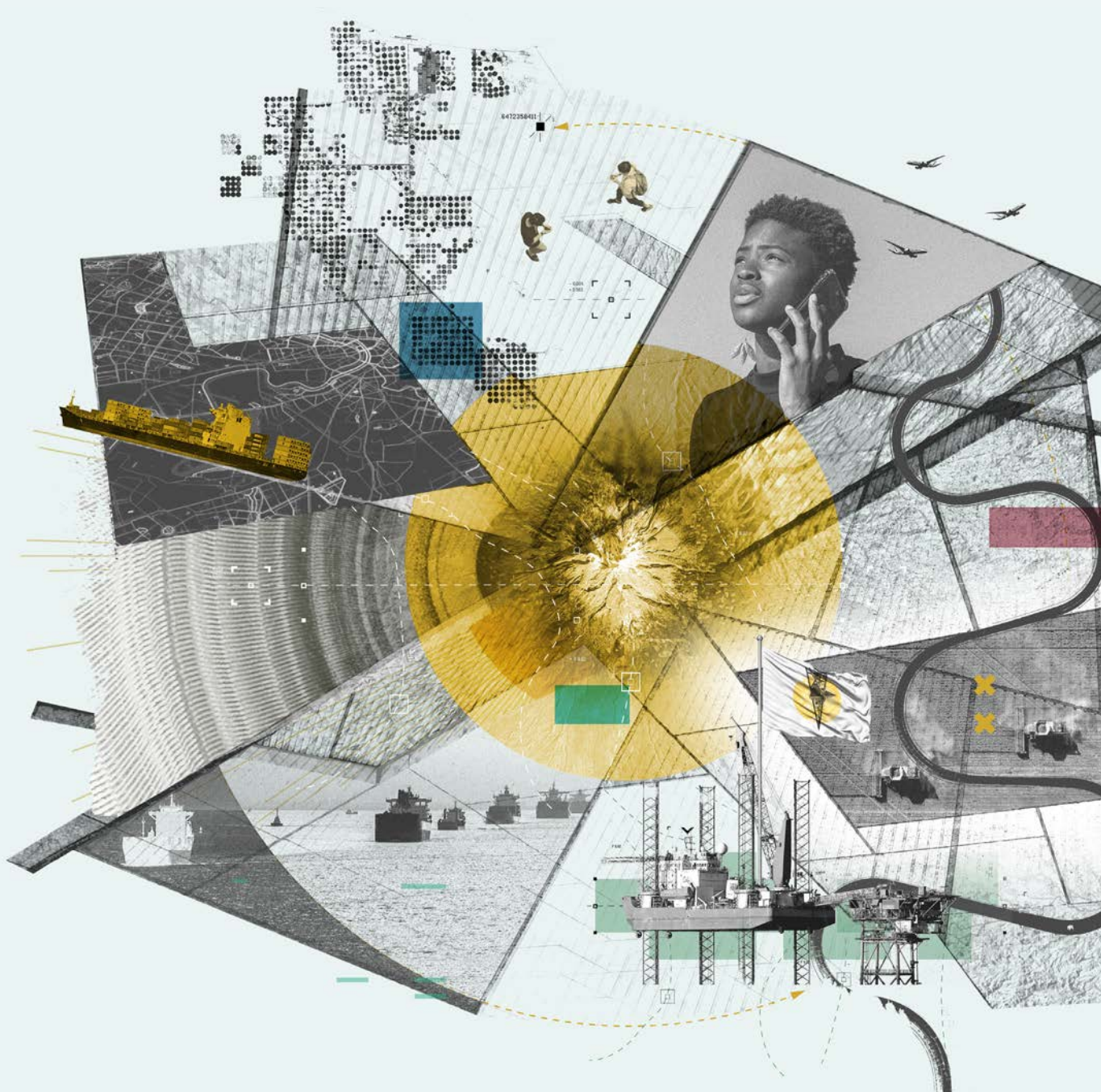


Citi Global Wealth Investments

2022年中展望

繁榮褪去， 如何布局



目錄

歡迎閱讀 2022年中展望

前言	3	2 投資主題更新	
1 概述		2.1 跑贏現金竊取者！ 持有過量現金的風險	23
1.1 世界新秩序： 我應當如何投資？	5	2.2 跑贏現金竊取者！ 債券歸來	25
1.2 大類資產的長期回報 前景有所好轉	9	2.3 跑贏現金竊取者！ 另闢蹊徑創造收益	33
1.3 繁榮褪去，如何布局	11	2.4 利用不可阻擋的趨勢力量	36
1.4 我們的資產配置	20	2.5 亞洲崛起：中美兩極分化加速	38
		2.6 網絡安全：捍衛數據和投資組合	42
		2.7 金融科技革命任重道遠	45
		2.8 數字化世界的另類投資	48
		2.9 綠化世界乃當務之急	51
		2.10 克服供應短缺	54

前言



JIM O'DONNELL
Citi Global Wealth 首席執行官

我很高興在此向各位介紹 Citi Global Wealth 精心編制的《2022年中展望：繁榮褪去，如何布局》。

2022年前幾個月異常艱難。疫情尚未結束，疊加通脹、加息、經濟增速放緩和地緣政治緊張，導致全球經濟不確定性上升。股市和固定收益市場同時經歷了一波又一波的低迷行情，投資者分散風險的難度越來越大。在此期間，我們聽到最多的問題是：「我現在應該怎麼做？」

面對當下形勢，其實您可以採取多種措施和手段，來保護您的財富並實現資產升值。

在本文中，David Bailin先生、Steven Wieting先生（魏廷文）和首席投資官辦公室團隊將會分享我們對今年下半年及未來一段時期的預判和設想。我們認為，如果消費力保持強勁，且美聯儲能夠緩和當前對抗通脹的激進立場，經濟擴張就有望持續下去——參閱[繁榮褪去，如何布局](#)。若果真如此，我們預計在2022年下半年，全球股票和債券有望獲得一定收益。

在此背景下，我們想告訴客戶：要積極採取行動。尤其如David Bailin先生在[世界新秩序：我應當如何投資？](#)章節中所指出，要將資金充分投入全球多元化配置。在市場動蕩之際，您可能傾向於持有現金觀望，等待較低的買入點。然而，長期的經驗表明，此種等待市場時機的做法幾乎注定要走向失敗。我們也告誡投資者，不要讓投資組合保持一成不變。恰恰相反，我們建議在注重質量和韌性的前提下進行動態資產配置——參閱[我們的資產配置](#)。

目前來看，我們認為固定收益產品存在潛在機會。出於對貨幣緊縮政策的擔憂，債市在2022年初遭遇了瘋狂拋售。在收益率大幅上升後，我們認為許多優質債券可以再次為投資組合創造收益並分散投資組合風險——參閱[跑贏現金竊取者！](#)主題下的[債券歸來](#)部分。我們將積極把握債券及其他資產的收益機會，助力您捍衛購買力，抵禦通貨膨脹。

再次重申一下我們的觀點：我們長期處於諸多不可阻擋的趨勢之中，這些強有力的趨勢將延續多年並改變我們的商業模式和日常生活。俄烏戰爭進一步加劇了東西方的割裂，並導致中美緊張關係升級。在我們看來，中美兩個超級大國之間的對峙，將為全球投資者帶來回報和多元化潛力，同時也會帶來更多風險——[亞洲崛起：中美兩極分化加速](#)。

儘管2022年科技投資面臨壓力，但數字化轉型仍將繼續深入，勢頭有增無減。我們在[網絡安全：捍衛數據和投資組合](#)和[金融科技革命任重道遠](#)部分闡述了最新核心觀點。

向可持續發展過渡本身就是一個不可阻擋的趨勢，也是地球和人類的必然選擇。雖然人們對氣候風險已經有了充分的認識，但近期發生的事件突顯了我們對化石燃料的依賴所帶來的經濟和國家安全風險。隨著時間的推移，我們預計這一過渡趨勢將為投資組合創造潛在機會，並最終加快替代能源的發展——詳見[綠化世界乃當務之急](#)。

近期來看，能源、糧食以及其他基本物資的價格受到衝擊，其中也蘊藏著投資機會——詳見[克服供應短缺](#)。

我們的《年中展望》為全球投資者提供了重要指南。在這段艱難的時光裏，作為您備受信賴的合作夥伴和財富引領者，我們將一如既往竭誠服務，幫助您提高投資組合的質量和韌性，在未來一年及更長時間裏為您保駕護航。

感謝您給予Citi Global Wealth的寶貴信任！

1 概述

目錄

- 1.1 世界新秩序：我應當如何投資？
- 1.2 大類資產的長期回報前景有所好轉
- 1.3 繁榮褪去，如何布局
- 1.4 我們的資產配置

1.1

世界新秩序：
我應當如何投資？

DAVID BAILIN

Citi Global Wealth Investments 首席投資官兼主管

2022年呈現在人們眼前的情形是世界秩序重新洗牌以及市場繁榮景象趨近尾聲。儘管面臨各種不確定性，但我們仍有諸多方式開展充分而明智的投資。



世界新秩序

假如過去的30個月是一本小說，那它可能會是一部以反烏託邦的黑暗題材出現在暢銷書榜單中的恢弘巨作：一場疫情使世界經濟停滯；中國實施極其嚴厲的封鎖保護其公民免受病毒感染；世界超級大國及其領導人之間的鴻溝擴大；西方國家內部似乎也出現了政治混亂局面，這一切讓俄羅斯總統仿佛看到了恢復甦聯對烏克蘭統治的歷史性機會。

新冠疫情影響下的一屆冬奧會尚未開幕，中俄兩國領導人在二月的風雪天裏舉行了會晤。基於對中俄力量和目標的共識，兩國領導人一致同意譴責美國和北約，宣布中俄友誼「長存」。中俄兩國共同尋求「改變全球治理結構和世界秩序」。

通俗來講，就是「意圖發起衝突」。然而，在普京和習近平這兩位東方大國領導人密談之前，西方的弱點就開始日益顯現。聯合國及其安理會、北約等機構以及戰略武器限制談判（SALT）等多國協議的影響力似乎大不如前。2021年1月6日發生的美國國會大廈暴亂傳遍全球，顯得美國內部尤為分裂。即使是「讓美國再次強大」的口號，似乎也暗示了部分美國人不再把他們的國家視為全球超級大國和世界警察。

因此，冬奧會剛結束四天，俄羅斯坦克縱隊和十萬步兵就滿懷必勝之心涌入了烏克蘭。

但實際情況出乎普京的意料，他似乎低估了烏克蘭總統弗拉基米爾·澤連斯基，這位總統曾是一位電視劇演員，他用「我需要的是子彈而不是機票」拒絕了政治流亡的提議，在戰時慷慨激昂地激勵了他的國民。俄羅斯總統普京不會理解，一個「丘吉爾式」領導人通過互聯網傳播所發揮的力量，遠比任何一個國家發起的網絡攻擊更強大。

澤連斯基用事實證明瞭自己並不好對付，展現了他的強硬和堅決捍衛民主的態度。他號召普通民眾拿起武器保衛家園，傳達了堅決捍衛家國的堅強決心和共同信念。在戰時，他曾在多個國家的立法機構露面，尋求外援。

俄羅斯總統沒有料到北約和美國在訓練和武裝烏克蘭軍民方面所做的準備，也沒有意識到這場戰爭會對西方經濟、政治和軍事政策產生如此具有挑釁性、快速而巨大的影響。

在衝突爆發之初的前一百天裏，西方共同提供的數百億美元的軍事和人道主義援助，足以支持烏克蘭與俄羅斯展開一番對抗，保衛自己的領土。西方還發動了經濟反擊戰，動用前所未有的持久制裁來切斷俄羅斯和西方之間的金融和貿易聯繫。400多家公司停止與俄羅斯進行商業往來，以反映他們員工的價值觀。甚至有一些此前保持中立的國家也決定加入北約，因為看到了北約必然會努力加倍增強實力和做好準備。

所有這些都讓美國總統拜登有底氣向習近平主席明確表明，如果中國為俄羅斯提供直接軍事援助，美國及其盟友將在經濟上嚴厲制裁中國。

這就是過去30個月所發生的事，但不是全部。

金融市場也出現了全球崩潰，隨後出現了超乎尋常的全球復甦。正是這股流動性的洪流，使數百萬居家的消費者輕點鼠標，通過電子支付清空了產品庫存。新技術讓新的交易者能夠抬高萬物的價格，從數字貨幣到元宇宙房地產，將僵尸公司變成市值數十億美元的危機「幸存者」，並最終將估值推到不可持續的水平——因為公司開始大量燒錢來增加收入，而不再考慮盈利能力。這就是2020-2021年疫情期間的市場繁榮幻象。

在如此巨大而令人興奮的浪潮過後，必然會有一個結果。

一部名為「急劇縮水的荷包」的政治驚悚大片眼下正在千家萬戶上演，而其中的反派是名為「通脹」的壞蛋，它會掏空全球消費者的口袋。能源、農產品、稀有商品甚至嬰兒配方奶粉的稀缺成為這部「劇作」的第二個主要情節，這是戰爭的代價，是我們在去全球化的世界經濟中為日益增多的摩擦付出的代價，也提醒人們疫情的影響仍未散去。

雖然美聯儲曾是世界經濟的「救世主」，如今站在2022年6月的這個節點上來看，它更像是一個「達斯·維達」式的反派形象。美聯儲能否在不破壞全球經濟的情況下遏制通脹（在為時已晚之前），還是會決定任由通脹釋放其無限破壞力？市場充滿波動，投資者驚慌失措。該去何處躲藏？

這就是過去30個月在現實上演的全部劇情。這樣的形勢也與我們的生活密切相關，如今也反映在我們的投資組合中。許多人持有太多的現金，並且在未來幾個月和幾年裏配置不佳。故事的結局不應如此。歡迎閱讀我們的《2022年中展望》，探索更多財富保值增值的可能性！

「繁榮謝幕， 我現在應該怎麼做？」

**「當你能清楚地看到來時路，就更容易看清
你將去往哪裏。」**

David Bailin, Citi Global Wealth首席投資官

儘管將2021年稱為投資者過度繁榮的時期可能顯得過於簡單甚至武斷，但很多觀察和數據都表明，事實就是如此。疫情引起的混亂、為了應對疫情影響而採取的戰時規模經濟刺激，以及投資者表現出的「只賺不輸」的行為，共同促成了「繁榮」景象。從以往來看，繁榮也就是股票回報過高的時期。股票價格趕頂反映了遠高於公司預計利潤的業績。投資者忽視了收入增長率回歸正常水平的可能性。他們誤以為疫情期間利潤的暫時報增是可持續的。他們甚至認為利率將無限期地接近於零。這反映了投機性、泡沫性市場的本質。在如此投機的環境中，趨頭投資者們紛紛跑到線上聊天室尋求投資建議。

美聯儲政策突然一百八十度大轉變，從「大放水」變為「大縮水」，烏克蘭出人意料的持久戰，都標誌著這一市場繁榮的結束。2022年，我們看到一「桶」冷水潑向經濟，以期能抵抗過度繁榮之後接踵而至的過度通脹。

從這個角度來看，從2021年夏末斷斷續續開始並在2022年前五個月大幅加速的回調，是對前兩年過度估值的糾偏。

隨著2022年初債市和股市不同尋常的同時崩潰，實際正利率回歸固定收益市場，恢復了核心資產類別的多元化收益，創造了急需的投資組合收入。

5月20日標準普爾500指數接近熊市的回調速度看起來似乎快速、急劇和深入，但更有可能是疫情開始後市場迅速復甦的鏡像。

然而，投資者並不這麼看，他們肯定也不會有這樣的感受。現在，我們看到投資者過度悲觀，在市場大幅下跌後繼續看空的傾向太過嚴重。投資者因恐懼而無所適從。

現在，投資者確實有理由悲觀。對於全球經濟，我們有牛市、震蕩市和熊市三種情境預測。我們用「強勁」「韌性」和「衰退」來形容這三種情境，截至2022年6月初，我們認為這三種情境出現的概率分別為20%，45%和35%¹。當我們認為衰退情境出現的概率與動蕩市或者說韌性情境幾乎一致時，表明市場風險高於以往。

有趣的是，最大的風險並不在於經濟的運行軌跡。事實上，全球經濟對疫情、俄烏戰爭、中國經濟大規模封鎖以及通脹本身的韌性相當強，但這往往被忽視。技術在醫療保健、零售、倉儲管理、旅行、娛樂甚至辦公空間等領域的有效更新換代能力，促成了我們在過去30個月中有目共睹的經濟韌性。事實上，這都是未來投資的不錯領域——參閱[利用不可阻擋的趨勢力量、網絡安全：捍衛數據和投資組合及金融科技革命任重道遠](#)。

美聯儲目前的反應才是市場最大的風險。美聯儲僅有少量工具來對抗通脹，而且這些工具力道太大，也不够巧妙。一個就是利率，美聯儲已經明確表示，加息幾乎是必然的。第二種被稱為量化緊縮，這是其寬鬆信貸政策的反向操作，隨著疫情在2020-2021年的來襲，寬鬆信貸政策確保了資本的流動。當美聯儲允許其先前購買的債券滾動到期

¹「除了美聯儲本身，沒什麼可怕的」 - 首席投資官辦公室策略簡報 | Citi Global Wealth Investments, 2022年5月22日。

時，新發行的債券將涌入市場，投資者需要作為新發行債券的買家介入。這就需要足夠規模的買家介入。事實是，我們不知道新的供應是否會迎來充足的需求。如果美聯儲加息過高、過快，同時也減少了市場流動性，衰退可能會接踵而至。這可能會導致失業和其他問題，從而導致經濟在一段時間內萎縮。

我們認為美聯儲不必這樣做來遏制通脹。正如Steven Wieting（魏廷文）在[繁榮褪去，如何布局](#)章節中指出的那樣，「軟著陸」是可能的。我們認為，由於儲蓄水平降低、家庭財富水平降低以及工資增長相對於通脹水平降低，消費者節約開支，需求已經下降。我們還看到供應在增加，儘管不是在每一個類別，而是除能源和糧食以外的許多其他類別。假以時日，供求平衡是解決通貨膨脹的最好辦法。

我們認為投資者不應該坐擁現金，並試圖「預判市場走勢的時間」。事實上，我們認為這是一種高風險的做法——參閱[持有過量現金的風險](#)。為了應對充滿不確定性的當下，我們已經布局持倉——參閱[我們的資產配置](#)。

2022年的市場下跌導致了許多資產估值的重置——參閱[大類資產的長期回報前景有所好轉](#)。我們相信，隨著市場逐漸邁入2023年，高質量的債券可能會為投資組合增加真正的價值——詳見[跑贏現金竊取者-債券歸來](#)。

假設不會出現衰退，而是緩慢的市場盤整，投資者將看到美國和全球經濟未來溫和增長的環境是積極的。設想這部小說的結尾是中國不再封鎖，烏克蘭戰爭結束，全球供應鏈進行有意義的調整。想像一下，通脹率在2023年底降至3.5%，美國10年期利率達到2.75%。這些是我們的希望和對於未來一年左右的看法。

作為經驗豐富的投資者，我們理性地審視全球經濟

數據，幾乎沒有理由相信增長已經結束，創新和投資已經結束。

我們有諸多理由相信，在未來幾年裏，建立一個更現實、更穩定的世界秩序是可能的。中國不可能依賴俄羅斯作為其最強大的盟友，因為這場戰爭對其許多重大利益產生了負面影響。此外，北約復興和擴張的可能性肯定會促使中國調整戰略。如果美國、日本和其他國家像現在看待烏克蘭那樣看待臺灣，就會催生更多的緊張局勢——參閱「[亞洲崛起：中美兩極分化加速](#)」。但這也意味著有更多的機會建立新的關係。

簡而言之，有很多理由可以進行明智的投資——即便是現在。在《2022年中展望》中，我們將為您詳細闡述明智投資的方法。

1.2

大類資產的長期回報前景 有所好轉

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

經歷了2022年初市場的大幅波動後，我們決定在今年年中發布對大類資產長期回報的最新預測。

2022年迄今，各大類資產的長期前景發生了實質性變化。這是來自我們專有的戰略性資產配置方法——適應性估值策略（AVS）——的預測分析。AVS基於當前估值和其他基本面因素預測未來十年的回報水平。

我們通常會在每年年初更新一次AVS回報預測，但鑒於2022年初金融市場出現了大幅波動——詳見[繁榮褪去，如何布局](#)，我們決定在今年年中更新AVS預測。



2021年底，由於股市估值處於歷史高位，我們在年度更新報告中預測2022年公開股票市場回報率將會相對較低。從那以後，市場開始大跌，我們先前的預測得到驗證，大跌也令估值更具吸引力，因此現在我們將全球股票的戰略回報預期（SRE）從4.2%上調至6.1%——見圖1。

2022年，多國央行為對抗通脹而採取的激進舉措令債券價格急劇下跌。因此，我們也相應調高了固定收益回報預期，投資級債券的回報預期從1.8%調至3.4%，高質量債券變得更具吸引力——參閱[債券歸來](#)。高收益債和新興市場債券的戰略回報預期隨信用利差走闊而提高。另類資產類別的戰略回報預期也有所上調。

2022年中SRE更新數據是基於截至2022年4月30日的數據得出的初步預測結果。2022年SRE更新數據基於2021年10月31日的數據得出。全球股票包括發達國家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。戰略回報預期並不保證未來業績。花旗私人銀行全球資產配置團隊。2021年SRE基於2021年10月31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

圖1. 戰略回報預期

	2022年戰略回報預期	2022年中戰略回報預期
全球股票	4.2%	6.1%
全球債券	2.0%	3.7%
現金	0.9%	1.5%
發達市場股票	3.8%	5.6%
新興市場股票	8.1%	9.9%
投資級債券	1.8%	3.4%
高收益債券	2.6%	5.2%
新興市場債券	3.6%	6.0%
現金	0.9%	1.5%
對沖基金	4.1%	6.1%
私募股權	11.6%	14.6%
房地產	8.8%	9.4%
大宗商品	1.5%	2.0%

特定的預測方法。所有SRE數值均未扣除客戶費用和開支。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。如需了解戰略回報預期的定義，請參閱「術語表」。

1.3

繁榮褪去，如何布局

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投資策略師兼首席經濟學家

2021年的繁榮已經過去，但這並不意味著衰退即將到來。面對經濟不確定性，我們建議對投資組合進行積極調整和布局。

- 在新冠疫情造成經濟崩潰以及隨後的繁榮之後，我們現在面臨著地緣政治緊張、通脹上升和增長放緩所帶來的經濟不確定性。
- 如果美聯儲及時停止緊縮政策，我們認為經濟擴張有望持續並避免衰退。
- 儘管部分科技股大跌，但與21世紀初不同的是，收緊技術開支似乎不太可能。
- 投資者的當務之急是構建具有韌性的投資組合，對各類資產進行高質量投資。



那場在2020年重創世界經濟的「地震」及其餘震尚未平息。疫情造成經濟前所未有的重創，隨後經濟活動、金融資產和消費價格又出現一片繁榮的景象。這種迅速的、外因導致的發展趨勢，却令投資者在2022年無所適從。

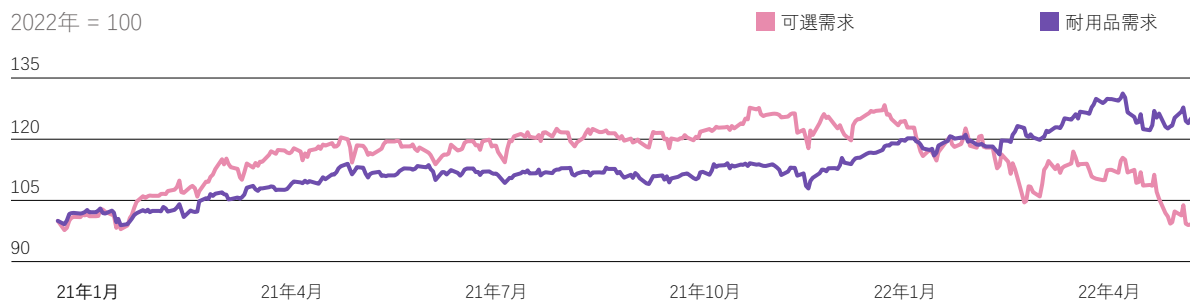
正如David Bailin在[新世界秩序：我應當如何投資？](#)章節中所述，俄烏衝突讓本就飽受疫情重創的全球經濟更受摧殘，物資短缺和供應鏈中斷問題更是讓情況雪上加霜。在去年繁榮的餘輝即將退去之際，面對全球大宗商品短缺，當前形勢要求我們採取不同的資產配置方法。

圖1. 實際GDP預測值：過去和現在(%)

	2020		2021		2022		2023	
					修正前	修正後	修正前	修正後
中國	2.4	8.0	4.5	4.0	5.0	5.0		
美國	-3.4	5.5	3.5	1.9	2.6	2.0		
歐洲	-5.9	4.8	3.9	2.3	2.4	1.8		
英國	-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		

來源：Haver，花旗私人銀行首席投資策略分析師辦公室，截至2022年5月18日數據。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。

圖 2. 耐用品行業富有韌性



上圖顯示了“可選需求”行業和“耐用品需求”行業的股票表現。可選需求行業包括家用耐用品、專賣零售、紡織品、服裝和奢侈品、住宅型房地產投資信託、酒店、餐飲和休閒、金融和航空公司。耐用品需求行業包括食品、飲料和烟草、能源、公用事業、醫療保健和電信服務。來源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年5月15日。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用。

2022年上半年，利率驟升使投資者更難以確定金融資產應當如何估值。政府債券收益率在過去12個月大約翻了一番，高質量債券的收益率多年來首次回到較為適宜的水平。

在經濟周期放緩的大環境下，我們認為從整個投資組合構建和從盈餘現金中賺取收益的角度來看，債券都更具吸引力——參閱[跑贏現金竊取者：債券歸來](#)和[我們的資產配置](#)。

美聯儲帶來的副作用

目前為止，美聯儲的宏觀經濟戰略未能分策應對一系列大規模外源性衝擊與經濟的正常商業周期。政策制定者用過度刺激來應對疫情衝擊，現在又要「換湯不換藥」地用過度緊縮來應對通貨膨脹。我們認為，各國央行目前正在反轉2020-2021年的大

規模貨幣刺激政策。其實，在美聯儲今年夏天再次加息之前，經濟增長就已經明顯放緩。因此，我們將2022年及2023年全球實際GDP預測下調了約1個百分點——見圖1。大宗商品短缺已經限制增長並推高通脹，這種情況還將繼續。當然也有抵消因素在發揮作用。

我們認為，供應的持續復甦以及需求的逐步放緩，將會使通脹在未來一年逐漸減弱。隨著時間的推移，消費需求、通脹和就業放緩，會逐步讓央行調整過度緊縮政策從而防止衰退。考慮到重大風險，我們在過去一年調整了投資組合配置，注重產生收益的高質量資產以及對經濟不可或缺的資產——參閱[我們的資產配置](#)和見圖2。

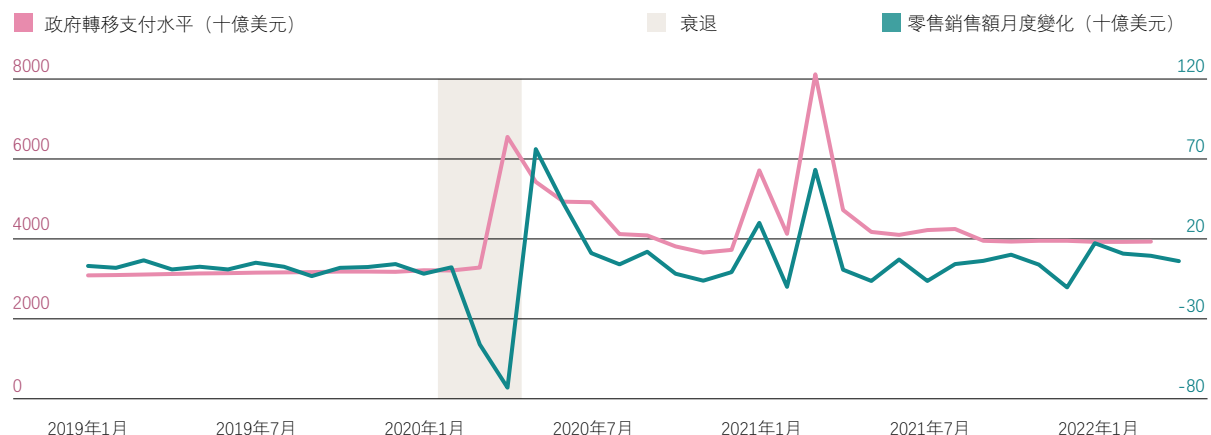
2020-2021年刺激過度，現在出現「戒斷反應」

在應對疫情對經濟造成的深入而短暫的影響時，財政和貨幣政策制定者採取了前所未有的大規模刺激政策。假設美聯儲為航空公司和酒店業及其員工提供定向財政支持，而不是向所有消費者「撒錢」，就不會出現短暫的需求繁榮。現在，面對疫情引發的物資短缺（需要在行業層面解決的供需不匹配）問題時，政策制定者又開始施加宏觀層面的經濟限制——見圖3。

從以往經驗來看，貨幣政策從來沒能成功解決過供應衝擊。美聯儲可以調節需求，但沒法生產商品和服務。2020-2021年為經濟提供的需求支持正在迅速減弱。2022年一季度，美國聯邦支出減少33%。將抵押貸款利率上調250個基點，只是美聯儲為給房地產行業降溫採取的笨辦法中的一個例子——見圖4。第一季度消費者支出也在減速。隨著時間推移，我們預計這將使就業和通脹放緩——見圖5。

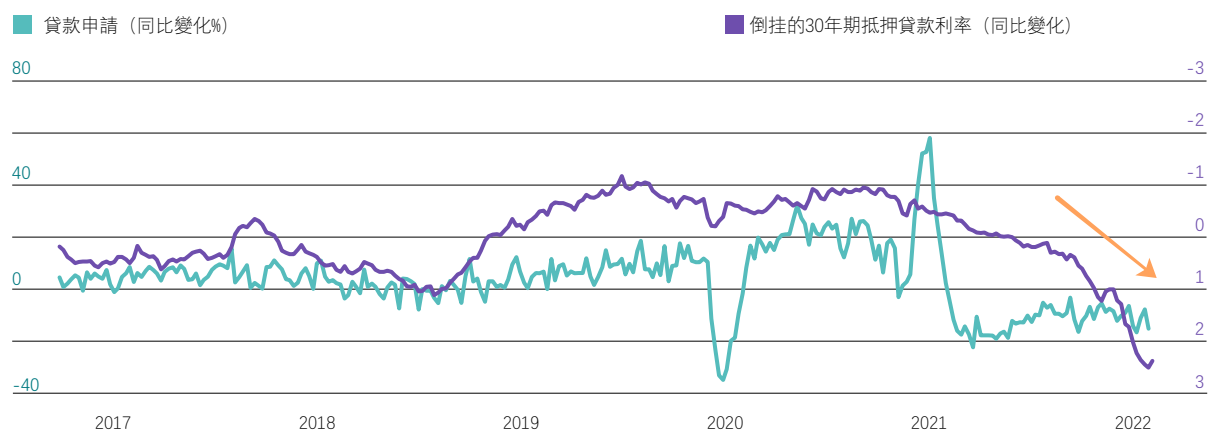
對於此前2021年經濟興旺期貨幣措施過度寬鬆的相關批評，美聯儲曾不以為然。但在2022年，美聯儲的立場驟變。隨著美聯儲開啟了更迅速的貨幣緊縮期，我們不禁想起鮑威爾在去年8月份的評論：「貨幣政策對通脹的主要影響可能滯後一年或在更長時間後顯現。如果一家央行是為了應對暫時性的問題而收緊政策，那麼主要的政策效果很可能在不再必要之時才會顯現。」

圖3. 刺激減少，繁榮消退



圖表所示為美國政府轉移支付收入和零售銷售額的月度環比變化。資料來源：Haver，截至2022年5月15日。

圖4. 抵押貸款利率飆升，房貸申請減少



圖表所示為倒挂的30年期美國抵押貸款利率和住房貸款申請。資料來源：Haver，截至2022年5月15日。

我們希望美聯儲在某個時候（理想情況下是在2022年）能認識到加息和減少貸款（「量化緊縮」）對未來造成的影響。如果能儘早認識到這一點，經濟仍有機會持續增長，或許美聯儲也不再需要對貨幣政策進行重大調整。相反，如果美聯儲執意要按原計劃將迅速貨幣緊縮政策持續到2023年，美國和全球經濟增長可能難以延續到下一年。

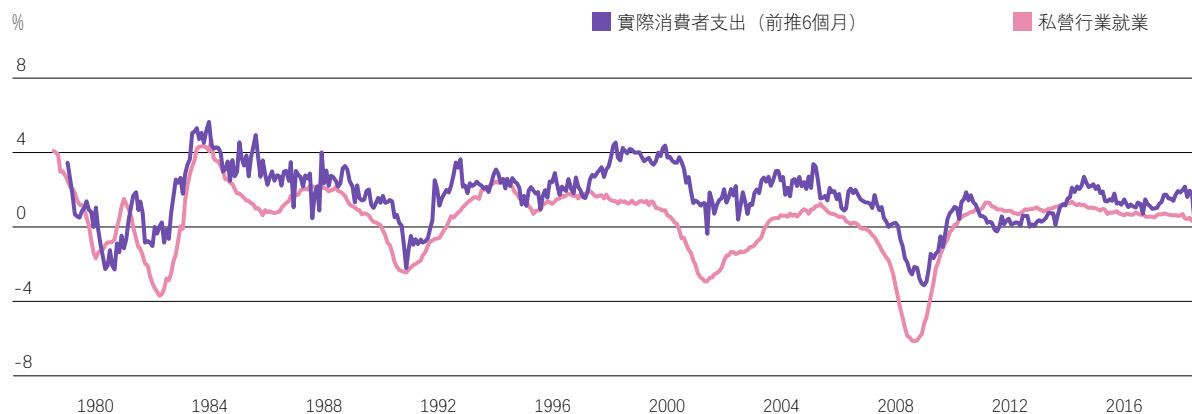
一旦衰退開始，美聯儲將無法懸崖勒馬。不過美聯儲確實慣於頻繁逆轉政策。過去45年中，美聯儲從維持最高政策利率到降息的平均時間僅僅只有7個月。2019年，美聯儲在預期當年加息75個基點的情況下降息75個基點。此外，美聯儲還在一次緊急會議上提前結束了量化緊縮。

如果美聯儲能够很快在2021年的過度寬鬆和2022年宣稱的快速收緊之間找到平衡點，則有望避免助長金融和經濟過剩。與此同時，隨著美國債券市場幾乎所有期限和類別債券的收益率上升近200個基點，我們認為債券投資者的風險/回報潛力顯著改善——參閱[跑贏現金竊取者：債券歸來](#)。

2022年初，美國長期國債從之前的高點一度下跌35%，價值損失創歷史紀錄。由於我們認為未來通脹不會每年上升2%，自2020年收益率觸底以來，我們首次增持了美國政府長期債券。價格更低的高質量債券現在理應在許多類型的投資組合中得到更大比例的配置。

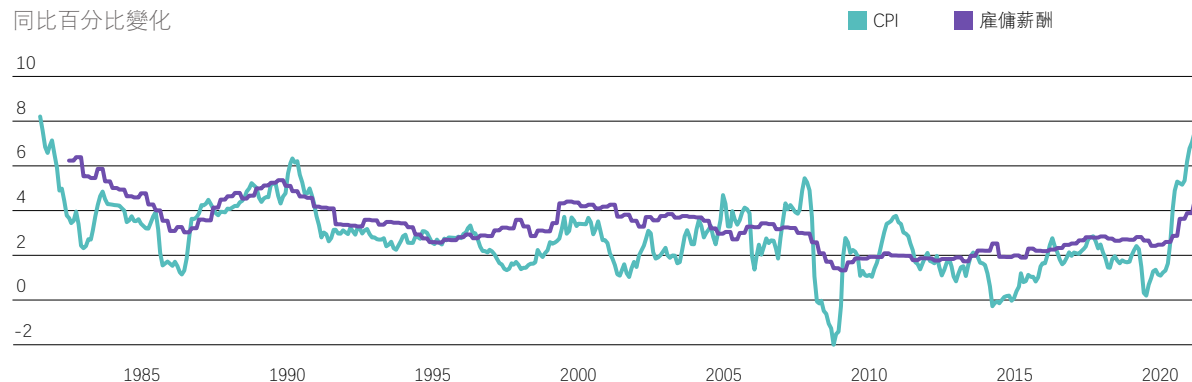
工資在後疫情時代的通脹飆升中所佔比例很小——**見圖6**。這就是為什麼2023年的衰退導致數百萬人失業將是一個巨大且無謂的犧牲，對減緩通脹幾乎無濟於事。

圖5. 勞動力隨消費支出變化



圖表所示為私營行業就業的百分比變化與前推六個月的消費者支出實際百分比變化。資料來源：Haver，截至2022年5月15日。

圖6. 通脹飆升的主要原因在於商品短缺，而非工資上漲



圖表所示為僱傭成本的同比百分比變動（以「僱傭成本指數：平民工人」計算），以及城市CPI的同比百分比變動；所有項目通貨膨脹指數。資料來源：Haver，截至2022年5月15日。

請保持耐心!

幸運的是，全球生產的迅速增長超過了需求的增長。商業庫存已經從創紀錄的低點恢復。我們認為，為滿足需求當前商品進口激增，這有望在不導致就業崩潰的情況下降低通脹。換言之，市場力量（而非緊縮）正在逐步發揮平衡供需所必需的作用。央行所需要做的是為這種復甦延續一整年創造條件。

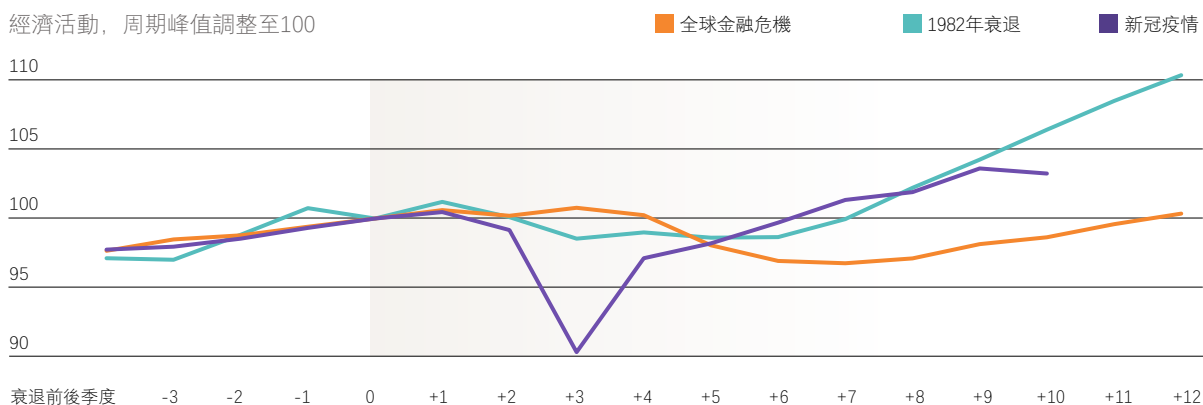
2022年迄今，美聯儲已經加息75個基點。量化緊縮將隨之而來。這對金融市場來說是痛苦的，但還不足以對經濟擴張造成很大影響。不過，外界普遍預計美聯儲將在未來18個月內再收緊250個基點。如果美聯儲執意等待滯後的經濟指標出現疲弱迹象，而不展望政策對未來「一年或以上」的影響，衰退的可能性只會增加。我們認為出現衰退的可能性是35%。

人為造成的衰退

對1980和1982年的回憶可謂異常黯淡。以當時的標準來衡量，1982年的經濟衰退極其令人痛苦。然而，面對美聯儲「人為造成」的衰退，經濟迅速恢復全部潛力的能力是強大的——見圖7。從某些角度而言，這種影響是人為造成的，且不像為遏制新冠疫情在2020年第二季度所採取的短暫經濟封鎖的影響那麼溫和。同樣，我們預計當疫情限制解除時，中國的經濟復甦將會繼續——參閱[亞洲崛起：中美兩極分化加速](#)。

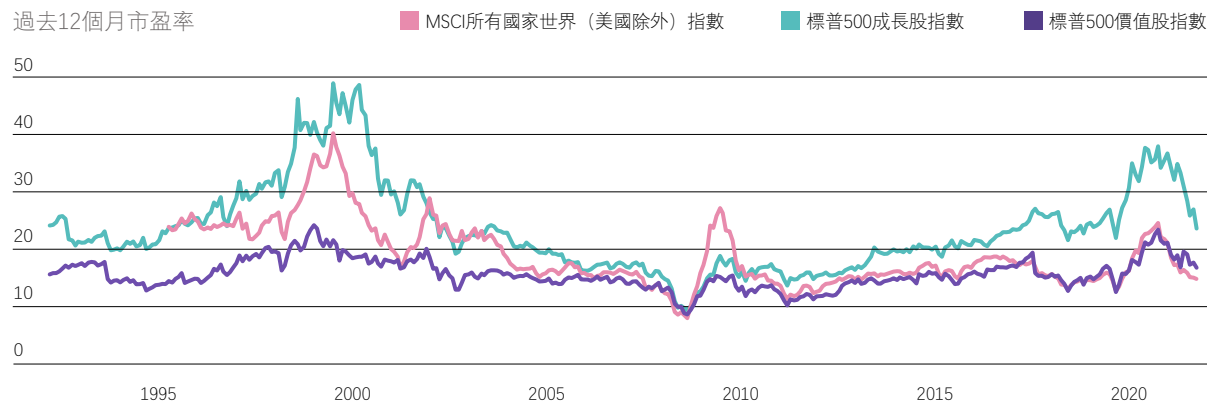
這種衰退明顯不同於收縮，在收縮期間，大部分經濟領域呈現繁榮態勢，只是需要消除巨大的失衡。整個經濟領域最明顯的例子是2008-2009年的住房過剩。

圖7. 美國經濟增長通常從衰退中迅速反彈



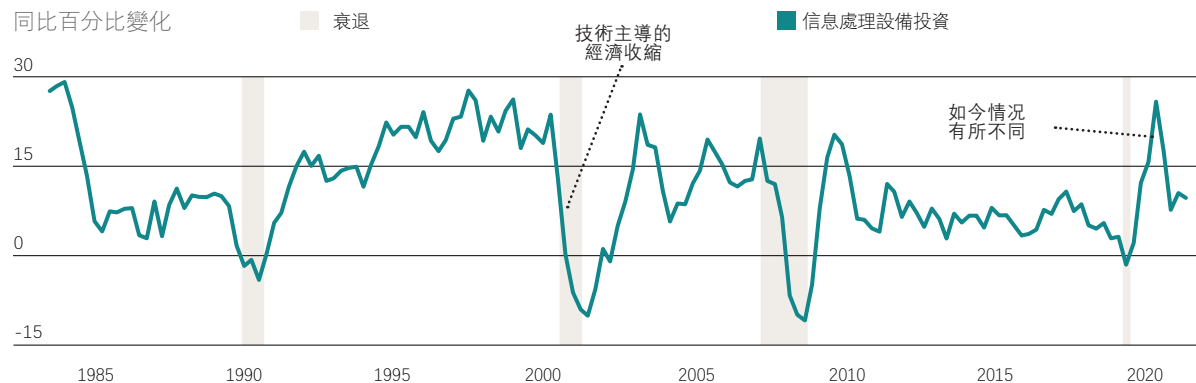
圖表所示為衰退和後衰退期間美國實際GDP的季度變化（周期0=衰退開始）。資料來源：Haver，截至2022年5月18日。

圖8. 美國成長股估值漲跌



圖表所示為美國成長股、價值股和美國以外股票的歷史市盈率。資料來源：Haver，截至2022年5月15日。過往業績并非未來回報的保證。實際結果可能發生變化。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資指數。所示數據僅作說明之用。

圖9. 當前技術支出似乎更具韌性



圖表所示為私人非住宅支出在信息處理設備上的實際投資的同比變動。灰色陰影區表示美國出現的衰退。資料來源：Haver Analytics，截至2022年3月30日。

迄今為止，在全球金融危機後，銀行業的杠杆率保持在歷史上的溫和水平。即便如此，傳統銀行之外還存在一些系統性風險——見圖8。這是政策大幅收緊之際一個尚存的經濟力量。儘管如此，2020-2021年投機性科技股估值的繁榮，確實與1995-1999年期間科技股瘋狂上漲以及隨後的估值回落有些相似之處——見圖9。

科技股將再次上漲

近年來科技股的估值可能有點類似於20世紀90年代末，但盈利能力却不可同日而語。如今，技術支出不似當年那樣集中。20世紀90年代末處於互聯網繁榮時期的公司都有一些共同點，但在今天，像特斯拉和Facebook母公司Meta這樣的公司幾乎沒有業務共同點。

時間會證明一切，但我們並不認為技術支出會減少——見圖9。在2000-2002年，技術領域的基本面過剩（例如「暗光纖」通信網絡的大規模建設）導致了產能過剩和技術主導的經濟收縮。現在，在高通脹持續的情況下，非必需消費支出可能是經濟最脆弱的環節。

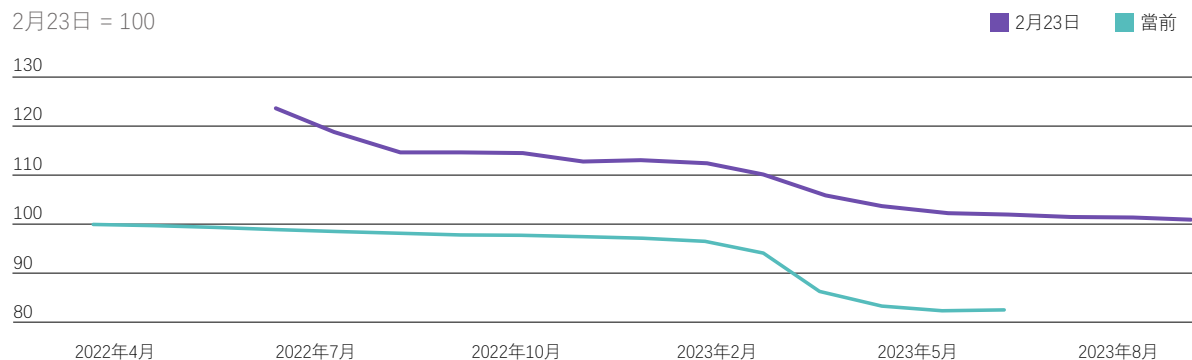
安全，悲劇及大宗商品價格

我們改變了戰術資產配置，以反映不利的緊缺市場環境——參閱[我們的資產配置](#)。在不預測俄烏衝突如何以及何時結束的情況下，俄羅斯和烏克蘭出口的眾多自然資源的期貨價格將在未來兩年的交割期內大幅上漲——見圖10。

該地區主要農業投入和產出的損失將對許多新興國家產生巨大負面後果，在這些國家，糧食在家庭預算中所佔比例要大得多。解決這個問題的辦法是盡可能提高世界其他地區的產量。我們對全球自然資源公司進行了大量配置，減持了其他股票和歐洲等地區的資產。

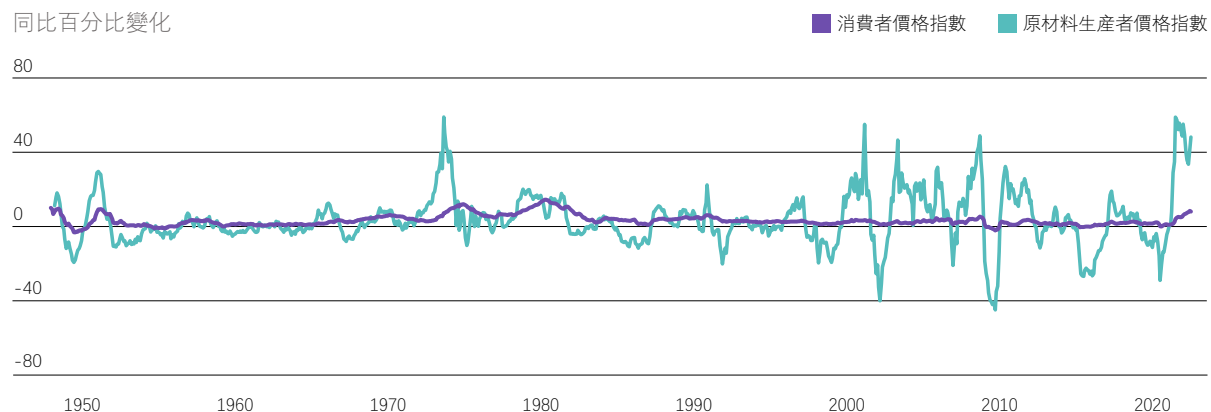
幸運的是，大宗商品價格也遠遠算不上決定最終消費價格的最重要因素，即使是密切相關的產品——見圖11。在我們所預測的需求放緩的情況下，大宗商品價格高企只會影響利潤和更多非必需品的銷售。儘管我們對大宗商品股票和優質美國債券的增持似乎自相矛盾，但俄羅斯和烏克蘭出口減少造成的供應衝擊是全球增長放緩的一個因素。如果供應恢復，大宗商品價格下跌，我們預計經濟前景將更加強勁，並對更廣泛的全球股市產生潛在利好。

圖10. 價格走高但可能回落：部分能源、金屬和糧食大宗商品



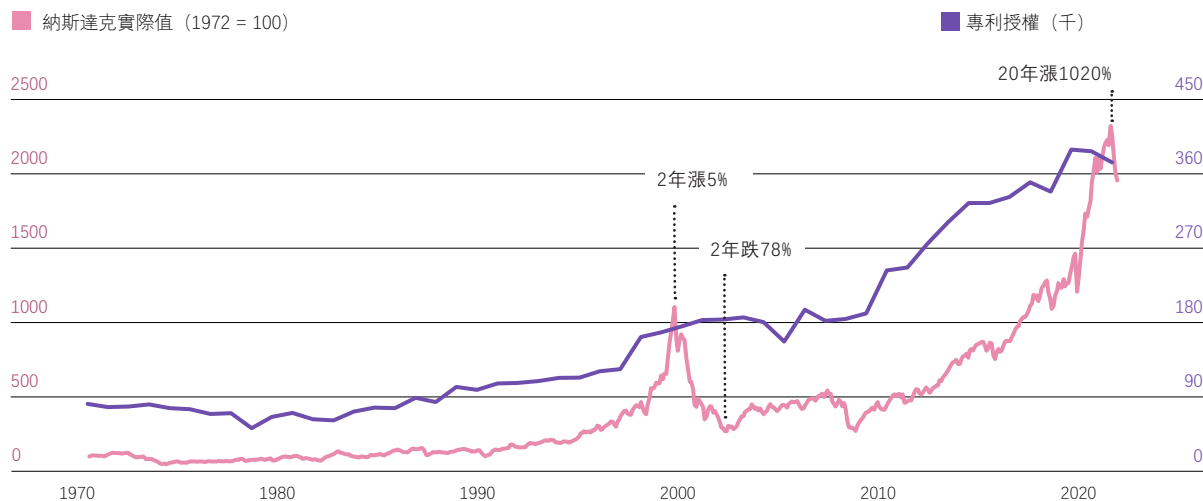
圖表所示為布倫特原油、小麥、德國天然氣和鋼鐵期貨等一籃子期貨，由交割期至2024年的期貨合約組成，同等權重，以2023年2月為基期；戰爭開始的前一天，每項資產的值被設定為100。資料來源：Haver Analytics，截至2022年4月15日。注：所有預測僅作為觀點參考，如有更改恕不另行通知，亦非對未來事件的保證。過往業績并非未來回報的保證。僅作說明之用。

圖11. 生產者價格：僅僅是消費價格的一個構成要素



圖表所示為消費者價格指數和核心原材料價格指數的同規模同比百分比變動。資料來源：Haver Analytics，截至2022年5月18日。

圖12. 科技股與發明創新蓬勃發展



圖表所示為自1971年以來經過通脹調整後的納斯達克綜合指數價格與美國專利授權。資料來源：Haver Analytics，截至2022年5月18日。過往業績并非未來回報的保證。實際結果可能發生變化。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資指數。所示數據僅作說明之用。

刺激減少並不意味著創新減少

儘管創新股的市場價值承壓，但我們認為當前與過去的情況有著關鍵不同。尤其是，我們認為全球將不會減少網絡安全和綠色技術等領域的支出——參閱[利用不可阻擋的趨勢力量](#)。這與21世紀初互聯網泡沫結束時形成鮮明對比，當時估值和基本面同時回落。

正如過去一年一些最具投機性的投資一樣，納斯達克綜合指數在2000-2002年年中的兩年多時間裏大跌78%。隨後，納指在後來20年大漲逾1000%。原因

何在？因為即使在2000-2002年的科技股崩潰期間，創造增長的技術進步也已經形成——見圖12。當時熊市時期的創新包括iPhone的前身和今天的電動汽車、人類基因組測序和今天私人航天業的發展——見圖13。

在崩潰之前10年經濟擴張的頂峰時，股市泡沫時期最大型公司的市盈率為78倍。其中有的被競爭對手合並，有的則再也沒能回到巔峰。但如果一名投資者在接近1999年的峰值時買入這些股票，並持有這些股票到今天為止，每年的回報仍會比持有現金高290個基點——見圖14。

圖13. 21世紀初，科技股大跌，但科技創新却蓬勃發展

藍牙無線	消費者GPS
短信（AT&T）	先進人工心臟和人工肝
拍照手機	「人類基因組計劃」草案
U盤	首例遠程手術
插電式混合動力汽車	SPACE X
（普銳斯）	BLUE ORIGIN
1GHZ英特爾微處理器	AT&T MOBILITY
蘋果IPOD	GOPRO
蘋果MAC OS	WAYFAIR
WINDOWS XP	VISTA EQUITY PARTNERS
微軟XBOX	
黑莓智能手機	

圖表所示為2000-2002年科技泡沫破滅期間的科技發明和公司。資料來源：首席投資策略師辦公室，2022年5月19日。所列公司僅作說明之用，並不代表任何特定投資的業績。不構成對任何上述證券的購買邀請或出售建議。

我們並非主張立即增持成長股，而是想說明，在市場不會立即帶來正回報的時候，持有股票至少已經奠定未來回報的基礎。

我現在應該怎麼做？

在不確定性加劇的情況下，投資者往往因為恐慌而無所適從。因此而消極對待投資組合可能要承擔沉重代價。最常見的兩個錯誤舉動是，維持根據過去市況配置的投資組合不變和持有過量現金。

我們的目標是根據當下的市場環境構建具有韌性的高

質量投資組合。Citi Global Wealth Investments已經在2022年的戰術資產配置中做出了重要調整，其中包括超配自然資源和石油服務股票。

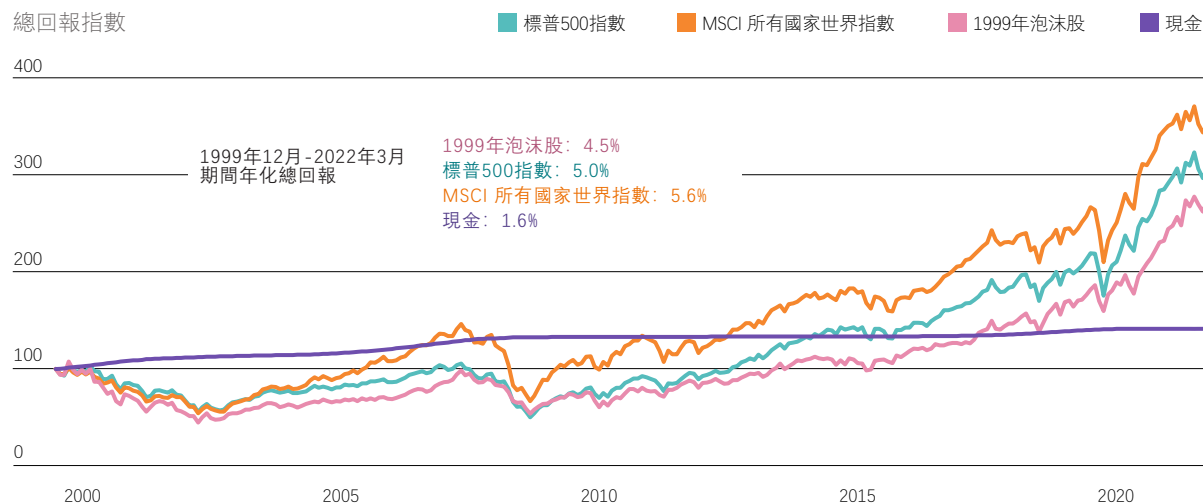
在商品短缺和供應衝擊的情況下，我們認為這些資產或將有助於增強投資組合——另請參閱[克服供應短缺](#)。

再次重申，我們對多類優質資產充滿信心。股票方面，我們看好具有多重優質屬性的長期領軍企業——參閱《2022年度展望》之[現在應著眼於長期領軍企業](#)。長期領軍企業包括股息成長股——參閱[跑贏現金竊取者！](#)以及與我們的「不可阻擋的趨勢」相關的很多個股——參閱數字化和亞洲崛起。

我們還建議重點關注高品質債券。2022年，債券收益率大幅上升，我們認為該資產類別還有更大的潛力——參閱[跑贏現金竊取者！債券歸來](#)。

請即刻與您的客戶關係團隊聯繫，索取您的專屬「展望檢視清單」。我們將會分析比對您的投資組合與建議配置方案的差距，然後與您共同探討如何對標調整。

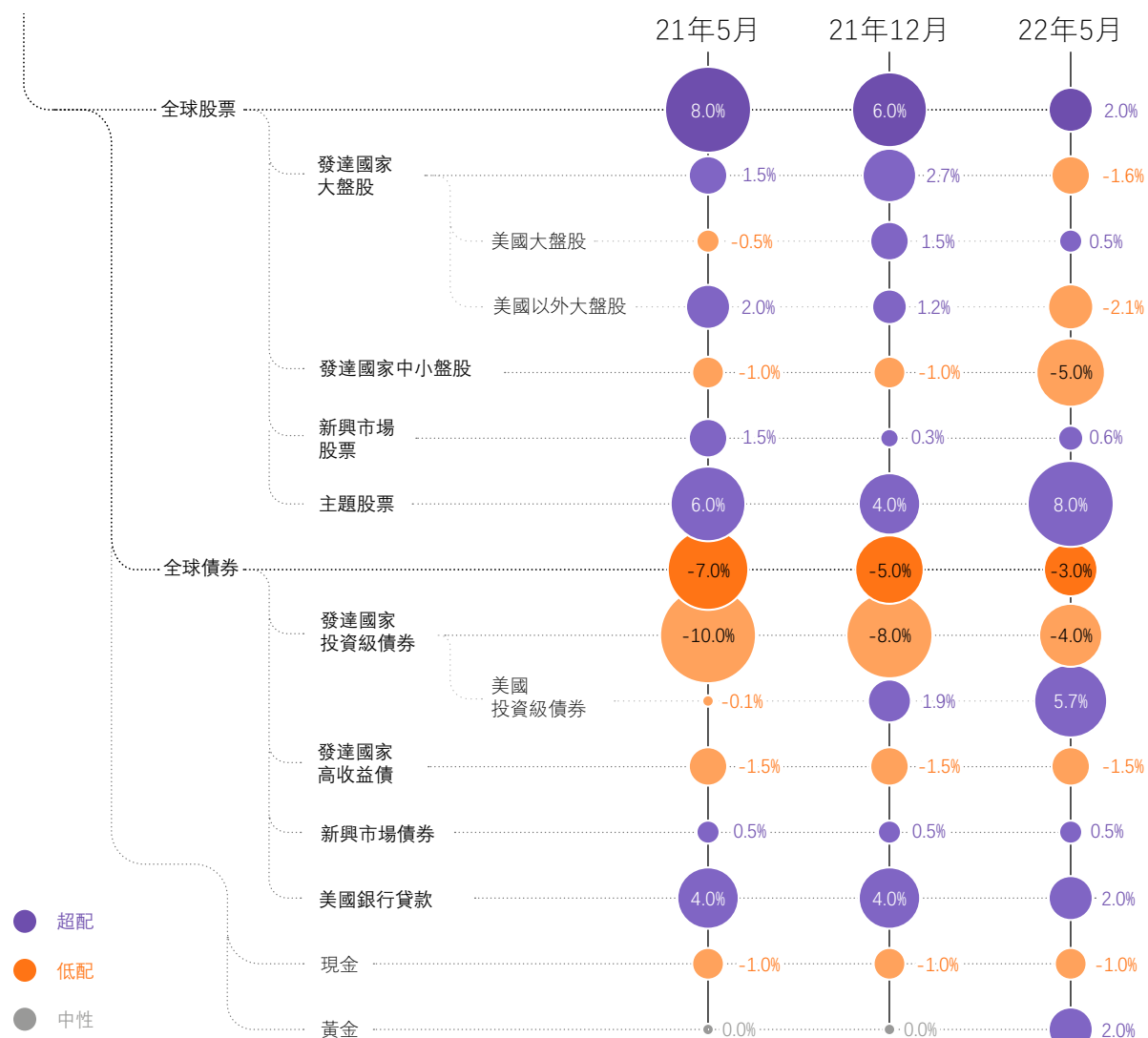
圖14. 在泡沫峰值買入大型科技股并一直持有仍比持有現金的回報高



圖表所示為1999年底至2022年3月期間「科技泡沫股票」、標普500指數、MSCI 所有國家世界指數和現金的總回報。過往業績并非未來回報的保證。實際結果可能發生變化。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資指數。所示數據僅作說明之用。定義見「術語表」。

Malcolm Spittler和Joseph Fiorica
對本文有貢獻

我們的資產配置



花旗私人銀行首席投資策略師辦公室，截至2022年5月23日數據。

投資機會

全球製藥企業

全球自然資源和石油服務企業

優質債券，如：適合相應投資者的各種期限的美國市政債券和適用於管控風險的長期美國國債

長期領軍企業

网络安全主題股票，如：雲計算和物聯網的防護

金融科技企業，特別是支付服務企業

針對數字化的風投、成長股及多空對沖基金策略

受益於中美兩強格局和亞洲崛起的行業

中國經濟重開和中國科技相關股票

利用賣出任意持倉的機會建立可持續能源投資長期敞口

時代在變，投資組合也要順勢而變。 您準備好了嗎？

2022年，增長放緩、通脹飆升和地緣政治緊張局勢衝擊了全球市場。

在如今的不確定性環境中，許多投資者還在持有去年的配置，或者坐擁過多現金。

《2022年中展望》對未來的經濟形勢進行了研判，並回答了投資者問得最多的問題：「我現在應該怎麼做？」

那麼接下來請聯繫我們，索取您的專屬「展望檢視清單」，參照我們為您量身打造的配置方案，檢視您的投資組合。

今年年初，超過5000位花旗全球財富客戶邁出了這關鍵的一步，諮詢花旗明智投資方法。我們將向您展示如何在2022年下半年及未來更長時間裏，構建有韌性的高質量投資組合。

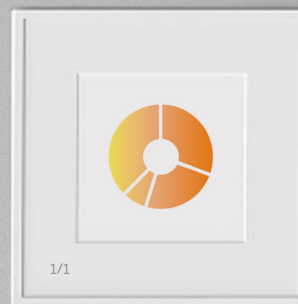
我們可為私人銀行客戶提供專屬分析，具體包括：

全面查看您在花旗及其他地方持有的全部投資；

助您在實際負利率環境下發現創造收益的方法；

確定您的投資組合的環境、社會和治理影響；

請即刻聯繫您的客戶關係團隊獲取您的專屬分析。



2 投資主題更新

目錄

- 2.1 跑贏現金竊取者！ 持有過量現金的風險
- 2.2 跑贏現金竊取者！ 債券歸來
- 2.3 跑贏現金竊取者！ 另闢蹊徑創造收益
- 2.4 利用不可阻擋的趨勢力量
- 2.5 亞洲崛起： 中美兩極分化加速
- 2.6 網絡安全： 捍衛數據和投資組合
- 2.7 金融科技革命任重道遠
- 2.8 數字化世界的另類投資
- 2.9 綠化世界乃當務之急
- 2.10 克服供應短缺

2.1

跑贏現金竊取者！ 持有過量現金的風險

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投資策略師兼首席經濟學家

實際利率為負仍是現金購買力面臨的一個明確切實的威脅。我們認為，尋求現金收益的策略有助於抵禦這一威脅。

- 面對當前的不確定性，許多投資者都會持有過量的現金。
- 雖然我們預計通脹將放緩，利率將在今年見頂，但來自「現金竊賊」的威脅將持續存在。
- 隨著利率的上升，我們再次看到各類優質債券所帶來的潛在收益機會。
- 我們青睞股息穩定增長的股票和大宗商品生產商類公司的股票，而對於合格的投資者，則可考慮某些特定的資本市場和另類投資策略。



2022年前幾個月可謂是股票和債券的艱難時期。MSCI所有國家全球指數曾一度下跌達18%，一些美國長期政府債券經歷了幾十年來最差的走勢。投資者最迫切的擔憂之一是貨幣政策的收緊。美國債券市場目前在定價上反映了後續兩年可能會出現美國史上最大的加息幅度——**見圖1**。

Citi Global Wealth Investments對美聯儲是否會推行如此大幅度的收緊政策持懷疑態度。我們預計利率將在2022年某個時間見頂。而且，即使美聯儲確實如其所言收緊貨幣政策，根據以往經驗，僅僅六個月左右，美聯儲就會再次降息。面對所有不確定性，許多投資者都在問同樣的問題：「現在難道不是持有現金的好時機嗎？」

儘管利率有所上升，但現金持有者的處境與以前大致相同。經通脹調整後，大多數主要經濟體的利率仍為負值。近期，美國消費者價格通脹達到8.5%，比大多數短期和長期利率高出幾個百分點。雖然如此之高的數據可能不會持續，但利率低於通脹率可能是未來一段時間的現實情況。

這將對現金持有者造成巨大的負面影響。我們將通脹蠶食現金的過程比作「現金竊賊」，現金購買力會逐年變弱——參閱《2022年展望》中的[跑贏現金竊賊者](#)章節。因此我們提醒投資者，坐擁大量現金非但不能保證安全，隨著時間的推移，還會讓購買力大幅下降。

抵禦現金竊賊

我們認為，投資者需要採取行動對抗「現金竊賊」。我們偏好的方法是，將現金投入到可能為投資組合帶來實際正收入的資產中。

近年來，許多債券的超低收益率使得其收益能力

圖1. 美國債券投資者預測美聯儲或將出臺創紀錄的緊縮政策



圖表所示為2年期美國國債收益率減去聯邦基金利率。資料來源：Haver Analytics與彭博社，截至2022年4月19日。過往業績并非未來回報的保證。實際結果可能發生變化。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資指數。所示數據僅作說明之用。

和現金一樣疲弱。然而，經過2022年初幾個月的洗禮，情況似乎發生了很大改變。如果您一直在等待債券收益率上升，那麼我們認為時機已到——參閱[跑贏現金竊賊者！債券歸來](#)。

我們還傾向於將股息增長股作為核心配置，這些公司在經濟周期各個階段均能一直提高分紅。這些更高質量、更具防禦性的股票在2022年上半年的波動中表現出色。回顧歷史，我們不難看到股息增長股以較低的長期波動性跑贏了大盤。大宗商品生產公司的股票也頗具吸引力。

對合格且合適的投資者而言，某些資本市場策略也或許可行，這些策略試圖從較高的股票市場波動中獲取收益。同樣，各種私募市場策略也可能有助於減輕通脹的影響——參閱[另闢蹊徑創造收益](#)。

尋求實際正收入有助於捍衛您財富的購買力。我們

認為，現在是時候通過投資組合進行充分投資，並擊退「現金竊賊」了。

2.2

跑贏現金竊取者！ 債券歸來

BRUCE HARRIS
全球固定收益策略主管

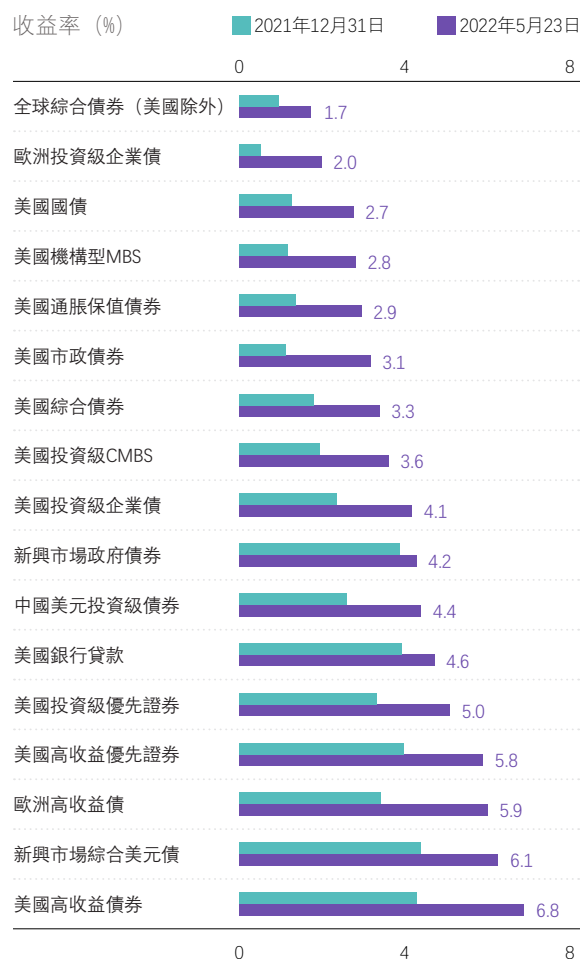
KRIS XIPPOLITOS
花旗投資管理全球固定收益投資組合策略師

2022年債券資產的艱難開局推高了該資產類別的收益率，但我們認為這創造了潛在獲取現金收益的機會。

- 貨幣緊縮全面推高了債券類產品的收益率。
- 雖然這對現有投資者來說是痛苦的，但我們認為這種勢頭進一步為賺取現金收益和提高投資組合多元性創造了可能性。
- 我們認為利率可能在2022年見頂。
- 潛在機會包括美國投資級債券、高收益債券、優先證券、新興市場美元債券。



圖1. 2022年初各類債券收益率飆升



資料來源：彭博，截至2022年5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。

2022年初對於投資於固定收益的投資者而言十分不利。該資產類別經歷了史上最差綜合回報期，截至2022年5月23日，彭博美國綜合債券指數年初至今下跌9.5%。

貨幣政策是回報大幅下降的主要原因。1月初，美聯儲突然調整政策方向，不再實行原本的適度和有控制的緊縮計劃。相反，美聯儲釋出信號表明將實施一種更為激進（近乎急功近利式）的方法，以應對其發現的持續高通脹風險。

鑒於年初至今通脹數據居高不下，再加上俄烏衝突帶來的「大宗商品價格衝擊」，美聯儲認為不得不繼續上調利率。而這是在3月份首次加息25個基點以及5月份再次加息50個基點以外的加息舉措。期貨市場目前定價所反映的預測是2022年將再有近8次25個基點的加息，且2023年還將再進行幾次加息。美聯儲還宣布，從6月份開始，它將開始將其資產負債表規模縮減近9萬億美元，到夏季結束時，上限為每月縮表950億美元，這一過程被稱為「量化緊縮」(QT)。

貨幣緊縮預期板上釘釘，短期美國國債收益率立刻應聲上漲。受此類收益率上升的帶動，全球範圍內的長期美國國債收益率和信貸收益率也同樣水漲船高。短短四個月，「准現金」工具的價格上漲了近200個基點，這一創紀錄的變動在每個固定收益類別中都引起了反響——見圖1。

我們的觀點是，美國國債收益率現在已經消化了大部分美國緊縮預期。我們認為，隨著美國GDP增速迅速放緩，利率有可能在今年見頂。這或將導致通脹數據下降，或使美聯儲緩和其鷹派立場。

對投資者而言，收益率上漲可能會形成具有吸引力的買入位。我們認為，鑒於某些固定收益類資產的收益率較高，因此目前能夠抵禦通脹上行的影響。

此外，這類資產還有助於減輕多元化投資組合中的股票風險。從歷史數據看，長期美國國債是少數在股市大幅回調期間與股票呈現負相關的資產之一——見圖2。不過，我們要在強調應甄選投資產品。無論是歐洲和日本的長期政府證券，還是風險信貸，歷史上都沒有相同的對沖屬性。這是由於這些地區的央行進行了更積極的干預，也因為風險信貸回報往往會跟蹤股票回報。

那麼在我們看來，最適合幫助抵消通脹的固定收益資產有哪些？

圖2. 債券在美股回調幅度20%以上期間的總回報

回撤日期	01年 3月	08年 7月	20年 3月	均值
天數	251	197	17	155
美國國債	12.4	7.6	4.3	8.1
短期美國國債	9.1	5.1	1.5	5.2
中期美國國債	12.6	8.4	31.1	8.1
長期美國國債	14.8	9.4	10.7	11.7
美國投資級企業債	12.4	2.2	4.0	3.5
短期美國投資級企業債	9.9	3.9	0.7	4.4
中期美國投資級企業債	12.4	3.2	2.4	4.4
長期美國投資級企業債	13.2	0.4	7.0	2.2
美國高收益企業債	7.6	4.4	10.8	7.6

圖表所示為在過去三次美股熊市（下跌超20%）中，彭博指數所代表的某些債券資產類別的總回報。資料來源：彭博社，2022年5月16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。定義見「術語表」。

投資級債券

截至5月23日，彭博美國企業債券指數所代表的投資級債券收益率已升高於美國國債收益率147個基點。這一利差遠高於1月5日91個基點的年初至今低點。

利差迅速擴大可能是俄烏衝突和美國經濟走勢的不確定性造成的。收益率上升肯定會受到新投資者的歡迎，因為除了美國國債收益率上升之外，目前整體利差水平幾乎是2005年76個基點這一幾十年低點的兩倍——見圖3。如果避險情緒未進一步增強，利差進一步擴大的幅度可能有限。

圖3. 美國投資級債券利差再次走闊



圖表所示為美國投資級債券收益率與相同久期的美國國債收益率的利差。資料來源：彭博社，2022年3月16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。定義見「術語表」。

我們繼續建議利用中期投資級債券尋求收益，以抵消通脹影響，並在股市下跌時發揮潛在的對沖作用。

美國市政債券

美國市政債券是指由州、市和其他政府實體為公共項目融資所發行的債券，似乎對可以利用稅優待遇的投資者很有吸引力。

美國市政債券收益率/美國國債收益率比率（M/T比率）將相同到期日的AAA級市政債券收益率與美國國債收益率進行比較。目前，按照過去的標準衡量，在所有到期日，美國市政債券的估值都優於美國國債。截至5月23日，5年期M/T比率為89%，遠高於1月3日的45%。10年期M/T比率從70%左右上升到100%。大多數其他M/T比率接近其5年歷史高點的前四分位數。

這一比率的值由可以獲得的高稅收等值收益率表示——見圖4和圖5。此外，大多數美國市政債券的信用評級相當穩健。由於稅收收入非常強勁，作為最大市政債券發行人的美國各州的經濟指標正在改善。

圖4. 市政債收益率比率——按期限劃分

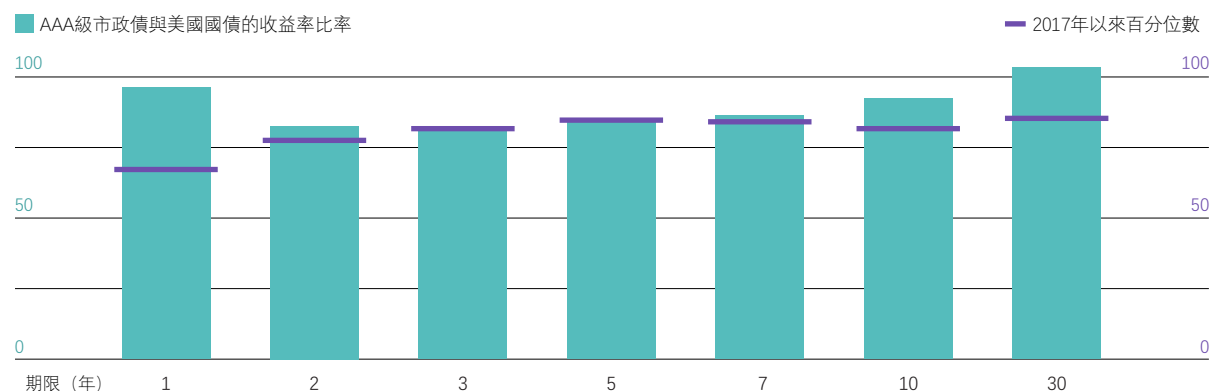
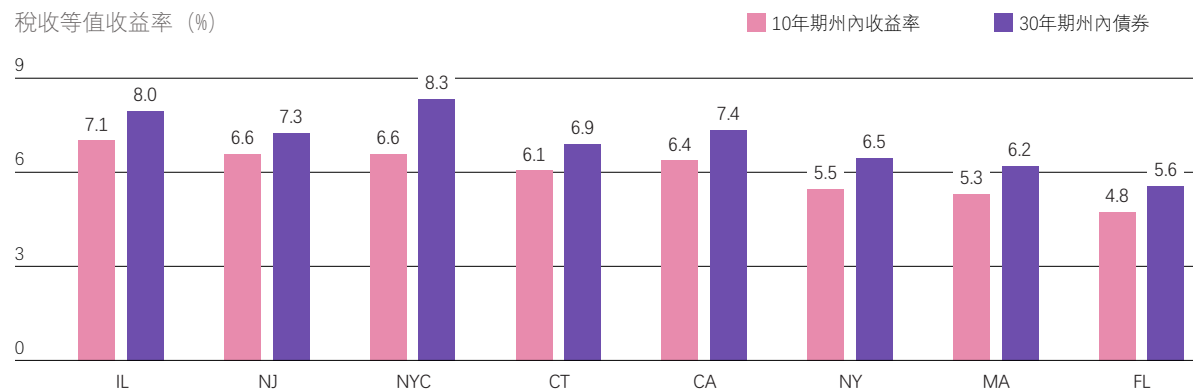


圖5. 美國部分州的稅收等值收益率



圖表4所示為美國市政債與美國國債的收益率比率，以及收益率比率當前的百分位數與2017年的對比。圖表5對美國各州10年期和30年期稅收等值收益率進行了對比。稅收等值收益率經聯邦和《平價醫療法案》的最高稅率（40.8%）以及各州收益率的州所得稅率調整。資料來源：彭博社，2022年5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。定義見「術語表」。

美國高收益債券

投資級債券的收益率和利差可能會接近過去的平均水平。相比之下，高收益債券的利差現在超過了疫情前5年約440個基點的平均水平。截至5月23日，利差為475個基點——見圖6。如果對於美國經濟的擔憂加劇，高收益債券利差可能進一步走闊。

自疫情以來，高收益債券的信用指標總體上有所改善，因為產品價格上漲創造了一種「意外收入」，使許多公司能夠迅速償還債務。能源行業尤其如此，該行業約佔高收益債券板塊的13%。

此外，許多公司的資產都有所升值，比如擁有房地產的零售商。其他一些公司的固定資產重置成本由於通貨膨脹而增加，比如汽車生產商。這也改善了資產負債率指標。

但由於美聯儲加息，企業融資成本將增加。由於高收益債券發行公司通常比投資級債券發行公司的杠杆率更高，隨著時間的推移，利率上升將消耗更多的自由現金流。如果經濟放緩，這類發行人的頂線營收也可能下降。儘管如此，我們認為，在合適的投資者投資組合中，評級較高的精選高收益債券或貸款或可佔據一席之地。

圖6. 如果經濟擔憂加劇，高收益債利差可能進一步走闊



圖表所示為彭博美國企業高收益債券指數和相同久期的美國國債收益率的利差。資料來源：彭博社，2022年5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。定義見「術語表」。

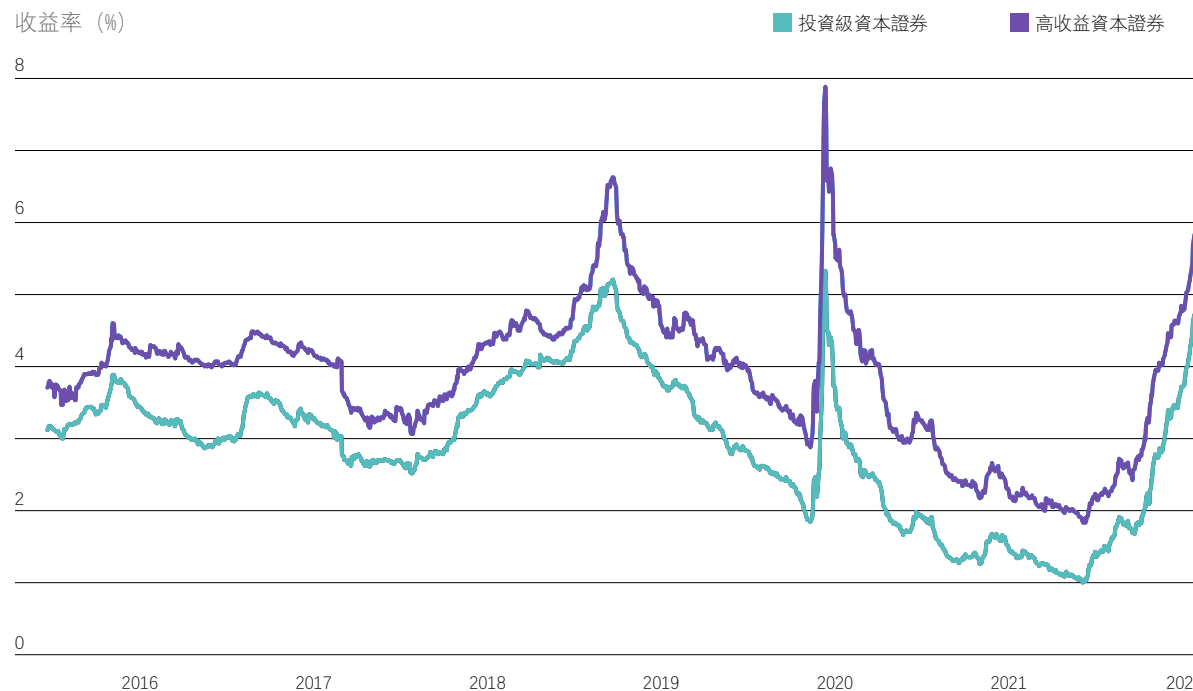
美國優先證券

優先證券和其他「應急資本」證券位於發行人資本結構的底部，低於無擔保債券，略高於股票。這些證券的利率一般是「固定轉浮動」。這意味著這些證券在某一段時期提供固定利率，通常為5年。此後，它們通常轉換為浮動利率附加信貸利差。在固定利率期結束時，大多數證券都是可贖回的，也就是說，發行人可以返還投資者的本金，並停止支付利息。

大多數優先證券都是「永久」的，因此除非被贖回，否則它們永遠不會到期。相比之下，一些證券在發行30年至50年後到期。鑒於它們在相對較短的固定利率期後轉換為浮動利率，因此儘管它們的到期日較長，但它們的久期很低。傳統觀點認為，如果利率上升，大多數發行人通常會選擇在固定利率期結束時贖回證券，但他們並非必須這麼做。

與其他固定收益資產類似，2022年優先證券的價格大幅下跌。對於那些想要短期（少於4年）固定收益敞口，並可以接受信貸風險和優先結構的「延期風險」的投資者而言，目前的收益率水平（截至5月23日，投資級優先證券為5.76%，高收益優先證券為6.54%）可能會引起他們對這些證券的興趣——見圖7。對美國納稅人而言，某些優先證券的股息收入也可能獲得稅優待遇。根據發行人的不同，這可以轉化為6%至7%或更高的稅收等值收益率。

圖7. 美國優先證券收益率上升



圖表所示為ICE美銀投資級機構資本證券指數和ICE美銀高收益機構資本證券指數的收益率。資料來源：彭博社，2022年4月30日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，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。定義見「術語表」。

新興市場美元債

新興市場美元債是一個非常寬泛的類別。它包括投資級和高收益債券，以及兩個評級類別的主權和公司發行人。它們受到國家、區域和行業板塊考量因素的影響。也可能出現「特殊」的事態發展，對某一板塊或國家的美元計價債券的估值產生重大影響，例如涉及俄烏衝突或地理位置靠近俄烏衝突的發債國最近發生的情況。

總體而言，截至5月23日，新興市場利差為364個基點，接近多年頂部（不包括新冠疫情時期）——見圖8。隨著俄羅斯從該指數中剔除，收益率低於幾周之前。然而，考慮到評級、行業和地域多元化的綜合因素，這可能是目前固定收益中最有價值的資產之一。

新興市場國家和企業債券目前的一個考慮因素是，美國國債利率走高可能導致美元走強，進而可能導致國際收支問題，因為進口產品價格更加昂貴。但在許多新興市場地區和國家，本幣兌美元堅挺，因為其中許多國家是大宗商品出口國，預計將受益於以美元計價的大宗商品價格上漲。

圖8. 新興市場美元債利差走闊



圖表所示為彭博新興市場硬通貨綜合指數收益率與相同久期的美國國債的利差。彭博社，2022年5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。定義見「術語表」。

「我現在應該怎麼做？」

到目前為止，2022年固定收益資產波動的速度和幅度令人驚訝。但許多投資組合反映的仍然是去年底較低的收益率環境。當時，更多的債券意味著難以抵禦通脹風險。我們認為，投資者現在應該重新審視其固定收益配置，因為目前此類產品的收益率較高。

戰術上，我們全球投委會超配中期美債和投資級債券，略超配長期美債，低配歐洲和日本政府證券，對高收益債券為中性持倉，超配新興市場。

展望未來，隨著美聯儲收緊政策的行動變得更加明確，我們預計將增持更長期的久期。一旦緊縮的影響被經濟吸收，我們可能會擴大信貸風險敞口。

不過如果我們低估收益率可能增加的幅度，我們當前的固定收益資產配置可能創收不足。但我們仍認為利率將在2022年見頂。

雖然通脹仍在持續，但現在固定收益中有更多的可能性來幫助保護您的投資組合免受通脹蠶食。



2.3

另闢蹊徑創造收益

DANIEL O'DONNELL

另類投資全球主管

MICHAEL STEIN

對沖基金研究和管理全球主管

MICHAEL YANNELL

對沖基金研究主管

STEFAN BACKHUS

私募股權美國主管

固定收益資產拋售潮過後，我們看到各種替代策略也有助於合適投資者尋求收益以減少通脹對投資組合的影響。

- 多種另類固定收益子資產類別的收益率仍高於傳統核心板塊。
- 有靈活授權的另類投資策略或可幫助投資者從固定收益類資產的業績分化中獲利。
- 直接向財務狀況良好的科技企業提供貸款，有望帶來當期收益和實現資本增值。
- 當基本收益能够抵消可能上升的融資成本，私人房地產或可對沖通脹。



2022年初對固定收益資產大範圍、無差別的拋售也創造了通過另類投資策略進行其他投資的潛在機會，包括投資於公開市場和私募市場的收益目標型資產。資深經理人可幫助投資者認真甄選證券並把握各類子資產的輪動機會。我們還青睞通脹掛鉤債券等具有防通脹作用的投資，以及精選的房地產投資機會，這些投資能够在產生收益的同時使投資組合免受通脹風險的影響。

收益目標型投資機會

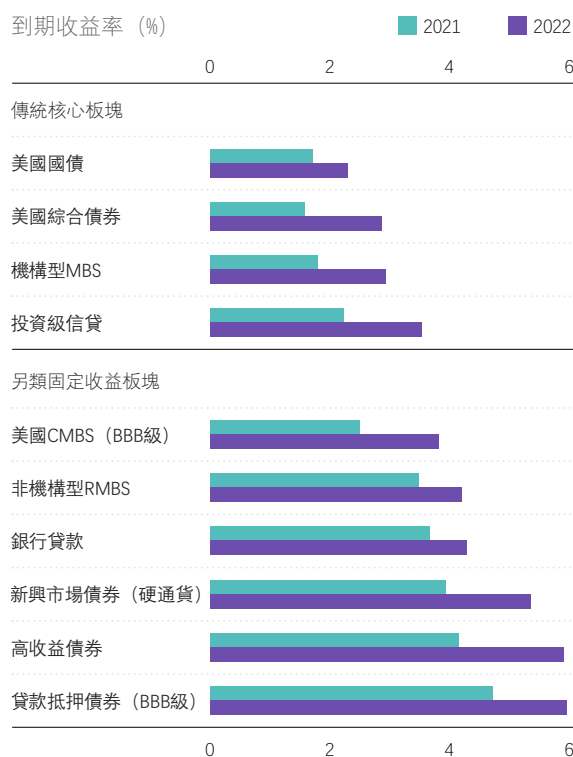
2022年初信貸市場一直在波動。儘管如此，固定收益市場上專業性較強領域的相關溢價依然強勁。事實上，許多固定收益細分板塊的收益率都出現了大幅上升，同時逾期和違約率一直維持在較低水平。

另類固定收益市場平均收益率按年同比增長1.2%，顯著高於傳統核心板塊——見圖1。這一漲幅或可為尋求增加投資組合收益的合格投資者創造有吸引力的買入時點。

固定收益細分領域可能會出現嚴重的業績分化，其相對業績取決於多種宏觀經濟因素的影響。我們認為，當前的環境對善於利用暫時性市場錯配的另類固定收益資產經理人有利，他們可以憑藉市場專長和靈活投資授權將敞口轉向更為有利的板塊。在2022年前3個月，表現最好和最差的另類固定收益之間的利差超過了過去4年乃至過去10年的大部分年份的水平。

隨著市場消化美聯儲不斷變化的政策，我們預計市場將持續波動，這也將為採取靈活投資策略的經理人創造更多機會。

圖1.
固定收益類資產各細分板塊的收益率



資料來源：彭博社、摩根大通、FRED、Cliffwater、NYMT、EARN、ACRE、ARI，截至2022年3月31日。指數並非管理之結果。投資者不能直接投資於指數。指數僅作說明之用，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。

通過直接貸款策略創造可觀收益

雖然最近科技行業波動很大，但我們認為，科技行業的長期趨勢良好。向科技企業直接提供高級有擔保浮息貸款或可帶來有吸引力的當期收益，同時也有望從此類企業的結構性債務和股權證券中實現資本增值。投資者可以對發展成熟的高增長科技企業進行差異化配置。

此類直接貸款的優勢包括貸款價值比較低且與其他資產類別的相關性較低，因而有助於降低風險。此外，只要基礎持倉以浮息債為主，投資者還可能從利率上漲中獲益。

防通脹型投資：為何配置通脹掛鉤債券很重要？

我們認為，傳統債券和通脹掛鉤債券在多元化的投資組合中有著重要作用。當經濟增長放緩，股票面臨重重挑戰時尤其如此。當通脹超出預期，股票和一般的債券往往會受到衝擊，這時通脹掛鉤證券可能會起到緩和通脹壓力的作用。

在過去12個月裏，隨著全球通脹升溫，全球通脹掛鉤債券的表現超過了傳統債券——見圖2。如果

長期通脹繼續超出當前預期，通脹掛鉤債券可能會進一步跑贏傳統債券。作為另類策略的核心構成要素，通脹掛鉤債券可以提供更均衡的資產配置。

通脹下的房地產投資

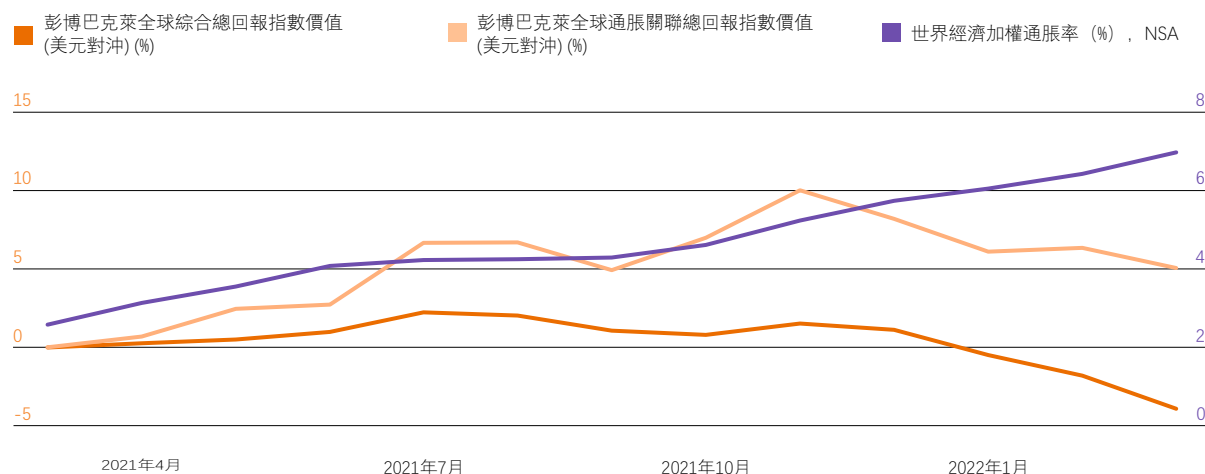
我們認為，在通脹環境下，投資房地產及其他有形資產對投資組合有利。投資者可以考慮能帶來穩定收益的房地產以及我們看好的細分類別，如多戶住宅和工業地產。

私人房地產具有對沖通脹的潛力。特定細分類別和市場可帶來基本收入增長，用以補償利率上升造成的潛在融資成本增加。此外，美國房地產資本化率和10年期美國國債收益率之間的利差與歷史平均水平持平（截至2022年3月31日約289個基點）¹。如果利差低於歷史平均水平，可能意味著資本化率或將上升，而當前的利差水平意味著有望通過縮小利差來抵消債務成本。

「我現在應該怎麼做？」

我們認為，合適的投資者可以通過另類策略尋求潛在收益、分散配置和對沖通脹。您的專屬客戶關係團隊隨時恭候您的垂詢，我們將根據您目前的資本配置情況和風險承受能力，探討適合您投資組合的投資策略。

圖2. 通脹掛鉤投資表現优异



資料來源：彭博社。2021年3月31日至2022年3月31日數據。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資于指數。指數僅作說明之用，并不代表任何特定投資的表現。過往表現并非未來業績的保證。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。

¹ Real Capital Analytics，截至2022年一季度數據

2.4

利用不可阻擋的趨勢力量

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投資策略師兼首席經濟學家

不可阻擋的趨勢繼續重塑世界。我們認為有充分理由利用這些趨勢的力量調整投資組合敞口。

- 不可阻擋的趨勢是延續多年並改變商業模式和日常生活的有力趨勢。
- 這些顛覆性力量對於您的財富而言，既是機遇又是風險。
- 考慮到2022年發生的重要變化，我們在年中展望中更新了我們對於「亞洲崛起」、「向可持續發展轉型」以及「數字革命」主題下的兩個領域的看法。
- 我們還重申了對其他不可阻擋的趨勢的正面看法，如老齡化社會的醫療保健需求。



在當前這樣的動蕩時期，新聞頭條主導了投資者的想法。戰爭、封城、異常的經濟數據、利率波動，這些新聞每天都在影響著市場。然而，隨著時間的推移，這些事件已遠遠不是影響投資回報的唯一因素，甚至也不是最重要的因素。那麼，什麼才是最重要的影響因素？

不可阻擋的趨勢是未來多年內推動世界變革的主要力量，包括科技進步、人口變化和行為變化等。這些趨勢可能看起來進展很慢，但其速度和影響力往往會隨著時間的推移而增加。最終，這些趨勢會影響到各行各業和每一個投資組合。

當然，當前的事件，亦或是不可阻擋的趨勢，都不是獨立發生的。2022年，地緣政治變化加強了近年來我們一直強調的趨勢。因此，我們在此將向您分享我們的最新想法，同時我們也會再次強調其他不可阻擋的趨勢（如人類壽命延長和超級互聯）仍將繼續發揮作用。

亞洲崛起：中美兩極分化加速

隨著亞洲城鎮化的推進、中產階層的壯大和本土技術的進步，全球經濟力量繼續從西方向東方轉移。俄烏衝突進一步加劇了中美兩個大國之間的較量。我們認為，這種局勢將繼續創造回報和提供分散資產風險的機會。

綠化世界

公眾的大力關注、日益趨嚴的立法和不斷進步的科技，正在促使世界各國採用替代能源。2022年能源價格飆升凸顯了依賴化石燃料的經濟風險。我們要特別強調，雖然化石燃料資產逆勢復興，但「綠化世界」這一趨勢對地球、經濟活動和投資組合具有長期重要意義——參閱[克服供應短缺](#)。

數字化

數字化創新引發了產業變革，徹底改變了消費者的生活，革新了企業長期以來的經營方式。我們認為「網絡安全」和「支付」對當今的企業至關重要，這些領域可能會經歷更強勁、更穩定的增長。

「我現在應該怎麼做？」

在下面的章節中，我們將分享對這些不可阻擋的趨勢的最新看法。歡迎您在閱讀完這些內容後向我們索取您的專屬「年中展望檢視清單」報告。該報告會將您當前的投資組合敞口與我們的推薦主題進行分析比對，然後我們可以與您探討具體策略，幫助您優化配置，並了解如何利用不可阻擋的趨勢力量。



2.5

亞洲崛起： 中美兩極分化加速

DAVID BAILIN - Citi Global Wealth Investments 首席投資官兼主管

劉利剛 - 亞太區經濟分析主管

彭程 - 亞太區投資策略主管

俄烏戰爭進一步突顯了中美兩國之間的深刻分歧。我們認為，雙方不斷升級的戰略較量將創造潛在的投資機會。

- 儘管措辭強硬，但我們認為，在2022年剩餘時間裏，中美關係將保持穩定。
- 在亞洲崛起的大背景下，中美兩強日益激烈的競爭可能會使東南亞經濟和市場受益。
- 如果中國經濟在2022年晚些時候復甦，低迷的中國金融市場可能會出現反彈。
- 我們最青睞與經濟重開、綠色能源和科技密切相關的領域。
- 東南亞方面，我們看好與旅遊業、自然資源和產業鏈遷出中國的相關投資。



2022年，中國和美國兩個世界經濟超級大國之間的緊張局勢升級。俄烏戰爭更加凸顯了中美兩國在地緣政治和意識形態方面的對立。在雙方言辭激烈交鋒和相互威脅制裁之際，中國國家主席習近平表示，各國在如何看待俄烏衝突問題上的僵局對世界和平造成的傷害，可能比這場戰爭本身更大。

中美在烏克蘭問題上的分歧只是兩國關係的最新情況。中國正尋求成為亞洲及其他地區的主導力量。這種對美國霸權挑戰導致的對峙，我們稱之為「中美兩極分化」。這種較量正在許多領域展開，包括貿易、金融市場、科技、軍事能力和外交影響。

我們長期以來認為，這種較量將繼續加劇，因為中美雙方都試圖強化自己一方的利益，而阻礙另一方的利益——參閱《2019年中展望》中的[您的投資組合是否做好了應對中美兩強世界的準備？](#)章節。而且我們依舊認為，中美較量將會對全球經濟和投資者的投資組合產生重要影響。

中美短期內不會爆發衝突

當前中美兩國的言辭十分激烈。4月底，美國眾議院通過了「AXIS法案」，要求美國國務院向國會提供有關中國在烏克蘭問題上支持俄羅斯的最新情況。而作為對美國試圖加強與東南亞國家關係的回應，中國警告美國不要挑起對抗。

儘管目前氛圍緊張，但我們預計中美關係在短期內將保持穩定，不會爆發衝突。我們認為，中國不會寧願遭受制裁也要繼續與俄羅斯進行貿易，至少在通脹平息下來之前不會。在供應衝擊和物價飛漲的

背景下，避免貿易關係進一步中斷對美國及其他國家來說至關重要。就中國一方來說，中國意識到其經濟利益同西方的聯繫比俄羅斯更緊密，因此可能會限制在俄烏衝突中對俄羅斯的援助。

同樣，我們也不認為中美關係近期會有重大改善。雙方有可能在各種問題上取得進展，包括降低關稅和放寬中國企業進入美國資本市場的條件。降低中國商品關稅對美國消費者和投資者而言都將是受歡迎之舉。然而，這也可能成為執政民主黨在11月選舉中的政治負擔。所以，雖然有共識要達成，但可能得等到2022年之後。

臺灣問題仍是中美之間的潛在引爆點。習近平主席曾表示，統一「一定要實現」，並表示不排除使用武力收回臺灣。然而，俄羅斯在烏克蘭遭遇的抵抗和大規模國際制裁，可能會讓中國停下來進行反思。

目前，中國正忙於應對新冠疫情、解決封控措施帶來的經濟困境以及著手準備即將召開的中國共產黨第20次全國代表大會。有鑒於此，中美近期內不可能就臺灣問題爆發任何衝突。

俄烏衝突最終將加快中美兩極分化。然而，我們也相信，這種日益加劇的較量並不意味著中美之間的全面衝突不可避免。我們的基準情景不變，還是認為「中美以和平的方式進行戰略競爭」是最有可能發生的結果。

亞洲崛起的趨勢不變

「中美兩極分化」與我們所描述的「亞洲崛起」（不可阻擋的趨勢之一）密切相關。隨著亞洲地區城鎮化的推進，中產階級的壯大和本土技術的進步，全球經濟力量正從西方向東方轉移。作為亞洲地區最大的經濟體，中國是這一趨勢的中堅力量。

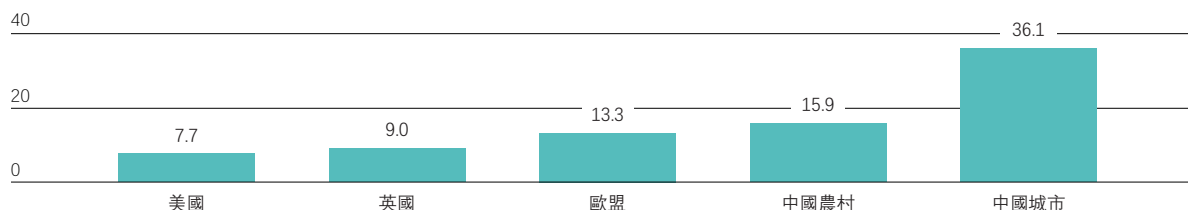
中國的目標是在未來幾十年靠內需拉動中國經濟增長，而不是靠迄今為止所依賴的外部需求。新冠疫情以及中國當局實施的嚴格封控措施阻礙了這一轉變。我們相信中國消費潛力巨大，但要想釋放這種潛力，需要經濟的進一步增長和艱難的政策改革。改革應主要從三個領域著手，雖然目前僅取得零星進展：

- 鞏固擴大全民醫保覆蓋，全面改革養老金制度，促使居民減少預防性儲蓄，增加消費——見圖1。
- 通過農村土地改革促進金融交易，提高農業生產力，使農村人口富裕起來，從而觸發更多消費。但我們看到在全國範圍內推廣當前試點項目的政治意願有限¹。
- 中國金融市場進一步對外開放，可能有助於帶來更多創新金融產品，釋放投資於房地產的大量財富，讓更多人在當前收入的基礎上超前消費。

在短期內，中國嚴厲的防疫措施可能導致2022年二季度經濟收縮。為了抵消這一影響，中國當局開啟了寬鬆模式，目前信貸擴張和財政刺激規模均已超過2020年的水平。我們認為，在2022年下半年，隨著封控措施的放鬆和更多刺激政策出臺，中國經濟可能迎來強勁復甦。這一前景可能推動中國股市出現反彈，目前中國股市估值處於較低水平——見圖2。

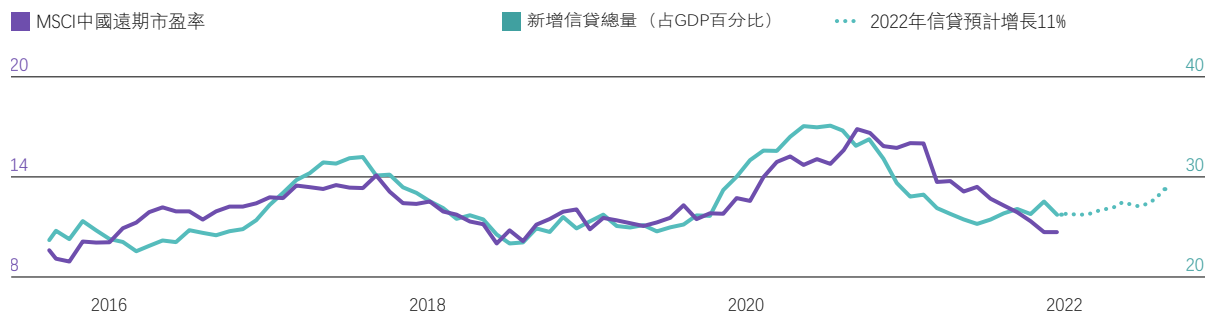
圖1. 高儲蓄率 = 潛在消費

家庭儲蓄率 (%)



圖表所示為家庭淨儲蓄占家庭淨可支配收入的百分比。資料來源：Haver Analytics，截至2021年5月。

圖2. 信貸擴張可能導致股票估值回升



資料來源：彭博社，截至2022年5月17日。過往表現并非未來業績的保證。實際結果可能會有所不同。指數并非管理之結果。投資者不能直接投資于指數。指數僅作說明之用。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。定義見“術語表”。



供應鏈向東南亞遷移

中國的嚴厲封控進一步印證了我們關於中美兩極分化的另一個預判。我們認為，中美兩極分化將使東南亞經濟體受益，隨著許多發達國家將供應鏈遷出中國，東南亞經濟體勢必會贏得更多商機。與此同時，我們看到東南亞與中國的貿易往來也在增加。

中國封控期間的工廠停工和交通限制，凸顯了嚴重依賴中國可能造成的供應鏈脆弱性，特別是當中國政策變得更加不可預測時。例如，一些領先科技企業和電動汽車製造商的零部件供應商正在將更多產能轉向東南亞和印度，以緩解與中國相關的風險。

與中國不同，東南亞正在擺脫疫情停工影響，經濟復甦進程良好。鑒於對旅遊業的依賴，隨著對外國游客限制的放鬆，東南亞服務業可能會進一步復甦。菲律賓和泰國是東南亞最早重新開放邊境的國家之一，其次是新加坡、越南、印度尼西亞和馬來西亞。雖然相比之前接近零的水平，游客數量有所反彈，但仍不足2019年水平的10%，表明有進一步反彈的潛力。

最後，印尼和馬來西亞等主要大宗商品出口國正受益於俄烏衝突導致的大宗商品價格上漲。印尼擁有世界上最大的鎳儲量（鎳是製造電動汽車電池的關鍵材料），目前正在吸引主要電池製造商在當地投資。

製造業出口相較疫情前水平激增了60%。同時，馬來西亞是亞洲的主要石油出口國，而新加坡是主要煉油國。

「我現在應該怎麼做？」

我們觀察到，全球投資者對亞洲的投資組合敞口往往太小，甚或沒有亞洲敞口。隨著世界經濟力量不斷從西方向東方轉移，我們認為這將成為一個代價越來越高昂的錯誤。我們同時認為，當下的市場環境可能為糾正這一錯誤提供了潛在機會。

鑒於中國股市估值低迷，我們認為今年有反彈潛力。我們最青睞與經濟重開、綠色能源及科技相關的領域。東南亞方面，我們看好與旅遊業、自然資源和產業鏈遷出中國相關的投資。亞洲的持續崛起是勢不可擋的趨勢。您的投資組合是否為此做好了調整？

2.6

網絡安全： 捍衛數據和投資組合

JOSEPH FIORICA
全球股票策略主管

地緣政治、經濟與市場動態印證了我們對2022年網絡安全投資的觀點。我們在此為您重新厘清投資組合所存在的潛在機會。

- 數字化的進程讓數據和網絡保護變得更加重要。
- 俄烏衝突凸顯出基礎設施和國家安全面臨的網絡威脅。
- 網絡攻擊可能會在未來幾年升級，加大網絡安全投資可能催生創新的防禦措施。
- 我們在雲、身份認證和數據安全專業公司中看到潛在投資機會。



數字技術正在改變我們周圍的世界。近年來數字技術的發展使我們於商業、消費和交流的效率大大提升。但我們認為，數字革命仍然有很長的路要走。

在未來幾年乃至更長的時間裏，我們預計數字化將革新和改善我們生活的諸多方面。自動駕駛汽車、全智能家居和廣泛的遠程手術只是我們設想的進展中的幾種例子。在網絡連接速度日益加快的支持下，這些技術的進步將使雲設施中存儲和分析的數據量大幅增加。

隨著我們日益依賴數字網絡和數據，對此二者的保護就變得越來越重要。網絡犯罪分子會更加躍躍欲試，企圖進行盜竊、勒索贖金和惡意破壞等不法行為。因此，複雜周密的網絡防禦對於保護我們的數據、財富、經濟活動和國家安全不可或缺。我們認為，持續不斷的需求會使網絡安全成為一個不可阻擋的趨勢。

網絡戰

衝突時期，各方都在努力搶佔上風，這往往會推動新技術迅猛發展。裝甲坦克在一戰中問世，二戰中則出現了噴氣發動機和雷達，911後的反制行動中應用了無人機，這些都是明顯的例子。俄烏衝突將促進網絡安全創新。

在這場衝突中，網絡戰與武器戰同時展開，各方都以網站和網絡為目標。微軟數字安全部門的一份報告顯示，2022年2月23日至4月8日期間發生了40次破壞性攻擊。其中超過40%的目標是關鍵基礎設施，包括核能、其他能源和通信，近三分之一的目標為烏克蘭政府。

我們認為，戰爭持續的時間越長，這種網絡攻擊升級的可能性就越大。網絡攻擊活動不僅能針對烏克蘭的目標，還可能針對支持烏克蘭的國家。報復行動也將隨之而來。這種網絡攻擊的形式會不斷地推陳出新，相應的防禦措施也是如此。

增加投資將成為網絡創新的重要驅動力。正如我們預計未來幾年軍備開支將增加一樣，我們認為，無論戰時還是和平時期，政府和民間組織增加對[先進網絡防禦措施](#)的投資至關重要。

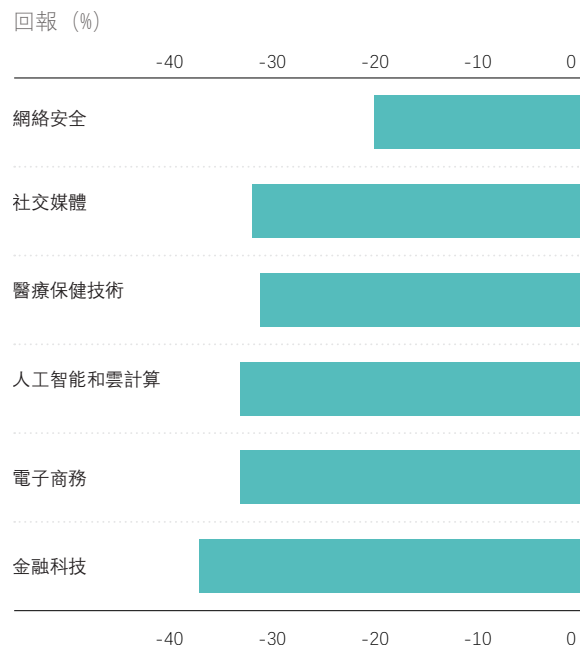
網絡安全板塊具有防禦屬性

在以科技股為主的納斯達克100指數跌入熊市之際，網絡安全板塊迄今為止下跌了19.9%。在科技股整體面臨挑戰的背景下，該板塊的表現優於其他大多數的成長股。

2月底俄烏衝突的爆發推動部分網絡股的復甦，因為投資者意識到網絡服務在衝突中的重要性。但是，5月初充滿挑戰性的第一季度財報季造成了企業軟件板塊的廣泛拋售，並導致網絡公司齊聲下跌。然而往前看，企業將在網絡安全方面保持高水平的支出。我們還預計，今年長期利率將見頂，這將有助於推動包括網絡安全在內的高質量成長股的全面復甦。

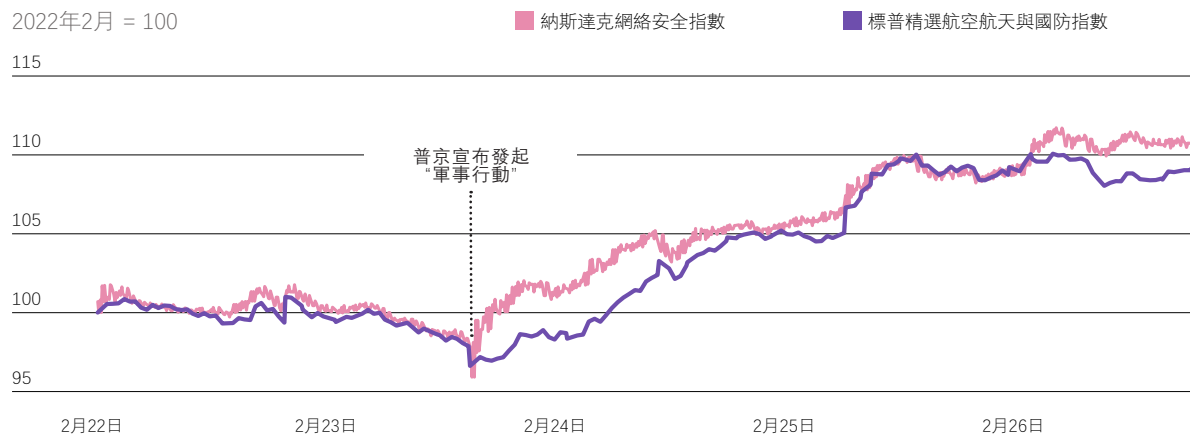


圖1. 網絡安全股跑贏其他科技股



圖表所示為2022年1月1日至5月31日期間各種數字化主題的表現。網絡安全以納斯達克網絡安全指數表示，醫療保健技術以ROBO全球醫療保健技術與創新指數表示，社交媒體以Solactive社交媒體指數表示，金融科技以Indxx全球金融科技主題指數表示，人工智能和雲計算以Indxx人工智能和大數據指數表示，電子商務以Solactive電子商務指數表示。資料來源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年6月1日數據。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能有所不同。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。

圖2. 傳統國防和網絡安全板塊在戰爭期間迎來反彈



資料來源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年4月29日數據。過往表現並非未來業績的保證。實際結果可能有所不同。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。

「我現在應該怎麼做？」

2022的地緣政治、經濟與市場動態印證了我們將網絡安全納入投資組合的觀點。

全球經濟放緩將使許多公司較難實現盈利增長。但我們認為，網絡安全支出是不可避免的項目，因其承受經濟壓力的能力較強。事實證明，近年來，該行業的盈利狀況比整體科技公司板塊更具防禦性。網絡安全股今年相對強勁的表現也說明了它們高質量增長和防禦性的特徵。

在網絡安全股票中，我們偏好雲、身份認證和數據安全領域的專業公司。隨著更多敏感數據轉移到集中的第三方服務器，這些公司的股票可能提供強勁

的增長。與此同時，一直專門從事物理服務器保護的領先防火牆供應商如果無法做出改變，去適應當今基於雲的生態系統，則將面臨困境。

面對當今世界狀況，網絡防禦亟待加強。同樣，我們認為網絡股可以幫助加強投資組合的防禦能力。

2.7

金融科技革命任重道遠

WIETSE NIJENHUIS

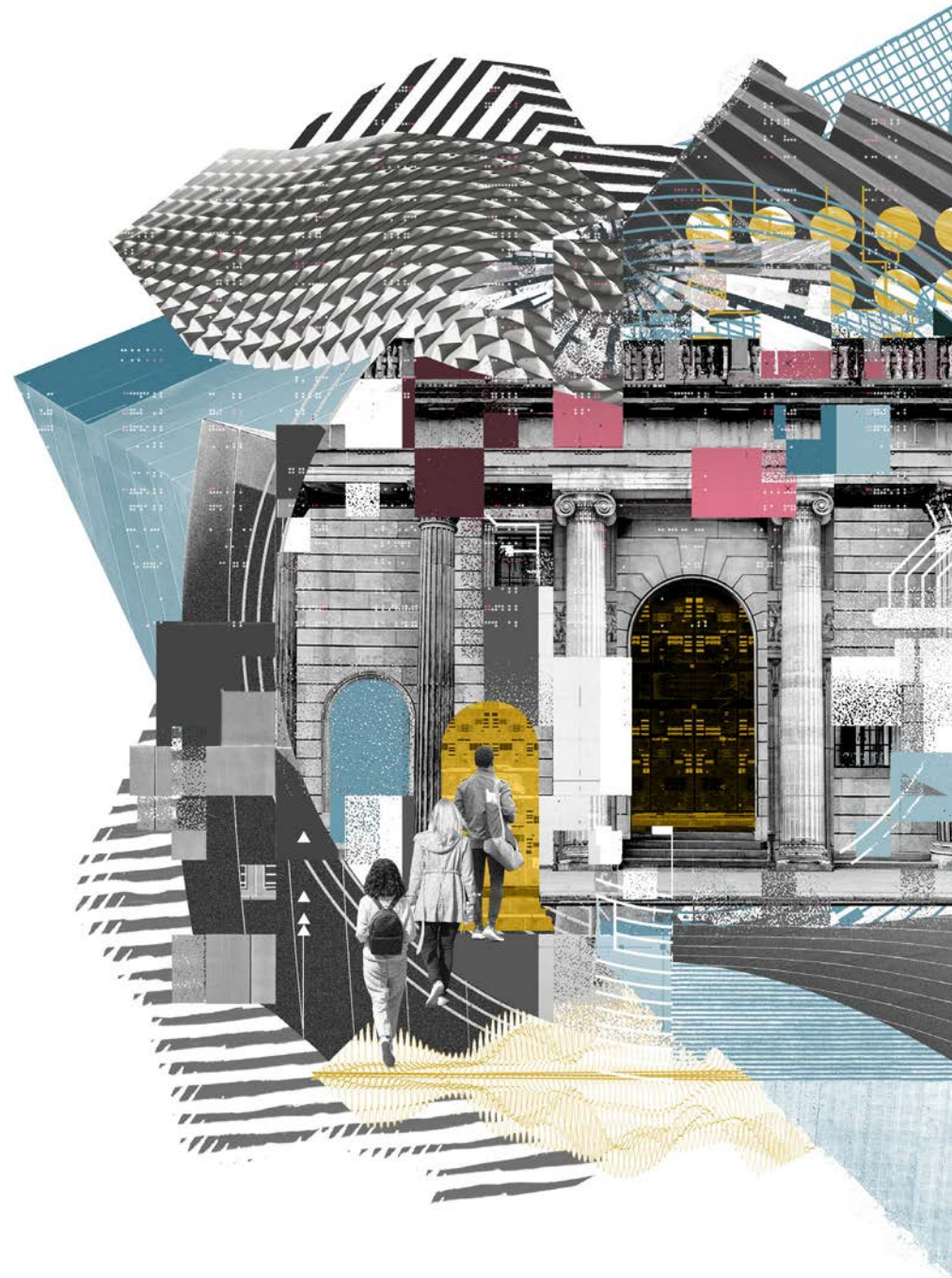
花旗投資管理股票投資組合高級經理

CHARLIE STUART

花旗投資管理股票研究分析師兼投資組合經理

雖然今年金融科技股走弱，但該板塊的長期前景依然穩健。我們認為投資者應當考慮對這一不可阻擋的趨勢進行增配。

- 利率上升衝擊了金融科技股及其他成長型投資。
- 消費者和企業繼續擁抱金融科技服務。
- 金融科技創新方興未艾。
- 我們尤其看好支付行業的投資潛力。



與其他許多成長型行業一樣，由於利率上升和地緣政治不確定性，金融科技股在2022年走勢艱難。年初至今，金融科技板塊下跌46%，而支付領域下跌32%——見圖1。

在我們看來，金融科技股目前股價已經計入十分疲弱的宏觀經濟前景。GDP增長放緩確實對金融科技公司造成了影響，這種影響主要體現在兩個方面。對金融科技服務提供商而言，企業在升級金融基礎設施方面的支出減少，降低了金融科技服務商擴張的可能性。而對支付提供商而言，影響其發展的主要因素是消費增長。這種影響涉及支付金額、交易量和新賬戶激活等多個方面。

雖然緊迫的宏觀經濟和地緣政治挑戰不太可能在短期內完全解決，但我們認為，金融科技的長期基本盤依然穩健。疫情加速了數字支付、線上財富管理和數字信貸本已強勁的勢頭，同時用戶信任度也進一步提升。

此外，創新發展勢頭保持良好。大量新資本正流向金融科技前沿企業。畢馬威的一份報告顯示¹，2021年全球金融科技投資額達到2100億美元，其中1150億美元來自風險投資。我們認為，金融科技投資勢頭良好，尤其利好金融科技數據分析、支付和賬戶、加密和供應鏈技術等領域。

¹ 《2020年上半年金融科技脈搏》，全球金融科技投資分析，畢馬威國際。

圖1. 金融科技和支付板塊近期受挫



圖表所示為2017年初至2022年5月期間Indxx全球金融科技主題指數和Prime移動支付指數的行情。資料來源：Haver Analytics和彭博社，截至2022年5月12日數據。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。定義見「術語表」。

即使在經濟放緩的形勢下，我們相信金融科技公司仍可以繼續為消費者和企業帶來重要的流程改進，令其從中受益，包括提升便利度、降本成本、提高利潤等。這種情況正在零售、餐飲、電子商務和金融服務等不同領域發生，同時金融科技企業正從傳統金融企業手中獲得更多市場份額。

「我現在應該怎麼做？」

我們堅信金融科技仍然是一個不可阻擋的趨勢——參閱《2022年展望》中的[金融科技正在重新定義金融服務](#)章節。該板塊從2021年高點大幅回撤後，估值出現重大重置，已從2020年峰值回落至疫情前水平。我們認為，目前的估值水平可能是一個有吸引力的買入點，尤其是對那些低配或沒有金融科技敞口的投資者而言。

當然，我們十分看好的金融科技板塊也存在風險。如果利率繼續上升——與我們預計今年見頂的情況相反的話，將使金融科技股及成長股更廣泛地承壓。其他風險包括宏觀經濟表現不及預期、不利的監管變化、電子商務相對實體店業務的增長放緩、數字錢包遭遇大規模網絡攻擊。

但從根本上說，我們認為最大的風險仍是投資者未能長期配置金融科技資產，或者對受損嚴重的金融科技企業的配置比例過大。



2.8

數字化世界的另類投資

DANIEL O'DONNELL

另類投資全球主管

JEFFREY LOCKE

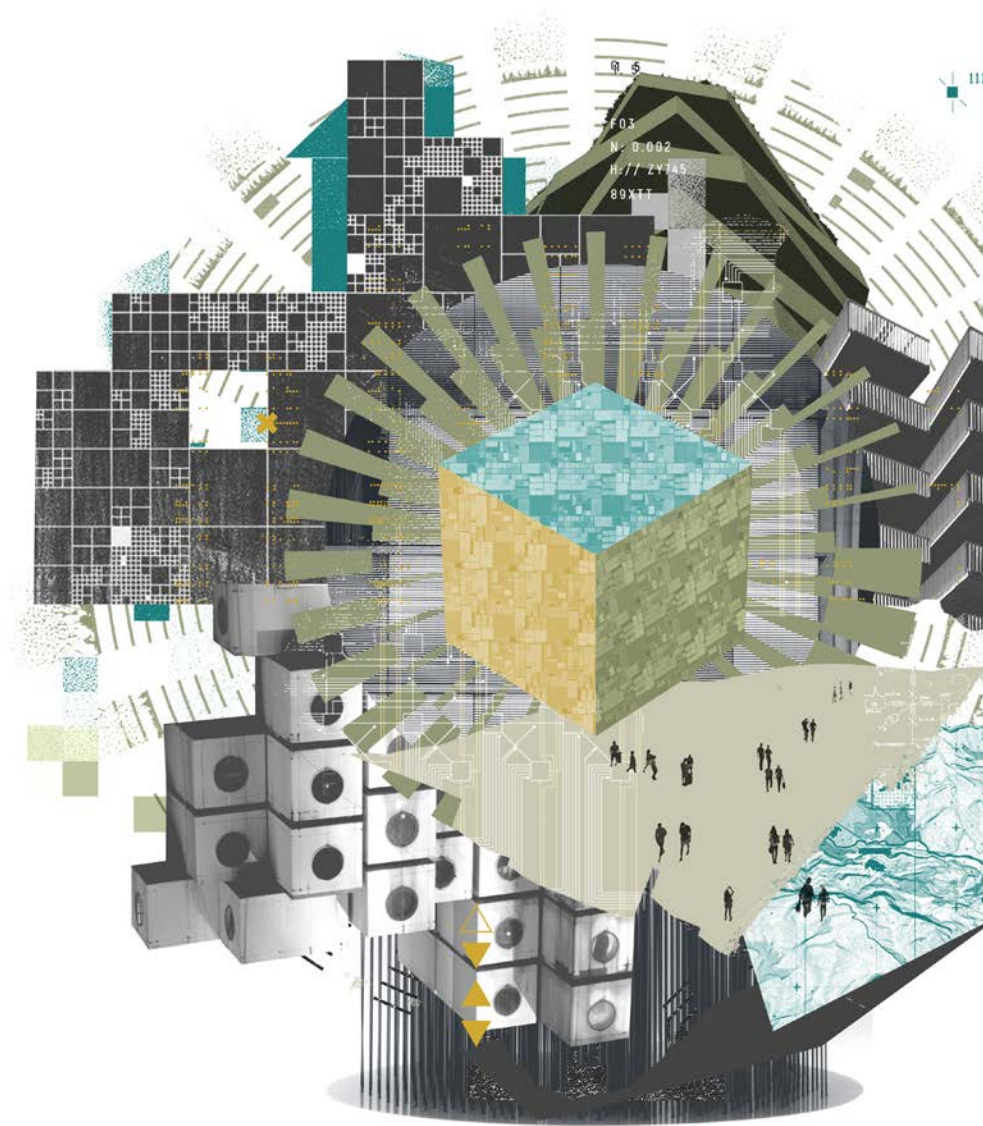
私募股權與房地產研究和管理全球主管

MICHAEL STEIN

對沖基金研究和管理全球主管

數字化公司股票與許多其他增長主題股票一樣，在2022年遭到拋售。但我們認為長期趨勢將保持不變，並可通過某些另類投資策略尋求一些持倉。

- 成長股普遍遭遇拋售，數字化相關公司估值已經承壓。
- 我們認為許多適合投資該類別的客戶對私募股權和對沖基金的持倉不足。
- 我們在數字化相關私募股權中看到了一些潛在風險投資和成長股策略投資機會。
- 同時，我們還青睞股票多/空對沖基金策略，市場拋售可能會為經驗豐富的管理人創造更好的買入點。



數字科技正變得越來越普及。但儘管軟件、應用程式、人工智能、機器人等技術無處不在，投資於當前和未來數字化領軍企業的機會却是少之又少。許多公司的投資機會和投資策略僅少數合適的投資者可獲得，這些投資者願意並能夠承擔流動性不足、久期和其他風險。

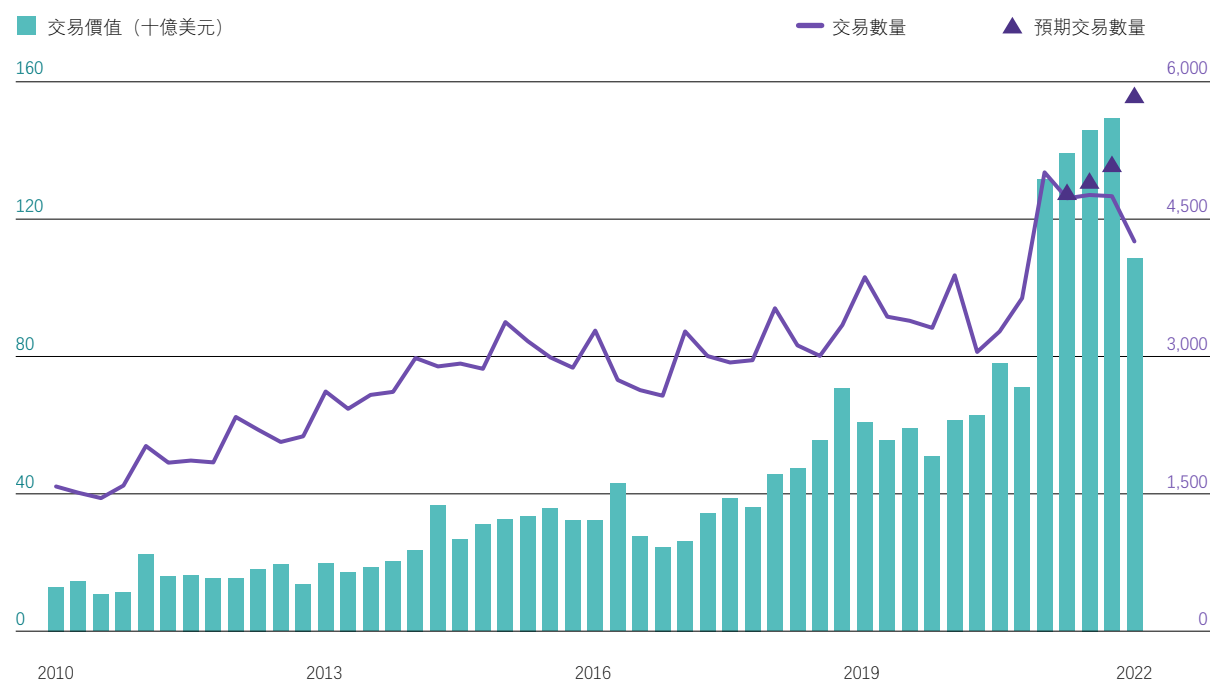
數字領域私募投資

風險投資和成長股生態系統是數字創新在金融方面的推動力。借此渠道，經驗豐富的投資者將資金輸送到世界上最有前景的公司。風險投資管理人對公司從最初的創想和產品開發到整個擴張階段進行孵化，這通常稱為早期到晚期風險投資。成長股投資管理人會選擇一些最成功的私營科技公司作為投資目標，並為這些公司的重大擴張提供支持。此舉可推動這些公司實現全球化，打破行業格局，並有可能使這些公司上市。

雖然私募公司能在一定程度上免受短期經濟衝擊和股市波動的影響，但上市成長股票遭遇大範圍拋售也會使處於後期階段的私募公司受到波及，例如上市放緩：2022年第一季度僅完成14筆傳統首次公開發行(IPO)，其中只有5家是科技公司¹。即便如此，成交活動和定價仍遠高於2021年前的水平，但低於2021年的峰值水平。2022年第一季度，風險投資和成長股投資管理人的投資規模為1085億美元，而去年同期為1319億美元。然而，一季度仍比2017年至2021年期間710億美元的五年平均水平高出約53%——見圖1。

¹ Pitchbook；截至2022年4月1日數據

圖1. 交投活動仍然進展良好



圖表所示為各季度美國風險投資和成長型股權交易活躍度。資料來源：Pitchbook，截至2022年3月31日。

儘管重置定價首先出現在pre-IPO板塊，但上市科技股的持續疲軟，如軟件和軟件服務股票市盈率倍數的急劇下降，可能會滲透到私募投資的初期階段。

在企業發展的初期階段，估值的重要性弱於總潛在市場、產品市場匹配度、市場領導力與增長率等因素。具體而言，為了降低新產品和服務中固有的技術風險，我們專注於廣泛的技術和軟件行業的後期風險投資策略，在這些行業中，執行力和產品市場匹配度是回報的關鍵驅動力。

在股市分化行情中捕捉機會

儘管近年來科技股推動股市走高，但該板塊並非只漲不跌。公司前景的大相徑庭可能會轉化為股票表現的巨大差異。

在標普500科技指數中，在過去5年裏，公司回報率的第一個四分位數和第三個四分位數的平均差距達37%²。這種差距為買入預期上漲股票同時賣空預期下跌股票的股票多/空對沖基金提供了潛在機會。從歷史數據來看，多/空策略對市場環境的敏感度較低，因此提高了投資組合的多元化潛力。

近期的市場下跌讓數字化公司的估值看起來更具吸引力。截至2022年3月1日，增長最快的軟件公司（每年營收增長30%以上的公司）的價格/銷售倍數已從2021年近35的高點降至11，儘管他們的業務持續增長，利潤不斷提高³。在全球範圍內，軟件佔科技資本支出的43%⁴。

我們認為，專業的管理人可以運用他們的分析專長來識別股票部位，然後利用股票市場的高水平波動來尋找更有利的買入點位。

「我現在應該怎麼做？」

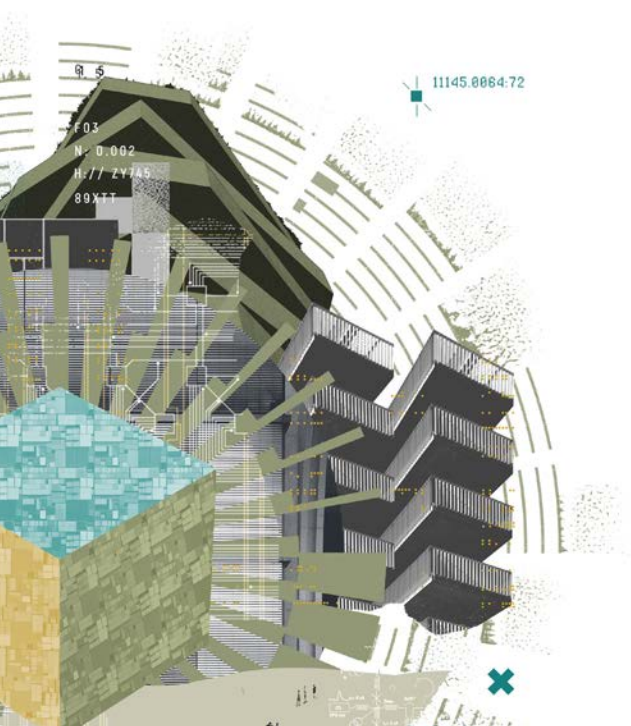
我們觀察到，許多具備適當條件的客戶對風險投資、成長股票，對沖基金以及私募股權的持倉不足或根本沒有持倉。許多同樣的客戶也將因增大對不可阻擋的數字化趨勢的持倉而受益。投資者可以考慮將投資組合與我們為客戶量身定制的戰略資產配置相比較，然後應該考慮如何使其投資組合與我們的戰略資產配置變得一致。

雖然現在的市場環境對各種類型的尖端技術公司來說都充滿挑戰，但我們也相信這可能會為未來的強勁回報和有效的多元化創造條件。

² 彭博社，截至2021年12月30日數據。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明、指示之用。過往業績不能保證未來的投資收益。實際結果可能會有所不同。

³ 湯森路透，截至2022年3月1日數據。

⁴ Gartner，截至2022年4月數據。



2.9

綠化世界乃當務之急

HARLIN SINGH
可持續投資全球主管

MALCOLM SPITTLER
全球策略師兼高級經濟學家

最近幾個月，受能源安全擔憂推動，化石燃料投資有所增加。但也更凸顯了投資可持續替代能源的重要性。

- 2022年化石燃料供應中斷進一步表明，向綠色能源轉型是一項經濟要務，因為廉價的化石燃料在2022年不會很快恢復供應。
- 全球可再生發電裝機產能持續增加，但仍遠遠不能滿足需求。
- 雖然化石燃料在短期內可能繼續走強，但我們要提醒投資者，該行業的長期風險很高。
- 我們認為，綠化世界這一不可阻擋的趨勢將加速成為新的經營方式，因為較傳統經營方式，這一方式更可持續、更經濟適用。



2022年，世界向清潔能源的轉型開倒車了嗎？從表面上看，可能是這樣。全球經濟的持續重開和俄羅斯入侵烏克蘭導致了全球能源的嚴重短缺。停電發生的可能性增加，消費者苦不堪言，確保國家能源供應似乎比爭取一個可持續的未來更為緊迫。

中國煤炭日產量達到創紀錄水平。一直走在綠色能源發展前沿的歐盟，也表示未來十年將燃燒更多煤炭（高於此前的預測），以擺脫對俄羅斯石油和天然氣的依賴。在美國和全球範圍內，油氣供應商正在提高產量，同時加大勘探開發投資力度。

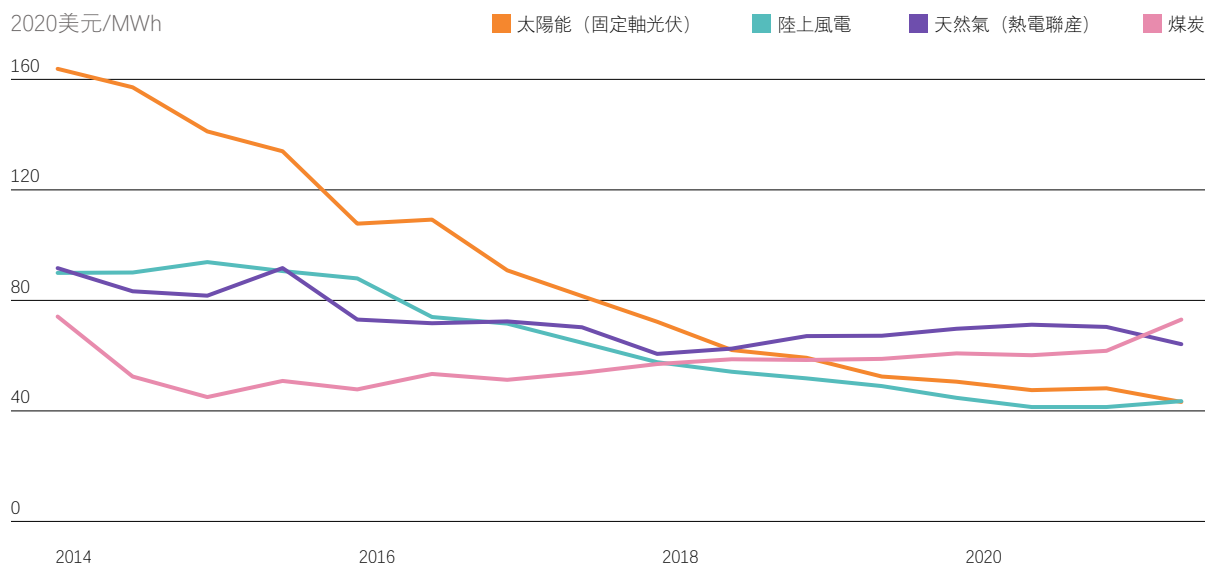
儘管如此，綠色能源轉型比以往任何時候都更為緊迫。氣候風險持續加劇。2022年4月，大氣中二氧化碳平均濃度有史以來首次超過420ppm。氣候科學家們也警告稱，從現在到2026年的任何一年，全球平均氣溫都很有可能比工業化前水平高出1.5攝氏度。持續突破這一閾值可能對海平面、生物多樣性和農業產生嚴重破壞性影響。

2022年化石燃料供應中斷事件表明，向清潔能源轉型越發成為一項經濟要務。懷疑論者時常宣稱，太陽能和風能等清潔能源不如化石燃料穩定可靠。即使過去確實如此，但現在情況發生了逆轉。如今可再生能源的生產價格通常可以預先很久確知。與此形成鮮明對比的是，德國發電廠的天然氣入廠價在3月份達到峰值，比去年同期高出1200%。相比依賴地緣政治穩定，依賴天氣狀況似乎要可靠得多。

至關重要的是，可再生能源發電設施的安裝成本現在比各類化石燃料設施更可預測。對於可再生能源，未來的成本是相對可見的。新電廠全生命周期替代能源成本已經急劇下降，甚至在俄烏戰爭推高化石燃料發電成本之前，就已經低於煤電和聯合循環發電廠的成本——見圖1。

相比之下，由於新的規定或其他環境壓力，新建化石燃料發電廠除了投入成本極不穩定外，還可能

圖1. 替代能源已成為具有成本效益的選擇



圖表所示為各種發電技術的價格。資料來源：彭博社，截至2022年5月20日。

在其最初設想的使用壽命結束前被關停。這意味著用於分攤建造成本的年限更短了，從而導致此類項目的總回報潛力降低。新增石油鑽井平台數量遠低於以前高油價時期的水平，也很能說明問題。這意味著石油企業認為，現在增加產能的風險很大。這也降低了油價迅速回落的可能性。

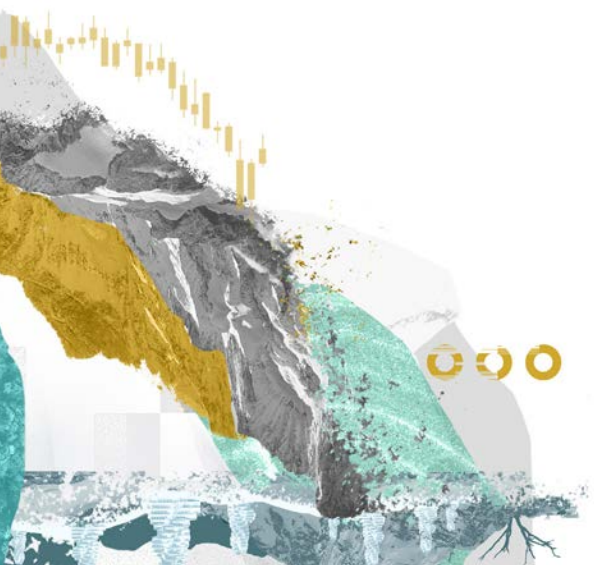
2022年，世界向綠色能源轉型更加勢在必行，而且已經朝著這一目標取得了一些進展。2021年，全球可再生能源發電量曾一度達到歷史最高水平，2022年全球可再生能源發電量將進一步擴大。太陽能發電量增長最為強勁，也有望在2023年創下新高。政策扶持是綠色能源轉型的關鍵。例如，德國為了應對俄烏衝突造成的能源短缺，

決定提高可再生能源產能，並計劃在2030年之前實現100%可再生能源供電。如果像我們預期的那樣，化石燃料在短期內持續高位運行，可能會刺激進一步的創新和可再生能源產能的增加。

「我現在應該怎麼做？」

在經歷了多年疲弱之後，許多與化石燃料相關的投資在2022年有所走強。鑒於目前能源價格高企，以及化石燃料項目在短期內可能帶來高回報，我們認為這種逆勢反彈可能會持續下去——參閱[克服供應短缺](#)。但我們仍要提醒投資者，此類投資面臨巨大的風險，包括來自可再生能源的競爭加劇，環境監管趨緊和地緣政治風險。長期來看，化石燃料項目可能變為擱淺資產，即被提前減計或者直接變成負債。

通過可持續能源轉型綠化世界，正變得比以往任何時候都更緊迫。我們相信，未來數年來內，這一不可阻擋的趨勢將加速演進。從中期來看，支持可再生能源轉型的企業很可能成為大贏家，且其承擔的長期風險更小。然而，這些企業的估值仍然較高，短期內上行空間可能有限。當前化石燃料投資估值高企、市場大幅波動、投資者無差別拋售股票，這可能是目光長遠、著眼未來的投資者的絕佳買入時機。



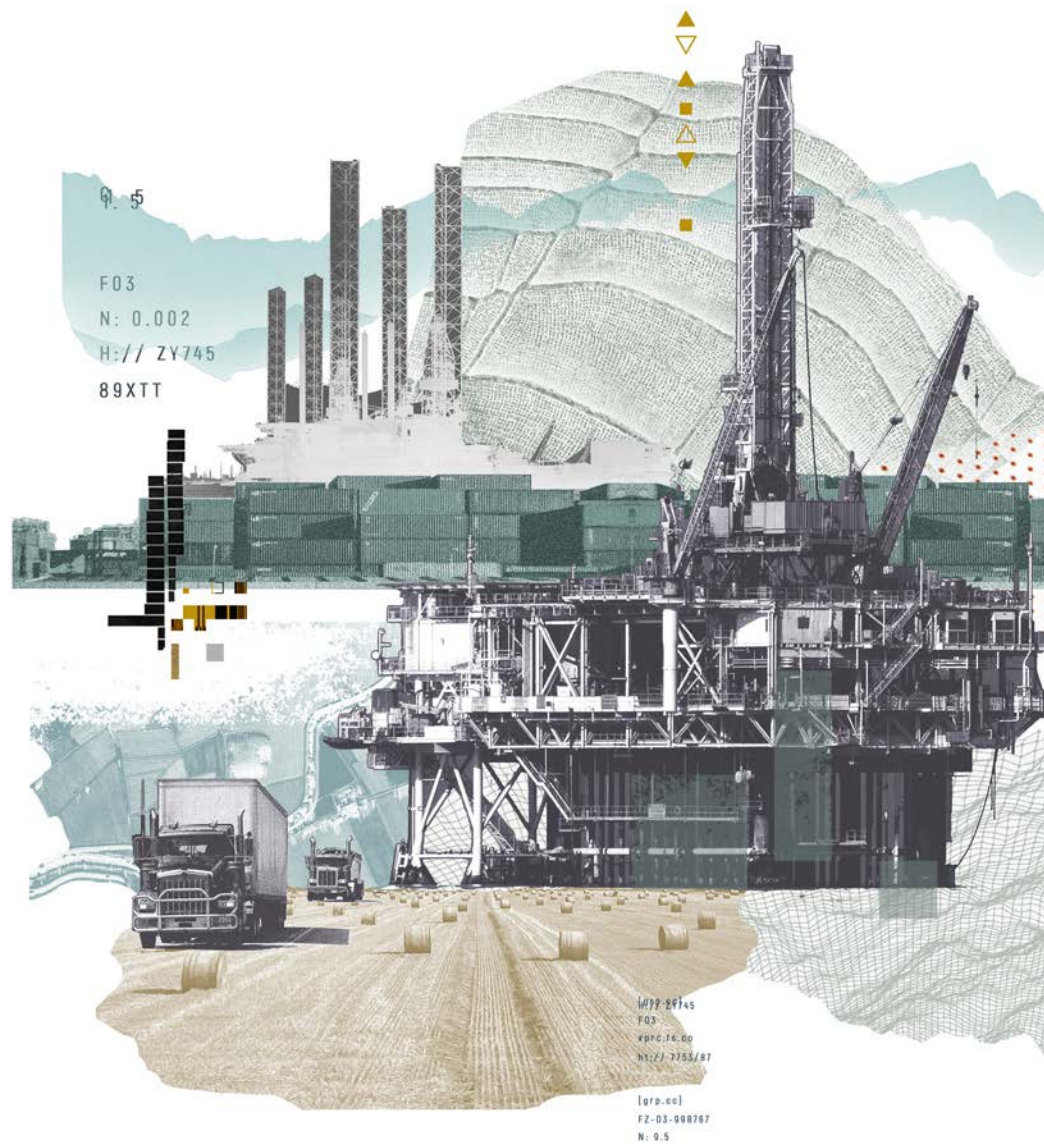
2.10

克服供應短缺

STEVEN WIETING (魏廷文)
首席投資策略師兼首席經濟學家

俄烏戰爭導致全球大宗商品短缺，並加劇了全球供應鏈混亂。其他生產國不得不填補供應缺口。通過投資解決這一困境，或將有助於對沖投資組合風險。

- 自2020年以來，連續的衝擊導致大宗商品價格急劇走高。
- 由此產生的經濟、地緣政治和社會不穩定可能會持續一段時間。
- 投資者要想助力解決供應短缺問題，必須重新配置資本。我們認為大宗商品生產商和石油服務股票存在潛在機會。



當失去的時候，才知道自己曾經擁有。過去十年的大部分時間裏，世界各地的大宗商品價格一直不溫不火，而且經常下跌——見圖1。然而，如今已是另一番景象。自2020年初以來，國際貨幣基金組織初級產品價格綜合指數（跟蹤一系列食品、工業投入品和能源產品的價格）下跌了170%。大宗商品價格上漲對全球消費者、企業和投資者產生了深遠影響。

物資短缺的新世界

當前的商品短缺最初始於新冠疫情導致的經濟停擺。由於美國政府的刺激計劃使大量現金流入民眾手中，而服務類消費又大大受限，因此商品消費需求激增。與此同時，由於疫情封控限制，幾乎所有物品的供應都受到影響。如今雖然供需兩方面都有所緩解，但距離全面正常化還有很長的路。

俄羅斯對烏克蘭的持續入侵再次對物資供應造成了重大干擾。俄羅斯和烏克蘭都是主要大宗商品供應國，兩國農業產出佔全球市場糧食貿易的約十分之一。烏克蘭目前有數百萬噸糧食因戰爭無法出口，同時新的收穫季節即將來臨。而世界上最大的化肥生產國俄羅斯暫停出口化肥，又對世界其他地區農民填補這一糧食缺口的能力構成威脅。

俄烏戰爭以及隨之而來的制裁引發的能源供應中斷也帶來了巨大的痛苦。

歐盟承諾在今年年底前停止進口俄羅斯石油。同時，歐盟還計劃在類似的時間範圍內將俄羅斯天然氣進口量削減三分之二。在能源價格飆升的情況下，許多政府不得不出手干預，以提供補貼的方式幫助陷入困境的家庭。

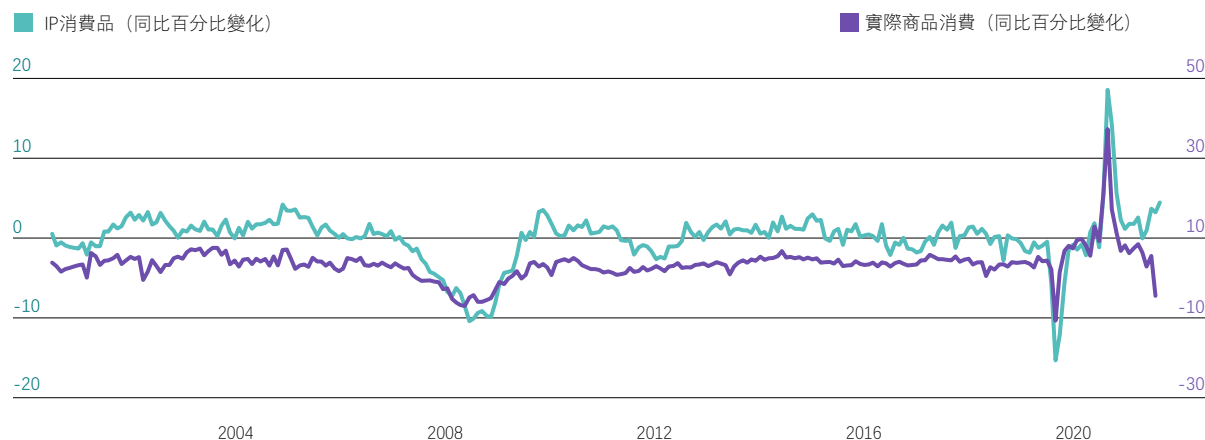
圖1. 大宗商品價格迅速走高



資料來源：Haver，截至2022年5月20日。

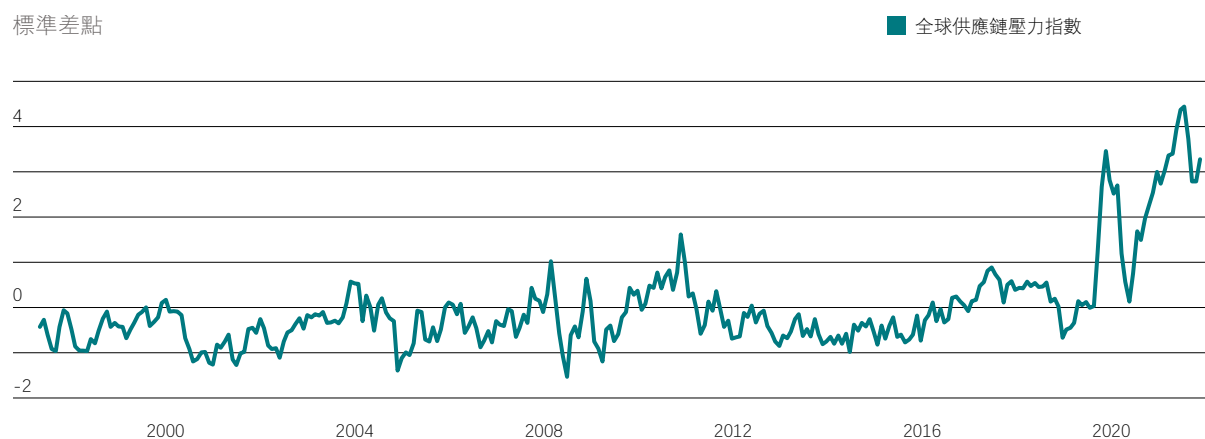
供應短缺對經濟的影響正在增加。大宗商品短缺已經抑制了經濟增長，並導致投入成本增加。越來越多的消費正在轉向食物、家庭採暖製冷和汽車燃料等必需品。這就意味著用於外出就餐、購買小玩意和海外旅行等可選消費的花費自然會變少。通脹充斥著人們的日常生活，許多發達經濟體的消費價格通脹率是一代人甚至幾代人都未曾見過的。如果美聯儲及其他國家央行為了對抗通脹而過度加息，經濟衰退或將真正來臨。

圖2. 消費者需求趨緩，供應加速恢復



資料來源：Haver，截至2022年5月20日。

圖3. 供應鏈壓力已經見頂



圖表所示為全球供應鏈壓力指數。資料來源：Haver，截至2022年5月25日。

大宗商品供應短期難以恢復

通脹加劇或經濟衰退都不是我們預期的基準情景。而且，我們看到全球最大經濟體的供需有所趨穩——見圖2。從全球範圍來看，供應鏈中斷似乎正在緩解——見圖3。我們認為，如果美國通脹率在2023年降至3.5%，經濟就可以繼續擴張。然而，這並不是說我們一定認為大宗商品供應中斷會在2022年或2023終結。

簡言之，我們認為，在未來一段時間內，商品短缺很可能是經濟及其他方面不穩定的根源。5月底，俄羅斯總統普京表示願意促進烏克蘭糧食和本國化肥出口，但前提是解除對俄羅斯的制裁措施。全球家庭遭受食品和能源價格高企影響的時間越長，普京手裏討價還價的籌碼就越多。

2011年的糧食短缺引發了「阿拉伯之春」暴力起義和政權更迭。持續發酵的生活成本危機也可能使發達經濟體的選民變得激進，從而導致民粹主義政治家的勢利不斷壯大。這一點普京及其他掌握重要國內產業資源的獨裁者不會不清楚。

新冠疫情和俄烏衝突凸顯了全球供應鏈的脆弱性。企業和政府都在重新審視它們對自己幾乎或根本無法控制的材料、產品和物流的依賴性。雖然我們不認為整體經濟會走向封閉，但工廠「回遷」和供應鏈多元化的趨勢——參閱[亞洲崛起：中美兩極分化加速](#)——可能會繼續下去。例如，全球對臺灣半導體或中國稀土金屬生產的依賴，應該引發深刻反思。

大宗商品短缺縱然令人痛苦，但有時也會帶來一些積極變化。例如，上世紀70年代爆發的石油危機，促使各行各業減輕了對石油的依賴，提高了汽車的燃料效率。對於開展多元業務的企業而言，那場危機為其創造了發展機遇，比如，日本車企佔領並成功保留了美國市場份額。我們認為當下高昂的化

石燃料價格將更加緊迫地推進向可持續替代能源轉型——[綠化世界](#)。不利環境持續的時間越長，就越有可能刺激創新。

「我現在應該怎麼做？」

2022年，大宗商品短缺和價格波動加劇了投資者面臨的不確定性。未來市場進一步失序的風險依然很

大，這種風險可能來自俄烏衝突也可能來自其他事件。與此同時，我們要特別指出，大宗商品短缺並不是「不可阻擋的趨勢」。在市場力量的助力下，供需終將恢復平衡。然而，這一過程可能會持續一兩年以上。

我們認為，投資組合需要反映供應短缺在未來一兩年內持續存在的可能性。大宗商品生產商和石油服務股票提供了對沖通脹的潛在機會，同時大宗商品和石油產量的增加也是世界穩定的重要促進因素。

在當前的環境下，此類企業有可能帶來更高的利潤——[見圖4](#)。因此，我們對該領域進行了戰術超配。正如您在我們詳盡的主題式、戰術性配置——[參閱我們的資產配置](#)——中所見，我們持有一些基本的通脹對沖工具，即黃金和通脹掛鉤美國國債。但我們認為，投資於全球大宗商品生產商和油田服務企業以幫助其擴大產量，更有機會獲得收益，因此我們超配了4%此類企業。這些企業一般會支付股息，且其利潤會隨產量的增加不斷增長。隨著時間的推移，我們認為這種投資比單純投資不反映大宗商品產量增長的大宗商品期貨更勝一籌。

圖4. 原油價格高企可能令勘探商和生產商受益



圖表所示為西德克薩斯中質原油（WTI）價格與堪薩斯城聯儲對勘探和生產盈虧平衡價格的估值。資料來源：Haver，截至2022年5月31日。投資者不能直接投資于指數。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。

術語表

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。

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

新興市場硬通貨債券 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。

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

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

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

優先證券是一種收益率通常高於傳統固定收益證券（如美國國債或投資級企業債券）的投資。然而，高收益率也伴隨著不同的風險。

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

稅收等值收益率是指應稅債券與可比免稅市政債券收益率相等時應稅債券應提供的回報率。

指數定義：

彭博新興市場美元綜合債券指數是新興市場硬通貨債券基準指數，涵蓋新興市場主權、准主權和企業發行人發行的固定利率和浮動利率美元計價債券。

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

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

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

彭博CMBS投資級：美國合資格綜合指數旨在衡量當前交易規模為3億美元以上的通道型和融合型商業抵押貸款支持證券（CMBS）交易市場的表現。該指數包含根據承銷商豁免符合《僱員退休收入保障法》（ERISA）資格的債券，不含不符合ERISA資格的債券。

彭博美國綜合債券指數（Agg）是基礎廣泛的市值加權債券市場指數，代表在美國交易的中期投資級債券。

僱傭成本指數是衡量勞動力成本變動的指標，該指標不受職業和行業類別之間就業轉變的影響。勞動成本包括薪酬、工資和薪金的變動以及僱主為員工福利所付出的成本變動。

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

全球供應鏈壓力指數彙集了超過27個常用指標變量，包括來自全球運輸成本和七個經濟體的區域製造業調查的數據，以跟踪從1997年至今的供應鏈壓力的變化。

ICE BofAML美國投資級機構資本證券指數（CIPS）跟踪在美國國內市場公開發行的以美元計價的投資級混合資本企業證券和優先證券的表現。

ICE BofAML美國高收益機構資本證券指數（HIPS） 跟蹤在美國國內市場公开发行的以美元計價的投資級混合資本企業證券和優先證券的表現。

Indxx全球金融科技主題指數 旨在跟蹤在發達市場上市的金融科技公司的表現，這些公司所提供的科技驅動型金融服務對金融服務和銀行業領域的現有商業模式具有顛覆性影響。該指數的基準日為2015年6月30日，初始值為1000。

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

MSCI所有國家世界指數 旨在廣泛跟蹤全球股票市場表現。該指數由23個發達國家和25個新興市場的近3000只成分股組成。

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

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

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

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

MSCI所有國家世界汽車指數 包含新興和發達國家汽車領域的大中盤股。

MSCI世界信息科技指數 跟蹤23個發達國家市場中信息科技領域的中大盤股。

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

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

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

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

納斯達克綜合指數 幾乎涵蓋了所有在納斯達克證券交易所上市的股票。該指數連同道瓊斯工業指數和標普500指數，構成美國最受關注的三大股票指數。

Prime移動支付指數 旨在為熱衷於追蹤移動和電子支付行業的投資者提供一個基準指數。該指數基於流動性篩選股票，並根據修正後的基於線性的資本化加權方法進行加權。投資者不能直接投資於指數。

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

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

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

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

標普/LSTA美國杠杆貸款100指數旨在反映杠杆貸款市場上規模最大貸款的表現。

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，標普500指數期權價格輸入可得。

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。

資產管理規模（AUM）是指個人或實體代表投資者處理的投資的總市值。

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

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

歐盟（EU）是由歐洲27個成員國組成的政治和經濟聯盟。

內部收益率（IRR）是項目或投資未來預期可獲得的複合年收益率。

移動POS付款是指在銷售點借助智能手機等移動設備進行的付款。

經濟合作與發展組織（經合組織）是一個由38個成員國組成的政府間經濟組織，旨在促進經濟進步和世界貿易。

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

特殊目的收購公司（SPAC），又稱為「空白支票公司」，是指在證券交易所上市的空殼公司，其目的是收購一家私人公司，從而在不進行傳統IPO的情況下將其公開上市。

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約束力的要約。

本文由花旗集團（Citigroup）旗下業務單位花旗私人銀行（「CPB」）編制，花旗私人銀行通過花旗集團及其全球銀行和非銀行關聯機構（統稱「花旗」）為客戶提供各類產品與服務。並非所有關聯機構或所有地區皆提供所有產品與服務。

花旗私人銀行的工作人員並非研究分析員，且本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，應立即通知花旗你私人銀行。除非另有說明，否則（i）本文不構成購買或出售任何股票、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，亦非反映花旗旗下投資證券的轉讓價值。前瞻性訊息並不代表花旗擬將交易的價值水平，也可能無法考慮到所有相關假定和未來情形。實際情況很可能與估計情形大相逕庭，並有可能對投資價值造成負面影響。

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

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

結構性產品可能高度缺乏流動性，不適合所有投資者。本文中所述各項結構性產品的更多信息，請見相應發行人的披露文件。結構性產品僅適合經驗豐富、願意且能够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、閱歷和經驗並能够評估相關風險，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保證；或 (ii) 並非銀行存款或花旗或其他存款保險機構的義務，也未有花旗或其他存款保險機構保證。

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

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

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

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

花旗集團內部的其他業務及花旗集團的附屬機構可能針對客戶之利益或是針對其自有賬戶，提供建議、推薦以及採取行動，可能與本文所表達之觀點不同。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。本文中如有圖表標註數據源為第三方，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	
信用風險	穆迪 ¹	標普 ²	惠譽 ²
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	C	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術性變化。

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。

Citi Global Wealth (CGW) 於2021年1月宣告成立，由花旗私人銀行和花旗全球消費銀行的財富管理業務結合而成。基於原有業務，CGW向全球客戶提供花旗的財富管理解決方案、產品和服務。CGW財富管理策略的集中管理和實施代表了花旗願成為全球領先的財富企業所做出的更進一步承諾。Citi Global Wealth Investments 由花旗私人銀行、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）和花旗私人諮詢公司（「花旗諮詢」）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。花旗諮詢為花旗私人銀行客戶提供部分另類投資產品的銷售服務。保險服務由花旗私人財富管理通過花旗集團旗下花旗人壽公司（CLA）提供。在加州，CLA以花旗集團人壽保險代理有限公司之名（營業執照編碼：0G56746）開展業務。CGMI、花旗諮詢、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）可通過CGMI、花旗諮詢、花旗銀行以及其他關聯顧問方獲取。花旗關聯機構（包括花旗諮詢）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。

國際個人銀行美國總行（IPB U.S.）是花旗集團（Citigroup）的旗下業務單位，通過花旗集團及其全球銀行和非銀行關聯機構（統稱「花旗」）為客戶提供各類產品與服務。潛在客戶和現有客戶均可通過國際個人銀行美國總行使用Citigold®Private Client International、Citigold®International、International Personal、Citi Global Executive Preferred以及Citi Global Executive Account Packages。投資產品和服務可通過花旗集團的業務單位花旗私人投資國際（CPII）（花旗集團旗下業務單位，花旗集團通過花旗環球金融有限公司提供證券投資服務，花旗環球金融有限公司是FINRA和SIPC成員，也是一家在美國證券交易監督委員會註冊的投資諮詢和證券經紀交易商）或通過花旗國際金融服務有限責任公司（簡稱CIFS，是FINRA和SIPC成員，一家在美國證券交易監督委員會註冊的證券經紀交易商，向美國以外國家的公民、居民或非美國註冊實體提供投資產品和服務）獲得。CGMI和CIFS的投資賬戶由潘興投資公司持有，該公司是FINRA、NYSE和SIPC的成員。保險服務由CPII通過花旗集團旗下人壽公司（CLA）提供。在加州，CLA以花旗集團人壽保險代理有限公司之名（營業執照編碼：0G56746）開展業務。花旗銀行、CGMI、CIFS和CLA皆為受花旗集團控股的關聯機構。

美國客戶的信託服務由以下其中一個實體提供：花旗銀行、花旗信託南達科塔公司或花旗信託德拉瓦州公司。

如客戶為非美國居民或非美國公民，信託服務由以下其中一家公司提供：花旗信託私人信託（開曼群島）有限公司、花旗信託私人信託蘇黎世有限公司、花旗信託（巴哈馬）有限公司、花旗信託（開曼群島）有限公司、花旗信託（澤西島）有限公司、花旗信託（新加坡）有限公司、花旗信託（瑞士）有限公司或花旗公司信託德拉瓦州公司。

花旗信託（澤西島）有限公司經澤西島金融服務監察委員會（Jersey Financial Services Commission）特許經營信託公司業務，其地址為 P.O. Box 728, 38 Esplanade, St. Helier, Jersey JE4 8ZT, Channel Islands，電話號碼為 + 44 1534 608000。

提供上述服務的公司統稱為「花旗信託」。花旗集團及任何關聯公司均不提供任何稅務或法律建議。

花旗信託會推薦「財富轉移與保險轉介方案」，參與財富轉移計劃和人壽保險解決方案的客戶會被轉介給第三方專業保險經紀公司。經紀公司在客戶所處國家開展業務，其無論持有或尚待持有本地許可或授權，皆須遵守該國司法管轄區的有關法律法規。花旗私人銀行不會直接向客戶銷售「財富轉移與保險轉介方案」中的保險產品。

本文件僅供一般參考。文中所討論之相關策略與觀點並非旨在提供詳盡全面之法律或稅務建議，有興趣的客戶應諮詢其稅務與/或法律顧問。本文件所概述之規則與規劃技巧複雜且可能更改。花旗集團公司可就附屬機構及代表處向客戶提供的產品和服務而提供費用補償。

花旗集團及其附屬機構不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具體情況向獨立稅務顧問諮詢。

花旗私人銀行藝術品諮詢與融資部是一個全面綜合的藝術品顧問服務部，可提供收藏品管理、遺產諮詢、慈善規劃和藝術品融資服務。

藝術品諮詢服務會收取年費（具體年費金額視項目範圍、收藏品規模和地點而定）以及藝術品買賣交易費。客戶必須簽署藝術品諮詢服務協議。若您還不是花旗私人銀行客戶，則必須滿足一定門檻並開設賬戶。我們將為潛在客戶推薦私人銀行客戶經理，指導其完成開戶流程。花旗私人銀行客戶必須簽署藝術品諮詢服務協議。

諸如藝術品等另類資產是投機性資產，可能並不適合所有客戶，僅適合願意承擔較高經濟風險的客戶。花旗私人銀行藝術品諮詢與融資部並不向客戶建議如何購買藝術品並從中獲利，也不保證某件藝術品可以出售或可在金融交易中換取任何金額的現金，包括等於購買價格的金額。

藝術品貸款在有擔保的基礎上向符合條件的借款人提供。所有貸款和額度均由花旗銀行或附屬機構（平等機會貸款方）貸出，但需符合花旗銀行或該附屬機構的資格條件、承保指引和信用審批要求。

本文所述觀點僅代表花旗私人銀行藝術品諮詢和融資服務團隊的觀點，並不一定反映花旗集團或其關聯機構的觀點。所有觀點可能更改，恕不另行通知。所提供的信息和以上所述任何觀點，均不構成購買或銷售任何藝術品的邀約。

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件中與其依據的《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2021/510號》）項下的牌照豁免權益。

香港存款保障計劃

存放在花旗銀行香港分行的以下存款類型符合香港存款保障計劃的保障資格條件：

- (a) 通知存款
- (b) 活期賬戶/支票賬戶
- (c) 年期5年或以下的定期存款

年期超過5年的定期存款、不記名票據、存款證、結構性存款（定義見《存款保障計劃條例》附表1第2A條）以及在香港以外的任何其他花旗銀行分行或辦事處記錄的存款不是受保障存款，不受香港存款保障計劃保障。

在花旗銀行香港分行的賬戶中記錄的存款不符合新加坡2011年《存款保險及保單持有人保障計劃法》規定的存款保險資格條件，儘管該賬戶可能由花旗銀行新加坡分行的代表提供服務。

以下內容適用於在花旗銀行新加坡分行存放的存款：

新加坡存款保險計劃

非銀行存款人的新加坡元存款由新加坡存款保險公司（「SDIC」）承保，根據法律規定每位存款人在每個計劃會員可享受總額最高75,000新加坡元的保障。外幣存款、雙幣種投資、結構性存款及其他投資產品不受保。如需更多信息，請訪問SDIC網站：www.sdic.org.sg。

下一段條文僅當賬戶是由花旗銀行香港分行的代表提供服務時適用：

當賬戶是由花旗銀行香港分行的代表提供服務時，在花旗銀行新加坡分行記錄的存款不是受保障存款（定義見香港法例《存款保障計劃條例》（第581章）），並且不受香港存款保障計劃保障。



花旗可要約、發行、分銷或提供與涉及「銀行復甦與處置指令（BRRD）」的實體（即受第2014/59/EU號指令框架約束的位於歐盟的實體，包括信貸機構、在歐盟經營的投資公司和/或其歐盟子公司或母公司）發行或提供准入的特定無擔保金融工具（BRRD金融工具）相關的其他服務。

包括但不限於歐盟國家和美國在內的各司法管轄區的銀行、經紀機構和其他金融機構（包括但不限於花旗）在倒閉或可能倒閉時，所在國當局可行使特定權力對其進行管理和清算。使用或預期行使該等權力或行使該等權力的方式可能會嚴重影響：(i) 您所持特定類型的無擔保金融工具（包括但不限於BRRD金融工具）的權利，(ii) 您所持特定無擔保金融工具（包括但不限於BRRD金融工具）的價值、波動性或流動性，和/或(iii) 機構（包括但不限於涉及BRRD的實體）履行其對您的任何債務或義務的能力。在被清算的情況下，出於穩妥行事和消化損失的目的，BRRD金融工具的價值可能被降至零，其或有負債可能被轉換為普通股或其他所有權形式。現存BRRD金融工具可能會變更其條款內容（如到期日或應付利率），有關資金交易可能會被中止。

無法保證使用BRRD清算工具或當局的BRRD清算權力或行使這些工具或權力的方式不會對您作為BRRD金融工具持有人的權利、任何在BRRD金融工具中的投資的市場價值和/或涉及BRRD的實體履行其對您的任何債務或義務的能力產生重大不利影響。如果此等當局的清算權力的行使導致您的權益未及您通過正常破產程序可獲得的應有權益，您可能擁有訴求有關當局給予賠償的權力。接受來自花旗銀行的任何服務即表示您確認已了解上述風險。

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。

花旗歐洲有限公司英國分行是花旗歐洲有限公司的分行，由歐洲央行授權，並受愛爾蘭中央銀行和歐洲央行監管（識別號為C26553）。花旗歐洲有限公司英國分行的經營由英國審慎監管局授權並具備視為變更形式的許可，同時受金融行為監管局的監管和審慎監管局的有限監管。關於允許歐洲經濟區企業在英國獲取完全授權前限時開展經營業務的臨時監管機制的詳細信息，請參考英國金融行為監管局的官方網站。花旗歐洲有限公司英國分行在英格蘭和威爾士公司注册處注册為分行，注册號為：BR017844。其注册地址為：Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值稅編號為GB 429 6256 29。花旗歐洲有限公司在愛爾蘭注册成立，注册號為132781，注册地址為1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗歐洲有限公司受愛爾蘭中央銀行監管，最終持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。

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。

在瑞士，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, Quai de 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。

本文件僅供參考，不在任何管轄地對任何人構成出售任何證券的要約，或建議任何人購買任何證券的要約。本文件所載訊息可能進行更新、完善、修訂、核實和修正，且可能對這些信息進行重大更改。

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（Mutual Fund Dealers Association of Canada; MFDA）的成員，因此，CCIFL 的客戶無法獲得具協會成員資格才享有的投資者保護福利，包括加拿大互惠基金經紀商協會成員的客戶投資者保護計劃。

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

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

特定市場信息披露

澳大利亞：本文件由Citigroup Pty Limited（澳大利亞公司商業代碼：88 004 325 080，澳大利亞金融服務牌照號：238098，澳大利亞信貸許可證號：238098）在澳大利亞派發。任何建議均為一般性建議。本文在撰寫時未考慮任何具體投資者的目標、財務狀況或需求。在根據建議採取行動前，投資者應考慮該建議是否適用自身特殊情況。在投資者就任何金融產品做出決定前還應取得相關產品的披露聲明及條款條件並進行考慮，同時思考該產品是否適合自己的目標、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。過往業績不能預示未來的投資結果。投資產品無法提供給美國投資者，且不一定可在所有司法管轄區提供。

巴林：本文件由花旗銀行巴林分行派發。花旗銀行巴林分行可根據其絕對酌情權提供僅作信息參考的各類證券相關材料。花旗銀行巴林分行是經巴林中央銀行授權的傳統零售和批發銀行，其提供的產品和服務受巴林中央銀行法規和許可協議約束。這些條款均受巴林王國法律管轄，並應依據巴林王國法律進行闡釋。客戶不可撤銷地同意巴林憲法法庭在該國就審理和確定任何訴訟、法律行動或法律程序以及解決任何因該等條款和條件而產生、或與該等條款和條件有關的爭議時享有非排他性管轄權，為此，客戶不可撤銷地服從法庭管轄。投資產品不由政府或政府機構承保。投資及資金產品面臨投資風險，包括可能損失已投資的本金。過往業績不能預示未來的投資結果，價格可能上升或下跌。若投資於以外國（非當地）貨幣計價的投資和/或國債產品，投資者應了解，當把外幣兌換為投資者本國貨幣時，匯率波動風險可能導致本金損失。投資和資金產品無法提供給美國投資者。所有投資和資金產品的申請均須遵守該項投資和資金產品的條款及條件。投資者應了解，他/她有責任就其投資交易的法律和稅務後果尋求法律和/或稅務建議。如投資者變更住址、公民身份、國籍或工作地，他/她有責任了解該等變更對他/她的投資交易的影響，並在該等變更生效時遵守所有適用法律法規要求。花旗銀行不向投資者提供法律和/或稅務建議，亦不負責就交易

相關的法律問題向投資者提供建議。花旗銀行巴林分行不提供對現有客戶資產的不間斷監管服務。

中華人民共和國：本文件由花旗銀行（中國）有限公司在中華人民共和國大陸地區（不包括香港、澳門和臺灣特別行政區）派發。

香港：本文件由花旗銀行（香港）有限公司（CHKL）及花旗銀行在香港派發。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。投資產品無法提供給美國投資者，並非所有關聯機構或所有地區皆提供所有產品與服務。金融工具的價格和供應如有變動，恕不另行通知。部分高波動性投資的價值可能突然大幅下跌，且跌幅可能與所投本金相等。

印度：本文件由花旗銀行在印度派發。投資有風險，且可能導致所投本金虧損。分銷的產品並非花旗銀行義務，也不由花旗銀行提供擔保，投資產品亦非銀行存款。過往業績不能保證未來投資表現。投資產品無法提供給美國和加拿大的投資者。建議投資者在投資前應仔細閱讀及了解配售文件。

印度尼西亞：本文件由花旗銀行印度尼西亞分行在印度尼西亞派發。花旗銀行是一家由印度尼西亞金融服務管理局（OJK）授權登記並受其監管的銀行。

韓國：本文件由花旗銀行韓國有限公司在韓國派發。投資者應知曉，投資產品不由韓國存款保險公司承保並存在投資風險，包括可能虧損所投本金。投資產品無法提供給美國投資者。

馬來西亞：投資產品並非存款，亦非花旗銀行馬來西亞分行、花旗銀行、花旗集團或其任何關聯機構或子公司，或任何政府或保險機構的義務，也未經上述公司、機構、政府承保和擔保。投資產品均有投資風險，包括可能虧損所投本金。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、貨幣或其他投資產品的推薦、要約或邀請。花旗銀行馬來西亞分行不確保上述信息準確、真實或完

整，不就上述信息做出任何明示或暗示保證，亦不就依據或使用任何該信息中出現的事實錯誤或遺漏所導致的直接或從屬性損失、損害、成本或支出承擔任何責任（無論是合同、侵權行為或其他情形）。馬來西亞證券事務監察委員會尚未對本文件內容進行審查。

菲律賓：本文件由花旗金融服務和保險經紀菲律賓公司以及花旗銀行菲律賓分行派發。投資人應知曉投資產品不由菲律賓存款保險公司、聯邦存款保險公司或任何其他政府機構承保。

新加坡：本文件由花旗銀行新加坡有限公司（「CSL」）在新加坡派發。投資產品未依據新加坡存款保險計劃和保單持有人保護計劃等法令進行承保，且不符合存款保險計劃中規定的存款保險範圍。

瑞士：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, Quai de la Poste, 1204 Geneva）發送。Citibank (Switzerland) 有限責任公司以及花旗銀行蘇黎世和日內瓦分行由瑞士金融監管局（FINMA）授權和監管。

泰國：本文件包含花旗集團在泰國發布的一般信息和見解，文件內容僅以英文提供。花旗不會要求或邀請對任何特定證券和類似產品進行投資。投資具有一定風險，請在投資前仔細閱讀招募說明書。投資產品並非花旗銀行義務，未經花旗銀行擔保。投資產品並非銀行存款。投資產品均有投資風險，包括可能虧損所投本金。投資受價格波動影響。過往業績不能保證未來投資表現。投資產品無法提供給美國投資者。

阿聯酋：本文件由花旗銀行阿聯酋分行在阿聯酋派發。本文件並非花旗集團的正式對賬單，可能無法反映您在花旗銀行投資或通過花旗銀行完成的所有投資。關於您的賬戶和交易的準確記錄，請查閱您的正式對賬單。在進行任何投資之前，每位投資者

須獲取投資發行資料，其中包括有關風險、費用和支出的描述以及可供投資決策參考的歷史業績信息（如有）。每位投資人都應慎重考慮投資相關風險，並根據其自身具體情況做出與個人投資目標相一致的投資決策。花旗集團旗下各機構可以在任何時候向為客戶提供產品和服務的關聯機構及其代表支付酬金。

英國：本文件由花旗銀行英國有限公司在英國派發，並由花旗銀行澤西島分行在澤西島派發。

花旗銀行英國有限公司由審慎監管局授權並受金融行為監管局和審慎監管局監管。公司的金融服務登記號為805574。花旗銀行英國有限公司是一家在英格蘭和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 E145LB，注册號為11283101。

花旗銀行澤西島分行受澤西島金融服務委員會監管。花旗銀行在澤西島注册使用「花旗國際個人銀行」作為商業名稱。花旗銀行澤西島分行的地址是：P.O. Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗銀行是在美國注册成立的有限責任公司。總部辦公室地址為：399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

越南：本文件由花旗銀行胡志明市分行和花旗銀行河內分行在越南派發，兩家分行均為受越南國家銀行授權及監管的外資銀行分行。投資存在一定風險，請在投資前詳細了解投資產品的招募說明書、相關披露信息、免責聲明以及條款條件。投資產品無法提供給美國投資者。

© 2022 花旗集團。版權所有，保留所有權利。Citi、加弧形設計的 Citi 和其他在此使用的標誌，皆為花旗集團或其附屬機構的服務標章，在全球各地使用並注册