

MONTHLY HOUSE VIEW

2022年5月

聚焦

英國：困境中的一絲希望？

概要

- | | |
|----------------|-----|
| 01• 編輯寄語 | P3 |
| 尋覓富有復原力的回報 | |
| 02• 聚焦 | P4 |
| 英國：困境中的一絲希望？ | |
| 03• 經濟點評 | P6 |
| 瀕臨引爆點？ | |
| 04• 定息債券 | P8 |
| 美國短期收益率再次具有吸引力 | |
| 05• 股票市場 | P10 |
| 新的市場體制，波動更大 | |
| 06• 外匯 | P12 |
| 駕駛座上的通貨膨脹 | |
| 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

尋覓富有復原力的回報



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

市場在最近幾週，從憂心烏克蘭衝突爆發導致經濟放緩，迅速轉變為憂懼高通貨膨脹的持續，促使各國央行加快加息時間表。收益率曲線準確反映通貨膨脹飆升將導致經濟衰退的風險，引發快速但短暫的加息週期，隨後從2024年或更早起降息。

在這種環境下，投資者可能環首四顧心茫然，難知何去何從。首先，因為他們需要學會擺脫考慮名義回報，取而代之的是著重於尋求扣除預期未來幾年通脹率之後的正值實質回報。其次，因為這些未來的回報所依據的增長和利潤率假設已被新環境破滅了。最後，因為在這種飄搖的環境之下，特別是當股票市場和債券市場發出截然不同的信號，一方面是增長和淨利率的復原力，另一方面則是衰退的風險之時，運用基準和被動指數來管理投資的本身，已經價值有限。

要投資者改變他們的心態相當難。他們可能不得不捨棄10年以來最有效的投資方風格（增長股），承擔改變作風之後的所有後果，同時以退出負向利率來象徵其退出近年來所使用的框架。各國央行在短短幾週內就改變模式，並以對抗通脹為首要任務。「格林斯潘包底/賣權」（Greenspan put）早已不復存在，央行現在將給予市場較少的支持。聯儲局資產負債表的縮表懸於未知領域（terra incognita），此舉在貨幣史上幾無先例。這使得預測長期利率水平比大流行疫情開始時期困難。

改變心態在短期內也可能付出高昂的代價，無論是在心理上（對有10年業績支持的信念和習慣起疑心），或是在財務上（在調整資產配置組合之前知道是時候賣出虧損頭寸），但從長遠來看是利可圖的。根據許多參數，儘管這種環境與1970年代的環境不同，但仍然存在的問題是，要如何確定哪些資產類別更有能力承受比共識所表達的更高通脹週期。

高股息股票和高收益債券似乎是能在未來五年內取得回報率超過平均通脹率的資產類別。然而，仍然需要找出公司具備以下能力：確保這些回報的持久性、可持續性、和增長性，並且不會因淨利率下降、債務過多、或非自籌資金的投資需求而處於不利地位。這種透過復原力和優質條件來篩選應該會使投資組合在所有環境中都能夠表現良好，如同設計既能在平靜天候和也能在波濤洶湧的大海中航行的船舶一樣。在公司債券領域，由於面對不對稱的能源衝擊，以及部分國家和行業嚴重依賴俄羅斯天然氣的條件下，精挑細選仍然是必要的。

因此，在中期之內尋求無論貨幣或經濟環境如何發展都具有復原力的內在回報（intrinsic returns）應是優先之務，優先於在短期內尋求指數表現。後者受到信心指標短期走向、地緣政治風險、以及央行溝通的嚴重影響。儘管企業的環境艱難，財報季於本月開始，就剛好在盈利預期修正出現令人意外的正向趨勢之後，這將是本財報季所要面臨的挑戰。

英國受益於其島國地位，具有更多元化能源供應商，其央行可以不受拘束而著重於通貨膨脹問題，但遠非免受能源價格危機的影響，以及其通貨膨脹和增長之間的政策權衡仍然非常難以處理。然而，英國股市的表現——大致上與國內經濟脫節——不容忽視。

英國經濟顯然尚未擺脫困境

在經歷2020年最嚴重的經濟收縮之一（-9.3%）和2021年穩健復甦（+7.4%）之後，英國經濟預計在2022年將增長略低於4%。由於英國現在已完全取消健康限制，服務業採購經理人指數升至62.6，甚至在三月有出色表現，超過法國（57.4）和美國（58）。然而，由於英國消費者在能源危機中首當其衝，這種復甦將是短暫的。即使英國在能源進口上相對獨立於俄羅斯（從挪威進口30%的石油和74%的天然氣），但戰前因素結合包括北海油田維護工作受COVID-19封鎖等的影響，已經導致批發成本增加，甚至在戰前就已發生。

而且，在烏克蘭戰爭發生之前，英國的通脹率已經處於歷史新高，並且與歐元區相反——相對多方面（圖1）。

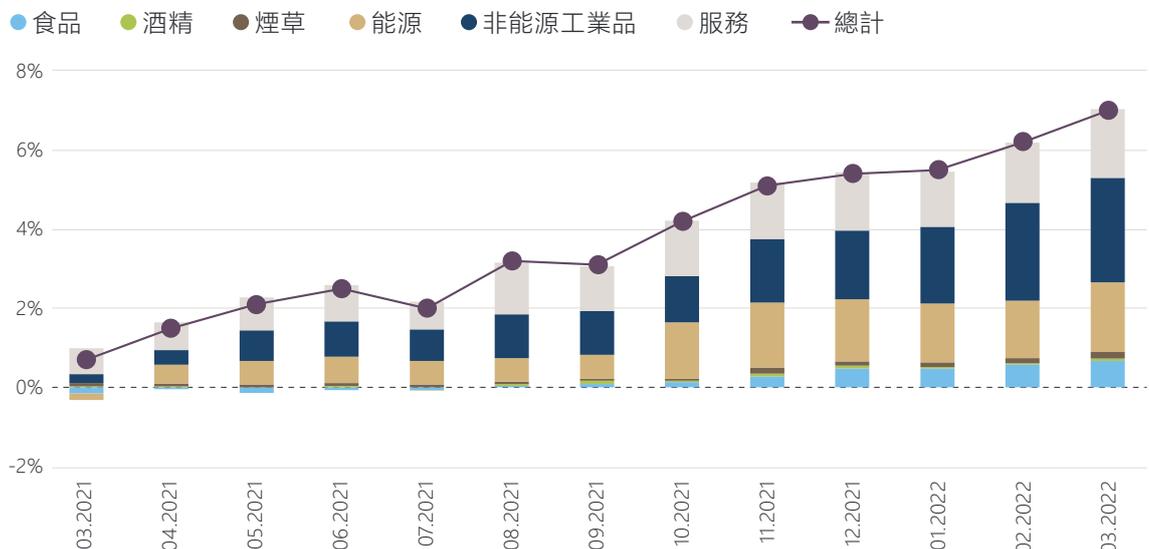
三月同比（YoY）上升至7%（環比（MoM）為1%），其中能源價格上漲所導致的住房成本上揚漲幅最大，而由於英國能源監管機構（OFGEM）將在四月上調天然氣價格上限，能源價格將進一步上漲。這些價格上漲的第二輪影響加上歷史最低的失業率（3.8%）將工資推高（二月的三個月移動平均增長率為5.4%），但由於實質工資同期持續下跌1%，工資漲勢仍跟不上通貨膨脹。根據Euler-Hermes的一項研究，與戰前情況相比，每戶家庭總計能源帳單增加表示英國的可支配收入損失-2百分點（德國為-1.5百分點，法國、義大利、和西班牙均為-1百分點）。對於英國的低收入人士來說尤其如此，他們在大流行疫情期間也經歷家庭債務最急劇的增長。這就說明為什麼英國的私人消費尚未恢復到COVID-19之前的水平。



可支配收入於
2022年下降

2%

圖 1：英國通脹（CPI）促成作用, YOY, %



來源：英國國家統計局、東方匯理財富管理。

英格蘭銀行： 自由支配自己的行動

英格蘭銀行（BoE）與歐洲央行（ECB）相比，受到金融分裂化（financial fragmentation）潛在風險的影響較小，ECB仍然關心緊縮速度過快對義大利脆弱的債務存量的影響。在此脈絡下，BoE已在三月連續執行第三次加息，而市場預計到2023年三月，利率將達到2.5%。BoE同時宣布，在啟動量化緊縮（QT）過程時，將不會用已到期政府債券的收益進行再投資。話雖如此，在下個月將利率提高至1%之後，BoE可能會選擇暫停其緊縮政策，有意讓貨幣政策委員會留意其政策對增長的影響。依據國際貨幣基金組織（IMF）的數據，由於可支配收入減弱和金融狀況收緊，預計英國於2023年的通脹率最高（5.3%），但GDP增長率也在G7之中最低（1.3%）。

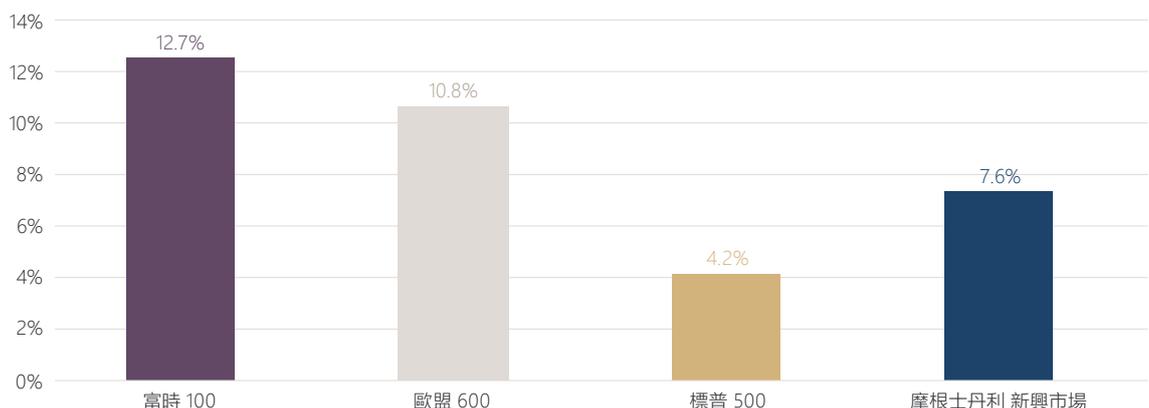
英國股市： 高收益股向能源和優質傾斜

儘管英國宏觀經濟情況黯淡，但有趣的是，英國股市的表現明顯優於歐洲大陸的同行。投資者被該島國吸引有幾個原因。雖然英國似乎比較不受烏克蘭-俄羅斯危機的影響，並且提供多樣化的機會給風險資產，但該市場的基本面更具有支撐性。

一方面，英國股票絕對和相對估值都處於歷史低位（11.8對比10-年平均水平14.8），從未回到英國脫歐前的水平（這減低了股市再次出現全球性拋售的情況下強勁重新定價的風險）。另一方面，與其他主要指數相比，主要股票指數富時100指數（FTSE 100）受益於其對能源行業的較高權重（12.2%對比EuroStoxx 50的5.4%以及MSCI World的4.3%）。致使其成為很有趣對沖工具用來對沖大宗商品的價格上漲。再者，通脹環境已提振優質風格定位和定價能力主題。以防禦性聞名的醫療保健行業，屬於這些先前的主題，也在富時100指數中有很好的代表性（11.7%）。反之，與歐洲主要指數相比，受投入成本上升（如工業股）或利率上升（如科技股）影響最大的行業的代表性卻不足。

歸根結底，這種向價值風格（尤其是能源）以及優質風格的傾斜，將轉化為英國股市在2022年更高的盈利前景（預計2022年為+13.7%，過去一個月修正了8.9%），並且只要沒有貨幣政策脫軌或英國經濟增長進一步大幅修正，就應該會繼續支持市場。在停滯性通貨膨脹風險上升期間，高股息收益率股通常會獲得豐厚的回報。英國股票憑藉其具有世界最高的自由現金流收益率（free-cash-flow yields）（圖2），看起來更具吸引力，如果全球出現停滯性通貨膨脹風險，可能因此進一步吸引投資者。從這個角度來看，海峽（English Channel）彼岸的草實際上可能更綠意盎然。

圖 2：對比其他主要指數，英國股票市場顯示高自由現金流收益率，%



來源：彭博，東方匯理財富管理。

通貨膨脹依然是全球投資者和消費者關心的關鍵問題。年初大宗商品價格飆升之後，通脹預期仍將保持居高不下，但原因不相同。

大宗商品價格 VS.中國經濟衰退

大宗商品的價格於四月開始和緩，但仍處於歷史高位：四月前15天的油價平均為每桶106美元對比三月的112美元，而天然氣價格自三月初以來下跌19%，但仍比2021年12月31日的價格高40%。由於大宗商品對烏克蘭戰爭仍然非常敏感，現在談論拐點 (inflexion point) 確實為時尚早。對於消費者逐漸發現其能源賬單影響的程度來說，這也幾乎不構成什麼安慰。

然而，隨著全球經濟增長預測被下調 (圖3)，大宗商品價格越來越有可能開始隨著需求降低而下調，尤其是對石油的需求。由於中國經濟近期放緩，這種情況尤其可能，因為事實證明COVID的清零政策所需時間比預期的要長，使2022年幾乎不可能達到中央政府5.5%的增長目標 (我們預測為4.3%)。中國三月零售額環比回落1.9%，工業生產環比僅增長0.4%。

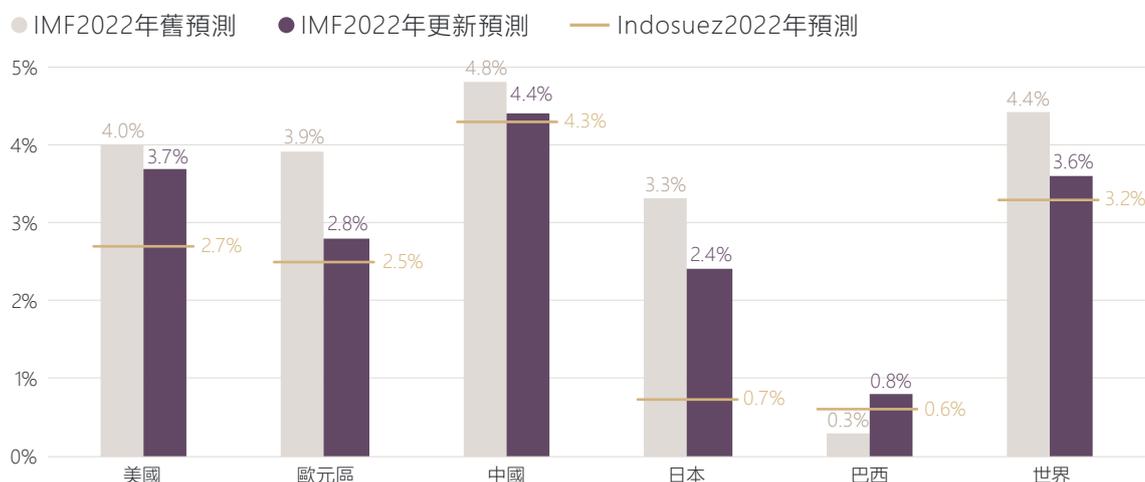
這對其他新興市場，尤其是巴西等大宗商品出口國產生嚴重的影響。後者雖然受益於石油和大豆價格上漲，但巴西出口將遭受中國需求下降的影響。總體而言，中國進口巴西出口總額的32%，其中大豆出口接近佔80%而石油出口佔65%。日本的貿易平衡在三月份顯示大幅逆差 (是市場預測的四倍)，原因是對中國的出口銳減 (從二月的26%降至三月的3%)，以及能源價格飆升推高進口價格 (後者上漲31%，而出口總額增長15%)。

通脹繼續奮力推高

總體上，我們預期大宗商品價格會有所緩解，但由於許多原因，預期全球價格仍將繼續承壓。首先，中國最近對主要製造業貿易中心實施封控可能會再次中斷供應鏈，然後再次推高價格。其次，勞動力市場在美國 (3.6%) 及英國 (失業率為3.8%) 仍然拮据，而歐元區 (5.8%) 窘迫程度較低。



圖 3：GDP增長預測，%



來源：IMF、WEO、東方匯理財富管理。



這種拮据現象主要與低薪工作有關，這些低薪工作導致相關行業的名義工資增加。但是，第三，通脹在三月達到新高度，現在美國和歐元區的通脹已經連續上升六個多月（而中國則保持溫和）。鑑於這次高通脹時期漫長，預期工人將開始要求加薪以彌補價格的快速上漲，根據國際貨幣基金組織最近的一份報告，這可能比勞動力市場窘迫迄今還更能加劇通脹壓力。最後，食品價格的上漲比能源價格更具「粘性」，而且異常的天氣條件更加深對糧食短缺的憂懼：小麥價格自四月初以來上漲12%（特別是對新興市場的風險）。

在此背景下，美國消費者信心指數從三月的十一年低點59.4意外躍升至2022年四月的65.7，但未來一年（5.4%）以及五年展望（3%）的消費者通脹預期均保持不變。今年四月的調查僅給予小幅的情緒改善，調查製作單位承認，這仍太接近衰退水平，令人無法放心。

美國三月零售額環比增長0.5%（與二月的0.8%相比），但這次消費者支出的增長掩蓋了價格上漲對能源（汽油銷量環比增長8.9%）、食品、及其他商品的影響，因為零售額未按通貨膨脹調整。

宏觀前景傾向於負面風險

經濟前景的風險仍然偏向負面，包括戰爭可能惡化和/或歐洲與俄羅斯之間制裁升級。根據義大利總理的說法，（幸虧阿爾及利亞的供應商）切斷俄羅斯的天然氣供應似乎更可行，但根據歐洲央行估計，一刀切斷俄羅斯的天然氣供應對於經濟的整體風險的程度，德國將降低3%以上的價值，義大利則降低近4%。

最後，2022年下半年也將充滿重要的政治里程碑：在四月的法國大選之後，澳大利亞將準備五月初的聯邦選舉，隨後是七月的日本上議院選舉、十月的巴西選舉、以及最後是在十一月舉行的美國期中選舉。

在有通貨膨脹壓力的背景下利率強勁重新定價之後，市場似乎良好地納入對央行加息的預期。信貸市場仍然具有吸引力，基本面強勁，應會限制利差擴大的風險。



在一個月之內美國
2年期利率上漲約

100基點

達到

2.60%

中央銀行

自2021年年底以來，各主要央行為應對通脹壓力採取的措辭發生了變化，致使市場預期會大幅加息。我們認為這些期望是有理可據，應該兌現。因此，聯邦基金利率到今年的年底應該接近2.5%。在歐洲央行（ECB）方面，存款利率應再度變為正值，儘管自2014年以來一直為負值（目前為-0.50%），即使ECB的不確定性仍然較高。

收益率曲線

由於聯儲局打算收緊貨幣和金融條件，收益率曲線在歷經幾個月的扁平化之後，美國收益率曲線在未來幾個月期間可能會變陡。在這裡，我們提出一些可能導致債券的牛市及熊市設想出現這種結果的原因。

看漲債券

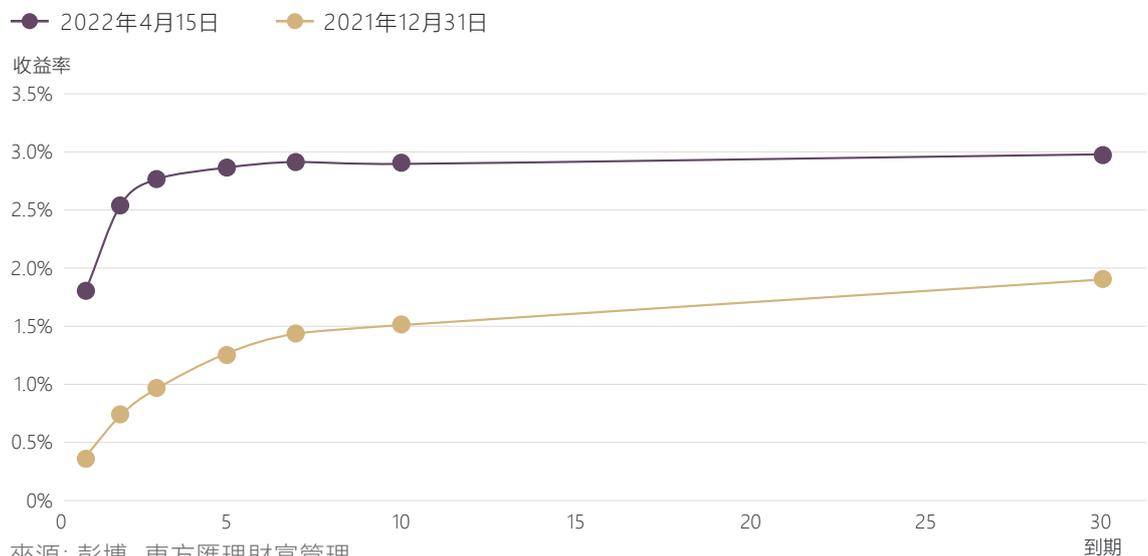
- 消費者的前景惡化可能會壓抑增長預期導致減少加息次數。
- 供應鏈壓力的緩解和/或地緣政治局勢不那麼極端會減輕對大宗商品和通貨膨脹的壓力。

看跌債券

- 由於激進的量化緊縮政策，期限溢價（term premium）增加。
- 長期通脹預期「脫錨」（deanchoring）。

從國債市場來看，估值看起來越來越有吸引力（圖4）。美債曲線短端目前提供有吸引力的套利水平，在利率繼續上升或美債收益率曲線因量化緊縮而變陡的情況下，提供良好的緩衝。歐元曲線儘管收益率自年初以來有所上升，但盈虧平衡收益率仍然非常低（1年期約為10基點）。因此，不提供任何保護，特別是因為利率的波動性很高。

圖 4：美國收益率曲線的演變，自2022年初起，%





通貨膨脹

通貨膨脹及其組成部分說明美國和歐洲之間的根本差異。由此產生的通脹路徑（經觀察和預測）也部分解釋我們在各自利率曲線上的不同定位。關於美國，市場普遍認為我們目前已趨近峰值。三月美國CPI同比上漲+8.5%；亞特蘭大聯儲的「粘性價格」通脹指數（價格變化相對緩慢的加權一籃子商品）同比上漲+4.7%，的確非常強勁。然而，由於三月核心CPI（不包含能源和食品價格）的月增長（0.3%）低於二月（0.5%），價格加速增長可能開始放緩。歐洲的情況有所不同，通脹預期將在未來幾個月維持在高水平（三月同比增長7.4%）。與美國相比，能源的作用更大，並且可能在不久的將來成為調整的來源。歐盟在能源和當前地緣政治局勢方面的脆弱性導致未來幾個月引人關注的程度降低。再者，在此脈絡下，不能完全排除會遭受更明顯的能源衝擊。

通貨膨脹市場業已準確地將此情況納入定價。通脹掉期（inflation swaps）曲線全線高於在短期內市場和價格上漲的2%通脹水平。歐洲掉期曲線在上個月大幅重新定價，現在已經倒掛。這些元素證實我們的信念，即通脹盈虧平衡點在美國可能沒有許多進一步正向發展的潛力，而在歐洲則存在許多不確定性。美國的2年期和5年期通脹盈虧平衡點自三月下旬以來甚至做過修正。

所以，大西洋兩岸的名義利率可能傾向有進一步波動，並可能在未來幾週內重新提高定價。

信貸市場

信貸市場在2022年波動加劇。主要原因有二。第一，美國曲線幾個月以來以及最近歐盟曲線對相關無風險利率進行極端重新定價。第二，烏克蘭的地緣政治危機推高利差。我們重申對高貝塔（beta）市場（歐洲高收益和後償債項）的積極看法，同時對長存續期間投資持謹慎態度。

支持這一觀點的論據既有基本面也有技術面。起初，收益率處於有吸引力的水平，特別是歐元高收益債券的收益率，在過去幾週指數已達到4%。其次，發行人的資產負債表在COVID-19危機之後，顯示穩健的指標。從槓桿率、利息覆蓋率、或現金餘額來看，發行人平均表現穩健，並且可以至少承受一定程度的宏觀前景惡化。而且，過去12個月期間的尾隨違約率，以及分析師和評級機構所預測的範圍是介於1%到2.6%之間。利差所隱含的違約率目前為5.5%，我們認為這是對目前將風險納入定價的良好補償。然而，我們注意到資金流動自年初以來為負值，高收益市場已經有八週未見新發行。

儘管自俄羅斯入侵行為導致市場下跌以來，MSCI World指數出現令人印象深刻的回升，但對大宗商品價格上漲、通貨膨脹水平上升、和經濟增長衰退的擔憂，加劇對停滯性通貨膨脹的恐懼。各國央行顯然選擇對抗通脹而不是支持GDP增長，導致10年期收益率升高。激進的聯儲局週期加上烏克蘭戰爭和中國對COVID-19的封控致使股市處於某些潛在的負面風險，以及應該會保持在結構上升高波動性。

盈利及估值

一方面，盈利預測出奇地繼續向上修正，構成對市場的積極推動力。另一方面，這些積極的修正似乎主要受到石油和大宗商品行業所驅動，而預期在2022年第一季工業和消費行業的盈利將繼續下滑。不僅如此，領先指標例如公告前比率 (preannouncement ratios) 或漲/跌比率 (up/down ratio) 等皆指向負面風險，意味2022年第一季的財報季節應該是憂喜參半。

原本恢復到更具吸引力的估值水平已經相當大程度惡化。即使市盈率的絕對水平已經納入不容忽略的折讓（主要是在歐洲和新興市場），10年期收益率的強勁回升使股票風險溢價和實質收益率迅速惡化。

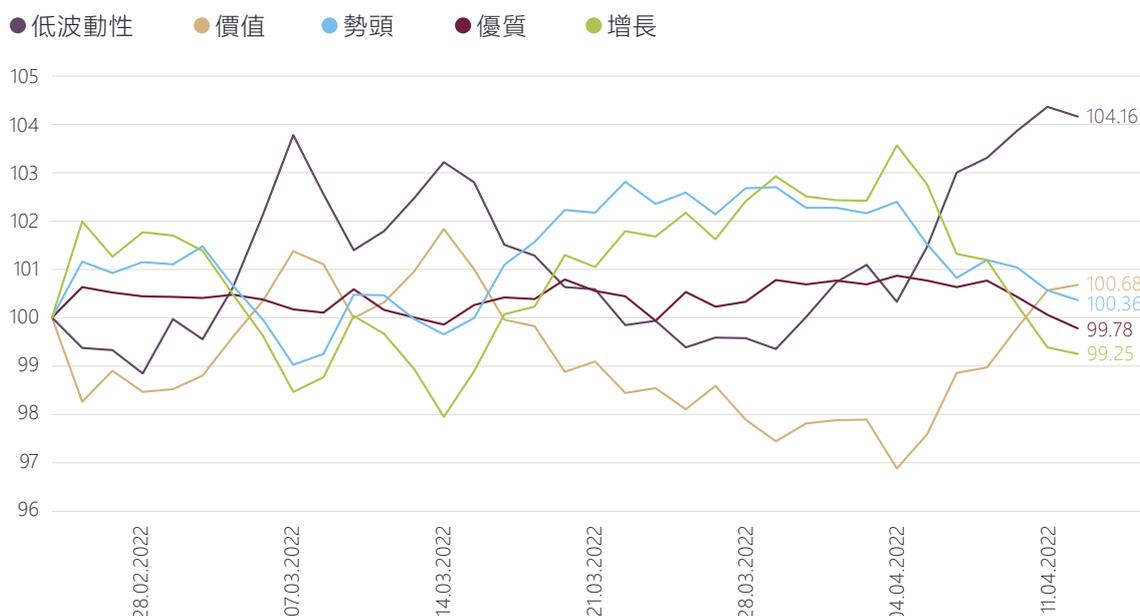
美國

美國由於地理距離較遠而且對石油和天然氣進口的依賴程度較低，其經濟似乎對烏克蘭戰爭更有免疫力。再者，分析師的共識繼續預計未來兩年的收益增長將每年近10%。然而，美國市場目前受到聯儲局日益激進的貨幣政策的影響，其政策將長期利率推至3年高點。

長期利率的上升給增長型股票造成很大的波動，我們對此更加謹慎。因此，在經濟景氣週期低迷的情況下，優質型股票應該會有更好的表現（圖5）。



圖 5：MSCI美國因素指數相對表現



註釋：聯儲局的鷹派轉向對價值型股票有利。而且，自俄羅斯入侵以來，不出所料，優質和低波動性股已經恢復一些勢頭。

來源：彭博、MSCI、東方匯理財富管理。



歐洲

由於烏克蘭受到入侵的後果（供應鏈中斷、能源和原材料成本上漲），不確定性繼續瀰漫歐洲的經濟。

因此，我們更傾向於對歐洲市場更加謹慎：一方面其交易價格低廉（與其自己的歷史平均水平相比，與美國和/或債券市場相比），但另一方面，隨著我們進入2022年第一季財報季，我們會面臨每股收益可能下調。

在此背景下，我們確定以犧牲歐元區市場為代價，相對青睞英國、北歐、和瑞士市場。

新興市場

由於中國遭遇自2020年第一季以來最嚴重的COVID-19疫情，主要城市的地方政府恢復COVID清零政策和全市封控。這種對COVID-19疫情的零容忍政策影響中國經濟2022年的前景，其增長預測因此下調。

中國當局目前保持貨幣和財政寬鬆的政策傾向。我們預期中國政府在未來幾週之內將進一步放寬貨幣政策（可能會降息）。

儘管此際亞洲股市高度波動，但我們仍將重點放在企業的實質基本面上，並對2022年保持積極立場。

投資風格：增長風格和優質風格會脫鉤嗎？

在新的市場制度中，波動性將會維持在高位，暗示優質和低波動性股票的溢價。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、和穩定的增長能力是該「優質」領域的代表性主題。但是，我們同樣認為「穩定且不斷增長的紅利」是在這種環境下的另一項alpha來源；我們將這一主題整合進入我們的全球「優質」戰略之中。

在價值風格方面，由於強勁的盈利修正之驅動，我們仍希望保留石油/大宗商品股的相當大部分敞口。但是，我們仍然關心價值風格領域的某些景氣循環性行業。

只要地緣政治佔主導風險地位，價值風格將保持很大的波動性，但當與槓鈴策略（Barbell Strategy）中的優質股票相結合時，尤其具有吸引力。

日元在央行比以往更加決心對其經濟實行通貨再膨脹 (re-inflating) 的推動下，貶值至數十年來的低點。人民幣開始回落，而歐元仍然受到戰爭的壓力，任何復甦都只能推遲到下半年。黃金截斷與實質收益率之間的相關性，大宗商品貨幣走高無法阻擋。



歐元
依然頑固地
疲軟

日圓 (JPY)

無傘墜崖。

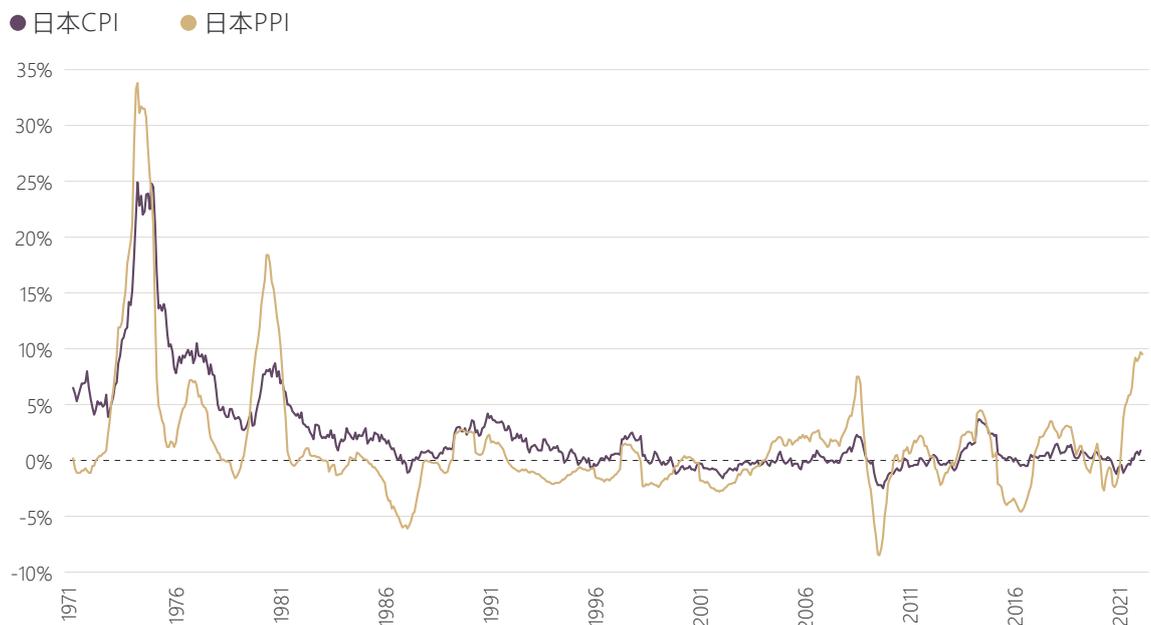
日圓已從懸崖跌落，在撰寫本文之時仍然下跌。原因是低通脹阻礙日本央 (BoJ) 的收緊政策。然而，問題不在於成本上升——能源價格飆升（日本大量進口）和日圓暴跌正在以40年來最快的速度飆高批發價格。但是，20年來的超低通脹已經摧毀日本企業將提高的成本轉嫁給消費者的能力。欲知結果如何？生產者價格指數正在飆升（即企業的成本），但消費者價格指數卻頑固地馴服。除非日本公司打破他們的習慣，否則日本央行和政府缺乏貶為日圓值設置降落傘的誘因（圖6）。

歐元 (EUR)

復甦被推遲到下半年。

在歐洲央行不願意轉向鴿派以及烏克蘭和平談判的嘗試失敗的推動下，儘管歐元/美元多次嘗試突破1.12，但歐元依然頑固地疲軟，並有可能試探過去20年低點1.06和1.03。由於市場放棄烏克蘭停火的希望，似乎任何復甦的可能性都被推遲到2022年第三季/第四季，屆時歐洲央行存款利率恢復為零的前景可能會帶回現金潮，這種現金潮在2014年首次利率為負時就已經出現過。

圖 6：日本消費者物價指數 (CPI) 與生產者物價指數 (PPI)，同比，%



來源：彭博社、日本總務省、東方匯理財富管理。

人民幣 (CNY)

優異表現煙消雲散。

人民幣在區域性持續走強之後，終於屈服於期待已久的獲利回吐。中國人民銀行 (PBoC) 最近迫退每日決定價格的壓力，而日圓則受到重創，成為亞洲出口競爭力擔憂的明顯原因。

鑑於封控導致中國GDP增長衰退引發擔憂，以RRR (存款準備金率) 貨幣政策寬鬆為形式的刺激措施現在很快就會出台。就其本身而論，曾經具有吸引力的10年期國債收益率超過於美國10年期國債收益率的溢價現已完全收窄至零。

從技術圖表來看，企圖超出美元兌人民幣6.3850的近期迎頭趕上量度調整 (retracement)，現在顯示，在FOMC反而大幅加息的同時，至少向6.50阻力區域進行更深度的修正。

大宗商品貨幣

勢不可擋。

全球能源和原材料市場的分裂化 (fragmentation)、貿易壁壘透過制裁或關稅而築高，以及重新力求「自給自足」的動力，只能表示，即使俄羅斯和烏克蘭達成和解，更高的大宗商品價格將繼續存在。在此基礎上，鑑於其交易價格仍比2012/2013年大宗商品繁榮時期的貿易加權峰值低20%，澳元 (AUD)、加元 (CAD)、和挪威克朗 (NOK) 可能會繼續走強。

高通脹和健康的經濟體進一步促使其央行鷹派人士加息，這表示貨幣支持與貿易流量攜手並進。我們可能還需要一段時間才能見到這些達到頂峰。

黃金

打破與實質收益率之間的關聯性。

以美元計價的黃金價格與美國長期實質收益率之間的關聯性目前似乎已經破裂。雖然美國10年期實質收益率自大流行疫情開始以來首次 (從低點-1.2%) 攀升至0%。黃金維持上漲至1,900美元以上，本月甚至試探2,000美元。我們留意到有兩項因素支持，首先是烏克蘭戰爭帶來的地緣政治風險溢價，每盎司約200美元。其次，更重要的是，目前以現金計算而得非常負值的實質收益率 (美國通貨膨脹率同比飆升8.5%，而1個月的現金收益率仍低於1%) 可能會引發黃金的本益比重新評級 (re-rating) 價格。換句話說——實質收益率是區間指標，而黃金價格可以隨著實際實質經濟價格的上漲而無休止地攀升，所以像這樣的突破應該自然發生。在可預見的未來期間，黃金能走多高很難說，實際上甚至更有可能修正，但如果投資者相信 (或擔心) 通貨膨脹比通貨緊縮更有可能發生，那麼謹慎就反對做空。



全球增長應在
2022年達到
**3%至
3.5%**
之間

投資設想

- **增長：**在大多數地區都出現向負面修正，反映大宗商品通脹和影響商業和消費者信心的地緣政治不確定性，以及中國的COVID清零和去槓桿化政策。2022年全球增長應以達到3%至3.5%之間作結，部分歐元區經濟體在2022年下半年將出現準停滯（quasi-stagnation），而美國由於國內經濟更加強勁和對能源的依賴減少，表現會更好。在安全、國防、和能源轉型方面的投資計劃加速的同時，財政政策仍將寬鬆。
- **通貨膨脹：**2022年美國和歐洲的通脹率將處於6%左右的區間之內，存在比預期更長的穩定期和更慢速下降的風險，以致於使2023年核心CPI為2.5%的假設面臨風險。由於通脹居高不下的時間持續更長，我們預期第二輪對工資產生效應的可能性越來越高（特別是在美國）。

- **各國央行：**加速加息以抵禦通脹壓力：歐洲央行預期將在2022年下半年退出負利率政策，而聯邦基金利率應在年底前達到2.5%，5月將上調0.5%。新興市場央行將繼續加息，但將隨著發達經濟體的開始而結束加息。美國將資產負債表縮減，將在初夏開始，使曲線長端部分處於危險之中。
- **收益和淨利率：**由於增長放緩和高度淨利率壓力，每股收益增長在邏輯上應該被向負面修正，但到目前為止，收益修正勢頭目前反常地具有復原力。我們預料歐元區的每股收益增長將停滯，而在美國則更具復原，約為5%。中國繼續出現負面修正，而不是對新興世界的商品出口國重新評級（re-rating）。
- **地緣政治風險：**風險水平升高，烏克蘭的衝突可能持續下去，歐元區選舉結果的不確定性很高。在這種情況下，機構投資者比較青睞美國股票而不是歐洲股票。下半年政治風險將重新出現在日本的以及在美國的期中選舉。在歐洲區域內，英國和瑞士被視為多元化的最佳地點。

資產配置建議

- 對投資組合中的風險資產採取中性方法管理。
- 股票敞口部分從歐元區重新分配給英國、瑞士、和美國股票。
- 在這種情況下，對優質、價值、和股息的偏好高於增長和長存續期間股票；由於投入成本較高，景氣循環型股票如工業等仍然脆弱。
- 由於量化緊縮可能使收益率曲線重新陡峭，因此維持適度的存續期間；偏好美國曲線的短端部分，其套利可以補償利率的不利變動。
- 在信貸領域，非系統性/特有風險 (idiosyncratic risk) 正在上升，但看不到違約和再融資的壁壘。我們維持對短存續期間高收益債券和金融債券的建設性觀點。
- 要看跌美元兌歐元和以本幣購買新興債券還為時過早，但美元的強勢應該會消退，以及人民幣開始溫和走弱是反映宏觀逆風和進一步寬鬆的貨幣政策。

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4月21日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	2.91%	53.77	139.94
法國10年	1.40%	42.30	120.70
德國10年	0.95%	41.60	112.70
西班牙10年	1.90%	48.50	133.30
瑞士10年	0.89%	38.50	102.60
日本10年	0.25%	2.30	18.20

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	36.27	-0.68%	-7.52%
歐元政府債券	207.49	-2.02%	-5.06%
歐元高收益企業債券	202.55	-0.75%	-5.19%
美元高收益企業債券	309.71	-1.75%	-6.83%
美元政府債券	301.63	-1.86%	-5.82%
新興市場企業債券	45.35	-1.97%	-11.08%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.0329	0.97%	-0.44%
英鎊/美元	1.3030	-1.19%	-3.71%
美元/瑞士法郎	0.9533	2.48%	4.43%
歐元/美元	1.0834	-1.48%	-4.71%
美元/日元	128.38	4.93%	11.56%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	22.68	1.01	5.46

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,393.66	-2.80%	-7.82%
富時 100 (英國)	7,627.95	2.15%	3.30%
歐盟 600	461.57	1.88%	-5.38%
東証股價指數	1,928.00	-2.70%	-3.23%
摩根士丹利環球	2,959.92	-2.68%	-8.41%
中國滬深300指數	3,995.83	-6.01%	-19.12%
摩根士丹利 新興市場	1,086.93	-4.40%	-11.78%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,571.06	-2.53%	20.71%
摩根士丹利 EMEA 歐 (歐洲, 中東, 非洲)	230.40	-1.52%	-16.43%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	686.84	-5.09%	-12.98%
法國巴黎 40 (法國)	6,715.10	2.43%	-6.12%
德國 DAX (德國)	14,502.41	1.60%	-8.70%
義大利 MIB (義大利)	24,805.62	1.66%	-9.29%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,814.60	6.13%	1.16%
瑞士 SMI (瑞士)	12,301.33	1.40%	-4.46%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	5,159.00	4.33%	13.43%
黃金「美元/安士」	1,951.62	-0.31%	6.69%
WTI原油「美元/桶」	103.79	-7.61%	38.00%
銀「美元/安士」	24.62	-4.94%	5.43%
銅「美元/公噸」	10,285.00	-0.62%	5.81%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	6.96	28.81%	86.51%

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」

	2022年1月	2022年2月	2022年3月	四星期變動	年初至今 (2022年4月21日)
最弱表現	7.29%	4.73%	12.25%	2.15%	20.71%
	2.43%	0.39%	3.58%	1.88%	3.30%
	1.08%	-0.08%	3.15%	-1.52%	-3.23%
	-1.93%	-0.47%	2.52%	-2.53%	-5.38%
	-3.12%	-2.40%	0.77%	-2.68%	-7.82%
	-3.88%	-2.65%	0.61%	-2.70%	-8.41%
	-4.84%	-3.06%	-2.52%	-2.80%	-11.78%
	-5.26%	-3.14%	-2.93%	-4.40%	-12.98%
	-5.34%	-3.36%	-6.84%	-5.09%	-16.43%
最強表現	-7.62%	-10.33%	-7.84%	-6.01%	-19.12%

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universe合併形成的複合字) 是指一種虛構的虛擬世界。該術語經常用於描述網際網路的未來樣式，可以利用3D互動來存取虛擬、持續發生、和被共用空間。

利息、稅項、折舊和攤銷前利潤 (EBITDA)：包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

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)：指經濟在相當長時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。

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，認證：EC/2012-08。
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子。
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場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4月22日編輯。

