



# MONTHLY HOUSE VIEW

2022年9月

非回升的回升

## 概要

- |             |     |
|-------------|-----|
| 01 • 編輯寄語   | P3  |
| 非回升的回升      |     |
| 02 • 聚焦     | P4  |
| 中國及日本：鴿子哭泣時 |     |
| 03 • 經濟點評   | P6  |
| 世界翻天覆地      |     |
| 04 • 定息債券   | P8  |
| 75基點是新25基點！ |     |
| 05 • 股票市場   | P10 |
| 止跌回升的夏令     |     |
| 06 • 外匯     | P12 |
| 美聯儲和美元仍保持領先 |     |
| 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 |

## 01 • 編輯寄語

# 非回升的回升



VINCENT  
MANUEL  
Chief Investment Officer

親愛的讀者：

到頭來，市場一夏平靜，出現相當對稱的反彈：長債息的下降以及美國經濟意外有正向機會。這夏日的暫時寧靜，在 Jackson Hole 舉行的央行行長會議前幾天嘎然而止，Jerome Powell 在會議上確實他提高利率和優先考慮通貨膨脹的計劃。

這次夏季回升也存在某種看似矛盾和不安定之處。美國得利於比預期溫和的通脹（七月物價指數與上月相比沒有進一步上升，以及年度通脹水平穩定）和比預期更興旺的勞動力市場。但經濟數據比較好的最終結果會導致開始於六月中旬的長期收益率下降趨勢停止，從而重新引發對美聯儲行動的憂慮。回升的本質引發了對於回升在八月中旬可持續性的質疑：交易量低、很少或沒有大量資金從傳統投資者手上流入、以及上漲最終是由短期期權實現的。

這些只有粉飾作用的正向經濟意外也將更複雜的現實情況和更具挑戰性的中期趨勢隱藏在其後。首先，美國和歐洲增長之間的互相比較呈現出一種會產生誤導的現實，這種現實可能逆轉：美國的 GDP 已經連續兩季收縮，而歐洲增長仍確立於正值區域。預計這種情況將會逆轉，歐元區將出現可能不可避免的短暫衰退，而相比之下，美國經濟因庫存部分受到非重覆發生的影響而導致收縮之後，其 GDP 將在第三季上升。其次，美國勞動力市場的實力儘管令人放心，但終將改變方向（美聯儲已宣布並預期此事），並且商業投資週期應開始受到金融狀況收緊的影響。

歐洲人也應該懷疑歐盟委員會對天然氣再補給現實所作的評論。即使是完全補貨也只能滿足該地區天然氣需求的四分之一，即使已經在進行多源化，但天然氣的主要部分仍然每天經由俄羅斯管道供應。

鑑於缺乏遠見構成重大風險，因此公司出現的正面意外也不能輕信。強勁的第二季財報季推動今年夏天市場上漲，主要是由能源行業所推動的，而疲軟的歐元和通脹使歐洲公司的收入不切實際地提高。最後，美國股份回購的規模既證實了股東回報主題在停滯性通貨膨脹時期的重要性，也引發了人們對這一趨勢的可持續性，以及沒有通過股份回購產生的收益增長背後的現實的質疑。盈利週期逆轉的風險因此始終存在，儘管看起來將比預期晚發生。而且與此同時，任何長期收益率上升的風險都可能削弱股市的均衡估值。

因此，希望在夏季經濟能夠避免衰退，以及央行能夠立即緩和其言論作為穩定通脹的反應尚為時過早，我們認為今秋有必要謹慎行事。其他風險因素也可能引起投資者的關注，如即將召開的中國共產黨全國代表大會、環繞台灣的緊張局勢、意大利的立法選舉、烏克蘭的衝突、以及美國的期中選舉等。

我們因此深陷在結構上有較高波動性的制度之中，投資者將不得不既要習慣又要適應這種制度，而非設想迅速回到大流行疫情前的景氣循環制度。因此，與其說是追逐短期市場的回升，不如說是找出長期實質回報來源的時機已經成熟了。

中國的資產負債表衰退的風險與1990年代的日本如出一轍，但我們認為中國的復甦只是受到阻礙並未喪失，而制定政策者仍有強大的進取材料來啟動經濟。日本仍然處於自身的世界，經歷了多年的停滯性通貨膨脹之後，反而樂於接受通貨膨脹。儘管日元呈自由落體貶值，但面對依然強勁的經濟失衡，日本央行（BoJ）似乎受限於鴿派立場。

### 中國的風險偏向不利

中國七月零售額同比增長2.7%（低於路透社調查預測的5%增長），工業生產增長3.8%（未達預期增長4.6%的目標）。儘管從歐洲的角度看，這些增長數據仍然令人羨慕，但反映了第二次經濟重新開張遠不如2021年那次那麼令人印象深刻。八月的PMI調查顯示已跌入收縮區域（在49.4水平），而服務業的PMI（52.6）受益於COVID清零政策的輕微放鬆。

當局已宣布進一步實施財政刺激，提供新基建支出（3,000億元人民幣），並延長提供地方政府的5,000億元人民幣貸款。然而，風險在於，房地產持續低迷，而大部分這些額外的刺激措施將會用於儲蓄和償還債務（圖1）。後者引發了對於中國會陷入類似1990年代日本的「資產負債表衰退」風險的爭論，當經濟主體利用削減支出和投資來減少債務時，只會進一步減少經濟活動。

中國家戶債務確實從十年前佔GDP的28%上升到佔62%，而企業債務佔GDP的160%。如今，家戶隨著信心和房地產投資回報率下降而急於儘早償還抵押貸款。

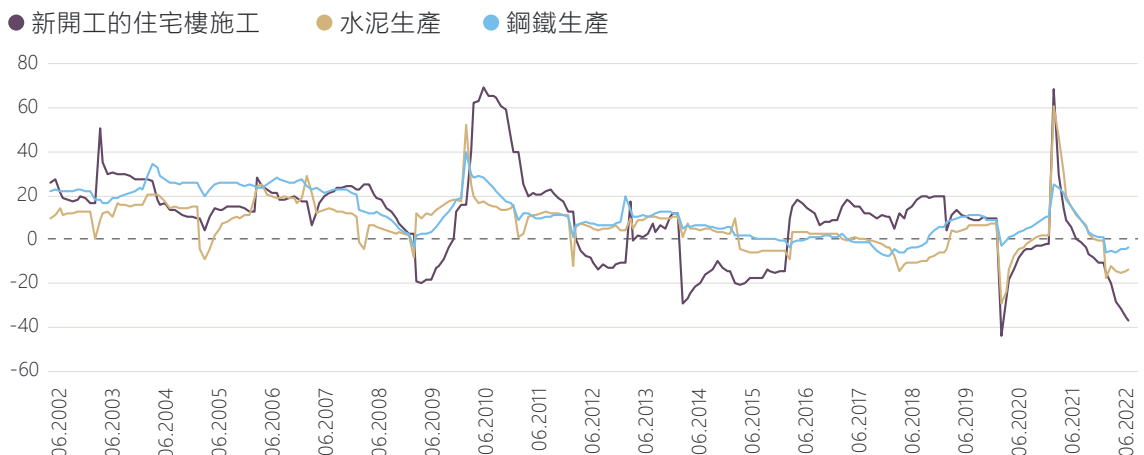
### 恢復信心是關鍵

隨著第20屆全國代表大會臨近，中國當局就像他們不能大幅倒退其COVID清零戰略一樣，無法承擔U型轉變其對房地產市場不計後果放貸的強硬政策立場。但是，已經採取多項措施企圖恢復對房地產行業的信心，包括國有企業擔保貸款。即使中國人民銀行（PBoC）今年已經兩次降息來表明其支持，但寬鬆的貨幣政策一直相對溫和。恢復信心將成為關鍵。總而言之，我們認為中國經濟仍有因封控誘發被壓抑的需求，但我們預計房地產低迷將繼續重壓2023年的增長。



中國人民銀行  
今年已兩次降息

圖 1：中國住宅市場走緩，建築相關產出同比增長，%



來源：路孚特 (Refinitiv)、東方匯理財富管理。

中國的GDP增長預測已從2022年的3.2%和2023年的5.5%分別下調至2.9%和5.2%。其出口將受到全球經濟衰退的阻礙，但應會繼續受益於低生產者價格（於七月達17個月低點4.2%，低於市場普遍預期）和某些關鍵領域的競爭優勢，特別是可再生能源元件方面。至於中國自身對能源的依賴性，其煤炭生產和能夠依賴俄羅斯能源已經幫助其經濟擺脫全球能源動盪，即使目前其南方的乾旱正阻礙能源生產。

到目前為止，公司還未將升高的大宗商品成本轉嫁到其銷售價格中。國內需求回升正在走強（七月的零售額同比增長2.4%，超出市場所預期的1.5%）。失業率仍低於歷史平均水平（七月為2.5%），而日本2022年六月的名義工資較去年同期增長2.2%，為四年來最快速度。至於供給面，日本製造業正遭受中國和美國出口需求疲軟之苦。日本八月製造業採購經理人指數跌至51，新訂單構成部分六個月來首次下降，表示未來將進一步走軟。

七月通脹數字目前高於日本央行對本年度的預測，並超過日本央行設定2%的目標。日元極度疲軟（年初至今兌美元匯率為-17%）有必要提高利率。然而，較低的融資成本幫助家戶和企業吸收升高的能源帳單。由於大流行疫情支持計劃以及圍繞台灣的風險逼近而計劃增加軍費開支的影響使債務負擔增加，這還幫助政府維持其巨大的債務負擔（GDP的270%）。日本央行因此在全球央行中仍顯得是局外人。即使日元可能在2023年美國經濟衰退強於預期的情況下從其避險地位中受益，但BoJ需要更多創新能力來抑制日元下跌。

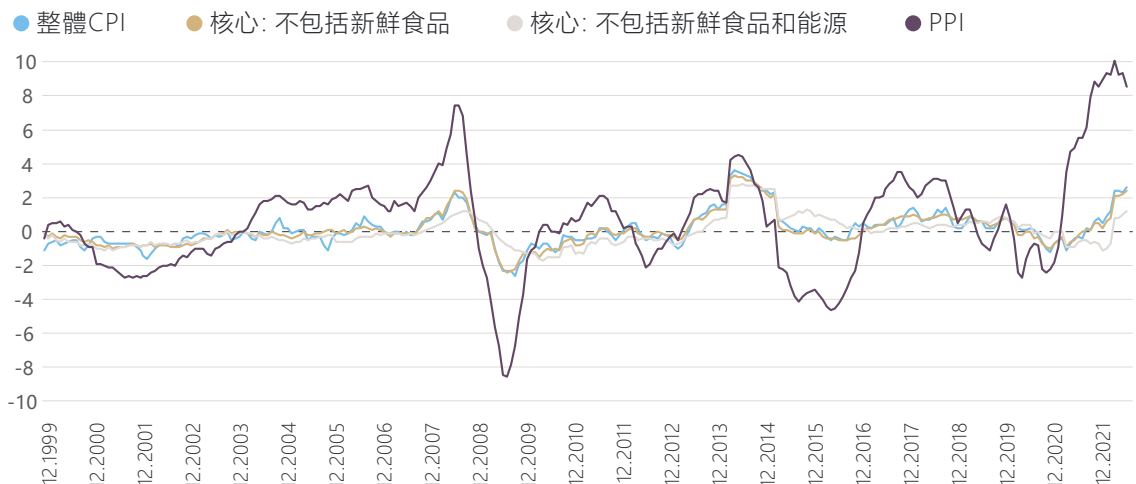
### 日本：通貨膨脹歸來？

很可能還太早以致於無法辨別。日本在七月其消費者價格通脹加速高於預期（隨六月為2.4%之後，排除新鮮產品，同比增長為2.2%）。如果我們排除2014年至2015年日本國內由於增值稅增加而人為引發的通脹激增的時期（圖2），這是自2008年八月以來的最高水平。通脹逐漸擴大，但大部分價格壓力來自進口產品，例如：食品價格（上漲4.4%，對比六月的3.7%）和能源價格（燃料、照明、和水費上漲14.7%，對比六月為14.0%）。七月不包括新鮮產品和能源的核心通脹率僅同比增長1.2%。令人鼓舞的是，因為大宗商品價格疲軟，生產者價格開始降溫（2022年七月同比8.6%，對比六月為9.4%）。



日元兌美元  
年初至今貶值  
17%

圖 2：日本的價格壓力，同比，%

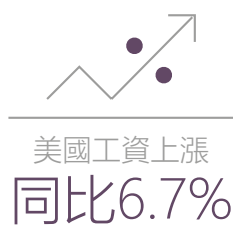


來源：路孚特 (Refinitiv)、東方匯理財富管理。

已開發經濟體今夏的宏觀數據並沒有那麼糟糕，尤其是美國。然而，好的宏觀消息迅速變成壞兆頭，因為給各國央行進一步收緊貨幣政策的信心。要知道，如今通脹對經濟增長的影響比利率上升造成的影響更大。由於能源短缺憂慮加劇，歐洲經濟衰退現在似乎不可避免。

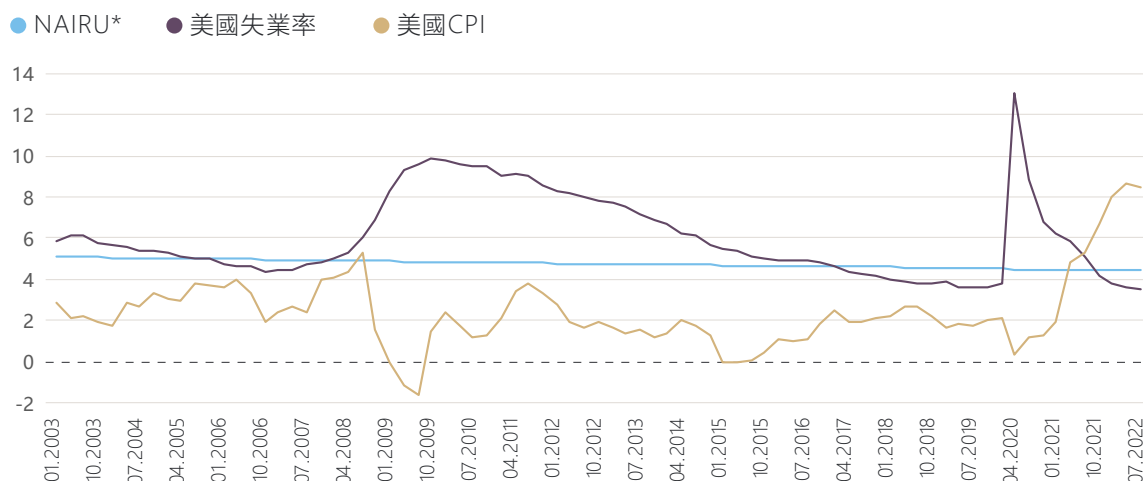
### 美國：無路可回頭

由於消費證明比預期更具有復原力，美國第二季GDP的放緩按每季年化基礎上調至-0.6%（而非最初估計的-0.9%）。庫存佔這次下降的-2百分點。鑑於COVID-19疫情之後庫存的波動性非常不穩定，第三季的總體GDP數字可能會比預期更好。這部分說明為什麼美國全國經濟研究所（NBER<sup>1</sup>）拒絕宣布美國經濟目前處於衰退的理由。總之，花旗美國經濟意外指數（Citi US Economic Surprises Index）在今年夏季強勁反彈。儘管消費者價格上漲超過工資漲幅（同比增長8.5%對比6.7%），但消費仍然相對挑釁（七月不含汽油價格的零售額增長0.2%）。不僅如此，美國的個人消費支出價格指數——美聯儲青睞的通脹指標——繼六月上漲1%之後，於2022年七月環比下跌0.1%。食品價格環比上漲1.3%，但能源成本環比下跌4.8%。



展望未來，通脹最有可能在七月達到頂峰。某些緩解即將到來，因為汽車需求疲軟預計其價格會走弱，但住房價格（佔總價格通脹籃子的30%）更具粘性（根據歷史房價滯後約15個月）並將繼續對價格造成壓力。就業市場依然拮据（圖3），而消費者通脹預期在七月會有下降，但會仍高於6%（截至2021年十一月達到的水平）。在這種背景下，美聯儲堅定其意志著手對抗通貨膨脹。住房需求暴跌（七月住房開工率環比下降9.6%）以及信心指標的暴跌不會破壞美聯儲的使命。我們預計美國通脹率不會在2023年春季之前大幅下降。PMI指數因為大幅跌破服務業50大關閥值（八月為44.1）和製造業走弱（至51.3）警告未來經濟活動將放緩。美國經濟衰退的風險現在已被納入2023年下半年的考量，屆時現在的就業市場的裂縫（例如職位空缺放緩）開始明顯加深，融資條件的限制水平中斷國內需求的復甦。

圖 3：失業率VS通貨膨脹率，%



\*NAIUR: 非加速通貨膨脹失業率。

來源: 路孚特 (Refinitiv)、美國國會預算辦公室 (CBO)、東方匯理財富管理。

1 - 美國全國經濟研究所 (National Bureau of Economic Research)。



## 歐洲：經濟衰退的浮現

歐洲通脹和GDP增長繼續受到能源短缺和由此產生的信心衝擊的影響（表1）。整個歐元區的通貨膨脹率預計到年底將接近兩位數，特別是德國和西班牙。由於天然氣價格繼續走前所未有的道路（八月同比上漲368%），通脹尚達頂，歐洲通脹風險仍傾向於上漲趨勢（特別是能源和工業品成分）。儘管如此，並且可能由於歐洲的通脹幾乎完全是由能源和食品價格所驅動的，因此迄今為止通脹預期仍保持穩定。由於COVID-19措施放鬆和夏季旅遊活動興旺的支持，第二季GDP數據意外上升（第二季度環比增長0.6%）。西班牙（1.1%）、意大利（1%）和法國（0.5%）以穩健的速度增長，而德國經濟停滯不前。展望未來，由於服務業重新開張的回升趨緩、全球

需求減弱、以及購買力仍然拮据，導致GDP將呈下降趨勢。德國IFO商業景氣指數（IFO Business Climate Index）於八月跌至88.5點（低於二月的99），而德國GfK消費者調查指數則遠低於2020年三月的水平。彭博社預測歐元區的衰退概率現在已達到55%，而六月時為30%。如果對俄羅斯天然氣是實行配給制而不是完全切斷，我們假設歐元區從2022年下半年開始並持續到2023年春季將出現溫和衰退。歐元區的失業率連續三個月穩定保持在6.6%，但仍然有很大的差距（德國失業率2.8%，西班牙12.6%）。然而，所有成員國的公共財政都在惡化。歐洲預算程序於十月再次啟動，是在意大利大選後不久，因此可能會成為新的緊張局勢來源。



表1：GDP增長和通脹預測更新，%

	增長									
	美國	歐元區	德國	法國	意大利	西班牙	英國	中國	日本	巴西
2022	1.6%	2.9%	1.5%	2.6%	3.3%	4.5%	3.4%	2.9%	1.8%	2.3%
2023	1.0%	0.3%	0.1%	0.4%	0.4%	1.1%	-0.5%	5.2%	1.5%	1.0%

	通貨膨脹率									
	美國	歐元區	德國	法國	意大利	西班牙	英國	中國	日本	巴西
2022	8.1%	8.3%	8.5%	6.1%	7.7%	9.3%	9.6%	2.3%	1.9%	9.8%
2023	4.0%	5.7%	6.0%	4.7%	5.3%	4.9%	8.7%	2.4%	0.3%	5.6%

來源：鋒裕匯理研究、東方匯理財富管理。

經濟和金融市場正經歷幾十年來最大的緊縮週期。回憶起往日美好時光，已開發市場央行行長們在經過漫長而謹慎的市場溝通之後，將利率上調25基點。現在，前瞻性指引已成為過眼雲煙，大多數央行行長正在採取曾經只特定用於新興市場的50至75基點的步驟。

是多事之夏，市場在利差和利率市場都大幅重新定價。這是由以下因素推動：六月底大力去槓桿化、美國財政支出導致的儲備增加、以及相對不變的逆回購 (reverse repo, RRP)。今天，在美聯儲主席發表講話之後，利率市場已經慢慢會聚到更激進的緊縮立場。Jackson Hole事件後的反應對美國國債相當溫和委婉，而今年上半年有效實施中的利率曲線趨平壓力又回到美國收益率曲線的主導地位。歐洲中央銀行 (ECB) 和英格蘭銀行 (BOE) 方面形勢嚴峻。即使這兩個貨幣區陷入深度衰退的可能性越來越大，但電力和天然氣價格正在削弱這兩個貨幣區的地位，迫使其央行行長保持非常鷹派的立場。鑑於歐元大幅貶值，歐洲央行處於特別問題多端的佈局。

最後，即使週邊國利差擴大與歐元區整體利率正常化一致，歐洲央行今年夏季的反應是利用抗疫緊急買債計劃 (PEPP) 的再投資購買更多意大利國債。

鑑於今年夏季金融條件放寬 (圖4) 和美國強勁的就業市場，各國央行行長現在更有可能繼續快速收緊貨幣政策，現在呼籲美聯儲調整政策尚為時過早。鑑於貨幣政策傳遞會延遲，這將無法避免地使已經陷入停滯或衰退的經濟體帶來壓力。然而，對抗通脹仍然是各國央行行長的絕對優先事項，他們似乎相信短期經濟衰退要比長期通脹環境更好。在這種情況下，扁平化趨勢將繼續，美聯儲可能在年底前轉向，這可能會對曲線的短端造成一些上升趨勢的壓力。

由於  
歐元貶值，  
歐洲央行  
處於脆弱  
易變的境地

圖 4：美國金融狀況返回到幾乎中性，%



來源：彭博，東方匯理財富管理。



## 信貸

對於信貸市場，美國和歐洲市場的投資級和高收益債券的利差交易大幅下降。這為這些市場在七月的大量超額回報敞開大門，然後在八月進行合併。儘管歐洲的基本面保持有復原力，但美國的基本面則惡化，公司資產負債表上的債務增加而現金減少。歐洲和美國的實際違約率均低於1%，而評級機構預測2023年的增長有限，與經濟放緩情況一致，略高於其長期平均水平（按發行人加權基礎計算，美國為3.7%，歐洲為3%）。評級機構尚未將這種轉變納入考慮，因為升級比降級還更多。中國房地產行業是例外，40%的發行人處於負面觀察(negative watch)狀態。就資金流而言，儘管今年夏季有正值勢頭，但投資者從開放式基金中撤出資產，因為在收益率上升的環境下，年初至今的表現仍為負值。話雖如此，買入和持有策略越來越多，吸引了投資者。與開放式基金相對，這些投資設計在一開始時就確定收益，提供更多可見性。歐洲的掉期利差持續擴大，提供投資者額外的套利，並有可能緩衝收益率的上升。



中國房地產開發商  
估計損失美元債務

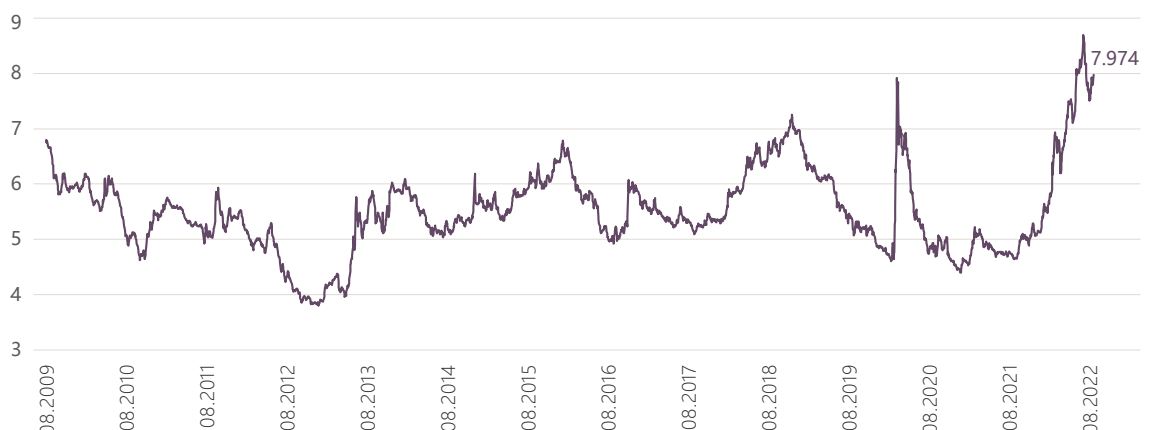
1,300億

在高收益市場，目前估值看起來吸引力不高，而且考慮到歐洲央行的鷹派立場、歐洲能源衝擊拖累企業利潤率、以及宏觀經濟普遍低迷，似乎使其面臨風險。B/BB和BB/BBB比率現在都低於5-年平均水平，表示在這些水平上是豐裕的市場。

儘管一級市場充滿挑戰，但在近期內再融資的需求很低。雖然企業將面臨新債務借貸的成本提高，但到了2023年更高比例的固定利率債務將緩解這種情況。B-及以下等級比較脆弱。美元走強導致美國企業的未償付非美元債務(non-USD debt outstanding)收縮，而某些歐洲企業則受益於其美元收入敞口。

美元貨幣走強在新興市場拖累了本地貨幣的回報。中國房地產崩盤也壓抑全球投資者的情緒，缺乏短期解決方案使該地區的任何風險承擔受到阻止(圖5)。

圖 5：新興市場債券收益率上升導致中國的違約率上升，%



來源：彭博，東方匯理財富管理。

標準普爾500指數在八週內顯示兩位數的強勁漲幅，受三因素的提振：最初的感覺是美聯儲離其轉勢點不遠；第一季業績證明比人們所擔心的更好；投資者夏季前的悲觀情緒導致他們在假期之前降低風險。

Jackson Hole會議是巨大的警鐘，通脹仍然是各國央行行長最關心的問題。

## 財報季

第二季的收益交付受到全面支持，歐洲的前景非常樂觀，而美國的全面形勢令人放心。共識仍預計美國的銷售額將增長12%，歐洲的增長14%，遠高於歷史平均水平。然而，一旦我們調整能源行業的影響，利潤率開始顯示出一些疲軟跡象，特別是在美國。歐洲由於歐元疲軟和利率下降，利潤率到目前為止一直保持復原力。

在此背景下，盈利修正保持有復原力，甚至歐洲仍在向上修正。然而，這是未來股市面臨的主要挑戰之一。企業在目前環境之下能持續交付和維持高利潤率水平的能力將是年終股市表現的關鍵因素。

## 美國

美聯儲在七月改變基調（圖6）（不如過去鷹派）推動了市場回升，Jerome Powell表示聯邦基金利率已經處於中性狀態，導致美國利率緩解並推動股市上漲。

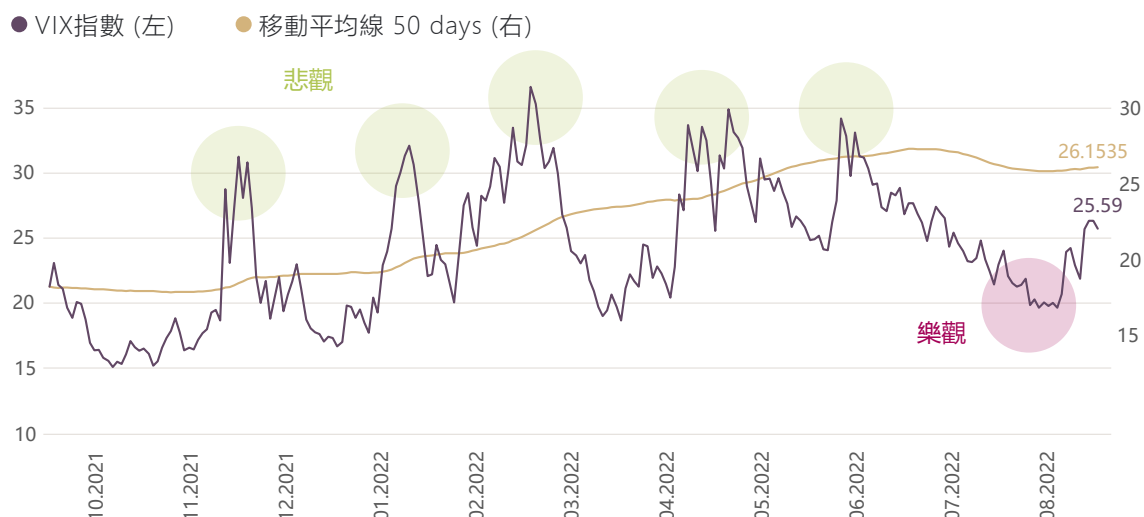
但Jackson Hole會議打消美聯儲在近期轉向更寬鬆立場的希望。Jerome Powell暗示，美聯儲可能會繼續加息，並維持提高利率一段時間以遏制通脹。

因此，我們仍處於特別複雜的宏觀環境之中，包含地緣政治緊張局勢、高通脹、經濟衰退風險、貨幣政策、以及即將到來的美國期中選舉。所有這些要素都證明我們目前在風險定位的謹慎信息是合理的，即使我們仍然認為美國市場提供最大的復原力並具備較大的定價能力以及最優質的公司。



收益修正：  
到目前為止  
具有復原力，  
但年終面臨  
挑戰

圖6：VIX指數



註釋：在夏季之前，六月中旬已經達到看跌頂峰，這促成了夏季的止跌回升。現在，情緒指標顯示有些相對樂觀，表明市場可能對負面的新聞流更加敏感。

來源：彭博，東方匯理財富管理。

## 歐洲

儘管從七月底到八月中旬市場出現緩解回升，但歐洲在全球局勢中仍然充滿挑戰。

在冬季期間潛在的能源短缺對歐洲來說是真實的不利因素。有些投資者甚至擔心某些行業可能會停止活動，特別是在德國或意大利的。歐元疲軟對出口商有幫助，但能源/大宗商品價格的通脹壓力越來越大，將影響能源密集型行業的盈利能力。從積極面來看，歐洲企業的財報季一直表現出色，這些公司仍推動盈利上升（圖7）。

在歐洲內部，我們青睞瑞士市場，該市場受益於瑞士貨幣走強和以優質為導向的偏好。

了全球投資者最近對中國的憂慮，而每股盈利的修正仍偏向有負面風險。好消息是，我們最近看到中國最重要的平台經濟公司出現令人鼓舞的跡象，總體收益結果比預期更好，最重要的是，利潤率提高。

## 投資風格

由於長期收益率在夏初出現逆轉，夏季中的止跌回升主要受益於非盈利性的「增長型」股票。然而，債券收益率最初受益於美國下跌100基點之後，最近再次走高。因此，我們仍然認為現在廣泛取回「增長型」公司還為時過早（可再生能源和綠股票除外）。

反之，我們留意到，利用增加「優質型」股以及特別是「增長股息」主題，將目標集中於有能力在目前背景下維持或增加股息的公司上，我們有機會在防禦性方面更進一步。

同時，我們利用「價值型」股的回升，從這個策略中獲取利潤。我們主要集中在減少「價值型」投資組合中的景氣循環性部分，這部分可能會受到另一段宏觀經濟惡化過程的影響。

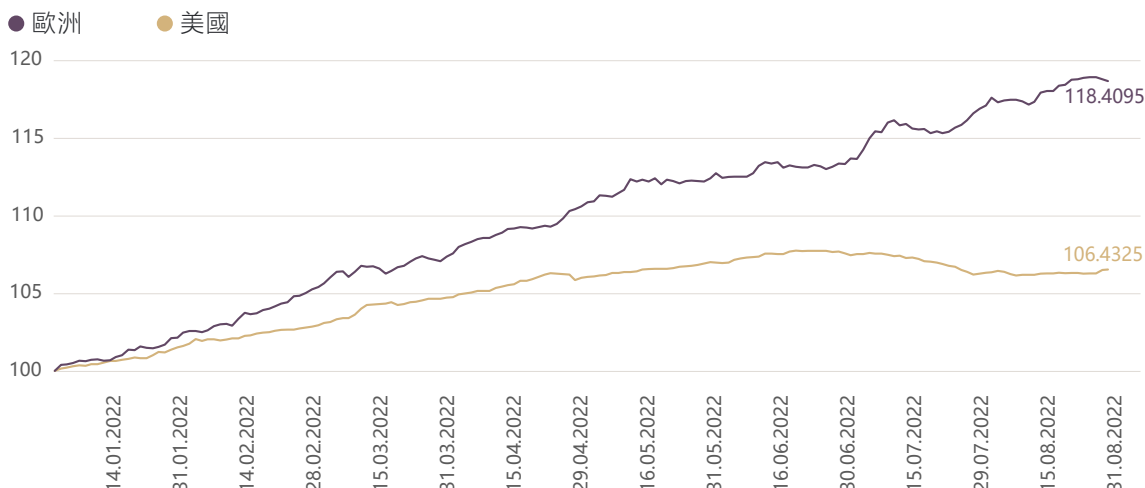


「優質型」  
風格仍然是我們的  
關鍵推薦

## 新興市場

亞洲股市不得不應付過去幾個月對中國經濟的憂慮升高（見第6頁），迫使中國當局在八月底推出新一輪貨幣寬鬆政策，包括降息和針對房地產行業的支援措施。我們也預期在今年剩下的時間裡基礎建設支出將大幅增加。與美國（尤其是台灣）的緊張關係再度升高，以及仍然實施嚴厲的COVID清零政策也增加

圖 7：每股盈利修正



註釋：該財報季令全球投資者放心，特別是在歐洲取得一系列強勁的業績。從那時起，歐洲的盈利修正正在加速上漲趨勢，而美國的盈利修正仍在企鵝。

來源：彭博，東方匯理財富管理。



美元仍然是王者，中國政策制定者允許人民幣貶值來支持陷入困境的經濟體，而日元仍因試圖啟動通脹而承受壓力。澳元看起來是有吸引力的多元化投資工具，而白銀過於疲軟，以至於市場寧願付錢借也不願購買白銀。

## 美元

### 依舊走強

由於美聯儲使市場對其超級鷹派貨幣政策立場早日改變的希望破滅，美元在八月創下新高。美元不僅受到利率回升的推動，也得到隨利率升高而來的趨避風險環境的良好支撐，因為投資者尋求世界儲備貨幣的安全之地，而這些儲備貨幣恰好也是收益率最高的已開發市場貨幣。我們進入第三季/第四季的不確定性中，仍然對美元持建設性態度，但也認識到每次回升的增量收益正變得越來越少。

## 人民幣

### 中國人民銀行逆全球趨勢而行

中國經濟增長放緩的風險情況被認為比對抗僅只是逐漸上漲的消費者價格更重要。因此，央行繼續放寬短期借款和抵押貸款利率，企圖緩衝經濟放緩並維持房地產行業。這種持續貨幣支持與幾乎所有其他國家的央行形成鮮明對比，其他央行急於恢復失去的信譽以及對抗國內失控的通貨膨脹。嚴格來說，中國人民銀行允許人民幣兌主要貿易夥伴貨幣保持浮動走弱，兌美元也貶值，從而進一步刺激經濟。因此，我們不能排除人民幣進一步走弱至7.00及更高，而FOMC履行其鷹派的加息途徑，並且利差進一步擴大。刺激計劃正在進行應該會遏制任何嚴重的貨幣外流。



投資者尋求  
世界儲備貨幣的  
安全之地

## 澳元 (AUD)

### 探底反彈

AAA 澳元正試圖形成一個底部對比於預設為飆升的美元。創紀錄的充分就業仍然非常強勁，而CPI高漲且遠高於澳洲儲備銀行 (RBA) 的容忍水平。澳洲聯儲銀行迅速加息，還有更多的工作有待履行。這種「回歸」的高收益狀態與不斷增長和創紀錄的貿易順差相結合。小麥、煤炭、鐵礦石、甚至液化天然氣的大量需求淨出口 (in-demand net exports) 將繼續提振經常賬戶，從而支撐澳元下跌。然而，其致命弱點 (Achilles heel) 仍然是與主要合作夥伴中國之間的貿易的受制裁而拖累，以及其槓桿化房地產行業很容易受到國內更大幅度加息的影響。權衡各種因素，我們對於與全球貨幣對之間的所有跌幅仍然持非常有建設性的看法 (圖8)。

## 日元 (JPY)

### 依然弱者

儘管日本的通脹率有回升，但市場尚完全未確信日本央行可能會很快改變其政策——從過去的經驗中可看出原因。

日本之前啟動通貨膨脹的嘗試過於短暫，以至於政策制定者可能希望先看到完全確立的通脹，然後才表明是否放棄他們的政策。投資者需要密切觀察日本央行和日本政府的肢體語言來尋找轉變的跡象，但由於其通脹率仍遠低於其他已開發市場，這可能還需要幾個月的時間。

## 白銀

### 支撐倒塌

鑑於美元特別強勁，白銀已跌破20美元/盎司。其價格伴隨貴金屬價格的普遍下跌，見到黃金、鉑金、和鈀金於八月全部貶值。美元的強勢來自美聯儲的貨幣政策立場，該立場對於對抗通脹越來越堅定，而市場現在認為在2022年年底之前美元利率將接近4%。有趣的是，白銀 (XAG) 的融資價格也已經走高，允許白銀的持有者可以向市場出借他們持有的白銀現金方式產生高達每年2%的收益——這可能表示市場認為該金屬將繼續下跌，而短期內仍有強勁的使用需求，因為從本質上講，高銀利率顯示參與者更熱衷於借入金屬而不是直接購買以供自己使用。

圖 8：貿易加權澳元仍受到支撐



來源：澳洲儲備銀行 (RBA)，彭博、東方匯理財富管理。

#### 投資設想

- **增長：**在我們的中心設想中維持進入衰退的高可能性，特別是在歐洲，有各種子設想，從一兩季的GDP暫時收縮到更嚴重的衰退。除了該行業的能源短缺風險之外，歐洲消費者的信心仍然低落，因為他們正在為這滯脹環境付出大部分代價。在歐洲之外，美國GDP增長在連續兩季出現技術性收縮後應該會在第三季回升，但此後應該會受到美聯儲加息週期的影響。中國的數據仍然乏善可陳，與政府的增長目標相去甚遠。
- **通脹率**將在2022年保持在偏高水平（約8%）且基礎更加廣泛，超出已經開始調整的能源價格的影響，而購買力下降引發的社會緊張局勢則助長工資上漲。2023年的通脹，由於基數效應，可能是能源對通脹的較低（或負）的促成作用，而核心通脹應保持在3%至4%之間，遠高於央行設定的目標。
- **中央銀行：**我們的設想沒有改變，包含西方的鷹派態度和中國的寬鬆政策。美聯儲再次證實其致力於對抗通脹，但對於下一季這種立場的復原力存在疑問。美聯儲可能會在年底發出轉向信號，並在2023年第一季結束加息。經濟衰退的憂慮加劇對於在2023年下半年降息的預期，美聯儲目前為止是放棄該次降息。歐洲央行也證實加速正常化。ECB在退出負利率之後，可能會在加息校準方面步美聯儲的後塵，同時讓傳導保護工具（TPI）計劃更明確，用以限制在失去財政平衡的情況下周邊利差擴大。中國央行已經證實並強調其寬鬆政策（現在中性的實質利率為五年來首次）。
- **長期債券收益率：**這種疲弱的宏觀預測和鷹派央行構成的組合維持了我們對美國和歐元區收益率曲線平坦或倒掛的看法。
- **企業盈利：**我們繼續觀察到在低迷的宏觀經濟數據和樂觀的分析師預測轉化為自信的管理層指引之間有相當大的差異。然而，儘管能源行業所推動下出現強勁的第二季財報季，但盈虧最終應該會開始反映環境的惡化，無論是增長放緩還是利潤率下降。
- **違約率和清償力的條件：**在停滯性通貨膨脹的背景下，違約率無疑會上升，但不會上升到信貸利差擴大所反映的隱性水平。信貸市場在今夏止跌回升之前，在春季期間已經一直重建更有吸引力的清償力和波動性溢價。由於再融資壁壘將主要發生在2025/2026年，因此存續期短的優質債券的套利仍然具有吸引力。然而，夏季高收益利差的收緊將會是短暫的，因為宏觀風險並未在夏日炎炎中蒸發。
- **市場制度：**由於貨幣正常化再次佔據主導地位，我們又回到了股票和債券之間的正相關關係，促使債券和股票同時出現修正。這促成波動性更高的制度，其中除以美元計價的現金以外的避風港都是瀕臨滅絕物種。



賣出夏季的  
止跌回升  
和保留  
「優質型」  
在投資組合中

## 資產配置建議

- **股票：**我們保持減持並利用夏季止跌回升的股票來減少建議的敞口。如所預期，「增長型」股票是這種由利率驅動的市場回升的主要受益者。我們的觀點很謹慎，主要依賴宏觀經濟放緩和貨幣正常化的雙重背景，這最終將導致每股盈利（EPS）出現負修正。我們繼續增加對優質資產和可持續股息的偏好，同時在宏觀風險較高的情況下降低對「價值型」股的推薦。我們依然減持歐洲，而對美國保持中立。中國股市仍受到宏觀不利因素和COVID清零政策的影響，但可能受益於更具支持性質的貨幣政策、美國上市的決議、以及科技巨頭的更好收益。
- **公司債券：**對自疫情高潮以來能提供最具吸引力利差的優質公司債券持建設性看法。短期內對高收益持謹慎態度，因為在能源短缺和經濟衰退風險升高的情況下，信貸利差可能會繼續顯著擴大。但是，對於利用買入並持有精挑細選方法的長期投資者來說，耐心會得回報。
- **貨幣：**我們在最近幾個月一再重申，對於美元兌歐元持負面看法還為時過早，因為這表示要與美聯儲的正常化途徑作鬥爭，或者忽視歐元區面臨的挑戰。雖然這種觀點得到美元與歐元交叉平價（crossing parity）的驗證，但我們認為上漲的機會低而有限，但昂貴的外匯對沖和歐元區的挑戰限制了下跌的風險。鑑於中國的貨幣寬鬆政策，我們仍然對人民幣缺乏熱情，以及在美聯儲冬季轉向為新興市場貨幣流鋪平道路之前，大宗商品貨幣仍有待多元化。
- **宏觀對沖：**我們對政府公債收益率六月峰值的存續期變得更具建設性立場，但最近在八月初下調了對該資產類別的推薦。在明確得知美聯儲轉折點的時機之前，我們回歸減持存續期的策略。
- **風險定位：**總體而言，我們更青睞保持適度風險的方法，在風險最高的投資組合中提供一些現金緩沖和更高的宏觀對沖來降低波動性，我們有能力抓住市場將會提供的機會。

## 主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
<b>定息債券</b>		
<b>政府債券</b>		
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	=/-	=
<b>信貸</b>		
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+<	=/-	=/-
<b>新興市場債券</b>		
國債美元貨幣	=	=
國債當地貨幣	=	=
拉美信貸美元	=	=
亞洲信貸美元	=/-	=
人民幣債券	=/-	=
<b>股票市場</b>		
<b>地理分佈</b>		
歐洲	-/=	=
美國	=	=/+
日本	-	-/=
拉美	-/=	=
東南亞	=	=
中國	=/+	+
<b>策略</b>		
增長型	-/=	+
價值型	-/=	=
品質型	+	=/+
景氣循環性	-	=
防禦型	+	-/=
<b>外匯</b>		
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9月1日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.25%	56.50	174.32
法國10年	2.17%	82.30	197.80
德國10年	1.56%	75.80	174.00
西班牙10年	2.76%	86.40	219.60
瑞士10年	0.88%	45.60	101.80
日本10年	0.24%	6.60	17.20

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	33.77	-1.76%	-13.91%
歐元政府債券	200.34	-3.80%	-8.33%
歐元高收益企業債券	190.37	-2.45%	-10.89%
美元高收益企業債券	293.64	-4.59%	-11.66%
美元政府債券	298.72	-2.12%	-6.73%
新興市場企業債券	43.06	-1.51%	-15.57%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9764	-0.23%	-5.90%
英鎊/美元	1.1545	-5.06%	-14.68%
美元/瑞士法郎	0.9818	2.76%	7.55%
歐元/美元	0.9946	-2.93%	-12.52%
美元/日元	140.21	5.51%	21.84%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	25.56	4.12	8.34

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,966.85	-4.46%	-16.77%
富時 100 (英國)	7,148.50	-4.02%	-3.20%
歐盟 600	407.66	-7.15%	-16.43%
東証股價指數	1,935.49	0.25%	-2.85%
摩根士丹利環球	2,610.26	-5.48%	-19.23%
中國滬深300指數	4,043.74	-1.41%	-18.15%
摩根士丹利 新興市場	976.14	-1.86%	-20.77%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,124.59	0.15%	-0.25%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲,中东,非洲)	194.28	-3.53%	-29.53%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	628.92	-2.17%	-20.32%
法國巴黎 40 (法國)	6,034.31	-7.36%	-15.64%
德國 DAX (德國)	12,630.23	-7.56%	-20.49%
義大利 MIB (義大利)	21,302.16	-5.93%	-22.10%
西班牙 IBEX (西班牙)	7,806.00	-4.35%	-10.42%
瑞士 SMI (瑞士)	10,663.44	-4.81%	-17.18%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,901.00	-3.94%	-14.23%
黃金「美元/安士」	1,697.52	-5.23%	-7.20%
WTI原油「美元/桶」	86.61	-2.18%	15.16%
銀「美元/安士」	17.55	-12.78%	-24.84%
銅「美元/公噸」	7,597.00	-1.69%	-21.85%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	9.26	14.04%	148.31%

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6月	2022年7月	2022年8月	四星期變動	年初至今 (2022年9月1日)
富時 100	8.79%	9.11%	1.18%	0.25%	-0.25%
東証股價指數	-0.42%	7.86%	0.03%	0.15%	-2.85%
摩根士丹利環球	-1.38%	7.64%	-0.04%	-1.41%	-3.20%
摩根士丹利 EMEA	-2.70%	4.22%	-0.22%	-1.86%	-16.43%
摩根士丹利 新興市場	-6.46%	3.71%	-1.04%	-2.17%	-16.77%
歐盟 600	-7.10%	3.54%	-1.88%	-3.53%	-18.15%
標普 500	-7.20%	3.18%	-2.19%	-4.02%	-19.23%
中國滬深300	-7.43%	-0.69%	-4.24%	-4.46%	-20.32%
摩根士丹利 拉丁美洲	-8.07%	-1.66%	-4.33%	-5.48%	-20.77%
摩根士丹利 亞洲「日本除外」	-16.81%	-7.02%	-5.29%	-7.15%	-29.53%

最強表現



最弱表現



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。





**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中所有資訊之及時、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,從事本冊子中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世界提供。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,編號:B91.986,是經授權的信貸機構,成立於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<sup>er</sup> - 98000 Monaco,在Monaco Trade and Industry Register註冊,編號:56S00341,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 1<sup>st</sup> 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9月2日編輯。



