



MONTHLY HOUSE VIEW

2022年8月

聚焦

德國：達摩克利斯之劍：臨頭災禍

概要

- 01 • **編輯寄語** P3
從貨幣緊縮到能源緊縮，
走投無路了？
- 02 • **聚焦** P4
德國：達摩克利斯之劍：臨頭災禍
- 03 • **經濟點評** P6
轉折點
- 04 • **定息債券** P8
繼通貨膨脹之後會發生什麼事？
- 05 • **股票市場** P10
有效應對熊市
- 06 • **外匯** P12
極端波動和不確定的外匯市場
- 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



VINCENT
MANUEL

Chief Investment Officer,
Indosuez Wealth
Management

親愛的讀者：

今夏是否會如市場一般炙熱、市場又如在海灘上和我們的城鎮中一樣悶熱又令人壓抑？

即使我們現在已經進入了一年一度的低消費期，在此期間我們的天然氣庫存普遍補足，但憂懼俄羅斯人將關閉天然氣供應給已經必須克服停滯性通貨膨脹和貨幣緊縮的市場添加額外的壓力。儘管關閉Nordstream 1管道最終只是暫時性的，但應該讓人醒悟歐洲在地緣政治中和工業上的脆弱性。縱使俄羅斯無意切斷其外匯流入，但這終究是一把持續懸在歐洲頭上的達摩克利斯之劍，這是一種利用能源來威攝的利器，很可能隨時將供應斬斷，致使能源價格保持居高不下。

這一新的連串事件使停滯性通貨膨脹持續並放大的情況，現在已經成為共識。實際上，經濟學家和投資者從本質上評估歐元區的兩種情境：一種是經濟急劇下滑而GDP可能在一兩季之內出現有限的蕭條，另一種比較嚴峻的情景是經濟於2022年末或2023年初出現衰退。兩種情境之中哪一種會發生，完全取決於我們的天然氣供應是否維持在目前的水平。這類型的情境可能會導致高通貨膨脹直到2023年春季為止，並在下一年期間（可能更慢）通貨膨脹放緩。請注意，在兩年通脹預期方面，目前德國高於美國。歐洲在零通貨膨脹近十年之後，命運發生了何等的變化！

這種環境使歐洲中央銀行（ECB）的任務進一步複雜化，因為ECB正陷入應對通脹和管理分裂化風險之間的進退兩難。按理說，這種局勢應該會導致其與公認看法背道而馳，該公認看法（結束資產購買，然後以溫和而且非常漸進的方式加息）曾盛行直到最近為ECB所終

止。在這種背景之下，採用迅速上調利率至正值區間並繼續實行資產購買計劃來遏止主權風險溢價的上升的作法，似乎更為合適。這是Christine Lagarde在七月21日舉行的新聞發布會上所證實的。

反常的是，這種持續惡化的宏觀經濟前景尚未導致預期的企業盈利下降，而企業盈利通常需要一段時間來調整。這是在這些非常時期中所發生的一長串矛盾中的另一項矛盾。眼下，企業管理團隊發出的關於收益復原力的信息，無論是在訂貨簿還是利潤率方面，仍然令人感到驚訝地樂觀，並有很大的潛力能將成本轉嫁成價格上漲。這影響到兩個方面。首先，它確認物價螺旋上升正在形成（在2021年期間，公司的定價能力準確預示通貨膨脹）。其次，增長趨勢的減弱和購買力的下降必然影響銷量，其中消費品和分銷行業受到最大的打擊。

股市於二月底受到烏克蘭衝突所導致的衝擊之後，已經從長期利率上升所引發的修正（四月的修正）轉成對經濟衰退的擔憂所引發的估值調整（六月的修正），而今年夏天的問題是利潤率和資產負債表現在是否會成為關注之首。這只會加強我們自五月以來對優質型股票以及恢復盈利的科技股票和某些防禦型行業的推薦，自2021年初以來一直優先考慮價值型股票。由於投資者尋求高於通貨膨脹的回報，股息股也繼續脫穎而出。

在歐盟能源危機中德國是問題的核心。德國DAX指數今年在歐洲股市遭受重創，如果俄羅斯持續威脅停供天然氣，其前景可能更糟。但是，從以長期來看，德國經濟可能會發生引人注意的機會，但需要耐心等待。



如果俄羅斯切斷天然氣供應，2023年的GDP將減少

5.6
百分點

禍不單行：2022年下半年

德國經濟體目前面臨許多重大不利因素：與俄羅斯能源敞口有關的巨大供應衝擊，以及在時運不佳之際，偏逢主要貿易夥伴如中國在斷斷續續進行封控、如美國可能出現的經濟衰退等所造成對需求的衝擊。鑒於這種情況，五月活動數據保持相對有復原力（工業生產環比僅下降0.2%，零售額增長0.6%）。出口比2021年五月高出19%，而由於供應瓶頸使工業生產受到限制（圖1），製造業的積壓待完成量（backlogs）仍然很大。然而，由於大宗商品進口價格上漲，進口同比增長34%，導致德國20年以來首次出現貿易逆差。

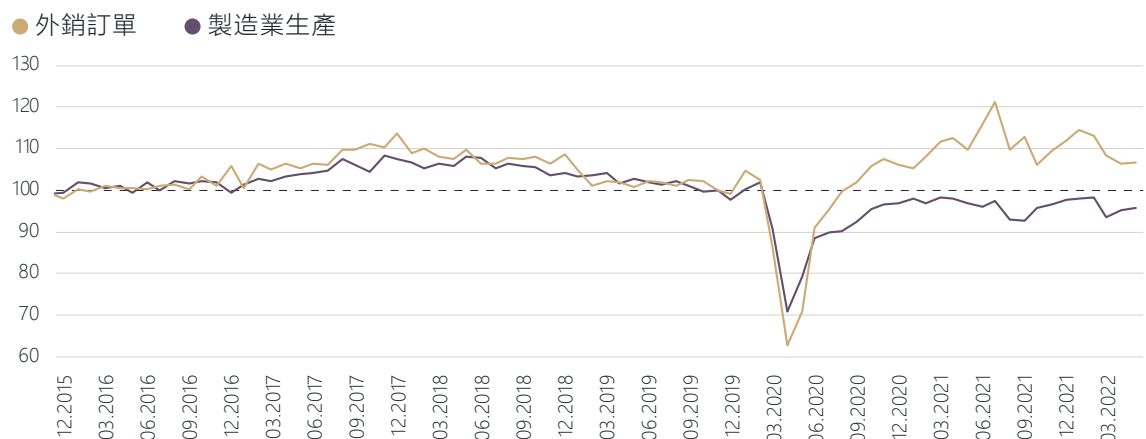
由於政府對運輸和燃料設有臨時的價格上限，通貨膨脹在六月受到緩解（從五月的7.9%同比至7.6%）。工資於2022年第一季同比增長4%，而失業率於六月上升（至5.3%）本質上與烏克蘭難民登記工作有關。不過，調查數據表示出以能源危機為核心的極端不確定性。德國IFO商業景氣指數（IFO Business Climate Index）於六月降至92.3點（從二月的98下降），而德國GfK消費者調查指數則遠低於2020年三月的水平。

調查中顯示，創造就業機會的步伐也在走緩。俄羅斯可能決定停止供應天然氣，因此對整個經濟體構成嚴重威脅：增長可能會在2022年削減-1.4百分點以及在2023年削減5.6百分點（見第7頁表1）。這又是糟糕的時機，由於中國生產鏈重新開張，德國出口商因此開始復甦，預計這將支持2023年的增長，再加上歐元疲軟以致於略微緩衝最近生產者價格飆升對競爭力所造成的影響（六月同比增長+33%）。

歐洲股市：應急計劃

年初至今，德國在歐洲股市遭受重創：DAX指數下跌18%，中型上市企業指數MDAX（對德國經濟的敞口較高）下跌27%。目前的極端不確定性和經濟衰退風險增加的環境使減持歐洲（尤其是德國）股票成為必要，儘管已經發生了嚴酷的調整。不過，DAX鑑於其國際性風險敞口，可能在短期內受益於歐元疲軟或俄羅斯天然氣進口的任何利多消息，但波動性仍將居高不下且受事件的牽動。相比之下，綠投資領域將在未年看到資本支出的動態增長，從而支持其未來的盈利增長。

圖 1：製造業生產遭遇供應鏈的瓶頸（100=31.12.2015）



來源：德國聯邦統計局、東方匯理財富管理。

化挑戰為增長的機會

在不確定的狀況中德國，確實集結許多未來增長的來源。其低公共債務水平¹，仍然寬鬆的歐洲央行政策，以及歐元疲軟和政治穩定，應有助於其未來在經濟上實施重大的轉型。

化石燃料價格上漲進一步催化清潔能源

能源改革甚至在烏克蘭戰爭之前，就已成為德國政策的中心議題。然而，德國的工業仍然密集使用天然氣，尤其是汽車和化工行業。德國為了應對短缺的風險，被迫重新啟用燃煤發電廠，從而將其溫室氣體排放中和推遲至2035年之後。德國還計劃大力推動液化天然氣 (LNG) 解決方案：增加LNG進口，到2026年之前投入歐元2000億用於充電基礎設施、氫氣技術、和工業現代化、30億歐元用於收購4座FSRU（浮體式貯存再氣化設備）、5億歐元用於建設LNG接收站——對於這類基礎設施的建築商來說是一項及時的恩賜。

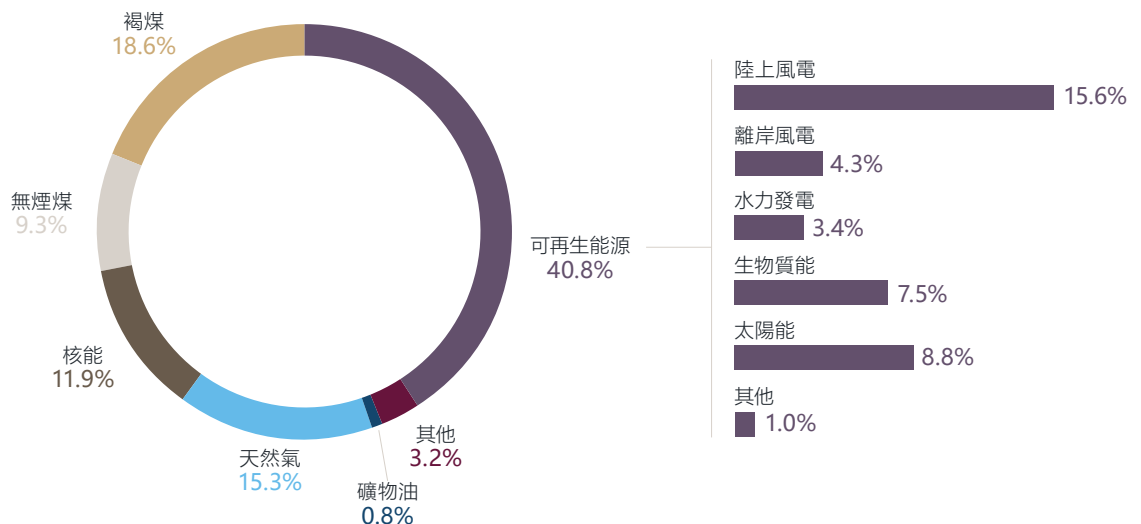
再者，德國聯邦議院 (Parliament) 於七月8日宣布其最大的可再生能源擴張計劃。該達標計畫預計：在2030年之前完成精簡法律，將德國的陸上風電裝機容量增加一倍（達到115 GW），將太陽能發電量增加三倍（達到 215 GW），並擴大海上風能（達到30 GW）。

新目標設定為在2030年之前的能源有80%是由可再生能源所生產（目前為41%，見圖2）。預計將公佈相應的基礎設施投資，但灰色地帶仍然是可再生能源和其存儲技術特有的間歇性，這性質現今突顯出在冬季時對天然氣的依賴。



2030年目標：
德國
80%
的能源由可再生
能源產出

圖 2：能源佔德國總發電量的比重（2021年），%



來源：德國能源與水工業協會 (BDEW)、東方匯理財富管理。

1-儘管支持性能源措施投入300億歐元,但由於結束COVID-19措施以及通貨膨脹對名義GDP分母的積極性影響,債務佔GDP的比例 (debt-to-GDP) 將從2021年的69%下降至2022年的63%。



美國和歐洲正面臨不同的不利因素，但預計兩者都只能在2022年下半年勉強擺脫經濟衰退，同時歐洲的風險偏向不利。新興市場或多或少已有準備面對全球性貨幣緊縮，而有些國家將受益於中國的持續復甦，這應可減緩大宗商品價格下跌所帶來的打擊。

美國：兩者皆毒，好歹選其一

是通脹還是蕭條，這是美聯儲的問題。強健的就業報告和高於預期的六月通脹數據（同比9.1%）兩者相結合證實美聯儲在七月底再次加息75基點的想法。房地產市場是首先感受到痛苦的市場，30年期固定抵押貸款利率在七月為5.5%，截至五月，成屋銷售已同比下降9%。經通脹調整後的五月整體消費者支出下降0.4%。然而，心懷沮喪的消費者似乎正在聽取美聯儲的嚴峻說法，並在調查中將其對通脹的連續12個月預期仍然穩定在公認偏高的5.3%。再者，七月採購經理人指數（PMI）調查指出偏高的投入價格的增長有所放緩，但顯示對服務業和製造業的需求普遍下降。未來的產出預期和新訂單表明夏季各月的活動將減少。調查與市場一樣可能過度悲觀，但因十一月期中選舉的臨近，風險很高。國際貨幣基金組織（IMF）最近將其對美國2022年經濟增長的預測從六月下旬的2.9%下調至2.3%，並對2023年的預測從1.7%下調至1.0%，正當美聯儲在今年年末將重

新評估其政策行動的影響之時，該經濟體勉強避過蕭條。其政策的影響所及預期將擠壓國內需求進入2023年以便降低通脹。

中國：重新開張

中國仍然處於自身世界之中、有令人羨慕的低通脹、需要清理的房地產市場（見第8頁「定息債券」篇）、以及需要通過備受期待的基礎設施計劃來刺激經濟，因為其COVID-19封控政策繼續限制其經濟活動。六月的零售額出人意料之外的利多（增長3.1%）、而工業生產同比增長3.9%。與西方相比、預期其財政和貨幣政策都將保持寬鬆、而我們預計其經濟將在第三季加速增長、預測（隨2022年增長3.5%之後）2023年將增長5.3%。中國貿易的復甦應該會支持其主要貿易夥伴的復甦、特別是韓國（2021年佔中國進口的9%）、日本（8.4%）、澳大利亞（6.7%）、德國（4.9%）、和巴西（4.5%）。



美國消費者
對連續
12個月通
脹的預期企穩在
5.3%



自2021年第三季以來巴西央行利率提高
>10
百分點

新興市場：佔得先機

拉丁美洲國家今年秋季面臨許多政治障礙，但有足夠的經驗應付惡性通貨膨脹，可以在緊縮曲線上處於優勢，即使智利幣比索 (peso) 最近因沒有像預期那樣多的緊縮而受到制裁。這些經濟體因大宗商品價格變化也受到不同程度的影響，一方面緩解了食品和能源價格的通脹，另一方面則降低了政府的收入和原材料出口的收入，尤其是金屬出口國，因為我們正在等待中國需求全面復甦的影響。海灣國家仍然受益於高能源價格和需求（對石油和天然氣的需求），同時也收緊貨幣政策以保障其與美元的上漲掛鉤。美元升值對於新興市場是最大的風險，因為美元升值會提高進口價格，使外國債券難以償還。在斯里蘭卡違約之後，薩爾瓦多、加納、埃及、突尼斯、和巴基斯坦的信用違約的互換交易 (swaps) 已升至極端水平。土耳其由於惡性通貨膨脹（同比79%）也保持警惕。但隨著通脹企穩和美元走軟，由於已開發經濟體的不確定性揮之不去，在利

率週期領先的國家可能會看到資金流入的回歸。巴西尤其如此，自2021年三月以來將利率提高超過10百分點。後者還應設法至少暫時將其公共債務與GDP之間的比例從2020年的89%降至78%，這要歸功於一次完成大宗商品的流入。

歐洲：我們設想中的主要風險

歐元區五月零售額同比增長0.2%（相較於普遍預期下降0.4）、並且由於重要的財政緩衝和仍然強勁的就業市場（五月的失業率仍處於6.6%的歷史水平）、其零售銷售似乎已恢復到COVID-19疫情之前的趨勢。對於第二季來說這是好消息、但肯定不能保證到第三季，因為製造業和服務業的信心指標現在都已經下降。歐洲的能源危機（見第4頁「聚焦」篇）將成為下半年經濟活動的斷點。ECB和其他歐洲央行在六月發布不利情境 (adverse scenario)、如果俄羅斯在2022年第三季完全切斷能源出口、則由此到2023年、GDP將下降1.7%（表1）。

表 1：歐元區國家中央銀行：基線VS不利（俄羅斯切斷能源）情境，%

	GDP 增長, %				通脹, %		
	2022	2023	2024		2022	2023	2024
德國基線	1.9%	2.4%	1.8%	德國基線	7.1%	4.5%	2.6%
德國不利	0.5%	-3.2%	4.3%	德國不利	7.6%	6.1%	2.8%
法國基線	2.3%	1.2%	1.7%	法國基線	5.6%	3.4%	1.9%
法國不利	1.5%	-1.3%	1.3%	法國不利	6.1%	7.0%	0.7%
歐元區基線	2.8%	2.1%	2.1%	歐元區基線	6.8%	3.5%	2.1%
歐元區不利	1.3%	-1.7%	3.0%	歐元區不利	8.0%	6.4%	1.9%

來源：鋒裕匯理研究院 (Amundi Institute)、ECB、德意志聯邦銀行、法蘭西銀行、西班牙銀行 (2022年六月)、東方匯理財富管理。

如果斯里蘭卡總統是第一位為通貨膨脹付出代價的政治人物，那麼歐洲因能源價格攀高、亞洲因房地產價格下跌、英國則因廣泛的通貨膨脹致使緊張局勢正在加劇。繼第一季歷史性的負增長之後，今年第二季定息債券是否必須投資？

各國中央銀行

各國中央銀行努力對抗通貨膨脹並繼續加息。經濟體的清償力正在迅速耗盡，歐洲央行發布的最新銀行業調查顯示消費者和企業的私營部門信貸條件迅速收緊。

由於未來幾季的增長前景混沌不明，收益率曲線趨於平緩（圖3）：長期利率將2023年的鴿派央行納入定價，而短期到期日的票據則因實際加息而意外地發生。

由於能源和金屬大宗商品價格下跌，通脹市場自六月中旬以來急劇減退。

歐洲央行在七月會議上加息50基點，這是自90年代末以來從未見過的幅度。行長Lagarde還宣布傳導保護工具(Transmission Protection Instrument)的形式，目的在確保國庫券的順利融資。本刊將於下一次出版時作進一步評論。

信貸

至於歐洲的信貸，即使目前利差和收益率看似很有吸引力，我們對歐元投資級（IG）信貸持謹慎態度。

有些市場參與者預期，在天然氣輸送完全關閉的情況下，IG的信貸利差將會擴大約100基點，高收益（HY）的信貸利差將會擴大325基點。

但是，我們在這種情況之下發現某些有趣的觀點。以目前的水平來看，隱含違約率接近10%（5年以上累計水平），是歷史記錄IG違約率的10倍以上。未來幾個月供應應該會減少，直到某些分析師預測的下半年歐元IG的淨供應將接近於零！

根據歐洲HY的數據，Xover指數目前約600基點的水平表示5年內累積違約率接近40%，遠高於實際違約率的歷史水平。

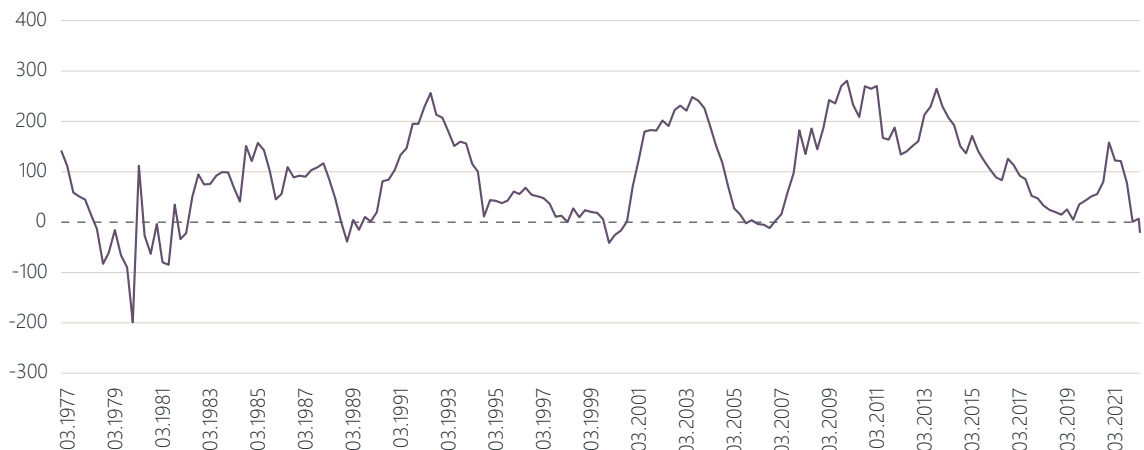
至於企業混合型債券，我們目睹利差呈拋物線上升以及債券價格下跌，主要是由房地產市場所引起的。

從積極面來看，某些發行人一直在積極進行負債管理，並以大幅折扣在市場上購買債務，因而向市場發出積極的信號。



中央銀行經過多年精準利率的變化，現在使用大規模升息

圖 3：美國2-10年債的斜率和經濟衰退



來源：彭博、東方匯理財富管理。

基本面

標準普爾指數以四種不同情境對歐洲高收益企業進行經濟衰退壓力測試 (recession stress test)，甚至於基本情境仍然是歐洲不存在衰退。B-級及以下評級的企業最容易受到經濟衰退影響，確實在大流行疫情後按比例擴大。按照行業劃分，公用事業、化工、酒店、博彩和休閒等行業在經濟嚴重衰退的情境下可能會出現更高的槓桿率。從大流行疫情復甦的力度已提振了企業盈利和資產負債表。在全面衰退的最高壓力情境下，企業的EBITDA下降20%，大約50%的歐洲高收益債券可能會出現負值的自由經營現金流量。不過，評級下調的程度和速度將取決於評級機構對現金流量赤字持續程度的認定，因為大多數發行人由於債務到期有良好的延伸，面臨有限的短期清償力事件的風險。

亞洲信貸

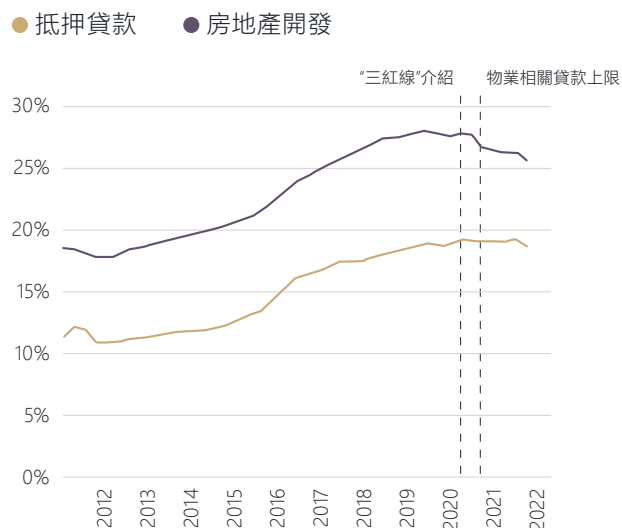
亞洲信貸所面臨的挑戰依然存在，因為亞洲IG和亞洲HY持續面臨多方面的壓力。由於新興市場的資金持續流出，從而亞洲信貸也持續流出，情況進一步惡化。再者，亞洲信貸也面臨著自身的挑戰，中國的新冠疫情清零政策驅使主要城市實行封控。儘管採取措施緩解其影

響並且刺激經濟，但封控導致許多行業的經濟活動大幅放緩，包括四月和五月的房地產銷售。政策仍然具有支持性，導致呈現一些初步復甦指標，但投資者仍保持謹慎並保持觀望態度。

鑑於亞洲高收益的緊張狀態，亞洲信貸領域已發生結構性轉變。亞洲HY過去佔亞洲信貸的18%——中國房地產佔亞洲HY的45%，幾乎佔這個財政手段的一半。中國房地產現在已跌至僅佔亞洲HY的15%，因此亞洲HY在一年內已跌至僅佔亞洲信貸市場的11%。

這仍然是亞洲信貸歷史上前所未有的情況——自去年七月以來，至少有21家債券總額達800億美元的開發商違約——而另外有16家債券總額達60億美元的開發商今年已經延長了債務。然而，截至七月為止，中國房地產行業再次受到打擊，80個城市的至少有230個項目的買家停供抵押貸款的支付——據估計，抵押貸款停供總額大約達2萬億元人民幣（3000億美元）。由於當局試圖防止房地產市場出現信心危機，最新的政策公告呼籲對停供的項目給予可能的付款中斷期（payment holiday），而不會受到處罰。儘管我們對於中國股市和下半年的重新開張仍然看好，但中國房地產貸款市場（圖4）是一項值得密切注意的風險因素。

圖 4：中國房地產貸款（佔貸款總額的百分比）



來源：Refinitiv Datastream/Fathom Consulting、東方匯理財富管理。



我們青睞
價格合理的
優質股票
(QARP)

市場風險認知在過去幾週發生巨大變化，經濟衰退風險現在高於通脹擔憂。反映在最近的長期收益率下降上。盈利增長預期具有復原力，但在新的財報季時必須面對現實。在這種情況下，中國股票以及優質和環境主題股票提供某程度的復原力和多樣化的金錢來源。

收益及估值

2022年第二季的財報季在美國已經提前，而在歐洲則剛開始。盈利修正繼續保持復原力（圖5），但是受到大宗商品相當大程度的推動。美國的每股收益開始有下降趨勢，但速度尚適中。在目前波動性較高的背景下，投資者將對公司的指引非常關注和焦慮。

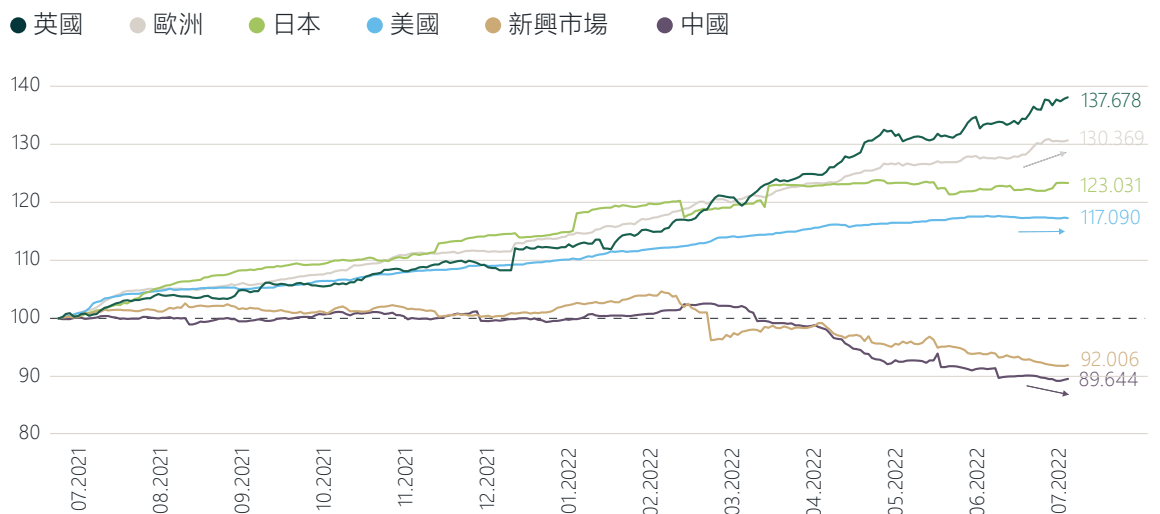
在估值方面，實質收益率在過去幾週一直在企圖穩定下來。全球絕對水平仍比其長期平均水平低，但除標準普爾500指數之外，即使該指數大幅下跌，但僅恢復到歷史平均水平。

美國

由於最新的宏觀經濟數據顯示通貨膨脹尚未見頂並開始影響消費者的支出（美國經濟增長的主要驅動力，在通貨膨脹受控制的條件下六月下降-0.4%），因此仍需謹慎行事。投資者現在預期七月將加息75至100基點。但是，數週以來股票指數一直企穩。10年期美國國債收益率已在3%左右的區間內整合，給市場帶來短暫的平靜，尤其是增長型股票。

美國市場在地緣政治不確定時期仍然是某些投資者的避風港，反映在最近美元走強上。在此背景下，我們看好價格合理的優質股票（QARP），對於景氣循環性股票則仍持謹慎態度。對於美國最近發布第二季收益的負面修正和失望主要影響到景氣循環性股票（工業、銀行、和非必需消費品），但在現階段的科技股（每股收益增長+6%）和醫療保健股（+7%）表現良好，從而驗證了我們對優質型的偏好有效。

圖 5：按區域的收益修正，100=2021年七月



註釋：主要成熟市場的每股收益在12個月之後仍然上升。歐洲和英國正在向正面機會加速，而美國正在企穩。然而，在新興市場和中國方面，趨勢仍處於負面風險趨勢。

來源：彭博，東方匯理財富管理。

歐洲

歐元區的宏觀環境仍然充滿挑戰，俄羅斯/烏克蘭之間的衝突對通貨膨脹和能源成本造成不成比例的衝擊。投資者的注意力現在已從貨幣緊縮轉向經濟衰退。儘管管理層提出積極的指引，而且財報季按照預期已開始上調，但投資者認為，未來幾季由於缺乏可見/關注程度，將在某個時候導致重大的負面修正。因此，歐洲市場的歷史低估值不再起催化作用，我們保持謹慎態度，等待通脹、利率、或俄羅斯/烏克蘭戰爭的明確信號/緩解。與此同時，我們傾向於利用英國和瑞士市場進行防禦性交易，但還是以相對性作為基礎。

新興市場

我們從2022年下半年開始持續看好中國股市。中國經濟體持續好轉。由於公佈的數據大大超出預期，出口再次成為六月可喜的部分。中國政府在最近幾週源源不斷地發出支持性政策的信息。我們預期今年全年基礎建設支出將大幅增加。在密切注意可能有針對性的COVID-19疫情抑制措施的同時，我們認為官方平台上釋放關於經濟監管轉變的信息對於下半年的增長型技術和消費藍籌股來說是個好兆頭。

投資風格: 專注優質, 配套價值

最近長期收益率的下降是給予優質主題重新表現優異的強大催化作用(圖6)。即將到來的財報季應該是對這些優質股票的又一次支持，因為投資者應該獎勵那些在其指引上有更多可見/關注性並在盈利方面表現出復原力的公司。在停滯性通貨膨脹的背景之下，我們轉向提供良好抗通脹保護能力並具有復原力的股息股票。

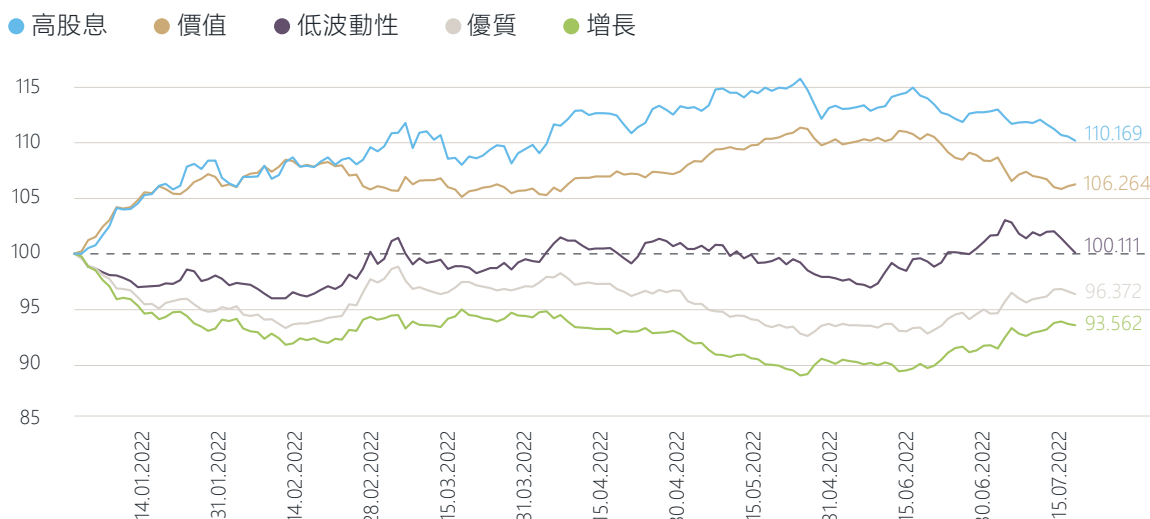
隨著收益率下降，價值型股票失去其主要驅動因素之一。最近調整石油/大宗商品價格同樣影響到該策略。關於最近回調的強度，我們寧願等待風格技術面的回升，以減少我們的持倉量。

由於債券收益率的下降，目前的轉換使增長型股票受益，這有利於長期股票的本益比再提升(rerating)。我們考慮到現在廣泛回歸增長型公司還為時過早，但我們偏愛以環境焦點為主題(因為天然氣短缺將加強對替代能源的投資，見第4頁「聚焦」篇)和白銀時代為主題的防禦型方面的股票。



對2022年下
半年中國股
票持積極態度

圖 6: MSCI歐洲因素, 年初至今相對表現



註釋: 價值和高股息一直是年初至今的最佳因素,但由於長期收益率不再上升,因此正在失去動力。與增長相同,低波動性(防禦性)和相反的優質型正在獲得動力。

來源: 彭博,東方匯理財富管理。



2022年的夏季，因美元在廣泛避險情緒中攀升至新高，而各國央行大步且快速地轉變其貨幣政策，致使許多重要的長期外匯水平被打破。某些貨幣的未來，特別是在歐洲，一如既往不確定。



瑞士法郎可能
是長期性的
最佳避風港

瑞士法郎

在通脹風暴籠罩的市場中，CHF是可靠的避風港。事實上，我們認為CHF是G10外匯領域之內除美元之外唯一的其他避風港。瑞士國家銀行（SNB）自十二月以來對其貨幣政策進行非常重大的改變，這表示CHF可能是抵禦通脹最具復原力的貨幣：

- 他們在2021年第四季允許CHF外匯匯率重新升值，以緩解全球通脹壓力；
- 在2022年六月中旬，將利率提高0.5%，並補充說明，如果CHF貶值過大，他們將介入外匯市場買入CHF。

鑑於瑞士央行龐大的外匯儲備（>9000億CHF，約佔其年度GDP之125%），以及瑞士央行對抗通脹的決心，沒有理由相信CHF會大幅貶值。此外，瑞士對化石燃料的依賴程度較低表示其高附加值出口的經常賬戶盈餘可能會保持復原力。

雖然美元可能是第一種在重大「趨避風險」（risk-off）環境中受益的貨幣，但CHF的低通脹和極其強勁的基本面表示後者可能是長期的最佳避風港。

歐元

雖然歐洲央行出人意料之外將利率提高50基點，但歐元未能攀升許多，因為傳導保護工具被認為缺乏權重（或者是條件太多）——市場似乎懷疑其影響力。同樣值得注意的是，即使有加息和反分裂化工具，歐元前景仍受到戰爭和經濟衰退擔憂所籠罩，因此即使該工具走強，要突破超出1.04也很難。但就目前而言，歐元仍將處於不確定狀態，而我們需要密切觀察歐元區夏季的數據。

美元

由於市場的波動性依然強勁而且投資者面臨過量的宏觀經濟不確定性，美元已達到新高（圖7）。能夠以世界主要儲備貨幣獲得超過3%的短期存款收益率，對於信心受到熊市和經濟衰退風險打擊的投資者來說這太誘人了。然而，這些在長期基礎上都是極端強勢水平，雖然美元將在風暴動蕩的市場中提供避風港，但以這種價格買入美元也非輕易的選擇。

英鎊

繼美國經濟發布一系列積極的宏觀數據之後，英鎊/美元最近一直承受壓力，為美聯儲在七月的FOMC會議期間採取鷹派立場鋪平道路。

儘管Boris Johnson辭去英國首相一職對英鎊沒有重大影響，但英國經濟仍然面臨強勁的不利因素，首先是通脹數據飆升（同比增長9.4%），迫使英格蘭銀行在實質收入縮小的壓力下，於英國經濟可能在六月蕭條之際加息。

此外，如果英國政府單方面暫停北愛爾蘭協議，而與歐盟之間出現新僵局的前景將加劇對英鎊的看跌情緒。

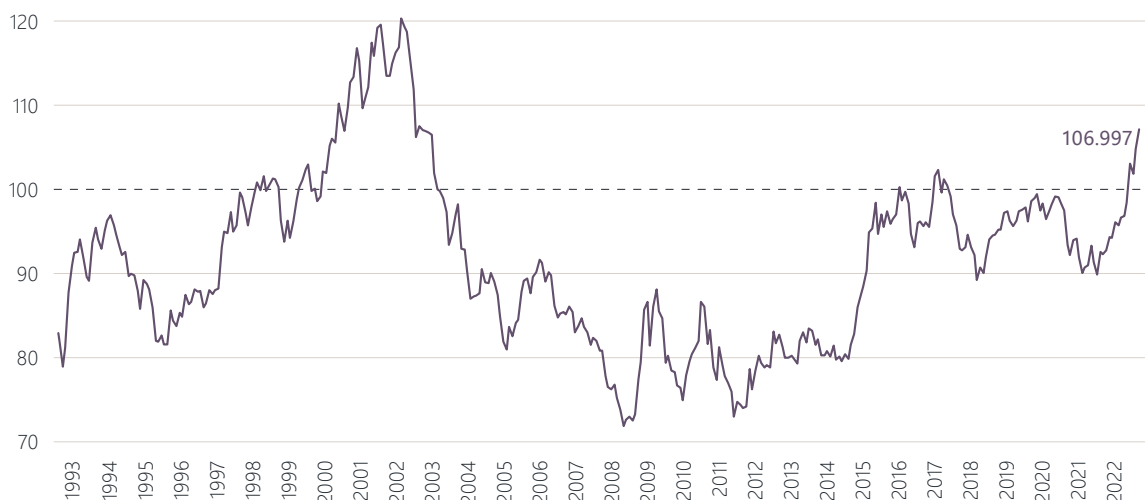
黃金

黃金最終在七月向多方壓力屈服，從黃金的ETF大量拋售流量和通過期貨進行空頭押注的壓力之下跌破1,800美元的支撐位。以宏觀角度看，美元利率走強和美元本身是重要因素。在測試1,680美元之後，很明顯支撐位在該水平很強，但需要新的說法或催化作用來幫助其適當地恢復（或美國利率放鬆）。



黃金跌破
1,800
美元
的支持水平

圖 7：數十年美元指數



來源：彭博，東方匯理財富管理。

投資策略

- **地緣政治和能源：**今年夏天的不確定性水平可能維持非常高。意大利政治、烏克蘭衝突、和能源緊張局勢有可能繼續推動風險規避情緒。
- **增長：**進入衰退的可能性升高，含多種情境，從GDP暫時收縮一兩季到更嚴重的衰退。俄羅斯天然氣的情況仍然是觸發因素，因為全管道流量逐漸減少，可能會對歐元區的GDP造成數百分點的影響。消費者為這種停滯性通貨膨脹的環境負擔大部分的代價，反映在消費者信心的衰退水平上。美國消費者開始降低通脹預期，但是正在為美聯儲的鷹派政策付出最終的代價。中國的前景逐漸改善，儘管必須密切注意房地產市場的風險。
- **通貨膨脹：**通貨膨脹由於能源和食品價格上漲將保持高位（2022年約為8%），而通貨膨脹所引起的社會緊張局勢將推動工資上漲，從而加劇通脹緊張局勢。2023年的通脹可能會由於基數效應而導致能源對通脹的貢獻較低（或負值），而核心通脹應保持在3%以上，除非經濟衰退顯著削弱就業機會。
- **中央銀行：**因歐洲央行退出負利率並調整其立場以適應這一新環境，確認了加速正常化，這需要具有更高的利率，但也需要擴大資產負債表的行動來控制週邊利差。美聯儲持續致力於對抗通脹，但對這種立場在經濟衰退之際的復原力存在疑問。美聯儲可能會在2023年第一季結束加息，而對經濟衰退的擔憂助長對2023年下半年降息的預期。有些新興市場央行已經積極參與這一正常化進程，而中國央行將繼續保持寬鬆。
- **長期債券收益率：**因此，收益率曲線的趨平應該會繼續，特別是在歐元區，這既反映短期利率正常化在加速，也反映經濟衰退擔憂的影響，以及歐洲央行引入新的傳導保護工具（TPI）對長期債券收益率的影響。
- **企業盈利：**我們繼續觀察到低迷的宏觀經濟數據與樂觀的分析師預測之間有巨

大差異，這轉化為自信的管理層指引，特別是在他們的定價能力方面。然而，我們認為，盈利將很快開始反映環境的惡化，無論是經由較低的收入增長，還是通過更高的備付金/更低的獲利率，尤其是與2021年所產生的異常盈利水平相比。這是由股市所領先的，自六月以來，股市的調整越來越受到經濟衰退擔憂的推動。

- **違約率和清償力條件：**在停滯性通貨膨脹的背景下，違約率無疑會上升超出評級機構的預期，但不會上升到信用利差大幅擴大所反映的隱性水平。因此，信貸市場為投資者提供豐厚的風險溢價，不僅補償違約概率，還補償了清償力的風險和波動性。在短期內，夏季期間有限的清償力和經濟衰退風險將繼續拖累市場價格。
- **市場製度：**隨著市場機制從對正常化的擔憂轉向升高的經濟衰退概率，我們（可能暫時）回到債券和股票之間的反向相關性的機制。不過，如果經濟衰退風險源自於能源危機，那麼與過去經濟衰退的市場機制進行比較可能會產生誤導。因此，面對這些不穩定的相關性，投資者應該保持機敏，而央行看跌期權的不存在正在將股票和信貸波動性重新設定在更高的水平。

配置策略

- **股票：**由於預期的EPS（每股收益）修正以及經濟衰退的風險上升，我們維持適度減持，即使估值現在看起來更有吸引力。在複雜的環境中，我們正在增加對優質型資產和受益於這種停滯性通貨膨脹背景的價值型公司的偏好，並更加青睞具有復原力的股息股票，以便提供良好的通脹保護。債券收益率方向的逆轉可能會維持增長型股票，但投資者應專注於有利可圖的科技。我們繼續減持景氣循環型、工業性、和非必需消費品股票。在地理上，我們對歐元區股票維持適度的敞口，在此背景下優先考慮英國和瑞士，同時對美國保持中立，但增持中國。



- 公司債券套利：**對自大流行疫情高潮以來能提供最具吸引力的優質公司債券持建設性觀點；在短期內對高收益持比較謹慎的態度，因為在能源短缺和經濟衰退風險較高的情況下，信用利差可能會繼續顯著擴大，但對於利用買入然後持有方法以及精挑細選理念的長期投資者而言，耐心將使其受益。
- 貨幣：**我們在本刊中多次表示，現在做空美元兌歐元還為時過早，因為這表示與美聯儲正常化道路作鬥爭，或者忽視歐元區的挑戰，歐元區的經濟失衡遠大於美國的。我們認為美元現在可能正在見頂，但投資者可能會在決定購買歐元之前先等待美聯儲是否採取更溫和的立場。我們對人民幣匯率持有建設性的長期觀點，但鑑於中國對於貨幣寬鬆政策有分歧，我們短期內興趣不大。投資者可能希望再繼續等待以重新建立對其他新興市場貨幣的頭寸。
- 宏觀對沖：**政府債券自六月中旬以來終於開始在投資組合中發揮積極作用。這符合我們的預期；投資者的擔憂從貨幣正常化轉向經濟衰退，確實已經開始支撐政府債券。經過幾年短期存續期的定位，我們現在對存續期持中立態度。在最近的金價回調之後，鑑於經濟衰退的可能性上升，我們發現目前水平更有吸引力，短期內對市場方向沒有明確的推薦，而是作為對沖宏觀風險的手段。
- 風險定位：**總體而言，我們更青睞保持適度風險的方法，在風險最高的投資組合中提供一些現金緩沖和更高的宏觀對沖，以降低波動性，並有能力抓住市場將會提供的機會。

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7月22日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	2.75%	-37.97	124.03
法國10年	1.62%	-35.10	142.20
德國10年	1.03%	-41.00	120.90
西班牙10年	2.25%	-29.70	168.40
瑞士10年	0.72%	-56.20	85.20
日本10年	0.21%	-1.60	14.40

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	33.45	-2.38%	-14.72%
歐元政府債券	205.45	1.62%	-6.00%
歐元高收益企業債券	190.86	1.65%	-10.66%
美元高收益企業債券	301.27	2.97%	-9.37%
美元政府債券	304.11	1.31%	-5.05%
新興市場企業債券	42.66	-1.43%	-16.35%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9832	-2.76%	-5.23%
英鎊/美元	1.1999	-2.19%	-11.33%
美元/瑞士法郎	0.9629	0.48%	5.48%
歐元/美元	1.0213	-3.22%	-10.18%
美元/日元	136.12	0.66%	18.28%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	23.03	-4.20	5.81

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	3,961.63	1.28%	-16.88%
富時 100 (英國)	7,276.37	0.94%	-1.46%
歐盟 600	425.71	3.09%	-12.73%
東証股價指數	1,955.97	4.78%	-1.82%
摩根士丹利環球	2,650.82	1.20%	-17.98%
中國滬深300指數	4,238.23	-3.56%	-14.21%
摩根士丹利 新興市場	990.37	-2.06%	-19.61%
摩根士丹利 拉丁美洲	1,987.81	-3.07%	-6.67%
摩根士丹利 EMEA 歐 (歐洲, 中東, 非洲)	198.87	1.91%	-27.87%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	643.94	-2.32%	-18.41%
法國巴黎 40 (法國)	6,216.82	2.36%	-13.09%
德國 DAX (德國)	13,253.68	1.03%	-16.56%
義大利 MIB (義大利)	21,211.98	-4.10%	-22.43%
西班牙 IBEX (西班牙)	8,051.60	-2.34%	-7.60%
瑞士 SMI (瑞士)	11,096.12	2.52%	-13.82%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,829.00	-10.97%	-15.81%
黃金「美元/安士」	1,727.64	-5.43%	-5.55%
WTI原油「美元/桶」	94.70	-12.01%	25.91%
銀「美元/安士」	18.59	-12.02%	-20.41%
銅「美元/公噸」	7,452.50	-11.08%	-23.33%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	8.30	33.42%	122.49%

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4月	2022年5月	2022年6月	四星期變動	年初至今 (2022年7月22日)
最弱表現	0.38%	6.46%	8.79%	4.78%	-1.46%
	-1.20%	1.87%	-0.42%	3.09%	-1.82%
	-2.40%	0.84%	-1.38%	1.91%	-6.67%
	-3.79%	0.69%	-2.70%	1.28%	-12.73%
	-4.89%	0.20%	-6.46%	1.20%	-14.21%
	-5.23%	0.14%	-7.10%	0.94%	-16.88%
	-5.75%	0.01%	-7.20%	-2.06%	-17.98%
	-8.43%	-0.16%	-7.43%	-2.32%	-18.41%
	-8.80%	-1.56%	-8.07%	-3.07%	-19.61%
最強表現	-13.86%	-4.29%	-16.81%	-3.56%	-27.87%

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世界提供。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：56S00341，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7月22日編輯。

