

GLOBAL OUTLOOK 2024



探求新的
通貨膨脹機制

- 探求新的通貨膨脹機制

Global Outlook 2024

• 概要

01•	編輯寄語 探求新的通貨膨脹機制	4
02•	關鍵訊息	6
03•	聚焦 通貨膨脹和長期投資者	10
	定息債券 2024年：是投資債券之年，這一回可是真的	11
	股票市場 股市迎接新一輪週期的機會	14
	外匯 挑戰美元的貨幣預計會登上競場	17
	永續性融資 綠色通貨膨脹與機會	20
	私募市場 私募市場是否正邁入一輪新的週期？	22
04•	宏觀經濟情況 邁向通往平衡之路	25
05•	資產配置 2024年配置：航行於較平靜的海上	28
06•	全球覆蓋	32
07•	附錄	36
	免責聲明	38



01 | 編輯寄語



Alexandre DRABOWICZ
Chief Investment Officer

探求新的通貨膨脹機制

親愛的讀者：

雖然2022年受到通貨膨脹以及央行利率的衝擊，而2023年債券再次受到震盪，但美國經濟體卻出乎意料之外展現復原能力。由於美聯儲（Fed）策劃四十年以來最快的緊縮週期，美國經濟衰退似乎不可避免。美國2023年的GDP於一月時預測為0.3%，全年可能以2.3%作結。我們從未陷入悲觀陣營，預測2024年的經濟增長將從溫和收縮轉向而穩定在1.2%。美國消費者，由於儲蓄過剩、薪資增長高於通脹、以及非常有利的就業市場等因素，全年保持非常強的復原力。

邁向新平衡

在2008年金融危機之後，低通脹、低利率甚至負利率、央行政策可以預測的時代展開了，而且似乎會永遠持續下去。引用德國經濟學家Rüdiger Dornbusch所言：「經濟情況的事，發生的時間會比你能想到的更晚，然後會以比你想像還要快的速度發生。」COVID-19危機之後發生嚴酷的調整，出現大幅通脹，而各國央行因為未能發現或者不想弄清楚是否會發生這種情況，而倉促陷入一場不惜冒險的奮鬥。因此導致全球在過去24個月期間，推出令人震驚的5.20%升息。



債券市場連續第三年在金融市場中成為受害者。美國國債，尤其是長期債券，已經成為有風險的資產，其價格上的回報特徵突然看起來與股票相似。比方說，追蹤20年期美國國債的金融工具TLT，自2020年以來已經損失近一半以上的價值。奧地利於2020年發行票面利率為0.75%的100年期政府公債，在2023年跌幅高達70%。

然而，這相當於是巨大的投資機會。定息債券現在能夠提供所急需及具有吸引力的收益率。投資者利用這種情況注入大量的資金：前述TLT的資產在同一時間框架內加倍。然而，以5年期為中心的曲線的中間部分仍然是收益率具有吸引力並且價格波動較低的甜區。

成本「一」萬億

仔細考慮2024年，政府的巨額債務將成為關注的中心。美國的赤字在撰寫本文之時高達34萬億美元，每年損失1萬億美元，或者佔聯邦預算之14%¹：這顯然不可持續。利率可能已經找到其上限。雖然這個概念是想藉由所謂的「美聯儲看跌期權」（Fed put）給予股票的投資者某種形式保護，這一次一種新形式的「美聯儲看跌期權」是關於債券，可能會出現。將其稱之為量化寬鬆（QE），就如同日本的收益率曲線控制（YCC）、英國央行的2022年緊急干預等，各國央行從不缺乏想像力，特別是為了穩定金融市場。

通貨緊縮過程正在進行，但不會呈現線性發展。恢復到低通脹是不可能的，而且也不可接受。

微量的通貨膨脹反而是可取的。這是不合時宜的事實，各國央行永遠不便正式說明。市場戰略師Russell Nappier表示，「藉由提高結構性通脹水平來促成名義GDP的增長，是擺脫高債務水平行的有效方法」。政府必須規劃名義增長和通脹水平使其始終略高於利率，藉此縮小債務與GDP的比率。美國自2020年中期以來，名義GDP增長了40%。這也說明為何發達市場股票，尤其是美國股市，持續表現良好的原因，因為獲利率保持復原力，而公司銷售額跟隨通脹，從而增長在名義基礎上提供某種形式的通脹絕緣。在本質上，我們必須擺脫高通脹，避免滯脹，並達成通貨再膨脹（reflation）的機制。

在本期《Global Outlook》中，我們將與我們的專家一起討論這項主題。了解新通脹（和增長）機制所造成的影響，以便準備好重新制訂戰略資產配置，其中債券和股票在實行多年的零利率之後，都找到更好的平衡。

關於環保、社會責任、和治理（ESG）的定論。能源轉型的需要從未如此關鍵，因為「2023年幾乎肯定會成為有史以來最熱的一年」²。然而，由於許多永續性解決方案的表現令人失望，永續性金融正受到攻擊。「抨擊ESG」之事處處皆有。而我們切莫落入悲觀的陣營。面對氣候問題而不作為，其成本將是在2050年之前達成向碳中和轉型所需投資的兩倍以上。照此情況，其投資機會更令人信服。

誠摯希望您享受閱讀本刊特別規劃版的樂趣。

1 - Understanding the National Debt | US Treasury Fiscal Data: <https://fiscaldata.treasury.gov/americas-finance-guide/national-debt/>

2 - Copernicus: October 2023 - Exceptional temperature anomalies; 2023 virtually certain to be warmest year on record: <https://climate.copernicus.eu/copernicus-october-2023-exceptional-temperature-anomalies-2023-virtually-certain-be-warmest-year>



02 |

關鍵訊息



Delphine DI PIZIO TIGER
Global Head of Asset Management

聚焦

探求新的通貨膨脹機制

- 更高通貨膨脹率機制。通脹下降已得到證實，但供需因素顯示，與過去相比，其結構性水平相對較高，在此情況之下通脹率仍將高於央行設定的目標。綠色通貨膨脹率 (greenflation) 正在對通貨膨脹施加推升壓力，而人工智能 (AI) 使用率的增加則抵消這種上升壓力，可能有助於提高生產力，從而降低價格。
- 債券回來了。債券再度成為資產類別，其回報率不僅為正，而且可能高於通貨膨脹率。信貸市場呈現價值，尤其是在投資級類別之中。與通脹掛鈎的債券，其實質收益率為2%，因此具有良好的利差，可以對沖通脹上升或增長低於預期的風險。
- 至於股票，由於股票受益於大量的高名義增長，而利潤率具有復原力，因此收益可以持續增長。

定息債券

這回是當真的

- 美聯儲 (Fed) 將維持正實質利率。由於核心通脹率進一步下降，短期利率將隨之下降。美聯儲不太可能將實質政策利率維持在2%以上，這表示在2024年將會降息三到四次。
- 歐洲央行 (ECB) 所面臨的困境：一方面通脹放緩，但仍高於設定的2%目標，另一方面增長疲軟，有些國家甚至接近經濟衰退。利率週期已經達到其頂峰，可能會在2024年稍後開始實行正常化，但速度將慢於美聯儲。

- 債務的可持續性將在2024年成為熱門話題，但就利息費用而言，2024年三分之二的再融資需求已經以國庫券的形式出現，國庫支付的利率約在5.4%上下。
- 投資級為「甜區」。由於定息債券利率較高，投資者將更多資金配置到該產品上，我們對高品質發行人持積極態度。

股票市場

股市迎接新一輪週期的機會

- 對於2024年的股市，我們維持建設性態度。
- 三項關鍵性主題：人工智能、能源轉型、以及去全球化。「Magnificent 7」(神奇七雄) 因為不受利率上升的影響、擁有大量現金儲備、以及巨量的研發 (R&D) 投資等，他們所引領的人工智能 (AI) 仍將是大趨勢。利率下降將等於給予以綠色轉型為主題的敞口增加機會。工業和製造業領域可因去全球化而受益。
- 美國之主導地位將維持原狀。AI領域的主要參與者，以及更廣泛地涵蓋增長風格公司，均主要以美國為基地，將會繼續推動未來幾年的盈利增長。歐元是增長風格公司在全球景氣循環中所發揮的調節結果，故而在全球經濟活動回升的情況下，歐元可能具有吸引力。2024年，對於新興市場 (EM)，尤其是亞洲，不包括中國，看起來很有吸引力，因此優先採取較為涵蓋廣泛的策略。



外匯交易

王者美元可能會折腰，但不至於崩盤

- 平緩貶值。我們預計，美元會在2024年之前小幅貶值，因為聯邦利率降低以及全球經濟體疲軟，可能對高貝塔 (high-beta) 貨幣有利。
- 歐元可能會重拾一些色彩。歐洲避免陷入經濟衰退會提振對於歐元的風險接納性。
- 黃金，逢低買進。通脹環境和實利率升高形成對黃金的主要阻力，但在美聯儲正常化和央行需求的帶動之下，黃金仍受到強勁支撐。
- 預計日圓 (JPY) 不會有重大變動。因為日本央行將以相當逐步的節奏調整貨幣政策。

永續性融資

不作為不是選項

- 綠色通貨膨脹 (greenflation)。能源轉型需要投入大量資金於新科技和基礎設施，並且可能導致在短期內出現綠色通脹。
- 不作為不是選項。如果在2070年之前，面對氣候問題而不作為，其成本將是在2050年之前達成向碳中和轉型所需投資的兩倍以上。

- 環保、社責、和治理 (ESG) 主題將在2024年提供機會。全球能源轉型產業在經歷艱難的一年之後，對其不利的因素開始消退。投資者已經開始對於利率上升的作用不以為然。綠色運輸、再生能源、和環境科技等領域的估值恢復吸引力以及投資機會。

私募市場

進入新的景氣循環

- 並非所有管理人才皆天生相同。通脹率和利率上升的新環境，可能會在利用改善營運而非利用金融工程來創造價值的能力上，彰顯出投資經理之間的差異。
- 2024年：賦予一組新機會。私募股權基金將會受益於具有吸引力的入市價格 (entry prices)，我們認為這將因此成為買方市場。大量中小型企業仍將會是非常有吸引力的細分市場。不良信貸和結構性資本戰略，將是引人感興趣的方式在私人信貸市場上發揮作用，這將受益於當前的環境。
- 我們相信，憑藉其長期的影響力，遠離公開市場的波動，該資產類別配備有工具可以持續表現優於大盤。



宏觀經濟情況

邁向通往平衡之路

- 於2024年軟著陸。我們預計美國和歐元區將以低於潛在增長的水平進行增長，避免陷入經濟衰退。通貨緊縮的過程應該會持續下去，於今年底通脹率將略高於各央行所設定的目標。發達經濟體將受惠於家戶實質所得的持續改善。
- 亞洲推動全球的增長。中國的房地產市場放緩繼續拖累其經濟前景，增長仍將低於歷史上的正常水平。印度應該會受到有助益的人口統計數據、改革的勢頭、以及降低對外部震盪的敏感性等因素的提振。較小的亞洲經濟體，由於受益於全球性製造業景氣循環的復甦以及旅遊業的持續正常化，可望在2024年復甦。
- 值得注意的各種風險。世界兩極分化日益嚴重加上地緣政治緊張局勢加劇，引發風險，尤其是在能源方面。美國總統選舉和Donald Trump可能捲土重來可能會使這些風險加劇。政府債務的可持續性也將成為關注的焦點，在歐洲尤為明顯。

2024年資產配置

航行於較平靜的海上

- 對股票持更具建設性的觀點。比過去十年更高的增長/通脹的概況，將對於企業獲利更有利。我們維持對美國股票的偏愛。我們對歐元區的股票，儘管其估值具有吸引力，但仍持謹慎態度。我們於2023年底，藉由重新對更廣泛的新興市場配置敞口，降低對中國的信心。
- 新興市場的各種機會。新興市場，鑒於與發達經濟體相比存在正增長差異，在債務和股票方面看起來都很有吸引力，但由於評估特定國家的風險溢價變得越來越具有挑戰性，因此必須採取多元化的方法。
- 掌握收益率。在過去兩年期間，長期利率上升形成有吸引力的切入點。我們寧願投資短期主權債券，而短期主權債券必須配搭上高品質的公司債券。
- 收益率再度成為表現的正面因素。現金不是替代品，因為長期來看，其表現遜於短期債券。



03 | 聚焦



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability



Yasser TALBI
Fixed Income
Portfolio Manager

通貨膨脹不僅重新塑造了經濟體，同時也重塑了投資的格局。Nicolas Mougeot和Yasser Talbi討論通脹是否會持續下去、各國央行可能進一步採取的行動、以及會如何影響長期投資的抉擇。

過去兩年顯示通貨膨脹率具有上升走勢。這是否為暫時性的？

Yasser Talbi: 自從疫情以來，由於供應鏈問題、財政支出、加上先實行寬鬆的貨幣政策、之後是儘管提高政策利率但採取不那麼限制性立場等因素，助長了通脹的動態。即使在供應鏈正常化之後，財政支援也有助於名義支出，從而促進名義增長。經濟體對於利率的敏感度降低，導致央行為冷卻需求所付出努力的有些作用減弱。這種特殊的安排造成積極的財富衝擊，持續支持美國的消費者（圖1）。

工資增長在此動態中也發揮其作用。根據亞特蘭大聯邦儲備銀行（Fed）的工資增長追蹤數據，工資增長仍徘徊在5%上下。雖然我們看到美國勞動力市場有正常化的跡象，但由於有些行業的工人利用罷工行動，成功地獲得更高的工資增長。

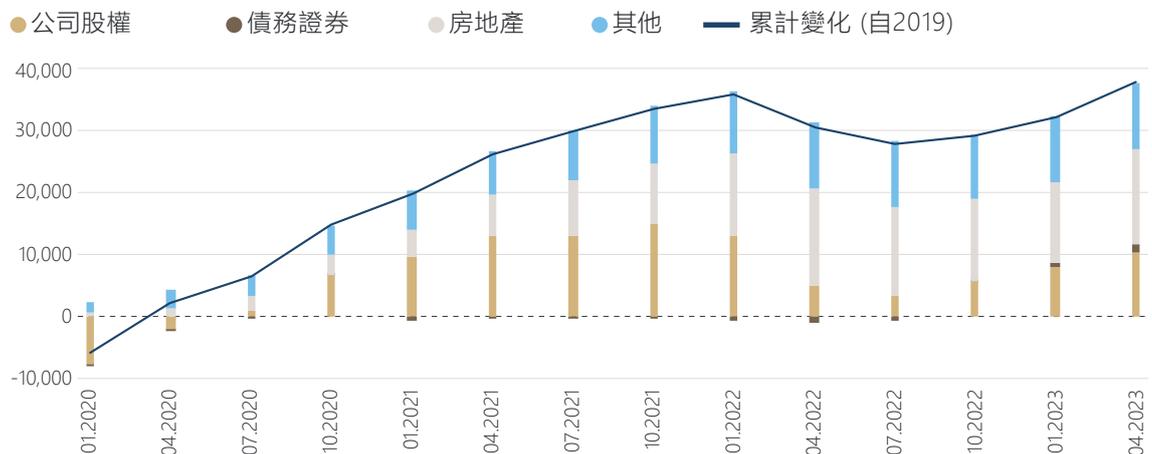
從長期來看，供需因素似乎指出通脹率將保持在各央行所設定的目標之上，並且波動率比過去更高。目前的通縮動態將導致我們幾乎達到2024年的目標。能夠維持這種狀態嗎？

Nicolas Mougeot: 我們還必須考慮到影響價格的長期因素，例如：去全球化、綠色通貨膨脹³、和創新等。首先，自烏拉圭回合談判導致於1994年成立世界貿易組織（WTO）以來，貿易全球化不斷地發展。確實，幫助發達國家的公司，藉由將商品製造轉移到發展中國家生產來壓低價格。2022年由於COVID-19危機凸顯出全球化經濟的局限性，出現「製造業回遷本土」（reshoring）的議題。但是，我們是否真的走上去全球化趨勢，尚無定論：如果美國和中國之間的交易陷入停滯，印度對美國的出口在疫情後實際上已經蓬勃發展。如果我們面臨世界多極化而非大規模製造業回遷本土，可能會因此限制因全球匯率下降所造成的長期通脹壓力。



5%
工資增長在
美國仍然很高

圖1：累計按季劃分家戶淨資產之變化情況，單位：10億美元

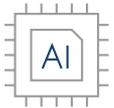


來源：彭博社、東方匯理財富管理。

3 - 是指綠色轉型導致原物料和能源價格上漲。



其次，如我們在〈[綠色通貨膨脹與機會](#)〉章節（第22頁）中所討論到的，因為在世界調整從化石能源轉換至再生能源的過程之中，能源轉型可能會造成暫時性能源價格上升。但是，所謂的綠色通貨膨脹可能會受到第三項也是主要通貨緊縮因素，即創新，所緩和。重要的創新總是能夠提高生產力，進而降低價格。2023年確定是以AI的崛起為其特徵，因為ChatGPT展示出AI的強大功能，並且可以協助在許多層面提高生產力。然而，依照歷史，創新所產生的作用需耗時數年才會發生，例如：20世紀的汽車、電話、電腦等。AI會有更快速的影響嗎？很有可能，因為AI被採用的速度比過去任何其他新科技快得多，而且有些專家預測到2030年全球GDP可能為之增加15兆美元。



AI有可能
成為X因素
影響通貨膨脹嗎？

對於投資者有何啟示？

NM: 儘管股票在2022年表現不佳，但股市迄今為止承受通脹的能力相對令人滿意。其原因之一是，收益確實是按名義價值計算，因此公司可以隨著通貨膨脹率上升而向上調整股東回報（股息和回購）。只要通貨膨脹不急遽惡化，事實是如此：首席執行官和投資者都寧願選擇可以預測的現金流，當通脹率變得更高以及更不穩定時，則可預測的程度變得更加困難。

YT: 至於債券市場，最近在2023年下半年重新定價，尤其是長端債券的重新定價幫助重建該資產類別之風險溢價緩衝，通常稱為期限溢價（Term Premia）。通貨膨脹這一次不是驅動因素。美國財政部持續發行長期債券，可能有助於使這項溢價保持高於在過去十年期間的水平，並且繼續對市場上的其他風險溢價構成壓力。

比較更強勁的名義增長、更大的赤字、以及正值的通貨緊縮動態等，促成美國實質利率上升。實質收益率是與通脹掛鉤的債券的收益率。其表現由通貨膨脹應計項目、票息支付、以及證券未持有至到期時的實質收益率之變化等所組成。這些債券因其存續期成分而受到影響，但我們認為，高於2%的實質收益率，在增長低於預期或通脹率上升的情況下，給予中期投資者令人信服的收益率、良好的套利、以及保護。

在定息債券市場中，另一個提供價值的細分市場是信貸市場。儘管信貸利差並未達到最大的狀態，但在投資級市場中，為政府公債提供緩衝，與股票的相關性較低，波動性也較低。



提高債券 收益率

表示平衡投資組合的

預期回報 為之提高

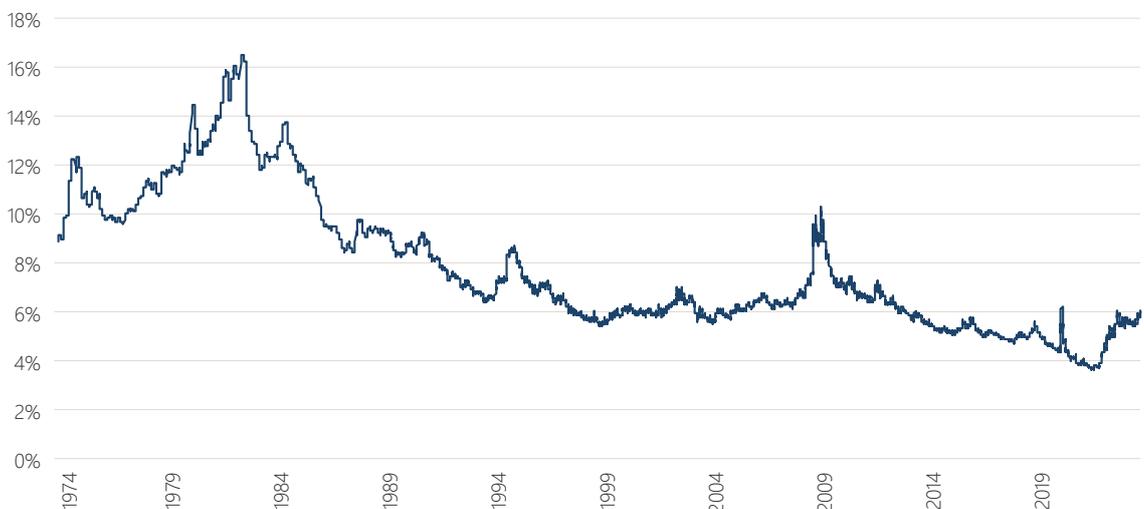
NM: 然而, 更高度的通脹率可能會充分重塑戰略性資產的配置。許多投資者多年以來, 過度配置風險資產, 因為這是在零利率環境中獲得正回報的唯一選項。現金和債券再度屬於資產類別, 不僅其回報為正值, 而且可能高於通脹率, 這種事實可能會長久調整投資者的長期配置。如圖2所示, 提高債券收益率促使60%股票/40%債券的美國投資組合之預期回報率每年增加近2%。因此, 我們應該發現機構投資者, 如退休基金和保險公司等, 將資產重新配置到定息債券領域。

有利於債券的另一項因素為, 債券應該會恢復過去幾年失去的宏觀對沖特徵。首先, 由於通脹率上升, 債券和股票的價格雙雙下跌。但以目前的收益率水平, 債券可以有力地對沖經濟放緩或衰退, 經濟放緩或衰退將迫使央行降低利率。

另類資產在全球資產配置 中是否仍然會發揮作用?

NM: 簡短的回答是肯定的。另類投資, 從私募股權到基礎設施或房地產, 仍將引起合意的多元化, 但會受到利率上升和通貨膨脹等各種因素的影響。雖然利率上升目前對房地產的估值產生負面影響, 但基礎設施可能給予尋求通脹對沖的投資者具有吸引力的解決方案, 因為基礎設施的現金流通常與通脹掛鉤。再者, 這些另類投資可以提供的流動性溢價也可能上升, 因為有些投資者正在轉回到流動性更高的解決方案, 特別是鑑於更高的債券收益率。耐心是美德: 因此, 對於那些能耐心等待的投資者來說, 各領域的另類投資應該會有具有吸引力的投資機會。

圖2: USD 60-40 長期預期回報, %



註釋: 60%股票-40%債券投資組合未來10年之預期美元報酬率。股票回報以S&P 500指數的盈利率+2% (作為長期通脹指標) 為代表, 而債券回報則以Bloomberg US Corporate Total Return Value Unhedged美元指數的收益率為代表。

來源: 彭博社、東方匯理財富管理。



2024年：是投資債券之年，這一回可是真的

Thomas GIQUEL
Head of Fixed IncomeYasser TALBI
Fixed Income
Portfolio ManagerAlexander BELL
Fixed Income
Portfolio Manager

定息債券市場事實證明，在2023年波動性相當大，收益率上升，而利差收窄。三月之前，爆發一場銀行業危機，對於如同2008年金融危機的憂心再度浮現。美國經濟衰退已成定局。但，這些負面結果都沒有實現。仔細調查2024年，收益率上升將緩衝定息債券投資者的投資年期的影響。利率下降和溫和利差預示2024年會有良好的表現。

各國中央銀行

在美國，量化緊縮政策（QT）是否會繼續存在？歐洲央行（ECB）是否有能力縮減資產負債表？

美聯儲（Fed）管理金融體系中的貨幣成本和部分流動性。其資產負債表的縮減速度或者QT將逆回購（reverse repo）金額納入考慮。根據Richmond Fed所發表的一項研究論文⁴，美聯儲的資產負債表正常化需耗時兩年。因此，QT將會繼續存在，但如有需要，他們有很多選項可以用來平順財務狀況。

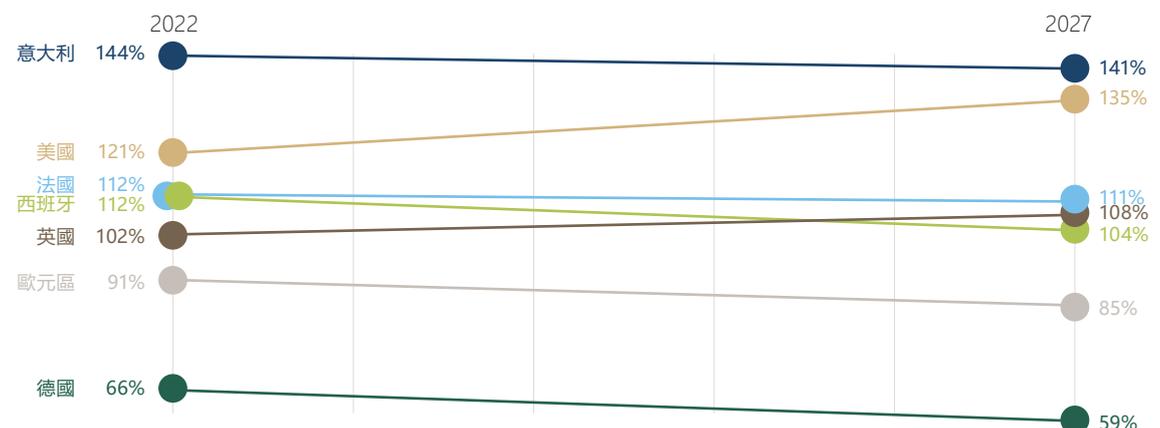
至於聯邦基金，美聯儲計劃沿收益率曲線維持正值的實質政策利率。按機制，如果核心通脹再次降低，短期利率也將會隨之下降，由於美聯儲不太可能將實質政策利率維持在2%以上，所以表示2024年將會有3到4次降息機會。

然而，任何持久的降息週期都將取決於經濟衰退是否發生。

在歐洲，歐洲央行（ECB）面臨兩難困境：一方面通脹放緩，但仍高於設定的2%目標，而另一方面增長疲軟，有些國家甚至接近經濟衰退。有些國家的公共債務水平（圖3）也發揮重要的功能。我們大多數人對於2010年代初期發生的主權債務危機都未曾遺忘，除希臘之外，債務/GDP比率最終低於實際水平。

毫無疑問，歐洲央行希望避免「幣值重訂風險」（redenomination risk⁵）的言論。唯一可以運用的工具是其資產負債表，或者傳輸保護工具（TPI），至於該工具目前尚未揭露任何相關資訊。快速減持的時機正在關閉。

圖3：公共債務，占GDP百分比



來源：鋒裕匯理研究、東方匯理財富管理。

4 - Fed Balance Sheet Normalization and the Minimum Level of Ample Reserves: https://www.richmondfed.org/publications/research/economic_brief/2023/eb_23-07
5 - 幣值重訂 (redenomination) 是指重新校準一個國家的貨幣，通常是因為發生惡性通貨膨脹以及貨幣貶值之故，即按固定匯率將舊貨幣兌換成新貨幣。



利率週期已達其頂峰，並且對經濟活動造成壓力，因為大多數融資都是藉由在歐洲的銀行通道完成的。強勁的通貨緊縮給予歐洲央行餘地在2024年降息，但各國之間的通脹分歧，加上歐洲央行反應函數 (reaction function) 的不確定性，致使我們預期稍後在2024年將首次降息。在提前降息的不利設想之下，更與各國央行的歷史作為一致！

債務可持續性會怎麼辦？肯定會成為熱門議題，但增加利息支出不會對預算產生大幅影響，因為明年的再融資需求有2/3已經在國庫券中，而財政部支付約5.4%的利息。

投資啟示

美國收益率曲線自2022年年中以來一直倒掛，其原因出於，美聯儲激進收緊政策，以及由於美國財政部是透過鈔票為其赤字進行再融資，市場迫切需要存續期。正常化是2024年的核心設想，因為短期利率將受惠於美聯儲政策的逐步寬鬆，而長期利率已達到上述的長期公允價值。

循此脈絡，在沒有經濟衰退的情況下曲線倒掛是克制完全投資於定息債券市場的唯一論據，尤其是在曲線長端。另一方面，實質利率主要為正值，而在經濟體疲軟的情況下有可能獲得資本收益，兩者都支持持有或增加對該資產類別的投資。在美國，與通脹聯動的債券也給予中期投資者令人信服的論據。



美國聯邦赤字
預計將於2024
年達到

1.8萬億美元

實質利率：最終走高

我們在此必須再次區分歐洲和美國。

在歐洲，增長前景處於遠低於其潛力的狀態。總債務（公部門和私部門）上升以及人口狀況的惡化導致這一情況加劇，然後實質利率必須保持在接近0%的水平。

然而，在美國，實質利率緊扣著長期增長潛力（圖4）。自大流行疫情爆發以來，許多人認為，由於實行財政刺激之故，中性利率 (neutral rate⁶) 高於過去15年。該財政的發展軌跡是否可以持續？簡而言之，否。但是，雖然我們不是政治問題專家，幾乎不預期任何政府會停頓實際支出，尤其是在總統大選年。

圖4：5年期美國實質收益率，%



來源：彭博社、東方匯理財富管理。

6 - 中性利率是當經濟體處於充分就業和穩定通脹狀態之時會盛行的短期利率；按該利率，貨幣政策既不收縮也不擴張。



信貸

2023年是信貸市場豐收的一年，實現全面正值超額回報。在調整風險後的基礎上比較，其表現甚至優於股票市場。

我們以類似2023年的觀點看2024年：由於利率上升，投資者將更多資金配置給定息債券，我們對高品質的發行人持積極態度。基本面和評級固然略有惡化，我們依然預期高品質信貸的利差會有壓縮。但是，在高收益債券（HY）市場上，情況就不那麼樂觀，即使違約率仍會受到抑制。

投資級（IG）信貸正處於甜區，因為漸進式的債務再融資浪潮，將對高收益市場中較弱同時更具景氣循環性的細分市場施以壓力。風險利差因經濟衰退而可能會略微擴大，但將在很大程度上，被強勁的利差、較低的政府公債波動性、和較低的收益率等所抵消。淨供應量將非常低（根據摩根大通的預測為110億歐元），因為發行人的新融資要求有限。高收益債券市場在2023年有出人意料之外的良好表現，而且由於高利差，2024年的回報率應保持可觀，而違約率將維持在其過往的區間之內。利差將會將更多的經濟衰退風險納入定價，但在這一風險較高的細分市場，低價會抑制妥善管理的資產負債表的負面風險。

由於收益率較高，該資產類別提供多元化的投資組合、高利差、高預期回報、以及解相關性（de-correlated）的投資。因此，這是力求均衡的全球投資組合中必備的條件。

新興市場： 不僅只是中國的商業前景？

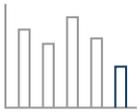
人們經歷十年非常糟糕的回報之後，可能會意外地發現，自從美聯儲升息週期開始以來，表現最好的定息債券市場之一是新興市場（EM）本幣債務（自2023年三月十七日以來為+8.6%）⁷。

特別值得稱讚的是以巴西雷亞爾（Brazilian real）和墨西哥比索（Mexican peso）計價的地方債券，其回報率分別為+28%和+27%。如果考慮美國10年期公債收益率已從2.2%飆升至4.6%，而同期美國投資級信貸下跌將近10%，那麼，這種優異表現就更加令人印象深刻。

發生什麼變化？長話短說——可信度和利差是關鍵。這一回，大多數新興市場央行早在發達市場各央行之前就開始加息對抗通脹。例如，巴西央行從2020年之2%到2023年初之前上調至13.75%，墨西哥則從4%上調至11.25%。額外奉送國際收支平衡而得到一些改善，再加上美國供應鏈的「近岸外包」（nearshoring）政策在拉丁美洲部分地區引發的投資熱潮，然而您就得到該資產類別強勁反彈的秘訣。

關鍵問題在於：此一勢頭是否能夠持續下去？就此問題而論，我們想展現比較平衡的情景。一方面，許多新興市場經濟體已經事先開始降息週期，兌美元利差已從最高水平縮小。亞洲地方債券的溢價與發達市場相比尤其小，而且很明顯更容易遭受中國經濟放緩的影響。另一方面，如果我們確實最終處於美國名義增長率高於拉丁美洲的某些本幣市場的世界，是值得仔細觀察——尤其是那些仍屬正統央行而提供超過5%實質收益率⁸的國家——例如：巴西、墨西哥、和哥倫比亞。再者，美元估值過高，加上經濟衰退之外的歷史性巨額財政赤字，也可能引起新興市場投資者某種程度的樂觀情緒。

我們也在巴西、墨西哥、哥倫比亞、智利、印尼、和印度等，較大新興市場國家的硬通貨新興市場公司債中，發現值得精挑細選的機會。特別是，我們尋找「隱藏的寶石」——在各自市場中占主導地位、資本結構堅如磐石的公司。這些公司如果定居於發達市場，並且因其郵遞區號而需支付高額的收益溢價，那麼，公司的評級將高出好幾個等級。



預計
2024
年新發行的
債券數量將減少

7 - 摩根大通GBI-EM多元化非對沖——JGENDVUL指數。
8 - 實質收益率=央行利率減去預期通脹率。



Nicolas GAZIN
Global Head of Equity Solutions



Laura Corrieras
Equity Portfolio Manager

2023年，經濟體以意想不到且不尋常的方式逐漸演變。雖然美聯儲自2022年三月以來為了應對飆升的通脹大幅加息525基點 (bps)⁹，但美國的GDP表現出穩健的復原能力，股市整體恢復積極的表現。但是，隨著利率上升通脹率超過3%，按照歷史，對股市不利。

股市為何會以及要如何才能受益於高增長 / 通脹的新機制？

股票市場

我們可以合理地說，目前通脹和增長水平的升高，部分歸因於過去的刺激措施以及大流行疫情後的復甦。然而，這也顯示出經濟體的結構性轉變。兩股相互衝突的力量發揮作用：能源轉型和去全球化的趨勢所支撐的通脹壓力，對抗出自資本支出 (CapEx) 的繁榮以及由AI長期發展所引起的通脹壓力。

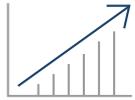
這場衝突可能會週期性支持經濟增長，並暗示可能出現一個轉折點，接近比金融危機以來更高度通貨再膨脹 (reflationary) 的環境。只要通脹仍受控制，這種環境對股市有利 (對於股市，最佳設想是通脹率在2%至3%之間)。

但，這種設想也表示中性利率可能高於過去的。因此，投資者在選擇股票時將更加精挑細選，並應該會青睞那些能塑造未來十年的長遠長期性趨勢的未來領導者。

這些大趨勢之中，
誰是未來贏家？

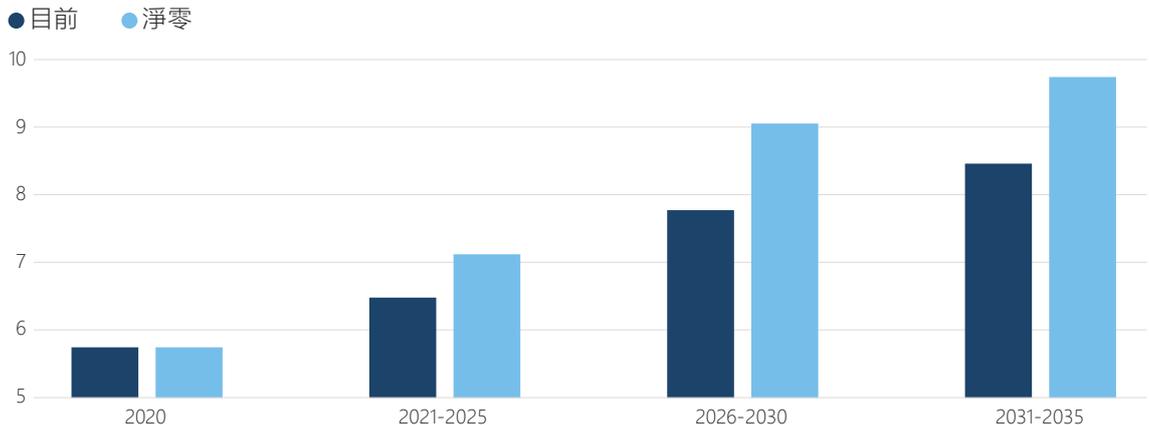
綠能源轉型

直到2035年，能源轉型需要增加17萬億美元的全球投資 (圖5) 以滿足《巴黎協定》2050年淨零排放規定；如此可能會提振GDP，並且可能在提高生產力之前提高通貨膨脹率。



直到2035年，
全球投資將增加
17萬億美元

圖5：達成目標所需的全球投資估計數，單位：萬億美元



來源：麥肯錫 (McKinsey)、東方匯理財富管理。

9 - 聯儲基金利率從2022年三月之0.25%躍升至2023年十一月的5.5%。



雖然這門行業有不可否認的長期趨勢，但鑒於利率的水平，短期前景發生挑戰。整個行業都在努力解決有關融資需求的擔憂，而專案的回報呈現出不那麼具有吸引力，導致再生能源參與者見利拋售。

然而，我們可能已經接近市場底部，資金流出過多，估值現在更加合理，許多政府計劃，例如如美國的《通貨膨脹削減法案》(Inflation Reduction Act, IRA)，都支持再生能源公司的長期增長。儘管有短期不利因素，我們對向低碳經濟體轉型的主題仍持樂觀態度。如果利率於2024年下降，這將是增加投資於如再生能源和替代能源、資源效率、電動汽車、或潔淨科技等關鍵子細分市場的好機會。

7

安全保障及去全球化

多極化世界主張藉由支出達到降低獲取危及存亡之資源的風險，並保障供應鏈的安全。

COVID-19危機以及地緣政治不確定性所產生的後果促成了製造業回遷本土(reshoring)、近岸外包(nearshoring)、以及去全球化(deglocalisation)等對策。由於地緣政治狀況日趨緊張(烏克蘭-俄羅斯、美國-中國、中東)，各國應該會增加軍備支出。

這些對策配合大量投資和減稅計劃，可能會在短期內造成通脹效應。例如美國通過《晶片法案》(CHIPS Act¹⁰)以提供527億美元資金支持半導體生產公司遷回美國生產或向美國製造商訂購。

此一去全球化趨勢可以顯示在所有領域，從醫療保健(某些藥物的製藥回遷)到航空航太及國防工業(工業自主權處於危險)。因此，許多產業將因這些戰略投資而受益匪淺，特別是在工業和製造領域，涵蓋例如：研究和諮詢服務、電子設備、或網路安全等領域。

人工智能 (AI)

綜合各種因素，例如：勞動力供應有限及十年來投資不足等因素，促使企業必須提高資本支出，特別是在科技領域。

AI的賽局開始了！

根據某些研究，約有三分之二的現有工作面臨某種程度的AI自動化，而生成式AI可以取代高達四分之一的當前工作。潛在的生產率提升及對勞動力市場的效應非常巨大！

普華永道預估，到2030年之前，AI將促使中國的GDP增長26.1%，北美的GDP增長14.5%，相當於近70%全球效應。

我們都知道AI領域的七大巨擘為「神奇七雄¹¹」：微軟、Alphabet、亞馬遜為雲端運算的領頭公司，英偉達在圖形處理單元(GPU)居首，而Meta在資料庫處於領先地位。

這種局勢特別有利於廣泛的增長風格公司，這些公司擁有大量現金儲備(圖6, 第19頁)，鑑於收益率較高，可以產生更多利息收入。因此，他們可以投資進行研發(R&D)，從而在競爭中保持領先地位，卻無需融資。

這些公司不受利率上升的影響，並且在各方面都是贏家。

還有許多對AI鏈至關重要，或者會結構性顛覆其事業領域，的其他參與者。直覺上認為，生成式AI的運用將有益於IT行業，尤其是軟件和半導體公司，但對於金融科技、生命科學、機器人化、以及下一代通信和交通(尤其是特斯拉超級計算機Dojo的自動駕駛汽車)等給予大量轉型機會。

MAGNIFICENT 7

(神奇七雄)：
不受利率上升的影響

10 - 《晶片法案》(CHIPS Act) 是一項提供資金和激勵措施，以增加國內半導體生產和研究為目的的美國聯邦法律。

11 - The Magnificent 7 (神奇七雄)：蘋果(Apple)、Alphabet(即谷歌)、微軟(Microsoft)、亞馬遜(Amazon)、Tesla(特斯拉)、Meta(即Facebook)、以及Nvidia(英偉達，又譯輝達)。



對股票市場的啟示

我們目前可能正邁入一輪新的週期。有些結構性的大趨勢和不斷變化的政策組合需要從事大量投資支出，在結構上提振增長，並且也支撐通貨膨脹的水平。

這種設想可能有利於美國的公司。首先，AI的主要參與者大部分在美國，將持續推動未來幾年的獲利增長（到2024年之前，「Magnificent 7」的每股盈餘(EPS)的增長率預計為+21%，這是S&P 500指數的兩倍）。再者，大多數增長風格公司的現金充裕，再融資利率維持較高水平的时间越長，則其現金產生能力就越大。以及與直覺相反，高利率環境有利於增長風格股票，因為與景氣循環性股票相比，增長風格股票具有更好的信用評級和更低的債務水平。

在歐洲，股票在估值方面非常具有吸引力，並持續以創紀錄的折扣價格與美國股票進行交易。歐元區是全球景氣循環價值股發揮作用之地，具有週期性偏差，而且，如果我們看到採購經理指數(PMI)等增長領先指標出現轉折點，則有可能在2024年表現優於大盤。在價值風格股之中，能源細分市場，既是對沖地緣政治情況惡化，也是對沖通脹回升的避險工具。

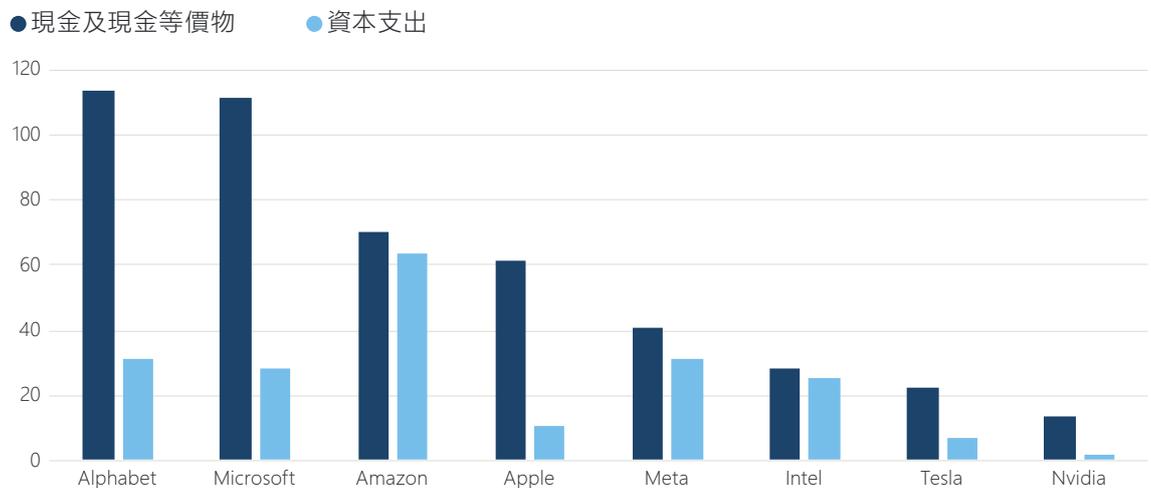
就中國而論，其中期的前景更具有平衡性。人們依然顯著憂心，因為私營部門缺乏信心、國內需求不足、以及房地產壓力等問題持續存在。不過，中國當局最近加快實施刺激措施（貨幣寬鬆和支持房地產行業），可能因此提振消費者信心並支持其經濟體。我們因此對目前看起來有吸引力的中國平台經濟以及電動車產業保持建設性態度。

我們更傾向於對新興市場採取廣泛涉及的方法，而非高度集中注意力於中國。

鑒於美國風險逐漸消退（通脹率下降）以及美元走軟，亞洲，不包括中國，看起來在2024年很有吸引力，應該有利於亞洲市場。台灣和韓國的科技領先公司是全球AI供應鏈和創新力不可或缺的一環。印度的內需和基礎設施作為主題似乎吸引人，同時東南亞國家聯盟(東盟)(Association of Southeast Asian Nations, ASEAN)的中產階級以及其年輕人口不斷增長。亞洲仍是估值貼現的高經濟增長地區。

最後，持續增長且通脹受抑制的設想，對股市有利。投資熱潮和長期趨勢應該會支持未來十年的盈利增長，而且我們的專家可能會找出在這十年中轉型的未來贏家。

圖6：美國巨型股之現金及資本支出，單位：10億美元



註釋：Alphabet擁有超過1,100億美元的淨現金（超過SANOFI的市場總值），去年產生超過34億美元的利息收入，並可能在2023年及之後獲得更多回報。

來源：彭博社、東方匯理財富管理。



挑戰美元的貨幣預計會登上競場



Muriel ABOUD SCHIRMANN
Head of Active Advisory



Maxime GARCIA
Investment Strategist

2023年展現美元的復原力，以及避險出類拔萃（par excellence）的瑞士法郎表現出色，而歐元則繼續其小心翼翼的復甦。2024年期間，軟著陸加上在結構上較高的通脹率機制，很可能會徹底重塑外匯市場的格局。

美元 (USD)

王者美元可能會折腰，但不至於崩盤

至於美元，歷史的教訓是，在通貨再膨脹（reflationary）環境的早期階段，如果伴隨著強勁的經濟復甦，就會導致美元升值。這是2022年的情況。2023年，美國經濟體以其復原力持續出人意料之外，導致投資者推遲對美聯儲（Fed）結束緊縮週期時機的預期，因此支撐了美元。我們並且注意到，從長期看，當美聯儲在通貨再膨脹時期（而我們認為確實如此）妥善地管理通脹之時，對於美元所造成的影響是相對中性的。事實上，我們對世界儲備貨幣的悲觀情緒較低，預計今年上半年不會出現大幅貶值，因為軟著陸將再次促使投資者推遲樂觀的降息預期，從而再次支撐該貨幣。不過，我們仍然預期美聯儲將在2024年下半年降息，由於全球經濟體即將軟著陸，今年下半年，對於高收益避險美元的興趣可能會減弱，轉而青睞貝塔係數更高（higher-beta）、風險更高的貨幣。所以，我們不會感到意外，如果全年出現小幅貶值。

歐元 (EUR)

更多動力即將到來？

美國經濟體在2023年之前的優異表現以及「更長時間維持高息」（higher for longer）的重複口號令歐元承受壓力。雖然如此，我們認為，歐洲經濟體將從能源衝擊中復甦，然後利用世界其他地區恢復好轉的平衡，按照我們符合市場共識的增長設想，應該會慢慢支撐起貨幣的復甦。我們也不贊同市場上的設想，相信在2024年會降息100基點。這應該會成為2024年全年歐元的積極推動力。依舊，我們並不否認某些風險仍然存在，特別是，如果宏觀經濟動態未能符合共識，投資者對單一貨幣的興趣仍將低迷。

黃金

逢低買入

通脹上升可以是對黃金有利的環境，因為投資者尋求保值和購買力。不過，黃金是一種非收益資產（non-yielding asset），持有黃金的機會成本會受到實質利率上升的影響。因此之故，黃金的上漲的潛力受限，至少在各主要央行開始實行貨幣正常化政策而且在實質利率開始下降之前，會是如此。



然而，中東的衝突提醒我們黃金之避險地位的訴求力。另外，各國央行需要將其外匯存底進行多元化，應該是持續支撐的因素：2023年前9個月，央行購買了800噸黃金（圖7），比較去年同期增長14%（資料來源：世界黃金協會報告）。

瑞士法郎 (CHF)

介於最低及最高價格之間

瑞士法郎作為對沖工具仍然具有吸引力，因為如果宏觀經濟和地緣政治風險成為現實，瑞士法郎的表現可能會優於大盤。瑞郎還受益於瑞士國家銀行 (SNB) 干預外匯市場的意志力，利用央行削減美元和歐元的外匯儲備，相當於設定歐元兌瑞郎價格的上限。不過，瑞郎兌歐元和美元的估值接近歷史上的高位，在某程度上限制其上漲的潛力。我們也注意到，該貨幣目前具有負利差，作為歐元兌瑞郎和美元兌瑞郎的底線，至少在歐洲央行 (ECB) 和聯準會降息之前，情況是如此。最後，如果我們確實避免了歐元區的經濟衰退，符合我們的設想，那麼，對於瑞郎作為避險資產的興趣可能徹底減弱。我們對過去的通貨再膨脹事件的分析也強化此一論述，在這情況之下日圓和瑞郎傾向於表現不佳，以致於投資流向增長前景較佳並且利率較高的地區。

日圓 (JPY)

預期不會發生重大變化

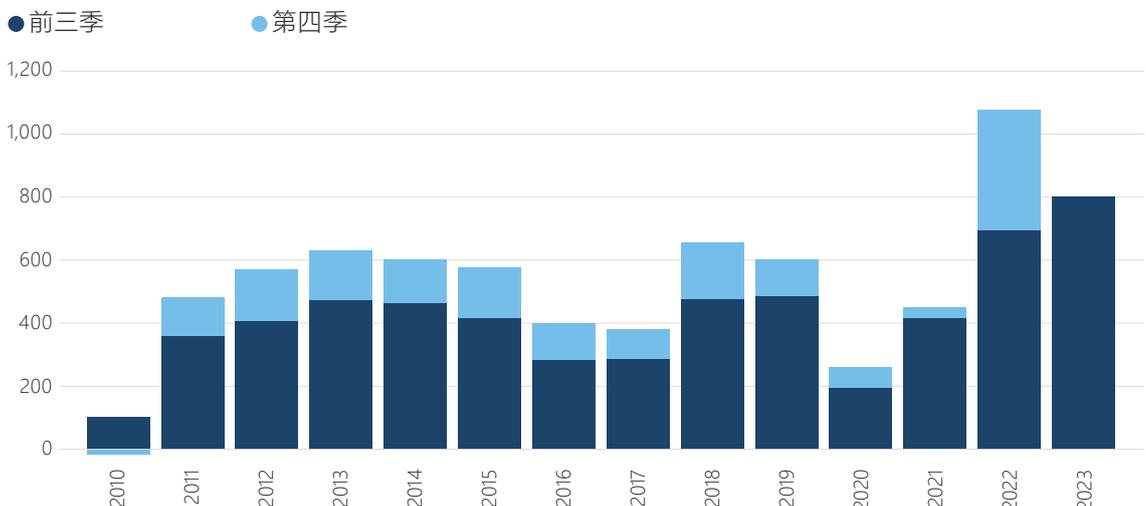
日圓仍然因與其他主要經濟體之間的利差而被置於不利地位。一方面，由於我們持續逼近歷史上的低點，日本央行很可能會介入。另一方面，旨在讓日本徹底擺脫通貨緊縮的政府減稅計畫將於2024年六月生效，日本央行以擺脫通貨緊縮為前提，將可能不會改變其政策。我們因此預期日本央行的貨幣政策將出現小幅而且漸進的變化。雖然，總體上通貨再膨脹事件對日圓不利，但接近歷史低點，而且由於美聯儲將其政策正常化而逐漸縮小利差，可能會支撐日圓，特別是在2024年下半年期間。

澳元 (AUD)

中國經濟景氣循環的重要性降低

最後，通貨再膨脹環境傾向有利於主要大宗商品出口商，例如澳元，因為大宗商品價格上漲會促進貿易平衡和經濟上的表現。我們也注意到，澳洲因其豐富的金屬儲量，將成為全球能源轉型的關鍵國家。所以，綠色通脹應該是澳元的積極推動力。

圖7：各國中央銀行又逢購買巨額黃金的一年，單位：噸



來源：金屬聚焦有限公司 (Metals Focus)、路孚特GFMS (Refinitiv GFMS)、世界黃金協會 (World Gold Council)、東方匯理財富管理。



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager

通貨膨脹近年來一直是投資者、經濟學家、和消費者的主要擔憂。我們都知道貨幣政策或供需衝擊都會影響通貨膨脹。氣候及能源轉型，作為因應氣候變遷的關鍵性舉措，正在重塑全球經濟體並創造出新現象：綠色通貨膨脹（greenflation）。

從化石燃料過渡到更具永續性的能源是否會引發通貨膨脹？袖手旁觀的代價為何？利率上升的作用是否會引起對相關於能源轉型投資機會的質疑？



新的環境
標準需求
巨量投資

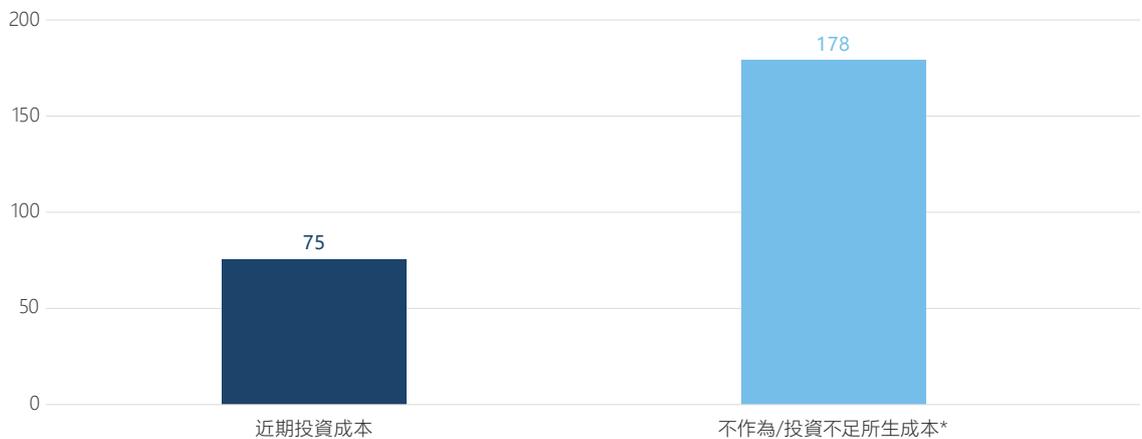
通貨膨脹與能源轉型

能源轉型涉及化石燃料轉換成潔淨和再生能源，並且更能永續的生產實作。這種轉變有賴於大量投資新科技和基礎設施，進行現代化及改造現行技術及設施以符合新的環境標準。與能源轉型相關的各種發發，例如，藉由風電場、太陽能發電站、或智能電網等的開發要求大量投資，使這些行業的生產成本增加。因此，再生能源的成本會在短期內必然推高。

開發再生能源所需要的資本提高了對利率波動的敏感度（計算專案獲利能力的關鍵因素），也延後採用潔淨科技並減緩減碳投資的時程。況且，現有的化石燃料發電廠仍有多年的使用壽命。將這些發電廠提前除役以成就能源轉型，可能會導致估計達1.4萬億美元的全球損失，直接影響到消費者的能源帳單。

再者，對綠科技的需求不斷增長，造成對電池或太陽能電池板中所使用的稀有金屬等原材料的供應壓力，導致價格大幅波動。

圖8：2023-2070年間氣候變遷未緩解的成本預估，單位：萬億美元



* 氣候變遷效應，例如極端高溫、天氣災害、和海平面上升對各行業的影響，所產生之全球成本估計值。

來源：美國銀行全球研究 (BofA Global Research)、德勤 (Deloitte)、伍德麥肯茲 (Wood Mackenzie)、東方匯理理財富管理。



2023年
增加47%
太陽能 and 風能專案投資

袖手旁觀是否為選項？

面對確保能源轉型的巨額融資需求及巨額融資需求對價格所造成的影響，及因此對通脹產生的作用，立即被問到的問題是：『假如袖手旁觀結果會如何？』根據幾項研究顯示，如果在2070年之前，面對氣候問題而袖手旁觀，其成本，特別是自然災害增加的成本，將是在2050年之前達成向碳中和轉型所需投資的兩倍以上（圖8，第22頁）。

能源轉型製造機會

儘管宣布了雄心勃勃的投資計劃，例如《歐洲綠色新政》（European Green Deal¹²）及美國的《通貨膨脹削減法案》（Inflation Reduction Act, IRA），與再生能源掛鉤的公司所公布的2023年下半年股市回報一片混亂，受到利率上升的影響尤重。這是否表示這門投資主題不再賦予機會？

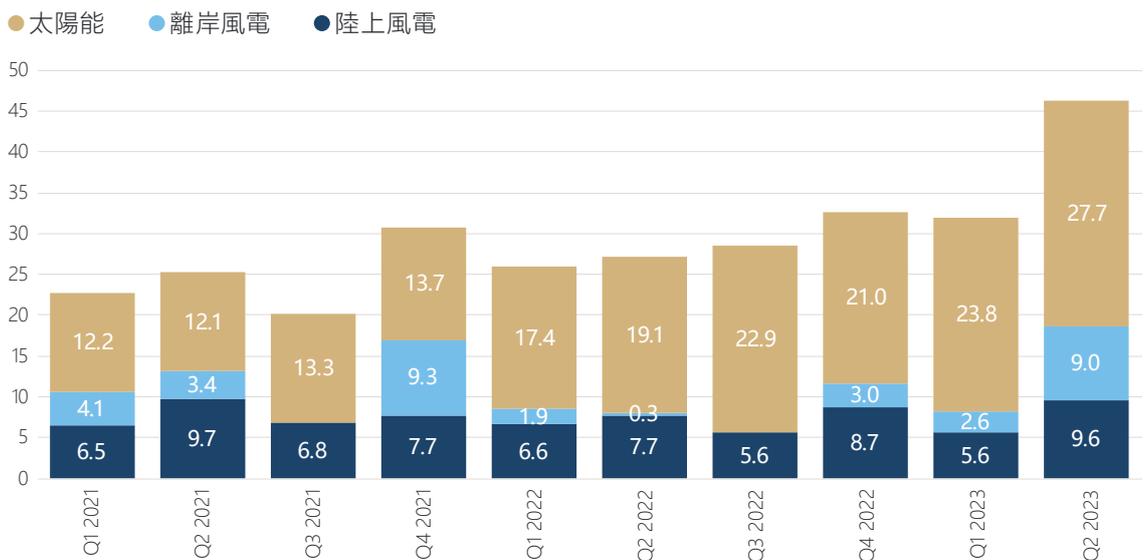
答案毫無疑問是否定的。

雖然遇到這些挑戰，氣候性及能源轉型均非選項。減少溫室氣體排放和促進永續發展至關重要。再者，在備受地緣政治緊張局勢困擾的世界中，能源自主正成為國家安全問題。

歐洲、中東和非洲新建太陽能和風能專案的投資額（圖9）於2023年已達780億美元，比去年同期增長47%。驅動這一令人矚目的增長的主要力是在該地區，尤其是西班牙，持續開發太陽能專案，以及陸上風力發電廠。

如果說歐洲的再生能源增長率令人印象深刻，那麼中國的增長率更是如此。如果我們將2023年上半年與2022年上半年進行比較，中國的安裝速度增加了一倍以上。根據彭博新能源財經估計，2023年全球新增太陽能發電容量將達到413GW，這在很大程度上要歸功於中國，光是中國就佔據了比全球其他地區更大的份額（佔新增容量的58%）。

圖9：EMEA新太陽能和風能計畫預估投資額，單位：10億美元



註釋：此圖表包括已公開和未公開的數值。乘數應用於估計我們資產融資資料庫中所記錄下但貨幣價值未被揭露的交易值。是使用平準化電力成本 (Levelised Cost of Electricity) 表格工具中的最新平均值或資本支出數值進行估算。EMEA代表歐洲、中東和非洲。

來源：BloombergNEF、東方匯理財富管理。

12 - 《歐洲綠色新政》(European Green Deal) 之主要目的在於年屆2050之前達成氣候中和 (設定於2050年之前力求達成「溫室氣體淨零排放」目標以實現能源系統減碳)。



如上所述，成本增加、供應鏈問題、貨幣緊縮、以及升息對再生能源產業產生重大影響。舉例說明，截至十月底，S&P Global Clean Energy指數自2023年初以來已下跌-34%（單位：美元，總回報）。如今，與該主題相關的公司的估值已恢復到有吸引力的水平，特別是在為這一轉型部署巨額投資計劃而籌資之肇始之際。

況且，此主題的主要阻力現在正在消退。投資者大致上不考慮利率上升對再生能源公司估值的作用。我們預期在2024年期間美國貨幣政策將出現轉折點。

估值再度具有吸引力，降息迫在眉睫，而為能源轉型融資的大規模投資，將為該主題提供真正的支持，並明確給予投資者投資機會。以下是值得觀察的領域（未詳盡）：

再生能源

太陽能、風能、及水能正快速增長，並且是能源轉型的核心。

儲能

電池等儲能系統是優化再生能源效益的重要環節，而再生能源具有間歇性的本質。

綠色運輸

電動車（EV）和永續性交通運輸解決方案正在迅速擴張。以電動車和充電基礎設施為重心的汽車製造商正在從電氣化過程中受益。

能源效率

降低耗能量是優先處理事項。這種提高節制能耗的轉型必然涉及提供改善建築及工業能源效率解決方案的公司。

環保科技

開發減碳、回收、和水資源管理科技的公司也是潛在的投資候選對象。

結論

氣候及能源的轉型由於開辦成本較高，可能會在短期之內引起綠色通貨膨脹。不過，袖手旁觀的成本，按長期論，將遠高於在短期內達成淨零目標所要求的投資額度。並且，能源轉型對於了解長期挑戰和收益的投資者來說是一個重大機會。投資者憑藉投資與氣候轉型相關的公司和產業，不僅可以貢獻於全球應對氣候變遷的努力，還可以因為世界邁向更潔淨、更永續的未來，而從潛在的財務回報中受益。



私募市場是否正邁入一輪新的週期？

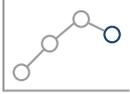


Remy POMATHIOS
Head of Private Markets Investments



Matthieu ROUMAGNAC
Head of Real Assets Investments

私募市場已自成資產類別，涵蓋私募股權、私人信貸、私人房地產、和私人基礎設施等的投資。資產類別民主化和利率上升正在重塑該行業，同時也證實並非所有基金經理皆天生相同。



2023
年集資額
預計
對比2022年
下降約20%

低銷量支持資金轉投優質資產

2023年，私募市場的募款量歷經數年創紀錄（圖10）之後遭受嚴重打擊，根源是併購（M&A）市場低迷導致的分成減少，以及投資者對該資產類別有幾分謹慎態度。

自2022年第三季以來，由於併購交易量暴跌，私募市場基金返還給投資者的分成大幅下降。有鑑於資本成本持續上升，以及宏觀經濟環境缺乏受關注的程度，買賣雙方確實一直在努力就價格達成協定。與2020年COVID-19時期類似，我們目睹資金轉投優質資產的現象，因為只有最好的資產才得以易手。

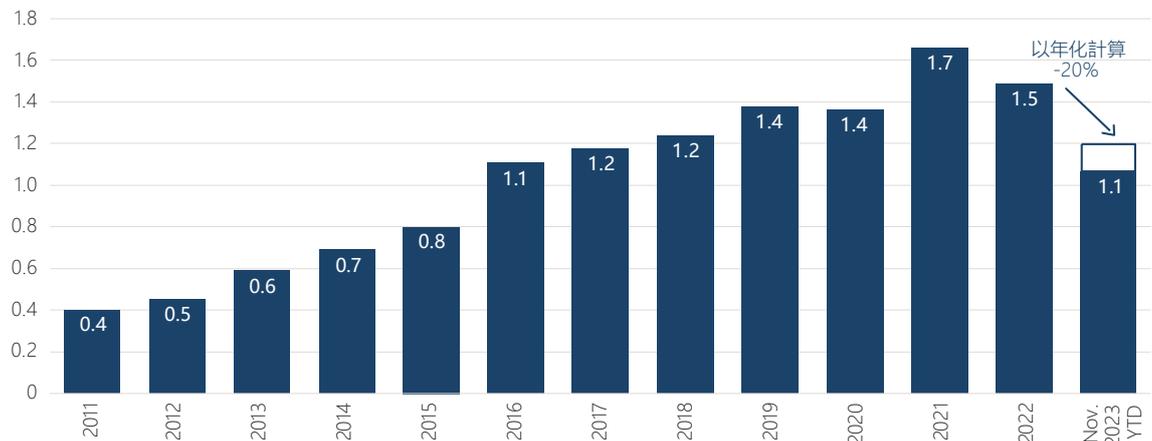
運營轉型再次成為中心話題

2023年也是私募市場的轉捩點，因為不變動的通脹（sticky inflation）和更長時間維持高息（higher for longer）的利率，奠定宏觀經濟環境中出現作為「新常态」的基礎。

從長期看，我們相信這種新環境可能對私募市場投資者有利，因為這會使投資經理憑藉其運營改進而非憑藉金融工程來區分其創造價值的能力。

在嚴格意義上，精挑細選在私募市場行業中，比以往任何時候都更加重要。由於私人資產面臨越來越多的轉型方面的挑戰，特別是在數碼和環保領域，我們堅信，只有深度參與運營的管理者才能持續提供卓越的回報。

圖10：全球私募市場籌集資金額，單位：萬億美元



來源：私募股權投資情報資料庫 (Preqin Database) 2023年11月、東方匯理財富管理。



私募市場，一個邁向成熟的產業

我們相信，最有經驗、最老練的私募市場經理，憑藉歷練的運營專業知識，將從新範式中超額受益，聚集籌款能力以及獲得特許的交易。我們認為，只是堅實的投資團隊已經不足夠，現在在實施運營對策上，必須輔之以專門支援投資組合公司的資源來推動價值創造。

因此，在可能出現贏家通吃的設想之下，我們預期私募市場管理公司的整合將持續加速。大型同行收購經理人的行動已經開始，包括2023年發生的幾筆重大交易在內。這整合趨勢正處於初始階段，因為經由包括高淨值個人在內的新型投資者的推動，該資產類別將進一步增長。

2024年賦予一組新機會？

在私募股權方面，由於交易活動在2023年第三季恢復勢頭，我們看到併購市場出現令人鼓舞的跡象。我們預期在2024年交易將逐漸恢復，支持恢復分成給投資者的交易量。

我們認為，2024年全年進入估值的整體下調可能會加速，因為過度延遲離場（exit）將不得不在基金經理人面臨將資本返還給「有限合夥人」（Limited Partners¹³）的壓力下實現。

嚴格意義上，我們堅信，私募股權基金將於2024年會受益於我們認為將是買方市場的具有吸引力的入市價格（entry prices）。

依我們的觀點，大量中小型企業仍將是非常有吸引力的細分市場，因為這些企業往往更加靈活敏捷，並具備多種價值創造的槓桿，同時較少依賴金融市場來實行離場（exit）。

在私募信貸方面，我們觀察到，由於利率上升，過去18個月籌集資本呈現強勁加速。

然而，投資者必須保持謹慎和精挑細選，因為我們認為，由於滿足盈利對利息倍數（interest coverage ratios）的壓力加大，未來兩年違約率可能會大幅上升。

13 - 有限合夥企業是一種合夥的形式，有些合夥人僅在財務上出資，並且僅以其投資的金額為限承擔責任。



我們認為作為直接貸款戰略的補充，不良信貸和結構性資本策略，將是引人感興趣的方式在私人信貸市場上發揮作用，這將受益於當前的環境。

最後，對於基礎設施資產的投資，預期將進一步受益於為能源轉型和社會數碼化籌資的全球資金缺口。我們認為持久的通貨膨脹是未來幾年績效的明顯驅動因素，尤其是在不動產領域。

在經歷超過15年的低利率和微不足道的通貨膨脹之後，私募市場正進入新時期。由於經濟體全面轉型，未來的挑戰遠超出債務成本上升或長期通脹的影響，而私募市場產業也是如此。我們高度相信，憑藉其長期願景的影響力，遠離公開市場的波動，該資產類別配備有工具可以持續表現優於大盤。

房地產亮點

估值平均下降10%至20%的情況已經持續了12個多月，影響了2023年投資額近40%。2023年與通膨掛鉤的租金增長預計將在2024年穩定下來。信貸條件收緊和債務成本的上升正在加速下降趨勢，這種趨勢可能會持續到2024年中期，為逆勢機會主義買家提供了令人信服的機會。

然而，一些行業仍然保持彈性，特別是：

- 與疫情前相比，酒店和「營運資產」已完全恢復，並受到歐洲強勁的供需失衡的推動。
- 零售業展現相對彈性並持續提供豐厚的回報。
- 豪華房地產受利率變動影響不大。

隨著利率似乎接近峰值，我們預計以下子市場將逐步復甦，特別是空置率較低的CBD（中央商務區）地區的物流和優質綠色辦公室。住宅資產仍是一項具有強勁基本面的長期投資。



04 | 宏觀經濟情況



Lucas MERIC
Investment Strategist

儘管憂心經濟衰退一度圍繞著宏觀經濟，面對自2022年以來各國央行精心策劃的大幅緊縮政策，2023年最終是發達經濟體展現復原力的一年。從非常積極的角度看，這種復原力配合強勁的通貨緊縮，將全球經濟體在2024年拖上可能軟著陸的正軌。

全球經濟體有望在2024年達成軟著陸

這一軟著陸可以用重大疫情後失衡的正常化過程來解釋，這種失衡加劇通貨緊縮的動態。尤其，這市場上的再平衡主要發生在商品市場，由於供應商交貨時間明顯改善，勞動力市場調整而沒有發生大規模的就業流失，以及美國的住房提供成分正常化。雖然大部分通貨緊縮運動已經發生，但我們預期將會持續到2024年。我們的設想是特別以發達經濟體來舉例說明，這些發達經濟體的增長預計將低於其潛力，但不會陷入經濟衰退，而美國和歐元區的通脹率將在今年年底略高於各別央行的目標。

我們預計在美國，增長於今年年初將放緩，然後在2025年溫和回升至其潛在增長水平。經濟衰退得以避免，尤其要歸功於美國消費者的強勁表現，受到購買力持續增長以及比大流行疫情前更穩健的財務資產負債表的提振。並且，家戶和企業能夠在2022年首次升息之前鎖定非常有吸引力的利率，證明目前相對較低的有效利率是合理的（平均抵押貸款利率為3.7%，而新抵押貸款利率為7.9%）。除此之外，我們預期美聯儲(Fed)從2024年下半年開始降息，應有助於降低再融資風險。



2024 年底通脹率

略高於央行的目標





2024年歐元區
不利主因
應會消退

歐元區歷經2023年疲軟但有復原力的增長之後，2024年的增長應該不至於像去年那樣落後於美國（表1）。家戶將會受益於實質收入的強勁增長，而與美國家戶不同，美國家戶仍將受益於持有大量的預防性儲蓄，可能能夠支持消費動態（圖11）。同時，兩大不利因素將於2024年開始消退：由於歐洲央行（ECB）在美聯儲加息幾個月之後開始升息，貨幣緊縮帶來的拖累預期將從今年上半年開始緩解，而製造業活動應該會因能源價格不利因素減輕而回升，以及全球製造業景氣循環復甦。

亞洲：增長與分歧之地

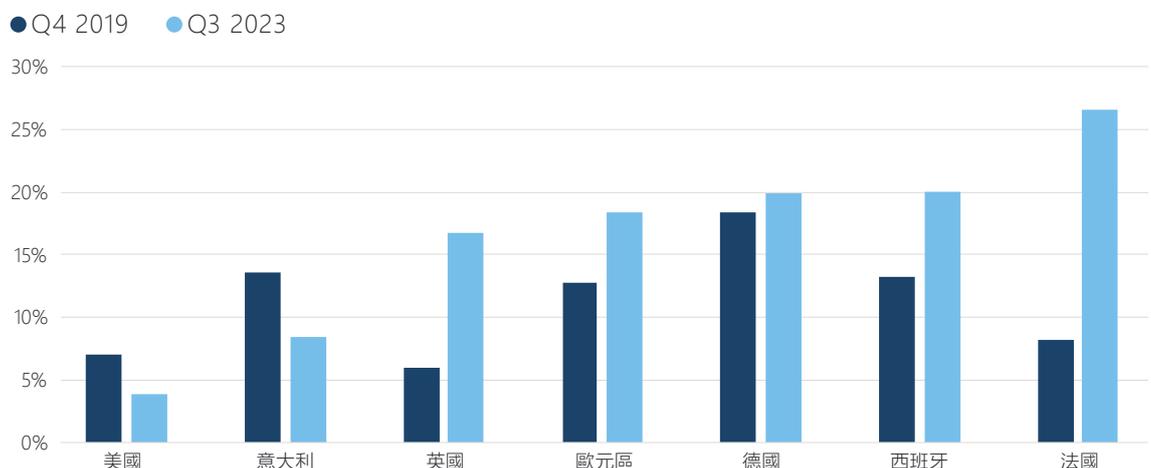
至於中國，雖然政府承諾於2022年底復工復產，但2023年的情況令人失望，經濟體因房地產市場放緩而受到嚴重打擊。依照我們的觀點，2023年以來房地產產業和地方政府融資平臺所面臨的重大風險仍然非常實在，因此有理由繼續採取寬鬆的經濟政策來支持增長。鑒於低通脹和中央政府債務水平遠低於發達國家，政府當局有足夠的迴旋餘地。儘管如此，中國的經濟體的增長仍將遠低於其歷史正常水平，這象徵增長將不復由房地產和建築業所驅動，而且必須勇於面對人口結構下降的挑戰。

表1：2023-2024年宏觀經濟預測，%

	GDP		通貨膨脹	
	2023	2024	2023	2024
美國	2.3%	1.2%	4.2%	2.7%
歐元區	0.5%	0.7%	5.6%	2.9%
中國	5.1%	4.5%	0.5%	1.8%
日本	1.9%	1.1%	3.2%	2.0%
印度	6.5%	6.0%	6.2%	5.9%
巴西	2.6%	1.3%	4.8%	4.0%
全球	3.0%	2.7%	-	-

來源：東方匯理財富管理。

圖11：2019年起累積儲蓄可以保護歐元區消費者，儲蓄率%



來源：彭博社、東方匯理財富管理。



反之，印度除了改革勢頭、對外部衝擊的敏感度降低、潛在的直接投資流入同時該國坐擁重要的外匯儲備之外，還有有利人口統計數據，應該會提振長期增長的前景，但是，2024年可能會因供應方的限制，以及因為上半年大選導致政治不確定，而出現一些挑戰。2024年也應該會對較小的亞洲經濟體，如韓國、台灣、或越南等，給予更多助力，這些經濟體應受益於全球製造業景氣循環的復甦、國際旅遊業的持續正常化、以及在中國之外的投資多元化。

日本還可以藉由擴大其貨幣政策的漸進式調整來應對通貨再膨脹環境的出現，而表現突出。尤其是，日本在2024年，其經濟可能會開始大幅轉向由消費引導的增長，主要是由於工資動態的改善，並得益於寬鬆的財政政策。但是，「旭日之國」的通貨再膨脹之路長路迢迢，而且不可能早在2024年實現。

2024年軟著陸設想之主要風險包括：

- 世界兩極化日益嚴重，伴隨著地緣政治風險的擴散，例如俄烏戰爭和以色列哈馬斯戰爭，這些風險可能對能源價格產生重大不良影響，尤其對歐洲構成重大風險。緊張局勢，一方面是介於中美之間，另一邊是介於中國與美國/台灣之間，也很可能成為關注的焦點。所有這些地緣政治風險都應該會因為美國總統大選和Donald Trump可能捲土重來而加劇。
- 政府債務也可能成為重要議題，特別是在歐洲，歐洲可能仍然有潛在的風險，尤其是在高利率和低名義增長環境下的義大利債務的可持續性問題上。同時，美國債務急劇上升可能會在2024年之後成為更大程度的議題，由於2024年是美國總統選舉年，因此不太可能出現重大的預算整合。



05 |

資產配置



2024年配置：航行於較平靜的海上



Grégory STEINER, CFA
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

普遍認為2023年是發達經濟體經濟明顯放緩的一年，證明投資人在年初謹慎持倉是合理的，以及中國經濟體（實行復工復產模式）重返中心舞台，最終傳送其驚喜份額給其投資戰略師。

從宏觀經濟角度來看，這導致全球經濟體——尤其是美國——驚人的復原力，迫使各國央行維持約束性的偏見。在金融市場上所表述的是，股票指數的表現極為高度集中於少數特定知名公司（上半年歐洲的奢侈品股以及美國的「Magnificent 7」股）。最後，2023年所呈現的，是更多依舊劇烈的外因性突如其來對經濟、生活方式的衝擊。尤其是，長期利率持續上升提醒我們「天下沒有白吃的午餐」，而美國地區性銀行的脆弱性、更複雜的再融資環境對某些環保公司的獲利能力和對實體房地產的吸引力所產生影響、以及更大程度的結構性社會變革等，可以為證。

依我們的看法，過去幾季很大程度上相當於一個經濟轉型時期，財政政策的功能增強，而且在大量央行主導的利率正常化和全球流動性撤回（liquidity withdrawal）中，該功能可能會受到關注。這一觀點的改變是始於2010年後期更廣泛過渡階段的一部分，涵蓋主題包括納入各國能源自給自足需求的氣候性轉型；由於AI逐步普及和擴散並伴隨公司生產力長期提升所引發的科技轉型；以及因權力平衡的改變和自力更生的慾望所引起的地緣政治轉型（在本刊《Global Outlook 2023》業已論及該主題，請參閱"[The Return of Borders \(重建邊界\)](#)"）。

對於投資者來說，有必要藉由重新思考建構多元化的投資組合以適應這種「新常態」。這要求比過去更加平衡地運用可以取用的資產類別。確實，在全球利率上升之後，債券市場再度變得特別有吸引力（包括政府債券和公司債券）。債券配合與股票市場、結構性產品、和不動產一起補足投資組合經理的資產系列，資本損失的風險比過去更有限。

股票市場

- 戰略上，我們對於2024年的股市繼續保持建設性態度。既使有充裕流動性的情況已經結束，但幾項增長來源應該會繼續支持風險性資產：比過去十年高的結構性增長/通脹概況普遍有利於企業獲利，科技進步再起使公司能藉由降低成本提高生產力並確保高水平的穩定利潤，以及逐步結束貨幣緊縮政策。
- 有鑒於此，我們認為美國的股票居於有利地位，尤其是經濟基本面強勁並且現金流充裕的股票。短期看，大型增長股將繼續受到投資人的青睞。其次，如果經濟景氣循環回升以及貨幣條件變得顯著寬鬆，投資者將必然開始重新持倉長期被投資者忽視的中小盤股票。



對2024
股票市場持
建設性立場



收益率

將會是
積極性表現
的重要起源

- 我們認為，歐洲在處理上面所概述的轉型問題將面臨更大的挑戰。誠然，2024年的經濟增長應略有改善，但這掩蓋了國家層級增長和通脹的分歧性，以及對全球貿易景氣循環的不同敏感度。因此，歐元區股票固然估值水平似乎很有吸引力，但我們寧願在開年之時對其採取更謹慎的立場。至於歐元區之外，我們認為，英國在面對能源價格壓力上升之際，可能受益於其防禦性質和對沖品質。
- 最後，我們維持對新興市場資產持建設性的看法。確實，這些經濟體在2024年應該會提供超出發達經濟體的正值增長差額。對於國家和資產類別（股票和債務）的多元化看法一定盛行，因為世界正在轉型中，評估國家特有的風險溢價變得越來越具有挑戰性。
- 我們因為中國的結構性因素（人口數下降、房地產產業持續去槓桿化）對該國的長期前景構成壓力，在2023年底戰略性地降低對中國的推薦。不過，我們認為，這個世界第二大經濟體將在2024年提供更具體的投資機會，這些機會可能限於某些產業或由地方政府所促銷的公司。

定息債券市場

- 在過去兩年期間上升的長期利率，現在對於尋求投資債券市場的投資者來說，形成具有吸引力的切入點。另一方面，雖然預期金融狀況在2024年會（因為通貨緊縮過程實現）放鬆，並且在沒有發生經濟事故的情況下，向更高名義增長機制的過渡表示利率將穩定在比過去更高的水平。
- 2008年金融危機之後普遍存在的市場均衡已經因中央銀行的消失而改變，因為在尋求國家戰略自主和發展能源轉型所需基礎設施的脈絡下，需求方的邊際買家以及供應方對政府融資的需求不斷增長所致。在這高利率環境之下，必須更加注意發行人的品質及其財政政策的管理情形。
- 雖然債券的資本回報潛力可能因此看起來受到部分限制，但我們相信收益率成分將成為正面表現的重要來源。反之，貨幣市場雖然在短期內看起來很有吸引力，但我們的看法是，以長期考慮並不是令人滿意的選項。我們寧願投資短期主權債務，這需要輔以優質的公司債（後者風險有限卻提供豐厚的收益率）。但是，我們對高收益債券持更為謹慎的立場，因為許多公司將必須為其債務進行再融資，並可能經歷某些波動。
- 再者，我們對新興市場在2024年的本幣債務仍保持樂觀看法，其收益率約為7%，仍具有吸引力，而美元在2024年貶值的可能性將有益於該資產類別。最後，新興國家的央行似乎已經吸取過去處理危機的教訓，藉由更適當地管理升息週期，限制貨幣政策失誤的風險。



貨幣和貴金屬市場

- 美國的宏觀經濟環境與歐元區相比繼續令人意外地有積極趨勢，可能在短期內會使美元受益，同時其抵禦地緣政治風險上升的避險工具地位，可能會成為其額外的支撐因素。但是，有幾項因素促使我們在戰略上對美元保持謹慎看法：大西洋彼岸貨幣緊縮如所期待會結束，政府債務的可持續性以及外匯存底在結構上多元化現象，以及在新興國家之間建立雙邊管道來使用其他結算貨幣等因素令人擔心。

- 在轉型世界中，地緣政治和氣候相關金融有高度的不確定性，而波動性衝擊漸漸更加頻繁發生，我們認為，在各配置中加入一系列對沖資產變得日趨重要。譬如，我們認為某些貨幣，如瑞士法郎或日圓等，可以提升多元化投資組合的價值。黃金也值得考慮；持有黃金除了管理財富的目的之外，還可能受益於實質收益率下降、各國央行持續購買等，同時用於對沖停滯性通貨膨脹和/或新的地緣政治壓力的設想令人青睞。



06 |

全球覆蓋



品牌故事

145多年來，我們一直為全球的企業家和家庭提供建議，以專業的財務建議和卓越的個性化服務為其提供支援。

直到今天，我們仍在為作為個人的每一位客戶服務，幫助他們創造、保護和傳承財富。

真正的個性化服務可與我們的客戶產生共鳴，結合歐洲五大銀行之一Crédit Agricole Group的財務實力和互補專業知識，為全球企業家和家庭帶來創造價值的獨特方式。

東方匯理財富管理

在東方理財富管理，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

亞太地區

香港

Suite 2918, Two Pacific Place
88 Queensway
Hong Kong
電話：+852 37 63 68 68

努美阿

Le Commodore - Promenade Roger
Laroque, Anse Vata
98800 Nouméa - New Caledonia
電話：+687 27 88 38

新加坡

168 Robinson Road
#23-03 Capital Tower
068912 Singapore
電話：+65 64 23 03 25

歐洲

布魯塞爾

Chaussée de la Hulpe 120
Terhulpesteenweg
1000 Brussels - Belgium
電話：+32 2 566 92 00

日內瓦

Quai Général-Guisan 4
1204 Geneva - Switzerland
電話：+41 58 321 90 00

盧森堡

39, Allée Scheffer
L-2520 Luxembourg
電話：+352 24 67 1

馬德里

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spain
電話：+34 91 310 99 10

米蘭

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italy
電話：+39 02 722 061

摩納哥

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
電話：+377 93 10 20 00

巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
電話：+33 1 40 75 62 62

中東

阿布達比

Zayed - The 1st Street
Nayel & Bin Harmal Tower,
5th Floor office 504
PO Box 44836 Abu Dhabi
電話：+971 2 631 24 00

杜拜國際金融中心

Al Fattan Currency House, Tower 2
Level 23 Unit 4 DIFC
PO Box 507232 Dubai
電話：+971 4 350 60 00



07 | 附錄



BLS: 美國勞工部勞動統計局。

BNEF: 彭博新能源財經。

CBO: 美國國會預算辦公室。

CHIPS 法案: CHIPS 法案是一項美國聯邦法律，為增加國內半導體生產和研究提供資金和激勵措施。

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。

Greenflation/綠色通貨膨脹: 指綠色轉型導致原物料和能源價格上漲。

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%。

Nearshoring: 經濟合作暨發展組織 (OECD) 將區域化或近岸外包描述為遷移以前離岸外包的活動的決定不必然遷回到公司的母國，而是到鄰國。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

量化緊縮 (QT): 是央行為減少經濟中的流動性或貨幣供給而採用的緊縮性貨幣政策工具。

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。

歐洲綠色協議: 歐洲綠色協議的主要目標是到 2050 年實現氣候中和 (透過實現「到 2050 年溫室氣體淨零排放」來實現能源系統脫碳。

幣值重訂 (redenomination): 是指重新校準一個國家的貨幣，通常是因為發生惡性通貨膨脹以及貨幣貶值之故，即按固定匯率將舊貨幣兌換成新貨幣。



免責聲明

本文件題為《Global Outlook》(「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。本文所含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

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

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

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

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole SA集團(「集團」)旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子中所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關的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：**本刊由CA Indosuez發行，該機構乃具有資本額584,325,015歐元之上市有限公司及為信貸機構和保險經紀公司，在法國的French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，並在法國巴黎 Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635，註冊辦事處地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France，其監管機構為Prudential Control and Resolution Authority及 Autorité des Marchés Financier。
- **在盧森堡：**本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register, B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- **在西班牙：**本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en Espana發行，受Banco de Espana (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de Espana 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register註冊，編號：T 30.176, F 1, S 8, H M-543170, CIF(公司稅號)：W-0182904-C。

- **在比利時：**本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register，編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises(比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- **在意大利：**該冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth(歐洲)分發，該分行在銀行註冊號 8097，米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- **在歐盟區內：**根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- **在摩納哥：**本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341，認證：EC/2012-08。
- **在瑞士：**本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F.Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association(SBA)命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子。
- **在香港特別行政區：**本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong 分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場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 - Nayel & Bin Harmal 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12月4日編輯。



