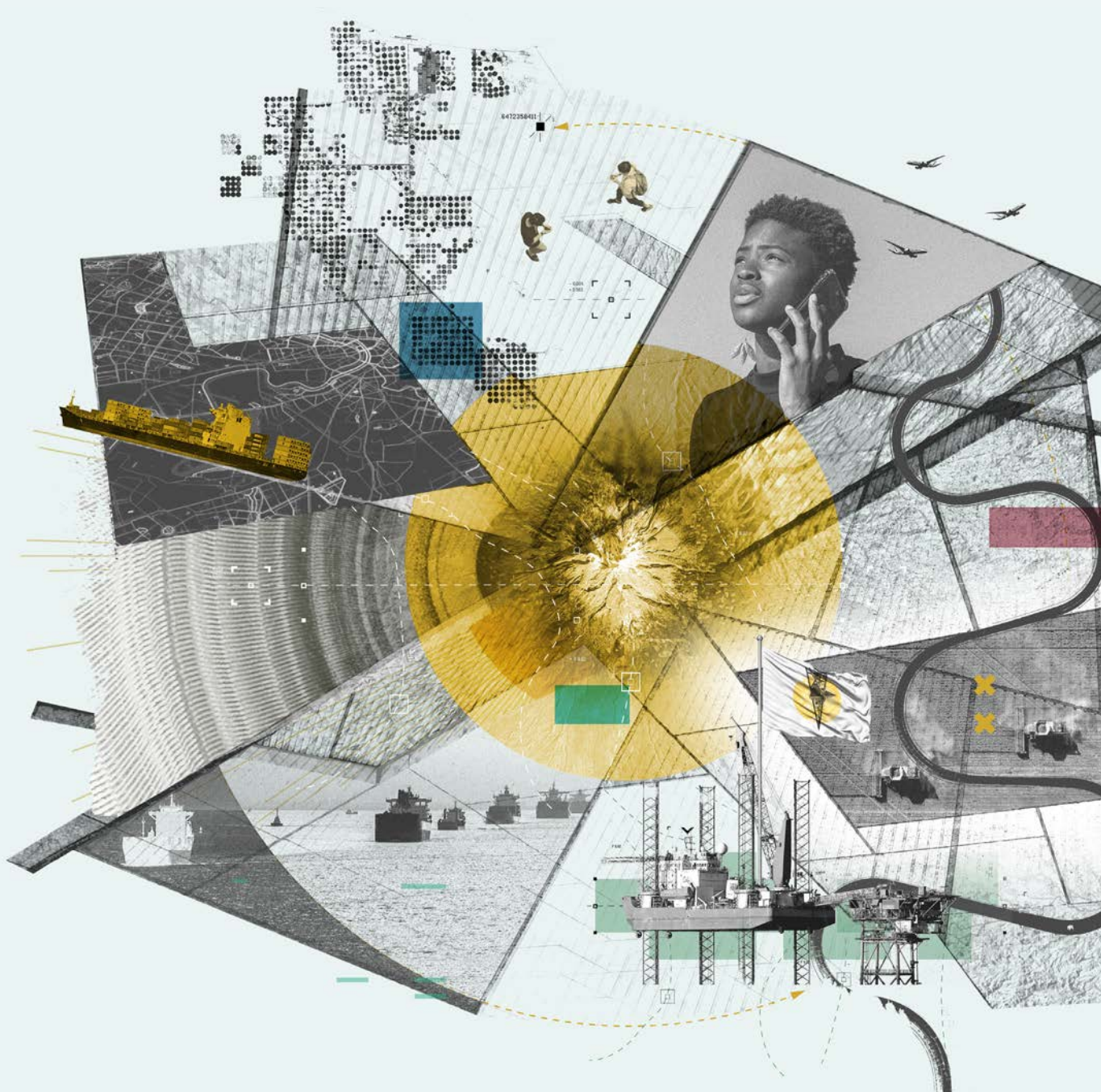


Citi Global Wealth Investments

2022年中展望

繁荣褪去， 如何布局



目录

欢迎阅读 2022年中展望

前言	3	2.1 跑赢现金窃取者！ 持有过量现金的风险	23
1 概述		2.2 跑赢现金窃取者！ 债券归来	25
1.1 世界新秩序： 我应当如何投资？	5	2.3 跑赢现金窃取者！另辟蹊径创造 收益	33
1.2 大类资产的长期回报前景有所 好转	9	2.4 利用不可阻挡的趋势力量	36
1.3 繁荣褪去，如何布局	11	2.5 亚洲崛起：中美两极分化加速	38
1.4 我们的资产配置	20	2.6 网络安全：捍卫数据和投资组合	42
		2.7 金融科技革命任重道远	45
		2.8 数字化世界的另类投资	48
		2.9 绿化世界乃当务之急	51
		2.10 克服供应短缺	54

前言



JIM O'DONNELL
Citi Global Wealth首席执行官

我很高兴在此向各位介绍Citi Global Wealth精心编制的《2022年中展望：繁荣褪去，如何布局》。

2022年前几个月异常艰难。疫情尚未结束，叠加通胀、加息、经济增速放缓和地缘政治紧张，导致全球经济不确定性上升。股市和固定收益市场同时经历了一波又一波的低迷行情，投资者分散风险的难度越来越大。在此期间，我们听到最多的问题是：“我现在应该怎么做？”

面对当下形势，其实您可以采取多种措施和手段，来保护您的财富并实现资产升值。

在本文中，David Bailin先生、Steven Wieting先生（魏廷文）和首席投资官办公室团队将会分享我们对今年下半年及未来一段时期的预判和设想。我们认为，如果消费力保持强劲，且美联储能够缓和当前对抗通胀的激进立场，经济扩张就有望持续下去——参阅[繁荣褪去，如何布局](#)。若果真如此，我们预计在2022年下半年，全球股票和债券有望获得一定收益。

在此背景下，我们想告诉客户：要积极采取行动。尤其如David Bailin先生在[世界新秩序：我应当如何投资？](#)章节中所指出，要将资金充分投入全球多元化配置。在市场动荡之际，您可能倾向于持有现金观望，等待较低的买入点。然而，长期的经验表明，此种等待市场时机的做法几乎注定要走向失败。我们也告诫投资者，不要让投资组合保持一成不变。恰恰相反，我们建议在注重质量和韧性的前提下进行动态资产配置——参阅[我们的资产配置](#)。

目前来看，我们认为固定收益产品存在潜在机会。出于对货币紧缩政策的担忧，债市在2022年初遭遇了疯狂抛售。在收益率大幅上升后，我们认为许多优质债券可以再次为投资组合创造收益并分散投资组合风险——参阅[跑赢现金窃取者！](#)主题下的[债券归来](#)部分。我们将积极把握债券及其他资产的收益机会，助力您捍卫购买力，抵御通货膨胀。

再次重申一下我们的观点：我们长期处于诸多不可阻挡的趋势之中，这些强有力的趋势将延续多年并改变我们的商业模式和日常生活。俄乌战争进一步加剧了东西方的割裂，并导致中美紧张关系升级。在我们看来，中美两个超级大国之间的对峙，将为全球投资者带来回报和多元化潜力，同时也会带来更多风险——[亚洲崛起：中美两极分化加速](#)。

尽管2022年科技投资面临压力，但数字化转型仍将继续深入，势头有增无减。我们在[网络安全：捍卫数据和投资组合](#)和[金融科技革命任重道远](#)部分阐述了最新核心观点。

向可持续发展过渡本身就是一个不可阻挡的趋势，也是地球和人类的必然选择。虽然人们对气候风险已经有了充分的认识，但近期发生的事件突显了我们对化石燃料的依赖所带来的经济和国家安全风险。随着时间的推移，我们预计这一过渡趋势将为投资组合创造潜在机会，并最终加快替代能源的发展——详见[绿化世界乃当务之急](#)。

近期来看，能源、粮食以及其他基本物资的价格受到冲击，其中也蕴藏着投资机会——详见[克服供应短缺](#)。

我们的《年中展望》为全球投资者提供了重要指南。在这段艰难的时光里，作为您备受信赖的合作伙伴和财富引领者，我们将一如既往竭诚服务，帮助您提高投资组合的质量和韧性，在未来一年及更长时间内为您保驾护航。

感谢您给予Citi Global Wealth的宝贵信任！

1 概述

目录

- 1.1 世界新秩序：我应当如何投资？
- 1.2 大类资产的长期回报前景有所好转
- 1.3 繁荣褪去，如何布局
- 1.4 我们的资产配置

1.1

世界新秩序：
我应当如何投资？

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth Investments首席投资官兼主管

2022年呈现在人们眼前的情形是世界秩序重新洗牌以及市场繁荣景象趋近尾声。尽管面临各种不确定性，但我们仍有诸多方式开展充分而明智的投资。



世界新秩序

假如过去的30个月是一本小说，那它可能会是一部以反乌托邦的黑暗题材出现在畅销书榜单中的恢弘巨作：一场疫情使世界经济停滞；中国实施极其严厉的封锁保护其公民免受病毒感染；世界超级大国及其领导人之间的鸿沟扩大；西方国家内部似乎也出现了政治混乱局面，这一切让俄罗斯总统仿佛看到了恢复苏联对乌克兰统治的历史性机会。

新冠疫情影响下的一届冬奥会尚未开幕，中俄两国领导人在二月的风雪天里举行了会晤。基于对中俄力量 and 目标的共识，两国领导人一致同意谴责美国和北约，宣布中俄友谊“长存”。中俄两国共同寻求“改变全球治理结构和世界秩序”。

通俗来讲，就是“意图发起冲突”。然而，在普京和习近平这两位东方大国领导人密谈之前，西方的弱点就开始日益显现。联合国及其安理会、北约等机构以及战略武器限制谈判（SALT）等多国协议的影响力似乎大不如前。2021年1月6日发生的美国国会大厦暴乱传遍全球，显得美国内部尤为分裂。即使是“让美国再次强大”的口号，似乎也暗示了部分美国人不再把他们的国家视为全球超级大国和世界警察。

因此，冬奥会刚结束四天，俄罗斯坦克纵队和十万步兵就满怀必胜之心涌入了乌克兰。

但实际情况出乎普京的意料，他似乎低估了乌克兰总统弗拉基米尔·泽连斯基，这位总统曾是一位电视剧演员，他用“我需要的是子弹而不是机票”拒绝了政治流亡的提议，在战时慷慨激昂地激励了他的国民。俄罗斯总统普京不会理解，一个“丘吉尔式”领导人通过互联网传播所发挥的力量，远比任何一个国家发起的网络攻击更强大。

泽连斯基用事实证明了自己并不好对付，展现了他的强硬和坚决捍卫民主的态度。他号召普通民众拿起武器保卫家园，传达了坚决捍卫家国的坚强决心和共同信念。在战时，他曾在多个国家的立法机构露面，寻求外援。

俄罗斯总统没有料到北约和美国在训练和武装乌克兰军民方面所做的准备，也没有意识到这场战争会对西方经济、政治和军事政策产生如此具有挑衅性、快速而巨大的影响。

在冲突爆发之初的前一百天里，西方共同提供的数百亿美元的军事和人道主义援助，足以支持乌克兰与俄罗斯展开一番对抗，保卫自己的领土。西方还发动了经济反击战，动用前所未有的持久制裁来切断俄罗斯和西方之间的金融和贸易联系。400多家公司停止与俄罗斯进行商业往来，以反映他们员工的价值观。甚至有一些此前保持中立的国家也决定加入北约，因为看到了北约必然会努力加倍增强实力和做好准备。

所有这些都让美国总统拜登有底气向习近平主席明确表明，如果中国为俄罗斯提供直接军事援助，美国及其盟友将在经济上严厉制裁中国。

这就是过去30个月所发生的事，但不是全部。

金融市场也出现了全球崩溃，随后出现了超乎寻常的全球复苏。正是这股流动性的洪流，使数百万居家的消费者轻点鼠标，通过电子支付清空了产品库存。新技术让新的交易者能够抬高万物的价格，从数字货币到元宇宙房地产，将僵尸公司变成市值数十亿美元的危机“幸存者”，并最终将估值推到不可持续的水平——因为公司开始大量烧钱来增加收入，而不再考虑盈利能力。这就是2020-2021年疫情期间的市场繁荣幻象。

在如此巨大而令人兴奋的浪潮过后，必然会有一个结果。

一部名为“急剧缩水的荷包”的政治惊悚大片眼下正在千家万户上演，而其中的反派是名为“通胀”的坏蛋，它会掏空全球消费者的口袋。能源、农产品、稀有商品甚至婴儿配方奶粉的稀缺成为这部“剧作”的第二个主要情节，这是战争的代价，是我们在去全球化的世界经济中为日益增多的摩擦付出的代价，也提醒人们疫情的影响仍未散去。

虽然美联储曾是世界经济的“救世主”，如今站在2022年6月的这个节点上来看，它更像是一个“达斯·维达”式的反派形象。美联储能否在不破坏全球经济的情况下遏制通胀（在为时已晚之前），还是会决定任由通胀释放其无限破坏力？市场充满波动，投资者惊慌失措。该去何处躲藏？

这就是过去30个月在现实上演的全部剧情。这样的形势也与我们的生活密切相关，如今也反映在我们的投资组合中。许多人持有太多的现金，并且在未来几个月和几年里配置不佳。故事的结局不应如此。欢迎阅读我们的《2022年中展望》，探索更多财富保值增值的可能性！

“繁荣谢幕， 我现在应该怎么做？”

**“当你能够清楚地看到来时路，就更容易看清
你将去往哪里。”**

David Bailin, Citi Global Wealth首席投资官

尽管将2021年称为投资者过度繁荣的时期可能显得过于简单甚至武断，但很多观察和数据都表明，事实就是如此。疫情引起的混乱、为了应对疫情影响而采取的战时规模经济刺激，以及投资者表现出的“只赚不输”的行为，共同促成了“繁荣”景象。从以往来看，繁荣也就是股票回报过高的时期。股票价格赶顶反映了远高于公司预计利润的业绩。投资者忽视了收入增长率回归正常水平的可能性。他们误以为疫情期间利润的暂时报增是可持续的。他们甚至认为利率将无限期地接近于零。这反映了投机性、泡沫性市场的本质。在如此投机的环境中，趋头投资者们纷纷跑到线上聊天室寻求投资建议。

美联储政策突然一百八十度大转变，从“大放水”变为“大缩水”，乌克兰出人意料的持久战，都标志着这一市场繁荣的结束。2022年，我们看到一“桶”冷水泼向经济，以期能抵抗过度繁荣之后接踵而至的过度通胀。

从这个角度来看，从2021年夏末断断续续开始并在2022年前五个月大幅加速的回调，是对前两年过度估值的纠偏。

随着2022年初债市和股市不同寻常的同时崩溃，实际正利率回归固定收益市场，恢复了核心资产类别的多元化收益，创造了急需的投资组合收入。

5月20日标准普尔500指数接近熊市的回调速度看起来似乎快速、急剧和深入，但更有可能是疫情开始后市场迅速复苏的镜像。

然而，投资者并不这么看，他们肯定也不会有这样的感受。现在，我们看到投资者过度悲观，在市场大幅下跌后继续看空的倾向太过严重。投资者因恐惧而无所适从。

现在，投资者确实有理由悲观。对于全球经济，我们有牛市、震荡市和熊市三种情境预测。我们用“强劲”“韧性”和“衰退”来形容这三种情境，截至2022年6月初，我们认为这三种情境出现的概率分别为20%，45%和35%¹。当我们认为衰退情境出现的概率与动荡市或者说韧性情境几乎一致时，表明市场风险高于以往。

有趣的是，最大的风险并不在于经济的运行轨迹。事实上，全球经济对疫情、俄乌战争、中国经济大规模封锁以及通胀本身的韧性相当强，但这往往被忽视。技术在医疗保健、零售、仓储管理、旅行、娱乐甚至办公空间等领域的有效更新换代能力，促成了我们在过去30个月中有目共睹的经济韧性。事实上，这都是未来投资的不错领域——参阅[利用不可阻挡的趋势力量、网络安全：捍卫数据和投资组合及金融科技革命任重道远](#)。

美联储目前的反应才是市场最大的风险。美联储仅有少量工具来对抗通胀，而且这些工具力道太大，也不够巧妙。一个就是利率，美联储已经明确表示，加息几乎是必然的。第二种被称为量化紧缩，这是其宽松信贷政策的反向操作，随着疫情在2020-2021年的来袭，宽松信贷政策确保了资本的流动。当美联储允许其先前购买的债券滚动到期

¹ “除了美联储本身，没什么可怕的” – 首席投资官办公室策略简报 | Citi Global Wealth Investments, 2022年5月22日。

时，新发行的债券将涌入市场，投资者需要作为新发行债券的买家介入。这就需要足够规模的买家介入。事实是，我们不知道新的供应是否会迎来充足的需求。如果美联储加息过高、过快，同时也减少了市场流动性，衰退可能会接踵而至。这可能会导致失业和其他问题，从而导致经济在一段时间内萎缩。

我们认为美联储不必这样做来遏制通胀。正如 Steven Wieting（魏廷文）在[繁荣褪去，如何布局](#)章节中指出的那样，“软着陆”是可能的。我们认为，由于储蓄水平降低、家庭财富水平降低以及工资增长相对于通胀水平降低，消费者节约开支，需求已经下降。我们还看到供应在增加，尽管不是在每一个类别，而是除能源和粮食以外的许多其他类别。假以时日，供求平衡是解决通货膨胀的最好办法。

我们认为投资者不应该坐拥现金，并试图“预判市场走势的时间”。事实上，我们认为这是一种高风险的做法——参阅[持有过量现金的风险](#)。为了应对充满不确定性的当下，我们已经布局持仓——参阅[我们的资产配置](#)。

2022年的市场下跌导致了许多资产估值的重置——参阅[大类资产的长期回报前景有所好转](#)。我们相信，随着市场逐渐迈入2023年，高质量的债券可能会为投资组合增加真正的价值——详见[跑赢现金窃取者-债券归来](#)。

假设不会出现衰退，而是缓慢的市场盘整，投资者将看到美国和全球经济未来温和增长的环境是积极的。设想这部小说的结尾是中国不再封锁，乌克兰战争结束，全球供应链进行有意义的调整。想象一下，通胀率在2023年底降至3.5%，美国10年期利率达到2.75%。这些是我们的希望和对于未来一年左右的看法。

作为经验丰富的投资者，我们理性地审视全球经济

数据，几乎没有理由相信增长已经结束，创新和投资已经结束。

我们有诸多理由相信，在未来几年里，建立一个更现实、更稳定的世界秩序是可能的。中国不可能依赖俄罗斯作为其最强大的盟友，因为这场战争对其许多重大利益产生了负面影响。此外，北约复兴和扩张的可能性肯定会促使中国调整战略。如果美国、日本和其他国家像现在看待乌克兰那样看待台湾，就会催生更多的紧张局势——参阅[亚洲崛起：中美两极分化加速](#)”。但这也意味着有更多的机会建立新的关系。

简而言之，有很多理由可以进行明智的投资——即便是现在。在《2022年中展望》中，我们将为您详细阐述明智投资的方法。

1.2

大类资产的长期回报前景有所好转

GREGORY VAN INWEGEN

花旗投资管理量化研究和资产配置环球主管

PAISAN LIMRATANAMONGKOL

花旗投资管理量化研究和资产配置主管

经历了2022年初市场的大幅波动后，我们决定在今年年中发布对大类资产长期回报的最新预测。

2022年迄今，各大类资产的长期前景发生了实质性变化。这是来自我们专有的战略性资产配置方法——适应性估值策略（AVS）——的预测分析。AVS基于当前估值和其他基本面因素预测未来十年的回报水平。

我们通常会在每年年初更新一次AVS回报预测，但鉴于2022年初金融市场出现了大幅波动——详见[繁荣褪去，如何布局](#)，我们决定在今年年中更新AVS预测。



2021年底，由于股市估值处于历史高位，我们在年度更新报告中预测2022年公开股票市场回报率将会相对较低。从那以后，市场开始大跌，我们先前的预测得到验证，大跌也令估值更具吸引力，因此现在我们将全球股票的战略回报预期（SRE）从4.2%上调至6.1%——见图1。

2022年，多国央行为对抗通胀而采取的激进举措令债券价格急剧下跌。因此，我们也相应调高了固定收益回报预期，投资级债券的回报预期从1.8%调至3.4%，高质量债券变得更具吸引力——参阅[债券归来](#)。高收益债和新兴市场债券的战略回报预期随信用利差走阔而提高。另类资产类别的战略回报预期也有所上调。

2022年中SRE更新数据是基于截至2022年4月30日的数据得出的初步预测结果。2022年SRE更新数据基于2021年10月31日的数据得出。全球股票包括发达国家股票和新兴市场股票。全球债券包括投资级债券、高收益债券和新兴市场债券。战略回报预期的货币单位为美元；所有预期仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。战略回报预期并不保证未来业绩。花旗私人银行全球资产配置团队。2021年SRE基于2021年10月31日的数据得出。回报预期的货币单位为美元。基于指数进行预测的SRE是指花旗私人银行对指数所属的特定资产类别未来十年的回报所做的预测。AVS使用指数来代表各类资产。各个特定资产类别的预测均采用适合该资产类别的专有方法做出。股票资产类别所采用的专有预测方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。该方法由特定的估值指标组成，涉及多个计算步骤。为了计算股票资产类别的SRE，花旗还对收益和股息预期增长率进行了假设。债券资产类别所采用的专有预测方法基于当前的收益率水平。其他资产类别采用其他特定的

图1. 战略回报预期

	2022年战略回报预期	2022年中战略回报预期
全球股票	4.2%	6.1%
全球债券	2.0%	3.7%
现金	0.9%	1.5%
发达市场股票	3.8%	5.6%
新兴市场股票	8.1%	9.9%
投资级债券	1.8%	3.4%
高收益债券	2.6%	5.2%
新兴市场债券	3.6%	6.0%
现金	0.9%	1.5%
对冲基金	4.1%	6.1%
私募股权	11.6%	14.6%
房地产	8.8%	9.4%
大宗商品	1.5%	2.0%

预测方法。所有SRE数值均未扣除客户费用和开支。过往表现并不代表未来业绩。未来的回报率无法准确预测。实际投资回报率可能相差很大。包括可能损失投资本金。投资者无法直接投资指数。以上所示SRE是假设信息，并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。如需了解战略回报预期的定义，请参阅“术语表”。

1.3

繁荣褪去，如何布局

STEVEN WIETING(魏廷文)
首席投资策略师兼首席经济学家

2021年的繁荣已经过去，但这并不意味着衰退即将到来。面对经济不确定性，我们建议对投资组合进行积极调整和布局。

- 在新冠疫情造成经济崩溃以及随后的繁荣之后，我们现在面临着地缘政治紧张、通胀上升和增长放缓所带来的经济不确定性。
- 如果美联储及时停止紧缩政策，我们认为经济扩张有望持续并避免衰退。
- 尽管部分科技股大跌，但与21世纪初不同的是，收紧技术开支似乎不太可能。
- 投资者的当务之急是构建具有韧性的投资组合，对各类资产进行高质量投资。



那场在2020年重创世界经济的“地震”及其余震尚未平息。疫情造成经济前所未有的重创，随后经济活动、金融资产和消费价格又出现一片繁荣的景象。这种迅速的、外因导致的发展趋势，却令投资者在2022年无所适从。

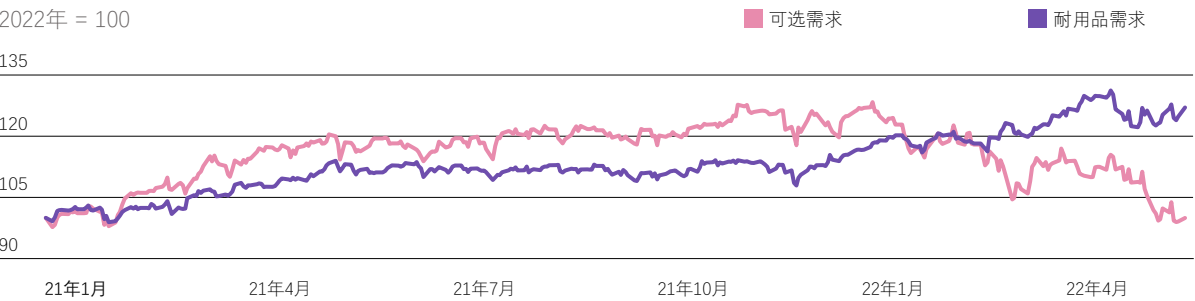
正如David Bailin在[新世界秩序：我应当如何投资？](#)章节中所述，俄乌冲突让本就饱受疫情重创的全球经济更受摧残，物资短缺和供应链中断问题更是让情况雪上加霜。在去年繁荣的余晖即将退去之际，面对全球大宗商品短缺，当前形势要求我们采取不同的资产配置方法。

图1. 实际GDP预测值：过去和现在(%)

	2020		2021		2022		2023	
					修正前.	修正后.	修正前.	修正后.
中国	2.4	8.0	4.5	4.0	5.0	5.0		
美国	-3.4	5.5	3.5	1.9	2.6	2.0		
欧洲	-5.9	4.8	3.9	2.3	2.4	1.8		
英国	-9.7	6.0	4.2	3.0	2.5	2.0		
全球	-3.2	5.6	3.8	2.6	3.5	2.7		

来源：Haver，花旗私人银行首席投资策略分析师办公室，截至2022年5月18日数据。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

图 2. 耐用品行业富有韧性



上图显示了“可选需求”行业和“耐用品需求”行业的股票表现。可选需求行业包括家用耐用品、专卖零售、纺织品、服装和奢侈品、住宅型房地产投资信托、酒店、餐饮和休闲、金融和航空公司。耐用品需求行业包括食品、饮料和烟草、能源、公用事业、医疗保健和电信服务。来源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年5月15日。过往业绩并不保证未来表现。实际结果可能会有所不同。指数非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅供说明之用。

2022年上半年，利率骤升使投资者更难以确定金融资产应当如何估值。政府债券收益率在过去12个月大约翻了一番，高质量债券的收益率多年来首次回到较为适宜的水平。

在经济周期放缓的大环境下，我们认为从整个投资组合构建和从盈余现金中赚取收益的角度来看，债券都更具吸引力——参阅[跑赢现金窃取者：债券归来](#)和[我们的资产配置](#)。

美联储带来的副作用

目前为止，美联储的宏观经济战略未能分策应对一系列大规模外源性冲击与经济的正常商业周期。政策制定者用过度刺激来应对疫情冲击，现在又要“换汤不换药”地用过度紧缩来应对通货膨胀。我们认为，各国央行目前正在反转2020-2021年的大规

模货币刺激政策。其实，在美联储今年夏天再次加息之前，经济增长就已经明显放缓。因此，我们将2022年及2023年全球实际GDP预测下调了约1个百分点——[见图1](#)。大宗商品短缺已经限制增长并推高通胀，这种情况还将继续。当然也有抵消因素在发挥作用。

我们认为，供应的持续复苏以及需求的逐步放缓，将会使通胀在未来一年逐渐减弱。随着时间的推移，消费需求、通胀和就业放缓，会逐步让央行调整过度紧缩政策从而防止衰退。考虑到重大风险，我们在过去一年调整了投资组合配置，注重产生收益的高质量资产以及对经济不可或缺的资产——参阅[我们的资产配置](#)和[见图2](#)。

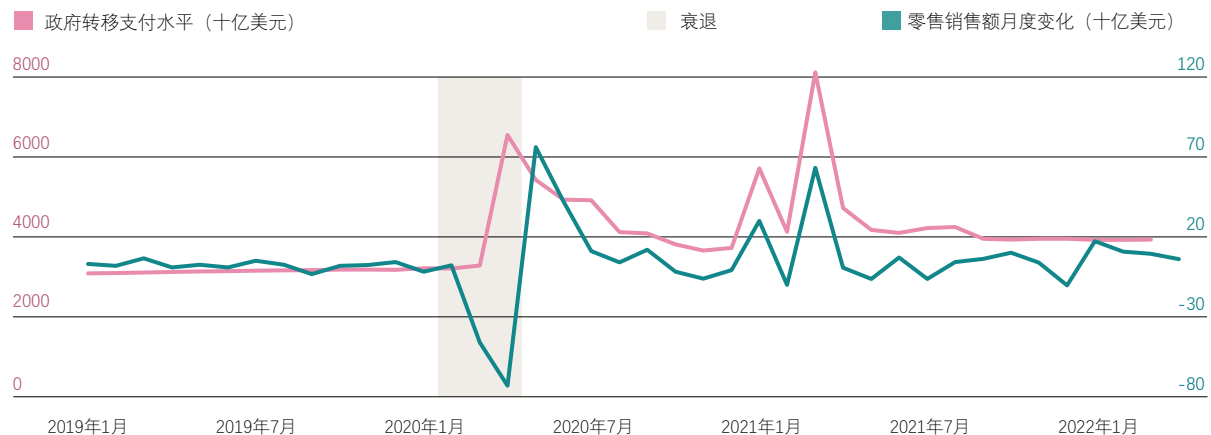
2020-2021年刺激过度，现在出现“戒断反应”

在应对疫情对经济造成的深入而短暂的影响时，财政和货币政策制定者采取了前所未有的大规模刺激政策。假设美联储为航空公司和酒店业及其员工提供定向财政支持，而不是向所有消费者“撒钱”，就不会出现短暂的需求繁荣。现在，面对疫情引发的物资短缺（需要在行业层面解决的供需不匹配）问题时，政策制定者又开始施加宏观层面的经济限制——见图3。

从以往经验来看，货币政策从来没能成功解决过供应冲击。美联储可以调节需求，但没法生产商品和服务。2020-2021年为经济提供的需求支持正在迅速减弱。2022年一季度，美国联邦支出减少33%。将抵押贷款利率上调250个基点，只是美联储为给房地产行业降温采取的笨办法中的一个例子——见图4。第一季度消费者支出也在减速。随着时间推移，我们预计这将使就业和通胀放缓——见图5。

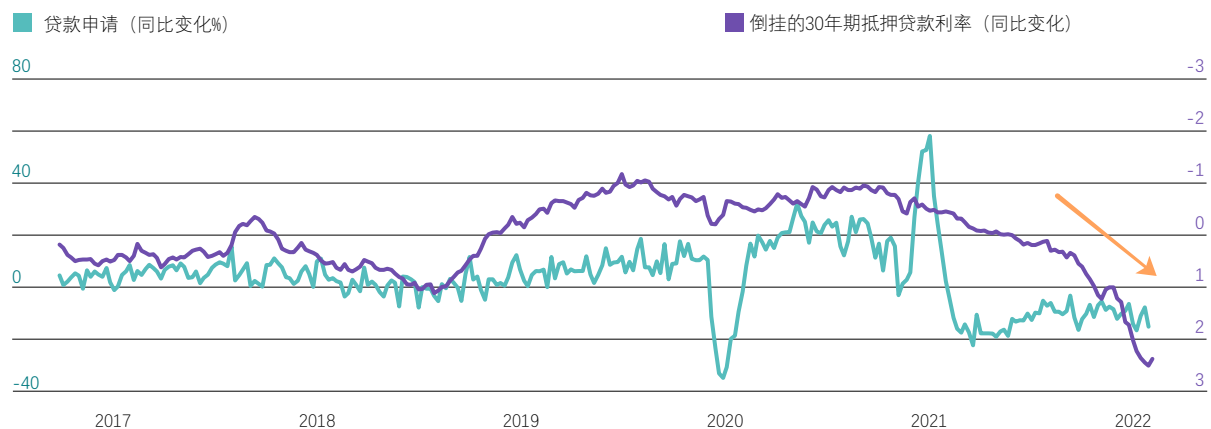
对于此前2021年经济兴旺期货币措施过度宽松的相关批评，美联储曾不以为然。但在2022年，美联储的立场骤变。随着美联储开启了更迅速的货币紧缩期，我们不禁想起鲍威尔在去年8月份的评论：“货币政策对通胀的主要影响可能滞后一年或在更长时间后显现。如果一家央行是为了应对暂时性的问题而收紧政策，那么主要的政策效果很可能在不再必要之时才会显现。”

图3. 刺激减少，繁荣消退



图表所示为美国政府转移支付收入和零售销售额的月度环比变化。资料来源：Haver，截至2022年5月15日。

图4. 抵押贷款利率飙升，房贷申请减少



图表所示为倒挂的30年期美国抵押贷款利率和住房贷款申请。资料来源：Haver，截至2022年5月15日。

我们希望美联储在某个时候（理想情况下是在2022年）能认识到加息和减少贷款（“量化紧缩”）对未来造成的影响。如果能尽早认识到这一点，经济仍有机会持续增长，或许美联储也不再需要对货币政策进行重大调整。相反，如果美联储执意要按原计划将迅速货币紧缩政策持续到2023年，美国 and 全球经济增长可能难以延续到下一年。

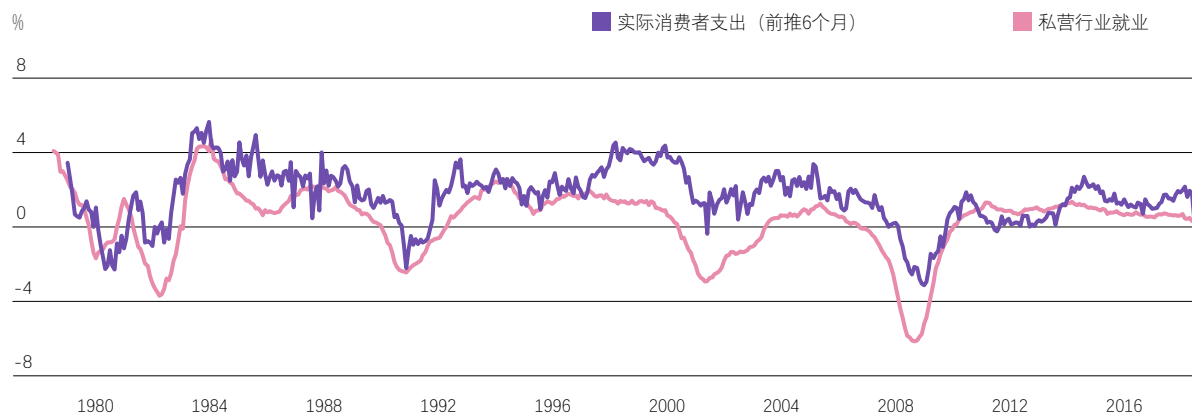
一旦衰退开始，美联储将无法悬崖勒马。不过美联储确实惯于频繁逆转政策。过去45年中，美联储从维持最高政策利率到降息的平均时间仅仅只有7个月。2019年，美联储在预期当年加息75个基点的情况下降息75个基点。此外，美联储还在一次紧急会议上提前结束了量化紧缩。

如果美联储能够很快在2021年的过度宽松和2022年宣称的快速收紧之间找到平衡点，则有望避免助长金融和经济过剩。与此同时，随着美国债券市场几乎所有期限和类别债券的收益率上升近200个基点，我们认为债券投资者的风险/回报潜力显著改善——参阅[跑赢现金窃取者：债券归来](#)。

2022年初，美国长期国债从之前的高点一度下跌35%，价值损失创历史纪录。由于我们认为未来通胀不会每年上升2%，自2020年收益率触底以来，我们首次增持了美国政府长期债券。价格更低的高质量债券现在应在许多类型的投资组合中得到更大比例的配置。

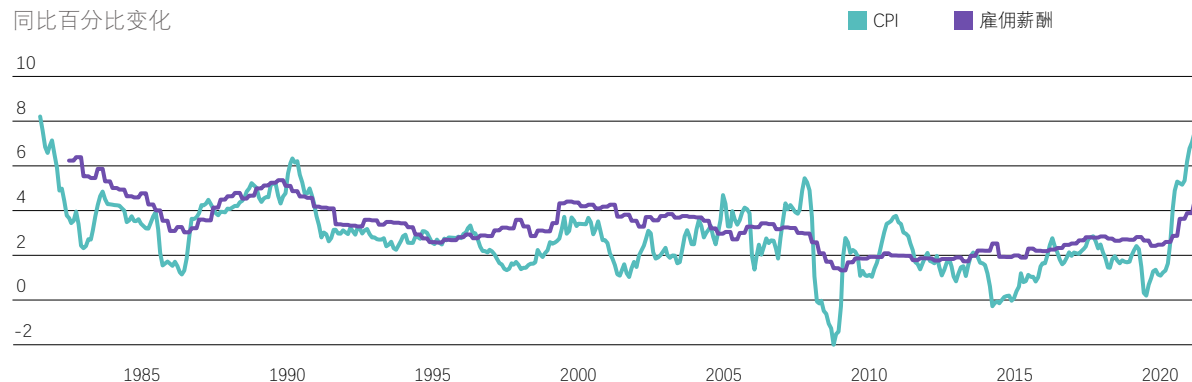
工资在后疫情时代的通胀飙升中所占比例很小——**见图6**。这就是为什么2023年的衰退导致数百万人失业将是一个巨大且无谓的牺牲，对减缓通胀几乎无济于事。

图5. 劳动力随消费支出变化



图表所示为私营行业就业的百分比变化与前推六个月的消费者支出实际百分比变化。资料来源：Haver，截至2022年5月15日。

图6. 通胀飙升的主要原因在于商品短缺，而非工资上涨



图表所示为雇佣成本的同比百分比变动（以“雇佣成本指数：平民工人”计算），以及城市CPI的同比百分比变动；所有项目通货膨胀指数。资料来源：Haver，截至2022年5月15日。

请保持耐心!

幸运的是，全球生产的迅速增长超过了需求的增长。商业库存已经从创纪录的低点恢复。我们认为，为满足需求当前商品进口激增，这有望在不导致就业崩溃的情况下降低通胀。换言之，市场力量（而非紧缩）正在逐步发挥平衡供需所必需的作用。央行所需要做的是为这种复苏延续一整年创造条件。

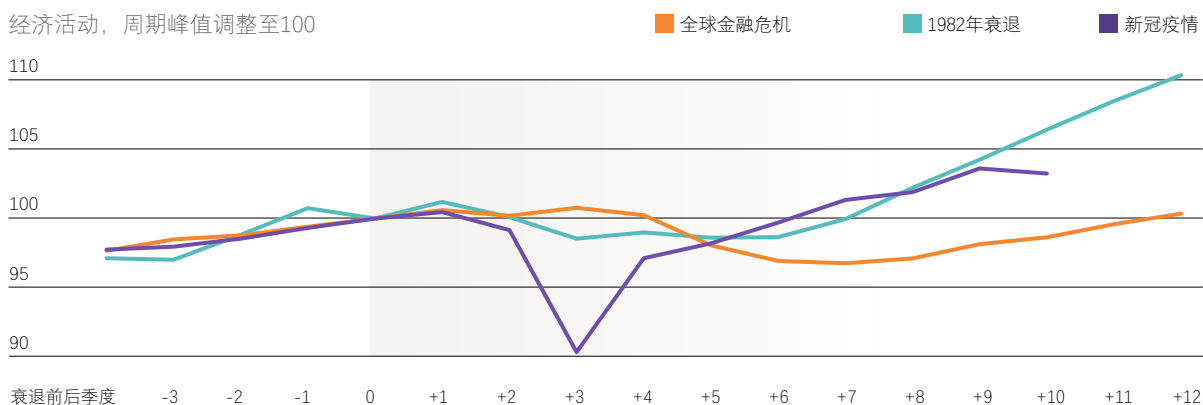
2022年迄今，美联储已经加息75个基点。量化紧缩将随之而来。这对金融市场来说是痛苦的，但还不足以对经济扩张造成很大影响。不过，外界普遍预计美联储将在未来18个月内再收紧250个基点。如果美联储执意等待滞后的经济指标出现疲弱迹象，而不展望政策对未来“一年或以上”的影响，衰退的可能性只会增加。我们认为出现衰退的可能性是35%。

人为造成的衰退

对1980和1982年的回忆可谓异常黯淡。以当时的标准来衡量，1982年的经济衰退极其令人痛苦。然而，面对美联储“人为造成”的衰退，经济迅速恢复全部潜力的能力是强大的——**见图7**。从某些角度而言，这种影响是人为造成的，且不像为遏制新冠疫情在2020年第二季度所采取的短暂经济封锁的影响那么温和。同样，我们预计当疫情限制解除时，中国的经济复苏将会继续——参阅[亚洲崛起：中美两极分化加速](#)。

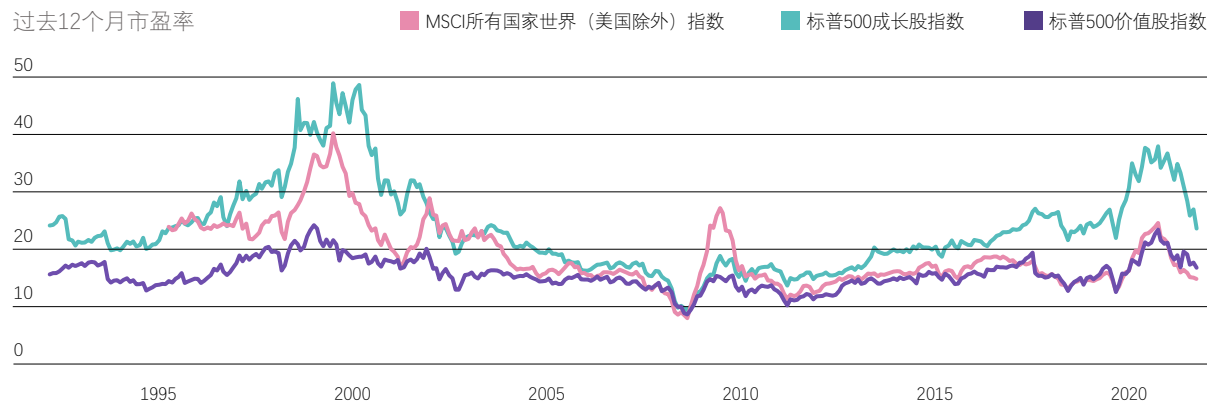
这种衰退明显不同于收缩，在收缩期间，大部分经济领域呈现繁荣态势，只是需要消除巨大的失衡。整个经济领域最明显的例子是2008-2009年的住房过剩。

图7. 美国经济增长通常从衰退中迅速反弹



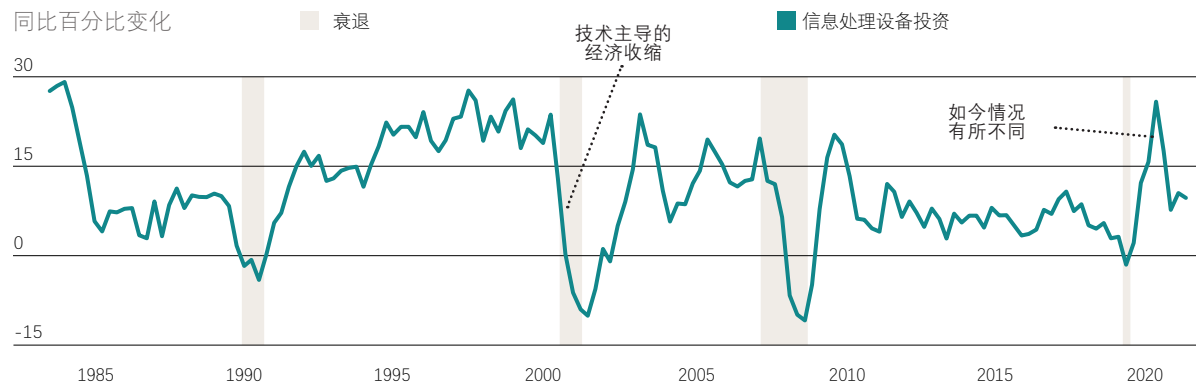
图表所示为衰退和后衰退期间美国实际GDP的季度变化（周期0=衰退开始）。资料来源：Haver，截至2022年5月18日。

图8. 美国成长股估值涨跌



图表所示为美国成长股、价值股和美国以外股票的历史市盈率。资料来源：Haver，截至2022年5月15日。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能发生变化。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。所示数据仅作参考说明之用。

图9. 当前技术支出似乎更具韧性



图表所示为私人非住宅支出在信息处理设备上的实际投资的同比变动。灰色阴影区表示美国出现的衰退。资料来源：Haver Analytics，截至2022年3月30日。

迄今为止，在全球金融危机后，银行业的杠杆率保持在历史上的温和水平。即便如此，传统银行之外还存在一些系统性风险——见图8。这是政策大幅收紧之际一个尚存的经济力量。尽管如此，2020-2021年投机性科技股估值的繁荣，确实与1995-1999年期间科技股疯狂上涨以及随后的估值回落有些相似之处——见图9。

科技股将再次上涨

近年来科技股的估值可能有点类似于20世纪90年代末，但盈利能力却不可同日而语。如今，技术支出不似当年那样集中。20世纪90年代末处于互联网繁荣时期的公司都有一些共同点，但在今天，像特斯拉和Facebook母公司Meta这样的公司几乎没有业务共同点。

时间会证明一切，但我们并不认为技术支出会减少——见图9。在2000-2002年，技术领域的基本面过剩（例如“暗光纤”通信网络的大规模建设）导致了产能过剩和技术主导的经济收缩。现在，在高通胀持续的情况下，非必需消费支出可能是经济最脆弱的环节。

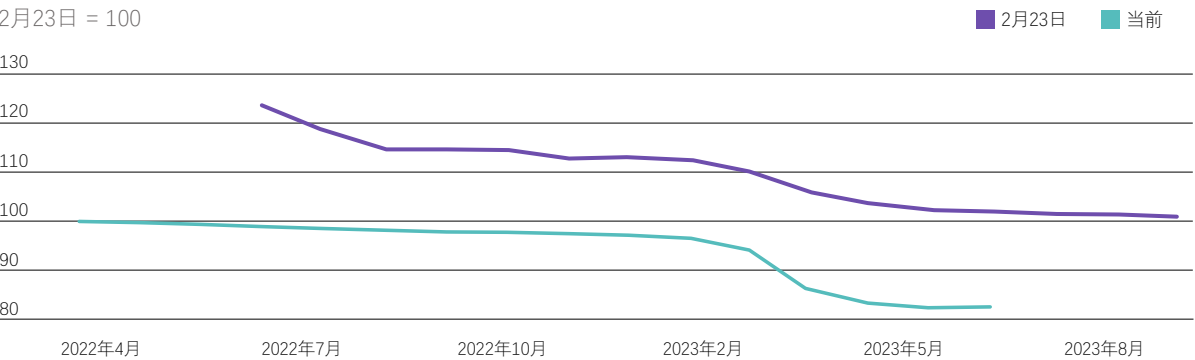
安全，悲剧及大宗商品价格

我们改变了战术资产配置，以反映不利的紧缺市场环境——参阅[我们的资产配置](#)。在不预测俄乌冲突如何以及何时结束的情况下，俄罗斯和乌克兰出口的众多自然资源的期货价格将在未来两年的交割期内大幅上涨——见图10。

该地区主要农业投入和产出的损失将对许多新兴国家产生巨大负面后果，在这些国家，粮食在家庭预算中所占比例要大得多。解决这个问题的办法是尽可能提高世界其他地区的产量。我们对全球自然资源公司进行了大量配置，减持了其他股票和欧洲等地区的资产。

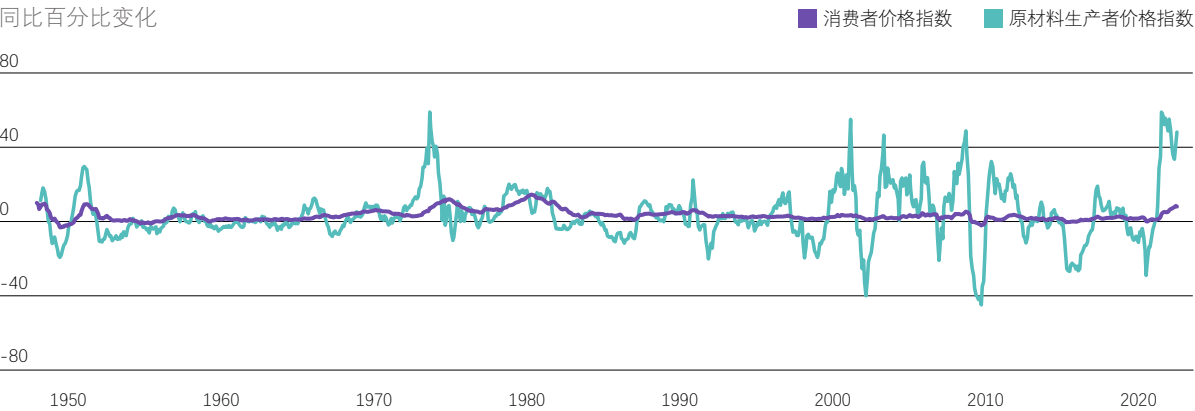
幸运的是，大宗商品价格也远远算不上决定最终消费价格的最重要因素，即使是密切相关的产品——见图11。在我们所预测的需求放缓的情况下，大宗商品价格高企只会影响利润和更多非必需品的销售。尽管我们对大宗商品股票和优质美国债券的增持似乎自相矛盾，但俄罗斯和乌克兰出口减少造成的供应冲击是全球增长放缓的一个因素。如果供应恢复，大宗商品价格下跌，我们预计经济前景将更加强劲，并对更广泛的全球股市产生潜在利好。

图10. 价格走高但可能回落：部分能源、金属和粮食大宗商品



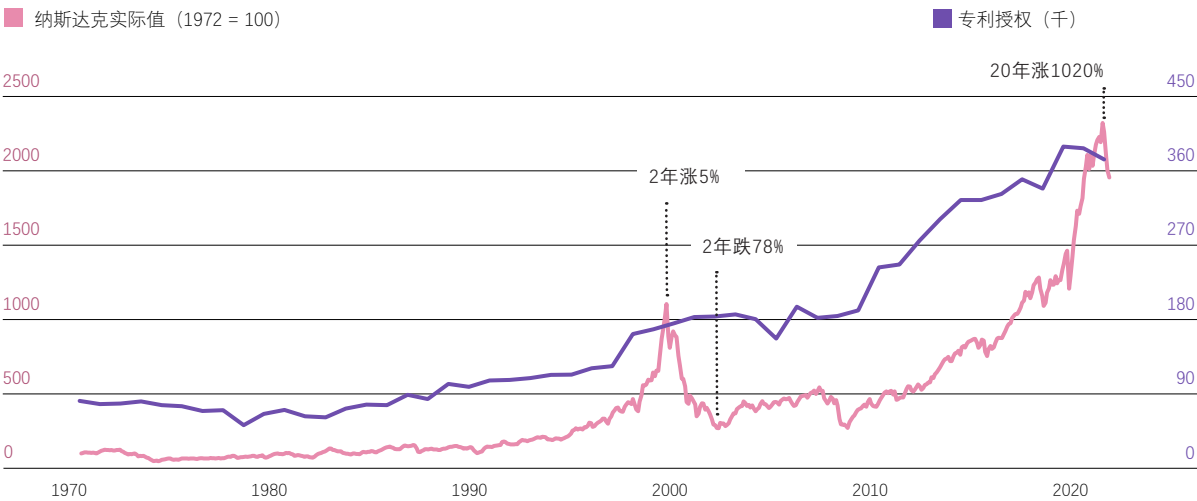
图表所示为布伦特原油、小麦、德国天然气和钢铁期货等一篮子期货，由交割期至2024年的期货合约组成，同等权重，以2023年2月为基期；战争开始的前一天，每项资产的值被设定为100。资料来源：Haver Analytics，截至2022年4月15日。注：所有预测仅作为观点参考，如有更改恕不另行通知，亦非对未来事件的保证。过往业绩并非未来回报的保证。仅作说明之用。

图11. 生产者价格：仅仅是消费价格的一个构成要素



图表所示为消费者价格指数和核心原材料价格指数的同规模同比百分比变动。资料来源：Haver Analytics，截至2022年5月18日。

图12. 科技股与发明创新蓬勃发展



图表所示为自1971年以来经通胀调整后的纳斯达克综合指数价格与美国专利授权。资料来源：Haver Analytics，截至2022年5月18日。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能发生变化。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。所示数据仅作说明之用。

刺激减少并不意味着创新减少

尽管创新股的市场价值承压，但我们认为当前与过去的情况有着关键不同。尤其是，我们认为全球将不会减少网络安全和绿色技术等领域的支出——参阅[利用不可阻挡的趋势力量](#)。这与21世纪初互联网泡沫结束时形成鲜明对比，当时估值和基本面同时回落。

正如过去一年一些最具投机性的投资一样，纳斯达克综合指数在2000-2002年中的两年多时间里大跌78%。随后，纳指在后来20年大涨逾1000%。原因

何在？因为即使在2000-2002年的科技股崩溃期间，创造增长的技术进步也已经形成——**见图12**。当时熊市时期的创新包括iPhone的前身和今天的电动汽车、人类基因组测序和今天私人航天业的发展——**见图13**。

在崩溃之前10年经济扩张的顶峰时，股市泡沫时期最大型公司的市盈率为78倍。其中有的被竞争对手合并，有的则再也未能回到巅峰。但如果一名投资者在接近1999年的峰值时买入这些股票，并持有这些股票到今天为止，每年的回报仍会比持有现金高290个基点——**见图14**。

图13. 21世纪初，科技股大跌，但科技创新却蓬勃发展

蓝牙无线	消费者GPS
短信 (AT&T)	先进人工心脏和人工肝
拍照手机	"人类基因组计划"草案
U盘	首例远程手术
插电式混合动力汽车	SPACE X
(普锐斯)	BLUE ORIGIN
1GHZ英特尔微处理器	AT&T MOBILITY
苹果IPOD	GOPRO
苹果MAC OS	WAYFAIR
WINDOWS XP	VISTA EQUITY PARTNERS
微软XBOX	
黑莓智能手机	

图表所示为2000-2002年科技泡沫破灭期间的科技发明和公司。资料来源：首席投资策略师办公室，2022年5月19日。所列公司仅作说明之用，并不代表任何特定投资的业绩。不构成对任何上述证券的购买邀请或出售建议。

我们并非主张立即增持成长股，而是想说明，在市场不会立即带来正回报的时候，持有股票至少已经奠定未来回报的基础。

我现在应该怎么做？

在不确定性加剧的情况下，投资者往往因为恐慌而无所适从。因此而消极对待投资组合可能要承担沉重代价。最常见的两个错误举动是，维持根据过去市场配置的投资组合不变和持有过量现金。

我们的目标是根据当下的市场环境构建具有韧性的高

质量投资组合。Citi Global Wealth Investments已经在2022年的战术资产配置中做出了重要调整，其中包括超配自然资源和石油服务股票。

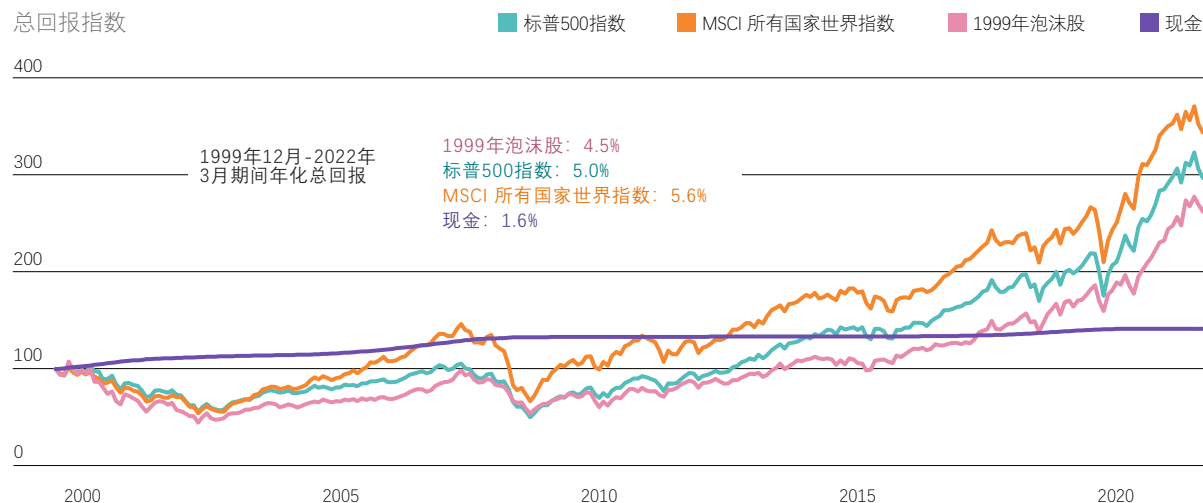
在商品短缺和供应冲击的情况下，我们认为这些资产或将有助于增强投资组合——另请参阅[克服供应短缺](#)。

再次重申，我们对多类优质资产充满信心。股票方面，我们看好具有多重优质属性的长期领军企业——参阅《2022年度展望》之[现在应着眼于长期领军企业](#)。长期领军企业包括股息成长股——参阅[跑赢现金窃取者！](#)以及我们的“不可阻挡的趋势”相关的很多个股——参阅数字化和亚洲崛起。

我们还建议重点关注高品质债券。2022年，债券收益率大幅上升，我们认为该资产类别还有更大的潜力——参阅[跑赢现金窃取者！债券归来](#)。

请即刻与您的客户关系团队联系，索取您的专属“展望检视清单”。我们将会分析比您的投资组合与建议配置方案的差距，然后与您共同探讨如何对标调整。

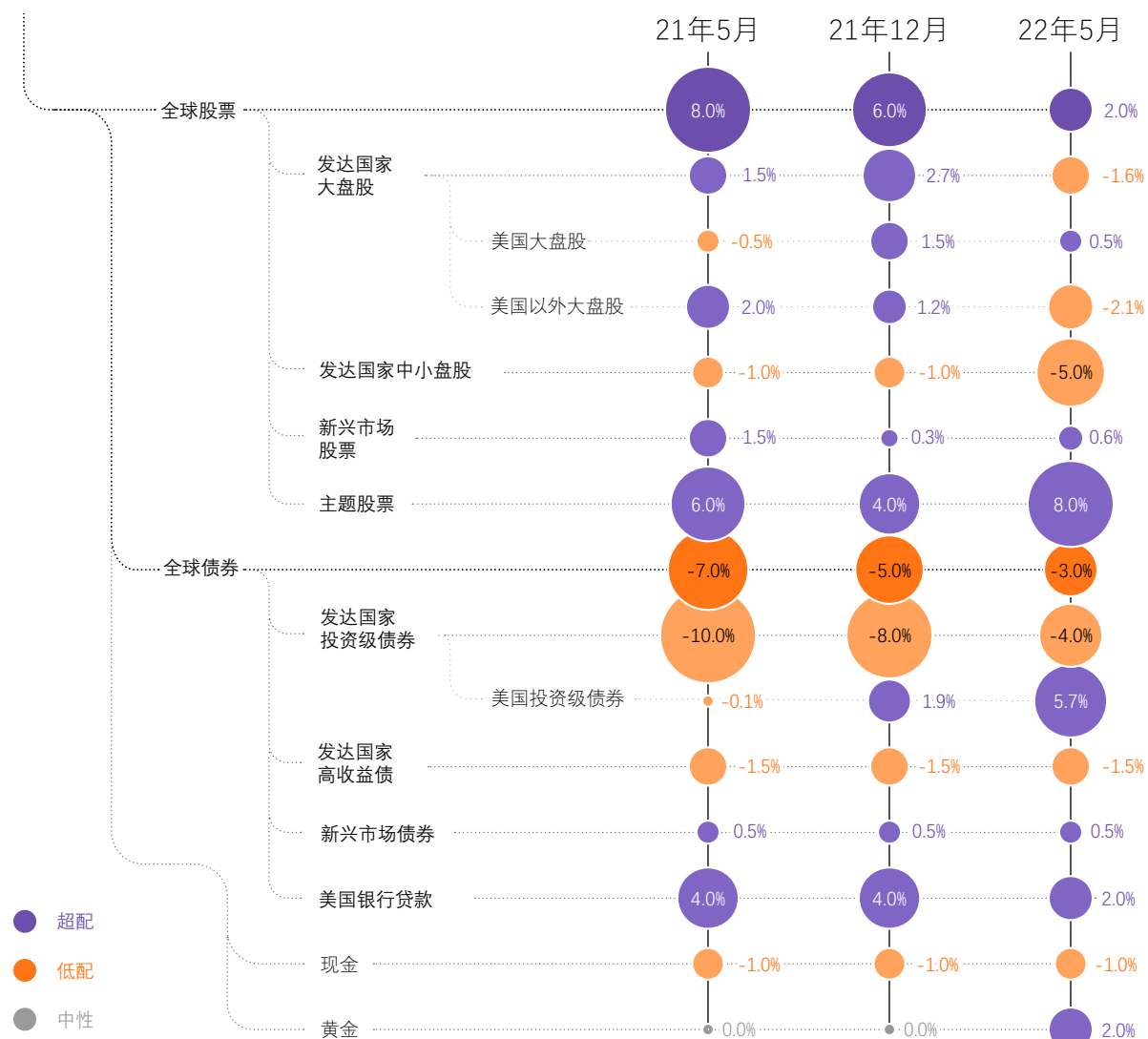
图14. 在泡沫峰值买入大型科技股并一直持有仍比持有现金的回报高



图表所示为1999年底至2022年3月期间“科技泡沫股票”、标普500指数、MSCI 所有国家世界指数和现金的总回报。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能发生变化。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。所示数据仅作说明之用。定义见“术语表”。

Malcolm Spittler和Joseph Fiorica对
本文有贡献

我们的资产配置



花旗私人银行首席投资策略师办公室，截至2022年5月23日数据。

投资机会

全球制药企业

全球自然资源和石油服务企业

优质债券，如：适合相应投资者的各种期限的美国市政债券和适用于管控风险的长期美国国债

长期领军企业

网络安全主题股票，如：云计算和物联网的防护

金融科技企业，特别是支付服务企业

针对数字化的风投、成长股及多空对冲基金策略

受益于中美两强格局和亚洲崛起的行业

中国经济重开和中国科技相关股票

利用卖出任意持仓的机会建立可持续能源投资长期敞口

时代在变，投资组合也要顺势而变。 您准备好了吗？

2022年，增长放缓、通胀飙升和地缘政治紧张局势冲击了全球市场。

在如今的不确定性环境中，许多投资者还在持有去年的配置，或者坐拥过多现金。

《2022年中展望》对未来的经济形势进行了研判，并回答了投资者问得最多的问题：“我现在应该怎么做？”

那么接下来请联系我们，索取您的专属“**展望检视清单**”，参照我们为您量身打造的配置方案，检视您的投资组合。

今年年初，超过5000位花旗全球财富客户迈出了这关键的一步，咨询花旗明智投资方法。我们将向您展示如何在2022年下半年及未来更长时间里，构建有韧性的高质量投资组合。

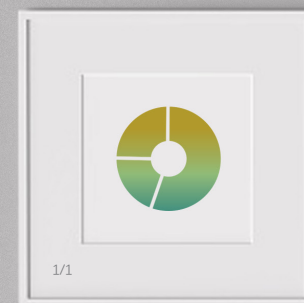
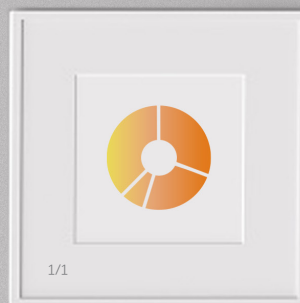
我们可为私人银行客户提供专属分析，具体包括：

全面查看您在花旗及其他地方持有的全部投资；

助您在实际负利率环境下发现创造收益的方法；

确定您的投资组合的环境、社会和治理影响；

请即刻联系您的客户关系团队获取您的专属分析。



2 投资主题更新

目录

- 2.1 跑赢现金窃取者！持有过量现金的风险
- 2.2 跑赢现金窃取者！债券归来
- 2.3 跑赢现金窃取者！另辟蹊径创造收益
- 2.4 利用不可阻挡的趋势力量
- 2.5 亚洲崛起：中美两极分化加速
- 2.6 网络安全：捍卫数据和投资组合
- 2.7 金融科技革命任重道远
- 2.8 数字化世界的另类投资
- 2.9 绿化世界乃当务之急
- 2.10 克服供应短缺

2.1

跑赢现金窃取者！ 持有过量现金的风险

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投资策略师兼首席经济学家

实际利率为负仍是现金购买力面临的一个明确切实的威胁。我们认为，寻求现金收益的策略有助于抵御这一威胁。

- 面对当前的不确定性，许多投资者都会持有过量的现金。
- 虽然我们预计通胀将放缓，利率将在今年见顶，但来自“现金窃贼”的威胁将持续存在。
- 随着利率的上升，我们再次看到各类优质债券所带来的潜在收益机会。
- 我们青睐股息稳定增长的股票和大宗商品生产商类公司的股票，而对于合格的投资者，则可考虑某些特定的资本市场和另类投资策略。



2022年前几个月可谓是股票和债券的艰难时期。MSCI所有国家全球指数曾一度下跌达18%，一些美国长期政府债券经历了几十年来最差的走势。投资者最迫切的担忧之一是货币政策的收紧。美国债券市场目前在定价上反映了后续两年可能会出现美国史上最大的加息幅度——**见图1**。

Citi Global Wealth Investments对美联储是否会推行如此大幅度的收紧政策持怀疑态度。我们预计利率将在2022年某个时间见顶。而且，即使美联储确实如其所言收紧货币政策，根据以往经验，仅仅六个月左右，美联储就会再次降息。面对所有不确定性，许多投资者都在问同样的问题：“现在难道不是持有现金的好时机吗？”

尽管利率有所上升，但现金持有者的处境与以前大致相同。经通胀调整后，大多数主要经济体的利率仍为负值。近期，美国消费者价格通胀达到8.5%，比大多数短期和长期利率高出几个百分点。虽然如此之高的数据可能不会持续，但利率低于通胀率可能是未来一段时期的现实情况。

这将对现金持有者造成巨大的负面影响。我们将通胀蚕食现金的过程比作“现金窃贼”，现金购买力会逐年变弱——参阅《2022年展望》中的[跑赢现金窃取者](#)章节。因此我们提醒投资者，坐拥大量现金非但不能保证安全，随着时间的推移，还会让购买力大幅下降。

抵御现金窃贼

我们认为，投资者需要采取行动对抗“现金窃贼”。我们偏好的方法是，将现金投入到可能为投资组合带来实际正收入的资产中。

近年来，许多债券的超低收益率使得其收益能力

图1. 美国债券投资者预测美联储或将出台创纪录的紧缩政策



图表所示为2年期美国国债收益率减去联邦基金利率。资料来源：Haver Analytics与彭博社，截至2022年4月19日。过往业绩并非未来回报的保证。实际结果可能发生变化。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。所示数据仅作参考之用。

和现金一样疲弱。然而，经过2022年初几个月的洗礼，情况似乎发生了很大改变。如果您一直在等待债券收益率上升，那么我们认为时机已到——参阅[跑赢现金窃取者！债券归来](#)。

我们还倾向于将股息增长股作为核心配置，这些公司在经济周期各个阶段均能一直提高分红。这些更高质量、更具防御性的股票在2022年上半年的波动中表现出色。回顾历史，我们不难看到股息增长股以较低的长期波动性跑赢了大盘。大宗商品生产公司的股票也颇具吸引力。

对合格且合适的投资者而言，某些资本市场策略也或许可行，这些策略试图从较高的股票市场波动中获取收益。同样，各种私募市场策略也可能有助于减轻通胀的影响——参阅[另辟蹊径创造收益](#)。

寻求实际正收入有助于捍卫您财富的购买力。我们

认为，现在是时候通过投资组合进行充分投资，并击退“现金窃贼”了。

2.2

跑赢现金窃取者！ 债券归来

BRUCE HARRIS
全球固定收益策略主管

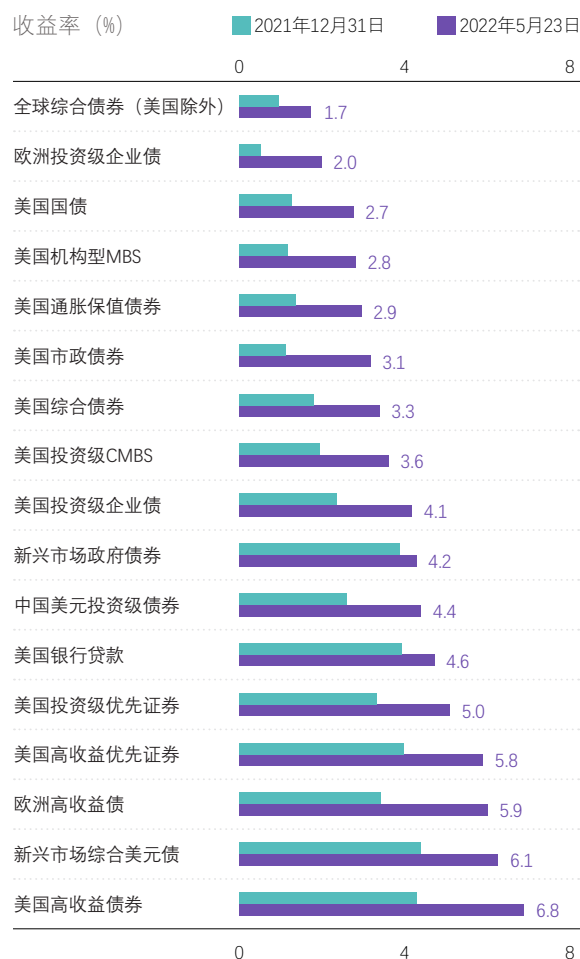
KRIS XIPPOLITOS
花旗投资管理全球固定收益投资组合策略师

2022年债券资产的艰难开局推高了该资产类别的收益率，但我们认为这创造了潜在获取现金收益的机会。

- 货币紧缩全面推高了债券类产品的收益率。
- 虽然这对现有投资者来说是痛苦的，但我们认为这种势头进一步为赚取现金收益和提高投资组合多元性创造了可能性。
- 我们认为利率可能在2022年见顶。
- 潜在机会包括美国投资级债券、高收益债券、优先证券、新兴市场美元债券。



图1. 2022年初各类债券收益率飙升



资料来源：彭博，截至2022年5月23日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

2022年初对于投资于固定收益的投资者而言十分不利。该资产类别经历了史上最差综合回报期，截至2022年5月23日，彭博美国综合债券指数年初至今下跌9.5%。

货币政策是回报大幅下降的主要原因。1月初，美联储突然调整政策方向，不再实行原本的适度和有控制的紧缩计划。相反，美联储释出信号表明将实施一种更为激进（近乎急功近利式）的方法，以应对其发现的持续高通胀风险。

鉴于年初至今通胀数据居高不下，再加上俄乌冲突带来的“大宗商品价格冲击”，美联储认为不得不继续上调利率。而这是在3月份首次加息25个基点以及5月份再次加息50个基点以外的加息举措。期货市场目前定价所反映的预测是2022年将再有近8次25个基点的加息，且2023年还将再进行几次加息。美联储还宣布，从6月份开始，它将开始将其资产负债表规模缩减近9万亿美元，到夏季结束时，上限为每月缩表950亿美元，这一过程被称为“量化紧缩”（QT）。

货币紧缩预期板上钉钉，短期美国国债收益率立刻应声上涨。受此类收益率上升的带动，全球范围内的长期美国国债收益率和信贷收益率也同样水涨船高。短短四个月，“准现金”工具的价格上涨了近200个基点，这一创纪录的变动在每个固定收益类别中都引起了反响——见图1。

我们的观点是，美国国债收益率现在已经消化了大部分美国紧缩预期。我们认为，随着美国GDP增速迅速放缓，利率有可能在今年见顶。这或将导致通胀数据下降，或使美联储缓和其鹰派立场。

对投资者而言，收益率上涨可能会形成具有吸引力的买入位。我们认为，鉴于某些固定收益类资产的收益率较高，因此目前能够抵御通胀上行的影响。

此外，这类资产还有助于减轻多元化投资组合中的股票风险。从历史数据看，长期美国国债是少数在股市大幅回调期间与股票呈现负相关的资产之一——见图2。不过，我们要在此强调应甄选投资产品。无论是欧洲和日本的长期政府证券，还是风险信贷，历史上都没有相同的对冲属性。这是由于这些地区的央行进行了更积极的干预，也因为风险信贷回报往往会跟踪股票回报。

那么在我们看来，最适合帮助抵消通胀的固定收益资产有哪些？

图2. 债券在美股回调幅度20%以上期间的总回报

回撤日期	01年 3月	08年 7月	20年 3月	均值
天数	251	197	17	155
美国国债	12.4	7.6	4.3	8.1
短期美国国债	9.1	5.1	1.5	5.2
中期美国国债	12.6	8.4	31.1	8.1
长期美国国债	14.8	9.4	10.7	11.7
美国投资级企业债	12.4	2.2	4.0	3.5
短期美国投资级企业债	9.9	3.9	0.7	4.4
中期美国投资级企业债	12.4	3.2	2.4	4.4
长期美国投资级企业债	13.2	0.4	7.0	2.2
美国高收益企业债	7.6	4.4	10.8	7.6

图表所示为在过去三次美股熊市（下跌超20%）中，彭博指数所代表的某些债券资产类别的总回报。资料来源：彭博社，2022年5月16日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。

投资级债券

截至5月23日，彭博美国企业债券指数所代表的投资级债券收益率已升至高于美国国债收益率147个基点。这一利差远高于1月5日91个基点的年初至今低点。

利差迅速扩大可能是俄乌冲突和美国经济走势的不确定性造成的。收益率上升肯定会受到新投资者的欢迎，因为除了美国国债收益率上升之外，目前整体利差水平几乎是2005年76个基点这一几十年低点的两倍——见图3。如果避险情绪未进一步增强，利

差进一步扩大的幅度可能有限。

我们继续建议利用中期投资级债券寻求收益，以抵消通胀影响，并在股市下跌时发挥潜在的对冲作用。

图3. 美国投资级债券利差再次走阔



图表所示为美国投资级债券收益率与相同久期的美国国债收益率的利差。资料来源：彭博社，2022年3月16日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。

美国市政债券

美国市政债券是指由州、市和其他政府实体为公共项目融资所发行的债券，似乎对可以利用税优待遇的投资者很有吸引力。

美国市政债券收益率/美国国债收益率比率（M/T比率）将相同到期日的AAA级市政债券收益率与美国国债收益率进行比较。目前，按照过去的标准衡量，在所有到期日，美国市政债券的估值都优于美国国债。截至5月23日，5年期M/T比率为89%，远高于1月3日的45%。10年期M/T比率从70%左右上升到100%。大多数其他M/T比率接近其5年历史高点的前四分位数。

这一比率的值由可以获得的高税收等值收益率表示——见图4和图5。此外，大多数美国市政债券的信用评级相当稳健。由于税收收入非常强劲，作为最大市政债券发行人的美国各州的经济指标正在改善。

图4. 市政债收益率比率——按期限划分

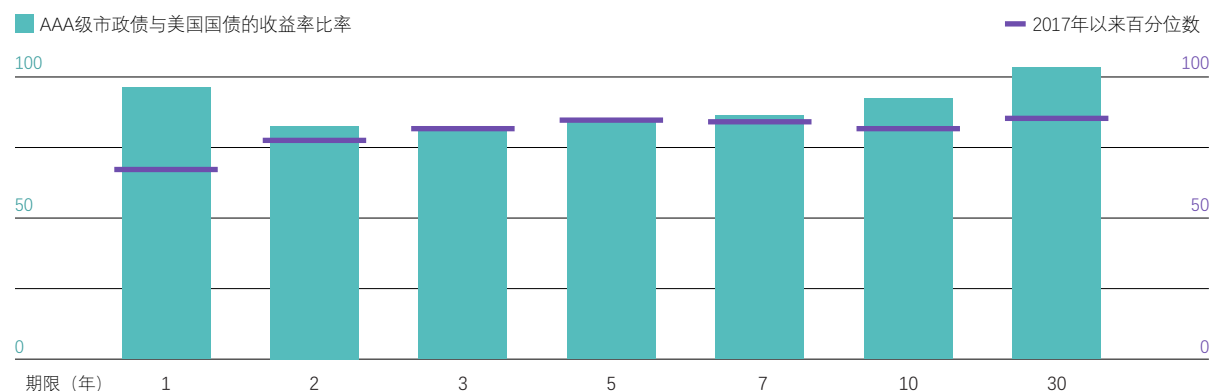
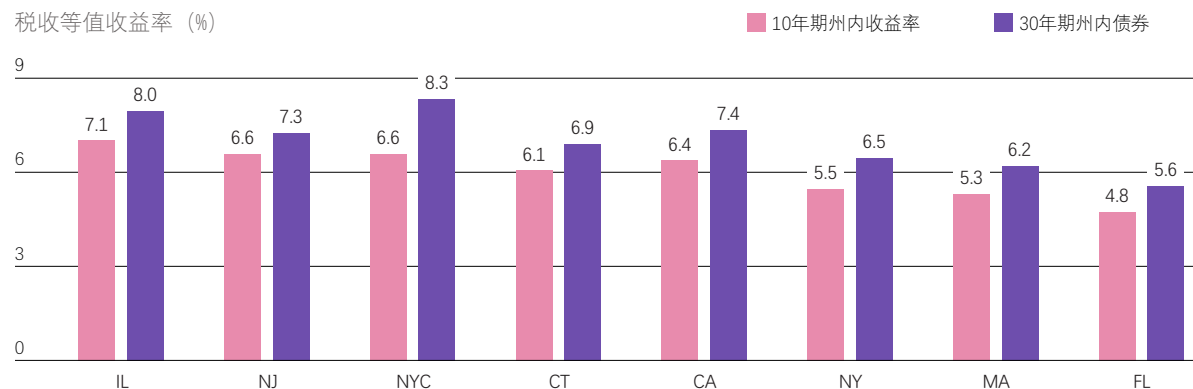


图5. 美国部分州的税收等值收益率



图表4所示为美国市政债与美国国债的收益率比率，以及收益率比率当前的百分位数与2017年的对比。图表5对美国各州10年期和30年期税收等值收益率进行了对比。税收等值收益率经联邦和《平价医疗法案》的最高税率（40.8%）以及各州收益率的州所得税率调整。资料来源：彭博社，2022年5月23日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。

美国高收益债券

投资级债券的收益率和利差可能会接近过去的平均水平。相比之下，高收益债券的利差现在超过了疫情前5年约440个基点的平均水平。截至5月23日，利差为475个基点——见图6。如果对于美国经济的担忧加剧，高收益债券利差可能进一步走阔。

自疫情以来，高收益债券的信用指标总体上有所改善，因为产品价格上涨创造了一种“意外收入”，使许多公司能够迅速偿还债务。能源行业尤其如此，该行业约占高收益债券板块的13%。

此外，许多公司的资产都有所升值，比如拥有房地产的零售商。其他一些公司的固定资产重置成本由于通货膨胀而增加，比如汽车生产商。这也改善了资产负债率指标。

但由于美联储加息，企业融资成本将增加。由于高收益债券发行公司通常比投资级债券发行公司的杠杆率更高，随着时间的推移，利率上升将消耗更多的自由现金流。如果经济放缓，这类发行人的顶线营收也可能下降。尽管如此，我们认为，在合适的投资者投资组合中，评级较高的精选高收益债券或贷款或可占据一席之地。

图6. 如果经济担忧加剧，高收益债利差可能进一步走阔



图表所示为彭博美国企业高收益债券指数和相同久期的美国国债收益率的利差。资料来源：彭博社，2022年5月23日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。

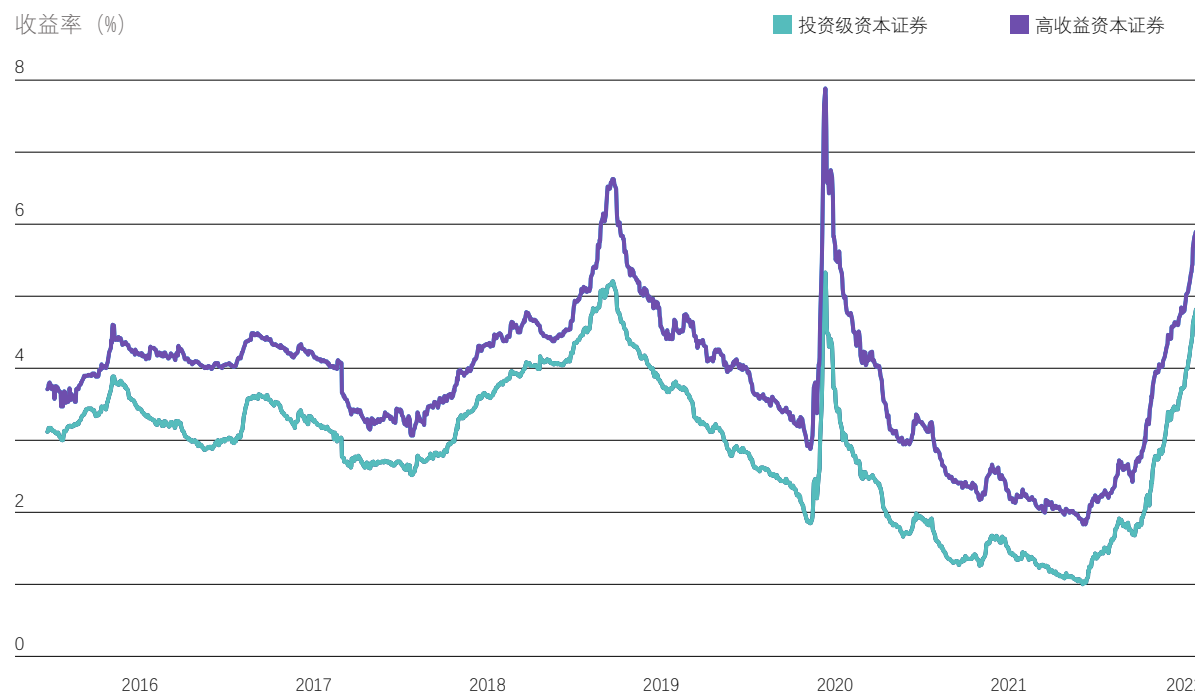
美国优先证券

优先证券和其他“应急资本”证券位于发行人资本结构的底部，低于无担保债券，略高于股票。这些证券的利率一般是“固定转浮动”。这意味着这些证券在某一段时期提供固定利率，通常为5年。此后，它们通常转换为浮动利率附加信贷利差。在固定利率期结束时，大多数证券都是可赎回的，也就是说，发行人可以返还投资者的本金，并停止支付利息。

大多数优先证券都是“永久”的，因此除非被赎回，否则它们永远不会到期。相比之下，一些证券在发行30年至50年后到期。鉴于它们在相对较短的固定利率期后转换为浮动利率，因此尽管它们的到期日较长，但它们的久期很低。传统观点认为，如果利率上升，大多数发行人通常会选择在固定利率期结束时赎回证券，但他们并非必须这么做。

与其他固定收益资产类似，2022年优先证券的价格大幅下跌。对于那些想要短期（少于4年）固定收益敞口，并可以接受信贷风险和优先结构的“延期风险”的投资者而言，目前的收益率水平（截至5月23日，投资级优先证券为5.76%，高收益优先证券为6.54%）可能会引起他们对这些证券的兴趣——见图7。对美国纳税人而言，某些优先证券的股息收入也可能获得税优待遇。根据发行人的不同，这可以转化为6%至7%或更高的税收等值收益率。

图7. 美国优先证券收益率上升



图表所示为ICE美银投资级机构资本证券指数和ICE美银高收益机构资本证券指数的收益率。资料来源：彭博社，2022年4月30日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。

新兴市场美元债

新兴市场美元债是一个非常宽泛的类别。它包括投资级和高收益债券，以及两个评级类别的主权和公司发行人。它们受到国家、区域和行业板块考量因素的影响。也可能出现“特殊”的事态发展，对某一板块或国家的美元计价债券的估值产生重大影响，例如涉及俄乌冲突或地理位置靠近俄乌冲突的发债国最近发生的情况。

总体而言，截至5月23日，新兴市场利差为364个基点，接近多年顶部（不包括新冠疫情时期）——见**图8**。随着俄罗斯从该指数中剔除，收益率低于几周之前。然而，考虑到评级、行业和地域多元化的综合因素，这可能是目前固定收益中最有价值的资产之一。

新兴市场国家和企业债券目前的一个考虑因素是，美国国债利率走高可能导致美元走强，进而可能导致国际收支问题，因为进口产品价格更加昂贵。但在许多新兴市场地区和国家，本币兑美元坚挺，因为其中许多国家是大宗商品出口国，预计将受益于以美元计价的大宗商品价格上涨。

图8. 新兴市场美元债利差走阔



图表所示为彭博新兴市场硬通货综合指数收益率与相同久期的美国国债的利差。彭博社，2022年5月23日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。



“我现在应该怎么做？”

到目前为止，2022年固定收益资产波动的速度和幅度令人惊讶。但许多投资组合反映的仍然是去年底较低的收益率环境。当时，更多的债券意味着难以抵御通胀风险。我们认为，投资者现在应该重新审视其固定收益配置，因为目前此类产品的收益率较高。

战术上，我们全球投委会超配中期美债和投资级债券，略超配长期美债，低配欧洲和日本政府证券，对高收益债券为中性持仓，超配新兴市场。

展望未来，随着美联储收紧政策的行动变得更加明确，我们预计将增持更长期的久期。一旦紧缩的影响被经济吸收，我们可能会扩大信贷风险敞口。

不过如果我们低估收益率可能增加的幅度，我们当前的固定收益资产配置可能创收不足。但我们仍认为利率将在2022年见顶。

虽然通胀仍在持续，但现在固定收益中有更多的可能性来帮助保护您的投资组合免受通胀蚕食。

2.3

另辟蹊径创造收益

DANIEL O'DONNELL

另类投资全球主管

MICHAEL STEIN

对冲基金研究和管理全球主管

MICHAEL YANNELL

对冲基金研究主管

STEFAN BACKHUS

私募股权美国主管

固定收益资产抛售潮过后，我们看到各种替代策略也有助于合适投资者寻求收益以减少通胀对投资组合的影响。

- 多种另类固定收益子资产类别的收益率仍高于传统核心板块。
- 有灵活授权的另类投资策略或可帮助投资者从固定收益类资产的业绩分化中获利。
- 直接向财务状况良好的科技企业提供贷款，有望带来当期收益和实现资本增值。
- 当基本收益能够抵消可能上升的融资成本，私人房地产或可对冲通胀。



2022年初对固定收益资产大范围、无差别的抛售也创造了通过另类投资策略进行其他投资的潜在机会，包括投资于公开市场和私募市场的收益目标型资产。资深经理人可帮助投资者认真甄选证券并把握各类子资产的轮动机会。我们还青睐通胀挂钩债券等具有防通胀作用的投资，以及精选的房地产投资机会，这些投资能够在产生收益的同时使投资组合免受通胀风险的影响。

收益目标型投资机会

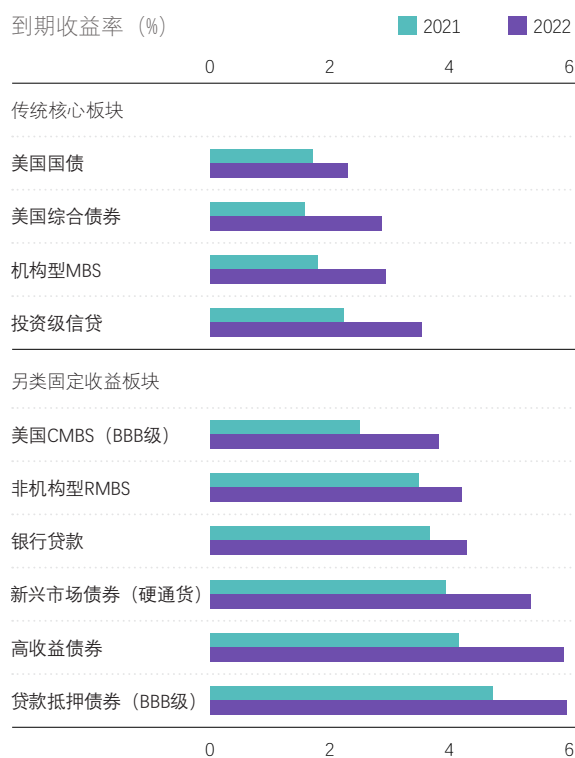
2022年初信贷市场一直在波动。尽管如此，固定收益市场上专业性较强领域的相关溢价依然强劲。事实上，许多固定收益细分板块的收益率都出现了大幅上升，同时逾期和违约率一直维持在较低水平。

另类固定收益市场平均收益率按年同比增长1.2%，显著高于传统核心板块——见图1。这一涨幅或可为寻求增加投资组合收益的合格投资者创造有吸引力的买入时点。

固定收益细分领域可能会出现严重的业绩分化，其相对业绩取决于多种宏观经济因素的影响。我们认为，当前的环境对善于利用暂时性市场错配的另类固定收益资产经理人有利的，他们可以凭借市场专长和灵活投资授权将敞口转向更为有利的板块。在2022年前3个月，表现最好和最差的另类固定收益之间的利差超过了过去4年乃至过去10年的大部分年份的水平。

随着市场消化美联储不断变化的政策，我们预计市场将持续波动，这也将为采取灵活投资策略的经理人创造更多机会。

图1.
固定收益类资产各细分板块的收益率



资料来源：彭博社、摩根大通、FRED、Cliffwater、NYMT、EARN、ACRE、ARI，截至2022年3月31日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

通过直接贷款策略创造可观收益

虽然最近科技行业波动很大，但我们认为，科技行业的长期趋势良好。向科技企业直接提供高级有担保浮息贷款或可带来有吸引力的当期收益，同时也有望从此类企业的结构性债务和股权证券中实现资本增值。投资者可以对发展成熟的高增长科技企业进行差异化配置。

此类直接贷款的优势包括贷款价值比较低且与其他资产类别的相关性较低，因而有助于降低风险。此外，只要基础持仓以浮息债为主，投资者还可能从利率上涨中获益。

防通胀型投资：为何配置通胀挂钩债券很重要？

我们认为，传统债券和通胀挂钩债券在多元化的投资组合中有着重要作用。当经济增长放缓，股票面临重重挑战时尤其如此。当通胀超出预期，股票和一般的债券往往会受到冲击，这时通胀挂钩证券可能会起到缓和通胀压力的作用。

在过去12个月里，随着全球通胀升温，全球通胀挂钩债券的表现超过了传统债券——见图2。如果

长期通胀继续超出当前预期，通胀挂钩债券可能会进一步跑赢传统债券。作为另类策略的核心构成要素，通胀挂钩债券可以提供更均衡的资产配置。

通胀下的房地产投资

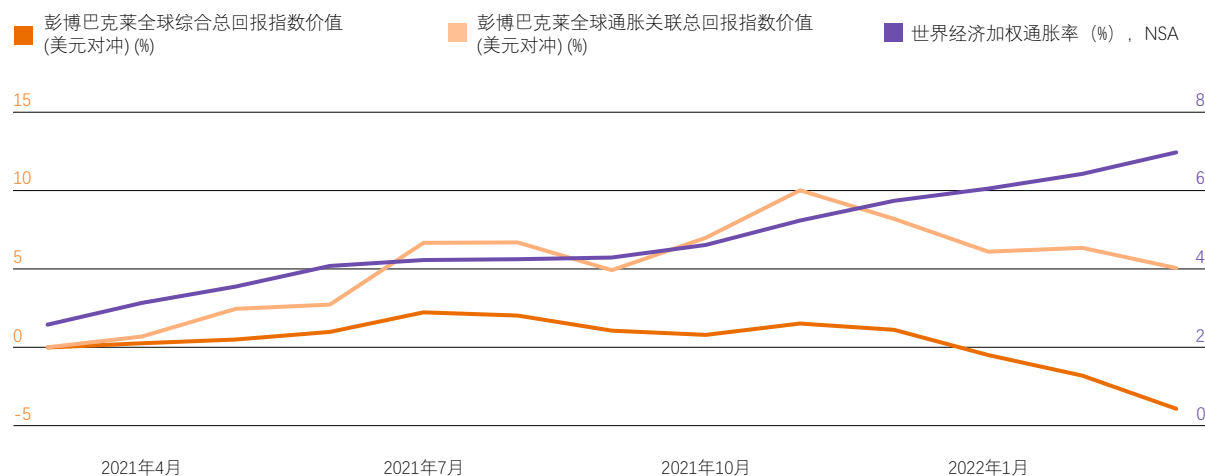
我们认为，在通胀环境下，投资房地产及其他有形资产对投资组合有利。投资者可以考虑能带来稳定收益的房地产以及我们看好的细分类别，如多户住宅和工业地产。

私人房地产具有对冲通胀的潜力。特定细分类别和市场可带来基本收入增长，用以补偿利率上升造成的潜在融资成本增加。此外，美国房地产资本化率和10年期美国国债收益率之间的利差与历史平均水平持平（截至2022年3月31日约289个基点）¹。如果利差低于历史平均水平，可能意味着资本化率或将上升，而当前的利差水平意味着有望通过缩小利差来抵消债务成本。

“我现在应该怎么做？”

我们认为，合适的投资者可以通过另类策略寻求潜在收益、分散配置和对冲通胀。您的专属客户关系团队随时恭候您的垂询，我们将根据您的资本配置情况和风险承受能力，探讨适合您投资组合的投资策略。

图2. 通胀挂钩投资表现优异



资料来源：彭博社。2021年3月31日至2022年3月31日数据。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

¹ Real Capital Analytics，截至2022年一季度数据

2.4

利用不可阻挡的趋势力量

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投资策略师兼首席经济学家

不可阻挡的趋势继续重塑世界。我们认为有充分理由利用这些趋势的力量调整投资组合敞口。

- 不可阻挡的趋势是延续多年并改变商业模式和日常生活的有力趋势。
- 这些颠覆性力量对于您的财富而言，既是机遇又是风险。
- 考虑到2022年发生的重要变化，我们在年中展望中更新了我们对于“亚洲崛起”、“向可持续发展转型”以及“数字革命”主题下的两个领域的看法。
- 我们还重申了对其他不可阻挡的趋势的正面看法，如老龄化社会的医疗保健需求。



在当前这样的动荡时期，新闻头条主导了投资者的想法。战争、封城、异常的经济数据、利率波动，这些新闻每天都在影响着市场。然而，随着时间的推移，这些事件已远远不是影响投资回报的唯一因素，甚至也不是最重要的因素。那么，什么才是最重要的影响因素？

不可阻挡的趋势是未来多年内推动世界变革的主要力量，包括科技进步、人口变化和行为变化等。这些趋势可能看起来进展很慢，但其速度和影响力往往会随着时间的推移而增加。最终，这些趋势会影响到各行各业和每一个投资组合。

当然，当前的事件，亦或是不可阻挡的趋势，都不是独立发生的。2022年，地缘政治变化加强了近年来我们一直强调的趋势。因此，我们在此将向您分享我们的最新想法，同时我们也会再次强调其他不可阻挡的趋势（如人类寿命延长和超级互联）仍将继续发挥作用。

亚洲崛起：中美两极分化加速

随着亚洲城镇化的推进、中产阶层的壮大和本土技术的进步，全球经济力量继续从西方向东方转移。俄乌冲突进一步加剧了中美两个大国之间的较量。我们认为，这种局势将继续创造回报和提供分散资产风险的机会。

绿化世界

公众的大力关注、日益趋严的立法和不断进步的科技，正在促使世界各国采用替代能源。2022年能源价格飙升凸显了依赖化石燃料的经济风险。我们要特别强调，虽然化石燃料资产逆势复兴，但“绿化世界”这一趋势对地球、经济活动和投资组合具有长期重要意义——参阅[克服供应短缺](#)。

数字化

数字化创新引发了产业变革，彻底改变了消费者的生活，革新了企业长期以来的经营方式。我们认为“网络安全”和“支付”对当今的企业至关重要，这些领域可能会经历更强劲、更稳定的增长。

“我现在应该怎么做？”

在下面的章节中，我们将分享对这些不可阻挡的趋势的最新看法。欢迎您在阅读完这些内容后向我们索取您的专属“年中展望检视清单”报告。该报告会让您当前的投资组合敞口与我们的推荐主题进行分析比对，然后我们可以与您探讨具体策略，帮助您优化配置，并了解如何利用不可阻挡的趋势力量。



2.5

亚洲崛起： 中美两极分化加速

DAVID BAILIN - Citi Global Wealth Investments首席投资官兼主管

刘利刚 - 亚太区经济分析主管

彭程 - 亚太区投资策略主管

俄乌战争进一步突显了中美两国之间的深刻分歧。我们认为，双方不断升级的战略较量将创造潜在的投资机会。

- 尽管措辞强硬，但我们认为，在2022年剩余时间里，中美关系将保持稳定。
- 在亚洲崛起的大背景下，中美两强日益激烈的竞争可能会使东南亚经济和市场受益。
- 如果中国经济在2022年晚些时候复苏，低迷的中国金融市场可能会出现反弹。
- 我们最青睐与经济重开、绿色能源和科技密切相关的领域。
- 东南亚方面，我们看好与旅游业、自然资源和产业链迁出中国的相关投资。



2022年，中国和美国两个世界经济超级大国之间的紧张局势升级。俄乌战争更加凸显了中美两国在地缘政治和意识形态方面的对立。在双方言辞激烈交锋和相互威胁制裁之际，中国国家主席习近平表示，各国在如何看待俄乌冲突问题上的僵局对世界和平造成的伤害，可能比这场战争本身更大。

中美在乌克兰问题上的分歧只是两国关系的最新情况。中国正寻求成为亚洲及其他地区的主导力量。这种对美国霸权挑战导致的对峙，我们称之为“中美两极分化”。这种较量正在许多领域展开，包括贸易、金融市场、科技、军事能力和外交影响。

我们长期以来认为，这种较量将继续加剧，因为中美双方都试图强化自己一方的利益，而阻碍另一方的利益——参阅《2019年中展望》中的[您的投资组合是否做好了应对中美两强世界的准备？](#)章节。而且我们依旧认为，中美较量将会对全球经济和投资者的投资组合产生重要影响。

中美短期内不会爆发冲突

当前中美两国的言辞十分激烈。4月底，美国众议院通过了“AXIS法案”，要求美国国务院向国会提供有关中国在乌克兰问题上支持俄罗斯的最新情况。而作为对美国试图加强与东南亚国家关系的回应，中国警告美国不要挑起对抗。

尽管目前氛围紧张，但我们预计中美关系在短期内将保持稳定，不会爆发冲突。我们认为，中国不会宁愿遭受制裁也要继续与俄罗斯进行贸易，至少在通胀平息下来之前不会。在供应冲击和物价飞涨的

背景下，避免贸易关系进一步中断对美国及其他国家来说至关重要。就中国一方来说，中国意识到其经济利益同西方的联系比俄罗斯更紧密，因此可能会限制在俄乌冲突中对俄罗斯的援助。

同样，我们也不认为中美关系近期会有重大改善。双方有可能在各种问题上取得进展，包括降低关税和放宽中国企业进入美国资本市场的条件。降低中国商品关税对美国消费者和投资者而言都将是受欢迎之举。然而，这也可能成为执政民主党在11月选举中的政治负担。所以，虽然有共识要达成，但可能得等到2022年之后。

台湾问题仍是中美之间的潜在引爆点。习近平主席曾表示，统一“一定要实现”，并表示不排除使用武力收回台湾。然而，俄罗斯在乌克兰遭遇的抵抗和大规模国际制裁，可能会让中国停下来进行反思。

目前，中国正忙于应对新冠疫情、解决封控措施带来的经济困境以及着手准备即将召开的中国共产党第20次全国代表大会。有鉴于此，中美近期内不可能就台湾问题爆发任何冲突。

俄乌冲突最终将加快中美两极分化。然而，我们也相信，这种日益加剧的较量并不意味着中美之间的全面冲突不可避免。我们的基准情景不变，还是认为“中美以和平的方式进行战略竞争”是最有可能发生的结果。

亚洲崛起的趋势不变

“中美两极分化”与我们所描述的“亚洲崛起”（不可阻挡的趋势之一）密切相关。随着亚洲地区城镇化的推进，中产阶级的壮大和本土技术的进步，全球经济力量正从西方向东方转移。作为亚洲地区最大的经济体，中国是这一趋势的中坚力量。

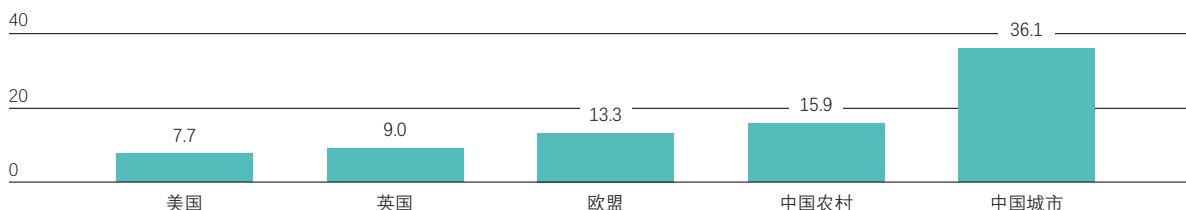
中国的目标是在未来几十年靠内需拉动中国经济增长，而不是靠迄今为止所依赖的外部需求。新冠疫情以及中国当局实施的严格封控措施阻碍了这一转变。我们相信中国消费潜力巨大，但要想释放这种潜力，需要经济的进一步增长和艰难的政策改革。改革应主要从三个领域着手，虽然目前仅取得零星进展：

- 巩固扩大全民医保覆盖，全面改革养老金制度，促使居民减少预防性储蓄，增加消费——**见图1**。
- 通过农村土地改革促进金融交易，提高农业生产力，使农村人口富裕起来，从而触发更多消费。但我们看到在全国范围内推广当前试点项目的政治意愿有限¹。
- 中国金融市场进一步对外开放，可能有助于带来更多创新金融产品，释放投资于房地产的大量财富，让更多人在当前收入的基础上超前消费。

在短期内，中国严厉的抗疫措施可能导致2022年二季度经济收缩。为了抵消这一影响，中国当局开启了宽松模式，目前信贷扩张和财政刺激规模均已超过2020年的水平。我们认为，在2022年下半年，随着封控措施的放松和更多刺激政策出台，中国经济可能迎来强劲复苏。这一前景可能推动中国股市出现反弹，目前中国股市估值处于较低水平——**见图2**。

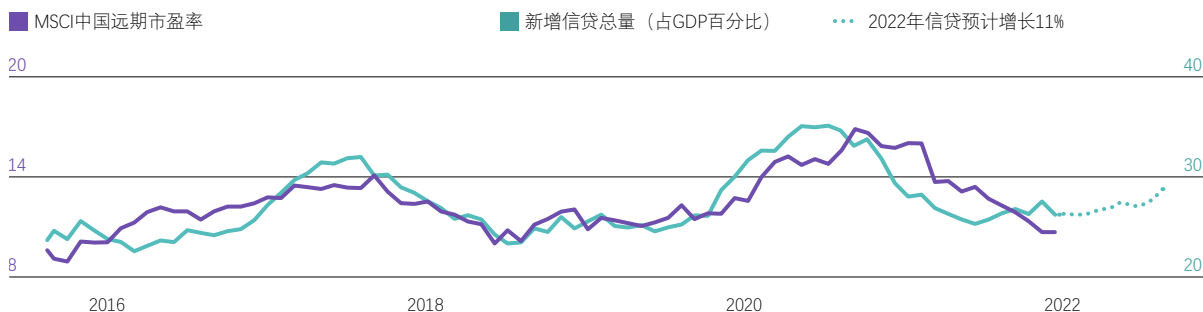
图1. 高储蓄率 = 潜在消费

家庭储蓄率 (%)



图表所示为家庭净储蓄占家庭净可支配收入的百分比。资料来源：Haver Analytics，截至2021年5月。

图2. 信贷扩张可能导致股票估值回升



资料来源：彭博社，截至2022年5月17日。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。定义见“术语表”。



供应链向东南亚迁移

中国的严厉封控进一步印证了我们关于中美两极分化的另一个预判。我们认为，中美两极分化将使东南亚经济体受益，随着许多发达国家将供应链迁出中国，东南亚经济体势必会赢得更多商机。与此同时，我们看到东南亚与中国的贸易往来也在增加。

中国封控期间的工厂停工和交通限制，凸显了严重依赖中国可能造成的供应链脆弱性，特别是当中国政策变得更加不可预测时。例如，一些领先科技企业和电动汽车制造商的零部件供应商正在将更多产能转向东南亚和印度，以缓解与中国相关的风险。

与中国不同，东南亚正在摆脱疫情停工影响，经济复苏进程良好。鉴于对旅游业的依赖，随着对外国游客限制的放松，东南亚服务业可能会进一步复苏。菲律宾和泰国是东南亚最早重新开放边境的国家之一，其次是新加坡、越南、印度尼西亚和马来西亚。虽然相比之前接近零的水平，游客数量有所反弹，但仍不足2019年水平的10%，表明有进一步反弹的潜力。

最后，印尼和马来西亚等主要大宗商品出口国正受益于俄乌冲突导致的大宗商品价格上涨。印尼拥有世界上最大的镍储量（镍是制造电动汽车电池的关键材料），目前正在吸引主要电池制造商在当地投资。

制造业出口相较疫情前水平激增了60%。同时，马来西亚是亚洲的主要石油出口国，而新加坡是主要炼油国。

“我现在应该怎么做？”

我们观察到，全球投资者对亚洲的投资组合敞口往往太小，甚或没有亚洲敞口。随着世界经济力量不断从西方向东方转移，我们认为这将成为一个代价越来越高昂的错误。我们同时认为，当下的市场环境可能为纠正这一错误提供了潜在机会。

鉴于中国股市估值低迷，我们认为今年有反弹潜力。我们最青睐与经济重开、绿色能源及科技相关的领域。东南亚方面，我们看好与旅游业、自然资源和产业链迁出中国相关的投资。亚洲的持续崛起是势不可挡的趋势。您的投资组合是否为此做好了调整？

2.6

网络安全： 捍卫数据和投资组合

JOSEPH FIORICA
全球股票策略主管

地缘政治、经济与市场动态印证了我们对2022年网络安全投资的观点。我们在此为您重新厘清投资组合所存在的潜在机会。

- 数字化的进程让数据和网络保护变得更加重要。
- 俄乌冲突凸显出基础设施和国家安全面临的网络威胁。
- 网络攻击可能会在未来几年升级，加大网络安全投资可能催生创新的防御措施。
- 我们在云、身份认证和数据安全专业公司中看到潜在投资机会。



数字技术正在改变我们周围的世界。近年来数字技术的发展使我们于商业、消费和交流的效率大大提升。但我们认为，数字革命仍然有很长的路要走。

在未来几年乃至更长的时间里，我们预计数字化将革新和改善我们生活的诸多方面。自动驾驶汽车、全智能家居和广泛的远程手术只是我们设想的进展中的几种例子。在网络连接速度日益加快的支持下，这些技术的进步将使云设施中存储和分析的数据量大幅增加。

随着我们日益依赖数字网络和数据，对此二者的保护就变得越来越重要。网络犯罪分子会更加跃跃欲试，企图进行盗窃、勒索赎金和恶意破坏等不法行为。因此，复杂周密的网络防御对于保护我们的数据、财富、经济活动和国家安全不可或缺。我们认为，持续不断的需求会使网络安全成为一个不可阻挡的趋势。

网络战

冲突时期，各方都在努力抢占上风，这往往会推动新技术迅猛发展。装甲坦克在一战中问世，二战中则出现了喷气发动机和雷达，911后的反制行动中应用了无人机，这些都是明显的例子。俄乌冲突将促进网络安全创新。

在这场冲突中，网络战与武器战同时展开，各方都以网站和网络为目标。微软数字安全部门的一份报告显示，2022年2月23日至4月8日期间发生了40次破坏性攻击。其中超过40%的目标是关键基础设施，包括核能、其他能源和通信，近三分之一的目标为乌克兰政府。

我们认为，战争持续的时间越长，这种网络攻击升级的可能性就越大。网络攻击活动不仅能针对乌克兰的目标，还可能针对支持乌克兰的国家。报复行动也将随之而来。这种网络攻击的形式会不断地推陈出新，相应的防御措施也是如此。

增加投资将成为网络创新的重要驱动力。正如我们预计未来几年军备开支将增加一样，我们认为，无论战时还是平时时期，政府和民间组织增加对[先进网络防御措施](#)的投资至关重要。

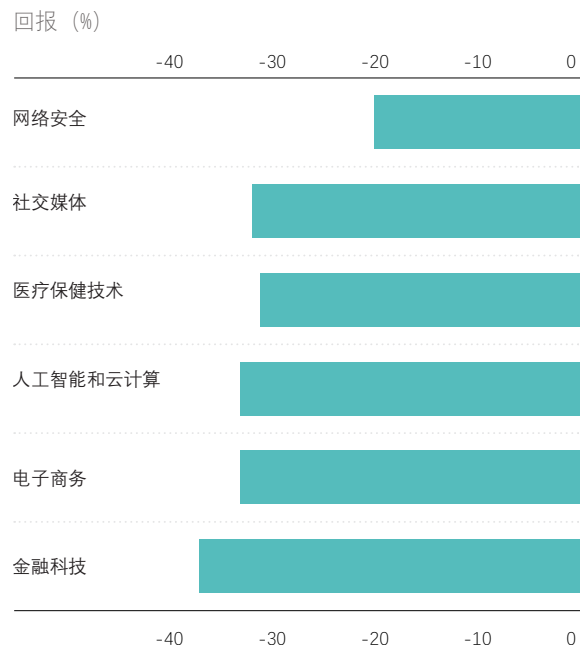
网络安全板块具有防御属性

在以科技股为主的纳斯达克100指数跌入熊市之际，网络安全板块迄今为止下跌了19.9%。在科技股整体面临挑战的背景下，该板块的表现优于其他大多数的成长股。

2月底俄乌冲突的爆发推动部分网络股的复苏，因为投资者意识到网络服务在冲突中的重要性。但是，5月初充满挑战性的第一季度财报季造成了企业软件板块的广泛抛售，并导致网络公司齐声下跌。然而往前看，企业将在网络安全方面保持高水平的支出。我们还预计，今年长期利率将见顶，这将有助于推动包括网络安全在内的高质量成长股的全面复苏。

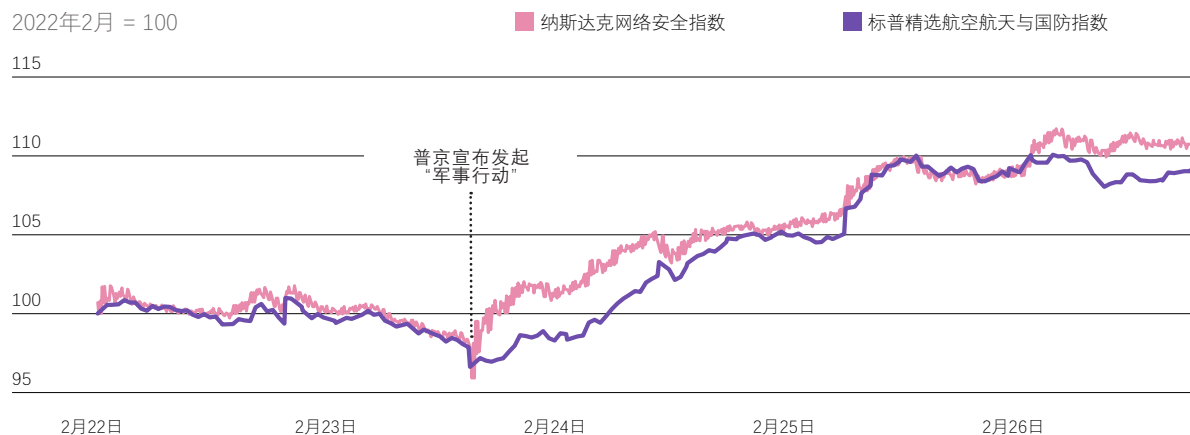


图1. 网络安全股跑赢其他科技股



图表所示为2022年1月1日至5月31日期间各种数字化主题的表现。网络安全以纳斯达克网络安全指数表示，医疗保健技术以ROBO全球医疗保健技术与创新指数表示，社交媒体以Solactive社交媒体指数表示，金融科技以Indxx全球金融科技主题指数表示，人工智能和云计算以Indxx人工智能和大数据指数表示，电子商务以Solactive电子商务指数表示。资料来源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年6月1日数据。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用。

图2. 传统国防和网络安全板块在战争期间迎来反弹



资料来源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年4月29日数据。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用。

“我现在应该怎么做？”

2022的地缘政治、经济与市场动态印证了我们将网络安全纳入投资组合的观点。

全球经济放缓将使许多公司较难实现盈利增长。但我们认为，网络安全支出是必不可少的项目，因其承受经济压力的能力较强。事实证明，近年来，该行业的盈利状况比整体科技公司板块更具防御性。网络安全股今年相对强劲的表现也说明了它们高质量增长和防御性的特征。

在网络安全股票中，我们偏好云、身份认证和数据安全领域的专业公司。随着更多敏感数据转移到集中的第三方服务器，这些公司的股票可能提供强劲

的增长。与此同时，一直专门从事物理服务器保护的领先防火墙供应商如果无法做出改变，去适应当今基于云的生态系统，则将面临困境。

面对当今世界状况，网络防御亟待加强。同样，我们认为网络股可以帮助加强投资组合的防御能力。

2.7

金融科技革命任重道远

WIETSE NIJENHUIS

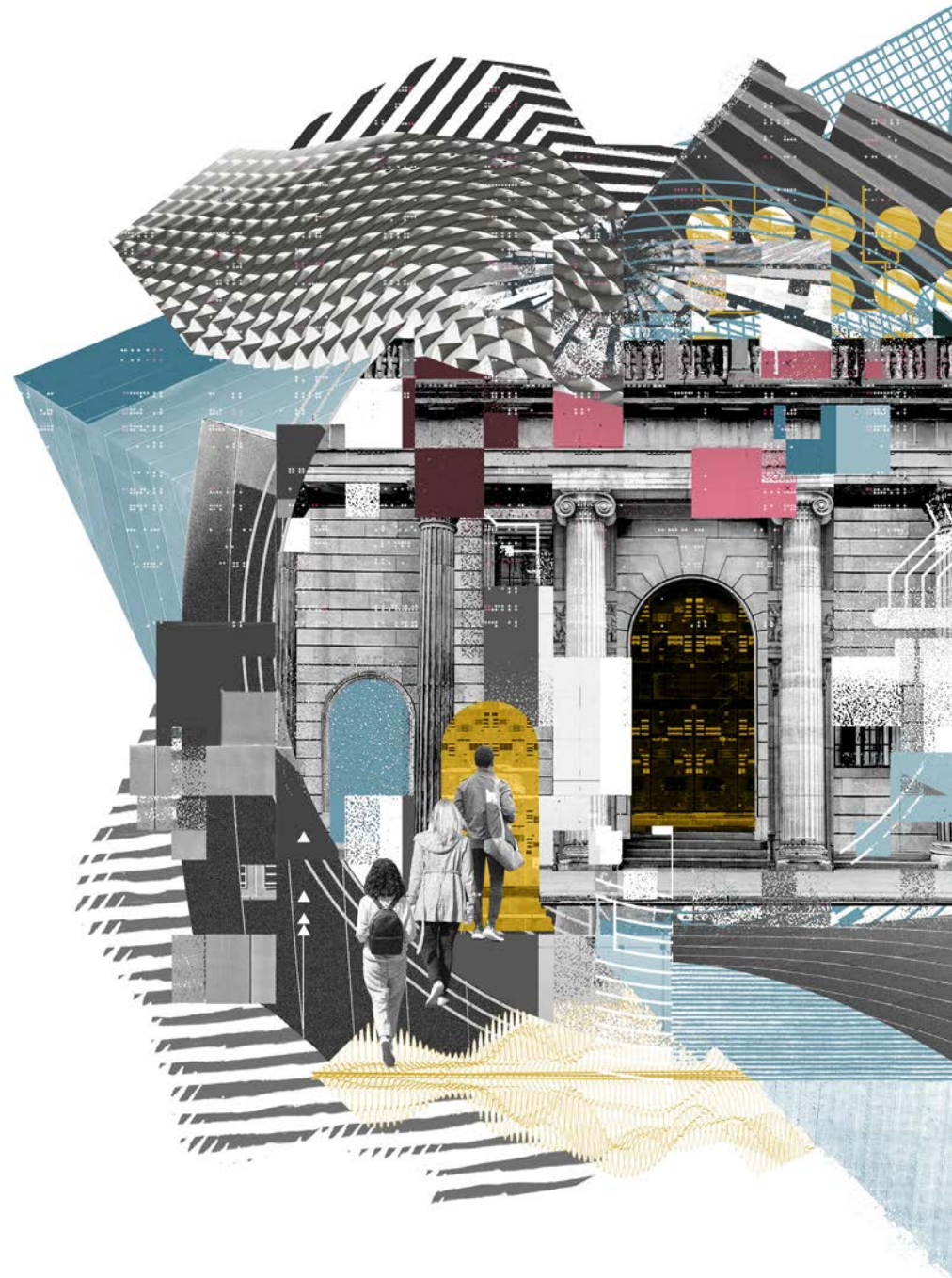
花旗投资管理股票投资组合高级经理

CHARLIE STUART

花旗投资管理股票研究分析师兼投资组合经理

虽然今年金融科技股走弱，但该板块的长期前景依然稳健。我们认为投资者应当考虑对这一不可阻挡的趋势进行增配。

- 利率上升冲击了金融科技股及其他成长型投资。
- 消费者和企业继续拥抱金融科技服务。
- 金融科技创新方兴未艾。
- 我们尤其看好支付行业的投资潜力。



与其他许多成长型行业一样，由于利率上升和地缘政治不确定性，金融科技股在2022年走势艰难。年初至今，金融科技板块下跌46%，而支付领域下跌32%——见图1。

在我们看来，金融科技股目前股价已经计入十分疲弱的宏观经济前景。GDP增长放缓确实对金融科技公司造成了影响，这种影响主要体现在两个方面。对金融科技服务提供商而言，企业在升级金融基础设施方面的支出减少，降低了金融科技服务商扩张的可能性。而对支付提供商而言，影响其发展的主要因素是消费增长。这种影响涉及支付金额、交易量和新账户激活等多个方面。

虽然紧迫的宏观经济和地缘政治挑战不太可能在短期内完全解决，但我们认为，金融科技的长期基本盘依然稳健。疫情加速了数字支付、线上财富管理和数字信贷本已强劲的势头，同时用户信任度也进一步提升。

此外，创新发展势头保持良好。大量新资本正流向金融科技前沿企业。毕马威的一份报告显示¹，2021年全球金融科技投资额达到2100亿美元，其中1150亿美元来自风险投资。我们认为，金融科技投资势头良好，尤其利好金融科技数据分析、支付和账户、加密和供应链技术等领域。

¹ 《2020年上半年金融科技脉搏》，全球金融科技投资分析，毕马威国际。

图1. 金融科技和支付板块近期受挫



图表所示为2017年初至2022年5月期间Indxx全球金融科技主题指数和Prime移动支付指数的行情。资料来源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年5月12日数据。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用。定义见“术语表”。

即使在经济放缓的形势下，我们相信金融科技公司仍可以继续为消费者和企业带来重要的流程改进，令其从中受益，包括提升便利度、降本成本、提高利润等。这种情况正在零售、餐饮、电子商务和金融服务等不同领域发生，同时金融科技企业正从传统金融企业手中获得更多市场份额。

“我现在应该怎么做？”

我们坚信金融科技仍然是一个不可阻挡的趋势——参阅《2022年展望》中的[金融科技正在重新定义金融服务](#)章节。该板块从2021年高点大幅回撤后，估值出现重大重置，已从2020年峰值回落至疫情前水平。我们认为，目前的估值水平可能是一个有吸引力的买入点，尤其是对那些低配或没有金融科技敞口的投资者而言。

当然，我们十分看好的金融科技板块也存在风险。如果利率继续上升——与我们预计今年见顶的情况相反的话，将使金融科技股及成长股更广泛地承压。其他风险包括宏观经济表现不及预期、不利的监管变化、电子商务相对实体店业务的增长放缓、数字钱包遭遇大规模网络攻击。

但从根本上说，我们认为最大的风险仍是投资者未能长期配置金融科技资产，或者对受损严重的金融科技企业的配置比例过大。



2.8

数字化世界的另类投资

DANIEL O'DONNELL

另类投资全球主管

JEFFREY LOCKE

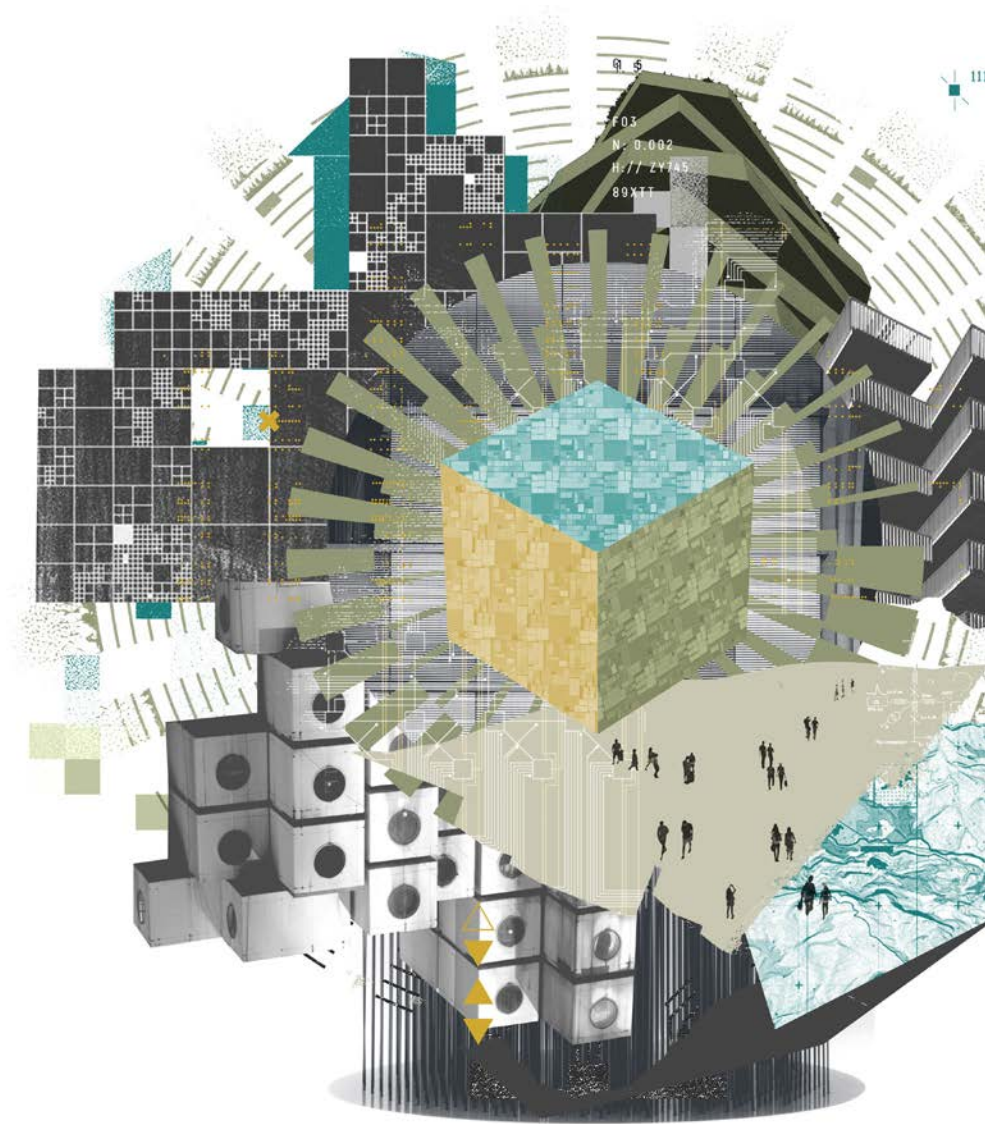
私募股权与房地产研究和管理全球主管

MICHAEL STEIN

对冲基金研究和管理全球主管

数字化公司股票与许多其他增长主题股票一样，在2022年遭到抛售。但我们认为长期趋势将保持不变，并可通过某些另类投资策略寻求一些持仓。

- 成长股普遍遭遇抛售，数字化相关公司估值已经承压。
- 我们认为许多适合投资该类别的客户对私募股权和对冲基金的持仓不足。
- 我们在数字化相关私募股权中看到了一些潜在风险投资和成长股策略投资机会。
- 同时，我们还青睐股票多/空对冲基金策略，市场抛售可能会为经验丰富的管理人创造更好的买入点。



数字科技正变得越来越普及。但尽管软件、应用程序、人工智能、机器人等技术无处不在，投资于当前和未来数字化领军企业的机会却是少之又少。许多公司的投资机会和投资策略仅少数合适的投资者可获得，这些投资者愿意并能够承担流动性不足、久期和其他风险。

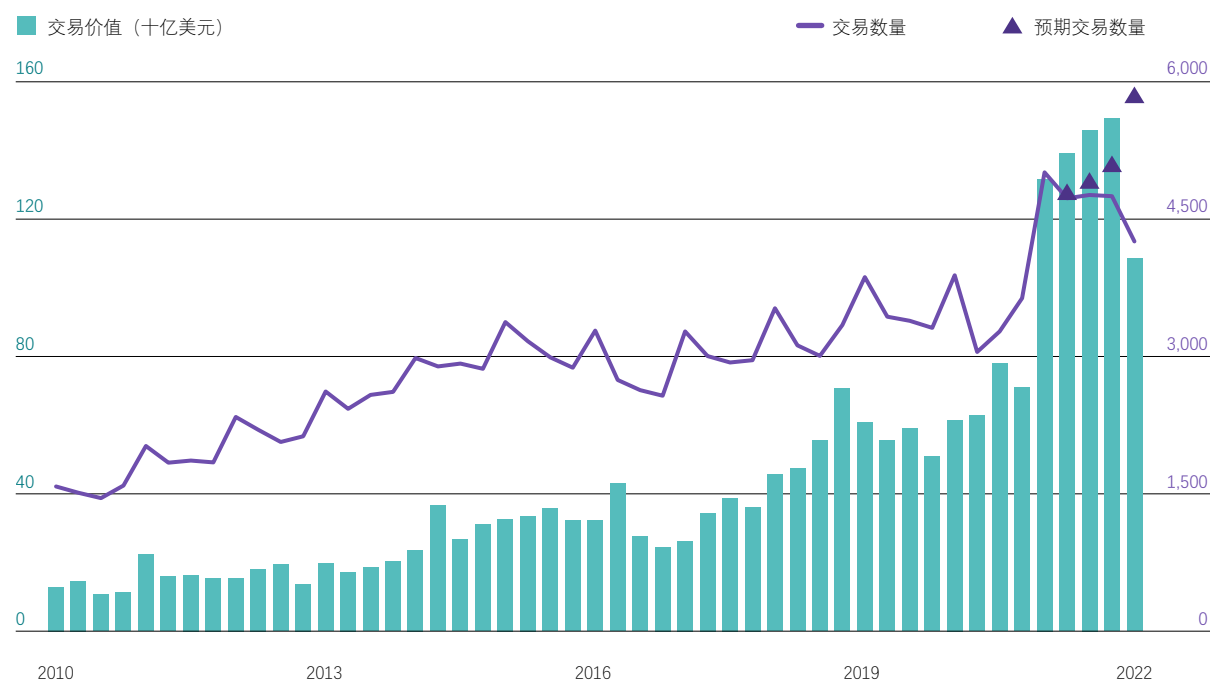
数字领域私募投资

风险投资和成长股生态系统是数字创新在金融方面的推动力。借此渠道，经验丰富的投资者将资金输送到世界上最有前景的公司。风险投资管理人对公司从最初的创想和产品开发到整个扩张阶段进行孵化，这通常称为早期到晚期风险投资。成长股投资人会选择一些最成功的私营科技公司作为投资目标，并为这些公司的重大扩张提供支持。此举可推动这些公司实现全球化，打破行业格局，并有可能使这些公司上市。

虽然私募公司能在一定程度上免受短期经济冲击和股市波动的影响，但上市成长股票遭遇大范围抛售也会使处于后期阶段的私募公司受到波及，例如上市放缓：2022年第一季度仅完成14笔传统首次公开发行(IPO)，其中只有5家是科技公司¹。即便如此，成交活动和定价仍远高于2021年前的水平，但低于2021年的峰值水平。2022年第一季度，风险投资和成长股投资管理人的投资规模为1085亿美元，而去年同期为1319亿美元。然而，一季度仍比2017年至2021年期间710亿美元的五年平均水平高出约53%——见图1。

¹ Pitchbook；截至2022年4月1日数据

图1. 交投活动仍然进展良好



图表所示为各季度美国风险投资和成长型股权交易活跃度。资料来源：Pitchbook，截至2022年3月31日。

尽管重置定价首先出现在pre-IPO板块，但上市科技股的持续疲软，如软件和软件服务股票市盈率倍数的急剧下降，可能会渗透到私募投资的初期阶段。

在企业发展的初期阶段，估值的重要性弱于总潜在市场、产品市场匹配度、市场领导力与增长率等因素。具体而言，为了降低新产品和服务中固有的技术风险，我们专注于广泛的技术和软件行业的后期风险投资策略，在这些行业中，执行力和产品市场匹配度是回报的关键驱动力。

在股市分化行情中捕捉机会

尽管近年来科技股推动股市走高，但该板块并非只涨不跌。公司前景的大相径庭可能会转化为股票表现的巨大差异。

在标普500科技指数中，在过去5年里，公司回报率的第一个四分位数和第三个四分位数的平均差距达37%²。这种差距为买入预期上涨股票同时卖空预期下跌股票的股票多/空对冲基金提供了潜在机会。从历史数据来看，多/空策略对市场环境的敏感度较低，因此提高了投资组合的多元化潜力。

近期的市场下跌让数字化公司的估值看起来更具吸引力。截至2022年3月1日，增长最快的软件公司（每年营收增长30%以上的公司）的价格/销售倍数已从2021年近35的高点降至11，尽管他们的业务持续增长，利润不断提高³。在全球范围内，软件占科技资本支出的43%⁴。

我们认为，专业的管理人可以运用他们的分析专长来识别股票部位，然后利用股票市场的高水平波动来寻找更有利的买入点位。

“我现在应该怎么做？”

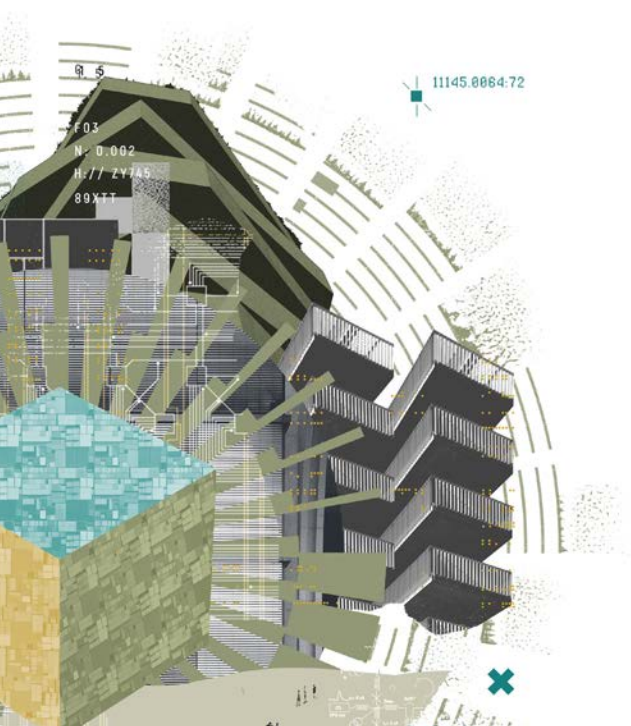
我们观察到，许多具备适当条件的客户对风险投资、成长股票、对冲基金以及私募股权的持仓不足或根本没有持仓。许多同样的客户也将因增大对不可阻挡的数字化趋势的持仓而受益。投资者可以考虑将投资组合与我们为客户量身定制的战略资产配置相比较，然后应该考虑如何使其投资组合与我们的战略资产配置变得一致。

虽然现在的市场环境对各种类型的尖端技术公司来说都充满挑战，但我们也相信这可能会为未来的强劲回报和有效的多元化创造条件。

² 彭博社，截至2021年12月30日数据。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅供说明、指示之用。过往业绩不能保证未来的投资收益。实际结果可能会有所不同。

³ 汤森路透，截至2022年3月1日数据。

⁴ Gartner，截至2022年4月数据。



2.9

绿化世界乃当务之急

HARLIN SINGH
可持续投资全球主管

MALCOLM SPITTLER
全球策略师兼高级经济学家

最近几个月，受能源安全担忧推动，化石燃料投资有所增加。但也更凸显了投资可持续替代能源的重要性。

- 2022年化石燃料供应中断进一步表明，向绿色能源转型是一项经济要务，因为廉价的化石燃料在2022年不会很快恢复供应。
- 全球可再生发电装机容量持续增加，但仍远远不能满足需求。
- 虽然化石燃料在短期内可能继续走强，但我们要提醒投资者，该行业的长期风险很高。
- 我们认为，绿化世界这一不可阻挡的趋势将加速成为新的经营方式，因为较传统经营方式，这一方式更可持续、更经济适用。



2022年，世界向清洁能源的转型开倒车了吗？从表面上看，可能是这样。全球经济的持续重开和俄罗斯入侵乌克兰导致了全球能源的严重短缺。停电发生的可能性增加，消费者苦不堪言，确保国家能源供应似乎比争取一个可持续的未来更为紧迫。

中国煤炭日产量达到创纪录水平。一直走在绿色能源发展前沿的欧盟，也表示未来十年将燃烧更多煤炭（高于此前的预测），以摆脱对俄罗斯石油和天然气的依赖。在美国和全球范围内，油气供应商正在提高产量，同时加大勘探开发投资力度。

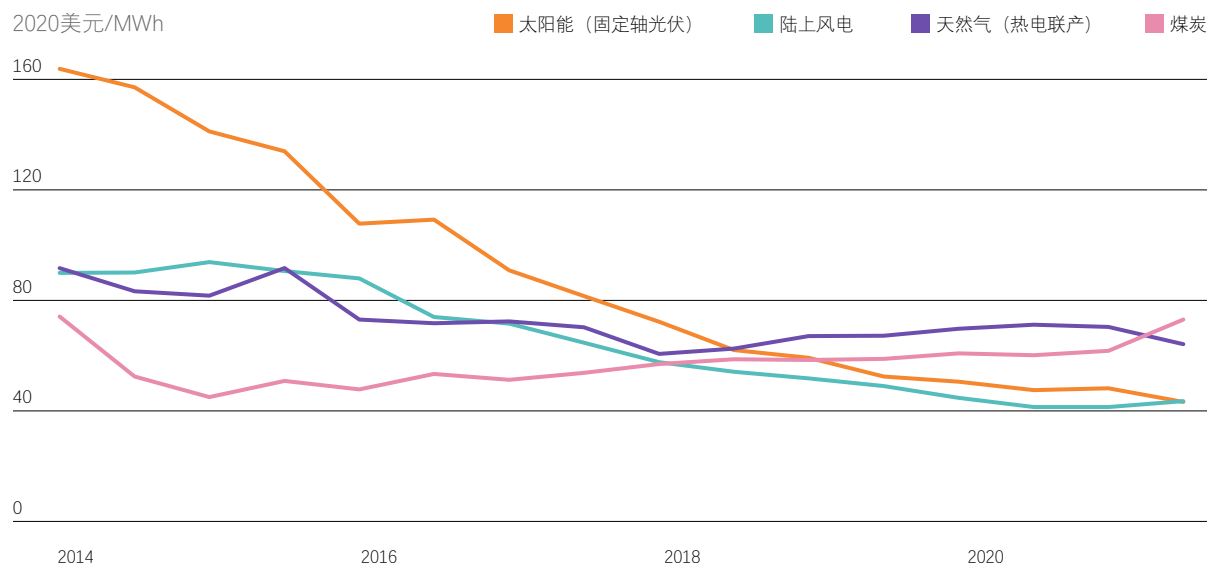
尽管如此，绿色能源转型比以往任何时候都更为紧迫。气候风险持续加剧。2022年4月，大气中二氧化碳平均浓度有史以来首次超过420ppm。气候科学家们也警告称，从现在到2026年的任何一年，全球平均气温都很有可能比工业化前水平高出1.5摄氏度。持续突破这一阈值可能对海平面、生物多样性和农业产生严重破坏性影响。

2022年化石燃料供应中断事件表明，向清洁能源转型越发成为一项经济要务。怀疑论者时常宣称，太阳能和风能等清洁能源不如化石燃料稳定可靠。即使过去确实如此，但现在情况发生了逆转。

至关重要的一点是，可再生能源发电设施的安装成本现在比各类化石燃料设施更可预测。对于可再生能源，未来的成本是相对可见的。新电厂全生命周期替代能源成本已经急剧下降，甚至在俄乌战争推高化石燃料发电成本之前，就已经低于煤电和联合循环发电厂的成本——见图1。

相比之下，由于新的规定或其他环境压力，新建化石燃料发电厂除了投入成本极不稳定外，还可能在其最初设想的使用寿命结束前被关停。这意味着用于分摊建造成本的年限更短了，从而导致此类项目的总回报潜力降低。新增石油钻井平台数量远低于以前高油价时期的水平，也很能说明问题。这意味

图1. 替代能源已成为具有成本效益的选择



图表所示为各种发电技术的价格。资料来源：彭博社，截至2022年5月20日。

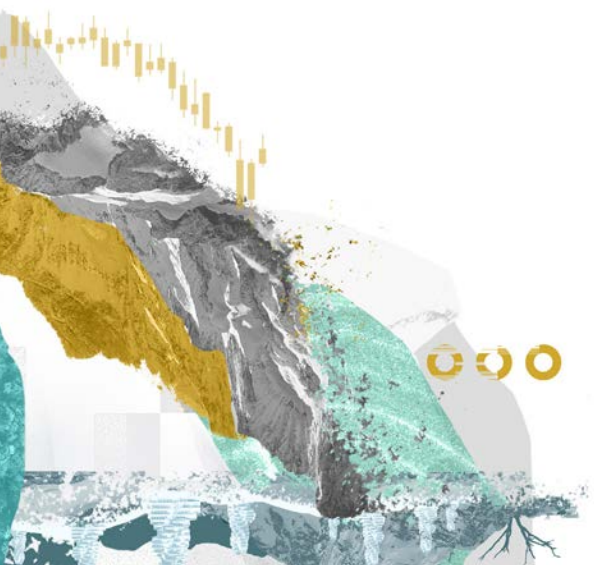
着石油企业认为，现在增加产能的风险很大。这也降低了油价迅速回落的可能性。

2022年，世界向绿色能源转型更加势在必行，而且已经朝着这一目标取得了一些进展。2021年，全球可再生能源发电量曾一度达到历史最高水平，2022年全球可再生能源发电量将进一步扩大。太阳能发电量增长最为强劲，也有望在2023年创下新高。政策扶持是绿色能源转型的关键。例如，德国为了应对俄乌冲突造成的能源短缺，决定提高可再生能源产能，并计划在2030年之前实现100%可再生能源供电。如果像我们预期的那样，化石燃料在短期内持续高位运行，可能会刺激进一步的创新和可再生能源产能的增加。

“我现在应该怎么做？”

在经历了多年疲弱之后，许多与化石燃料相关的投资在2022年有所走强。鉴于目前能源价格高企，以及化石燃料项目在短期内可能带来高回报，我们认为这种逆势反弹可能会持续下去——参阅[克服供应短缺](#)。但我们仍要提醒投资者，此类投资面临巨大的风险，包括来自可再生能源的竞争加剧，环境监管趋紧和地缘政治风险。长期来看，化石燃料项目可能变为搁浅资产，即被提前减计或者直接变成负债。

通过可持续能源转型绿化世界，正变得比以往任何时候都更紧迫。我们相信，未来数年内，这一不可阻挡的趋势将加速演进。从中期来看，支持可再生能源转型的企业很可能成为大赢家，且其承担的长期风险更小。然而，这些企业的估值仍然较高，短期内上行空间可能有限。当前化石燃料投资估值高企、市场大幅波动、投资者无差别抛售股票，这可能是目光长远、着眼未来的投资者的绝佳买入时机。



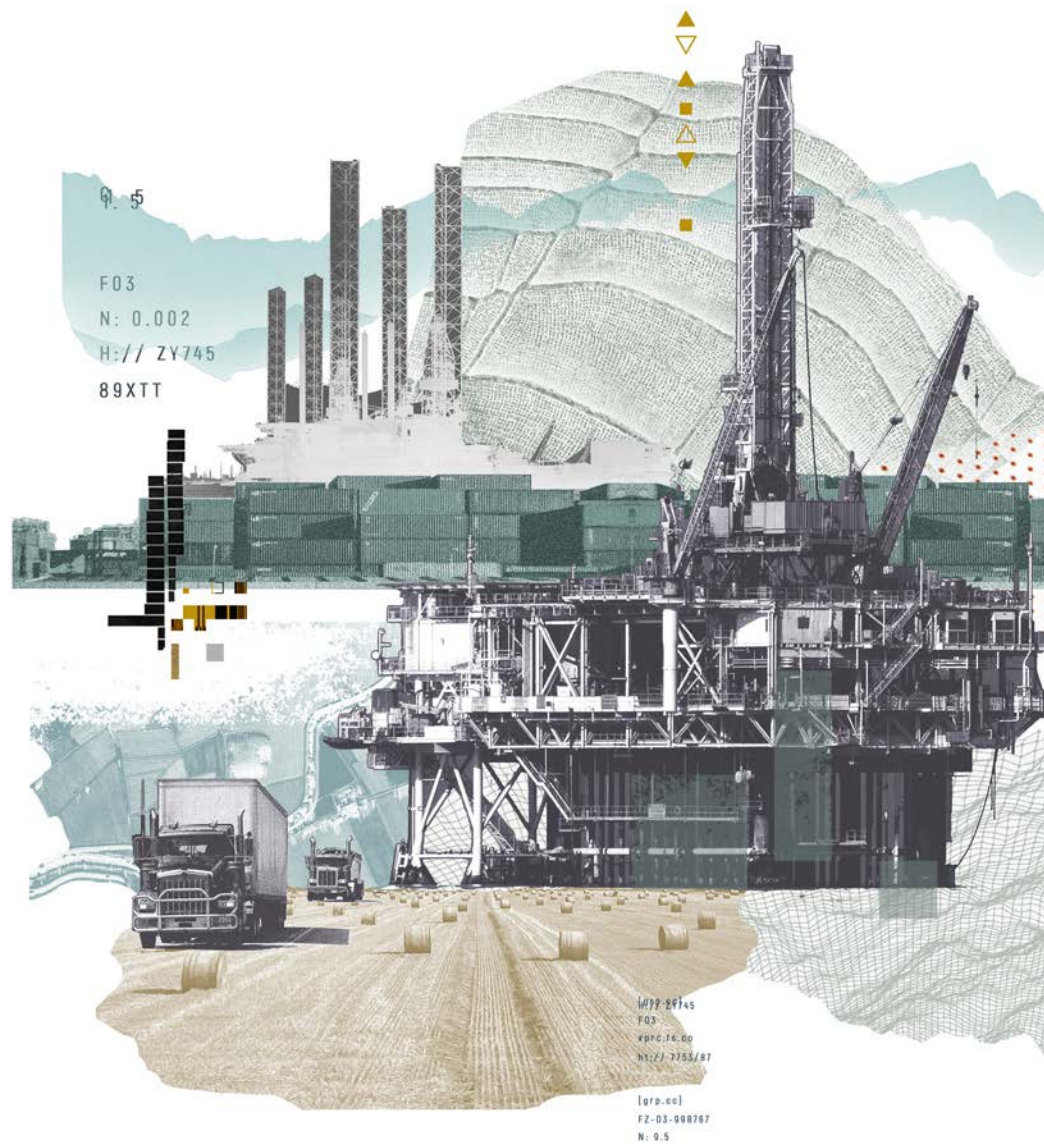
2.10

克服供应短缺

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投资策略师兼首席经济学家

俄乌战争导致全球大宗商品短缺，并加剧了全球供应链混乱。其他生产国不得不填补供应缺口。通过投资解决这一困境，或将有助于对冲投资组合风险。

- 自2020年以来，连续的冲击导致大宗商品价格急剧走高。
- 由此产生的经济、地缘政治和社会不稳定可能会持续一段时间。
- 投资者要想助力解决供应短缺问题，必须重新配置资本。我们认为大宗商品生产商和石油服务股票存在潜在机会。



当失去的时候，才知道自己曾经拥有。过去十年的大部分时间里，世界各地的大宗商品价格一直不温不火，而且经常下跌——见图1。然而，如今已是另一番景象。自2020年初以来，国际货币基金组织初级产品价格综合指数（跟踪一系列食品、工业投入品和能源产品的价格）下跌了170%。大宗商品价格上涨对全球消费者、企业和投资者产生了深远影响。

物资短缺的新世界

当前的商品短缺最初始于新冠疫情导致的经济停摆。由于美国政府的刺激计划使大量现金流入民众手中，而服务类消费又大大受限，因此商品消费需求激增。与此同时，由于疫情封控限制，几乎所有物品的供应都受到影响。如今虽然供需两方面都有所缓解，但距离全面正常化还有很长的路。

俄罗斯对乌克兰的持续入侵再次对物资供应造成了重大干扰。俄罗斯和乌克兰都是主要大宗商品供应国，两国农业产出占全球市场粮食贸易的约十分之一。乌克兰目前有数百万吨粮食因战争无法出口，同时新的收获季节即将来临。而世界上最大的化肥生产国俄罗斯暂停出口化肥，又对世界其他地区农民填补这一粮食缺口的能力构成威胁。

俄乌战争以及随之而来的制裁引发的能源供应中断也带来了巨大的痛苦。

欧盟承诺在今年年底前停止进口俄罗斯石油。同时，欧盟还计划在类似的时间范围内将俄罗斯天然气进口量削减三分之二。在能源价格飙升的情况下，许多政府不得不出手干预，以提供补贴的方式帮助陷入困境的家庭。

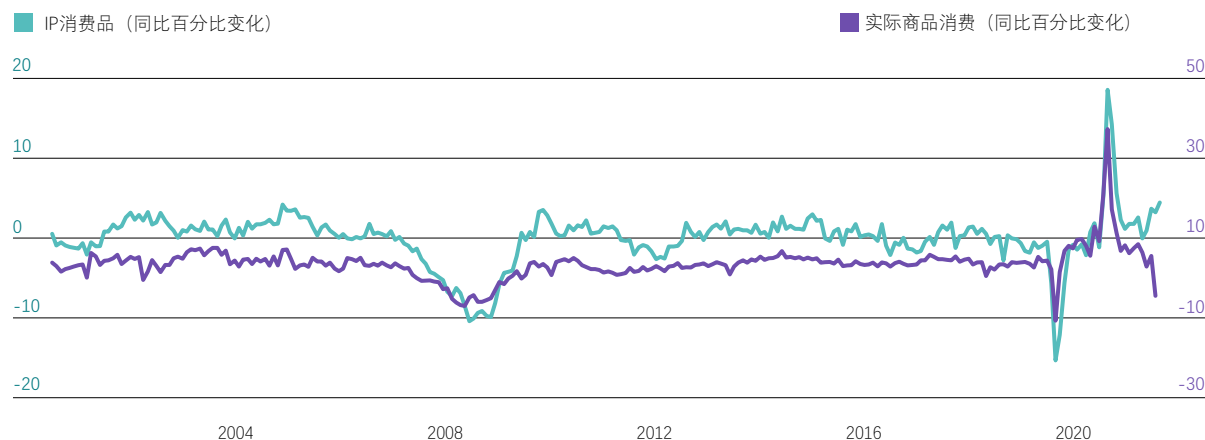
图1. 大宗商品价格迅速走高



资料来源：Haver，截至2022年5月20日。

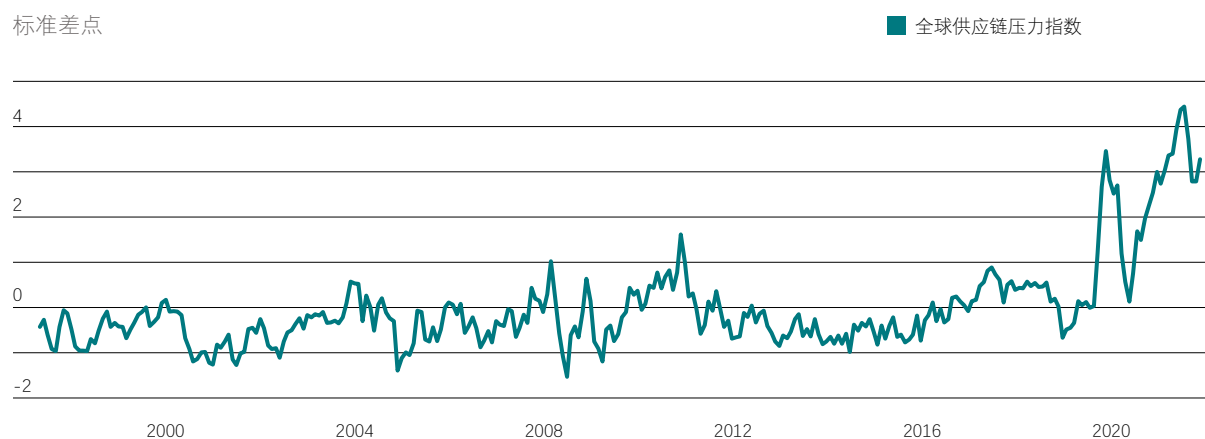
供应短缺对经济的影响正在增加。大宗商品短缺已经抑制了经济增长，并导致投入成本增加。越来越多的消费正在转向食物、家庭采暖制冷和汽车燃料等必需品。这就意味着用于外出就餐、购买小玩意和海外旅行等可选消费的花费自然会变少。通胀充斥着人们的日常生活，许多发达经济体的消费价格通胀率是一代人甚至几代人都未曾见过的。如果美联储及其他国家央行为了对抗通胀而过度加息，经济衰退或将真正来临。

图2. 消费者需求趋缓，供应加速恢复



资料来源：Haver，截至2022年5月20日。

图3. 供应链压力已经见顶



图表所示为全球供应链压力指数。资料来源：Haver，截至2022年5月25日。

大宗商品供应短期难以恢复

通胀加剧或经济衰退都不是我们预期的基准情景。而且，我们看到全球最大经济体的供需有所趋稳——**见图2**。从全球范围来看，供应链中断似乎正在缓解——**见图3**。我们认为，如果美国通胀率在2023年降至3.5%，经济就可以继续扩张。然而，这并不是说我们一定认为大宗商品供应中断会在2022年或2023终结。

简言之，我们认为，在未来一段时间内，商品短缺很可能是经济及其他方面不稳定的根源。5月底，俄罗斯总统普京表示愿意促进乌克兰粮食和本国化肥出口，但前提是解除对俄罗斯的制裁措施。全球家庭遭受食品和能源价格高企影响的时间越长，普京手里讨价还价的筹码就越多。

2011年的粮食短缺引发了“阿拉伯之春”暴力起义和政权更迭。持续发酵的生活成本危机也可能使发达经济体的选民变得激进，从而导致民粹主义政治家的势利不断壮大。这一点普京及其他掌握重要国内产业资源的独裁者不会不清楚。

新冠疫情和俄乌冲突凸显了全球供应链的脆弱性。企业和政府都在重新审视它们对自己几乎或根本无法控制的材料、产品和物流的依赖性。虽然我们并不认为整体经济会走向封闭，但工厂“回迁”和供应链多元化的趋势——参阅[亚洲崛起：中美两极分化加速](#)——可能会继续下去。例如，全球对台湾半导体或中国稀土金属生产的依赖，应该引发深刻反思。

大宗商品短缺纵然令人痛苦，但有时也会带来一些积极变化。例如，上世纪70年代爆发的石油危机，促使各行各业减轻了对石油的依赖，提高了汽车的燃料效率。对于开展多元业务的企业而言，那场危机为其创造了发展机遇，比如，日本车企占领并成功保留了美国市场份额。我们认为当下高昂的化石燃料价格将更加紧迫地推进向可持续替代能源转

型——[绿化世界](#)。不利环境持续的时间越长，就越有可能刺激创新。

“我现在应该怎么做？”

2022年，大宗商品短缺和价格波动加剧了投资者面临的不确定性。未来市场进一步失序的风险依然很大，这种风险可能来自俄乌冲突也可能来自其他事

件。与此同时，我们要特别指出，大宗商品短缺并不是“不可阻挡的趋势”。在市场力量的助力下，供需终将恢复平衡。然而，这一过程可能会持续一两年以上。

我们认为，投资组合需要反映供应短缺在未来一两年内持续存在的可能性。大宗商品生产商和石油服务股票提供了对冲通胀的潜在机会，同时大宗商品和石油产量的增加也是世界稳定的重要促进因素。在当前的环境下，此类企业有可能带来更高的利

润——[见图4](#)。因此，我们对该领域进行了战术超配。正如您在我们详尽的主题式、战术性配置——[参阅我们的资产配置](#)——中所见，我们持有一些基本的通胀对冲工具，即黄金和通胀挂钩美国国债。但我们认为，投资于全球大宗商品生产商和油田服务企业以帮助其扩大产量，更有机会获得收益，因此我们超配了4%此类企业。这些企业一般会支付股息，且其利润会随产量的增加不断增长。随着时间的推移，我们认为这种投资比单纯投资不反映大宗商品产量增长的大宗商品期货更胜一筹。

图4. 原油价格高企可能令勘探商和生产商受益



图表所示为西德克萨斯中质原油（WTI）价格与堪萨斯城联储对勘探和生产盈亏平衡价格的估值。资料来源：Haver，截至2022年5月31日。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

术语表

资产类别定义：

现金体现为美国3个月期限国债的总收益，即对美国财政部发行、以美元计价、三个月期限且交易活跃、具固定利率的名义债券的衡量。

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

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

新兴市场硬通货债券以富时新兴市场主权债券指数（ESBI）为代表，涵盖以硬通货计价的新兴市场主权债。

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

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

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

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

全球高收益债券基于多个巴克莱指数组合而成，这些指数跟踪以美元、英镑和欧元计价的非投资级固定利率公司债。如果穆迪、惠誉和标普给出的评级分别为Ba1/BB+/BB+或以下（不包括新兴市场债），则该证券被归类为高收益证券。

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

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

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

优先证券是一种收益率通常高于传统固定收益证券（如美国国债或投资级企业债券）的投资。然而，高收益率也伴随着不同的风险。

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

税收等值收益率是指应税债券与可比免税市政债券收益率相等时应税债券应提供的回报率。

指数定义：

彭博新兴市场美元综合债券指数是新兴市场硬通货债券基准指数，涵盖新兴市场主权、准主权和企业发行人发行的固定利率和浮动利率美元计价债券。

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

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

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

彭博CMBS投资级：美国合资格综合指数旨在衡量当前交易规模为3亿美元以上的通道型和融合型商业抵押贷款支持证券 (CMBS) 交易市场的表现。该指数包含根据承销商豁免符合《雇员退休收入保障法》(ERISA) 资格的债券，不含不符合ERISA资格的债券。

彭博美国综合债券指数 (Agg) 是基础广泛的市值加权债券市场指数，代表在美国交易的中期投资级债券。

雇佣成本指数是衡量劳动力成本变动的指标，该指标不受职业和行业类别之间就业转变的影响。劳动成本包括薪酬、工资和薪金的变动以及雇主为员工福利所付出的成本变动。

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

全球供应链压力指数汇集了超过27个常用指标变量，包括来自全球运输成本和七个经济体的区域制造业调查的数据，以跟踪从1997年至今的供应链压力的变化。

ICE BofAML美国投资级机构资本证券指数 (CIPS) 跟踪在美国国内市场公开发行的以美元计价的投资级混合资本企业证券和优先证券的表现。

ICE BofAML美国高收益机构资本证券指数 (HIPS) 跟踪在美国国内市场公开发行的以美元计价的 投资级混合资本企业证券和优先证券的表现。

Indxx全球金融科技主题指数旨在跟踪在发达市场上市的金融科技公司的表现，这些公司所提供的科技驱动型金融服务对金融服务和银行业领域的现有商业模式具有颠覆性影响。该指数的基准日为2015年6月30日，初始值为1000。

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

MSCI所有国家世界指数旨在广泛跟踪全球股票市场表现。该指数由23个发达国家和25个新兴市场的近3000只成分股组成。

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

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

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

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

MSCI所有国家世界汽车指数包含新兴和发达国家汽车领域的大中盘股。

MSCI世界信息技术指数跟踪23个发达国家市场中信息技术领域的中大盘股。

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

MSCI世界指数追踪23个发达市场的中大盘股，包含1603个成分股，涵盖各国市场约85%的自由流通量调整市值。

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

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

纳斯达克综合指数几乎涵盖了所有在纳斯达克证券交易所上市的股票。该指数连同道琼斯工业指数和标普500指数，构成美国最受关注的三大股票指数。

Prime移动支付指数旨在为热衷于追踪移动和电子支付行业的投资者提供一个基准指数。该指数基于流动性筛选股票，并根据修正后的基于线性的资本化加权方法进行加权。投资者不能直接投资于指数。

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

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

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

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

标普/LSTA美国杠杆贷款100指数旨在反映杠杆贷款市场上规模最大贷款的表现。

VIX指数或芝加哥期权交易所（CBOE）波动率指数是反映市场对30天前瞻性波动率预期的实时指数，标普500指数期权价格输入可得。

其他术语：

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

资产管理规模（AUM）是指个人或实体代表投资者处理的投资的总市值。

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

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

欧盟（EU）是由欧洲27个成员国组成的政治和经济联盟。

内部收益率（IRR）是项目或投资未来预期可获得的复合年收益率。

移动POS付款是指在销售点借助智能手机等移动设备进行的付款。

经济合作与发展组织（经合组织）是一个由38个成员国组成的政府间经济组织，旨在促进经济进步和世界贸易。

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

特殊目的收购公司（SPAC），又称为“空白支票公司”，是指在证券交易所上市的空壳公司，其目的是收购一家私人公司，从而在不进行传统IPO的情况下将其公开上市。

信息披露

在任何情形下，若本文件（下称“本文”）的分发符合美国商品期货交易委员会（CFTC）制定的规则，则本文可构成满足美国CFTC条例第1.71条及第23.605条款下，邀请考虑金融衍生品交易的文件（如适用），但本文不得被视为购买/出售任何金融工具具约束力的要约。

本文由花旗集团（Citigroup）旗下业务单位花旗私人银行（“CPB”）编制，花旗私人银行通过花旗集团及其全球银行和非银行关联机构（统称“花旗”）为客户提供各类产品与服务。并非所有关联机构或所有地区皆提供所有产品与服务。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

本文所述的金融工具或其他产品（另有说明除外）

(i) 并未经美国联邦存款保险公司或其他政府机关保证；或 (ii) 并非银行存款或花旗或其他存款保险机构的义务，也未有花旗或其他存款保险机构保证。

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

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

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

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

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

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

尽管确信本文件信息来源可靠，但花旗集团及其关联机构并不保证信息之正确性及完整性，并无须对文中信息所导致的任何直接损失或后果负责。本文中如有图表标注数据源为第三方，所指的可能是从

该第三方处获得的原始数据。未经花旗集团事先书面同意，本文所有部分皆不得以任何方式复制、影印或复印，或发送给任何非收件人之雇员、主管、董事或授权代理人。

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

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

债券对应评级

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

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

¹ 穆迪 Aa 级到 Ca 级的评级结果可添加 1、2 或 3 来表示在同类别中的相对地位。
² 标普和惠誉国际AA级到CC级的评级结果可添加正号或负号以表示在同类别中的相对地位。

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

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

区域、政治及监管集中度，投资一篮子与能源产业相关的MLP企业，可能会使投资者面临集中度风险。

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

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

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

本文件中提及的另类投资具有投机性并存在可能造成损失的重大风险，原因包括采取杠杆或其他投机行为、缺乏流动性、投资回报存在波动性、基金权益转让受限、可能缺乏分散度、缺乏估值和定价相关信息、复杂的税务结构和税收申报延迟、监管缺失、管理费用高于共同基金，以及顾问失责风险等。

资产配置无法保证获利，亦无法保证在金融市场下行时避免损失。

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

过往业绩不能保证未来的投资结果。

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

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

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

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

多元化投资并不能保证盈利或免遭损失。不同的资产类别存在不同风险。

Citi Global Wealth (CGW) 于2021年1月宣告成立，由花旗私人银行和花旗全球消费银行的财富管理业务结合而成。基于原有业务，CGW向全球客户提供花旗的财富管理解决方案、产品和服务。CGW财富管理策略的集中管理和实施代表了花旗愿成为全球领先的财富企业所做出的更进一步承诺。Citi Global Wealth Investments 由花旗私人银行、花旗私人财富管理和国际个人银行（美国总行）的投资和资本市场业务部门共同组成。

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

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

国际个人银行美国总行 (IPB U.S.) 是花旗集团(Citigroup) 的旗下业务单位，通过花旗集团及其全球银行和非银行关联机构（统称“花旗”）为客户提供各类产品与服务。潜在客户和现有客户均可通过国际个人银行美国总行使用Citigold®Private Client International、Citigold®International、International Personal、Citi Global Executive Preferred以及Citi Global Executive Account Packages。投资产品和服务可通过花旗集团的业务单位花旗私人投资国际 (CPII)（花旗集团旗下业务单位，花旗集团通过花旗环球金融有限公司提供证券投资服务，花旗环球金融有限公司是FINRA和SIPC成员，也是一家在美国证券交易监督委员会注册的投资咨询和证券经纪交易商）或通过花旗国际金融服务有限责任公司（简称CIFIS，是FINRA和SIPC成员，一家在美国证券交易监督委员会注册的证券经纪交易商，向美国以外国家的公民、居民或非美国注册实体提供投资产品和服务）获得。CGMI和CIFIS的投资账户由潘兴投资公司持有，该公司是FINRA、NYSE和SIPC的成员。保险服务由CPII通过花旗集团旗下人寿公司 (CLA) 提供。在加州，CLA以花旗集团人寿保险代理有限责任公司之名（营业执照编码：0G56746）开展业务。花旗银行、CGMI、CIFIS和CLA皆为受花旗集团控股的关联机构。

美国客户的信托服务由以下其中一个实体提供：花旗银行，花旗信托南达科塔公司或花旗信托德拉瓦州公司。

如客户为非美国居民或非美国公民，信托服务由以下其中一家公司提供：花旗信托私人信托（开曼群岛）有限公司、花旗信托私人信托苏黎世有限公司、花旗信托（巴哈马）有限公司、花旗信托（开曼群岛）有限公司、花旗信托（泽西岛）有限公司、花旗信托（新加坡）有限公司、花旗信托（瑞士）有限公司或花旗公司信托德拉瓦州公司。

花旗信托（泽西岛）有限公司经泽西岛金融服务监察委员会（Jersey Financial Services Commission）特许经营信托公司业务，其地址为 P.O. Box 728, 38 Esplanade, St. Helier, Jersey JE4 8ZT, Channel Islands，电话号码为 + 44 1534 608000。

提供上述服务的公司统称为“花旗信托”。花旗集团及任何关联公司均不提供任何税务或法律建议。

花旗信托会推荐“财富转移与保险转介方案”，参与财富转移计划和人寿保险解决方案的客户会被转介给第三方专业保险经纪公司。经纪公司在客户所处国家开展业务，其无论持有或尚待持有本地许可或授权，皆须遵守该国司法管辖区的有关法律法规。花旗私人银行不会直接向客户销售“财富转移与保险转介方案”中的保险产品。

本文件仅供一般参考。文中所讨论之相关策略与观点并非旨在提供详尽全面之法律或税务建议，有兴趣的客户应咨询其税务与/或法律顾问。本文件所概述之规则与规划技巧复杂且可能更改。花旗集团公司可就附属机构及代表处向客户提供的产品和服务而提供费用补偿。

花旗集团及其附属机构不提供税务或法律意见。本文中关于税务事项所做任何陈述说明并非旨在使纳税人藉以避免税务罚款，且纳税人亦不得以此目的而利用该陈述说明。此类纳税人应根据自身具体情况向独立税务顾问咨询。

花旗私人银行艺术品咨询与融资部是一个全面综合的艺术品顾问服务部，可提供收藏品管理、遗产咨询、慈善规划和艺术品融资服务。

艺术品咨询服务会收取年费（具体年费金额视项目范围、收藏品规模和地点而定）以及艺术品买卖交易费。客户必须签署艺术品咨询服务协议。若您还不是花旗私人银行客户，则必须满足一定门槛并开设账户。我们将为潜在客户推荐私人银行客户经理，指导其完成开户流程。花旗私人银行客户必须签署艺术品咨询服务协议。

诸如艺术品等另类资产是投机性资产，可能并不适合所有客户，仅适合愿意承担较高经济风险的客户。花旗私人银行艺术品咨询与融资部并不向客户建议如何购买艺术品并从中获利，也不保证某件艺术品可以出售或可在金融交易中换取任何金额的现金，包括等于购买价格的金额。

艺术品贷款在有担保的基础上向符合条件的借款人提供。所有贷款和额度均由花旗银行或附属机构（平等机会贷款方）贷出，但需符合花旗银行或该附属机构的资格条件、承保指引和信用审批要求。

本文所述观点仅代表花旗私人银行艺术品咨询和融资服务团队的观点，并不一定反映花旗集团或其关联机构的观点。所有观点可能更改，恕不另行通知。所提供的信息和以上所述任何观点，均不构成购买或销售任何艺术品的邀约。

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

花旗银行在美国注册成立，依据美国法律规定主要由美国货币监理署和美国联邦储备银行监管，与澳大利亚法律规定有所不同。依据《2001年公司法》，花旗银行无需持有澳大利亚金融服务许可证，因其享有《ASIC类别规则CO 03/1101》（重新制定为《ASIC公司法（废止和过渡性）第2016/396号》，并增订《ASIC公司法（修订）第2021/510号》）项下的牌照豁免权益。

香港存款保障计划

存放在花旗银行香港分行的以下存款类型符合香港存款保障计划的保障资格条件：

- (a) 通知存款
- (b) 活期账户/支票账户
- (c) 年期5年或以下的定期存款

年期超过5年的定期存款、不记名票据、存款证、结构性存款（定义见《存款保障计划条例》附表1第2A条）以及在香港以外的任何其他花旗银行分行或办事处记录的存款不是受保障存款，不受香港存款保障计划保障。

在花旗银行香港分行的账户中记录的存款不符合新加坡2011年《存款保险及保单持有人保障计划法》规定的存款保险资格条件，尽管该账户可能由花旗银行新加坡分行的代表提供服务。

以下内容适用于在花旗银行新加坡分行存放的存款：

新加坡存款保险计划

非银行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保险公司（“SDIC”）承保，根据法律规定每位存款人在每个计划会员可享受总额最高75,000新加坡元的保障。外币存款、双币种投资、结构性存款及其他投资产品不受保。如需更多信息，请访问SDIC网站：www.sdic.org.sg。

下一段条文仅当账户是由花旗银行香港分行的代表提供服务时适用：

当账户是由花旗银行香港分行的代表提供服务时，在花旗银行新加坡分行记录的存款不是受保障存款（定义见香港法例《存款保障计划条例》（第581章）），并且不受香港存款保障计划保障。



花旗可要约、发行、分销或提供与涉及“银行复苏与处置指令（BRRD）”的实体（即受第2014/59/EU号指令框架约束的位于欧盟的实体，包括信贷机构、在欧盟经营的投资公司和/或其欧盟子公司或母公司）发行或提供准入的特定无担保金融工具（BRRD金融工具）相关的其他服务。

包括但不限于欧盟国家和美国在内的各司法管辖区的银行、经纪机构和其他金融机构（包括但不限于花旗）在倒闭或可能倒闭时，所在国当局可行使特定权力对其进行管理和清算。使用或预期行使该等权力或行使该等权力的方式可能会严重影响：(i) 您所持特定类型的无担保金融工具（包括但不限于BRRD金融工具）的权利，(ii) 您所持特定无担保金融工具（包括但不限于BRRD金融工具）的价值、波动性或流动性，和/或(iii) 机构（包括但不限于涉及BRRD的实体）履行其对您的任何债务或义务的能力。在被清算的情况下，出于稳妥行事和消化损失的目的，BRRD金融工具的价值可能被降至零，其或有负债可能被转换为普通股或其他所有权形式。现存BRRD金融工具可能会变更其条款内容（如到期日或应付利率），有关资金交易可能会被中止。

无法保证使用BRRD清算工具或当局的BRRD清算权力或行使这些工具或权力的方式不会对您作为BRRD金融工具持有人的权利、任何在BRRD金融工具中的投资的市场价值和/或涉及BRRD的实体履行其对您的任何债务或义务的能力产生重大不利影响。如果此等当局的清算权力的行使导致您的权益未及您通过正常破产程序可获得的应有权益，您可能拥有诉求有关当局给予赔偿的权力。接受来自花旗银行的任何服务即表示您确认已了解上述风险。

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

花旗欧洲有限公司英国分行是花旗欧洲有限公司的分行，由欧洲央行授权，并受爱尔兰中央银行和欧洲央行监管（识别号为C26553）。花旗欧洲有限公司英国分行的经营由英国审慎监管局授权并具备视为变更形式的许可，同时受金融行为监管局的监管和审慎监管局的有限监管。关于允许欧洲经济区企业在英国获取完全授权前限时开展经营业务的临时监管机制的详细信息，请参考英国金融行为监管局的官方网站。花旗欧洲有限公司英国分行在英格兰和威尔士公司注册处注册为分行，注册号为：BR017844。其注册地址为：Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值税编号为GB 429 6256 29。花旗欧洲有限公司在爱尔兰注册成立，注册号为132781，注册地址为1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗欧洲有限公司受爱尔兰中央银行监管，最终持有人为位于美国纽约的花旗集团。

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

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

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

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

本文件仅供参考，不在任何管辖地对任何人构成出售任何证券的要约，或建议任何人购买任何证券的要约。本文件所载讯息可能进行更新、完善、修订、核实和修正，且可能对这些信息进行重大更改。

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

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

就全球个人银行（亚太、欧洲、中东和非洲）而言：

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

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

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

特定市场信息披露

澳大利亚：本文件由Citigroup Pty Limited（澳大利亚公司商业代码：88 004 325 080，澳大利亚金融服务牌照号：238098，澳大利亚信贷许可证号：238098）在澳大利亚派发。任何建议均为一般性建议。本文在撰写时未考虑任何具体投资者的目标、财务状况或需求。在根据建议采取行动前，投资者应考虑该建议是否适用自身特殊情况。在投资者就任何金融产品做出决定前还应取得相关产品的披露声明及条款条件并进行考虑，同时思考该产品是否适合自己的目标、财务状况或需求。建议投资者在投资前取得独立的法律、财务和税务建议。过往业绩不能预示未来的投资结果。投资产品无法提供给美国投资者，且不一定可在所有司法管辖区提供。

巴林：本文件由花旗银行巴林分行派发。花旗银行巴林分行可根据其绝对酌情权提供仅作参考的各类证券相关材料。花旗银行巴林分行是经巴林中央银行授权的传统零售和批发银行，其提供的产品和服务受巴林中央银行法规和许可协议约束。这些条款均受巴林王国法律管辖，并应依据巴林王国法律进行阐释。客户不可撤销地同意巴林宪法法庭在该国就审理和确定任何诉讼、法律行动或法律程序以及解决任何因该等条款和条件而产生、或与该等条款和条件有关的争议时享有非排他性管辖权，为此，客户不可撤销地服从法庭管辖。投资产品不由政府或政府机构承保。投资及资金产品面临投资风险，包括可能损失已投资的本金。过往业绩不能预示未来的投资结果，价格可能上升或下跌。若投资于以外国（非当地）货币计价的投资和/或国债产品，投资者应了解，当把外币兑换为投资者本国货币时，汇率波动风险可能导致本金损失。投资和资金产品无法提供给美国投资者。所有投资和资金产品的申请均须遵守该项投资和资金产品的条款及条件。投资者应了解，他/她有责任就其投资交易的法律和税务后果寻求法律和/或税务建议。如投资者变更住址、公民身份、国籍或工作地，他/她有责任了解该等变更对他/她的投资交易的影响，并在该等变更生效时遵守所有适用法律法规要求。花旗银行不

向投资者提供法律和/或税务建议，亦不负责就交易相关的法律问题向投资者提供建议。花旗银行巴林分行不提供对现有客户资产的不间断监管服务。

中华人民共和国：本文件由花旗银行（中国）有限公司在中华人民共和国大陆地区（不包括香港、澳门和台湾特别行政区）派发。

香港：本文件由花旗银行（香港）有限公司（CHKL）及花旗银行在香港派发。花旗银行及其关联机构/子公司并未在本文件的实质内容或编写过程中提供独立的研究或分析。投资产品无法提供给美国投资者，并非所有关联机构或所有地区皆提供所有产品与服务。金融工具的价格和供应如有变动，恕不另行通知。部分高波动性投资的价值可能突然大幅下跌，且跌幅可能与所投本金相等。

印度：本文件由花旗银行在印度派发。投资有风险，且可能导致所投本金亏损。分销的产品并非花旗银行义务，也不由花旗银行提供担保，投资产品亦非银行存款。过往业绩不能保证未来投资表现。投资产品无法提供给美国和加拿大的投资者。建议投资者在投资前应仔细阅读及了解配售文件。

印度尼西亚：本文件由花旗银行印度尼西亚分行在印度尼西亚派发。花旗银行是一家由印度尼西亚金融服务管理局（OJK）授权登记并受其监管的银行。

韩国：本文件由花旗银行韩国有限公司在韩国派发。投资者应知晓，投资产品不由韩国存款保险公司承保并存在投资风险，包括可能亏损所投本金。投资产品无法提供给美国投资者。

马来西亚：投资产品并非存款，亦非花旗银行马来西亚分行、花旗银行、花旗集团或其任何关联机构或子公司，或任何政府或保险机构的义务、也未经上述公司、机构、政府承保和担保。投资产品均有投资风险，包括可能亏损所投本金。本文件仅为提供一般信息参考，无意作为购买或出售任何证券、货币或其他投资产品的推荐、要约或邀请。花旗银

行马来西亚分行不确保上述信息准确、真实或完整，不就上述信息做出任何明示或暗示保证，亦不就依据或使用任何该信息中出现的事实错误或遗漏所导致的直接或间接从属性损失、损害、成本或支出承担任何责任（无论是合同、侵权行为或其他情形）。马来西亚证券事务监察委员会尚未对本文件内容进行审查。

菲律宾：本文件由花旗金融服务和保险经纪菲律宾公司以及花旗银行菲律宾分行派发。投资人应知晓投资产品不由菲律宾存款保险公司、联邦存款保险公司或任何其他政府机构承保。

新加坡：本文件由花旗银行新加坡有限公司（“CSL”）在新加坡派发。投资产品未依据新加坡存款保险计划和保单持有人保护计划等法令进行承保，且不符合存款保险计划中规定的存款保险范围。

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

泰国：本文件包含花旗集团在泰国发布的一般信息和见解，文件内容仅以英文提供。花旗不会要求或邀请对任何特定证券和类似产品进行投资。投资具有一定风险，请在投资前仔细阅读招募说明书。投资产品并非花旗银行义务，未经花旗银行担保。投资产品并非银行存款。投资产品均有投资风险，包括可能亏损所投本金。投资受价格波动影响。过往业绩不能保证未来投资表现。投资产品无法提供给美国投资者。

阿联酋：本文件由花旗银行阿联酋分行在阿联酋派发。本文件并非花旗集团的正式对账单，可能无法反映您在花旗银行投资或通过花旗银行完成的所有投资。关于您的账户和交易的准确记录，请查阅您的正式对账单。在进行任何投资之前，每位投资者

须获取投资发行资料，其中包括有关风险、费用和支出的描述以及可供投资决策参考的历史业绩信息（如有）。每位投资者都应慎重考虑投资相关风险，并根据其自身具体情况做出与个人投资目标相一致的投资决策。花旗集团旗下各机构可以在任何时候向为客户提供产品和服务的关联机构及其代表支付酬金。

英国：本文件由花旗银行英国有限公司在英国派发，并由花旗银行泽西岛分行在泽西岛派发。

花旗银行英国有限公司由审慎监管局授权并受金融行为监管局和审慎监管局监管。公司的金融服务登记号为805574。花旗银行英国有限公司是一家在英格兰和威尔士注册的股份有限公司，注册地址位于：Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB，注册号为11283101。

花旗银行泽西岛分行受泽西岛金融服务委员会监管。花旗银行在泽西岛注册使用“花旗国际个人银行”作为商业名称。花旗银行泽西岛分行的地址是：P.O. Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗银行是在美国注册成立的有限责任公司。总部办公室地址为：399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

越南：本文件由花旗银行胡志明市分行和花旗银行河内分行在越南派发，两家分行均为受越南国家银行授权及监管的外资银行分行。投资存在一定风险，请在投资前详细了解投资产品的招募说明书、相关披露信息、免责声明以及条款条件。投资产品无法提供给美国投资者。

© 2022 花旗集团。版权所有，保留所有权利。Citi、加弧形设计的Citi和其他在此使用的标志，皆为花旗集团或其附属机构的服务标准，在全球各地使用并注册