

投資展望

2023年第二季



掌握變化 運籌帷幄



環球私人銀行

# 撰稿人



## 資產配置主管

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



## 環球首席投資總監

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



## 董事-環球市場策略師及執行編輯

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

### 區域首席投資總監



## 亞洲區首席投資總監

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



## 北亞首席投資總監

何偉華  
patrick.w.w.ho@hsbcpb.com  
+852 2899 8691



## 東南亞首席投資總監

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



## 中國首席投資總監

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



## 歐非中東及瑞士首席投資總監

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



## 英國及海峽群島首席投資總監

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



## 美洲區首席投資總監

Jose Rasco



## 環球債券業務主管

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



## 環球股票業務主管

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



## 外匯及大宗商品投資產品顧問

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



## 企業債券高級顧問

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



## 環球市場分析師—房地產投資

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



## 環球股票業務董事

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



## 高級產品顧問—私募市場投資

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

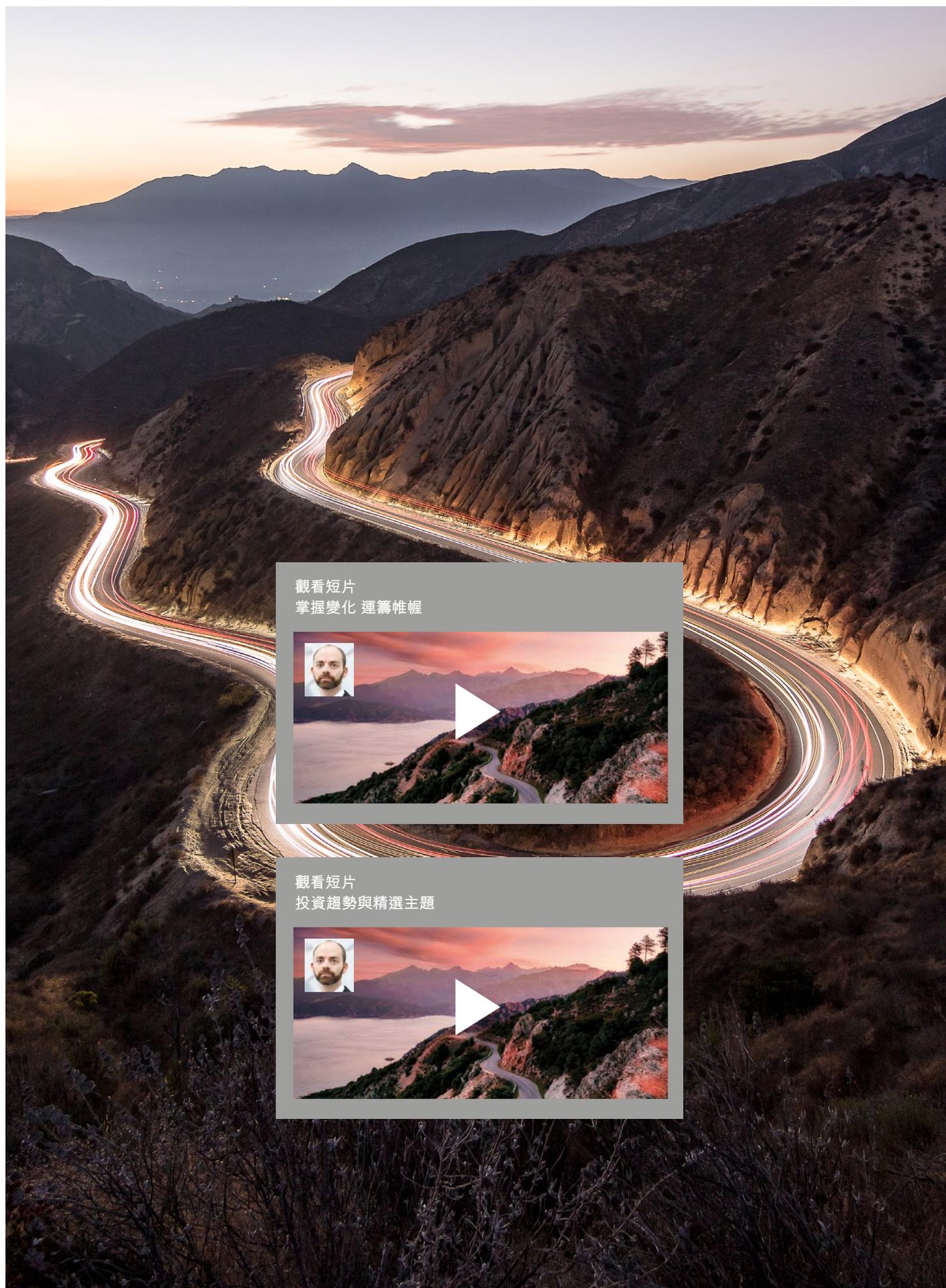


## 歐洲對沖基金研究主管

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

# 目錄

致客戶的信	05
我們的投資組合策略	06
加息周期最後階段的市場表現	12
四大投資趨勢與精選主題	16
1. 重塑亞洲未來	16
2. 高息與發達市場低增長下的投資機遇	20
3. 數碼轉型	22
4. 投資可持續未來	24
股票	26
債券	28
外匯和大宗商品	32
對沖基金	34
私募市場	36
房地產	38
免責聲明	40



觀看短片  
掌握變化 運籌帷幄



觀看短片  
投資趨勢與精選主題



# 歡迎辭

致本行客戶：

自年初以來，市場一直在變化和轉向。承險意欲最初大幅回升，但其後市場升勢回軟，表現反覆波動，因為許多問題令投資者猶豫不決。最近由矽谷銀行和相關事件觸發的市場動盪為市場更添陰霾。雖然這次應可避免出現銀行業危機，但卻是引致市場繼續反覆波動的另一個因素。

我們繼續以去年底《投資展望》提出的通脹、利率和增長里程碑作為基礎，以調整我們的投資策略。聚焦於這些基本因素有助我們區分市場雜音，以及我們認為可建立觀點的真正趨勢。

投資環境的最重要變化是美國通脹持續下降，聯儲局將停止加息，中國重啟經濟的步伐較預期迅速，以及能源價格回落。因此，自2022年第四季初以來，我們逐步調整投資配置。目前，已將投資級別債券的存續期延長到五至七年，並將美元觀點從看好下調至看淡。我們對中國，以至對更廣泛亞洲的配置已增至數年來最大的偏高比重。發達市場股票方面，我們已上調對歐元區股票的觀點至中性，並收窄與美國股票小幅偏高比重之間的差距。整體而言，上述變化顯然反映比2022年更積極的觀點，但我們會繼續非常小心選擇投資，因為市場同時存在大量不明朗因素。

未來六個月將有那些主要因素影響市場動態？聯儲局政策當然是關鍵。我們認為通脹將持續下降，主要源於基數效應和租金通脹。租金最終

應會開始回落，其佔美國消費物價指數30%，比例非常重大。這意味聯儲局將在上半年底之前停止加息。但壞消息是，除非美國經濟增長放緩的程度比我們預期更加明顯，否則聯儲局在2024年第二季之前減息的機會不大。這種利率在「長期偏高」的前景帶來重要影響。首先，這應會使投資者離開市場的高負債領域。高收益債券比投資級別債券更為脆弱，評級較低的新興市場可能面對更大壓力，我們迴避槓桿過高的房地產資產。然而，隨着價格回落，「出現經營困難」的資產最終將帶來投資機遇，對私募基金來說，2023年或許是基金開始投資的好時機。

另一個關鍵影響因素是中國重啟經濟和消費復甦，我們認為市場仍低估有關效應。此外，中國將政策重心轉向增長屬於策略性質，政府將通過許多政策工具提供支持，因此出現逆轉的可能性似乎低於許多投資者的憂慮。這有利中國和亞洲市場，也降低全球經濟衰退的風險。另一方面，西方國家經濟應會繼續放緩。美國經濟表現至今較預期強韌，但近日當地的資訊科技和銀行板塊動盪可能帶來挑戰（即使我們認為近日事件不屬於系統性質，因為貸款拖欠比率仍然很低）。簡言之，我們認為西方國家的市場狀況暫時仍然好淡不一，而且存在變數，亞洲的市場狀況則逐漸改善，而且市場價格尚未完全反映這個因素。因此，我們預計亞洲股市存在更多上升空間，西方國家市場應會繼續進行整固。

我們樂見各地央行、行政總裁和

領先經濟指標給予的前瞻性指引，但市場傾向對一些重要主題作出「前瞻性猜測」。這應會令市場繼續反覆波動，利率與外匯觀點、板塊和風格輪換不斷轉向。眾多影響消費物價指數的因素；美國債務上限談判可能拖到最後階段；地緣政治不明朗；以及能源價格存在變數，種種因素都只是很可能造成波動的部分原因。在制定投資策略時，我們傾向堅守可採取強烈觀點的領域，同時通過對對沖基金持偏高比重、波幅策略（用以提供保障或產生收益）和小額機會型交易，把握市場波動的機會。我們的重點是投資於優質資產、個別精選領域和關鍵長期主題，例如：能源轉型、基建投資、航天科技投資、人工智能及自動化。為此，我們以合適價格增持私募基金資產，並投資於對沖基金以分散風險。這個策略應有助我們保持投資，捕捉2022年市場下跌帶來的機遇，但同時可管理很可能不斷出現的市場波動，掌握難以預測的變化，運籌帷幄。



環球首席投資總監  
Willem Sels

2023年3月15日

# 我們的投資組合策略

在聯邦基金利率見頂和經濟數據「沒有預期那麼差」的前景下，支持我們對投資級別債券持偏高比重，以及對環球股票持中性配置。不過，鑒於高利率將持續更長時間，我們聚焦於債券、股票和房地產市場的優質資產。在矽谷銀行和相關事件觸發市場動盪後，質量更形重要。考慮到關鍵基本因素相當不明朗，市場氣氛可能繼續變化，我們通過對沖基金和波幅策略來掌握變化，運籌帷幄，並繼續有選擇性地投資股票，偏向顯然是中國和亞洲多於發達市場。

## 1. 市場告訴我們甚麼？

今年年初，承險意欲回升，反映兩個主要影響因素：第一，市場估計美國利率接近見頂；第二，市場對環

### 債券：偏高比重

聚焦優質借款人  
中存續期

### 股票：中性

對發達市場持中性觀點，對美國持溫和偏高比重，並對英國持偏低比重  
對亞洲持完全偏高比重，對拉丁美洲持溫和偏高比重  
偏重質量

### 另類投資：偏高比重

對對沖基金持偏高比重  
核心配置仍是私募市場和房地產

球各地經濟數據較預期強韌的反應。兩者均有利股市，周期股和增長股表現出色，對優質股的需求則有所減少。不少投資者在為2022年部署投資時，建基於北轍南轅的經濟情況，這些持倉調整，加劇了市場變化。

在最近數週，承險意欲的反彈失去動力，主要由於市場憂慮美國經濟活動較預期強勁，加息可能因此更多，以及更長時間高息。市場持續搖擺起伏（包括在聯儲局會議和公布重要經濟數據前後，市場大幅波動），顯示市場不能掌握許多宏觀變數。近日美國銀行業和資訊科技板塊的動盪打擊了承險意欲，降低市場對政策利率見頂水平的估計，企業債券利差亦擴大，但擴大的幅度反映市場預期不會出現信貸危機。

## 2. 我們如何調整配置

我們在《2023年投資展望》建議



投資者應留意通脹、利率和增長周期，以便在達到關鍵里程碑時逐步調整配置。事實上，如下圖所示，我們自2022年第四季初開始一直逐步進行調整。

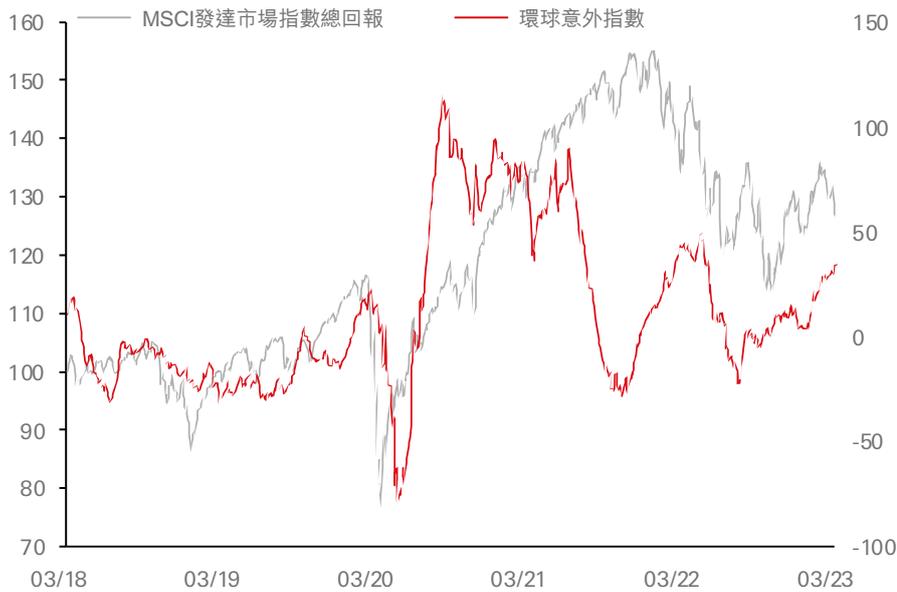
通脹持續下降，加上聯儲局可能在上半年結束前停止加息，成為我們決定延長債券存續期的關鍵觸發因素。利率見頂同時也是推動我們下調對美元觀點至看淡的里程碑。市場波動或許令美元目前暫時處於整固階段，但我們認為當發達市場增長在今年稍後接近觸底時，美元應會再度面對下行壓力。發達市場至今的經濟數據「沒有預期那麼差」，支持我們結束對發達市場股票的偏低比重配置，並從防護板塊轉向較中性部署。鑒於中國重啟經濟的步伐較預期迅速，加上政府策略明確轉向增長，中國的經濟動力最為積極，這個情況也應有利西方經濟體，尤其是歐洲，我們因此

收窄歐洲與美國投資之間的差距。

儘管如此，我們對發達市場股票持大致中性的配置，可見我們的溫和承險立場存在限制。這當然是由於目前存在重大不明朗因素，將引發市場出現波動、輪換和反覆。此外，不同市場和地區之間的基本因素、定位和估值各異，也是箇中原因之一。因此，我們採取個別對待的策略，專注於可確信的領域。

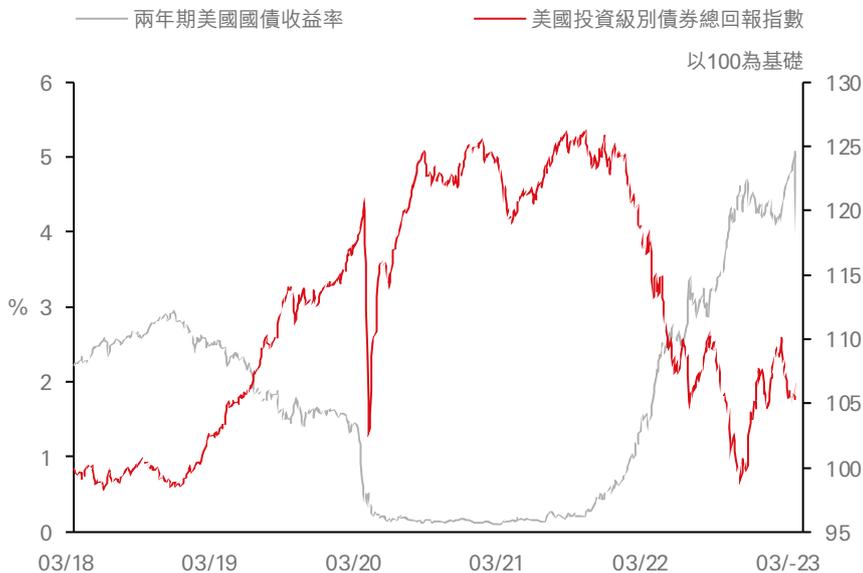
數據優於預期，自去年底以來支持股票和承險意欲回升。

以100為基礎



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

債券投資者回吐近日部分升幅，但我們認為鎖定現時的高收益率水平仍具吸引力。



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

### 3. 八大主要觀點及對投資部署的啟示

**政策利率見頂：**我們認為聯儲局相信通脹將繼續放緩，部分原因是基數效應強勁，以及加息至今帶來的滯後影響。不過，我們也認同聯儲局主席鮑威爾所指：租金的升幅應會開始減慢，因為租金一般會跟隨房價走勢，而房價已下跌了一段時間。環球銀行和資訊科技板塊最近的動盪走勢應可保持受控，但或會限制聯儲局的加息幅度。有些投資者憂慮中國經濟重啟將使環球通脹再升溫，但我們並不同意，因為中國經濟目前正處於良性通脹。此外，中國增長回升主要與消費和服務相關，與過去由建造帶動的高速增長比較，耗用的大宗商品明顯較少。在通脹前景較溫和的情況下，政策利率見頂不利美元（六個月觀點），但有利債券和環球承險意欲。（註：近期矽谷銀行震盪引發利率預期下降，當然與避險情緒相關，但我們認為市場對銀行業危機過份擔心。一旦動盪緩和，利率預期將因應通脹前景而再調整）。

**更長時間高息：**除非美國經濟放緩的速度遠超我們目前預期，否則聯儲局在明年初之前減息的機會渺茫，我們故此看淡利率前景。這是因為消費物價指數從最初的9%降至目前的6%，較進一步下降至4%容易得多（更不用說再降至2%目標）。高利率持續的時間越長，高負債率借款人承受壓力的時間便越長，因為需要調整的貸款越來越多，而且也需要為債券再融資。這就是我們在所有資產類別均重視質量的主要原因：我們青睞投資級別債券多於高收益債券，在新興市場投資也聚焦於優質資產，並小心迴避負債過高的房地產。高收益和新興市場的違約率很可能開始上升（儘管新興市場的壓力因美元走弱而有所減少）。另一方面，這應會帶來「出現經營困難」的投資機會，我們認為對私募市場的投資者來說，在2023年開始投資的基金應可受惠吸引的入市點。我們將於下一章節深入探討「更長時間高息」對市場影響的歷史

經驗。

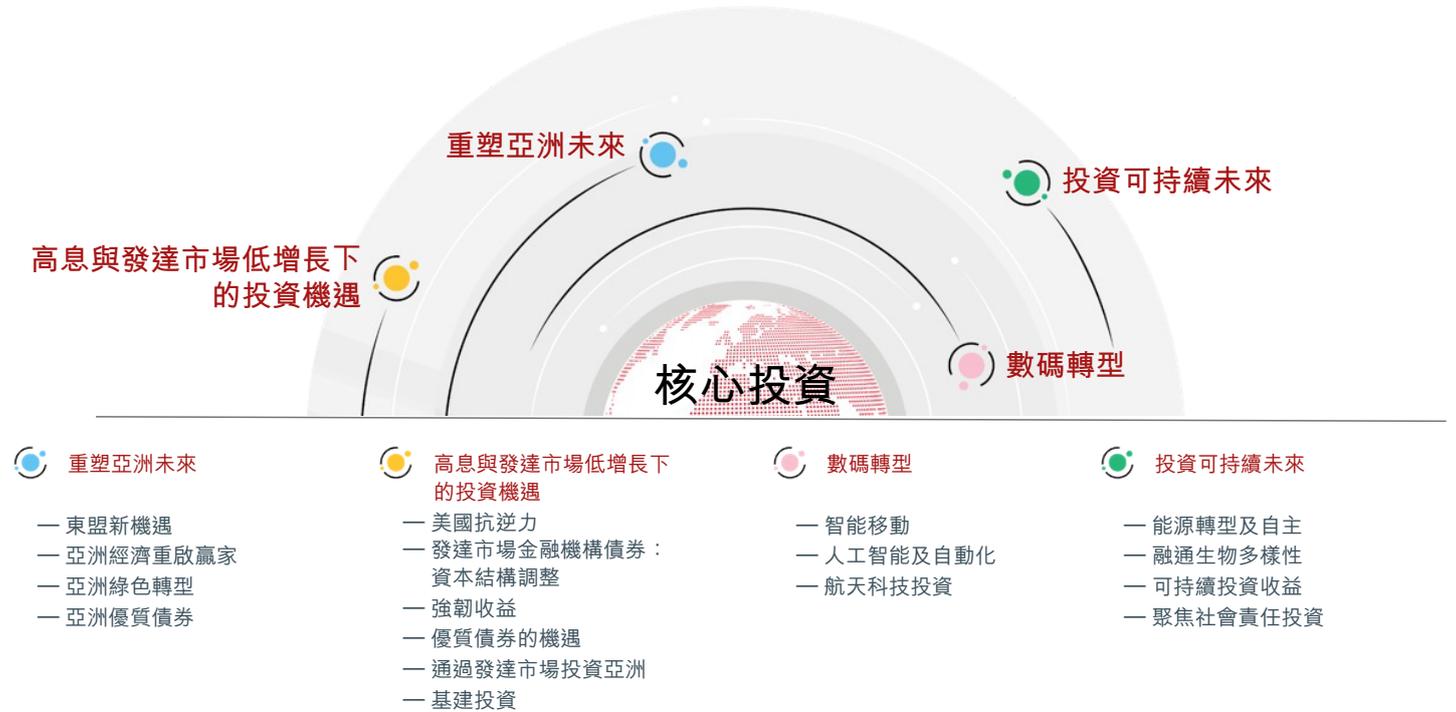
**中國經濟重啟：**我們認為市場低估了中國經濟重啟的速度。根據其他國家的經驗，消費市道在疫後重啟中爆發式反彈。更何況，中國消費者在防疫封控期間累積了6萬億元人民幣（接近1萬億美元）的儲蓄，相信他們都渴望將當中的大部分用作消費。因此，我們對中國股票持完全偏高比重，主要通過與消費相關的主題，例如：零售、電子商貿、款待、娛樂、旅遊和澳門博彩。我們對泰國和印尼市場持偏高比重，兩國可大大受惠中國旅客復甦。

**中國增長焦點：**中國的增長加速，應可延續至經濟重啟之後。我們認為政策再度轉向穩增長是策略性的，而且出現逆轉的可能性遠低於一些投資者所憂慮的，因為地方政府的赤字膨脹和青年失業率偏高等問題，可以通過穩定房地產板塊和刺激民營板塊的增長舒緩。此外，隨着中美兩國持續進行策略競爭，需要不斷開發新科技。能源轉型是另一個結構增長領域。為實現這些方面的增長，政府已宣布向民營板塊提供定向貸款，繼續擴大信貸和增加財政支持。因此，我們認為政策不明朗因素低於許多投資者的預期，而且中國股票估值能夠補償餘下的風險。不過，我們明白部

分投資者希望通過間接而非直接途徑投資中國的增長，這可以通過東盟股票或發達市場出口商實現，（另見新精選主題「通過發達市場投資亞洲」）。



# 主要投資趨勢與精選主題



可持續發展列車銳不可當：俄烏戰事迫使多國政府加大能源安全的力度，觸發市場對化石燃料的投資。然而，這並沒有為能源轉型帶來疑問：英國成立「能源安全及淨零碳排部」，表明正如以上的列車圖所示，可持續發展趨勢銳不可當，在監管規例推動之下，再加上創新科技和補貼的支持。與此同時，希望向更負責任企業購買產品的消費者和投資者亦拉動了這股趨勢。供應鏈上任何環節的

企業都希望供應商更重視環境、社會及管治 (ESG)；許多銀行也希望企業客戶轉型。因此，我們在分析股債的投資程序中，以及在精選主題下繼續融入可持續發展。

經濟衰退將突如其來還是延遲出現？以上提及的大多數關鍵主題對投資者來說屬正面因素，但1月的升市有兩個問題。第一，股市反彈建基於市場認為經濟預測過分看淡的觀點。

然而，儘管經濟數據確實「沒有預期那麼差」，但西方經濟周期仍然疲軟，企業盈利預測繼續下調。分析員的盈利預測更務實雖是好消息，但美股在評級下調過程中出現反彈的時間較以往更早。第二，我們無法知悉美國經濟未來放緩的速度或幅度。美國經濟的起始點優於預期，可能意味衰退或會延遲出現，令發達市場更難在進入周期的下一階段之前繼續上升。另一方面，如果美國銀行業和資訊科

技板塊近期的動盪加劇經濟放緩，美國市場可能面臨較短暫但更劇烈的困境。無論如何，我們認為發達市場股市和美元可能在短期繼續整固，風險資產前景將在今年稍後時間更見積極。

**不明朗因素：**目前存在大量不明朗因素，包括：多個影響消費物價指數的因素，美國債務上限談判可能進入最後階段，地緣政治欠明朗，以及能源價格走勢不確定等。鑒於歐美銀行和資訊科技板塊的問題，加上企業債券利差和違約掉期擴大，市場可能有一段起伏的時間。這些都可能是引起波動和市場思維變化的原因，尤其是在重要數據發表前後。波幅可為對沖基金提供投資機遇，尤其是宏觀和多元策略經理。我們認為大宗商品交易顧問可能仍較難把握正確趨勢，因

為市場氣氛和發展方向將搖擺不定。我們也可利用波幅提供收益或一定程度的下行保障。

**精選主題：**正如前頁圖表所示，投資者可利用當前「高息與發達市場低增長」的環境，創造收益和聚焦質量的策略。我們已把其他主題歸入「重塑亞洲未來」、「數碼轉型」和「投資可持續未來」等熟悉的投資趨勢。之前在利率持續上升之時，我們減少了「數碼轉型」趨勢下的主題數目，因為增長股面臨重大不利因素，但目前應有所緩和。通過投資於結構趨勢，我們不會錯過宏觀大局，並可超越一些短期不明朗因素。儘管如此，在審視投資組合風險和投資者目標時，需要考慮核心和衛星投資。



# 加息周期最後階段的市場表現

我們相信歷史將會以相近的姿態重演，因此我們不斷研究過去的市場周期，以建構抗逆力更強的投資組合。雖然利率繼續上升，但市場表現與在其他通脹環境下的市況非常相近。考慮到利率應接近穩定的水平，我們的重點漸從市場方向移開，在優質股之間發掘相對價值，捕捉投資級別企業債券的息差機會，並配置到對

沖基金，以掌握變化，運籌帷幄。

過去的通脹情況對2022年的資產配置具有非常有用的參考意義，當時聯儲局始以數十年來未見的速度加息。股票與債券的走勢呈正向關係，大宗商品價格飆升，而且價值股表現領先增長股，情況與1970年代相若。那麼，當聯儲局停止加息，利率

邁向「更長時間高息」的見頂走平階段，市場會發生甚麼情況？下圖概述聯儲局在高通脹加息周期下的不同階段，各資產類別的表現。

在高通脹環境下的聯儲局加息周期，不同資產各個階段的表現

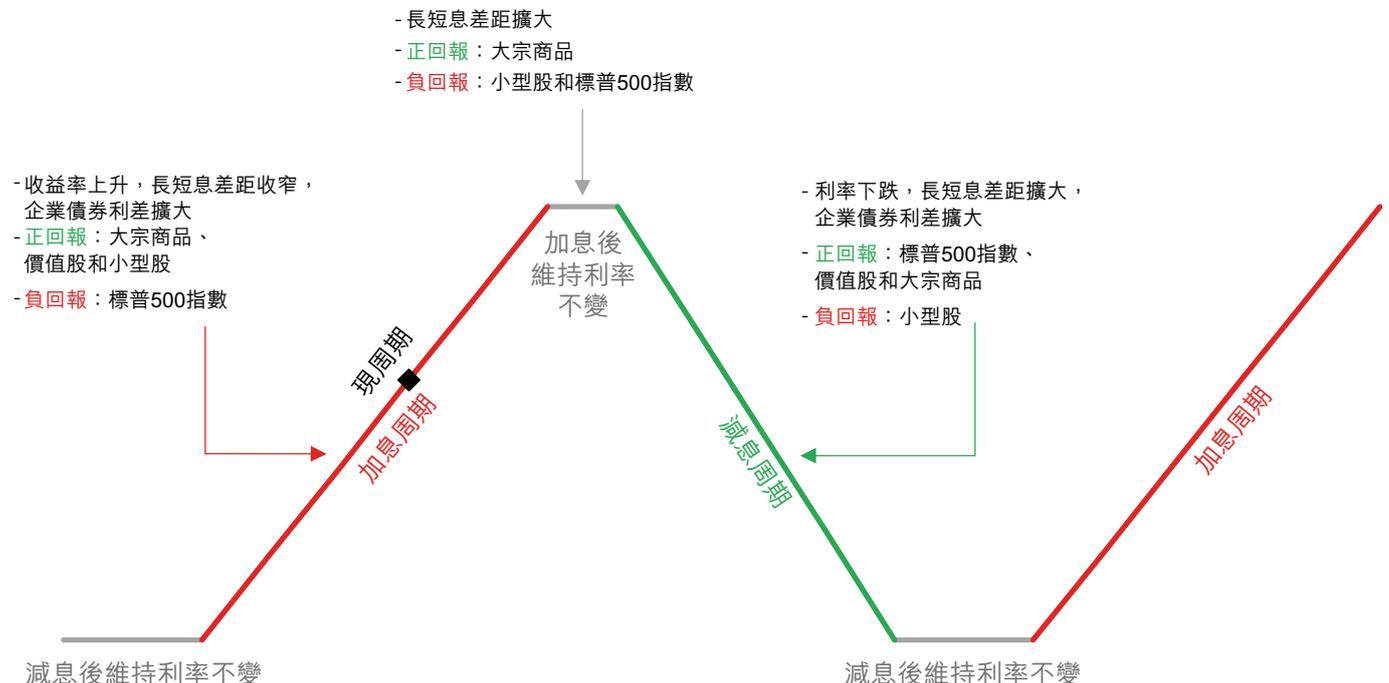


表 1 — 聯儲局過去所有加息周期的情況分析

首次加息日期	最後加息日期	持續時間(月)	加息速度	聯邦基金利率 (%)			通脹		供應管理協會指數走勢				經濟衰退	
				開始	結束	變化	消費物價變化%	初始通脹環境	開始	結束	走勢	結束 <50	首次加息後12個月	首次加息後24個月
15/04/1955	23/08/1957	28	慢	1.4	3.5	2.1	2.3	低通脹	68.7	45.3	向下	✓		
12/08/1958	11/09/1959	13	快	1.8	4.0	2.3	1.0	低通脹	57.3	48.3	向下	✓		✓
17/07/1963	07/09/1966	38	慢	3.0	6.0	3.0	2.1	低通脹	55.5	58.7	向上			
20/11/1967	17/07/1969	20	快	4.0	9.8	5.8	5.1	低通脹	54.2	53.1	向下			
30/03/1972	26/04/1974	25	快	4.0	11.0	7.0	7.5	低通脹	59.8	59.9	向上			✓
01/08/1977	18/03/1980	32	快	4.8	16.5	11.8	10.8	高通脹	54.9	43.6	向下	✓		
21/10/1980	18/05/1981	7	快	11.0	19.0	8.0	10.5	高通脹	55.5	53.5	向下		✓	✓
31/03/1983	08/08/1984	16	慢	8.5	11.3	2.8	4.7	低通脹	53.9	53.0	向下			
04/12/1986	04/05/1989	29	慢	5.9	9.8	3.9	4.7	低通脹	50.5	49.3	向下	✓		
04/02/1994	01/02/1995	12	快	3.0	6.0	3.0	2.9	低通脹	56.5	55.1	向下			
30/06/1999	16/05/2000	11	慢	4.8	6.5	1.8	3.6	低通脹	55.8	53.2	向下			✓
30/06/2004	29/06/2006	24	快	1.0	5.3	4.3	3.4	低通脹	60.5	52.0	向下			
17/12/2015	20/12/2018	36	慢	0.3	2.5	2.3	2.1	低通脹	48.7	54.9	向上			
17/03/2022	-	11	快	0.3	4.8	4.5	4.8	高通脹	57.0	47.4	向下	✓		

資料來源：滙豐環球私人銀行、Refinitiv、美國耶魯大學、瑞士洛桑大學 (2023年3月)。消費物價變化%以年均顯示。

在尋找歷史先例時，我們發現目前的加息周期與1977年8月和1980年10月開始的加息周期，在加息的速度和通脹的猛烈勢頭存在一些共通點。如表1所見，在這兩個時期，聯儲局均大幅加息，務求將飆升的通脹封

頂。此外，商業周期亦不斷惡化，而且從收益率曲線倒掛反映經濟衰退迫在眉睫。

表 2 — 在過去加息周期，各資產類別的平均表現（按通脹環境劃分）

	十年期收益率	兩年期與十年期收益率差距	三個月與十年期收益率差距	企業債券利	大宗商品	標普500指數 <sup>^</sup>	價值*	規模*
整體	+147	-128	-160	+11	23.96	7.32	9.73	2.92
低通脹 (<4%)	+110	-106	-128	-7	23.62	9.56	11.00	-0.79
高通脹 (>4%)	+354	-197	-338	+108	25.85	-4.98	2.77	23.31
現周期 (17/3/22-28/2/23)	+172	-113	-274	-3	-11.67	-11.23	10.12	5.52

資料來源：滙豐環球私人銀行、Refinitiv、美國耶魯大學、瑞士洛桑大學（2023年3月）。

除了十年期收益率、兩年期與十年期收益率差距、三個月與十年期收益率差距和企業債券利差為基點變化外，其餘均為高於現金的百分比變化。

\*除「現周期」一欄以MSCI指數計算外，「價值」和「規模」代表「高減低」價值因子和「小減大」規模因子Fama - French好淡倉投資組合的回報。

<sup>^</sup>標普500指數根據現有的板塊比重，調整整體板塊表現，以反映不斷變化的板塊組成。

回顧1970年代，當時聯儲局正在對抗居高不下的通脹。加息周期的大部分時間在時任聯儲局主席伏爾克（Paul Volcker）的領導下執行，他於1979年夏季開始擔任聯儲局主席。現時，歷史書均指出他的前任聯儲局主席伯恩斯（Arthur Burns）宣布戰勝通脹時過於倉促，在基本通脹壓力仍未完全受控前便轉向減息。伏爾克徹底改變有關政策，並大幅加息；時至今日，市場視之為必須且有效的措施，即使最終使美國經濟陷入痛苦的復發性衰退。現時，在鮑威爾領導下，聯儲局面對數十年來未見的通脹率。在過去一年，加息幅度屢次高於市場預期，觸發股債市場持續出現拋售。

目前，短期資金市場期貨價格反映目前的加息周期將會再持續數月，其後利率才開始靠穩。在這輪加息看來已接近尾聲之時，讓我們回顧在過去相若的加息周期的最後數月，市場的表現如何。

為了抽取各周期的主要趨勢模式，並消除任何特殊現象，我們使用兩個組別市場走勢的平均值，「高通脹」組別顯示在2023年上半年可能出現的路向。從表2可見，在伏爾克加息期間，美國國債收益率平均上

升354基點，而且長短息差距收窄多達338基點。企業債券利差平均收窄108基點。在這些情況下，標普500指數（根據現時的板塊比重調整，以反映不斷變化的板塊組成）平均下跌4.98%。價值股表現領先增長股，「長遠派出高比例現金流」的增長股則因借貸成本上升而受打擊。小型股的回報只會在高通脹時期高於大型股。重要的是，根據這些加息周期的經驗，最大幅度的加息，以及相關市場走勢出現，往往發生在最後的六個月。

現周期的市場走勢與這些歷史情況非常近似。正如表2末行所見，美國國債出現拋售，長短息差距大幅收窄（並出現倒掛），標普500指數則下跌。然而，兩者也有不同之處。例如：在現周期，企業債券利差沒有擴大，以及大宗商品價格失去早前的升幅。股市開始非常迅速地反映通脹情況，甚至早於聯儲局開始加息，因此從這些水平進一步下行的空間有限。然而，一旦聯儲局在未來數月再次加快加息步伐，以應對通脹升溫（並非我們的基本觀點），根據歷史經驗，確實顯示國債和企業債券利差可能進一步走弱。收益率曲線已明顯倒掛，但長短息差距仍遠高於類近的歷史周

期，當時平均為-1.7%。此外，對比增長股，價值股至今相當強韌，甚至表現領先歷史情況。另一方面，小型股的表現亦領先，但幅度遠低於歷史水平，未來數月可能值得留意。

市場的未來走勢很大程度取決於聯儲局如何推進貨幣政策。若聯儲局決意消除通脹升溫死灰復燃的可能性，便可能如1979年和1980年般採取大刀濶斧的行動，不惜冒着故意引發經濟衰退的風險。然而，我們的基本假設是聯儲局現已接近見頂走平階段，現在是時候開始為利率長期維持不變作好準備。

表 3：在加息周期後，「聯儲局按兵不動」

	十年期收益率	兩年期與十年期收 益率差距	三個月與十年期收 益率差距	企業債券利差	大宗商品	標普500指數 <sup>^</sup>	價值*	規模*
整體	-66	+33	+5	+8	3.73	6.02	3.09	-1.78
低通脹 (<4%)	-101	+19	-75	+6	4.30	11.23	5.12	-0.93
高通脹 (>4%)	-19	+53	+111	+11	2.97	-0.94	0.39	-2.91

資料來源：滙豐環球私人銀行、Refinitiv、美國耶魯大學、瑞士洛桑大學（2023年3月）。

除了十年期收益率、兩年期與十年期收益率差距、三個月與十年期收益率差距和企業債券利差為基點變化外，其餘均為高於現金的百分比變化。

\*「價值」和「規模」代表「高減低」價值因子和「小減大」規模因子Fama - French好淡倉投資組合的回報。

<sup>^</sup>標普500指數根據現有的板塊比重，調整整體板塊表現，以反映不斷變化的板塊組成。

如表 3 所示，當聯儲局在加息後維持利率不變，一般來說，長短息差距將再度稍為擴大，較長年期收益率、企業債券利差、大宗商品和股票價格則會回穩。在這段時期，經濟和金融市場有一段時間不得不適應高利率的環境，因此前景並不特別美好。

這情況與我們的觀點一致——減少聚焦市場走勢，在優質股中間尋找相對價值，把握投資級別企業債券的息差機會，並配置到對沖基金，以掌握變化，運籌帷幄。

表 4：減息周期

	十年期收益率	兩年期與十年期收 益率差距	三個月與十年期收 益率差距	企業債券利差	大宗商品	標普500指數 <sup>^</sup>	價值*	規模*
整體	-148	+121	+181	+56	-6.69	14.97	6.23	-1.34
低通脹 (<4%)	-97	+76	+120	+70	-15.12	9.93	4.75	0.79
高通脹 (>4%)	-207	+165	+253	+38	3.16	20.87	7.95	-3.82

資料來源：滙豐環球私人銀行、Refinitiv、美國耶魯大學、瑞士洛桑大學（2023年3月）。

除了十年期收益率、兩年期與十年期收益率差距、三個月與十年期收益率差距和企業債券利差為基點變化外，其餘均為高於現金的百分比變化。

\*「價值」和「規模」代表「高減低」價值因子和「小減大」規模因子Fama - French好淡倉投資組合的回報。

<sup>^</sup>標普500指數根據現有的板塊比重，調整整體板塊表現，以反映不斷變化的板塊組成。

總括來說，從歷史情況可見，若聯儲局為對抗通脹而繼續加息（表 2），並非只是較長時間高息（表 3），市場可能低估了債券進一步走弱的程度。若歷史可以借鑒，如表 4 所反映，在聯儲局開始減息和長短息差距開始再次擴大之前，不宜轉為看好風險資產和減持優質資產。

# 重塑亞洲未來

## 我們的四個精選主題

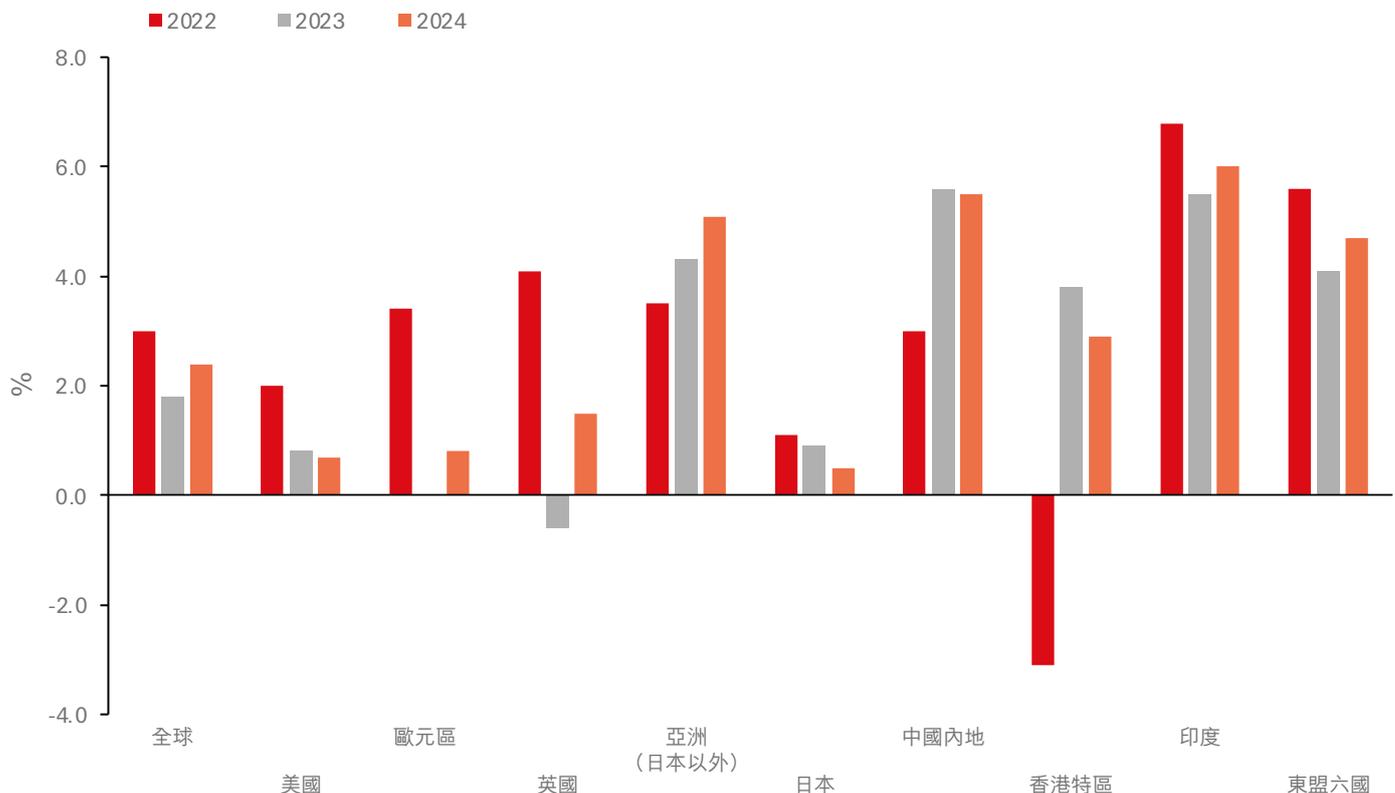
1. 亞洲經濟重啟贏家
2. 東盟新機遇
3. 亞洲綠色轉型
4. 亞洲優質債券

中國經濟重啟和消費回升的步伐較預期迅速，大幅刺激亞洲經濟體，支持區內製造業和服務業採購經理指數普遍改善。作為亞洲16個主要經濟體中最大的貿易夥伴，中國需求回升有助減少環球經濟低迷對亞洲出口商的負面影響。我們對中國和亞洲新興市場股票持完全偏高比重，因為兩地的增長前景改善，而且風險回報水平吸引。我們的「重塑亞洲未來」主

要投資趨勢旨在把握區內最具吸引力的結構和短期戰術機遇。

亞洲1月份新增訂單已經上升，並在2月持續改善。出口方面，亞洲所有出口國（日本以外）的收縮步伐已大幅緩和。中國2月份製造業和服務業採購經理指數數據意外上升，再度確認當地經濟在2023年繼續處於強勁周期復甦階段。

## 亞洲在2023年加快增長，發達市場則放緩



資料來源：環亞經濟數據、滙豐環球研究預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。

我們已上調2023年中國國內生產總值增長預測，預料增長將由第一季2.2%按年急升至第二季的7.4%，2023全年則為5.6%。我們預期中國可超額實現全國人大所訂2023年國內生產總值增長「5%左右」的保守目標。有別於發達市場增長放緩，亞洲將可脫穎而出，成為唯一預期增長由2022年3.5%加快至2023年4.3%地區，（見圖表）。除了中國復甦之外，印度服務業採購經理指數也急升至59.4的12年高位，反映當地服務板塊暢旺，為亞洲穩步增長加添動力。

我們的「亞洲經濟重啟贏家」精選主題配置於中國經濟迅速重啟和國際旅遊恢復的受惠者。我們青睞旅遊、航空公司、大眾消費、款待、飲

食及澳門博彩業的優秀行業翹楚。中國迅速重啟應可擴大經濟復甦範圍，相信增長前景轉佳，而且消費信心和商業氣氛改善，將有利中國科網龍頭股。增長加強也可為中國帶來更多投資，支持對金屬和重型設備的需求。

我們對香港股票持溫和偏高比重，以把握中港全面通關帶來的機遇。過往，中國內地旅客佔訪港旅客總數約80%，香港消費和旅遊相關公司是恢復通關的主要受惠者。鑒於出租率上升，續租租金調整正面，加上營業額提成租金帶來額外收益，為零售商舖業主帶來明朗的甦前景。保險板塊以至銀行和交易所也可受惠經濟活動復常。

東盟經濟體也成為中國恢復通關的主要受惠者，因為泰國、越南和新加坡是最受中國旅客歡迎的東南亞三大旅遊熱點。泰國和越南方面，中國旅客在疫情前佔兩地海外旅客約30%。泰國政府致力在今年實現500萬名中國旅客到訪泰國的目標，意味入境旅客總人次幾乎是2022年水平的三倍。聯合國世界旅遊組織數據顯示，去年亞太區的國際旅客數目僅佔疫前水平的23%，為今年強勁復甦提供大量空間。

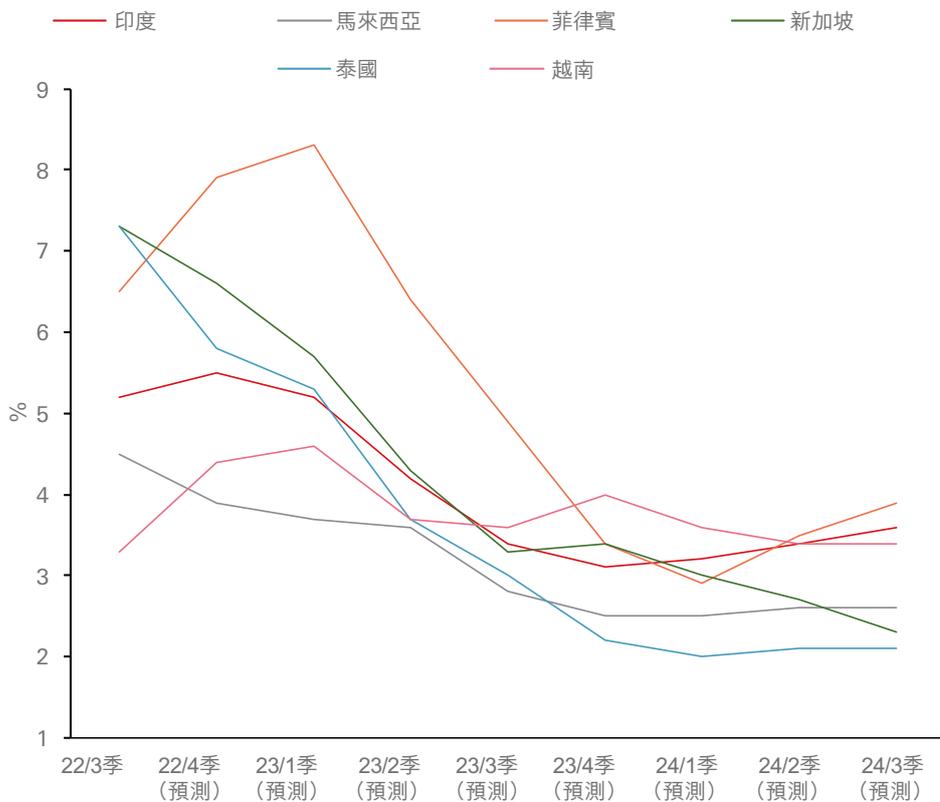
## 中國通關為亞洲旅遊業復甦帶來巨大上升潛力

### 中國旅客入境數據

	佔總入境人次%		百萬人次	
	2019	2019	2019	2022
泰國	27.9	11.1	0.3	
日本	30.1	9.6	0.2	
南韓	34.8	6.0	0.2	
越南	32.2	5.8	0.1	
新加坡	19.0	3.6	0.1	
馬來西亞*	11.9	3.1	0.1	
美國	3.6	2.8	0.4	

資料來源：環亞經濟數據、國家資料來源、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。

### 東盟經濟體應已渡過通脹峰值

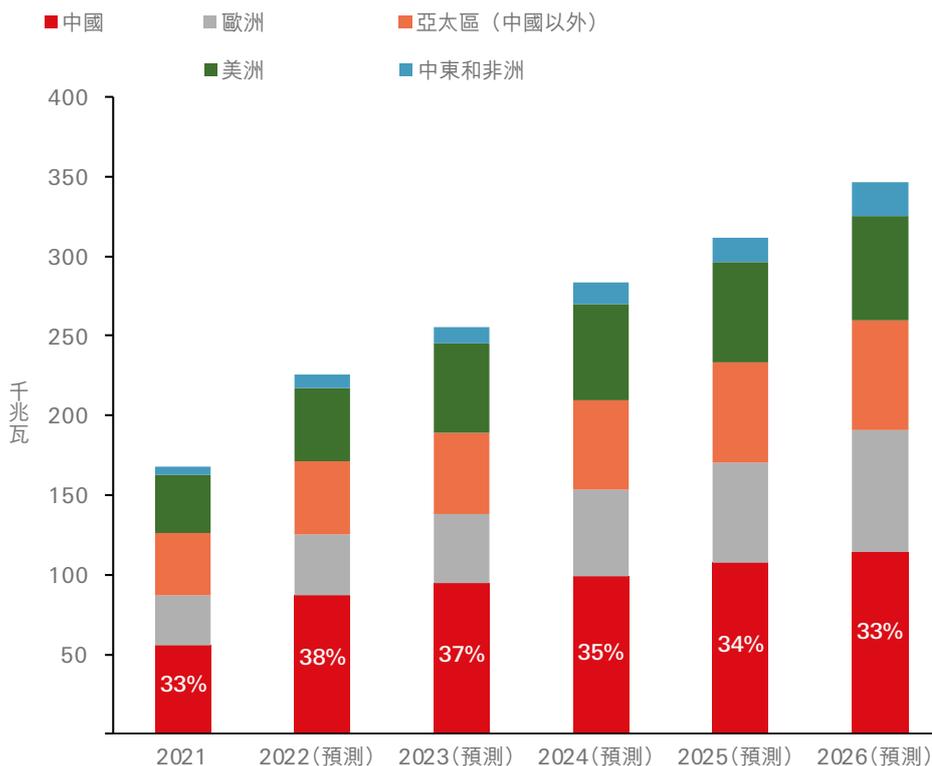


資料來源：環亞經濟數據、滙豐環球研究預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。

除了周期刺激因素外，隨着經濟重心轉移至東南亞，東盟經濟體可在未來十年受惠結構增長的東風。我們的「東盟新機遇」精選主題把握東盟消費企業、基建行業參與者、銀行和新加坡房地產投資信託基金的長期增長機遇。在2022年，內需強勁和經濟重啟等刺激因素為東盟經濟提供巨大動力。我們預期消費料將繼續支持增長，但鑑於環球增長放緩和基數效應，影響將較為輕微。

東盟股市在去年取得最強勁的盈利增長，表現優於全球和其他地區股市，預料這股趨勢將在2023年延續。此外，美息見頂和美元走弱應有利東南亞，意味日後的外圍融資環境可能改善。面對全球生活成本上漲的不利因素，更多東盟國家提供財政紓困措施，以抵銷生活成本升幅，令人感到鼓舞。舉例說，新加坡最新的2023年預算案為中低收入家庭提供支持。

### 中國料將在環球太陽能市場保持領先地位



資料來源：SolarPower Europe、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。

「亞洲綠色轉型」仍是我們的精選主題，旨在把握區內能源轉型及自主、綠色基建發展和新能源汽車科技創新趨勢帶來的機遇。根據麥肯錫的資料，亞洲綠色企業的整體潛在市場規模將在2030年之前達到4萬億至5萬億美元，因為投資者、客戶和僱員等不同持份者都越來越重視可持續發展。

在強大的政策支持和全球能源危機推動下，中國正持續轉用可再生能源和電動車。在最近全國人大會議期間，政府公布財政刺激措施，包括就綠色轉型定向減稅降費，以及新電動車獲免繳購置稅。隨着建築活動在疫後復常，我們目前預測中國2023年太陽能裝機容量將達到120千兆瓦，按年大幅增長38%。與此同時，能源儲存動力正在增強，尤其是用於新能源汽車和可再生能源業的電池。

隨着聯儲局加息周期接近尾聲，我們認為亞洲企業債券市場的前景逐漸改善。我們看好「亞洲優質債券」主題，因為我們認為目前是投資者從定期存款轉持優質企業債券的合適時機，以鎖定具吸引力的收益率。環顧亞洲債券，由於債券曲線反向，我們仍偏好短至中期債券。

亞洲優質企業債券方面，我們物色少數投資理據吸引的板塊，包括香港優質企業債券（受惠重啟刺激因素），中國內地電訊、媒體與科技債券（獲監管環境復常所支持），以及印尼高評級準國債（鑒於當地基本因

素改善）。至於中國房地產高收益債券，政府推出「三枝箭」政策措施，以加強對房地產板塊的資金支持，可能令投資者的承險意欲回穩。不過，我們保持審慎，因為違約發行機構的債務重組過程很可能需時數年。因此，我們仍青睞優質發行機構，包括的國有開發商，他們的財力與民營和高負債開發商相比，普遍較為雄厚。

#### 亞洲投資級別債券仍提供可觀的收益率升幅



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

# 高息與發達市場低增長下的投資機遇

我們預期經濟增長預測可能已經見底，聯儲局利率也快將見頂，對風險資產有利。不過，我們將繼續處於利率仍然偏高，以及增長維持偏低的环境，這應引導投資者轉向負債水平受控的優質企業，以及個別增長前景高於平均的環球經濟領域。最後，鑒於發達市場的盈利增長繼續受壓，較依賴收入的投資回報可能較容易預測。我們的以下六個投資主題涉及其中一些策略。

## 我們的六個精選主題

1. 美國抗逆力
2. 強韌收益
3. 基建投資
4. 通過發達市場投資亞洲
5. 優質債券的機遇
6. 發達市場金融機構債券：資本結構調整

**美國抗逆力：**美國經濟增速低於正常水平，但仍較其他經濟體強韌，關鍵是勞工市場穩健，即使職位創造從近期高位回落和裁員人數開始增加。不少美國家庭一直動用疫情期間累積的儲蓄，我們認為這些儲蓄將在2024年初之前繼續為消費提供支持。因此，在這個主題下，我們主要物色消費相關公司，並認為必需消費品和非必需消費品板塊存在機遇。

**強韌收益：**股息有助大幅提高總回報，尤其是當股市持續上行的潛力受限時。當然，隨着周期放緩，挑選現金流充裕，足以派付穩定股息或持續增加股息的企業至為重要。然而，股息預期逐漸回升，部分原因是銀行股（一般屬高息股）在利率上漲帶動下報升。從投資風格而言，派息股通常以價值為導向，有助平衡偏重增長股的投資組合，而且一般具優質特性，通常被視為「低波幅」股票，我們預期市場仍會較往常波動，因此這類股票應有助投資者獲利。

**基建投資：**通脹應會持續回落，但仍將高於過去十年的水平，投資者將繼續尋求對沖部分通脹風險。基建股是其中一個選擇，不少基建企業均受惠投入成本和收費價格之間的關聯（通常由監管機構制定），有助保障企業利潤。

**通過發達市場投資亞洲：**我們已

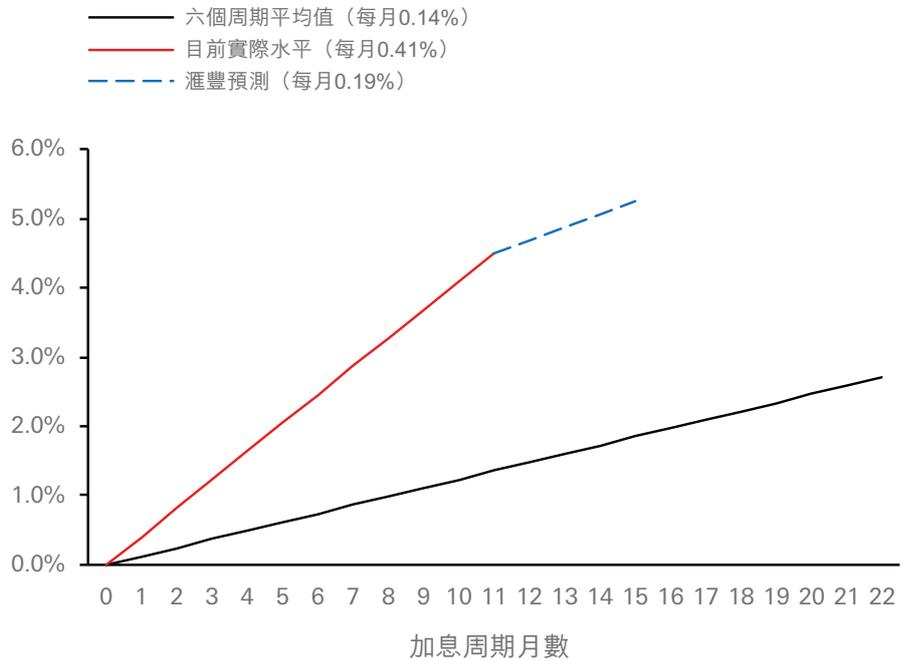
在「投資組合策略」一節和亞洲主題觀點中，討論我們看好中國和亞洲其他市場的原因。我們與客戶對話時，以及從媒體中得知不少投資者比我們更加憂慮政策風險和地緣政治問題。通過迎合亞洲消費趨勢的發達市場企業，投資者可間接把握中國和亞洲長短線投資機遇。許多歐洲消費品牌強勁，並深受亞洲市場歡迎，有些美國出口商也提供機遇。

**優質債券的機遇：**我們的核心投資組合對高評級債券持偏高比重，這個觀點也反映於我們的精選主題。我們繼續聚焦投資級別債券，因為我們認為高收益債券利差稍為過於狹窄，且對增長放緩敏感。此外，我們認為優質新興市場主要貨幣企業債券也存在機遇。我們把存續期配置由「短至中期」（三至五年）調整為「中期」（五至七年）。然而，若投資者擔心政策利率可能高於市場目前預期，可以增持浮息票據或維持較短存續期。

**發達市場金融機構債券：資本結構調整：**為應對《巴塞爾資本協定III》的嚴格監管要求，銀行業已提升資本和流動資金比率。然而，一級資本可能對本地經濟和國債利差表現敏感，尤其是在經濟日漸疲弱的歐洲。此外，美國資訊科技和銀行板塊近期表現反覆，顯示信貸利差可能波動。因此，即使我們認為這仍會是個別企業的問題，而非整個體系出現問題，

但我們繼續專注最高的資本結構，即二級資本和高級無抵押債券。與國債和非金融機構債券的收益率相比，我們認為這個領域的收益率具吸引力。雖然銀行的不良貸款可能增加，但仍低於歷史水平，而且淨利息收益穩健有助提高利潤。

加息周期已大致結束，但利率應會在一段時間維持偏高，因為十國集團在2023年不大可能減息



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。



# 數碼轉型

環球經濟持續面對挑戰，因此我們專注三個投資主題，這些主題利用領先的科技發展來提高質量結果；同時也可帶來競爭優勢、差異化和/或新機遇。我們已挑選三個即將迎來轉變，使人振奮的投資主題。

## 我們的三個精選主題

1. 航天科技投資
2. 人工智能及自動化
3. 智能移動

### 航天科技投資

航天業一直活在1960至1970年代太空競賽成就的影子下，但隨着企業和新科技重燃人們對航天科技的興趣，這個行業正開始復興。

過往，美國、歐洲和中國的政府機構及合約，一直是企業研發項目的主要資金來源，但時至今日，市場對數據和可靠的全球聯網需求日漸上升，正好提供商業機會，支持業界增長。

近期的成績包括：企業把太空人運送到國際太空站；普通乘客或「太空旅客」升空，穿越太空邊界（卡門線）；航天器可重覆使用；以及私人企業發射一系列低軌道（LEO）衛星。

另一個及時出現的發展是衛星變得越來越小（微衛星：100公斤-10公斤；納米衛星：重量少於10公

斤），包括通常只有10厘米直徑的立方衛星。小型衛星受惠微型化科技融合發展；加上零件效力增強和成本下降，令生產變得更簡單、更便宜。創新的行業新貴已抓緊十年前無法想像的機會。下圖顯示衛星發射數量按年增加，尤其是業內重要的小型衛星領域。在2022年，隨着小型衛星六年來的發射數量增長18倍，小型衛星佔已發射航天器的95%，並佔升空承載質量的54%（資料來源：Future Timeline）。

全球各地出現越來越多連接裝置，帶動數據需求不斷上升，引發企業之間的競爭，這些企業試圖通過低軌道私人衛星來滿足需求。我們的投資主題「航天科技投資」將重點分析這些商業機會。

### 人工智能及自動化

自動化技術持續演變，由汽車業有效地使用的工業機械人以至其他經濟環節，尤其是服務業。近期人工智能軟件和感測器科技躍進，應可大幅改進技術功能，從而改變和大幅擴展自動化用途。

服務業已在一定程度上受惠，包括：自動化流程、客戶識別等產品和界面、電郵回覆和電話接線服務，以及檢測和調查。人工智能正進一步融入服務和客戶界面。人工智能、語音和人臉識別軟件，以及更強大的電腦處理器取得長足進步，是促進有關趨

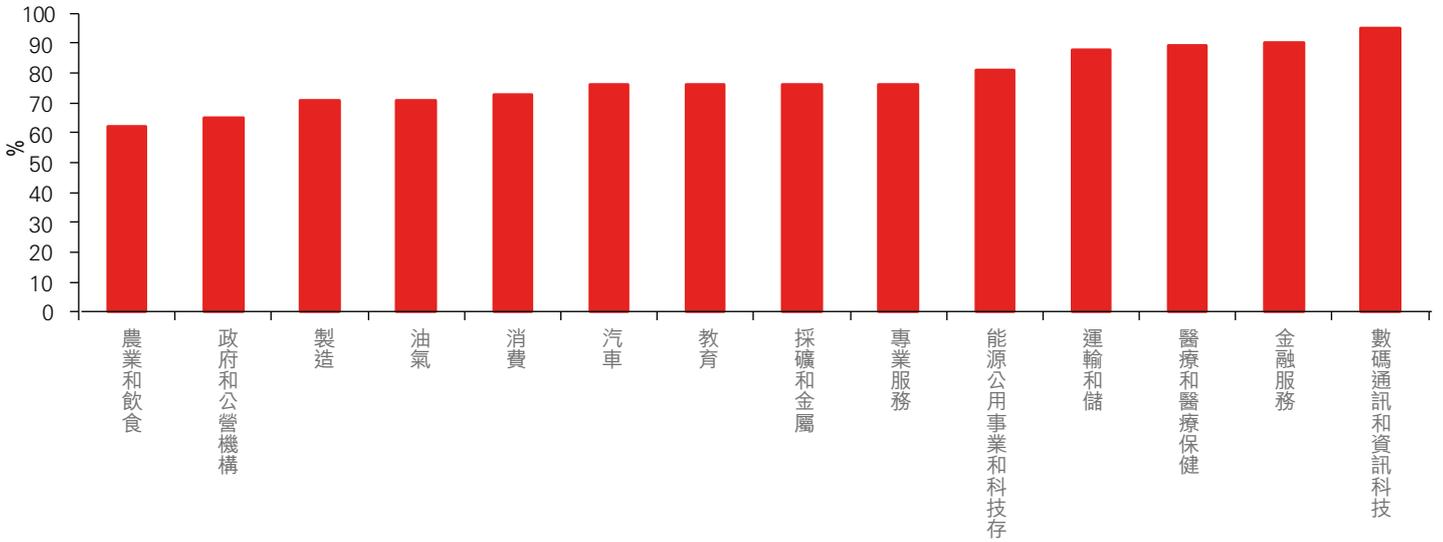
勢的關鍵。隨着這項技術的普及程度和能力提高，企業越來越希望引入相關應用（見圖表）。科技突破可能改寫許多行業的遊戲規則，以OpenAI最近開發的ChatGPT為例，其語言對話更加自然，在不同方面別具吸引力，而且可應用至多個範疇，引起全球各地關注。

強大而聰明的人工智能軟件應用範圍，已涵蓋快速分析和診斷醫學X光片及電腦斷層掃描，準確度相當於甚至超越人類，而且目前正不斷改進。其他實際應用包括質量控制等需要處理大量數據的工序；供應鏈；科學研究；天文學；以及國防和金融業。我們的「人工智能及自動化」主題旨在把握科技迅速發展所帶來的多元機遇。

### 智能移動

技術、成本和競爭門檻令由內燃引擎轉用其他引擎的過程極具挑戰，但目前很多困難已被克服。此外，科技融合也帶來其他實質好處，包括降低車輛的複雜程度、整合新技術和新原材料。正如上文所述，人工智能是自動化技術發展的主要推動因素，故此與智能移動的出現息息相關。人工智能對自動導航火車、汽車、貨車和船隻等發揮關鍵作用，即使已取得重大進展，但自動駕駛汽車仍需數年時間才能面世。儘管如此，人工智能可改善旅遊體驗，同時降低客貨運輸風險。司機可隨時使用多個智能系統，

考慮將在 2025 年前使用人工智能的公司百分比



資料來源：滙豐環球私人銀行、世界經濟論壇《2020年未來工作報告》(The Future of Jobs Report 2020) (截至2023年3月14日)。

提醒他們注意潛在危險，甚至自動介入以免發生意外。

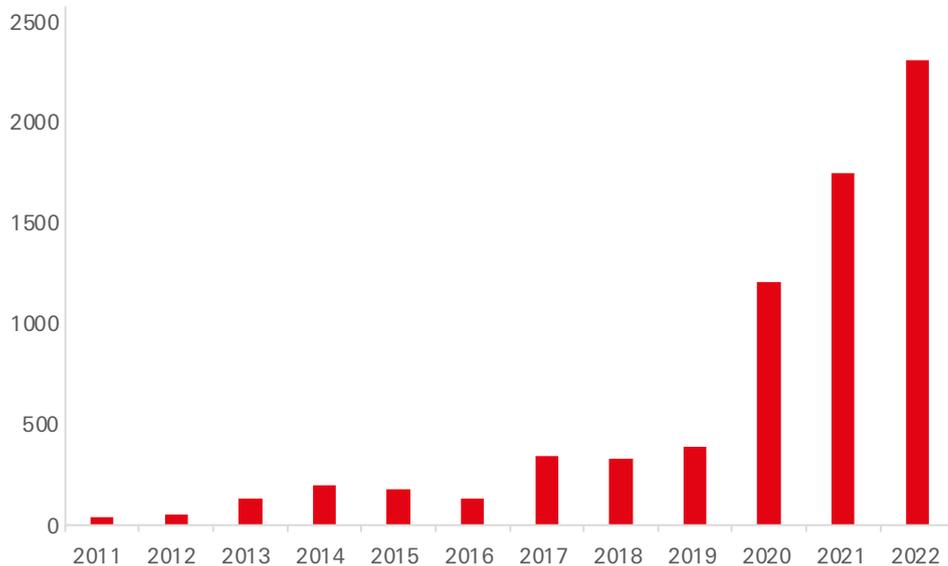
互聯運輸系統越來越能夠偵測問題，並提醒乘客，讓他們隨時了解情況。旅客可於行程開始之前，查看抵達目的地的最佳路線、交通替代選擇和成本。他們可在整個旅程中實時接

收最新資訊，有些時候可讓他們選擇其他替代方案，或更改預約和預購門票。這種靈活性有賴於數據和互聯網絡配合，數碼基建越來越能夠提供這方面的服務，移動網絡也是智能移動的關鍵。

我們的「智能移動」主題專注新

能源汽車、電池科技、5G 網絡和感測器硬件。

2011 年至 2022 年發射的小型衛星



資料來源：Brytech、滙豐環球私人銀行 (2023年3月14日)。

# 投資可持續未來

2022年對全球企業來說都是艱難的一年。甚少領域能夠在這一年實現穩定增長。預算收緊；許多板塊裁員；前景預測出現調整；不少行業的盈利增長也停滯。然而，可持續發展是少數業務持續增長的領域之一，某程度上源於2022年的問題在多方

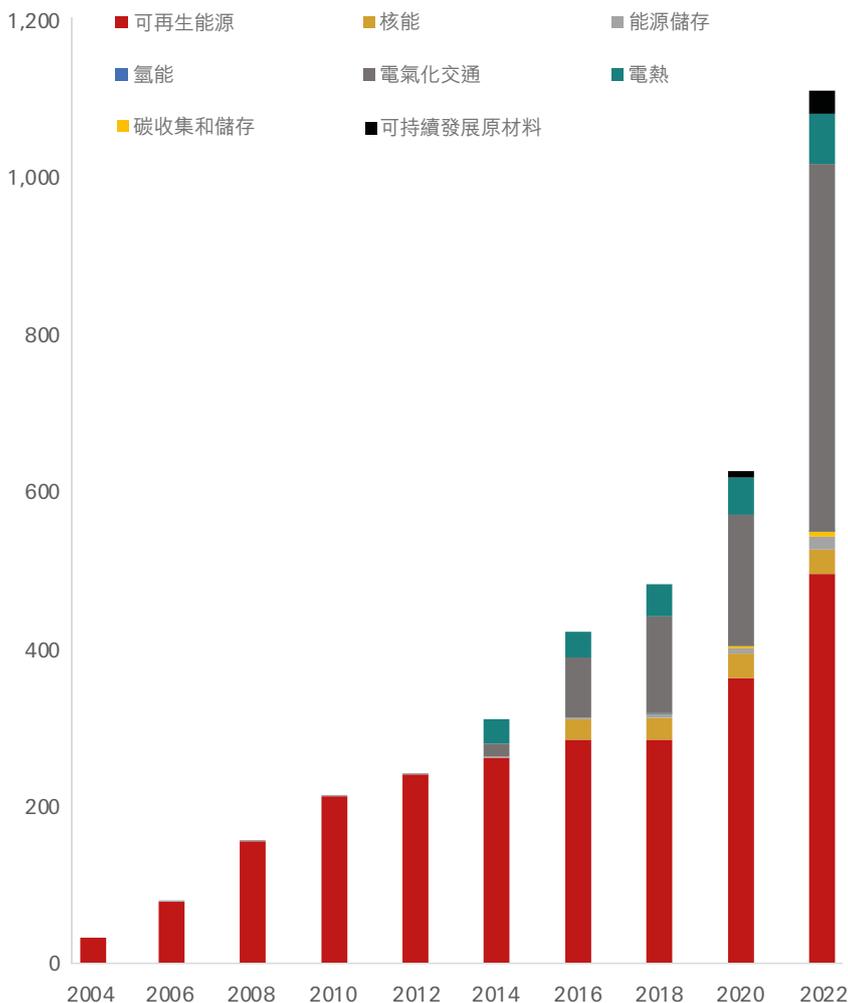
面都有利可持續發展的基本因素。俄烏戰事、能源成本上漲和氣候危機加劇，均為可持續發展提供機遇。為了應對2022年的事件，個人、企業和國家有意尋求可持續發展和可再生能源解決方案，因此這個領域的新投資創下歷史新高。

## 我們的四個精選主題

1. 能源轉型及自主
2. 融通生物多樣性
3. 可持續投資收益
4. 聚焦社會責任投資

## 全球能源轉型投資（按板塊劃分）

十億美元



## 能源轉型及自主

環球能源轉型的投資在2022年首次突破1萬億美元關口，比一年前增長31%<sup>1</sup>。投資增加主要源於供應鏈出現重大延誤和地緣政治糾紛。這些問題令市場關注企業和國家對外界的依賴。可再生能源提供解決方案，避免過分依賴外國能源供應商，但能源轉型也包括更廣泛的可持續基建生態系統，例如：充電、製氫、回收及碳收集和儲存。為解決大部分可再生能源間歇供電的問題，政府現正投資於電力互聯，從而大幅降低斷電風險。

可再生能源在投資方面依然領先，但按電動車和充電基建的支出計算，電氣化交通已迅速趕上可再生能源的領先地位。隨着全球（尤其是中國）對電動車和整體市場的支出持續上升，這個板塊在年內增長約54%。電熱和能源儲存方面的投資在年內大幅增加，雖然氫能是最小的板塊，但其市場規模於年內增長三倍。經濟、社會和政治需求、科技進步和目前對能源自主的更大渴求，都造就「能源轉型及自主」主題成為具吸引力的投資機會。

資料來源：Bloomberg Finance L.P.、滙豐環球私人銀行（2023年3月14日）。

<sup>1</sup> 彭博新能源財經《2023年能源轉型投資趨勢》（Energy Transition Investment Trends 2023）（2023年1月）



### 融通生物多樣性

人類開始越來越明白維持生物多樣性的好處，這些好處甚至超出我們可量化的指標。我們的海洋被一直被視為取之不盡的財富之源，並在這數十年間被人濫用掠奪，但我們現在知道海洋既是一個碳滙，也是將光線折射太空和調節溫度的系統。自工業年代以來，我們對待海洋的行為已損害海洋調節氣候的能力，但我們目前正採取措施扭轉這個局面。在2023年3月4日，聯合國成員國達成具歷史意義的《公海條約》，為實現這個目標踏出關鍵的一步。這條約為劃定海洋保護區制定法律框架，朝着去年12月聯合國《生物多樣性公約》締約方大會第15次會議提出的目標踏出重要的一步，即在2030年之前保護30%陸地和海洋。條約概述如何以可持續方式，在保護區內利用、保護和分配海洋生物多樣性所帶來的財政和非財政利益。我們的「融通生物多樣性」主題反映這個領域的動力和機遇。

### 可持續投資收益

環球承險意欲仍好淡不一，部分投資者正在物色波幅可控，並能夠提供持續穩定收益，而非依賴估值擴張的投資。通過「可持續投資收益」主題，我們已物色到業務基礎穩定，能夠以可持續方式提供可觀股息的投資方案。此舉可讓投資者受惠與其收益需要相符且具吸引力的投資策略，同時推動可持續未來。

### 聚焦社會責任投資

企業對社會的影響日漸成為投資者和社會的重要考慮因素。疫情成為關鍵角色，使企業行為對社會造成的影響成為市場焦點。現時，通脹增添了僱員的動力，並再次推動勞工團體迫切爭取更佳的薪酬和工作條件。多國的罷工情況增加，市場關注企業對員工的態度。對投資者來說，這代表一些公司相對其他企業具備較大優勢，能夠應對這些問題帶來的壓力和潛在風險。表現良好的企業有望吸納人才和消費需求，並獲得監管機構青睞。中長期來看，我們相信這些公司

將表現領先。

# 股票

## 環球股票：目前好淡不一

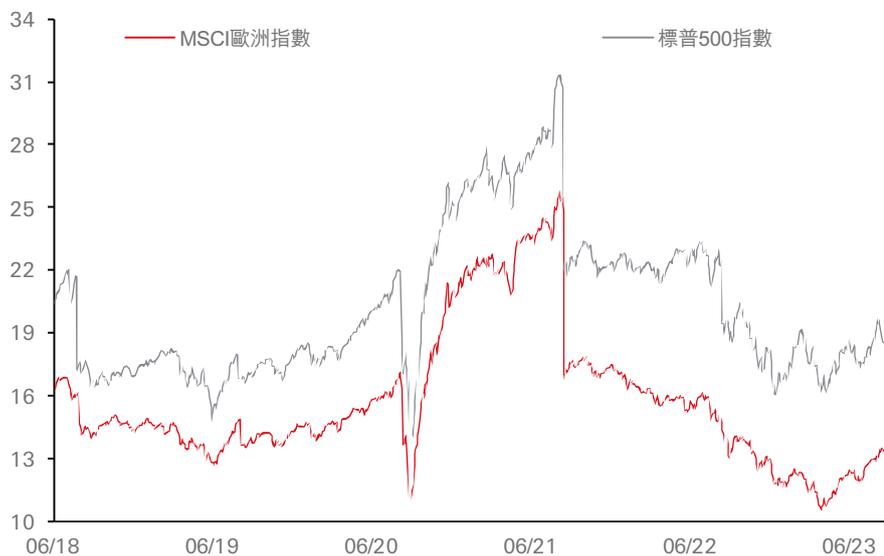
鑒於利率不斷上升，股票面對更多來自現金和債券的競爭，利率走高也對股票估值構成挑戰。儘管如此，亞洲增長加快，歐洲衰退緩和，加上美國基本因素改善和聯儲局可能暫停加息，都反映股市回報可望在不久將來有所改善。然而，全球經濟活動持續放緩，加上多國上調政策利率，使短期股票回報前景繼續受壓。隨着環球經濟活動減弱，以及利率長期偏高，我們專注優質股和增長前景較明朗的地區（例如：亞洲）。

## 歐洲經濟反彈

歐洲股市表現向好。由於冬季較為暖和，能源價格下跌，歐洲增長前景和經濟得以改善，降低極端風險，帶動區內股市上升。此外，儘管歐美股市之間的估值折讓差距稍微收窄，但在全球市場當中，歐洲股市仍然吸

## 在全球市場之中，歐洲股市仍具吸引力

來年市盈率



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2022年9月6日）。往績並非未來表現的可靠指標。

### 偏高比重

市場：美國、墨西哥、巴西、中國內地、印尼、泰國和香港特區

板塊：非必需消費品、通訊、能源（包括可再生能源）和醫療保健

### 偏低比重

市場：英國、意大利、南非、土耳其、南韓和馬來西亞

板塊：不適用

### 環球風格偏好

優質

引。另一方面，中國經濟重啟，加上整個亞洲區的貿易和增長上升，為歐洲出口商帶來希望，尤其是消費品與服務，以及工業設備等領域。事實上，歐洲經濟衰退的程度預料較最初預測溫和，而且利率上升和歐洲央行

立場強硬，也應有利金融板塊。對有意把握亞洲經濟反彈，但擔心中國政策風險的投資者來說，我們認為這些領域值得注意（請參閱我們的新精選主題「通過發達市場投資亞洲」）。

## 亞洲機遇

在亞洲區內貿易改善和中國經濟重啟的推動下，區內遍布機遇。我們對中國股票和廣泛亞洲新興市場維持偏高比重配置。估計中國經濟重啟將帶來穩健增長，因為政府改變防疫政策，應會釋放強勁的積壓需求，中國消費者料將不吝消費。中國和亞洲消費實力在疫情前的本地及環球經濟中早有確據，對金融市場的影響也十分明顯。亞洲區方面，我們在選擇板塊時降低防護力。隨着股市反彈，我們預料科技板塊不會領漲，但估計需求快將觸底，可能有助提振區內經濟活動和市場回報。

## 美國：基本因素保持一致

聯儲局全力把美國通脹壓回聯邦公開市場委員會所訂2%的對稱目標。主席鮑威爾經常表示希望可避免經濟陷入衰退，但同時表明聯邦公開市場委員會堅守通脹目標。聯儲局收緊貨幣政策的周期可能接近尾聲，對美股投資者來說好消息，但正如我們的分析顯示，在「更長時間高息」的階段，股市偶爾會缺乏方向，直至通脹更大幅回落，以及市場價格開始反映減息。

我們預測在2023年大部分時間，美國經濟增長將減慢至1%以下，應會令銷售量下跌。隨着通脹持續放緩，企業將難以把仍然偏高的生產價格轉嫁予最終消費者，因此我

們預計利潤率應會繼續受壓。分析員目前預測2023年盈利增長輕微倒退(-1%)，並不令人意外。好消息是他們預測上半年盈利下跌4.4%，但下半年應可回升。此外，展望2024年，估計明年盈利增長約10%。

不過，短期來看，我們仍預料美股將進一步整固，以反映2023年盈利預測下調。美國的銀行和資訊科技板塊近期反覆波動，雖然不大可能引發信貸或系統性銀行業危機，但仍會使經濟信心和活動受壓。在這個情況下，我們顯然專注優質股票，不但投資於金融和資訊科技板塊，還包括整個美國市場。

### 投資總結

環球股票投資者繼續面對多個問題，例如：經濟增長率出現分歧，通脹持續和利率上升。環球經濟活動放緩的程度看來不及預期般嚴重，因此我們在選擇環球股票板塊時降低防護力。然而，利率預期向上調整和長期偏高的環境，往往引致股市波動和缺乏方向，因此我們聚焦財政狀況強勁、能夠產生現金和淨債務水平偏低的優質公司。我們也密切注視板塊投資，但這仍是一個「選股」市場，應密切關注公司基礎業務模式的韌性，以及企業面對加息以至通脹下降得極為緩慢的應對能力。環球方面，股票投資者應觀察到亞洲經濟和金融基本因素日漸改善。美國方面，一旦通脹大幅下降，以及增長周期接近觸底，聯儲局暫停加息或可為股票基本因素帶來支持。

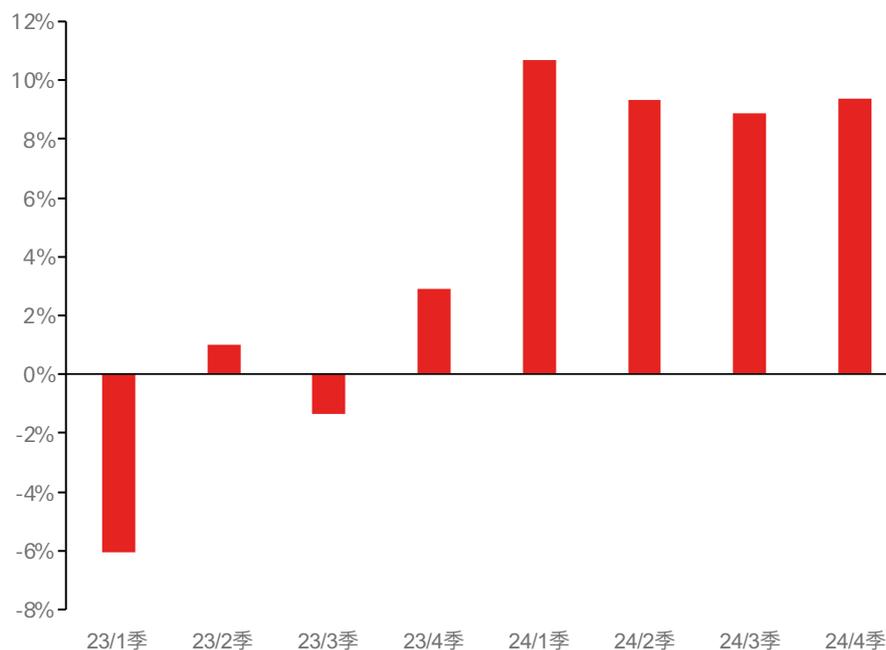
### 中國和亞洲新興市場股票看來吸引，尤其因為增長前景改善 來年市盈率



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

### 盈利預期可望在2023年下半年改善

標普500指數：按年每股盈利增長



資料來源：彭博資訊的市場普遍盈利預測、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。

# 債券

債券繼續提供吸引人的息差機會，我們對2023年的回報更有信心。因此，按風險調整後基礎計算，債券目前仍是我們偏好的資產類別。我們繼續聚焦優質企業債券，主要集中於環球和新興市場投資級別債市，以及美國、歐洲和英國中期投資級別債券（即五至七年 — 中存續期）。

## 偏高比重

國債：英國國債

企業債券和新興市場債券：美國、歐洲和英國投資級別債券；澳洲和新西蘭企業債券；海灣合作委員會國家和墨西哥主要貨幣債券；中國和巴西主要貨幣企業債券；墨西哥和巴西本幣債券

## 偏低比重

國債：德國和日本國債、歐洲周邊國家債券

企業債券和新興市場債券：阿根廷、土耳其和烏克蘭主要貨幣債券；土耳其和印度本幣債券

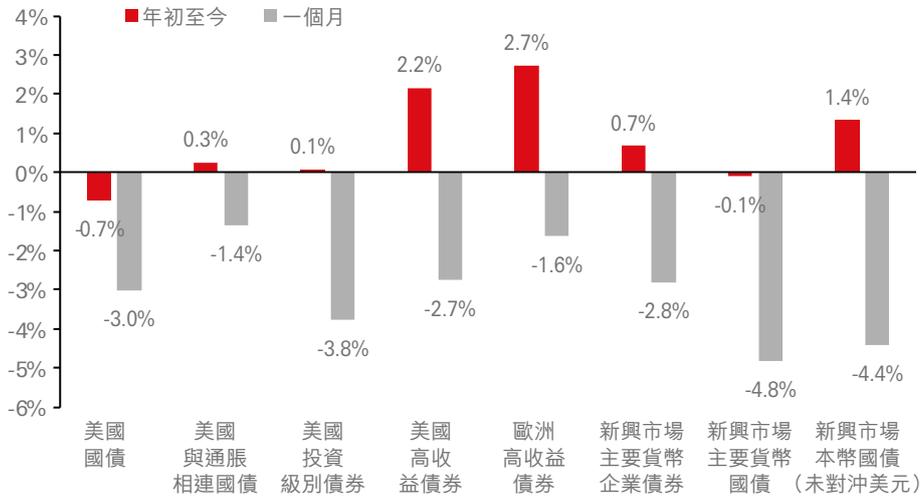
在過去一個月，債市出現一些值得留意的發展，尤其是在發達市場利率方面，國債收益率從近期交易區間的底部回升，並在最近突破走廊上限。這次拋售的原因眾多，包括聯儲局和歐洲央行成員發表強硬言論，經濟數據穩健（採購經理指數、就業數據）以至美國和歐元區核心通脹問題棘手。因此，政策利率上調的預期在1月和2月大幅升溫，雖然最近有所回落。例如，聯邦基金期貨價格在兩個月前反映政策利率峰值為4.8%，但其後曾一度升至5.7%，最近才回落至幾乎接近4.8%的初始水平，原因是市場憂慮美國的銀行和資訊科技板塊動盪將打擊經濟增長，以及加息過多將令銀行的情況惡化。我們仍然認為這個動盪局面將逐步緩和，而且聯儲局可能會再小幅加息三次，分別在3月、5月和6月各加息四分一厘，然後在2024年第二季之前維持利率不變。這方面的不明朗因素明顯升溫，但風險不再只傾向上行。

市場價格在2022年初反映了一幅美好的經濟前景，但卻與聯儲局自1980年代初以來最迅速的加息周期格格不入，利率目前處於限制性的區間。經歷十多年的超低息環境後，經濟內部勢必出現裂痕，尤其是負有債務的個人、銀行、企業以至國家。償債成本不斷上漲，將要動用更多財政資源，很可能影響消費和資本支出，而且與過往利率接近零的時代相比，

新項目的回報和可行性定必受到更嚴格審查。市場走勢在很大程度上端視新的高息環境持續多久。高息的時間越長，我們便越重視質量和財政穩健的借款人。

在這個特別時間下，另一個明顯特點是以下三者之間的矛盾：(1) 利率投資者預計發達市場央行將於今年稍後改變政策；(2) 風險投資者（即股票、企業債券）相信經濟軟着陆或「不着陸」；和(3) 決策官員「不惜一切代價」打擊通脹。目前難以證明那一方最終會是正確答案，但在此之前，我們認為相關壓力將繼續引發風險資產和利率市場反覆波動。

## 發達市場利率近期回升，削弱存續期資產表現



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

發達市場—隨着息率市場最近的拋售，我們延長了環球投資級別債券的目標存續期

儘管歐美經濟數據改善，發達市場央行也發表強硬言論，但我們仍然認為利率（可能在2022年10月）已越過周期頂峰，因此，目前是合適的時機，把環球投資級別債券（即發達市場投資級別債券）的目標存續期由短至中期（三至五年）延長到中期（五至七年）。這個變化可讓我們將吸引的收益率鎖定一段較長時間，若利率

最終如我們所料下跌，便可受惠更大的價格升幅。這個觀點主要取決於結構動力，此動力在疫情時期大幅減弱，但目前正逐步捲土重來，這些動力的來源多元，包括：科技進步、人口結構，以及發達市場國家資產負債表的負債水平上升。

**發達市場 — 隨着息率市場近期的拋售，我們已延長環球投資級別債券的目標存續期**

企業方面，我們繼續專注以有利債券持有人政策為先、槓桿比率穩健和短期再融資需要較低的優質公司，並仍對環球投資級別債券持最大的偏高比重配置，並對「降級天使」(即失去投資級別信貸評級，並轉移至高收益指數的公司) 風險保持警惕。然而，發達市場企業的信貸評級(不只是降級天使)已在2021年底開始惡化，預料這些公司的評級目前在偏低水平靠穩。不過，我們意識到經濟前景未明，自全球金融危機以來，相對於美國投資級別市場的規模，BBB級債券在美國企業債市的佔比已增加一倍。因此，降級天使風險隨時間大幅上升，但在過去12個月，北美洲和歐洲企業債市分別出現47家和11家「明日之星」(即獲上調至投資級別的公司)(根據彭博資訊的資料，以標準普爾信貸評級為基礎)。降級天使的相應數目遠低於上述數字，分別

只有九家和五家，因此這股趨勢或會在未來數季逆轉。企業仍有動力保持投資級別評級，以維持偏低的融資成本，同時分散投資者基礎。整體而言，我們預料企業將為此採取必要措施(通過減債、推行不太有利股東的政策等)，但在挑選較低評級的投資級別企業時，我們傾向保持審慎，選擇財政狀況較強勁、信貸基本因素改善和產生現金流能力穩健的公司。在利差估值偏窄的情況下，我們對環球高收益債券市場保持中性，因為我們認為其估值水平無法補償發達市場經濟硬着陸的風險。

板塊方面，我們繼續青睞能源、科技和金融公司。就金融板塊而言，我們偏好擁有較高資本結構地位的企業(請參閱我們的「發達市場金融機構債券：資本結構調整」精選主題)。

**新興市場 — 專注優質企業債券**

在2022年，新興市場主要貨幣企業債券的總回報是2008年以來最

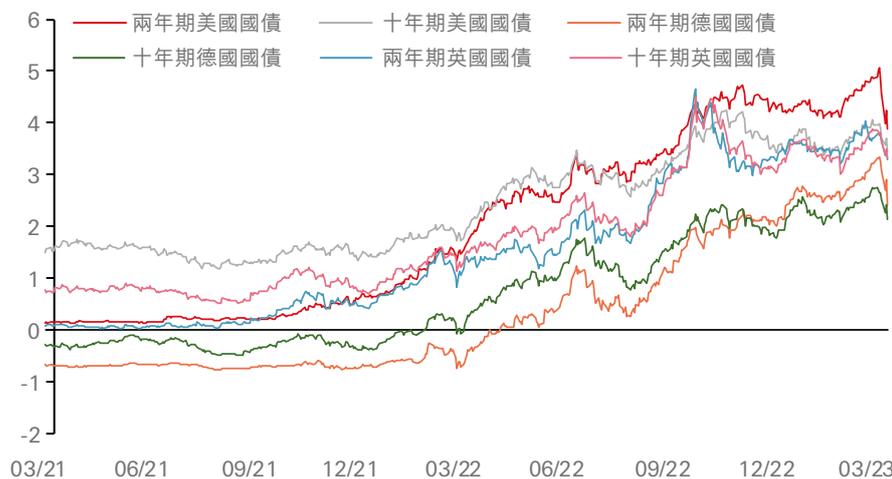
差的(-13.8%)。除了加息的原因之外，上述資產類別也受累俄烏戰事和中國房地產開發商急挫。然而，摩根大通新興市場廣泛企業債券指數的信貸利差擴大47基點，幅度相對溫和。

新興市場企業債券的基本因素仍然強勁，平均而言比發達市場投資級別債券和發達市場高收益債券更加優秀。新興市場高收益債券的淨槓桿比率估計為1.8倍，新興市場投資級別債券則為0.9倍。撇除中國房地產開發商和俄羅斯/烏克蘭公司，新興市場高收益企業債券的違約率為1.8%，仍與美國高收益債券相若。

我們對不明朗的環球經濟前景和聯邦基金利率「更長時間高息」的環境保持警惕，因此專注優質企業債券，對亞洲投資級別債券，以及中東、巴西和墨西哥高評級企業持偏高比重，並有選擇地投資於其他地區表現強勁的企業債券，主要是大宗商品生產商、金融和科技公司。

**短期債券收益率近期升至周期高位後回落**

收益率(%)



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行(截至2023年3月14日)。往績並非未來表現的可靠指標。

我們在2021年10月下調對中國主要貨幣企業債券的觀點至中性，自此一直專注優質債券。此舉是為了應對房地產板塊的不明朗因素，並緩減危機蔓延的極端風險。其後情況發生變化，而且中國出現強勁的正面刺激因素，例如：經濟逐步重啟，以及經濟增長成為政策重點。與此同時，整體亞洲企業債券市場應受惠美元和美

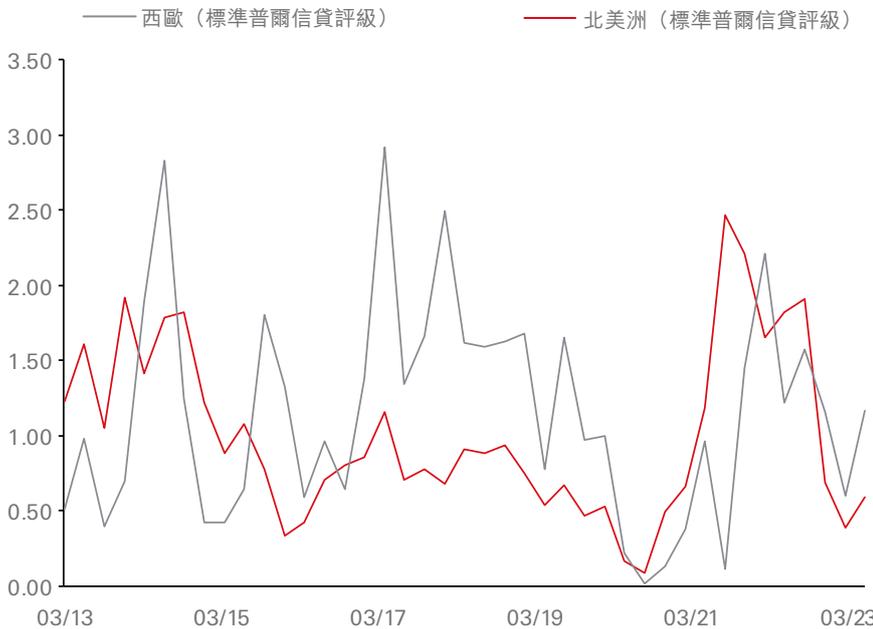
國國債收益率見頂，投資者配置不足和估值吸引。我們仍以質量為重點，繼續偏好中國國有企業、電訊、媒體與科技和金融板塊。

西和墨西哥。

鑒於環球風險持續上升，對新興市場國家的財政和經常帳造成壓力，因此我們對新興市場本幣債券保持中性，只看好兩個本地市場，分別是巴

信貸評級調整在2021年底開始惡化，預料情況將會回穩

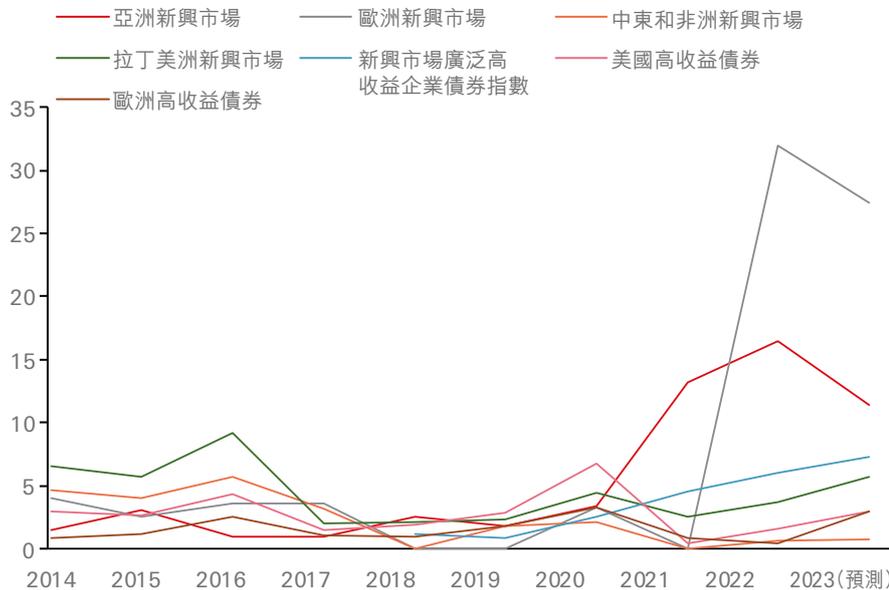
調高/ 調低比率 (倍)



資料來源：滙豐環球私人銀行、彭博資訊（截至2023年3月14日）。

新興市場違約率（不包括個別情況：俄羅斯/ 烏克蘭、中國房地產）仍然受控

違約率 (%)



資料來源：滙豐環球私人銀行、摩根大通估計（截至2023年3月14日）。

# 外匯和 大宗商品

美元自去年10月以來大幅下跌，但美國經濟數據優於預期，加上市場預料聯儲局維持強硬政策，推動美元最近表現較預期強韌。在市場定價反映更多加息次數，以及更長時間高息的環境下，美元或難以在2023年第二季出現重大下行趨勢。短期而言，通脹壓力不衰，可能令市場焦點繼續在聯儲局對加息的強硬態度，但最近美國的銀行和資訊科技板塊動盪，因此市場已下調加息次數預測。長遠來看，大量累積的加息，加上商業信心更不明朗所帶來的影響，應會壓低美國經濟增長，我們認為美國經濟要繼續領先其他西方經濟體將變得更加困難。美國經濟增長放緩和利率見頂，將使美元從2023年第三季開始再度趨跌，直至今年結束。

我們認為市場參與者將密切留意經濟數據公布，從而衡量美元走勢，因此美元在第二季仍是焦點所在。如經濟數據出現驚喜，或會支持美元表現，但隨着市場價格調整，反映聯儲局終端利率，以及本已強勁的經濟數據，大部分上行風險已經消化。相反，我們認為下行風險可能對美元產生較大影響，經濟動力急速惡化，很可能通過美元走弱迅速顯現。

此外，如果美息見頂，金融狀況更趨寬鬆，可能有助環球經濟復甦，因而加劇美元的負面壓力。我們預期這種情況將於今年稍後時間，經歷整固階段後出現。

## 看好

十國集團：歐元、英鎊、日圓、澳元和新西蘭元

新興市場：巴西雷亞爾、新加坡元和泰銖

## 中性

十國集團：瑞士法郎和加元

新興市場：人民幣、印度盧比、印尼盾、菲律賓披索、土耳其里拉、南非蘭特和墨西哥披索

大宗商品：黃金、白銀和石油

## 看淡

美元

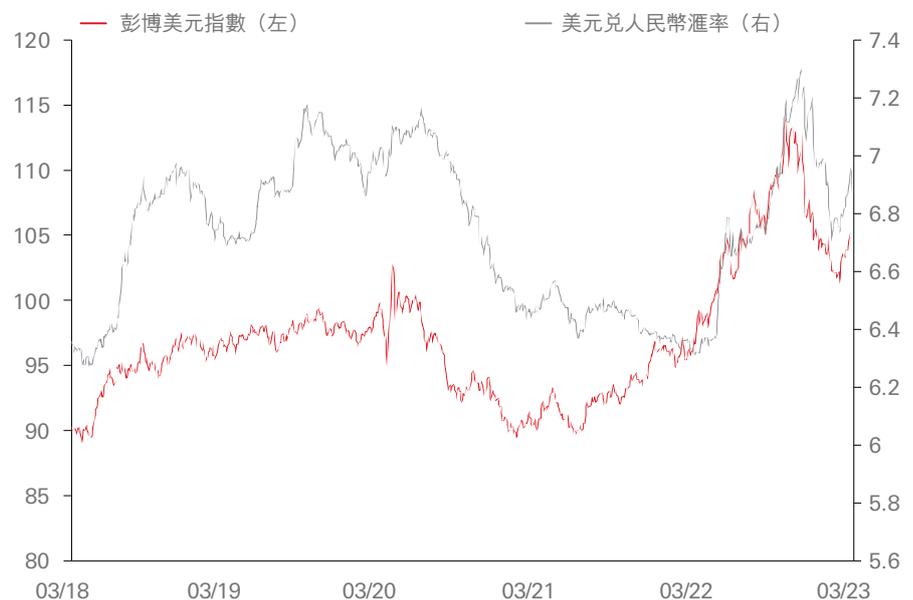
正如我們在首輪美元拋售潮（2022年10月至2023年1月）所

我們認為美元短期應會在區間波動，但將在今年稍後時間再次走弱

見，美元走弱很可能刺激其他貨幣反彈，影響非常廣泛。鑒於美元和美債收益率對滙市有重大影響，我們認為當市場開始憧憬「更長時間高息」的階段結束，滙市走勢將持續出現變化。雖然有關走勢應會見於廣泛貨幣，但對經濟影響因素較強韌和通脹壓力較低的國家來說，其貨幣表現可望優於美元。在這環境下，我們認為歐元和英鎊將可受惠。

與此同時，雖然中國經濟的表現已較預期優秀，但我們認為當地經濟環境將進一步改善，應有助提振環球市場的投資氣氛，使避險資產受壓，並刺激承險貨幣走勢。

基於對環球經濟增長觸底的預



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。



期，我們相信澳元、新西蘭元和日圓將會反彈，但認為澳洲和新西蘭央行維持強硬立場，難以為當地貨幣提供有力支持，因為大部分收緊貨幣政策已經過去。然而，就利率在很長時間處於負數的日圓而言，貨幣政策指引出現變化，可能為日圓帶來重大有利因素。因此，雖然環球投資氣氛改善，但我們對日圓前景維持積極的觀點：目前，相比日圓的避險性質，我們認為貨幣政策對日圓走勢產生更大影響。

美元偏軟和風險環境積極，也很可能為新興市場貨幣帶來進一步升值的空間，但經濟影響因素將成為貨幣選擇策略的關鍵。經濟相對強勁或利率優勢較強的貨幣很可能成為當前環境的贏家，例如：現時的巴西雷亞爾。

「優化防疫政策」結束後，中國重啟經濟並聚焦增長，將帶動經濟活動和增加投資流入，因此人民幣有望受惠。承險意欲轉變也可為人民幣帶來支持。然而，儘管經濟數據強勁，但下行風險仍然存在，中國人民銀行的寬鬆政策或有助抑制上行壓力，使人民幣保持競爭力。

中國經濟反彈也可提振一些大宗商品的需求，包括：廣泛用於工業和製造業的白銀，以及用於運輸和旅遊活動的石油。這些大宗商品可對全球環境改善發揮正面作用。相反，在投資者願意承擔更高風險，而且利率長

期偏高的環境下，黃金或會受累於其避險特性。然而，我們認為，美元出現整固很可能限制黃金的下行空間，因此黃金保證投資工具有望從兩年低位反彈。

### 我們對黃金和原油維持中性觀點

每盎司美元

每桶美元



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

# 對沖基金

雖然在通脹放緩的推動下，投資者傾向「承險」，刺激市場在10月至1月期間止跌回升，但我們繼續偏好採取審慎或分散投資方針的對沖基金策略。通脹仍然居高不下，反映利率「長期偏高」的前景，可能限制市場走向和「承險」策略的表現。不過，對沖基金可利用當前聯儲局周期階段的典型波幅來產生超額回報。

**避險策略：偏好宏觀、多元策略和多元投資組合經理策略**

我們繼續看好市場宏觀經理的前景，應不足為奇。雖然我們預期定向投資機會的規模不及去年，但經濟前景和收緊貨幣政策路徑的不明朗程度，以及地域差距和資產價格波幅持續擴大，應會為宏觀策略營造優越的環境。隨着聯儲局和其他央行的加息周期接近尾聲，收緊貨幣政策對相關經濟體產生滯後影響，造成政策過度或不足的風險。

我們對管理期貨維持中性觀點，對市場中性系統保持中性看好，並上調多元策略系統的前景至中性看好。

眾所周知，預測管理期貨策略的前景並非易事。然而，我們非常重視有助策略成為重要投資組合配置的回報特性：與風險資產的相關度長期偏低，利率正常化為表現帶來有利因素，以及無論市場升跌都能夠獲利。我們對配置於另類投資市場的管理期貨策略持更積極的觀點。

對股票市場中性經理來說，目前板塊、因子和主題之間差距均衡的環境有利相關策略；我們預期特殊選股策略將繼續帶來正面貢獻。

我們對多元策略和多元投資組合經理的前景維持完全看好觀點。在市況欠明朗的時期，卓越的風險管理程序，加上吸納並留住人才的能力是區分頂尖多元投資組合經理公司的重要

因素。債券方面，鑒於聯儲局干預通脹，利率交易繼續有助增值。企業債券的吸引力繼續增加，平台新增企業債券團隊，為此做好準備，尤其是在結構式企業債券和「出現經營困難」企業債券方面。此外，大宗商品也為個別投資經理提供豐厚的超額回報來源，但合併套利和股票指數重整套利的機會仍然不大。

**承險策略：偏好亞洲好淡倉股票**

我們仍對美國和歐洲好淡倉股票持中性觀點，但對亞洲好淡倉股票前景持更積極的觀點。環球股票估值接近公平價值，歐洲、英國和日本的股票估值低於美股。美股估值已被壓低，股價跌至十年平均水平。然而，我們預期企業盈利預測將繼續下調，因此依然關注淨持倉水平偏低、應變靈活和以交易為導向的投資經理。長遠來看，目前尚有良好機會增持長期增長強勁的板塊，其盈利能力在經濟

## 波幅為對沖基金創造機遇



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

低迷期間較為強韌。短期而言，投資經理聚焦過去數年受惠低息/收益增加的企業。

我們對事件主導策略維持中性評級，繼續青睞在分屬策略擁有廣泛專業經驗的投資經理。美國市場估值仍然偏高，收緊貨幣政策使資金成本上漲，大幅拖慢企業活動的步伐（最明顯的是環球併購交易量減少37%，美國活動減少33%）。相比之下，雖然環球承險意欲普遍減弱，但維權活動保持活躍，去年新活動按年增加36%。

企業債券方面，我們轉持更積極的觀點。利差、息差和差距出現大幅改善，繼續吸引我們的關注，因為我們相信下一個信貸周期臨近。投資機

遇的規模和持續時間看來大致取決於各國央行繼續對抗通脹、推行貨幣政策復常和縮減資產負債表的決心。企業債券領域的規模巨大，有望提供大量特殊機遇，而且這些機遇已開始出現。

### 政策不確定性指數 Baker, Bloom & Davis



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年3月14日）。往績並非未來表現的可靠指標。

# 私募市場

2023年第一季的情況與2022年下半年相近：交易量下降、債務成本增加，以及企業利潤率受壓。然而，我們觀察到集資活動保持強勁的有利跡象，並相信市場尚有大量未動用資金，有助基金經理把握估值受壓的機會。回顧往績，緊隨經濟衰退的首年投資基金可產生最豐厚回報。

邁向2023年第一季末，環球經濟和私募基金的經濟格局繼續急速改變。國際貨幣基金組織預測2023年增長為2.9%，一些分析員甚至預測環球經濟衰退，私募基金領域在投資周期的全部四個階段均受壓。併購市場淡靜削弱投資機會；加息令融資狀況面臨更大挑戰，流動資金的充足程度下降；投入和勞工成本上升，正在收窄企業利潤率；首次公開招股市場低迷，令出售資產的途徑變得有限。儘管如此，私募基金領域絕非毫無生氣，個別指標帶來樂觀的原因。

與2022年下半年的情況一樣，2023年初的交易量仍然緩慢，原因是在宏觀因素的影響下，市況欠明朗，買方和賣方之間存在巨大的價格差異，以及持續加息使公營貸款機構拒絕為槓桿交易提供融資。在2022年，收購交易總數較2021年減少9.8%<sup>1</sup>，總價值下跌20.3%，但值得注意的是，這仍然高於疫前水平。這股趨勢在2023年延續，本年首兩個月的交易額佔2022年交易總額的6.1%。

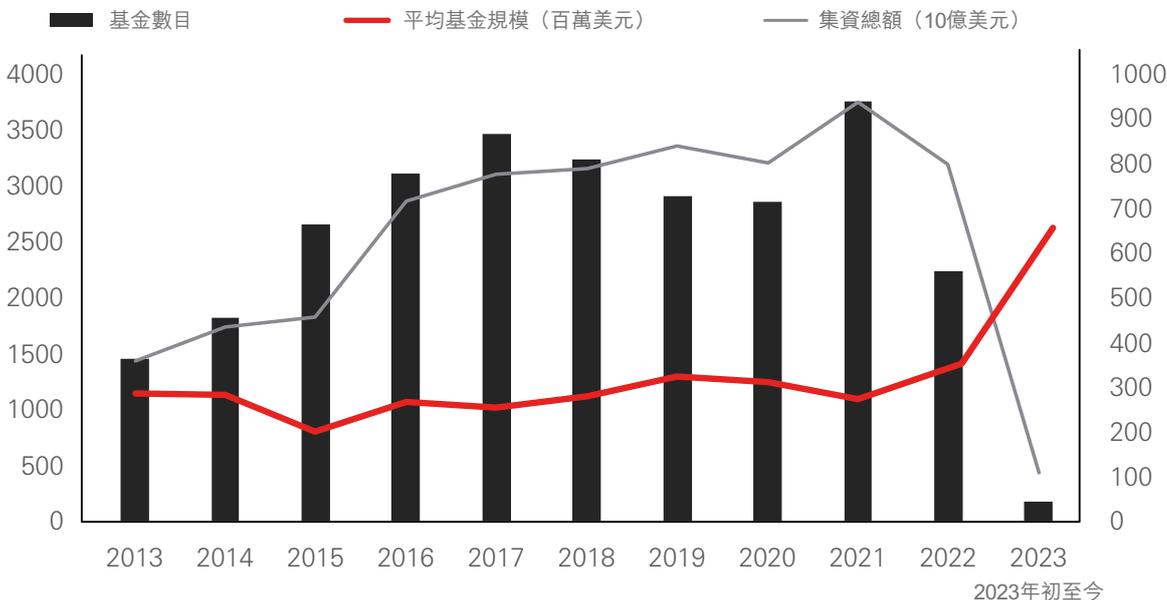
然而，隨着通脹開始回落，債務市場逐漸重啟，加上公開市場反彈帶動賣方的受壓估值上升，我們預期交易活動將在下半年開始回升。在投資市場當中，我們注意到有兩個領域的活動維持在一定水平，一個是私有化，一般責任合夥人希望把握公開市場估值低迷的機會；另一個是企業分拆，勉力應對資本成本上漲的企業希望出售表現欠佳的業務，這兩個領域

在2022年完成的交易量均較2021年<sup>2</sup>有所上升。

有別於交易量，集資活動在整個2022年和2023年保持動力。雖然一般責任合夥人的集資活動減少，使整體集資額下降，但相對2021年，2022年的每隻基金平均集資額增加51%<sup>3</sup>，在2023年第一季將進一步增加（見圖表）。這反映進入市場的一般責任合夥人正受惠投資者日益殷切的需求。

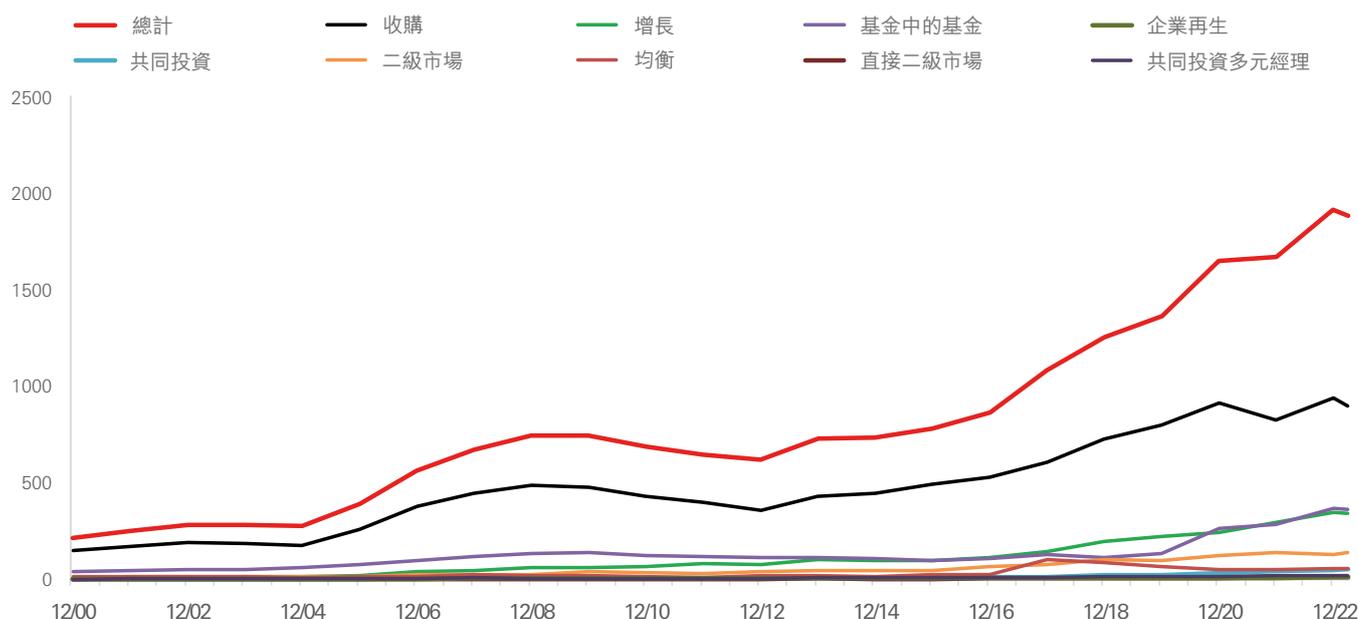
集資水平得以維持，加上交易量下降，在私募基金市場的未動用資金創紀錄新高。在2022年底，估計約有1.9萬億美元<sup>4</sup>未動用資金備留作投資用途，其中接近一半用於收購活動（見圖表）。我們預期，有關股權資本規模應足以填補債務市場近期造成的缺口有餘，有助一般責任合夥人在當前環境下，把握低估值進場時機和機會型交易。

## 私募基金過往集資活動 — 平均基金規模呈現升勢



資料來源：滙豐環球私人銀行、Preqin（截至2023年3月14日）。

## 私募基金自2000年以來的未動用資金（不包括創投基金，10億美元）



資料來源：滙豐環球私人銀行、Preqin（截至2023年3月14日）。

考慮到未動用資金和低成本債務減少，交易活動的平均槓桿倍數在2021年觸及20年高位<sup>5</sup>後，很可能於短期內下降。基金經理無法再依賴低成本債務，必須更加注重提升營運表現，從而創造價值並推動回報。對投資組合企業來說，重點將由增長轉向盈利能力、成本控制和定價能力，以維持企業利潤率。我們認為，一般責任合夥人需要適應不斷變化的環境，將有助優質基金經理進一步表現出色，擴大首四分位和末四分位之間的差距，並提升與同業最佳合夥人共同投資的重要性。

整體來說，我們仍對私募基金的回報潛力感到樂觀。回顧往績，緊隨經濟衰退的投資首年基金可產生最豐厚回報，我們認為當前的情況無異。

總結而言，雖然市場存在挑戰，

但我們認為，私募基金領域穩佔長期增長和表現優於公開市場的優勢，但預期估值將在短期進一步走弱。隨着通脹開始回落，債務市場重新開放，我們對集資統計數據保持樂觀，並相信市場具備充裕資金，能夠把握估值受壓的機會，尤其是在更加複雜的私有化和企業分拆領域。對於有意進行資金部署的投資者來說，我們高度看好私募基金資產類別，並繼續強調與同業最佳基金經理共同投資的重要性。

1. Preqin，按數量和價值劃分的收購交易總額（2023年3月）。
2. Preqin，私募基金交易的數量和價值（2023年3月）。
3. Preqin，私募基金集資往績（2023年3月）。
4. Preqin，私募基金的未動用資金（2023年3月）。
5. 彭博資訊，「私募基金交易的最新浪潮帶來前所未見的槓桿水平」（Private Equity's Latest Deal Wave Brings More Leverage Than Ever）（2022年1月）。

# 房地產

雖然利率上升已推高房地產收益率，為房地產價值帶來下行壓力，但準買家與賣家之間的價格預期差距仍相當大，反映資本價值需要進一步下降。租戶市場的差異更大，長期需求影響因素強勁的房地產（例如：住宅和物流）租賃前景最亮麗，但辦公室前景尤其面對挑戰。

隨着加息推動房地產收益率上升，私募房地產的估值面臨下行壓力。然而，有別於流通性較高的資產類別（尤其是股票和債券），房地產收益率需要更長時間進行調整。市場價值難以準確評估，主要是因為物業的估值方法，這些方法一般基於可比較的交易證據，但鑒於買賣雙方之間的價格預期存在巨大差距，交易證據供應不足。

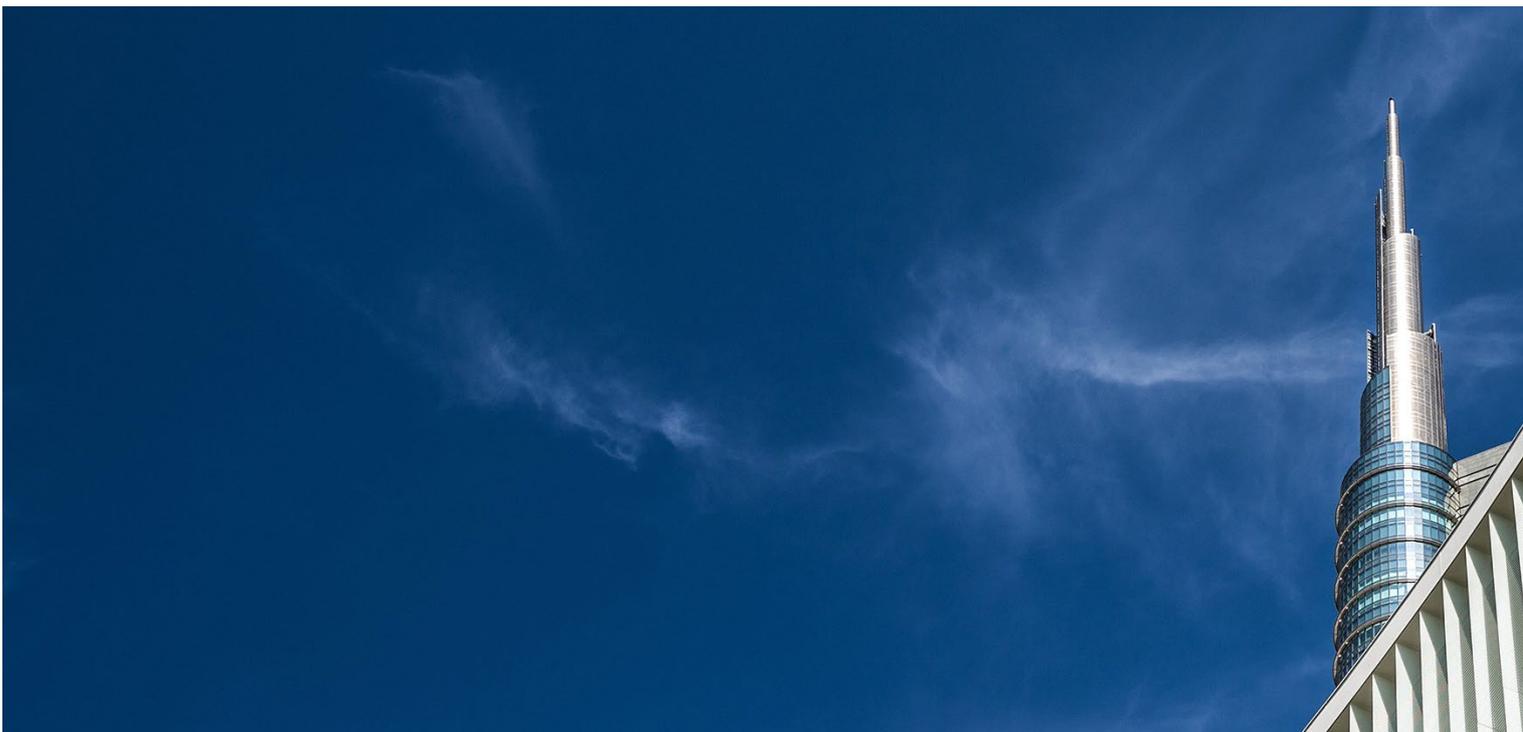
英國是一個例外，不論是與過去

所有市場下滑期間，還是與其他國家相比，當地的物業價值下降速度都較快，其中一個關鍵原因是在缺乏可比較交易證據的情況下，估價師更願意提高房地產收益率。儘管如此，房地產收益率提供的差價，仍未足以與國債收益率相提並論，以致投資活動得以復常。

簡言之，鑒於買賣差價過大，實體房地產投資市場已停滯不前，即使物色「出現經營困難」賣家的投資者擁有大量可動用資金。很少業主會被迫出售物業。有別於全球金融危機過後，目前信貸市場仍在運作，業主通常使用較低的貸款與估值比率。然而，隨着貸款到期並需以更高利率再融資，市場存在可能會違反利息覆蓋契約的風險，這可能會為市場帶來更多資產，提供交易證據，並使買賣雙方的價值重返一致水平。

根據RCA的數據，2022年第四季有關收益型物業的環球投資活動較2021年第四季減少64%，是2012年以來表現最差的第四季。儘管降幅仍然很大，但卻在一定程度上反映2021年第四季的活動水平創紀錄。歐洲(-66%)和北美(-62%)的下降幅度最嚴峻。環顧全球，所有主要板塊均受到相若程度的影響，介乎-58%（辦公室）至-72%（公寓）。

就目前所有板塊的估值水平而言，房地產投資面對挑戰，但不同板塊之間的租戶基本因素差異更大。必須注意的是，鑒於債務、勞動力和原材料成本上漲，大多數板塊將於未來數年面臨新空間交付量減少的情況，在經濟增長疲軟或抑制短期租戶需求的時期，為房地產基本因素提供一些支持。



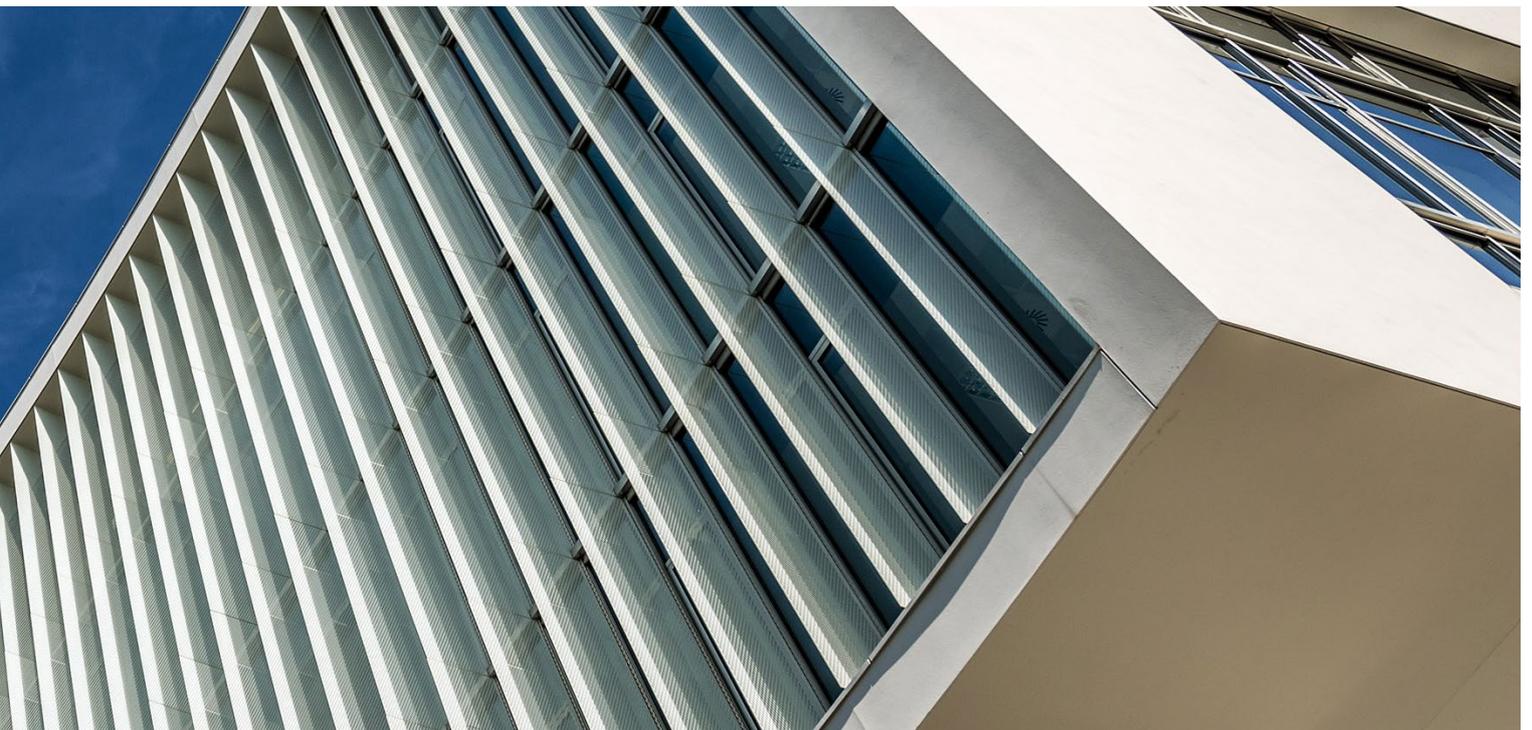
考慮到周期和長期因素，我們依然最看淡辦公室板塊。主要的科技、銀行和管理顧問企業發出裁員公告，已令辦公室業主失去一個重要的需求來源。此外，居家工作對租戶所需的辦公室空間構成長期結構挑戰。北美和歐洲部分地區的前景尤其疲弱，例如：倫敦的城市市場。

全球市場方面，物流仍是我們最青睞的板塊。物流資產的空置率處於歷史低位，需求仍遠高於長期平均。這為租金持續增長提供支持，雖然增速自2022年6月以來一直放緩。企業繼續投資於儲存網絡，不只是為了迎合不斷變化的消費者行為，也希望在鄰近終端消費者的地點增加庫存，以增強供應鏈的韌性。

在租戶和投資者的決策過程中，可持續發展的重要性繼續加強。對

租戶來說，更環保的建築可降低能源消耗成本，同時也支持其可持續發展目標。對房地產投資者而言，租戶焦點改變和政府收緊監管標準，帶來資產擱淺和受到「棕色折讓」影響的風險。如果業主沒有進行大量資本投資，這些擱淺資產將面臨相當大的價值損失。

直接房地產估值需要時間，以就當前利率上升、經濟放緩和投資者需求疲軟的環境進行調整，公開上市房地產股票則按市價計值並已迅速調整。根據我們對未來租金和當前收益率的假設，我們認為長遠來看，儘管波動較大，但房地產股的表現應會優於直接房地產市場。



## 免責聲明

### 我們觀點的風險

關鍵風險因素包括不利的監管變化、健康問題、頻譜成本和分配、電訊營運商的支出過大、貿易關係緊張、5G標準的環境、5G新產品和服務需求，以至相關項目的供應不明朗。

### 風險披露

#### 投資債券的風險

在投資債券之前，應考慮若干關鍵事項。這類投資的特殊風險可能包括（但不限於）：

#### 信用風險

投資者承擔發行機構的信用風險。此外，投資者亦要承擔政府及/或由政府擔保的債券受託人的信用風險。

#### 高收益債券所涉風險

高收益債券的評級一般低於投資級別債券，或者沒有評級，因此發行機構的失責風險也較高。如高收益債券基金投資的任何高收益債券失責，或者利率出現變化，高收益債券基金的淨資產值或會下跌或者受到不利影響。高收益債券基金的特點或風險可能同時包括：

- 資本增長風險 - 部分高收益債券基金或以資本支付費用及/或收入，基金可用作未來投資的資本和資本增長或因此減少；以及
- 股息分派 - 部分高收益債券基金或不分派股息，而會將股息再投資於基金，另一方面，投資經理或有酌情權決定是否將基金的收入及/或資本分派。此外，高分派率並不表示總回報為正數或回報率較高。
- 容易受經濟周期影響 - 在經濟不景時，該等金融工具的價值下跌幅度一般較投資級別債券更大，原因是：(i) 投資者更趨向避險，而且(ii) 失責風險上升。

與次級債權證、永續債權證、或有可轉換債權證或自救債權證有關的風險

- 次級債權證 - 發行機構次級債權證持有人承擔的風險高於高級債券持有人，因為在發行機構清盤時，次級債權證持有人的索償順序後於高級債權證持有人。
- 永續債權證 - 永續債權證時常是可通知贖回，沒有到期日，且屬於次級。

投資者或面對再投資風險和後償風險。在若干情況下，投資者或會損失全數已投資本金。利息支付可予變動、延遲或取消。投資者收到上述付款的時間和款額可能並不確定。

- 或有可轉換債權證或自救債權證 - 或有可轉換債和自救債權證是混合了債券和股本的工具，在出現觸發事件之時，可以註銷或轉換為普通股。或有可轉換債權證指包含一條條款，要求在觸發事件出現時，將可轉換債券註銷或轉換為普通股。這些債券一般吸收虧損，發行機構繼續營運（即在失去存活能力界點之前）。「自救」一般指(a) 合約機制（即合約自救），根據此機制，債權證包含一條條款，要求在觸發事件出現時，將債權證註銷或轉換為普通股，或者(b) 法定機制（即法定自救），由國家的破產管理機關因應具體情況，進行註銷或轉換為普通股。在失去存活能力界點時，自救債權證一般吸收虧損。這些特點可以為投資者帶來顯著風險，投資者或會損失全數已投資本金。

#### 法例及/或規定改變

法例及/或規定可以影響投資的表現、價格及按市價計值。

#### 國有化風險

在國有化之後，票息和本金的按時支付存在不明朗因素，而且，債券的償還等級也有被改動的風險。

#### 再投資風險

利率下跌會影響投資者，因為將所獲得的票息和本金的回報再投資時，利率可能較低。

利率、波幅、信用價差、評級機構行動、承接力、市場情況的變化，或會嚴重影響其價格及按市價計值。

#### 點心債的風險披露

儘管國債可能受中央政府擔保，投資者應注意：除非另有註明，其他人民幣債券不會受中央政府擔保。

人民幣債券以人民幣結算，匯率變化可能對有關投資的價值產生不利影響。債券到期時，閣下可能無法取回相同金額的港元。

即使人民幣債券在香港掛牌，也可能

沒有活躍的第二市場，故此，閣下需要面對若干程度的流通性風險。

人民幣受外匯管制，在香港並非自由兌換。如中國中央政府收緊控制，人民幣的流通性甚至在香港人民幣債券將受影響，閣下可能因此承受較高的流通性風險。投資者應有準備可能要持有人民幣債券直至到期。

#### 新興市場的風險披露

投資新興市場可能涉及若干額外風險，這些額外風險在投資較成熟的經濟體系及/或證券市場時，一般不會出現。這些風險包括：(a) 資產被國有化或沒收；(b) 政治及經濟不明朗；(c) 證券市場的流通性偏低；(d) 貨幣匯率波動；(e) 通脹率較高；(f) 當地證券市場監管機構的監管較不嚴謹；(g) 證券交易的結算期較長；以及(h) 在企業高層人員責任和投資者保障方面的法規較粗疏。

#### 外匯保證金交易的風險披露

受若干市場情況及/或出現若干事件、消息、發展的影響，外匯價格的移動幅度可能很大，此舉或會為客戶帶來嚴重風險，客戶蒙受的損失可能超過開盤保證金。市場情況或不允許將外匯合約/期權平倉。如相關貨幣的匯價走勢不利客戶，客戶有可能要面對追加巨額保證金，因而出現流動資金問題。

#### 貨幣風險 - 產品與其他貨幣相關

投資的計值貨幣如有別於閣下的本國貨幣或報告所採用的貨幣，匯率變化可能對閣下的投資不利。

#### 人民幣所涉風險

人民幣產品涉及流通性風險，尤其是如該投資沒有活躍的第二市場，而其價格的買賣差價亦較大。

人民幣目前不可自由兌換，通過在香港和新加坡的銀行兌換人民幣須符合若干限制。在香港和新加坡交收以人民幣計值及結算的人民幣產品，與在中國內地交收的人民幣屬不同市場。

如本行由於外匯管制或對此貨幣實施的限制而無法及時取得足夠金額的人民幣，客戶有機會在結算時不能獲得全數金額的人民幣。

#### 低流通性市場/產品

如投資沒有認可市場，投資者或難以出售其投資或取得投資價值或所承擔風險情況的可靠資訊。

#### 與可持續投資有關披露

「可持續投資」包括在不同程度上考慮環境、社會、管治和/或其他可持續發展因素（統稱「可持續發展」）的投資策略或工具。我們包括在此類別的個別投資可能正在改變，以實現可持續發展成果。

並不保證可持續投資所產生的回報與不考慮這些因素的投資回報相近。可持續投資或會偏離傳統市場基準。

此外，可持續投資或可持續投資帶來的影響（可持續發展影響）並沒有標準定義或量度準則。可持續投資和可持續發展影響的量度準則是 (a) 高度主觀，而且 (b) 在不同板塊之間和同一板塊之內可能存在重大差異。

滙豐可能依賴由第三方供應商或發行機構設計和/或報告的量度準則。滙豐不會經常就量度準則自行作出具體的盡職審查。並不保證：(a) 可持續發展影響或量度準則的性質將與任何個別投資者的可持續發展目標保持一致；(b) 可持續發展影響訂出的水平或目標可以實現。

可持續投資是一個發展中的領域，可能頒布新的監管規例，這或會影響投資的分類或標籤方式。今天被視為符合可持續發展準則的投資未必符合未來的準則。

#### 另類投資

對沖基金及私募基金投資者應謹記：這些產品的投機性可能很高，而且或不適合所有客戶。投資者在決定是否投資這些產品前，應確保自己瞭解產品和基金策略的特點及所涉風險。這些投資基本上為資深及精通金融的投資者而設，這類投資者願意承擔與這些投資相關的風險，其中包括：損失全部或相當大部分投資；由於使用槓桿、賣空或其他投機性投資操作，使虧損風險上升；基金可能沒有第二市場，也不預期發展第二市場，導致缺乏流通性；回報波動；轉讓基金權益受到禁止或嚴格限制；缺乏估值和定價資訊；稅務報告延後；關鍵人員和顧問風險；基準投資的透明度有限，甚至沒有；監管有限，甚至沒有；與互惠基金相比，監管較寬鬆，而且費用較高。

#### 大宗商品投資

大宗商品投資或涉及嚴重風險，因大宗商品價格的波動幅度可能很大。

#### 重要通知

以下或受限於當地規例

本文件是由滙豐私人銀行編製的市場推廣通訊。本文件並不構成金融工具指令內的歐洲市場的獨立的投資研究 (MiFID) 或其他相關法律規定，而且在發放前並沒有受到禁止。滙豐私人銀行乃滙豐集團主要的私人銀行業務。滙豐旗下不同的法律實體可以在符合當地監管規定的前提下，進行國際私人銀行業務。本文件內所列服務可以由滙豐私人銀行內或滙豐集團內的不同成員提供，但部分服務在若干地區並不能提供。滙豐集團成員可能買賣本刊內提及的產品。

本文件只供閣下參考，不應依據本文件作為投資建議。本文件內所載資料旨在用作滙豐私人客戶的一般傳閱用途，並未因應閣下個人情況修訂，包括：閣下的具體投資目標、財務情況、或特別需要，而且並非個人建議，亦不應依賴本文件取代獨立判斷。本文件並不構成亦不應理解為本行向閣下作出的任何類型的法律、稅務或投資的諮詢意見，招攬及/或建議，也不是本行要約或邀請閣下認購、買入、贖回或賣出任何金融工具，或就上述工具訂立任何交易。本文件內容可能不適合閣下的財務狀況、投資經驗及投資目標，就本文件內向閣下介紹的任何金融工具或投資策略是否適合或適當，本行並不作任何陳述。

如閣下對任何投資存在疑慮，或未能肯定投資決定是否適當，應聯絡閣下的客戶經理，或向合適的專業顧問諮詢有關的財務、法律或稅務意見。

除另外說明外，本文件內的市場數據取自《彭博資訊》。文內資料乃本着誠信編製，當中包含被認為來源可靠的資料，惟並沒有明示或默示的表述或保證，亦不會獲明示或默示的表述或保證。滙豐私人銀行或滙豐集團任何部分或任何其各自的高級職員、僱員、代理現在或將來也不承擔本文件準確性或完整性的責任或法律責任。

閣下須注意：任何投資的資本價值及其收入皆可升可跌，因此閣下可能無法收回全數投資金額。往績並非未來表現的指標。前瞻性陳述、表達的觀點和意見、提供的預測均為滙豐私人銀行於本文件刊發時的最佳判斷，僅作為一般評論，並不構成投資建議或回報保證，而且不一定反映

其他市場參與者的觀點和意見，可隨時變更，無需另行通知。實際表現與預測/估計可能有很大差距。當投資的計值貨幣如有別於閣下的本國貨幣或報告所採用的貨幣時，滙率變化可能會對該項投資的價值造成不利影響。並不保證交易表現向好。

外國證券附帶特別風險，例如：貨幣波動、交易市場較不發達或較低效率、政局不穩、缺乏公司資料、審計及法律標準不同、市場波動及流通性可能較低。

投資新興市場可能涉及若干額外風險，這些額外風險在投資較成熟的經濟體系及/或證券市場時，一般不會出現。這些風險包括：(a) 資產被國有化或沒收；(b) 政治及經濟不明朗；(c) 證券市場的流通性偏低；(d) 貨幣滙率波動；(e) 通脹率較高；(f) 當地證券市場監管機構的監管較不嚴謹；(g) 證券交易的結算期較長；以及 (h) 在企業高層人員責任和投資者保障方面的法規較粗疏。

閣下如希望訂立投資產品交易，應與您的客戶經理聯絡。閣下不應單獨根據任何文件作出投資決定。

部分滙豐辦事處只可以作為滙豐私人銀行的代表處，因此不得銷售產品和服務，亦不得向顧客提供諮詢意見，只可以作為聯絡點。如有需要，客戶可索閱詳細資料。

在英國，HSBC UK Bank plc 獲准發放本文件，其私人銀行的辦事處位於 8 Cork Street, London (郵編：W1S 3LJ，登記地址為 1 Centenary Square, Birmingham, B1 1HQ)。HSBC UK Bank plc 在英格蘭註冊，號碼為 09928412，客戶應注意《金融服務及市場法案 2000》項下保障投資者的條例及規定（包括《金融服務賠償計劃》），並不適用於滙豐集團在英國以外辦事處的投資業務。本刊乃《2000 年金融服務及市場法》第 21 節所指的「金融推廣」，並根據《金融推廣條例》，經批准由 HSBC UK Bank plc 在英國發放。HSBC UK Bank plc 獲審慎監管局授權，並受金融行為監管局及審慎監管局監管。

在根西，本材料由 HSBC Bank plc 根西分行 HSBC Private Banking (C.I.) 發放，該根西分行持有根西銀行、保險中介人及投資業務金融服務委員會的牌照。在澤西，本材料由 HSBC Bank plc 澤西分行的分支機構 HSBC Private Banking (Jersey) 刊發，位於 HSBC House, Esplanade,

St. Helier, Jersey (郵編：JE1 1HS)。HSBC Bank plc澤西分行受澤西金融服務委員會(銀行、一般保險調解、基金服務及投資業務)監管。HSBC Bank plc在英格蘭及威爾斯註冊，號碼為14259，註冊辦事處位於8 Canada Square, London, E14 5HQ，獲審慎監管局授權，並受金融行為管理局及審慎監管局監管。

**在法國**，本材料由HSBC Continental Europe 發放。滙豐私人銀行為滙豐集團在法國的私人銀行業務部門。HSBC Continental Europe 作為信用實體接受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (審慎控制及決議管理局)的審批和管制。HSBC Europe Continental (491,155,980.00 歐元的上市公司)滙豐私人銀行業務SIREN775 670 284，巴黎銀行及保險中介交易及企業登記，Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances (向保險中介註冊組織登記，no. 07 005 894 (www.orias.fr)，社區內VAT號碼FR707 756 702 84)。滙豐私人銀行-HSBC Europe Continental-註冊地址為38, avenue Kléber 75116 Paris-FRANCE，電話+33 (0) 1 4952 20 00。

**在瑞士**，本文件由滙豐私人銀行(瑞士)有限公司(HSBC Private Bank (Suisse) SA)發放。滙豐私人銀行(瑞士)有限公司受瑞士金融市場監督管理局監管(FINMA)，辦事處位於瑞士日內瓦Quai des Bergues 9-17,1201。本文件並不構成獨立財務研究，而且未按瑞士銀行公會《獨立財務研究指令》或任何相關機關的法律編制。

**在阿布扎比環球市場(ADGM)**，本材料由HSBC Bank Middle East Limited ADGM分行(3526, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi)發放。該分行受ADGM金融服務監管局(FSRA)監管。本材料內容專以根據FSRA定義為專業客戶為對象，其他人士不應據此採取行動。

**在杜拜國際金融中心(DIFC)**，為HSBC Private Bank (Suisse) S.A. DIFC分行(P.O. Box 506553 Dubai, United Arab Emirates)，受杜拜金融服務管理局(DFSA)監管，只可以與DFSA定義的專業客戶進行交易。

**在南非**，本材料經由南非儲備局(SARB)批准的HSBC Private Bank (Suisse) SA代表處(登記號碼為00252)

發放，並獲南非金融板塊行為管理局(FSCA)註冊的認可金融服務供應商(FSP)(FSP號碼49434)。代表處的登記地址為：2 Exchange Square, 85 Maude Street, Sandown, Sandton。

**在巴林及卡塔爾**，本材料由HSBC Bank Middle East Limited的相關分行分發。HSBC Bank Middle East Limited接受各自在當地的中央銀行監管，並受杜拜金融服務管理局的主要監管。

**在黎巴嫩**，本材料由HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L.(「HFLB」)分發。HSBC Financial Services (Lebanon) S.A.L.獲資本市場管理局發出金融中介公司牌照(Sub N°12/8/18)，進行投資顧問及安排活動，登記地址為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**，本文件容未經香港或新加坡任何監管機構審及批准。滙豐私人銀行為香港上海滙豐銀行有限公司(Hongkong and Shanghai Banking Corporation)的分支機構。在香港，本文件由香港上海滙豐銀行有限公司因應其在香港的受監管業務而發放。在新加坡，本文件由香港上海滙豐銀行有限公司新加坡分行發放。香港上海滙豐銀行有限公司及香港上海滙豐銀行有限公司的新加坡分行均為滙豐銀行的一部分。本文件並非旨在向香港及新加坡的零售投資者發放，亦不得向其發放。收件人須為香港《證券及期貨條例》內定義的專業投資者，或新加坡《證券及期貨法》內定義的認可投資者或機構投資者或其他相關人士。就本刊產生的任何事宜或本刊相關的任何事宜，請聯絡香港上海滙豐銀行有限公司或香港上海滙豐銀行有限公司新加坡分行的代表。

部分產品只向根據香港《證券及期貨條例》的專業投資者或新加坡《證券及期貨法》定義的認可投資者、機構投資者或其他相關人士提供。如欲了解詳情，請與客戶經理聯絡。

撰寫本文件時，並未考慮任何特定人士的具體投資目標、個人情況和個別需要。如需要在香港進行跨境規定(取決於閣下的居籍地或成立地)所允許的合適性評估，本行將採取合理步驟，確保有關的招攬及/或建議合適。在所有情況下，就任何投資或其他訂立的交易，閣下負責自行

評估及信納其符合閣下的最佳利益，且適合同閣下。

在任何情況下，本行建議閣下須小心審閱相關投資產品及發行文件、滙豐的《標準章則》、《開戶手冊》內所列的「風險披露聲明」，以及上述文件內載有或附有的所有通知、風險警告及免責聲明，並且明白及接受其性質、風險和規管相關交易的條款及條件，以及任何涉及的保證金要求，然後才作出投資決定。除依賴滙豐在香港作出的任何合適性評估(如有)，閣下應考慮自己本身的情況(包括但不限於：閣下以為公民、居留、居籍之國家法律下可能出現的稅務後果，法律要求、任何外匯限制或外匯管制要求，因其可能與認購、持有或處置任何投資有關)，自行判斷個別產品對閣下是否恰當，在恰當情況下，閣下應考慮諮詢專業顧問意見，包括：因應閣下的法律、稅務或會計狀況。請注意：文內資料無意用作協助閣下作出法律或其他諮詢問題的決定，亦不應以此作為任何此類決定的基礎。閣下如對任何產品或產品類別或對金融產品的定義有任何疑問，請與您的客戶經理聯絡。

**在盧森堡**，本材料由HSBC Private Banking (Luxembourg) SA發放。HSBC Private Banking (Luxembourg) SA位於盧森堡Boulevard d'Avranches 16號，(郵編L1160)，受盧森堡金融業管理局(Commission de Surveillance du Secteur Financier)監管。

**在美國**，滙豐私人銀行通過美國滙豐銀行(聯邦存款保險公司會員)提供銀行服務，通過HSBC Securities (USA) Inc.提供投資及若干保險產品，包括年金。HSBC Securities (USA) Inc.乃紐約證交所、FINRA / SIPC會員，並為美國滙豐銀行的聯營公司。在加利福尼亞州，HSBC Securities (USA) Inc.以HSBC Securities Insurance Services (牌照號碼#: OE67746)經營保險業務。HSBC Insurance Agency (USA) Inc.為美國滙豐銀行全資附屬子公司，提供終身保險、定期保險及其他險種。不同州份提供的產品和服務或有分別，而且並非在所有州份提供。加利福尼亞州的牌照號碼為#: OD36843。

**投資產品**：不屬於存款或本行或任何聯營機構的其他義務，亦未向聯邦保險公司投保，且不受任何美國聯邦政府機構

保障，本行或其他聯營機構並不作任何保證，同時須承擔投資風險，包括可能損失投資本金。

(中英文本如有歧異，概以英文本為準)

#### 澳洲

閣下如在澳洲收到本文件，有關產品及服務乃由香港上海滙豐銀行有限公司 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 向「批發」客戶 (定義見《企業法案2001》)。任何提供的資料均屬一般性質，並沒有考慮閣下的個人需要及目的，亦沒有考慮投資是否適合。香港上海滙豐銀行有限公司並非註冊稅務代理，其本意並非提供任何稅務意見或服務，亦沒有提供任何稅務意見或服務。閣下不應依賴本文件提供的資料用作確定閣下的稅務負債、責任、權利，並應諮詢註冊稅務代理的意見，以決定閣下的個人稅務責任。

在德國，本材料由HSBC Trinkaus & Burkhardt GmbH發放，此為受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht監管的銀行，其辦事處位於德國Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf。由2018年5月25日起，「一般保護保護條例」現已在歐盟所有成國生效，有關我們最新的私隱政策，請瀏覽：<http://www.hsbc.de/de-de/datenschutzhinweise>。如沒有明文規定，交易成本，以及如在計算表現數據時不計入適用託管費，這會產生不利影響。例如：最初投資為1,000歐元，買入和賣出的交易成本為每次1%，託管費為每年0.5% (有關實際收費結構，請參閱價格及服務收費表)，五年期以上投資的表現將減至45歐元。

閣下的居住地如並非閣下持有戶口的滙豐實體的所在地，請參閱以下免責聲明，了解因應閣下居住地的跨境考慮事項：<https://www.privatebanking.hsbc.com/disclaimer/cross-border-disclosure-ch/>

未經HSBC UK Bank plc書面同意，不得以電子、機械、影印或錄製或其他任何方式或任何方法，將本文件任何部分複製、儲存於檢索系統或傳送。

本行私人銀行實體的完整清單已上載於本行網站：<https://www.privatebanking.hsbc.com>

版權所有 © HSBC 2023

保留所有版權

