

INSIGHT

季度市场回顾

2022 年第一季度

本刊物重点内容：



全球战略资产配置




全球证券筛选



区域资产配置



区域投资组合构建



第四波疫情过后前景
将更为光明

概览

英国

拉丁美洲

特别主题

向好的前景将取代新冠疫
情的不确定性

滞胀风险

政治与新冠疫情

劳动力短缺？

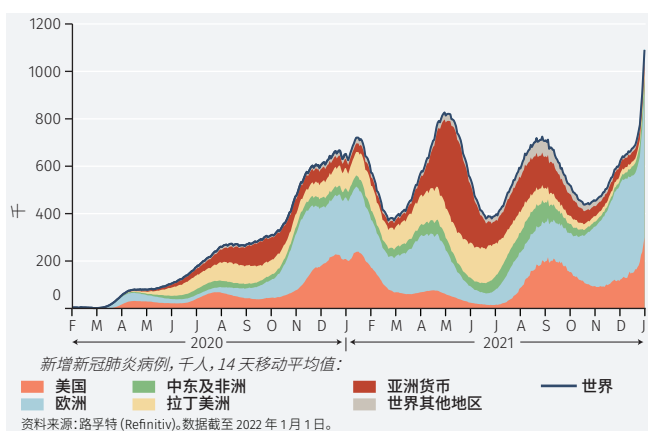
概览

尽管今年上半年, 新冠疫情的担忧仍将如乌云笼罩, 但我们对 2022 年全球经济增长的前景普遍持乐观态度。由于通胀率将回落, 经济大环境总体上保持良好。

全球第四波新冠疫情

2022 年初, 新冠肺炎病例激增, 也就是第四波疫情的到来 (见图 1) 可能再次成为了全球关注的主要问题。随着奥密克戎 (Omicron) 变异毒株的传播, 全球经济增长已于 2021 年底受创, 一些人员流动限制措施重启, 消费者情绪受到负面影响。然而, 各国所受影响存在很大差异。欧洲在发达经济体中受创最为严重。相比之下, 美国经济增长似乎保持相对稳定。¹

1. 第四轮新冠疫情

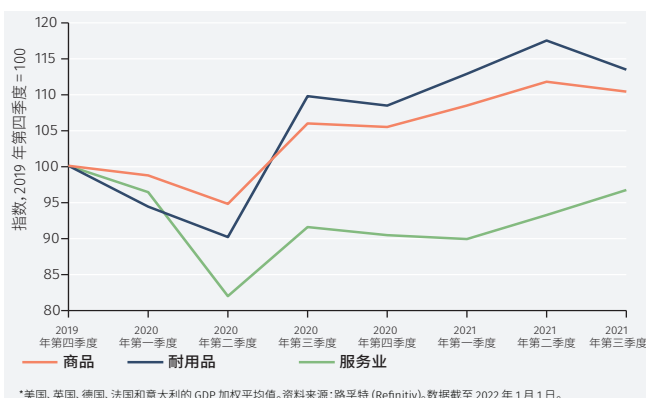


在某种程度上, 世界经济已经逐步习惯于应对新冠疫情。当 2020 年 3 月第一波疫情开始时, 全球经济增长急剧放缓, 而在随后的疫情中则表现出更强的韧性。在 2022 年早些时候实现复苏的潜力依然存在, 我们预计发达经济体的整体 GDP 增长率约为 4.5%, 略高于新兴经济体。

储蓄和支出

这一评估基于三个预期的发展趋势。第一, 我们看到消费者在娱乐、旅游和现场活动等服务上的支出呈现一定复苏迹象。在主要发达经济体中, 最新数据 (截至 2021 年第三季度) 显示, 此类支出仍低于疫情前的水平 (见图 2)。考虑到疫情期间积累的家庭储蓄以及资产价格上涨带来的财富增加, 因而消费者具备支出能力。例如, 在美国, 截至 2021 年第三季度末, 家庭净资产为 144.7 万亿美元, 比疫情爆发前高出近 25%。当然, 这在多大程度上可转化为更高的消费支出取决于消费者信心和消费意愿。来自采购经理人的调查数据显示, 在奥密克戎变异毒株扩散传播前, 服务业的情况有所改善 (见图 3), 这表明此类支出已经开始复苏。这一趋势最终会有多强的韧性还有待观察, 但我们对此持乐观态度。消费者和许多企业在很大程度上学会了与新冠病毒共存; 我们认为一些此前疫苗接种方面有所滞后的国家其接种率会有所上升; 新的治疗方法, 尤其是新冠肺炎药剂, 可能在 2022 年推出。

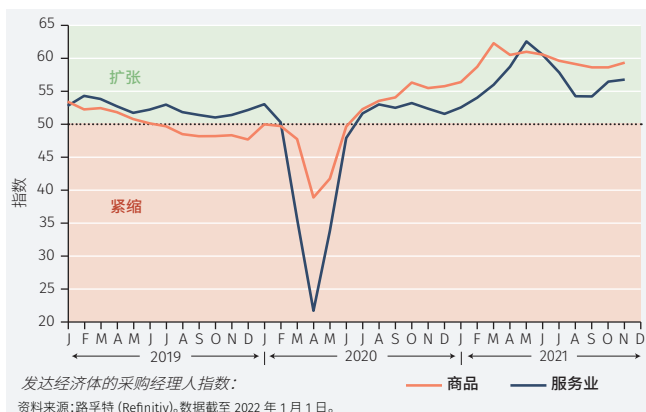
2. 发达经济体的消费者支出*



第二, 我们预计供应链压力将有所缓解, 从而将让受到抑制的商品需求得以满足, 让库存得以重建。而其中, 汽车和消费电子行业是供应链压力最大的两个领域。

第三, 绿色基础设施支出需求巨大。为达成在 2050 年实现净零碳排放的目标, 在接下来的 25 年里, 此类支出估计为每年 4 万亿美元, 总计达到 100 万亿美元。名义和实际政府债券收益率仍然很低, 这表明全球储蓄仍然过剩, 可用以满足此类基础设施支出需求。

3. 发达经济体的 PMI: 商品和服务



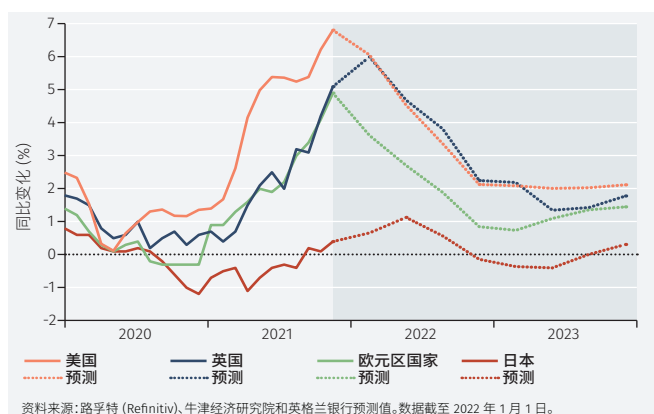
¹ 亚特兰大联邦储备银行在 2022 年 1 月 4 日发布的 GDPNow 预测, 2021 年第四季度的年化增长率为 7.4%。
<https://www.frbatlanta.org/cqer/research/gdpnow>

概览

政府债券收益率较低且长期停滞

债券收益率也向我们表明，通胀率预计不会长期居高不下。通胀率峰值预计将出现在第一季度，然后将回落至 2% (见图 4)。

4. 发达经济体的通胀率



期限很长的政府债券的收益率 (例如 30 年期美国国债收益率), 并不能用一两年的通胀趋势来加以解释, 而此类收益率在过去几年里一直呈下降趋势 (见图 5)。这不仅可以看作是全球储蓄过剩的迹象, 也可以看作是长期通缩力量的表现。如果这是正确的解释, 那么在 2021 年和 2022 年复苏之后, 全球增长有望恢复到其疫情前相对缓慢的水平 (主要发达经济体为 2% 或更低)。

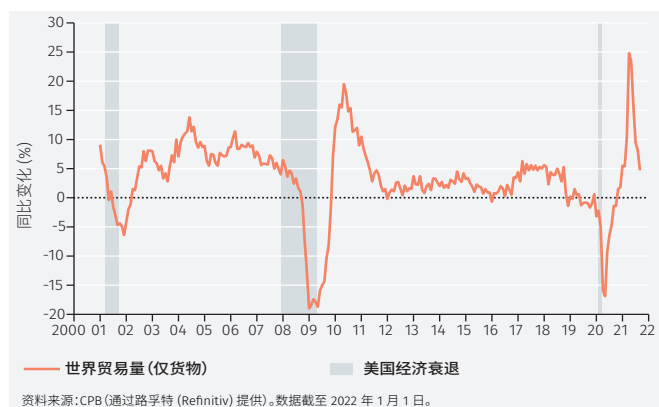
5. 30 年期美国国债收益率



全球化与新兴经济体

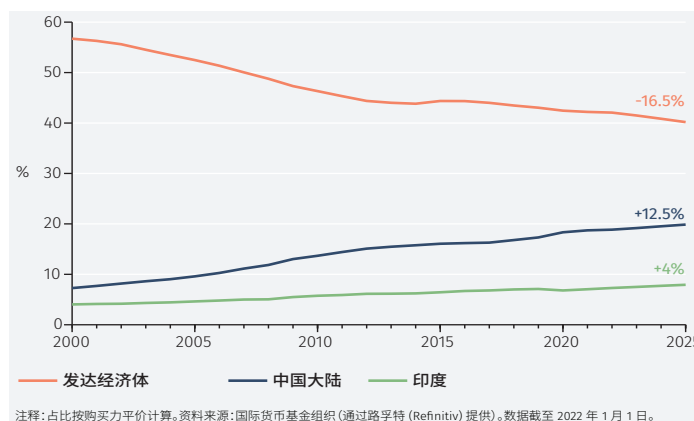
关于全球经济的另外两个长期主要问题也与此相关。第一个问题是, 全球化是否受到威胁, 尤其是因生产回流的趋势而受到威胁。我们认为, 这种情况的发生有诸多限制, 最主要的原因是那些寻求回流的国家缺乏熟练劳动力 (参阅 *特别主题*, 第 11 页), 以及全球供应链本身的复杂性。我们认为, 全球商品贸易可能会继续以类似于 2012-2019 年期间的速度增长 (见图 6), 其中服务贸易增速可能会更快。

6. 世界贸易增长



第二个问题是, 新兴经济体在推动全球增长方面的重要性是否会持续下去。实际上, 只有两个新兴经济体——印度和中国, 自 2000 年以来其在全球 GDP 中的占比增长正好等于所有发达经济体占比下降的比例 (见图 7)。我们乐观地认为, 在数字技术的采用所带来的推动下, 其他新兴经济体可以逐渐迎头赶上。

7. 在全球 GDP 中的占比



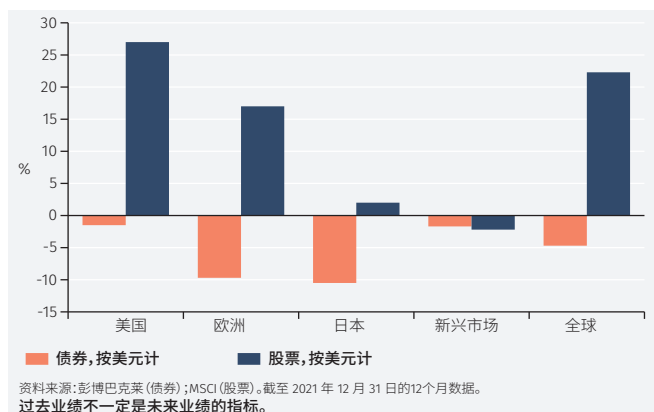
资产市场表现

2021年,在美国引领下,全球股市回报强劲。美元对多数货币的表现走强。债券市场受到收益率上升的压力,反映市场对通胀的担忧。

资产市场表现

根据 MSCI 世界指数按美元计的总回报率,2021年全球股市上涨 22.3% (见图 8)。相比之下,根据彭博巴克莱全球综合指数,全球债券市场回报率为 -4.7%。²几乎所有市场的本币回报率(按美元计)均因货币贬值而受到削弱。

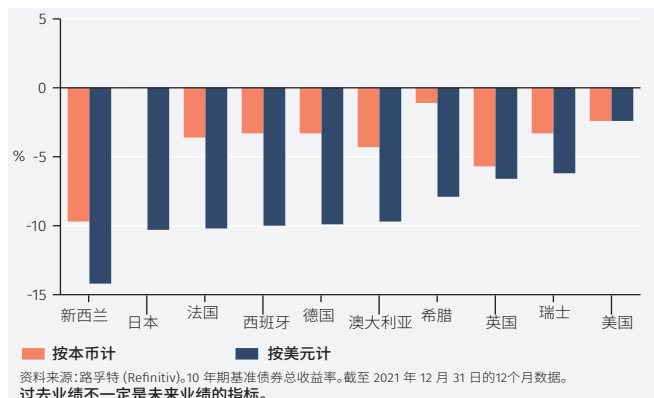
8. 资产市场表现



债券市场

2021年,远期债券收益率普遍上升,而价格随之下跌。10年期美国国债收益率上升 59 个基点,达到 1.50%;10年期德国国债收益率上升 40 个基点后仍为负值,达到 -0.18%,(见图 9)。新西兰的涨幅最大,收益率上升了 131 个基点,达到 2.4%。这些增长主要是由对通胀持续走高和未来央行政策利率上调的担忧所驱动。

9. 债券市场表现



在英国,10年期国债收益率涨幅超过美国,英镑兑美元汇率也略微走弱。日元表现疲软,这意味着以本币计的零回报转为以美元计则为大幅负回报。

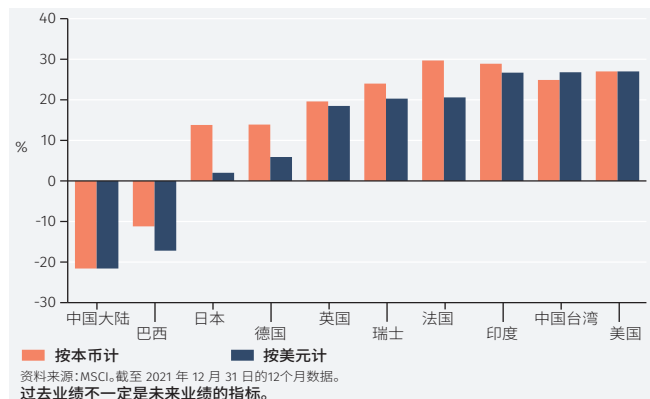
在所有欧元区债券市场(瑞士尤其严重),按美元计的债券回报率都因本币疲软而受挫。

股票市场

在主要发达市场中,美国股票的回报率最高,在2021年达到27% (见图 10)。科技公司股票成为美国股市回报的重要推动因素,而在中国台湾,科技公司股票也同样表现强劲。在欧洲,观察到的明显差异是法国和瑞士的表现强于德国,这在很大程度上是因为其股票指数的构成不同(法国和瑞士的股票指数中奢侈品和制药公司的占比较高)。

尽管按日元计的日本股票回报率为 13.8%,但由于日元疲软,按美元计的回报率缩减到仅有 2.0%。在主要新兴市场中,印度的表现最为强劲,而中国的回报表现疲软。对监管框架和房地产行业前景的担忧使得中国股市表现承压,这一趋势尤以年中开始逐渐明显。

10. 股票市场表现



² 彭博巴克莱全球综合指数是衡量 24 个国家发达市场及新兴市场发行人政府债券和投资级企业债券的基准。

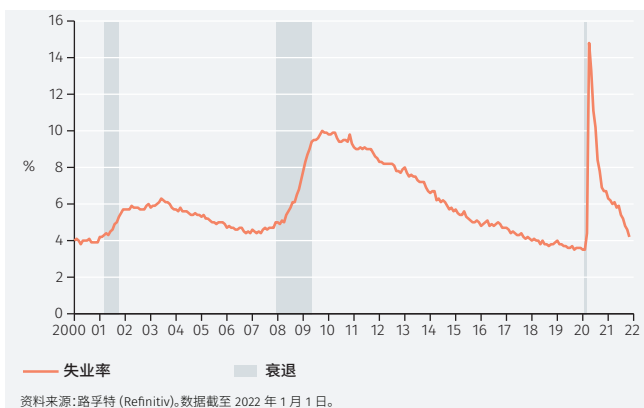
美国

美国经济在新冠疫情后实现了强劲复苏，最明显的是在劳动力市场。在经历了第一季度的一些不利因素后，2022 年其余时间应会呈现持续的扩张趋势。

劳动力市场紧张

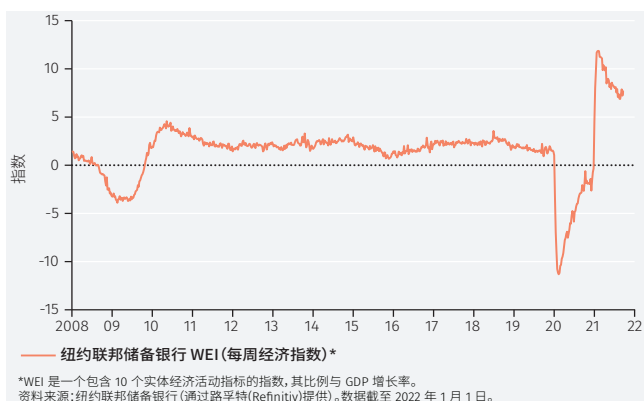
新冠疫情后美国经济活动复苏的最明确信号或许是失业率的大幅下降(见图 11)。到 2021 年 11 月，失业率为 4.2%，仅略高于疫情前的水平。而全球金融危机后，失业率用了十年时间才回到危机前的水平。此番所呈现出的更快调整可以看作是劳动力市场灵活性的证明。例如，随着零售业务转移到线上，实体零售店的就业人数出现下降而仓储和制造业岗位数量则有所增加。然而，这也反映了劳动力参与率的下降——劳动力越来越少，我们在第 11 页的特别主题探讨了这个问题。

11. 美国失业率



然而，政策对疫情的快速反应——转变为接近于零的利率、美联储的大规模购债和直接财政支持，显然发挥了重要作用。这种支持将在 2022 年缩减，并对美国经济增长构成风险。

12. 美国每周经济指数



2022 年的增长态势保持不变,但面临挑战

美国经济增长还面临另外三个风险,在时间尺度上各不相同。在不久的将来,新冠肺炎奥密克戎变异毒株传播的影响可能会同时打击消费者支出和产出。到目前为止,高频经济数据表明,到 2021 年底,美国实际增长率仅略有放缓(见图 12)。总体而言,今年最后一个季度可能出现强劲的经济扩张。但关于新冠肺炎,唯一确定的一点就是,其不可预测性。

展望 2022 年,我们会看到消费者在旅行、旅游、现场活动和个人护理等服务方面的支出呈现一定复苏迹象。这类支出仍低于新冠疫情爆发前的水平(见图 13),而在商品特别是耐用品方面的支出则要高得多;但存在服务支出复苏可能推迟至 2022 年晚些时候的风险。

13. 美国消费者支出趋势



第三个担忧是,在 2022 年经济活动复苏之后,美国可能会恢复至较低的增长率。从 2012 年到 2019 年,平均年增长率约为 2.0%,考虑到长期的生产率和人口趋势,这一增长率基本上是可以预期的。

而比较不可能出现的“尾部风险”则是通胀持续走高的时间长于预期,导致美联储需要采取更激进的紧缩措施以抑制通胀。在我们看来,更可能的情况是,通胀确实在 2022 年晚些时候消退,而美联储所采取的政策收紧则较为适度——也许比市场在 2022 年初所认为的联邦基金利率三次 25 个基点的加息要少。

英国

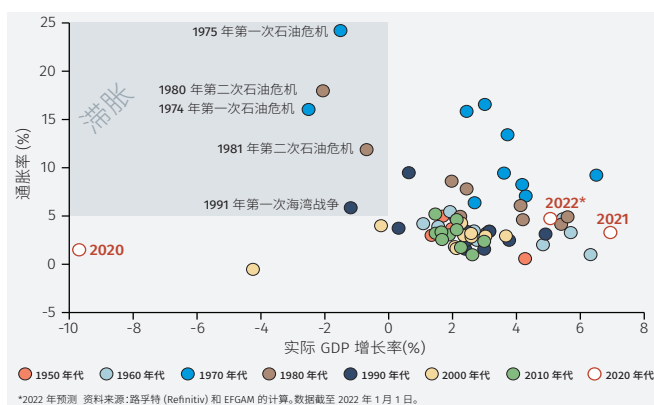
滞胀，即实际 GDP 没有增长或呈现紧缩而通胀高企，这一情况过去在英国也曾出现过。这是当前的一个风险，尽管可能是暂时的。

过去曾出现过的滞胀情况

英国央行行长安德鲁·贝利 (Andrew Bailey) 表示，“我们并不使用滞胀这个词”。³然而，该术语在该机构之外得到了广泛的使用。它指的是经济停滞——实际GDP没有增长或出现了紧缩，同时通胀高企。

英国在三个时期出现了滞胀的情况 (见图 14)：1974 年和 1975 年；1980 年和 1981 年；以及 1991 年。前两个时期与石油市场的冲击有关，当时石油价格分别上涨了约 300% 和 200%；第三个时期是第一次海湾战争，石油价格涨幅较小 (34%)。

14. 英国滞胀情况



鉴于油价在 2020 年的低点和 2021 年的高点之间涨幅达到 270%，从这一情况来说，存在再次出现滞胀的风险。当然，相关性并不意味着因果关系。支持货币理论的人会指出，那些过去的高通胀时期出现前往往货币量已经呈现快速增长。但前兆因素中还包括宽松的财政政策和疲软的英镑汇率。

当前的威胁

从短期预测来看，目前滞胀的威胁是显而易见的。新冠肺炎奥密克戎变异毒株对 GDP 增长的负面冲击很可能造成了 GDP 在 2021 年 11 月至 12 月之间的下降，最有可能的是，GDP 也会在 2021 年最后一个季度至 2022 年第一季度之间呈现下行。这意味着，今年年初，英国的 GDP 仍将低于疫情前的水平 (见图 15)。

英国央行目前预测，通胀将在第一季度达到 6% 的峰值。成本所推动的压力十分明显，不仅来自较高的油价，还来自劳动力市场短缺 (见图 16) 和供应链中断。与过去一样，前因包括货币增长迅速、政府财政赤字激增以及英镑疲软。因此，在 2022 年初的某个时候，增长和通胀数据的“齐头并进”很可能使英国陷入滞胀。

15. 英国月度 GDP



然而，就整个 2022 年而言，GDP 的快速增长和通胀的部分回落 (普遍预测这两项指标的年平均变化率为 5%) 可能意味着，英国央行不使用的这个词 (滞胀) 将不需要使用。

16. 劳动力短缺限制了生产



³ 货币政策报告新闻发布会，2021 年 11 月 4 日。<https://tinyurl.com/2bket9ps>。负责货币政策的副行长本·布罗德本特 (Ben Broadbent) 倾向于用“典型的权衡诱导冲击”来解释油价上涨导致的通胀上升和 GDP 下降。

欧元区

在管理欧元区不同成员国的货币政策方面,挑战一直是显而易见的,而高企且各不相同的通胀率和巨大的产出缺口则加剧了这一挑战。

欧元区通胀率创历史新高

2021年11月,欧元区整体消费者物价通胀率升至4.9%,为1999年欧元区成立以来的最高水平。然而,排除能源和(未加工)食品价格,该比率则降至不到一半,为2.4%(见图17)。各国央行之所以采用这种衡量标准,是基于认为剔除食品和能源等波动性较大的成分,可以更好地评估基本趋势。

17. 欧元区标题通胀率和基础通胀率



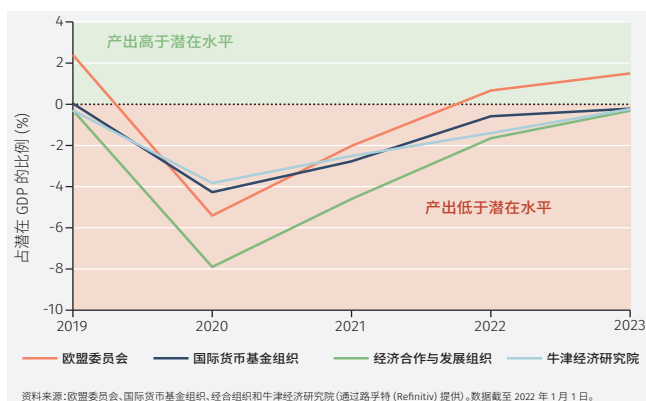
如果2.4%的通胀率确实更能代表基础通胀,那么它基本上符合欧洲央行的2%对称通胀目标(2021年7月提出)。虽然从先前的“低于但接近2%”的表述来看,目标的变化微不足道,但我们认为这很重要。特别是,这意味着通胀率暂时高于2%是可以接受的。⁴

两点担忧

即便如此,人们对通胀前景仍有两点担忧。

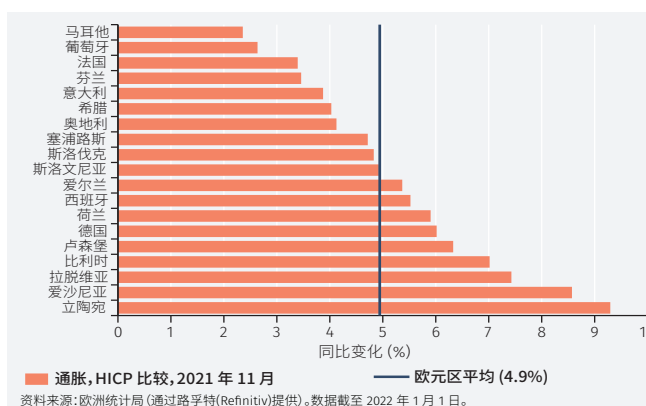
首先,欧元区GDP仍低于潜在水平。估算结果各不相同,图18所示的四项指标显示,2021年的产出将比潜在水平低2%至4.5%。这四项估计值中,除了一项外,其他所有估计值都表明,缺口将在2022年和2023年持续存在。如此规模的产出缺口通常会对通胀产生下行压力。因此,目前超过2%的基本通胀率比最初可能出现的情况更令人担忧。此外,欧元区19个成员国对产出缺口的估计值差异很大,其中一些国家(波罗的海国家和斯洛文尼亚)已经超过了潜在水平,而几个大型成员国(尤其是意大利和法国)预计2023年的产出缺口将超过潜在水平。

18. 欧元区产出缺口估计值



其次,目前的通胀率差异是自欧元区成立以来最大的(见图19),这部分反映了产出缺口的差异。在波罗的海国家,最新的通胀率在7%到9%之间;马耳他和葡萄牙的通胀率仅略高于2%。

19. 欧元区通胀离散度



或许是因为注意到了自己过去犯过的政策错误(尤其是,2008年7月,在油价达到暂时峰值、全球金融危机爆发前不久加息),欧洲央行极有可能在2022年全年保持其宽松的货币政策。

具体而言,资产购买可能会在2022年持续,吸收几乎所有净新增政府债券发行。

⁴ 欧洲央行的新框架:亮点在灰色区域, Stefan Gerlach, <https://tinyurl.com/2zuj338a>

瑞士

瑞士经济复苏仍在继续。此前曾预计 2021 年 GDP 将增长 3.5% 以上,而 2022 年的预计增长为 3% 左右。利好前景背后的支撑因素是国际贸易的加强和宽松的货币政策。

贸易顺差扩大

瑞士是一个小型开放经济体,对国际贸易非常敏感。此外,该国在制药和化工产品生产方面的专长使其出口极具竞争力。不出所料,在截至 2021 年 11 月的 12 个月里,瑞士的贸易顺差升至纪录的 582 亿瑞士法郎,相当于 GDP 的 8.1% (见图 20)。出口的快速增长为制造业提供了支撑,到目前为止,制造业在应对全球供应链瓶颈方面的表现要好于大多数瑞士贸易伙伴。

20. 瑞士: 贸易平衡



扩张性的瑞士央行政策

尽管增长前景看好,但瑞士央行重申了其基于负利率的扩张性货币政策立场,并随时准备干预外汇市场,以应对瑞士法郎的任何过度升值。

瑞士央行上调了 2022 年的通胀预期,但仍将 2023 年和 2024 年的通胀预期维持在同比 1% 不变。因此,政策相关范围内的通胀预计将保持在 0-2% 区间的低端,瑞士央行用这一区间来定义价格稳定。这反映了一种预期,即能源价格和供应链瓶颈将随着时间的推移而缓和。因此,瑞士央行表示,在未来一段时间内不会感受到改变货币政策的太大压力。

此外,瑞士央行行长乔丹 (Jordan) 解释说,其他国家的高通胀减轻了法郎升值的影响,因此,经消费者物价通胀调整后的实际汇率自疫情开始以来几乎保持不变 (见图 21)。

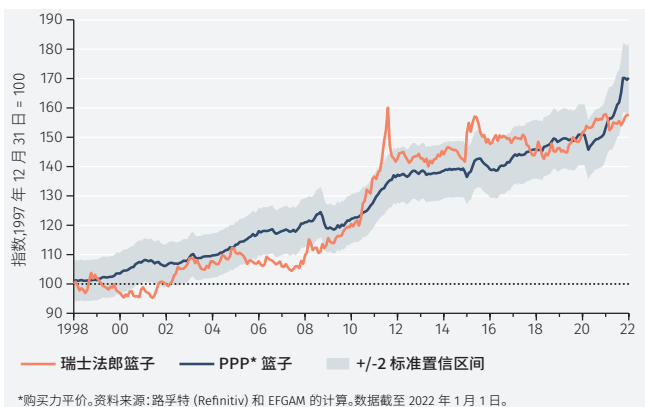
21. 瑞士法郎汇率指数



瑞士法郎汇率

然而,如果看一下生产者物价差异,情况就不一样了。⁵按照这一标准,自疫情开始以来,瑞士法郎已经贬值了 7.5%,回到了上世纪 90 年代末的水平。此外,生产者物价通胀在瑞士 (11 月为 3.3%)、欧元区 (10 月为 21.9%) 和美国 (11 月为 13.6%) 之间的差距最近有所扩大,这意味着瑞士法郎的均衡汇率估计值⁶相对于由美元和欧元组成的一篮子货币大幅上升 (见图 22)。这表明,瑞士法郎可能会进一步走强,欧元兑瑞士法郎汇率达到平价只是时间问题。

22. 瑞士法郎汇率篮子和 PPP*



⁵ 考虑生产者物价指数 (PPI), 是因为它是出口价格的及时反映, 大多数经济体的生产者物价指数都是按月计算的。

⁶ 基于购买力平价 (PPP)。

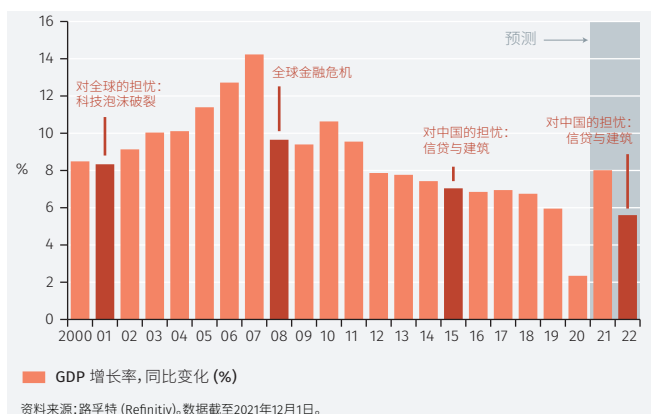
亚洲

在过去 20 年里,人们对中国的经济增长前景一再表示担忧。新冠疫情、信贷和工程建设趋势成为了近期所担忧的问题。较长期的问题与人口趋势和治理有关。

中国:反复出现的担忧

在过去的 20 年里,人们对中国的经济增长前景一再表示担忧。(见图 23)。有些威胁来自外部(如全球金融危机),而另一些则更多地来自国内。每一次,人们的担忧都被夸大了。中国,特别是在熟练操纵政策环境的情况下,能够避免经济急剧放缓。

23. 中国的增长:反复出现的担忧



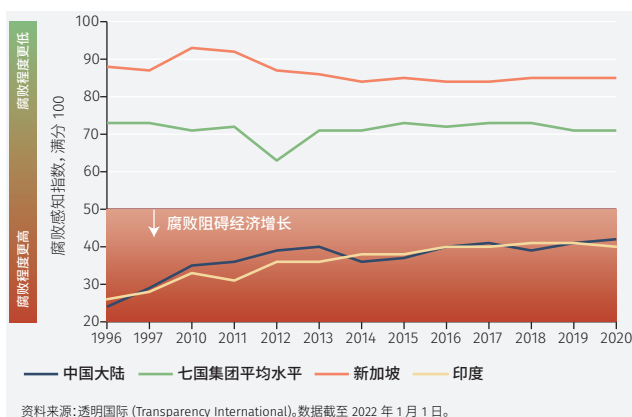
这一次,有近期的问题,也有更深层次、更长期的问题。中国的“零新冠病毒”战略包括大规模接种疫苗,立即采取严格行动控制疫情爆发,并严格限制出入境。如果需要反复封锁和限制旅行,可能是因为疫苗对新的新冠病毒变体没有那么有效,那么贸易和增长将受到打击。

除此之外,人们还对房地产行业感到担忧,目前该行业的销售和新开工面积都在大幅收缩(见图 24)。

24. 中国:房屋销售、工程建设和价格



25. 亚洲的腐败认知



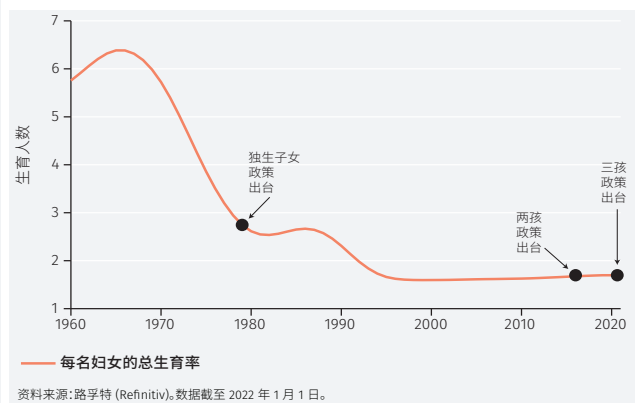
鉴于住房在中国经济增长中的占比为四分之一至一半,而且其中很大一部分存在债务融资,因此风险是显而易见的。似乎最有可能发生的情况是多年的起起伏伏,而不是猝然的“雷曼时刻”。主要原因在于:中国主要由国家控制的银行可能会在某种形式的政府援助下促进房地产相关债务的重组。

治理和人口结构

两个更大的长期问题与中国的治理和人口结构有关。中国仍然被认为是一个腐败严重的经济体,其腐败程度阻碍了经济增长(见图 25)。印度也处于类似的境地。中国的人口结构也是经济增长的一个制约因素。尽管放宽了生育政策,但生育率仍大幅下降(见图 26)。劳动适龄人口几乎肯定已达到峰值(参阅特别主题,第 11 页)。

克服中国当前的挑战将比过去更加困难。

26. 中国:生育率



拉丁美洲

在经历了 2021 年的大幅反弹之后，拉丁美洲的增长将在 2022 年恢复到更正常的速度。增长面临的风险，尤其是在巴西，似乎被夸大了。

回归“正常”

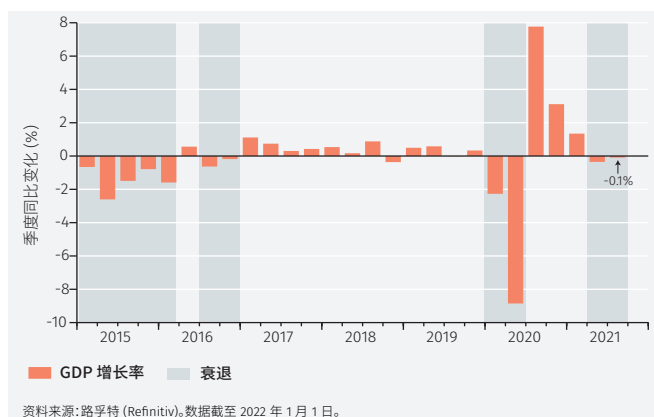
拉丁美洲是 2020 年受新冠疫情影响最严重的地区之一，但在 2021 年出现了强劲反弹。到 2022 年，这种快速增长似乎将让位于类似于疫情爆发前的增长率（见图 27）。

27. 拉丁美洲 GDP 增长：恢复到疫情前的水平



在巴西，人们一直对经济增长前景持悲观态度。经济已经进入了 2015 年以来的第四次衰退（见图 28），对 2022 年的预测已经大幅下调。这些担忧与收紧政策（尤其是更高的利）以及 11 月总统选举前的政治不确定性有关。这可能会阻碍外来投资，阻碍结构性改革取得进一步进展。

28. 巴西：自 2015 年以来第四次经济衰退



巴西：更乐观的看法

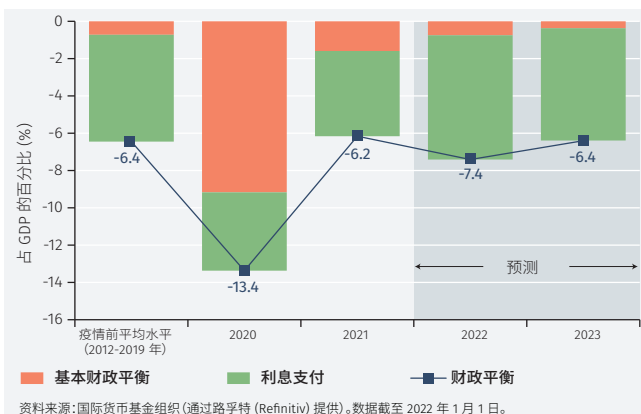
我们认为，对巴西前景的悲观情绪有些过头了。诚然，利率已经大幅上升，但这是央行独立性的可喜迹象。我们认为，这将表现为通胀、利率和债券收益率的回落。与此同时，财政政策也得到了负责任的管理。尽管政府债务相对于 GDP 的水平在 2020 年大幅上升（随着名义 GDP 收缩），但经济复苏使其回落：它仅略高于疫情前（见图 29）。

29. 巴西：债务负担上升



从宪法上讲，政府开支不能按实际（经通胀调整后）增加。该法律于 2020 年暂停实施，政府的主要赤字急剧增加（见图 30）。这在当时是恰当的。尽管利息支出的增加将拖累整体财政赤字，但目前正在恢复平衡。

30. 巴西：财政平衡



在经历了一个非常缓慢的开端之后，巴西在控制疫情方面也取得了良好的进展，这在很大程度上要归功于当地的疫苗生产。

特别主题:劳动力短缺?

新冠疫情的一个意想不到的后果是劳动力参与率下降——就业者或求职者占总人口的比例。再加上之前就存在的人口问题,世界会不会出现劳动力短缺的情况?

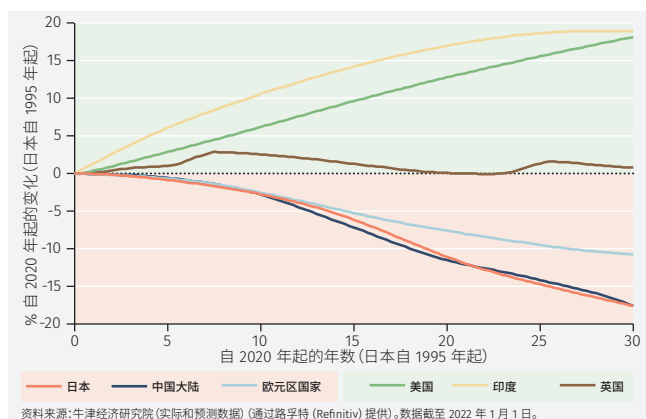
马尔萨斯陷阱

两个世纪前, Thomas Malthus 就提出了对全球人口爆炸的担忧。他认为, 人口增长将远远超过世界生产粮食的能力: “马尔萨斯陷阱”。⁷通过这样或那样的手段(战争、饥荒、瘟疫或计划生育), 人口增长将受到限制。中国 1979 年出台的独生子女政策呼应了这些担忧。但马尔萨斯错了。世界人口在他撰写文章时约为 10 亿, 可能很快就会超过 80 亿(2022 年 1 月 1 日为 79.2 亿); 现在, 世界上肥胖儿童比体重不足的儿童多。⁸

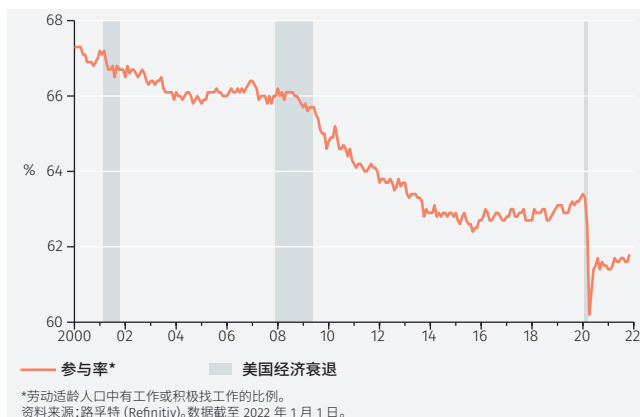
劳动适龄人口的下降

Elon Musk 最近提出了与马尔萨斯截然不同的观点: 劳动力不足, 这可能会威胁到人类文明, 除非人工智能和机器人技术发展得足够快。⁹尽管美国的劳动适龄人口预计在未来 30 年左右会增加(见图 31), 印度也会出现类似的趋势, 但中国的下降趋势预计将与日本 1995 年开始的趋势一致。欧元区的下降没有那么明显(但这反映出外围国家的大幅下滑和核心国家的增长)。据预测, 英国的劳动适龄人口大致持平。

31. 劳动适龄人口



32. 美国劳动力参与率



大辞职

除了对劳动适龄人口下降的担忧外, 许多经济体的劳动力参与率也都在下降(图 32 显示了美国的趋势)。这种现象被描述为“大辞职”。与新冠肺炎相关的长期疾病、封锁期间在家工作的困难, 特别是在儿童保育方面的需求, 以及对接触病毒的担忧, 都是促成因素。

但比这些因素更重要的是向家庭提供的支持。据估计, 美国在疫情期间向家庭支付的现金总额为 2 万亿美元, 约合每户 1.6 万美元, 这抑制了人们找工作的积极性, 导致劳动力参与率降低 0.6 个百分点(约为总体降幅的一半)¹⁰。在欧洲, 工作保留计划(如英国的休假计划)得到了更广泛的应用, 劳动力参与率的下降幅度较小。即便如此, 摩根士丹利的研究发现, 36% 的欧洲人通过内容创作平台、电子商务和交易(如比特币和 NFT)赚取额外收入, 其中超过 40% 的人希望在两年内离职。¹¹

这种大辞职可能会被证明是新冠疫情及其政策反应的一个持久但意外的后果。

⁷ 《论人口原理》, Thomas Malthus (1798)

⁸ 《经济学人》世界展望 2022, “成长——走出去”

⁹ <https://tinyurl.com/bdeyv32m>

¹⁰ <https://tinyurl.com/2p8dkmsw>

¹¹ 如果……“大辞职”不结束会怎样? (What If...The “Great Resignation” Doesn’t End?) 摩根士丹利, 2021 年 11 月 24 日。

重要资讯

投资价值及其收益可升可跌，而过往业绩并不代表将来表现。投资产品有其投资风险，包括但不限于损失全部或部分投资本金。

本文件不构成亦不应被视为任何投资项目、证券、其他金融工具或其他产品或服务的招募说明书、广告、公开发售或配售，亦不应被视为买入、出售、持有或招揽上述各项的建议。本文件并非任何投资、证券、其他金融工具或其他产品或服务的条款之最终陈述。本文件仅提供一般信息，并非针对任何特定作为或不作为方针的投资建议或任何其他具体建议。本文件所载信息并未考虑接收人的特定投资目标、财务状况或特定需求。进行任何投资之前，或若对本文件所载信息有疑问，应寻求适合个人特定情况的专业建议。尽管本文件的信息是来自公认的可靠资料来源，但 EFG 集团的任何成员均不陈述或保证其准确性，而且该信息可能不完整或者经简缩。本文件的任何意见如有更改，恕不另行通知。本文件可能含有个人意见，并不一定反映 EFG 集团任何成员的立场。在法律允许的最大范围内，EFG 集团的任何成员概不对由本文件中的任何错误或遗漏或依赖本文件所载任何意见或陈述所造成的后果负责，并且 EFG 集团的每位成员明确声明不承担任何责任，包括（但不限于）由本文件引起或由接收人依赖本文件所作出的任何行为或不作为而导致的附带或间接损害赔偿责任。

在任何司法管辖区或国家提供本文件可能会违反当地法律或法规，拥有本文件的人员应自行获悉并遵守所有限制。未经 EFG 集团经授权成员的事先书面许可，不得将本文件（全部或部分）复制、披露或分发给任何其他人。

本文件由 EFG Asset Management (UK) Limited 制作，供 EFG 集团及其全球子公司和分支机构使用。EFG Asset Management (UK) Limited 是由英国金融行为监管局授权及监管，注册编号为 7389746。注册地址：EFG Asset Management (UK) Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。

如从以下任何附属机构或分支机构收到此文件，请注意以下事项：

澳大利亚投资者须知：

本文件由 EFG Asset Management (UK) Limited 编写和发行，EFG Asset Management (UK) Limited 是一家私人有限公司，注册编号为 7389746，注册地址：Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, 电话：+44 (0)20 7491 9111)。EFG Asset Management (UK) Limited 由金融行为监管局（编号为 536771）授权及监管。EFG Asset Management (UK) Limited 在向澳大利亚的批发客户提供金融服务方面免除持有澳大利亚金融服务许可证的要求，并由英国金融行为管理局（FCA 注册编号：536771）根据与澳大利亚法律不同的英国法律授权和监管。本文件是保密的，仅供接受或发送文件的人使用，不得全部或部分复制给任何其他人。

ASIC 类别法令 CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited 通知您，依据澳大利亚证券和投资委员会（ASIC）类别法令 CO 03/1099（类别法令）对英国金融行为管理局（FCA）监管的公司实施豁免（由 ASIC 公司（废除和过渡性文件 2016/396）扩大实施），免除根据《2001 年公司法》(Cth)（公司法）须持有与我们向您提供的金融服务相关的澳大利亚金融服务许可证（AFSL）的要求。

英国的监管要求

我们向您提供的金融服务是由 FCA 根据英国的法律和监管要求进行监管，这与澳大利亚不同。因此，在我们为您提供金融服务的过程中，您从我们这里收到的任何要约或其他文件都将根据这些法律和法规要求准备。英国的监管要求是指立法、根据立法颁布的规则以及 FCA 发布的任何其他相关政策或文件。

您的批发客户身份

为了使我们能够向您提供金融服务，并使我们能够遵守《类别法令》，您必须是《公司法》第 761 G 条所规定的“批发客户”。因此，在我们开始向您提供金融服务之前，或在我们向您提供金融服务的过程中，您接受我们的任何文件，即表示您：

- 向我们保证您是“批发客户”；
- 同意提供我们可能不时要求的信息或证据，以确认您作为批发客户的身份；
- 同意，如果您不再是批发客户或不向我们提供令我们满意的信息或证据以确认您作为批发客户的身份，我们可能会停止向您提供金融服务；和
- 如果您不再是我们向您提供的金融服务的“批发客户”，则同意在 5 个工作日内以书面形式通知我们。

巴哈马：EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. 根据 2011 年《证券业法》及 2012 年《证券业条例》获得巴哈马证券委员会认可，并获授权在巴哈马境内及从巴哈马境内从事证券业务，包括证券交易、安排证券交易、管理证券及提供证券咨询。EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd. 亦根据 2000 年《银行和信托公司管理法》获巴哈马中央银行认可为一家银行及信托公司。

巴林：EFG AG 巴林分行受巴林中央银行监管，注册办事处地址为 Bahrain Financial Harbour, West Tower - 14th Floor, Kingdom of Bahrain.

百慕大：EFG Wealth Management (Bermuda) Ltd. 是在百慕大注册成立的经豁免有限公司。注册地址：Thistle House, 2nd Floor, 4 Burnaby Street, Hamilton HM 11, Bermuda。

开曼群岛：EFG Bank 已根据开曼群岛《银行与信托公司法》获开曼群岛金融管理局许可从事银行业务。EFG Wealth Management (Cayman) Ltd. 已获开曼群岛金融管理局认可，可根据开曼群岛《银行与信托公司法》进行信托业务，并依据《开曼群岛证券投资业务法》从事证券投资业务。

智利：EFG Corredores de Bolsa SpA 为一家获 Comisión para el Mercado Financiero (“Ex SVS”) 认可的股票经纪人，获授权在智利进行证券经纪交易，并开展辅助的受监管活动，包括全权委托认证投资组合管理、安排证券交易及提供证券咨询。注册编号：215。注册地址：Avenida Isidora Goyenechea 2800 Of. 2901, Las Condes, Santiago。

塞浦路斯：EFG Cyprus Limited 是一家在塞浦路斯成立的投资公司，公司编号为 HE408062，注册地址位于 Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG Cyprus Limited 由塞浦路斯证券交易所委员会 (CySEC) 授权和监管

迪拜：EFG (Middle East) Limited 受迪拜金融服务管理局监管，注册地址为 Gate Precinct Building 05, Level 07, PO Box 507245, Dubai, UAE。

根西岛：EFG Private Bank (Channel Islands) Limited 已获根西岛金融服务委员会认可。

中国香港：EFG Bank AG 已根据《银行业条例》(香港法例第 155 章) 获香港金融管理局授权为持牌银行，并获授权在香港进行第 1 类 (证券交易)、第 4 类 (证券咨询) 及第 9 类 (资产管理) 受监管活动。

泽西岛：EFG Wealth Solutions (Jersey) Limited 受泽西岛金融服务委员会按《1998 年金融服务 (泽西) 法》监管。

列支敦士登：EFG Bank von Ernst AG 受列支敦士登金融市场管理局 (Landstrasse 109, P.O.Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein) 监管。

卢森堡：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 位于卢森堡监管机构 (Commission de Surveillance du Secteur Financier) 依据 1993 年 4 月 5 日的金融行业通用卢森堡法律 (经修订) (《1993 年法律》) 持有的卢森堡正式银行清单中，是依据 1993 年法律第 2 条获授权依照卢森堡法律从事的公众有限责任公司。有关 EFG Bank (Luxembourg) S.A. 服务的任何问题，卢森堡居民应联系 EFG Bank (Luxembourg) S.A., 地址为 56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg, 电话为 +352 264541。

摩纳哥：EFG Bank (Monaco) SAM 是摩纳哥的上市有限公司，注册编号为 90 S 02647 (Registre du Commerce et de l' Industrie de la Principauté de Monaco)。EFG Bank (Monaco) SAM 是从事金融活动的银行，其业务受法国审慎监管与解决局以及摩纳哥金融活动控制委员会的授权及监管。注册地址：EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d' Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco); 电话：+377 93 15 11 11。本文件的收件人精通英文，故可获得本文件法文版本的可能性。

中华人民共和国：EFG Bank AG 上海代表处获中国银行监督管理委员会批准，并已根据《中华人民共和国外资银行管理规定》及相关现行法规向上海工商行政管理局注册。注册编号：310000500424509。注册地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 65 楼 65T10 室。EFG Bank AG 上海代表处的业务范围仅限于非营利活动，包括联络、市场研究及咨询。

葡萄牙：EFG Bank (Luxembourg) S.A. 葡萄牙分行已向葡萄牙证券市场委员会注册，注册编号为 393；向葡萄牙银行注册的注册编号为 280。纳税人及商业注册编号：980649439。注册地址：Av. da Liberdade, No 131, 6o Dto - 1250-140 Lisbon, Portugal。

新加坡：EFG Bank AG 新加坡分行 (JEN 编号 T03FC6371) 已获新加坡金融管理局认可，为一家从事银行业务的批发银行，并为《金融顾问法》所定义的免税财务顾问及《证券和期货法》所定义的免税资本市场服务的许可人。

瑞士：EFG Bank AG, Zurich, 包括其日内瓦及卢加诺分行，均获瑞士金融市场监管局 (FINMA) 的授权并受其监管。注册地址：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。

英国：EFG Private Bank Limited 获英国审慎监管局授权，并由金融行为监管局及审慎监管局共同监管，注册编号为 144036。EFG Private Bank Limited 为伦敦证券交易所成员。注册公司编号：2321802。注册地址：EFG Private Bank Limited, Leconfield House, Curzon Street, London W1J 5JB, United Kingdom; 电话 +44 (0) 2074919111。关于 EFG Asset Management (UK) Limited, 请注意上文的状态披露。

美国：EFG Asset Management (UK) Limited 是 EFG Capital 的关联公司、美国证券交易委员会 (SEC) 注册经纪交易商、金融业监管局 (FINRA) 和证券投资者保护公司 (SIPC) 的成员。SEC、FINRA 或 SIPC 均未认可本文件或 EFG Capital 或其美国关联公司 EFGAM Americas 提供的服务及产品。EFGAM Americas 已在美国证券交易委员会注册为投资顾问。证券产品及经纪服务由 EFG Capital 提供，资产管理服务由 EFGAM Americas 提供。EFG Capital、EFGAM Americas 拥有共同所有权并可维持相互关联的人员。本文件并不预期分发给美国人士或美国人士之账户，“合格购买人”（定义于《1940 年美国投资公司法》(经修订) (以下简称《投资公司法》) 及“认可投资者”（定义于《证券法》第 501(a) 条）除外。本文件所提及的任何证券均不会根据《证券法》加以注册，亦不会根据任何适用的州级证券法规获得资格。本文件所提及的任何基金均不会根据《投资公司法》注册为投资公司。美国境外的分析师由不受 FINRA 法规约束的非美国关联机构聘用。