强劲走势，但基于中国大规模重启，有关中国未来就业预期的好消息成为过去两个月的主要正面因素。中国整体消费者预期，英国Ipsos主要消费者信心指数，以及IDB/TIPP经济信心指数等其他美国指标改善，加

环球综合信心指标



资料来源：Refinitiv Datastream、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

上消费者未来六个月的飞行度假计划，也为这个组别的前景带来正面贡献。相反，美国消费者预期和未来就业预期出现轻微负面变化。不过，即使有些调查结果负面，但在波动最大的股票带动下，整体消费者信心前景维持正面。

市场配置：与其他信心组别相比，一个月和两个月时期的配置看来较为负面。虽然单一股票期权配置展露一些正面迹象，而且芝加哥期权交易所认售/认购期权反向比率上升，但这不足以盖过指数衍生工具配置，以及过去一个月新兴市场和高收益互惠基金资金流轻微减少所推动的整体前景。

配置变化通常与投资者调查结果一致，但有两个月滞后效应。我们认为预期投资者言行不一致是合理的。认知偏见可能会令市场延迟作出反应，且未能坚守既定偏向。不过，如果其他指数持续改善，我们认为需要跟随走势来调整配置。若其他信心组

成部份继续改善，市场配置看来有更大的上升空间。

对环球贸易的评论

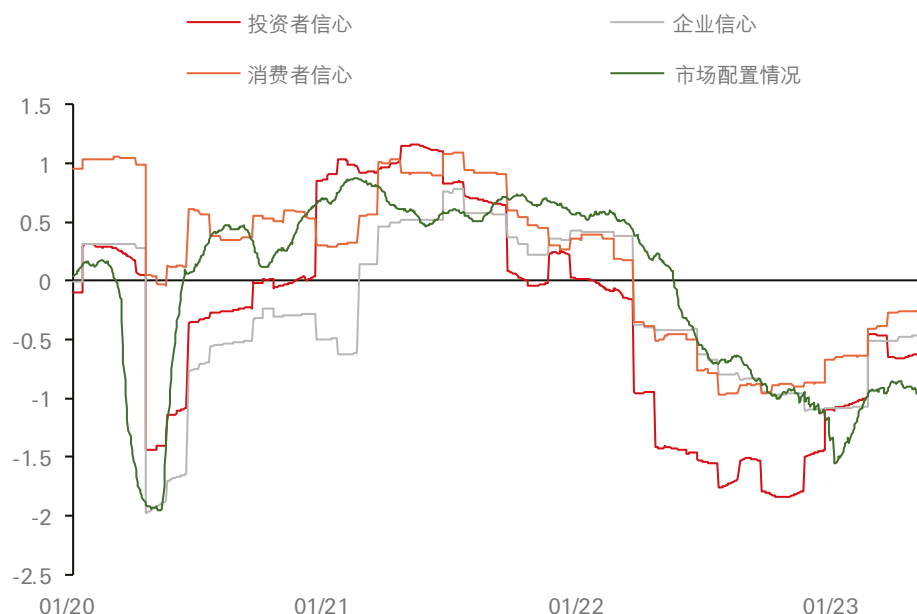
中国消费者和企业信心大幅增强，意味市场对未来经济增长和贸易活动感到乐观。虽然目前中国经济反弹比以往更受服务板块影响，但中国商业活动预期升温，可能对未来的贸易活动前景有利。全球其他地区的经济预期更稳健，看来进一步支持上述情况。

此外，有迹象反映美国付运量预期的前景改善。供应链管理协会调查显示新出口订单增加，也表示这个全球最大进口国的付运量不断增长。作为全球贸易主要参与者，也是欧元区最大经济体，德国也不甘示弱，IFO商业信心指数反映的需求预期使人鼓舞。

美元略为走弱是另一个有利的理据，反映环球贸易状况可能在未来数月改善。波罗的海干货指数从2021

年10月起急跌，但自2023年2月以来展示更强韧的走势。这可能是一个迹象，显示全球对付运成本相比过往处于合理水平的货品需求逐渐增加。另一个使人信服的原因是纳斯达克环球半导体指数近期表现领先，这对环球贸易前景举足轻重，因为半导体需求通常反映整体经济活动情况。

信心指标组成部分



资料来源：Refinitiv Datastream、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

重塑亚洲未来

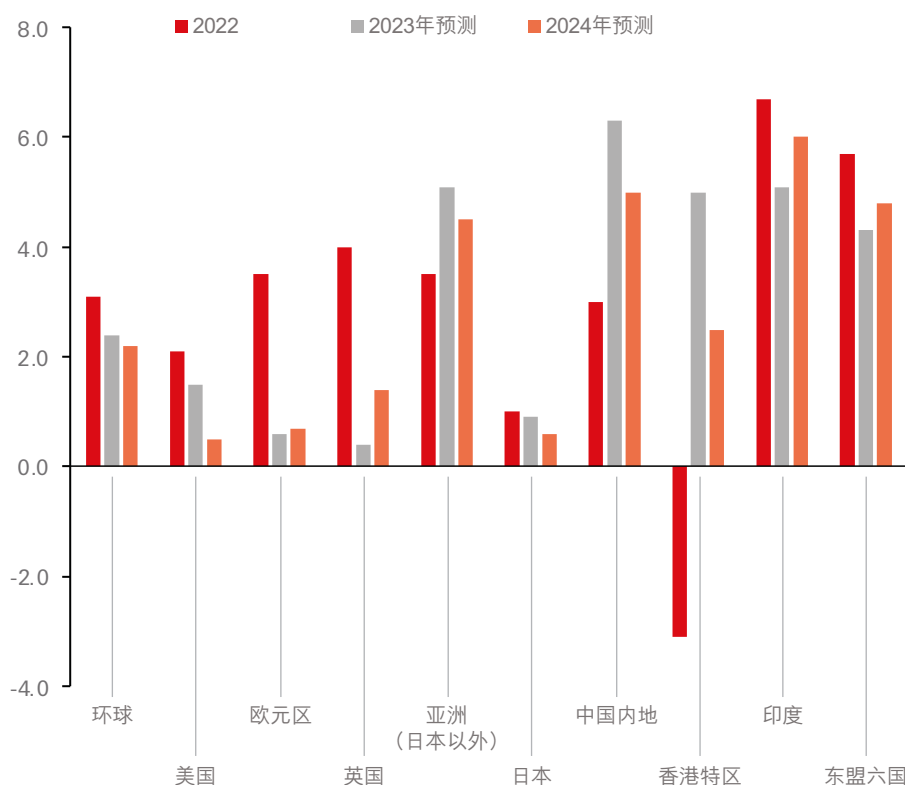
我们的四个精选主题

1. 中国复苏机遇
2. 亚洲新星
3. 亚洲绿色转型
4. 亚洲优质债券

在全球经济衰退下，亚洲脱颖而出成为亮点：中国以消费主导的经济复苏强劲，加上刺激政策支持，

亚洲加快增长，发达市场则放缓

国内生产总值 (%)



资料来源：环亚经济资料、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。预测可予以更改。
东盟六国指印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国和越南

为区内经济带来韧性和增长。尽管环球需求疲弱，欧美国家收紧信贷，但中国增长复苏，加上印度和东盟增长稳健，应有助亚洲维持经济动力。通胀放缓进一步为亚洲央行和消费者提供喘息空间，让大部分亚洲经济体的决策官员能够比联储局和欧洲央行更快结束加息周期。我们预期南韩央行将在2023年第四季开始下调政策利率，印度、印尼、香港特区和菲律宾

则紧随其后在2024年采取行动。

中国第一季增长远胜预期，推动我们将中国的2023年国内生产总值增长预测由5.6%上调至6.3%。我们预期中国消费复苏，加上印度和东盟增长稳健，将支持亚洲（日本以外）国内生产总值在今年大幅增长5.1%。尽管环球制造业采购经理指数普遍下跌，但内需强韧，加上地缘政治不明朗使供应链重新定位，带动印度和东盟制造板块温和扩张。有别于发达市场经济放缓，亚洲将成为唯一一个地区，预期增长可由2022年的3.5%大幅加快至2023年的5.1%。我们对中国内地股票维持完全偏高比重，并继续对香港特区、印度和印尼股票持温和偏高比重，以把握短期战术和结构机遇。

考虑到过去六个月已反映出中国经济重启的最大增值影响，我们把「亚洲经济重启赢家」主题重新调整为「中国复苏机遇」新精选主题。在政府加推财政和货币刺激政策的支持下，我们预期中国经济复苏步伐将在2023年下半年出现更广泛和更平衡的周期回升趋势。鉴于消费者释放强大的积压需求，加上累计1万亿美元的闲置家庭储蓄带来支持，中国服务板块连续四个月大幅扩张。在劳动节黄金周假期（4月29日至5月3日），国内旅游创下2.74亿人次的纪录，较2019年疫情前的水平高出19%。国内旅游支出总额稳步回升0.7%至1,480亿元人民币，超越2019年的



数字。

复苏进程至今仍不平衡。环球需求减弱和本地劳工市场受压，使4月份制造业采购经理指数跌至轻微收缩区间。中国中央政治局在4月底的会议上讨论这个问题，确定了果断促进增长的政策基调，强调增长复苏仍是政府今年的首要目标。预期政府应会推出扶持政策，尤其是在面对环球不利因素（银行板块动荡和外部需求减弱）的情况下，因此我们估计政府将采取更积极的财政刺激措施，以及定向货币和信贷宽松政策，应可为未来更平衡的经济复苏奠定基础。从中国制造业和服务业采购经理指数的业务活动预期指数可见，有初步迹象显示商业信心正逐渐回升。

我们仍认为中国服务板块的盈利回升潜力最强劲。为了把握强大的消费复苏动力，我们对中国2023年零售销售增长预测已由8.5%上调至12%，去年则下跌0.2%。这应有利非必需消费品和必需消费品板块的优秀行业翘楚。消费复苏范围扩大，也应支持各种业务领域的中国科网龙头，例如：网上广告。监管环境对市场更有利，以及增长前景改善，应降低中国科网股高于环球同业的重大政策风险溢价。

作为中国在策略上转向高质量增长模式的一部分，国有企业改革应带来新动力，推动大型国有企业提高盈利能力和股权收益率。我们预料

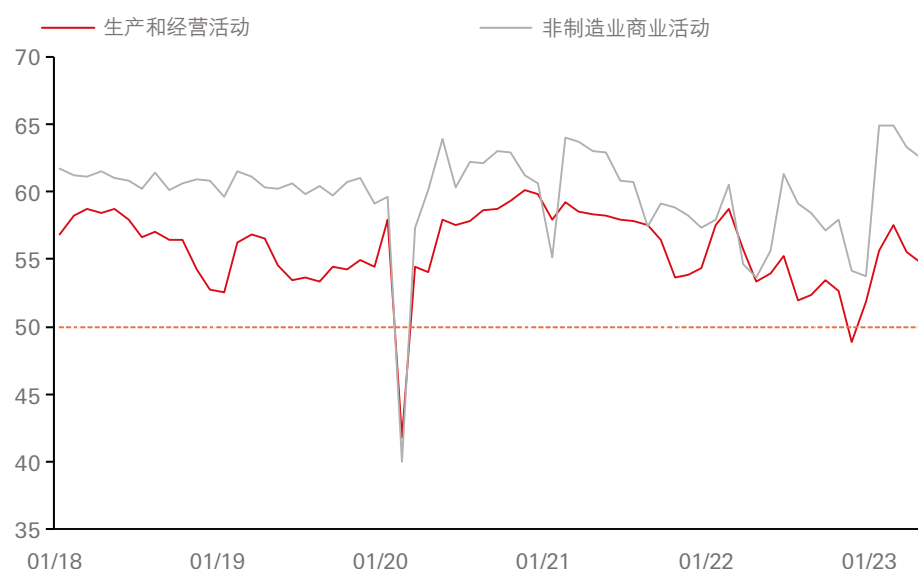
在这些改革进程中，银行、基建、电讯、能源和房地产板块的优质国有龙头企业最有可能出现估值上调。中国政府可通过增加地方政府专项债券发行额度，拨资推行更积极的财政刺激措施，应可带动基建和制造业投资今年实现5%增长。通胀温和将确保中国人民银行能够通过流动资金支持，进一步放宽货币政策，例如：在第二季再次降准四分一厘，更多定向信贷支持，以及维持公开市场操作。房地产方面，预料中国政府将维持宽松政策，进一步放宽一、二线城市的房地产政策。

除了中国复苏机遇外，我们把「东盟新机遇」主题进一步扩大为更

广泛的新精选主题「亚洲新星」，以把握印度和东南亚亮丽的长期增长机遇。印度和东盟经济体拥有亚洲最年轻的人口，尽享有利的年龄结构优势。印度和东盟人口的年龄中位数分别约为28岁和33岁，比不少发达国家超过40岁的年龄中位数更加优胜。人口红利为印度和东南亚的国内消费提供强大动力。

有别于西方国家经济放缓，印度和东盟制造业采购经理指数温和扩张，表现尤其突出。我们预期印度经济将持续扩张，2023年国内生产总值将增长5.1%，并在2023年至2032年每年实现6.5%增长，可望在十年内使经济规模增长一倍。

中国业务活动预期仍然偏高



资料来源：中国国家统计局、彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

我们专注于印度两个新兴增长型行业组别的机遇——全球市占率日渐扩大的高技能出口板块（资讯科技软件服务和制药），以及发展迅速的数码生态系统。印度数码初创公司正吸引大量外国直接投资流入，为创造就业、新投资机会和增长带来贡献。我们近期上调对印度股票的观点至温和偏高比重，以反映市场估值改善，以内需主导的企业盈利稳健，以及印度储备银行暂停加息后政策环境有利。

东盟经济体的地区组合平衡且多元化，可抵御环球宏观不明朗因素，其中印尼和菲律宾较受内需推动，新加坡、马来西亚和泰国则较偏向出口。我们认为东盟市场的消费行业翘楚存在吸引机遇，可受惠中产阶级消费者扩大和中国重启经济。我们也青睐东盟银行和基建公司，因为这些公司可望把握国内消费坚挺和供应链转移至东南亚的优势。

「亚洲绿色转型」仍重点关注区内能源转型及自主、绿色基建发展和新能源汽车技术创新带来的机遇。根据麦肯锡的资料，亚洲绿色企业的整体潜在市场规模料将在2030年之前达到4万亿至5万亿美元，因为投资者、客户和雇员等不同持份者越来越重视可持续发展。

在强大的政策支持和全球能源危机推动下，中国正持续转用可再生能源和电动车。我们预计中国全年太阳能装机容量将在2025年增至125千兆瓦，复合年增长率达13%。我们认为中国储能板块的机遇吸引，来年盈利增长保持20%以上的强劲水平。至于印度，政府制订可再生能源在2030年之前占总能源供应50%的目标。值得注意的是，印度在年初至今有96%净额外电力来自绿色能源。

虽然特斯拉汽车公司（Tesla）发起的价格战打来短期不利因素，但我们认为中国电动车供应链发展蓬勃，存在吸引的中期增长机遇。中国电动车普及率应会在未来十年继续远高于全球平均，因为政府提供有利的政策

支持，消费者强烈偏好电动车，而且车型供应不断增加。我们预测中国电动车普及率将在2025年和2030年分别达到50%和88%，分别远胜27%和52%的全球平均值。目前，全球近80%快速充电站和60%普通充电站是位于中国，中国也控制全球80%以上的电池回收容量。

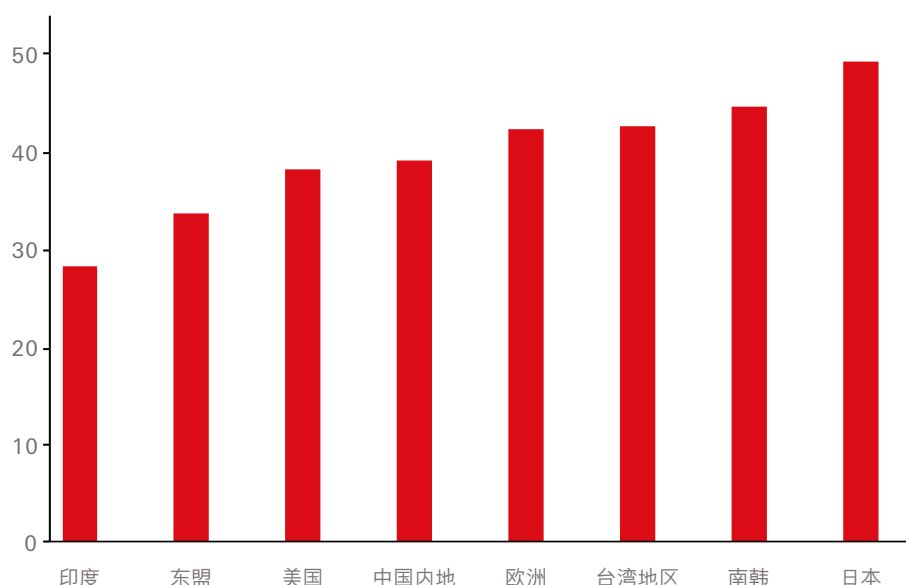
为了对美国利率见顶作好部署，亚洲企业债券市场的投资展望变得更加积极。我们看好「亚洲优质债券」主题，相信目前是从定期存款转向优质企业债券的合适时机，以锁定具吸引力的收益率。在这个主题下，我们把亚洲金融板块纳入机会组合，专注日本和南韩的银行与寿险公司，以及澳洲、香港特区、新加坡和泰国的个别银行。我们把握吸引的收益率升幅，部分源于欧美银行板块动荡，不合理地拖累优质亚洲金融债券价格下跌。亚洲的银行资本比率强劲，而且区内央行更积极推动增长，为这个板块提供良好支持。

我们预计香港将保持强劲的复苏动力，因此青睐零售和房地产板块内优质本地企业债券所带来的收益机遇。中国房地产板块方面，我们维持审慎配置，继续专注优质国有房地产

发行机构。我们仍偏好印尼投资级别准国债，因为国内消费增加和出口强劲，支持当地维持强劲的基本因素。

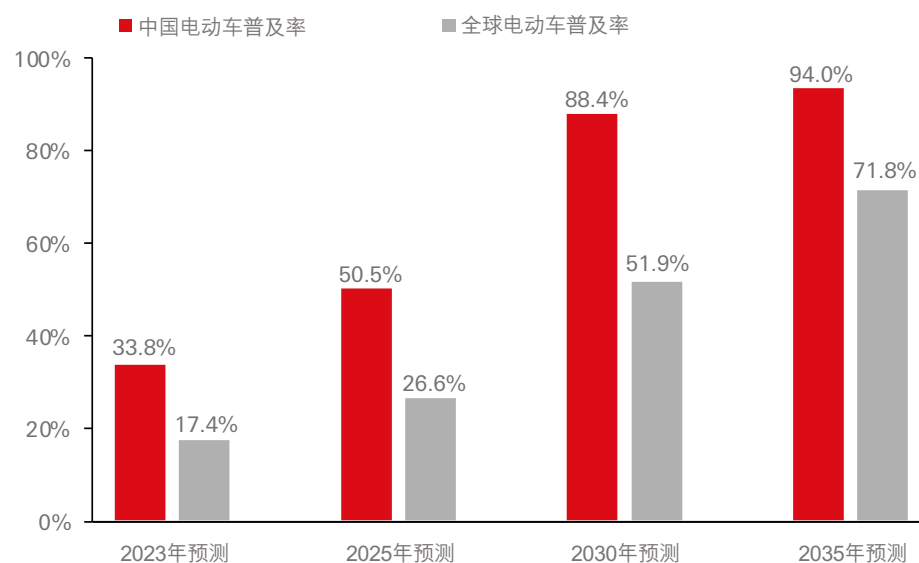
印度和东盟享有人口红利，为经济增长提供支持

人口年龄中位数（年岁）



资料来源：联合国经济和社会事务部人口司（2022年）、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

中国电动车普及率料将在未来十年继续远高于全球平均



资料来源：联合国经济和社会事务部人口司（2022年）、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

亚洲投资级别债券提供可观的收益率升幅



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



利率见顶与发达市场低增长下的投资机遇

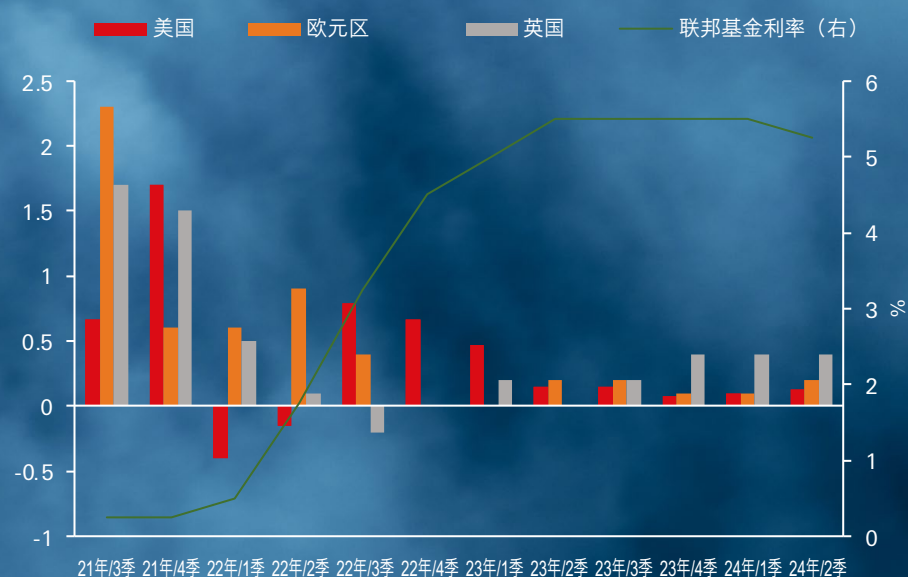
目前，发达经济体的政策利率接近见顶，市场甚至认为联储局已完成最后一次加息。在这个环境下，我们转向债券和收益型股票，包括股息策略。另一方面，经济增长正在放缓，意味我们在投资债券时追求质量和高评级，在股市则寻找强韧盈利（例如：基建）。不过，企业业绩报告显示许多欧美公司拥有强劲的市场地位，足以保障当地盈利和销售。其他公司则受惠亚洲需求回升。我们的核心投资组合策略早已纳入当中多个主题，同时也可加入卫星投资之列。

我们的七个精选主题

1. 美国抗逆力
2. 欧洲市场领先者
3. 强韧收益
4. 基建投资
5. 通过发达市场投资亚洲
6. 优质债券的机遇
7. 发达市场债券的防守配置

我们预测增长放缓，但出现严重衰退的机会不大。政策利率见顶有望支持市场。

国内生产总值增长(%)



资料来源：彭博资讯、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。预测可予以更改。

美国抗逆力：美国经济正在放缓，虽然联储局主席鲍威尔的观点与我们一致，认为经济或可避免衰退，但我们需要发掘盈利强韧的公司。我们持偏高比重的主要板块包括非必需消费品和工业，正是这个主题的重点，可与我们的「数码转型」主题（见下一节）相辅相成，其中包含许多盈利前景强劲的美国公司。

欧洲市场领先者：自乌克兰战事以来，欧洲经济展现非凡韧性，主要受惠能源价格回落、财政支持和消费板块表现强韧。制药、洁净能源、半导体、工业自动化和奢侈品等板块的多元化环球龙头公司，应可让投资者把握来自亚洲需求上升，以及自动化、能源转型和智能建筑等长期趋势的机遇。

强韧收益：股息可为总回报大幅增值，尤其是在股市持续上升的潜力略为受限时。当然，随着周期放缓，重要的是选择现金流充裕，足以令股息保持强韧的公司。不过，股息预期依然稳健，我们认为银行不会大幅削减股息。从投资风格而言，派息股

一般具优质特性，而且被视为「低波动」股票，应可在市场仍然充满变数的环境下带来助益。

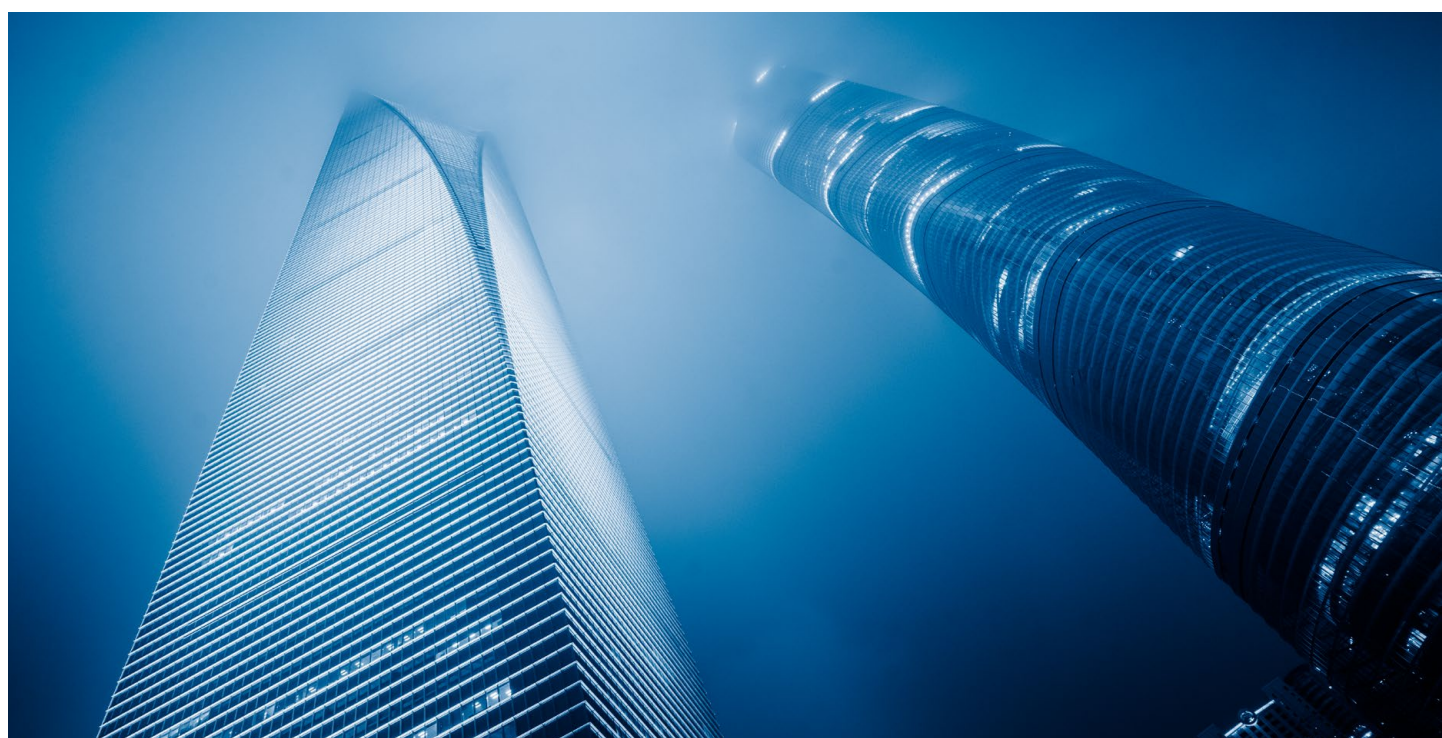
基建投资：虽然通胀有望持续回落，但仍将高于过去十年的水平，投资者将继续寻求局部对冲通胀。其中一个选择是基建股票，当中许多均受惠投入成本和所收取价格之间的连系（通常由监管机构设定），因此利润受到保障。在经济放缓的环境下，我们也看好基建的可预测现金流。

通过发达市场投资亚洲：我们看好亚洲经济和亚洲资产，同时深明许多投资者仍比我们更忧虑政策风险和地缘政治。要间接把握中国、印度及亚洲其他地区的短期和长期机遇，其中一个好方法是通过迎合亚洲消费趋势的发达市场企业。许多欧美消费品牌在亚洲深受爱戴。

优质债券的机遇：我们的核心投资组合对高评级债券持偏高比重，这也反映于我们的精选主题。我们继续专注于环球投资级别债券，因为高收益债券利差稍为过于狭窄，且对增长

放缓敏感。此外，我们认为较优质的新兴市场主要货币企业债券也提供机遇。我们对中期债券（五至七年）感到安心，并认为目前浮息票据的吸引力减弱，因为发达市场政策利率已处于或接近高峰。

发达市场债券的防守配置：鉴于银行板块的投资气氛依然脆弱，我们集中投资于资本结构的最高级部分。尽管如此，银行板块的资本比率远高于最低监管要求，利息收益强劲且贷款拖欠比率偏低。此外，与非金融板块比较，利差具吸引力。我们也在保险板块找到投资机遇，更倾向在此挑选一些次级债券。



数码转型

数码革命已发展了一段时间，但随着多项关键技术融合，加上相互操作能力变得越来越重要，数码革命现正进入一个尤其值得注视的阶段。

我们的三个精选主题

1. 智能移动
2. 人工智能及自动化
3. 航天科技投资

智能移动

简单来说，智能移动包括在运输系统融合智能技术。广泛而言，这个主题也涵盖政府、企业和个人在面对环境和人口结构挑战下，就出行选择作出明智的决定和政策。《巴黎协定》、第27届联合国气候变化大会（COP27）和政府间气候变化专门委员会（IPCC）气候研究反映了需要采用零排放技术的迫切性，尤其是交通运输领域。电力、氢能、生物燃料和氨是潜在的零排放或绿色燃料，应有助减少排放。

电动车最能体现智能移动的最新发展。根据BloombergNEF的资料显示，在中国和欧洲强劲增长的推动下，去年电动车销售达到1,070万辆，即每售出七辆汽车便有一辆是电动车。随着新型号和制造产能迅速扩大，电动车销售正在加快。不过，电池充电基建仍然分布零散，估计全球只有270万个充电点，但扩展计划终于开始加快推进。受惠研发预算增加和应用率飙升，电池技术不断进步。

5G电讯网络及时推出，与汽车电气化技术进步相得益彰。5G网络支持车载服务提升，同时将车辆与周围环境无缝连接，提供高质素的实时数据。有关服务包括：软件更新、将事件串流直播到娱乐资讯系统，以至包含天气和交通资讯的沉浸式地图。我们认为交通运输正经历自引入商业航运以来最大规模的革命。

多个主要经济体的政府环境刺激计划也有望提供更大的财政动力。我们的投资主题「智能移动」聚焦新能源汽车、5G技术、感应器、电池和基建技术。

人工智能及自动化

人工智能一直被寄予厚望，而它的潜能，终于在过去12个月实现。刺激因素是OpenAI公开展示和随后发布ChatGPT聊天机器人，其后多家科技巨擘争相披露各自旗下的人工智能计划。ChatGPT彰显了人工智能在能力和应用方面的跃进，并可能为政府、企业和消费者带来翻天覆地的影响。我们希望在「人工智能及自动化」投资主题把握相关潜力。

具体而言，人工智能与自动化结合，为扩展能力及其自动化应用提供巨大潜力。举例说，在金融服务领域，智能自动化为面向客户的服务提供更多可能性，包括更复杂的投资建议、改进信贷和保险审查，以及自动化客户识别保安。

同样地，医疗保健领域也多方面应用人工智能，包括：监察病者、追踪样本、持续监测实时病者数据、X

光和核磁共振扫描分析，以及自动样本测试。

对许多市场来说，因为人口结构趋势、劳工成本上涨和劳动力短缺进一步提升自动化投资回报的吸引力，人工智能变得越来越重要。在2022年，可操作机械人数量达到350万台，估计价值为157亿美元（资料来源：国际机械人联合会，2023年2月）。

与此同时，自动化也受惠其他技术的发展，包括：感应器、相机、电池和软件的小型化及进步，共同提高能力和加强用途。举例说，农业正引进自动化技术，包括以全球定位系统控制的拖拉机和收割机，使用无人机和人工智能进行土壤和农作物管理，以及牲畜喂饲和挤奶。

人工智能尤其精于从各种来源，包括消费者、交通、天气和金融市场等的复杂数据集当中识别模式，并生成各种情况和结果。若这与功能日渐强大的自动化硬件及经改进的联网能力（5G流动、有线和低地球轨道卫星网络）结合，潜力似乎无可限量。

航天科技投资

航空旅游的疫后复苏已取得明显进展，数家主要航空公司过去数月向制造商订购大量飞机。鉴于劳动力和供应链问题持续存在，因此当防疫限制放宽，航天制造商早已拥有大量订单和未完成订单。此外，许多政府逐步增加国防支出，使制造日本和供应链进一步受压。这些因素正驱动航空旅游板块公司，并创造投资机遇。

此外，航天公司也成功在太空经济领域寻找新商机。在这个通常是政府专属的领域，然而民营公司已展示的火箭和太空船切实可行，有些已取得政府合约。对数据和联网的需求不断增长，为企业创造商机，以部署可提供全面地理覆盖的低地球轨道卫星网络，而这一直是小型卫星业的主要增长来源。

在2022年，小型卫星占已发射航天器的95%。小型卫星发射数量在六年间增长18倍。小型卫星包括微卫星（100公斤至10公斤）和纳米卫星（重量少于10公斤），包括通常只有10厘米直径的立方卫星。小型卫星是一个增长迅速的行业领域，其制造成本非常低，而且体积小，重量轻，一次太空飞行可以载荷数十颗卫星。这使业界能够迅速、轻松和以低成本进行卫星网络部署，并为行业新贵和新应用开拓市场。

通过我们的投资主题「航天科技投资」，我们在这个发展迅速的行业发掘投资机会。

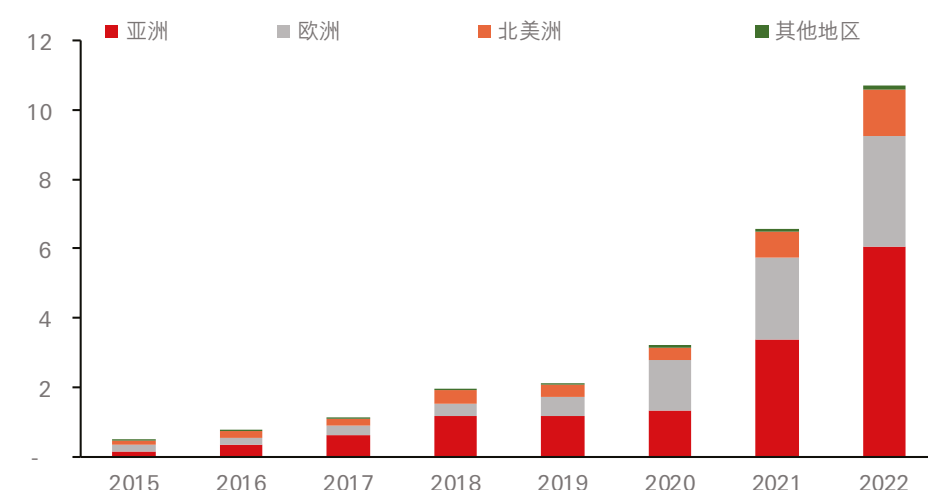
以100为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

电动车销售（按地区划分）

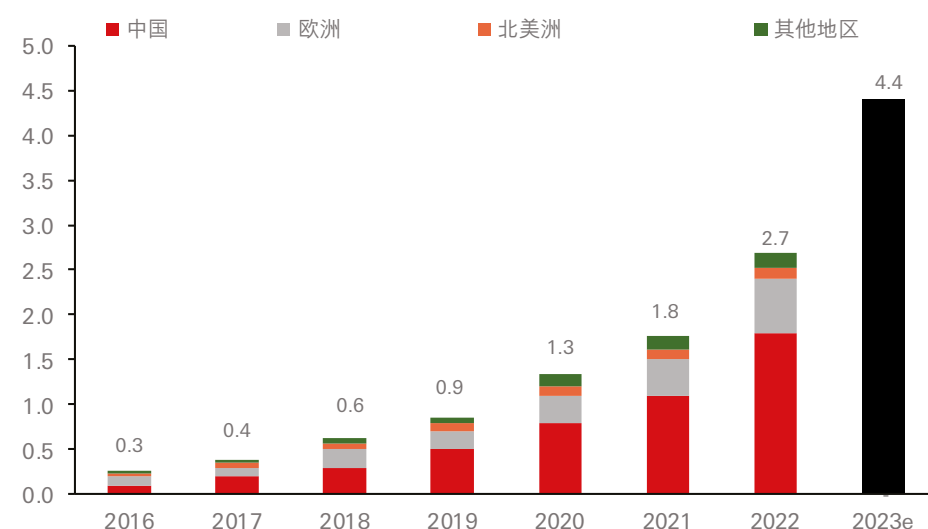
已售出百万辆



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

累计公共电动车充电连接器（按国家划分）

百万个连接器



资料来源：BloombergNEF、Eco-Movement、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

投资可持续未来

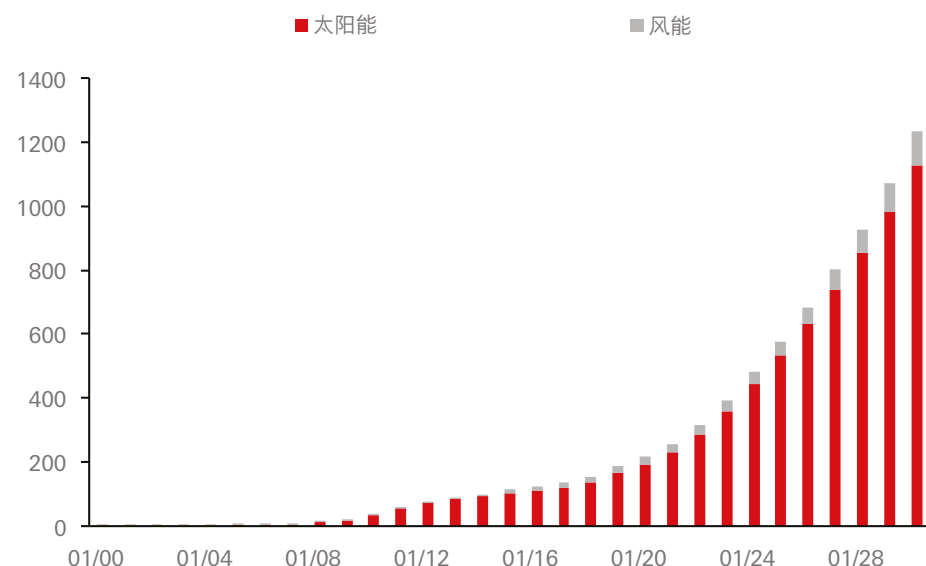
我们仍处于可持续未来的起步阶段，但目标现已众所周知（并非总是如此），民众普遍认同我们需要尽可能将排放和污染保持在最低水平。这个情况推动政策、投资机会，以及环球经济所需的日常产品和服务出现翻天覆地的变化。对企业而言，可持续发展必须是未来规划的一部分。若企业的长期业务策略没有考虑可持续发展，根本无法与投资者维持稳定的关系。时至今日，企业战略忽视可持续发展的风险大于回报，这是企业规范的一次重大改革。

我们的四个精选主题

1. 能源转型及自主
2. 投资生物多样性
3. 可持续投资收益
4. 社会赋权与健康

欧洲太阳能和风能容量增长

千兆瓦时



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

能源转型及自主

目前，欧洲在能源转型担当重要的领导角色，对俄罗斯石油的需求转移，加快欧洲研发区内替代能源的步伐。估计在2050年之前，欧洲将需要作出32万亿美元的投资，才可实现其净零排放目标，因此创造大量投资机会。洁净能源和电气化是有助减排的主要来源，根据BNEF估计，这两根支柱将在未来实现高达78%减排量。近年，太阳能和风能容量一直迅速增长，预期这股趋势将持续到2030年。

当然，过渡至低排放能源生产和进一步能源自主不仅是欧洲面对的课题，美国和亚洲也在迅速推进这些主题。虽然影响因素略有不同，但令人鼓舞的是经济考量成为影响所有地区的因素，因为可再生能源策略往往能够在新产能方面提供更好的经济效

益。

在经济、社会和政治需求，科技进步以及追求能源自主的推动下，我们的「能源转型及自主」主题提供具吸引力的投资机会。

投资生物多样性

在可持续发展范畴，生物多样性正迅速成为最备受关注的领域之一，这在很大程度上源于2022年12月在《联合国气候变化框架公约》缔约方第15次会议（COP15）上公布的「昆明—蒙特利尔全球生物多样性框架」（虽然生物多样性的发展势头早已形成）。人类超过99%食物和超过60%药物都取材自大自然，但我们竟因忽视可持续生物多样性而承受如此巨大的风险，自然令人惊讶。其中一个主要问题是我们无法评估生物多样性的价值，以及如何为其赋

予和分配价值。全球生物多样性框架目前正尝试解决这些问题。因此，为评估、管理和赋予信用而制定新机制，将创造围绕保护和促进生物多样性的经济，这是迈向可持续管理的重要一步。估计在2030年之前，需要在这方面投资约8,300亿美元，为投资者带来巨大机遇。我们的「投资生物多样性」主题旨在反映上述一些发展。

可持续投资收益

投资者在2023年保持相对审慎，不少投资者正在物色更稳定的投资，以提供持续收益，而不是依赖估值扩张。通过「可持续投资收益」主题，我们找到业务基础稳定，而且派息可观的投资方案，重点是这些公司以可持续方式保持上述优势。因此，投资者可受惠符合收益需求且别具吸引力的投资方法，同时为可持续未来提供支持。

社会赋权与健康

随着社会对持份者的要求越来越高，平等、机会、教育质量、洁净水资源、营养和卫生等社会议题变得越来越重要。疫情在突显企业行为的社会元素方面发挥重要作用。通胀迫使工人团体要求更高工资和改善工作条件，罢工仍在持续。赋权的机会，通过科技和更普及的网上教育而一直增长。同样地，近年科技应用使医疗保健出现重大变化，越来越多人可接受遥距诊断服务。对投资者来说，有些公司具备优于其他同业的条件，能应对这些议题带来日渐沉重的压力和潜在风险。政府、股东、员工、消费者和维权人士越来越要求公司将所有社会元素纳入业务策略，顺应要求的企业很可能在长远受惠。



股票

环球股票值得我们给予中性配置。环球经济正在放缓，一些市场人士担心银行收紧借贷或其他风险可能引发经济衰退，但加息周期结束带来的有利因素，应可抵销这些忧虑。根据我们的观察，市场信心（投资者的持仓和对盈利的普遍预测）已相当保守。当前业绩期的表现反映即使在经济放缓下，仍有许多公司能够保持利润率，我们将继续以这些公司为重点。此外，只要挑选派息稳定的公司，就可以提高股票的总回报。我们密切留意具吸引力的板块，并青睐科技、通讯、工业和非必需消费品，但这仍是一个「选股方」的市场。从地域分布来看，我们依然对亚洲持最大偏高比重，但也维持对美国股票的偏高比重，以及对欧洲的中性配置。

对亚洲股票持最大偏高比重

亚洲股票的估值吸引，与其他国家相比，中国相对其五年平均的折让幅度明显较大。此外，我们认为亚洲企业的盈利预测将开始出现明显的上调。亚洲的正面经济动力与西方国家形成对比，相信未来数月在盈利动力方面，也会出现同样的地域对比。风险方面，毫无疑问，亚洲的情况看来比西方市场更好：亚洲银行业的资本普遍充足，利率政策收紧的情况也和西方国家不一样。

一些外国投资者对于中国经济重启及重新聚焦增长的U形转向的风险，仍然高估。他们认为可通过东盟国家或欧美出口商，以间接方式投资于大中华地区。然而，我们认为中国的政策转变将是持续的，随着增长和盈利继续回升，将有助提振市场信心，从而带动投资。客观统计数据已

显示消费复苏动力不断增强，过些时间，重启经济也将带来更多就业增长和工资上涨，应可持续为消费主题带来支持。

印度方面，科技行业的市占率在全球疫情期间和之后一直增加。随着新科技在整个旧经济扩散，预期可提高经济增长、生产力和资本回报率。

放眼整个亚洲，自动化、颠覆性技术、净零转型、中国科技自立自强的目标和环球供应链重新定位等关键结构趋势，仍然是推动增长和盈利能力的影响因素。

美国股市表现强韧

尽管联储局推行自沃尔克(Volker)时代以来最猛烈的加息政策，但美国劳工市场依然稳健，不但失业率低，而且工资增长速度是上一

个商业周期的两倍。越来越多人认为联邦基金利率已接近顶峰，甚至已经见顶，因而推动了股市估值和承险意欲。市场向来前瞻，如果通胀一如我们所料持续降温，市场开始憧憬多次减息也不足为奇，这将有利股市。一个应会在利率见顶时表现相当不俗的板块是资讯科技（以至一般的增长型公司），并有望受惠对新世代科技的支出增加，这些科技可望提高盈利能力和投资资本回报率。鉴于美国的科技公司相对其他市场享有大比例的市占率，这明显对美国市场有利。

另一方面，上市房地产公司近年经历了很多挑战，市场最近的忧虑更为加深，因此我们对这个板块持偏低比重。高利率、金融环境收紧、经济疲软，都会使房地产板块的前景黯淡，办公室的情况尤为严重，空置率高达22%，与物流等较稳健的领域

欧洲表现出色，避过了经济衰退

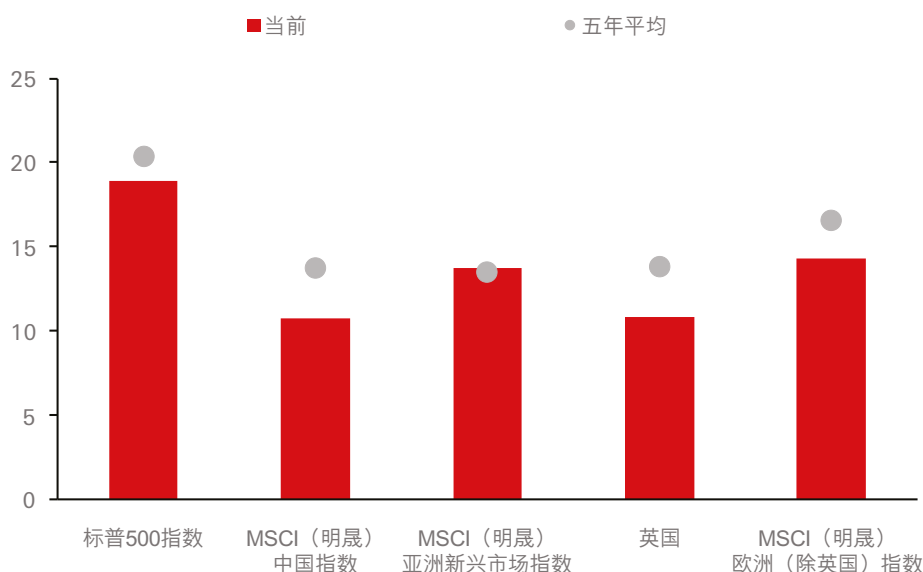
以100为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

股票估值事实上并不过高

来年市盈率



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

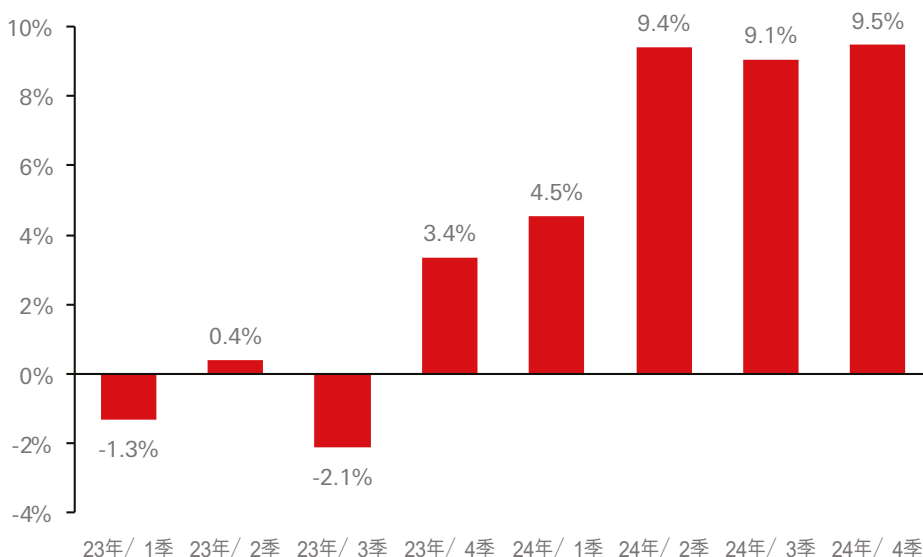
(接近3%) 形成鲜明对比。虽然我们认为短期内不会出现系统性危机，但按市值计价的风险升温，使我们减少对房地产板块的配置，并继续非常有选择性地筛选个别投资。

总而言之，当前估值看来合理，且美股的上升空间很可能主要来自企

业盈利。企业盈利或许在短期仍有向下修订的空间，但我们估计盈利或于下半年反弹，应可为今年后期的表现带来支持。因此，我们坚持投资于能够通过强大市场定位、生产力增长或削减成本，实现最佳盈利增长的公司。

标普500指数企业盈利应会在2023年下半年和2024年反弹

每股盈利增长预测 (按年%)



资料来源：彭博资讯普遍预测、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

欧洲表现胜预期

鉴于天气较好，欧洲过去的冬季成功避过经济衰退和能源危机。通胀问题仍然令人困扰，欧洲央行继续保持强硬立场。然而，通胀正在回落，消费者可稍为喘息，而亚洲需求回升也有利欧洲。我们对欧元区持中性观点，但预期市场将出现更大差异，核心国家（德国和法国）表现优于周边国家（意大利和西班牙）。这是由于银行收紧借贷带来的风险将对周边国家造成较大冲击，而且德国和法国对于中国和亚洲需求增加可以受惠更多。

比较欧洲和美国市场时，我们发现两者不相伯仲，虽然我们仍然偏向美国，但我们对两者的配置差距已经收窄。美国受惠表现出色的大规模科技板块，并拥有许多优质公司（即具有主导地位）。另一方面，欧洲股票的估值较低，欧元走强亦可增加回报。虽然美国地区银行对表现构成风险，但较大型银行一直表现优秀，而且我们不认为美国银行业出现系统性危机。

至于英国，我们已上调对当地的配置至中性。当地经济数据看来已经触底：近期英国经济意外指数不断上升，消费信心持续改善。此外，加息周期接近尾声，应可为估值带来支持，我们认为英国股票的估值尤其便宜。

债券

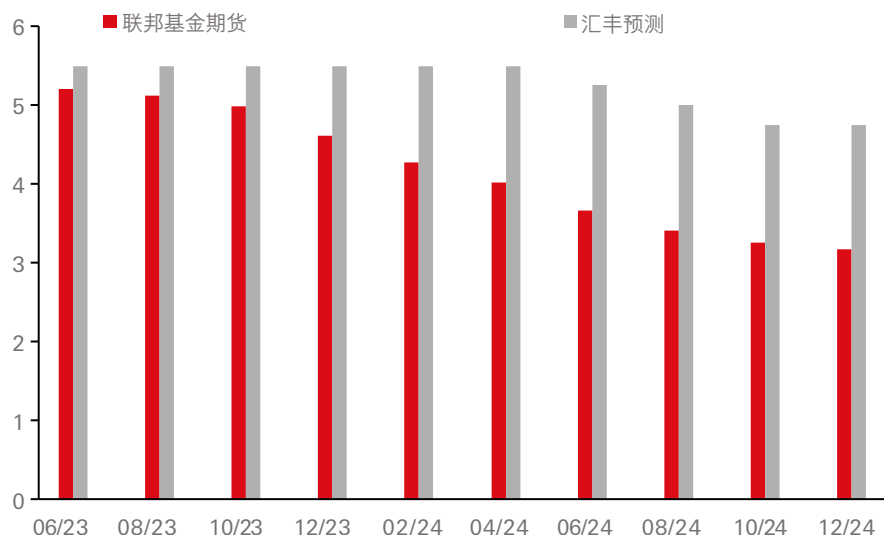
尽管市场仍然担心美国地区银行情况，以及发达市场信贷环境持续收紧，但市场在过去数周表现相对坚韧。利率市场波动已靠稳，虽然仍在高水平，而股票的低波幅为债市提供有利环境，尤其是高收益债券。然而，随着信贷环境收紧、估值过高，加上增长趋势走弱，我们预期信贷利差将在未来数月加剧波动，因此，我们继续聚焦优质企业债券，主要集中于环球投资级别债市和中期（即五至七年）债券。对于新兴市场企业债券，我们保持有选择性，聚焦优质债券和跨国企业。从风险调整基础来说，债券仍是我们偏好的资产类别。

债市在过去一季呈双向发展：

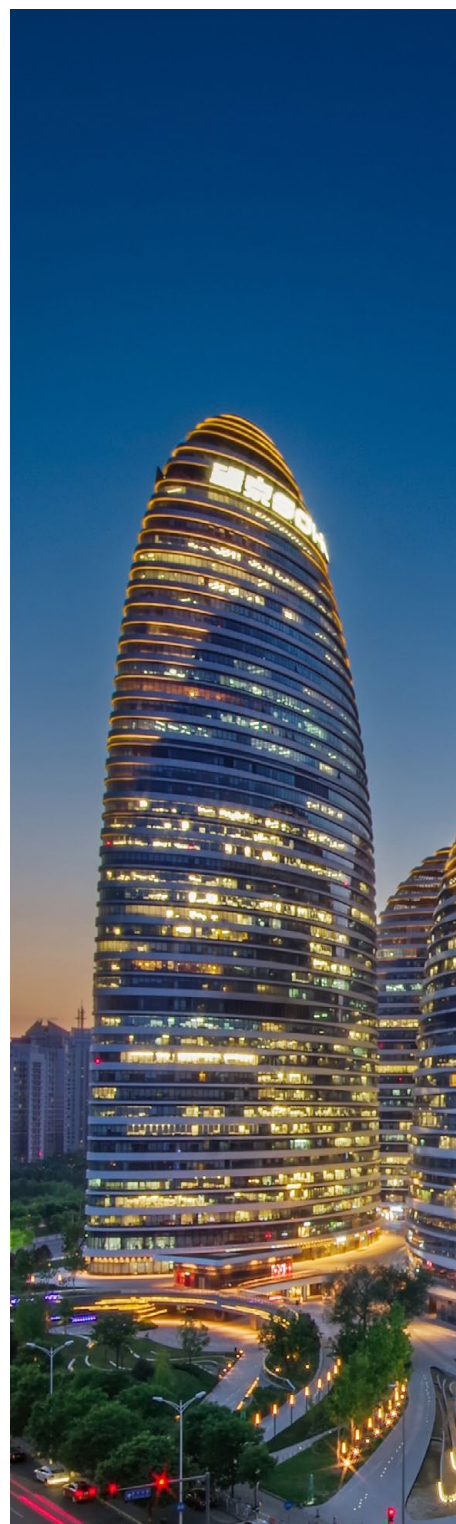
- i. 欧美银行板块出现经营困难，投资者转向优质资产，推低债券收益率，并为政策利率上调预期降温。
- ii. 自4月以来，投资信心已有所改善，我们认同市场普遍看法，即银行板块近期的信贷事件应属特殊个案，不是系统性问题。

我们认为市场对增长过于悲观，因此价格过早反映减息

利率水准 (%)



资料来源：汇丰环球私人银行、彭博资讯（截至2023年5月24日）。



温和承压基调有助环球高收益债券和新兴市场本币债券表现良好，但发达市场债券收益率仍处于近期交易区间的低谷。投资者正尝试评估发达市场央行（例如：联储局）如何在对抗居高不下的核心通胀与支持金融稳定之间取得平衡。

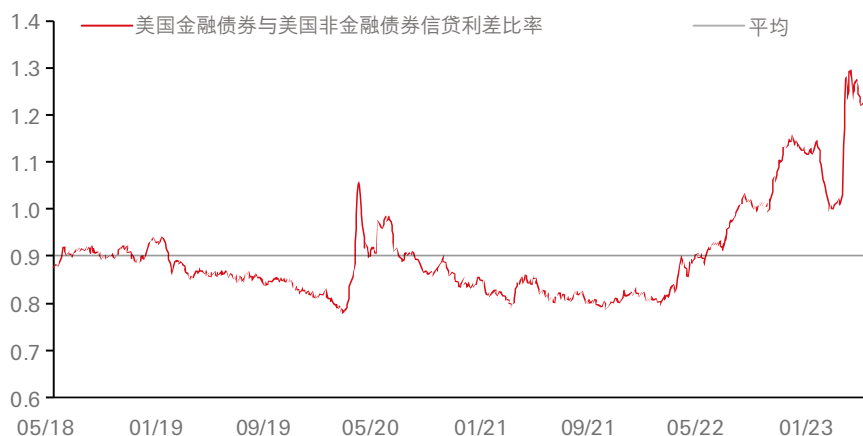
发达市场 — 美国地区银行板块动荡可能使经济增长受压，证明我们认为发达市场政策利率接近见顶的观点正确。

尽管核心通胀变化仍然不大，就业状况普遍稳健，但相信发达市场央行已近乎耗尽加息的「弹药」。央行不能忽视美国四家地区银行的倒闭，尤其在经济正在放缓，金融环境本已紧张的情况下。近期股票的波幅虽然低，而且收益率高，但投资者的忧虑并未因此消除，市场仍然关注美国地区银行的资本、流动资金和营运模

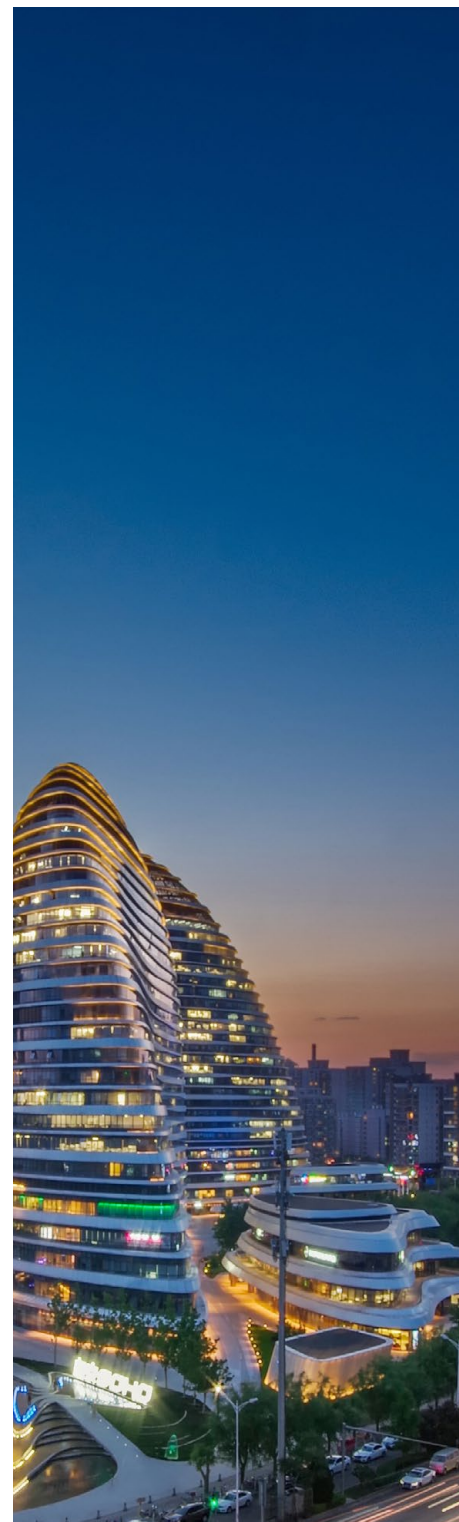
式。地区银行如何调整业务模式，以及监管法规如何演变，将对整体信贷形成产生重大影响，过度侧重增强流动资金和资本可能会限制银行放贷。事实上，放贷活动已见收缩，最近的「经济现况评论概要」(Beige Book) 确认，银行板块动荡已令情况恶化。虽然美国出现经济衰退并不在我们的核心情况内，但我们同意有关风险已经增加。

矽谷银行倒闭后，联储局在最近的一份检讨报告中清楚表明将会收紧监管，尤其注重管理利率和流通资金风险，这将同时影响银行的资产与负债。大型银行早已按照这些监管框架经营，联储局目前提议将有关规则延伸至资产规模在 1,000 亿至 7,000 亿美元之间的较小型银行（扭转自 2018 年至 2019 年以来放宽监管的情况）。美国现时有超过 4,500 家地区/ 小型银行，预期银行板块将进一

金融与非金融债券的信贷利差比率处于疫后高位
比率 (倍)



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



步整合，以巩固资本并达到足够的规模。消费者和中小企业的金融环境或因此进一步收紧。

与美国相比，欧洲银行业的资本较稳健，监管也更严格，即使较小型银行也不例外，但欧洲的信贷环境同样正在收紧。欧洲央行的银行放贷调查报告显示，基于至今的累计加息幅度，信贷环境很可能进一步收紧，因而抑制贷款需求。

上述情况如何影响我们对不同债市的资产配置？

我们重申采取防护策略，专注中期（即五至七年）环球投资级别债市，并继续有选择性地投资新兴市场企业债券。在银行板块动荡引发避险情绪之前的两个月，我们延长了发达市场投资级别债券的平均存续期目标，因此可以在更长时间锁定具吸引力的收益率，如果债券收益率在未来数周或数月下跌，应会带动价格大幅上升。

随着市场信心改善，高收益债券

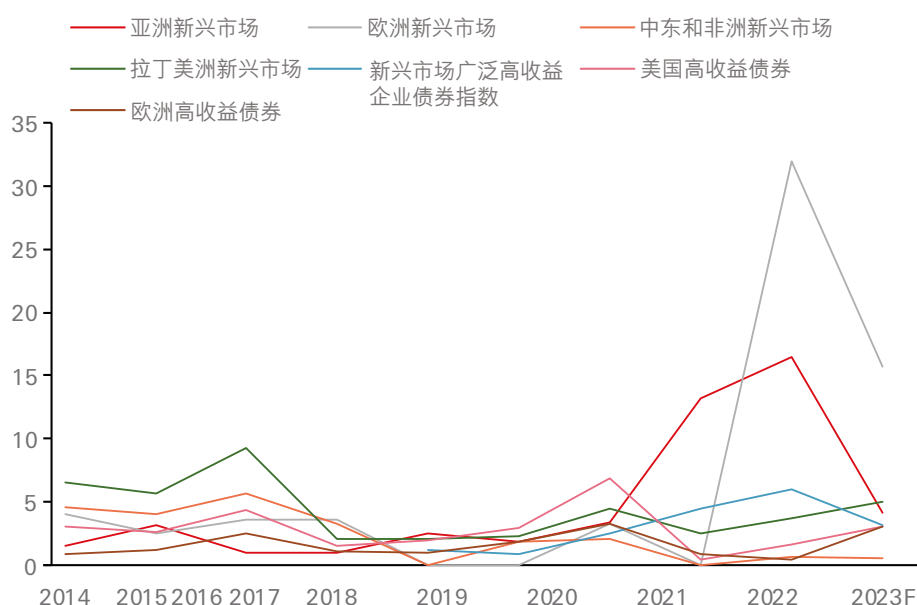
表现领先，我们建议专注优质企业债券的观点在过去数周受压。然而，我们认为高收益债券的估值过高，未能反映信贷环境恶化和违约率上升的风险。因此，我们倾向对这分类资产维持中性配置。

板块方面，我们继续聚焦能源、科技和金融。银行板块的盈利能力虽然面对挑战，但对于资本和流动资金水平稳健的最大型发达市场银行来说，应不会造成重大影响，因为欧洲机构早已受到监管规限，必须符合《巴塞尔协议III》的资本要求。我们认为次级资本工具（二级资本、额外一级资本债券）在未来将继续波动，并存在个别风险。因此，我们对金融板块感到安心，主要是银行的高级无担保债券。比较金融企业债券和非金融企业债券，显出银行的高级无担保证券具吸引力。

在企业方面，我们的重点仍然是优质企业，这些企业采取以债券持有人为先的政策，而且负债比率健康，短期融资需要亦较低。

新兴市场高收益企业债券违约率有望在今年降至欧美水准

违约率(%)



资料来源：汇丰环球私人银行、摩根大通预测（截至2023年5月24日）。





新兴市场 — 分散风险和息差收益

发达市场债券现时提供较高收益率，对新兴市场债券的兴趣自然会降低。自年初以来，新兴市场主要货币企业债券表现略逊于发达市场投资级别债券和发达市场高收益债券，截至5月8日的总回报为2.4%，对比美国投资级别债券的3.2%，以及美国高收益债券的4.2%。

尽管如此，落后的情况不算严重，新兴市场债券的基本因素大致仍稳定。截至4月底，新兴市场高收益企业债券违约率估计为2%。地区方面，中东地区的违约率为零，亚洲的违约率降至只有0.7%，因为中国的房地产公司趋于稳定。负面因素方面，巴西发行机构的违约和「出现经营困难」交易增加，巴西企业年初至今的违约率达到4.1%，主要是受到巴西经济增长放缓，通胀仍然偏高和货币环境收紧所影响，对高杠杆和低利润率的国内企业造成的损害尤其严重。在过去十年，巴西龙头公司的信贷质量大幅改善，环球债券市场上的大多数巴西公司均拥有多元化收益、正数自由现金流和稳健的资产负债表。因此，我们继续在当前估值改善的情况下寻找一些精选投资机会。

整体而言，我们对新兴市场主要货币企业债券保持偏高比重，因为这类债券能为客户投资组合分散风险并提供良好息差机会。平均而言，新兴市场企业债券的收益率为7%，存续期是四年，投资级别评级为BBB级。然而，我们以海湾合作委员会和亚洲的优质企业债券为重点，因为这些地区的宏观经济基本因素稳定或正在改善。拉丁美洲方面，我们看好宏观经济相对强韧的墨西哥。由于新兴市场国债和新兴市场本币债券的潜在波幅较高，我们目前认为这些债券的价值较低。

外汇和大宗商品

虽然美元第一季走势基本上缺乏方向，但到了第二季则向下。联储局收紧政策和环球经济不明朗等支持美元表现的因素已失去动力。事实上，通胀降温减弱了不明朗因素和进一步加息的风险：我们认为联储局政策利率已见顶或接近见顶，市场甚至预期未来数月可能减息。踏入第三季，我们估计美元将进一步回软。联储局和其他央行之间的货币政策差距收窄，加上欧洲央行和英伦银行的措辞相对强硬，将为美元增添负面压力。其他因素包括：美国经济前景走弱，环球商业信心触底，以及环球承险意欲略为改善。

看好

十国集团：欧元、英镑、日圆和澳元

新兴市场：巴西雷亚尔

中性

十国集团：瑞士法郎、加元和新西兰元

发达市场和新兴市场：人民币、新加坡元、印度卢比、印尼盾、泰铢、菲律宾披索、南非兰特和墨西哥披索

大宗商品：黄金、白银和石油

看淡

美元和土耳其里拉

外汇

我们认为美元在第三季将继续下跌。随着通胀居高不下的风险减弱，环球经济环境改善，削弱美元表现。尽管市场一直预期联储局将在今年减息，但个别经济数据较预期强劲（采购经理指数改善，非农业就业数据超出预期）对美元的正面影响轻微。相反，通胀数据走软引发市场大手抛售美元。这些反应表示，市场与我们一样非常看淡美元，任何经济数据再次走弱都会为美元带来压力。从货币政策角度来看，市场预期联储局将于今年稍后时间转持温和立场，甚至减息。相比之下，预料欧洲和英国将进一步加息。我们认为联储局减息仍言之尚早，但有关市场预期应会对美元构成压力，有利欧元和英镑，因为欧元和英镑长期受累于有利美元的货币政策差距。除了货币政策差距收窄带来有利因素外，相信欧元和英镑也将受惠强韧的经济影响因素和美元整体表现疲弱。

与此同时，虽然制造板块偏软，环球需求亦疲弱，但中国经济环境持续改善。服务业和内需保持畅旺，国内生产总值增长预期使人鼓舞。然而，承险意欲至今仅轻微改善，部分原因是环球投资者仍相对较少。尽管如此，区内其他国家和贸易夥伴可受惠中国经济重启，有助改善旅游业和/或对外贸易差额。举例说，我们对澳元和日圆维持积极的观点，并认为货币政策对日圆至关重要，因为改变

收益率曲线控制政策很可能推高国债收益率，为日圆带来支持。

尽管我们认为第三季的承险环境温和，但相信经济出现惊喜的国家，其货币有望升值，尤其是市场已经历了长时间的不明朗。因此，我们不会转为看好整个新兴市场地区，反而严格筛选个别新兴市场，并认为可提供高收益机会的货币仍然拥有强劲的升值潜力，因此我们看好巴西雷亚尔。

大宗商品

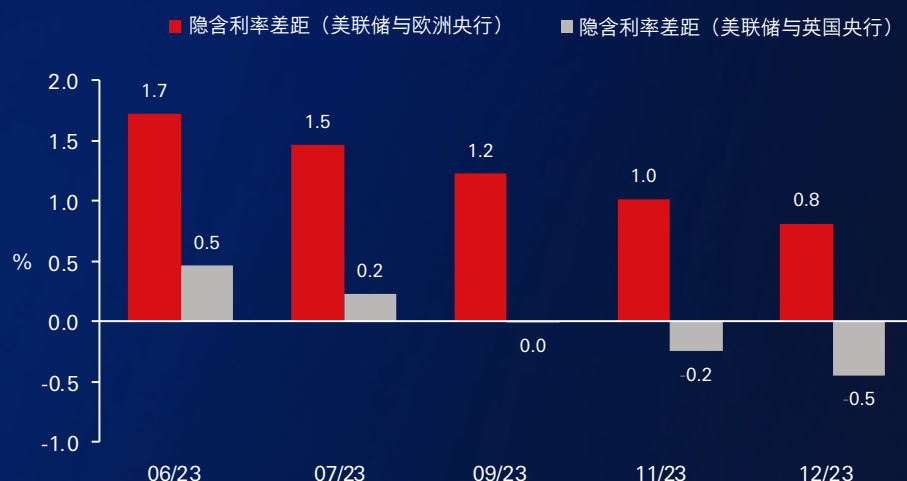
受惠美元回落和利率预期回落，黄金价格目前在高位。另一方面，通胀降温和市场环境改善限制了对实金和投资的需求。我们认为，随着发达市场的加息周期接近尾声，黄金价格将继续在区间徘徊，但环球利率偏高带来不利因素。

由于工业板块的需求增加，实体白银的供求差距将在未来数月扩大。然而，正如黄金一样，我们认为非收益型资产仍将受累环球利率偏高。

此外，石油市场大致平衡，因为石油输出国组织与夥伴国（OPEC+）保留在需求增加（例如：中国需求上升）时取消减少供应的选择。虽然目前石油板块供应稍微短缺，但上述措施应有助控制油价。

综上所述，我们对黄金、白银和石油维持中性观点。

市场预期联储局与欧洲央行和英伦银行之间的息差将收窄，使美元进一步走弱



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

随着美元走弱，黄金价格升至接近五年高位

每盎司美元



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。过往并非未来表现的可靠指标。

美元弱势是刺激十国集团货币近期升值的主因之一

以100为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。过往并非未来表现的可靠指标。

对冲基金

去年，对冲基金的表现肯定其价值，在股票和债券大幅下跌之下，为投资组合提供了保护。随着环球承险意欲在今年改善，对冲基金的回报也随之反弹，灵活多元的对冲基金投资组合的表现应继续良好。我们聚焦多元的投资策略，并青睐1) 全权委托宏观经理；2) 股票市场中性策略；3) 净持仓水平偏低或以亚洲为重心的好淡仓股票策略；4) 结构式企业债券；以及5) 多元策略和多元经理策略。

在2022年非常严峻的市场环境下，对冲基金的回报大致持平，但已远胜债券或股票的回报。在今年年初至今，股市扬升和承险意欲改善，带动对冲基金表现，但策略表现的排名出现变化，好淡仓股票经理的回报显著。

美国的银行倒闭，市场忧虑放贷标准收紧，加上利率预期下跌，以及3月份市场波动加剧，都明确提醒投资者需要定期调整持仓。全权委托宏观经理为应对联储局采取强硬政策而作出部署，其利率投资回吐部分表现。追踪趋势投资策略的债券短仓录得亏损，但持有「长远派出高比例现金流」风险资产的经理则表现亮丽，例如：侧重科技板块的好淡仓股票策略。

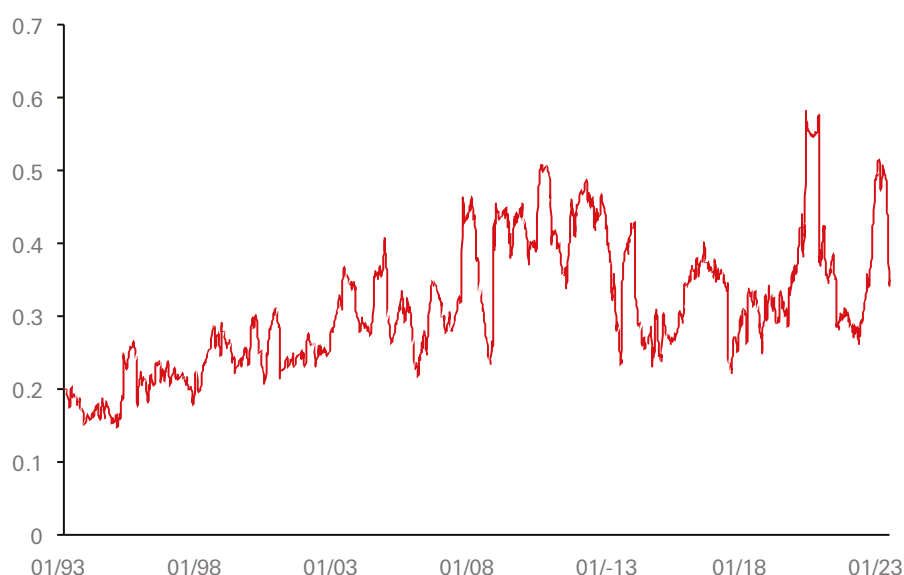
展望后市，这对多元策略对冲基金投资组合的配置师来说有何启示？首先，稳妥的风险管理原则至关重要，但这已在宏观和多元投资组合经理策略中经过测试，并普遍取得满意的结果。其次，无论是对冲基金投资方案，还是更广泛的多元资产投资方案，分散投资同样至为关键。资产

配置师没有忽略这一点，并认为对冲基金在2023年对投资组合有重大价值，因而增持对冲基金。

基于多项因素，我们继续看好全权委托宏观经理的前景。利率走势、加息次数及其对通胀预期和经济增长的影响仍欠明朗，为投资经理创造机遇。尽管债券在3月曾短暂急剧波动，为个别宏观经理带来挑战，但其后波幅已经收窄。以芝加哥期权交易所波幅指数为代表的股市波幅正处于20-30的区间，继续有利策略的持仓部署。

我们对系统策略的观点维持不变。我们对管理期货配置的前景持中性观点，主要基于以下观察：众所周知，整个资产市场的长期和短期趋势难以预测。就管理期货策略而言，我

承险/ 避险指标



资料来源：汇丰环球私人银行、彭博资讯、Refinitiv Datastream (截至2023年5月24日)。相关度指标量度股票、企业债券、利率、外汇和大宗商品等资产之间的相关度强弱。

们仍偏向入场门槛通常较高的另类投资市场。我们对股票市场中性策略持温和看好的观点，原因是在挑选资产时，股票与其他资产的价格差距持续高于平均。考虑到建仓成本增加，我们依然认为具有规模的经理将保持营运优势。

好淡仓股票方面，我们以偏低净持仓和可变净持仓策略划分投资前景。地区方面，我们将亚洲与世界其他地区作区分，以反映亚洲区相关投资范畴的构成。基于当前市况，以及对未来六个月风险资产市场环境的预测，我们对偏低净持仓策略持温和看好的预测，但对可变净持仓策略的前景持不太积极（温和看淡）的观点。亚洲的温和看好前景建基于估值有利，以及区内货币/ 财政政策的自由度较大。

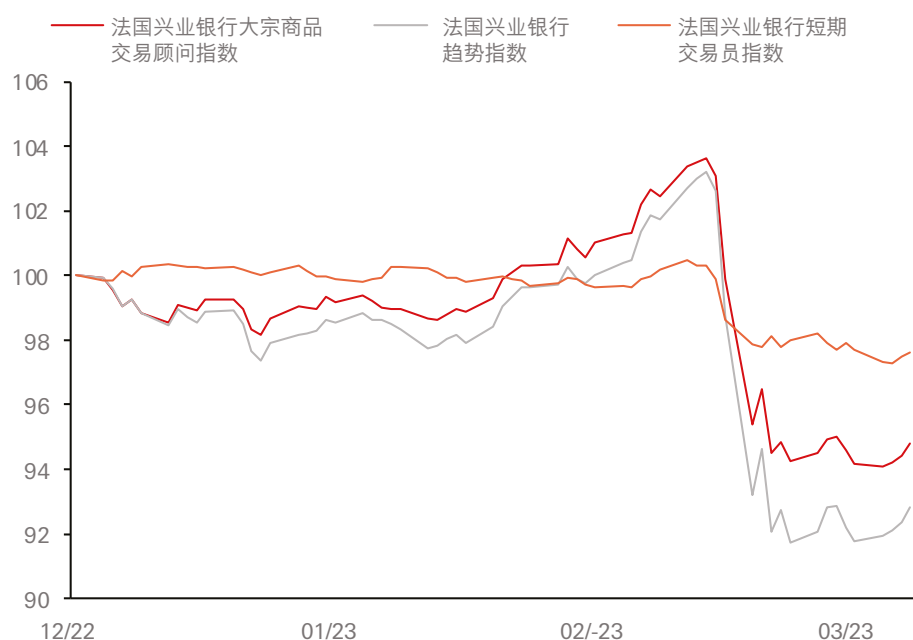
在2023年第一季，有两项明显因素影响事件主导经理的机遇：企业活动在期内的走势，以及维权活动的发生率。就前者来说，环球并购活动在2023年第一季急跌至十年低位，按年减少44%，反映资本市场步入冬眠期，但维权活动的数量意外急增，有助缓和这种局面。企业债券方面，大多数分类成份在季内有所改善，尤其是贷款，但利差仍吸引。市场尚未进入违约周期，但违约发生率的预测表示机会即将出现。我们对事件主导策略的整体前景维持中性观点，并对大多数企业债券策略的前景持温和看好观点，惟结构式企业债券除外。

我们继续看好多元策略和多元投资经理的营运环境，其中大部分经理顺利应对3月份的波动市况，并在第

一季实现正回报。展望后市，宏观和系统股票市场中性分属策略的机遇可望在未来数季推动回报。

追踪趋势投资策略在2023年第一季急剧波动

以100为基础



资料来源：汇丰环球私人银行、法国兴业银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

私募市场

尽管面对宏观经济不利因素，我们仍然认为私募基金市场可继续保持长期增长和领先公开市场的表现。欧洲仍有大量集资活动，在有限责任合夥人更加审慎和有选择性的情况下，较大型和优秀的基金经理仍可实现全数资金配置。在2023年，出售资产的步伐放缓，原因是一般责任合夥人仍继续耐心等待市况改善，但这有助推动第二市场交投畅旺。即使投资组合的资产净值下跌，私募基金表现大幅领先公开股票市场。整体而言，对于有意部署投资的投资者来说，我们高度看好私募基金资产类别，并继续强调与同业最佳基金经理一起投资的重要性。

在2023年至今的集资活动碎片化，欧洲至今表现向好，美国则较为淡静。由于市场的分派步伐减慢、

借贷成本上升和分母效应持续，使资本受到限制，许多有限责任合夥人在作出新的资本承担时仍审慎行事。当分析集资金额时，这情况尤其明显，在2023年第一季筹集10亿美元以上的欧美基金数目较2022年增加70.5%，可见投资者偏好大型优质并经验丰富的基金经理。

第一季和第二季的交易至今的结果不一。在美国市场，2023年第一季的交易数目较上季减少9.3%，整体交易价值则较2022年第四季上升11.4%。欧洲的情况亦相若，第一季的交易价值和交易数目分别按季下跌8.7%及3.7%。欧美市场的趋势同样是私募基金经理需要适应更严峻的宏观经济环境，通过缩小交易规模，令交易更容易进行融资和消化。重要的是，规模超过10亿美元的「超大型

交易」比2022年大幅减少。从执行的交易类型分析，与这趋势保持一致。

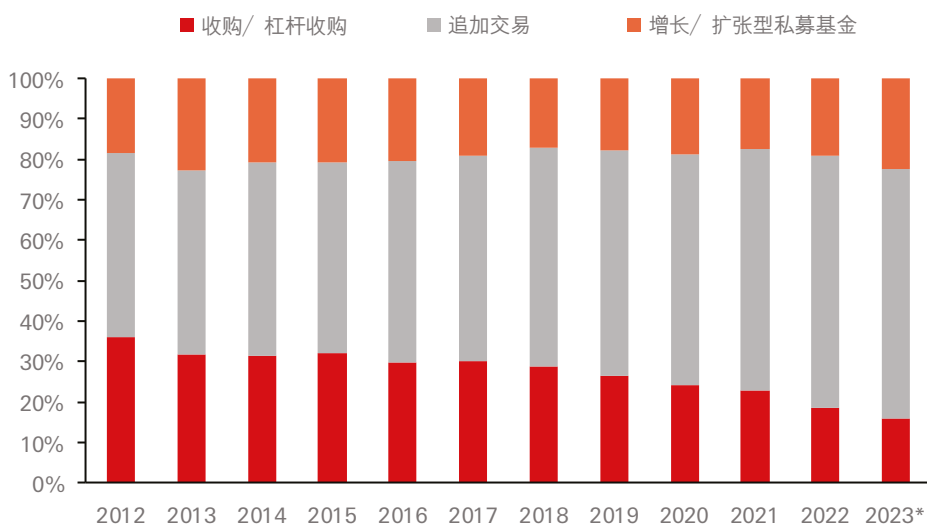
在2023年第一季，增长型股本和追加交易（规模通常小于收购和杠杆收购）占美国交易的84.1%，对比疫情前的73.5%。然而，展望未来，我们认为环球市场的波动加剧、错配和干扰将为机会型和「出现经营困难」经理策略提供有利的投资环境。

私募基金在2023年初的出售活动相当淡静，尤其是美国市场，2023年第一季出售资产的价值和数目分别按季下跌31.6%和30.5%。从环球角度来看，通胀居高不下，利率上升，令一般责任合夥人面对不利的估值调整，造成较为不利的销售环境。然而，作为一种资产类别，私募基金的一个优势是基金经理可灵活制定出售策略，无需被迫进行出售。2023年至今的情况依然如此，许多一般责任合夥人选择持有投资组合资产并继续耐心等待，直至出售环境改善。

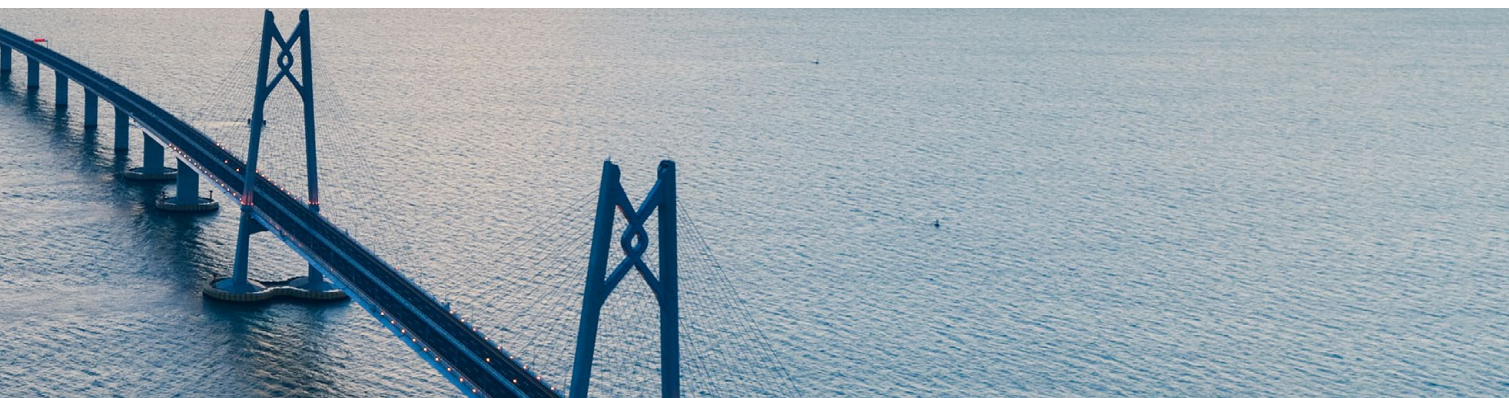
第二市场在经历两年创纪录的投资部署后，继续受惠第一市场出售活动减少的趋势。在2010年，即只是十多年前，第二市场的交易量约为100亿美元，但在2021年和2022年分别达到1,320亿美元和1,080亿美元，2023年的交易步伐应会相若。交易活动增加的其中一个原因是定价，与2021年比较，目前许多达成协议的二级市场交易定价的折让都较面值大很多，因为考虑到市场波动和

私募基金分布（按交易类型，美国）：收购和杠杆收购减少

私募基金数目（按规模，美国和欧洲）



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。



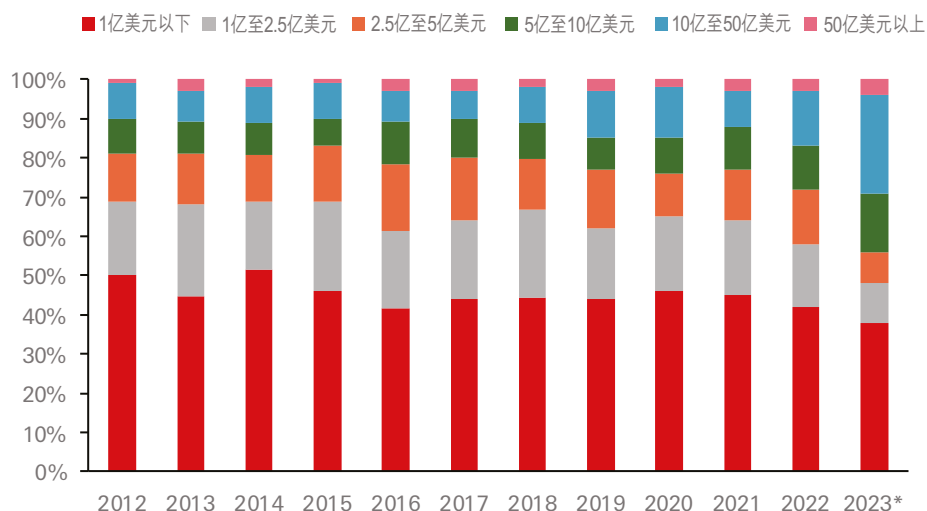
宏观不明朗因素，卖方需要调整预期以包含更大的风险溢价。其他影响因素包括有限责任合夥人对流动资金需要的增加，以及一般责任合夥人有意

通过集资来进行分配，继而令有限责任合夥人和一般责任合夥人主导的交易需求增加。

与过去数年比较，2022年环球

私募基金表现较为失色。初步数据估计2022年第四季下跌0.2%，使2022财年的表现上升3.1%（包括第四季的初步数据），明显优于在2022年下跌18.1%的MSCI发达市场指数。影响私募基金近日表现的因素包括：借贷成本上涨，以及折让因素较大令私募基金资产估值被下调，使投资组合的资产净值下降。就地区而言，欧洲私募基金市场最具韧性，2022年回报率为3.3%，其次是美国的2.9%，亚洲则下跌2.3%。

私募基金分布（按交易类型，美国）：收购和杠杆收购减少



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

相比过去数年，私募基金的2022年季度回报（总内部回报率）疲弱



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

房地产

利率上升继续推高房地产收益率，并为房地产价值带来下行压力。准买家与卖家之间对价格预期的差距仍相当大。至今，出现困难的卖家不多，但预期将会增加，因为贷款再融资的浪潮席卷而来。然而，目前房地产租户的基本因素仍相对稳健（办公室板块除外），因其出租率仍高，新供应有限，而且多个板块的现有租金低于市场租金，尤其是物流。由于长远收益回报至为重要，因此我们偏好出租率高而且主题需求影响因素强劲的板块，包括物流、住宅，以及生命科学和仓储等其他板块。我们继续看淡办公室。

虽然利率大幅上升持续推高房地产收益率，但有别于其他流通性较高的资产类别，例如：股票和债券，房地产收益率（和资本价值）需要更长时间进行调整。市场价值难以准确评估，反映房地产相对缺乏流通性和透明度。资产估值一般基于可比较的交易证据，但买卖双方之间的价格预期存在巨大差距，因此交易证据不足。

投资活动在2022年下半年明显放缓，动力减弱的趋势延续至2023年首数月，原因是在许多类别和地区，房地产收益率相对无风险利率回报的差距收窄至历史低位。此外，由于债券的总成本（包括放贷人的利润率）高于房地产收益率，因此在目前的房地产收益率水平，债券投

资者并不热衷。根据RCA的数据，2023年首季环球投资录得2012年首季以来最疲弱的第一季度数据。全球方面，2023年首季的投资活动较十年平均低46%，欧洲的跌幅最严重（-58%），其次是北美洲（-40%）和亚太区（-37%）。

目前，市场上有困难的业主不多，因为租户准时交租，业主也准时偿还贷款。然而，由于投资者需要以远高于到期贷款的利率再融资，加上资本价值下跌，使贷款与估值比率超出契约所订的水平，越来越多资产可能需要放售。尽管如此，目前我们预期资产需要割价求售的浪潮不及2008年/2009年环球金融危机般严峻，当时美国次级房贷市场崩溃使放贷环境冰封。时至今日，贷款与估值比率下降，而且放贷人愿意与投资者磋商，通常把贷款延期两年，而非收回物业。

大部分市场的房地产价值持续下跌，但英国的跌势最急速。MSCI英国每月房地产指数显示，在2022年6月至2023年2月期间资本价值下挫21%。然而，3月份公布的数据显示资本价值轻微上升，尽管升幅只有0.2%。因此，从定价角度来看，英国显得相对吸引。

其他市场的资本价值跌幅至今相对轻微。MSCI的美国数据显示，截

至2023年第一季，美国的资本价值下跌约10%，欧洲大陆的跌幅则在英美两国之间。亚洲的价值最强韧，但这主要由于日本仍处于低息环境。日本央行新任行长表示，低息政策将会持续，至少就目前而言。

与投资市场相反，除办公室板块外，目前房地产租户的基本因素相对稳健，因其出租率偏高，新供应有限，为许多市场的租赁指数均带来正面影响，而且多个板块的目前的租金低于市场租金，在续租时可望提高净收益。

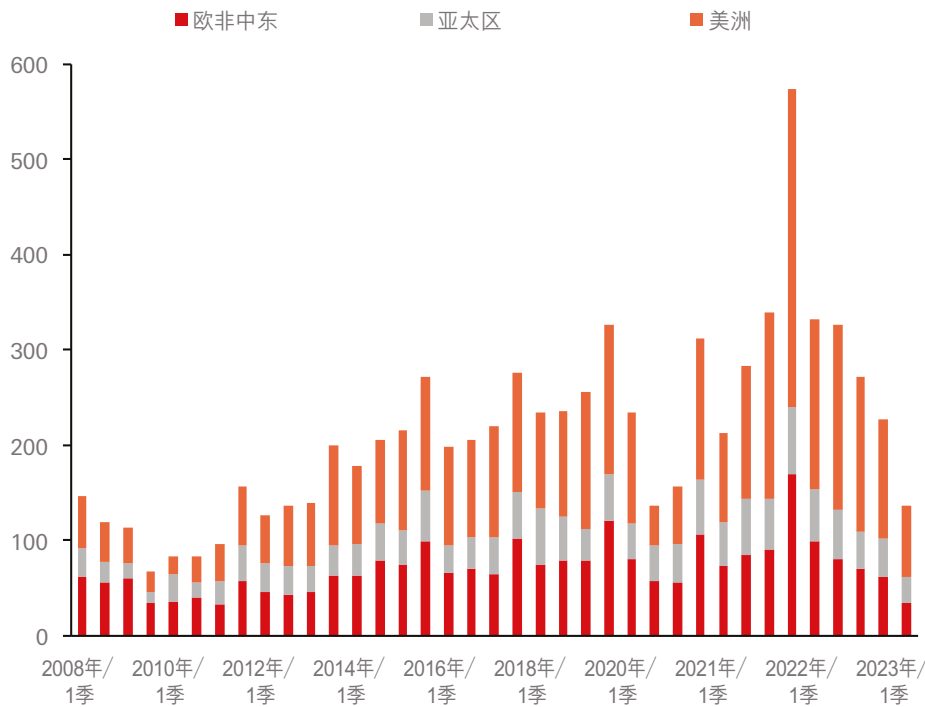
尽管租户的基本因素稳健，但房地产与国债之间的收益率差距仍处于历史低位，预料资本价值将进一步下跌——即使近年利差扩大是由量化宽松的人为因素引致。此外，预期利率上升最终将打击实体经济，可能影响房地产的基本因素和租金前景。

虽然直接房地产的整体前景面对挑战，但不同地区和板块的表现将出现差距，很可能为有能力把握市场错配机会的投资者提供机遇。此外，收益的重要性不容忽视。例如，根据MSCI的资料显示，长远来说英国和美国的收益回报占总回报的65%至70%之间。展望未来，出租率最高和主题需求影响因素最强劲的板块应可带来最可观回报。

物流仍是看好的板块，因其出租率仍高，而且随着最近租金增长，许多市场现时的租金均远低于市价。出租率高兼具主题有利因素的其他板块包括：住宅和生命科学及仓储等其他板块。

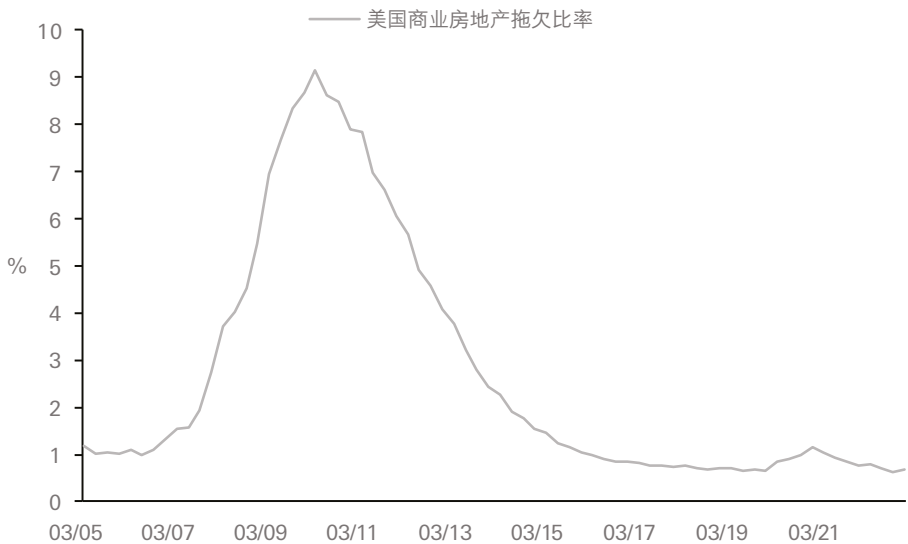
我们最看淡的依然是办公室，原因是租户转向遥距工作模式，减少空间需求，科技和银行板块租户缩减支出也使情况恶化。此外，最近的人工智能发展使「白领」工种面对重大威胁，因为日常而重复的工作将日渐自动化。

房地产投资金额偏低限制市场定价，但我们预料价格将进一步下挫
金额 (10亿美元)



资料来源：RCA、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

虽然房地产多年来一直面对结构挑战，但目前的拖欠比率非常低



资料来源：联储局、汇丰环球私人银行（截至2023年5月24日）。

免责声明

风险披露

投资债券的风险

在投资债券之前，应考虑若干关键事项。这类投资的特殊风险可能包括（但不限于）：

信用风险

投资者承担发行机构的信用风险。此外，投资者亦要承担政府及/ 或由政府担保的债券受托人的信用风险。

高收益债券所涉风险

高收益债券的评级一般低于投资级别债券，或者没有评级，因此发行机构的失责风险也较高。如高收益债券基金投资的任何高收益债券失责，或者利率出现变化，高收益债券基金的净资产值或会下跌或者受到不利影响。高收益债券基金的特点或风险可能同时包括：

- 资本增长风险 — 部分高收益债券基金或以资本支付费用及/ 或收入，基金可用作未来投资的资本和资本增长或因此减少；以及
- 股息分派 — 部分高收益债券基金或不分派股息，而会将股息再投资于基金，另一方面，投资经理或有酌情权决定是否将基金的收入及/ 或资本分派。此外，高分派率并不表示总回报为正数或回报率较高。
- 容易受经济周期影响 — 在经济不景时，该等金融工具的价值下跌幅度一般较投资级别债券更大，原因是：(i) 投资者更趋向避险，而且 (ii) 失责风险上升。

与次级债权证、永续债权证、或有可转换债权证或自救债权证有关的风险

- 次级债权证 — 发行机构次级债权证持有人承担的风险高于高级债券持有人，因为在发行机构清盘时，次级债权证持有人的索偿顺序后于高级债权证持有人。
- 永续债权证 — 永续债权证时常是可通知赎回，没有到期日，且属于次级。投资者或面对再投资风险和后偿风险。在若干情况下，投资者或会损失全数已投资本金。利息支付可予变动、延迟或取消。投资者收到上述付款的时间和款额可能并不确定。
- 或有可转换债权证或自救债权证 — 或

有可转换债和自救债权证是混合了债券和股本的工具，在出现触发事件之时，可以注销或转换为普通股。或有可转换债权证指包含一条条款，要求在触发事件出现时，将可转换债券注销或转换为普通股。这些债券一般吸收亏损，发行机构继续营运（即在失去存活能力界点之前）。「自救」一般指 (a) 合约机制（即合约自救），根据此机制，债权证包含一条条款，要求在触发事件出现时，将债权证注销或转换为普通股，或者 (b) 法定机制（即法定自救），由国家的破产管理机构因应具体情况，进行注销或转换为普通股。在失去存活能力界点时，自救债权证一般吸收亏损。这些特点可以为投资者带来显著风险，投资者或会损失全数已投资本金。

或有可转换证券 (CoCo) 或自救债权证是高度复杂和高风险的混合型资本工具，其合约条款列明非一般的吸收亏损特点。

投资者应注意，其资本承受风险，可能损失部分或全部资本。

法例及/ 或规定改变

法例及/ 或规定可以影响投资的表现、价格及按市价计值。

国有化风险

在国有化之后，票息和本金的按时支付存在不明朗因素，而且，债券的偿还等级也有被改动的风险。

再投资风险

利率下跌会影响投资者，因为将所获得的票息和本金的回报再投资时，利率可能较低。利率、波幅、信用价差、评级机构行动、承接力和市场情况的变化，或会对价格、按市价计值和阁下的整体投资造成负面影响。

点心债的风险披露

尽管国债可能受中央政府担保，投资者应注意：除非另有注明，其他人民币债券不会受中央政府担保。

人民币债券以人民币结算，汇率变化可能对有关投资的价值产生不利影响。债券到期时，阁下可能无法取回相同金额的港元。

即使人民币债券在香港挂牌，也可能

没有活跃的第二市场，故此，阁下需要面对若干程度的流通性风险。

人民币受外汇管制，在香港并非自由兑换。如中国中央政府收紧控制，人民币的流通性甚至在香港人民币债券将受影响，阁下可能因此承受较高的流通性风险。投资者应有准备可能要持有人民币债券直至到期。

另类投资

对冲基金 — 请注意，对冲基金不时进行杠杆和其他投机性投资操作，可能增加投资亏损的风险。此外，其流通性可能甚为不足，无须定期向投资者提供定价或估值资料，并可能涉及复杂的税务结构，以及延迟分发重要资料。另类投资通常不受制于与例如互惠基金等相同的监管规定，而且费用通常偏高，可能会抵销交易盈利（如有）。

私募基金 — 请注意，私募基金通常流通性不足，而且涉及长线投资，并不显示常见于其他投资（如：挂牌证券）的特点一流通性及透明度，可能需要一段时间才可以将资金作投资（困住现金），以及在最初的亏损后要一段时间才产生回报。

新兴市场的风险披露

投资新兴市场可能涉及若干额外风险，这些额外风险在投资较成熟的经济体系及/ 或证券市场时，一般不会出现。这些风险包括：(a) 资产被国有化或没收；

(b) 政治及经济不明朗；(c) 证券市场的流通性偏低；(d) 货币汇率波动；

(e) 通胀率较高；(f) 当地证券市场监管机构的监管较不严谨；(g) 证券交易的结算期较长；以及 (h) 在企业高层人员责任和投资者保障方面的法规较粗略。

外汇保证金交易的风险披露

受若干市场情况及/ 或出现若干事件、消息、发展的影响，外汇价格的移动幅度可能很大，此举或会为客户带来严重风险。使用杠杆的外汇交易承担相当高风险，客户蒙受的损失可能超过开盘保证金。市场情况或不允许将外汇合约/ 期权平仓。如相关货币的汇价走势不利客户，客户有可能要面对追加巨额保证金，因而出现流动资金问题。

产品的杠杆操作可能不利阁下，而且亏损可能超出进行直接投资的产品。若投资组合的市值跌至某个幅度，可能引致抵

押品的价值无法再覆盖所有未偿还贷款金额。这意味投资者可能须迅速回应追加保证金的要求。若投资组合的回报低于其融资成本，杠杆操作可能削弱投资组合的整体表现，甚至产生负回报。

货币风险 – 产品与其他货币相关

投资的计值货币如有别于阁下的本国货币或报告所采用的货币，汇率变化可能对阁下的投资不利。

人民币所涉风险

人民币产品涉及流通性风险，尤其是如该投资没有活跃的第二市场，而其价格的买卖差价亦较大。

人民币目前不可自由兑换，通过在香港和新加坡的银行兑换人民币须符合若干限制。在香港和新加坡交收以人民币计值及结算的人民币产品，与在中国内地交收的人民币属不同市场。

如本行由于外汇管制或对此货币实施的限制而无法及时取得足够金额的人民币，客户有机会在结算时不能获得全数金额的人民币。

低流通性市场/ 产品

如投资没有认可市场，投资者或难以出售其投资或取得投资价值或所承担风险情况的可靠资讯。

环境、社会及管治(ESG) 客户披露

整体而言，「可持续投资」包括在不同程度上考虑环境、社会及管治和/ 或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们分类为「可持续」的个别投资可能正在改变，以实现更好的可持续发展成果。

并不保证可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。可持续投资或会偏离传统市场基准。

此外，可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。可持续投资和可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) 投资的可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；或 (b) 可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。

可持续投资是一个不断发展的领域，正

在建立新的监管框架，这将影响可持续投资的分类或标签方式。今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。

重要通知

以下受限于当地规例（如有）

本文件是由汇丰私人银行编制的市场推广通讯。汇丰私人银行乃汇丰集团主要的私人银行业务。汇丰旗下不同的法律实体可以在符合当地监管规定的前提下，进行国际私人银行业务。本文件内所列服务可以由汇丰私人银行内或汇丰集团内的不同成员提供。汇丰集团成员可能买卖本刊内提及的产品。

本文件并不构成金融工具指令内的欧洲市场的独立的投资研究 (MiFID) 或其他相关法律规定，而且在发放前并没有受到禁止。特定金融工具或发行机构的任何提述并不代表汇丰私人银行明示或暗示的观点、意见或建议，仅供参考。本文件内所载资料旨在用作汇丰私人客户的一般传阅用途。本文件内容可能不适合阁下的财务状况、投资经验及投资目标，就本文件内向阁下介绍的任何金融工具或投资策略是否适合或适当，汇丰私人银行并不作任何陈述。

本文件仅供参考，并不构成亦不应理解为本行向阁下作出的任何类型的法律、税务或投资的咨询意见，招揽及/ 或建议，也不是本行要约或邀请阁下认购、买入、赎回或卖出任何金融工具，或就上述工具订立任何交易。如阁下对任何投资存在疑虑，或未能肯定投资决定是否适当，应联络阁下的客户经理，或向合适的专业顾问咨询有关的财务、法律或税务意见。阁下不应单独根据任何文件作出投资决定。

本文件乃取自汇丰私人银行认为来源可信但可能未予独立核实的资料。文内资料乃本着诚信编制，当中包含被认为来源可靠的资料，惟并没有明示或默示的表述或保证，亦不会获明示或默示的表述或保证。汇丰私人银行或汇丰集团任何部分或任何其各自的高级职员、雇员、代理现在或将来也不承担本文件准确性或完整性的责任或法律责任。

阁下须注意：任何投资的资本价值及其收益皆可升可跌，因此阁下可能无法收回全数投资金额。往绩并非未来表现的指标。前瞻性陈述、表达的观点和意见、提供的预测均为汇丰私人银行于本文件刊发时的最佳判断，仅作为一般评论，并不构成投资建议或回报保证，而且不一定反映其他市场参与者的观点和意见，可随时变更，无需另行通知。实际表现与预测/ 估计可能有很大差距。

外国证券附带特别风险，例如：货币波动、交易市场较不发达或较低效率、政局不稳、缺乏公司资料、审计及法律标准不同、市场波动及流通性可能较低。

投资新兴市场可能涉及若干额外风险，这些额外风险在投资较成熟的经济体系及/ 或证券市场时，一般不会出现。这些风险包括：(a) 资产被国有化或没收；(b) 政治及经济不明朗；(c) 证券市场的流通性偏低；(d) 货币汇率波动；(e) 通胀率较高；(f) 当地证券市场监管机构的监管较不严谨；(g) 证券交易的结算期较长；以及 (h) 在企业高层人员责任和投资者保障方面的法规较粗疏。

部分汇丰办事处只可以作为汇丰私人银行的代表处，因此不得销售产品和服务，亦不得向顾客提供咨询意见，只可以作为联络点。如有需要，客户可索阅详细资料。

在英国，HSBC UK Bank plc 获准发放本文件，其私人银行的办事处位于 8 Cork Street, London (邮编：W1S 3LJ，登记地址为 1 Centenary Square, Birmingham, B1 1HQ)。HSBC UK Bank plc 在英格兰注册，号码为 09928412，客户应注意《金融服务及市场法案 2000》项下保障投资者的条例及规定（包括《金融服务赔偿计划》），并不适用于汇丰集团在英国以外办事处的投资业务。本刊乃《2000 年金融服务及市场法》第 21 节所指的「金融推广」，并根据《金融推广条例》，经批准由 HSBC UK Bank plc 在英国发放。HSBC UK Bank plc 获审慎监管局授权，并受金融行为监管局及审慎监管局监管。

在根西，本材料由 HSBC Bank plc 根西分行 HSBC Private Banking (C.I.) 发放，该根西分行持有根西银行、保险中介人及投资业务金融服务委员会的牌照。在泽西，本材料由 HSBC Bank plc 泽西分行的分支机构 HSBC Private Banking (Jersey) 刊发，位于 HSBC House, Esplanade, St. Helier, Jersey (邮编：JE1 1HS)。HSBC Bank plc 泽西分行受泽西金融服务委员会（银行、一般保险调解、基金服务及投资业务）监管。在马恩岛，本材料由 HSBC Bank plc 刊发，位于 HSBC House, Ridgeway Street, Douglas, Isle of Man IM99 1AU。HSBC Bank plc 持有马恩岛金融服务监督管理局的牌照，并受其监管。HSBC Bank plc 在英格兰及威尔斯注册，号码为 14259，注册办事处位于 8 Canada Square, London, E14 5HQ，获 审慎监管局授权，并受金融行为管理局及审慎监管局监管。

在法国，本材料由 HSBC Private Bank

Luxembourg 法国分行 (SIREN 911 971 083 RCS Paris) 发放。汇丰私人银行在法国接受 Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (审慎控制及决议管理局) 的审批和管制。汇丰私人银行为 HSBC Private Bank (Luxembourg) S.A. 的分行，地址为 18 Boulevard de Kockelscheuer L-1821 Luxembourg，是一家股本为 150.000.000 欧元的卢森堡上市有限公司，RCS Luxembourg : B52461，巴黎银行及保险中介交易及企业登记，Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances [向保险中介注册组织登记，号码 2011CM008 (www.orias.fr)，社区内 VAT 号码 FR 707 756 702 84]。汇丰私人银行在法国的注册办事处地址为 38, avenue Kléber 75116 Paris- FRANCE；电话：+33 (0) 1 49 52 20 00。

本市场推广材料由汇丰私人银行(瑞士)有限公司 (HSBC Private Bank (Suisse) SA) 在瑞士或从瑞士发放。HSBC Private Bank (Suisse) SA 受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管，办事处位于瑞士日内瓦 Quai des Bergues 9-17, 1201。本文件并不构成独立财务研究，而且未按瑞士银行公会的《独立财务研究指令》或任何相关机关的法律编制。

在阿布达比环球市场 (ADGM)，本材料由 HSBC Bank Middle East Limited ADGM 分行 (PO BOX 113027, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi) 发放，后者受阿布达比金融服务监督管理局 (FSRA) 监管，并受杜拜金融服务管理局的主要监管。本文件内容以 FSRA 定义的专业客户为对象，只可由符合此准则的人士据此行事。

在杜拜国际金融中心 (DIFC)，本材料由 HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC 分行 (P.O. Box 506553 Dubai, UAE) 发放，后者受杜拜金融服务管理局 (DFSA) 和瑞士金融市场管理局监管。HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC 分行只与符合 DFSA 定义为专业客户的客户进行交易，本简报亦仅以专业客户为对象。

在南非，本材料经由南非储备局 (SARB) 批准的 HSBC Private Bank (Suisse) SA 南非代表处 (登记号码为 00252) 发放，并获南非金融板块行为管理局 (FSCA) 注册的认可金融服务供应商 (FSP) (FSP 号码 49434)。代表处的登记地址为：2 Exchange Square, 85 Maude Street, Sandown, Sandton。

在巴林和卡塔尔，本材料由 HSBC

Bank Middle East Limited 的相关分行发放。HSBC Bank Middle East Limited 接受各自在当地的中央银行 (分别为巴林中央银行和卡塔尔中央银行) 监管，并受杜拜金融服务管理局的主要监管。

在黎巴嫩，本材料由 HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L. 发放。HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L. 获资本市场管理局发出金融中介公司牌照 (Sub N° 12/8/18)，进行投资顾问及安排活动，登记地址为 Centre Ville 1341 Building, 4th floor, Patriarche Howayek Street, Beirut, Lebanon, P.O.Box Riad El Solh 9597。

在香港及新加坡，本文件内容未经香港或新加坡任何监管机构审阅及批准。汇丰私人银行为香港上海汇丰银行有限公司 (Hongkong and Shanghai Banking Corporation) 的分支机构。在香港，本文件由香港上海汇丰银行有限公司因应其在香港的受监管业务而发放。在新加坡，本文件由香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行发放。香港上海汇丰银行有限公司及香港上海汇丰银行有限公司的新加坡分行均为汇丰银行的一部分。本文件并非旨在向香港及新加坡的零售投资者发放，亦不得向其发放。收件人须为香港《证券及期货条例》内定义的专业投资者，或新加坡《证券及期货法》内定义的认可投资者或机构投资者或其他相关人士。就本刊产生的任何事宜或本刊相关的任何事宜，请联络香港上海汇丰银行有限公司或香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行的代表。

部分产品只向根据香港《证券及期货条例》的专业投资者或新加坡《证券及期货法》定义的认可投资者、机构投资者或其他相关人士提供。如欲了解详情，请与客户经理联络。

撰写本文件时，并未考虑任何特定人士的具体投资目标、个人情况和个别需要。如需要在香港进行跨境规定 (取决于阁下的居籍地或成立地) 所允许的合适性评估，本行将采取合理步骤，确保有关招揽及/或建议合适。在任何其他情况下，就任何投资或其他订立的交易，阁下负责自行评估及信纳其符合阁下的最佳利益，且适合阁下。

在任何情况下，本行建议阁下须小心审阅相关投资产品及发行文件、汇丰的《标准章程》、《开户手册》内所列的「风险披露声明」，以及上述文件内载有或附有的所有通知、风险警告及免责声明，并且明白及接受其性质、风险和规管相关交易的条款及条件，以及任何涉及的保证金要求，然后才作

出投资决定。除依赖汇丰在香港作出的任何合适性评估 (如有)，阁下应考虑自己本身的情况 (包括但不限于：阁下以为公民、居留、居籍之国家法律下可能出现的税务后果，法律要求、任何外汇限制或外汇管制要求，因其可能与认购、持有或处置任何投资有关)，自行判断个别产品对阁下是否恰当，在恰当情况下，阁下应考虑咨询专业顾问意见，包括：因应阁下的法律、税务或会计状况。请注意：文内资料无意用作协助阁下作出法律或其他咨询问题的决定，亦不应以此作为任何此类决定的基础。阁下如对任何产品或产品类别或对金融产品的定义有任何疑问，请与您的客户经理联络。

在卢森堡，本材料由 HSBC Private Banking (Luxembourg) SA 发放。HSBC Private Banking (Luxembourg) SA 位于卢森堡 18 Boulevard de Kockelscheuer，(邮编 L-1821)，受卢森堡金融业管理局 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 监管。

在美国，汇丰私人银行业务乃汇丰集团主要私人银行业务子公司在世界各地进行私人银行业务的市场推广名称。在美国，汇丰私人银行通过美国汇丰银行 (联邦存款保险公司会员) 提供银行服务，通过 HSBC Securities (USA) Inc. 提供投资及若干保险产品，包括年金。HSBC Securities (USA) Inc. 乃纽约证交所、FINRA / SIPC 会员，并为美国汇丰银行的联营公司。在加利福尼亚州，HSBC Securities (USA) Inc. 以 HSBC Securities Insurance Services (牌照号码 #: OE67746) 经营保险业务。HSBC Insurance Agency (USA) Inc. 为美国汇丰银行全资附属子公司，提供终身保险、定期保险及其他险种。不同州份提供的产品和服务或有分别，而且并非在所有州份提供。加利福尼亚州的牌照号码为 #: OD36843。

投资产品：不属于存款或本行或任何联营机构的其他义务，亦未向联邦保险公司投保，且不受任何美国联邦政府机构保障，本行或其他联营机构并不作任何保证，同时须承担投资风险，包括可能损失投资本金。

在澳洲—阁下如在澳洲收到本文件，有关产品及服务乃由香港上海汇丰银行有限公司 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 向「批发」客户 (定义见《企业法案 2001》) 提供。任何提供的资料均属一般性质，并没有考虑阁下的个人需要及目的，亦没有考虑投资是否适合。香港上海汇丰银行有限公司并非注册税务代理，其本意并非提供任何税务意见或服务，亦没有提供任何税务意见或服务。阁下不应依赖本文件提

供的资料用作确定阁下的税务负债、责任、权利，并应咨询注册税务代理的意见，以决定阁下的个人税务责任。

在德国，本材料由HSBC Trinkaus & Burkhardt, GmbH发放。HSBC Trinkaus & Burkhardt, GmbH受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht监管，办事处位于Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf, Germany。《通用数据保障条例》(GDPR)自2018年5月25日起在所有欧盟成员国生效。本行最新的私隐政策载于HSBC Germany网站。如果没有明确注明，在计算表现统计数据时，并无考虑交易成本和(如适用)托管费，但两者均对表现统计数据造成负面影响。例如，若初始投资金额为1,000欧元，每次进行买卖的交易成本为1.00%，托管费为每年0.50% (实际费用结构请参阅本行的价格及服务收费表)，即五年投资期的表现将扣减45欧元。

在中国内地，本文件由汇丰银行(中国)有限公司【汇丰中国】向其客户发放，并只属参考性质。本文件并没有合约价值，而且并非亦不应理解为要约、邀请要约或游说认购、买入或卖出任何投资或订购参与任何服务，汇丰中国并非据此建议或游说进行任何行动。

HSBC Bank Middle East Limited【HBME】阿联酋分行受阿联酋中央银行监管，至于本次推广，则主要受迪拜金融服务管理局监管。HBME部分金融服务和活动受阿联酋的证券及大宗商品管理局监管(牌照号码：602004)。

阁下的居住地如并非阁下持有户口的汇丰实体所在地，请浏览汇丰环球私人银行网站 > 免责声明 > 跨境免责声明，以了解因应阁下居住地的跨境考虑事项。

未经HSBC UK Bank plc书面同意，不得以电子、机械、影印或录制或其他任何方式或任何方法，将本文件任何部分复制、储存于检索系统或传送。

本行私人银行实体的完整清单已上载于本行网站。

版权所有 © HSBC 2023

保留所有版权。

(中英文本如有歧异，概以英文本为准)

