

2023年财富展望

复苏之路：
“由危转机”时的投资组合

发现与机遇



2023年财富展望

复苏之路：
“由危转机”时的投资组合

发现与机遇

投资产品: 无联邦存保公司担保 • 无加拿大存保公司承保 • 无政府担保 • 无银行
保证 • 可能损失投资金额

2023年财富展望

检视清单

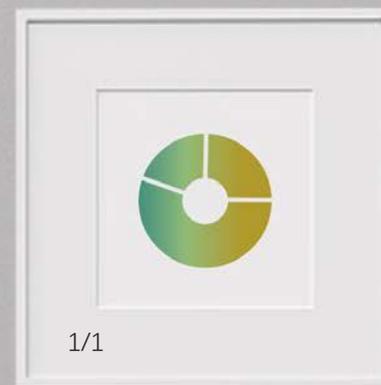
您的投资组合是否为变革和机遇之年做好准备？

全球增长前景在2023年部分时间可能更加黯淡，但与此同时，我们预计市场也将开始关注未来的经济复苏情况。

我们认为，投资者应当建立动态投资组合，当潜在机会出现时，能够随时做好调整持仓的准备，在当下不确定性环境中投资于优质资产，同时为长期增长主题布局。

如果阁下是花旗私人银行现有客户，我们可为您提供专属财富展望检视清单，分析并比对您的投资组合与建议配置方案的差距。花旗环球投资实验室可凭借丰富的分析工具发掘其他潜在投资机遇，助您构建面向未来数年的投资组合。

敬请联系您的客户关系团队，索取您的专属检视清单报告。



目录

概述

- 10 “由危转机”时的投资组合
- 12 我们的资产配置
- 14 复苏之路：市场先行，经济随后
- 16 未雨绸缪：谨慎预判
- 18 未来将有更好的长期回报

在利率上升的环境中让现金发挥作用

- 24 现在应让闲置现金更充分地发挥作用
- 26 通过短期债券追求投资组合收益
- 28 为什么“慢跑型”股息成长股可作为核心持仓？
- 30 为什么资本市场比以往任何时候都重要？
- 32 另类投资可以提高现金收益

无阻趋势

- 36 无阻趋势的变革力量
- 38 东西方日益分道扬镳：中美两极分化加剧
- 40 能源安全至关重要
- 42 深入推进数字化
- 44 数字化和另类投资的增长
- 46 无阻趋势如何重塑房地产市场
- 48 布局医疗保健领域，提升投资组合免疫力



概述

- 10 “由危转机”时的投资组合
- 12 我们的资产配置
- 14 复苏之路：市场先行，经济随后
- 16 未雨绸缪：谨慎预判
- 18 未来将有更好的长期回报



“由危转机”时的投资组合

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth首席投资官兼全球投资主管

我们建议客户保持增长的心态，我们认为，2023年或将是增强投资组合的机遇之年。

我们预期：

- 全球GDP增长率将从2022年的3.3%放缓至2023年的1.7%，然后在2024年反弹至2.3%
- 美国将出现轻微衰退，而其他一些地区例如欧元区的衰退将会更加严重
- 相比之下，因疫情限制的放宽，中国经济将迎来复苏
- 美国通胀率将下降，在2023年底和2024年底将分别降至3.5%和2.5%
- 美联储将在2023年下半年开始降息

鉴于上述观点，我们主张面向2023年及未来机会建立动态投资组合：

短期内，我们看重高质量资产，例如短期美元投资级固定收益产品——参阅“在利率上升的环境中让现金发挥作用”。

拥有强大资产负债表和现金流的公司股票可能有助于提升投资组合的韧性——参阅“为什么‘慢跑型’股息成长股可作为核心持仓？”。

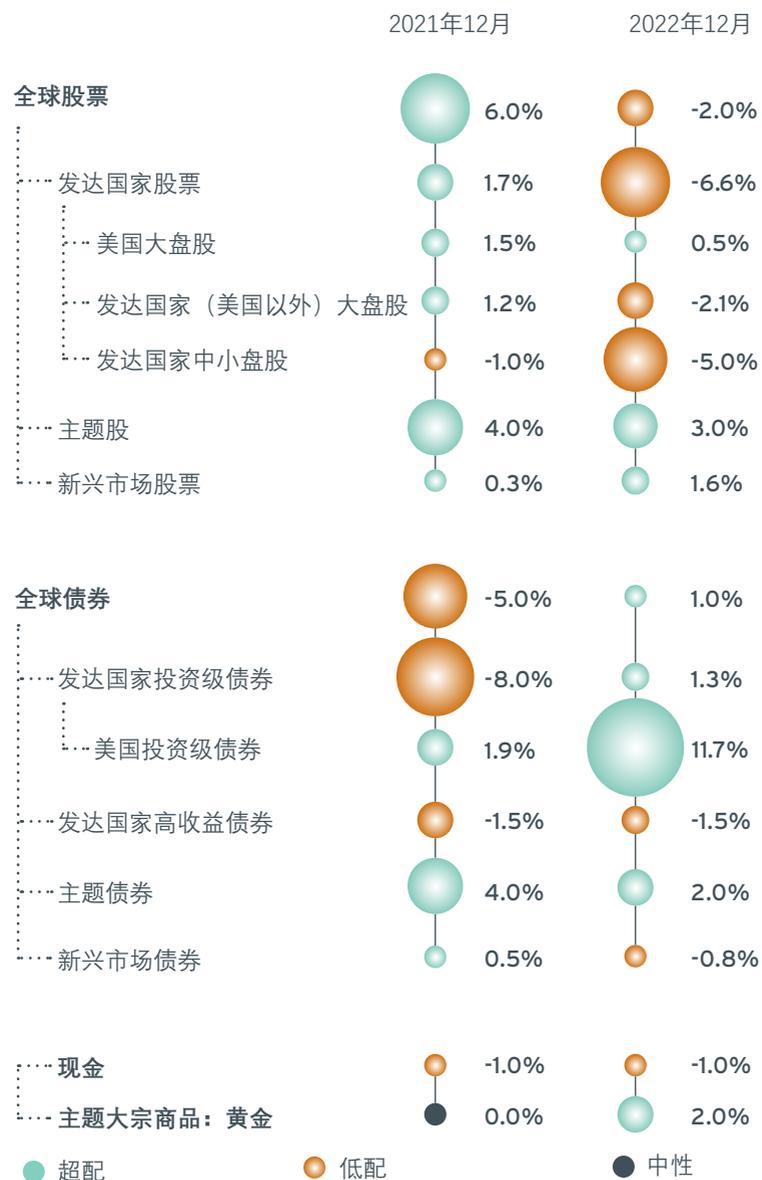
随着利率见顶，我们会首先转向非周期性行业里的优质成长股，然后再转向至周期股——参阅“复苏之路：市场先行，经济随后”。

2023年可能是另类投资的好年头——参阅“另类投资可以提高现金收益率”和“数字化和另类投资的增长”。

我们继续看好与长期经济增长驱动因素相关的投资——参阅“无阻趋势，包括‘深入推进数字化’、‘中美两极分化加剧’和‘能源安全至关重要’”。



我们的资产配置



以上数据为我们的全球投资委员会第3风险等级投资组合的现有超配和低配数据。资料来源：首席投资策略分析师办公室，截至2022年11月16日。

投资机会

短期增配防御性股票，包括股息成长股

优质中短期美元债券，例如美国国债和投资级公司债/市政债/优先债

随着美元见顶，各种具有“深度价值”的非美元资产投资机会将会涌现，例如收益型房产

利用利率上涨和市场波动创造收益和/或提供下行对冲工具的定制化投资机会

能够带来短期收益，或以低于当前即期价格的买入点进行市场配置的定制化投资机会

数字化投资机会，例如机器人、半导体设备、网络安全、金融科技和房地产

电商物流、多户型住宅以及可持续节能优质写字楼等领域的投资策略

针对不良贷款/资本重组的另类策略

致力于推进能源安全和清洁能源转型的企业

医疗保健股票，包括生物制药、生命科学工具、效果导向医疗服务和老年科技

重塑、分散供应链、中美两极分化的潜在受益者，包括印度、东南亚和墨西哥等地区的多个行业

图1. CITI GLOBAL WEALTH INVESTMENTS对实际GDP增长率的预测

	% (截至2022年8月的最新数据)				
	2020	2021	2022	2023	2024
中国	2.4	7.5	3.5	4.5	4.0
美国	-3.4	5.7	1.6	0.7	2.0
欧盟	-6.5	5.3	3.0	-0.5	1.0
英国	-9.3	7.4	3.4	-1.0	1.0
全球	-3.2	5.7	3.3	1.7	2.3

资料来源：Citi Global Wealth首席投资策略师办公室所做的假设，截至2022年8月24日。

图表所示为2020年至2024年中国、美国、欧盟、英国和全球实际GDP的百分比变动情况，其中2022年以后为预测数据。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。指数并非管理之结果。

复苏之路： 市场先行，经济随后

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

2023年全球经济增长将继续恶化，与此同时市场可能会更加关注2024年的复苏。

最迟在2023年年中，美联储货币政策的累积紧缩效应将开始阻碍全球经济。

股票熊市尚未走完：衰退开始后，我们才有望迎来新一轮牛市。

在新的一年里，我们将采取防御姿态，但随着一系列潜在机会的出现，我们将顺势调整方向和布局——参阅“我们的资产配置”。

2022年，多个市场的估值水平不断下跌，从而推高了我们的未来十年回报预期——参阅“大类资产的长期前景向好”。

在2023年的某个时候，市场将开始关注2024年的复苏，届时我们将更积极布局于各资产类别。

2023年企业整体利润将下跌10%，在经济复苏站稳脚跟之前，许多周期性行业将遭受冲击。

随着失业率上升，我们预计美联储将在2023年下半年逆转政策方向，债券收益率也将下降。

美元牛市可能会进一步冲高，但非美国资产和货币在2023年触及“深度价值底部”的可能性越来越大。



对于2023年，我们重申保持投资组合充分投资这一基本理念——参阅“现在应让闲置现金更充分地发挥作用”。

图2. 每股收益比市场更迟触底



资料来源：Haver，截至2022年11月30日。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资指数。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。

未雨绸缪：谨慎预判

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

虽然我们预计2023年会出现衰退，但衰退程度可能比我们预想的更深，亦或根本不会发生衰退。我们在制定投资观点时也充分考虑了这两个可能性所带来的各种风险。

货币紧缩加上持续的供给冲击，可能会对2023年的经济增长造成损害，尽管通胀压力正在减弱。

但若发生类似上世纪70年代那种自我强化式的通胀，各大央行将被迫采取比我们预期更严重的经济硬着陆措施。

而相比之下，如果通胀迅速消退，美国经济尚有一丝机会避免衰退。

中美军事升级或贸易关系全面破裂，是全球经济面临的重大风险，尽管这种可能性并不大。

俄罗斯石油出口和乌克兰农产品出口问题仍可能造成破坏性影响。

正如新冠疫情导致的供应链中断所突显的那样，半导体等中间产品的贸易存在严重的脆弱性。

供应链中断对经济影响之大，可能远远不止个别零部件所代表的市场价值。

在我们看来，全球对台湾半导体的严重依赖，就是这种集中供应风险的一种体现——图3。



大规模的网络攻击可能会造成广泛的经济损失。

面对各种各样的风险，我们建议您依据自己的具体投资目标，进行全球多元化资产配置。

图3. 美国对台湾半导体进口的依赖



资料来源：Haver，截至2022年11月10日。

图表所示为美国从台湾进口的半导体等先进科技商品金额。灰色阴影部分表示经济衰退时期。

未来将有更好的长期回报

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

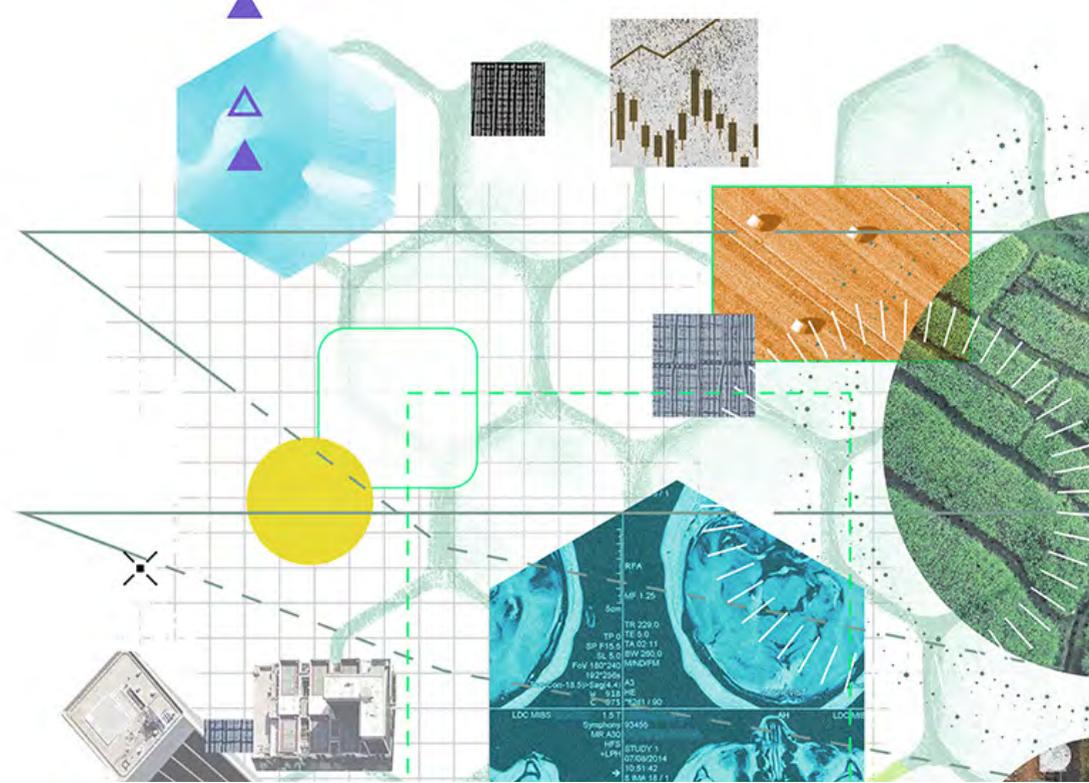
2022年，大类资产的估值普遍下跌。根据我们自行研发的资产配置模型，这意味着未来十年可能会有更好的回报。

大类资产的长期回报预测对于制定长期投资计划而言至关重要。

适应性估值策略（AVS）是我们专有的战略性资产配置方法。

该策略基于当前估值及其他基本面因素，预测未来十年的年化回报，即战略回报预期（SRE）。

在2022年估值大幅下跌之后，AVS预测未来十年各资产类别将产生更高的回报——图4。



全球股票、全球债券、私募股权和房地产的战略回报预期分别为10%、5.1%、18.6%和10.6%。

尽管回报潜力如此之大，许多投资者仍在其投资组合中持有过多的现金。

历史表明，随着时间的推移，这可能是一个代价高昂的错误决定。

我们的投资理念主张在整个经济周期内都要进行充分投资，并建立全球多元化的投资组合。

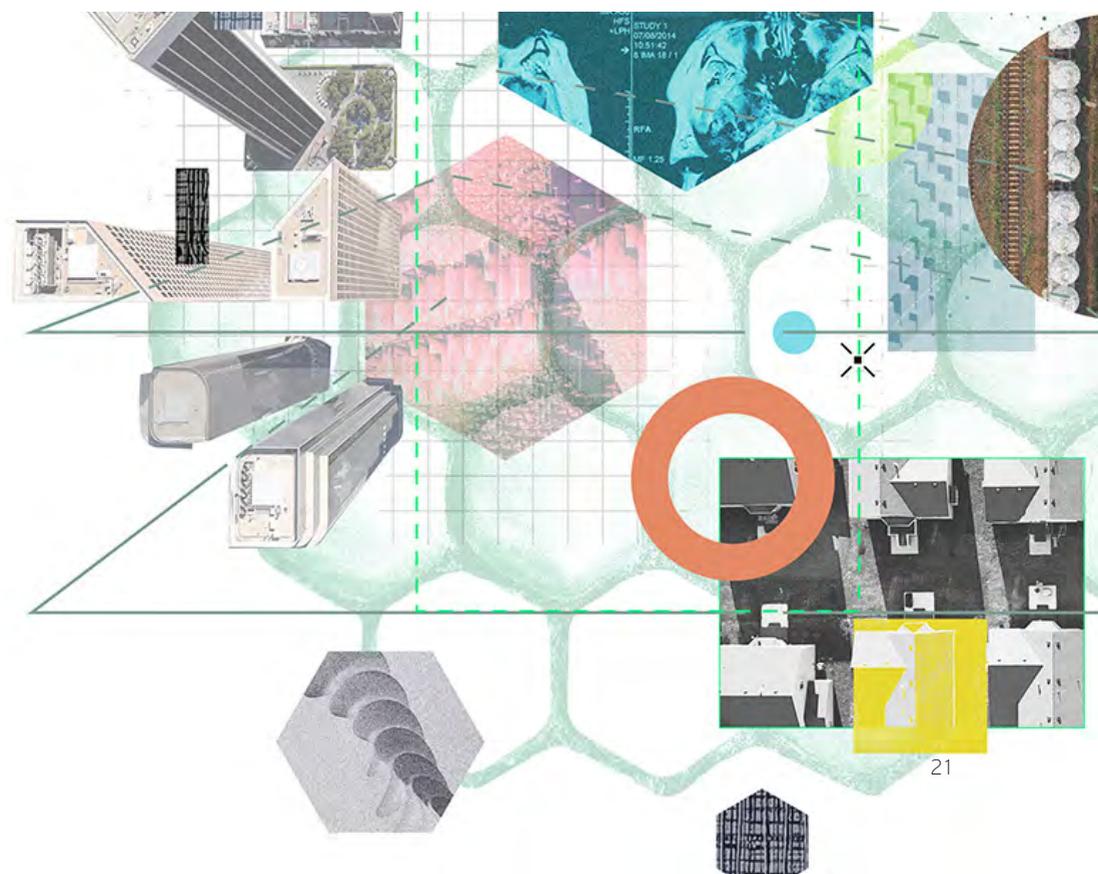
图4. 适应性估值策略 (AVS) 对各资产类别的长期展望

	2023年战略 回报预期 *	2022年年 中战略回报 预期	2022年回报
全球股票	10.0%	8.3%	
全球债券	5.1%	3.7%	
发达市场股票	9.5%	8.0%	-19.22%
新兴市场股票	13.6%	10.5%	-30.86%
投资级债券	4.6%	3.4%	-14.57%
高收益债券	7.4%	5.2%	-12.35%
新兴市场债券	7.8%	6.0%	-23.32%
现金	3.4%	1.5%	1.42%
对冲基金	9.5%	6.5%	-6.68%
私募股权	18.6%	15.7%	-15.50%
房地产	10.6%	9.4%	-27.89%
大宗商品	2.4%	2.0%	17.65%

资料来源: Citi Global Wealth Investments全球资产配置团队。

2023年战略回报预期基于截至2022年10月31日的数据得出。全球股票包括发达市场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。战略回报预期并非对未来业绩的保证。花旗私人银行全球资产配置团队。2022年年中战略回报预期基于截至2022年4月30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战略回报预期(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预测方法。所有SRE数值均未扣除客户咨询费和/或交易费用。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。如需了解有关定义,请参阅“术语表”。

* 2022年我们对AVS SRE方法进行了改进,上图所列示的2022年年中SRE反映了改进结果。



在利率上升的环境中 让现金发挥作用

- 24 现在应让闲置现金更充分地发挥作用
- 26 通过短期债券追求投资组合收益
- 28 为什么“慢跑型”股息成长股可作为核心持仓?
- 30 为什么资本市场比以往任何时候都重要?
- 32 另类投资可以提高现金收益



现在应让闲置现金更充分地发挥作用

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

2022年，利率上升和市场波动让投资者感到不安。随之而来的高利率环境为投资者带来了寻求投资组合收益的潜力。

2022年的艰难市况使投资者愈发倾向于持有过多的现金。

现金资产象征性地取得小幅收益，而许多风险资产遭到集体抛售。

但2022年的动荡也带来了更多让现金实现增值的机会。

然而，这些机会并没有出现在货币市场基金——图5。

我们预计，不久之后，利率将会见顶，通胀也将减弱。

我们青睐各种短期美元债券。

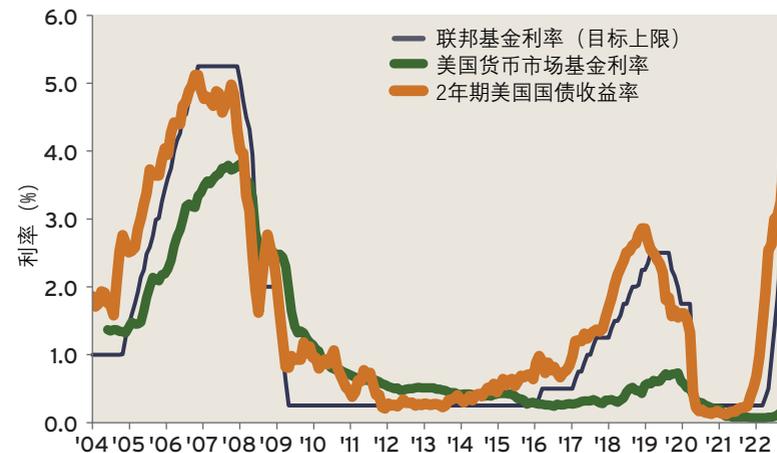
我们还看好股息成长股，也就是在整个经济周期内能不断提高股息派息的股票——参阅“为什么‘慢跑型’股息成长股可作为核心持仓？”。

对于适合的投资者，我们认为可以从股市波动中捕捉收益——参阅“为什么资本市场比以往任何时候都重要？”。

同样，我们也主张关注各种私募市场策略——参阅“另类投资可以提高现金收益”。



图5. 利率上涨，但货币市场策略并未跟涨



资料来源：Haver Analytics，截至2022年11月22日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

通过短期债券追求投资组合收益

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，债券收益率大幅上升，为投资者创造了通过美元短期债券寻求收益的机会。

美联储紧缩导致债券价格大幅下跌，并将短期利率推升至2008年以来的最高水平。

我们认为，美联储加息周期的顶峰可能即将出现。

因此，2023年投资者可在投资组合中增配波动性较小的短期美元计价债券。

美国国债有多种不同的期限，但以最近的标准来看，期限较短的国债收益率较高。

投资级公司债的利率高于美国国债，具体取决于相对信用风险的大小——图6。

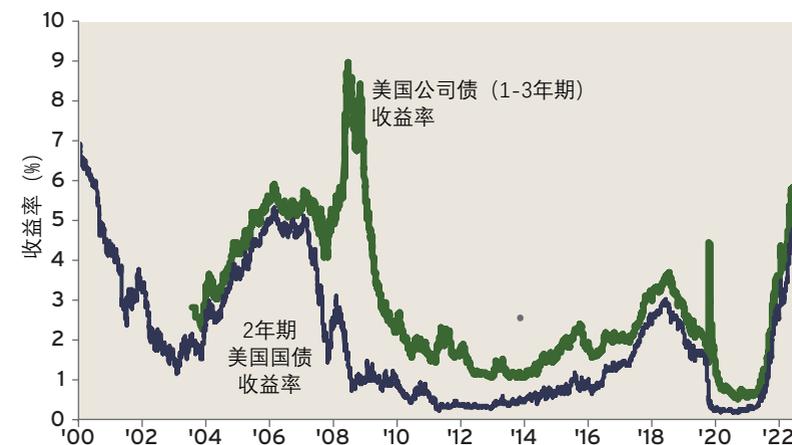
对于有资格享受税收优惠的投资者来说，评级较高的美国市政债券（“市政债”）有时可以带来接近投资级水平的调整后收益率，不过须承担政府信用风险。

投资级优先证券（通常由银行、公用事业公司和保险公司发行）可以提高投资组合的收益率，但也会带来额外的风险。

短期证券通常流动性较好，如果2023年股票或低评级信用债等领域出现机会，投资者可以将其快速出售变现，然后进行重新布局。



图6. 短期公司债收益率大幅攀升



资料来源：彭博，截至2022年11月21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。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。如需了解有关定义，请参阅“术语表”。

图表所示为美国短期投资级公司债和2年期美国国债的收益率。



为什么“慢跑型”股息成长股可作为核心持仓？

JOSEPH FIORICA

全球股票策略主管

持续派息的股票或将在2023年继续表现强劲。尽管历史表明，一旦投资者预期经济复苏，这类资产的表现就会变弱，但我们认为，应从长远着眼考虑配置此类收益型资产。

在2022年的动荡中，股息成长股（即拥有长期股息增长记录的股票）的业绩跑赢了成长股和其他风格股票——图7。

我们在甄别股息成长股时，不仅要看股息率是否可观，还要考虑派息的可持续性。

经营状况最佳的公司，可以产生足够的自由现金流，从而用于增加派息和业务再投资。

从历史上看，这类股票的长期表现也优于成长型股票，就像乌龟跑赢了兔子。

在过去的90年里，股息在标普500指数总回报中所占的比重接近40%。

通常而言，在经济周期的初期复苏阶段——我们预计该阶段将在2023年的某个时候开始，乌龟往往会跑输兔子。

鉴于我们的展望，我们预计2023年股市领跑阵营将发生变化，但对于核心投资组合而言，股息增长仍将具有长期价值。

图7：优质派息股的表现跑赢了成长股



资料来源：彭博，截至2022年11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。

图表所示为标普股息贵族指数和纳斯达克自疫情爆发以来的表现。

为什么资本市场比以往任何时候都重要？

IAIN ARMITAGE

Citi Global Wealth Investments 资本市场全球主管

2023年，资本市场可带来独特的潜在机会。全球不确定性加剧了许多资产类别的波动性，一些资本市场策略能够从波动中捕捉收益。

由于地缘政治、经济和新冠疫情的不确定性，股市波动率远高于平均水平——图8。

这一局面给人们带来诸多困惑：投资时机何时到来？如果一买入就迎来新一轮下跌怎么办？现在只能持有现金吗？

在高通胀环境下，如果坐拥现金，等待股市进一步下跌时再买入，可能会错失购买力。

某些资本市场策略可以实现在等待低位入场的同时寻求收益。

这类投资机会可以带来高于平均水平的收益率，或者提供更具吸引力的入市机会，对于合适的投资者来说，这是一种值得考虑的折衷方案。

实际上，这类策略可以让合适的投资者“从等待中获得回报”。

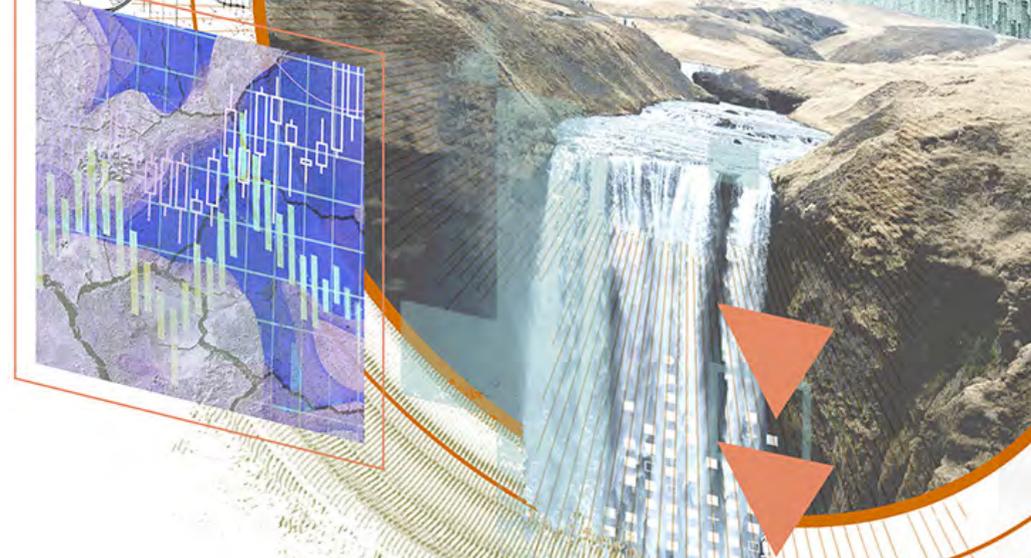
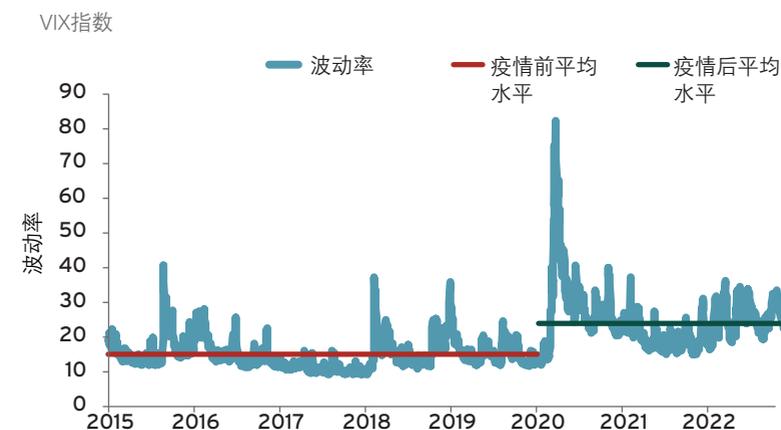


图8. 新出现的高波动率形态



资料来源：彭博，截至2022年11月24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。

图表所示为VIX指数在2015年至2022年间的走势，以及疫情前后的平均水平。

另类投资可以提高现金收益

DANIEL O'DONNELL

另类投资全球主管

MICHAEL YANNELL

对冲基金研究主管

固定收益市场的无差别抛售，可能为收益型另类投资创造了潜在机会。我们认为，对于适合的投资者而言，某些策略可以让他们以多元化的方式提高投资组合收益。

我们认为，2022年固定收益市场的动荡，将在2023年为另类投资管理创造有利的环境。

债券的大规模抛售，使越来越多的债务交易处于受压或不良水平——图9。

我们认为，这种抛售基本上是无差别式的，投资者忽视了可能影响借款人偿债能力的某些特定因素。

由于新债发行困难重重，一些公司迫不得已寻找其他途径来筹集资金。

某些债务持有人被迫出售债务，进而为专业另类投资策略带来潜在机会。

我们认为，那些擅长信贷承销、有能力推进资本解决方案以及具有不良资产重组专长的管理人，可能最适合利用这些机会。

相比之下，那些缺乏足够专业知识或规模的管理人，在这类另类投资市场可能处于劣势。

适合的投资者应斟酌其投资目标，并思索如何让这些潜在机会与其资产配置形成互补。

图9. 不良高收益债券和不良贷款市场占比

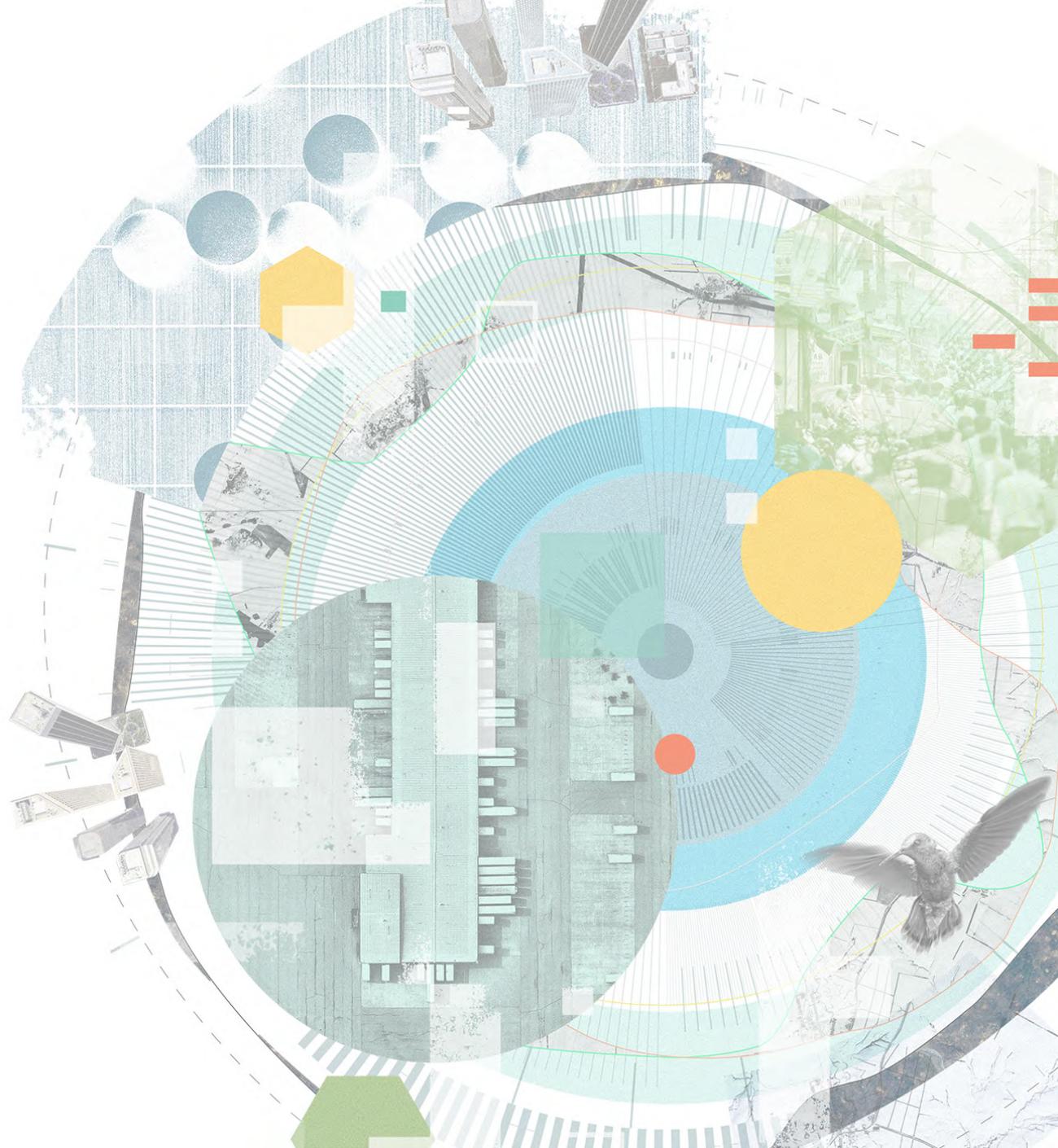


资料来源：花旗研究、花旗杠杆贷款跟踪器、FTSE，截至2022年9月30日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作参考之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。如需了解有关定义，请参阅“术语表”。

图表所示为美国不良高收益贷款和不良债券的占比情况。“不良”在此处是指当票面价值为100美元时，债券的交易价格低于60美元，贷款的交易价格低于80美元。

无阻趋势

- 36 无阻趋势的变革力量
- 38 东西方日益分道扬镳：中美两极分化加剧
- 40 能源安全至关重要
- 42 深入推进数字化
- 44 数字化和另类投资的增长
- 46 无阻趋势如何重塑房地产市场
- 48 布局医疗保健领域，提升投资组合免疫力



无阻趋势的变革力量

STEVEN WIETING

首席投资策略师兼首席经济学家

无阻趋势正在重塑我们周围的世界，这些趋势在改变我们生活和工作方式的同时，也为投资组合带来各种长期机会和风险。

无阻趋势是改变世界经济和人们日常生活、强而有力的长期力量。

作为颠覆性的力量，这些趋势对投资组合而言既是风险，又是机会。

2021年年末，我们注意到许多与无阻趋势相关的资产已进入高估值区间，随着疫情的消退，价值扭曲的现象可能会逐渐消退。

2022年，许多这样的资产确实出现了大幅下跌，例如数字化和可再生能源相关资产。

我们将着力发掘数字化、创新医疗保健、洁净安全能源转型以及中美博弈等领域蕴藏的潜力。



东西方日益分道扬镳： 中美两极分化加剧

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth首席投资官兼全球投资主管

LIGANG LIU

亚太区经济分析主管

KEN PENG

亚太区投资策略主管

中美科技贸易战标志着中美两极分化的加剧，这给投资者带来了更多挑战，同时也为投资组合创造了多元化的契机。

中美两国之间正在上演一场激烈的战略性科技贸易战。

美国力图保护其智慧资本和关键技术的国内生产。

中国可能快马加鞭，大力提升其在科技等领域的自主能力。

一段时间以来，中国一直在降低对外贸的依赖度——图10，但要达到美国或日本的水平还有很长的路要走。

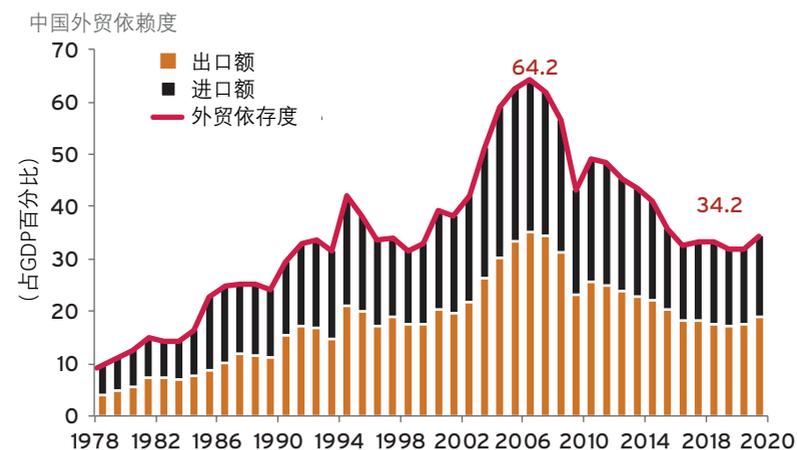
我们预计全球供应链将发生剧变，供应安全性将优先于供应效率。

这一趋势的潜在受益者包括印度、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾，以及诸如墨西哥之类的国家。

当然，中美两极分化会给许多企业和行业带来风险，就像半导体制造商目前所经历的那样。

我们青睐全球多元化悉心配置，其中包括对中美两国资产的配置，以及潜在的第三方受益国敞口。

图10. 中国对海外贸易的依赖程度越来越低



资料来源：中国国家统计局、花旗全球视野与解决方案（Citi GPS），截至2022年11月。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。指数并非管理之结果。投资者不能直接投资于指数。指数仅作说明之用，并不代表任何特定投资的表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费，若计入上述项目将会降低收益率表现。过往表现并非未来业绩的保证。实际结果可能会有所不同。

图表所示为1978年至今中国的出口额、进口额以及以占GDP的百分比表示的整体外贸依存度。

能源安全至关重要

HARLIN SINGH

可持续投资全球主管

MALCOLM SPITTLER

高级美国经济学家兼策略师

CATHERINE TURULLOLS

可持续投资专家

对化石燃料能源的依赖不仅助长了气候变化，还威胁着经济和国家安全。我们认为，这更加表明有必要推进清洁能源转型并相应调整投资组合。

全球能源危机导致了通货膨胀和能源产量下降，在欧洲尤其如此，并加剧了一些贫穷国家资源匮乏的问题。

对化石燃料的依赖还可能损害能源进口国的国家安全要务。

在寻求更清洁、更安全的能源方面，尽管我们已经取得可喜的进展，但仍有很长的路要走。

据花旗全球视野与解决方案（Citi GPS）估计，2021年-2025年，为了使气候目标正常推进，每年需要投入2.6万亿美元资金，相比最近的数据每年增加了1.7万亿美元——图11。

除了存在上述资金缺口，气候目标的推进过程还将伴随诸多风险。

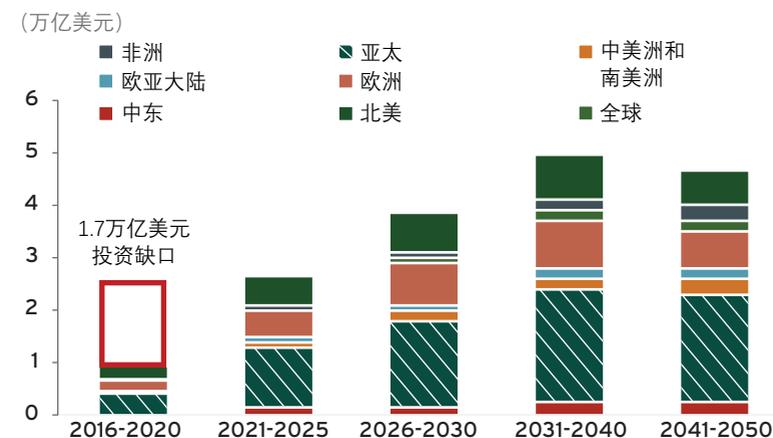
例如贸易战、供应链中断、技术应用不达预期，以及因民粹主义怀疑论者所造成的政策逆转等等，这些仅仅是潜在挑战的一部分。

我们看好各种能源相关技术方面的长期投资机会。

其中包括专门从事可再生能源技术、能源储存、电动汽车和热泵、可持续材料和碳捕获业务的公司。

尽管如此，我们认为天然气的需求将会持续，短期内相关投资可能会进一步增加。

图2. 每年气候融资缺口为1.7万亿美元（2021-2025年）



资料来源：《联合国气候变化框架公约》“奔向零碳”全球运动（由Vivid Economics提供支持和分析）、花旗全球视野与解决方案（Citi GPS）。源自Citi GPS报告：《全球视野与解决方案 - 气候融资》，2022年11月。

图表所示为在2050年前多段时期内全球各地区的气候融资需求。注：根据所使用的数据源估计，目前每年的气候资金流平均在6000亿至9000亿美元之间。据CPI估计，2020年气候资金流为6400亿美元，其中包括用于气候减缓和适应的资金。据BNEF估计，2020年能源转型方面的总投资额为6110亿美元，2021年增加到7980亿美元。据Vivid Economics估计，2016年至2020年，每年平均总投资额为9000亿美元。

深入推进数字化

WIETSE NIJENHUIS

花旗投资管理高级投资组合经理

JOE FIORICA

全球股票策略主管

作为无阻趋势，数字化浪潮方兴未艾。我们认为，当前股市的疲软为建立长期敞口提供了可能。

由于利率上升和先前的高估值，数字化资产在2022年遭遇大幅回撤。

然而，数字化蕴含的变革潜力并未改变，我们将相关投资视为长期核心持仓。

我们认为，企业要么接受新技术和新流程，要么被淘汰出局。

半导体是数字革命的大脑，从网络安全到机器人、人工智能，再到元宇宙，一切都离不开半导体技术。

随着全球劳动力短缺的加剧，到2028年，工业机器人市场规模有望翻番，从928亿美元增加到1653亿美元——图13。

据花旗研究部称，被广泛视为“下一代互联网”的元宇宙市场规模可能达到7.7万亿美元到12.8万亿美元之间。¹

我们重申对金融科技、网络安全和人工智能等数字化领域的长期信念，但不排除这些领域短期进一步下行的可能。

配置方面，我们青睐来自专业管理人的股票策略，以及可供适合的投资者选择的私募市场策略——请参阅“数字化和另类投资的增长”。

¹ 花旗全球视野与解决方案 (Citi GPS) 报告:《元宇宙与金钱:解密未来》，2022年6月

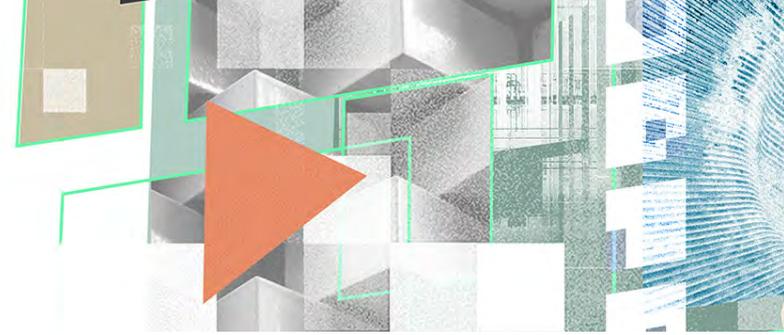


图13. 机器人的崛起



资料来源: Statista和Citi Global Insights, 截至2022年10月28日。所有预测仅作为观点参考, 如有变化, 恕不另行通知, 亦非对未来事件之保证。

图表所示为全球工业机器人市场的估计规模, 单位为十亿美元, 预测数据截至2028年。

数字化和另类投资的增长

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

MEGAN MALONE

美洲私募股权和房地产主管

STEFAN BACKHUS

美洲私募股权主管

我们看好数字化的长期发展前景，随着估值的下降，我们主张通过创业投资和收购型管理公司等渠道布局数字化企业。

2022年下半年，公开市场科技股估值下跌的势头开始殃及需要股权融资的私人公司。

由于科技公司依然存在股权和债务融资需求，我们认为另类资产管理公司有望通过附加型投资实现良好回报。

随着利率见顶回落和公开市场估值复苏，投资者可能会把注意力再次转向数字化的长期潜力。

对于适合的投资者而言，我们推荐创业资本、成长型、收购型和私人债务管理公司的专注于技术面的策略。



无阻趋势如何重塑房地产市场

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

MEGAN MALONE

美洲私募股权和房地产主管

BURKE ANDERSON

美洲房地产主管

目前宏观经济正处于艰难时刻，但在长期趋势的影响下，房地产领域依然存在潜在机会。

2022年，通货膨胀和利率上升使房地产市场承压。

数字化等无阻趋势，正在助力推动房地产行业部分领域的发展。

我们还看到，房地产行业的某些细分领域在应对通胀方面具有更大的优势。

其中包括多户型租赁物业，例如低层“花园风格”公寓、中高层公寓楼和联排别墅小区。

这是因为这类物业的租赁期限较短（通常为一年），每次到期后可以重新设定租金。

工业地产方面，由于电商需求旺盛，为了加强“最后一公里”配送，行业对更大、更复杂的集中式配送中心的需求也相应增加。

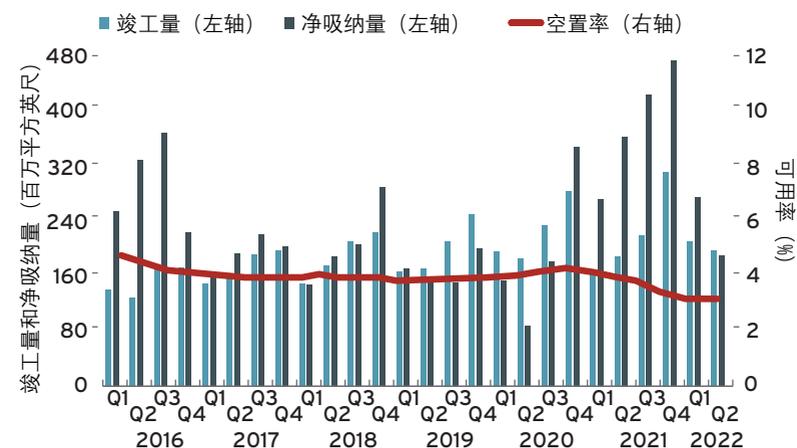
由于需求强劲，2022年美国工业地产的整体空置率比2021年下降了60个基点——图15。

优先事项和办公模式的不断变化，推高了人们对高质量可持续性写字楼的需求，这些写字楼所在地段往往交通便利，且拥有先进的配套设施。

适合的投资者可以考虑对精选多户型、工业和办公房地产进行适当配置。

我们青睐在上述细分领域中，特定地区内拥有深厚行业知识的专业管理人及其策略。

图15. 工业地产需求旺盛



资料来源：Crow Holdings，截至2022年10月。

图表所示为工业地产新竣工量（以百万平方英尺为单位）、吸纳率（占用面积与可用面积的比率指标）和空置率（空置面积占比）。

布局医疗保健领域，提升投资组合免疫力

ROB JASMINSKI

花旗投资管理全球主管

DIANE WEHNER

花旗投资管理高级投资组合经理

WIETSE NIJENHUIS

花旗投资管理股票投资组合高级经理

JOSEPH FIORICA

全球股票策略主管

在未来多年内，随着老龄人口和全球中产阶级群体的扩大，人们对医疗保健的需求可能不断增加。

随着年龄和财富的增加，人们对医疗保健的需求也越来越大。

到2050年，全球部分地区65岁以上人口占比可能超过四分之一。

在亚洲的推动下，全球中产阶级人口不断扩大，到2027年，预计将从2017年的33亿增加到50亿²。

在此背景下，我们认为随着时间的推移，医疗保健需求的增长速度可能超过经济增速。

我们认为，全球医疗保健研发支出的增加将推动该行业的创新——图16。

我们有充分理由相信，医疗保健投资是投资组合的长期增长源泉。

医疗保健是与经济表现关联度最低的股票板块。

即使在动荡时期，大型制药企也能够一如既往地提高股息。

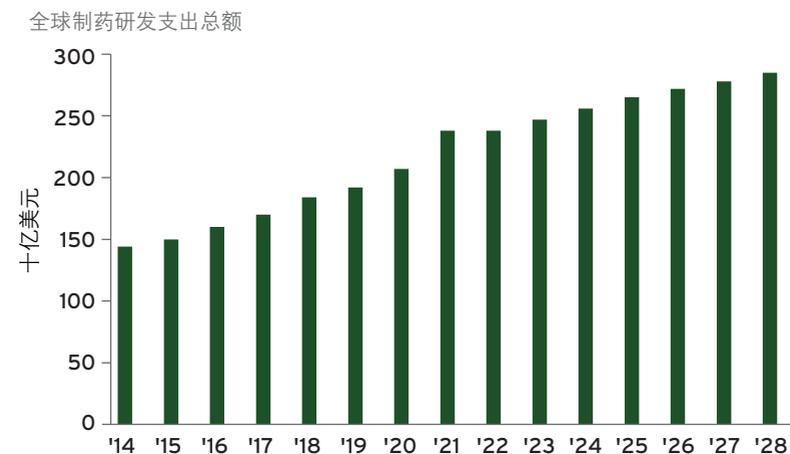
² Haver, 截至2022年10月27日



我们看好的最具潜力的领域包括生物制品、生命科学工具、效果导向医疗服务和老年科技。

我们认为，未来几年进入这一重要行业的方式有很多，其中包括来自专业管理人的策略和可供适合的投资者选择的资本市场策略。

图16. 全球步入老龄化社会



资料来源：Statista和Citi Global Insights，截至2022年10月28日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

图表所示为2014年以来的全球研发支出数据，其中2022年至2028年为预测数据。



执行主题投资

我们可通过多种方式将投资主题纳入客户的投资组合，作为核心组合或者机会型投资。我们的主题涵盖多个资产类别，您可以全权委托我们或第三方管理公司或通过资本市场策略执行这些主题。下面我们为您精选了一些当前可执行的投资主题。

您的客户关系团队和花旗产品专家将随时待命，为您精心构建合适的主题投资组合。

在利率上升的环境中让现金发挥作用

以美元计价的短期固定收益产品，包括美国国债、投资级信贷、市政债和优先证券

股息成长股

供适合的投资者选择的，寻求从高波动中获取收益的资本市场策略

供适合的投资者选择的，在信贷承销、推进资本解决方案和不良资产重组方面拥有专长的另类管理人策略

无阻趋势

东西方日益分道扬镳：中美两极分化加剧

包括美国和中国主要科技生产商在内的全球多元化配置

全球供应链重塑的潜在受益者，例如印度、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾，以及墨西哥等国

布局医疗保健领域，提升投资组合免疫力

专业股票管理人策略；供适合的投资者选择的资本市场策略

无阻趋势 (续)

深入推进数字化

专注于半导体、自动化和机器人、网络安全、金融科技等领域的专业管理人的股票策略

数字化和另类投资的增长

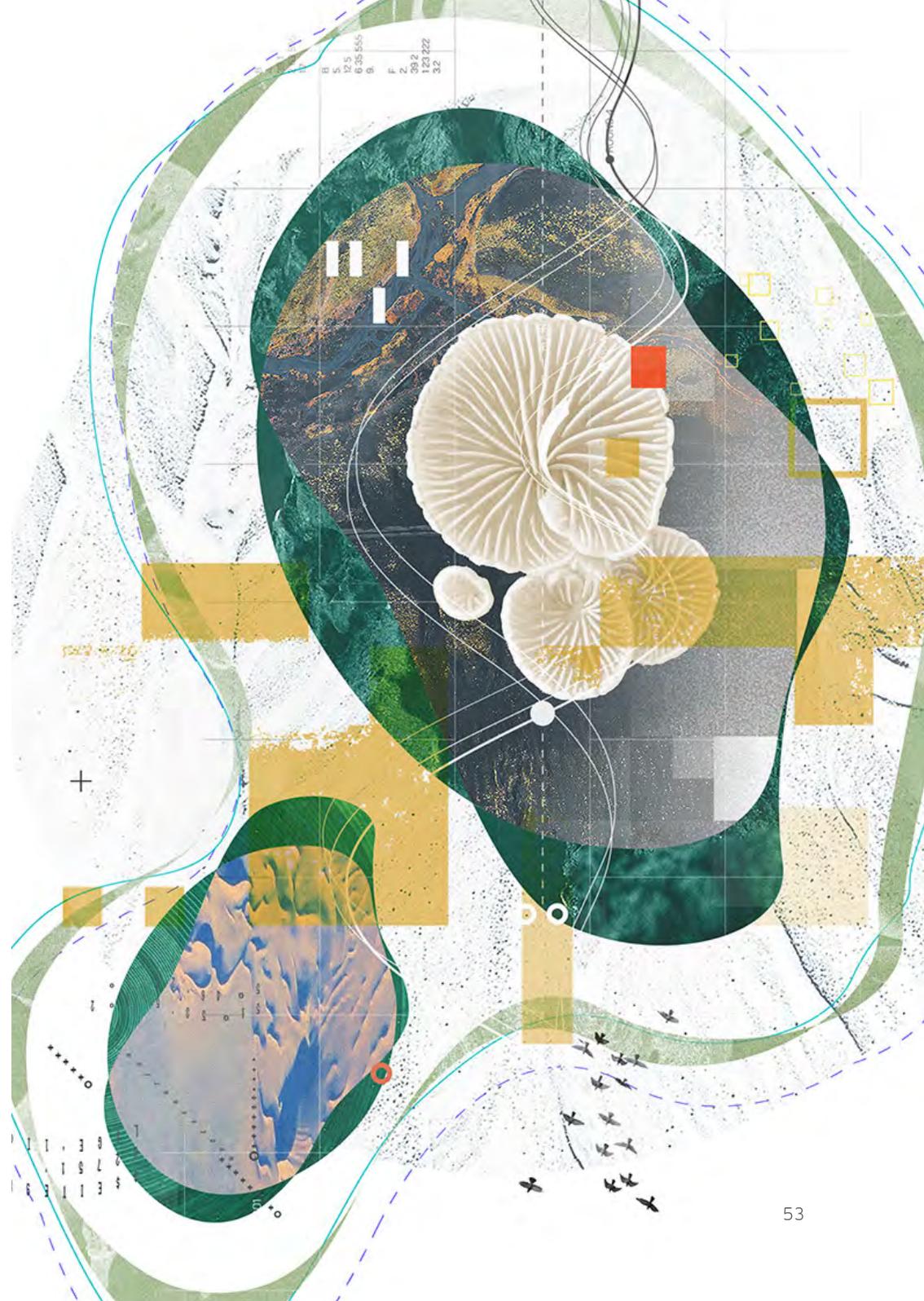
供合适的投资者选择的，来自风险资本、成长型、收购型和私人债务管理公司的专注于技术面的策略

无阻趋势如何重塑房地产市场

供合适的投资者选择的，来自专注于精选地区的多户型住宅、电商相关地产和优质写字楼的专业管理人的策略

能源安全至关重要

对可再生能源技术、能源储存、电动汽车和热泵、可持续材料和碳捕获等领域的专业公司进行长期投资



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。

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

对冲基金涵盖采用不同投资风格的基金管理人，包括HFRI股票多空策略：以股票和股票衍生证券为主的多头/空头；HFRI信贷策略：企业固定收益证券配置；HFRI事件驱动型投资策略：基于当前或估计未来可能发生的企业交易配置；HFRI相对价值投资策略：基于多种证券的估值差异配置；HFRI多策略：基于收益关联产品的利差配置；HFRI宏观策略：基于基础经济变量变化及其对不同市场影响配置；巴克莱商品交易顾问指数：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。这些贷款有时也被称为可变利率银行贷款，其票息利率通常基于浮动利率指数加上固定的信用利差进行定期调整。

私募股权的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。

指数定义

MSCI所有国家世界指数跟踪23个发达市场和25个新兴市场的大中盘股表现。截至2021年6月，这一指数覆盖11个行业逾2900个成分股，涵盖每个市场约85%的自由流通量调整市值。

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持续提高或稳定派发股息。

标普500科技指数包括标普500指数中隶属于系统软件、硬件技术、存储和外围设备、半导体、数据处理和外包服务以及应用软件等板块的股票。

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，根据标普500指数期权价格数据计算得出。

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。

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

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有约束力的要约。

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

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

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

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

CGWI的工作人员并非研究分析员，且本文中的信息并无意构成适用法规所定义“研究”一

词。除非另有说明，否则对研究报告或研究建议的引用并非代表完整报告，其引用本身也不应被视为建议或研究报告。

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

除非本文另有明确说明，本文并未考虑任何特定人士的投资目标、风险偏好或财务状况，因此本文所述投资也许并不适合所有投资者。花旗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，亦非反映花旗名下投资证券的转让价值。前瞻性讯息并不代表花旗拟将交易的价值水平，也可能无法考虑到所有相关假定和未来情形。实际情况很可能与估计情形大相径庭，并有可能对投资价值造成负面影响。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

税项。

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

花旗集团内部的其他业务及花旗集团的附属机构可能针对客户之利益或是针对其自有账户，提供建议、推荐以及采取行动，可能与本文所表达之观点不同。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		
	穆迪 ¹	标普 ²	惠誉 ²
信用风险			
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	CC	CC
未支付票息或已申请破产	C	D	C
违约	C	D	D

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

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

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

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。

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2022/623号》）项下的牌照豁免权益。

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

+44 (0) 20 7508 8000。

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

花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行是花旗银行欧洲有限公司的分行，在卢森堡贸易及公司注册处注册号为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。

本文件由花旗银行（瑞士）有限责任公司（注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich）、花旗银行苏黎世分行（注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich）或花旗银行日内瓦分行（注册地址为2, Quaide la Poste, 1204 Geneva）发送。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。

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

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

本文件仅为提供信息参考，不在任何法律辖区对任何人构成出售或购买任何证券的要

约。本文件可能进行更新、完善、修订、核实和修正，因此文中所含信息可能发生重大变更。

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

花旗银行加拿大分行投资基金有限公司（CCIFL）目前并非也不会成为加拿大互惠基金经纪商协会（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会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）、花旗全球财富投资（CGWI）以及花旗环球投资委员会的有权表决成员。花旗银行及其关联机构/子公司并未在本文件的实质内容或编写过程中提供独立的研究或分析。

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

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

如需了解更多信息，请参考https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures

特定市场信息披露

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

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

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

印度：花旗银行印度（花旗）不以任何方式或形式提供投资顾问服务。花旗分销的投资产品（i）并非花旗银行或花旗集团或其任何附属公司或子公司的银行存款或义务，亦非由花旗银行或花旗集团或其任何附属公司或子公司提供担保；（ii）面临投资风险，包括可能损失所投资本金。过往表现并不代表未来业绩。任何投资决策均应完全由投资者在分析所有可能的风险因素并行使其独立酌情权后自行做出，对于由此产生的任何后果，花旗概不负责。投资产品不可向美国和加拿大人士发售，且可能不在任何司法管辖区发售。投资产品由花旗以非全权委托和非参与的方式分销。

若在任何司法管辖区派发该等资料或作出任何要约未获准许，或向任何人士派发该等资料或作出要约属于违法行为，则本文不构成在该等司法管辖区派发该等资料或作出该等要约或邀请之行为。在投资前，请仔细阅读和了解关键信息备忘录/计划投资文件及附加信息声明/条款说明书/发售说明书/要约文件，不得声称花旗银行或其任何附属公司或子公司和/或员工对您投资任何投资产品的决定有任何影响/推荐/建议/责任/义务，并以此为由向花旗银行或其任何附属公司或子公司和/或员工提出任何索赔。

投资者应确保了解、接受各方人士的身份及其在各类投资产品中的职责。投资者承认，由于花旗、花旗集团资本市场有限公司（Citigroup Capital Markets Ltd.）、花旗集团或其附属公司或子公司（统称“关连人士”）的各种投资和/或商业业务和/或活动，关连人士与投资者本身之间可能存在各种实际或潜在的利益冲突。

新加坡：本文在新加坡由花旗银行新加坡有限公司（CSL）派发至选定的Citigold/Citigold Private Client客户。CSL在本文件的基本内容或编制中并未提供独立研究或分

析。如对本文有任何疑问或欲了解任何与本文有关的事宜，请联系您在CSL的Citigold/Citigold Private Client客户关系经理。投资产品并未根据新加坡《存款保险及保单持有人保障计划法》的规定参保，且不符合存款保险计划规定的存款保险保障资格条件。

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

在进行任何投资之前，各投资者请务必获取投资发售资料，其中包括风险、费用和开支以及往绩记录（若有）的描述，可在制定投资决策时综合考量。投资者如有兴趣，应就本文所讨论的问题酌情征询其财务顾问的意见。若投资者决定不征询该等意见，则应仔细考量与投资相关的风险，并根据投资者自己的特定情况作出决定，确保该投资与投资者的投资目标相一致，并评估投资产品是否适合自己。尽管确信本文件信息来源可靠，但CSL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。

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

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

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

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

花旗银行英国有限公司由审慎监管局授权，由金融行为监管局和审慎监管局规管。该公司的金融服务注册编号为805574。花旗银行英国有限公司是在英格兰及威尔士注册的股份有限公司，注册地址位于Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14

5LB, Companies House Registration No. 11283101。

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

©花旗银行英国有限公司和花旗银行版权所有（2023）。

©2023花旗集团（Citigroup Inc.）、花旗（Citi）、花旗和其他在此使用的标志，均为花旗集团或其关联机构的服务标志，在全球各地使用并注册。



封面及正文均采用Novatech打印纸，所用纸张由FSC产销监管链认证生产商UPM Nordland Papier生产。

