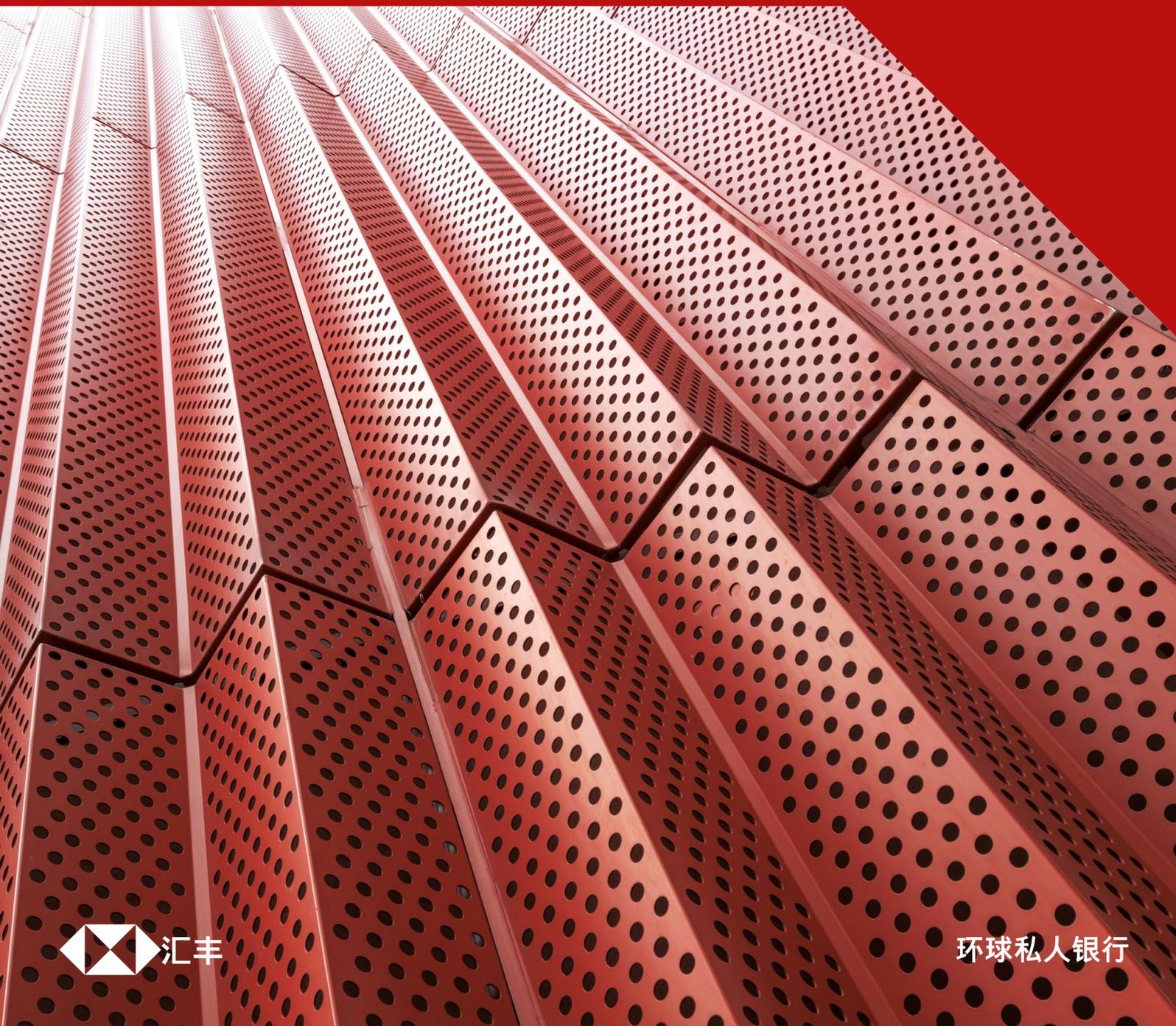


# 乐观者在变境中的 投资之道

投资展望

2024年第四季



# 撰稿人



## 资产配置主管

Stanko Milojevic  
stanko.milojevic@hsbcpcb.com



## 环球首席投资总监

Willem Sels  
willem.sels@hsbcpcb.com



## 董事-环球市场策略师及执行编辑

Neha Sahni  
neha.sahni@hsbcpcb.com

### 区域首席投资总监



## 亚洲区首席投资总监

范卓云  
cheuk.wan.fan@hsbcpcb.com



## 北亚首席投资总监

何伟华  
patrick.w.ho@hsbcpcb.com



## 东南亚及印度首席投资总监

章耀君  
james.cheo@hsbcpcb.com



## 中国首席投资总监

匡正  
desmond.kuang@hsbc.com.cn



## 欧非中东及瑞士首席投资总监

Georgios Leontaris  
georgios.leontaris@hsbcpcb.com



## 英国首席投资总监

Jonathan Sparks  
jonathan.sparks@hsbcpcb.com



## 美洲区首席投资总监

Jose Rasco



## 环球债券业务主管

Laurent Lacroix  
laurent.lacroix@hsbcpcb.com



## 环球股票业务主管

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



## 外汇及大宗商品投资产品策略师

Rodolphe Bohn  
rodolphe.bohn@hsbcpcb.com



## 环球股票业务董事

Bryan O'Carroll  
bryan.ocarroll@hsbcpcb.com



## 环球市场分析师—房地产投资

Guy Sheppard  
guy.r.sheppard@hsbc.com



## 欧洲对冲基金研究主管

Alex Grievson  
Alex.grievson@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

乐观者在变境中的  
投资之道

2024年第四季 (于2024年9月6日发布)

投资展望

股票—  
重要主题和重点领域

2024年第四季 (于2024年9月6日发布)

# 欢迎辞

致本行客户：

随着美国大选和联储局决策时间临近，市场容易感到忐忑不安。世界的冲突频生，令市场忧虑地缘政治风险升级；美国劳工市场疲弱，也使一些投资者担心经济衰退风险。

然而，我们对市场的看法较乐观。年初至今，配置现金投资的策略已见成效——股票强势扬升，债券也受惠减息预期。此外，由于基本因素没有重大变化，市场8月的调整，实属入市良机。

展望未来，这些基本因素仍提供支持。美国经济周期明显正在放缓，但不会停滞或倒退。企业招聘活动减慢，但未见大量裁员，且通胀回落提振家庭消费力。企业也受惠成本下降，利润率接近纪录水平。此外，许多企业拥有大量现金，可投资于令人振奋的尖端创新科技（包括人工智能）或把生产工序迁回本国。因此，虽然企业之间的差距日增，但各个板块均存在大量机会，可从中物色盈利

增长具韧力的公司，而且其估值较以往更具吸引力。

事实上，市场8月的调整，消除了一些科技股估值的部分泡沫，并降低持仓集中度，属健康现象。在未来数月，预料投资者将逐步重建持仓，以把握短期资金市场仓位接近历史高位带来的机遇。然而，我们认为投资者在挑选持仓时将更为谨慎，在板块内去芜存菁，物色具最佳盈利潜力的企业，同时分散投资配置，避免明显的板块偏好。

我们的策略亦然——继续建立仓位，同时管理风险，因为市场将会出现大量可能触发市况波动的新闻消息。然而，不论由联储局或美国大选所致，市场波动应属暂时性质，而且波幅温和，原因是当大选结果揭晓，市场通常随之扬升。优质债券是另一项分散投资之选，尤其是目前股债相关度再次处于负数，使其更具分散投资潜力。股票方面，分散投资于不同地区也非常重要，因为此举可扩阔机遇。因此，除美国外，我们还看好英

国、西班牙、日本、印度和南韩。

那么，我们的投资组合采取哪些主要策略？我们最优先的投资策略是在全球增长温和下，物色盈利具韧力的企业。就此而言，我们采取慎选持仓的策略，同时扩大对板块和地区的投资范畴。其次，我们配置现金投资优质债券和多元资产投资组合。第三，我们以对冲基金和波幅策略过渡即将面临的不明朗时期。最后，我们致力在世界新秩序下，分散投资于表现强韧的亚洲增长龙头和优质债券。

因此，我们感到乐观，认为多元化投资组合将继续表现优秀。虽然我们身处变境，但机会仍然丰富多样。放眼全球的思维和多元资产策略是当前的投资之道。



环球首席投资总监  
Willem Sels

2024年9月5日

# 投资组合策略

尽管美国经济持续放缓，导致全球经济只有温和增长，但我们预料经济没有即时的衰退风险。此外，受惠成本压力减退、融资成本下降、生产力上升，以及创新科技，许多企业的盈利持续增长。我们认为市场存在大量投资机会，故继续配置现金作投资，因为央行减息降低了使持有现金的吸引力。在未来数月，环球市场存在不明朗因素和新闻风险，但通过波段策略、分散投资和专注严选优质资产，可以管理有关风险。

现金：偏低比重

债券：中性

偏好发达市场和新兴市场优质债券

股票：偏高比重

偏高比重：美国、英国、西班牙、日本、印度和南韩

偏低比重：拉丁美洲和欧非中东新兴市场

另类投资：偏高比重

偏高比重：对冲基金

核心配置：私募市场和基建

国内生产总值增长放缓，但盈利潜力稳健

美股占环球股票市场市值近三分之二，加上美元地位举足轻重，因此美国经济一直是市场的重要焦点。有见及此，我们必须意识到美国经济持续放缓，目前大多数经济学家预期在2025年中之前，美国国内生产总值增长将在1.5%至2%之间，略低于过去三十年平均(2.5%)，但重要的是，增长仍处于正水平，我们预期经济没有即时衰退风险。

占美国国内生产总值近70%的消费，受惠通胀下降，带动可动用收入增加。此外，虽然新增职位减少，但仍未见大量裁员，而且进入劳动市场的人数上升，有助刺激经济潜力。企业方面，许多美企的现金充裕，并为迁回美国生产或创新投入资金。对股市来说，最重要的是企业盈利能力强劲，这是由于成本压力下降、利息成本减少，而且自动化开始提高生产力的迹象。事实上，虽然市场忧虑一些大型科技股的业绩参差，但「美股七雄」以外的企业盈利增长正逐渐加速。

有鉴于此，我们认为市场在8月对美国经济衰退的忧虑反应过大，故此我们对美国和环球股票维持温和偏高比重，并对周期股与防护股维持均衡配置——避免过于取进或过于保守的策略。然而，经济放缓的作用，在于去芜存菁。因此，我们聚焦于市场地位强劲、具创新能力，而且财政稳健，可支持盈利增长的企业。整体来说，这指向大型和中型股多于小型股，偏好投资级别债券多于高收益债券，也推动我们下调对非必需消费品板块的观点至中性，原因是有些企业表现良好，但另一些却因为消费走向较低端而面对挑战，而汽车分类板块也面临结构上的挑战。相对而言，我

们认为工业、医疗保健、通讯服务和资讯科技板块获得较多结构支持。

利率复常的影响

现时，全球减息周期显然已在路上，但市场反应通常取决于减息背后的原因。如果由于通胀回落而逐步减息至回复正常政策水平，市场向来反应正面。然而，若市场认为经济即将步入衰退，迫使央行加大减息力度，这通常不利承险意欲。8月时，鉴于对经济衰退的忧虑过大，市场定价反映央行大幅减息，股票市场因而出现抛售。我们认为，经济衰退并非迫在眉睫，而且迈向2%通胀目标的「最后一哩路」殊不容易，故央行可以采取更循序渐进的方式。因此，我们预期联储局将于今年减息三次，分别在9月、11月、12月，每次下调四分一厘，再于2025年减息三次。联储局的决定将取决于经济基本因素，因为回顾历史，不论政客的意愿如何，联储局通常会在大选年减息或加息。

一般来说，利率复常的过程有利债券、股票和资产估值。债券方面，我们继续偏好投资级别和优质主要货币债券。然而，在减息假设过高，带动债券在8月大幅扬升之际，我们的短期战术策略是下调对美国国债和英国国债至中性，并把存续期回复至中期。目前，受惠信贷利差回升，我们认为投资级别债券较具价值，并注意在增长偏低但向好的环境下，投资级别债券历来表现优秀。

利率前景仍是影响外汇市场的主要因素。市场对联储局减息的预期过大，使美元在8月下跌。重返较合理的假设，或可帮助美元收复近日的部分失地。然而，美元的息差优势已减弱，因此我们不再预期美元走高，并对美元转持中性观点。事实上，随着大多数央行的走向相同，我们所观察

的大部分货币较少出现定向走势。日本央行虽然不随众，但应不会加快加息进程，因为当地通胀仍然受控，加上最近日圆大幅波动，使央行三思而后行，以免发出过强的加息讯号。因此，日圆目前可能仍然波动，但未见明显走向。

**考虑风险和未知因素**

11月的大选当然是美国的另一个重大议题。一般来说，市场在大选前波动会加剧，但当大选结果揭晓，市场信心增强，可重新聚焦于基本因素。我们认为，由于共和党倡议放宽监管，故其候选人获胜可能有利金融和能源板块；民主党致力推动联邦医疗保险计划和另类能源，因此其候选人胜出则有利医疗保健和公用事业板块。尽管如此，由于大选结果可能取决于几个摇摆州，对选举结果押重注可能并非明智之举。其他地缘政治不明朗因素包括美国对以色列 - 加沙地区冲突，以至中东广泛问题和俄乌战

事方面的政策。投资者明显忧虑冲突进一步升级，但石油市场主要由目前的全球供求趋势带动。对资产价格的任何冲击通常短暂，而且极难预测。

总括而言，正如下表所示的第三项优先投资策略「以对冲基金和波幅策略过渡不明朗时期」，我们致力通过分散投资和部分下行保障措施，过渡与美国大选、联储局减息步伐和幅度，以及广泛地缘政治风险相关的不明朗时期。

**世界很大**

市场有时过于看重美国。更糟糕的是，最大规模的美国企业，即「美股七雄」，常常成为新闻焦点。其实，其他地方还有许多值得注意的发展和机遇。我们的策略是扩大对板块和地区的配置，在今年夏天的市场动荡之时，这策略奏效。由于抛售的部分原因是市场担心大型科技股的业绩及高估值，我们继续专注扩大配置，

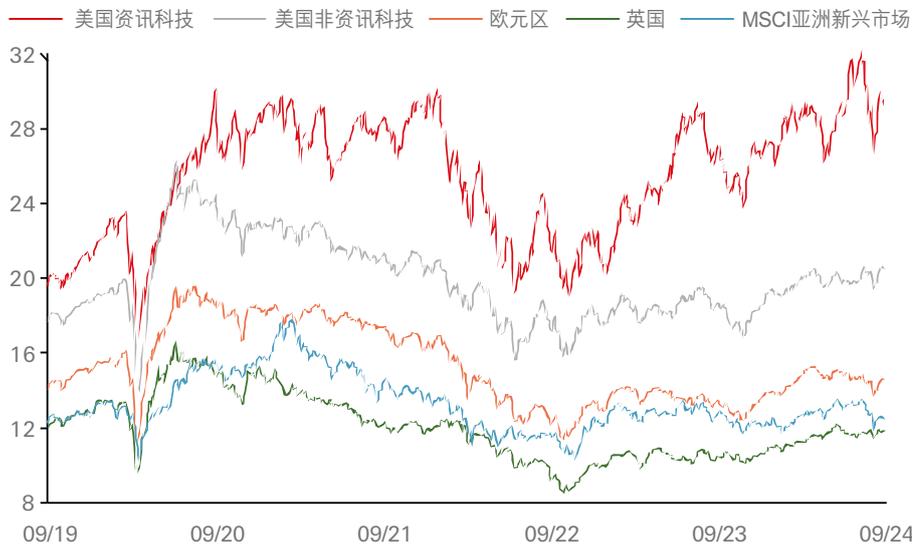
而且更加重视盈利能力。这体现于我们的首个优先投资策略 — 「在全球增长温和下物色盈利具韧力的企业」。

地区方面，受惠估值吸引和当地消费信心改善，英国股票在最近数周表现相对强韧，因此我们对其维持偏高比重。我们偏好英国多于欧元区，原因是在英国大选过后，当地的政治风险相对较少；若特朗普胜选，美国贸易关税可能使欧元区面临更大冲击（汽车、奢侈品等）。

与此同时，在亚洲，印度凭藉强劲的增长动力脱颖而出，当地市场应可受惠新政府专注创造职位、提升工人技能，以及农村和农业改革政策。中国继续推出刺激经济政策，以抵御债务通缩的不利因素；日本的通货再膨胀趋势的持续能力越来越强。目前，北亚地区更重视股东价值（包括日本、中国和南韩）。我们认为亚洲市场极具多样性，可提供广泛的机会，因此我们通过第四项优先投资策略 — 「分散投资于表现强韧的亚洲增长龙头和优质债券」作出相关投资。

大部分对美股估值的忧虑均与美国科技股相关，其估值已从近日高位回落，但其他市场看来仍较便宜。

**市盈率**



资料来源：彭博资讯、伦敦证券交易所集团、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。

## 四大优先投资策略

### 1. 在全球增长温和下物色盈利具韧力的企业

为什么？尽管美国经济放缓，而且全球经济增长仅属温和，但许多企业都能够实现强劲的盈利。然而，从8月的市场波动可见，投资者日益关注周期风险和估值。因此，我们聚焦于盈利具备韧力，足以支持其估值的企业和市场领域。

做什么？发达市场方面，我们对美国、英国、西班牙和日本股票持偏高比重，并对板块与投资风格采取均衡配置。虽然我们对科技股维持偏高比重，但继续扩大对科技板块内和其他板块的配置，包括对医疗保健、工业和金融股持偏高比重。在「选股方」的市场，需要采取「由下而上」和慎选持仓的策略，因为每家企业的盈利能力各有不同。

### 2. 配置现金投资优质债券和多元资产投资组合

为什么？全球减息周期已在路上，持有现金的吸引力日渐减弱。在全球各地，一些非常大型的短期资金市场基金仓位将会入市。随着利率下跌和高评级债券的信贷利差合理，我们在优质企业债券收益率进一步下跌前锁定其收益率。正如我们对优质企业债券、环球股票和对冲基金持偏高比重所示，多元资产策略可把握广泛机会。

做什么？鉴于利率波动暂时仍可能持续，我们认为发达市场投资级别债券提供具吸引力的机会，并集中投资于中期债券（五至七年）。在新兴市场，我们聚焦于优质主要货币债券。多元资产策略提供地区和多元资产分散投资优势，并可让基金经理把握短期战术机会。

### 3. 以对冲基金和波幅策略过渡不明朗时期

为什么？在美国大选结果揭晓之前，市场波动可能较大。央行会议和全球各地的地缘政治风险也可能在未来数月为市场增添不明朗因素。虽然我们相信若市况更明朗，将有助今年稍后的市况，而且相关基本因素也为投资提供支持，但我们需要过渡这个不明朗时期，同时保持投资。

做什么？我们在有保障的情况下进行承险投资，此举不但能继续参与市场上众多投资机会，同时得到一些下跌保障。此外，我们近日增加对冲基金配置，以识别环球利率、股票和外汇市场为基金经理提供的广泛机会，而且对冲基金可通过分散投资，有助管理投资组合波幅。

### 4. 分散投资于表现强韧的亚洲增长龙头和优质债券

为什么？虽然西方国家的经济增长温和，但亚洲经济动力受惠多项因素，包括：结构趋势、人工智能主导的创新趋势，以及供应链重组带动的投资热潮和绿色转型。亚洲资本市场具多样性且不断发展，以吸引的估值为投资者提供吸引的分散投资机还。日本的通货再膨胀趋势，印度超卓的增长势头，南韩和台湾由科技发展带动的出口畅旺，以及中国政府持续推行刺激经济政策，均为亚洲市场提供支持。联储局即将下调利率，为亚洲央行提供更多减息空间，有利信贷基本因素，以及亚洲优质债券的回报前景。

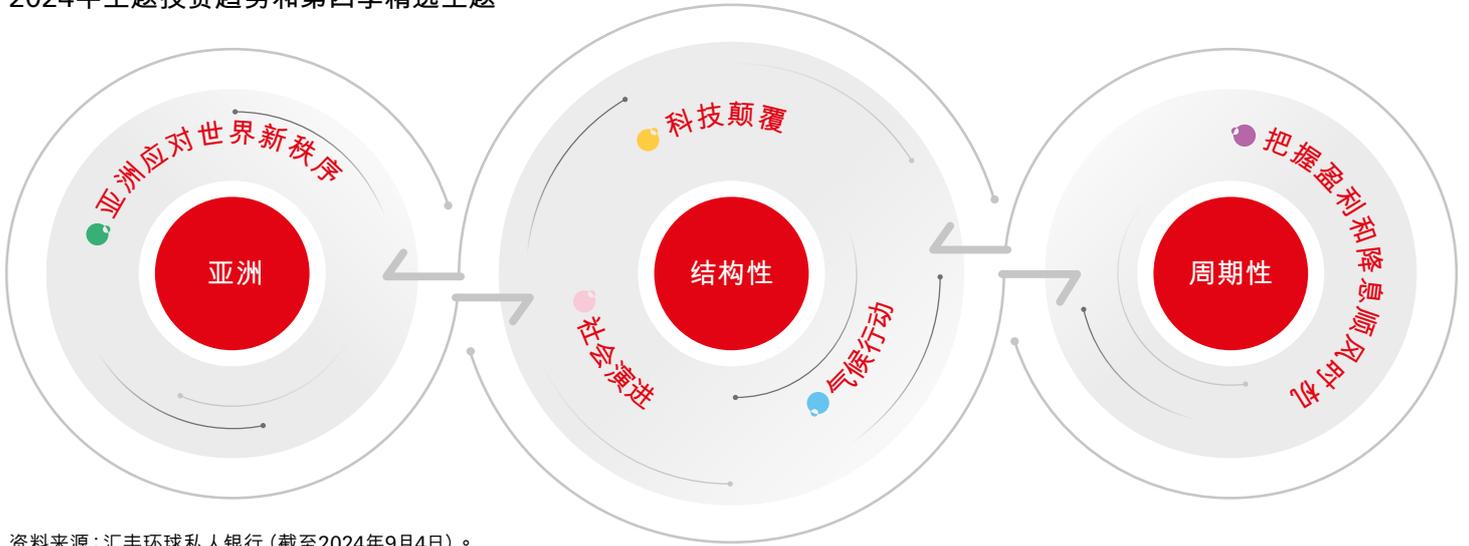
做什么？我们从表现强韧的亚洲增长龙头和优质债券物色了大量投资机会。我们对日本、印度和南韩股票持偏高比重，把握其结构增长趋势。我们青睐日本、中国和南韩的企业管治改革赢家，这些企业拥有强劲的现金流，可通过增派股息和股份回购来提高股东回报。另外，我们预期政府将加推政策支持，带动中国内地和香港特区的经济增长，这将会为估值偏低的行业龙头，以及派付高息的优质国有企业因此存在短期战术机会。息差机会方面，随着亚洲央行启动减息周期，我们继续聚焦于亚洲投资级别主要货币企业债券和印度本国国债。

### 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。以下数页将详细探讨我们的精选主题。

### 2024年主题投资趋势和第四季精选主题



资料来源：汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

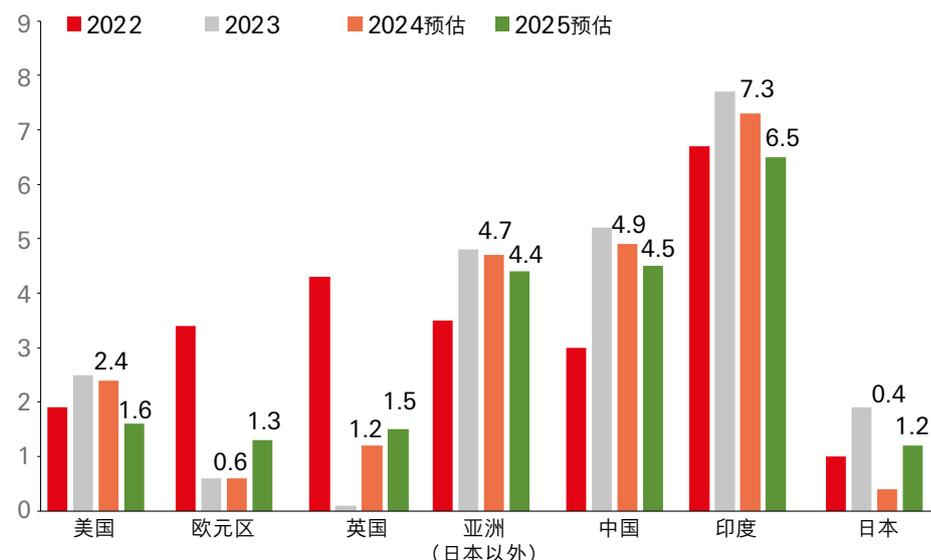


# 亚洲应对新世界秩序

要在新世界秩序下驾驭动荡的地缘政治形势，亚洲强韧的增长龙头和优质债券，可以提供具潜力的多元化投资机遇。我们投资于受惠以下趋势的长期赢家：印度和东盟经济的结构性向上、企业管治改革、供应链重组、人工智能主导的科技投资热潮和制造业升级。

## 亚洲脱颖而出，成为最重要的全球增长动力

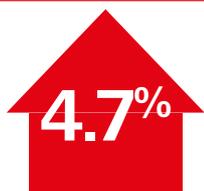
实际国内生产总值增长率 (%)



资料来源：彭博资讯、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。预测可随时更改。

### 四大精选主题

1. 「亚洲企业治理改革赢家」	我们青睐日本、中国和南韩的企业管治改革赢家，这些公司现金充裕，且低负债，并有财力运用现金，通过增派股息、回购股份和其他增值企业行动来提高股东回报。
2. 亚洲供应链重组	这个主题聚焦受惠制造业供应链整合和重组的亚洲行业翘楚。我们青睐在跨国和亚洲企业「中国+1」策略下获供应链重组支持的印度和东盟企业。
3. 印度与东盟崛起	我们认为印度和东盟拥有可观的长期增长机遇，受惠人口结构年轻、中产阶级消费者崛起、外国直接投资和国内投资支出强劲、科技创新，以及绿色转型等长期有利因素。
4. 通过亚洲优质债券分散投资	联储局即将下调利率，将于未来数月为亚洲央行提供减息空间。我们偏好日本和南韩的金融债券、亚洲投资级别企业债券、印度本币债券、印尼投资级别准国债、澳门博彩企业债券，以及中国电讯、科技与媒体企业债券。



亚洲（日本以外）的2024年国内生产总值增长应可远高于全球平均



40%日本企业拟在2025财年增派股息



预期印度和东盟的劳动年龄人口占比上升，2050年达到67%，全球平均则为63%



印度目前在全球各地拥有超过50%环球能力中心

资料来源：联合国贸易和发展会议、联合国《世界城镇化展望》、ANSR、彭博资讯、汇丰环球研究预测、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

对比温和的发达市场增长，亚洲脱颖而出，成为最重要的全球增长动力，预期国内生产总值在2024年增长4.7%。亚洲的经济增长别具吸引力，因其获多项因素支持，包括：印度和东盟的结构性上行，人工智能主导的科技投资热潮，以及供应链加速重整使制造业投资稳健。日本通货再膨胀趋势持续，印度增长动力强劲，加上科技发展带动南韩出口畅旺，带来广泛和可观的机会，以具吸引力的估值分散投资。联储局即将下调利率，将为亚洲央行提供更多减息空间，对亚洲债券的基本因素有利。

我们的主题「亚洲企业治理改革赢家」继续聚焦于很有可能通过增派股息和股份回购来提高股东回报的优质企业。日本、南韩和中国的监管机构正加速推进企业管治改革，要求企业优先考虑资本效率和改善股权收益率，以收窄相对环球同业的估值折让。

根据Nikkei Asia的数据，40%日本企业拟增派截至2025年3月财年的股息。在2025财年首两个月（4月和5月），股份回购已达到6万亿日圆，较去年同期高出50%。南韩的「企业价值提升计划」强调高股息和股份回购对提高股东回报的重要性，因而带来具吸引力的估值上调机遇。

我们的主题「亚洲供应链重组」把握环球供应链重组和友岸生产趋势加快带来的机遇。这推动亚洲区内贸易迅速一体化，区内贸易在亚洲贸易总额的占比由2000年的53%飙升至接近60%。我们预计，亚洲区内出口将从2023年的4.3万亿美元飙升至2030年的7.1万亿美元。

我们看好日本、台湾和南韩的高端制造业翘楚，因其在环球半导体供应链举足轻重。资讯科技硬件、半导体、先进制造和晶片包装企业成为「中国+1」策略下供应链重组的主要受惠者。我们预计需要8,000亿美元投资金额兴建新的代工厂，其中大部

分建于亚洲，以满足GenAI晶片的庞大需求。东盟地区处于优势，有望通过先进的晶片包装，受惠强劲的人工智能需求，因其吸引来自中国和美国的大量投资。

印尼在亚洲电动车供应链担当重要角色，因为当地的镍储量达2,100万吨，占全球储量22%，是全球之冠。

我们的主题「印度与东盟崛起」把握人口结构年轻、中产阶级消费者崛起、外国直接投资和国内投资支出强劲、科技创新和绿色转型等可观的长期增长机遇。预计印度和东盟的劳动年龄人口（15至64岁）占比将上升，到2050年达67%，高于亚洲（64%）和全球（63%）平均。我们看好印度和东南亚金融、房地产、基建、零售房地产投资信托基金和电讯板块表现强韧的增长龙头。

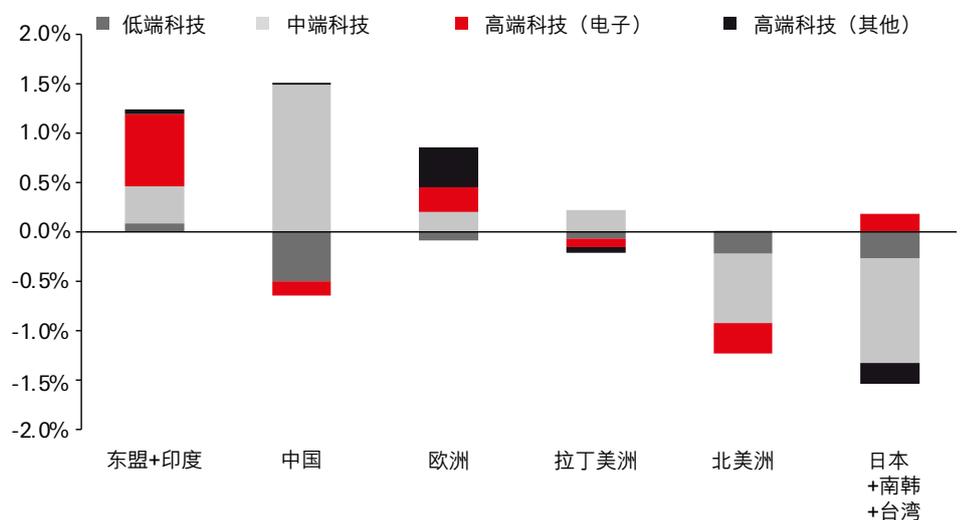
随着印度大选结束，投资者的焦点已再度重返结构性改革前景。最近公布的印度财政预算案在财政纪律与增长措施之间保持良好的平衡，有利印度股票和债券的表现。印度的银行和基建公司将受惠强劲的资本支出和外国直接投资流入。随着环球能力中心迅速增长，印度的服务出口保持强劲增长。根据ANSR最新的统计数据

显示，印度目前在全球各地拥有超过50%环球能力中心。

为把握套息机会，我们把债券主题重新定位为「通过亚洲优质债券分散投资」，重点策略是对存续期介乎五至七年的印度本币债券和亚洲投资级别主要货币企业债券持偏高比重。预期联储局政策在9月转向，将会为亚洲央行在未来数月减息奠下基础。我们看好亚洲金融债券，因为其估值相对吸引。除日本和南韩的金融债券外，我们也青睐澳洲、新加坡和泰国的银行，原因是其资本比率强劲。此外，我们青睐印度本币债券，因为这类债券被纳入环球指数，加上我们看好印度卢比。

### 环球制造业的贸易增长主要源于亚洲新兴市场

占环球制造业商品的%变化 (2015年至2023年)

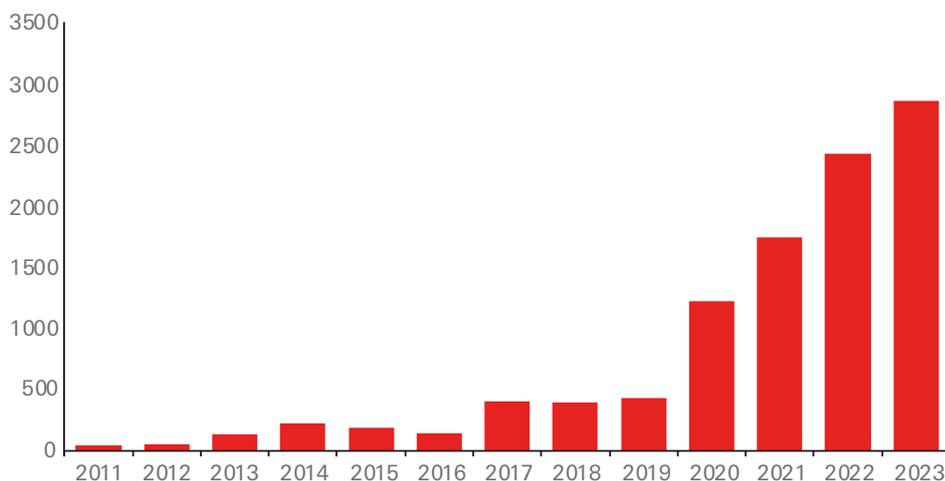


资料来源：联合国贸易和发展会议、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

# 科技颠覆

一股创新浪潮正在推动航天和医疗保健板块，正如随着先进人工智能产品和服务的推出及数码基建扩展，下一阶段的数码革命逐渐展开。

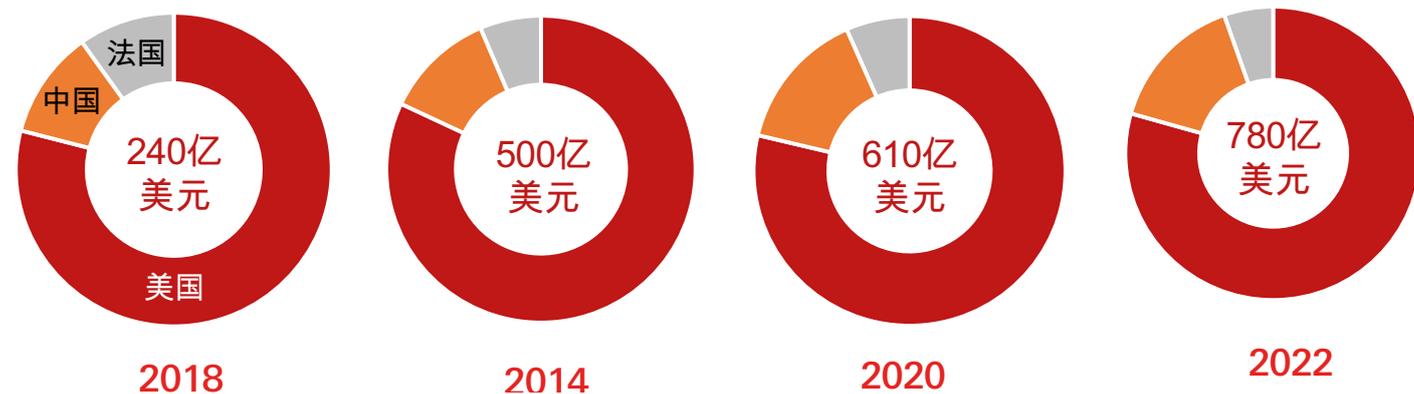
小型人造卫星发射 (2011年至2023年)



资料来源：国际能源署、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

四大精选主题	
1. 新世代医药	高度标靶式的新疗法有望改变治疗方案和病者的治疗效果，同时为公司创造大量商机。
2. 数码基建升级	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. 生成式人工智能及机械人	生成式人工智能的面貌迅速发展，已令公司加快推出嵌入人工智能功能的产品和服务，并使机械人变得更加自主。
4. 航天科技投资	亿万富豪通过近地轨道卫星、太空船、飞行计程车、高超音速火箭等领域的商业发展，唤醒了这个休眠中的板块。

航天计划的政府支出



资料来源：Statista、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

企业面对经济增长放缓、利润率停滞和市场竞争白热化的压力，迫切地寻求更创新的方式，使其产品和服务脱颖而出，致力促进销售，并寻找提高生产力以提升利润率的方法。创新往往是解决难题的方案。一股创新浪潮正席卷而来，应可为具创新意念的企业管理层提供许多应对上述挑战的机会，并成为竞争优势的主要来源。这些创新浪潮包括促进生物样本快速分析或从庞大人口进行趋势检测的科学发现，以及从基因至天文学的大型数据集。从卫星获取的气候和农作物数据正用于农业企业管理。近日推出的先进人工智能软件，成为流程分析，甚至持续监察及管理的转折点。我们选出四个主题领域，其近日引进的创新科技均带来重大影响。

### 新世代医药

估计在2024年，全球生物医药市场总值1.2万亿美元，展望未来三年，这个惊人的数据应可每年增长5%至6% (Visible Alpha)。对最常见的疾病来说，例如：高血压或高胆固醇，市面有大量品牌和非专利产品以供选择。然而，许多难以治疗或复杂的疾病存在迫切的临床需求。生物科技公司通常是新药的主要创新者。新一代创新生物医药逐渐推出(或处于后期研发阶段)，用以治疗肥胖症、肝炎、血友病、癌症和罕见病等疾病，其中一些疗法甚至可治愈患者的疾病。罕见病治疗和「突破性」疗法通常在个别市场获授独家销售限期及/或政府资助，从而提高公司的盈利能力。

如市场所料，随着大型制药公司重组和致力强化其潜在产品研发，专利授权和并购活动持续上升。

### 数码基建升级

最新的人工智能软件模型可能展现巨大潜力，但存在一个创造机遇的障碍。这些模型和应用程式不但消耗大量电力，而且随着需求飙升，还需要大额资本支出和支援服务，以

扩充容量。第二季业绩显示，企业计划投放大量资金，用于数据中心、云端服务、网络安全和冷却系统。根据P&S Intelligence的一份报告，预期数据中心市场总值将由2023年约3,020亿美元增长至2030年约6,220亿美元，复合年增长率超过10.5%。机遇似乎在于数码基建元件供应商，而非拥有人。

### 生成式人工智能及机械人

生成式人工智能体现现有人工智能产能的一种跨越式转变。先进的人工智能软件(包括大型语言模型)正迅速发展，涵盖自主式和协同式模型学习，进一步加快其发展步伐。把先进人工智能软件整合至机械人和自动化系统，有望革新其功能、提升自动化能力，并扩大其应用领域。在2023年，已投入运作的工业机械人数量达到390万个单位(国际机械人联盟，2024年2月)。在医疗领域，外科医生广泛使用外科机械人进行复杂的手术，并用于难以到达的人体部位。我们相信，智能自动化将扩展至大部分经济领域。

### 航天科技投资

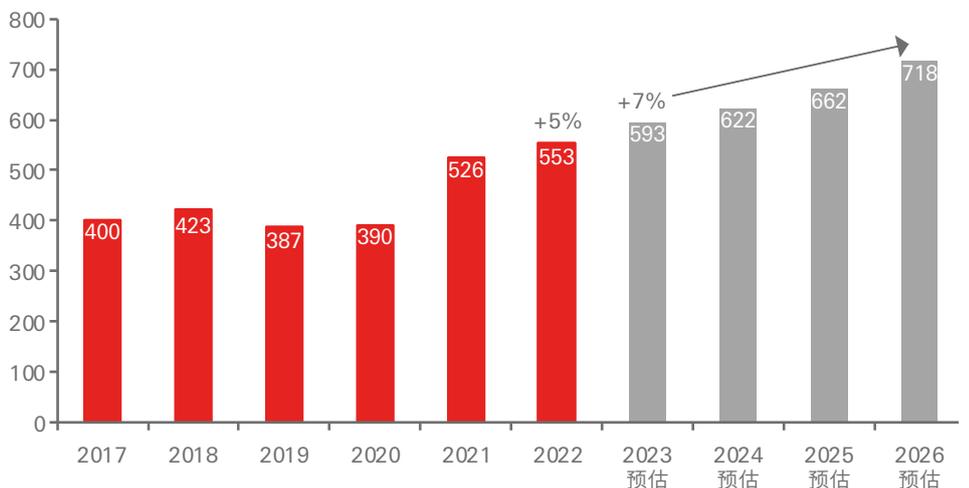
过去十年来，鉴于科技进步，加上民营企业的市场准入改善和大众的可负担能力提高，航天业在地球大气层与太空之间无形边界两侧进行的活动大幅增加。

此外，随着航班数量不断增加，对飞机的需求也持续上升。根据国际航空运输协会的数据，全球客运收入公里(RPK)在2024年5月按年上升10.7%，现已高于疫情前的水平。飞机制造商也受惠军事订单增加，以及日益先进的科技能力。

在2023年，小型人造卫星占所有已发射太空飞行器的97%。在过去六年，小型人造卫星的发射次数增加了七倍(Bryce Tech小型人造卫星报告，2024年)。相关供应链的订单也不断增加。事实上，需求非常殷切，以至航天公司经常在满足需求方面备受挑战。

工业机器人年度安装量 — 2017年至2022年(实际)和2023年至2026年(预测)

以千单位计

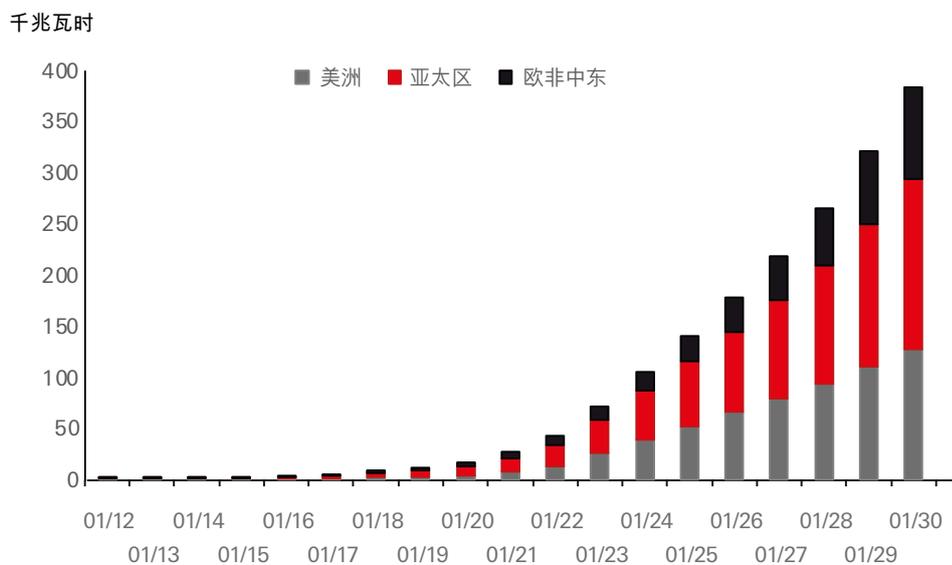


资料来源：国际机械人联盟2023年报告、汇丰环球私人银行(截至2024年9月4日)。



可持续发展长久以来动力不断，如今已取得重要规模。这适合为投资组合物色能同时带来长期正面转变的投资者。

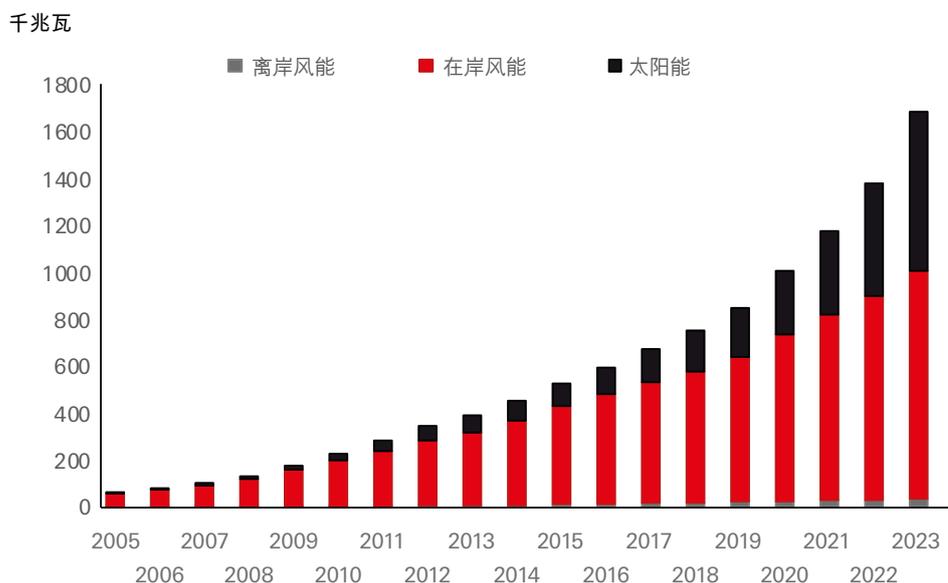
截至2030年的能源储存增长



资料来源：Bloomberg Finance L.P.、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。2024年至2030年为预估数据。

两大精选主题	
1. 投资可持续能源	环球经济体转向低碳能源生产的意愿明显增加，同时希望提高国内能源的独立生产。可再生能源是解决方案的重要一环。
2. 生物多样性及循环经济	过去50年，人类活动对全球生物多样性造成严重影响。为保护生物多样性和逆转有关损害，不少投资倡议正在加快步伐，为行动提供资金。

自2005年的太阳能和风能发电量增长



资料来源：彭博新能源财经、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

可持续发展动力在全球各地，不同地区和板块稳步增长。新技术和新理解，加上迫切度日增，使每年可持续发展板块的活动均有所上升。

在价值链的各个环节，生产商持续开发新的产品和流程，以满足市场对可持续发展替代品不断增长的支持和需求。根据彭博新能源财经《太阳能生产商2023年生产报告》，估计在2023年，处于价值链各个环节的太阳能生产商产量按年上升50%至67%，同期发电量为623千兆瓦。能源储存也是一个关键元素，预料相关建设将于未来数年大幅增加。

我们认为，推动全球可持续发展的正面动力和参与日增，为投资者创造许多投资机会。

### 投资可持续能源

洁净能源技术和可再生能源，是实现《巴黎协定》目标及使全球各国迈向净零排放所需的关键元素。虽然能源转型已进行了数十年，但直到现在才达到相当大的规模和动力。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。根据彭博新能源财经的数据，在2024年至2030年期间，每年平均需要4.8万亿美元投资，才有望在2050年之前实现环球净零排放目标。当然，这并未考虑同样持续高速发展的科技。

鉴于市场意识提高和政策推动，可再生能源在过去数十年间迅速普及。需求殷切，也使洁净能源的成本更具竞争力。可再生能源的平均成本持续下降。

在可持续能源需求推动下，预期风能和太阳能市场将于未来十年大幅增长。同样，全球政策动力和因而提供的融资仍然强劲，在可见的未来为大规模推动洁净能源措施提供支持。在2023年，环球可再生能源产能扩张50%，接近510千兆瓦（资料来源：电力—2023年可再生能源分析—国际能源署），预料全球太阳

能光伏市场将于2024年增长33%，升幅可观。

同样，尽管2023年的成本和利率上升，离岸风能的全球投资飙升79%，达到767亿美元；全球电网投资也达到3,100亿美元，突显市场涌现结构投资机会（资料来源：彭博新能源财经，2023年）。

### 生物多样性及循环经济

地球生物多样性对人类生存极为重要。我们的社会、生计和经济无不依赖大自然，包括对气候模式的自然调节，以及提供食物和木材等基本材料。

「生产—取用—使用—弃置」的线性经济模式正在损害生物多样性和自然栖息地。

单靠保育措施并不足以阻止生物多样性丧失。采用循环经济模式，应可尽力减少浪费基本资源，并有助抑制生物多样性丧失。

根据世界经济论坛的数据，全球国内生产总值的一半（即44万亿美元）在某程度上依赖大自然。世界

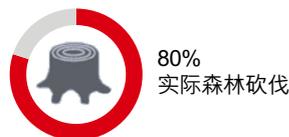
经济论坛《2024年全球风险报告》提述，生物多样性丧失和生态系统崩溃是未来十年的三大风险之一。因此，这带来行动机会。新商业模式和解决方案协助企业由线性经济模式过渡至「减少使用—维修—重用—回收及改造」的循环经济模式，因而备受关注，并带来新的投资机会。

虽然商界一直高度关注气候变化，但直至最近，生物多样性问题被普遍忽视的情况才得以改善。然而，好消息是，随着监管法规、市场、消费者和投资者的动力加强，循环经济转型正持续推进。把握相关机遇和保护生物多样性的企业，有望为投资者提供增长和支持长远变革的机会。

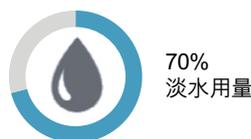
注：请参阅末页有关本行完整的环境、社会及管治（ESG）披露。

### 食物生产对环境的影响

80%全球森林砍伐是由农业所致



70%淡水用于农业



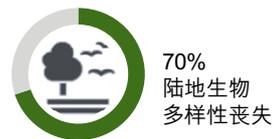
50%淡水生物多样性丧失源于与食物生产相关的影响因素



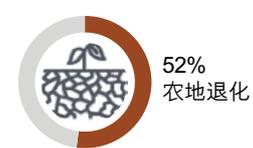
食物系统释放29%全球温室气体



70%陆地生物多样性丧失源于与食物生产相关的影响因素



52%农业生产导致土地退化



资料来源：世界自然基金会《2020年地球生命力报告》、《生物多样性公约》、《全球可持续发展报告》、土地退化经济学倡议、汇丰环球私人银行（2024年9月4日）。

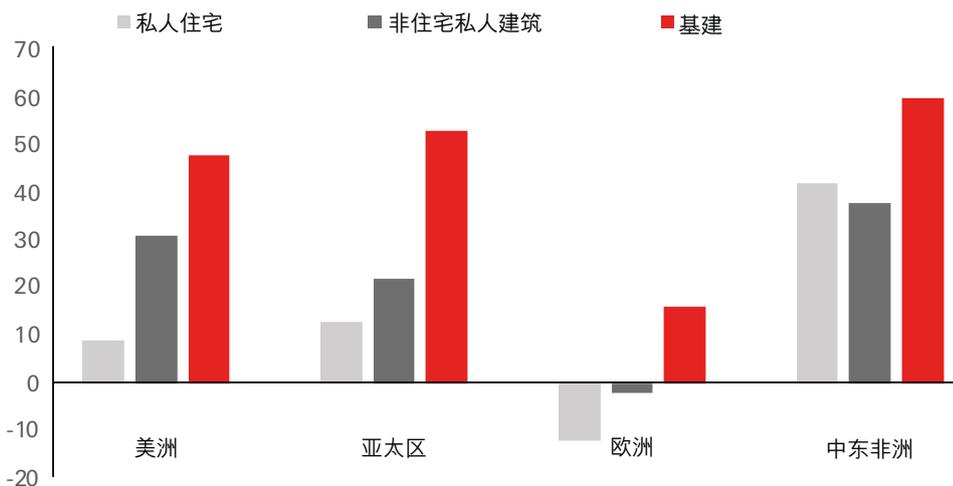
# 社会演进



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三个范畴。

## 全球基建建设料将超越全球其他建筑

预期基建增加的受访者净百分比 (%)



资料来源：英国皇家特许测量师学会调查、汇丰环球私人银行，数据截至2023年第四季（截至2024年9月4日）。

### 三大精选主题

#### 1. 基建与未来城市

减碳、数码化、迁回在岸市场和城市化这四股全球宏观趋势汇聚于一个重大主题：基建投资需求巨大。私人资本（通常与政府合作）将发挥关键作用。鉴于基建回报往往与通胀相连，因此基建可助保障实际回报，并有助降低整体投资组合的波幅。

#### 2. 社会赋权与健康

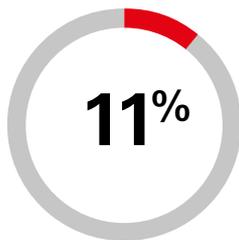
我们的主题聚焦性别平等、女性参与劳动市场，以及获得优质教育和医疗服务的途径。这不仅是因为投资者和消费者关注这些主题，也基于研究显示，较多元化的机构组织往往表现更佳。社会已在这方面取得一些进展，但仍需要作出更多行动，这是美国大选的一个议题。

#### 3. 体育与娱乐

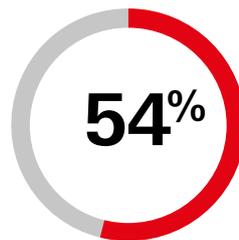
大型体育盛事和音乐会一直备受关注。体育与娱乐是一门「大生意」，受惠消费者稳健的消费力，以及消费模式转向服务和体验多于商品。虚拟实境和人工智能等科技大幅提高这些活动的盈利能力和吸引力。我们在各类盛事、广告、内容生成器、服装、设备和沉浸式科技找到机遇。



基建建设的大部分益处往往体现在当地经济



创投基金公司担任高级投资职务的女性比例



目前，全球新增发电投资有54%是太阳能（其余：煤炭、石油、天然气、水力、风能、核能）

资料来源：英国创投基金会、董事协会、国际能源署、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

社会变化大多源于人口结构转变等重大相关趋势，但往往会因科技推动而加快，使企业加快步伐和作出适应以紧贴时代，同时这也是我们挑选投资主题的依据。

基建是典型例子，因为人口增长造就城市化发展，使全球各地的城市互相竞争。为了吸引最优秀的人才，基建发挥重要作用，既要让城市宜居宜乐，也要确保生产力。目前，数码基建越来越多，包括数据中心和通讯网络。然而，城市也需要娱乐，这正是是一大增长领域。

城市受惠多元化发展，企业亦如此。如果员工结构能反映客户的多元化基础，这家企业明显拥有较佳条件，为客户提供服务。

「社会演进」趋势下的精选主题因时而异，但我们在此提出其中三个主题。

### 基建与未来城市

因应城市化趋势，以及全球经济数码化需要数据中心和更有效的通讯，社会需要大量基建。净零转型需要建造洁净能源发电设备和更灵活的电网。另外，企业有意将生产迁回在岸市场，因此需要新的港口和道路。事实上，根据麦肯锡全球研究院的计算，每年必须在基建方面投入3.3万亿美元，以促进上述重要的转型过程。

私人资本将担当重要角色，原因是许多政府过去的投资严重不足。美国、欧盟和英国目前意识到这是刺激当地经济的好方法，并积极创建融资工具或基建银行，可望推动政府与社会资本合作。考虑到市场对私人资本的需求强劲，大型投资者可普遍在商务谈判中获得良好的条件。

我们认为通胀可能略高于过往水平，成为支持聚焦基建的另一个原因，因为基建通常会提供通胀调整后回报。就公用事业而言，回报与通胀挂钩可以是一项监管规定或合约条

款。这也可能是源于所提供服务的的重要性，令营运商可转嫁任何上涨的成本。因此，基建股在年初至今的波幅低于基准指数，这也不令人意外，而且基建股的贝塔较低，有助投资者管理投资组合波幅。

对投资者来说，我们的「社会赋权与健康」主题举足轻重。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。另外，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25%。虽然董事会中女性代表比例取得一些进展，但仍需要作出更多行动，尤其是科技和创投基金公司等领域。美国民主党在竞选活动中提出对这个议题的关注，令这个主题成为热话。

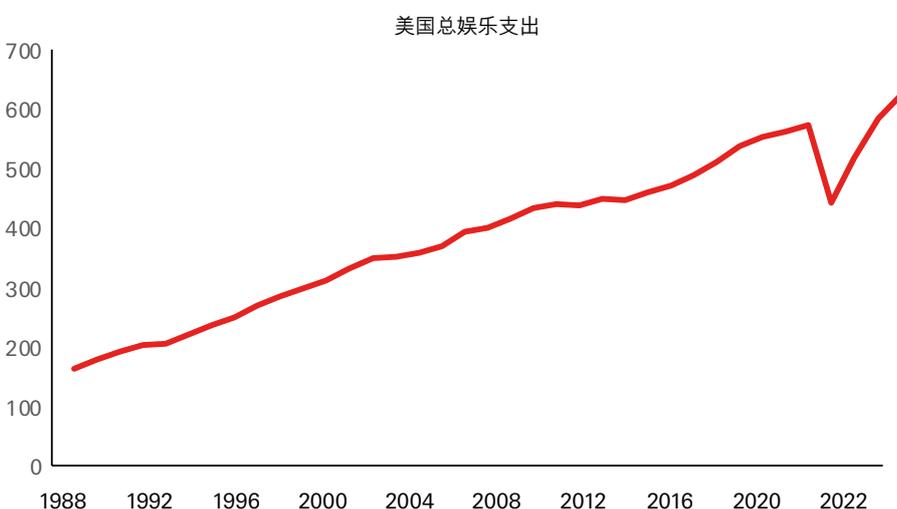
随着大型音乐会和体育盛事陆续举行，「体育与娱乐」在近数月成为焦点。巴黎奥运会开幕礼什至把两者结合，创下收视纪录。开幕礼展示巴黎最美的一面，但科技创新也发挥重要作用，包括使用无人机、内置镜头和实时字幕，大大丰富了观众的体验。有赖数码分身技术，整个活动的筹办过程才能尽善尽美。智能频闪分析让观众更了解运动员的动作，并能根据媒体版权持有人的喜好自动制作

精华片段。

这正好说明科技如何有助提高人们对体育和娱乐的需求及兴趣。拥有良好购买力的消费者也为这股趋势提供支持。这些消费者越来越多在体验上消费，而不是购买商品。

这个板块的公司正在不断创新，通过盛事串流和数据分析来创造更多价值，例如：加强门票销售的针对性。我们在各类盛事、广告、内容生成器、服装和设备找到机遇。随着沉浸式科技不断改良，现实和虚拟世界的界限变得更加模糊。

美国家庭的娱乐支出迅速增长，包括体育和娱乐  
十亿美元



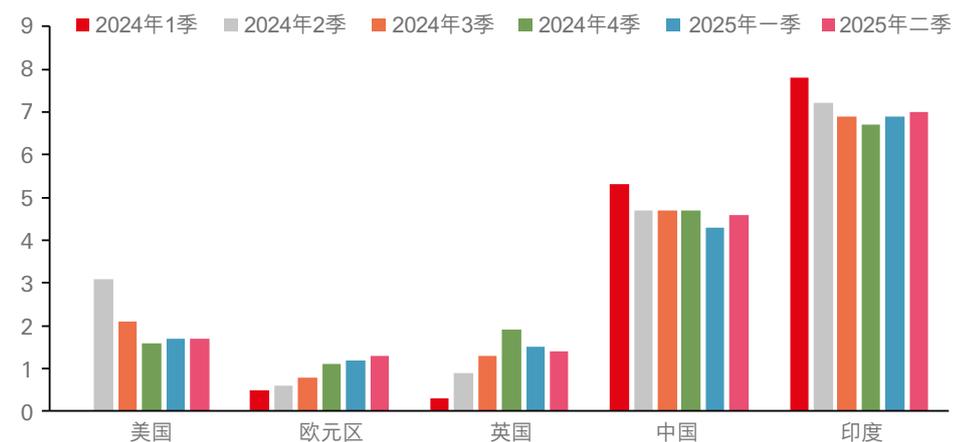
资料来源：IBIS World、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。



盈利增长和减息为市场创造许多机会。不过，考虑到估值上升和增长略见放缓，我们需要审慎筛选。股票方面，我们聚焦盈利表现；至于债券，我们青睐优质债券。

相对新兴市场，发达市场增长放缓但保持正面，欧洲增长温和上升

实际国内生产总值增长（按年%）

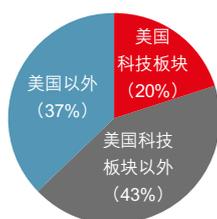


资料来源：彭博资讯普遍预测、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。预测可予以更改。

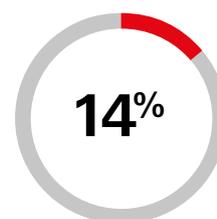
四大精选主题	
1. 美国抗逆力	美国经济增长保持强劲，在盈利方面提供抗逆力和广泛机会。受惠创新和投入成本下降，我们预期利润率将进一步上升。我们对一些板块采取广泛策略，但通过「由下而上」的方式，物色具盈利能力的股票。
2. 北美再工业化	美国政府支持企业将大部分供应链迁回美国或北美，两名美国总统候选人均锐意拓展制造业。人工智能主导的创新、机械人技术和自动化正帮助提高美国制造业的生产力和竞争力。
3. 欧洲巨头	与美国比较，欧洲市场价格便宜，经济增长和盈利正逐步回升。欧洲是一个多元化的地区，其中英国和西班牙市场的状况优于区内核心市场。我们看好价格合理、具创新力，并在各自领域领先全球的公司。
4. 优质债券机遇	我们继续对发达市场投资级别债券持偏高比重，这些债券在温和增长的环境下往往表现出色，当然也随着利率下调而向好。我们偏好中存续期债券，以管理利差和利率风险。



美国投资者现时持有15%现金，其中大部分可进行投资配置



美国科技板块比重较大，意味我们也可在其他板块和地区寻找机遇



企业投资占美国国内生产总值的重要部分

资料来源：美国个人投资者协会、美国经济分析局、彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

我们针对周期趋势的主题为**全球增长放缓**，但并非停滞的环境进行部署。在成本压力（工资和投入成本）放缓、利率成本下降，以及重要的是创新造就生产力增长的环境下，企业盈利持续上升。诚然，当前环境的第二个关键宏观特征是**全球市场稳步推进减息周期**，联储局很可能在2024年9月加入减息行列。

我们通过所设定的主题，希望确认的另一点是，投资者需要采取越来越审慎的策略，这不是指专注于特定板块或地区，事实上恰好相反：我们认为投资者应从「由下而上」的角度，采取**慎选持仓**的策略，原因是不同地区和板块提供众多机会，但企业财政状况的差距相对较大。为了在增长温和放缓的环境下推高盈利，创新至关重要，这需要投资。因此，财政状况强劲并采取前瞻性管理能发挥举足轻重的作用。在各板块当中，有些公司具定价能力，其他则没有。赢家就是那些最能掌握客户需求迅速变化的公司。此外，鉴于过去两年估值上升，因此考虑当前估值是否合理也同样重要。

### 美国抗逆力

我们的主题「**美国抗逆力**」完美体现上述原则，在全球最大的股票市场上运用广泛的板块观点，从「由下而上」的角度慎选投资。我们现时看好美国板块的观点涵盖科技、通讯、工业、金融和医疗保健，说明正面的盈利动力广泛和投资机遇宽广。在所有这些板块（甚至在其他经审慎挑选的板块），我们物色即使增长略为放缓，但仍能实现分析员的盈利预期的公司。

另一项策略是**投资等权美国股票指数**，相对传统指数减少超大型股和科技股的权重。这固然可助消除一些投资者的估值忧虑，并提供较佳的分散投资效果，因为对单一公司的集中度较低。

我们的「**北美再工业化**」主题把

握盛行的迂回在岸市场趋势，这种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。墨西哥已超越中国，成为美国的最大贸易夥伴，体现地区融合。《晶片与科学法案》和《降通胀法案》等计划带动制造业投资热潮。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，继而应有助提高工业板块的竞争力和盈利能力。

我们的「**欧洲巨头**」主题物色在欧洲注册成立，从事不同板块的环球翘楚。单纯基于地理位置，这些公司的价格通常低于美国企业；随着投资者积极寻求以合理价格分散投资，不少投资者开始青睐欧洲巨头。这些投资者需求来自全球，但我们认为欧洲经济和盈利增长逐步回升应有利表现。

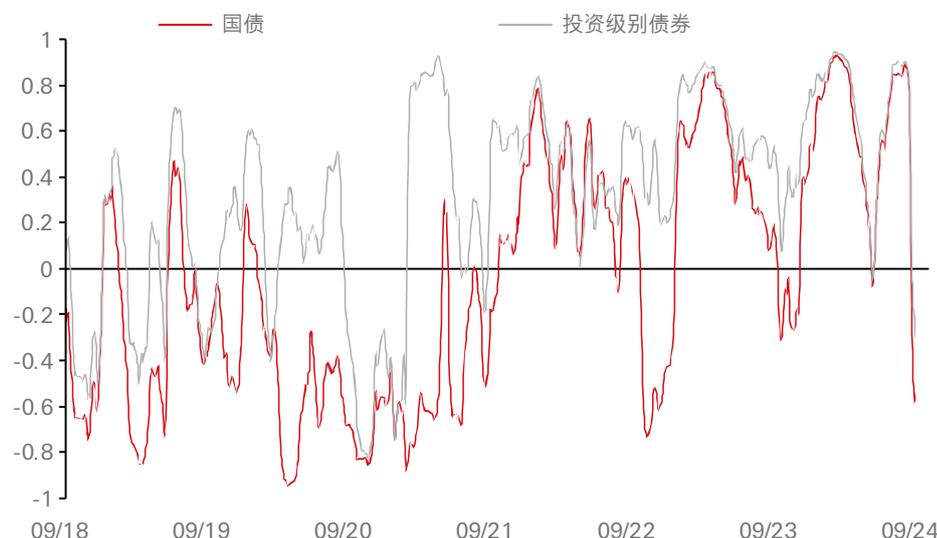
### 优质债券机遇

我们在8月初下调对美国国债的观点至中性，但维持对**投资级别债券**的偏高比重，原因是信贷利差处于稳健水平，投资级别债券受惠与美国国债的良好息差收益，且存续期风险相若。往绩显示，在我们预期出现经济

增长温和但正面的环境下，**投资级别债券**稳占优势，能产生具吸引力的回报。由于选举、央行议息会议和地缘政治可能令股市出现一些波动，通过**债券分散投资**至关重要。至于投资组合回报的波动，则可通过加入稳定的收益成份来缓和。

随着增长放缓，股债相关度已转为负数，提高债券分散投资潜力和在投资组合的重要性

与股票市场走势的相关度



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。

# 股票

基本因素稳健，继续支持我们对环球股票的偏高比重观点，我们首选的市场是美国、英国、西班牙、印度、日本和南韩。美国联储局启动放宽银根周期，应会带动全球其他央行进一步减息。资本成本下降应会减少企业的利息支出，有助增加消费支出并刺激企业投资。受惠科技创新，其中一些投资属结构性，应有助提高生产力，使利润率继续接近历史高位，并提升盈利能力。

## 美国经济增长放缓，但企业盈利能力提高

美国经济增长正在放缓，但没有停滞不前。另一方面，虽然通胀数据或有起伏，但通胀向下的趋势应可持续。这为联储局启动减息周期奠定基础，加入欧洲央行和英伦银行等其他央行之列。我们预期联储局将在2024年和2025年分别减息三次，每次四分一厘，在2025年底前将联邦基金利率目标区间下调到3.75%至4%。由于增长放缓成为联储局越来越重要的考虑因素，如果情况显著恶化，有可能加大减息力度，实际上使联储局再度「出手托市」，从而安抚市场。

与此同时，企业盈利保持强劲，预测在2024年和2025年分别增长10%和15%。此外，盈利动力正在

扩大，科技板块以外的企业盈利料将逐步上升。事实上，「美股七雄」等大市值公司的比较基数高，虽然预期盈利增长依然相当强劲，但应会放缓。「美股七雄」以外的公司（其余493只成份股）盈利也持续改善，而且比较基数看来更为有利，这应支持投资者扩大投资配置，进一步分散投资。标普500指数和其他美国主要指数的回报集中度下降，也意味美国继续表现领先其他市场的机会上升。

过去经验显示，随着联储局展开减息周期，美股表现一般领先全球股市，而且市场广度通常有所改善。于周期中段放缓期间，在联储局首次减息后的十二个月内，标普500指数上升接近17%，MSCI发达市场（除美国）指数仅升4.6%。道琼斯指数升近12%，纳斯达克指数也上升接近28%。通常表现最佳的板块为医疗保健、资讯科技、非必需消费品、必需消费品和通讯服务。

## 亚洲市场多元化

亚洲仍是经济增长最迅速的地区，但区内经济和市场相当多元化。提供支持的基本因素包括工资增长稳健和企业管治改革。鉴于通胀整体受控，联储局启动减息周期，也应有助推动亚洲各地央行减息。结构动力增加带来更多支持，例如：对可持续发

展变革、科技升级和革新的投资。因此，我们继续对亚洲新兴市场和日本持偏高比重，但采取有选择的策略。

日本企业盈利应继续受到通胀和工资上升的支持，这鼓励消费者增加支出，并有利企业提高价格。企业管治大幅改善，提高股权收益率和投资者回报，让市盈率得以重估。尽管日圆反覆波动，但过去圆汇贬值，使企业处于相当有利的竞争地位。

印度股票继续受惠经济增长高于长期趋势。虽然市盈率偏高，但符合历史水平，而且高股权收益率提供支持。印度的市盈增长率（也考虑市盈率以外的增长）与其他国家更为一致。大选后的股市表现反映投资者对印度市场保持乐观。

中国方面，我们认为政府可能需要加推刺激措施，才能实现国内生产总值增长5%的目标。因此，我们继续在亚洲分散投资，现时对印度、日本和南韩持偏高比重配置。中国内地和香港市场的估值仍然偏低，但我们继续寻找推动资金流和市场上升的刺激因素。

## 欧洲继续面对增长问题

欧洲经济增长正在加速，即使国内生产总值增长很可能继续低于美国。盈利情况亦然，但由于市盈率远



低于美国，投资者开始在欧洲市场物色机遇。

我们有选择地寻找机会，偏好英国多于欧元区；青睐西班牙多于欧洲核心国家。英国政局更趋稳定，虽然新政府的财政空间有限，但市场信心已见回升。英国经济增长预测继续逐步向上修订，当地市场在8月的波幅低于许多其他市场，突显其抗跌力。于此同时，西班牙的经济和盈利增长令人鼓舞，部分源于移民和旅游业的推动。当地市场估值仍接近多年低位，为有意分散投资的投资者提供机

遇。

欧洲可能会受贸易关税上调的影响，这取决于美国大选结果，但我们在「欧洲巨头」主题涵盖的公司找到机遇。我们物色市场地位强大的创新公司、大型出口商和提供地域分散投资的环球公司。欧洲的环球品牌和优质公司仍具吸引力。

### 投资总结

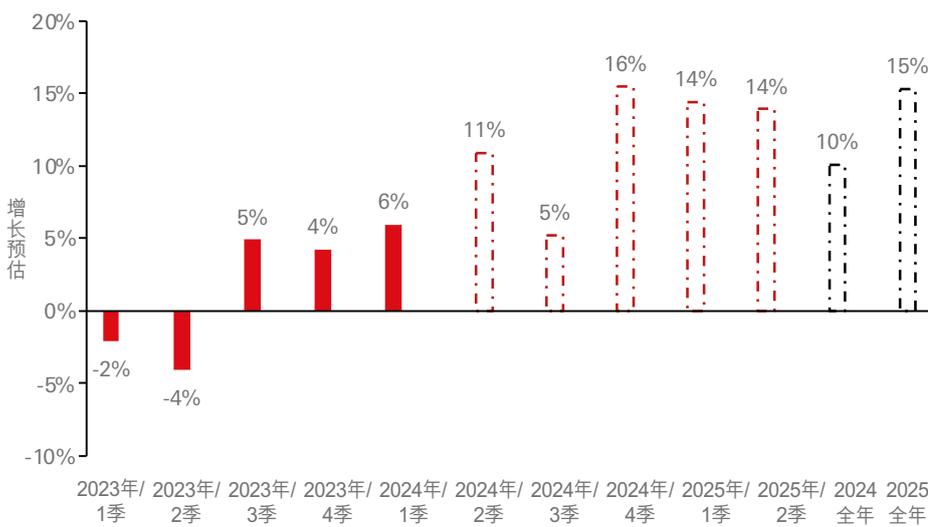
我们继续对环球股票持偏高比重，因为盈利增长强韧，加上机会不断扩大，预测环球股票回报将超过其

他资产类别。今年环球经济放缓似乎未如早前忧虑般严重，因此我们认为板块组成无需过度着重防护力。事实上，我们要的是对防护股与周期股作均衡配置。实际上，在年初至今，周期股的表现与防护股几乎看齐。

随着企业盈利与股票表现之间的差距扩大，突显这是一个「选股」市场。投资者宜密切关注公司基础业务模式的韧性，以及企业面对高息以至通胀缓慢下降的应对能力

### 今明两年美国盈利增长保持强劲

标普500指数每股盈利变化（按年%）



资料来源：伦敦证券交易所集团、机构经纪人预测系统 (I/B/E/S)、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。预测可予以更改。

# 债券

在2024年，投资者对联储局货币政策路径的预期出现重大变化，令股债市场在8月反覆波动。尽管对经济放缓的忧虑为发达市场国债提供支持，但对高收益债券的助益较轻微。我们视减息为获利套现的短期战术机遇：下调对美国国债的观点至中性，并将存续期配置从七至十年缩短到五至七年。

我们满意看好发达市场和新兴市场投资级别优质债券的策略，并继续锁定吸引的绝对收益率。我们的表现分析支持这个观点，因为根据往绩，当联储局减息和经济增长温和，美国投资级别债券表现优于其他市场。我们认为环球通胀回落的趋势将会持续，相信假以时日，国债收益率可能会略为走低。

2024年是极端的一年。投资者对联储局在2024年减息幅度的预期不断改变，最近数月市场定价反映

减息幅度介乎1.5厘至0.3厘之间，令债券趋于波动。自7月底以来，投资者越来越忧虑美国经济放缓，带动迅速减息的憧憬升温，股债市场因而动荡。此外，对联储局和日本央行的货币政策措施预期之间的相对定价变化，引发前所未见的日圆套息交易拆仓潮。美国大选的政治不明朗因素和科技板块盈利也打击投资信心。然而，美国大部分经济数据看来仍相当稳健，与我们的预期相符，市场承险意欲在本月稍后回升。

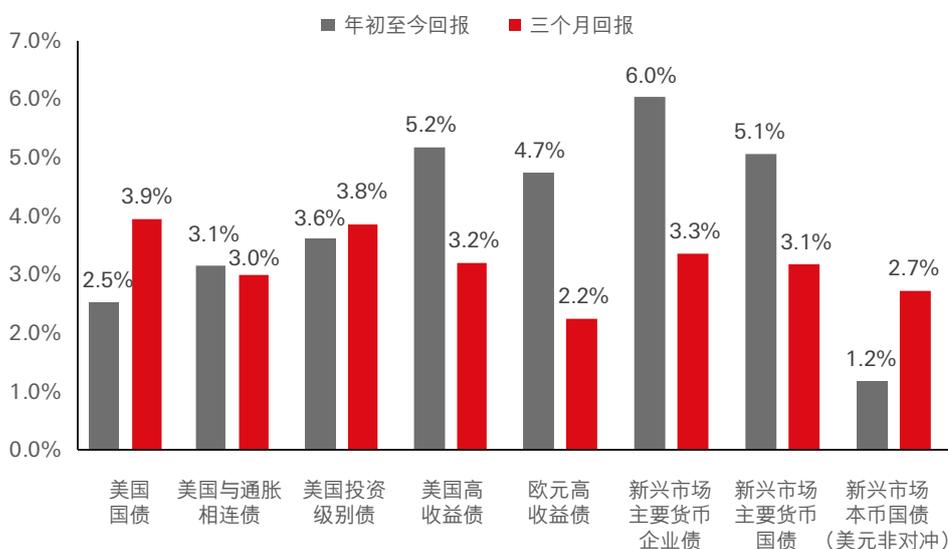
整体来说，这种「承险和避险之间反覆交替」的策略有利债市，尤其是发达市场国债，但对高收益企业债券的助益较少，因此这类债券的利差略为扩大。

鉴于国债收益率在8月初加剧波动并大幅下跌，我们决定对美国国债和英国国债的偏高比重和长存续期配置获利套现，改为采取短期战术策

略，转持中性观点，并将存续期目标缩短到五至七年。我们自2023年10月开始执行主动存续期投资策略，得以产生相对参考指数的超额回报。虽然收益率呈下降趋势，但我们认为8月初的走势过于急速和明显（两周内下跌60基点）。我们将所得资金重新分配至对冲基金，以保持分散投资和把握对冲基金的丰富机遇。

我们继续偏好优质企业债券，对环球投资级别债券持偏高比重，尽管近日收益率下降（截至9月3日美国企业债券收益率为4.92%），但其绝对收益率仍具吸引力。美国投资级别债券的无风险利率水平占其名义收益率的80%，因此若美国国债收益率继续如我们预期般下跌，美国投资级别债券价格将大幅上升。我们的表现分析也支持这个观点，因为根据往绩，在联储局首次减息后，美国投资级别债券表现优于其他市场，这种出色表现通常会在首次减息后维持六个月。

市场忧虑美国经济状况，在8月支持发达市场国债的表现



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。

此外，我们认为支持收益率下行的长期因素保持不变，这些因素大多属于结构动力，由人口结构以至政府债务对增长潜力的影响。其他短期因素也提供支持，并可能发挥更直接的作用，例如：地缘政治风险，以及投资者累积大量现金结余，伺机在其他领域再作投资。

我们仍对环球高收益债券持中性观点，从8月初的情况可见，这类债券的估值偏紧，且对市场不明朗因素非常敏感。不过，考虑到机会成本偏高（息差上升），我们避免对这个分资产类别持偏低比重。

板块方面，我们继续青睐科技、

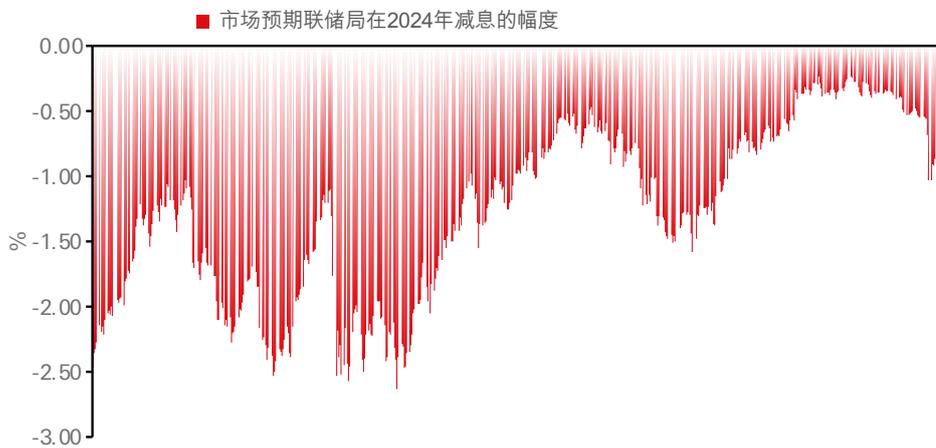
金融和新兴市场国有企业。我们专注于优先考虑有利债券持有人的政策、杠杆比率稳健和短期再融资需要较低的优质公司。这不限于发达市场，对新兴市场的公司亦然，这些公司继续提供息差机会，并发挥分散投资于不

同评级、板块和国家的作用。因此，我们安于维持新兴市场主要货币企业债券的温和偏高比重，但采取慎选持仓的策略。

有些投资者担心发达市场国家的公共债务水平，主要是美国，其国家

债务占国内生产总值比率处于第二次世界大战以来的最高水平（122%）。随着利率上升，偿债成本也增加，但步伐缓慢平稳。然而，我们认为没有理据支持投资者过于恐慌。首先，自2009年环球金融危机以来，家庭和企业的负债有所下降，意味美国的整体债务在过去十四年保持稳定，占国内生产总值的250%至260%。其次，如果计入社会安全信托基金等公共机构所持有的资产，美国政府的净负债将降至占名义国内生产总值的85%至90%。第三，几乎所有发达市场国家的公共债务均有所增加，不只是美国。因此，相对而言，美国的偿债能力仍然稳定。这还未考虑美元货币挂钩，境内债券持有人比例偏高，以及储备和支付货币的地位，这些因素使美国国债成为理所当然的投资选择。最后，根据我们的历史分析，债券拍卖结果（虽然可能造成一些温和且短暂的波动）似乎与收益率走势没有明确的关联。财政部已表示拟在短期内维持息票发行，减少任何意外因素。我们认为收益率的走势取决于通胀和减息前景，而不是债券供应或债务水平。

市场反映投资者对联储局政策的预期不断改变



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。

联储局首次减息后，优质债券的表现至少有六个月时间领先

总回报（以100为基础）



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。以1989年至2023年间涵盖过去五个减息周期的每周表现数据平均为基础。往绩并非未来表现的可靠指标。

# 外汇和 大宗商品

我们的看好观点有别于市场普遍预测，在步入夏季之前一直很奏效；到了8月，我们转采中性策略。美国债券收益率和经济增长的优势，以及环球不明朗因素，都为美元提供支持，但随着美国增长放缓，加上联储局的利率路径看来与其他多家央行相似，美元得到的支持已经减少。事实上，与今年初相比，美元套息交易的需求目前较有限。在十国集团之中，我们对欧元和瑞士法郎保持审慎，但认为英镑表现应较强韧。新兴市场方面，就货币表现来说，承险意欲参差仍是一大不利因素，但我们对印度卢比（经济影响因素强劲）、韩圜（科技前景稳健）和南非兰特（政治和本地不明朗因素减少）维持积极观点。至于大宗商品，黄金已在8月突破每盎司2,500美元，即使我们的年底预测远低于目前现货价，我们仍维持中性观点，与我们对美元的看法一致。尽

管油价可能因地缘政治而波动，但也可能会在区间徘徊。

联储局很可能自9月起减息，虽然其他央行也可能与联储局同时减息，但买入美元的套息交易已失去动力。随着美元动力减弱和美国债券收益率下跌，其他货币的表现有空间改善。举例说，投资者在夏季对套息交易拆仓使日圆受惠，这股趋势或可持续，因为日本央行持续发出温和的加息讯号，有别于联储局预期减息的政策行动。相比欧元区，英国的政治杂讯减少，且经济前景不俗，因此英镑也可能表现强韧。

虽然套息交易对高息货币带来的正面效应或未如过往，但周期差异仍会对货币产生重大影响，这在新兴市场或许更加明显。我们认为市场人士

可能越来越关注本地因素的强度，以及环球承险意欲的任何变化，因此即使环球风险环境好淡不一，我们仍然认为印度卢比、韩圜和南非兰特有空间表现强劲，因为这些国家的影响因素看来具吸引力。

## 看好

新兴市场：印度卢比、韩圜和南非兰特

## 中性

十国集团：美元、英镑、日圆、加元、澳元和新西兰元

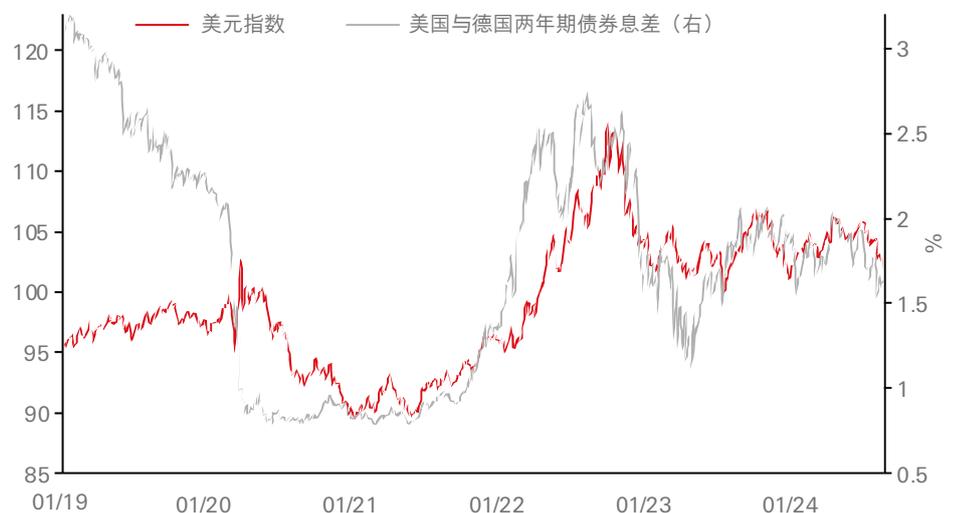
发达市场和新兴市场：新加坡元、人民币、印尼盾、菲律宾披索、泰铢、巴西雷亚尔和墨西哥披索

大宗商品：黄金、白银和石油

## 看淡

十国集团：欧元和瑞士法郎

联储局的利率路径与其他多家央行相似，因此美元的支持减少



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。

大宗商品方面，如果联储局推行温和政策周期，石油等大多数大宗商品的整体表现看来通常向淡。油价自2022年第二季开始下跌，预料这个走势或会在未来数月进一步。相比之下，黄金价格历来与联储局利率区间存在负相关度：意味在温和政策周期下，黄金价格平均表现优秀，主要源于持有黄金的机会成本大幅下降，而且对黄金的需求上升。有见及此，

温和政策周期应可为黄金价格带来支持。然而，市场价格可能已大致反映这个情况。与过去数月相比，目前油价颇低，黄金价格则尤其高于过去数月的水平。因此，这些估值可能限制油价跌势，并为黄金价格带来上行压力，这在一定程度上解释为何我们对这些大宗商品持中性观点。

减息通常有利黄金，但如减息建基于经济疲弱，其他大宗商品往往受压



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。



# 对冲基金

在2024年至今，股票和债券指数均大幅波动。随着时间推移，我们预料市场将继续高度分散和波动，为对冲基金经理带来更大机遇。美国大选、货币政策决定和地缘政治冲突持续等事件造成市场不明朗，能够在这些预期下，或因应这些情况灵活配置资本的策略尤其很可望受惠。鉴于淡仓提供的机会越来越多，对冲基金配置可助把握超额回报和分散投资组合。

我们仍看好全权委托宏观经理的机遇。今年美国利率预测不断变化，突显投资者在分配资产时面对难题。短债方面，投资者聚焦于减息时间和幅度；至于长债，有些投资者关注日

益沉重的债务负担、环球承险意欲和经济增长。选举带来不明朗因素，加上贸易关税可能提高，或会对市场造成影响。总括而言，主要资产类别应可为这类对冲基金提供交易机会。

市场在8月突然大幅波动，削弱大宗商品交易顾问经理近期的表现。整体来说，股票好仓有利表现，但收益率波动使债券回报好淡不一。农业和能源板块方面，调整持仓速度较慢的策略在应对价格波动方面的成效优于速度较快的策略，但新兴市场的外汇损失尤其明显。考虑到准确预测各资产类别现行走势的难度，我们对大宗商品交易顾问的未来表现前景保持中性观点。由于市场环境积极，有利

于系统股票市场中性策略，因此我们对有关策略持温和偏高比重的观点。

在三个好淡仓股票分类策略当中，我们调整对其中一个策略的预测。虽然我们对净持仓水平偏低和聚焦亚洲策略的前景维持相同观点（分别是完全偏高比重和温和偏高比重），但我们上调对可变净持仓策略的观点至温和偏高比重。市场稍微攀升，但盈利状况提供支持，并存在潜在的正面刺激因素。总持仓水平提高，反映经理对抱有信心，认为处于或接近历史低位的股票组合相关度（即差距扩大）可带来机遇。

我们对事件主导策略维持中性前景，当中的基本因素股票策略影响年

## 差距扩大为对冲基金带来大量相对价值机遇

芝加哥期权交易所标普500差距指数



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。

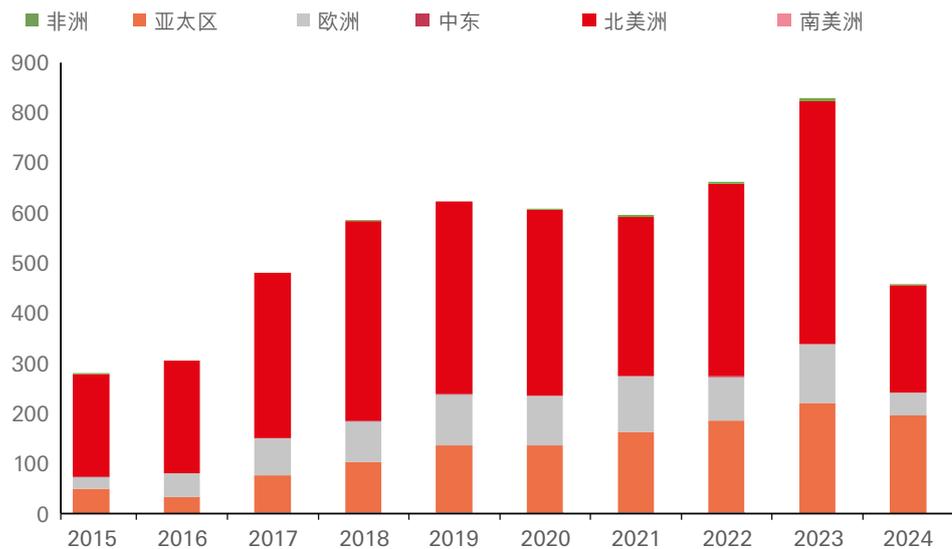
初至今的回报。对冲基金经理一般以「硬催化因素」策略或「软催化因素」策略来进行自我区分。「硬催化因素」策略方面，合并套利配置有所增加（即使是从历史低位回升）；至于「软催化因素」策略，对个别经理来说，维权主义仍是值得注视的分类主题。在2024年上半年，全球各地的维权活动数量按年均计算已升至历史新高（见图表），亚洲的维权活动也按年增长。

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，虽然CCC级债券近期稍微疲弱，但估值仍缺乏吸引力。相比之下，息差依然吸引，但企业债券质素仍好淡

不一。差距也是相对亮点，不同板块之间和同一板块之内的差距良好，有利好淡仓企业债券经理的表现。至于「出现经营困难」策略，申请个案没有大幅增加；反而债券交换的情况持续上升，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。作为同一个组别，两者于季内持续表现向好，其中以聚焦股票的策略表现最佳。

维权活动近期持续增加



资料来源：彭博资讯、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。



# 私募市场

## 在不明朗市况下展现韧力

近期公开市场反覆波动，但对私募市场造成的即时影响有限。如果美国经济进一步走弱，减息可能提高杠杆收购的可负担程度，提供以吸引估值调配资金的机会。经济放缓会否带来更广泛影响，视乎其严重程度和持续时间，但这个情况可能只会逐步发展，因此私募市场投资者可通过仔细规划和战略部署来驾驭挑战。私募信

贷方面，我们认为其收益率吸引，尤其是对比公开市场；如果经济疲弱使金融市场受压，过去经验反映私募信贷的违约率往往远低于公开市场，而且收回债项比率较高。

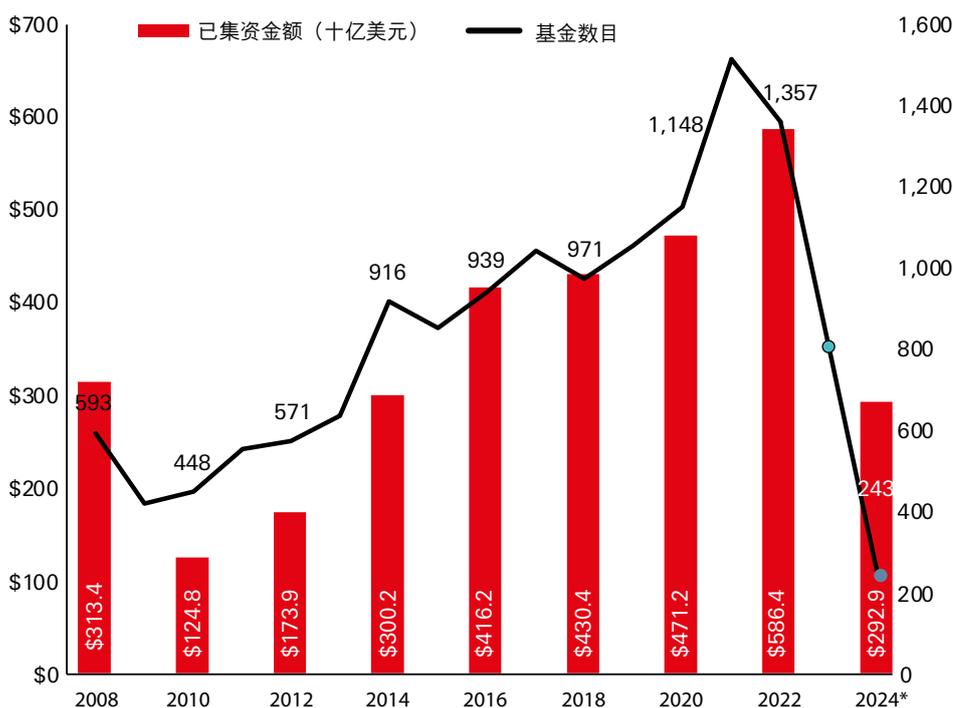
私募股本公司继续寻求重大交易。监管文件显示，单在2024年第二季，四大私募股本公司便已投资1,600亿美元（资料来源：《金融时报》）。交投畅旺反映即使市场普遍对

经济感到忧虑，但私募股本市场依然稳健，并可望于年底持续表现强劲。

## 集资挑战和展望

在过去两年，完成集资的基金数目和集资金额都有所回落。然而，整体数据可能产生误导，因为往往掩盖了主要趋势。其中一个值得注意的主要趋势是资金越来越集中于较大型基金，尤其是私募股本领域，这个情况持续加剧。

## 私募股本集资活动



在2024年，私募股本的集资结果不一。公开股票市场表现较为强劲，可能减轻有限责任合夥人的一些压力，让他们可继续配置于新基金。然而，完成集资的基金数目持续下降。Preqin的资料显示，截至8月初，1,047只基金共筹集了4,667亿美元；2023年全年共有2,637只基金完成集资，集资金额为8,992亿英镑。不过，规模较大的经理仍然吸引资金，受年底集资金额急升所带动，2024年的总集资金额或会超越2023年的水平。

## 私募股本：初步回稳和复苏迹象

即使面对这些挑战，但初步迹象显示私募市场活动可能逐步回稳。非正式资料反映一般责任合夥人正积极

资料来源：Preqin、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日，包括创投基金）。



建立销售渠道，以应对投资者对近年来分派减少的忧虑。如果退场市场复苏，集资条件或可改善，尤其有利在严峻市况下难以吸引资金的新进或新兴经理。

在2024年初，我们曾暗示私募股本活动可能回升，近期数据也支持这个观点。虽然交易活动仍低于2021年高峰时，但初步迹象显示跌势可能结束。例如，2024年上半年的美国私募股本交易活动比2023年高12%，反映情况大幅改善。

Pitchbook的数据显示，随着更多资讯出现，交易宗数和价值可能上升。如果这股趋势持续，美国交易活动或会超越疫情前的水平，可见私募股本领域强劲复苏。

### 退场市场：好淡不一但持续改善

私募股本退场市场的讯号好坏参半，但整体走势保持正面。在2024年上半年，退场数目与去年相比保持稳定，退场价值按年上升15%至1,414亿美元。虽然有关增长并不明显，但反映退场环境逐渐改善。

退场价值中位数创下4.925亿美元的历史新高，意味一般责任合夥人可能有选择地出售最优质的资产，同

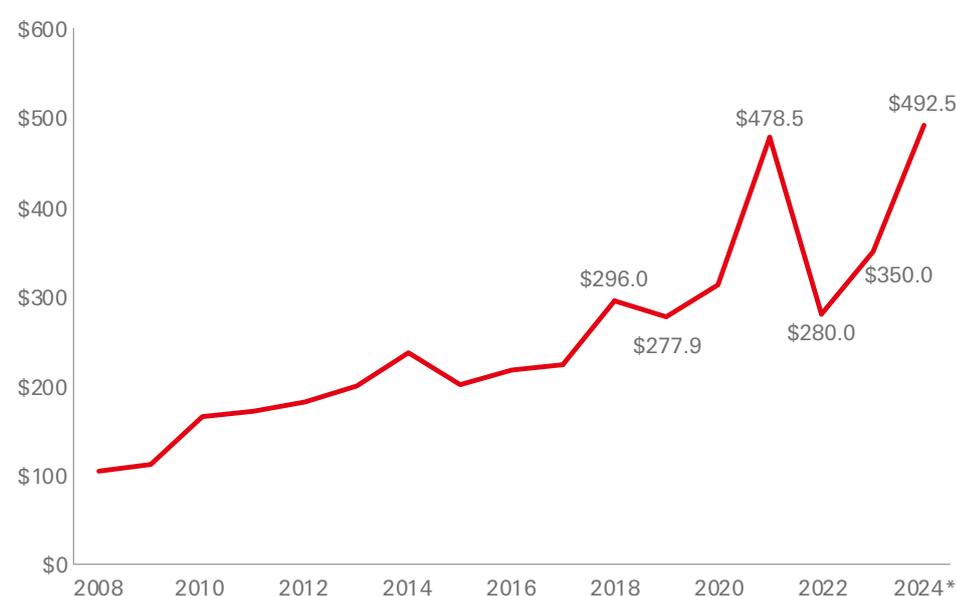
时保留其他资产以提升营运表现和估值。

### 面对挑战仍保持乐观

私募股本市场的活跃程度可能不及2021年高峰期，但复苏迹象使人鼓舞。交易活动增加，对整体资产类别来说属正面指标，因为这确保资金得以归还投资者，并重新用作新资本承担。尽管潜在风险持续不散，但我们对私募股本的前景保持乐观。我们认为在这个不明朗的环境下，采取高确信度策略（与价值创造技巧卓越的

一般责任合夥人共同投资），以及分散投资于不同投资首年基金，让投资者可把握涌现的机遇，并有效管理风险。

美国私募股本退场价值中位数（百万美元）



资料来源：Pitchbook、汇丰环球私人银行（截至2024年9月4日）。

# 房地产

虽然利率居高不下，使环球商业房地产市场持续面对不利因素，但有些地区和板块明显出现回稳迹象。央行只会循序渐进地减息，因此预料房地产收益率承受的压力有限；有见及此，投资者关注的重点转向可确保收益稳定增长的策略。然而，考虑到价值大幅调整、流动资金持续短缺，以及租户的基本因素整体稳健，不同风险资产领域可为投资者带来个别机遇。

环球商业房地产市场持续面对降价压力，因为收益率上升，反映利率居高不下。自2022年初至2024年6月，环球资本价值下跌约15%。欧洲(-19%)和美国(-18%)的跌幅最大，亚太区整体跌幅温和，仅为2%。亚太区跌幅较小，主要源于日本采取不同的货币政策路径。

在资本价值跌幅最大的地区，交易活动已开始回升。如：根据Real Capital Analytics的资料显示，在英国，虽然估值员迅速下调房地产价值，但2024年上半年的成交量按年增加8%。投资者的需求集中于住宅板块(包括：多户住宅和学生公寓)、物流和酒店。

在价值调整步伐减慢的地区，买卖双方的价格预期差距仍然很大，投资额因而偏低。例如：在2024年初至今，亚太区的交易活动仍落后于其他地区，只有澳洲除外，当地价值已大幅下跌。

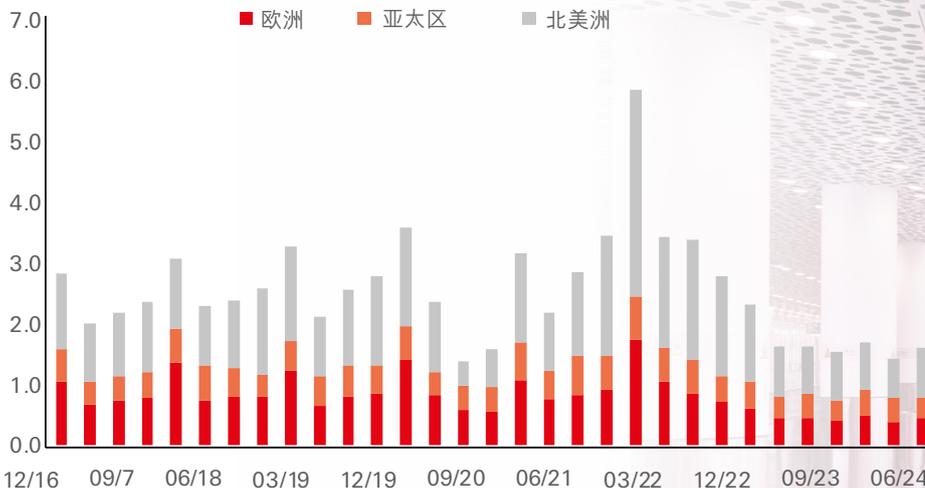
整体而言，本地因素决定了价值跌幅，例如：利率和当地估值员在缺乏交易证据下调低价值的意愿。与此同时，租赁基本因素方面，板块和影响长期需求的因素比地区因素更加重

要。另外，加息使日后供应量减少，应在未来数年为租户的基本因素提供支持。

企业持续转向遥距工作模式，加上经济信心低迷，使办公室板块继续面临重大挑战。虽然所有地区的办公室空置率均有所上升，但与美国(尤其是西岸市场)相比，欧洲和亚洲国际口岸市场较为强韧。办公室市场的一个普遍趋势是，对同类最佳办公室空间的竞争日趋激烈。即使整体市场停滞不前，但优质办公室的空置率极低，支持优质办公室租金创下新高。

正如办公室板块一样，零售板块正经历最优质资产与更广泛市场之间的租户需求分化。涵盖所有模式的综合主导计划(包括：零售商业区、购物中心和商业街)目前引起租户的强烈兴趣，因为零售商店集中于盈利能

买卖双方的价格预期往往仍存在差距，使环球投资额下跌十亿(美元)



资料来源：Real Capital Analysis、汇丰环球私人银行(截至2024年9月4日)。

力最强的地点。随着近年来（疫情前开始）租金重新调整，租赁成本处于可持续水平，使租金恢复增长，继而应可推动这个板块的回报。

企业转为集中经营已租赁资产，使物流板块的基本因素在2023年底和2024年初轻微减弱，但随着亚马逊等不少大型租户重新租用新的物流空间，有关板块在2024年第二季出现复苏迹象。电子商贸和近岸生产等影响长期需求的因素保持稳健。尽管市场租金已经回稳，南加州等地区租金甚至下跌，但仍远高于实际租金，应会继续支持收益增长。

住宅板块仍大致具吸引力，当中包括多户住宅、学生公寓和单户出租住宅。市场普遍缺乏新发展项目，加上城市化趋势在疫情后重现，都有助

提振需求。此外，在全球大部分主要城市，高息环境令租住比置业变得更容易负担，进一步为这个板块提供支持。

一些非传统板块也存在可推动长期租赁的有利因素，而且租金和回报前景稳健。举例说，发达国家的人口老化问题，长远为长者房屋资产带来强劲需求。另外，日常生活的各个方面持续转向数码化，加上人工智能兴起，正推动数据中心的庞大租赁需求。

房地产收益率下跌对价值造成影响，但下一轮房地产周期所承受的影响很可能较轻微，反而更受收益增长能力的推动。就核心策略而言，这是指专注抗逆力板块内表现稳定的收益型资产，例如：多户住宅和物流。此

外，考虑到价值急跌和部分资产「出现经营困难」，尤其是办公室资产，增值和机会型策略越来越吸引（即使也意味风险升温）。通过以极低折让价购入资产，并采取定向资产管理策略，为这些资产重新定位，投资者可望取得较高的租金和回报。



# 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](http://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、按市价计值和阁下的整体投资造成负面影响。

### 点心债的风险披露

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

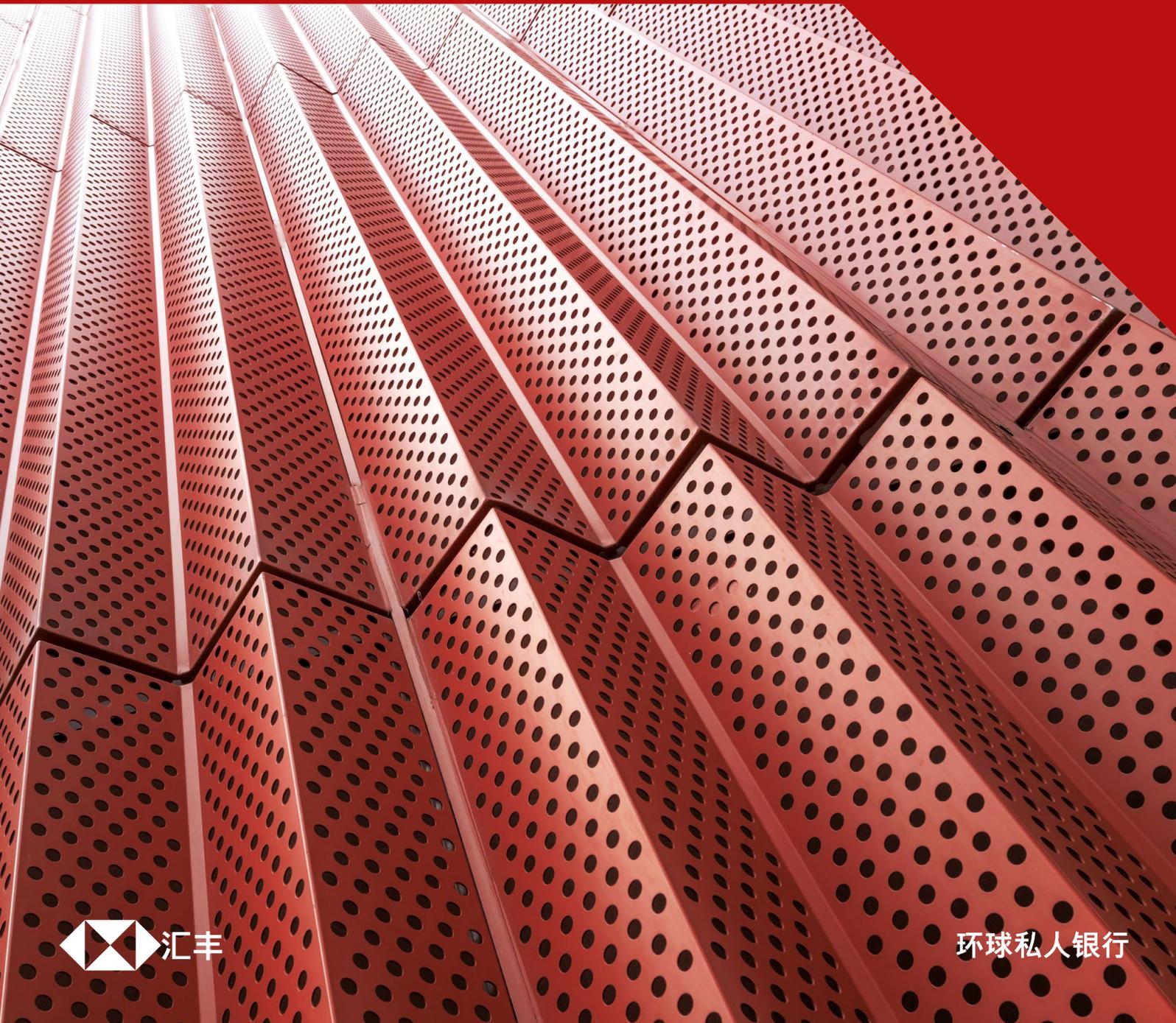
未经HSBC书面同意，不得以电子、机械、影印或录制或其他任何方式或任何方法，将本文件任何部分复制、储存于检索系统或传送。

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