

MONTHLY HOUSE VIEW

2023年6月

最糟的事從來不是必然

概要

- 01 • 編輯寄語 P3
最糟的事從來不是必然
- 02 • 聚焦 P4
歐元區：穩定為佳
- 03 • 經濟點評 P6
相隔兩世界
- 04 • 定息債券 P8
保持信心
- 05 • 股票市場 P10
股票市場中存在某種二分法嗎？
- 06 • 外匯 P12
避風港季節
- 07 • 資產分配 P14
投資設想和資產配置建議
- 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

最糟的事從來不是必然



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

親愛的讀者：

風險在美國越來越升高，到目前為止已有數月。銀行業的危機是令人心生恐懼的水。美國的銀行，其資產低於2,500億者，不被認為是影響全局性的銀行，因此，依照美國的標準，按理不至於規模大到不能讓其倒閉。然而這些銀行卻提供了80%的商業性房地產貸款，以及提供約半數的消費性和非房地產相關投資的貸款。好事是，這場危機導致信貸利率上升，在某種程度上藉由減緩經濟活動從而減緩通貨膨脹，來取代央行進一步提高利率的作為。這正是美聯儲一直試圖利用加息來達成的結果。這種緊縮效應，加上創造就業已放緩和出現核心通脹¹疲軟的初步跡象，使我們相信美聯儲（Fed）設定的極限可能已經達到。在連續加息10次之後，政策利率可能已經見頂，從2022年年初的0%（下限）升至五月3日的5%。

令人憂心的事除了這次美國銀行業危機之外，現在還有美國政府的債務上限。美國財政部長Janet Yellen指出，美國債務違約會導致「金融和經濟失序」，而反對派共和黨仍然堅持如果不大幅削減政府開支就拒絕提高債務上限。這已是老戲碼了，發生這種事有點像大喊狼來了的男孩故事。事實上，這種例行公事，自1960年代初以來，已經啟動過78次。美國在今年徵收到的稅款低於預期之後，最早可能在六月1日觸及債務牆。舉債上限的不確定性一直不利於美元，是其波動性的根源。2011年，S&P評級機構將美國評級從AAA下調至AA+，並以美國對其預算赤字所採取的措施不夠充分而造成該國的「政治風險」為由來證明評級的合理。當時，美國政府的債務僅為現在的一半（14.5萬億美元對比31萬億美元）。

即使風險真的存在——這是自2008年以來我們第一次看到對於美國的信用違約互換（CDS²）如此緊張——也很可能在最後一刻達成協議。

另一項可能在年底前提高的上限涉及限制氣溫升高到比工業化前水平高1.5攝氏度的閾值，將於在迪拜舉行的COP28上提出。該閾值是在2015年COP21為了應對全球暖化現象而舉辦的巴黎協議期間設定的。儘管如此，發達經濟體對於能源轉型從未有如此強烈地政治行動，無論是美國的《通貨膨脹削減法案》（IRA³）還是歐洲的可再生能源轉型計劃（REPowerEU⁴）。

順此脈絡，我們的宏觀經濟設想仍然保持建設性。雖然我們比年初的共識更為樂觀，但現在市的場共識已經日趨接近我們的預測。我們不認為美國會出現衰退，經濟活動只會在2023年下半年出現適度的和暫時性的收縮。今年全球的經濟將由中國和印度所推動，這兩個國家將佔全球增長的半數。通貨膨脹應該會繼續邁向正常化。

我們已經從號稱為「TINA」（除股票別無選擇）的負利率環境轉變為「TARA」（股票有合理的替代方案），因為這種新的高利率環境現在有利於低波動性高收益短期的或有擔保的解決方案。對於投資者來說這是好消息。市場諺語說「五月賣出隨後離場」（sell in May and go away），或許今年的五月將會是機會之月？

我希望您喜歡閱讀本期月刊，對於歐元區內部以及美國和中國之間的宏觀經濟差異，並且仍然存在重大不確定性的情況下對我們各種資產類別的影響，我們有詳細的研究。

1 - 不含食品和能源價格。

2 - 信用違約互換（Credit Default Swap）：對付款違約情事進行投保的信用衍生工具。

3 - 《通貨膨脹削減法案》（Inflation Reduction Act）：該法案的一項中心結構是致力於美國能源轉型的發展。

4 - 歐洲計劃迅速減少對俄羅斯化石燃料的依賴並加速向綠色能源轉型。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Strategist

歐元區在經歷了重大能源衝擊之後，其經濟表現低於市場預期，但正在設法避免在2023年期間衰退。對於歐元區2023年GDP增長的預測，我們仍然持溫和觀點，並隱藏很大的分歧，但自年初以來沒有改變。有時候穩定性很好。在這種脈絡之中，我們還能青睞歐元區的投資嗎？



歐元區應在
2023年
避免經濟衰退

歐元區的增長：分歧加劇

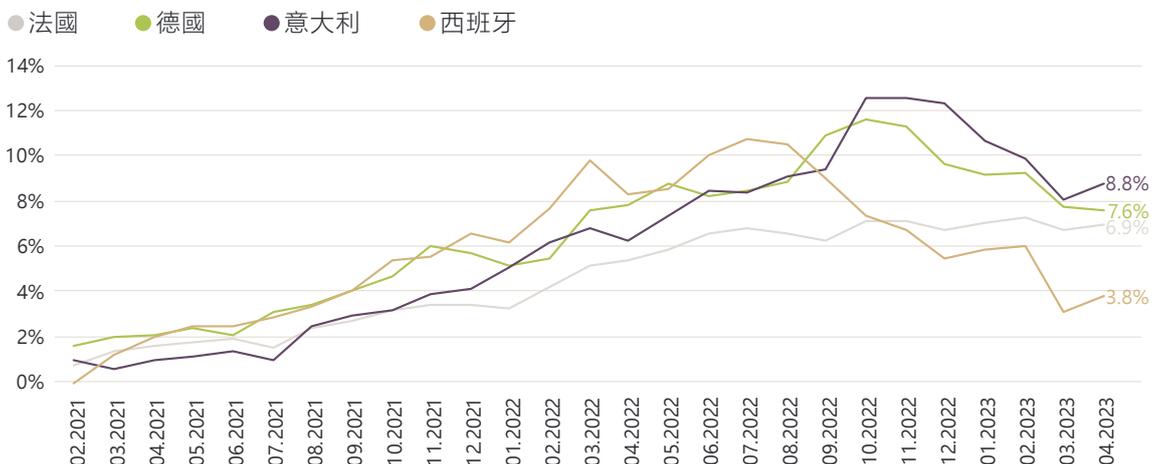
歐元區在2022年年底免於衰退後，2023年的開局部位比較好，由於歐元區開始隨著能源價格趨於穩定，因此市場不斷對強勁的數據所顯示的正向機會感到意外。如今，歐元區的下行風險令人意外的提升，而成員國之間的分歧越來越大，將取決於他們的能源結構、政策反應、和服務業在其經濟中的權重。到目前為止，德國經濟體的表现最令我們失望，僅略微受益於中國經濟體的復工復產，而且消費者經歷2022年的大規模能源衝擊之後仍猶豫不決。法國第一季的工業和服務業數據受到近期養老金改革導致社會緊張局勢加劇而受到影響，不可否認這應該會導致第二季的反彈。南歐國家現在是該地區增長的領先國。

由於政治不確定性獲得緩解，意大利的GDP在2023年第一季環比增長了0.5%，高於市場所預期（0.2%）。增長是由工業和服務業所帶動，而冬季旅遊業強勁帶動出口需求。最後，西班牙是2023年的新增長故事，受益於仍然強勁的國內私人消費，同時也見到大量遊客湧入。其財政政策也緩衝了西班牙通脹的上升，儘管其四月的通脹在歐元區之中為最低者。

企業利潤率：值得關注的因素

歐元區的分歧在財政或貨幣方面都對政策制定者沒有幫助。財政政策在整體上對歐元區保持中立，但今年秋天將會進行相當棘手的預算討論。在通脹方面，目前四月物價同比上漲7%，漲幅從15%到2%之間不等，四個主要經濟體之間的漲幅相差5百分點（圖1）。

圖1：歐元區四大通脹，同比，%



來源：路透社、東方匯理財富管理。

從宏觀經濟角度來看，這使得歐洲央行（ECB）採取任何寬鬆政策都難以合理。從行業的角度來看，工業品價格的下降到目前為止已經被服務業通脹的上升所抵消，沒有顯示出有放緩的跡象，致使歐洲央行的不安升高。

企業的行為將會對通貨膨脹的持久性產生影響。通貨膨脹到目前為止並未影響公司的利潤率，因為價格已轉嫁給消費者。但是，由於供應緊張局勢趨於緩和、財政支持逐步淘汰、過剩的私人儲蓄枯竭、以及全球經濟活動疲軟，企業在2023年提高價格的迴旋餘地應該更小，而降低利潤率的壓力應該更大。最近的信貸緊縮也應該會造成增加需求的壓力。然而，如歐盟委員會最近所強調的，如果不調整利潤的分配，工資上漲最終將導致通貨膨脹升高，增加人們對工資價格螺旋上升的擔憂。鑒於歐洲的天氣惡劣，食品價格的風險也越來越大。總之，能源價格和工業產品應有助於抑制通脹，但如歐洲央行所強調的，通脹前景繼續「過高太久」。

旅遊業有上漲趨勢

最後，歐元區的旅遊業（正好占歐元區經濟體的5%）仍有改善空間。按歐洲的航空業最新空中交通數據顯示，三月的航班量達到2019年三月水平之88%。

重點是，這些數字尚未將長途遊客的全面復甦納入計算，長途遊客比區域遊客花費更多，逗留時間更長，因此利潤也更高。美國遊客已經捲土重來，但預計中國在2023年到歐洲目的地仍將比大流行疫情前的水平低60%-70%。護照續簽延遲、政治不確定性、和中國國內旅遊景點增加等因素，使中國赴歐洲旅遊的全面復甦因之推遲。

投資者的關鍵紀要

歐洲股票儘管前景令人失望，但與美國股票相比，仍然被低估（圖2），並受益於優質上的偏好（特別是奢侈品）。投資歐洲出口商，自2022年年中以來一直是關鍵投資主題，允許優質偏好並受益於中國的上升趨勢（即使最近已經減弱，參見第6頁「宏觀經濟」）。歐洲債券投資者需要維持其耐心，因為歐洲央行尚未完全結束其所實施的緊縮週期。但，從更長期觀察，新的歐盟綠色新政（European Green Deal⁵）投資計劃⁵朝著正確的方向發展，協助該地區爭取對可持續性舉措的投資。

圖2：歐洲股市與美國相比仍被低估



來源：彭博、東方匯理財富管理。

5- 該計劃目前正在審查現有法規中關於氣候的事實真相，並引入針對循環經濟、建築修繕、生物多樣性、農場經營、和創新的新立法。該計劃調用了歐盟25%的預算來從事氣候融資。



Lucas MERIC
Investment Strategist

一方面，美國由於美聯儲貨幣緊縮週期結束，而通脹仍處於歷史高位，預計其經濟體將在2023年下半年收縮。另一方面，中國在沒有通貨膨脹和寬鬆經濟政策的背景下，預計其經濟在2023年將增長5.6%。



美國：似乎無敵的勞動力市場

美國的GDP在2023年第一季受庫存下降以及私人消費表現依然強勁（3.7%）的影響而放緩，年化增長率僅1.1%（而市場普遍預期1.9%），令人非常失望。

就目前而言，融資條件雖收緊但似乎有限，公告「更難獲得信貸」的小企業比例從四月的峰值水平下降（依據NFIB⁶調查），而美聯儲最新的調查顯示，2023年第一季收緊銀行貸款條件的情況急劇緩解。經濟活動的數據在四月小幅回升，但繼續凸顯製造業（PMI⁷指數確實低於50的門檻，為47.1）自年初以來陷入衰退，而服務業（51.9）雖放緩但有強勁新訂單支撐的復原力，兩者之間的分歧。由於1年期消費者通脹預期處於非常令人不安的4.5%水平，引發對美國經濟體發展的擔憂，四月的消費者信心大幅下降。

在這種挑戰充斥的背景下，我們繼續看到消費者支出疲軟拖累了美國2023年下半年的增長，而不像某些分析師所預計會出現持續很久的收縮。美國勞動力市場繼續顯示出疫情後正常化的跡象；每名失業人員的職位空缺比率雖已下降至1.64（從2022年十二月之1.96），但創造就業機會仍然具有復原能力。失業率處於歷史最低水平3.4%，對工資構成壓力（單位勞動力成本於2023年第一季上漲6.3%）。這種工資後滯性（wage persistence）繼續成為服務業通脹的底線（不包括四月兩年來住房首次放緩），而由於基數效應，食品部分繼續減速。核心通脹率（同比5.5%）由於能源的負面作用，目前仍高於總體通脹率（4.9%）。

6 - 全美獨立企業聯盟。
7 - 採購經理人指數 (Purchase Manager's Index)。



通脹率
同比0.1%，
仍遠低於
中國人民銀行
的目標

我們基於2023年第一季弱於預期，已將2023年的增長數據修正為1.1% (表1)。

由於勞動力市場和信貸條件的支持力道減弱，我們仍然預計美國經濟將在2023年下半年略有收縮。我們預計2024年，在家戶購買力恢復、產能利用率仍高、以及住宅物業清算結束推動下，增長將復甦。但是，由於2023年底的結轉效應是強勁負向，2024年的GDP增長率將維持在0.4%。

中國：在經濟景氣循環的另一邊

中國的服務業反彈回升（四月財新採購經理人指數 (Caixin PMI) 為56.4）證實國內性質的復工復產。國內航班已經高於2019年的水平，零售額激增。製造業也如預期，仍然落後於復甦，重新陷入衰退，而四月進口同比下降7.9%。總之，儘管經濟指標有所回升，但勢頭已經開始逐漸消退。經濟意外指數在四月達到2006年以來的最高水平之後，在五月大幅下滑，然而，這可以解釋是由於經濟學家過於樂觀（預計四月零售額為21%）之故。

話雖如此，如我們在上一期中所說明，如果一旦復工復產效應結束，目前疲軟的中國消費者情緒必須回升才能給予中國的增長所需要的第二股推力。在此意義上，房地產行業開始復甦，對於消費是好兆頭。中國新建住宅價格到四月已連續上漲三個月，有近90%的城市房價上漲。同時，四月零售額同比增長18.6%。16-24歲人群的失業率超過20%，仍然是拖累。另一項值得關切的問題是，通脹同比僅0.1%（遠低於中國人民銀行 (PBoC) 通脹目標3%），同時四月新貸款申請大幅放緩，顯示目前消費似乎尚未完全恢復。但，這些壞消息可能會引發更好的前景，卻令人鼓舞。中國的情況之所以不同於大多數發達經濟體，是因為在經濟復甦以及通脹幾乎模糊的背景，中國當局有迴旋餘地。我們預計今年將會保持貨幣和財政政策的支持性，致使中國經濟在2023年增長5.6%。

表1：2023—2024年宏觀經濟預測，%

● 自上月起向下修訂month ● 向上修訂

	GDP		通貨膨脹	
	2023	2024	2023	2024
美國	1.1%	0.4%	4.0%	2.6%
歐元區	0.5%	1.0%	5.7%	3.0%
中國	5.6%	4.7%	1.3%	2.5%
日本	1.1%	1.3%	2.7%	2.2%
印度	5.4%	6.0%	6.0%	6.0%
巴西	0.9%	1.2%	5.0%	5.0%
全球	2.4%	2.8%	-	-

來源：東方匯理財富管理。



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

當您致力於對付最無聊的資產類別債券之時，要如何月復一月地重塑自我？答案應該很簡單：利率市場已經震盪超過一年之久，其前景取決於發達市場的中央銀行有能力或有決心將通脹率恢復到接近2%。我們對我們的資產類別保持信心，將投資限於曲線短端，並暫時避免存續期風險。



美聯儲自
2022年三月以來，
共上調基準利率
500基點

各國中央銀行

定息債券的投資者需要考慮的新因素是其波動性。各國央行在這件事上發揮關鍵作用：美聯儲自從2022年三月以來已經將基準利率上調500基點 (bps)，自70年代以來這是最快速度。目前進入觀望模式。「依數據作決」意含M.Powell保留繼續加息的選擇權，但我們的基線設想是針對平穩時期。這與市場的定價相反，因為市場預計最早在2023年九月進行首次降息。這種市場設想與美國經濟衰退一致，經濟衰退來得又快又明顯，與我們的預期和經濟學家的共識相去甚遠。

收益率曲線的形狀是投資者另一項尚不確定的事。美聯儲有意運作倒掛收益率曲線（如Minneapolis 聯儲主席Neel Kashkari最近所作的解釋）。因此，期限溢價 (term premia) 仍然很低，而長期利率在不太悲觀的增長設想下面臨風險。因此，我們青睞投資於美國曲線的短端，原因如下：套利和剩餘合約價值 (roll down⁸) 保障投資者免受短期利率上升的影響。

8-債券的剩餘合約價值隨時間的流逝而導致的價值變化決定。因為債券接近到期日時，其價值收斂於償還價格。

債務上限

美國財政部的債務上限和違約風險為何？債務上限是立法機關對於政府可以借支的最高金額所作的限制（簡而言之）。由於財政部有31.5萬億美元的債務未償還，所以經常會達到這個上限。這一回，國會中民主黨和共和黨之間的分歧太大，以致於難以達成協議。讓投資者想起2011年的事件，當時美國因政府協議不力而失去其AAA評級。截至今日為止，從CDS市場（圖3）推算違約概率在撰寫本文之時低於4%。

信貸

與2011年相同，未能達成協議和/或決議軟弱將對每個資產類別造成壓力，特別是信貸市場。用來定價利率的新溫度計將成為外匯掉期市場。國債曲線然後是公司債務將相應地定價。

最後，投資者針對銀行業的緊張局勢，現在正在細審整個經濟體中的信貸緊縮證據。但，目前沒有發現明顯確鑿的證據。

這讓我們轉進歐元區，那裡的情況看起來比較安逸。量化數據（hard data）顯示疲軟，令人意外有下降趨勢，而歐洲央行的下一貨幣步驟是量化緊縮（QT）。第一季的貸款需求下降。歐洲經濟體在經歷十年非常低或負利率的環境之後，這項讓人警醒的事看起來對歐洲的各經濟體來說，確實不好過。

歐洲信貸市場在四月重走在三月時表現不佳的路子，這要歸功於收益率上升、資產負債表強勁、以及沒有發出股市波動加劇令人不安的信息。一年到三年期優質信貸投資的利率超過了較長期限債券的收益率。所以，投資套利者可以在這種短期投資中保持安全，承擔再投資風險，但要避免存續期風險（我們又回到本文第一段中提到的波動性）。

一般認為管理定息債券資產要越謹慎越好，而非承擔太多風險。我們作為一個團隊，在戰術上已減少對信用風險較高部分的敞口，即後償債務、高收益、和亞洲信貸。再重複一遍，我們幾乎不期望在較低的利率或利差壓縮上會獲得資本收益。

圖3：美國CDS曲線的演變，單位：BPS



註釋：根據3家評級機構，全球僅剩下9個國家的評級是AAA。
來源：彭博、東方匯理財富管理。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

貢獻來自股票部門

2023年第一季財報季在整體上令人滿意並超出預期。但投資者似乎低估這種積極性的催化劑，而現在似乎更關注美國債務上限的風險。再者，美聯儲沒有弄清楚降息、股市的復原力、和債券市場的預期納入今年的降息，美聯儲之間存在明顯的不協調。

美國

美國股市自今年年初以來，顯現目前高度集中，15家市值最大的股票促成S&P500指數表現的97%（圖4）。本著同樣的精神，自2022年十一月推出ChatGPT以來，紐約證券交易所NYSE FANG+⁹指數的表現比Russell 2000指數高出50%以上！

投資者在過去一個月期間，一直密切關注2023年第一季的收益發佈，而且曾有幾項積極的進展，包括：盈利優於市場預期、多家公司有正向的預測、以及最後，分析師開始上調其預期。但是，公司的這些優良公布在的價格上的反應卻相當令人失望。我們確實應該記住，本季的收益目前與去年底相比，下降了約3%。這次的財報季增強我們推薦有健全的資產負債表及穩定的利潤率水平的看好優質股票。

確實，一方面有些公司正在談論獲得信貸的困難，而其他公司則因為擁有大量現金而宣布股票回購計劃。

歐洲

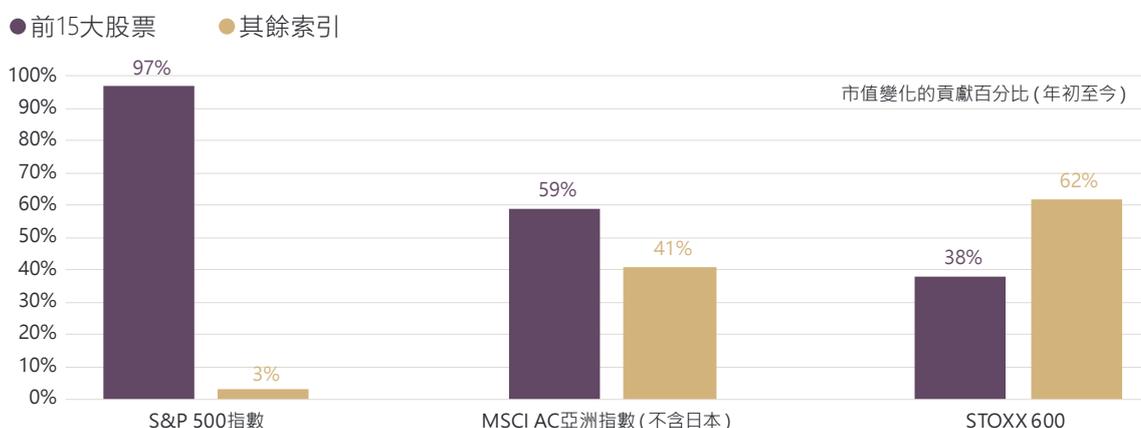
歐洲股市在過去的一個月期間，表現持續優於美國股市。歐元區仍然受到能源價格下跌和中國復工復產等幾項因素的支撐（無論是因為直接對中國出口的復甦，還是因為許多投資者間接利用歐洲股市買賣中國復工復產的證券）。

就估值而論，歐洲股票仍然具有吸引力，與美國股票相比，交易價格接近創紀錄的折讓。不僅如此，即將結束的2023年第一季財報季表現相當不錯，本季有相當比例公司的銷售額和每股收益（EPS）都超出預估，有大幅度的上升。



投資者
密切關
注第一季
的盈利

圖4：超高市值股票是明顯的贏家



註釋：表現極端分歧，其中97%的變化是出自S&P 500指數的前15大股票。
來源：高盛、東方匯理財富管理。

9- 指四家美國著名科技公司的股票：Meta（前身為Facebook）、亞馬遜、Netflix、以及Alphabet/谷歌。



在STOXX 600指數的公司中，到目前為止，有超過80%的公司已經公告2023年第一季的收益，有70%超出市場預期的EPS（有55%左右遠高於上一季）。整體收益出人意料之外增長了10%。我們對歐元區股票保持建設性立場，並且仍然看好優質著名公司股票，這些著名公司是典型歐元區市場的一部分，多屬於奢侈品或醫療保健等行業。

新興市場

到目前為止，2023年是亞洲股市波動非常大的一年。目前，該地區的不確定性和擔憂仍然高。中美兩國緊張局勢持續，也讓全球投資者感到憂慮。中國目前的實質經濟和企業基本面與實際股市表現之間有嚴重脫節。我們認為這是暫時的。中國本土投資者尚未完全動用多餘的儲蓄而且重返股市。西方投資者對與中國相聯動的風險的看法在短期內仍然懸而未決。要超越這一點，乎有必要進一步改善實質數字。

在2023年亞洲股市中，我們目前繼續看好中國，原因是估值具有吸引力、經濟大幅反彈、潛在的大規模消費支出（強勁的儲蓄支持和信貸週期）仍有待在所有消費細分市場中實現。但是，消費者信心在現階段需要進一步改善。

投資風格

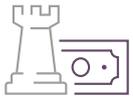
我們仍然著重在優質股票上，這種股票傾向於在美聯儲達到峰值利率和美國債務上限風險升高時期往往表現優於大盤。

在2023年第一季價值風格股對比增長風格股表現相當不佳之後，相對的表現目前更多是限於某一範圍之內。我們仍然預計價值風格股將大幅反彈，以致於能找到獲利機會，而且增加我們對增長風格股的敞口。在成長風格股票中，我們仍然看好大型並且盈利的公司，這些公司接觸人工智能或採行訂閱模式，可以從較弱的長期利率中受益，並且不需要信貸。



Maxime GARCIA
Investment Strategist

雖然美元在短期內可能會遭遇某些阻力，但我們仍然看好歐元兌美元的長期趨勢，因為利率差異應該會朝向有利於歐元的方向發展。澳元 (AUD) 和人民幣 (CNY) 仍然與中國的復工復產有密切聯動。瑞士法郎 (CHF)、黃金、和日圓 (JPY) 應受益於宏觀經濟的不確定性。



美元走弱的長期趨勢
保持不變

美元

短期內遭遇阻力

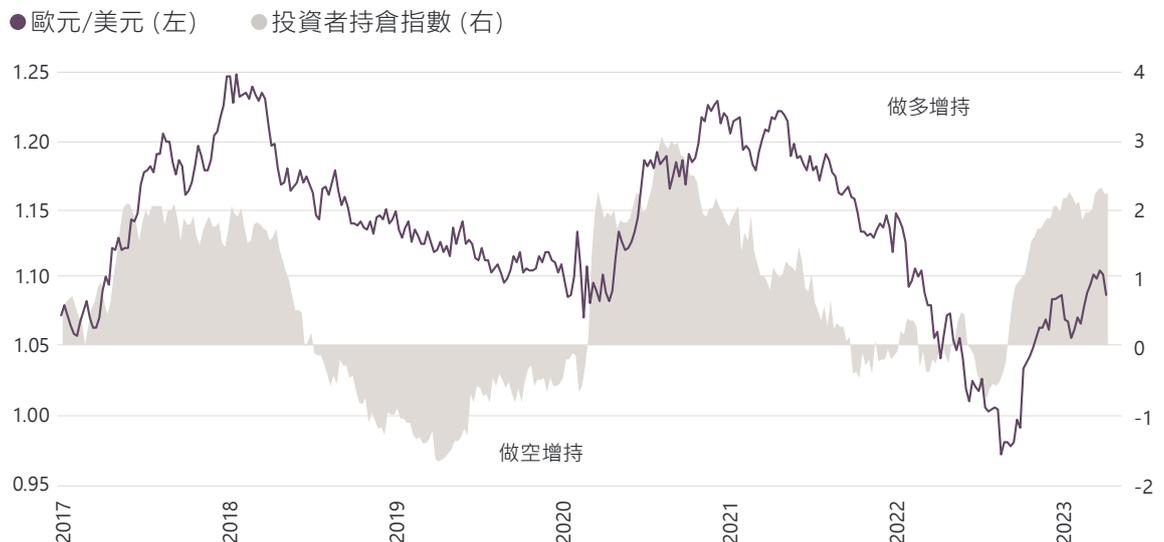
美元可能在未來幾週，在積極的宏觀勢頭的幫助下重拾強勢，因此可能導致繼三月以來市場對美聯儲利率預期大幅降價之後重新上調定價。令人擔憂的美國地區銀行和債務上限問題，仍然使美元的避險地位蒙受陰影。即使如此，歷史顯示，談判成功或暫時取消上限可能會提振美元，但美元疲軟的長期趨勢並不會因此改變。

歐元

歐元失去動力

歐元因為很多利好因素已經被納入定價，可能在短期內下跌。由於歐元的名義有效匯率接近其歷史高點，投資者的持倉顯示大幅增持多頭歐元（圖5），目前上升趨勢的潛力似乎已經耗盡。再者，美國的負面意外較少應該會在短期內壓抑歐元兌美元。展望未來，我們將維持我們對歐元的1.08-1.12之間目標，因為歐洲央行更加鷹派，如此會支持歐元兌美元，因為利差走勢有利於歐元。不排除歐元突破這個區間而走向1.15甚至更高，但其條件是，我們需要更有更加鴿派的美聯儲。

圖5：投資者對歐元的大幅增持立場



來源：彭博社、法國東方匯理銀行 (CACIB)、東方匯理財富管理。

澳元 (AUD)

通脹動態和中國復工復產

澳洲皇家銀行 (RBA) 在四月暫停加息後，令市場意外加息25基點，市場現在將約有50%的可能性在八月前利率會從3.85%再上調至4.10%納入定價。央行希望通貨膨脹率能在合理期限內回到2-3%的區間之內 (在7.9%的峰值之後，第一季為7%)。中國從澳洲的進口仍然強勁 (同比+22%，對比四月中國進口總額-7.9%)。中國仍然是澳洲原材料鐵礦石和煤炭等的主要買家。除非出現大幅下滑，澳元跌幅有限。支撐點在澳洲聯儲加息之前是位於0.6630附近，關鍵點位於0.6560，這是近期雙底的支點。

人民幣

優勢點和劣勢點

人民幣目前面臨短期壓力，由於市場擔心中國復工復產失去動力之故。服務業因為被壓抑的消費需求釋放而受到提振，但工業活動正面臨更強勁的外部阻力。中國人民銀行 (PBoC) 仍行寬鬆模式，到目前為止尚未宣布其他經濟刺激措施。但是，我們從長期來看仍對其持樂觀立場，由於受到呈現為2023年全球增長預期最高的經濟體的支撐，於2023/24年間美元兌人民幣匯率介於6.8-6.6之間。

瑞士法郎 (CHF)

實力不減

自年初以來，雖有瑞士信貸 (Credit Suisse) 事件造成動盪不安，但瑞士法郎一直表現強勁。雖然這降低了短期內再上漲的空間，但由於核心通脹仍遠高

於瑞士央行的目標，我們預計瑞士法郎將因為再加息以及貨幣干預的支持下繼續走強。除此之外，瑞士法郎在充滿不確定性的環境中，其避風港地位仍然具有吸引力。我們預計歐元兌瑞郎將在0.97和平價之間交易，而美元兌瑞郎將在0.90左右交易。

日圓 (JPY)

等待貨幣政策的變更

新行長承諾保持寬鬆立場，將任何收益率曲線控制的變化與通脹的潛在趨勢之間建立聯動關係。這項辭令讓日圓承受下降壓力。但，由於美國經濟衰退的憂慮加深和日本核心通脹加速，日本央行 (BoJ) 的貨幣政策在未來幾個月期間將有所改變。我們維持對日圓中期保持樂觀，應該會重新獲得能避險的吸引力。

黃金

需求依然堅挺

儘管從五月初每盎司2,070美元左右的近期高點最近開始回調，黃金價格仍接近歷史高位，但在各種風險正在壓抑美國經濟體的支撐下，其長期上升趨勢保持不變。擔心經濟衰退和美國債務上限的問題，確實可能讓黃金繼續徘徊在高點。美國銀行 (Bank of America) 的分析師預計，如果美國政府違約，金價今年將接近每盎司2,500美元。另一方面，鑑於金價處於歷史高位，某些出於戰略/地緣政治考量而以黃金為目標的新興央行可能確實會停止購買，這將降低一些金價上升趨勢的潛力。

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：**2023年全球經濟將在新興市場，尤其是中國的推動下溫和增長。美國經濟體增長持續放緩，預測2023年下半年將收縮兩季，隨後在2024年略微回升。至於歐元區，其整體情況不會變化，但與南歐因受益於服務業復甦而分歧增大。
- **通貨膨脹：**發達經濟體正在通貨緊縮之中，特別是在工業方面（得益於供應鏈的掙紮），而住房、能源、和食品通脹開始顯示放緩跡象。反之，若工資動態不中斷，服務通脹會保持不變的黏性，合理證明預期通脹會呈現平方根形狀的路徑。
- **各國央行：**我們不相信市場所設想的美聯儲會在2023年夏季之前轉向，而是預測利率將在更長的時間內達到平穩狀態。由於近期美國銀行業的動盪情況，金融穩定性問題又回到最顯要的位置，而且目前成為美聯儲關注的重點。歐洲央行尚未完成其加息的週期，應該會在六月再次升息25基點。
- **盈利：**2023年第一季財報季顯示公司具有相對較好的復原力者，其盈利意外樂觀。然而，企業在市場上並沒有得到相應的回報。同時，指引似乎優於平均水平，但企業未來是否能夠保持高利潤率仍有風險。
- **風險環境：**由於最近銀行業動盪的後果（即使已經緩解壓力）、貸款條件的不斷惡化、以及市場對美國債務上限問題的關注增加，致使替代性風險設想的可能

性正在上升。同時，外部風險，特別是地緣政治風險，依然居高不下。股票波動率指數處於低水平，給予需要採取額外的期權策略的論據，在保護負向風險或提高正向機會的參與度之間擇其一。

資產配置

股票市場

- 對股市總體上持中性態度，但在戰術上略微減持，考慮因素：歐洲市場在過去兩季均上漲、季節性因素變得不利、以及缺乏明確催化作用推動再上漲，導致風險-回報關係的不對稱性降低。即使如此，我們準備好在市場調整之時重新部署現金緩衝。
- 由於宏觀經濟前景疲軟在現階段被良好的企業基本面所彌補，發達市場股票喜憂參半。儘管中國到目前為止不受全球投資者所喜愛，但仍然推薦中國，尤其是在其國內股票方面。這一細分市場從估值的角度來看，似乎具有吸引力，應該會受益於其持續在經濟上回升以及消費者復甦。
- 在此複雜的宏觀經濟環境下，優先選擇具有高盈利可見度的優質公司。增長風格股在短期內可能容易受到利率上升的影響，但由於我們接近緊縮週期的尾聲，科技股的盤整可能會給予吸引人的切入點，而人工智慧敘事的興起應該會繼續有利於該投資風格。對中小盤股保持謹慎，因為中小盤股比較傾向更與經濟景氣循環相關聯。



歐元區整體設想
沒有變更

定息債券

- 維持減持存續期，因為只要核心通脹動態遠離央行行長的舒適範圍，利率風險仍偏向上升趨勢。政府債券對風險資產的去相關效應（decorrelation effect），與現金相比似乎有限。
- 在嚴格意義上，我們更青睞大西洋兩岸收益率曲線的短端，因其利差具有吸引力，而最長端則受到更高波動性的不利影響，並可能受到期限溢價（term premium）重組的影響。
- 我們繼續發現美國收益率曲線陡化策略的價值：以歷史標準衡量，其反轉水平異常高，在正常化的情況下給予這些類型的策略顯著正向機會的潛力，同時提供無存續期風險的正值套利以及宏觀對沖，以防出現更明顯的經濟衰退。
- 至於信貸方面，由於發行人的融資條件惡化，我們更青睞短期投資級（IG）而非高收益（HY）。對美國的IG，我們下調了其推薦評級，因為收益率的回升與現金相比，變得不那麼吸引人。

外匯市場

- 歐元在連續兩季兌美元表現出色後，其升值可能在不久的將來失去動力，原因在於，美國負面宏觀經濟意外減少以及全球投資者增持倉位。從長期來看，歐洲央行更加鷹派顯然是支持因素。
- 日本央行新任行長近期的聲明令日圓承壓，新任行長可能調整對收益率曲線的控制似乎已經繼續推進。但是，日本潛在的通脹動態可能會促使金融機構採取行動，並就可能支持該貨幣的政策變化更敢於直言。
- 雖然利率上升可能會在短期內壓抑金價，但由於結構性原因（央行持續購買）及黃金在投資組合中的保險作用，我們仍然對黃金持建設性態度。

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	=	=/-
10年期歐元	=/-	=/-
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		
歐元投資級別	=/+	+
高收益歐元	=/-	=
歐元金融債券	=/-	=
美元投資級別	=	+
美元高收益	-	=
新興市場債券		
美元貨幣	=/-	=/+
當地貨幣	=/+	=/+
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)	=/+	=/+
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

2023年5月19日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.67%	10.08	-20.22
法國10年	3.00%	-3.90	-10.40
德國10年	2.43%	-5.40	-14.00
西班牙10年	3.47%	-4.70	-18.00
瑞士10年	1.03%	-10.90	-58.80
日本10年	0.39%	-7.40	-2.10

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	36.57	2.04%	5.36%
歐元政府債券	195.78	0.56%	1.62%
歐元高收益企業債券	201.27	0.67%	4.00%
美元高收益企業債券	306.62	-0.54%	3.34%
美元政府債券	301.31	-0.16%	2.01%
新興市場企業債券	43.10	-0.76%	0.80%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9721	-0.87%	-1.76%
英鎊/美元	1.2445	0.10%	3.00%
美元/瑞士法郎	0.8997	0.83%	-2.68%
歐元/美元	1.0805	-1.65%	0.93%
美元/日元	137.98	2.85%	5.23%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	16.81	0.04	-4.86

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,191.98	1.41%	9.18%
富時 100 (英國)	7,756.87	-1.99%	4.09%
歐盟 600	468.85	-0.03%	10.35%
東証股價指數	2,161.69	6.22%	14.27%
摩根士丹利環球	2,842.76	0.70%	9.22%
中國滬深300指數	3,944.54	-2.18%	1.88%
摩根士丹利 新興市場	977.24	-0.36%	2.18%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,299.84	3.16%	8.06%
摩根士丹利 EMEA 欧(欧洲中东非洲)	188.13	-2.84%	-2.01%
摩根士丹利 亞洲(日本除外)	628.46	-0.82%	1.49%
法國巴黎 40 (法國)	7,491.96	-1.12%	15.73%
德國 DAX (德國)	16,275.38	2.48%	16.89%
義大利 MIB (義大利)	27,520.33	-0.81%	16.09%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,251.50	-1.74%	12.42%
瑞士 SMI (瑞士)	11,571.16	0.96%	7.85%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,629.00	-6.40%	-11.38%
黃金「美元/安士」	1,977.81	-0.26%	8.43%
WTI原油「美元/桶」	71.55	-8.12%	-10.85%
銀「美元/安士」	23.92	-4.54%	-0.50%
銅「美元/公噸」	8,251.50	-6.17%	-1.44%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.59	15.76%	-42.23%

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」

	2023年2月	2023年3月	2023年4月	四星期變動	年初至今 (2023年5月19日)
最弱表現	1.74%	3.51%	1.46%	6.22%	14.27%
	1.35%	3.29%	3.13%	3.16%	10.35%
	0.91%	2.83%	1.92%	1.41%	9.22%
	-2.10%	2.73%	2.69%	0.70%	9.18%
	-2.53%	0.51%	1.59%	-0.03%	8.06%
	-2.61%	0.36%	-0.54%	-0.36%	4.09%
	-4.41%	0.04%	-1.34%	-0.82%	2.18%
	-6.36%	-0.46%	1.63%	-1.99%	1.88%
	-6.54%	-0.71%	3.48%	-2.18%	1.49%
最強表現	-6.86%	-3.10%	-2.19%	-2.84%	-2.01%

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一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) 美國聯邦儲備局的貨幣政策機構。

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 Registerβ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: 本出版物/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。本出版物/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。本出版物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。本出版物僅供參考之用。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5月19日編輯。

