

2024年度展望

應變新格局

亞太 | 財富管理投資總監辦公室 | 投資研究

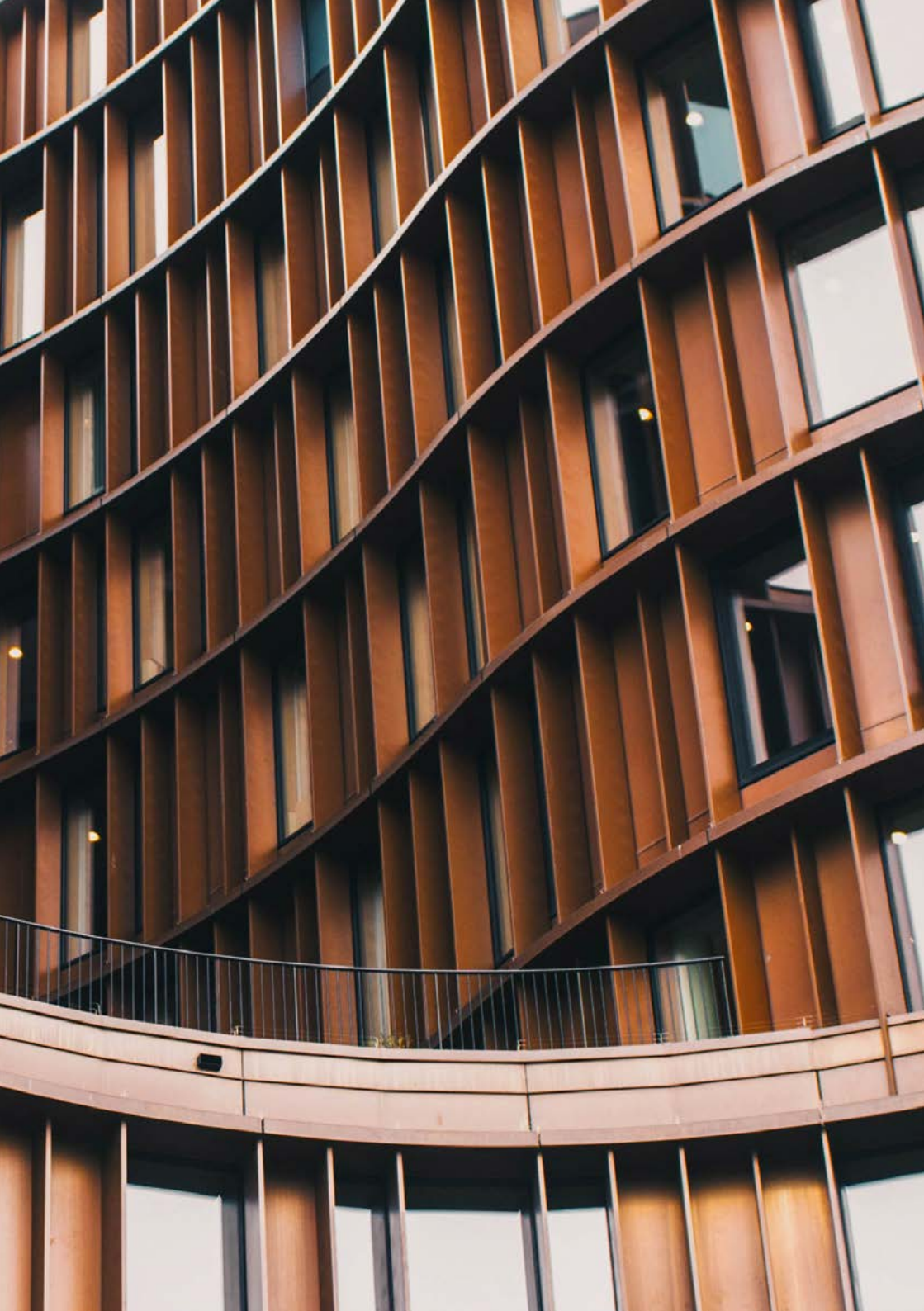


UBS

2024年度展望及亞洲前景—瑞銀機構觀點

本報告由UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch和UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd. 編製。請參閱報告末頁重要的免責聲明。

本報告各頁次高收益債券主要係投資於非投資等級之高風險債券。



前言

歡迎閱讀《2024年度展望》。

2023年對市場而言是歷史性的一年：債券收益率升至逾15年來新高；人工智慧（AI）公司市值首次突破兆美元大關；美國經濟在利率大幅上升的環境下仍然表現強勁，出乎市場預料。

當然，2023年對瑞銀來說也是歷史性的一年，我們借此機會感謝您一直以來對我們的信任。能為您取得明年及更遠未來的財務目標盡一份力，我們深感榮幸。

在這份年度展望報告中，我們將深入闡述全球在“新格局”下的面貌，以及投資者如何應變經濟不確定性、地緣政治不穩定以及關鍵科技變革所帶來的影響。

我們認為，聚焦優質資產在2024年至關重要。隨著利率下行，優質債券可望帶來具吸引力的收入和資本增值潛力。而在全球增長放緩的背景下，包括科技股在內的優質股票最有望保持盈利增長。

隨著新格局繼續推進，再加上去全球化、人口結構、數位化、減碳和債務等重要議題對未來幾年經濟和市場的影響日益上升，我們預計顛覆性創新將湧現，尤其是在科技、能源和醫療保健領域。在此背景下，發掘這些“顛覆科技領域的領軍者”，並把握公開上市和私募市場的相關投資機遇，將是投資的制勝之道。

我們希望這份《2024年度展望》報告能為您帶來全面的資訊、分析和構想，在“新格局”中為您的投資組合保駕護航。我們期待在投資旅程中與您一路相伴，共赴成功。



A stylized, handwritten signature in black ink, appearing to read 'Iqbal Khan'.

Iqbal Khan
瑞銀財富管理總裁

08

年度展望



展望

2024年
關鍵問題

2024年
投資前景

09 應變新格局

- 13 增長前景有何可期？
- 16 利率和收益率前景如何？
- 19 政治因素將如何影響市場？

- 25 管理流動性
- 27 買入優質資產
- 31 貨幣和大宗商品的區間交易策略
- 34 對沖市場風險
- 36 利用另類信貸分散配置

38

未來十年



未來十年的 投資佈局

- 39** 未來十年展望
- 43** 資產類別預測
- 45** 生成式AI對市場和經濟有何影響？

投資未來

- 51** 聚焦顛覆科技領域的領軍者
- 55** 利用私募市場把握增長機會
- 58** 保持平衡配置

2024年 亞洲前景

- 63** 亞洲新常态
- 68** 亞洲宏觀前景
- 76** 亞洲重要主題
- 88** 資產類別觀點

回顧與 展望

- 109** 2023年回顧
- 110** 預測



《2024年度展望及亞洲前景》
進一步內容，請訪問：
ubs.com/yearahead



應變新格局

新冠疫情爆發已過去數年，但其對經濟和政治的影響還在繼續。我們已進入一個“新格局”，現在是制定計劃、達成平衡、恪守紀律同時保持靈活的好時機。



Mark Haefele
全球首席投資總監
財富管理

縱觀人類歷史，以往從未有一場疫情導致各國政府幾乎同時為經濟活動按下暫停鍵，隨後又強力刺激經濟復甦。結果是，通膨來襲，勞動力市場持續偏緊，利率、債券收益率和政府債務高漲。與此同時，產油區爆發了戰爭，中國經濟增長走向成熟階段，多國產業和環境政策興起正在重塑地緣政治格局。大國戰爭的舊日威脅似乎將會捲土重來，而人工智慧（AI）的新發展也可能徹底改變人類的未來。

我們進入了一個“新格局”，不僅面臨經濟的不確定性和地緣政治及環境的不穩定，還面臨影響深遠的科技變革。

對明年有何預期？

首先，我們預期，由於消費力道面臨的挑戰日益加劇，2024年美國經濟增長將放緩，歐洲經濟增長仍將低迷，而中國將進入增長速度雖放慢但品質有望改善的“新常態”。我們認為，這種環境下的股票配置應偏重於優質股，包括科技股，因此類股票在全球增長放緩背景下仍能實現盈利增長。

第二，我們預期各國央行將在2024年開始降息。我們認為，政府債券市場過度計入高利率“新常態”的風險，我們也預期2024年收益率將下滑。這意味著投資者應限制現金配置，鎖定優質債券的收益率。

第三，我們預期政治因素將在2024年扮演格外重要的角色。美國總統大選、以色列與哈馬斯的衝突、俄烏戰爭及中美持續角力都可能對全球市場產生影響。政府基於政治決定而推出缺乏財政支持的大規模支出舉措，對基準經濟預測下的投資帶來上行和下行風險。投資者應做好對沖市場風險的準備。我們認為，為資本提供保護的策略、宏觀避險基金（對沖基金）、石油和黃金可作為2024年重點關注的對沖工具。

轉型的十年

展望未來十年，我們預期AI的效應、中國經濟逐漸邁入成熟期、能源轉型及全球債務居高不下的影響將更加明顯。

我們認為，AI將驅動各行各業顯著創造價值。截至目前，投資者聚焦的是AI硬體和平臺的受益者，但是，對應用場景的潛在溢出效應將產生更廣泛而深遠的影響。

中國新常態正在形成。從舊有增長模式轉型可能導致增速低於過去20年來的水準。投資佈局應與中國的政策方向一致，包括：推動高附加值製造業、綠色轉型、提高科技自給自足等方面。

對氣候變遷和國家安全的擔憂將驅動全球向脫碳轉型。這無疑是一個複雜的過程，但對於減碳項目的大規模投資意味著該領域解決方案的提供方有望實現高速增長。

政府在科技、環境、能源和實體安全等方面的投資，再加上人口高齡化，意味著債務水準很可能繼續上升。我們認為，這將導致固定收益資產的波動加劇，但也會為私募投資者帶來更多機會。這些趨勢印證了在多元化投資組合中增加另類資產以管理特定風險的重要性。

投資者應該怎麼做？

首先，制定計劃至關重要。在新的世界格局中，資訊更容易取得，但不一定更有價值。社交媒體的無所不在意味著，每個數據點都會被前所未有地放大。結果就是，“故事”怎麼說對行為的影響力大增，資訊（或假訊息）比以往更快地影響市場，公眾輿論可能在短短幾天之內反轉。制定明確的計畫，將策略與目標及價值觀掛鉤，有助於投資者在日益嘈雜的世界中始終專注於全域。

第二，投資者應達成平衡。在基準情景下，我們預期平衡型投資組合在2024年將能實現正回報，且我們的情景分析表明，多元資產分散配置能夠有效對沖風險情景。更長期而言，我們認為，如果投資者保持多元化的多資產投資組合（無論是傳統還是可持續投資）作為“核心”投資策略，將最有可能隨著時間推移實現財富保值增值。

第三，恪守紀律，同時保持靈活性。紀律是投資成功的關鍵，歷史經驗證明，有了正確的核心策略，“保持投資，而不是試圖擇時”才是正確做法。但同樣地，市場和投資者的需求也在不斷變化。因此，投資者應定期審視自己的策略和戰術配置計畫以及“衛星”投資構想。

來自“舊世界”的啟示

面對全新的世界，我們不免會感到擔憂。但是，自1900年以來，世界經歷了兩次大戰、九次疫情大流行、數百場內戰或局部戰爭、2000多次核子爆炸、一些大國發生革命、至少12次惡性通膨、超過15次熊市、20多次經濟衰退，以及將近200次主權債務違約或債務危機。

就投資而言，上述所有逆境帶給我們三項啟示：全球多元化投資極具價值、耐心是美德，以及最重要的是人類的韌性和智慧。

我們祝您在新的一年平安、健康，投資順利。



增長前景有何可期？

2023年美國經濟表現強勁，但隨著消費者面臨的不利因素增多，我們預計2024年增長將放緩但仍為正值。歐洲經濟增長料將持續低迷，而中國則進入增速放緩但高品質發展的“新常態”。

美國

經濟增長料將放緩。在消費者額外儲蓄的支撐下，2023年美國經濟增長比預期更具韌性。在2024年，我們預計增長將放緩。高利率可能抑制支出意願：對於住宅和汽車等通常需貸款的支出項目，民眾的可負擔能力降至多年低點。家庭也面臨兒童保育補貼結束、削減醫療補助計畫以及學生貸款恢復償還等不利因素。隨著信心消退，我們認為儲蓄率可能會上升。

經濟不會顯著收縮。儘管增長料將放緩，但我們認為經濟活動不會大幅收縮。從歷史上看，美國經濟在升息週期後仍能避免衰退並不常見，但我們認為此次有理由保持樂觀。首先，主

要消費群體由中等收入家庭組成，而這個群體的就業情況有望保持穩定。其次，我們預期人工智慧（AI）、半導體、基礎設施和綠色能源相關領域將見到大量投資支出。第三，強勁的家庭和企業資產負債表應有助於抵禦負面衝擊。

歐洲

有一定的支撐。由於通膨回落且勞動力市場具韌性，家庭實際收入應會上升，進而帶動消費支出增加。此外，家庭已積累預防性儲蓄並減少債務。隨著“下一代歐盟”（NextGenerationEU）計畫部署的資金驅動基礎設施和低碳能源生產方面的投資，支持性財政政策也應刺激增長，尤其是南歐和東歐。

挑戰依然存在。我們預計歐洲總體增長將持續低迷。即使如我們預期降息三次後，明年的貨幣政策仍將偏緊。銀行借貸可能受制於銀行盈利能力承壓、歐洲央行支持力度減弱以及對準備金報酬制度的擔憂。外部需求低迷以及能源成本較高，則可能對出口商和製造商帶來壓力。

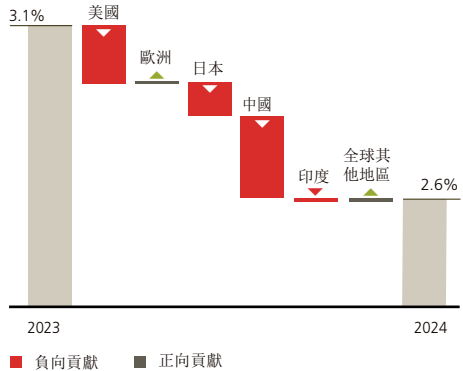
中國

步入新常態。我們預計2024年中國經濟增速將在4.4%，較2023年5.2%的預估增長率放緩，這主要是由於消費低迷、外部需求減弱及房地產市場面臨挑戰。更長期而言，勞動人口減少、貿易驅動型增長的結構性限制以及地緣政治情勢，都意味著中國年化增長率逾6%的時代可能已經過去。

仍是增長引擎。即便在這種新常態下，中國的重要性仍不容忽視。近期中國政府宣佈增發1兆元特別債券，可望為明年GDP增長帶來0.4-0.8個百分點的提振，而且這可能意味著2024年

圖1 中國和美國是全球增長放緩的主要原因

全球GDP增長預測和各經濟體對增長放緩的貢獻度



資料來源：瑞銀，截至2023年11月

將推出更多政策措施。中長期來看，我們預計消費支出、在低碳轉型中的領先地位以及產業鏈升級將帶來更能持續的優質增長動力。

中國的新常態對未來十年意味著什麼？

瞭解更多詳情，請訪問 ubs.com/yearahead 參閱“未來十年”相關內容。



對投資者意味著什麼

買入優質債券。我們認為，增長放緩將導致2024年利率預期和收益率下降，使得優質債券的投資機會具吸引力。詳情請參閱第27頁。

買入優質股票。我們預期股市將普遍上漲，但尤其青睞在經濟活動放緩背景下仍有望實現盈利增長的優質公司，包括優質科技股。詳情請參閱第28頁。

瑞銀實際GDP增長預測

2023	2024	
2.4%	1.1%	美國
0.5%	0.6%	歐元區
5.2%	4.4%	中國

資料來源：瑞銀，截至2023年11月13日

歷史啟示

美聯準會能否避免引發衰退？

從歷史上看，激進的貨幣緊縮政策往往會造成衰退，但並非總是如此。

在本輪累計逾200個基點的升息之前，美聯準會自1971年以來總共經歷了8輪升息週期。其中有五次隨後發生衰退，而幅度達到或超過375個基點的四輪升息均引發衰退。在1983-1984年和1994-1995年的兩輪中，美聯準會實現軟著陸，當時通膨預期可控、勞動力

市場偏緊且家庭儲蓄較高——而當前的環境正具備這三個特點。2020年的衰退則是由新冠疫情引發。

在基準情景下，我們依然認為美國將在2024年達成“偏軟”著陸，主要是得益於勞動力需求穩固、投資支出強勁以及消費者和企業的資產負債狀況良好。

利率和收益率前景如何？

我們預期各國央行將在2024年開始降息。我們認為，政府債券市場高估了高利率新常態的風險，並預期2024年收益率將下滑。

通膨率和利率

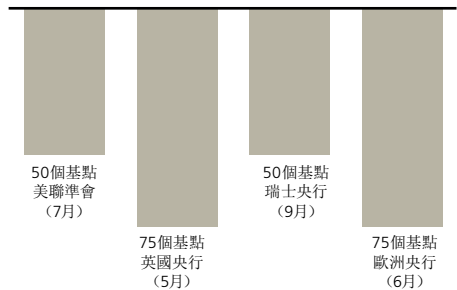
回歸常態。2023年通膨率持續向央行目標靠攏，我們認為，此趨勢將在2024年延續。在基準情景下，我們預期美國和歐元區的核心消費者物價通膨率將在2024年回落至2-2.5%區間。關鍵驅動因素包括：住宅相關通膨下降、消費需求放緩以及工資增速放緩等。

利率將下滑。我們認為，經濟增長和通膨雙雙下降將引發2024年降息。雖然2024年大多數時間甚至全年的通膨率可能依然高於2%的目標，但我們認為，決策者到年中時將確認通膨正持續向目標回落。我們的基準情景是：2024年歐洲央行和英國央行將降息75個基點，美聯準會和瑞士央行將降息50個基點。

圖2

我們對央行降息的預期

2024年累計降息幅度預測（基點）和首次降息時點



資料來源：瑞銀，截至2023年11月

收益率

市場計入了高利率將持續更久的預期。市場價格隱含的預期是美聯準會未來五年都不會將利率降至4.2%以下。雖然利率走高的時間可能超出我們預期，但我們認為，美聯準會在未來五年將利率降至4%以下或干預市場的概率很高。應考慮在此期間發生至少一次經濟衰退、一段時期的低通膨或金融動盪的可能性。倘若政府推出無財政支持的大規模支出計畫，則會使上述觀點面臨風險。

債券收益率料將下降。我們預期，2024年經濟增長放緩將導致短期及中長期利率預期下降。相應地，我們預期10年期美國公債收益率到2024年底將跌至3.5%。如同債券章節中所述（參閱以下連結），我們估計美國10年期均衡利率在3.5%（綜合以下三者得出：2-2.5%的通膨率、0.5-1%的中性實際利率以及0.5%的期限溢價）。

如何投資

管理流動性。鑒於利率和利率預期將下降，我們認為投資者應確保不要持有過多現金，並尋求優化潛在回報。詳情請參閱第25頁。

買入優質債券。我們認為，優質債券的收益率具吸引力，如果市場開始計入2024年利率下滑的預期，此類債券還有望實現資本增值。詳情請參閱第27頁。

債務增加和利率上升是新常態嗎？

詳情請參閱ubs.com/yearahead中的“未來十年”部份。



歷史啟示

對照歷史來看利率和收益率走勢

峰值利率不會為時太久。1970年以來美聯準會的10次升息週期中，利率保持在峰值的時間中位數為三個月。最短僅持續了一個月，最長15個月。

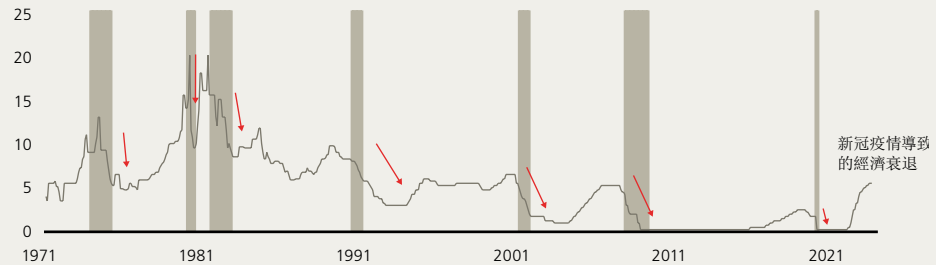
降息勢頭可能迅速。美聯準會啟動降息時，前12個月的平均降息幅度為260個基點（不包括1987年和2006年，當時在暫停降息後又重新升息），前24個月的降息幅度為410個基點。當前市場計入了未來兩年美聯準會降息150個基點的預期。

收益率將下滑。雖然最近10年期美債收益率快速上升，但這並非沒有先例：1962年以來，長期收益率在6個月內升逾100個基點的次數達到16次。除了1979-1980年那次以外，收益率在隨後的12個月內均回跌。我們認為這次也不例外。

圖3

降息勢頭可能劇烈

聯邦基金利率%，柱狀區域為美國經濟衰退時期



資料來源：彭博、瑞銀。截至2023年11月

政治因素將如何影響市場？

我們預期政治因素將在2024年扮演格外重要的角色。美國總統大選、仍在持續的以哈衝突和俄烏戰爭以及中美競爭都可能影響全球市場。投資者應當為政治因素導致的市場波動做好準備，並考慮對沖措施。

美國總統大選

概率估算。目前，現任總統拜登和前總統川普在各自政黨的候選人提名中大幅領先。

博彩市場反映拜登獲得民主黨提名的概率為70%，對於尋求連任的現任總統來說這是個偏低的數字。與此同時，雖然博彩市場顯示川普獲得共和黨提名的概率達到80%，但法律障礙可能削弱他對中間選民的吸引力，並降低其當選總統的概率——目前市場反映川普當選的概率為35%（拜登為30%）。一個

外部風險在於，這種不滿情緒可能導致第三方候選人崛起打亂競選局面，甚至導致沒有候選人贏得選舉人團多數票，最終需要由眾議院來定奪。

國會有可能分裂。我們認為，分裂的國會是2024年美國大選後最可能出現的局面。我們預期，共和黨將奪回參議院控制權，因其只需要保住很少的席次。另一方面，我們認為民主黨有更大機率再度掌控眾議院，因參議院前議長麥卡錫被罷免後，部份共和黨議員競選連任面臨嚴峻的挑戰。

分裂的國會將意味著需要兩黨合作才能通過立法。這會降低推行全面國內改革的可能性，比如改革稅收或醫療政策，或恢復氣候相關支出。不過，外交政策的主導權仍掌握在總統手上，包括對中國貿易關係、對俄烏戰爭及以哈衝突的立場等。

以哈衝突

人道主義危機日益加劇之際，以色列和哈馬斯的衝突仍面臨極大變數。在本文撰寫之時，衝突局限於哈馬斯與以色列各自控制的區域內。然而，下行風險發生的可能性似乎較高，即其他國家捲入並演變為地區衝突。以色列在加薩的地面行動以及與真主黨等伊朗代理人之間的交火，可能引發局勢升級。

對石油市場的影響。在基準情景下，我們預期布蘭特原油價格將在90至100美元/桶區間內波動。然而，如果伊朗原油出口每天減少約50萬桶，可能推升油價至100-110美元/桶。如果衝突擴大至包括其他產油國在內的整個地區，則油價可能突破120美元/桶。

俄烏戰爭

在本文撰寫之時，俄烏戰爭對全球金融市場的日常影響相對較小。儘管如此，全球石油市場供應緊張導致世界更容易受其他供給問題的衝擊。

美國優先？如果拜登獲得連任，我們預期將延續現狀。美國將繼續向烏克蘭提供金融和軍事支持。但是，如果川普借助“美國優先”的口號展開競選並獲勝，我們預期美國將大幅削減對烏克蘭的資金和軍事支持。在此情況下，歐洲各國政府需要大幅增加支出（可能導致財政風險），或者接受俄羅斯軍事行動占上風導致的潛在結果。

中美競爭

貿易和科技。中美貿易關係似乎在2023年勉強找到了新的平衡，中國力爭實現半導體自給自足正考驗著這種平衡。白宮則試圖阻止中國獲得AI基礎晶片以及晶片製造技術。

臺灣問題。我們預期海峽兩岸的互利關係以及美國與臺灣的合作仍將繼續，但與此同時，中美在臺灣問題上的緊張關係加劇可能對全球供應鏈產生重大影響，並對全球市場及外交關係造成次生影響。

如何投資

在第34頁，頁，我們詳述了投資者在2024年對沖投資組合風險的幾種主要方式，包括為資本提供保護的策略、石油、黃金及避險基金（對沖基金）等。

歷史啟示

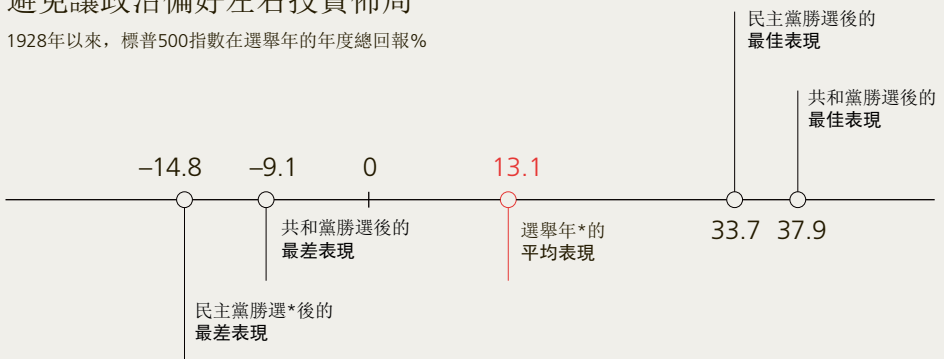
美國總統大選對市場有何影響？

雖然美國總統大選對於國內和外交政策很重要，但我們的研究顯示，這通常不會對市場產生顯著影響。我們建

議投資者透過選票而非投資組合來表達自己的政治偏好。

避免讓政治偏好左右投資佈局

1928年以來，標普500指數在選舉年的年度總回報%



註：不包括2008年，當時標普500指數重挫37%是由全球金融危機所引起。

資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

2024年情景分析

基準情景： 偏軟著陸

概率：60%
標普500指數：4,700 | 美國10年期公債收益率：3.5% | 歐元兌美元：1.12

我們預計股票和債券都將在2024年取得正回報。美國經濟增長放緩、通膨回落以及利率預期走低，意味著收益率應會下滑，為債券和股票估值帶來支撐，而美國未出現嚴重衰退應有助於企業盈利繼續增長。

下行情景： 硬著陸

概率：15%
標普500指數：3,500 | 美國10年期公債收益率：2.75% | 歐元兌美元：1.00

我們預計股票將出現負回報，而債券取得正回報。隨著增長急劇放緩（可能由於本輪升息的累積影響），經濟陷入中度或嚴重衰退。投資者情緒低迷以及盈利預期大幅下降加劇股價跌勢。由於利率預期驟降且投資者尋求避險，債券表現良好。

上行情景： 經濟強勁增長（Liftoff）

概率：20%
標普500指數：5,100 | 美國10年期公債收益率：5% | 歐元兌美元：1.18

我們預計股票將取得正回報，而債券回報持平。強勁的經濟增長支撐了企業盈利和投資情緒，最終提振股價。相比之下，增長具韌性和通膨持續高於目標將使債券收益率居高不下甚至進一步走高，導致債券回報持平。

其他下行情景： 債券衛士 (Bond vigilante)

概率：5%
標普500指數：3,800 | 美國10年期公債收益率：6% | 歐元兌美元：1.10

我們預計股票和債券都表現不佳。對預算赤字過高、能源價格上漲或通膨長期高於目標的擔憂，可能導致債券收益率繼續上升。而這也為股票帶來壓力，因為高利率壓低了公允價值預估且部份投資者從股票轉向債券。



2024年如何投資？

我們認為，2024年投資者應聚焦以下五大投資構想。

管理流動性

鑒於利率很可能下降，我們認為投資者應限制總體現金頭寸，並利用定期存款、階梯式債券組合和結構化解決方案來提升收益。

買入優質資產

我們預期未來一年股票和債券都將實現正回報，但投資者應聚焦於優質標的。我們預計優質債券將帶來收益率和資本增值潛力。此外，資本回報率高、資產負債表強勁、盈利可靠的企業，最有希望在經濟增長放緩的環境下保持盈利。

貨幣和大宗商品的區間交易策略

我們預期，美元在進入2024年時將保持穩定，但可能隨著時間推移而走軟。因此，我們建議賣出美元上行風險以增強收益。大宗商品方面，我們預計2024年布蘭特原油將在90至100美元/桶區間內波動。

對沖市場風險

在地緣政治不確定環境下，投資者需要為未來波動做好準備。除了多元化配置外，還可利用為資本提供保護的策略、另類投資或配置石油及黃金，進一步強化投資組合並減輕特定風險。

利用另類信貸分散配置

在全球債務居高不下之際，我們預計固定收益的價格及信用利差波動將加劇。這種環境有利於信用套利和危困債務等策略。

管理流動性



我們認為，投資者在2024年應限制總體現金頭寸並提升收益。戰爭和地緣政治不確定性或許讓持有現金似乎比較安全，但我們預期2024年利率將下滑，這將導致現金回報下降和再投資風險上升。投資者可利用定期存款、階梯式債券組合和結構化解決方案等，滿足未來五年可能需要從投資組合中提取的資金。

▶ 定期存款

我們認為，隨著全球增長放緩和通膨回落，2024年現金利率料將下降。因此，我們認為投資者應利用定期存款，鎖定當前現金的高息，並為未來12個月的潛在支出和負債做好資金準備。擔心發行人和交易對手風險的投資者，可考慮對存款分散配置。投資不同時點到期的定期存款，一方面匹配負債，另一方面有助於降低利率和再投資風險。

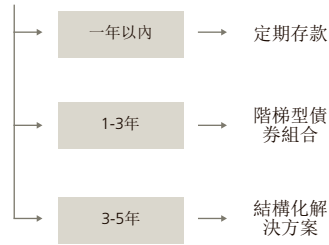
▶ 階梯式債券組合

階梯式債券組合有助於提高未來回報的確定性。這指的是買入到期時間不同的一系列短存續期（久期）債券，以提供穩定的收入流量，並匹配未來12至36個月內需要從投資組合中提取資金的金額和時間點。我們認為目前短債的收益率具吸引力，但隨著央行降息這種優勢將消退。持有優質債券還有望在經濟下行時實現資本增值。

▶ 資本保護型結構化解決方案

對於計劃在3至5年後動用的現金，需要兼顧流動性和安全性，以及潛在的股市上漲產生的機會成本。希望減少損失，又想保持參與潛在股市上行的投資者，可考慮為資本提供保護的結構化解決方案。2023年債券價格走低以及股市波動下降，使得此類策略的定價改善，投資者可側重於對應中長期負債的策略，因為倘若需要在到期前賣出，可能會蒙受損失。

如何建構流動性策略



資料來源：瑞銀，截至2023年11月

利率、隱含波動率和股息的變化，也可能影響結構化解決方案的定價。投資者應瞭解，採用結構化解決方案或其他基於期權的策略時需要承擔額外風險，包括發行人無法履行其義務或到期時無法償還投資本金等。

買入優質資產



總體而言，我們預計2024年股票和債券都將取得正回報。但在各資產類別中，投資者應聚焦於優質標的。固定收益方面，優質債券的收益率具吸引力，而且隨著利率預期下降，還有望實現資本增值。股票方面，資產負債表穩健及盈利能力強的優質公司，最有希望在增長放緩的環境下保持盈利，比如科技股中的此類公司。

► 債券前景展望

我們預期，2024年政府債券的收益率將下滑，這會支持該資產類別實現正回報。

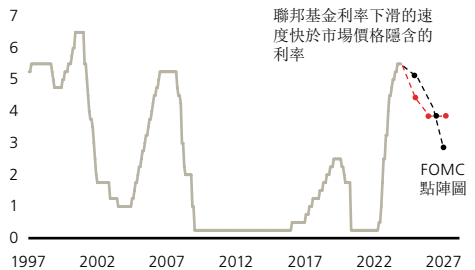
增長放緩料將推動利率預期下降。我們認為，市場對未來五年美聯準會利率不會降至4%以下的預期，過於鷹派。在不確定性高漲時，政府債券還可能吸引避險買盤。

優質債券。我們認為，目前是加倉優質債券的好機會，特別是高評級（政府）債券和投資級債券。當前的收益率料將提供有吸引力的回報，在不同情景下均可實現正回報（另請參閱第22頁），尤其是在經濟下行情景。

圖4

市場過度計入鷹派預期

聯邦基金利率，遠期價格隱含的市場預期%



資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

我們看好存續期（久期）在1至10年的債券，尤其是5年期債券。我們認為，中期債券能提供較高的收益率，穩定性也好於更長期的債券，同時對利率預期下降也有一定敏感度。我們對長債的看法較為謹慎，因其更容易受到技術面因素影響，包括近期政府債券供給增加。

部份風險評級較高的信用債也存在機會，包括高收益債券和新興市場債券。然而，貸款標準收緊、再融資成本上升和經濟增長放緩，都意味著違約風險徘徊不去。隨著全球貨幣供應縮減，流動性風險溢價也可能上升。因此，我們認為，相對於投資級和高評級債券，高收益債券的信用利差更容易走闊。

► 股票前景展望

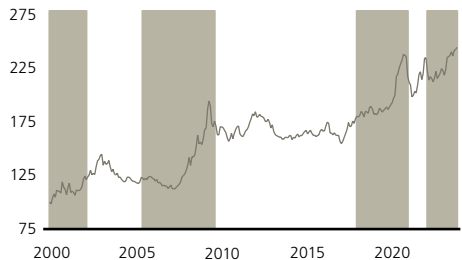
我們預期，隨著盈利增長、利率及債券收益率下降，2024年全球股票指數將溫和上漲。在基準情景下，我們預期，標普500指數到2024年12月將升至4,700點。

繼2023年盈利持平之後，我們預期2024年標普500指數成份股每股收益將增長9%。我們認為，庫存減少、醫療保健行業的一次性基數效應，以及科技和其他行業優質公司的盈利貢獻，料將緩解美國經濟增長放緩的週期性挑戰。此外，我們預計歐洲公司的盈利增速為3%，新興市場為16%。

圖5

在當前環境中聚焦優質股票

高ROIC企業（羅素1000指數前三分之一）相較於低ROIC企業（後三分之一）的表現，行業中性



註：陰影區域表示10年期美債收益率減去2年期美債收益率低於75個基點或者經濟陷入衰退的時期。ROIC = 投入資本回報率

資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

我們還認為，利率和債券收益率下降應會為股票提供助力，但前提是經濟增長不會大幅收縮。在2023年，由於債券收益率上升，股票風險溢價轉差，導致股票相對於債券的吸引力持續下降。我們預計這種趨勢在2024年將逆轉。

當然，宏觀經濟和地緣政治前景不確定也會增加我們盈利預測的不確定性。當前MSCI所有國家環球指數的12個月遠期本益比（市盈率）為15.9倍，較其15年平均值高約10%。因此，總體上我們保持對股票的中性觀點，並密切關注調整股票配置的時機。

就地區而言，我們看好新興市場股票，不看好英國股票。

優質股票。優質股票是股市中最具確信度的類別。我們認為，在增長放緩的環境下，投入資本回報強勁、營運毛利率具韌性、資產負債表中債務相對較少的公司，最有希望保持盈利。

歷史上看，在增長放緩但仍為正增長（根據亞特蘭大聯邦準備銀行GDPNow調查）的六個月期間，MSCI所有國家環球優質指數的表現高出MSCI所有國家環球指數1個百分點。而我們預期2024年將是這種環境。

此外，優質股票在商業週期的後段（包括經濟收縮時期）往往表現出色。如果經濟放緩程度超過我們的預期，這些股票應能為投資組合提供保護。看好優質股票也與我們偏好美國科技公司的觀點一致，這些公司將是AI驅動的強勁軟硬體需求的主要受益者。

優質股的估值一般高於總體指數，但我們認為2024年值得為優質股付出溢價。投資者可聚焦美國科技類股、歐洲具有穩定且高品質的收入和優質週期股、以及亞洲精選個股。

聚焦固定收益和股票的可持續因素

投資者在投資固定收益和股票的同時，也可以融入可持續發展目標。

多邊開發銀行（MDB）債券將資本部署於符合環境和社會目標的開發案。此類債券具有AAA評級，提供比基準政府債券稍高的收益率。

可持續債券，包含綠色、社會、可持續性以及與可持續性掛鉤的債券。可持續債券能提供可媲美傳統債券的收益率，同時對債券本金支持的項目提供資訊透明度。

股票和債券“ESG領先者”策略專注於環境、社會和治理（ESG）方面達到最高水準的公司。有些實證研究證明，可持續性管理更完善的公司與更好的財務表現之間存在聯繫。而ESG領先者與“品質”因子高度相關，這些公司的股票和債券往往享有估值溢價。

貨幣和大宗商品的區間交易策略



步入2024年，我們預計美元應持穩於目前水準附近。但隨著時間的推移，美元強勢可能開始消退，這使得賣出美元上行風險以增強收益頗具吸引力。大宗商品方面，投資者可為潛在的套利機會進行佈局，並對沖地緣政治或氣候風險。我們看好收益增強策略，或有助於投資者在較低價位系統性買入貨幣的策略。

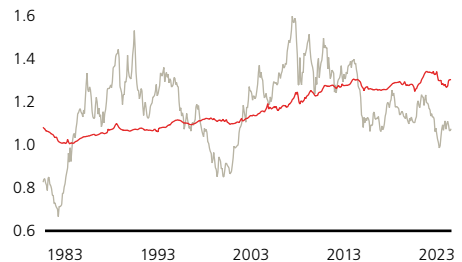
▶ 外匯市場展望

鑒於美國經濟增長強勁且利率高於全球其他地區，我們預計美元在明年最初幾個月將保持穩定。不過，當前的估值已計入強勁的美國經濟增長和高利率。與此同時，歐元、英鎊和瑞郎的上行空間可能有限，這主要是由於經濟增長乏力且各央行的決策仍將取決於數據。因此，我們對上述貨幣採取收益增強策略。

圖6

美元依然位於高估水準

歐元兌美元的匯率及購買力平價（PPP）



— 歐元兌美元 — 購買力平價

資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

我們看好澳幣，因為澳洲央行料將是最後開啟降息的主要央行之一。財政和國際收支狀況亦有助於支撐澳幣。

我們也看好日圓，因為日本央行逐漸收緊貨幣政策且可能出手限制日圓進一步走貶。不過，日圓的負息差可能會削弱回報，投資者還需留意匯率走勢。

我們預期人民幣兌美元將在2024年初觸底回升。不過，考慮到中國的結構性挑戰及地緣政治風險，人民幣的反彈幅度可能有限。在此背景下，我們認為亞洲的成長型貨幣難有出色表現，除非亞洲以外地區的經濟增長顯著好於預期。

我們的觀點面臨的風險包括美國經濟的強勁表現繼續超出預期。中國或歐元區的經濟活動進一步承壓，使得美國經濟放緩對人民幣或歐元的支撐效果有限。另一個風險則是地緣政治情勢，局勢升級可能激勵美元的避險買盤，使其表現僅次於瑞郎。

2024年外匯佈局。我們認為，對於以美元為本幣的投資者而言，賣出美元上行風險來獲得收益或者逢高賣出美元都是不錯的策略。短期內美元上行空間可能有限，而且當前的估值已經計入了美國經濟強勁增長。

對於以歐元、英鎊、瑞郎或其他貨幣為本幣的投資者，我們建議在交叉匯率中尋找區間交易機會（參見表格）。

此外，息差角度而言我們看好澳幣，而從即期風險和波動率來看，我們認為賣出日圓、挪威克朗和澳幣的下行風險是不錯的策略。

交叉貨幣對	區間低點買入	區間高點賣出
歐元兌美元	1.0–1.05	1.10–1.12
美元兌瑞郎	0.85–0.87	0.92–0.94
歐元兌瑞郎	0.94	1.0
英鎊兌美元	1.19–1.21	1.26–1.30
美元兌日圓	137–140	152–155
澳幣兌美元	0.63–0.64	0.70–0.72

資料來源：瑞銀，截至2023年11月

► 大宗商品展望

鑒於中國GDP增長持續放緩、歐洲徘徊於零增長且美國增速下降，我們認為大宗商品價格的潛在漲幅相對有限。

不過，現金抵押品收益超過5%，再加上能源和部份農產品期貨曲線下行帶來展期收益，都有助於提高總回報。這應為寬基指數（瑞銀CMCI指數）的年化回報率帶來1至2個百分點的提振。

總體而言，我們預計寬基大宗商品指數將在未來12個月取得低雙位數回報。這為持有大宗商品的投資者提供具吸引力的風險回報，同時有助於緩解不利於供給面的地緣政治和氣候風險。

區間交易。我們偏好對大宗商品採取區間策略，根據具體情況賣出上行或下行風險。

能源方面，石油輸出國組織及其盟友（OPEC+）減產造成供給缺口，但油價漲幅過高可能促使產油國增加供給並削弱需求。我們預計布蘭特油價將在90至100美元/桶的區間波動，但石油供給中斷的風險使得該預測值還可能上調。

如果美國開放降息，我們預計到2024年底，金價將進一步上漲至2,150美元/盎司的歷史新高。但短期來看，持有黃金的机会成本依然較高，因此我們建議逢低買入。

對沖市場風險



在戰爭和地緣政治高度不確定時進行投資有其挑戰性，投資者需要為應對未來波動做好準備。我們認為，在資產類別和地區間分散投資，應是大多數投資者抵禦潛在市場動盪的第一道防線。但投資者也可以透過防禦性結構化投資、另類投資或石油及黃金頭寸，進一步強化投資組合並緩解特定風險的影響。

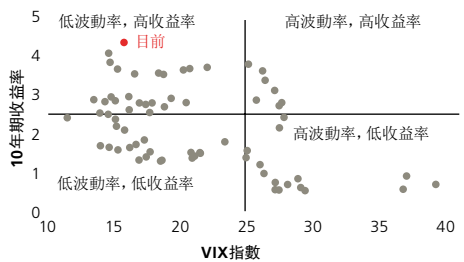
► 防禦性結構化投資

我們預計股票將在2024年實現正回報。但由於地緣政治和經濟風險可能較高，尋求對沖虧損風險的投資者可考慮具有資本保護功能的結構化投資。在債券收益率上升而股市隱含波動率處於或低於平均水準時期，此類策略尤其具吸引力。投資者可透過收益增強策略來降低直接持倉，這在市場劇烈波動時（正如當前的債券市況）頗有幫助。

圖7

高收益率和低波動率的環境有利於為資本提供保護的策略

過去五年的12個月歷史VIX平均值vs.10年期美國公債收益率，季度數據及當前水準



資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

▶ 石油和能源股

如果投資者擔憂以哈衝突或俄烏局勢升級對市場造成衝擊，則可以考慮透過石油市場或能源股為投資組合進行避險。風險承受能力較強的投資者可考慮增加較長期限的布蘭特原油合約配置（目前期貨合約的價格低於現貨價格），或者賣出布蘭特油價下行風險。

▶ 黃金

我們認為，黃金可作為投資組合的良好對沖工具，有助於抵禦地緣政治緊張局勢加劇的影響。當前的利率和地緣政治不確定性可能導致金價短期內走勢震盪，但尋求加倉黃金的投資者可考慮透過期權買入黃金（在低於1,900美元/盎司的價位買入）。我們認為，目前擁有黃金多倉的投資者應保持投資，以待未來6至12個月金價回升。

▶ 基於美國收益率曲線走陡的預期進行對沖

對於擔憂美國財政赤字擴大的投資者，可以考慮基於美國公債收益率曲線走陡的預期進行交易，即買入5年期美債並賣出10年期美債（基於存續期調整基礎上）。這是借助於相對平坦的收益率曲線，為較長期債券收益率走高進行“低成本對沖”。在投資者對持有長期美債要求更高的補償、或者衰退憂慮導致短期利率預期下降的情況下，我們預計該頭寸將取得良好表現。

▶ 宏觀和多策略避險基金（對沖基金）

在2024年，宏觀基金也可作為有效的對沖和多元化工具。此類基金能夠借助於宏觀經濟波動，透過自上而下的方式應對經濟格局、央行政策和市場環境的變化。

同時，融合各種避險基金（對沖基金）的多策略基金也是分散投資組合的良好途徑。這種基金通常高度多元化，採取動態配置，並具有先進的風險管理策略。不過，投資者也應注意另類投資存在的風險，比如流動性較低、槓桿風險及信息披露有限。

利用另類信貸 分散配置



我們預計，全球債務餘額居高不下將加劇價格和信用利差的波動，促使投資者尋求潛藏在價格離散中的機會。當前的環境對信用套利和危困債務等另類信貸策略有利。

▶ 信用套利（Credit arbitrage）

2022年第四季以來，美國信用債市場持續復甦。但由於再融資方面的憂慮，評級較低的債券表現不佳。隨著發行人離散度加大，信用套利策略有望為投資組合帶來增益。

當前市場中，美國ICE美銀美林高收益指數（相較於基準）有約三分之一利差低於300個基點，15%介於501個基點和800個基點之間，9%高於800個基點。敏銳的管理人可望透過基本面分析精選標的，把握其中的機會。

不過，該策略也存在一些風險。除了流動性不足且透明度低於公開市場外，信用套利投資組合還可能因公司陷入困境而遭遇短期虧損，即使這種情況可能也存在長期機會。這突顯出管理單一承壓發行人及考慮指數投資組合對沖的重要性。

▶ 危困債務

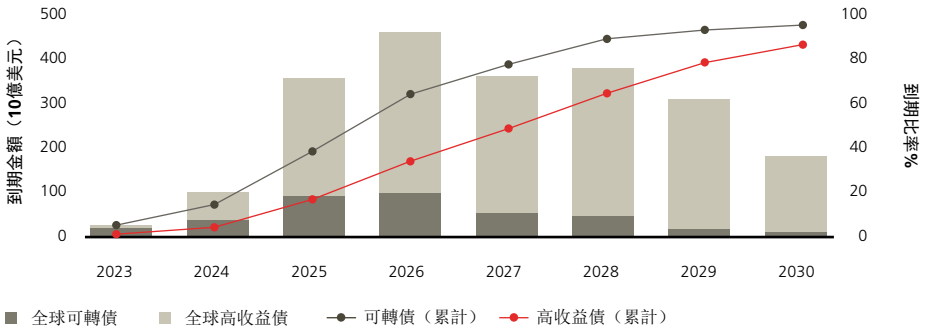
我們認為危困和特殊情況（special situations）基金存在不錯的策略機會。高利率可能令企業的再融資能力承壓，為危困和特殊情況基金提供潛在的交易

契機。危困債務投資機會可能集中在已出現一定程度錯配的市場領域，比如陷入破產或租賃困境的房地產。在其他行業，危困基金可望在負債過高、難以承擔利息成本的企業中找到投資機會。

圖8

高利率環境和大量債券將到期令企業償還貸款面臨壓力，有利於危困債券策略

可轉債和高收益債到期情況（10億美元），個別券種到期比例%



資料來源：美銀證券，彭博，瑞銀，截至2023年11月



未來十年展望

新冠疫情對經濟產生了廣泛的影響，而且經常出乎意料之外。通膨飆升且居高不下，利率躍升至逾15年來最高。但是，失業率還在低點，增長也保持穩定。

最近幾年經濟情勢不同尋常的變化，不禁引發疑問：新冠疫情之後宏觀經濟是否也進入“新格局”？即全球經濟從需求不振和供給過剩，轉為供給偏緊和需求旺盛。

對上述問題的回答取決於我們稱之為“5D”的發展，即去全球化（deglobalization）、人口結構（demographics）、數位化（digitalization）、減碳（decarbonization）和債務（debt）。

Deglobalization 去全球化

在新格局中經濟一體化程度下降。我們認為貿易佔全球GDP的比重可能已見頂，隨著美國、歐洲和中國之間的相互制裁、關稅和出口管制日益增多，貿易量加速下降。中美之間的緊張局勢還可能導致世界在金融、貿易和科技領域分裂成涇渭分明的不同陣營。

不過，對於去全球化將如何塑造未來數十年的世界經濟，更重要的不在於這是否會發生，而在於怎樣發生。

如果去全球化主要是由於政治因素引發，例如加大貿易限制或增加補貼等，則可能抑制總體商品供給，降低經濟的潛在增長率，或者導致週期性通膨加劇。

而如果去全球化主要由於經濟因素所驅動，例如企業利用自動化科技，或聚焦製造生產整合，或新興市場工資上漲引發重新評估成本，抑或建構更富韌性的供應鏈等，則可能會是另一種局面。在此情景中，各項因素相抵後的“淨”結果很可能是供給增加、通膨風險下降、潛在增長率提升。

人口結構

在新格局中，人口結構將是越來越大的潛在阻力。以官方GDP衡量，目前全球有一半的經濟體面臨人口減少的問題，日本、中國和多個歐洲國家的人口都在萎縮。僅在過去十年，全球退休人士與勞動年齡人口之比已從11.8%上升至14.8%，高收入經濟體的情況更加嚴峻，從23.2%上升至29.1%。

這些趨勢意味著供給將受到抑制。經濟增長是勞動力、資本投入和生產率增長的總和，因此，在所有其他條件不變的情況下，勞動力增速下滑意味著潛在的經濟增長率將下降。退休人士與勞動年齡人口之比上升很可能意味著債務增加。在嚴重依賴服務業的經濟體中，生產率增長潛力更為有限，而老年人口撫養比上升也會導致通膨加劇。

世界經濟能否擺脫人口高齡化對供給面的衝擊，可能在很大程度上取決於數位化的發展。

數位化

人工智慧（AI）的興起可能預示著一個更高生產率的時代來臨。我們預計，僅在美國，生產率可能每年提升0.3%到2%。

如果AI的潛力得到充分發揮，或將有助於緩解人口老化的影響，提振經濟增長，並推動某些商品和服務通膨回落。此外，對AI和半導體等相關行業的前期投資還有望促進短期需求。

然而，如果AI科技主要支持受人口結構影響較小的行業（例如支援專業服務的聊天機器人），而不是受到更大挑戰的行業（例如支援醫療保健的實體機器人）的供給，則AI的影響將小得多。

無論如何，對投資者而言，我們認為AI興起都有助於提振整體企業盈利增長，並帶來在AI科技賦能者、提供者以及受益者等領域的機會。

減碳

對能源安全和極端天氣的擔憂，強化了向清潔能源和零碳排放轉型的動力。我們預計，未來幾年支持能源轉型的公共和私人投資都將持續增加。

中短期而言，我們認為能源轉型不免會為能源供給帶來干擾，因為即便在化石燃料成本和營運風險上升的情況下，儲能和併入電網方面的阻礙可能限制可再生能源的可靠性。然而，對該行業的投資可能有助於穩定全球需求。

從更長期來看，我們認為減碳過程總體上有利於全球供給。以更低成本提供更豐富的能源，能幫助提高潛在經濟增長率、降低通膨、強化供應鏈的穩定性。對投資者而言，解決方案提供者 and 率先採納者將受益最多。

債務

債務的發展可能取決於上述另外四個因素對增長、通膨和利率的影響程度。自2008年全球金融危機以來，由於需求疲軟，全球總債務佔GDP的比重不斷上升。幸運的是，充足的供給和低利率，使得利息支出佔政府收入的比重保持在歷史低點附近。

展望未來，人口結構挑戰以及減碳、數位化和去全球化相關的投資需求，很可能意味著政府債務佔GDP的比重將繼續上升。如果利率和債券收益率在未來幾年並未如我們預期下降，利息支出增加將在當前十年的後半段給政府帶來挑戰。

債務需要保持在可負擔的水準，特別是由於許多選民希望保持較低的借款成本。實現這一目標的理想途徑是經濟穩健增長。而驅動經濟穩健增長的可能路徑是AI的廣泛應用、充足的綠色能源和供應鏈本土化，否則可能需要金融抑制（financial repression）、稅收、出人意料的通膨或違約等因素組合來催生這一結果。因此，重點可能並不在於市場和經濟，而更多在於政治，不同經濟體可能會選擇不同的道路。

情景

我們認為，未來十年可能會出現以下四種宏觀經濟新常態情景。

繁榮的20年代

通膨溫和，高增長

驅動因素可能包括與數位化（AI相關）、減碳和國防相關的投資快速增長。在此情景下，我們預計盈利增長強勁且股票表現良好，但由於投資者預計高利率將維持更長時間，起初債券表現將較為平淡。

美麗新世界

低通膨，高增長

潛在的驅動因素包括AI發揮顯著作用或全球化再度興起。此情景對股票和債券都有利。我們預計良好的盈利增長將支持股市，利率預期下降則有利於債券。

長期停滯重演

低通膨，低增長

潛在的驅動因素包括人口高齡化或AI和可再生能源的表現不及預期。此情景最初可能對債券有利，因為金融抑制（financial repression）有利於管理持續上升的債務負擔。股票估值可望受到央行刺激措施的支持，但企業可能難以實現盈利增長。

停滯性通貨膨脹

高通膨，低增長

此趨勢的驅動因素可能包括去全球化、地緣政治緊張局勢和氣候變遷。在此情景下，由於利率預期走高以及實際盈利增長面臨的挑戰令市場承壓，我們預計債券和股票都表現不佳（至少從實際值來看）。而股票的名義回報率可能依然為正。

資產類別預測

未來十年，我們認為現金將跑輸其他主要資產類別，尤其是在央行重新實施金融抑制政策的情況下。我們預計股票的回報將最高，固定收益的回報前景應會持續改善，而股票和債券市場的良好表現也將支撐另類資產的回報。

現金

目前現金利率頗具吸引力，但我們認為2024年利率可能下降。此外，長期而言，現金將跑輸股票和債券等其他主要資產類別，尤其是倘若央行為管理不斷上升的債務負擔而採取金融抑制措施的情況下。我們建議投資者在流動性策略中，最多持有2至5年內需要從投資組合提取的淨資金額。

政府債券

高收益率長期有利於投資政府債券，而隨著通膨和經濟增長放緩，我們預計短期內政府債券也將取得不錯的回報。儘管債券收益率預期將回落，但考慮到去全球化、數位化和減碳相關的投資需求，將推動債券供給增加、

實際中性利率上升，因此債券收益率仍將高於疫情前水準。這意味著在此環境下，政府債券將能實現穩定且具吸引力的總回報率。

信用債

以歷史數據來看，目前的信用利差位於相對較窄的水準。我們預計，隨著經濟增長放緩，短期內信用利差料將走闊。我們依然認為信用債在長期多元化投資組合具有重要價值，能兼顧票息收益和分散配置作用。再融資風險、增長放緩以及有關央行干預的確定性下降，可能導致固定收益資產在未來幾年的波動加劇，這有利於對該資產類別採取主動策略。

股票

我們預期，股票將是未來十年回報率最高的主要資產類別。與科技、能源和醫療保健領域顛覆性創新相關的公司將實現強勁增長，進而推動總體股市盈利增長。不過，由於利率高於疫情前的常態水準，股票的估值可能會低於過去十年。在去全球化情勢下，全球多元化佈局至關重要。例如，新興市場股票目前的估值大幅低於歷史水準，預計其在未來十年將帶來最豐厚的回報。

另類投資

根據我們的估算，在平衡型投資組合中配置20%的另類資產，長期而言可能提升預期年化收益率達50個基點左右（基於相同的投資組合波動率）。利率上升及傳統資產回報頗佳的环境有利於避險基金（對沖基金），我們認為未來幾年該資產類別仍將是投資組合重要的多元化工具。此外，我們認為目前也是投資私募市場的好機會，當前二級私募股權市場的交易價格較資產淨值（NAV）折價達16%，新增私募貸款的收益率也高達12.5%。不過，投資者應注意另類投資的額外風險，包括缺乏流動性、使用槓桿以及透明度不如公開市場投資等。

貨幣

由於估值偏高且美國的赤字融資令人擔憂，我們預計美元在中長期內將走軟。不過這大致被美元的高息所抵銷，因此，我們預期大多數資產類別不論有無對沖都將取得類似的回報率。此外，鑒於目前日圓被嚴重低估，我們預計未來幾數日圓將收復失地。

大宗商品

在氣候、供應鏈和國防開支持續增加的背景，我們認為大宗商品價格在未來十年將保持高點。鑒於其強週期性特點，我們建議透過主動型策略來投資大宗商品，或者透過是大宗商品相關性高的股票、市場和貨幣來進行投資。

生成式AI對市場和經濟有何影響？

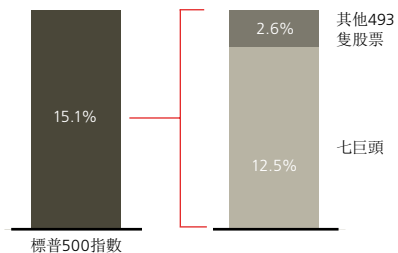
生成式人工智慧（AI）並非新鮮事，其基本概念早在1960年代就已經提出，而奠定革命性基礎的Transformer架構在2017年已非常詳細。不過，直到ChatGPT問世，才彰顯出生成式AI與消費者常用平臺相結合所能發揮的巨大影響。目前，我們認為軟體、互聯網和半導體等領域都存在人工智慧相關機會。

從歷史上看，新科技的出現往往會為眾多行業創造新的價值。

我們從四個方面來說明AI能為相關行業創造的潛在價值。

圖9
對標普500指數漲幅的貢獻度

今年迄今七巨頭與其他493隻標普500成份股表現比較（百分點）



資料來源：FactSet, 瑞銀, 截至2023年11月3日

生成式AI是為各行業創造價值的最新科技

創新價值鏈：顛覆性科技依託於基礎設施和輸入載體（inputs），能夠創造可在營運商和賦能者平臺上運行的新硬體，為總體經濟帶來裨益。

科技	基礎設施/ 輸入載體	硬體製造商	營運商和賦能者	相關應用的受益者
 蒸汽機	鋼鐵、煤炭	火車、輪船	鐵路和輪船營運公司	貿易
 電話	通信電纜、電力	電話	網路營運商	服務、貿易
 內燃機	鋼鐵、石油、汽車零件	汽車製造商	服務、保險、經銷商	零售、休閒、通勤
 電視	塔架、衛星	電視機	電視網路	廣告、訂閱式商業模式
 電腦	半導體	主機	IBM	專業服務、製造、航空航太
 互聯網	路由器、數據中心	個人電腦	Windows, Internet Explorer	搜尋、電子商務、雲端相關
 行動網路	塔架、半導體	智慧型手機	iOS, Android	社交媒體、電子商務、零工經濟
 生成式AI	雲端計算	圖形處理器	大型語言模型	文本生成、程式設計、圖像/視頻生成

資料來源：瑞銀，截至2023年11月

歷史上的科技創新帶來什麼啟示？

基礎設施和輸入載體提供者。在一項創新科技問世後，對相關基礎設施和輸入載體的需求往往會迅速增長，例如當初的鋼鐵與鐵路、石油與汽車、半導體與智慧型手機。不過歷史也顯示，儘管關鍵輸入載體的提供者可以在初期賺取高額利潤，但隨著時間推移，這些產品可能會愈發同質化。因

此，基礎設施和輸入載體提供者可能最終還需轉向降低利潤率並擴大規模的營運方式。

硬體製造商。創新科技往往可以推動新消費硬體的普及（例如汽車、電視），因此硬體製造商可望受益於需求激增。在科技浪潮的初期階段，硬

體製造商的產品享有獨特性、高品質和創新性等優勢。不過，長期保持領先通常相當困難。隨著時間的推移，這些硬體也可能開始同質化，因此成功的硬體公司需要確保產品差異化，比如將硬體與領先的作業系統相結合。

營運商和賦能者。新科技能為相關營運商和賦能者帶來能長久的重大價值創造。鐵路營運商、廣播和電視網路、軟體作業系統開發者和數位平臺公司等都屬於此類賦能者。其中許多公司都曾在某個時點成為全球最大的企業。

相關應用的受益者。創新科技往往能打造涵蓋諸多受益者的生態系統，這些受益者可能與科技開發並無直接關聯，但有望利用這些科技來開闢新業務，或者提高現有業務的盈利能力。比如，蒸汽機問世後跨國貿易日益活絡、汽車普及後零售業蓬勃發展、以及互聯網興起後電子商務和社交媒體崛起等。

目前AI處於哪個階段？

在AI變革的早期階段，上述歷史規律同樣適用：

基礎設施和輸入載體提供者（雲端計算）。雲端計算是生成式AI的關鍵要素，因其提供了用於訓練以及建構生成式AI應用程式所需的運算力。與歷史上其他關鍵科技的“輸入載體”類似，雲端計算在一定程度上已經開始同質化，成為單位成本較低的標準化服務。這意味著規模效應已相當明顯，而且科技龍頭企業也主導了雲端市場。雲端提供商還能夠透過捆綁式服務來“鎖定”客戶。

硬體製造商（GPU晶片生產商）。圖形處理器（GPU）是神經網路訓練必不可少的晶片，也是AI的基石，因此我們見到需求激增，龍頭企業的股價也節節攀升。短期而言，我們預計需求的暢旺趨勢將會延續。中期來看，市場則可能進入一段“消化階段”，買家開始甄別並將焦點轉向最具前景的應用場景。而從長期來看，晶片生產商能否透過持續的產品開發、提升和創新來保持定價能力，抑或是GPU同質化迫使製造商走向“以價取量”之路，仍有待觀察。

營運商和賦能者（大型語言模型）。大型語言模型（LLM）可被視為AI生態系統的關鍵賦能者之一。開發領先的LLM需要大規模的數據、運算力和人才資源。儘管這種模型可能是針對特定的應用任務（例如生成文本、代碼或圖像），但其用例並不局限於特定的領域（例如金融、法律或市場行銷）。最終，大多數生成式AI應用可能僅依託於少數幾個LLM上。目前，最著名的LLM基本上都是由大型科技公司獨立或聯合建構。

相關應用的受益者（文本生成、程式設計、圖像/視頻生成）。ChatGPT在全球掀起生成式AI浪潮，其不僅具備人性化的交流和創作能力，還可用於生成電腦代碼、圖像或視頻。在未來幾個季度，我們認為以下領域存在重要機會：將AI Copilot嵌入辦公軟體中、對AI分析的需求不斷增長、以及在圖像、視頻和其他企業應用程式中的AI集成。

對投資者意味著什麼

生成式AI的一個不同之處在於，自其興起以來，許多龍頭公司就已經在價值鏈的多個環節開展營運，涵蓋雲端計算、大型語言模型、終端使用者應用程式開發等。

這也在一定程度上解釋了為何標普500指數七巨頭（AI受益者）的市值在2023年飆升67%（相當於4.6兆美元）。無論是建構複雜的AI模型還是從中受益，都需要大量資源投入，因此我們預計該領域仍會呈現“強者更強”的局面。

對於有意佈局AI主題的投資者，我們建議關注整個價值鏈，包括雲端計算、半導體、軟體和互聯網等領域。相關半導體公司短期內應會繼續受益於強勁的需求；七巨頭中多家企業發佈重要的生成式AI產品，可能會繼續支撐市場熱度；而隨著AI進一步嵌入遊戲、娛樂和廣告等消費應用，互聯網類股也有望受益。

儘管長期增長潛力巨大，但投資者仍需為潛在的短期波動或回跌做好準備。正如在其他科技浪潮中所見，經歷最初的需求激增後，消費者和企業往往會進入“消化階段”。對長期投資者而言，回跌期恰恰可能是增加配置的有利時機。

對經濟意味著什麼

我們認為AI應會顯著提高效率 and 勞動生產率，但對經濟增長的影響可能還不那麼明朗。一個潛在的結果是經濟產出不變，但帶來更多的休閒時間，具體還取決於AI的最終應用方式。

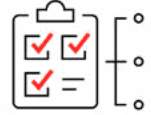
部份工作可能被AI取代，比如當今的辦公場所已經不再需要“打字員”，但我們認為失業率也未必會飆升。AI可能至少會創造一些新的工作。從歷史上看，每十年都會創造大約10%的新工作樣態。比如，隨著社交媒體和直播行業促進娛樂消費並降低進入壁壘，娛樂行業的工作機會在過去十年有所增加。

從長期來看，AI可能會在部份行業發揮減緩通膨的作用，但對整體經濟的影響將很大程度上取決於AI應用的範圍、地點和時機。我們已經見到，AI文本、圖像和視頻生成可能為客戶服務、電腦程式設計、法律和娛樂等行業的定價帶來下行壓力。

最後，經濟動盪往往會造成社會矛盾，因為收入和地位下降往往會引發不滿情緒。而這些矛盾可能會導致政治上的民粹主義和偏見。此外，隨著各國進入AI“軍備競賽”以防範他國在AI方面的潛在應用，這也可能會造成地緣政治局勢升溫。從美國近期推出的AI科技限制以及中國採取的反制措施，都可以明顯看出這一趨勢。



聚焦顛覆科技領域的領軍者



我們預計，在未來十年的股票市場中，能夠利用新科技擴大市佔率、迫使老牌企業讓位或是削減成本的企業，將是有可能取得最高回報的股票之一。成功捕捉這些“顛覆科技領域的領軍者”，對於提高投資組合的長期潛力至關重要。我們預計未來十年將出現一波顛覆浪潮，從科技、能源到醫療保健，為各行各業帶來新的變革。

► 科技顛覆

主流AI服務在消費應用的普及驅動大量投資湧入主要科技公司，造就了全球首家市值達到兆美元的AI企業。科技股七巨頭大部分都是AI受益者，其市值在2023年飆升67%。我們認為，大型科技公司有望在未來十年進一步發展壯大，因其擁有充足的運算、財務、人力和數據資源來開發並利用生成式AI。

2023年6月13日

英偉達成為全球首家

市值達到**兆美元**的
AI相關公司

不過，AI題材不只侷限於超大型科技公司。我們認為，科技顛覆將是未來十年的一項長期主題，各個行業都將湧現出新的機遇和領軍企業。

正如我們在第45頁所指出，從投資角度看，AI受益者可分為四個領域：基礎設施和輸入載體提供者（雲端計算）、硬體（GPU晶片生產商）、營運商和賦能者（大型語言模型）、相關應用的受益者（文本生成、程式設計、圖像/視頻生成）。

因此，我們認為軟體、互聯網和半導體等領域都存在AI相關機會。根據彭博行業研究的數據，目前我們預計全球AI需求將從2022年的280億美元擴大到2027年的3000億美元，複合年均增長率達到61%。屆時，基礎設施市場規模預計將增長38%，應用和模型將增長139%。

從近期軟體公司的產品和盈利公告中，我們可以一探AI的變現潛力。例如，新的AI工具Copilot正快速推出。這是可嵌入到辦公軟體中以提升生產率的AI輔助工具，能夠執行搜尋數據和創建內容等多項任務。由於Copilot外掛程式可按月收取額外的費用，這有助於採用訂閱模式的軟體公司擴大AI變現途徑。

▶ 能源顛覆

對氣候變遷、國家安全和科技進步的關注持續推動全球減碳進程。而經濟向淨零排放及清潔能源的轉型是一個複雜的過程。這需要在發電、能源基礎設施、交通運輸、工業、建築以及供熱和製冷系統等諸多領域進行投資，並採用綠色科技來實現淨零目標。由於不同國家、地區和行業處於不同的發展階段，投資者可透過佈局多項主題來獲得最大收益。

我們預計，未來幾年全球太陽能（光伏）裝機容量將達到目前水準（1000吉瓦）的三倍，使得可再生能源在全球電力結構中的比重上升。過去十年來，可再生能源佔發電總量的比重已從20%升至30%。為把握太陽能領域的機會，投資者可分散佈局於綠色科技、長線配置於能效價值鏈或是側重於智慧能源解決方案。

隨著科技不斷進步，我們預計，到2025年電動汽車（包括純電和混動）將佔全球汽車銷量的大約30%，到2030年升至60%以上。電動汽車價值鏈是綠色投資主題的重要組成部分，尤其是在亞洲和歐洲。

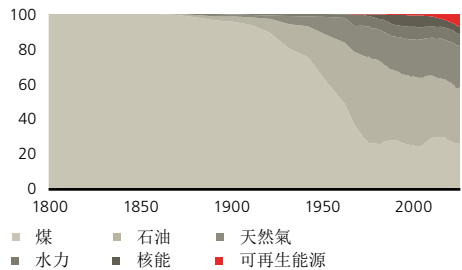
此外，建築和工廠供熱和製冷系統的減碳也要注重能效方面的投資。在硬體設備達到極限時，軟體往往能用來提高能源效率，這為收集數位化數據並提供賦能科技的企業帶來了機會。

除公開市場外，投資者還可在私募市場尋求能源顛覆領域的機會，包括可再生能源基礎設施、能源網路、儲能、碳捕集、能源效率和循環經濟解決方案等。

圖10

可再生能源轉型正在發生

一級能源消耗量（按燃料種類），占總消耗量的百分比%



資料來源：2023年全球能源年鑒，瑞銀，截至2023年11月

► 醫療保健顛覆

醫療保健行業是未來十年顛覆性創新的重點領域。人口高齡化將加大對醫療保健服務和治療的需求，而政府預算收緊則將催生新的醫療服務方式。

我們認為生物創新和醫療保健科技應用將是主要受益者。但鑒於此領域的許多公司都屬於中小型股，多元化配置尤其重要。

除了2023年引發關注的肥胖症治療外，我們認為癌症治療、罕見病、免疫學和神經醫學等領域也有豐富的機會。許多公司已開發出接近獲批或已經上市的新療法，包括抗體藥物複合體（ADC）、雙特異性和多特異性抗體，甚至是針對免疫性疾病的細胞療法。

與此同時，聯網能力和運算能力提高也為醫療保健行業的發展帶來支持。相關趨勢包括設備小型化、機器人、提高就醫便利度以及改善可得性等。此外，生物醫藥行業也尋求利用AI科技來提高藥物研發的成果、開發新型診斷方法、或是提供個人化醫療。不過，現在要判斷在藥物研發和審批速度方面是否有明顯變化，還為時過早。

在投資醫療保健顛覆領域時，我們認為在多個創新領域分散配置至關重要。大多數顛覆者都是小型公司，融資條件收緊可能對這些公司的短期股價表現造成較大衝擊。透過將“顛覆者”與“採用者”（採用新科技的成熟公司）相結合，投資者可在把握創新機會的同時降低風險。

此外，投資者還可分散佈局於主要的子領域（比如生物醫藥、醫療科技和工具、服務）以及不同地區，以把握新興市場醫療保健行業的成長機會。如果投資者能夠在中長期內鎖定資本，還可將目光投向上市公司之外，因為私募市場在為早期研究提供融資方面發揮重要作用。對私募市場和公開市場醫療保健領域的相關配置，也能惠及聚焦可持續發展的投資組合。

利用私募市場把握 增長機會



在未來的新格局中，醫療保健、數位化和能源等領域需要大量投資。然而，政府債務居高不下意味著以公共資金融資創新的能力或許有限。私募市場基金能為處於不同週期階段的公司提供股權或債權資本，因此可發揮關鍵作用。該資產類別有望提供具吸引力的回報潛力和與實體經濟對接的優越管道，代價是資產的流動性較低。

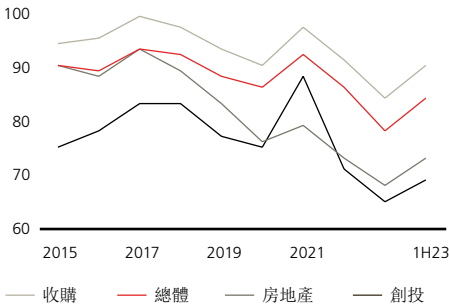
▶ 私募市場帶來入場機會

由於新上市公司數量減少，透過投資上市股票來參與快速成長的創新企業變得越來越難。許多公司選擇保持私有化屬性、延後上市或完全不考慮上市，我們預計這一趨勢在未來十年不會逆轉。債務市場也有類似趨勢，傳統貸款人的佔比不斷下降，而私募債務受到青睞，尤其是中小型企業融資。

▶ 私募股權

價值型和中型市場收購。就中型市場而言，收購方的進場估值（企業價值與2023年初至第三季EBITDA之比）已降至10.3倍，低於12.8倍的12個月歷史水準，也低於自2008年以來的平均值11.4倍。與此同時，附加策略（Add-on strategies）仍然是應對增長放緩和利率下行的有力工具，具有實現多重套利、成本收入綜效以及加速增長等潛力。此外，在經濟放緩之下，許多公司力圖以具吸引力的價格出售非核心資產或表現不佳的資產，因此我們認為剝離和分拆交易將進一步增加。

圖11
二級市場價格目前處於深度折價
各私募策略價格佔淨資產值（NAV）的百分比



資料來源：傑富瑞全球二級市場評論（2023年上半年），瑞銀，截至2023年11月

二級市場。對於希望提高私募市場流動性的投資者，擅長收購已經或接近於產生現金流的現有基金或投資組合公司（portfolio companies）的二級市場基金頗具吸引力。目前二級市場的折價幅度仍高於歷史常態水準（截至6月市場價格較資產淨值折價16%），買賣價差已收窄，交易活動日益回暖。

主題成長型。對於希望把握軟體、醫療保健、教育和氣候等領域長期趨勢的投資者，可考慮主題成長型私募股權基金，隨著定價改善，此類基金提供了具吸引力的入場機會。

▶ 私募信貸

直接貸款策略或是未來十年不錯的收入來源。隨著債務現金比轉差，違約率可能上升，尤其考慮到利率上升對經濟的滯後影響。違約可能導致現有貸款出現潛在損失，而私募貸款人可在新貸款中確定更有利的條件，更強的貸款人保護條款，包括更嚴格的合約承諾、更低的槓桿率以及更高的股權構成比例等。按照當前水準，私募貸款的無槓桿收益率接近12.5%，明顯高於高收益債券和槓桿貸款，應可彌補潛在的信用損失。我們建議投資者挑選在承銷方面較為謹慎、經驗豐富的基金經理。在此背景下，擁有扭虧能力或收購股權經驗的基金經理也具有優勢。投資者在投資之前應注意私募市場的特有風險，包括流動性低、資本鎖定期長、涉及槓桿、集中度過高等。

▶ 實物資產

我們對房地產市場持精選觀點，仍然看重品質和韌性。工業、物流和多戶型住宅的基本面穩健，因受到電子商務和人口結構等有利趨勢的支撐。儘管不確定性依然很高，但目前面臨挑戰的美國辦公樓市場在未來十年可望帶來有利的投資機會。倘若某些辦公樓價格進一步下跌，我們認為或將帶來改造和活化的機會。

基礎設施方面，開發新資產及改造現有資產是數位化、減碳和去全球化等結構性趨勢的關鍵。各國政府都在努力擴張產能（尤其是可再生能源），同時提高現有和未來項目的經濟效益和競爭力。基礎設施資產不僅帶來主題投資機會，而且有許多獨特之處，例如準入壁壘高、需求彈性低、現金流穩定以及與通膨掛鉤等，因此可作為多資產投資組合中資本增值和收入的策略性來源。

保持平衡配置

新格局意味著複雜性和波動性，但也帶來了財富增值機會。為從容應對新格局，投資者可利用“流動性·長久性·傳承”框架，透過全球多元化多資產投資組合來保持平衡、嚴守紀律的同時保持靈活性，並利用戰術交易觀點來補充和完善長期投資組合。

流動性. 長久性. 傳承

“流動性. 長久性. 傳承”（Liquidity. Longevity. Legacy）框架旨在幫助投資者探索和實現不同時間段內的財富目標，具體分為以下三種策略：

流動性

該策略旨在確保投資者擁有足夠的流動資產，以滿足短期支出需求，通常投資於現金或類現金證券。鑒於2024年及未來數年利率看跌，我們建議將流動性策略下的資產限定為預計將在未來2至5年內從投資組合提取的金額，並且現在就開始採取行動優化回報，比如利用大額存單、階梯式債券組合或結構化解決方案等。

長久性

該策略旨在投資於在投資者的有生之年創造收入的資產。在高度不確定的新格局下，我們認為最佳方式是投資於充分多元化的全球投資組合，在回報需求和風險管理之間達成平衡。這份年度展望報告中提出的一系列戰術觀點能幫助實施此一策略。

時間框架可能會有所不同。各種策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。此種策略並非對財富或任何財務結果的實現作出承諾或保證。

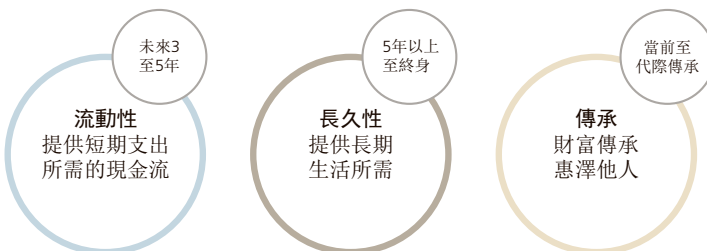
傳承

該策略旨在滿足投資者終身所需以外的資產需求，為遺產繼承或公益目的而實現資產價值最大化。我們在“未來十年展望”部份討論的許多觀點（包括顛覆科技領域的領軍者和私募市場等），以及影響力投資、可持續投資和慈善等，也可能適合此策略。

實施“流動性.長久性.傳承”框架的起點是，考慮需要從投資組合提取多少資金以滿足未來2至5年的支出需求、滿足未來5年及之後的支出計畫、以及希望身後留下多少資金。

投資者可諮詢投資顧問的意見，並根據以上評估結果將財富配置於“流動性.長久性.傳承”框架。這有助於釐清投資目標並提高成功率。流動性策略有助於投資者在市場動盪時保持鎮定，而嚴守紀律的資金提取流程以及在熊市期間補充策略資金，有助於創造卓越的長期收益。

流動性長久性傳承（Liquidity, Longevity, Legacy）框架



資料來源：瑞銀

策略取決於個別客戶的目標、目的和適用性。

保持平衡

我們認為，投資者透過平衡型投資組合持有核心資產，是長期實現財富保值增值的最有效方式。平衡型投資組合的概念根源於多元化配置原則，分散投資於多個資產類別，以獲取收益並管理風險。

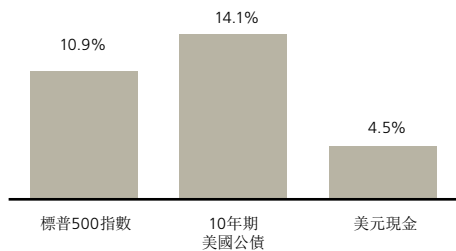
多元化投資通常被視為降低風險的方式，也確實如此：回報率相同的情況下，廣泛分散投資於各類資產，比投資於單一資產承擔的風險更低。

多元化投資的重要性不僅在於避免過度集中持有“錯的”股票，更在於不錯過“對的”股票。總是押對寶並不是件容易的事：美國亞利桑那州立大學教授貝森賓德（Hendrik Bessembinder）的一項研究顯示，從1926年到2019年，美國股市創造的財富中，有一半來自0.3%的少數公司。這意味著投資者唯有透過多元化投資，才能確保自己不會錯過這些屈指可數的贏家，尤其是在瞬息萬變的時代。

圖12

各資產類別預期將能取得正回報

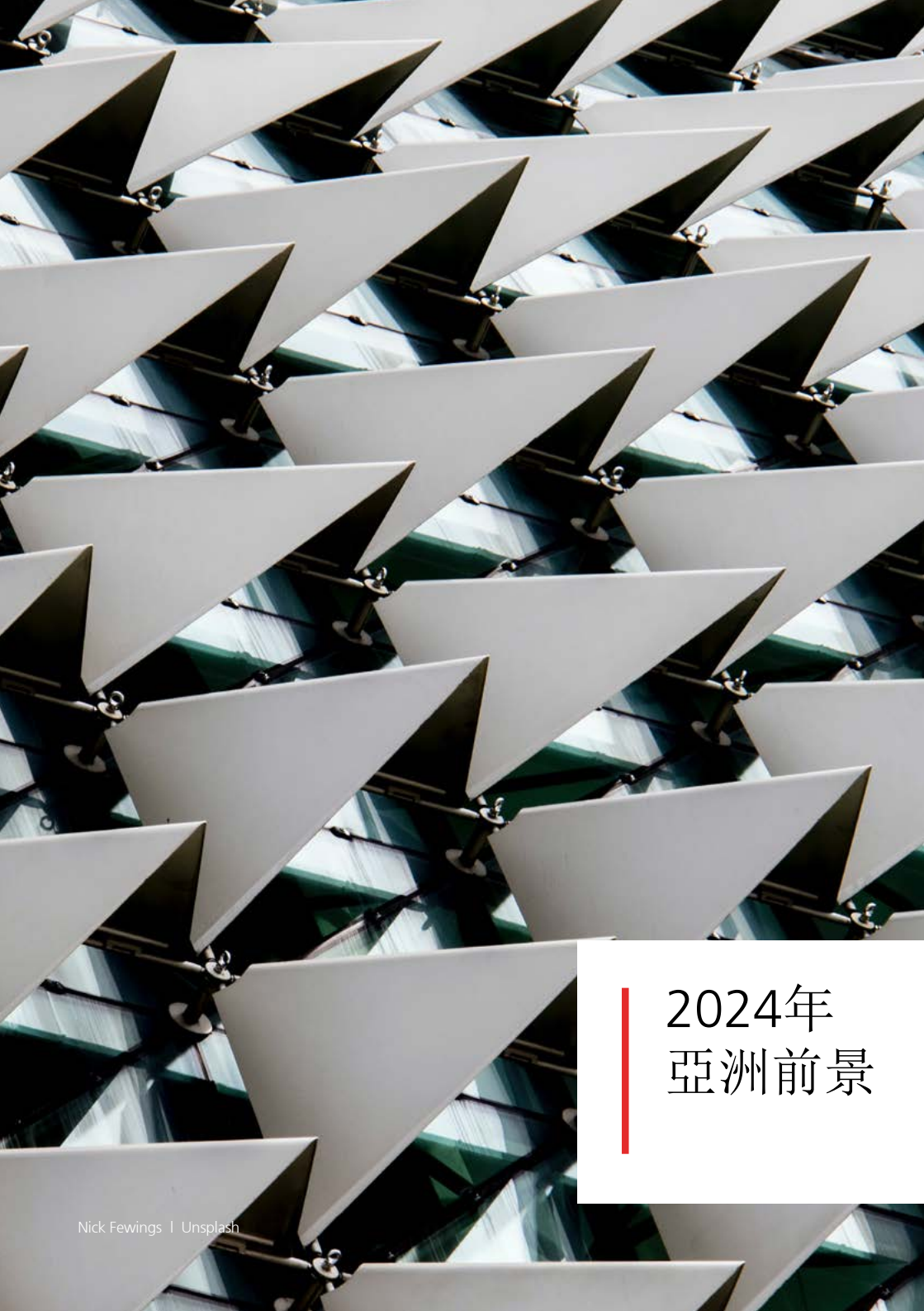
部份資產2024年12月底預期總回報率



資料來源：瑞銀，截至2023年11月

制定明確的財務計畫，思考要達到的回報率，瞭解個人對波動和風險的承受能力，是啟動“流動性.長久性.傳承”框架的適當方法。平衡型投資組合可滿足多種風險承受能力和收益目標的要求，此外我們認為具有可持續發展相關目標的投資者也可透過可持續的平衡型投資組合，獲得與傳統投資組合相媲美的風險調整後回報。

雖說投資於平衡型投資組合永不言晚，但鑒於我們預計股票、債券和另類投資在2024年都將取得正回報，而且在我們的各種主要風險情景中，股債組合能有效分散風險。因此，現在正是進行平衡配置的好機會。



2024年
亞洲前景



亞洲對重塑全球格局的重要性與日俱增。但是，這也意味著該地區比以往更易受到全球風險的影響。

亞洲新常態

邁入 2021 到 2030 年這新的十年，全球在頭三年經歷了超乎想像的變化：新冠疫情大流行、地緣政治衝突、通膨迅速飆升、前所未見的政策收緊、能源短缺、貿易競爭和顛覆性科技變革。在這些變動中，亞洲扮演著舉足輕重的角色。

這在很大程度上是由於亞洲經濟體普遍崛起。目前，亞洲對全球GDP增長的貢獻已達到約 50%，其中產階層人數、能源消耗量、外國直接投資（FDI）流入及授予專利數量也佔到全球的一半左右。亞洲對重塑全球面貌的重要性已不可同日可語。這為該地區的經濟體和市場帶來機會，但同時也意味著亞洲比以往更易受到全球風險的影響。



Min Lan Tan

亞太區首席投資總監
及投資總監辦公室主管


步入2024年，亞洲地區面臨著重大轉型。中國經濟正經歷新舊增長動力的轉換。經濟增長動能和資本從亞洲較發達的市場轉向較年輕的南亞新興經濟體。貿易正從全球化走向區域化，而地緣政治則從雙邊轉向多極競爭。

上述大趨勢的影響日益明顯，機遇與挑戰也隨之而來。這意味著亞洲已步入新常態，投資者需要應對增長、機遇與風險並存的全新格局。

“中國3.0”及其挑戰

中國的發展歷程尤其受到關注。2000年代初，中國在加入世界貿易組織（WTO）後成為世界工廠（“中國1.0”），接著在全球金融危機爆發後，該國啟動了債務驅動的基礎設施建設並經歷數位化熱潮（“中國2.0”）。如今，中國經濟增長的舊動力（房地產和低價值製造業）正轉向大眾消費、綠色轉型和科技創新這三大新動能——也就是“中國3.0”。

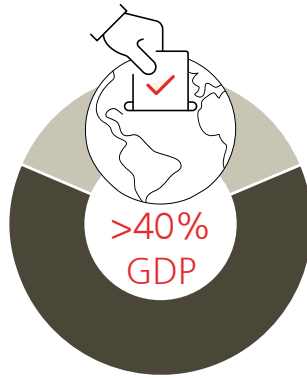
但正如在2023年的房地產和債務問題中所見，重新取得平衡絕非一路平順。未來5至10年，潛在GDP增速可能放緩至4-4.5%，且短期內波動可能較為顯著。不過，政策支持將有助於緩和增長波動。在我們的上行情景中，持續的寬鬆政策可能在2024年推動GDP增長達到5%左右。



近年來，疫情、地緣政治考量、人口結構變化進一步促使中國政府轉向內需驅動的高質量增長。這意味著中國將進入一個新格局——“中國3.0”。

2024年，全球前20大經濟體中將近一半將舉行選舉，佔全球GDP超過40%。

資料來源：世界銀行、瑞銀，截至2023年11月



不斷變化的權力舞臺

亞洲大國的地緣政治舞臺正在發生變化。2024年，全球前20大經濟體中將近一半將舉行領導人選舉，佔全球GDP超過40%。在亞洲，臺灣、印度、韓國和印尼將舉行大選。選舉結果可能會加劇（甚至新增）全球兩大陣營之間的齟齬，也就是由中國領軍的“全球南方（Global south）”和美國為首的西方，其中美國及英國也將在明年舉行大選。

全球化情勢改變也在重塑亞洲格局。美國的《通膨削減法案》和《晶片與科學法案》等產業政策，使得供應鏈區域化且資本流動轉向。在此背景下，南亞和東南亞成為主要受益者。目前中國對該地區的外商直接投資（FDI）為10年前的四倍——這有助於緩

解歐美貿易限制措施對中國的影響。不過，此一變局也導致投資效率降低、政府的債務負擔增加、通膨壓力加劇以及戰略盟友的轉變。

亞洲的增長動態亦將有所不同。印度預計將在2024年成為全球增長最快的主要國家，並有望在2030年前成為世界第三大經濟體。同時，東南亞擁有6.78億人口紅利，預示著中產階層有望迅速壯大。此外，歷經“失去的三十年”後，日本終於出現工資上漲和持續性的通膨。這意味著日本可能成為2024年唯一一個經濟增長超過趨勢水準的發達國家。因此，雖然中國對當今亞洲經濟的貢獻率依然最高，但中國大陸以外的增長機會愈發受到關注。

“強者勝出”的新紀元

如果說過去十年是亞洲的“app（應用程式）經濟”，我們認為未來十年左右或可稱為“AI經濟”，可能將對就業、生產率、通膨甚至地緣政治等層面產生更大的影響，並且進一步加速向新經濟行業轉型。不過，由於人工智慧（AI）需要龐大的資本支出，我們認為具有先發優勢、雄厚財務實力的科技顛覆者和行業領軍者將最為受益。

綠色轉型也是如此。儘管全球各地的氣候風險都在上升，但亞洲可說是全世界最容易出現災害的地區，許多受氣候變化影響最大的國家和群體也位於亞洲。該地區佔全球清潔能源和可再生能源產能新增投資的大約一半。我們預計，為所需的資本支出、研發和重大策略轉變做好準備的行業領軍者，將在低碳經濟轉型中勝出。

2024年：全面復甦

上述長期大趨勢應會打造全新的格局，但亞洲在掀開新篇章之際還面臨一些短期憂慮。美聯準會高利率維持更長時間、收益率走高和強勢美元以及油價居高不下，都在2023年產生重大影響。除此之外，還有聖嬰現象（厄爾尼諾）相關的氣候風險，這些不確定因素可能會延續到2024年初，導致通膨上升並推遲該地區放鬆貨幣政策的時間點。

不過，到明年年中，我們預計美國經濟將放緩（但不至於衰退），全球央行將開始轉向。這應該會推動該地區全面復甦，使得亞洲（不包括日本和中國）2024年實際GDP增長約5%，較2023年高出約50個基點。中國的穩增長措施、貿易溫和回升以及貨幣寬鬆週期開啟，也會支持此一前景。

通膨能否在未來幾季繼續回落？

[參閱第101頁詳細內容](#)
[（“亞洲貨幣2024年表現會如何？”）](#)



亞洲繼續在全球扮演著不可或缺的角色。這從其對全球GDP增長的貢獻明顯可見，我們預計2018年至2028年期間亞洲佔全球增長的比重將達到40%左右。

未來一年如何佈局

我們預計，2024年亞洲股市的回報率將達到兩位數，這得益於有利的估值和強勁的高雙位數盈利增長（由科技行業回升驅動，為全球平均水準的兩倍）。我們認為，IT、非必需消費品、材料和工業類股在盈利表現和估值方面最具吸引力。中國方面，我們看好在下列領域中以內需為主並具領先地位的企業，包括：消費、綠色轉型（電動車）和科技（硬體、軟體和互聯網龍頭平臺中的AI受益者）等。

隨著中國大陸以外的經濟增長備受矚目，我們看好消費、供應鏈重組的受益者，以及印度、印尼和菲律賓的銀行。AI早期階段的贏家包括臺灣、韓國和日本的領先IT公司，還有東協（東盟）和印度的新經濟行業領軍者。在系統性轉變之際，ESG領先者料將表現出色。主題方面，亞洲規模最大、品質最好的公司（亞洲龍頭主題）擁有久經考驗的業績表現、穩健的外資流入和強勁的基本面，這些特徵將說明其在波動市況下跑贏MSCI亞洲（日本除外）指數。

在股票以外，我們認為亞洲投資級債券在2024年有望獲得高個位數回報，利率回跌可能是最大驅動力。不過，倘若10年期收益率升至5.25-5.5%（尾部風險），則亞洲投資級債券的回報率可能約為3%。此外，由於美元維持強勢，亞洲貨幣在2024年第一季度可能保持區間波動。但從2024年第二季起，我們預計隨著政策逐漸寬鬆，美元將開啟下行趨勢，為出口型亞洲貨幣帶來週期性提振。

不確定性和變化可能令人不安；在全新的格局下，各項結果也存在較大的變數。但在新的一年中，我們仍認為亞洲蘊藏的週期性復甦和結構性機會，將有助於持有平衡型投資組合的投資者駕馭複雜且瞬息萬變的“新格局”。



亞洲宏觀
前景

亞洲宏觀經濟迎來 “美麗新世界”

我們認為，2024年亞洲將實現比2023年更強勁的經濟增長。然而，經濟新格局中，也伴隨一系列新的通膨、增長和政策風險。

與全球其他地區一樣，亞洲宏觀經濟也進入了“美麗新世界”。近年來，經歷了新冠疫情和俄烏戰爭等重大衝擊後，原本持續良久的低通膨和低利率很快轉變被通膨風險、利率將在更長時期內持續較高水準以及波動加劇所取代。

這些因素對2023年的金融環境帶來格外嚴重的影響。事實上，美聯準會收緊政策、債券收益率飆升、美元走強以及油價高企，導致亞洲經濟增長在2023年上半年觸底後復甦受阻。

好消息是，外部挑戰將逐漸消退。隨著美國經濟見底但可避免衰退，且全球利率下降，我們認為，亞洲在2024年將迎來全面復甦。各項因素相抵後的“淨”結果可能是，亞洲（日本和中國除

我們預期2023年的不利因素將在2024年轉變為有利因素。

1

中國增長翻開新篇章。

2

貿易可能小幅上揚。

3

貨幣寬鬆有望啟動。

外) 在2024年實際GDP增長率將達到約5%，比2023年回升約50個基點，而我們預期2024年全球經濟將比2023年放緩50個基點。這帶來明年受益於本地區週期性復甦的主題投資機會。

變不利為有利

重要的是，我們預期2023年的不利因素將在2024年轉變為有利因素。首先，中國持續的政策支持——包括去年底前發行1兆元人民幣的特別債券，料將推動2023年GDP增長率超過官方目標。

新增財政支出的大部份效果在未來幾季將會更加明顯，包括促進基礎設施投資，並有望為GDP增長貢獻0.4至0.8個百分點。這意味著，在上行情景中，2024年亞洲經濟增長率或將達到5%左右。然而，中國仍需要更積極的政策支持，以減少房地產行業的拖累，並緩解債務擔憂，在基準情景下，我們預計中國經濟增長將放緩至4.5%左右。更長期而言，中國將逐漸向新常態轉型，這也意味著新的增長機遇與挑戰（[參閱第77頁](#)）。

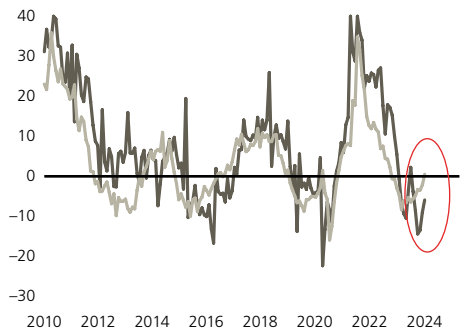
其次，貿易可能小幅上揚。半導體等科技行業的基本面改善料將促使2024年亞洲出口重回5%左右的正增長，這有利於臺灣、韓國和新加坡等科技行業佔比較高的經濟體。在美國等主要終端市場，立法支持和人工智

慧(AI)的迅速採用也鞏固了科技相投資的樂觀前景。此外，隨著供應面趨緊，且庫存壓力最重的時候已經過去，生產商的定價能力持續上升。

最後是貨幣寬鬆。儘管亞洲在2023年的平均通膨率已回落至3%，但美聯準會保持鷹派延後了本地區開啟降息週期的時間。雖然美聯準會在2024年的降息幅度可能有限，但美國增長低迷持續一段時間後，美債收益率和美元匯率可望回落，足以讓亞洲各經濟體從年中起放鬆政策。我們預測2024年

圖1
全球景氣指標指向出口復甦

美國、日本、德國和瑞士機械/製造業/科技實際訂單，以美元計 (PMI新訂單)



— 亞洲(日本除外)出口, 較去年同期%
— 全球訂單擴散指數, 較去年同期%

資料來源: CEIC, 瑞銀, 截至2023年11月

下半年的平均降息幅度為50個基點，這應當會支持本地區的實際支出回升。關鍵在於緊縮貨幣抑制了石油或其他能源價格高漲帶來的通膨壓力傳導至其他領域。

亞洲各領域的強與弱

在基準情景下，我們預計美國高利率、強勢美元以及油價上漲的風險將在年中時消退。然而，這些趨勢也可能加劇並擴散，尤其是在經濟愈加錯綜複雜、地緣政治局勢動盪的世界中。美國經濟軟著陸也絕非十拿九穩。

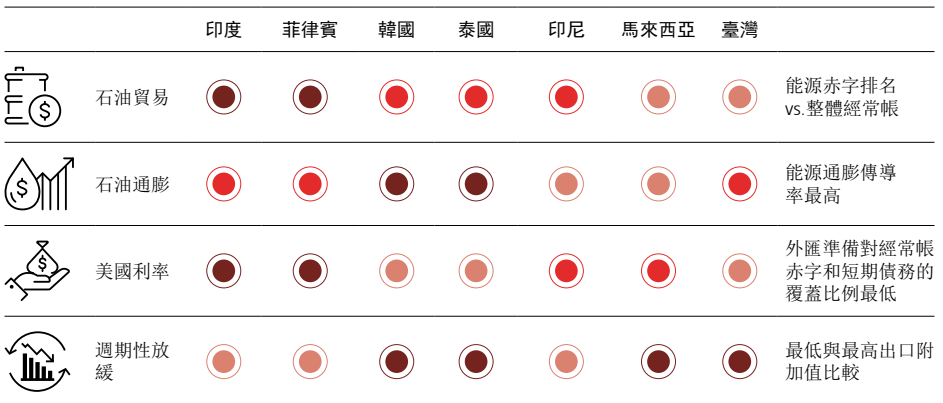
儘管明年仍將面臨諸多風險，但亞洲經濟體面對上述挑戰時的相對實力要強於以往幾個週期。目前實際利率處在多年來高點，脆弱的經常帳已經得到修復，南亞和東南亞地區吸引了外商直接投資流入。

此外，印度、印尼和菲律賓等亞洲大型經濟體將在未來幾年實現最高的結構性增長，主要得益於這些國家的人口更年輕且平均投資率更高。相對較大的經濟規模和內需為主的特徵也使其較少受到全球下行週期的影響，推動這些國家2023年的增長率在主要經濟體中名列前茅，並實現了相對強勁的風險回報，我們預期這種趨勢將延續至2024年。

圖2

亞洲各領域的強與弱

宏觀風險和對主要經濟體的影響



說明：● 最脆弱，● 最不脆弱
資料來源：CEIC, 瑞銀, 截至2023年11月

然而，如果風險持續時間超過我們的預期，則弱點將會顯現。就GDP增長和貨幣受到的壓力而言，最易受到長期利率衝擊的亞洲經濟體包括馬來西亞、菲律賓和印尼，這些國家都面臨龐大的經常帳赤字、當地債券中外資持有比例偏高、短期外債佔外匯準備的比重較高。

與此同時，可能因地緣政治局勢導致的油價上漲，將直接推升亞洲的總體消費者物價指數。這種傳導速度在亞洲的發達經濟體（北亞、新加坡和泰國）中通常要快得多。因此，倘若油價上漲至125美元/桶，這些經濟體受的影響將最大。食品和燃料在印度、菲律賓和印尼物價籃子中的權重較高，但這些國家通常也傾向採取更多財政舉措來緩解這種衝擊。

油價上漲還可能傷及貿易帳。印度、菲律賓和印尼在這方面尤其脆弱，但如果煤炭、天然氣和棕櫚油也加入漲價大軍，則印尼將可抵消高昂的石油成本。受衝擊最小的經濟體要麼具有天然對沖條件（比如馬來西亞），要麼擁有巨額製造業貿易盈餘來支付石油成本（比如臺灣）。亞洲其他經濟體則介於兩者之間。

綜上所述，我們估計，在下行情景中，上述外部風險可能令2024年亞洲GDP增長率下降50至100個基點，但各經濟體的受影響程度可能大不相同。



要點

- 隨著全球風險消退，亞洲經濟增長率將回升。我們預期，2024年亞洲（日本和中國除外）的實際GDP增長率約為5%。
- 變不利為有利。中國的刺激政策、貿易溫和增長及政策寬鬆料將支持亞洲地區的復甦。
- 倘若全球風險持續揮之不去，脆弱性將顯現。高利率持續時間大幅延長、強勢美元以及高油價可能令亞洲增長率下降50至100個基點。

哪些因素將重塑世界秩序？

地緣政治並非是世界加速分裂的唯一原因，全球化也改變了國際格局。2024年，全球多地將舉行選舉，投資者將面臨情勢多變的一年。

2022年2月俄羅斯入侵烏克蘭，2023年哈馬斯襲擊以色列，地緣政治衝突加劇使得國際格局更形複雜，也對貿易和金融情勢，以及資產價格帶來不同的變化。

展望未來，全球南方（Global South）與西方這兩大陣營之間的角力，將對發達經濟體和新興經濟體的宏觀經濟和投資前景產生深遠的影響。

地緣政治和政策不確定性增加，可能加速供應鏈多元化的步伐，而這不免會以犧牲效率為代價。

簡而言之，投資者需要對地緣政治局勢導致的動盪作好準備。投資者不僅可透過多元化來對沖市場風險，由另類投資、石油和黃金等資產構成的策略，也能防範特定的風險。

全球化的大變局

地緣政治並不是驅動全球加速分化的唯一原因，全球化情勢改變也在從多個維度上打造新的格局。

例如，隨著機器人、人工智慧（AI）和自動化科技的興起，在基礎設施更為先進的發達經濟體，機器生產的佔比將上升，改變製造業的面貌。

加上中國大陸不再像過去一樣是低成本的生產基地，製造業活動正加速向越南、柬埔寨和印尼等市場遷移。

然而，倘若企業進行業務轉移或者“回流”的決定並非基於成本考量，而是出自於保護主義政策引發的風險管控，那麼這對全球經濟帶來的影響將是負面。

大選之年

2024年，全世界20大經濟體中有一半（佔全球GDP超過40%）將舉行領袖選舉，這也使得明年情勢更加複雜。從全球地緣政治局勢角度，最受關注的選舉包括：美國、俄羅斯、臺灣、印度、韓國、印尼和英國（最遲2025年1月舉行）。

政治性選舉經常會帶來短期市場動盪。然而，嚴重兩極分化、民粹主義抬頭和民族主義等情況，加劇了選舉相關的不確定性。

圖3
2024年部份全球主要經濟體將舉行大選
全球前20大經濟體

經濟體	2022年名義GDP (百萬美元)	佔全球GDP比重%	2024年是否舉行選舉?
美國	25,462,700	25.2%	是
中國大陸	17,963,171	17.8%	否
日本	4,231,141	4.2%	是
德國	4,072,192	4.0%	否
印度	3,385,090	3.4%	是
英國	3,070,668	3.0%	是
法國	2,782,905	2.8%	否
俄羅斯	2,240,422	2.2%	是
加拿大	2,139,840	2.1%	否
義大利	2,010,432	2.0%	否
巴西	1,920,096	1.9%	是*
澳洲	1,675,419	1.7%	否
韓國	1,665,246	1.6%	是
墨西哥	1,414,187	1.4%	是
西班牙	1,397,509	1.4%	否
印尼	1,319,100	1.3%	是
沙國	1,108,149	1.1%	否
荷蘭	991,115	1.0%	否
土耳其	905,988	0.9%	是*
瑞士	807,706	0.8%	否

*包括地區選舉

資料來源：世界銀行，瑞銀，截至2023年11月

美國國家經濟研究局的一項研究¹顯示，在投票日之前的幾個月，不確定性會顯著上升。

高度兩極化選舉帶來的不確定性尤其劇烈。在這種情況下，資產價格波動率上升，投資決策放慢步伐（等待選舉結果揭曉再作決定）。簡而言之，投資者應對詭譎多變的2024年作好準備。

¹ Baker, Scott R.、Aniket Baksy、Nicholas Bloom、Steven J. Davis, 2020年。



要點

- 地緣政治不確定性上升，正在重塑新的格局，也可能為投資帶來深遠的影響。
- 地緣政治和政策不確定性增加，可能加速供應鏈多元化的步伐，而這不免會以犧牲效率為代價。不過，亞洲將有部份市場和行業受益於此一變化。
- 佔全球GDP 40%的經濟體將在2024年舉行選舉。投資者需要未雨綢繆，透過適當的對沖工具來應對可能的動盪。

中美緊張情勢將如何重塑亞洲的投資格局？

我們預計，2024年臺灣和美國選舉的相關發展，或將成為觸發中美地緣政治矛盾的導火線。比如，美國可能進一步加強對中國大陸進口先進晶片的限制，或者對中國大陸對美出口提高或新徵關稅。如果這種情況出現，投資者應準備削減對高度依賴出口企業的持倉，尤其是在中國大陸等市場。相應的防禦性作法還包括：聚焦本地營收佔比較高，或者是現金流穩健的

公司。對於後者，我們認為，具經常性現金流或主動進行現金管理的企業，有望在市場劇烈動盪時期表現相對出色。

倘若明年中美緊張情勢升級，受惠於供應鏈轉移和“中國+1戰略”的市場，將可能受到投資者青睞。瞭解相關投資觀點，請參閱第92頁“中國以外有哪些機會尚待發掘？”。



重要
主題

中國的新常態 有何可期？

得益於相關政策刺激，我們預計2023年中國GDP增長有望超過官方目標，2024年回穩於4.5%左右，並有上修可能。隨著新常態帶來新的增長驅動因素和挑戰，未來增長趨勢可能會放緩。

中國過去四十年的增長堪稱經濟奇蹟。年均GDP增速接近10%，人均GDP增長了超過一百倍，使得這個世界第二大經濟體躋身中等收入國家行列。

不過，新的經濟現實也隨之而來。得益於持續的政策支持，我們預計中國2023年增長將能超過5%左右的官方目標，但是。房地產市場的艱難時刻尚未過去，債務風險也在不斷積聚。

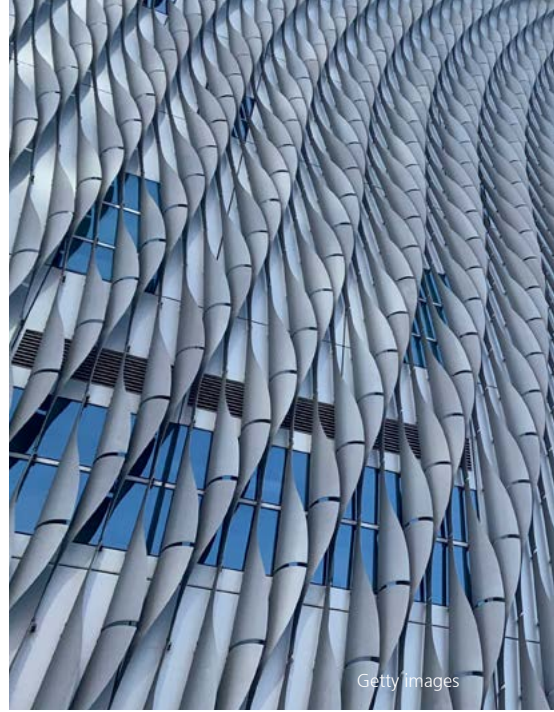
對於2024年，由於房地產市場料將持續低迷，我們預計中國的GDP增長將在4.5%左右，但若明年繼續推出積極的政策支持，消費全面復甦再加上房地產市場回穩，則有可能進一步升至5%左右。儘管此一增速在2024年的主要經濟體中預料仍可名列第二（僅次於印度），但這將是中國三十年來增速最慢的三年。

“中國3.0”

這將是中國經濟發展的一個轉捩點，尤其是從世紀之交以來經過兩輪革命性變革之後。2000年代初是“中國1.0”，加入世界貿易組織（WTO）後成為世界工廠，對全球經濟的貢獻一度高達40%。全球金融危機爆發後的2010年代，中國開啟了債務驅動的基礎設施建設和房地產投資熱潮，進入“中國2.0”。同期的另一個特點是數位化革命，中國的互聯網平臺巨頭也在這一時期誕生。

不過，隨著信貸和出口推動的增長引擎減速，房地產行業、公共債務和民營部門信心引發的失衡逐漸浮上檯面。而近年來，新冠疫情、地緣情勢緊張、人口結構變化進一步促使中國政府轉向內需驅動的高質量增長。這意味著中國將進入一個新格局——中國3.0。

但向新增長模式轉型絕非一路平順。如同在2023年所見，政策決策者須首先化解房地產和地方政府債務問題，同時透過積極的政策支持來補上缺口。



Getty images

在此過程中，未來5-10年的潛在經濟增速可能放緩至4-4.5%（過去十年在6%左右，而2000年代初高達10%）。但順利完成轉型之後，人均GDP到2035年將翻倍，達到25,000美元左右（2022年為12,720美元）。中國龐大的經濟體量，意味著屆時對全球增長的貢獻將達三分之一。

迎接新局

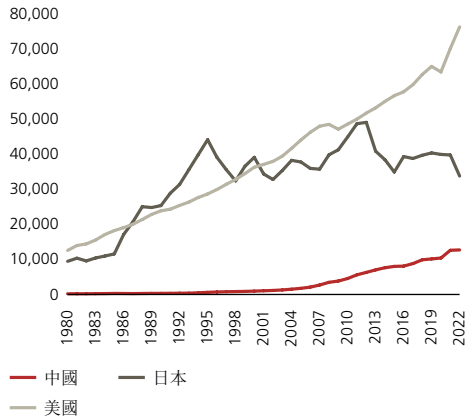
在此新常態下，中國增長的舊動力（房地產和低價值製造業）將逐步被大眾消費、綠色轉型和科技創新這新的三駕馬車取而代之。

首先，中國的消費能力不容忽視。國內中等收入群體的規模已經超過4億，並且將會隨著人均GDP的增長進一步壯大。近年來也湧現了一些新趨勢。消費者開始重視國產品質和文化元素，這從中國本土品牌（“國潮”）的崛起可見一斑。服務消費在疫情結束後也快速回升，網上購物在過去5至10年一直保持兩位數增速。銀髮經濟的前景也十分光明，2022年的老年人口已經達到2.8億（約佔總人口的19%），截至2020年底養老金市場已經在2014年的基礎上翻了一倍，達到12兆元人民幣。

其次，綠色轉型也開始提速（[參見第84頁](#)）。可再生能源方面，中國的清潔太陽能、風能和核能發電容量快速增長，目標到2060年實現非化石燃料在電力結構中的佔比達到80%（目前約為30%）。中國掌控了綠色產品所需的許多關鍵礦產，包括稀土、鈷、鋰、銅和鎳等。例如，全球大約60%的鋰加工產能位於中國，因此相比西方市場擁有20-25%的成本優勢。

圖4

中國人均GDP還有明顯增長空間
名義人均GDP（美元）



資料來源：CEIC, 瑞銀, 截至2023年11月

最後是科技創新和產業升級。為應對不斷加強的科技限制，中國將自給自足列為優先戰略，尤其是在半導體、5G和AI領域。根據建蔚諮詢的估算，僅過去兩年中國在半導體相關投資上就安排了2.1兆元人民幣。同期總研發支出也穩步增加到3.1兆元人民幣，GDP佔比從十年前的不到2%增加到2.6%，同時中國計畫每年至少增加7%。

投資新思維

我們認為，順應這些新的增長驅動因素，將是明年及以後中國股票投資取得良好回報的關鍵。在基數較高且經濟增長放緩之際，2024年中資企業盈利料將遜於其他亞太市場，因此上述思維尤其重要。

首先，我們預計在未來幾年，中國的總體AI市場規模將保持逾20%的年化增速。隨著AI相關資本支出增加，初期的主要受益者應是與雲端伺服器相關中國軟硬體公司。中長期來看，隨著AI功能逐步嵌入到平臺，中國的互聯網平臺龍頭具有較大的增長潛力（參見第83頁）。

對於消費行業，由於消費降級和產品優質化趨勢持續，我們建議投資者關注產品能力強、分銷管道效率高的公司。電動汽車品牌將是一大亮點。我們預計國產電動車整車廠在本地市場將繼續保持強勁的增長，同時在歐盟和東協市場的出口滲透率將不斷提升。中國電動汽車銷量或在2024年較上年同期增加24%，支持領先企業的盈利穩健增長。

工業股也享有政策利多。我們認為對工業自動化的重視將有利於具有增進生產技術的公司和自動化相關行業。在波動加劇的環境下，中資銀行股超過9%的豐厚股息收益率和高防禦性，使其投資價值不容忽視。我們認為，已計入淨息差下降憂慮的部份銀行股存在投資機會。



要點

- 2024年中國GDP可能增長4.5%左右，並且有上行的可能。
- “中國3.0”已經開始。隨著增長動力轉向消費、綠色轉型和科技創新，未來十年的潛在增長率可能保持在約4%至4.5%。
- 順應中國的新常態。我們看好受益於AI的行業、電動汽車品牌、消費、工業和部份銀行股。

亞洲為何將是 “強者勝出”

無論在何種投資期限，亞洲正湧現有利於龍頭企業和優質公司的重要趨勢。未來6-12個月，大型週期性行業或將引領亞洲（日本除外）地區2024年的強勁盈利增長；中期而言，投資亞洲龍頭公司將可取得穩健回報。人工智慧將是長期的超級趨勢，我們看好擁有先發優勢、財務實力雄厚的行業龍頭。

亞洲股票中，歷經時間考驗的大型公司將再度成為市場焦點。儘管亞洲（日本除外）市場在2023年表現平淡，不過有利的估值再加上高雙位數的強勁盈利增長，我們預計該市場回報率可望達到兩位數。

然而，持續的地緣政治緊張局面、利率長時間走高以及選舉帶來的不確定性，可能導致波動加劇。在這種環境中，聚焦優質公司並側重大型股應會取得不錯的回報。

此外，諸多關鍵趨勢在亞洲湧現之際，無論由長線或短線投資期，我們將聚焦亞洲“強者勝出”下的投資機遇。

短期增長由週期性行業驅動

未來6-12個月，亞洲（日本除外）增長復甦將主要由四個週期性行業驅動：資訊科技（IT）、非必需消費品、材料和工業。這四個行業在該地區基準指數中的權重總計超過一半。

在這四大行業的支撐下，亞洲（日本除外）盈利預計將達到高雙位數增長，將是全球平均水準的兩倍。除此之外，這些類股的估值也處於有利水準，戰術期內的投資回報前景看好。

側重亞洲龍頭股

我們新推出的投資主題《聚焦亞洲龍頭》體現了我們中期看好優質企業的觀點。該主題在MSCI亞洲（日本除外）指數10大市場中，精選了基準指數中權重最高的10隻股票。

《聚焦亞洲龍頭》主題的吸引力來自於上述公司的良好往績和基本面前景。亞洲龍頭公司的領先地位、強勁的外資流入以及穩健的基本面構成了堅實的投資基礎。

我們的分析顯示，這些亞洲龍頭具有以下優勢：市佔率具主導地位（支撐其定價能力）、高於平均水準的盈利增長（2023-2025年期間的3年複合年增長率高達10.3%，而地區平均僅為6.5%）、高自由現金流利潤率（6.8%，高於5.3%的地區平均水準）、可持續的高股東權益報酬率（ROE中位數為15.8%，而地區平均水準為11.2%）以及有利的估值（股價淨值比/市淨率1.9倍，低於2.1倍的公允價值水準）。

在不確定的環境中，亞洲龍頭公司應會在可預見的未來繼續跑贏整體MSCI亞洲（日本除外）指數。

人工智慧超級趨勢

從長期來看，我們正處於人工智慧（AI）超級趨勢之中，這將對亞洲等成長型市場帶來明確且更廣泛的影響。

2023年標誌著AI的轉折之年，生成式AI（幫助使用者利用經過訓練的數據模型來生成文本、圖像和音訊/視頻等形式的內容）熱潮席捲全球，吸引了所有人的目光。

這種情況並不陌生。在過去，我們看到了智慧型設備在亞洲多個領域推動了許多傳統商業模式的顛覆性變革，例如零售、娛樂、銀行和交通等。

我們認為AI將實現更高層次的科技顛覆，帶來重要的機遇，但是也伴隨風險。

如果說過去十年是亞洲的“app（應用程式）經濟”，對亞洲的就業、通膨和GDP增長都產生了深遠的影響，而未來十年左右或可稱為“AI經濟”，將可能重塑就業、生產率、通膨甚至地緣政治等形勢，並且進一步加速向新經濟行業轉型。

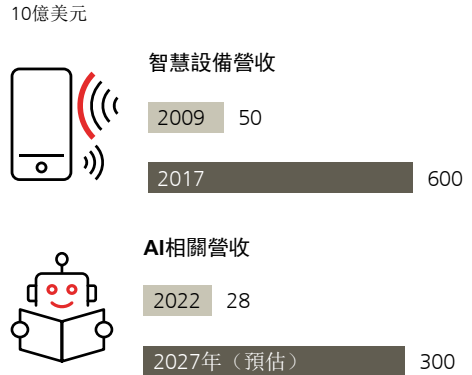
AI的強勁增長潛力可能會帶來巨大的機會。我們預計全球AI營收規模將從2022年的280億美元，增長到2030年的3000億美元。

這與全球智慧型設備行業的指數級增長極為類似，後者從2009年的500億美元，增長到2017年的6000億美元，帶來了亞洲新經濟行業和IT供應鏈的投資機會。

不過，由於AI需要龐大的資本支出，我們認為具有先發優勢、財務實力雄厚的科技顛覆者和行業領軍者將最為受益，推動“強者勝出”趨勢。我們認為臺灣、韓國和日本領先的IT公司，以及中國大陸、東協和印度等地區的新經濟龍頭企業將具優勢，能夠長期把握該地區AI的浪潮。

圖5

在受惠於此前智慧設備榮景之後，臺灣、韓國和日本的IT龍頭公司，中國大陸、東協和印度的新經濟頭部公司將獲益於AI紅利



資料來源：公司數據，彭博行業研究，瑞銀，截至2023年



要點

- 在有利的估值和強勁的盈利增長支撐下，2024年亞洲（日本除外）股票預計將取得雙位數回報。
- 面對超級趨勢和高度的不確定性，我們聚焦亞洲龍頭公司。優質的地區性權重股票有望跑贏基準指數。
- 亞洲的AI十年。具有先發優勢、財務實力雄厚的行業龍頭公司將最為受益。

如何佈局亞洲的綠色轉型？

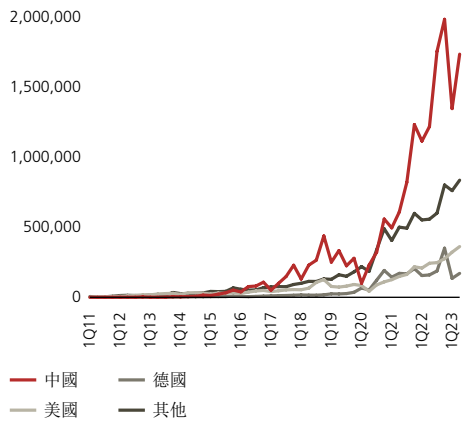
要實現全球淨零經濟，我們需要完成有史以來最大規模的經濟轉型之一。轉型的進程、挑戰和投資機會在亞洲尤為明顯。

儘管全球各地的氣候風險都在上升，但亞洲可說是全世界最容易出現災害的地區。這個地區不但貢獻了全球年度GDP增長的一半，許多受氣候變化影響最大的國家和群體也位於亞洲。總之，這些因素凸顯了亞洲在綠色轉型過程中的重大挑戰和機遇。具體而言，我們認為明年的亞洲將由三個關鍵維度來決定。

維度一：中國“綠色”產能過剩

中國提出了到2060年實現碳中和的宏偉目標，在此推動下，中國成為全球電動汽車和太陽能產業的領跑者。由於其他國家處於較為落後的位置，中國這些產業可能會在本十年進入最具活力的增長期。

圖6
中國在全球電動汽車銷售中獨佔鰲頭
我們預計具競爭力的領先地位可望保持



資料來源：彭博新能源財經，瑞銀，截至2023年

首先，中國已經超額完成了2025年的電動汽車滲透率目標（佔總銷量20%），2023年的佔比估計高達34%。我們認為到2024年，這一比例可能達到40%，即相當於最初目標的兩倍。

同樣，在過去兩年激進擴張產能後，中國也可能已提前達成2025年風能和太陽能裝機容量在2020年基礎（534吉瓦）上翻倍的目標。但這導致從多晶硅到晶圓、電池板和電池組件等整個國內太陽能供應鏈處於供過於求的狀態。我們估計，這將加劇太陽能元件供給過剩的情況，過剩產能從2023年的估計64%上升到2024年的近100%。

與其他領域一樣，中國必須借助海外市場來消化過剩的產能，因此我們對太陽能行業持謹慎觀點。儘管地緣政治情勢緊張，保護主義論調抬頭，中國的太陽能出口在2023年上半年仍較同期增長了34%，達到114吉瓦，相當於美國全國的總裝機容量，其中超過一半出口到了歐洲。

維度二：地區化和不斷壯大的市場

來自中國的低價太陽能面板幫助了亞洲新興經濟體滿足不斷增加的電力需求，並實現其減碳計畫。

高度依賴煤炭發電的印度，制定了到2070年實現淨零排放的目標。該國當前在太陽能部署方面名列全球第三。印度評級分析機構CRISIL預計，到2030年，綠色基建的投資支出將增加5倍，達到440億美元，設備需求將透過進口來滿足。

東協（東盟）也在進行向可再生能源轉型的試點。東協地區計畫將可再生能源於總電力裝機容量中的佔比，從目前的14%增加到2025年的23%，到2035年進一步提高到35%。越南在向可再生能源轉型方面保持領先，泰國和菲律賓緊隨其後。我們預計東協地區的可再生能源裝機容量到2027年將至少翻倍，意味著從2022年到2027年需要每年投資200億美元。

儘管本地區供應鏈不斷增長，但由於商品化和進口品價格便宜且容易取得，為其利潤前景蒙上陰影。由於供應鏈受擾和項目延期，上市可再生能源股票跟隨全球可再生能源股票走跌。儘管該類股的估值倍數高於歷史水準，不過我們認為近期回跌為長線投資者提供了不錯的進場機會。

維度三：不走尋常路

由於經濟持續增長，並且從食品到電力等基本消費需求也仍在上升，亞洲的減碳步伐與發達地區明顯不同。對亞洲而言，可持續發展不僅是理想，也是滿足基本需求而必不可少的解決方案。

外部壓力也不容忽視。全球關注可持續發展，將給亞洲複雜的供應鏈和現有模式帶來挑戰。歐盟已經通過法律，要求品牌和進口商對其供應鏈中違反環境或勞動權利的行為負責。當地監管措施將會進一步加速行業行動。

在此同時，行業格局也在快速變化。根據畢馬威的估計，亞洲公司的可持續發展資訊披露率在過去十年已經上升了近一倍，目前已躋身全世界最高之列。瑞銀CIO可持續投資評分顯示，亞洲發行人過去兩年的可持續性表現在全球提升最快。





面對這一系統性的變革，ESG領先者（可持續性管理在同行業中相對出色的公司）將更有優勢。投資亞洲的ESG領先者也將取得回報，正如在過去八年中，MSCI亞洲（日本除外）ESG領先者指數有五年跑贏非可持續投資指數，年均跑贏幅度0.5個百分點。

結論：強者恆強？

氣候行動將推動根本性的商業革命，不僅包括清潔能源和交通運輸等主題，同時也涵蓋了亞洲經濟的各個行業與部門。在ESG主題和ESG領先者策略中，我們認為，在所需的資本支出、研發和重大策略轉型等方面作好準備的大型行業龍頭將在明年和未來數年繼續領先。

要點

- 中國的綠色領跑。在電動汽車和可再生能源領域一枝獨秀帶來了機會，但也意味著挑戰。
- 可再生能源地區化。亞洲新興市場的可再生能源投資不斷增加，上市可再生能源公司的長線進場點正在浮現。
- 不走尋常路。氣候變遷將引發商業變革，準備更充分的優質大型公司應會領先。



資產類別 觀點

亞洲資產的投資新思維

不確定的環境意味著投資亞洲需要不同的投資思維。戰術期而言，我們透過在各類資產中挑選優質標的以及股市中的相對機會來進行佈局。

亞洲資產在2023年表現平穩。亞洲（日本除外）股票大致持平，亞洲投資級債券則取得小幅正回報。成長型市場（比如：臺灣和韓國）以及長線型市場（比如：印度和印尼）跑贏中國大陸、馬來西亞、泰國和香港地區等。

相較於2023年，我們預期亞洲在2024年有望實現更快的增長，但也面臨更高的不確定性。亞洲央行可能會與美聯準會同步保持較為緊縮的政策立場，以防止外資流出和本國貨幣疲軟。不過，明年晚些時候，美國消費動能減弱以及美元強勢消退，將為亞洲央行帶來降息空間，預計下半年平

均降幅50個基點。這對該地區股市來說是一個重要的利多因素。在韓國和臺灣等科技股權重高的市場帶動下，2024年亞洲（日本除外）盈利增長率預計可達高雙位數，而當前估值仍然低於五年平均值。

在全球風險消退之前，我們將繼續聚焦於亞洲的相對機會，而不是押注在方向上。戰術期內，我們認為印度和中國大陸等市場的表现將優於新加坡等。鑒於印尼對美國利率的敏感性，我們將該市場評級從看好下調至中性，但將馬來西亞從不看好上調至中性，因為馬來西亞在此前的長期高利率時期展現抗跌韌性。

亞洲市場相對機會

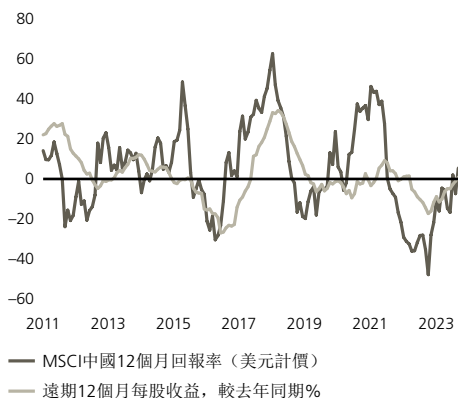
鑒於強勁的國內經濟增長和外資投資意願，投資印度的理由仍然充分。短期內或許會遭遇一些挑戰，比如：食品CPI通膨回升，以及美聯準會若進一步升息或油價急劇走升可能促使印度央行再次升息（應是最後一次），不過，受銀行信貸支撐，印度的消費和建築需求仍然穩健。我們預計盈利表現將是主要驅動因素，倘若存款利率見頂，還可能帶動市場估值上修。

在中國，政策落實仍然是短期重要的催化劑。除了放寬資本市場和房地產市場的舉措之外，我們預計政府將為化解地方債務風險提供更多支持。事實上，中國政府10月份宣佈發行1兆元特別國債，提振了市場期待。然而，10月採購經理指數（PMI）較前月走弱，意味著宏觀復甦還需要時間和進一步政策支持。由自下而上的角度，MSCI中國12個月遠期每股收益（EPS）增長呈現復甦趨勢，而本益比（市盈率，P/E）較五年平均值低一個標準差，頗具吸引力。此外，國際投資者對中國的持倉也在偏低水準。基於短線跑贏潛力，我們維持對中國的看好觀點。

另一方面，我們繼續不看好新加坡。該市場對全球貿易週期高度敏感，而當前全球貿易情勢依然疲軟。即使在高利率長時間維持的環境下，新加坡金融類股（權重達到50%）的上行空間也應有限。可能驅動市場上行的風險包括：全球科技股反彈激勵新加坡科技類股，美國利率下滑有利於房地產投資信託基金（REITs），以及全球貿易週期轉變。不過，當前這些上行風險有限。

圖7
中國企業盈利增長持續復甦

MSCI中國成份股遠期12個月每股收益（EPS）較去年同期變動與指數表現%



資料來源：Factset, 彭博, 瑞銀, 截至2023年9月30日

買入優質債券

在固定收益領域，我們看好優質債券。收益率處於高點和信用品質較好，使得亞洲投資級債券能提供穩健的風險回報。儘管信用利差已較三年前有所收窄，但我們認為，在市場避險情緒出現時，將是建倉優質債券的

良好時機。另一方面，即便中資房企債券的佔比已縮水至5%左右，市場對亞洲高收益債券的態度依然謹慎。在陷入困境的房地產開發商資金和流動性狀況顯著改善之前，我們在亞洲高收益債持高度精選策略。



要點

- 亞洲有望在2024年實現更快的增長，但也面臨更高的不確定性。
- 聚焦相對機會。我們認為印度和中國（看好）將跑贏新加坡（不看好）。
- 買入優質債券。鑒於收益率處於高點和信用品質較好，亞洲投資級債券能提供穩健的風險回報。

如何從策略資產配置（SAA）角度佈局中國？

長期而言，我們認為，中國股票的預期回報將高於發達市場股票。從多元化和部署高增長潛力的角度，投資者應繼續在全球投資組合中配置該市場。對於平衡型全球投資者，我們認為，中國股票

的直接和間接投資佔總投資組合的比例應在1.6%左右。至於側重亞洲且風險平衡型的全球投資者，對中國股票的配置比例應在6.1%左右。

中國以外有哪些機會尚待發掘？

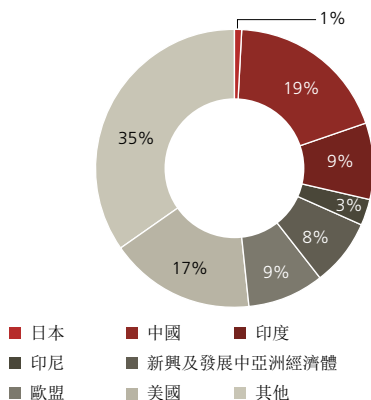
隨著中國以外地區的經濟增長愈發受到關注，我們認為先前較少被留意的亞洲股票市場存在機會。我們看好經濟前景正面經濟體中的消費和銀行股，以及受益於亞洲供應鏈多元化的企業。

亞洲繼續在全球扮演著不可或缺的角色。這從其對全球GDP增長的貢獻度明顯可見，我們預計2018年至2028年期間亞洲佔全球增長的比重將達到40%左右。在亞洲，成長風格重返投資視野，尋求廣泛佈局的投資者可考慮多元化成長型標的，或是“亞洲新經濟領軍者”等主題機會。

但需要注意的是，亞洲增長動能正在發生變化。比如，雖然中國對增長的貢獻率依然最高，但印度、印尼和其他經濟體也在迎頭趕上，這使得多元化配置份外重要。

圖8
重要性與日俱增：印度、馬來西亞和其他新興亞洲經濟體

對全球GDP增長的貢獻%，2028年預測值



註：地區數據來自於國際貨幣基金組織（IMF）分類。其他為美國、歐盟和新興亞洲以外的地區。

資料來源：全球經濟展望，瑞銀，截至2023年10月

為把握上述趨勢帶來的機會，投資者應側重於優質股票以及獲利穩定的公司。在此理念下，我們推出“放眼MSCI中國之外的亞洲增長機會”主題，涵蓋亞洲人工智慧（[參見第81頁：亞洲為何將是“強者勝出”](#)），“下個十億級銀行”和結構性消費增長支柱。

人口結構優勢帶動消費增長

首先，東南亞的人口結構優勢值得關注。東協（東盟，ASEAN）擁有6.78億人口且年齡結構相對年輕，其中印尼、菲律賓和越南人口佔比最高（分別為40%、17%和15%），該地區集中了大量充滿活力的勞動力，並推動消費市場持續擴大。

印度也是如此，其人口在2023年達到14.3億，超過中國成為世界上人口最多的國家。東協和印度的中產階級不斷壯大且購買力持續提高，而且兩者的人口年齡中位數分別僅為29.6歲和27.3歲（遠低於中國的37歲和日本的48歲），這使得其人口結構具有明顯的經濟優勢。在該地區，我們看好那些具有優質產品和長期持續增長潛力以及強勁的自由現金流生成能力的消費品企業。

銀行受益於成長前景看好

銀行在經濟體中發揮著重要作用，比如貨幣政策傳導、財富管理以及滿足民眾信貸需求等。我們尤其看好印度、印尼和菲律賓的銀行，因其受益於本國經濟前景看好。

此外，這三個市場的銀行服務覆蓋面仍然不足，成年人的借記卡或信用卡擁有率僅為31%，遠低於日本（90%）、美國（91%）和中國（78%）。此外，當地銀行的信貸與GDP比率也相對較低。

展望2024年，我們預計這些銀行貸款成長將達到低雙位數，這得益於消費貸款需求和資本支出投資穩健以及抵押貸款相對穩定。在不良貸款準備續三年下調後，我們認為能從這方面獲得的進一步提振不大。淨息差改善帶來的正面助益預計也有限，因為市場在最近幾季已大致計入這一因素。

在印度、印尼和菲律賓的銀行中，我們看好那些貸款增長有望超過整體行業的大型銀行。這些銀行的股價淨值比（市淨率）普遍在2.0倍，低於2.1倍的歷史平均值。除了估值具吸引力外，這些公司還逐漸提高股息支付以增加股東回報。

“中國+1”的受益者

在新冠疫情引發供應鏈中斷以及地緣政治風險加劇後，許多國際公司都在尋求分散供應鏈。這從“中國+1”供應鏈多元化策略與日俱增可見一斑，南亞和東南亞（尤其是印度、印尼和越南）似乎是這一趨勢的最大受益者。

這些國家的成本競爭力、政治穩定性以及地理上與中國接近（比如越南），都使其成為“中國+1”策略的理想目

的地。中國對該地區的外商直接投資（FDI）也大幅增長，直追美國——這也可緩解歐美關稅和原產地規則對中國直接出口商品的影響。事實上，目前中國在該地區的FDI是十年前的四倍。

此外，隨著時間的推移，供應鏈回流和FDI趨勢應有助於經常帳結構性改善，尤其是在印度和印尼。我們認為，建築、能源、交通運輸和電信企業將受益於基礎設施FDI增長。

在其他領域，該地區（尤其是新加坡）的工業和物流房地產以及工業房地產投資信託基金（REITs）存在機會，部份太陽能電池板製造商和電動汽車供應鏈企業也有不錯的前景。區域供應鏈從中國轉向東協的趨勢，是我們推出“東協：擴展中國平臺”主題的一項重要考量。



要點

- 放眼中國大陸以外的增長機會。隨著中國經濟增長放緩，南亞和東南亞佔全球增長的比重逐漸上升。
- 買入增長前景看好的優質股票。我們看好具有優質產品和強勁現金流的區域消費品企業，以及印度、印尼和菲律賓的銀行。
- “中國+1”的受益者。南亞和東南亞成為最大贏家，上游和下游行業皆從中受益。

日本的新氣象能否持續？

我們在全球配置中對日本股票維持中性觀點。不過，日本數十年來首次出現持續性通膨，我們認為優質價值股有望上漲並綻放光彩。

2023年日本的表現令人刮目相看。日本經濟終於從泡沫破滅後30年的沉寂中甦醒，在這30年中，日本寫下了不少獨特的“第一”：第一個在二戰後經歷了持續性通縮的發達國家，第一個實施負利率的亞洲國家，第一個為債券收益率設置上限的國家。情勢終於見到好轉，僅在2022年，日本的核心通膨率就已升至1980年代初以來最高，2023年的實際經濟增長率超過大多數發達市場。這些發展推動了日本股市2023年迄今跑贏亞洲其他市場逾10個百分點（以美元計）。

我們認為日本的新氣象才剛剛開始。儘管通膨可能在2024年回落至目標附近，但強勁的工資增長以及疫後重新開放對服務業的持續提振，應會使物價增速保持在高於過去數十年來的水

準。這種再通膨環境意味著日本很可能成為2024年唯一一個經濟超過趨勢增長的發達國家。對投資者而言，這具有以下兩方面的重要意義：

- 首先，公司治理改革有望在未來6-12個月內提速。東京證券交易所推出的一系列重大改革措施為日本企業界改善公司治理、提升股東回報奠定了基礎，但這還需要企業對未來盈利前景保持信心。好消息是，日本經濟增長改善，將有助於日本企業今明兩個年度的盈利強勁增長。我們預期，2023年度（截至2024年3月底）每股收益（EPS）將增長9%，2024年度增長7%，同期全球股票盈利增幅預期分別為0%和7%。這應會激勵企業利用手中現金增加股票回購，減少交叉持股，並投入明年資本支出。

- 其次，日本央行有望緩慢推進貨幣政策正常化。在工資加快增長和通膨溫和的環境下，我們預期日本央行可能在2024年上半年結束收益率曲線控制和負利率政策，進而推動10年期日本政府債券收益率升至1%左右。不過，儘管當前工資增長動能良好，但要將通膨持續保持在2%對日本來說仍然是個挑戰，這使得日本央行不大可能在短期內上調利率。我們的基準情景依然是，2024年日本將維持審慎寬鬆的貨幣政策，這將為股票等風險資產帶來有利的投資環境。

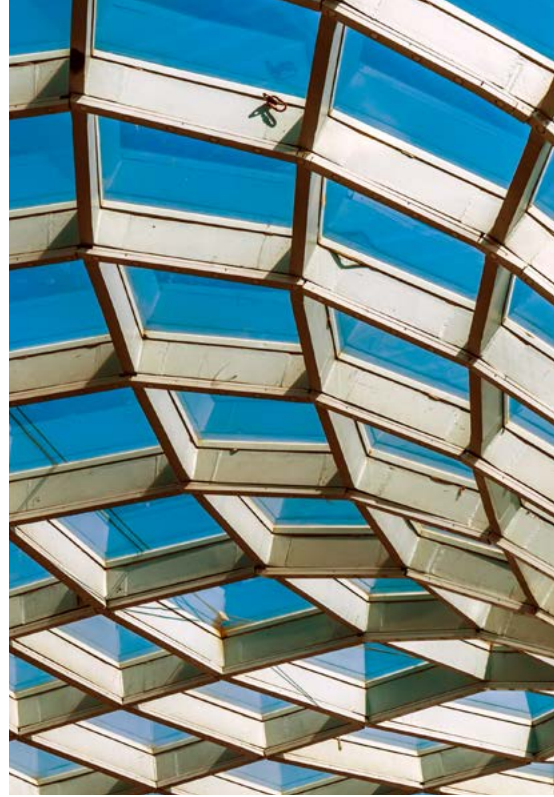


圖9
通膨走高支持利潤率上升s

12個月遠期營運利潤率%（左軸）與核心CPI%
（扣除新鮮食品，右軸）



資料來源：彭博，瑞銀，截至2023年11月

銀行是優質價值股

我們認為，優質價值股將是2024年日股中最主要的受益者，有望脫穎而出。這類股票在過去幾個月來已跑贏日本大盤，而在有利的通膨週期、日本政府債券收益率走高、東京證交所推動提高股東權益報酬率（ROE）等因素支持下，未來幾季優質價值股的吸引力還將進一步上升。

首先，價值股與通膨預期往往有較高的相關性。我們仍然看好優質股，因為在物價上漲的背景下，日本消費者變得更加精挑細選，迫使企業重新注重產品和價格方面的差異化並提供更多增值服務。對於優質企業而言，提高ROE的壓力也有助於其提升盈利能力，進而提高股東回報。



Getty images

與此同時，銀行依然是政策正常化以及收益率上升的主要受益者之一。雖然2023年日本銀行股跑贏基準指數，但自2016年日本央行首次引入負利率以來其表現仍然落後。此外，銀行股的股價淨值比（市淨率，P/B）估值仍低於2016年前的水準（圖7），這意味著隨著今後幾季盈利能力提高，銀行股估值將有更多上行空間。潛在的股票回購也是一個短期催化劑，而銀行業相對較高的股息（3.5–4%）應有助於降低下行風險。



要點

- 日本的新氣象有望持續。鑒於通膨將維持在30年來高點，日本很可能成為2024年唯一一個增長超過趨勢水準的發達國家。
- 改革與政策正常化。企業改革料將提速，與此同時，日本央行將緩慢推進貨幣政策正常化。總體而言，我們認為投資環境有利。
- 銀行是優質價值股。在日本的再通膨環境下，優質價值股料將脫穎而出，尤其是大型銀行。

亞洲信用債能否在高利率環境下表現出色？

對於亞洲債券而言，過去只是個開始。全球收益率在過去數年間升至十年來高點，為亞洲投資級信用債在2024年取得高個位數回報奠定基礎。聚焦優質債券將是安渡不確定性的不二法門。

在經歷了2022年的艱難市況後，亞洲債券投資者在2023年的回報只能說是差強人意。亞洲投資級信用債總回報率小幅上升，而亞洲高收益債券年初至今持平。

亞洲債券表現平平，主要因為美國高利率週期維持的時間較預期長，驅動了債券收益率創新高。從4月到10月中旬，美國10年期公債收益率在短短數月間飆升180個基點至5%，寫下後金融危機時期以來高點，這導致了全球大多數債券類別的收益率升至2007年以來區間的第九百分位內。在亞洲，投資級債券收益率也升至6.5%左右的多年高點，但信用利差相對穩定。

即將邁入2024年之時，我們認為，當前的利率水準為投資亞洲信用債帶來了有利的進入點，同時還能對進一步升息或信用利差擴大的風險提供緩衝。宏觀經濟和政策條件也更加有利於債券：通膨和經濟增長正在逐漸放緩，且美聯準會升息週期可能已經結束（即使降息時間點還不確定）。市場預計美聯準會不會將利率下調至4%以下，但我們認為這種預期過於鷹派。

不確定環境下聚焦優質債券

上述變化表明，利率仍將是未來一年亞洲投資級債券回報的最大驅動因素。隨著利率下滑，我們認為，當前收益率水準意味著優質債券可望於2024年取得高個位數回報。倘若美國經濟放緩幅度超過預期，還可能進一步上行。

同時，由於技術面有利，我們預期信用利差將相對具韌性。由於本幣境內市場融資成本相對低，美元債供給預計仍較為有限，至9月底亞洲投資級美元債淨供給為負300億美元。而在需求方面，明年將有800億美元投資級債券到期，這些資金需要進行再投資。

該類債券的基本面也沒有改變，部份主權發行人的評級有機會上調，比如：印尼。

避開評級較低的券種

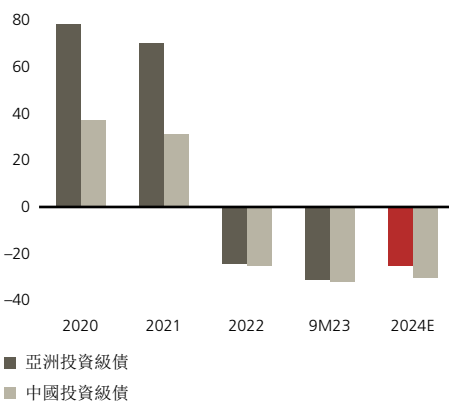
2024年，亞洲高收益債券的行業組成和國家/市場風險，將出現結構性變化。繼2023年違約率走高至約18.2%之後，我們預期，明年違約率有望下滑至中到高個位數，大部分中資房企發行人的債券價格仍然承壓。

部份中國房企債因違約被剔除後，其高收益債指數中的佔比下滑至低個位數。不過，更廣泛來看，中資債券的權重仍在24%。

圖10

2024年亞洲投資級債淨供給預計依然為負值

供需態勢將為信用利差提供支撐（10億美元）



資料來源：彭博，瑞銀預測，截至2023年11月

非中資債券成為2023年高收益債回報的支柱。然而，信用利差已收窄，使其在2024年的吸引力有所下降。如果不計入中資債券和主權發行人，高收益債指數的收益率將從16%下降至約10%，與全球其他高收益債市場一致。由於多數高收益債發行人不容易在發行市場籌資，我們認為，再融資風險將是該類別2024年最大的考驗，尤其是明年到期金額達到290億美元。綜合考量之下，我們認為廣泛持有亞洲高收益債券的風險回報並不具吸引力，而是建議聚焦於高度精選的由下而上機會。

投資機會在哪裡

在2024年，我們相對於高收益債券看好亞洲投資級債券。在投資級債券中，我們青睞優先級金融債和印尼，因其信用利差將保持韌性。在高收益債中，我們採取由下而上的選債策略，關注基本面改善題材，比如：澳門博彩。由於融資前景仍高度具挑戰性，我們繼續建議避開中資房企債（投資級和高收益）和其他中資高收益發行人。

存續期（久期）方面，歷史數據顯示，升息週期剛結束時往往有利於長債，其表現明顯優於反覆投資較短期限債券的同期總回報。現階段，我們看好收益率曲線中段，這些中期債券的收益率具吸引力且穩定性較長債好，也能受益於利率下降預期。我們建議在亞洲債券中透過槓鈴策略兼顧上述優點，也就是結合優質長期債券（7-10年期，單A或更高）與短期信用債（1-3年期），前者具上漲潛力，後者能透過提高信用風險取得具吸引力的息差。



要點

- 利率是驅動因素。我們認為，2024年亞洲投資級債券可望取得高個位數回報，主要受利率驅動。
- 在不確定環境中聚焦優質債券。我們看好投資級債中的優先級金融債和印尼，並建議結合優質長存續期（久期）債券和短債以取得上行空間。
- 避開低品質信用債。再融資將是高收益債2024年最大風險，我們認為該類債券的回報不足以彌補潛在的風險。

亞洲貨幣2024年表現會如何？

亞洲貨幣兌美元在2024年第一季可能繼續承壓，但從第二季起前景有望改善。投資者可考慮區間交易策略，逢低買入，並聚焦於精選的短期受益者。

亞洲貨幣在2024年第一季的表現可能依然承壓，因為在美國增長動能強勁、美債收益率居高不下、地緣政治緊張局勢推高避險需求之際，美元強勢應能持續。

不過，從2024年第二季起，隨著美國經濟放緩，且美債收益率趨於下行，美元強勢預計也將減弱。

此外，倘若未來幾季通膨繼續回落，我們也預期全球央行將在2024年下半

年削減緊縮政策力度，為出口型亞洲經濟體帶來週期性增長助力。

短期受益者

在持續的市場不確定環境下，短期內我們看好澳幣、泰銖和人民幣，不看好印尼盾、馬來西亞幣、菲律賓披索和印度盧比。在未來數月（2023年底至2024年第一季），我們預計澳幣（受央行鷹派立場支撐）、泰銖（受旅遊旺季推動）和人民幣（受增長回穩支撐）將有出色表現。



我們認為澳洲央行的貨幣政策立場相較於紐西蘭央行和新加坡金融管理局更為鷹派。

首先，泰國入境旅遊人數通常在11月至次年3月達到高峰，這歷來會驅動泰銖季節性升值。過去二十年來，在11月至3月期間泰銖兌美元平均升值2.2%，貿易加權匯率平均升值2.1%。

其他貨幣方面，澳洲經濟增長走強和通膨動能使得該國央行保持鷹派立場，進而提振澳幣。我們也看好人民幣，有跡象表明中國經濟活動已觸底回升，且中國央行也不樂見人民幣過度貶值。

圖11

部份貨幣（印尼盾、馬來西亞幣、菲律賓披索和印度盧比）對強勢美元及美國利率上升相對脆弱

紅色數字表明脆弱領域

貨幣	外匯準備		國際收支		外資在本地貨幣政府債券的持有			美元計價當地政府債券	
	10億美元	佔GDP比重%	經常帳佔GDP比重% (最近3個月)	貿易平衡 (3個月移動平均, 10億美元)	10億美元	市場佔比%	佔外匯準備比例%	10億美元	一年內到期
新加坡幣	337	71.4%	19.0%	3.8					
新臺幣	564	77.2%	12.2%	9.1					
人民幣	3115	17.5%	1.6%	75	293.3	8.2	9.4%	16.0	1.0
泰銖	211	42.3%	0.6%	0.2	25.9	11.6	12.2%		
韓圓	414	25.2%	1.7%	2.2	152.4*	20.0	36.8%		
印度盧比	586	17.4%	-1.1%	-21.4	27.6	1.6	4.7%		
菲律賓披索	98	23.6%	-3.4%	-4.1	3.2	1.9	3.2%	40.8	2.0
馬來西亞幣	109	27.6%	2.1%	4.3	53.6	22.9	49.2%	4.3	0.0
印尼盾	135	10.0%	-0.5%	2.6	51.9	15.0	38.4%	52.5	2.2

* 外資持有的韓圓計價韓國政府債券可能已進行貨幣對沖
資料來源：亞洲開發銀行, 彭博, 瑞銀, 截至2023年10月

與此同時，我們預計印尼盾、馬來西亞幣、菲律賓披索和印度盧比表現將落後，因為高油價導致這些國家的經常帳逆差加劇，且美國高利率削弱了這些高息貨幣的吸引力。

逢低買入

就逢低買入而言，我們認為韓圓和新臺幣具吸引力，不過兩者都存在短期隱憂：韓圓對美元強勢高度敏感，新臺幣在2024年1月臺灣選舉前可能出現較大波動。

投資者可利用上述兩種貨幣回跌之機加倉，我們認為其在6-12個月內有不錯的反彈潛力。在半導體和電子行業復甦帶動全球製造業週期改善的環境下，韓圓和新臺幣將成為主要受益者。

我們認為，可透過持有未經貨幣對沖的韓國和臺灣股票市場，來建立韓圓和新臺幣配置。



投資機會在哪裡

投資者可考慮以下幾種方案。首先是針對十國集團（G10）貨幣進行區間交易。鑒於短期內美元將維持強勢，我們建議考慮以下貨幣對的區間交易策略：歐元兌美元（1.04–1.10）、澳幣兌美元（0.62–0.67）、美元兌日圓（145–152）以及美元兌瑞郎（0.86–0.92）。

另一種方式是降低美元借貸成本。尋求降低美元貸款高額成本（並願意承擔一定匯率風險）的投資者，可以考慮賣出3個月期美元兌瑞郎下行風險。鑒於瑞士央行釋出緊縮進程很可能已結束的信號，短期內美元兌瑞郎大幅下跌的可能性應可控。

最後，投資者可以考慮做多澳幣（兌紐西蘭幣和新加坡幣）。對於風險承受度較高的投資者，我們認為目前澳幣兌紐西蘭幣和澳幣兌新加坡幣匯率具吸引力，可為中期反彈進行佈局。

我們認為，相較於紐西蘭央行和新加坡金管局，澳洲央行的貨幣立場相對更為鷹派。澳幣的投機性淨空頭頭寸已接近歷史極值，這些頭寸平倉或為澳幣反彈助一臂之力。



要點

- 持續區間震盪。但隨著美元從第二季起走弱，亞洲貨幣在2024年可望溫和反彈4%。
- 短期贏家。未來數月表現出色的貨幣包括澳幣（央行相對更為鷹派）、泰銖（旅遊旺季）和人民幣（增長回穩）。
- 中長期而言，隨著全球製造業週期改善，韓圓和新臺幣有望反彈。

亞洲房地產復甦前景如何？

在各地特有因素的驅動下，亞太房地產市場前景較為分歧。北亞市場持續波動，而新加坡、東京和雪梨的房價應會溫和上漲。

過去十年來，低融資成本支持了全球房地產市場的榮景。不過，低利率環境突然結束動搖了房地產價格的重要支柱。通膨和利率上升導致《瑞銀全球房地產泡沫指數》覆蓋的各大城市實際房價平均下跌5%，這是自全球金融危機以來的最大跌幅。

疫情後最熱門地區的房價繼續上漲，與此同時租金也持續攀升，再加上房貸利率飆升促使家庭降槓桿，這些地區的總體房地產基本面有所改善。總體而言，由於基本面更為穩固，全球金融中心目前處於疫情爆發以來最為平衡的狀態。

在亞太地區，香港已從“泡沫風險”下降至“估值過高”區域，而新加坡從“估值過高”降至“公允”水準。只有東京（融資條件具吸引力）仍處於泡沫區域。

在新加坡，相較於開發商看好REITs

我們預計新加坡私人住宅價格增長將放緩。繼2022年上漲8.6%後，我們預計2023年房價增速將放緩至4-6%，2024年進一步回落至低個位數。房價漲幅放緩主要是由於住宅竣工量增加，以及多輪宏觀審慎政策抑制了需求。

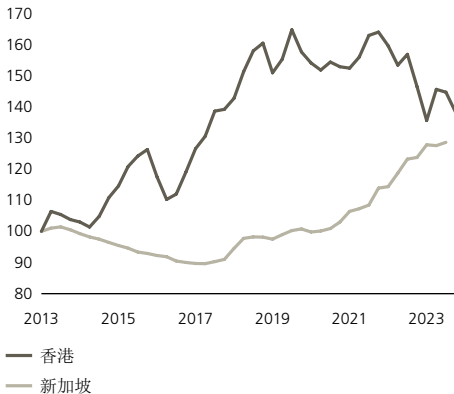
如果房價漲幅繼續超過收入和經濟增長，則不能排除進一步收緊政策的風險。有鑑於此，在新加坡股票策略中，我們相較於開發商看好REITs。REITs將受益於債券收益率下降以及續租租金上調。我們估計，在其他條件相同的情況下，10年期新加坡政府債券收益率每下跌10個基點，會帶動REITs價格上漲2.1%。我們偏好股

息穩健、資產價值穩定且資產負債表管理良好的優質REITs。我們看好工業REITs，其次是零售REITs，然後是辦公樓REITs。

東京和雪梨房價上漲

東京房價上漲主要是受到具吸引力的融資條件和人口增長所驅動。事實上，過去五年來東京住宅價格溫和上漲中低個位數之後，2023年前八個月每平方米均價較去年同期飆升30%，主因供給有限以及部份高檔住宅推高了價格。儘管收入和租金並未跟上房價上漲的步伐，但寬鬆的融資條件可望支持未來幾年住宅價格溫和上漲。鑒於日本政府債券收益率即將上升，我們相較於REITs更看好日本開發商。

圖12
香港與新加坡的住宅價格差距已經收窄
香港與新加坡房價指數，2013年迄今



資料來源：中原數據，新加坡市區重建局，瑞銀預測，截至2023年9月

澳洲房地產市場正在穩步復甦。被視為全澳房地產市場風向球的雪梨引領復甦，自2023年觸及底部以來，雪梨房價上漲了8.8%。在有利的供需動態支持下，雪梨房價在未來12個月應會上漲中個位數。需求端受到強勁移民流入的支撐，而供給端則受到住宅建設放緩的限制。不過，住宅負擔能力偏弱以及購房情緒低迷可能會抑制房價上漲的步伐。在上市股票方面，我們青睞精選的住宅和工業REITs，也看好盈利具韌性、資產負債表穩健且股息收益率具吸引力的開發商。

北亞前景喜憂參半

相比之下，由於抵押貸款利率上升且中國大陸經濟復甦慢於預期，香港地區的房價在過去12個月下跌約6%。迄今為止，香港最優惠利率持續低於美國。香港貸款利率的潛在升幅可能繼續令房價承壓，我們認為房價還有低至中個位數的下行空間。因此，我們偏好盈利穩健的社區型 REITs，以及經常性現金流穩定和資產負債表強勁的開發商。

中國大陸的二手房價格今年迄今已下跌約8%。收入增長疲軟、房價預期走低以及民營開發商信貸緊縮，都令購房者情緒承壓。支持性政策措施應主要惠及一、二線城市，我們預計這些城市的房價將持平。上市房地產開發商的表現可能持續波動。我們偏好透過家電企業和房地產仲介等來佈局於該行業。



要點

- 在新加坡，由於政府債券收益率下降，我們相較於開發商看好REITs。
- 由於日本政府債券收益率上升，我們在日本相較於REITs看好開發商。而澳洲的部份住宅/工業REITs及開發商都具吸引力。
- 中國房地產開發商的表現料將持續波動，我們偏好透過家電企業和房地產仲介來佈局該行業。



2023年回顧

經濟增長

我們預計2023年經濟增長將放慢腳步。事實也確實如此，不過，幅度小於我們的預期。2023年發達經濟體和新興經濟體料將增長1.7%和4.3%（2022年分別為2.4%和4.1%），均高於我們估計的0.4%和3.5%。

通膨

我們預計2023年通膨將下降。結果與我們的預期差不多，當前通膨僅略高於我們的預測。到年底，美國消費物價通膨指數預計將在3.7%，我們此前的預測值為3.6%。

利率

我們預計央行將在2023年底前開始降息。儘管升息週期接近或是已經結束，但由於勞動力市場偏緊，目前不可能放鬆貨幣政策。目前，我們預計首次降息將可能在2024年春末夏初。

債券

在經濟增長和勞動力市場較預期強勁之際，債券收益率持續上升。這與我們的預期不同。我們此前預期美國10年期公債收益率將從2022年的3.9%降至2023年的3%。而在本報告撰寫之時，10年期美債收益率處於4.6%的偏高水準。

股票

2023年初，我們對股票持中性觀點。少數人工智慧（AI）概念股意外帶動了一輪行情，支撐整體股指的全年表現。截至本報告撰寫時，標普500指數在過去12個月上漲10.5%，斯托克600指數上漲3.3%，MSCI新興市場指數上漲1.8%。

貨幣

在今年近尾聲之際，美元兌歐元、英鎊和瑞郎匯率較今年開局時略為貶值。這與我們的全年預期一致，不過幅度略小。由於日本央行保持寬鬆貨幣政策，日圓疲弱保持的時間較我們預期長。

大宗商品

儘管利率走高，但地緣政治風險居高不下，投資者紛紛追逐黃金，令金價漲勢強於預期。石油輸出國家組織及其盟友（OPEC+）限產，一度提振油價在第三季挑戰每桶100美元大關，但仍未能達到我們的預測值。

資產類別預測

大宗商品

	現價	2024年6月	2024年12月
布蘭特原油（美元/桶）	83	95	95
WTI原油（美元/桶）	78	91	91
黃金（美元/盎司）	1,950	1,950	2,150

資料來源：瑞銀，截至2023年11月13日

利率與債券

	2年期收益率			10年期收益率		
	現價	2024年6月	2024年12月	現價	2024年6月	2024年12月
美元	5.03	3.75	3.25	4.64	3.75	3.50
歐元	3.08	2.50	2.00	2.71	2.25	2.25
英鎊	4.64	4.00	3.50	4.31	3.75	3.50
瑞郎	1.31	0.75	0.70	1.09	0.90	0.90
日圓	0.10	0.20	0.25	0.87	1.00	0.80

資料來源：彭博、瑞銀，截至2023年11月13日

匯率

發達市場	即期	2024年6月	2024年12月	購買力平價 (PPP)
歐元兌美元	1.07	1.10	1.12	1.29
英鎊兌美元	1.23	1.25	1.27	1.59
美元兌瑞郎	0.90	0.88	0.87	0.78
美元兌加幣	1.38	1.34	1.32	1.21
澳幣兌美元	0.64	0.69	0.72	0.69
歐元兌瑞郎	0.96	0.97	0.97	1.00
紐西蘭幣兌美元	0.59	0.61	0.62	0.61
美元兌日圓	152	143	140	84

資料來源：瑞銀，截至2023年11月13日

新興市場	即期	2024年3月	2024年6月	2024年9月	2024年12月
美元兌人民幣	7.29	7.30	7.20	7.10	7.00
美元兌印尼盾	15701	15900	15700	15500	15300
美元兌印度盧比	83.3	83.50	83.00	82.00	81.50
美元兌韓圓	1322	1320	1280	1260	1240
美元兌馬來西亞幣	4.71	4.75	4.65	4.60	4.50
美元兌菲律賓披索	56.1	57.0	56.5	56.0	56.0
美元兌新加坡幣	1.36	1.35	1.34	1.32	1.31
美元兌泰銖	36.0	34.8	34.5	34.2	33.8

資料來源：彭博、瑞銀，截至2023年11月14日

經濟預測

	GDP增速 (%)				通膨率 (平均, %)			
	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
美洲								
美國	2.4	1.1	1.7	1.8	4.2	2.7	2.0	2.3
加拿大	1.1	0.2	1.3	2.1	3.9	2.5	2.1	2.0
歐洲								
歐元區	0.5	0.6	1.2	1.1	5.5	2.4	2.1	2.0
英國	0.6	0.6	1.5	1.3	7.4	2.6	2.1	2.0
瑞士	0.7	1.2	1.5	1.6	2.2	1.8	1.7	1.4
發達市場	1.7	1.1	1.6	1.6	4.6	2.5	2.0	2.0
新興市場	4.3	3.9	4.3	4.2	7.6	8.7	5.1	4.1
全球*	3.1	2.6	3.1	3.0	6.3	6.0	3.8	3.2

E = 預估; *通膨預測不含委內瑞拉
資料來源: 瑞銀, 截至2023年11月13日

	GDP增速 (%)				通膨率 (平均, %)			
	2023E	2024E	2025E	2026E	2023E	2024E	2025E	2026E
澳洲	1.9	1.6	2.2	2.1	5.7	3.6	3.0	2.9
紐西蘭	1.6	2.2	2.9	2.7	5.7	3.1	2.3	2.1
中國大陸	5.2	4.4	4.6	4.2	0.4	1.2	1.6	1.8
印尼	5.0	4.8	5.1	5.0	3.7	2.8	3.1	2.8
馬來西亞	4.2	4.0	4.3	4.3	2.6	2.2	2.2	2.1
菲律賓	5.1	5.3	5.8	6.0	6.0	3.6	3.0	2.8
泰國	2.4	3.4	2.9	2.9	1.4	1.9	1.6	2.0
韓國	1.3	2.0	2.2	1.8	3.7	2.3	2.0	2.1
臺灣	1.1	3.1	2.9	2.3	2.5	2.2	1.9	1.9
印度	6.3	6.2	6.2	6.5	5.5	4.8	4.5	4.5
新加坡	0.7	1.8	3.1	2.7	4.8	3.3	1.8	2.1
香港地區	3.6	2.5	2.8	2.1	1.8	1.8	2.1	1.9
日本	1.9	0.7	1.0	0.8	3.3	2.3	1.5	1.6
亞洲 (日本除外)	5.0	4.6	4.8	4.6	2.2	2.3	2.4	2.6
亞太區	4.6	4.2	4.4	4.2	2.4	2.3	2.4	2.5

E = 預估
資料來源: 瑞銀, 截至2023年11月13日

出版資訊

2024 年度展望及亞洲前景—瑞銀機構觀點

本報告由UBS AG, UBS AG London Branch, UBS Switzerland AG, UBS Financial Services Inc. (UBS FS), UBS AG Singapore Branch, UBS AG Hong Kong Branch和UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd.編製。請參閱報告末頁重要的免責聲明。本報告各頁次高收益債券主要係投資於非投資等級之高風險債券。

本報告反映投資總監辦公室（CIO）全球團隊的洞察及卓見，展現瑞銀的知識領導力。

全球首席投資總監

Mark Haefele

亞太區首席投資總監及投資總監辦公室主管

Min Lan Tan

總編

Kiran Ganesh

Wayne Gordon

證券分析師

Mark Boehme

Abe De Ramos

Aaron Kreuscher

投資主筆

Michael Yang

Thompson Wong

項目管理

Sagar Khandelwal

Sita Chavali

截稿日期

2023年11月15日

英文版出版日期

12023年11月16日

設計

CIO Content Design

UBS Switzerland AG

封面圖片

Photo by lisa therese on Unsplash

出版語種

英文、中文（簡體與繁體）、日文

中文編輯

李珊珊

高變華

鄭丹君

聯繫方式

ubs.com/cio

關於前瞻性陳述的警示性聲明

本報告包含構成“前瞻性陳述”的陳述，包括但不限於與證券市場和資本市場假設的當前和預期情況相關的陳述。雖然這些前瞻性陳述代表我們對本文件中討論的事項的判斷和未來預期，一系列風險、不確定性、市場變化和其他重要因素可能導致實際發展和結果與我們的預期產生重大差異。這些因素包括但不限於（1）美國與其他市場未來發展的程度和本質；（2）其他市場和宏觀經濟發展，包括本地及國際證券市場走勢、信用利差、匯率及利率，無論是否直接或間接來自當前的市場危機；（3）這些發展對其他市場和資產類別的影響。UBS沒有任何義務（並明確聲明無任何此類義務）更新或更改其前瞻性陳述，無論是由於新資訊，未來事件，或其他相關。

新興市場投資

投資者請注意，新興市場資產受（其中包括）有關匯率波動、資本成本急劇變化及經濟發展前景的潛在風險，以及監管和社會政治風險、利率風險及信貸風險升高的影響。在某些時候資產可能難以流動，流動條件可急劇惡化。CIO GWM通常僅推薦其相信已根據聯邦美國註冊條例（1934年證券交易法第12條）及各州註冊條例（通常稱為“藍色天空”法律）註冊的證券。潛在投資者請注意，在美國法律同意的範圍內，CIO GWM可不時推薦未根據美國或州證券法律註冊的債券。這些債券發行地所屬的司法管轄區要求發行人提供信息的頻繁程度和完整程度可能低於美國法律所規定的程度。

有意長時間持有債券的投資者建議選擇最高信用評級（在投資等級範圍內）主權國家的債券。此方法可減小導致投資者持有其債券的主權國家違約的風險。投資等級以下的債券僅推薦給風險承受能力更高、只希望在較短期限內獲得高息債券的客戶。

非傳統型資產

非傳統型資產類型是包括避險基金（對沖基金）、私募股權、房地產和管理型期貨（合稱為“另類投資”）的另類投資。另類投資基金的權益只出售給合格投資者，僅透過提供包含另類投資的風險、表現和費用等信息的發售文件，敦促客戶在認購和持有基金前仔細閱讀這些文件。另類投資基金的投資具有投機性質，包含大量風險。特別是，這些投資：(1)不是共同基金，不受與共同基金相同的監管要求；(2)表現可能出現波動，投資者可能會損失全部或大量投資；(3)可能涉及有可能增加投資損失風險的槓桿和其他投機性投資做法；(4)是長期的非流動性投資，一般不存在針對這類基金權益的二級市場，預計也不會開發這種二級市場；(5)另類投資基金的權益一般不流動，受轉讓限制制約；(6)可能不需要定期向投資者提供定價或估值信息；(7)一般包括複雜的稅務策略，向投資者分發稅務信息時可能有延遲；(8)費用可能高昂，包括管理費和其他費用和開支，所有這些都會讓獲利減少。

另類投資基金的利益並不是任何銀行或其他已投保的存款機構的存款或義務，也不由任何銀行或其他已投保的存款機構擔保或背書，未經美國聯邦存款保險公司（FDIC）、美國聯準會（FED）或任何其他政府機構在聯邦範圍內投保。在投資另類投資基金之前，潛在投資者應瞭解這些風險，具備在較長的時期內承受這些風險的財務能力和意願，並應當把另類投資基金視為總體投資計畫的補充。

除了另類投資一般存在的風險，下列風險的與投資這些策略相關的其他風險：

- 避險基金風險：存在專門與避險基金投資相關的風險，可能包括與投資賣空、期權、小盤股、“垃圾債券”、衍生品、危困證券、非美國證券和非流動投資相關的風險。
- 管理型期貨：存在專門與投資管理型期貨項目相關的風險。例如，並不是所有的經理人都始終關注所有的策略，管理型期貨策略可能具備重大的方向性要素。
- 房地產：存在專門與投資房地產產品和房地產投資信託相關的風險。包括與債務、一般經濟或當地市場情況的不利變動、政府、稅收、房地產和分區法律或法規的變動相關的風險，與出資要求相關的風險，對於某些房地產產品，則存在與按照聯邦稅法獲得優惠待遇的能力相關的風險。
- 私募股權：存在專門與投資私募股權相關的風險。可臨時提出出資要求，未能滿足出資要求會造成重大不利後果，包括但不限於損失全部投資。
- 外匯/貨幣風險：投資美國以外地區證券發行人的投資者應注意，即便是以美元計價的證券，美元與發行人“本國”貨幣之間的匯率變動也會對這些證券的市場價值和流動性造成意外影響。這些證券可能也會受到美國投資者可能並未知曉的其他風險（如政治、經濟或監管變動）影響。

瑞銀投資總監辦公室(“CIO”)的投資觀點由UBS Group AG (“UBS Group”) 旗下UBS Switzerland AG (受瑞士金融市場監督管理局監管)或其附屬公司(統稱為“UBS”)的全球財富管理(Global Wealth Management)業務部門編製和出版。UBS Group包括Credit Suisse AG及其子公司、分支機構和附屬公司。與瑞信財富管理相關的其他免責聲明見本文末尾。

此等投資觀點根據旨在促進投資研究獨立性的法律要求編製。

通用投資研究——風險資訊：

本出版物僅供個人參考，不作為任何買賣投資或其它特定產品的報價或邀請報價。本報告所包含的分析不構成個人建議，也不考慮任何特定接收人的具體投資目標、投資策略、財務狀況和需要。此等分析基於大量的假設。不同的假設可能導致分析結果出現重大不同。某些服務和產品受法律約束，不能無限制地向全球提供、及/或者不適合對所有投資者銷售。本文件中的所有資訊和意見的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證(除了關於UBS的披露資訊)。報告中所提及的所有資訊、觀點以及任何預測、預估和指示的市場價格僅反映截至報告發佈時的情況，未來如有變動，恕不另行通知。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其它業務領域或部門不同或甚至相反。

在任何情況下，本文件或任何此等資訊(包括任何預測、價格、指數或其他計算金額(“價值”)均不得用於以下任何目的(i)估價或會計目的；(ii)確定任何金融工具或金融合約的應收或應付金額、價格或價值；或(iii)測算任何金融工具的表現或績效，包括但不限於追蹤任何價值的回報或表現，或定義投資組合的資產配置或計算績效報酬或表現費。接收此文件和資訊，即表明您將被視為向瑞銀聲明並保證，您不會將本文件用於上述任何目的，或以其他方式依賴任何此等資訊。UBS及其任何董事或員工可能有權在任何時候持有本報告所提及投資工具的多頭或空頭頭寸，作為委託人或代理人進行涉及相關投資工具的交易，或者向/為發行人、投資工具本身或向/為此等發行人的任何商業或財務附屬公司提供任何其他服務或有官員擔任其主管。在任何時候，UBS及其員工所做的投資決策(包括是否買入、賣出或持有證券)可能與UBS研究出版物表達的觀點不同或相反。某些投資可能因所處的證券市場流動性差而不能隨時變現，所以對投資進行估價和識別所處的風險可能很難進行量化。UBS依賴資訊壁壘來控制資訊在UBS各個地區、部門、集團或關聯公司間的流動。鑒於存在巨大的損失風險，並且可能發生損失超過初始投資的情況，期貨和期權交易並不適合所有投資者。過往績效表現不預示未來績效表現。可應要求提供更多資訊。有些投資可能會突然大幅跌價，收回的資金可能低於投資額，或者甚至需要賠付更多。匯率的變動可能對價格、價值或投資收入產生不利後果。負責編製本報告的分析師可能為了收集、綜合和解讀市場訊息而與交易部人員、銷售人員和其他群體接觸。

瑞銀集團內各個地區、團體和人員可以獨立編製和分發各自的研究產品。例如，投資總監辦公室（CIO）的研究報告由瑞銀財富管理編製。瑞銀全球研究（UBS Global Research）由瑞銀投資銀行(UBS Investment Bank)編製。個別研究部門的研究方法論和評級系統可能有所不同，例如在投資建議、投資期限、模型假設和估值方法方面。因此，除了特定經濟預測（瑞銀CIO和瑞銀全球研究可能合作提供）外，個別研究部門提供的投資建議、評級、價格目標和估值可能有所不同或不一致。您應參考每個相關的研究產品，以瞭解其研究方法論和評級系統的細節。並非所有客戶都可以獲取每個研究部門的所有產品。每個研究產品都受其編製部門的政策和程式約束。

編製本報告的分析師的薪酬完全由研究部門的管理層及高層經理確定（不包括投資銀行部門）。分析師的薪酬並不基於投資銀行、銷售和交易或做市商交易的營收，但薪酬可能與瑞銀集團的整體營收相關，投資銀行、銷售和交易以及做市商交易均是整體營收的一部分。

稅務處理視個人情況而定，且可能會在未來發生改變。UBS不提供法律或稅務建議，也不對資產或資產的投資回報的稅務處理作出任何陳述，無論其是普遍性的還是針對客戶具體情況或需求的。我們必定無法將具體投資物件、金融形勢以及不同客戶的需求都納入考慮範圍，建議您就投資相關產品可能產生的影響（包括稅務方面的影響）進行金融和/或稅務諮詢。

若無UBS的事先授權，不得複製或複印本材料。除非另有書面協議，UBS明確禁止以任何原因將本材料派發或轉交給第三方。UBS不對第三方因使用或派發本材料引起的任何索賠或訴訟承擔任何責任。這份報告僅在適用法律允許的情況下派發。關於CIO管理利益衝突以及保持其投資意見和出版物、研究和評級方法獨立性之方式的相關資訊，請訪問<http://www.ubs.com/research-methodology>。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有關作者的更多資訊，以及任何涉及該主題的以往報告副本，可應要求從您的客戶顧問處獲得。

可持續投資策略的重要資訊：可持續投資策略旨在於投資流程和投資組合構建中考慮並納入環境、社會和治理（ESG）因子。跨地域的策略採用ESG分析，並以不同方法將結論融入其中。納入ESG/可持續投資因素或許會限制瑞銀參與某些投資機會或就其提供建議，雖然平常這些機會符合客戶投資目標。納入ESG因子或可持續投資考量的投資組合，其回報率可能低於也可能高於瑞銀不考慮ESG因子、排除條件或其他可持續性議題的組合，而且此類投資組合面臨的投資機會可能有所不同。

外部資產經理/外部財務顧問：若本研究報告或出版物提供給外部資產經理或外部財務顧問，UBS明確禁止外部資產經理或外部財務顧問向其客戶和/或第三方散發和提供。

美國：本文件無意在美國境內或/及向美國人士派發。

如需要各國家/地區資訊，請參考以下網址：ubs.com/cio-country-disclaimer-gr，或可洽詢您的客戶顧問索取完整版的風險資訊。

與瑞信財富管理相關的附加免責聲明

您以瑞士信貸財富管理客戶的身份收到本文件。您的個人資料將根據瑞士信貸隱私聲明進行處理，您可在您的居住地通過登錄瑞士信貸官方網站<https://www.credit-suisse.com>查閱該隱私聲明。為向您提供有關我們產品和服務的行銷材料，UBS Group AG及其子公司可獲取您的個人基本資料（即姓名、電子郵件地址等聯繫詳情），直到您通知我們您不希望再收到這些資料。您可以隨時通知您的客戶經理，選擇不接收這些材料。

除非本文另有指明和/或視乎您收到本報告的當地瑞士信貸實體的情況，本報告由Credit Suisse AG派發，Credit Suisse AG受瑞士金融市場監督管理局（FINMA）授權和監管。Credit Suisse AG是UBS Group旗下的公司。

在翻譯文本中（報告和免責聲明），中英文本如有歧異，應以英文本為準。

版本D/2023。CIO82652744

©UBS 2023。鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標。版權所有。

