

MONTHLY HOUSE VIEW

2024年11月

走鋼絲者的旅程

概要

01• 編輯寄語	P3
諾貝爾的故事	
02• 聚焦	P4
走鋼絲者的旅程	
03• 宏觀經濟	P6
對比的前景	
04• 定息債券	P8
美元100萬億債務	
05• 股票市場	P10
股市行星正處於對齊狀態	
06• 外匯	P12
美元王者回歸	
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



Delphine
DI PIZIO TIGER
Global Head
of Asset Management

親愛的讀者：

十一月會是變革之月嗎？無論如何，11月5日的美國總統選舉，揭示了比以往更加分裂的美國，可能會促成這種變化。風險已經確定：

- 首先是美國內部問題，國家極化，今年夏天德克薩斯州共和黨揚言脫離聯邦，支持舉行公投使“孤星州”成為獨立國家。我們認為“德脫”（Texit）是不可想像的。然而，直到1836年，這個州還是墨西哥的一部分，直到1845年才加入美國其他州。
- 外部問題則通過加劇的不穩定熱點，如歐洲門口的烏克蘭戰爭、中東衝突以及圍繞台灣的緊張局勢。

可能看似違反直覺，但從某個角度來看，唐納德·特朗普的勝利可能會緩解內部和外部的緊張局勢。的確，內部來說，對選舉結果的質疑風險會減少，並且可以避免國會大廈騷亂的重演。在外部，即使唐納德·特朗普威脅要退出北約，從而使歐洲陷入困境，但他可能會成為中東的和平促進者。讓我們記住，他曾多次因在以色列和阿聯酋之間的調解而被提名諾貝爾和平獎，這促成了2020年在白宮簽署的亞伯拉罕協議。今天，繼續這些事件，據報導唐納德·特朗普向其親信表達了他在中東和平中發揮決定性作用並最終獲得諾貝爾獎的雄心。值得注意的是，十月中旬，諾貝爾經濟學獎授予了三位研究者，達龍·阿西莫格魯、西蒙約翰遜和詹姆斯·羅賓遜，表彰他們關

於制度對國家繁榮影響的研究：他們證明了一個擁有強大社會和社會制度的國家比依賴精英富裕的社會具有更大的經濟發展。這解釋了為什麼美國在500年前被歐洲殖民後，通過其包容性的制度框架成為了一個富裕國家。然而，考慮到中國經濟的加速發展，它在不放棄其專制模式的情況下已成為世界第二大經濟體，我們有理由懷疑，除了制度之外，領導團隊的穩定性是否也起著至關重要的作用，特別是在實施長期社會和環境政策時。今天，全球近150個國家承諾實現碳中和，大多數在2050-2060年間。鑑於美國每兩年可能發生的政治更替（總統及中期選舉），我們如何確保連續性並防止像唐納德·特朗普第一個任期開始時決定退出巴黎協議那樣的重大轉向？

目前，金融市場接受了這種連續性的理念，並沒有在美國選舉前考慮重大變化。人工智能（AI）的新“工業革命”已經展開。在第三季度公司盈利季節開始時，美國股市創下自1997年以來表現最佳的一年！利率的持續下降是一個額外的催化劑，而市場似乎完全接受了經濟軟著陸的預期。然而，市場生活並非一條平靜的河流，在本期中，我們將回顧我們選擇稱之為“走鋼絲者的行程”。隨著經濟數據的修正，不穩定的力量作用於股市。如果最終事情並不像計劃的那樣進行呢？

全體團隊與我一起祝您閱讀愉快！



Lucas MERIC
Investment Strategist

市場如同走鋼絲者，繼續預期美國經濟的軟著陸，在不同數據基礎上交替出現不同情景。在經歷了充滿恐慌的夏季之後，對衰退的擔憂已經重新平衡，隨著聯邦儲備局 (Fed) 開始降息週期，增長和通脹的韌性可能會促使市場重新考慮中期“無著陸”情景的可能性：這對股市來說並非一定是積極的。

預期的擺盪

這些增長擔憂主要源於夏季初的就業報告疲軟，導致聯儲局在9月意外降息50個基點 (bps)。自那以來，宏觀經濟數據持續改善，就業數據也被上調。此外，儲蓄率的低水平曾使悲觀者擔心家庭消費會顯著放緩，這一數據也被上調。顯然，美國增長仍然具有韌性，自夏季以來，潛在通脹顯示出一定的剛性，經濟中似乎沒有出現任何宏觀金融不平衡，而金融狀況顯著改善，以至於質疑貨幣政策是否真正具有限制性。在這種背景下，聯儲局進行了積極的降息。這一動態合理地引發了市場中“無著陸”敘述可能回歸的問題。我們繼續相信，到2025年增長應該會正常化至大約2%。勞動市場的重新平衡特別涉及工資的放緩和消費的正常化。這一放緩應有助於緩解服務通脹的壓力，而與房地產相關的通脹成分應繼續滯後於租金價格已經觀察到的下降。同樣，目前處於通縮狀態的消費品成分應略微正常化，而不會對整體通脹產生特別的上行壓力。我們今天認為，對於軟著陸的中央情景的風險是平衡的（見我們今年夏天“聽之任之，安逸自得”版的焦點部分）。然而，上述混合因素可能會使市場的預期機制更加傾向於無著陸情景，正如它在2023年夏季和今年初一樣。

無著陸：對股票的可能風險

要識別這種動態開始的演變，值得關注的是市場在多大程度上開始擱置目前預期的降息週期。這將反映在美國10年期國債收益率快速上升到高水平的情況下，這一序列在過去兩次“無著陸”事件中（10年期國債收益率分別在2023年10月達到5%和2024年4月達到4.7%）對股價估值產生了重大壓力。然而，長期利率分解為未來短期利率預期（反映增長和通脹預期）和期限溢價：投資者購買長期債券而不是不斷再投資短期利率所獲得的溢價。這一細節很重要，因為如果由於更積極的名義增長預期而導致的利率上升對股票不一定是負面的，那麼期限溢價的增加則往往會直接壓低估值，正如2023年夏季的情況一樣（圖1第5頁）。這種期限溢價的增加可以反映例如對通脹和聯儲局貨幣政策的不確定性增加；聯儲局成員間對中性利率實際水平的當前分歧可能屬於這一類。此外，反映赤字上升或美國財政部套利的曲線長端的國債發行增加將意味著這一溢價進一步增加。自夏季以來觀察到的美國10年期利率和期限溢價上升可能預示著股價估值壓力區的開始。然而，目前降息週期的預期似乎穩固。儘管股市在夏季恐慌後回到了歷史高點，但在地緣政治不確定性眾多的環境中，風險偏好仍然謹慎。



降息
預期仍然
穩固



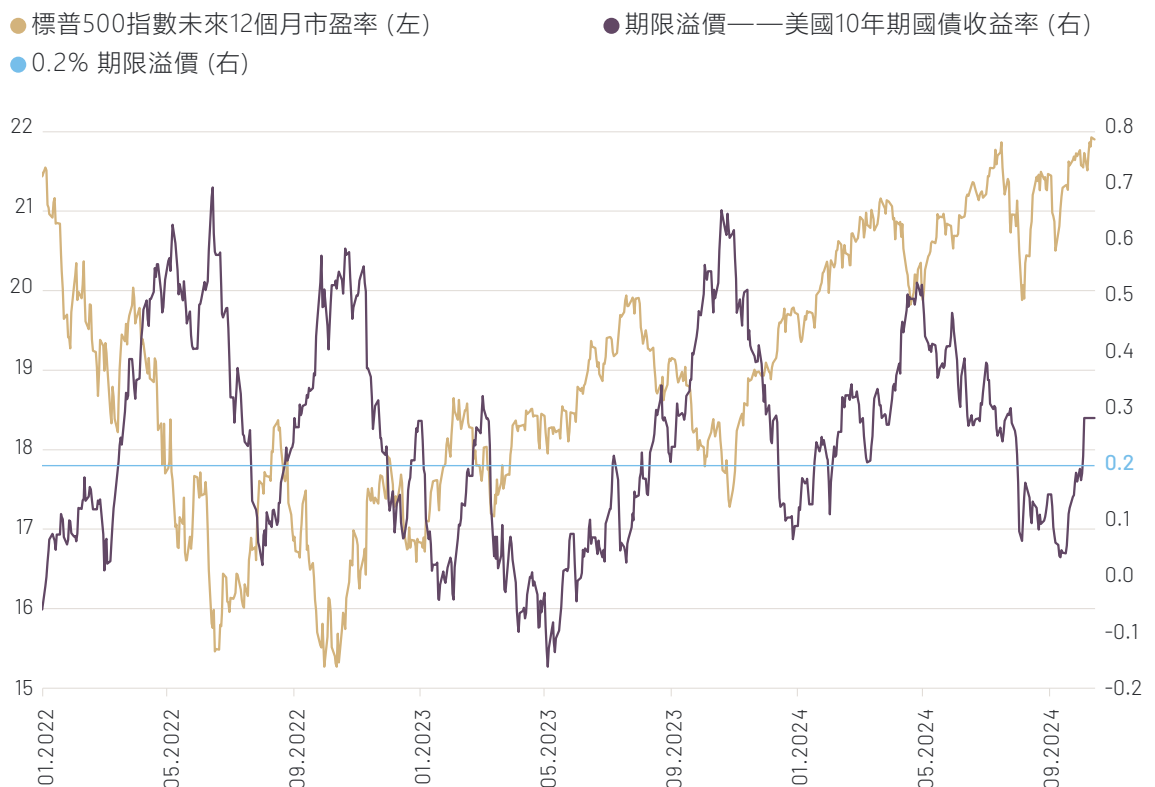
投資者的持倉雖高，但仍然合理，這表明在真正擔心對股票不利的“無著陸”情景回歸之前，仍有進一步進展的空間。最後，美國盈利的動態仍然積極，特別是由人工智能（AI）主題推動，即使長期利率上升限制股價估值，盈利增長應繼續支持市場表現。

如上所述，我們的中央情景繼續勾勒出軟著陸的特徵，結合了向潛在增長水平收斂的經濟和持續的通縮，使聯儲局能夠進行降息週期：這是一個有利於風險資產，特別是股票的背景，儘管10月份的就業數據噪音、總統選舉相關的不確定性和地緣政治局勢可能帶來短期波動。

對股票的前景仍然建設性

因此，儘管市場可能重新聚焦於可能的“無著陸”，但只要降息週期不被質疑，且任何潛在的長期利率上升，特別是期限溢價保持適度，這種演變不一定會妨礙股市上升。

圖 1: 增加的期限溢價直接影響股票估值



來源: 彭博社, Indosuez Wealth Management.



Bénédicte KUKLA
Senior Investment Officer

隨著中國採取更加支持的政策立場，歐洲面臨著不同的現實，奧運夏季的活力逐漸讓位於更加嚴峻的秋季預算學期。與此同時，在美國，我們預期中的軟著陸情景正在展開，這得益於韌性的消費者基礎和仍然健康的勞動力市場。然而，由於極端天氣條件和2024年緊張的選舉，一些波動是可以預期的。

新興市場：半滿的玻璃杯

在九月底推出其第一波貨幣政策行動（包括促進受危機影響的房地產市場和股票市場的措施、降低借貸成本和增加銀行貸款能力）後，中國政策制定者讓經濟學家“希望更多行動”，尤其是在財政方面（請參閱我們9月30日發布的 CIO Perspectives “[Introducing XiNomics](#)”）。但也許，經濟學家忽略了重點，重要的是政策制定者態度的改變以及它能在中國國內激發的信心。即使離岸對中國復甦的信心仍然有限，中國國民可能開始在漫長的經濟隧道盡頭看到曙光。根據旅遊部的數據，在中國的黃金週假期期間，中國消費者增加了國內旅遊（同比增長6%）和支出（增長6.3%），但後者仍低於疫情前的水平。我們等待額外的刺激措施宣布後，才能上調我們對2025年中國GDP增長的預期。

對於其他新興市場來說，通縮週期正在進行中，允許央行繼續放鬆政策，包括最近的南韓。儘管仍是全球增長的引擎，但亞洲的製造業調查因出口需求下降而減弱。然而，越南和印度等國家繼續受益於製造業從中國轉移的趨勢，如果前總統特朗普重返白宮，這一趨勢將更加明顯。在亞洲之外，墨西哥可能，具有諷刺意味的是，從特朗普計劃對中國的關稅中獲得最大收益。

歐洲：半空的玻璃

我們下調了對歐元區2025年GDP增長的預期（表1），自願低於共識（為1.3%）。儘管第三季度數據應該會因法國奧運會的特殊情況而提升（增加0.3個百分點至2024年第三季度GDP），但歐元區的基本增長比預期的要弱（2024年第二季度環比增長0.2%），國內需求低於預期。一個顯著的例外是西班牙，由於強勁的內部需求和旅遊業，西班牙明顯超越了歐洲的同行（2024年第二季度為0.7%）。

在法國和德國，儲蓄率分別達到了17%和22%，儘管利率和價格下降（歐元區的通脹率三年來首次低於2%），消費者被驅使儲蓄而非消費。我們認為，在接下來的幾個月裡，由於地緣政治擔憂加劇和法國即將進行的顯著財政緊縮，消費者將保持謹慎，這使得消費者在打開錢包前三思。在這種情況下，歐洲央行（ECB）將繼續降息，可能比最初預期的速度更快。然而，在10月會議之後，由於總體通脹預計將在年底前再次上升，拉加德總裁將更難降息。這是由於有利的能源價格基數效應的逆轉，這些效應本月幫助降低了總通脹。最後，中國的刺激政策對歐元區的服務業和旅遊業來說是好消息，但我們不認為這是德國生產的一個重大改變因素：中國對德國的出口（2024年7月下降9%）在疫情前已經在減少，歐盟與中國的關係將進入一個新的時代，伴隨著持續引入的關稅和監管限制。



德國儲蓄率達到
22%



美國：更加平衡，但前方有動盪

如焦點（第4頁）所述，美國消費者仍然具有韌性，得益於仍然健康的勞動力市場。對GDP數據的重大修正顯示，美國的復甦比以前認為的更強。實際可支配個人收入現在估計增長更快，而歷史上低的儲蓄率被大大低估（目前為5.2%，而之前估計為3.3%）。此外，9月份的非農就業人數超出預期，增加了25.4萬個就業崗位。然而，需要注意的是，勞動力市場數據在未來幾個月可能會受到最近極端天氣條件和最近工人罷工的暫時影響。

在行業層面，製造業仍然疲弱（9月ISM為47.2，低於50點的門檻），而服務業則繼續增長（從8月的51.5增至54.9）。結合穩健的就業報告，這推動了亞特蘭大聯邦儲備銀行GDPNow指標在2024年第三季度達到3.2%的年化增長率。展望未來，隨著勞動力市場更加平衡（每個失業者的職位數現在為1，而疫情後立即接近2），穩定的就業增長和較低的工資，美國GDP增長預計將減弱至2%的年化季度增長率。通脹也應該繼續其下行趨勢。滯後的住房通脹預計將繼續減慢，勞動力市場的放緩應該進一步緩解服務通脹，而商品通脹則保持低迷。最後，2024年美國大選增加了經濟不確定性：根據杜克大學的一項調查，30%的美國財務總監因選舉擔憂而縮減了投資。這表明2025年初可能會出現投資和就業的趕超。

表1：2024–2025年宏觀經濟預測，%

● 自九月以來的下行預測

● 自九月以來的上行預測

	GDP		通貨膨脹	
	2024	2025	2024	2025
美國	2.6%	1.9%	2.9%	2.2%
歐元區	0.7%	1.2%	2.4%	1.9%
中國	4.8%	4.2%	0.7%	1.6%
全球	3.0%	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

經濟數據的重要性將在未來幾週內讓位於美國政治：議會的構成，當然還有新政府。在此背景下，是關於未來幾年財政政策的問題。有一個確定性：美國的赤字將增加。直到債券市場的警鐘響起？



歐洲
的
財政冬天
將會很嚴峻！

債券市場

最後一季度傳統上宣布了即將到來的財政年度的預算措施。對於2025年，英國和法國的新政府正在準備削減預算和增加稅收。一個對明年增長腐蝕性的雞尾酒。財政主導的概念正在強勢回歸。在這種情況下，貨幣政策變得依賴於財政政策（見Vitor Constâncio, “財政政策的回歸和歐元區財政規則”，比較經濟研究，2020年9月，第62卷，第3期）。通貨膨脹的下降將允許中央銀行繼續其貨幣寬鬆政策。市場的反應會是什麼，特別是在國家之間的融資差異方面？自2024年夏季以來，法國的政治噪音將10年期利差推向了一個新水平，穩定地高於前十年。評級機構正在調整其前景，毫不意外，法國的前景被下調。相反，意大利在財政收入方面受益於積極的驚喜，失業率處於自2008年以來的最低水平。儘管落後於初步部署計劃，自2021年以來與歐盟委員會一起實施的復甦和韌性計劃（RRP）將支持該國的轉型直到2027年。這種樂觀的願景應該由2025年非常高的融資需求來緩解：1,600億歐元（匯豐銀行估計）。

評級機構可能會上調該國的前景。在大西洋的另一邊，美國10年期國債收益率從2024年9月16日的低點3.62%上升了45個基點，這代表了今年漲勢的41%的鞏固，該漲勢始於4月25日的峰值收益率4.71%（圖2 第9頁）。

我們應該擔心長期利率的走向嗎？美國長期實際利率仍接近過去十年中的最高水平，反映了對比美聯儲更高的平衡利率的預期。此外，利率市場的相互聯繫性需要觀察歐洲、英國、中國等地的前景。儘管美國的地方性、周期性和特定因素推動了收益率上升，但長期利率下降的結構性驅動因素提出了反論。保持國際視角，世界其他地區處於貨幣寬鬆模式。

幾乎所有主要國家都降低了利率（中國、印度、歐元區），惟有日本、巴西和俄羅斯除外。這些行動伴隨著增長減緩和通縮，由中國的通貨緊縮恐懼所推動。長期利率預計在未來幾個月內將持續表現不佳於短期利率（曲線陡峭化）。美聯儲的利率著陸點沒有實質性變化，因此，過去六個月來支持債券收益率下降的論點沒有突然變得無效。

2 - 資料來源：國際貨幣基金組織（IMF）。



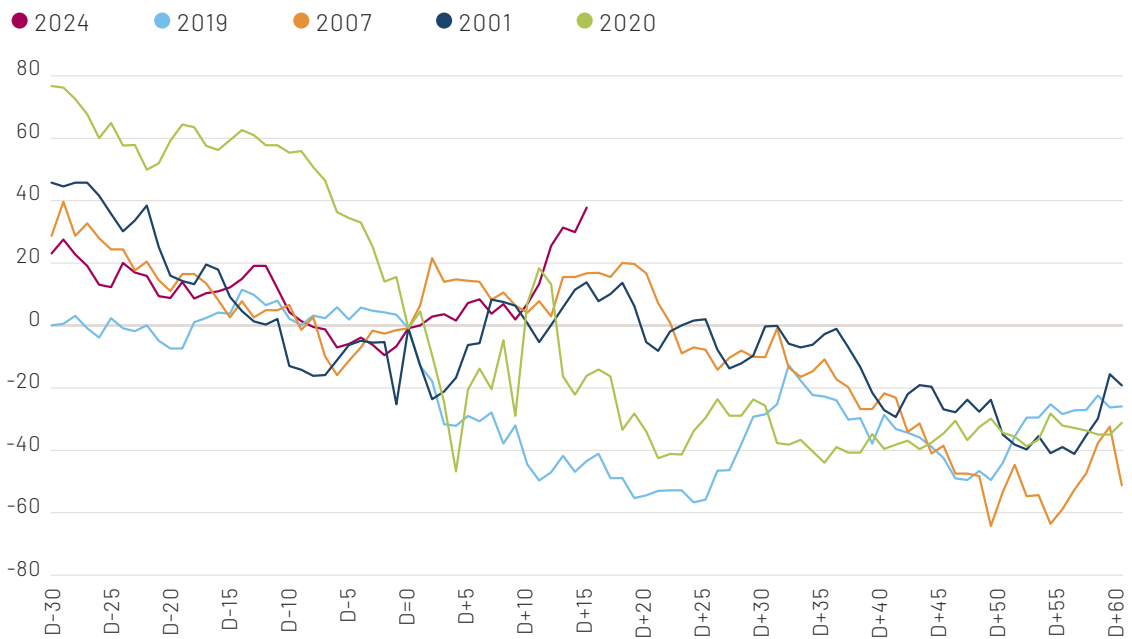
信用市場

美國總統選舉的結果肯定會給目前走勢良好的信用市場帶來一定的波動。收益率的上升彌補了風險溢價的下降。最終，投資者在過去幾個月中維持了大致相同的收益率。

飛機製造商波音公司在幾週內被穆迪和標普列入負面展望，處於高收益的邊緣。可能在未來幾個月內被降級，這將使其成為歷史上在債務量方面最大的墮落天使³（520億美元）。

市場有能力吸收這樣的數額嗎？這個數量相當於美國市場一年多的新發行量。發行人在投資級市場中相對較小（<1%），但在高收益市場中將佔到3.5%，成為最大的默認權重。短期內不需要擔心被迫出售，應根據每個投資者概況的具體限制預期倉位的調整。

圖2：美國10年期收益率在第一次降息前後的變化，基點



註：美國10年期國債收益率 - 第一次美聯儲降息前後的天數。相對於第一次降息的收益率變化基點。

來源：彭博社、東方匯理財富管理。

3 - 「墮落天使」是指從投資級評級被降級為高收益狀態的公司債券。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager | 貢獻來自股票部門

在美國聯邦儲備局宣布期待已久的降息後，中國出乎意料地推出了一項大規模刺激計劃，旨在振興其經濟。宏觀經濟數據和企業盈利修正正在對齊，暗示經濟可能出現“無著陸”情景。美國選舉和第三季度財報季仍然是考慮傳統年終反彈之前需要解決的最後不確定因素。

歐洲

在歐洲，市場的異質性變得越來越明顯。法國赤字的重壓和德國的工業衰退繼續影響投資者情緒，損害歐元區的吸引力。儘管外圍國家目前顯示出更好的經濟活力，但中國最近宣布的寬鬆措施可能對那些暴露於對經濟增長敏感的周期性行業（工業、石油/材料、化學品）的國家更為有利。自年初以來表現不佳的石油行業也構成了對仍然高企的地緣政治風險（中東、烏克蘭）的一個良好對沖。英國市場通過富時100指數顯示了對這些行業的顯著暴露（自2016年脫歐以來，對英國股票的配置一直較弱，但政府和政策的變化引發了投資者對該地區的重新興趣。從基本面來看，英國市場的交易折扣仍然創紀錄，相較於其他地區（甚至在歐洲內部），同時提供了具有吸引力的股東回報（包括全球最高的股息率和股票回購計劃在內的6%平均收益率，圖3 第 11 頁）。

美國

美國市場繼續其上升軌跡，創下歷史新高，市場的擴大使更多股票參與到上漲中。以羅素2000指數為例，這是一個小型和中型股票指數，接近創下新高，並在過去兩個月中表現優於大型股指數如納斯達克和標普500。這種市場反彈的廣泛參與看起來健康，並且也反映了整個美國市場的盈利修正持續向上。早秋的季節性歷史上對股市不太有利，企業在財報季前停止股票回購，美國選舉的不確定性也成為阻力，直到11月初的結果。然而，美聯儲的貨幣寬鬆和中國的刺激計劃支持的美國軟著陸預期，可能會促進傳統的年終反彈。不過，第三季度企業盈利需要確認宏觀經濟數據的動力。



中國的刺激措施可能使
富時100
受益 歐洲



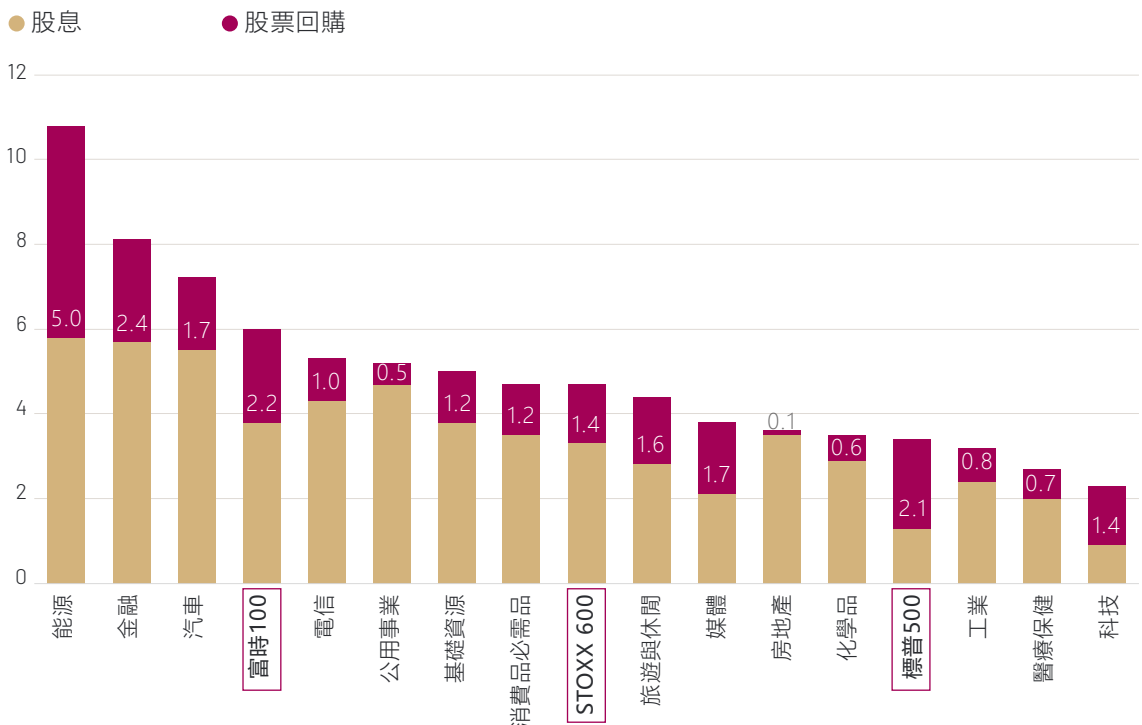
亞洲

在9月底，中國公佈了一項龐大的刺激計劃，旨在支持其增長並提振投資者情緒。這些舉措包括進一步的貨幣寬鬆和一系列支持消費和振興內需的財政措施，以及為基礎設施項目融資。穩定房地產市場也是中國政府的一個結構性和優先問題。儘管中國市場在公告後大幅反彈，我們仍保持謹慎，並等待更多措施和對國內經濟的量化影響。對我們來說，預計中國經濟的持續復甦還為時過早；需要密切關注未來的內需和房地產數據。同樣，美國選舉的結果可能會影響該地區的投資者情緒。然而，這些舉措應該有利於中國新興市場合作夥伴的周期性和工業部門。此外，歷史上，在第一次美聯儲降息後，新興市場在12個月的時間內往往表現優於發達市場。最後，該地區的投資者配置仍然較弱。

投資風格

到10月底，股票的季節性應該會更加有利，更好的宏觀經濟動能和盈利實力強化了採取較少防禦性方法的想法。此外，中央銀行啟動的貨幣寬鬆周期和中國的刺激措施有利於軟著陸情景，有利於“價值/周期性”股票以及對融資條件更為敏感的小型 and 中型企業。增長股在盈利方面仍處於良好位置，但在一些公司中投資者配置仍然相當高。不過，长期的主要世俗趨勢（如人工智能、電氣化、數據中心等）支持保持大量對該細分市場的配置的想法。尤其是因為利率下降通常對有經常性收入的公司以及那些需要確保其長期增長的投資需求的公司有利。

圖3：STOXX歐洲600的平均年度股東回報，%



股息; 股票回購 資料來源: 彭博, Indosuez Wealth Management。



Lucas MERIC
Investment Strategist

在經歷了艱難的夏季後，美元隨著秋季的到來反彈了，受益於強勁的美國經濟數據、上升的長期利率以及地緣政治風險的再度上升。同時，歐元由於與美國不同的宏觀經濟動態而受挫，儘管美國實際利率上升，黃金仍繼續創新高。

美元：夏季擔憂被推至背景

由於市場對衰退的擔憂，夏季期間美元大幅下跌，這導致投資者強烈預期美聯儲降息。在9月會議上，美聯儲明確強調其支持就業的承諾，降息50個基點，同時對經濟健康狀況表示放心。這種“美聯儲保護”將市場關注轉向過於寬鬆的貨幣政策和通脹壓力上升的潛在風險。這種情緒因強勁的9月就業報告而得到強化，推動了美國長期利率和美元的上升。軟著陸似乎再次成為市場情景，美元上漲的潛力仍然存在，儘管更為有限。然而，美元仍是一個有吸引力的對沖資產，特別是在美國經濟“無著陸”情景下，美國利率可能大幅上升。中東多個衝突和與關稅相關的全球貿易緊張局勢在升級的情況下也可能支持美元。

歐元：命運分歧

由於跨大西洋利率差距擴大和油價上升，歐元受挫，這是中東緊張局勢加劇的結果。儘管某些動態可能引起對美國通脹潛在剛性的擔憂，以及未來幾個月美聯儲不如預期寬鬆的擔憂，但歐元區的情況卻大不相同。事實上，活動數據令投資者失望，特別是在德國，而通脹平穩地在歐洲大陸下降，9月跌至2%以下。與此同時，地緣政治和貿易緊張局勢仍然可控，但仍是歐元的一個關注點，而一些負債累累的歐元區國家如法國和意大利的預算冒險也需要關注，特別是在預算討論期間，當投資者的注意力可能集中在主權信用風險上。

因此，與美國相比，增長和通脹動態的混合以及單一貨幣的地緣政治風險背景使我們保持負面展望。

瑞郎：看跌前景

儘管瑞郎在9月底的強勁美國就業數據後對美元有所下跌，但在多方面的高風險環境下（經濟、地緣政治和預算）仍受益。瑞郎仍然價值豐厚，其實際有效匯率接近十年來的最高水平，使我們保持對該貨幣的負面戰術觀點。在增長溫和、通脹疲弱（9月+0.8%）以及特別寬鬆的瑞士國家銀行的背景下，該行繼續傾向於較低的貨幣政策利率，並不排除未來回到負利率的可能性。高估值和利率下行前景的組合也可能使瑞郎成為日元的有吸引力替代品，用於套利交易，進一步在中期內壓低該貨幣。

日元：風暴過後的平靜

日元未能逃過美元的反彈，日美利率差距仍然特別明顯。日元在短期內可能會因日本央行可能延遲其利率正常化進程、美國經濟數據的韌性以及美國總統選舉背景而受到懲罰。在2016年和2020年美國選舉後的幾週內，日元對美元的表現不佳，特別是在貿易緊張局勢持續或加劇的情況下。然而，我們對日元保持相對中立的觀點，因為隨著通脹持續高於2%的目標，日本央行的加息應該會在中期內支持日元。此外，新首相石破茂似乎不願繼續非常寬鬆的貨幣和財政政策的“安倍經濟學”策略，這應該會支持日元。



歐元：

因跨大西洋匯率差距擴大而受到懲罰

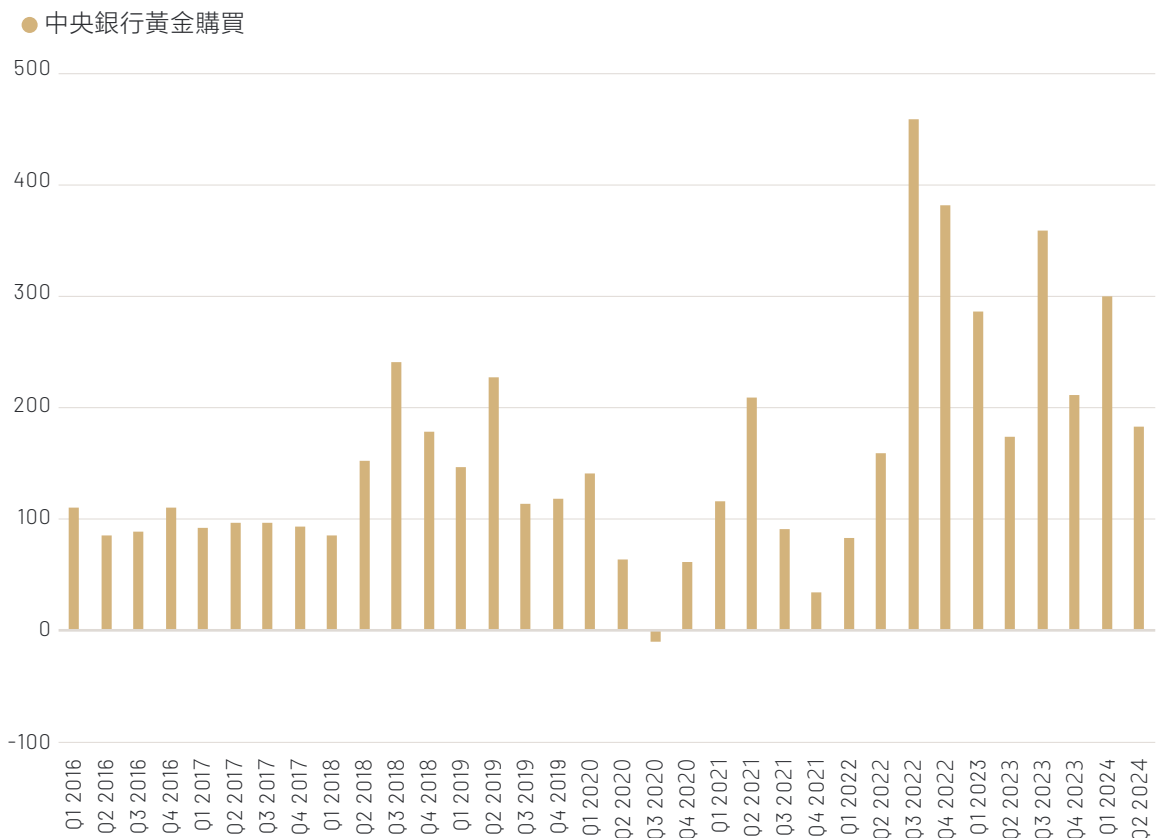


黃金：尋找進場點

儘管美聯儲9月會議後美國實際利率上升，黃金仍然在歷史高點徘徊。它受益於高地緣政治風險環境和央行需求(圖4)。儘管由於中國人民銀行停止購買，這一需求自去年以來有所減少，但由於波蘭、印度和土耳其央行為了多元化目標的購買，仍然受到顯著支持。這一結構性因素應該會繼續支持黃金，在最近的一項調查中⁴，近80%的央行預計到2025年中期央行黃金儲備將繼續增加。

然而，黃金的強勁反彈(2024年超過30%)需要謹慎，並使我們在等待進場點時保持機會主義，因為美國經濟的韌性可能會對這一動態構成制約。

圖4：新興市場支持的央行黃金需求，噸數



來源：世界黃金協會，Indosuez Wealth Management。

4 - 2024 年央行黃金儲備調查，世界黃金協會



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

投資設想

- **增長：** 最新的宏觀經濟數據證實了我們對美國經濟軟著陸的預期，美國經濟在強勁的國內需求和勞動力市場逐漸恢復平衡的情況下繼續展現韌性。對於歐元區的活動，我們仍然持謹慎態度，那裡的不確定性依然很高，特別是關於即將到來的一些國家的財政緊縮和德國製造業活動的困境。新興經濟體顯示出相對強勁的增長率，並可能受益於即將到來的貨幣寬鬆周期。
- **通貨膨脹：** 在發達經濟體中，通縮過程繼續進行，允許首次降息的啟動。然而，美國的價格動態風險仍然向上，通脹可能穩定在比過去更高的水平。
- **各國央行：** 在上個月調整了我們的降息預測後，我們保持不變，目標是到2025年底，美國的終端利率為3.5%，歐元區為2%。
- **企業收益：** 盈利修正的正面趨勢繼續，特別是在美國，並擴展到地理區域（中國除外）和某些市場細分。我們對美國公司在2025年實現預期盈利增長的能力更有信心（約為2025年+15%），相比歐洲公司（盈利增長預測約為+10%，根據共識估計）。
- **風險環境：** 從投資者的角度來看，關於美國經濟軌跡的廣泛可能情景加劇了宏觀經濟數據發布前的市場波動，這在夏季結束以來的VIX反彈中得到了證明。美國選舉也可能導致緊張情緒增加和顯著的行業輪換。中期來看，與公共債務軌跡相關的風險仍然是現實，可能會重新浮現。

資產配置建議

股票市場

- 全球經濟的正常化，加上發達國家（日本除外）央行開始降息以及對2025年收益前景的良好預期，使我們對未來幾個月股票市場保持建設性看法。
- 本月，我們強化了對美國股票的偏好，預計其將繼續受益於有利的宏觀經濟環境，尤其是相對於經濟活動更為低迷、明年增長預期低於潛力的歐元區股票。此外，我們認為，美國股票指數的持續上漲可能來自市場的其他部分，特別是小型和中型股票。
- 我們認為，有幾個因素可能在中期內有利於新興市場股票：貨幣寬鬆週期的開始，相對於發達經濟體較高的增長，中國的支持措施可能對鄰近的亞洲經濟體產生溢出效應，以及投資者在這一資產類別中的輕倉。

定息債券及信貸市場

- 在我們的上一期中，我們提到，鑒於我們對美國增長/通脹動態的展望，對美國降息的預期似乎過高。自那時起，市場確實回撤了一些這些預期的降息。我們認為在未來幾個月中，這種動態持續的風險依然存在。
- 我們對美國國債採取更加謹慎的態度，因為與歐洲國債相比，美國國債更容易受到利率預期上調的影響，這是由於美國和歐元區之間經濟軌跡的差異所致。
- 我們繼續偏好收益曲線的較短部分，因為長期債券面臨期限溢價重建的風險，例如，由於公共債務軌跡緊張局勢的潛在復發。



增強對
美國股票
的偏好



- 在信用市場中，我們更喜歡通過高質量企業債券進行債券持有策略，並分散到最佳高收益段，較小程度上包括次級債。我們還保持對當地貨幣新興市場債務的持倉，這分散了我們對傳統信用市場的敞口。

外匯市場

- 隨著市場對美聯儲2025年利率預期的上調（現在更符合我們的宏觀經濟情景），美元已經升值。我們認為這一動態可能會持續，特別是相對於歐元，這是由於兩個地區之間的增長前景差異以及歐元區潛在的政治風險和持續的預算討論，這可能會影響投資者情緒。
- 儘管10月初實際利率上升，黃金仍然創下新高。儘管這種利率動態可能會延續，但從中期來看，黃金應該會繼續受益於央行外匯儲備的持續多元化以及持續緊張的地緣政治環境。

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)	=/-	=/-
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



2024年10月18日的数据

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	4.08%	34.15	20.37
法國10年	2.90%	-6.50	34.10
德國10年	2.18%	-2.40	16.10
西班牙10年	2.87%	-12.40	-11.00
瑞士10年	0.41%	-11.10	-28.80
日本10年	0.97%	12.80	35.90

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	37.43	-2.04%	1.93%
歐元政府債券	209.34	0.77%	2.54%
歐元高收益企業債券	227.95	0.73%	5.37%
美元高收益企業債券	360.63	0.03%	7.67%
美元政府債券	317.98	-1.07%	3.23%
新興市場企業債券	45.57	-0.61%	3.26%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9399	-0.97%	1.19%
英鎊/美元	1.3052	-2.02%	2.52%
美元/瑞士法郎	0.8648	1.74%	2.78%
歐元/美元	1.0867	-2.64%	-1.56%
美元/日元	149.53	3.95%	6.02%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	18.03	1.88	5.58

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	5,864.67	2.84%	22.95%
富時 100 (英國)	8,358.25	1.56%	8.08%
歐盟 600	524.99	2.09%	9.60%
東証股價指數	2,688.98	1.76%	13.63%
摩根士丹利環球	3,753.04	2.07%	18.42%
中國滬深300指數	3,925.23	22.62%	14.40%
摩根士丹利 新興市場	1,155.12	4.40%	12.83%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,189.39	-1.61%	-17.78%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	208.75	-0.65%	3.97%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	752.87	5.71%	17.35%
法國巴黎 40 (法國)	7,613.05	1.50%	0.93%
德國 DAX (德國)	19,657.37	5.01%	17.35%
義大利 MIB (義大利)	35,204.26	4.27%	15.99%
西班牙 IBEX (西班牙)	11,925.20	1.46%	18.05%
瑞士 SMI (瑞士)	12,326.76	3.29%	10.68%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,252.00	3.96%	-19.50%
黃金「美元/安士」	2,721.46	3.80%	31.92%
WTI原油「美元/桶」	69.22	-3.75%	-3.39%
銀「美元/安士」	33.23	6.60%	37.98%
銅「美元/公噸」	9,625.50	1.57%	12.46%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.26	-7.23%	-10.18%

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」

	2024年7月	2024年8月	2024年9月	四星期變動	年初至今 (2024年18月10日)
最弱表現	3.39%	2.51%	19.79%	22.62%	22.95%
	2.50%	2.28%	16.42%	5.71%	18.42%
	1.70%	1.83%	10.58%	4.40%	17.35%
	1.32%	1.75%	9.96%	2.84%	14.40%
	1.13%	1.40%	8.91%	2.09%	13.63%
	0.90%	1.33%	7.70%	2.07%	12.83%
	-0.14%	0.46%	7.46%	1.76%	9.60%
	-0.55%	0.10%	4.78%	1.56%	8.08%
	-0.57%	-2.92%	-6.85%	-0.65%	3.97%
最強表現	-0.59%	-3.51%	-14.59%	-1.61%	-17.78%

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註冊編號: B91.986是受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: 56500341, 認證: EC/2012-08。
- 葡萄牙: 本手冊由 CA Indosuez Wealth (歐洲)、Sucursal em Portugal 分發,地址: Avenida da Liberdade, 190, 2.ª B - 1250-147 Lisboa, Portugal, 在葡萄牙銀行註冊,註冊號為 282, 稅碼980814227。
- 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》的持許投資者、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。

©2024, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源: Adobe Stock。

2024年10月18日編輯。

