

動盪時期  
要構建  
更強韌的  
投資組合





年中投資展望 | 2019

# 檢視清單

自年初以來，您的投資組合有何變化？

若無定期評估和調整，您的投資組合可能會逐漸偏離您的建議配置，導致犧牲創造回報的機會，並承擔不必要的風險。

為了幫助您構建符合配置建議及投資主題的投資組合，我們可以為您提供詳細的報告，展示您的投資組合與主要指標對比的情況。

您的客戶關係團隊將會針對所發現的問題，為您推薦合適的方案。

2019年，已經有超過3482名客戶收到了專屬的個人化的投資展望檢視清單（Outlook Watchlist）報告\*。您何不現在就向您的客戶關係團隊索取這份報告呢？

\* 截至 2019 年 5 月 15 日。推薦配置建議是指基於我們對客戶投資目標及風險承受能力之理解的參考配置。

全 球 公 民 的 私 人 銀 行

投資產品：非聯邦存保公司擔保 · 非加拿大存保公司擔保 · 非政府擔保 · 無銀行保證 · 可能失值

# 動盪時期要構建 更強韌的投資組合

年中投資展望 | 2019



# 目 錄

8	前言
10	在不確定性中構建明智的投資組合
16	您的投資組合準備好迎接“G2 時代”了嗎？
18	剛剛越過危險地帶
	焦點   新興市場何時會再有出色表現？
	焦點   審視並重申我們的 2019 年投資主題
30	我們的運作方式
	焦點   系統地選擇另類資產投資
39	為您的投資組合尋求有利機會
	焦點   運用全球主題性股票投資建議的驅動力

7

# 動盪時期要構建 更強韌的投資組合

David Bailin | 投資辦公室首席主管



金融市場已歷經六個月的動盪局面。在經歷了2018年年末的劇烈拋售後，2019年市場以強勢反彈開局。然而，2019年5月，不斷升級的美中貿易戰和對經濟再次放緩的恐慌，市場回吐早前的部分收益。

市場現在反映出世界貿易形勢日益不穩定和政治極端化加劇，正如我們在歐盟議會選舉中所看到的那樣。我們再次呼籲投資者與其坐著等待新聞消息，不如積極採取行動。《2019年投資展望》（12月5日發布）的核心建議是，構建強韌的投資組合以應對動盪時期，進行資產保護。我們應該包括以下幾種資產構建更強韌的投資組合：更優質的全球固定收益證券、盈利及股息不容易受到貿易影響的股票，以及長期來看可以分散投資組合風險的另類投資。對沖投資組合可能變得更加昂貴，但這並不意味著對沖相對於風險來說是昂貴的。我們對於讓現金更加有效的另一項建議是，投資於廣泛而多樣化的債券和現金替代品，而非假設“現金”是在動盪時期管理投資組合的最佳方式。

《2019年中投資展望》是我們有關今年剩餘時間及以後的路線指引。“以更強韌的投資組合應對動盪時期”反映出我們的觀點，即全球經濟和市場已成功渡過了2018年末和2019年初所面臨的嚴重困境，特別是由於美聯儲退出貨幣緊縮政策——參閱《剛剛越過危險地帶》。

他們現在再次面臨貿易保護主義的新威

脅。不過，如果政策制定者亦採取行動來控制這一風險，我們認為經濟增長和市場上行趨勢可以持續到2020年。

許多投資者仍心存憂慮，但我們有理由保持投資組合滿倉投資。不斷增長的盈利和2018年末的拋售，共同壓低了股票估值。我們還預計，通脹將得到控制，信貸風險將得到緩解。然而，我們還遠未達到可以自滿的程度。我們認識到各種重要風險，尤其是美中貿易緊張局勢惡化的風險——參閱《在2019年及未來更長時間明智投資》。因此，我們的方法是強調尋求新的機會，同時將投資組合轉向更安全的領域。

除了路線指引之外，我們還提供了實施建議的具體步驟。《為您的投資組合尋求有利機會》點出了您在當前晚周期環境中可能會考慮的策略示例。它們包括在對沖下行風險的同時，尋求持續的市場上行，以及針對我們投資主題的多元化股票部位。我們還探討了世界上最成功的一些投資者始終遵循的重要原則，展示出我們能夠如何幫助將這些原則應用於您的財富——參閱《我們的運作方式》。

花旗私人銀行仍然是您的合作夥伴，引導您安然渡過動盪時期。我們期待著與您親自討論我們的《年中投資展望》觀點，並為您的投資組合提供定制化策略。

能夠擔任您的顧問，是我們的榮幸！

# 九個步驟強化您的投資組合，渡過 2019 年及以後更長時間：

- 1 **現在就評估您的投資組合。**索取您的投資展望檢視清單，與您的投資顧問討論投資機會。尋求我們全球投資實驗室的獨到見解。
- 2 **瞭解您的風險狀況。**若您所處的情況或風險承受能力已發生變化，請調整您的投資組合。
- 3 **別試圖短期投機 -**這是愚者的遊戲。
- 4 **透過全球多元化和增配高質量資產，保持您的投資組合價值。**
- 5 **聘請全權管理人根據事件的發展重新調整您的投資組合。**
- 6 **更明智地管理您的現金 -**所有的現金。
- 7 **探索風險管理工具及具有不同風險回報特性的策略。**
- 8 **在您的投資組合內創建投機性元素，**以便您能在發生異常事件和短期的市場混亂期間，進行投資。
- 9 **更頻繁地尋求我們的建議，**讓我們幫助您理解數據，解釋投資方向線索。

# 在不確定性中 構建明智的投資組合

David Bailin | 投資辦公室首席主管

在 2019 年下半年和 2020 年駕馭全球市場，需要關注新的地緣政治風險和經濟機遇，同時將滿倉投資組合轉向更安全的領域。

隨著 2019 年上半年接近尾聲，不確定性籠罩市場。這種不確定性在很大程度上是由不斷升級的國際貿易緊張局勢造成的。整個 5 月，有關貿易衝突的新聞報道滿天飛揚。在美中之間的主要鬥爭中，中國似乎強化了其談判立場。為此，美國提高關稅，而中國也採取了相應的反制措施。

貿易戰的範圍也因此擴大局面。美國威脅聲稱，除非墨西哥幫助遏制非法移民進入美國，否則將對所有從墨西哥進口的商品加徵關稅，這項事態發展令人擔憂。在《年中投資展望》即將發布之際，特朗普總統還表示，美國將不再把印度列為“發展中國家”，進而結束美國對許多印度出口商的關稅豁免。總統接下來可能會把注意力轉向尚未解決的美歐貿易爭端。

國際貿易不確定性的增加可能會逐漸影響到經濟數據。不過，它可能會更早蔓延於世界各地的公司董事會。隨著經濟風險增加，謹慎的企業領導人往往會迅速採取行動以穩固自己的企業，尤其是推遲資本投資計劃。



## 我們認為，全球金融市場尚未完全計入貿易戰可能產生的所有後果。

他們還面臨著如何根據關稅變化調整定價的艱難抉擇。如果貿易不確定性持續存在或惡化，投資推遲和價格上漲對全球經濟增長的威脅將會日益加劇。

潛在影響涉及很多方面。關稅帶來的成本上升只會部分轉嫁給消費者，並擠壓這些商品的利潤率。銷量將隨之下降。資本投資可能會受到影響，即便是企業被迫支出以重新配置供應鏈，以確保營運得以順暢流動。習慣了以基本不受約束之方式開展國際貿易的跨國公司可能會發現，自己面臨著幾十年來從未遇到過的壁壘。規模較小的公司，既不能迅速建立庫存，也沒有那麼大的財務靈活性，將更容易受到衝擊。

我們認為，全球金融市場尚未完全消化貿易戰可能產生的所有後果。近來，否定決議的可能性明顯上升。因此，花旗私人銀行在本期《年中投資展望》中傳達的訊息很明確：保持您的核心投資組合滿倉投資，但要提高其持有的質量。接下來，我們將探討其中的原理及操作方法。

### 回顧幾個月前……

在近期貿易戰升級之前，2019年初的幾個月見證了一系列令人難忘的翻盤時刻。在高爾夫球領域，我們看到歷史上最偉大的一位球員重新找回了他在巔峰時期的狀態，贏得了他11年來的首個大滿貫賽冠軍頭銜。在歐洲頂級俱樂部足球錦標賽上，兩支球隊在看似不可能的半決賽中取得勝利，進入全英決賽。

同樣地，全球金融市場2018年結局糟糕透頂，但隔年即上演驚人復甦。在經歷了自大蕭條以來最糟糕的12月份之後，標普500指數在2019年第一季度上漲13.7%。以摩根士丹利資本國際全球指數為代表的全球股市同期上漲12.5%，而美國企業固定收益上漲5%。

今年3月，美國收益率曲線短暫反轉，加劇了市場對美國可能陷入衰退的擔憂。這些可能會分散人們對積極因素的注意力，例如美聯儲退出貨幣緊縮政策——參閱《剛剛越過危險地帶》。

面對貿易不確定性，盈利增長的前景受到威脅。

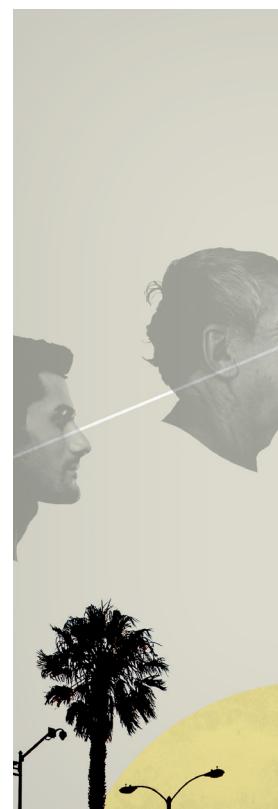
## 股票估值下調

事後看來，更大的新聞是股票估值大幅下跌。例如，在美國，2018 年每股收益增長了 23%，2019 年第一季度又增長了 2%。然而，美國股票價格同期持平，從而導致價格/收益倍數大幅收縮。目前，該倍數維持在 16.8 的長期均值附近。鑑於當前的低利率環境，這似乎很難產生泡沫。全球股市的市盈率約為 15 倍。與此同時，新興股市的市盈率約為 12.2 倍，相對值和絕對值都較低。

儘管股票估值變得更具吸引力，但我們也非常清楚，在 2019 年餘下時間乃至 2020 年，需要有盈利增長來推高這類資產的價格。近年來，未來股票表現與企業盈利之間的相關性有所增強——圖 1。正如我們所指出的，面對貿易不確定性，盈利增長的前景受到威脅。

12

圖 1. 更緊密地並肩前行



## 通脹被抑制，緩解信貸風險

2018年，隨著股票估值重歸低位，全球固定收益類資產出現反彈。在預期全球經濟將溫和增長的背景下，低通脹是推動這一趨勢的關鍵因素。今年5月，固定收益產品的漲勢延續，反映出受貿易戰恐慌情緒推動，投資者轉向優質產品。雖然各主要經濟體的工資增長都呈上升趨勢，但對消費價格的影響却不大。鑑於目前經濟周期已經過了10年，這種抑制通脹代表著出人意料的積極消息。因此，貨幣政策制定者可以專注於保護經濟增長，而非對抗不斷上升的價格壓力。

到2019年5月中旬，高收益債券再融資創紀錄，達到720億美元。這緩解了人們對美國債券市場失靈的擔憂，此前美國在2018年12月完全沒有發行債券。自2008-2009年金融危機以來，美歐銀行資產負債表也已大幅改善，似乎不大可能出現新的信貸危機來衝擊全球經濟體係。

## 中國綜合症；墨西哥回歸及歐盟——日本不確定性

正如我們早些時候討論過的，美中貿易戰意外惡化。5月5日談判突然破裂後，特朗普總統對中國進口商品加徵高額關稅，而中國亦實施了報復性措施。受到美國經濟韌性的鼓舞，特朗普認為，美國能夠在不造成嚴重損害的情況下消化關稅影響。中國領導人習近平似乎也對他們毫不妥協的談判立場充滿信心。此前，他們推出的一系列刺激政策幫助提振了地方借貸活動、國內投資和股市。雙方似乎都低估了對方的決心。

除非現在談判進程出現令人驚喜的進展，否則我們認為，貿易戰很可能對兩國產生實質性的經濟影響。在美國，關稅可能導致普通家庭每年消費價格上漲數百美元。這可能會抵消2017年實施減稅政策為家庭收入帶來的部分提振。中國方面，美國對出口至美國商品徵收25%的關稅，相當於中國國內生產總值的1%左右，但約占工業企業利潤的10%至15%。這種影響也可能波及中國境內其他公司。

我們認為，美國目前不會尋求立法支持通過另一項重大財政刺激計劃。相較而言，中國更有能力在激烈的貿易戰中“盡一切努力”維持經濟穩定。由於沒有四年一次的選舉壓力，中國當局能夠從長遠角度看待經濟問題，而特朗普總統却要為即將到來的競選連任做準備，過程會極為艱難。



## 貿易對每股收益的影響

貿易戰拉鋸時間越長，捲入其中的國家越多，對全球經濟增長和企業盈利的負面影響就會越大。我們的估計範圍從適度的負面影響到導致衰退的累積影響等等。可以肯定的是，到目前為止，事態發展的影響是消極的。

## 如何因應：限制損失，而非回報

考慮到溫和的經濟和盈利增長以及低通脹的前景，我們預計 2019 年和 2020 年市場將繼續保持溫和的上行潛力，即使面臨貿易戰。我們不希望投資者在這時試圖短期投機。若要長期追求最佳投資成果，您應當始終保持滿倉投資。短期投機是行不通的，大多數在 2018 年和 2019 年嘗試過市場時機選擇的人最終要麼賺了錢，要麼錯過了盈利機會——參閱《我們的運作方式》。真正重要的是擁有一個精心構建的、全球多元化的核心投資組合。如果您擔心未來幾年出現下跌，可以考慮那些提供明智風險資產部位的資本市場策略，比如上行參與，防範下行——參閱《為您的投資組合尋求有利機會》。

重組投資組合風險回報特徵的對沖機會，其成本仍低於近期可能出現的水平。

在您的全球多元化核心投資組合中，我們敦促您提高目前所持股票的質量，轉向更有可能抵禦衝擊的行業和領域。如果您在當前晚周期環境中對股市感到擔憂，務必提醒自己歷史的教訓。像如今這樣的時期實際上是回報率第二高的時期——圖 2。

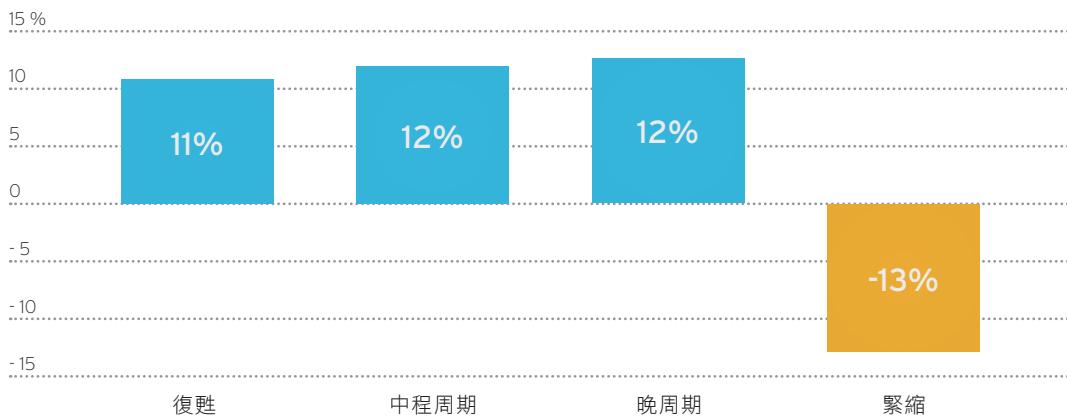
為了幫助抑制投資組合的波動性，我們推薦有選擇性的全球固定收益投資。我們的環球投資委員會最近將其全球固定收益策略配置調高至增持，這是自 2012 年以來的首次。我們敦促不要冒不必要的信貸風險，並強調中短期優質債券，這些債券已從美聯儲迄今的升息中受益。

要為 2019 年剩餘時間乃至更長時間做好準備，您可以採取的明智行動包括：在全球範圍內進行多元化投資，提高所持資產的質量。我們還強調其他重要的投資原則，可以幫助您實現這一點——參閱《我們的運作方式》。綜上所述，我們相信這些步驟有助於您的核心投資組合限制損失，而非回報。讓我們來告訴您怎麼做。

我們不希望投資者嘗試  
短期投機。

圖 2. 美國股市回報率（按商業周期階段劃分）

標準普爾 500 指數自 1985 年以來的平均年化回報率



資料來源：Haver 分析、彭博資訊，截至 2019 年 5 月。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。所示數據僅供說明之用。



# 您的投資組合準備好 迎接“G2 時代”了嗎？

David Bailin | 投資辦公室首席主管



## 貿易戰頭條僅標誌著一場重大全球經濟競爭的開始

16

世界上兩個經濟超級大國之間正在進行一場重大的鬥爭。當前美中貿易戰只是這場衝突最明顯的表現，主導著總統推文和新聞頭條。然而，潛在的緊張遠遠超出了世界第一大和第二大經濟體之間的貿易關係。中國持續的經濟增長正在多個方面引發與美國的衝突。我們認為，這種情況可能會繼續下去，對投資者產生深遠影響。

在經濟領域，中國正在美國數十年來一直占據主導地位的多個領域向美國發起挑戰，包括製藥和生物技術研究，以及更廣泛的高科技領域，中國宣稱要在 2049 年

成為世界主導力量。顯然，美國認為問題很嚴重，開始限制其對手在某些領域的投入。中國雄心的影響往往遠超商業和經濟範疇。

中國的“一帶一路”倡議就是一個很好的例子。為國際運輸通道及其他海外基礎設施融資，顯然是為了加強中國的貿易網絡。不過，這也可能強化中國在相關國家的外交影響力。與此同時，中國正在爭取美國在西方世界以及非洲的多個長期盟友。當然，這是在美國全球事務轉向更加孤立主義立場的背景下發生的。



從南海到朝鮮，再到臺灣海峽，中國將繼續發揮越來越大的影響力。

17

花旗私人銀行認為，未來幾十年，美中鬥爭將成為政界人士、商界領袖和投資者關注的焦點。從南海到朝鮮，再到臺灣海峽，中國將繼續發揮越來越大的影響力。無論當前美中貿易戰結果如何，未來在知識產權、數字化領域的隱私、進入中國市場和匯率政策等問題上達成實質性協議會越來越大。

這兩個大國之間不斷升級的競爭對全球投資者意味著什麼？我們認為，只要美中之間不爆發直接軍事對抗，未來幾年就可能出現大量具有長期吸引力的投資機會。不同於特定行業中單一明確的領導者，幾家

公司可能會分享領導權，投資組合須反映出這一點。西方公司可能會在中國的勢力範圍內面臨限制，而中國公司在西方市場的經營也可能面臨艱巨的障礙。然而，在許多其他市場，美國和中國的商業巨頭最終可能會展開正面競爭。在這第三個領域，“G2 集團衝突”可能會最為激烈，投資者應當謹慎地選擇投資領域。

花旗私人銀行隨時準備成為您的合作夥伴，在這些重大事件發生時給予指引與建議。我們認為，要開始為 G2 時代的新現實做好準備，並且要越早越好。

# 剛剛越過 危險地帶

Steven Wieting | 首席投資策略分析師、首席經濟專家

全球經濟和金融市場目前剛剛越過危險地帶，但風險猶在。雖然許多投資者都很擔心，但我們強調在限制潛在損失的同時，尋求更高回報的方法。

18

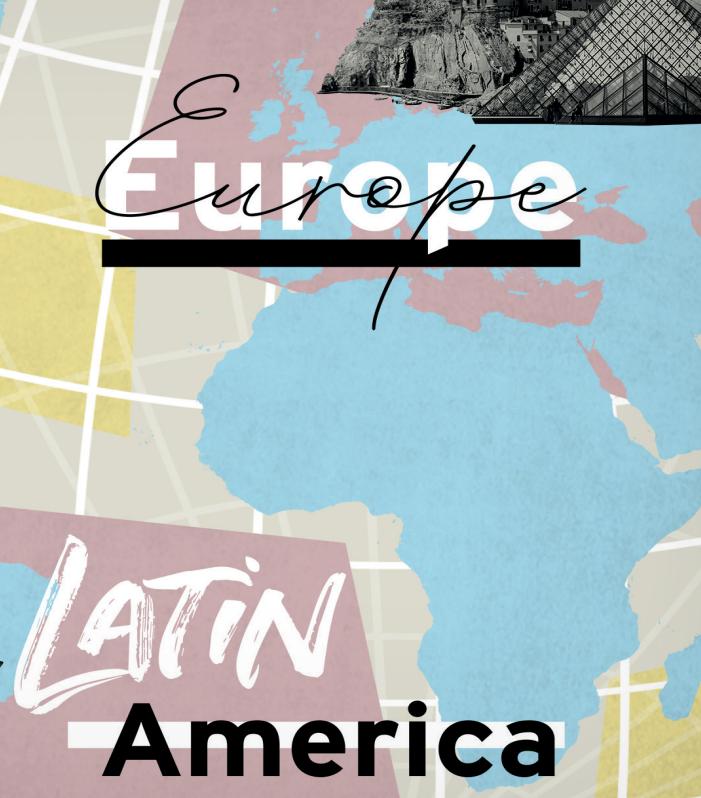
2018 年底，全球經濟和金融市場進入危險地帶。自 2015 年以來，美聯儲已九次升息，並計劃在今年進一步升息，這在一定程度上將美國緩慢的經濟增長置於危險之中。然而，貨幣緊縮並不是唯一的威脅。中國和歐洲經濟增長放緩的跡象明顯，有關國際貿易的恐慌情緒蔓延，地緣政治擔憂日益加劇。在這種不確定性中，風險資產遭受嚴重錯位。美國股市 12 月份的表現是大蕭條以來最為糟糕的。

花旗私人銀行預見到了其中一些挑戰。12 月初，我們發布了《2019 年投資展望》，標題為“**保護資產：動盪時期要建構更強韌的投資組合**”，建議客戶保持建設性配置，但也要強化他們的投資組合。在去年 12 月份的混亂之後，我們建議將戰術現金轉移到已經從重創後反彈的股票和固定收益資產（圖 1）。

撰寫《2019 年中投資展望》時，我們看到貿易風險大幅上升。2019 年 5 月美中貿易談判的破裂，以及針對移民問題對墨西哥發出的懲罰性貿易威脅，再次令經濟前景黯淡。美國國債上漲突顯了這一消息的潛在負面影響，因為一旦關稅生效，企業利潤可能會受到嚴重影響。因此，花旗私人銀行對客戶的建議值得一再反覆提醒。提高投資組合的質量將使投資組合更具韌性，進而能夠承受交易不確定性所帶來的意外影響。

那麼，全球經濟和市場目前在多大程度上走出了危險地帶？到底哪裡出了問題而又有何變化發展？以及，您應該如何配置 2019 年餘下時間及以後的投資組合？





提高投資組合的質量將令投資組合更具韌性，並具備承受貿易不確定性風險的能力。

圖 1. 我們的資產配置和回報率預估

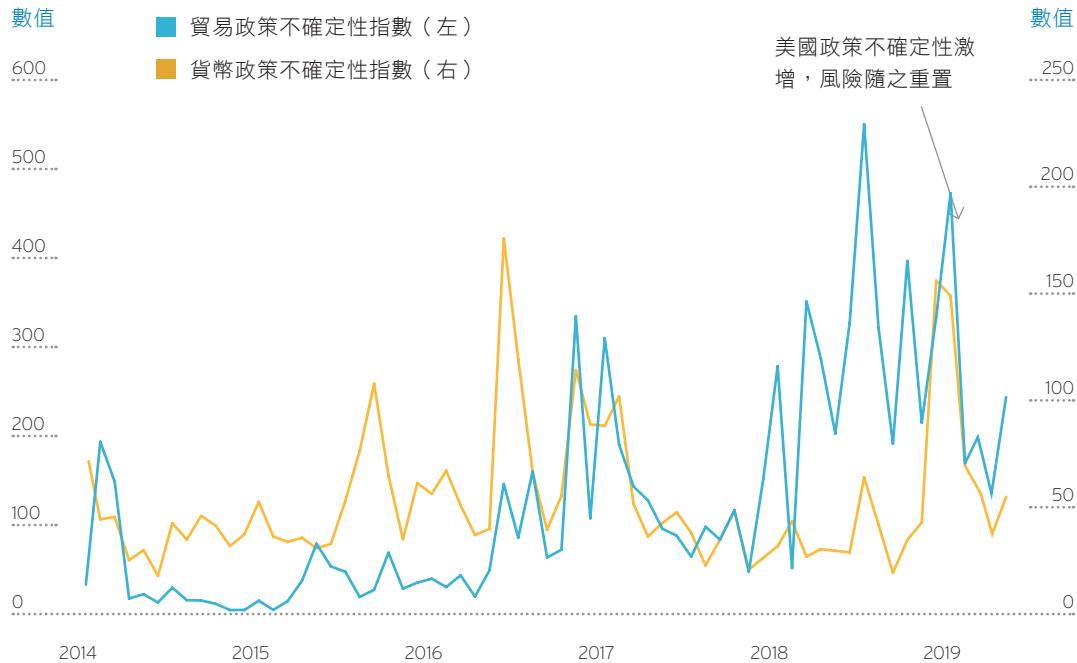
	目前配置 (%)	目前主動加權-戰術 vs. 戰略 (%)	先前主動加權-戰術 vs. 戰略 (%)	年初至今當地總回報率 (%)	1 年期戰術回報率預估 (%)	10 年期年化戰略回報率預估 (%)
全球股票	35.8	-2.0	2.0	12.6	7.0	6.2
全球固定收益	39.8	-2.0	0.0	3.6	2.0	3.6
另類投資 *	21.8	n/a	n/a	n/a	n/a	10.1
大宗商品	0.0	0.0	0.0	6.5	1.0	2.2
現金	2.5	0.5	-2.0	0.9	2.0	3.2

\* 私募股權、房地產、對沖基金

註：全球股票策略回報估計由已開發市場指數和新興市場指數加權組合而成，已開發市場指數為 +5.3%，新興市場指數為 11.4%。

資料來源：定量研究與全球資產配置（ORGAA）、環球投資委員會（GIC）。定量研究與全球資產配置（ORGAA）團隊每年以花旗私人銀行的自適應估值策略（AVS）方法來創建戰略資產配置。環球投資委員會則利用風險等級為 3 級的對沖基金投資組合，對自適應估值策略的全球美元做出減持和增持決策。以下戰術/戰略配置反映了 2019 年 6 月 3 日環球投資委員會會議的結果。增持/減持 = 戰略和戰術配置之間的差異，可能因四捨五入而導致細微差別。所有配置由花旗私人銀行環球投資委員會斟酌，可能有所變更。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

圖 2：貿易和貨幣政策不確定性指數



資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 19 日。

## 哪裡出了問題？

2018 年，美國及其他國家的政策制定者過度冒險。美聯儲似乎將美國經濟 3% 的快速增長視為永久性的，而非受到減稅提振。在 2018 年升息四次之後，美聯儲預計 2019 年還將升息三次。除此之外，它還在收緊貨幣政策，每月減持 500 億美元債券，減持期限未定。與此同時，歐洲央行在去年 12 月份市場動盪期間結束了其每月 300 億歐元的債券購買計劃。簡而言之，對於當時比當前數據顯示更為脆弱的市場而言，這些活動加在一起“太多了”。

過度激進的貨幣緊縮並不是唯一的危險。進入去年，我們將可能爆發的貿易戰視為最大的宏觀經濟風險，儘管這不是我們的基本觀點。美國、中國及其他國家確實提高了關稅，改變了全球許多生產商的營商環境。貿易政策的不確定性激增（圖 2），而全球許多地區（包括美國在內）的商業信心也相應下降。

在利率上升、人們對貿易戰心存恐慌以及商業信心下降的背景下，我們認為，美國經濟衰退的可能性升至 2008 年“大蕭條”以來的最高水平（圖 3），儘管美國經濟脆弱性的嚴重程度和範圍與 10 年前大不相同。

## 從那以後又有哪些正面進展……

2018 年末市場動盪對全球政策制定者發出了可怕的警告。2018 年 12 月，美國信貸市場為有史以來最少的借款者提供了融資。美國股市去年第四季度下跌近 20%。慶幸的是，政策制定者在這些警告造成不可逆轉的傷害前就已有所警覺。美聯儲從 2019 年的基本預測中取消進一步升息，並且宣布，將於 2019 年 9 月結束縮表。今年 3 月份，歐洲央行推出新一輪刺激計劃，並表示，其目前設想至少在 2019 年之前保持利率不變，而非只是今夏。

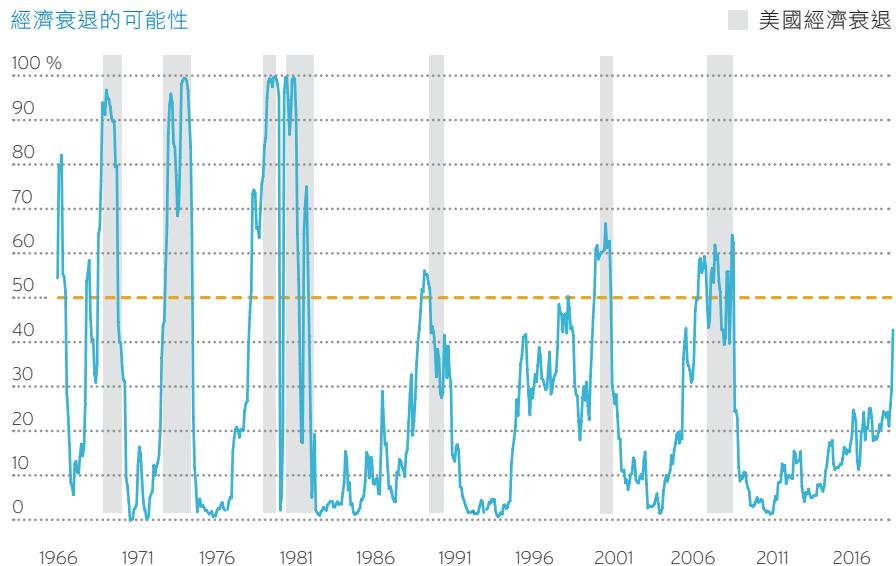
美國收益率曲線（美國經濟衰退的最佳長期預測指標）在 3 月底出現倒掛。但我們認為，貨幣當局的行動是及時的。從 2018

年主要風險驅動因素的角度來看，我們認為美聯儲改變策略之舉降低了衰退的風險。

不幸的是，導致市場在 2018 年下跌的第二個關鍵政策風險再次出現。正如大衛·貝林所討論的那樣，年初美國和中國經濟的強勁增長，可能激發了雙方進一步推進衝突。美中等貿易問題能否得到解決至關重要。如果美國對中國和墨西哥的所有關稅威脅最大化，美國從進口商徵收的關稅將相當於美國大型資本公司利潤的 17%。

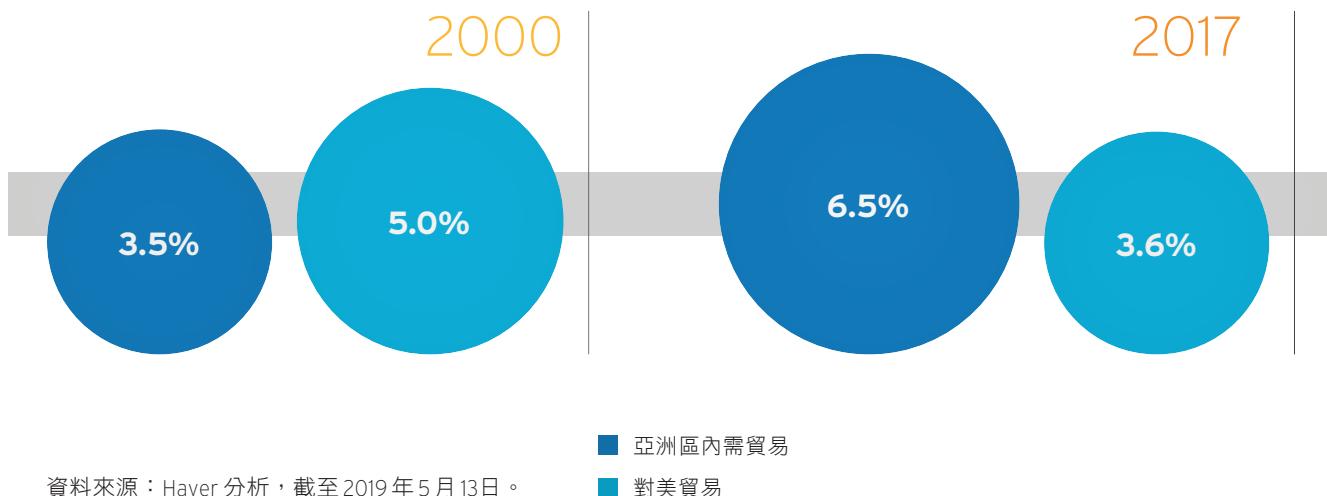
不過，如果達成協議，我們可以想像會出現與 2019 年第一季度類似的反彈。在沒有嚴重貿易衝擊的情況下，我們認為即使不重複 2018 年的減稅措施，美國經濟也能以略高於 2% 的速度增長。

圖 3：預計美國經濟在未來 6 個月陷入衰退的可能性



資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 13 日。

圖 4：亞洲區內需貿易增長與對美貿易



資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 13 日。

22

與此同時，中國經濟增長也面臨著類似的威脅，比美國早 9 個月左右。中國政府此前曾收緊信貸政策，以降低金融體係內的風險，儘管這是以一定程度的經濟增長作為代價。然而，面對美國發起的貿易戰，他們去年開始逆轉緊縮措施，其效果已經顯現，中國在 2019 年第一季度的增長強於預期。

儘管我們認為，全球最大的兩個經濟體——美國和中國——第一季度的強勁增長具有誤導性，因此可能令人困惑，但政策行動和領先指標顯示，這兩個經濟體的增長都應保持到 2020 年。

我們在其他地方看到了謹慎樂觀的理由。在亞洲，中國以外的經濟增長也證明是有韌性的，國內需求的增長和區域內貿易的增長減少了亞洲對美國的依賴。亞洲國家

貿易份額的增長，可能會限制美中衝突的區域溢出效應（圖 4）。儘管拉丁美洲的經濟復甦仍低於平均水平，但亦有所增長。同樣，除非貿易衝突嚴重加劇，對於全球經濟整體而言，我們將看到經濟增長會有令投資者雀躍驚喜的約 3% 增幅表現。

## 貿易猛獸回歸

儘管貨幣當局迄今成功應對了 2018 年末和 2019 年初出現的危險，但我們仍對經濟緩慢增長面臨的威脅保持警惕。特朗普總統將中國對美 2000 億美元出口商品的關稅再提高 15 個百分點。政府已經宣布計劃對所有中國進口商品徵收 25% 的關稅，可能就在特朗普與習近平主席 6 月底於日本會晤之前。之前達成協議的努力均已宣告失敗。

這種脆弱性並非中國獨有。美國消費者和企業必須承擔關稅的代價。

美國資訊科技（IT）企業在中國本土的營收占比高達 15%，幾乎是美國其他行業的三倍。同樣，損害中國經濟也必然會損害其他國家，包括德國資本品出口商和美國農民。

我們不認為提高關稅便會遏制世界經濟增長。我們承認，各地區關稅和反關稅的嚴重和持久升級可能大大提高威脅水平。與安全相關的各種風險也有所上升。這些包括美國對伊朗石油出口實施制裁的爭議，以及使美中關係進一步複雜化的技術安全問題。除了暫時的疲軟，金融市場對這些問題的解決相對樂觀。

## 繁榮時期的泡沫風險

除了一系列尚未解決的國際爭端，還有什麼可能最終結束目前的經濟增長以及隨之而來的風險資產牛市呢？

有一種可能性是，美聯儲退出貨幣緊縮政策導致信貸市場過度繁榮。儘管美國經濟經過了 10 年增長期，但美國企業已經累積了大量債務，以至於他們的平均信用評級非但沒有提高，反而惡化了。在低利率環境下，除非出現任何經濟衝擊，邊際借款人可能會繼續提高槓桿率。當經濟衰退來襲時，某些行業的高借貸往往會帶來更大的金融風險，儘管較低的利率會降低這些風險。然而，與此同時，歷史顯示這種行為與股市強勁上漲是一致的（圖 5）。

圖 5：泡沫危機發生期間收益表

### 美國債務泡沫危機

	期 間	債務增長	期間標普 500 指數回報率
美國電信業泡沫（高收益）	1997 - 2000 年	187%	110%
美國槓桿收購交易量	2004 - 2007 年	362%	50%
美國家庭抵押貸款泡沫	2002 - 2007 年	95%	51%
美國能源業泡沫（投資級 + 高收益）	2012 - 2015 年	88%	61%

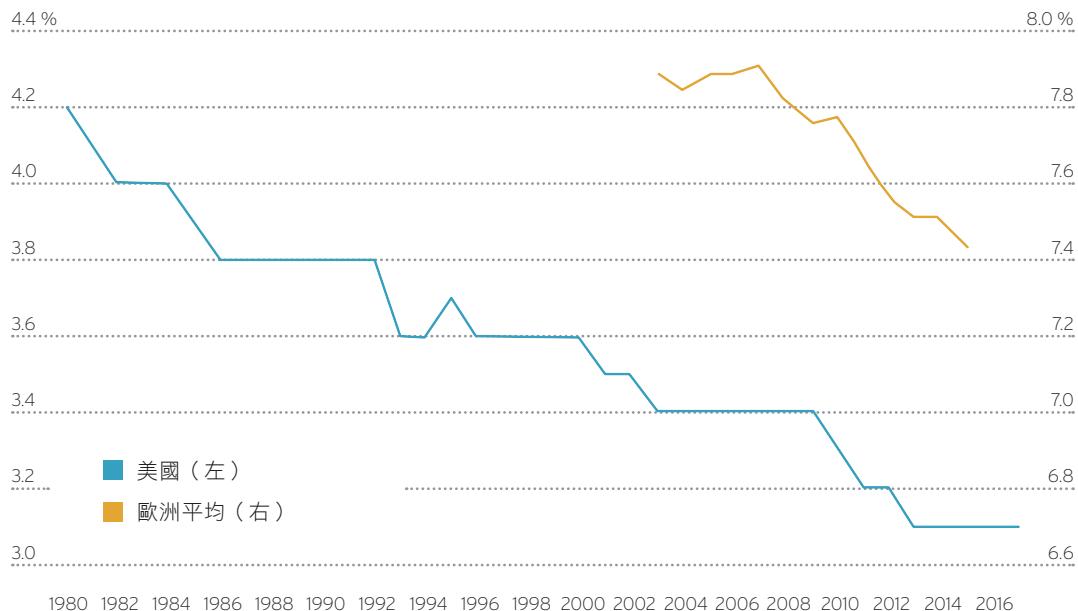
### 國際債務泡沫危機

	期 間	債務增長	當地股票業績表現
日本房地產泡沫	1984 - 1989 年	86%	293%
希臘債務泡沫	2002 - 2007 年	55%	96%

資料來源：YieldBook、Haver 分析，截至 2019 年 5 月 13 日。

各指數均非投資管理之結果，投資人無法直接投資指數。指數僅供說明、指示之用，不能代表任何特定投資之績效。指數報酬數字，均未列計任何支出、費用與銷售費，而此等項目均會降低績效。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

圖 6：美國和歐洲收入份額的最後五分之一



資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 13 日。

## 民粹主義的兩面

新興市場資產也可能在某個時點面臨非理性繁榮的風險。與已開發市場的央行不同，過去 10 年沒有一家新興市場央行實施量化寬鬆政策。結果之一是，新興市場資產價格的漲幅遠低於已開發市場資產。它們相對較低的估值，可能為未來一輪投資者繁榮創造條件，尤其是在美聯儲進入下一輪貨幣寬鬆周期的後期——參閱《新興市場何時會再有出色表現？》。然而，我們認為這種情況不太可能在 2019 年發生。

我們也密切關注政治，尤其是 2020 年美國總統大選。美國和歐洲民粹主義的進一步高漲尤其帶來了明顯的經濟風險。近年來，美國經濟當然經歷了強勁增長，歐洲則出現了許多人懷疑甚至不可能出現的復甦。然而，營收增長數據並不能說明全部情況。典型搖擺選民的體驗，特別是那些收入在全國分配中處於最後五分之一的人，在選舉中具有更大的影響力。在過去 10 年的復甦過程中，這些選民並未實質性受益（圖 6）。

今年 5 月份的歐洲議會選舉中，非主流政黨的代表人數創下歷史新高。英國退出歐盟的時機及其未來與歐盟的貿易關係仍高度不確定，並可能產生破壞性影響。與此同時，美國和中國正在尋找在即將到來的談判中相互施加影響的工具。

不久之後，兩國之間將會出現更廣泛的貿易政策考量。美歐貿易衝突升級，尤其可能損害後者更為脆弱的經濟。

展望 2020 年，美國總統大選將再次對國內外產生深遠影響。特朗普總統在 2016 年當選後實施大規模的企業減稅，這推動了國內股市取得出色表現，也加劇了全球貿易的不確定性。儘管可能性不大，但有一些風險是，此次選舉可能導致減稅政策逆轉，甚至可能導致美國醫療體係發生重大動盪。無論哪種情況，都可能會誇大經濟影響面。

儘管可能性不大，但有一些風險是，此次選舉可能導致減稅政策逆轉，甚至可能導致美國醫療體係發生重大動盪。



## 如何配置投資組合：提高回報和限制損失

隨著新一輪經濟衰退風險降低，全球市場在 2019 年上半年強勁復甦。股市取得兩位數的回報率，而信貸市場也出現大幅改善。值得注意的是在此之前，2018 年估值下跌約 25%，而這一跌幅只有一半逆轉。不過，在獲得這些不尋常收益的大部分之後，我們目前結束了策略資產配置轉移。

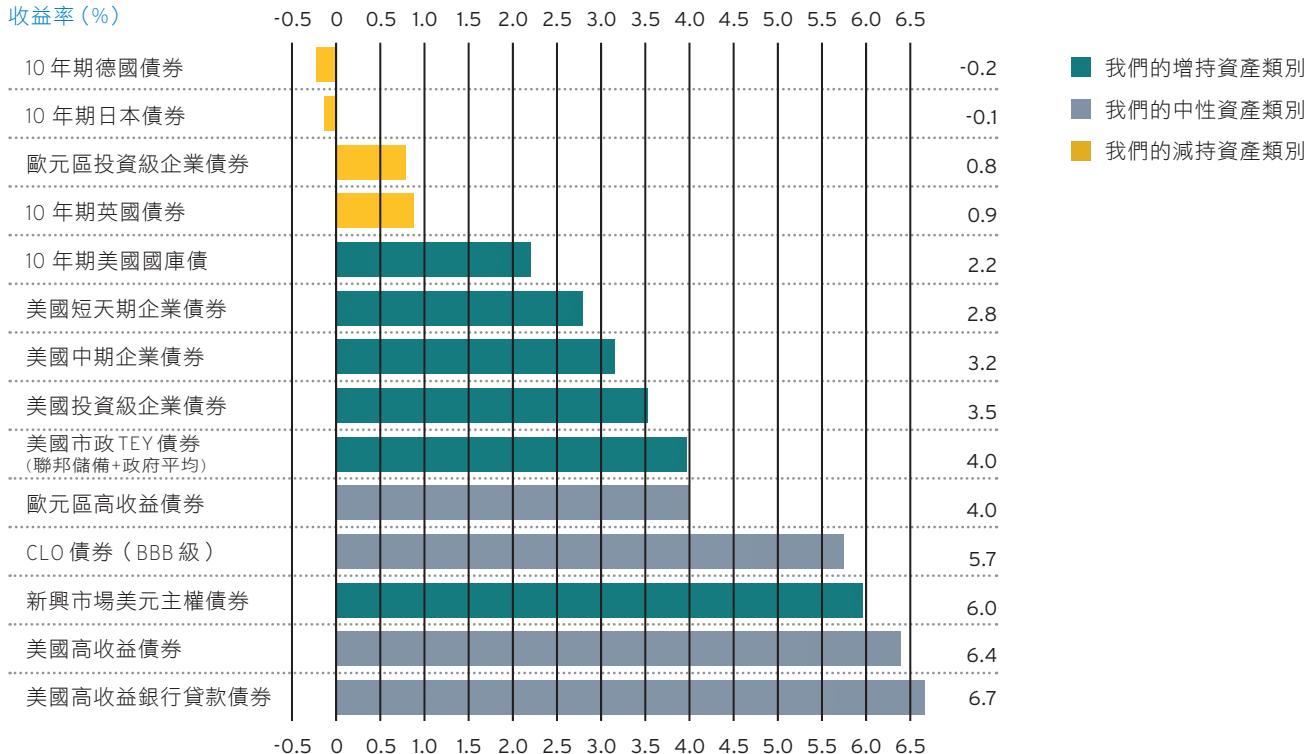
儘管美國股市 4 月份創下歷史新高，但無論是倉位配置還是市場情緒都未達到去年峰值時的水平。許多投資者顯然仍心存憂慮，這可能為股市在經歷傳統的夏季回調

後進一步上漲提供支撐。

我們注意到，貿易動態是 2018 年困擾市場的兩個問題之一，也是關鍵。隨著市場下跌，它們為未來更高回報創造了空間。然而，從目前的水平來看，我們只能預計，與 2019 年前 4 個月相比，正常總回報率會更高。例如，在全球股市，我們尋求中到高個位數的回報率。廣泛的交易區間，國家和行業的顯著差異，以及對政治頭條的強烈反應似乎都是可能的。儘管我們最近減少了策略股票增持，但若條件合適，我

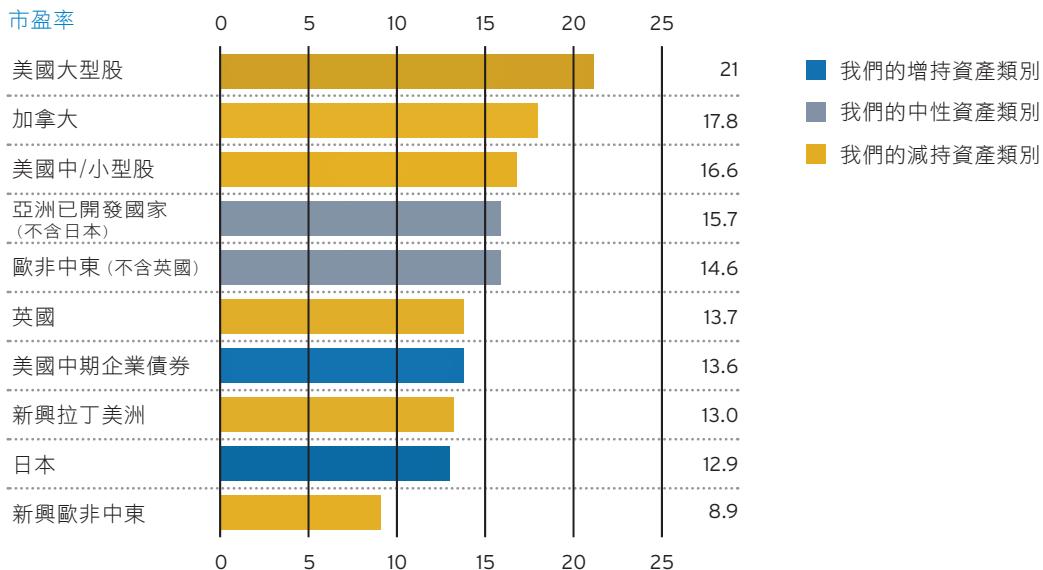
圖 7：全球固定收益資產收益率

26



資料來源：The Yield Book，截至 2019 年 5 月 28 日。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

圖 8：全球股票估值



資料來源：花旗研究、Worldscope、MSCI、Factset，截至 2019 年 5 月 28 日。各指數均非投資管理之結果，投資人無法直接投資指數。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。所有預測僅作為我們觀點的表述，可隨時調整，恕不另行通知，也無意作為對未來事件的保證。

27

們仍可設想在當前周期結束之前再次加大增持力度。

隨著投資者大舉進行安全投資轉移，全球固定收益資產回報應該會放緩。我們預計所有地區和不同類型的信貸總回報率為 2%——參閱《**新興市場何時會再有出色表現？**》圖 1。

2019 年 1 月份，我們將全球固定收益資產從減持上調至中性或“全部”權重，這是自 2012 年以來的首次，隨後在 6 月初增持。我們增持的固定收益資產中，有很大一部分仍是我們視為現金替代品的債券。這些包括美國短期至中期國債、美國投資級企業債券和美國市政債券，由於美聯儲 9 次升息，這些債券的收益率都有所上升，且在今年不太可能出現逆轉。

在 1 月份完全取消了用於購買股票和固定收益資產的策略現金權重後，我們已將配置比例從最大減持上調至增持 0.5%。

我們認為，多元化和特定增持有助於提高投資組合的回報率，並在 2019 年餘下時間限制虧損。我們繼續敦促創建全球多元化的核心投資組合，同時警告不要試圖短期投機——參閱《**我們的運作方式**》。在接下來的重點部分中，我們將檢視我們主題建議的執行情況，並重申它們的持續相關性，尤其是我們關於保護資產的訊息——參閱《**審核與重申我們的主題**》。

*Joe Fiorica 和 Malcolm Spittler 對本文內容有所貢獻。*

## 新興市場何時會再有出色表現？

過去十年，美國及其他已開發市場經濟體利用非常規的“量化寬鬆”政策來提供經濟刺激，取得了不同程度的成效。美國經濟和市場復甦最為強勁，而歐元區、英國和日本經濟則嚴重落後。相較之下，新興市場央行均未實施量化寬鬆。新興市場資產價格和估值的漲幅遠不及已開發市場——圖1。那麼，在最終經濟衰退時，如果已開發市場央行降息，或許還會再次推行量化寬鬆政策，這將會發生什麼呢？

我們認為，相對溫和的新興市場資產估值，為它們的長期優異表現奠定了基礎。根據我們基於估值的戰略資產配置方法而論，新興市場股票在未來十年的年化回報率為11.4%，而已開發市場股票為5.3%。而且，我們認為，已開發市場重新實施貨幣寬鬆政策，可能會觸發這種優異表現的

開始。結合美國龐大的預算赤字，美聯儲未來降息周期（在美國經濟衰退之後依然持續）可能會推動新興市場股市、固定收益和貨幣走高。

然而，我們認為，未來在美國經濟經歷一段時期的疲軟之後，新興市場將出現最顯著的優異表現。屆時，鑑於美國央行傾向滯後於經濟周期，我們預計，儘管經濟正處於早期復甦階段，美聯儲仍將實施貨幣寬鬆政策。因此，屆時我們可能會在配置中對新興市場賦予最大策略增持，甚至超過已開發市場。在那之前，我們認為新興市場的表現將有所阻礙。故我們目前只對新興市場維持適度策略增持。不過，我們強調，未來十年新興市場表現可能會比上一個十年要更加豐厚。

圖1：全球股票與固定收益回報率

Cumulative returns	股 票				固定收益			
	標準500指數	MSCI新興市場	MSCI已開發市場(不含美國)	Stoxx 600指數	全球綜合指數	美國綜合指數	新興市場美元主權債券	美國高收益債券
1年期	2.7%	-14.0%	-7.7%	1.1%	-1.1%	3.5%	2.6%	4.8%
3年期	40.0%	30.5%	13.9%	11.8%	5.6%	6.0%	16.0%	27.6%
5年期	53.3%	11.8%	-0.1%	18.3%	3.8%	12.7%	28.3%	25.6%
10年期	273.1%	98.5%	90.1%	126.1%	36.0%	44.4%	128.8%	202.0%

全球綜合指數：彭博/巴克萊全球綜合指數；美國綜合指數：彭博/巴克萊美國綜合債券指數；新興市場美元主權債券：花旗新興市場主權債券指數（ESBI）；有關指數定義請參見“術語表”。

資料來源：Haver分析、花旗私人銀行，截至2019年5月17日。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。各指數均非投資管理之結果，投資人無法直接投資指數。指數僅供說明、指示之用，不能代表任何特定投資之績效。指數報酬數字，均未列計任何支出、費用與銷售費，而此等項目均會降低績效。

## 審視並重申我們的2019年投資主題

在去年秋季編制《2019年投資展望》時，我們對各種風險感到擔憂，尤其是美國收緊貨幣政策的後期階段。因此，我們強調策略投資組合倉位配置和長期投資主題，以應對這些擔憂。我們不曾知曉建議會多麼及時。當我們在12月5日發布《2019年投資展望》時，美國股市正進入自1931年大蕭條以來最糟糕的最後一個月。

在我們的“保護資產”主題中，我們認為，儘管全球經濟增長可能會持續到2019年，但也是時候應當進行保護資產了。在其他行動中，我們還建議構建全球多元化投資組合和策略，在牛市後期創造明智的風險部位。正如我們指出的，在迄今長達十年的復甦過程中，股票對沖的成本大幅下降。在我們發布《2019年投資展望》的一個月內，對沖10%或以上股票下跌的成本和價值漲幅超過200%。隨著波動率自那時以來出現下降，我們重申有必要再次運用股票對沖和全球多元化和，並在核心投資組合中謹慎地使用槓桿。

“讓您的現金更加有效”建議您將更多的投資組合現金用於尋求收益的投資。這樣做有可能提

高回報，保存財富，滿足周期性的流動性要求，並改善投資組合的多元化。考慮到當時美聯儲預測進一步升息，我們傾向於浮動利率貸款。鑑於美國相對較高的政策利率水平，我們仍認為它們具有吸引力。儘管如此，如果美聯儲能夠按計劃升息，那麼現在的回報率可能會略低於預期。目前，美國浮動利率債券似乎被過度貼現。利率範圍從較低質量的中短期美元計價票據6.7%到最高質量的3.3%不等。這只是我們所看到的現有機會之一，這些機會可能會使過剩的投資組合流動性獲得比現金更好的回報。

“勢不可擋的趨勢”集中在改變我們周圍世界的各種強大力量上。我們相信，亞洲崛起、壽命延長和數字顛覆影響著您的財富。自那以來，與數字顛覆者相關的投資表現強勁，而與長壽相關的投資（主要是醫療領域）表現欠佳。儘管我們的主題關注的是長期表現，但我們認為，數字顛覆者和醫療保健行業的相對表現可能在2019年下半年發生變化。我們認為，亞洲新興市場的長期前景仍未改變，儘管在上半年強勁表現之後，我們最近縮小了短期策略增持的範圍——參閱《新興市場何時會再有出色表現？》。

### 使現金更具收益

年初至今固定收益配置回報率（相對於現金）：+2.7%

1

### 保護資產

股票對沖  
標普VIX指數：+74%  
(12月5日至12月24日)

提高投資組合質量  
美國大盤/小盤：+3%  
(12月5日至今)

2

### 勢不可擋的趨勢

#### 亞洲崛起

亞洲新興市場回報率：+7.6%  
中國年初至今：+12.9%  
(以美元計)

#### 壽命延長

年初至今全球醫療保健行業  
回報率：+4.7%

#### 數字顛覆

年初至今軟件行業回報率：+21.5%  
半導體行業：+16.3%  
年初至今FANG+指數回報率：+20.3%

3

資料來源：Haver分析、花旗私人銀行，截至2019年5月13日。FANG+指數由Facebook（臉書）、Apple（蘋果）、Amazon（亞馬遜）、Netflix、Alphabet、阿里巴巴、百度、Nvidia、Tesla（特斯拉）、Twitter所組成。各指數均非投資管理之結果，投資人無法直接投資指數。指數僅供說明、指示之用，不能代表任何特定投資之績效。指數報酬數字，均未列計任何支出、費用與銷售費，而此等項目均會降低績效。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

# 我們的運作方式

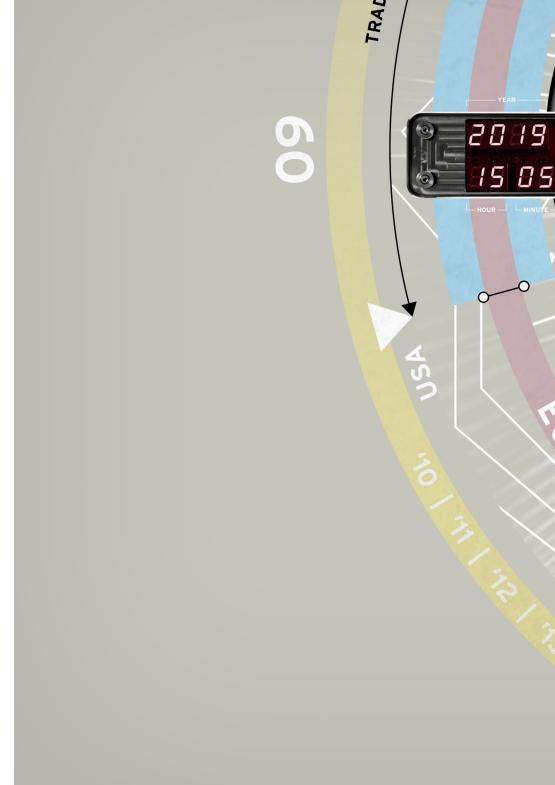
Steven Wieting 首席投資策略分析師、首席經濟專家

Gregory van Inwegen 花旗投資管理定量研究與資產配置全球主管

Rob Jasminski 花旗投資管理聯席主管

Ray Joseph 花旗投資管理聯席主管

Dan O'Donnell 花旗投資管理另類投資全球主管



我們的投資流程幫助您實現，世界上最成功的投資者在其核心投資組合中遵循的重要原則。

30

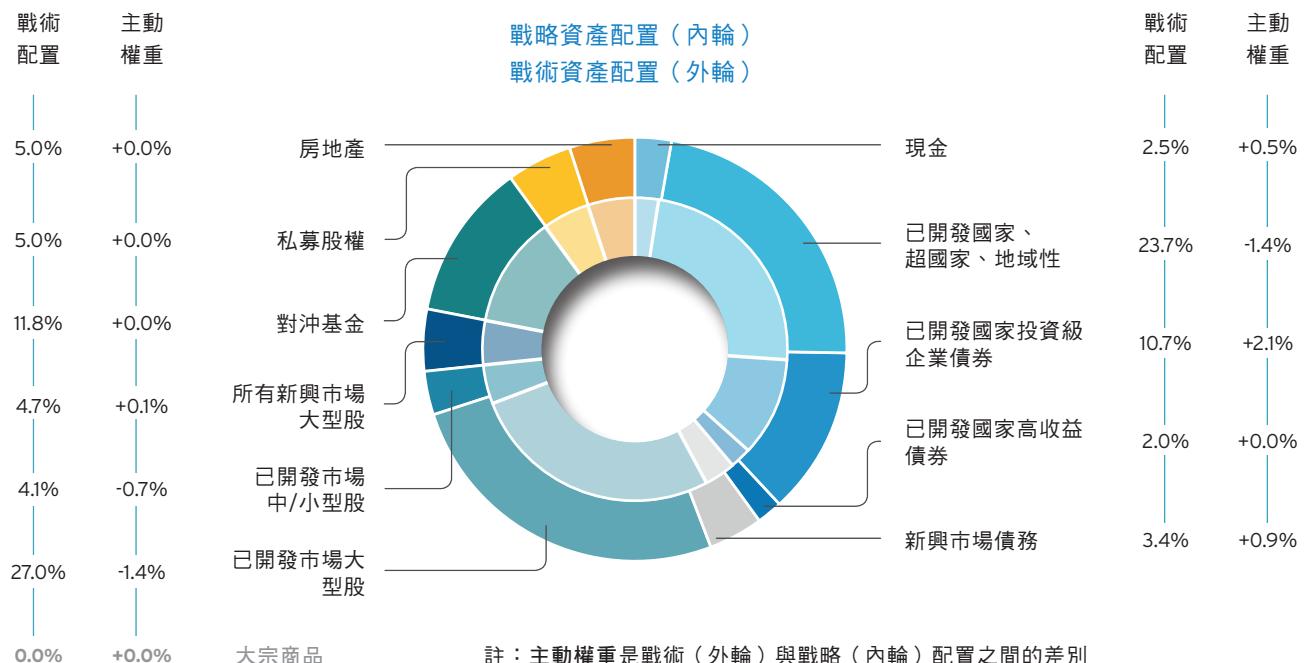
是什麼分隔了最成功的投資者與那些總是獲得較低回報和承擔不必要風險的投資者？基於花旗私人銀行長期為全球最富裕家族服務所得的經驗，我們認為，答案在於“原則”。具體來說，我們發現最成功的投資者皆遵循構建全球多元化多資產類別核心投資組合的原則，他們長期持有這些核心投資組合，並定期作出調整——參閱《在不確定性中構建明智的投資組合》。因此，我們在投資過程中，將這一重要原則貫穿始終。在這裡，我們將解釋我們的運作方式，以及為什麼它對您同樣重要。

## 為您制定穩健計劃

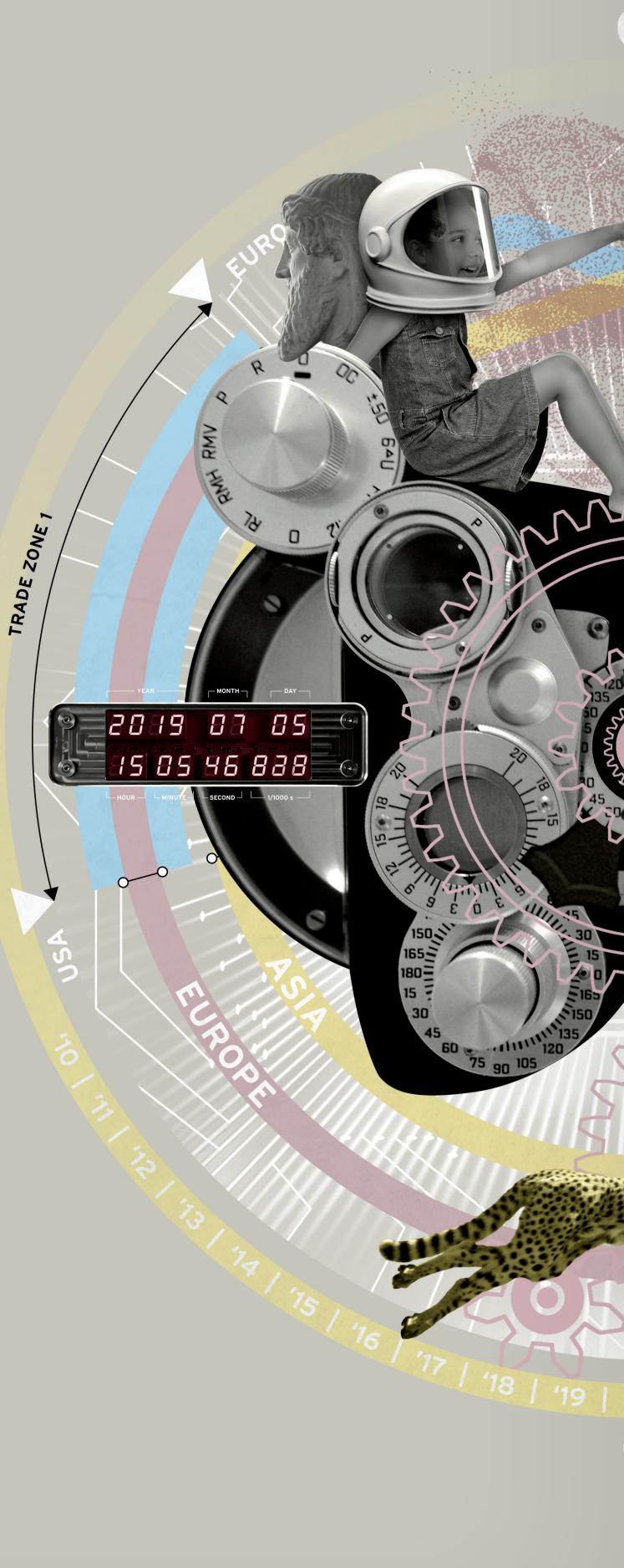
構建一個有原則的核心投資組合，首先要有一項穩健的長期投資計劃。基於您的回報目標、風險承受能力及其他標準，我們會為您定制並確認來自世界各地的資產類別之適當組合。圖1顯示了這種全球多元化多資產類別配置的最新示例。除了股票和固定收益，它還包括對沖基金、私募股權和房地產，有可能增加現金和大宗商品。除了投資於特定的資產類別、國家和行業，我們還主張強調某些投資主題——參閱我們的《審視並重申我們的 2019 年投資主題》。



圖 1：將全球多資產類別多元化投資付諸行動



全球美元配置，包括對沖基金和10%非流動性（PE & RE）：風險等級3——戰略配置。資料來源：花旗私人銀行全球資產配置團隊。括號內的數字係指環球投資委員會截至2019年6月3日之有效配置。所有配置由花旗私人銀行環球投資委員會斟酌，可能有所變更。



## 將更多資金配置到更便宜的資產類別

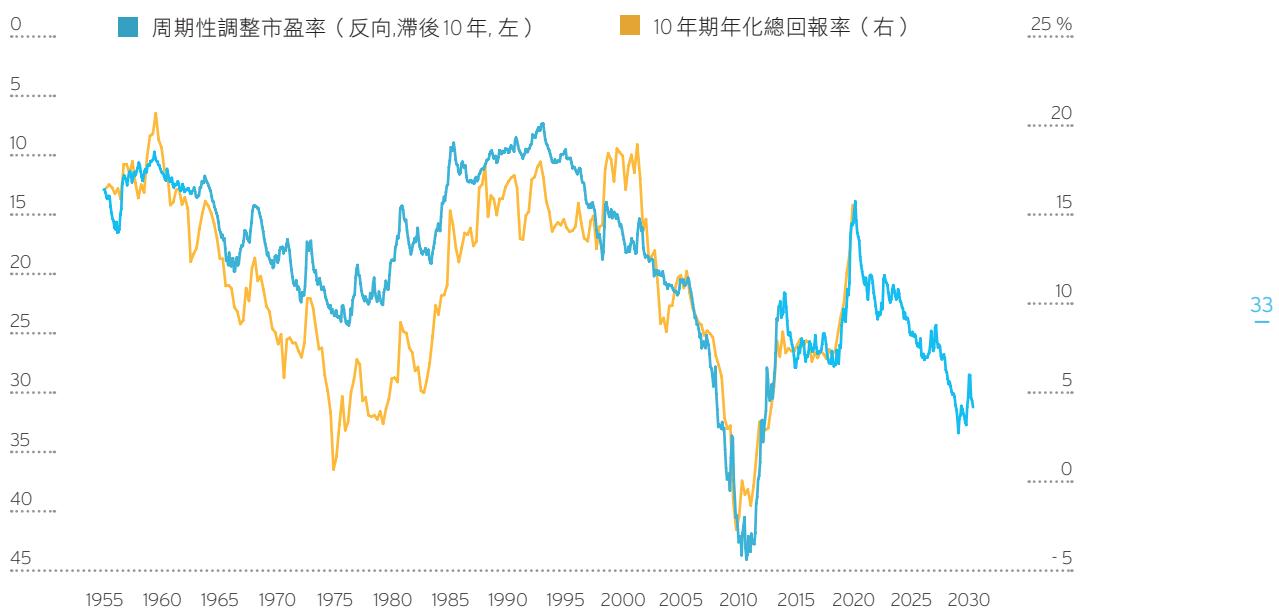
我們以獨特方式為您的核心投資組合確定適當配置。我們的專有方法——適應性估值策略（AVS）——根據當前估值來估計未來資產類別的回報。我們數十年的分析顯示，高回報通常伴隨著低估值，而低回報往往伴隨著高估值。圖 2 點出了標準普爾 500 指數的這種關係，按過去的標準衡量，該指數目前的估值處於高位。相較之下，新興市場股票目前的溫和估值顯示，未來十年的回報將更為穩健。

AVS 根據當前估值計算出未來回報後，通常會建議將更多資金配置給回報估值較高的資產類別，將較少資金配置給回報估值較低的資產類別。相較之下，許多其他機構在配置資金時，“天真地”從過往平均水平推斷未來回報。然而，當資產類別估值過高或過低時，這種假設就很容易被打破。這可能導致對估值過高和過低資產類別分別進行過多和過少配置。因此，隨後的投資組合表現可能會受到影響。

<sup>1</sup> 適應性評值策略：戰略資產配置的新方法 2019 年度更新，[https://www.privatebank.citigroup.net/investments/AVS\\_Annual\\_full.pdf](https://www.privatebank.citigroup.net/investments/AVS_Annual_full.pdf)

我們數十年來的分析顯示，低  
估值通常帶來高回報，而高估  
值通常帶來低回報。

圖 2：估值預測長期回報



圖表顯示，標準普爾 500 指數經周期調整後的市盈率發生十年遠期變動，隨後是年化總回報率。回報率  
係指十年期滾動平均水平。資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 6 日。過往業績並不保證未來收益。  
所有預測僅作為我們觀點的表述，可隨時調整，恕不另行通知，也無意作為對未來事件的保證。有關指  
數定義請參見“術語表”。

## 提高您的長期回報

我們認為，構建有原則的全球多資產類別核心投資組合，理由再清楚不過了。過去七十年，就某一資產類別水平而言，該等配置將會產生 10.5% 的年化回報（扣除費用之前）——圖 3。相較之下，僅由表現最佳市場（美國）股票和固定收益證券構成的配置將會產生 9.2% 的回報。如果只在美國配置股票和固定收益證券，再加上 30% 的現金權重，每年的回報率將只有 7.9%。隨著時間的推移，全球資產配置的表現也比任何單一資產類別都更為穩定，每十年都在回報率排行榜的前列——圖 4。

儘管有這些令人信服的證據，但我們經常遇到一些客戶在其核心投資組合中回避全球多資產類別多元化。相反的，他們堅持將自己的資產配置在一到兩個資產類別和/或國家，通常包括大量現金。隨著時間的推移，拒絕全球多元化運作的原則可能會對一個家族的財富水平產生深遠的影響。1952 年至 2018 年間，在現金充裕的資產配置中，100 萬美元的投資將變成 1.632 億美元，而全球資產配置為 7.820 億美元。

圖 3：全球配置與狹義配置

配置項目	年化回報率 (%)	年化波動率 (%)	風險調整後回報率
全球多資產類別	10.5	7.7	1.363
美國股票和固定收益	9.2	9.4	0.978
美國股票和固定收益，及現金 30%	7.9	6.6	1.197

資料來源：花旗私人銀行全球資產配置團隊，截至 2018 年 12 月 31 日。本圖中的全球美元配置表示的是自適應估值策略（AVS）風險等級 3 配置，包括對股票、固定收益、大宗商品、現金和對沖基金的配置。風險等級表示的是客戶的風險偏好。風險等級第 3 級——尋求小幅的資本升值，其次是資本保值。所示回報率是使用指數在資產類別層面計算的，未反映出費用，否則所示業績表現會降低。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

圖 4：全球配置與單一資產類別回報



資料來源：Factset、花旗私人銀行全球資產配置團隊，截至 2019 年 5 月 6 日。自適應估值策略（AVS）是花旗私人銀行的專屬戰略資產配置方法。各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。本圖中的“資產配置”表示的是 AVS 風險等級第 3 級配置，包括對股票、固定收益、大宗商品、現金和對沖基金的配置。風險等級表示的是客戶的風險偏好。風險等級第 3 級——尋求小幅的資本升值，其次是資本保值。所示回報率是使用指數在資產類別層面計算的，未反映出費用，否則所示業績表現會降低。風險調整回報在此定義為夏普比率。有關指數定義請參見“術語表”。

圖 5：全球經濟表現在地區危機中表現得更好

區域經濟危機	經濟危機發生後第一年的回報率 (%)	
1997 年亞洲經濟危機	亞洲 -28.3	全球 15.0
1998 年拉美經濟危機	拉美 -35.1	全球 22.0
2011-2013 年歐元區經濟危機	歐洲 -10.5	全球 -6.9
2015 年大宗商品崩盤	拉美 -30.8	全球 -1.8
美中貿易大戰	中國 -18.7	全球 -8.9

平均差 28.6 個百分點。資料來源：Haver 分析，截至 2019 年 5 月 6 日。過往業績並不保證未來收益。在為您的核心投資組合確定配置時，我們關注資產類別在危機中可能同時發生重大損失的風險。為此，我們回顧了數十年來資產類別的表現，包括多場危機。隨後，我們根據各資產類別在歷史上最嚴重的損失，以及您自己的風險承受能力，為該資產類別設定最大配置。這與那些只回顧最近幾十年而因此排除歷史上許多重大危機的方法亦形成對比。

## 緩解您的風險

除了提高回報，全球多元化一直是緩解核心投資組合風險的最有效方式。在我們的研究中，全球配置的波動性較低，經風險調整後的回報率高於僅在美國所作配置——圖 3。我們還強調全球配置的價值，以在世界各地區周期性發生危機時保護您的財富。例如，在我們研究的最近五次地區危機中，全球股市的表現都優於受影響的地區——圖 5。

## 實施我們的建議

為您制定長期計劃後，我們將與您共同在您的核心投資組合中予以實現。我們為您提供來自世界各地的投資機會，包括管理投資、個別證券和資本市場策略。（參閱焦點——《有系統地選擇另類資產投資》）。

我們鼓勵儘早滿倉投資，然後長期保持。坐擁現金，等待一個更有利的時機切入點，通常會喪失複合回報。同樣的，我們強烈建議不要試圖在風險資產和現金之間轉換，以期望抓住市場上行趨勢，避免下行風險。如此選擇市場時機，可能會錯過市場最好行情。錯過股市每十年行情最好的二十天，就會對長期回報產生破壞性的影響——圖 6。

如果您擔心市場下跌的風險，我們建議採用特定資本市場策略，既提供市場上行倉位，亦防範下行風險。

雖然我們已盡最大努力，但並非所有客戶都嚴格遵行我們的建議。在 2008-2009 年全球金融危機之後，全球股市估值顯現隨後強勁回報的信號。然而，在危機過去後

的幾年裡，儘管市場強勁反彈，一些客戶仍繼續回避股票投資。最近，我們看到許多客戶持有過多現金的案例。這些客戶通常告訴我們，他們希望在未來某個未知的時刻以更低的價格購買風險資產。

## 我們在1月份購買了股票和信用債，您呢？

花旗私人銀行的全權管理人在許多客戶的核心投資組合中實施原則方面發揮著至關重要的作用。在將每個客戶的長期計劃付諸行動之後，他們隨後會系統地調整和輪換投資組合。例如，到2018年底，美國和全球股市從峰頂到谷底的跌幅約為20%，導致股票配置低於目標水平。

因此，我們的全權管理人通過增加股票來調整持倉。在2019年初，他們還實施了環球投資委員會的策略建議，使用我們的全部策略現金持倉來增加股票和信貸。環球投資委員會之所以做出這一決定，部分原因是其對60年來在美國股市下跌20%後買入美國股票的分析，隨後一年和兩年的

平均回報率分別為23%和33%。按照歷史趨勢，全球股市在2019年前4個月的回報率確實達到了兩位數——參閱“剛剛越過危險地帶”——自那以後，環球投資委員會逆轉了增持股票的做法。

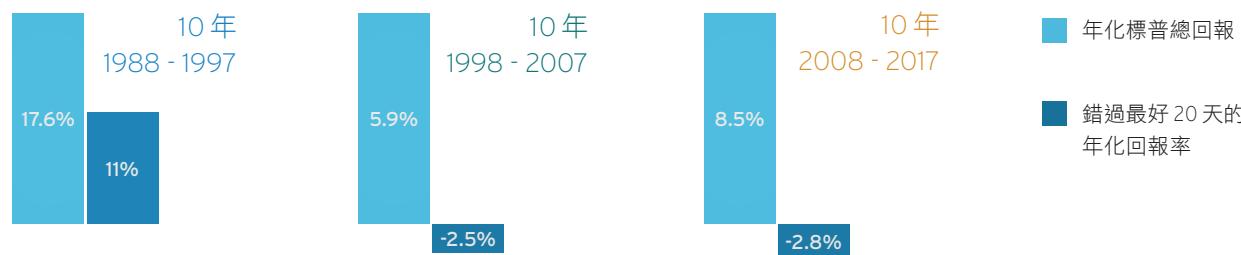
## 現在為您的核心投資組合增加更多審慎性

您的核心投資組合是否反映出成功投資者實踐的所有審慎性原則？為了找到答案，我們敦促您從現在開始定期索取您自己的展望觀察列表報告。這份報告將列出您的持倉情況與我們為您創建的長期配置以及環球投資委員會的策略調整之間關係有多密切。隨後，您的投資顧問會提供相應的投資建議，讓您的投資組合與計劃保持一致。如果您還沒有這樣做，我們亦建議您考慮創建一個機會主義投資組合，以補充您的核心投資組合。遵循這些原則可以為您的財富帶來持久的好處。

37

*Joe Fiorica* 對本文內容有所貢獻。

圖6：錯過美國股市每十年行情最好的二十天



資料來源：彭博資訊、花旗私人銀行全球投資實驗室，截至2018年10月31日。某一資產類別水平的歷史表現，基於歷史指數表現，是任何傭金、費用比率、保證金成本或費用的總和，這些費用會減少所示回報。投資人無法直接投資指數。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

焦 點 | 3

## 系統地選擇另類資產

另類資產類別（私募股權、房地產和對沖基金）可能為核心投資組合提供各種好處。這包括潛在提高回報和進一步多元化。花旗投資管理另類資產團隊尋求在這些資產類別中創造相關的、及時的投資機會。其方法是基於研究和投資主題驅動。

確定投資主題時，花旗投資管理另類資產團隊會借鑒私人銀行環球投資委員會的工作。該團隊考察經濟、市場、政治、監管等領域的長期影響力。具體來說，它尋找的是可投資的長期趨勢、可能被利用的市場偏差以及需要避免的潛在陷阱。根據研究結果，該團隊將對資深管理人提供的策略進行定量和定性研究。隨後，它與那些通過嚴格挑選標準的管理人合作，為客戶提供定制的投資工具。除了持有核心投資組合，該團隊還強調在可能的情況下及時持有機會投資組合。



# 為您的投資組合尋求 有利機會

Iain Armitage

資本市場全球主管

Rob Jasminski

花旗投資管理聯席主管

在當前晚周期環境中，我們看到可能增強投資組合風險回報指標的機會。

構建全球多元化核心投資組合，隨後長期保持滿倉投資。幾十年來，這條簡單而關鍵的建議一直很有價值。也就是說，買入並持有策略可以謹慎加強。投資組合質量應當隨著不確定性和市場周期年齡而提高。而且，正如人們擁有應對意外事件的保險一樣，投資組合風險回報動態也是有機會改變的。正確的策略組合可能會根據周期階段而有所不同。鑑於當前晚周期環境，我們認為以下三種策略可能有助於您的核心投資組合限制損失，而非回報。

## 尋求上升空間，對沖下跌風險

我們仍滿倉投資全球股票——參閱《剛剛越過危險地帶》。儘管我們認為，如果貿易風險得到控制，這種上升勢頭可以持續到2019年乃至2020年，但我們也承認，下一次經濟低迷可能會比我們預期的更早到來。對於那些擔心再次出現股票拋售風險（正如我們在2018年第四季度所看到的情況，或者更糟）的投資者，我們建議採

取資本市場策略，在尋求上行倉位的同時防範下行風險。

假設您同意我們的觀點，即標準普爾500指數的十年牛市可能會延續到2020年。不過，你也認為，高估值（見下頁圖1）會讓標準普爾500指數成份股容易受到衝擊。因此，如果指數在六個月內跌至某一水平以下，您可以實施對沖策略，從而獲得回報。

如果您的擔憂證明是對的，並且指數跌破了規定的水平，那麼您在到期時從該策略獲得的回報將有助於抵消您所持股票的下跌情形。不過，如果在該策略的生命周期結束時市場已經上漲，那麼您的股票將會增值，儘管您將喪失進入該策略所付出的成本。

您甚至可以在進入對沖策略後調整其條款。假設標準普爾500指數在您六個月策略的三個月裡上漲了10%。您渴望繼續獲得更多的潛在收益，同時保護剛剛獲得的收益（通過提高設定的對沖水平）。只要

圖 1：標普 500 指數週期性調整市盈率



\*CAPE 表示週期調整後的收益價格，其定義為：當前價格除以 10 年平均每股收益。指標均來自標準普爾 500 指數。各指數均非投資管理之結果，投資人無法直接投資指數。所示數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來收益，實際結果可能有所不同。

40

在一開始支付相對較小的額外成本，您就可以保留修改對沖策略條款的權利，方法是提高標準普爾 500 指數必須跌破的水平，以便獲得回報。

這種策略不僅在當前環境下行得通，而且如今您可以相對便宜地進入。然而，如果市場開始下跌，這種情況可能會有所改變。對沖未來下跌風險在市場較為平靜的時期最為有效。

註：期權包含風險，並不適合所有投資者。如果您的投資組合與標準普爾 500 指數並非高度一致，您就會面臨相關性風險。費用和開支將對策略產生影響，應予以考慮。有關額外風險，請參閱第 44 頁的期權風險揭露文件連接點。

## 區間波動市場的防禦性部位

股市可能也會在一段時間內保持大範圍波動，而不是強勁走高或進入熊市。現有的資本市場策略既能從市場中尋求回報，小幅上漲或是小幅下跌，同時又能抵禦更深層次的下跌。

如果您選擇的股票基準在未來兩年上漲或下跌至一定水平，其中一種策略將會增值。例如，若已開發國家的股票漲幅高達 12% 或跌幅高達 18%，那麼該策略在到期時將獲得相同數額的正回報。換言之，在兩年時間裡，您可以從股市的溫和上漲或下跌中獲利。

有多種替代方法可以實施這一策略。其中可能存在一些風險，端視所選擇的實施方法而定。

## 長期增長的多元化風險部位

我們認為，您的核心投資組合應當有倉位面向我們每年確定的多年投資主題。我們的主題聚焦於我們認為將改變社會、經濟、工業和商業的長期變革。這些變革包括人類壽命延長、環境變化、技術顛覆以及全球經濟實力的轉移——參閱《剛剛越過危險地帶》中的《審視並重申我們的投資主題》。我們認為，這些力量可能會持續貫穿整個經濟和市場周期，為您的投資組合提供長期增長的潛在來源。

我們的主題可以通過多種方式實施，例如購買個股和主題籃子——參閱《運用建議的全球主題性股票驅動力》。不過，我們認為，主動管理、全球多元化的策略，針對我們若干主題中的股票，能夠有效地應對當前晚周期及以後的情況。

在整個經濟周期中，謹慎選擇股票有助於提高經風險調整後的回報率。一些主動型管理人可能有能力在困難時期降低風險，或許可以通過提高策略持倉質量的方式。主題、部門和地理區域的多元化也有助於緩解總體風險。然而，這種多元化並不能消除股市下跌、個別公司遭遇財務困境和外匯走弱帶來的風險。

## 為您的投資組合定制策略

花旗私人銀行認為，本文討論的策略可以在當前晚周期及以後提供明智的風險資產部位。不過，您可以更明智地加以使用，將它們定制到您自己的核心投資組合中。例如，您可以調整資本市場策略的條款，反映您的特定需求，包括所涉及的市場、策略的生命周期以及上行參與和保護的程度。同樣，也有可能構建主動型多主題策略，反映對您而言特別重要的面向，例如收入或道德問題。如果您想探索在投資組

合中創造明智投資部位的機會，可以隨時諮詢您的投資理財顧問。

*Ben Garrity* 對本文內容有所貢獻。

### 焦點 | 4

## 運用全球主題性股票投資建議的驅動力

在未來的幾年或幾十年裡，可能影響您財富的一些關鍵因素是什麼？為了幫助您回答這個問題，花旗私人銀行每年都會推出一系列投資主題，刊登在我們的《投資展望》刊物。這些主題代表我們對世界變化的一些重要長期驅動力所作的最新思考。

例如，在 2019 年，我們關注的重點是經濟實力向亞洲轉移、全球人口老齡化以及數字技術如何改變商業。在新出版的月刊《全球主題性股票投資建議》中，我們的目標是確定子主題和個別機會，能夠提供投資部位面向我們的主題。

在這本刊物中，花旗私人銀行的策略師根據花旗研究部門備受贊譽的機構股票分析師所給建議，結合嚴格的量化篩選，認真篩選出個股，為我們每個主題提供投資部位。除了對我們的主題有大量倉位外，屏幕上出現的公司市值均超過 10 億美元，花旗研究部門據此發布了“買入”評級。

通過將花旗私人銀行策略師青睞的主題與花旗研究部門覆蓋的 3,500 多隻股票相結合，我們能夠以獨特方式為您提供可行的主題股票投資建議，採用多種投資結構。

若要獲得全球主題股權建議並討論實施可能性，請與您的投資顧問聯繫。

*Wietse Nijenhuis* 為本文內容有所貢獻。

# 術語表

## 資產類別定義

**現金**是指 3 個月期限的美國國債。該指數跟蹤美國財政部發行的、以美元計價的、三個月期限的活躍計名債券的表現。

**大宗商品**包括多種指數成份：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，分別跟蹤貴金屬（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（如大豆、咖啡豆等）不同市場的投資表現。Reuters/Jeffries CRB 現貨價格指數、TR/CC 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，用於補充歷史資料。

**全球已開發市場股票**由多個 MSCI 指數組合而成，這些指數跟蹤 23 個已開發市場國家的大/中/小型股票，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。

**全球已開發市場投資級固定收益**由多個巴克萊指數組合而成，這些指數跟蹤 20 個當地市場貨幣的投資級債券。這一綜合指數涵蓋已開發市場發行人發行的固定利率國債、與政府相關的債券、投資級公司債和抵押債券。為補充歷史資料，採用了美國、英國和日本的當地市場指數。

**全球新興市場股票**由多個 MSCI 指數組合而成，這些指數跟蹤 24 個新興市場國家的大/中型股票。這一綜合指數涵蓋上述各國約 85% 的自由流通調整市值。

**全球新興市場固定收益**由多個巴克萊指數組合而成，這些指數跟蹤拉美、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券的表現。“iBoxx 亞債中國政府債券”為 Markit 公司編制的 iBoxx 亞債指數，成份為以中國貨幣計價的債券，用於補充歷史資料。

**避險基金**涵蓋採用不同投資風格的基金管理人，包括 HFRI 股票多/空：以股票和股票衍生證券為主的多頭/空頭部位；HFRI 信用：固定收益企業證券部位；HFRI 事件驅動：當前或預計未來可能涉及各種企業交易的公司部位；HFRI 相對價值：基於多種證券的估值差異的部位；HFRI 多策略：基於相互關聯的收益工具間的利差之部位；HFRI 宏觀：基於相關經濟變數和變化及其對不同市場影響的部位；巴克萊交易員商品交易顧問指數：擁有 4 年以上業績記錄的既有專案（商品交易顧問）的綜合表現。

**私募股權**的特點是由已開發市場小型股驅動，並針對非流動性、行業集中度和槓桿比率的提升進行調整。

**房地產**是指除 Timber 房地產投資信託或基礎設施房地產投資信託以外的所有股權類房地產投資信託（美國房地產投資信託和公開交易的房地產公司）：NAREIT 美國房地產投資信託指數、NAREIT 加拿大房地產投資信託指數、NAREIT 英國房地產投資信託指數、NAREIT 瑞士房地產投資信託指數、NAREIT 歐元區房地產投資信託指數、NAREIT 日本房地產投資信託指數、NAREIT 香港房地產投資信託指數、NAREIT 新加坡房地產投資信託指數、NAREIT 澳大利亞房地產投資信託指數。

## 索引定義

**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。這個多幣種基準涵蓋了來自已開發和新興市場發行人的國債、政府債、企業債和證券化的定息債券。

**彭博巴克萊美國綜合債券指數**是一項基礎廣泛的旗艦指數，衡量投資級、以美元計價的固定利率應稅債券市場。該指數包括美國國債、政府相關證券和企業證券、MBS（機構固定利率與混合抵押貸款轉交型證券）、ABS 及 CMBS（機構與非機構）。

**花旗新興市場國家主權債券指數**包含布雷迪債券，還有在全球、國際債券以及歐洲美元市場以美元計價發行的新興市場國家主權債券，排除借貸。該指數包含非洲、亞洲、歐洲及拉丁美洲的債券。我們將一個新興市場歸類為一個主權國家，外債評級最高為標普或穆迪的 BBB+/Baa1 級。排除違約發行。

**Euro Stoxx 600 指數**代表歐洲 17 個國家的大/中/小型股，包括：奧地利、比利時、捷克共和國、丹麥、芬蘭、德國、愛爾蘭、義大利、盧森堡、荷蘭、挪威、葡萄牙、西班牙、瑞典、瑞士和英國等。

**MSCI 世界所有國家指數**涵蓋 48 個已開發/新興股票市場。其成份按市值賦予權重。

**MSCI 世界亞洲指數**涵蓋亞洲已開發市場國家和新興市場國家有代表性的大型股和中型股。該指數包含 967 只成份股，代表著各國大約 85% 的自由浮動調整總市值。

**MSCI 新興市場指數**涵蓋 24 個新興市場國家有代表性的大型股和中型股。該指數包含 845 只成份股，代表著各國大約 85% 的自由浮動調整總市值。

**MSCI 世界指數** 跟踪 23 個已開發市場國家超過 1,600 只大/中型股票的表現。該指數涵蓋上述各國約 85% 的自由流通調整市值。

歐洲股票用 **MSCI 歐洲指數** 表示，該指數涵蓋歐洲 15 個已開發市場的代表性大型股和中型股，約占歐洲已開發市場整個股票領域經自由浮動調整後總市值的 85%。

**標普 500 指數** 是一個市值加權指數，其樣本為美國經濟中代表性行業的 500 家領先公司。儘管標普 500 以大型股為主，覆蓋了 80% 的美國股票市值，但它也是一個跟蹤總體市場表現的理想指標。

**不確定性指數** 是通過搜索美國 2,000 多家報紙圍繞各種政策事件類型著重強調不確定性的用語而得出的。“非貿易不確定性指數”是下列各種獨立指數的簡單平均：貨幣政策、財政政策、稅收、政府支出、醫療衛生、國家安全、權利、監管、金融監管、債務和貨幣問題。

## 其他術語

**聯動性** 是衡量兩種資產或兩個資產類別如何進行關聯性變化的指標。“聯動性”的等級從 1 級到 -1 級。聯動性為 1 代表完全正聯動，指兩種資產或兩個資產類別在任何時候都保持同一方向的變化。聯動性為 -1 代表完全負聯動，指兩種資產或兩個資產類別在任何時候都保持相反方向的變化。聯動性為 0 代表零聯動，指兩種資產或兩個資產類別在一段時間內沒有關聯。

**夏普比率** 是用以衡量風險調整回報率的指標，通常表示為每單位偏差（通常稱之為風險）的超額回報率。

## 訊息揭露

在任何情形下，若本文檔（下稱“本文”）的分發符合美國商品期貨交易委員會（CFTC）制定的規則，則本文可構成從事美國CFTC條例第1.71條及第23.605條款下，金融衍生品交易的邀請文件（如適用），但本文不得視為購買/出售任何金融工具之具約束力的要約。

本文由花旗私人銀行（Citi Private Bank）編製，其為花旗集團（Citigroup）旗下業務單位，透過花旗集團及其全球銀行和非銀行關聯機構（統稱“花旗”），為客戶提供各類產品與服務管道。並非所有地區之關聯機構皆提供所有產品與服務。

花旗私人銀行的工作人員並非研究分析員，且本檔中的訊息並非構成適用法規所定義之“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其完整報告，其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參考與討論之用。若收件人欲停止接受此類訊息，應立即通知花旗私人銀行。除非另有說明，否則(i)本文不構成購買或出售任何抵押品、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，將不構成詢價文件（另見上述關於符合CFTC規則文件的論述）；和(iii)本文不應視為任何交易的正式確認書。

除非本文另有明確規定，否則本文將不考慮任何特定人士的投資目標、風險預測或財務狀況，因此本文所述投資不適用於所有投資者。花旗不擔任投資或其他領域的顧問、信託人或代理人。本文涵蓋訊息不應視為對本文所提及策略、觀點或稅務、法律意見的細則。本文收件人制定投資決策時，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，並基於各自的目標、經驗、風險預測和資源制定相應投資決策。

本文所含訊息均基於一般公開訊息，儘管花旗認為來源可靠，但仍無法保證其準確性和完整性，因而不排除此類訊息存在不完整、遺漏的可能性。本文所含任何假定或訊息自本文出具之日起或在其他規定日期起生效，若有任何變更，恕不另行通知。本文可能涵蓋相關歷史訊息和前瞻性訊息。過往業績並不保證或代表未來表現，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推測均為解說性文字，不應視為對損益範圍的限定。本文所含任何價格、價值或估值（經認定為歷史訊息的價格、價值或估值除外）僅為指示性數值，不代表任何確定報價或報價數額，亦非反映花旗財產目錄項下證券的轉讓價值。此類數值如有變更，恕不另行通知。前瞻性訊息並不代表花旗擬將從事的交易準備，亦非對所有相關假定和未來情形的解釋說明。實際情況很可能與預計情形大相徑庭，並有可能對工具的價值造成負面影響。

44

內容所述觀點、意見和預測可能不同於花旗其他業務或其關聯機構所表達之意見，並非對未來事件預測、業績保證或投資建議，可能根據市場和其他狀況而有所變更，恕不另行通知。花旗並無更新本文義務，亦不對因使用本文訊息或源於本文訊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，包括可能損失全部投資額。以外幣為面值的金融工具或其他產品可能面臨匯率波動，其可能對此類產品投資的價格或價值產生負面影響。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附加訊息，請見相應發行人的揭露文件。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，投資者應謹慎評估和考慮潛在風險。

場外（OTC）衍生產品交易涉及風險，不適合所有投資者。投資產品不具備保險，無銀行或政府擔保且可能失值。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訊息，並已經過評估；(ii) 確定您在金融、交易和投資方面具備必要的知識、水平和經驗，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結算公司的最新版《標準期權的特徵和風險》手冊。該手冊可向花旗環球金融有限公司（Citigroup Global Markets）索取，地址為：390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013，或點選以下連結：<http://www.theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf> 和 [http://www.theocc.com/components/docs/about/publications/november\\_2012\\_supplement.pdf](http://www.theocc.com/components/docs/about/publications/november_2012_supplement.pdf) 以及 [https://www.theocc.com/components/docs/about/publications/october\\_2018\\_supplement.pdf](https://www.theocc.com/components/docs/about/publications/october_2018_supplement.pdf)。

購買期權時，最大的損失是保險費的支付。而出售賣方期權時，其風險性僅次於罷工。出售買方期權時，風險則是無限的。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，在您從事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。一般期權交易及此類特殊期權交易並非適合每位投資者。除非本文另有規定，否則本報告中所有圖表的訊息來源均屬花旗所有。稅收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協商期權交易對納稅情況的影響。

本文所述金融工具或其他產品（另有說明除外）並未 (i) 經美國聯邦存款保險公司或其他政府機關投保；或 (ii) 經花旗或其他存款保險機構所屬或由其擔保的存款或其他承付款項。

花旗經常作為金融工具和其他產品的發行人，也作為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訊息，並且作者和/或此類其他花旗人員可能已經根據該等訊息採取行動（包括為花旗的自營賬戶進行交易，或將本文中所包含的訊息傳達給花旗的其他客戶）。花旗、花旗人員（包括作者在編製本資料時可能諮詢的人員）以及花旗的其他客戶可能做多或做空本資料中所提及的金融工具或其他產品，可能以不再可用的價格和市場條件購買此類部位，並可能具備與您的利益不同或相抵觸的利益。

美國國稅局第 230 號揭露公告：花旗及其員工不負責且未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聲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聲明。此類納稅人應根據自身特定情況向個人稅務顧問諮詢。

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））在作出投資承諾之前，已經取得該投資者/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揭露的花旗特定訊息。發行和發佈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瞭解並遵守此類限制。任何情形下，花旗據此對第三方訴訟不承擔任何責任。法律禁止擅自使用、複製或揭露本文件，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帳戶，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。至本文完成日止所提出之所有意見，如有變動恕不另行通知。花旗集團不負責提供更新或變更本文中之資訊。

以上意見不可作為未來事件之預測與未來收益之保證。過往績效不能擔保未來獲利。真正結果可能依情況而有所變動。

儘管本文件資訊之來源頗為可靠，但花旗集團及其附屬機構並不保證本資料之正確性及完整性，並毋須對所導致的任何直接損失或其後果負責。本份刊中如有圖表指出資料來源為第三人，提醒您資料來源指的是自該第三人處取得之原始數據。未事先經花旗集團書面同意，本文所有部分皆不得以任何方式複製、翻拍或重製，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身帳戶的主要管理人，或作為另一方的代理人，而該方和花旗集團為其客戶從事本文件或未來版本中提及的證券所做交易有關。

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。若發行者之信用評等或信用價值下降，債券即面臨信用風險，其價格亦將下跌。信用品質較低之高收益債券，將面臨違約風險增加和較高波動性等額外風險。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之市場環境，重新投資其基金。

(MLP's) - 與能源產業相關的 MLP 企業可能會出現大幅波動。雖然歷史數據顯示其波動性並不大，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。

與能源產業相關的 MLP 企業在相關規章制度或徵稅方式方面的變更。若美國國稅局改變當前一籃子能源產業相關的業主有限責任合夥的徵稅方式，並據此徵收較高的稅率，或其他監管機構頒佈的規章制度，影響 MLP 企業增加收益或向普通股持有人派發股利的能力，則債券的回報率（如有）可能會大幅降低。鑑於產業、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資金集中風險。

抵押貸款證券 (MBS) 包括擔保抵押債券 (CMO)，也稱作房地產抵押投資管道 (REMIC)，並不適合於所有投資者。由於抵押貸款提前償還，可能會提前歸還本金，從而導致預期收益率下降，並產生投資風險。相反的，本金的歸還也可能慢於最初假設的提前償還速度，導致證券的平均期限延長，甚至延至上市到期日 (也稱作“延期風險”)。

另外，標的擔保品支持非機構性 MBS 證券在本金和利息支付方面可能違約。某些情況下會導致證券的收益流下降，致使本金損失。此外，信用支持程度不足可能會導致抵押債券的信用評級下降，使本金損失概率增加，價格波動性增大。投資次級 MBS 證券面臨的信用違約風險要高於同批發行的優先債務。在 MBS 證券由規模相對較小或多元化程度不足的標的抵押貸款池做擔保或者對該貸款池顯示出興趣的情況下，違約風險可能會更明顯。

MBS 證券對利率變動也相當敏感，利率的變動會對證券的市場價值產生負面影響。在波動性加劇的時候，MBS 證券的非流動性水準會增加，價格波動會加劇。其他因素包括但不僅限於提前還款、未來提前還款預期、信用擔憂、標的擔保品表現和市場的技術性變化等也會引發價格波動。

本報告書中提及之另類投資具有投機性，可能涉及重大風險而導致損失，包括因使用槓桿或其他投機性投資行為、缺乏流動性、回報的波動性、基金權益轉讓限制、缺乏潛在的分散性、缺乏估值和定價訊息、複雜的稅務結構和稅收報告的延遲、監管缺失且費用高於共同基金，以及顧問風險等。

資產配置無法保證獲利，亦無法保證金融市場一旦走跌仍能避免損失。各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。指數僅供說明、指示之用，不代表任何特定投資之績效。指數報酬數字，均未列計任何支出、費用與銷售費，而此等項目均會降低績效。

過往績效不能保證未來獲利。

與美國投資相比，進行國際投資面臨的風險更大，但潛在回報也更高。面臨的風險包括外國的政治和經濟不確定性以及匯率波動風險。尤其在新興市場國家，上述風險更高，因為此類國家政府較不穩定，市場與經濟基礎亦較弱。投資小型企業，可能遭遇大型企業投資沒有的風險，例如經營風險、顯著股價波動與流動性問題等。

46

鎳、銅等工業金屬所組成之期貨契約指數，除受到一般原物料相關因素的影響外，還可能因其他額外因素導致價格波動，包括使用工業金屬之產業的活動水準變化（包括人造或合成替代品的可取得性）；開採、庫存至煉製等供應鏈的波動；存貨的調整；儲存、勞務及能源成本等生產成本的變動；環境法規等規定之遵循成本；以及單一國家與國際產業、政府和消費者需求的改變。集中投資稻米等農產品之期貨契約指數，亦可能因氣候情況等其他額外因素導致價格波動，如水患、乾旱與寒流等，以及政府政策的變動、耕種決策、消費者與產業對農產品需求之波動。

本文涵蓋訊息不應視為對本文所提及策略、觀點或稅務、法律意見的細則。讀者如有意瞭解本文所述的戰略或概念，應諮詢其合適的稅務、法律或其他顧問。多元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的風險。

花旗私人銀行是 Citigroup Inc. (花旗集團) 旗下業務單位，透過花旗集團內的銀行和非銀行附屬機構，為客戶提供廣泛的產品和服務。並非所有附屬機構或地點皆提供所有的產品和服務。在美國地區，投資產品及服務是透過花旗環球金融有限公司 (CGMI)，FINRA、SIPC 之會員，和花旗私人顧問有限公司 (Citi Advisory)，FINRA、SIPC 之會員所提供。花旗環球金融有限公司的帳戶業務由 Pershing LLC 執行，該公司為 FINRA、NYSE 及 SIPC 之會員。花旗私人顧問有限公司為花旗私人銀行客戶提供部分另類投資產品之銷售服務。花旗環球金融有限公司、花旗私人顧問有限公司和花旗銀行皆為受花旗集團控管之附屬機構。

在美國以外地區的投資產品和服務，由花旗集團的其他附屬機構所提供之投資管理服務（包括投資組合管理）是透過花旗環球金融有限公司 (CGMI)、花旗私人顧問有限公司 (Citi Advisory)、花旗銀行以及其他關聯諮詢業務機構提供。這些花旗之附屬機構，包括花旗私人顧問有限公司，將會為其提供的投資管理、諮詢、行政、分銷和銷售服務獲取報酬。

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。本文件在香港是由花旗私人銀行透過花旗銀行 N.A. 香港分行發行，受香港金融管理局監管。與本文件內容有關的問題，應諮詢上述機構的註冊或持證代表。本文件在新加坡是由花旗私人銀行透過花旗銀行 N.A. 新加坡分行發行，受新加坡金融管理局監管。與本文件內容有關的問題，應諮詢上述機構的註冊或持證代表。本文件只提供給在香港登記和/或託管的客戶：本文件並無其他任何聲明可免除、排除或限制客戶依據可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《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》應承擔之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，依據美國法律規定由美國金融管理局和美國聯邦儲備銀行監管，與澳大利亞法律規定有所不同。花旗銀行不需持有澳大利亞金融服務許可證，其依據“2001年公司法”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2018/807號》）項下的豁免權益。

在英國，花旗銀行倫敦分行（Citibank N.A., London Branch）（註冊編號為BR001018），其地址為Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB，由美國金融管理局（Office of the Comptroller of the Currency）授權並受其監管，並由審慎監管局（Prudential Regulation Authority）所認可。受金融行為監管局（Financial Conduct Authority）所監管並受審慎監管局（Prudential Regulation Authority）限制規定。有關我們受審慎監管局所規定的具體情況可與我們索取。花旗銀行倫敦分行的聯繫電話是+44 (0) 20 7508 8000。

花旗歐洲公司（Citibank Europe plc）受愛爾蘭中央銀行監管。其受愛爾蘭中央銀行監管，並經愛爾蘭中央銀行和審慎監管局（Prudential Regulation Authority）授權。該公司接受愛爾蘭中央銀行的監管，同時接受金融市場行為監管局（Financial Conduct Authority）和審慎監管局的有限監管。如有需要，我們可為您提供有關金融市場行為監管局對我們的授權和監管程度，以及審慎監管局監管的詳細訊息。花旗歐洲公司英國分公司已在英格蘭和威爾士公司註冊處註冊為分公司，註冊號為：BR017844。其註冊地址為：Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值稅編號：GB 429 6256 29。

花旗歐洲公司在愛爾蘭註冊，註冊號為：132781，註冊地址為：1 North Wall Quay, Dublin 1。

花旗歐洲公司受愛爾蘭中央銀行監管。其最終管制人為位於美國紐約的Citigroup Inc.。

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委員會（The Jersey Financial Services Commission）監管。花旗銀行澤西島分行是澤西島銀行存款保障計劃的參與者。該計劃為最高達50,000英鎊的合格存款提供保護。任何5年期間的最高總賠償金額上限為100,000,000英鎊。有關該計劃及其涵蓋銀行集團的全面詳情，可參見澤西島網站www.gov.je/dcs或按請求提供。

在加拿大地區，花旗私人銀行隸屬於花旗銀行加拿大分行，為加拿大第二類特許銀行。由花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司（Citibank Canada Investment Funds Limited；CCIFL）提供特定投資產品，其為花旗銀行加拿大分行的全資子公司。投資產品有其風險，包括所投本金可能受到損失。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）或任何管轄地的存款保險制度的承保，花旗集團或其任何附屬機構亦不對其進行擔保。

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（Mutual Fund Dealers Association of Canada；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。

本文件僅供參考，不在任何管轄地對任何人構成出售任何證券的要約，或建議任何人購買任何證券的要約。

本文件所載訊息可能進行更新、完繕、修訂、核實和修正，而有所變更。

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官員、董事、雇員、代表或代理人概不負任何責任。

本文已盡可能根據英文文檔翻譯。本翻譯版本旨在為您提供方便，不以任何方式替代或修改適用的英文文檔，即本文檔的唯一正式版本。若有英文文檔的任何條款與本文不一致的情況，皆以英文版本為準。花旗銀行/花旗集團或其任何子公司對翻譯的準確性、合理性和完整性不做任何申述，也不具承擔因上述導致的任何直接或間接損失之責任。請聯繫您的私人銀行理財顧問獲取英文文檔版本。

© 2019年花旗集團。版權所有。Citi、上加弧形設計的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誌，在全球各地使用並註冊。

# 年中 投資展望 2019



DAVID BAILIN  
投資辦公室首席主管



STEVEN WIETING  
首席投資策略分析師、  
首席經濟專家



DAN O'DONNELL  
花旗投資管理另類投資全球主管



IAIN ARMITAGE  
資本市場全球主管



ROBERT JASMINSKI  
花旗投資管理聯席主管



RAY JOSEPH  
花旗投資管理聯席主管



WIETSE NIJENHUIS  
股票戰略投資主管



GREGORY VAN INWEGEN  
花旗投資管理  
定量研究與資產配置全球主管





花旗私人銀行受《金融時報》專業理財雜誌  
評價為“最佳全球私人銀行”  
和“最佳私人銀行服務”

能在全球各個國家和地區為大眾和富裕人士  
提供私人銀行服務並因此深受肯定  
我們深感榮幸

我們自許為“全球公民的私人銀行”



所述各項調查方法未經花旗私人銀行或花旗集團驗證或核實。至於在編制調查數據中所利用的相關標準和因素等，請聯絡進行相關調查的供應商。關於獲獎日期的詳細訊息，請聯繫進行相關調查的供應商。與某項產品或服務有關的獎項並不能代表任何客戶的實際體驗，也不能保證未來的業績或成功。

全球公民的私人銀行