

2023年財富展望

復甦之路：

「由危轉機」時的投資組合

發現與機遇



2023年財富展望

復甦之路： 「由危轉機」時的投資組合

發現與機遇

投資產品：無聯邦存款公司擔保 • 無加拿大存款公司承保 • 無政府擔保 • 無銀行
保證 • 可能損失投資金額

2023年財富展望

檢視清單

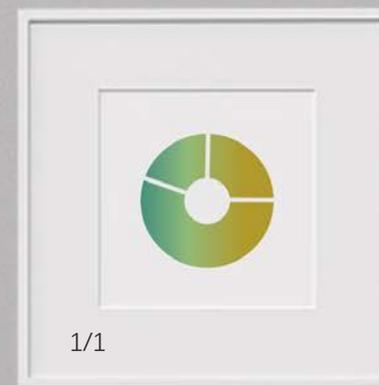
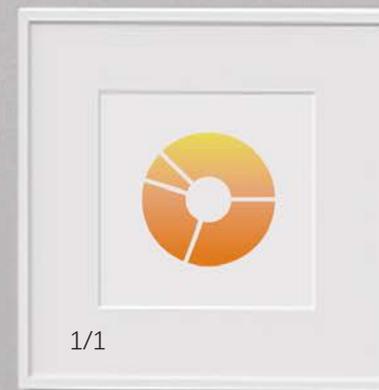
您的投資組合是否為變革和機遇之年做好準備？

全球增長前景在2023年部分時間可能更加黯淡，但與此同時，我們預計市場也將開始關注未來的經濟復甦情況。

我們認為，投資者應當建立動態投資組合，當潛在機會出現時，能夠隨時做好調整持倉的準備，在當下不確定性環境中投資於優質資產，同時為長期增長主題布局。

如果閣下是花旗私人銀行現有客戶，我們可為您提供專屬財富展望檢視清單，分析並比對您的投資組合與建議配置方案的差距。花旗環球投資實驗室可憑藉豐富的分析工具發掘其他潛在投資機遇，助您構建面向未來數年的投資組合。

敬請聯繫您的客戶關係團隊，索取您的專屬檢視清單報告。



目錄

概述

- 10 「由危轉機」時的投資組合
- 12 我們的資產配置
- 14 復甦之路：市場先行，經濟隨後
- 16 未雨綢繆：謹慎預判
- 18 未來將有更好的長期回報

在利率上升的環境中讓現金發揮作用

- 24 現在應讓閒置現金更充分地發揮作用
- 26 通過短期債券追求投資組合收益
- 28 為什麼「慢跑型」股息成長股可作為核心持倉？
- 30 為什麼資本市場比以往任何時候都重要？
- 32 另類投資可以提高現金收益

無阻趨勢

- 36 無阻趨勢的變革力量
- 38 東西方日益分道揚鑣：中美兩極分化加劇
- 40 能源安全至關重要
- 42 深入推進數字化
- 44 數字化和另類投資的增長
- 46 無阻趨勢如何重塑房地產市場
- 48 布局醫療保健領域，提升投資組合免疫力



概述

- 10 「由危轉機」時的投資組合
- 12 我們的資產配置
- 14 復甦之路：市場先行，經濟隨後
- 16 未雨綢繆：謹慎預判
- 18 未來將有更好的長期回報



「由危轉機」時的投資組合

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth首席投資官兼全球投資主管

我們建議客戶保持增長的心態，我們認為，2023年或將是增強投資組合的機遇之年。

我們預期：

- 全球GDP增長率將從2022年的3.3%放緩至2023年的1.7%，然後在2024年反彈至2.3%
- 美國將出現輕微衰退，而其他一些地區例如歐元區的衰退將會更加嚴重
- 相比之下，因疫情限制的放寬，中國經濟將復甦
- 美國通脹率將下降，在2023年底和2024年底將分別降至3.5%和2.5%
- 美聯儲將在2023年下半年開始降息

鑒於上述觀點，我們主張面向2023年及未來機會建立動態投資組合：

短期內，我們看重高質量資產，例如短期美元投資級固定收益產品——參閱「在利率上升的環境中讓現金發揮作用」。

擁有強大資產負債表和現金流的公司股票可能有助於提升投資組合的韌性——參閱「為什麼『慢跑型』股息成長股可作為核心持倉？」。

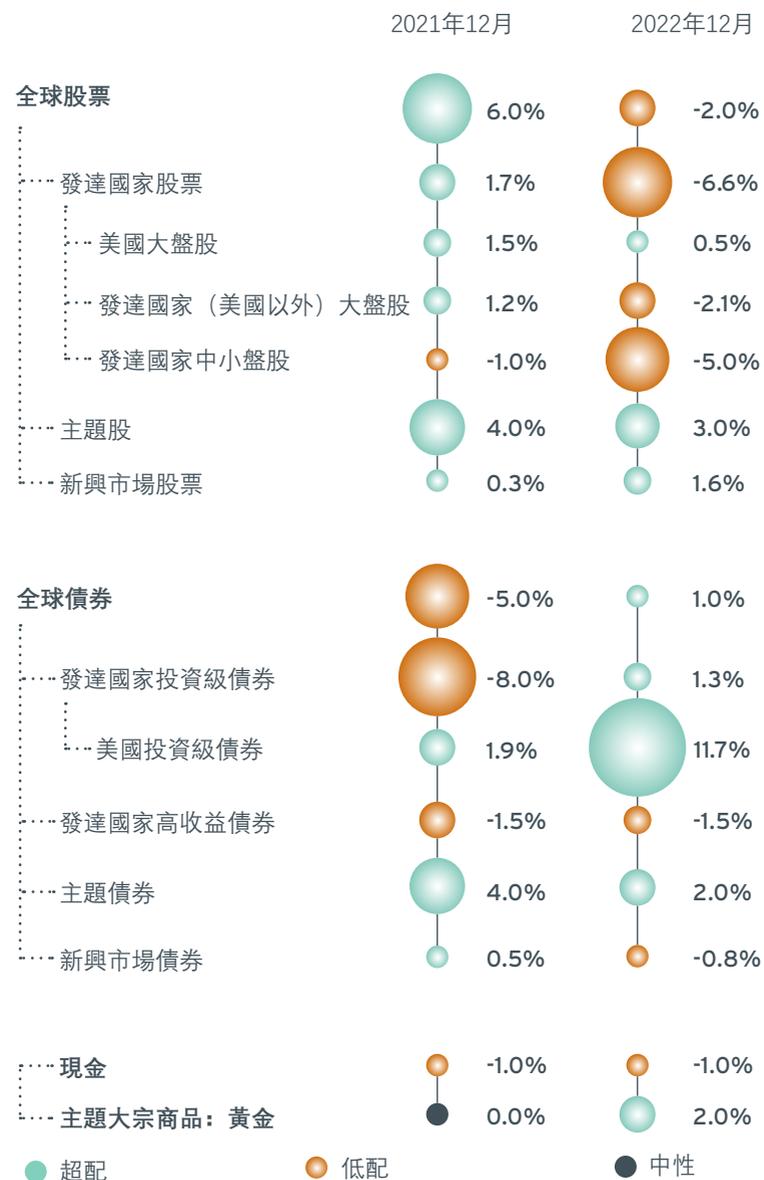
隨著利率見頂，我們會首先轉向非周期性行業裏的優質成長股，然後再轉向至周期股——參閱「復甦之路：市場先行，經濟隨後」。

2023年可能是另類投資的好年頭——參閱「另類投資可以提高現金收益率」和「數字化和另類投資的增長」。

我們繼續看好與長期經濟增長驅動因素相關的投資——參閱「無阻趨勢，包括『深入推進數字化』、『中美兩極分化加劇』和『能源安全至關重要』」。



我們的資產配置



以上數據為我們的環球投資委員會第3風險等級投資組合的現有超配和低配數據。資料來源：首席投資策略分析師辦公室，截至2022年11月16日。

投資機會

短期增配防禦性股票，包括股息成長股

優質中短期美元債券，例如美國國債和投資級公司債/市政債/優先債

隨著美元見頂，各種具有「深度價值」的非美元資產投資機會將會湧現，例如收益型房產

利用利率上漲和市場波動創造收益和/或提供下行對沖工具的定制化投資機會

能夠帶來短期收益，或以低於當前即期價格的買入點進行市場配置的定制化投資機會

數字化投資機會，例如機器人、半導體設備、網絡安全、金融科技和房地產

電商物流、多戶型住宅以及可持續節能優質寫字樓等領域的投資策略

針對不良貸款/資本重組的另類策略

致力於推進能源安全和清潔能源轉型的企業

醫療保健股票，包括生物製藥、生命科學工具、效果導向醫療服務和老年科技

重塑、分散供應鏈、中美兩極分化的潛在受益者，包括印度、東南亞和墨西哥等地區的多個行業

圖1. CITI GLOBAL WEALTH INVESTMENTS對實際GDP增長率的預測

	% (截至2022年8月的最新數據)				
	2020	2021	2022	2023	2024
中國	2.4	7.5	3.5	4.5	4.0
美國	-3.4	5.7	1.6	0.7	2.0
歐盟	-6.5	5.3	3.0	-0.5	1.0
英國	-9.3	7.4	3.4	-1.0	1.0
全球	-3.2	5.7	3.3	1.7	2.3

資料來源：Citi Global Wealth首席投資策略師辦公室所做的假設，截至2022年8月24日。

圖表所示為2020年至2024年中國、美國、歐盟、英國和全球實際GDP的百分比變動情況，其中2022年以後為預測數據。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。

復甦之路： 市場先行，經濟隨後

STEVEN WIETING

首席投資策略師兼首席經濟學家

2023年全球經濟增長將繼續惡化，與此同時市場可能會更加關注2024年的復甦。

最遲在2023年年中，美聯儲貨幣政策的累積緊縮效應將開始室礙全球經濟。

股票熊市尚未走完：衰退開始後，我們才有望迎來新一輪牛市。

新的一年裏，我們將採取防禦姿態，但隨著一系列潛在機會的出現，我們將順勢調整方向和布局——參閱「我們的資產配置」。

2022年，多個市場的估值水平不斷下跌，從而推高了我們的未來十年回報預期——參閱「大類資產的長期前景向好」。

在2023年的某個時候，市場將開始關注2024年的復甦，屆時我們將更積極布局於各資產類別。

2023年企業整體利潤將下跌10%，在經濟復甦站穩脚跟之前，許多周期性行業將遭受衝擊。

隨著失業率上升，我們預計美聯儲將在2023年下半年逆轉政策方向，債券收益率也將下降。

美元牛市可能會進一步沖高，但非美國資產和貨幣在2023年觸及「深度價值底部」的可能性越來越大。



對於2023年，我們重申保持資產組合充分投資這一基本理念——參閱「現在應讓閒置現金更充分地發揮作用」。

圖2. 每股收益比市場更遲觸底



資料來源：Haver，截至2022年11月30日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

未雨綢繆：謹慎預判

STEVEN WIETING

首席投資策略師兼首席經濟學家

雖然我們預計2023年會出現衰退，但衰退程度可能比我們預想的更深，亦或根本不會發生衰退。我們在制定投資觀點時也充分考慮了這兩個可能性所帶來的各種風險。

貨幣緊縮加上持續的供給衝擊，可能會對2023年的經濟增長造成損害，儘管通脹壓力正在減弱。

但若發生類似上世紀70年代那種自我強化式的通脹，各大央行將被迫採取比我們預期更嚴重的經濟硬著陸措施。

而相比之下，如果通脹迅速消退，美國經濟尚有一絲機會避免衰退。

中美軍事升級或貿易關係全面破裂，是全球經濟面臨的重大風險，儘管這種可能性並不大。

俄羅斯石油出口和烏克蘭農產品出口問題仍可能造成破壞性影響。

正如新冠疫情導致的供應鏈中斷所突顯的那樣，半導體等中間產品的貿易存在嚴重的脆弱性。

供應鏈中斷對經濟影響之大，可能遠遠不止個別零部件所代表的市場價值。

在我們看來，全球對臺灣半導體的嚴重依賴，就是這種集中供應風險的一種體現——圖3。



大規模的網絡攻擊可能會造成廣泛的經濟損失。

面對各種各樣的風險，我們建議您依據自己的具體投資目標，進行全球多元化資產配置。

圖3. 美國對臺灣半導體進口的依賴



資料來源：Haver，截至2022年11月10日。

圖表所示為美國從臺灣進口的半導體等先進科技商品金額。灰色陰影部分表示經濟衰退時期。

未來將有更好的長期回報

GREGORY VAN INWEGEN

花旗投資管理量化研究和資產配置環球主管

PAISAN LIMRATANAMONGKOL

花旗投資管理量化研究和資產配置主管

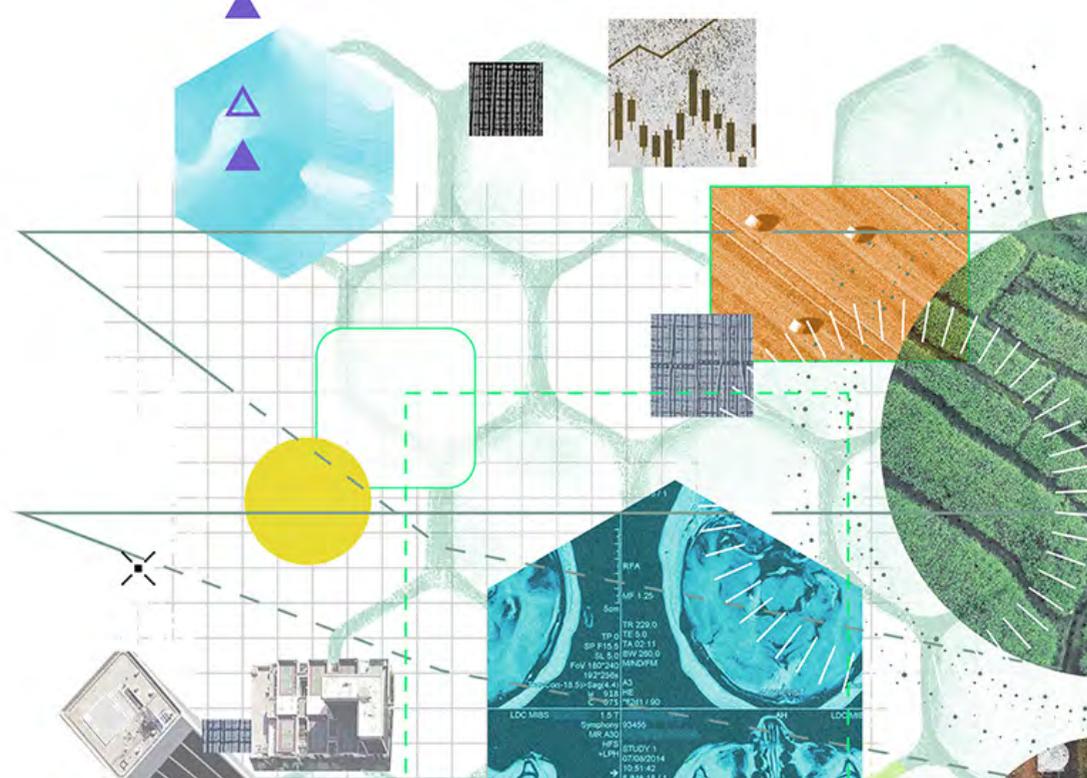
2022年，大類資產的估值普遍下跌。根據我們自行研發的資產配置模型，這意味著未來十年可能會有更好的回報。

大類資產的長期回報預測對於制定長期投資計劃而言至關重要。

適應性估值策略（AVS）是我們專有的戰略性資產配置方法。

該策略基於當前估值及其他基本面因素，預測未來十年的年化回報，即戰略回報預期（SRE）。

在2022年估值大幅下跌之後，AVS預測未來十年各資產類別將產生更高的回報——圖4。



全球股票、全球債券、私募股權和房地產的戰略回報預期分別為10%、5.1%、18.6%和10.6%。

儘管回報潛力如此之大，許多投資者仍在其投資組合中持有過多的現金。

歷史表明，隨著時間的推移，這可能是一個代價高昂的錯誤決定。

我們的投資理念主張在整個經濟周期內都要進行充分投資，並建立全球多元化的投資組合。

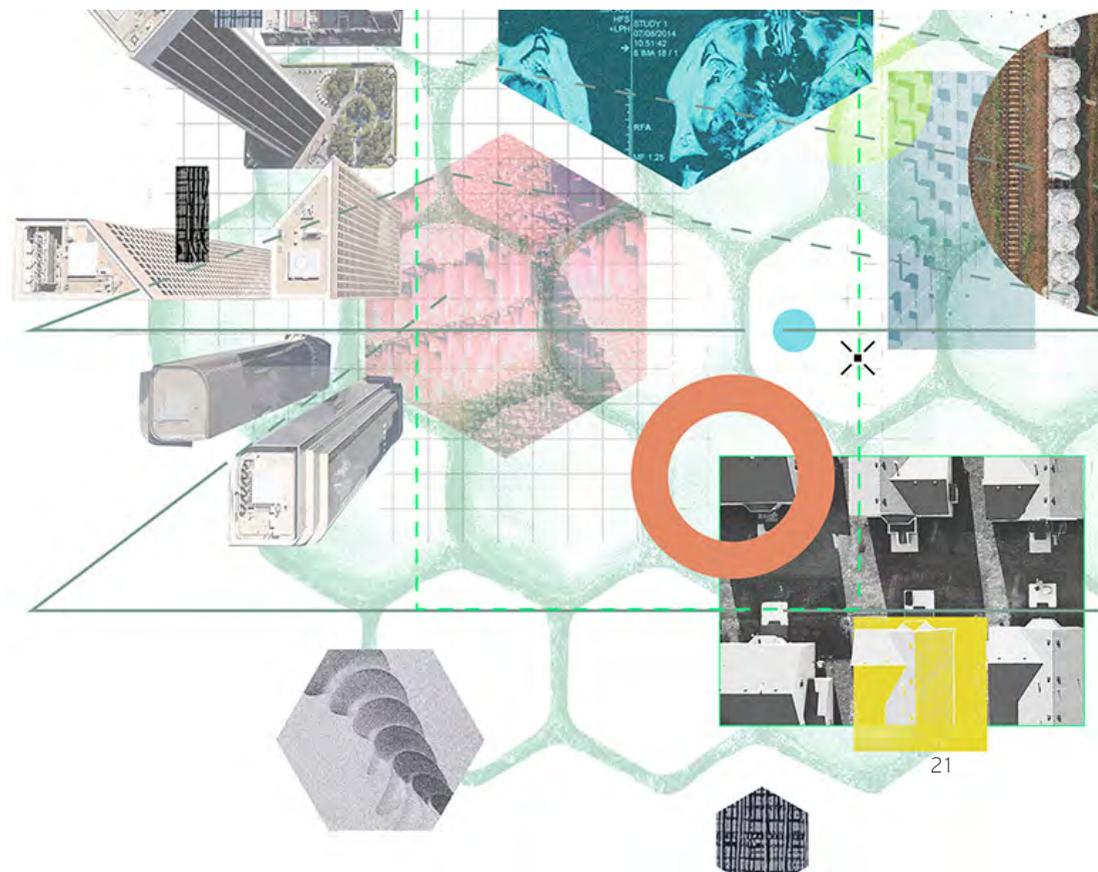
圖4. 適應性估值策略 (AVS) 對各資產類別的長期展望

	2023年戰略 回報預期*	2022年年 中戰略回報 預期	2022年回報
全球股票	10.0%	8.3%	
全球債券	5.1%	3.7%	
發達市場股票	9.5%	8.0%	-19.22%
新興市場股票	13.6%	10.5%	-30.86%
投資級債券	4.6%	3.4%	-14.57%
高收益債券	7.4%	5.2%	-12.35%
新興市場債券	7.8%	6.0%	-23.32%
現金	3.4%	1.5%	1.42%
對沖基金	9.5%	6.5%	-6.68%
私募股權	18.6%	15.7%	-15.50%
房地產	10.6%	9.4%	-27.89%
大宗商品	2.4%	2.0%	17.65%

資料來源：Citi Global Wealth Investments全球資產配置團隊。

2023年戰略回報預期基於截至2022年10月31日的數據得出。全球股票包括發達市場股票和新興市場股票。全球債券包括投資級債券、高收益債券和新興市場債券。戰略回報預期的貨幣單位為美元；所有預期僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。戰略回報預期並非對未來業績的保證。花旗私人銀行全球資產配置團隊。2022年年中戰略回報預期基於截至2022年4月30日的數據得出。回報預期的貨幣單位為美元。基於指數進行預測的戰略回報預期 (SRE) 是指花旗私人銀行對指數所屬的特定資產類別未來十年的回報所做的預測。AVS使用指數來代表各類資產。各個特定資產類別的預測均採取適合該資產類別的專有方法做出。股票資產類別所採用的專有預測方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。該方法由特定的估值指標組成，涉及多個計算步驟。為了計算股票資產類別的SRE，花旗還對收益和股息的預期增長率進行了假設。債券資產類別所採用的專有預測方法基於當前的收益率水平。其他資產類別採用其他特定的預測方法。所有SRE數值均未扣除客戶諮詢費和/或交易費用。過往表現並不代表未來業績。未來的回報率無法準確預測。實際投資回報率可能相差很大。包括可能損失投資本金。投資者無法直接投資指數。以上所示SRE是假設信息，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。如需瞭解有關定義，請參閱「術語表」。

* 2022年我們對AVS SRE方法進行了改進，上圖所列示的2022年年中SRE反映了改進結果。



在利率上升的環境中 讓現金發揮作用

- 24 現在應讓閒置現金更充分地發揮作用
- 26 通過短期債券追求投資組合收益
- 28 為什麼「慢跑型」股息成長股可作為核心持倉？
- 30 為什麼資本市場比以往任何時候都重要？
- 32 另類投資可以提高現金收益



現在應讓閑置現金 更充分地發揮作用

STEVEN WIETING

首席投資策略師兼首席經濟學家

2022年，利率上升和市場波動讓投資者感到不安。隨之而來的高利率環境為投資者帶來了尋求投資組合收益的潛力。

2022年的艱難市況使投資者愈發傾向於持有過多的現金。

現金資產象徵性地取得小幅收益，而許多風險資產遭到集體拋售。

但2022年的動蕩也帶來了更多讓現金實現增值的機會。

然而，這些機會並沒有出現在貨幣市場基金——圖5。

我們預計，不久之後，利率將會見頂，通脹也將減弱。

我們青睞各種短期美元債券。

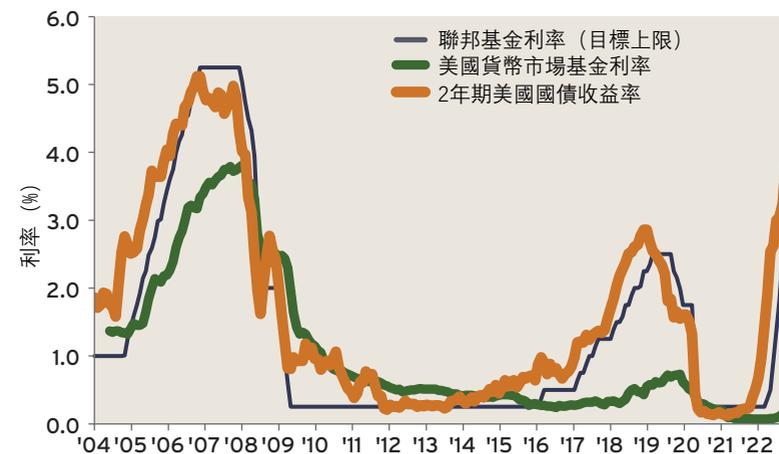
我們還看好股息成長股，也就是在整個經濟周期內能不斷提高股息派息的股票——參閱「為什麼『慢跑型』股息成長股可作為核心持倉？」。

對於適合的投資者，我們認為可以從股市波動中捕捉收益——參閱「為什麼資本市場比以往任何時候都重要？」。



同樣，我們也主張關注各種私募市場策略——參閱「另類投資可以提高現金收益」。

圖5. 利率上漲，但貨幣市場策略並未跟漲



資料來源：Haver Analytics，截至2022年11月22日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

通過短期債券追求投資組合收益

BRUCE HARRIS
全球固定收益策略主管

KRIS XIPPOLITOS
花旗投資管理全球固定收益投資組合策略師

2022年，債券收益率大幅上升，為投資者創造了通過美元短期債券尋求收益的機會。

美聯儲緊縮導致債券價格大幅下跌，並將短期利率推升至2008年以來的最高水平。

我們認為，美聯儲加息周期的頂峰可能即將出現。

因此，2023年投資者可在投資組合中增配波動性較小的短期美元計價債券。

美國國債有多種不同的期限，但以最近的標準來看，期限較短的國債收益率較高。

投資級公司債的利率高於美國國債，具體取決於相對信用風險的大小——圖6。

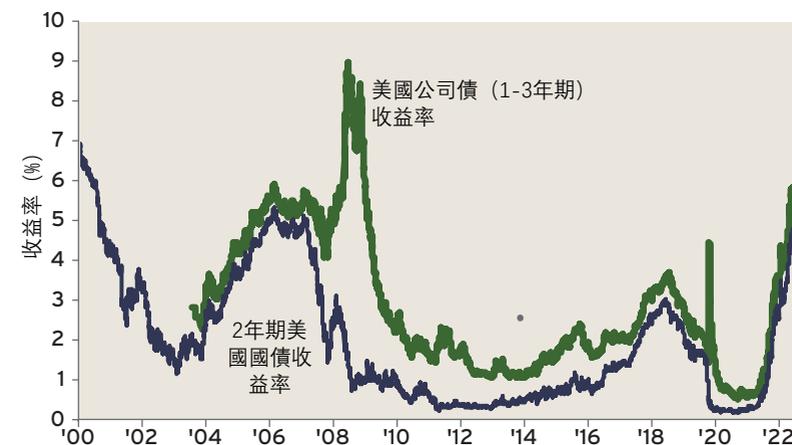
對於有資格享受稅收優惠的投資者來說，評級較高的美國市政債券（「市政債」）有時可以帶來接近投資級水平的調整後收益率，不過須承擔政府信用風險。

投資級優先證券（通常由銀行、公用事業公司和保險公司發行）可以提高投資組合的收益率，但也會帶來額外的風險。

短期證券通常流動性較好，如果2023年股票或低評級信用債等領域出現機會，投資者可以將其快速出售變現，然後進行重新布局。



圖6. 短期公司債收益率大幅攀升



資料來源：彭博，截至2022年11月21日。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。如需瞭解有關定義，請參閱「術語表」。

圖表所示為美國短期投資級公司債和2年期美國國債的收益率。



為什麼「慢跑型」股息成長股可作為核心持倉？

JOSEPH FIORICA

全球股票策略主管

持續派息的股票或將在2023年繼續表現強勁。儘管歷史表明，一旦投資者預期經濟復甦，這類資產的表現就會變弱，但我們認為，應從長遠著眼考慮配置此類收益型資產。

在2022年的動蕩中，股息成長股（即擁有長期股息增長記錄的股票）的業績跑贏了成長股和其他風格股票——圖7。

我們在甄別股息成長股時，不僅要看股息率是否可觀，還要考慮派息的可持續性。

經營狀況最佳的公司，可以產生足夠的自由現金流，從而用於增加派息和業務再投資。

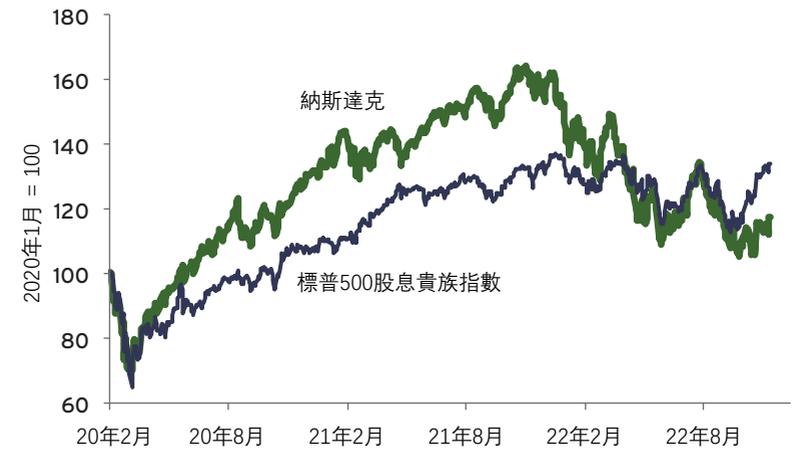
從歷史上看，這類股票的長期表現也優於成長型股票，就像烏龜跑贏了兔子。

在過去的90年裏，股息在標普500指數總回報中所佔的比重接近40%。

通常而言，在經濟周期的初期復甦階段——我們預計該階段將在2023年的某個時候開始，烏龜往往會跑輸兔子。

鑒於我們的展望，我們預計2023年股市領跑陣營將發生變化，但對於核心投資組合而言，股息增長仍將具有長期價值。

圖7：優質派息股的表現跑贏了成長股



資料來源：彭博，截至2022年11月23日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

圖表所示為標普股息貴族指數和納斯達克自疫情爆發以來的表現。

為什麼資本市場比以往任何時候都重要？

IAIN ARMITAGE

Citi Global Wealth Investments 資本市場全球主管

2023年，資本市場可帶來獨特的潛在機會。全球不確定性加劇了許多資產類別的波動性，一些資本市場策略能夠從波動中捕捉收益。

由於地緣政治、經濟和新冠疫情的不確定性，股市波動率遠高於平均水平——圖8。

這一局面給人們帶來諸多困惑：投資時機何時到來？如果一買入就迎來新一輪下跌怎麼辦？現在只能持有現金嗎？

在高通脹環境下，如果坐擁現金，等待股市進一步下跌時再買入，可能會錯失購買力。

某些資本市場策略可以實現在等待低位入場的同時尋求收益。

這類投資機會可以帶來高於平均水平的收益率，或者提供更具吸引力的入市機會，對於合適的投資者來說，這是一種值得考慮的折衷方案。

實際上，這類策略可以讓合適的投資者「從等待中獲得回報」。

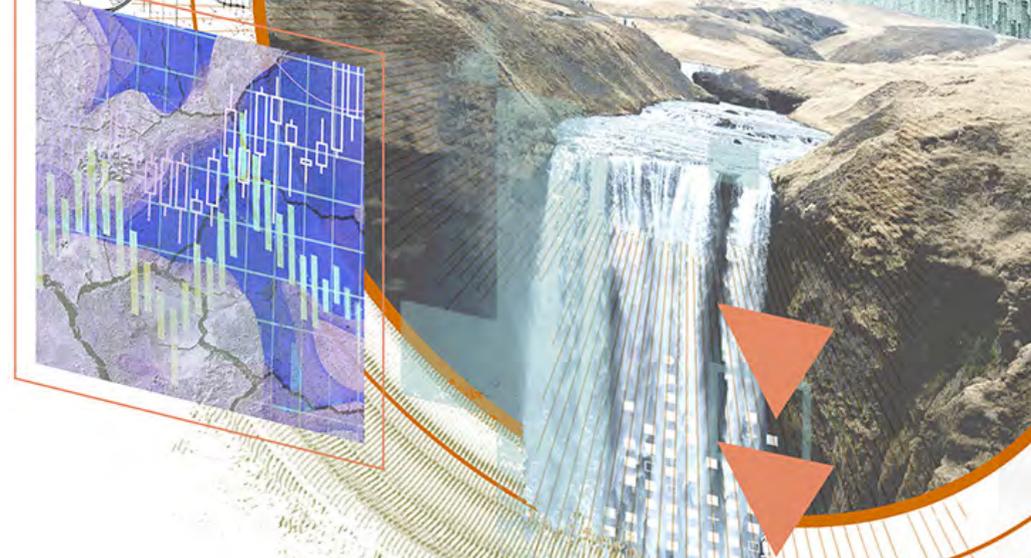
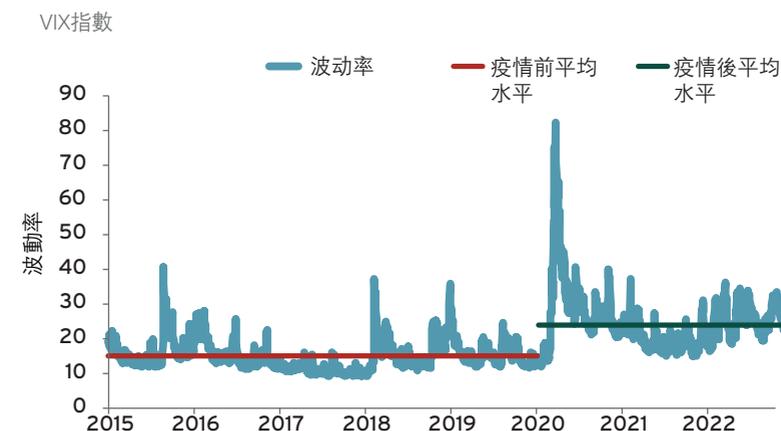


圖8. 新出現的高波動率形態



資料來源：彭博，截至2022年11月24日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖表所示為VIX指數在2015年至2022年間的走勢，以及疫情前後的平均水平。

另類投資可以提高現金收益

DANIEL O'DONNELL

另類投資全球主管

MICHAEL YANNELL

對沖基金研究主管

固定收益市場的無差別拋售，可能為收益型另類投資創造了潛在機會。我們認為，對於適合的投資者而言，某些策略可以讓他們以多元化的方式提高投資組合收益。

我們認為，2022年固定收益市場的動蕩，將在2023年為另類投資管理人創造有利的環境。

債券的大規模拋售，使越來越多的債務交易處於受壓或不良水平——圖9。

我們認為，這種拋售基本上無差別式的，投資者忽視了可能影響借款人償債能力的某些特定因素。

由於新債發行困難重重，一些公司迫不得已尋找其他途徑來籌集資金。

某些債務持有人被迫出售債務，進而為專業另類投資策略帶來潛在機會。

我們認為，那些擅長信貸承銷、有能力推進資本解決方案以及具有不良資產重組專長的管理人，可能最適合利用這些機會。

相比之下，那些缺乏足夠專業知識或規模的管理人，在這類另類投資市場可能處於劣勢。

適合的投資者應斟酌其投資目標，並思索如何讓這些潛在機會與其資產配置形成互補。

圖9. 不良高收益債券和不良貸款市場佔比

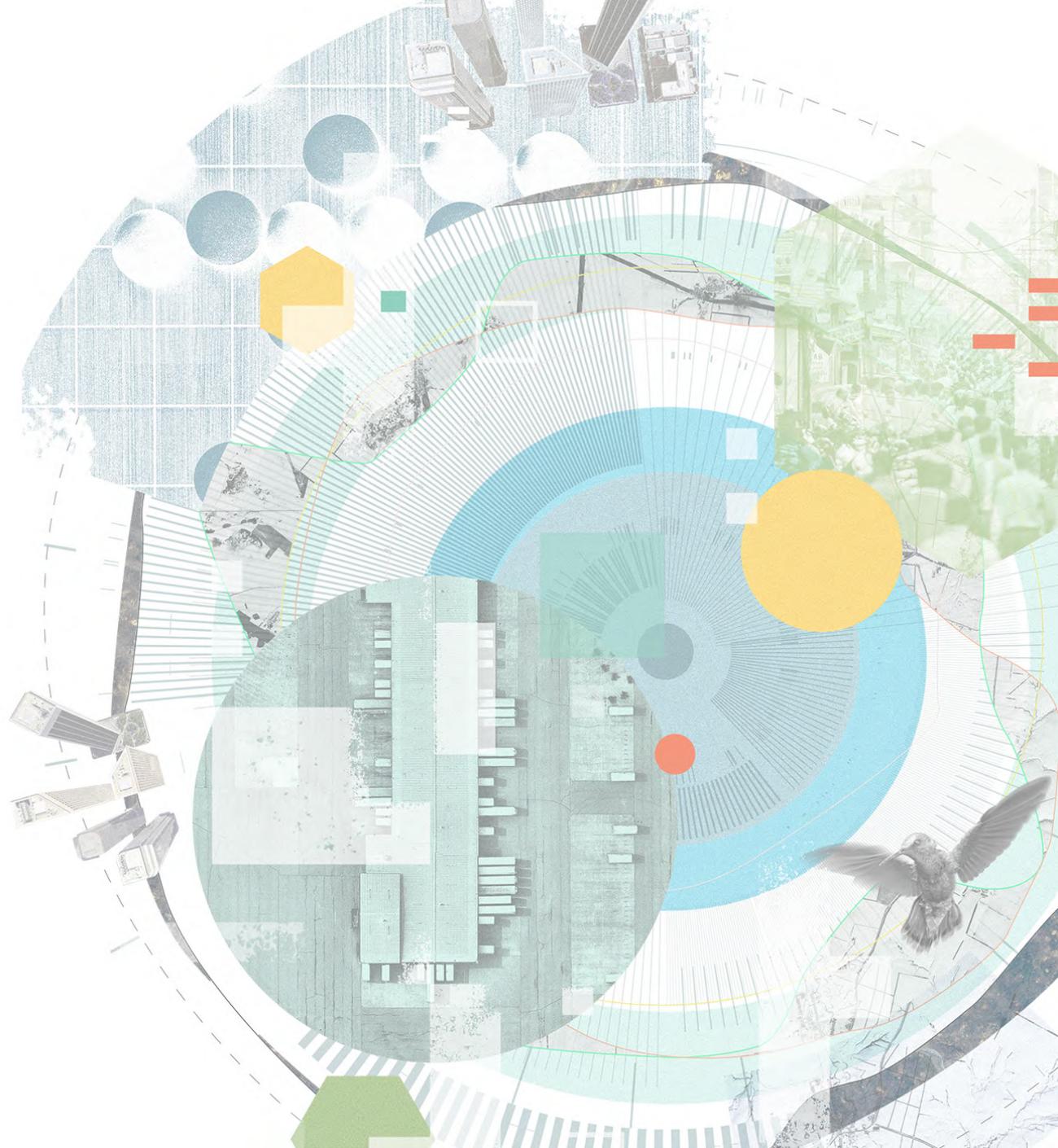


資料來源：花旗研究、花旗杠杆貸款跟踪器、FTSE，截至2022年9月30日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。如需瞭解有關定義，請參閱「術語表」。

圖表所示為美國不良高收益貸款和不良債券的佔比情況。「不良」在此處是指當票面價值為100美元時，債券的交易價格低於60美元，貸款的交易價格低於80美元。

無阻趨勢

- 36 無阻趨勢的變革力量
- 38 東西方日益分道揚鑣：中美兩極分化加劇
- 40 能源安全至關重要
- 42 深入推進數字化
- 44 數字化和另類投資的增長
- 46 無阻趨勢如何重塑房地產市場
- 48 布局醫療保健領域，提升投資組合免疫力



無阻趨勢的變革力量

STEVEN WIETING

首席投資策略師兼首席經濟學家

無阻趨勢正在重塑我們周圍的世界，這些趨勢在改變我們生活和工作方式的同時，也為投資組合帶來各種長期機會和風險。

無阻趨勢是改變世界經濟和人們日常生活、強而有力的長期力量。

作為顛覆性的力量，這些趨勢對投資組合而言既是風險，又是機會。

2021年年末，我們注意到許多與無阻趨勢相關的資產已進入高估值區間，隨著疫情的消退，價值扭曲的現象可能會逐漸消退。

2022年，許多這樣的資產確實出現了大幅下跌，例如數字化和可再生能源相關資產。

我們將著力發掘數字化、創新醫療保健、潔淨安全能源轉型以及中美博弈等領域蘊藏的潛力。



東西方日益分道揚鑣： 中美兩極分化加劇

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth首席投資官兼全球投資主管

LIGANG LIU

亞太區經濟分析主管

KEN PENG

亞太區投資策略主管

中美科技貿易戰標誌著中美兩極分化的加劇，這給投資者帶來了更多挑戰，同時也為投資組合創造了多元化的契機。

中美兩國之間正在上演一場激烈的戰略性科技貿易戰。

美國力圖保護其智慧資本和關鍵技術的國內生產。

中國可能快馬加鞭，大力提升其在科技等領域的自主能力。

一段時間以來，中國一直在降低對外貿的依賴度——圖10，但要達到美國或日本的水平還有很長的路要走。

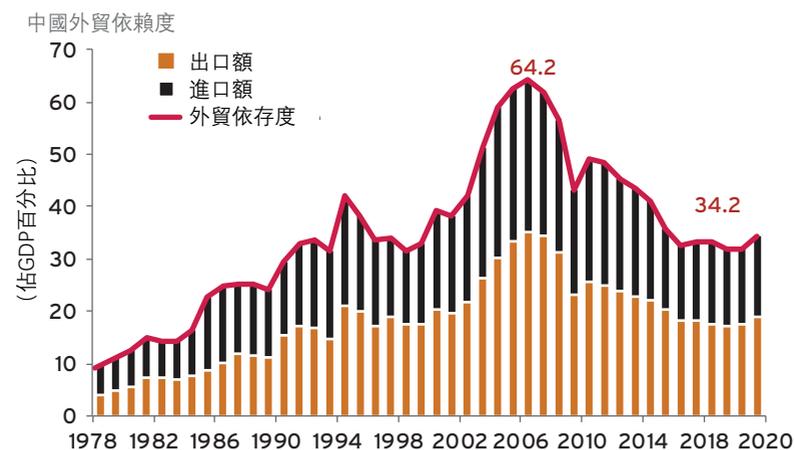
我們預計全球供應鏈將發生劇變，供應安全性將優先於供應效率。

這一趨勢的潛在受益者包括印度、印度尼西亞、馬來西亞和菲律賓，以及諸如墨西哥之類的國家。

當然，中美兩極分化會給許多企業和行業帶來風險，就像半導體製造商目前所經歷的那樣。

我們青睞全球多元化悉心配置，其中包括對中美兩國資產的配置，以及潛在的第三方受益國敞口。

圖10. 中國對海外貿易的依賴程度越來越低



資料來源：中國國家統計局、花旗全球視野與解決方案（Citi GPS），截至2022年11月。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，並不代表任何特定投資的表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。

圖表所示為1978年至今中國的出口額、進口額以及以佔GDP的百分比表示的整體外貿依存度。

能源安全至關重要

HARLIN SINGH

可持續投資全球主管

MALCOLM SPITTLER

高級美國經濟學家兼策略師

CATHERINE TURULLOLS

可持續投資專家

對化石燃料能源的依賴不僅助長了氣候變化，還威脅著經濟和國家安全。我們認為，這更加表明有必要推進清潔能源轉型並相應調整投資組合。

全球能源危機導致了通貨膨脹和能源產量下降，在歐洲尤其如此，並加劇了一些貧窮國家資源匱乏的問題。

對化石燃料的依賴還可能損害能源進口國的國家安全要務。

在尋求更清潔、更安全的能源方面，儘管我們已經取得可喜的進展，但仍有很長的路要走。

據花旗全球視野與解決方案（Citi GPS）估計，2021年-2025年，為了使氣候目標正常推進，每年需要投入2.6萬億美元資金，相比最近的數據每年增加了1.7萬億美元——圖11。

除了存在上述資金缺口，氣候目標的推進過程還將伴隨諸多風險。

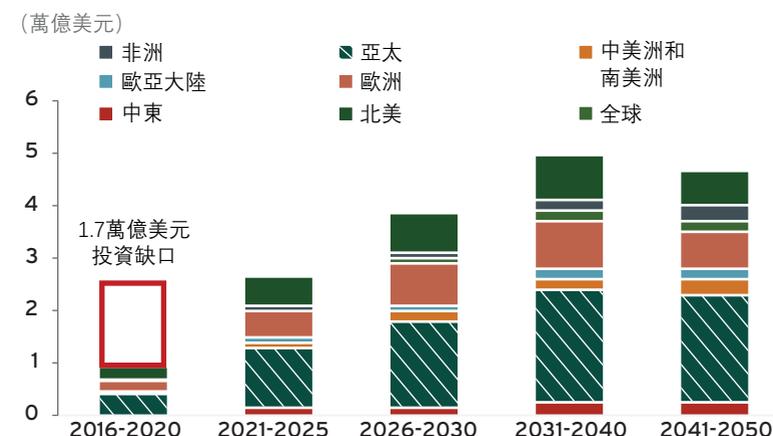
例如貿易戰、供應鏈中斷、技術應用不達預期，以及因民粹主義懷疑論者所造成的政策逆轉等等，這些僅僅是潛在挑戰的一部分。

我們看好各種能源相關技術方面的長期投資機會。

其中包括專門從事可再生能源技術、能源儲存、電動汽車和熱泵、可持續材料和碳捕獲業務的公司。

儘管如此，我們認為天然氣的需求將會持續，短期內相關投資可能會進一步增加。

圖2. 每年氣候融資缺口為1.7萬億美元（2021-2025年）



資料來源：《聯合國氣候變化框架公約》「奔向零碳」全球運動（由Vivid Economics提供支持和分析）、花旗全球視野與解決方案（Citi GPS）。源自Citi GPS報告：《全球視野與解決方案－氣候融資》，2022年11月。

圖表所示為在2050年前多段時期內全球各地區的氣候融資需求。注：根據所使用的數據源估計，目前每年的氣候資金流平均在6000億至9000億美元之間。據CPI估計，2020年氣候資金流為6400億美元，其中包括用於氣候減緩和適應的資金。據BNEF估計，2020年能源轉型方面的總投資額為6110億美元，2021年增加到7980億美元。據Vivid Economics估計，2016年至2020年，每年平均總投資額為9000億美元。

深入推進數字化

WIETSE NIJENHUIS

花旗投資管理高級投資組合經理

JOE FIORICA

全球股票策略主管

作為無阻趨勢，數字化浪潮方興未艾。我們認為，當前股市的疲軟為建立長期敞口提供了可能。

由於利率上升和先前的高估值，數字化資產在2022年遭遇大幅回撤。

然而，數字化蘊含的變革潛力並未改變，我們將相關投資視為長期核心持倉。

我們認為，企業要麼接受新技術和新流程，要麼被淘汰出局。

半導體是數字革命的大腦，從網絡安全到機器人、人工智能，再到元宇宙，一切都離不開半導體技術。

隨著全球勞動力短缺的加劇，到2028年，工業機器人市場規模有望翻番，從928億美元增加到1653億美元——圖13。

據花旗研究部稱，被廣泛視為「下一代互聯網」的元宇宙市場規模可能達到7.7萬億美元到12.8萬億美元之間。¹

我們重申對金融科技、網絡安全和人工智能等數字化領域的長期信念，但不排除這些領域短期進一步下行的可能。

配置方面，我們青睞來自專業管理人的股票策略，以及可供適合的投資者選擇的私募市場策略——請參閱「數字化和另類投資的增長」。

¹ 花旗全球視野與解決方案 (Citi GPS) 報告:《元宇宙與金錢: 解密未來》，2022年6月



圖13. 機器人的崛起



資料來源: Statista和Citi Global Insights, 截至2022年10月28日。所有預測僅作為觀點參考, 如有變化, 恕不另行通知, 亦非對未來事件之保證。

圖表所示為全球工業機器人市場的估計規模, 單位為十億美元, 預測數據截至2028年。

數字化和另類投資的增長

DANIEL O'DONNELL

另類投資全球主管

JEFFREY LOCKE

私募股權與房地產研究和管理全球主管

MEGAN MALONE

美洲私募股權和房地產主管

STEFAN BACKHUS

美洲私募股權主管

我們看好數字化的長期發展前景，隨著估值的下降，我們主張通過創業投資和收購型管理公司等渠道布局數字化企業。

2022年下半年，公開市場科技股估值下跌的勢頭開始殃及需要股權融資的私人公司。

由於科技公司依然存在股權和債務融資需求，我們認為另類資產管理公司有望通過附加型投資實現良好回報。

隨著利率見頂回落和公開市場估值復甦，投資者可能會把注意力再次轉向數字化的長期潛力。

對於適合的投資者而言，我們推薦創業資本、成長型、收購型和私人債務管理公司的專注於技術面的策略。



無阻趨勢如何重塑房地產市場

DANIEL O'DONNELL

另類投資全球主管

JEFFREY LOCKE

私募股權與房地產研究和管理全球主管

MEGAN MALONE

美洲私募股權和房地產主管

BURKE ANDERSON

美洲房地產主管

目前宏觀經濟正處於艱難時刻，但在長期趨勢的影響下，房地產領域依然存在潛在機會。

2022年，通貨膨脹和利率上升使房地產市場承壓。

數字化等無阻趨勢，正在助力推動房地產行業部分領域的發展。

我們還看到，房地產行業的某些細分領域在應對通脹方面具有更大的優勢。

其中包括多戶型租賃物業，例如低層「花園風格」公寓、中高層公寓樓和聯排別墅小區。

這是因為這類物業的租賃期限較短（通常為一年），每次到期後可以重新設定租金。

工業地產方面，由於電商需求旺盛，為了加強「最後一公里」配送，行業對更大、更複雜的集中式配送中心的需求也相應增加。

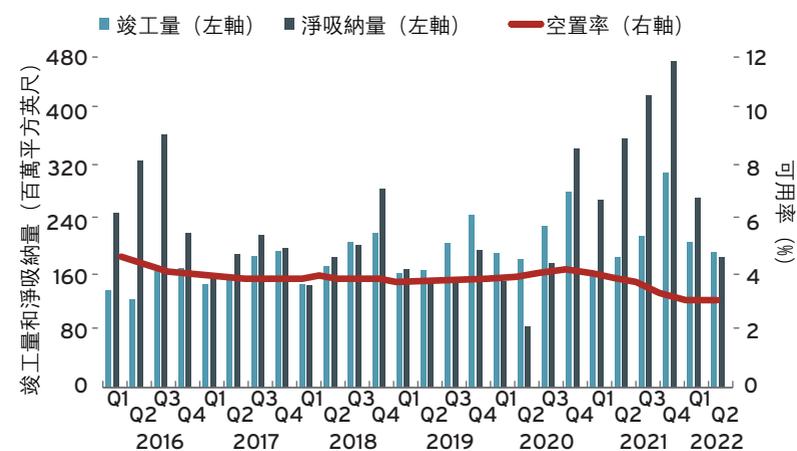
由於需求強勁，2022年美國工業地產的整體空置率比2021年下降了60個基點——圖15。

優先事項和辦公模式的不斷變化，推高了人們對高質量可持續性寫字樓的需求，這些寫字樓所在地段往往交通便利，且擁有先進的配套設施。

適合的投資者可以考慮對精選多戶型、工業和辦公房地產進行適當配置。

我們青睞在上述細分領域中，特定地區內擁有深厚行業知識的專業管理人及其策略。

圖15. 工業地產需求旺盛



資料來源：Crow Holdings，截至2022年10月。

圖表所示為工業地產新竣工量（以百萬平方英尺為單位）、吸納率（佔用面積與可用面積的比率指標）和空置率（空置面積佔比）。

布局醫療保健領域，提升投資組合免疫力

ROB JASMINSKI

花旗投資管理全球主管

DIANE WEHNER

花旗投資管理高級投資組合經理

WIETSE NIJENHUIS

花旗投資管理股票投資組合高級經理

JOSEPH FIORICA

全球股票策略主管

在未來多年內，隨著老齡人口和全球中產階級群體的擴大，人們對醫療保健的需求可能不斷增加。

隨著年齡和財富的增加，人們對醫療保健的需求也越來越大。

到2050年，全球部分地區65歲以上人口佔比可能超過四分之一。

在亞洲的推動下，全球中產階級人口不斷擴大，到2027年，預計將從2017年的33億增加到50億²。

在此背景下，我們認為隨著時間的推移，醫療保健需求的增長速度可能超過經濟增速。

我們認為，全球醫療保健研發支出的增加將推動該行業的創新——**圖16**。

我們有充分理由相信，醫療保健投資是投資組合的長期增長源泉。

醫療保健是與經濟表現關聯度最低的股票板塊。

即使在動蕩時期，大型製藥企也能够一如既往地提高股息。

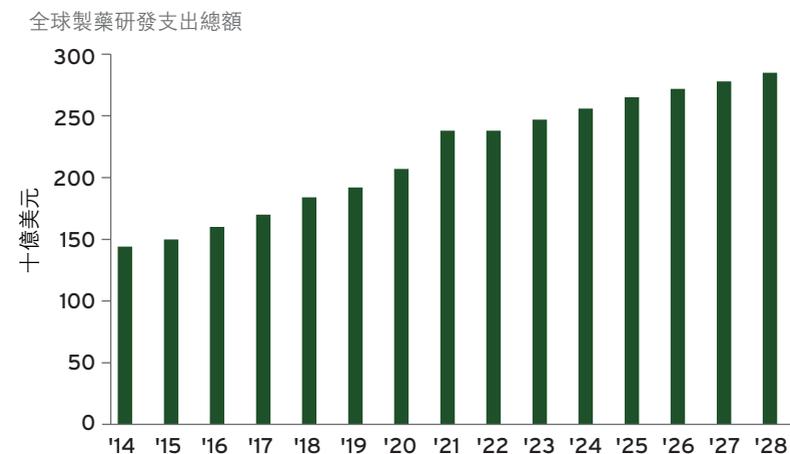
² Haver, 截至2022年10月27日



我們看好的最具潛力的領域包括生物製品、生命科學工具、效果導向醫療服務和老年科技。

我們認為，未來幾年進入這一重要行業的方式有很多，其中包括來自專業管理人的策略和可供適合的投資者選擇的資本市場策略。

圖16. 全球步入老齡化社會



資料來源：Statista和Citi Global Insights, 截至2022年10月28日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

圖表所示為2014年以來的全球研發支出數據，其中2022年至2028年為預測數據。



執行主題投資

我們可通過多種方式將投資主題納入客戶的投資組合，作為核心組合或者機會型投資。我們的主題涵蓋多個資產類別，您可以全權委託我們或第三方管理公司或通過資本市場策略執行這些主題。下面我們為您精選了一些當前可執行的投資主題。

您的客戶關係團隊和花旗產品專家將隨時待命，為您精心構建合適的主題投資組合。

在利率上升的環境中讓現金發揮作用

以美元計價的短期固定收益產品，包括美國國債、投資級信貸、市政債和優先證券

股息成長股

供適合的投資者選擇的，尋求從高波動中獲取收益的資本市場策略

供適合的投資者選擇的，在信貸承銷、推進資本解決方案和不良資產重組方面擁有專長的另類管理人策略

無阻趨勢

東西方日益分道揚鑣：中美兩極分化加劇

包括美國和中國主要科技生產商在內的全球多元化配置

全球供應鏈重塑的潛在受益者，例如印度、印度尼西亞、馬來西亞和菲律賓，以及墨西哥等國

布局醫療保健領域，提升投資組合免疫力

專業股票管理人策略；供適合的投資者選擇的資本市場策略

無阻趨勢 (續)

深入推進數字化

專注於半導體、自動化和機器人、網絡安全、金融科技等領域的專業管理人的股票策略

數字化和另類投資的增長

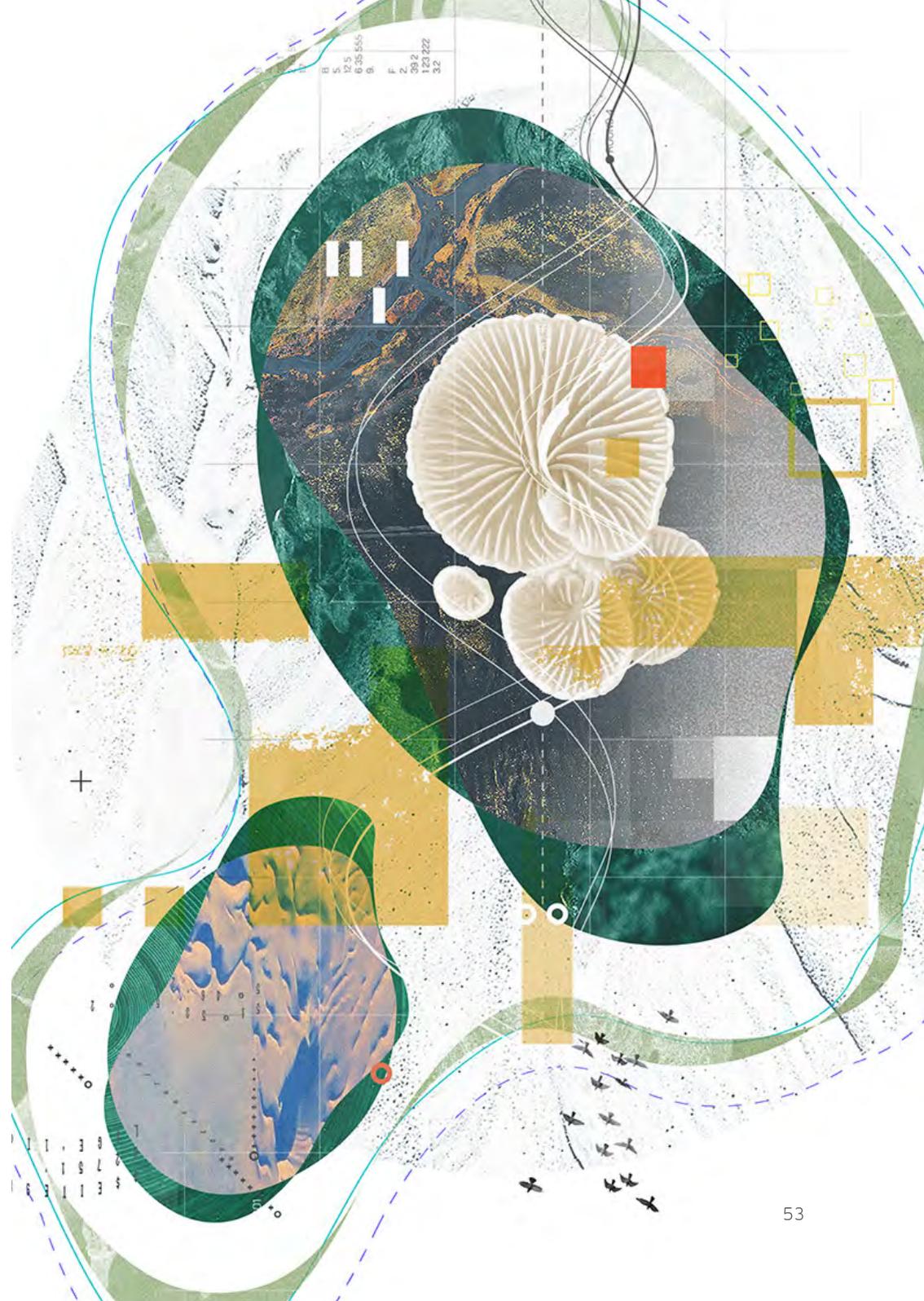
供合適的投資者選擇的，來自風險資本、成長型、收購型和私人債務管理公司的專注於技術面的策略

無阻趨勢如何重塑房地產市場

供合適的投資者選擇的，來自專注於精選地區的多戶型住宅、電商相關地產和優質寫字樓的專業管理人的策略

能源安全至關重要

對可再生能源技術、能源儲存、電動汽車和熱泵、可持續材料和碳捕獲等領域的專業公司進行長期投資



資產類別定義

現金體現為美國3個月期限國債的總收益，即對美國財政部發行、以美元計價、三個月期限且交易活躍、具固定利率的名義債券的衡量。

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

新興市場硬通貨債券以富時新興市場主權債券指數（ESBI）為代表，涵蓋以硬通貨計價的新興市場主權債。

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

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

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

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

全球高收益債券基於多個巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪以美元、英鎊和歐元計價的非投資級固定利率公司債。如果穆迪、惠譽和標普給出的評級分別為Ba1/BB+/BB+或以下（不包括新興市場債），則該證券被歸類為高收益證券。我們採用Ibbotson高收益指數以補充歷史數據，該指數跟踪評級為BB到B級的投資級以下債券，涵蓋到期日各異的各類債券。

對沖基金涵蓋採用不同投資風格的基金管理人，包括HFRI股票多空策略：以股票和股票衍生證券為主的多頭/空頭；HFRI信貸策略：企業固定收益證券配置；HFRI事件驅動型投資策略：基於當前或估計未來可能發生的各種企業交易配置；HFRI相對價值投資策略：基於多種證券的估值差異配置；HFRI多策略：基於收益關聯產品的利差配置；HFRI宏觀策略：基於基礎經濟變量變化及其對不同市場影響配置；巴克萊商品交易顧問指數：擁有4年以上業績記錄的存續項目（商品交易顧問）的綜合表現。

高收益銀行貸款是指銀行或其他金融機構向公司或個人發放的融資債務。在公司破產情況下，貸款金融機構對借款人資產擁有合法索取權。這些貸款通常由公司資產擔保，並且由於公司信用不良（非投資級）通常支付高息票。這些貸款有時也被稱為可變利率銀行貸款，其票息利率通常基於浮動利率指數加上固定的信用利差進行定期調整。

私募股權的特點在於由發達市場小盤股驅動，並針對流動性匱乏、行業集中度和高杠杆進行調整。

指數定義

MSCI所有國家世界指數跟踪23個發達市場和25個新興市場的大中盤股表現。截至2021年6月，這一指數覆蓋11個行業逾2900個成分股，涵蓋每個市場約85%的自由流通量調整市值。

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

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

標普500科技指數包括標普500指數中隸屬於系統軟件、硬件技術、存儲和外圍設備、半導體、數據處理和外包服務以及應用軟件等板塊的股票。

VIX指數或芝加哥期權交易所（CBOE）波動率指數是反映市場對30天前瞻性波動率預期的實時指數，根據標普500指數期權價格數據計算得出。

其他術語

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

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

信息披露

在任何情形下，若本文件（下稱「本文」）的分發符合美國商品期貨交易委員會（CFTC）制定的規則，則本文可構成滿足美國CFTC條例第1.71條及第23.605 條款下，邀請考慮金融衍生品交易的文件（如適用），但本文不得被視為購買/出售任何金融工具具有約束力的要約。

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

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

在美國以外地區，投資產品和服務由花旗集團的其他關聯機構提供。投資管理服務（包括投資組合管理）通過CGMI、CGA、花旗銀行以及其他關聯顧問企業提供。花旗關聯機構（包括CGA）就其可能提供的各項投資管理、諮詢、管理、分銷和配售服務獲取報酬。

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

CGWI的工作人員並非研究分析員，且本文中的信息並無意構成適用法規所定義「研

究」一詞。除非另有說明，否則對研究報告或研究建議的引用並非代表完整報告，其引用本身也不應被視為建議或研究報告。

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

稅項。

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

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

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

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

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

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

債券對應評級

債券相關信用質量用字母和/或數字符號表示。在市政債市場，這些評級由評級服務機構發布。其他市場參與者也會使用內部評級以說明信用質量。

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

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

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

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

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

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

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

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

本文件中提及的另類投資具有投機性並存在可能造成損失的重大風險，原因包括採取杠杆或其他投機行為、缺乏流動性、投資回報存在波動性、基金權益轉讓受限、可能缺乏分散度、缺乏估值和定價相關信息、複雜的稅務結構和稅收申報延遲、監管缺失、管理費用高於共同基金，以及顧問失責風險等。

資產配置無法保證獲利，亦無法保證在金融市場下行時避免損失。

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

過往業績不能保證未來的投資結果。

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

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

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

的期貨指數亦可能因農產品的獨有因素而出現價格波動，包括水患、乾旱與極寒等天氣狀況；政府政策的變動；耕種決策；以及消費者與產業對農產品的需求波動。

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

多元化投資並不能保證盈利或免遭損失。不同的資產類別存在不同風險。

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

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

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

花旗銀行歐洲有限公司（英國分行）是花旗銀行歐洲有限公司的分支機構，由愛爾蘭中

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

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

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

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

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

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

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

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

就全球個人銀行（亞太、歐洲、中東和非洲）而言：

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

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

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

如需瞭解更多信息，請參考https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures

特定市場信息披露

香港：本文件由花旗銀行（香港）有限公司（CHKL）和/或花旗銀行香港分行（CBNA

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

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

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

印度：花旗銀行印度（花旗）不以任何方式或形式提供投資顧問服務。花旗分銷的投資產品（i）並非花旗銀行或花旗集團或其任何附屬公司或子公司的銀行存款或義務，亦非由花旗銀行或花旗集團或其任何附屬公司或子公司提供擔保；（ii）面臨投資風險，包括可能損失所投資本金。過往表現並不代表未來業績。任何投資決策均應完全由投資者在分析所有可能的風險因素並行使其獨立酌情權後自行做出，對於由此產生的任何後果，花旗概不負責。投資產品不可向美國和加拿大人士發售，且可能不在任何司法管轄區發售。投資產品由花旗以非全權委託和非參與的方式分銷。

若在任何司法管轄區派發該等資料或作出任何要約未獲准許，或向任何人士派發該等資料或作出要約屬於違法行為，則本文不構成在該等司法管轄區派發該等資料或作出該等要約或邀請之行為。在投資前，請仔細閱讀和瞭解關鍵信息備忘錄/計劃投資文件及附加信息聲明/條款說明書/發售說明書/要約文件，不得聲稱花旗銀行或其任何附屬公司或子公司和/或員工對您投資任何投資產品的決定有任何影響/推薦/建議/責任/義務，並以此為由向花旗銀行或其任何附屬公司或子公司和/或員工提出任何索賠。

投資者應確保瞭解、接受各方人士的身份及其在各類投資產品中的職責。投資者承認，由於花旗、花旗集團資本市場有限公司（Citigroup Capital Markets Ltd.）、花旗集團或其附屬公司或子公司（統稱「關連人士」）的各種投資和/或商業業務和/或活動，關連人士與投資者本身之間可能存在各種實際或潛在的利益衝突。

新加坡：本文在新加坡由花旗銀行新加坡有限公司（CSL）派發至選定的Citigold/Citigold Private Client客戶。CSL在本文件的基本內容或編制中並未提供獨立研究或分析。如對本文有任何疑問或欲瞭解任何與本文有關的事宜，請聯繫您在CSL的Citigold/Citigold Private Client客戶關係經理。投資產品並未根據新加坡《存款保險及保單持有人

保障計劃法》的規定參保，且不符合存款保險計劃規定的存款保險保障資格條件。

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

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

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

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

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

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

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

花旗銀行澤西分行受澤西金融服務委員會規管。花旗國際個人銀行（Citi International

Personal Bank) 是花旗銀行在澤西註冊的商業名稱。花旗銀行澤西分行的地址為P.O.Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗銀行是在美國註冊的有限責任公司。總部地址：399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

©花旗銀行英國有限公司和花旗銀行版權所有（2023）。

©2023花旗集團（Citigroup Inc.）、花旗（Citi）、花旗和其他在此使用的標誌，均為花旗集團或其關聯機構的服務標章，在全球各地使用並註冊。



封面及正文均採用Novatech打印紙，所用紙張由FSC產銷監管鏈認證生產商UPM Nordland Papier生產。

