

复杂世界中 发掘新机遇

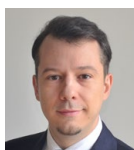
投资展望

2024年第一季度



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



东南亚及印度首席投资总监

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



欧非中东及瑞士投资总监 办公室投资策略师

Sabrina Janna Zeyher
sabrina-janna.zeyher@hsbcpb.com
+41 58 705 5963



美洲区首席投资总监

Jose Rasco



英国及海峡群岛首席投资总监

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



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



环球股票业务董事

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



环球市场分析师—房地产投资

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



欧洲对冲基金研究主管

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



高级产品顾问—私募市场投资

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

目录

致客户的信	05
投资组合策略	06
长期资产配置观点的变化	10
五大投资趋势与精选主题	12
1. 亚洲应对世界新秩序	14
2. 科技颠覆	18
3. 气候行动	20
4. 社会演进	22
5. 在美联储首次降息前布局	24
股票	26
债券	28
外汇和大宗商品	32
对冲基金	34
房地产	36
私募市场	38
免责声明	40

点击观看
复杂世界中发掘新机遇



2024年第一季，2023年11月23日出版

点击观看
亚洲应对世界新秩序



2024年第一季，2023年11月23日出版

欢迎辞

致本行客户：

展望2024年，投资者将面临纷乱复杂的环境，我们试图在本期《投资展望》发掘潜在机遇。就此，我们把重大问题分为三类，以助我们厘清机会所在。

第一个基本问题与经济和盈利增长有关。环经济增长或将远低于正常水准，但鉴于美国消费强劲，而且政府推出刺激措施，支持科技和医疗保健板块的投资和创新，因此美国增长动力持续。另一方面，中国房地产板块面对挑战，影响经济增长，但政府加推货币刺激政策和实行赤字支出，有望为增长奠定基础。欧洲正在衰退边缘徘徊，因此我们继续偏好美股和保持美元走强的观点，但整体而言，我们认为那些相信环经济陷入衰退的观点将再度被证明是错误的。

利率层面也传来好消息。利率上升是股债市场在2023年面对的首要挑战，因为各国央行持续加息的时间较我们和其他市场人士所预期的还要长。不过，随着通胀明显降温，主要西方国家央行目前已暂停加息，或有助缓解利率波幅并支持资产估值。重新定价后，我们在优质债券找到潜在价值，股票估值也有所下降，为能够实现盈利预期的股票提供上升空间。

鉴于政策利率长期偏高，融资条件可能进一步收紧，但我们预期不会出现信贷紧缩，因为企业坐拥大量现金结余，而且在近年锁定了较低的融资利率。因此，再融资压力不会造成突如其来的冲击，而是随着时间逐步扩散。尽管如此，信贷利差可能会扩大，我们通过专注品质——即偏好负债可控和现金流强劲的企业所发行的债券和股票（最好是大型股），以管

理相关风险。随着相对价值从信贷转向利率，我们的长期资产配置的观点也从偏好高风险债券（高收益债券和新兴市场债券）转至低风险债券（国债和投资级别债券）。

第三个令世界纷乱的来源包括：2024年的「超级选举年」，中美关系面对挑战，多极世界，以及俄乌冲突和中东冲突的未知发展和影响。我们难以对这些主题订立定向观点，但深明这些事件会加剧市场波动，并使极端风险升温。至于净零转型，市场有理由忧虑各国政府将如何并肩合作，但在经历有史以来最炎热的一年后，毫无疑问各方均需要兑现各自的承诺，其中机遇与风险并存。

因此，我们对基本面、估值和布局配置的分析支援我们采取积极（但有选择性）的观点，重点如下：

1. 在政策利率回落前延长债券久期偏好：各国央行相继在最近的会议暂停加息，为债券投资者建立信心。预期美联储将从2024年第三季开始降息，我们在此之前延长久期偏好，因为降息或将影响现金回报，但债券回报或可受惠。我们对七至十年期发达市场国债持偏高观点，并偏好投资级别企业债券多于高收益债券。

2. 扩大美股板块关注范围以受惠经济“软着陆”：美国经济表现或继续胜过市场普遍看淡的预测。「生成式人工智能及机器人」和「新能源运输」等领域展现强劲的结构增长，为科技股的高估值提供理据。然而，经济稳健也有望支持其他估值较低的板块，从「北美再工业化」和「医疗创新」的主题可见一斑。美国消费市场强韧，应有利我们的「美国抗逆力」主题和布局广泛美国指数的策

略。

3. 通过另类投资、多元资产和波幅策略对冲极端风险：市场将继续忧虑周期性、利率和地缘政治风险。以私募策略为核心，配合多元资产策略，或可提高分散风险的效益，灵活的对冲基金有助于把握市场波动。波幅策略可助投资者对波幅采取定向观点，或可用以产生收益来稳定投资组合的总回报。

4. 将新兴市场布局分散至结构性增长龙头：中国经济增长放缓，加上利率偏高，和美元强势，或会对新兴市场国家产生不同程度的影响。因此，我们物色拥有正面周期动力和结构性增长主题的市场，印度在这两方面脱颖而出。东盟和墨西哥稳占优势，可受惠于供应链多元化的趋势和中等收入群体消费者增长。鉴于估值很低，我们也在内地和香港特区的服务消费、互联网和电动车板块发现个别潜在机遇。我们的亚洲精选主题正是要把握上述所有潜在机遇。

经历过去两年大幅重新定价后，我们需要重整投资组合。在低增长和政策利率见顶走平的环境下，转而关注优质资产往往是合宜之举。迈向2024年，我们的策略是寻找多元化的回报和收益来源，以提高回报潜力并管理波幅。

我们谨此祝愿所有客户2024年新年快乐，健康快乐，投资顺利！



环球首席投资总监
Willem Sels

2023年11月23日

投资组合策略

鉴于市场估值有所改善，加上美国经济强韧，或有助避免全球经济陷入衰退。然而，在纷乱世界中，我们始终聚焦品质、抗逆力和分散投资，偏好美国国债和投资级别债券多于高收益债券；选择美国、亚洲新兴市场 and 拉丁美洲股票，多于欧洲股票；以及增加对冲基金和极端风险对冲布局。我们制定四大优先重点，以助把握多元化的回报来源并管理波幅。

现金：偏低比重观点

债券：偏高比重观点

偏高比重观点：发达市场国债
偏好投资级别债券多于高收益债券

股票：中性观点

偏高比重观点：美国、亚洲新兴市场和拉丁美洲
偏低比重观点：欧元区 and 欧非中东新兴市场
风格偏好：品质和大型股

另类投资：偏高比重观点

偏高比重观点：对冲基金
核心仍是私募策略 and 关注房地产板块

周期前景继续支持美股和美元

在 2023 年，强劲的美国股市主导市场走势。美国经济打破了投资者对美联储收紧政策会触发经济衰退的忧虑，美联储实际上似乎已把握到看似非常渺茫的「软着陆」机会。考虑到美国第三季国内生产总值增长 4.9%，当地经济形势事实上更加

有利：劳动力市场强韧和通胀回落继续刺激消费支出，而且政府推出刺激经济计划，振兴制造业和投资活动。欧洲经济濒临衰退，美国的表现显然相对领先。有见及此，我们继续偏好美股，对美国板块采取温和的周期策略，持强势美元观点，并继续维持上述策略。

然而，2024 年将会起伏不定，西方经济增长或会在第一季触底，随后温和加速。消费物价指数下降和利率已经见顶，将为西方国家的消费和投资支出带来支持。由于两场地缘冲突的爆发，构成了双向风险，因为冲突可能缓和或恶化，这或将对欧洲相较于美国造成更严重的影响。至于中国，我们的基本假设是，随着房地产板块的复苏滞后，中国国内生产总值增长大致将在窄幅徘徊，但政府愿意扩大赤字以提振经济增长，或会降低中国股市的下行风险，并在进展顺利的情况下创造上行空间。目前，我们对欧元区股票维持偏低比重看法，并对英国和中国股票持中性观点；但当形势有变，我们会对股市采取灵活的策略，并认为美元强势可能在第二或第三季开始停滞。

利率方面是否有所缓和？

在 2023 年，利率令市盈率估值倍数收缩（见图表），因而成为拖累西方股市的最大障碍。幸而，企业盈利抵消了有关影响：大多数经济体没有陷入衰退，令市场松了口气，成本压力下降也有助提振盈利。有些人担心标普 500 指数的估值与债市相比过高，但正如我们的图表所示，这主

要由于超大型科技股的股权收益率偏高，推高了其估值。当我们以等权重方式权衡所有股票，估值差距便会收窄。尽管如此，考虑到股市估值饱和，我们需要确保偏好企业的估值倍数合理，因而高度关注能够实现盈利预期的企业。这证实了我们在 2023 年一直坚持的品质偏好，我们也将继续维持这个观点。

好消息是，利率带来的不利因素应会开始消退。美联储、欧洲央行和英国央行均在最近的会议暂停加息，我们认为这些央行的加息周期已经结束。这应有助于稳定短年期债券收益率，由于市场开始预期央行将在未来数年降息，随着通胀继续降温，两年期债券收益率甚至将在 2024 年稍后时间走低。我们预料美联储将在 2024 年第三季首次降息，欧洲央行将在 2024 年 12 月首次降息（英国央行可能待至 2025 年才会降息）。

长久期债券收益率则受其他因素影响，并因经济数据较预期强劲，以及市场忧虑美国财政赤字增加而走高；债券供应将在美联储出售债券（缩表）时增加。我们认为，市场现时已消化多项因素，预料长年期债券收益率将会回落，其中一个原因是，美国的实际收益率较其他市场吸引，可能推动资金流入美元债券。目前的实际收益率偏高，使金融环境收紧（这正是美联储的任务），因此可能驱使市场憧憬美联储提早降息。美国财政部已表示将增发短久期债券，或有助降低长年期债券的成本，同时美联储可能将在 2024 年停止缩表。综合上述因素，美国十年期国债收益率在

10月飙升至5%的趋势难以持续，因此我们最近将久期偏好延长到七至十年。基于一些利差波幅风险，我们对投资级别债券的久期偏好维持五至七年，高收益债券则为三至五年。

事实上，问题在于迄今为止，政策和国债收益率的变化将在多大程度上，以及何时推高信贷利差、贷款拖欠率和企业违约率。有关忧虑最先于2023年3月浮现，当时贷款标准收紧，以及美国地区银行受压，使一些投资者极为看淡企业债券。然而，

事实证明这个观点为时过早，加息与实际经济影响之间的滞后时间偏长，令投资者感到困惑。这些滞后影响从何而来？当利率处于低水准时，企业和消费者均把贷款和房贷的到期日延后，意味着许多企业和消费者尚未受到成本上涨的冲击，但当债务需要再融资时，成本可能大幅增加，并带来一些困扰。因此，好消息是借款人不会同时受到冲击，而且影响将会逐步出现；坏消息是，这些影响仍会出现，但对个别借款人来说，在他们需要再融资时，利率可能有所下降。

对投资者而言，这代表我们应继续聚焦杠杆受控和现金流稳定的企业，因此我们继续偏好投资级别债券多于高收益债券。我们担心美国房地产价值下降，借贷成本上涨和再融资要求将继续为美国房地产板块增添压力，继而拖累美国地区银行。尽管证券化的性质和条款可能有所帮助，但旧有贷款的表现将因借款人而异。

我们也对长期资产配置的观点（见下一章节）做出一些变动，并意识到虽然美国国债收益率大幅走高，但信贷利差则不然，这表示相对价值有所改变。因此，我们上调对发达市场国债的长期配置观点，回避高风险债券，并上调股票配置观点，从而保持投资组合的波幅不变。

高风险和低风险债券的收益率并未按比例上升，而是几乎并行走高，表明价值已转向优质债券

最低收益率 (%)



数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

美股估值到底有多昂贵？当所有股票的比重相同，虽然美股仍较债券昂贵，但差距并不大

市盈率



数据源：伦敦证券交易所集团、穆迪投资者服务公司、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。

在纷乱世界下进行布局

正确看待经济增长、盈利、利率和利差只是第一步。此外，许多其他热门议题将影响2024年的市场形势。政府债务堆积是需要讨论的重要议题，一些投资者怀疑这是否会削弱结构性增长（例如：在日本和意大利，政府债务堆积已削弱当地增长）。我们希望科技创新能够抵消这个不利因素，事实上，美国大部分支出都用于重新重视在岸市场和净零转型的生产力投资，这或有利经济增长。

债务将成为美国大选的重要议题，也是国会功能失调的核心问题。与此同时，由于候选人为了在年内吸引选民关注，中美关系可能继续成为

焦点。美国大选辩论的其他议题可能包括全球贸易关税和医疗成本，这些因素可能会影响通胀前景，但总统任期进入第四年往往对股市有利。墨西哥、印度、印度尼西亚、欧盟，或许还有英国等其他经济体的选举日程同样繁忙，可能会加剧市场上下波幅。

多极世界令市场形势更加复杂，在地缘政治冲突下，各国合作可能变得更为困难。然而，在个别有明确的必要性的议题上还是很可能有合作机会，当中包括净零转型。第28届联合国气候变化大会（COP 28）可能因众多分歧而受到影响，但主办国也面临沉重压力。我们认为，在政府覆盖以外的范畴，企业、消费者、城市和投资者仍能够产生强大动力推进有关发展。因此，我们继续将可持续发展

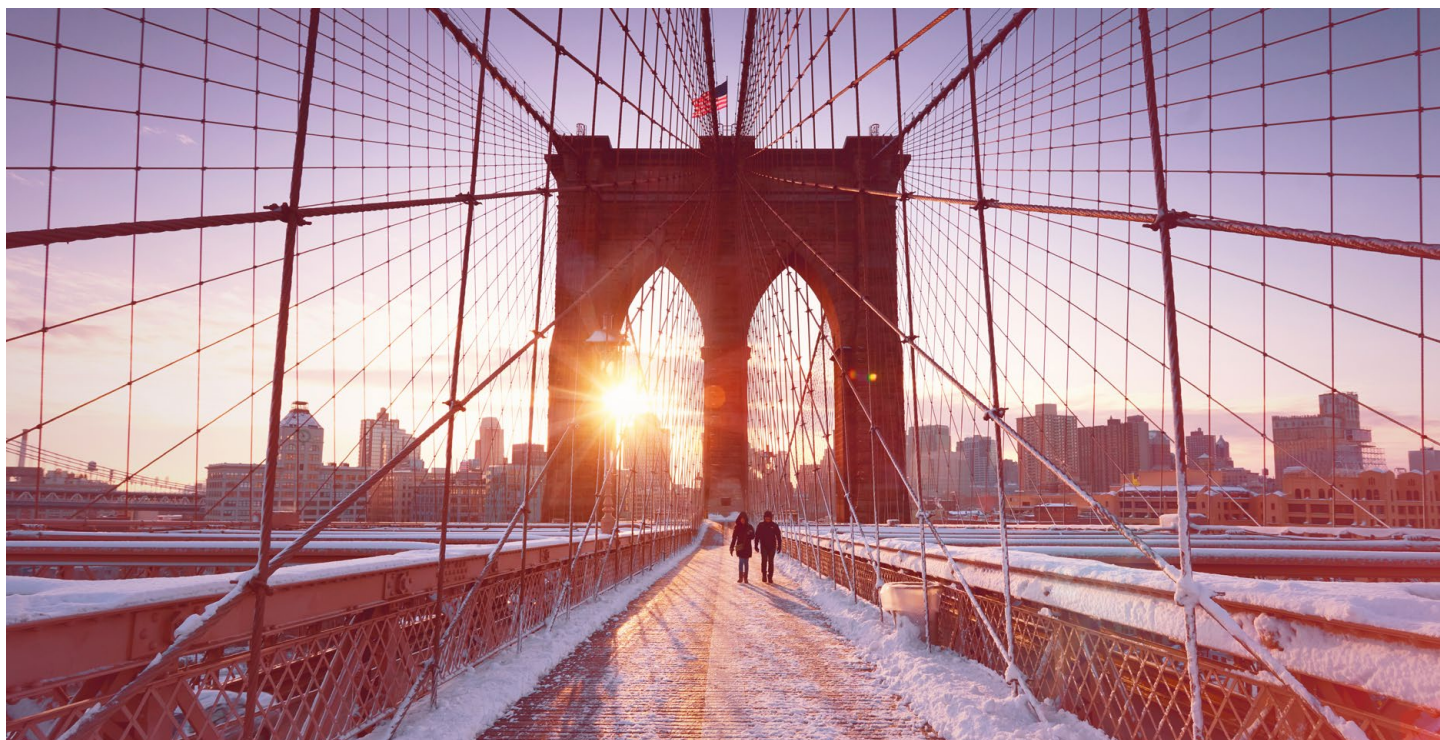
纳入核心投资组合和卫星投资组合布局。主题卫星投资布局通常是增长型企业，这类企业在2023年受加息影响，但正如我们在上文所述，有关不利因素或会缓解。将可持续发展纳入核心投资组合布局通常有助于降低追踪误差风险和风格偏见，尤其是如果投资者同时投资于正在转型的企业，而非只是环境、社会及管治（ESG）评分高的企业（后者往往会造成板块和风格偏见）。

未来六个月的优先策略

下表显示我们的优先策略，聚焦把握有所改善的估值，同时兼顾品质、多元化回报来源和极端风险对冲，以驾驭市场波动和纷乱的世界。

本季四大优先策略

1. 在政策利率回落前延长债券久期偏好	
为什么？鉴于各国央行持续加息的时间较预期长，2023年债券收益率的升幅超乎预期。不过，美联储和其他央行现已暂停加息，令收益率从近期高位略为回落。预期美联储将从2024年第三季开始降息，我们在此前延长久期偏好，原因是当美联储开始降息，市场一般会低估降息的步伐，令现金回报受压，但或会有利债券潜在回报。投资者目前坐拥大量现金，加上大规模投机性国债短仓，以及美联储逐步缩表，也有望为债券提供支援。	怎么看？我们对发达市场国债持偏高比重看法，并偏好七至十年期债券，因为我们认为收益率具有吸引力。企业债券方面，我们对投资级别企业债券持偏高比重观点，但鉴于利差可能略为波动，我们偏好五至七年久期的投资级别企业债券，并认为高收益债券应保持精挑细选。我们认为利用长短债息差下移和倒挂情况温和收窄的策略或可提供机遇。
2. 扩大美股关注范围以受惠于经济“软着陆”	
为什么？美国经济持续意外上行并保持强韧。劳动力市场强劲和消费物价指数回落，有助提振消费支出；政府刺激经济措施为投资支出带来支持；美国在能源方面相对自主，较少受油价冲击风险所影响。虽然美国科技股估值偏高，但已见顶回落，这个领域的结构增长可观，股权收益率偏高。我们扩大关注范围至其他基本面强劲的板块，这些板块的估值较低，并有助我们分散不同板块风险和风格。	怎么看？我们继续对科技股持偏高比重观点，尤其是「生成式人工智能及机器人」、「新能源运输」和多元化科技龙头，这些股票已显示即使在高息环境下也能表现良好。《降通胀法案》和《晶片与科学法案》支援我们的「北美再工业化」和「医疗创新」主题。由于劳动力市场强劲和通胀降温，美国消费继续表现强韧，或有利我们的「美国抗逆力」主题和布局于广泛美国股票指数的策略。



3. 通过另类投资、多元资产和波幅策略对冲极端风险

为什么？市场将继续忧虑周期性、利率和地缘政治风险。各国央行的行动仍取决于数据，欧洲经济在衰退边缘徘徊，中国可能面临双向增长风险，而且还有一系列影响市场走势的选举消息。乌克兰和加沙的军事冲突令能源、大宗商品和汇市持续波动。所有这些因素必然令市况继续波动，造成市场之间的差距扩大，并为灵活投资者创造潜在机会。

怎么看？我们通过多种策略来减缓这些风险。首先，对私募策略进行长期策略核心布局，有望通过分散风险来增加对投资组合的保障。其次，对冲基金的灵活性明显高于一般个人投资者，可把握市场波幅造成的错误定价。受惠分散投资的优势，多元资产策略可抑制波幅。随着利率周期见顶走平，我们认为债券与股票的相关度应会降低，提高分散投资的效益。最后，波幅策略可对波幅采取定向观点，利用波幅急升或产生收益，以稳定投资组合的总回报。

4. 分散新兴市场投资至结构性增长龙头

为什么？中国和环球经济增长放缓，利率偏高及美元强势，加上油价面临上行风险，或会对所有新兴市场产生不同程度的影响。因此，我们物色拥有正面周期动力和结构性增长主题的市场。投资者不时会过度投资于本土市场或熟悉的股市，因此我们认为分散投资有助降低风险并扩大机会组合。

怎么看？印度的周期动力和结构增长强劲，应可为当地股债市场提供支援。东盟和墨西哥稳占优势，能够把握供应链多元化的趋势和中等收入群体消费者增长。基于增长预期、估值和投资者布局，我们也在内地和香港特区的服务消费、互联网和电动车板块的增长型龙头企业找到潜在精选机遇。我们的亚洲精选主题把握上述所有机遇。

长期资产配置 观点的变动

美国国债收益率大幅波动，以及宏观经济预测出现变化，支持我们在2024年调低高收益债券和新兴市场债券的观点，调高发达市场国债观点，并略调高股票观点。我们仍然认为，通过对冲基金维持非定向布局，并利用私募策略进一步分散风险具有一定价值。整体而言，我们的回报预期普遍上升，反映目前估值提供良好的长期潜在机会，能有效分散投资组合的风险。

在过去一年，预期回报出现重大调整，主要因为目前估值和对未来利率路径的假设有所改变。尽管预测已考虑央行将在未来数年降息，但我们现时预计利率将在一段较长时间保持偏高水准，并略为上调对终端利率的预期。由于现金利率是回报预测的基础，因此现金利率上升保证了所有资产类别的预期回报一致提高。

然而，相对吸引力仍取决于资产类别的特定因素。不同资产类别和地区的预期超额回报继续存在差异。过去12个月，环球股市的股票风险溢价下跌，但现金利率上升，使美国股市的整体预期回报大致保持不变，其他主要地区的预期回报也大幅提高。我们认为，预期回报增长相对较大的市场是日本（目前11.6%对比去年9.6%）、英国（目前9.6%对比去年8.9%）和新兴市场（目前10.3%对比去年9.6%）。由于市盈率倍数普遍下降，因此直观来看，这个情况合理。

在已增强的购买力平价框架下，美元估值偏高，有助提升非美国股票市场的相对吸引力。事实上，从长期角度来看，我们认为美元兑所有主要货币的估值过高（虽然短期内获良好支持），并预期瑞士法郎和日元将分别由每年0.74%和5.26%逐步回归公允价值。此外，长远而言，预料美元兑大部分新兴市场货币将会走低，唯一明显的例外是墨西哥比索，因其汇率最近受惠于近岸生产趋势而上升。

债券市场方面，政策利率在年内

急升，使所有久期债券的预期回报提高。自2022年以来，长短息差距再次略为扩大，也对国债的期限溢价有利。举例来说，美国国债收益率介乎4%至5%，为利率进一步波动提供有效缓冲，而且美国国债经风险调整后的长期预期回报确实大幅改善。企业债券市场方面，我们观察到大部分地区的信贷利差收紧，但违约前景没有相应改善，尤其是风险较高的市场范畴。过去12个月，我们对环球高收益债券的总回报预测由6.6%跌至5.3%，对主要货币新兴市场债券的总回报预测则由7.5%跌至6.5%。

高收益和新兴市场美元债券的期权调整后利差收窄



数据源：Refinitiv、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。



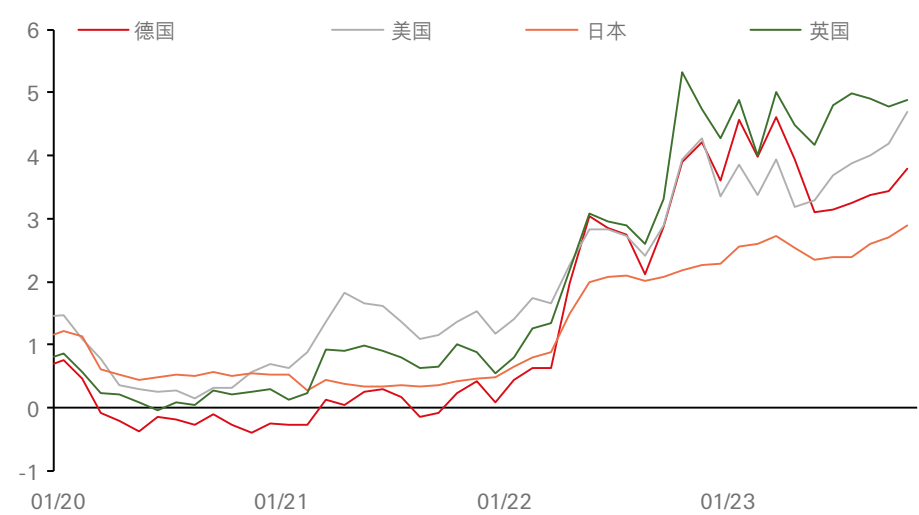
随着价值由信贷利差转向基础利率，我们最新的长期资产配置观点自然偏向调低高收益债券和新兴市场债券观点，以及调高发达市场国债观点；这个长期调整也跟我们的短期观点相符。此外，我们观察到美国以外地区的股票风险溢价上升，支持调高股票观点，因此整体风险回报水准有所改善。

宏观经济和政策不明朗因素很可能挥之不去。我们仍然认为，通过对冲基金维持非定向布局具有一定的价值；自一年前开始，我们观察到对冲基金的预期回报温和上升。此外，我们也继续偏向布局于私募市场和其

他另类投资，借此分散投资组合的风险。

在疫情之后，国债的预期回报已大幅上升

预期回报（每年%）



数据源：Refinitiv、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。所有预期回报以外汇对冲美元计价。预测可予以更改

五大投资趋势与 精选主题

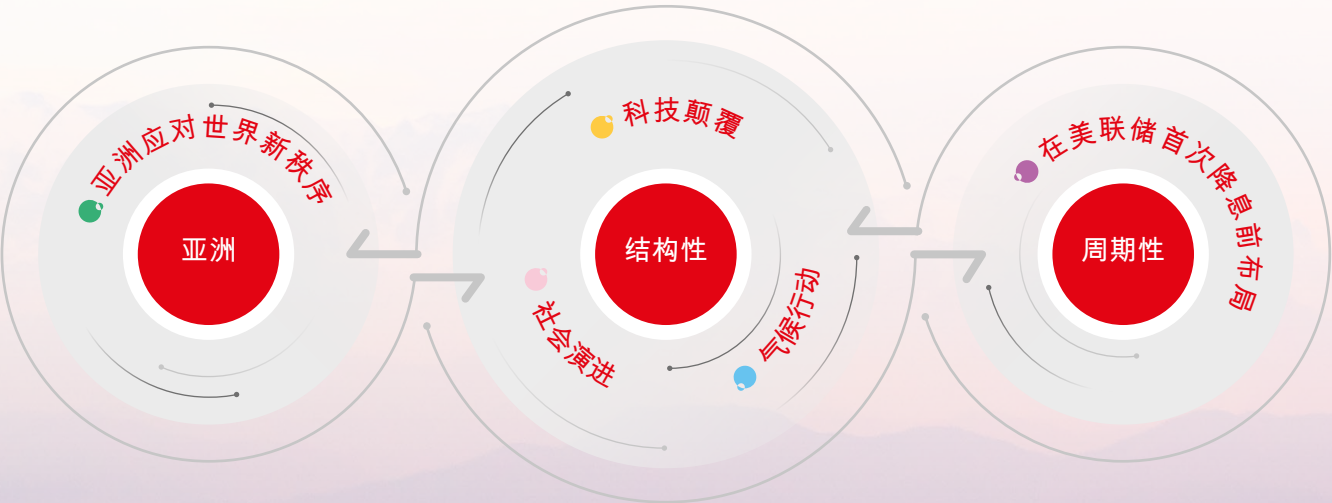
我们已重组主题投资框架。就结构性趋势而言，颠覆性科技不断突破我们的能力界限，气候行动可能是我们必须完成的首要任务。为了完善结构性趋势，我们推出了「社会演进」主题，这个主题的重点在于我们希望作出的改变——我们的偏好、品味和生活方式。诚然，这个趋势下的主题将会不断演变，但目前我们聚焦基建与未来城市；医疗创新；以及社会赋权与健康。

当中多个结构性主题可能需要配合更长远的方式以充分展现其潜力，因此我们采取一系列较短期的策略来协助实现。这些主题良好适应当前低增长和政策利率见顶的环境。也是因为结构性主题通常侧重成长性风格（即对利率敏感），我们希望保持主题之间的平衡。举例来说，「美国抗逆力」主题偏向品质，「北美再工业化」则偏向价值。这两项聚焦债券的主题都有助增加潜在收益，成为稳定潜在回报的重要工具。

下一个章节将提及我们新推出的亚洲主题。到目前为止，亚洲区仍是推动环球经济增长的较大动力，但我们倾向保持选择性，物色优质盈利和结构性增长龙头。



投资趋势与精选主题



亚洲	结构性			周期性
● 亚洲应对世界新秩序 ● 亚洲供应链重组 ● 未来亚洲消费者 ● 印度与东盟崛起 ● 把握亚洲利率见顶	● 科技颠覆 ● 生成式人工智能及机器人 ● 新能源运输 ● 航天科技	● 气候行动 ● 生物多样性及循环经济 ● 布局可持续能源	● 社会演进 ● 基建与未来城市 ● 医疗创新 ● 社会赋权与健康	● 在美联储首次降息前布局 ● 美国抗逆力 ● 北美再工业化 ● 发达市场金融债券防守布局 ● 优质债券机遇

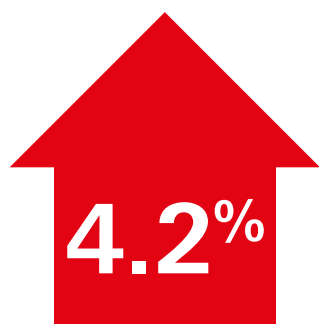
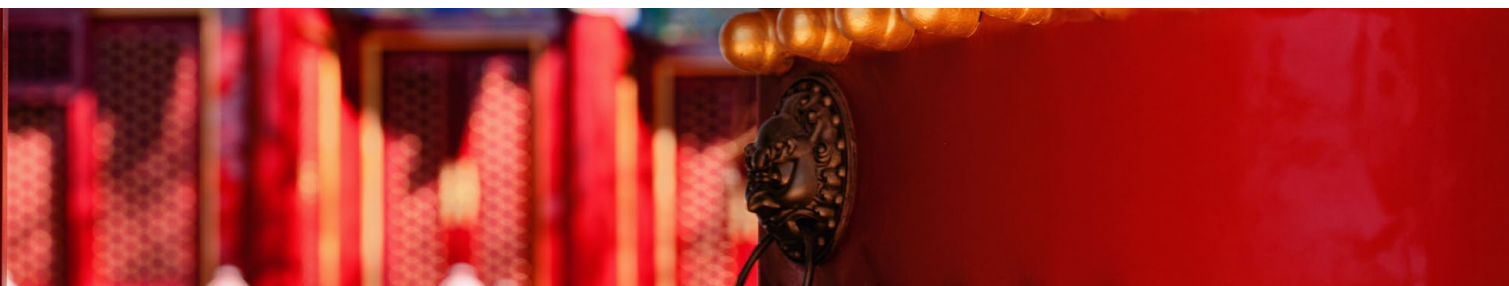
资料来源：汇丰环球私人银行(截至2023年11月23日)。

亚洲应对世界新秩序

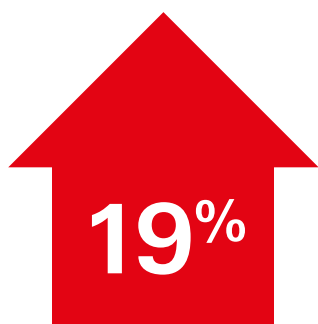


我们从供应链重组、亚洲财富和中等收入消费者崛起、数码转型和绿色转型等强大的结构性趋势中，发现了多元化和具吸引力的亚洲潜在增长机遇。我们采取主题策略，聚焦特殊影响因素和增长差异来实现潜在超额回报。

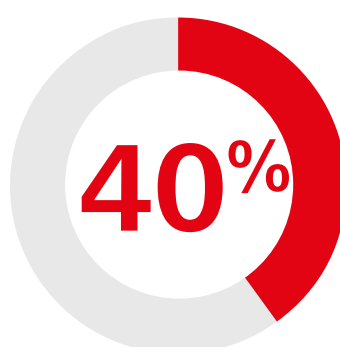
四大精选主题	
1. 亚洲供应链重组	这个新主题聚焦亚洲已成功分散供应链，并加强竞争优势的行业龙头。我们也看好印度和东盟企业。
2. 印度与东盟崛起	我们认为，印度和东盟拥有明朗的长期增长机遇，受惠于区内外强劲的私人投资，人口结构年轻，科技发展蓬勃和绿色转型等结构性有利因素。
3. 未来亚洲消费者	亚洲财富和中等收入消费者崛起，推动亚洲非必需消费品板块成为一个亮点，包括：精选的中国互联网龙头、亚洲非必需消费品企业、人工智能和数码主导的消费，以及亚洲金融服务供应商。
4. 把握亚洲利率见顶	我们以锁定优质亚洲债券目前的收益率为重点，并青睐亚洲金融债券、印度本币债券、印度尼西亚投资级别准国债、韩国投资级别债券、澳门休闲娱乐企业债券和中国通信、媒体与科技企业债券。



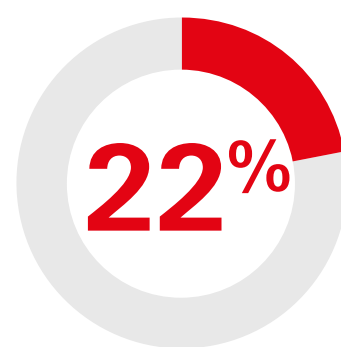
预测2024年亚洲（日本以外）国内生产总值增长4.2%



预计2024年亚洲非必需消费品板块盈利增长19%



40%国际能力中心位于印度



全球有22%镍储备位于印度尼西亚

数据源：彭博资讯、汇丰环球研究、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

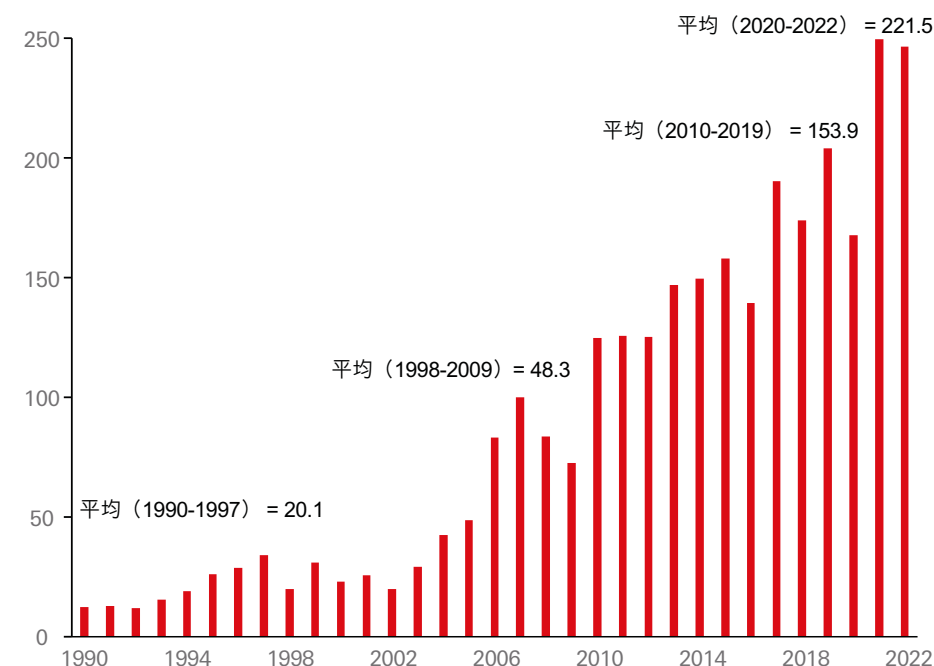
虽然亚洲仍有望在2023年为环
球经济增长带来三分之二的贡献，但
区内正面临多重挑战，包括：美元汇
率上涨，环球需求减弱，中国经济增
长不及预期，环球流动资金收紧，以
及地缘经济分裂。亚洲企业正积极重
组供应链，以提高竞争优势和规避地
缘政治风险，从而应对世界新秩序。

在环球经济面临阻力的情况下，
亚洲私人财富累积稳健，中等收入群
体消费强韧，加上数码转型和绿色转
型，继续为区内经济稳健增长提供
坚实的影响因素，我们预测2024年
亚洲（日本以外）国内生产总值增长
4.2%，较环球平均增长2.3%高出一
倍。

在地缘政治紧张、贸易分裂和技
术限制等影响因素下，环球供应链在
区内加快分散，因此我们推出了新精
选主题「亚洲供应链重组」。在美国贸
易关税和新冠疫情的影响下，多家国
际和中国制造企业积极在东盟和印度
重组制造业供应链，并继续从中国采

购多项关键生产零部件。

环球供应链分散，带动强劲的外国直接投资流入印度和东盟
流入印度和东盟的外国直接投资（十亿美元）



注：东盟包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和新加坡。

数据源：世界银行、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

尽管供应链重组的趋势存在，但高附加值的机械产品、电动车、消费电子产品和服务出口的增长强劲，使中国仍能雄踞全球出口市场的领先地位。作为亚洲其他地区制造商的主要零部件供应国，中国在环球制造业供应链保持着重要地位。

我们青睐成功将制造业供应链分散至本国以外的亚洲行业龙头，当中许多企业正在东南亚和印度建立原材料产能，并利用区内大量年轻的劳动人口，借此加强成本优势。

值得注意的是，自从中美贸易关系开始紧张以来，中国向东盟市场的直接投资在2018年至2022年间的复合年增长率飙升8%，在2022年扩大至187亿美元，占中国对外直接投资总额的11%。中国领先的纺织、消费电子产品和电动车企业持续大举投资于东盟地区。

为减缓地缘政治风险和贸易关税的影响，西方跨国企业在印度和东盟建设新的生产设施。我们寻找南亚地区别具优势的赢家，在供应链重组趋势的推动下，这类企业或可受惠于强劲的外国直接投资流入。

在印度，由于跨国公司建立的国际能力中心增加，反映价值链升级，

服务出口在过去一年急增600亿美元，达到3,000亿美元。据估计，全球有40%国际能力中心位于印度，单在印度已聘用170万人。

东盟方面，印尼和泰国是外国直接投资流入电动车板块的主要受惠者；新加坡、越南和马来西亚则脱颖而出，从科技和消费电子产品板块的强劲外国投资中获益。

我们的「印度与东盟崛起」主题把握南亚前景明朗的长期增长机遇，受惠于区内外强劲的私人投资，人口结构年轻，科技发展蓬勃和绿色转型的结构性有利因素。在2023年，印度制造业和服务业活动增长一直优于预期，强劲的外国直接投资流入和服务出口蓬勃，推动就业、私人消费和生产增长。

借助庞大、年轻且不断增长的人口，加上快速的城市化和强劲的私人消费作为关键增长动力，印尼成为亚洲较佳的增长和投资主题之一。由于印尼拥有丰富的绿色矿产和金属储备（电动车和电池产业的关键原料），因此当地或可进一步受惠于制造业价值链升级。印尼的镍储备冠绝全球，估计有2,100万吨，占全球储备的22%。

亚洲市场的另一个亮点是服务消费板块。我们推出新精选主题「未来亚洲消费者」，聚焦非必需消费品板块，即使今年比较基数较高，预料到2024年，这个板块也将实现19%盈利增长。

在亚洲区经济增长高于环球平均的支持下，亚洲私人财富增长、家庭财政稳健、个人收入增长强劲和高储蓄率等因素，使消费意愿正从西方移向东方，亚洲消费者在塑造环球消费趋势方面的影响力正在增强。

中国、印度和东盟国家的中等收入群体消费者崛起，正在重塑各行各业的消费模式，因为他们的需求多元化，对服务消费的需求也不断增加。

在中国，我们偏好精选的互联网龙头、非必需消费品企业，以及人工智能和智慧数码消费设备带来的新机遇。亚洲消费支出从消费品转向旅游、餐饮、电影和线上娱乐等服务业，预计未来数年将保持强劲增长。我们也看好亚洲金融服务提供者，这类公司能够把握中产群体对财富管理和保险服务日益增长的需求。

在东南亚和印度，数码消费和年轻中等收入群体崛起，带动亮丽的消费前景。东盟和印度领先的资讯科技



企业和金融机构别具优势，有望把握增长机遇。

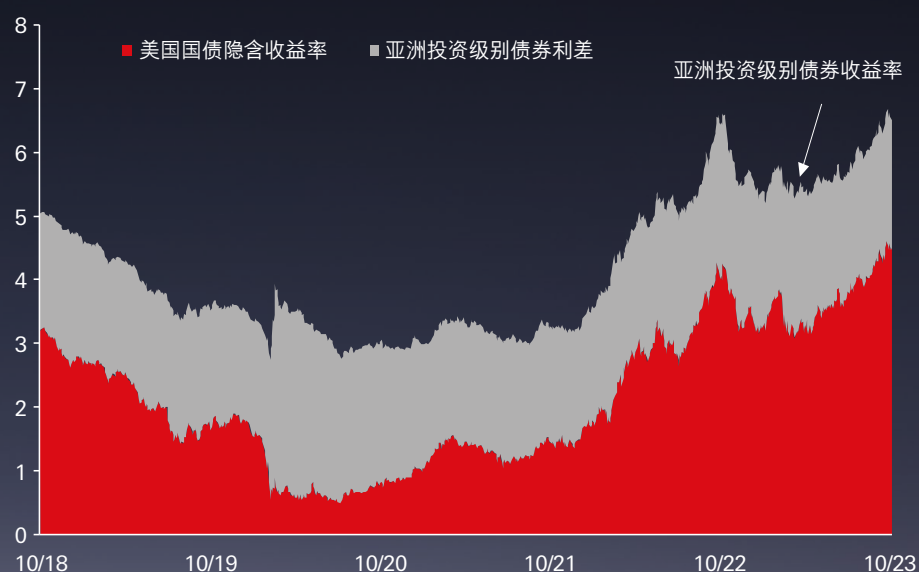
为美联储在2024年降息作好部署，我们的「把握亚洲利率见顶」主题以锁定优质亚洲债券目前的收益率为重点。亚洲投资级别债券指数的综合收益率可观，约为6.3%，远高于4.5%的三年平均。大部分亚洲经济体的通胀逐步下降，目前预期大多数国家的通胀将在2024年回落到央行的目标区间，远较大部分其他地区为早。我们认为亚洲债券收益率正在见顶，预期澳洲、中国内地、中国香港特区、印度、印尼、韩国、菲律宾和新加坡将在2024年降息。亚洲各国央行的货币宽松政策将在未来一年为亚洲债市提供政策动力。

我们青睐估值吸引的亚洲金融板块，包括：日本和韩国的银行和寿险公司，以及澳洲、新加坡和泰国的银行。在亚洲企业当中，我们看好优质公司发行的韩国投资级别债券、澳门休闲娱乐和中国通信、媒体与科技债券。

我们继续对印度本币债券持偏高观点，这类债券被纳入全球新兴市场债券指数，带来正面的资金流入动力，加上当地经济的结构性增长强

劲，为债券提供良好支援。印度尼西亚投资级别准国债仍是我们偏好的东南亚债券资产，因为当地基本面强劲、政府财政状况稳健和通胀前景温和。

亚洲投资级别债券提供吸引的收益率增长



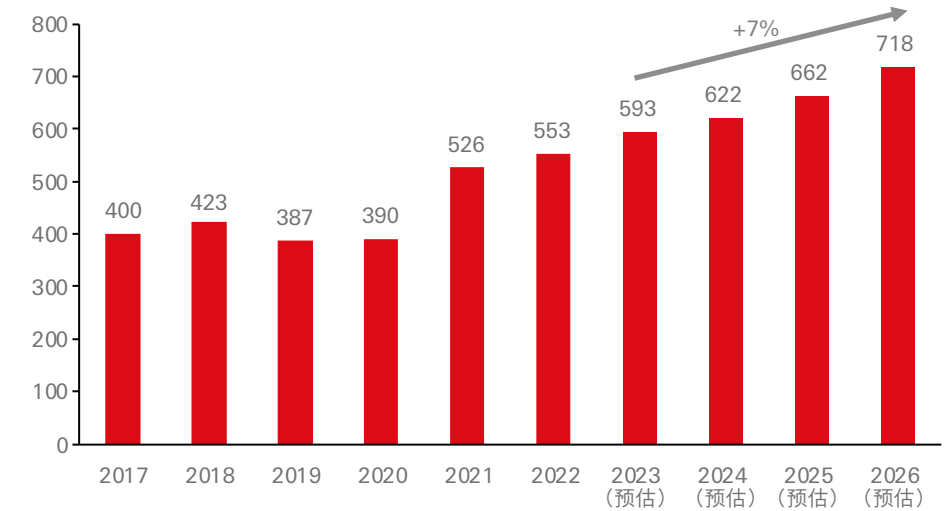
数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。



科技颠覆

互联网打造了一条数字化高速公路，使环球产品和服务变得更便利，通过云端运算和卫星服务，甚至可以协助外科医生为另一个地区的病人进行手术。

全球工业机器人每年装机量
千个单位



数据源：《2023年世界机器人报告》、国际机器人联合会（截至2023年9月）；汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

三大精选主题	
1. 生成式人工智能及机器人	过去12个月，随着大型语言模型和生成式人工智能模型急速发展，人工智能已颠覆了资讯科技领域，这些模型开始改变企业并引起消费者的兴趣。
2. 新能源运输	交通运输正过渡至具商业竞争力的替代燃料，包括：电力、氢能和生物燃料，这些替代燃料对环境的影响较小，能提供优秀的消费者体验，并有助于促进其他先进技术整合。
3. 航天科技布局	经历数十年低迷后，航天科技板块正迎来复苏，主要因为近期的技术进步，地缘政治加剧紧张，以及民营企业 and 新兴经济体正致力进入以往由俄美超级大国双头垄断的市场成为主要参与者。

当科幻小说成为现实

太空可能确实是「最后的疆界」，人类星际旅行仍然是遥不可及的梦想，只能通过沉浸式的电子游戏、电影或读者的想像来体验。然

而，在身处地球的这段时间，科学家于过去数年取得重大的技术进步，例如来自H G 威尔斯 (HG Wells) 或以撒•艾西莫夫 (Isaac Asimov) 的小说桥段。下列投资主题涵盖三个已经

面世并正在商业化的技术进步领域，当中蕴藏真实存在的投资机遇。

生成式人工智能及机器人

HG Wells 的小 说《世界 大战》(War of the Worlds) 当 中 有 关「机 器 人 大 军」(march of the machines) 的标题，以及佛列兹•朗(Fritz Lang)导演的电影《大都会》(Metropolis) 中的机器人，引发人类对遭到机器人取代的反乌托邦未来的恐惧，这类标题在报刊上仍屡见不鲜。在现实生活中，智能型机器日渐增加，改善许多人的生活，实际例子不胜枚举，涵盖飞机自动驾驶、汽车的自动紧急制动系统，以及食品加工行业的品质检查机器等等。直到目前，自动化的应用范畴一直受到其能力所限制。新一代更先进的人工智能软件面世，结合最新的光学和声学传感技术，大大增强机器功能，从而扩大了可实现自动化的潜在应用领域。与此同时，机器人不仅变得更加机动，也更灵活敏捷，因此能够独立轻松地穿梭各种地形和障碍物。这些技术进步将有助机器人执行更复杂的任务，例如：整个设施的维护和监测任务。

除了加强机器的智能外，人工智能也能够与人类协同工作，从而优化结果和决策。举例来说，读取医院患者的X光片和扫描结果是一项重要但重复的劳动密集型工作，需要由熟练的专家执行。

近期的一些研究表明，人工智能软体在监测某类型癌症方面的能力远较专家出色。通过这个主题，我们能够把握受惠于人工智能和机器能力加强的潜在机会。

新能源运输

随着公众潜在的不利健康影响提高警惕，社会上现行的规范会在较短时间内变得不再被公众接受，历史不乏这些例子。

有关例子包括：铅水管、含铅汽油，以及在城市中心燃烧煤炭。民众也开始对交通系统所产生的污染萌生类似意识。二氧化碳、一氧化碳、甲烷和一氧化二氮等气体都对人类健康有害，同时引起全球暖化。锂离子电池和燃料电池技术取得进步，为多种交通工具提供经济实惠的替代能源。使用生物燃料的电动车和公共汽车、氢动力火车和客机已投入服务。由于政府立法，以及消费者和企业积极选择出行方式，这类交通工具的数量将会增加。显然，随着有关技术发展，并创造新的产业和供应链，市场上将会出现赢家和输家。举例而言，电动车电池需要锂、钴和镍等金属，电动机则需要稀土金属。

考虑到市场动态不断变化，包括在 2030 年前锂离子电池转向固态电池的潜在趋势，把握当下同时聚焦未

来发展至关重要。

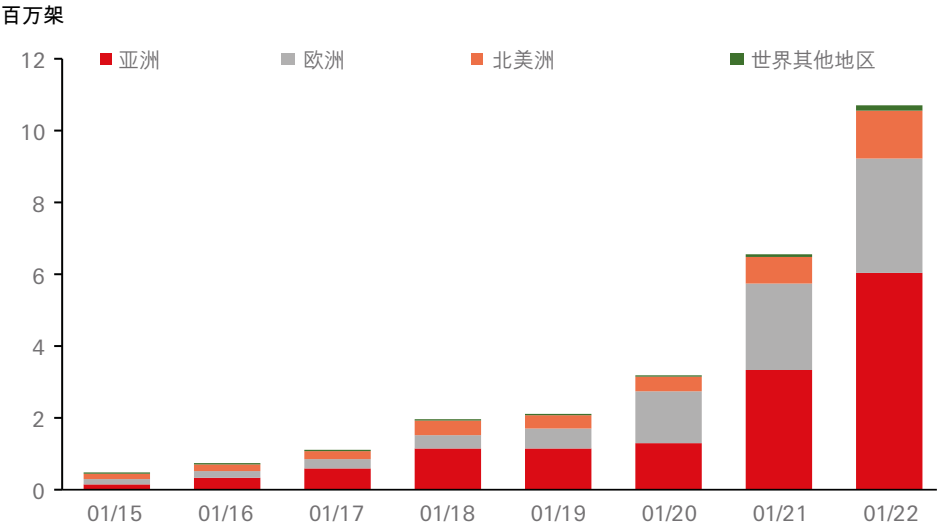
航天科技布局

目前，由于风险、成本和取得必要技术的途径等因素，太空探索一直是美国和俄罗斯政府双头垄断的领域。自 1980 年代初以来，太空探索计画似乎被置于次要地位，随之失去动力和资金。

在过去十年间，随着进场门槛降低，行业新贵重新燃起 1960 年代的「太空竞赛」热潮，中国、印度和以色列政府正在开发本国的太空计画。此外，一些民营企业也发起不同的计画，内容包括：环球卫星网路、太空旅游、月球拍摄、火星星际旅行、强大的绕轨运行望远镜、流星采样任务等。

企业对开发用于飞行器、太空船和火箭的高超音速技术等其他范畴的意愿急增。地球大气层与太空之间的界限变得越来越模糊。举例来说，一家公司开发了一种引擎，既可以作为喷射引擎在空气中以高超音速运行，也可以作为火箭引擎在太空中以高超音速运行，从而使飞行器能够比火箭更高效地从地球飞到太空。

电动车销量（按地区划分）

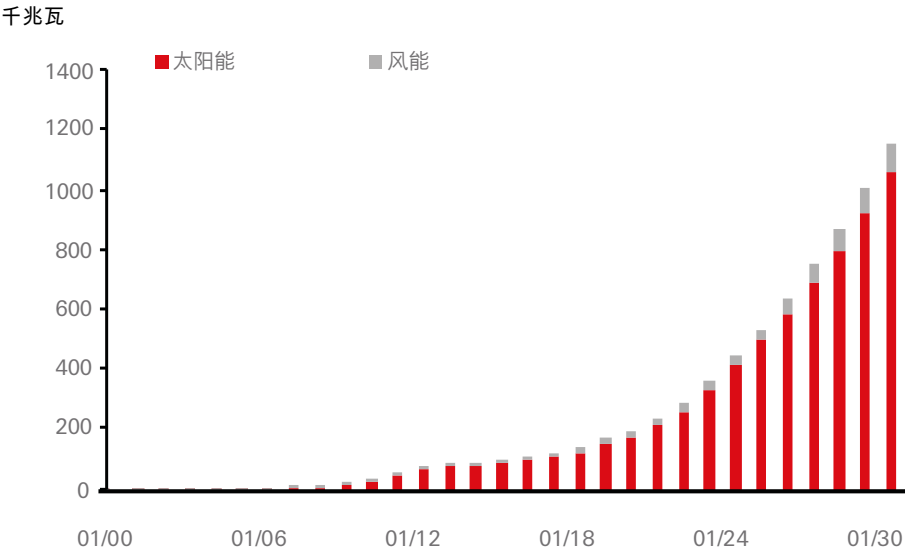


数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。



可持续未来仍只是处于初期阶段，受到新技术、环球投资和市场对可持续发展解决方案的需求所推动，可持续发展趋势已获得强大动力。这股趋势或将继续创造更多潜在机遇

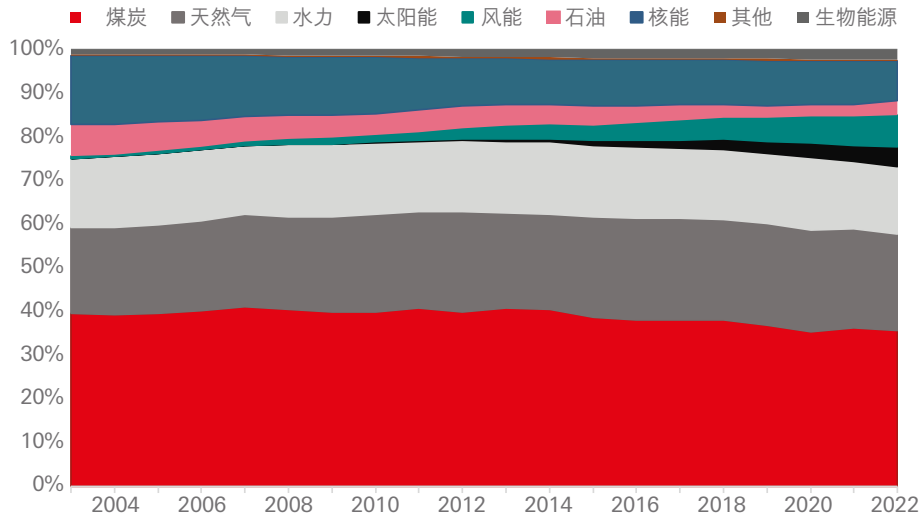
环球可再生能源产能继续迅速增长



数据源：Bloomberg Finance L.P.、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。2023年至2030年资料为预估资料

两大精选主题	
1. 布局可持续能源	环球经济体转向低碳能源生产的意愿明显增加，同时希望提高本土能源生产的自主程度。可再生能源正是解决方案。
2. 生物多样性及循环经济	过去50年，人类活动对全球生物多样性造成严重影响。为保护生物多样性和逆转有关损害，不少投资倡议正在加快步伐，为行动提供资金。

太阳能和风能逐渐取代能源组合中的煤炭和核能



数据源：Our World in Data、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日），数据截至2022年底。

正如市场上其他主题，可持续投资也在年内面临重重挑战。由于利率和通胀成本在过去18个月急速上涨，企业正在审视项目，并调整资本支出。然而，这并不能反映可持续投资领域的重大机遇。企业、政府和个人层面发生的变化与日俱增，推动世界进一步迈向可持续未来，近期进展包括：

- 1. 美国能源部宣布斥资70亿美元，在全国启动七个区域清洁氢中心（H2Hubs），从而加快低成本清洁氢能的商业规模部署；
- 2. 沙特阿拉伯推出温室气体信用额和抵消机制（GCOM），旨在减少温室气体排放，促进可持续发展；以及
- 3. 巴西证券交易委员会（CVM）和财政部宣布，由2026年开始，巴西上市公司需要每年提供可持续发展和气候相关的披露资讯。

我们的主题「布局可持续能源」旨在把握可持续发展趋势中最吸引的潜力，即整个能源框架的变化。

能源是发挥正面气候变化的主要途径。目前，世界已大致具备生产

可持续能源的技术，在一些情况下，可再生能源在经济上与传统化石能源相比具有竞争力。投资于太阳能、风能、生物燃料、氢能、水力发电以及相关供应链和服务的策略，为投资者带来一系列全新机遇。这些新经济范畴也获世界各地政府法规支持，对促成改变而言至关重要。

尽管可再生能源板块持续面临挑战，而且项目成本上涨，但采纳有关技术的趋势持续，从欧非中东市场（EMEA）可见一斑，单在2023年上半年，太阳能和风能项目的投资已增至780亿美元，较去年同期增长47%，其中大部分属于太阳能，占515亿美元，风能则吸纳267亿美元的投资（资料来源：彭博新能源财经，2023年11月）。

能源并非唯一以可持续未来为目标而进行重大变革的行业。市场对生物多样性的重视程度也有所提升，循环经济也成为焦点所在。我们通过「生物多样性及循环经济」主题参与这个趋势。

过去50年，地球的生物多样性受到严重影响，人类在渔业、农业和制造业的活动持续扩大，进一步破坏

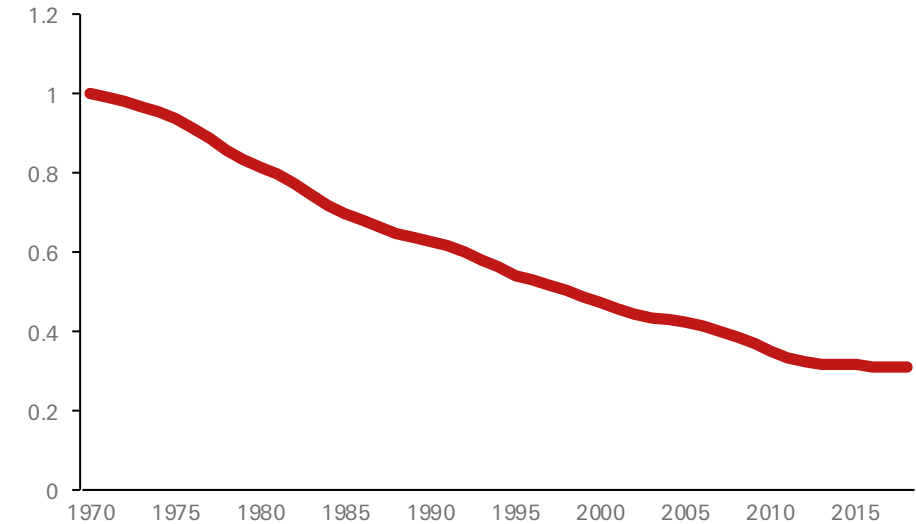
生态系统，而生态系统对可持续未来至关重要。地球生命力指数在50年内下跌近70%，对地球以及人类继续在地球生存的能力来说是灾难性的影响。

近年来，生物多样性领域为了解决生物多样性丧失的问题而进行大量工作，并投资于改善生物多样性。联合国的《生物多样性公约》负责在全球监督生物多样性的管治情况，并获得《昆明－蒙特利尔全球生物多样性框架》支援，这个框架概述了政府和企业利益共用财政框架下的目标和行动。此外，「自然相关财务披露工作小组」（TNFD）也为企业披露对自然的依赖度，表明如何管理与自然的互动措施，以及有关互动措施是否具有财务重要性提供框架。「自然相关财务披露工作小组」已经成立，并建议采用LEAP评估方法（定位、评估、衡量和准备）识别与自然有关的问题。对企业与自然互动的范畴进行定位，评估对自然的依赖和影响，衡量风险和机遇，并根据工作小组建议的披露作好相应准备。

有关行业的投资持续增长，以及供企业使用的支援指引和框架就位，正为投资者创造吸引机遇。

环球生物多样性持续性地急速下降

环球生物多样性指数

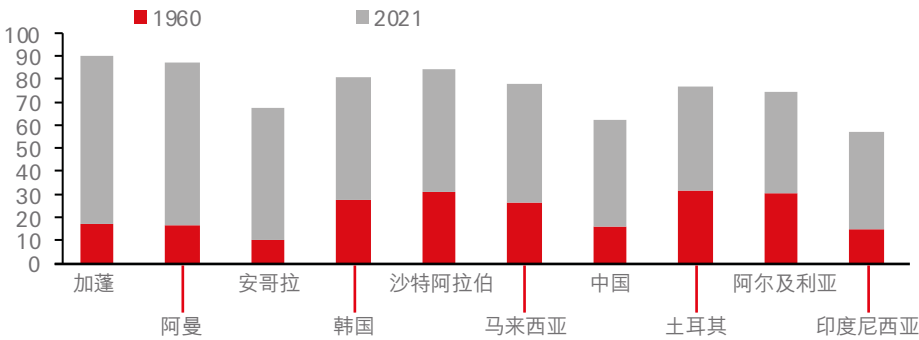


数据源：livingplanetindex.org、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）

社会演进

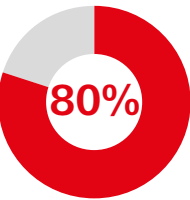
我们理想的生活方式以及重视的事物正在经历结构性改变。这个趋势下的主题可能会随着时间不断变化，但我们目前以城市化、医疗保健和社会赋权为重点。

多个新兴市场国家保持高速城市化
城市化 (%)

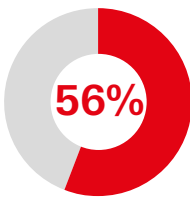


数据源：联合国人口司、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

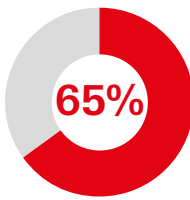
三大精选主题	
1. 基建与未来城市	基于经济重要性，城市之间互相竞争，以产生更高效益并营造更舒适的生活环境。政府向智慧城市投放大量资源，收集并利用有助于优化交通和耗能的数据。与能源弹性、减排和防洪有关的主题已变得十分重要。我们预计，城市化进程会保持迅速，新兴市场将引领有关趋势
2. 医疗创新	我们的医疗保健主题反映了医疗保健领域的快速创新，以及民众对个人健康和健康生活的日益重视。受惠于政府的刺激措施和人工智能的技术进步，药物研发步伐加快，带动生命科学板块迅速增长。健康监测设备日渐成为热门的节日礼物，科技有助降低医疗保健服务的成本
3. 社会赋权与健康	性别平等，女性劳动力参与，以及获得优质教育和医疗服务的途径等重要目标正取得广泛进展，但仍需要进行大量工作。投资者可采取影响力或主题策略来参与这个主题，甚至可以选择正在做出正面改变，转向更好的社会价值观和实务措施的企业。虽然投资者应以财务和投资考虑因素为重点，但ESG（环境，社会和治理）考虑因素同样重要。



城市在全球国内生产总值的占比



城市居住人口百分比



表示因疫情而思考人生目标的人口百分比

数据源：麦肯锡、世界银行、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

社会是一个动态的实体，会随着时间推移不断变化和发展。如果我们回想自己的青少年时期，再对比子女或下一辈的青少年时期，有时可能会觉得自己来自另一个星球。

当中一些变化与科技创新有关，我们已通过「科技颠覆」趋势把握科技创新的机遇，这都是我们能做的。为了适应和阻止气候变化，我们的社会也在转变，这是我们必须做的。然而，在「社会演进」新趋势下，我们主要关注我们希望完成的事，以及理想的生活方式。

诚然，文化和传统会影响我们的价值观和最关心的事，但这并非墨守成规。性别角色继续演进；社交媒体影响我们与他人互动的方式；时尚和理想的体态已有所改变；饮食选择不断增加，也包括了更可持续的选择；加强对老年人的关注，例如：乐龄的概念和长幼共融等等；以及其他领域。

其中一些转变的步伐缓慢，例如：从农业社会转向城市生活的趋势已持续数千年，但仍在继续。然而，近期的事件也引发了其他变化。无可否认，新冠疫情改变了我们的生活方式，当中一些变化已成为常态。我们的工作模式未必总是一成不变，混合工作模式对房地产、交通和通讯产生重大影响。新冠疫情迫使大部分人停下来，并意识到个人健康的重要性，因此用于家庭健身设备、健康与保健产品，以及线上健身课程的非必要支出大幅增加。

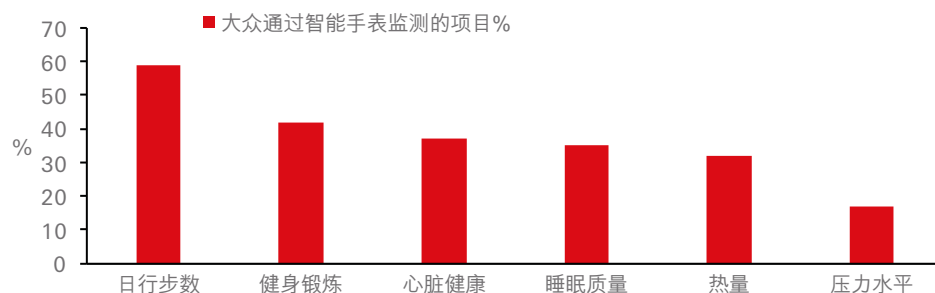
有鉴及此，我们的新趋势显然涉及的范围十分广泛，可涵盖消费趋势、银发经济、新世代、社会共融和医疗创新相关的主题。

目前，我们聚焦三大主题，相信这些主题切合热潮，并提供中期回报潜力。

基建与未来城市

新冠疫情改变了民众对城市生活

消费者正迅速开始采用健康监测设备



数据源：德勤、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

和城市化的观点，并在健康、出行、基建、居住和工作实践方面带来崭新挑战和观念。

要取得成功，真正面向未来的城市规划需要考虑以下所有领域。交通网络至关重要，因为在疫情期间，许多人从市区搬迁至郊区，但现在却希望再次通勤到市区工作。这只是基建的其中一项重要功能。通讯基建、绿化空间、防洪、教育和医疗设施都是关键领域。大部分焦点将落在发展「智慧」城市，通过收集和分析资料来优化交通和耗能效率。

城市产出占全球GDP（国内生产总值）的80%。考虑到全球流动状况和经济体之间的国际竞争，预计多国政府将在未来数年大举投资于城市发展。目前已有42亿人在城市居住，据联合国估计，城市居住人口将在2030年增至52亿人，2050年将增至67亿人，其中大部分新增人口来自新兴市场。

到了2030年，要容纳这些人口将需要扩建120万平方公里的城市地区。

在「医疗创新」主题下，我们将现有的美国医疗保健主题扩大至环球层面，并采取更侧重结构性的长线策略。举例来说，市场对肥胖症和糖尿病药物的需求正在强劲增长。医疗技术创新步伐正在加快，人工智能有助于提升诊断和药物开发的速度。可想而知，多国政府将生命科学视为关键

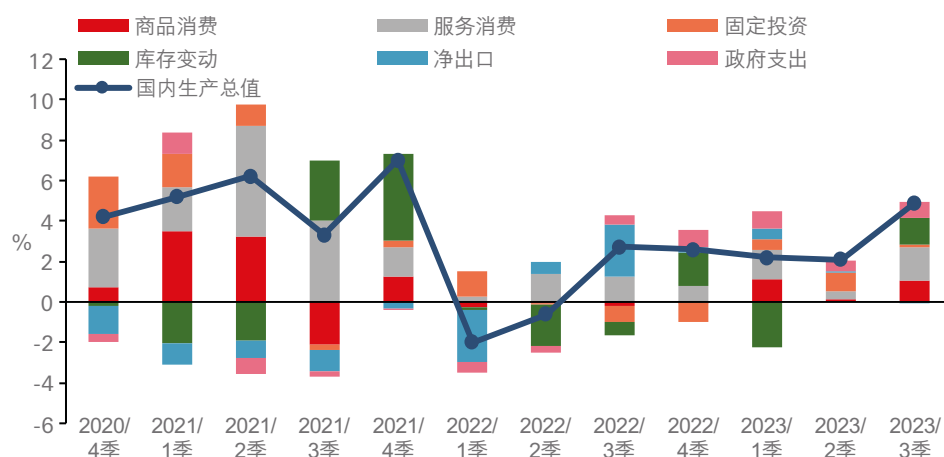
增长领域，并希望推动业界创新。与此同时，发达市场和新兴市场都日益重视医疗保健服务的可持续性和可负担性。

第三个主题「社会赋权与健康」和多个联合国可持续发展目标重迭，包括：健康与福利、优质教育和性别平等。投资者对有关领域感兴趣和企业创新都是明显的例子，反映了社会正在演进，并且这也是大众所关心的事情。我们认为，投资者可采取影响力或主题策略来参与这个主题，可以关注正在做出正面改变，转向更好的社会价值观和实务措施的企业。



在发达市场增长缓慢的情况下，我们认为哪个领域具有潜力实现盈利增长和回报？随着政策利率似乎终于见顶，哪个领域适合锁定当下的债券收益率？

美国经济和消费者展示更强抗逆力



数据源：美国经济分析局、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

四大精选主题

1. 美国抗逆力	「不要把美国消费者排除在外」仍然是适用的格言。考虑到劳动力市场保持强劲，通胀降温有助提高可支配收入，我们不太担心利息增加和高油价的问题。此外，我们会「由下而上」关注具有抗逆力，现金结余稳健，市场地位强劲，通常被称为「优质」股的企业。
2. 北美再工业化	多国政府正在加强工业政策，从而在环球市场互相竞争，但美国已大举斥资以重振制造业。这有助加快许多企业早已在疫后规划好的供应链重组和迁回在岸市场行动。我们认为工业、工程、建筑和科技领域蕴藏机遇
3. 优质债券机遇	投资组合回报可明显受惠于稳定的收入流，目前优质企业债券可提供中至高个位数的收益流。考虑到美国国债和避险债券的收益率接近五年高位，但信贷利差刚好接近五年平均，我们不会承担过多信用风险。在经济增长缓慢的情况下，优质企业债券往往表现出色，这意味着我们青睐投资级别债券
4. 发达市场金融债券防守布局	我们对债券保持选择性，偏好金融债券，因为其估值相对企业债券更吸引。然而，我们聚焦优先级银行债券，原因是次级债券收益率的升幅不足以补偿增长缓慢和贷款损失拨备逐渐增加的影响。



数据源：汇丰环球私人银行、联储局、reshorennow.org、彭博资讯（截至2023年11月22日）。

乍看之下，低增长的高息环境似乎不是非常有利的投资环境，但这两个因素都带来一些正面影响。

全球经济增长的确缓慢，但对全球大多数国家来说，经济周期或会在2023年第四季或2024年第一季触底，预期随后将会逐步加快增长。我们将通过以下主题，寻找别具增长韧性的领域。

就利率环境而言，美国、英国和欧元区央行在近期会议上表示大幅加息的时期已经过去，令我们感到安心。这应会稳定短久期债券的收益率，而较长久期债券的实际收益率偏高，目前也为债券供应问题提供充分补偿。不过，信贷利差并非过高，在增长缓慢的环境下，我们认为目前坚守品质才是明智之举。

有鉴及此，这个趋势下的所有主题旨在于股债市场物色优质和具抗逆力的资产。

美国抗逆力

首先是地区选择，我们仍然认为美国经济较大部分其他市场更具抗逆力，在2023年有助美国股市取得出色表现，2024年将继续如此。

劳动力市场强劲一直是美国经济强劲的主要因素，并在很大程度上解释了2023年源源不断的经济惊喜。

消费繁荣抵消了投资者对高油价和高利率将开始产生影响的忧虑。事实上，最新的美国国内生产总值资料显示，2023年第三季的消费（包括商品和服务）再次加速。因此，我们继续看好消费品企业的机遇。

诚然，一些负债水准较高、收入较低的家庭面临压力，可能会选择成本较低的产品。在高端市场，环球需求放缓对一些企业造成影响。因此，良好的选股关键在于挑选定位正确，并拥有强劲基本面的企业。

然而，低收入家庭正在降低消费水准，因此我们偏好定位正确并拥有强劲基本面的企业。

我们的「北美再工业化」主题意识到制造业可能已经触底，并展开结构性升势，主要因为企业希望加强供应链的可靠程度，因而迫切将部分生产业务迁回国内。政府对制造业和研发的激励措施也进一步提振制造业。

举例来说，白宫表示自《晶片与科学法案》签署成为法律以来的一年内，企业宣布在半导体和电子产品领域已投资超过1,660亿美元。

优质债券机遇

我们对投资级别债券和发达市场国债（收益率过低的日本国债除外）维持偏高观点。在增长缓慢但向好的

环境下，投资级别债券传统上是表现较佳的资产类别之一。我们认为，政策利率维持在高位的时间越长，金融环境收紧的风险就越大。这将对高收益债券造成严重影响，因此我们青睐投资级别债券。

此外，我们认为金融板块存在机遇，并通过「发达市场金融债券防守布局」主题反映这个观点。银行正面临发达市场经济增长缓慢、拖欠率上升（但由较低水准开始）和房地产压力（尤其是办公室）等不利因素。尽管如此，银行板块的资本比率充足，远高于最低监管要求，而且利息收益强劲。另外，金融债券的利差也较非金融债券更具吸引力。因此，我们会物色机遇，但会选择大型多元化的企业，并以银行资本结构的优先级债券为重点，因为二级资本债券的收益率升幅通常较低。

债券收益率接近历史高位，并提供具有吸引力的收益，有助投资组合分散风险



数据源：汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

股票

迎接新一年，我们必须考虑大概率事件。通胀持续下降抵消对环球经济增长放缓的忧虑，为利润率提供支援。政策利率见顶（预计随后在2024年稍后降息）提供一些喘息空间，结构因素也或有利市场。因此，我们对股票维持积极观点，并专注美国、亚洲新兴市场和拉丁美洲。我们仍聚焦优质股和大型股，并在美国维持略为偏向周期的策略，但在欧洲则略为偏向防护。

偏高比重观点

市场：美国、墨西哥、巴西、法国、印度、韩国和印度尼西亚

板块：信息科技、工业、非必需消费品、金融、医疗保健和能源

偏低比重观点

市场：德国、意大利、西班牙、南非、泰国和马来西亚

板块：房地产

环球风格偏好

优质股和大型股

美股：抗逆力和再工业化

经历数十年来最激进的加息周期后，美国经济或将在2024年放缓。企业和家庭在2021年为资产负债表再融资，即使面对利率上升和重新开始支付学生贷款的压力，财政状况仍保持稳健。预测来年企业盈利将大幅增长，回顾历史，美国市场在美联储暂停加息后十二个月表现出色。此外，多个长期主题将会抵消周期阻力，或可于2024年有利美股表现。

◆ 第一，「美国抗逆力」主题仍稳定不变，美国经济动力相对领先，而且劳动力市场表现强劲。

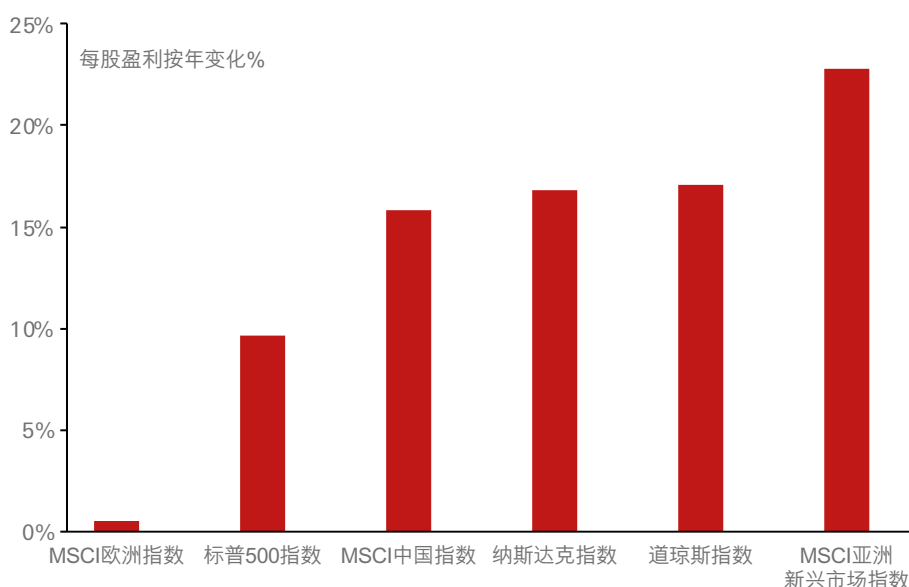
◆ 第二，「北美再工业化」主题刚刚开始。为确保供应链稳定，企业对新制造设施的投资相当强劲。

◆ 第三，「医疗创新」发展迅速，促进罕见疾病和渗透率不足的牙科市场产品面世，而且崭新的颠覆性技术有助于诊断市场不断扩展。

◆ 展望2024年，科技板块料将继续涌现不少崭新技术，有助提升生产力和投资回报率。此外，这将推动美国经济的通胀进一步下降，有助推高股票市场的估值

预期2024年盈利或将会回升

市场普遍预测盈利



数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。MSCI：明晟。

亚洲消费主义

亚洲仍是2024年经济增长前景的关键。虽然估值和市场普遍预期均处低水准，但我们认为中国经济增长预期将保持稳定。预测印度增长或会迅速，区内贸易量稳健。预期2024年亚洲新兴市场企业盈利将大幅回升。

亚洲消费主义仍是我们在亚洲的一个重要主题焦点。许多经济体正在迅速增长。贸易量增加和人均收入提升为股票市场提供更多机遇。预期印度经济增长将在2024年加快，分散布局当地制造业和服务业有助提供上行空间。环顾整个亚洲地区，「亚洲供应链重组」主题正在推动多个市场的经济增长，并为整个地区提供更多元化的机遇。

欧洲放眼海外

欧洲市场估值具有吸引力，但增长仍难以捉摸，盈利预测也可能被下调。通胀仍值得关注，各地央行必须保持警惕。此外，由于欧洲面临能源短缺，而且地理位置接近地缘冲突区域，因此尾部风险高于美国。

欧洲仍然缺乏内部增长。欧洲企业必须继续放眼海外，方可推动股市大幅回升。欧洲盈利有很大百分比来自全球其他地区，而且欧洲市场仍颇为全球化。来年增长和贸易量很可能继续低迷，令欧洲市场前景黯淡。

投资总结

面对周期和地缘政治不明朗因素，金融市场将会保持波动。全球股票投资者也将面对其他问题，例如经济增长率分歧，以及高利率对融资成本和供应的未知影响。在不明朗时期，品质至关重要，因此我们关注财务状况和现金产生能力强劲的公司。尽管如此，政策利率和市场利率可能下降，加上来年盈利增长有望高于长期趋势，显示股市具有潜在回报趋势。



债券

过去两个月，债券市场的价格大幅波动。由于市场担忧美国出现超额预算赤字，并因此产生资金需求，发达市场国债收益率在初期飙升。此外，联邦公开市场委员会在9月会议发表强硬声明，保留在12月再次加息的空间，令市场更加不明朗。然而，美联储主席鲍威尔在11月初表示政策利率已见顶，可见加息空间似乎已经消失。环球货币政策的不明朗因素减少使期限溢价收窄受压，令国债收益率在11月大幅下跌。

这与我们的投资策略和思维方式一致：美国实际收益率飙升（反映大部分期限溢价），就目前环球经济周期后段而言走得太远，相对其他发达市场国债的较低实际收益率来说也过高。因此，我们把握2023年10月收益率飙升的优势，延长我们涵盖的所有发达市场国债市场（日本以外）的久期偏好。债市在11月回升，让我们相信收益率的下次大幅波动很可能会趋于下行。

偏高比重观点

国债：美国、英国、澳洲和新西兰国债

企业债券和新兴市场：美国、欧洲和英国投资级别债券；澳洲和新西兰企业债券；海湾合作委员会和墨西哥主要货币债券；印度本币债券

偏低比重观点

国债：日本国债

企业债券和新兴市场：阿根廷和乌克兰主要货币债券；

土耳其本币债券

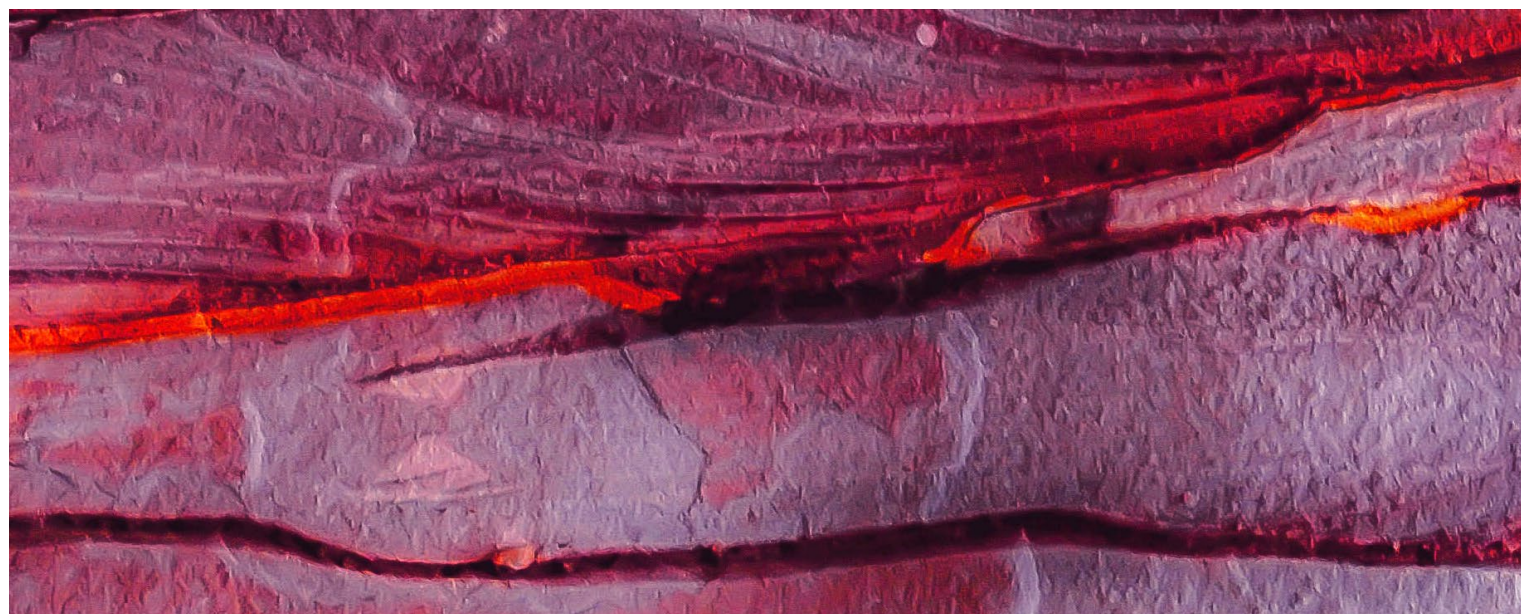
我们继续有选择性地关注发达市场和新兴市场的优质债券，预计未来数月信贷利差将会加剧波动，以适应当前信贷状况收紧、估值偏高和增长动力减弱的环境。在这情况下，我们决定将新兴市场本币债券观点下调至温和偏低比重，以降低债券布局的风险。

尽管估值偏紧且息率高企，而

且经济和盈利增长风险日增，但环球高收益债券至今表现领先其他债券领域。高收益债券的久期相对较短，至今带来优势，但这不是表现出色的唯一原因。偿债高峰未至（大多数到期日为2025年至2026年）可能是目前高收益债券估值过高，以及已实现违约率较低的原因，但我们认为这些都是滞后指标。因此，我们仍然相信对比未来经济前景（即使在美国经济「软着陆」的情况下），以及与环球投资级别债券比较，尤其是以美元计价的债券，环球高收益债券颇为昂贵。

发达市场 – 发达市场政策利率已见顶，国债估值显得吸引

目前长期利率预期为4.6%，例如美国五年期国债五年远期收益率已就经济和财政前景的不明朗因素提供可观的风险溢价。此外，这个利率水准较美联储的长期名义经济增长预测高出80基点以上，这情况并不常见。虽然短期利率前景难以预测，但我们认为当前收益率提供吸引的潜在



机会，这支持我们最近将所有发达市场（日本以外）国债久期偏好延长到七至十年。另外，国债收益率曲线逐步正常化（倒挂程度减少）正在降低短债的吸引力，因此购买长期债券和锁定收益率的机会成本已经下降。

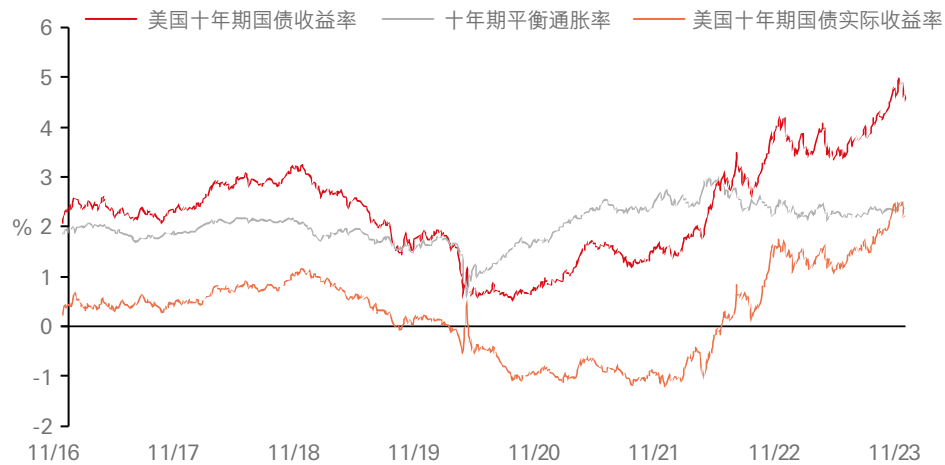
此外，我们认为发达市场经济体的政策利率已见顶，或可为债券带

来支持。美联储指出，美国国债收益率内含的期限溢价较高，正在收紧美国金融和信贷状况，影响如同再次加息。因此，市场正在承担央行的部分工作，容许央行采取观望态度。

值得注意的是，美国财政部在11月初宣布的预期季度再融资步伐（主要是长债）较市场预期温和，令

早前对财政赤字和债券供应的忧虑有所缓解。通过发债来填补大部分赤字，或有助舒缓长债的一些供应压力。事实上，我们认为投资者对供应忧虑和赤字前景反应过大，市场充分了解这个情况已有一段时间。

美国国债收益率飙升主要源于实际利率



数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。



当前环境下的债市资产观点？

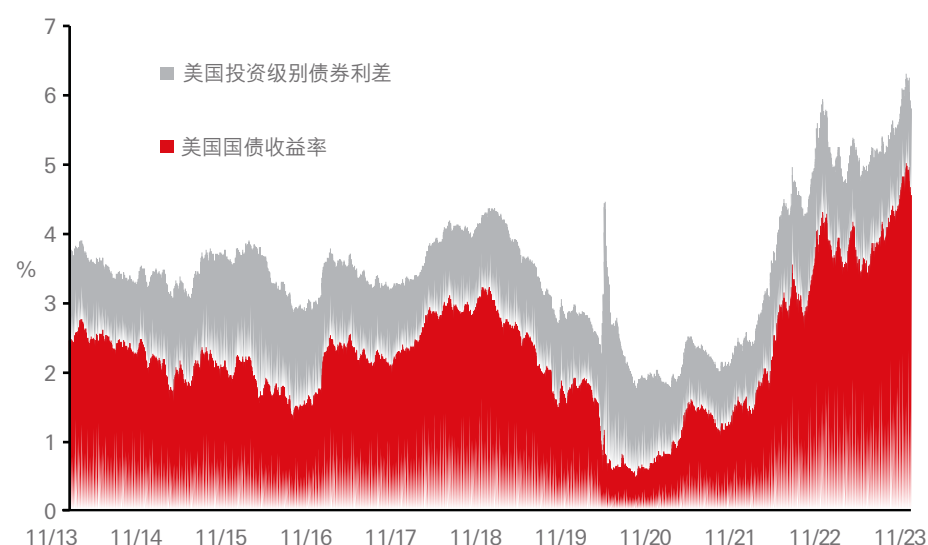
我们仍对环球投资级别债券持偏高观点，在通胀降温和政策利率见顶的环境下，其绝对收益率仍具吸引力。此外，我们聚焦优质「中期」(即五至七年)企业债券的策略，在经济周期后段表现优秀。虽然美国经济衰退不是我们预测的基本情境，但有关风险已升温，预期未来数月对增长表现敏感的信贷利差将会加剧波动。如

下图所示，无风险利率占美国投资级别债券名义收益率近80%。因此，如果我们的降息预期实现，其有望受惠于价格进一步上升。

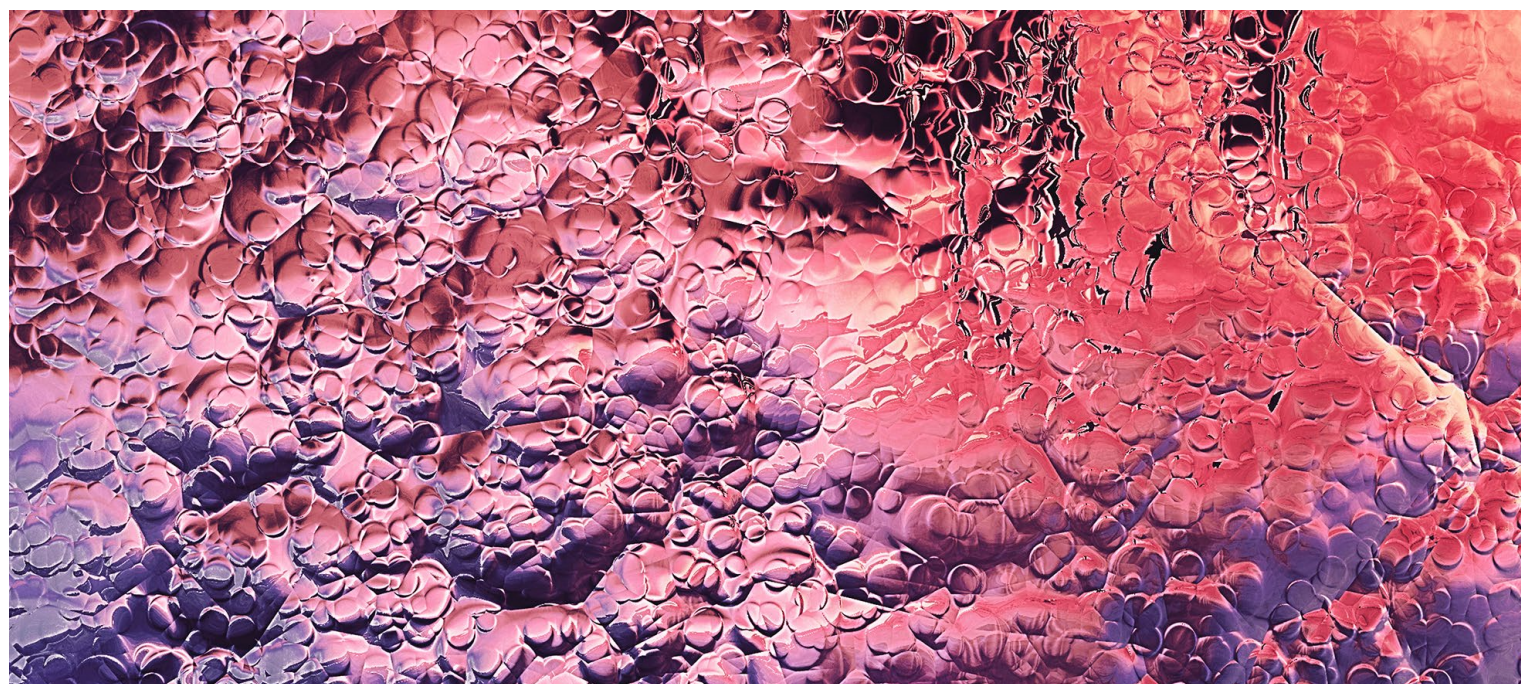
板块方面，我们继续聚焦能源、科技和金融。银行板块在3月重新定价后，我们继续青睐金融机构发行的债券。因此，我们重申布局发达市场金融债券的精选主题，但只聚焦银行板块的优先无担保债券。金融与非金

融企业债券的信贷利差比率仍具吸引力，支持我们偏好金融企业债券。企业方面，我们仍专注具备以下特性的优质公司：采取以债券持有人为先的政策，负债比率良好，而且短期融资需求较低。

无风险利率占美国投资级别债券收益率的一大部分

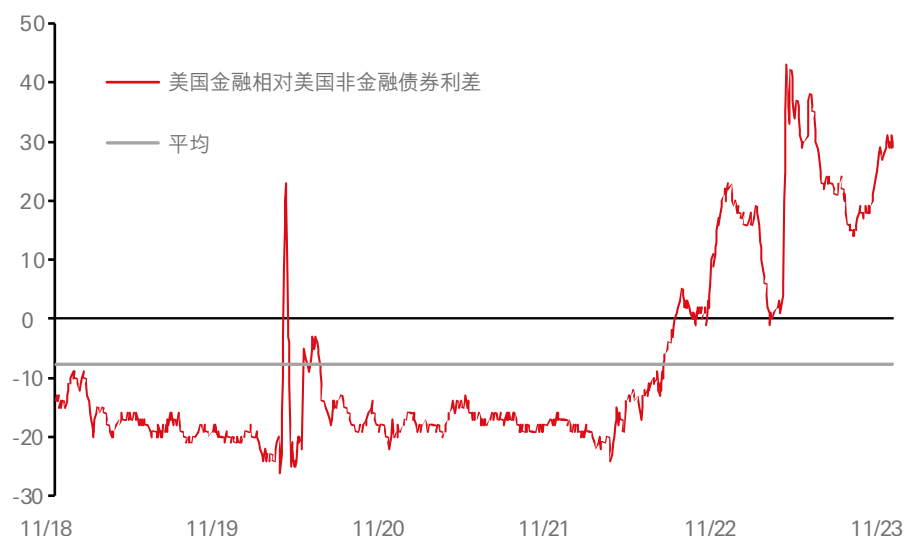


数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。过往并非未来表现的可靠指标。



相对非金融债券，金融债券继续提供价值

基点



数据源：彭博信息、丰球私人银行（截至2023年11月22日）。往并非未表的可靠指。

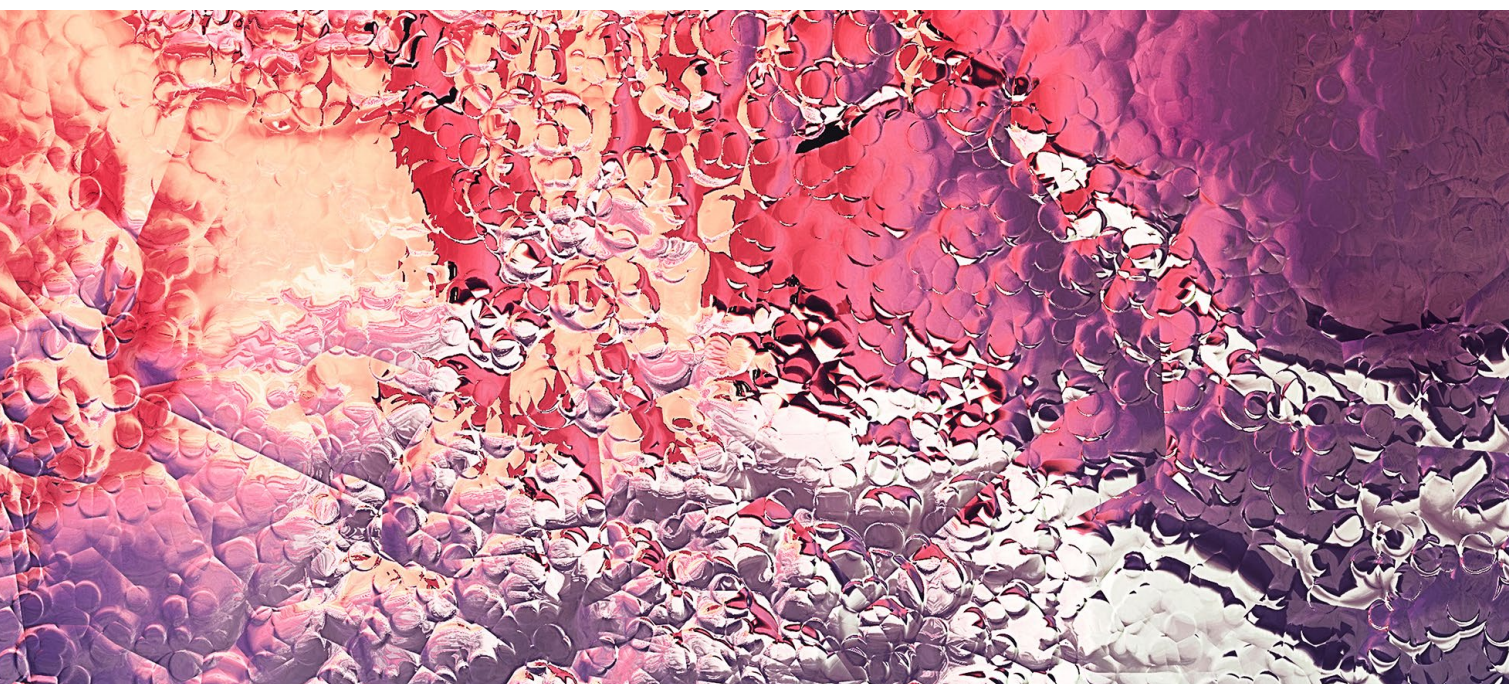
新兴市场 – 面对全球增长动力减弱、美元走强和技术面带来的挑战，我们将新兴市场本币债券观点下调至温和偏低，以降低风险

在2022年10月至2023年7月期间，新兴市场本币债券表现良好。美元疲软让投资者能够着眼期内新兴市场经济体上一轮加息周期结束以后的策略，为巴西、智利和匈牙利等国家启动宽松周期作好部署。然而，自7月以来，这种环境出现变化，即使考虑到联邦公开市场委员会倾向中性

立场，以及随后美国国债收益率下跌的因素。基本上，发达市场利率波幅扩大，美国国债实际收益率上升，美元走强和新兴市场经济体的通胀下降步伐减慢，均不利新兴市场本币债券市场最近的表现。随着地缘政治风险上升，影响市场的因素已从本地因素转至全球因素。我们也注意到新兴市场重新评估政策利率预期，巴西和墨西哥等一些国家的财政状况恶化和债券供应相关风险升温。我们把握机会重新评估对这两个经济体的观点，决定将当地利率市场资产观点由温和偏

高下调至中性。我们认为当地利率风险溢价很可能上升。此外，考虑到自7月底以来大量基金的资金外流，技术面提供的支援似乎减少。这些赎回迫使基金经理增加现金余额，不利债券，令本币债券市场面对更大压力。如果全球经济持续放缓并反复波动，美元的防守特性可能会令新兴市场外汇受压。事实上，过去新兴市场外汇通常会拖累本币债券潜在回报。

其他新兴市场债券方面，我们维持目前对新兴市场硬货币国债的中性观点，并继续对硬货币企业债券持温和偏高看法。一般而言，这些债券的表现通常与环球投资级别债券一致，但年初至今表现一直落后于环球高收益债券市场，尽管久期差距产生重大影响。整体来说，新兴市场企业债券持续出现强劲的息差机会，并提供分散布局不同评级、板块和国家的优势。因此，我们仍对新兴市场企业债券保持温和偏高观点，并专注于亚洲和拉丁美洲地区的优质企业债券。



外汇和大宗商品

面对美国国债收益率偏高、美国经济表现出色，以及与中东冲突相关的全球不明朗因素，美元在2023年一直走高。随着2024年临近，美元有望继续得到这些因素的支持，但我们认为这个看好观点的风险将在2024年下半年加强。我们对新兴市场货币作选择性看好，因为环球金融状况偏紧，令新兴市场的经济下行风险升温。我们青睐基本面强劲和实际收益率可观的货币（例如：巴西雷亚尔和印度卢比），因为在这些条件下，央行可于必要时降息。我们预期大宗商品在2024年第一季不会严重拖累外汇表现，但任何与地缘政治事件相关的油价飙升均会影响全球承险意愿，并可能左右环球经济增长。

看好

十国集团：美元

新兴市场：印度卢比、巴西雷亚尔和墨西哥比索

中性

十国集团：瑞士法郎、日元、加元和澳元

发达市场和新兴市场：新加坡元、印尼盾、韩元、菲律宾比索和泰铢

大宗商品：黄金、白银和石油

看淡

十国集团：欧元、英镑和新西兰元

新兴市场：南非兰特和土耳其里拉

美元在2023年第三季取得强劲的正面表现，但仍远低于2022年10月的高水准。主要影响因素没有改变，仍集中于三方面：

◆ **美国周期表现优秀：**尽管增长速度将低于2023年的水准，但美国应继续是经济表现较强韧的十国集团国家之一。

◆ **收益率优势：**投资者将试图评估美联储会否比其他十国集团央行提早或较迟降息。根据我们预测的基本情况，美联储可能比其他央行提早数月降息，因此息差将稍为收窄。尽管如此，目前息差依然较大，或会在2024年初支持美元

◆ **承险环境：**承险环境方面，中东冲突令早已充满变数的环球格局更不明朗，刺激避险需求，为美元提供支援。

我们预期这些因素不会在2024年迅速逆转。要美元势头停滞，上述其中一项因素必先失去动力。举例来说，美国意外出现负增长，或会令美联储加快采取温和路径。此外，经济数据大幅下滑也可能造就避险环境，最终支持美元。因此，我们目前认为美元最多只会面对见顶走平的风险，出现跌势的风险颇低。在11月美国总统大选前夕，初选等重要事件可能会触发更多波动。一般来说，美元可

受惠于不明朗因素，但我们认为美国经济增长和利率前景等其他基本因素仍是影响美元的主要因素。

另一方面，欧元应会在未来数月继续面临挑战。不过，鉴于季度增长数据可能触底，欧元弱势可能会在未来数月内停止。英国面对更严峻的挑战，或会令英镑在一段更长时间受压。瑞士法郎或继续受惠于令人鼓舞的国内影响因素。但就日元来说，我们认为只有货币政策持续变化，日元才可重拾上升潜力。至于十国集团的其他货币，澳元、新西兰元和加元难以展现强劲动力，但油价上涨或外围经济增长意外向好可能带来上行空间。

新兴市场方面，我们在2024年保持有选择性。国内影响因素将会成为关键，重点在于稳健的经常帐和对外贸易差额。我们也青睐提供巨大收益率优势的货币，因为这些货币提供良好的息差机会，并为央行提供在必要时降息的空间（例如：巴西雷亚尔和印度卢比）。此外，当中国经济增长在2024年稍后加快，其主要交易伙伴国的货币可能会获得支持，尤其是在目前预期偏低的环境下。另一方面，我们不看好南非兰特和土耳其里拉，因其国内挑战严峻。南非的经常帐赤字巨大，而且大选前的财政不明朗因素日增，加剧结构阻力。土耳其方面，双赤字和负实际利率巨大，将

继续令土耳其里拉受压，即使央行最近积极收紧政策，或会加快货币状况再平衡。

大宗商品方面，黄金一直表现明显强韧，但在实际收益率偏高和强势美元的情况下，我们难言看好黄金。美元走平、降息和不明朗因素挥之不去，可能会在2024年稍后提供支援。白银和铂类金属或会受惠于中国制造业复苏和市场对绿色科技更感兴趣，但美元强势目前仍然是一个障碍。此外，鉴于减产期限延长，石油市场将持续紧张。不过，考虑到即使中东爆发冲突，但油价仍明显偏低，我们认为需求回升才能触发油价强劲反弹。然而，中国需求早已高于新冠流行前水平，而且冬季临近，我们认为需求进一步回升的空间不大。

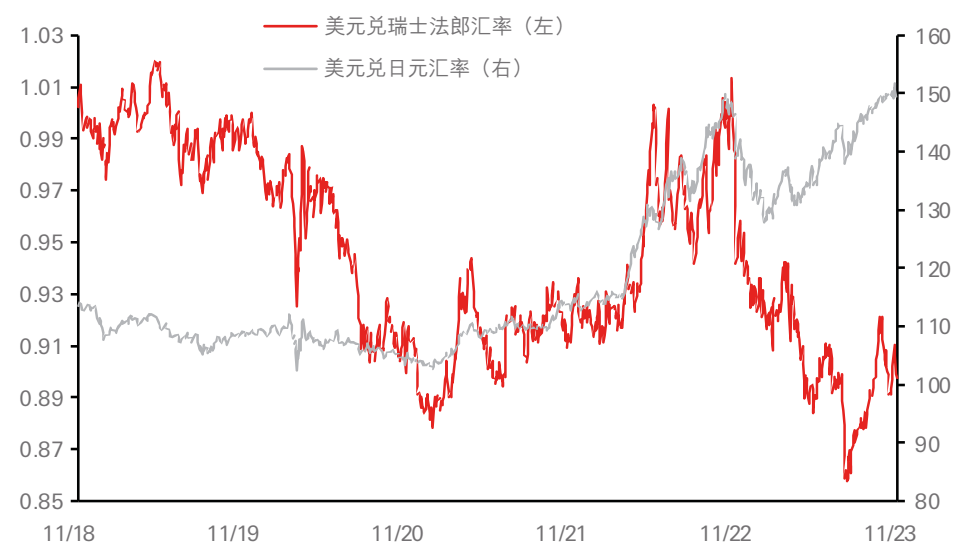
美元与黄金一般存在负相关度，但最近没有对黄金价格产生太大影响，因为美元已失去部分动力

每盎司美元



数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

尽管瑞士法郎和日元均被视为避险货币，但两者在2023年的表现相对不同步。日元目前与日本货币政策密切相关



数据源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

对冲基金

尽管近日加息周期结束提供了喘息的空间，但在2023年，美联储的鹰派言论一直对股债构成压力。整体而言，对冲基金投资组合在今年显现其分散风险的特性，寻求多元化回报来源是我们的长期策略目标。我们继续看好主观型宏观策略、股票市场中性策略、低风险敞口的股票多空策略、多元策略和多元投资组合经理策略。

最近，趋势追随者的回报多少主要由短仓债券配置所主导。此外，从相对价值来看，主观型宏观策略在同一类别资产上的交易则相对成功。并购套利提供了不少难以捕捉的机遇，而这些机遇的结合为事件主导策略带来了支持。结构式信贷子策略的专业化保护了另类信贷策略免受累于传统信贷策略可能造成的损失。多空仓股

票策略的表现受惠于短仓，缓冲了市场走弱期间的损失。

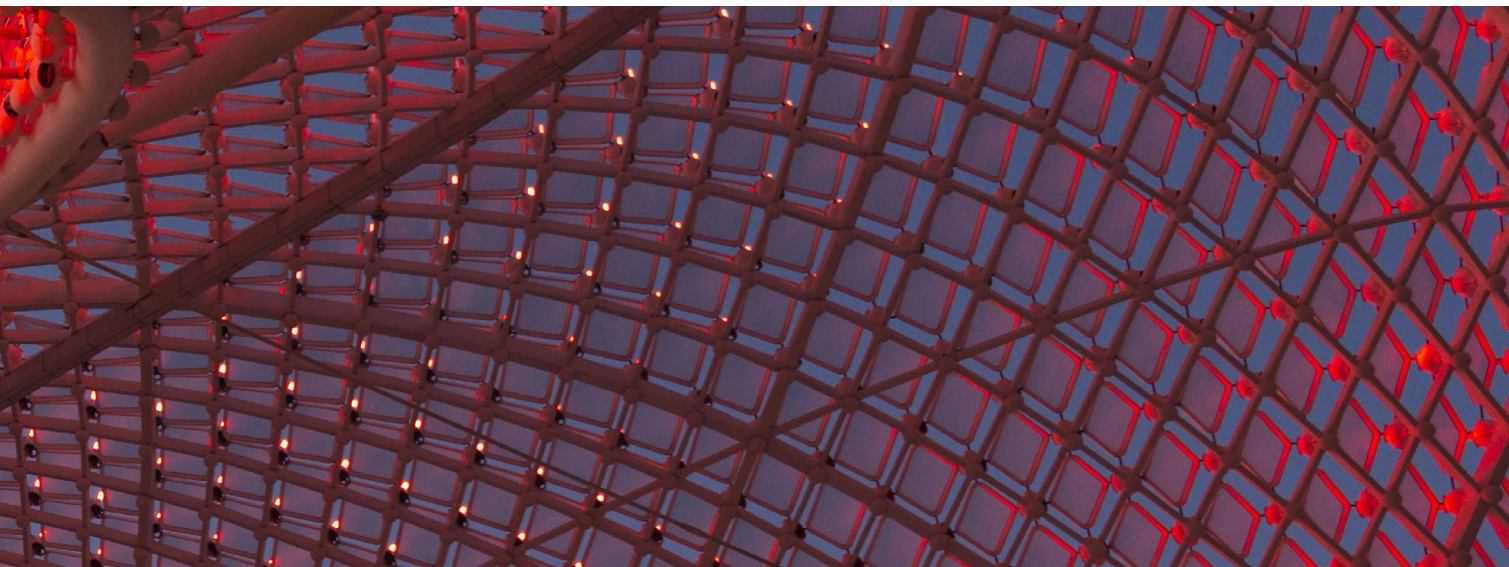
虽然妥善管理的对冲基金策略旨在于整个周期获取回报，但我们深明宏观经济情况会影响不同策略的回报机遇。我们的对冲基金策略观点基于的基本情境是预测2024年市场将持续波动，经济增长缓慢，以及在下半年某个时候开始降息。

宏观策略若可在这种不明朗时期充分发挥灵活运作的的能力，或会在2024年为策略提供良好支援。以上一个完整季度的回报贡献计算，将投资领域拓展至新兴市场的宏观策略是表现较强劲的单一策略。此外，正如2020年所展示，这个领域的策略可在降息环境下产生巨大潜在回报，因

此我们预期2024年定向利率配置所带来的回报比例将高于2023年。我们继续看好这个策略的前景。

除上述短仓、债券配置外，许多大宗商品交易顾问策略最近也从农产品合约和其他大宗商品取得表现，突显其分散风险的优势。考虑到准确预测跨资产类别趋势的难度，我们对大宗商品交易顾问策略未来表现的前景保持中性观点。

股票市场中性策略方面，历史上单一股票相关度偏低的观点为我们的温和偏高比重观点提供理据。虽然今年市场波幅稳步下降，但基金经理预期随着进一步处于利率长期偏高的时期，市场波幅将会加剧。



近日市场反复波动提供广泛机遇，令多空仓股票策略经理感到振奋。在策略组合中，我们青睐净低风险敞口的股票多空策略，并对来年回报作出温和正面的预测。鉴于环境或继续提供机会，我们维持对对冲策略前景的中性观点。我们将聚焦亚洲策略的前景下调至温和偏低，原因是部分区域增长环境相对平淡，推迟区内强劲复苏的趋势。

我们对事件主导策略的前景维持中性观点。社会活动继续受到基金经理和投资者欢迎，因为公司必须在非零息环境中寻找协同效益。鉴于近日大型交易的反垄断风险得到解决，并购活动依然不多，而且利差大幅收窄，因此协同效益受限。

多空仓信贷策略的回报来自高息差、结构式信贷配置，以及在某些情况下解决少数「出现经营困难」的情况。在时间上，违约周期的出现比之前预期更加难以捉摸，因此我们对困境策略保持中性观点，多空仓信贷策略亦然，对结构式信贷策略则持较积极的观点。

展望2024年，我们继续看好多元策略和多元投资组合经理策略的运行环境，主要基于对冲基金的强劲风险管理原则和聘用最优秀人才的能力。指数重组和大宗商品策略在夏季或带来可观的潜在回报良机。

房地产行业

鉴于利率上升影响房地产收益率，发达市场的房地产资本价值持续下跌。除办公室外，租房市场的基本面仍然强韧，使整体空置率持续低于长期趋势。租金增长继续放缓，但与消费者价格指数挂钩的租金或可提供保障。物流和多户住宅类别的空置率仍然偏低。零售持续面对电子贸易的挑战，预期价格将进一步调整，尤其在经济衰退期间。

发达市场房市的房地产资本价值持续下跌，原因是房地产回报率随着利率走高而走高。资本价值广泛下跌，尽管跌幅因地域和板块而异。欧洲和北美洲的跌幅最大，亚太区的价值相对稳定。

就板块而言，物流和住宅等板块的价值跌幅最大，在低息时期，这些板块的房地产收益率跌幅也最大。当利率回升时，相对高收益资产，其对低收益资产的影响更明显。

若不是租房的基本面在过去十二个月普遍强韧，房地产资本价值的跌幅可能更严重。虽然租户延迟扩展或投资新空间的计划，无疑使大部分板块的租赁需求放缓，但房地产开发活动下降，使得整体空置率仍低于长期平均。租金增长可能从近日的高位放缓，但由于租户支付的租金逐渐按市价计值，故收入仍持续增长。此外，若租金与通胀挂钩，现金流和资本价值便受到一定程度的保障。

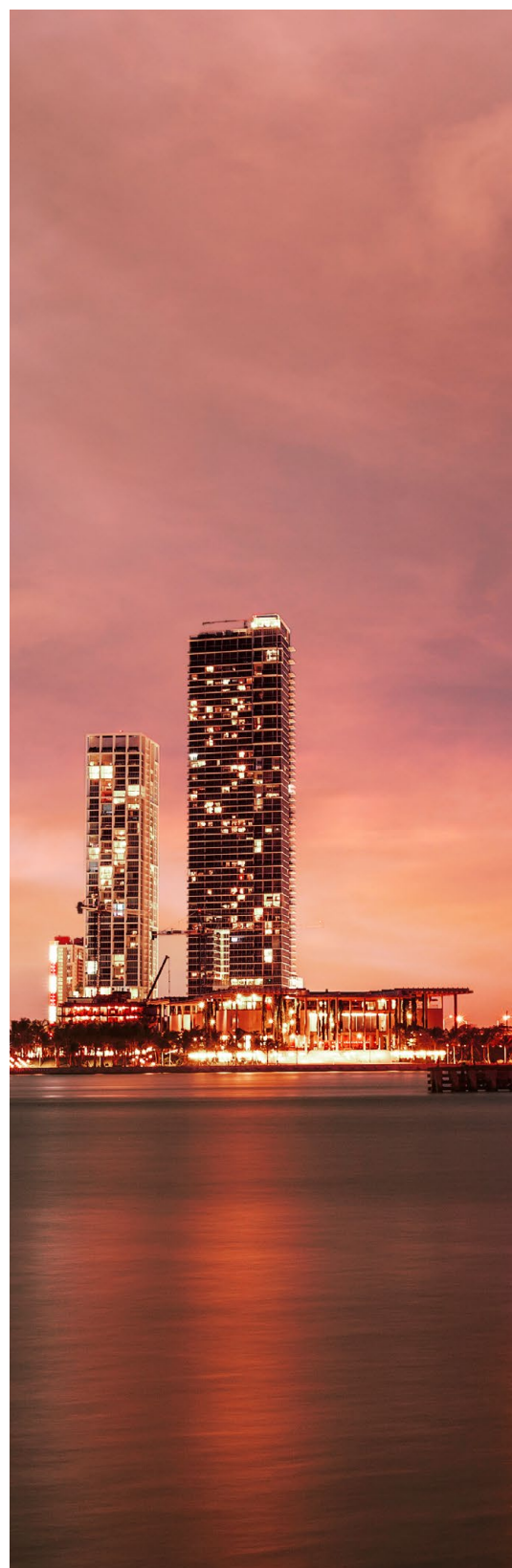
物流板块的租赁活动无疑大幅回落，部分原因是定制物流空间减少，因为建造融资成本高昂，使房地产商无法获利。此外，网上消费减少，影响网上零售商和协力厂商物流供应商的空间需求。然而，虽然租赁需求从

过去三年的历史水准回落，但仍与新冠流行前大致相仿，当时租赁需求已处于数十年高位。空置率上升但仍处于历史低位，租金增长依然正面，随着租金逐渐以市价计值，可望继续为稳健的净收入增长提供支持。

同样，多户住宅的空置率仍接近数十年低位。利率上升使许多置业计划遥不可及；与此同时，远距离工作的趋势或将触发住户组成长远回升，因为租户把闲置房间用作办公室，而非与多一个室友合租。虽然在美国的一些阳光带区域（阳光带是美国的一个地理区域，一般认为贯穿美国南部和西南部。另一较为粗略的定义是北纬36度线以南的地区。），新建筑活动上升，但鉴于建筑成本上涨（原材料、劳工和融资），新建筑活动普遍受到限制，现时大部分市场的相关活动逐渐下跌。

在新冠流行前，零售基本面受压，原因是电子贸易需求日增，对传统零售商造成冲击，尤其是百货公司和时装零售商。在疫情爆发的最初数月，陷入困境的零售商申请破产，许多店铺因而空置，使空置率达到高峰。然而，随着限制措施放宽，购物人流重现，空置店铺被具盈利能力且迅速扩展的品牌和餐饮租户填补。

对于难以把网上零售与实体商店整合的零售商来说，电子贸易持续构成不利因素。此外，面对失业，加上疫情期间的储蓄耗尽，以及预估加息造成的短期经济阻力，对家庭预算构成压力。然而，就顶级地段而言，租赁需求强劲，为出租率上升和租金水准（逐渐）改善提供支援。





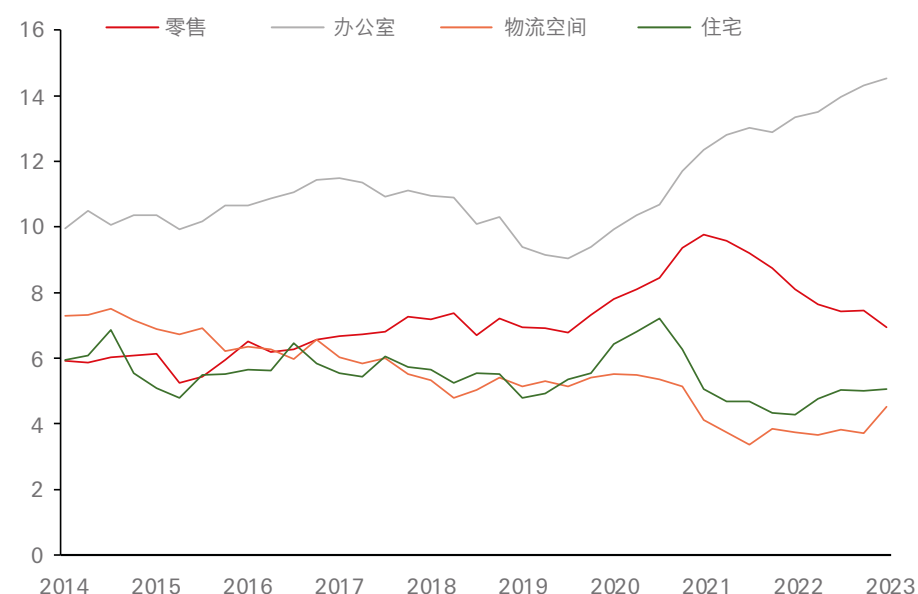
办公室板块的挑战最大，因为在面对周期经济压力的同时，空置率已处于高水准。尽管如此，越来越多企业鼓励员工返回办公室工作，可能限制租户因转向混合工作模式而释放的空间数量。租户日渐集中于优良地段并物色优质和环境可持续的办公室，这使优质与普通办公大楼之间的租金表现（及资本价值）出现分歧。

别地区和房地产类别。

展望未来，若价格进一步调整，预料将会主要由于房地产回报率上升所致，因为借贷成本与房地产收益的差距可能不足以恢复流动性。一旦经济陷入衰退，预料租户的基本面也可能减弱，有些市场或会出现第二波价值下跌，尤其是容易受经济周期影响的办公室和零售板块，情况犹如环球金融危机时一样。总结而言，我们预期资本价值调整的过程已完成了一半以上，尽管这在很大程度上取决于个

空置率偏低应可提供一些支持，尤其是对办公室而言

空置率 (%)



数据源：明晟、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

私募市场

私募基金和创投基金市场活动在2023年放缓。美国的退场价值在第三季大幅下滑，较前一个季度减少40.7%，跌至自环球金融危机（不包括2020年第二季抗疫封锁期间）以来的最低季度水平，目前较2021年第二季的高位下跌83.7%¹。这对市场活动造成重大冲击，也影响投资者获取的分派。由于供求失衡为投资者创造有利条件，故私募信贷仍然是一个备受青睐的资产类别。

自2021年高峰以来，分派减少对私募基金集资造成负面影响——虽然影响程度较预期低。在2023年，投资者向私募股本基金提供的承诺出资总额仍然庞大。虽然在2022年债券和股票下跌后，有些投资者需要卖

出另类投资以重整投资组合（「分母效应」），但公开股票市场在2023年扬升，减低相关影响。因此，尽管市场仍聚焦于较大规模的基金，私募基金集资仍相对稳健，年初截至10月2日，集资达6,180亿美元，高于2010年至2020年的5,490亿美元年度平均。然而，预料集资额很可能难以达到2021年至2022年的9,490亿美元平均水平，当时的市场活动处于高峰。

虽然利率上升对退场数量和估值构成影响，但许多投资者可能整装待发，采取更积极的策略。如果经济衰退的程度加深，私募基金市场或许加剧波动，继而可能在短期内使投资规模缩小。然而，长远来说，情况可能

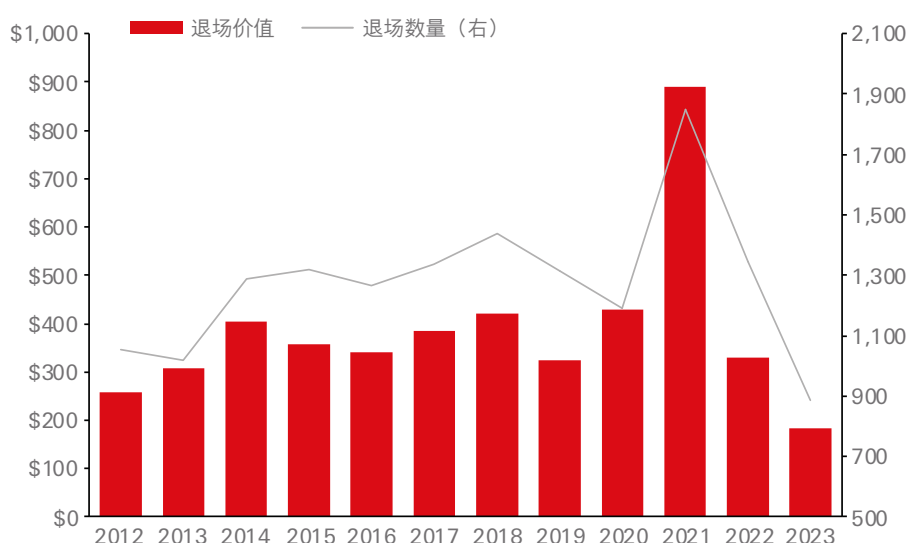
逆转，原因是衰退将使利率回落，可望降低借贷成本。这应可使2024年下半年和2025年的投资活动增加，届时很可能逐渐动用2024年的初始承诺出资额。

当前高息环境至今（而且应会持续）造成的影响，是扩大赢家与输家之间的表现差距。就近日成立的封闭式基金而言，首个与末个十分一之间的差距前所未见。尽管投资首年为2021年和2022年的基金仍处于相对初期阶段，但表现分歧的情况可以预料。然而，这突显选择「合适」基金经理的重要性。

在2023年，利息支付飙升至16年高位，这使获私募基金支持的公司

私募基金退场活动处于低水平，但预料将于2024年回升

十亿美元



资料来源：Pitchbook、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。

的杠杆水平跌至13年低位。投资者可能会担心，在当前的高息环境下，一般责任合夥人能否运用杠杆为基金创造价值；然而，利率上升不一定全然负面：当较容易获得信贷时，收购方或会以较高的收购价竞投，因而降低基金未来的潜在回报。展望2024年，我们继续聚焦于在运用其他措施为投资者创造价值方面往绩卓越的私募基金公司，包括重新厘定营运流程，以新工具提升效率，物色新增长领域或专注提高盈利增长。

尽管在2023上半年，全球第二市场成交量由2022年上半年的570亿美元历史高位下跌25%至430亿美元²，但第二市场仍是我们在2024年具确信度的主要投资。有限责任合

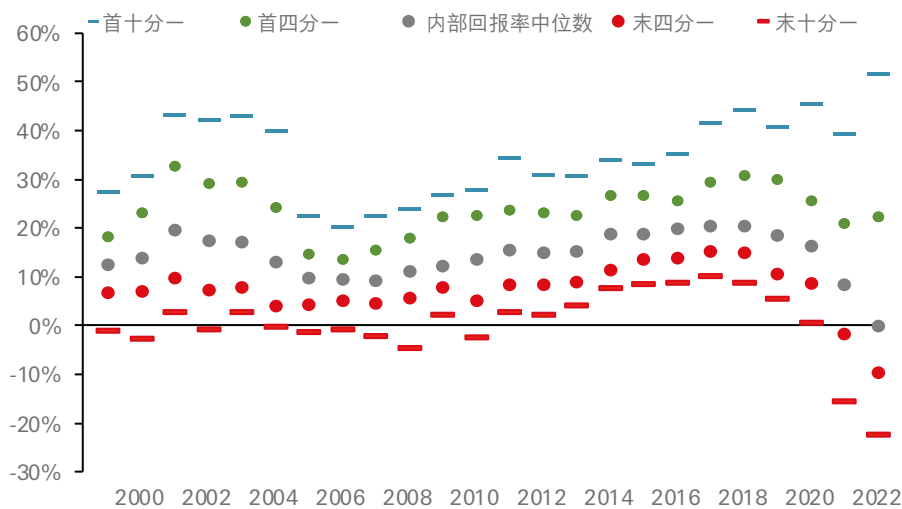
夥事业的第二市场成交量下降，原因是投资者仍甚少出售「出现经营困难」的资产，加上公开市场估值上升，也有助2023年上半年减低分母效应。整体来说，2023年上半年的买卖差价已收窄，我们预期随着定价持续回稳，2023年下半年和2024年上半年将会出现类似的趋势。

尽管2023年面对挑战，但我们相信私募基金资产类别将于2024年蓬勃发展。有限责任合夥人认为2024年的前景转趋正面，71%相信在2024年投资首年基金将表现强劲（资料来源：Coller Capital），可能意味他们将继续承诺提供新资金。我们依然相信以高确信度的策略，持续分散投资于不同投资首年的基金，从

而对私募基金资产类别作出有纪律的资产配置别具优势。展望2024年，我们预期将会出现一个竞争激烈的买方市场，交易和退场活动回升，而且越来越多发展成熟的资产将于市场出售。因此，预计投资者分派可望在中期回复正常。

目前，私募基金内部回报率的差距异常大

内部回报率（%）



资料来源：Pitchbook、汇丰环球私人银行（截至2023年11月22日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

1. Pitchbook，截至2023年10月。

2. Jefferies，2023年上半年全球第二市场回顾，截至2023年7月。

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投资的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。在发行机构能否继续营运备受质疑时（即在失去存活能力界点之前），这些债权证一般会吸收亏损。「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 — 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疏。

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

从广义上，「ESG 和 可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治和/ 或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们包括在此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和 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。ESG 和 可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和 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。ESG 和 可持续投资及 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/ 或报告的量度准则。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) ESG/ 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；(b) ESG/ 可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和 可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例可能生效，这或会影响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。

当一项投资或服务被归类为在这文档上形容的汇丰 ESG 和 可持续投资分类之

一，即 ESG 增强、主题或创效，这并不一定意味产品或投资组合的所有相关持仓将符合可持续投资准则。就此而言，可持续投资分类并不意味一项基金或全权委托管理投资组合的所有相关持仓将符合可持续投资准则。同样，当一项股票或债券投资被归类为汇丰可持续投资分类为 ESG 增强、主题或创效投资，这并不一定意味相关发行机构的活动全属可持续投资。不是所有投资、投资组合或服务都能被归类为汇丰可持续投资分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

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。

本文件并不构成根据欧洲市场金融工具指令(MiFID)或其他相关法律规定的独立投资研究，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。如对任何投资产品感到疑虑，或未能确定某些投资决定是否恰当，阁下应联络您的客户经理，或向您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策。

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可升可跌，阁下可能无法收回投资本金。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略。

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 Private Banking (C.I.) 发放。HSBC Private Banking (C.I.) 为 HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行的交易名称，注册办事处为 Arnold House, St Julian's Avenue,

St Peter Port, Guernsey, GY1 3NF。HSBC Private Bank (Suisse) SA根西分行为根西金融服务委员会(银行、信贷、保险中介及投资业务)(Guernsey Financial Services Commission for Banking, Credit, Insurance Intermediary and Investment Business)(FINMA)持牌机构。HSBC Private Bank (Suisse) SA在瑞士注册, 号码为UID CHE-101.727.921, 注册办事处为: Quai des Bergues 9-17, 1201 Geneva (GE), Switzerland。HSBC Private Bank (Suisse) SA为瑞士金融市场监督管理局(FINMA)的注册银行及证券交易商, 而HSBC Private Bank (Suisse) SA根西分行作为HSBC Private Bank (Suisse) SA的分行, 亦受FINMA监督。

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。HSBC Bank plc在英格兰及威尔士注册, 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在英格兰及威尔士注册, 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FR34911971083。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《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, 并受迪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, 后者受迪拜金融服务管理局(DFSA)和瑞士金融市场监管局监管。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, 并受迪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, 就任何投资或其他拟订立的交易而言, 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型

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 & Burkhard, AG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)。

印度汇丰

本文件由Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, India (印度汇丰) 发放。印度汇丰乃香港上海汇丰银行有限公司分行，并为在印度注册及受监管的个别互惠基金分销商及第三方实体投资产品的推荐机构。印度汇丰并不会向美国、加拿大或有关分销将违反法律或条例的任何其他司法管辖区的公民或居民分销投资产品。印度汇丰按照SEB (投资组合经理) 条例2020 (注册号码：INP000000795) 向个别私人银行客户提供非委托管理投资组合咨询服务。

「互惠基金投资承受市场风险，请仔细阅读所有投资计划的相关文件。」

长期策略投资配置/短期战术投资配置

此乃说明环球多元化投资组合内，不同资产类别的配置策略，相关策略和基础实施选择方案并不适用于印度客户。

阁下的居住地如并非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)

