



MONTHLY HOUSE VIEW

2023年8月-9月

日本：這回又有何不同？

概要

- 01 • 編輯寄語 P3
不可能的任務?
- 02 • 聚焦 P4
日本：這回又有何不同?
- 03 • 經濟點評 P6
戲可能繼續上演
- 04 • 定息債券 P8
長期性的投資
- 05 • 股票市場 P10
高度期待的財報季
- 06 • 外匯 P12
夏季喘息不會優於長期趨勢
- 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

不可能的任務？



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

親愛的讀者：

美國一年以來六月的通貨膨脹水平是3%。雖然仍高於美聯儲 (Fed) 所設定的2%目標，但已經回落至2021年三月的水平。美聯儲是否達成其既不使經濟體陷入衰退又抑制物價上漲的不可能任務？

美聯儲利用短短一年多時間將關鍵利率大幅提高5%是成功的起步，於2022年中期超過9%的通脹峰值現已成為過去。能源成分這麼一來在這一年期間成了負貢獻，這就解釋為什麼即使在調整最不穩定因素之後的通脹率仍然居高的原因。美聯儲已經贏了一場戰役，但尚未在這場戰爭中勝出。好消息是經濟衰退的幽靈逐漸消退，而美國經濟體每月仍舊創造出20萬個就業機會。按歷史，美國經濟在衰退之前的3至6個月期間，會先系統性地創造約10萬個就業機會。

不得不說，為了擺脫COVID-19危機同時讓經濟體重新運轉，美國需將26%的GDP付諸考量，這是歐元區的兩倍。根據國際貨幣基金組織 (IMF) 的研究，美國新冠疫情後通脹的80%是由於經濟過熱所造成的，而歐洲這一比率僅6%。如今，大西洋兩岸趨同，通貨膨脹主要與本地的服務價格有關聯。

同時美聯儲和歐洲央行 (ECB) 下半年面臨的挑戰將是設定最高樞軸利率 (pivot rate)，可能分別在5.5%和4%上下，然而新興國家的情況卻截然不同。新興國家是最先提高利率的國家。特別是拉丁美洲和東歐國家，在採取降息方面再度先於發達國家。更重要的是，在亞洲，通貨緊縮的幽靈籠罩著中國，由於全球經濟放緩，中國的出口正在減少之中。中國大陸六月的工廠出廠價格同比下降5.4%。中國當局在這種增長利弊兼有的背景之下，很有可能會決定採取措施，特別是利用降息來推動經濟活力。

我們仍然認為，近幾個月加息的作用會需要更長的時間才能在全球經濟體中擴散和實現。這是因為許多國家對COVID-19實施強有力的刺激計劃所造成的強烈反衝作用，在部分程度上證明加息的合理性。

我們正在仔細審查所有已經積累的微弱信號：

- 英國於2022年底面臨養老基金的困難問題。
- 美國Silicon Valley Bank在三月倒閉對市場造成衝擊。然而，根據美國銀行於事件後的首次第二季業績所顯示，這一事件的影響似乎也已是過往雲煙了。
- 最後，英國的公用事業公司，尤其是水務部門，陷入困境，因為這些公司一直是與通貨膨脹掛鉤債券的大型發行人，導致在目前環境之下，其債務還本付息急劇增加。英國專門與通脹掛鉤的公司債券市場的規模超過400億英鎊，是全球最大的市場。

這三件事的共同點在於，企業未能預見通貨膨脹和利率驟然上升對其投資和債務管理上所產生的作用。的確，我們正走出長達15年低利率甚至負利率的時期。

各國央行的危險任務之所以能夠達成，正因為是在正確的時間運用正確的工具，這同樣適用在投資者的資產配置方面。如今，某些市場的波動性非常低，如股票市場，這不應該使我們降低警戒之心。美國債務市場交易中存在主要逆向思維的持倉，投機者預期利率將有繼續上升趨勢，而機構投資者則持相反的觀點。再次重申，這給予我們絕佳的機會，讓我們能夠充分利用未來的六個月時間。

敬祝好讀！



Lucas MERIC
Investment Strategist



Stavya EPSTEIN
Multi Asset Portfolio Manager

在增長前景令人鼓舞的情況之下，有可能擺脫數十年通貨緊縮，加上寬鬆的政策組合以及有利於投資者的結構性改革，日本作為資產配置戰略構成部分，可以證明是具有吸引力和多元化的投資對象。

成熟市場：日本是否為新的帶動增長的國度？

數月以來，經濟學家一直試圖預測美國或歐洲下一次衰退的時機。在這旭日東昇的國度，這些令人擔心之事似乎還很遙遠，我們預測，從現在起到2024年之間，其GDP平均增長率為1.2%。日本由於復甦所需的時間比其他發達經濟體更長（三月衛生措施才大幅放鬆），現在似乎與中國相同，是另一項對重新開放經濟活動的賭注。日本在全球經濟放緩的背景下，其復甦應該會支撐內需並抵消外部需求很可能疲軟的影響。日本也會受益於中國遊客的回流，在疫情之前，中國遊客佔該國遊客的三分之一。

從通貨緊縮轉變成通貨膨脹？

與大多數經濟體不同，日本深陷通貨緊縮幾十年，疫情後通脹率的上升反而似乎是好消息，這主要是由於20世紀90年代早期經濟崩潰之後企業的過度儲蓄所致。由於能源價格下跌，五月總體通脹率同比下降3.2%。但是，核心通脹（不包括能源和生鮮食品）五月份同比上升至4.3%，是1981年以來的最高水平。超過這一創紀錄水平之後，問題在於日本的通脹是否能夠持續下去。為達此目的，建立價格-工資循環似乎是建立推動可持續性和內生性國內需求的關鍵因素。在這方面，勞動力市場的拮据（失業率為2.6%）和工資動態（春季的「春都（Shunto）」談判導致工資上漲3.8%，為1993年以來最大漲幅）顯然是朝向這個方向走。

政府同時重申打算實施安倍經濟學（Abenomics¹）戰略，該戰略涉及寬鬆的貨幣和財政政策以及以刺激私營部門投資為目標的增長戰略。六月對大公司的短觀（Tankan）調查（全國企業短期經濟觀測調查）顯示，資本支出計劃上調5.4%，而2023年增長13.4%。

雖然基數效應會導致核心通脹率隨著時間逐漸放緩，但增加投資支出和建立價格-工資循環應該會抑止過度儲蓄，從而限制結構性通縮的力量，使通脹穩定在日本央行設定的2%目標上下。

貨幣政策的失樂園

我們不認為日本央行的寬鬆立場目前會有改變。依照我們的觀點，這種設想的風險會是美聯儲變得更加鷹派，迫使日本央行推出應對之策以防止日圓崩潰。更何況，因為歐元兌日圓的平價處於15年來的最高水平，日圓——由於與其他發達經濟體的利差擴大而遭受巨大損失——正在接近促使日本央行近年來干預外匯市場以支撐其貨幣的水平。

日本股市：這回又有何不同？

日本的增長和寬鬆政策令人鼓舞，看起來是別具魅力的投資標的。然而，日本股市年初以來，上漲13.5%（Nikkei 225，以歐元計），按歷史，日本仍然經常是快速而艱難地起飛的市場，但不一定能找到第二次復蘇。



基本通漲率：

五月份同比
+4.3%
(自1981年以來最高水平)

1 - 安倍晉三 (Shinzo Abe) 自2013年開始推行使該國擺脫通貨緊縮的措施。

儘管如此，兩項結構性主題應支撐日本股市的長期表現：

- 結束通貨緊縮環境將賦予日本企業更大的定價能力，因此將推動中期的盈利增長。應該記住，通貨膨脹是支撐企業利潤率的因素，也因此支撐股票市場。
- 東京證券交易所（The Tokyo Stock Exchange, TSE）啟動了目的在於提高股東回報的改革。這項改革已經開始獲得成果：於2023年第一季所宣布的股票回購量已達到二十多年以來最高水平（圖1）。股息率上升應該會使日本股市更具魅力，特別是對國內投資者而言，因為日本是僅有的股市收益率高於政府債券收益率的主要市場。如果股票回購現象持續下去，這種收益率應該會變得更有吸引力。

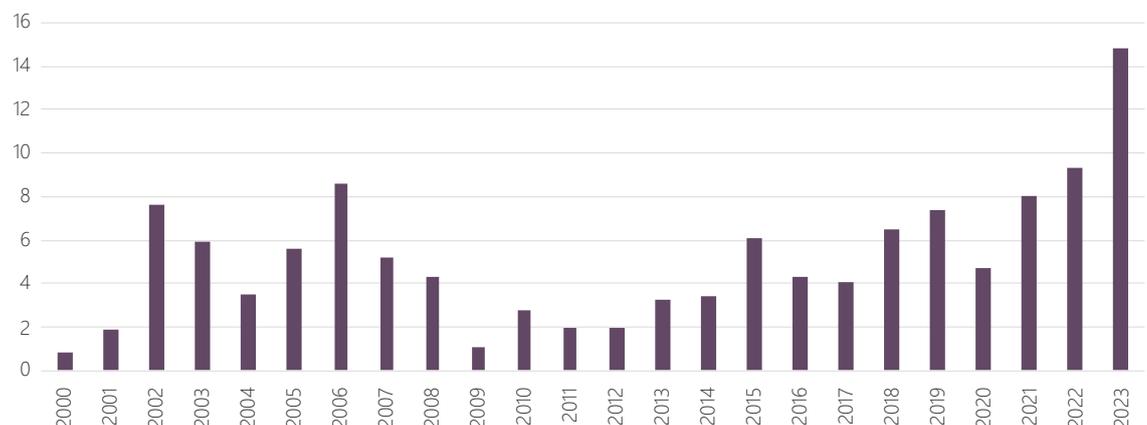
一件有趣的投資案例

除了這些結構性因素之外，目前似乎有許多信號對於日本市場維持積極的態度：

- 在國內需求和通脹的支撐下，企業盈利具有復原力。盈利調整呈上升趨勢，東證股價指數（Topix）預測2023年盈利增長7.3%，2024年盈利增長8.8%。
- 相對而言，日本股市相對於全球股市的市淨率（price-to-book ratio，又稱市賬率）² 遠低於歷史中位數，是市盈率（P/E）的13.6倍，仍然具有吸引力。東京證券交易所（TSE）的改革應導致日本股市的市盈率上調（rerating）。
- 全球投資者在去年對日本股市減持達到歷史記錄水平。但是，最近的投資者調查顯示，近幾個月來這種動態已發生逆轉，人們重新燃起興趣，而且資金重新流入日本市場。
- 日本股票更具防禦性的偏性賦予資產調配更具有吸引力的多元化功能。

日本市場的深度使採取精挑細選的方法成為必要，以便從國內和優質股票復甦的前景中獲益。市場分散顯示，最佳的機會存在於尚未從市場止跌回升中受益且基本面良好的行業。

圖1：2023年Q1宣布的股票回購（1萬億日圓）

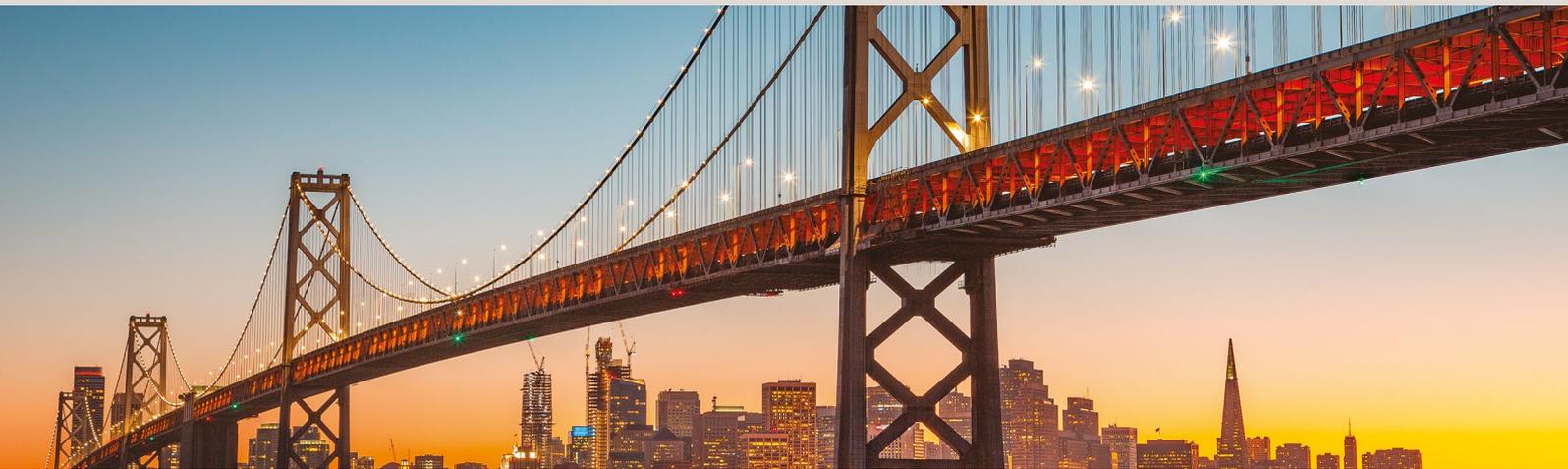


來源：摩根大通、東方匯理財富管理。

² - 市淨資產比率，是用來衡量股票價格與公司賬面價值的關係。當該項比率過高時，可能表示一家公司的股票被高估，特別是與同行業其他公司以相同方式計算結果相比之下，該比率較高之時。

03 • 經濟點評

戲可能繼續上演



Lucas MERIC
Investment Strategist



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

由於美國經濟持續展現其復原力，我們上調對美國2023年經濟增長的預測。中國的疲軟需求正在抑制通脹，並要求中國當局推出更多經濟刺激措施，而歐洲的增長在生產率低下的條件下應能保持穩定。

美國：美國經濟體 繼續挑戰衰退重力

最初估計環比年化增長率於四月為1.1%，2023年第一季的GDP現已修正為2%，象徵著美國經濟體繼續帶來積極性的驚喜。根據美聯儲對2023年第二季年化GDP增長率為2.4%的實時預測，這種勢頭應該會持續下去。但是，我們仍預測美國下半年的經濟增長將溫和收縮。消費勢頭不可否認正在放緩（六月零售銷售同比增速放緩至1.5%），由於信用卡利率目前徘徊在20%以上，家庭超額儲蓄繼續萎縮，抵押貸款利率上升對經濟的影響逐漸顯現，學生債務延期償付方案取消之後應該會拖累消費。即使如此，我們並不認為美國消費會因此崩潰，甚至上調了下半年的增長預測。

事實上，勞動力市場仍然展現復原力，就業機會持續保持快速增長，而通貨緊縮過程應該會支撐美國家庭的購買力。由於美國股市自年初以來的表現，家庭也受益於正向的財富效應。總體而言，消費比我們之前預期的第三季/第四更具有復原力，導致我們將2023年的增長預測上調至1.5%（第7頁表1）。但是，我們與上月的預期相比，認為2024年第一季的回升減弱。六月由於能源的強勁基數效應，總體通脹繼續減速（3%對比五月的4%），而該效應該會於夏季之後開始消退。然而，我們預期食品和住房成分將彌補蕭條並支持通貨緊縮的改善。在貨幣政策方面，我們認為美聯儲應該會在進入幾季的高利率穩定期之前，進行最後一次加息。



我們將美
國2023
年的經濟增
長預測上調至
1.5%
(+40基點)

中國：正在召集刺激措施

第二季同比增長率為6.3%（低於預期的7.3%）反映出中國近幾個月的復甦令人失望。六月同比零售額繼續放緩至3.1%（對比上月的12.7%）。中國消費者的信心受到目前依舊疲軟的房地產行業（六月房地產投資同比萎縮20.6%）和青年就業（18-24歲失業率處於21.3%）的嚴重損害，而且沒有任何改善的跡象，這種情況有擴散到其他勞動人口的風險。同時，全球經濟放緩持續拖累中國的出口，即使目前人民幣疲軟，但六月中國出口仍同比下降12.4%。中國經濟體在六月通貨膨脹率同比為0%，這是需求疲軟的象徵，使其經濟體正在招致通貨緊縮。如此背景，我們對於2023年增長5.6%的預測目前看來面臨下降趨勢的風險，而最近幾週的疲軟勢頭證實中國當局有必要進一步實行放鬆經濟的政策。中國人民銀行（PBoC）在夏季之初已經開始下調幾項短期和中期的關鍵利率。

歐元區：生產前線的生產力低下

歐洲的消費者支出在過去一年期間，不如美國那麼活躍，但這種動態應該會在年底之前扭轉過來。事實上，我們仍然認為，服務取向的經濟體在旅遊方面存在被壓抑的需求，商品和食品的持續通貨緊縮對於歐洲消費者的購買力也應該有助益。服務業成分仍佔總通脹的40%，應於夏季過後會開始下降，明顯由於受到德國交通運輸相關通脹（transport-related inflation）的顯著基數效應所影響。但是，儘管通脹前景可能短期內有所改善，但工資仍然是歐洲央行（ECB）的核心問題，預計到2025年底工資將上漲14%。勞動力成本確實顯示有改善的跡象，於2023年第一季降至5%，但主要擔憂是生產率增長比預期弱，這最終表示單位勞動力成本上升和通脹壓力加大。除此之外還要加上歐洲央行比其他主要央行更晚開始實行緊縮週期，我們預計歐洲還會加息兩次，利率最終達到4%。

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	1.5%	0.4%	4.0%	2.6%
歐元區	0.5%	1.0%	5.5%	2.9%
中國	5.6%	4.7%	1.3%	2.5%
日本	1.3%	1.1%	2.8%	2.0%
印度	6.0%	5.5%	5.5%	5.9%
巴西	2.6%	1.3%	4.8%	4.0%
全球	2.9%	2.6%	-	-

來源：東方匯理財富管理。

04 • 定息債券 長期性的投資



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

沒有充裕的貨幣並不表示債券交易結束。美國最近宣布的超大型合併案以及各國政府的融資需求顯示未來幾季債券市場的交易活動將會活躍。

套利戰略

近幾個月來，所謂的「套利 (carry)」投資戰略重新引發投資散戶對債券市場的興趣。這些在歐洲被認為是技術性的市場，似乎是機構投資者或老練投資者所專有的領域。實際上，投資散戶在不知不覺中利用各種管道投資債券：例如：法國的人壽保險、養老基金、和員工儲蓄計劃等。2022年利率上升所產生的效應已經使這項投資恢復了吸引力，同時請記住，只有在所有債券都被贖回之後，即在投資組合的生命週期結束之時，才會兌現回報。同時，投資組合的價值每天將隨著市場走勢而波動。

各國中央銀行

在過去幾週期間，美國2年期國債的收益率自今年三月美國地區銀行危機以來首次突破象徵性的5%關口。然後我們必須回到2007年六月才能再找到這種水平。

就業數據比預期好，最初推高利率，然後通脹的正向意外推低利率：這是投資者期待已久的信號，使他們能夠預測美聯儲結束加息週期。這一通脹數據引發所有資產類別的反彈回升。由於預期經濟衰退不會實現，短期利率市場繼續將美聯儲從2024年初開始大幅降息的情況納入考慮。我們不贊同這種設想，原因如下：在通脹方面，房地產活躍的市場正在抑制核心通脹的快速下降，人們所普遍預期的經濟放緩已經感受到，而且預期不太可能持續下去，而美聯儲的官員顯然正在等待失業率上升，然後才考慮放鬆貨幣政策。我們維持的設想是加息即將結束，只要疫情後所有經濟體必要組成部分都正常化，美聯儲就會將關鍵利率維持在較高穩定水平。



美國銀行的業績顯示：
儲戶要求提高利率！

歐元區的經濟衰退已經開始，雖然程度較溫和，但德國經濟體正在拖累整個區域，而僅靠西班牙不足以抵消其他國家的倒退。通脹總體上仍然過高，以致於無法阻止歐洲央行加息：雖然央行利率也已接近峰值，但目前正忙於撤回疫情期間注入的大量流動資金。在流通中的4萬億歐元超額準備金中，預計將在幾個月內提取8,000億歐元，特別是用於償還授予銀行的TLTROs³。

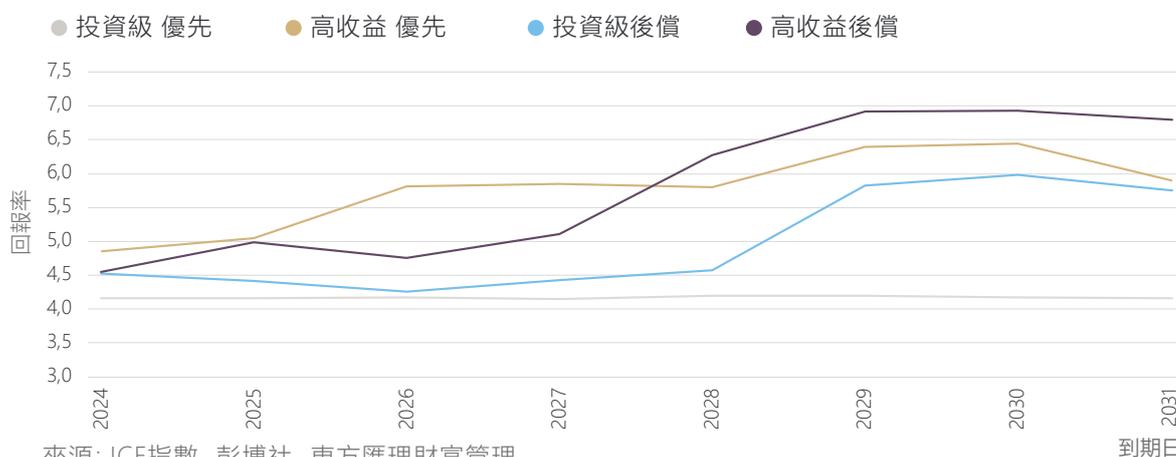
英國英格蘭銀行的長期鬥爭終於開始獲得成果：所公佈的通脹率在歷經許多季之後，首次遠低於預期。行長Andrew Bailey不太可能過早宣布勝利，而將是繼續加息，儘管不達到市場最近預期的6.5%水平。

債券市場近來的好轉會遇到哪些風險？與2022年不同，投資者現在受益於中期期間能保護他們的套利交易。主要經濟風險在於美國經濟意外加速，如果勞動力市場拮据局勢持續存在，會導致購買力增強，因此導致持續通脹。例如，房地產市場的復原力就產生問題。

信貸

信貸市場上，特有的風險在歐洲和在美國正在增加。對於投資級和高收益債券，最輕微的負面消息都會對風險溢價產生重大影響。被投資者因盈利警告、治理問題、或資本重整需求而削減持倉的發行人名單正在不斷增加。但是，這種特殊風險的增加並沒有擴散到整個市場。指數不反映這種基本雜訊。但是由於投資組合的構成更加集中，致使遭受波動性提高的影響。簡介中說明的套利對投資者仍然具有吸引力。高收益市場因為相對昂貴，故仍然沒有吸引力。令某些投資者生畏的再融資牆 (refinancing wall) 近年來已被機會主義發行人抵制，他們利用低利率來延長債務期限。另一方面，其他公司因為懲罰性利率造成財務狀況惡化，不再能夠通過市場獲得再融資。目前還不確定違約率是否會大幅上升，但回收率可能會下降：本應消失的公司因為受益於有利的融資條件得到延緩，以致使其資產負債表弱化。制式的說法是，高收益的風險溢價必須將這種新環境納入考量 (圖2)。

圖2：歐元信用指數回報率，按年份和細分市場劃分



來源：ICE指數、彭博社、東方匯理財富管理。

3 - Targeted Longer-Term Refinancing Operations (定向長期再融資操作)。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

貢獻來自股票部門

股市繼續上漲，受到通貨膨脹整體上比預期放緩，以及盈利修正的推動，特別是美國的盈利修正所推動。金融界對於軟著陸的設想正逐漸增強，這也解釋風險偏好重新抬頭的原因。七月中旬開始的財報季能否確認經濟體的復原能力？

盈利修正

2023年第二季的財報季於七月中旬開始。對於S&P 500指數的普遍預期為盈利下降，約-7.2%。若果真如此，這將是該指數自2020年第二季以來的最大盈利跌幅（-31.6%）。但是與全球主要指數相反，美國連續12個月的盈利修正自五月以來一直呈現上升趨勢。最後，如往例，我們仔細研究財報季開始前公司預告的負/正比率（negative/positive ratio），特別有趣地指出公司相當自信有能力達成符合市場預期的業績（圖3）。

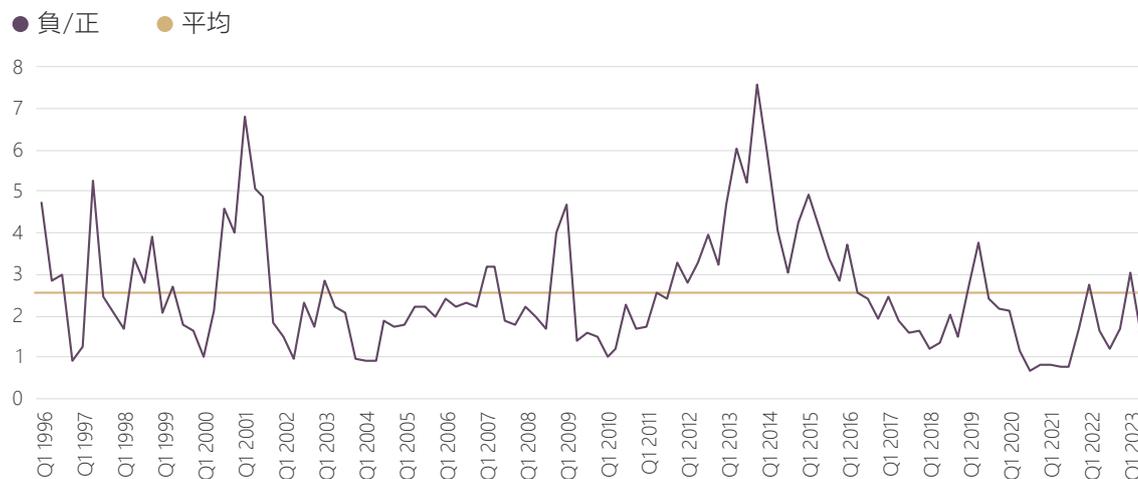
美國

自從S&P 500指數突破其4,200點阻力位以來，該指數有持續上漲趨勢。應該特別指出，這解釋不僅限於「神奇七雄⁴」和人工智能（AI）而是幾乎全面上漲，因為最近即使是中小盤股也表現得非常好，追隨Russell 2000的範例。投資者似乎確信預算支出將繼續進行（特別是債務上限辯論期間受到質疑的《降通脹法案》（Inflation Reduction Act⁵））。宏觀經濟數據的穩健以及通脹下降的幅度都超過預期，也令市場感到意外。最後，最近正在進行的超大型合併案⁶的樂觀消息對於提高估值有所幫助。



美國12個月的
盈利修正呈
現上升趨勢

圖3：S&P 500指數之宣佈前比率（負對正）



註釋：預先公告的負/正比率仍低於長期平均水平。顯示大多數公司自信有能力達成所發布高於預期的業績。
來源：Refinitiv、東方匯理財富管理。

4 - Alphabet、蘋果、亞馬遜、Meta、微軟、輝達 (Nvidia) 和特斯拉。

5 - 於2022年正式簽署成為法律，其目的在於藉由減少美國預算赤字、削減醫療成本、和投資國內能源生產來抑制通貨膨脹。

6 - Microsoft收購Activision Blizzard，以及Broadcom收購VMware。



歐洲

雖然歐洲股市出現某種程度的獲利回吐，但歐元區仍然具有吸引力，特別是在估值方面，並且其交易價格較美國有創紀錄的折扣。歐洲除了持續通脹放緩之外，家庭的可用現金顯著增加，特別歸功於商品價格下跌和儲蓄利用率極低，因此可能會支撐未來幾個月的消費。

最後，在中國央行鋪平道路推出新時代的寬鬆政策來支持疫情後弱於預期的經濟體之後，最新令人失望的宏觀經濟數據顯示，中國政府可能會宣布更進一步的刺激措施，這也應該對歐洲許多出口公司有利。

新興市場

中國由於與美國之間形成政治緊張局勢而構成威脅，投資者對中國的情緒仍然維持負面。另一方面，美國高級官員最近頻頻訪中的行動令人鼓舞。政府推動刺激措施可能是另一項積極因素，而中國的消費者信心仍然是值得關注的重要

因素。除中國以外的亞洲國家目前看起來很有吸引力：美國風險降低（特別是通脹率）和美元走軟應該對亞洲市場有利。台灣和韓國的科技領先公司是全球人工智能供應鏈和創新力的關鍵所在。再者，印度的內需和基礎設施，以及東盟（ASEAN）的中產階級和年輕人口不斷擴大，似乎都是有吸引力的主題。印尼和新加坡的國內行業市場也特別令人感興趣。亞洲與其他主要市場相比，仍然是較高經濟增長且較高估值貼現的地區。

投資風格

對於增長風格，我們保持建設性態度，並繼續逐步增加我們的風險敞口。宏觀經濟前景改善加上人工智能熱潮，繼續推動美國增長風格股票的上漲，Nasdaq指數今年迄今的表現上漲43%⁷。對於價值風格，由於長期利率的反彈回升，已恢復一些光彩，而長期利率在傳統上是該領域的積極性催化劑。此外，無論按照絕對值或相對值，價值風格與其他風格相比，按歷史記錄，仍然非常便宜。

7 - 截止至2023年七月14日按美元計算的表現。



Maxime GARCIA
Investment Strategist

美元可能會在今年夏天復甦，即使基本趨勢仍維持下降。歐元過熱並可能引起小幅修正，但與美國貨幣週期的滯後性將在未來幾個月期間提供支撐。瑞郎、日圓、和黃金在不確定的環境中仍然是具有吸引力的避風港，但未來走勢將大致上取決於央行的決定。

美元 (USD)

技術面因素和去美元化 (de-dollarisation)

美元指數 (DXY Index) 已回落至低於100關口，接近美聯儲開始收緊貨幣政策之前的水平。投資者根據最新的通脹和非農就業數據低於市場預期，預測美聯儲的限制性將低於其他發達國家的央行。再者，美國金融狀況放鬆也伴隨著市場的重拾風險胃納。結合這兩項因素導致DXY自七月初以來下跌3%。然而，在短期內，由於技術面因素對美元更有利，下降趨勢的風險仍然有限。如果風險情緒惡化，或者是美國經濟變得日益具有復原力，美元有可能會復甦。但是，從長期看，美元的下跌趨勢仍然不曾削弱，而已經開始的去美元化進程正在對美元施加負擔。

歐元 (EUR)

有利於貨幣復甦

歐元兌美元大幅上漲，自月初以來上漲3%，得益於歐美短期利率差之間的有利趨勢，同時歐元區宏觀經濟勢頭雖惡化，但沒有產生負作用。目前的水平，即低於烏克蘭衝突爆發前的水平1.12，我們寧願在短期內對歐元兌美元貨幣對保持謹慎。單一貨幣 (single currency) 仍然是G10中最超買的貨幣，而歐元名義有效匯率最近創下歷史新高。歐元兌美元很容易受到貨幣表現與宏觀勢頭之間相關性回歸的影響，並有可能回到1.10水平。但，我們對長期觀點仍然保持樂觀，因為緊縮週期有滯後性，應該會繼續對跨大西洋利率差異產生有利的效應 (第13頁圖4)，並且由於外匯儲備多元化使美元走弱。



去美元化
運動構成美元的
負擔

瑞士法郎 (CHF) 瑞士央行的支持減少

自本月初以來，瑞士法郎兌美元已升值4%，瑞士央行 (SNB) 最近加息25基點，達到1.75%，因此支撐這一走勢。

美元兌瑞郎為0.85，是自2015年以來最低水平，下降趨勢的風險目前有限，我們對瑞郎兌美元持更為謹慎的短期觀點。事實上，瑞士通脹在六月放緩至1.7%，瑞士央行也下調通脹預期，認為2023年和2024年通脹預期應保持在目標為2%的上下。我們還注意到，本月進口通脹持平，證明瑞士法郎已經升值到足以防止進口激增。基於這些原因，瑞士央行繼續加息的誘因現在應該會消退。我們預計瑞士法郎將持續在美元兌瑞郎在0.85-0.86之間起伏，而歐元兌瑞郎在0.95-1.00之間波動。我們根據長期觀點，維持對瑞郎持樂觀立場，因為其避險地位作為對沖宏觀經濟風險的工具，仍然具有吸引力。

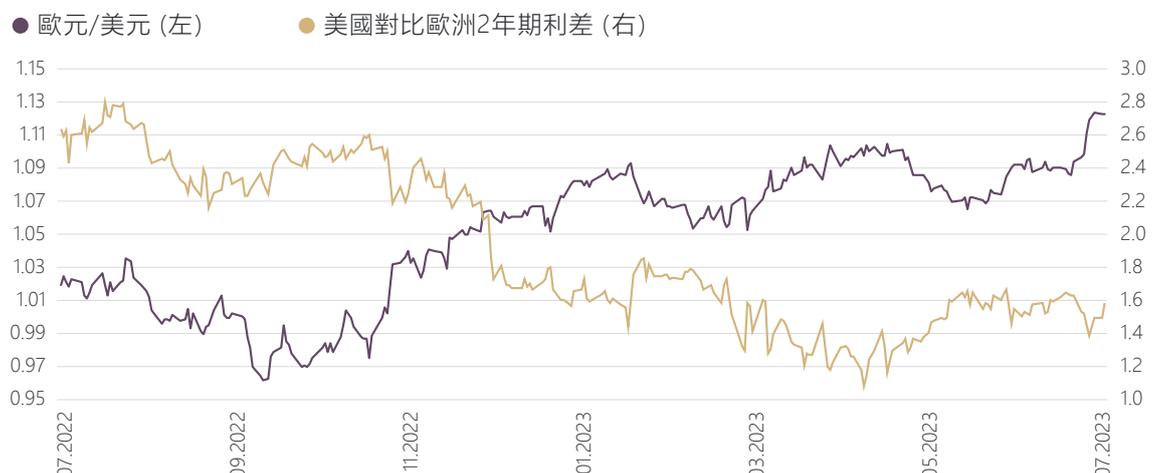
日圓 (JPY) 仍處於等待接通的狀態

本月日圓兌美元上漲4%，其推動因素是財政部提高其口頭上干預，隨後日圓融資的套利交易平倉。不過，我們在短期內仍保持謹慎態度，因為利率差異（只要日本央行維持寬鬆貨幣政策，利差對日圓不利）仍然是影響日圓表現的主要因素。只有改變貨幣政策才能推動美元兌日圓重回130。我們認為短期內貨幣政策不會發生重大變化。再者，該貨幣在當前環境下的避險地位仍然具有吸引力。

黃金 外匯儲備多元化與貨幣週期

金價自本月初以來已上漲2%，但仍低於2023年之2,050美元/盎司的峰值。我們認為短期內黃金上漲潛力不大，黃金ETF的資金流出證明黃金仍受到貨幣緊縮週期缺乏可見度的影響，而投資者需求正在下降。不過，我們根據長期觀點仍持樂觀態度，黃金的主要支撐因素仍然是，央行外匯儲備多元化的需求、以及黃金的避險地位。

圖4：歐美利率差異應會繼續支撐歐元



來源：Datastream、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



美國的
增長復原力
比預期更強

投資設想

- **增長：**全球經濟增長仍呈下降趨勢，但今年略微上調（至3%左右），因為美國經濟體的復原力比預期更強。歐洲增長溫和，部分原因是歐洲消費疲軟，加上生產率增長走弱。新興國家在整體上仍然是2023年和2024年全球增長的火車頭，然而我們認為對於中國經濟活動的風險投資現在傾向於在明年趨於下降。
- **通貨膨脹：**解除某些行業的供應限制以及基數效應對能源價格有利，在短期內繼續助長發達經濟體的反通貨膨脹進程。這些技術面因素在夏季過後會逐漸消失，而工資持續增長，特別是在歐洲，應該會迫使通脹率高於央行設定的目標。我們維持通脹軌跡呈現「平方根」形狀走勢的設想。
- **各國央行：**美聯儲和歐洲央行的加息週期已接近尾聲，預期還會分別各加息一次和兩次。我們認為，利率最遲將於明年上半年之前趨於平穩。資產負債表去槓桿化仍在繼續進行，歐元區量化緊縮的步伐可能會加快。
- **企業盈利：**對我們來說市場對第二季財報季的預期似乎保守，但我們將密切關注盈利修正的動態，特別是歐洲的勢頭已經失去動力，然而由於單位成本上升和通貨緊縮開始起作用，獲利率水平可能會開始逐漸好轉。

- **風險環境：**股市波動繼續呈現下降趨勢，但在貨幣政策的高度不確定性以及有大量外生風險因素的背景之下，保持警戒為宜。

資產配置建議

股票市場

- 股市正在受到一些宏觀經濟風險因素解除，加上大西洋兩岸增長前景改善的支撐，這就是我們認為當前的環境對風險資產更為有利的理由。不過，鑒於估值和技術面指標不夠寬裕，我們對股票保持中立。
- 按地理分配，我們繼續在美國市場尋找切入點，其盈利修正的勢頭更強，與近期宏觀經濟數據的穩健性一致。歐洲的相對估值水平仍然具有吸引力，但因為我們接近主要的阻力價位和欠佳的盈利修正，短期內需要謹慎行事。
- 仍然推薦新興市場股票，因為它們應該會受益於有利於發展中經濟體的增長差異，而非有利於已發達經濟體。我們維持推薦中國股市，中國股市可能會受益於政府進一步支持，但其市場估值在我們看來，似乎過低。

定息債券

- 我們認為，由於貨幣緊縮接近尾聲，市場現在為降低利率敏感性不足而提供了切入點，特別是在美國收益率曲線上。反之，我們認為歐元區的國債仍有相當大的風險，因為歐元區的加息週期與美國的加息週期並不一致。
- 就持倉 (positioning) 方面，我們繼續看好歐元區收益率曲線以及美國收益率曲線的短端，其利差波動性比率 (carry-to-volatility ratio) 更具吸引力。
- 就風險/回報 (risk/return) 而言，投資級公司債務仍然是最佳折衷方案，特別是對於短期到期債券（因為信用曲線相對平坦）。總體上，我們缺席高收益細分市場，我們認為該細分市場的估值並未反映其基本面的惡化，尤其是在評級較低的細分市場。

外匯交易市場

- 如所預期，歐元兌美元匯率已經恢復一些光彩，但鑑於兩區域之間經濟基本面的差異，我們認為該升值被誇大了。短期內可能出現回調 (retracement) 現象，但由於美國和歐元區貨幣緊縮週期之間有滯後性，我們在年底前仍然看好歐元。
- 瑞士法郎兌美元的匯率已觸及高點，尤其在瑞士央行的貨幣緊縮週期接近尾聲之際，目前要進一步升值的可能性似乎有限。
- 日圓在美國利率下降的背景下上漲。如果日本央行保持寬鬆政策，我們認為稍後可能會以有限程度改變政策，如此可能會支撐日圓。我們也將日元作為投資組合中的對沖資產。
- 黃金繼續在區間內振盪，未形成主要趨勢。雖然投資者需求正在下降，並可能拖累短期勢頭，但從長期看，央行儲備的多元化，特別是在新興市場，是支撐因素。

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	=/+	=
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7月20日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.85%	5.57	-2.45
法國10年	3.01%	-1.00	-9.40
德國10年	2.48%	-0.80	-8.20
西班牙10年	3.48%	3.80	-16.70
瑞士10年	0.98%	-4.90	-63.80
日本10年	0.46%	8.90	4.70

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	37.65	1.24%	8.47%
歐元政府債券	195.99	0.36%	1.73%
歐元高收益企業債券	203.57	0.51%	5.19%
美元高收益企業債券	314.00	1.58%	5.83%
美元政府債券	299.51	0.12%	1.40%
新興市場企業債券	43.34	-0.21%	1.36%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9646	-1.60%	-2.52%
英鎊/美元	1.2868	0.94%	6.50%
美元/瑞士法郎	0.8668	-3.13%	-6.24%
歐元/美元	1.1130	1.59%	3.97%
美元/日元	140.07	-2.12%	6.83%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	13.99	1.08	-7.68

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,534.87	3.49%	18.11%
富時 100 (英國)	7,646.05	1.92%	2.61%
歐盟 600	463.93	2.03%	9.19%
東証股價指數	2,260.90	-1.55%	19.52%
摩根士丹利環球	3,029.70	3.39%	16.41%
中國滬深300指數	3,823.70	-1.04%	-1.24%
摩根士丹利 新興市場	1,018.06	1.69%	6.45%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,480.39	0.46%	16.54%
摩根士丹利 EMEA 欧(歐洲中东非洲)	200.35	4.25%	4.36%
摩根士丹利 亞洲(日本除外)	646.86	1.23%	4.46%
法國巴黎 40 (法國)	7,384.91	2.52%	14.07%
德國 DAX (德國)	16,204.22	1.35%	16.38%
義大利 MIB (義大利)	28,815.75	5.13%	21.55%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,519.60	1.65%	15.68%
瑞士 SMI (瑞士)	11,201.55	0.16%	4.40%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,746.00	-0.35%	-8.52%
黃金「美元/安士」	1,969.53	2.90%	7.98%
WTI原油「美元/桶」	75.63	8.80%	-5.77%
銀「美元/安士」	24.81	10.41%	3.18%
銅「美元/公噸」	8,485.50	-1.03%	1.36%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.76	5.71%	-38.39%

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4月	2023年5月	2023年6月	四星期變動	年初至今 (2023年7月20日)
最弱表現	3.51%	1.46%	11.00%	4.25%	19.52%
	3.29%	3.13%	7.41%	3.49%	18.11%
	2.83%	1.92%	6.47%	3.39%	16.54%
	2.73%	2.69%	5.93%	2.03%	16.41%
	0.51%	1.59%	4.85%	1.92%	9.19%
	0.36%	-0.54%	3.23%	1.69%	6.45%
	0.04%	-1.34%	2.25%	1.23%	4.46%
	-0.46%	1.63%	2.17%	0.46%	4.36%
	-0.71%	3.48%	1.16%	-1.04%	2.61%
最強表現	-3.10%	-2.19%	1.15%	-1.55%	-1.24%

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 Muhairiy 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7月21日編輯。

