

MONTHLY HOUSE VIEW

2022年7月

聚焦
測量能源價格的衝擊

01 • 編輯寄語	P3
正常化狂想曲... ..	
還是通貨膨脹悲劇？	
02 • 聚焦	P4
測量能源價格的衝擊	
03 • 經濟點評	P6
經濟衰退：THE R-WORD	
04 • 定息債券	P8
過度緊縮的風險？	
05 • 股票市場	P10
有效應對熊市	
06 • 外匯	P12
央行的決策重新引發外匯波動	
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

「任何作為都需要被完全忘卻」：節選自尼采作品。



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

勝利在現實生活中從來不是本壘打，常態也不會迅速恢復。Ulysses在打敗敵人之後，花了十年時間才離開Troy的廢墟，回到家鄉Ithaca島。這正是70年代在對抗通貨膨脹長達十年的戰鬥中取得勝利所耗費的時間。要各國央行恢復通貨膨脹預期也經歷相同長度的時間；現在通脹已成事實，我們只盼望能回歸原處。這能夠實現嗎？如果我們不是剛好處於景氣循環性時刻，而是處於一個更具結構性轉變的時期，而這種轉變可能需要數年時間才能遏制呢？

古希臘人所具有的時間苦短感和耐心我們可能已經失去了。這可能就是為什麼健忘——對於Nietzsche（尼采）來說是作為和幸福的並存條件——以及我們短暫的記憶力，導致我們忘記通貨膨脹週期的長期動態的原因。對歷史的記憶未能成功地敲開我們的感知之門，而我們的感知被我們的希望、我們的樂觀、我們的信念、以及我們的短視所左右。我們對永久和平的希望使我們忘卻了俄羅斯的悠久歷史紀錄。金融市場的波動也造成我們縮短投資時程，而社會的緊急情況和自由選舉制度縮短了政府的運作時程。這些社會的需求如今促使中央銀行必要採取急速行動。然而，如此很可能是一個陷阱；因為冷卻通脹週期所需的時間比復甦所需的時間更長。

中央銀行的短視和認知偏差是這一重大政策錯誤背後的解釋之一。央行行長們在2021年仍然對大流行疫情後的混亂局面感到震驚，並對就業市場的復甦持懷疑態度，以致於繼續提供不合理的貨幣寬鬆政策。他們對十年通貨緊縮的恐懼所造成的偏見，使他們最近拒絕承認通貨膨脹的復返，即使實際上已經出現。

既然通脹已經存在，各國央行卻急於加息，並試圖對已經放緩的經濟體因急劇加速正常化進程所造成的後果視而不見，從而增加經濟衰退的風險，包含許多地緣政治未知數在內。政策組合的正常化並非目標，而是歷程，比平常包含更多跌宕起伏，沿途還可能意外頻發。即使這不是一首短而結局圓滿的狂想曲，而是一首更黑暗而幽長的希臘悲劇，眾英雄為命運所支配，命運難倒眾英雄，而且取決於Cornelian式的兩難選擇？

這是今天投資者向美聯儲（Fed）所提出的關鍵性問題。您對於這些作為是否有信心可以有效地控制出人意料之外強勁的通貨膨脹發展？要冒經濟衰退的風險來遏制通貨膨脹的壓力，您準備好了嗎？

如今，迎風展讀希臘悲劇有助於我們重新思考對時間以及人類和政治作為影響的感知力。悲劇違反我們現代的歷史觀——教訓我們事情並不總有美好結局，而且有時徒勞無功的作為只會成事不足，敗事有餘。對我們投資者來說這真是令人懂得謙遜的教訓。如果我們無法預測未來，最好能適應現在，而不忘歷史殷鑑不遠。

目前能源危機背後的驅動力事出多源。油價將保持高位，但將面臨需求下降的不利風險。歐洲天然氣短缺很快就會成為現實，並且是我們GDP增長設想中的主要風險。

油價面臨需求下降

儘管中國逐步重新開張，但在Fed六月會議再次引發對經濟衰退憂懼之後，油價每桶下跌10美元（至低於110美元）。

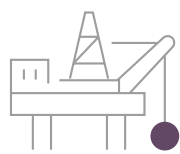
展望未來，供給側的風險依然強勁。到目前為止，俄羅斯石油（略低於世界產量的10%）一直相對具有復原力，能夠玩搶座位遊戲；將需求從西方買家轉移到東方買家（印度現已超過德國成為俄羅斯石油出口的第二大進口國）。然而，歐盟（EU）的第六套制裁措施，包括部分禁止俄羅斯石油進口和禁止向第三方國家運輸俄羅斯石油，對許多分析師來說改變了遊戲規則，將於2023年開始發揮全面性作用。

全球石油市場於2022年因美國釋放戰略儲備而有所緩解，但這些都是暫時性的。OPEC在六月2日上調增產承諾，但由於近期表現低於目標，市場對OPEC（石油輸出國組織）的實際產能閒置和穩定市場的能力仍然感到不安（OPEC供應短缺對比正式產量目標，擴大至2.8百萬桶/日(mb/d)，與四月之2.5mb/d相比）。預計非OPEC產油國將在2023年引領石油產量的增長。根據國際能源署（IEA）的數據顯示，美國的產量預計將於2023年繼續增長。預計巴西將成為新的常規石油供應計劃中的最大來源，其次是挪威和美國。

總之，Oxford Institute for Energy Studies (OIES) 以模型為基礎來分析市場，計算出石油市場短缺將於2022年第四季逐漸重新出現，但不足以將價格維持在目前的水平。

他們預計2022年Brent原油平均價格為112.8美元/桶，2023年為102.8美元/桶。如果對經濟衰退的憂懼持續加劇，油價的下跌趨勢可能會更加顯著，而使投資者預期全球石油需求疲軟將導致市場加速再平衡。

天然氣比煤炭和石油更難以取代。歐洲的天然氣由於從荷蘭和現在從俄羅斯的供應出問題，其價格在2021年和2022年都相當大幅的上漲。最近發生變化的事件（俄羅斯突然減少經管道輸出的供應量、美國關閉液化天然氣港口）促使德國推出新的拍賣系統，以鼓勵製造商減少消費天然氣。歐盟的RePowerEU計劃也正在倉促尋找新的天然氣來源。令人鼓舞的是，與2019年相比，歐盟於五月從美國進口的液化天然氣（LNG）增加45%（+47億立方英尺/日，BCF/d，是俄羅斯2020年出口歐盟的40%），但後者幾乎已達到最大產能。由於有如此極端的不確定性，加上假設俄羅斯僅部分中斷供應，歐洲的天然氣價格可能會在今年年初上漲至170歐元/兆瓦時（根據Crédit Agricole SA專家的分析），很有可能引發風險，或者是歐盟的制裁擴及俄羅斯天然氣，或者是俄羅斯故意削減供應歐洲天然氣來預先防範制裁風險，如此將推動天然氣價格上漲到更高的水平，使歐元區承受全面衰退的折磨。



2023年
非OPEC生
產國將領導
生產增長

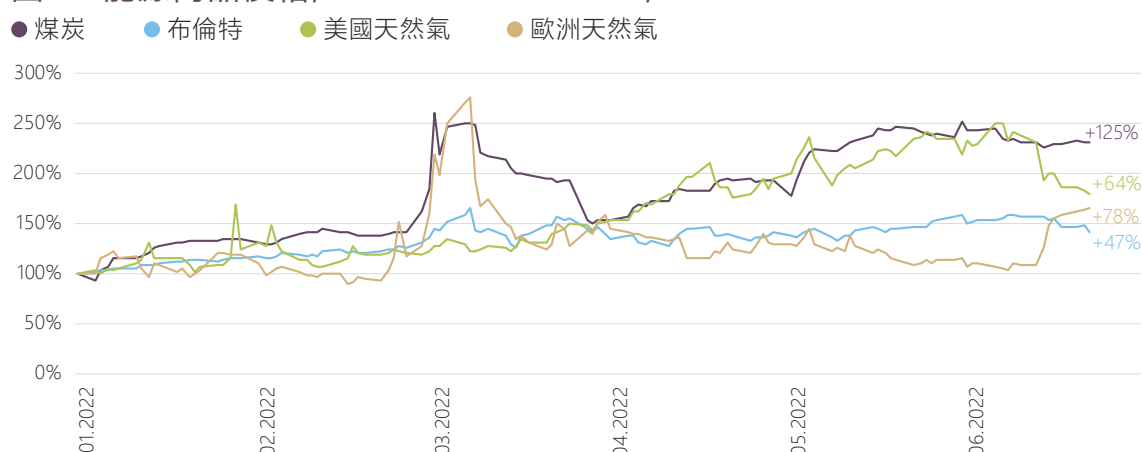
對歐洲經濟增長所造成的影響最為嚴重

與1970年代的情況相反，我們處於所有能源價格都在上漲的獨特局勢（圖1）。天然氣價格升高激發電價上漲（天然氣推漲歐洲22%，美國38%），同時由於政府爭相尋找替代能源，煤炭價格隨之飆升。

一些淨進口的新興市場雖然可以受益於相當便宜的俄羅斯能源，但這在物流上和政治上會變得更難以處理，而且其他大宗商品物價上漲對增長構成的威脅也越來越大。美國市場通常被描述為不受液化天然氣和電力短缺的影響，並很有可能受益於對液化天然氣和石油行業的

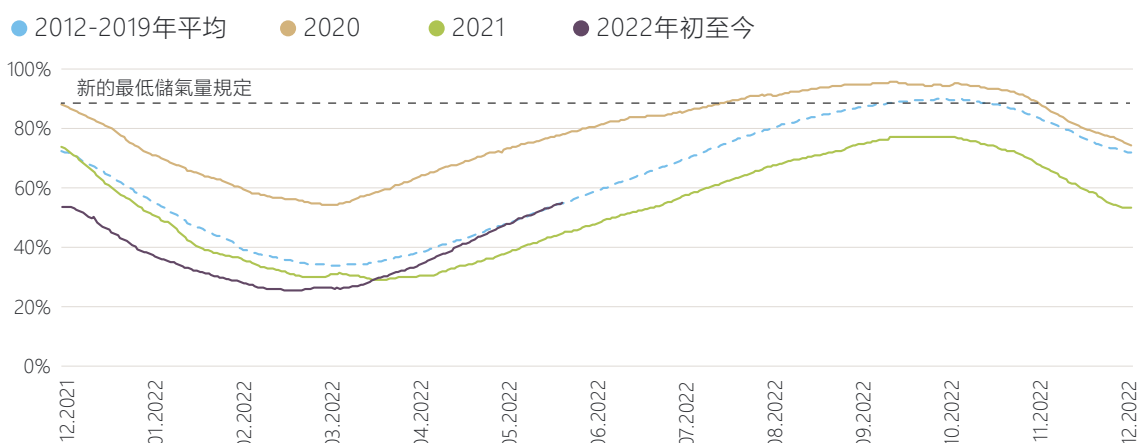
擴大投資。然而，油價上漲已加劇在美國的通貨膨脹現象，直至2022年第三季應該會有所緩和，並且可能會因所擬議的暫停聯邦燃油稅（federal fuel tax）而得到緩衝。歐洲大陸已經並且將繼續受到能源危機最嚴重打擊的區域。天然氣價格上漲/短缺加劇，也將因增加對替代/過時能源的臨時性依賴以及引發供應中斷而使生產效率降低。我們預期在目前環境下，消費和投資前景會衰退，導致歐元區第二季GDP小幅負增長（-0.2%），風險偏向不利。國內需求的調整應會減輕價格的壓力，但維持儲備所需（圖2）、物流成本、以及增加投資等，應會在2023年保持能源價格於高位。

圖1：能源商品價格，100 = 31.12.2021, %



來源：彭博，東方匯理財富管理。

圖2：天然氣儲量，佔地下儲氣庫%



來源：彭博，東方匯理財富管理。

國際性機構中沒有人願意預測經濟衰退，尤其是可能幫助造成衰退的 Jerome Powell。言語確實很重要並影響現實，但西方經濟停滯的直率畫面已經可見諸於數字。中國在上半年的經濟活動回落之後向前看好，而歐洲因為天然氣短缺則擔心冬天，使其在COVID-19疫情後的複甦蒙上陰影。



中國五月出口
同比增長

+16.9%

中國：重新開張2.0

中國五月出口同比增長16.9%（超出市場預期：8%）。製造業採購經理人指數從2022年四月的46上升至五月的49.1，超過市場所預期的48。中國的國內經濟活動仍在掙扎，但正在改進。零售額同比下降6.7%（環比增長+0.5%），對比市場預期下降7.1%，失業率從四月（6.1%）的26個月以來高位下降至五月的5.9%。與其他亞洲經濟體（印度為7%，韓國為5.4%）相比，儘管大宗商品價格上漲，國內需求仍然明顯疲軟和高失業率因素有助於將通貨膨脹率維持在低於央行目標（分別為2.1%和3%）。然而，在充斥著通貨膨脹鷹派的世界中，中國人民銀行（PBoC）克制自己在六月進一步降息。由於前景改善、金融狀況進步、以及政府推動基礎設施項目，GDP的回升應該會受到2022年下半年投資的推動。然而，復甦將受到全球經濟放緩以及進一步突發事件風險的挑戰。我們預期在此背景之下，其財政政策將增加，而貨幣政策仍然比較溫和，因為與世界其他地區之間的利率差異越

來越大、以及去槓桿化的困境未解決。中國2022年的經濟增長將增加3.5%（比上月下降0.5百分點），2023年將增長5.4%（修正上調0.6百分點）（表1）。

美國：以短期痛苦換長期收益

美國五月零售額環比下降0.3%，這是在結構性數據（hard data）中第一個跡象顯示購買力和黯淡的前景終於打斷消費者的採購。非結構性數據（soft data）幾個月來確實一直在指出這種放緩，密歇根大學的消費者信心調查顯示，今天比以往任何時候都更糟糕（包括在大流行疫情期間和2008年全球金融危機期間）。誠然，後者對美國消費的預測能力不如美國行業研究組織經濟諮商會（Conference Board Survey），由於其傾向於追隨就業市場而顯示消費更具復原力，但顯然指向數量減少。失業率確實為3.6%，將今天的通脹困境與1970年代（當時失業率高於6%）相比這是令人欣慰的因素。

表 1：我們對2022年和2023年的GDP及通脹預測低於共識，%

	GDP增長				通貨膨脹			
	2022	Vs.共識	2023	Vs.共識	2022	Vs.共識	2023	Vs.共識
美國	2.4%	2.8%	1.8%	2.0%	7.8%	7.3%	3.7%	3.4%
歐元區	2.4%	2.6%	1.3%	2.1%	7.5%	6.6%	4.1%	2.8%
中國	3.5%	4.7%	5.4%	5.1%	2.1%	2.2%	2.2%	2.3%

來源：鋒裕匯理（Amundi），焦點經濟學共識預測、東方匯理財富管理。

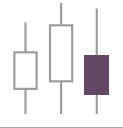


然而，由於通貨膨脹率高於8%，以及儲蓄率目前低於5%，國內需求在下半年收縮的風險很高。通貨膨脹預期將自2022年第三季起對私人消費造成壓力，隨著勞動力市場的惡化而經濟收縮將在年底之前加劇。預計投資也將受到今年在目前已納入考慮的激進貨幣緊縮的沉重打擊（市場預測到年底聯邦基金的參考利率為3.75%）。庫存重建繼續在官方數字上經常受到談論，但我們認為從2022年第四季到2023年第一季期間，可能出現技術性衰退。然而，另一種設想從長遠來看，可能不太可能發生，也不是最理想，會是美國消費者進一步受到寬鬆的財政政策和比較不激進的貨幣政策的幫助，但這不會控制通貨膨脹。對於政策制定者來說，這是艱難的權衡取舍，尤其是在十一月期中選舉臨近之際。

歐元區：寒冬來臨

歐洲的COVID-19後復甦被戰爭蒙上了陰影。工業生產在四月環比增長0.4%，這全歸功於能源生產的強勁推動（環比增長5.4%）。然而，服務業的表現就如Google移動性和飛航數據所顯示，令人驚訝的好。

服務業六月的採購經理人指數（PMI）下降3.3點至52.8，製造業再下降2.6點至52。低迷的信心指標對秋季來說是壞兆頭，在夏季服務業復甦之後，高所得家庭將在進入充滿挑戰的冬季之前，清除他們仍然堅實的私人儲蓄。歐洲人當然可以依靠財政緩衝；據Bruegel智庫的數據，歐盟27個成員國中有20個開始降低能源稅/增值稅，並有25個成員國將其轉移給弱勢群體。然而，投資將在進入2023年時，受到極端不確定性和需求下降前景的影響。歐元區預計在2022年將增長2.4%（有兩百分點的增長是延續2021年底的穩健增長，這表示GDP在2022年第二季停滯不前，在第三季和第四季略有收縮），以及2023年增長1.3%（自上個月以來下調0.5百分點），風險偏向不利（俄羅斯全面切斷天然氣的可能性正在上升，將抹殺2023年增長）。通脹預計將在第三季達到峰值（8.3%），但目前能源危機的不確定性很高（參閱Focus）。



負收益率債券下降

90%
至18億美元

美國、歐洲、和英國央行行長決心避免通脹所造成的第二輪影響，並將收緊貨幣條件。理論上平穩的衰退很可能存在，但在現實生活中會發生何事？

中央銀行

以Fed為首的中央銀行一直藉由前瞻性指引和加息來非常積極地收緊貨幣的條件。市場利率超過中性水平，因而拖累經濟。需求持續放緩，景氣循環性成分開始轉倉（商品價格、工業金屬），但食品和租金價格仍在上漲。對能源的情緒反應並沒有讓央行行長鬆一口氣。

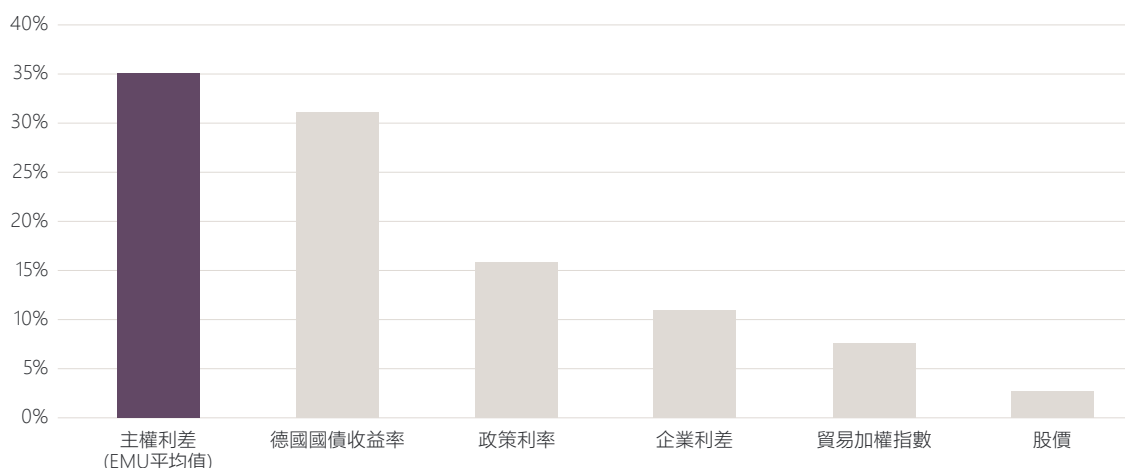
在景氣循環性大宗商品大幅調整以及激進緊縮路徑由市場佈局並由Fed實施之後，預期長期通貨膨脹正在消退。

Fed正在收緊貨幣政策，進入景氣循環性放緩，這種加息速度可能對經濟增長造成更大壓力。對經濟體的不利風險應隨著收益率曲線的牛市陡峭化才實現。收益率曲線的斜率方向的變化是需要時間的過程，因為它必然包含對有關經濟實力和央行立場的預期發生轉變。另一種情況可能是停滯性通脹所驅動的收益率曲線倒掛，市場對長期收益率加重壓力以反映對經濟衰退的擔憂，而如果Fed繼續致力於對抗通脹，則短期收益率的壓縮幅度可能會減少。

鑑於歐元大幅貶值和有意願收緊貨幣政策，歐洲央行（ECB）的配置要棘手得多。央行設定七月加息25基點，九月再加息一次，而定息債券市場預期到2022年底之前存款利率將達到1%。歐元利率自ECB於二月轉向以來大幅上漲，但我們仍然看不到市場的分裂化（fragmentation）的跡象，儘管週邊國公債的絕對水平看起來很有吸引力。拍賣仍以相對「正常」的方式進行。週邊國公債利差擴大與歐元區利率正常化一致（圖3），在這種環境之下，預計風險溢價會出現波動。儘管如此，意大利利差前端擴大的兩天足以引發ECB管理委員會作出反應。ECB以先發制人的方式，為自己爭取一些時間。對價差產生直接的影響。市場目前對於構建可靠的反分裂化工具方面姑且相信ECB，並且波動性與週邊國公債利差一致消退。

未完待續...

圖3：主權利差是歐元區*融資條件的主要風險，%



* 歐元區金融條件指數、權重。
來源：高盛、東方匯理財富管理。



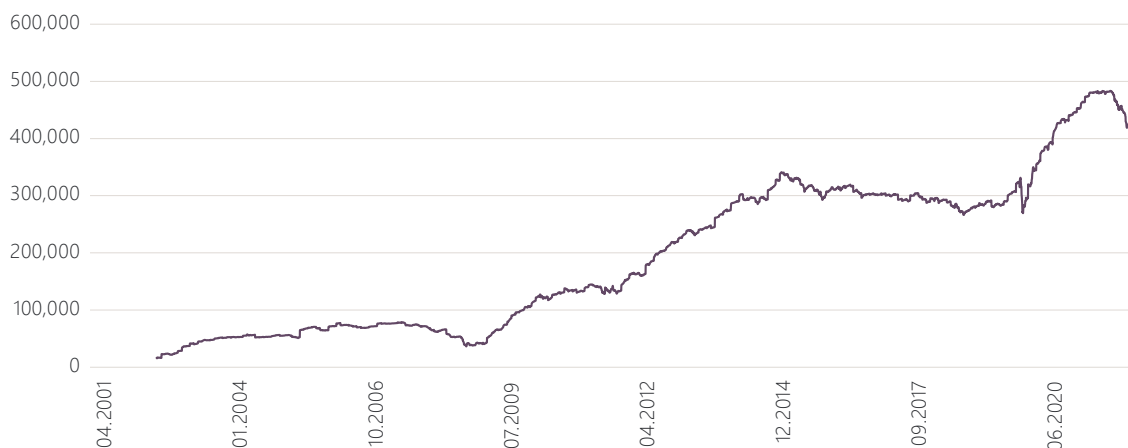
企業債券

信貸市場受到利率不確定性的困擾，利率不確定性是利用內在波動性（自2000年代初以來從未見過高水平）和股市暴跌來衡量。

資金外流仍然推動市場行為：投資者從歐洲高收益市場撤出近15%的資產，該市場今年至今的表現也清空15%：這是有記錄以來名義上最劇烈的市場收縮（圖4）。儘管如此，已開發市場中的信貸市場已經將衰退風險納入定價，限制了公司和投資者的清償力以及上升的名義利率。在基本面上，企業在資產負債表上已建立現金儲備，而債務庫存獲得非常低的融資利率。顯然，新的融資需求以更高的利率和利差來實現，但這還不足以削弱現階段非常高的財務狀況。

關於基本面，市場預期評級下調，因為評級機構可能會對更大的利差作出反應。實際上，到2023年信用風險應該會增加，預計高收益領域的違約率不久之後將上升，儘管應該仍低於過去的衰退水平。在風險調整的基礎上作比較，投資級收益率的價值高於高收益率，如果經濟衰退的憂懼持續下去，高收益將遭受更大的損失。由於贖回（calls）受到市場質疑，後償債項再次吸引投資者的關注。我們認為大多數發行人對不可贖回（non-call）過度擔憂，並建議保持非常精挑細選。企業和金融發行人都希望保持其進入市場並接受支付高昂的價格。

圖4：歐洲高收益市場規模，十億歐元



來源：ICE、東方匯理財富管理。

股市現在處於熊市，投資者必須在有史以來的通貨膨脹水平和經濟衰退的風險之間有效地應對。後者是關鍵問題，因為股票調整的時間長度與景氣循環性衰退的幅度相關聯。

在由下而上的方面，儘管處於市場風暴，盈利增長的預期保持穩定，但實質收益率上升對於股票估值是不利因素，同時波動性仍然相當高。因此，在理解過去幾個月已經實現的重新定價走勢幅度時，我們仍對基本面保持謹慎，直到更多積極的催化因素能發出觸底反彈的信號。

收益及估值

在收益方面，修訂繼續保持復原力...到目前為止。EPS12個月遠期合約自年初市場下跌超過23%以來增長8%。在之前2000-2003年和2007-2009年的熊市期間，市場價格引領盈利修正的轉折點，但後者緊隨其後。按照目前的環境，情況仍然不是如此。但是會持續多久？

在估值方面，標準普爾500指數目前低於其平均長期市盈率（P/E）水平（目前為15.7倍，對比17.1倍）（圖5）。

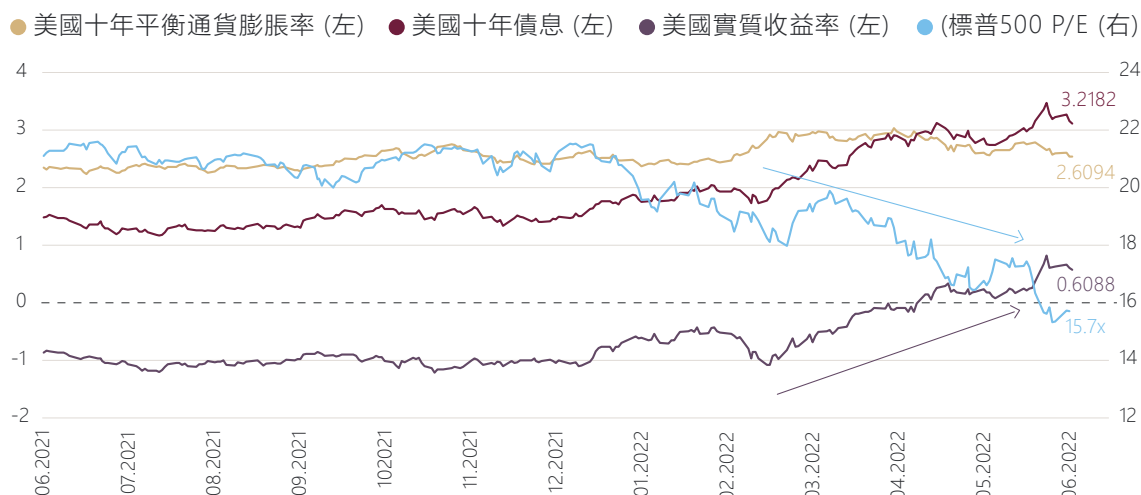
這種下調評級（derating）完全可以用實質債券收益率來解釋，使得股票風險溢價惡化，目前約為6%，並影響股票的吸引力。然而，經過這半年的調整，歐洲的股票風險溢價再度具有吸引力（>10%），但我們現在將注意力轉移到盈利修正的風險上。

美國

標準普爾500指數於六月13日以「熊市」（下跌20%）收盤，這是自2020年三月以來首次。對投資者來說這是象徵性的心理障礙，通常會對資金流產生額外的壓力。

最近幾個月，由於美國政府債券收益率上升，美國市場大幅下跌。能源是唯一處於正值領域的行業，受益於此次通貨膨脹的背景。在這樣的背景下，我們青睞可持續股息股票以及價格合理的優質型股票（QARP），但對景氣循環型股票（非必需消費品和工業股票）持更為謹慎態度。

圖5：標普500指數EPS和P/E12個月遠期



註釋：自今年年初以來，實質收益率（+170基點）強勁上升說明我們所看到的股票估值急劇下降的原因（標普500指數的P/E從22降至16）。
來源：彭博，東方匯理財富管理。



歐洲

前幾個月的不利因素依然存在：俄羅斯/烏克蘭衝突、供應鏈中斷、通貨膨脹、利率上升、中國COVID清零政策後果等。處於最明顯的位置的仍然是企業界，除了某些特定行業（尤其是那些從消費者方面在「待在家裡」趨勢中受益最大的公司）之外，其他公司看不見放緩。

估值已顯著壓縮，但投資者對即將可能面臨的盈利下調的節奏和規模持謹慎的態度。因此，儘管大幅調整導致估值倍數和風險溢價有吸引力（Eurostoxx 50¹指數為10.7倍），我們對歐元區股票市場保持謹慎態度，在相對的基礎上仍看好英國和瑞士市場。

新興市場

由於上海和北京最近放鬆封控、多項促進增長的貨幣、財政政策、以及大力推動基礎設施的建設，我們對中國股市自2022年下半年起的看法變得更加樂觀。監管方面也有積極進展，在線遊戲審批在凍結8個月後恢復。這對中國遊戲行業和互聯網遊戲是好兆頭。中國政府在最近幾週源源不斷地發出政策支持信息。

我們由下而上的目前投資定位是運用戰術槓鈴策略，重點以中國和印度/東盟（ASEAN）作為兩個主要方面，同時對韓國保持中立並減持台灣。

投資風格：專注優質，配套價值

價值型股表現優於大盤，主要由收益率強勁回升和大宗商品價格上漲所推動。在最近債券收益率加速上漲之後，人們可能會懷疑該驅動因素的剩餘潛力，特別是如果市場開始更關注（放緩）增長而不是通貨膨脹。在這種情況下，價值型股的相對表現可能會逐漸消失，但採取該行動似乎還為時過早。

優質型股票在高波動性-低可見度的市場機制之中仍然是最佳選擇。具有強勁基本面的股票，例如具有可見性、穩定性、復原力、和不斷增長的股息，在市場上越來越迅速獲得回報。再者，穩定長期收益率應該會釋放其優異的表現潛力。

不過，通脹趨勢的持續證明在股息策略上保持重要配置是合理的，這需要平衡價值性/景氣循環性行業與更重防禦性的行業（例如：醫療保健、電信、和公用事業）。

在增長風格方面，市場的技術性回升可能會在短期內，尤其是在最近的拋售之後，使這種風格得到緩解。然而，只要我們看到債券收益率上升，我們寧願不再採取這種風格，除了可選策略提供有吸引力的不對稱性以外。

央行的決策重新引發外匯波動

更多央行為對抗通脹壓力競相加入加息行列。六月中旬看到了通常「中立」的瑞士央行邁出了令人驚訝的第一步，將利率提高50基點。ECB似乎急於跟進這一作為，到目前為止，只有日本央行儘管在過去3個月期間日元兌美元下跌超過17%，但遲遲不加入這一趨勢。

瑞士法郎

瑞士央行意外加息

瑞士國家銀行（SNB）在六月出人意料之外提高利率，令所有人驚訝的是，加息的時機在ECB之前，並且大幅度的加息50基點至-0.25%。向市場發出的明確信息，SNB致力於將通脹率維持接近目標，瑞士法郎（CHF）貶值是宜的事。

行長Thomas Jordan表示，如果「瑞士法郎過度升值」，他們可能干預外匯市場以及購買外匯。但是，如果CHF走弱，他們除了必要時進一步加息外，還準備出售外匯以維持瑞士法郎的強勢，主要目標是避免在該國發生輸入性通貨膨脹。在這種情況下，在中短期之內瑞郎兌歐元應該會保持強勢，我們可以看到該貨幣對在未來幾個月內趨於平價（圖6）。

歐元

歐洲央行計劃提高利率

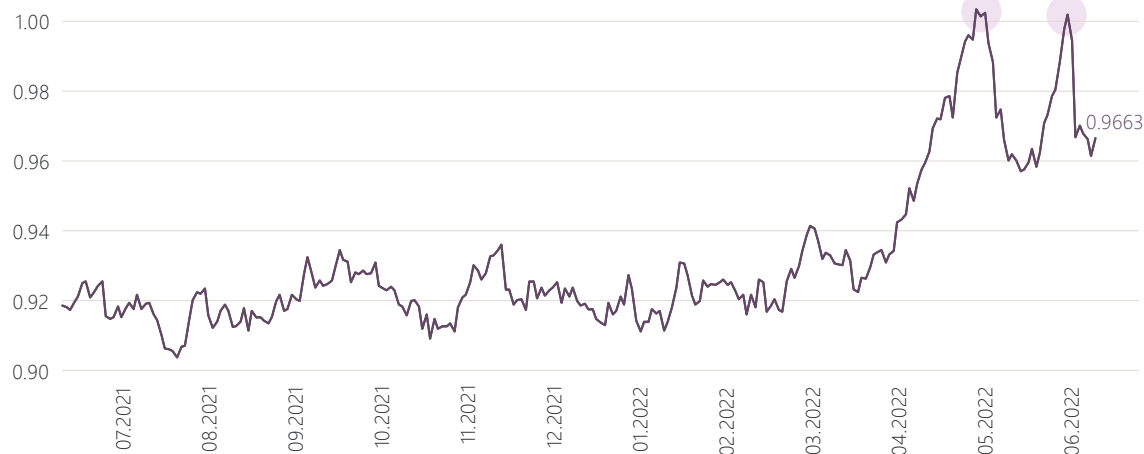
ECB行長Lagarde由於德國和意大利債券之間的利差不斷擴大，不得不重申在七月和九月加息的意圖。投資者擔心歐元加息可能影響到週邊國家，而進一步削弱歐元。

如果趨避風險（risk-off）情緒持續，歐元兌美元和瑞郎在中短期內將繼續承受壓力。歐元以1.0340兌美元將是值得關注的關鍵水平。



瑞郎
兌歐元短期內
將保持強勢

圖6：美元/瑞郎日線圖——SNB的激進促成瑞郎走強



來源：彭博，東方匯理財富管理。

美元

受到FOMC更高加息預期的提振

美元在CPI發布40年高位之後，已經離開了所有資產類別和外幣。預期的Fed加息路徑已經攀升得更高，進一步加劇以美元為中心預期會生效的追加按金的情境。結合烏克蘭仍然脆弱的地緣政治背景以及飆升的能源和食品價格，使趨避風險情緒迅速大量恢復。

儘管其他地方前後發生利率上升現象，但至今為止沒有一種貨幣能夠抵擋住推動美元走高的完美風暴。然而，除了目前的短期擠壓之外，將潛在的因實行政策錯誤反而誘發衰退的可能性增加列入考慮，這種短期擠壓可能持續到美國CPI達到峰值或直到FOMC動搖。就在美國消費者大幅下調支出之際，大幅加息將不可避免地導致全面重新思考美元表現優於大盤的現象。目前的表現更強勁，但鑑於當前的市場定位，以及如果Fed在2022年底開始傳遞不那麼鷹派的信息，那麼中期肯定會脆弱。

澳元

政治將扭轉AAA級貨幣的趨勢

工黨此次勝出，由長期存在的自由黨在重大政策的轉變中產生多數政府。結果是，澳大利亞皇家銀行（RBA）因為澳大利亞充分就業盛行，將利率提高到高於預期的水平。

此後，由於經常賬戶盈餘膨脹到前所未有的水平，該AAA級貨幣，相對於區域性的亞洲貨幣對，開始企穩並開始上漲。令人羨慕的由大宗商品所驅動的澳大利亞貿易地位將賺取大量外匯來支持澳元。以交叉基差（cross-basis）來看，目前與同業之間不斷擴大的利率差異將在任何下跌之時支撐澳元。其高收益貨幣地位預示套利交易貨幣復甦的吉兆。

人民幣

封控或不封控

人民幣自四月下旬將其皇冠拱手讓給不斷上漲的美元以來，有相當大程度恢復到其表現最好的世界貨幣地位。從亞洲內的區域基礎來看，中國似乎不願意面對相對的升值壓力，因為競爭對手日本藉由操縱收益率曲線控制來有效大幅貶值日元。中國人民銀行將兌美元匯率從峰值到谷底的8%明顯回推美元，這應該根據是否符合其貿易夥伴外匯籃子管理制度來檢視。由於美元兌人民幣匯率自五月中旬以來一直維持在6.80以下，人民幣因此回歸穩定。由於未來幾個月與美國之間的利率差異進一步擴大，我們仍不能排除人民幣此後走弱的可能性。然而，中國沿海主要城市實施期待已久的逐步放寬嚴格的COVID-19清零封控政策，肯定有助於解除當前以GDP為核心的經濟低迷。我們仍然謹慎樂觀地認為，人民幣在幾回疲軟的情況下，將隨著時間繼續為央行的儲備多元化提供穩定性，並進一步超越收益率較低的G7競爭對手。



宏觀經濟週期
預期將繼續
減速

宏觀和市場展望

- 全球敘事繼續在權衡通脹意外與衰退擔憂的局勢。歐元區的通脹峰值將延長至年底，預期在財政年度基礎上將達到7%以上，然後於明年回落至4%。
- 預期宏觀經濟週期將繼續進一步減速，下半年接近經濟衰退，然後2023年低增長，低於潛力。雖然歐元區受能源危機及烏克蘭衝突的影響最大，但財政支出應會將衰退的風險限制為技術性衰退。美國主要是金融條件收緊導致企業和消費者經濟活動放緩，後者同時受到購買力下降的影響。
- 貨幣正常化繼續加速，而Fed提前加息。J.Powell似乎已經準備好要創造經濟放緩並增加失業率。ECB將退出負利率，而利差擴大將債務可持續性的焦慮具體化，迫使ECB加強關於援助服務項目的討論，以限制分裂化的風險。

- 企業基本面至今為止保持健全，應該有開始承受放緩的跡象。在2022年第一季財報季之後，盈利增長已經上調，但修正的風險正在逼近。信用風險應該會增加到2023年，但仍控制在低於過去的衰退水平，高收益違約率預計將達到4%（與2009年的記錄相去甚遠）。
- 市場機制已經開始進行熊市配置，到目前為止還沒有穩定點，並且處於比較高的波動性機制下。到目前為止，市場調整基本上是由長期債券收益率上升所推動。既然經濟衰退的憂懼正在上升，盈利修正可能重新出現，投資者正在增加對防禦性行業和優質型股票的敞口。

投資策略

- **股票市場：**我們保持適度的風險敞口，對風險持中立態度，並偏好提供有不錯股息收益率的價值型和優質型/防禦型股票，這些仍然是對沖通脹的良好工具。我們維持減碼增長型股和高估值的公司。在經濟衰退擔憂加劇的情況下，我們在戰術上降低了價值型並提高了優質型股票。我們繼續減持歐元區，中立至輕微減持美國，增持中國。我們觀察到中國股市重新受到歡迎，在過去一個月表現優於美國市場，使我們對該市場的耐心得到回報，該市場在未來幾個月仍將保持不確定性和波動性。年初至今優質型股票大幅回撤（drawdown）可能會提供良好的入場水平。
- **定息債券：**我們一直按存續期減持頭寸，但最近增加了非常長存續期政府債券的頭寸，以限制在經濟衰退情況下的回撤。我們對買入和持有中等存續期公司債券的策略保持建設性。我們對後償債項保持建設性態度，並增加對ESG（環境、社會、和治理）和綠債券的關注。
- **貨幣市場：**今天所有因素都看好美元兌大多數貨幣：利差、宏觀基本面、地緣政治風險、以及主權/分裂化風險。不過，這些因素的價格相對合理，而美元似乎正達峰值，但受到正常化的限制，正常化正普及更多的國家。
- **我們通常認為實物資產是對沖通脹的良好工具。我們認為基礎設施處於有利地位，可以從這一角色中受益，特別是在加強基礎設施和氣候轉型投資的背景。房地產在1970年代的表現曾優於股票，但我們認為它以較高的估值水平進入貨幣正常化週期，具有更高的美國住宅市場的脆弱性（因為30年期抵押貸款利率遠超過租金收益率）。我們對歐洲的商業房地產和物流仍然更有建設性的看法。最後，私募股權可能會部分和更逐步地反映公開市場上的估值倍數調整。但是，這一細分市場繼續吸引大量的資金流入，而創始人退出和成功開創非核心業務的現象將繼續，並在這種環境下提供有趣的機會。**

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6月23日數據

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.09%	34.01	157.69
法國10年	1.97%	45.50	177.10
德國10年	1.43%	42.90	160.70
西班牙10年	2.51%	45.80	194.80
瑞士10年	1.23%	51.00	136.70
日本10年	0.23%	-0.50	16.40

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	34.16	-2.76%	-12.90%
歐元政府債券	202.33	-2.02%	-7.42%
歐元高收益企業債券	188.09	-4.01%	-11.95%
美元高收益企業債券	290.13	-5.36%	-12.72%
美元政府債券	300.55	-1.45%	-6.16%
新興市場企業債券	43.19	-3.51%	-15.31%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	1.0114	-1.73%	-2.51%
英鎊/美元	1.2260	-2.70%	-9.40%
美元/瑞士法郎	0.9609	0.10%	5.26%
歐元/美元	1.0523	-1.88%	-7.45%
美元/日元	134.95	6.16%	17.27%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	29.05	1.55	11.83

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,795.73	-6.46%	-20.36%
富時 100 (英國)	7,020.45	-7.20%	-4.93%
歐盟 600	402.4	-8.07%	-17.51%
東証股價指數	1,851.74	-1.38%	-7.06%
摩根士丹利環球	2,549.05	-7.10%	-21.12%
中國滬深300指數	4,343.88	8.79%	-12.07%
摩根士丹利 新興市場	995.34	-2.70%	-19.21%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,040.53	-16.81%	-4.19%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲, 中东, 非洲)	193.61	-7.43%	-29.78%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	647.69	-0.42%	-17.94%
法國巴黎 40 (法國)	5,883.33	-8.22%	-17.75%
德國 DAX (德國)	12,912.59	-9.27%	-18.71%
義大利 MIB (義大利)	2,1615.00	-11.94%	-20.96%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,106.4	-8.80%	-6.97%
瑞士 SMI (瑞士)	10,453.31	-9.04%	-18.81%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	4,289.00	-7.60%	-5.69%
黃金「美元/安士」	1,822.77	-1.51%	-0.35%
WTI原油「美元/桶」	104.27	-8.61%	38.64%
銀「美元/安士」	21.042	-4.10%	-9.89%
銅「美元/公噸」	8,409.00	-10.09%	-13.49%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	6.24	-29.96%	67.27%

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」

2022年3月	2022年4月	2022年5月	四星期變動	年初至今 (2022年6月23日)
12.25%	0.38%	6.46%	8.79%	-4.19%
3.58%	-1.20%	1.87%	-0.42%	-4.93%
3.15%	-2.40%	0.84%	-1.38%	-7.06%
2.52%	-3.79%	0.69%	-2.70%	-12.07%
0.77%	-4.89%	0.20%	-6.46%	-17.51%
0.61%	-5.23%	0.14%	-7.10%	-17.94%
-2.52%	-5.75%	0.01%	-7.20%	-19.21%
-2.93%	-8.43%	-0.16%	-7.43%	-20.36%
-6.84%	-8.80%	-1.56%	-8.07%	-21.12%
-7.84%	-13.86%	-4.29%	-16.81%	-29.78%

來源: 彭博, 東方匯理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

最強表現



最弱表現





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件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez為法國公司，是Crédit Agricole集團之財富管理事業及其相關子公司或實體，即CA Indosuez (Switzerland) SA、CA Indosuez Wealth (Europe)、CFM Indosuez Wealth 及其各自的子公司、分支機構和代表處之控股公司，無論位於何處，均以 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）單一品牌之名經營。每個子公司、其各自的子公司、分支機構和代表處，以及每個其他 Indosuez Wealth Management（東方匯理財富管理）實體單獨稱為「實體」（Entity），而統稱為「實體集團」（Entities）。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole SA 集團（「集團」）旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子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：該手冊由位於意大利米蘭 Piazza Cavour 2 的意大利分行 CA Indosuez Wealth (歐洲) 分發，該分行在銀行註冊號 8097，米蘭、蒙扎布里安扎和洛迪商業登記處的稅號和註冊號。97902220157。
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發。
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341，認證：EC/2012-08。
- 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：Getty Images。

2022年6月23日編輯。

