



MONTHLY HOUSE VIEW

2023年10月

永續性融資眾悖論之夏

概要

- 01 • 編輯寄語 P3
「恰到好處的經濟」
- 02 • 聚焦 P4
永續性融資眾悖論之夏
- 03 • 經濟點評 P6
徘徊十字路口
- 04 • 定息債券 P8
往往需要團隊合作
才能取得嘗試機會！
- 05 • 股票市場 P10
是長期高利率環境嗎？
- 06 • 外匯 P12
平衡力量
- 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

01 • 編輯寄語

「恰到好處的經濟」



Alexandre
DRABOWICZ
Chief Investment Officer

親愛的讀者：

我希望您享受到美好的夏季，無論您是與家人或朋友一起度過，在陽光下還是追尋涼快，或者脫離社交媒體全心全意享受當下。

既不太熱，也不太冷：我們如是描述美國經濟現況，對於其如「恰到好處」一般的經濟情境點頭致意。我們藉著夏季，駐足，反思：一年之前，誰會想到美聯儲能讓美國經濟順利著陸，避免了原以為難以避免的經濟蕭條？美國經濟自年初以來，確實屢次出人意料之外的發展。年初預測美國2023年的GDP成長幾近於零，目前已達2%上下，可以為證。我們自己以提高第二季的預測為始，並沒有太悲觀。也許以「The Recession That Never Was」為名的書會在明年夏季榮登暢銷書排行榜。

對於美國長期利率而言，今夏終究是（太）熱了。截止至撰寫本文之時，10年期債券的利率已從3.7%升至4.3%。然而，主要的影響因素其實是實質利率。第一階段升息是為了應對通脹的衝擊而收緊貨幣政策。但最近的實質利率上升穩定了對通脹的預期，目前徘徊在2.3%上下（10年盈虧平衡），而名義利率則持續上升。美聯儲在對抗通脹的戰鬥中恢復信譽，堅持釋出信息將維持利率在高位更長時間，市場因此推遲並修改對首次降息的預期。因此，對於提高長期利率的第一項解釋與美國經濟的穩健性有關，證明提升實質利率理所當然。第二項解釋是指投資人要求的期限溢價回報：換句話說，以升高報酬率來補償他們持有長期政府債券而非短期政府債券的風險。供應量持續激增（由美國財政部發行的公共債務融資）：國債接近32萬億美元，五年內增長50%，自六月達成債務上限協議以來增加1.5萬億美元。彌補因戰爭和能源轉型引起的赤字，以及支持消費需要額外投資。

為與戰爭、能源轉型、和支持消費等相關的赤字融資必需要有額外的投資。另一方面，通常以購買債券來投資美元的投資者正在拋棄美元。有些國家這樣做目的在於多元化或為因應國內貨幣政策的變化，有些國家則是出於政治考量，據推測是為減少對美國的依賴。就如同供 / 需方程一樣，問題在於均衡點。

這項問題對於管理投資組合至關重要。近幾個月，股票和債券市場之間的相關性再次轉為正值：股票下跌是由於利率上升（債券價格也同時下跌）。今年購買美國10年期債券的投資者正看到負面的表現。因此，50/50多元化基金的表現受到影響，資金流量也是如此：根據晨星（Morningstar）的報導，資金流出截止至六月底為200億歐元，相對於債券（主要是短期債券）和貨幣市場基金的流入為1,000億歐元。對於私人客戶來說，這種長期利率的波動性是不可持續的。話雖如此，均衡點將使長期債券再次具有吸引力，而且提供必要的多元化，也因此提高多元化投資組合的吸引力。

在整體上，我們對於存續期的立場接近中立，但繼續青睞長達五年的套利。我們在今夏之初轉而看好股市，並維持建設性的看法。在股市方面，這是再生能源股相當艱難的夏天：長期利率上升、加上成本通脹、美國法規變更、以及現有庫存的缺陷問題，對這些專案的長期投資計劃產生重大影響。論及這項主題，我鼓勵您閱讀本期以〈眾悖論之夏〉為題的精彩文章，以及我們的專家對於不同資產類別的評論。

祝您享受閱讀之愉悅。



Nicolas MOUGEOT
Head of Investment Strategy
& Sustainability



Fabrice DE SOUSA
Portfolio Manager

再生能源公司遭遇一季艱難的夏日，有些公司蒙受重大的損失。儘管經歷歷史性炎熱夏季之後提高了公眾對氣候變遷意識，在短期內似乎並沒有帶來什麼好處，但公共倡議仍然強勁，從長遠來看應該會提供關鍵的支持。



2023：
有史以來最
炎熱的夏季

由於發生異常氣候事件數量之多，使2023年夏季可能成為全球暖化意識的分水嶺時刻。加拿大遭受大火蹂躪，其二氧化碳排放量超過日本全年的排放量。歐洲在九月，首次發佈高溫警報。而且，更為廣泛地說，六月/七月/八月是有記錄以來最熱的時期，平均氣溫為16.77°C。

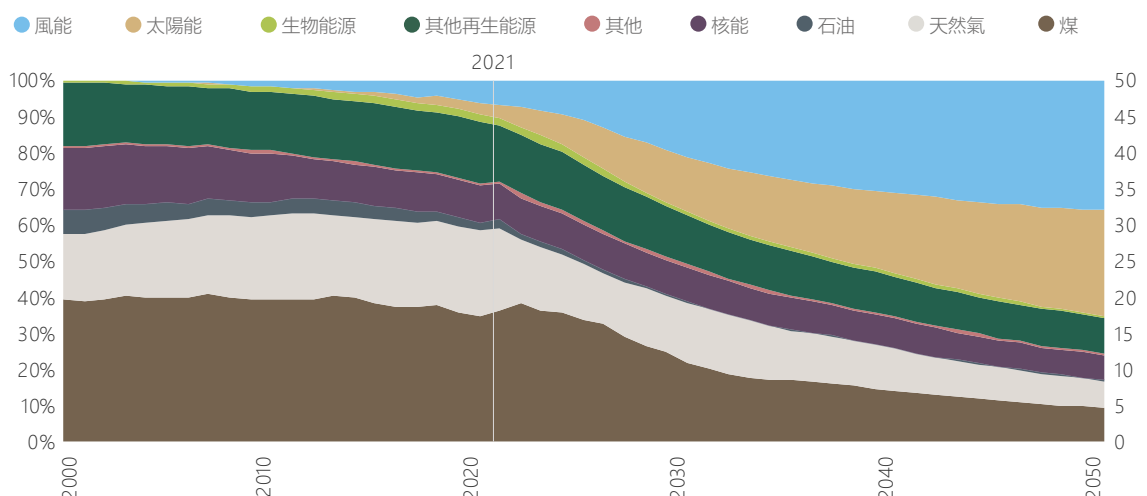
似非而是地說，在此同時，許多再生能源公司的股價在氣溫上升之際卻反而下跌。比方說，Solactive歐洲再生能源指數在夏季月份中下跌10%，然而STOXX 600全球指數卻幾乎沒有變化。再生能源公司為什麼沒有在全球暖化之際成為大贏家？

Orsted及Siemens Energy兩家公司的事例，都清楚顯示這個行業的問題，以及正在經歷的信任危機。首先，這些年輕

公司面臨成長的危機，品質和標準尚未達到期望的水平。Siemens Energy公司在六月底市值縮水超過70億歐元，此前該公司在宣佈為在Gamesa交易中收購的風電部門追加13億歐元準備金。問題主要發生在某些新組裝平台的渦輪機品質上。可能有63,000台渦輪機受到影響，問題的規模相當大。

另一個問題是，再生能源產業的商業模式受到質疑。八月底，丹麥再生能源行業領先公司Orsted，由於三項因素，在一天內損失將近四分之一的價值：由於新冠病毒疫情後持續存在供應鏈問題、利率上升導致的債務成本上升、公共援助稅收抵免等未能滿足投資者和Orsted管理層的期望。

圖1：發電量，按科技分類，%



註釋：代表在BNEF淨零設想中，按科技分類發電的百分比分配，即到2050年實現淨零排放的路徑。包括用於生產氫氣的發電量。「其他」包括地熱能和生物能。

來源：BloombergNEF、東方匯理財富管理。

要如何才能達成淨零目標？

儘管風電產業目前面臨非常強大的阻力，但仍然是能源轉型的關鍵組成部分，而且仍然可能是很有價值的投資。根據彭博社報道，如果要實現淨零目標，以太陽能和風能為首的再生能源預計將佔全球發電量之75%以上（圖1，第4頁）。

再生能源：地緣政治議題

能源轉型仍然是一項地緣政治議題。在最近舉行的G20和COP27官方相對較弱的評論背後，主要大國正在爭奪再生能源行業的主導地位。根據Wood Mackenzie顧問公司的報告，2023年上半年風力渦輪機訂單增長12%，達到超過400億美元。雖然中國仍然是最大的買家，但由於拜登政府去年通過《通貨膨脹削減法案》(Inflation Reduction Act, IRA)，美國的購買量增加四倍。

歐洲最初透過《綠色新政》(Green Deal) 領先，當初預計於2020年該新政既能刺激經濟，又能實現綠色經濟。但歐洲綠色新政的機制相當繁瑣且以融資為基礎，而IRA則青睞以稅款抵免的形式直接提供稅收誘因。歐盟 (EU) 因此於今年一月推出《淨零工業法案》(Net-Zero Industry Act, NZIA) 因應IRA。

這項新創制目的在於加強歐洲淨零科技的製造能力。如圖2所示，該法案涵蓋遠超出再生能源的非常廣泛的科技，包括電池、電解槽、和生物氣。

IRA和NZIA因此都考慮以不同方式利用各種科技對抗全球暖化。再生能源也是如此：投資組合應透過對多個子行業（無論是風能、電池、氫能、或電網）的投資來達成多元化。

請記住，在20世紀初期，電動車不可否認佔新興汽車市場近三分之一，而Jamais Contente是1899年第一輛達到100公里 / 小時大關的汽車。內燃機盛行之因，主要是由於石油豐富且成本極其低廉。根據國際再生能源機構 (International Renewable Energy Agency, IRENA) 的數據，如今電動汽車仍然提供尖端的性能，去年增加的再生能源發電成本低於用化石燃料發電。

不幸的是，每天都有新證據出現證明氣候正在變遷，而再生能源是解決方案不可或缺的一部分，儘管在夏天會陷入突然下跌的困境 (air pocket)。再生能源很可能成為未來十年的巨大成長動力。



2023年上半年
風力渦輪機
訂單價值
400億美元

圖2：淨零工業



太陽能光伏和光熱



電解槽和燃料電池



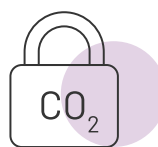
陸域風電和海上再生能源



可持續生物氣
/生物甲烷



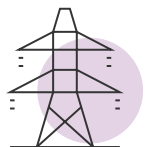
電池和儲存



碳捕存和儲存



熱泵和地熱能



電網科技

來源：歐盟委員會，東方匯理財富管理。



Lucas MERIC
Investment Strategist

我們改變對於夏季後的設想，以突顯近幾個月來強勁復原的美國經濟前正淺嘗軟著陸的可能性，相對於中國經濟的疲軟勢頭賦予當局理由實施一系列措施，兩者之間的分歧。今夏歐洲的前景略為黯淡，但我們預計歐元區不會出現蕭條時期。

中國：所有人都關注房地產

歷經數月令人失望的宏觀經濟數據之後，中國度過忙碌的夏季，當局實施多項財政、準財政、以及貨幣措施。其目標在於刺激面臨多重不利因素的經濟體：溫和復甦、近零通脹、信貸的下降趨勢、某些中國房地產開發商財務狀況的不確定性日益升高，以及全球經濟放緩不利於中國出口等因素。我們相信這些措施朝著正確方向邁出步伐，但目前還不足以穩定快速萎縮的房地產行業，而該行業正在削弱中國經濟體的信心。

好消息是，八月的數據顯示出企穩的初步跡象。零售銷售和工業生產出乎意料之外有上升趨勢並且加速，而出口收縮幅度較小，受益於全球去庫存週期的逐步結束、和有利的基數效應。

不過，房地產仍然拖累投資，而新房銷售繼續收縮，與大城市相比，第三、四線城市房屋的價格並沒有顯示企穩的跡象。對於一個國家，其房地產間接占GDP之20%以上、疫情前占家庭資產的60%、並且由於房地產交易和土地銷售稅是政府近30%稅收來源，我們認為，當局動用穩定該行業所需的資源至關重要。基於信心低迷和消費動力不佳的條件下，我們分別下調中國2023年和2024年的經濟增長和通脹預測，預計今年的增長將略高於中國政府於去年三月所設定的5%目標（表1）。

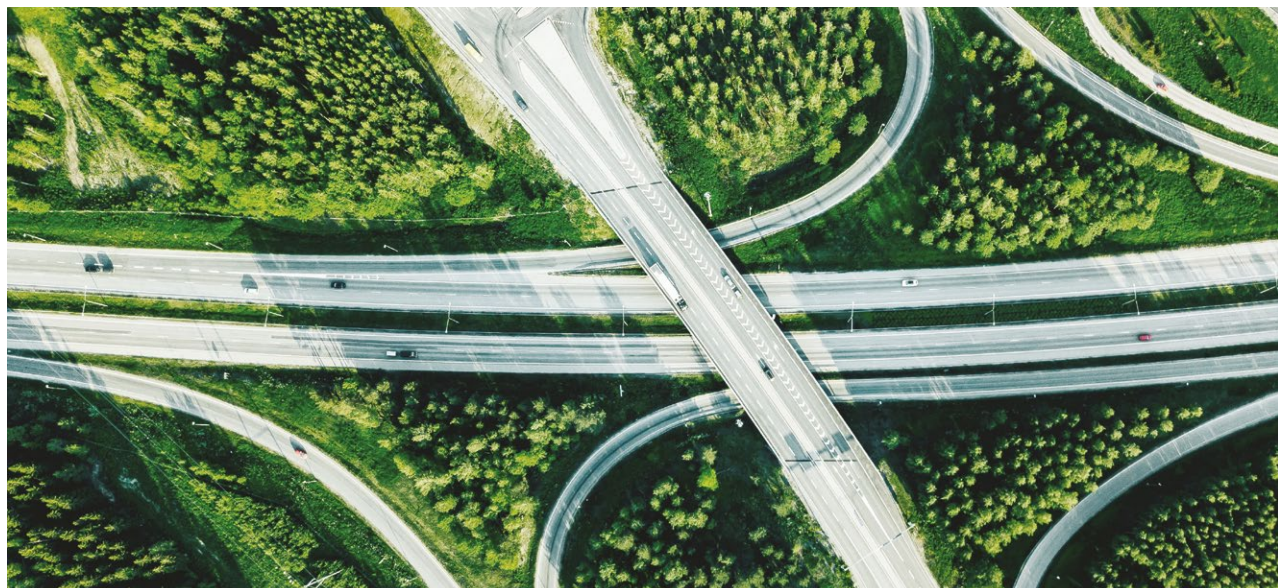

房地產
間接占
中國GDP之
20%以上

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	1.8%	0.5%	4.1%	2.6%
歐元區	0.5%	0.8%	5.5%	2.8%
中國	5.1%	4.5%	0.4%	1.8%
日本	1.3%	1.1%	2.8%	2.0%
印度	6.0%	5.5%	5.5%	5.9%
巴西	2.6%	1.3%	4.8%	4.0%
全球	2.8%	2.6%	-	-

來源：東方匯理財富管理。



美國：復原力經得起逆風考驗

美國的情勢則大為不同，美國經濟體保持復原力，依靠累積的盈餘儲蓄持續支持消費者，以及近幾個月的投資支持政策，維持經濟的活力。同時，美國勞動力市場的拮据狀況（年初企業對工作的需求是工人供給的兩倍）慢慢逐漸緩解，職缺數量逐漸減少，而裁員仍在控制範圍之內（新增就業需求仍遠低於疫情前水準）。這是一種正向的趨勢，在整個夏季助長人們對美國經濟軟著陸的預期，特別是在七月通脹率放緩至3%，然後由於能源基數效應而小幅反彈。不過，我們仍然認為年底消費將小幅收縮，因為將會受到盈餘儲蓄減少的影響（舊金山聯邦儲備銀行估計這一盈餘將在第三季末全部花完）、高利率環境（美國家庭越來越多轉用信用卡）、以及從十月開始學生恢復償還債務等的影響。

即使如此，我們不預期消費會崩潰。就業市場仍具有復原力，而通貨緊縮應能支撐購買力，儘管後者會不平衡（由於能源組因素，預計通脹將在年底小幅回升），同時家庭財務狀況健康，主要是由於大流行疫情以來的正向財富效應（wealth effects），無論是透過房地產、股票市場、或高儲蓄回報。

歐元區：風險即將顯現，但未出現收縮

今年夏天歐洲的成長動能有些溫吞，因為製造業放緩現已擴及服務業。然而，德國和法國的萎縮幅度大於南歐國家的。我們認為歐洲的消費復甦比預期溫和，消費者信心持續惡化，而且我們相信，實質工資需要更長的時間才能回升，由於近幾個月名義工資已出現一些減速跡象。我們在此背景下小幅下調2024年的增長預測，但是維持歐元區溫和漸進增長的設想不變。歐洲消費者預計在未來幾個月，將理應受益於當前的通貨緊縮（特別是受食品和服務因素減速的推動）和強勁的勞動力市場。歐元區於2024年，也被認為應該會受到製造業週期穩定過程以及貨幣政策對經濟影響減弱的支撐。



Thomas GIQUEL
Head of Fixed Income

貢獻來自定息部門

開放式或多策略基金經理人和到期期限基金經理人之間存在根本上的區別：對於前者來說，在從2022年開展相當規模捲土重來的一年之後，業績和風險還剩下四分之一。對後者來說，利率每上漲一基點都是為顧客取得具體回報的機會。

各國中央銀行

2020年代正朝向與過去15年截然不同的方向發展。希臘債務於2010年代初被迫重組後，穆迪於九月提升該國的評級，這是其邁向符合歐洲標準的漫長經濟旅程的一部分。這與美國在八月的評級下調形成鮮明對比。美國國會預算辦公室（Congressional Budget Office, CBO）預計2053年的債務 / GDP比率達195%¹。這樣的水平，除了日本是反例之外，引發人們對債務可持續性的質疑。

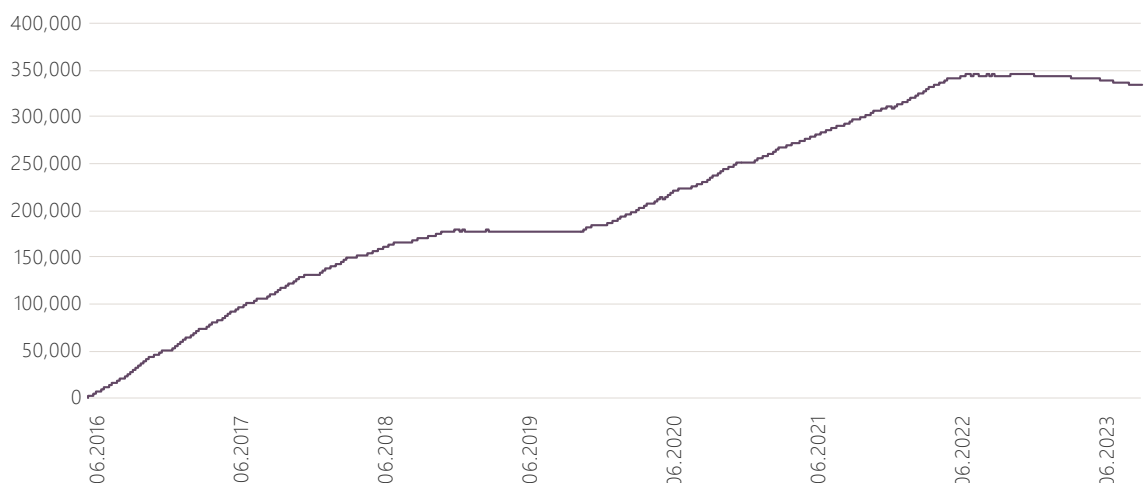
債務負擔是衡量每年支付投資者的成本指標，而且根據國會預算辦公室的數據，到2033年，債務負擔將達到1,429萬億美元，即占GDP的3.6%。

這一發展軌跡對長期利率具有抑制作用。美國的期限溢價已經再現。有很多原因導致名義利率和實質利率正在上升：自發生COVID-19疫情以來，家庭需求受到財政刺激提振，高通貨膨脹率持續不降，以及美國財政部再次開始以長期償還期限為自己融資。這些因素結合之後將長期利率推高，而由於美聯儲保持現狀，短期利率仍維持穩定。

歐洲，經濟衰退正悄然蔓延：經濟增長徘徊在零上下，而通貨膨脹率下降的幅度尚不足以讓已失去財政支持的消費者恢復購買力。再者，房地產開發市場已經顯現嚴重疲軟的跡象。歐洲央行（ECB）於9月14日加息無疑是本週期的最後一次升息，也是歷史性的首次：存款利率為4%，自共同央行成立以來未曾達到如此之高。



圖3：歐洲央行：企業採購計劃，百萬歐元計



來源：彭博社、歐洲央行（ECB）、東方匯理財富管理。

1 - <https://www.cbo.gov/publication/58946>

歐洲的長期利率也遭受到期限溢價再現、實質利率趨於正數區間、以及各國融資需求等的影響。歐洲央行將逐步撤回自2015年以來透過實施資產購買計劃所注入的流動性。正是這種漸進式的撤回，會透過改變投資者的預期推高長期利率，如此一來，將會對債券價格產生負面的影響（圖3，第8頁）。

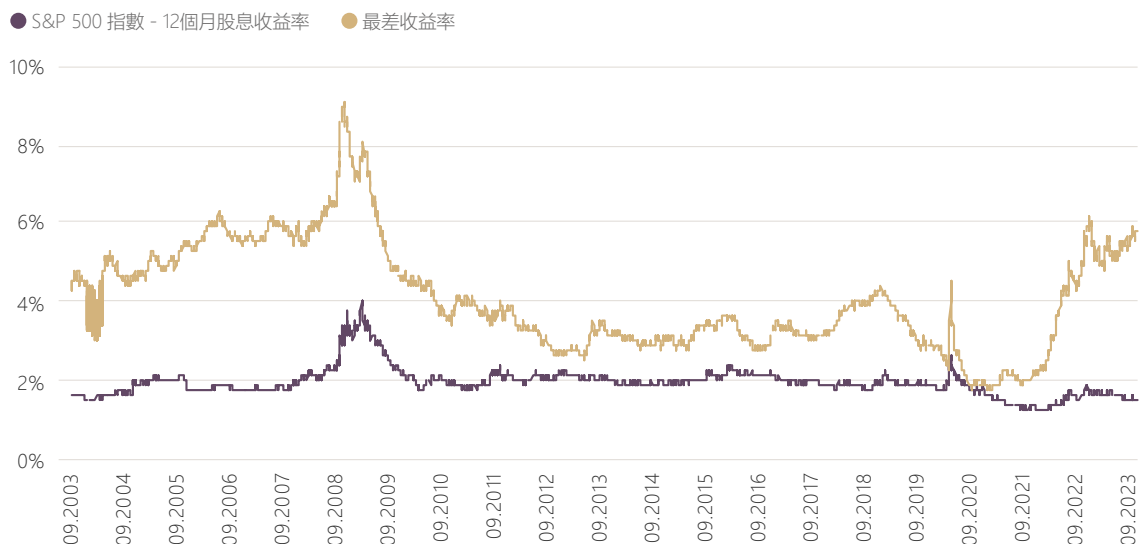
信貸

對投資者來說，正數實質利率表示他們最終利潤超過（預期的）通脹。如果我們將資產類別相互比較，這種推理方式就顯得越來越有意義。對於買賣債券，我們通常使用（原則上）沒有信用風險的政府債券收益率作為基準。如果加上信用風險溢價，與美國股票市場的股息收益率相比，目前債券收益率特別具有吸引力（圖4）。僅以此為基礎計算，股票每年的表現就必須贏過大盤4%以上（扣除費用！）才足以趕上債券的回報。

另一項債券市場的利好因素是一年期的損益平衡。這項損益平衡表示債券的收益率必須增加到該水平這項投資才開始虧損。根據我們以彭博社九月中旬所提供的數據為基礎進行計算，對於目前收益率為4.3%（或超過200基點的保護），2026年歐元投資的損益平衡為6.6%。這種回報與其他資產類別相比，提供顯著的安全緩衝。

Indosuez的經理人在對未來幾個月的預期中，考慮到利率的上升，並青睞短期（兩年）債券，以便從政府債券的套利中受益。在上述上行壓力的脈絡下，仍減持長期利率。信貸市場的估值是以風險溢價來衡量的，並不具吸引力，特別是在高收益領域。但是，整體回報使我們相信，校準波動率影響之後的表現可能優於其他資產類別。最後，亞洲市場的長期調整尚未結束，全球投資者正在全然避開，而Indosuez在該地區的經理人仍然保持謹慎。

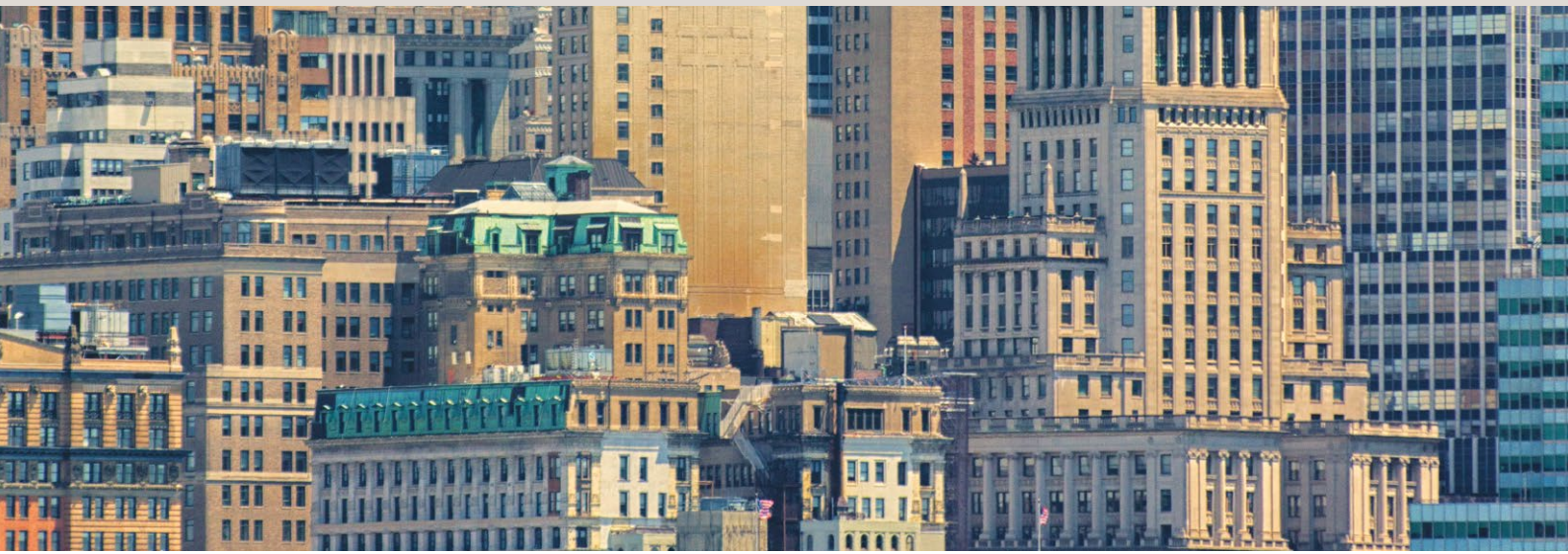
圖4：S&P 500 股息收益率和美國信貸收益率，%



註釋：S&P 500 股息收益率對比美國公司債券收益率。

來源：彭博社、彭博巴克萊指數 (Bloomberg Barclays Indices)、東方匯理財富管理。

05 • 股票市場 是長期高利率環境嗎？



Laura CORRIERAS
Equity Portfolio Manager

貢獻來自股票部門

以美國10年期債券為基準的長期利率繼續上升已經達到2008年以來最高水平！

這並沒有抑制投資者的風險胃納，尤其是繼續領先競爭的美國增長風格股票。這一表現得到獲利修訂的支持，而獲利修訂在美國也在改善之中。歐洲和亞洲的表現和獲利修訂比較好壞兼有。

歐洲

歐洲股市的產業表現自八月初以來非常不平衡，非必需消費品（尤其是奢侈品）和科技股表現不佳，而能源股則表現出色。

歐洲最新的宏觀經濟數據令人失望：雖然八月的通脹率略有放緩，但近期油價上漲可能在未來幾個月對歐洲消費者形成壓力，歐洲央行最近下調對歐元區2023年和2024年的增長預測。

但是，就估值而言，歐洲股市仍然具有吸引力，並相對於美國股市，持續以創紀錄的折價進行交易。

美國

美國股市經歷上半年特別牛市之後，目前正處於橫盤階段。S&P500指數和/或Nasdaq指數不再能觸及其高點。這種佈局與歷史性標準相當一致，夏季通常相對較弱。現在，最近的企業財報季已經結束，投資者集中注意力於宏觀經濟數據和美聯儲的貨幣政策前景。該市場的估值與歷史的或相對於處於高位的利率相比，並不具有支撐性。投資人毫無疑問，正在等待十月中旬第三季財報季的開始，然後重新建倉。



歐洲央行：
下調2023
及2024
年增長預測

新興市場

亞洲股市目前不確定性和波動性仍然高。對於中國的表現，持悲觀和負面情緒者持續存在。最近流入中國股市的資金加上寬鬆的貨幣和財政政策，均未能打破股市的下跌趨勢。應注意的是，結構性問題依然嚴重：私人行業信心不足、內需不足、以及房地產緊張局勢持續加劇等因素，引發外國投資者擔憂。好在中國當局最近加快刺激措施的進度（特別是在貨幣寬鬆政策和對房地產行業的支持），有些中國企業的基本面在盈利預期和估值方面都具有吸引力。我們也青睞某些韓國和台灣企業（主要是與人工智能相關的科技供應鏈）。

投資風格

上個月美國和歐洲的投資風格股的表現出現相當大的分化。在美國，增長風格股繼續領先。這種趨勢得到獲利加速修訂的證實（圖5）。

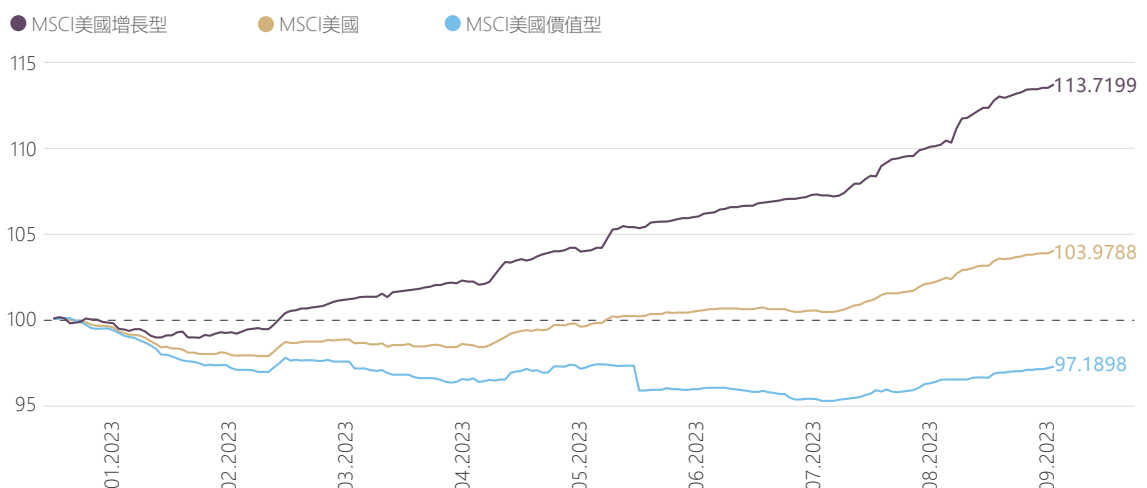
增長風格股在歐洲保持不變，主要是因為奢侈品產業遇到困難和歐盟企業對人工智能（AI）的投資程度較低。

相較之下，價值風格股在美國保持不變，但在歐洲表現優異，在歐洲的趨勢再次更為看漲。這主要是因為，在歐洲指數中銀行業和能源業的權重較大之故。

因此，我們對增長風格股維持建設性態度，特別是在美國。美國增長風格股票在宏觀經濟前景依然強勁的條件下，持續吸引尋找投資關鍵人工智能參與者的投資人。

價值風格股在歐洲，受益於長期利率的回升。價值風格股票在估值方面與其他風格股票相比，無論是在絕對價值基礎上還是在相對基礎上，也相當具有吸引力。但是，我們對該細分市場的景氣循環性成分仍持更謹慎的態度，傳統上，當通脹正常化時，該領該細分市場的景氣循環性成分往往表現不佳。相比之下，有些價值風格股的細分市場仍然具有吸引力，主要是在銀行和能源行業，這些行業受益於油價回升。

圖5：美國的收益修訂



來源：彭博社、東方匯理財富管理。



Maxime GARCIA
Investment Strategist

美元上漲的環境仍然存在，但我們認為價格中已經將許多積極因素計入，歐元 / 美元貨幣對的前景現在看起來更加平衡。瑞士法郎的基本面現在不太有利。黃金持續卡在實質利率上升和央行購買的困境之中。

美元 (USD)

環境有利，但烏雲逼近

王者美元繼續在外匯市場上居主導地位(根據DXY指數，本月上漲+2%，見圖6)，而其在增長和收益率差異方面的優勢，以及對高收益避險資產的需求等，可能會繼續以支持該貨幣。然而，我們認為已經有若干積極因素計入美元的定價，而有些聚集的烏雲正逐漸逼近。在短期之內，美國政府關門的風險正在升高，而我們注意到，根據歷史，美元在這種情況發生時往往會下跌。從長期看，美聯儲結束緊縮週期，預計將對美元構成壓力。因此，我們認為美元升值的可能性有限，但對美元的看法較不消極。



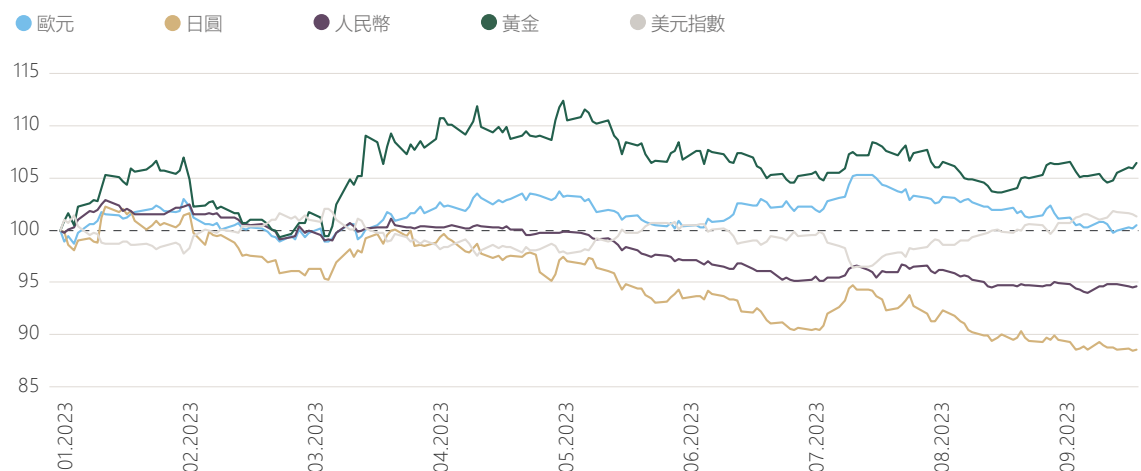
我們認為
歐元兌美元的前景更為平衡

歐元 (EUR)

悲觀情緒已經被計入

強勁的美國數據以及對歐元區增長前景的擔憂，已壓抑單一貨幣歐元，而2023年支撐歐元的資金流（主要是由於改善貿易平衡所致）已開始減弱。然而，持倉數據顯示，歐元自本月初以來一直超賣，我們也注意到，有些負面因素，特別是在宏觀經濟層面，已經被計入歐元價格。我們因此認為，歐元兌美元的前景比此前更加平衡，而且預計歐元在中期將在1.06至1.09之間交易。

圖6：貨幣的表現，100=31.12.2022，USD計USD



來源: Bloomberg, 東方匯理財富管理。

瑞士法郎 (CHF)

基本面支撐降低

瑞士法郎去年在G10貨幣中保持排名之首。這要歸功於其央行藉由直接干預外匯市場，以及採取限制性貨幣政策等，來支持其貨幣。然而，我們注意到，目前基本面給予的支撐預計將會減弱。目前通脹已落入央行目標範圍之內，市場預計將結束緊縮週期。該貨幣也可能受到利差劣勢的影響，而且沒有跡象顯示瑞士國家銀行 (SNB) 將繼續干預外匯市場。因此，我們對瑞郎持較為中立的立場，預計美元 / 瑞郎價格在0.90上下，歐元 / 瑞郎價格在0.95至0.97之間。

日圓 (JPY)

是否會有干預？

日圓繼續受到日本貨幣政策的影響，而日本貨幣政策與其他主要發達經濟體的趨勢相反。由於美元兌日圓對匯率達到147，政策制定者的擔憂加劇，當局干預外匯市場的可能性也因之升高，我們認為他們可能在150上下進行干預 (圖7)。如此將在短期內支撐日圓。不過，目前的環境必須改變，才能看到任何日圓的長期升值機會 (例如：美聯儲暫停或日本央行政策正常化)。如此一來可能將美元 / 日元推升到138至140的區間之內。

人民幣 (CNY)

政府介入

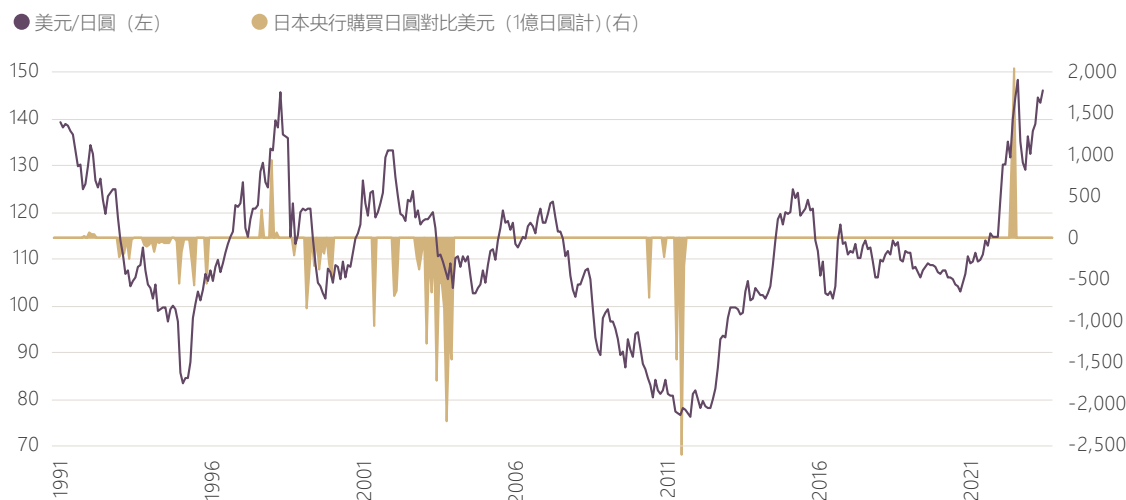
目前的環境對於人民幣並不是非常樂觀。宏觀經濟動態的疲軟，加上中國和美國之間的利率分歧，已將美元 / 人民幣匯率推升至自2016年以來的最高水平。但是，我們對人民幣保持中立態度，因為中國人民銀行已加大力度來減緩人民幣貶值速度，據報導稱國有銀行以7.30的價格拋售美元。因此，我們預計美元 / 人民幣將維持在7.20至7.40之間的區間內波動。

黃金

陷於困境之中

本月黃金的波動性持續下降，自夏初以來黃金進行橫盤整理，本月表現幾乎中立。一方面，政府公債收益率上升和美元走強正在對黃金構成阻力。再者，由於黃金ETF的資金流出以及持倉處於五個月來的最低水平，說明市場情緒依然疲軟。另一方面，央行對黃金的需求比以往都高，這應該會繼續給予支撐。我們預計黃金的交易在1,870至1,970的區間之內。

圖7：日本央行是否會干預外匯市場？



來源: Datastream, 東方匯理財富管理。

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：**在總體上我們對增長的設想保持不變。我們維持對美國微幅一次性收縮的看法，但由於該國的經濟活動具有高度的復原力，在2023年最後一季將有轉變。我們由於技術面的影響和低於最初預期的消費量，下調對歐洲2024年的增長預測。最後，由於中國的房地產行業在今年夏天持續面臨困難，我們下調中國的增長率。然而，以新興國家為一整體，我們仍然看好新興國家的增長。
- **通貨膨脹：**由於租金和食品價格下降，以及基數效應有利，發達經濟體的通貨緊縮過程正在進行中，且預計將持續下去。但是，年底這些技術面效應消失以及工資的迎頭趕上，預計將使通脹率保持在高位。
- **各國央行：**美聯儲和歐洲央行的加息週期現在已成往事。目前預計利率將維持在穩定期，至少直到明年下半年開始之前為止。歐洲央行方面，我們預期2024年不會減息但如果經濟表現疲弱，相信歐央行會重新審視利率政策。資產負債表縮減正持續進行，可能會對於利率曲線的長端施加更大壓力。
- **企業收益：**一方面美國和日本之間的獲利修訂持續存在分歧，而另一方面，在美國的盈利增長目前預計約為12%，對比在歐元區，盈利增長目前預計約為6%。
- **風險環境：**股市的波動性維持在一定區間之內，而利率的波動性回到一年期低點，許多市場參與者目前預計美國將出現軟著陸的完美設想。但是，我們認為不確定性仍然高，並且認為，選擇權策略在增加投資組合於不對稱性方面的好處。



2024年：
歐洲增長
率預測下調

資產配置建議

股票市場

- 由於經濟環境更具復原力（尤其是在美國），在夏季我們對風險資產轉趨更具建設性。這轉化為在我們的投資組合中對美國股票的青睞。雖然在總體上，季節性因素不利於九月的股市，不過，我們仍對這一部分的世界保持短期積極的戰術性看法。
- 我們對歐洲股市維持中立看法。雖然估值仍然具有吸引力，但現階段的經濟增長率並未顯示有任何明顯改善的跡象，同時歐元區貨幣緊縮和流動性稀缺，可能會在短期內繼續打壓市場情緒。但是，我們認為，特定的子行業和地理區域可能會再度具有吸引力，例如，英國股市以較低的估值比率進行交易，並可能受益於近期能源價格的回升。
- 我們依然堅定推薦新興國家的股票。這個細分市場應受惠於對發展中經濟體有利的增長差異，對比發達經濟體的增長。我們維持對中國股市的推薦，雖然我們認為市場估值過低，但中國股市可能會受益於其政府的最新支持措施。

債券

- 我們認為，美國和歐洲利率曲線的近期走勢可能會減少利率不敏感現象，提供有吸引力的切入點慢慢的延長持有續期。
- 不過，我們仍然認為，曲線長端仍然具有上升的趨勢。美國財政部對發行結構的變更（以及歐洲央行可能在歐元區加速縮減資產負債表）預計將繼續對曲線的長端施加壓力。

- 但是，我們呼籲對周邊國家政府債券，特別是義大利主權債務，由於在未來幾個月供 / 需失衡和經濟環境不太樂觀的背景，需要更加謹慎。
- 在信貸方面，我們繼續傾向期限較短的優質公司債券（因為信貸曲線相對較平坦），並對高收益細分市場保持觀望，特別是我們認為估值相對較高的最低評級的債券。

外匯市場

- 我們夏初在戰術上降低對歐元 / 美元平價的推薦。從那時起，歐元回到五月的低點，連同跨大西洋利差擴大。短期來看，宏觀經濟環境可能會繼續支撐美元，但目前的風險似乎更為平衡，因此限制美元的升值潛力。
- 瑞士法郎長期以來一直受益於全球幾乎獨一無二的實質正利率環境，但那個時代已成往事。因此，我們對瑞士貨幣保持中立，即使是瑞士央行應該會結束升息週期。
- 日圓繼續在歷史低點進行交易，並接近日本央行先前的干預水平。因此，我們對於在短期內日圓出現更大波動不會感到驚訝，儘管貨幣環境必須發生更多結構性的變更，日圓兌美元才會有長期升值的可能性。
- 政府公債的誘人收益率阻礙投資者持有黃金。反之，央行對黃金的強勁需求限制金價下跌的趨勢。我們持續預計，只要實質利率維持在這些水平，金價就會限於在區間波動，不會出現重大走向。

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	=/+	=
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9月21日數據



貨幣	收市	四星期變動	年初至今
美國10年	4.49%	25.70	61.94
法國10年	3.28%	23.80	16.90
德國10年	2.73%	22.40	16.90
西班牙10年	3.79%	26.10	14.50
瑞士10年	1.08%	7.20	-54.20
日本10年	0.74%	8.90	32.50

企業債券	收市	四星期變動	年初至今
新興市場政府債券	35.43	-2.45%	2.07%
歐元政府債券	195.02	-0.86%	1.22%
歐元高收益企業債券	206.57	0.93%	6.74%
美元高收益企業債券	313.03	0.12%	5.50%
美元政府債券	295.95	-0.45%	0.19%
新興市場企業債券	42.37	-0.59%	-0.91%

貨幣	收市	四星期變動	年初至今
歐元/瑞士法郎	0.9643	0.85%	-2.55%
英鎊/美元	1.2298	-2.41%	1.78%
美元/瑞士法郎	0.9045	2.26%	-2.16%
歐元/美元	1.0661	-1.38%	-0.41%
美元/日元	147.59	1.21%	12.56%

波動率指數	收市	四星期變動	年初至今
VIX	17.54	0.34	-4.13

股票指數	收市	四星期變動	年初至今
標普 500 (美國)	4,330.00	-1.06%	12.78%
富時 100 (英國)	7,678.62	4.70%	3.04%
歐盟 600	454.67	0.69%	7.01%
東証股價指數	2,383.41	4.23%	25.99%
摩根士丹利環球	2,886.07	-0.69%	10.89%
中國滬深300指數	3,672.45	-1.37%	-5.14%
摩根士丹利 新興市場	956.25	-2.65%	-0.01%
摩根士丹利 拉丁美洲	2,343.94	-2.39%	10.13%
摩根士丹利 EMEA 欧(欧洲中东非洲)	186.09	-3.63%	-3.07%
摩根士丹利 亞洲(日本除外)	605.32	-2.52%	-2.25%
法國巴黎 40 (法國)	7,213.90	-0.01%	11.43%
德國 DAX (德國)	15,571.86	-0.32%	11.84%
義大利 MIB (義大利)	28,708.55	2.27%	21.10%
西班牙 IBEX (西班牙)	9,548.90	2.40%	16.04%
瑞士 SMI (瑞士)	11,084.74	0.98%	3.31%

商品	收市	四星期變動	年初至今
鋼筋「人民幣/公噸」	3,730.00	2.36%	-8.91%
黃金「美元/安士」	1,920.02	0.16%	5.26%
WTI原油「美元/桶」	89.63	13.38%	11.67%
銀「美元/安士」	23.44	-3.24%	-2.48%
銅「美元/公噸」	8,194.00	-1.98%	-2.13%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	2.61	3.61%	-41.68%

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6月	2023年7月	2023年8月	四星期變動	年初至今 (2023年9月21日)
最弱表現	11.00%	0.41%	6.75%	4.70%	25.99%
	7.41%	-1.77%	5.80%	4.23%	12.78%
	6.47%	-2.55%	5.68%	0.69%	10.89%
	5.93%	-2.79%	5.01%	-0.69%	10.13%
	4.85%	-3.38%	4.48%	-1.06%	7.01%
	3.23%	-5.73%	3.29%	-1.37%	3.04%
	2.25%	-6.21%	3.11%	-2.39%	-0.01%
	2.17%	-6.36%	2.23%	-2.52%	-2.25%
	1.16%	-6.61%	2.04%	-2.65%	-3.07%
最強表現	1.15%	-7.90%	1.48%	-3.63%	-5.14%

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分發分發。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9月22日編輯。

