

# MONTHLY HOUSE VIEW

市場推廣產品 - 2021年4月

聚焦

經濟部門重新開放：釋放增長動力

## 概要

- 01 • 編輯寄語  
關鍵時刻乎? P3
- 02 • 聚焦  
經濟部門重新開放：  
釋放增長動力 P4
- 03 • 經濟點評  
3-速世界 P6
- 04 • 定息債券  
長期利率正常化 P8
- 05 • 股票市場  
利率攸關一切! P10
- 06 • 外匯  
英鎊/美元得到強化注射而升值 P12
- 07 • 資產分配  
投資方案及配置 P14
- 08 • 市場監測  
精選市場走勢 P16
- 09 • 附錄  
免責聲明 P17  
P18

## 01 • 編輯寄語 關鍵時刻乎？



VINCENT  
MANUEL

投資總監  
東方匯理財富管理

親愛的讀者：

美國是處於結構性系統變化還是景氣循環性的小繁榮？不論答案為何，現在已成為投資者決策的焦點，對於市場而言，現在可能都是關鍵時刻，將來可能朝幾個方向發展。

其中一種途徑可能是，由於基數效應和刺激計畫提振了消費，未來幾個月的通貨膨脹上升只是暫時性的而且純粹是美國本土性激增。如果是這種情況，各國央行可以統一其各項目標（適度通貨膨脹、充分就業、為企業和政府保留有利的金融條件），同時維持多幾年寬鬆政策。如果真是這種情況，投資者可以保留其長期增長的股票以及長存續期的資產。

另一條途徑是，出現利率結束長期下降的趨勢，這種趨勢本身反映出危機前的均衡（適度通貨膨脹、廉價能源，政策配搭對企業比對員工更有利）。在這一點上，各國央行將會面臨嚴重的中期性兩難抉擇，即一方面要決定控制通貨膨脹，另一方面要決定充分就業和融資。如果這種情況出現，那麼市場需求將大多轉向消費商品和景氣循環性股票，而非主權債券。

某些指標顯示我們可能立於決定性的處境。通貨膨脹預期上升是第一項徵兆。股權/債券之間相關性的變化是這一轉變的另一項體現。在過去的10年期間已經失寵的價值型股票現在表現優於大市，這似乎也是一種新典範的跡象。

無論我們所經歷的是系統性變化，還是像過去那樣只是景氣循環性的正常化，這種市場體制都必須找到新的平衡點。這就是以美國10年期國債殖利率穩定點

為中心的整個辯論，該殖利率受到相互對立的力量所支持。有時後，將金融理解為物理問題比較合適（力的平衡，一方面是需求和通貨膨脹，另一方面是央行及儲蓄）。

目前金融界已經接受這些說法的重要程度令人擔憂。與意識形態一樣，一種說法未平另一種敘事又起：在很短的時間內，我們已經從長期停滯演變到通貨再膨脹（reflation）的敘事。客觀上，有很多理由支持這些說法，特別是民主國家的政治共識需要與他們的中產階級重新溝通相互理解。但是對於那些記得2000年新經濟故事的人來說，這可能是他們在全心全意欣然接受之前保持謹慎態度的原因。但是，敘事又是怎麼回事？試圖確證假設，有時又與事實背離是一種現實的現象，而這種現實表現在敘事上。

實際上，當提及資產配置之時，意識形態沒有立足之處。我們生活在頗具達爾文本質的時期，這非常有利於既務實又按部就班地適應新現實，並將這些新參數納入其分析框架的投資者。

相信老公式會繼續有效與相信意識形態一樣危險；經濟政策和配置均亦如是。

10年前經過中央銀行精心策劃的資產價格通貨再膨脹，使我們從流動性危機中脫身，這使得任何與低通貨膨脹的十年所作比較都變得毫無價值。這一回，我們正在利用向美國家庭大灑現金來擺脫健康危機。其後果必然會有所不同，過去資產配置的英雄（黃金、科技、國庫券）將不會成為永遠不容置疑的教條。

世界距離恢復正常還很遠，但由於在普及疫苗接種方面確有進展，也因為消費者行為的結構在大流行疫情超過一年之後發生變化，經濟活動重新開放的跡像開始萌芽。行業之間的兩極分化依然很強，儘管英國宣布重新開放計畫，但美國的重新開放活動已經展開。



美國零售和娛樂行業的水平僅比大流行疫情前低

15%

### 流動性檢查：美國正在接種疫苗，並在持續行動中

Google的移動性報告讓我們瞭解各行業經濟重新開放的程度。在受到嚴重衝擊的零售和遊憩行業中，美國引領重新開放的運動，但仍比大流行疫情前的水平低15%（圖1）。

歐洲的流動性實際上自從一月下旬開始逐漸恢復之後又再度下降，而英國仍位列世界上流動性最受限制的國家之一（圖2）。

### 疫苗接種仍然是釋放經濟動力的關鍵。

目前無可置疑的疫苗接種領先國：以色列（60%人口接種至少一劑疫苗），英國（36%），阿拉伯聯合大公國（35%）和美國（21%）。其他國家疫苗接種的發展則受到供應和物流上的限制：歐元區（佔7%人口）和中國（平均每100人接種3.65劑疫苗，而法國為10.75劑）。

展望未來，結果仍然不確定，但目標已經設定：美國所有18歲以上的公民將在七月之前接種疫苗，英國的所有限制將在六月21日之前逐步取消，中國40%公民將在七月底之前，歐元區70%成年人口到七月下旬接種疫苗。目標很明確：夏季結束之前接種疫苗達標並重新開放經濟活動，即使對於中國和歐元區而言，這也需要竭力加快接種過程。

### 哪些行業在從重新開放中受益？

製造業的復甦速度比大多數其他行業要快，遭受損失也比第一波時輕微，尤其是在歐洲，出口量已經大大撐起了生產量。與大流行疫情前的水平相比，工業生產量在歐洲和中國分別已回到或超過之前的水平，而美國和英國僅比大流行疫情之前水平低5%，美國的產量由於二月的惡劣天氣而遭到挫折。

圖 1：美國流動性的變化，按行業分\*

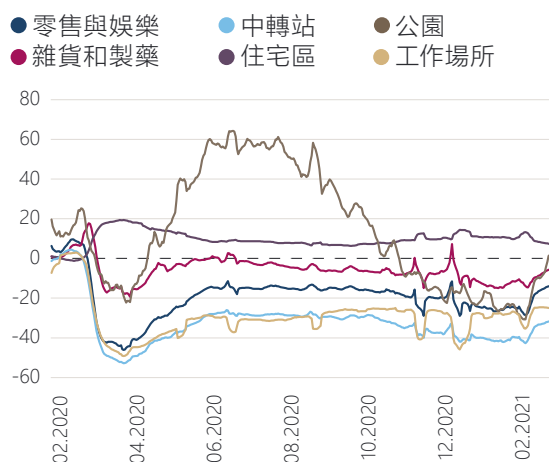
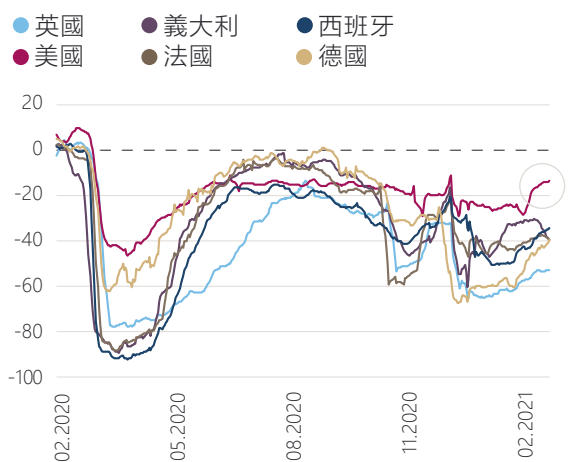


圖 2：零售和娛樂行業流動性的變化\*



\*遊客人數的7日滾動平均值與大流行疫情爆發前基準線日相比。  
來源：我們的World in Data，東方匯理財富管理。

在大流行疫情期間，房地產市場的表現優於經濟體的其他行業，尤其是在美國和英國得益於低抵押貸款利率、刺激措施、以及滿足在家辦公和上學更寬敞空間的需求。迄今為止，新屋開工量經歷一段顛簸不平的復甦，但因為美國一月份的建築許可激增10.7%而前景樂觀。

各地區服務業根據其限制性和疫苗接種的進展情況，復甦情況大不相同。PMI<sup>1</sup>月刊資料顯示，美國服務業的活動自秋天以來擴張速度的表現目前已首次超過製造業。從消費者的角度來看，美國消費者似乎更捨得花錢。非商店零售額繼續斬獲市場佔有率，儘管增速低於去年年底。餐飲場所在一月開始復甦。根據OpenTable的資料，歐洲由於仍處於嚴峻的封城狀況，目前在美國開放預訂的餐桌數量已達到2020年三月容量的75%（而二月平均開放量為66%）。

最後，旅遊業仍然是全球受大流行疫情影響最大的領域。自2020年底以來，各國政府對國際航空旅行實施的嚴格措施持續增加，特別是在歐洲和亞太地區（在乘客-公里數方面，國際航班比2020年一月下降86%，而國內旅行下降47%）。

然而，美國國內旅行自三月中旬以來預訂量顯著上升（圖3），與2019年水平相比，航空公司的預訂量自大流行衝擊以來首次降幅不到30%。再者，政府的紓困措施繼續支助航空業，美國國會批准經濟紓困計畫公布第二天，美國多家大型航空公司就正式放棄裁員數千人的計畫。

## 以重新開放為主題的市場表現

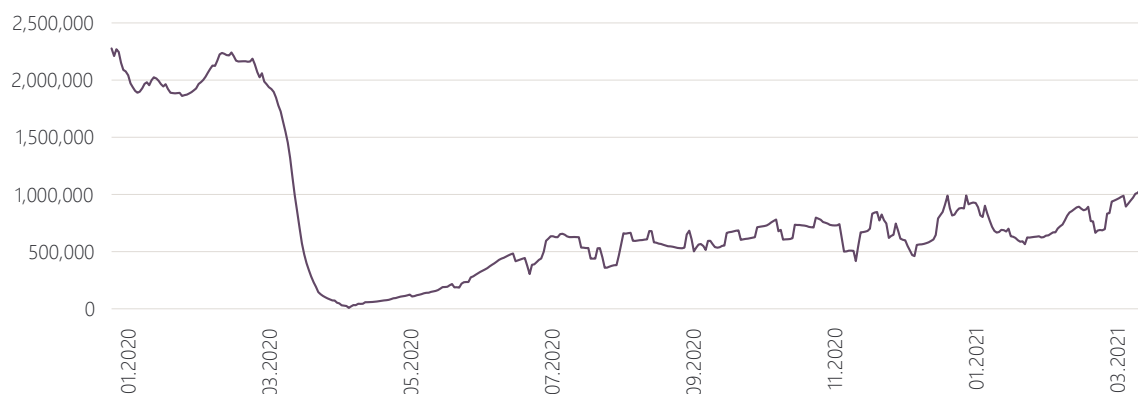
經濟活動重新開放對股市中的運輸業和工業都有利，特別是在美國，恢復正常生活的過程更為超前。因此，各指數大都加碼航空公司和交通運輸類股，諸如標準普爾運輸精選行業指數（今年迄今上升25%）勢頭日趨強勁，其表現優於大市。

工業及房地產市場也從樂觀反彈中受益。自年初以來，道瓊斯美國精選房屋建築指數上漲20%，而在英國，富時350建築和建材指數在此期間的漲幅超過FTSE 100，漲幅為7%。



美國餐桌預訂  
量達到2020  
年容量的  
**75%**

圖 3：旅客流通量\*



\*7-天移動平均線，查驗點旅遊同行人數 (checkpoint travel numbers)。來源：美國運輸安全局 (TSA)、東方匯理財富管理。

1 - 採購經理人指數。

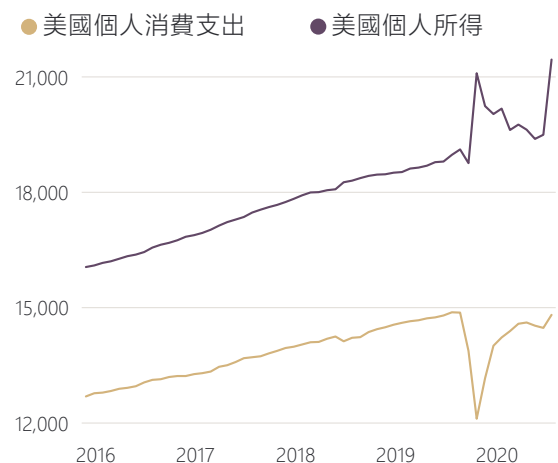


美國已經完全採行其1.9萬億美元的刺激方案，全速催動經濟活動。儘管這肯定會提振經濟，但人們擔憂通貨膨脹日益升高正在動搖市場。在歐洲（不包括英國），加速措施似乎受到了阻礙，因為新的封城措施正在影響供需雙方。轉向東方，中國所擔心的是如何適當地調控抑止方式來讓經濟妥善去槓桿化。

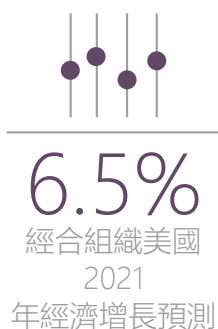
### 美國經濟將來會過熱嗎？

二月的消費和生產儘管受到惡劣天氣影響，但結構及非結構資料均顯示美國經濟正在復甦的跡象。申請失業救濟的美國人數在三月初降至71.2萬，達到5-個月期新低。在個人所得增長10%（圖4）之後，一月的個人消費支出每月增長2.4%，這是2020年四月以來的最大增幅，部分原因是大流行疫情因應方案的紓困付款有部分的人已經收到了。因為新的刺激方案獲得批准，零售額仍繼續逐年上揚（+6.3%），而密歇根州消費者信心指數在二月創下一年來最高水準（83）。

圖 4：美國個人所得增長10%，十億美元計



來源：美國商業部經濟分析局 (BEA)、東方匯理財富管理。



實際上，總額1.9萬億美元的《美國營救計畫法》(Rescue Plan Act) 超出預料之外已完全通過。正如經合組織所提到的，該計畫將會進一步提振美國經濟。經合組織在三月將2021年美國經濟增長預期從3.2%上調至6.5% (與Fed從4.2%上調至6.5%一致)。再者，2022年的經濟增長預測很可能會受到數萬億美元基礎建設方案的積極影響，美國政府目前正準備將其作為下一重大立法的優先事項，並可能在年底之前通過增加稅收來籌集資金。

疫苗接種的加速進行和整套新刺激方案造成對經濟復甦的樂觀態度，卻引發對通貨膨脹的擔憂，因此國債受到某程度壓力，而導致技術面和債券類股票 (bond proxies) 的動盪，同時促進轉向有價值型的股份投資。Janet Yellen和Fed都認為，要收緊政策為時尚早。通貨膨脹也受到油價上漲的助長，有可能會超出2%的目標：這一風險Biden政府願意承擔。

## 銀根緊縮延遲歐洲的復甦

歐洲的經濟復甦滯後。由於新的封城限制，尤其是發生在德國和義大利，使歐元區一月的零售業銷售額急劇下降 (按年利率計算為-6.4%，相對於十二月為+0.9%)。工業生產依然低迷 (一月份增長+0.1%)，雖然比預期好。製造業獲得支撐，但PMI綜合指數仍低於擴張門檻 (二月歐元區為48.8)。

歐洲中央銀行 (ECB) 強調，由於重新開放仍然脆弱，預計歐元區經濟會在2021年Q1萎縮。由於能源價格上漲和暫時性因素，ECB對2021年的通貨膨脹的預估已從1%提高至1.5%。另外，ECB預計下一季將增加其資產購買，以限制長期利率上升。

跨英吉利海峽區域，復甦仍然受到COVID-19疫情和新封城所籠罩，而英國脫歐的影響仍不明朗，因為一月份出口下降 (-18.2%) 很可能是十二月儲備 (Stockpiling) 的回調。展望未來，我們在上次PMI調查中看到疫苗主導的樂觀情緒的一些初步跡象 (二月份綜合指數上漲了9點，略高於50-分的門檻)。

## 中國經濟追求正常化

中國經濟在景氣循環性復甦方面仍然遙遙領先。中國國家統計局的資料顯示，一至二月期間工業生產和消費量與去年同期相比增長超過30%，其中要考慮到相當強的基數效應。儘管當局努力於再平衡增長，但不斷增長的零售額仍低於大流行疫情之前的數字。

儘管如此，現在是時候讓當局放鬆，但以非常漸進的方式來放鬆刺激措施及逐步去除中國經濟槓桿化。貨幣政策也應改為收緊些，預期2021年下半年將加息。在這種國內降溫的情況下，貿易量和高外部需求的數據將對中國的經濟增長預測產生越來越大的影響。在其5-年計畫中，中國將年度經濟增長目標定在6%以上 (與大流行疫情前的正常化增長趨勢一致)。

## 04 • 定息債券 長期利率正常化

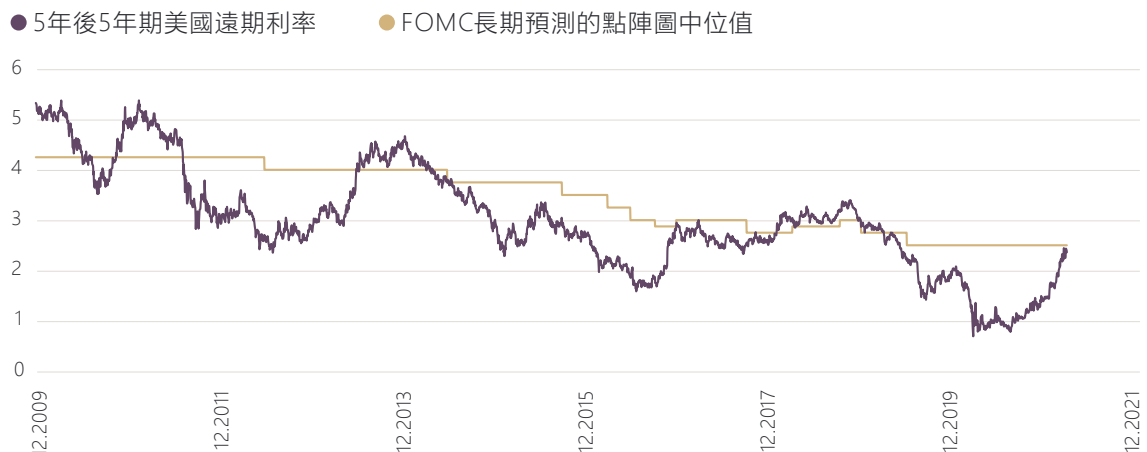


健康方面的緊張局勢：全球定期債券市場正在有序地重新將更高的增長和通貨膨脹預期納入定價。由於金融條件仍然與運作良好的金融市場相適應，因此央行在收益率曲線控制的討論言辭上並未進入全證據模式 (full ammunition mode)。該框架說明了實質利率的正常化的原因，反映出這一變化不僅只與通貨膨脹有關而已。關鍵問題仍然存在：對於通貨膨脹和增長的短期樂觀是否能夠獨立維持到中長期？

自年初以來，美國長期利率上升（圖5）顯示是幾十年來定息債券表現最壞的開始之一。從技術層面來講，實質利率上升解釋了利率變動的主要原因，使得通

貨膨脹的中期預期顯得不重要，該預期在撰寫本文之時是年初至今都是持平（而三月中旬可能超過2.6%剛與通貨膨脹打和點形成了鮮明對比）。

圖 5：市場的看法, 5年後5年期美國遠期利率



來源：彭博、東方匯理財富管理。



## 各國中央銀行

各國央行對收益率曲線陡峭化開始積極回應，不想令市場對經濟強勁回升預期感到失望。

澳洲國家銀行 (National Bank of Australia) 維護其長達三年的曲線，並允許長期利率自由上漲。ECB，在2021年Q1資產購買量低於通常水平之後，將在第二季根據其《疫情大流行緊急採購計劃》(PEPP)增加資產購買，以隔離美國的利率變動的影響並控制收益率。Fed仍舊指出短期內有下方風險，而且最近同時提高對通貨膨脹和增長的預測。然而，正如點陣圖 (DOTS plot) 所示，Fed在2023年之前仍將保持低利率的鴿派言論。從某種意義上說，這是似是而非的矛盾 (paradoxical)，因為在美國的曲線趨陡壓力高於在歐元區的，歐元區的問題可能是控制主權利差而不是控制收益率曲線。

與通貨膨脹相連的產品其表現已抵消了自年初以來修改後的存續期間履行對價 (duration counter-performance)。我們身為投資組合經理人，已經減少了投資組合中的這些持倉，因為預期四月至五月的高通貨膨脹數字已經廣泛地被通貨膨脹率打和點 (inflation breakevens) 納入定價。

美國的財政刺激措施明顯會提高短期增長的前景，並將擴及全球，支持最終需求和投資需要。然而，正如M. Kaplan在2018年所指：「如果這些政策並未從根本上提高美國經濟的中長期增長潛力，那麼可能只會對長期中性利率 (neutral rate) 產生微不足道的影響」。

在經濟重新開放的前景（股票市場亦同）的推動下，差價產品<sup>2</sup>在這種收益率不斷上升的環境中表現傑出，在歐洲，ECB也不斷提供支持。由於最近的差價持續收緊，投資級和高收益債券表現優異，而其波動性有限。因受到石油價格反彈的支持，在能源相關債券發行

人的帶動下，較低評等的CCC債在美國表現強勁。在歐洲，發行人所發布的升級版本和良好結果引領表現的風騷。

成熟市場中的次級債券仍然是我們今年最青睞的投資主題之一，相較於其他具有相對可比的基本面、評級、和市場規模的差價產品，次級債券得益於強勁的基本面和廉價估值。然而，該細分市場在二月下旬/三月上旬期間的表現不佳，由於股票持續超趕發展，與銀行股的相關性被打破。

## 新興市場 (EM) 前景依然樂觀，但進展較弱

因為美國長期收益率上升和美元對以美元為基礎的價格構成壓力，使新興市場資產在前一月的表現疲軟。儘管如此，新興市場的前景仍然具有樂觀的進展。美國大規模的財政刺激方案以及對美國GDP的相關措施，再加上2020年Q4的GDP結果所產生較大的滾存效應 (carryover effect)，導致許多新興市場經濟體的向上修正。但是，增長的風險來自於新的COVID-19毒株再次廣泛出現和全球金融狀況持續收緊，以及美元進一步走強。在信貸方面，投資級的差價與COVID-19之前的水準相差不遠。我們認為新興市場之中，有些廉價小股商品，其差價尚有壓縮空間。較短的存續期間和高收益偏好能夠緩衝利率上升和/或曲線趨陡的壓力。依據相對價值，亞洲的估值還是很有吸引力，儘管拉丁美洲的差價較高，這是反映拉丁美洲的評等較低，以及我們認為其宏觀經濟和政治比較不確定。



在這種收益率不斷上升的環境中，  
**差價產品**  
的表現將會  
非常出色

2 - 差價產品: 機構證券 (agency securities)、資產抵押證券、公司債券、高收益債券、和不動產抵押貸款證券是各種差價產品。

儘管債券收益率暴漲，但我們對股票市場仍保持建設性觀點。隨著每股盈餘達到兩位數增長，在基數效應、疫苗部署、和經濟活動重新開放，加上貨幣和財政刺激措施的持續支持下，GDP復甦將加速。資金流重新回到股票市場，價值型股票的趨勢有所改善。增長型股票在短期內仍然容易受到這種轉換的影響。



增長股、  
**科技股**  
因利率而承  
受壓力

自年初以來，美國債券收益率從0.90%急劇上升至1.70%，其最新的上升機會是由於實質利率上升。這顯然是股票市場的新焦點，是由大型科技公司和市場所青睞的長期增長主題所帶動，朝向更多景氣循環性/價值型著名公司的轉換。我們認為，如果股票市場能夠穩定下來，就能夠納入這種定價方式，但是在Fed加大資產購買規模直到能控制債券收益率的增長速度之前，債券和股票市場可能會承受更大的痛苦。如果曲線趨陡加劇，波動性將會增加，以及股票市場應該容易受到10年期國債的2%以上收益率的衝擊。

## 美國

總統Joe Biden提出1.9萬億美元計劃以因應COVID-19大流行疫情及其對美國經濟所造成的影響。總統說：「我們必須立即採取行動，我們不能等待」。

該計劃重新激發人們對景氣循環性復甦的希望，但同時對通貨膨脹率回升的擔

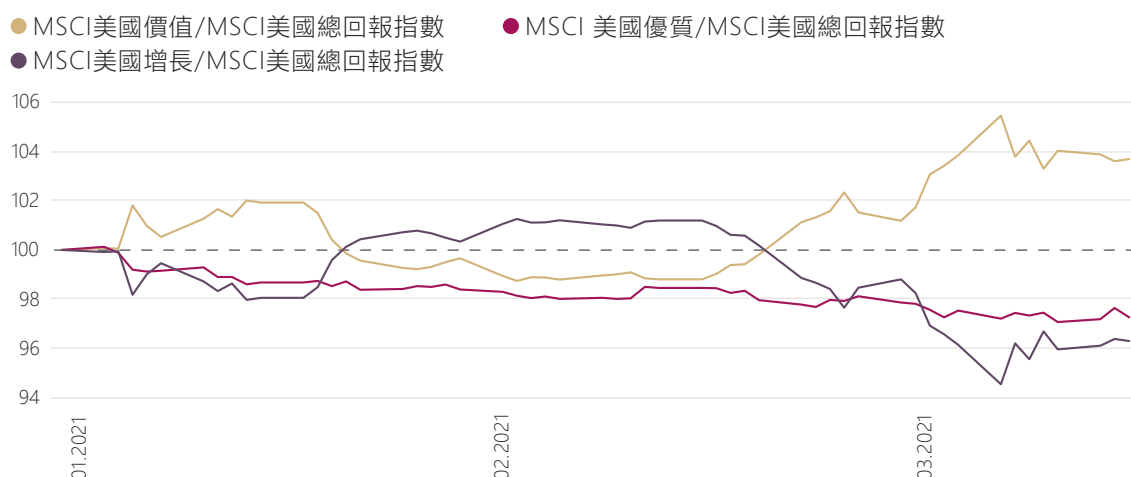
憂日益浮現，對美國的收益率產生了驚人影響。由於要以更高的利率來折現未來的所得，這種巨大的變化影響到具有估值比率最高的公司。增長股、科技股、和納斯達克 (Nasdaq) 均因利率而承受壓力。此外，美國收益率急劇上升已經影響到市場領導地位：至今為止，與美國MSCI的5%回報及美國MSCI增長的1%回報相比，美國MSCI價值總回報指數已經到達9%回報（圖6）。總體而言，美國在2021年的EPS增長預期是會不斷地變化，在2020年有限的-6.7%增長之後達到+ 22.5%。

## 歐洲

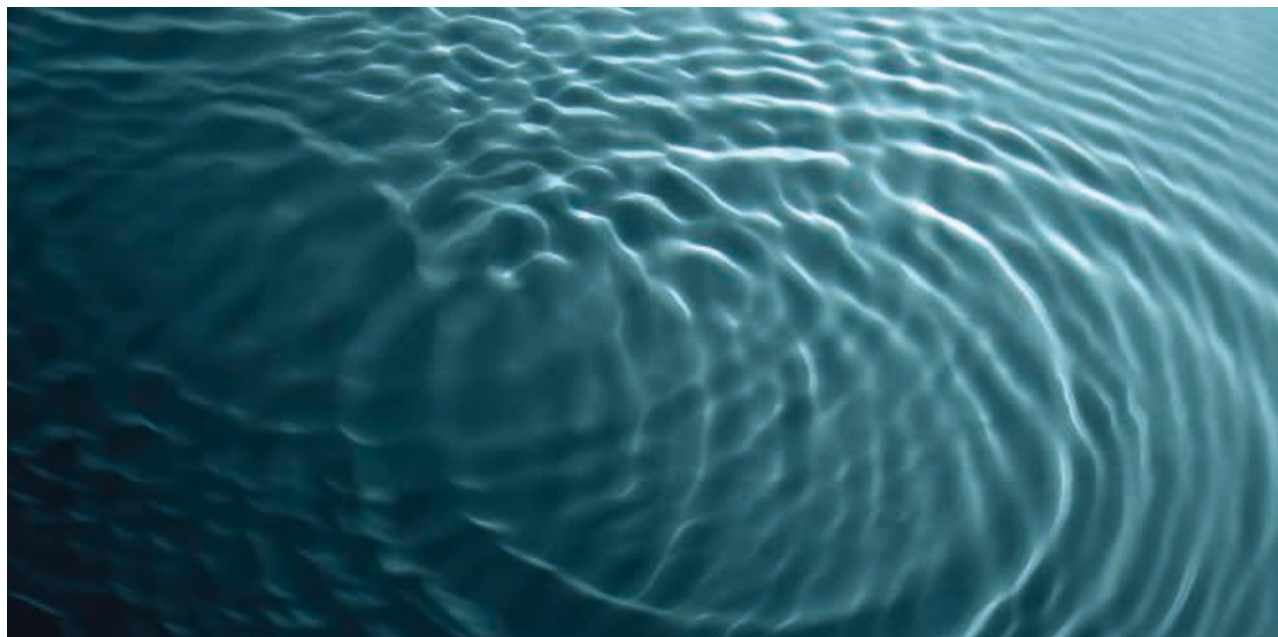
我們對歐洲保持看好立場。歐洲股市確實比美國或新興市場股市更傾向於景氣循環性和價值性行業，使其在經濟活動加速發展時具有優勢。

此外，今年和明年的每股盈利預期將繼續上調（2021年MSCI Europe的價值型股票每股盈利增長預計為33.36%，而增

圖 6：MSCI美國價值 VS MSCI美國增長與優質\*



\*美國10年期國債收益率急劇上升已經影響市場領導地位。  
來源：路孚特 (Refinitiv)、東方匯理財富管理。



長型股票為29.60%，過去3個月分別上調了6.7%和4.8%）。結果，該地區越來越受到外國投資者喜愛，最近的正值流入量就證明這一點。最後，歐洲位於ESG趨勢的最前端，並且是尋找機會投資某些長期增長趨勢主題的好方法，其中我們青睞永續發展性主題。

## 新興市場

從二月中旬開始，對美國通貨膨脹和利率可能上升的擔憂和不安情緒日益高漲，在整個新興市場股票市場掀起深度的衝擊波。但是，亞洲的實際基本情況與西方世界不同。在COVID-19危機最嚴重之時，中國主要採取財政政策和針對性措施，而經濟目前處於正常化模式。最近的股市調整主要衝擊亞洲的增長型股，但景氣循環性價值股也未能倖免。事實上，整個亞洲都有幾次「撈底」（deep bottom fishing）的市場行情。儘管如此，我們在基本上仍對中國股市持樂觀態度。如果有關Fed利率上升規模和步伐的新聞流有所改善，並且Fed也作一些澄清/宣布，那麼投資者的關注點應轉向基本面，並提升亞洲的增長性和景氣循環性價值股。

## 投資策略

實質收益率的最後一步幫助了價值股的領域中風險最高的部分迅速表現優於大市。深入探討每股盈利勢頭的細節，自年初以來，價值股的強勁一直超過增長股，這是市場尚未完全認識到的。這種趨勢可能會在未來幾個月內蔓延開，究其原因：價值股對比增長股的估值折讓從歷史基礎來看仍然較高，並且投資界仍然對價值股的持倉較少。

目前對於優質/增長型股票投資組合的緊張局勢，在接下來的幾個月期間可能會惡化。如果Fed決定加緊資產購買以使實質收益率保持在較低水準，這將會使實質收益率回落，這反過來又將限制增長策略的下方風險，並為將來提供回購的機會。

席捲新興  
市場股票  
的深度  
衝擊波



疫苗永遠不會對市場產生如此大的推動作用。當歐元懇求只要美元走強任由擺佈之時，英鎊鑑於目前的疫苗接種實力繼續走高。儘管如此，年初至今與同儕之間相比，只有人民幣進一步升值。

### 歐元 (EUR)

歐元目前隨著其他貨幣推動外匯走勢的發展，在最近的外匯市場中一直處於次要地位，這受到幾項短期因素的抑制：宏觀經濟勢頭擴大、疫苗推出延遲（與英國和美國相比）、以及ECB則略微加大量化寬鬆和購買債券的力度。結果，歐元一直受到美元和其他貨幣走強的擺佈。從中期來看，值得注意的是歐元的起點已經相當低，這使我們傾向於相信，在全球貿易在增長回升（從而有利於歐元區的出口經濟）之後再次反彈的世界中，歐元仍有相當多上升機會。到那時，美國國債市場最近引發的波動顯示我們必須假設歐元/美元的潛在交易區間為1.17-1.23，而看漲歐元的人則必須寄望於大流行疫情能越早開始消退越好。

### 美元 (USD)

儘管FOMC（聯邦公開市場委員會）採取永久鴿派的政策立場，但美元短期的緊縮政策已經升溫。美國債券市場卻側重於相對活躍的零售銷售和在總統Biden的領導下大有希望的疫苗接種推廣。現在就斷定美國經濟增長加速將會導致通貨膨脹並超過極短暫的階段，還為時過早。也因如此，堅忍克己的Fed官員仍維持著對市場的有利判決，儘管目前是如此。然而，美國被壓抑的消費者需求（鑑於高儲蓄率和手握新刺激措施支票）、令人印象深刻的COVID-19管理、以及創紀錄的股票指數，這與歐洲大陸的大流行疫情趨勢及令人沮喪的疫苗部署現況，形成鮮明的對比。這種對立的背景將提升美元更長的時間，並且至少在短期之內加重其雙重赤字憂慮，直到歐洲團結他們的努力為止。



歐盟-美國之間的  
對立背景將提振

美元

## 英鎊 (GBP)

由於英國已著手有50多年經驗的疫苗接種，英鎊四缸引擎繼續火力全開，同時市場對與北愛爾蘭貿易有關的法律糾紛置之不理，該爭端在簽署貿易協議後不到三個月就爆發了（沒花多長時間地！）。這是英鎊走強的典型價格走勢，鑑於英鎊通常具有巨額的貿易逆差，在繁榮時期往往會緩慢攀升，而在危機中則會迅速下跌。我們繼續認為，在重新評估之前還有遙途在前，英國脫歐後的歐元/英鎊低點為0.8277，而英鎊/美元高點為1.4377，而走強趨勢仍明顯在運行，因為我們在圖表上尚未擺脫這種狀況（圖7）。

因此，不出所料，中國人民銀行已經開始干預並「權衡」其實力，使其與新的第一貿易夥伴歐洲保持緊密的貿易加權均衡。作為一種必要的制衡措施，現在有傳言稱，很可能會放寬僅許可大陸居民每年5萬美元用於旅行、學習、或工作的兌換限額的嚴格資本管制。這種以可能增加新的外國投資途徑來考量已經提高的門檻，證明要達成所渴望的人民幣國際化，儘管有可能逐步實現，也是一項大費周章的任務。我們對任何修正性拉回（pullback）機會都保持樂觀態度。

## 黃金

黃金自ETF持股比重持續下跌以來，在三月確實受到重創，黃金在八月創下的歷史高點後一路走低，顯示短期投資者撤守。這一趨勢還與美國實質長期利率的上升有密切的關聯性。話雖如此，但貶值的速度仍然保持緩和，並且未出現任何接近2020年三月下跌的情況，當時是投資者減倉套現，因此這仍然感覺是在較高水平上進行健康的修正。但是，如果對通貨膨脹的憂慮繼續增長，並且Fed保持長期壓低實質利率，那麼黃金作為通貨膨脹的避險工具有可能會重新成為關注的焦點。重要支持位於剛好在近期低點1,660-1,680下方附近，這點開始顯得非常有吸引力。

## 人民幣 (CNY)

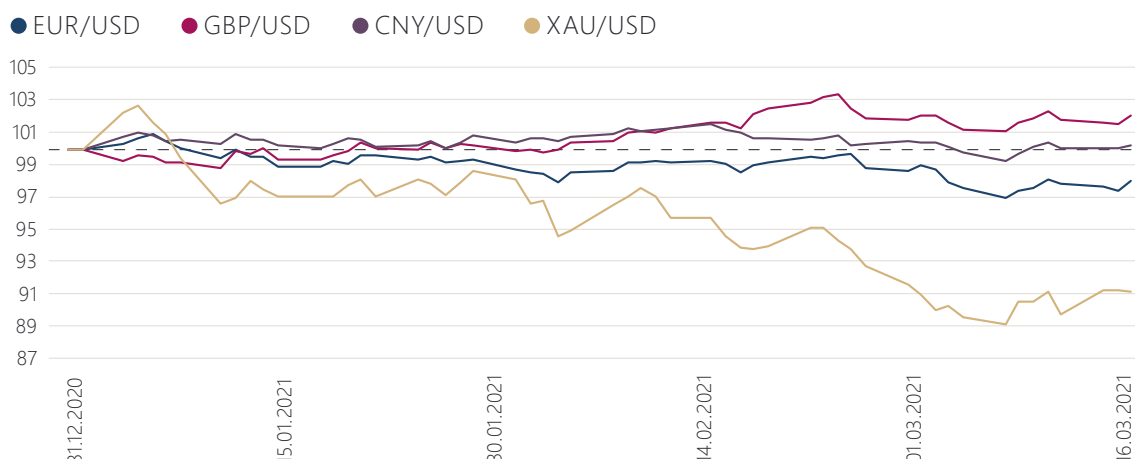
中國的非凡的經濟恢復增長既受到高度歡迎，但也同樣存在問題。外國刺激政策所導致的流通量激增造成對中國人民銀行（PBoC）的壓力。資本繼續不間斷地湧進中國市場，提供相當有吸引力具有相對「實質」性的收益率替代選擇。再者，中國醫療用品的出口需求飆升進一步將其貿易順差推向歷史新高。毫不奇怪，人民幣在5年、3年、和1年期間已經創下G20成員國的最佳記錄，今年至今為止與其同行相比，人民幣進一步走強。



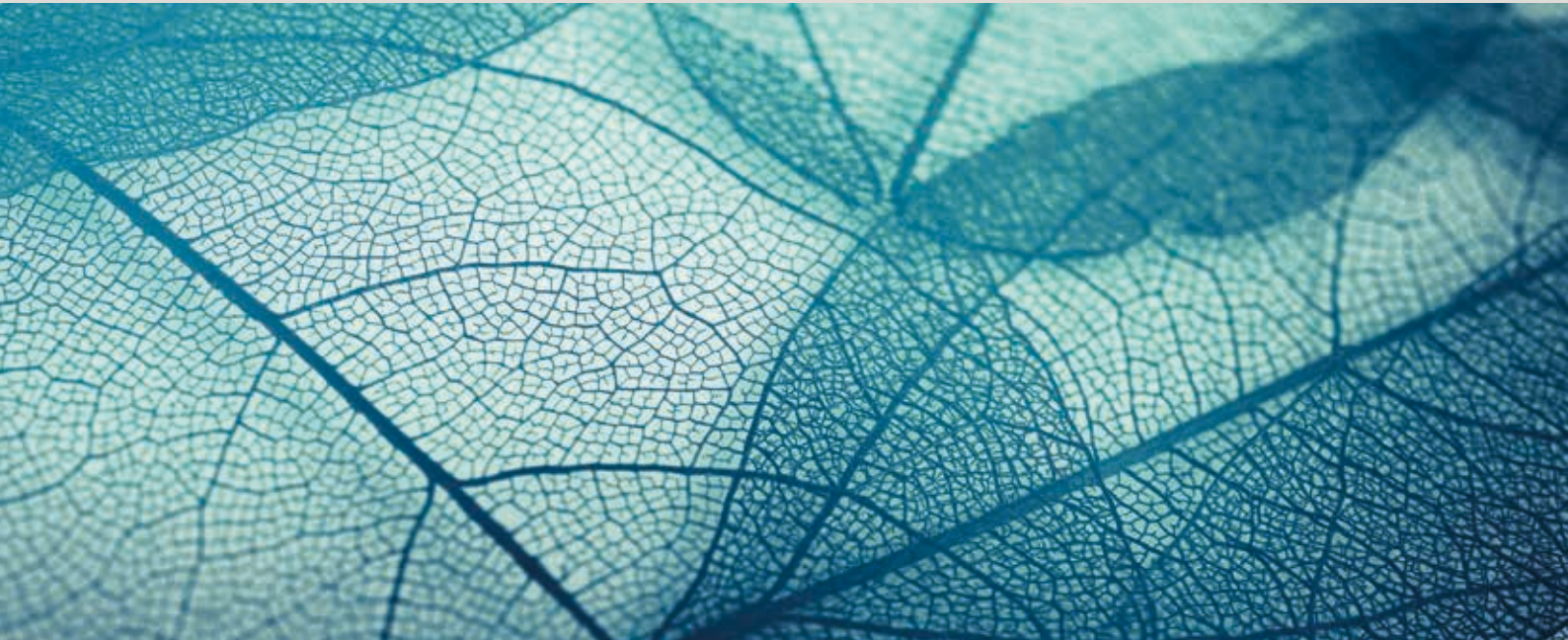
中國

可能放鬆資本管制?

圖 7：英鎊在2021年Q1發動火力



來源：路孚特 (Refinitiv)、東方匯理財富管理。



### 投資策略

#### 宏觀經濟趨勢：復甦之年

- 是多種速度的復甦，中國已經越過了加速峰值，美國在蓬勃發展的一年中，而歐洲滯後，預計會在2021年下半年迎頭趕上（更接近是延遲復甦，而非二次衰退）。
- 全球增長率超過5%，這是支持全球風險資產的背景。

#### 政策搭配：刺激過大？

- 在美國，採取的是一種極其有利於景氣循環性的以及協調性的財政和貨幣政策。
- 在歐洲，則是一項雄心勃勃的復甦計劃，這項計劃的前置投入和需求驅動力要求都比美國的較小。
- 在中國，流動資金略有收緊，但總體上是支援性政策搭配，以及非常漸進的正常化。

#### 收益率曲線在趨陡中運轉

- 是一條陡峭化的坎坷之路，對短期宏觀和政策發展有高度敏感性。
- 下半年我們將10年期收益率目標從1.8%提高到2%，並有可能超出目標。這是反

映：1.9萬億美元的刺激計劃、即將出台的基礎建設計劃、高能源價格、以及美國強勁的復甦，證明自去年以來長期利率迅速增長超出平衡通貨膨脹率的正常化是合理的。

#### 自下而上的基本要素

- 強勁的2020年Q4財報季和一年兩位數增長的EPS，歐洲領先美國歸功於價值性和景氣循環性行業的強勁基數效應，這些行業是盈利復甦的主要推動力。
- 2020年期間較低的違約率和去槓桿化過程將導致朝向評級正向邁進。

#### 估值與情緒

- 估值升高致使誤差幅度有限並且容易受到利率加速陡峭化的影響。
- 行業間估值兩極分化仍在加劇，導致在行業間的轉換。
- 在信貸獲利率方面，利差薄化會將投資者推向市場中風險最高的區段。

#### 風險因素/替代案例

- 利率過度陡峭化，加上10年期債券趨勢超過2%，這可能對股市有害。



# 2%

美國10年期國債目標在2021年下半年

## 資產分配建議

### 股票

- 對股票持建設性看法，並繼續轉向價值股（景氣循環性和通貨再膨脹類股票）。
- 儘管宏觀經濟復甦延遲，對歐洲股票持加碼建議，因為歐洲為價值型題材提供豐富的競爭環境，並受益於美元可能走高。
- 鑑於較高的估值以及優質增長型對美國較高利率的脆弱性，對美國股票的看法持平。
- 對亞洲股票保持的建設性觀點，以中國為中心並以具有景氣循環性質的東南亞作為多元化投資；對拉丁美洲持謹慎態度，因為拉丁美洲可能會更容易受到美國利率上升的影響。

### 定息債券

- 對存續期間維持適度減碼。
- 對高收益公司和金融債務進行套利持建設性看法。
- 投資級：總回報容易受到較高利率的影響。
- 亞洲債券：儘管容易受到美國利率的影響，但因其風險/回報承受力吸引人而仍持值得推薦看法。

### 外匯交易和消費商品

- 儘管外部基本面疲軟，美元受到短期因素（政策搭配和宏觀趨勢的差異）支持。歐元兌美元在2021年下半年將回升。對人民幣持建設性看法。
- 短期內對黃金和其他避險貨幣（瑞士法郎和日元）持更為謹慎的態度。但是，如果通貨膨脹上升並且Fed決定控制曲線，則金價可能會得到支持。

## 主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
<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>股票市場</b>		
<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>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。

繼續向價值  
型股票  
轉換

# 08 • 市場監測 (當地貨幣)

## 精選市場走勢

2021年3月16日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	1.62%	30.38	70.47
法國10年	-0.09%	3.10	25.60
德國10年	-0.34%	1.20	23.50
西班牙10年	0.31%	2.00	27.00
瑞士10年	-0.27%	-1.60	27.90
日本10年	0.10%	2.10	8.30

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	43.33	-3.69%	-4.24%
歐元政府債券	220.69	-0.07%	-0.66%
歐元高收益企業債券	209.85	0.05%	1.35%
美元高收益企業債券	318.58	-1.02%	0.13%
美元政府債券	320.99	-0.83%	-1.50%
新興市場企業債券	52.10	-1.31%	-1.88%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.10	1.86%	1.80%
英鎊/美元	1.39	-0.09%	1.62%
美元/瑞士法郎	0.92	3.61%	4.46%
歐元/美元	1.19	-1.68%	-2.56%
美元/日元	109.00	2.79%	5.57%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	19.79	-1.67	-2.96

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,962.71	0.77%	5.50%
富時 100 (英國)	6,803.61	0.81%	5.31%
歐盟 600	426.82	1.82%	6.96%
東証股價指數	1,981.50	0.84%	9.80%
摩根士丹利環球	2,823.69	-0.16%	4.97%
中國滬深300指數	5,079.36	-12.54%	-2.53%
摩根士丹利 新興市場	1,349.07	-6.46%	4.48%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,310.94	-4.42%	-5.74%
摩根士丹利 EMEA 歐 (歐洲, 中東, 非洲)	262.66	1.31%	8.87%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	886.06	-7.08%	5.12%
法國巴黎 40 (法國)	6,055.43	4.65%	9.08%
德國 DAX (德國)	14,557.58	3.51%	6.11%
義大利 MIB (義大利)	24,261.12	3.50%	9.12%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,657.70	6.18%	7.23%
瑞士 SMI (瑞士)	10,944.48	0.34%	2.25%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4,708.00	9.64%	11.56%
黃金「美元/安士」	1,731.40	-3.51%	-8.79%
WTI原油「美元/桶」	64.80	7.91%	33.55%
銀「美元/安士」	25.97	-4.94%	-1.66%
銅「美元/公噸」	8,960.50	6.60%	15.38%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.56	-18.12%	0.91%

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」

	2020年12月	2021年1月	2021年2月	四星期變動	年初至今 (2020年3月16日)
最弱表現	11.60%	3.98%	3.08%	1.82%	9.80%
	7.15%	2.97%	2.61%	1.31%	8.87%
	6.62%	2.70%	2.45%	0.84%	6.96%
	6.32%	1.07%	2.31%	0.81%	5.50%
	5.06%	0.23%	1.83%	0.77%	5.31%
	4.14%	-0.80%	1.22%	-0.16%	5.12%
	3.71%	-0.82%	1.19%	-4.42%	4.97%
	3.10%	-1.05%	0.73%	-6.46%	4.48%
	2.84%	-1.11%	-0.28%	-7.08%	-2.53%
最強表現	2.48%	-6.80%	-3.10%	-12.54%	-5.74%

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。





**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、折舊及攤銷前利潤）：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，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號委託條例第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：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：56S00341；
- 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《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> Boor, 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。

© 2021, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2021年3月19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。

