

MONTHLY HOUSE VIEW

2023年7月

AI：是否為對抗全球暖化的工具？

概要

- 01• 編輯寄語 P3
神奇七雄
- 02• 聚焦 P4
AI：是否為對抗全球暖化的工具？
- 03• 經濟點評 P6
2023年：證明悲觀主義者之誤
- 04• 定息債券 P8
從表面上看，安定再度成
為債券市場的常態
- 05• 股票市場 P10
AI：是股票市場的新範式？
- 06• 外匯 P12
貨幣政策重回聚光燈之下
- 07• 資產分配 P14
投資設想和資產配置建議
- 08• 市場監測 P16
精選市場走勢
- 09• 附錄 P17
免責聲明 P18



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

親愛的讀者：

今年度前6個月，即使在黯淡的宏觀經濟環境之中，股市指數竟然表現相當出色。有如此表現的背後原因存在前所未有的集中現象。年初迄今，所謂的Magnificent 7（神奇七雄）：蘋果、微軟、谷歌、亞馬遜、Tesla（特斯拉）、Meta（即Facebook）、和Nvidia（英偉達，又譯輝達），都同樣地展現出超過50%的加權表現。美國的標竿S&P 500指數之「S&P 493」，在扣除Magnificent 7之後的回報率僅為2%，顯現市場在本質上絕大部分表現落後。歐洲也觀察到同樣的現象，三隻股票：ASML、LVMH、和SAP，年初迄今合計占歐元區總股票表現的一半。

最初的觸發因素是2022年十一月推出ChatGPT事件，隨後是NVIDIA的天文數字業績，其市值在一交易日之內躍升1,500億美元，一舉進入市值超過1萬億美元大關的精選公司俱樂部之列。因此，人工智慧（或稱人工智能，AI）也因此成為投資者的頭號話題。雖然科技以及科技所引發的革命性無可爭議，然而投資者很明顯準備付出，甚至超額付出，高價投資任何加入這一波運動的公司。Nicolas Mougeot這個月分享一篇關於該主題的精彩文章（參見第4頁聚焦篇）。激烈爭論中：這是否為新泡沫？或者是一種腦活動的附帶現象（epiphenomenon），類似於去年發生以「元宇宙（metaverse）」為中心的激情現象？無論如何，少數幾家公司將成為大贏家，但眾多其他公司將處境艱危。NVIDIA的利潤達到其目前水平的200倍，年銷售額達到目前水平的40倍，任誰對於這些數字都不可能無動於衷，很難想像該公司還能怎麼改進：換句話說，即使最輕微的失誤都會令人難受。

至於宏觀經濟方面，美國經濟體保持良好的增長，而市場共識向上調整，並且朝向我們的預測匯合。美國的通貨膨脹持續下降，同比達到4%：美聯儲（Fed）可能因此感到高興，但出乎所有人意料之外，現在讓人注意的是核心通脹（不含能源和食品價格）過高，以致於無法恢復其貨幣政策的限制性基調。Powell表示，不是暫停，而是略過。美聯儲預先宣布的兩次加息並未能令市場或我們自己信服：預期七月會加息一次，隨後將達到穩定階段。其直接了當的後果是收益率曲線更加倒掛：因為使短期利率變得更具吸引力，我們認為這部分的利率對於投資者仍然最具吸引力，要避免長存續期。不過，切入點會出現，而我們將注意自己的佈局。

過去幾週的意外出自中國：有數據資料顯示，該經濟體正在失去動力，因此促使央行降息，而市場正開始考慮是否會有支持性財政措施。我們對亞洲和中國股市仍持樂觀立場，基於以下三項根本上的理由：1-估值水平接近未來市盈率的10倍（對比美國股市為20倍），預期盈利正增長超過18%，2-未來將提供更多財政和貨幣支持，3-全球和國內投資者對於市場的持股不足。投資者喜歡買入正在上漲之物：此乃所謂的「動力指標（momentum）」。鑑於對中國的減持立場，任何轉變都可能產生顯著的動力指標效應，然後導致市場迎頭趕上。

希望各位讀者欣賞本期。在本期中我們回顧貨幣緊縮對實質經濟體和市場的影響，即使是AI主題的爆炸式增長已經顛覆長期利率和增長風格股之間的傳統相互關聯性。

AI：是否為對抗全球暖化的工具？



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment and Sustainability

AI可以優化生產工序或製程和以極大程度減少使用資源，因此能在對抗全球暖化方面發揮關鍵作用。但是要達到正向的淨影響，其設計者需要控制開發AI所需要的資源。

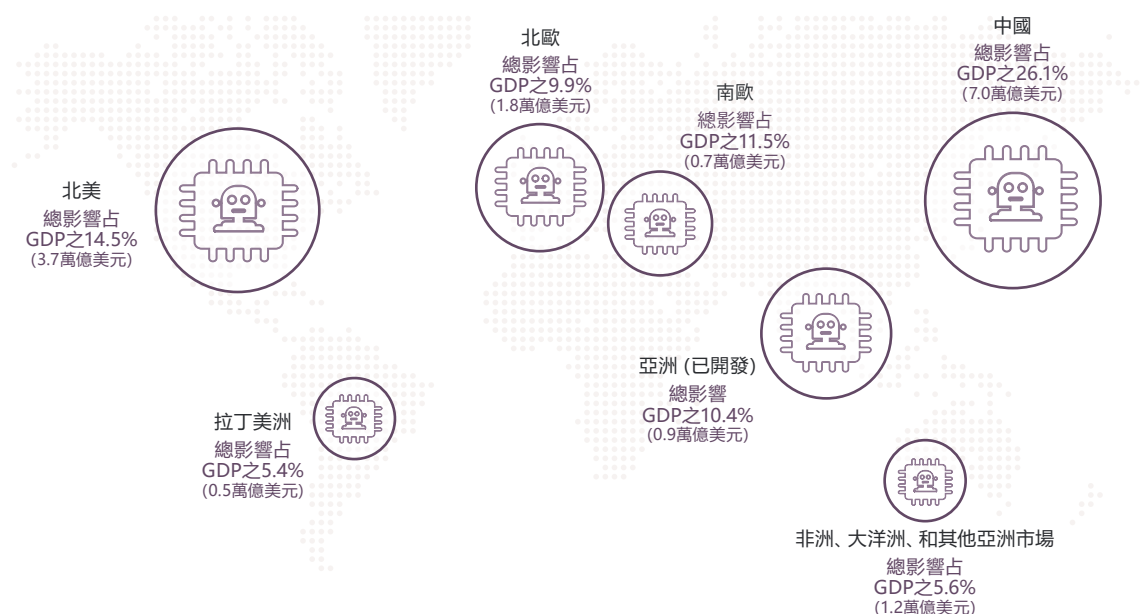
AI的開發， 即生產力加速器的發展

ChatGPT是由OpenAI所創造的人工智慧（AI），能以高度條理清晰的方式回答各式各樣的問題，所造成的現象令人難以忽視。根據普華永道（PWC）的研究顯示，從經濟角度來看，除了造成短期的媒體熱議之外，AI的發展還能夠提高許多行業的生產力，到2030年之前能為全球GDP貢獻高達15.7萬億美元。

全球GDP自2021年底剛好超過96萬億美元以來，這顯示相當顯著的增長（圖1）。許多行業，無論是醫療保健、交通運輸、還是IT，都會因採用AI方法而受益。

但是，AI確實引發許多道德倫理上的問題，有些模型據說會重複甚至放大偏見行為，例如：將某些少數族裔與低薪工作建立關聯性。但AI對環境造成什麼影響？這項新科技是否能夠協助應對全球暖化現象，還是會產生淨負面影響？

圖1：哪些地區會從AI中享受最大利益？



來源：普華永道（PWC）、東方匯理財富管理。

AI的積極性影響

讓我們先檢視其積極性效應。如同各種新科技，AI與大數據（Big Data）結合運用可以將某些行業的生產力提高十倍，從而對環保有益。譬如，農業機械公司，John Deere及其著名的綠色拖拉機，正利用AI來優化耕種。這項工作涉及利用無人機系統顯現田地中的乾旱區域，可以因此最大程度減少田地的灌面積，或者開發高解析度相機將栽培的植物和雜草區分開來，從而優化肥料的運用。交通運輸行業也是二氧化碳排放量的最主要產生者之一。AI已經存在於物流流程的自動化（利用機器人移動包裹）之中，並且應該可以藉由優化路線和引入自動駕駛汽車來將送貨時間縮減到最少，從而降低溫室氣體排放。對抗全球暖化還涉及減少住家的碳足跡。藉由AI來改進住家的自動化，以及採用智慧型電表，可以最有效管理電力應用及供暖，避免浪費能源，因此運用AI可以協助減少住家和辦公室的碳足跡。

計，對該模型的數據訓練會產生相當於552噸二氧化碳，大約等於550趟巴黎—紐約之間的航班所造成的作用。這項模型是根據2021年之前可以取得的數據進行訓練，因此將會需要受到定期更新，從而不斷增加其碳足跡。再者，運行ChatGPT的伺服器需要用水來冷卻。根據加州大學和德州大學的研究人員最近的一項學術研究，每問答20至50道問題，ChatGPT需要「喝乾」一瓶水。在供水成問題的時候，AI的水消耗量可能會成為問題。但，機會仍在，因為半導體和顯卡製造商正在極力降低其能源消耗。

增長接力

總之，AI相當於一股強大的增長動力，應該會成就顯著的生產力躍升。如此一來，AI必將成為對抗全球暖化的關鍵盟友。即使如此，我們仍要對其所造成的碳足跡保持警覺。由於AI主要是由美國和中國公司開發，也許我們應該反思是否應該在歐洲對其徵稅。歐盟（EU）於去年十二月宣佈在2027年之前引入邊境碳調整機制，這表示進口鋼鐵、水泥、化肥、鋁、和電力將必須購買碳排放證書，將這些資源視同在歐盟生產。也許我們應該考慮將AI加入該清單，以確保這些新科技的能源影響得到「公平待遇」。

AI與自然環境

然而，AI在溫室氣體排放方面並非沒有爭議。AI開發本身就成本高昂：不僅需要大量的運算能力，還需要龐大的數據庫來訓練自己。不含指責之意，ChatGPT背後的GPT-3模型使用1,750億項參數。加州大學一項研究估



AI可以
減少我們
住家的碳足跡



Bénédicte KUKLA
Senior Investment
Strategist

雖然美國的經濟體保持復原力，但日本令投資者感到意外，而歐洲可能會給我們意想不到的金色夏季。中國第二季的表現可能令人失望，但仍然有相當大的復甦潛力。

日本：即將擺脫通貨緊縮

關於日本，本月有許多正向的炒作，誠然，情況確實令人感到有些變化。通貨膨脹是日本的結構性弱點，已經連續九個月一直在央行設定的通脹目標2%之上徘徊（四月同比3.5%）。如果排除大部分進口生鮮食品價格（3.4%），情況依然如此。名義工資開始獲得活力令人鼓舞，但同比1%的消費仍然在失去購買力，這對支出造成壓力（零售額環比-1.2%）。在此脈絡之下，日本央行（BoJ）預期將在2023年間保持寬鬆政策，給予通脹足夠時間證明其經濟即將進入可持續發展軌道。日本在供給方面，與其他發達國家相比，其製造業的表現出人意料地好（五月PMI指數為50.6，德國為43.2），而其服務業則受益於國內和中國疫情之後的復工復產。儘管全球經濟放緩，日元疲軟支撐其出口活動，但貿易應該會在年底之前放緩。我們對日本GDP的增長設想略微修正，2023年的增長將強於2024年（第7頁表1）。



美國：經濟放緩並非經濟衰退

美國經濟體就業市場（職位空缺仍比疫情前的水平高出約40%）以及消費（五月零售額環比增長0.3%，對比市場預測為-0.1%）的韌性，再度令人感到意外。雖然投資者，因為更緊縮的信貸條件會威脅消費者行為，而受到驚嚇，但我們長期以來一直認為只要有工作機會、健全的資產負債表、和超額儲蓄，美國消費者的韌性受到持續消費能力的保護。即便如此，我們看到消費開始減少，而信用卡利率超過20%，儲蓄率開始上升。消費者在六月躲過政府債務上限談判的最糟考驗，但結束學生貸款的暫停措施將進一步抑制消費熱情。我們在現階段無法看清楚美國經濟體在今年下半年是否能避免某種形式的放緩。即使如此，這個現象仍然受歡迎，因為會是抑制通貨膨脹的唯一途徑。最新的CPI數據令人鼓舞（同比增長4%），特別是住房價格——通貨膨脹的最後主要因素——開始下降（按月計算）。最後，美國房地產行業的明顯復甦依舊不平衡，供應緊張將繼續推動建造，但該行業的回升要有意義，就必須藉由降低抵押貸款利率或大幅降價來恢復負擔能力，而我們預期在2023年間這兩種情況都不會發生。

歐元區：通貨緊縮即將來臨

我們對於美國和歐元區宏觀設想之間的主要區別在於私人消費。歐洲人在疫情過後並沒有那麼勇於支出，舊大陸的儲蓄率仍然很高（2023年第一季為14%）。話雖如此，我們仍然相信歐洲將在臨近的夏季中繼續受益於強勁的服務業。這種情況甚至可能危及近期的通脹減速（五月同比從7%降至6.1%），再加上惡劣氣象條件導致食品價格上漲的風險。令人鼓舞的是，工資已開始從高水平回落（勞動力成本指數從第四季的5.7%同比下降至第一季的5%），而此前受能源價格支撐的商品通脹率也開始下降。後者將成為未來幾個月壓低物價的主要因素——希望足以讓歐洲央行放心，停止將利率加息至4%。

中國：復甦過程尚未結束

我們以說明主要推薦中國，來結束對全球的宏觀概述。中國第二季的復甦令人失望，特別是工業生產落後（五月同比增長3.5%，而四月為5.6%）。復甦，如所預期，在很大程度上是由國內和服務業所驅動。從某種意義上說，是容易復甦的部分，餐館和旅遊業是主要受益者。復甦第二部分的基础更廣泛，將需要花比投資者最初所預期更長的時間。為此，我們需要清楚看見消費者信心的恢復和住房行業的穩定。有鑑於此，為重振就業（中國經濟復甦的主要滯後因素）而舉行附加貨幣和財政刺激措施談判，以及近期實行穩定房價，都令人鼓舞。雖然中國的復甦雖然在第二季放緩，但鑑於仍有大量家戶儲蓄有待釋放，我們仍然相信中國仍具有強大的潛力。

表1：2023—2024年宏觀經濟預測，%

● 自上月起向下修訂month ● 向上修訂

	GDP		通貨膨脹	
	2023	2024	2023	2024
美國	1.1%	0.4%	4.0%	2.6%
歐元區	0.5%	1.0%	5.5%	2.9%
中國	5.6%	4.7%	1.3%	2.5%
日本	1.3%	1.1%	2.7%	2.2%
印度	6.0%	5.5%	6.0%	6.0%
巴西	0.9%	1.2%	5.0%	5.0%
全球	2.5%	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

通過花時間管理中期投資組合，債券投資者正重新獲得關注程度。美聯儲 (Fed) 和歐洲央行 (ECB) 幾乎確定會結束加息方案。於2020年注入的清償力將逐步撤出，應該會恢復到疫情前的財務平衡。

各國中央銀行

通貨膨脹率恢復到發達國家所採用的2%目標尚未成定局：加拿大、澳大利亞、和英國仍在利用短期利率作為武器來對抗高於其目標的核心通脹。這是美國和歐元區即將發生的事情所出現的徵兆嗎？這不是我們的中心設想，特別不是在歐元區，歐元區的「價格-工資循環作用」(price-wage loop) 不如英國那麼激烈。英格蘭銀行別無選擇，只能繼續實行收緊貨幣的政策，以圖打破勞動力市場的動力。

收益率曲線繼續向債券投資者發出矛盾的信號：在撰寫本文之時，美國2-10年期國債為-97基點 (bps)，已回到2023年三月銀行業危機前達到的倒掛水平。這種程度的倒掛，自1981年以來從未出現過。雖然某些美聯儲成員正傳達他們希望維持倒掛曲線以穩定中期增長和通脹預期，但投資者繼續預期經濟衰退將會慢慢發生。而製造業除外，該行業自2022年底以來一直持續收縮。

非上市資產： 金融條件收緊下的影響

收緊信貸條件正影響到所有地理區域。房地產市場首先受到影響，即使因國而異：在美國是商用地產，在瑞典和歐洲大陸是住宅用地產。最終，房地產風險會影響到非上市資產（銀行、保險公司、房地產債務基金）的投資者，以及該行業的股票和債券投資者。後者的價格自2021年底以來已經大幅下跌（第9頁圖2），這是風險溢價上升的鏡像效應。評級機構正開始將最弱公司下調評級，而這些公司正積極管理負債（增資）、重組資產組合（以合理價格處置）、並審查其治理方式（管理層變動），企圖重獲投資者的青睞。該行業憑藉其長期願景值得密切關注：但需要利用紮實的分析技能來避免進入陷阱。



私募市場之中還有其他細分市場受到利率上升和清償力下降的影響。槓桿貸款細分市場的高度槓桿化公司正面臨著利息成本的指數級增長。美國自年初以來，私募債務市場已發生了18件違約事件，超過2021年和2022年的總和。由於融資利率上升以及銷售或利潤放緩，這一趨勢仍可能持續下去。

信貸

股票和定息債券市場的波動率同步下降，使得信貸市場在最近一段期間之內表現優於大盤。在不含重大衝擊的夏季設想之中，持有頂級公司發行的信貸的投資者受到良好保護。現金回報現在與風險溢價競爭，包括股票在內。但是，短期信貸具有許多優點：

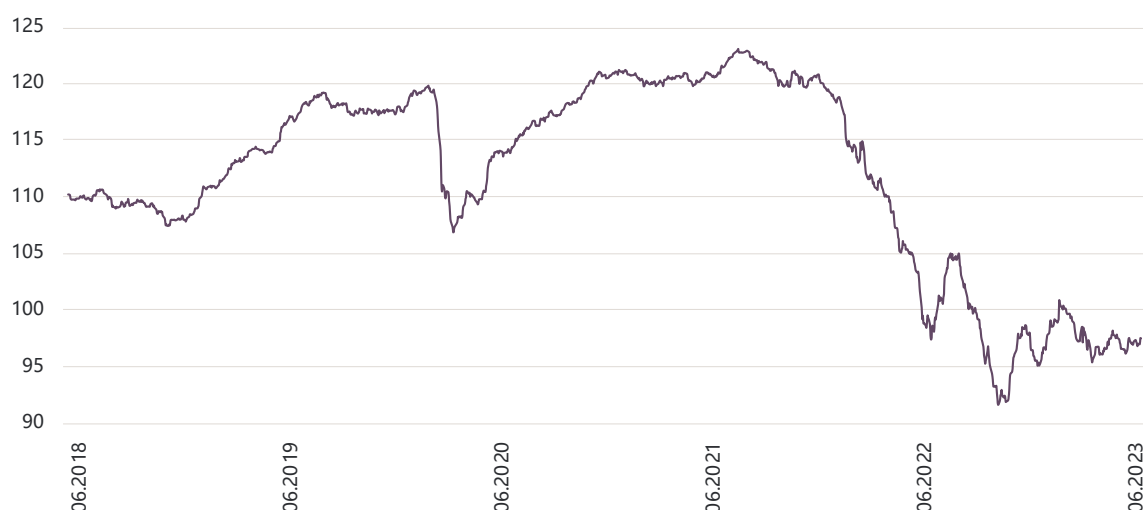
- 長期報酬（1至3年）；
- 防止利率或風險溢價持續上升（例如：該細分市場目前收益率為5.10%，未來一年的盈虧平衡點約為7.75%）；
- 與現金（短期利率可能於3年之內下降）和股票（資本收益需要超過回報）相比，其不對稱性是有利的條件。

波動性是比較資產類別表現的唯一相關方法，經過調整波動性之後，信貸市場的表現優於其他市場。

拉丁美洲

拉丁美洲市場，依據地域多元化原則，給予以美元計價的投資一項具有吸引力的機會。與亞洲相比，其增長和通脹動力更可預測，而地緣政治風險更小。國內企業受益於強勁的本地消費，在中美關係緊張的情況之下，受益於美國有意願將工業生產整合到泛美洲大陸。以巴西為例，自2022年夏季至今，巴西中央銀行的基準利率（SELIC利率）一直處於13.65%的高水平，這有助於該貨幣兌美元升值。

圖2：房地產的演變、IBOXX、歐元



來源：安碩iBoxx、彭博社、東方匯理財富管理。



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

貢獻來自股票部門

受到AI增長前景以及美聯儲15個月以來首次維持關鍵利率不變的驅動，美國股市繼續上漲。以生成式AI為主題的爆炸式增長，打破長期利率與增長風格股之間的傳統關聯性，致使納斯達克（Nasdaq）和科技股重新成為人們關注的焦點。

美國

在提高美國政府債務上限談判取得有利結果的背景下，S&P 500指數在六月份突破象徵性的4,200點關口——這是自年初以來市場多次在此踟躕的水平。美國股市首先受益於AI主題。事實上，Nasdaq 100指數年度漲幅的近85%都歸功於市場所稱的「Magnificent 7」（神奇七雄）。這些美國主要的科技公司都是AI領域的關鍵參與者和領導者。Nasdaq 100指數的年度漲幅達38%，而Russell 2000指數、道瓊斯指數（Dow Jones）、和S&P 500指數的漲幅均在3%至7%之間。最後，值得注意的是，儘管美國大盤科技股在2022年表現非常負面，但在過去10年期間，仍然是MSCI World業績的最大貢獻者。

歐洲

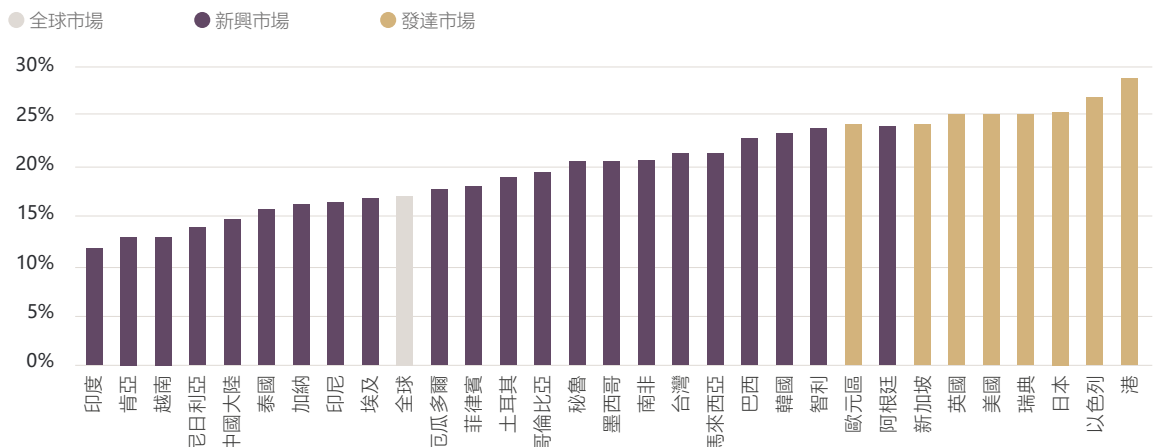
最近幾週，歐洲股市出現一些獲利回吐現象。

但是，我們仍然對歐洲股市持建設性看法。最新公佈的數據顯示，通貨膨脹下降速度比預期快，特別是由於烏克蘭的天然氣價格恢復到戰前的水平。再者，歐洲出口商繼續受益於中國的復甦。因此，根據累計數據流向，目前歐洲股市的倉位較弱。不僅如此，歐洲是過去一年收益修正幅度最大的地區，歐洲對每股收益的情緒（向上修正與向下修正的數量）仍然與美國一樣好。最後，鑑於估值水平，歐洲股市無論從歷史角度還是按照相對價值（特別是與美國相比）看起來仍然具有吸引力。



S&P 500
指數突破象徵性的
4,200
點關口

圖3：受AI影響的自動化領域之就業比例，%



來源：高盛、東方匯理財富管理。

中國

中國經濟復甦的力度令人失望，盈利修正再次下調。然而，我們從中期觀之，仍持樂觀，因為基於最新的低於預期的數據，應該會因此伴隨推出更多刺激措施，特別是針對陷入困境的行業的刺激措施。我們的設想仍然需要消費者需求能夠迎頭趕上才成立。更廣泛地說，在經濟體的復工復產和漸進的貨幣政策支持的條件之下，中國的估值仍然具有吸引力。地緣政治風險也困擾人們對中國市場的看法。

日本

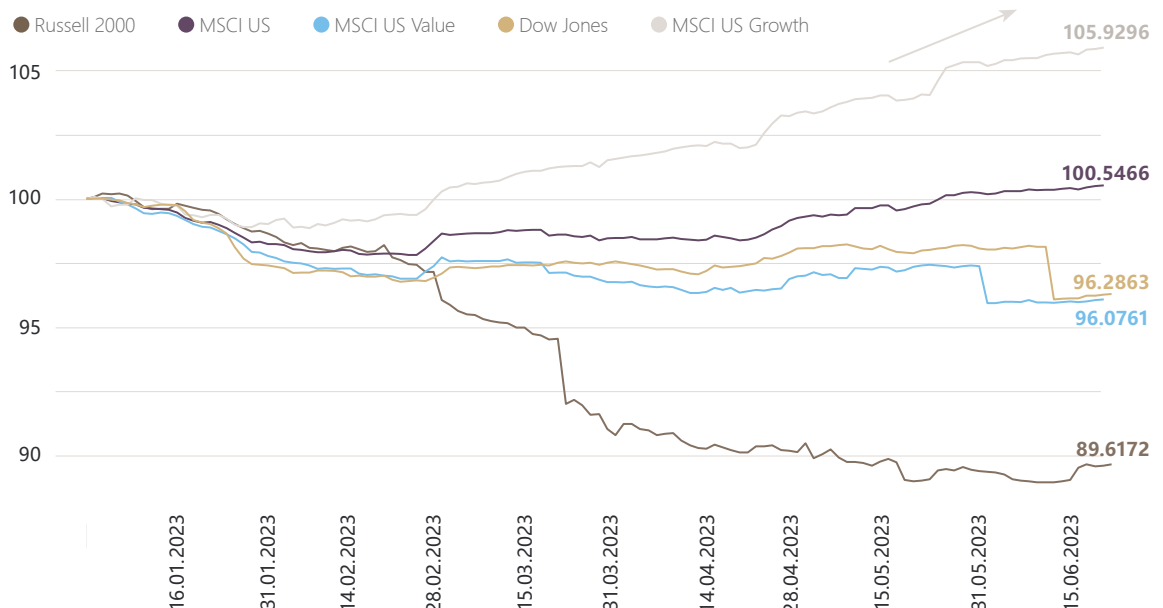
日本可能是參與中國復工復產的另一種選擇。多年通貨緊縮後回歸通脹、經濟增長重拾動力、東京證券交易所在大致上仍未充分開發的市場上進行結構性改革——日本市場的運勢似乎正在調整。說到利用AI提高生產力，日本可能是主要

的潛在受益者之一（第10頁圖3）。日經指數（Nikkei Index）剛剛恢復到三十年來未見過的水平。儘管回升幅度令人印象深刻且迅速，但必須以日元大幅下跌來平衡，使其成為外國投資者仍能夠負擔得起的市場。

投資風格

在投資風格方面，我們正在繼續逐步建立我們的增長風格敞口。最近上升的長期利率，傳統上對增長風格股票不利，因此尚未產生預期的效果。事實上，生成式AI主題的爆炸式增長打破了這種傳統的關聯性，使納斯達克和科技股重新成為人們關注的焦點。雖然該指數的漲幅令人印象深刻，但相對地集中，因此市場的核心部分仍然可能升值，特別要歸功於盈利勢頭的改善（圖4）。更廣泛的增長主題應該能夠占主導的地位（雲計算、網絡安全、機器人等）。

圖4：大多數美國指數盈利修正的逆轉



來源：彭博、東方匯理財富管理。

註釋：AI熱潮並非近幾個月美國股市上漲的唯一因素。MSCI美國增長指數的盈利修正也最看漲。



Maxime GARCIA
Investment Strategist

利率差異與貨幣市場表現之間有高度的關聯性。由於美聯儲難以說服市場，美元可能會下跌，而歐元則受益於歐洲央行更為嚴格的政策。日圓 (JPY) 正在等待貨幣政策的變更，然後表現才能優於大盤，人民幣 (CNY) 可能會受到中國人民銀行寬鬆政策的影響。

美元 (USD)

失去動力

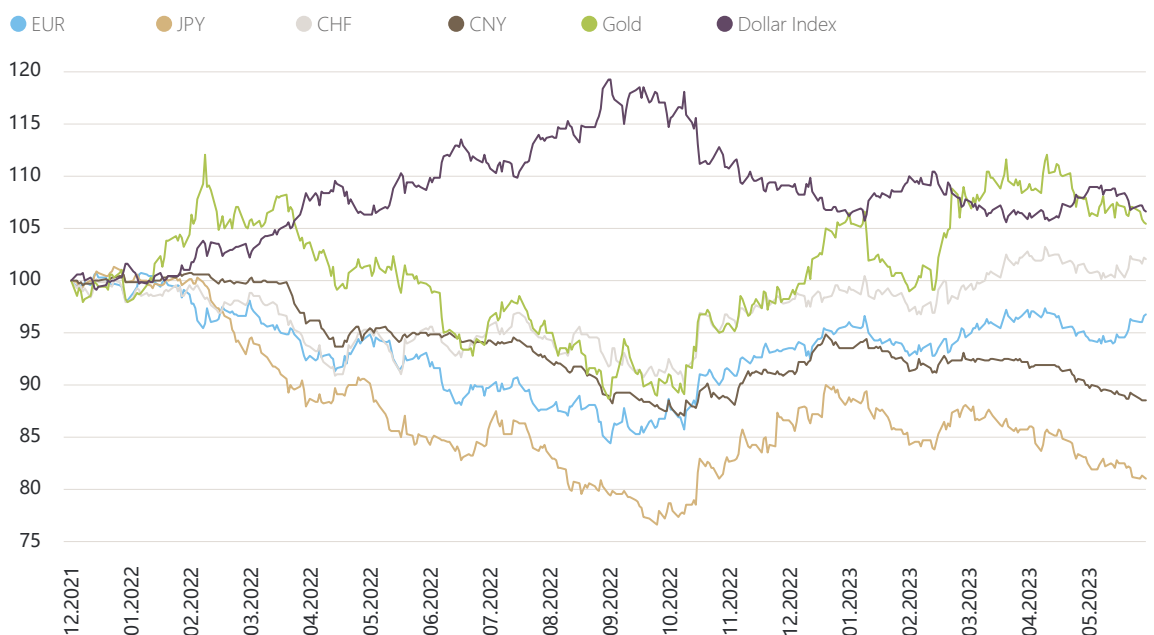
美元指數 (DXY指數) 自六月初至今一直下跌。首先，宏觀經濟數據的復原力和銀行危機風險降低，刺激了投資者的風險偏好，因而以美元作為避險資產的需求減少。同時，貨幣政策分歧與貨幣升值之間的高度關聯性重新抬頭，令美元承受壓力 (圖5)。上次美聯儲委員會會議決定不加息之後，美元下跌1.2%。根據點陣圖顯示，美聯儲會議也使投資者對年底前預期的兩次進一步加息持懷疑態度。

歐元 (EUR)

在緊縮週期之中迎頭趕上

歐元兌美元已經回升，自六月歐洲央行會議以來上漲1.6%。單一貨幣得到央行的支持，該央行正在繼續其緊縮週期並保持其限制性基調，面對被認為不那麼令人信服的美聯儲問題。中國復工復產以及2023年經濟不會出現衰退也應該會繼續對歐元造成正面的影響。另一方面，許多積極因素被納入定價，投資者已經超買歐元。因此，我們對歐元兌美元仍持樂觀但謹慎立場，並將長期目標下調至1.07-1.11。

圖5：貨幣的表現, 100=31.12.2022



來源：彭博社、東方匯理財富管理。

日圓 (JPY) 待定

日本央行持續其寬鬆立場已將美元兌日元推高至超過140，並引發日本政界人士的進一步口頭干預，因此我們不排除未來幾個月有干預外匯的可能性。而且，即使通脹壓力尚未能改變貨幣政策，但由於日元繼續貶值，可能會逆轉這一趨勢。最後，投資者已經大幅減少日圓的多頭頭寸，日圓的避險地位應該會提供支撐。如果政策發生變化，美元兌日元可能達到130。



主要避險資產仍然是
瑞郎 (CHF)
和黃金

人民幣 (CNY)

貨幣寬鬆政策導致人民幣疲軟

美元兌人民幣正在上漲，由於美聯儲比中國人民銀行相對嚴格得多，而且中國數據弱於預期。美元兌人民幣短期上漲的可能性不能排除，特別是中國經濟數據未達預期的情況下。再者，中國央行的降息表明中美之間的收益率利差擴大，這會影響到人民幣。預測美元兌人民幣的交易區間介於6.90-7.30之間。

瑞士法郎 (CHF)

避風港和限制性央行之間的衝突

由於通脹率仍高於2%，瑞郎應該會繼續得到央行的支持。外匯市場可能會出現干預，事實上已經出現（儘管瑞士國家銀行尚未正式證實），因為央行的外匯儲備從2022年七月約9,000億瑞士法郎下降至今天約7,000億瑞士法郎。更重要的是，瑞士法郎在充滿不確定性的環境中，作為避險資產的地位仍然具有吸引力。雖然進一步上升趨勢的潛力有限，但我們仍然持積極態度，預期歐元兌瑞郎的區間介於0.97-1.00之間。

黃金

對抗不確定性，
黃金依舊是有吸引力的對沖工具

由於美聯儲重新調整其政策以及美元持續走高，對金價形成壓力，金價正脫離其高點，自本月初以來已下跌2%。政府債務上限達成協議緩解部分市場的擔憂，而四月央行的需求於一年來首次轉為負值。然而，這更像是一種局部動態（土耳其央行是主要賣家）而非長期趨勢上的變化，而黃金的避險地位依然完好，這應該使其能夠繼續奪得某些投資者的需求。黃金應會持續在1,900美元至2,000美元/盎司之間波動。

07 • 資產分配

投資設想和資產配置建議

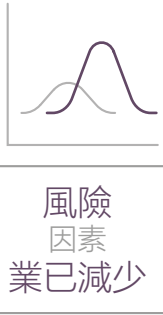


Grégory STEINER
Global Head of Multi Asset



Adrien ROURE
Portfolio Manager

投資設想



- **增長：**我們維持2023年全球增長的設想，主要是由新興國家（以中國為首）所推動。我們預期今年歐洲將溫和增長(+0.5%)，即使這將涵蓋各國之間的經濟差異。在大西洋彼岸，美國經濟體也在正常化，然而美國消費者更具復原力，解釋了為什麼我們2023年的增長數字高於歐元區的增長數字(+1.1%)。
- **通貨膨脹：**發達經濟體正發生通貨緊縮，這受到能源價格的顯著基數效應以及製造業供應限制的改善的支撐。不過，風險仍然具有上升的趨勢。
- **各國中央銀行：**美聯儲可能會在下次會議加息25基點，然後只要基本通脹率仍處於上升軌道，就將短期利率維持在高水平。在歐元區，歐洲央行將繼續加息（預期仍會加息兩次），而該金融機構也可能在未來幾個月期間加速量化緊縮。
- **企業收益：**盈利修正經事實證明具有復原力，特別是在歐洲，企業能夠藉由提高銷售價格將升高的成本轉嫁給消費者來保持高獲利率。在大西洋彼岸，科技公司受益於AI所提供的高利潤前景推動下，盈利修正的勢頭正在改善。
- **風險環境：**風險因素最近幾週有所減少（美國政府債務上限得到解決以及金融狀況恢復到SVB事件之前的水平）。股市波動性在此背景之下持續下降，成為風險資產的支撐因素。反之，利率波動可能保持在高位。

資產配置

股票市場

- 雖然我們認識到目前的環境對風險資產更有利，由於近幾週市場情緒改善，資金逐漸恢復回流股市，但是某些技術指標要求在短期內保持某種程度的謹慎。然而，我們仍然保持警覺找到機會來重新部署流動性。
- 從地理角度來看，我們仍然對歐洲股票持建設性看法，歐洲股票的絕對和相對價值仍然具有吸引力。然而，美國經濟活動的韌性以及AI的崛起讓我們對美國股市持更樂觀的看法。
- 在亞洲，日本宏觀經濟和金融環境的改變致使外國資金重新流入風險資產。不過，鑑於股市上漲速度過猛，短期內仍需謹慎行事。同時，即使外國投資者對中國股票缺乏興趣，但我們維持推薦不變。但該地區即使我們認為市場估值過低，仍可能因得到政府進一步支持而受益。

定息債券

- 我們繼續對政府債券保持謹慎態度，並青睞減持投資組合中的存續期。
- 就持倉方面，我們繼續看好歐元區和美國收益率曲線的短端能夠提供有吸引力的利差。反之，長期政府債券繼續受到高波動性和預期未來幾季期限溢價（term premium）重建的不利影響。

- 在信貸方面，優質的短期公司債務繼續提供最佳的風險/回報取舍。高收益市場從估值角度看顯得相當昂貴，特別是考慮到發行人再融資利率的水平。
- 我們看好以本幣計價的新興市場債務，由於新興市場央行對通脹週期的良好管理，基本面仍然保持健全。

外匯

- 美國經濟體的復原力和市場對美聯儲可能降息的過度樂觀情緒，促使我們在戰術上改變對歐元兌美元的看法。由於有數項宏觀經濟和金融風險的緩解，以及美國的緊縮週期比歐元區的緊縮週期更接近結束之期，歐元兌美元可能會在未來幾個月期間重新獲得上漲勢頭。
- 投資者在現階段持續迴避日圓，因為儘管通脹上升，日本央行仍維持其寬鬆政策。但是，日圓在短期之內達到的水平可能會引發金融機構的反應，以阻止其下跌勢頭。日本股市的買盤回流也是支持性因素。
- 黃金已進入價格穩定階段，但短期內仍容易受到實質利率上升的影響。不過，我們仍然在回調時買入黃金，因為我們重視黃金在多元化投資組合中能發揮對沖工具的作用。

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	=	=/-
10年期歐元	=/-	=/-
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		
歐元投資級別	=/+	+
高收益歐元	=/-	=
歐元金融債券	=/-	=
美元投資級別	=	+
美元高收益	-	=
新興市場債券		
美元貨幣	=/-	=/+
當地貨幣	=/+	=/+
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)	=/+	=/+
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6月22日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	3.79%	-2.28	-8.02
法國10年	3.02%	-7.60	-8.40
德國10年	2.49%	-3.00	-7.40
西班牙10年	3.44%	-14.40	-20.50
瑞士10年	1.03%	-5.50	-58.90
日本10年	0.37%	-5.00	-4.20

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	37.19	2.06%	7.14%
歐元政府債券	195.29	0.02%	1.36%
歐元高收益企業債券	202.54	0.80%	4.66%
美元高收益企業債券	309.11	1.36%	4.18%
美元政府債券	299.16	-0.09%	1.28%
新興市場企業債券	43.43	1.57%	1.57%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9803	0.92%	-0.93%
英鎊/美元	1.2748	3.47%	5.50%
美元/瑞士法郎	0.8948	-1.20%	-3.21%
歐元/美元	1.0956	2.15%	2.34%
美元/日元	143.11	2.18%	9.14%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	12.91	-6.23	-8.76

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,381.89	5.56%	14.13%
富時 100 (英國)	7,502.03	-0.91%	0.67%
歐盟 600	454.70	-0.32%	7.02%
東証股價指數	2,296.50	7.01%	21.40%
摩根士丹利環球	2,930.37	4.77%	12.59%
中國滬深300指數	3,924.24	0.35%	1.36%
摩根士丹利 新興市場	1,001.14	3.85%	4.68%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,469.07	8.70%	16.01%
摩根士丹利 EMEA 欧 (歐洲中东非洲)	192.19	4.13%	0.11%
摩根士丹利 亞洲 (日本除外)	638.97	3.14%	3.19%
法國巴黎 40 (法國)	7,203.28	-0.36%	11.27%
德國 DAX (德國)	15,988.16	1.23%	14.83%
義大利 MIB (義大利)	27,410.08	3.79%	15.62%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,364.70	2.73%	13.80%
瑞士 SMI (瑞士)	11,183.42	-1.25%	4.23%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,784.00	9.02%	-7.59%
黃金「美元/安士」	1,914.01	-1.41%	4.93%
WTI原油「美元/桶」	69.51	-3.23%	-13.39%
銀「美元/安士」	22.47	-1.40%	-6.54%
銅「美元/公噸」	8,574.00	7.68%	2.41%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.61	13.05%	-41.72%

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3月	2023年4月	2023年5月	四星期變動	年初至今 (2023年6月22日)
最弱表現	3.51%	1.46%	3.56%	8.70%	21.40%
	3.29%	3.13%	0.25%	7.01%	16.01%
	2.83%	1.92%	-1.25%	5.56%	14.13%
	2.73%	2.69%	-1.41%	4.77%	12.59%
	0.51%	1.59%	-1.90%	4.13%	7.02%
	0.36%	-0.54%	-2.09%	3.85%	4.68%
	0.04%	-1.34%	-3.19%	3.14%	3.19%
	-0.46%	1.63%	-5.39%	0.35%	1.36%
	-0.71%	3.48%	-5.72%	-0.32%	0.67%
最強表現	-3.10%	-2.19%	-6.19%	-0.91%	0.11%

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一名義債券或者通貨膨脹連動的債券在此通貨膨脹水準均沒有區別。因此是代表對於一特定的到期日在一地理區域的通貨膨脹預期。

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 Registerβ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: 本出版物/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。本出版物/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。本出版物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。本出版物僅供參考之用。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 Muhairy 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。

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

照片來源: Getty Images。

2023年6月22日編輯。

