

MONTHLY HOUSE VIEW

2023年5月

中國：「長征」火箭重啟

01 • 編輯寄語 開始下降	P3
02 • 聚焦 中國：「長征」火箭重啟	P4
03 • 經濟點評 美國經濟會何時著陸於何處？	P6
04 • 定息債券 「正常」利率之外，還有什麼？	P8
05 • 股票市場 狂歡臨近？	P10
06 • 外匯 美元回落	P12
07 • 資產分配 投資設想和資產配置建議	P14
08 • 市場監測 精選市場走勢	P16
09 • 附錄 免責聲明	P17 P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

親愛的讀者：

在最近一次飛往馬德里造訪團隊成員的航班上，機長「飛機開始下降」的廣播引起了我的共鳴，因為幾天前的資料確認，美國通脹在九個月內從 9% 降至 5%（同比）。鮑威爾應從最新數據中得到一些安慰：自 2021 年 1 月以來，能源首次成為整體通脹的負面貢獻因素。空頭傾向更多關注棘手的服務業通脹，但仔細觀察後會發現，住房通脹也顯示出見頂跡象。機長鮑威爾確實試圖同時讓通脹、經濟和金融穩定等幾架飛機著陸。通脹在短期內不太可能回到 2% 的目標，但目前的降幅令人鼓舞。經濟正在減速，我們認為放緩會在 2023 年下半年發生，但不會完全硬著陸。貸款條件的收緊幅度仍是最大的疑問：美國小公司所僱的人員佔勞動力的 35%，其貸款的 70% 來自地區性銀行。因此，美國聯儲局的緊縮之路（目前）已接近完成：五月再加息一次，今年的加息就結束了。如芝加哥聯儲的 Austan Goolsbee 所言，這需要「謹慎和耐心」。

回到金融市場，投資者仍預計今年將降息 50 個基點。我們不同意該觀點，並認為聯儲局將在今年暫停加息。利率波動超過了 2008 年金融危機期間的水平，此對投資組合構建和銀行資產負債表而言是非常不受歡迎的。因此我們也青睞定息收益投資組合中期限較短的資產和高質素信貸，因為此能夠在抑制久期風險的同時利用有吸引力的收益率。市場流動性依然充裕：美國貨幣市場基金規模為 5.2 萬億美元，今年增加了 5000 億美元，原因是投資者趁機利用現時強勁的收益率而避開銀行存款。

與此同時，股市表現出非凡適應能力。若你有幸將自己關在一個沒有 Wi-Fi 的島上一個月，回來後發現美國三家銀行倒閉，瑞信一個週末即被瑞銀收購，而

歐洲中央銀行和美國聯儲局繼續提高利率……在遭受該等訊息的可怕衝擊之外，你本預計今年股市會大幅下跌。但你錯了。意料中的收益下降並未如預期般猛烈，但為什麼呢？簡言之，在股票世界中，名義價值比實際價值更重要。在積極的經濟勢頭下，企業收入得以增長。此已被利潤率有所收縮所抵消，但我們離預期收益的崩潰還很遠。此反過來又解釋了股市的表現。但不僅如此。投資者情緒仍然低迷，股票倉位——尤其是機構投資組合——處於防禦水平。

「痛苦交易」顯然是向上的，尤其是在歐洲股市上揚的情況下：今年以來，美國投資者每週均在買入於美國上市的歐洲股票 ETF，僅一週例外。正如奢侈品牌的強勁業績所反映的，中國重啟極大惠及了歐洲公司。今年令人沮喪的是，儘管中國國內重新開放勢頭強勁，但股市並未起飛。然而我們仍然相信向東發展是有道理的。本月我們重點關注中國經濟狀況。我們已將增長預測上調，並仍然認為風險偏上行。我們承認，許多投資者已決定買入歐洲，將其作為媒介享受中國重啟的紅利，因為該等投資者要迴避中國企業，尤其是美國投資者，而中國又太大，沒法忽視。若中國 A 股在 MSCI 新興市場指數中的納入因子¹從目前的 20% 修改為 100%，其在 MSCI 新興市場指數中的權重將從 5% 上升到 22%。全球投資者準備向中國配置更多資產，因為 A 股市場動態將受益於機構（外國和國內）參與度的增加。

最後來一點個人色彩。本文是筆者作為東方匯理財富管理投資長的第一篇寄語。我想告訴大家，我很高興加入東方匯理，並為能在如此高度專業、以客戶為中心和誠信的企業工作而感到幸運。祝閱讀愉快。

1 - 投資者可透過多類股票進入中國股市，其中最大的是 A 股，即在中國大陸的國內交易所交易的股票。2018 年起，MSCI 開始將中國 A 股大盤股部分納入 MSCI 新興市場指數。



Gautier VENERATI, CFA
Senior Equity
Portfolio Manager



Lucas MERIC
Investment
Strategist

中國重新開放儘管曾是 11 月至 1 月中國市場反彈的強大推動力，但此後該主題似乎失去了動力。中國宏觀資料顯示，中國經濟 2023 年第一季度強勁反彈，但此後中國市場令全球投資者失望：我們預計未來幾個月該等分歧局面不會持續。

重新開放現已反映在宏觀數字中

2023 年初，最大的問題之一是重新開放對中國經濟的影響。數據顯示，在國內消費的推動下，2023 年第一季度中國 GDP 同比增長 4.5%（2022 年第四季度為 2.9%），而 3 月份零售額同比增長 10.6%。此證實了消費復甦的潛力，因為中國消費者情緒儘管 3 月份有所上升，但目前仍然低迷。正如我們在 2023 年 3 月刊中所敘述，重新開放主要由服務業推動，因為 3 月份服務業 PMI 達到 58.2（自 2012 年以來的最高水平），製造業增長則比較溫和（但仍在擴張），但也達到 51.9。3 月份工業生產同比增長 3.9%，低於市場普遍預期及其長期平均水平。房地產開始出現回穩跡象，3 月份房地產銷售額和銷售量分別同比增長 8.8% 和 0.2%，而房地產投資依然同比下降 7.2%。

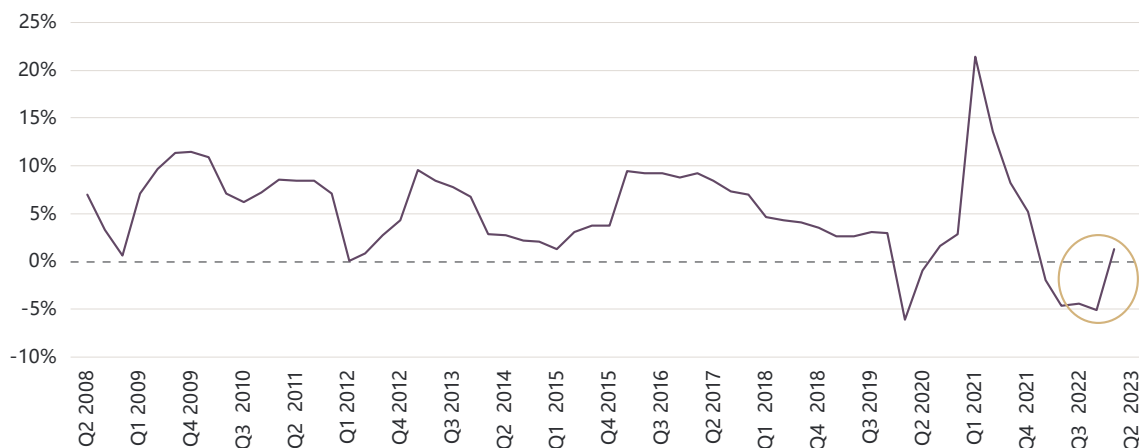
應再次起飛

受中國國內消費和服務業復甦的推動，2023 年第一季度令人鼓舞的數據強化了我們對 2023 年 GDP 穩健增長 5.6% 的預期，高於全國人民代表大會 3 月初設定的 5% 之目標。接下來的幾個月，復甦力度將視乎中國消費者信心在三年嚴厲疫情封控之後的改善情況。封控期間，中國民眾並未獲得類似西方政府所提供之支援。勞動力市場改善（3 月份失業率降至 5.3%）、當前實際收入疲軟（3 月份同比僅增長 3.8%，儘管處於低通脹環境）以及房地產正常化應有利基本情緒恢復（圖1）。



中國
復甦
應由被壓抑
的內需推動

圖1：中國樓市觸底反彈？
附加值增長，房地產，同比，%



來源：Datastream、東方匯理財富管理。

主要經濟體正在對抗高通脹，而中國3月份的年度通脹率僅為 0.7%，似乎確為價格上漲和供應鏈問題的避風港。此充分證明了寬鬆的貨幣和財政政策有助實現增長目標，因為 3 月份私營部門信貸增長依然強勁（同比增長 9.6%）。對中國而言，我們設想的風險更偏向上行。全球經濟放緩以及台灣和美國的地緣政治局勢構成下行風險，但目前出口仍然強勁（3 月份同比增長 14.1%）。

我們堅定看好中國股市

重新開放最初推動中國股市在 11 月至 1 月底期間強勁反彈 50%，並體現在強勁的宏觀經濟數據中——1 月以來中國經濟各種數據意外轉好即為明證。然而，儘管數據出色，中國市場之表現仍落後於全球主要股票指數（自 2 月 1 日以來，相對於 MSCI 世界指數 -6%）。我們認為，中國宏觀經濟強勁與表現參差不齊的分歧在於三個明顯面向：

- 儘管宏觀數據有所回升，但國際投資者對中國經濟復甦仍不甚信服，尤其是考慮到目前中國消費者信心水平較低。
- 2023 年的地緣政治事件（2 月中國氣球事件和台海緊張局勢）正在對中國資產造成壓力。
- 投資者情緒目前主要受美國利率走勢和對美國聯儲局政策可能轉向之預期所推動。

但我們對中國股市的信心依然不變。自下而上的分析顯示，消費、通訊服務、IT、能源和材料等行業的「藍籌」公司年初至今表現強勁，符合我們對內需推動復甦的看法。展望未來，中國將在 2023 年和 2024 年佔全球增長的三分之一。

預期的情緒復甦和房地產市場的低點應該會支持中國市場。此外，中國是少數幾個經濟政策仍然有利增長的主要經濟體之一，而大多數發達經濟體開始感受到 2022 年實施的超激進貨幣政策之影響。特別是從股市角度而言，在美國和歐洲的市場環境鼓勵降低風險之時，中國為全球股票提供了多元化途徑：

- 中國股票收益增長率預計將在 2023 年和 2024 年分別達到 17.8% 和 14.9%（相比之下，MSCI 世界指數分別為 1.1% 和 11.3%）；我們認為盈利預測在 2022 年 11 月觸底，並預計在 2022 年底之後會出現第二波積極修正。
- 相對於 10 年平均市盈率水平，中國股票的估值仍然具有吸引力（H 股折讓 18%，A 股折讓 30%）。
- 全球投資者的情緒正在改善；年初至今，流入全球新興市場和亞洲（日本除外）基金的資金一直為正，分別流入 370 億美元和 180 億美元，而 2022 年則分別流出 40 億美元和流入 70 億美元。從長遠來看，中國 A 股在 MSCI 新興市場指數中的納入因子可能會增加，或會吸引長期資金不斷流入中國股市。

最後，中美關係緊張一直是市場關注之焦點，但此兩大經濟體之間強大的經濟聯繫（美國對中國的貿易逆差、中國在許多價值鏈和生產鏈和可再生能源領域的主導地位以及中國科技出口過去 15 年顯著增長）使中國暫時無法迴避。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

儘管未來幾個月信貸狀況收緊的程度仍不確定，但我們預計美國經濟將在 2023 年下半年部分著陸，因為就業市場的調整才剛剛開始。美國經濟放緩對歐洲的影響有限，此尤其要歸功於中國經濟的重新開放。

美國：下半年增長出現溫和暫時性收縮

本行的投資委員會開場時舒了一口氣：最近美國銀行業的動盪似乎與 2008 年的金融危機相去甚遠。硬數據表明存款正常化和金融狀況收緊回到 3 月前的水平。消費者信心（密芝根大學）有所減弱，但似乎並未受到衝擊之影響（63.5，3 月份為 62）。儘管如此，小企業調查數據（NFIB²）表明，融資是他們目前面臨的最重要的問題。此等不確定性加劇了人們對信貸緊縮之擔憂，並解釋了對 2023 年美國經濟增長預測的分歧。我們的看法如下：今年上半年的增長表現好於預期（亞特蘭大聯儲 GDPNow 模型之最新預測顯示，2023 年第一季度季調後 GDP 增速預期為 2.5%³），下半年 GDP 暫時收縮，第四季度降幅高於第三季度（即對 2024 年 GDP 年均增長產生負面結轉影響）。

此種遲來的增長疲軟源於未來幾個月消費逐步回落，因為就業市場熱度減弱，信貸對家庭不再有利，畢竟在當前對美國經濟增長之悲觀情緒日益加劇的背景之下，銀行對貸款的選擇更加嚴格。我們可能錯在時機，服務業仍保持彈性（3 月 ISM 非製造業調查為 51.2⁴），職位空缺減少，但仍然處於高位（目前為 990 萬，疫情前為 700 萬），債務負擔低於歷史標準。此可能會將 GDP 收縮推遲到 2024 年初。然而，儘管不確定性很高，我們並未屈服於美國即將陷入衰退的悲觀情緒，只是認為增長會暫時收縮。此外，2024 年復甦或不會像預期般溫和，特別是隨著房地產行業投資調整結束。自 2021 年第二季度以來，該行業的季度 GDP 增長率平均減少了約 0.5 個百分點。



美國職位空缺：
990 萬，
疫情前為
700 萬

2 - 全美獨立企業聯盟。

3 - 季調後年率。

4 - 小貼士：PMI 和 ISM 調查高於 50 點表明擴張，低於 50 表明收縮。



西班牙服務業 PMI 指數 3 月 達到 59

在此背景下，國內需求開始放緩。我們看到美國出現週期性通縮的積極跡象；與歐元區相反，此最初是由疫情後需求過剩所引發。美國的能源價格現在正在下跌（-6%，同比）。供應緊張局勢有所緩解，如商品價格漲勢放緩所示（從 2022 年初的同比 12% 降至 3 月份的 1.5%）。然而服務價格繼續保持強勁（同比增長 7.1%），此亦為聯儲局關注的主要問題。令人鼓舞的是，包含在服務價格中的住房成本在 3 月份開始下降，儘管按年計算仍在上漲（同比增長 8.2%）。考量到住房成本在通脹指數中的權重（> 總通脹的 30% 和核心通脹的 45%），它可能使核心通脹比之前預期的更快下降。此可能不會對聯儲局的利率軌跡產生巨大影響（聯儲局不太關心住房成本），但可能會對 2024 年家庭收入復甦產生影響。總而言之，我們預計未來幾個月通脹將放緩，此主要歸功於對能源和食品價格的強大基數效應；截至 2023 年第二季度總體通脹高於核心通脹。

歐元區的上行風險

中國經濟增長加速（見「聚焦」，第 4 頁），美國經濟增長在年底放緩，我們維持 2023 年歐元區 GDP 增長假設不變（表 1）。我們預計歐元區不會出現衰退，並且風險傾向於上行，特別是在 2022 年重大能源危機之後工業復甦（德國產量自 2022 年 12 月以來反彈 5.8%）。預計西班牙 GDP 增長亦將隨著服務業的強勁增長而愈發強勁（歐元區服務業 PMI 指數 3 月份保持在 55，西班牙升至 59）。通脹上，勞動力成本的上漲與美國相似（同比攀升約 6%），目前正接近通脹率，利好購買力。然而在歐洲，我們認為工資對就業市場的變化不太敏感，因此將對通脹產生更持久的影響。在此背景下，歐洲央行將繼續收緊貨幣政策，即使其對 GDP 增長的影響遲於美國。

表1：宏觀經濟預測2023 - 2024, %

● 自上月起向下修訂month

● 向上修訂

	GDP		通貨膨脹	
	2023	2024	2023	2024
美國	1.3%	0.4%	3.9%	2.4%
歐元區	0.5%	1.0%	5.9%	3.1%
中國	5.6%	4.7%	1.5%	2.5%
日本	1.1%	1.3%	2.7%	2.2%
印度	5.3%	6.0%	6.0%	6.0%
巴西	0.9%	1.7%	5.0%	5.0%
全球	2.6%	2.8%	-	-

來源：東方匯理財富管理。



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

國際貨幣基金組織於 4 月加入「正常」政策利率理論研究隊伍⁵。這類似於在一個沒有衝擊、高度可預測和準確預測的世界中追求經濟繁榮的聖杯。多麼無聊的世界！實際上，定息市場目前正在提醒投資者其波動性有多大，甚至高於股票波動性，有時以投資者對安全的需要為代價。

各國中央銀行

自三月動蕩以來又發生了什麼？需要美元的外國機構啟動了與聯儲局的互換額度，壓力隨即消失。需要流動性的美國銀行使用了聯儲局工具，並且已開始償還。在經濟上，調查資料似乎疲軟，而其他宏觀資料看起來仍然相對樂觀。因此，本文截稿時，聯邦公開市場委員會發言人傾向於在下一次 5 月會議上加息 25 個基點，因此收益率從曲線短端開始放緩但堅定走高。總而言之，作為核心情景，我們認為利率將在更長時間內保持高位。

在歐元區，核心通脹動態仍然遠離歐洲央行的舒適區，不容忽視。加息將持續到夏季，並伴隨著平穩的量化緊縮。下一個問號是何時進行更激進的資產負債表縮減，畢竟此尚未正式寫入劇本。

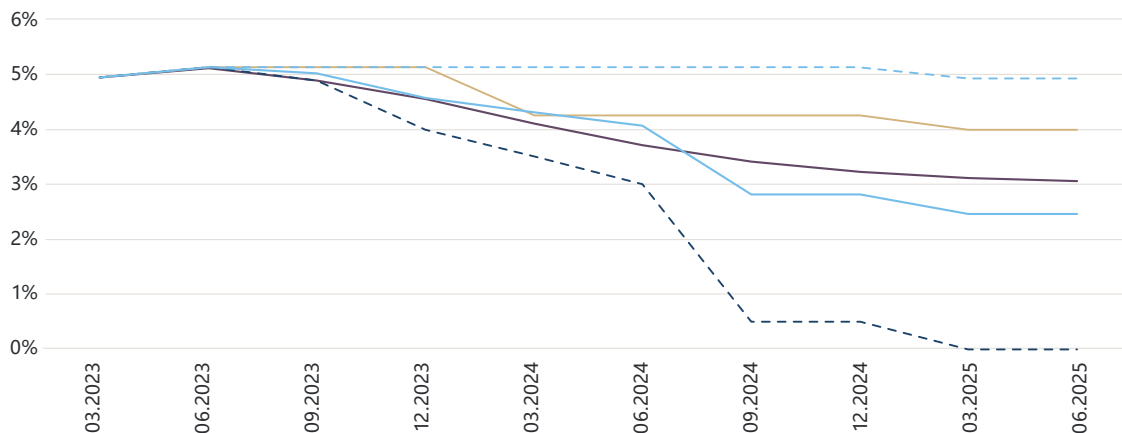
關於利率和曲線，美國的期限溢價回到了負值區域，此讓我們感到欣慰，可在投資組合中保持較低修正久期。聯邦基金期貨目前預計聯儲局最早將於 2023 年底降息，與近期的嚴重衰退和通脹急劇下行的路徑一致（圖2）。但此與我們的核心宏觀情景——從 2023 年第三季度開始出現兩個季度的溫和衰退——相去甚遠。因此，我們堅持在曲線此部分減持或做空。



貨幣價格的
非凡回報

圖2：如何定價 2 年利率？市場定價看似仍然激進，%

● 市場預期隔夜拆息 ● 聯儲局 ● 情景 1 及 2 的平均值
■ 情景 1：利率長期維持高位 ■ 情景 2：衰退



SOFR: 聯邦儲備銀行隔夜拆息。

虛線為本行假設。

來源：彭博社、東方匯理財富管理。過往經理績效不能保證未來投資收益。

⁵ - 國際貨幣基金組織: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WEO/2023/April/English/ch2.ashx>
歐洲央行: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op217.en.pdf>
美國聯儲局: <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>



信貸市場

在利差上，信貸市場在4月中旬收復了3月份的失地（根據彭博巴克萊指數，歐洲-90個基點）。此抵消了銀行業壓力引致的信貸緊縮風險，至少一開始是如此。我們將在未來幾週至幾個月內密切關注對實體經濟之傳導。與過去一樣，關鍵問題視乎銀行放貸的意願，或者企業和家庭的需求。從質素而言，企業資產負債表依然強勁，至少大公司是如此。融資市場從不會拒絕知名企業。就行業而言，銀行業的優先債和部分深度次級債是有價值的。在歐洲，市場對房地產發行人的風險溢價進行了大幅重新定價，促使其透過銀行系統進行再融資。

我們仍然看好高投資評級的短期投資。其為投資者提供了不錯的利差，同時在收益率上升的情況下實現了強勁的盈虧平衡。

在中國，房地產行業的發行人在 2022 年大規模違約，因此該部分市場已被淘汰。其他行業 2022 年和今年迄今為止相對不受違約影響。

我們最近幾個月在宏觀層面上看到的是，需要現金的機構可以發債（英格蘭銀行 9 月下旬，美國聯儲局推出銀行定期融資 (BTF) 計劃），但無論名義或實際而言，價格均高於零。此與這兩個領域的量化緊縮措施一致，並可能為歐洲央行指明方向。

未來有哪些風險？

- 美國債務上限。稅收是市場參與者審閱的新資料集。耶倫預測財政部將在 6 月下旬出現現金短缺，而市場正在對 8 月中旬的票據風險進行貼現，此時利率將飆升。
- 日本央行政策受到打擊，因為新任行長植田和男要堅持前任的超寬鬆貨幣政策。該政策能否從期待已久的日本通脹復甦中延續下來？
- 在信貸市場上，良好的市場表現仍與全球風險偏好密切相關，即要視乎低波動性的股市表現。由於 2024 年的再融資問題，我們對市場中評級較低的部分保持謹慎。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

貢獻來自股票部門

市場已抹去矽谷銀行危機後的回調。然而銀行業仍需謹慎，尤其是在信貸狀況及其對住宅房地產的影響上。與美國聯儲局政策轉向一樣，經濟放緩仍然是市場的核心問題，無論是經濟增長還是盈利增長。



每股收益
修正值保持
穩定

財報季

新的財報季將成為未來幾週市場表現的重要推動力。公告前比率比之前的財報發布更為負面，甚至高於長期平均水平，並且是自 2019 年第三季度以來最高（圖3）。然而，所有地區分析師對每股收益之修正目前仍相當穩定。

美國

最近金融領域似乎已重回正軌，美國銀行 2023 年第一季度的首次財報似乎證實了風險下降。然而，現階段該等公司的反彈仍然溫和。此外，我們注意到投資者情緒變化非常快，現在出現一定樂觀情緒，比如波動率指數（VIX）即處於一年多來之低點。

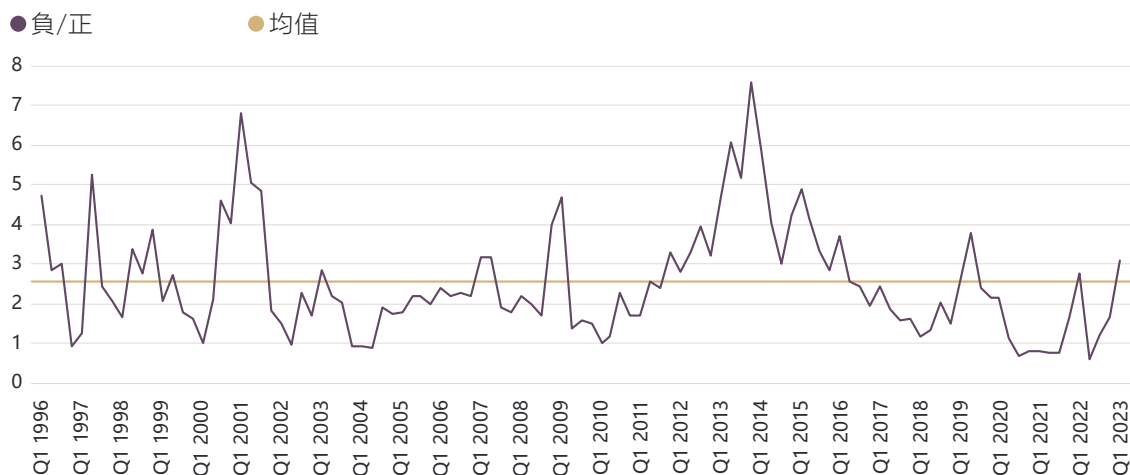
經濟放緩仍是核心問題，無論是經濟增長還是盈利增長。在財報季開始之際，我們看到金融分析師和企業均表現出一定謹慎態度，對前景的下調幅度比往常要多。貨幣政策變化和財報季將成為決定市場未來走勢的主要催化劑。

歐洲

歐洲股市自 3 月 15 日以來大幅反彈，目前甚至高於矽谷銀行倒閉調整前的水平。

就宏觀動力而言，歐元區的經濟數據仍然相當穩健，而自年初以來一直是歐洲股市積極催化劑的中國重新開放應會繼續成為推動因素。

圖3：標普 500 指數負正收益比率預告



來源：花旗、東方匯理財富管理。

註釋：與前幾個財報季相比，宣布 2023 年第一季度財報為負的公司數量有所增加，且高於長期平均水平。因此，即將到來的財報季更可能會喜憂參半。



每股收益修正值在年初開始向上修正後趨於穩定，歐洲股票估值仍相當有吸引力（略低於 20 年之中值），尤其是與美國相比。

新興市場

正如我們在本月聚焦（第 4 頁）中所詳述，中國股市在 2 月份出現部分獲利了結之後，3 月份出現了強勁反彈。在中國經濟持續復甦的背景下，過去幾個月全球投資者對中國的信心一直在改善。服務和零售的改善尤其顯著。3 月份房地產市場的持續復甦也很明顯（房價和銷量）。另一個支持來自強勁的信貸週期以及寬鬆的貨幣和財政政策。中國政府重申了對平台經濟（即互聯網行業）和私營企業的支援。中國股市仍是我們 2023 年的首選市場之一，原因是估值仍有大幅折扣，每股盈利修正或已在 2022 年底觸底。需要監測的主要風險仍是中美關係緊張以及美國利率峰值和聯儲局實際轉向時機所帶來之持續不確定性。

投資風格

特別是在利率反彈和歐佩克減產之推動下，我們看到價值股最近反彈。從中期來看，我們繼續等待長期收益率的短期正常化和當前價值戰術反彈的延續，以獲利了結並增加對增長型股票的敞口。

我們仍然看好增長型股票，尤其是採行訂閱模式和擁有強勁資產負債表的盈利增長型企業。該等公司或會從較低的長期利率中受益。此外，部分主題現正在推動人工智慧等科技回流。

最後，我們依然看好「績優」風格，因為此為增長放緩、信用利差擴大和債券收益率下降等假設之下的最佳策略。我們仍秉承擇優原則，偏好價格合理的優質股票。



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

對美國經濟的悲觀情緒加劇以及美國聯儲局正日益接近其終端利率，使美元失去了部分光彩，而其他貨幣則在等待重振雄風。歐元看似擁有潛力，而瑞郎仍有彈性，尚留恢復餘地。2023 年以來，黃金漲勢如虹，預計將堅守陣地。



疲軟的宏觀
環境進一步削弱了
美元的光芒

美元 失去光彩

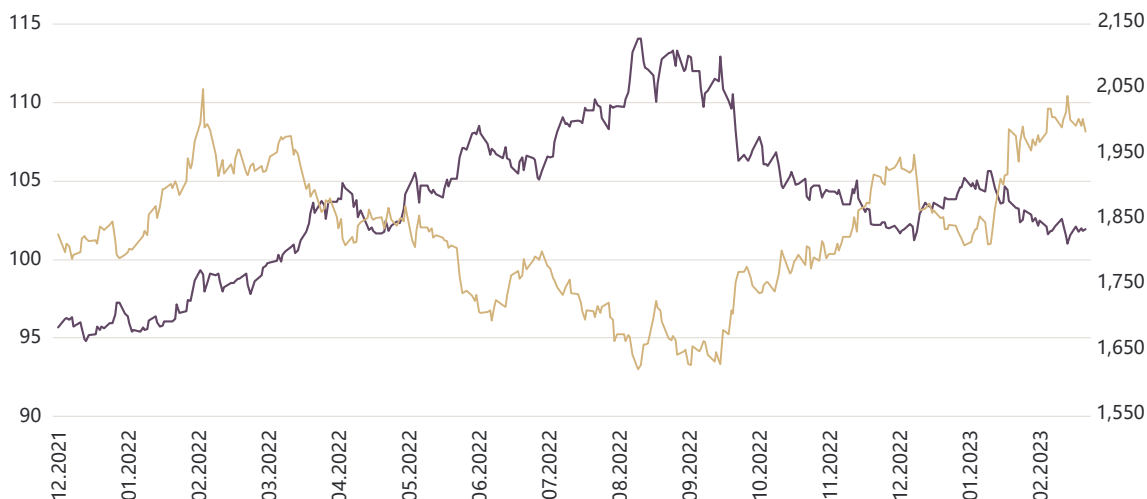
美元指數 (DXY) 透過計算美元對一籃子競爭貨幣的綜合變化率，來衡量美元的強弱程度。美元指數截至 4 月 19 日處於 102 關口，自 3 月中旬以來下跌 2%，但與去年同期相比仍上漲 1%。3 月初上漲之後，美元在疲軟的宏觀資料和聯儲局利率預期的推動下恢復下行趨勢。

聯儲局政策前景仍是美元走勢的關鍵推動力。根據東方匯理同事的說法，歷史分析表明，在美國聯儲局最後一次加息前三個月，美元往往平均升值 2%，在美聯儲隨後暫停加息後兌日元、瑞郎和歐元會有所下跌。

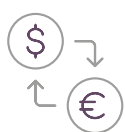
此表明，隨著聯儲局實施最後一次加息，美元或會在 2023 年第二季度收復部分失地。此後，美元兌其他避險貨幣（尤其是歐元、日元和瑞郎）可能會繼續遭遇逢高賣出，尤其是在下半年，因為美國宏觀環境疲軟進一步削弱了美元光芒（圖4）。美元的其他主要短期推動力可能是銀行業緊張局勢重現，資金流向優質資產，利多美元。然而，可能更重要的是，在 6-9 個月的時間中，隨著美國聯儲局緊縮步伐放緩、中國重啟和歐洲能源危機緩解以及其他 G10 央行繼續收緊政策，美元應會在年底失去部分吸引力。即將到來的 6-7 月債務上限辯論和迫在眉睫的政治不確定性亦利空美元。

圖4：美元和黃金走勢

● 美元指數 (左) ● 黃金 (右)



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。



歐元/美元
上限目標區間為
1.08-1.12

歐元 推動加息

歐元/美元本月表現強勁，自 3 月中旬以來回升 3%，但仍比烏克蘭戰爭爆發前的水平低 2%。美國經濟勢頭放緩和強硬的歐洲央行或會推高歐元/美元，我們的目標區間上限為 1.08 至 1.12。由於歐元區的工資和核心通脹堅挺上行，歐洲央行仍將重點放在價格上，而非對金融穩定性之擔憂。歐洲央行似乎對歐元區銀行體系充滿信心，認為其未像美國或瑞士那樣面臨風險，並且在必要時擁有足夠的工具來加強金融穩定。此外，由於能源價格下跌，近期貿易條件有所改善，間接減少了對以美元計價之商品的需求，並間接支持了增長前景，從而推動了歐元升值。

瑞郎 重回宏觀

過去一個月，瑞士法郎兌歐元的表現相對中性，兌疲軟的美元上漲 2%。瑞士信貸事件已經平息，市場現在的關注點重回通脹。儘管瑞士通脹率按照全球標準低得令人羨慕（3 月份同比增長 2.9%，低於上個月的 3.4%），但對於央行而言，它仍然高得令人不安。瑞士國家銀行在 2023 年 6 月的會議上暗示將採取另一項緊縮措施。此外，瑞士央行的參考利率為 1.5%，遠低於其歐洲同行，而且可能不足以抑制通脹，市場因此預計利率到年底將超過 2%。我們認為瑞士法郎兌美元和歐元在未來幾個月仍有上漲空間。

日元 令人失望

日本央行新任行長植田和男於 4 月 9 日開始其 5 年任期。其短期關注點是通脹回落至 2% 目標以下之風險。日本 2 月份通脹同比上漲 3.3%，但自 2021 年 10 月首次意外下降。新任行長誓言對通脹保持鴿派立場，會視通脹的潛在趨勢調整收益率曲線控制計劃。此言論給日元帶來了下行壓力。隨著對美國經濟衰退的擔憂加劇，以及日本通脹壓力增加導致日本央行或在今年晚些時候重新審視貨幣政策，我們維持目前對日元的積極看法，日元應該會及時恢復其作為避險貨幣的吸引力，但古諺云：欲速則不達。

黃金 仍有需求

作為避險和通脹對沖工具，黃金需求一直強勁。市場對聯儲局年底轉向之預期令黃金受到支持。美國較低的實際利率支撐黃金 (XAU) 徘徊在 2,000 美元關口附近。我們認為黃金可維持該水平，尤其是在仍然脆弱的地緣政治環境和結構性央行需求較高的情況下。

07 • 資產分配

投資設想和資產配置建議



Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager



美國 GDP
增長，
下半年加劇收縮

投資設想

- **增長：**美國年度 GDP 增長資料沒有重大變化，2023 年下半年會出現暫時而略微強勁的收縮，2024 年因為實際家庭收入增加和房地產調整結束，復甦會稍顯有力。新興市場將引領全球增長，而中國經濟活動將從更廣泛的復甦中獲得力量。歐元區沒有變化，在中國重新開放和旅遊流量的推動下存在上行風險。
- **通貨膨脹：**從現在開始，維持平方根形態，用主要基數效應拉低通脹。由於工資上漲，歐元區通脹預計將更加棘手。今年晚些時候，美國會出現周期性通縮以及圍繞住房價格下跌步伐的不確定性。
- **中央銀行：**若最近銀行業動盪和隨之收緊的貸款條件或會促使中央銀行放寬限制性政策，我們不相信聯儲局今年夏天降息的市場預期。我們仍然預計中央銀行將透過維持高利率至年底來繼續壓通脹。
- **財報：**當前財報季將成為未來幾週市場方向的重要推動力，因為投資者關注利潤率實力和指引洞察，而宏觀經濟的不確定性仍然很高。發達經濟體的盈利修正似乎趨於穩定。與世界其他地區相比，歐洲 2023 年第一季度的情緒仍然樂觀。
- **風險環境：**在最近的銀行業動盪之後，定息收益波動率已抹去 3 月份的峰值，而股票波動率已回到一年低點。壓力有所減輕以及投資者情緒一直在改善，並不反映宏觀風險（銀行業危機的副作用、金融穩定、通脹粘性、美國債務上限）以及地緣政治上的外部風險（中美圍繞台灣緊張局勢，烏俄戰爭）。

資產配置

股票市場

- 在前幾個月抓住機會將現金重新部署到風險資產後，我們對股票保持中立看法。由於經濟周期持續放緩，在最近反彈之後，其風險/回報不對稱性下降。然而，行業和地區之間日益分散或會提供新的機會。
- 在地區上，我們對中國股票，尤其是國內股票保持樂觀看法，因為強於預期的增長和被壓抑的需求應會促使企業前景向好。我們對歐洲和美國市場的看法依然接近中性，儘管我們注意到歐洲股票估值相對於美國股票更具吸引力。
- 我們依然認為，在當前背景下，基本面強勁和定價能力強的企業存在機會，因為收益率和通脹風險的變化趨勢應會支持優質股票的相對表現。年初至今，在銀行業動盪和收益率下降的推動下，增長型基金的表現優於價值型基金。由於該走勢在短期內可能被誇大了，我們偏向等待進一步正常化，並在尋找增長板塊的機會之前保持對價值型之敞口。

定息債券

- 我們維持對短期政府債券之偏好。美國銀行業動盪以及市場預期美國聯儲局將在 2023 年下半年大幅降息後，近期反彈過於樂觀，因為核心通脹仍遠離央行舒適區，而我們的宏觀經濟情景並未表明發達經濟體將出現嚴重衰退。
- 美國收益率曲線陡化策略開始在戰略層面提供良好的切入點，為抵禦比預期更嚴重的經濟衰退或反通脹週期提供良好對沖，並產生利差。

- 在信貸上，隨著發行人的融資條件惡化，我們繼續看好短期投資級債券，而非高息債券。同時，我們看到了金融類優先債和部分次級債之價值，儘管在選擇標的時應更加謹慎。
- 由於美元疲軟，對新興本幣債務的樂觀看法將有助該類資產之表現優於大市，儘管考慮到反彈，應謹慎行事。

外匯市場

- 美國和歐元區之間不同的通脹和宏觀經濟環境（以及在某時點不同的金融穩定風險水平）正在給歐洲央行更多的空間來保持相對美國聯儲局更加強硬之立場，這應該會推動歐元/美元走高至年底。
- 瑞郎仍是有吸引力的對沖工具，而該貨幣預計將繼續受到強勁的瑞士宏觀經濟數據和瑞士國家銀行貨幣政策的支持。
- 若日本央行新任行長承諾近期不會改變政策，工資上漲帶來的通脹壓力或會導致央行今年晚些時候重新審視貨幣政策。因此，加上日元的宏觀對沖能力，我們目前對日元持積極看法。
- 自年初以來，黃金漲勢如虹。隨著實際利率短期反彈，漲勢或會暫停。我們中期仍然保持樂觀，因為預計到年底收益率會下降，而央行的持續需求應會繼續推動黃金升值。

主要建議

	戰術觀點 (短期)	策略觀點 (長期)
定息債券		
政府債券		
2年期歐元 (德國)	=/-	=/-
10年期歐元 (德國)	=/-	=/-
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	=/-	=
亞洲 (中國除外)	=/+	=/+
中國	=/+	=
策略		
增長型	=/-	=/+
價值型	=/+	=/-
品質型	=/+	=
固定收益型	+	=/+
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

2023年4月20日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.53%	10.52	-34.30
法國10年	3.00%	28.20	-10.60
德國10年	2.44%	25.10	-12.20
西班牙10年	3.48%	24.00	-16.80
瑞士10年	1.10%	-6.90	-51.40
日本10年	0.47%	16.60	5.20

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	35.79	0.35%	3.11%
歐元政府債券	195.01	-1.02%	1.22%
歐元高收益企業債券	200.00	1.05%	3.35%
美元高收益企業債券	307.76	1.65%	3.72%
美元政府債券	302.09	-0.55%	2.27%
新興市場企業債券	43.63	0.51%	2.03%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9790	-1.40%	-1.07%
英鎊/美元	1.2443	1.27%	2.98%
美元/瑞士法郎	0.8923	-2.64%	-3.48%
歐元/美元	1.0970	1.28%	2.48%
美元/日元	134.24	2.59%	2.38%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	17.17	-5.44	-4.50

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,129.79	4.59%	7.56%
富時 100 (英國)	7,902.61	5.37%	6.05%
歐盟 600	467.43	4.75%	10.01%
東証股價指數	2,039.73	4.21%	7.82%
摩根士丹利環球	2,822.54	4.66%	8.45%
中國滬深300指數	4,113.02	1.83%	6.23%
摩根士丹利 新興市場	989.79	1.23%	3.49%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,242.31	8.47%	5.36%
摩根士丹利 EMEA 欧 (欧洲中东非洲)	194.42	4.27%	1.27%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	639.88	0.18%	3.33%
法國巴黎 40 (法國)	7,538.71	5.60%	16.45%
德國 DAX (德國)	15,795.97	3.85%	13.45%
義大利 MIB (義大利)	27,627.12	4.32%	16.54%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,450.90	5.36%	14.85%
瑞士 SMI (瑞士)	11,390.64	6.27%	6.16%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,922.00	-4.71%	-4.22%
黃金「美元/安士」	2,004.80	0.57%	9.91%
WTI原油「美元/桶」	77.29	10.48%	-3.70%
銀「美元/安士」	25.37	9.63%	5.54%
銅「美元/公噸」	8,881.00	-1.66%	6.08%
天然氣「美元/ 百萬英熱單位」	2.25	4.41%	-49.74%

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。

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」

2023年1月	2023年2月	2023年3月	四星期變動	年初至今 (2023年4月20日)
9.69%	1.74%	3.51%	8.47%	10.01%
8.18%	1.35%	3.29%	5.37%	8.45%
7.85%	0.91%	2.83%	4.75%	7.82%
7.37%	-2.10%	2.73%	4.66%	7.56%
7.00%	-2.53%	0.51%	4.59%	6.23%
6.67%	-2.61%	0.36%	4.27%	6.05%
6.18%	-4.41%	0.04%	4.21%	5.36%
4.42%	-6.36%	-0.46%	1.83%	3.49%
4.29%	-6.54%	-0.71%	1.23%	3.33%
2.27%	-6.86%	-3.10%	0.18%	1.27%

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。

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。它是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uni-verse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): 美國聯邦儲備局的貨幣政策機構。

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。

傳導保護工具(TPI): 一項歐元體系工具套件的附加工具。如果出現無正當理由、破壞公共秩序的市場發展,而這些發展對歐元區貨幣政策的平穩傳導構成嚴重威脅,歐洲央行可以啟動歐元體系的工具套件來應對之。歐洲央行管理委員會於2022年七月21日批准了這項工具。

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於號：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 (Comisión Nacional del Mercado de ValoresCNMV, 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2918室。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2001》的許特投資者、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DIFC-UAE：本出版品/手冊由CA Indosuez (瑞士) SA, DIFC分行分發。地址：Al Fattan Currency House, Tower 2 – Level 23 Unit 4 DIFC PO Box 507232 Dubai – 阿拉伯聯合酋長國。公司受迪拜金融服務管理局(“DFSA”)監管。本出版品/手冊僅供專業客戶和/或市場交易對方使用,任何其他人均不得據此行事。本出版品所涉及之金融產品或服務將僅提供給符合DFSA所規定之專業客戶和/或市場交易對方客戶。本出版品仅供參考之用。不得將其解釋為購買或出售要約或招攬購買或出售任何金融工具或參與任何司法管轄區內的任何特定交易策略的要約。
- 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 Muhairiy Center, Office Tower, 5th Floor office 504, 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。其在本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。

© 2023, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：Getty Images。

2023年4月20日編輯。

