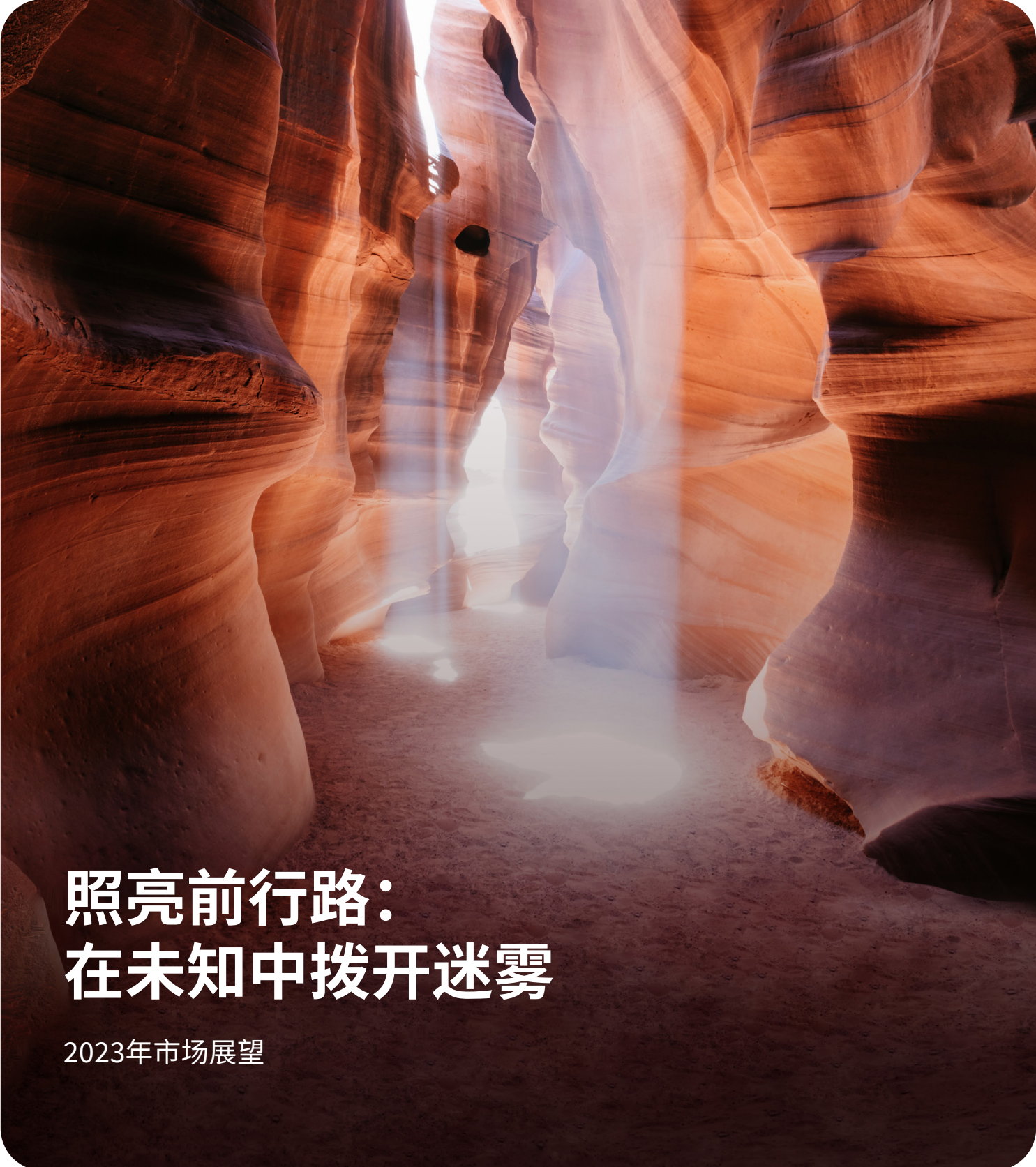


The background of the slide is a photograph of a slot canyon. The walls are made of smooth, undulating sandstone in various shades of orange, red, and brown. Light enters from a narrow opening at the far end of the canyon, creating dramatic rays of light and illuminating the floor. The overall mood is one of mystery and discovery.

照亮前行路： 在未知中拨开迷雾

2023年市场展望



诚挚如一



制作团队

主编

林培丰, 特许金融分析师

新加坡和区域主管
存款与财富管理
个人金融服务部

编辑团队

林敬和

新加坡主管
财富管理咨询与策略

冯慧慧

财富资讯与通讯主管

陈建辉

投资策略师
财富管理咨询与策略

刘璇栗

投资策略师
财富管理咨询与策略

邓文健

投资策略师
财富管理咨询与策略

个人金融服务投资委员会

新加坡

林敬和
刘王发
冯慧慧
陈建辉
刘璇栗
邓文健
Jonathan Conley
Alexandre Thoniel, 另类投资分析师
曾宣维, 特许金融分析师
古丽娟
曾慧莹
刘添伟
陈志铭
李仁亮, 认证金融技术分析师, 特许市场技术分析师
胡议凡

马来西亚

陈智汉

泰国

Suwiwan Hoysakul

中国

黄丽鹂

印尼

Diendy



目录

2023年展望

经济展望	07
资产大类观点	09
各国聚焦	13
经济预测	17

热点关注问题

经济衰退就在眼前么?应始终着眼于长远。	19
各国央行(尤其是美联储)未来的政策路线会是怎样?	21
股市/债市相关性是否保持为正或者转为负?	23
随着中国突然转为放开新冠疫情防控,中国面临的利空是否会减弱?	24
关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么?	26

投资者能做什么

“风险优先”策略	31
核心配置	32
战术配置-最佳投资建议	33

我们的策略

大华银行的“风险优先”策略	38
我们的VTAR四要素分析法	40

开场白

在投资者们关注可能到来的经济衰退、通胀趋势以及各国央行货币政策路线的同时, 2023年预计将迎来不明朗的开局。

地缘政治紧张局势也是一个需要评估的因素, 俄乌冲突注定会持续至下一年。虽然中美关系紧张以及美国针对中国的半导体技术限制等争议问题仍有可能发生变化, 但美国总统拜登和中国习近平主席在2022年12月所举行G20峰会期间进行的友好会晤, 燃起了人们对于中美双边关系改善的希望。

假设中国继续走上新冠疫情后的重启路线, 且各国央行货币紧缩的节奏放缓, 则暴风雨将开始消散, 从而在2023年仅会进入短暂、轻度的经济衰退。虽然目前仍存在诸多变数, 但随着我们进入2023年下半年, 局势将会开始变得更加明朗。

由于目前的波动预计会持续到2023年, 您的投资组合管理可能充满挑战。希望我们的投资见解有助于您摒弃杂音, 为未来守得云开见月明打下坚实的基础。



林培丰, 特许金融分析师

新加坡和区域负责人

存款与理财管理

个人金融服务



2023 年宏观展望

由于受高通胀及主要国家央行为采取的激进货币紧缩政策的影响,预计2023年全球经济前景将疲软。从一个自上而下的角度来看,2023年的主要讨论焦点在于全球衰退风险是否成为现实,以及经济萎缩的程度将是轻度还是深度的,短暂的还是持久的。我们的观点是任何衰退应该都会是轻度和短暂的。

2022年是高度波动的一年,全球股票和债券的同步抛售使得投资者无处可躲。

这种趋势是否会延续至2023年,又或者我们会看到过去二十年的股债负相关的回归吗?

长期趋势表明,股票与债券的相关性¹取决于通胀。假设今年通胀下降,这种负相关应该会回归,尤其是如果出现衰退,则将利好债券。如果情况果真如此,那么今年的资产组合配置应该变得不那么棘手。

事实上,在2023年我们或能看到急剧上升的通胀以及激进的货币政策紧缩会略微得到缓解。总体而言,由于高基数效应²,今年的整体CPI通胀水平应该会达到顶峰并趋于走低,而大宗商品价格回撤对此也有帮助。这应该会使得各国央行放缓并暂停货币政策紧缩的步伐。

总体而言,虽然2023年上半年存在不确定性,但到年中时局势会变得更加明朗,并在下半年形成一个更有利于风险资产的环境。

因此,如果投资者缓慢积累风险资产并逢低买入以准备好迎接下一轮上涨周期,且在初期将重点放在防御型股票和优质成长型股票上,则将从中获益。



¹股票与债券的相关性是指股票和债券之间的关系。正相关表示股票和债券的价格同向变动,而负相关则表示股票和债券的价格反向变动。

²通货膨胀通常被描述为同比基数效应,由于2022年的基数水平异常高,因此即将到来的价格同比变化基数效应将更小。



2023年展望

- 07 经济展望
- 09 资产大类观点
- 13 各国聚焦
- 17 经济预测

2023年展望

经济展望

此前对经济增速放缓的预期，如今已转变为更加不确定的全球前景。

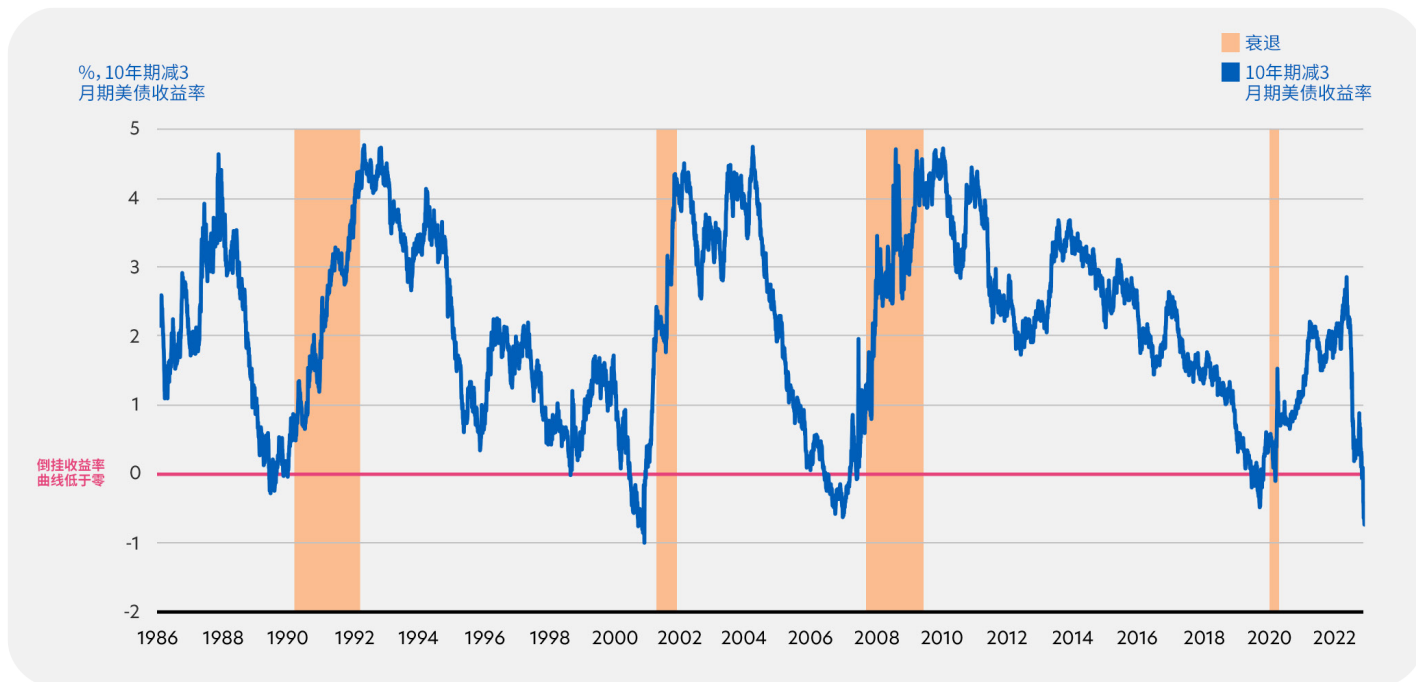
在2008年全球金融危机之后，各国央行在稳定金融市场方面起到了关键作用，当时宽松的金融形势给后期持续较长时间的股票牛市奠定了基础。但现在的情况不同于之前，目前各国央行将对抗通胀作为首要任务，即使存在激进加息会引发经济衰退的风险。

考虑到通胀高企并且央行采取激进的货币紧缩措施，我们认为美国、欧元区和英国等发达西方经济体面临的风险上升，由于金融环境收紧且消费者及企业信心下降，这些国家会在2023年陷入经济衰退。

具体而言，我们预计美国将在2023年上半年发生经济衰退。

美联储(Fed³)主席鲍威尔(Powell)强调的关键指标之一，即3个月和10年期美债(UST)收益率之间的利差，自2020年3月份以来首次转为负(倒挂)，这是发生经济衰退的预警信号⁴(如图1)。

图1:在经济衰退到来前通常出现3个月和10年期美债收益率曲线倒挂



来源:Macrobond、大华银行PFS投资策略(2022年11月30日)

从乐观的角度看，假设劳动力市场不会急剧疲软且在各国央行的货币紧缩力度减弱的情况下，我们认为未来发生的任何经济衰退都会是“一般”类型，即短暂和轻度的经济衰退。

中国比预想中更快放开疫情防控措施也会是一个积极因素，有助于抵消今年的部分下行风险并有利于全球经济前景。

³美联储是美国的中央银行。

⁴通常在经济衰退来临之前会出现3个月/10年期美债收益率利差为负的情况。



2023年展望

经济展望

上述基本观点面临的风险包括俄乌之间的地缘政治紧张局势升级,助推食品能源价格在世界范围内新一轮暴涨、中美关系紧张、或者核心通胀率暴涨导致需要提升利率来给需求降温。

其他风险因素包括金融形势收紧带来的金融稳定性风险。

由于美国国会再度陷入“两院分裂”的局面,美国国内政治可能出现僵局,但我们仍需注意美国债务上限危机可能会在今年中再次来临。

另一个潜在风险是中国在新冠疫情防控方面的放开将使情况变得复杂,这可能会引发全球需求更深度下滑以及加重供应链中断问题。

由于金融形势预计保持温和,新兴市场经济体(尤其是东盟)应该会表现更好一些。具体来说,我们预计东盟经济体能够避免衰退。

通胀

我们的观点是,由于大宗商品价格已从高位回撤,而供应链中断的问题得到显著缓和,因此整体通胀率⁵和核心通胀率⁶很可能因高基数效应⁷而已经见顶。

即便如此,受服务成本增加和薪资增长所推动核心通胀率持续走高,这仍然让人担忧。

高企的核心通胀率是央行决策者关切的关键因素,这也意味着利率在一段时间内还会维持高位。

通胀形势面临的风险仍然是上升,我们密切关注因劳资关系紧张、全球能源价格新一轮上涨以及供应链中断问题而引起的潜在价格冲击。

因此,我们认为通胀可能无法回落至各国央行设定的2%目标。

央行政策

这是一个“价值百万美元的难题”,每个人都希望知道答案。

至少从短期看,主要央行可能会进一步收紧货币政策来抑制通胀。

更重要的是,我们预计美联储会在今年2月份再加息50个基点(bps),随后在今年3月份加息25个基点,从而在2023年第1季度末将联邦基金目标利率(FFTR)⁸提高至5.00%-5.25%区间;此后,我们预计美联储在2023年剩余时间内会暂停加息。

⁵整体通胀数据是指通过计算一篮子固定商品的价格所确定的原始通胀数字,通常表示为环比或同比基数效应。

⁶核心通胀率数据剔除了整体通胀率数据内部具有高度波动性的、能引起月度环比失真的因素,如食品和能源价格。

⁷基数效应是指将某一月份的当前通胀水平与一年前相同月份的通胀水平进行比较所产生的效应。

⁸联邦基金目标利率(FFTR)是指美国联邦公开市场委员会(FOMC)设定的关键短期目标利率。其被设定为目标利率上限和下限之间的区间,是商业银行隔夜将超额准备金相互借贷的利率,这也会影响消费贷款和信用卡的短期利率。因此,FFTR实际上决定了美国经济的货币成本。



2023年展望

资产大类观点

美联储的举措可能会影响其他央行的行动,但日本央行和中国人民银行除外,前者维持货币政策不变,而后者则下调了关键政策利率。

有趣的是,在过去几个月,人们对“美联储政策转向”的看法已经发生戏剧性变化,与央行不断修改目标相类似。“美联储政策转向”这一术语曾被用来指美联储在2023年下半年某个时间转为降息,而后来却变成指其暂停政策变动。目前人们对“政策转向”的看法是指加息幅度缩小。

随着美联储已将加息幅度缩减为50个基点而非75个基点,央行收紧的步伐正在放缓,这表明我们已接近加息周期的终点,而非中点。这对新兴市场国家的央行来说尤为如此,这些国家的央行早在2021年末的时候就已开始实施收紧政策。

股票

考虑到今年存在的衰退风险,以及企业盈利下行风险,股票在近期可能会继续面临利空。

因此,我们对股票维持中立配置观点。

尽管如此,在经历大幅抛售后,股市估值已经变得具有吸引力(如图2所示),优质的成长型企业存在许多机会,但我们提醒不要追逐短期股市反弹。

图2:经历2022年的大幅抛售后,整体股市估值变得具有吸引力

远期市盈率倍数	美国	欧洲	日本	亚洲(除日本)
10年平均值	18.4倍	15.5倍	17.8倍	13.4倍
2021年底	22.7倍	16.5倍	17.7倍	15.2倍
当前	18.5倍	12.3倍	15.3倍	13.2倍

来源:彭博社(2022年11月30日)

目前,投资者可能很难忽视下行风险,对股市底部的预测可能要等到2023年第2季度,届时会根据经济衰退程度来更加清晰地判断股市的情况。然而,增速和估值下调的最坏时期可能已经过去,我们预计股市将在2023年上半年触底。

值得注意的一点是,虽然在债券收益率上升的背景下,大型成长股的价格下跌,但成长股的估值相对于价值股的估值仍然昂贵,特别是成长股的盈利下行风险增加时。同样地,价值股相对于成长股仍一如既往地便宜。

目前,投资者应专注于相对防御型的行业,此外,投资者可以开始积累手中的优质成长型股票和“早周期类股票”以便为下一轮上涨周期做好准备。

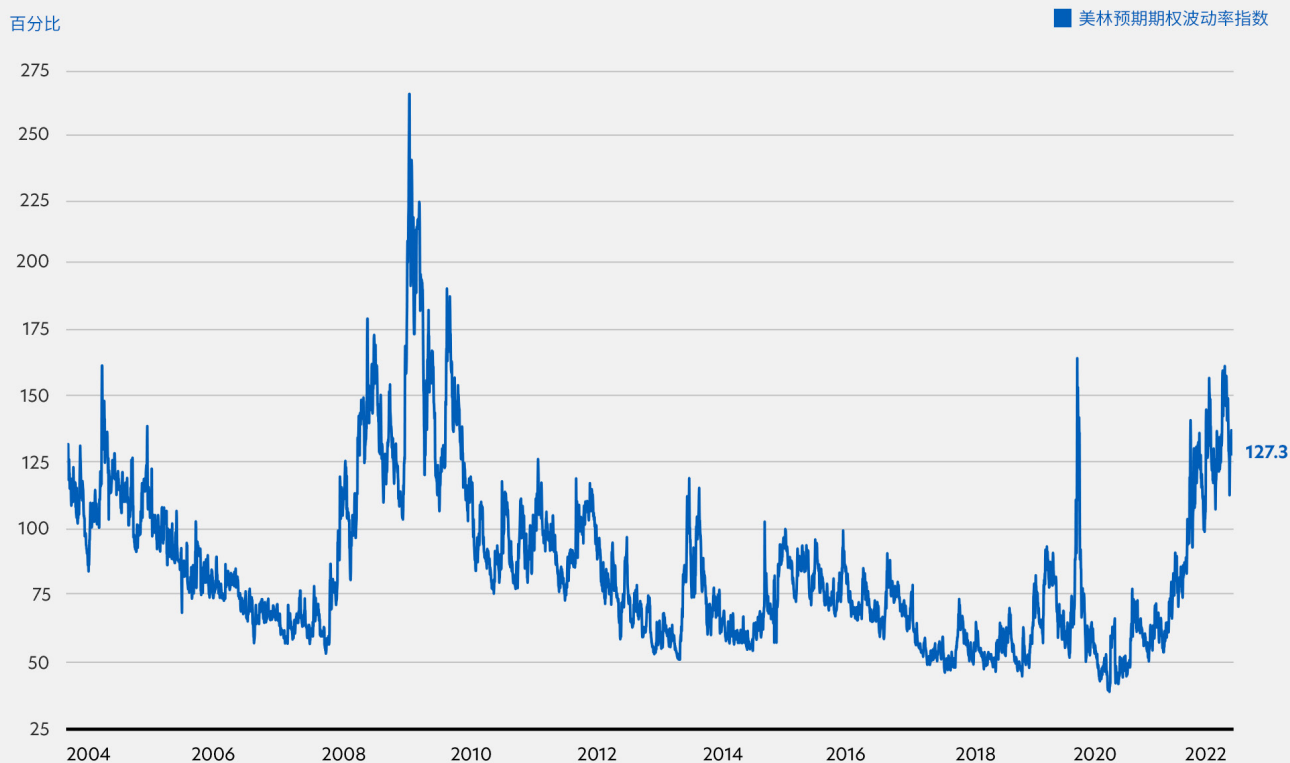
2023年展望

资产大类观点

固定收益

2022年利率的意外波动值得关注。例如，10年期美债 (UST) 收益率暴涨高达282个基点，而MOVE指数⁹，即衡量利率波动的指标，从2021年底的77上升至2022年10月的160的高点 (如图3所示)。

图3:利率波动率在2022年上升超过一倍



来源:Macrobond、大华银行PFS投资策略 (2022年11月30日)

由于各国央行采取激进的加息措施，即使是美债以及主权债券等流动性最强的固定收益市场均遭受大幅抛售。尽管如此，我们认为政府债券收益率已接近见顶。因为经济增速、通胀以及央行货币政策的紧缩节奏预计将会放缓。

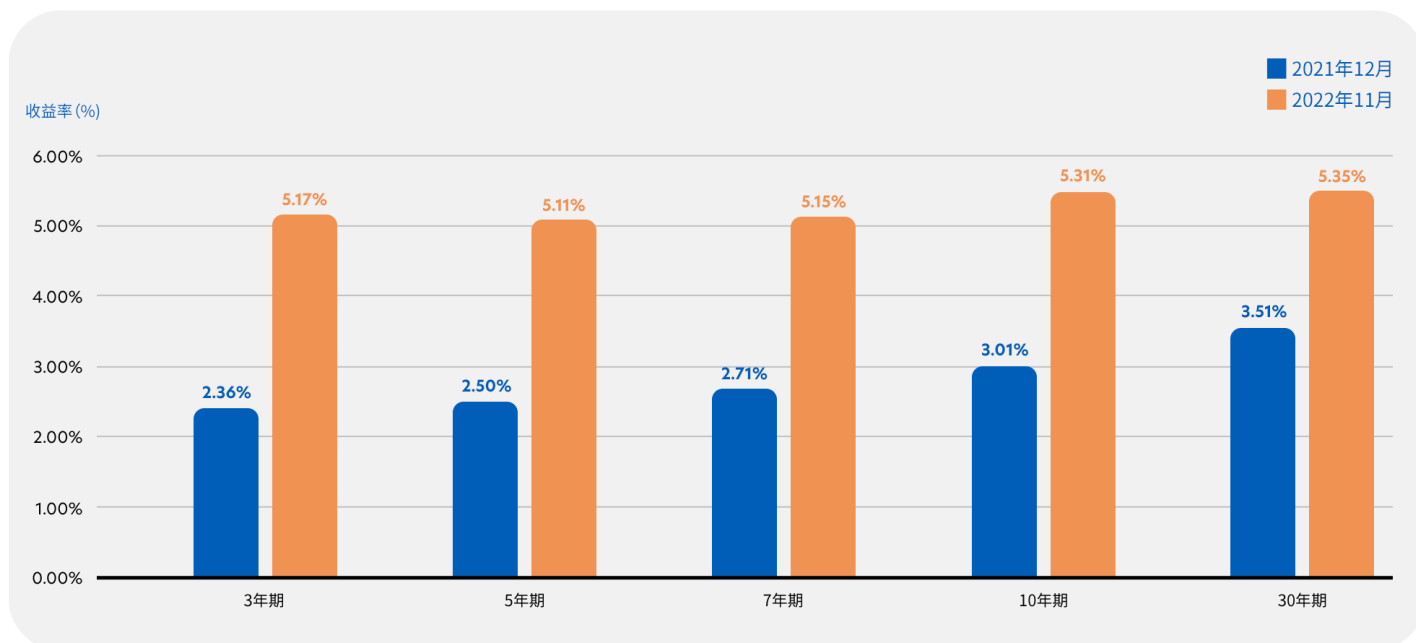
在这种背景，投资者无需将目光投向投资级企业债以外的领域，就能享受较高的收益，因为在过去一年投资级债券收益率已大幅上升，能够提供5%以上的回报 (如图4)。

⁹MOVE指数是1个月期美债期权的正常隐含波动率的“收益率曲线加权指数”。

2023年展望

资产大类观点

图4:美国投资级(IG)债券收益率吸引



来源:彭博社,采用摩根大通美国高收益债券指数基准(2022年11月30日)

如发生经济衰退,投资者同样能够受益于潜在资本增值,因资金会流向避险资产。主权债券和优质企业债属于防御性资产,有助于在经济减速或衰退期间保护投资组合。

其中的要点是,在考虑估值以及潜在经济发展形势的情况下,包括政府债券和投资级债券在内的固定收益资产收益率在目前具有吸引力。随着各国央行放缓货币紧缩节奏,我们预计债券收益率将在2023年走低。

因此,在接下来几年,投资者应着眼于锁定较高收益的产品,并将重点放在现金流回报上。

然而,我们对高收益债券维持谨慎观点,因为如果经济活动减速、企业盈利水平下滑、再融资成本上升以及违约风险加大,该级别债券可能会承压。对于那些杠杆水平本已较高且资产负债表表现较弱的公司而言,这一风险会放大。



2023年展望

资产大类观点

外汇和大宗商品

美元在2022年经历了坚定且有广泛基础的升值后,美元强势可能在2023年回归正常。原因是美联储放缓其加息节奏且可能暂停其货币政策紧缩,这意味着我们将看到美元走低。

总体而言,我们认为美元强势可能在2023年第1季度左右见顶,这一点与我们对联邦基金目标利率(FFTR)届时见顶(如图7所示)的预测保持一致。

当发生上述情况时,新兴市场国家汇率面临的压力应该会开始减弱。然而,考虑到中国经济相关的不确定性,美国、英国和欧盟等国家和地区经济衰退的溢出效应及地缘政治紧张,现在就放松警惕仍为时过早。

可能面临的风险是,如果地缘政治紧张局势在今年升级,美元的任何下跌可能都是有限的,因美元将受到资金避险需求所支持。

大宗商品价格回升需要中国消费复苏的支撑,如果中国在新冠疫情防控方面的放开比预期慢或者面临出人意料的复杂情况,那么大宗商品价格可能继续承受下行压力。但如果中国在新冠疫情防控方面的放开比预期进展地更顺利,那么应该会释放出被压抑的需求并推动生产活动恢复,从而支撑大宗商品价格上升。

我们对黄金保持信心,认为它是一种投资组合的风险分散器和长期避险资产,一旦联邦基金目标利率在2023年1季度之后见顶,金价可能开始显著回升。

原油价格存在若干相互矛盾的因素,即欧佩克+减产被石油需求下滑以及全球经济增长减弱所抵消。



2023年展望

各国聚焦



美国

美国 2023	
GDP同比增速 (%)	-0.5%
CPI同比增速 (%)	3.0%

股票

由于美国经济可能陷入轻度衰退,美股在2023年上半年可能会遭遇进一步的下行压力。美国股市预期不会出现普遍的V型反弹。在利率走高的时期应专注于优质成长型股票和防御型行业。

固定收益

由于美联储预计在较长时期内维持较高利率,因此10年期美债收益率预计在2023年第1季度到达4.20%,然后在年底时降至3.70%。

汇率

到2023年第1季度,随着美元利率见顶,美元指数(DXY)可能会在109.0见顶,到2023年底逐渐下滑至102.0。



欧元区

欧元区 2023	
GDP同比增速 (%)	-0.5%
CPI同比增速 (%)	5.6%

股票

欧元区可能在2023年进入衰退。尽管欧洲股市的估值具有吸引力,但应对其保持谨慎。欧元区在能源方面严重依赖俄罗斯,这一点对该地区而言仍是长期风险。在整个欧洲股市,欧洲工业板块是亮点。

固定收益

继2022年累计加息250个基点之后,欧央行可能会在2023年第1季度将再融资利率再次提高25个基点至2.75%,之后一整年利率预计会维持高位。

汇率

欧元(EUR)对美元汇率预计在2023年第1季度会在1.01水平触底,随后在2023年底前回升至1.08。



2023年展望

各国聚焦



日本

日本 2023	
GDP同比增速 (%)	1.0%
CPI同比增速 (%)	2.8%

股票

虽然市场人士对日本经济衰退的担忧增加,但日本在2022年第4季度重新开放国境会使得与重启相关的股票继续受益。日本金融行业可能会因为该国货币政策变化的预期以及未来收益率走高而受益。

固定收益

日本央行(BOJ)可能会将超宽松货币政策至少维持至2023年第1季度为止,虽说如此,收益率曲线控制(YCC)¹⁰仍将维持不变。

汇率

宽松的货币政策立场会导致日元对美元汇率在2023年第1季度走弱至142,而后随着美元利率开始见顶,这一汇率在2023年底时会略微走强至132。



中国

中国 2023	
GDP同比增速 (%)	5.2%
CPI同比增速 (%)	2.8%

股票

中国政府突然从新冠疫情防控清零政策转向放开以及对房地产行业的政策支持已经提振市场信心,使得市场人士对该国股市的预期转为上升观点。需密切关注后续形势,例如促经济增长政策、新冠疫情、企业盈利增长的恢复情况或者中概股的ADR¹¹(美国存托凭证)退市风险缓解情况。

固定收益

中国目前相对较弱的经济增长会从宽松货币政策中得到支持,这会使得该国债市受益,应注意避开高杠杆房地产企业,并专注于该国投资级债券。

汇率

中国经济疲软叠加宽松货币政策正在使人民币(CNY)汇率承压,人民币对美元汇率预计在2023年底时进一步走弱至7.30。

¹⁰日本央行的收益率曲线控制是一种旨在维持低利率的策略,其目的是促进经济增长和使通胀率升至2%。具体来说,该国央行将短期政策利率设定在-0.10%,并试图将10年期日本国债收益率维持在0%左右(限制收益率波动幅度在+0.50%)。

¹¹ADR是指美国存托凭证,是美国银行发行的一种代表了在美国证交所上市的外国公司股份的凭证。



2023年展望

各国聚焦



新加坡

新加坡 2023

GDP同比增速 (%)

0.7%

CPI同比增速 (%)

5.0%

股票

新加坡股市的优势包括其韧性,以及那些历史上在市场周期的当前阶段以及通胀时期表现良好的行业。此外,在东盟国家内部而言,新加坡股市属于相对防御型的市场,该国股市的稳定性对许多投资者而言是主要的吸引力。对该国股市而言,应专注于与地区和全球经济重启相关的股票、金融板块以及房地产投资信托(REIT)。

固定收益

新加坡债券收益率在2023年1季度可能会进一步上行,但随着美元利率在2023年1季度见顶,再加上经济减速导致资金向避险资产转移,就2023年全年来说,新加坡债券收益率可能走低。10年期新加坡政府债券收益率预计在2023年底到达3.30%。

汇率

由于新加坡金管局可能会进一步收紧,新加坡元对亚洲其他国家货币的汇率预计维持强势,但考虑到人民币汇率走弱,新加坡元对美元汇率预计仍将走弱。新加坡元对美元汇率到2023年底将会逐渐走弱至1.40。



马来西亚

马来西亚 2023

GDP同比增速 (%)

4.0%

CPI同比增速 (%)

2.8%

股票

由于净息差(NIMs)扩大,马来西亚金融业预计会是该国利率上升的主要受益行业。因此,地区经济持续重启的效果可能会形成一个合适环境,使得大宗商品和消费相关股票获益。

固定收益

马来西亚政府债券(MGS)收益率已大体上反映该国政策收紧的效果。波动可能持续,但考虑到收益率已处于较高水平,因此在2023年收益率曲线可能会逐渐出现牛市趋平现象(即牛市引起的收益率曲线扁平化)¹²。

汇率

由于和人民币汇率之间存在高度相关性,马来西亚林吉特预计会维持弱势,且在马来西亚选举后投资者对该国市场的信心是否回归,仍有待观察。林吉特兑美元的汇率预计在2023年底到达4.65。

¹²在债券价格上涨的同时,当长期利率下跌幅度大于短期利率时会出现收益率曲线的“牛市趋平”现象。



2023年展望

各国聚焦



泰国

新加坡 2023

GDP同比增速 (%)

3.7%

CPI同比增速 (%)

2.7%

股票

在全球经济持续重启与泰国国内消费复苏的背景下，泰国股市的估值仍保持吸引力，应专注于零售、医疗保健和旅游相关行业。

固定收益

泰国央行预计会采取渐进的货币政策收紧措施以支持该国的经济复苏，预计在2023年1季度再进行两轮加息，每次加息25个基点，将利率调至1.75%。因此，预计2023年收益率曲线扁平化持续。

汇率

由于全球经济环境不明朗，泰铢汇率将继续承压，但因为泰国旅游业的复苏，泰铢汇率表现可能相对优于其他亚洲国家。预计泰铢对美元汇率在2023年底走弱至36.2。



印尼

印尼 2023

GDP同比增速 (%)

4.9%

CPI同比增速 (%)

4.0%

股票

包括煤炭行业在内的盈利增长预计维持稳健，银行业应该会继续从经济复苏和贷款稳定扩张中受益，而消费行业则会从竞选活动中受益。

固定收益

虽然随着印尼经济增长放缓，通胀压力可能有所缓解，但印尼央行预计会在2023年第1季度继续加息至6.00%，以便维持与美元之间的合理利差。

汇率

在西方经济体衰退以及中国经济减速等外部风险升高的情况下，印尼盾汇率预计维持弱势和波动。预计到2023年底，印尼盾对美元汇率将到达16,200。



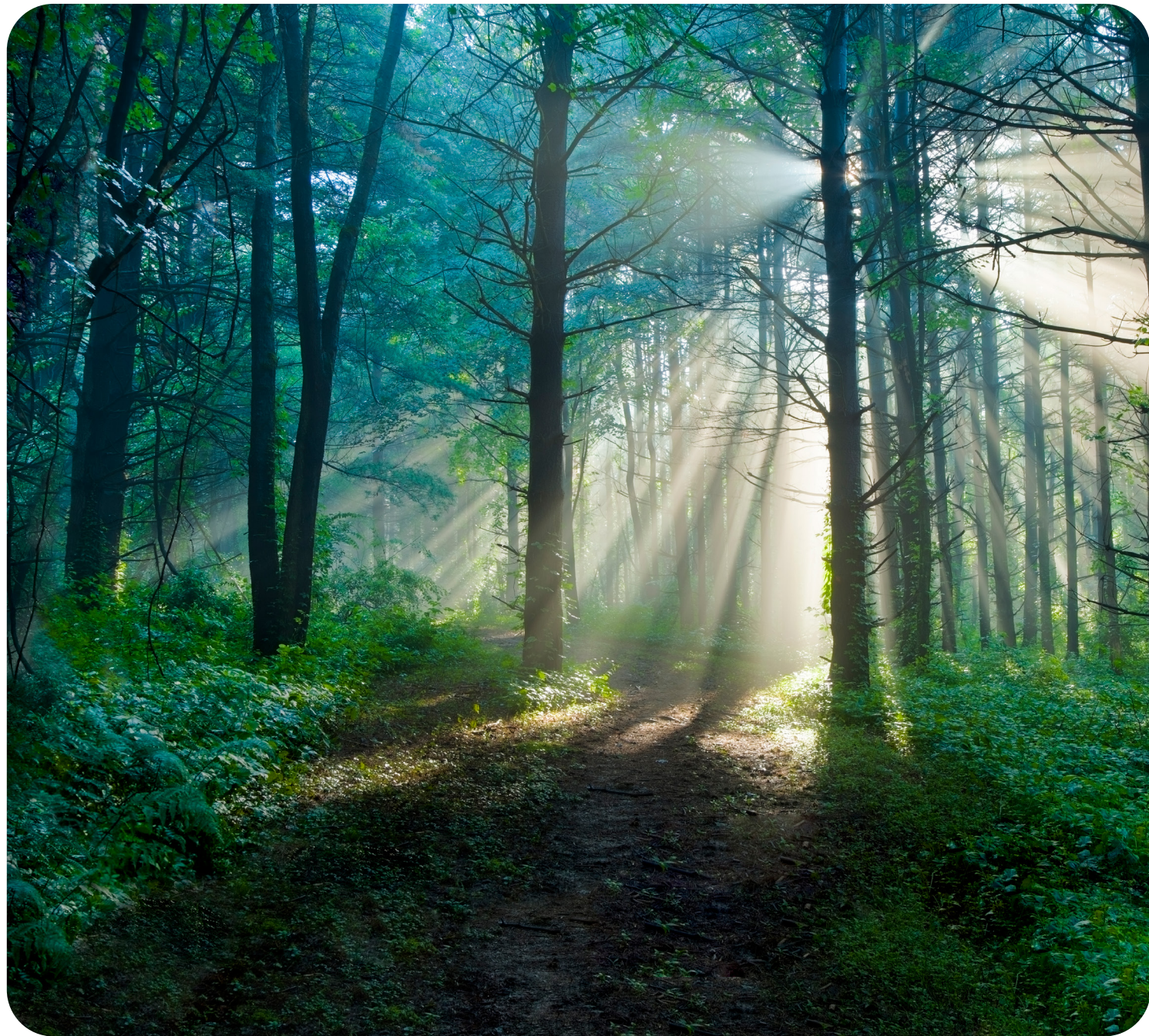
2023年展望

经济预测

图5:2023年预测

	美国	欧元区	英国	日本	新兴市场	亚洲 (除日本)	中国	印度	新加坡
2022年GDP增速 预测	+1.6%	+3.1%	+4.4%	+1.5%	+3.6%	+4.0%	+2.8%	+7.0%	+3.5%
2023年GDP增速 预测	-0.5%	-0.5%	-0.5%	+1.0%	+3.6%	+4.7%	+5.2%	+6.5%	+0.7%
2023年底失业率 预测	4.5%	7.0%	4.4%	2.9%			5.2%		2.3%
2023年财政平衡 预测 (注:负数代表 赤字)	-4.0%	-3.5%	-5.2%	-6.0%			-5.5%	-5.5%	+0.8%
2023年通胀预测	+3.0%	+5.6%	+7.0%	+2.8%	+3.6% (亚洲地区新 兴市场国家) +19.4% (欧洲地区新 兴市场国家) +11.4% (拉美)		+2.8%	+6.1%	+5.0%
2023年全年盈利增 长预测 (每股盈利)	标普 500	MSCI 欧洲指数	MSCI 英国指数	MSCI 日本指数	MSCI 新兴市场指数	MSCI 亚洲指数 (日本除外)	MSCI 中国指数	MSCI 印度指数	MSCI 新加坡指数
	+7.0%	+1.6%	-2.0%	+1.8%	+0.7%	+5.3%	+13.4%	+23.7%	+20.0%
	罗素 2000	欧洲斯托克 600 指数	富时100 指数	东证股价 指数			沪深300 指数	孟买Sensex 指数	海峡时报 指数
	+16.4%	+2.1%	-2.0%	+3.0%			+17.6%	+17.4%	+11.6%
1年远期市盈率 (P/E)	标普 500	MSCI 欧洲指数	MSCI 英国指数	MSCI 日本指数	MSCI 新兴市场指数	MSCI 亚洲指数 (日本除外)	MSCI 中国指数	MSCI 印度指数	MSCI 新加坡指数
	17.7倍	12.3倍	10.0倍	12.6倍	11.7倍	12.8倍	10.4倍	22.2倍	13.4倍
	罗素 2000	欧洲斯托克 600 指数	富时100 指数	东证股价 指数			沪深300 指数	孟买Sensex 指数	海峡时报 指数
	21.0倍	12.3倍	10.0倍	12.2倍			11.4倍	20.6倍	10.9倍

来源:大华银行环球经济与市场研究(2022年12月)、彭博社(2022年11月30日)、国际货币基金组织《世界经济展望》(2022年10月)。



热点关注问题

- 19 经济衰退就在眼前么?应始终着眼于长远。
- 21 各国央行(尤其是美联储)未来的政策路线会是怎样?
- 23 股市/债市相关性是否保持为正或者转为负?
- 24 随着中国突然转为放开新冠疫情防控,中国面临的利空是否会减弱?
- 26 关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么?



热点关注问题

经济衰退就在眼前么?应始终着眼于长远。

如果以史为鉴,熊市有三种不同的情况:

- 结构性:由结构性失衡和金融泡沫引起。
- 周期性:通常由加息、即将来临的衰退以及利润下滑引起。
- 特定事件推动:由一次性“冲击”引起,这种情况或者不会引发衰退,或者只会暂时性扰乱经济周期。

按照现状来看,我们可能会在2023年看到周期性衰退。

周期性衰退过程中的熊市平均跌幅大约30%-35%¹³。自2022年初以来,截至11月底标普500指数已下滑14.4%,最高跌幅一度达到27%。同样,假设本轮熊市抛售与历史趋势保持一致,则股市的大部分跌幅可能已经过去。

市场具有前瞻性

请牢记,金融市场是具有前瞻性的。

在过去的半年,市场已经对未来发生经济衰退的可能性进行计价。如果衰退成为现实,市场将会开始探询以下关键问题:衰退会持续多久以及衰退的程度有多深。

假设经济衰退是短暂和轻度的,那么风险资产有可能会在衰退开始后不久触底。从历史上来看还有很长的距离。根据近期经济衰退的例子,标普500指数在衰退后可能需要1到19个月才能见底。

着眼于长期

通过观察标普500指数和MSCI全球指数在经济衰退期间的表现,可以清楚看到:在市场波动期间保持投资,从长期来看往往会带来回报。

经济衰退造成的股市损失在短期内可能显得额外巨大。然而,从长期角度来看,这些亏损时间通常是短暂的,因为市场在下跌到达底部后会大幅回升,直到发生下一轮衰退为止(图6)。

因此,虽然会经历短期波动和痛苦,但经过时间考验的趋势是:股市会在之后数年乃至数十年的时间跨度里上涨。因此,我们总是建议投资者对投资采取长期观点,在波动中保持投资,在下跌中分批“逢低买入”,而且最重要的是“避免择时”。

随着2023年年中的情况更加明朗,投资者可能会在下半年逐步寻找资本增值机会,信心也将逐渐增强。

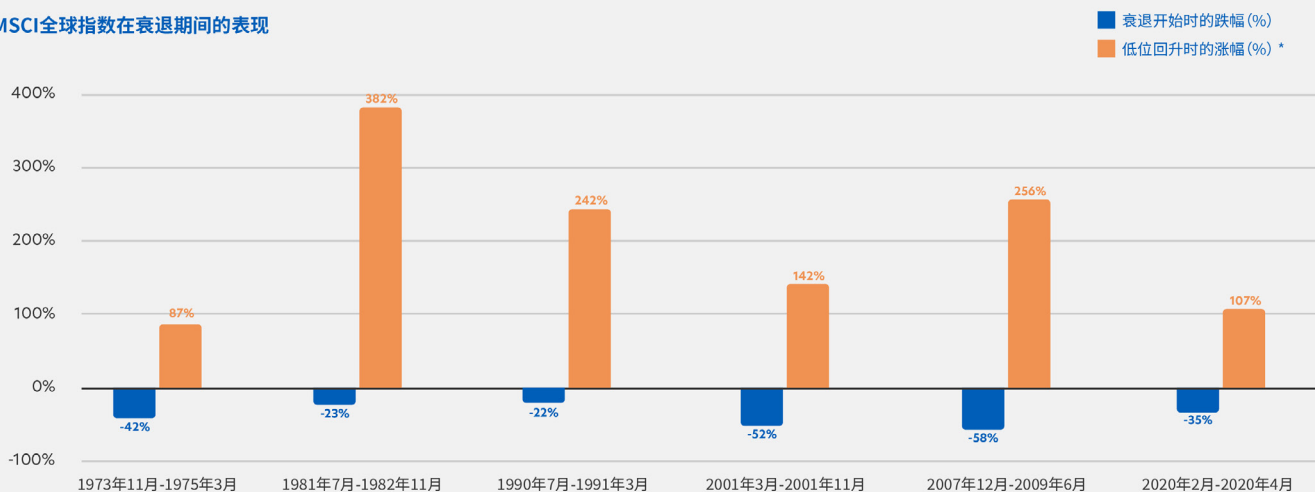
¹³来源:高盛投资研究。《熊市修复——崎岖的复苏之路》(2022年9月7日)。

热点关注问题

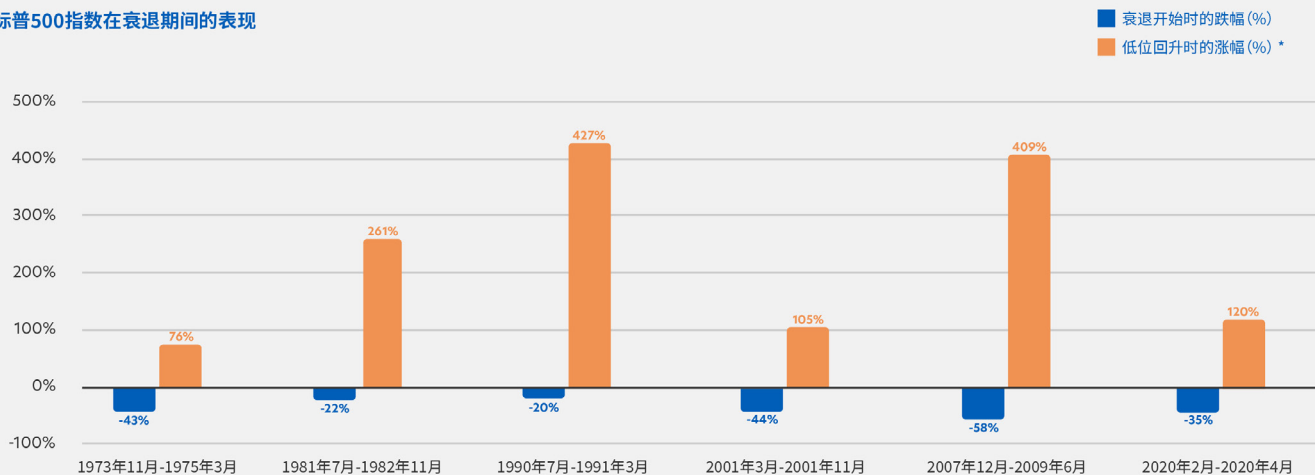
经济衰退就在眼前么?应始终着眼于长远。

图6:投资者保持长期投资已获得回报

MSCI全球指数在衰退期间的表现



标普500指数在衰退期间的表现



*从低位回升意味着从上一轮衰退的底部进入下一轮衰退发生前的顶部。
来源:彭博社 (2022年11月30日)



热点关注问题

各国央行(尤其是美联储)未来的政策路线会是怎样?

近期而言,主要国家央行看来可能会采取更多货币政策收紧措施。

美联储的举措或会影响其他央行的行动,但日本央行和中国人民银行除外,前者保持政策不变,而后者则下调关键政策利率。

美联储在短时间内已采取许多收紧措施,主要是采取先发制人的激进货币政策,2022年已累计加息425个基点,将联邦基金目标利率(FR)推高至4.25%-4.50%区间,是自2007年11月以来的最高点。由于美联储仍专注于抗击通胀,预计在2023年会将利率上调至5.1%。

美联储面临政策沟通方面的挑战,其试图在应对加息带来的潜在经济风险和履行控制通胀这一使命这两者之间取得平衡。虽然美联储预示联邦基金目标利率将达到更高的峰值,但联邦公开市场委员会(FOMC)¹⁴也已缩小加息幅度。

这表明美联储在加息方面可能转为“持续较长时间但放缓加息节奏”的方式,即货币收紧会持续较长时间,但每次加息幅度变小。有意思的是,与美联储反复修改政策利率目标相似,在过去几个月市场对“美联储转向”的看法已发生戏剧性变化。

“美联储转向”这个术语曾被用来指美联储在2023年下半年转为降息,后来却变成是指“暂停加息”。目前,这一概念指缩小加息幅度。

综合来看,由于投资者试图解读美联储的政策意图,因此未来可能会有更大波动。

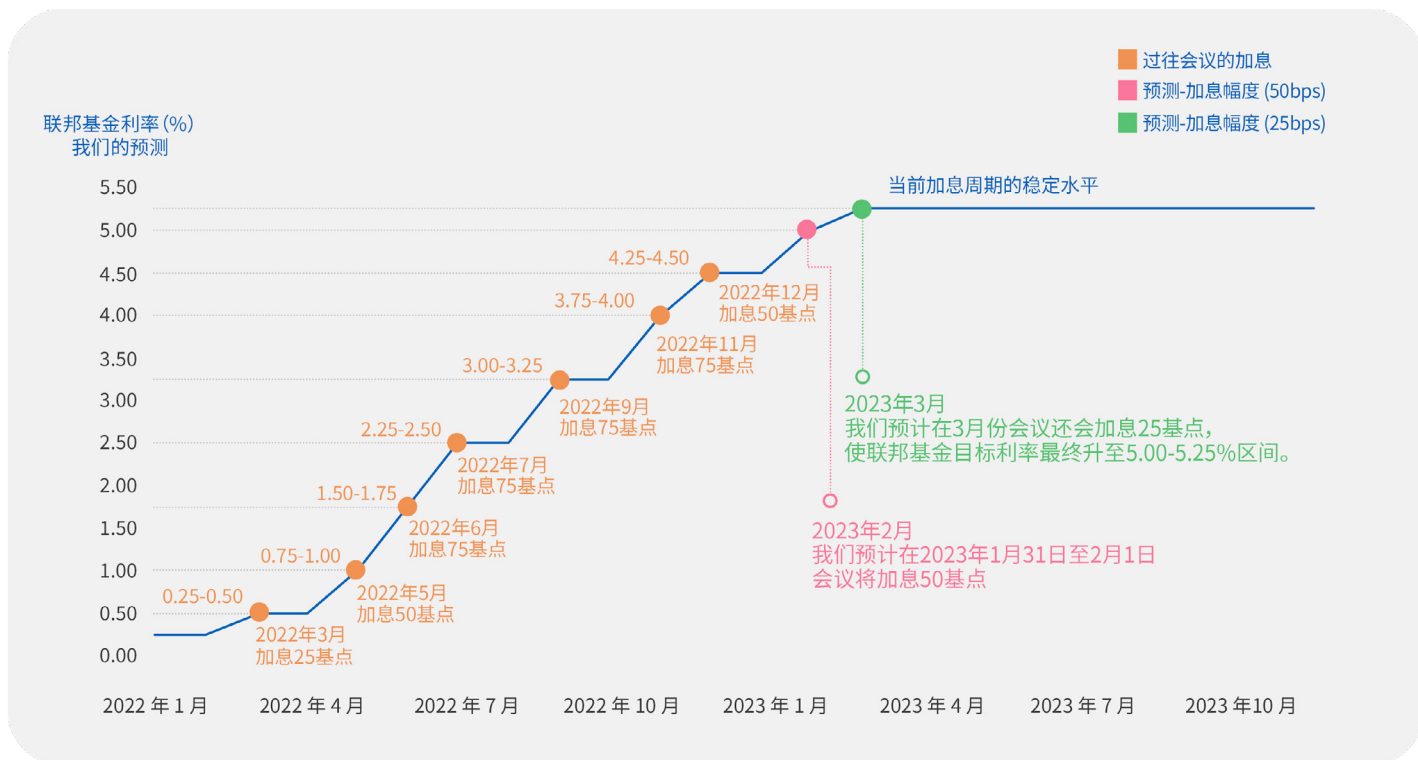
金融市场预计联邦基金目标利率最终会在4.90%,我们认为,美联储还会在2023年2月份加息50个基点,随后在2023年3月份小幅加息25个基点。我们预计到2023年第1季度末利率峰值会升至5.00%-5.25%区间。此后,我们预计在2023年的剩余时间内美联储会暂停加息。

¹⁴联邦公开市场委员会(FOMC)每年举行八次例会。在这些会议上,该委员会审视经济和金融形势,确定适当的货币政策立场,评估长期物价稳定目标以及经济持续增长所面临的风险。

热点关注问题

各国央行(尤其是美联储)未来的政策路线会是怎样?

图7: 预计美联储在2023年第一季度会收紧货币政策, 之后会暂停加息



来源: Macrobond、大华银行环球经济与市场研究部 (2022年12月16日)

虽然我们预计2023年由于高基数效应, 大宗商品价格见顶以及重归供求平衡, 通胀将会有所缓解。通胀率均值仍可能超出全球各国央行设定的2%长期目标。

这意味着, 虽然美联储可能在今年按下加息暂停键, 但除非发生经济或金融危机, 否则不可能降息。

虽然对于金融市场复苏而言, 上述情况并非最优, 但美联储放缓加息节奏则给予了我们希望, 即我们更加接近加息周期的终点(而不是中点), 这应该能够让风险资产企稳。

对于新兴市场国家央行而言, 由于其中许多国家早在2021年末就已开始加息周期, 因此暂停加息的概率更高。

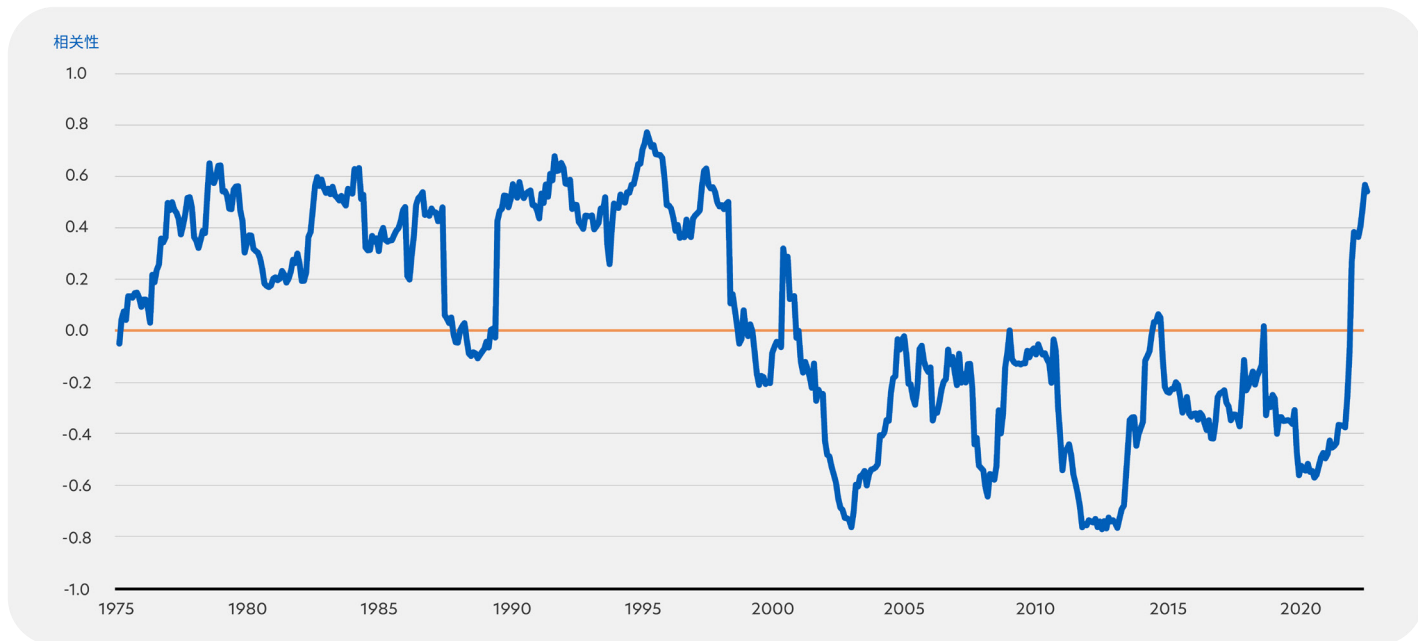
热点关注问题

股市/债市相关性是否保持为正或者转为负？

在过去二十年，股市和债市表现一直是负相关。这意味着当债券价格下跌，则股价倾向于上涨，反之亦然。

这让投资者得以在此期间通过股票与债权的多元化建立起具有韧性的多资产配置的投资组合。然而，自从20世纪90年代末以来，股债相关性在2022年首次转为正相关，即股市和债市都下跌，导致投资者在面临市场风暴时无处可躲。

图8:美国股市与债市的相关性在经历二十年的负相关后转为正相关



以连续24个月期间为基准，采用标普500指数和彭博社美国国债总回报指数计算股债相关性
来源：摩根大通资产管理、彭博社（2022年11月30日）

如果我们仅关注过去20年内的股债相关性趋势，那么可能在2023年会回到股债之间的负相关趋势，特别是当通胀率下降且各国央行从货币政策收紧周期中放松的情况下更是如此。此外，如果发生衰退，将利好避险资产，如债券。

如果是这样的话，那么就2023年全年来说，混合型资产组合应该会产生正回报。

然而应注意有趣的一点是，在过去150年里，股债相关性一直是多变的，在负相关与正相关之间来回变动。影响股债相关性的主要因素为不断上升的通胀和利率。举例而言，在高通胀时期如20世纪70年代、80年代和90年代初，股债为正相关。

因此，如果2023年通胀维持高位，导致央行继续采取激进的货币政策紧缩措施，则股债相关性可能仍保持为正相关。

热点关注问题

随着中国突然转为放开新冠疫情防控,中国面临的利空是否会减弱?

继中国2022年10月份召开中国共产党(CCP)第二十次全国代表大会后,市场担忧中国当局会将更多的注意力放在意识形态而非经济上面。

中国最近的形势给予了人们希望,即可能并不会出现上述情况,政府其关注点正在慢慢转向支持经济增长。

中国面临的三重利空因素一直存在,即新冠疫情防控清零政策、房地产危机以及中美关系恶化。然而,最近的政策发展动态表明这三项利空似乎都转为积极,市场信心进一步下降的风险似乎迫使中国政府采取行动。

首先,中国已突然退出新冠清零政策,我们看到之前严格的疫情防控限制对经济和社会所产生的影响正在减轻。

即便如此,中国的疫情后重启之路必定会面临挫折反复,我们看到放松疫情限制后,中国整个国家面临一波感染高峰。这一形势在冬季可能继续恶化,且其如何影响工厂生产、供应链及国内消费仍有待观察。

其次,中国针对疲弱的房地产行业推出了“金融16条”支持措施,表明政府越来越意识到房地产行业下行对整体经济增长的影响。

最后,美国总统乔·拜登和中国国家主席习近平在2022年11月举行的G20峰会期间进行了友好会晤,给予了人们对两国紧张关系将会缓和的希望。美国上市公司监管委员会(PCAOB)¹⁵提前完成审计检查也燃起了市场对于美国上市中概股企业因审计问题面临的退市风险下降的希望。

2023年GDP增长目标

中国是否会公布一个下调的2023年GDP增长目标或者是否会公布一个明确的目标,仍有待观察。到2023年初,即今年3月份举行中国全国人民代表大会期间,答案将会变得明朗。

如果上文列出的三个方面在未来均出现积极的发展态势,那么市场目前对中国2023年GDP的预测将会是偏低的,未来可能会出现上修。

据报道称,中国政府的高级官员正讨论将2023年GDP增长目标设定在5%左右,而中国政治局会议称会动用“精准有力的”货币政策以“推动经济运行整体好转”。

¹⁵上市公司会计监管委员会(PCAOB)是由美国国会设立的一个非营利性组织,旨在监督上市公司的审计工作,在编制有用、准确和独立的审计报告过程中保护投资者的利益并进一步保护公众利益。



热点关注问题

随着中国突然转为放开新冠疫情防控,中国面临的利空是否会减弱?

对房地产行业的支持

考虑到中国房地产行业占该国GDP¹⁶的比例大约26%,政府无法承受房地产行业持续低迷。购房者强制断供可能引发社会动荡,而开发商贷款违约暴增则可能演变为银行业危机。

为了应对这一问题,中国近期公布了“金融16条”举措,以支持境况不佳的房地产行业,包括解决开发商流动性危机,以及放松对购房者的首付要求等措施。总的来说,新政策比之前零星推出的政策措施更为全面。

此外,中国人民银行和中国银行保险监督管理委员会(“银保监会”)的联合声明提到了“房地产行业的稳定健康发展”,而央行行长易纲称希望房地产市场“软着陆”。

尽管如此,中国开发商仍面临着大量即将到期的债务,到2023年底¹⁷,至少会有金额达2920亿美元的境内和境外借款到期,这意味着仍不能完全排除发生系统性风险的可能。

新冠疫情防控清零政策转向

最大的政策转向来自中国突然退出新冠疫情清零政策。随着政策转向已导致感染人数猛增,希望这将最终产生群体免疫,并使国内消费和企业信心有持续性的复苏。

投资者想要推测中国重新开放的作用,许多人希望会像2020年3月之后经历的那样因为放开而再次提振国内消费和旅行相关股票。然而,我们提醒投资者注意,这次可能会有所不同,我们不认为中国经济会像2020年那样迅速反弹。相反,潜在出现的各波感染高峰意味着消费和旅行支出回升变慢,并可能使更广泛的经济活动和供应链活动变得缓慢。

投资者需要更密切关注相关行业,虽然中国大型科技企业可能会难以从非核心业务抽离,且国内消费保持疲软,但中国科技行业的其他领域将得到喘息的机会。习主席指出,由于美国开始限制高科技半导体技术的出口,因此中国应着重增强国内先进科技能力。

能源安全问题也是中国共产党的中期优先事项之一,中国政府应该不会让去年因高温和干旱引起的短时间停电再次出现。因此,高科技以及绿色行业可能会是中国重点政策的最大受益者。

对中国市场的信心可能开始恢复

在中国的疫情后重启道路上可能会面临暂时的困难。然而,如果政策发展形势继续向好,那么中国经济前景以及中国金融市场形势在2023年下半年可能会迎来实质性的改善。

如果情况真是如此,那么中国2023年GDP增速可能会升至5.2%(高于2022年的预测值2.8%)。

但这一乐观情景面临的风险是政策走势令人失望。

¹⁶参考资料: Kenneth Rogoff、杨元晨, 2022年9月;《中国三线城市的房地产现状》, 国际货币基金组织工作报告。

¹⁷参考资料: 彭博社, 中国房企商在2023年底前有2920亿美元的债务到期(2022年11月1日)。

热点关注问题

关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么？

整体风险情绪的决定性转变取决于：

- 通胀缓和
- 暂停收紧货币政策
- 美元强势见顶
- 经济活动触底
- 资产估值触底

一旦满足上述五项条件，我们有望看见可持续的市场复苏。

通胀需要缓解

市场复苏要持续下去的关键是通胀水平进一步走低。一旦通胀走低，对全球家庭可支配收入的挤压将会减轻。这也意味着企业在投入和薪资成本方面将面临较小的上行压力，从而能够再次专注于扩张计划。

因此，投资者应密切关注整体通胀率和核心通胀率数据（CPI指数），同时需注意，各国央行目前关注的重点是核心CPI以及薪资增长趋势。

暂停收紧货币政策

核心通胀率的压力下降会使全球各国央行暂停加息。2022年金融市场发生动荡的一个重要原因是央行为了遏制失控的通胀而采取激进紧缩的措施。如果价格压力有所缓解，各国央行将停止加息，那么金融资产所面临的一个重大利空因素将会消除。

在这种情况下，我们会看到全球债券收益率见顶并开始下行，而美元的优势也应该会减弱。一旦美元强势开始减弱，亚洲风险资产的资金流入可能会加快。

美元强势见顶

从2022年9月末开始，美元强势已开始减弱并进入盘整阶段，而后在11月初开始明显回撤。

事实上，美元指数目前已向下偏离了2022年初以来的短期趋势线，这削弱了美元指数此前的强势（图9）。

热点关注问题

关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么？

图9:美元的强势开始减弱



来源:彭博社(2022年11月30日)

引发美元下行的契机是美国10月份CPI报告弱于预期,而美联储缩小加息幅度则助推了这一趋势。这释放出了一个良好的信号,因为美元汇率与股市存在负相关关系,因此美元由强转弱提振了股市信心。

图10:美元、标普500指数和MSCI全球指数之间的相关性

	标普500指数	MSCI 全球指数
美元	-0.425	-0.532

来源:彭博社:(2022年11月30日)



热点关注问题

关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么？

对于亚洲风险资产而言，美元走弱是结束亚洲地区资本外流以及使资金重回亚洲地区的一个重要前提。美元走弱也有助于缓解许多新兴市场经济体所面临的高输入型通胀，并减轻美元主权债务占比较大的国家的压力。最后，美元走弱也会减轻新兴市场国家消耗外储以支撑本国货币汇率的压力。

经济活动触底

市场持续复苏的另一个重要因素是经济活动触底回升，在这方面应关注高频数据如采购经理人指数 (PMI) 以及最新的企业指引，然后是贸易报告、就业数据和GDP报告等滞后指标。

然而，请注意，当经济数据确认触底时，金融市场可能已经在预期中反弹，因此这些数据更多是市场持续反弹的确认信号，而不是领先指标。

资产估值触底

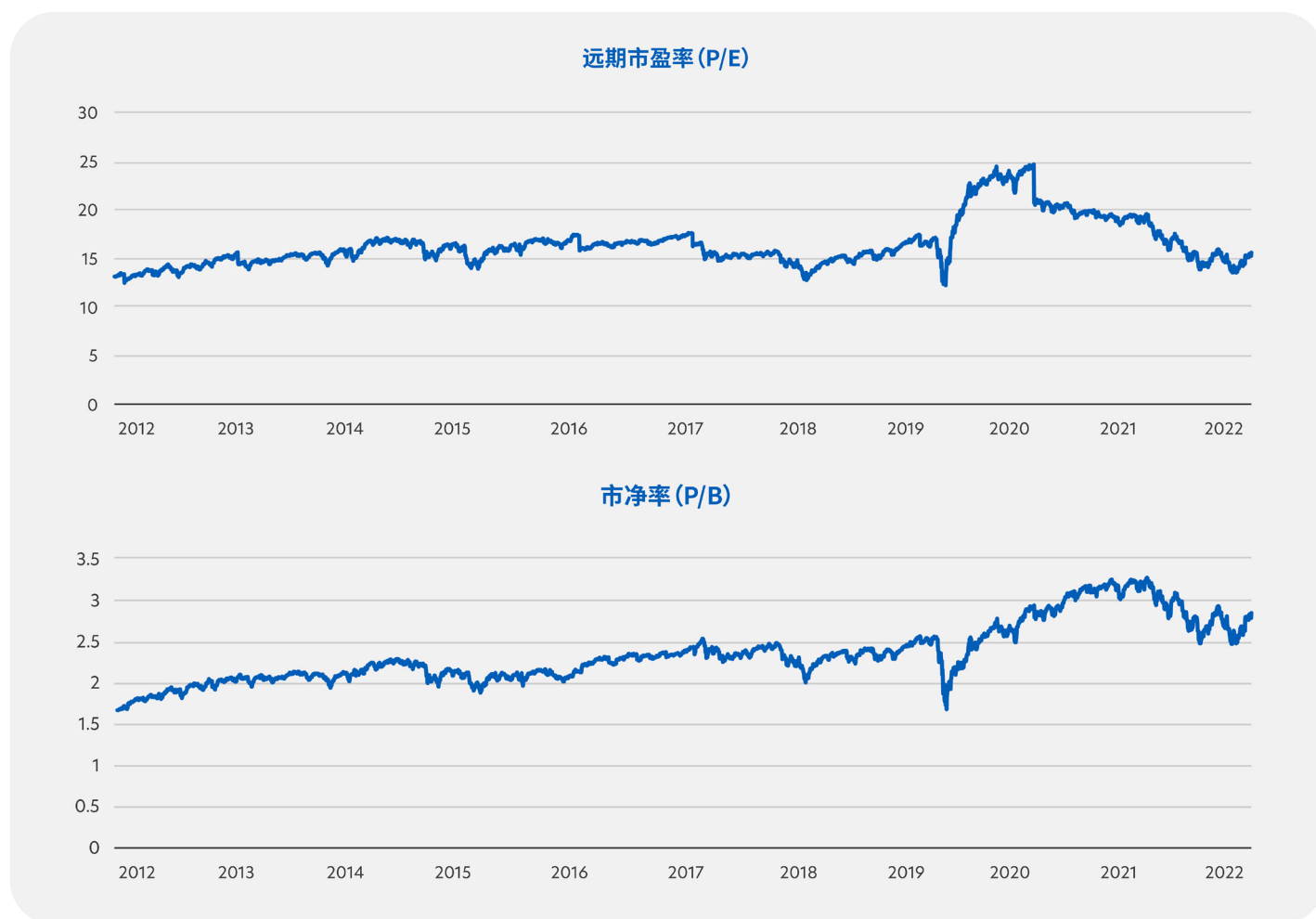
从传统上来说，明确的市场复苏发生在投资者“投降式抛售”之后，这种情况下投资者的恐慌心理占据主导，继而引发恐慌抛售而不考虑资产估值。一旦发生投降式抛售，就表明再也没有人想再卖出，因此市场会到达底部。这个时机是很难实时捕捉的，只有等过了几个星期或者几个月后才能见分晓。

然而，投资者应该关注历史估值趋势，例如远期市盈率 (P/E) 以及市净率 (P/B)。市盈率越低则表明资产的性价比越高。如果市净率小于1，则表明该股票的交易价格低于相关资产的价值。

热点关注问题

关于判断市场是否持续复苏需关注的几项要素是什么？

图11: 2022年MSCI全球指数估值经历大幅修正



来源: 彭博社 (2022年11月30日)



投资者能做什么

- 31 “风险优先”策略
- 32 核心配置
- 33 战术配置-最佳投资建议



投资者能做什么

“风险优先”策略

2022年对投资者来说是困难重重的一年,全球各国央行为了对抗通胀而采取激进的加息措施,导致金融市场不可避免的出现调整。

虽然预计2023年通胀水平会从当前的多年高位回撤,但由于高基数效应,通胀率不太可能很快回落至美联储设定的2%目标。为了促使通胀率下降至目标水平,美联储可能需要在一段时间内将利率维持在当前高位。

我们的基本观点是,欧美等发达经济体在2023年中的时候会发生轻度衰退,与此同时金融市场预计保持波动。

大华银行的“风险优先”投资策略是建立在基于风险偏好进行投资的基础上,然后再考虑回报。建议投资者不要追高,而是应该维持守势和构建核心投资组合,以应对未来经济减速以及为股市在进入衰退期后的持续波动做好准备。核心投资包括防御型资产(如投资级债券)和低波动方案(如多资产配置策略)。



投资者能做什么

核心配置

多资产配置策略

多资产配置策略可以给投资者提供灵活多样化的资产配置,使投资者能够在不同的市场周期及资产大类(如股票、债券和另类投资)中捕捉机会。许多的多资产配置策略还能够为投资者提供月度股息分红的稳定现金流。

在经济衰退风险上升的同时,通胀率下降和加息节奏放缓,股债之间的相关性可能会回归到负相关(即债券价格上涨时股价下跌,反之亦然),这可能会扭转2022年多资产配置策略遭受的部分损失。

最后,多资产配置策略具有低风险特性,能够作为核心投资组合的稳固基础,有助于投资者建立起投资组合的韧性和实现长期的财务目标。

投资级债券

当前债券收益率处于周期高位,投资者可以在等待股市入市时机的期间配置投资级债券并锁定较高收益率。

各种久期的投资级债券目前能够为投资者带来5%以上的高收益,而一年前收益率介于2.4%-3.5%之间(图4)。

因此,在未来数年投资者应着眼于锁定高收益的产品,并将重点放在现金流回报上。

投资级债券也是投资组合内部一个主要的收益稳定器,特别是在面临经济衰退风险时期尤为如此。由于基本面良好,我们预计投资级债券在低增长环境下能够保持韧性,或者甚至可能在发生经济衰退的情况下实现资本增值。

投资者能做什么

战术配置-最佳投资建议

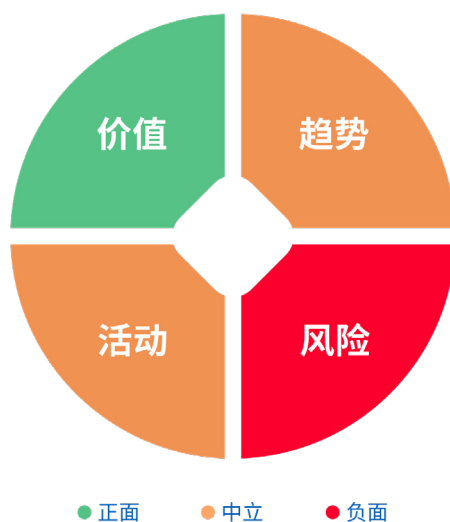
最佳投资建议是大华银行个人金融服务投资委员会借助我们的VTAR四要素分析法,通过一个严谨的研究和讨论过程发现的投资机会。VTAR分析法为投资者提供金融市场全盘观点,并在不同的资产大类、行业、地理区域和时期发现投资机会。

美国金融行业

美国金融行业仍然是我们推荐的最佳投资建议之一,因为当前较高的利率水平提高了金融行业的净息差收入,而银行业盈利水平总体上保持稳健,长期基本面保持强劲。由于银行业务是经济的核心组成部分,具有较高进入门槛,因此数字银行要建立起市场地位跟实体银行竞争还需时日。

虽然近期内仍存在明显的挑战,例如为应对经济衰退而提高贷款损失准备金以及在经济大环境不明朗的情况下投资银行业务收费下降,这些都被认为是短期利空。如果将来可能发生的经济衰退被证明是短暂和轻度的,那么贷款损失准备金在2023年的某个时候也会下调,而这对银行股来说会是一个利好。

此外,如果利率保持高位但收益率曲线倒挂的情况有所缓解,银行业前端资金成本下降而后端放贷收入增加,会增强银行的盈利表现。



与标普500指数整体相比,美国金融行业作为投资标的仍相对具有吸引力。该行业将继续从高利率环境中获益,即使贷款增速放缓也如此。金融业面临的风险包括经济衰退担忧以及来自替代性支付平台的竞争不断加剧,对传统银行业务收入形成压力。

投资者能做什么

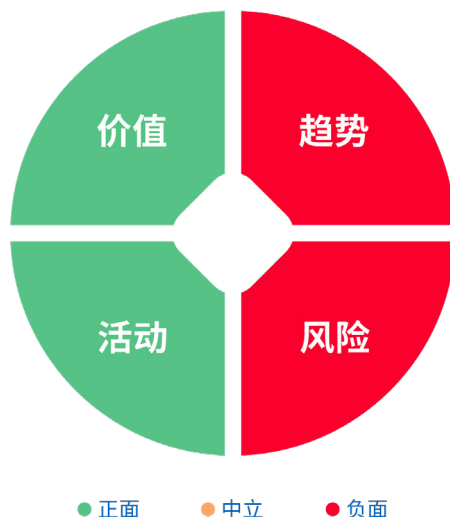
战术配置-最佳投资建议

亚洲/中国

随着亚洲地区经济持续重启以及中国等经济体采取促经济增长的支持性政策,亚洲地区股市将会上涨。中国近期放宽疫情防控政策以及新出台的房地产行业支持措施受到了投资者的欢迎。

虽然亚洲市场并不能幸免于发达国家衰退风险的影响,但亚洲国家对发达国家出口需求的依赖程度下降。亚洲地区日益扩大的中产阶层推动了全球消费趋势和支出,为国内外公司利用该群体日益增强的购买力创造了机会。此外,城市化和数字化等结构性因素仍然是推动内需持续增长的关键因素,这有助于确保亚洲地区在经济增长方面将降低对发达国家经济增长的依赖程度。

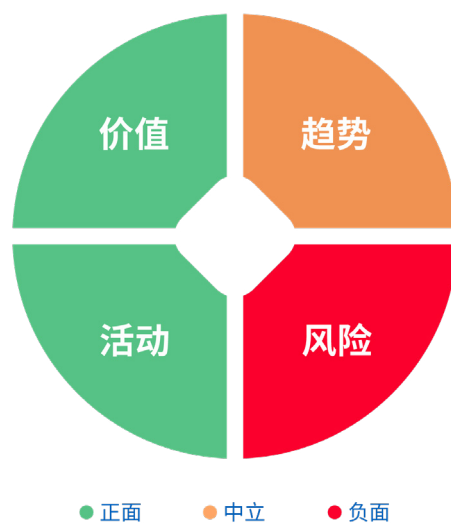
在亚洲股市内部,除了市场驱动型股票之外,中国股票由于估值较低而存在极佳机会。大多数负面消息很可能已经被计入股价内,而盈利增长预期一直呈下降趋势。在目前如此低的水平上,我们认为中国股市表现能够轻松超越预期,这将给市场带来意料之外的上行惊喜。



亚洲股市(除日本)估值与历史平均值相比仍相对具有吸引力。亚洲地区经济重启和经济活动回归正常继续对该地区的复苏形成正面效应。但另一方面,发达市场国家经济减速可能对依赖于出口收入的亚洲企业带来影响。

投资者能做什么

战术配置-最佳投资建议



中国股票的估值与历史平均值相比具有吸引力。中国推出的支持政策和新冠疫情后重新开放也可能会提振投资者对中国市场的信心。但是艰难的转型可能会加大当前面临的困难和风险,从而减缓中国经济增速。

投资者能做什么

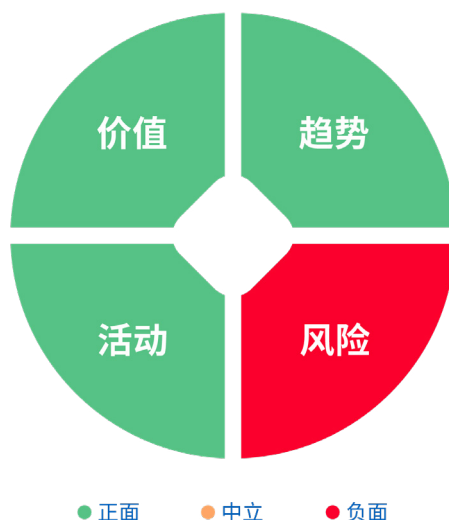
战术配置-最佳投资建议

全球医疗保健行业

随着新冠疫情大流行进入第三年,我们继续认为全球医疗保健行业存在机会。我们认为该行业兼具防御性和长期成长性,存在刚性需求和强大的长期结构性驱动因素。

与其他行业相比,制药行业收入由于受经济周期影响较小而成为最具防御性的行业之一。在低增长环境下,我们预计制药业股票相比其他行业会表现更好。

除了具有防御特性之外,全球医疗行业也从人口老龄化等结构性利好因素中获益,全球人口老龄化引起了对医疗保健服务的需求。新冠疫情也加快了医疗保健行业内部的数字化转型。我们认为,医疗保健领域(如医疗科技)具有长期结构性成长潜力,因为医疗科技可实现较低成本的远程医疗服务。



全球医疗保健行业的股票估值与全球股市整体相比较低,而盈利增长前景则维持良好。该行业具有防御型行业特性,如低波动。美国的药品定价和政策动态仍然是风险所在,尽管随着时间流逝形势变得明朗,这些风险会消退。



我们的策略

- 38 大华银行的“风险优先”策略
- 40 我们的VTAR四要素分析法

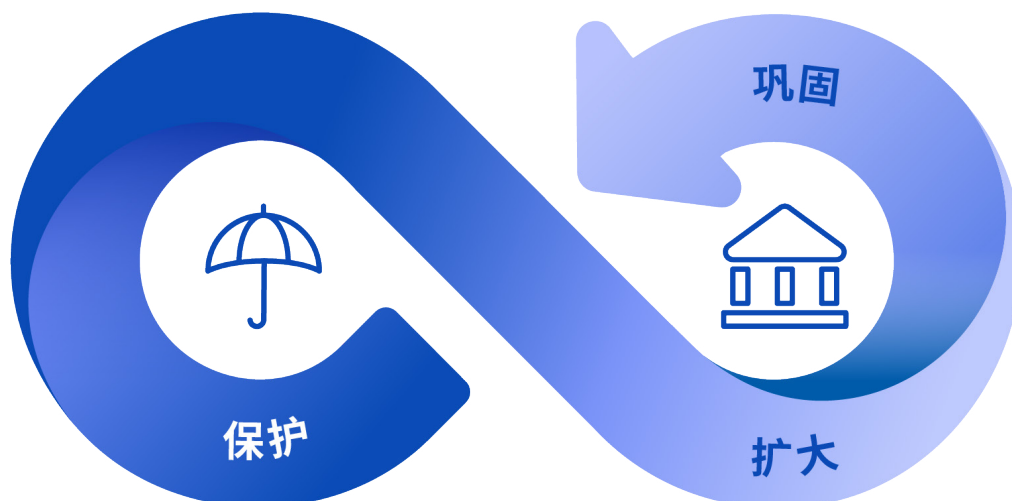
我们的策略

大华银行的“风险优先”策略

由于2023年发生经济衰退的风险上升,金融市场可能维持波动,因此投资者在投资过程中可能面临诸多不确定性。

我们特有的“风险优先”策略确保投资者在进入投资领域之前,先了解自身的风险偏好,再考虑可能获得的回报。如此一来,投资者就能够在实现财务目标的过程中避免承担过大风险。

先保护好辛苦积累的财富,然后用适当的资产配置策略来扩大和巩固自身的财富。



根据客户风险状况(CRP)推荐最优投资组合,投资组合当中最多30%、40%或50%的比例配置到较高风险的“战术性投资”,剩下的部分作为“核心投资”。

“核心配置”具有低风险特性,但仍然能够产生合理的回报。这种配置对比市场整体而言波动性较小,能够帮助投资者实现长期财务目标。从本质上来说,这种配置对市场周期的依赖性较低,能够提供固定收益。核心配置倾向于资产大类、行业和地区的多样化配置。

配置“核心方案”有助于减少下行波动,这在市场形势不佳的时期非常重要。

“战术性配置”在性质上具有较高风险,其专注于定向捕捉短期机会。这种配置方案的目的是资本增值,但也包括收入。



我们的策略

大华银行的“风险优先”策略



核心配置100%
战术配置0%



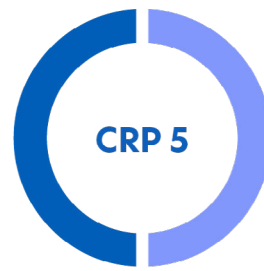
核心配置100%
战术配置0%



核心配置 70%
战术配置30%



核心配置60%
战术配置40%



核心配置50%
战术配50%

■ 核心配置 ■ 战术配置

我们的策略

我们的VTAR四要素分析法

我们备受赞誉的VTAR投资分析法专注于分析下列四个要素相关的大量财务数据，即价值(V)、趋势(T)、活动(A)和风险(R)。这一方法有助于投资者形成对金融市场的全盘观点并在不同的资产大类、行业、地理区域和时期寻找投资机会。

大华银行个人金融服务投资委员会根据大华银行首席投资官的市场及资产大类观点，结合主要风险对上述投资见解进行审视，并在判断每项潜在投资观点的吸引力方面达成一致共识。



	目的	常用指标
价值	识别出具有适当估值和盈利潜力的投资标的	• 市盈率 (P/E) • 盈利成长性 (每股盈利增长) • 期权调整后的利差 (OAS)
趋势	了解当前投资趋势	• 简单移动平均线 • 相对强弱指标(RSI) • 资金流
活动	了解可能影响到业绩表现的宏观环境以及商业活动	• 央行政策 • 综合PMI指数 • 工业产出与零售销售额
风险	识别出主要的市场风险和潜在的风险缓解因素	• 地缘政治事件 • 行业或地区特有的事件 • 消息流



诚挚如一

重要通知和免责声明

本出版物所载的资料仅供参考之用,不具有任何义务。本出版物不是也不应被视为买卖任何投资或保险产品的要约、推荐、邀请或建议,且任何人不得以任何目的予以传播、披露、复制或依赖文中信息。有关投资或保险产品的任何描述(如有)均完全符合该投资或保险产品的条款和条件,以及该投资或保险产品的招股说明书或构成文件(如适用)。本出版物中的任何内容均不构成会计、法律、监管、税务、财务或其他建议。如有疑问,您应就文中讨论的议题咨询您的专业顾问。

本出版物中包含的信息,包括任何数据、预测和基本假设,均基于特定假设、管理预测和对已知信息的分析,并反映了截至出版日期的当前情况,所有这些信息均可能随时发生变动,恕不另行通知。尽管已尽一切合理努力确保本出版物所含信息的准确性和客观性,大华银行有限公司(以下简称“大华银行”)及其员工均不作任何形式的明示、暗示或法定陈述或保证,也不对文件内容的完整性或准确性承担任何责任。因此,大华银行及其员工对文中出现的任何错误、不准确之处、遗漏或任何人士因信赖本出版物所载的意见或资料而引致的任何后果或任何损失/损害一律不承担任何责任。

本出版物中包含的关于(包括但不限于某些国家、市场或公司的)未来事件或业绩的任何意见、预测和其他前瞻性陈述不一定代表实际事件或结果,可能与实际事件或结果有所不同。文中信息不考虑特定的目标、财务状况和任何特定人士的特殊需求。投资者在投资任何投资或保险产品之前,不妨寻求独立财务顾问的意见。如您选择不寻求有关意见,则您应考虑有关投资或保险产品是否适合您。如果英文版和中文翻译版之间有任何不一致之处,或含义有任何不同,应以英文版为准。