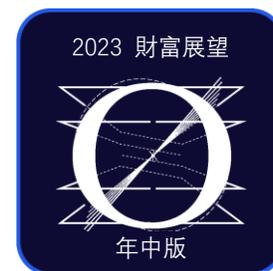


機遇在眼前：  
經濟放緩環境下  
的投資之道





## 目錄

<b>前言</b>	3		
<b>概述</b>		<b>不可阻擋的趨勢</b>	
1.1 我們的2023年中財富展望	5	5.1 將國家安全利益置於經濟合作之上：中美競爭導致去全球化及其影響	44
1.2 衰退和復甦進程尚未完成	10	5.2 非典型能源周期中的不尋常機會	50
1.3 戰略資產配置的價值： 在投資者面臨壓力時降低組合風險	19	5.3 生成式人工智能：另一場科技革命的開端	57
1.4 經濟放緩環境下的投資指南	24	<b>地區預覽</b>	
<b>貨幣</b>		6.1 亞洲：遲來的重新開放和美元走弱將提振各國經濟	62
2.1 美元主導地位即將終結，非美元資產將產生更高回報	27	6.2 歐洲：在溫和增長中尋找精選機會	65
<b>債券歸來</b>		6.3 拉美：金融環境有利，但各國央行保持謹慎	67
3.1 債券歸來：當前應向何處尋找潛在固定收益機會	34	6.4 北美面臨滾動式衰退	69
<b>大量股票機會顯現</b>		<b>術語表</b>	72
4.1 在少數領軍企業之外尋找價值	39		

# 前言



**JIM O'DONNELL**  
Citi Global Wealth 首席執行官

我很高興在此向各位介紹 Citi Global Wealth 2023 年中財富展望報告——《機遇在眼前：經濟放緩環境之下的投資之道》。在本報告中，我們將分享對今年下半年及更遠未來的預期研判，重點推薦我們看好的關鍵投資主題。

2023 年挑戰重重，但我們仍視之為變革與機遇之年。通貨膨脹正在逐漸緩解，但美聯儲仍在持續加息，導致經濟增長放緩。我們預計美國將出現「滾動式衰退」，而世界其它國家和地區將逐漸走出近期衝擊。與此同時，持有大量現金的投資者正在場外觀望，等待逢低買入。我們預計到 2024 年，隨著通脹消退，美聯儲將從加息轉向降息，同時

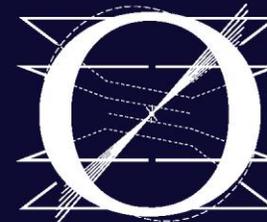
美國經濟有望開啟復甦，為投資者釋放更多潛在機會。

讓投資組合保持充分投資仍然很重要，在此期間，您可以採取多種舉措令資產保值增值。在本文中，David Bailin、Steven Wieting 和我們的投資策略團隊將圍繞如何捕捉更高債券收益率、增配防禦型和收益型股票、分散配置貨幣提供寶貴見解。本報告還將探討人工智能、近岸外包等新興趨勢可能帶來的潛在投資機會。

在市場波動時，及時有效的指導尤顯寶貴。除了編制詳細報告外，我們還準備了一系列短視頻以及一份簡短的實操指南，以便您觀看和參閱。與此同時，您的客戶關係團隊將結合您的具體情況，為您推薦合適的投資策略。

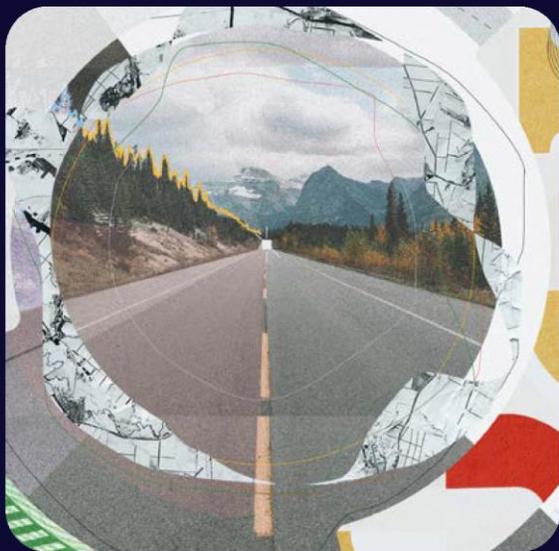
在這個動蕩的時代，我們很自豪能成為您值得信賴的合作夥伴和財富嚮導！

2023 財富展望



年中版

1



## 目錄

### 概述

- |                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1.1 我們的 2023 年中財富展望           | 5  |
| 1.2 衰退和復甦進程尚未完成               | 10 |
| 1.3 戰略資產配置的價值：在投資者面臨壓力時降低組合風險 | 19 |
| 1.4 經濟放緩環境下的投資指南              | 24 |

# 1.1

首席投資官解讀：

## 我們的 2023 年中財富展望



**DAVID BAILIN**  
首席投資官  
Citi Global Wealth

當下，投資者都在尋找未來投資方向。雖然美國債務、人工智能的影響、中美緊張局勢和烏克蘭戰爭佔據了新聞頭條，但我們相信，投資前景仍有可能朝著積極的方向發展。正如我們在最新戰略回報預期<sup>1</sup>（參閱「[衰退和復甦進程尚未完成](#)」章節中的圖 3）中所反映的觀點，我們認為，那些能夠保持投資並及時擇機調整投資組合的投資者可能會在未來十年得到很好的回報。

目前，投資者情緒似乎不佳，而這種悲觀情緒創造了潛在的投資機會。以做空股數衡量，看跌情緒處於數十年高位，而美國貨幣基金和短期國債的資金規模也創下了歷史新高。短期現金利率處於 2007 年以來的最高水平<sup>2</sup>。所有這些因素都表明，投資者正在等待市場指數下跌，然後再將其資產投入股市。這可能是有史以來最令人期待的熊市。這種情況也表明，擇時交易是不可取的。如果所有人都在等待，那麼任何下跌都可能是短暫的、不適合交易的。

<sup>1</sup> 戰略回報預期（SRE）是指Citi Global Wealth Investments 對指數所屬的特定資產類別未來十年回報所做的預測。花旗使用指數來代表各類資產。現金是指美國現金戰略回報預期。各個特定資產類別的回報預測均採取適合該資產類別的專有方法做出。股票資產類別所採用的專有預測方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。該方法由特定的估值指標組成，涉及多個計算步驟。為了計算股票資產類別的戰略回報預期，花旗還對收益和股息的預期增長率進行了假設。對沖基金和私募股權的戰略回報預期與股票的戰略回報預期掛鉤。債券資產類別所採用的專有預測方法基於當前的收益率水平。其他資產類別採用其他特定的預測方法。戰略回報預期採用的貨幣單位為美元。戰略回報預期通常每年更新一次，但也可能根據市場狀況或方法調整而進行非定期更新。戰略回報預期並不保證未來業績。戰略回報預期數值未扣除客戶費用和開支。未來的回報率無法準確預測。在極端情況下，高回報率的投資往往面臨更高的風險和更大的潛在損失。實際投資回報率可能相差很大。包括可能損失投資本金。投資者無法直接投資指數。以上所示所有戰略回報預期信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。

<sup>2</sup> Haver Analytics，截至 2023 年 6 月 1 日。

2023 年到目前為止，市場是上漲的，考慮到高利率、持續通脹等所有負面的經濟新聞，這一結果似乎出人意料。但我們並不感到驚訝，而且我們一直建議客戶保持投資。在過去 16 個月的大部分時間裏，我們一直堅持持有保守型、收益型股票及優質債券，並傾向於配置美國資產。2022 年，美國最穩定的派息類股票——我們最大的風格權重股<sup>3</sup>——下跌了 6.2%，而美股整體跌幅高達 19.2%<sup>4</sup>。資產配置顯然很重要，分散化配置也尤為重要。

## 保持投資，把握好布局方向和時機

正如我們在《2023 年中展望》中所述，新冠疫情帶來的經濟政策「後遺症」、政府的干預措施以及隨後的加息仍在影響全球經濟（參閱[衰退和復甦進程尚未完成](#)）。過去 10 年，在避險情緒的推動下，美元資產蒸蒸日上。然而，2023 年股市領跑者數量的集中度非常高。自 2023 年初以來，美國股市超過 90% 的漲幅來自於 5 只股票。

隨著這些問題的逐步解決，我們看到潛在的全球投資機會正在顯現。實際上，價值創造已經在進行中——這正是我們上調戰略回報預期（SRE）的一個原因（參閱[衰退和復甦進程尚未完成](#) 章節中的圖 3）。如果我們看一下中小盤股、國際股票和新興市場的股價，就會發現全球許多資產的相對價格已經變得極其便宜（圖 1）。

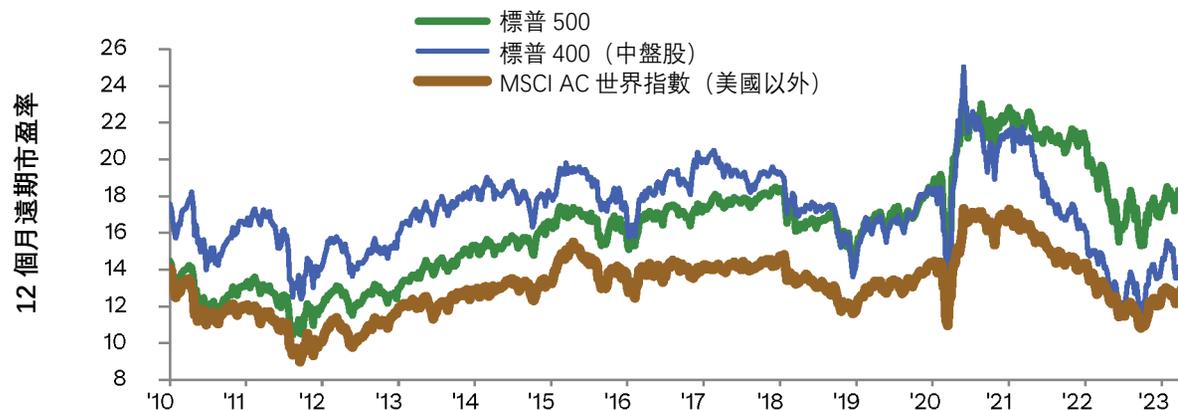
在我們看來，隨著投資環境的變化，投資者需要對投資組合做出一些重大調整。我們認為，積極的資產配置可能會在未來一段時間內帶來價值提升。以下是我們看到的抓住潛在機會的一些方法：

## 減持現金，加長久期

隨著美國債務上限談判的落幕，我們預計短期利率即將見頂。我們預計，美國政府將超常發行大量短期國債以補充國庫。美債的大量發行可能會擠出存款，推高收益率，並使美元升值。

雖然投資者傾向於將資產集中於短期國債和貨幣市場基金，但我們認為，這最終將損害他們的回報。更好的策略是通過配置中期公司債券、美國市政債券和優先股來延長久期。如此一來，投資者就有可能在更長時間內保持較高的收益率，而且當美聯儲扭轉方向開始降息時，投資者或可從利率下降的環境中獲利。

圖 1：美國大中盤和非美國股票估值



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅供展示說明之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往業績並非未來回報的保證。實際結果可能會有所不同。

<sup>3</sup> 適應性估值策略 (AVS) 是 Citi Global Wealth Investments 專有的戰略性資產配置方法。該策略為每個客戶的投資組合確定適宜的長期配置方案。分析所使用的 AVS 投資組合是全球美元傳統資產第 3 風險等級投資組合。風險等級是衡量客戶風險偏好的指標。AVS 第 3 等級 - 以尋求適度的資本增值為主，資本保值為輔。第 3 等級分散化配置並不確保盈利，亦不保證不會損失本金。

<sup>4</sup> 股息增長股以標普 500 股息貴族總回報指數表示，整體美國股市以羅素 3000 總回報指數表示。

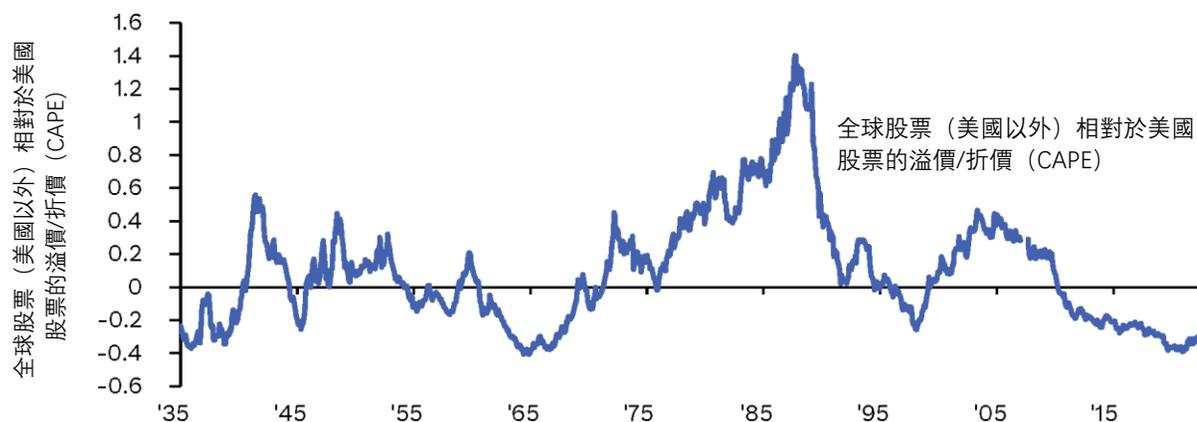
## 增加非美國債務敞口

美元現已漲至近50年高位，正在見頂，未來可能會出現不均勻的逐漸下跌。這一走勢表明，信用良好的非美國主權債務可成為固定收益持倉的強力補充（參閱[美元主導地位即將終結，非美元資產將產生更高回報](#)）。不僅這些證券可以提供更高的收益率，而且美元貶值也可能會帶來更高的到期總回報。

## 投資非美國股票

非美國股票具有良好的投資價值。非美股相對於美股的估值折價達到歷史最高水平（圖 2）。與此同時，美國以外地區的增長前景表明，美國以外企業的盈利可能大幅增長。我們提高了亞洲、歐洲和拉美股市的權重，同時減少了一些在 2022 年表現出色的防禦性股票敞口（如大盤製藥股）。隨著全球復甦的開啟，我們可能會進一步增配多個行業的非美股，並重點關注有可能實現可持續的收入增長和利潤的行業和公司。

圖 2：美股與非美股相對周期性調整市盈率



資料來源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。使用 MSCI（美國以外）世界指數和 MSCI 美國指數。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅供展示說明之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往業績並非未來回報的保證。實際結果可能會有所不同。CAPE 比率是一種估值指標，該比率使用 10 年期的每股實際收益（EPS）來平滑企業利潤在商業周期不同時期發生的波動。

## 在美國市場尋找價值

我們認為，在美國進入和走出滾動式衰退的過程中，美國市場有一些領域具有相對投資價值。值得注意的一個重要領域是中小盤股，該類股票目前的估值相對於盈利企業的大盤股折價 30%<sup>5</sup>。中小盤股通常在經濟復甦的第一年表現最好，屆時這些企業的盈利預計將出現反彈。

標普中盤 400 指數<sup>6</sup>和標普小盤 600 指數<sup>7</sup>是另外兩個可能帶來盈利機會的股票類別。等到美聯儲降息以解決失業問題之時（我們相信降息很快就會發生），重點關注盈利能力較好的中小企業是明智之舉。

## 擴大科技股和成長股敞口

2020 年至 2021 年，在疫情爆發初期，大型科技股的估值飆升。但到了 2022 年，我們看到這種情況發生了逆轉。隨著美聯儲以前所未有的速度上調聯邦基金利率，成長股估值出現下跌。

<sup>5</sup> 標普 400 指數和標普 600 指數與標普 500 指數的對比數據基於 2023 年的每股收益預估值。

<sup>6</sup> 亦稱為標普 400 指數，該指數衡量美國股市 400 家中型企業表現。

<sup>7</sup> 衡量美國股市中符合特定納入標準的 600 家小型公司的表現。

但隨著收益率曲線倒挂，投資者已開始將注意力重新聚焦於資產負債表強勁、增長前景良好的科技企業。儘管美國工業擁有廣闊的增長前景，但 2023 年科技股的漲幅僅來自於少數幾家企業。年初迄今，美國大型 IT 企業的股票上漲了 37%<sup>8</sup>。為一種新型人工智能（被稱為生成式人工智能）提供基礎設施的企業（參閱[生成式人工智能：另一場科技革命的開端](#)）是該漲幅的主要貢獻者。儘管我們會進一步加大對生成式人工智能的敞口，但未來投資組合的許多其他機會可能存在於估值尚未反映出其未來增長潛力的中小型科技企業之中。

## 另類投資和私募信貸

最後，對於合格投資者，我們認為可以在另類投資領域尋找投資機會。私募信貸目前存在資金短缺的問題。由於銀行存款不足，以及對寫字樓等商業房地產的敞口太大，銀行在貸款方面也轉趨審慎。美聯儲正在繼續實施量化緊縮政策，同時美國財政部不斷提高借款規模，投資者不斷囤積現金和青睞短期投資。對於合格的投資者，某些債務證券或可提供類似股票的回報率。

給私募股權收購貸款、給後期風險投資公司貸款，以及用於房地產再融資的夾層債務及其他類似貸款機會的年收益率都在 10% 以上<sup>9</sup>。與 2008-2009 年不同，我們並未看到信貸崩潰的跡象。企業資產負債表狀況良好，未來的信貸問題可能集中在商業房地產領域。資本短缺並不經常發生，所以合格投資者有可能在未來 3-5 年在私募信貸領域獲益。

## 盯緊信號

2022 年，股票和債券雙雙出現兩位數的跌幅——這是自 1931 年以來 60/40 投資組合總回報最差的一年<sup>10</sup>，導致不同投資組合的估值和相對價值被重置。由於預計 2022 年市場狀況不佳，我們在 2021 年將防禦性投資增加了一倍。雖然我們更青睞股息增長股的長期回報屬性，但我們會將其權重調回正常。而且，雖然我們目前享受著短期高等級債券的高收益，但為了繼續尋求收益，我們將從短期債券轉向美國和新興市場的中期信貸，爭取在利率下降時獲益。隨著估值改善和市場錯配的出現，我們將從偏向防禦性資產轉為超配風險資產。

2023 年初，美國財政部達到債務上限，開始採取緊急措施限制債務發行。目前，我們預計，到 2023 年第三季度末，美國或將發行 1.3 萬億美元的新債務。當美國財政部需要籌集巨額資金，而美聯儲繼續收緊政策時，我們預計，對美聯儲進一步收緊政策的擔憂將壓低已具吸引力的資產價格。

## 展望未來

我們尋求從標普 500 指數中分散股票敞口的原因之一是，過去兩年大盤股的表現超出預期，而標普 500 指數的實際每股收益在 2023 年有所下降。這意味著我們認為大盤股已變得相對昂貴。儘管 2024 年美國大盤股的價格可能上漲，但美國大盤股不太可能領漲市場。

為了抓住我們新的戰略回報預期<sup>1</sup>的投資潛力，我們將考慮在 2023 年下半年到 2024 年對不同風險資產、地域和策略進行輪動配置。我們可能會分散選股，並在潛在機會顯現時超配股票策略。

我們預計美國債券將成為投資組合的基礎資產，在提供正收益的同時，將標的資產的相關性降至為負，以降低投資組合的波動性。未來我們會尋求對非美國債券和長期證券進行分散配置，但由於我們預計利率將下降，我們也可能將配置重點重新轉回股票。

<sup>8</sup> 標普 500 信息科技指數。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅供展示說明之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往業績並非未來回報的保證。實際結果可能會有所不同。

<sup>9</sup> [《隨著需求降溫，私募股權公司減少放貸》 \(Private equity firms lend less as demand cools\)](#)，2023 年 3 月 3 日，Chibuike Oguh。

<sup>10</sup> 資料來源：Global Financial Data，截至 2023 年 6 月 5 日。

## 提前布局 VS 等待觀望，哪個風險更大？

當短期國債利率和現金餘額處於高位時，投資者很容易坐等觀望。短期來看，這似乎是安全的，但若把目光放在一年以後，我們認為那些未建立核心投資組合的人可能不會太走運。在經歷了疫情和美聯儲過度反應的雙重市場衝擊之後，未來十年的回報率可能會高於平均水平。那些持有現金者將錯失市場復甦帶來的回報。

擇時交易會損害投資組合的回報。在市場中，最好的日子通常是與最差的日子接踵而至的，您一定不願意錯過大漲的日子。投資者應該重視主動配置資產的價值，也就是選擇投資什麼和何時投資。

在未來幾個月，我們強烈建議投資者減少對現金這一資產類別的敞口。投資者首先要做的，應該是加長久期。雖然我們買入某些股票或債券可能為時過早，但我們的目標是賺取表現欠佳的資產類別帶來的「總收益」。這種提前布局需要具有遠見和行動力。



## 1.2

# 衰退和復甦進程尚未完成

STEVEN WIETING

首席投資策略師和首席經濟學家

2023年的市場反彈提醒投資者，擇時交易是徒勞無益的。最糟糕的時期似乎已經過去，但熊市行情尚未走完。投資者或可從收益型資產中獲益，同時開始重新調整投資組合，布局估值修復和長期增長機會。

- 2022年，我們轉向股票和債券領域的保守型、收益型資產。防禦性策略的實施，為未來抓住更多投資機會創造了條件
- 我們略微上調了經濟預測，但政策收緊對美國勞動力市場的影響仍有待觀察
- 我們目前的資產配置策略優先考慮高質量收益，重點關注資產負債表強勁、派息穩定的公司。在我們的AVS第3風險等級投資組合中<sup>1</sup>，我們超配了美國政府債券。雖然我們對小盤股持謹慎態度，但隨著估值暴跌，未來回報已經有所改善。全球許多資產都是如此，我們已經相應調整了投資組合

<sup>1</sup> 適應性估值策略 (AVS) 是 Citi Global Wealth Investments 專有的戰略性資產配置方法。該策略為每個客戶的投資組合確定適宜的長期配置方案。分析所使用的 AVS 投資組合是全球美元傳統資產第 3 風險等級投資組合。風險等級是衡量客戶風險偏好的指標。AVS 第 3 等級 - 以尋求適度的資本增值為主，資本保值為輔。第 3 等級分散化配置並不確保盈利，亦不保證不會損失本金。

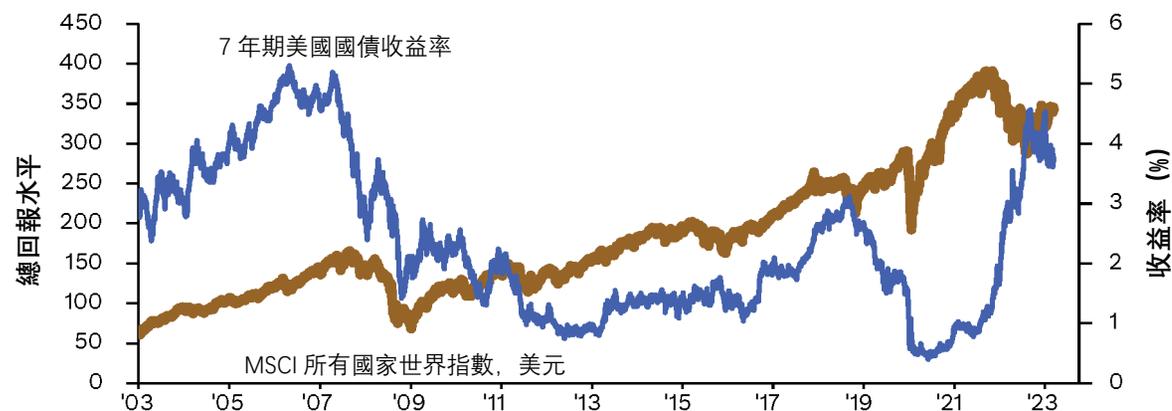
2023 年上半年全球金融市場的表現讓投資者明白，擇時交易並非明智之舉。儘管人們對股市充滿擔憂，但今年迄今為止，全球股市的回報率為 8.0%<sup>2</sup>，而全球債券的回報率為 2.0%<sup>3</sup>。

當然，這樣的反彈是基於 2022 年的糟糕市場表現，2022 年的股市和債市是自 1931 年以來總回報最糟糕的一年。這是一次嚴重的清算；這是政府在新冠疫情衝擊期間和之後過度刺激經濟、然後又扭轉方向以遏制由此產生的通脹所產生的代價。

## 未來的投資機會

與 2020-2021 年經濟復甦初期相比，2022 年兩位數的跌幅創造了更大的投資機會。雖然美國政府債券收益率已從高點回落，但在收益率曲線不同點位仍上升了 3-4 個百分點（圖 1）。大量資金從投機性投資轉向保守型、收益型資產。考慮到這些因素，我們上調了對未來十年長期戰略資產回報的預期（圖 2 和圖 3）。

圖 1：美國國債收益率達到 2007 年以來的最高水平



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 4 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅供展示說明之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往業績並非未來回報的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 2：非盈利企業經歷了歷史性大跌



資料來源：彭博，2023 年 4 月 4 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅供展示說明之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往業績並非未來回報的保證。實際結果可能會有所不同。

<sup>2</sup> 資料來源：標普500指數，截至2023年6月2日

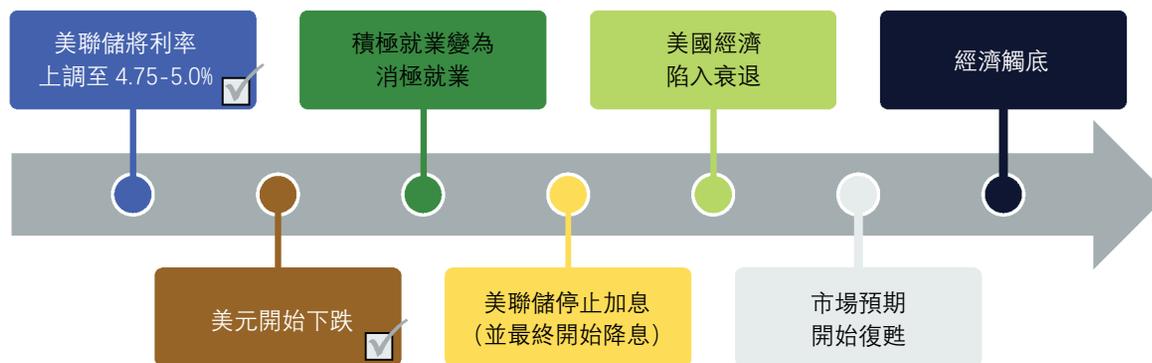
<sup>3</sup> 資料來源：美國綜合債券指數，截至2023年6月2日

图 3：調高戰略回報預期 (SRE)

資產類別	2023 SRE	2022 SRE
發達市場股票	7.0%	3.8%
新興市場股票	12.9%	8.1%
投資級債券	4.6%	1.8%
高收益債券	7.4%	2.6%
新興市場債券	7.8%	3.6%
現金	3.4%	0.9%
對沖基金	9.1%	4.1%
私募股權	17.6%	11.6%
房地產	10.6%	8.8%
大宗商品	2.4%	1.5%

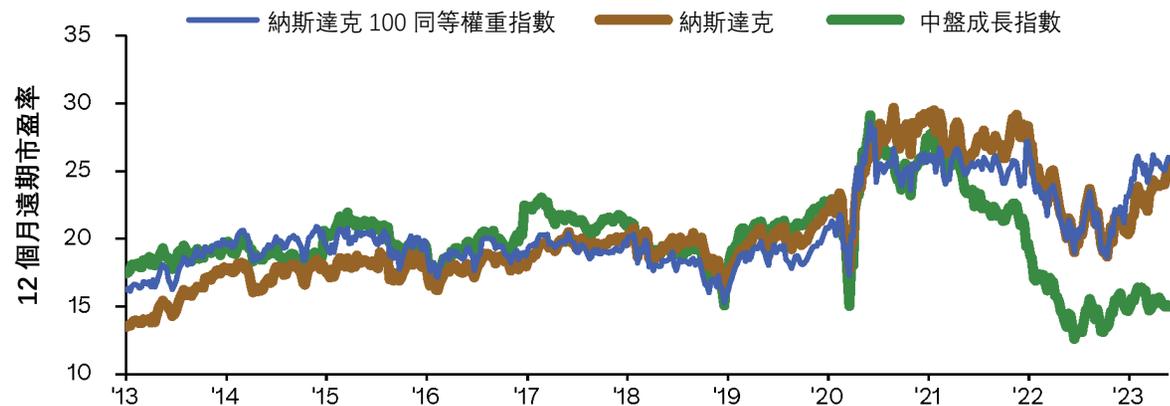
資料來源：Citi Global Wealth Investments 數據，截至 2022 年 10 月 31 日。戰略回報預期 (SRE) 是指 Citi Global Wealth Investments 對指數所屬的特定資產類別未來十年的回報所做的預測。花旗使用指數來代表各類資產。現金是指美國現金戰略回報預測。各個特定資產類別的預測均採取適合該資產類別的專有方法做出。股票資產類別所採用的專有預測方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。該方法由特定的估值指標組成，涉及多個計算步驟。為了計算股票資產類別的戰略回報預測，花旗還對收益和股息的預期增長率進行了假設。對沖基金和私募股權的戰略回報預測與股票的戰略回報預測掛鉤。債券資產類別所採用的專有預測方法基於當前的收益率水平。其他資產類別採用其他特定的預測方法。戰略回報預測的貨幣單位為美元。戰略回報預測通常每年更新一次，但也可能根據市場狀況或方法調整而進行非定期更新。戰略回報預期並不保證未來業績。戰略回報預測數值未扣除客戶費用和開支。未來的回報率無法準確預測。在極端情況下，高回報率的投資往往面臨更高的風險和更大的潛在損失。實際投資回報率可能相差很大。包括可能損失投資本金。投資者無法直接投資指數。以上所示所有戰略回報預測信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。

圖 4：2023 年經濟復甦路徑推演



資料來源：Citi Global Wealth Investments 首席投資策略師辦公室，截至 2023 年 3 月 31 日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 5：小型企業經歷了熊市的衝擊



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 26 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

## 行情尚未走完

我們仍相信，最糟糕的情況已經過去。但是，熊市行情尚未走完，經過我們的復甦路線圖（參閱[2023年財富展望：復甦之路](#)）推演，我們認為在達到真正的、持續的擴張階段之前，可能還需要經歷一系列事件（圖 4）。簡而言之，在美聯儲仍在收緊貨幣政策之際，要估算新一輪經濟復甦的股價還為時過早。

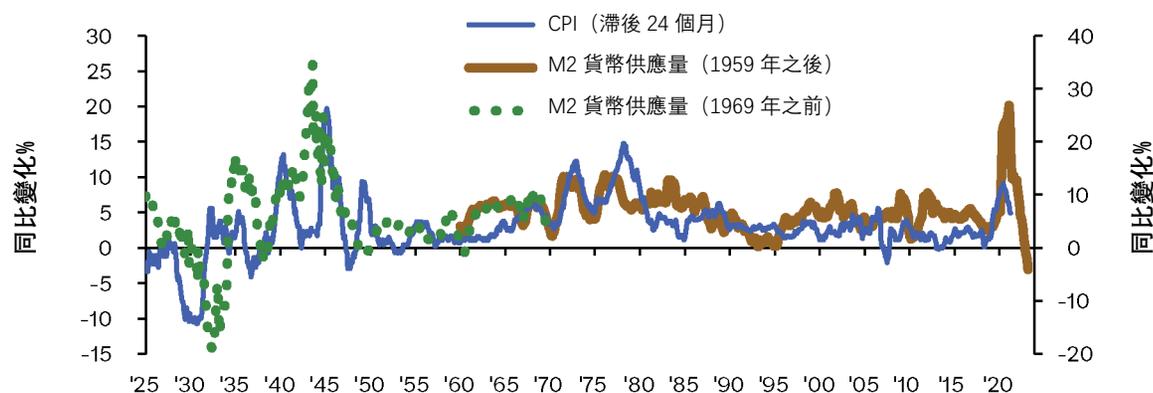
今年迄今為止，不同風格和行業的投資表現一直都參差不齊。我們對資產配置一直高度重視收益質量。自 2022 年 1 月以來，我們對最穩定的股息增長股或資產負債表最強勁的企業一直保持超配立場。在 AVS 第 3 風險等級投資組合中，我們對小盤股維持低配，這些企業通常負債更多，承受宏觀經濟周期和衝擊的能力更弱。我們超配的債券持倉仍集中在美國政府債券上。雖然我們的短期回報可能落後於偶爾的反彈，但我們的持倉或可抵禦任何拋售。同時，「防禦性投資」的好處越來越少。我們目前低配的一些防禦性較弱的資產估值正在改善（圖 5）。

圖 6：股票和債券回報率之間的相关性



資料來源：Factset，截至 2023 年 5 月 4 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 7：貨幣供應導致通脹整整 2 年



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 11 日。

## 分散化配置的好處再次顯現

在收益率大幅上升之後，政府債券又開始為投資者提供固定收益，而且其與風險資產的相關性為負（參閱 [債券回歸：當前應向何處尋找潛在固定收益機會](#)）。這些屬性使均衡型股債投資組合能夠產生比單個資產類別更高的風險調整後回報（圖 6）。到目前為止，均衡型投資組合的表現表明，未來一段時期的長期回報將更為強勁。

## 我們最新的經濟預測

我們一直認為，一次全球衝擊不應導致兩次經濟衰退。新冠疫情帶來的供應中斷在歷史上並非獨一無二。所有的全球供應中斷——無論是因為戰爭還是貿易禁令——都在一段時間內破壞了消費者價格的穩定（圖 7）。可以說，政策制定者在一定程度上成功遏制了最初的疫情衝擊造成的長期經濟損失。但是，由於他們決定在疫情過後的復甦期間繼續實施大規模刺激，導致供需錯配加劇。

在 2021 年美國經濟繁榮期，美聯儲持續推行寬鬆貨幣政策，導致通脹率與實際 GDP 一起飆升，漲幅達到 6%。隨後，隨著經濟不斷下滑，美聯儲選擇收緊貨幣政策。

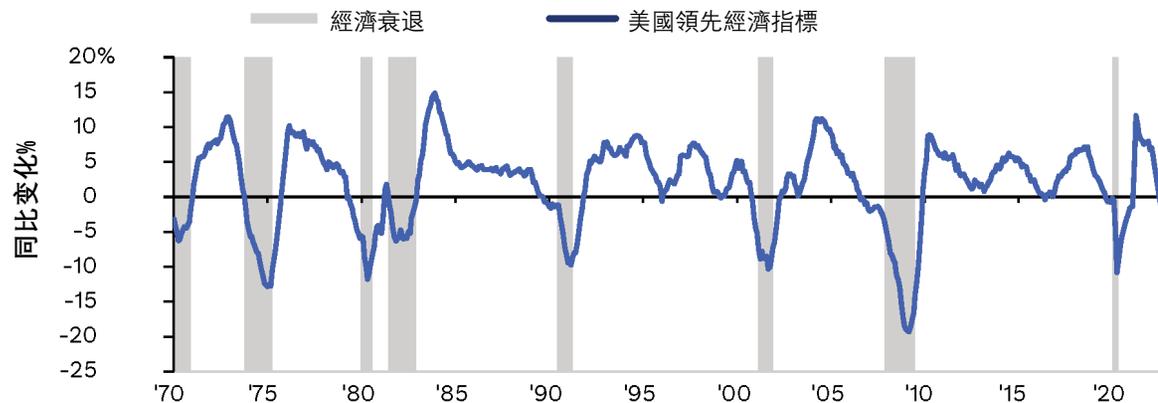
我們認為，美聯儲緊縮政策和銀行削減放貸對經濟的全面影響效果有限。5 月，美聯儲召開會議，將政策利率提高到 5.125%，並繼續實施量化緊縮政策。然而，美國領先經濟指標指數已經下降了 8%（圖 8）。

雖然美國經濟和美聯儲政策似乎相互矛盾，但被壓抑的需求和新冠疫情後的反彈勢頭意味著，美國經濟走勢將比我們最初在 2023 年預期的更為強勁。中國經濟比預期更早地重新開放，加上戰爭引發的能源衝擊逐漸消退，都為經濟注入了更多動力。考慮到所有這些因素，我們略微上調了 2023 年的增長預測（圖 9，並請參閱我們的[地區預覽](#)）。

然而，對我們的 2023 年和 2024 年展望構成拖累的是為了應對美國僱主的「勞動力囤積」行為，美聯儲的政策收緊幅度大於預期。這表明，緊縮政策的負面影響只是被推遲了一段時間（圖 10）。我們將 2023 年美國實際 GDP 預測值從 0.5% 上調至 1% 同時又將 2024 年的預測值從 2.1% 下調至 1.4%。

美國經濟增速最慢的時期可能出現在 2023 年或 2024 年初。總之，在美國經濟從「疲弱」中復原、美聯儲放寬貨幣政策之前，這兩年的增長可能會低於趨勢水平。目前來看，相較於中國的政策性硬著陸和失業率的迅速攀升，美國政府在疫情前後採取了截然不同的政策（圖 11）。

圖 8：美國領先經濟指標指數同比變化



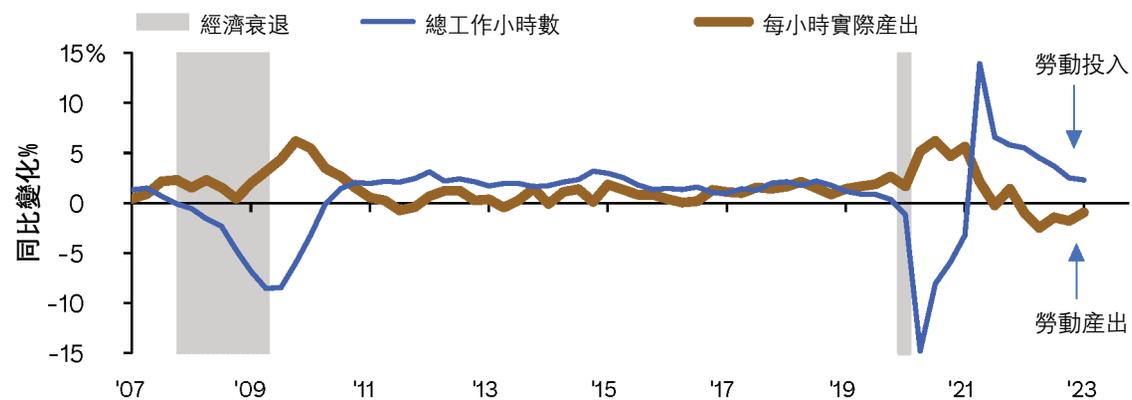
資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 11 日。灰色區域表示美國經濟衰退。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 9：Citi Global Wealth Investments 的 GDP 預測

截至 2023 年 5 月（括號內為前值）					
	2020	2021	2022	2023	2024
中國	2.4	7.5	3.0	5.8 (5.5)	4.5 (4.2)
美國	-3.4	5.7	2.0	1.0 (0.5)	1.4 (2.1)
歐盟	-6.3	5.4	3.6	0.8 (0.0)	1.1
英國	-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)

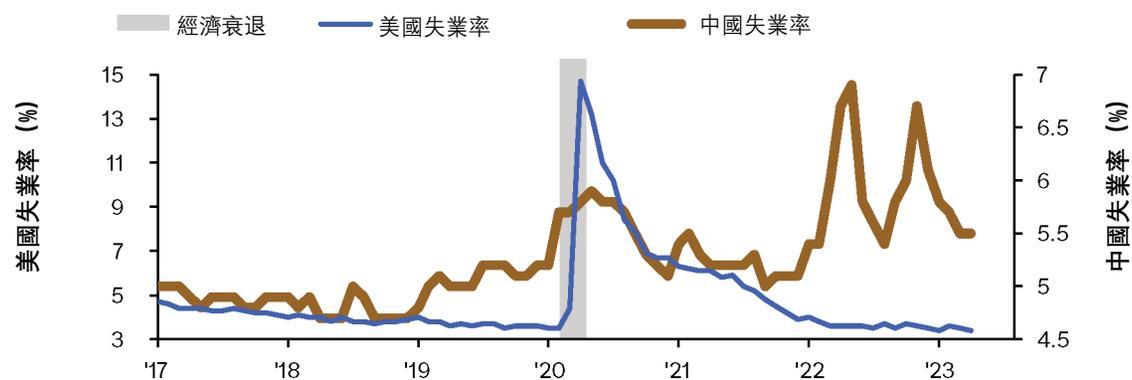
資料來源：Haver Analytics 和 Citi Global Wealth Investments，截至 2023 年 5 月。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

**圖 10：僱主囤積勞動力導致生產力下降**



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。

**圖 11：截然不同的周期 – 美國和中國的失業率**



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。

圖 12：美國在建多戶型住宅 VS 相關建築業就業人數同比變化



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 22 日。灰色區域表示美國經濟衰退。

## 通脹即將減速

我們認為，到 2023 年底，美國核心消費者價格指數 (CPI) 通脹率將從 2022 年底的 6.5% 降至 3.5%。未來還可能降至接近美聯儲 2024 年的目標水平 2%。但如若達到這一水平就會給經濟帶來一定的創傷。

新冠疫情爆發以來，在零政策利率的刺激下，創紀錄數量的多戶型住宅建設活動獲得了資金支持 (圖 12)。這些「長周期」公寓項目將於今年晚些時候到明年交付。融資成本大幅上升，意味著新建項目將大幅減少，隨之而來的將是相關行業失業人數增加。另一方面，租住單元供應的增加或將減緩房價上漲，而房價作為 CPI 的主要構成要素，到 2023 年中將觸及新周期高點。

## 波動或將加劇

截至本文撰稿時，美國國會剛剛通過一項法案，暫停債務上限至 2025 年 1 月。在美國財政部現金餘額即將耗盡之際，這將為美國提高借款規模打開閘門。除了通過借款為美國赤字融資外，到 2023 年底，未來幾個月短期美國國債淨發行量可能超過 3000 億美元，美國國債總淨發行量可能超過 1.3 萬億美元。按照目前的高收益率，美國政府的借款可能取代其他資產類別，並暫時提振美元。若是如此，我們將把它看作為未來幾年增持非美國資產的大好機會。例如，我們已經增持了巴西和亞洲新興市場股票 (參閱[貨幣](#))。

美國的情況也與 2011 年大不相同，當時標普 500 指數在美國達成債務上限協議後下跌超過 15%。在隨後的一段時間裏，美國股市大幅回升，並在接下來的 10 年裏跑贏了全球股市。然而，在該財政協議達成之時，美國失業率超過 8.5%，美聯儲的政策利率接近於零。受 2007-2008 年全球金融危機的影響，美國企業利潤仍處於嚴重低迷狀態。因此，在接下來的幾年裏，企業利潤迅速增長。現如今，美聯儲仍在抑制美國經濟，美國企業利潤處於高位，但正在下滑。基於這些原因，我們不認為美國大盤股將在未來幾年領跑全球股市回報。

## 未來的一系列潛在機會

去年，債券收益率不斷飆升，使成長型股票出現暴跌。今年，成長型投資開始復甦。但是，漲幅主要集中在資產負債表最強勁的大型企業。年初迄今，標普 500 指數 IT 板塊的回報率達到 35%，而標普 600 指數 IT 板塊的回報率為 15% 以上。

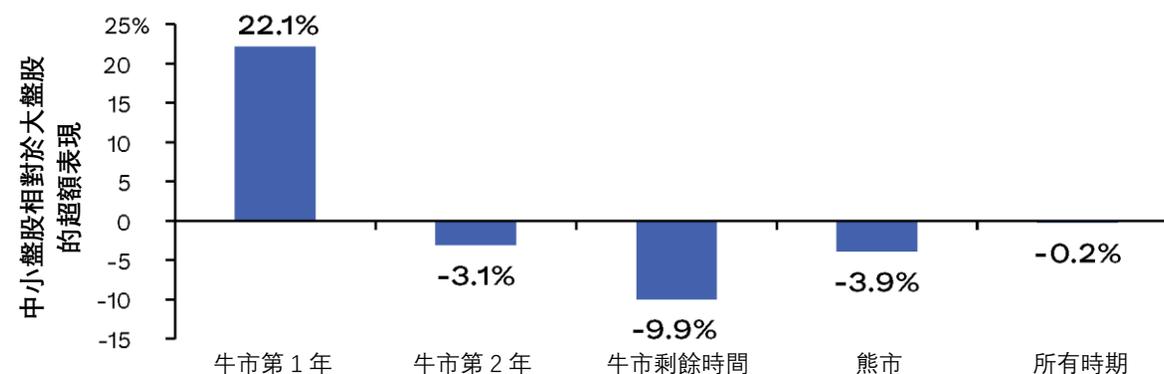
我們對網絡安全等長期增長驅動企業維持超配，並同時關注人工智能和可再生能源的投資機會。我們未來還會擇機增配全球中小盤股，而非大盤股，因為大盤股的歷史市盈率已經達到 25 倍。相比之下，按照 2023 年的預估值，盈利的美國中小盤估值較大盤股折價近 30%。

國際股市也存在相似或更高的估值折扣。美元走強進一步加劇了這種估值差距。這應有助於美國以外市場在未來 10 年產生更高的回報。為了抓住這一機遇，我們已經對投資組合做了相應調整。

今年迄今，我們的美國大盤股持倉比低配的小盤股的表現高出 900 多個基點。我們還不準備放棄這部分防禦性資產（圖 13）。然而，由於「防禦性」股票已被普遍增持——有些估值已經大幅提升——因此，其他股票的回報變得越來越有吸引力，即使投資者「提早布局」也仍有利可圖。

歷史數據顯示，在過去一個世紀美國股市的熊市中，兩年以上時間才觸底的只有兩次。雖然我們還沒有進入一個令人信服的牛市周期，但我們預計，《2024 年財富展望》發布時，我們的投資之旅將會走得更遠。

圖 13：中小盤股的優異表現往往高度集中在牛市初期



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 12 日。小盤股以羅素 2000 指數表示，大盤股以標普 500 指數表示。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

# 1.3

## 戰略資產配置的價值：在投資者面臨壓力時降低組合風險

DAVIDE ANDALORO

高級投資組合經理兼多資產策略主管  
花旗投資管理

PAISAN LIMRATANAMONGKOL

全球資產配置與量化研究全球主管  
花旗投資管理

XIN HE

投資量化研究高級主管  
花旗投資管理

在市場壓力極大時，嚴格的戰略資產配置可以降低回撤幅度，減少波動，從而帶來更高的風險調整後長期回報。考慮到2022年的市場低迷、美元的高估值以及美國衰退終結後全球經濟可能出現的增長，我們的戰略資產配置框架「適應性估值策略」<sup>1</sup>目前上調了風險調整後的長期回報預測。

- 採用戰略資產配置（SAA）對不同的資產類別進行分散化配置可以提升投資業績
- 花旗專有的戰略資產配置方法——適應性估值策略（AVS），可以幫助投資者降低投資組合的波動風險
- 穩健的戰略資產配置策略應具備長期專注、嚴守紀律、保持耐心等特徵

<sup>1</sup> 適應性估值策略（AVS）是 Citi Global Wealth Investments 專有的戰略性資產配置方法。該策略為每個客戶的投資組合確定適宜的長期配置方案。分析所使用的 AVS 投資組合是全球美元傳統資產第 3 風險等級投資組合。風險等級是衡量客戶風險偏好的指標。AVS 第 3 等級 - 以尋求適度的資本增值為主，資本保值為輔。第 3 等級分散化配置並不確保盈利，亦不保證不會損失本金。

## 減輕投資者壓力，同時追求高回報

投資是有壓力的，尤其是在市場走勢分化的時候。投資者要想追求回報，必須讓資金發揮作用，並容忍其投資價值有一定的波動。沒有風險就沒有回報，隨著時間的推移，如果採用分散化投資，並設計一些流程來重新平衡投資組合，就有望獲得更高的風險調整後回報。

我們相信，我們的戰略資產配置方法可以為投資組合帶來切實利益。通過將風險分散到不同的資產類別，戰略資產配置可以帶來更高的長期風險調整後回報。從歷史上看，當市場壓力極大時，嚴格的資產配置使投資組合能夠降低回撤發生概率，實現更快速的反彈。

戰略資產配置是一種嚴格的長期投資組合策略，旨在對不同資產類別進行分散配置，並定期重新平衡風險敞口。我們認為，戰略資產配置對於優化投資流程、高效實現投資目標至關重要。40 年的基本面投資研究表明<sup>2</sup>，長期投資組合 90% 以上的回報變動與戰略資產配置有關，從而使其可以為所有投資策略帶來更多附加值。

眾所周知，分散化配置有利於提高長期風險調整後回報，嚴格執行投資策略，避免「擇時交易」的誘惑，有可能給投資者帶來切實的利益，尤其是在動蕩時期。這樣做不僅能夠提高回報，還可以為投資者帶來更好的持有體驗。換言之，戰略資產配置可能有助於減輕投資組合風險，並在充滿挑戰的市場環境下幫助減輕投資者的壓力。

## 在高壓力市場環境中抑制波動

適應性估值策略 (AVS) 是我們專有的戰略性資產配置方法。AVS 對未來 10 年進行展望，該策略依據以下觀點進行預測，即隨著時間的推移，當前較低估值意味著未來回報較高，而較高估值代表著未來回報較低。我們的框架使用當前資產類別估值來制定戰略回報預期 (SRE)。然後，再根據 SRE 對戰略資產配置的每個資產類別進行配置。我們每年更新一次假設。2022 年，隨著市場全面下跌，我們目睹了估值的大幅下降。考慮到 2022 年的市場低迷、美元的高估值以及美國衰退結束後全球經濟可能出現的增長，我們的 AVS 框架上調了風險調整後的長期回報預測。

為了衡量我們資產配置在壓力市場環境中的表現，我們利用專有 AVS 框架，從波動性、回撤和復甦三個方面，將標普 500 指數與我們的 AVS 第 3 風險等級投資組合進行了對比。

有一種看法認為，當市場壓力極大時，風險資產類別的相關性為 1，而波動性則不成比例地增加。在 Citi Global Wealth Investments，我們認為這種看法並不全面。我們的資產配置策略曾經在股市過熱的情況下為投資組合降溫。圖 1 顯示了美國最近三次經濟衰退及與之相關的股市熊市期間的年化波動率。三次衰退期分別為：2000 年的互聯網泡沫、2007-2008 年的全球金融危機和 2020 年新冠疫情引發的經濟衰退。圖中數據使用相應的高峰至低谷期間的每日數據計算得出。

如圖所示，在互聯網泡沫的長期熊市期間（2000 年 9 月 1 日至 2002 年 10 月 9 日），標普 500 指數的波動率為 22.9%，而我們資產配置的波動率為 9.6%-9.7%。在與全球金融危機相關的熊市期間，標普 500 指數的波動率為 37.3%，而我們資產配置的波動率不到其一半，僅為 17.1%。新冠疫情引發的回撤尤其短暫而劇烈，其回撤強度之大，速度之快，是市場處於「恐慌模式」的有力證明。在此期間，標普 500 指數的波動率為 79.8%，而我們資產配置的波動率為 35.3%——同樣不到一半。

如果將這些結果用於投資者的投資組合，將會帶來潛在利益。

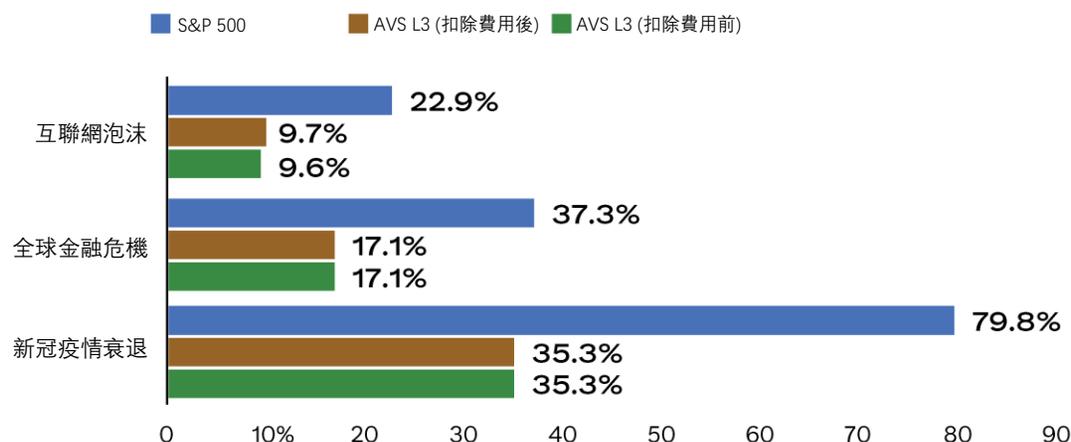
<sup>2</sup> Gary P. Brinson, L. Randolph Hood 和 Gilbert L. Beebower, 《投資組合績效的決定因素》(Determinants of Portfolio Performance) 載於《金融分析師雜誌》1986 年 7 月/8 月刊。另見 Roger G. Ibbotson, 《資產配置的重要性》(Importance of Asset Allocation) 載於《金融分析師雜誌》2010 年 3 月/4 月刊。

## 在承壓時期降低組合回撤

波動性並非投資者唯一關心的問題。當一個投資組合的價值暴跌 20%、40%甚至更多時，要堅持投資是極具挑戰性的。受情緒化影響的投資者可能會減少損、退出市場，這樣方可安心。但這可能會損害他們的長期回報。股市往往會先於經濟復甦，而從更長的時間跨度來看，選擇何時有效地進入和退出市場幾乎是不可能的。戰略資產配置可以分散投資組合，嚴守投資紀律，不斷重新平衡投資組合，從而降低投資組合的回撤，並更快地實現復甦——圖 2。在互聯網泡沫期間，標普 500 指數從前一個峰值下跌了 47.4%，而我們的資產配置的回撤幅度較小，扣除費用後的跌幅為 32.8%（扣除費用前為 25.9%）。全球金融危機是過去幾十年來最極端的事件之一，在此期間，標普 500 指數的價值下跌了一半以上，跌幅為 55.4%。在標普 500 指數觸及前期回撤高點 8 個月後，我們的資產配置也達到前期高點，但我們的回撤幅度比標普指數低 15%，跌幅為 41.5%。

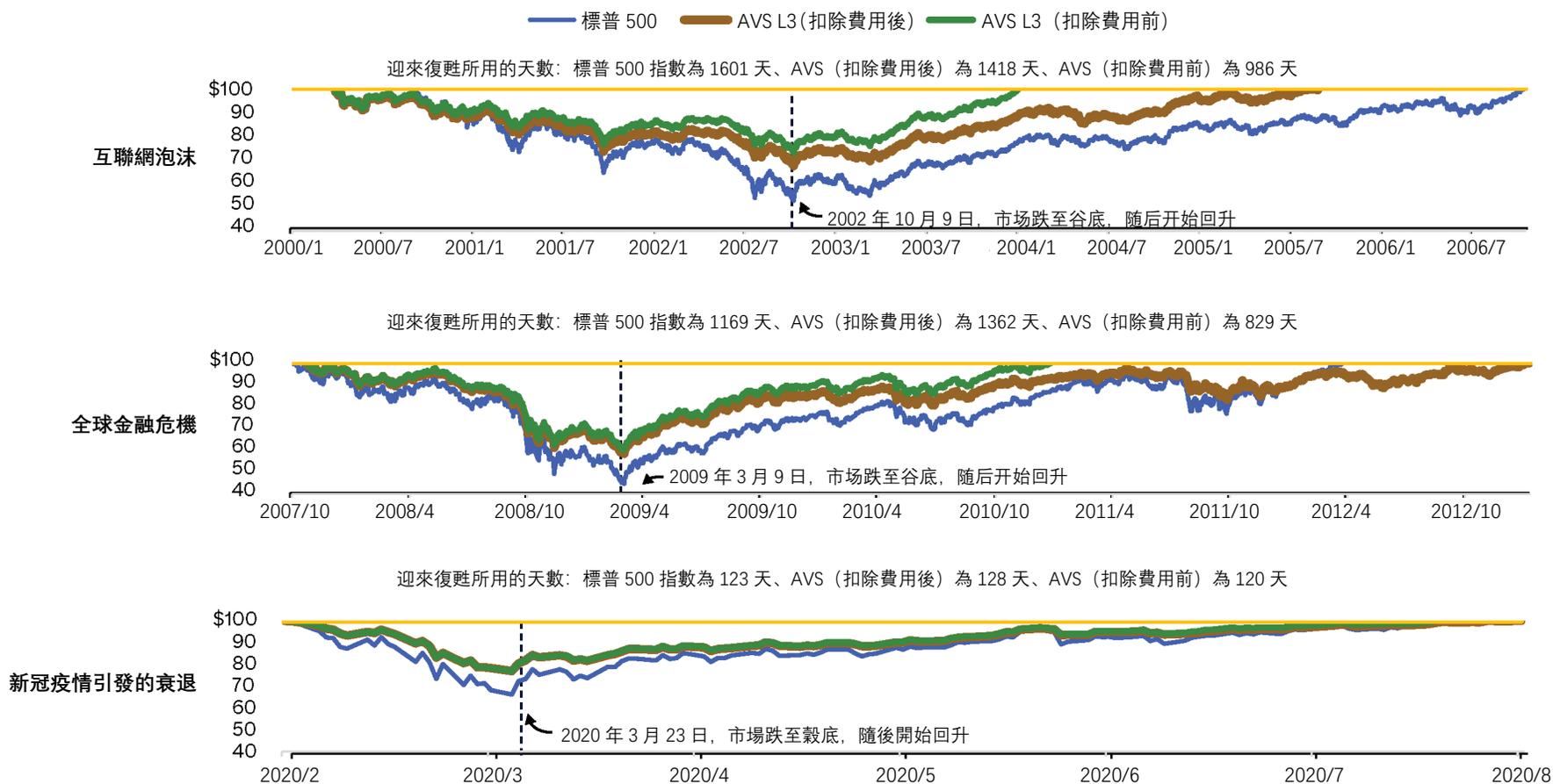
為了進一步測試我們戰略資產配置方法的有效性，我們擴大分析範圍，考慮了自互聯網泡沫以來標普 500 指數 10 次最嚴重的拋售（圖 3 和圖 4）。如圖所示，平均而言，我們的資產配置的波動率不到標普 500 指數的一半，平均回撤率比標普 500 指數低三分之一。

圖 1：市場承壓期間的年化波動率



資料來源：Citi Global Wealth Investments 和彭博，截至 2023 年 5 月 1 日。互聯網泡沫事件考察的是標普 500 指數從 2000 年 9 月 1 日的高峰到 2002 年 10 月 9 日低谷的年化成交量；全球金融危機考察的時間範圍為從 2007 年 10 月 9 日的高峰到 2009 年 3 月 9 日的低谷；新冠疫情考察的時間範圍為從 2020 年 2 月 19 日的高峰到 2020 年 3 月 23 日的低谷。圖中數據是指標普 500 指數和 AVS 第 3 風險等級投資組合曾經的波動率。AVS 第 3 風險等級的業績為資產類別層面的業績數據，計算時使用指數來代表各類資產。扣除費用前的回報數據未扣除諮詢費。淨業績結果已扣除諮詢服務相關費用，最高為 2.5%，其中包括諮詢費和交易成本。所示業績信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。例如，在編制假設業績信息時，諸多股票、債券或大宗商品市場相關因素無法計入或未計入考量，所有這些因素都可能影響實際業績。以上所示為指數收益，並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。填充配置模型所用資產類別的表現可能不及其各自的指數，從而導致業績低於模型預測值。

圖 2：互聯網泡沫、全球金融危機和新冠疫情衰退復甦時期對比



資料來源：Citi Global Wealth Investments 和彭博，截至 2023 年 5 月 1 日。互聯網泡沫事件考察的是標普 500 指數從 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；全球金融危機考察的時間範圍為從 2007 年 10 月 9 日的高峰到 2009 年 3 月 9 日的低谷；新冠疫情考察的時間範圍為從 2020 年 2 月 19 日的高峰到 2020 年 3 月 23 日的低谷。AVS 第 3 風險等級的業績為資產類別層面的業績數據，計算時使用指數來代表各類資產。扣除費用前的回報數據未扣除諮詢費。淨業績結果已扣除諮詢服務相關費用，最高為 2.5%，其中包括諮詢費和交易成本。所示業績信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。例如，在編制假設業績信息時，諸多股票、債券或大宗商品市場相關因素無法計入或未計入考量，所有這些因素都可能影響實際業績。以上所示為指數收益，並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。填充配置模型所用資產類別的表現可能不及其各自的指數，從而導致業績低於模型預測值。

## 創造長期財富價值

一般認為，創造長期財富有三個關鍵要素，分別是：

1. 長期專注
2. 嚴守投資紀律，避免擇時交易
3. 保持耐心

在我們看來，所有這些都是戰略資產配置框架的構成要素。日復一日地堅持這些原則是尋求長期成功的良方。投資難免起起落落，但在市場最動蕩的時候，深思熟慮的戰略資產配置有助於抵禦恐慌，從而可能減少投資者做出非理性或情緒化決策的可能性。

圖 3：AVS 第 3 風險等級投資組合的波動率和回撤率更低



資料來源：Citi Global Wealth Investments 和彭博，截至 2023 年 5 月 1 日。

圖 4：十次嚴重拋售潮期間的波動和回撤情況

回撤日期——標普500指數		年化波動率			回撤		
高峰	低谷	標普500	AVS L3 (扣除費用後)	AVS L3 (扣除費用前)	標普500	AVS L3 (扣除費用後)	AVS L3 (扣除費用前)
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%

資料來源：Citi Global Wealth Investments和彭博，截至2023年5月1日。

AVS 第 3 風險等級投資組合的業績為資產類別層面的業績數據，計算時使用指數來代表各類資產。扣除費用前的回報數據未扣除諮詢費。淨業績結果已扣除諮詢服務相關費用，最高為 2.5%，其中包括諮詢費和交易成本。所示業績信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。例如，在編制假設業績信息時，諸多股票、債券或大宗商品市場相關因素無法計入或未計入考量，所有這些因素都可能影響實際業績。以上所示為指數收益，並不代表可投資資產/證券的實際交易結果。填充配置模型所用資產類別的表現可能不及其各自的指數，從而導致業績低於模型預測值。



# 1.4

## 經濟放緩環境下的投資指南

ALFONSO CAMACHO  
全球市場分銷主管

JEFFREY SACKS  
花旗投資管理客戶投資組合經理

投資者在未來6到9個月做出的選擇可能會對其未來數年的組合回報產生深遠影響。我們相信保持投資永遠都是明智的，但在當前環境下，投資者必須重新考慮其組合構成和調整配置的時機。

我們正在進入經濟放緩或溫和衰退階段，這一點早已被預言過。雖然我們認為，美聯儲貨幣緊縮政策會抑制經濟的快速反彈，但仍有大量過剩現金等待「逢低買入」。投資者情緒低迷，而投資前景正在改善。人工智能（參閱[生成式人工智能：另一場科技革命的開端](#)）和可持續能源（參閱[非典型能源周期中的不尋常機會](#)）等領域蘊藏著巨大的長期增長機會，不受當前經濟挑戰的拖累。

投資者現在應該重新考慮其投資組合構成，並在保持投資的同時考慮調整資產配置的時機。隨著時間的推移，更積極的資產配置應包括延長中期公司債券、美國市政債券、優先證券的久期，並增加對非美國債務和股票的投資。展望美國下一輪經濟復甦，隨著經濟增長反彈，領軍企業以外的美國中小盤股將會顯現出相對價值，科技股也存在潛在機會。

我們的全球投資委員會對債券類資產進行了配置，以追求更高的收益率，同時還配置了具有防禦屬性的收益型股票。在本年中展望中，我們正準備重新配置我們的投資組合。以下是一些可供投資者考慮的策略：

## 固定收益配置

短期內，繼續投資於現金或超短期固定收益證券可能會損害中期回報，因為未來進行再投資時收益率可能走低。美國國債收益率曲線倒掛，短期國債收益率最高。

投資者應考慮逐漸減持非核心現金和短期固定收益投資，並向其他類資產過渡。優先選擇高質量的投資級公司信貸，有望實現更高的收益率。在收益率大幅上升之後，增配新興市場債券（以美元計價）的理由變得更加充分。

我們還在私募信貸以及固定收益市場其他流動性不足和錯配的領域看到了潛在投資機會。對於合格投資者而言，私募信貸及其他另類基金可能有助於提升中期固定收益回報。

## 股市將迎來重新配置機會

對股票進行防禦性配置，不意味著完全退出市場。目前，股息增長股可能有助於降低投資組合的波動性，同時也能帶來一些增長和收益。

我們認為，美國和部分新興市場的中小型企業股票目前已處於低估狀態。

我們的機會型超配板塊包括網絡安全和半導體設備、國防板塊等（參閱[將國家安全利益置於經濟合作之上：中美競爭導致去全球化及其影響](#)）。

## 分散貨幣風險敞口

在美元佔據主導地位十年之後，分散貨幣風險敞口可能有助於提升投資回報和投資者財富的長期保值潛力。此外，合格投資者可考慮為投資組合分散配置相關非美元資產類別。若投資者持有大量流動性較差的美元資產，可考慮通過上述風險管理策略減輕美元看跌趨勢的影響。

## 不可阻擋的趨勢仍在延續

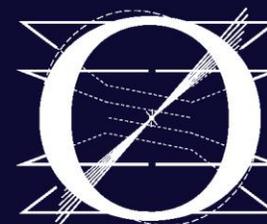
不可阻擋的趨勢即可能會改變我們周圍世界的長期多年趨勢，這些趨勢仍在延續，包括技術進步、人口特點和行為變化。大量的主題基金尋求抓住這些潛在的機會。這些基金會根據各投資者的目標，運用各種策略，著眼長遠，逐漸建立敞口。當前是買入網絡安全和生命科學等細分板塊的好時機。

## 盯緊信號

我們認為，投資者在進行資產配置決策時，應堅持建立多元化的投資組合。在我們的多資產類別策略中，我們尋求對不同類型的股票進行輪動配置，並最終使投資組合敞口向股票傾斜。我們認為，從現在開始的一年或更長時間內，現金收益率不會像現在這樣強勁。

## 合格投資者如何提高股票配置比例？

- 選擇估值低於正常水平的股票市場和板塊
- 在預設時間範圍的最低點買入
- 選擇可以放棄潛在回報但尋求降低下行風險的策略
- 投資於可能從外匯波動中獲利的市場



2



## 目錄

### 貨幣

- 2.1 美元主導地位即將終結，非美元資產將產生更高回報 27



## 2.1

# 美元主導地位即將終結，非美元資產將產生更高回報

STEVEN WIETING

首席投資策略師兼首席經濟學家

十年前，我們預測美元會大幅升值，美國會吸引更多投資。事實和我們預想的完全一樣。如今，我們的看法是美元已經見頂。這一轉折帶來了一系列潛在的投資機會，這一點已經在我們的非美國資產最新戰略回報預期<sup>1</sup>中得到體現。

- 2022年，美聯儲激進的緊縮週期和全球性衝擊推動美元走強，達到歷史第二高點
- 未來兩年，我們預計美聯儲的緊縮措施將減半，而其他央行將保持相對穩定
- 由於美元升值，資本不斷流入美國股市，目前美國股市相對於國際股市的估值溢價處於歷史高位
- 當外幣對美元升值時，非美國股票的回報率將會提高

<sup>1</sup> 戰略回報預期（SRE）不保證未來業績。過往表現並非對未來回報的保證。基於指數的戰略回報預期是指 Citi Global Wealth Investments 對指數所屬的特定資產類別未來十年的回報所做的預測。花旗使用指數來代表各類資產。各個特定資產類別的預測均採取適合該資產類別的專有方法做出。股票資產類別所採用的專有預測方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。該方法由特定的估值指標組成，涉及多個計算步驟。為了計算股票資產類別的戰略回報預期，花旗還對收益和股息的預期增長率進行了假設。債券資產類別所採用的專有預測方法基於當前的收益率水平。其他資產類別採用其他特定的預測方法。戰略回報預期數值未扣除客戶費用和開支。過往表現不預示未來結果。未來的回報率無法準確預測。在極端情況下，高回報率的投資往往面臨更高的風險和更大的潛在損失。實際投資回報率可能相差很大。包括可能損失投資本金。投資者無法直接投資指數。以上所示所有戰略回報預期信息皆為假設，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。

## 美元還是貨幣之王？

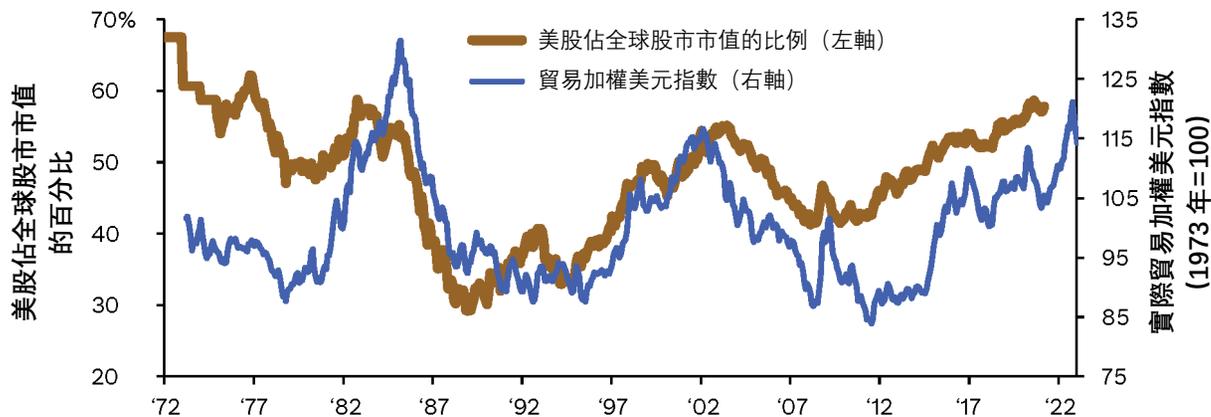
美元可以說是歷史上最成功的法定貨幣。自二戰以來，它被廣泛用作金融和貿易的價值儲存手段，使其成為近現代的「貨幣之王」。美元資產佔全球央行外匯儲備的近 60%，而全球 88% 的貿易是以美元為交易貨幣的。

在十年前的《年中財富展望》中，我們預測「過去十年的主要金融趨勢正在發生逆轉。包括美元貶值以及全球投資者從美元計價投資中撤資在內的重要趨勢已經結束。」果不其然，在那之後的 10 年裏，美元一路飆升，投資者報復性地回流美國。

現在我們看到另一個逆轉即將到來。我們認為，美元很可能進入長期熊市，這是過去 50 年來的第三次熊市（圖 1）。以全球美元資產持有量來衡量，信心正在見頂，美國股市的相對估值也在見頂。

2021 年美聯儲實施的大規模財政擴張沒有給美國帶來任何好處。隨之而來的是貨幣通脹。隨後，美聯儲啟動了一場快速緊縮行動，使美元在 2022 年上漲至歷史第二高水平，其緊縮力度超過了全球其他央行的緊縮措施。

圖 1：強勢的美元和美股



資料來源：Haver Analytics 和彭博，截至 2023 年 4 月 22 日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 2：美元和歐元政策利率走勢分化



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 4 日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

## 轉折點即將到來

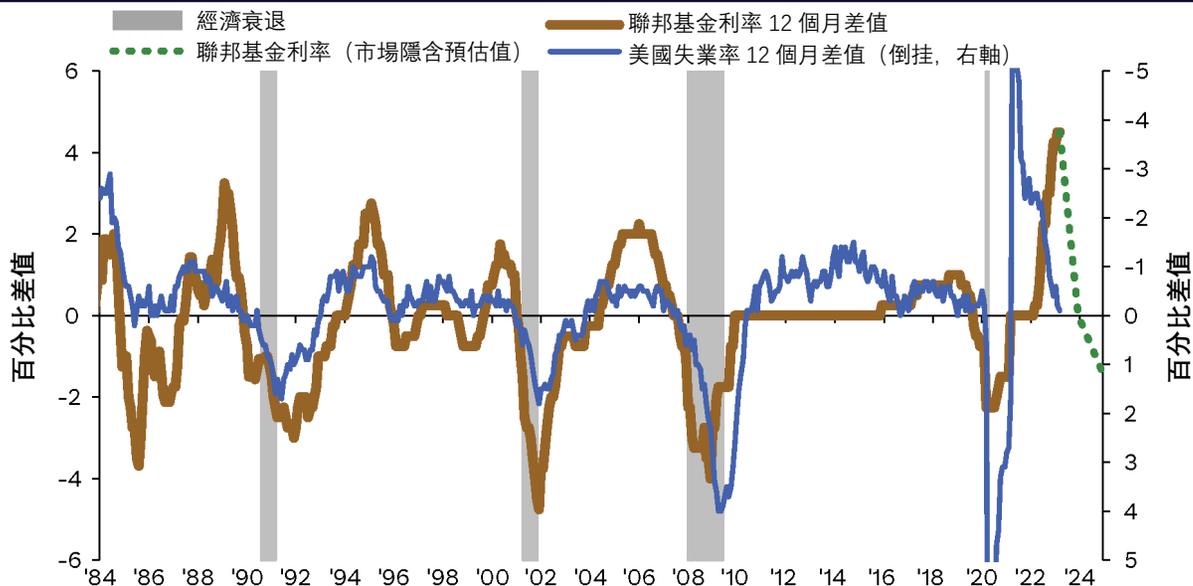
最終，由於美國勞動力市場具有高度周期性，而美聯儲以促進最大程度就業為使命，可能導致美元在未來幾年走弱。到2024年底，我們預計美聯儲會將其於2022-2023年實施的緊縮措施減少一半，而其他央行則保持穩定（圖2和圖3）。

美元匯率面臨的更大問題是「價格反映了什麼？」儘管我們的說法有些過於簡單化，但美元接近創紀錄高位，意味著人們普遍預期，未來幾年美國的實際經濟增長將強於其他國家，而通脹水平將低於其他國家。美聯儲大舉加息吸引了尋求收益的國際資本流入。在即將到來的美聯儲寬鬆周期中，這種資金流入可能會放緩，從而削弱美元。

美元長達 10 年的升值，推動美國股市去年在全球股市市值中所佔的份額達到創紀錄的 62%（圖 1）。美元升值讓世界其他地方付出了代價。與美國股票相比，非美國股票目前的估值創歷史新低，比當年的每股收益（EPS）估計值低近 40%，比實際每股收益的 10 年平均價值低近 30%（圖 4）。儘管基於行業和個體優勢，美國企業的增長率可能會超過全球同業，但這樣的溢價估值需要持續的超常優秀表現支撐。

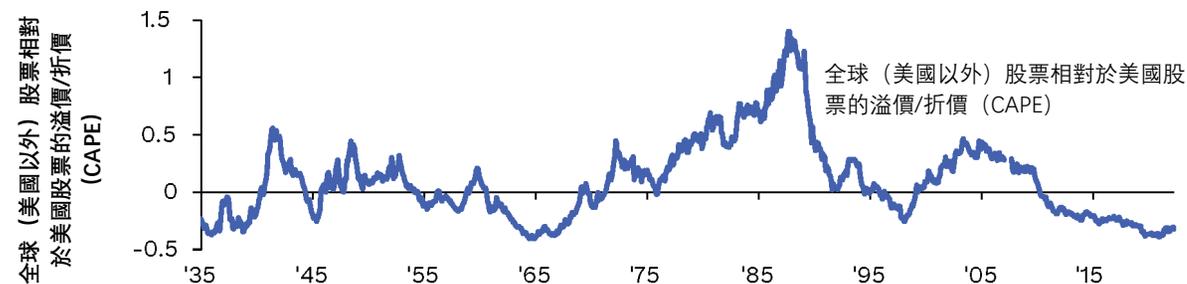
我們認為，一些外國企業可能在與美國企業的競爭中取得進展，如果外幣兌美元升值，非美國股票的回報可能會增加。

圖 3：快速加息節奏有望放緩



資料來源：Haver Analytics 和彭博，截至 2023 年 5 月 2 日。灰色陰影區域表示美國衰退期。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 4：非美國股票相較於美國股票存在折價



資料來源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。CAPE 比率是一種估值指標，該比率使用 10 年期的每股實際收益（EPS）來平滑企業利潤在商業周期不同時期發生的波動。

## 中國和加密貨幣並非美元貶值的推手

幾十年來，我們聽到過無數關於美元即將消亡的錯誤預測，但結果却是美元不斷升值。美元崩潰論背後的邏輯通常與中國有關。像全球大多數其他貿易國一樣，中國對於以美元開展業務沒有特別的興趣，因為美元不受其控制。加密貨幣是另一個美元反對者，其自身利益是推廣替代貨幣體系。加密貨幣專家曾不止一次宣布美元會突然終結。

當然，一個沒有引起太多關注的重要事件是，美國政府決定凍結俄羅斯6000多億美元外匯儲備中的一大部分。這讓美國的對手警覺到持有美元以支撐本國貨幣的潛在風險。儘管如此，從所有時期（除長期以外）來看，各國央行的外匯儲備與美元的價值並不太相關。

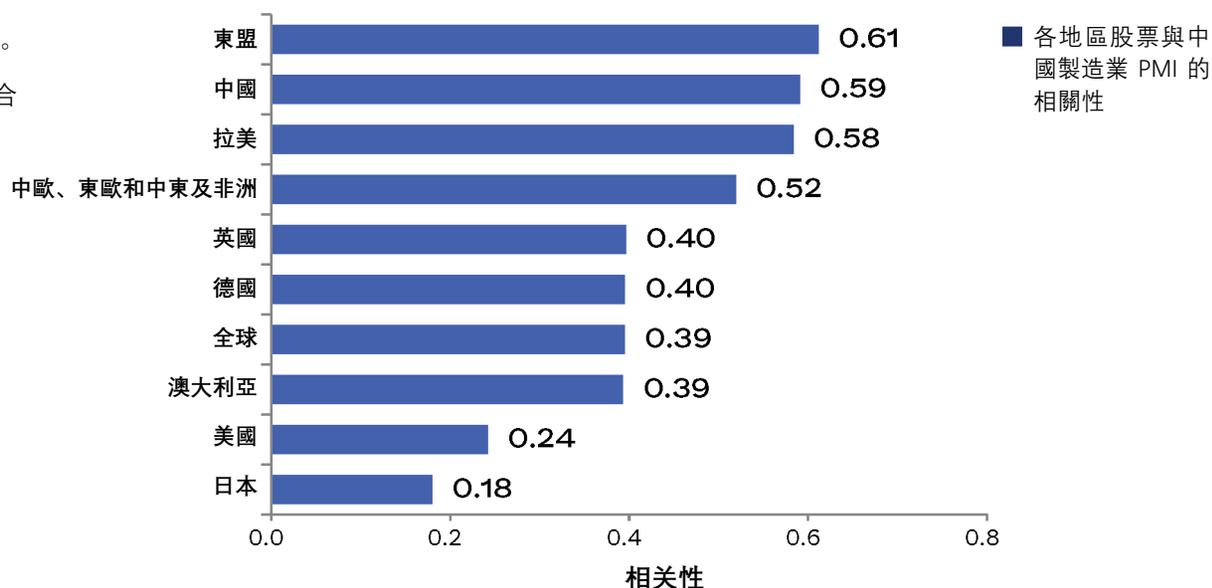
然而，鑒於目前的高估值水平，以及美元在投資組合和交易中的深度滲透，其基本面展望數據清楚表明，美元過去10年的漲幅將出現某種程度的回調。

## 在美元貶值之際尋求回報

去年，美聯儲突然啟動的緊縮周期和俄羅斯能源危機使許多貨幣兌美元匯率跌至創紀錄低點。歐洲最近的一個關鍵痛點是，去年秋天，由於俄羅斯的天然氣供應被切斷，天然氣進口成本大幅飆升。這導致了「貿易條件衝擊」和短暫的經濟收縮。從那時起，我們上調了對經濟前景的預期，並提高了對經濟低迷地區的配置比例（參閱[衰退和復甦進程尚未完成](#)和[歐洲：在溫和增長環境下挖掘精選投資機會](#)）。

我們預計，包括中國和巴西在內的一些新興市場將在未來一年放寬貨幣政策。考慮到未來一年美國降息的背景，寬鬆貨幣政策或將提振當地市場和經濟（圖5）。最近幾個月，我們擴大了超配範圍，新增持了更多亞洲股市的股票。當我們看到市場對美國經濟風險的認識更充分地反映在價格中時，屆時我們預計將採取進一步行動。

圖 5：中國經濟復甦對東南亞國家聯盟（東盟）股票有影響



資料來源：彭博，截至 2023 年 1 月 31 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。東南亞國家聯盟（東盟）是由東南亞 10 個成員國組成的政治和經濟聯盟。

外資流動歷來是影響當地股票回報的强大力量。推動外國投資者購買更多美國淨資產的驅動因素，通常也是推動當地回報的驅動因素（圖 6）。在新興市場尤其如此，那裏的投資者目前對當地貨幣的信心較低，同時通脹正在減弱，於是我們在最新的戰略回報預期中上調了對新興市場的相對回報預期（圖 7 和圖 8）。強勁的增長環境和低通脹通常對股市有利，儘管這有損於出口商的競爭力。

## 認識戰略回報預期 (SRE) <sup>1</sup>

2022年的市場下跌——股票和債券市場創下自1931年以來的最大總跌幅——可能是未來各市場回報率走高的一個原因。對於初始估值起點較低的非美國市場來說尤為如此。

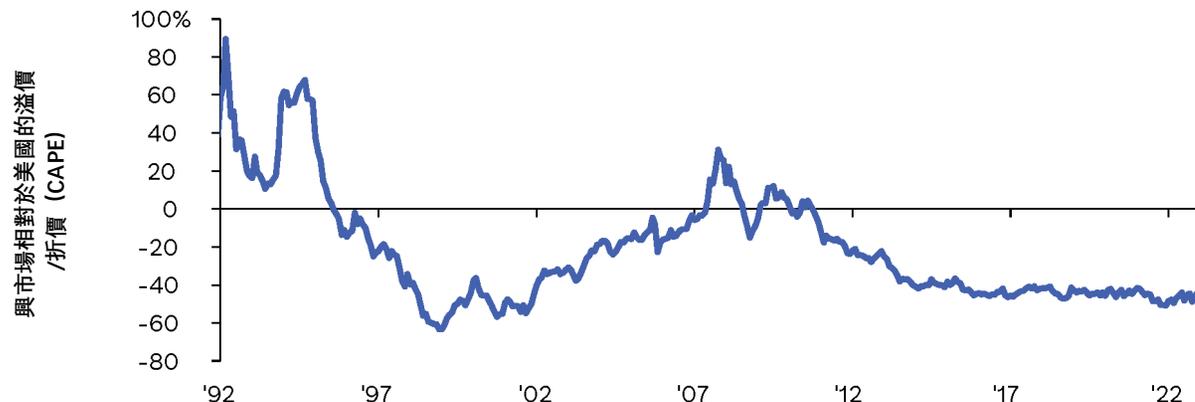
美元的潛在貶值，是美元回報有可能超越前期的另一個原因。我們對新興市場股票和債券的戰略回報預期顯示，未來十年，新興市場股票和債券分別有可能實現12.9%和7.8%的年回報率。

圖 6：美元對近期歷史的影響

十年期 (截止於 12 月)	標普 500 指數年化實際總收益率 (%)	實際廣義貿易加權美元指數變動 (%)
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%

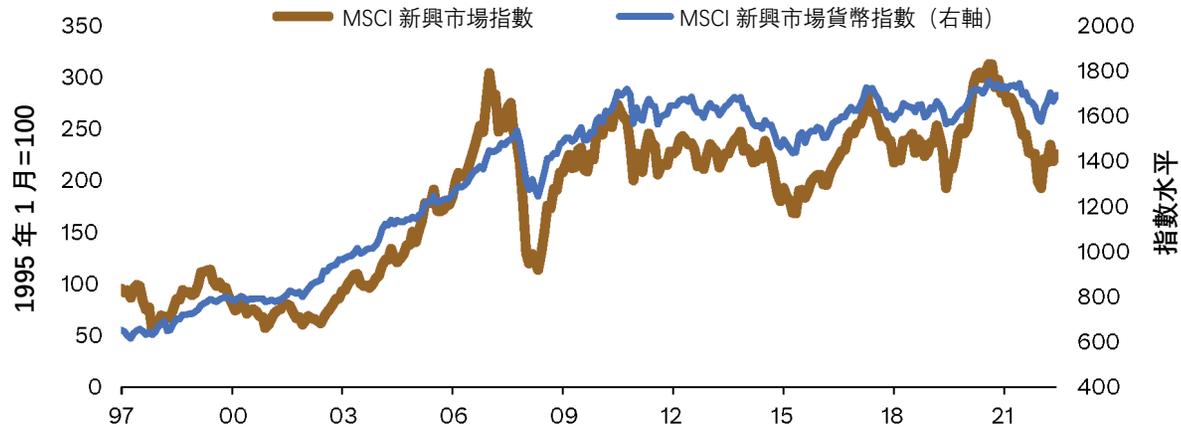
資料來源：彭博，截至 2023 年 4 月 25 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 7：新興市場股票相對於美國股票存在折價

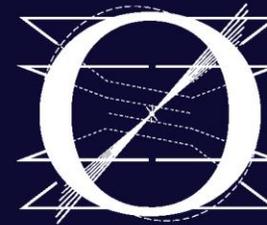


資料來源：Factset，截至 2023 年 4 月 21 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

图 8：新興市場情緒目前較為低迷



資料來源：彭博和 Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 4 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。



3



## 目錄

### 債券歸來

3.1 債券歸來：當前應向何處尋找潛在固定收益機會

34



## 3.1

# 債券歸來：當前應向何處尋找潛在固定收益機會

債券再次歸來，湧現出大量的潛在投資機會，投資者可以借機分散債券投資組合，延長久期，追求更高的總收益。眼下是調整固定收益投資組合的好時機。

**BRUCE HARRIS**  
全球固定收益投資策略主管

**STEFAN BACKHUS**  
另類投資部另類策略主管

- 明智的債券投資者可能再次迎來分散投資組合、追求高水平收益的機遇。隨著銀行減少貸款和資本市場流動性下降，投資者可以通過改變投資方向和方式來提高債券回報
- 未來12-24個月，投資者在貨幣市場基金和短期國債上獲得的高回報率預計將大幅下降
- 為了維持當前的回報水平，投資者或可通過長期債券、投資級公司債券或市政債券尋求收益和增值機會，同時抵消經濟衰退期可能出現的信貸利差走闊的影響
- 對於合格投資者而言，市場流動性不足創造了對沖基金和私募信貸投資機會。在一些市場，投資者紛紛進入貨幣市場和政府債券「避險」，而高收益信貸資產正在尋找買家，經驗豐富的另類債券經理通過布局這些市場，可能會賺取更高的回報。

債券收益率確實又漲回來了。雖然在早春的一段時間裏，債券收益率曾大幅下降，但從今年年初到5月26日，2年期美國國債收益率和10年期美國國債收益率大致持平。這一價格走勢證明，美國國債正在履行其作為一種「避險」資產的傳統角色，這很可能是由於美國地區性銀行業危機期間投資者的擔憂加劇。最近在5月底，受債務上限樂觀情緒以及出色經濟數據提振，債券收益率與年初水平大致持平，在如此誘人的高收益率水平環境下，投資者迎來了持有債券的機會。

年初至今，彭博美國綜合指數和彭博美國公司債券指數在利差交易的推動下分別上漲了約1.5%。

投資者對高收益債券的需求依然強勁，尤其是與過去十年相比。最近在美國地區性銀行業壓力的衝擊下，市場降低了加息預期，儘管最近幾周這種情況在一定程度上出現了反轉。雖然人們擔心未來可能出現銀行業「信貸緊縮」和美國經濟衰退，但其實即使是高收益債券也表現良好，彭博美國公司高收益債券指數今年迄今上漲了3.3%。

對於未來債券市場，我們應該有什麼期待？收益率曲線倒掛，預示著經濟將陷入輕微衰退，以及隨後可能出現降息。與此同時，投資者正在享受收益率曲線短端的利好，其中1年期美國國債收益率為5.25%，3個月期美國國債收益率為5.3%。這些短期利率比長期美國國債高出近150個基點。

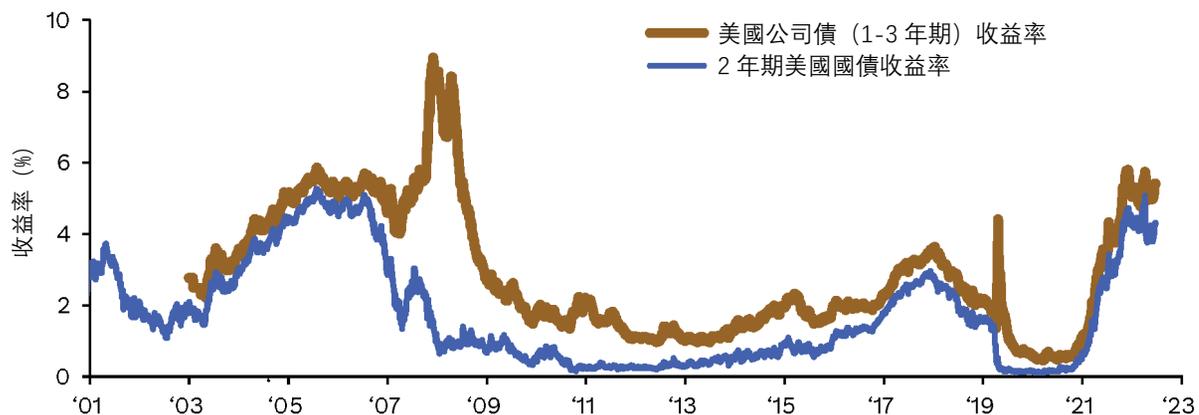
我們認為，短期高利率的誘惑抑制了長期固定收益證券需求。人們比較注重「眼前收益」，却忽略了這樣一個事實：當失業率上升、通脹放緩、消費者需求減弱時，美聯儲可能會開始大幅降息。目前，市場正在為未來的降息估價，到2024年底，聯邦基金利率可能會降至3.5%。

## 未雨綢繆是良策

在1990年至新冠疫情期間的三次經濟衰退中，美聯儲每次都會降息至少500個基點。儘管我們預計不會出現這種程度的貨幣寬鬆，但即使降息250個基點，也可能降低短期美國國債收益率，使其吸引力低於當前長期債券的收益率。正因如此，我們認為投資者應儘早將資金轉投期限較長的債券。

除了加長久期外，投資者還應考慮增配中期投資級公司債券或類似評級的長期市政債券。投資級信貸利差可提供100-150個基點的額外收益率，具體取決於期限長短。與短期美國國債和存款一樣，評級較高的公司債券可以提供5%至6%的收益率（圖1）。

圖 1：公司債收益率高於 2 年期美國國債收益率



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 26 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

## 避免不良信用債

由於擔憂可能出現經濟衰退，以及高杠杆企業缺乏資金，除非投資者了解這些公司的信用風險，否則我們不主張投資評級較低的高收益債券或貸款。

持有耐心資本的合格投資者可能會發現，擁有穩定資金池和證券承銷專長的另類固定收益管理公司將會蓬勃發展。通過使用複雜的模型和進行盡職調查，他們可以在充滿不確定性以及資本市場和銀行可用資本有限的情況下，有選擇地提供流動性。

## 聚焦私募信貸

與大量資金涌入短期美國國債和貨幣市場基金形成鮮明對比的是，杠杆貸款和高收益債券的情況正好相反。連續三次大規模的大型銀行倒閉導致新增貸款大幅減少。

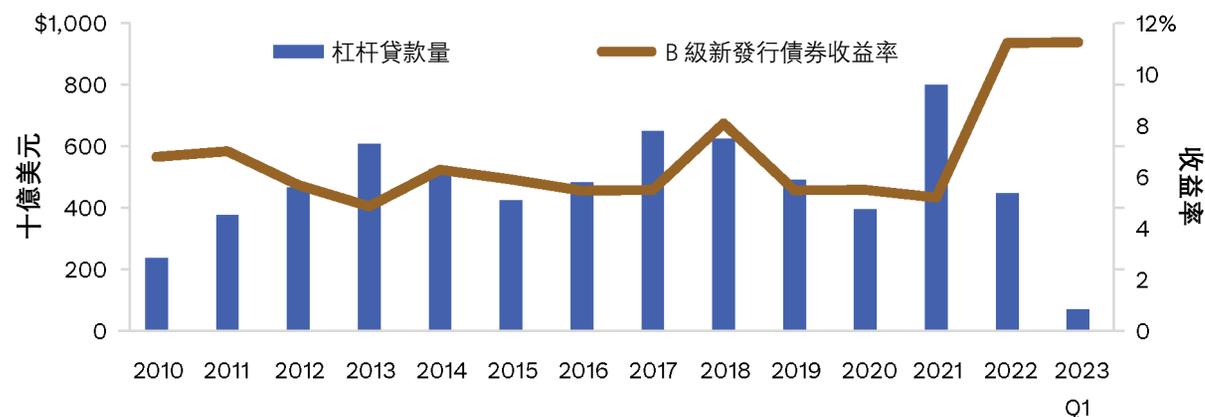
2022年，70%的杠杆貸款發行發生在上半年。2022年三季度，銀團貸款在銀行資產負債表上紛紛被擱置，導致賣方對他們想要出售的貸款大幅打折，在許多情況下，銀團貸款的定價為票面價值的90%左右。流動性目前已經枯竭。2023年一季度，杠杆貸款發行規模僅為699億美元，這是自2014年四季度以來最低的季度發行規模（圖2）。

## 流動性不足為投資者提供了潛在機會

當信貸收緊時，借款人支付的利率更高，所獲融資的貸款價值比更低，從而能夠為債券和貸款投資者提供更好的保護和更高的信用回報。截至2023年3月31日，B級新發行貸款的收益率已攀升至11.26%（圖2）。我們預計，公開市場的複雜信貸產品和私人貸款人的收益率可能會進一步上升。隨著銀行變得越來越厭惡風險，主要信貸投資者可利用潛在機會，向企業提供私募市場借貸策略，延長到期日，以獲得諸如更高的票息、費用和/或更優質的抵押品等好處。

因此，我們建議具有合適的投資目標、投資期限為兩到五年的投資者考慮配置直接貸款基金和商業發展公司，因為這些公司尋求在不承擔過度風險的情況下產生更高的總回報。

圖 2：杠杆貸款量下降，但新發行債券收益率上升



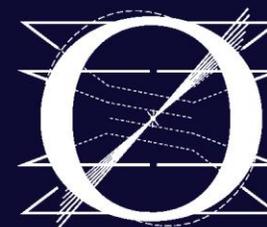
資料來源：LCD，截至2023年3月31日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

## 我們的觀點

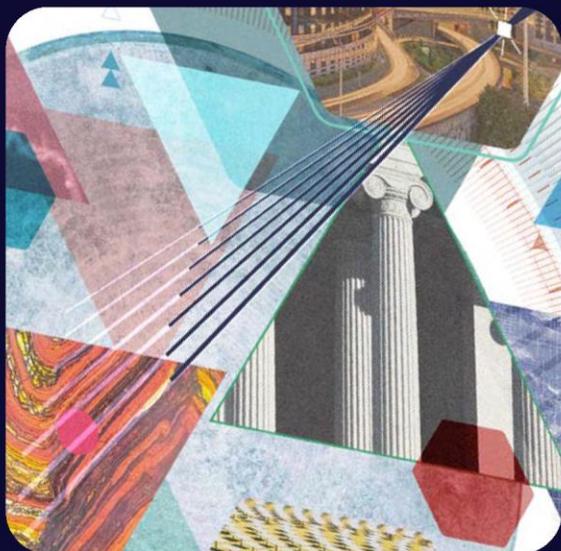
以誘人的估值向基本面良好的公司提供貸款，從而獲得兩倍甚至三倍於國債收益率的潛在機會非同尋常，而且往往轉瞬即逝。在市場即將迎接一場持續時間和嚴重程度未知的衰退之際，在銀行因存款餘額不確定而收緊放貸之際，經驗豐富的債券管理公司可以利用市場錯配獲利。

銀行貸款和被動投資資金流的減少，以及貸款抵押債券（CLO）發行的放緩，都預示著人們對未來企業利潤感到擔憂。但與之前的衰退時期相比，這種擔憂似乎有點過頭了。

在另類投資領域，合適的投資者可以從多元化信貸對沖基金、私人商業發展公司、不良信貸對沖基金和機會型私募信貸基金中進行甄選，為其投資組合尋找機會。這些策略都試圖利用資本市場准入的不確定性帶來的波動和錯配。他們擁有靈活的資本和足夠的耐心，能夠作為流動性提供者進入市場，充分挖掘信貸投資機會。



4

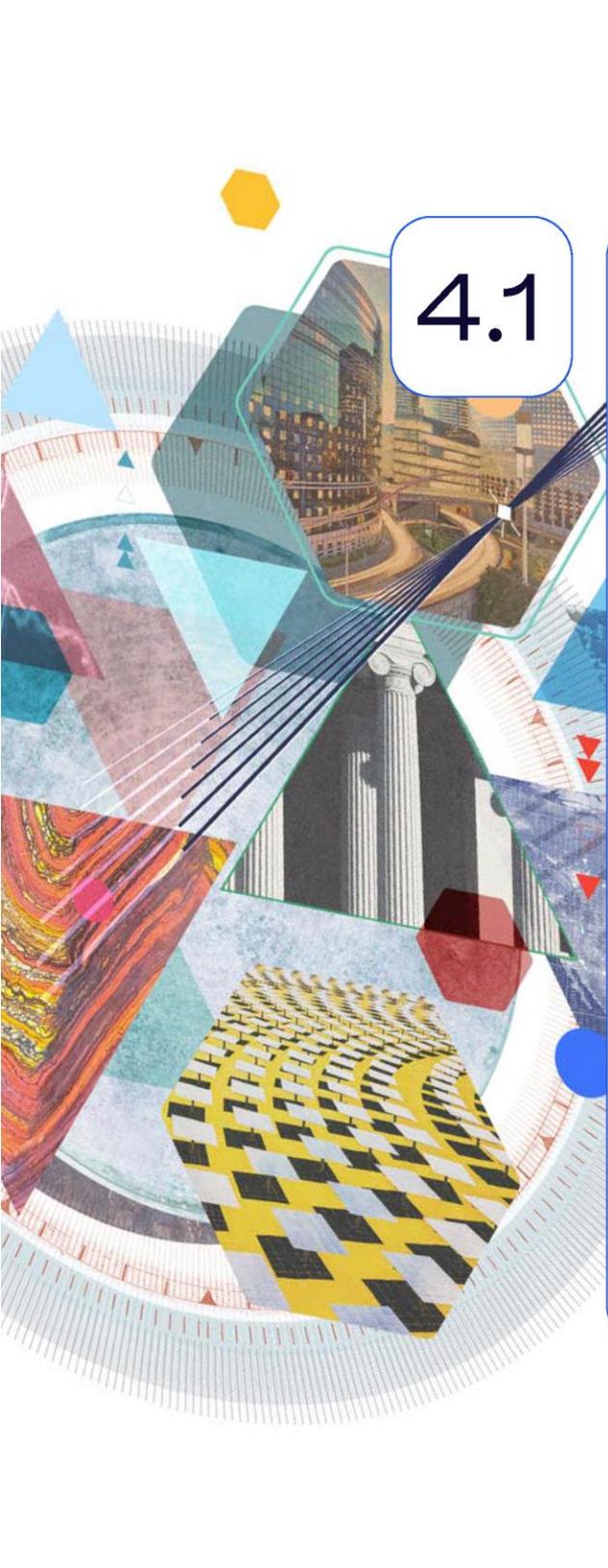


## 目錄

# 大量股票機會顯現

4.1 在少數領軍企業之外尋找價值

39



## 4.1

# 在少數領軍企業之外尋找價值

JOSEPH FIORICA

全球股票投資策略主管

美國今年主要是少數科技股集中出現大漲，掩蓋了2022年熊市後全球股市尚存的價值。經濟和利潤增長或將在未來幾個季度觸底，從而為投資組合創造分散配置機會，包括配置非美國股票、盈利較好的小型企業及仍然承壓的成長股。

- 在今年迄今創造的4萬億美元全球市值中，89%來自於僅僅10家公司<sup>1</sup>
- 我們認為，當美國大盤股估值相對於現行利率而言偏高時，非美國股票和盈利較好的中小型企業顯示出投資價值
- 雖然我們預計未來一年全球股市不會大漲，但我們認為，在下一個市場周期中，非美國股票將受到周期性和結構性利好因素的推動
- 全球股息增長股是另一個戰術性增持方向，自2022年熊市開始以來，該類股票回撤幅度較小。儘管股息增長股在復甦周期初期的表現往往滯後，但鑒於其長期表現優異，我們仍然認為，該策略在核心投資組合中應永遠佔有一席之地

<sup>1</sup> 以 MSCI 所有國家世界指數為代表，截至 2023 年 5 月 31 日

截至 5 月份，全球股市的年回報率已經達到正常水平，年初至今上漲 7%。但實際上，這輪反彈遠沒有廣泛基礎<sup>1</sup>。在今年迄今為止創造的 4 萬億美元全球市值中，89%來自於僅僅 10 家公司，主要是美國超大型科技公司（MSCI 所有國家世界指數納入了 2880 家公司）。儘管這些市值加權指數大漲，但標普 500 指數成分股的平均回報率幾乎未漲。美國小盤股也錯失了這輪上漲。

對於許多觀望者來說，是購買股票還是繼續持有現金，這一問題變得尤為難以抉擇。但在把握投資全域方向時，如若在預期收益為 19 倍的標普 500 指數和收益率為 5% 的美國國債二者之間做選擇，這個問題就似乎變得超級簡單。如今的全球股市為我們提供了大量估值合理的誘人機會。我們的全球投資委員會最近增配了亞洲、歐洲和拉美股票，這些股票的總體交易價格比標普 500 指數低 30%。鑒於美國股市的表現非常頭重腳輕，作為昂貴的美國大盤股之外的另一個選擇，盈利較好的中小盤股的價值開始顯現。

## 對美國以外的股市來說，下一個周期會有所不同嗎？

偏愛美國的投資者普遍存在一種誤解，認為美國股票過去一直、將來也會永遠較海外股票溢價。雖然過去十年左右的時間裏確實如此，但這並非自然法則。事實上，在過去 100 年的大部分時間裏，美國股市的交易價格與全球股市相當，甚至低於後者（參閱貨幣部分圖 7：新興市場股票相對於美國股票存在折價）。誠然，在過去 15 年裏，美國股市相對於國際股市逐漸走高，原因是在全球增長環境低迷的情況下，美國科技行業的主導地位為投資者提供了一個非常誘人的增長板塊。儘管全球股市不太可能在未來一年大幅上漲，但我們認為，在本輪經濟不確定期結束後的擴張期，非美國股票最終將迎來周期性和結構性利好。

正如我們在[美元主導地位即將終結，非美元資產將產生更高回報](#)中所討論的那樣，美聯儲激進緊縮政策的最終放鬆可能會在一定程度上削弱美元兌主要貨幣的升值動力。隨著美國利率下降，曾經涌向高收益美國資產和優質美國股票的投資者可能需要在世界其他地方尋找更高的價值。

與此同時，日本和歐洲在企業治理方面實施了重大改革措施，收效良好。日本金融當局正積極鼓勵企業向股東返還更多現金，這引起了一些全球最大投資者的注意。在歐洲，企業集團一直在以溢價剝離業務，同時簡化其結構。股票回購和並購活動今年也有所增加。

最後，長期主題趨勢也可以解釋過去 10 年美國股市的主導地位。2010 年代的主要趨勢，如社交媒體、電子商務、雲計算和智能手機，都是由美國科技巨頭主導的。但未來十年，諸如全球老齡化、電氣化和脫碳，以及亞洲中產階級崛起等不可阻擋的趨勢，可能不僅僅會使美國企業受益。未來，醫藥企業、服務於新興市場消費者的品牌以及清潔能源領軍企業將會分布於全球各個股市。若始終緊盯美國投資，可能會與這些有望跑贏全球股市的關鍵板塊上漲失之交臂。

## 抓住超大盤股之外的價值上行機遇

疫情期間實施的積極貨幣和財政刺激措施，旨在為在居家經濟中面臨生存風險的企業提供支持。在這些政策的支持下，小規模、高風險企業在 2020 年疫情低點之後的一年中跑贏了大型企業。但這種刺激措施的副作用——通脹飆升、借貸成本急劇上升——却使擁有定價能力的大規模企業受益。與此同時，小型企業則處於落後態勢，失去了其在疫情後時期的全部漲幅。

中小盤股在過去兩年的表現不溫不火，意味著估值有所改善，盈利較好的小盤股目前相較大盤股折價 26%。特別是 2023 年，大盤成長股大漲，而快速增長的小盤股仍處於低迷狀態（圖 1）。市場對美聯儲政策轉向的預期或將改變這種模式，使以非周期性醫療保健企業和科技企業為首的小盤股迎頭趕上。

小盤價值基準與地區性銀行的表現密切相關。如今難言美國小銀行紛紛倒閉的局面已經過去，但未來銀行業可能迎來進一步整合，而且一旦經濟狀況企穩，地區性銀行股應該會全面回升。地區性銀行在美國經濟中發揮著關鍵作用，可在缺少大型銀行的地方為小企業貸款提供便利和承銷服務。從估值角度來看，以股價與每股有形賬面價值的比率計算，地區性銀行的估值水平處於僅次於疫情最嚴重時期和金融危機期間的低位。雖然在戰術窗口期加倉可能為時過早，但從多年的時間跨度來看，高質量的小盤股在目前的估值水平上看起來很有吸引力。

## 在資本成本仍然很高的情況下，堅持選擇盈利的小盤股

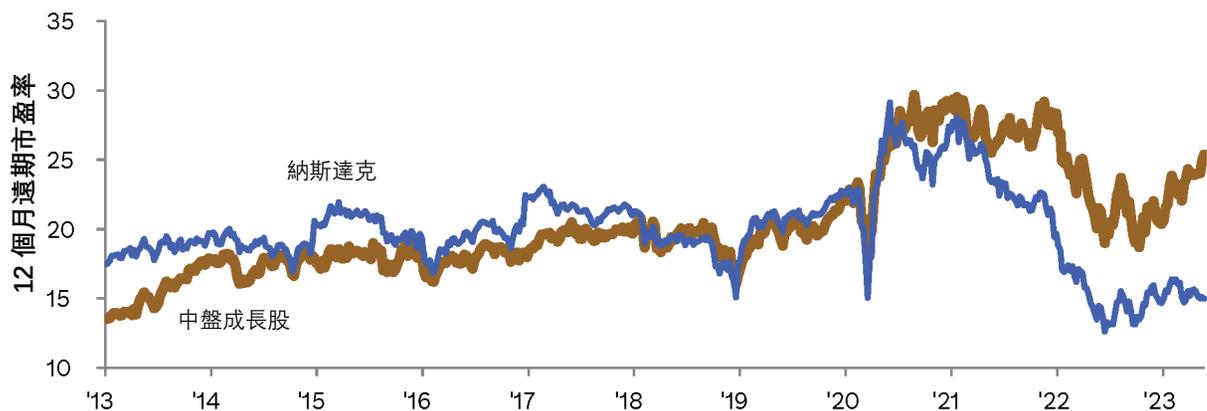
雖然小盤股的價值主張是顯而易見的，但選擇小市值也將承擔額外的風險。2020年4月，當花旗全球投資委員會將中小盤股調至增持時，經濟及與疫情相關的情況仍然高度不確定，但政策利好十分明確。遺憾的是，如今投資者却無法享受同樣的利好，美聯儲仍未發出轉向寬鬆的信號，美國財政赤字在未來幾年更可能收縮而不是擴大。利率維持在高位的時間越長，杠杆率較高的小型企業面臨的再融資風險就越大。

考慮到利率方面的不確定性，我們投資中小盤股的首選方式是擇優選股。相比那些依靠債務或股票市場維持增長的企業，盈利較好的小型企業更有可能在資本成本居高不下的時期生存下來。對於小盤股板塊，投資者可以採取主動管理，通過挖掘不引人注目的機會實現真正的增值，避免陷入停滯或破產風險的價值陷阱。

## 對於昂貴的防禦性資產應該怎麼辦？

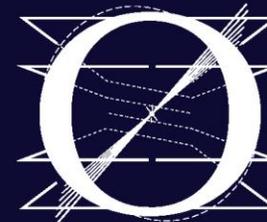
在價值型、防禦型板塊尋求避險，是2020年的一個制勝法寶。股息增長股的表現比大盤高出12%，而能源、製藥、必需消費品和公用事業等板塊在成長股暴跌的情況下實現了良好回報。這種持續的宏觀不確定性導致包括我們在內的許多投資者在投資組合中更看重穩定性。

圖 1：大盤股（納斯達克）與中盤成長股估值對比



資料來源：彭博，截至2023年6月1日。中盤成長股以標普400成長指數表示。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。僅供說明之用。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

隨著經濟和利潤增長在未來幾個季度觸底，防禦性交易今年可能進入尾聲。自 2021 年年中以來，花旗全球投資委員會下調了我們對全球製藥板塊的超配比例，此前該板塊的表現比全球股票高出 23%。美國大盤股目前的估值比 1995 年以來的平均水平高出 21%。但是，去年並非所有的防禦性資產都是幸運兒。生物科技和生命科學等增長較快的醫療板塊受到了資本成本上升的衝擊，但這些企業的基本商業模式與經濟周期的相關性很小。正如[生成式人工智能：另一場科技革命的開端](#)中所討論的那樣，網絡安全板塊企業的盈利仍具韌性，並可能成為人工智能建設的第二大受益者。全球股息增長股是另一個戰術性超配方向，自 2022 年熊市開始以來，此類股票回撤幅度較小。儘管股息增長股在復甦周期初期的表現往往滯後，但鑒於其長期表現優異，該策略在核心投資組合中應當永遠佔有一席之地。



5



## 目錄

# 不可阻擋的趨勢

- |  |    |
|--|----|
| 5.1 將國家安全利益置於經濟合作之上：<br>中美競爭導致去全球化及其影響 | 44 |
| 5.2 非典型能源周期中的不尋常機會                     | 50 |
| 5.3 生成式人工智能：另一場科技革命的開端                 | 57 |

## 5.1

# 將國家安全利益置於經濟合作之上：中美競爭導致去全球化及其影響

**劉利剛**  
亞太投資經濟分析主管

**彭程**  
亞太區投資策略主管

**KERRY WHITE**  
花旗投資管理北美區主管

隨著中美經濟競爭的加劇，技術之爭成為兩國的角逐重點。作為世界上最大的兩個經濟體，中美兩國尋求技術開發、使用和分銷的全面切割，這將給投資者帶來新的風險和潛在的機會。

- 美國和其他西方國家將國家安全置於與中國的經濟合作之上
- 美國和日本在中國的投資規模已經有所下降，許多美國企業正在尋求業務多元化，從而為業務回流或近岸外包創造了潛在機會，尤其是在機器人和人工智能領域。
- 墨西哥等美國鄰國將從岸外包中獲益

最近中美關係的轉變對企業和投資者有著深遠的影響。

西方國家正在採取統一戰略來應對中國日益增長的全球野心和經濟實力。他們的做法將國家安全目標置於經濟效率之上，背離了大多數西半球國家在二戰後經濟發展過程中所秉持的信念。

今年 4 月，拜登總統的國家安全顧問杰克·沙利文 (Jake Sullivan) 在布魯金斯學會的一次演講中指出，美國的重點是「去風險和多元化，而不是與中國脫鉤」。

沙利文表示，作為這一策略的一部分，美國正在採取「小院子、高圍欄」的方式，保護美國的先進技術不泄露給中國，並努力與友好國家建立安全的供應鏈。歐盟領導人對於其與中國的交往也表達了類似的態度<sup>1</sup>。

沙利文的講話意義重大，因為這表明美國認為限制向中國轉讓技術和創新是提高國際安全的一種手段。當涉及到增值產品時，技術並不是「小院子」。這意味著美國需要在中國以外的地方開發、設計和分銷更多的商品。而為了應對新形勢，中國需要比五年前更加大力度投資其自有技術基礎設施。這些舉措可謂是「低效競爭」，因為中國和西方的成本都會上升，全球化的優勢將減弱。

## 中美關係日益緊張

其實在沙利文的聲明之前，投資者就認為美國已經尋求與中國在貿易、技術和經濟方面脫鉤。在特朗普執政時期，中國對美國出口的大多數商品都被加征 25% 的關稅，許多中國科技企業被列入黑名單，被禁止在沒有明確許可的情況下獲取美國技術和在美國開展業務。

拜登總統上任後不但沒有改變關稅，還進一步擴大了特朗普時期的政策範圍，將更多中國企業和技術列入禁售名單，嚴禁美國企業在沒有特別許可的情況下向該等企業出售相應技術。在此之前，美國還嚴格限制在西方企業生產的產品中使用中國零部件。

與對中國積極發動貿易戰的特朗普政府相比，拜登政府採取了更加全面、更有針對性和更系統性的方法來保護「美國的重要利益」。簡而言之，美國專注於通過豎立圍欄來保護先進技術，代表了一種與「戰略對手」針鋒相對的新型去全球化。

## 對華投資減少

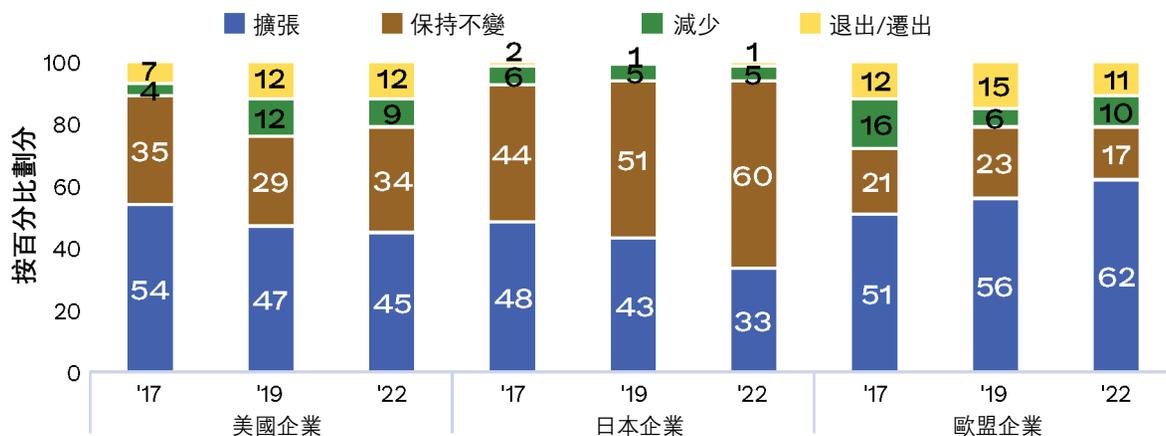
美國加速密集推出對華限制政策，已經影響到跨國公司在中國擴張或啟動新投資的意願。中國美國商會的調查顯示，只有 45% 的美國企業打算在中國擴大業務，低於 2017 年的 54%。日本貿易振興會<sup>2</sup> (JETRO，一家旨在促進國際貿易和投資的日本官方機構) 的調查顯示，只有 33% 的日本企業表示他們打算在中國擴張，低於 2017 年的 48% (圖 1)。

有趣的是，歐盟跨國公司正朝著另一個方向發展，其中 62% 打算擴大在中國的業務，高於 2017 年的 51%。越來越多的美國企業也表示有意將業務遷出中國，其中 21% 表示打算在 2022 年遷出，高於 2017 年的 11%。日本企業沒有表現出同樣的離開傾向，而歐盟企業則表示有意留在中國，只有 21% 表示他們打算離開，低於 2017 年的 28%。

<sup>1</sup> 美國國家安全顧問杰克·沙利文 (Jake Sullivan) 在布魯金斯學會發表的主旨為「重振美國經濟領導地位」的演講。2023 年 4 月 27 日

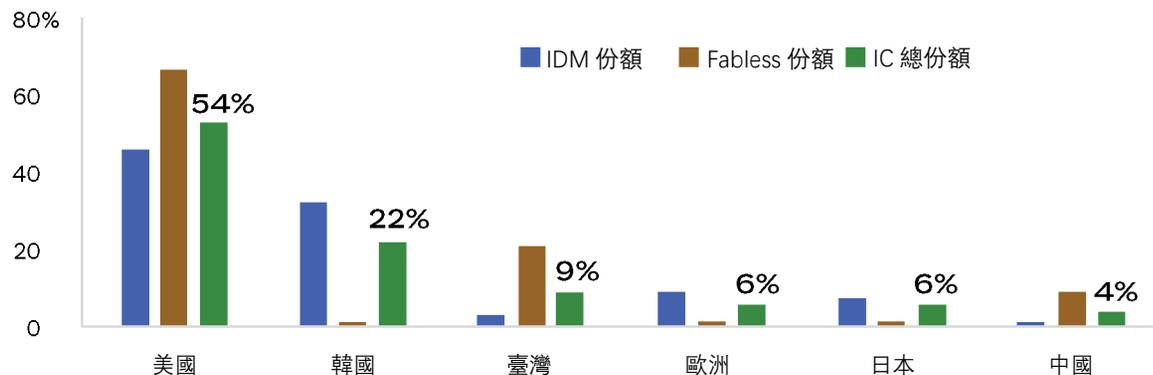
<sup>2</sup> 中國美國商會 2023 年度《中國商務環境調查報告》調查了約 400 名受訪者，日本貿易振興會 (JETRO)《2022 年度海外日資企業實況調查——亞洲、大洋洲篇》調查了約 700 名受訪者。

圖 1：對華投資意向發生轉變



資料來源：中國美國商會、日本貿易振興會、中國歐盟商會和Citi Global Wealth Investments，截至2023年5月11日。注：日本企業的數據來自日本貿易振興會關於企業在華擴張意向的調查。歐盟企業的數據來自中國歐盟商會的一項調查，美國企業的數據來自中國美國商會的一項調查。美國和歐盟企業的“保持不變”和“減少”類別的數據是基於對有關擴張計劃和撤資計劃的兩個調查問題的估計值。

圖 2：全球半導體行業市場份額

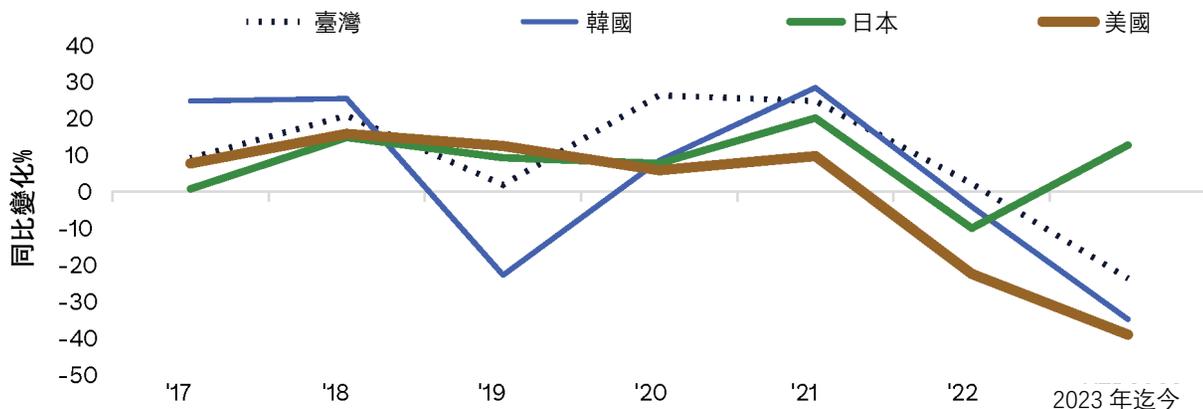


資料來源：IC Insights、花旗環球投資視角和解決方案部門 (Citi GPS)，截至2022年10月。圖表所示為各國在半導體主要細分領域的市場份額：IDM (集成器件製造商) 是指在公司內部設計和製造半導體；Fabless (無晶圓廠) 是指只從事半導體設計，而將製造外包；IC (集成電路，又稱半導體或芯片) 總份額為各國在集成電路市場的總份額。

## 對華出口減速

「小院子、高圍欄」政策極大地影響了半導體製造商。對於佔全球半導體產量 54% 的美國全球半導體製造商來說，新規定意味著短期內對華業務減少 (圖 2)。美國企業正在從其在華公司中撤出美國員工，預計將把特定設備和組裝業務轉移到美國、歐洲和其他地區。這種政策的短期影響已經顯現，從美國對華出口下降就可看出。在全球主要半導體生產國中，美國對華出口在 2023 年同比下降了驚人的 40%，創下有史以來最大降幅 (圖 3)。儘管對華出口下降，但我們認為，半導體的長期增長前景完全足以彌補對華銷售的損失 (參閱[生成式人工智能：另一場科技革命的開端](#))。

圖 3：中國從美國和世界其他國家進口半導體的情況



資料來源：韓國國際貿易協會 (KITA)，截至 2023 年 5 月。注：2023 年迄今為 2023 年 1-4 月。

## 投資者應該考慮什麼？

西方與中國的關係不斷發展變化，將導致成本不斷增加。

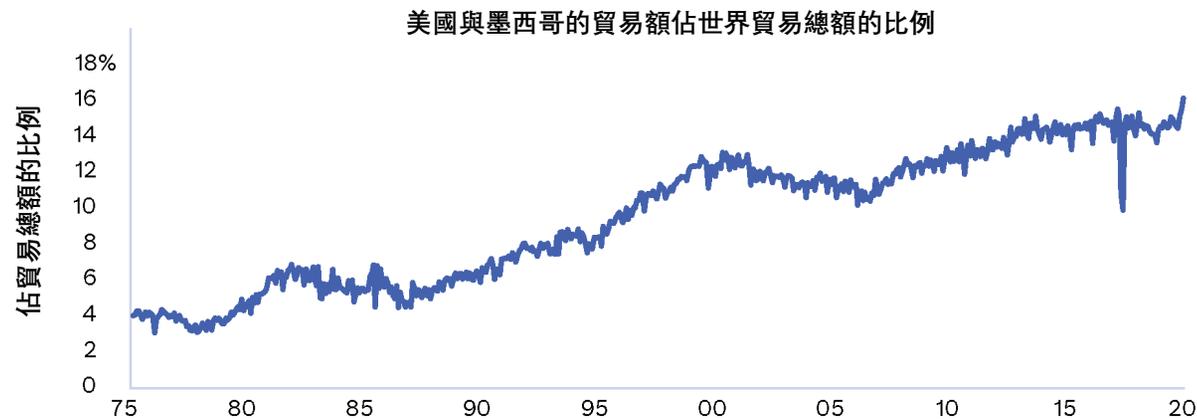
中美科技政策的轉變，將對兩國的企業研發支出產生重大影響，從而為投資者帶來潛在的新機會。受規管的中國科技企業的市值在上升，同時西方供應商的股價也在上漲。儘管由於中國宏觀經濟快速好轉，我們的全球投資委員會目前增持中國股票，但隨著全球經濟放緩和西方優先事項的一致重新調整，投資者在現在和未來建立中國投資組合時必須更加精心甄選。

拜登政府的新產業政策直接影響到供應鏈技術、智能製造、半導體、生物科技、綠色能源、太空通信、航空航天技術和新材料等戰略性關鍵行業。美國企業將業務遷出中國，將帶來新的業務回流或「友岸外包」機會。機器人和人工智能等技術以及關鍵自然資源保障性行業可帶來更多的在岸外包和近岸外包機會。《降低通貨膨脹法案》、《基礎設施與投資就業法案》和《芯片與科學法案》等新近通過的立法，都支持這些技術的開發和投資。例如，《芯片與科學法案》將在未來 10 年投入 2800 億美元，用於研發、製造、人才培養和稅收抵免。

隨著企業尋求在北美複製先進技術，對機器人和人工智能技術的需求也在擴大，因為在岸外包必然會增加勞動力成本。

墨西哥等美國鄰國也可能從近岸外包中獲益。2020 年通過的《美國-墨西哥-加拿大協定 (USMCA)》以及美國的政策偏好（如在北美總裝），都使競爭環境向有利於墨西哥和加拿大的方向傾斜。的確，墨西哥在美國貿易總額中所佔的份額越來越大（圖 4）。物流和運輸企業可能成為有吸引力的投資對象，從墨西哥消費崛起中獲益的行業也是如此。隨著墨西哥越來越多的人進入正規經濟，金融機構也可能會有好的表現。

圖 4：美國與墨西哥的貿易額將繼續增加



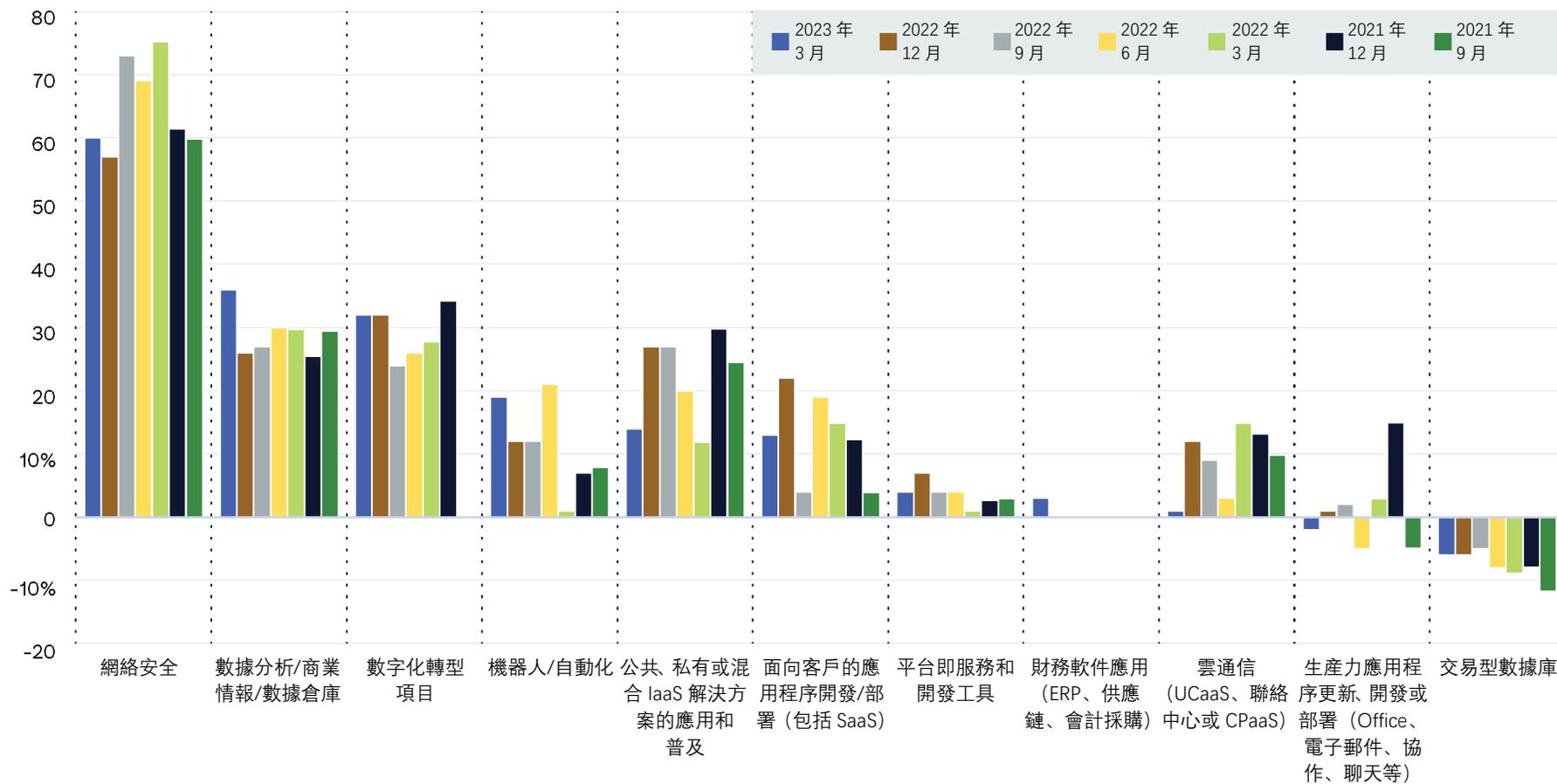
資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月。

網絡安全是另一個優質子板塊，隨著國防預算的增加，該板塊或將受益。我們看好專注於特權訪問管理領域的企業，以及那些專注於主動識別網絡威脅的企業和營銷企業。隨著首席信息官將網絡防禦作為更重要的優先事項，對這些服務的需求預計將保持強勁（圖 5）。

隨著美國及其盟友將更多資源用於國家安全，國防和網絡安全都有可能從中美兩極分化的長期影響中受益。在俄烏衝突之前，國防投資主要集中在無人機和先進通信上，但現在各國在航空航天和國防方面的投入更多。我們看好屬國防供應鏈一部分的企業（如儀器和數字成像製造商），以及服務於美國及其盟友（如德國和北約成員國）現有需求的企業。

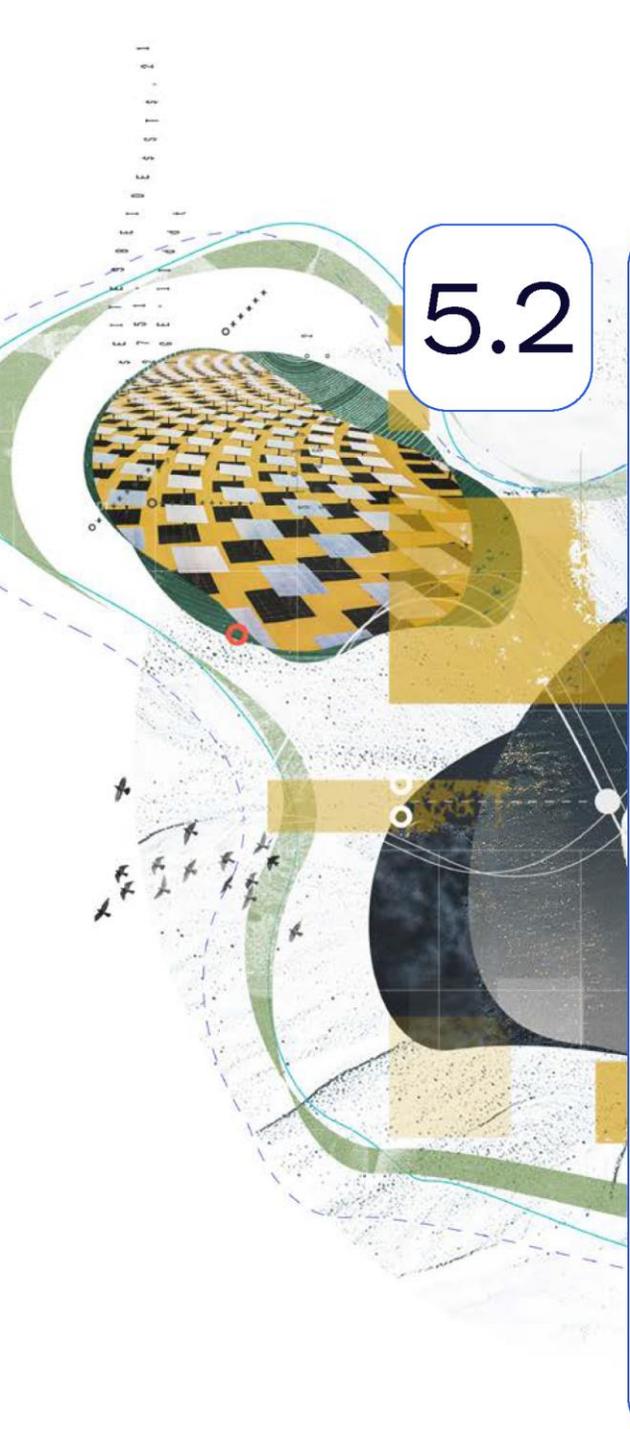
即使白宮或國會的權力平衡出現波動，貿易保護主義的立場也不會改變。在日益走向兩極化的世界裏，美國將不可避免地築起一道「高圍欄」，將他國拒之門外，我們將致力於尋求可能從中獲益的行業。

圖 5：首席信息官最看重的行業



2023 花旗集團。未經花旗集團書面許可，不得進行轉發。

資料來源：花旗研究。以下兩個問題的最終回復結果：自今年年初以來，哪三個舉措的投資優先級最高？自今年年初以來，哪三個舉措的投資優先級最低？



## 5.2

# 非典型能源周期中的不尋常機會

**STEVEN WIETING**

首席投資策略師兼首席經濟學家

**MAYA ISSA**

高級全球投資策略師

**MALCOLM SPITTLER**

全球投資策略師兼美國高級經濟學家

**JUDIYAH AMIRTHANATHAR**

歐洲、中東和非洲投資策略師

全球性事件和可再生能源的崛起正在重塑能源格局。這場變革的引領者包括主要的傳統能源企業和能源生產國，他們認為綠色轉型是不可避免的，也是有利可圖的。資本稀缺有利於擁有強大資本實力的頭部企業。

- 石油輸出國組織歐佩克提前宣布減產，表明能源股票和信貸投資者對市場的看法發生改變
- 在俄烏戰爭導致能源供應中斷後，美國和其他國家正在重建能源儲備。持續的地緣政治衝突凸顯了巴西等非歐佩克產油國以及可再生能源的重要作用
- 歐洲能源企業的交易價格相較美國同行一直折價40%，但在不久的將來，隨著其大力投資改進成效的顯現，這種估值差距可能會收窄
- 我們預計可再生能源行業將迎來整合

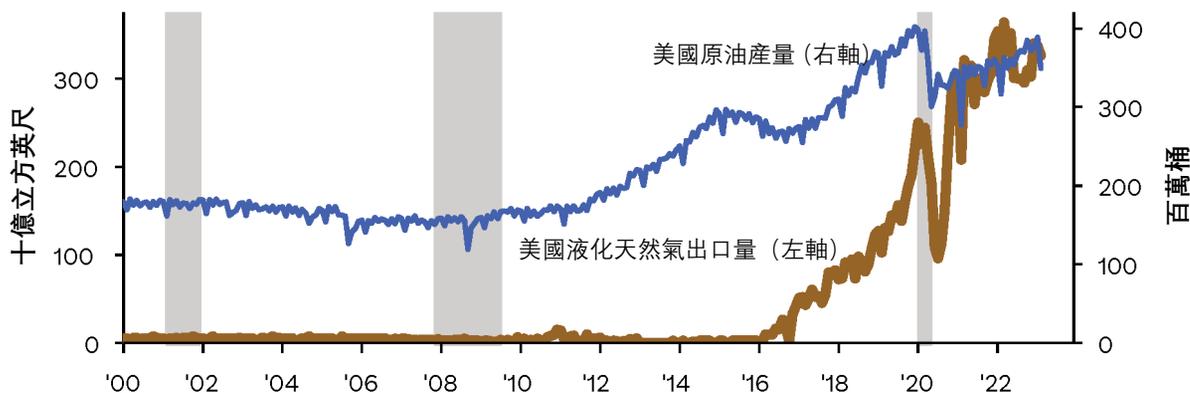
一個不尋常的能源周期即將來臨。雖然自 2023 年 4 月 12 日以來<sup>1</sup>，全球油價已經下跌了 15%，但西方能源企業並未顯示出衰退迹象。在美國，原油產量正在向歷史高點邁進。為了有助於取代俄羅斯對歐洲的天然氣供應，美國的液化天然氣出口量相比疫情前水平猛增 45% (圖 1)。同時，歐佩克分別於 2022 年 10 月和 2023 年 4 月<sup>1</sup>宣布減產，減產幅度約為 3%。

正常情況下，歐派克會隨著需求下降而減產 (圖 2)，但現在的情況並非如此。這一次，面對未來的需求減少，歐佩克試圖維持較高的價格，最大限度地提高每桶的市場價格。

對於那些指望能源價格下跌的人來說，這不是一個好消息，但它確實表明，能源信貸和股票投資者對該行業的看法與以往經濟衰退時典型的盛衰規律有所不同 (圖 3)。

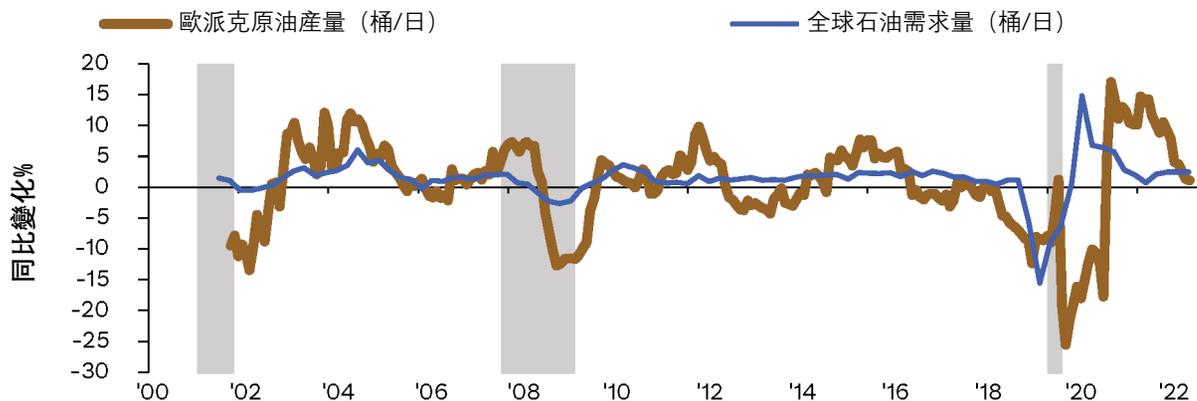
我們並不像其他公司所說的那樣，預測石油行業會出現一個「新的超級周期」。花旗研究 (Citi Research) 著名的大宗商品團隊在評估大宗商品價格風險方面較為謹慎。石油和天然氣供應的增加通常滯後於需求的恢復。歷史表明，隨著時間的推移，價格上漲將導致供應增加，推動達成新的平衡點。這一次，新的供應將包括更快地採用替代能源。

圖 1：液化天然氣價格飆升



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 3 日。灰色區域表示美國經濟衰退。

圖 2：歐佩克在需求下降前減產



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 5 月 3 日。灰色區域表示美國經濟衰退。

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

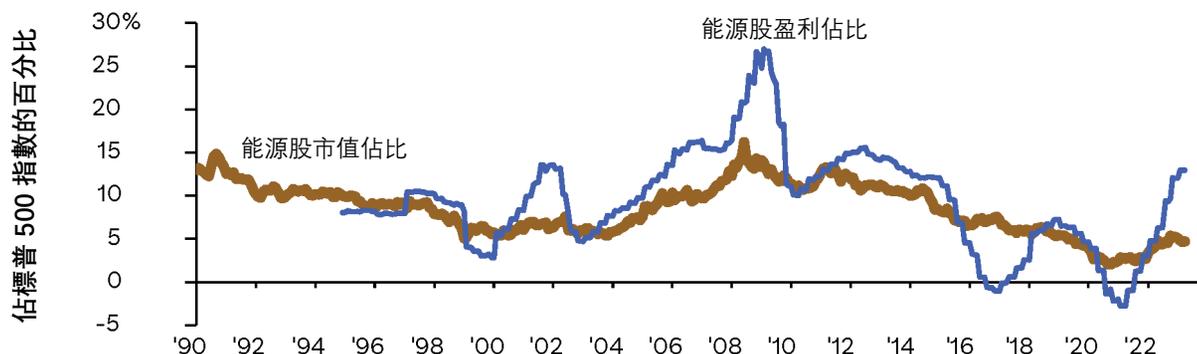
圖 3：波動較高的能源行業股票\*

行業	從峰值到穀底的百分比變化
醫療保健	7.7
必需消費品	4.9
公用事業	-13.2
電信服務	-27.4
信息技術	-32.3
工業	-42.8
非必需消費品	-50.7
基礎材料	-58.3
金融	-71.4
能源	-113.9

資料來源：Haver Analytics，截至2023年5月3日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

\*根據美國國家經濟研究局（NBER）官方算法得出的美國過去4次經濟衰退日期：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），以及與這四個衰退期中每個行業相關的每股收益的近期峰值和穀底。

圖 4：能源行業盈利增速超行業市值增速



資料來源：彭博，截至2023年5月2日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。

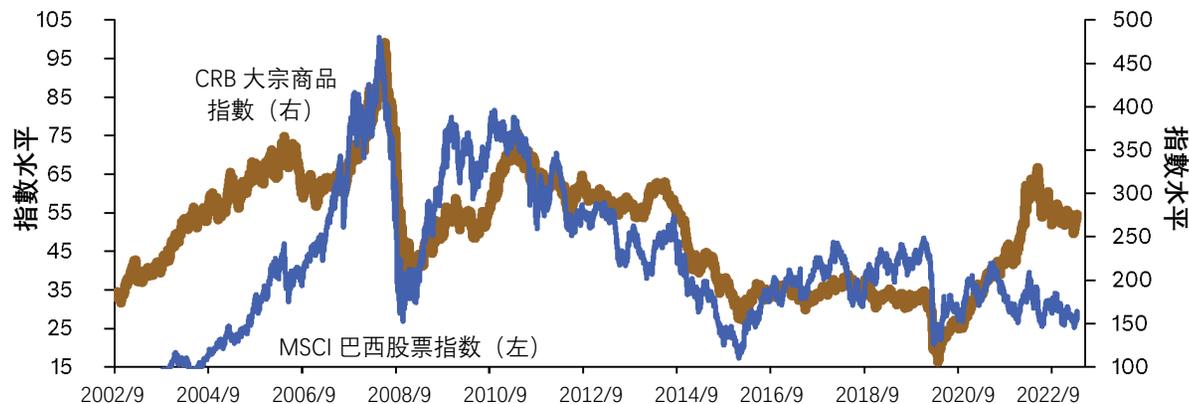
儘管如此，傳統的碳基能源領域的資本流入已經恢復。即使許多西方經濟體拒絕向俄羅斯購買石油，世界仍然依賴每天600萬桶的俄羅斯原油出口。自俄烏戰爭開始以來，美國戰略石油儲備量相較2021年底的水平已經下降38%。為了補充庫存，美國也正在開始再度購買石油。無論是石油、天然氣還是可再生能源，這種持有和維持能源庫存的需要，使能源行業有別於其他周期性行業（圖4）。

作為一種普遍可替代的大宗商品，原油貿易在全球範圍內的發展趨勢已經有所改變，但如果俄羅斯不向有購買意願的買家出口原油，全球油價會繼續走高。地緣政治衝突已經並將繼續導致油價飆升。俄烏持續的衝突以及美國和其他國家重建能源儲備的需求，提振了巴西等非歐佩克產油國的投資和發展前景（圖7），也為可再生能源領域帶來了長期機會。

## 全球能源企業都在投資未來

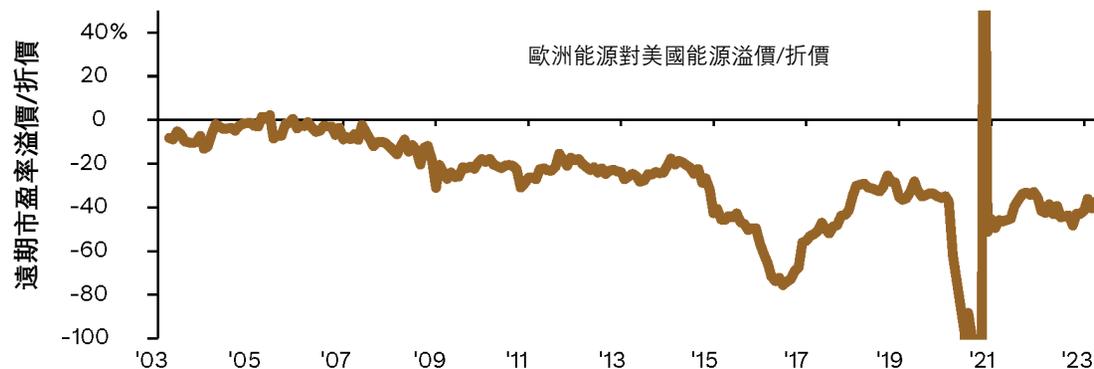
在地緣政治緊張局勢影響能源供應、可再生能源崛起之際，能源行業正在經歷一場巨變。企業紛紛使出千方百計力爭在不斷變化的市場格局中保持主導地位。他們還意識到，必須提高資本效率，更加謹慎地進行投資。

圖 5：MSCI 巴西股票指數 VS CRB 大宗商品指數



資料來源：彭博，截至 2023 年 6 月 5 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖 6：歐洲能源企業的股價低於美國同行



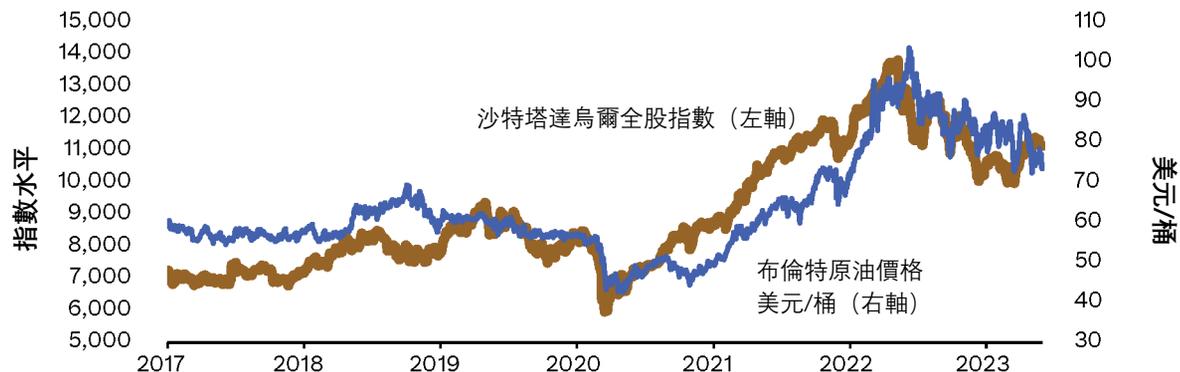
資料來源：Factset，截至 2023 年 5 月 15 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

在過去的20年裏，歐洲能源企業的股價一直低於美國能源企業（圖6）。在2021年達到低點後，歐洲能源企業的估值有所回升，但仍比美國能源企業低40%。這種估值差異是不合理的，因為歐洲和美國的能源企業在許多方面都很相似。估值折價的部分原因可能是歐洲企業普遍不受投資者青睞。我們認為這是一個有利於投資非美國企業的套利機會，這一策略與我們認為美元已見頂的看法是一致的。

### 綠色行業成為新棕地

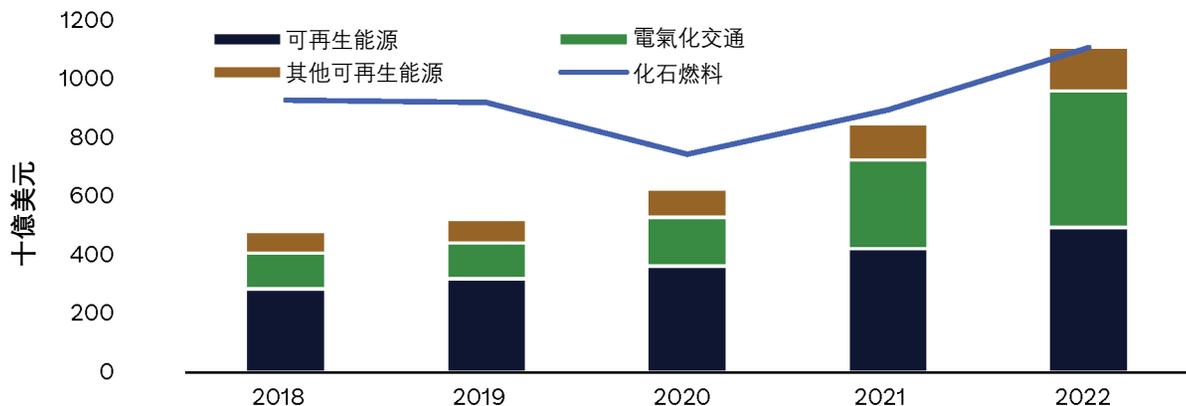
歐洲能源企業在結構性改革方面一直遙遙領先，這些企業致力於優化資產負債表，為長期項目部署資金，包括重點推進綠色能源轉型。我們認為，這些轉變將使歐洲能源企業更有價值，從而提振盈利和股價。

圖 7：沙特市場 VS 原油



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。

圖 8：可再生能源投資 VS 化石燃料投資



資料來源：彭博新能源財經，截至 2023 年 5 月。圖表所示為可再生能源投資與化石燃料和電氣化交通投資的對比情況。

## 中東也走向綠色發展

同時，日益增長的地緣政治緊張局勢和不斷變化的市場動態促使一些中東國家，特別是沙特阿拉伯和阿拉伯聯合酋長國，大力投資於可再生能源，為全球能源格局的最終轉變做準備（見[中東策略](#)）。這些投資以各種各樣的方式進行，包括開發大型太陽能和綠色氫能項目，以及建設專注於生產石化產品而非傳統運輸燃料的煉油廠。

對資產擱淺的擔憂、對能源轉型全球關注度的日益升高，以及豐富的太陽能資源帶來的經濟效益，推動了中東國家向可再生能源轉型。

與此同時，沙特和阿聯酋繼續擴大其石油生產能力，反映出他們相信石油需求不會像一些人預期的那樣迅速下降。這就導致了一種微妙的平衡，因為這些國家既要利用其巨大的低成本石油儲備獲利，同時又要為未來化石燃料在全球能源結構中的作用日益減弱做準備。

## 可再生能源和碳能源之間的競爭日益劇烈

全球向綠色能源轉型，對中東的碳氫化合物出口國來說是一個重大的挑戰，這些國家嚴重依賴化石燃料開採產生的收入。由於可再生能源基礎設施需要進行大規模投資，再加上其現有商業模式變得日益脆弱，一些觀察家質疑能源轉型能否為改善中東地區的貿易和改革提供動力。

阿聯酋和沙特制定了雄心勃勃的可再生能源目標，前者的目標是到2030年實現可再生能源佔比達到30%，後者的目標是到同年實現可再生能源佔比達到50%，這表明人們越來越意識到變革的必要性。通過投資可再生能源項目和基礎設施，這些國家正在確保自身未來能源安全，並為全球向更清潔、更可持續的能源結構轉型做出貢獻。

隨著全球繼續應對氣候變化帶來的挑戰，人們需要一個能源更可持續的未來，未來全球能源市場如何演變，歐佩克+和主要石油生產國的行動將發揮關鍵作用。

## 行業整合將加速可再生能源的應用

隨著價格持續下降和需求的增加，可再生能源在經濟性方面變得越來越有吸引力。即使在能源相對豐富的美國，電熱泵的安裝也在迅速增長，電動乘用車的銷量增長了65%，而內燃機汽車的銷量則下降了14%。歐佩克的減產意味著能源價格可能仍將高於此前的經濟低迷時期。

相對較高的油價對可再生能源行業的影響是不均衡的。已經擁有可觀收入的成熟新能源企業將有機會獲得市場份額，並從那些無法抵禦未來經濟衰退的企業那裏獲得寶貴的人力和專利資源。

我們看到可再生能源領域已具備開始一輪整合的條件，就像我們在20世紀初的鐵路和石油領域以及2000年代初的科技領域所看到的那樣。我們認為，這種創造性的破壞可能有助於加速綠色能源的轉型。

對投資者而言，做好選擇是關鍵。擁有高價值產品或知識產權資產、但沒有很好落地執行能力的企業，可能會被有資金渠道和執行能力強的實體收購。清潔技術行業的規模最終可能會越來越大，但企業數量會越來越少。

## 投資者現在應當做什麼？

投資者應考慮投資現金流為正且資金充足的企業。由於目前獲得資金的渠道有限，擁有資金的企業可以更快地發展並主導各自的市場。

在當前的經濟周期階段，以多元化方式緩慢發展其商業模式的電池、金屬、石油和天然氣企業可能比初創企業更安全。初創企業通常更依賴政府政策，這些政策側重於發放補貼而非刺激消費。但隨著綠色能源產業不斷成熟，政府資金正在從鼓勵科研轉向刺激消費。大型電動汽車公司正專注於推進垂直一體化布局，這可能會帶來一些整合。由於電池企業試圖確保礦物供應安全，一些初創公司可能會以失敗告終，其資產將被出售。無論好壞，在這個周期中，贏家都能夠獲得複合回報。

大型企業正面臨著諸如碳稅等重大挑戰。能夠抵消或減少碳排放的企業可以創造更多價值。例如，電動汽車退稅將有利於汽車銷量更高的大公司，而小公司將不太可能從政府支出中獲得那麼大的補充份額。

正如1998年一樣，當前是行業整合和做出戰略決策的時刻，這些舉措也將決定未來十年及以後的贏家和輸家。最終，我們會看到一個更強、更大、不斷發展變化的能源行業，以全新的新舊能源結構最終造福於社會。我們相信這是清潔技術的重大歷史時刻——未來幾十年的許多贏家將在這一時刻誕生。因此，對於投資者來說，關注正在整合和積聚實力的清潔技術企業尤為重要。投資者還可以增持現金流充足、營運高效、注重策略執行的頭部能源企業，這些企業可以抓住困境投資機會，為長期增長引入更多資本。

## 5.3

# 生成式人工智能：另一場科技革命的開端

**DAVID BAILIN**  
首席投資官

**JOSEPH FIORICA**  
全球股票投資策略主管

**WIETSE NIJENHUIS**  
花旗投資管理高級投資組合經理

我們可能正在見證一項與互聯網本身一樣重要的技術誕生。生成式人工智能的需求日益增加，將對各行各業產生連鎖反應，隨著時間的推移，贏家和輸家都會現身。

- 人工智能預計將迎來增長，從而為投資能夠促進人工智能基礎設施建設的企業（如硬件製造商和雲計算供應商）創造機會
- 人工智能的採用和普及，有利於大大提升生產力，促進經濟增長
- 作為新興行業，人工智能存在監管、數據隱私、網絡安全等風險

自 2022 年 11 月多款人工智能聊天機器人相繼問世以來，互聯網、華爾街以及幾乎所有企業的每一位管理者都在熱議人工智能聊天機器人。一款流行的人工智能聊天機器人只用了 5 天就達到了 100 萬用戶，而另一家廣受歡迎的社交媒體公司用了 10 個月，一家普通的流媒體服務公司用了 3.5 年才達到這樣的用戶量（圖 1）。科技巨頭和初創企業都在競相開發更智能的人工智能算法，以便在下一代計算領域佔得一席之地。簡而言之，我們可能正在見證一項與互聯網一樣重要的技術誕生<sup>1</sup>。

## 什麼是生成式人工智能？

這些新的人工智能驅動的聊天機器人使用了一種被稱為生成式人工智能的技術，這是一種全新高度的機器學習技術。當我們與 Alexa 或 Siri 交談時，我們其實是在積極地參與機器學習。機器學習也用於天氣預報和各行業的統計建模。機器學習可以幫助我們對各種可能的結果進行估計，包括計算體育比賽的賠率和一個脆弱城市發生地震的可能性。

生成式人工智能模型之所以能夠取得如此大的突破，是因為它能夠從大量數據中識別上下文並創造新內容。當開始一個句子時，生成式人工智能可以非常準確地預測句子如何結尾。在構建這些模型時，世界上最優秀的數據科學家和計算機工程師使用來自互聯網的 570GB 的書籍、網絡文本和文章，對模型進行了訓練。

機器學習可以從數據中識別動物圖像或圖形，而生成式人工智能可以根據所有可用的類似圖像生成動物圖像，或者編寫關於歷史事件的獨特段落，並根據語境適當地引用時間、地點和參與者。最終，生成式人工智能可能會改變幾乎所有行業中大量工作的執行方式。

研究人員可以使用生成式人工智能快速總結複雜的主題，這一成果讓希望看到學生創作原創作品的教育工作者感到擔憂。人工智能將幫助人類完成越來越密集的任務，並產生新的內容或想法。在某些情況下，優質的模型可以產生與人類生成的內容難分仲伯的輸出信息。

鑒於人工智能的「發明」能力，我們可能需要重新審視「原創內容」的概念。在醫學領域，人工智能或許能夠通過觀察先前的分子或化合物來預測「下一種新藥」可能採用的序列。

圖 1：「人工智能」全球穀歌搜索量



資料來源：穀歌，截至 2023 年 4 月 18 日。

<sup>1</sup> ChatGPT: 關於 Open AI 的 GPT-4 新版本你所需要知道的一切 | BBC 科學焦點雜誌, 2023

## 潛在的機會和風險

普華永道估計，到2030年，人工智能將為全球經濟貢獻高達15.7萬億美元<sup>2</sup>。其中，很大一部分可能來自生產力提高而帶來的收益（6.6萬億美元）。例如，人工智能可以幫助教育工作者給考試打分，幫助軟件開發人員編寫或調試代碼，幫助求職者寫簡歷，或者幫助在線內容提供商銷售和宣傳產品及服務。

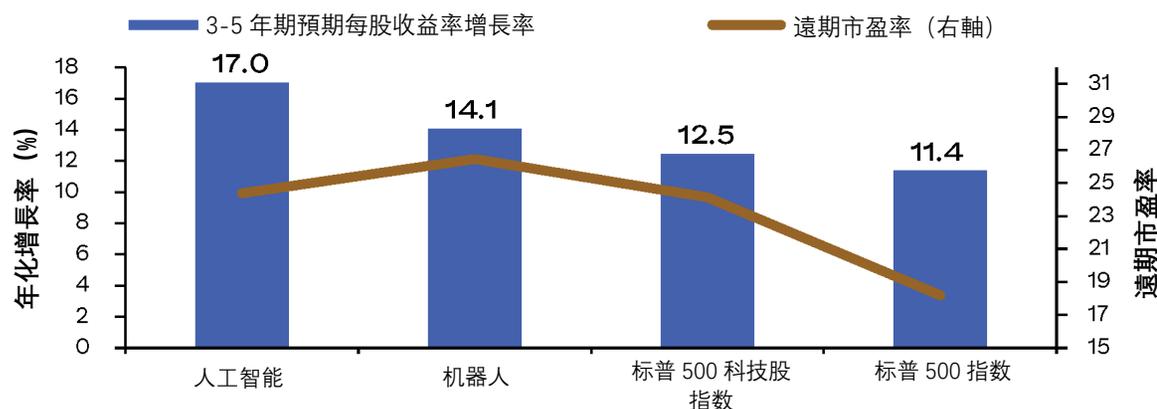
生成式人工智能將成為未來很多其他技術的關鍵組成部分。生成式人工智能還具有顛覆性，能够在未來幾年大大提升生產率，帶來收益並促進經濟增長。各行各業都將出現優勝者和失敗者，工人也會受到巨大影響。

在今年5月的國會聽證會上，ChatGPT的開發商OpenAI的首席執行官Sam Altman建議對生成式人工智能進行快速監管——鑒於以往鮮有科技企業的首席執行官尋求監管監督，這一點值得注意。他建議成立一個新的政府機構，專門負責為大型人工智能模型頒發許可證，並授權該機構吊銷模型不符合政府標準的公司許可證。他還建議制定人工智能模型安全標準、由專家開展獨立審計，以及評估和取締獨立行動等有危害的能力<sup>3</sup>。

監管、專利、版權和數據隱私問題的確是值得關注的關鍵風險。知識產權是另一個主要問題。雖然世界各地的版權法各不相同，但如果有人使用生成式人工智能來寫一篇論文，信息的來源是否會被正確注明？另一個擔憂是，生成式人工智能會根據不準確的數據得出錯誤甚至危險的結論。人類也會做同樣的事情，但生成式人工智能可以更快地創造和傳播虛假信息。該項技術的代碼編寫能力為網絡犯罪分子提供了一種更容易編寫惡意代碼或創造新的網絡釣魚騙局的方法。然後還有社會影響，特別是當人類和機器的互動變得難以分辨時。隨著這項革命性技術的推出和普及使用，人類需要針對這些問題制定政策、反復實踐，不斷檢查和建立制衡機制。

隨著該項技術的發展，各行各業都會優勝劣汰。在建立人工智能主導地位的競爭中，由於聲譽風險，成熟的大型公司在推出生成式人工智能時面臨的損失可能更大。匆匆推出具有誤導性或低質量的產品或服務，將對他們的聲譽造成打擊。但對於那些找對方向，並能利用人工智能支持自己業務的企業來說，好處將是巨大的。企業將花費數十億美元學習、引進、嵌入和評估生成式人工智能。

圖 2：人工智能、機器人和科技股的估值和每股收益增長率



資料來源：Factset，截至2023年4月18日。每列對應的指數：人工智能：Indxx人工智能和大數據指數；機器人：ROBO全球機器人和自動化指數。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

<sup>2</sup> 普華永道《全球人工智能研究報告》，2017年。

<sup>3</sup> 「人工智能監督：人工智能規則」| 美國參議院司法委員會，2023年。

## 我們眼下應該怎麼做才能抓住機會？

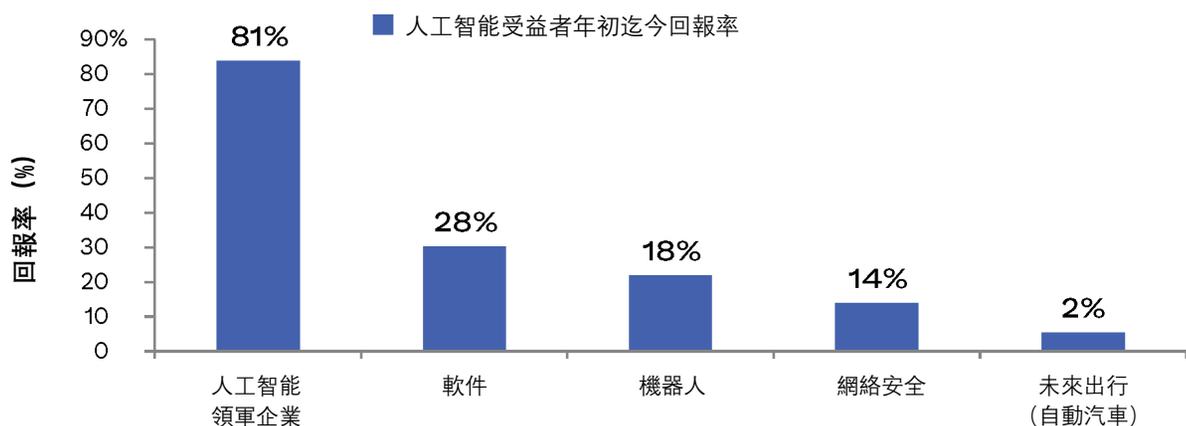
純粹的人工智能股權投資機會少之又少也很難觸及。最先進的人工智能開發平台要麼是私營的，要麼由多家大公司所有，因此擁有多元化收入來源。儘管如此，我們在提供人工智能算力和基礎設施的企業中看到了潛在的增長機會（圖2），其中包括製造先進半導體的硬件製造商和雲計算供應商等基礎設施提供商。

生成式人工智能生態系統的次級零部件也將從中受益。生產用於製造人工智能優化芯片的機器的半導體資本設備公司或將迎來更多需求（圖3）。網絡安全企業是另一個可能被低估的明顯初始受益者。

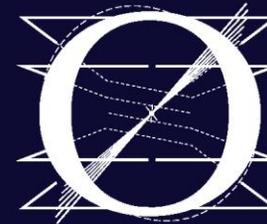
最後，我們將高度關注那些在其產品和營運中應用該項技術的公司。隨著人工智能模型變得越來越成熟精密，機器人將越來越高效，自動駕駛汽車也將變得越來越安全可靠。對於服務型企業，如果能夠將人工智能有效地嵌入日常流程，那麼企業的質量、價值、效率和盈利能力將隨之提升。

我們期望，隨著時間的推移，看到新趨勢的出現，看到企業報告他們如何在其業務中使用生成性人工智能。憑直覺來看，人工智能將能夠追蹤人工智能的使用情況。這才是全部意義所在。人工智能能夠自我優化。而對於沒有將這項技術融入商業實踐的企業而言，其競爭地位將被削弱。

圖 3：2023 年迄今人工智能相關行業股票



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。



# 6



## 目錄

### 地區預覽

- |     |                        |    |
|-----|------------------------|----|
| 6.1 | 亞洲：遲來的重新開放和美元走弱將提振各國經濟 | 62 |
| 6.2 | 歐洲：在溫和增長中精選投資機會        | 65 |
| 6.3 | 拉美：金融環境有利，但各國央行保持謹慎    | 67 |
| 6.4 | 北美面臨滾動式衰退              | 69 |

## 6.1

# 亞洲：遲來的重新開放和美元走弱將提振各國經濟

彭程

亞太區投資策略主管

未來幾年，亞洲的增速和表現將跑贏其它地區。人口結構、供應鏈多元化、美元走軟以及美聯儲採取更寬鬆的政策，或將為這一趨勢提供動力。我們看到日本、印度和東南亞正日益受到全球投資者的關注。

亞洲疫情後重開的時間晚於其他地區，但其較晚重開的好處是，即使在美國和歐洲經濟放緩的情況下，亞洲也實現了更快的增長。儘管最近面臨重重挑戰，中國仍是亞洲增長的主要推動力。我們預計，2023年中國的實際GDP增長率將達到5.8%，隨後在2024年回落至4.5%。對於整個亞洲地區（日本和中國除外），我們預計2023年GDP增長率將放緩至4.0%，然後在2024年回升至4.5%（圖1）。

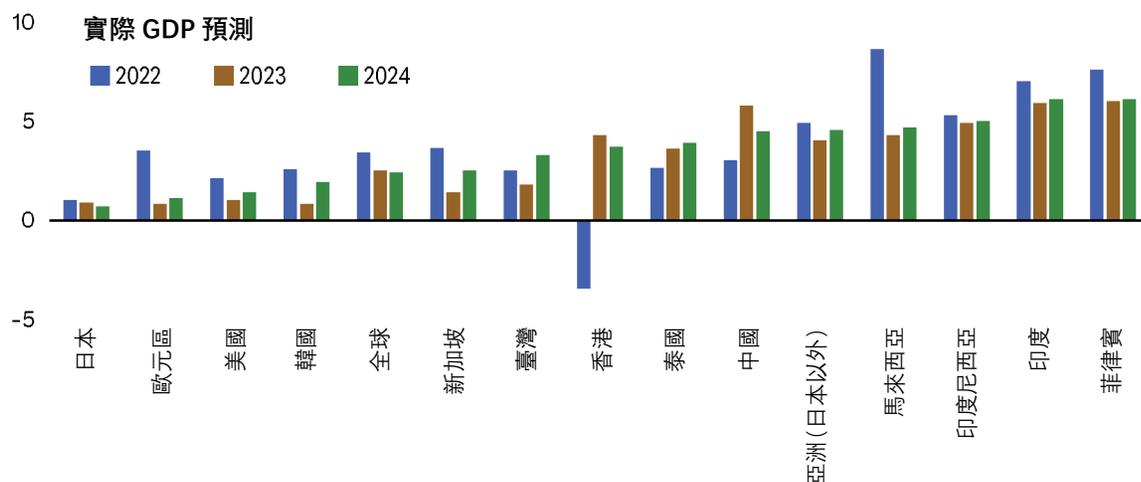
在此背景下，我們認為亞洲各地都有潛在的股票投資機會，尤其是資產負債表強勁的行業領軍企業。在亞洲地區固定收益資產方面，我們仍然看重質量。亞洲容易受到美國經濟衰退、中國消費需求和地緣政治不確定性的影響。

**中國：**中國的復甦並不均衡。在旅遊及其他服務業的強勢帶動下，消費者支出率先復甦。但是，住宅房地產和製造業繼續面臨阻力，因為消化庫存需要一段時間。中國政府出臺了促進增長的經濟政策，但市場情緒尚未恢復。我們預計中國將進一步放寬商業和金融政策，此外，下半年將適度降息。這些舉措或將刺激經濟和企業盈利增長。以目前不到10倍遠期市盈率的估值來看，近期不盡如人意的市場表現似乎被誇大了，因為經濟持續大幅復甦的潛力依然存在。

**日本：**全球投資者越來越多地將日本股票視為投資亞洲發展的一種手段，在中美關係緊張之際尤為如此。最近企業和工會之間的工資談判達成了 3.8% 的加薪協議這是三十年來最大幅度加薪（圖 2）。我們預計，日本央行將有目的地退出其超寬鬆的貨幣政策，這可能會在今年下半年發生，屆時日元有進一步走強的空間。公司治理改革也取得進展，東京交易所迫使多家公司增加派息和股票回購，此舉已開始將估值從低位推高。

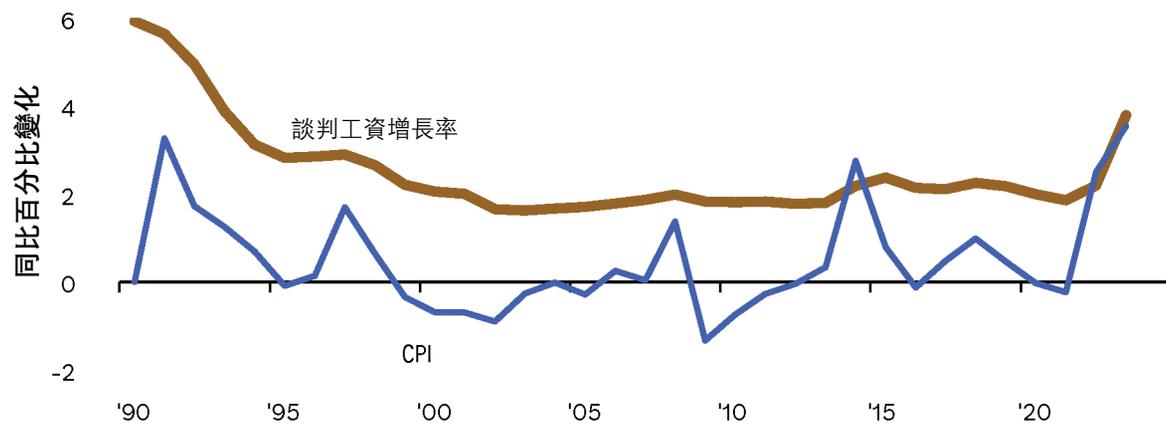
**印度和東南亞：**隨著全球企業尋求供應鏈多元化，對印度和東南亞投資大幅增加，推動了該地區疫情後的復甦。泰國、印度、印度尼西亞和菲律賓的經濟復甦最為強勁，這些國家的企業盈利增長也最高。股價也隨之上漲，但仍落後於盈利增速，因此估值仍處於多年歷史區間的低端（圖 3）。鑒於美元有可能走弱、地區需求增加以及中美戰略競爭帶來的外商直接投資增加，我們預計今年下半年股市表現將會好轉。

圖 1：2023-2304 年，我們預計亞洲的 GDP 增長率將保持在較高水平



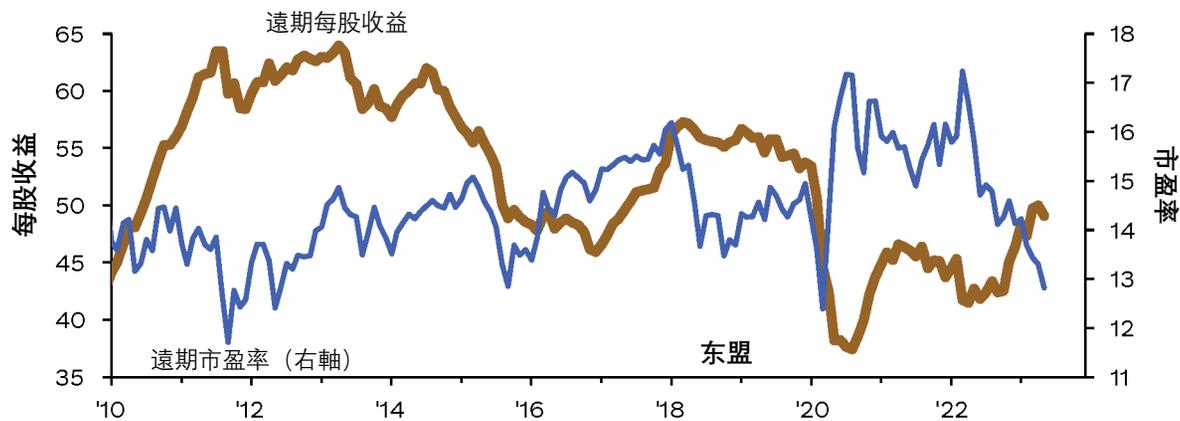
資料來源：Haver Analytics, [Citi Global Wealth Investments 投資首席投資官簡報《可能推動 2023 年市場走勢的五大見解》](#)，花旗研究全球經濟展望和策略，截至 2023 年 5 月 22 日。

圖 2：日本談判工資增長率和 CPI 通脹率達到三十年來的最高水平



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 4 月。

圖 3：東盟企業盈利不斷向正，而估值則明顯下降



資料來源：Bloomberg，截至 2023 年 5 月 30 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。



## 6.2

# 歐洲：在溫和增長中精選投資機會

**GUILLAUME MENUET**

歐洲、中東和非洲投資戰略和經濟主管

由於GDP增長率和股票估值似乎變得更具吸引力，歐洲和英國的表現都超出了溫和的預期。

由於能源價格的快速下跌抵消了與戰爭相關的貿易衝擊，歐洲避免了經濟衰退。勞動力市場的持續緊縮也提振了市場。我們預計，2023年歐元區實際GDP同比平均增長0.8%，英國同比增長0.3%。

經濟活動面臨的關鍵風險之一是在央行大舉收緊政策之後利率走高和銀行放貸標準趨嚴。儘管政策利率可能在2023年年中見頂，但我們預計投資和招聘計劃將受到一定拖累，從而抑制國內需求。

## 2024年前景向好

幸運的是，2024年整體通貨膨脹率或將下降，這將有助於在一定程度上提振消費者信心，但我們預計經濟增速不會太快。我們預測2024年歐元區和英國的實際GDP增長率平均為1.1%。

儘管烏克蘭在即將到來的春季攻勢中收復領土的努力有望取得進展，但我們並不認為其與俄羅斯的戰爭即將結束。如果俄烏衝突的解決速度快於預期，可能對風險資產，尤其是歐洲產生重大利好。

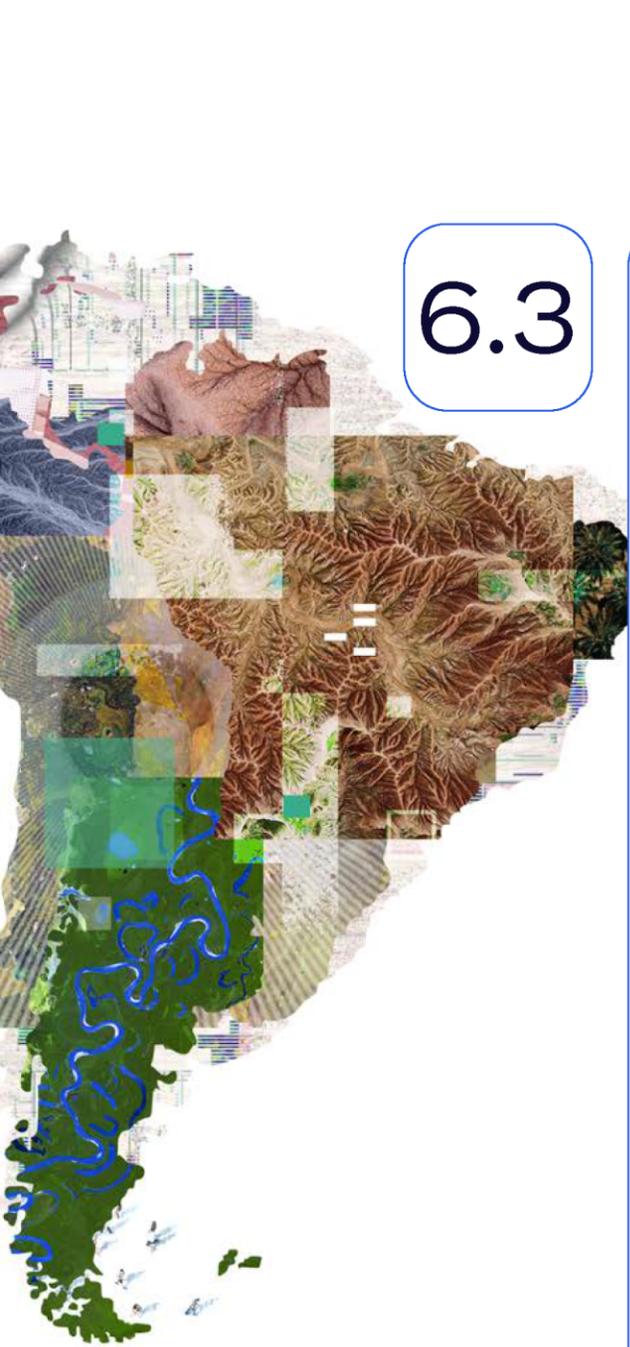
**債券：**歐元區政府債券收益率可能在3月份見頂，但鑒於目前核心通脹揮之不去以及歐洲央行需要履行其價格穩定任務，我們認為收益率只會進一步有限地反彈。在英國，由於政府試圖在2022年秋季預算出現問題後重建信譽，收益率可能會保持在高位（圖1）。

**股票：**由於歐元走強和淨息差改善，與美國股市相比，歐洲（英國除外）股市和英國股市的估值都較低。在這些市場中，我們增配了非必需消費板塊，並認為金融類股有短期上行潛力，

圖 1：歐洲和英國：股市指數和 2 年期主權債券收益率



資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 31 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。



## 6.3

# 拉美：金融環境有利，但各國央行保持謹慎

JORGE AMATO

拉美投資策略主管

我們認為拉丁美洲會出現精選投資機會，因為拉美各國央行可能在2023年開啟寬鬆周期。巴西可能會從中國經濟的反彈中受益。

拉美最大的經濟體將在2023年放緩。與世界其他地區一樣，拉美地區的央行也收緊了貨幣政策以對抗通脹。然而，拉美央行的行動比發達經濟體更迅速、更有效。因此，該地區的通脹一直在減速。雖然我們預計未來的金融環境會更加有利，但拉美各國央行可能會保持謹慎。拉美地區今年的一致增長預期不到1%，低於2022年的3.7%左右。

政治和結構性改革方面，民粹主義政府並沒有市場擔心的那樣不穩定，這在一定程度上遏制了資本外流。由於當地利率高企，加之通脹回落，當地貨幣具有很强的韌性（圖1）。當地債務市場因而受到提振，彭博拉美地方債務指數今年迄今漲幅高達14.6%<sup>1</sup>。

與美國工業和需求息息相關的墨西哥，一直是地緣政治以及具有極強韌性的美國經濟的受益者。隨著美國企業將業務轉移至離本土更近的地方，「近岸外包」為墨西哥帶來了強勁資本流入，匯款也相應猛增。資本投資規模不斷增加，消費者信心依然堅定。投資者並未忽視這種積極的宏觀環境。今年迄今，墨西哥比索上漲了11%，以美元計算，墨西哥股市的回報率達到了驚人的20%<sup>2</sup>。鑒於我們對美國經濟溫和衰退的預期，我們發現對於墨西哥市場目前應採取動量策略，在當前動量水平下，價值增量很有限。

<sup>1</sup> 資料來源：彭博，截至2023年6月1日

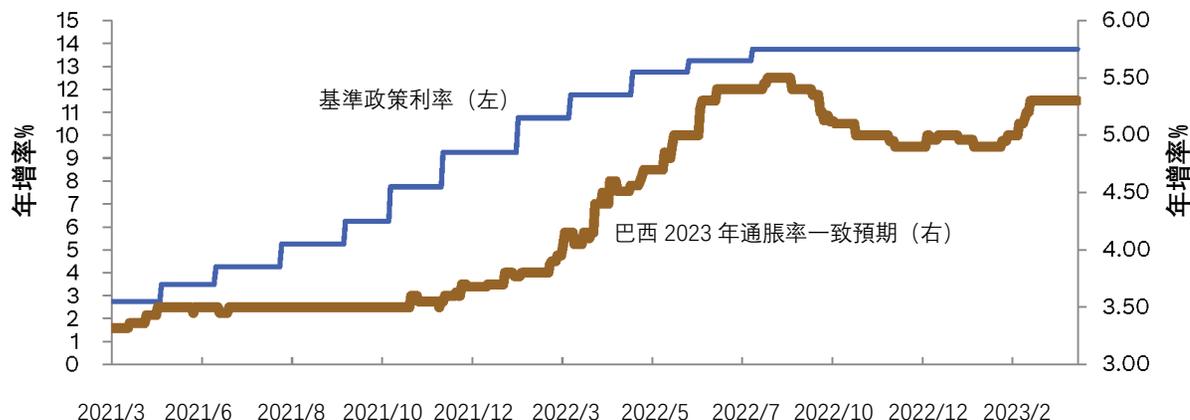
<sup>2</sup> 資料來源：彭博，截至2023年6月2日

巴西經濟在2022年出人意料地上行，增長了2.9%。隨著利率上升的影響逐漸顯現，以及世界其它地區的經濟放緩，我們認為巴西的實際增長率也可能在2023年降至1%以下。中國在一定程度上阻止了巴西當前的經濟放緩。作為巴西最大的貿易夥伴，中國預計將在2023年增長近6%，為巴西未來幾年的經濟活動提供廣泛支持。

巴西的新財政規則應能緩解對財政超支的擔憂。新政可能也會給中央銀行（BACEN）更多的空間來管理通脹風險。通脹正在緩和，這為貨幣當局提供了實施寬鬆貨幣政策空間。當前實際利率接近9%，而股票倍數低於8倍。

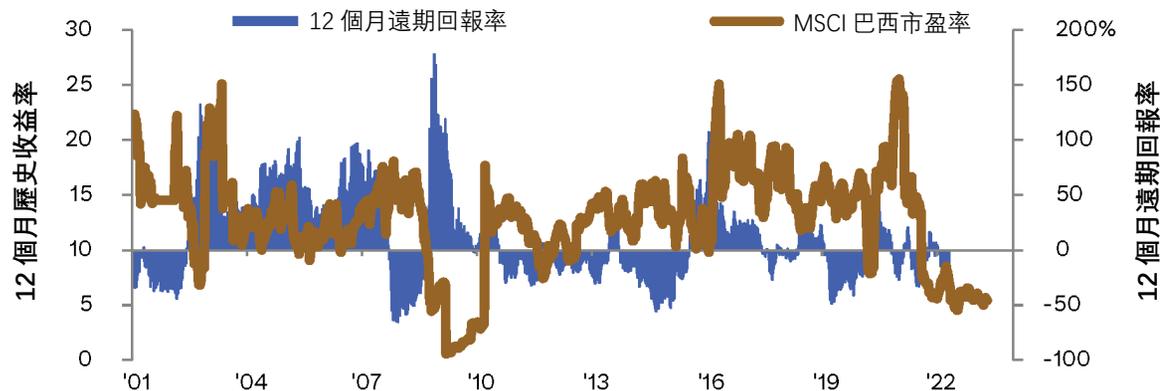
當我們評估該地區的相對和絕對價值時，我們認為巴西的股票和當地債券市場在風險調整後的基礎上具有潛在吸引力（圖2）。我們預計在未來轉向新興市場股票時，將考慮在投資組合中進一步配置巴西股票。

圖 1：利率上升，通脹減緩

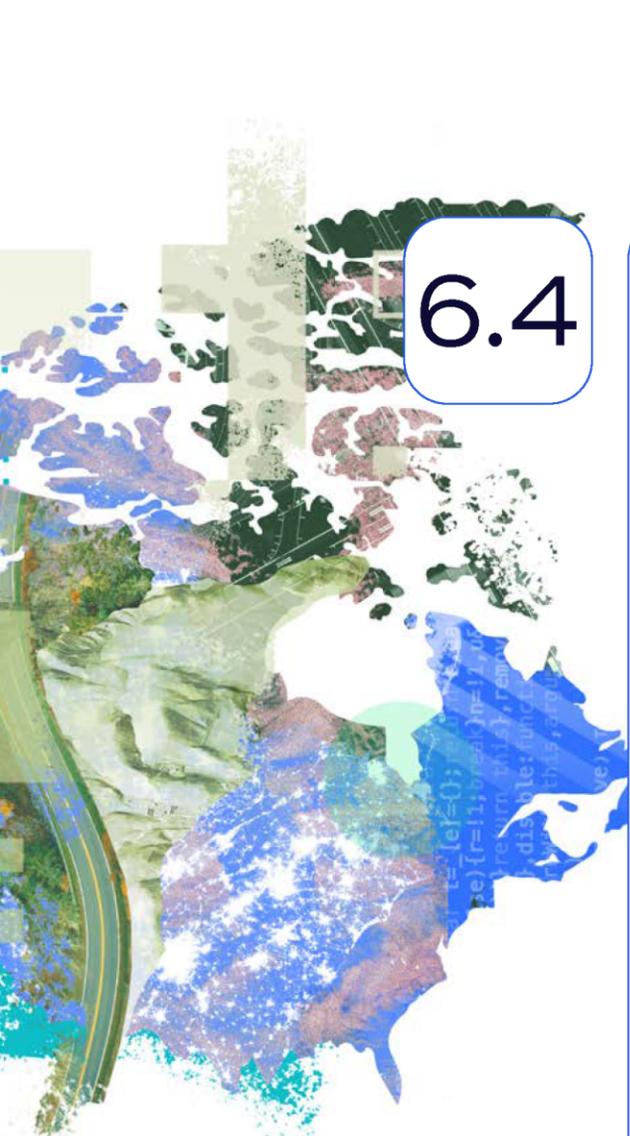


資料來源：彭博，截至 2023 年 5 月 30 日。

圖 2：巴西估值水平下跌



資料來源：Haver Analytics，截至 2023 年 4 月 28 日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作展示說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。



## 6.4

# 北美面臨滾動式衰退

CHARLES REINHARD  
北美投資策略主管

LORRAINE SCHMITT  
北美投資策略師

進入2023年下半年，美國顯示出「滾動式衰退」的跡象。雖然我們目前傾向於防禦性行業（如大盤必需消費品和醫療保健板塊），但在不久的將來，美國市場也有被低估的部分可以考慮加倉。我們還建議從短期國債轉向多樣化的、期限較長的固定收益資產。

在2023年年中，我們正在遭受「衝擊和過度刺激」的後果，當下美國經濟正在同時經歷增長和收縮。在經歷了美聯儲歷史上最快速的多輪加息之後，我們看到經濟逆風在加劇，而疫情造成的市場扭曲正在消散。

引發三家主要金融機構倒閉的銀行業恐慌，因美聯儲對抗通脹的急劇轉向而加劇。在存款人能夠獲得遠高於存款回報率的現金利率之際，銀行的貸款賬面價值暴跌。美聯儲繼續尋求結束通脹周期，由於在疫情期間發放了創紀錄水平的貨幣援助，其資產負債表在2020-2021年從4萬億美元增加到了9萬億美元。

**圖 1** 簡單地說明了在我們進入2023年下半年時，美國經濟內部存在的複雜有利因素和不利因素。這些矛盾條件同時並存，是我們進入和退出淺層或“滾動式”衰退時間延長的原因。這使得我們很難確定一個明顯的衰退/復甦模式，從而使投資選擇變得容易。

圖 1：影響美國股市前景的正面因素和負面因素

有利因素	不利因素
服務業的強勁就業提振了消費者支出	美聯儲政策利率高企、量化緊縮、銀行放貸收緊、資本企業家受到限制
通脹減速	商業房地產基本面趨弱，對中小銀行產生溢出效應
企業資產負債表強勁，私募信貸融資渠道暢通 (住房和製造業) 庫存不斷下降，正在逐漸擺脫經濟衰退	債務上限協議達成後，短期國債發行量激增 勞動生產率下降，削弱勞動力市場
美股空頭倉位創歷史新高，現金餘額規模龐大	中國最初重開後，中國和歐洲經濟體的增速不及預期 預計每股收益遠高於可實現的企業利潤增長（預計到2023年四季度創歷史新高）

資料來源：Citi Global Wealth Investments

## 就業和通脹都在下降

美國就業人數在2020年創下新低，隨著經濟隨後迅速復甦，許多僱主找不到基本勞動力。因此，到2023年，許多公司仍在囤積勞動力。過去幾個月裏，裁員步伐也在加快，尤其是科技、金融和建築行業。這是標普500指數11個主要板塊中有6個在2023年一季度財報公布後陷入「利潤衰退」情況的現實反映。僱主們也一直在裁減臨時工。

## 經濟也在釋放出積極信號

儘管出現了一系列負面情況，但美國經濟內部仍有積極的方面。通脹率從2022年6月的9%下降到2023年4月的5%，我們預測到今年年底將降至3.5%（參閱[衰退和復甦進程尚未完成](#)）。紐約美聯儲跟踪的一項衡量全球供應鏈壓力的指標已恢復至疫情前水平。商品庫存開始減少，而強勁的服務業支出使整體經濟保持正增長。這將逐步為2024年更強勁的增長期奠定基礎。

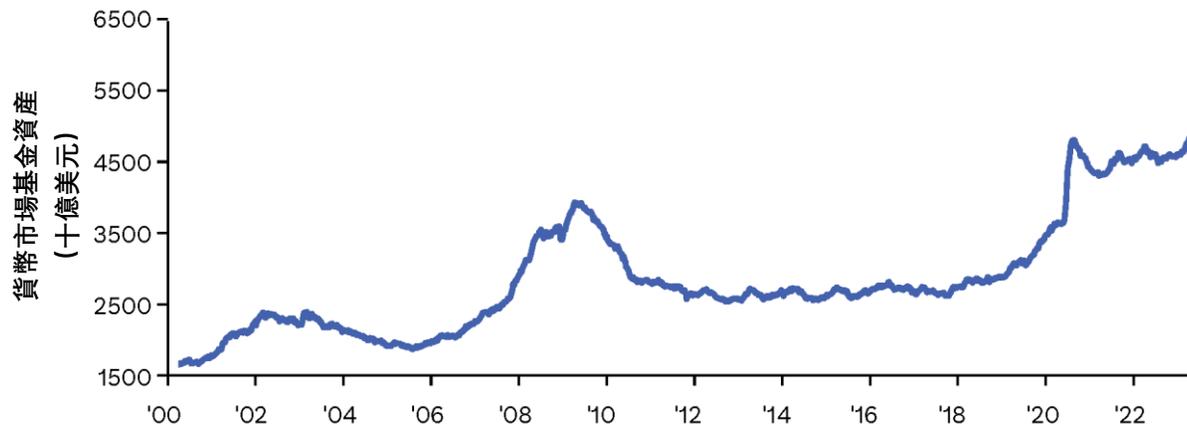
我們仍然認為，美聯儲激進的抗通脹措施，以及目前揮之不去的勞動力市場疲軟，最終將導致美聯儲在2023年底前改變政策方向。這一系列事件表明，目前的高隔夜貨幣基金利率和短期國債的高收益率一年後將不復存在。我們還預計，到2023年底，10年期美國國債收益率將降至3%。

從歷史上看，當美聯儲在經濟衰退期間降息時，股市就會觸底。在目前的情況下，投資者基於對2022年經濟衰退的預期，建立了創紀錄的空頭頭寸。儘管美國股市仍面臨風險，但大量負面經濟消息已被市場消化。接下來，還有生成式人工智能（參閱[生成式人工智能：另一場科技革命的開端](#)）。一項對美國和世界經濟的影響可能與互聯網相媲美的新技術的到來，已經帶動那些為生成式人工智能快速普及提供基礎設施的企業股價創下新高。

## 大量現金等待入場

從最近的債務上限邊緣政策到美聯儲的緊縮政策，再到每股收益的進一步下滑，投資者一直在應對一長串風險，對這些風險的擔憂可能引發一場直到現在還難以捉摸的股市拋售。潛在的「逢低買入者」持有巨額現金，處於觀望狀態，使美國股市保持區間震蕩。在此期間，盈利較好的中小型企業出現了非常大的估值折扣，這些公司面臨直接的經濟風險，但在復甦時期有望產生更高的回報。我們的最新10年戰略回報預期（參閱圖3：[衰退和復甦進程尚未完成](#)）反映了2022年股市和債市大幅下降後市場的光明前景。

圖 2：貨幣市場餘額創歷史新高



資料來源：彭博，截至2023年5月19日。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

## 投資者現在應該考慮什麼？

儘管我們目前看好必需消費品和醫療保健等防禦性板塊，但未來幾個月仍有幾個領域可能被納入投資組合。在美聯儲首次降息期間和之後，這些板塊的表現往往優於大盤。我們將繼續青睞那些增加派息或符合「不可阻擋的趨勢」的公司。

## 中小盤崛起

地區性銀行股已經大幅回落並引起了長期投資者的注意。雖然很難說銀行接連倒閉的局面已經結束，但鑒於這些銀行對美國整體經濟的系統重要性，當貸款量、貸款利潤率和信貸狀況轉好時，地區性銀行股將在2024年出現反彈。地區性銀行目前的股價是有形賬面價值的1.1倍，而疫情低點為1倍。

在後疫情時代，美國小盤股的優異表現完全被大盤股掩蓋。由於表現不溫不火，估值有所改善，盈利較好的中小型企業目前的股價為12個月歷史收益的14倍，相對規模較大的同類企業折價26%。預計美聯儲將在2023年晚些時候調整政策重心，屆時這種模式或將改變，從而使以非周期性醫療保健和科技股為首的小盤股能夠迎頭趕上。

## 轉向長期債券

與過去十年相比，高質量美國債券目前的收益率高於平均水平（參閱「[債券回歸](#)」部分圖1）。我們認為，對於尋求稅後收入的美國投資者而言，期限為2至5年的政府和投資級公司債券以及市政債券具有投資價值。

我們認為，對於不需要高流動性投資組合的合格投資者來說，最近美國銀行業的動蕩加上債券市場的波動，為研究實力雄厚和擅長風險管理的另類固定收益管理公司提供了潛在的債務投資機會。

最後，我們預計這種滾動衰退將是輕度的。深度衰退之後往往會出現強勁的復甦，而輕度衰退之後往往會出現溫和的復甦。因此，保持充分投資至關重要。市場上漲和下跌的軸心點可能會緊緊相隨。鑒於我們預計2024年美國經濟將溫和增長，抓住大行情至關重要。

## 術語表

### 資產類別定義：

**現金**是指美國 3 個月期限國債總收益指數，即對美國財政部發行、以美元計價、三個月期限且交易活躍、具固定利率的名義債券的衡量。

**大宗商品**涵蓋多種指數成分：GSCI 貴金屬指數、GSCI 能源指數、GSCI 工業金屬指數和 GSCI 農產品指數，分別跟踪貴金屬（如黃金、白銀）、能源類大宗商品（如石油、煤炭）、工業金屬（如銅、鐵礦石）及農產品類大宗商品（如大豆、咖啡豆）在不同市場的投資表現。路透杰富瑞 CRB 現貨價格指數和湯森路透核心大宗商品 CRB 超額回報指數為逐月調整的大宗商品期貨價格的算術平均值，用於補充歷史數據。

「**直接私人投資**」或「**直接投資**」指以購買股份以外的方式購買或取得企業、資產或特殊目的載體/工具的股權或控股權。

**新興市場硬通貨債券**是指富時新興市場主權債券指數（ESBI），涵蓋以硬通貨計價的新興市場主權債。

**全球發達市場公司債**基於彭博巴克萊指數組成，跟踪七個不同貨幣市場中的投資級公司債。這一綜合指數涵蓋發達市場發行人發行的投資級別公司債。

**全球發達市場股票**基於多個 MSCI 指數組合而成，這些指數跟踪 23 個發達市場國家的大/中/小盤股代表，並按各國的市值分別賦予權重。這一綜合指數涵蓋上述各國約 95% 的自由流通調整市值。

**全球發達市場投資級債券**基於多個巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪 20 個本地貨幣市場的投資級債券，涵蓋發達市場發行人發行的固定利率國債、政府相關的債券、投資級公司債和證券化債券。美國、英國和日本的當地市場指數用於補充歷史數據。

**全球新興市場債券**基於多個巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪拉美、歐洲、中東和非洲以及亞洲地區 19 個不同市場上以當地貨幣計價的固定利率新興市場政府債。「iBoxx 亞債中國國債」為 Markit 公司編制的 iBoxx 亞債指數，成分為以人民幣計價的債券，用於補充歷史數據。

**Ibbotson 高收益指數**用於補充歷史數據，該指數跟踪評級為 BB 到 B 級的投資級以下債券，涵蓋到期日各異的各類債券。

**對沖基金**由採用不同投資風格的基金管理人的投資組成，該類資產涵蓋多個子類別，包括 HFRI 股票多空策略：以股票和股票衍生證券為主的多頭/空頭；HFRI 信貸策略：企業固定收益證券配置；HFRI 事件驅動型投資策略：基於當前或估計未來可能發生的各種企業交易對標的公司進行配置；HFRI 相對價值投資策略：基於多種證券的估值差異進行配置；HFRI 多策略：基於收益關聯產品的利差進行配置；HFRI 宏觀策略：基於基礎經濟變量變化及其對不同市場的影響進行配置；巴克萊商品交易顧問指數：反映擁有 4 年以上業績記錄的存續項目（商品交易顧問）的綜合表現。

**高收益銀行貸款**是指銀行或其他金融機構向公司或個人發放的融資債務。在公司破產情況下，貸款金融機構對借款人資產擁有合法索取權。這些貸款通常由公司資產擔保，並且由於公司信用不良（非投資級），通常支付高息票。

**高收益債券**基於多個巴克萊指數組合而成，跟踪以美元、英鎊和歐元計價的非投資級固定利率企業債。如果穆迪、惠譽和標普給出中評為 BA1/BB+/BB+ 或以下（不包括新興市場債），則該證券被歸類為高收益證券。

**私募信貸**是由對沖基金、私募債務基金、商業發展公司（BDC）和特殊融資公司等非銀行貸款人提供的債務融資。私募信貸可以採取各種形式，包括直接貸款、夾層融資或私募債務基金。中小型企業最常使用私募信貸。

**私募股權**是以未在證券交易所公開交易或上市的資本或股份所有權為最基本形式的一種另類投資。其特點在於由發達市場小盤股驅動，並針對流動性匱乏、行業集中度和高杠杆進行調整。

**房地產投資信託（REIT）**是指大部分或全部資產基礎、收入和投資都與房地產有關的公司實體。在美國，根據證券交易委員會（SEC）的準則，一個實體要符合 REIT 的資格，其以股息形式向股東提供的年度應稅收入中至少有 90% 必須來自房地產。REIT 通常是公開交易的，但也有例外，公開非上市 REIT（PNLP）可以在美國證券交易委員會註冊，但不得在主要證券交易所交易。

**指數定義：**

**波爾元宇宙指數**由 Metaverse 市場地圖所定義的類別中的公司所組成。

**彭博電動汽車指數**旨在反映預計將從電動汽車、儲能技術、鋰、鈷和銅開採以及氫燃料電池中獲得可觀收入的一系列企業表現。

**彭博巴克萊全球綜合債券指數**是衡量全球 24 個本幣市場投資級債務的主要指標。該多幣種基準涵蓋了來自發達和新興市場發行人發行的國債、政府債、企業債和固定利率抵押債券。

**彭博摩根大通亞洲貨幣指數 (ADXY)** 是追蹤亞洲新興市場貨幣的美元交易指數。該指數打造了衡量亞洲外匯市場整體表現的基準。

**彭博美國綜合指數**是衡量以美元計價的投資級固定利率應稅債券市場的寬基旗艦基準指數。

**彭博美國企業債券指數**旨在衡量投資級、固定利率、應稅企業債券市場的表現。該指數涵蓋美國和非美國工業、公用事和金融發行人公開發行的美元計價證券。

**彭博美國國債指數**旨在衡量美國財政部發行的以美元計價的固定利率名義債券的表現。彭博-摩根大通亞洲貨幣指數旨在追蹤亞洲新興市場交易最活躍的各種貨幣兌美元的即期匯率。

**消費者價格指數 (CPI)** 是一個被廣泛使用的經濟指標，旨在追蹤典型消費者使用的一籃子商品或服務的平均價格，包括住房、交通、服裝和食品。該指數由各政府統計機構定期發布，用於衡量通貨膨脹或通貨緊縮。

**CRB 商品現貨指數**是單個商品價格相對於基期價格的未加權幾何平均值。計算過程是求得每一種商品在某一時期的價格與基期的價格之比，然後對這些比率的乘積開 22 次方根。然後將該乘積乘以 100，得到每個時期的指數值。計算所用方法為對數運算法。

**歐洲斯託克 50 指數**由歐洲斯託克指數衍生而來，代表了歐元區 20 個超級板塊中自由流通市值最大的 50 家公司的表現。該指數佔歐洲斯託克斯總市場指數自由流通市值 60% 左右。

**富時 100 指數**或金融時報證券交易所 100 指數是在倫敦證券交易所上市的市值最高的 100 家公司的股票指數。

**富時環球指數**是反映全球股市表現的股票指數，自 1986 年開始涵蓋 47 個國家的 3100 多家公司股票。

**富時 NAREIT 抵押貸款型 REIT 指數**是自由流通調整市值加權的美國抵押貸款型 REIT 指數。抵押貸款型 REIT 包括所有符合稅收條件、總資產的 50% 以上投資於抵押貸款或由不動產權益擔保的抵押貸款支持證券的 REIT。

**HFRI 事件驅動不良債/重組指數**旨在追蹤不良債/重組策略，這些策略的投資流程側重於公司債等固定收益類工具，特別是公司信用債，這些信用債的交易價格往往因公司進入正式破產程序或由於金融市場感知公司近期將進入破產程序而較發行時價值或到期日必須支付的金額(面值)出現大幅折價。管理人通常會積極參與這些公司的管理，經常參加債權人委員會有關以證券交換另類債務事宜的談判，包括債務、股權或混合證券互換。管理人所採用的基本信貸流程側重於困境公司證券的估值和資產覆蓋率；投資組合敞口大多集中分布在公開交易型工具中，其中有些工具的交易較為活躍，有些工具則出現流動性下降，但總體而言，這些工具都有較為合理的公開市場。與特殊機遇策略相比，困境資產策略主要以債務投資(佔比 60% 以上)為主，但也可以保留相關股權投資。

**Indxx 人工智能和大數據指數**旨在跟踪能够通過從其產品和服務的 AI 開發和使用中而獲益的企業的表現，以及生產用於大數據分析的人工智能硬件的企業的表現。該指數涵蓋人工智能開發商、人工智能即服務、人工智能硬件和量子計算等企業。

**Indxx 全球雲計算指數**旨在追蹤雲計算行業公司的表現。雲計算行業涉及通過互聯網提供計算服務、服務器、存儲、數據庫、網絡、軟件、分析等服務，這種方式被稱為「雲」。

**Indxx 全球金融科技主題指數**旨在跟踪在發達市場上市的金科技公司的表現，這些公司所提供的科技驅動型金融服務對金融服務和銀行業領域的現有商業模式具有顛覆性影響。

**MSCI AC 亞洲 (日本除外) 指數**涵蓋亞洲 2 個發達市場國家\* (共 3 個，日本除外) 和 9 個新興市場國家\* 的大中盤代表性股票。該指數共有 1187 只成分股，涵蓋每個國家股市約 85% 的自由流通調整市值。

**MSCI 所有國家世界汽車指數**包含新興和發達國家汽車領域的大中盤股。

**MSCI ACWI 世界 (美國除外) 指數**涵蓋了 22 個發達市場國家 (共 23 個，美國除外) 和 27 個新興市場國家的大中盤代表性股票。該指數擁有 2352 個成分股，涵蓋美國以外全球股票機會組合的約 85%。

**MSCI 所有國家世界指數**旨在反映 23 個發達市場和 24 個新興市場全部大中盤股的表現。截至 2022 年 5 月，該指數涵蓋了 11 個行業的 2933 多個成分股，約佔每個市場自由流通調整市值的 85%。

**MSCI 所有國家世界（美國除外）指數**涵蓋了 22 個發達市場（共 23 個，美國除外）的大中盤股。該指數由 881 只成分股組成，涵蓋每個國家自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 東盟指數**旨在追蹤 4 個新興市場國家、1 個發達市場國家和 1 個前沿市場國家的大中盤股。該指數由 156 只成分股組成，涵蓋每個國家自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 澳大利亞指數**旨在衡量澳大利亞市場大中盤股的表現。該指數由 59 只成分股組成，涵蓋澳大利亞自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 巴西指數**旨在衡量巴西市場大中盤股的表現。該指數由 48 只成分股組成，涵蓋巴西約 85% 的股票。

**MSCI 中國指數**涵蓋了中國 A 股、H 股、B 股、紅籌股、P 股和外國上市公司（如 ADR）的大中盤代表性股票。該指數共有 704 只成份股，涵蓋中國股市 85% 的市值。

**MSCI 新興市場指數**涵蓋了 24 個新興市場國家的大中盤代表性股票。該指數有 837 個成分股，涵蓋每個國家約 85% 的自由流通調整市值。

**MSCI 新興市場貨幣指數**旨在衡量 25 種新興市場貨幣相對於美元的總回報率。每種貨幣的權重與其在所在國家在 MSCI 新興市場指數中的權重相等。

**MSCI 新興市場拉丁美洲指數**跟踪拉丁美洲 5 個新興市場國家的大中盤股代表。該指數包含 113 個成分股，涵蓋每個成分國約 85% 的自由流通調整市值。

**MSCI 德國指數**旨在衡量德國市場大中盤股的表現。該指數由 59 只成分股組成，涵蓋德國約 85% 的股票。

**MSCI 全球替代能源指數**涵蓋了發達市場和新興市場中替代能源產品和服務收入至少佔公司總收入 50% 的大中小盤公司。

**MSCI 日本指數**旨在衡量日本市場大中盤股的表現。該指數由 237 只成分股組成，涵蓋日本自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 英國指數**旨在衡量英國市場大中盤股的表現。該指數由 79 只成分股組成，涵蓋英國自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 美國指數**旨在衡量美國市場大中盤股的表現。該指數由 626 只成分股組成，涵蓋美國自由流通調整市值的約 85%。

**MSCI 世界信息科技指數**旨在跟踪 23 個發達國家市場中信息科技領域的中大盤股。

**MSCI 世界指數**跟踪 23 個發達市場的中大盤股，包含 1603 個成分股，涵蓋各國市場約 85% 的自由流通調整市值。

**MSCI 世界動量指數**旨在反映股票動量策略的表現，該指數側重於具有高價格動量的股票，同時保持較高的交易流動性、投資能力和適度的指數周轉率。

**納斯達克 100 指數**是大盤股成長指數，包括 100 只在納斯達克股票市場上市且市值最高的美國和國際非金融公司股票。

**納斯達克 CTA 網絡安全指數**旨在追蹤科技和工業領域網絡安全板塊公司的表現。該指數涵蓋的成分股為以保護數據和網絡營運的完整性為目的、主要從事建立、實施和管理適用於私人 and 公共網絡、計算機和移動設備的安全協議的公司。

**納斯達克 OMX 清潔邊緣智能電網基礎設施指數**涵蓋的企業主要從事和涉及以下領域：電網業務；電錶、設備和網絡；能源儲存與管理；智能電網和電力基礎設施部門使用的賦能軟件。

**製造業採購經理指數（PMI）**是一項基於調查的經濟指標，旨在衡量製造業採購經理的活動水平。PMI 取值範圍在 0 到 100 之間，高於 50 表明經濟處於擴張狀態。

**Prime 移動支付指數**是全球支付行業的參照指標，該指數側重於那些能夠促進支付行業從實體收銀機向移動銷售點大規模遷移的公司。這種不斷增長的趨勢的潛在受益者包括軟件提供商、支付處理器、網關和信用卡網絡。這些企業共同代表了移動支付行業。

**實際廣義貿易加權美元指數**表示一種貨幣（通常是美元）相對於一籃子外幣的價值，並根據通貨膨脹進行調整。該指數被政策制定者、經濟學家和投資者用來衡量一種貨幣相對於多個貿易夥伴的強弱。

**ROBO 全球機器人與自動化指數**為投資者追蹤機器人、自動化和人工智能變革企業表現的表現。該指數涵蓋超過 14 個國家的 11 個子行業的 80 多隻機器人和自動化股票。

**ROBO 全球醫療保健技術與創新指數**旨在追蹤全球醫療保健技術和創新價值鏈。該指數涵蓋 15 個國家 9 個子行業的 80 多隻股票。

**羅素 2000 指數**旨在衡量美國股市小盤股的表現。羅素 2000 指數是羅素 3000 指數的子指數，成分股總市值約佔後者總市值的 10%。

**沙特塔達烏爾全股指數 (TASI)** 旨在追蹤在沙特證券交易所（又稱塔達烏爾）上市的公司表現。

**標普 500 指數**是市值加權指數，指數採用美國領先產業 500 家頭部公司的代表性樣本。儘管標普 500 指數專注於衡量大盤股市場，但因其覆蓋美股近 80% 市值，也被視為理想的整體市場走勢代表。

**標普 500 醫療保健指數**涵蓋標普 500 指數中涉及製藥、醫療設備和用品、生物技術和醫療保健提供商以及服務等領域的公司。

**標普 500 酒店、度假村和郵輪公司指數**是標普 500 指數的一個子指數，反映了標普 500 指數中酒店、度假村和郵輪公司的表現。

**標普 500 信息科技指數**是標普 500 指數的子指數，成分股為屬全球行業分類標準 (GICS®) 信息科技行業成員的公司。

**標普 500 軟件和服務指數**是標普 500 指數的子指數，旨在反映標普 500 指數中 IT 服務和軟件企業表現。

**標普中盤股 400 指數**涵蓋 400 家公司，約佔美國股市市值的 6%。納入該指數的公司須總部位於美國，符合市值規模要求，且已發行的股本總額必須保持至少有 10% 由公眾人士持有。

**標普中盤股 400 成長指數**使用三個因素來衡量成長型股票：銷售增長、收益變化與價格的比率及動量。成分股來自標普中盤股 400 指數。

**標普全球「股息貴族」指數**用來衡量標普全球廣泛市場指數 (BMI) 中股息率最高的股票的表現，這些股票在至少連續十年的周期內增長或穩定派發股息。

**標普小盤股 600 指數**由 600 家公司組成。該指數旨在衡量美國市場小盤股的表現。

**證券業和金融市場協會 (SIFMA) 市政掉期指數**是 7 日高等級市場指數，由具有某些特徵的免稅可變利率需求義務債券 (VRDO) 組成。該指數由彭博社計算和發布，並由 SIFMA 市政掉期指數委員會監督。

**Solactive 電子商務指數**旨在追蹤活躍於電子商務領域的公司的股價走勢。其中可包括營運電子商務平台，提供電子商務軟件、分析或服務的公司，和/或主要通過線上渠道銷售商品和服務的公司，以及整體收入大部分來自線上零售的公司。

**Solactive 社交媒體指數**旨在追蹤活躍於社交媒體行業的公司的股價走勢，包括提供社交網絡、文件共享及其他基於網絡的媒體應用的公司。該指數最多納入 50 只成分股，並根據自由流通市值進行加權。該指數是以美元計算的總回報指數。

**瑞銀無阻科技指數**旨在追蹤尚未實現全年盈利的新興高增長科技公司和科技驅動型公司的表現。該一籃子指數根據流動性狀況進行了優化，初始權重上限為 4%。

**VIX 指數**或芝加哥期權交易所 (CBOE) **波動率指數**是反映市場對 30 天前瞻性波動率預期的實時指數，基於標普 500 指數期權價格計算得出。

**其他術語：**

**適應性估值策略 (AVS)** 是花旗私人銀行自有戰略性資產配置方法。該策略為每個客戶的投資組合確定適宜的長期配置方案。

**資產管理規模 (AUM)** 是指個人或實體代表投資者處理的投資的總市值。

**基點 (BPS)** 用於表示票據和債券利率或收益率的微小變動。1 個基點表示 0.01% 或 1% 的百分之一的收益率，100 個基點為 1%。

**商業發展公司 (BDC)** 是受監管的投資公司，通過在股票市場上出售股票從個人和機構投資者那裏籌集資金。商業發展公司旨在為私有公司（通常為中小型企業）提供融資。商業發展公司必須將其應納稅收入的很大一部分以股息的形式分配給股東。

**相關性**是衡量兩種資產或多種資產類別之間關聯性的統計指標。相關性按從 1 到 -1 表示。相關性為 1 表示完全正相關，代表兩種資產或資產類別永遠同向變動。相關性為 -1 表示完全負相關，即兩種資產或資產類別永遠反向變動。相關性為 0 表示不相關，即兩者變動互不影響。

**數字商務**是指在線購買商品和服務的交易活動。數字匯款是指通過互聯網將資金從一個人轉移至另一個人的行為，這種資金轉移通常是跨境進行的。

**每股收益 (EPS)** 是一家公司分配給每一股普通股的利潤。每股收益被廣泛用於評估公司的盈利能力。

**歐盟 (EU)** 是由歐洲 27 個成員國組成的政治和經濟聯盟。

**歐洲美元期貨和期權**是反映交易員對未來利率走勢看法的市場工具。

**聯邦基金利率或有效聯邦基金利率 (EFFR)** 是根據美國 FR 2420《選定貨幣市場利率報告》中報告的隔夜聯邦基金交易量加權中位數計算的。聯邦基金市場由存款機構從其他存款機構及其他特定機構（主要為政府支持企業）借入的境內美元無擔保貸款組成。

**內部收益率 (IRR)** 用於衡量潛在投資的盈利能力。它被定義為一項投資產生的所有現金流淨現值 (NPV) 為零時的貼現率。這種收益率指標考慮了貨幣的時間價值，並可與其他投資的預期收益率進行比較。

**液化天然氣 (LNG)** 是一種通過將天然氣冷卻到極低溫度而轉化為液體的天然氣。由於被液化，這種天然氣佔用的空間更小，可以用專門的油輪運輸或儲存在低溫儲存罐中。

**移動 POS 付款**是指在銷售點借助智能手機等移動設備進行的付款。

**石油輸出國組織 (歐佩克)** 是旨在協調和統一成員國石油政策的政府間組織。該組織在影響全球石油價格和供應方面發揮著重要作用。歐佩克由沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗、委內瑞拉等 13 個成員國組成。

**面值**是證券的票面價值。它表示證券最初發行時的價值或到期時的贖回價值。以面值出售的債券價值與發行時或到期時贖回的金額相同。

**量化緊縮 (QT)** 是央行用以減少貨幣流通量的貨幣政策工具。量化緊縮與量化寬鬆相反。實施量化緊縮時，央行通常會出售其持有的政府債券，允許現有債券到期而不將其收益再投資，或者提高銀行的準備金要求。

**實際總回報**是指經過調整後納入資本增值、股息收入和股息增長的回報。實際總回報以投資金額的百分比表示。

**夏普比率**衡量風險調整後的收益率，反映每單位偏差產生的超額收益，通常系指風險偏差。

**SMID** 是指中小盤股。

**戰略回報預期 (SRE)** 基於 Citi Global Wealth Investments 對特定（該指數所屬）資產類別的十年期收益預測。花旗採用專有方法預測各類特定資產收益率，該方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。

**收益率曲線**是描述品質相同、期限長短不同的所有債券的收益率的圖表。當短期利率較低時，稱為正曲線。當短期利率較高時，稱為倒掛的收益率曲線。當長期利率和短期利率之間差異很小時，稱為平坦的收益率曲線。最常見的收益率曲線是描述美國國債利率的曲線。

## 信息披露

在任何情況下，若本通訊文件（本文）的分發均符合美國商品期貨交易委員會（CFTC）制定的規則，則本文構成考慮從事美國《CFTC 條例》第 1.71 及 23.605 條所規定的金融衍生品交易的邀請文件（若適用），但本文不得被視為購買/出售任何金融工具之具約束力的要約。

本文由 Citi Global Wealth Investments (CGWI) 編制。Citi Global Wealth Investments 由花旗私人銀行、Citi Global Wealth at Work、花旗私人財富管理和國際個人銀行（美國總行）的投資和資本市場業務部門共同組成。

花旗私人銀行、Citi Global Wealth at Work 和花旗私人財富管理是花旗集團旗下業務單位，通過花旗集團旗下銀行和非銀行關聯機構為客戶提供各類產品與服務。並非所有關聯機構或所有地區皆提供所有產品與服務。在美國，投資產品及服務由花旗環球金融有限公司（CGMI）、花旗私人諮詢公司（「花旗諮詢」）及 Citi Global Alternatives, LLC (CGA) 提供，CGMI 和花旗諮詢均為 FINRA 和 SIPC 會員。花旗諮詢為符合條件的特定客戶群體提供部分另類投資產品的銷售服務。CGMI 賬戶由潘興投資公司（Pershing LLC）持有，該公司是 FINRA、NYSE 和 SIPC 的成員。投資管理服務（包括投資組合管理）通過 CGMI、CGA、花旗銀行以及其他關聯顧問企業提供。保險服務由花旗私人財富管理通過花旗集團旗下花旗人壽公司（CLA）提供。在加州，CLA 以花旗集團人壽保險代理有限公司之名（營業執照編碼：0G56746）開展業務。CGMI、花旗諮詢、CGA、CLA 和花旗銀行皆為受花旗集團控股的關聯機構。

在美國以外地區，投資產品和服務由花旗集團的其他關聯機構提供。投資管理服務（包括投資組合管理）通過 CGMI、CGA、花旗銀行以及其他關聯顧問企業提供。花

旗關聯機構（包括 CGA）就其可能提供的各項投資管理、諮詢、管理、分銷和配售服務獲取報酬。

國際個人銀行美國公司（「IPB U.S.」）是花旗集團旗下的一個業務分部，主要向客戶提供通過花旗集團、其分佈於全世界的銀行和非銀行關聯機構（合稱為「花旗」）可獲取的一系列範圍廣泛的產品和服務。通過 IPB U.S.，准客戶和客戶可獲得 Citigold® Private Client International、Citigold® International、International Personal、Citi Global Executive Preferred 以及 Citi Global Executive 賬戶優惠套餐。投資產品和服務可通過花旗集團旗下的業務分部花旗個人投資國際（「CPII」）獲取，該分部通過花旗環球金融有限公司（「CGMI」）發售證券，是 FINRA 和 SIPC 會員，以及在美國證券交易委員會註冊的投資顧問和經紀經銷商。CGMI 和投資賬戶業務由 Pershing LLC（FINRA、NYSE 及 SIPC 的會員）執行。保險是由 CPII 通過 Citigroup Life Agency LLC（「CLA」）提供。在加州，CLA 作為花旗集團人壽保險機構（牌照號 0G56746）開展業務。花旗銀行、CGMI 和 CLA 均為共同受花旗集團控制的關聯機構。

CGWI 的工作人員並非研究分析員，且本文中的信息並無意構成適用法規所定義「研究」一詞。除非另有說明，否則對研究報告或研究建議的引用並非代表完整報告，其引用本身也不應被視為建議或研究報告。

**本文僅基於收件人的要求下提供，僅供參考與討論之用。若收件人欲停止接收此類信息，應立即通知 CGWI。** 除非另有說明，否則 (i) 本文不構成購買或出售任何股票、金融工具或其他產品、服務，或吸納資金或存款的要約或推薦；和 (ii) 本文不符合 CFTC 規則時，將不構成邀請（另見上述關於本文符合 CFTC 規則的論述）；和 (iii) 本文不應視為任何交易的正式確認書。

除非本文另有明確說明，本文並未考慮任何特定人士的投資目標、風險偏好或財務狀況，因此本文所述投資也許並不適合所有投資者。花旗不擔任投資或其他領域的顧問、信託人或代理人。本文涵蓋信息不應視為對本文所提及策略、概念或稅務、法律意見的詳細論述。本文收件人在做出投資決策前，應根據個人情況聽取各自稅務、財務、法律等領域顧問提供的交易風險和優勢的相關意見，並僅基於自己的目標、經驗、風險偏好和資源做出相應投資決策。

本文所含信息均基於一般公開信息，儘管花旗認為來源可靠，但仍無法保證其準確性和完整性，因而不排除此類信息存在不完整、簡要提煉內容的可能性。本文所含任何假定或信息系在本文發布之日或其他指明日期的判斷，若有任何變更，恕不另行通知。本文可能涵蓋歷史信息和前瞻性信息，過往業績並不保證或預示未來表現，未來業績很可能會受到經濟、市場等多方面因素的影響而無法達到預期目標。此外，關於對任何潛在風險或回報所作預測均供展示之用，不應視為對最大損益額的限定。本文所含任何價格、價值或估計（經認定為歷史信息的價格、價值或估計除外）僅為指示性數值，數值如有變更，恕不另行通知，亦不代表任何官方確定的報價或報價數額，亦非反映花旗名下投資證券的轉讓價值。前瞻性訊息並不代表花旗擬將交易的價值水平，也可能無法考慮到所有相關假定和未來情形。實際情況很可能與估計情形大相逕庭，並有可能對投資價值造成負面影響。

本文所述觀點、意見和預測可能不同於花旗其他業務單位或其關聯機構所表達觀點，亦非對未來事件預測、對未來業績的保證或投資建議，可能根據市場和其他狀況而有所變更，恕不另行通知。花旗並無更新本文的義務，亦不對因使用本文信息或源於本文信息而造成的任何損失（包括直接、間接或後果性損失）承擔任何責任。

投資金融工具或其他產品具高風險，包括可能損失本金。以外幣計值的金融工具或其他產品可能面臨匯率波動，從而對此類產品投資的價格或價值產生不利影響。本文並非旨在鑒別從事任何交易所發生的一切風險或需考慮的實質因素。

結構性產品可能高度缺乏流動性，不適合所有投資者。本文中所述各項結構性產品的更多信息，請見相應發行人的披露文件。結構性產品僅適合經驗豐富、願意且能夠承擔此類投資所帶來之較高經濟風險的投資者。在投資前，投資者應謹慎評估並考慮潛在風險。

場外（OTC）衍生產品交易涉及風險，並不適合所有投資者。投資產品未被保險，無銀行或政府保證且可能貶值。進行此類交易前，您應：(i) 確保已經從獨立可靠的來源獲得相關市場的金融、經濟和政治狀況等相關信息，並已經過思考評估；(ii) 確定您在金融、商業和投資方面具備必要的知識、閱歷和經驗並能夠評估相關風險，並且具備承受此類風險的經濟能力；以及 (iii) 在考慮上述各點之後，確定資本市場交易適合並符合自身的財務、稅務、商業和投資目標。

本文可能提及由美國證券交易委員會負責監管的期權。購買或出售期權前，應事先獲取並閱讀美國期權清算公司的手冊：最新版《標準期權的特徵與風險》手冊。該手冊可向花旗環球金融有限公司索取，地址為：390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013。

購買期權時，最大損失即為期權費。而出售看跌期權時，風險在於損失低於執行價格的全部名義本金。出售看漲期權時需承擔無限風險。任何交易的實際利潤或損失將取決於交易執行價格。本文引用價格皆為歷史數據，在您進行交易時可能報價已有變更。本文中各項實例均未考慮佣金等其他交易費用。期權交易及此類特殊期權交易並非適合每位投資者。除非特別說明，否則本報告中所有圖表的信息均來自花旗。稅務因素在所有期權交易中至關重要，因此投資者在考慮期權交易時應與其稅務顧問討論期權交易對其納稅情況的影響。

本文所述的金融工具或其他產品（另有說明除外）(i) 並未經美國聯邦存款保險公司或其他政府機關承保；或 (ii) 並非銀行存款或花旗或其他存款保險機構的義務，也未經花旗或其他存款保險機構擔保。

花旗經常擔當金融工具和其他產品的發行人，也擔當各種金融工具及其他產品的主要做市商及交易商，並可為該等金融工具或其他產品的發行者提供或設法提供投資銀行業務和其他服務。本文作者可能已經與花旗內部或外部的其他人員討論過文中所包含的信息，並且作者和/或此類其他花旗人員可能已經根據該等信息採取行動（包括為花旗的全權委託賬戶進行交易，或將本文中所包含的信息傳達給花旗的其他客戶）。花旗、花旗人員（包括作者在編制本文時可能諮詢過的人員）以及花旗的其他客戶可能做多或做空本文件中所提及的金融工具或其他產品，其買入時的價格及市場條件可能已不再存在，並可能與您存在不同或相反的利益。

美國國稅局第 230 號披露公告：花旗及其員工不從事且不向花旗集團以外納稅人提供稅務或法律意見。本文中關於稅務事項所做任何陳述說明並非旨在使納稅人藉以避免稅務罰款，且納稅人亦不得以此目的而利用該陳述說明。此類納稅人應根據自身特定情況向獨立稅務顧問諮詢。

花旗或其任何關聯機構對任何投資產品的稅務處理概不負責，無論此類投資是否由花旗關聯機構所管理的信託或公司所購買。花旗假設，投資者（及其受益所有人，如適用）在做出投資承諾之前，已經聽取該投資者/受益所有人認為必要的稅務、法律或其他建議，並且已就花旗提供的任何投資產品所產生的收入或收益，安排好任何應繳納的合法稅項。

本文專供既定收件人使用，其可能包含未征得花旗同意不得擅自轉載或披露的花旗專有信息。發行和發布方式可能受到某些國家的法律或法規限制。持有本文件的人士必須了解並遵守此類限制。任何情形下，花旗對這方面的第三方行為不承擔任何責任。法律禁止擅自使用、複製或披露本文件，此類行為可能會招致起訴。

花旗集團內部的其他業務及花旗集團的附屬機構可能針對客戶之利益或是針對其自有賬戶，提供建議、推薦以及採取行動，可能與本文所表達之觀點不同。截至本文完成日止所提出之所有意見均為最新觀點，如有變動恕不另行通知。花旗集團並無更新或變更文中信息的義務。

本文意見僅為觀點表達，並非對未來事件的預測與未來表現之保證。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。

儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗集團及其關聯機構並不保證信息之正確性及完整性，並無須對文中信息所導致的任何直接損失或後果負責。本文中如有圖表標注數據源為第三方，所指的可能是從該第三方處獲得的原始數據。未經花旗集團事先書面同意，本文所有部分皆不得以任何方式複製、影印或複印，或發送給任何非收件人之僱員、主管、董事或授權代理人。

花旗集團可能擔任自營賬戶的主要管理人，亦可為花旗集團的客戶進行本文及後續版本中提及的證券交易中的其他方擔任代理人。

#### 債券對應評級

債券相關信用品質用字母和/或數位記號表示。在市政債市場，這些評級由評級服務機構發佈。其他市場參與者也會使用內部評級以說明信用品質。

債券信用品質評級	評級機構		
信用風險	穆迪 <sup>1</sup>	標普 <sup>2</sup>	惠譽 <sup>2</sup>
<b>投資級</b>			
最高品質	Aaa	AAA	AAA
高品質（非常好）	Aa	AA	AA
高品質（較好）	A	A	A
中級品質	Baa	BBB	BBB
<b>非投資級</b>			
中下級品質（一定程度的投機）	Ba	BB	BB
下級（投機）	B	B	B
差級（可能違約）	Caa	CCC	CCC
高度投機	Ca	CC	CC
未支付票息或已申請破產	C	D	C
違約	C	D	D

<sup>1</sup> 穆迪 Aa 級到 Ca 級的評級結果可添加 1、2 或 3 來表示在同類別中的相對地位。

<sup>2</sup> 標普和惠譽國際 AA 級到 CC 級的評級結果可添加正號或負號以表示在同類別中的相對地位。

(MLP's) ——與能源產業相關的 MLP（業主有限合夥）企業可能呈現高波動性。雖然其歷史波動性並不大，但在特定的市場環境中，與能源產業相關的 MLP 企業可能會表現高波動性。

債券受多種風險影響，包含利率變動、信用風險與提前償付風險等。一般現行利率上升時，固定收益證券價格則將下跌。若發行者之信用評級或信用價值下降，債券即面臨信用風險，其價格亦將下跌。高收益債券由於信用質量較低，將面臨違約風險增加和波動性較高等額外風險。最後，債券可能遭遇提前償付風險。利率下降時，發行人可能選擇以更低的利率借入資金，提前償付先前發行的債券。故原債券投資人將失去該投資之利息收入，並被迫在利率低於先前投資的市場環境中重新投資其資金。

針對能源產業相關 MLP 企業的相關規章制度或徵稅方式的變更。若美國國稅局改變當前一籃子能源產業相關的 MLP 企業的徵稅方式，並據此徵收較高的稅率，或其他監管機構頒布的規章制度影響 MLP 企業產生收入或向普通股股東派發股息的能力，則債券的收益（如有）可能會大幅降低。鑒於產業、區域、政治及監管集中度，投資一籃子與能源產業相關的 MLP 企業，可能會使投資者面臨集中度風險。

抵押支持證券（MBS）包括抵押擔保債券（CMO），也稱作房地產抵押貸款投資渠道（REMIC），並不適合所有投資者。潛在的抵押貸款提前償還會導致投資者提前收回本金，從而導致預期收益率下降，並產生再投資風險。此外，本金的收回也可能慢於最初假設的償還速度，導致證券的平均期限延長至到期日（也稱作延期風險）。

此外，非機構性抵押支持證券的標的擔保品可能在本金和利息支付方面違約。某些情況下會導致證券的收益流下降並造成本金損失。在此基礎上，信用程度不足可能還會導致抵押債券的信用評級下降，從而增加本金損失概率、推高價格波動性。投資次級抵押支持證券面臨的信用違約風險要高於同批發行的優先級證券。在抵押貸款證券由規模相對較小或分散化程度不足的目標抵押貸款池作為擔保標的或表現類似意願的情況下，違約風險可能會更加顯著。

抵押支持證券對利率變動也十分敏感，利率變動或對證券的市場價值產生負面影響。在波動性加劇的時期，抵押支持證券的流動性降低、價格波動加劇。其他引發價格波動的因素包括但不限於提前還款、對未來提前還款的預期、信用擔憂、標的擔保品的表現以及市場的技術性變化。

本報告提及的另類投資具有投機性，可能涉及重大風險而導致損失，包括因使用杠杆或其他投機行為、缺乏流動性、投資回報存在波動性、投資基金對資金轉移的限制、可能缺乏分散性、缺乏估值和定價信息、複雜的稅務結構和稅收申報延遲風險、監管缺失、管理費用高於共同基金，以及顧問風險等。

資產配置無法保證獲利，亦無法保證在金融市場下行時避免損失

各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。指數僅供展示之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。

### 過往業績不能保證未來的投資結果。

與在美投資相比，進行國際投資面臨更大風險，但潛在回報也更高。風險包括外國政治和經濟不確定性以及匯率波動風險。由於國家政府較不穩定，市場與經濟基礎較弱，上述風險在新興市場尤為顯著。

投資小型企業，相比投資成熟企業可能面臨更大的風險，例如經營風險、股價大幅波動和缺乏流動性。

基於鎳、銅等工業金屬期貨合約的期貨指數，除整體影響大宗商品的相關因素外，還可能因工業金屬獨有因素導致價格波動，包括使用工業金屬的產業活動變化（包括人造或合成替代品的可得性）；開採、存儲至煉製等供應鏈環節的變動；庫存的調整；儲存、勞動力及能源成本等生產成本的變動；遵循環境法規等規定產生的合規成本；以及單一消費國內與國際範圍內產業、政府和消費者需求的改變。集中在稻米等農產品期貨合約的期貨指數亦可能因農產品的獨有因素而出現價格波動，包括水患、乾旱與極寒等天氣狀況；政府政策的變動；耕種決策；以及消費者與產業對農產品的需求波動。

本文涵蓋信息不應視為對本文所提及策略、概念或稅務、法律意見的詳細論述。讀者如對本文所述的戰略或概念有興趣，應諮詢各自相應的稅務、法律或其他顧問。

分散化投資並不能保證盈利或免遭損失。不同的資產類別存在不同風險。

**花旗銀行香港分行/新加坡分行是依美國法律成立的有限責任組織。**本文件由花旗私人銀行通過花旗銀行香港分行在港派發。花旗銀行香港分行在香港證券及期貨事務監察委員會登記開展第 1 類（證券交易），第 4 類（就證券投資提供諮詢），第 6 類（就公司融資提供諮詢）和第 9 類（資產管理）受監管業務，中央編號 CE 號為 AAP937。本文件同時由花旗私人銀行通過花旗銀行新加坡分行在新加坡派發。花旗銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。與本文件內容有關的問題，應諮詢上述相關機構的註冊或持證代表。本文內容未經任何香港或新加坡監管機構審閱。本文包含機密和專有信息，僅供符合新加坡合格投資者要求（根據《證券和期貨法》（新加坡第 289 章）（以下簡稱「該法」）定義）和香港專業投資者要求（根據香港《證券及期貨條例》及其附屬法例的定義）的收件人使用。對於受監管的資產管理服務，任何適用委託僅限於與花旗銀行香港分行及/或花旗銀行新加坡分行簽訂。花旗銀行香港分行或花旗銀行新加坡分行可將其全部或部分委託轉授給花旗集團關聯機構或花旗銀行其他分行。任何提及資產組合管理經理名稱之處僅為提供信息之用，本文不應被視為與任何花旗集團其他關聯機構或花旗銀行任何分行的資產管理委託要約，且任何花旗集團其他關聯機構或花旗銀行其他分行在任何情況下都不會與您達成與上述投資組合的相關委託。本文件只提供給在香港登記和/或管理的客戶；本文件並無其他任何聲明可免除、排除或限制客戶依據適用法律法規享有的任何權力或者花旗銀行依法承擔的任何義務。花旗銀行香港分行並無意圖依賴本文件中與其依據的《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》中應承擔義務不相符合或錯誤描述提供給客戶之實際服務的任何條文。

花旗銀行在美國註冊成立，依據美國法律規定主要由美國貨幣監理署和美國聯邦儲備銀行監管，與澳大利亞法律規定有所不同。依據《2001 年公司法》，花旗銀行無需持有澳大利亞金融服務許可證，因其享有《ASIC 類別規則 CO 03/1101》（重新制定為《ASIC 公司法（廢止和過渡性）第 2016/396 號》，並增訂《ASIC 公司法（修訂）第 2022/623 號》）項下的牌照豁免權益。

在英國，花旗銀行倫敦分行（註冊編號為 BR001018）地址為 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB，由美國貨幣監理署授權並受其監管，並由英國審慎監管局授權，受金融行為監管局監管並受審慎監管局部分監管。如有需要，我們可為您提供有關我們受審慎監管局監管的具體情況。花旗銀行倫敦分行的聯繫電話是 +44 (0) 20 7508 8000。

花旗銀行歐洲有限公司（英國分行）是花旗銀行歐洲有限公司的分支機構，由愛爾蘭中央銀行和歐洲中央銀行授權和規管。該分行由審慎監管局授權，接受金融行為監管局的規管以及審慎監管局的有限監管。如有需要，我們可為您提供有關我們受審慎監管局監管的具體情況。花旗銀行歐洲有限公司（英國分行）是在英格蘭及威爾士公司註冊處作為分支機構註冊，註冊分支機構編號為 BR017844。其註冊地址為 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值稅號：GB 429 6256 29。花旗銀行歐洲有限公司在愛爾蘭註冊，編號為 132781，註冊辦事處位於 1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗銀行歐洲有限公司受愛爾蘭中央銀行規管。最終擁有人為位於美國紐約的花旗集團。

花旗銀行歐洲有限公司盧森堡分行是花旗銀行歐洲有限公司的分行，在盧森堡貿易及公司登記處註冊號為 B200204。花旗銀行歐洲有限公司盧森堡分行受歐洲央行和愛爾蘭中央銀行的共同監管，並受金融監督管理委員會有限監管。該分行在盧森堡金融監督管理委員會登記，登記編號為 B00000395，公司地址為 31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg。花旗歐洲有限公司在愛爾蘭註冊成立，註冊號為 132781，受愛爾蘭中央銀行監管，識別號為 C26553，並受歐洲央行監督，註冊地址為 1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

本文件由花旗銀行（瑞士）有限責任公司（註冊地址為 Hardstrasse 201, 8005 Zurich）、花旗銀行蘇黎世分行（註冊地址為 Hardstrasse 201, 8005 Zurich）或花旗銀行日內瓦分行（註冊地址為 2, Quaide la Poste, 1204 Geneva）發送。花旗銀行（瑞士）有限責任公司以及花旗銀行蘇黎世和日內瓦分行由瑞士金融監管局（FINMA）授權和監管。

在澤西島，本文件由花旗銀行澤西島分行發行，該分行的註冊地址為 PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE48QB。花旗銀行澤西島分行受澤西島金融服務監察委員會監管。花旗銀行澤西島分行參與澤西島銀行存款保障計劃（Jersey Bank Depositors Compensation Scheme），該計劃為 5 萬英鎊及以下的合格存款提供保障。任意 5 年期內總賠償金額上限為 1 億英鎊。有關該計劃及計劃覆蓋銀行集團的全面詳情，請參見澤西島網站 [www.gov.je/dcs](http://www.gov.je/dcs) 或按需提出申請。

在加拿大，花旗私人銀行是花旗銀行加拿大分行的一個部門，花旗銀行加拿大分行為第二類加拿大特許銀行。本文中提及花旗私人銀行及其在加拿大的活動僅指花旗銀行加拿大分行，而非花旗銀行加拿大分行在加拿大經營的關聯機構或子公司。花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司（CCIFL）作為花旗銀行加拿大分行的全資子公司，可提供部分投資產品。投資產品均有投資風險，包括可能導致所投本金虧損。投資產品不受加拿大存款保險公司（CDIC）、美國聯邦存款保險公司（FDIC）或任何法律轄區的存款保險制度承保，花旗集團及其所有關聯機構亦不提供擔保。

本文件僅為提供信息參考，不在任何法律轄區對任何人構成出售或購買任何證券的要約。本文件可能進行更新、完善、修訂、核實和修正，因此文中所含信息可能發生重大變更。

對因使用本文件所載訊息（包括疏忽或其他行為導致的錯誤）而產生的任何直接、間接、附帶、特殊或從屬性損害，包括利潤損失，花旗集團及其附屬機構以及任何高管、董事、僱員、代表或代理人概不負任何責任。

花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司 (CCIFL) 目前並非也不會成為加拿大互惠基金經紀商協會 (MFDA) 的成員，因此，CCIFL 的客戶無法獲得具協會成員資格才享有的投資者保護福利，包括加拿大互惠基金經紀商協會成員的客戶投資者保護計劃。

#### 巴林：在巴林，花旗私人銀行依據花旗銀行巴林分行銀行牌照所給予的具體批准開展業務

向巴林客戶營銷和分銷投資基金需要通知巴林中央銀行，且對象僅限於下文定義的超高淨值投資者。供巴林本地客戶認購的所有產品均須滿足最低投資認購標準。

超高淨值投資者是指：

- (a) 最低淨資產（或與配偶共同擁有的淨資產）為 2500 萬美元或以上的個人；
- (b) 可投資性金融資產不低於 2500 萬美元的企業、合夥企業、信託或其他商業企業；或
- (c) 政府、超國家組織、中央銀行或其他國家貨幣當局，以及以投資金融工具作為主要活動的國家組織（如國家養恤基金）。

#### 環球消費者銀行（亞太及歐非中東地區）：

「花旗分析師」指花旗研究 (CR)、花旗環球金融有限公司 (CGMI)、Citi Global Wealth Investments (CGWI) 以及花旗環球投資委員會的有權表決成員。花旗銀行及其關聯機構/子公司並未在本文件的實質內容或編寫過程中提供獨立的研究或分析。

本文件涵蓋的信息來源於 CGMI 和 CGWI 發布的報告。這些信息的提供是基於 CGMI 和 CGWI 認為可靠的消息來源。CGMI 和 CGWI 不能保證文中信息的準確性，這些信

息可能並不完整或被提煉壓縮。所有意見和預測構成 CGMI 和 CGWI 截至本文發布之日的判斷，若有任何變更，恕不另行通知。本文件僅為提供一般信息參考，無意作為購買或出售任何證券或貨幣的推薦、要約或邀請。未經花旗銀行事先書面同意，本文件所有部分皆不得以任何方式複製。文件在編寫時未考慮任何具體投資者的目標、財務狀況或需求。任何人士在考慮開展具體投資時，應根據其目標、財務狀況或需求判斷該項投資是否適當，並應就該項投資的適當程度或其他方面尋求獨立意見。投資不是銀行存款，亦非花旗銀行、花旗集團、二者的關聯機構或子公司、或其他政府或保險機構的義務，也未經上述公司或機構承保或擔保，投資具有投資風險，包括可能導致所投本金虧損。投資於非本地貨幣基金的投資者應注意可能導致本金損失的匯率波動風險。過往業績不能預示未來的投資結果，價格可能上升或下跌。投資產品無法提供給美國投資者。投資者應意識到，他/她有責任就其投資交易的法律和稅務後果尋求法律和/或稅務建議。如投資者變更住址、公民身份、國籍或工作地，他/她有責任了解該等變更對他/她的投資交易的影響，並在該等變更生效時遵守所有適用法律法規要求。花旗銀行不向投資者提供法律和/或稅務建議，亦不負責就交易相關的法律問題向投資者提供建議。

花旗研究 (CR) 是花旗環球金融公司（即「本公司」）下屬部門。花旗環球金融公司與研究報告中所提及的公司存在或有意開展業務往來。因此，投資者應意識到本報告可能存在利益衝突的情況並導致報告的客觀性受到影響。投資者在做出投資決策時僅應把這份報告當作其中一項影響因素。

如需了解更多信息，請參考

[https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi\\_research\\_disclosures](https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures)

#### 市場特定披露聲明

**香港：**本文件由花旗銀行（香港）有限公司 (CHKL) 和/或花旗銀行香港分行 (CBNA HK, 花旗銀行是依據美國法律成立的有限責任公司) 在香港派發。CHKL 和 CBNA HK 在本文件的基本內容或編制中並未提供獨立研究或分析。儘管確信本文件信息來源可靠，但 CHKL 和 CBNA HK 並不保證信息之正確性及完整性，並無須對文中信息所導致的任何直接損失或後果負責。

本文僅為提供一般信息參考，無意作為購買或出售任何產品或服務的推薦、要約或邀請，且不應被依賴視作財務建議。本文信息並未考慮任何特定投資者的目標、財務狀況或需求。考慮進行某項投資的人士，應根據其自身目標、財務狀況或需求考慮該投資的適合性，並應在作出投資決定前尋求獨立意見。閣下在作出任何投資決定前，應先獲取和考慮相關產品的條款及條件以及風險披露聲明，並考慮其是否適合閣下的目標、財務狀況或需求。建議投資者在投資前取得獨立的法律、財務和稅務建議。投資並非存款，不受香港的存款保障計劃保障，且面臨投資風險，包括可能損失所投資本金。

若在任何司法管轄區向任何人士派發該等資料屬於非法行為，則本文不構成對該等司法管轄區派發資料之行為。

CHKL 不提供全權委託投資組合管理服務。

**新加坡：**本文在新加坡由花旗銀行新加坡有限公司 (CSL) 派發至選定的 Citigold/Citigold Private Client 客戶。CSL 在本文件的基本內容或編制中並未提供獨立研究或分析。如對本文有任何疑問或欲了解任何與本文有關的事宜，請聯繫您在 CSL 的 Citigold/Citigold Private Client 客戶關係經理。投資產品並未根據新加坡《存款保險及保單持有人保障計劃法》的規定參保，且不符合存款保險計劃規定的存款保險保障資格條件。

本文僅為提供一般信息參考，不應被依賴視作財務建議。本文信息並未考慮任何特定人士的目標、財務狀況或需求，且並非旨在作為對本文所提及的策略或概念的詳細論述，亦非旨在作為稅務或法律建議。任何人士若對本文提及的策略或概念感興趣，均應酌情諮詢其獨立的稅務、法律、財務或其他顧問。若在任何司法管轄區派發該等資料或作出任何要約未獲准許，或向任何人士派發該等資料或作出要約屬於違法行為，則本文不構成在該等司法管轄區派發該等資料或作出該等要約或邀請之行為。

在進行任何投資之前，各投資者請務必獲取投資發售資料，其中包括風險、費用和開支以及往績記錄（若有）的描述，可在制定投資決策時綜合考量。投資者如有興趣，應就本文所討論的問題酌情徵詢其財務顧問的意見。若投資者決定不徵詢該等意見，則應仔細考量與投資相關的風險，並根據投資者自己的特定情況作出決定，確保該投資與投資者的投資目標相一致，並評估投資產品是否適合自己。儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗銀行新加坡有限公司並不保證信息之正確性及完整性，並無須對文中信息所導致的任何直接損失或後果負責。

花旗銀行新加坡有限公司不提供全權委託投資組合管理服務

**阿聯酋：**本文件在阿聯酋由花旗銀行阿聯酋公司（Citibank N.A. UAE）分發。花旗銀行阿聯酋公司為阿聯酋證券和商品管理局（SCA）持牌機構，已獲准從事金融業務，牌照號為 602003。

花旗銀行阿聯酋公司在阿聯酋中央銀行註冊，其迪拜阿爾瓦斯爾分行牌照號為 BSD/504/83，迪拜酋長國購物中心分行牌照號 13/184/2019，沙迦分行牌照號為 BSD/2819/9，阿布扎比分行牌照號為 BSD/692/83。

本文件並非花旗集團的正式結單，可能並未反映閣下在花旗銀行或通過花旗銀行進行的所有投資。關於閣下賬戶和交易的準確記錄，請查閱閣下的正式結單。在進行任何投資之前，各投資者請務必獲取投資發售資料，其中包括風險、費用和開支以及往績記錄（若有）的描述，可在制定投資決策時綜合考量。各投資者應仔細考量與投資相關的風險，並根據投資者自己的特定情況作出決定，確保該投資與投資者的投資目標相一致。在任何時候，花旗集團公司均可能因向客戶提供產品和服務而向其關聯機構及代表提供報酬。

**英國：**本文件在英國由花旗銀行英國有限公司（Citibank UK Limited）分發，在澤西行政區由花旗銀行澤西分行分發。

花旗銀行英國有限公司由審慎監管局授權，由金融行為監管局和審慎監管局規管。該公司的金融服務註冊編號為 805574。花旗銀行英國有限公司是在英格蘭及威爾士註冊的股份有限公司，註冊地址位於 Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB, Companies House Registration No. 11283101。

花旗銀行澤西分行受澤西金融服務委員會規管。花旗國際個人銀行（Citi International Personal Bank）是花旗銀行在澤西註冊的商業名稱。花旗銀行澤西分行的地址為 P.O.Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗銀行是在美國註冊的有限責任公司。總部地址：399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

© 花旗銀行英國有限公司和花旗銀行版權所有（2023）。

© 2023 花旗集團。Citi、加弧形設計的 Citi 和其他在此使用的標誌，皆為花旗集團或其附屬機構的服務標章，在全球各地使用並註冊。