

MONTHLY HOUSE VIEW

2022年3月

聚焦
處於正常化世界中的新興市場？

概要

- 01 • 編輯寄語 P3
通貨膨脹的代價
- 02 • 聚焦 P4
處於正常化世界中的新興市場?
- 03 • 經濟點評 P6
通貨膨脹：因果兩難困境
- 04 • 定息債券 P8
今年具有歷史意義的開端
- 05 • 股票市場 P10
FED讓市場措手不及
- 06 • 外匯 P12
央行的波動性
- 07 • 資產分配 P14
投資方案及配置
- 08 • 市場監測 P16
精選市場走勢
- 09 • 附錄 P17
免責聲明 P18

01 • 編輯寄語

通貨膨脹的代價



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

通貨膨脹繼續出人意料之外的持續上升。鑑於能源價格飆升，這一趨勢或許並不那麼令人驚訝，而且還不難將通貨膨脹、石油和天然氣價格上漲、以及地緣政治緊張局勢串在一起。這可能會再一次推動暫時性通貨膨脹的說法，也就是說，這是由能源引起的，並且會迅速下降。

看看最新的美國通貨膨脹數據，我們認為以上想法有風險，出於幾種原因。首先，因為這些數字顯示價格上漲分布於絕大多數組成要素上。其次，因為人們可能會期望有一種工資反應通貨膨脹的機制，反之亦然。這將使我們有一種更接近持久性的現象，或者至少是一種持續時間比預期的更為長久的現象。由於歐洲的工資增長較為溫和，我們還有相當遠的路要走，但舊大陸的低失業率可能會導致工資在未來數季加速上升。因此，我們需要對這個過程的動態性質保持謹慎，並且監測正在產生作用的連鎖反應。

這種引起通貨膨脹的現象可能對增長造成影響。中產階級的實際購買能力讓人對於COVID-19儲蓄盈餘理論提出質疑。低所得家戶首當其衝受到燃料價格上漲的影響，導致工資提升要求和消費者的選擇起變化。這是目前對於全球增長相對一致同意和樂觀的設想所缺少的，這種設想在現階段不會受到通貨膨脹和升息的影響。

這種擔憂可能已經被納入各央行考慮的整組影響因素中，央行可能不會隨著市場目前預期的所有加息而向前發展。美聯儲 (Fed) 和歐洲央行 (ECB) 在許多領域上都存在分歧，其原因在於經濟環境的差異和使命的特有性。但他們似乎有的共通之處在於，如果增長顯示出疲軟跡象時，他們都不希望利用大規模正常化去引發經濟衰退或市場急劇下滑。

然而，貨幣政策對市場來說絕非中性的，但似非而是的說法 (paradox) 仍然存在。雖然有人承認各國央行所採取的行動幫助了金融資產的價格從2020年春季開始強勁復甦，但人們不太普遍同意貨幣政策導致股票市場和公司債券利差的調整，儘管自一月以來所發生之事正是如此。

公司也開始出現因為通貨膨脹的壓力而導致某種程度的疲軟跡象。到目前為止，這些公司一直在超越增長和盈餘的記錄，以更高的價格應付更高的成本來支撐他們的淨利率。第四季業績是最佳時刻，但商界領袖對2022年的趨勢持謹慎態度，而工業股的淨利率正在下降。

我們因此需要謙虛和務實，因為在這一年開始之際就面對不斷變化的現實，不但趨勢尚未穩固建立，而且處於風險更高的制度。

三月將充滿挑戰，應該會針對關於各央行所採取的策略提供某些答案。如果經濟保持穩定，Fed將啟動其宣布的加息。反之，如果國際環境、市場波動、或經濟趨勢惡化，那麼就是該檢查「格林斯潘包底/賣權」(Greenspan put¹) 是否還存在的時候了。

1 - 這個構想是，當金融狀況惡化之際，Fed會再次變得寬鬆（這種說法是在1987年股市崩盤後創造的新詞，當時Alan Greenspan出馬拯救了市場）。

由於美國開始實施其緊縮政策，利用觀察新興市場經濟政策的反應狀態和關鍵基本面的強度，將新興市場進行區隔將是關鍵。2022年新興市場的決定性因素不僅僅與美聯儲（Fed）有關，而且油價、大流行疫情的殘餘影響、和能否成功應付宏觀失衡將成為決定性因素。



影響新興市場的

3道主要途徑

美聯儲企圖在三月加息並在當月結束其購債計劃，因此可能會使某些新興市場的危機退出（crisis-exit）計劃趨於複雜。

美國提升利率能夠經由三道主要途徑²影響新興經濟體。

- **金融途徑：**Fed之緊縮政策歷來都導致新興市場的資本外流，因為投資者會開始將美元轉移到當下更具有吸引力，既能產生收益又無風險的美國公債上。早在2013年，新興市場出現「縮減購債恐慌」（tapertantrum）時，資本大幅減少流入尤其是當時的「脆弱五國」（fragile five）市場（南非、巴西、印度、印尼、及土耳其），當Fed在2018年開始縮減其資產負債表時，資本再次以較小幅度減少流入。
- **匯率和貨幣途徑：**這些資金外流的結果對實行彈性匯率制度的新興市場貨幣構成壓力，對具有結構性經常賬戶赤字和/或貨幣儲備低的脆弱國家尤其如此。對於採用固定匯率制度（或聯繫貨幣（pegged currencies））的國家，其作用會迅速而意外，逼得這些國家的中央銀行將不得不與Fed同步加息，從而對其經濟造成壓力。
- **貿易途徑：**美國國內需求下降對美國最大貿易夥伴出口的一種外溢效應（spill over effect）。

這次就有所不同？

雖然自2013年以來時代改變了（「脆弱五國」現在的平均經常賬戶赤字佔GDP的1.3%，而2013年佔GDP的4.4%），然而世界經濟才剛剛從史無前例的衝擊中復甦，這場衝擊造成資產負債表嚴重惡化，使得在新興市場之間進行區隔尤為重要。到目前為止，新興市場的貨幣並未受到Fed鷹派立場的顯著影響，有些甚至受到大宗商品價格上漲的鼓勵（南非）。有些新興國家央行也已經在Fed之前開始提升利率，因此美國的正常化不應該會降低利差。此外，儘管為數不小，但預期美國的升息可能不會導致利率的差異大到足以吸引投資組合經理拒新興市場於門外。最後，在貿易方面，美國進口需求也將受到所預期的美國消費者需求轉移的影響，也就是從商品（尤其是進口商品）回歸到服務性消費（主要是本地消費，因為旅遊業需要時間重新開張）。

我們在如此不斷變化的背景下，分析出四組新興市場，各附有與目前美國貨幣緊縮環境相關的不同程度風險（表1，第5頁）。

「好運」組，我們將其再分為兩個子組。首先是與美元匯率掛鉤的中東國家，這些國家將經歷貨幣緊縮，但欣逢天然氣和石油價格飆升的便利時機，因此應能承受不斷增加的融資成本並且改善財政平衡。第二個子組集中在東協國家（泰國、印尼、馬來西亞、和菲律賓），由於這些國家的宏觀基本面仍然相對健全，美國貨幣緊縮的影響僅限及於受束縛的美元升值。

2 - M. Iacoviello和G. Navarro (2018年五月)，〈美國提升利率對外國的影響〉。

「早發」組，覺得被迫作為鷹派。這些國家已經提前啟動正常化進程，用以對抗通貨膨脹和穩定本國的貨幣，但可能以犧牲短期GDP增長為代價。其中包括南非、巴西、和俄羅斯，所有這些國家都提前採取行動，並積極地示意他們決心應付通貨膨脹預期。墨西哥、匈牙利、智利、和波蘭後來調整其貨幣政策，隨後已加速升息以趕走通貨膨脹。

冒美國貿易衰退風險組。我們在這裡匡列了高度依賴美國進口，並佔其貿易總額超過15%的新興市場，受到這種影響的主要是拉丁美洲國家（尤其是墨西哥）。中國今年也可能感受到來自美國的進口衰退的影響，但我們認為中國屬於自己的世界—金融市場不再將之視為新興經濟體—並專注於放鬆政策以抵消其房地產去槓桿化所引起的經濟蕭條的影響。

宏觀嚴重失衡組。在油價上漲的背景，這些國家的石油進口佔相當高的總進口百分比，由於經常賬戶餘額膨脹，在2022年面臨貨幣制裁的風險。印度就是處於這種情況，雖然到目前為止擁有強大的貨幣儲備和經常賬戶赤字有限，但在石油價格長期飆升的情況下，冒貿易平衡（石油佔30%的商品進口總額）和通貨膨脹的實質風險。最後，在風險顯著提高的情況下，雙赤字情況³加上埃及的低疫苗接種水平和土耳其的惡性通貨膨脹問題，促使投資者對這些市場保持謹慎，特別是在美國政策正常化時期，現有的脆弱性可能會加劇。

表 1：新興市場脆弱性熱圖，%

新興市場	一般政府餘額 2022, % GDP	一般政府債務 2022, % GDP	經常賬戶 2022, % GDP	通貨膨脹 2022, %	美國進口佔總 出口的百分比	石油進口佔商 品進口總額 的百分比 2020	
「好運」組	印尼	-5%	43%	-1.0%	3.4%	11%	11%
	科威特	1%	11%	13.3%	3.0%	0%	0%
	馬來西亞	-4%	70%	3.7%	2.0%	11%	12%
	菲律賓	-6%	62%	-1.8%	2.9%	15%	9%
	卡達	6%	53%	11.6%	0.1%	2%	1%
	沙烏地阿拉伯	-2%	31%	3.8%	2.2%	1%	3%
	泰國	-3%	60%	2.1%	0.8%	15%	14%
	阿拉伯聯合大公國	0%	39%	9.4%	2.2%	2%	17%
「早發」組	巴西	-7%	90%	-1.7%	4.0%	10%	10%
	匈牙利	-6%	76%	0.9%	3.6%	3%	6%
	波蘭	-2%	53%	1.6%	2.6%	3%	5%
	俄羅斯	0%	18%	4.4%	4.3%	3%	1%
	南非	-7%	72%	-0.9%	4.5%	8%	14%
	智利	-2%	37%	-2.2%	3.4%	14%	13%
宏觀嚴重失衡組	埃及	-6%	89%	-3.7%	7.0%	5%	12%
	印度	-10%	89%	-1.4%	4.9%	18%	28%
	土耳其	-6%	38%	-1.6%	14.5%	6%	5%
冒美國貿易 衰退風險組	哥倫比亞	-6%	68%	-4.0%	3.1%	30%	5%
	墨西哥	-4%	60%	-0.3%	3.1%	79%	6%
	秘魯	-4%	37%	0.1%	2.6%	16%	9%

註釋：MSCI新興市場所包括的國家，排除中國和韓國。

來源：IMF全球經濟展望報告、國際貿易中心貿易地圖 (ITC Trade Map)、世界銀行、東方匯理財富管理。

3 - 雙赤字：政府預算赤字與經常賬戶赤字同時發生。



由於美國和歐元區的物價大幅上漲，經濟學家似乎在維持他們的通貨膨脹預測，而對增長的預測也保持相當穩定。事實上，價格上漲的部分原因出於需求復甦，但也是由外生效應（暫時性供應鏈效應和原物料價格）所導致的，因此在美國商品需求於今年年初強勁飆升之後，未來的消費可能會減退。



美國平均時薪與
去年同期
相比增長
5.7%

兩大洲的通貨膨脹

美國 (7.5% vs 7.3% YoY) 和歐元區 (5.1% vs 4.4% YoY) 一月的通貨膨脹數據都超過了普遍預期。然而，歐元區的價格上漲廣泛程度要小得多，僅限於食品和能源價格的上漲，而在美國，通貨膨脹也嚴重影響核心商品和服務行業。工資物價螺旋式增長 (wage-price spiral) 的開端也開始在美國浮現 (一月平均時薪與去年同期相比增長5.7%)，而歐元區的單位勞動力成本增幅仍然不太大 (2021年第三季為2.5%)。

展望未來，我們認為油價上漲和供應短缺將持續對2022年第一季度造成影響。此後，美國的通貨膨脹應該會放緩，但仍

會保持在高水平，主要是由於強勁的大宗商品價格、住宅價格、勞動力緊俏市場的工資 (美國失業率為4%)、以及產能利用率回到2020年二月的水平所造成的持續壓力。

歐元區的閒置產能也進行重新吸收，但因勞動力市場的壓力有限 (歐元區失業率為7%，西班牙失業率為13%，德國失業率為3%)，表示價格上漲預計將是暫時性的，通貨膨脹應該會在2023年回歸歐洲央行 (ECB) 設定的目標。此外，歐元區2021年第四季房價與去年同期相比大幅上漲8%，但與美國相比，後者並未納入消費者價格指數。

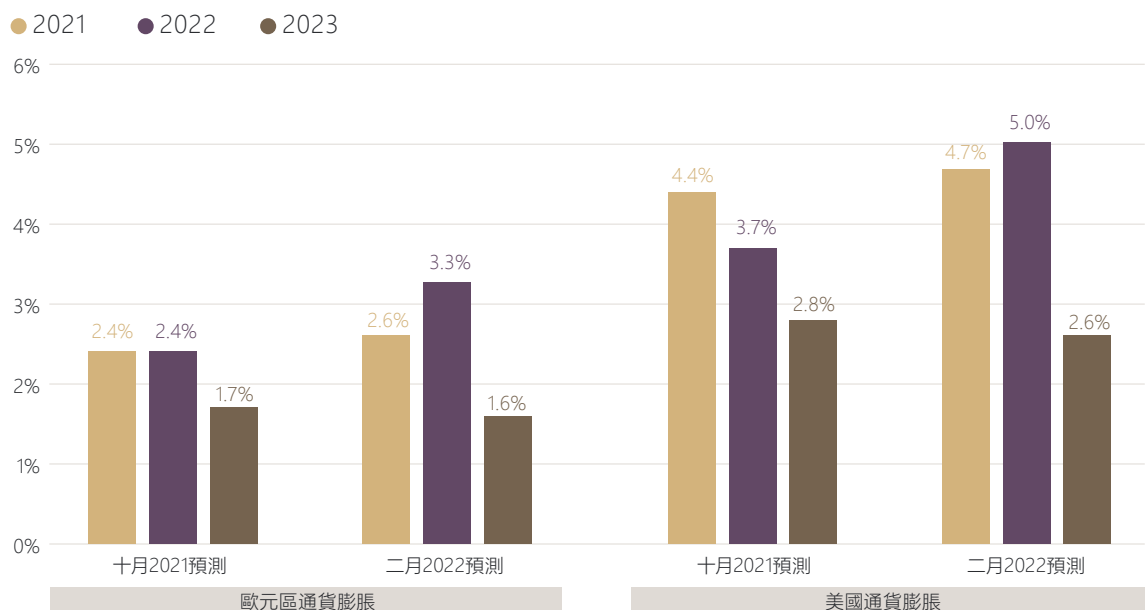
對於消費和GDP 的增長有何影響？

通貨膨脹使消費者信心受到沉重壓力；2022年二月在美國和一月在歐元區大幅下降。在美國，尤其是在其勞動力市場如此緊俏的情況下，我們預計工人會要求提高工資以恢復購買力。不過，美國的實質工資變化（斟酌通貨膨脹的影響）仍將在2022年保持負值。

在美國，即使累積的儲蓄以及由房價和股市所產生的財富效應可以緩衝對高收入個人的影響，預期的升息也應該會對由信貸所驅動的消費造成壓力。預計2022年財政推動力的力度在美國將減弱，而在歐洲則保持強勁（根據歐盟委員會的數據，為其GDP之1%）。歐盟消費者還將得利於仍然相對較高的儲蓄緩衝（佔所得的15% vs 美國為7.5%）和在2022年期間較低的通貨膨脹率（圖1）。

總之，預期消費將在2022年期間重新求取介於商品和服務之間的平衡，於年初仍廣泛關注商品（美國零售額在十二月為-2.5%之後，本月增長至3.8%）。我們預期美國消費將在2022年第一季之後放緩，而歐元區於第二季恢復到疫情危機前的水平。我們的設想因含有正負面機會而使其風險為之平衡，正面機會是美國額外的財政刺激，而負面危機包含現階段不能完全排除的地緣政治/能源和大流行疫情等因素。在這種宏觀經濟背景下，隨著美國和歐元區的通貨膨脹壓力朝不同的方向演進，央行的議程也將有所不同，因為與Fed相比，ECB有很多理由要從容進行，包括需要繼續支持高得驚人的公共部門的債務佔GDP的比例（Debt-to-GDP ratios）（葡萄牙為125%，義大利為150%，希臘為175%）。

圖 1：更新之後的通貨膨脹預測，%



來源：鋒裕匯理研究、東方匯理財富管理。

全球的固定收益市場正在感受到主要央行基調變化的效應。他們為了回應出版物證明持續高通貨膨脹存在的論點，正在快速結束他們在2020年實施的極端寬鬆貨幣政策。就是這樣做，他們給予債券投資者的處理簡短而草率，而這些投資者的投資組合自2000年代初以來有過的最差表現。



目前的不確定性創造
投資機會

各國中央銀行

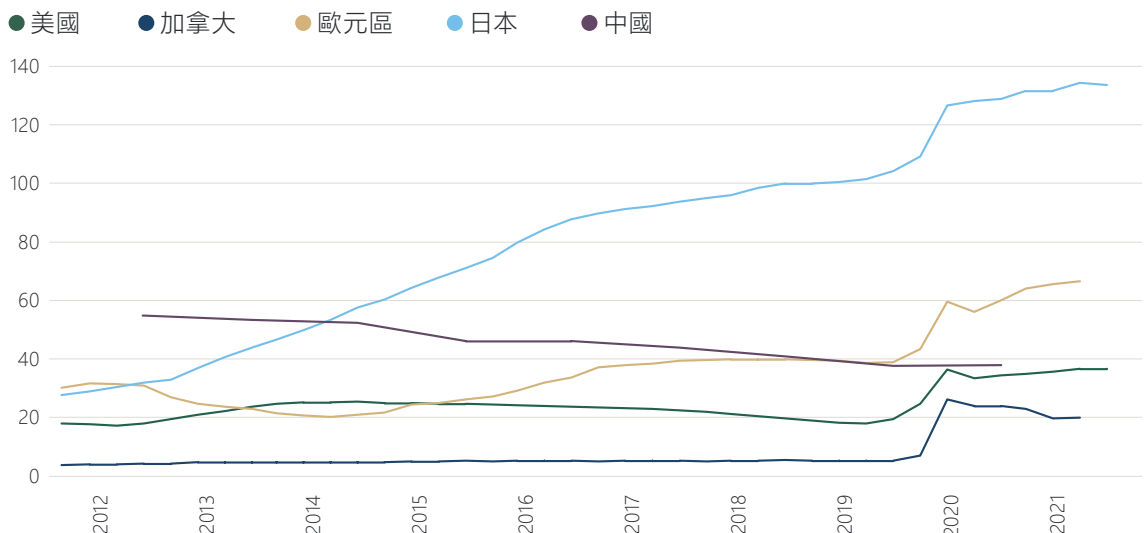
近14年的固定收益市場監管期是否即將結束？從九月開始，英格蘭銀行(BoE)和Fed、以及ECB就在最近相繼宣布結束在2020年金融和經濟動盪最嚴重時所實施的極端寬鬆政策(圖2)。由於通貨膨脹的數字持續高過貨幣機構設定的中期目標，因此需要採取貨幣措施來應對。

所有地理區域的殖利率都受到短期殖利率的推動而上升，這些殖利率未能預料到加息的步驟並且正在急劇修正。長期債券殖利率上升幅度較小，導致曲線顯著趨平。我們必須回溯到2009年才能看清美國政府公債表現如此糟糕。

在歐元區，ECB的逐步退出可能會導致周邊國家與德國之間的風險溢價擴大，致使預算的融資成本升高。

這種扁平化既反映中央銀行的訊息以非常鷹派的方式解釋(市場現在將美國的六到七次加息納入考慮因素，遠遠超過Fed的點陣圖)，也反映在循環結束之前貨幣緊縮將相對短暫的想法。市場含蓄地在事實上(de facto)將廣泛和過度的貨幣緊縮對增長帶來的風險納入長期債券殖利率。它們還可能反映通貨膨脹在中期將對消費構成負面影響的風險。

圖 2：央行資產佔GDP比率，%
難關過盡，展開新生？



來源：彭博，東方匯理財富管理。



信貸

在信貸市場上，投資者正在加快其資本外流的步伐，尤其是在歐元區內。自今年年初以來的負面表現通常是2021年負面表現的結果，並沒有讓投資者放心。然而，我們認為這是開始在信貸市場上建立投資部位的時機。利率上升使債券資產類別具有新的吸引力。利差擴大從基本面來看是不合理的：已經報告高品質的業績，公司重建現金持有量，債務比率與長期平均的水平一致（BBB級企業的債務/EBITA⁴比率約為2.7倍）。最後，主要屬於高收益的細分市場的許多公司在2021年積極管理其債務狀況：他們行使看漲期權或回購短期至中期證券，以低息票長期發行融資。如此有助於他們減少利息支出並避免在2022年或2023年出現「債務牆」（debt wall）。對於金融和企業後償債項（subordinated debt），我們選擇對中長期看漲持謹慎態度；但是，目前市場上的波動創造許多短期機會。波動率正常化，特別是在股票市場上，將使風險最高的債券細分市場在今年剩餘時間內有顯著表現，尤其是因為美國2-年期公債殖利率上升可能逆轉，因此將對短期公司債券有利。

新興市場

新興信貸市場在年初經受風險的表現優於已開發國家。這些國家的經濟體通常與大宗商品掛鉤，從2021年開始感受到央行緊縮貨幣政策的影響。

中國房地產業參與者的倒閉並沒有擴散到其他新興市場或中國的其他行業。雖然不確定性依然存在，但新興市場高收益債券的投資率使其投資者受到保護。

特別是在中國，相關政府機構持續支持清理房地產開發商市場。資產管理公司現在被授權直接購買資產。發行人正在與投資者談判如何重新安排他們的債務以避免違約。

總之，預期公司債券環境在這貨幣過渡階段將保持波動，但只要基本面保持穩定，就會給予投資者機會。

4 - 扣除利息、稅項、折舊和攤銷前的收益。

Fed的鷹派基調加上地緣政治風險上升和宏觀勢頭減弱，是驅動一月市場修正的因素，但並未導致盈利的廣泛修正。這些事態發展並未使我們對於2022年股票的建設性立場受到質疑。

↑
%

77%

的美國公司公佈的
EPS高於預期

在過去，如果規模適當並伴隨積極的盈利趨勢，聯邦基金利率上升的週期不一定對股市不利。投資者除了關注推動行業輪動的長期利率方向之外，將持續關注淨利率和定價能力，因為75%的標準普爾公司在第四季財報電話會議中引用「通貨膨脹」，而2018-2019年間這一比例為30%。

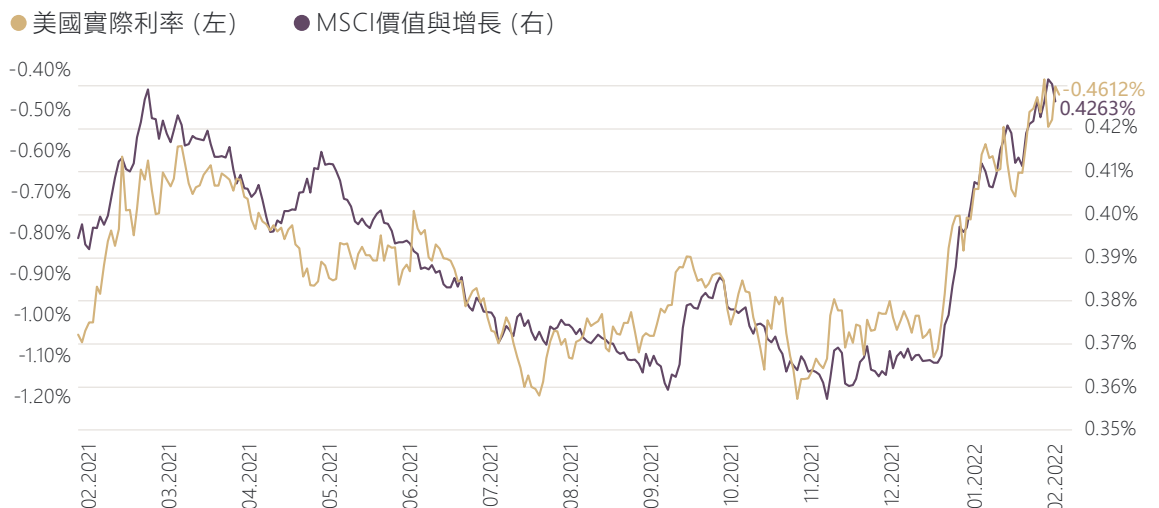
美國

美國市場一直受兩項因素支配：美國貨幣政策的前景和財報季。在通貨膨脹更加持久和對加息預期上升的背景下，價值型行業因為從通貨膨脹中復甦和在殖(圖3)利率曲線上升中獲益良多而表現優異，能源行業和銀行行業也是如此。這對於增長型行業，特別是科技公司不利。事實上，提高利率會影響最昂貴公司的估值，但也會影響那些未來淨利率能引人注目的公司。

2021年的第四季財報季表現強勁，雖然沒有達到前兩個季的創紀錄水平。報告實質每股盈餘 (EPS) 高於估計的公司其EPS僅略高於76%的5年平均。然而，市場更關注盈餘前景，並懲罰那些指引 (guidance) 低於市場普遍預期的公司。

觀望2022年，我們發現2022年第一季盈餘的負面指引比例上升及修正勢頭減弱，工業股尤其如此。按行業劃分的修正趨勢支持我們對於價值股和科技股的偏好，以及我們對防禦性行業（房地產、消費必需品、公用事業、和醫療保健）的減持。需要監測的主要風險因素仍然是通貨膨脹對淨利率的影響，淨利率可能在2021年年中達到頂峰，特別是在工業和消費行業。

圖 3：實質利率和價值股與增長股相比，%



註釋：價值 vs 增長因素現在與實質利率密切相關，受益於一月的10年期公債殖利率和實質殖利率的走強。

來源：彭博，東方匯理財富管理。

歐洲

我們繼續看好歐洲股市，因為其結合具有吸引力的估值、良好的EPS增長、以及修正趨勢具有復原力。自大流行疫情以來，與美國市場的估值差距擴大，歐洲市場對價值股的更大投資令人感到興趣。這正從名義利率和實質利率的上升中受益的。再者，儘管其近期相對表現非常好，但價值策略對市場平均的折讓高於長期平均。

儘管有眾所周知的不利因素（投入成本和工資通脹、供應鏈中斷...），目前正在進行的第四季財報季在這方面令人放心。在這種情況下，定價能力在未來幾個月可能維持其為關鍵性的投資主題。

新興市場

我們越來越看好中國股市。我們認為，利用宏觀經濟的支持和有吸引力的估值以及有條件的盈餘勢頭轉為積極的條件下，中國股市有望在今年晚些時候大幅反彈。

中國當局實際上已經開始以下調銀行存款準備金比率的方式從事寬鬆貨幣政策。使用西方疫苗可能會在今年晚些時候緩解新冠病毒的清零政策。

我們還認為中國股票在2022年看起來具有吸引力（而且尤其是A股），因為其EPS增長/估值（北亞未來12個月的最高預期EPS增長），同時與其歷史平均P/E率相比顯示存在折扣。

最後，今年的盈餘增長率預計是14%，過去幾季持續出現負修正，但可能開始企穩，這是增加對中國的投資要觀察的催化作用。

日本

我們現在對日本股市更為謹慎。我們預期在短期內積極性的催化作用會減少。與其他已開發國家相比，日本市場的景氣循環性大於價值性，EPS的意外積極勢頭正在放緩。

此外，隨著七月上議院選舉逐漸臨近，一些政治風險依然存在。最後，Omicron的擴散和加強疫苗接種推展程度低將減緩該國重新開放的動力。

策略：增長型和優質型會脫鉤嗎？

在債券殖利率上升的背景下，被視為長存續期間股票的增長型公司的估值面臨壓力。市場一方面將越來越區分防禦性、強健的資產負債表、和有現金生成能力的增長，另一方面是無利可圖的長存續期間增長。

從這個意義上說，（高度和無獲利能力的）增長型股和優質型股之間的相關性可能開始減弱，優質型股最終可以從其內在優勢（可見度、復原力、穩定性、定價能力、和低波動性）中獲得更多助益。

在這種情況下，高度優質型股的防禦性方面以及與上升的VIX（市場波動率指數）的正向關係使其在與高度增長型股票相比時可能受到青睞。

我們認為高穩定性的淨利率、強大的定價能力、強健的資產負債表、穩定的增長能力是這些優質公司的代表性主題。

G10貨幣在二月份經歷了一趟過山車之旅，人們處於ECB的鷹派轉向和烏克蘭前線的緊張局勢日益加劇之際，信念備受考驗。關於各國央行的緊縮政策，外匯市場似乎已經改進預期，在三月舉行下一次會議之前不太可能有任何急劇的變化。



ECB會議 重新調整歐元

歐元

即使前景正逐漸轉晴，歐元看漲之前仍有重重障礙。

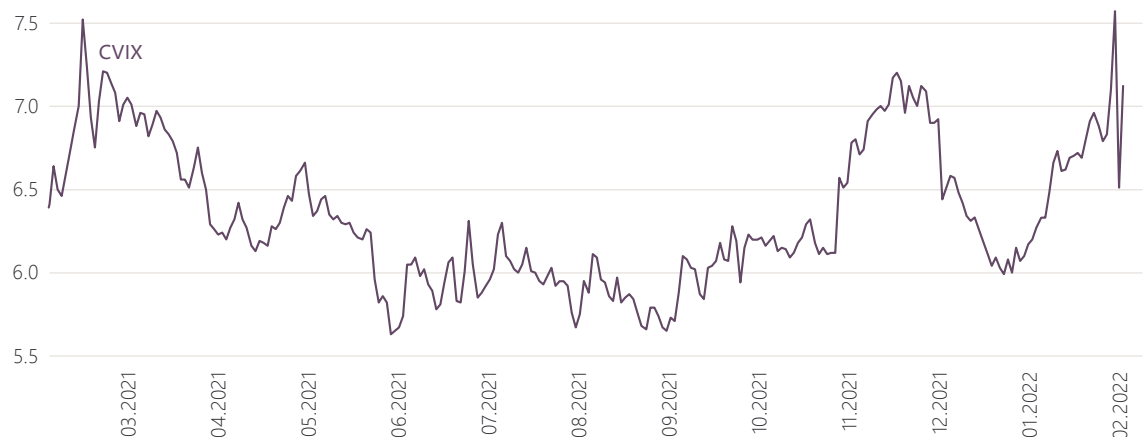
ECB於一月舉行的會議上為歐元重新洗牌，特別是歐元兌換美元。儘管ECB所採取的緊縮政策不像Fed那樣強勁，但兩者之間的差距已不復擴大。然而，不要這麼興奮，因為ECB承認持續發生的通貨膨脹已經打開了緊縮政策的可能性，但並未保證會採取。市場的反應推動歐元兌美元向1.1450逼近，有些人預計收緊幅度將高達50基點。利率回到負值以上的可能性可能會顯著減少利用歐元來作為融資貨幣，因此支持該兌換率。雖然ECB的轉向可能表示歐元的長期升值，但在短期內，受到一些威脅阻礙——俄羅斯-烏克蘭的緊張局勢將歐元兌美元推低至1.1290，因為歐洲的能源依賴和貿易風險承擔可能會在實施制裁的情況下削弱歐元區。法國大選，以及Fed首次升息的幅度，也引起不確定性。我們出於所有這些原因，至少在三月舉行的ECB會議之前對於歐元兌換美元保持中立態度。

美元

三月要舉行的下一次Fed會議可能對於美元的命運具有決定性作用。

美國通貨膨脹率創下歷史新高再加上極好的就業數據，推動市場預期Fed將在2022年升息六到七次。短期內，有很多因素支撐美元：美國經濟表現優異、對Fed加息的預期、以及地緣政治緊張局勢使美元成為避險買盤。從中期來看，事情可能會變得比較棘手——許多利好因素都反映在美元中，在第一次升息之後人們可以預期某些與老格言「買謠言，賣事實」相關的經典獲利回吐。Fed也有可能開始著手比目前所預期的更為漸進的正常化。再加上ECB和其他央行最終可能進入貨幣緊縮政策的動態過程，這可能會對美元構成負面影響，特別是如果美國發現為其仍然巨大的雙赤字融資會更為困難（圖4）。

圖 4：央行變得更不可預測，外匯波動性持續攀升



註釋：CVIX（德意志銀行製作的外匯波動率的組合）。

來源：德意志銀行、彭博社、東方匯理財富管理。



英鎊

英鎊受制於英國央行（BoE）在促成經濟增長和控制通貨膨脹之間的掙扎。

BoE做準備在三月舉行的下次會議上進行第三次加息：一月的就業數據非常好，英國的通貨膨脹再次達到創紀錄水平，停滯性通貨膨脹的威脅因此升高。儘管再次加息的前景正在支撐英鎊，一月的經濟數據雖然比預期略好，但因為市場已經慷慨地將未來的加息納入定價，而並未對英鎊造成太大影響。BoE歡迎英鎊進一步升值，因為可能有助於遏制輸入性通貨膨脹，但該貨幣面臨不少負面的風險。首先，在於BoE本身：英國的經濟復甦面對一系列擔憂，可能會迅速衰退：能源價格飆升、勞動力市場短缺、以及英國脫歐存在持續不確定性。復甦放緩可能會阻礙BoE的政策正常化，進而可能致使實質利率和殖利率保持負值，並對英鎊造成壓力。其次，極易受到風險飆升的影響，只要COVID-19和烏克蘭-俄羅斯的緊張局勢繼續存在，英鎊就會面臨風險。

黃金

地緣政治緊張局勢促進黃金的魅力。

黃金同時受到兩種不斷演變的緊張局勢所鞏固。烏克蘭前線醞釀中的地緣政治不確定性升高，鼓勵全球投資者以黃金作為傳統避險工具的需求。能源價格飆升的連鎖反應進一步導致大多數經濟體對其CPI水平失控的惡化，最近在歐盟和美國尤為明顯。儘管現在眾所周知FOMC即將加息，但美國的「實質」利率的整條曲線仍然持續為負值，這有助於黃金輝煌起來。黃金現在遠高於其200日移動平均線，再次測試最初1,877美元的關鍵阻力位，隨後可能達到1,920美元/盎司。由於軍事衝突可能不幸無法排除，黃金可能比照2014年春季吞併克里米亞的情勢，會迅速上漲至這些高水平然後再飆升至更高水平。同樣地，如果敵對緩和（détente）可以企及並且烏克蘭緊張局勢持續平息，黃金可能會很快回落至其最近每盎司100美元的漲勢。



2022年是過渡時期，從創紀錄經濟政策支持的強勁復甦，至運用貨幣和財政政策正常化使經濟增長逐漸趨於潛在水平的歷程。過去幾年的建議—近幾個月仍然風行—正在受到挑戰（包含暫時性通貨膨脹、長期低利率、科技領頭等方面）。這表示投資者將需要適應新的波動制度，並重新考慮資產配置、風險承擔、和投資主題。



增長

和經濟政策正常化，
具有更高波動性的制度

- GDP增長將高於潛在水平，但會逐漸減速，而消費風險則會上升。
- 美國通貨膨脹的動態將持續更長久時間，涵蓋範圍更廣，導致美國工資面臨上漲壓力，同時歐元區的通貨膨脹迄今為止主要受能源價格推動，預計將在2023年恢復至2%。
- 宏觀數據的波動性仍將保持居高不下。
- 中央銀行下定決心使其政策正常化，然而不會達到市場所預期的程度。Fed今年可能會實施升息四次，而非市場目前所預期的六到七次。而歐元區，我們不預期ECB會在2022年第四季或2023年第一季之前加息。下調對加息的預期可能導致到目前為止的殖利率曲線趨平走勢產生逆轉；這可能會在第二步以提

高長期殖利率得到加強，如果市場擔心央行仍落後於曲線，或者如果市場低估Fed縮減資產負債表的效應，而該效應在技術性和時機的掌握方面到目前為止仍存在很大不確定性。

- 企業的基本面強健，其可靠的結果公佈於2021年第四季。然而，美國的淨利率正在達到頂點，盈餘勢頭和企業指引似乎減弱。這反映出淨利率在多個行業的壓力不斷上升如工業股和消費股等，而通貨再膨脹（reflation）起作用（銀行、能源）和科技業受益於正向的修正。
- 企業違約率應該會保持在低水平，但在政策正常化的背景下，企業槓桿率的增長已經造成信貸利差的脆弱性。

- **股票**：略微增持股票，青睞歐洲而非美國，價值型股優先於增長型股，因為如果長期殖利率繼續增加，可能會繼續重新定價。在價值型之內，從景氣循環性行業向通貨再膨脹行業的輪動預期將持續。對於容易受債券殖利率上升影響的所謂「防禦性」行業，以及因受到淨利率壓力而削弱的行業如工業等，持謹慎態度。在估值正常化的背景下，偏愛能為股東帶來豐厚回報的公司。對於具有獲利能力的美國科技巨頭以及中國股票維持長期建設性的觀點，當其盈餘勢頭穩定時，這兩種股票都可能得到加強。
- **政府公債**：政府公債維持適度存續期間，因為債券殖利率正常化，減持可以逐步減少，特別是用來對沖宏觀趨勢減弱或地緣政治緊張局勢的升高。
- **公司債券**：在最近利差擴大後，價值高於2021年底，特別是短期債券，但重新定價的趨勢反映出槓桿化的著名公司對更高利率有更大的波動性和敏感性；這種趨勢可能會在未來幾週或幾個月內繼續朝著前幾個週期所記錄下來更中等水平的方向發展。
- **新興資產**：可能為2022年業績和多元化來源提供良好的貢獻，特別是能提供混合增長、已經控制通貨膨脹、穩固的外部基本面、和永續性經濟政策的國家。亞洲國家在這方面得分很高，並可能從其擴大重新開放中受益。投資者可以等待Fed首次升息之後，才增加配置。
- **匯率**：美元仍受益於市場對Fed正常化的預期，但加息預期的縮減可能預示美元兌歐元和新興貨幣的逆轉。在這種通貨再膨脹的背景之下，大宗商品所驅動的貨幣仍然受到市場的青睞。
- **流動性**：提高投資組合中的現金緩衝以便攫取波動性上升帶動的機會。

主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
定息債券		
政府債券		
核心歐元10年 (德債)	=	=
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		
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+<	=	=
新興市場債券		
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	=	+
股票市場		
地理分佈		
歐洲	+	=
美國	=	=/+
日本	=	-/=
拉美	-/=	=
東南亞	-/=	=
中國	=/+	+
策略		
增長型	=	+
價值型	+	=
品質型	=/+	=
景氣循環性	-/=	=
防禦型	-/=	-/=
外匯		
美國 (USD)	=	=/-
歐元區 (EUR)	=	=/+
英國 (GBP)	=/-	=
瑞士 (CHF)	=/-	=
日本 (JPY)	=	=
巴西 (BRL)	=/+	=
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

2022年2月17日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	1.96%	15.75	45.14
法國10年	0.70%	33.90	50.70
德國10年	0.23%	25.60	41.10
西班牙10年	1.21%	55.30	65.10
瑞士10年	0.27%	22.70	40.40
日本10年	0.22%	7.70	15.50

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	40.09	1.67%	2.22%
歐元政府債券	213.84	-1.68%	-2.16%
歐元高收益企業債券	207.55	-2.64%	-2.85%
美元高收益企業債券	317.99	-3.04%	-4.34%
美元政府債券	313.36	-0.90%	-2.16%
新興市場企業債券	49.09	-1.90%	-3.75%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.0456	0.78%	0.78%
英鎊/美元	1.3616	0.12%	0.62%
美元/瑞士法郎	0.9204	0.38%	0.82%
歐元/美元	1.1361	0.43%	-0.08%
美元/日元	114.94	0.73%	-0.12%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	28.11	2.52	10.89

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,380.26	-2.29%	-8.10%
富時 100 (英國)	7,537.37	-0.63%	2.07%
歐盟 600	464.55	-3.89%	-4.77%
東証股價指數	1,931.24	-0.38%	-3.07%
摩根士丹利環球	3,009.09	-2.37%	-6.89%
中國滬深300指數	4,629.17	-4.03%	-6.30%
摩根士丹利 新興市場	1,242.92	-1.02%	0.89%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,378.06	5.73%	11.65%
摩根士丹利 EMEA 歐 (歐洲, 中東, 非洲)	290.66	1.83%	5.43%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	787.79	-1.80%	-0.19%
法國巴黎 40 (法國)	6,946.82	-3.44%	-2.88%
德國 DAX (德國)	15,267.63	-4.05%	-3.89%
義大利 MIB (義大利)	26,669.27	-3.27%	-2.48%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,671.10	-1.63%	-0.49%
瑞士 SMI (瑞士)	12,075.27	-3.86%	-6.22%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4,784.00	1.18%	5.19%
黃金「美元/安士」	1,898.43	3.22%	3.78%
WTI原油「美元/桶」	91.76	5.59%	22.01%
銀「美元/安士」	23.88	-3.40%	2.24%
銅「美元/公噸」	9,929.00	-0.61%	2.14%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	4.49	17.99%	20.27%

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」

	2021年11月	2021年12月	2022年1月	四星期變動	年初至今 (2022年2月17日)
最弱表現	-0.83%	-0.83%	7.29%	5.73%	11.65%
	-1.56%	-1.56%	2.43%	1.83%	5.43%
	-2.30%	-2.30%	1.08%	-0.38%	2.07%
	-2.46%	-2.46%	-1.93%	-0.63%	0.89%
	-2.64%	-2.64%	-3.12%	-1.02%	-0.19%
	-3.40%	-3.40%	-3.88%	-1.80%	-3.07%
	-3.64%	-3.64%	-4.84%	-2.29%	-4.77%
	-3.92%	-3.92%	-5.26%	-2.37%	-6.30%
	-4.14%	-4.14%	-5.34%	-3.89%	-6.89%
最強表現	-7.05%	-7.05%	-7.62%	-4.03%	-8.10%

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。



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。

布蘭特 (Brent)：一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

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。

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。

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。

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。

聯邦公開市場委員會 (FOMC)：美國聯儲局的貨幣政策機構。

PMI：採購經理人指數。

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。

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。

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%。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

IEA：國際能源總署。

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。

BLS：美國勞工部勞動統計局。

BNEF：彭博新能源財經。

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。

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。

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。

IPPC：政府間氣候變遷專門委員會。

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。

IRENA：國際再生能源總署。

ISM：美國供應管理協會。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

優步化 (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。

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所有資訊之及時、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，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：該冊子由位於意大利米蘭 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。
- 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 1st Street - Al Muhairy Center, Office 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。
- 其他國家：其他國家的法律法規也可能限制本出版物的分發。擁有本出版物的人必須了解任何法律限制並遵守它們。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2022, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2022年2月18日編輯。

