

MONTHLY HOUSE VIEW

2023年4月

無奈潮水退去時.....

01 • 編輯寄語	P 3
無奈潮水退去時.....	
02 • 聚焦	P 4
銀行界：令人感覺到像 是加強緊縮的心態	
03 • 經濟點評	P 6
信心問題	
04 • 定息債券	P 8
依然是核心力量	
05 • 股票市場	P 10
調整終於發生	
06 • 外匯	P 12
雙重力量發揮作用	
07 • 資產分配	P 14
投資設想和資產配置建議	
08 • 市場監測	P 16
精選市場走勢	
09 • 附錄	P 17
免責聲明	P 18

01 • 編輯寄語

無奈潮水退去時.....



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

親愛的讀者：

「唯在潮退時，方知誰裸泳」。順著Warren Buffet的說法，低利率和寬鬆貨幣的海面終於消退，將最單薄的參與業者裸露於外。這事早在預料之中，這是為什麼金融界幾個月以來一直在仔細察看市場以便探出何處是薄弱的環節。

雖然Credit Suisse很明顯已經確定是，但Silicon Valley Bank (SVB) 則遠非如此而已。而且，SVB直到3月10日不履行義務為止，還一直受到標準普爾和穆迪的高度評價（投資級）。在ESG（環保、社責、和治理標準）的度量上也有良好的評級。MSCI評級機構給的評級是「A」等，這表示市場上一些「綠」共同基金購買其股票。最後，直到三個月之前，金融分析師（賣方¹）的共識都還是買入或持有該公司的頭寸。

到頭來，是在治理方面導致SVB不履行義務；由於利率激烈上升的影響，在大量提款（因為客戶集中於初創企業領域）以及負面的市場效應之間形成對投資美國公債現金的負面剪形效應（negative scissor effect）。除了該銀行的資產和負債之間的管理不善之外，由於在美國前總統Donald Trump的領導之下於2018年放鬆對銀行的監管，所以美國政府也負有責任。

除了兩家美國銀行的不履行義務已確認為薄弱環節²外，SVB不的履行義務也引發信任危機致使許多地區性銀行陷入困境，其中包括Californian Investment、及資產管理和服務銀行First Republic Bank等。在當前情況之下，以這些陷入困境的銀行為中心所形成的團結局面特別引人矚目。

• **客戶團結一致支持SVB**；一百多家資本投資公司立即表達其支援SVB的意願。這可能與其中許多公司的ESG量度掛勾，例如風險投資公司General Catalyst是行動的領導者，在其投資中融入高強度的與社會相關的價值。

• **大銀行團結一致支持First Republic Bank**；由於競爭對手的支援，該銀行現在事實上正進行擺脫破產。11家美國的主要銀行³已經承諾提供給First Republic總計300億美元的存款。此舉受到美國當局的歡迎。

這些自發性行動令人驚艷，意涵即使潮水消退，也可能比較無須遮蓋。同樣特別令人關注的是，就SVB事件而論，首選固然是找個買家，那麼這很可能是一家傳統銀行，但也有很有可能是新經濟的參與業者，比方說Elon Musk，他表示對於Twitter持有倉位的想法持開放態度。

接下來會發生什麼事？SVB不履行義務所造成的衝擊已經擴散到美國以外，引發歐洲的瑞銀（UBS）和Credit Suisse大規模合併。儘管如此，我們仍然相信，這場主要是信任危機的銀行業危機，將會得到解決。央行為了應付這場危機以專款方式注入清償力，可能會改變其限制性政策（特別是在減少市場流動性方面），而不忽視其賦予的最初使命：降低通貨膨脹率。

因此，利率上升之際是發現最弱的參與銀行業者的時機。金融行業第一次發生這種事件，將來可能會發生其他行業特有的事件，而在其他行業，也可能有公司對利率上升敏感。

處於這種高動盪的時局之中，有必要將這些發展轉化為投資的機會，並且在選擇股票之時，比以往任何時候都更應該善用辨別能力。

我希望您享受閱讀本刊的樂趣，我們不但將更詳細地解釋我們對各銀行的推薦，還論及在這種趨勢變化之後對宏觀金融領域的深信觀點。

1 - 在供應商這一方。

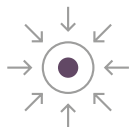
2 - 兩家銀行參與業者特別為加密貨幣融資：Signature Bank在倒閉之前已經受到洗錢調查，而Silvergate在加密貨幣平台FTX倒閉之後已經陷入動盪困境。

3 - 美國銀行、花旗集團、摩根大通、富國銀行、高盛和摩根士丹利，以及二線銀行，如紐約梅隆銀行、PNC銀行、道富銀行、Truist銀行、和U.S.銀行等。

Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

Yasser TALBI
Portfolio Manager

Lucas MERIC
Investment Strategy
Analyst



於12個月期
間提高
475基點：
聯邦基金快
速緊縮週期

最近的動盪從舊金山擴展至蘇黎世，引發了事件後果可能對銀行界造成影響的質疑。事涉監管風險的是美國的小規模銀行以及Credit Suisse的地位本就已經疲弱，但我們相信這場危機是可控的，即使對信心及對信貸狀況的影響尚待平息。從投資者的角度來看，我們對大型銀行維持以建設性的方式應對。

銀行業風暴：從舊金山擴及蘇黎世

過去40年期間是美國科技界融資主要銀行業者的SVB銀行在三月中旬，成為美聯儲快速貨幣緊縮週期（於12個月內提高475基點）的第一位受害者，這次的週期暴露了該加州銀行在其資產負債表中的重大資產負債錯配（asset-liability mismatches）。SVB的清償力問題曝光後儲戶紛紛逃離，導致該銀行於3月10日倒閉。由於對美國銀行體系健全性心生懷疑的人越來越多，Silvergate和Signature Bank兩家銀行也隨之申請破產。但是，美國官員在對2008年的危機記憶猶新的情況下，採取迅速的應對措施：擔保銀行存款（美聯儲的資產負債表在一週之內增加了3,000億美元）提供銀行清償力，並協調美國主要銀行組成的財團提供300億美元作為存款存進First Republic Bank。

不確定性越來越高蔓延到歐洲，尤其是在沙特的Saudi National Commercial Bank（是Credit Suisse的主要股東）發表聲明說明不會提供額外的財政援助之後，對Credit Suisse的影響更深。該聲明引發一場大風暴，導致Credit Suisse股票（已被確定為歐洲銀行體系中最薄弱的環節）在一天內暴跌24%（有史以來最大跌幅），然後CDS上升從2.9%直至10.8%。瑞士國家銀行(SNB) 同樣地快速反應，提供Credit Suisse清償力，最初使市場平靜下來，但最終導致由UBS銀行（政府支持）向Credit Suisse提出30億美元的援助（一度價值超過900億美元）。

銀行界是否因最近的動盪而更加虛弱？

對銀行資產負債表的影響

鑑於嚴格的巴塞爾協議III銀行業監管規定適用於歐洲的絕大多數銀行，因此歐洲的銀行存續期風險受到抑制，而該協議在美國僅適用於某種特定規模的銀行。因此，大多數銀行可能已經對沖了存續期風險，這解釋這些銀行在低利率時期很可能表現不佳的原因。不過，我們可以預期，其餘銀行因仍然有利率風險，將被迫對沖利率風險。

對存款的影響

目前在美國，存款正從較小規模的銀行流向較大規模的銀行，儘管所獲得的補償較低。較大規模的銀行業者，安全感自然比較高。銀行的存款自疫情發生以來顯示下降，原因是：監管對於特別是槓桿比率加以限制，以及家戶流向國庫券和貨幣市場基金等都有限制（圖1，第5頁）。展望未來，存款流動的報酬越高，將藉由縮小息差對銀行盈利能力產生負面影響。

對信貸條件的影響

歐洲和美國都已將信貸的條件收緊。儘管如此，2022年銀行信貸顯示強勁增長，這特別要歸功於有比較正常合理的企業和家戶資產負債表。

另一方面，這一方面的步伐自2022年第四季以來有所放緩，但沒有影響到GDP的增長，因為美國經濟體在很大程度上是藉由金融市場來融資，而對加息的敏感程度不如過去。至於歐洲，銀行信貸急劇收縮可能會對經濟體造成更大的壓力，但這不是我們的核心設想，企業仍然相對現金充裕。

總體上，財政政策、過度儲蓄、以及工資上漲可能會在短期內支撐經濟上的需求。由於信貸在疫情後世界中並非引發需求的主要引擎，而信貸條件收緊對於通貨膨脹的廣泛作用就更加不確定了。

流動性是否受損？

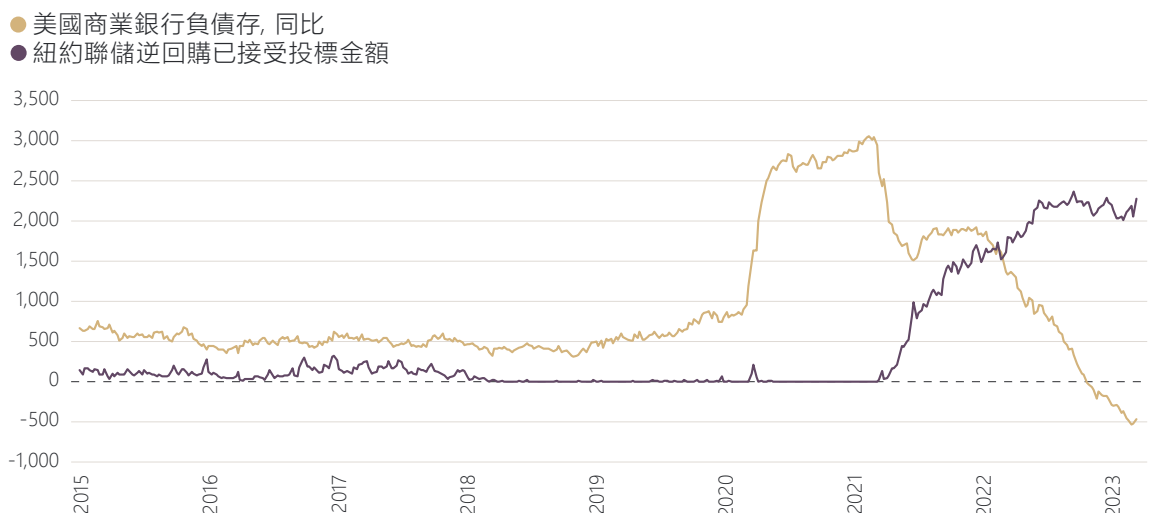
各國央行反應迅速，而且正發揮其最後貸款人的功能。美聯儲及歐洲央行（ECB）非常像在九月養老金危機時期的英格蘭銀行（BoE），擁有增強銀行流動性的工具（參見第8頁定息債券篇）。很明顯，這些措施只被最弱的銀行業者所使用（First Republic Bank、Silicon Valley Bank、Signature Bank、或者瑞士的Credit Suisse），而央行之間的外匯互換額度幾乎沒有動用。

因此，有清償力需求者僅限於遭受銀行擠兌和資產負債表管理不善的銀行業者。銀行和金融體系似乎並不缺乏流動性，但這些措施對於恢復信心有幫助，並能贏得時間來解決脆弱銀行業者的資本狀況。

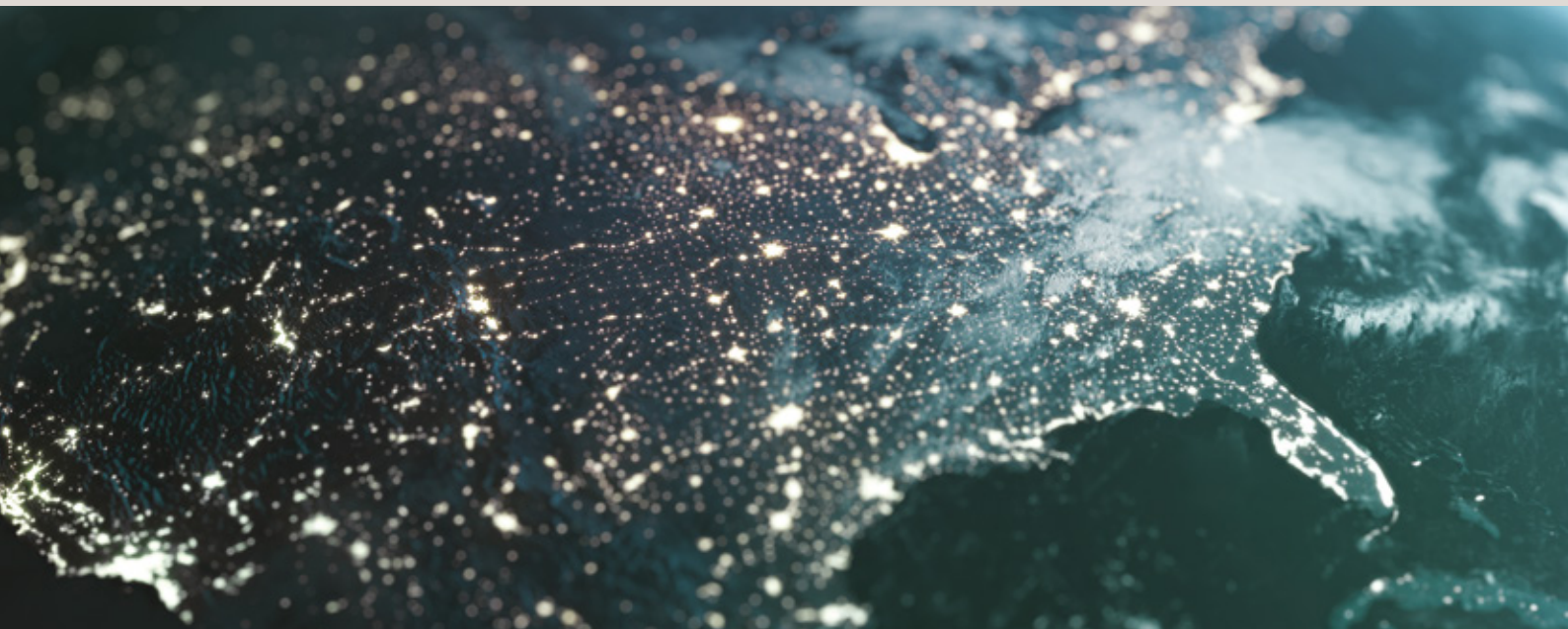
投資者的關鍵紀要：

- 因為我們對規模大的美國銀行保持建設性態度（與地區性銀行的內情不同），對於美國銀行業的持倉，儘管有縮減我們仍維持。
- 我們認為要將對市場擔憂擴大到歐洲銀行是沒有根據的，並認為市場所作的反應是顯示決定減少增持頭寸的投資者的平倉。歐洲央行（ECB）最近的溝通消除了投資者對資本結構債權優先次序的疑慮，市場對此相當理解，因此提高了對金融穩定性的信心。
- 最後，歐洲銀行的資本充足，而且對銀行的監管程度比美國更嚴格。由於資產負債表管理得更好，外加監管要求，沒有類似於美國地區性銀行的風險。Credit Suisse的事例強化我們對於精挑細選和區分銀行的觀點。

圖1：美國的商業銀行存款流向國庫券和貨幣市場基金，以十億美元計



來源：彭博，東方匯理財富管理。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

在新的市場背景之下，目前還處於早期階段，但暫時性的信心危機將對更廣泛的經濟體產生影響，則日趨明顯。不過，我們還是上調對美國和歐元區經濟的預測，主要是由於2023第一季的表現明顯比預期的好。由於我們預計美國經濟會在下半年放緩，關鍵是這一增長在一年過程中將如何分佈。中國仍然是一項正數的異常值以及是區域增長的引擎。

美國經濟體： 仍暗藏隨時祭出的策略

如果亞特蘭大聯儲對GDP增長的預測（第一季經季節性因素調整後的年增長率為3.2%）事實證明是正確的，那麼美國經濟體將在2023年第一季的表現會讓大多數分析師大吃一驚。美國消費者的實質個人支出在一月期間確實增長1.8%，同時由於服務業繼續享受強勁的需求，所創造的就業機會的能力仍然強勁異常。職位空缺與失業者之間的比率仍然異常高（1.9），致使公司比平常更願意留住員工更長的時間。製造業的情況就不同了，自2021年二月以來產量首次出現下降。在需求方面，消費者尚未完全受到利率上升的影響，由於疫情期間的儲蓄水平、就業緩衝、和更多的固

定利率抵押貸款，與之前貨幣政策收緊時期相比，利率上升需要更多的時間才會發揮作用。然而，延遲債務還本付息在二月有增加，顯示消費者可能不得不在未來幾個月停止他們在COVID之後的瘋狂支出。然而，我們目前已經上調對美國的核心預測，主要歸功於2023年第一季的表現比預期好，並顯示第四季GDP將溫和收縮——我們目前低於共識的2024年年度增長數據因此受到影響。地區性銀行（占美國50%商業貸款、60%住宅房地產貸款、和45%消費貸款）進一步緊張提高了我們所設想的風險發生的可能性，鑑於最近的發展令人欣慰，對我們的核心案例的影響有限。消費者信心指數將是未來幾週期間值得關注的因素。



美國一月消費者支出增長

1.8%

歐元區：第二輪通脹效應

歐元區在今年伊始，因其補償俄羅斯天然氣的能力超出預期而鬆了一口氣。由於2023年冬季的能源庫存幾乎不需要減少（主要歸功於天氣條件有利），2024年冬季的壓力已經大大減弱。但是，能源危機的傷痕依然很明顯。通貨膨脹率同比增長8.5%，正開始放緩，但仍將保持在高位（表1）。能源價格正在走弱（油價每桶低於80美元），但能源成本上漲的滯後效應和乾燥的冬季的正在推高食品價格，同時核心通脹由於供應限制而仍然強勁。在這種情況下，即使就業市場以及令人吃驚的工資增長提高（2022年第四季勞動力成本指數同比增長5.7%）仍然有支持作用，但消費開始減弱（零售額同比下降2.3%）。由於這些第二輪效應，我們預計未來幾個月歐元區的貨幣政策將繼續收緊。我們沒將歐洲銀行的附加壓力（參見第4頁聚焦篇）作為因素進行解析；信貸增長已經放緩了四個月之久。然而，在生產方面，我們認為中國重新開放將對歐洲出口商有積極性的影響，德國經濟復甦在我們的設想中可能會產生正面的機會。

中國：是正數的異常值

雖然通貨膨脹繼續籠罩著世界的其他地區，但中國仍然是一項異常值，在貨幣和財政政策上仍然利多，加上疫情後重新開放經濟活動的進程顯示強勁的勢頭。由於替代化石燃料來源的幫助，通脹仍然非常疲軟（二月同比增長1%，低於一月的2.1%），與COVID之前的水平相比，需求仍然疲軟。但是，經濟調查資料顯示在1-2月期間有強勁反彈：不但服務業表現仍然特別強勁，而且製造業也出人意料（PMI指數分別為56.3和51.6）。對以鐵路計畫為首的關鍵基礎設施行業的信貸有顯著的增長進展（同比增長11.6%）。房地產行業復甦的進展仍然緩慢，但並沒有因此刺激政府官員增加進一步的刺激措施。我們的預測與官方對2023年GDP增長率的估計會略高於5%仍然保持一致。中國的風險在短期內，仍然傾向於有上升機會，在西方經濟體的出口需求依然疲軟（韓國三月出口同比下降17.4%）的情況下，中國推動亞洲地區的興旺。

表1：宏觀經濟預測2022 - 2024, %

● 自上月起向下修訂month ● 向上修訂

	GDP		通貨膨脹	
	2023	2024	2023	2024
美國	1.4	0.2	4.5	3.0
歐元區	0.5	1.0	6.2	3.2
中國	5.1	4.7	2.1	2.2
日本	1.8	0.9	1.0	0.6
印度	5.3	6.0	5.3	5.6
巴西	0.7	1.7	4.9	5.0
全球	2.6	2.7	-	-

來源：東方匯理財富管理。

04 • 定息債券 依然是核心力量

Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income
貢獻來自定息部門

中央銀行對於銀行業的所有動盪，不得不承擔起最後貸款人的角色。如英格蘭銀行（BoE）在九月所展示，中央銀行可以發揮該作用，同時還履行其所賦予的最初使命：維持價格穩定。

各國中央銀行

自今年年初以來，美國和歐元區的經濟意外陡增，雖然最近顯示停滯，但是通貨緊縮並沒有如所預期的那樣呈線性增長。這促使市場對美聯儲加息的預期納入大幅重新定價，然而導致部分市場措手不及。

由於宏觀格局保持復原能力，收益率曲線不斷趨平和倒掛。

就業市場機會仍然拮据，核心通脹仍趨向令人不安的水平，而量化數據（hard data）尚未確認質性數據（soft data）的下滑。

三月間，美國地區性銀行的倒閉和Credit Suisse被收購對市場情緒造成沉重壓力，並導致全球投資者紛紛將資金轉投優質資產。定息債券市場翻轉了它們對央行加息的設想（圖2），重演2008年的劇本以及連續的全球衰退。

至於市場參與業者，從對沖基金到長期機構投資者，都為利率上升大量持倉，因而將存續期修改成較短，導致措手不及。如此造成利率的歷史性變化。

為解決美國的融資壓力，美聯儲（Fed）推出一項新的銀行定期融資計劃（Bank Term Funding Program, BTFP），這是一項針對銀行和儲蓄協會的為期一年的融資計劃，與極具吸引力的抵押品條件有關。不過，主席Powell在三月的聯邦公開市場委員會（FOMC）上，還是將基準利率上調25基點，「如果沒有其他問題」，所有選項都保持開放。

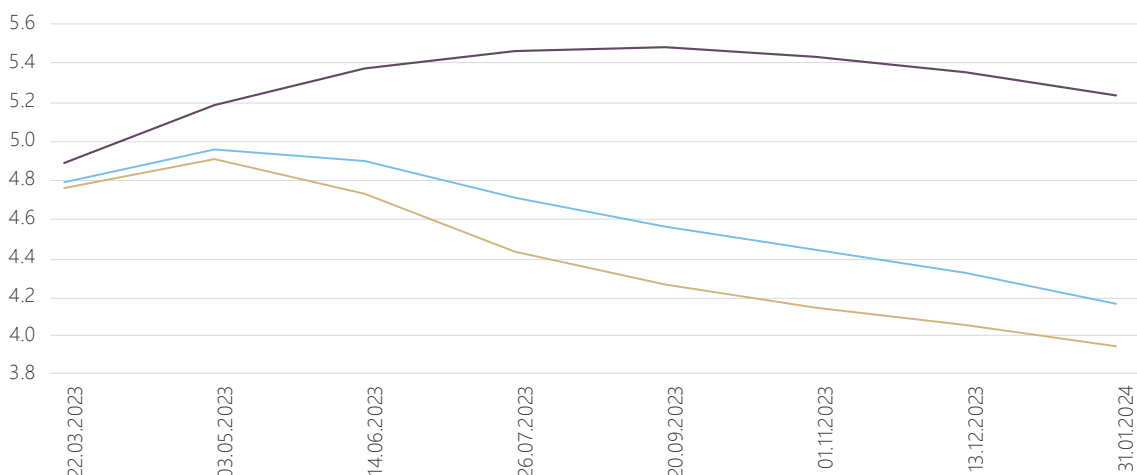
在歐洲央行方面，其管理委員會正在效仿其他央行的作法。這種方法可能很危險，因為核心通脹的動態各不相同。歐洲央行的新預測似乎對核心通脹持樂觀態度。歐元區核心數據，與美國的相對照，住房只占很小部分，因此歐元區的價格中房價好轉將不會明顯，然而其他服務價格將顯示繼續上漲。



對修改存
續期保持
謹慎態度

圖2：聯邦基金利率市場預期，%

● 06.03.2023 ● 20.03.2023 ● 22.03.2023



來源：彭博，東方匯理財富管理。



「越高越長」
的說法是
否不管用了？
否。

在最近市場恐慌之後，投資者確實可以懷疑央行是否會堅持到底，這是市場當初的想法。但是「越高越長」的說法是否不管用了？

我們不這麼認為；美聯儲不會在2023年降息。中央銀行可以發揮其作為最後貸款人的功能，就如美聯儲運用BTFP計劃或者英國央行在九月養老基金危機期間的作為一樣，同時履行其所賦予的最初使命：維持價格穩定。英國央行行長Bailey表明，即使被指責重新啟動量化寬鬆（QE），也可能這樣做！

但是，美國的小規模銀行和Credit Suisse的情況將留下某些傷痕。可能會產生通貨緊縮的影響，因為所有小規模銀行都可能削減貸款（占2%GDP）。我們還可以預期貸款的標準會更為收緊，這會是美聯儲樂於接受的結果。各國央行的做法將越來越謹慎。

因此，我們仍然預期有越高越長的立場。但肯定是慢慢來的。

如果我們錯了該怎麼辦？美聯儲和其他央行可以停止加息，甚至可以扭轉方向來維護金融的穩定。成本多高？沒有價格穩定、道德風險增加、和新的金融監管。

由於服務業通脹沒有緩解的跡象，在2023年暫停任何加息或降息，都將面臨長期收益率曲線的大幅重新定價以及與通脹預期脫鉤。在這種極端設想之下，投資者在跨資產的基礎上可以賣出名義債券，買入與通脹掛鉤的債券和黃金。

AT1市場

作為對銀行業關注的補充說明（第4頁），AT1市場在歐洲相當於2,750億美元（來源：彭博社）。FINMA決定行使其自由裁量權來還清Credit Suisse AT1持有者債務而非由股東，扭曲了債權人優先次序制度。為了防止AT1市場出現拋售，歐洲銀行管理局和英國央行都重新評估各自的體制，以符合債權等級來保護優先債權人，在銀行需要重組或解決問題之時維護金融的穩定。

最近波動性加劇讓我們的投資組合經理在對修正存續期和信用風險時所採取的謹慎態度感到欣慰。比較高收益率的1至3年存續期到期的交易，結合投資級別、及高知名度發行人，在動盪的定息債券世界中提供投資者可預測的回報和成功應對波動性。

05 • 股票市場 調整終於發生



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio
Manager

With the contribution
of the Equity Team

在今年情緒高漲的開市之後，SVB銀行的倒閉及伴隨對銀行體系造成的後果終於引發了市場調整。目前，由於美聯儲緊急支援，未見系統性風險。問題是：最近的調整是否提供引人注意的切入點？

財報季

財報季尚未揭示任何失敗事件，美國和歐洲的盈利修正現在已經穩定。這是絕對估值的支持因素。

再者，美國10年期國債收益率/10年期實質利率的大幅下跌，加上最近股票指數的下跌，共同大大提高股票市場的相對估值。

美國

美國市場的新聞主要由Silicon Valley Bank破產佔盡風頭。此一倒閉事件在三月中旬引發金融市場的恐慌活動，對銀行業的衝擊尤甚。在此行業，地區性銀行和大規模銀行之間的業績差異非常大，各自受到不同法規的約束。因此，自年初以來，地區性銀行的業績為-27%，而大規模銀行僅下降-9%。

這一次銀行破產也使投資者對於美國更廣大經濟體的看法以及更具體地說，對美聯儲所期望的貨幣政策產生重大後果。確實，市場現在預計利率下降速度會比一個月前快很多，而我們已經看到長期利率大幅下降。這以相當大程度幫助「增長」風格公司，更具體地說，是NASDAQ的成分股，這些公司大部分現金充裕，收入主要以訂閱模式為基礎。

歐洲

前景到目前為止，仍然對歐洲股市有利：整體銀行業比美國的銀行業有較為充裕的運營資本和良好的監督管理。能源價格（天然氣和石油）比2022年低，中國重新開放經濟活動，加上其貨幣疲軟，應該會對出口和競爭力產生正面的影響，因而支持歐洲股市的吸引力。



歐元區股票的
估值
仍然
具有吸引力

歐洲第4季的財報季表現比投資者所擔憂的要更好，每股收益（EPS）比較年初之時略有上調。然而，由於通貨膨脹率居高不下，定價能力和公司在未來幾個季保有利潤的能力可能仍將是關鍵的投資主題。至於估值方面，歐元區的股票仍然具有吸引力，尤其是與美國相比。

我們認為最近的調整可能會提供增持歐元區股票一個非常令人注意的切入點。

新興市場

中國由於經濟數據不斷改善（製造業和服務業PMI數據、房地產業銷售和零售業銷售改善），顯示其經濟復甦進展順利。當局還維持其寬鬆的貨幣條件（三月主要銀行存款準備金比率下調25基點（bps）。全國人民代表大會（NPC）於三月閉幕，習近平被確立為中國國家主席。再者，新任總理李強強調政府支持民營企業，這應該對投資者的情緒有利。中國仍然是我們在2023年的首選股票市場之一，因為估值貼現和盈利改善應該會提供具有吸引力的機會。

但是，中國與美國之間揮之不去的政治緊張局勢，以及美國利率的方向和可能「美聯儲轉向」的時機目前仍然是懸而未決的風險。

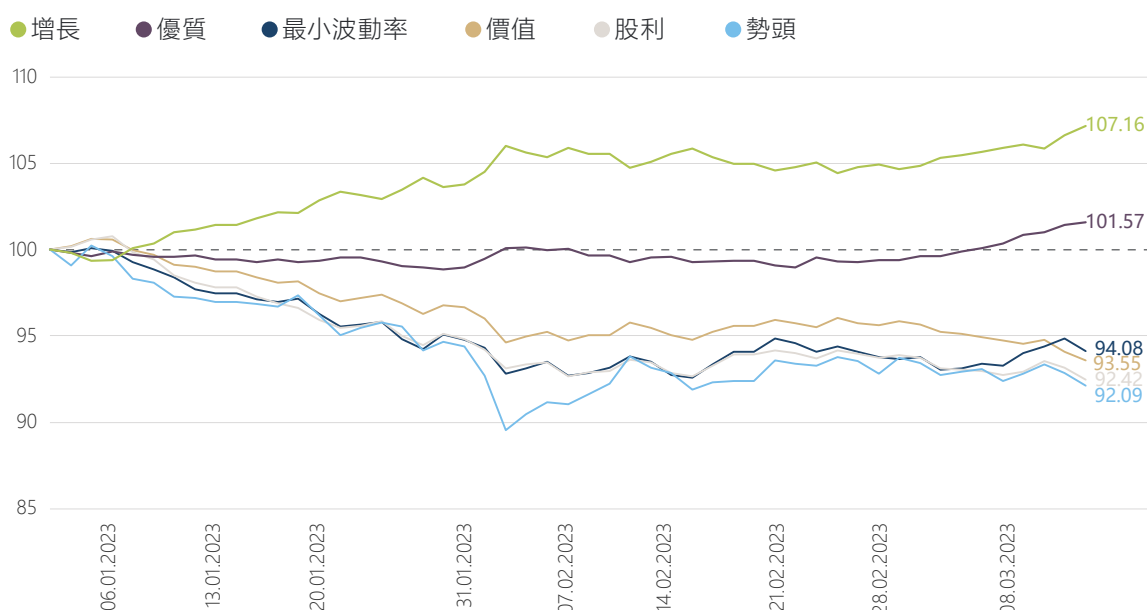
投資風格

Silicon Valley Bank和Credit Suisse的問題已經擾亂市場的樂觀情緒，而且造成波動。其結果是，造成兩個特定的價值細分市場尤其面臨壓力：銀行業細分市場和石油/大宗商品行業。

因此，這種環境在中期不利於「價值」風格股。但，由於長期收益率的走勢可能被誇大了，我們選擇等待短期的正常化，以及以「價值」風格的戰術反彈來降低青睞「增長」風格（圖3）。

我們依然看好「優質」風格，這是在下列設想之下的最佳策略：增長放緩、信用利差擴大、和債券收益率下降。另一方面，有鑑於人工智能（AI）的顛覆性技術話題和債券收益率可能見頂而導致資金回流科技股，我們仍然看好「增長」風格股票。

圖3：按投資風格劃分的股票市場演變, 100=2023年一月



來源：彭博，東方匯理財富管理。



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

儘管美元在對抗各種力量的艱苦戰鬥中失守，但本應在銀行業動盪中成為明顯贏家的歐元也缺乏方向性。我們維持對黃金的建設性看法，即使許多支撐因素已經反映在價格中。

美元

避風港地位有其自身問題

美元歷來被視為避險貨幣，首先最主要的是因其為主要儲備貨幣，連同其流動性，再加上現在是錦上添花之物，美元存款享有舒適級的利率水平。例如，自從近期銀行業發生動盪以來，投資者紛紛購買美元貨幣市場基金的行為也表示流動性已轉向美元，尋找可以提供投資者風險最低的資產。因此，在目前的銀行業危機之時本應支撐美元，但有雙重力量發生作用。SVB的崩潰以及隨之而來的美國地區銀行業的動盪，徹底改變市場對未來美聯儲加息的預期。雖然投資者此前預計美聯儲將達到接近5.75%的利率峰值（terminal rate），但市場現在預計年底前降息75基點，我們認為這種情況有些過於激進。雖然可能有緩和機會，但美元的收益率優勢正在消失，而這種優勢消失現在正成為其避險地位的反向力量，限制了美元的吸引力。



美元：

失去收益優勢

歐元

方向未明

歐元區的共同貨幣本該是贏家，如果SVB的情況仍然是美國本國特有的事件而沒有溢出到歐洲的話。然而，對Credit Suisse突然失去信心以及投資者大量減少其對歐洲銀行敞口的熱潮，對歐元形成了反作用力。雖然歐洲央行（ECB）堅定不移將利率上調50基點，但Christine Lagarde明確表示ECB已經從目前的加息過程轉向更加依據數據行事，也下調加息週期的利率峰值。

考慮到這雙重力量，我們的主要設想是歐元兌換美元限於1.05和1.10區間的市場。如果銀行業危機嚴重惡化，風險將是下降趨勢，即美元走強。以長期看，美聯儲收緊政策步伐放緩、中國重新開放、歐洲前景壓力減輕、以及其他G10央行持續實施緊縮政策，都證明美元將在2023年進一步走軟。

瑞士法郎 風險變化的指標

在Credit Suisse危機發生和營救之前，瑞士法郎相對堅挺。從年初開始保持穩定，因為通貨膨脹走強而推動當地利率表現優於大盤。然而，瑞士二月的通脹率仍然遠低於歐元區，這又對瑞士貨幣有利，因為其實質利率依舊相對堅挺。在撰寫本文之時，瑞士國家銀行（SNB）於三月23日舉行的會議對於瑞士法郎的下一步表現是關鍵之所在。SNB的利率政策的決定以及Credit Suisse危機對於該貨幣都至關重要。

日元 用於宏觀對沖的貨幣

日本的通脹高過日本央行（BoJ）設定的目標，但工資增長疲軟、西方銀行的情勢緊張、以及全球經濟增長放緩等，將阻止日本央行在未來一年進一步改變其控制收益率曲線（YCC）政策。由於美聯儲的鷹派立場減弱，美元和日圓之間的收益率差可能會進一步受到壓縮，從而抑制美元/日圓的上升機會。

如上個月所強調的，日圓在危機時期一直被用作投資組合中的良好宏觀對沖工具。我們確實看到日元在本月升值，但考慮到美國降息預期有下降趨勢，這算是適度的升值。中國在未來一年逐步重新開放將會提振日本經濟、增加經常賬戶餘額、以及升值日圓。春季可能有強勁的一輪工資談判將是日本央行貨幣政策及日圓的關鍵點。

XAU (黃金) 具有建設性的前景

黃金受益於兩種正向力量：首先，黃金被視為是具有吸引力的通脹對沖工具，其次，在潛在的銀行業危機時期也可以作為風險規避對沖工具（圖4）。因此，由於投資者希望進一步增加風險敞口，因此是目前市場狀況的主要受益者。從長遠看，如果美元在2023年進一步走弱，應該有助於黃金重拾一些光彩，特別是如果央行購買的結構性支撐仍然存在的情況之下。

圖4：黃金受益於風險環境加劇

● CACIB外匯風險指數 (左) ● 黃金, 美元/盎司 (右)



來源：彭博、法國東方匯理銀行、東方匯理財富管理。

07 • 資產分配

投資設想和資產配置建議

Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset

Adrien ROURE
Portfolio Manager

投資設想

- **增長：**發達經濟體的增長會低於趨勢線的設想，但由於美國因預期的第一季走強會將GDP收縮推遲到2023年底，而將2023年經濟活動向上修正。銀行業事件對貸款條件的影響解釋了風險設想發生的可能性增加。歐元區今年溫和增長，機會偏向上升趨勢，部分取決於中國重新開放的幅度。
- **通貨膨脹：**只要工資推動服務業通脹，平方根狀走勢的設想就會保持，而核心價格會更不變動，而供應鏈放鬆應該會促成商品的通貨緊縮。能源價格正在走弱，但由於能源成本上漲有滯後效應加上乾燥冬季仍在推高食品的價格。
- **中央銀行：**銀行業最近發生的事件並未改變我們對利率峰值（terminal rate）的預期，因為焦點仍然是通脹，但這應該會導致央行在加息過程中採取更加謹慎的方式。而且，央行在注入流動性以應對這場危機之後，可能會放寬其限制市場流動性的政策。
- **盈利：**上一財報季並未揭露任何失敗事件，而美國和歐洲的盈利修正正在企穩，這對估值構成支撐因素，雖然我們繼續預計利潤率水平將下降，連同全球宏觀經濟減速。
- **風險環境：**波動性再度出現，鑑於最近的銀行業事件連同引發了貨幣政策決策的不確定性。宏觀設想的風險升高（全球金融條件和金融穩定性收緊、通脹不變動性），而外部風險，尤其是地緣政治方面的風險仍需謹慎監測。

資產配置

股票市場

- 我們於過去幾週期間，在總體上保持謹慎方式，並隨時準備在市場喘息之際重新配置現金緩衝。最近的市場調整和波動性升高給予我們重新部署清償力的機會，以便能在發達市場股票中發揮戰術性反彈作用，使我們的投資組合恢復股票中性狀態。
- 我們藉由降低投資組合中的防禦性股票的權重，繼續將我們的投資組合重新將重點集中於全球股票。我們仍然對景氣循環性行業持謹慎態度（高貼現行業除外）。誠然，近期長期利率的下降速度有些快，而且對「增長」風格股票相當有利，但是我們仍將在未來的市場中尋找機會。
- 從地理角度來看，這表示我們降低對歐洲股票的減持，並增加我們風險較高策略中的美國股票敞口。我們對中國股市保持建設性看法，尤其是那些對國內經濟活動具有高度敏感的股票，因為目前的經濟重啟應該首先對這一主題有利。由於持續在去槓桿過程，理應長期謹慎。

定息債券

- 債券市場波動性升高給予使用存續期策略的機會。在近日為追求品質而推動政府債券走高之後，我們認為最近的漲勢過於樂觀，因為我們相信央行行長應該會持續專注於對抗通脹。嚴格說，我們下調對長期政府債券的推薦，並繼續減持投資組合的存續期。我們青睞短期的收益率曲線部份，以利用有吸引力的套利水平。
- 我們對於目前水平的通脹盈虧平衡持樂觀態度，我們認為這沒有反映發達經濟體所面臨的結構性通脹問題。



傾向於收益
率曲線的
短端

- 在信貸市場上，在發行人融資條件惡化以及預計未來投資者將會更為精挑細選的背景下，我們偏好基本面強勁的公司的投資級公司債務，相較於高收益率。在拋售之後，金融債務細分市場出現了價值交易，但精挑細選仍然是關鍵所在。
- 從戰略角度來持有本幣新興市場債務的頭寸，特別是出於套利目的以及預期今年美元會疲軟，同時我們承認基於戰術理由收緊估值。

外匯市場

- 如果美元能在短期市場動盪中因其避險地位而受益，那麼美元正在逐漸失去其收益率的優勢——去年是支撐的力量——從中期角度來看使其吸引力受到限制。
- 收窄跨大西洋兩岸之間的短期利率利差有利於歐元區共同貨幣，而歐洲央行堅持其立場在三月加息50基點。同時，對Credit Suisse失去信心（導致投資者減少對歐洲銀行的風險敞口），以及該地區持續的高地緣政治風險支撐未來幾個月歐元在區間界限中兌換的想法。
- 雖然最近發生了Credit Suisse事件，但瑞士法郎仍然是具有吸引力的對沖工具，因為更令人信服的是瑞士的基本面和實質利率差異支撐了該貨幣。
- 我們繼續看好日圓作為投資組合中的宏觀對沖工具，但也是可以從日本央行貨幣政策的潛在修訂中獲益的戰術性機會，如果工資繼續其上升趨勢，該央行的貨幣政策將面臨越來越大的通脹壓力。
- 黃金反彈可能走得太遠，可能會對實質利率的回歸敏感。但是，我們對貴金屬的長期前景持建設性看法，因為應該會受益於各國央行的購買活動，也受益於未來各國央行可能不那麼鷹派的立場。

主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
定息債券		
政府債券		
2年期歐元 (德國)	=/-	=/-
10年期歐元 (德國)	=/-	=/-
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	=	=
股票市場		
地理分佈		
歐洲	=	=/+
美國	=	=
日本	=/-	=/-
拉美	=/-	=
亞洲 (中國除外)	=/+	=/+
中國	=/+	=/-
策略		
增長型	=/-	=/+
價值型	=/+	=
品質型	=/+	=
固定收益型	+	=/+
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)	=/-	=/+
商品貨幣挪威 (NOK) 紐西蘭 (NZD) 加拿大 (CAD)	=/+	=/+

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

2023年3月23日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.43%	-45.02	-44.82
法國10年	2.72%	-23.40	-38.80
德國10年	2.19%	-28.30	-37.30
西班牙10年	3.24%	-19.80	-40.80
瑞士10年	1.17%	-27.30	-44.50
日本10年	0.30%	-20.10	-11.40

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	35.67	1.55%	2.75%
歐元政府債券	197.02	1.59%	2.26%
歐元高收益企業債券	197.92	-0.69%	2.27%
美元高收益企業債券	302.75	-0.20%	2.04%
美元政府債券	303.76	2.85%	2.83%
新興市場企業債券	43.41	0.21%	1.52%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9928	0.33%	0.33%
英鎊/美元	1.2287	2.28%	1.69%
美元/瑞士法郎	0.9165	-1.87%	-0.87%
歐元/美元	1.0831	2.22%	1.18%
美元/日元	130.85	-2.86%	-0.21%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	22.61	1.47	0.94

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,948.72	-1.59%	2.84%
富時 100 (英國)	7,499.60	-5.16%	0.64%
歐盟 600	446.22	-3.52%	5.02%
東証股價指數	1,957.32	-0.91%	3.47%
摩根士丹利環球	2,696.85	-1.48%	3.62%
中國滬深300指數	4,039.09	-1.57%	4.33%
摩根士丹利 新興市場	977.78	-1.01%	2.24%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,067.22	-7.91%	-2.87%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	186.46	-0.93%	-2.88%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	638.74	-0.13%	3.15%
法國巴黎 40 (法國)	7,139.25	-2.44%	10.28%
德國 DAX (德國)	15,210.39	-1.71%	9.24%
義大利 MIB (義大利)	26,482.21	-2.92%	11.71%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,970.00	-2.83%	9.00%
瑞士 SMI (瑞士)	10,718.54	-4.71%	-0.10%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4,116.00	-3.45%	0.51%
黃金「美元/安士」	1,993.40	9.39%	9.29%
WTI原油「美元/桶」	69.96	-7.20%	-12.83%
銀「美元/安士」	23.14	8.63%	-3.73%
銅「美元/公噸」	9,031.00	1.43%	7.87%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	2.15	-6.91%	-51.87%

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12月	2023年1月	2023年2月	四星期變動	年初至今 (2023年3月23日)
0.48%	9.69%	1.74%	-0.13%	5.02%
-0.39%	8.18%	1.35%	-0.91%	4.33%
-1.60%	7.85%	0.91%	-0.93%	3.62%
-1.64%	7.37%	-2.10%	-1.01%	3.47%
-3.12%	7.00%	-2.53%	-1.48%	3.15%
-3.44%	6.67%	-2.61%	-1.57%	2.84%
-4.34%	6.18%	-4.41%	-1.59%	2.24%
-4.70%	4.42%	-6.36%	-3.52%	0.64%
-4.73%	4.29%	-6.54%	-5.16%	-2.87%
-5.90%	2.27%	-6.86%	-7.91%	-2.88%

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。它是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uni-verse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。

傳導保護工具(TPI): 一項歐元體系工具套件的附加工具。如果出現無正當理由、破壞公共秩序的市場發展,而這些發展對歐元區貨幣政策的平穩傳導構成嚴重威脅,歐洲央行可以啟動歐元體系的工具套件來應對之。歐洲央行管理委員會於2022年七月21日批准了這項工具。

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於號：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 (Comisión Nacional del Mercado de ValoresCNMV, 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：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2918室。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。在新加坡本冊子針對被視為高淨值資產人士或者根據新加坡《證券暨期貨法2001》的許特投資者、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DIFC-UAE：本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址：Al Fattan Currency House, Tower 2 – Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai – 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(“DFSA”)監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品仅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 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, 5th Floor office 504, 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。

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：Getty Images。

2023年3月23日編輯。

