

驱动新时代的 增长引擎

投资展望

2025年第一季度



撰稿人



环球首席投资总监

Willem Sels
willem.sels@hsbcpb.com



董事-环球市场策略师及执行编辑

Neha Sahni
neha.sahni@hsbcpb.com



资产配置主管

Stanko Milojevic
stanko.milojevic@hsbcpb.com



亚洲区首席投资总监

范卓云
cheuk.wan.fan@hsbcpb.com



北亚首席投资总监

何伟华
patrick.w.w.ho@hsbcpb.com



中国首席投资总监

匡正
desmond.kuang@hsbc.com.cn



东南亚及印度首席投资总监

章耀君
james.cheo@hsbcpb.com



英国首席投资总监

Jonathan Sparks
jonathan.sparks@hsbcpb.com



欧非中东及瑞士首席投资总监

Georgios Leontaris
georgios.leontaris@hsbcpb.com



环球股票业务主管

Kevin Lyne Smith
kevin.lyne-smith@hsbc.com



美洲区首席投资总监

Jose Rasco



环球股票业务董事

Bryan O'Carroll
bryan.ocarroll@hsbcpb.com



环球债券业务主管

Laurent Lacroix
laurent.lacroix@hsbcpb.com



欧洲对冲基金研究主管

Alex Grievson
alex.grievson@hsbc.com



外汇及大宗商品投资产品策略师

Rodolphe Bohn
rodolphe.bohn@hsbcpb.com



环球市场分析师—房地产投资

Guy Sheppard
guy.r.sheppard@hsbc.com



高级产品顾问—私募市场投资

Jorge Huitron
jorge.emilio.huitron@hsbc.com

目录

致客户的信	05
投资组合策略	06
五大投资趋势与精选主题	10
1. 亚洲应对新世界秩序	10
2. 科技颠覆	12
3. 气候行动	14
4. 社会演进	16
5. 把握盈利和降息顺风时机	18
股票	20
债券	22
外汇和大宗商品	24
对冲基金	26
私募市场	28
房地产	30
免责声明	32

汇丰环球私人银行公众号



长按二维码识别 关注公众号



投资展望

2025年第一季投资展望季报：驱动新时代的增长引擎

2024年11月21日出版



投资展望

2025年第一季投资展望季报：探索转型中亚当地市场的韧力

2024年11月21日出版



欢迎辞

致本行客户：

过去数月市场主要受到美国大选的不明朗因素所影响，令投资者无法肯定何去何从，但仍推动股市上升。市场乐见选举结果尘埃落定，现在可提前规划。虽然新政府的政策在国内政策、贸易和财政方面带来变数，但选举结果被视为有利美国风险资产。其他方面的情况也变得明朗。最值得注意的是，美国明显不会陷入衰退：当地国内生产总值数据稳定，就如一艘超级油轮，很难偏离航道。

由于中国政府转向推行大规模财政和货币刺激政策，即使加徵关税的风险使路径变得复杂，这个全球第二大经济体（中国）目前已倾向上行。此外，全球人口最多的国家（印度）受惠强劲的周期和结构增长。同样明显的是，西方国家的主要央行应会继续减息，通胀回落也为消费者提供一些喘息空间。另一方面，企业盈利持续带来惊喜，显示许多企业均通过创新得益不少，而且高息对企业的影响少于许多人预期。

前景清晰有利投资者，因为可以降低风险溢价并支持估值倍数。我们认为这也有助刺激民营板块进行更多投资，应会成为重要的增长引擎。

许多公司都持有现金，并乐意投入使用，其他公司则会把握较低借贷成本的机会来进行投资。并购交易和股份回购活动增加，将提高股东价值和支持股市。

大多数政府的资产负债表都不及企业般稳健，但都认为必须创新和投资，才能在竞争激烈的世界中实现增长。因此，许多国家已制定详尽和目标宏大的工业政策，主要通过财政支持和放宽监管来实现。我们认为这是增长和投资机会的第二个重要引擎。制造业和先进科技往往是这些工业政策的优先事项，因为被视为战略项目，甚至关乎国家安全，因此有望成为投资者的关键机会领域。制造业和先进科技也需要基建投资，尤其是在数码和电力方面。

所有这些增长引擎都为我们的主题趋势提供机遇，包括「科技颠覆」、「气候行动」和「社会演进」。此外，持续的全球经济动力和多个引擎为公开及私募市场创造大量机会。

充分多元化的投资组合在过去两年实现稳健回报，但我们认为仍有空间取得可观回报。因此，我们继续将模型投资组合的现金结馀保持在最低水平。考虑到当前经济增长、创新和

政策支持的相对水平，我们依然认为相比欧洲，美国提供更佳的机会。虽然美国大选结束后，贸易不明朗因素增加，但受惠印度和东盟的当地经济增长强劲，加上中国持续扩大刺激经济政策，我们预期亚洲将在2025年保持强劲增长。我们专注于表现强劲的亚洲国内行业翘楚，对印度、日本和新加坡股市持偏高比重。我们认为，正面的周期航线已经锁定，吸引的结构趋势已经就位。随着形势更加明朗，投资者的信心将再次加强，支持投资资金流和资产回报。迈向2025年，我们采取四大优先投资策略：

1. 政策顺位和创新推动盈利增长
2. 抗衡现金利率回落的多元资产和主动的债券策略
3. 核心配置加入私募市场及对冲基金
4. 探索转型中亚洲本土市场的韧性



环球首席投资总监
Willem Sels

2024年11月21日

投资组合策略

我们认为环球承险环境积极：我们正处于环球增长周期的有利时刻：发达市场央行持续减息，企业成功通过创新和控制成本来提高盈利。此外，工业政策、人工智能应用、并购活动和刺激经济措施等新增长引擎有望为市场增添动力，在2025年带来更多投资机会。因此，我们的环球股票配置维持温和偏高比重，并继续增持另类资产。我们认为股票表现将优于债券，而债券表现则优于现金。将现金闲置很可能会再次拖累表现。

我们的周边世界：周期和结构环境

评估2025年市场展望，首要审视我们目前身处的环境。经济学家对美国经济增长一而再的过于谨慎，高估经济指标的价值（例如：长短息差倒挂或萨姆规则〔Sahm rule〕），同时低估美国消费和科技创新的力量。虽然美国的增长率明显已从巅峰回落，但应会保持接近2%，远离衰退区间。候任总统特朗普提倡减税和放

宽监管，应可进一步刺激消费和投资。

与此同时，中国清楚意识到出口不再是可靠的增长引擎，因为在美国新政府下的贸易关系紧张和关税风险将带来不利因素。中国政府将继续加大货币和财政刺激措施的力度，以提振内需并缓解这些贸易挑战。加推政策刺激措施将为中国经济增长提供支持，并在推行更果断的刺激需求措施时创造上行潜力。此外，印度经济继续强劲增长，日本的通货再膨胀趋势亦延续。因此，即使欧洲前景存在分歧（英国前景强韧对比德国前景疲弱），但环球周期看来稳健。

央行的行动增添有利因素。目前，发达市场通胀接近目标，因此利率可以继续正常化，从当前的限制水平调整至较中性的区间（缩表步伐也可减慢）。反过来说，联储局减息有望为新兴市场央行提供更多喘息空间，能够在当地通胀形势允许的情况下跟随减息。就此而言，如果有任何风险，我们认为将是美国经济数据优于预期（受到减税和放宽监管的进一步推动）或会令市场在经济「软着

陆」和「不着陆」的情况之间摇摆不定：这将会引致利率预期出现波动，因此需要采取短期战术和主动的投资策略。同样值得注视的是移民政策、关税和财政支出的变化对联储局政策的影响，但我们认为联储局至少到2025年中才会停止减息或逆转政策。

当我们尝试分析全球展望时，除了周期力量外，也需要考虑一些结构力量，这就是我们的主要投资趋势所在，希望大多数读者都熟悉这些趋势。我们将在接下来的章节讨论「科技颠覆」、「气候行动」和「社会演进」的趋势，我们的精选主题将说明实际的投资影响。

在2025年，另外两股力量将成为关键。第一，复杂的地缘政治，从直接冲突到以往的全球化和多边模式面临的挑战。各国越来越关注国家安全——无论是保护其制造基地、能源安全或实体安全。第二，政府债务攀升，与民营板块的稳健财政状况形成对比，并产生深远的影响。如果政府不希望引起债券「自卫队」的注意，便只能专注于有限的优先策略，另一方面家庭和企业则拥有更大的支出和

现金：偏低比重

债券：温和偏低比重

对大部分环球债券市场持中性观点
对日本国债持偏低比重

股票：温和偏高比重

偏高比重：美国、英国、日本、印度和新加坡
偏低比重：欧洲（英国以外）、欧非中东新兴市场和拉丁美洲

另类投资：偏高比重

偏高比重：对冲基金和黄金
核心配置：私募市场和基建

多个引擎推动增长并创造广泛机会

我们的全球展望	增长引擎	投资启示
<ul style="list-style-type: none"> 环球衰退风险偏低 发达市场减息及通胀温和 美国大选后前景更明朗：共和党全面执政 国家安全更受重视 企业和家庭财务状况稳健，对比政府债务偏高 科技颠覆趋势 气候行动趋势 社会演进趋势 	<ul style="list-style-type: none"> 工业政策支持制造业 财政支出优先考虑关键投资 人工智能有助加快创新 并购和回购活动提振股东价值 实际收益增长刺激消费 中国刺激经济措施重启国内增长 关税威胁加快亚洲区内的贸易和投资 	<ul style="list-style-type: none"> 闲置现金应会拖累表现 股票有望表现优于债券 债市由数据主导，需要采取主动投资策略 对周期股和防护股采取均衡策略，偏好以合理价格增长 聚焦亚洲国内行业翘楚，以抵御贸易不明朗因素 对冲基金、私募市场和基建领域机会丰富

投资空间，我们认为家庭和企业确实将会消费和投资。

重启增长引擎

如上页所示，我们的全球展望有助了解不同经济参与者在2025年很可能采取的行动。

美国大选刚落幕，市场非常关注政府政策，包括内政和贸易相关的工业政策，以及财政优先事项。随着特朗普当选下任美国总统并控制国会，美国的优先政策很可能包括贸易保护主义、迁回在岸市场、科技领导地位、放宽监管和能源自给自足。全球制造业活动的竞争非常激烈，实行有力工业政策的国家可为制造业活动提供最强的支持，当中包括美国、日本、中国，以及正在崛起成为新制造业枢纽的印度。相比之下，欧洲缺乏

多元化投资组合策略在2024年表现优于现金，我们认为这个情况将在2025年延续

表现以100为基础



资料来源：长期策略资产配置 = 中度风险长期策略资产配置的表现，以美元计。彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

协调一致的工业政策，而且监管处处，难以释出必要的资金，这将成为欧洲制造业的障碍。

正如美国《降通胀法案》和英国最近的财政预算案所示，为了支持制造业和推动迁回在岸市场的趋势，基建投资已成为的策略重点。考虑到以数据主导的世界需要大量能源，加上能源自给自足被视为在国家安全中不可或缺，因此电力是许多国家的优先要务。随着越来越多政府借款投资，我们认为这将成为未来数年的新增长引擎。

企业欢迎减税和其他支持创新的激励措施。我们认为人工智能将继续在几乎每家公司引发一波小规模渐进创新浪潮，以及在不同板块出现的少量大型创新。人工智能不仅与晶

片有关，也关乎促进趋势的企业和应用。此外，企业将利用其现金结余和以较低利率借款的能力，通过增加股份回购和并购活动来创造股东价值。所有这些行动都有可能进一步提高每股盈利，并为股市带来支持。

此外，同样重要的是，消费有望稳步增长，因为通胀降温会推高消费者的实际收入。物价在一段时期靠稳，应会改善消费信心；另一方面，房贷利率下降、房价上涨和股市上升也应会提供支持。收入较低的消费将继续精挑细选，并对价格保持敏感，但许多家庭应会增加消费，包括退休人口，这个组别带来值得重视的「银发经济」。

投资启示

鉴于周期起点稳健，加上受惠不少有望刺激和扩大盈利增长的增长引擎，股市可望表现良好。现金闲置应会再次拖累表现，尤其是在利率应会持续下降的情况下。我们认为债券表现将在现金与股票之间：仍可锁定具吸引力的收益率，但鉴于市场已反映联储局在2025年底前减息至3.75%的预期，价格升幅可能较为温和。

这并不代表投资者不会面临挑战或不明朗因素。事实上，我们认为投资者面临三个已知的挑战，但相信我们可以将这些挑战转化成机会。地缘政治仍然复杂，但我们相信我们了解各国政府将为适应世界新秩序所采取的工业和财政政策。因此，我们看好美国和亚洲的工业，欧洲则不然，同时我们认为环球资讯科技领域将不断增长。在亚洲，我们青睐强韧的国内领先企业，预期这些企业的表现将优于出口商，并发挥避险作用，以抵御

特朗普总统任内的贸易不明朗因素和关税风险。中国方面，我们偏好优质行业翘楚，预料这些企业将受惠政府加推刺激政策，重启国内增长和支持高端制造业板块。放眼全球，各地政府欢迎私人投资者参与基建，因为基建需求庞大，但政府资金有限。

投资者面临的第二个挑战是市场对数据的依赖，鉴于美国经济正在「软着陆」与「不着陆」之间争持，市场可能继续依赖数据，这意味短期战术、主动或对冲基金策略可提供助益。我们也对黄金持偏高比重，作为分散投资和对冲极端风险的工具，因

为多极世界推动一些投资者寻找替代美元的投资。然而，我们认为美元不会被取代。事实上，我们对美元持看好观点，并将其视为管理波幅的一种方法：借鉴历史经验，当经济增长强劲或疲软，美元往往也表现良好（「美元微笑」现象）。

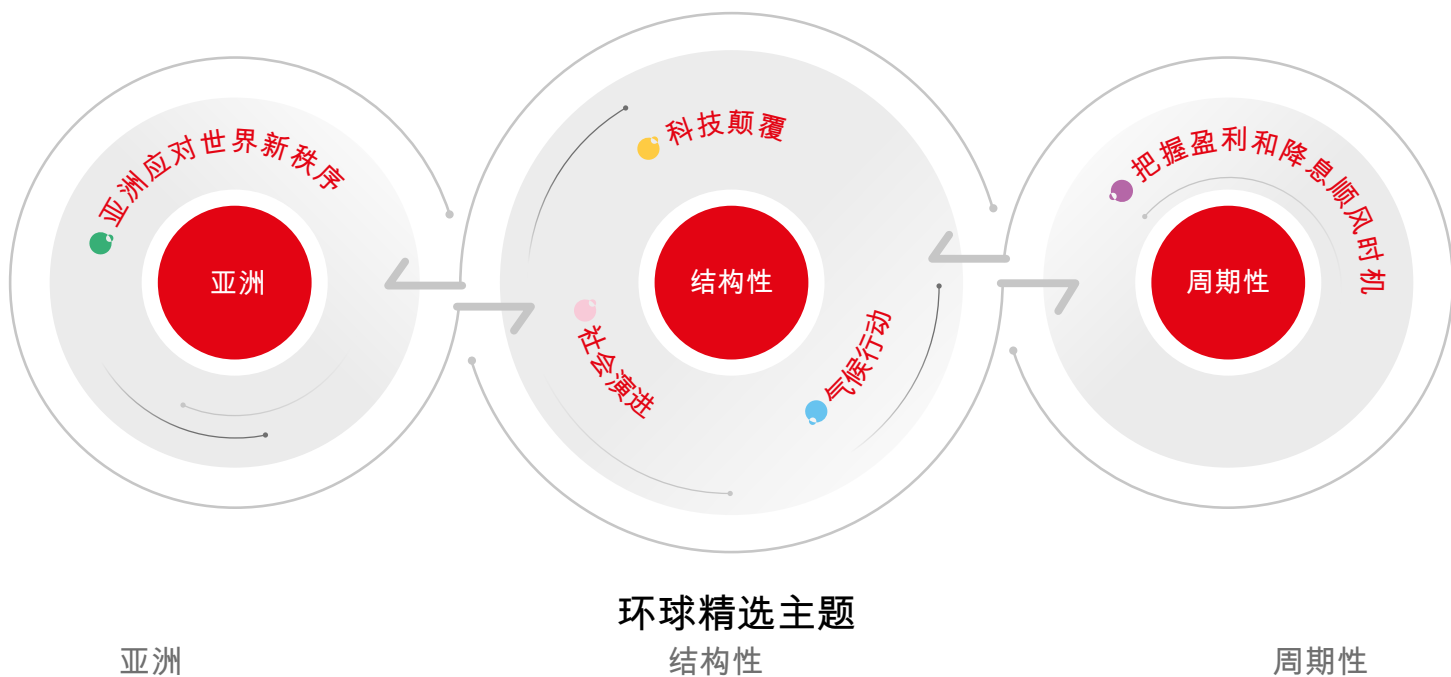
最后，我们意识到估值并不便宜，债券领域确实如此，高收益债券利差狭窄，但投资级别债券的利差仍然合理。股票方面，美股估值远高于平均，因此股票的上升空间将主要取决于每股盈利增长。有见及此，我们通过精选主题发掘能够创新，并拥有

有利条件，以把握结构趋势的公司。鉴于增长股有望表现出色，我们也采取以合理价格增长的策略，但投资者不希望支付过高价格。随着公开市场估值上升，私募股市场应会出现更多退场活动，使有限合夥人得到更多分派，有更多可动用资金投入使用。此外，我们继续物色机遇，通过亚洲和英国一些估值吸引的精选增长领先企业，来补足我们对美股持偏高比重的配置。

2025 年主要投资趋势和精选主题

我们的主要投资趋势确立已久，由三大结构趋势组成，辅以数个聚焦亚洲机会的主题，以及一些较短期的

机会，藉由相关主题受惠盈利潜力和央行减息趋势。后文将详细探讨我们的精选主题。



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

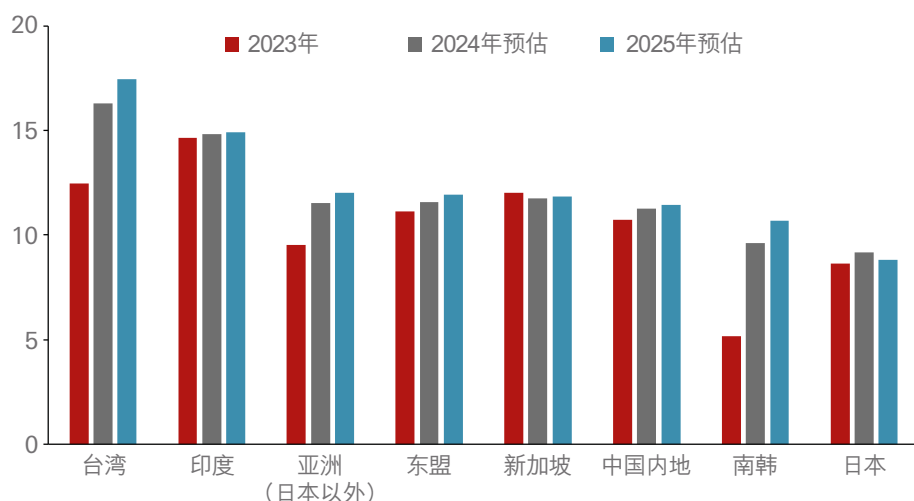
2025年第一季四大优先投资策略

1. 政策顺位和创新推动盈利增长	
<p>为什么？随着股市估值上升，加上全球经济温和增长，我们需要物色盈利增长潜力高于平均的公司。我们认为工业和财政政策，以及人工智能创新是盈利增长的强力引擎。</p>	<p>做什么？美国和亚洲的工业有望受惠强大的工业政策。人工智能主导的创新应可推动环球科技板块，以及「自动化与人工智能」和「新世代医药」等主题。由此产生的数据主导经济需要更多电力，支持我们的「能源转型」主题。所有上述发展都需要更多基建，这为投资者提供庞大机会。为了在增长潜力与合理估值之间取得平衡，我们倾向在美国和亚洲采取以合理价格增长策略。</p>
2. 抗衡现金利率回落的多元资产和主动的债券策略	
<p>为什么？随着大部分主要央行继续减息，我们认为现金表现将逊于债券、股票和另类资产，因为利率下降有助支持各种资产的估值。此外，考虑到股票受众多增长引擎推动，加上股债相关度较低及不同股票之间的巨大差异，多元资产策略可受惠强劲的机遇组合。为了应对利率波动加剧，主动型债券策略可在短期战术上适应不断变化的市场状况，以在各个市场和板块产生不同的超额回报来源。</p>	<p>做什么？我们采取环球策略，因为我们希望限制投资者的本地投资倾向，把握美国、英国、日本和亚洲其他地区的各种机遇。使用调整和/或积极挑选股债的主动策略，可在特朗普2.0之下，受惠很可能继续出现的新闻相关波动。</p>
3. 核心配置加入私募市场及对冲基金	
<p>为什么？在收益逾1亿美元的美国公司当中，有超过85%是没有在证券交易所上市的私营公司。鉴于公司保持私有化的时间较长，因此投资者需要参与私募市场，才能把握具吸引力的猛增机会。私募信贷市场往往在整个周期产生相对稳定和可观的回报，尤其是与公开信贷市场相比。对冲基金提供具吸引力的机会，因为波幅和差距应会维持在较高水平。</p>	<p>做什么？我们建立对私募股本和私募信贷的配置，以增加在公开市场无法提供的机会，同时提高超额回报和分散投资。我们广泛投资于经理选择得宜的对冲基金，并偏好全权委托宏观、系统股票市场中性、亚洲好淡仓股票、多元策略和多元投资组合经理策略。</p>
4. 探索转型中亚洲本土市场的韧力	
<p>为什么？尽管面对贸易不明朗因素，但印度和东盟当地的经济增长强劲，加上中国持续扩大刺激经济政策，预期2025年亚洲（日本以外）国内生产总值将增长4.4%。在货币和财政刺激措施的支持下，亚洲具韧力的国内领先企业应会表现优于出口商。关税威胁也有助亚洲区内贸易和投资增添动力，为具有全球竞争力的高端制造业翘楚提供增长机遇。此外，联储局下调利率为亚洲央行提供更大减息空间，有利区内优质债券。</p>	<p>做什么？我们最新推出的「亚洲国内行业翘楚」主题聚焦国内行业翘楚，在当地增长影响因素强劲的支持下，这些企业具备有利条件抵御关税风险。在我们持偏高比重的日本、印度和新加坡市场，我们找到国内增长领先企业提供的可观超额回报机会，较专注内需消费的「印度与东盟崛起」主题也把握这些机遇。我们识别中国刺激政策的受惠者，包括受提振国内消费政策支持所推动的科网和消费龙头。我们的新主题「提升亚洲股东回报」投资于通过派付高息和增加股份回购来改善股权收益率的优质公司。为把握最优质的亚洲债券机遇，我们继续聚焦亚洲美元投资级别企业债券、印度和印尼本币债券，以及印尼准国债和美元投资级别企业债券。</p>

亚洲应对新世界秩序

为了应对美国大选后增加的贸易不明朗因素，我们专注在亚洲股债市场发掘当地具韧性和分散投资的机会。我们的主题策略从国内增长持久、股东回报改善，以及印度和东盟结构性上行的趋势识别赢家。

2023年至2025年亚洲市场的股权收益率普遍稳步改善

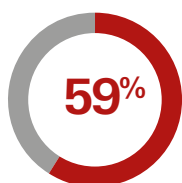


资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

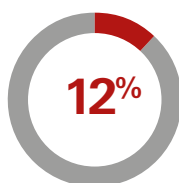
四大精选主题	
1. 亚洲国内行业翘楚	我们青睐依赖内需和受美国市场影响有限的亚洲优质公司。在中国内地、香港和日本市场，我们从拥有强大竞争地位，且盈利潜力高于板块平均的国内领先企业寻找具吸引力的创造超额回报机遇。在中国内地，我们看好优质科网股、精选国内旅游公司和消费翘楚。
2. 提升亚洲股东回报	这个主题投资于通过派付高息或增加股份回购来提升股权收益率的优质公司，以寻求强韧和具防护力的股票回报。市场普遍预测亚洲（日本以外）股权收益率将从今年的11.5%升至2025年的12%。
3. 印度与东盟崛起	我们在印度和东盟找到前景亮丽，由国内因素带动的机遇，受惠人口结构年轻、中产阶级消费者崛起和科技热潮等长期有利因素。我们较专注于国内消费赢家，以缓减关税风险。
4. 优质亚洲债券	联储局持续下调利率，将于未来数月为亚洲央行提供减息的空间。我们偏好亚洲美元投资级别债券、亚洲金融债券、印度和印尼本币债券、印尼美元投资级别准国债、个别澳门博彩债券，以及中国电讯、科技与媒体债券。



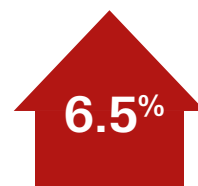
预测2025年亚洲（日本以外）国内生产总值增长4.4%，远高于全球平均



59%中国消费者预期经济将在未来两至三个月内复苏



亚洲（日本以外）股权收益率呈稳定升势，从2023年的9.5%升至2025年的12%



在2023年至2026年，印度和东盟经济体应可实现平均6.5%的人均国内生产总值增长

资料来源：麦肯锡ConsumerWise调查、彭博资讯、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

为应对在美国大选后迅速变化的地缘政治环境，亚洲应可在多个增长引擎的支持下，于2025年保持强韧的经济表现。我们认为印度和东盟的国内增长影响因素强劲，加上中国不断扩大刺激经济政策，将推动亚洲（日本以外）国内生产总值在2025年实现4.4%的持久增长，远高于2.6%的全球平均。特朗普政府下的贸易不明朗因素持续不散，或会令中国在2025年加推刺激需求的措施，以缓解外围挑战。印度和东盟持续受惠人口年轻、中产阶级消费者崛起、国内外私人投资资金流强劲，以及科技热潮等有利的结构因素。

我们新推出「亚洲国内行业翘楚」主题，聚焦依赖内需和受美国市场影响有限的亚洲行业龙头。在未来数月，区内贸易和跨境投资比重较高的亚洲公司拥有较有利的条件，以缓减美国关税风险。在中国内地、香港和日本市场，我们从拥有强大竞争地位，且盈利潜力高于板块平均的国内领先企业寻找具吸引力的创造超额回报机遇，以抵御贸易的不利因素。

在中国，我们青睐拥有强大全国品牌业务、财务状况稳健和具备竞争优势的国内领先企业，这些企业势将受惠政策刺激措施。我们看好优质科网股、精选国内旅游公司和消费翘楚。根据麦肯锡最新的ConsumerWise调查显示，59%中国消费者预期经济将在未来两至三个月内复苏（对比美国和英国比例分别只有41%和30%）。在日本，通货再膨胀趋势持续，加上工薪大幅上涨，有利国内消费企业。这些强韧的亚洲国内行业翘楚应可作为抵御关税风险的相对避险投资，预料其表现将优于专注美国市场的出口商。

为不明朗的外围环境作好部署，我们的新主题「提升亚洲股东回报」投资于通过派付高息或增加股份回购来提升股权收益率的优质公司，以寻求强韧和具防护力的股票回报。市场普遍预测亚洲（日本以外）股权收益率将从今年的11.5%升至2025年的

12%，以台湾的17.5%为首，随后是印度15%，东盟12%和中国内地11.5%。

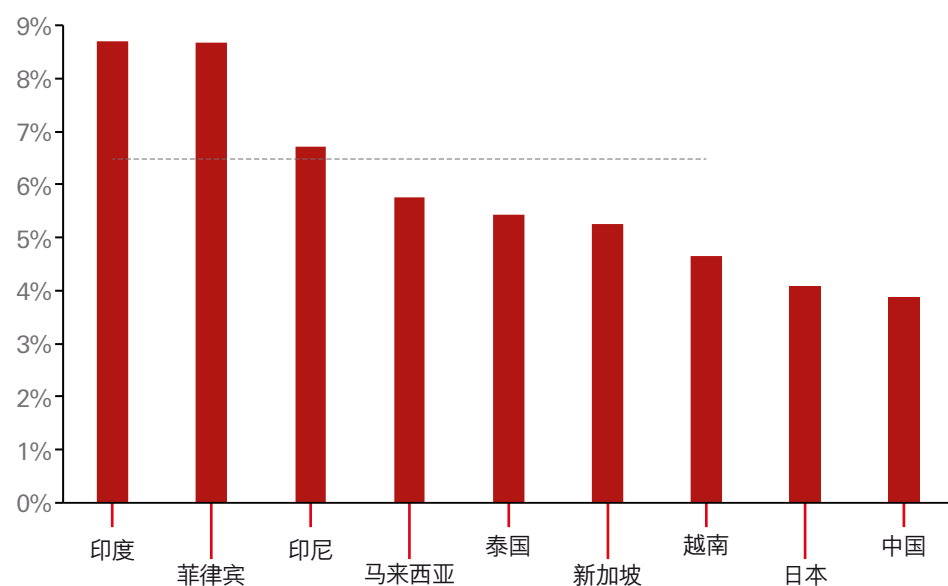
由于日本、中国和南韩的企业管治改革取得正面进展，预测盈利增长稳健将推动2025年亚洲（日本以外）的股息增长超过7%，日本则增长9%。与全球1.8%股息率比较，新加坡和印尼的4.2%，以及香港和马来西亚的3.9%明显吸引。我们青睐派付高息的优质中国内地国有企业，以及香港保险、电讯和地产股。亚洲的股份回购活动正以创纪录的速度增长，尤其是日本、中国内地和香港市场。值得注意的是，中国人民银行于10月中为商业银行推出特别再贷款便利措施，以促进上市公司和主要股东回购股份。中国A股回购规模在2024年创历史新高，是2023年总额的两倍以上。

我们的主题「印度与东盟崛起」将焦点转向国内消费，以增强抵御关税挑战的韧力。印度股市近日回落，为增加投资提供吸引的良机，因为这个市场仍受到2025年预估盈利增长17%、股权收益率偏高，以及国内投资者强劲资金流入的良好支持。因此，我们青睐印度大型股多于中小型

股，原因是大型股的估值相对吸引，而且盈利状况较佳。东盟方面，我们偏好新加坡股票。新加坡相对美国的贸易逆差温和，与区内其他市场相比，当地在关税风险下具有防护力，尤其是得到可观股息率的支持。我们认为印度和东南亚的金融、消费、房地产、基建和通讯服务股蕴藏机遇。

联储局持续下调利率将为亚洲央行创造更大的减息空间，有利区内的优质债券，支持我们的「优质亚洲债券」主题。为把握最佳的亚洲债券机遇，我们继续专注亚洲美元投资级别债券、亚洲金融债券、印度和印尼本币债券、印尼美元投资级别优质准国债、个别澳门博彩债券，以及中国电讯、科技与媒体债券。

在2023年至2026年，印度和东盟经济体应可实现平均6.4%的人均国内生产总值增长

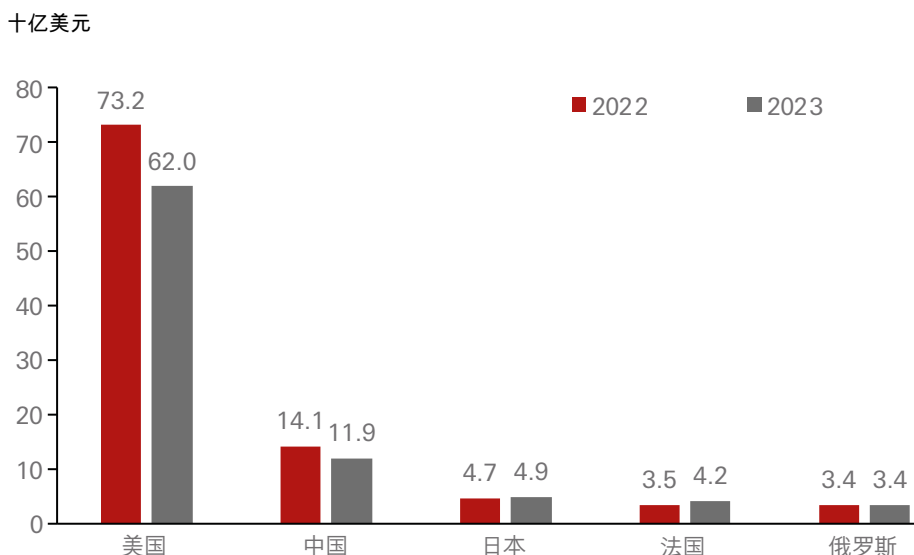


资料来源：环亚经济数据、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

科技颠覆

创新和领先科技正在推动生产力增长，重塑安全行业，解决迫切的医疗需求，促成全新业务领域的诞生。

政府太空计划的支出（10亿美元）

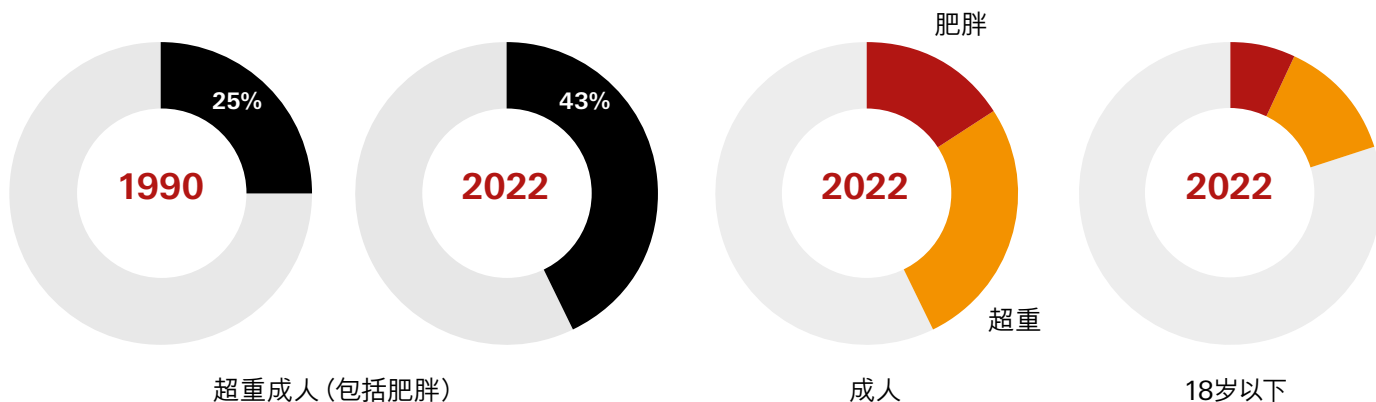


资料来源：Visible Alpha、汇丰环球私人银行（2024年11月20日）。

四大精选主题

1. 航天与安全	卫星、太空船、火箭和其他航天科技长足发展。与此同时，人们也越来越重视知识产权、软件、实体和数码基建等领域的安全问题。
2. 数码基建	数码基建产能出现由强劲需求带动的增长，云端、数据中心、网络供应商、半导体供应商和设备生产商可望受惠。
3. 自动化与人工智能	企业争相将人工智能功能嵌入产品和服务，以扩展其业务能力并提高效能。增强视觉和声音识别系统已应用于多种产品。
4. 新世代医药	高度针对式的新疗法，包括 mRNA疫苗、基因疗法和CAR-T疗法，与最新的诊断和扫描技术结合，可提升医疗成效并往往降低成本。

新世代医药解决沉重的全球问题



资料来源：世界卫生组织，2022年；汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

采用和适应，或是风险下降

创新浪潮正在重塑商业模式，引领行业迅速采用和适应全新的商业面貌。

航天与安全

航天复兴正在起飞，各种不同因素推动卫星、航天器、火箭等航天科技持续进步。鉴于近日的科技进步和随之而来更强大的能力，火箭和无人机备受关注。面对较少的竞争对手，商用飞机领域的创新较少。相比之下，随着技术和成本变得更易掌握，太空市场出现一些进取的新贵。

新科技创造机遇，自然也附带风险。数码化和互联互通兴起带来新的风险，尤其是与安全相关的风险。知识产权、软件、实体和数码基建等领域持续面对商业和国家间谍活动的威胁，犯罪分子不仅获取资讯，还意图进行控制和产生影响。最近的针对性攻击对象包括政府选举、能源基建、医院和研究机构。

在此投资主题下，我们聚焦于为这些机构提供相关基本设备和服务的公司。

数码基建

这个投资主题着重于推动数码革命的网路、数码中心、平台和科技，其重要性不言而喻。虽然新科技是革命进程的中心，但如果缺乏强大的数码基建，新科技根本无法充分发挥其转型潜力。不论是支援6G人工智能的流动装置、自动化机器还是遥距医疗机械人，都需要环球规模的数码高速公路、数据处理和记忆体容量，才能发挥成效。

举例说，在中国或美国制造的电动车可销往全球任何地方，这些车辆通常需要与数码基建连接，消费者才可全面享用座驾的所有服务和功能。

自动化与人工智能

过去两年，大型语言模型和其

他人工智能模型激增，在能力方面取得巨大的进展。随着人工智能软件整合到产品和服务，以提供全新和更强大的功能，人工智能趋势已稳处于扩散阶段。在商业上，智能自动化可提高潜在生产力，为员工提供更安全的操作环境，并可不间断提供保持一致高水平的服务。正如电子商贸革命一般，那些在早期充分发挥人工智能潜力，并在营运、产品和服务有效使用人工智能的公司，将有望感受到最大的益处和竞争优势。我们的投资主题着重把握这些发展，以及稳占优势，可在最大程度上受惠的公司。

举例说，人工智能可用于改善自动化电话应答服务；智能表现更强的流动电话和搜寻引擎；扩大连网医疗保健设备的使用；回收中心将废弃物分类；以及改变车辆驾驶员的行为。

新世代医药

大部分发达国家的医疗成本螺旋式上升，成为一个值得令人忧虑的主要因素，因为政府和纳税人均面对沉重的负担压力。

美国是全球最大的医疗保健市场，当地的医疗成本增长一年比一年加快，预料医疗计划成本将在2025年平均按年增加7.5%至8%（资料来源：普华永道），远高于通胀和薪酬

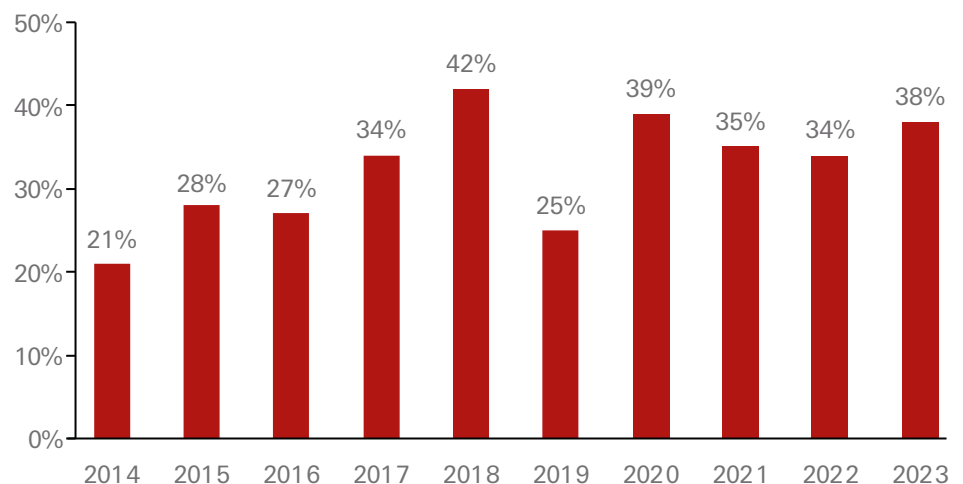
涨幅。

这场成本危机不断升级，需要彻底的解决方案，而新世代疗法或可提供一些帮助。

例如，自1990年以来，成人肥胖个案增加了一倍，估计有8.9亿人（即每八名人士之中就有一人）属于肥胖，16亿人属于超重（资料来源：世界卫生组织，2022年）。胰高血糖素样肽-1 (GLP-1) 药物是为首项为肥胖患者提供治疗的主流产品。虽然这些疗法往往甚为昂贵，但药物成本需要与治疗肥胖人士较容易罹患的多种疾病费用进行比较，其中包括糖尿病、心血管疾病、高血压，以及终生的住院和门诊护理。

同样，在改变生活和降低整体长期医疗成本方面，mRNA疫苗、基因疗法和CAR-T疗法也有很大的发展空间。

个人化药物占美国食品药品监督管理局（FDA）批准的新分子实体百分比

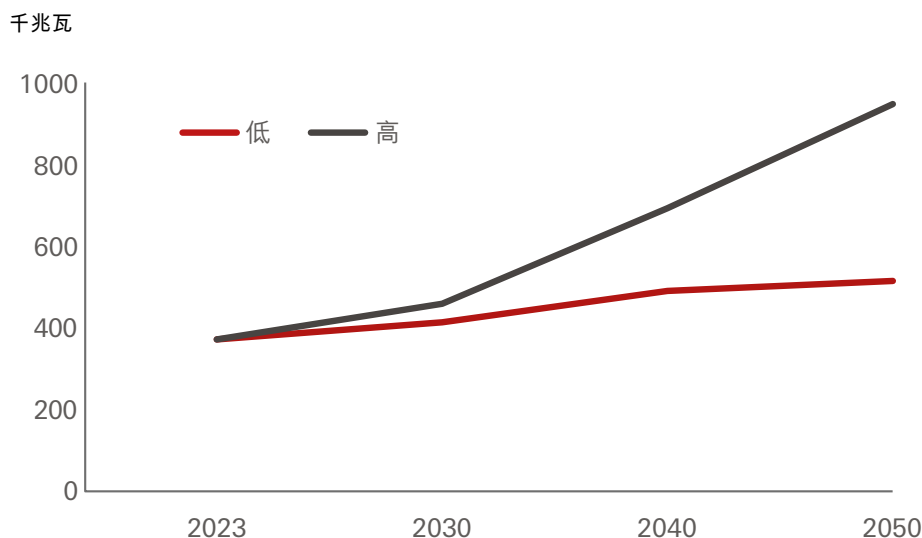


资料来源：Statista、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。



市场对可持续或零碳产品和服务的需求动态继续提供投资机遇。对能源需求殷切的人工智能公司近期公布的核能协议，显示可持续发展是企业支出的主要推动力。

估计至2050年的全球核电产能增长



资料来源：国际原子能机构、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

两大精选主题

<p>1. 能源转型</p>	<p>环球经济体转向低碳能源生产的意愿明显增加，同时希望提高国内能源生产的独立程度。这些因素正推动能源组合出现重大变化，同时令电网基建大幅改变，继而推动全球能源转型。</p>
<p>2. 生物多样性及循环经济</p>	<p>国际机构近期制订合适的定量框架和计算工具，以衡量个别公司对自然资本及生物多样性的影响和风险。这提供一个新视角，可让投资者识别风险和物色机遇。</p>

16%

美国目前有16%电力需求与人工智能有关

67%

到2050年，可再生能源和核能将占全球发电量的54%至67%

-73%

野生动物数量自1970年以来下跌73%

50%

全球国内生产总值的50%与自然资本有关

资料来源：福布斯、世界经济论坛、国际能源署、地球生命力指数、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

从市场需要和寻求解决方案的意愿可见，可持续发展的投资理据相对清晰。

最近的自然灾害、反常的天气状况，以及越来越多未经处理的废弃物排放到水务系统和海洋的问题，已提醒我们现时比以往任何时间都更加需要使用可持续产品；但同样地，我们认为市场也越来越「希望」采用可持续解决方案。随着今年人工智能冒起，也为能源带来强大需求，令耗用相关能源的公司寻求零排放的供电方案，其中核能尤其受到关注。在最近数月，核能成为新闻焦点，因为主要的人工智能和云端巨擘宣布与核能供应商建立合作伙伴关系，作为业务策略的一部分，从而获得零碳能源，满足人工智能的能源需求。这种能源来自不可持续的资源，但基于客户需求，企业正寻找长期可持续解决方案来迎合需要。

能源转型

全球的低碳能源转型投资不断增加，在2023年高达1.8万亿美元，但仍需要更多投资。重启核能是成就可持续未来的一个选项，为一些主要能源消耗者铺路，以扩大对这个领域的投资，增加能源组合。

鉴于市场意识提高和政策推动，可再生能源在过去数十年的采用率大幅上升，但根据彭博新能源财经的数据，如果现时取消政策支持，可再生能源将在2030年之前占发电量的50%。加快普及也对科技发展产生复合效应，这从整个领域可见一斑，因此在对未来作出预测时，应考虑这个因素。实现可持续未来面临重重障碍，但随着科技发展，难关将会逐渐减少。

举例说，根据彭博新能源财经的数据，在2010年至2023年间，锂离子电池（用于手机、手提电脑、电动车和电网储能）的每千瓦时成本下跌90%，而且价格自2017年以来已减半。

小型模块核反应堆是另一项正在开发的科技，可大幅推动可持续发展进程。这项科技的设计符合成本效益、便于携带、易于管理，并可更快启动，为能源需求殷切、希望实现零碳排放和急需全面建设核电站的行业提供一个吸引的解决方案。另外，有些备受推崇的设计更以氢能作为整个制程的副产品。

能源网将需要适应以更可持续方式发电的未来，届时能源来源更加分散，并需要联网连接。

生物多样性及循环经济

晨星 (Morningstar) 最近的一份报告显示，流入生物多样性基金的资金在过去四年增长超过五倍，但这个板块仍处于早期阶段。相比之下，气候基金市场的全球规模约为5,300亿美元。

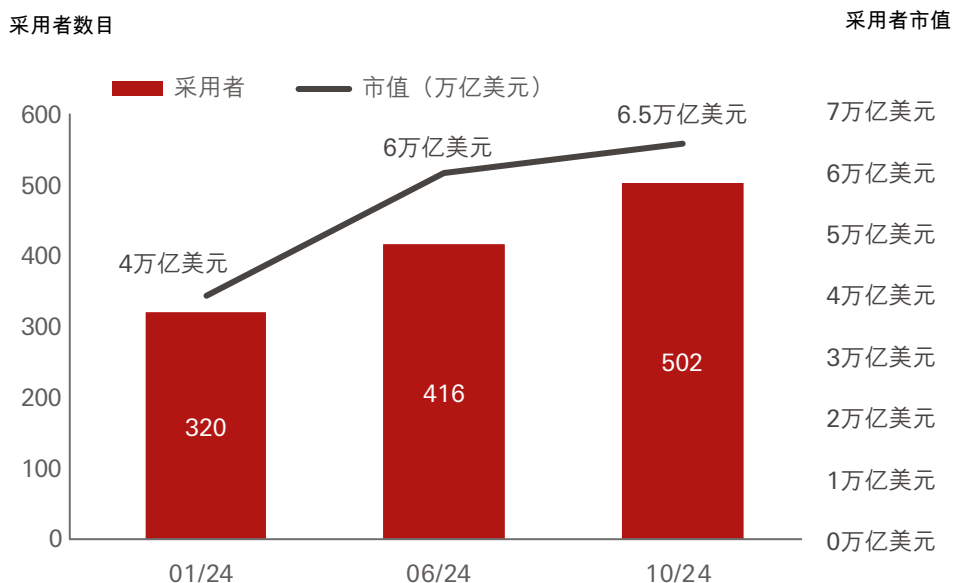
值得注意的是，这份报告重点分析了三类基金，其中一类是投资于专注降低生物多样性丧失风险的公司，另一类基金物色为生物多样性丧失提供解决方案的公司，最后一类基金则结合两者。在2024年，以解决方案为重点的基金录得最可观增长。

地球生命力指数近期也刊发最新报告，估计野生动物数量自1970年以来平均下跌73%，情况令人担忧。这往往源于其栖息地受到破坏，线性经济产生的废弃物成为罪魁祸首，因此未来需要实现循环经济。

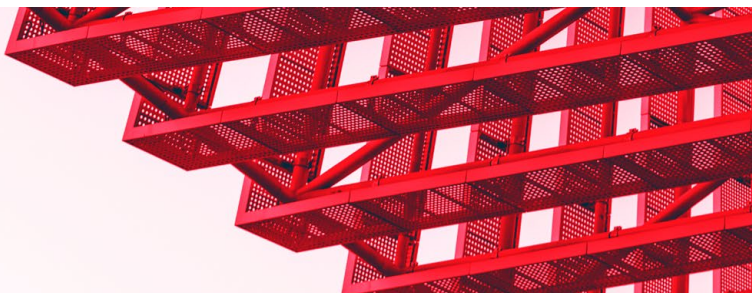
世界经济论坛估计，全球国内生产总值的50%与自然资本有关，但大自然一直是免费取用，而且使用情况没有受到管理，因而衍生过度捕捞或河流污染等问题，损害大自然为未来世代提供的价值。

自然相关财务披露工作小组 (TNFD) 制订了一套披露建议，让企业可评估和汇报与大自然相关的依存关系、影响、风险和机遇，并就此采取行动。采用有关披露建议的公司数目正迅速增加，公司在生物多样性方面的风险披露为投资者提供机遇。

全球采用TNFD披露建议的公司增长



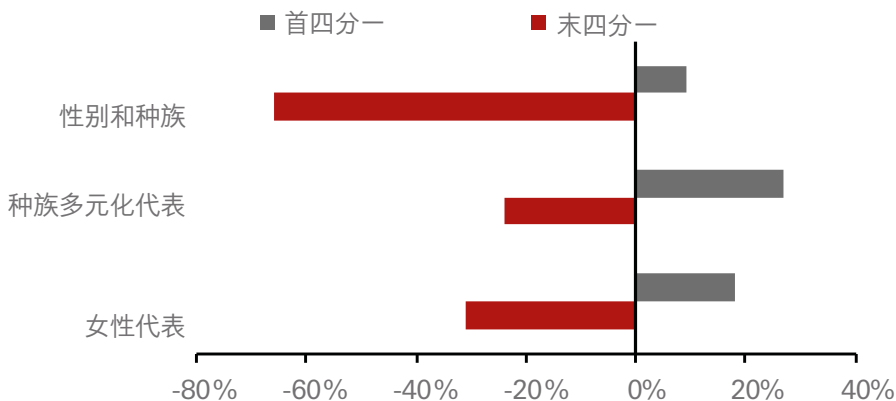
资料来源：自然相关财务披露工作小组、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。



社会演进

人口结构变化、科技创新和人们生活方式转变推动我们的社会发展。我们的主题反映本行认为具韧力和强大投资潜力的两个范畴。

基于多元化表现可能产生的财务表现



资料来源：麦肯锡、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

两大精选主题

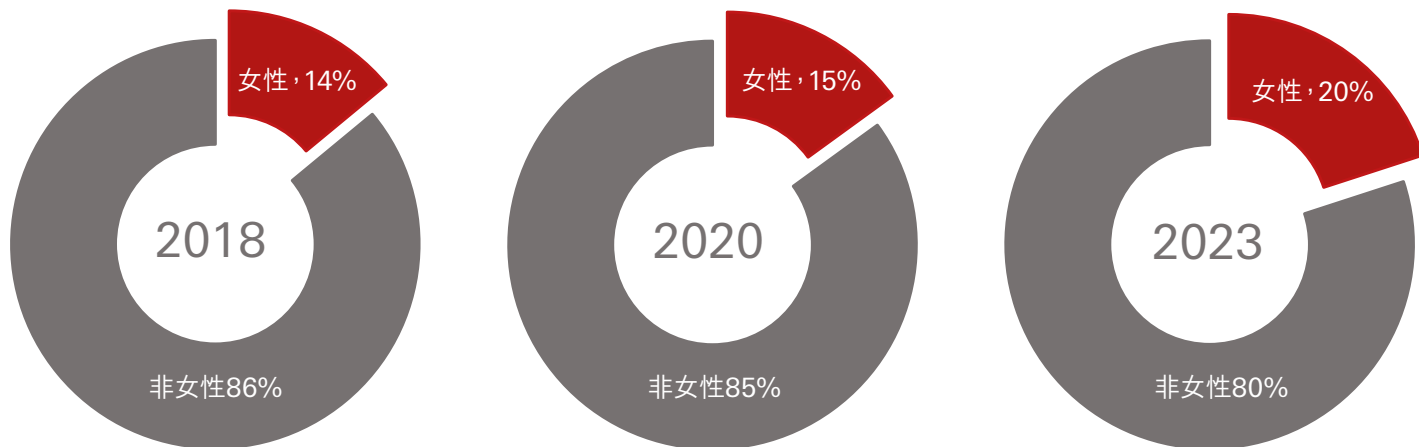
1. 社会赋权与健康

我们的主题聚焦性别平等、多元、女性参与劳动市场，以及获得优质教育和医疗服务的途径。这不仅是因为投资者和消费者关注这些主题，也基于研究显示，较多元化的机构组织往往表现更佳。

2. 银发经济与人口

这个主题聚焦于可望因全球人口老化而受惠的投资机遇。市场对医疗和个人护理、辅助生活、出行、保安，以及旅游等休闲产品和服务的需求正不断上升，这个趋势将在未来数十年持续。

在23个国家的高管团队中平均女性代表比例



资料来源：麦肯锡、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

社会正出现多方面的变化。随着出生率下降，大多数社会的年龄层多年来不断改变。与此同时，人类的寿命也延长。虽然这个变化并非一朝一夕，但对社会和经济的影响深远。整体而言，长者是社会上最富有的人，但他们的储蓄和消费模式截然不同。

在工作、本地通勤和国际旅游的基本层面上，社会也持续演变。科技和新冠疫情使大部分办公室工作转为以遥距或半遥距方式进行。社会也推动工作场所更多元化，并提高所有种族的代表比例。虽然进展缓慢，但有证据和研究显示，较多元化的机构组织更有能力应对商业挑战。

「社会演进」趋势下的精选主题将随时间改变，但我们在此提出两个主题，其中包括一个新主题，即聚焦于人口老化为投资者带来的机遇。

社会赋权与健康

对社会来说，增强机构组织的多元共融程度是一个重要的趋势，但我们认为寻求投资组合韧性的投资者也应考虑这个因素。如果大公司改变员工结构，使性别代表和种族代表比例更加平衡，将可开拓机遇，研究也显示这可能与公司的盈利能力息息相关。

莱斯特和格拉斯哥大学的研究显示，女性高管比例超过30%的公司往往表现更佳。

同样地，根据麦肯锡的计算，就高管团队性别多元化程度最高的首四分之一公司而言，其盈利能力很可能较第四个四分之一公司高出18%（见上页图表）。种族多元化程度最高的首四分之一公司较末四分之一公司表现最佳的机率高出27%。高管的性别和种族代表比例排名末四分之一公司较首四分之一公司表现最佳的机率低66%。

另外，研究显示如果工作场所拥有性别和种族更多元化的高级管理层和行政团队，更有可能形成更多元化的员工团队，从而带来更稳健的决策

过程和财务成果，这并不令人意外。

这是未来的主要投资趋势，我们的主题旨在反映个中的最佳机遇。

我们的「银发经济与人口」主题旨在把握富裕长者人口所带来的最佳机遇，他们的储蓄和消费习惯与年轻上班族截然不同。

这个领域的机遇很可能蕴藏于不同地方。较健康和较有能力的退休人士拥有高购买力，热衷于旅游的新退休生活方式，正在推动银发经济。

我们联想到的典型行业包括制药、医疗保健、辅助生活和出行设备，还应一并考虑酒店、游轮、航空公司、消费品和专业金融。

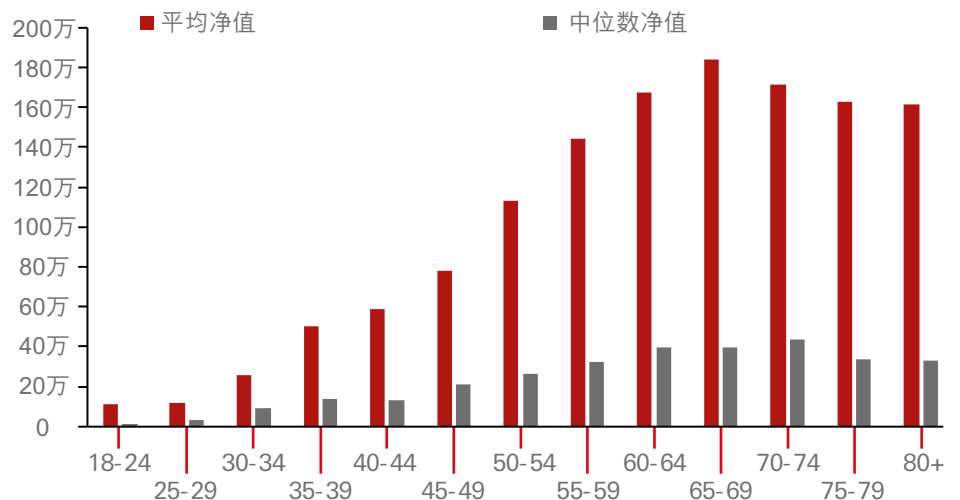
此外，60岁以上的长者拥有社会上最高平均净值，他们付出一生时间累积财富，通常把财富投资于住宅权益，其后通过缩小家居规模来释放资金。退休人士有更多时间消费，通常是在体验、旅游、休闲和款待方面。

科技也发挥重要作用，日本等高龄社会现已使用机械人和科技，为年长的消费者提供服务。此外，在服务高龄人口方面，人工智能应可开创新

机遇。

这是一个全球趋势，将会持续非常长的时间。社会仍在调整，以满足相关需求。由于受惠者遍布各个板块和地区，因此投资者需要采取「由下而上」的选股策略。

美国财富平均和中位数水平（按年龄组别划分）

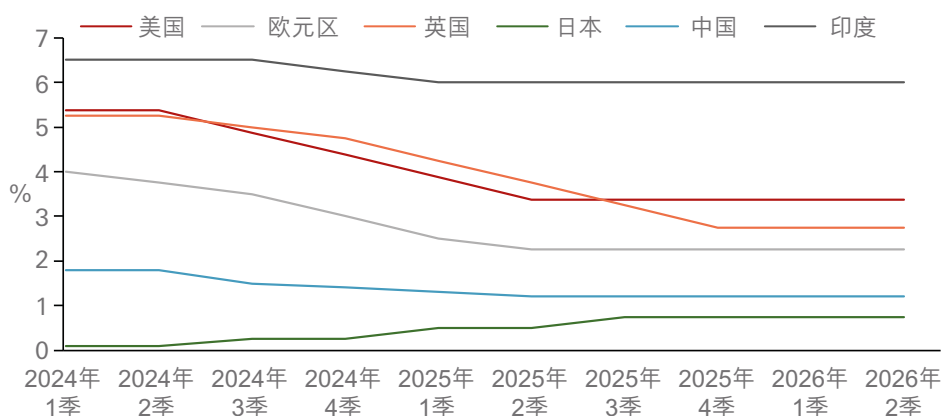


资料来源：联储局2022年美国消费者财务状况调查 (Survey of consumer Finances 2022)、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。



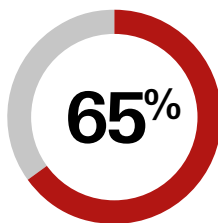
对投资组合来说，周期支持应主要来自盈利普遍增长和央行持续降息。我们物色最具吸引力的领域，以把握股票盈利增长趋势，并选择性地锁定优质债券的可观收益率。

多家央行正在减息，日本明显例外

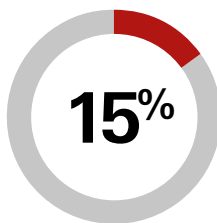


资料来源：汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。预测可予以更改。

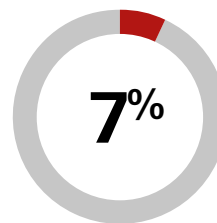
三大精选主题	
1. 美国新动能	与其他地区相比，美国更全速推进多个全球增长引擎，使当地经济和企业盈利强韧增长。我们的「美国新动能」主题采取广泛板块策略，但强调我们青睐且尚未在其他主题体现的板块，包括受惠贷款增长和资本市场活动的金融股，以及因减税措施很可能延长、减息和劳工市场强韧而受惠的非必需消费品股。
2. 北美再工业化	再工业化是两位总统候选人一致认同的少数愿景之一，说明这个趋势获得强劲支持。从加徵关税计划可见，政府希望实现本地生产，而企业有意把生产迁到距离本国更近的地方，使供应链更加可靠。我们的主题涉及受惠本地生产的公司，以及推动迁回在岸市场趋势的企业（工厂自动化、物流等）。
3. 主动型债券策略发掘收益	债券的收益流稳定，可为回报带来重要贡献，还可用作分散投资。虽然市场已大致消化西方国家预期采取的减息行动，但我们认为锁定吸引的收益率相当重要。我们对投资级别、高收益和新兴市场债券持中性观点，因此采取「由下而上」的策略，以中期债券为目标。有选择性和主动型投资策略也可把握利率仍可能波动的机遇。



65%美国联邦政府购买的货品必须在美国生产



15%美国政府收入用作支付净利息



美国企业的利息支出只占营运盈餘的7%，是60年来的低位

资料来源：Buy American Act、联储局、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

在周期力量推动下，多元资产投资组合在2023年和2024年表现优秀。增长优于预期（尤其是美国），加上创新带来机遇，使企业盈利稳健增长，这个趋势由资讯科技板块逐渐蔓延至其他板块。随着通胀开始回落，减息前景不但提振债券表现，也带动股票估值上升。

我们认为这些周期力量仍然存在，在这个短期趋势下，我们尝试以三大主题探索机遇。

美国新动能

美国经济目前展现良好动力，2024年第二季和第三季分别增长3%和2.8%，高于市场预期。由此可见，我们认为国内生产总值的大部分范畴都持续提供广泛支持，包括消费、私人 and 政府投资。

科技创新是主要增长引擎，我们通过「科技颠覆」主题把握相关趋势。我们对工业持偏高比重，与「北美再工业化」主题保持一致。此外，我们认为非必需消费品和金融股也有望提供吸引回报。

新政府希望延长为家庭提供的多项税务减免措施，应有助刺激消费支出。此外，基本因素也提供支持，包括劳工市场强韧、通胀回落、减息和住宅市场改善带来财富效应。金融股的业绩表现普遍胜预期，消除了一些投资者的忧虑，他们担忧净利息收益减少会拖累盈利。对多家银行而言，资本市场强劲和贷款增长上升均为盈利提供支持。鉴于增长稳健，以及不少借款人在利率开始上升前锁定贷款成本，因此拖欠率保持低水平。

我们的「北美再工业化」主题把握广为讨论的迁回在岸市场趋势，这个趋势源于疫情期间的供应链问题，以及公司期望减少在多极世界受到地缘政治的影响。

正如我们所述，制造业面对激烈的全球竞争，工业政策强力的国家很可能占有优势。我们认为美国便是

其中之一。拜登政府实施《晶片与科学法案》和《建设美国、买美国货法案》，为迁回在岸市场趋势提供强大的财政支持。尽管在新政府执政下，个别激励措施可能出现变化（例如：加徵关税），但这仍是政府的焦点。

再工业化的受惠者应包括工程公司，以及有助推动生产工序自动化和优化过程的企业。专门从事物流的企业也将获得更大商机。

随着美国形成新的工业活动集群，在科技主导创新和基建建设的进一步推动下，我们认为美国将吸引更多公司和投资，应有助提高制造板块的竞争力和盈利能力。

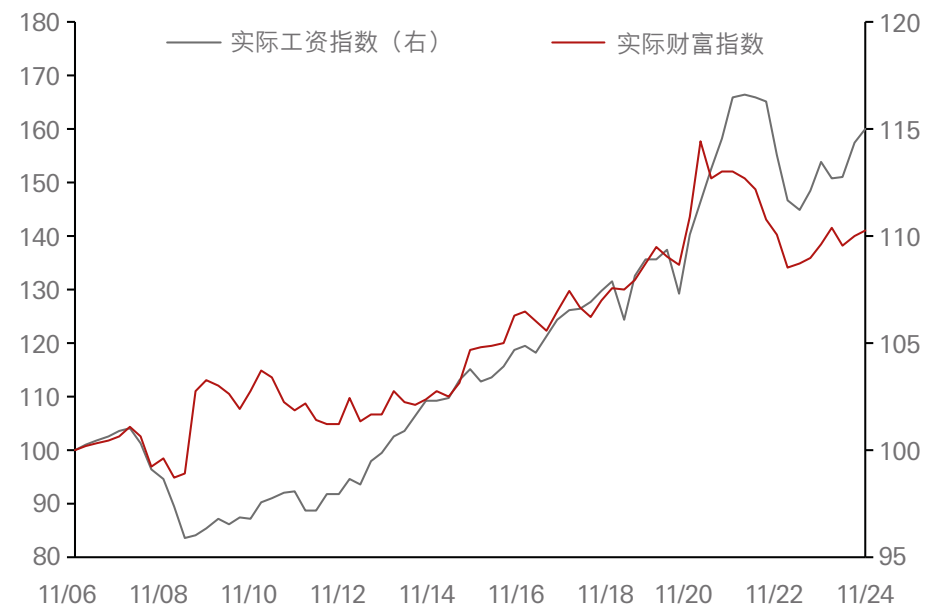
主动型债券策略发掘收益

鉴于现金利率下跌，我们有意锁定优质债券收益率，并认为越来越多手头现金充裕的投资者将把部分现金配置于债券。当然，市场价格已大致反映很可能出现的减息行动，但在增长不如预期的情况下，持有债券可抵销股票亏损，因为联储局的焦点已从对抗通胀转为应对劳工市场可能出现的疲软。相反，当经济数据优于预

期，正如近期所见的情况，收益率上升可为投资者提供短期战术机会，以锁定目前具吸引力的收益率。

事实上，我们偏好1) 采取主动型策略来应对宏观经济数据的变化，并2) 以「由下而上」策略来挑选市场上的最佳机遇，因为即使我们对大部分债券持中性配置，但我们认为所有地区和部分债券领域存在个别机会。我们有意投资于广泛债券机会组合，但尝试维持平均信贷评级于可接受的水平，目前偏好五至七年平均存续期。

经历两年困境后，美国家庭的实际收入和财富再度增加，应有助支持消费以100为基础



资料来源：联储局、美国劳工部、彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。

股票

货币政策宽松周期持续，应有利企业盈利，并为环球股票提供助力。新一届美国政府推出的财政刺激措施应属顺周期政策，因而提供另一股助力。虽然美股的估值远高于其他市场，但受到多项理据支持，包括：盈利增长卓越，美国创新趋势强劲，以及高度参与许多我们的精选主题。在各个市场和板块之中，由于估值和回报预期差距巨大，投资者可能需于年内调整持仓，并适宜采取主动型策略。目前，美国仍然是我们的主要偏高比重配置，此外还有英国、印度、新加坡和日本。我们对科技股维持偏高比重，但继续分散投资于通讯服务、金融、工业、医疗保健和公用事业。

美国具盈利实力

货币政策宽松，加上推行财政刺激措施和放宽监管，应可带动企业盈利上升，使美股牛市得以持续。虽然估值已上升但尚未接近历史高位，而且展望未来，盈利前景强劲，因此企业估值看来合理。预期标普指数成份公司的盈利在2024年上升9%，在2025年则上升超过15%。这些数据在大选前公布，并未计入预期下调企业和家庭税率的因素。「美股七雄」将继续引领科技变革，但预料「被遗忘的493家成份公司」在2025年的盈利有望改善，因此我们将扩大持股范畴。此外，科技变革刚刚开始，应可继续提高生产力和企业盈利。科技发展和推动增长的迫切性毋庸置疑，参与其中的企业有望受惠。从板块角度来看，我们仍然偏好科技和通讯服

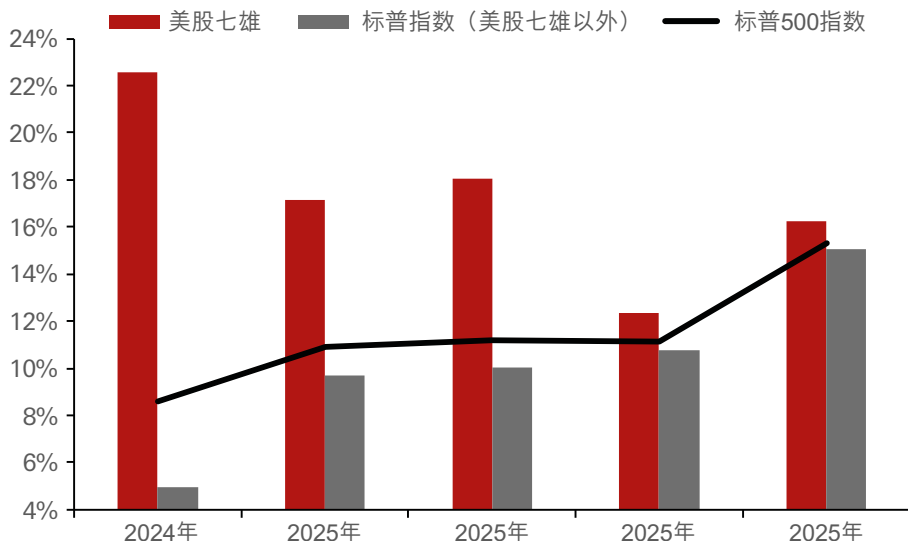
务。鉴于美国再工业化和能源需求殷切，我们继续看好工业板块。此外，医疗保健创新尤其突出，加上人口对医疗保健的需求，使我们对这个板块保持乐观。随着投资者就美国新局调整持仓，我们分散投资以驾驭这些潜在的波幅来源。美股仍然是我们首选的环球偏高比重配置，而且迈向新的一年，其基本因素看来具吸引力。

亚洲的优势在于多样性

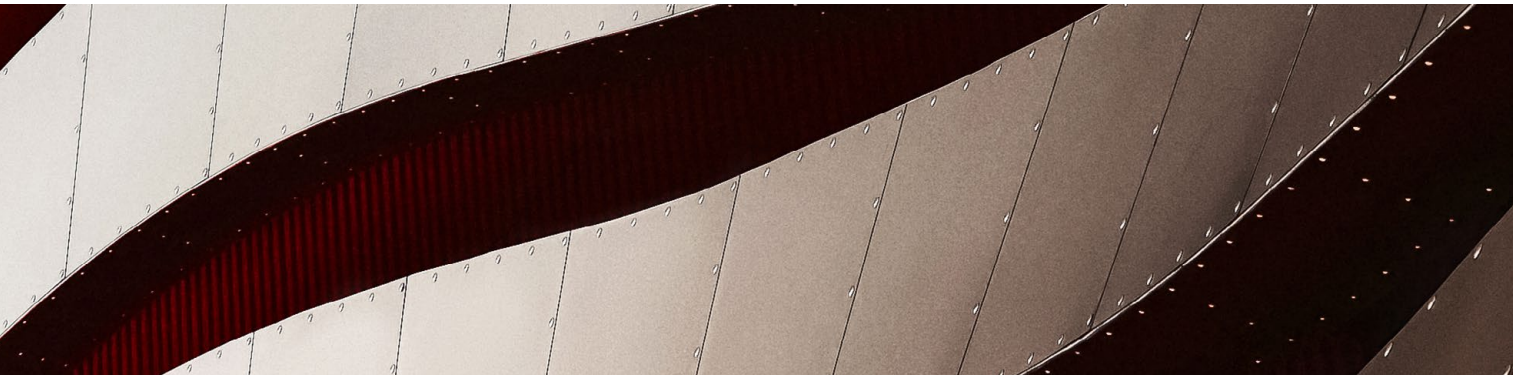
亚洲的股市领导地位已转移至印度和日本。日本正受惠经济增长温和和回升，通胀升温提振盈利能力，以及企业专注股东价值。投资者也看好日本，因为日股与其他市场的相关度偏低。我们认为加息步伐仍然温和且循序渐进，因此不会对股市表现构成重大风险。印度依然是一个经济多元化的股票市场，人口结构非常有利，

「被遗忘的493家成份公司」的盈利持续扩张

市场普遍预测盈利按年增长



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。



而且经济增长和企业盈利高于长期趋势。市场估值并不便宜，相对许多区内股市，印度向来存在溢价。然而，印度股市近期出现整固，因此目前估值已略为收缩。在亚洲区，新加坡是另一个受惠环球供应链调整和亚洲地区主义的国家。

中国的估值非常便宜，但只有市场认为政府实施的刺激经济政策足以创造可持续的增长和盈利上升趋势时，其回报潜力才得以释放。政府至今公布的政策规模相当巨大，但债务负担和美国关税仍使其前景继续蒙上阴霾。面对复杂的贸易关系，我们对中国内地和香港特区股票维持中性配置，并聚焦于本地股票。

欧洲尝试寻找市场定位

缺乏能够引领欧洲制定明确工

业策略的市场领导者，削弱欧洲的制造业基础，并使经济增长持续受压。环球经济增长放缓，使非常开放且全球化的欧洲股市面对更大挑战。在当地经济状况下，欧洲股市表现相对良好，原因是区内企业的业务遍及全球，能够受惠全球各地的经济增长。然而，在美国大选后，考虑到美国可能加徵关税，我们下调对德国和欧元区的观点至温和偏低比重。关税可能对非必需消费品板块造成不利影响，豪华商品公司则继续寻找尚未完全重返市场的亚洲消费者。

英国股市的情况较佳，政局稳定属有利因素，加上有迹象显示经济数据改善，使我们有理由对其前景审慎乐观。此外，英美之间没有贸易顺差，可使英国避免受潜在的关税影响。当地跨国企业的估值非常低，而

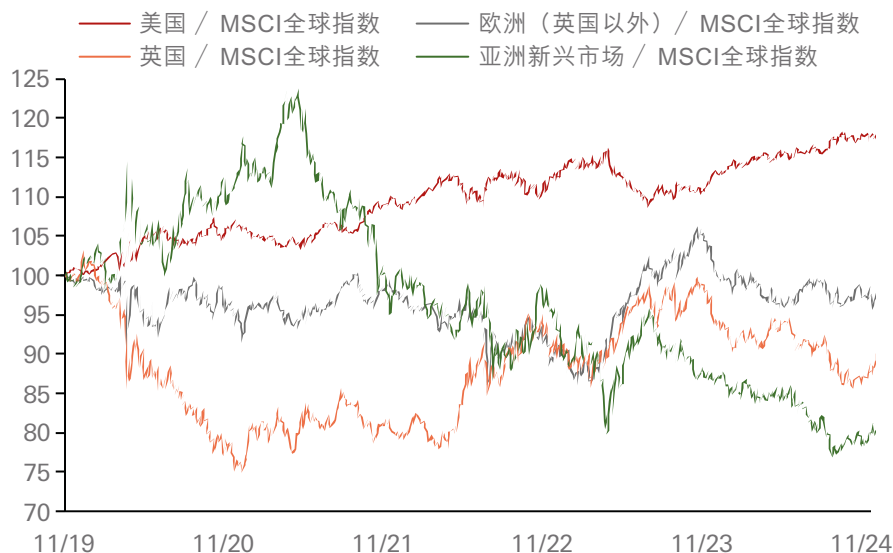
且英国市场具防护性质，对寻求分散偏重美国或偏重科技股持仓的投资者来说更具吸引力。

维持股票投资

我们对环球股票维持温和偏高比重的观点，因其回报应会超越其他资产类别，尤其是随着货币政策逐渐正常化。政局不明朗和地缘政治冲突，加上环球经济增长略为放缓，明显为市场带来挑战，但企业盈利的动力和多样性，足以推动股市进一步走高。

美国持续表现领先环球股市，但英国和亚洲渐见改善

平均表现对比MSCI全球指数



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

债券

美国大选结果明确，使我们对风险资产的信心增强。鉴于我们在美国股票市场物色更佳机遇，因此决定把美元投资级别债券和新兴市场主要货币企业债券的配置减至中性。

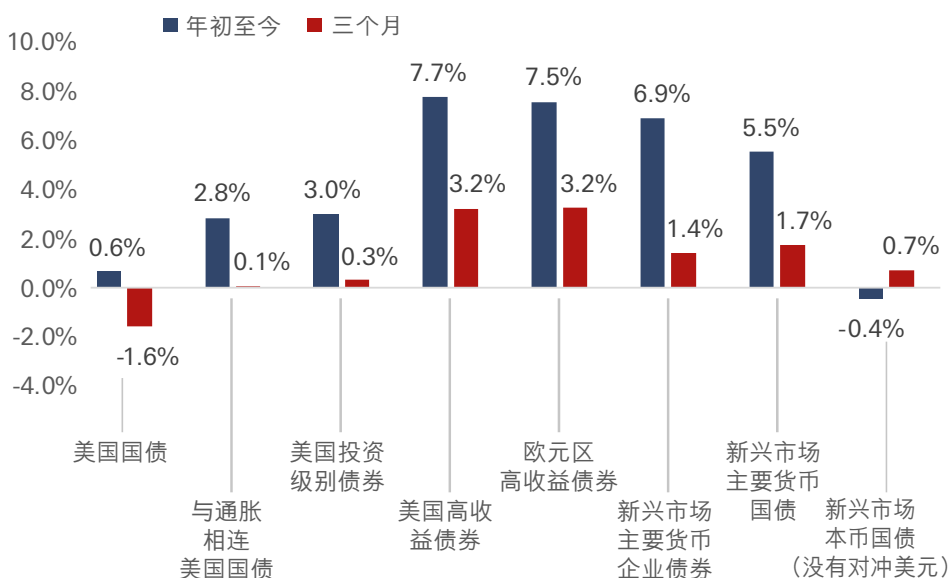
基于上述原因，我们对几乎所有债券类别均持中性配置，惟对日本国债维持偏低比重。然而，我们仍然认为企业债券（包括美元投资级别债券和环球高收益债券）是分散多元资产投资组合持仓，并通过锁定高收益率创造收益的一个有效方法。

市场预期共和党「全面执政」，推高发达市场国债收益率，并削弱存续期资产表现，环球高收益债券则最能受惠承险意欲飙升。

在美国大选结果迅速尘埃落定后，我们决定把美元投资级别债券和新兴市场主要货币企业债券的配置减至中性，因为我们在美国股市物色更佳机遇。由于美元投资级别信贷利差处于1997年以来最高的水平，为预期回报带来最大贡献的利率部分可能持续波动，并且将会对新的政局发展表现敏感。

然而，我们认为美国国债收益率已反映预期特朗普政府实施的大部分财政刺激政策和关税措施。这可见于收益率在大选前一个月已大幅上升，升幅几乎与2016年大选后一个月的幅度相若。此外，新一届政府在2025年推出的财政措施的力度可能会被国会淡化，因为来自特朗普党内财政鹰派的反对声音，或会使特朗普在减税方面作出妥协。至于关税，税率未必划一，而且其影响可能需时数月才反映于通胀指标。总括而言，我们预期正如联储局主席鲍威尔在11

美国大选结果不利存续期资产表现，例如发达市场国债



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

月7日强调，联储局将继续放宽政策，并取决于经济数据。这应继续有利债市表现。

虽然目前我们对几乎所有债券

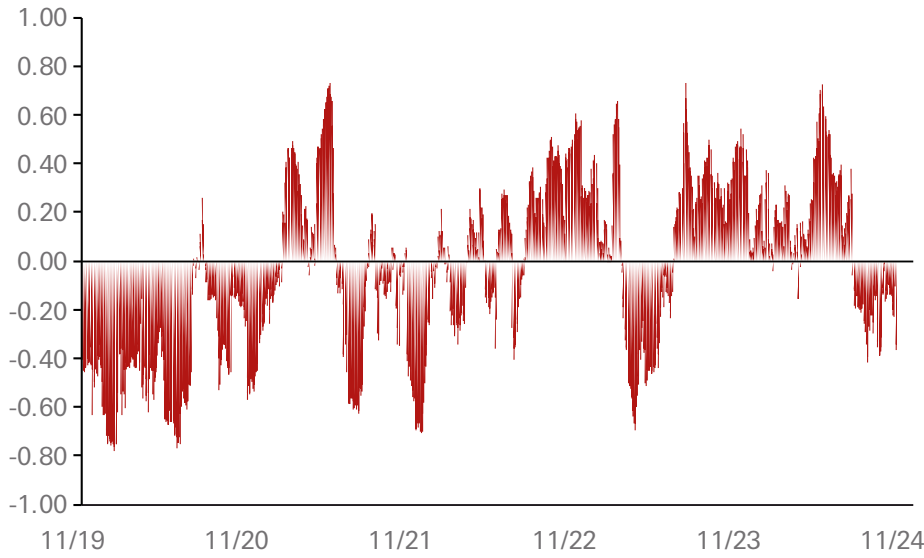
类别持中性配置，惟对日本国债维持偏低比重，但我们仍然认为企业债券（包括美元投资级别债券和环球高收益债券）是分散多元资产投资组合持仓，并通过锁定高收益率创造收益的

利率波幅可能在2025年维持高水平



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

美国大选结果不利存续期资产表现，例如发达市场国债



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。过往并非未来表现的可靠指标。

一个有效方法。如上图所示，债券和股票近日已重现负相关度。因此，在承险与避险交替期间，高度多元化的投资组合应可表现优秀。

鉴于美国国债波幅普遍加剧，整体来说，我们继续聚焦于五至七年期债券，但略为缩短全球高收益债券和新兴市场主要货币债券的投资期（平均为三至五年）。考虑到美国政府即将推行的政策措施存在不明朗因素，信贷挑选变得更为重要。举例说，某些公司可能拥有较佳条件，有能力应对潜在关税升级与其对经济的影响。我们认为在放宽监管的环境下，金融板块（尤其银行）有望表现相对优秀。

然而，我们意识到整体来说，当前的信贷利差未能完全补偿违约风险。因此，我们不但聚焦于着重善待债券持有人政策、杠杆比率稳健和短期融资需要偏低的企业，也专注物色供应链稳固，以及没有地域错配问题

的公司，因为这有助减低其受美国关税的影响。这不但适用于发达市场，也适用于新兴市场企业，以及整体投资级别和高收益评级领域。

我们的策略面对以下风险：共和党实施的大规模减税缺乏资金支持，在预期预算赤字上升和美国增发国债的情况下，可能触发票期溢价重新定价，并大幅推高美国国债收益率。这情况曾发生于英国在2022年10月公布迷你预算案后。幸而，美元的全球储备和贸易货币地位在结构上支持美国国债市场。此外，即使考虑实施较宽松的财政政策，美国财政部在融资选择方面也高度灵活，例如可增加票据供应，为上升的赤字提供资金，同时保持票息发行稳定。因此，我们相信这情况发生的机率微乎其微。

新兴市场债券方面，我们对墨西哥资产转持较审慎的观点，因其与美国的贸易连系紧密。然而，普遍来

说，我们对整体新兴市场保持中性。中美两国的财政刺激措施有望为环经济增长提供良好支持，因而提振投资者对新兴市场债券的承险意欲。我们偏好美国商品和服务的净进口国，以及业务板块受潜在美国关税影响较少的企业。

此外，我们认为人口结构等长远因素可为低息环境提供支持。然而，其他因素的影响可能更迫切，例如：地缘政治风险和货币政策。

外汇和 大宗商品

正如我们的预期，美国国债收益率上升，美国经济数据优于预期，加上环球不明朗因素持续不散，在第四季为美元提供良好支持。美国大选后的市场反应正面，因为强势美元是「特朗普交易」的典型特征之一。鉴于承险意欲向好，新兴市场货币最初微升，但在大选后下跌。

展望2025年，我们认为市场将关注利率、经济动力和承险意欲的走向，以决定货币的相对表现。虽然环球政策利率料将向下，但美元仍继续是利率较高的货币之一，使其吸引。美国经济表现出色可能带来新的有利因素。随着关税为我们的多极世界增添不明朗因素，美元避险地位或会继续获得一些支持。

我们认为，由于众多国家正在减息，提供吸引息差收益或央行指引相对强硬的货币将继续受到支持。在美国，这在很大程度上取决于联储局如何应对新任美国总统执政后的财政变化。减税将会令债务攀升，有些人士忧虑通胀可能升温，或会限制联储局减息的空间。尽管我们认为联储局目前仍将继续减息，但鉴于经济前景令人鼓舞，我们同时认为美元应继续受到良好支持。在美国以外地区，我们将留意新关税和贸易政策对承险意欲的影响，市场的承险意欲早已因地缘政治冲突而处于脆弱状态。

考虑到上述因素，我们认为美元是最吸引的货币之一，因为美国利率

偏高而稳定，且美国经济政策带来支持。另一方面，我们认为欧元、瑞士法郎、日元和新西兰元表现最脆弱，未来数月的上行风险有限。近日，欧元区的政治局势再度令人关注，主要来自关税风险和增长低迷的德国提前大选。相对美元，日元和瑞士法郎依然容易受到低息的影响，但联储局进一步放宽政策或会抑制这个趋势。对新西兰元来说，当地经济环境是隐忧，整体而言，鉴于区内增长前景温和，高风险和大宗商品货币可能面临风险。

新兴市场方面，中国是美国贸易关税的其中一个主要目标，但我们认为中国人民银行将在抑制外汇波

看好

十国集团：美元

其他：印度卢比、印尼盾、菲律宾披索和南非兰特

大宗商品：黄金

中性

十国集团：英镑、加元和澳元

其他：新加坡元、人民币、韩圆、泰铢、巴西雷亚尔和土耳其里拉

大宗商品：白银和石油

看淡

十国集团：欧元、瑞士法郎、新西兰元和日元

其他：墨西哥披索

黄金价格随着美国债务增加而上涨，我们相信这个趋势将会持续
每盎司美元



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

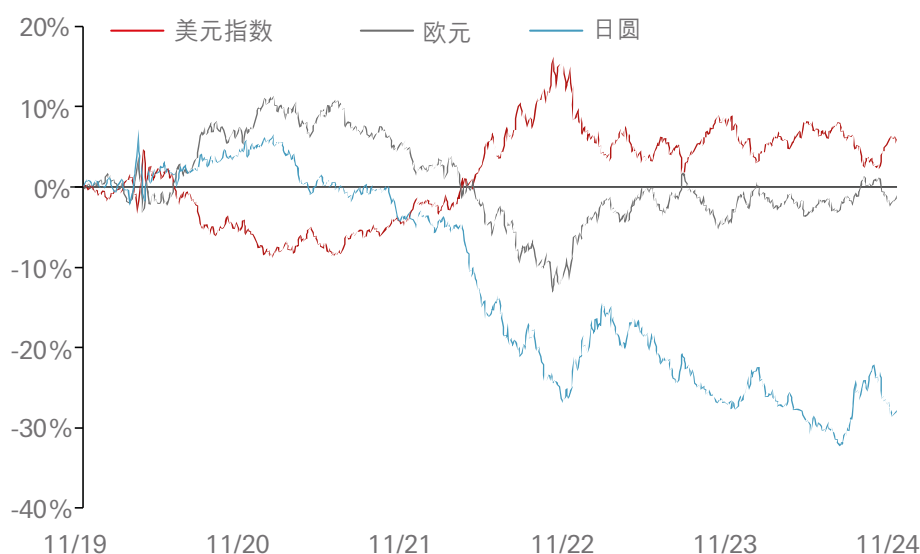
动方面发挥关键作用，因此人民币下行风险有限。不过，我们青睐东盟货币，包括印尼盾和菲律宾披索。目前状况使高收益率货币保持强劲的上行压力，但即使国际贸易不明朗因素增加，投资和贸易资金流也可能在区内扩散并支持当地经济。鉴于印度的利率偏高、国内动力强劲，加上更多印度债券被纳入环球债券指数，吸引进一步资金流入，我们也对印度卢比的前景保持积极观点。

尽管年初至今黄金表现出色，但由于美元强势和美国国债收益率上升，黄金在大选后出现负面反应。不过，在财政扩张政策令美国债务增

加，通胀可能上升和环球不明朗的环境下，我们预期未来数月黄金价格将进一步攀升。一些投资者似乎正在多极世界中积极分散投资或物色美元的替代投资，并对冲地缘政治极端风险。尽管如此，目前估值偏高最终或会限制黄金的整体需求或刺激废金属供应。

面对中东地区高度不明朗的环境，油价表现一直相当强韧，但我们认为油价对供求平衡的变化表现敏感。我们承认如果美国产出大幅增加，加上美国以外市场的增长疲软，削弱环球需求，油价存在下行风险。

过去五年，美元表现领先欧元和日圆，我们预期这个趋势将会持续以0%为基础



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

对冲基金

对冲基金一直受惠大量机遇，虽然部分重大风险事件已成过去，但我们认为股票、债券和外汇的波幅和差距将保持巨大，这应有利好淡仓和主动型策略，并突显对冲基金为投资组合分散风险的重要性。因此，我们继续对对冲基金持偏高比重，最看好全权委托宏观、系统股票市场中性、亚洲股票好淡仓、多元策略和多元投资组合经理策略。

在2024年下半年，一些重大事件使精明的对冲基金经理受惠，预计联储局提早在9月减息并持有债券好仓的经理受惠，尤其是那些其后在经济增长数据回升并推高收益率时逆转这些策略的经理。在亚洲，中国公布涉及多方面的政策，股市最初反应强烈，加剧市场波动，令区内股市的相对表现出现巨大的反覆变化。此外，美国大选和经济数据流使板块和投资风格的相对表现大幅波动，因为许多基金经理纷纷采取贴近基准的策略，

以降低选举相关二元风险。

然而，管理期货在最近的交易期间受压，因为趋势选择策略备受股市升跌、债券的曲折走势和货币市场波动的冲击。相比之下，事件主导策略在基本股票分属策略和企业债券为本配置的推动下，实现稳健的正面表现。宏观经理在利率交易的支持下实现强劲回报，企业债券专家配置也表现良好。市场中性和多元策略基金近日也取得回报。

展望未来，我们对全权委托宏观经理的机会保持乐观。利率应会继续波动，各地央行的利率路径不尽相同，有望在外汇市场创造获利机遇。具体来说，日元应会持续波动，这也影响日经指数，基金经理可把握个中机遇。由于美国经济数据可能会让「软着陆与不着陆」的争论持续，市场将继续对联储局的减息路径重新定价，影响息差。简单来说，我们认为

各资产类别持续波动，加上环球宏观经济表现分歧，将在未来数季为宏观经理的回报带来支持。

至于大宗商品交易顾问，日圆息差收益在接近第三季初回落，加上其后日经指数下跌，对趋势追随者造成两次打击。此外，中国意外公布政策，为中国股票淡仓和宏观相关大宗商品淡仓配置（例如铜材）带来挑战。另一方面，飓风海伦对天然气价格的影响损害策略长期持有的淡仓配置。全球环境仍然充满变数，但一些重大风险事件已经过去，我们对大宗商品交易顾问的前景保持中性观点。相比之下，鉴于我们对环球股票持积极的观点，我们对系统股票市场中性策略持中性/看好的观点。

考虑到中国推出的大规模政策支持措施，我们上调对亚洲股票好淡仓策略的前景至完全看好。这反映先前窒碍我们上调中性/看好观点的势头和市场情绪已大幅改善，我们认为亚洲与世界其他地区的估值差异将会收窄。

我们对事件主导策略的前景维持中性观点。尽管美国股市估值看来已到位，但有关收购公布的企业活动仍在逐年增加。我们认为美国大选结束后，企业管理层的决策将会加快，让企业交易增多。此外，维权活动比比皆是，经理继续发布新的维权活动。事件主导策略的一个潜在隐忧是在特

货币和利率的波动相对较大，为对冲基金创造机会



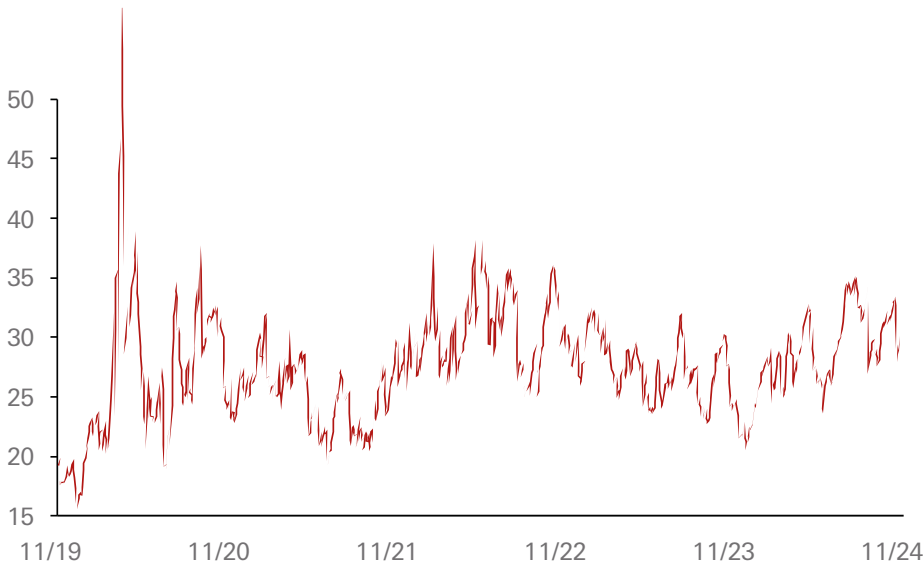
资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。往绩并非未来表现的可靠指标。

殊情况下可能出现拥挤交易。尽管投资方式有所不同，但这却是一个共通点。

我们对好淡仓企业债券策略的前景维持中性观点。从价格角度来看，估值略高，但息差收益仍具潜力。不同板块之间和同一板块之内的差距仍是相对亮点，有利好淡仓企业债券策略经理的表现。至于「出现经营困难」策略，申请个案依然没有大幅增加，因此我们维持中性前景。此外，在另类企业债券策略的广泛机遇中，我们继续青睐结构式企业债券。

我们对多元策略和多元投资组合经理策略的营运环境维持正面观点，两者持续表现向好。

市场预期标普500指数的股票回报差距相对较大，应有利聚焦股票的对冲基金策略



资料来源：芝加哥期权交易所标普500差距指数、彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年11月20日）。过往并非未来表现的可靠指标。



私募市场

虽然私募股本集资仍未到达高峰，但由长期往绩优秀的经理组成的大型收购基金继续筹集大量资金。鉴于估值合理和广泛的未来退场机会，中小型市场的吸引力日增。可动用资金一直下跌，我们预期信心增强将鼓励更多经理完成交易。私募信贷方面，与公开市场相比，2024年的违约率和损失率仍然偏低，每月私募信贷回报也保持稳定。

尽管整体集资放缓，但专注欧洲的基金的集资份额达到数年来的最高水平，这可能反映欧洲的利率走势——欧洲央行早于联储局先行减息，同时也可能由于欧洲的估值较一些其他市场更为吸引。无论如何，随着这些资金投入使用，欧洲的活动水平有望大幅上升。

在环球私募股本市场，可动用资金从2022年的历史高位回落。目前可动用资金约为1.5万亿美元，基金经理拥有大量资源日后用作投资。尽管如此，许多基金经理在配置资本时仍保持谨慎，并寻求吸引的入场估值，使他们能够维持历史回报水平，而不是单纯降低回报目标。

考虑到宏观经济环境，不少基金经理自然对全球经济增长持审慎乐观态度。在美国尤其如此，许多经理继续监察表现疲弱的范畴，这可能带来长期机会。此外，市场还有一些长期趋势正逐渐显现，为私募股本经理带来大量机会。这些机会可见于能源转型、供应链在岸或近岸生产，以及人工智能涌现的趋势。上述每个趋势均需要大量资本支出，随着政府财政状

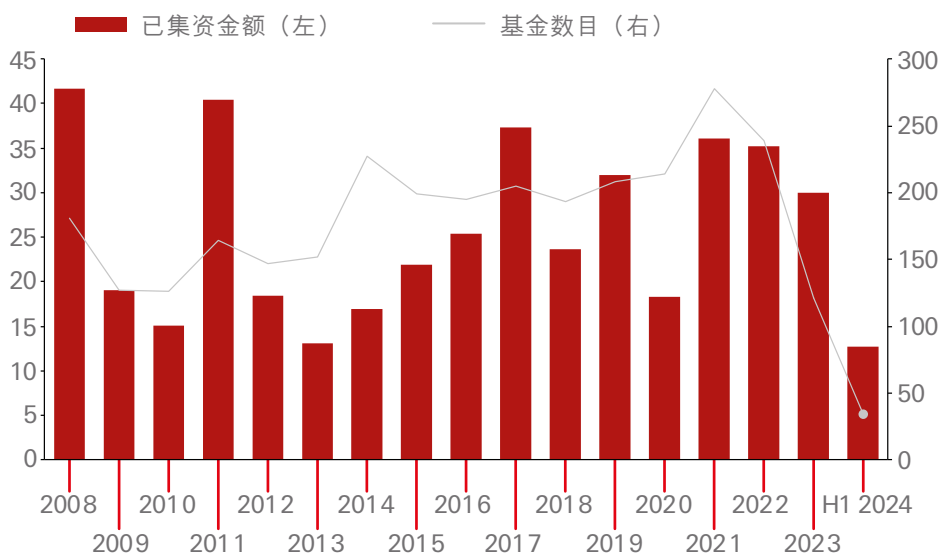
况趋紧，私募股本将在工具交付或配置方面发挥重要作用，从而就迈向最终目标方面取得实质进展。

通胀正在降温，利率也从近日的高位逐步回落——虽然确实时间表和幅度仍有待商榷。一般而言，发展方向对投资者和基金经理来说举足轻重。在这样的环境下，基金经理可对其假设具备更大信心，并较有把握作出长期投资决策。在未来12个月，基金经理很可能越来越积极完成（买卖）交易，有别于过去12至24个月采取观望态度，等待环境更加稳定和市场走强。所有上述因素均支持未来的活动增加。

这样的环境应有利价值创造能力强劲的经理，使他们免受（相对和绝

私募股本首次集资活动

十亿美元



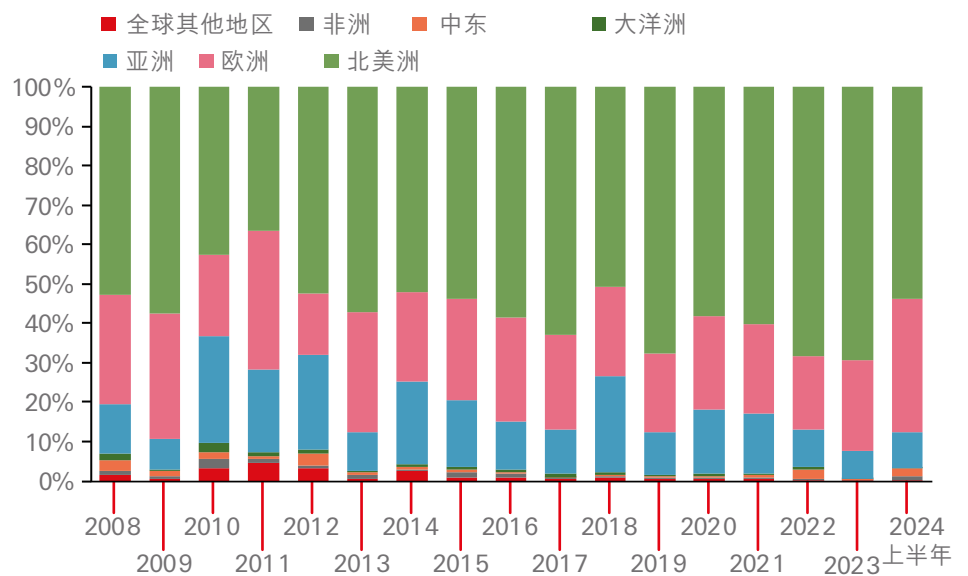
资料来源：Pitchbook（截至2024年11月20日）。

对) 利率仍然偏高的影响。此外, 这种策略应可让经理在无需过度依赖杠杆和金融工程的情况下, 实现资产增长并在未来退场, 从而取得回报。因此, 我们认为高确信度策略(与价值创造技巧卓越的一般责任合夥人共同投资), 加上分散投资于不同投资首年的基金, 可让投资者把握涌现的机遇, 同时有效管理风险。

至于私募信贷, 高借贷成本令更多企业发出盈警, 但投资组合的高级有抵押和分散投资特性一般会使违约率和损失率保持偏低水平。经历过去两年明显放缓后, 美国杠杆收购交易量已开始增添动力。随着银行重投服务, 贷款利差(尤其是中高端市场)已在2024年收紧, 但由于基本利率较高和相关借款人的杠杆水平较低,

直接贷款继续产生可观的收益率和风险调整后回报。我们预期经理的表现差距将在未来数季扩大, 过去数年承销标准较佳的经理, 很可能实现较低违约率和损失率, 并取得较佳净回报。

各地区筹集的私募股本



资料来源: Pitchbook (数据截至2024年11月20日)。

房地产

环球商业房地产价值的跌势已于2024年开始回稳。目前来说，只有办公室板块大幅下滑，这个板块面临独特的不利因素。从地域来看，欧洲和美国的跌势最明显。价值急降和利率回落开始提升房地产的吸引力，但目前投资额仍然低迷。随着联储局进一步减息和美国大选后的形势明朗化，这种情况可能会开始改变。

环球商业房地产价值的跌势在2024年放缓。在2022年6月至2024年6月，环球资本价值下跌约15%，但在2024年第二季仅跌0.7%，其中只有办公室板块(-2.4%)的价值继续大幅下跌。

地区方面，欧洲(-19%)和美国(-18%)的跌势最明显，亚太区整体跌幅较小，仅为3.4%，这局部反映日本的低利率，其次是估值在2021年/2022年初飙升。然而，随着日本通胀回升和利率上升，房地产收益率面临上行压力，房地产价值或会开始

始下跌。

随着资本价值稳定，欧洲、北美和部分亚洲地区(例如澳洲)的房地产收益率重估，为改善直接房地产市场回报的前景奠定基础。利率进一步回落也有望提高房地产收益率对比其他资产类别的相对吸引力。

尽管房地产的相对吸引力近日有所改善，但投资额仍然低迷；年初至9月的投资额处于2010年以来的最低水平。然而，有迹象显示在英国等价值调整步伐较快的市场，流动性开始再度回升。有些投资者推迟投资，直至美国大选尘埃落定和进一步减息。

减息的另一个好处是经济活动优于预期对未来收益增长带来正面影响，或可促进租赁活动和业主调高租金的能力。如果经济活动回升，可能会刺激零售和办公室物业的租赁活动，因为这类物业的租赁活动更紧贴经济周期。这与住宅、物流和非传统

房地产类型(例如长者住房和数据中心)形成鲜明对比，影响这些房地产类型的因素现时倾向较长且周期性较低。

尽管如此，办公室板块面临重大挑战，尤其是在美国西岸城市，因为混合工作方式减少对空间的需求，并使需求转向优质和可持续的建筑。这造成大量旧资产的积压，如果没有大量资本投资，这些旧资产将面临被淘汰的风险。在伦敦西区和巴黎市中心等国际口岸城市，供应受限已令优质物业租金创下历史新高。在纽约，虽然空置率处于数十年高位，但最优质物业的租金仍然相对较高，突显市场对甲级物业的偏好。

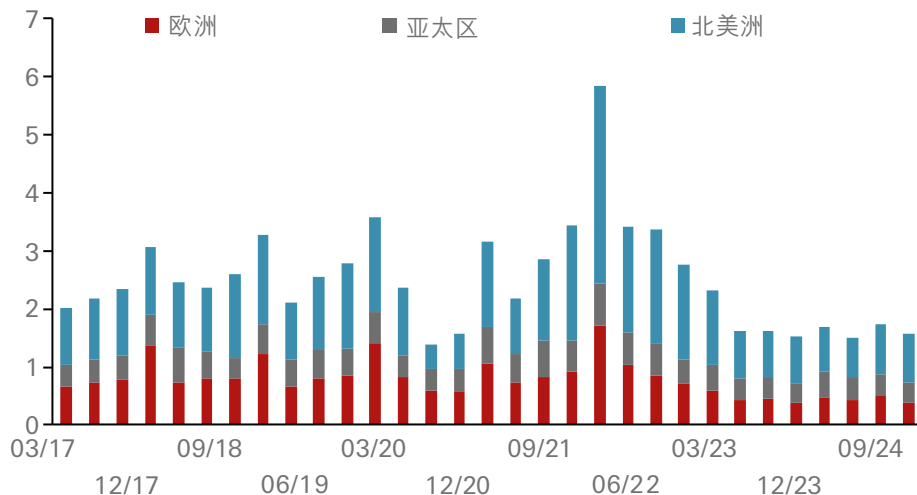
在多年受困后，零售板块目前状况相对良好，尤其是社区必需品零售。过去十年，零售板块不受投资者青睐，期间几乎没有新的发展项目，现时收益率终于上升。租户方面，倒闭的零售店在疫情期间已清空单位，业主也成功以更可持续的租户组合重新将空置店铺出租。因此，租赁情况再次紧张，投资者兴趣日浓。

许多市场的物流基本因素已告疲软，因为企业专注运营疫情期间租用的大量剩馀空间。不过，随着电子商贸继续取得市场占有率，预期租赁领域出现任何弱势都只属暂时性质。此外，近年市场租金大幅增长，需要时间才能转化为收益，因此我们认为短期内收益还有进一步增长的空间。

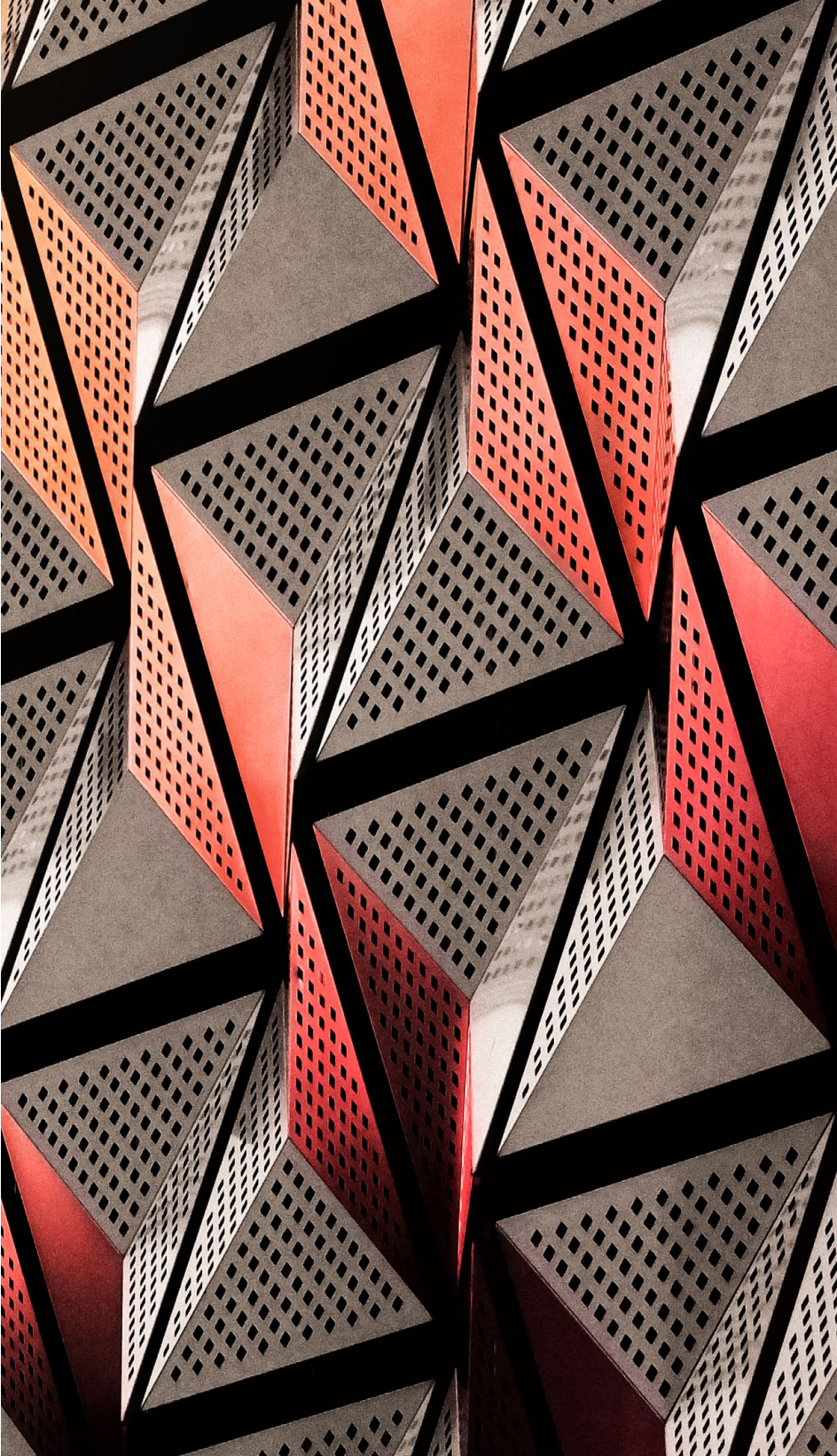
由于缺乏发展项目，加上租赁需求稳定，住宅板块的收益持续增长，这受惠家庭相对于置业的负担能力优势。在美国，多户住宅过度发展，因此单户住宅、预制房屋和长者居所的

环球房地产投资额仍然偏低，但有望开始回升

十亿美元



资料来源：MSCI、汇丰环球私人银行(截至2024年11月20日)。



基本因素较为强劲。

虽然利率下降和流动资金改善，可能在一定程度上使收益率收窄，但我们预期收益水平和收益增长将在中期成为影响总回报的主要因素。就核心策略而言，这是指专注于具抗逆力板块内的稳定收益型资产。此外，最近价值急跌令出现经营困难的情况增加，尤其是在办公室板块，这可能为愿意承担更大风险的投资者创造机会。采取增值和机会主义策略，可望获得更高租金和回报，包括通过特定资产管理策略收购不良资产和重新定位。

汇丰及可持续发展

今天我们向一些对温室气体排放贡献重大的工业提供资金。我们有一套策略协助客户及我们自己减少排放量。如欲了解进一步详情，请浏览：www.hsbc.com/sustainability。

风险披露

投资债券的风险

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

信用风险

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

高收益债券所涉风险

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

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

与次级债权证、永续债权证、或有可转换债权证或自救债权证有关的风险

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

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

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

投资者应注意，其资本承受风险，可能损失部分或全部资本。

法例及/或规定改变

法例及/或规定可以影响投资的表现、价格及按市价计值。

国有化风险

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

再投资风险

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

点心债的风险披露

尽管国债可能受中央政府担保，投资者应注意：除非另有注明，其他人民币债券不会受中央政府担保。人民币债券以人民币结算，汇率变化可能对有关投资的价值产生不利影响。债券到期时，阁下可能无法取回相同金额的港元。即使人民币债券在香港挂牌，也可能没有活跃的第二市场，故此，阁下需要面对若干程度的流通性风险。人民币受外汇管制，在香港并非自由兑换。如中国政府收紧控制，人民币的流通性甚至在香港人民币债券将受影响，阁下可能因此承受较高的流通性风险。投资者应有准备可能要持有人民币债券直至到期。

另类投资

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

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

新兴市场的风险披露

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

外汇保证金交易的风险披露

受若干市场情况及/或出现若干事件、消息、发展的影响，外汇价格的移动幅度可能很大，此举或会为客户带来严重风险。

使用杠杆的外汇交易承担相当高风险，客户蒙受的损失可能超过开盘保证金。市场情况或不允许将外汇合约/期权平仓。如相关货币的汇价走势不利客户，客户有可能要面对追加巨额保证金，因而出现流动资金问题。

产品的杠杆操作可能不利阁下，而且亏损可能超出进行直接投资的产品。若投资组合的市值跌至某个幅度，可能引致抵押品的价值无法再覆盖所有未偿还贷款金额。这意味投资者可能须迅速回应追加保证金的要求。若投资组合的回报低于其融资成本，杠杆操作可能削弱投资组合的整体表现，甚至产生负回报。

货币风险 — 产品与其他货币相关

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

人民币所涉风险

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

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

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

低流通性市场/ 产品

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

环境、社会及管治 (「ESG」) 客户披露

从广义上，「ESG 和 可持续投资」产品包括在不同程度上考虑环境、社会、管治 (ESG) 和/ 或其他可持续发展因素的投资策略或工具。我们包括在此类别的个别投资可能正在改变，以实现可持续发展成果。并不保证 ESG 和 可持续投资所产生的回报与不考虑这些因素的投资回报相近。ESG 和 可持续投资产品或会偏离传统市场基准。此外，ESG 和 可持续投资或可持续投资带来的影响并没有标准定义或量度准则。ESG 和 可持续投资及可持续发展影响的量度准则是 (a) 高度主观，而且 (b) 在不同板块之间和同一板块之内可能存在重大差异。

汇丰可能依赖由第三方供应商或发行机构设计和/ 或报告的量度准则。汇丰不会经常就量度准则自行作出具体的尽职审查。并不保证：(a) ESG/可持续发展影响或量度准则的性质将与任何个别投资者的可持续发展目标保持一致；(b) ESG / 可持续发展影响将达到指定水平或目标水平。「ESG 和 可持续投资」是一个不断演变的领域，新的监管规例和覆盖范围正在发展，或会影响未来投资的分类或标签方式。

今天被视为符合可持续发展准则的投资未必符合未来的准则。当我们将投资产品归类为汇丰 ESG 和 可持续投资 (SI) 类别，即 汇丰 ESG 跃增投资 (HSBC ESG Enhanced)、汇丰主题投资 (HSBC Thematic) 或 汇丰影响力投资 (HSBC Impact) (英国称为「汇丰目的」)，并不代表个别投资产品或投资组合内的所有个别相关持仓均符合分类资格。同样，当我们将股票或债券归类为汇丰 ESG 跃增投资、汇丰主题投资或汇丰影响力投资 (英国称为「汇丰目的」)，并不代表相关发行机构的活动与分类中相关 ESG 或 可持续特点完全一致。并非所有投资、投资组合或服务均合资格归入我们的 ESG 和 SI 分类。这可能是由于未有足够资讯或某项产品并未符合汇丰可持续投资分类的准则。

重要通知

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

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

本文件仅供参考，并不构成亦不应理解为本行向阁下作出的任何类型的法律、税务或投资的咨询意见，招揽及/ 或建议，也不是本行要约或邀请阁下认购、买入、赎回或卖出任何金融工具，或就上述工具订立任何交易。如对任何投资产品感到疑虑，或未能确定某些投资决定是否恰当，阁下应联络您的客户经理，或向您的专业顾问咨询有关的财务、法律或税务意见。阁下不应单独根据任何文件作出投资决策。

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

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

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

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

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

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

在根西，本材料由 HSBC Private Banking (C.I.) 发放。HSBC Private Banking (C.I.) 为 HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行的交易名称，注册办事处为 Arnold House, St Julian's Avenue, St Peter Port, Guernsey, GY1 3NF。HSBC Private Bank (Suisse) SA 根西分行为根西金融服务委员会 (银行、信贷、保险中介及投资业务) (Guernsey Financial Services Commission for Banking, Credit, Insurance Intermediary and Investment Business) (FINMA) 持牌机构。HSBC Private Bank (Suisse) SA 在瑞士注册，号码为 UID CHE-101.727.921，注册办事处为：Quai des Bergues 9-17, 1201 Geneva (GE), Switzerland。HSBC Private Bank (Suisse) SA 为瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 的注册银行及证券交易商。

在泽西，本材料由 HSBC Bank plc 泽西分行的分支机构 HSBC Private Banking (Jersey) 刊发，位于 HSBC House, Esplanade, St. Helier, Jersey (邮编：JE1 1HS)。HSBC Bank plc 泽西分行受泽西金融服务委员会 (银行、一般保险调解、基金服务及投资业务) 监管。HSBC Bank plc 在英格兰及威尔斯注册，号码为 14259，注册办事处位于 8 Canada Square, London,

E14 5HQ，获审慎监管局授权，并受金融行为管理局及审慎监管局监管。

在马恩岛，本材料由HSBC Bank plc刊发，位于HSBC House, Ridgeway Street, Douglas, Isle of Man IM99 1AU。HSBC Bank plc持有马恩岛金融服务监督管理局的牌照，并受其监管。HSBC Bank plc在英格兰及威尔斯注册，号码为14259，注册办事处位于8 Canada Square, London, E14 5HQ，获审慎监管局授权，并受金融行为管理局及审慎监管局监管。

在法国，本材料由HSBC Private Bank Luxembourg法国分行(SIREN 911 971 083 RCS Paris)发放。汇丰私人银行在法国接受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution(审慎控制及决议管理局)的审批和管制。汇丰私人银行为HSBC Private Bank (Luxembourg) S.A.的分行，地址为18 Boulevard de Kockelscheuer L-1821 Luxembourg，是一家股本为160.000.000欧元的卢森堡上市有限公司，RCS Luxembourg : B52461，巴黎银行及保险中介交易及企业登记，Organisme pour le Registre des Intermédiaires en Assurances [向保险中介注册组织登记，号码2011CM008 (www.orias.fr)，社区内VAT号码FR34911971083。汇丰私人银行在法国的注册办事处地址为38, avenue Kléber 75116 Paris- FRANCE；电话：+33 (0) 1 49 52 20 00。

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

在阿布达比环球市场(ADGM)，本材料由HSBC Bank Middle East Limited ADGM分行(PO BOX 113027, Al Maqam Tower, ADGM, Abu Dhabi)发放，后者受杜拜金融服务管理局(DFSA)和瑞士金融市场监管局监管。HSBC Private Bank (Suisse) SA DIFC分行只与符合DFSA定义为专业客户的客户进行交易，本简报亦仅以专业客户为对象。

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

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

在巴林，此通讯由HSBC Bank Middle East Limited巴林分行发放，乃汇丰集团成员，汇丰集团包括汇丰控股有限公司及其子公司，以及提供私人银行服务的实体。HSBC Bank Middle East Limited巴林分行可能会将客户转介给提供私人银行服务的汇丰集团实体，并在许可的范围内将若干私人银行金融产品和服务转介给巴林的客户。然而，此类私人银行金融产品和服务须受对提供金融产品或服务的相关汇丰集团实体适用的条款及细则和法律法规的规管。

HSBC Bank Middle East Limited巴林分行受巴林中央银行监管，并由迪拜金融服务管理局作为主要监管机构。

在卡塔尔，此通讯由HSBC Bank Middle East Limited卡塔尔分行发放，乃汇丰集团成员，汇丰集团包括汇丰控股有限公司及其子公司，以及提供私人银行服务的实体。

HSBC Bank Middle East Limited卡塔尔分行(P.O. Box 57, Doha, Qatar)获卡塔尔中央银行许可并受其监管，并由迪拜金融服务管理局作为主要监管机构。

HSBC Bank Middle East Limited卡塔尔分行可能会将客户转介给提供私人银行服务的汇丰集团实体，并在许可的范围内将若干私人银行金融产品和服务转介给卡塔尔的客户。然而，此类私人银行金融产品和服务须受对提供金融产品或服务的相关汇丰集团实体适用的条款及细则和法律法规的规管。

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

在香港及新加坡，本文件内容未经香港或新加坡任何监管机构审阅及批准。汇丰私人银行为香港上海汇丰银行有限公司(Hongkong and Shanghai Banking Corporation)的分支机构。在香港，本文件由香港上海汇丰银行有限公司因应其在香港的受监管业务而发放。在新加坡，本文件由香港上海汇丰银行有限公司新加坡

分行发放。香港上海汇丰银行有限公司及香港上海汇丰银行有限公司的新加坡分行均为汇丰银行的一部分。本文件并非旨在向香港及新加坡的零售投资者发放，亦不得向其发放。收件人须为香港《证券及期货条例》内定义的专业投资者，或新加坡《证券及期货法》内定义的认可投资者或机构投资者或其他相关人士。就本刊产生的任何事宜或本刊相关的任何事宜，请联络香港上海汇丰银行有限公司或香港上海汇丰银行有限公司新加坡分行的代表。

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

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

在任何情况下，本行建议阁下须小心审阅相关投资产品及发行文件、汇丰的《标准章程》、《开户手册》内所列的「风险披露声明」，以及上述文件内载有或附有的所有通知、风险警告及免责声明，并且明白及接受其性质、风险和规管相关交易的条款及条件，以及任何涉及的保证金要求，然后才作出投资决定。除依赖汇丰在香港作出的任何合适性评估(如有)，阁下应考虑自己本身的情况(包括但不限于：阁下以为公民、居留、居籍之国家法律下可能出现的税务后果，法律要求、任何外汇限制或外汇管制要求，因其可能与认购、持有或处置任何投资有关)，自行判断个别产品对阁下是否恰当，在恰当情况下，阁下应考虑咨询专业顾问意见，包括：因应阁下的法律、税务或会计状况。请注意：文内资料无意用作协助阁下作出法律或其他咨询问题的决定，亦不应以此作为任何此类决定的基础。阁下如对任何产品或产品类别或对金融产品的定义有任何疑问，请与您的客户经理联络。

在泰国，本资料由香港上海汇丰银行有限公司曼谷分行发放。在香港特别行政区注册成立，注册办事处位于香港中环皇后大道一号，并在泰国注册为分行，注册号码为：0100544000390。曼谷分行注册办事处位于：在泰国，本资料由香港上海汇丰银行有限公司曼谷分行发行。在香港特别行政区注册成立，注册办事处位于香港中环皇后大道一号，并在泰国注册为分行，注册号码为：0100544000390。曼

谷分行注册办事处位于：No. 968 Rama IV Road, Si Lom Sub-district, Bang Rak District, Bangkok。

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

在美国，汇丰私人银行业务乃汇丰集团主要私人银行业务子公司在世界各地进行私人银行业务的市场推广名称。汇丰私人银行通过美国汇丰银行提供银行服务，通过HSBC Securities (USA) Inc. 提供证券及经纪服务。美国汇丰银行乃联邦存款保险公司会员。投资及若干保险产品，包括年金。HSBC Securities (USA) Inc. 乃纽约证交所、FINRA / SIPC 会员。在加利福尼亚州，HSBC Securities (USA) Inc. 以HSBC Securities Insurance Services (牌照号码#: OE67746) 经营保险业务。HSBC Securities (USA) Inc. 为美国汇丰银行的联营公司。终身人寿、通用人寿和定期人寿由非关联方提供，并通过HSBC Insurance Agency (USA) Inc. (美国汇丰银行全资附属公司) 提供。不同州份提供的产品和服务或有分别，而且并非在所有州份提供。加利福尼亚州的牌照号码为#: OD36843。

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

所有关于阁下投资的税务影响的决策，应与阁下的独立税务顾问联系。

在澳洲，本通讯由香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行 (ABN 65 117 925 970, AFSL 301737) 发放。只向「批发」客户，并不对零售客户发放 (定义见《企业法案2001》)。本通讯提供的任何资料均属一般性质，并没有考虑阁下的个人需要及目的，亦没有考虑投资是否适合。香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行为外资授权接受存款机构【外资ADI】，受澳洲审慎监督管理局监督。除了香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行和HSBC Bank Australia Limited (ABN 48 006 434 162, AFSL 232595) 之外，本文件中所述的汇丰集团实体并非澳洲的授权存款机构。阁下与香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行以外的实体或分行进行的交易不代表阁下向香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行的存款或属其负债。除非在任何文件中明确另有规定，否则香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行的不支持或以担保或其他方式支持汇

丰集团的任何其他相关实体 (包括HSBC

Bank Australia Limited) 的义务。阁下与香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行以外的分行进行的交易，不会在澳洲入帐，也不是与悉尼分行的交易。

并非注册税务代理，其本意并非提供任何税务意见或服务，亦没有提供任何税务意见或服务。阁下不应依赖本文件提供的资料用作确定阁下的税务负债、责任、权利，并应咨询注册税务代理的意见，以决定阁下的个人税务责任。

香港上海汇丰银行有限公司也不保证汇丰集团的其他实体或分行任何产品的表现。

阁下与汇丰集团的其他实体进行的交易面临各种风险，例如：投资风险，包括还款可能延迟和收入及已投资本金的损失。

作为「外资ADI」，《1959年银行法》(Cth) 中的存户保障并不适用于香港上海汇丰银行有限公司悉尼分行。例如：外资ADI的存户并不享受以下保障：

- 存款不受金融索偿计划的保障，并且不受澳洲政府的保证。
- 存款并不较拖欠其他债权人的金额更优先。这意味著如果外资ADI无法履行义务或出现财务困难，并停止支付，其在澳洲的存户将无法从外资ADI在澳洲的资产中获得优先偿还存款。

外资ADI无需在澳洲持有资产作为在澳洲的存款债务的保障，这表示如果外资ADI未能履行其义务或财务出现困难，且停止支付，不能确定存户是否能够获得全数存款。

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

在阿联酋(在岸)，HSBC Bank Middle East Limited (HBME) 阿联酋分行受阿联酋中央银行监管，至于本次推广，则主要受杜拜金融服务管理局监管。HBME部分金融服务和活动受阿联酋的证券及大宗商品管理局监管(牌照号码：602004)。本文件中所包含的资料仅供一般资讯之用，并不构成投资研究、建议或买卖投资的推荐。

在科威特，本资料由HSBC Bank Middle East Limited 科威特分行(HBME KUWAIT) 发放，该行受科威特中央银行监管，持牌证券活动受资本市场管理局(Capital Markets Authority) 监管，主要

监管机构为杜拜金融服务管理局(Dubai Financial Services Authority)。本文件对象为HBME KUWAIT 客户，任何其他人士不应据此作出行动。HBME KUWAIT 对于阁下因使用或依赖本文件而遭受的任何损失、损害或其他后果，并不承担任何责任。

印度汇丰

本文件的内容仅供一般资讯之用，并不构成提供投资建议或推荐，亦不应作为任何购买或出售投资的依据。在印度汇丰，本文件由Hongkong and Shanghai Banking Corporation Limited, India (印度汇丰) 发放。印度汇丰乃香港上海汇丰银行有限公司分行，并为在印度注册及受监管的个别互惠基金分销商及第三方实体投资产品的推荐机构。印度汇丰并不会向美国、加拿大或有关分辖的公民或居民分销投资产品。印度汇丰作为汇丰互惠基金的AMFI注册互惠基金分销商，从HSBC Asset Management (India) Private Limited 获得佣金。汇丰互惠基金的发起人是HSBC Securities and Capital Markets (India) Private Limited (HSCI)，该公司乃汇丰集团成员。请注意，印度汇丰和发起人作为汇丰集团的一部分，可能会引起实际或被视作或潜在的利益冲突。汇丰印度已经制定了政策来识别、防止和管理这种利益冲突。印度汇丰按照SEB (投资组合经理) 条例2020 (注册号码：INP000000795) 向个别私人银行客户提供非委托管理投资组合咨询服务。互惠基金投资承受市场风险，请仔细阅读所有投资计划的相关文件。

长期策略投资配置/ 短期战术投资配置

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

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

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

本行私人银行实体的完整清单已上载于本行网站。

版权所有 © HSBC 2024

保留所有版权。

(中英文本如有歧异，概以英文本为准)



环球私人银行