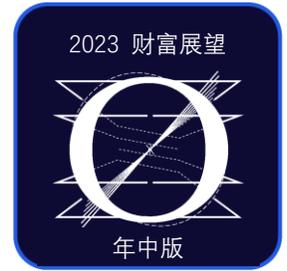


机遇在眼前：
经济放缓环境下的
投资之道





目录

前言	3		
概述		不可阻挡的趋势	
1.1 我们的2023年中财富展望	5	5.1 将国家安全利益置于经济合作之上：中美竞争导致去全球化及其影响	44
1.2 衰退和复苏进程尚未完成	10	5.2 非典型能源周期中的不寻常机会	50
1.3 战略资产配置的价值： 在投资者面临压力时降低组合风险	19	5.3 生成式人工智能：另一场科技革命的开端	57
1.4 经济放缓环境下的投资指南	24	地区预览	
货币		6.1 亚洲：迟来的重新开放和美元走弱将提振各国经济	62
2.1 美元主导地位即将终结，非美元资产将产生更高回报	27	6.2 欧洲：在温和增长中寻找精选机会	65
债券归来		6.3 拉美：金融环境有利，但各国央行保持谨慎	67
3.1 债券归来：当前应向何处寻找潜在固定收益机会	34	6.4 北美面临滚动式衰退	69
大量股票机会显现		术语表	72
4.1 在少数领军企业之外寻找价值	39		

前言



JIM O'DONNELL
Citi Global Wealth 首席执行官

我很高兴在此向各位介绍 Citi Global Wealth 2023 年中财富展望报告——《机遇在眼前：经济放缓环境之下的投资之道》。在本报告中，我们将分享对今年下半年及更远未来的预期研判，重点推荐我们看好的关键投资主题。

2023 年挑战重重，但我们仍视之为变革与机遇之年。通货膨胀正在逐渐缓解，但美联储仍在持续加息，导致经济增长放缓。我们预计美国将出现“滚动式衰退”，而世界其它国家和地区将逐渐走出近期冲击。与此同时，持有大量现金的投资者正在场外观望，等待逢低买入。我们预计到 2024 年，随着通胀消退，美联储将从加息转向降息，同时美国经济有

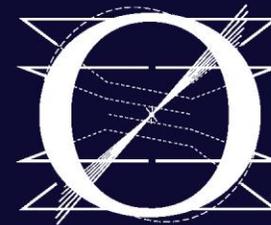
望开启复苏，为投资者释放更多潜在机会。

让投资组合保持充分投资仍然很重要，在此期间，您可以采取多种举措令资产保值增值。在本文中，David Bailin、Steven Wieting 和我们的投资策略团队将围绕如何捕捉更高债券收益率、增配防御型和收益型股票、分散配置货币提供宝贵见解。本报告还将探讨人工智能、近岸外包等新兴趋势可能带来的潜在投资机会。

在市场波动时，及时有效的指导尤显宝贵。除了编制详细报告外，我们还准备了一系列短视频以及一份简短的实操指南，以便您观看和参阅。与此同时，您的客户关系团队将结合您的具体情况，为您推荐合适的投资策略。

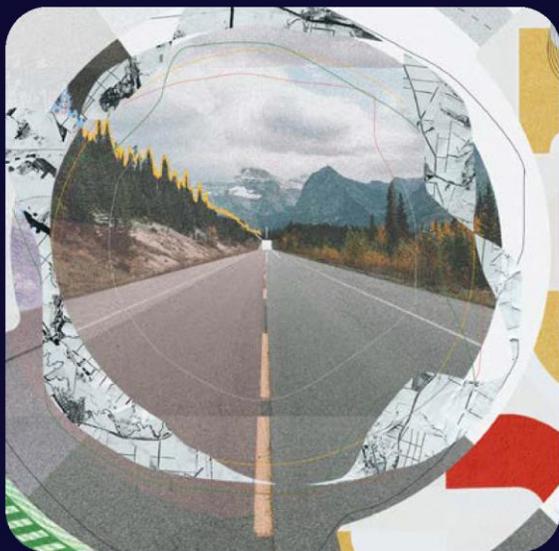
在这个动荡的时代，我们很自豪能成为您值得信赖的合作伙伴和财富向导！

2023 财富展望



年中版

1



目录 概述

- | | |
|-------------------------------|----|
| 1.1 我们的 2023 年中财富展望 | 5 |
| 1.2 衰退和复苏进程尚未完成 | 10 |
| 1.3 战略资产配置的价值：在投资者面临压力时降低组合风险 | 19 |
| 1.4 经济放缓环境下的投资指南 | 24 |

1.1

首席投资官解读：

我们的 2023 年中财富展望



DAVID BAILIN
首席投资官
Citi Global Wealth

当下，投资者都在寻找未来投资方向。虽然美国债务、人工智能的影响、中美紧张局势和乌克兰战争占据了新闻头条，但我们相信，投资前景仍有可能朝着积极的方向发展。正如我们在最新战略回报预期¹（参阅[“衰退和复苏进程尚未完成”](#)章节中的图3）中所反映的观点，我们认为，那些能够保持投资并及时择机调整投资组合的投资者可能会在未来十年得到很好的回报。

目前，投资者情绪似乎不佳，而这种悲观情绪创造了潜在的投资机会。以做空股数衡量，看跌情绪处于数十年高位，而美国货币基金和短期国债的资金规模也创下了历史新高。短期现金利率处于2007年以来的最高水平²。所有这些因素都表明，投资者正在等待市场指数下跌，然后再将其资产投入股市。这可能是有史以来最令人期待的熊市。这种情况也表明，择时交易是不可取的。如果所有人都在等待，那么任何下跌都可能是短暂的、不适合交易的。

¹ 战略回报预期（SRE）是指Citi Global Wealth Investments 对指数所属的特定资产类别未来十年回报所做的预测。花旗使用指数来代表各类资产。现金是指美国现金战略回报预期。各个特定资产类别的回报预测均采用适合该资产类别的专有方法做出。股票资产类别所采用的专有预测方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。该方法由特定的估值指标组成，涉及多个计算步骤。为了计算股票资产类别的战略回报预期，花旗还对收益和股息预期增长率进行了假设。对冲基金和私募股权的战略回报预期与股票的战略回报预期挂钩。债券资产类别所采用的专有预测方法基于当前的收益率水平。其他资产类别采用其他特定的预测方法。战略回报预期采用的货币单位为美元。战略回报预期通常每年更新一次，但也可能根据市场状况或方法调整而非定期更新。战略回报预期并不保证未来业绩。战略回报预期数值未扣除客户费用和开支。未来的回报率无法准确预测。在极端情况下，高回报率的投资往往面临更高的风险和更大的潜在损失。实际投资回报率可能相差很大。包括可能损失投资本金。投资者无法直接投资指数。以上所示所有战略回报预期信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。

² Haver Analytics, 截至 2023 年 6 月 1 日。

2023 年到目前为止，市场是上涨的，考虑到高利率、持续通胀等所有负面的经济新闻，这一结果似乎出人意料。但我们并不感到惊讶，而且我们一直建议客户保持投资。在过去 16 个月的大部分时间里，我们一直坚持持有保守型、收益型股票及优质债券，并倾向于配置美国资产。2022 年，美国最稳定的派息类股票——我们最大的风格权重股³——下跌了 6.2%，而美股整体跌幅高达 19.2%⁴。资产配置显然很重要，分散化配置也尤为重要。

保持投资，把握好布局方向和时机

正如我们在《2023 年中展望》中所述，新冠疫情带来的经济政策“后遗症”、政府的干预措施以及随后的加息仍在影响全球经济（参阅[衰退和复苏进程尚未完成](#)）。过去 10 年，在避险情绪的推动下，美元资产蒸蒸日上。然而，2023 年股市领跑者数量的集中度非常高。自 2023 年初以来，美国股市超过 90% 的涨幅来自于 5 只股票。

随着这些问题的逐步解决，我们看到潜在的全球投资机会正在显现。实际上，价值创造已经在进行中——这正是我们上调战略回报预期（SRE）的一个原因（参阅[衰退和复苏进程尚未完成](#)章节中的图 3）。如果我们看一下中小盘股、国际股票和新兴市场的股价，就会发现全球许多资产的相对价格已经变得极其便宜（图 1）。

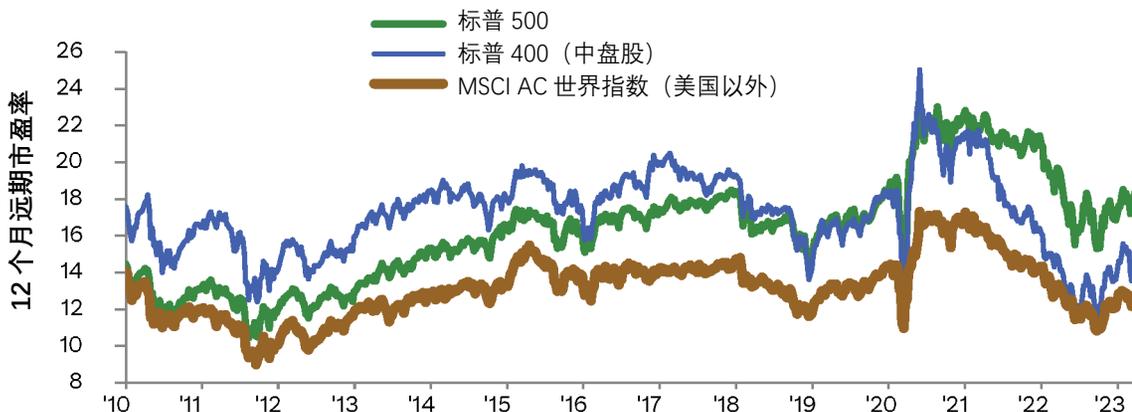
在我们看来，随着投资环境的变化，投资者需要对投资组合做出一些重大调整。我们认为，积极的资产配置可能会在未来一段时间内带来价值提升。以下是我们看到的抓住潜在机会的一些方法：

减持现金，加长久期

随着美国债务上限谈判的落幕，我们预计短期利率即将见顶。我们预计，美国政府将超常发行大量短期国债以补充国库。美债的大量发行可能会挤出存款，推高收益率，并使美元升值。

虽然投资者倾向于将资产集中于短期国债和货币市场基金，但我们认为，这最终将损害他们的回报。更好的策略是通过配置中期公司债券、美国市政债券和优先股来延长久期。如此一来，投资者就有可能在更长时间内保持较高的收益率，而且当美联储扭转方向开始降息时，投资者或可从利率下降的环境中获利。

图 1：美国大中盘和非美国股票估值



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。指数仅供展示说明之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能会有所不同。

³ 适应性估值策略（AVS）是Citi Global Wealth Investments专有的战略性资产配置方法。该策略为每个客户的投资组合确定适宜的长期配置方案。分析所使用的AVS投资组合是全球美元传统资产第3风险等级投资组合。风险等级是衡量客户风险偏好的指标。AVS第3等级——以寻求适度的资本增值为主，资本保值为辅。第3等级分散化配置并不确保盈利，亦不保证不会损失本金。

⁴ 股息增长股以标普500股息贵族总回报指数表示，整体美国股市以罗素3000总回报指数表示。

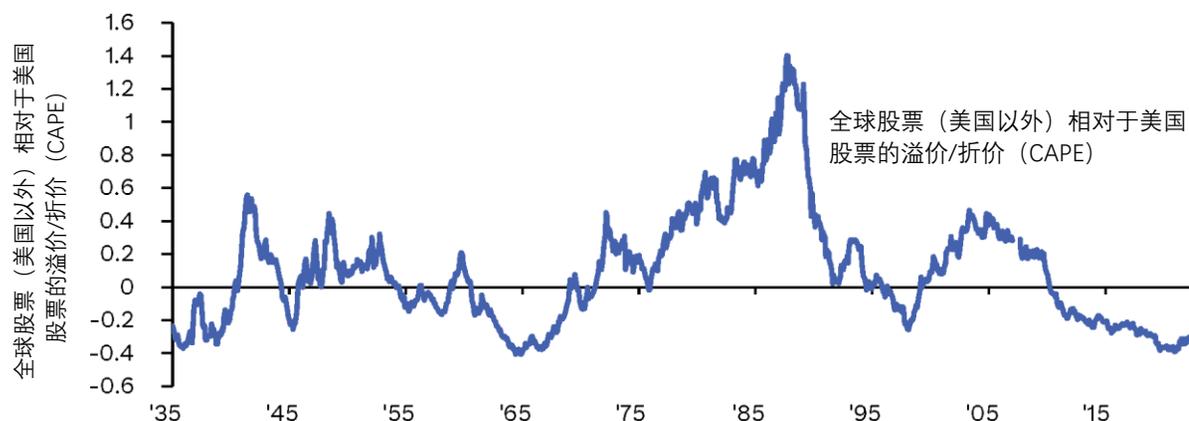
增加非美国债务敞口

美元现已涨至近50年高位，正在见顶，未来可能会出现不均匀的逐渐下跌。这一走势表明，信用良好的非美国主权债务可成为固定收益持仓的强力补充（参阅[美元主导地位即将终结，非美元资产将产生更高回报](#)）。不仅这些证券可以提供更高的收益率，而且美元贬值也可能会带来更高的到期总回报。

投资非美国股票

非美国股票具有良好的投资价值。非美股相对于美股的估值折价达到历史最高水平（图 2）。与此同时，美国以外地区的增长前景表明，美国以外企业的盈利可能大幅增长。我们提高了亚洲、欧洲和拉美股市的权重，同时减少了一些在 2022 年表现出色的防御性股票敞口（如大盘制药股）。随着全球复苏的开启，我们可能会进一步增配多个行业的非美股，并重点关注有可能实现可持续的收入增长和利润的行业和公司。

图 2：美股与非美股相对周期性调整市盈率



资料来源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。使用 MSCI（美国以外）世界指数和 MSCI 美国指数。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。指数仅供展示说明之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能会有所不同。CAPE 比率是一种估值指标，该比率使用 10 年期的每股实际收益（EPS）来平滑企业利润在商业周期不同时期发生的波动。

在美国市场寻找价值

我们认为，在美国进入和走出滚动式衰退的过程中，美国市场有一些领域具有相对投资价值。值得注意的一个重要领域是中小盘股，该类股票目前的估值相对于盈利企业的大盘股折价 30%⁵。中小盘股通常在经济复苏的第一年表现最好，届时这些企业的盈利预计将出现反弹。

标普中盘 400 指数⁶和标普小盘 600 指数⁷是另外两个可能带来盈利机会的股票类别。等到美联储降息以解决失业问题之时（我们相信降息很快就会发生），重点关注盈利能力较好的中小企业是明智之举。

扩大科技股和成长股敞口

2020 年至 2021 年，在疫情爆发初期，大型科技股的估值飙升。但到了 2022 年，我们看到这种情况发生了逆转。随着美联储以前所未有的速度上调联邦基金利率，成长股估值出现下跌。

⁵ 标普 400 指数和标普 600 指数与标普 500 指数的对比数据基于 2023 年的每股收益预估值。

⁶ 亦称为标普 400 指数，该指数衡量美国股市 400 家中型企业的表现。

⁷ 衡量美国股市中符合特定纳入标准的 600 家小型公司的表现。

但随着收益率曲线倒挂，投资者已开始将注意力重新聚焦于资产负债表强劲、增长前景良好的科技企业。尽管美国工业拥有广阔的增长前景，但2023年科技股的涨幅仅来自于少数几家企业。年初迄今，美国大型IT企业的股票上涨了37%⁸。为一种新型人工智能（被称为生成式人工智能）提供基础设施的企业（参阅[生成式人工智能：另一场科技革命的开端](#)）是该涨幅的主要贡献者。尽管我们会进一步加大对生成式人工智能的敞口，但未来投资组合的许多其他机会可能存在于估值尚未反映出其未来增长潜力的中小型科技企业之中。

另类投资和私募信贷

最后，对于合格投资者，我们认为可以在另类投资领域寻找投资机会。私募信贷目前存在资金短缺的问题。由于银行存款不足，以及对写字楼等商业房地产的敞口太大，银行在贷款方面也转趋审慎。美联储正在继续实施量化紧缩政策，同时美国财政部不断提高借款规模，投资者不断囤积现金和青睐短期投资。对于合格的投资者，某些债务证券或可提供类似股票的回报率。

给私募股权收购贷款、给后期风险投资公司贷款，以及用于房地产再融资的夹层债务及其他类似贷款机会的年收益率都在10%以上⁹。与2008-2009年不同，我们并未看到信贷崩溃的迹象。企业资产负债表状况良好，未来的信贷问题可能集中在商业房地产领域。资本短缺并不经常发生，所以合格投资者有可能在未来3-5年在私募信贷领域获益。

盯紧信号

2022年，股票和债券双双出现两位数的跌幅——这是自1931年以来60/40投资组合总回报最差的一年¹⁰，导致不同投资组合的估值和相对价值被重置。由于预计2022年市场状况不佳，我们在2021年将防御性投资增加了一倍。虽然我们更青睐股息增长股的长期回报属性，但我们会将其权重调回正常。而且，虽然我们目前享受着短期高等级债券的高收益，但为了继续寻求收益，我们将从短期债券转向美国和新兴市场的中期信贷，争取在利率下降时获益。随着估值改善和市场错配的出现，我们将从偏向防御性资产转为超配风险资产。

2023年初，美国财政部达到债务上限，开始采取紧急措施限制债务发行。目前，我们预计，到2023年第三季度末，美国或将发行1.3万亿美元的新债务。当美国财政部需要筹集巨额资金，而美联储继续收紧政策时，我们预计，对美联储进一步收紧政策的担忧将压低已具吸引力的资产价格。

展望未来

我们寻求从标普500指数中分散股票敞口的原因之一是，过去两年大盘股的表现超出预期，而标普500指数的实际每股收益在2023年有所下降。这意味着我们认为大盘股已变得相对昂贵。尽管2024年美国大盘股的价格可能上涨，但美国大盘股不太可能领涨市场。

为了抓住我们新的战略回报预期¹的投资潜力，我们将考虑在2023年下半年到2024年对不同风险资产、地域和策略进行轮动配置。我们可能会分散选股，并在潜在机会显现时超配股票策略。

我们预计美国债券将成为投资组合的基础资产，在提供正收益的同时，将标的相关资产的相关性降至为负，以降低投资组合的波动性。未来我们会寻求对非美国债券和长期证券进行分散配置，但由于我们预计利率将下降，我们也可能将配置重点重新转回股票。

⁸ 标普 500 信息科技指数。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。指数仅供展示说明之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能会有所不同。

⁹ 《随着需求降温，私募股权公司减少放贷》（[Private equity firms lend less as demand cools](#)），2023年3月3日，Chibuike Oguh。

¹⁰ 资料来源：Global Financial Data，截至2023年6月5日。

提前布局 VS 等待观望，哪个风险更大？

当短期国债利率和现金余额处于高位时，投资者很容易坐等观望。短期来看，这似乎是安全的，但若把目光放在一年以后，我们认为那些未建立核心投资组合的人可能不会太走运。在经历了疫情和美联储过度反应的双重市场冲击之后，未来十年的回报率可能会高于平均水平。那些持有现金者将错失市场复苏带来的回报。

择时交易会损害投资组合的回报。在市场中，最好的日子通常是与最差的日子接踵而至的，您一定不愿意错过大涨的日子。投资者应该重视主动配置资产的价值，也就是选择投资什么和何时投资。

在未来几个月，我们强烈建议投资者减少对现金这一资产类别的敞口。投资者首先要做的，应该是加长久期。虽然我们买入某些股票或债券可能为时过早，但我们的目标是赚取表现欠佳的资产类别带来的“总收益”。这种提前布局需要具有远见和行动力。



1.2

衰退和复苏进程尚未完成

STEVEN WIETING

首席投资策略师和首席经济学家

2023年的市场反弹提醒投资者，择时交易是徒劳无益的。最糟糕的时期似乎已经过去，但熊市行情尚未走完。投资者或可从收益型资产中获益，同时开始重新调整投资组合，布局估值修复和长期增长机会。

- 2022年，我们转向股票和债券领域的保守型、收益型资产。防御性策略的实施，为未来抓住更多投资机会创造了条件
- 我们略微上调了经济预测，但政策收紧对美国劳动力市场的影响仍有待观察
- 我们目前的资产配置策略优先考虑高质量收益，重点关注资产负债表强劲、派息稳定的公司。在我们的AVS第3风险等级投资组合中¹，我们超配了美国政府债券。虽然我们对小盘股持谨慎态度，但随着估值暴跌，未来回报已经有所改善。全球许多资产都是如此，我们已经相应调整了投资组合

¹ 适应性估值策略（AVS）是 Citi Global Wealth Investments 专有的战略性资产配置方法。该策略为每个客户的投资组合确定适宜的长期配置方案。分析所使用的 AVS 投资组合是全球美元传统资产第 3 风险等级投资组合。风险等级是衡量客户风险偏好的指标。AVS 第 3 等级 - 以寻求适度的资本增值为主，资本保值为辅。第 3 等级分散化配置并不确保盈利，亦不保证不会损失本金。

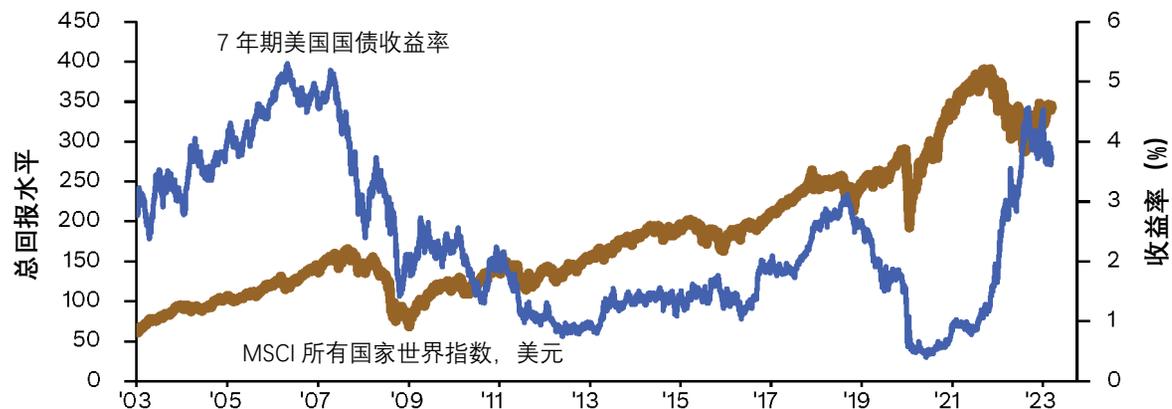
2023年上半年全球金融市场的表现让投资者明白，择时交易并非明智之举。尽管人们对股市充满担忧，但今年迄今为止，全球股市的回报率为8.0%²，而全球债券的回报率为2.0%³。

当然，这样的反弹是基于2022年的糟糕市场表现，2022年的股市和债市是自1931年以来总回报最糟糕的一年。这是一次严重的清算；这是政府在新冠疫情冲击期间和之后过度刺激经济、然后又扭转方向以遏制由此产生的通胀所产生的代价。

未来的投资机会

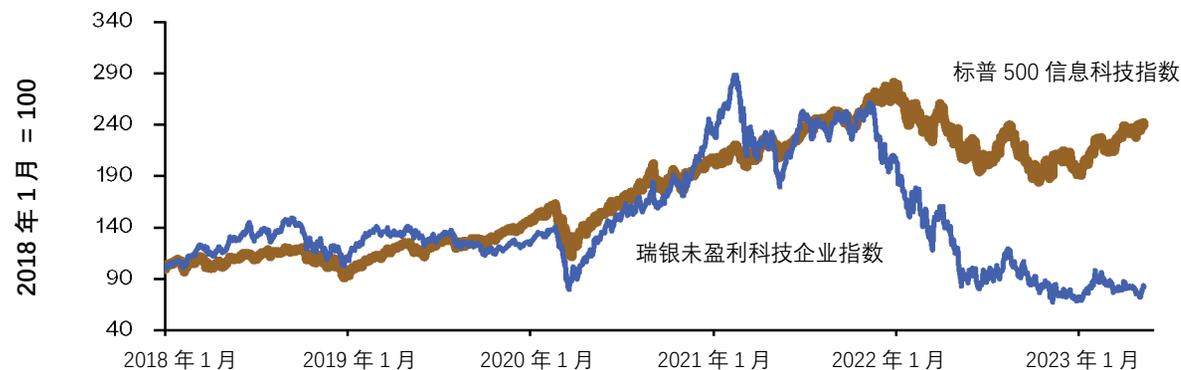
与2020-2021年经济复苏初期相比，2022年两位数的跌幅创造了更大的投资机会。虽然美国政府债券收益率已从高点回落，但在收益率曲线不同点位仍上升了3-4个百分点（图1）。大量资金从投机性投资转向保守型、收益型资产。考虑到这些因素，我们上调了对未来十年长期战略资产回报的预期（图2和图3）。

图 1：美国国债收益率达到 2007 年以来的最高水平



资料来源：彭博，截至2023年5月4日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。指数仅供展示说明之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能会有所不同。

图 2：非盈利企业经历了历史性大跌



资料来源：彭博，2023年4月4日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。指数仅供展示说明之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能会有所不同。

² 资料来源：标普500指数，截至2023年6月2日

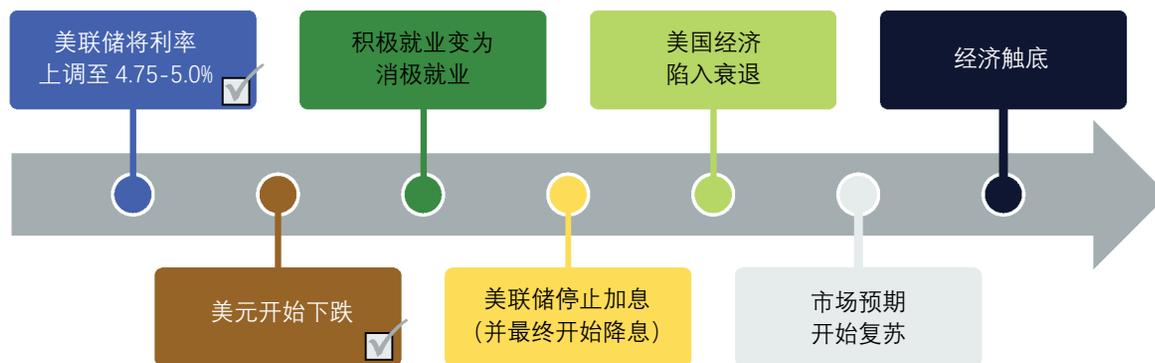
³ 资料来源：美国综合债券指数，截至2023年6月2日

图 3：调高战略回报预期 (SRE)

资产类别	2023 SRE	2022 SRE
发达市场股票	7.0%	3.8%
新兴市场股票	12.9%	8.1%
投资级债券	4.6%	1.8%
高收益债券	7.4%	2.6%
新兴市场债券	7.8%	3.6%
现金	3.4%	0.9%
对冲基金	9.1%	4.1%
私募股权	17.6%	11.6%
房地产	10.6%	8.8%
大宗商品	2.4%	1.5%

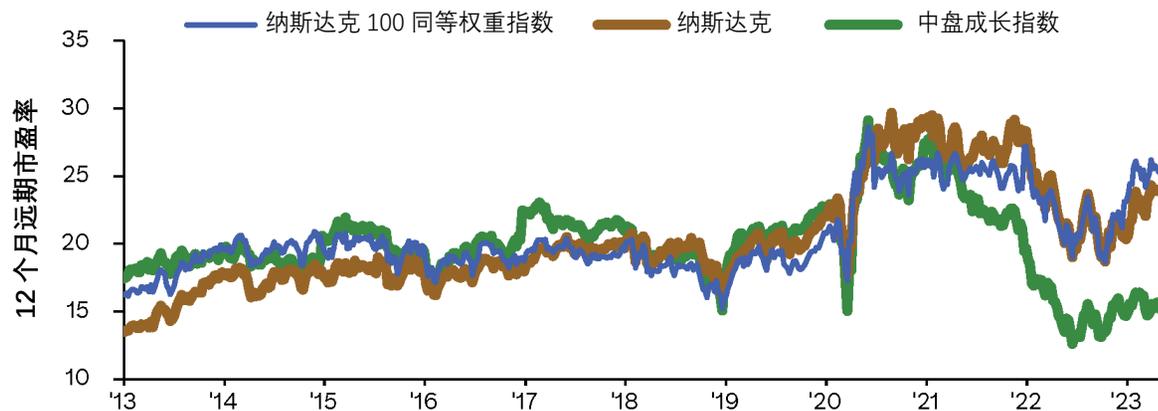
资料来源：Citi Global Wealth Investments 数据，截至 2022 年 10 月 31 日。战略回报预期 (SRE) 是指 Citi Global Wealth Investments 对指数所属的特定资产类别未来十年的回报所做的预测。花旗使用指数来代表各类资产。现金是指美国现金战略回报预测。各个特定资产类别的预测均采用适合该资产类别的专有方法做出。股票资产类别所采用的专有预测方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。该方法由特定的估值指标组成，涉及多个计算步骤。为了计算股票资产类别的战略回报预测，花旗还对收益和股息预期增长率进行了假设。对冲基金和私募股权的战略回报预测与股票的战略回报预测挂钩。债券资产类别所采用的专有预测方法基于当前的收益率水平。其他资产类别采用其他特定的预测方法。战略回报预测的货币单位为美元。战略回报预测通常每年更新一次，但也可能根据市场状况或方法调整而进行非定期更新。战略回报预期并不保证未来业绩。战略回报预测数值未扣除客户费用和开支。未来的回报率无法准确预测。在极端情况下，高回报率的投资往往面临更高的风险和更大的潜在损失。实际投资回报率可能相差很大。包括可能损失投资本金。投资者无法直接投资指数。以上所示所有战略回报预测信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。

图 4：2023 年经济复苏路径推演



资料来源：Citi Global Wealth Investments 首席投资策略师办公室，截至 2023 年 3 月 31 日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 5：小型企业经历了熊市的冲击



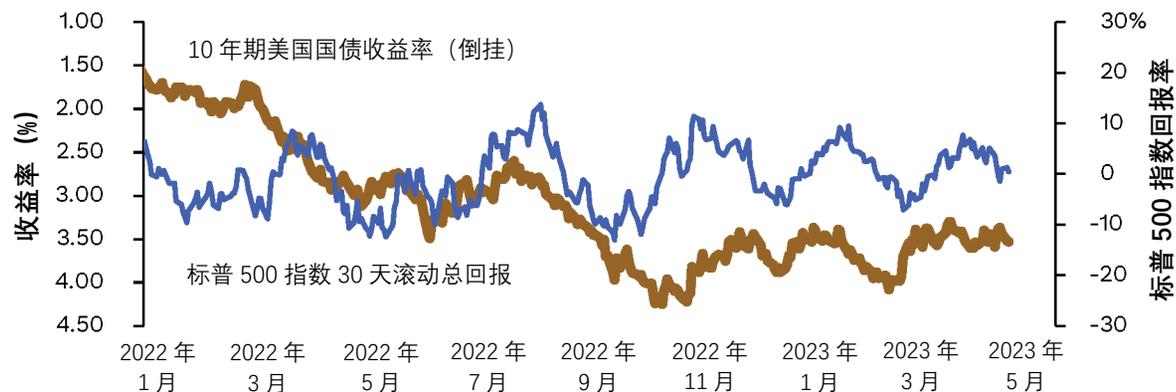
资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 26 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

行情尚未走完

我们仍相信，最糟糕的情况已经过去。但是，熊市行情尚未走完。经过我们的复苏路线图（参阅[2023年财富展望：复苏之路](#)）推演，我们认为在达到真正的、持续的扩张阶段之前，可能还需要经历一系列事件（图 4）。简而言之，在美联储仍在收紧货币政策之际，要估算新一轮经济复苏的股价还为时过早。

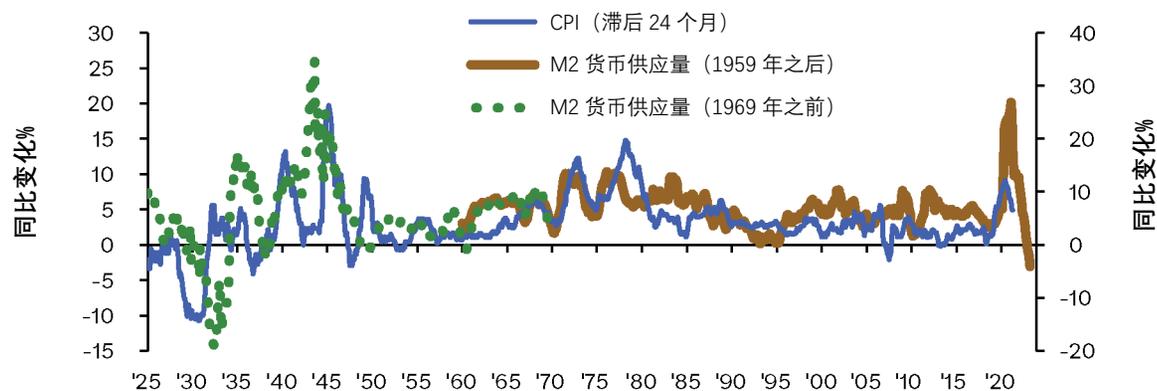
今年迄今为止，不同风格和行业的投资表现一直都参差不齐。我们对资产配置一直高度重视收益质量。自 2022 年 1 月以来，我们对最稳定的股息增长股或资产负债表最强劲的企业一直保持超配立场。在 AVS 第 3 风险等级投资组合中，我们对小盘股维持低配，这些企业通常负债更多，承受宏观经济周期和冲击的能力更弱。我们超配的债券持仓仍集中在美国政府债券上。虽然我们的短期回报可能落后于偶尔的反弹，但我们的持仓或可抵御任何抛售。同时，“防御性投资”的好处越来越少。我们目前低配的一些防御性较弱的资产估值正在改善（图 5）。

图 6：股票和债券回报率之间的相关性



资料来源：Factset，截至 2023 年 5 月 4 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 7：货币供应导致通胀整整 2 年



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 11 日。

分散化配置的好处再次显现

在收益率大幅上升之后，政府债券又开始为投资者提供固定收益，而且其与风险资产的相关性为负（参阅[债券回归：当前应向何处寻找潜在固定收益机会](#)）。这些属性使均衡型股债投资组合能够产生比单个资产类别更高的风险调整后回报（图 6）。到目前为止，均衡型投资组合的表现表明，未来一段时期的长期回报将更为强劲。

我们最新的经济预测

我们一直认为，一次全球冲击不应导致两次经济衰退。新冠疫情带来的供应中断在历史上并非独一无二。所有的全球供应中断——无论是因为战争还是贸易禁令——都在一段时间内破坏了消费者价格的稳定（图 7）。可以说，政策制定者在一定程度上成功遏制了最初的疫情冲击造成的长期经济损失。但是，由于他们决定在疫情过后的复苏期间继续实施大规模刺激，导致供需错配加剧。

在 2021 年美国繁荣期，美联储持续推行宽松货币政策，导致通胀率与实际 GDP 一起飙升，涨幅达到 6%。随后，随着经济不断下滑，美联储选择收紧货币政策。

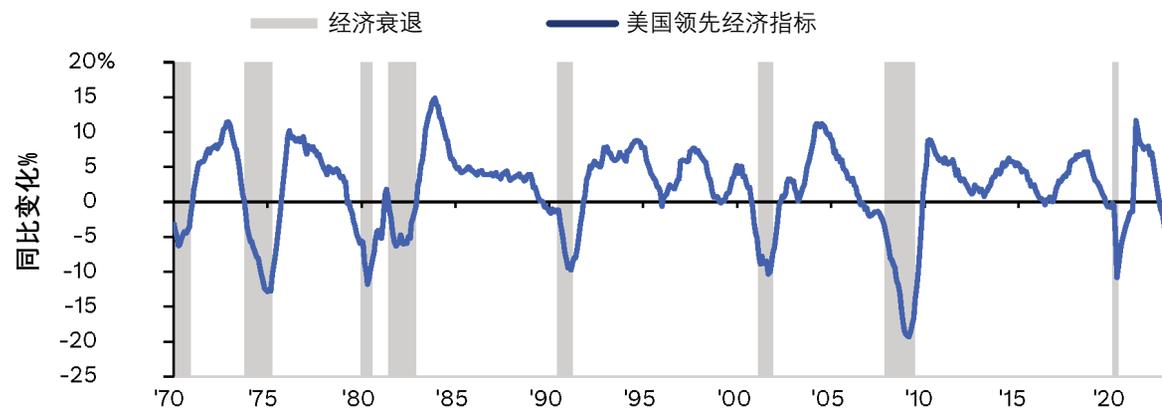
我们认为，美联储紧缩政策和银行削减放贷对经济的全面影响效果有限。5月，美联储召开会议，将政策利率提高到5.125%，并继续实施量化紧缩政策。然而，美国领先经济指标指数已经下降了8%（图8）。

虽然美国经济和美联储政策似乎相互矛盾，但被压抑的需求和新冠疫情后的反弹势头意味着，美国经济走势将比我们最初在2023年预期的更为强劲。中国经济比预期更早地重新开放，加上战争引发的能源冲击逐渐消退，都为经济注入了更多动力。考虑到所有这些因素，我们略微上调了2023年的增长预测（图9，并请参阅我们的[地区预览](#)）。

然而，对我们的2023年和2024年展望构成拖累的是，为了应对美国雇主的“劳动力囤积”行为，美联储的政策收紧幅度大于预期。这表明，紧缩政策的负面影响只是被推迟了一段时间（图10）。我们将2023年美国实际GDP预测值从0.5%上调至1%，同时又将2024年的预测值从2.1%下调至1.4%。

美国经济增速最慢的时期可能出现在 2023 年或 2024 年初。总之，在美国经济从“疲弱”中复原、美联储放宽货币政策之前，这两年的增长可能会低于趋势水平。目前来看，相较于中国的政策性硬着陆和失业率的迅速攀升，美国政府在疫情前后采取了截然不同的政策（图11）。

图 8：美国领先经济指标指数同比变化



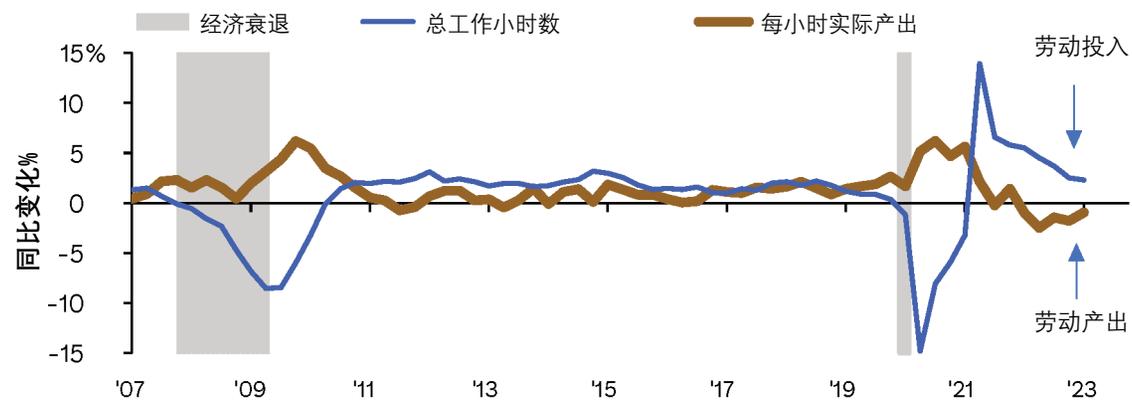
资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 11 日。灰色区域表示美国经济衰退。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 9：Citi Global Wealth Investments 的 GDP 预测

截至2023年5月（括号内为前值）					
	2020	2021	2022	2023	2024
中国	2.4	7.5	3.0	5.8 (5.5)	4.5 (4.2)
美国	-3.4	5.7	2.0	1.0 (0.5)	1.4 (2.1)
欧盟	-6.3	5.4	3.6	0.8 (0.0)	1.1
英国	-11.0	7.6	4.1	0.3 (-0.5)	1.1
全球	-3.2	5.7	3.4	2.5 (2.0)	2.4 (2.4)

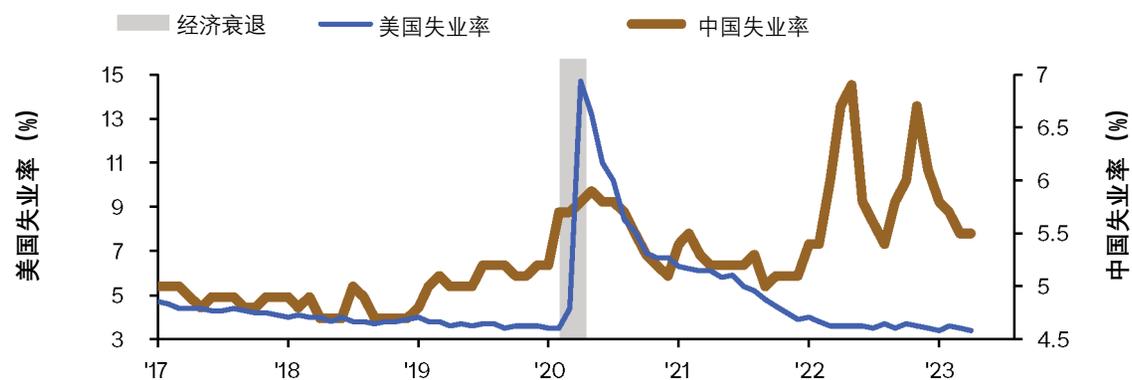
资料来源：Haver Analytics 和 Citi Global Wealth Investments，截至 2023 年 5 月。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 10：雇主囤积劳动力导致生产力下降



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。

图 11：截然不同的周期 – 美国和中国失业率



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。

图 12: 美国在建多户型住宅 VS 相关建筑业就业人数同比变化



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。灰色区域表示美国经济衰退。

通胀即将减速

我们认为，到2023年底，美国核心消费者价格指数（CPI）通胀率将从2022年底的6.5%降至3.5%。未来还可能降至接近美联储2024年的目标水平2%。但如若达到这一水平就会给经济带来一定的创伤。

新冠疫情爆发以来，在零政策利率的刺激下，创纪录数量的多户型住宅建设活动获得了资金支持（图12）。这些“长周期”公寓项目将于今年晚些时候到明年交付。融资成本大幅上升，意味着新建项目将大幅减少，随之而来的将是相关行业失业人数增加。另一方面，租住单元供应的增加或将减缓房价上涨，而房价作为CPI的主要构成要素，到2023年中将触及新周期高点。

波动或将加剧

截至本文撰稿时，美国国会刚刚通过一项法案，暂停债务上限至2025年1月。在美国财政部现金余额即将耗尽之际，这将为美国提高借款规模打开闸门。除了通过借款为美国赤字融资外，到2023年底，未来几个月短期美国国债净发行量可能超过3000亿美元，美国国债总净发行量可能超过1.3万亿美元。按照目前的高收益率，美国政府的借款可能取代其他资产类别，并暂时提振美元。若是如此，我们将把它看作为未来几年增持非美国资产的大好机会。例如，我们已经增持了巴西和亚洲新兴市场股票（参阅[货币](#)）。

美国的情况也与2011年大不相同，当时标普500指数在美国达成债务上限协议后下跌超过15%。在随后的一段时间里，美国股市大幅回升，并在接下来的10年里跑赢了全球股市。然而，在该财政协议达成之时，美国失业率超过8.5%，美联储的政策利率接近于零。受2007-2008年全球金融危机的影响，美国企业利润仍处于严重低迷状态。因此，在接下来的几年里，企业利润迅速增长。现如今，美联储仍在抑制美国经济，美国企业利润处于高位，但正在下滑。基于这些原因，我们不认为美国大盘股将在未来几年领跑全球股市回报。

未来的一系列潜在机会

去年，债券收益率不断飙升，使成长型股票出现暴跌。今年，成长型投资开始复苏。但是，涨幅主要集中在资产负债表最强劲的大型企业。年初迄今，标普500指数IT板块的回报率达到35%，而标普600指数IT板块的回报率为15%以上。

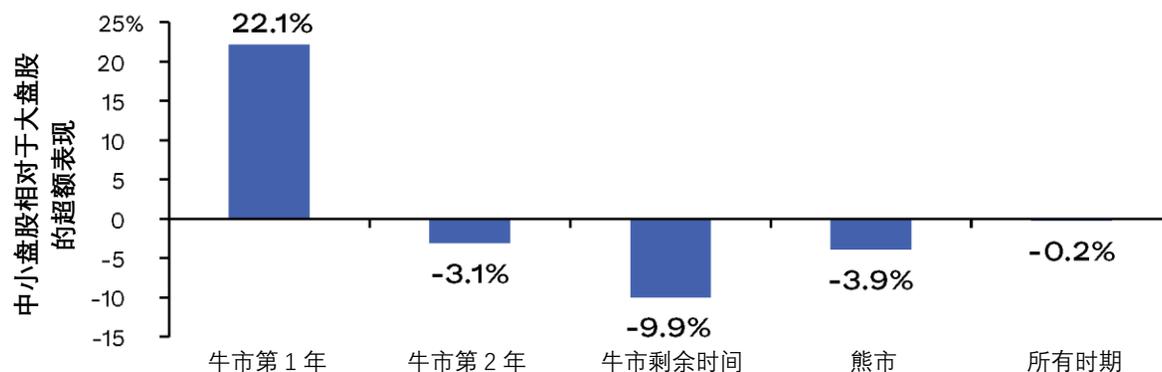
我们对网络安全等长期增长驱动企业维持超配，并适时关注人工智能和可再生能源的投资机会。我们未来还会择机增配全球中小盘股，而非大盘股，因为大盘股的历史市盈率已经达到25倍。相比之下，按照2023年的预估值，盈利的美国中小盘估值较大盘股折价近30%。

国际股市也存在相似或更高的估值折扣。美元走强进一步加剧了这种估值差距。这应有助于美国以外市场在未来 10 年产生更高的回报。为了抓住这一机遇，我们已经对投资组合做了相应调整。

今年迄今，我们的美国大盘股持仓比低配的小盘股的表现高出 900 多个基点。我们还不准备放弃这部分防御性资产（图 13）。然而，由于“防御性”股票已被普遍增持——有些估值已经大幅提升——因此，其他股票的回报变得越来越有吸引力，即使投资者“提早布局”也仍有利可图。

历史数据显示，在过去一个世纪美国股市的熊市中，两年以上时间才触底的只有两次。虽然我们还没有进入一个令人信服的牛市周期，但我们预计，到《2024 年财富展望》发布时，我们的投资之旅将会走得更远。

图 13：中小盘股的优异表现往往高度集中在牛市初期



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 12 日。小盘股以罗素 2000 指数表示，大盘股以标普 500 指数表示。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

1.3

战略资产配置的价值：在投资者面临压力时降低组合风险

DAVIDE ANDALORO

高级投资组合经理兼多资产策略主管
花旗投资管理

PAISAN LIMRATANAMONGKOL

全球资产配置与量化研究全球主管
花旗投资管理

XIN HE

投资量化研究高级主管
花旗投资管理

在市场压力极大时，严格的战略资产配置可以降低回撤幅度，减少波动，从而带来更高的风险调整后长期回报。考虑到2022年的市场低迷、美元的高估值以及美国衰退终结后全球经济可能出现的增长，我们的战略资产配置框架“适应性估值策略”¹目前上调了风险调整后的长期回报预测。

- 采用战略资产配置（SAA）对不同的资产类别进行分散化配置可以提升投资业绩
- 花旗专有的战略资产配置方法——适应性估值策略（AVS），可以帮助投资者降低投资组合的波动风险
- 稳健的战略资产配置策略应具备长期专注、严守纪律、保持耐心等特征

¹ 适应性估值策略（AVS）是 Citi Global Wealth Investments 专有的战略性资产配置方法。该策略为每个客户的投资组合确定适宜的长期配置方案。分析所使用的 AVS 投资组合是全球美元传统资产第 3 风险等级投资组合。风险等级是衡量客户风险偏好的指标。AVS 第 3 等级 - 以寻求适度的资本增值为主，资本保值为辅。第 3 等级分散化配置并不确保盈利，亦不保证不会损失本金。

减轻投资者压力，同时追求高回报

投资是有压力的，尤其是在市场走势分化的时候。投资者要想追求回报，必须让资金发挥作用，并容忍其投资价值有一定的波动。没有风险就没有回报，随着时间的推移，如果采用分散化投资，并设计一些流程来重新平衡投资组合，就有望获得更高的风险调整后回报。

我们相信，我们的战略资产配置方法可以为投资组合带来切实利益。通过将风险分散到不同的资产类别，我们的战略资产配置可以带来更高的长期风险调整后回报。从历史上看，当市场压力极大时，严格的资产配置使投资组合能够降低回撤发生概率，实现更快速的反弹。

我们的战略资产配置是一种严格的长期投资组合策略，旨在对不同资产类别进行分散配置，并定期重新平衡风险敞口。我们认为，战略资产配置对于优化投资流程、高效实现投资目标至关重要。40 年的基本面投资研究表明²，长期投资组合 90% 以上的回报变动与战略资产配置有关，从而使其可以为所有投资策略带来更多附加值。

众所周知，分散化配置有利于提高长期风险调整后回报，严格执行投资策略，避免“择时交易”的诱惑，有可能给投资者带来切实的利益，尤其是在动荡时期。这样做不仅能够提高回报，还可以为投资者带来更好的持有体验。换言之，战略资产配置可能有助于减轻投资组合风险，并在充满挑战的市场环境下帮助减轻投资者的压力。

在高压市场环境中抑制波动

适应性估值策略 (AVS) 是我们专有的战略性资产配置方法。AVS 对未来 10 年进行展望，该策略依据以下观点进行预测，即随着时间的推移，当前较低估值意味着未来回报较高，而较高估值代表着未来回报较低。我们的框架使用当前资产类别估值来制定战略回报预期 (SRE)。然后，再根据 SRE 对战略资产配置的每个资产类别进行配置。我们每年更新一次假设。2022 年，随着市场全面下跌，我们目睹了估值的大幅下降。考虑到 2022 年的市场低迷、美元的高估值以及美国衰退终结后全球经济可能出现的增长，我们的 AVS 框架上调了风险调整后的长期回报预测。

为了衡量我们资产配置在压力市场环境中的表现，我们利用专有 AVS 框架，从波动性、回撤和复苏三个方面，将标普 500 指数与我们的 AVS 第 3 风险等级投资组合进行了对比。

有一种看法认为，当市场压力极大时，风险资产类别的相关性为 1，而波动性则不成比例地增加。在 Citi Global Wealth Investments，我们认为这种看法并不全面。我们的资产配置曾经在股市过热的情况下为投资组合降温。图 1 显示了美国最近三次经济衰退及与之相关的股市熊市期间的年化波动率。三次衰退期分别为：2000 年的互联网泡沫、2007-2008 年的全球金融危机和 2020 年新冠疫情引发的经济衰退。图中数据使用相应的高峰至低谷期间的每日数据计算得出。

如图所示，在互联网泡沫的长期熊市期间（2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日），标普 500 指数的波动率为 22.9%，而我们资产配置的波动率为 9.6%-9.7%。在与全球金融危机相关的熊市期间，标普 500 指数的波动率为 37.3%，而我们资产配置的波动率不到其一半，仅为 17.1%。新冠疫情引发的回撤尤其短暂而剧烈，其回撤强度之大，速度之快，是市场处于“恐慌模式”的有力证明。在此期间，标普 500 指数的波动率为 79.8%，而我们资产配置的波动率为 35.3%——同样不到一半。

如果将这些结果用于投资者的投资组合，将会带来潜在利益。

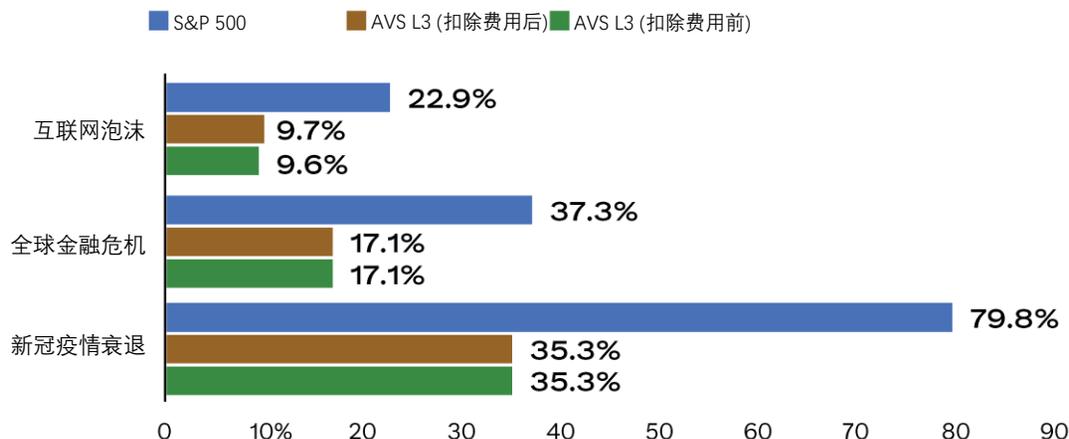
² Gary P. Brinson、L. Randolph Hood 和 Gilbert L. Beebower，《投资组合绩效的决定因素》(Determinants of Portfolio Performance) 载于《金融分析师杂志》1986 年 7 月/8 月刊。另见 Roger G. Ibbotson，《资产配置的重要性》(Importance of Asset Allocation) 载于《金融分析师杂志》2010 年 3 月/4 月刊。

在承压时期降低组合回撤

波动性并非投资者唯一关心的问题。当一个投资组合的价值暴跌20%、40%甚至更多时，要坚持投资是极具挑战性的。受情绪化影响的投资者可能会减少止损、退出市场，这样方可安心。但这可能会损害他们的长期回报。股市往往会先于经济复苏，而从更长的时间跨度来看，选择何时有效地进入和退出市场几乎是不可能的。战略资产配置可以分散投资组合，严守投资纪律，不断重新平衡投资组合，从而降低投资组合的回撤，并更快地实现复苏——图2。在互联网泡沫期间，标普500指数从前一个峰值下跌了47.4%，而我们的资产配置的回撤幅度较小，扣除费用后的跌幅为32.8%（扣除费用前为25.9%）。全球金融危机是过去几十年来最极端的事件之一，在此期间，标普500指数的价值下跌了一半以上，跌幅为55.4%。在标普500指数触及前期回撤高点8个月后，我们的资产配置也达到前期高点，但我们的回撤幅度比标普指数低15%，跌幅为41.5%。

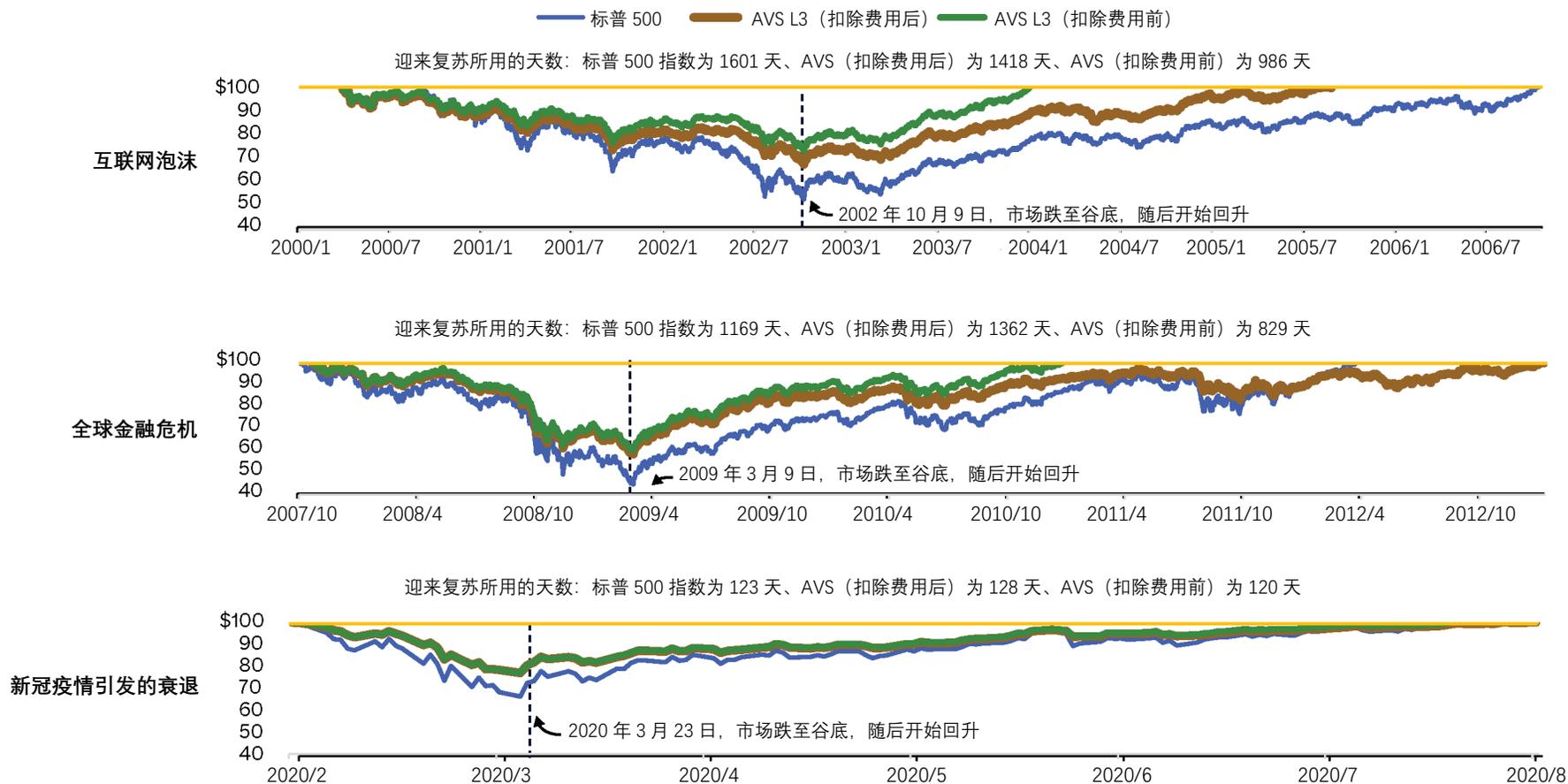
为了进一步测试我们战略资产配置方法的有效性，我们扩大分析范围，考虑了自互联网泡沫以来标普500指数10次最严重的抛售（图3和图4）。如图所示，平均而言，我们的资产配置的波动率不到标普500指数的一半，平均回撤率比标普500指数低三分之一。

图 1：市场承压期间的年化波动率



资料来源：Citi Global Wealth Investments和彭博，截至2023年5月1日。互联网泡沫事件考察的是标普500指数从2000年9月1日的高峰到2002年10月9日低谷的年化成交量；全球金融危机考察的时间范围为从2007年10月9日的高峰到2009年3月9日的低谷；新冠疫情考察的时间范围为从2020年2月19日的高峰到2020年3月23日的低谷。图中数据是指标普500指数和AVS第3风险等级投资组合曾经的波动率。AVS第3风险等级的业绩为资产类别层面的业绩数据，计算时使用指数来代表各类资产。扣除费用前的回报数据未扣除咨询费。净业绩结果已扣除咨询服务相关费用，最高为2.5%，其中包括咨询费和交易成本。所示业绩信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。例如，在编制假设业绩信息时，诸多股票、债券或大宗商品市场相关因素无法计入或未计入考量，所有这些因素都可能影响实际业绩。以上所示为指数收益，并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。填充配置模型所用资产类别的表现可能不及其各自的指数，从而导致业绩低于模型预测值。

图 2：互联网泡沫、全球金融危机和新冠疫情衰退复苏时期对比



资料来源：Citi Global Wealth Investments 和彭博，截至 2023 年 5 月 1 日。互联网泡沫事件考察的是标普 500 指数从 2000 年 9 月 1 日的高峰到 2002 年 10 月 9 日的低谷的年化成交量；全球金融危机考察的时间范围为从 2007 年 10 月 9 日的高峰到 2009 年 3 月 9 日的低谷；新冠疫情考察的时间范围为从 2020 年 2 月 19 日的高峰到 2020 年 3 月 23 日的低谷。AVS 第 3 风险等级的业绩为资产类别层面的业绩数据，计算时使用指数来代表各类资产。扣除费用前的回报数据未扣除咨询费。净业绩结果已扣除咨询服务相关费用，最高为 2.5%，其中包括咨询费和交易成本。所示业绩信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。例如，在编制假设业绩信息时，诸多股票、债券或大宗商品市场相关因素无法计入或未计入考量，所有这些因素都可能影响实际业绩。以上所示为指数收益，并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。填充配置模型所用资产类别的表现可能不及其各自的指数，从而导致业绩低于模型预测值。

创造长期财富价值

一般认为，创造长期财富有三个关键要素，分别是：

1. 长期专注
2. 严守投资纪律，避免择时交易
3. 保持耐心

在我们看来，所有这些都是战略资产配置框架的构成要素。日复一日地坚持这些原则是寻求长期成功的良方。投资难免起起落落，但在市场最动荡的时候，深思熟虑的战略资产配置有助于抵御恐慌，从而可能减少投资者做出非理性或情绪化决策的可能性。

图 3：AVS 第 3 风险等级投资组合的波动率和回撤率更低



资料来源：Citi Global Wealth Investments 和彭博，截至 2023 年 5 月 1 日。

图 4：十次严重抛售潮期间的波动和回撤情况

回撤日期——标普500指数		年化波动率			回撤		
高峰	低谷	标普500	AVS L3 (扣除费用后)	AVS L3 (扣除费用前)	标普500	AVS L3 (扣除费用后)	AVS L3 (扣除费用前)
2007-10-09	2009-03-09	37.3%	17.1%	17.1%	-55.3%	-40.7%	-39.1%
2000-09-01	2002-10-09	22.9%	9.7%	9.6%	-47.4%	-30.7%	-25.9%
2020-02-19	2020-02-23	79.8%	35.3%	35.3%	-33.8%	-23.1%	-23.1%
2022-02-03	2022-10-12	23.7%	12.4%	12.3%	-24.5%	-21.9%	-21.1%
2018-09-20	2018-12-24	20.5%	9.0%	9.0%	-19.4%	-10.1%	-9.8%
2015-07-20	2016-02-11	19.0%	9.3%	9.3%	-13.0%	-11.1%	-10.3%
2000-03-24	2000-04-14	27.0%	12.5%	13.4%	-11.1%	-6.8%	-6.2%
2018-01-26	2018-02-08	29.7%	10.4%	10.4%	-10.1%	-5.7%	-5.7%
2012-04-02	2012-06-01	14.2%	8.2%	8.2%	-9.6%	-7.2%	-7.2%
2020-09-02	2020-09-23	24.5%	10.7%	10.7%	-9.5%	-4.2%	-4.2%
平均值		29.9%	13.4%	13.5%	-23.4%	-16.1%	-15.2%

资料来源：Citi Global Wealth Investments和彭博，截至2023年5月1日。

AVS 第 3 风险等级投资组合的业绩为资产类别层面的业绩数据，计算时使用指数来代表各类资产。扣除费用前的回报数据未扣除咨询费。净业绩结果已扣除咨询服务相关费用，最高为 2.5%，其中包括咨询费和交易成本。所示业绩信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。例如，在编制假设业绩信息时，诸多股票、债券或大宗商品市场相关因素无法计入或未计入考量，所有这些因素都可能影响实际业绩。以上所示为指数收益，并不代表可投资资产/证券的实际交易结果。填充配置模型所用资产类别的表现可能不及其各自的指数，从而导致业绩低于模型预测值。

1.4

经济放缓环境下的投资指南

ALFONSO CAMACHO
全球市场分销主管

JEFFREY SACKS
花旗投资管理客户投资组合经理

投资者在未来6到9个月做出的选择可能会对其未来数年的组合回报产生深远影响。我们相信保持投资永远都是明智的，但在当前环境下，投资者必须重新考虑其组合构成和调整配置的时机。

我们正在进入经济放缓或温和衰退阶段，这一点早已被预言过。虽然我们认为，美联储货币紧缩政策会抑制经济的快速反弹，但仍有大量过剩现金等待“逢低买入”。投资者情绪低迷，而投资前景正在改善。人工智能（参阅[生成式人工智能：另一场科技革命的开端](#)）和可持续能源（参阅[非典型能源周期中的不寻常机会](#)）等领域蕴藏着巨大的长期增长机会，不受当前经济挑战的拖累。

投资者现在应该重新考虑其投资组合构成，并在保持投资的同时考虑调整资产配置时机。随着时间的推移，更积极的资产配置应包括延长中期公司债券、美国市政债券、优先证券的久期，并增加对非美国债务和股票的投资。展望美国下一轮经济复苏，随着经济增长反弹，领军企业以外的美国中小盘股将会显现出相对价值，科技股也存在潜在机会。

我们的全球投资委员会对债券类资产进行了配置，以追求更高的收益率，同时还配置了具有防御属性的收益型股票。在本年中展望中，我们正准备重新配置我们的投资组合。以下是一些可供投资者考虑的策略：

固定收益配置

短期内，继续投资于现金或超短期固定收益证券可能会损害中期回报，因为未来进行再投资时收益率可能走低。美国国债收益率曲线倒挂，短期国债收益率最高。

投资者应考虑逐渐减持非核心现金和短期固定收益投资，并向其他类资产过渡。优先选择高质量的投资级公司信贷，有望实现更高的收益率。在收益率大幅上升之后，增配新兴市场债券（以美元计价）的理由变得更加充分。

我们还在私募信贷以及固定收益市场其他流动性不足和错配的领域看到了潜在投资机会。对于合格投资者而言，私募信贷及其他另类基金可能有助于提升中期固定收益回报。

股市将迎来重新配置机会

对股票进行防御性配置，不意味着完全退出市场。目前，股息增长股可能有助于降低投资组合的波动性，同时也能带来一些增长和收益。

我们认为，美国和部分新兴市场的中小型企业股票目前已处于低估状态。

我们的机会型超配板块包括网络安全和半导体设备、国防板块等（参阅[将国家安全利益置于经济合作之上：中美竞争导致去全球化及其影响](#)）。

分散货币风险敞口

在美元占据主导地位十年之后，分散货币风险敞口可能有助于提升投资回报和投资者财富的长期保值潜力。此外，合格投资者可考虑为投资组合分散配置相关非美元资产类别。若投资者持有大量流动性较差的美元资产，可考虑通过上述风险管理策略减轻美元看跌趋势的影响。

不可阻挡的趋势仍在延续

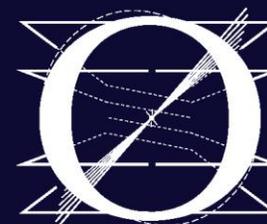
不可阻挡的趋势即可能会改变我们周围世界的长期多年趋势，这些趋势仍在延续，包括技术进步、人口特点和行为变化。大量的主题基金寻求抓住这些潜在的机会。这些基金会根据各投资者的目标，运用各种策略，着眼长远，逐渐建立敞口。当前是买入网络安全和生命科学等细分板块的好时机。

盯紧信号

我们认为，投资者在进行资产配置决策时，应坚持建立多元化的投资组合。在我们的多资产类别策略中，我们寻求对不同类型的股票进行轮动配置，并最终使投资组合敞口向股票倾斜。我们认为，从现在开始的一年或更长时间内，现金收益率不会像现在这样强劲。

合格投资者如何提高股票配置比例？

- 选择估值低于正常水平的股票市场 and 板块
- 在预设时间范围的最低点买入
- 选择可以放弃潜在回报但寻求降低下行风险策略
- 投资于可能从外汇波动中获利的市场



2



目录

货币

2.1 美元主导地位即将终结，非美元资产将产生更高回报

27



2.1

美元主导地位即将终结，非美元资产将产生更高回报

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

十年前，我们预测美元会大幅升值，美国会吸引更多投资。事实和我们预想的完全一样。如今，我们的看法是美元已经见顶。这一转折带来了一系列潜在的投资机会，这一点已经在我们的非美国资产最新战略回报预期¹中得到体现。

- 2022年，美联储激进的紧缩周期和全球性冲击推动美元走强，达到历史第二高点
- 未来两年，我们预计美联储的紧缩措施将减半，而其他央行将保持相对稳定
- 由于美元升值，资本不断流入美国股市，目前美国股市相对于国际股市的估值溢价处于历史高位
- 当外币对美元升值时，非美国股票的回报率将会提高

¹ 战略回报预期（SRE）不保证未来业绩。过往表现并非对未来回报的保证。基于指数的战略回报预期是指 Citi Global Wealth Investments 对指数所属的特定资产类别未来十年的回报所做的预测。花旗使用指数来代表各类资产。各个特定资产类别的预测均采用适合该资产类别的专有方法做出。股票资产类别所采用的专有预测方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。该方法由特定的估值指标组成，涉及多个计算步骤。为了计算股票资产类别的战略回报预期，花旗还对收益和股息预期增长率进行了假设。债券资产类别所采用的专有预测方法基于当前的收益率水平。其他资产类别采用其他特定的预测方法。战略回报预期数值未扣除客户费用和开支。过往表现不预示未来结果。未来的回报率无法准确预测。在极端情况下，高回报率的投资往往面临更高的风险和更大的潜在损失。实际投资回报率可能相差很大。包括可能损失投资本金。投资者无法直接投资指数。以上所示所有战略回报预期信息皆为假设，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。

美元还是货币之王？

美元可以说是历史上最成功的法定货币。自二战以来，它被广泛用作金融和贸易的价值储存手段，使其成为近现代的“货币之王”。美元资产占全球央行外汇储备的近60%，而全球88%的贸易是以美元为交易货币的。

在十年前的《年中财富展望》中，我们预测“过去十年的主要金融趋势正在发生逆转。包括美元贬值以及全球投资者从美元计价投资中撤资在内的重要趋势已经结束。”果不其然，在那之后的10年里，美元一路飙升，投资者报复性地回流美国。

现在我们看到另一个逆转即将到来。我们认为，美元很可能进入长期熊市，这是过去50年来的第三次熊市（图1）。以全球美元资产持有量来衡量，信心正在见顶，美国股市的相对估值也在见顶。

2021年美联储实施的大规模财政扩张没有给美国带来任何好处。随之而来的是货币通胀。随后，美联储启动了一场快速紧缩行动，使美元在2022年上涨至历史第二高水平，其紧缩力度超过了全球其他央行的紧缩措施。

图 1：强势的美元和美股



资料来源：Haver Analytics 和彭博，截至 2023 年 4 月 22 日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 2：美元和欧元政策利率走势分化



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 4 日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

转折点即将到来

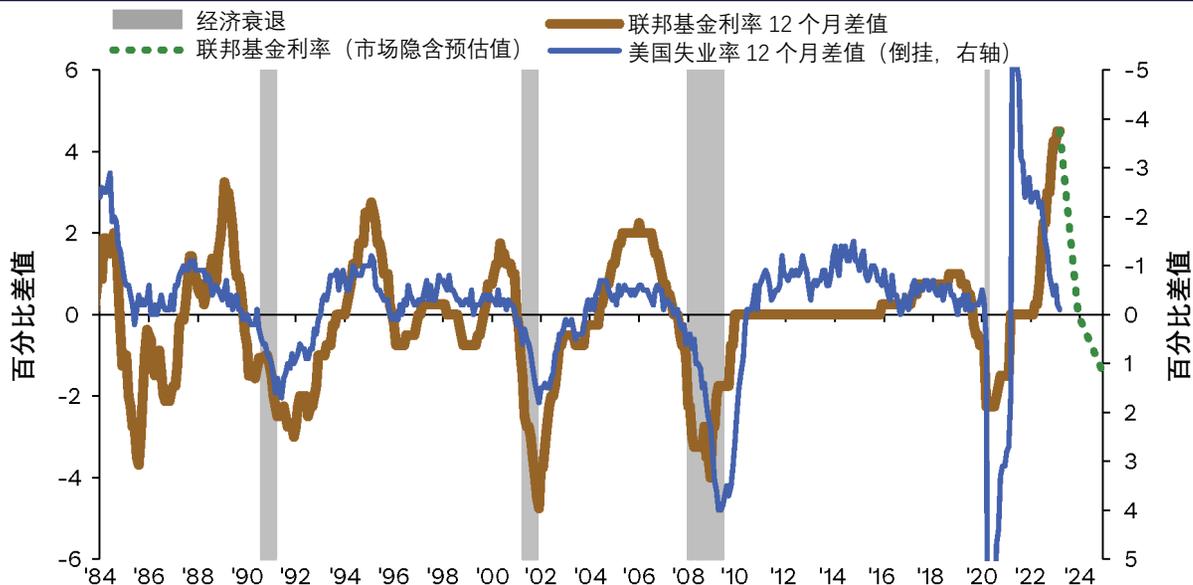
最终，由于美国劳动力市场具有高度周期性，而美联储以促进最大程度就业为使命，可能导致美元在未来几年走弱。到2024年底，我们预计美联储会将其在2022-2023年实施的紧缩措施减少一半，而其他央行则保持稳定（图2和图3）。

美元汇率面临的更大问题是“价格反映了什么？”尽管我们的说法有些过于简单化，但美元接近创纪录高位，意味着人们普遍预期，未来几年美国的实际经济增长将强于其他国家，而通胀水平将低于其他国家。美联储大举加息吸引了寻求收益的国际资本流入。在即将到来的美联储宽松周期中，这种资金流入可能会放缓，从而削弱美元。

美元长达 10 年的升值，推动美国股市去年在全球股市市值中所占的份额达到创纪录的 62%（图 1）。美元升值让世界其他地方付出了代价。与美国股票相比，非美国股票目前的估值创历史新低，比当年的每股收益（EPS）估计值低近 40%，比实际每股收益的 10 年平均估值低近 30%（图 4）。尽管基于行业和个体优势，美国企业的增长率可能会超过全球同业，但这样的溢价估值需要持续的超常优秀表现支撑。

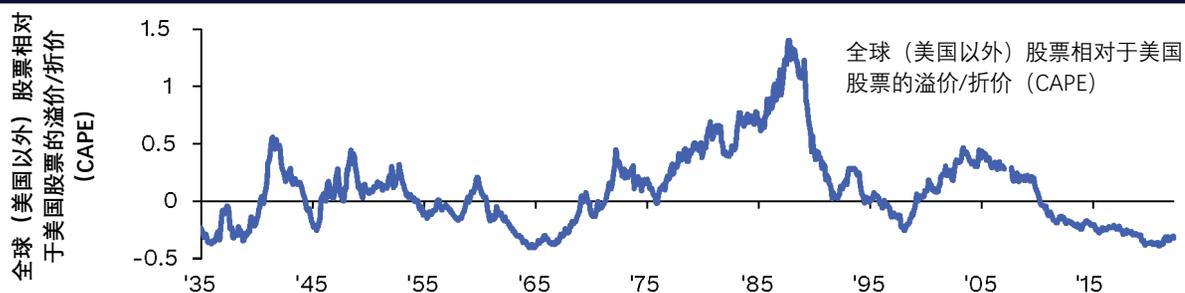
我们认为，一些外国企业可能在与美国企业的竞争中取得进展，如果外币兑美元升值，非美国股票的回报可能会增加。

图 3：快速加息节奏有望放缓



资料来源：Haver Analytics 和彭博，截至 2023 年 5 月 2 日。灰色阴影区域表示美国衰退期。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 4：非美国股票相较于美国股票存在折价



资料来源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。CAPE 比率是一种估值指标，该比率使用 10 年期的每股实际收益（EPS）来平滑企业利润在商业周期不同时期发生的波动。

中国和加密货币并非美元贬值的推手

几十年来，我们听到过无数关于美元即将消亡的错误预测，但结果却是美元不断升值。美元崩溃论背后的逻辑通常与中国有关。像全球大多数其他贸易国一样，中国对于以美元开展业务没有特别的兴趣，因为美元不受其控制。加密货币是另一个美元反对者，其自身利益是推广替代货币体系。加密货币专家曾不止一次宣布美元会突然终结。

当然，一个没有引起太多关注的重要事件是，美国政府决定冻结俄罗斯6000多亿美元外汇储备中的一大部分。这让美国的对手警觉到持有美元以支撑本国货币的潜在风险。尽管如此，从所有时期（除长期以外）来看，各国央行的外汇储备与美元的价值并不太相关。

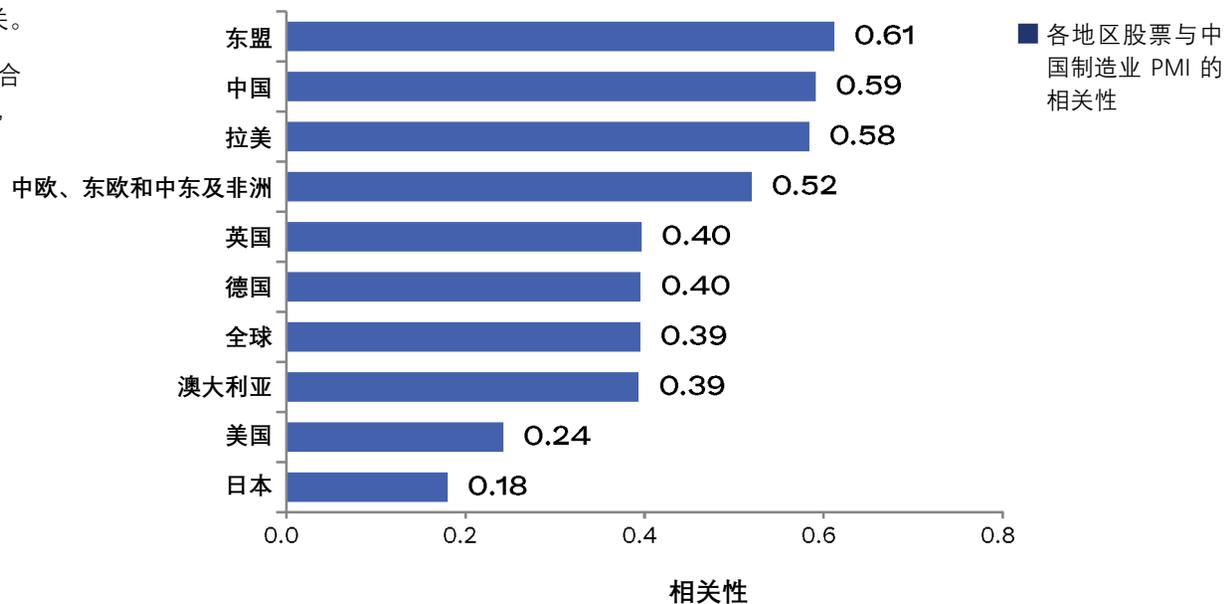
然而，鉴于目前的高估值水平，以及美元在投资组合和交易中的深度渗透，其基本面展望数据清楚表明，美元过去10年的涨幅将出现某种程度的回调。

在美元贬值之际寻求回报

去年，美联储突然启动的紧缩周期和俄罗斯能源危机使许多货币兑美元汇率跌至创纪录低点。欧洲最近的一个关键痛点是，去年秋天，由于俄罗斯的天然气的供应被切断，天然气进口成本大幅飙升。这导致了“贸易条件冲击”和短暂的经济收缩。从那时起，我们上调了对经济前景的预期，并提高了对经济低迷地区的配置比例（参阅[衰退和复苏进程尚未完成](#)和[欧洲：在温和增长环境下挖掘精选投资机会](#)）。

我们预计，包括中国和巴西在内的一些新兴市场将在未来一年放宽货币政策。考虑到未来一年美国降息的背景，宽松货币政策或将提振当地市场和经济（图5）。最近几个月，我们扩大了超配范围，新增持了更多亚洲股市的股票。当我们看到市场对美国经济风险的认识更充分地反映在价格中时，届时我们预计将采取进一步行动。

图 5：中国经济复苏对东南亚国家联盟（东盟）股票有影响



资料来源：彭博，截至 2023 年 1 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。东南亚国家联盟（东盟）是由东南亚 10 个成员国组成的政治和经济联盟。

外资流动历来是影响当地股票回报的强大力量。推动外国投资者购买更多美国净资产的驱动因素，通常也是推动当地回报的驱动因素（图 6）。在新兴市场尤其如此，那里的投资者目前对当地货币的信心较低，同时通胀正在减弱，于是我们在最新的战略回报预期中上调了对新兴市场的相对回报预期（图 7 和图 8）。强劲的增长环境和低通胀通常对股市有利，尽管这有损于出口商的竞争力。

认识战略回报预期（SRE）¹

2022年的市场下跌——股票和债券市场创下自1931年以来的最大总跌幅——可能是未来各市场回报率走高的一个原因。对于初始估值起点较低的非美国市场来说尤为如此。

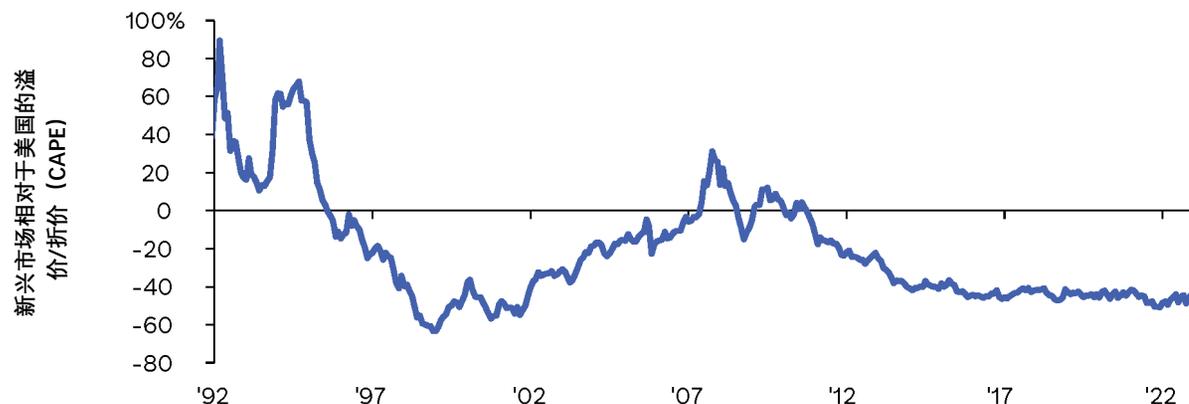
美元的潜在贬值，是美元回报有可能超越前期的另一个原因。我们对新兴市场股票和债券的战略回报预期显示，未来十年，新兴市场股票和债券分别有可能实现12.9%和7.8%的年回报率。

图 6：美元对近期历史的影响

十年期 (截止于 12 月)	标普500指数年化实际总收益率 (%)	实际广义贸易加权美元指数变动 (%)
1970s	0.4	-13.9%
1980s	13.8	3.4%
1990s	28.4	8.3%
2000s	-0.9	-12.1%
2010s	11.9	17.7%

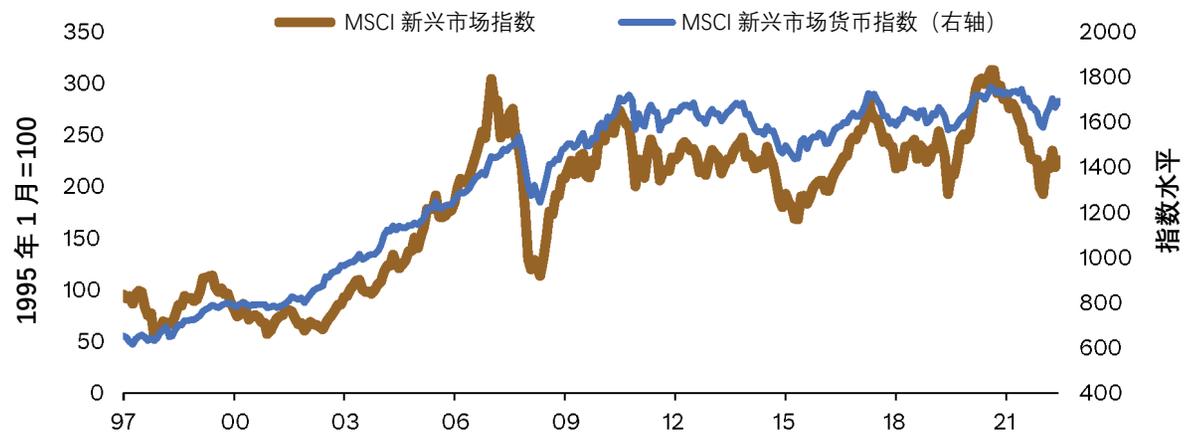
资料来源：彭博，截至 2023 年 4 月 25 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 7：新兴市场股票相对于美国股票存在折价

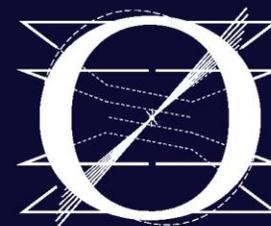


资料来源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 8：新兴市场情绪目前较为低迷



资料来源：彭博和 Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 4 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。



3



目录

债券归来

3.1 债券归来：当前应向何处寻找潜在固定收益机会

34



3.1

债券归来：当前应向何处寻找潜在固定收益机会

债券再次归来，涌现出大量的潜在投资机会，投资者可以借机分散债券投资组合，延长久期，追求更高的总收益。眼下是调整固定收益投资组合的好时机。

BRUCE HARRIS
全球固定收益投资策略主管

STEFAN BACKHUS
另类投资部另类策略主管

- 明智的债券投资者可能再次迎来分散投资组合、追求高水平收益的机遇。随着银行减少贷款和资本市场流动性下降，投资者可以通过改变投资方向和方式来提高债券回报
- 未来12-24个月，投资者在货币市场基金和短期国债上获得的高回报率预计将大幅下降
- 为了维持当前的回报水平，投资者或可通过长期债券、投资级公司债券或市政债券寻求收益和增值机会，同时抵消经济衰退期可能出现的信贷利差走阔的影响
- 对于合格投资者而言，市场流动性不足创造了对冲基金和私募信贷投资机会。在一些市场，投资者纷纷进入货币市场和政府债券“避险”，而高收益信贷资产正在寻找买家，经验丰富的另类债券经理通过布局这些市场，可能会赚取更高的回报。

债券收益率确实又涨回来了。虽然在早春的一段时间里，债券收益率曾大幅下降，但从今年年初到5月26日，2年期美国国债收益率和10年期美国国债收益率大致持平。这一价格走势证明，美国国债正在履行其作为一种“避险”资产的传统角色，这很可能是由于美国地区性银行业危机期间投资者的担忧加剧。最近在5月底，受债务上限乐观情绪以及出色经济数据提振，债券收益率与年初水平大致持平，在如此诱人的高收益率水平环境下，投资者迎来了持有债券的机会。

年初至今，彭博美国综合指数和彭博美国公司债券指数在利差交易的推动下分别上涨了约1.5%。

投资者对高收益债券的需求依然强劲，尤其是与过去十年相比。最近在美国地区性银行业压力的冲击下，市场降低了加息预期，尽管最近几周这种情况在一定程度上出现了反转。虽然人们担心未来可能出现银行业“信贷紧缩”和美国经济衰退，但其实即使是高收益债券也表现良好，彭博美国公司高收益债券指数今年迄今上涨了3.3%。

对于未来债券市场，我们应该有什么期待？收益率曲线倒挂，预示着经济将陷入轻微衰退，以及随后可能出现降息。与此同时，投资者正在享受收益率曲线短端的利好，其中1年期美国国债收益率为5.25%，3个月期美国国债收益率为5.3%。这些短期利率比长期美国国债高出近150个基点。

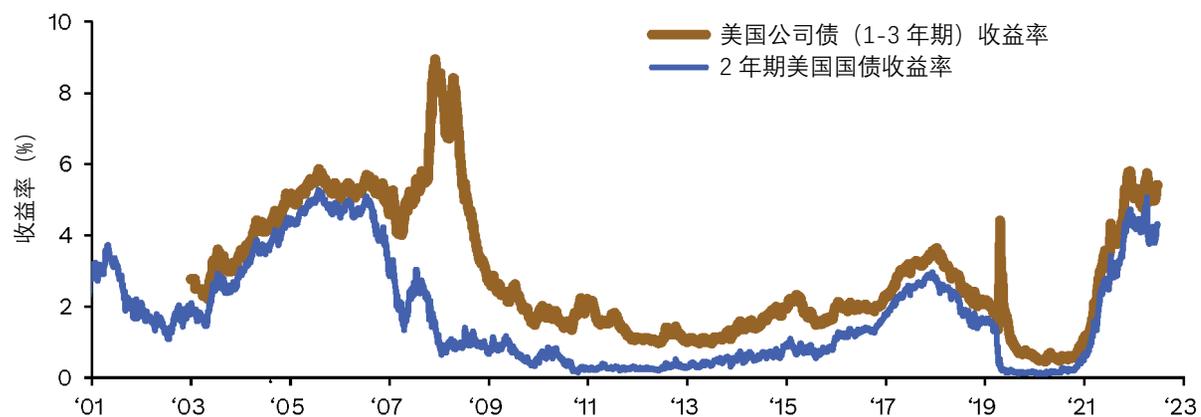
我们认为，短期高利率的诱惑抑制了长期固定收益证券需求。人们比较注重“眼前收益”，却忽略了这样一个事实：当失业率上升、通胀放缓、消费者需求减弱时，美联储可能会开始大幅降息。目前，市场正在为未来的降息估价，到2024年底，联邦基金利率可能会降至3.5%。

未雨绸缪是良策

在1990年至新冠疫情期间的三次经济衰退中，美联储每次都会降息至少500个基点。尽管我们预计不会出现这种程度的货币宽松，但即使降息250个基点，也可能降低短期美国国债收益率，使其吸引力低于当前长期债券的收益率。正因如此，我们认为投资者应尽早将资金转投期限较长的债券。

除了加长久期外，投资者还应考虑增配中期投资级公司债券或类似评级的长期市政债券。投资级信贷利差可提供100-150个基点的额外收益率，具体取决于期限长短。与短期美国国债和存款一样，评级较高的公司债券可以提供5%至6%的收益率（图1）。

图 1：公司债收益率高于 2 年期美国国债收益率



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 26 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

避免不良信用债

由于担忧可能出现经济衰退，以及高杠杆企业缺乏资金，除非投资者了解这些公司的信用风险，否则我们不主张投资评级较低的高收益债券或贷款。

持有耐心资本的合格投资者可能会发现，拥有稳定资金池和证券承销专长的另类固定收益管理公司将会蓬勃发展。通过使用复杂的模型和进行尽职调查，他们可以在充满不确定性以及资本市场和银行可用资本有限的情况下，有选择地提供流动性。

聚焦私募信贷

与大量资金涌入短期美国国债和货币市场基金形成鲜明对比的是，杠杆贷款和高收益债券的情况正好相反。连续三次大规模的大型银行倒闭导致新增贷款大幅减少。

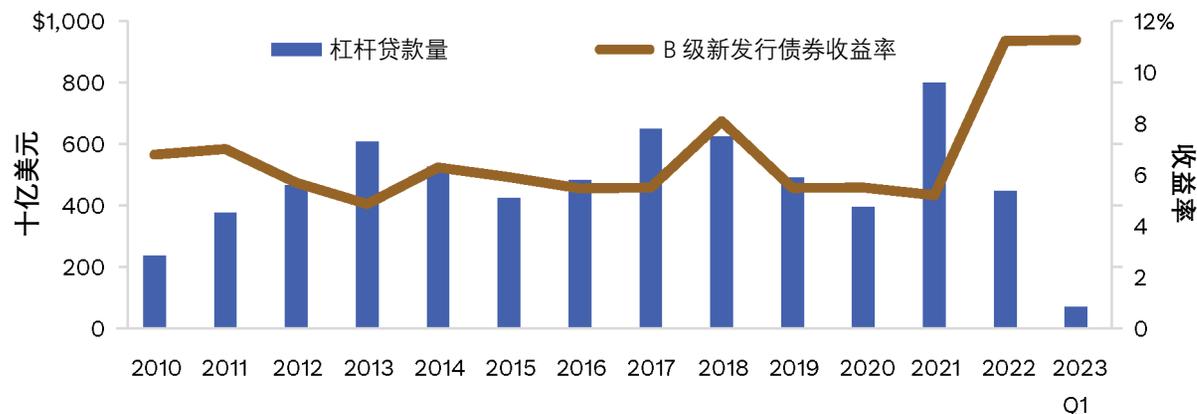
2022年，70%的杠杆贷款发行发生在上半年。2022年三季度，银团贷款在银行资产负债表上纷纷被搁置，导致卖方对他们想要出售的贷款大幅打折，在许多情况下，银团贷款的定价为票面价值的90%左右。流动性目前已经枯竭。2023年一季度，杠杆贷款发行规模仅为699亿美元，这是自2014年四季度以来最低的季度发行规模（图2）。

流动性不足为投资者提供了潜在机会

当信贷收紧时，借款人支付的利率更高，所获融资的贷款价值比更低，从而能够为债券和贷款投资者提供更好的保护和更高的信用回报。截至2023年3月31日，B级新发行贷款的收益率已攀升至11.26%（图2）。我们预计，公开市场的复杂信贷产品和私人贷款人的收益率可能会进一步上升。随着银行变得越来越厌恶风险，主要信贷投资者可利用潜在机会，向企业提供私募市场借贷策略，延长到期日，以获得诸如更高的票息、费用和/或更优质的抵押品等好处。

因此，我们建议具有合适的投资目标、投资期限为两到五年的投资者考虑配置直接贷款基金和商业发展公司，因为这些公司寻求在不承担过度风险的情况下产生更高的总回报。

图 2：杠杆贷款量下降，但新发行债券收益率上升



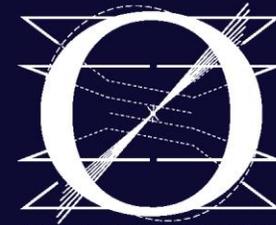
资料来源：LCD，截至 2023 年 3 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

我们的观点

以诱人的估值向基本面良好的公司提供贷款，从而获得两倍甚至三倍于国债收益率的潜在机会非同寻常，而且往往转瞬即逝。在市场即将迎接一场持续时间和严重程度未知的衰退之际，在银行因存款余额不确定而收紧放贷之际，经验丰富的债券管理公司可以利用市场错配获利。

银行贷款和被动投资资金流的减少，以及贷款抵押债券（CLO）发行的放缓，都预示着人们对未来企业利润感到担忧。但与之前的衰退时期相比，这种担忧似乎有点过头了。

在另类投资领域，合适的投资者可以从多元化信贷对冲基金、私人商业发展公司、不良信贷对冲基金和机会型私募信贷基金中进行甄选，为其投资组合寻找机会。这些策略都试图利用资本市场准入的不确定性带来的波动和错配。他们拥有灵活的资本和足够的耐心，能够作为流动性提供者进入市场，充分挖掘信贷投资机会。



4

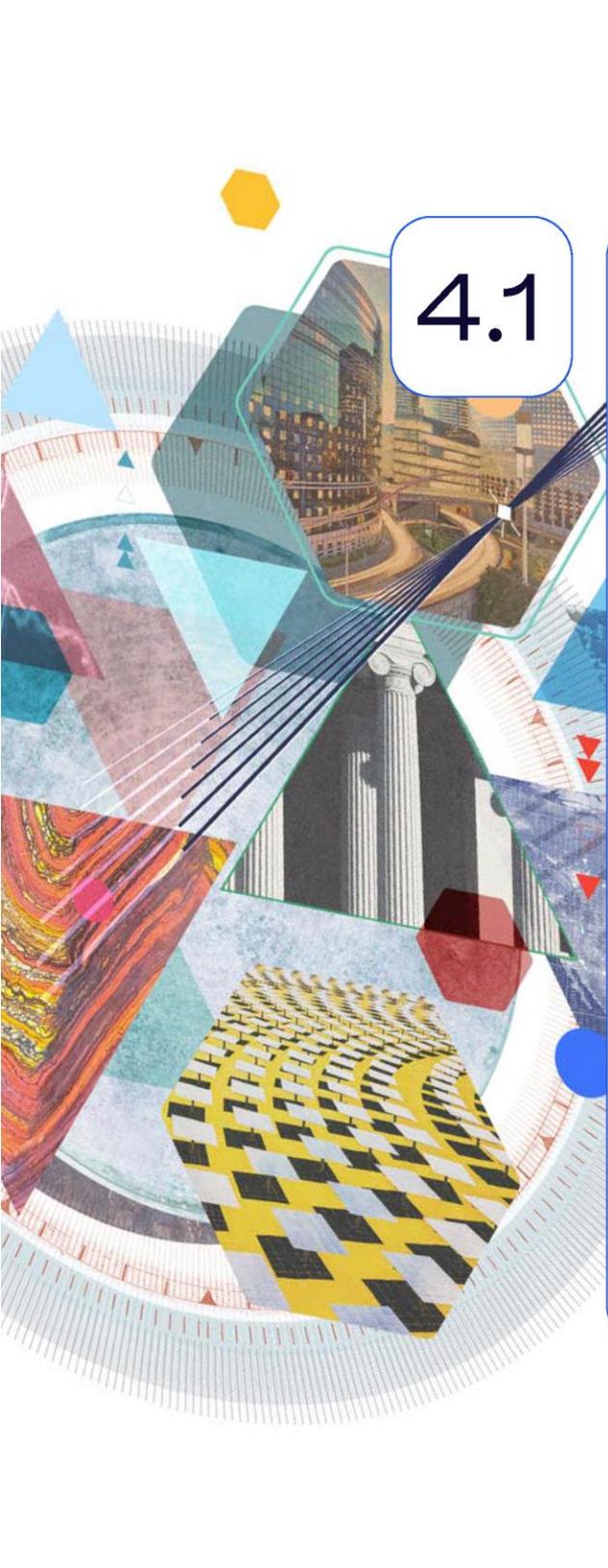
目录

大量股票机会显现

4.1 在少数领军企业之外寻找价值

39





4.1

在少数领军企业之外寻找价值

JOSEPH FIORICA

全球股票投资策略主管

美国今年主要是少数科技股集中出现大涨，掩盖了2022年熊市后全球股市尚存的价值。经济和利润增长或将在未来几个季度触底，从而为投资组合创造分散配置机会，包括配置非美国股票、盈利较好的小型企业及仍然承压的成长股。

- 在今年迄今创造的4万亿美元全球市值中，89%来自于仅仅10家公司¹
- 我们认为，当美国大盘股估值相对于现行利率而言偏高时，非美国股票和盈利较好的中小型企业显示出投资价值
- 虽然我们预计未来一年全球股市不会大涨，但我们认为，在下一个市场周期中，非美国股票将受到周期性和结构性利好因素的推动
- 全球股息增长股是另一个战术性增持方向，自2022年熊市开始以来，该类股票回撤幅度较小。尽管股息增长股在复苏周期初期的表现往往滞后，但鉴于其长期表现优异，我们仍然认为，该策略在核心投资组合中应永远占有一席之地

¹以 MSCI 所有国家世界指数为代表，截至 2023 年 5 月 31 日

截至 5 月份，全球股市的年回报率已经达到正常水平，年初至今上涨 7%。但实际上，这轮反弹远没有广泛基础¹。在今年迄今为止创造的 4 万亿美元全球市值中，89%来自于仅仅 10 家公司，主要是美国超大型科技公司（MSCI 所有国家世界指数纳入了 2880 家公司）。尽管这些市值加权指数大涨，但标普 500 指数成分股的平均回报率几乎未涨。美国小盘股也错失了这轮上涨。

对于许多观望者来说，是购买股票还是继续持有现金，这一问题变得尤为难以抉择。但在把握投资全局方向时，如若在预期收益为 19 倍的标普 500 指数和收益率为 5% 的美国国债二者之间做选择，这个问题就似乎变得超级简单。如今的全球股市为我们提供了大量估值合理的诱人机会。我们的全球投资委员会最近增配了亚洲、欧洲和拉美股票，这些股票的总体交易价格比标普 500 指数低 30%。鉴于美国股市的表现非常头重脚轻，作为昂贵的美国大盘股之外的另一个选择，盈利较好的中小盘股的价值开始显现。

对美国以外的股市来说，下一个周期会有所不同吗？

偏爱美国的投资者普遍存在一种误解，认为美国股票过去一直、将来也会永远较海外股票溢价。虽然过去十年左右的时间里确实如此，但这并非自然法则。事实上，在过去 100 年的大部分时间里，美国股市的交易价格与全球股市相当，甚至低于后者（参阅[货币](#)部分[图 7：新兴市场股票相对于美国股票存在折价](#)）。诚然，在过去 15 年里，美国股市相对于国际股市逐渐走高，原因是在全球增长环境低迷的情况下，美国科技行业的主导地位为投资者提供了一个非常诱人的增长板块。尽管全球股市不太可能在未来一年大幅上涨，但我们认为，在本轮经济不确定期结束后的扩张期，非美国股票最终将迎来周期性和结构性利好。

正如我们在[美元主导地位即将终结，非美元资产将产生更高回报](#)中所讨论的那样，美联储激进紧缩政策的最终放松可能会在一定程度上削弱美元兑主要货币的升值动力。随着美国利率下降，曾经涌向高收益美国资产和优质美国股票的投资者可能需要在世界其他地方寻找更高的价值。

与此同时，日本和欧洲在企业治理方面实施了重大改革措施，收效良好。日本金融当局正积极鼓励企业向股东返还更多现金，这引起了一些全球最大投资者的注意。在欧洲，企业集团一直在以溢价剥离业务，同时简化其结构。股票回购和并购活动今年也有所增加。

最后，长期主题趋势也可以解释过去 10 年美国股市的主导地位。2010 年代的主要趋势，如社交媒体、电子商务、云计算和智能手机，都是由美国科技巨头主导的。但未来十年，诸如全球老龄化、电气化和脱碳，以及亚洲中产阶级崛起等不可阻挡的趋势，可能不仅会使美国企业受益。未来，医药企业、服务于新兴市场消费者的品牌以及清洁能源领军企业将会分布于全球各个股市。若始终紧盯美国投资，可能会与这些有望跑赢全球股市的关键板块上涨失之交臂。

抓住超大盘股之外的价值上行机遇

疫情期间实施的积极货币和财政刺激措施，旨在为在居家经济中面临生存风险的企业提供支持。在这些政策的支持下，小规模、高风险企业在 2020 年疫情低点之后的一年中跑赢了大型企业。但这种刺激措施的副作用——通胀飙升、借贷成本急剧上升——却使拥有定价能力的大规模企业受益。与此同时，小型企业则处于落后态势，失去了其在疫情后时期的全部涨幅。

中小盘股在过去两年的表现不温不火，意味着估值有所改善，盈利较好的小盘股目前相较大盘股折价 26%。特别是 2023 年，大盘成长股大涨，而快速增长的小盘股仍处于低迷状态（[图 1](#)）。市场对美联储政策转向的预期或将改变这种模式，使以非周期性医疗保健企业和科技企业为首的小盘股迎头赶上。

小盘价值基准与地区性银行的表现密切相关。如今难言美国小银行纷纷倒闭的局面已经过去，但未来银行业可能迎来进一步整合，而且一旦经济状况企稳，地区性银行股应该会全面回升。地区性银行在美国经济中发挥着关键作用，可在缺少大型银行的地方为小企业贷款提供便利和承销服务。从估值角度来看，以股价与每股有形账面价值的比率计算，地区性银行的估值水平处于仅次于疫情最严重时期和金融危机期间的低位。虽然在战术窗口期加仓可能为时过早，但从多年的时间跨度来看，高质量的小盘股在目前的估值水平上看起来很有吸引力。

在资本成本仍然很高的情况下，坚持选择盈利的小盘股

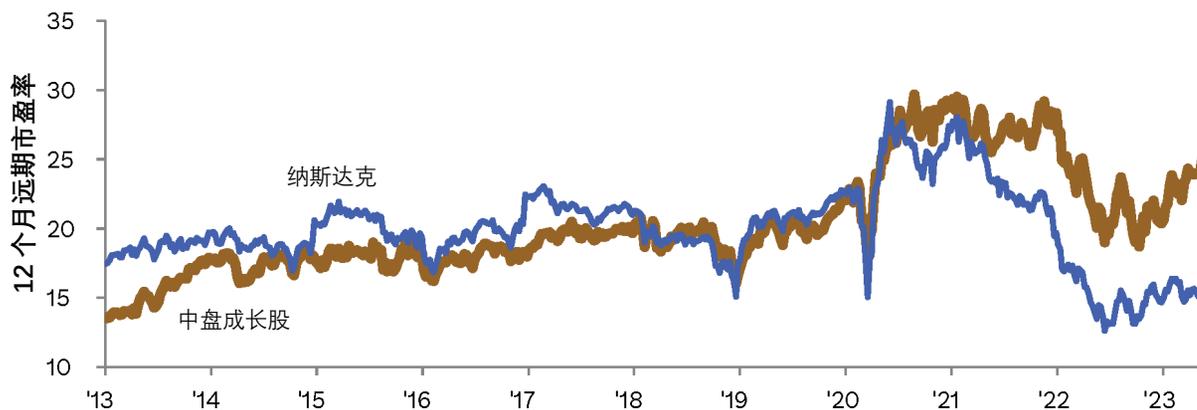
虽然小盘股的价值主张是显而易见的，但选择小市值也将承担额外的风险。2020 年 4 月，当花旗全球投资委员会将中小盘股调至增持时，经济及与疫情相关的情况仍然高度不确定，但政策利好十分明确。遗憾的是，如今投资者却无法享受同样的利好，美联储仍未发出转向宽松的信号，美国财政赤字在未来几年更可能收缩而不是扩大。利率维持在高位的时间越长，杠杆率较高的小型企业面临的再融资风险就越大。

考虑到利率方面的不确定性，我们投资中小盘股的首选方式是择优选股。相比那些依靠债务或股票市场维持增长的企业，盈利较好的小型企业更有可能在资本成本居高不下的时期生存下来。对于小盘股板块，投资者可以采取主动管理，通过挖掘不引人注目的机会实现真正的增值，避免陷入停滞或破产风险的价值陷阱。

对于昂贵的防御性资产应该怎么办？

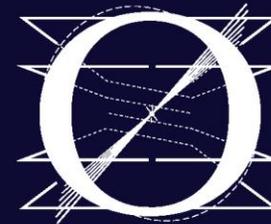
在价值型、防御型板块寻求避险，是 2020 年的一个制胜法宝。股息增长股的表现比大盘高出 12%，而能源、制药、必需消费品和公用事业等板块在成长股暴跌的情况下实现了良好回报。这种持续的宏观不确定性导致包括我们在内的许多投资者在投资组合中更看重稳定性。

图 1：大盘股（纳斯达克）与中盘成长股估值对比



资料来源：彭博，截至 2023 年 6 月 1 日。中盘成长股以标普 400 成长指数表示。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。仅供说明之用。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

随着经济和利润增长在未来几个季度触底，防御性交易今年可能进入尾声。自 2021 年年中以来，花旗全球投资委员会下调了我们对全球制药板块的超配比例，此前该板块的表现比全球股票高出 23%。美国大盘股目前的估值比 1995 年以来的平均水平高出 21%。但是，去年并非所有的防御性资产都是幸运儿。生物科技和生命科学等增长较快的医疗板块受到了资本成本上升的冲击，但这些企业的基本商业模式与经济周期的相关性很小。正如[生成式人工智能：另一场科技革命的开端](#)中所讨论的那样，网络安全板块企业的盈利仍具韧性，并可能成为人工智能建设的第二大受益者。全球股息增长股是另一个战术性超配方向，自 2022 年熊市开始以来，此类股票回撤幅度较小。尽管股息增长股在复苏周期初期的表现往往滞后，但鉴于其长期表现优异，该策略在核心投资组合中应当永远占有一席之地。



5



目录

不可阻挡的趋势

- 5.1 将国家安全利益置于经济合作之上：
中美竞争导致去全球化及其影响 44
- 5.2 非典型能源周期中的不寻常机会 50
- 5.3 生成式人工智能：另一场科技革命的开端 57

5.1

将国家安全利益置于经济合作之上：中美竞争导致去全球化及其影响

刘利刚
亚太投资经济分析主管

彭程
亚太区投资策略主管

KERRY WHITE
花旗投资管理北美区主管

随着中美经济竞争的加剧，技术之争成为两国的角逐重点。作为世界上最大的两个经济体，中美两国寻求技术开发、使用和分销的全面切割，这将给投资者带来新的风险和潜在的机会。

- 美国和其他西方国家将国家安全置于与中国的经济合作之上
- 美国和日本在中国的投资规模已经有所下降，许多美国企业正在寻求业务多元化，从而为业务回流或近岸外包创造了潜在机会，尤其是在机器人和人工智能领域。
- 墨西哥等美国邻国将从岸外包中获益

最近中美关系的转变对企业和投资者有着深远的影响。

西方国家正在采取统一战略来应对中国日益增长的全球野心和经济实力。他们的做法将国家安全目标置于经济效率之上，背离了大多数西半球国家在二战后经济发展过程中所秉持的信念。

今年 4 月，拜登总统的国家安全顾问杰克·沙利文 (Jake Sullivan) 在布鲁金斯学会的一次演讲中指出，美国的重点是“去风险和多元化，而不是与中国脱钩”。

沙利文表示，作为这一策略的一部分，美国正在采取“小院子、高围栏”的方式，保护美国的先进技术不泄露给中国，并努力与友好国家建立安全的供应链。欧盟领导人对于其与中国的交往也表达了类似的态度¹。

沙利文的讲话意义重大，因为这表明美国认为限制向中国转让技术和创新是提高国际安全的一种手段。当涉及到增值产品时，技术并不是“小院子”。这意味着美国需要在中国以外的地方开发、设计和分销更多的商品。而为了应对新形势，中国需要比五年前更加大力度投资其自有技术基础设施。这些举措可谓是“低效竞争”，因为中国和西方的成本都会上升，全球化的优势将减弱。

中美关系日益紧张

其实在沙利文的声明之前，投资者就认为美国已经寻求与中国在贸易、技术和经济方面脱钩。在特朗普执政时期，中国对美国出口的大多数商品都被加征 25% 的关税，许多中国科技企业被列入黑名单，被禁止在没有明确许可的情况下获取美国技术和在美国开展业务。

拜登总统上任后不但没有改变关税，还进一步扩大了特朗普时期的政策范围，将更多中国企业和技术列入禁售名单，严禁美国企业在没有特别许可的情况下向该企业出售相应技术。在此之前，美国还严格限制在西方企业生产的产品中使用中国零部件。

与对中国积极发动贸易战的特朗普政府相比，拜登政府采取了更加全面、更有针对性和更系统性的方法来保护“美国的重要利益”。简而言之，美国专注于通过竖立围栏来保护先进技术，代表了一种与“战略对手”针锋相对的新型去全球化。

对华投资减少

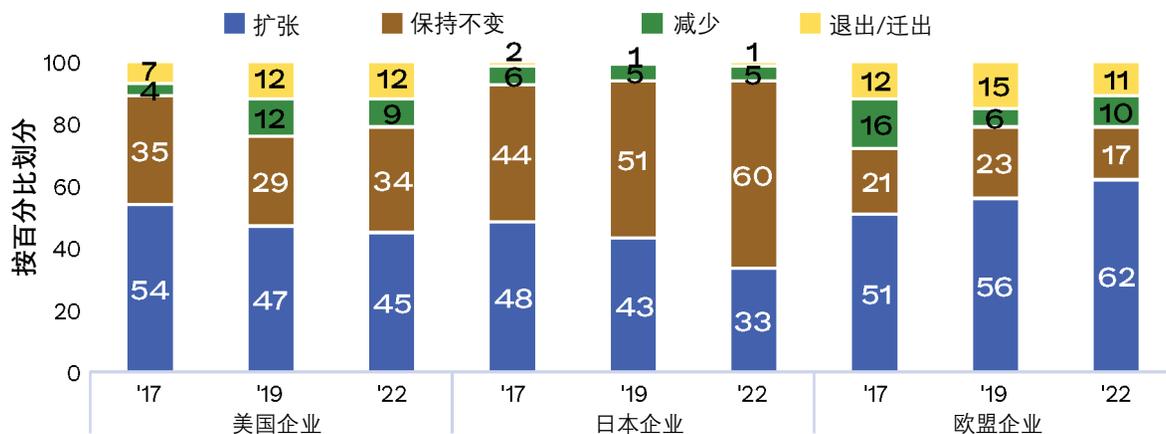
美国加速密集推出对华限制政策，已经影响到跨国公司在华扩张或启动新投资的意愿。中国美国商会的调查显示，只有 45% 的美国企业打算在中国扩大业务，低于 2017 年的 54%。日本贸易振兴会² (JETRO，一家旨在促进国际贸易和投资的日本官方机构) 的调查显示，只有 33% 的日本企业表示他们打算在中国扩张，低于 2017 年的 48% (图 1)。

有趣的是，欧盟跨国公司正朝着另一个方向发展，其中 62% 打算扩大在中国的业务，高于 2017 年的 51%。越来越多的美国企业也表示有意将业务迁出中国，其中 21% 表示打算在 2022 年迁出，高于 2017 年的 11%。日本企业没有表现出同样的离开倾向，而欧盟企业则表示有意留在中国，只有 21% 表示他们打算离开，低于 2017 年的 28%。

¹ [美国国家安全顾问杰克·沙利文\(Jake Sullivan\)在布鲁金斯学会发表的主旨为“重振美国经济领导地位”的演讲](#)。2023年4月27日

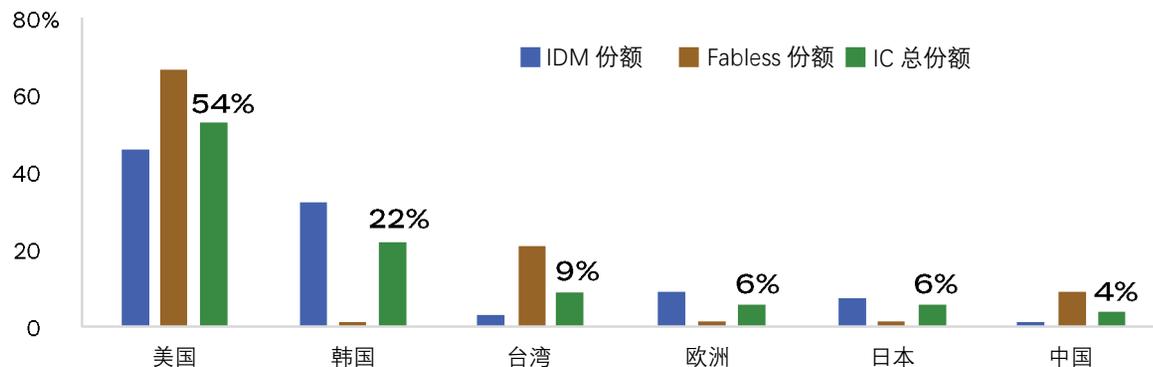
² 中国美国商会 2023 年度《中国商务环境调查报告》调查了约 400 名受访者，日本贸易振兴会 (JETRO) 《2022 年度海外日资企业实况调查——亚洲、大洋洲篇》调查了约 700 名受访者。

图 1：对华投资意向发生转变



资料来源：中国美国商会、日本贸易振兴会、中国欧盟商会和Citi Global Wealth Investments，截至2023年5月11日。注：日本企业的数据来自日本贸易振兴会关于企业在华扩张意向的调查。欧盟企业的数据来自中国欧盟商会的一项调查，美国企业的数据来自中国美国商会的一项调查。美国和欧盟企业的“保持不变”和“减少”类别的数据是基于对有关扩张计划和撤资计划的两个调查问题的估计值。

图 2：全球半导体行业市场份额

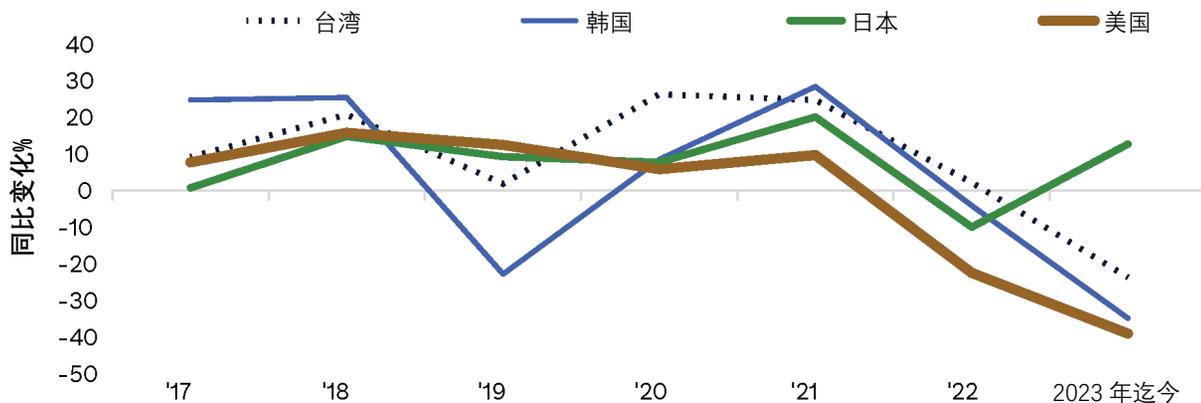


资料来源：IC Insights、花旗环球投资视角和解决方案部门（Citi GPS），截至2022年10月。图表所示为各国在半导体主要细分领域的市场份额：IDM（集成器件制造商）是指在公司内部设计和制造半导体；Fabless（无晶圆厂）是指只从事半导体设计，而将制造外包；IC（集成电路，又称半导体或芯片）总份额为各国在集成电路市场的总份额。

对华出口减速

“小院子、高围栏”政策极大地影响了半导体制造商。对于占全球半导体产量 54% 的美国全球半导体制造商来说，新规定意味着短期内对华业务减少（图 2）。美国企业正在从其在华公司中撤出美国员工，预计将把特定设备和组装业务转移到美国、欧洲和其他地区。这种政策的短期影响已经显现，从美国对华出口下降就可看出。在全球主要半导体生产国中，美国对华出口在 2023 年同比下降了惊人的 40%，创下有史以来最大降幅（图 3）。尽管对华出口下降，但我们认为，半导体的长期增长前景完全足以弥补对华销售的损失（参阅[生成式人工智能：另一场科技革命的开端](#)）。

图 3：中国从美国和世界其他国家进口半导体的情况



资料来源：韩国国际贸易协会 (KITA)，截至 2023 年 5 月。注：2023 年迄今为 2023 年 1-4 月。

投资者应该考虑什么？

西方与中国的关系不断发展变化，将导致成本不断增加。

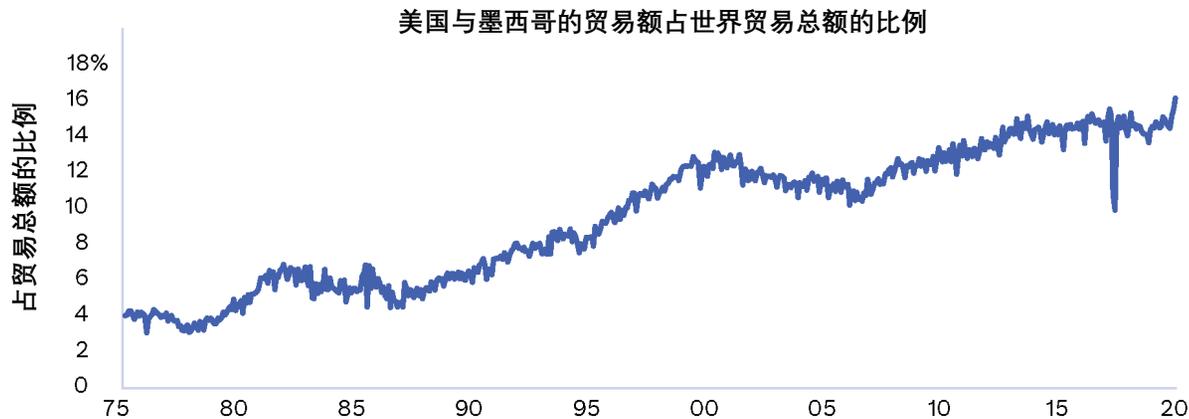
中美科技政策的转变，将对两国的企业研发支出产生重大影响，从而为投资者带来潜在的新机会。受规管的中国科技企业的市值在上升，同时西方供应商的股价也在上涨。尽管由于中国宏观经济快速好转，我们的全球投资委员会目前增持中国股票，但随着全球经济放缓和西方优先事项的一致重新调整，投资者在现在和未来建立中国投资组合时必须更加精心甄选。

拜登政府的新产业政策直接影响到供应链技术、智能制造、半导体、生物科技、绿色能源、太空通信、航空航天技术和新材料等战略性关键行业。美国企业将业务迁出中国，将带来新的业务回流或“友岸外包”机会。机器人和人工智能等技术以及关键自然资源保障性行业可带来更多的在岸外包和近岸外包机会。《降低通货膨胀法案》、《基础设施与投资就业法案》和《芯片与科学法案》等新近通过的立法，都支持这些技术的开发和投资。例如，《芯片与科学法案》将在未来 10 年投入 2800 亿美元，用于研发、制造、人才培养和税收抵免。

随着企业寻求在北美复制先进技术，对机器人和人工智能技术的需求也在扩大，因为在岸外包必然会增加劳动力成本。

墨西哥等美国邻国也可能从近岸外包中获益。2020 年通过的《美国-墨西哥-加拿大协定 (USMCA)》以及美国的政策偏好（如在北美总装），都使竞争环境向有利于墨西哥和加拿大的方向倾斜。的确，墨西哥在美国贸易总额中所占的份额越来越大（图 4）。物流和运输企业可能成为有吸引力的投资对象，从墨西哥消费崛起中获益的行业也是如此。随着墨西哥越来越多的人进入正规经济，金融机构也可能会有好的表现。

图 4：美国与墨西哥的贸易额将继续增加



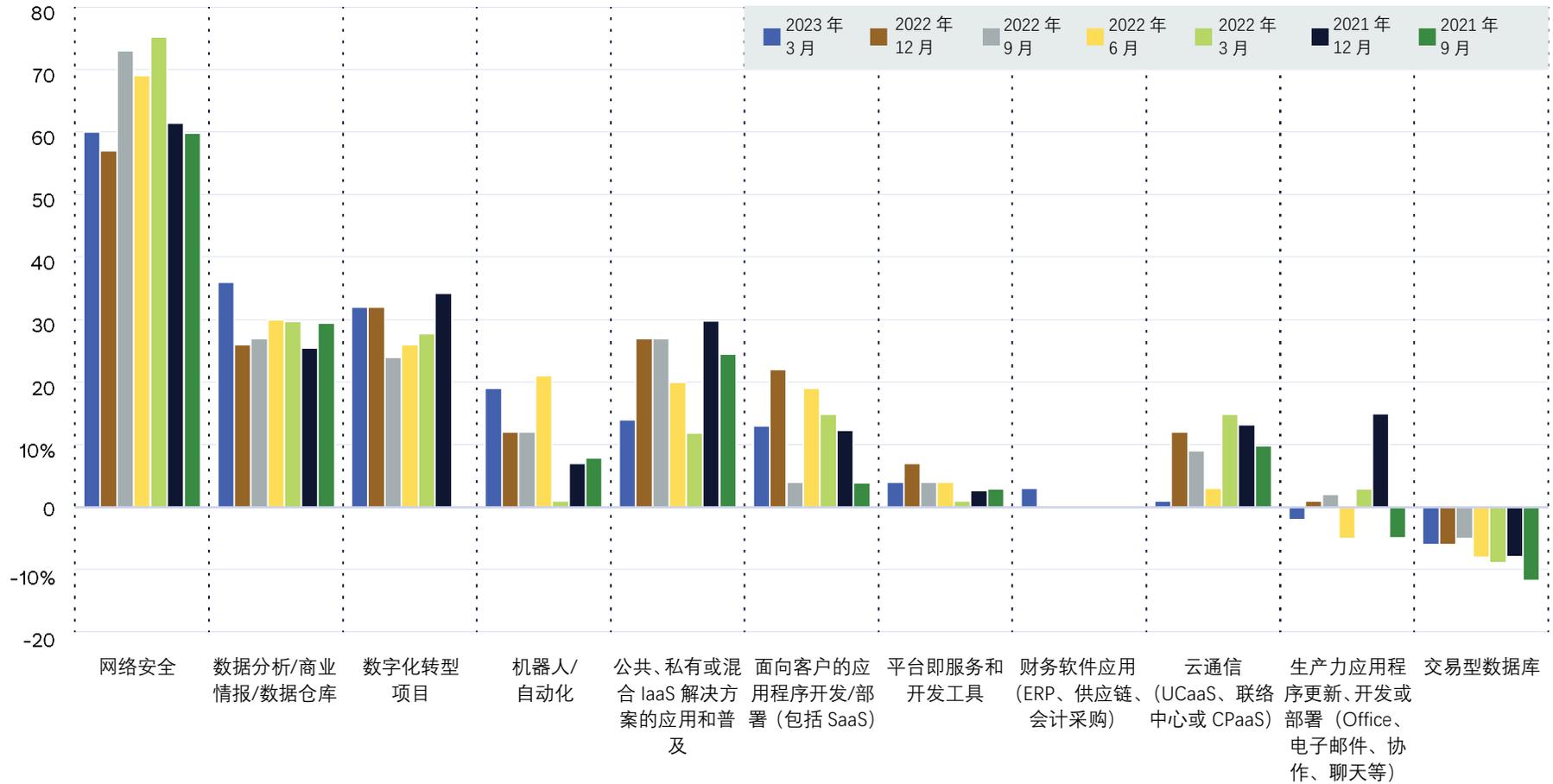
资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月。

网络安全是另一个优质子板块，随着国防预算的增加，该板块或将受益。我们看好专注于特权访问管理领域的企业，以及那些专注于主动识别网络威胁的企业和营销企业。随着首席信息官将网络防御作为更重要的优先事项，对这些服务的需求预计将保持强劲（图 5）。

随着美国及其盟友将更多资源用于国家安全，国防和网络安全都有可能从中美两极分化的长期影响中受益。在俄乌冲突之前，国防投资主要集中在无人机和先进通信上，但现在各国在航空航天和国防方面的投入更多。我们看好属于国防供应链一部分的企业（如仪器和数字成像制造商），以及服务于美国及其盟友（如德国和北约成员国）现有需求的企业。

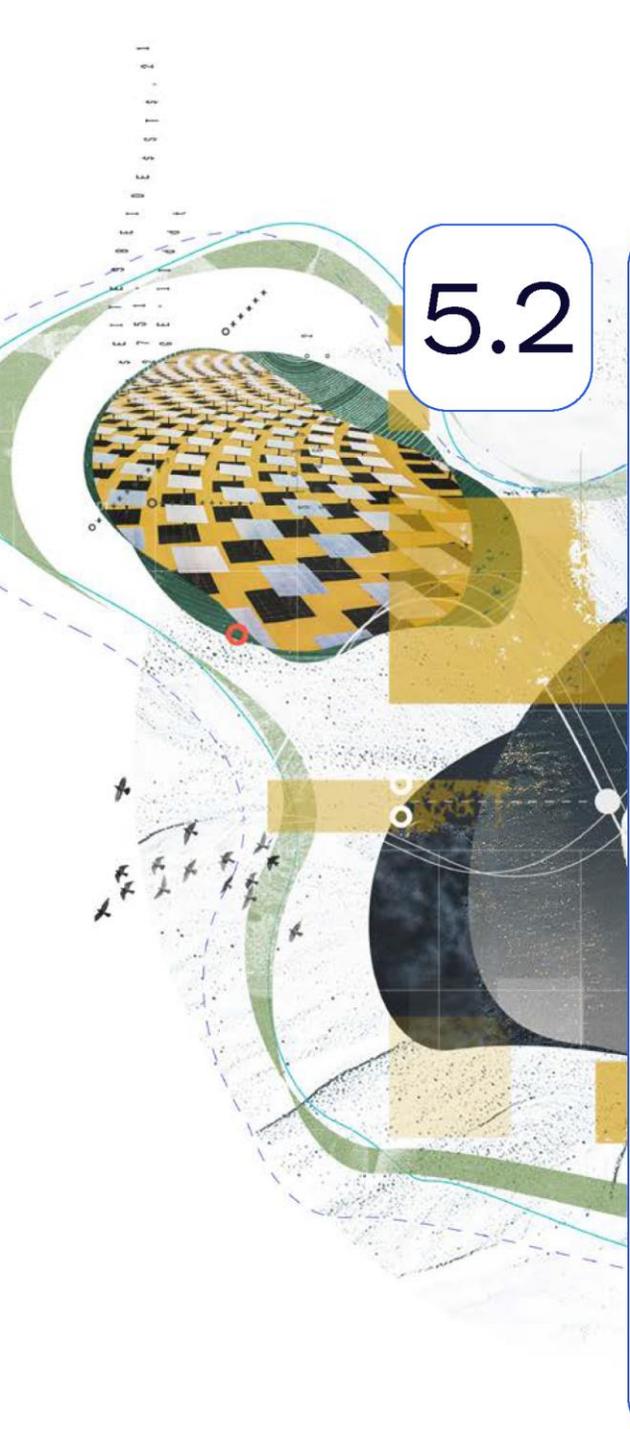
即使白宫或国会的权力平衡出现波动，贸易保护主义的立场也不会改变。在日益走向两极化的世界里，美国将不可避免地筑起一道“高围栏”，将他国拒之门外，我们将致力于寻求可能从中获益的行业。

图 5：首席信息官最看重的行业



2023 花旗集团。未经花旗集团书面许可，不得进行转发。

资料来源：花旗研究。以下两个问题的最终回复结果：自今年年初以来，哪三个举措的投资优先级最高？自今年年初以来，哪三个举措的投资优先级最低？



5.2

非典型能源周期中的不寻常机会

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

MAYA ISSA

高级全球投资策略师

MALCOLM SPITTLER

全球投资策略师兼美国高级经济学家

JUDIYAH AMIRTHANATHAR

欧洲、中东和非洲投资策略师

全球性事件和可再生能源的崛起正在重塑能源格局。这场变革的引领者包括主要的传统能源企业和能源生产国，他们认为绿色转型是不可避免的，也是有利可图的。资本稀缺有利于拥有强大资本实力的头部企业。

- 石油输出国组织欧佩克提前宣布减产，表明能源股票和信贷投资者对市场的看法发生改变
- 在俄乌战争导致能源供应中断后，美国和其他国家正在重建能源储备。持续的地缘政治冲突凸显了巴西等非欧佩克产油国以及可再生能源的重要作用
- 欧洲能源企业的交易价格相较美国同行一直折价40%，但在不久的将来，随着其大力投资改进成效的显现，这种估值差距可能会收窄
- 我们预计可再生能源行业将迎来整合

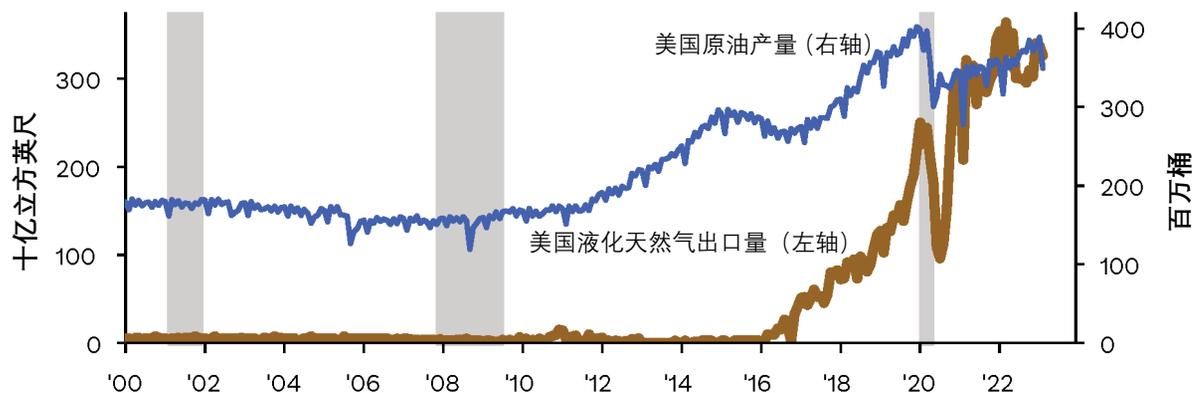
一个不寻常的能源周期即将来临。虽然自 2023 年 4 月 12 日以来¹，全球油价已经下跌了 15%，但西方能源企业并未显示出衰退迹象。在美国，原油产量正在向历史高点迈进。为了有助于取代俄罗斯对欧洲的天然气供应，美国的液化天然气出口量相比疫情前水平猛增 45% (图 1)。同时，欧佩克分别于 2022 年 10 月和 2023 年 4 月¹宣布减产，减产幅度约为 3%。

正常情况下，欧派克会随着需求下降而减产 (图 2)，但现在的情况并非如此。这一次，面对未来的需求减少，欧佩克试图维持较高的价格，最大限度地提高每桶的市场价格。

对于那些指望能源价格下跌的人来说，这不是一个好消息，但它确实表明，能源信贷和股票投资者对该行业的看法与以往经济衰退时典型的盛衰规律有所不同 (图 3)。

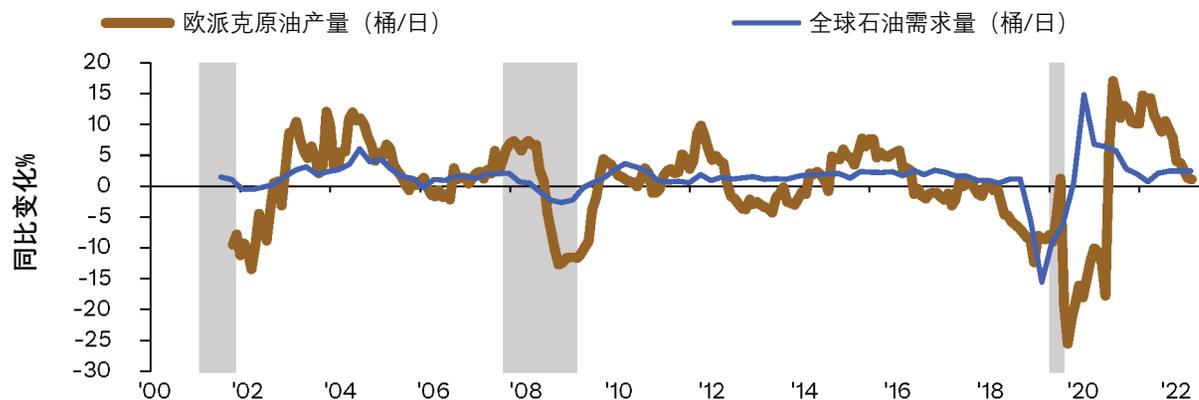
我们并不像其他公司所说的那样，预测石油行业会出现一个“新的超级周期”。花旗研究 (Citi Research) 著名的大宗商品团队在评估大宗商品价格风险方面较为谨慎。石油和天然气供应的增加通常滞后于需求的恢复。历史表明，随着时间的推移，价格上涨将导致供应增加，推动达成新的平衡点。这一次，新的供应将包括更快地采用替代能源。

图 1：液化天然气价格飙升



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 3 日。灰色区域表示美国经济衰退。

图 2：欧佩克在需求下降前减产



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 3 日。灰色区域表示美国经济衰退。

¹路透社，欧佩克+宣布意外减产，2023 年 4 月 2 日，<https://www.reuters.com/business/energy/sarabia-other-opec-producers-announce-voluntary-oil-output-cuts-2023-04-02/>

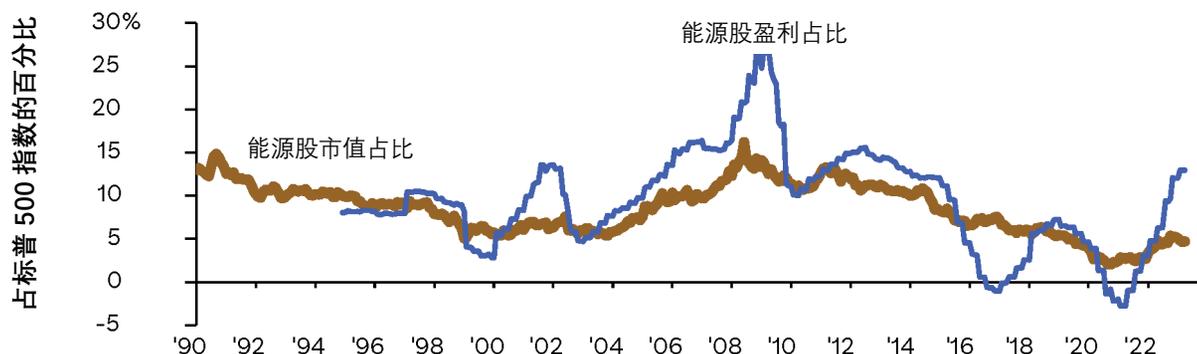
图 3：波动较高的能源行业股票*

行业	从峰值到谷底的百分比变化
医疗保健	7.7
必需消费品	4.9
公用事业	-13.2
电信服务	-27.4
信息技术	-32.3
工业	-42.8
非必需消费品	-50.7
基础材料	-58.3
金融	-71.4
能源	-113.9

资料来源：Haver Analytics，截至2023年5月3日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

* 根据美国国家经济研究局（NBER）官方算法得出的美国过去4次经济衰退日期：1990年7月（三季度）-1991年3月（一季度），2001年3月（一季度）-2001年11月（四季度），2007年12月（四季度）-2009年6月（二季度）和2020年2月（四季度）-2020年4月（二季度），以及与这四个衰退期中每个行业相关的每股收益的近期峰值和谷底。

图 4：能源行业盈利增速超行业市值增速



资料来源：彭博，截至2023年5月2日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。

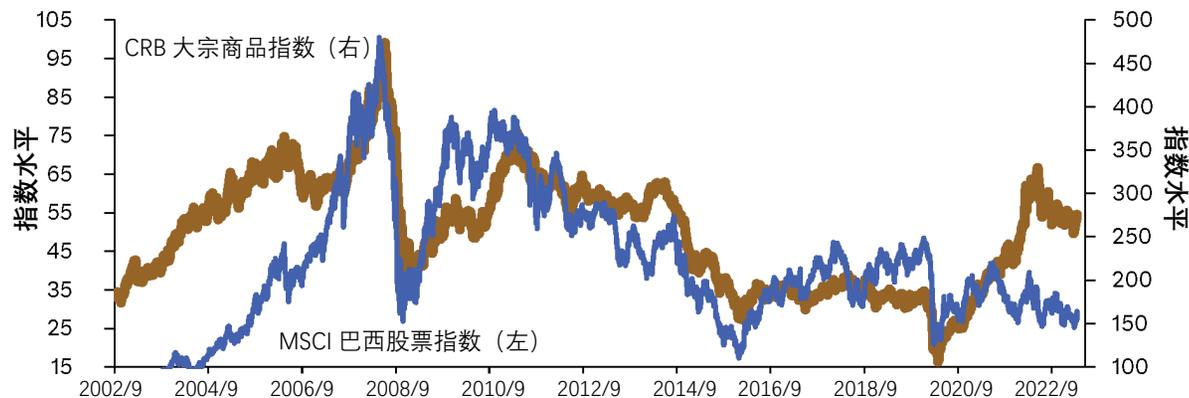
尽管如此，传统的碳基能源领域的资本流入已经恢复。即使许多西方经济体拒绝向俄罗斯购买石油，世界仍然依赖每天600万桶的俄罗斯原油出口。自俄乌战争开始以来，美国战略石油储备量相较2021年底的水平已经下降38%。为了补充库存，美国也正在开始再度购买石油。无论是石油、天然气还是可再生能源，这种持有和维持能源库存的需要，使能源行业有别于其他周期性行业（图4）。

作为一种普遍可替代的大宗商品，原油贸易在全球范围内的发展趋势已经有所改变，但如果俄罗斯不向有购买意愿的买家出口原油，全球油价会继续走高。地缘政治冲突已经并将继续导致油价飙升。俄乌持续的冲突以及美国和其他国家重建能源储备的需求，提振了巴西等非欧佩克产油国的投资和发展前景（图7），也为可再生能源领域带来了长期机会。

全球能源企业都在投资未来

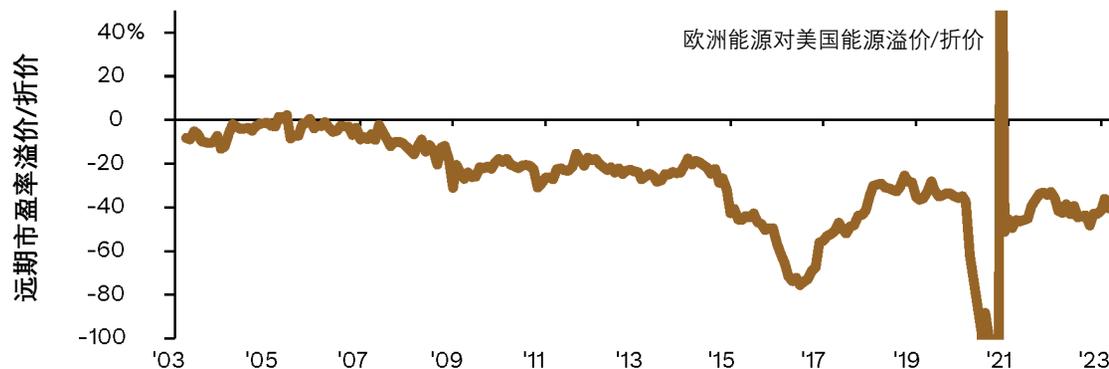
在地缘政治紧张局势影响能源供应、可再生能源崛起之际，能源行业正在经历一场巨变。企业纷纷使出千方百计力争在不断变化的市场格局中保持主导地位。他们还意识到，必须提高资本效率，更加谨慎地进行投资。

图 5：MSCI 巴西股票指数 VS CRB 大宗商品指数



资料来源：彭博，截至 2023 年 6 月 5 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图 6：欧洲能源企业的股价低于美国同行



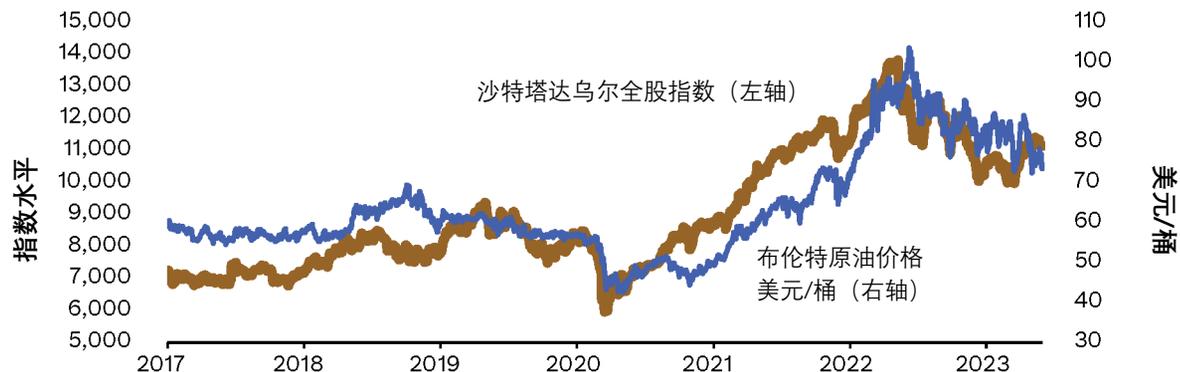
资料来源：Factset，截至 2023 年 5 月 15 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

在过去的20年里，欧洲能源企业的股价一直低于美国能源企业（图6）。在2021年达到低点后，欧洲能源企业的估值有所回升，但仍比美国能源企业低40%。这种估值差异是不合理的，因为欧洲和美国的能源企业在许多方面都很相似。估值折价的部分原因可能是欧洲企业普遍不受投资者青睐。我们认为这是一个有利于投资非美国企业的套利机会，这一策略与我们认为美元已见顶的看法是一致的。

绿色行业成为新棕地

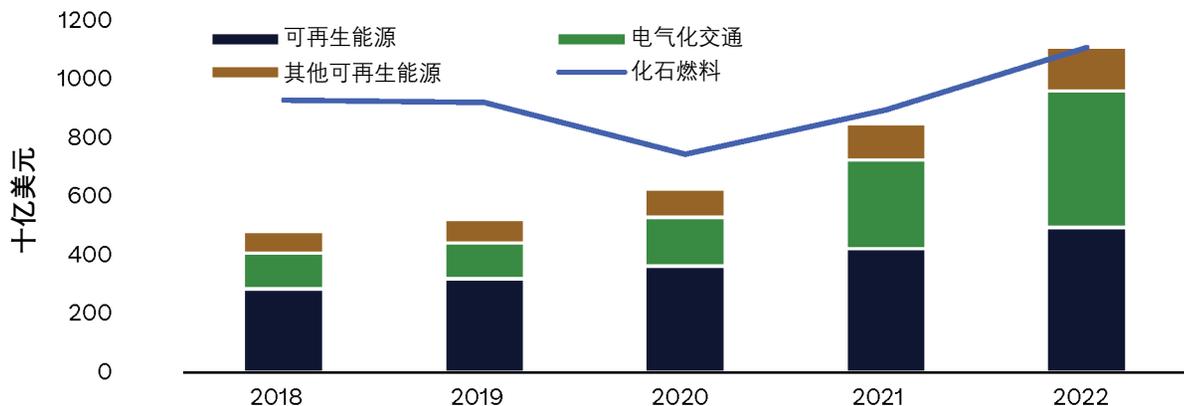
欧洲能源企业在结构性改革方面一直遥遥领先，这些企业致力于优化资产负债表，为长期项目部署资金，包括重点推进绿色能源转型。我们认为，这些转变将使欧洲能源企业更有价值，从而提振盈利和股价。

图 7：沙特市场 VS 原油



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。

图 8：可再生能源投资 VS 化石燃料投资



资料来源：彭博新能源财经，截至 2023 年 5 月。图表所示为可再生能源投资与化石燃料和电气化交通投资的对比情况。

中东也走向绿色发展

同时，日益增长的地缘政治紧张局势和不断变化的市场动态促使一些中东国家，特别是沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国，大力投资于可再生能源，为全球能源格局的最终转变做准备（见[中东策略](#)）。这些投资以各种各样的方式进行，包括开发大型太阳能和绿色氢能项目，以及建设专注于生产石化产品而非传统运输燃料的炼油厂。

对资产搁浅的担忧、对能源转型全球关注度的日益升高，以及丰富的太阳能资源带来的经济效益，推动了中东国家向可再生能源转型。

与此同时，沙特和阿联酋继续扩大其石油生产能力，反映出他们相信石油需求不会像一些人预期的那样迅速下降。这就导致了一种微妙的平衡，因为这些国家既要利用其巨大的低成本石油储备获利，同时又要为未来化石燃料在全球能源结构中的作用日益减弱做准备。

可再生能源和碳能源之间的竞争日益剧烈

全球向绿色能源转型，对中东的碳氢化合物出口国来说是一个重大的挑战，这些国家严重依赖化石燃料开采产生的收入。由于可再生能源基础设施需要进行大规模投资，再加上其现有商业模式变得日益脆弱，一些观察家质疑能源转型能否为改善中东地区的贸易和改革提供动力。

阿联酋和沙特制定了雄心勃勃的可再生能源目标，前者的目标是到2030年实现可再生能源占比达到30%，后者的目标是到同年实现可再生能源占比达到50%，这表明人们越来越意识到变革的必要性。通过投资可再生能源项目和基础设施，这些国家正在确保自身未来能源安全，并为全球向更清洁、更可持续的能源结构转型做出贡献。

随着全球继续应对气候变化带来的挑战，人们需要一个能源更可持续的未来，未来全球能源市场如何演变，欧佩克+和主要石油生产国的行动将发挥关键作用。

行业整合将加速可再生能源的应用

随着价格持续下降和需求的增加，可再生能源在经济性方面变得越来越有吸引力。即使在能源相对丰富的美国，电热泵的安装也在迅速增长，电动乘用车的销量增长了65%，而内燃机汽车的销量则下降了14%。欧佩克的减产意味着能源价格可能仍将高于此前的经济低迷时期。

相对较高的油价对可再生能源行业的影响是不均衡的。已经拥有可观收入的成熟新能源企业将有机会获得市场份额，并从那些无法抵御未来经济衰退的企业那里获得宝贵的人力和专利资源。

我们看到可再生能源领域已具备开始一轮整合的条件，就像我们在20世纪初的铁路和石油领域以及2000年代初的科技领域所看到的那样。我们认为，这种创造性的破坏可能有助于加速绿色能源的转型。

对投资者而言，做好选择是关键。拥有高价值产品或知识产权资产、但没有很好落地执行能力的企业，可能会被有资金渠道和执行能力强的实体收购。清洁技术行业的规模最终可能会越来越大，但企业数量会越来越少。

投资者现在应当做什么？

投资者应考虑投资现金流为正且资金充足的企业。由于目前获得资金的渠道有限，拥有资金的企业可以更快地发展并主导各自的市场。

在当前的经济周期阶段，以多元化方式缓慢发展其商业模式的电池、金属、石油和天然气企业可能比初创企业更安全。初创企业通常更依赖政府政策，这些政策侧重于发放补贴而非刺激消费。但随着绿色能源产业不断成熟，政府资金正在从鼓励科研转向刺激消费。大型电动汽车公司正专注于推进垂直一体化布局，这可能会带来一些整合。由于电池企业试图确保矿物供应安全，一些初创公司可能会以失败告终，其资产将被出售。无论好坏，在这个周期中，赢家都能够获得复合回报。

大型企业正面临着诸如碳税等重大挑战。能够抵消或减少碳排放的企业可以创造更多价值。例如，电动汽车退税将有利于汽车销量更高的大公司，而小公司将不太可能从政府支出中获得那么大的补充份额。

正如1998年一样，当前是行业整合和做出战略决策的时刻，这些举措也将决定未来十年及以后的赢家和输家。最终，我们会看到一个更强、更大、不断发展变化的能源行业，以全新的新旧能源结构最终造福于社会。我们相信这是清洁技术的重大历史时刻——未来几十年的许多赢家将在这一时刻诞生。因此，对于投资者来说，关注正在整合和积聚实力的清洁技术企业尤为重要。投资者还可以增持现金流充足、运营高效、注重策略执行的头部能源企业，这些企业可以抓住困境投资机会，为长期增长引入更多资本。

5.3

生成式人工智能：另一场科技革命的开端

DAVID BAILIN
首席投资官

JOSEPH FIORICA
全球股票投资策略主管

WIETSE NIJENHUIS
花旗投资管理高级投资组合经理

我们可能正在见证一项与互联网本身一样重要的技术诞生。生成式人工智能的需求日益增加，将对各行各业产生连锁反应，随着时间的推移，赢家和输家都会现身。

- 人工智能预计将迎来增长，从而为投资能够促进人工智能基础设施建设的企业（如硬件制造商和云计算供应商）创造机会
- 人工智能的采用和普及，有利于大大提升生产力，促进经济增长
- 作为新兴行业，人工智能存在监管、数据隐私、网络安全等风险

自2022年11月多款人工智能聊天机器人相继问世以来，互联网、华尔街以及几乎所有企业的每一位管理者都在热议人工智能聊天机器人。一款流行的人工智能聊天机器人只用了5天就达到了100万用户，而另一家广受欢迎的社交媒体公司用了10个月，一家普通的流媒体服务公司用了3.5年才达到这样的用户量（图1）。科技巨头和初创企业都在竞相开发更智能的人工智能算法，以便在下一代计算领域占得一席之地。简而言之，我们可能正在见证一项与互联网一样重要的技术诞生¹。

什么是生成式人工智能？

这些新的人工智能驱动的聊天机器人使用了一种被称为生成式人工智能的技术，这是一种全新高度的机器学习技术。当我们与Alexa或Siri交谈时，我们其实是在积极地参与机器学习。机器学习也用于天气预报和各行业的统计建模。机器学习可以帮助我们对各种可能的结果进行估计，包括计算体育比赛的赔率和一个脆弱城市发生地震的可能性。

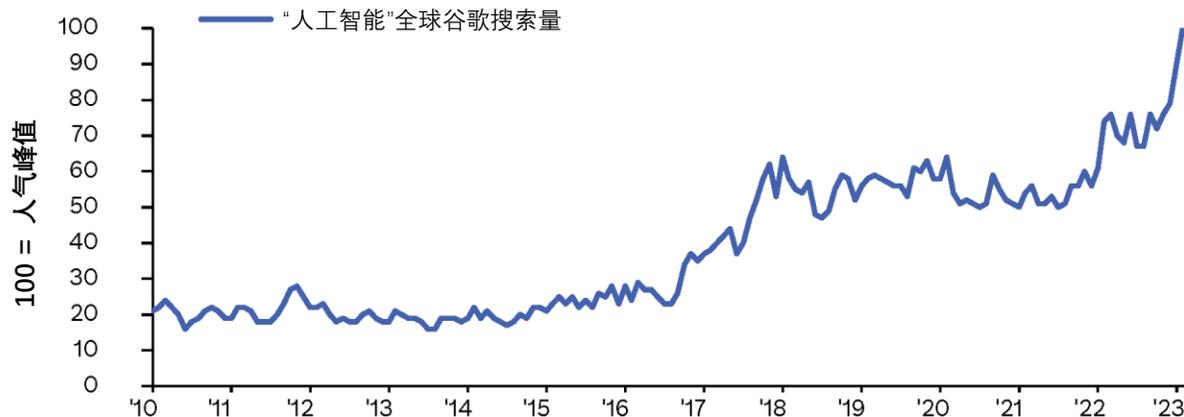
生成式人工智能模型之所以能够取得如此大的突破，是因为它能够从大量数据中识别上下文并创造新内容。当开始一个句子时，生成式人工智能可以非常准确地预测句子如何结尾。在构建这些模型时，世界上最优秀的数据科学家和计算机工程师使用来自互联网的570GB的书籍、网络文本和文章，对模型进行了训练。

机器学习可以从数据中识别动物图像或图形，而生成式人工智能可以根据所有可用的类似图像生成动物图像，或者编写关于历史事件的独特段落，并根据语境适当地引用时间、地点和参与者。最终，生成式人工智能可能会改变几乎所有行业中大量工作的执行方式。

研究人员可以使用生成式人工智能快速总结复杂的主题，这一成果让希望看到学生创作原创作品的教育工作者感到担忧。人工智能将帮助人类完成越来越密集的任务，并产生新的内容或想法。在某些情况下，优质的模型可以产生与人类生成的内容难分仲伯的输出信息。

鉴于人工智能的“发明”能力，我们可能需要重新审视“原创内容”的概念。在医学领域，人工智能或许能够通过观察先前的分子或化合物来预测“下一种新药”可能采用的序列。

图 1：“人工智能”全球谷歌搜索量



资料来源：谷歌，截至2023年4月18日。

¹ [ChatGPT: 关于 Open AI 的 GPT-4 新版本你所需要知道的一切 | BBC 科学焦点杂志](#), 2023

潜在的机会和风险

普华永道估计，到 2030 年，人工智能将为全球经济贡献高达 15.7 万亿美元²。其中，很大一部分可能来自生产力提高而带来的收益（6.6 万亿美元）。例如，人工智能可以帮助教育工作者给考试打分，帮助软件开发人员编写或调试代码，帮助求职者写简历，或者帮助在线内容提供商销售和宣传产品及服务。

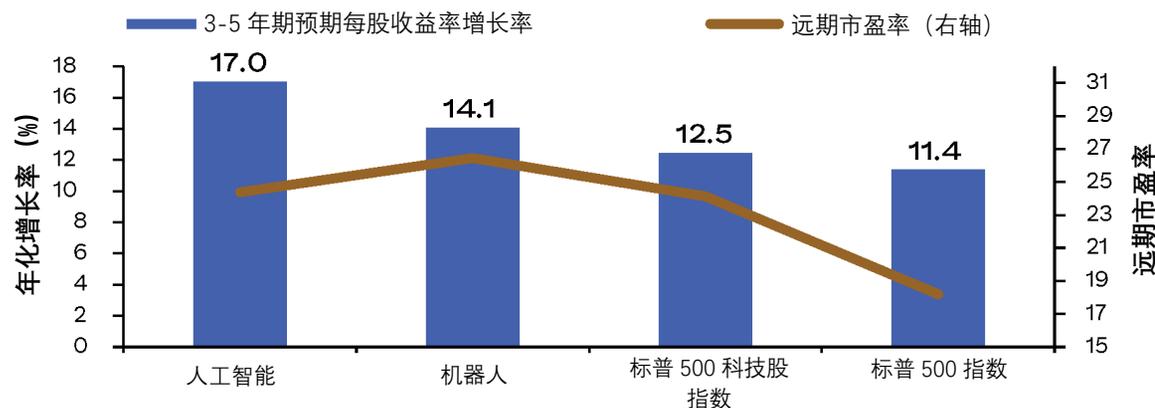
生成式人工智能将成为未来很多其他技术的关键组成部分。生成式人工智能还具有颠覆性，能够在未来几年大大提升生产率，带来收益并促进经济增长。各行各业都将出现优胜者和失败者，工人也会受到巨大影响。

在今年 5 月的国会听证会上，ChatGPT 的开发商 OpenAI 的首席执行官 Sam Altman 建议对生成式人工智能进行快速监管——鉴于以往鲜有科技企业的首席执行官寻求监管监督，这一点值得注意。他建议成立一个新的政府机构，专门负责为大型人工智能模型颁发许可证，并授权该机构吊销模型不符合政府标准的公司许可证。他还建议制定人工智能模型安全标准、由专家开展独立审计，以及评估和取缔独立行动等有危害的能力³。

监管、专利、版权和数据隐私问题的确是值得关注的风险。知识产权是另一个主要问题。虽然世界各地的版权法各不相同，但如果有人使用生成式人工智能来写一篇论文，信息的来源是否会被正确注明？另一个担忧是，生成式人工智能会根据不准确的数据得出错误甚至危险的结论。人类也会做同样的事情，但生成式人工智能可以更快地创造和传播虚假信息。该项技术的代码编写能力为网络犯罪分子提供了一种更容易编写恶意代码或创造新的网络钓鱼骗局的方法。然后还有社会影响，特别是当人类和机器的互动变得难以分辨时。随着这项革命性技术的推出和普及使用，人类需要针对这些问题制定政策、反复实践，不断检查和建立制衡机制。

随着该项技术的发展，各行各业都会优胜劣汰。在建立人工智能主导地位的竞争中，由于声誉风险，成熟的大型公司在推出生成式人工智能时面临的损失可能更大。匆匆推出具有误导性或低质量的产品或服务，将对他们的声誉造成打击。但对于那些找对方向，并能利用人工智能支持自己业务的企业来说，好处将是巨大的。企业将花费数十亿美元学习、引进、嵌入和评估生成式人工智能。

图 2：人工智能、机器人和科技股的估值和每股收益增长率



资料来源：Factset，截至 2023 年 4 月 18 日。每列对应的指数：人工智能：Indxx 人工智能和大数据指数；机器人：ROBO 全球机器人和自动化指数。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

² 普华永道《全球人工智能研究报告》，2017 年。

³ “人工智能监督：人工智能规则” | 美国参议院司法委员会，2023 年。

我们眼下应该怎么做才能抓住机会？

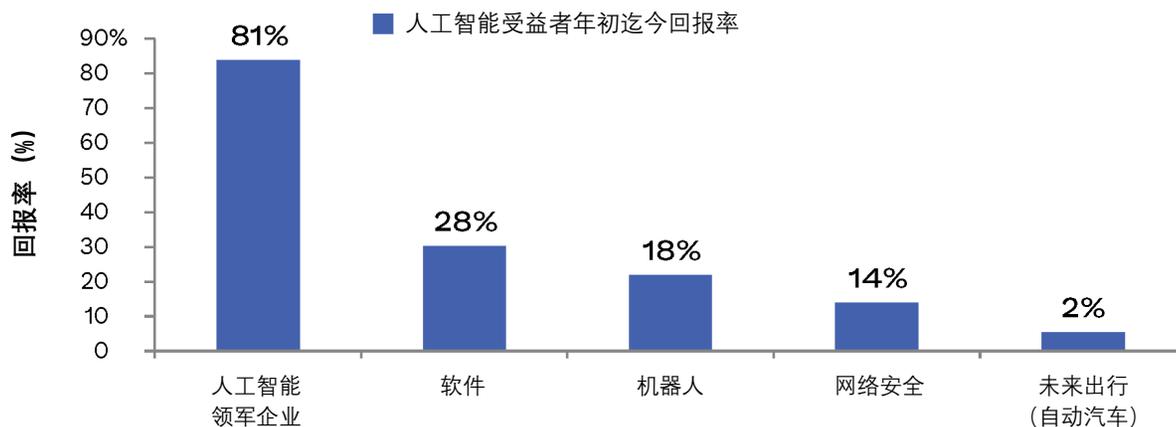
纯粹的人工智能股权投资机会少之又少也很难触及。最先进的人工智能开发平台要么是私营的，要么由多家大公司所有，因此拥有多元化收入来源。尽管如此，我们在提供人工智能算力和基础设施的企业中看到了潜在的增长机会（图2），其中包括制造先进半导体的硬件制造商和云计算供应商等基础设施提供商。

生成式人工智能生态系统的次级零部件也将从中受益。生产用于制造人工智能优化芯片的机器的半导体资本设备公司或将迎来更多需求（图3）。网络安全企业是另一个可能被低估的明显初始受益者。

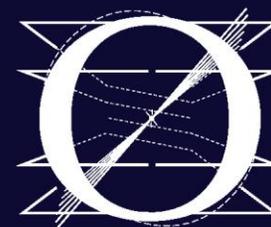
最后，我们将高度关注那些在其产品和运营中应用该项技术的公司。随着人工智能模型变得越来越成熟精密，机器人将越来越高效，自动驾驶汽车也将变得越来越安全可靠。对于服务型企业，如果能够将人工智能有效地嵌入日常流程，那么企业的质量、价值、效率和盈利能力将随之提升。

我们期望，随着时间的推移，看到新趋势的出现，看到企业报告他们如何在其业务中使用生成性人工智能。凭直觉来看，人工智能将能够追踪人工智能的使用情况。这才是全部意义所在。人工智能能够自我优化。而对于没有将这项技术融入商业实践的企业而言，其竞争地位将被削弱。

图 3：2023 年迄今人工智能相关行业股票



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。



6



目录

地区预览

- | | | |
|-----|------------------------|----|
| 6.1 | 亚洲：迟来的重新开放和美元走弱将提振各国经济 | 62 |
| 6.2 | 欧洲：在温和增长中精选投资机会 | 65 |
| 6.3 | 拉美：金融环境有利，但各国央行保持谨慎 | 67 |
| 6.4 | 北美面临滚动式衰退 | 69 |

6.1

亚洲：迟来的重新开放和美元走弱将提振各国经济

彭程

亚太区投资策略主管

未来几年，亚洲的增速和表现将跑赢其它地区。人口结构、供应链多元化、美元走软以及美联储采取更宽松的政策，或将为这一趋势提供动力。我们看到日本、印度和东南亚正日益受到全球投资者的关注。

亚洲疫情后重开的时间晚于其他地区，但其较晚重开的好处是，即使在美国和欧洲经济放缓的情况下，亚洲也实现了更快的增长。尽管最近面临重重挑战，中国仍是亚洲增长的主要推动力。我们预计，2023年中国的实际GDP增长率将达到5.8%，随后在2024年回落至4.5%。对于整个亚洲地区（日本和中国除外），我们预计2023年GDP增长率将放缓至4.0%，然后在2024年回升至4.5%（图1）。

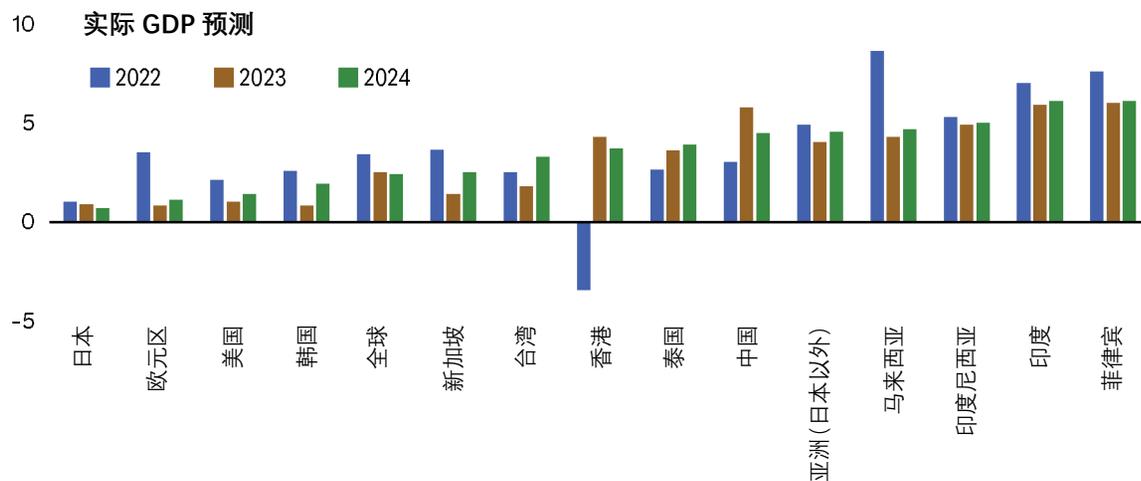
在此背景下，我们认为亚洲各地都有潜在的股票投资机会，尤其是资产负债表强劲的行业领军企业。在亚洲地区固定收益资产方面，我们仍然看重质量。亚洲容易受到美国经济衰退、中国消费需求和地缘政治不确定性的影响。

中国：中国的复苏并不均衡。在旅游及其他服务业的强势带动下，消费者支出率先复苏。但是，住宅房地产和制造业继续面临阻力，因为消化库存需要一段时间。中国政府出台了促进增长的经济政策，但市场情绪尚未恢复。我们预计中国将进一步放宽商业和金融政策，此外，下半年将适度降息。这些举措或将刺激经济和企业盈利增长。以目前不到10倍远期市盈率的估值来看，近期不尽如人意的市场表现似乎被夸大了，因为经济持续大幅复苏的潜力依然存在。

日本: 全球投资者越来越多地将日本股票视为投资亚洲发展的一种手段，在中美关系紧张之际尤为如此。最近企业和工会之间的工资谈判达成了 3.8% 的加薪协议，这是三十年来最大幅度加薪（图 2）。我们预计，日本央行将有目的地退出其超宽松的货币政策，这可能会在今年下半年发生，届时日元有进一步走强的空间。公司治理改革也取得进展，东京交易所迫使多家公司增加派息和股票回购，此举已开始将估值从低位推高。

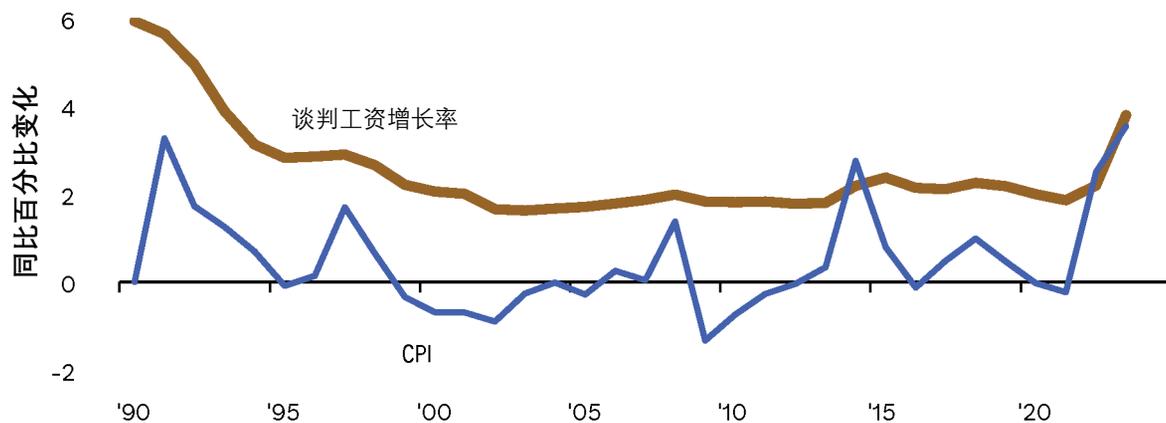
印度和东南亚: 随着全球企业寻求供应链多元化，对印度和东南亚投资大幅增加，推动了该地区疫情后的复苏。泰国、印度、印度尼西亚和菲律宾的经济复苏最为强劲，这些国家的企业盈利增长也最高。股价也随之上涨，但仍落后于盈利增速，因此估值仍处于多年历史区间的低端（图 3）。鉴于美元有可能走弱、地区需求增加以及中美战略竞争带来的外商直接投资增加，我们预计今年下半年股市表现将会好转。

图 1: 2023-2304 年，我们预计亚洲的 GDP 增长率将保持在较高水平



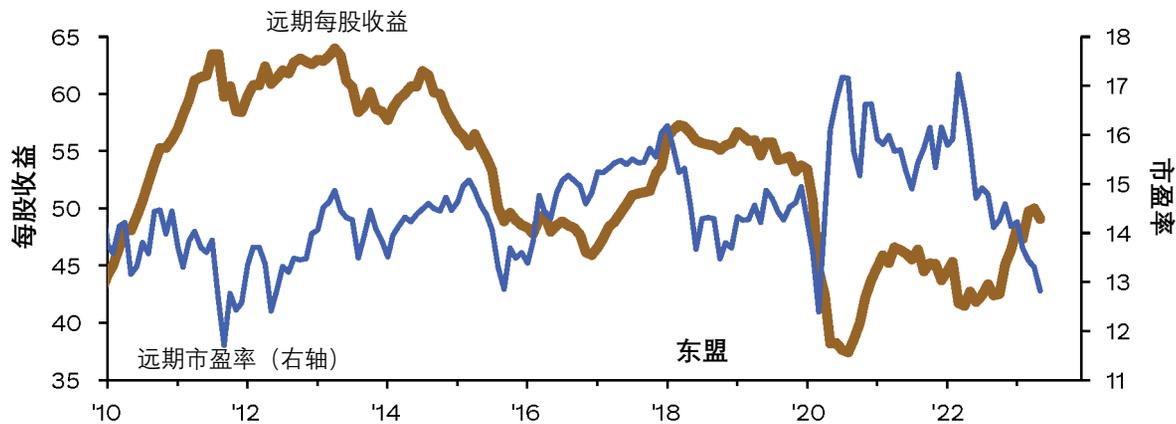
资料来源: Haver Analytics, [Citi Global Wealth Investments 投资首席投资官简报《可能推动 2023 年市场走势的五大见解》](#), 花旗研究 [全球经济展望和策略](#), 截至 2023 年 5 月 22 日。

图 2：日本谈判工资增长率和 CPI 通胀率达到三十年来的最高水平



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 4 月。

图 3：东盟企业盈利不断向正，而估值则明显下降



资料来源：Bloomberg，截至 2023 年 5 月 30 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。



6.2

欧洲：在温和增长中精选投资机会

GUILLAUME MENUET

欧洲、中东和非洲投资战略和经济主管

由于GDP增长率和股票估值似乎变得更具吸引力，欧洲和英国的表现都超出了温和的预期。

由于能源价格的快速下跌抵消了与战争相关的贸易冲击，欧洲避免了经济衰退。劳动力市场的持续紧缩也提振了市场。我们预计，2023年欧元区实际GDP同比平均增长0.8%，英国同比增长0.3%。

经济活动面临的关键风险之一是在央行大举收紧政策之后利率走高和银行放贷标准趋严。尽管政策利率可能在2023年年中见顶，但我们预计投资和招聘计划将受到一定拖累，从而抑制国内需求。

2024年前景向好

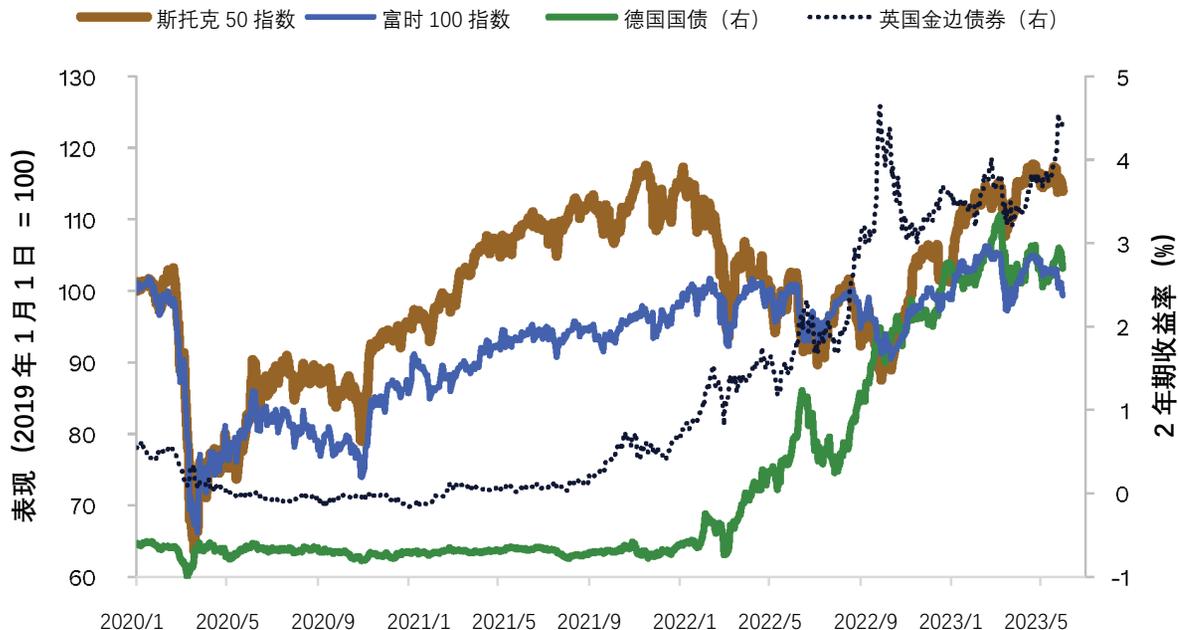
幸运的是，2024年整体通货膨胀率或将下降，这将有助于在一定程度上提振消费者信心，但我们预计经济增速不会太快。我们预测2024年欧元区和英国的实际GDP增长率平均为1.1%。

尽管乌克兰在即将到来的春季攻势中收复领土的努力有望取得进展，但我们并不认为其与俄罗斯的战斗即将结束。如果俄乌冲突的解决速度快于预期，可能对风险资产，尤其是欧洲产生重大利好。

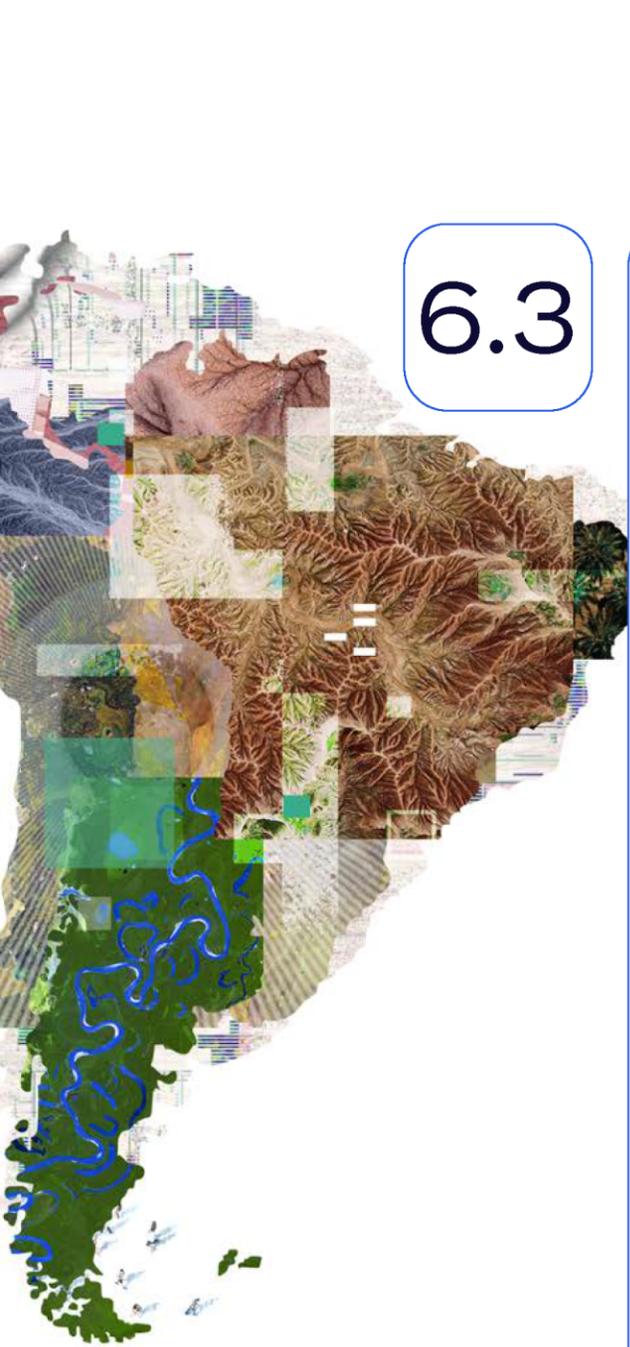
债券：欧元区政府债券收益率可能在3月份见顶，但鉴于目前核心通胀挥之不去以及欧洲央行需要履行其价格稳定任务，我们认为收益率只会进一步有限地反弹。在英国，由于政府试图在2022年秋季预算出现问题后重建信誉，收益率可能会保持在高位（图1）。

股票：由于欧元走强和净息差改善，与美国股市相比，欧洲（英国除外）股市和英国股市的估值都较低。在这些市场中，我们增配了非必需消费板块，并认为金融类股有短期上行潜力，

图 1：欧洲和英国：股市指数和 2 年期主权债券收益率



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。



6.3

拉美：金融环境有利，但各国央行保持谨慎

JORGE AMATO
拉美投资策略主管

我们认为拉丁美洲会出现精选投资机会，因为拉美各国央行可能在2023年开启宽松周期。巴西可能会从中国经济的反弹中受益。

拉美最大的经济体将在2023年放缓。与世界其他地区一样，拉美地区的央行也收紧了货币政策以对抗通胀。然而，拉美央行的行动比发达经济体更迅速、更有效。因此，该地区的通胀一直在减速。虽然我们预计未来的金融环境会更加有利，但拉美各国央行可能会保持谨慎。拉美地区今年的一致增长预期不到1%，低于2022年的3.7%左右。

政治和结构性改革方面，民粹主义政府并没有市场担心的那样不稳定，这在一定程度上遏制了资本外流。由于当地利率高企，加之通胀回落，当地货币具有很强的韧性（图1）。当地债务市场因而受到提振，彭博拉美地方债务指数今年迄今涨幅高达14.6%¹。

与美国工业和需求息息相关的墨西哥，一直是地缘政治以及具有极强韧性的美国经济的受益者。随着美国企业将业务转移至离本土更近的地方，“近岸外包”为墨西哥带来了强劲资本流入，汇款也相应猛增。资本投资规模不断增加，消费者信心依然坚定。投资者并未忽视这种积极的宏观环境。今年迄今，墨西哥比索上涨了11%，以美元计算，墨西哥股市的回报率达到了惊人的20%²。鉴于我们对美国经济温和衰退的预期，我们发现对于墨西哥市场目前应采取动量策略，在当前动量水平下，价值增量很有限。

¹ 资料来源：彭博，截至2023年6月1日

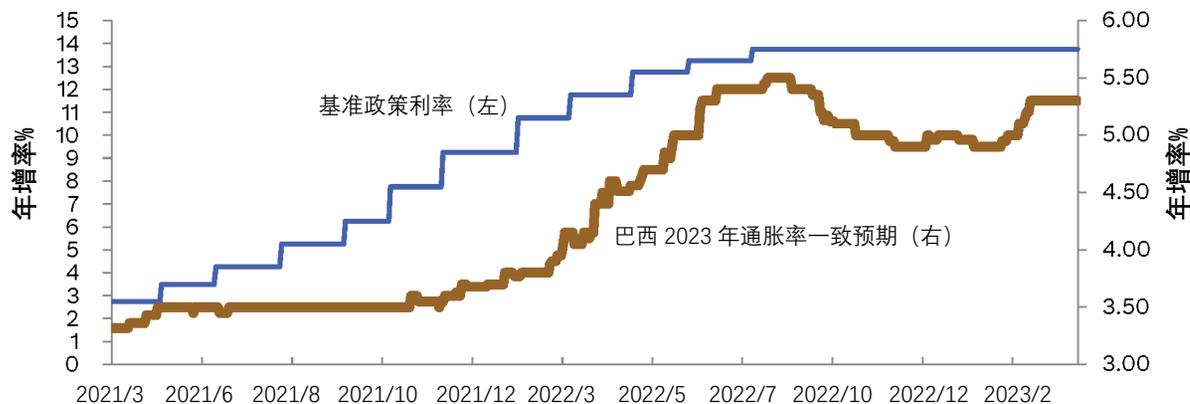
² 资料来源：彭博，截至2023年6月2日

巴西经济在2022年出人意料地上行，增长了2.9%。随着利率上升的影响逐渐显现，以及世界其它地区的经济放缓，我们认为巴西的实际增长率也可能在2023年降至1%以下。中国在一定程度上阻止了巴西当前的经济放缓。作为巴西最大的贸易伙伴，中国预计将在2023年增长近6%，为巴西未来几年的经济活动提供广泛支持。

巴西的新财政规则应能缓解对财政超支的担忧。新政可能也会给中央银行（BACEN）更多的空间来管理通胀风险。通胀正在缓和，这为货币当局提供了实施宽松货币政策空间。当前实际利率接近9%，而股票倍数低于8倍。

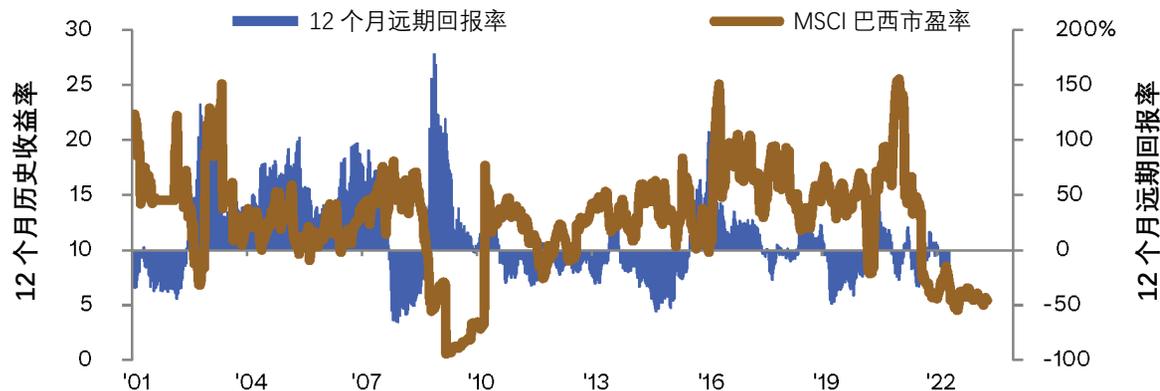
当我们评估该地区的相对和绝对价值时，我们认为巴西的股票和当地债券市场在风险调整后的基础上具有潜在吸引力（图2）。我们预计在未来转向新兴市场股票时，将考虑在投资组合中进一步配置巴西股票。

图 1：利率上升，通胀减缓



资料来源：彭博，截至 2023 年 5 月 30 日。

图 2：巴西估值水平下跌



资料来源：Haver Analytics，截至 2023 年 4 月 28 日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作展示说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

6.4

北美面临滚动式衰退

CHARLES REINHARD
北美投资策略主管

LORRAINE SCHMITT
北美投资策略师

进入2023年下半年，美国显示出“滚动式衰退”的迹象。虽然我们目前倾向于防御性行业（如大盘必需消费品和医疗保健板块），但在不久的将来，美国市场也有被低估的部分可以考虑加仓。我们还建议从短期国债转向多样化的、期限较长的固定收益资产。

在2023年年中，我们正在遭受“冲击和过度刺激”的后果，当下美国经济正在同时经历增长和收缩。在经历了美联储历史上最快速的多轮加息之后，我们看到经济逆风在加剧，而疫情造成的市场扭曲正在消散。

引发三家主要金融机构倒闭的银行业恐慌，因美联储对抗通胀的急剧转向而加剧。在存款人能够获得远高于存款回报率的现金利率之际，银行的贷款账面价值暴跌。美联储继续寻求结束通胀周期，由于在疫情期间发放了创纪录水平的货币援助，其资产负债表在2020-2021年从4万亿美元增加到了9万亿美元。

图 1 简单地说明了在我们进入 2023 年下半年时，美国经济内部存在的复杂有利因素和不利因素。这些矛盾条件同时并存，是我们进入和退出浅层或“滚动式”衰退时间延长的原因。这使得我们很难确定一个明显的衰退/复苏模式，从而使投资选择变得容易。

图 1：影响美国股市前景的正面因素和负面因素

有利因素	不利因素
服务业的强劲就业提振了消费者支出	美联储政策利率高企、量化紧缩、银行放贷收紧、资本企业家受到限制
通胀减速	商业房地产基本面趋弱，对中小银行产生溢出效应
企业资产负债表强劲，私募信贷融资渠道畅通 (住房和制造业) 库存不断下降，正在逐渐摆脱经济衰退	债务上限协议达成后，短期国债发行量激增 劳动生产率下降，削弱劳动力市场
美股空头仓位创历史新高，现金余额规模庞大	中国最初重开后，中国和欧洲经济体的增速不及预期 预计每股收益远高于可实现的企业利润增长（预计到2023年四季度创历史新高）

资料来源：Citi Global Wealth Investments

就业和通胀都在下降

美国就业人数在2020年创下新低，随着经济随后迅速复苏，许多雇主找不到基本劳动力。因此，到2023年，许多公司仍在囤积劳动力。过去几个月里，裁员步伐也在加快，尤其是科技、金融和建筑行业。这是标普500指数11个主要板块中有6个在2023年一季度财报公布后陷入“利润衰退”情况的现实反映。雇主们也一直在裁减临时工。

经济也在释放出积极信号

尽管出现了一系列负面情况，但美国经济内部仍有积极的方面。通胀率从2022年6月的9%下降到2023年4月的5%，我们预测到今年年底将降至3.5%（参阅[衰退和复苏进程尚未完成](#)）。纽约美联储跟踪的一项衡量全球供应链压力的指标已恢复至疫情前水平。商品库存开始减少，而强劲的服务业支出使整体经济保持正增长。这将逐步为2024年更强劲的增长期奠定基础。

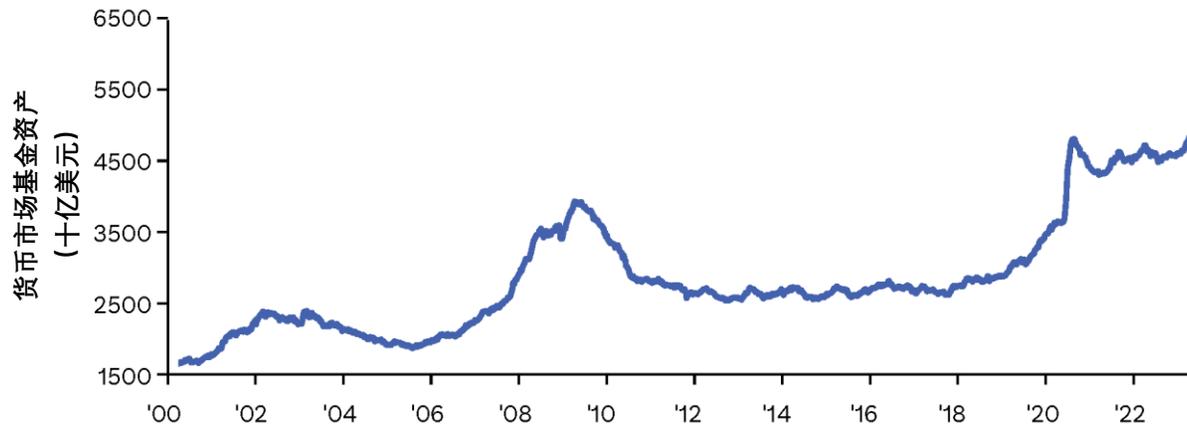
我们仍然认为，美联储激进的抗通胀措施，以及目前挥之不去的劳动力市场疲软，最终将导致美联储在2023年底前改变政策方向。这一系列事件表明，目前的高隔夜货币基金利率和短期国债的高收益率一年后将不复存在。我们还预计，到2023年底，10年期美国国债收益率将降至3%。

从历史上看，当美联储在经济衰退期间降息时，股市就会触底。在目前的情况下，投资者基于对2022年经济衰退的预期，建立了创纪录的空头头寸。尽管美国股市仍面临风险，但大量负面经济消息已被市场消化。接下来，还有生成式人工智能（参阅[生成式人工智能：另一场科技革命的开端](#)）。一项对美国和世界的影响可能与互联网相媲美的新技术的到来，已经带动那些为生成式人工智能快速普及提供基础设施的企业股价创下新高。

大量现金等待入场

从最近的债务上限边缘政策到美联储的紧缩政策，再到每股收益的进一步下滑，投资者一直在应对一长串的风险，对这些风险的担忧可能引发一场直到现在还难以捉摸的股市抛售。潜在的“逢低买入者”持有巨额现金，处于观望状态，使美国股市保持区间震荡。在此期间，盈利较好的中小型企业出现了非常大的估值折扣，这些公司面临直接的经济风险，但在复苏时期有望产生更高的回报。我们的最新10年战略回报预期（参阅[图 3：衰退和复苏进程尚未完成](#)）反映了2022年股市和债市大幅下降后市场的光明前景。

图 2：货币市场余额创历史新高



资料来源：彭博，截至2023年5月19日。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

投资者现在应该考虑什么？

尽管我们目前看好必需消费品和医疗保健等防御性板块，但未来几个月仍有几个领域可能被纳入投资组合。在美联储首次降息期间和之后，这些板块的表现往往优于大盘。我们将继续青睐那些增加派息或符合“不可阻挡的趋势”的公司。

中小盘崛起

地区性银行股已经大幅回落并引起了长期投资者的注意。虽然很难说银行接连倒闭的局面已经结束，但鉴于这些银行对美国整体经济的系统重要性，当贷款量、贷款利润率和信贷状况转好时，地区性银行股将在2024年出现反弹。地区性银行目前的股价是有形账面价值的1.1倍，而疫情低点为1倍。

在后疫情时代，美国小盘股的优异表现完全被大盘股掩盖。由于表现不温不火，估值有所改善，盈利较好的中小型企业目前的股价为12个月历史收益的14倍，相对规模较大的同类企业折价26%。预计美联储将在2023年晚些时候调整政策重心，届时这种模式或将改变，从而使以非周期性医疗保健和科技股为首的小盘股能够迎头赶上。

转向长期债券

与过去十年相比，高质量美国债券目前的收益率高于平均水平（参阅“[债券回归](#)”部分图1）。我们认为，对于寻求税后收入的美国投资者而言，期限为2至5年的政府和投资级公司债券以及市政债券具有投资价值。

我们认为，对于不需要高流动性投资组合的合格投资者来说，最近美国银行业的动荡加上债券市场的波动，为研究实力雄厚和擅长风险管理的另类固定收益管理公司提供了潜在的债务投资机会。

最后，我们预计这种滚动衰退将是轻度的。深度衰退之后往往会出现强劲的复苏，而轻度衰退之后往往会出现温和的复苏。因此，保持充分投资至关重要。市场上涨和下跌的轴心点可能会紧紧相随。鉴于我们预计2024年美国将温和增长，抓住大行情至关重要。

术语表

资产类别定义：

现金是指美国 3 个月期限国债总收益指数，即对美国财政部发行、以美元计价、三个月期限且交易活跃、具固定利率的名义债券的衡量。

大宗商品涵盖多种指数成分：GSCI 贵金属指数、GSCI 能源指数、GSCI 工业金属指数和 GSCI 农产品指数，分别跟踪贵金属（如黄金、白银）、能源类大宗商品（如石油、煤炭）、工业金属（如铜、铁矿石）及农产品类大宗商品（如大豆、咖啡豆）在不同市场的投资表现。路透杰富瑞 CRB 现货价格指数和汤森路透核心大宗商品 CRB 超额回报指数为逐月调整的大宗商品期货价格的算术平均值，用于补充历史数据。

“直接私人投资”或“直接投资”指以购买股份以外的方式购买或取得企业、资产或特殊目的载体/工具的股权或控股权。

新兴市场硬通货债券是指富时新兴市场主权债券指数（ESBI），涵盖以硬通货计价的新兴市场主权债。

全球发达市场公司债基于彭博巴克莱指数组成，跟踪七个不同货币市场中的投资级公司债。这一综合指数涵盖发达市场发行人发行的投资级别公司债。

全球发达市场股票基于多个 MSCI 指数组合而成，这些指数跟踪 23 个发达市场国家的大/中/小盘股代表，并按各国的市值分别赋予权重。这一综合指数涵盖上述各国约 95% 的自由流通调整市值。

全球发达市场投资级债券基于多个巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪 20 个本地货币市场的投资级债券，涵盖发达市场发行人发行的固定利率国债、政府相关的债券、投资级公司债和证券化债券。美国、英国和日本的当地市场指数用于补充历史数据。

全球新兴市场债券基于多个巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪拉美、欧洲、中东和非洲以及亚洲地区 19 个不同市场上以当地货币计价的固定利率新兴市场政府债。“iBoxx 亚债中国国债”为 Markit 公司编制的 iBoxx 亚债指数，成分为以人民币计价的债券，用于补充历史数据。

Ibbotson 高收益指数用于补充历史数据，该指数跟踪评级为 BB 到 B 级的投资级以下债券，涵盖到期日各异的各种债券。

对冲基金由采用不同投资风格的基金管理人的投资组成，该类资产涵盖多个子类别，包括 HFRI 股票多空策略：以股票和股票衍生证券为主的多头/空头；HFRI 信贷策略：企业固定收益证券配置；HFRI 事件驱动型投资策略：基于当前或估计未来可能发生的企业交易对标的公司进行配置；HFRI 相对价值投资策略：基于多种证券的估值差异进行配置；HFRI 多策略：基于收益关联产品的利差进行配置；HFRI 宏观策略：基于基础经济变量变化及其对不同市场的影响进行配置；巴克莱商品交易顾问指数：反映拥有 4 年以上业绩记录的存续项目（商品交易顾问）的综合表现。

高收益银行贷款是指银行或其他金融机构向公司或个人发放的融资债务。在公司破产情况下，贷款金融机构对借款人资产拥有合法索取权。这些贷款通常由公司资产担保，并且由于公司信用不良（非投资级），通常支付高息票。

高收益债券基于多个巴克莱指数组合而成，跟踪以美元、英镑和欧元计价的非投资级固定利率企业债。如果穆迪、惠誉和标普给出中评为 BA1/BB+/BB+ 或以下（不包括新兴市场债），则该证券被归类为高收益证券。

私募信贷是由对冲基金、私募债务基金、商业发展公司（BDC）和特殊融资公司等非银行贷款人提供的债务融资。私募信贷可以采取各种形式，包括直接贷款、夹层融资或私募债务基金。中小型企业最常使用私募信贷。

私募股权是以未在证券交易所公开交易或上市的资本或股份所有权为最基本形式的一种另类投资。其特点在于由发达市场小盘股驱动，并针对流动性匮乏、行业集中度和高杠杆进行调整。

房地产投资信托（REIT）是指大部分或全部资产基础、收入和投资都与房地产有关的公司实体。在美国，根据证券交易委员会（SEC）的准则，一个实体要符合 REIT 的资格，其以股息形式向股东提供的年度应税收入中至少有 90% 必须来自房地产。REIT 通常是公开交易的，但也有例外，公开非上市 REIT（PNLP）可以在美国证券交易委员会注册，但不得在主要证券交易所交易。

指数定义：

波尔元宇宙指数由 Metaverse 市场地图所定义的类别中的公司所组成。

彭博电动汽车指数旨在反映预计将从电动汽车、储能技术、锂、钴和铜开采以及氢燃料电池中获得可观收入的一系列企业的表现。

彭博巴克莱全球综合债券指数是衡量全球 24 个本币市场投资级债务的主要指标。该多币种基准涵盖了来自发达和新兴市场发行人发行的国债、政府债、企业债和固定利率抵押债券。

彭博摩根大通亚洲货币指数 (ADXY) 是追踪亚洲新兴市场货币的美元交易指数。该指数打造了衡量亚洲外汇市场整体表现的基准。

彭博美国综合指数是衡量以美元计价的固定利率应税债券市场的宽基旗舰基准指数。

彭博美国企业债券指数旨在衡量投资级、固定利率、应税企业债券市场的表现。该指数涵盖美国和非美国工业、公用事和金融发行人公开发行的美元计价证券。

彭博美国国债指数旨在衡量美国财政部发行的以美元计价的固定利率名义债券的表现。彭博-摩根大通亚洲货币指数旨在追踪亚洲新兴市场交易最活跃的各种货币兑美元的即期汇率。

消费者价格指数 (CPI) 是一个被广泛使用的经济指标，旨在追踪典型消费者使用的一篮子商品或服务的平均价格，包括住房、交通、服装和食品。该指数由各政府统计机构定期发布，用于衡量通货膨胀或通货紧缩。

CRB 商品现货指数是单个商品价格相对于基期价格的未加权几何平均值。计算过程是求得每一种商品在某一时期的价格与基期的价格之比，然后对这些比率的乘积开 22 次方根。然后将该乘积乘以 100，得到每个时期的指数值。计算所用方法为对数运算法。

欧洲斯托克 50 指数由欧洲斯托克指数衍生而来，代表了欧元区 20 个超级板块中自由流通市值最大的 50 家公司的表现。该指数占欧洲斯托克斯总市场指数自由流通市值 60% 左右。

富时 100 指数或金融时报证券交易所 100 指数是在伦敦证券交易所上市的市值最高的 100 家公司的股票指数。

富时环球指数是反映全球股市表现的股票指数，自 1986 年开始涵盖 47 个国家的 3100 多家公司股票。

富时 NAREIT 抵押贷款型 REIT 指数是自由流通调整市值加权的美国抵押贷款型 REIT 指数。抵押贷款型 REIT 包括所有符合税收条件、总资产的 50% 以上投资于抵押贷款或由不动产权益担保的抵押贷款支持证券的 REIT。

HFRI 事件驱动不良债/重组指数旨在追踪不良债/重组策略，这些策略的投资流程侧重于公司债等固定收益类工具，特别是公司信用债，这些信用债的交易价格往往因公司进入正式破产程序或由于金融市场感知公司近期将进入破产程序而较发行时价值或到期日必须支付的金额(面值)出现大幅折价。管理人通常会积极参与这些公司的管理，经常参加债权人委员会有关以证券交换另类债务事宜的谈判，包括债务、股权或混合证券互换。管理人所采用的基本信贷流程侧重于困境公司证券的估值和资产覆盖率；投资组合敞口大多集中分布在公开交易型工具中，其中有些工具的交易较为活跃，有些工具则出现流动性下降，但总体而言，这些工具都有较为合理的公开市场。与特殊机遇策略相比，困境资产策略主要以债务投资(占比 60% 以上)为主，但也可以保留相关股权投资。

Indxx 人工智能和大数据指数旨在跟踪能够通过从其产品和服务的 AI 开发和使用中而获益企业的表现，以及生产用于大数据分析的人工智能硬件企业的表现。该指数涵盖人工智能开发商、人工智能即服务、人工智能硬件和量子计算等企业。

Indxx 全球云计算指数旨在追踪云计算行业公司的表现。云计算行业涉及通过互联网提供计算服务、服务器、存储、数据库、网络、软件、分析等服务，这种方式被称为“云”。

Indxx 全球金融科技主题指数旨在跟踪在发达市场上市的金融科技公司的表现，这些公司所提供的科技驱动型金融服务对金融服务和银行业领域的现有商业模式具有颠覆性影响。

MSCI AC 亚洲 (日本除外) 指数涵盖亚洲 2 个发达市场国家* (共 3 个，日本除外) 和 9 个新兴市场国家* 的大中盘代表性股票。该指数共有 1187 只成分股，涵盖每个国家股市约 85% 的自由流通调整市值。

MSCI 所有国家世界汽车指数包含新兴和发达国家汽车领域的大中盘股。

MSCI ACWI 世界 (美国除外) 指数涵盖了 22 个发达市场国家 (共 23 个，美国除外) 和 27 个新兴市场国家的大中盘代表性股票。该指数拥有 2352 个成分股，涵盖美国以外全球股票机会组合的约 85%。

MSCI 所有国家世界指数旨在反映 23 个发达市场和 24 个新兴市场全部大中盘股的表现。截至 2022 年 5 月，该指数涵盖了 11 个行业的 2933 多个成分股，约占每个市场自由流通调整市值的 85%。

MSCI 所有国家世界（美国除外）指数涵盖了 22 个发达市场（共 23 个，美国除外）的大中盘股。该指数由 881 只成分股组成，涵盖每个国家自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 东盟指数旨在追踪 4 个新兴市场国家、1 个发达市场国家和 1 个前沿市场国家的大中盘股。该指数由 156 只成分股组成，涵盖每个国家自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 澳大利亚指数旨在衡量澳大利亚市场大中盘股的表现。该指数由 59 只成分股组成，涵盖澳大利亚自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 巴西指数旨在衡量巴西市场大中盘股的表现。该指数由 48 只成分股组成，涵盖巴西约 85% 的股票。

MSCI 中国指数涵盖了中国 A 股、H 股、B 股、红筹股、P 股和外国上市公司（如 ADR）的大中盘代表性股票。该指数共有 704 只成份股，涵盖中国股市 85% 的市值。

MSCI 新兴市场指数涵盖了 24 个新兴市场国家的大中盘代表性股票。该指数有 837 个成分股，涵盖每个国家约 85% 的自由流通调整市值。

MSCI 新兴市场货币指数旨在衡量 25 种新兴市场货币相对于美元的总回报率。每种货币的权重与其所在国家在 MSCI 新兴市场指数中的权重相等。

MSCI 新兴市场拉丁美洲指数跟踪拉丁美洲 5 个新兴市场国家的大中盘股代表。该指数包含 113 个成分股，涵盖每个成分国约 85% 的自由流通调整市值。

MSCI 德国指数旨在衡量德国市场大中盘股的表现。该指数由 59 只成分股组成，涵盖德国约 85% 的股票。

MSCI 全球替代能源指数涵盖了发达市场和新兴市场中替代能源产品和服务收入至少占公司总收入 50% 的大中小盘公司。

MSCI 日本指数旨在衡量日本市场中大盘股的表现。该指数由 237 只成分股组成，涵盖日本自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 英国指数旨在衡量英国市场大中盘股的表现。该指数由 79 只成分股组成，涵盖英国自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 美国指数旨在衡量美国市场大中盘的表现。该指数由 626 只成分股组成，涵盖美国自由流通调整市值的约 85%。

MSCI 世界信息科技指数旨在跟踪 23 个发达国家市场中信息科技领域的中大盘股。

MSCI 世界指数追踪 23 个发达市场的大中盘股，包含 1603 个成分股，涵盖各国市场约 85% 的自由流通调整市值。

MSCI 世界动量指数旨在反映股票动量策略的表现，该指数侧重于具有高价格动量的股票，同时保持较高的交易流动性、投资能力和适度的指数周转率。

纳斯达克 100 指数是大盘股成长指数，包括 100 只在纳斯达克股票市场上市且市值最高的美国和国际非金融公司股票。

纳斯达克 CTA 网络安全指数旨在追踪科技和工业领域网络安全板块公司的表现。该指数涵盖的成分股为以保护数据和网络运营的完整性为目的、主要从事建立、实施和管理适用于私人 and 公共网络、计算机和移动设备的安全协议的公司。

纳斯达克 OMX 清洁边缘智能电网基础设施指数涵盖的企业主要从事和涉及以下领域：电网业务；电表、设备和网络；能源储存与管理；智能电网和电力基础设施部门使用的赋能软件。

制造业采购经理指数 (PMI) 是一项基于调查的经济指标，旨在衡量制造业采购经理的活动水平。PMI 取值范围在 0 到 100 之间，高于 50 表明经济处于扩张状态。

Prime 移动支付指数是全球支付行业的参照指标，该指数侧重于那些能够促进支付行业从实体收银机向移动销售点大规模迁移的公司。这种不断增长的趋势的潜在受益者包括软件提供商、支付处理器、网关和信用卡网络。这些企业共同代表了移动支付行业。

实际广义贸易加权美元指数表示一种货币（通常是美元）相对于一篮子外币的价值，并根据通货膨胀进行调整。该指数被政策制定者、经济学家和投资者用来衡量一种货币相对于多个贸易伙伴的强弱。

ROBO 全球机器人与自动化指数为投资者追踪机器人、自动化和人工智能变革企业的表现。该指数涵盖超过 14 个国家的 11 个子行业的 80 多只机器人和自动化股票。

ROBO 全球医疗保健技术与创新指数旨在追踪全球医疗保健技术和创新价值链。该指数涵盖 15 个国家 9 个子行业的 80 多只股票。

罗素 2000 指数旨在衡量美国股市小盘股的表现。罗素 2000 指数是罗素 3000 指数的子指数，成分股总市值约占后者总市值的 10%。

沙特塔达乌尔全股指数 (TASI) 旨在追踪在沙特证券交易所（又称塔达乌尔）上市的公司表现。

标普 500 指数是市值加权指数，指数采用美国领先产业 500 家头部公司的代表性样本。尽管标普 500 指数专注于衡量大盘股市场，但因其覆盖美股近 80% 市值，也被视为理想的整体市场走势代表。

标普 500 医疗保健指数涵盖标普 500 指数中涉及制药、医疗设备和用品、生物技术和医疗保健提供商以及服务等领域的公司。

标普 500 酒店、度假村和邮轮公司指数是标普 500 指数的一个子指数，反映了标普 500 指数中酒店、度假村和邮轮公司的表现。

标普 500 信息科技指数是标普 500 指数的子指数，成分股为属于全球行业分类标准 (GICS®) 信息科技行业成员的公司。

标普 500 软件和服务指数是标普 500 指数的子指数，旨在反映标普 500 指数中 IT 服务和软件企业的表现。

标普中盘股 400 指数涵盖 400 家公司，约占美国股市市值的 6%。纳入该指数的公司须总部位于美国，符合市值规模要求，且已发行的股本总额必须保持至少有 10% 由公众人士持有。

标普中盘股 400 成长指数使用三个因素来衡量成长型股票：销售增长、收益变化与价格的比率及动量。成分股来自标普中盘股 400 指数。

标普全球“股息贵族”指数用来衡量标普全球广泛市场指数 (BMI) 中股息率最高的股票的表现，这些股票在至少连续十年的周期内增长或稳定派发股息。

标普小盘股 600 指数由 600 家公司组成。该指数旨在衡量美国市场小盘股的表现。

证券业和金融市场协会 (SIFMA) 市政掉期指数是 7 日高等级市场指数，由具有某些特征的免税可变利率需求义务债券 (VRDO) 组成。该指数由彭博社计算和发布，并由 SIFMA 市政掉期指数委员会监督。

Solactive 电子商务指数旨在追踪活跃于电子商务领域的公司的股价走势。其中可包括运营电子商务平台，提供电子商务软件、分析或服务的公司，和/或主要通过线上渠道销售商品和服务的公司，以及整体收入大部分来自线上零售的公司。

Solactive 社交媒体指数旨在追踪活跃于社交媒体行业的公司的股价走势，包括提供社交网络、文件共享及其他基于网络的媒体应用的公司。该指数最多纳入 50 只成分股，并根据自由流通市值进行加权。该指数是以美元计算的总回报指数。

瑞银无阻科技指数旨在追踪尚未实现全年盈利的新兴高速增长科技公司和科技驱动型公司的表现。该一篮子指数根据流动性状况进行了优化，初始权重上限为 4%。

VIX 指数或**芝加哥期权交易所 (CBOE) 波动率指数**是反映市场对 30 天前瞻性波动率预期的实时指数，基于标普 500 指数期权价格计算得出。

其他术语：

适应性估值策略 (AVS) 是花旗私人银行自有战略性资产配置方法。该策略为每个客户的投资组合确定适宜的长期配置方案。

资产管理规模 (AUM) 是指个人或实体代表投资者处理的投资的总市值。

基点 (BPS) 用于表示票据和债券利率或收益率的微小变动。1 个基点表示 0.01% 或 1% 的百分之一的收益率，100 个基点为 1%。

商业发展公司 (BDC) 是受监管的投资公司，通过在股票市场上出售股票从个人和机构投资者那里筹集资金。商业发展公司旨在为私有公司（通常为中小型企业）提供融资。商业发展公司必须将其应纳税收入的很大一部分以股息的形式分配给股东。

相关性是衡量两种资产或多种资产类别之间关联性的统计指标。相关性按从 1 到 -1 表示。相关性为 1 表示完全正相关，代表两种资产或资产类别永远同向变动。相关性为 -1 表示完全负相关，即两种资产或资产类别永远反向变动。相关性为 0 表示不相关，即两者变动互不影响。

数字商务是指在线购买商品和服务的交易活动。数字汇款是指通过互联网将资金从一个人转移至另一个人的行为，这种资金转移通常是跨境进行的。

每股收益 (EPS) 是一家公司分配给每一股普通股的利润。每股收益被广泛用于评估公司的盈利能力。

欧盟 (EU) 是由欧洲 27 个成员国组成的政治和经济联盟。

欧洲美元期货和期权是反映交易员对未来利率走势看法的市场工具。

联邦基金利率或有效联邦基金利率 (EFFR) 是根据美国 FR 2420《选定货币市场利率报告》中报告的隔夜联邦基金交易量加权中位数计算的。联邦基金市场由存款机构从其他存款机构及其他特定机构（主要为政府支持企业）借入的境内美元无担保贷款组成。

内部收益率 (IRR) 用于衡量潜在投资的盈利能力。它被定义为一项投资产生的所有现金流净现值 (NPV) 为零时的贴现率。这种收益率指标考虑了货币的时间价值，并可与其他投资的预期收益率进行比较。

液化天然气 (LNG) 是一种通过将天然气冷却到极低温度而转化为液体的天然气。由于被液化，这种天然气占用的空间更小，可以用专门的油轮运输或储存在低温储存罐中。

移动 POS 付款是指在销售点借助智能手机等移动设备进行的付款。

石油输出国组织 (欧佩克) 是旨在协调和统一成员国石油政策的政府间组织。该组织在影响全球石油价格和供应方面发挥着重要作用。欧佩克由沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗、委内瑞拉等 13 个成员国组成。

面值是证券的票面价值。它表示证券最初发行时的价值或到期时的赎回价值。以面值出售的债券价值与发行时或到期时赎回的金额相同。

量化紧缩 (QT) 是央行用以减少货币流通量的货币政策工具。量化紧缩与量化宽松相反。实施量化紧缩时，央行通常会出售其持有的政府债券，允许现有债券到期而不将其收益再投资，或者提高银行的准备金要求。

实际总回报是指经过调整后纳入资本增值、股息收入和股息增长的回报。实际总回报以投资金额的百分比表示。

夏普比率衡量风险调整后的收益率，反映每单位偏差产生的超额收益，通常系指风险偏差。

SMID 是指中小盘股。

战略回报预期 (SRE) 基于 Citi Global Wealth Investments 对特定（该指数所属）资产类别的十年期收益预测。花旗采用专有方法预测各类特定资产收益率，该方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。

收益率曲线是描述品质相同、期限长短不同的所有债券的收益率的图表。当短期利率较低时，称为正曲线。当短期利率较高时，称为倒挂的收益率曲线。当长期利率和短期利率之间差异很小时，称为平坦的收益率曲线。最常见的收益率曲线是描述美国国债利率的曲线。

信息披露

在任何情况下，若本通讯文件（本文）的分发均符合美国商品期货交易委员会（CFTC）制定的规则，则本文构成考虑从事美国《CFTC 条例》第 1.71 及 23.605 条所规定的金融衍生品交易的邀请文件（若适用），但本文不得被视为购买/出售任何金融工具之具约束力的要约。

本文由 Citi Global Wealth Investments (CGWI) 编制。Citi Global Wealth Investments 由花旗私人银行、Citi Global Wealth at Work、花旗私人财富管理和国际个人银行（美国总行）的投资和资本市场业务部门共同组成。

花旗私人银行、Citi Global Wealth at Work 和花旗私人财富管理是花旗集团旗下业务单位，通过花旗集团旗下银行和非银行关联机构为客户提供各类产品与服务。并非所有关联机构或所有地区皆提供所有产品与服务。在美国，投资产品及服务由花旗环球金融有限公司（CGMI）、花旗私人咨询公司（“花旗咨询”）及 Citi Global Alternatives, LLC (CGA) 提供，CGMI 和花旗咨询均为 FINRA 和 SIPC 会员。花旗咨询为符合条件的特定客户群体提供部分另类投资产品的销售服务。CGMI 账户由潘兴投资公司（Pershing LLC）持有，该公司是 FINRA、NYSE 和 SIPC 的成员。投资管理服务（包括投资组合管理）通过 CGMI、CGA、花旗银行以及其他关联顾问企业提供。保险服务由花旗私人财富管理通过花旗集团旗下花旗人寿公司（CLA）提供。在加州，CLA 以花旗集团人寿保险代理有限责任公司之名（营业执照编码：0G56746）开展业务。CGMI、花旗咨询、CGA、CLA 和花旗银行皆为受花旗集团控股的关联机构。

在美国以外地区，投资产品和服务由花旗集团的其他关联机构提供。投资管理服务（包括投资组合管理）通过 CGMI、CGA、花旗银行以及其他关联顾问企业提供。花旗关联机构（包括 CGA）就其可能提供的各项投资管理、咨询、管理、分销和配售服务获取报酬。

国际个人银行美国公司（“IPB U.S.”）是花旗集团旗下的一个业务分部，主要向客户提供通过花旗集团、其分布于全世界的银行和非银行关联机构（合称为“花旗”）可获取的一系列范围广泛的产品和服务。通过 IPB U.S.，准客户和客户可获得 Citigold® Private Client International、Citigold® International、International Personal、Citi Global Executive Preferred 以及 Citi Global Executive 账户优惠套餐。投资产品和服务可通过花旗集团旗下的业务分部花旗个人投资国际（“CPII”）获取，该分部通过花旗环球金融有限公司（“CGMI”）发售证券，是 FINRA 和 SIPC 会员，以及在美国证券交易委员会注册的投资顾问和经纪经销商。CGMI 和投资账户业务由 Pershing LLC (FINRA、NYSE 及 SIPC 的会员) 执行。保险是由 CPII 通过 Citigroup Life Agency LLC (“CLA”) 提供。在加州，CLA 作为花旗集团人寿保险机构（牌照号 0G56746）开展业务。花旗银行、CGMI 和 CLA 均为共同受花旗集团控制的关联机构。

CGWI 的工作人员并非研究分析员，且本文中的信息并无意构成适用法规所定义“研究”一词。除非另有说明，否则对研究报告或研究建议的引用并非代表完整报告，其引用本身也不应被视为建议或研究报告。

本文仅基于收件人的要求下提供，仅供参考与讨论之用。若收件人欲停止接收此类信息，应立即通知 CGWI。除非另有说明，否则 (i) 本文不构成购买或出售任何股票、金融工具或其他产品、服务，或吸纳资金或存款的要约或推荐；和 (ii) 本文不符合 CFTC 规则时，将不构成邀请（另见上述关于本文符合 CFTC 规则的论述）；和 (iii) 本文不应视为任何交易的正式确认书。

除非本文另有明确说明，本文并未考虑任何特定人士的投资目标、风险偏好或财务状况，因此本文所述投资也许并不适合所有投资者。花旗不担任投资或其他领域的顾问、信托人或代理人。本文涵盖信息不应视为对本文所提及策略、概念或税务、法律意见的详细论述。本文收件人在做出投资决策前，应根据个人情况听取各自税务、财务、法律等领域顾问提供的交易风险和优势的相关意见，并仅基于自己的目标、经验、风险偏好和资源做出相应投资决策。

本文所含信息均基于一般公开信息，尽管花旗认为来源可靠，但仍无法保证其准确性和完整性，因而不排除此类信息存在不完整、简要提炼内容的可能性。本文所含任何假定或信息系在本文发布之日或其他指明日期的判断，若有任何变更，恕不另行通知。本文可能涵盖历史信息 and 前瞻性信息，过往业绩并不保证或预示未来表现，未来业绩很可能会受到经济、市场等多方面因素的影响而无法达到预期目标。此外，关于对任何潜在风险或回报所作预测均供展示之用，不应视为对最大损益额的限定。本文所含任何价格、价值或估计（经认定为历史信息的价格、价值或估计除外）仅为指示性数值，数值如有变更，恕不另行通知，亦不代表任何官方确定的报价或报价数额，亦非反映花旗名下投资证券的转让价值。前瞻性讯息并不代表花旗拟将交易的价值水平，也可能无法考虑到所有相关假定和未来情形。实际情况很可能与估计情形大相径庭，并有可能对投资价值造成负面影响。

本文所述观点、意见和预测可能不同于花旗其他业务单位或其关联机构所表达观点，亦非对未来事件预测、对未来业绩的保证或投资建议，可能根据市场和其他状况而有所变更，恕不另行通知。花旗并无更新本文的义务，亦不对因使用本文信息或源于本文信息而造成的任何损失（包括直接、间接或后果性损失）承担任何责任。

投资金融工具或其他产品具高风险，包括可能损失本金。以外币计值的金融工具或其他产品可能面临汇率波动，从而对此类产品投资的价格或价值产生不利影响。本文并非旨在鉴别从事任何交易所发生的一切风险或需考虑的实质因素。

结构性产品可能高度缺乏流动性，不适合所有投资者。本文中所述各项结构性产品的更多信息，请见相应发行人的披露文件。结构性产品仅适合经验丰富、愿意且能够承担此类投资所带来之较高经济风险的投资者。在投资前，投资者应谨慎评估并考虑潜在风险。

场外（OTC）衍生产品交易涉及风险，并不适合所有投资者。投资产品未被保险，无银行或政府保证且可能贬值。进行此类交易前，您应：(i) 确保已经从独立可靠的来源获得相关市场的金融、经济和政治状况等相关信息，并已经过思考评估；(ii) 确定您在金融、商业和投资方面具备必要的知识、阅历和经验并能够评估相关风险，并且具备承受此类风险的经济能力；以及 (iii) 在考虑上述各点之

后，确定资本市场交易适合并符合自身的财务、税务、商业和投资目标。

本文可能提及由美国证券交易委员会负责监管的期权。购买或出售期权前，应事先获取并阅读美国期权清算公司的手册：最新版[《标准期权的特征与风险》手册](#)。该手册可向花旗环球金融有限公司索取，地址为：390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013。

购买期权时，最大损失即为期权费。而出售看跌期权时，风险在于损失低于执行价格的全部名义本金。出售看涨期权时需承担无限风险。任何交易的实际利润或损失将取决于交易执行价格。本文引用价格皆为历史数据，在您进行交易时可能报价已有变更。本文中各项实例均未考虑佣金等其他交易费用。期权交易及此类特殊期权交易并非适合每位投资者。除非特别说明，否则本报告中所有图表的信息均来自花旗。税务因素在所有期权交易中至关重要，因此投资者在考虑期权交易时应与其税务顾问讨论期权交易对其纳税情况的影响。

本文所述的金融工具或其他产品（另有说明除外）(i) 并未经美国联邦存款保险公司或其他政府机关承保；或 (ii) 并非银行存款或花旗或其他存款保险机构的义务，也未经花旗或其他存款保险机构担保。

花旗经常担当金融工具和其他产品的发行人，也担当各种金融工具及其他产品的主要做市商及交易商，并可为该等金融工具或其他产品的发行者提供或设法提供投资银行业务和其他服务。本文作者可能已经与花旗内部或外部的其他人员讨论过文中所包含的信息，并且作者和/或此类其他花旗人员可能已经根据该等信息采取行动（包括为花旗的全权委托账户进行交易，或将本文中所包含的信息传达给花旗的其他客户）。花旗、花旗人员（包括作者在编制本文时可能咨询过的人员）以及花旗的其他客户可能做多或做空本文件中所提及的金融工具或其他产品，其买入时的价格及市场条件可能已不再存在，并可能与您存在不同或相反的利益。

美国国税局第 230 号披露公告：花旗及其员工不从事且不向花旗集团以外纳税人提供税务或法律意见。本文中关于税务事项所做任何陈述说明并非旨在使纳税人藉以避免税务罚款，且纳税人亦不得以此目的而利用该陈述说明。此类纳税人应根据自身特定情况向独立税务顾问咨询。

花旗或其任何关联机构对任何投资产品的税务处理概不负责，无论此类投资是否由花旗关联机构所管理的信托或公司所购买。花旗假设，投资者（及其受益所有人，如适用）在做出投资承诺之前，已经听取该投资者/受益所有人认为必要的税务、法律或其他建议，并且已就花旗提供的任何投资产品所产生的收入或收益，安排好任何应缴纳的合法税项。

本文专供既定收件人使用，其可能包含未征得花旗同意不得擅自转载或披露的花旗专有信息。发行和发布方式可能受到某些国家的法律或法规限制。持有本文件的人士必须了解并遵守此类限制。任何情形下，花旗对这方面的第三方行为不承担任何责任。法律禁止擅自使用、复制或披露本文件，此类行为可能会招致起诉。

花旗集团内部的其他业务及花旗集团的附属机构可能针对客户之利益或是针对其自有账户，提供建议、推荐以及采取行动，可能与本文所表达之观点不同。截至本文完成日止所提出之所有意见均为最新观点，如有变动恕不另行通知。花旗集团并无更新或变更文中信息的义务。

本文意见仅为观点表达，并非对未来事件的预测与未来表现之保证。过往业绩并不保证未来表现。实际结果可能会有所不同。

尽管确信本文件信息来源可靠，但花旗集团及其关联机构并不保证信息之正确性及完整性，并无须对文中信息所导致的任何直接损失或后果负责。本文中如有图表标注数据来源为第三方，所指的可能是从该第三方处获得的原始数据。未经花旗集团事先书面同意，本文所有部分皆不得以任何方式复制、影印或复印，或发送给任何非收件人之雇员、主管、董事或授权代理人。

花旗集团可能担任自营账户的主要管理人，亦可为花旗集团的客户进行本文及后续版本中提及的证券交易中的其他方担任代理人。

债券对应评级

债券相关信用质量用字母和/或数字符号表示。在市政债市场，这些评级由评级服务机构发布。其他市场参与者也会使用内部评级以说明信用质量。

债券信用质量评级	评级机构		
	穆迪 ¹	标普 ²	惠誉 ²
投资级			
最高品质	Aaa	AAA	AAA
高品质（非常好）	Aa	AA	AA
高品质（较好）	A	A	A
中级品质	Baa	BBB	BBB
非投资级			
中下级品质（一定程度的投机）	Ba	BB	BB
下级（投机）	B	B	B
差级（可能违约）	Caa	CCC	CCC
高度投机	Ca	CC	CC
未支付票息或已申请破产	C	D	C
违约	C	D	D

¹ 穆迪 Aa 级到 Ca 级的评级结果可添加 1、2 或 3 来表示在同类别中的相对地位。

² 标普和惠誉国际 AA 级到 CC 级的评级结果可添加正号或负号以表示在同类别中的相对地位。

(MLP's) ——与能源产业相关的 MLP（业主有限合伙）企业可能呈现高波动性。虽然其历史波动性并不大，但在特定的市场环境中，与能源产业相关的 MLP 企业可能会表现高波动性。

债券受多种风险影响，包含利率变动、信用风险与提前偿付风险等。一般现行利率上升时，固定收益证券价格则将下跌。若发行者之信用评级或信用价值下降，债券即面临信用风险，其价格亦将下跌。高收益债券由于信用质量较低，将面临违约风险增加和波动性较高等额外风险。最后，债券可能遭遇提前偿付风险。利率下降时，发行人可能选择以更低的利率借入资金，提前偿付先前发行的债券。故原债券投资人将失去该投资之利息收入，并被迫在利率低于先前投资的市场环境中重新投资其资金。

针对能源产业相关 MLP 企业的相关规章制度或征税方式的变更。若美国国税局改变当前一篮子能源产业相关的 MLP 企业的征税方式，并据此征收较高的税率，或其他监管机构颁布的规章制度影响 MLP 企业产生收入或向普通股股东派发股息的能力，则债券的收益率（如有）可能会大幅降低。鉴于产业、区域、政治及监管集中度，投资一篮子与能源产业相关的 MLP 企业，可能会使投资者面临集中度风险。

抵押支持证券（MBS）包括抵押担保债券（CMO），也称作房地产抵押贷款投资渠道（REMIC），并不适合所有投资者。潜在的抵押贷款提前偿还还会导致投资者提前收回本金，从而导致预期收益率下降，并产生再投资风险。此外，本金的收回也可能慢于最初假设的偿还速度，导致证券的平均期限延长至到期日（也称作延期风险）。

此外，非机构性抵押支持证券的标的担保品可能在本金和利息支付方面违约。某些情况下会导致证券的收益流下降并造成本金损失。在此基础上，信用程度不足可能还会导致抵押债券的信用评级下降，从而增加本金损失概率、推高价格波动性。投资次级抵押支持证券面临的信用违约风险要高于同批发行的优先级证券。在抵押贷款证券由规模相对较小或分散化程度不足的目标抵押贷款池作为担保标的或表现类似意愿的情况下，违约风险可能会更加显著。

抵押支持证券对利率变动也十分敏感，利率变动或对证券的市场价值产生负面影响。在波动性加剧的时期，抵押支持证券的流动性降低、价格波动加剧。其他引发价格波动的因素包括但不限于提前还款、对未来提前还款的预期、信用担忧、标的担保品的表现以及市场的技术性变化。

本报告提及的另类投资具有投机性，可能涉及重大风险而导致损失，包括因使用杠杆或其他投机行为、缺乏流动性、投资回报存在波动性、投资基金对资金转移的限制、可能缺乏分散性、缺乏估值和定价信息、复杂的税务结构和税收申报延迟风险、监管缺失、管理费用高于共同基金，以及顾问风险等。

资产配置无法保证获利，亦无法保证在金融市场下行时避免损失

各指数均非投资管理之结果，投资者无法直接投资指数。指数仅供展示之用，不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。

过往业绩不能保证未来的投资结果。

与在美投资相比，进行国际投资面临更大风险，但潜在回报也更高。风险包括外国政治和经济不确定性以及汇率波动风险。由于国家政府较不稳定，市场与经济基础较弱，上述风险在新兴市场尤为显著。

投资小型企业，相比投资成熟企业可能面临更大的风险，例如经营风险、股价大幅波动和缺乏流动性。

基于镍、铜等工业金属期货合约的期货指数，除整体影响大宗商品的相关因素外，还可能因工业金属独有因素导致价格波动，包括使用工业金属的产业活动变化（包括人造或合成替代品的可得性）；开采、存储至炼制等供应链环节的变动；库存的调整；储存、劳动力及能源成本等生产成本的变动；遵循环境法规等规定产生的合规成本；以及单一消费国内与国际范围内产业、政府和消费者需求的改变。集中在稻米等农产品期货合约的期货指数亦可能因农产品的独有因素而出现价格波动，包括水患、干旱与极寒等天气状况；政府政策的变动；耕种决策；以及消费者与产业对农产品的需求波动。

本文涵盖信息不应视为对本文所提及策略、概念或税务、法律意见的详细论述。读者如对本文所述的战略或概念有兴趣，应咨询各自相应的税务、法律或其他顾问。

分散化投资并不能保证盈利或免遭损失。不同的资产类别存在不同风险。

花旗银行香港分行/新加坡分行是依美国法律成立的有限责任公司。本文件由花旗私人银行通过花旗银行香港分行在港派发。花旗银行香港分行在香港证券及期货事务监察委员会登记开展第1类（证券交易），第4类（就证券投资提供咨询），第6类（就公司融资提供咨询）和第9类（资产管理）受监管业务，中央编号CE号为AAP937。本文件同时由花旗私人银行通过花旗银行新加坡分行在新加坡派发。花旗银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。与本文件内容有关的问题，应咨询上述相关机构的注册或持证代表。本文内容未经任何香港或新加坡监管机构审阅。本文包含机密和专有信息，仅供符合新加坡合格投资者要求（根据《证券和期货法》（新加坡第289章）（以下简称“该法”）定义）和香港专业投资者要求（根据香港《证券及期货条例》及其附属法例的定义）的收件人使用。对于受监管的资产管理服务，任何适用委托仅限于与花旗银行香港分行及/或花旗银行新加坡分行签订。花旗银行香港分行或花旗银行新加坡分行可将其全部或部分委托转授给花旗集团关联机构或花旗银行其他分行。任何提及资产管理经理名称之处仅为提供信息之用，本文不应被视为与任何花旗集团其他关联机构或花旗银行任何分行的资产管理委托要约，且任何花旗集团其他关联机构或花旗银行其他分行在任何情况下都不会与您达成与上述投资组合的相关委托。本文件只提供给在香港登记和/或管理的客户；本文件并无其他任何声明可免除、排除或限制客户依据适用法律法规享有的任何权力或者花旗银行依法承担的任何义务。花旗银行香港分行并无意图依赖本文件中与其依据的《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》中应承担义务不相符合或错误描述提供给客户之实际服务的任何条文。

花旗银行在美国注册成立，依据美国法律规定主要由美国货币监理署和美国联邦储备银行监管，与澳大利亚法律规定有所不同。依据《2001 年公司法》，花旗银行无需持有澳大利亚金融服务许可证，因其享有《ASIC 类别规则 CO 03/1101》（重新制定为《ASIC 公司法（废止和过渡性）第 2016/396 号》，并增订《ASIC 公司法（修订）第 2022/623 号》）项下的牌照豁免权益。

在英国，花旗银行伦敦分行（注册编号为 BR001018）地址为 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB，由美国货币监理署授权并受其监管，并由英国审慎监管局授权，受金融行为监管局监管并受审慎监管局部分监管。如有需要，我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行伦敦分行的联系电话是+44 (0) 20 7508 8000。

花旗银行欧洲有限公司（英国分行）是花旗银行欧洲有限公司的分支机构，由爱尔兰中央银行和欧洲中央银行授权和规管。该分行由审慎监管局授权，接受金融行为监管局的规管以及审慎监管局的有限监管。如有需要，我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行欧洲有限公司（英国分行）是在英格兰及威尔士公司注册处作为分支机构注册，注册分支机构编号为 BR017844。其注册地址为 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值税号：GB 429 6256 29。花旗银行欧洲有限公司在爱尔兰注册，编号为 132781，注册办事处位于 1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗银行欧洲有限公司受爱尔兰中央银行规管。最终拥有人为位于美国纽约的花旗集团。

花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行是花旗银行欧洲有限公司的分行，在卢森堡贸易及公司登记处注册号为 B200204。花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行受欧洲央行和爱尔兰中央银行的共同监管，并受金融监督管理委员会有限监管。该分行在卢森堡金融监督管理委员会登记，登记编号为 B00000395，公司地址为 31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg。花旗欧洲有限公司在爱尔兰注册成立，注册号为 132781，受爱尔兰中央银行监管，识别号为 C26553，并受欧洲央行监督，注册地址为 1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

本文件由花旗银行（瑞士）有限责任公司（注册地址为 Hardstrasse 201, 8005 Zurich）、花旗银行苏黎世分行（注册地址为 Hardstrasse 201, 8005 Zurich）或花旗银行日内瓦分行（注册地址为 2, Quaide la Poste, 1204 Geneva）发送。花旗银行（瑞士）有限责任公司以及花旗银行苏黎世和日内瓦分行由瑞士金融监管局（FINMA）授权和监管。

在泽西岛，本文件由花旗银行泽西岛分行发行，该分行的注册地址为 PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE48QB。花旗银行泽西岛分行受泽西岛金融服务监察委员会监管。花旗银行泽西岛分行参与泽西岛银行存款保障计划（Jersey Bank Depositors Compensation Scheme），该计划为 5 万英镑及以下的合格存款提供保障。任意 5 年期内总赔偿金额上限为 1 亿英镑。有关该计划及计划覆盖银行集团的全面详情，请参见泽西岛网站 www.gov.je/dcs 或按需提出申请。

在加拿大，花旗私人银行是花旗银行加拿大分行的一个部门，花旗银行加拿大分行为第二类加拿大特许银行。本文中提及花旗私人银行及其在加拿大的活动仅指花旗银行加拿大分行，而非花旗银行加拿大分行在加拿大经营的关联机构或子公司。花旗银行加拿大分行投资基金有限公司（CCIFL）作为花旗银行加拿大分行的全资子公司，可提供部分投资产品。投资产品均有投资风险，包括可能导致所投本金亏损。投资产品不受加拿大存款保险公司（CDIC）、美国联邦存款保险公司（FDIC）或任何法律辖区的存款保险制度承保，花旗集团及其所有关联机构亦不提供担保。

本文件仅为提供信息参考，不在任何法律辖区对任何人构成出售或购买任何证券的要约。本文件可能进行更新、完善、修订、核实和修正，因此文中所含信息可能发生重大变更。

对因使用本文件所载讯息（包括疏忽或其他行为导致的错误）而产生的任何直接、间接、附带、特殊或从属性损害，包括利润损失，花旗集团及其附属机构以及任何高管、董事、雇员、代表或代理人概不负任何责任。

花旗银行加拿大分行投资基金有限公司 (CCIFL) 目前并非也不会成为加拿大互惠基金经理商协会 (MFDA) 的成员, 因此, CCIFL 的客户无法获得具协会成员资格才享有的投资者保护福利, 包括加拿大互惠基金经理商协会成员的客户投资者保护计划。

巴林: 在巴林, 花旗私人银行依据花旗银行巴林分行银行牌照所给予的具体批准开展业务

向巴林客户营销和分销投资基金需要通知巴林中央银行, 且对象仅限于下文定义的超高净值投资者。供巴林本地客户认购的所有产品均须满足最低投资认购标准。

超高净值投资者是指:

- (a) 最低净资产 (或与配偶共同拥有的净资产) 为 2500 万美元或以上的个人;
- (b) 可投资性金融资产不低于 2500 万美元的企业、合伙企业、信托或其他商业企业; 或
- (c) 政府、超国家组织、中央银行或其他国家货币当局, 以及以投资金融工具作为主要活动的国家组织 (如国家养恤基金)。

环球消费者银行 (亚太及欧非中东地区):

“花旗分析师”指花旗研究 (CR)、花旗环球金融有限公司 (CGMI)、Citi Global Wealth Investments (CGWI) 以及花旗环球投资委员会的有权表决成员。花旗银行及其关联机构/子公司并未在本文件的实质内容或编写过程中提供独立的研究或分析。

本文件涵盖的信息来源于 CGMI 和 CGWI 发布的报告。这些信息的提供是基于 CGMI 和 CGWI 认为可靠的消息来源。CGMI 和 CGWI 不能保证文中信息的准确性, 这些信

息可能并不完整或被提炼压缩。所有意见和预测构成 CGMI 和 CGWI 截至本文发布之日的判断, 若有任何变更, 恕不另行通知。本文件仅为提供一般信息参考, 无意作为购买或出售任何证券或货币的推荐、要约或邀请。未经花旗银行事先书面同意, 本文件所有部分皆不得以任何方式复制。文件在编写时未考虑任何具体投资者的目标、财务状况或需求。任何人士在考虑开展具体投资时, 应根据其目标、财务状况或需求判断该项投资是否适当, 并应就该项投资的适当程度或其他方面寻求独立意见。投资不是银行存款, 亦非花旗银行、花旗集团、二者的关联机构或子公司、或其他政府或保险机构的义务, 也未经上述公司或机构承保或担保, 投资具有投资风险, 包括可能导致所投本金亏损。投资于非本地货币基金的投资者应注意可能导致本金损失的汇率波动风险。过往业绩不能预示未来的投资结果, 价格可能上升或下跌。投资产品无法提供给美国投资者。投资者应意识到, 他/她有责任就其投资交易的法律和税务后果寻求法律和/或税务建议。如投资者变更住址、公民身份、国籍或工作地, 他/她有责任了解该等变更对他/她的投资交易的影响, 并在该等变更生效时遵守所有适用法律法规要求。花旗银行不向投资者提供法律和/或税务建议, 亦不负责就交易相关的法律问题向投资者提供建议。

花旗研究 (CR) 是花旗环球金融公司 (即“本公司”) 下属部门, 花旗环球金融公司与研究报告中所提及的公司存在或有意开展业务往来。因此, 投资者应意识到本报告可能存在利益冲突的情况并导致报告的客观性受到影响。投资者在做出投资决策时仅应把这份报告当作其中一项影响因素。

如需了解更多信息, 请参考

https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures.

市场特定披露声明

香港: 本文件由花旗银行 (香港) 有限公司 (CHKL) 和/或花旗银行香港分行 (CBNA HK, 花旗银行是依据美国法律成立的有限责任公司) 在香港派发。CHKL 和 CBNA HK 在本文件的基本内容或编制中并未提供独立研究或分析。尽管确信本文件信息来源可靠, 但 CHKL 和 CBNA HK 并不保证信息之正确性及完整性, 并无须对文中信息所导致的任何直接损失或后果负责。

本文仅为提供一般信息参考, 无意作为购买或出售任何产品或服务的推荐、要约或邀请, 且不应被依赖视作财务建议。本文信息并未考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需求。考虑进行某项投资的人士, 应根据其自身目标、财务状况或需求考虑该投资的适合性, 并应在作出投资决定前寻求独立意见。阁下在作出任何投资决定前, 应先获取和考虑相关产品的条款及条件以及风险披露声明, 并考虑其是否适合阁下的目标、财务状况或需求。建议投资者在投资前取得独立的法律、财务和税务建议。投资并非存款, 不受香港的存款保障计划保障, 且面临投资风险, 包括可能损失所投资本金。

若在任何司法管辖区向任何人士派发该等资料属于非法行为, 则本文不构成对该等司法管辖区派发资料之行为。

CHKL 不提供全权委托投资组合管理服务。

新加坡: 本文在新加坡由花旗银行新加坡有限公司 (CSL) 派发至选定的 Citigold/Citigold Private Client 客户。CSL 在本文件的基本内容或编制中并未提供独立研究或分析。如对本文有任何疑问或欲了解任何与本文有关的事宜, 请联系您在 CSL 的 Citigold/Citigold Private Client 客户关系经理。投资产品并未根据新加坡《存款保险及保单持有人保障计划法》的规定参保, 且不符合存款保险计划规定的存款保险保障资格条件。

本文仅为提供一般信息参考，不应被依赖视作财务建议。本文信息并未考虑任何特定人士的目标、财务状况或需求，且并非旨在作为对本文所提及的策略或概念的详细论述，亦非旨在作为税务或法律建议。任何人士若对本文提及的策略或概念感兴趣，均应酌情咨询其独立的税务、法律、财务或其他顾问。若在任何司法管辖区派发该等资料或作出任何要约未获准许，或向任何人士派发该等资料或作出要约属于违法行为，则本文不构成在该等司法管辖区派发该等资料或作出该等要约或邀请之行为。

在进行任何投资之前，各投资者请务必获取投资发售资料，其中包括风险、费用和开支以及往绩记录（若有）的描述，可在制定投资决策时综合考量。投资者如有兴趣，应就本文所讨论的问题酌情征询其财务顾问的意见。若投资者决定不征询该等意见，则应仔细考量与投资相关的风险，并根据投资者自己的特定情况作出决定，确保该投资与投资者的投资目标相一致，并评估投资产品是否适合自己。尽管确信本文件信息来源可靠，但花旗银行新加坡有限公司并不保证信息之正确性及完整性，并无须对文中信息所导致的任何直接损失或后果负责。

花旗银行新加坡有限公司不提供全权委托投资组合管理服务

阿联酋：本文件在阿联酋由花旗银行阿联酋公司（Citibank N.A. UAE）分发。花旗银行阿联酋公司为阿联酋证券和商品管理局（SCA）持牌机构，已获准从事金融业务，牌照号为 602003。

花旗银行阿联酋公司在阿联酋中央银行注册，其迪拜阿尔瓦斯尔分行牌照号为 BSD/504/83，迪拜酋长国购物中心分行牌照号 13/184/2019，沙迦分行牌照号为 BSD/2819/9，阿布扎比分行牌照号为 BSD/692/83。

本文件并非花旗集团的正式结单，可能并未反映阁下在花旗银行或通过花旗银行进行的所有投资。关于阁下账户和交易的准确记录，请查阅阁下的正式结单。在进行任何投资之前，各投资者请务必获取投资发售资料，其中包括风险、费用和开支以及往绩记录（若有）的描述，可在制定投资决策时综合考量。各投资者应仔细考量与投资相关的风险，并根据投资者自己的特定情况作出决定，确保该投资与投资者的投资目标相一致。在任何时候，花旗集团公司均可能因向客户提供产品和服务而向其关联机构及代表提供报酬。

英国：本文件在英国由花旗银行英国有限公司（Citibank UK Limited）分发，在泽西行政区由花旗银行泽西分行分发。

花旗银行英国有限公司由审慎监管局授权，由金融行为监管局和审慎监管局规管。该公司的金融服务注册编号为 805574。花旗银行英国有限公司是在英格兰及威尔士注册的股份有限公司，注册地址位于 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB, Companies House Registration No. 11283101。

花旗银行泽西分行受泽西金融服务委员会规管。花旗国际个人银行（Citi International Personal Bank）是花旗银行在泽西注册的商业名称。花旗银行泽西分行的地址为 P.O.Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗银行是在美国注册的有限责任公司。总部地址：399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

© 花旗银行英国有限公司和花旗银行版权所有（2023）。

© 2023 花旗集团。Citi、加弧形设计的 Citi 和其他在此使用的标志，皆为花旗集团或其附属机构的服务标章，在全球各地使用并注册。