

## INSIGHT

季度市場回顧

2022年第一季

刊物重點內容：



環球策略資產配置



環球證券選擇



區域資產配置



區域投資組合建構

## 第四波疫情過後前景 更明朗

概述

前景改善蓋過新冠肺炎的不確定性

英國

滯脹風險

拉丁美洲

政治與疫情

特別關注

勞工短缺？

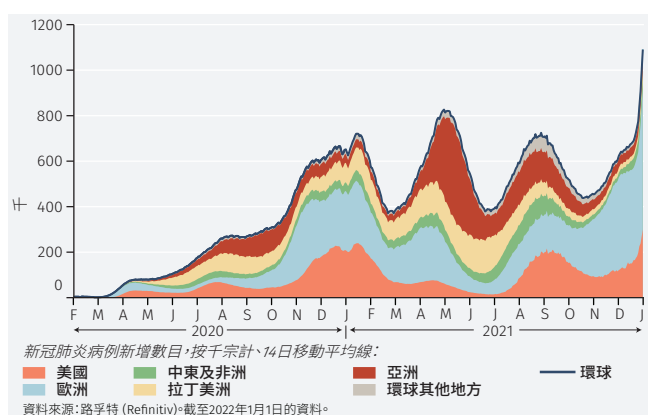
## 概述

雖然今年上半年對新冠肺炎的擔憂仍會存在，但我們對2022年全球經濟增長前景持整體樂觀態度。隨著通脹率回落，經濟環境仍然大致良好。

### 全球第四波疫情

2022年初，全球最主要的焦點可能仍然是新冠肺炎病例飆升——即第四波疫情（見圖1）。由於變種病毒Omicron擴散，全球經濟增長在2021年底受到拖累，出入境及區內人口流動受到一定限制，消費者情緒亦受到負面影響。然而，這些影響視乎國家而異。歐洲是發達經濟體中受到最大打擊的地區。相比之下，美國的經濟增長似乎保持相對穩健。<sup>1</sup>

#### 1. 第四波新冠疫情



某程度上，世界經濟已習慣與新冠肺炎共存。全球經濟增長在2020年3月開始的第一波疫情下急劇放緩，但在隨後的疫情中表現得較具復原力。經濟在2022年較後時間仍有可能復甦，我們認為發達經濟體的整體GDP增長率約為4.5%，略高於新興經濟體。

### 儲蓄和開支

此評估基於三項預期的發展。第一，我們認為消費者在娛樂、旅遊及現場活動等服務方面的開支回升。在主要發達經濟體中，最新的數據（截至2021年第三季）顯示相關開支仍低於新冠疫情前（見圖2）。鑒於在新冠疫情期間累積的家庭儲蓄以及資產價格上漲帶來的財富進賬，消費者有能力進行消費。以美國為例，在2021年第三季末，家庭資產淨值為144.7萬億美元，較新冠疫情前高出近25%。當然，這能否轉化為開支上升亦要取決於消費者信心和消費意願。採購經理調查數據顯示，在Omicron擴散之前，服務業表現有所改善（見圖3），顯示這方面開支已經開始回升。至於其復原力仍有待觀察，但我們持樂觀態度。消費者和許多企業在很大程度上已經學會與新冠肺炎共存；我們預計接種步伐落後的國家將會迎來疫苗接種率上升；新型療法（特別是新冠肺炎藥物）可能在2022年推出。

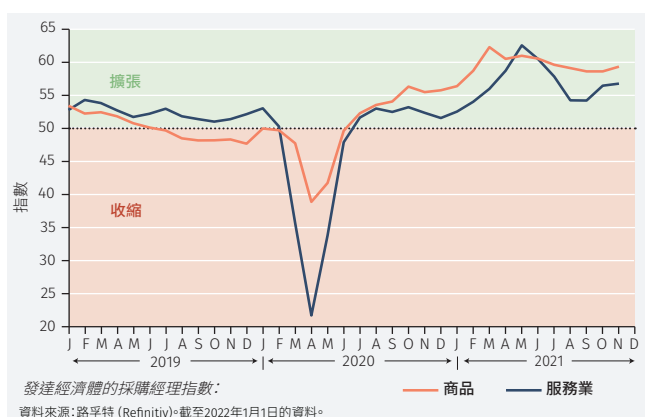
### 2. 發達經濟體的消費開支\*



第二，我們預計供應鏈壓力將有所緩和，令部分商品的壓抑需求得到滿足，庫存亦得以重建。汽車和電子消費產品行業是壓力最大的兩個領域。

第三，對綠色基建支出的需求龐大。為實現到2050年實現淨零碳排放的目標，預計未來25年此類支出達每年4萬億美元，總計100萬億美元。事實上，政府債券的名義和實際利率仍然偏低，這顯示全球仍然儲蓄過剩，可以用於滿足這些基建支出的需要。

### 3. 發達經濟體的採購經理指數 (PMI)：貨品及服務



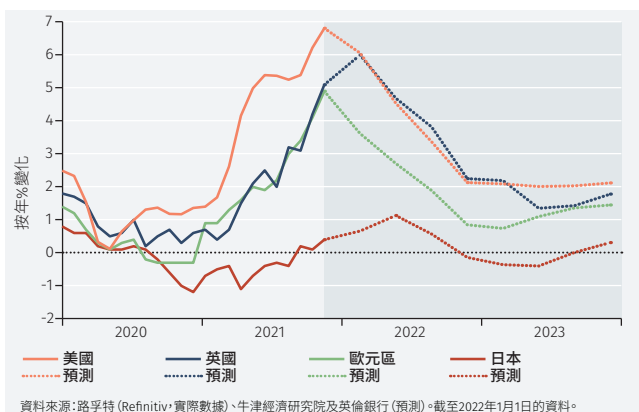
<sup>1</sup> 2022年1月4日，亞特蘭大聯邦儲備銀行 (Atlanta Federal Reserve Bank) 的GDPNow預測是2021年第四季年化增長率為7.4%。  
<https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

# 概述

## 政府債券孳息率偏低及經濟長期停滯

債券孳息率亦顯示通脹率預期不會居高不下。通脹率將在第一季見頂，然後回落至2% (見圖4)。

### 4. 發達經濟體的通脹率



超長期政府債券孳息率 (例如無法以僅僅一兩年的通脹趨勢來解釋的三十年期美國國庫券孳息率) 多年來一直呈下降趨勢 (見圖5)。這不僅可以被視為全球儲蓄過剩的跡象，亦反映長期通縮的力量。如果這個解讀正確，在2021年和2022年復甦之後，全球增長有望恢復至新冠疫情前相對緩慢的速度 (主要發達經濟體為2%或以下)。

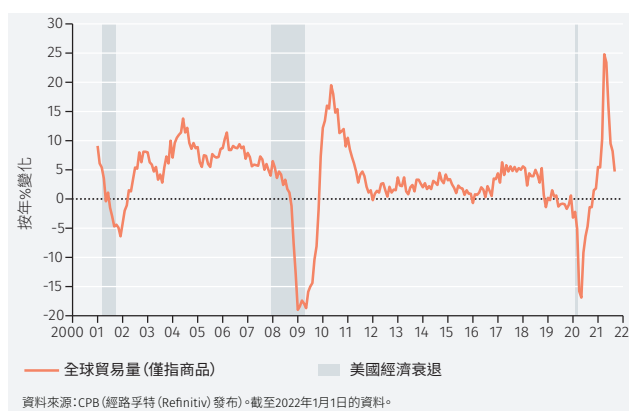
### 5. 美國三十年國庫券孳息率



## 全球化與新興經濟體

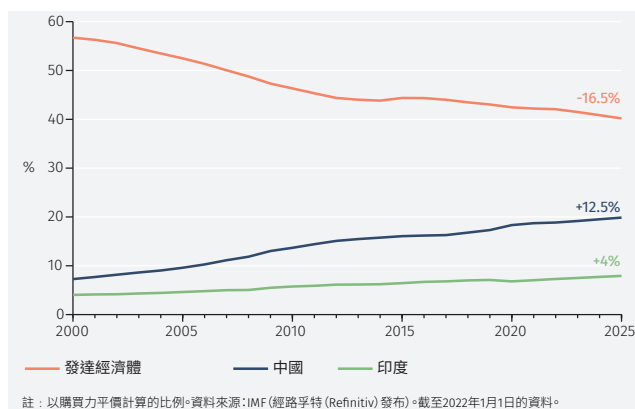
另外兩個關於全球經濟的長期重大議題同樣不容忽視。第一，全球化是否受到威脅，尤其是生產回流趨勢造成的威脅。我們的觀點是此情況的程度有限，特別是尋求生產回流的國家缺乏熟練工人 (見特別關注，第11頁) 和全球供應鏈的複雜性質。我們認為，全球貨品貿易或會繼續以接近2012至2019年期間的速度增長 (見圖6)，而服務貿易的增長可能更快。

### 6. 世界貿易增長



第二，新興經濟體在推動全球增長方面是否繼續扮演重要角色。實際上，印度和中國兩個新興經濟體已經佔發達經濟體自2000年以來在全球GDP所佔份額的下降幅度 (見圖7)。我們樂觀地認為，其他新興經濟體在數碼科技普及的推動下有望迎頭趕上。

### 7. 佔全球GDP的份額



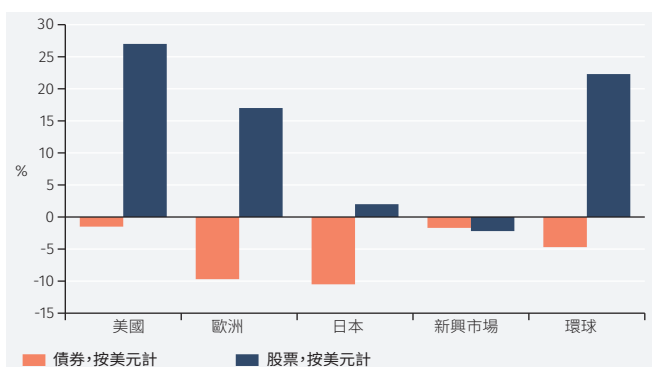
## 資產市場表現

2021年，在美股帶動下，環球股票錄得強勁升幅。美元兌大多數貨幣呈現強勢。債券市場因收益上升而承受壓力，亦反映通脹的憂慮。

### 資產市場表現

根據MSCI世界指數以美元計的總回報，2021年全球股市上升22.3%（見圖8），而彭博巴克萊環球綜合債券指數<sup>2</sup>顯示，環球債券市場回報為負值，即-4.7%。按當地貨幣計回報的幾乎所有市場若以美元計則會因貨幣貶值而削弱。

#### 8. 資產市場表現

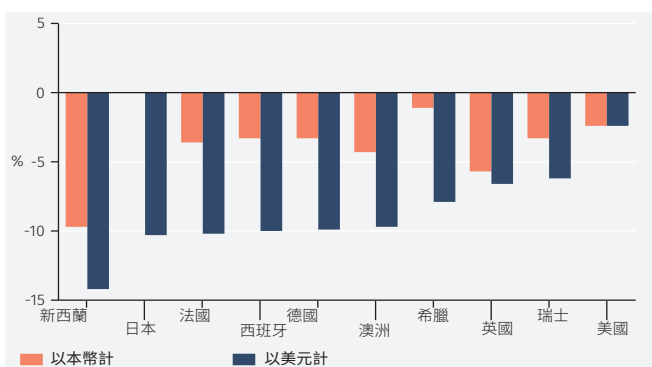


資料來源：彭博巴克萊（債券）；MSCI（股票）。至2021年12月31日止12個月的資料。  
過往表現並不一定反映未來業績。

### 債券市場

2021年較長年期債券孳息率普遍上升，而價格因此下降。美國十年期債券孳息率上升59個基點至1.50%；德國債券孳息率上升40個基點至-0.18%，但仍然是負值（見圖9）。迄今為止，新西蘭的升幅最大，孳息率上升131個基點至2.4%。上漲的主要原因是市場擔心通脹持續上升及央行未來會加息。

#### 9. 債券市場表現



資料來源：路孚特（Refinitiv）十年期基準債券總回報。至2021年12月31日止12個月的資料。  
過往表現並不一定反映未來業績。

英國方面，十年期債券孳息率升幅超過美國，英鎊兌美元輕微走弱。日圓疲弱意味著以本幣計算的回報為零，以美元計算則錄得大幅的負回報。

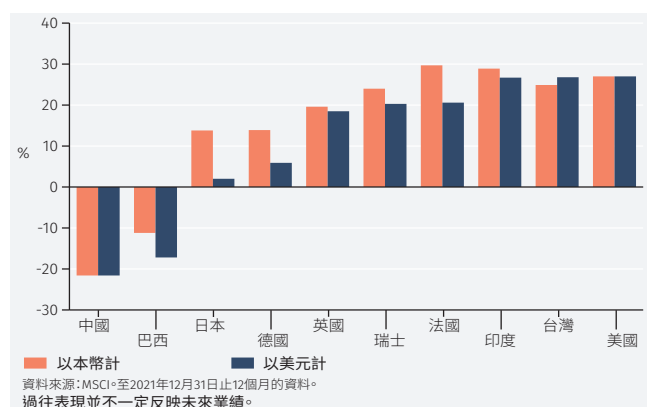
在所有歐元區的債券市場以及瑞士，以美元計回報均受到當地貨幣弱勢的影響。

### 股票市場

在主要成熟經濟體，美國股市錄得最大升幅，2021年飆升27%（見圖10）。科技公司是美股回報的重要動力，台灣科技股亦表現強勁。歐洲方面，其中一個明顯的分歧是法國和瑞士跑贏德國，主要原因是其股票指數構成不一（奢侈品和製藥公司分別佔法國和瑞士指數的較高比重）。

雖然日本股市的回報率以日圓計超過13.8%，但日圓疲弱導致以美元計的回報率收窄至只有2.0%。在主要新興市場，印度錄得最大回報，而中國的表現疲弱。對監管框架及房地產行業前景的擔憂繼續拖累中國市場表現，尤其是年中以後。

#### 10. 股票市場表現



資料來源：MSCI。至2021年12月31日止12個月的資料。

過往表現並不一定反映未來業績。

<sup>2</sup> 彭博巴克萊環球綜合債券指數收錄24個國家的發達及新興市場發行人，以其所發行的政府及投資級別企業債為基準。

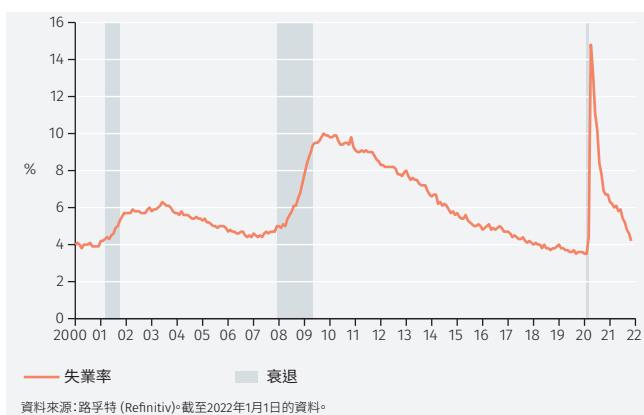
## 美國

美國經濟實現強勁的後疫情復甦，其中以勞工市場最為顯著。經過首季的部分不利因素影響後，經濟在2022年餘下時間應會繼續擴張。

### 勞工市場緊張

美國經濟達到後疫情復甦，最明顯的指標可能是失業率急劇下跌（見圖11）。失業率在2021年11月僅為4.2%，只略高於新冠疫情前的水平。在環球金融危機後，失業率經過十年時間才回落至危機前的水平。此次失業率的調整步伐遠高於之前，可以證明美國勞工市場的靈活性。例如，隨著零售銷售轉移至網絡世界，實體零售店聘用的人手減少，而倉儲及製造業的崗位相應增加。然而，這亦反映就業參與率下降（工人減少），這亦是我們在特別關注第11頁中討論的主題。

#### 11. 美國失業率



然而，政策對疫情的快速回應顯然發揮重要作用，包括轉向接近零利率、聯儲局大規模購買資產和直接的財政支援措施。此類行動將在2022年減少，對美國經濟增長構成風險。

#### 12. 美國每週經濟指數

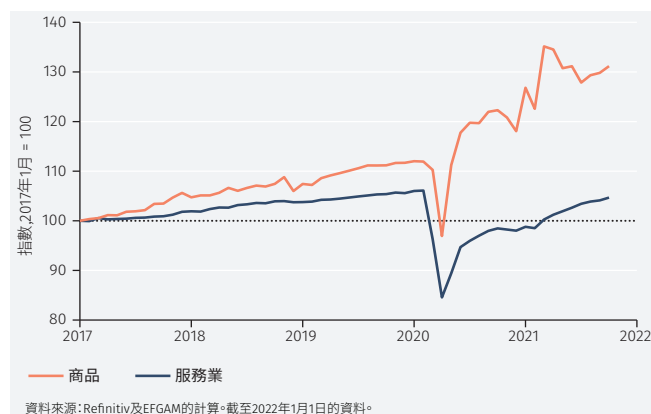


### 2022年增長靠穩，但仍面臨挑戰

美國經濟增長亦面臨另外三個風險，其時間長度各不相同。在不久將來，變種病毒Omicron擴散的影響或會同時拖累消費開支和產出。至目前為止，高頻經濟數據顯示，至2021年底，美國的實際增長率只輕微放緩（見圖12）。整體而言，今年最後一季可能會迎來強勁的經濟擴張。然而，說到新冠肺炎，我們可以肯定其發展無法預測。

展望2022年，我們認為消費者在服務（如出行、旅遊、現場活動出席及個人護理）方面的開支將會回升。這些開支仍低於新冠肺炎疫情前的水平（見圖13），而貨品（尤其是耐用品）的開支則明顯較高；但服務開支的復甦或會延遲至2022年較後時間。

#### 13. 美國消費開支趨勢



第三個隱憂是在2022年經濟活動復甦後，美國可能會回復至較低的增長率。2012年至2019年期間，年均增長率約為2.0%，考慮到長期生產力和人口結構趨勢，此增長率大致是預期之內。

可能性較低的「尾部風險」指通脹持續高企的時間超過預期，聯儲局需要更進取的緊縮政策方能控制通脹。在我們看來，更可能的情形是通脹在2022年較後時間回落，聯儲局緊縮政策的必要性不大——或許低於市場在2022年初預計的三次加息25個基點的水平。

## 英國

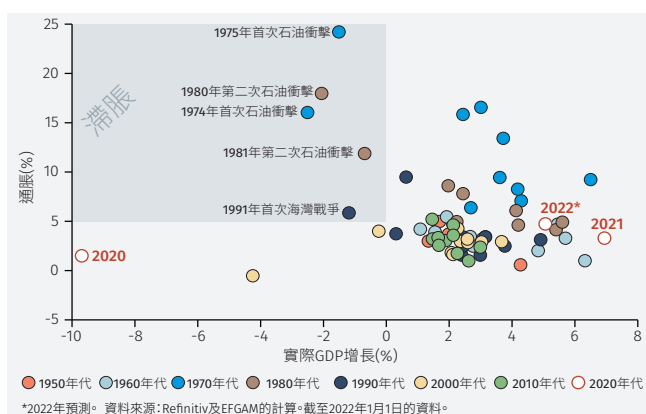
滯脹——英國經歷過實際GDP並無增長（甚至是收縮）而同時出現高通脹的情況。雖然可能是暫時性質，但這是當前風險。

### 過往滯脹

英倫銀行行長貝利 (Andrew Bailey) 表示：「我們不會形容這是滯脹。」<sup>3</sup> 然而，外界已普遍表示這是滯脹。滯脹指經濟停滯——實際GDP並無增長（甚至是收縮）——而同時出現高通脹。

英國曾出現滯脹的三個時期（見圖14）：1974年至1975年；1980年至1981年；及1991年。前兩者與石油市場的衝擊有關，當時油價分別上漲約達300%和200%；第三個時期則是第一次海灣戰爭期間，當時油價升幅較低（34%）。

### 14. 英國的滯脹

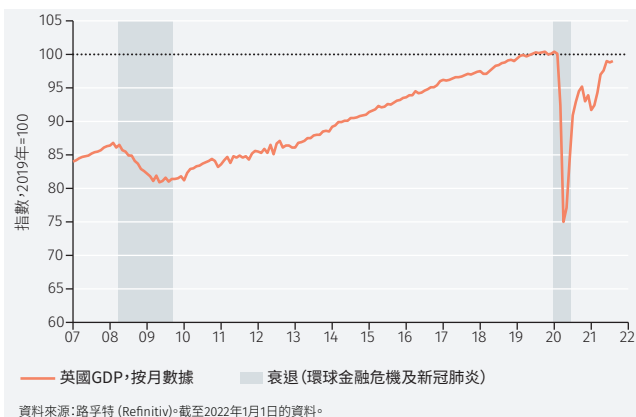


鑒於油價從2020年的低位上漲270%至2021年的高位，滯脹的風險再次出現。當然，相關性並不代表因果關係。貨幣主義者會指出，貨幣快速增長在以往是高通脹時期的先兆，但其他前因亦包括寬鬆財政政策和英鎊匯率疲弱。

### 當前的威脅

從短期預測來看，當前的滯脹威脅顯而易見。變種病毒Omicron對GDP增長造成打擊，GDP很可能在2021年11月至12月期間收縮，並且極可能在2021年最後一季和2022年第一季度期間下跌。這意味著英國在今年年初的GDP仍將低於新冠疫情前的水平（見圖15）。

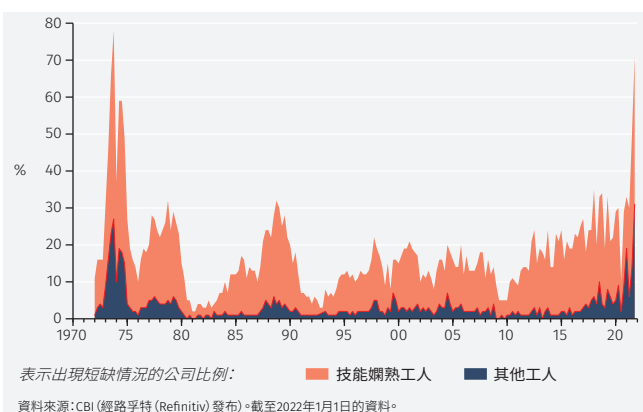
### 15. 英國按月GDP



英倫銀行現時預測，通脹將在第一季升至6%的見頂水平。成本推高物價的壓力有目共睹，一方面來自油價上漲，另一方面來自勞工市場短缺（見圖16）和供應鏈受阻。與過去一樣，前因包括貨幣快速增長、政府財政赤字飆升以及英鎊疲弱。因此在2022年初的某個時刻，增長及通脹數據可能令英國被視為陷入滯脹。

然而就2022年整體而言，GDP快速增長和通脹在一定程度上回落（市場普遍預期兩者的平均按年變動為5%），可能意味著不會出現英倫銀行否認的滯脹情形。

### 16. 勞工短缺限制生產



<sup>3</sup> 貨幣政策報告新聞發佈會，2021年11月4日。<https://tinyurl.com/2bket9ps>。在貨幣政策中，副行長Ben Broadbent偏向用「典型以取捨引發的衝擊」來解釋油價上漲導致通脹上升和GDP下跌。

## 歐元區

歐元區不同成員國的貨幣政策調控挑戰一直顯而易見，通脹率高企而差異較大和產出缺口巨大，令這些挑戰更加複雜。

### 歐元區通脹創歷史新高

2021年11月，歐元區整體消費物價通脹率升至4.9%，創下1999年歐元面世以來的最高水平。然而，扣除能源和（未加工）食品價格的通脹率卻不足一半，只有2.4%（見圖17）。央行使用此類指標的理由是剔除波動因素（如食品和能源）可以更有效地評估潛在趨勢。

### 17. 歐元區整體及基本通脹



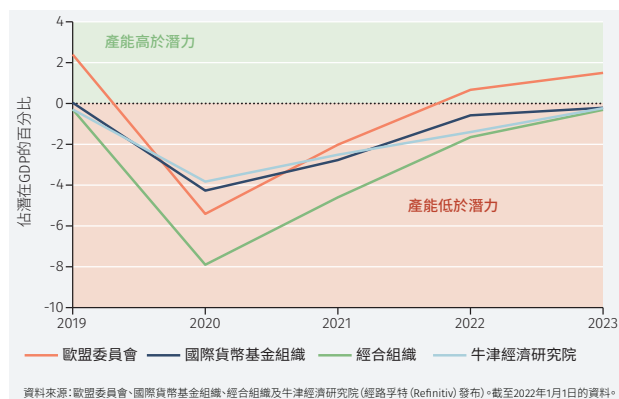
如果2.4%的通脹率確實更能代表潛在通脹，則大致符合歐洲央行（2021年7月開始採用）的2%對稱目標。雖然與之前「低於但接近2%」的表述比較可以被視為微不足道目標改變，但我們認為有其重要性，特別是這意味著通脹暫時高於2%是可以接受的。<sup>4</sup>

### 兩大隱憂

即使如此，通脹前景仍面臨兩個隱憂。

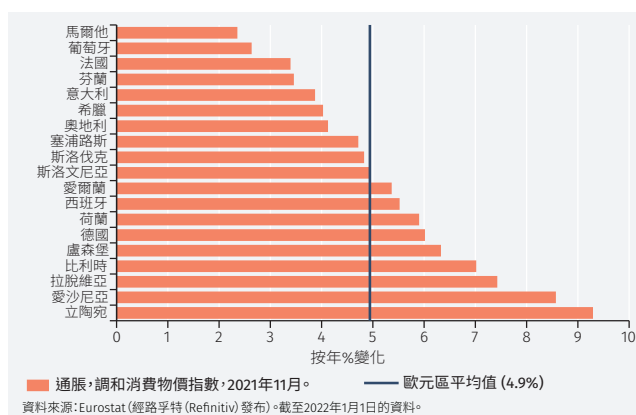
第一，歐元區GDP仍低於潛在可能性。估計數值各不相同，圖18中顯示的四個指標反映2021年的產出較潛力低2%至4.5%。在四個估計數值中，其中三個顯示產出缺口在2022年和2023年持續存在。如此規模的缺口通常預期對通脹產生下行壓力。因此，目前超過2%的通脹率較原先預期更令人擔憂。此外，歐元區19個成員國的產出缺口估計數值差異較大，個別國家的缺口已經高於潛力（波羅的海國家和斯洛文尼亞），多個大型成員國（特別是意大利和法國）的缺口預計在2023年高於潛力。

### 18. 歐元區產出缺口估計



第二，通脹率出現自歐元面世以來最大範圍的差異，某程度反映產出缺口的出入（見圖19）。在波羅的海國家，最新通脹率介乎7%到9%之間；馬爾他和葡萄牙通脹率則略高於2%。

### 19. 歐元區通脹分散度



歐洲央行很可能在2022年一直維持其寬鬆的貨幣政策，原因可能是注意到過去的政策錯誤——特別是在2008年7月油價短暫見頂以及環球金融危機爆發前不久上調利率。

具體而言，資產購買或會持續至2022全年，幾乎消化所有新增的政府債券淨發行量。

<sup>4</sup> 《The ECB's New Framework: The Bright Spots Are in the Grey Areas》, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

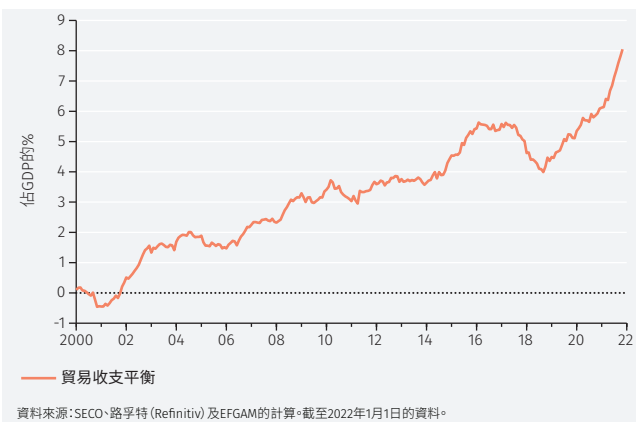
## 瑞士

瑞士經濟持續復甦。預計2021年GDP將增長超過3.5%，2022年增長約為3%。國際貿易向好和寬鬆貨幣政策支持這個有利前景。

### 貿易盈餘擴大

瑞士是小型開放經濟體，非常易受國際貿易影響。此外，瑞士在生產藥物及化工產品方面的專門能力使其出口極具競爭力。不出所料，在截至2021年11月的十二個月，瑞士貿易盈餘升至582億瑞士法郎的新高，相當於GDP的8.1%（見圖20）。出口的高速增長有利製造業，至目前為止，瑞士製造業應付全球供應鏈瓶頸的能力較大多數貿易夥伴為佳。

### 20. 瑞士：貿易收支平衡



### 瑞士國家銀行的擴張性政策

儘管增長前景正面，瑞士國家銀行再次確認其擴張性貨幣政策立場，主要是負利率及隨時準備干預外匯市場，防止瑞士法郎過度升值。

瑞士國家銀行上調2022年的通脹預測，但將2023年和2024年的預測維持按年升幅1%。因此，在政策相關的年期內，通脹率預計將保持在瑞士國家銀行界定為物格穩定的0-2%通脹的較低水平。這反映預期能源價格和供應鏈瓶頸將隨著時間而緩和。因此，瑞士國家銀行表示，未來一段時間未有改變貨幣政策壓力。

此外，行長Jordan解釋，其他國家的高通脹率已舒緩瑞士法郎的升值影響，因此，自疫情爆發以來，經消費物價通脹調整的實際匯率幾乎沒有變動（見圖21）。

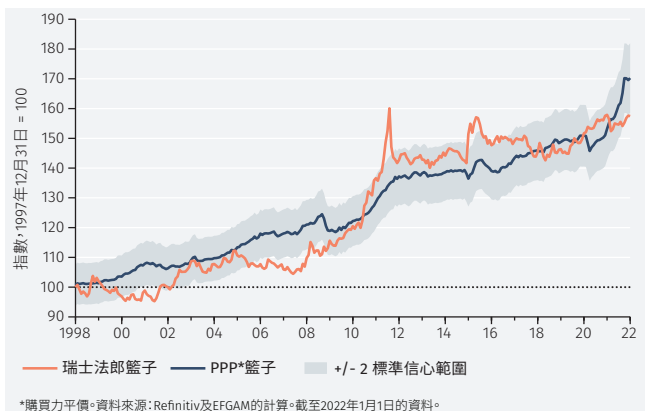
### 21. 瑞士法郎匯率指數



### 瑞士法郎匯率

然而，如果從生產物價的差異來看，情況則大有不同。<sup>5</sup>按照此標準，自疫情以來，瑞士法郎貶值7.5%，回落至1990年代後期的水平。此外，最近瑞士（11月為3.3%）與歐元區（10月為21.9%）和美國（11月為13.6%）的生產物價通脹差異擴大，意味著瑞士法郎的估計均衡匯率<sup>6</sup>相對於美元和歐元組成的一籃子匯率大幅上升（見圖22）。換言之，瑞士法郎或進一步走強，歐元兌瑞士法郎匯率達到平價只是時間問題。

### 22. 瑞士法郎匯率籃子和購買力平價\*



<sup>5</sup> 考慮PPI的原因是能夠及時反映出口價格，而大多數經濟體每月公佈此資料。

<sup>6</sup> 基於購買力平價 (PPP)。

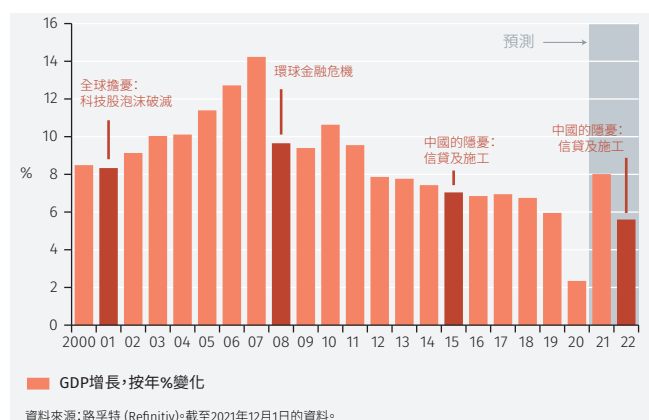
## 亞洲

過去的二十年，外界反覆提出對中國的經濟增長前景的擔憂。新冠肺炎、信貸和施工趨勢是當前的短期關注。長期問題則與人口結構趨勢和管治有關。

### 中國：反覆隱憂

在過去二十年，外界反覆提出對中國的增長前景的擔憂（見圖23）。某些威脅來自外部（如環球金融危機），而某些則主要來自國內。每次的憂慮均有所誇大。中國尤其善於政策調控，所以能夠避免急劇衰退。

#### 23. 中國的增長：反覆出現的隱憂



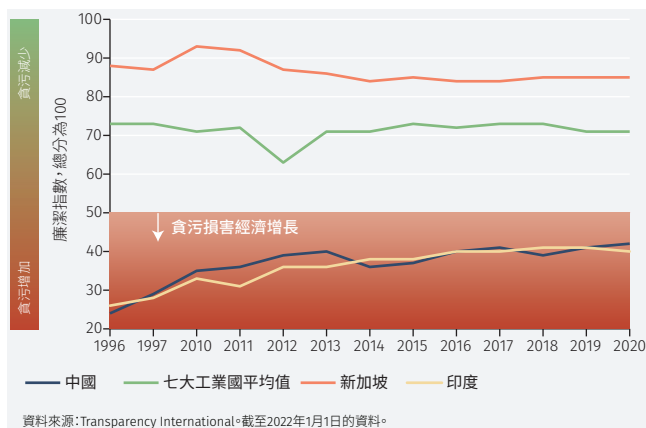
此次是短期以及較深層次的長期問題。中國的「病毒清零」策略包括大規模接種疫苗、困斷嚴格遏止疫情爆發以及嚴格限制出入境。如果需要反覆實施封城和旅行限制，原因可能是疫苗對新的變種病毒缺乏保護力，貿易和增長將受到拖累。

除此之外，投資者對房地產行業感到擔心，現時房產銷售及新屋動工正在急劇萎縮（見圖24）。

#### 24. 中國：房屋銷售、施工和價格



#### 25. 亞洲的廉潔指數



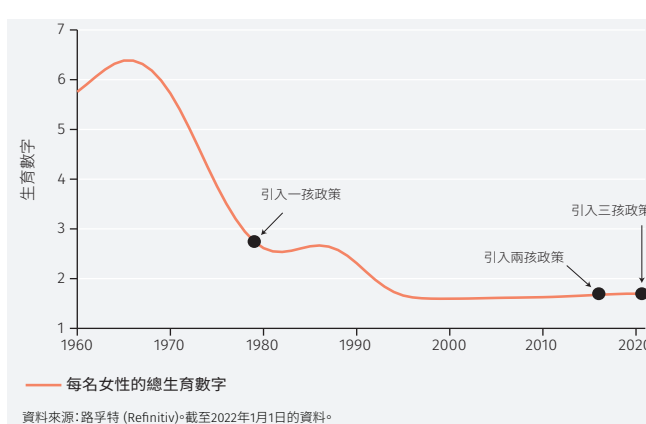
房地產行業佔中國經濟增長的四分之一乃至半壁江山，而且其中大部分來自債務融資，所以風險是顯而易見的。長期調控（以免出現「雷曼時刻」）似乎仍然是最有可能的解決方案。主要原因是中國的主要國有銀行可能會透過政府援助的方式對物業相關債務進行重組。

#### 管理和人口結構

兩個更大的長期問題關乎中國的管治和人口結構。中國仍然被認為是貪污嚴重的經濟體，其程度不利經濟增長（見圖25）。印度的情況亦相差無幾。中國的人口結構亦對增長構成制肘。儘管當局轉為實施多孩政策，但生育率仍急劇下跌（見圖26）。適齡勞動人口幾乎可以肯定已經見頂（見特別關注，第11頁）

克服中國當前的挑戰較以往更加困難。

#### 26. 中國：生育率



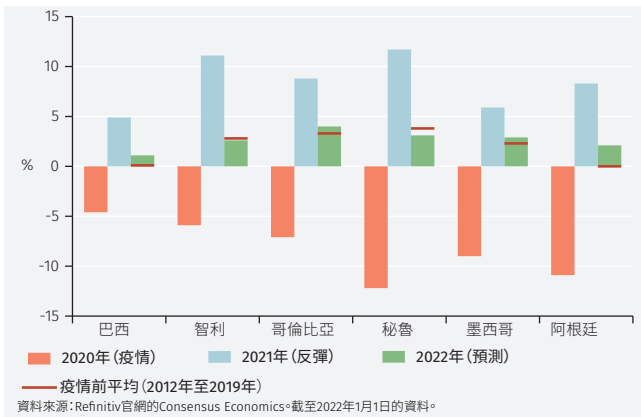
## 拉丁美洲

經過2021年大幅反彈之後，拉丁美洲的增長將在2022年恢復至較正常的速度。增長風險(尤其是巴西)似乎被誇大。

### 恢復「常態」

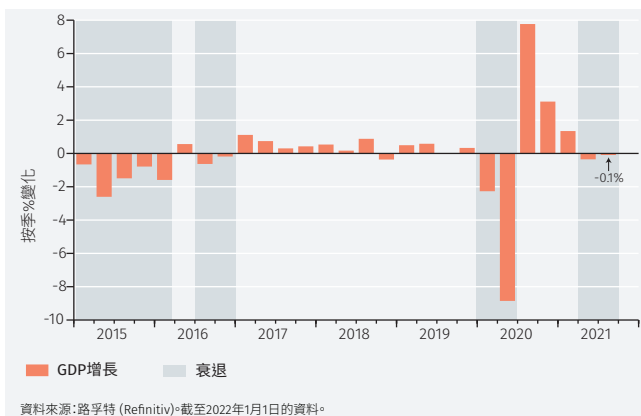
拉丁美洲是2020年新冠肺炎的重災區之一，但在2021年錄得了強勁反彈。到2022年，快速增長似乎將回落至疫情前相若的增速(見圖27)。

#### 27. 拉丁美洲GDP增長：恢復至新冠疫情前的水平



巴西的增長前景令人看淡，當地經濟進入2015年以來的第四次衰退(見圖28)，2022年的經濟預測亦大幅下調。這些擔憂與政策收緊(尤其是加息)以及11月總統大選前的政治不確定性有關，這可能會阻礙外來投資和結構性改革的進一步進程。

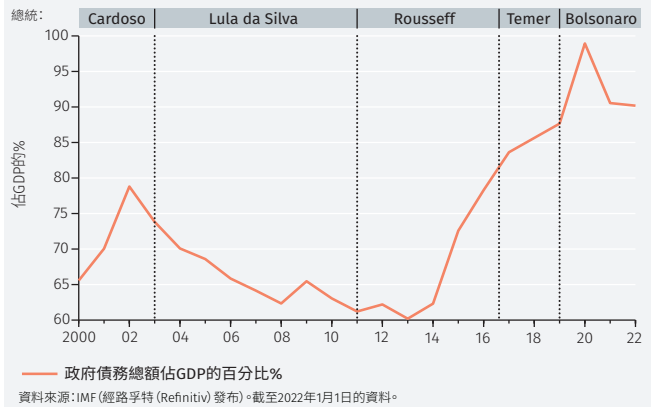
#### 28. 巴西：自2015年以來的第四次衰退



### 巴西：較樂觀的一面

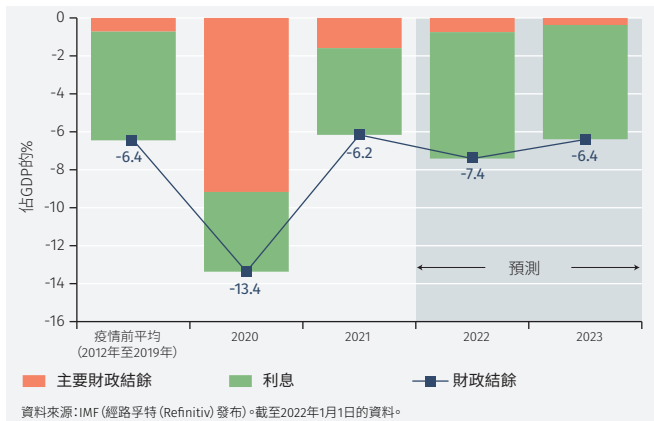
我們認為，對巴西前景的悲觀情緒似乎言過其實。利率確實飆升，但這恰好顯示央行的獨立性，我們認為這將體現於通脹、利率和債券孳息率回落的過程中。與此同時，巴西對財政政策採取負責任的管理。雖然政府債務相對於GDP的比例在2020年急升(原因是名義GDP萎縮)，但經濟復甦令這個比例回落，如今僅略高於疫情前的水平(見圖29)。

#### 29. 巴西：債務負擔不斷加重



根據憲法規定，政府不得增加按實際水平(經通脹調整)計算的支出。此項法律在2020年被暫停，令政府的基本赤字大幅上升(見圖30)。此舉在當時是適當的。目前巴西財政正恢復平衡，但是利息增加將對整體財政赤字造成壓力。

#### 30. 巴西：財政平衡



雖然起步非常緩慢，但其後巴西在控制疫情方面亦的進展良好，這主要有賴當地生產疫苗。

## 特別關注：勞工短缺？

疫情導致的其中一個意外後果是就業參與率下降，所指的是就業或求職的人口比例。除本身存在的人口結果隱憂外，現時我們再擔心工人會否嚴重短缺？

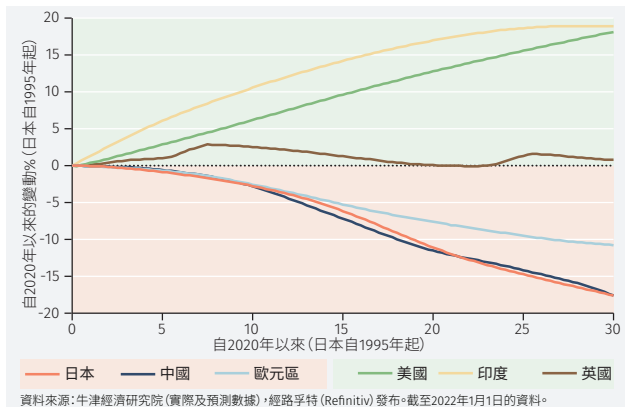
### 馬爾薩斯陷阱

兩個世紀前，馬爾薩斯(Thomas Malthus)提出對全球人口急增的關注。他認為，人口增幅將遠超世界糧食生產能力，亦即「馬爾薩斯陷阱」。<sup>7</sup>通過各種手段(戰爭、饑荒、瘟疫或生育控制)，人口增長將受到限制。中國於1979年推出的一孩政策便是呼應這些擔憂。但馬爾薩斯是錯誤的，在他撰文時世界人口約為10億，如今可能快將超過80億(2022年1月1日為79.2億)，而目前世界肥胖兒童多於體重過輕的兒童。<sup>8</sup>

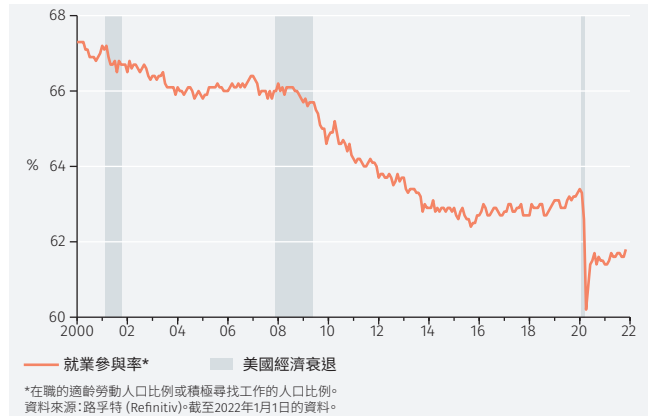
### 適齡勞動人口減少

馬斯克(Elon Musk)最近提出與馬爾薩斯截然不同的看法：除非人工智能和機器人技術發展的速度足夠，否則工人不足可能威脅人類文明。<sup>9</sup>雖然美國的適齡勞動人口預計在未來30年會增加(見圖31)，預計印度亦會出現類似趨勢，但中國的下降趨勢預計會步上日本從1995年開始的後塵。歐元區的下降趨勢相對溫和(其中外圍國家大幅下降，核心國家則錄得增長)。預計英國適齡勞動人口將大致平穩。

### 31. 適齡勞動人口



### 32. 美國就業參與率



### 大離職潮

除了適齡勞動人口下降的隱憂外，許多經濟體的就業參與率亦正在下跌(美國的趨勢見圖32)。此現象被稱為「大離職潮」。與新冠肺炎相關的長期疾病、封鎖期間在家工作的困難(尤其是照顧兒童方面的需要)以及擔心感染均是背後的原因。

但是，更重要的是家庭獲得的支持。根據某項估計，在疫情期間，美國向家庭派發的現金總額達2萬億美元，即每戶約16,000美元，這減低求職的意欲，令就業參與率下降0.6%(約佔跌幅的一半)。<sup>10</sup>歐洲較廣泛實行職位保留計劃(例如英國的休假計劃)，因此就業參與率的跌幅較低。即便如此，摩根士丹利的研究發現，36%的歐洲人通過內容創作平台、電商及交易(如比特幣和NFT)賺取額外收入，其中超過40%希望在兩年內離職。<sup>11</sup>

「大離職潮」可能是新冠肺炎及其政策應對措施所造成持久而意料之外的後果。

<sup>7</sup> 《人口原理》，馬爾薩斯(1798年)

<sup>8</sup> 《The Economist World Ahead 2022, Growing up—and out'》

<sup>9</sup> <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

<sup>10</sup> <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

<sup>11</sup> 《What If...The "Great Resignation" Doesn't End?》，摩根士丹利，2021年11月24日。

## 重要資訊

投資價值及其收益可升可跌，而過往業績並不代表將來表現。投資產品可能涉及投資風險，包括但不限於損失全部或部分投資本金。

本文件不構成亦不應被視為任何投資項目、證券、其他金融工具或其他產品或服務的招股說明書、廣告、公開發售或配售，亦不應被視為買入、出售、持有或出售上述項目的建議。本文件並非任何投資、證券、其他金融工具或其他產品或服務的條款及細則之最後陳述。本文件僅刊載一般資訊，並非任何特定行動或不作為方針的投資建議或任何其他具體建議。本文件的資訊並未考慮接收人的特定投資目標、財務狀況或特定需求。進行任何投資之前，或若對本文件的資訊有疑問，應尋求適合個人個別情況的專業建議。

儘管本文件的資訊是來自公認的可靠資料來源，但EFG集團的任何成員均不保證其準確性，而且此等資訊可能不完整或經簡化。本文件的任何意見如有更改，恕不另行通知。本文件可能包含個人意見，但並不代表EFG集團任何成員的立場。在法律允許的最大範圍內，EFG集團成員概不就本文件出現錯誤或遺漏所引起的後果承擔任何責任，亦不就任何人士依賴本文件所載意見或聲明所引起的後果承擔任何責任，且EFG集團各成員明確表示概不就前述後果所導致或收件人依賴本文件進行任何行動或不行動所導致的負債承擔任何責任，包括（但不限於）附帶或間接損害責任。

在任何司法管轄區或國家提供本文件或會違反當地法律或監管規定，持有本文件的人士應自行了解並遵守相關限制。未經EFG集團授權成員的事先書面許可，不得將本文件（全部或部分）複製、披露或分發給任何其他人。

本文件由EFG Asset Management (UK) Limited製作，供EFG集團以及EFG集團屬下的環球子公司及分支機構使用。EFG Asset Management (UK) Limited獲英國金融行為監管局授權並受其監管，註冊編號為7389746。註冊地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom; 電話：+44 (0)20 7491 9111。

閣下在以下任何附屬機構或分支機構收到此文件，請注意以下幾點：

### 澳洲投資者須知：

本文件由私人有限公司EFG Asset Management (UK) Limited編製及發行，註冊編號7389746，以及註冊地址位於Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB (電話號碼 +44 (0)20 7491 9111)。EFG Asset Management (UK) Limited獲金融行為監管局監管及授權，註冊編號為536771。EFG Asset Management (UK) Limited獲豁免就其向澳洲批發客戶提供的金融服務持有澳洲金融服務牌照的要求，並根據英國法律（不同於澳洲法律）獲得英國金融行為監管局授權及監管（FCA註冊編號為536771）。本文件須保密，僅供給予或發送對象使用，不得全部或部分向任何其他人士出售。

ASIC Class Order CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited謹此通知閣下，其依賴澳洲證券及投資委員會(ASIC) Class Order CO 03/1099 (Class Order)對英國金融行為監管局監管公司的豁免（經ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396)延長），獲豁免根據《2001年公司法》(Cth) (公司法) (AFSL)就我們向閣下提供金融服務而持有澳洲金融服務牌照(AFSL)的要求。

### 英國監管要求

我們向閣下提供的金融服務根據英國法律及監管要求（不同於澳洲），受英國金融行為監管局監管。因此，閣下在我們向閣下提供金融服務的過程中收到的任何要約或其他文件，將根據該等法律及監管要求編製。英國監管要求指根據立法及英國金融行為監管局頒佈的任何其他相關政策或文件而確立的法律、規則。

### 閣下作為批發客戶的身份

為確保我們可能向閣下提供金融服務並遵守Class Order，閣下必須為公司法第761G條所界定的「批發客戶」。因此，在我們開始向閣下提供金融服務之前或在提供服務的過程中，接受我們的任何文件代表閣下：

- 向我們保證閣下「批發客戶」的身份；
- 同意提供我們可能不時要求以確認閣下作為批發客戶身份的資料或證據；
- 同意如果閣下不再是批發客戶或不向我們提供我們信納的資料或證據證實閣下作為批發客戶的身份，我們可停止向閣下提供服務；及
- 同意如果就我們向您提供金融服務而言，您不再是「批發客戶」，則在5個營業日書面通知我們。

**巴哈馬：**EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.是根據2011年《證券業法》及2012年《證券業條例》獲得巴哈馬證券委員會的認可，並獲授權在巴哈馬境內及從巴哈馬境內從事證券業務，包括證券交易、安排證券交易、管理證券，及提供證券諮詢。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd.亦根據2000年《銀行和信託公司管理法》，獲巴哈馬中央銀行認可為銀行及信託公司。

**巴林：**EFG AG 巴林分行受巴林中央銀行監管，註冊辦公室地址為Bahrain Financial Harbour, West Tower – 14th Floor, Kingdom of Bahrain。

**百慕達：**EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd.是在百慕達註冊成立的獲豁免有限公司。註冊地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

**開曼群島：**EFG Bank已根據開曼群島《銀行與信託公司法》獲得開曼群島金融管理局許可從事銀行業務。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd.已獲開曼群島金融管理局 (Cayman Islands Monetary Authority) 認可，可根據開曼群島《銀行及信託公司法》進行信託業務，並根據《開曼群島證券投資業法》從事證券投資業務。

**智利：**EFG Corredores de Bolsa SpA是Comisión para el Mercado Financiero (「Ex SVS」) 許可的股票經紀商，獲授權在智利進行證券經紀交易及輔助受監管活動，包括全權委託證券組合管理、安排證券交易及提供投資建議。註冊編號：215。註冊地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of.2901, Las Condes, Santiago。

**塞浦路斯：**EFG Cyprus Limited是在塞浦路斯成立的投資公司，公司編號HE408062，註冊地址為Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG Cyprus Limited獲塞浦路斯證券交易委員會 (Cyprus Securities and Exchange Commission, CySEC) 授權並受其監管。

**杜拜：**EFG (Middle East) Limited受杜拜金融服務管理局監管，註冊地址為Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, UAE。

**西島：**EFG私人銀行（海峽群島）有限公司已獲西島金融服務委員會認可。

**香港：**EFG Bank AG根據銀行業條例（香港法例第155章）獲香港金融管理局授權為持牌銀行，並獲授權在香港進行第1類（證券交易）、第4類（就證券提供意見）及第9類（資產管理）受監管活動。

**澤西島：**EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited受澤西島金融服務委員會 (Jersey Financial Services Commission) 按《1998年金融服務 (Jersey) 法》監管。

**列支敦士登：**EFG Bank von Ernst AG受列支敦士登金融市場管理局監管（地址為Landstrasse 109, P.O.Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein）監管。

**盧森堡：**EFG Bank (Luxembourg) S.A.列于上市銀行名單，是在卢森堡根据 1993 年 4 月 5 日《卢森堡法律》就金融板块（经修改）（“1993 年法律”）成立的股份有限公司，由卢森堡监管局（卢森堡金融监管委员会）持有，依据 1993 年法律第 2 条获权从事其活动。卢森堡居民应联系 EFG Bank (Luxembourg) S.A (56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, telephone +352 264541)，以获取有关 EFG Bank (Luxembourg) S.A 服务的任何信息。

**摩納哥：**EFG Bank (Monaco) SAM是摩納哥的上市有限公司，公司註冊編號為90 S 02647 (Registre du Commerce et de l'Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM是從事金融活動的銀行，其業務獲法國審慎監管與解決局以及摩納哥金融活動控制委員會的授權並受其監管。註冊地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d' Ostende – BP 37 – 98001 Monaco (Principauté de Monaco); 電話：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英語，並放棄索取本刊物之法語版本。

**中華人民共和國（「中國」）：**EFG Bank AG上海代表處獲中國銀行業監督管理委員會批准，並已根據《中華人民共和國外資銀行管理規定》及相關在行政法規向上海工商行政管理局註冊。註冊編號：310000500424509。註冊地址：上海市浦東新區世紀大道100號上海環球金融中心65樓65T10室。EFG Bank AG上海代表處的業務範圍僅限於非牟利活動，包括聯絡、市場研究及諮詢。

**葡萄牙：**EFG Bank (Luxembourg) S.A.葡萄牙分行在葡萄牙證券市場委員會的註冊編號為393；在葡萄牙央行的註冊編號為280。納稅人及商業註冊號：980649439。註冊地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto – 1250-140 Lisbon, Portugal。

**新加坡：**EFG Bank AG新加坡分行 (UEN編號：T03FC6371) 是新加坡金融管理局許可從事銀行業務的批發銀行，並且是《金融顧問法》定義的獲豁免金融顧問及《證券與期貨法》定義的獲豁免資本市場服務持牌機構。

**瑞士：**EFG Bank AG蘇黎世分行（包括其日內瓦和盧加諾分行）由瑞士金融市場監管局 (FINMA) 授權並受其監管。註冊地址：EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士分行：EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2 and EFG Bank SA, Via Magatti 2 6900 Lugano。

**英國：**EFG Private Bank Limited獲審慎監管局授權，並由金融行為監管局及審慎監管局監管，註冊編號為144036。EFG Private Bank Limited 是倫敦證券交易所的成員。注册公司编号 2321802。註冊地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom; 電話：+44 (0)20 7491 9111。關於EFG Asset Management (UK) Limited，請留意上面的狀態披露。

**美國：**EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的關聯公司、美國證券交易委員會 (SEC) 註冊經紀交易商，以及金融業監管局 (FINRA) 和證券投資者保護公司 (SIPC) 的成員。SEC、FINRA 或 SIPC 均未認可本文件或 EFG Capital 或其美國關聯公司 EFGAM Americas 提供的服務及產品。EFGAM Americas 已在美國證券交易委員會註冊成為投資顧問。證券產品及經紀服務由 EFG Capital 提供，資產管理服務則由 EFGAM Americas 提供。在共同所有權下，EFG Capital 與 EFGAM Americas 有關聯，互相維持有關人員的關係。本文件並不提供予美國人或美國人的帳戶，除非是「合格購買人」（定義見《1940 年美國投資公司法》（經修訂）（以下簡稱「投資公司法」）及「認可投資者」（定義見《證券法》第 501 (a) 條）。本文件所提及的任何證券均不會根據《證券法》註冊，亦不會根據任何適用的州證券法規獲得資格。本文件所提及的任何基金均不會根據《投資公司法》註冊成為投資公司。位於美國以外地區的分析師由不受 FINRA 法規約束的非美國關聯機構聘用。