

MONTHLY HOUSE VIEW

2022年6月

聚焦

歐元區：處於抉擇的重大轉折點

概要

01 • 編輯寄語	P3
勞駕，將時光倒轉！	
02 • 聚焦	P4
歐元區：處於抉擇的重大轉折點	
03 • 經濟點評	P6
小心缺口	
04 • 定息債券	P8
對信貸利差保持建設性看法	
05 • 股票市場	P10
完美風暴	
06 • 外匯	P12
外匯波動再現	
07 • 資產分配	P14
投資方案及配置	
08 • 市場監測	P16
精選市場走勢	
09 • 附錄	P17
免責聲明	P18

「損失規避 (loss aversion) 的心態助長維持現狀的行為，這表明強烈希望堅持您目前的持股」《Nudge》Richard Thaler 著



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

許多投資人可能想望時光能倒流幾個月就好，有機會追溯調整他們過去的投資組合，以避開發生在最近幾個月的兩次重大市場調整：一次是政府公債，另一次是增長股。事後想想，從這次調整中汲取的教訓是，要對高市場價格保持頭腦清醒並且抗拒未來將延續現在的想法，真的很難。而在烏克蘭衝突嚴重破壞宏觀金融設想的一年裡，尤其如此。儘管如此，認為通貨膨脹會繼續上升並且央行將只是單純回到美聯儲1970年代的行事風格，同樣也是巨大的風險。

高度的不確定性和資本損失所引起的不安可能引發投資人不知所措，也同樣可能導致情緒化地決定屈服。這是在市場遭逢20%陷阱 (20% pitfalls) 之後經常發生的情況；是一道著名的熊市門檻，恰當地反映從樂觀到悲觀的擺盪。這種發生在2022年的屈服風險 (risk of capitulation) 可以視為與在2021年主導市場的「錯失恐懼症」(fear of missing out, FOMO) 的上升趨勢相提並論。

為了避免陷入屈服和衝動的雙重情緒性陷阱，嘗試理解當前的環境是最好的途徑。我們在過去的幾週曾見識到兩種交替出現且相互競爭的敘述，而實際上兩者是一體之兩面：首先，貨幣政策正常化帶來的通貨膨脹，其次，對經濟衰退的恐懼。

直到五月初至中旬為止，市場主要受通貨膨脹（再度超出預期）的數據和央行更加堅定（推動長期利率上漲）的基調所支配。對未來通脹的預期已經調整，似非而是地反映受到預期經濟放緩和貨幣緊縮的影響。這種調整也導致實質利率上升，影響增長股和黃金。但與此同時，由於過去幾天經濟衰退的可能性增加，長期利率也為之下降。

這種通貨膨脹敘事和衰退敘事之間的衝突也是，一方面由於經濟周期中的衰退跡象之間的急劇分歧所刺激的，而另一方面，令人意外的是，企業盈利具有復原力。我們可以看到，穩定在高位的經濟指標（如PMIs）與受家戶購買力下降影響的低迷消費者信心指標，兩者之間的分歧相似。所有這一切都證實，目前的衝擊是由消費者而非由企業所推動的，但後者很快就會開始感受到衝擊對其銷售量的影響。

經濟衰退敘事的興起不可避免地導致市場定位發生變化，防禦型行業股以犧牲增長型股和價值型股為代價而表現尤佳。經過六個月的調整之後，將這個現象視為增長型股的切入點可能很誘人。信號可能來自各國央行。如果美聯儲在未來幾個月以軟化基調來對付經濟過度放緩的風險，投資人可能會重返這些股票。只要美聯儲堅持其嚴厲的基調，這一時機也可能與美元可能出現早就預言的疲軟相吻合，這是很難想像的事。然而，如果美聯儲在其緊縮週期中發出拐點信號並且歐洲中央銀行（ECB）退出負利率，美元可能會重回嚴峻局勢。

預期退出負利率至少是投資者在這種引發焦慮的環境中得以堅持的一個正面因素，而這預示債券套利的回歸。同時，股市調整可能會恢復到更具吸引力的回報率，這正是投資人為應對通脹所造成的資本侵蝕所需要的。

歐元區進入停滯性通貨膨脹的說法正在逐漸成為現實。預期歐洲央行將把利率帶回到正值域，而財政政策將需要在一年內保持異常寬鬆。即使短期內主權債務的可持續性不應受質疑，歐洲的團結仍為值得觀察的要素。

2022年下半年 GDP將猛踩剎車

歐元區經濟在2022年第一季季營收增長0.3%，與市場預期一致。西班牙（0.3%）和德國的增長率略微抵消了意大利（-0.2%）的收縮和法國的意外停滯。該地區的就業人數連續第四季上升，推動總就業人數進一步高於大流行疫情前的水平。

展望未來，調查顯示目前歐洲的消費者確實首當其衝承受能源價格危機的衝擊。零售額於三月開始放緩（環比-0.4%）。預計私人消費將在2022年下半年收縮，與通貨膨脹峰值一致。不確定性仍然很高，尤其是在能源供應方面，而且中國封控措施所造成的連鎖反應給製造業國家帶來嚴重的供應瓶頸。歐盟（EU）的汽車註冊量在四月暴跌（同比-20.6%），這主要由於供應受限阻礙生產所致。但是，歐元區可以受到兩項支持性因素的助益。首先，以服務業為主導的經濟體將受益於歐洲經濟的重新開放，以及更「正常」的夏季旅遊旺季的前景。其次，由於較高度不確定性和預期利率上升導致私人投資放緩，這將部分被公共消費和投資增加所抵消。

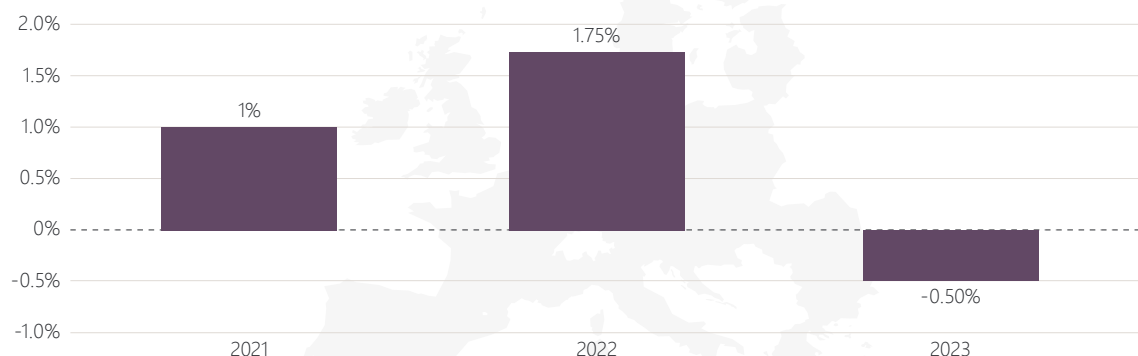
由於實施NextGenerationEU（NGEU）的極限範圍和用來幫助家戶和企業對付能源價格飆升的新全國性措施，2022年的財政刺激據估計在2022年的效果確實比2021年的刺激更強（圖1）。然而，這並不能完全彌補需求放緩所造成的影響，因此我們預期下半年歐元區的增長將陷入停滯。

總之，預計於2022年歐元區GDP將增長2.5%，這一數字得到在2021年底穩健增長的強力結轉效應（carry-over effect）的支持。該區域在2022年下半年將出現增長停滯，通貨膨脹率達到頂峰。由於消費者逐漸恢復部分購買力，預計2023年的增長將維持溫和（至1.5%）。根據歐盟委員會的預測，工資預計將增長3.2%，高於預期通脹率2.7%。預計國家財政支出到2023年將不再具有支持作用。短期內負面風險（downside risks）佔上風，尤其是因為俄羅斯天然氣中斷供給；歐盟委員會估計這種情境將導致經濟衰退（增長百分比於2022年降低2.5%及2023年降低1%）。



短期
負面風險
佔上風

圖 1：預估財政刺激對歐元區GDP增長的影響，%



來源：歐盟委員會、東方匯理財富管理。

利率上升：另一道障礙

歐元區四月的核心通脹率（不包括能源價格在內）上升3.5%（三月為2.9%）。預計在未來幾個月期間將繼續上漲，因為工人在仍然穩固的勞動力市場中要求更高的工資，工資開始向上傾斜。歐元區總體通貨膨脹率預計將於2022年達到7%，並於2023年仍高於歐洲央行的2.7%目標。面對通貨膨脹率快速上升和歐元疲軟必然包含輸入性通貨膨脹，歐洲央行將實行貨幣正常化政策（參見定息債券，第8頁），但鑒於國內需求疲軟，歐洲央行只作適度調整。存款利率到2022年底應該會回歸正值域。

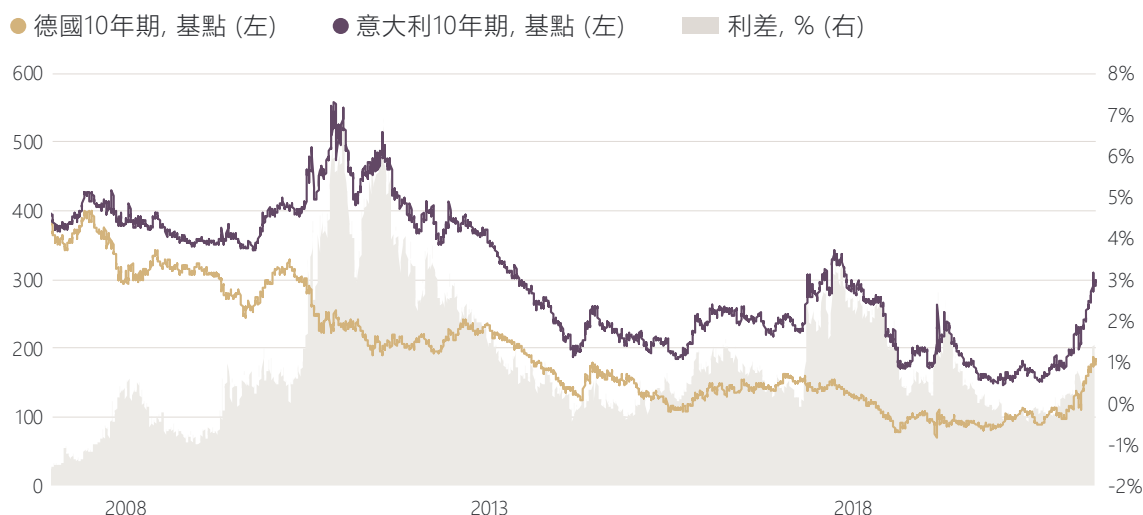
由於歐洲央行夏季中期的加息似乎不可避免，而且歐洲財政規律（fiscal rules）可能再擱置一年，對於高債務歐洲國家如意大利等的債務可持續性憂慮似乎再次升高（圖2）。利率-增長差異（ $i-g$ ）連同財政平衡，確實是政府債務動態和主權可持續性分析的重要決定因素。實際上，這兩個因素告訴我們，在其他一切保持不變的情況下，政府支出和收入的規模會自然而然地演變。在短期內，意大利債務占GDP的比例實際上將受到雙方面的正向的影響，這歸功於債券發行的平均收益率仍處於歷史低位（今天為0.4%，而2012年為3%）、平均債券到期日延長、以及通貨膨脹率上升。

意大利10年期國債收益率最近比2018年大選後壓力水平（stress levels）上升3%左右，並不構成該地區金融分裂化（financial fragmentation）的風險，因為今年的名義GDP增長仍明顯高於利率。再者，意大利的信貸違約掉期（credit default swaps）還距離過去的壓力水平很遠。

意大利的中期情況不太樂觀，由於債務逐步展期，債務的平均利息支付將逐漸受到更高利率的影響，並且假設意大利名義增長率恢復到危機前的水平，這就表示需要加強財政紀律（fiscal discipline）（以主要預算盈餘的形式）來維持穩定的債務方向；這項技能意大利政府在過去20年裡一直保持著，幾乎沒有例外。因此，利差上升大多是因為意大利高債務在經歷極低利率時期之後重新定價，特別是因為歐洲央行購買計劃逐步結束而需要尋找新買家的情況所致。由於歐洲央行退居二線（意大利已經認購最高金額的NGEU基金），因此需要繼續歐盟債務共同化（debt mutualisation）；隨著意大利消費者開始為Draghi對俄羅斯能源的強硬立場買單，而且由於對歐元持懷疑態度的人物（M5S和Lega Nord）有增加的風險，六月大選是值得觀察的要素。



圖 2：市場對意大利政府債務的重新定價



來源：意大利財政部、東方匯理財富管理。



英格蘭銀行（BoE）確實知道如何引起人在意。英國央行利用宣布兩位數的通脹率以及可能比美聯儲和歐洲央行更現實的增長軌跡，在五月初成功撼動全球市場。歐洲正處於烏克蘭風暴的中心，而英國因脫歐而單獨加劇了購買力危機，即使中國的全球增長軌跡也在放緩，但美國是否能盡力實現軟著陸？

英國央行亮底牌

英格蘭銀行（BoE）在五月初將利率上調至1%，同時標示衰退的風險並將2022年的通脹預測上調至10%（其峰值從四月推遲至2022年第四季）和2023年的至3.5%。通脹率在四月達到9%，30年歷史高位，達到英國央行目標的三倍多。由於四月的能源賬單增加54%，預定在十月進一步增加。

零售額在四月即使低於市場普遍預期（-7%），但同比下降4.5%。可能是受到三月總工資（包括獎金）同比增長9.9%的緩衝，如果不含獎金，這一數字下降到4.1%，如果按通貨膨脹調整之後的正常工資實際上下降1.2%。在此背景下，英國央行預計GDP將會於2022年第四季下降，並在2023年會大致上持平。



中國使用 mRNA疫苗 或引至 2022年下半年 全球增長上升

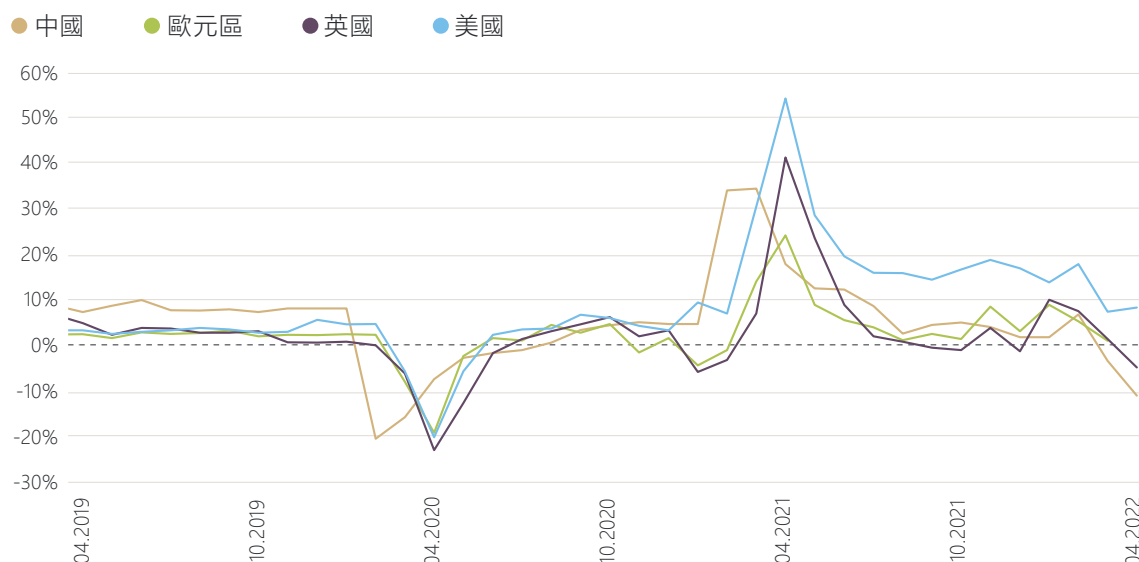
美聯儲正與異形通脹進行鬥爭

相比之下，美聯儲是在比較樂觀的環境下宣布更多加息，因為美國消費者迄今為止似乎更具復原力，這可以部分解釋為勞動力市場相當吃緊以及戰爭所導致的能源價格上漲風險較低。消費支出在第一季增長2.7%之後，儘管加油站的銷售額下降近3%（圖3），但四月零售額繼續增長（環比增長0.9%，同比增長8.2%）。這給2022年第二季的GDP提供了正向空間，並將所預期的美聯儲加息影響推遲到年底。不過，通脹現在已經銘刻在消費者思維裡，並且將證明是緩慢下降，而預計兩位數的生產者價格通脹將給製造業帶來壓力。我們還持續監測美國房地產市場，因為這是美聯儲行動首批影響的市場。抵押貸款利率在三個月期間達到12年新高（五月為5.3%，當月上漲43基點（bps），即使低於四月的78基點）。在此狀況下，美國全國房屋建築商協會（NAHB）指數顯示潛在買家急劇下降；房價雖滯後，但仍保持上指。總之，儘管表現更好，但消費者信心調查仍然清楚地呈現消費將在年底前放緩。2023年的前景預期更加嚴肅（1.7%），這可能值得美聯儲考慮明年不那麼鷹派。

中國：等待重新開放

中國持續封控導致修正2022年的增長預測，國內需求受到收縮的影響。四月零售額下降的幅度確實遠超過工業生產（分別為同比增長-11.1% vs. -2.9%）。然而，由於推出mRNA疫苗接種是2022年下半年全球增長的關鍵正向風險，我們認為其經濟體將重新開放。鑑於封控對第二季GDP的影響不可避免，預計2022年GDP的增長約為4%。我們認為中國政府在關鍵的選舉年不能讓GDP增長與所宣示的5.5%目標相差太遠，這不低於在COVID清零政策和時下食品價格上漲方面所能承擔得起的丟臉後果。我們預期在下個月將看到更多貨幣和財政刺激措施出台。儘管已開發經濟體在放緩，但中國經濟活動的恢復應會在未來幾季對油價構成壓力。

圖 3：第一線消費者（同比零售額），%



來源：路孚特（Refinitiv）、東方匯理財富管理。

自今年年初以來，由於通脹上升導致各國央行退出超寬鬆貨幣政策，在這背景下利率大幅上升。信貸市場似乎將經濟活動放緩和違約率溫和上升的情況相當充分地納入定價。我們對於在這種複雜的環境中，具有良好的基本面和足夠的可見度的公司之債券套利策略，持中期建設性看法，並偏好短期投資。

各國中央銀行

由於通脹數據處於歷史高位，全球經濟增長放緩，使各國央行立身於艱難的境地。然而，美聯儲由於貨幣條件已經收緊，情況比同行要好得多。其前瞻性指引和行動已經反映在利率市場（抵押貸款，企業、和國債利率）之中，實質收益率處於正值域。通貨膨脹的景氣循環性成分正在減弱（商品價格、金屬、...等）。燃料、食品、和租金價格仍在上漲，但長期通脹預期已經相當穩定。

因為經濟增長受到地緣政治局勢的威脅，以及歐元貶值又火上加油，使歐洲央行陷入進退兩難的困境。定向長期再融資操作（TLTRO）的還款後果導致歐洲央行的資產負債表預期將萎縮。資產購買計劃和加息有望於今年夏天結束，以支撐仍處於深度負值的實質利率。

收益率曲線

美國收益率曲線趨平是由Jerome Powell於去年夏季採取鷹派轉向所推動的結果。利率的期限結構顯示出2022年底聯邦基金利率在中性利率附近的水平。只要長期通脹預期保持良好穩定，市場可能會進一步對央行的鷹派態度視而不見，這應該會減輕收益率曲線的壓力。再者，GDP增長方面的風險正在提高，可能導致各國央行自行節制而不推行過度激進的緊縮政策。

其結果將是收益率曲線出現牛市陡峭化。也有一些因素有可能引發熊市曲線陡峭。如果量化緊縮過於激進和/或通脹預期下降，則期限溢價和通脹風險溢價會擴大。

歐洲週邊國公債

由於最近利率上升和利差擴大，歐洲週邊債務的總體收益率呈現上升趨勢。雖然乍看之下這些水平很有吸引力，但是我們並不認同這種觀點。為符合我們在歐元區公債曲線上的定位，我們寧願遠離週邊國公債，其原因如下：起初，歐洲央行承諾採取的行動在最近幾週獲得很大的支持，而且現在似乎是不可避免的。歐洲央行的負利率政策連帶不少副作用，例如影響銀行的盈利能力、扭曲債券市場、以及最終難以解決的外匯水平。縱觀該地區內的利差，從幾週前觀察到的低點所形成的分歧，如果與實質債務占GDP的比例（debt-to-GDP ratios）對比，則分歧合乎邏輯（參見〈聚焦〉第4頁）。再者，我們的看法是，結束歐洲央行購買計劃可能導致利差上升趨勢，因為新買家將需要更多的補償才介入。目前的利差沒有低估「危機狀態」（crisis mode）的發生，這種狀態可能導致歐洲央行進行干預。我們不將實質水平視為切入點，而是一種好的方法來表達我們對歐元曲線和週邊國市場的中性/負面觀點。



後償金融利差年初
至今上漲
100基點

信貸市場

經濟增長放緩加上通貨膨脹上升對企業淨利率形成壓力，使信貸市場在這背景下仍面臨壓力。雖然近期的價差修正對信貸的疲軟造成最大的影響，但由於受到利率升高和利差擴大的影響，主要指數上所顯示的負總回報給予套利觀點更好的切入點，包括那些穩健的信貸。我們意識到目前缺乏催化劑來推動利差收緊，有面臨進一步壓力的風險，尤其是企業受成本上升的影響最大，然而我們在總體上對企業的基本面有信心，並相信與公債收益率相比，債券持有人在目前的價差水平上取得的平均報酬從歷史面看算是很高的。

後償債項

後償債項市場遭受信貸利差擴大、利率波動、和風險溢價普遍重新定價之苦。雖然投資級優先債務提供具有吸引力的收益率，但對於高品質的企業混合發行人而言，市場的兩個細分市場之間的利差仍然有利於後償債項。金融行業也提供良好的風險/回報概況。歐洲主要銀行所遭受的通脹壓力影響平均低於對企業的壓力，這些主要銀行所發布2022年第一季的業績展現其全局性復原力好於預期，僅略低於2021年第一季，這是利用利率上升所帶來穩健的收入增長。雖然普通股一級資本比率（CET1 ratios）在COVID-19之後遭遇到監管逆風和分銷追趕的混合影響而下降，但資本和清償力比率仍屬穩固，資本緩衝令人非常舒適。風險成本因受初次俄羅斯/烏克蘭的衝擊而增加，但仍遠低於2020年的風險成本。利率較高的環境對銀行有利，通脹成本對企業所形成的壓力更大，因此相對而言，銀行應該相對更具有復原力。另一項復原力因素是銀行債務不屬於歐洲央行購買計劃的一部分，因此不太可能受到量化寬鬆計劃結束的影響（圖 4）。

圖 4：歐洲後償金融指數，利差 VS. 國債



來源：彭博，東方匯理財富管理。

股票投資人在今年伊始就遭逢完美逆風：Omicron、通貨膨脹、利率上升、以及俄羅斯/烏克蘭衝突。在此背景下，盈利增長預期保持穩定，提供股市主要動力。2022年第一季財報季的繼續推進向上，令人心安。隨著市場的下跌，所有的情緒指標都是非常看跌行情，從反向投資人的角度來看，這可能會讓一些投資人在股市的短期回升中獲利。



歐洲

79%

的公司在第一季度
超出銷售預期

盈利及估值

在收益方面，業績繼續保持復原力。總之，企業在已開發市場的表現超出預期。歐洲有79%的公司超出銷售預期（對比歷史平均水平60%），目前的每股收益總增長為7%，與市場普遍預期-1%相比，因此意外正值增長8%。

儘管有強勁的報告，但管理指引(management guidance)對未來一直持謹慎態度，因為投入成本通脹高升和供應鏈問題開始被充分意識到。

在估值方面，長期利率持續上升使股市市盈率迅速受到阻擾，將貼現率納入估值。同時，實質收益率使股票風險溢價惡化，因此降低了股票市場的吸引力。

美國

儘管出現一些正面的意外，但財報季未能促進股市：標準普爾500指數公司中有77%於2022年第一季報告正值的每股收益驚喜。有趣的是，在進行第一季財報電話會議的標準普爾500指數公司之中，有85%的公司在電話會議期間提到「通貨膨脹」（是自2010年以來的最高百分比）。但是，現階段對淨利率的影響仍然可控：目前美國市場的純利率(net profit margin)估計於2022年第二季達到12.5%，雖然低於三月底所估計的12.7%。

展望未來，淨利率應該會繼續面臨壓力，正如美國主要零售商最近發布的收益所反映者。最後，投資人非常擔憂美聯儲更具限制性的貨幣政策。

我們對於對長期利率較為敏感的股票仍持謹慎態度，而偏好優質型公司的股票。防禦型股票在經濟衰退擔憂加劇的環境下，也已證明更具備復原力。

歐洲

歐洲正在受許多不利因素影響：俄羅斯/烏克蘭衝突、供應鏈中斷、通貨膨脹、利率上升、中國COVID清零政策後果等。鑑於復甦之路缺乏明顯性，我們對歐洲股市保持謹慎態度，即使其交易價格在絕對值和相對值方面相對便宜。許多公司和行業的2022年第一季財報季的表現讓人感到欣慰。因此，盈利勢頭的修正是正向的，但在今年剩餘的時間裡不確定性仍然存在。在歐洲範圍之內，我們仍然看好英國和瑞士市場，這是作為我們歐洲股票敞口多元化的一個來源，因為與歐元區相比，這兩個地區直接受烏克蘭危機的影響較小，並從具有吸引力的行業的股市崩盤（傾向於能源型和優質型/防禦型股票）中受益。

新興市場

對美國目前的加息週期、全球停滯性通貨膨脹的憂懼、以及中國COVID-19封控措施對其內需復甦的影響等的憂慮，正在對新興市場（EM）投資人的心智施加壓力。這些憂慮反映在中國股市上，目前是在市盈率為11倍水平上進行交易，因此以歷史標準衡量是具有吸引力的。儘管盈利修正仍處於負面趨勢而值得謹慎，但由於中國逐步放鬆嚴格的COVID-19封控措施致使其市場逐步重新開放，並預期有強勁被壓抑的消費者需求，我們對2022年下半年持建設性態度。再者，中國當局正在維持其貨幣和財政寬鬆政策，並將有更多措施出台。我們特別預期今年全年基礎建設支出將大幅增加。

投資風格：增長風格和優質風格會脫鉤嗎？

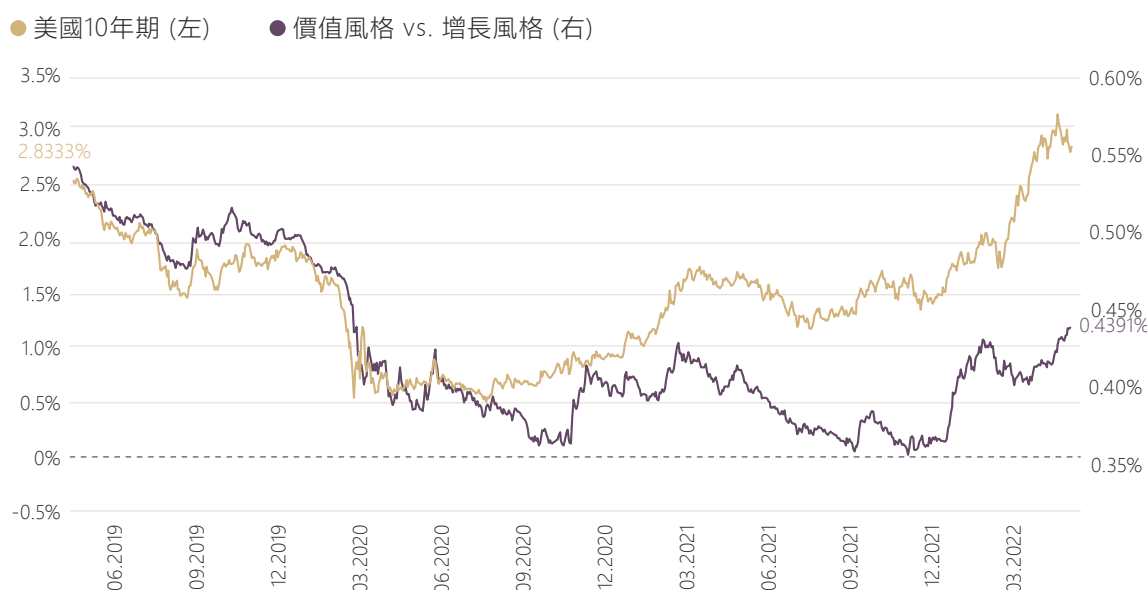
優質主題最近不得不在相當大的逆風中奮鬥：長期收益率的強勁回升對其長期估值產生負面影響。

但是，這種新的波動背景表示以優質和股東回報率（Return to Shareholders）為主題的股票溢價升高，這在歷史上相對較能平安渡過停滯性通貨膨脹時期。

價值風格股由於收益率的強勁回升，其表現優於大盤，但即使是在這種情況下，金融業股的表現有些令人失望。強勁的盈利修正推動能源型和材料型行業的正向勢頭，也是表現優於大盤的堅實驅動力，特別是因為原油價格仍然受到當前地緣政治背景和美國石油庫存低迷等情況的支撐。

在增長風格方面，股票繼續遭受債券收益率上升的影響，一些無利可圖的科技股的交易價格比2021年的高點低50%，而以科技股為主的納斯達克指數今年至今已下跌25%。即使這已經是不錯的估值調整，但如果利率繼續上升，可能前面還是長路迢迢。就其本身而論，我們現階段對該投資風格保持謹慎直到利率開始穩定，屆時投資人可以開始回歸到增長風格（圖5）。

圖 5：與美國10年期相關之MSCI歐洲價值風格 VS. 增長風格，%



註釋：美國的收益率相對於價值股和增長股之間的相對表現，兩者之間依然具有高度相關性。將收益率的上次回升納入考慮，價值風格仍有一定的追趕潛力。

來源：彭博，東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

朝不同方向演進的貨幣趨勢是將繼續滋養未來貨幣動態的因素。外匯市場在五月也受到追逐風險（risk-on）/趨避風險（risk-off）的波動過山車的影響，美元飆升至20年歷史新高。值得注意的輸家是先前的贏家——人民幣最終棄守6.40的持倉，而大宗商品貨幣可能遭受重大頭寸平倉。



美元

走強超出預期

外匯市場最近受到風險情緒和憂心中國經濟放緩的推動而動盪起伏。美元走強超出我們的預期，指數達到2002年十二月以來的最高水平（圖6）。市場參與者強調越來越關注歐元/美元在短期內的平價交易。在技術面上，重要支撐位於1.0340，這是2017年以來最後一次出現的低點。

歐元/美元未來幾週應該在何處進行交易？

設想1：最消極者。

俄羅斯和烏克蘭之間的戰爭加劇，供應歐洲的天然氣中斷。中國的封控持續到年底。美國的通貨膨脹率仍然居高不下。在這種情況下，歐元/美元突破支撐位1.0340並達到平價。

設想2：我們的基本設想。

我們的基本設想是現狀。在這種情況下，歐元/美元應保持在1.0350–1.0850的範圍之內。

設想3：最樂觀者。

如果美國通脹峰值跡象已現，則歐洲央行的說法變得比目前趨勢更加鷹派，同時美聯儲開始軟化其訊息——我們認為這在2022年下半年有可能性。同樣值得注意的是，俄羅斯和烏克蘭之間的戰爭突然結束將促進歐元。根據這些設想之下，歐元/美元應在1.10及以上交易。

圖 6：美元處於拐點？美元指數，DXY



來源：彭博，東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。



美元

飆升至二十年來從未見過的高度。

極度負面的情緒在五月初盛行，導致美元創下20年以來最強勁之勢。這種走強之勢可能是由市場中對清償力的需求所推動，這顯然正在解除大量風險，因為美聯儲開始至少在接下來的幾次會議上加息50基點，美元現金收益率攀升帶來了額外的安慰。如果數十年高點被打破，是值得採用非常長遠的眼光來看，在這種情況下，由於目前美元處於高位，長期投資人可能會開始從美元增持頭寸中獲利；然而，對於短期資金，值得記住的是，負面風險情緒背後的原因（加息和通貨膨脹、中國的COVID清零政策、和俄羅斯-烏克蘭戰爭）並未消失，美元是首選的避險貨幣。總之，美元目前仍受到支撐，但正向機會的潛力越來越受到技術面和衰退風險的束縛。

黃金

實質收益率還是地緣政治？

美國實質收益率再次走高，10年期債收益率穩當地突破正值域，處於大流行疫情爆發前的水平0.27%。

同時，烏克蘭的戰爭仍在繼續不見緩和，並且不幸的是，似乎越來越有可能拖延一段時間。在黃金價格的這兩種相反的力量中，實質收益率攀升似乎是主導因素，因為黃金被迫回落到俄羅斯入侵前交易的1,800-1,850美元的區間。我們仍然認為其價格存在地緣政治的風險溢價（現在可能在50-100美元/盎司左右），並且西方對俄羅斯貨幣儲備的金融制裁已經將「支撐位」永久提高，但目前我們預計黃金將表現不佳。

人民幣

反擊。

美元兌人民幣處於2020年以來的最高水平，因為美國國債收益率自2010年以來首次高於中國國債收益率。然而，中國穩健的貿易順差應該會制約人民幣的負面風險的空間。在COVID清零政策導致經濟放緩的背景下，中國人民銀行（PBoC）正在抵制人民幣走強，利用每日固定價來試水。如果COVID清零政策持續下去，美元兌人民幣可能會繼續推高。



宏觀與市場環境

- **全球增長：**歐元區第一季營GDP增長率為0.3%，證明我們的經濟放緩設想（我們於一月底大幅下調宏觀預測，歐洲的情況比美國差）。美國2022年第一季GDP受到貿易平衡的負面影響，抵消強於預期的私人消費和投資復原力，這可能在未來幾季中減弱。中國由於封控措施，其宏觀數據和採購經理人指數正在探底，封控預期未來將會有所緩解，而政策組合應該會變得更具支持性。
- **通貨膨脹：**由於核心通脹的持續上升表示通脹更為普遍，其峰值已被推後，而能源價格效應將在未來幾季中消散。美國的工資壓力可能開始降溫，而歐元區應該會從的較低水平向上升。食品價格的緊張局勢將繼續助長新興市場的通脹不斷上升，這可能轉化為未來社會面緊張局勢加劇。
- **企業收益：**2022年第一季的收益出人意料地上升，收入增長（top line growth）沒有放緩增長所造成的損失，而且企業淨利率的復原力更好，這證實2021年的暗示：企業具有定價能力，因此到目前為止，我們面臨較多的是通貨膨脹問題而非淨利率問題。

如所預期，非必需消費品遭受的損失最大，而醫療保健、能源、和材料表現強勁成果。總之，這導致美國2022年的每股收益增長上調至10%以上。展望未來，我們預計淨利率將調整，收入增長將放緩。

- **各國央行：**過去幾週的特徵是緊縮日程加速，和市場不折不扣地相信更鷹派的說法。歐洲央行可能仍落後於美聯儲，但與2021年相比，所預期的退出負利率仍然是根本性的轉變。這加劇對歐元區債務可持續性的焦慮，伴隨著主權利差不斷擴大。在這種情況下，需要集中注意兩種分歧。首先，英格蘭銀行的通脹和GDP增長的預測比美聯儲和歐洲央行的預測要更為黯淡，因為兩者都對明年將核心通脹控制在2.5%並且避免停滯的能力保持樂觀。另一方面，中國人民銀行繼續逐步且謹慎地放寬其政策。
- **估值：**這近期股市和信貸市場的調整已將風險溢價重新改造至更具吸引力的水平，但重新定價的趨勢可能尚未結束，並將繼續受到長期利率上升和增長前景放緩的影響。投資人將密切關注來自中國央行和封控/疫苗接種政策的催化作用，因為市場已經納入高水平的悲觀情緒。



股權重
定價趨勢
可能尚未結束

投資建議/調配

- **股票：**在這種情況下，繼續偏愛在價值、優質、和防禦風格股票之間維持平衡的觀點。我們在幾個月前降低對增長的信心，同時最近增加價值型股（美國的價值型股和金融類股）以及增加我們對股息股票和優質型/防禦型行業股如醫療保健等的敞口。雖然自我們於2020年十一月啟動這種投資風格以來，價值風格股的表現優於指數，但在當前背景下，我們更傾向於進行戰術性減持，預期停滯的憂慮將對該風格構成壓力。從地理上的角度來看，我們維持強大的多元化，專注於已開發市場，同時保持我們在亞洲的長期立場，亞洲似乎嚴重減價出售，如果中國推出mRNA疫苗接種，表現將可能贏大盤。
- **定息債券：**我們仍然減持存續期，並認為現在重新投資政府債券可能尚為時過早。我們對公司債券和金融債務持建設性立場，其中利差的正常化，更多取決於全球收益重置運動中由流量引起的重新定價，而非取決於較高違約率所解釋的基本面驅動的趨勢。
- **外匯：**我們最近曾寫道，現在沽空美元尚為時過早。美元的目前水平可能接近其峰值，將美聯儲加速收緊政策納入定價，而法國政治不確定性降低和預期歐洲央行加息，並不足以幫助歐元抵禦美元至今為止的強勢。風險規避和清償力收緊也可能有助於美元走強。因此，美元疲軟可能因此推遲到2022年下半年，特別是如果美聯儲開始軟化其鷹派態度或美國的GDP增長進一步放緩。這可能是對新興貨幣的切入點。

主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
定息債券		
政府債券		
核心歐元10年 (德債)	=/-	=/-
歐元周邊	=	=/-
美元2年	=/+	=/+
美元10年	=	=
歐元通脹債券	=	=
美元通脹債券	=/-	=
信貸		
投資級別	=/+	=/+
高收益歐元 / BB->	=	=/+
高收益歐元 / B+<	=/-	=
歐元金融債券	=/+	=/+
美元投資級別	=/+	=/+
美元高收益BB->	=	=/+
美元高收益B+<	=/-	=
新興市場債券		
國債當地貨幣	=	=
拉美信貸美元	=	=/-
亞洲信貸美元	=/-	=
人民幣債券	=/-	=
股票市場		
地理分佈		
歐洲	-/=	=
美國	=	=/+
日本	-	-/=
拉美	-/=	=
東南亞	=	=
中國	=	+
策略		
增長型	-/=	+
價值型	=	=/+
品質型	+	=
景氣循環性	-	=
防禦型	=/+	-/=
外匯		
美國 (USD)	=	=/-
歐元區 (EUR)	=	=/+
英國 (GBP)	=/-	=
瑞士 (CHF)	=	=
日本 (JPY)	=/-	=/-
巴西 (BRL)	=/+	=
中國 (CNY)	=/-	=/+
金 (XAU)	=	=

來源：東方匯理財富管理。

08 • 市場監測 (當地貨幣) 精選市場走勢



2022年5月20日數據

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	2.78%	-11.76	127.10
法國10年	1.47%	4.80	127.30
德國10年	0.94%	-2.80	112.30
西班牙10年	2.08%	14.30	151.40
瑞士10年	0.70%	-20.10	83.80
日本10年	0.24%	-0.80	17.30

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	34.88	-2.87%	-11.07%
歐元政府債券	206.37	-0.25%	-5.57%
歐元高收益企業債券	195.85	-3.25%	-8.32%
美元高收益企業債券	296.94	-3.61%	-10.67%
美元政府債券	303.88	0.72%	-5.12%
新興市場企業債券	44.16	-2.43%	-13.41%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.0295	-0.41%	-0.78%
英鎊/美元	1.2480	-2.80%	-7.77%
美元/瑞士法郎	0.9746	1.79%	6.76%
歐元/美元	1.0564	-2.09%	-7.09%
美元/日元	127.88	-0.48%	11.12%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	29.43	1.22	12.21

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,901.36	-8.67%	-18.14%
富時 100 (英國)	7,389.98	-1.75%	0.07%
歐盟 600	431.10	-4.90%	-11.62%
東証股價指數	1,877.37	-1.46%	-5.77%
摩根士丹利環球	2,655.91	-7.86%	-17.82%
中國滬深300指數	4,077.60	1.60%	-17.46%
摩根士丹利 新興市場	1,035.31	-3.75%	-15.97%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,376.10	-3.62%	11.56%
摩根士丹利 EMEA 欧 (歐洲, 中東, 非洲)	208.37	-8.77%	-24.42%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	663.33	-2.76%	-15.96%
法國巴黎 40 (法國)	6,285.24	-4.50%	-12.13%
德國 DAX (德國)	13,981.91	-1.13%	-11.98%
義大利 MIB (義大利)	24,095.00	-0.76%	-11.89%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,484.50	-1.94%	-2.63%
瑞士 SMI (瑞士)	11,308.98	-7.74%	-12.17%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4,817.00	-6.16%	5.91%
黃金「美元/安士」	1,846.50	-4.41%	0.95%
WTI原油「美元/桶」	113.23	10.93%	50.55%
銀「美元/安士」	21.67	-10.68%	-7.21%
銅「美元/公噸」	9,422.00	-6.81%	-3.07%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	8.08	23.71%	116.70%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

每月投資回報, 指數

● 富時 100
 ● 東証股價指數
 ● 摩根士丹利環球
 ● 摩根士丹利 EMEA
 ● 摩根士丹利 新興市場
● 歐盟 600
 ● 標普 500
 ● 中國滬深300
 ● 摩根士丹利 拉丁美洲
 ● 摩根士丹利 亞洲「日本除外」

2022年2月	2022年3月	2022年4月	四星期變動	年初至今 (2022年5月20日)
4.73%	12.25%	0.38%	1.60%	11.56%
0.39%	3.58%	-1.20%	-1.46%	0.07%
-0.08%	3.15%	-2.40%	-1.75%	-5.77%
-0.47%	2.52%	-3.79%	-2.76%	-11.62%
-2.40%	0.77%	-4.89%	-3.62%	-15.96%
-2.65%	0.61%	-5.23%	-3.75%	-15.97%
-3.06%	-2.52%	-5.75%	-4.90%	-17.46%
-3.14%	-2.93%	-8.43%	-7.86%	-17.82%
-3.36%	-6.84%	-8.80%	-8.67%	-18.14%
-10.33%	-7.84%	-13.86%	-8.77%	-24.42%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

最強表現



最弱表現





BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

ECB：歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

EPS：每股盈利。

ESG：以環境、社會責任、以及治理作為評鑑標準的非金融企業評等系統。用於評估公司的投資對永續性和倫理的影響力。

Fed：美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

IMF：國際貨幣基金組織。

GDP（國內生產總值）：國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

基點：1個基點=0.01%。

IEA：國際能源總署。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

IRENA：國際再生能源總署。

ISM：美國供應管理協會。

OPEC：石油輸出國組織，共有14個成員。

OPEC+：由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

PMI：採購經理人指數。

SRI：可持續經營與社會責任型投資。

VIX：標準普爾500指數的隱含波動率指數，它以指數期權為基礎，衡量股市操作者對30天波動性的預期。

WTO：世界貿易組織。

停滯性通貨膨脹：是指經濟體同時經歷通貨膨脹增加和經濟產出停滯的情況。

價值性風格：是指投資對象公司的價值相對於其基本面，似乎以較低的價格進行交易。價值性股票的共同特徵包括高股息率、低市賬率、以及低市盈率。

優化（Uberisation）：此術語源自美國公司Uber的名稱，該公司開發和營運為司機和乘客牽線的數位平台。此處指的是利用新的數位科技的經營模式，屬於共享經濟，讓客戶與服務提供者直接聯繫而達到更低的成本和更低的價格。

優質性風格：是指投資對象公司具有更高、更可靠的利潤、低負債率、以及其他盈利穩定的衡量標準、同時有優秀的治理能力。優質性股票的共同特徵是具有高股本回報率、股本負債比率、和盈利變動性。

元宇宙（metaverse）：元宇宙（由meta和universe合併形成的複合字）是指一種虛構的虛擬世界。該術語經常用於描述網際網路的未來樣式，可以利用3D互動來存取虛擬、持續發生、和被共用空間。

利息、稅項、折舊和攤銷前利潤（EBITDA）：包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

區塊鏈（blockchain）：一種儲存和傳輸資訊的科技。採用資料庫的形式，資訊為所有用戶同時共享是其特性，並且通常不依賴任何中央機構。

增長性風格：是指預期投資對象公司的銷售額以及盈利將以高於市場平均水平的速度增長。在嚴格的意義上，增長性股票的估值通常具有高於市價的特點。

存續期（duration）：反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

定價能力（pricing power）：指公司或品牌能夠提高價格而不影響對其產品需求的實力。

寡占（oligopoly）：當只有少數具有一定市場力量的生產者（供應）和大量客戶（需求）存在於市場之時，就會發生寡頭壟斷的現象。

布蘭特（Brent）：一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

平衡通貨膨脹率（inflation breakeven）：當名義債券的回報率與通貨膨脹連動的債券（相同到期日和等級）的回報率相同之時所達到的通貨膨脹水準。換句話說，投資者是否擁有名義債券或者通貨膨脹連動的債券，在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

息差、信貸息差（spread or credit spread）：息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

息稅前利潤（EBIT）：指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

政策組合：一個國家根據經濟環境及其目標採取的經濟戰略，主要包括貨幣政策和財政政策的結合。

景氣循環性風格：是指投資對象公司依賴於整體經濟體的演變。景氣循環性股票代表這些公司在經濟興旺之時利潤升高。

未來5年之5年期通貨膨脹交換利率（5-year, 5-year inflation swap rate）：未來五年期間對五年期的通貨膨脹預期的市場衡量標準。是提供瞭解未來通貨膨脹預期可能如何變化的窗口。

消費者物價指數（CPI）：用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準，通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

經合組織（OECD）：經濟合作與發展組織。

經濟日本化（Japanification）：指日本經濟在過去三十年期間所面臨的停滯現象，一般用於指經濟學家擔心其他已開發國家會效仿。

經濟驚喜指數（Economic Surprise Index）：衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

聯邦公開市場委員會（FOMC）：美國聯邦儲局的貨幣政策機構。

西德克薩斯中質原油（WTI）：即在美國開採的原油。WTI原油合約在美國期貨市場交易，其價格為具指標性的原油價格基準。

規模經濟（economic scale）：公司利用增加產量的方式來降低產品的單位成本。

證券交易委員會（SEC）：獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

通貨緊縮（deflation）：通貨緊縮是通貨膨脹的反義字。與通貨膨脹相反，其特點是一般價格的水準長期持續下降。

量化寬鬆（QE）：中央銀行為向經濟體注入流動性而購買而購買債券等資產的貨幣政策工具。

長期停滯（secular stagnation）：指經濟在相當長時期之內只有很少或沒有成長。

防禦性風格：是指投資對象公司或多或少不受經濟狀況變化的影響。

零工經濟（gig economy）：以彈性、臨時性、或自由職業為特徵的經濟系統。

免責聲明

本文件題為《Monthly House View》（「冊子」），其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊，未經過任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。同樣地，其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況，也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明，本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司，是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體，即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司，無論位於何處，均以 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處，以及每個其他 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）實體單獨稱為“實體”（Entity），而統稱為“實體集團”（Entities）。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole SA 集團（「集團」）旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品，或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體，擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商，或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下，閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國，居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律，某些投資、產品、和服務，包括託管，可能會受到法律和法規約束，或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地，本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束，以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷，恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規，每一實體均可提供本冊子：

- 在法國：本刊物由CA Indosuez發行，該機構乃具有資本額584,325,015歐元之上市有限公司及為信貸機構和保險經紀公司，在法國的French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，並在法國巴黎 Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635，註冊辦事處地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。其監管機構為Prudential Control and Resolution Authority及 Autorité des Marchés Financier。
- 在盧森堡：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司 (société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在西班牙：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行，受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de Espana 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register註冊，編號：T 30.176,F 1,S 8, H M-543170, CIF (公司稅號)：W-0182904-C。

- 在比利時：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register，編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises (比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在意大利：該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth (歐洲) 分發，該分行在銀行註冊號 8097，米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341，認證：EC/2012-08。
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場29層，本冊子中所載任何資訊，均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會 (SFC) 或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品，未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准，根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A或105條款 (第571章) (SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者 (按SFO以及《證券及期貨 (專業投資者) 規則 (第571D章)》中所定義)。
- 在新加坡：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發，地址：168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No. FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡法《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本“冊子”的任何疑問，新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch。
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在私人基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准。
- 其他國家：其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：Getty Images。

2022年5月23日編輯。

