

# MONTHLY HOUSE VIEW

MARKETS, INVESTMENT & STRUCTURING – 2020年10月

市場推廣產品



## 聚焦

通貨膨脹：大西洋兩岸國家的差異？

## 股票市場

短期調整？

---

3 編輯寄語  
「未來不比現在不確定」  
WALT WHITMAN

---

4 聚焦  
通貨膨脹：大西洋兩岸國家的差異？

---

7 經濟點評  
經濟復甦：保持冷靜，保持消費

---

9 股票市場  
短期調整？

---

11 定息債券  
追求通貨膨脹

---

13 外匯  
我們的見解

---

14 資產分配  
投資方案及配置

---

16 市場監測  
精選市場走勢

---

17 附錄

---

## 編輯寄語



### VINCENT MANUEL

投資總監  
東方匯理財富管理

## 「未來不比現在不確定」 WALT WHITMAN

親愛的讀者：

消費者和公司的期望是否是經濟學家經常用來確定的未來增長的最佳指南呢？

2020年確實非比尋常，策略師和配置者用來衡量經濟動力的傳統指標受到基本效應和心理的影響而變得模糊，冒著可能會發出強烈的誤導性信號的風險。七月所進行的驚人宏觀調查達到2017/2018年景氣週期的高水平之後，採購經理人指數在8月回到了較為中性的水平，這可能導致我們下調對第三季復甦的預期。法國央行剛剛發出了不同的訊息，並將其第三季成長預期提高至16%。在某程度上這反映了謹慎的投資人正在逐漸升溫，反之勢頭追逐者正在逐漸降熱度。

在這種不尋常的脈絡下，正在以人工智慧開發的新指標，例如：移動性追蹤器，並且顯示歐洲將回到其2月的水平。雖然很難從這些指數中得出結論，但是，在全球，相互矛盾和波動的數據通常會在央行會議召開之前，助長通貨膨脹的預期及貨幣的波動性增加噪音。

這在過去兩個月中稍有發生，藉由潛在的通貨膨脹正常化勢頭推動了美國和歐洲利率曲線的急劇上升。那一時刻並沒有持續多久，因為歐元區8月的通貨膨脹進入負值區，而歐洲央行（ECB）集中注意力在因歐元走強帶來通貨緊縮的壓力上。

技術上轉變的加速似乎更容易預見。在低增長環境中許多行業面臨巨大不確定性，公司則受益於內在結構性增長驅動因素影響，將受益於估值之溢價。但是，某些強大的變化正在股價背後發生。我們可能剛剛目睹過去幾十年中最重要的價值轉移。價值在1970年代轉向石油生產商、在1990年代則轉向電信公司、然後在2000年代轉向銀行，隨後科技結構週期加快了，不僅僅是估值，並在標準普爾指數盈利中獲得了更大的比例。這不僅是純粹的市場報導，而且還反映我們的日常生活——無論我們喜歡與否——我們的生活越來越數據化。不過，這不應該付出任何代價，而最近的技術回調是健康性的調整。

在這加速期間也是改變基本規則的機會。在美國，傑羅姆·鮑威爾（Jerome Powell），為了避免在經濟反彈伴隨通貨膨脹可能超過2021年的2%門檻的背景，下過早進行辯論零利率政策，從而更改遊戲規則，並採用平均通貨膨脹目標，這個想法已經出現在珍妮特·耶倫（Janet Yellen）的構想中，但從未正式採用。

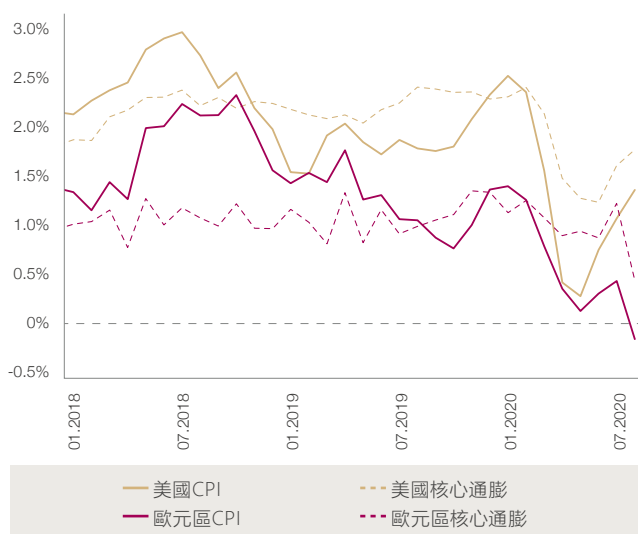
可以確定的是：歷史顯示，危機通常是國家和行業領導層變化的時期。簡而言之，對通貨膨脹、波動率、或指數技術分析的短視結果，是錯過觀察到被稱為工業革命的資本主義長期轉變的最佳證明。

## 聚焦

### 通貨膨脹：大西洋兩岸國家的差異？

大西洋兩岸目前都經歷了歷史性的經濟活動下降和財政赤字激增，但是最近歐元區的與美國的價格變化有不同的演變。我們認為這是暫時現象，在不包括能源價格的技術效應和基線效應之下，價格的壓力在全球仍然較弱。

#### 通貨膨脹：美國比歐元區，%



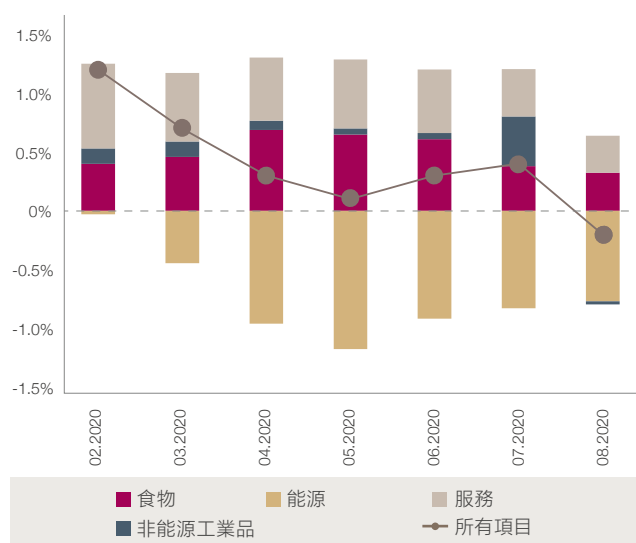
來源：據歐盟統計局、美國勞工部、Datastream、東方匯理財富管理。

#### 歐元區：負通貨膨脹，到底是怎麼回事？

歐元區的通貨膨脹在八月份比市場預期差，亦令市場感到意外，四年多來首次整體通貨膨脹率（headline inflation）進入負值區間。能源價格是壓低價格的主要因素，儘管已比前幾個月低。核心通貨膨脹率（不包括糧食和能源價格波動較大的類別）也從7月的1.2%放緩至8月的0.4%。非能源工業產品的價格也一直在下滑。儘管如此，我們主要關注仍然是服務價格的演變，在傳統上是價格通貨膨脹的來源，其價值幾乎是用來衡量歐元區價格的一籃子商品的一半。

後者在2020年8月僅按年增長率增加0.7%，與2019年同月為1.3%相比。這大流行病確實對服務部門產生不成比例的影響，例如：航空公司和酒店的價格大幅下降。推遲夏季銷售和最近德國削減增值稅也產生技術效應。

#### 歐元區：貢獻通貨膨脹按因素劃分，%



來源：歐盟統計局、東方匯理財富管理。

#### 美國通貨膨脹：高於八月份的最初市場預期

美國的年通貨膨脹率從7月份1%增加到2020年8月的1.3%，超過市場預期的1.2%。價格上漲與較小幅能源價格下跌幅度有關（全年為-9%與去年7月的-11.2%相比）。然而，8月核心通貨膨脹率也從7月1.57%上升至1.73%。這與二手車價格的急劇上漲有關（佔總通貨膨脹率上升的40%）。大流行病導致消費者迴避公共交通工具和增加對新車的需求，導致二手車價格飆升至50年來的最高水準。反之，與歐洲相同，服務價格尤其是運輸和服裝價格再次下降（-5.9%比-6.5%）。糧食和住房價格保持穩定。

## 聚焦

通貨膨脹：大西洋兩岸國家的差異？

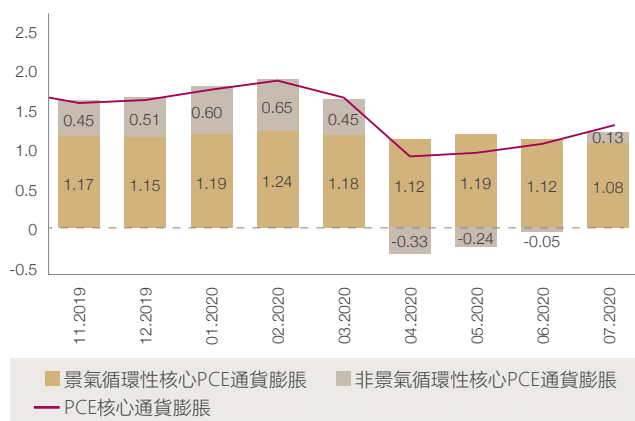
### 非景氣循環因素促成美國價格下跌壓力

如果我們仔細研究美國的通貨膨脹動態，則個人消費支出（PCE）衡量標準將被視為美國聯儲局的首選通貨膨脹指標。根據Mahedy & Shapiro（2017）書中描述的方法，PCE通貨膨脹的衡量可分解為兩類：

- 景氣循環性成分，包括價格對總體經濟狀況較為敏感的類別（例如：對競爭力敏感航空公司價格）；
- 非景氣循環性成分，包括對行業專有因素更敏感的類別（例如：可以由政府管理的醫療保健價格）。

數據顯示，自危機爆發以來，景氣循環性的通貨膨脹壓力僅略有放緩。非景氣循環性成分的下降強得多，即使後者由於醫療保健價格小幅上漲，在7月是三個月內首次上漲，同時而非醫療保健之非景氣循環性價格持續其四個月長期下跌。

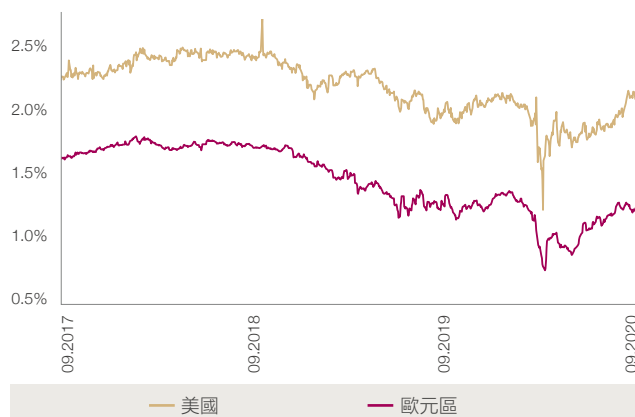
#### 美國通貨膨脹： 景氣循環性對比非景氣循環性成分



來源：Datastream、東方匯理財富管理。

再者，Shapiro出版的最新研究報告（2020年8月）分析COVID-19對供應敏感和需求敏感的價格類別的效應。其結論為：大流行病之後核心PCE通貨膨脹下降的大部分歸因於經歷負需求的行業。因此，隨著復甦的展開，這些負面因素應該開始逐漸消退。這或許可以解釋為什麼市場通貨膨脹預期雖然固定下來，但仍繼續預期價格會進一步上漲。

#### 通貨膨脹預期，%



來源：Datastream、東方匯理財富管理。

### 接下來是什麼： 預期通貨膨脹差異會持續

隨著能源價格從2020年4月暴跌中復甦，我們應該期望在未來幾個月內看到這兩個大陸對通貨膨脹產生正面基線效應。

但是，價格演變的差異將繼續，因為歐元的走強將轉化為歐元區進口價格下跌所帶來的下跌壓力，而鑑於美元最近的貶值，美國的情況則剛好相反。經濟衰退對勞動力市場的持續影響將給價格帶來下跌壓力，但勞動力市場的調整在美國可能會比在歐洲更快。

除了這些效應之外，基本面承受來自危機的壓力，特別是在需求面，各國央行將繼續更加關切增長而非通貨膨脹。這與美國聯儲局針對「新平均通貨膨脹目標」（AIT）2%的突破性政策變化保持一致，這將使聯儲局在未來幾年內（確切的說，直到2023年末）保持較高的通貨膨脹水準並保持低利率，以免妨礙已經蓬勃發展的經濟復甦。

本質上，聯儲局主席Powell所可能希望達到的目標是：加強對通貨膨脹的預期，以便人們認為通貨膨脹不會未達2%的目標，並且理論上，藉由使消費者認為通貨膨脹率將來會很高來刺激經濟，因此最好是現在而不是以後花錢。

最後，我們預期美國的通貨膨脹率將在2020年趨於1.2%左右，在2021年加速增長，但仍將低於聯儲局最初設定的2%目標。在歐洲，目前通貨膨脹處於較低水準，將在2020年保持疲軟（0.25%），然後在2021年的適度成長仍將在1%以下，因為經濟復甦需要一定時間才能逐漸獲得牽引力。



恢復消費者信心，將是關鍵。

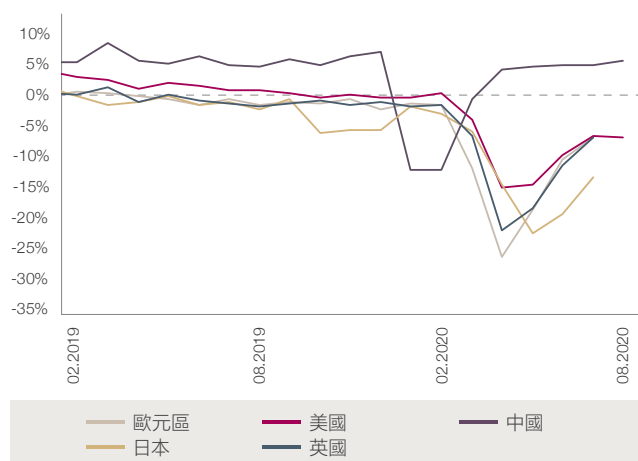
# 經濟點評

經濟復甦：保持冷靜，保持消費

在經歷寄望予市場反彈和樂觀的經濟調查數據的夏天之後，硬數據已經證明，全球復甦將是漸進的、是強力政策所推動的。

歐洲7月工業生產回升開始減弱（該月增長4.1%，相比6月增長9.5%）。在美國，8月的工業生產令人失望（當月僅為0.4%，而市場普遍預期為1%），主要是由於短期的天氣因素。在大西洋兩岸，產量仍比去年同期低7%。然而，有理由感到樂觀，因為我們可憧憬中國，中國在2月份結束封城措施，並且在沒有第二波COVID-19的情況下復甦初現，目前似乎正在擴大。中國利用舊經濟模式以建築、投資、和低端出口的來支撐其經濟，該國的工業生產現已連續連續5個月按年率增長（8月為5.6%）。

## 工業生產，與去年同期相比，%



來源：國家來源、Datastream、東方匯理財富管理。

在服務業方面，8月整個歐元區的服務業PMI指數顯示復甦停滯不前。大流行病限制了全球經濟活動的復甦，尤其是第二波觸及主要以服務主導的經濟體，例如：法國、西班牙、和印度。

在需求面，零售銷售開始復甦，儘管速度緩慢。在經歷7個月的下跌之後，中國8月的零售額第一個月小幅轉好（0.5%）。

在已發展國家，零售商焦急地等待著消費者感到足夠有信心清空他們在封城時期的積蓄以進行消費。但，由於就業的復甦緩慢，這將需要花時間。在美國，8月非農業數據（non-farm payrolls）增長137萬個職位，低於7月的173.4個（仍比大流行病之前水平少1150萬個）。

與美國相比（8月為8.4%，7月為10.2%），歐元區失業率的變化保持相對平穩（7月為7.9%，6月為7.7%，3月為4.4%），因為歐洲大量求助短期工作計畫。法國和德國宣布的國家刺激計畫（不久後義大利和西班牙將宣布）在目標政策上有所不同，但最終目的是改善消費（德國從7月降低增值稅率）或培養企業的就業能力（延長短期工作計畫並降低法國整套計畫中所引入的生產稅）。然而，隨著接近年終（歐洲央行的年度預測為8.5%），預期歐元區的失業率將在2020年上升，而美國的失業率預計下降（根據FOMC的最新預測為7.6%）。

## 預期第四季經濟平穩增長和政治的不確定性增多

隨著COVID-19病例數在美國開始下降但在歐洲回到峰值水準，病例數開始下降，因為大流行病需要更長時間擺脫，並且很可能對潛在成長產生長期影響。再者，由於公共債務比率處於歷史高位（G7經濟體的GDP平均從114%增加到2020年的134%），由於需求的復甦需花時間才能累積牽引力，因此央行保持低利率仍至關重要。

展望未來，恢復消費者信心是值得關注的關鍵指標（美國和歐元區指數仍比COVID-19之前的水平低30%，與中國的7%相比）。我們預計在第三季強勁回升之後，第四季GDP成長將比較溫和。因為美國、英國（英國脫歐）乃至歐洲土耳其和希臘最近的政治動盪，年終的特徵為政治風險強勁回歸。

新興市場總體將在2020年首次收縮（根據IMF的估計為-1.2%）。中國（連同埃及）是少數例外國家有望在2020年發佈正增長預測。在大多數新興市場中，貨幣和財政政策的操縱空間較小，對於拉丁美洲國家尤其如此，例如：巴西等，而墨西哥則程度較小。



自2000年科技泡沫以來，  
納斯達克已經出現數次調整。

# 股票市場

## 短期調整？

- 美國最近的調整引發投資者的許多擔憂，尤其認為反彈可能結束。從底部反彈超過60% (S&P 500)，再加上看漲期權的極端持倉量，高度提升短期修正的可能性。
- 如果最近的拋售沒有進一步加劇，則整個事件可能只會鼓勵“好友”逢低買入。回升的驅動力暫保無損。
- 美國聯儲局的新貨幣政策架構證實仍將短期利率維持在極低水平，即使是通貨膨脹加劇而且疫苗更有可能出現，這可能引發景氣循環性的轉機，為數位革命已經帶動的盈利趨勢增加動力。

## 估值

標普500指數的市盈率 (price-to-earnings ratio) 最近已升至1990年代後期以來的最高水平，並且是基於IBES的預測，這表示從2020年到2021年將回升27%。即使在最近標普500指數進行調整之後，2021年的市盈率 (P/E) 仍為20.6倍，較歷史平均水平溢價20%。那將限制潛在的上升機會 (upside)，如果，在另一方面，其他資產類別沒有提供如此差的回報的話。即使在這些水平上，從風險溢價的角度來看，股票與債券相比仍然具有吸引力。

## 美國

不確定性凌駕美國總統大選，使引伸波幅保持在較高水平。過了選舉截止日之後，波幅將會下降，從而吸引某些系統性資金的流動。

在那種修正之前，美國市場應該會保持活躍。九月傳統上是股市的較差的月份，在總統選舉年期間，情況更是如此。這個月的特點是企業新聞流量低，而政治辯論的喧囂佔據了投資者的注意力。實際上，按歷史來說，市場通常在10月10日左右處於最低點，這是出版季節第三季的開始。

## 歐洲

歐洲市場自5月底以來在整體上一直處於橫行調整狀態。其最近的EPS修正趨勢與春季相比要好得多。此改進得到以下支持：優於預期的上半年盈利季節、逐步的經濟復甦、以及公共行政機構（政府、歐盟復甦基金、和歐洲央行）的支持。然而，歐洲每股盈餘今明兩年的演進仍落後於美國趨勢。相比世界其他地區的估值折扣，僅略低於歷史平均水平，因此歐洲這一點不足以證明其表現在本質上是屬優異。

## 新興市場

中國經濟數據持續改善，有助於投資者對亞洲在情緒上有令人鼓舞的轉變。該地區最近的收益修正已轉為正值，特別是在中國、台灣、和印度。

中國的以消費驅動經濟的再平衡、結構性改革、和基礎建設投資仍然完好無損，並且作為非景氣循環性增長措施的一部分，有可能加速發展。在該地區中，我們加碼中國，持平韓國及新加坡，以及減持印度及東南亞國協 (ASEAN) 成員國（新加坡除外）。

## 行業偏好和投資策略

自三月從低谷反彈之後，科技細分市場最近遭受快速拋售，納斯達克也在短短三天內下跌11%以上。在回升期間出現這種調整是相當平常之事。自2000年的技術泡沫以來，納斯達克就已經出現大約13%的幾次修正，該修正在趨勢最終達到頂峰之前，總體表現超過+300%。

我們仍然保持加碼科技以及增長vs價值，尤其是：債券收益率很可能長期保持低位，IT的資本支出 (capex) 在結構上多年來一直在上升，而且最近的危機加速了數碼化的革命。

## 股票主要建議

|             | 戰術觀點 (短期) | 策略觀點 (長期) |
|-------------|-----------|-----------|
| <b>地理分佈</b> |           |           |
| 歐洲          | -/=       | =         |
| 美國          | +         | =/+       |
| 日本          | -/=       | -/=       |
| 環球新興市場      | =/+       | +         |
| 拉美          | -         | -/=       |
| 東南亞         | =         | =         |
| 中國          | +         | +         |
| <b>策略</b>   |           |           |
| 增長型         | =/+       | =/+       |
| 價值型         | -/=       | -/=       |
| 品質型         | =         | +         |
| 景氣循環性       | =         | -/=       |
| 防禦型         | =         | =/+       |

來源：東方匯理財富管理。



開啟更多方便之門。

# 定息債券

追求通貨膨脹

- 「如果我們判定通貨膨脹壓力受到抑制，並且經濟能均衡增長，我們可以保持利率在非常低的水平」，日本央行行長福井俊彥（Toshihiko Fukui），2003年3月至2008年3月。
- 追求通貨膨脹將使我們的思維長期保持忙碌。

## 中央銀行

歐洲中央銀行（ECB）考慮其流動資產注入計劃的結果，將其2021年的通貨膨脹預期提高至1%，相對於6月的0.8%。歐元上漲對通貨膨脹目標構成威脅，市場正在將2021年春季價格下調10個點子納入定價。在Jackson Hole研討會上，Jerome Powell發布聯儲局一套新的目標：通貨膨脹目標2%變得對稱，而以失業率為主要目標。預期英格蘭銀行將在11月為進一步寬鬆敞開大門。就業市場疲軟、低通貨膨脹、和脆弱的消費可能使2%的通脹目標面臨風險，並引發更多影響作用。

## 政府債券

FED8月底在Jackson Hole宣布目標轉變使美國的收益率曲線（Yield Curve）更加陡峭，並暫時結束夏季盛行的收益率回升。歐盟將於10月開始發行債券，以提供《緩解緊急事件失業風險》（Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency, SURE）計劃資金，作為對預計為7,500億歐元復甦基金融資發行的預演。

## 投資級（IG）

今年已經是私營部門遍及所有到期期限（maturities）融資的創紀錄年份。該債券發行滿足投資者不斷增長的需求，與央行的容量相競爭。許多公司為其年底和2021年初的資金需求預先融資。由於持續的需求和低的發行活動的推動下，預計活動將在第四季放緩，利差應保持在其最窄區間。

## 美國10年息差VS30年息差，點子



來源：彭博，東方匯理財富管理。

## 高收益（HY）

今年年初以來（根據穆迪的數據）有超過一百個違約，美國高收益市場在違約活動方面已經超過了往年。預期到2021年第一季達到高峰，接近8.7%全世界。需要收益率的投資者已購買評級最低的債券：CCC評等的部位分群（buckets）在8月的表現為2.44%。這反映出投資者對高風險資產的信心。由於已知外部風險，只有股市波動加劇才可能使這種反彈脫軌。

## 新興市場債券

宏觀背景仍不明朗，擔心政策支持減弱，以及美國大選和中美緊張局勢的不確定性。新興市場資產將受到美元貨幣走軟和年初致今相對溫和的違約利率的支援。我們認為，下半年可能會出現幾波波動事件，但波動幅度較小。按地區區分的差異仍然很大，因此，由於整體能見度和平均信貸品質提高，我們繼續青睞亞洲信貸相對於拉丁美洲。

## 定息債券主要建議

|               | 戰術觀點（短期） | 策略觀點（長期） |
|---------------|----------|----------|
| <b>政府債券</b>   |          |          |
| 核心歐元10年（德債）   | =        | =        |
| 歐元周邊          | =        | =/-      |
| 美元10年         | =        | =        |
| <b>信貸</b>     |          |          |
| 投資級別          | =        | =/+      |
| 高收益歐元 / BB->  | =        | =/+      |
| 高收益歐元 / B+<   | =        | =/-      |
| 歐元金融債券        | =/+      | +        |
| 美元投資級別        | =        | +        |
| 美元高收益BB->     | =        | =/+      |
| 美元高收益B+<      | =/-      | =/-      |
| <b>新興市場債券</b> |          |          |
| 國債美元貨幣        | =        | =/+      |
| 國債當地貨幣        | =/-      | =/-      |
| 拉美信貸美元        | =/-      | =/-      |
| 亞洲信貸美元        | =        | +        |
| 人民幣債券         | =/+      | +        |

來源：東方匯理財富管理。



劇烈的政治不確定性正在前方。

# 外匯

## 我們的見解

- 負「實質」收益率關係重大，並將持續存在。

### 歐元 (EUR)

由於美元全面走軟，歐元兌美元交易自2018年5月以來在9月初首次突破1.2000水平。同時，一些歐洲中央銀行官員對匯率表示擔憂。

歐洲央行在上次會議維持其貨幣政策不變。理事會就歐元走強進行過辯論，但同意沒有必要對歐元的升值過度反應。歐洲央行行長Christine Lagarde補充稱，歐洲央行沒有針對匯率，但強調歐元價值作為通貨膨脹驅動因素的重要性。

由於持倉量 (positioning) 和技術指標現在捉襟見肘，歐元進一步走強將更難達到。

我們預計在美國大選之前的高度不確定性，該貨幣配對的匯率將在1.16至1.21之間。

### 美元 (USD)

在Jackson Hole Economic Symposium討論會上，FED推出新的彈性平均通貨膨脹目標 (AIT) 架構。這應該會將美國實質匯率收益率保持在地歷史低的水平上更長的時間。FED之中位數利率意向點陣圖 (dot plot, 記錄FED每位官員所做預測的圖表) 顯示，利率將保持接近零，直到2023年底。

繼今年早期FED寬鬆政策之後，美元已經失去其利率優勢。FED印更多鈔票、美國財政揮霍、和持續低利率的前景對美元造成壓力。

自三月的最高點下跌10%之後，美元指數最近有所回升。

美元的前景應該受到美國經濟增長前景和不到兩個月的美國總統大選所驅動。最後，如果喬·拜登 (Joe Biden) 贏得總統職位並且民主黨在11月控制國會，美元就容易受到不太利商政策的潛在前景所影響。

### 英鎊 (GBP)

九月對英鎊而言並非好月份，因為英國政府選擇推出與去年英國脫歐協議相抵觸的立法。

歐盟對此表示反對並不意外，但更具破壞性的是美國等其他國家也反對，因為英國背棄已簽署的國際條約——如果英國想在國際上受信任需要避免該行為。

英鎊在夏季相對強勁表示隨後的下跌幅緩和至0.92歐元/英鎊和1.28英鎊/美元的水平，代表市場說「我對英國脫歐感到神經質，但不會過度焦慮」。

談判會在10月不可避免地升溫，正如我們已經預告有一段時間了，現在我們對英鎊保持持平——因為太混亂了以致於無法介入。

### 人民幣 (CNY)

人民幣出色回升，兌美元匯率在9月從7.10跌破6.80，主要受美元走軟、中國經濟明顯成功復甦、以及「退出COVID-19防範措施」的支撐。

值得注意的是，儘管我們都被每日感染人數分散注意力，但中國在美國10年期政府債券的收益率上的利差攀升至創紀錄的2.50%。同時，由於西方央行開始以印製鈔票來彌補巨額財政赤字來重新進行通貨貶值 (currency-debasement)，中國人堅持貨幣正統觀念 (即不貶低通貨)。

因此，儘管短期內人民幣已經大幅升值，我們看到更多的長期基本因素及積極為貨幣建構基礎，也不會驚訝看到資本繼續向中國市場轉移以利中國。

### 外匯與貴金屬觀點主要建議

|           | 戰術觀點 (短期) | 策略觀點 (長期) |
|-----------|-----------|-----------|
| 美國 (USD)  | =         | =/-       |
| 歐元區 (EUR) | =         | =/+       |
| 英國 (GBP)  | =         | =         |
| 瑞士 (CHF)  | =/-       | =/-       |
| 日本 (JPY)  | +         | =         |
| 澳洲 (AUD)  | =/+       | +         |
| 加拿大 (CAD) | =/+       | +         |
| 挪威 (NOK)  | =/+       | +         |
| 巴西 (BRL)  | =         | =         |
| 中國 (CNY)  | =/+       | +         |
| 金 (XAU)   | =         | =/+       |
| 銀 (XAG)   | =         | +         |

來源：東方匯理財富管理。

# 資產分配

## 投資方案及配置

### 投資方案

#### 宏觀展望

- 活動調查和信心指標顯示，自7月以來宏觀動力已經減弱，未來幾個月的復甦速度可能令人失望；
- 然而，第三季復甦應該很強勁，如法國銀行本月上調第三季GDP（增長+16%，相對於2020年第二季）所反映出的，但第四季在邏輯上會減弱；
- 通貨膨脹率仍低，歐洲直到年底都將保持負增長，但到2021年，歐洲的通貨膨脹率將接近1%，而美國則接近2%，這不導致各國央行放棄其寬鬆的立場；
- 政策搭配強健，而且財政政策將有助於在2021年全球增長達到5%；
- 新興市場之間的分散性強，亞洲的前景要好於拉丁美洲；
- 由於歐洲確認有第二波，COVID-19仍是可能影響復甦的主要風險；
- 美國大選應該是千鈞一髮的結局，郵寄投票會增加不確定性；對於市場而言，最壞的情況可能是有爭議的勝利，需重新計票由最高法院仲裁。

#### 違約率

- 根據穆迪的數據，全球高收益違約率在8月增加6%以上，主要歸因於美國高收益市場（接近9%，年初至今137筆違約中佔112筆），並且集中於能源以及零售和商業服務等行業；美國的整體違約率應在冬季和2021年春季之間達到11%以上的峰值（酒店、遊戲、和休閒場所的違約率也將強勁增加），然後於

2021年夏季降至9%。然而，其他資料來源顯示，美國高收益市場年初至今的違約率低得多（約6%），主要受到能源的影響（美國高收益違約率低於4%，不含能源）；

- 在歐洲，年初至今違約率約為3%。展望未來，歐洲2021年歐元高收益的違約率應不超過5%至6%。COVID-19回應計劃可能會使這種情況變得模糊，這可能會延遲違約的發生（殭屍公司的比例上升），且違約率可能會停滯一段時間。

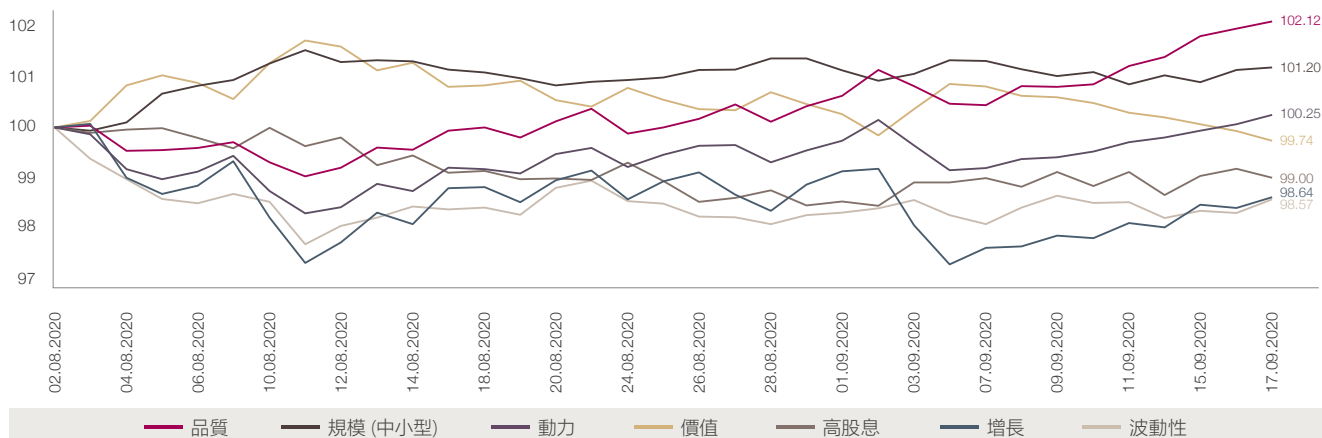
#### 公司盈利

- 由於第二季收益季節好於預期的支持，美國2020財年預期盈利有所改善；
- 2021財年的預期似乎很高（MSCI World超過25%），並且有待進一步修訂，但主要反映2020年盈利非常低迷水平的強勁基礎效應；
- 從地域基礎上看，中國和北亞股票佔主導地位，其次是美國股票，和歐洲在2020年EPS收縮更為嚴重，反映出歐洲指數具有更多景氣循環性成分。

#### 估值

- 按歷史的角度，本益比看似沒有吸引力，但股票風險溢價與長期平均水平一致；
- 如果違約未達到最壞情境的預測，則信用利差可能會進一步壓縮，而風險溢價的正常化大致上已完成。

### MSCI 因素相對績效，歐洲



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。

# 資產分配

## 投資方案及配置

### 資產類別推薦

#### 股票

我們維持對美國股票和中國股票的偏好，但上個月減少對歐洲股票的減持，這可以從以下方面受益：復甦計劃，潛在的外匯走勢逆轉、以及拜登獲勝的情況下國際趨於穩定。美國科技的技術調整提供短期的復甦潛力。策略上，我們繼續青睞優質股票和長期主題。

#### 定息債券

我們對已開發市場的信貸仍有信心，並對新興市場保持精挑細選而偏愛亞洲。各國央行支持和尋找避風港導致我們可以國債保持投資存續期間，同時監測可能由通貨膨脹的部分正常化，或市場對美國政治環境和融資壓力的反應，所導致的曲線的陡峭化。

#### 貨幣

假設美元的貶值大部分是在現階段完成，我們對歐元/美元持持平態度。從長遠來看，我們認為在雙赤字和大量印鈔為聯邦積累債務進行融資的背景下，美元可能會進一步走弱。

#### 黃金

黃金應該穩定於1,800美元至1,950美元之間，但在利率曲線變陡峭的情況下可能會面臨風險。以長期看，貨幣寬鬆和通貨貶值有利於黃金兌大多數貨幣的價值。

### 主要建議

| 股票市場          | 戰術觀點 (短期) | 策略觀點 (長期) |
|---------------|-----------|-----------|
| <b>地理分佈</b>   |           |           |
| 歐洲            | -/=       | =         |
| 美國            | +         | =/+       |
| 日本            | -/=       | -/=       |
| 環球新興市場        | =/+       | +         |
| 拉美            | -         | -/=       |
| 東南亞           | =         | =         |
| 中國            | +         | +         |
| <b>策略</b>     |           |           |
| 增長型           | =/+       | =/+       |
| 價值型           | -/=       | -/=       |
| 品質型           | =         | +         |
| 景氣循環性         | =         | -/=       |
| 防禦型           | =         | =/+       |
| <b>定息債券</b>   |           |           |
| <b>政府債券</b>   |           |           |
| 核心歐元10年 (德債)  | =         | =         |
| 歐元周邊          | =         | =/-       |
| 美元10年         | =         | =         |
| <b>信貸</b>     |           |           |
| 投資級別          | =         | =/+       |
| 高收益歐元 / BB->  | =         | =/+       |
| 高收益歐元 / B+<   | =         | =/-       |
| 歐元金融債券        | =/+       | +         |
| 美元投資級別        | =         | +         |
| 美元高收益BB->     | =         | =/+       |
| 美元高收益B+<      | =/-       | =/-       |
| <b>新興市場債券</b> |           |           |
| 國債美元貨幣        | =         | =/+       |
| 國債當地貨幣        | =/-       | =/-       |
| 拉美信貸美元        | =/-       | =/-       |
| 亞洲信貸美元        | =         | +         |
| 人民幣債券         | =/+       | +         |
| <b>外匯</b>     |           |           |
| 美國 (USD)      | =         | =/-       |
| 歐元區 (EUR)     | =         | =/+       |
| 英國 (GBP)      | =         | =         |
| 瑞士 (CHF)      | =/-       | =/-       |
| 日本 (JPY)      | +         | =         |
| 巴西 (BRL)      | =         | =         |
| 中國 (CNY)      | =/+       | +         |
| 金 (XAU)       | =         | =/+       |

來源：東方匯理財富管理。

## 市場監測 (當地貨幣)

精選市場走勢

2020年9月16日數據

| 股票指數                         | 收市        | 四星期變動  | 年初至今    |
|------------------------------|-----------|--------|---------|
| 標普 500 (美國)                  | 3,385.49  | 0.32%  | 4.79%   |
| 富時 100 (英國)                  | 6,078.48  | -0.55% | -19.41% |
| 歐盟 600                       | 373.13    | 0.96%  | -10.27% |
| 東証股價指數                       | 1,644.35  | 1.90%  | -4.47%  |
| 摩根士丹利環球                      | 2,403.50  | 0.38%  | 1.91%   |
| 中國滬深300指數                    | 4,657.36  | -1.76% | 13.69%  |
| 摩根士丹利 新興市場                   | 1,116.99  | 1.60%  | 0.21%   |
| 摩根士丹利 拉丁美洲                   | 2,007.60  | 1.18%  | -31.19% |
| 摩根士丹利 EMEA 欧<br>(歐洲, 中東, 非洲) | 217.30    | -0.48% | -18.79% |
| 摩根士丹利 亞洲<br>(日本除外)           | 731.85    | 1.87%  | 6.33%   |
| 法國巴黎 40 (法國)                 | 5,074.42  | 1.95%  | -15.12% |
| 德國 DAX (德國)                  | 13,255.37 | 2.14%  | 0.05%   |
| 義大利 MIB (義大利)                | 19,963.99 | -0.46% | -15.07% |
| 西班牙 IBEX (西班牙)               | 7,110.80  | 0.23%  | -25.54% |
| 瑞士 SMI (瑞士)                  | 10,520.00 | 2.35%  | -0.91%  |

| 商品                 | 收市       | 四星期變動  | 年初至今    |
|--------------------|----------|--------|---------|
| 鋼筋「人民幣/公噸」         | 3,680.00 | -2.44% | -3.06%  |
| 黃金「美元/安士」          | 1,959.26 | 1.57%  | 29.13%  |
| WTI原油「美元/桶」        | 40.16    | -6.45% | -34.23% |
| 銀「美元/安士」           | 27.35    | 0.05%  | 52.64%  |
| 銅「美元/公噸」           | 6,777.00 | 1.38%  | 9.77%   |
| 天然氣「美元/百<br>萬英熱單位」 | 2.27     | -6.55% | 3.56%   |

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。

| 波動率指數 | 收市    | 四星期變動 | 年初至今  |
|-------|-------|-------|-------|
| VIX   | 26.04 | 3.50  | 12.26 |

| 貨幣      | 收市     | 四星期變動  | 年初至今   |
|---------|--------|--------|--------|
| 歐元/瑞士法郎 | 1.07   | -0.81% | -1.01% |
| 英鎊/美元   | 1.30   | -1.00% | -2.19% |
| 美元/瑞士法郎 | 0.91   | -0.63% | -5.92% |
| 歐元/美元   | 1.18   | -0.19% | 5.38%  |
| 美元/日元   | 104.95 | -1.10% | -3.37% |

| 政府債券   | 孳息率    | 四星期變動<br>(基點) | 年初至今<br>(基點) |
|--------|--------|---------------|--------------|
| 美國10年  | 0.70%  | 1.68          | -122.06      |
| 法國10年  | -0.22% | -3.90         | -33.90       |
| 德國10年  | -0.49% | -1.10         | -29.70       |
| 西班牙10年 | 0.26%  | -2.90         | -20.40       |
| 瑞士10年  | -0.47% | 0.60          | 0.20         |
| 日本10年  | 0.02%  | -1.10         | 3.50         |

| 企業債券          | 收市     | 四星期變動  | 年初至今   |
|---------------|--------|--------|--------|
| 新興市場政府債券      | 42.74  | 1.88%  | -2.62% |
| 歐元政府債券        | 220.48 | 0.08%  | 1.35%  |
| 歐元高收益企業<br>債券 | 199.50 | 0.93%  | -2.05% |
| 美元高收益企業<br>債券 | 303.67 | 0.67%  | -0.10% |
| 美元政府債券        | 326.48 | 0.05%  | 5.97%  |
| 新興市場企業債券      | 52.00  | -0.10% | 0.41%  |

## 每月投資回報, 指數

| 2020年6月 | 2020年7月 | 2020年8月 | 四星期變動  | 年初至今<br>(2020年9月16日) |                                                           |
|---------|---------|---------|--------|----------------------|-----------------------------------------------------------|
| 7.87%   | 12.75%  | 8.16%   | 1.90%  | 13.69%               | <div>最強表現</div> <div>+</div> <div>最弱表現</div> <div>-</div> |
| 7.68%   | 10.73%  | 7.01%   | 1.87%  | 6.33%                |                                                           |
| 6.96%   | 8.42%   | 6.53%   | 1.60%  | 4.79%                |                                                           |
| 5.19%   | 8.02%   | 3.40%   | 1.18%  | 1.91%                |                                                           |
| 3.20%   | 5.51%   | 2.86%   | 0.96%  | 0.21%                |                                                           |
| 2.85%   | 4.69%   | 2.58%   | 0.38%  | -4.47%               |                                                           |
| 2.51%   | 2.44%   | 2.09%   | 0.32%  | -10.27%              |                                                           |
| 1.84%   | -1.11%  | 1.26%   | -0.48% | -18.79%              |                                                           |
| 1.53%   | -4.02%  | 1.12%   | -0.55% | -19.41%              |                                                           |
| -0.31%  | -4.41%  | -6.36%  | -1.76% | -31.19%              |                                                           |

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。

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」

# 附錄

**ESMA:** 歐洲證券及市場管理局。

**USMCA:** 美國、墨西哥和加拿大協定，即於2018年9月30日由三國政治領導人簽署的自由貿易協定，用於取代北美自由貿易協定NAFTA，1994年簽署。

**現貨溢價:** 指現貨價格高於期貨價格，與之相反的情形稱為期貨溢價。

**啞鈴:** 一種資產管理策略，只做兩端投資，如只投資於短期債券和長期債券。

**ECB:** 歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

**由下至上:** 一種投資組合管理方法，一種投策略或分析方法，關注具體企業帳號及細節，自上而下的分析方法則與之相反，關注的是宏觀經濟總量。

**EPS:** 每股盈利。

**布蘭特:** 一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

**Bund:** 德國10年期債券。

**Call:** 指金融工具的看漲期權。即在給定價格下購買的權利。

**CFTC (商品期貨交易委員會):** 美國獨立監管機構，負責監管美國商品期貨、期權市場。

**COMEX (商品交易所):** 1994年於NYMEX (紐約商業交易所) 合併，負責金屬期貨和期權交易。

**海灣合作委員會 (GCC):** 促進阿曼、沙烏地阿拉伯、科威特、巴林、阿拉伯聯合酋長國和卡塔爾之間的區域合作的組織。

**期貨溢價:** 指期貨價格高於現貨價格。相反的情形稱為現貨溢價。

**次級債:** 當債務的償還以先償還非次級債務為條件時，稱為次級債務。作為接受額外風險的回報，次級債券往往提供更高的收益率。

**G10十國集團:** 五大集團之一，其他四個集團分別為七國集團、八國集團、二十國集團、二十四國集團，是為促進具有相似 (經濟) 利益的國家之間交流和合作的團體。10國集團成員國包括: 比利時、加拿大、法國、德國、義大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國和美國，瑞士是第11個成員國。

**存續期:** 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。

**EBIT (息稅前利潤):** 指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

**EBITDA (利息、稅項、折舊和攤銷前利潤):** 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。

**ESG:** 環保 (E)、社會 (S) 和治理 (G)。

**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。

**FOMC (聯邦公開市場委員會):** 美國聯儲局的貨幣政策機構。

**期貨:** 交易所金融交易工具，允許交易標的資產以未來價格進行交易。

**GHG:** 溫室氣體。

**高收益:** 一種債券，因其評級低於投資等級的債券，也被稱為“垃圾債券”(所有評級均低於標普評級)。評級越低，收益率越高，通常情況下，還款風險越高。

**PMI:** 採購經理人指數。

**經濟驚喜指數:** 衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

**iBoxx投資級/高收益指數:** 以多渠道即時價格衡量投資級/高收益公司債券收益率的基準。

**羅素2000指數:** 衡量美國小市值股份表現的基準。該指數由羅素3000指數當中市值最小的2000隻股票構成。

**投資級:** 根據標準普爾的標準，評級在AAA和BBB之間的優質債券類別。

**CPI (消費者物價指數):** 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。

**LIBOR (倫敦銀行同業拆息):** 選定銀行在倫敦金融市場融資同意支付的銀行間平均利率。LIBOR將於2020年停止生效。

**LME (倫敦金屬交易所):** 倫敦銅、鉛或鋅等商品的買賣場所。

**Loonie:** 加拿大1加元硬幣的別稱。

**貸款價值比 (LTV):** 貸款價值比，表示貸款金額與所購資產價值的比率。此比率一般用於按揭領域，金融監管者通常會設定比率上限，以保護放款人和借款人雙方，抵禦房價突然驟降可能帶來的衝擊。

**逐日盯市:** 以現行市場價格的資產評估。

**折價債券:** 以低於債券面值的價格交易的債券，即低於100。

**經合組織 (OECD):** 經濟合作與發展組織。

**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。

**WTO:** 世界貿易組織。

**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%。

**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。

**人民幣:** 中國貨幣的官方名稱 (香港、澳門除外)。通常被稱作元。

**認沽期權:** 期權契約提供買方權利而非義務，在特定時間段內以設定價格出售一定數量的投資資產。購買認沽期權的買方認為投資的股票價格將在到期日之前跌至期權價格之下。當投資資產價值下降時，認沽期權的價值會增加，反之亦然。

**SEC (證券交易委員會):** 獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

**息差 (信貸息差):** 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。

**SRI:** 可持續經營與社會責任型投資。

**混合型證券:** 同時具有債券 (支付票息) 和股票 (無到期日或到期日非常長，可能如股息般，不支付票息) 特徵的證券。同股息一樣，票息可能不會被支付。

**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。

**楔形:** 一種技術分析中的證券價格形狀，即在價格圖表上，上下兩條趨勢線收窄成一個箭頭形狀，即出現一個楔形。

**WTI (西德克薩斯中質原油):** 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。

## 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或切合個人情況，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不包含資訊之及時、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 Wealth (Group) ("Indosuez Group") 依據法國法律註冊組成，是Crédit Agricole集團所屬Wealth Management事業的控股公司，包含其在此事業中運營的（直接和間接）子公司和/或其合併實體，即CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM and CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA and CA Indosuez Wealth (Miami)，其各自的（直接和間接）子公司、分支機構、和代表處，無論位於何處，均以Indosuez Wealth Management品牌經營。各成員公司個別稱為「實體」，統稱為「實體集團」。

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：本冊子由CA Indosuez Wealth (France) 分發，該機構乃具有資本額82,949,490歐元之上市有限公司，在French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，和在Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635之信用機構和保險經紀公司，地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。監督機構為Prudential Control and Resolution Authority and the Autorité des Marchés Financiers。本冊子所載之資訊均不構成(i)歐盟委員會2016年4月25日頒佈的第2017-565號委托條例第36條及歐洲議會和理事會2014年4月16日頒佈的關於市場濫用的第596/2014號條例第34、35點第1段第3條所指的投資研究，亦不構成(ii)法國貨幣及金融法典第D.321-1條所指的個人投資推薦。建議投資者在與CA Indosuez Wealth (France) 的常用聯絡人溝通後，再行考慮本冊子所含資訊，並視情況向私人會計、法律和稅務專家獲取建議；
- 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於號：B91.986，是經授權的信託機構，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，是一家信託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託機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。

- 在意大利：本冊子由CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A 發行，總部位於Piazza Cavour 2, Milan, Italy，已加入Banca di Italia保管的銀行名冊，編號：5412，稅法和米蘭貿易公司的註冊號及VAT號：09535880158,R.E.A no. MI-1301064；
- 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<sup>er</sup> - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341；
- 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29層。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，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No.FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡法《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、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；
- 在黎巴嫩：本冊子由CA Indosuez Switzerland (Lebanon) SAL, Borj Al Nahar bldg., 2<sup>nd</sup> Boor, Martyrs' Square, 1107-2070 Beirut, Lebanon。在黎巴嫩適用法律的含義內，本冊子不構成要約，亦不代表行銷材料；
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 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。其在私人基礎上分發，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；
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1<sup>st</sup> Street - Al Muhairy Center, OfPce Tower, 4th Floor, 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；
- 在邁阿密：本冊子由CA Indosuez Wealth (Miami) 分發，地址：600 Brickell Avenue, 37<sup>th</sup> Floor, Miami, FL 33131, USA。本冊子是以保密方式提供給有限數量的人士，僅供參考之用。其不構成美利堅合眾國中(或者在本要約會為非法的任何司法管轄區中)的證券要約。本冊子中所提及相關證券報價方案，可能沒有根據1933年證券法案進行註冊。某些證券在美利堅合眾國可能並非為自由可轉讓的證券；
- 在巴西：本冊子由CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM分發，地址：Av.Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3<sup>rd</sup> floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, registered in the CNPJ/MF under number n. 01.638.542/0001-57；
- 在烏拉圭：本冊子由Indosuez Group (Uruguay) Servicios & Representaciones S.A分發，地址：Av.Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of.1576, 11300 Montevideo, Uruguay。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成提交要約的邀請。分發本冊子屬非公開性質。本冊子及其所提及的產品未經烏拉圭中央銀行或其他監管機構審核或批准，也未註冊。

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。

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2020年10月17日編輯。

東方匯理財富管理集團的成員銀行正在籌備更換或調整銀行同業間利率，諸如LIBOR（倫敦銀行同業拆借利率）、EURIBOR（歐元銀行業拆款利率）、以及EONIA（歐元隔夜期指數型平均利率）等，因為是由金融市場主管機關和銀行代辦處作決定，其議價條件將顯著加強。在歐洲的層級上，歐洲中央銀行於2019年10月所開始公告之€STR（歐元短期利率）將與EONIA並存至2021年12月止，然後於2022年1月起取代EONIA。至於EURIBOR，歐洲貨幣市場機構（European Money Markets Institute）於2019年11月確定Hybrid EURIBOR的過渡階段已經達成，有利於從今日起至2021年12月期間進行全面調整。各項銀行同業拆款利率（IBOR，例如：LIBOR美元）也將從現在起至2021年底止進行全面改革。因此，瑞士國家銀行於2019年6月宣布推出以瑞士法郎計價之本國政策利率，該利率以SARON（瑞士隔夜平均利率）為基準作計算以建立也是根據SARON計算的遠期利率。

東方匯理財富管理集團正在密切關注所有這些改革，並準備好具體的框架應付有關法規上、商業上、以及運營上的各種影響。對於目前以這些基準利率為指標所進行的融資業務或投資，您無需因其改變而採取任何行動。一旦有關該利率變更的細節更為明朗時，我們會向您及時稟告。如有任何疑問，敬請不吝賜教與您的客戶經理聯絡。

