

複雜世界中 發掘新機遇

投資展望

2024年第一季



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



東南亞及印度首席投資總監

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



歐非中東及瑞士投資總監 辦公室投資策略師

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



美洲區首席投資總監

Jose Rasco



英國及海峽群島首席投資總監

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



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策略師

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



環球股票業務董事

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



環球市場分析師—房地產投資

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



歐洲對沖基金研究主管

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



高級產品顧問—私募市場投資

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

目錄

致客戶的信	05
投資組合策略	06
短期戰術資產配置變化	10
五大投資趨勢與精選主題	12
1. 亞洲應對世界新秩序	14
2. 科技顛覆	18
3. 氣候行動	20
4. 社會演進	22
5. 聯儲局首次減息前佈局	24
股票	26
債券	28
外匯和大宗商品	32
對沖基金	34
房地產	36
私募市場	38
免責聲明	40

點擊觀看
複雜世界中發掘新機遇



2024年第一季 (2023年11月23日出版)

點擊觀看
亞洲應對世界新秩序



2024年第一季 (2023年11月23日出版)

歡迎辭

致本行客戶：

展望2024年，投資者將面對紛亂複雜的環境，我們試圖在本期《投資展望》發掘箇中機遇。為了幫助分析，我們把重大問題分為三類。

第一個基本問題與經濟和盈利增長有關。環球經濟增長應遠低於正常水平，但鑒於美國消費強勁，而且政府推出刺激措施，支持科技和醫療保健板塊的投資和創新，因此美國的增長引擎繼續開動。另一方面，中國房地產板塊面對挑戰，拖累經濟增長，但政府加推貨幣刺激政策和實行赤字支出，應可為增長保底。歐洲正在衰退邊緣徘徊，因此我們繼續明顯偏好美股和保持強美元的觀點，但整體而言，我們認為估計將出現環球衰退的觀點將再一次錯判。

利率層面也傳來好消息。利率上升是股債市場在2023年面對的首要挑戰，因為各國央行持續加息的時間較我們和其他市場人士預期的更長。不過，隨着通脹大幅回落，主要西方國家央行目前已暫停加息，應有助緩解利率波動並支持資產估值。重新定價後，我們在優質債券中發現價值，股票估值也有所下降，為能夠實現盈利預期的股票提供上升空間。

鑒於政策利率長期偏高，融資條件可能進一步收緊，但我們預期不會出現信貸緊縮，因為企業手上的現金充裕，而且在近年鎖定了較低的融資利率，因此，再融資壓力不會造成突如其來的衝擊，而是隨着時間逐步擴散。儘管如此，信貸利差可能會擴大，我們通過專注質量 – 即負債可控和現金流強勁的企業所發行的債券和股票（最好是大型股），以管理相

關風險。隨着相對價值從信貸轉向利率，我們的長期策略資產配置也從高風險債券（高收益債券和新興市場債券）轉至低風險債券（國債和投資級別債券）。

第三個令世界紛亂的來源包括：2024年的「全球大選年」，中美關係的挑戰，多極世界，以及俄烏戰爭和以哈戰爭的未知發展和影響。我們難以對這些主題訂立定向觀點，但深明這些事件會加劇市場波動，並使極端風險升溫。至於淨零轉型，市場有理由憂慮各國政府將如何並肩合作，但在經歷有史以來最炎熱的一年後，毫無疑問各方均需要兌現承諾，當中機遇與風險並存。

因此，我們對基本因素、估值和投資配置的分析支持我們採取積極（但有選擇性）的觀點，重點如下：

1. 在政策利率回落前延長債券存續期：各國央行相繼在最近的會議暫停加息，為債券投資者建立信心。預期聯儲局將從2024年第三季開始減息，我們要在之前延長存續期。減息雖影響現金回報，但債券回報應可受惠。我們對七至十年期發達市場國債持偏高比重，並偏好投資級別企業債券多於高收益債券。

2. 擴大美股投資以受惠經濟軟着陸：美國經濟表現應繼續勝過市場普遍看淡的預測。「生成式人工智能及機械人」和「新能源運輸」等領域展現強勁的結構性增長，為科技股的高估值提供理據。然而，經濟穩健也有望支持其他估值較低的板塊，從「北美再工業化」和「醫療創新」的主題可見一斑。美國消費市道強韌，應有利我們的「美國抗逆力」主題和投

資於廣泛美國指數的策略。

3. 通過另類投資、多元資產和波幅策略對沖極端風險：市場將繼續憂慮周期性、利率和地緣政治風險。以私募市場為核心配置，配合多元資產策略，可提高分散風險的效益，靈活的對沖基金則可把握市場波動。波幅策略可助投資者對波幅採取定向觀點，或可用以產生收益來穩定投資組合的總回報。

4. 將新興市場投資分散至結構增長翹楚：中國經濟增長放緩，利率偏高，加上強美元，應會對新興市場國家產生不同程度的影響。因此，我們物色擁有正面周期動力和結構增長主題的市場，印度在這兩方面脫穎而出。東盟和墨西哥應可受惠分散供應鏈的趨勢和中產階級消費者增長。鑒於估值很低，我們也在中國內地和香港特區的服務消費、科網和電動車板塊發現個別機遇。我們的亞洲精選主題正是要把握上述所有機遇。

經歷過去兩年大幅重新定價後，我們必須重整投資組合。在低增長和政策利率見頂走平的環境下，將現金投入優質資產往往是合宜之舉。邁向2024年，我們的策略是尋找多元化的回報和收益來源，以提高回報潛力並管理波幅。

最後，我們謹此祝願所有客戶2024年健康快樂，投資順景！



環球首席投資總監
Willem Sels

2023年11月23日

投資組合策略

鑒於市場估值有所改善，加上美國經濟強韌，應有助避免環球經濟陷入衰退，我們繼續將現金作投資。然而，在紛亂世界中，我們始終聚焦質量、抗逆力和分散投資，偏好美國國債和投資級別債券多於高收益債券；股票方面，選擇美國、亞洲新興市場和拉丁美洲股票，多於歐洲股票；並增加對沖基金和極端風險對沖配置。我們制定四大優先投資策略，以助把握多元化的回報來源和管理波幅。

現金：偏低比重

債券：偏高比重

偏高比重：發達市場國債

偏好投資級別債券多於高收益債券

股票：中性

偏高比重：美國、亞洲新興市場和拉丁美洲

偏低比重：歐元區和歐非中東新興市場

風格偏好：質量和大型股

另類投資：偏高比重

偏高比重：對沖基金

核心配置：私募市場和房地產

周期前景繼續支持美股和美元

「美國特殊主義」主導2023年的市場走勢。美國經濟打破了投資者對聯儲局收緊政策會觸發經濟衰退的憂慮，聯儲局的確找到了「軟著陸」的非常窄路。事實上，好消息並不止於此：美國第三季國內生產總值增長達4.9%，其中的推動因素包括：就

業市場強韌，通脹回落繼續帶動消費支出，而且政府推出刺激經濟計劃，振興製造業和投資活動。相比之下，歐洲經濟瀕臨衰退，而中國地產板塊則繼續拖累增長，美國的表現更顯突出。有見及此，我們繼續偏好美股，板塊方面，溫和偏向周期策略，並看漲美元，並會繼續維持上述策略。

然而，2024年將會起伏不定，西方經濟增長應會在第一季觸底，隨後溫和加速。消費物價指數回落，加上利率見頂帶來的安心，應可為西方國家的消費和投資支出帶來支持。然而，兩場災難性戰爭造成了雙向風險—既可能緩和亦可能惡化，對歐洲的影響並將較對美國更為嚴重。至於中國，我們的基本假設是，鑒於房地產板塊繼續阻礙經濟加速，中國國內生產總值增長大致將橫行，但政府願意擴大赤字以提振增長，中國股市的下行風險應可減緩，如果事情順利，可以創造上行空間。目前，我們對歐元區股票維持偏低比重，並對英國和中國股票持中性觀點；但形勢一旦有變，我們會對股市保持靈活，並認為美元強勢有可能在第二或第三季開始停下來。

利率問題是否有所緩和？

在2023年，西方股市的最大障礙是利率，利率令市盈率估值倍數收縮（見圖表）。幸而，企業盈利抵銷了有關影響：大多數經濟體並沒有出現衰退，成本壓力下降也有助提振盈利，令人放下心頭大石。有些人擔心標普500指數的估值與債市相比過高，但正如圖表所示，這主要由於超

大型科技股的股權收益率偏高，推高了其估值。若我們以相同方法計算所有股票的比重，估值差距便會收窄。儘管如此，考慮到股市估值飽和，我們需要肯定所選企業的估值倍數物有所值，因而非常重視能夠實現盈利預期的企業。這肯定了我們在2023全年以質量為先的策略，我們將繼續維持這策略。

好消息是，利率帶來的不利因素應會開始消退。聯儲局、歐洲央行和英倫銀行均在最近的會議暫停加息，我們認為這些央行的加息周期已經結束。這應有助穩定短存續期債券的收益率，由於市場開始預期央行將在未來數年減息，隨着通脹繼續降溫，兩年期債券收益率甚至將在2024年稍後時間走低。我們預料聯儲局的首次減息將在2024年第三季，歐洲央行則在2024年12月（英倫銀行可能待至2025年才會減息）。

長存期債券收益率則受其他因素影響，並因經濟數據強於預期，以及市場憂慮美國財政赤字增加而走高；債券供應將在聯儲局出售債券（縮表）時增加。我們認為，市場現時已消化多項因素，預料長年期債券收益率將會回落，其中一個原因是，美國的實際利率較其他市場吸引，可能推動資金流入美元債券。目前偏高的實際利率導致金融環境收緊（這正是聯儲局的任務），因此可能促使市場憧憬提早出現減息。美國財政部已表示將增發短年期債券，應有助降低長年期債券的成本，同時聯儲局可能將在2024年停止縮表。綜合上述因素，美國十年期國債收益率在10月飆升

至5%的趨勢難以持續，因此我們最近將存續期延長到七至十年。基於利差波動風險，我們對投資級別債券的存續期維持五至七年，高收益債券則為三至五年。

事實上，問題在於政策利率和國債收益率至今的巨大波動，將在多大程度上，以及甚麼時候推高信貸利差、貸款拖欠率和企業違約率。這些憂慮最先於2023年3月浮現，當時貸款標準收緊，美國地區銀行出現問題，使一些投資者非常看淡企業債

券。然而，事實證明這個擔心來得太早，加息與對實際經濟產生影響之間的滯後時間偏長，令投資者不解。滯後的源頭在那裡？在低利率時，企業和消費者均會延長貸款和房貸的期限這表示許多企業和消費者尚未受到成本上漲的衝擊，但一旦要再融資時，成本可能飆升，並帶來一定困擾。因此，好消息是借款人不會全部同時受到衝擊，而且痛楚會逐步出現；壞消息是，部分借款人仍要經歷一些痛楚，然而，到部分借款人需要再融資時，利率可能已經回落。

對投資者而言，這代表應繼續聚焦負債可控和現金流穩定的企業，因此我們繼續偏向投資級別債券多於高收益債券。我們擔心房地產價值跌價，更高的借貸成本和再融資要求，將進一步增加房地產板塊的壓力，繼而拖累美國地區銀行。至於私募信貸，投資經理可以更有選擇性地挑選項目，為新貸款爭取相當吸引的定價。儘管證券化的性質和契約條款可能有所幫助，但較早期貸款的表現將因借款人而異。

我們也對長期策略資產配置（見下一章）作出一些調整，並留意到雖然美國國債收益率攀升了不少，但信貸利差則不然，這表示相對價值有所轉移。因此，我們上調對發達市場國債的長期策略配置，迴避高風險債券，並增持股票，從而保持投資組合的波幅不變。

高風險和低風險債券的收益率並沒有按比例上升，而是幾乎並行走高，意味價值已轉向優質債券

最低收益率 (%)



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

美股估值到底有多昂貴？當所有股票的比重相同，雖然美股仍較債券昂貴，但差距並不大

市盈率



資料來源：倫敦證券交易所集團、穆迪投資者服務公司、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

在紛亂世界下的投資

正確設定經濟增長、盈利、利率和利差觀定只是第一步。此外，其他一些熱門議題將影響2024年的市場。政府債台高築是重要的討論議題，一些投資者懷疑這會否削弱結構增長（如日本和意大利正是如此）。我們希望科技創新能夠抵銷這個不利因素，事實上，美國大部分支出都用於遷回在岸市場和淨零轉型的生產力投資，這應有利經濟增長。

債務將成為美國大選的重要議題，而國會功能失調亦將成為焦點所在。與此同時，由於候選人為了吸引注意力，年內的中美關係可能繼續充滿挑戰。美國大選辯論的其他議題可能包括環球貿易關稅和醫療成本，

或會影響通脹前景，但總統任期進入第四年通常對股市有利。墨西哥、印度、印尼、台灣、歐盟，或許還有英國等其他經濟體的選舉日程同樣繁忙，可能會加劇市場相向波幅。

多極世界令市場形勢更加複雜，在地緣政治衝突下，各國的合作可能更為困難。然而，在個別明確緊急的議題上很可能尚有合作機會，當中包括淨零轉型。第28屆聯合國氣候變化大會（COP 28）可能因眾多分歧而受到影響，但主辦國也面臨沉重壓力。我們認為，即使政府未能兌現承諾，企業、消費者、城市和投資者仍能夠產生強大動力推進有關發展。因此，我們繼續將可持續發展納入核心投資組合和衛星投資。精選主題的衛星投資通常是增長型企業，這類企業

在2023年受加息影響，但正如我們在上文所述，有關不利因素應會緩減。將可持續發展納入核心投資組合通常有助降低追蹤誤差風險和風格偏見，尤其是如果投資者同時投資於正在轉型的企業，而非只是環境、社會及管治（ESG）評分高的企業（後者往往會造成板塊和風格偏見）。

未來六個月的優先投資策略

下表顯示我們為投資者制定的優先投資策略，聚焦把握有所改善的估值，同時兼顧質量、回報來源多元化，對沖極端風險，以駕馭市場波動和紛亂的世界。

本季四大優先投資策略

1. 在政策利率回落前延長債券存續期

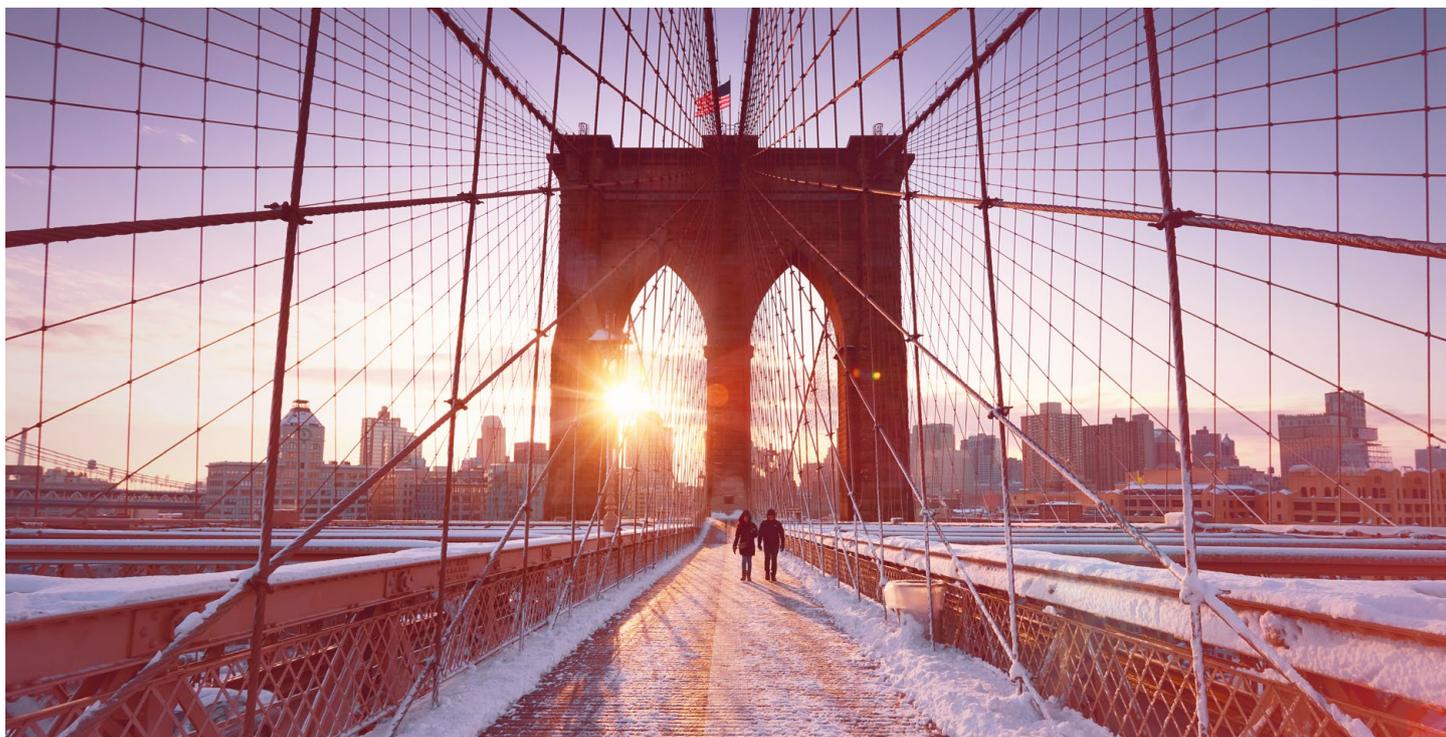
為甚麼？鑒於各國央行持續加息的時間較預期長，2023年債券收益率的升幅超乎預期。不過，聯儲局和其他央行現已暫停加息，收益率亦從近期高位稍為回落。預期聯儲局將從2024年第三季開始減息，我們在此之前延長存續期，原因是當聯儲局開始減息時，市場一般會低估減息的步伐，影響現金的回報，但債券回報應可受惠。投資者目前手持大量現金，加上美國國債的大規模投機淡倉，以及聯儲局逐步縮表，也有望為債券提供支持。

做甚麼？我們對發達市場國債持偏高比重，並對七至十年期債券感到安心，因為我們有意鎖定當前吸引的收益率。企業債券方面，我們對投資級別企業債券持偏高比重配置，但鑒於利差可能稍為波動，我們偏好五至七年存續期的投資級別企業債券，並對高收益債券更有選擇性。此外，利用長短債息差下移和倒掛情況溫和收窄的策略亦存在機遇。

2. 擴大美股投資以受惠經濟軟着陸

為甚麼？美國經濟持續出現驚喜，並保持強韌。就業市場強勁，加上消費物價指數回落，均有助提振消費支出；政府刺激經濟措施為投資支出帶來支持；美國在能源方面相對上能自給自足，受油價震盪風險影響較小。雖然美國科技股估值偏高，但已見頂回落，而且這個領域的結構增長可觀，股權收益率偏高，可提供支持。我們擴大投資至其他基本因素強勁但估值較低的板塊，從而使投資板塊和風格更多元化。

做甚麼？我們繼續對科技股持偏高比重，尤其是「生成式人工智能及機械人」、「新能源運輸」和多元化科技龍頭，這些股票已充分顯示，即使在高息環境下也能表現良好。《降通脹法案》和《晶片與科學法案》支持我們的「北美再工業化」和「醫療創新」主題。由於就業市場強勁，加上通脹持續降溫，美國消費繼續表現強韌，應有利我們的「美國抗逆力」主題和投資於廣泛美國股票指數的策略。



3. 通過另類投資、多元資產和波幅策略對沖極端風險

為甚麼？市場將繼續憂慮周期性、利率和地緣政治風險。各國央行的行動仍取決於數據，歐洲經濟在衰退邊緣徘徊，中國可能面臨雙向增長風險，而且還有連串影響市場走勢的選舉消息。烏克蘭和加沙的軍事衝突令能源、大宗商品和滙市持續波動。所有這些因素必然令市況繼續波動，造成市場之間的差距擴大，並為靈活的投資者創造機會。

做甚麼？我們通過多種策略來減緩這些風險。首先，對私募基金進行長期策略配置，以作為核心持倉，有望通過分散風險來增加對投資組合的保障。其次，對沖基金的靈活性明顯高於一般個人投資者，可把握市場波幅造成的錯誤定價。受惠分散投資的優勢，多元資產策略可抑制波幅。隨着利率周期見頂走平，我們認為債券與股票的相關度應會降低，提高分散投資的效益。最後，波幅策略可對波幅採取定向觀點，利用波幅急升或產生收益，以穩定投資組合的總回報。

4. 將新興市場投資分散至結構增長翹楚

為甚麼？中國和環球經濟增長放緩，利率偏高，加上強美元，而且油價面臨上行風險，應會對所有新興市場產生不同程度的影響。因此，我們物色擁有正面周期動力和結構增長主題的市場。投資者不時會過度投資於本地市場或最熟悉的股市，因此我們認為分散投資有助降低風險並擴大機會組合。

做甚麼？印度的周期動力和結構增長強勁，應可推動當地股價市場。東盟和墨西哥亦可受惠供應鏈多元化的趨勢和中產階級消費者增長。基於相當悲觀的增長預期、估值和投資者配置，我們也在中國內地和香港特區的服務消費、科網和電動車板塊中的增長翹楚發現個別機遇。我們的亞洲精選主題正是要把握上述所有機遇。

短期戰術 資產配置變化

我們對短期戰術資產配置進行年度更新，納入滙豐投資管理提供的最新十年期資本市場預期回報。國債收益率大幅波動，以及宏觀經濟預測出現變化，我們因此在2024年減持高收益債券和新興市場債券，並增加國債配置，輕微增持股票。我們仍然認為，值得通過對沖基金維持非定向投資，並利用私募市場進一步分散風險。整體而言，我們的回報預期普遍上升，反映目前估值提供良好的長期進場機會，能有效分散投資組合的風險。

在過去一年，預期回報出現重大調整，主要因為當前估值和對未來利率走向的假設有所改變。儘管預測已考慮央行未來數年的減息，但我們現時預計高息尚要維持一段較長時間，並稍為上調對終端利率的假設。由於現金利率是回報預測的基礎，因此現金利率上升保證了所有資產類別的預期回報全面提高。

然而，相對吸引力仍取決於資產類別的個別因素。不同資產類別和地區的預期超額回報繼續存在差異。過去12個月，環球股市的股票風險溢價下跌，但現金利率上升，使美國股市的整體預期回報大致保持不變，其他主要地區的預期回報也大幅提高。我們認為，預期回報增長幅度最大的市場是日本（目前為11.6%對比去年的9.6%）、英國（目前為9.6%對比去年的8.9%）和新興市場（目前為

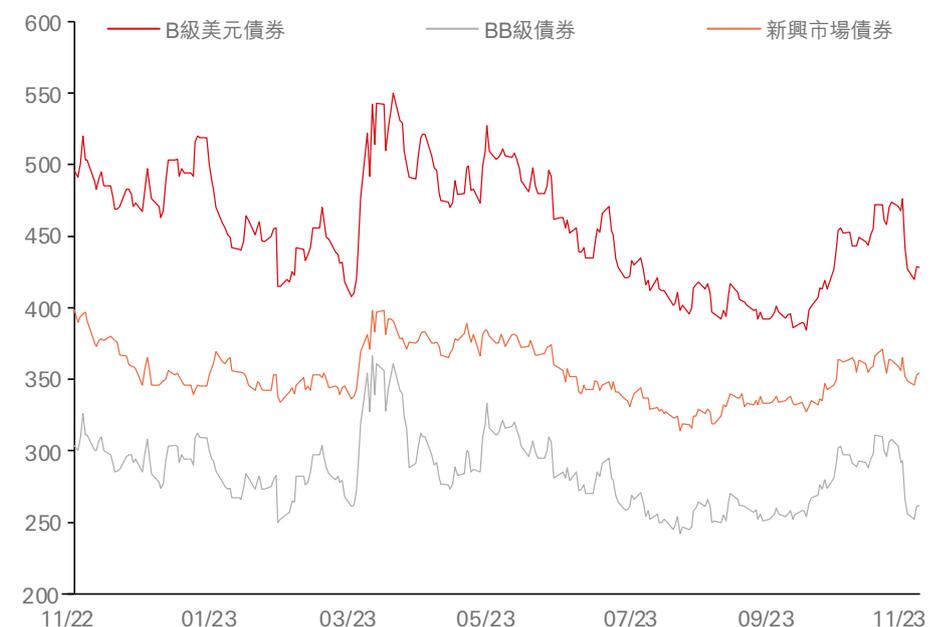
10.3%對比去年的9.6%）。由於市盈率普遍下降，因此直觀來看，這個情況合理。

在購買力平價提升之下，美元升值，有助增加非美國股票市場的相對吸引力。事實上，從長期角度來看，美元兌所有主要貨幣的價值均過高（雖然短期內獲良好支持），並預期瑞士法郎和日圓將分別由每年0.74%和5.26%逐步回歸公平價值。此外，長遠而言，預料美元兌大部分新興市場貨幣將會貶值，唯一明顯的例外是墨西哥披索，因其匯率最近受惠

近岸生產趨勢而上升。

債券市場方面，政策利率在年內急升，必然推高所有年期債券的預期回報。自2022年以來，長短息差距再次略為擴大，也對國債的期限溢價有利。舉例來說，美國國債收益率介乎4%至5%，為利率進一步波動提供有效緩衝，而且美國國債經風險調整後的長期預期回報確實大幅改善。企業債券市場方面，我們觀察到大部分地區的信貸利差收緊，但違約前景沒有相應改善，尤其是風險較高的市場領域。過去12個月，我們對環球

高收益和新興市場美元債券的期權調整後利差收窄
基點



資料來源：Refinitiv、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。



高收益債券的總回報預測由6.6%跌至5.3%，對主要貨幣新興市場債券的總回報預測則由7.5%跌至6.5%。

隨着價值由信貸利差轉向基礎利率，我們最新的短期戰術資產配置自然偏向減持高收益債券和新興市場債券，以及增加國債配置；這個長期調整也跟我們的短期觀點相符。此外，我們留意到美國以外地區的股票風險溢價上升，支持股票配置略有增加，因此整體風險回報水平有所改善。

宏觀經濟和政策不明朗因素很可能持續。我們仍然認為，通過對沖基金維持非定向投資別具價值；自一年

前開始，我們觀察到對沖基金的預期回報溫和上升。此外，我們也繼續偏向配置於私募市場和其他另類投資，藉此分散投資組合的風險。

在疫情之後，國債的預期回報已大幅上升

預期回報（每年%）



資料來源：Refinitiv、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。所有預期回報以外匯對沖美元計價。預測可予以更改

五大投資趨勢與精選主題

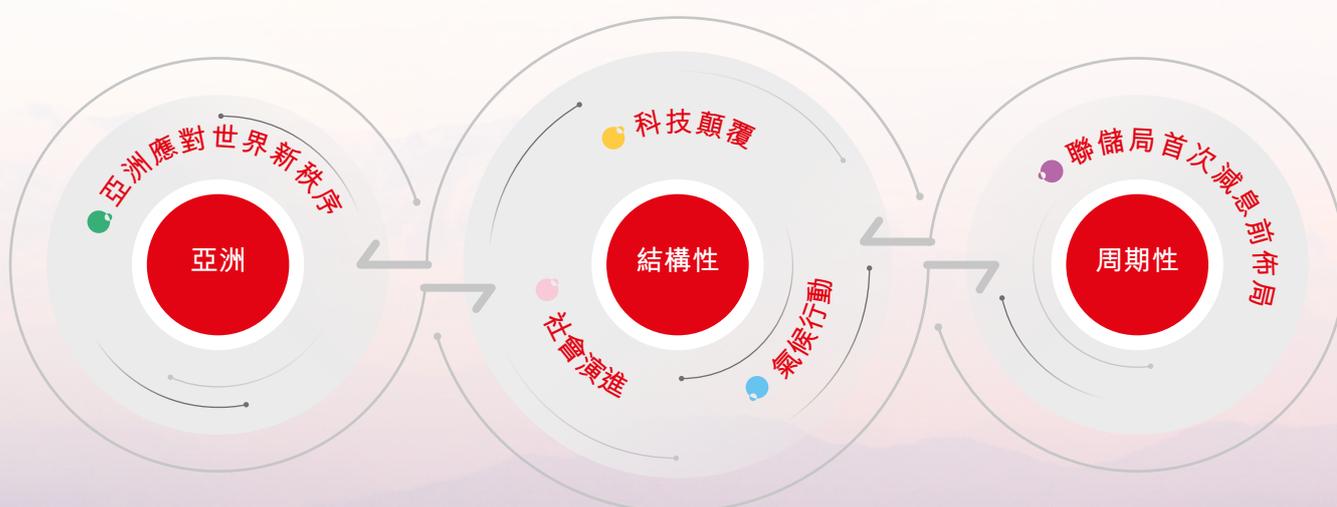
我們已重組主題投資框架。就結構性趨勢而言，科技顛覆不斷突破我們的能力界限，氣候行動可能是我們必須完成的首要任務。為了完善結構趨勢，我們推出了「社會演進」主題，這個主題的重點在於我們希望作出的行動——我們的偏好、品味和生活方式。誠然，這個趨勢下的主題會有所改變，但目前我們聚焦基建與未來城市；醫療創新；以及社會賦權與健康。

當中多個結構主題可能需要配合更長期策略，才能充分展現其潛力，因此我們通過一系列較短期的投資主題作為補足，這些主題能夠適應當前低增長和政策利率見頂的環境，也是因為結構主題通常側重增長（即對利率敏感），我們希望保持這些主題之間的平衡。舉例來說，「美國抗逆力」主題偏向質量，「北美再工業化」則偏向價值。這兩個聚焦債券的主題有助提高收益，成為穩定回報的重要工具。

下一章將提及我們新推出的亞洲主題。到目前為止，亞洲區仍是推動環球經濟增長的最大動力，但我們正進行挑選，物色優質盈利和結構增長龍頭。



2024年主要投資趨勢與第一季精選主題



亞洲	結構性			周期性
<ul style="list-style-type: none"> ● 亞洲應對世界新秩序 ● 亞洲供應鏈重組 ● 未來亞洲消費者 ● 印度與東盟崛起 ● 把握亞洲利率見頂 	<ul style="list-style-type: none"> ● 科技顛覆 ● 生成式人工智能及機械人 ● 新能源運輸 ● 航天科技投資 	<ul style="list-style-type: none"> ● 氣候行動 ● 生物多樣性及循環經濟 ● 投資可持續能源 	<ul style="list-style-type: none"> ● 社會演進 ● 基建與未來城市 ● 醫療創新 ● 社會賦權與健康 	<ul style="list-style-type: none"> ● 聯儲局首次減息前佈局 ● 美國抗逆力 ● 北美再工業化 ● 發達市場金融債券防守配置 ● 優質債券機遇

資料來源：滙豐環球私人銀行(截至2023年11月23日)。

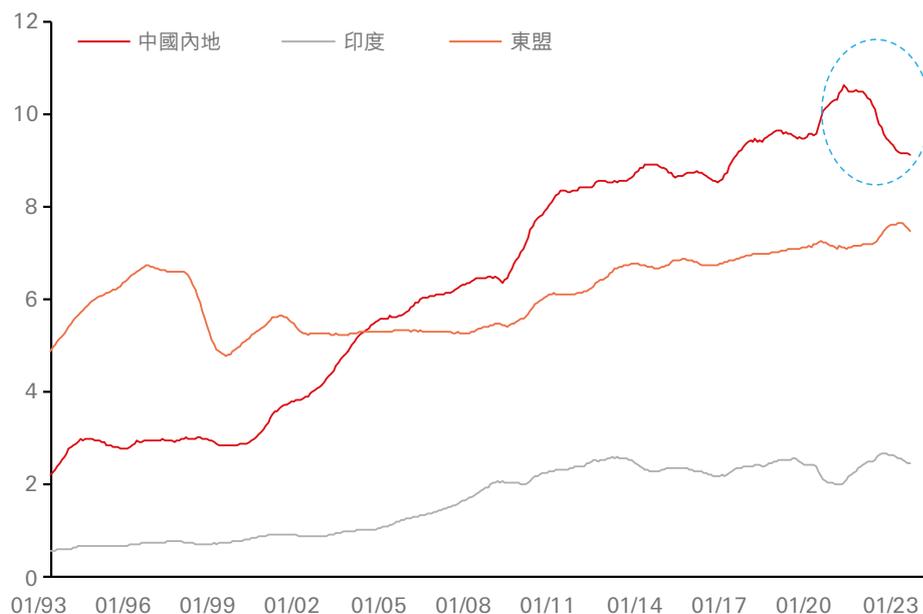
亞洲應對世界新秩序



我們從供應鏈重組、亞洲財富和中產階級消費者崛起、數碼轉型和綠色轉型等強大的結構趨勢中，發現了多元化和吸引的亞洲增長機遇。我們採取主題策略，聚焦特殊影響因素和增長差異來實現超額回報。

供應鏈重組改變環球出口市佔率

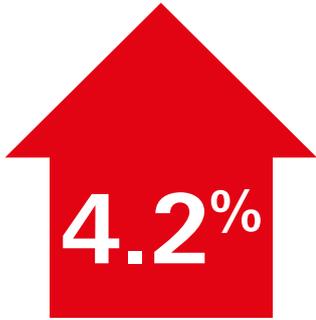
12個月移動平均(%)



資料來源：國際貨幣基金組織、滙豐環球研究、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

四大精選主題

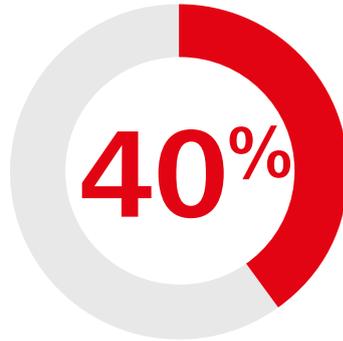
1. 亞洲供應鏈重組	這個新主題聚焦中國和亞洲已成功分散供應鏈，並加強競爭優勢的行業翹楚。我們也看好受惠「中國+1」戰略的印度和東盟企業。
2. 印度與東盟崛起	我們認為，印度和東盟擁有明朗的長期增長機遇，受惠區內外私人投資強勁，人口結構年輕，科技發展蓬勃和綠色轉型等有利結構因素。
3. 未來亞洲消費者	亞洲財富和中產階級消費者崛起，推動亞洲非必需消費品板塊成為一個亮點，包括：精選的中國科網翹楚、亞洲非必需消費品企業、人工智能和數碼主導的消費，以及亞洲金融服務供應商。
4. 把握亞洲利率見頂	我們以鎖定優質亞洲債券具吸引力的收益率為重點，並青睞亞洲金融債券、印度本幣債券、印尼投資級別準國債、南韓投資級別債券、澳門博彩企業債券和中國電訊、媒體與科技企業債券。



預測2024年亞洲（日本以外）國內生產總值增長4.2%



預計2024年亞洲非必需消費品板塊盈利增長19%



40%環球服務中心設於印度



印尼擁有的鎳儲量佔全球儲量22%

資料來源：彭博資訊、滙豐環球研究、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

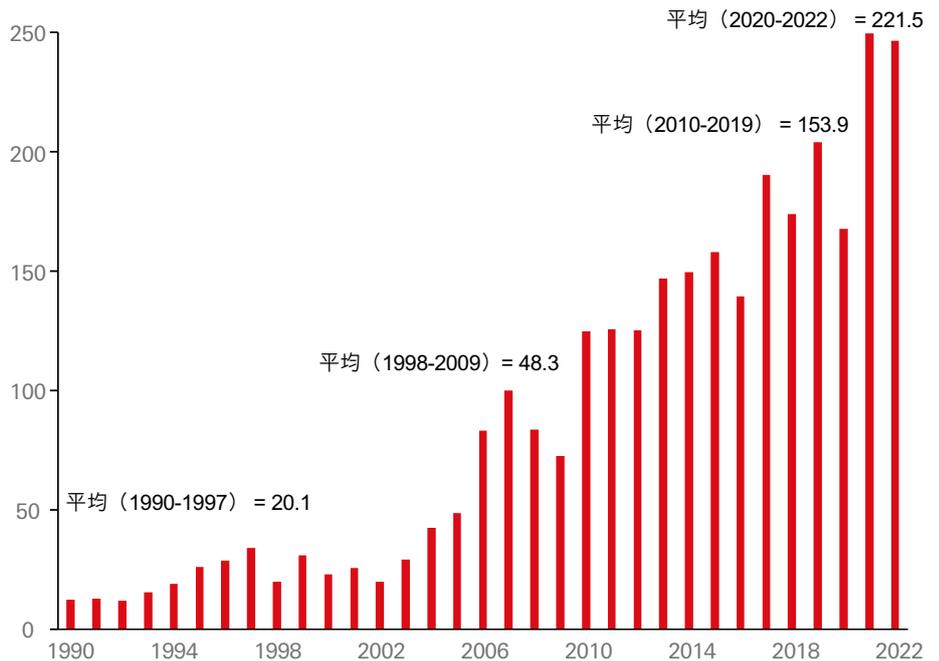
雖然亞洲仍有望在2023年為環球經濟增長帶來三分之二的貢獻，但區內正面臨多重挑戰，包括：美元匯率上漲，環球需求減弱，中國經濟增長緩慢，環球流動資金收緊，以及地緣經濟碎片化。中美貿易緊張和美國對華施加技術限制，使許多跨國企業和中國製造商將供應鏈分散至東南亞和印度。亞洲企業正積極重組供應鏈，以提高競爭優勢和規避地緣政治風險，從而應對世界新秩序。

儘管環球經濟面臨阻力，亞洲私人財富仍大量增加，中產階級消費強韌，加上數碼轉型和綠色轉型，繼續為區內經濟穩健增長提供堅實的推動力，我們預測2024年亞洲（日本以外）國內生產總值增長4.2%，較環球平均增長2.3%高出一倍。

在地緣政治緊張、貿易碎片化和技術限制等影響因素下，環球供應鏈多元化的速度在區內加快，因此我們推出了新精選主題「亞洲供應鏈重組」。在美國貿易關稅和新冠疫情的影響下，多家國際和中國製造企業積極在東盟和印度重組製造業供應鏈，並繼續從中國採購多項關鍵生產零部件。

環球供應鏈多元化，帶動外國直接投資大規模流入印度和東盟

流入印度和東盟的外國直接投資（十億美元）



註：東盟包括印尼、馬來西亞、菲律賓、泰國和新加坡。
資料來源：世界銀行、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

儘管供應鏈重組的趨勢存在，但高增值機械產品、電動車、消費電子產品和服務出口的增長強勁，使中國仍能雄踞環球出口市場的領先地位。作為亞洲其他地區製造商的主要零部件供應國，中國在環球製造業供應鏈保持重要地位。

我們青睞成功將製造業供應鏈分散至本國以外的中國和亞洲行業龍頭，當中許多企業正在東南亞和印度建立原材料產能，並利用區內大量年輕的勞動人口，藉此加強成本優勢。

值得注意的是，自從中美貿易關係出現緊張後，中國外流東盟市場的直接投資在2018年至2022年間的複合年增長率飆升8%，在2022年擴大至187億美元，佔中國對外直接投資總額的11%。中國領先的紡織、消費電子產品和電動車企業持續大舉投資於東盟地區。

為減緩地緣政治風險和貿易關稅的影響，西方跨國企業通過在印度和東盟建設新的生產設施來執行「中國+1」戰略，以填補其在中國供應鏈的不足。我們識別出南亞地受惠此趨勢的贏家，在供應鏈重組趨勢的推動下，這類企業可受惠強勁的外國直接投資流入。

在印度，由於跨國公司建立的環球能力中心增加，反映價值鏈升級，服務出口在過去一年急增600億美元，達到3,000億美元。據估計，全球有40%環球服務中心位於印度，單在印度已聘用170萬人。

東盟方面，印尼和泰國是外國直接投資流入電動車板塊的主要受惠者；新加坡、越南和馬來西亞則脫穎而出，從科技和消費電子產品板塊的強勁外國投資中獲益。

我們的「印度與東盟崛起」主題把握南亞前景明朗的長期增長機遇，受惠區內外私人投資強勁，人口結構年輕，科技發展蓬勃和綠色轉型的結構性有利因素。在2023年，印度製造業和服務業活動增長一直優於預期，強勁的外國直接投資流入和服務出口蓬勃，推動就業、私人消費和生產力增長。

借助龐大、年輕和不斷增長的人口，加上迅速城市化和強勁私人消費作為關鍵增長動力，印尼成為亞洲其中一個最佳的增長和投資主題。由於印尼擁有豐富的綠色礦產和金屬儲量（電動車和電池產業的關鍵原料），因此當地進一步受惠製造業價值鏈升級。印尼的鎳儲量為全球之冠，估計有2,100萬噸，佔全球儲量的22%。

亞洲市場的另一個亮點是服務消費板塊。我們推出新精選主題「未來亞洲消費者」，聚焦非必需消費品板塊，即使今年比較基數較高，預料到2024年，這個板塊也將實現19%盈利增長。

在亞洲區經濟增長高於環球平均的支持下，亞洲私人財富上升、家庭財政穩健、個人收入增長強勁和高儲蓄率等因素，使消費意願正從西方移向東方，亞洲消費者在塑造環球消費趨勢方面的影響力正在增強。

中國、印度和東盟國家的中產階級消費者崛起，正在重塑各行各業的消費模式，因為他們的需求多元化，對服務消費的需求也不斷增加。

在中國，我們偏好精選的科網翹楚、非必需消費品企業，以及人工智能和數碼消費設備帶來的新機遇。亞洲消費支出從消費品轉向旅遊、餐飲、電影和線上娛樂等服務業，預計未來數年將保持強勁增長。我們也投資於亞洲金融服務供應商，這類公司能夠把握中產階級對財富管理和保險服務日益增長的需求。

在東南亞和印度，數碼消費和年輕中產階級崛起，帶動亮麗的消費前景。東盟和印度領先的資訊科技企業



和金融機構有望把握增長機遇。

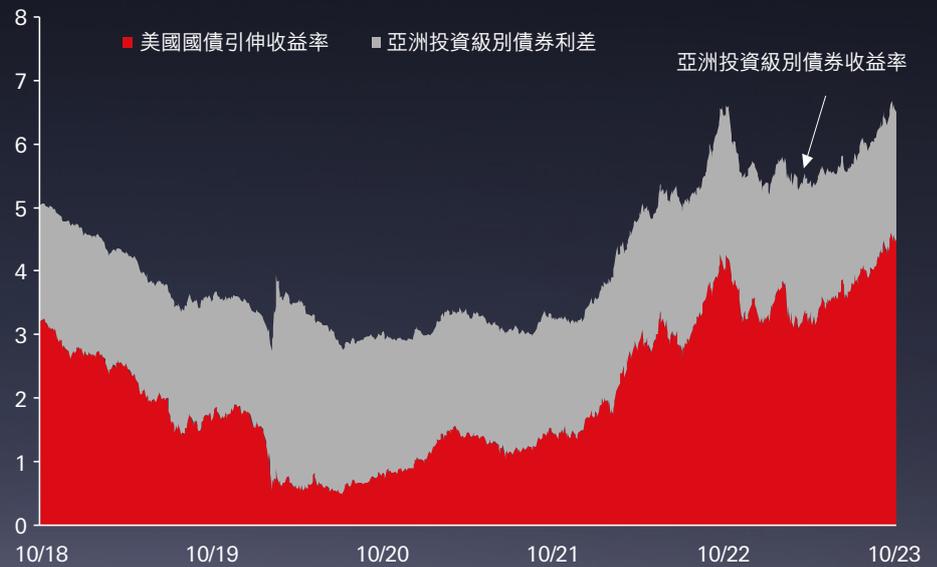
為聯儲局在 2024 年減息作好部署，我們的「把握亞洲利率見頂」主題以鎖定優質亞洲債券吸引的收益率為重點。亞洲投資級別債券指數的綜合收益率可觀，約為 6.3%，遠高於 4.5% 的三年平均。大部分亞洲經濟體的通脹逐步回落，目前預期大多數國家的通脹將在 2024 年跌至央行的目標區間，遠較大部分其他地區為早。我們認為亞洲債券收益率正在見頂，預期澳洲、中國內地、香港特區、印度、印尼、南韓、菲律賓和新加坡將在 2024 年減息。亞洲各國央行的貨幣寬鬆政策將在未來一年為亞洲債市提供政策動力。

我們青睞估值吸引的亞洲金融板塊，包括：日本和南韓的銀行和壽險公司，以及澳洲、新加坡和泰國的銀行。在亞洲企業當中，我們看好優質公司發行的南韓投資級別債券、澳門博彩和中國電訊、媒體與科技等行業的債券。

我們繼續對印度本幣債券持偏高比重，這類債券獲納入全球新興市場債券指數，帶來正面的資金流入動力，加上當地經濟的結構增長強勁，為債券提供良好支持。印尼投資級別

準國債仍是我們首選的東南亞配置，因為當地基本因素強勁、政府財政狀況穩健和通脹前景溫和。

亞洲投資級別債券的收益率增長吸引



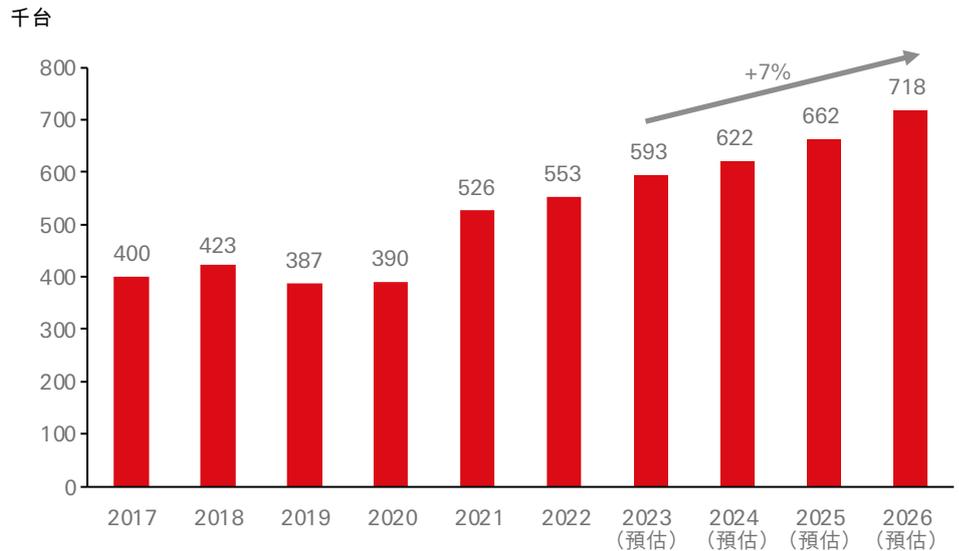
資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。



科技顛覆

互聯網打造了一條數碼高速公路，使環球產品和服務變得更便利，由雲端運算和衛星服務，以至協助外科醫生為另一個大陸的病人進行手術。

環球工業機械人每年裝機量



資料來源：《2023年世界機械人報告》、國際機械人聯合會（截至2023年9月）；滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

三大精選主題

1. 生成式人工智能及機械人

過去12個月，隨着大型語言模型和生成式人工智能模型急速發展，人工智能已顛覆了資訊科技領域，這些模型開始改變企業並引起消費者的興趣。

2. 新能源運輸

交通運輸正過渡至具商業競爭力的替代燃料，包括：電力、氫能和生物燃料，這些替代燃料對環境的影響較小，能提供優秀的消費者體驗，並有助促進其他先進技術整合。

3. 航天科技投資

經歷數十年低迷後，航天科技板塊正迎來復甦，主要因為近期的技術進步，地緣政治加劇緊張，以及民營企業和新興經濟體致力成為主要參與者，進入以往由俄美超級大國雙頭壟斷的市場。

科幻小說成為現實

太空可能確實是「最後的疆界」，人類星際旅行仍然是遙不可及的夢想，只能通過沉浸式的電子遊戲、電影或讀者的想像來體驗。然

而，在身處地球的這段時間，科學家於過去數年取得重大的技術進步，仿如來自HG Wells或Isaac Asimov的小說橋段。下列投資主題討論在三個領域的科技進步，這些科技已經面世

並用於商業用途，的確是實在的投資機遇。

生成式人工智能及機械人

HG Wells 的小說《世界大戰》(War of the Worlds) 當中有關「機械人大軍」(march of the machines) 的標題，以及 Fritz Lang 指導電影《大都會》(Metropolis) 中的機械人，引發人類對遭到機械人取代的反烏托邦未來感到恐懼，這類標題在報刊上仍屢見不鮮。在現實生活中，智能機器日漸增加，改善許多人的生活，實際例子不勝枚舉，從飛機自動駕駛、汽車自動緊急制動系統，以至食品加工行業的質量檢查機器。直到目前，自動化的應用範疇一直受到其能力所限制。新一代更先進的人工智能軟件面世，結合最新的光學和聲學傳感技術，大大增強功能，從而擴大了可實現自動化的潛在應用領域。與此同時，機械人不僅活動能力大有提升，也更靈活敏捷，因此能夠獨立輕鬆穿梭各種地形和障礙物。這些技術進步將有助機械人執行更複雜的任務，例如：在設施內進行保養和監控任務。

除了加強機器的智能外，人工智能也能夠與人類協同工作，從而優化結果和決策。舉例來說，檢查醫院病人的 X 光片和掃描結果是一項重要但重複的勞動密集型工作，需要由熟練的專家執行。

近期的一些研究表明，人工智能

軟件在監測某類型癌症方面的能力遠較專家出色。通過這個主題，我們能夠把握受惠人工智能和機器能力加強的投資機會。

新能源運輸

隨着民眾對潛在的不利健康影響提高警惕，社會上公認的規範會在相對較短時間內變得難以接受，歷史不乏這些例子。

有關例子包括：鉛水管、含鉛汽油，以及在城市中心燃燒煤炭。民眾也開始對交通系統所產生的污染萌生類似的意識。二氧化碳、一氧化碳、甲烷和一氧化二氮等氣體都對人類健康有害，同時引起全球暖化。鋰離子電池和燃料電池技術取得進步，為多種交通工具提供經濟實惠的替代能源。使用生物燃料的電動車和公共汽車、氫動力火車和客機已投入服務。由於政府立法，以及消費者和企業積極選擇出行方式，這類交通工具的數量將會增加。顯然，隨着有關技術發展，並創造新的產業和供應鏈，市場上將會出現贏家和輸家。舉例而言，電動車電池需要鋰、鈷和鎳等金屬，電動機則需要稀土金屬。

考慮到市場動態不斷變化，包括在 2030 年前鋰離子電池轉向固態電池的潛在趨勢，把握當下同時聚焦未來發展至關重要。

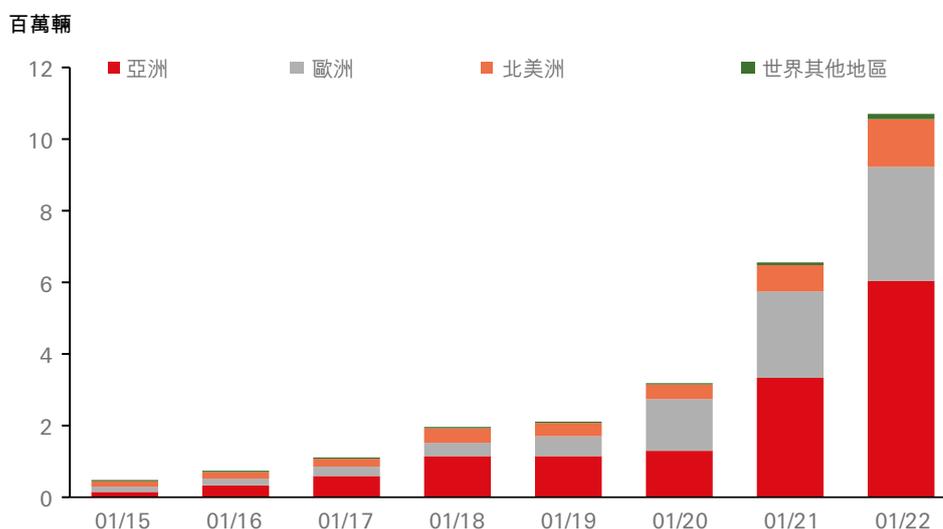
航天科技投資

目前，由於風險、成本和取得必要技術的途徑等因素，太空探索一直是美國和俄羅斯政府雙頭壟斷的領域。自 1980 年代初以來，太空探索計劃似乎被置於次要地位，隨之失去動力和資金。

在過去十年，隨着進場門檻降低，行業新貴重新燃起 1960 年代的「太空競賽」熱潮，中國、印度和以色列政府正在開發本國的太空計劃。此外，一些民營企業也發起不同的計劃，內容包括：環球衛星網絡、太空旅遊、月球拍攝、火星星際旅行、強大的繞軌運行望遠鏡、流星採樣任務等。

企業對開發用於飛行器、太空船和火箭的高超音速技術等其他吸引範疇的意願急增。地球大氣層與太空之間的界限變得越來越模糊。舉例來說，一家公司開發了一種引擎，既可以作為噴射引擎在空氣中以高超音速運行，也可以作為火箭引擎在太空中以高超音速運行，從而使飛行器能夠比火箭更高效地從地球飛到太空。

電動車銷量（按地區劃分）

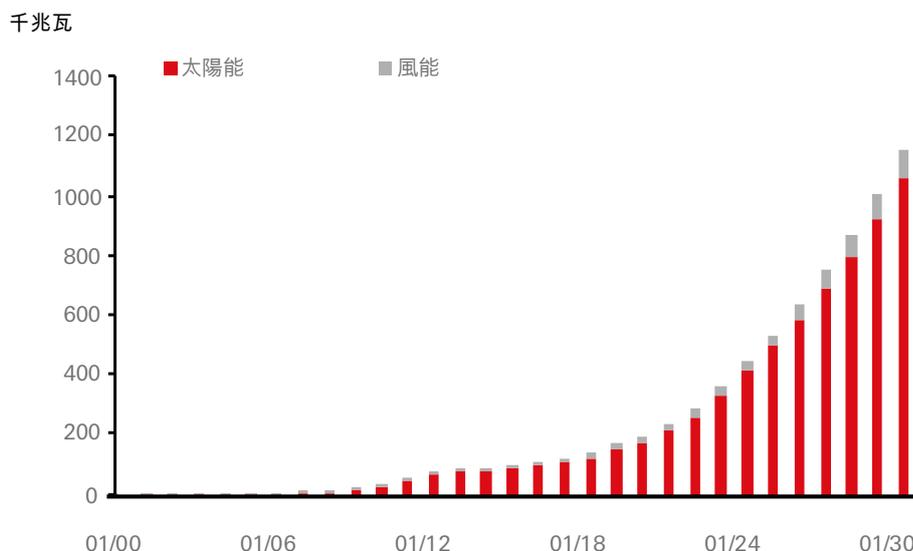


資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。



可持續未來仍只是處於初期階段，受到新技術、環球投資和市場對可持續發展解決方案的需求所推動，可持續發展趨勢已獲得強大動力。這股趨勢將繼續創造更多投資機遇。

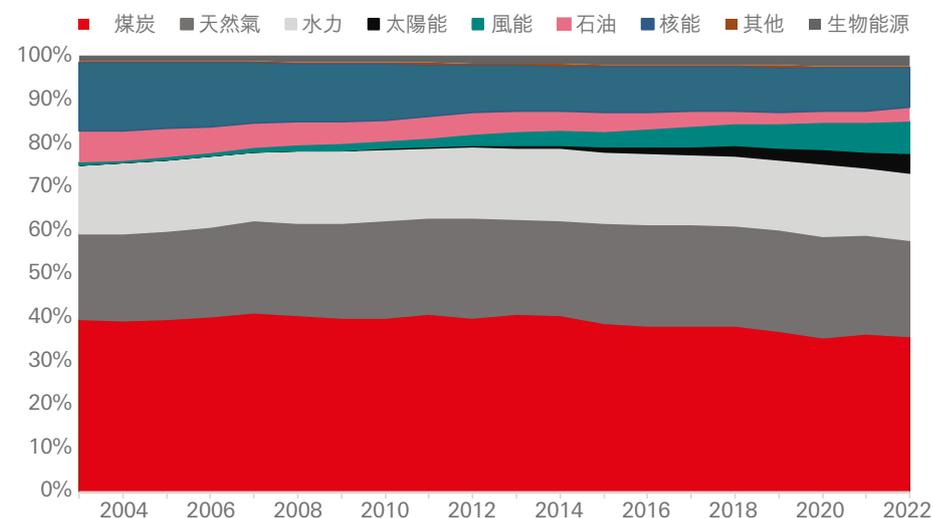
環球可再生能源產能持續迅速增長



資料來源：Bloomberg Finance L.P.、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。2023年至2030年數據為預估數據。

兩大精選主題	
1. 投資可持續能源	環球經濟體轉向低碳能源生產的意願明顯增加，同時希望提高本土能源生產的自主程度。可再生能源正是解決方案。
2. 生物多樣性及循環經濟	過去50年，人類活動對全球生物多樣性造成嚴重影響。為保護生物多樣性和逆轉有關損害，不少投資倡議正在加快步伐，為行動提供資金。

太陽能 and 風能逐漸取代能源組合中的煤炭和核能



資料來源：Our World in Data、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日），數據截至2022年底。

正如廣泛市場，可持續投資也在年內面臨重重挑戰。由於利率和通脹成本在過去18個月急速上漲，企業正在審視項目，並調整資本支出。然而，這並不能反映可持續投資領域的重大機遇。企業、政府和個人層面發生的變化與日俱增，推動世界進一步邁向可持續未來，近期進展包括：

1. 美國能源部宣佈斥資70億美元，在全國啟動七個區域潔淨氫中心(H2Hubs)，從而加快低成本潔淨氫能的商業規模部署；

2. 沙特阿拉伯推出溫室氣體信用額和抵銷機制(GCOM)，旨在減少溫室氣體排放，促進可持續發展；以及

3. 巴西證券交易委員會(CVM)和財政部宣佈，由2026年開始，巴西上市公司需要每年提供可持續發展和氣候相關的披露資訊。

我們的主題「投資可持續能源」旨在把握可持續發展趨勢中最吸引的潛力，即整個能源框架的變化。

能源是發揮正面氣候變化的主要途徑。目前，世界已大致具備生產可持續能源的技術，在一些情況下，

可再生能源在經濟上與傳統化石能源相比具有競爭力。投資於太陽能、風能、生物燃料、氫能、水力發電以及相關供應鏈和服務的策略，為投資者帶來一系列全新機遇。這些新經濟範疇也獲世界各地政府法規支持，對促成改變而言至關重要。

儘管可再生能源板塊持續面臨挑戰，而且項目成本上漲，但採納有關技術的趨勢持續，從歐非中東市場可見，單在2023年上半年，太陽能和風能項目的投資已增至780億美元，較去年同期增長47%，其中大部分屬於太陽能，佔515億美元，風能則吸納267億美元的投資(資料來源：彭博新能源財經，2023年11月)。

能源並非唯一以可持續未來為目標而進行重大變革的行業。市場對生物多樣性的重視程度也有所提升，循環經濟也成為焦點所在。我們通過「生物多樣性及循環經濟」主題參與這個股趨勢。

過去50年，地球的生物多樣性受到嚴重影響，人類在漁業、農業和製造業的活動持續擴大，進一步破壞生態系統，而生態系統對可持續未來至關重要。地球生命力指數在50年

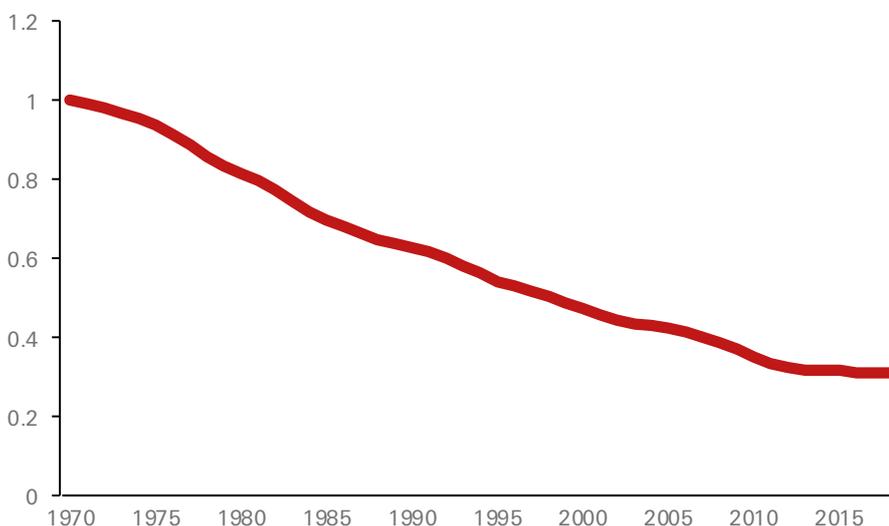
內下跌近70%，對地球以及人類繼續在地球生存的能力來說是災難性的影響。

近年來，生物多樣性領域為了解決生物多樣性喪失的問題而進行大量工作，並投資於改善生物多樣性。聯合國的《生物多樣性公約》負責在全球監督生物多樣性的管治情況，並獲得《昆明-蒙特利爾全球生物多樣性框架》支持，這個框架概述了政府和企業在利益共享財政框架下的目標和行動。此外，「自然相關財務披露工作小組」(TNFD)也為企業披露對自然的依賴度，表明如何管理與自然的互動措施，以及有關互動措施是否具財務重要性提供框架。「自然相關財務披露工作小組」已經成立，並建議採用LEAP評估方法(定位、評估、評量和準備)識別與自然有關的問題。決定企業與自然互動的範疇定位，評估對自然的依賴和影響，評量風險和機遇，並根據工作小組建議的披露作好相應準備。

有關行業的投資持續增長，以及供企業使用的支持指引和框架，正為投資者創造吸引機遇。

環球生物多樣性持續急速下降

指數



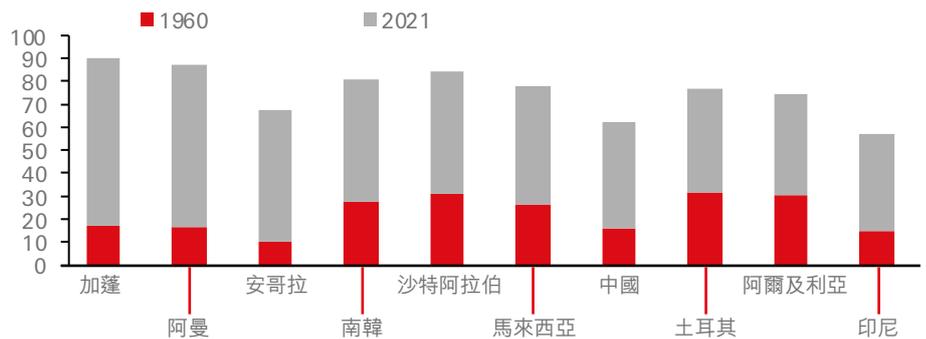
資料來源：livingplanetindex.org、滙豐環球私人銀行(截至2023年11月22日)。

社會演進



我們理想的生活方式以及最重視的事物正在經歷結構轉變。這趨勢下的主題可能不時改變，但我們目前重點是城市化、醫療保健和社會賦權。

多個新興市場國家持續高速城市化
城市化 (%)



資料來源：聯合國人口司、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

三大精選主題

1. 基建與未來城市

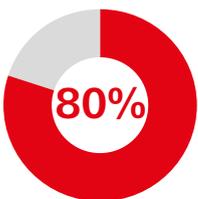
基於經濟上重要性，城市之間互相競爭，以實現最大效益，並營造最舒適的生活環境。政府向智慧城市投放大量資源，蒐集並利用有助於優化交通和耗能的數據。與穩定能源、減排和防洪有關的投資已變得關鍵。我們預計，快速的城市化將會持續，新興市場並會走在最前沿。

2. 醫療創新

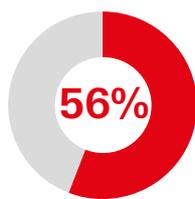
我們的醫療保健主題反映了醫療保健領域非常快速的創新，以及民眾越來越重視個人健康和健康生活。受惠政府的刺激措施和人工智能的技術進步，藥物研發步伐加快，帶動生命科學板塊迅速增長。健康監測設備漸漸成為熱門的聖誕禮物，科技有助降低醫療保健服務的成本。

3. 社會賦權與健康

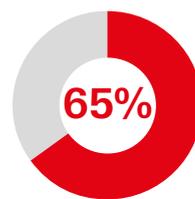
性別平等，女性參與勞動市場，以及獲得優質教育和醫療服務的途徑等重要目標正取得廣泛進展，但仍需要進行大量工作。投資者可採取影響力或主題策略來參與這個主題，甚至可以選擇正在作出正面改變，轉向更好的社會價值觀和實務措施的企業。雖然投資者應以財務和投資考慮因素為重點，但ESG考慮因素同樣重要（請參閱文末的ESG披露）。



城市在環球國內生產總值的佔比



城市居住人口百分比



表示因疫情而思考人生目標的人口百分比

資料來源：麥肯錫、世界銀行、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

社會是一個動態的實體，會隨着時間不斷變化和發展。如果我們回想自己的青少年時期，再對比子女或子侄的青少年時期，有時可能會覺得自己來自另一個星球。

當中一些變化與科技創新有關，這已在「科技顛覆」趨勢中探討過，都有關我們能夠做些甚麼。為了適應和停止氣候變化，我們的社會也在轉變，這是我們必須要完成的任務。然而，在「社會演進」新趨勢下，我們主要關注我們希望完成的事，以及理想的生活方式。

我們最重視和關心的事物雖然受文化和傳統的影響，然而卻不是一成不變的。性別角色繼續演進；社交媒體影響我們與他人互動的方式；時尚和理想體態亦已改觀；飲食選擇不斷增加，也包括了更可持續的選擇；對於長者，更重視樂齡和共融的概念等等；非此種種，不勝枚舉。

其中一些轉變的步伐緩慢，例如：從農業社會轉向城市生活的趨勢已持續數千年，但仍在繼續。然而，近期的事件也引發了其他變化。無可否認，新冠疫情改變了我們的生活方式，當中一些變化已成為常態。我們的工作方式未必總是一成不變，混合工作模式對房地產、交通和通訊產生重大影響。新冠疫情迫使大部分人原地踏步，同時意識到個人健康的重要性，因此用於家庭健身設備、健康與保健產品，以及線上健身課程的非必要支出大幅增加。

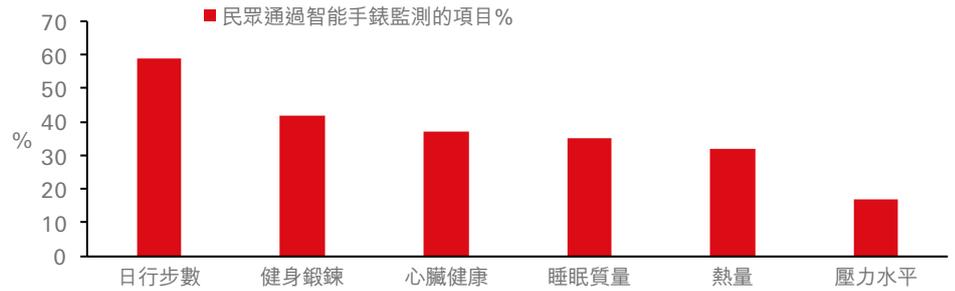
有見及此，我們的新趨勢顯然涉獵廣泛，可包括與消費趨勢、銀髮經濟、新世代、社會共融和醫療創新相關的主題。

目前，我們聚焦三大主題，相信這些主題切合熱潮和適合投資，並提供中期回報潛力。

基建與未來城市

新冠疫情改變了民眾對城市生活和城市化的觀點，並在健康、出行、

消費者迅速採用健康監測設備



資料來源：德勤、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

基建、住屋和工作實踐方面帶來新挑戰和新主意。

要取得成功，真正面向未來的城市規劃需要考慮以下所有範疇。交通連網至關重要，因為在疫情期間，許多人從城市搬遷至綠化地區，但現在卻希望再次通勤到城市工作。這只是基建的其中一項重要功能。通訊基建、綠化空間、防洪、教育和醫療設施都是關鍵範疇。大部分焦點將落在發展「智慧」城市，通過蒐集和分析數據來優化交通和耗能效率。

城市佔環球國內生產總值的80%。考慮到環球出行狀況和經濟集團在國際上的競爭，預計多國政府將在未來數年大舉投資於城市發展。目前已有42億人在城市居住，據聯合國估計，城市居住人口將在2030年增至52億人，2050年將增至67億人，其中大部分新增人口來自新興市場。

到了2030年，要容納這些人口將需要擴建120萬平方公里的城市面積。

在「醫療創新」主題下，我們將現有的美國醫療保健主題擴大至環球層面，並採取更側重結構性的長線策略。舉例來說，市場對肥胖症和糖尿病藥物的需求正在強勁增長。醫療技術創新步伐正在加快，人工智能有助於提升診斷和藥物開發的速度。可想而知，多國政府將生命科學視為關鍵增長領域，並希望推動業界創新。與

此同時，發達市場和新興市場都越來越重視醫療保健服務的可持續性和負擔能力。

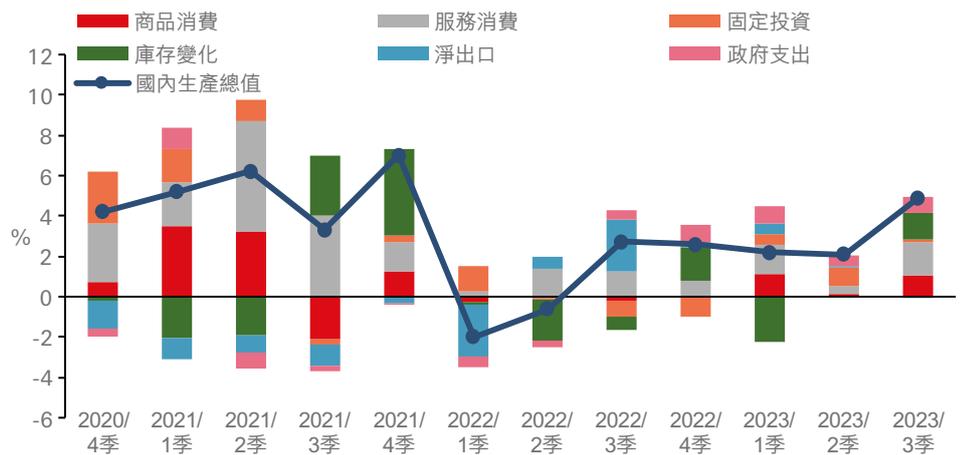
第三個主題「社會賦權與健康」和多個聯合國可持續發展目標重疊，包括：良好健康與福祉、優質教育和性別平等。投資者對有關範疇感興趣和企業創新都是明顯的例子，反映了社會正在演進，以及民眾所關心的事情。我們認為，投資者可採取影響力或主題策略來參與這個主題，甚至可以選擇正在過渡至更好的社會價值觀和做的企業。請參閱本投資展望末的ESG披露。



聯儲局首次減息前佈局

在發達市場增長緩慢的情況下，我們認為那個範疇最具潛力實現盈利增長和穩定回報？隨着政策利率似乎終於見頂，那個領域最適合鎖定吸引的債券收益率？

美國經濟和消費者展示更強抗逆力



資料來源：美國經濟分析局、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

四大精選主題	
1. 美國抗逆力	「不要把美國消費者排除在外」仍然是適用的格言。考慮到就業市場保持強勁，通脹降溫有助提高可動用收入，我們不太擔心利息金額增加和高油價的問題。此外，我們會「由下而上」增強抗逆力，選擇現金結餘穩健，市場地位強勁，通常被稱為「優質」股的企業。
2. 北美再工業化	多國政府正在加強工業政策，從而在環球市場互相競爭，但美國已大舉斥資以重振製造業。這有助加快許多企業早已在疫後規劃好的供應鏈重組和遷回在岸市場行動。我們認為工業、工程、建築和科技領域蘊藏機遇。
3. 優質債券機遇	投資組合回報可明顯受惠穩定的收益流，目前優質企業債券可提供中至高個位數的收益流。考慮到美國國債和避險債券的收益率接近五年高位，但信貸利差剛好接近五年平均，我們不會承擔過多信用風險。在經濟增長緩慢的情況下，優質企業債券往往表現出色，這意味我們青睞投資級別債券。
4. 發達市場金融債券防守配置	我們有選擇性地物色收益率，偏好金融債券，因為其估值相對企業債券更吸引。然而，我們聚焦高級銀行債券，原因是次級債券收益率的升幅不足以補償增長緩慢和貸款損失撥備逐漸增加的影響。

<p>\$3.4萬億美元</p>	<p>美國企業持有的現金或短期資金市場資產</p>	<p>35萬個美國新增職位</p>	<p>與2022年遷回在岸市場的趨勢有關，2021年為265,000個新增職位</p>	<p>95%</p>	<p>過去20年，投資級別債券收益率低於當前水平的時間百分比</p>
-------------------------	---------------------------	--------------------------	---	-------------------	------------------------------------

資料來源：滙豐環球私人銀行、聯儲局、reshorennow.org、彭博資訊（截至2023年11月22日）。

乍看之下，低增長的高息環境似乎不是非常有利的投資環境，但這兩個因素都帶來一些正面影響。

環球經濟增長的確緩慢，但對全球大多數國家來說，經濟周期應會在2023年第四季或2024年第一季觸底，預期隨後將會逐步加快增長。我們將通過以下主題，尋找增長韌力特別強的領域。

就利率環境而言，美國、英國和歐元區央行在近期會議上表示大幅加息的時期已經過去，令我們感到安心。這應會穩定短年期債券的收益率，而較長年期債券的實際收益率偏高，目前也為債券供應問題提供充分補償。不過，信貸利差並非過高，在增長緩慢的環境下，我們認為目前堅持質量才是明智之舉。

有見及此，這個趨勢下的所有主題旨在於股債市場物色優質和具抗逆力的資產。

美國抗逆力

首先是地區選擇，我們仍然認為美國經濟較大部分其他市場更具抗逆力，在2023年有助美國股市取得出色表現，2024年將繼續如此。

勞工市場強勁一直是美國經濟強韌的主要因素，並在很大程度上解釋了2023年源源不斷的經濟驚喜。消費市道抵銷了投資者對高油價和高

利率將開始產生影響的憂慮。事實上，最新的國內生產總值數據顯示，2023年第三季的消費（包括商品和服務）再次加速。因此，我們繼續看好消費品企業的機遇。

當然一些感受到壓力的高負債低收入家庭，可能會選擇成本較低的產品。在高端市場，中國需求放緩對一些企業造成影響。因此，良好的選股關鍵在於挑選定位正確，並擁有強勁基本因素的企業。

然而，低收入家庭正在降低消費水平，因此我們選擇定位正確並擁有強勁基本因素的企業股票。

我們的「北美再工業化」主題意識到製造業可能已經觸底，並展開結構升勢，主要因為企業希望加強供應鏈的可靠程度，因而迫切將部分生產業務遷回國內。政府對製造業和研發的激勵措施也進一步提振製造業。

舉例來說，白宮表示自《晶片與科學法案》簽署成為法律以來的一年內，企業宣佈在半導體和電子產品領域已投資超過1,660億美元。

優質債券機遇

我們對投資級別債券和發達市場國債（收益率過低的日本國債除外）維持偏高比重。在增長緩慢但向好的環境下，投資級別債券傳統上是表現最佳的資產類別之一。我們認為，政

策利率維持在高位的時間越長，金融環境收緊的風險就越大。這將對高收益債券造成嚴重影響，因此我們青睞投資級別債券。

此外，我們認為金融板塊存在機遇，並通過「發達市場金融債券防守配置」主題反映這個觀點。銀行正面臨發達市場經濟增長緩慢、拖欠率上升（但由較低水平開始）和房地產壓力（尤其是辦公室）等不利因素。儘管如此，銀行板塊的資本比率充足，遠高於最低監管要求，而且利息收益強勁。另外，金融債券的利差也較非金融債券更具吸引力。因此，我們會物色機遇，但選擇大型多元化的企業，並以銀行資本結構的高級債券為重點，因為二級資本債券的收益率升幅通常較低。

債券收益率接近歷史高位，並提供吸引收益，有助投資組合分散風險



資料來源：滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

股票

在新的一年，我們必須考慮若干大機率事件。通脹持續下降抵銷了對環球經濟增長放緩的憂慮，為利潤率提供支持。政策利率見頂（隨後在2024年稍後減息）提供一些喘息空間，結構因素也應有利市場。因此，我們對股票維持積極觀點，並專注美國、亞洲新興市場和拉丁美洲。我們仍聚焦優質股和大型股，並對美股維持稍為偏向周期股的策略，但在歐洲則稍為偏向防護股。

偏高比重

市場：美國、墨西哥、巴西、法國、印度、南韓和印尼

板塊：資訊科技、工業、非必需消費品、金融、醫療保健和能源

偏低比重

市場：德國、意大利、西班牙、南非、泰國和馬來西亞

板塊：房地產

環球風格偏好

優質股和大型股

美股：抗逆力和再工業化

經歷數十年來最猛烈的加息周期後，美國經濟料於2024年放緩。企業和家庭即使面對利率上升和再開始支付學生貸款的壓力，由於在2021年為負債再融資，財政狀況仍然穩健。預測來年企業盈利將大幅增加，回顧歷史，美國市場在聯儲局暫停加息後十二個月表現出色。此外，多個長期主題將會抵銷周期阻力，應有利美股於2024年的表現。

◆ 第一，「美國抗逆力」主題仍穩定不變，美國經濟動力勝過全球其他國家，而且就業市場表現亦強勁。

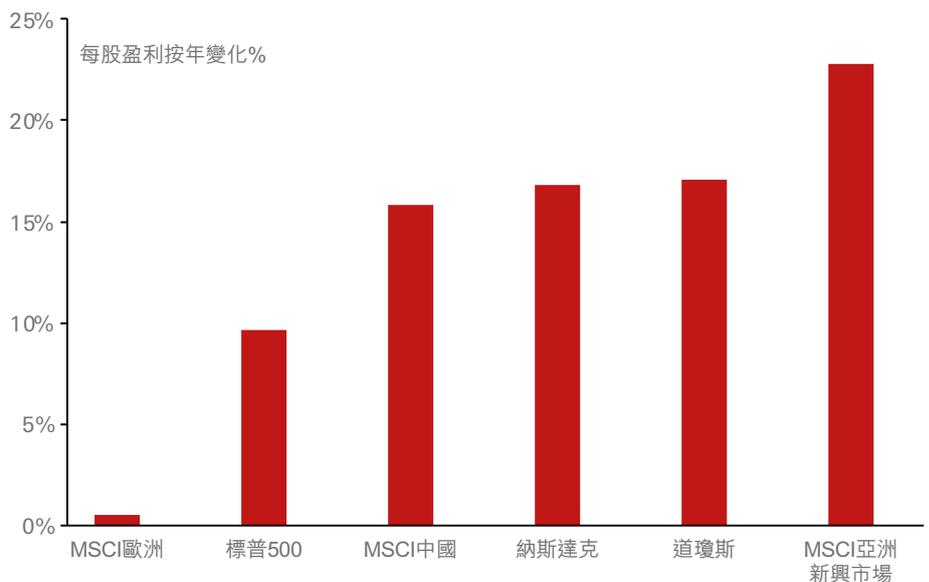
◆ 第二，「北美再工業化」主題剛剛開始。為確保供應鏈穩定，企業對新製造設施的投資相當強勁。

◆ 第三，「醫療創新」發展迅速，促進罕見疾病和滲透率不足的牙科市場產品面世，而且新的顛覆技術有助診斷市場不斷擴展。

◆ 展望2024年，科技板塊將繼續湧現許多新技術，有助提升生產力和投資回報率。此外，這將推動美國經濟的通脹進一步下降，有助推高股票市場的估值。

預期2024年盈利回升

市場普遍預測盈利



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

亞洲消費主義

亞洲仍是2024年經濟增長前景的關鍵。雖然估值和市場普遍預期均處低水平，但預期中國經濟增長仍然穩定，投資者會保持觀望。相對來說，預測印度增長將較快速，而且區內貿易量亦穩健。預期亞洲新興市場2024年的企業盈利將大幅回升。

亞洲消費仍是我們在亞洲的一個重要主題焦點。許多經濟體的增長迅速。貿易量增加和人均收入提升為股票投資者提供更多機遇。預期印度經濟增長將在2024年加快，分散投資於當地製造業和服務業有助提供上行空間。在整個亞洲地區，「亞洲供應鏈重組」主題正在推動多個市場的經濟增長，並為整個地區提供更多元化的機遇。

歐洲放眼海外

歐洲市場估值具有吸引力，但增長仍難以捉摸，盈利預測也可能下調。通脹仍令人擔憂，各地央行必須保持警惕。此外，由於歐洲面臨能源短缺，而且地理位置接近兩場災難性戰爭，因此極端風險高於美國。

歐洲仍然缺乏內部增長。歐洲企業必須繼續放眼海外，方可推動股市大幅回升。歐洲盈利有很大比例來自全球其他地區，而且歐洲市場仍頗為全球化。來年增長和貿易量很可能繼續低迷，令歐洲市場前景黯淡。

投資總結

面對周期和地緣政治不明朗因素，金融市場將會保持波動。全球股票投資者也將面對其他問題，例如經濟增長率不同步，以及高利率對融資成本和供應的未知影響。在不明朗時期，質量是關鍵，因此我們專注於財政狀況和現金產生能力強勁的公司。儘管如此，政策利率和市場利率有機會下降，加上來年盈利增長有望遠高於長期趨勢，預示股市回報良好。



債券

過去兩個月，債券市場的價格大幅波動。最初，由於市場擔心美國嚴重的預算赤字，以及由此產生資金需求，發達市場國債收益率在飆升。此外，聯邦公開市場委員會在9月會議聲明的措辭強硬，並對12月再加息持開放態度，為市場帶來更多不明朗因素。然而，聯儲局主席鮑威爾在11月初表示政策利率已見頂，可見加息空間看來已經消失。環球貨幣政策的不明朗因素減少使期限溢價收窄受壓，令國債收益率在11月大幅下跌。美股：抗逆力和再工業化

這與我們的投資策略和思維方式一致：美國實際利率飆升（反映大部分期限溢價），以目前的環球經濟周期末段而言，走得太遠，相對其他發達市場國債的較低的實際利率來說也過高。因此，我們把握2023年10月收益率飆升的機會，延長我們提及的所有發達市場國債市場（日本以外）的目標存續期。債市在11月回升後，我們相信收益率的下一次大幅波動很可能向下。

偏高比重

國債：美國、英國、澳洲和新西蘭國債

企業債券和新興市場：美國、歐洲和英國投資級別債券；澳洲和新西蘭企業債券；海灣合作委員會和墨西哥主要貨幣債券；印度本幣債券

偏低比重

國債：日本國債

企業債券和新興市場：阿根廷和烏克蘭主要貨幣債券；

土耳其本幣債券

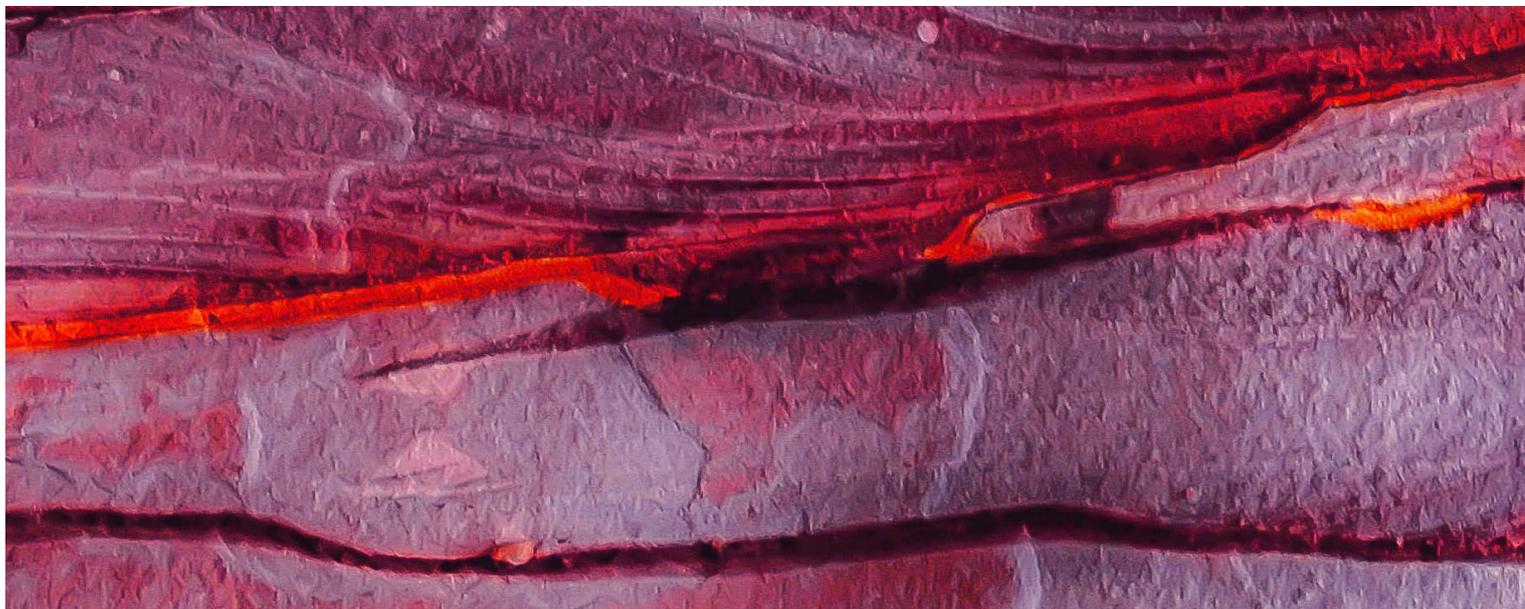
我們繼續有選擇性地聚焦發達市場和新興市場的優質債券，預計未來數月信貸利差波動將會加劇，以適應當前信貸狀況收緊、估值偏高和增長動力減弱的環境。在這情況下，我們決定將新興市場本幣債券評級下調至溫和偏低比重，以降低債券配置的風險。

儘管估值偏緊且高息，而且經濟

和盈利增長風險日增，但環球高收益債券至今表現領先其他債券領域。高收益債券的存續期相對較短，至今一直是其優勢，但這不是表現出色的唯一原因。債券距離到期時間（2025年至2026年）尚早，可能是目前高收益債券估值過高，以及實際違約率較低的原因，但我們認為這些都是事後指標。因此，我們仍然相信對比未來經濟前景（即使在美國經濟「軟著陸」的情況下），以及與環球投資級別債券比較，尤其是以美元計價的債券，環球高收益債券頗為昂貴。

發達市場 – 發達市場政策利率已見頂，國債估值看來吸引

目前長期利率預期為4.6%，例如美國國債五年遠期五年期收益率已就經濟和財政前景的不明朗因素提供可觀的風險溢價。此外，這個利率水平較聯儲局的長期名義經濟增長預測高逾80基點，情況並不常見。雖然短期利率前景難以預測，但我們認為當前收益率提供吸引的入市機會，這



支持我們最近將所有發達市場（日本以外）國債存續期目標延長到七至十年。另外，國債長短息差距復常（倒掛幅度減少）正在降低短債的吸引力，降低購買長期債券和鎖定收益率的機會成本。

此外，我們認為發達市場經濟體的政策利率已見頂，應可為債券帶

來支持。聯儲局指出，美國國債收益率內含的期限溢價較高，正在收緊美國金融和信貸狀況，影響如同再次加息。因此，市場正在承擔央行的部分工作，央行得以採取觀望態度。

值得注意的是，美國財政部在11月初發表的預期季度再融資步伐（主要是長債）較預期溫和，令早前

對財政赤字和債券供應的憂慮有所緩解。通過發債來填補大部分赤字，將有助舒緩長債的一些供應壓力。事實上，我們認為投資者對供應憂慮和赤字前景反應過大，市場人士充分反映這個情況已有一段時間。

美國國債收益率飆升主要受實際利率影響



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。



如何因應不同債市配置投資？

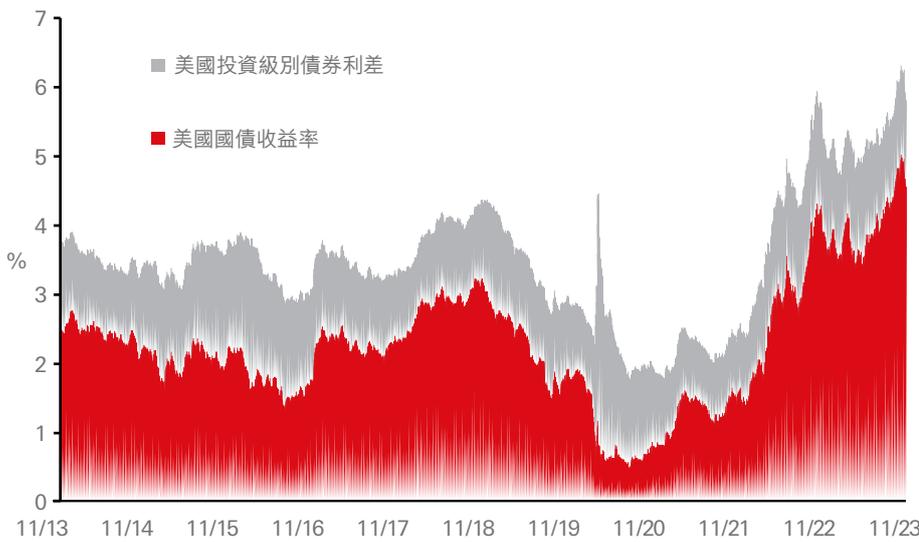
環球投資級別債券仍是我們的最大偏高比重，在通脹降溫和政策利率見頂的環境下，其絕對收益率仍具吸引力。此外，我們聚焦優質「中期」(即五至七年)企業債券的策略，在經濟周期末段表現優秀。雖然美國經濟衰退不是我們預測的基本情況，但有關風險已升溫，預期未來數月對增長表現敏感的信貸利差將會加劇波

動。如下圖所示，無風險利率佔美國投資級別債券名義收益率近80%。因此，如果我們的減息觀點實現，有望受惠價格進一步上升。

板塊方面，我們繼續聚焦能源、科技和金融。銀行板塊在3月重新定價後，我們繼續青睞金融機構發行的債券。因此，我們重申投資於發達市場金融債券的精選主題，但只聚焦銀行板塊的高級無擔保債券。金融與非

金融企業債券的信貸利差比率仍具吸引力，支持我們偏好金融企業債券。企業方面，我們仍專注具備以下特性的優質公司：採取以債券持有人為先的政策，負債比率良好，而且短期融資需要較低。

無風險利率佔美國投資級別債券收益率的很大部分

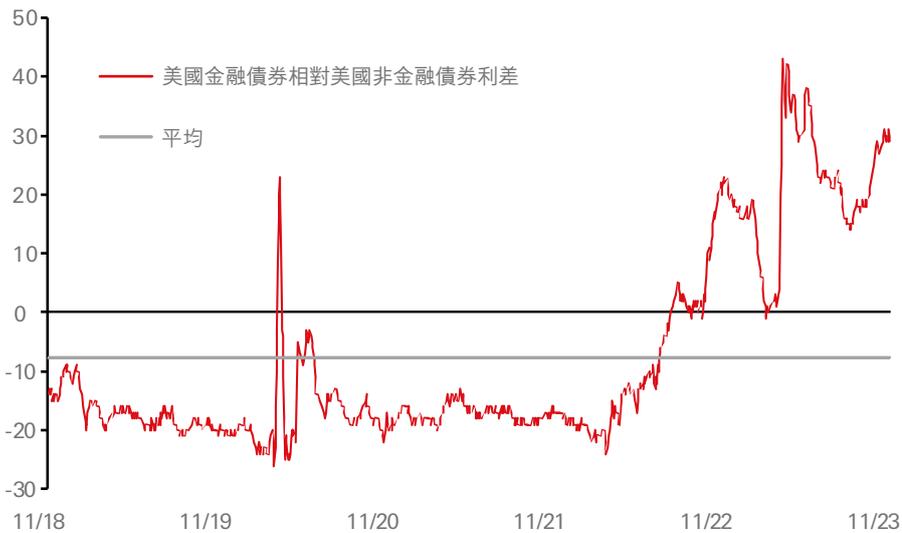


資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。



相對非金融債券，金融債券繼續提供價值

基點



美國金融相對美國非金融債券利差

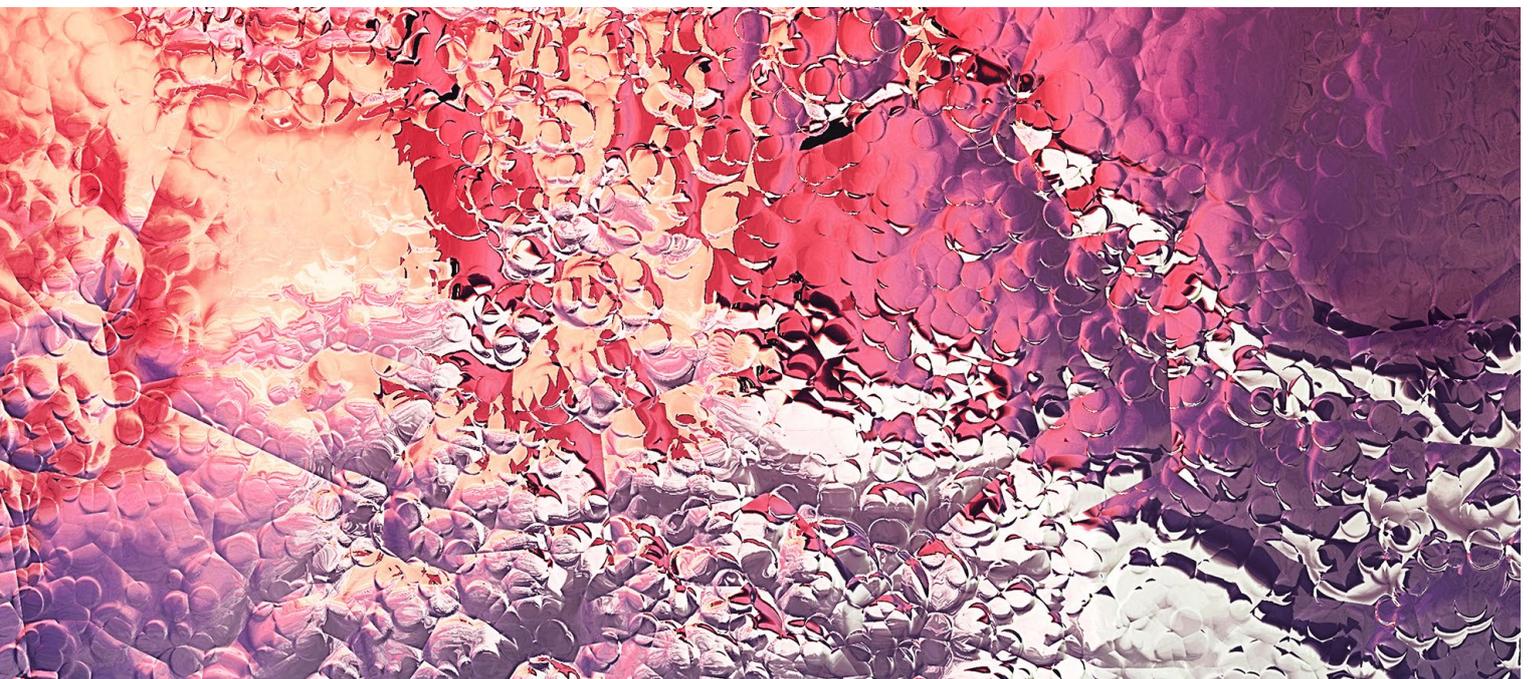
新興市場 – 面對環球增長動力減弱、美元走強和技術因素帶來挑戰，我們將新興市場本幣債券評級下調至溫和偏低比重，以降低風險

在2022年10月至2023年7月期間，新興市場本幣債券表現良好。美元疲軟讓投資者能夠著眼期內新興市場經濟體最終周期加息以後的策略，為巴西、智利和匈牙利等國家啟動寬鬆周期作好部署。然而，自7月起，環境發生了變化，即使考慮到聯邦公開市場委員會傾向中性立場，以

及隨後美國國債收益率下跌的因素。基本上，發達市場利率波幅擴大，美國國債實際收益率上升，美元走強和新興市場經濟體的通脹下降步伐減慢，均不利新興市場本幣債券市場最近的表現。隨着地緣政治風險上升，影響市場的因素已從國內因素轉至環球因素。我們也注意到新興市場重新評估政策利率預期，巴西和墨西哥等一些國家的財政轉弱和債券供應相關風險升溫。我們把握機會重新評估對這兩個經濟體的觀點，決定將當地利率市場配置由溫和偏高比重下調至中

性。我們認為當地利率風險溢價很可能上升。此外，考慮到自7月底以來大量互惠基金的資金外流，技術因素提供的支持看來減少。這些贖回迫使基金經理增持現金，不利債券配置，增加本幣債券市場的壓力。如果環球經濟持續放緩並反覆波動，美元的防護特性可能使新興市場滙市表現受壓。事實上，過去新興市場外滙通常會削弱本幣債券回報。

其他新興市場債券配置方面，我們維持目前對新興市場主要貨幣國債的中性配置，並繼續對主要貨幣企業債券持溫和偏高比重。一般而言，這些債券的表現與環球投資級別債券一致，但年初至今表現一直落後於環球高收益債券市場，儘管存續期差距產生重大影響。整體來說，新興市場企業債券持續出現強勁的息差機會，並提供分散投資於不同評級、板塊和國家的優勢。因此，我們仍對保持溫和偏高比重配置感到安心，專注於亞洲和拉丁美洲地區的優質企業債券。



外匯和 大宗商品

面對美國國債收益率偏高、美國經濟表現出色，以及與中東災難性衝突相關的全球不明朗因素，美元在2023年一直走高。隨着2024年臨近，美元有望繼續得到這些因素的支持，但我們認為這個看好觀點的風險將在2024年下半年增加。我們對新興市場貨幣作選擇性投資，因為環球金融狀況偏緊，令新興市場的經濟下行風險升溫。我們青睞基本因素強勁和實際收益率可觀的貨幣（例如：巴西雷亞爾和印度盧比），因為在這些條件下，央行可於必要時減息。我們預期大宗商品在2024年第一季不會嚴重拖累外匯表現，但任何與地緣政治事件相關的油價飆升均會影響全球承險意欲，並可能左右環球經濟增長。

看好

十國集團：美元

新興市場：印度盧比、巴西雷亞爾和墨西哥披索

中性

十國集團：瑞士法郎、日圓、加元和澳元
發達市場和新興市場：新加坡元、人民幣、
印尼盾、韓圓、菲律賓披索和泰銖
大宗商品：黃金、白銀和石油

看淡

十國集團：歐元、英鎊和新西蘭元
新興市場：南非蘭特和土耳其里拉

美元在2023年第三季取得強勁的正面表現，但仍遠低於2022年10月的高水平。主要影響因素沒有改變，仍集中於三方面：

- ◆ 美國周期表現優秀：儘管增長速度將低於2023年的水平，但美國應繼續是經濟表現最強韌的十國集團國家之一。

- ◆ 收益率優勢：投資者將試圖評估聯儲局會否比其他十國集團央行提早或較遲減息。根據我們預測的基本情況，聯儲局可能比其他央行提早數月減息，因此息差將稍為收窄。儘管如此，目前息差依然寬闊，應會在2024年初支持美元。

- ◆ 承險環境：承險環境方面，以哈戰爭令早已充滿變數的環球格局更不明朗，刺激避險需求，為美元提供支持。

我們預期這些因素不會在2024年迅速逆轉。要美元勢頭停滯，上述其中一項因素必先失去動力。舉例說，美國意外出現負增長，或會令聯儲局加快採取溫和路徑。此外，經濟數據大幅下滑也可能造就避險環境，最終支持美元。因此，我們目前認為美元最多只會面對見頂走平的風險，出現跌勢的風險頗低。在11月美國總統大選前夕，初選等里程碑事件可能會觸發更多波動。一般來說，美元

可受惠不明朗因素，但我們認為美國經濟增長和利率前景等其他基本因素仍是影響美元的主要因素。

另一方面，歐元應會在未來數月繼續受到考驗。不過，鑒於季度增長數據可能觸底，歐元弱勢可能會在未來數月內停止。英國面對的問題更棘手，或會為英鎊在更長時間帶來壓力。瑞士法郎應繼續受惠令人鼓舞的國內影響因素，至於日本，我們認為只有可持續的貨幣政策調整，日圓才可重拾上升潛力。至於十國集團的其他貨幣，澳元、新西蘭元和加元難以展現強勁動力，但油價上漲或中國經濟增長出現驚喜可能帶來上行空間。

新興市場方面，我們在2024年保持有選擇性。國內影響因素將會成為關鍵，重點在於穩健的經常帳和對外貿易差額。我們也青睞提供巨大收益率優勢的貨幣，因為這些貨幣提供良好的息差機會，並為央行提供在必要時減息的空間（例如：巴西雷亞爾和印度盧比）。此外，當中國經濟在2024年稍後加快，其主要貿易夥伴國的貨幣可能會獲得支持，尤其是在目前預期偏低的環境下。另一方面，我們不看好南非蘭特和土耳其里拉，因其國內挑戰嚴峻。南非的經常帳赤字巨大，而且大選前的財政不明朗因素日增，加劇結構阻力。土耳其方面，雙赤字和負數的實際利率巨大，將繼續令土耳其里拉承受壓力，即使

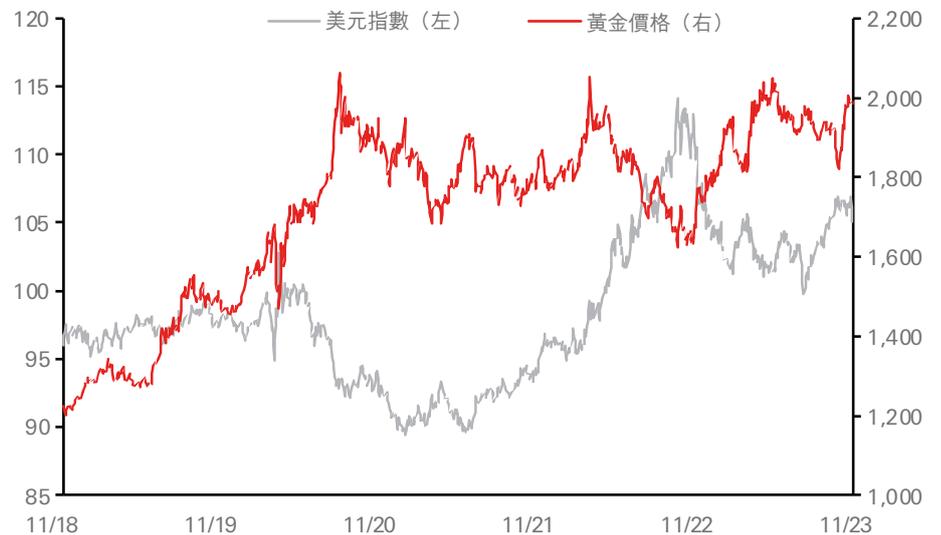


央行最近積極收緊政策，或會加快貨幣狀況再平衡。

大宗商品方面，黃金表現一直明顯強韌，但在實際收益率偏高和強美元的情況下，我們難言看好黃金。美元走平、減息和不明朗因素揮之不去，可能會在2024年稍後提供支持。白銀和鉑類金屬或會受惠中國製造業復甦和市場對綠色科技更感興趣，但強美元目前仍然是障礙。此外，鑒於減產期限延長，石油市場將持續緊張。不過，考慮到即使中東爆發衝突，但油價仍明顯偏低，相信需求回升才能觸發油價強勁反彈。然而，中國需求早已高於疫情前水平，而且冬季臨近，我們認為需求進一步回升的空間不大。

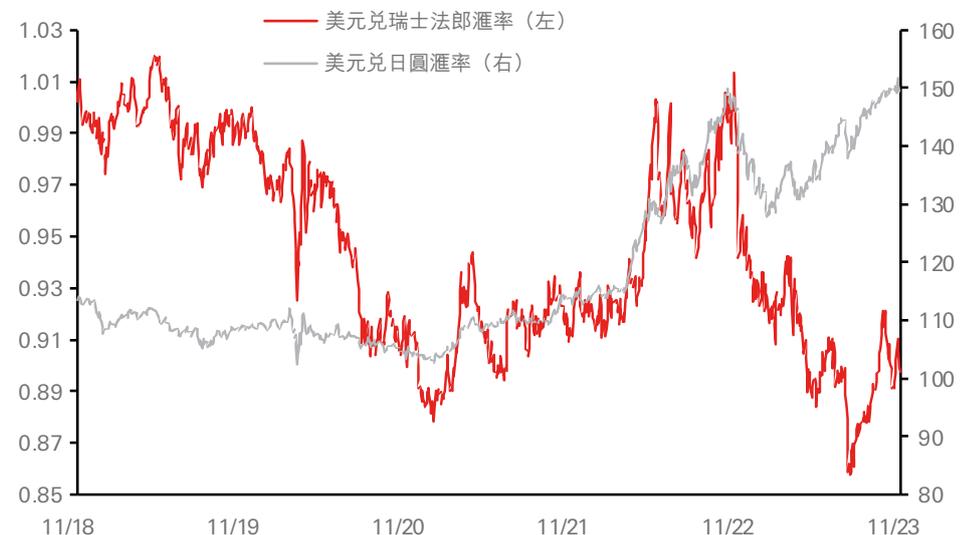
美元與黃金走勢一般相反，但美元的動力最近放緩，卻沒有對黃金價格產生太大影響

每盎司美元



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行 (截至2023年11月22日)。往績並非未來表現的可靠指標。

儘管瑞士法郎和日圓均被視為避險貨幣，但兩者在2023年的步伐卻不盡相同。日圓目前與日本貨幣政策密切相關



資料來源：彭博資訊、滙豐環球私人銀行 (截至2023年11月22日)。往績並非未來表現的可靠指標。

對沖基金

在2023年，聯儲局的強硬言論一直對股債構成阻力，儘管近日加息周期結束提供喘息的空間。整體而言，對沖基金投資組合在今年充分發揮其分散風險的特性，尋求多元化回報來源是我們客戶的長期投資目標。我們繼續看好宏觀經理、股票市場中性策略、淨持倉水平偏低的好淡倉股票策略、多元策略和多元投資組合經理策略。

最近，趨勢追隨者的回報主要由淡倉債券配置所主導。此外，從相對價值的觀點來看，全權委託宏觀經理成功買賣同一資產類別。合併套利提供難以捉摸的機遇，這些機遇的結合為事件主導策略的配置帶來支持。結構式企業債券分屬策略的專業化有助保障另類企業債券經理，免受累於傳

統企業債券經理造成的損失。好淡倉股票經理的表現受惠淡倉緩衝市場走弱期間的損失。

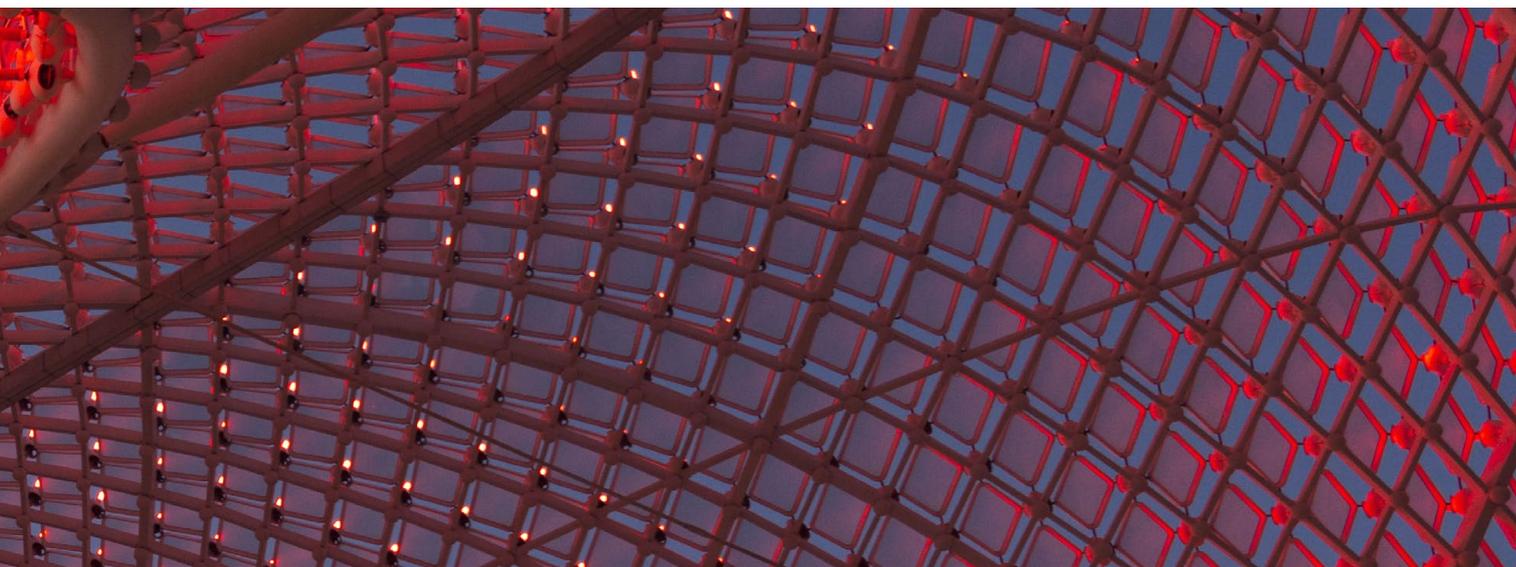
雖然妥善管理的對沖基金方案旨在於整個周期獲取回報，但我們深明宏觀經濟情況會影響不同策略的回報機遇。我們的對沖基金策略觀點建基於2024年市場持續波動，經濟增長緩慢，以及在下半年某個時候開始減息的預測。

宏觀經理在這種不明朗時期充分靈活運作的能力，應會在2024年為策略提供良好支持。以上一個完整季度的回報貢獻計算，宏觀經理是表現最強勁的單一策略，而且期內的投資機會擴展至新興市場主題。此外，正如2020年所展示，這個板塊的經理

可在減息環境下產生巨大回報，因此我們預期2024年定向利率配置所帶來的回報比例將高於2023年。我們繼續看好這個策略的前景。

除上述淡倉債券配置外，許多大宗商品交易顧問最近也從農業合約和其他大宗商品取得表現，突顯其分散風險的優勢。考慮到準確預測跨資產類別盛行趨勢的難度，我們對大宗商品交易顧問未來表現的前景保持中性觀點。

股票市場中性策略方面，歷史上單一股票相關度偏低的觀點為我們的溫和偏高比重觀點提供理據。雖然今年市場波幅穩步下降，但基金經理預期隨着我們進一步處於利率長期偏高的時期，市場波幅將會加劇。



近日市場反覆波動提供大量機遇，令好淡倉股票經理感到振奮。在策略組合中，我們青睞淨持倉水平偏低的策略，並對來年回報作出溫和正面的預測。鑒於選股環境繼續提供機會，我們維持對可變淨持倉策略前景的中性觀點。我們將聚焦亞洲策略的前景下調至溫和偏低比重，原因是中國增長環境相對平淡，推遲區內強勁復甦的趨勢。

我們對事件主導策略的前景維持中性觀點。維權活動繼續受到基金經理和投資者歡迎，因為公司必須在非零息環境中尋找協同效益。鑒於近日大型交易的反壟斷風險得到解決，併購活動依然不多，而且利差大幅收窄，因此協同效益受限。

好淡倉企業債券經理的回報來自高息差、結構式企業債券配置，以及在某些情況下解決少數「出現經營困難」的情況。在時間上，違約周期的出現比之前預期更加難以捉摸，因此我們對「出現經營困難」策略的投資專家保持中性觀點，好淡倉企業債券策略亦然，對結構式企業債券則持較積極的觀點。

展望2024年，我們繼續看好多元策略和多元投資組合經理策略的營運環境，主要建基於基金經理的強勁風險管理原則和聘用最優秀人才的能力。指數重組和大宗商品策略在夏季帶來可觀的回報良機。

房地產

鑒於利率上升影響房地產收益率，發達市場的房地產資本價值持續下跌。除辦公室外，租戶的基本因素仍然強韌，使整體空置率持續低於長期趨勢。租金增長繼續放緩，但與指數掛鈎的租金提供保障。物流和多戶住宅類別的空置率仍然偏低。零售持續面對電子商貿的挑戰，預期價格將進一步調整，尤其在經濟衰退期間。

發達市場房市的房地產資本價值持續下跌，原因是房地產收益率隨利率走高而上升。資本價值廣泛下跌，儘管跌幅因地域和板塊而有所不同。歐洲和北美洲的跌幅最大，亞太區的值價相對穩定。

就板塊而言，物流和住宅等板塊的價值跌幅最大，在低息時期，這些板塊的房地產收益率跌幅也最大。當利率回升時，相對高收益資產，其對低收益資產的影響更明顯。

若不是租戶的基本因素在過去十二個月普遍強韌，房地產價值的跌幅可能更嚴重。雖然租戶延遲擴充或投資新空間的計劃，無疑使大部分板塊的租賃需求放緩，但發展項目減少，確保整體空置率仍低於長期平均。租金增長可能從近日的高位放緩，但由於租戶支付的租金逐漸按市價計值，故收入仍持續增長。此外，若租金與通脹掛鈎，現金流和資本價值便受到一定程度的保障。

物流板塊的租賃活動無疑大幅回落，部分原因是定製建築減少，因為發展融資成本高昂，使發展商無法獲利。此外，網上消費減少，影響網上零售商和第三方物流供應商的空間需求。然而，雖然租賃需求從過去三年的歷史水平回落，但仍與疫前大致

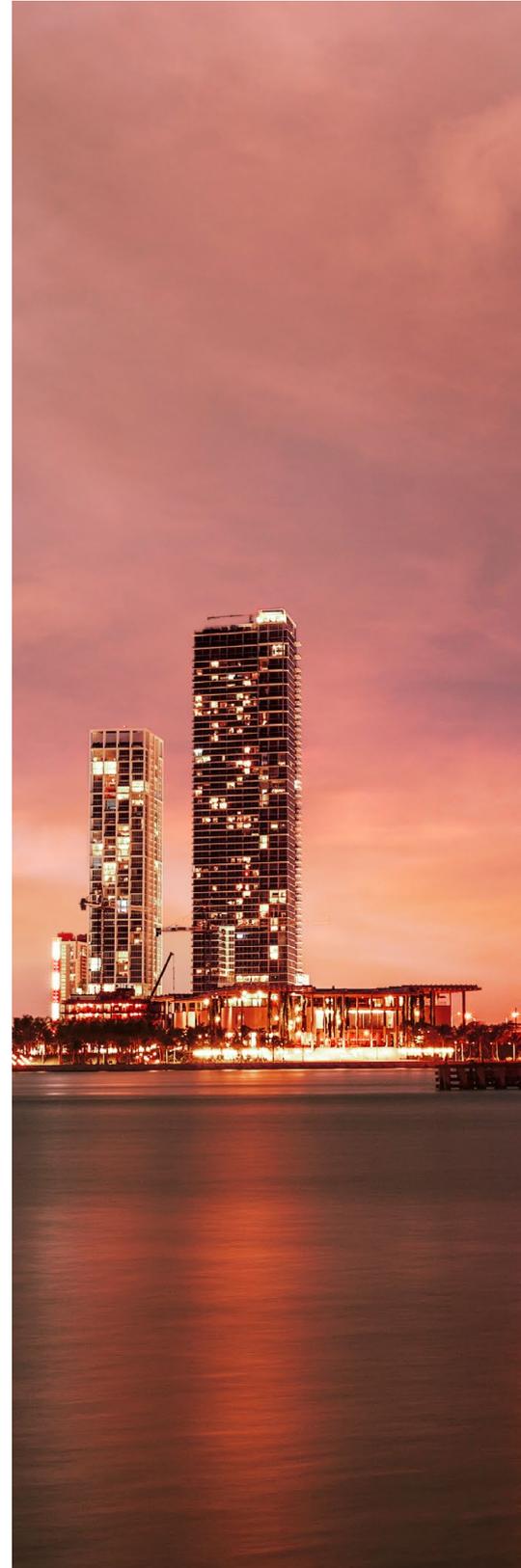
相若，當時租賃需求已處於數十年高位。空置率上升但仍處於歷史低位，租金增長依然正面，隨着租金逐漸以市價計值，可望繼續為穩健的淨收入增長提供支持。

同樣，多戶住宅的空置率仍接近數十年低位。利率上升使許多置業計劃遙不可及；與此同時，遙距工作的趨勢觸發家庭住宅長期上升，租戶把多出來的房間用作辦公室，而不是多找一個室友。在美國陽光帶的一些市場，新動工建築雖然一度增加，但鑒於建築成本上漲（原材料、工人和融資），限制了新動工的建築活動，現時大部分市場的相關活動逐漸減少。

在疫情前，零售業基本因素承受壓力，原因是電子商貿需求日增，對傳統零售商造成衝擊，尤其是百貨公司和時裝零售商。在疫情爆發的最初數個月，艱苦經營的零售商申請破產，許多店鋪因而空置，空置率因此創下高峰。然而，隨着限制措施放寬，購物人流重現，具盈利能力且迅速擴張的品牌和餐飲租戶填補了空置的店鋪。

對於把網上零售與實體商店整合遇上困難的零售商來說，電子商貿仍然是持續的不利因素。此外，面對失業，加上疫情期間的儲蓄耗盡，預料加息造成的短期經濟阻力，對家庭預算構成壓力。然而，就頂級地段而言，租賃需求強勁，為出租率上升和租金水平（逐漸）改善提供支持。

辦公室板塊的挑戰最大，因為在面對周期經濟壓力的同時，空置率已處於高水平。儘管如此，越來越多企業鼓勵員工返回辦公室工作，可能限制租戶因轉向混合工作模式而釋放

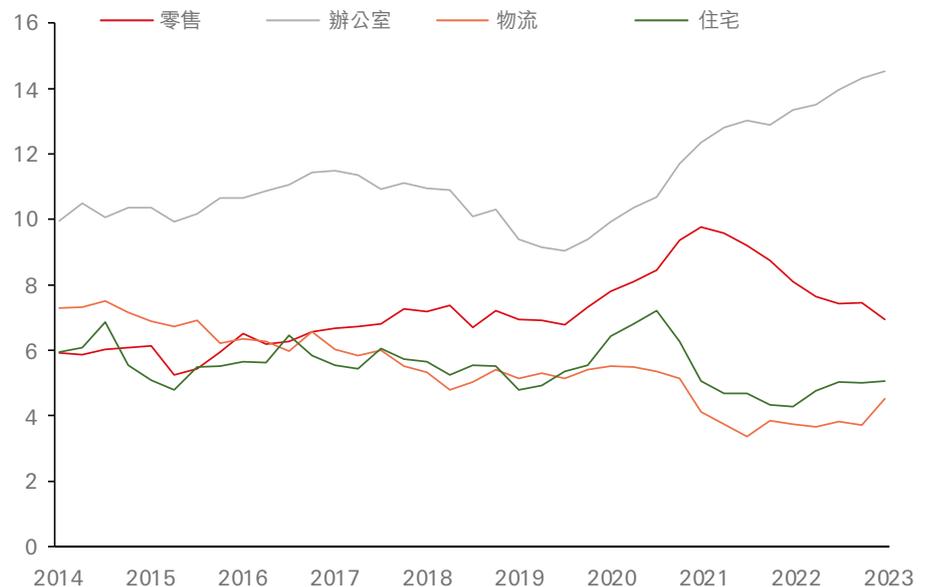




的空間。租戶日漸集中於最佳地段物色優質和環境可持續的辦公室，這使優質與普通辦公大樓之間的租金表現（及資本價值）出現分歧。

展望未來，若價格進一步調整，預料主要由於房地產收益率上升所致，因為借貸成本與房地產收益的差距可能不足以使流通量復甦。一旦經濟進入衰退，預料租戶的基本因素也可能減弱，有些市場或會出現第二波價值下跌，尤其是容易受經濟周期影響的辦公室和零售板塊，情況猶如環球金融危機時一樣。總括而言，我們預期資本價值調整的過程已完成了一半以上，儘管這在很大程度上取決於個別地區和房地產類別。

空置率偏低應可提供一些支持，只是辦公室除外
空置率 (%)



資料來源：MSCI、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

私募市場

私募基金和創投基金市場活動在2023年放緩。美國的退場價值在第三季大幅下滑，較前一個季度減少40.7%，跌至自環球金融危機（不包括2020年第二季抗疫封鎖期間）以來的最低季度水平，目前較2021年第二季的高位下跌83.7%¹。這對市場活動造成重大衝擊，也影響投資者獲取的分派。由於供求失衡為投資者創造有利條件，故私募信貸仍然是一個備受青睞的資產類別。

自2021年高峰以來，分派減少對私募基金集資造成負面影響——雖然影響程度較預期低。在2023年，投資者向私募股本基金提供的承諾出資總額仍然龐大。雖然在2022年債券和股票下跌後，有些投資者需要賣

出另類投資以重整投資組合（「分母效應」），但公開股票市場在2023年揚升，減低相關影響。因此，儘管市場仍聚焦於較大規模的基金，私募基金集資仍相對穩健，年初截至10月2日，集資達6,180億美元，高於2010年至2020年的5,490億美元年度平均。然而，預料集資額很可能難以達到2021年至2022年的9,490億美元平均水平，當時的市場活動處於高峰。

雖然利率上升對退場數量和估值構成影響，但許多投資者可能整裝待發，採取更積極的策略。如果經濟衰退的程度加深，私募基金市場或許加劇波動，繼而可能在短期內使投資規模縮小。然而，長遠來說，情況可能

逆轉，原因是衰退將使利率回落，可望降低借貸成本。這應可使2024年下半年和2025年的投資活動增加，屆時很可能逐漸動用2024年的初始承諾出資額。

當前高息環境至今（而且應會持續）造成的影響，是擴大贏家與輸家之間的表現差距。就近日成立的封閉式基金而言，首個與末個十分一之間的差距前所未見。儘管投資首年為2021年和2022年的基金仍處於相對初期階段，但表現分歧的情況可以預料。然而，這突顯選擇「合適」基金經理的重要性。

在2023年，利息支付飆升至16年高位，這使獲私募基金支持的公司

私募基金退場活動處於低水平，但預料將於2024年回升

十億美元



資料來源：Pitchbook、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。

的槓桿水平跌至13年低位。投資者可能會擔心，在當前的高息環境下，一般責任合夥人能否運用槓桿為基金創造價值；然而，利率上升不一定全然負面：當較容易獲得信貸時，收購方或會以較高的收購價競投，因而降低基金未來的潛在回報。展望2024年，我們繼續聚焦於在運用其他措施為投資者創造價值方面往績卓越的私募基金公司，包括重新釐定營運流程，以新工具提升效率，物色新增長領域或專注提高盈利增長。

儘管在2023上半年，全球第二市場成交量由2022年上半年的570億美元歷史高位下跌25%至430億美元²，但第二市場仍是我們在2024年具確信度的主要投資。有限責任合

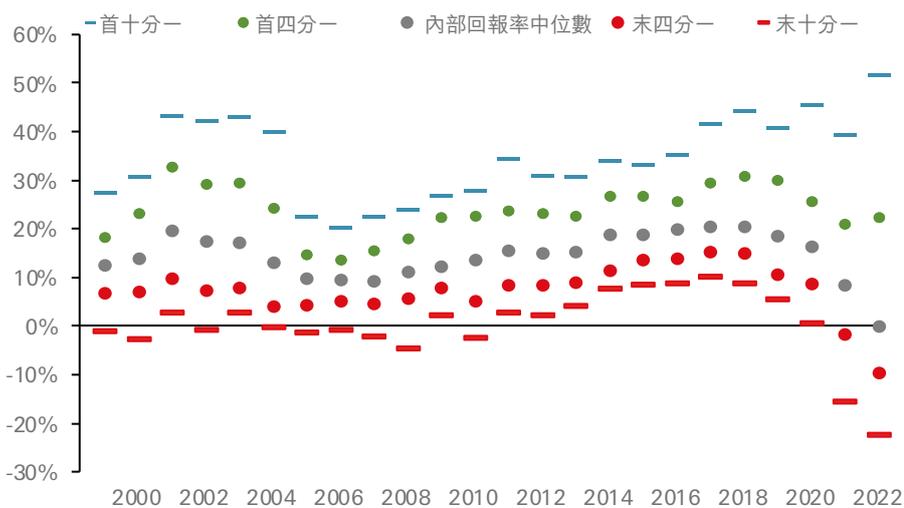
夥事業的第二市場成交量下降，原因是投資者仍甚少出售「出現經營困難」的資產，加上公開市場估值上升，也有助2023年上半年減低分母效應。整體來說，2023年上半年的買賣差價已收窄，我們預期隨着定價持續回穩，2023年下半年和2024年上半年將會出現類似的趨勢。

儘管2023年面對挑戰，但我們相信私募基金資產類別將於2024年蓬勃發展。有限責任合夥人認為2024年的前景轉趨正面，71%相信2024年投資首年基金將表現強勁（資料來源：Coller Capital），可能意味他們將繼續承諾提供新資金。我們依然相信以高確信度的策略，持續分散投資於不同投資首年的基金，從

而對私募基金資產類別作出有紀律的資產配置別具優勢。展望2024年，我們預期將會出現一個競爭激烈的買方市場，交易和退場活動回升，而且越來越多發展成熟的資產將於市場出售。因此，預計投資者分派可望在中期回復正常。

目前，私募基金內部回報率的差距異常大

內部回報率（%）



資料來源：Pitchbook、滙豐環球私人銀行（截至2023年11月22日）。往績並非未來表現的可靠指標。

1. Pitchbook, 截至2023年10月。

2. Jefferies, 2023年上半年全球第二市場回顧, 截至2023年7月。

免責聲明

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投資的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。在發行機構能否繼續營運備受質疑時（即在失去存活能力界點之前），這些債權證一般會吸收虧損。「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。

或有可轉換證券 (CoCo) 或自救債權證是高度複雜和高風險的混合型資本工具，其合約條款列明非一般的吸收虧損特點。

投資者應注意，其資本承受風險，可能損失部分或全部資本。

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、承接力和市場情況的變化，或會對價格、按市價計值和閣下的整體投資造成負面影響。

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。

另類投資

對沖基金 — 請注意，對沖基金不時進行槓桿和其他投機性投資操作，可能增加投資虧損的風險。此外，其流通性可能甚為不足，無須定期向投資者提供定價或估值資料，並可能涉及複雜的稅務結構，以及延遲分發重要資料。另類投資通常不受制於與例如互惠基金等相同的監管規定，而且費用通常偏高，可能會抵銷交易盈利（如有）。

私募基金 — 請注意，私募基金通常流通性不足，而且涉及長線投資，並不顯示常見於其他投資（如：掛牌證券）的特點 — 流通性及透明度，可能需要一段時間才可以將資金作投資（困住現金），以及在最初的虧損後要一段時間才產生回報。

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。使用槓桿的外匯交易承擔相當高風險，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。

產品的槓桿操作可能不利閣下，而且虧損可能超出進行直接投資的產品。若投資組合的市值跌至某個幅度，可能引致抵押品的價值無法再覆蓋所有未償還貸款金額。這意味投資者可能須迅速回應追加保證金的要求。若投資組合的回報低於其融資成本，槓桿操作可能削弱投資組合的整體表現，甚至產生負回報。

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。在香港和新加坡成交以人民幣計值及結算的人民幣產品，與在中國內地成交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。

環境、社會及管治(ESG) 客戶披露

從廣義上，「ESG 和可持續投資」產品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 ESG 和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。ESG 和可持續投資產品或會偏離傳統市場基準。此外，ESG 和可持續投資或可持續投資帶來的影響並沒有標準定義或量度準則。ESG 和可持續投資及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) ESG/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) ESG/可持續發展影響將達到指定水平或目標水平。「ESG 和可持續投資」是一個不斷演變的領域，新的監管規例可能生效，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。

當一項投資或服務被歸類為在這文檔上形容的滙豐 ESG 和可持續投資分類之

一，即 ESG 增強、主題或創效，這並不一定意味產品或投資組合的所有相關持倉將符合可持續投資準則。就此而言，可持續投資分類並不意味一項基金或全權委託管理投資組合的所有相關持倉將符合可持續投資準則。同樣，當一項股票或債券投資被歸類為滙豐可持續投資分類為 ESG 增強、主題或創效投資，這並不一定意味相關發行機構的活動全屬可持續投資。不是所有投資、投資組合或服務都能被歸類為滙豐可持續投資分類。這可能是由於未有足夠資訊或某項產品並未符合滙豐可持續投資分類的準則。

重要通知

以下受限於當地規例(如有)

本文件是由滙豐私人銀行編製的市場推廣通訊。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，滙豐集團成員可能買賣本刊內提及的產品。

本文件並不構成根據歐洲市場金融工具指令(MiFID)或其他相關法律規定的獨立投資研究，而且在發放前並沒有受到禁止。特定金融工具或發行機構的任何提述並不代表滙豐私人銀行明示或暗示的觀點、意見或建議，僅供參考。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。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，滙豐私人銀行並不作任何陳述。

本文件僅供參考，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。如對任何投資產品感到疑慮，或未能確定某些投資決定是否恰當，閣下應聯絡您的客戶經理，或向您的專業顧問諮詢有關的財務、法律或稅務意見。閣下不應單獨根據任何文件作出投資決定。

本文件乃取自滙豐私人銀行認為來源可信但可能未予獨立核實的資料。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益可升可跌，閣下可能無法收回投資本金。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。

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。

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 Private Banking (C.I.) 發放。HSBC Private Banking (C.I.) 為 HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行的交易名稱，註冊辦事處為 Arnold House, St Julian's Avenue,

St Peter Port, Guernsey, GY1 3NF。HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行為根西金融服務委員會(銀行、信貸、保險中介及投資業務)(Guernsey Financial Services Commission for Banking, Credit, Insurance Intermediary and Investment Business)(FINMA)持牌機構。HSBC Private Bank (Suisse) SA 在瑞士註冊，號碼為UID CHE-101.727.921，註冊辦事處為：Quai des Bergues 9-17, 1201 Geneva (GE), Switzerland。HSBC Private Bank (Suisse) SA 為瑞士金融市場監督管理局(FINMA)的註冊銀行及證券交易商，而HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行作為HSBC Private Bank (Suisse) SA 的分行，亦受FINMA監督。

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。

在馬恩島，本材料由HSBC Bank plc 刊發，位於HSBC House, Ridgeway Street, Douglas, Isle of Man IM99 1AU。HSBC Bank plc 持有馬恩島金融服務監督管理局的牌照，並受其監管。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 Private Bank Luxembourg 法國分行(SIREN 911 971 083 RCS Paris) 發放。滙豐私人銀行在法國接受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (審慎控制及決議管理局)的審批和管制。滙豐私人銀行為HSBC Private Bank (Luxembourg) S.A. 的分行，地址為18 Boulevard de Kockelscheuer L-1821 Luxembourg，是一家股本為150,000,000歐元的盧森堡上市有限公司，RCS Luxembourg：B52461，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，號碼2011CM008 (www.orias.fr)，社區內VAT號碼FR34911971083。滙豐私人銀行

在法國的註冊辦事處地址為38, avenue Kléber 75116 Paris- FRANCE；電話：+33 (0) 1 49 52 20 00。

本市場推廣材料由滙豐私人銀行(瑞士)有限公司(HSBC Private Bank (Suisse) SA) 在瑞士或從瑞士發放。HSBC Private Bank (Suisse) SA 受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)監管，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之《獨立財務研究指令》或任何相關機關的法律編製。

在阿布達比環球市場(ADGM)，本材料由HSBC Bank Middle East Limited ADGM分行(PO BOX 113027, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi) 發放，後者受阿布達比金融服務監督管理局(FSRA)監管，並受杜拜金融服務管理局的主要監管。本文件內容以FSRA定義的專業客戶為對象，只可由符合此準則的人士據此行事。

在杜拜國際金融中心(DIFC)，本材料由HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC分行(P.O. Box 506553 Dubai, UAE) 發放，後者受杜拜金融服務管理局(DFSA)和瑞士金融市場管理局監管。HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC分行只與符合DFSA定義為專業客戶的客戶進行交易，本簡報亦僅以專業客戶為對象。

在南非，本材料經由南非儲備局(SARB) 批准的HSBC Private Bank (Suisse) SA 南非代表處(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。

在巴林和卡塔爾，本材料由HSBC Bank Middle East Limited 的相關分行發放。HSBC Bank Middle East Limited 接受各自在當地的中央銀行(分別為巴林中央銀行和卡塔爾中央銀行) 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. 發放。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閱及批准。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，確保有關招攬及/ 或建議合適。在任何其他情況下，就任何投資或其他擬訂立的交易而言，閣下負責自行評估及信納其符合閣下的最佳利益，且適合閣下。

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、任何外滙限制或外滙管制要求，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18 Boulevard de Kockelscheuer，(郵編L-1821)，受盧森堡金融業管理局(Commission de Surveillance du Secteur Financier)監管。

在美國，滙豐私人銀行業務乃滙豐集團主要私人銀行業務子公司在世界各地進行私人銀行業務的市場推廣名稱。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。

在澳洲一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》) 提供。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 & Burkhard, AG發放。HSBC Trinkaus & Burkhardt, GmbH 受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht監管，辦事處位於Hansaallee 3, 40549 Düsseldorf, Germany。《通用數據保障條例》(GDPR)

自2018年5月25日起在所有歐盟成員國生效。本行最新的私隱政策載於HSBC Germany網站。如果沒有明確註明，在計算表現統計數據時，並無考慮交易成本和(如適用)託管費，但兩者均對表現統計數據造成負面影響。例如，若初始投資金額為1,000歐元，每次進行買賣的交易成本為1.00%，託管費為每年0.50%(實際費用結構請參閱本行的價格及服務收費表)，即五年投資期的表現將扣減45歐元。

在中國內地，本文件由滙豐銀行(中國)有限公司(滙豐中國)向其客戶發放，並只屬參考性質。本文件並沒有合約價值，而且並非亦不應理解為要約、邀請要約或游說認購、買入或賣出任何投資或訂購參與任何服務，滙豐中國並非據此建議或游說進行任何行動。

HSBC Bank Middle East Limited (HBME) 阿聯酋分行受阿聯酋中央銀行監管，至於本次推廣，則主要受杜拜金融服務管理局監管。HBME部分金融服務和活動受阿聯酋的證券及大宗商品管理局監管(牌照號碼：602004)。

印度滙豐

本文件由Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, India (印度滙豐) 發放。印度滙豐乃香港上海滙豐銀行有限公司分行，並為在印度註冊及受監管的個別互惠基金分銷商及第三方實體投資產品的推薦機構。印度滙豐並不會向美利堅合眾國(美國)、加拿大或有關分銷將違反法律或條例的任何其他司法管轄區的公民或居民分銷投資產品。印度滙豐按照SEB(投資組合經理)條例2020(註冊號碼：INP000000795) 向個別私人銀行客戶提供非委託管理投資組合諮詢服務。

「互惠基金投資承受市場風險，請細心閱讀所有投資計劃的相關文件。」

長期策略投資配置/短期戰術投資配置

此乃說明環球多元化投資組合內，不同資產類別的配置策略，相關策略和基礎實施選擇方案並不適用於印度客戶。

閣下的居住地如並非持有戶口的滙豐實體所在地，請瀏覽滙豐環球私人銀行網站 > 免責聲明 > 跨境免責聲明，以了解因應閣下居住地的跨境考慮事項。

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。

版權所有 © HSBC 2023

保留所有版權。

(中英文本如有歧異，概以英文本為準)



環球私人銀行