

2021

EFG

OUTLOOK

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



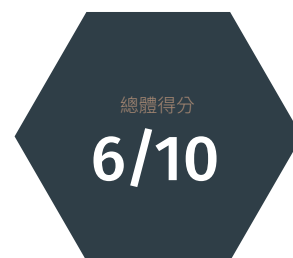
區域投資組合建構

我們的預測
和偏好



2020 Outlook回顧

每年12月，我們都會回顧過去一年的Outlook。由於2020爆發新型冠狀病毒，我們對該年的預測有部分未有實現，然而準確度仍然達6/10。



1

預測不準確

環球增長仍將持續

冠狀病毒對環球經濟增長造成沉重打擊。在第一波爆發回落之後，多個發達經濟體迅速恢復增長；秋季的第二波爆發之後，全球各地受挫但尚在接受範圍內。中國及另外幾個亞洲經濟體的感染及死亡數字較低，而且恢復迅速，甚至極有可能錄得全年GDP正增長。

2

部分
準確預測

工人薪酬有所提高

我們起初認為，儘管2020年CEO與普通員工的薪酬差距不會縮窄多少，但許多國家的壓力所在是要為普通員工加薪。這點僅部分正確：抗疫前線所在的醫護及社會關顧人員要加薪固然有加薪的壓力；保就業和收入援助計劃則幫助了其他低薪員工。然而，2020年的主要問題是各行業間薪酬水平及就業前景迥然不同。

3

準確預測

緊縮時代結束

我們起初認為，緊縮政策（限制政府支出）會止於2020年。結果，雖然出於意想不到的原因，但結果的確如我們所料。

4

準確預測

開啟「綠燈」，增加綠色開支

我們起初認為，2020年的重點之一是環保項目的支出。這項議題的確已成為重點，而且2021年勢將更受重視。

5

準確預測

固定收益：以保本為目標

我們起初認為，在息率及孳息率偏低的氣候之下，固定收益的投資環境艱難，但投資級公司債則是最安全的區域之一；可轉債亦有利可圖。截至2020年12月11日的一年間，五年期BBB級公司債的總回報率達6%；可轉債的回報率更超過40%。

6

預測不準確

新興市場債券的潛力

在通脹疲軟及美元穩定的情況下，我們起初認為新興市場的本幣債有利可圖，且新興市場的利率會在2020年進一步降低。儘管在新型肺炎爆發初期並未出現以上情況，但許多新興市場的利率在年底已經下降。全年內，新興市場本幣債券的以美元計總收益為2.3%¹

7

預測不準確

銀行股反彈

我們起初認為，長期不受青睞的銀行股將要反彈。各大銀行的業績在年底出現反彈，但由於疫症對經濟產生強烈衝擊，程度仍不足以抵銷全年不佳的表現。截至2020年12月11日止一年間，MSCI明晟發達市場銀行指數的總回報為-13.8%，而MSCI明晟發達市場指數則為14.5%。

8

準確預測

小型股復甦

我們特別提到的美國小型股羅素2000指數在截至12月11日的一年間回升16.0%；同一時期內，代表大型股的標準普爾500指數的則回升15.4%。

9

部分
準確預測

英國脫歐推進

我們起初預料英鎊兌美元可能會反彈到1.35至1.40的範圍。2020年12月14日，英鎊兌美元剛好落在目標範圍之內，然而，英國股市跑輸環球市場。

10

準確預測

三極世界

我們起初認為，儘管中美貿易戰會持續，但全球正向着三極化發展。實際情況的確朝該方向發展，「三極」仍將會是我們2021 *Outlook*的主題。



¹ 資料來源：彭博，截至2020年12月29日止一年。

環球經濟同步復甦



我們預料2021年所有主要經濟體會同步增長，在2020年的劇烈收縮之後全面擴張。

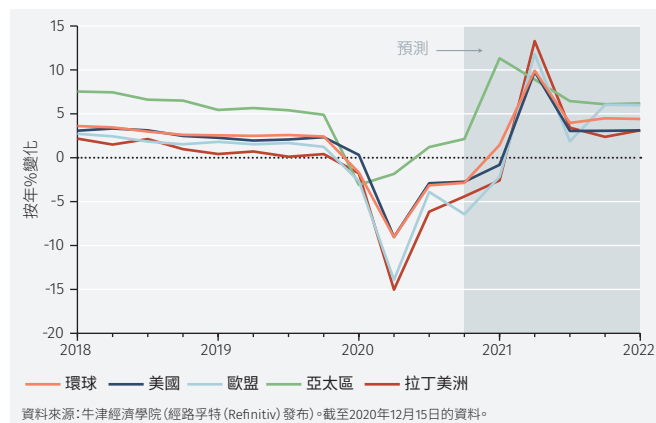
我們預計2021年的環球經濟復甦整體上是同步(見圖1)。以中國為首的亞太區，是2020年肺炎爆發後第一個受創區域，同樣亦是首先呈現復甦的地區。我們預料復甦會在2021年持續。

然而，若以環球整體為計，2021年上半年似乎難有進展。復甦之路是否平順取決於疫苗發放速度、閉關限制消除程度(就目前狀況，即使收緊亦不足為奇)，而最重要的是，企業及消費者信心恢復程度。

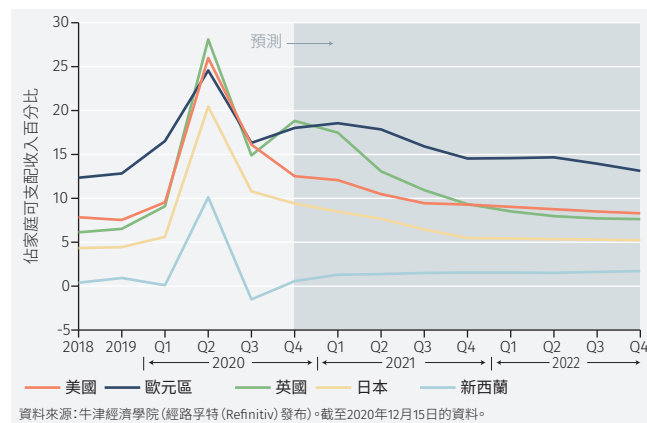
消費者在娛樂、旅遊、音樂節目及體育活動的支出下降特別嚴重，因此儲蓄得以上升(見圖2)。然而，從成功遏止肺炎並得以解封的國家(例如中國及新西蘭)所提供的資料所見，所節省的積蓄又會迅速下降，尤其是在閉關期間無法支出的範疇。

因此，我們預計在2021年下半年，隨著病毒消退及信心回升，發達國家的增長進程會更加平穩。

1. 環球經濟同步復甦: 實際GDP增長



2. 積蓄快將向下



數碼消費者

2021年及以後的一大主題，是不斷演變的消費開支模式。部分由於肺炎爆發而形成的趨勢將會延續，其他趨勢則會成為更大型結構變化的一部分。



2021年及以後的一大主題，是不斷演變的消費開支模式。

最重大的轉變是消費模式過渡至網上數碼銷售渠道。在英國，第一波爆發期間，高達三分一的零售活動在網上進行，相比2019年時，僅有五分之一（見圖3）。美國亦是一樣，網上銷售及數碼銷售一直只是緩步發展，肺炎爆發後，新消費模式在加速成形。我們認為這項趨勢已不太可能會逆轉，特別是網上購物已變得更加容易（已有送到門口、非接觸派送等新模式），而實店購物卻因商店關門及防疫意識而受影響。

要衡量網上銷售的普及率並不容易。大部分國家僅會計入實物商品的網上銷售額；但是大家都清楚，很多網上服務（以視象會議、網上健身課程、醫療問診為例，其他多不勝數）都是隨着疫症爆發而興起。中國的做法則與所有其他國家不同，確實計入了網上服務的銷售額，總計之下，網上銷售額幾乎佔零售額的30%（見圖4）。

3. 網上零售佔比:英國與美國

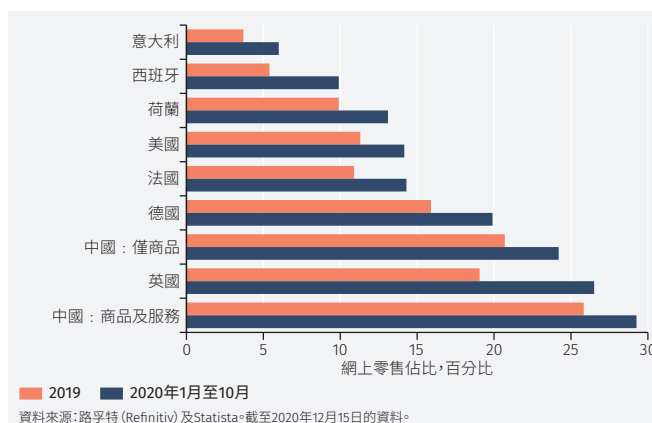


除了這項趨勢外，還有其他重要的相關發展。客戶信賴度亦備受考驗。網上業務表現最佳的商戶通常都不是擁有龐大實店業務的零售商。無實店的零售商（特別是自動化程度高的商戶）通常經營成本較低；消費者在網上購物時格價亦比較輕鬆。這些趨勢令低通脹狀況更加有可能持續下去。

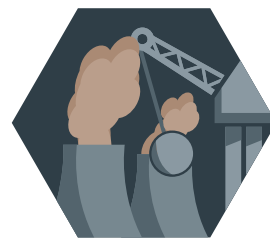
Airbnb、DoorDash及多間金融科技公司在2020年末首次公開招股，由此我們了解到，消費者服務無疑是消費者適應數碼產品服務過程中重要的一環。

而且，在2021年間，消費開支的反彈大致會以消費者服務一環最為明顯。

4. 數碼消費者:英國與中國領先



氣候變化及 創造性破壞



我們預料，在2021年，創造性破壞會顯著出現，特別是在能源及運輸業。

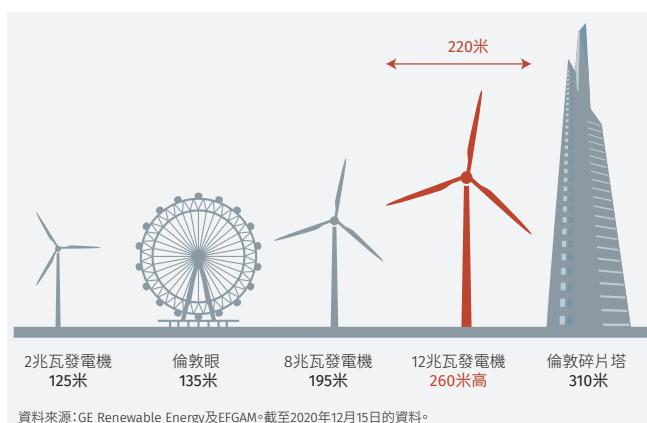
創造性破壞 (Creative Destruction) 一詞是由經濟學家熊彼德 (Joseph Schumpeter) 所創，是指經濟體發明新的生產模式後，原有的模式會被消滅。而就我們所預見，上述過程會在2021年的運輸及發電這兩個重要領域裏出現。

運輸業方面，電動車的冒起 (雖然到目前為止仍然緩慢) 速度將會加快 (見圖5)，部分原因是主流汽車廠商將推出可與更多專門電動車廠商競爭的產品線。電池科技的進展更進一步擴大電動車的種類，而且政府採取的政策 (特別是英國決定由2030年起禁止銷售常規 (汽油及柴油) 汽車)，更會令趨勢加快。當年汽油機動車取代馬匹時，起初亦緩慢，但隨後迅速加快；電動車亦要開始迅速取代傳統車輛。

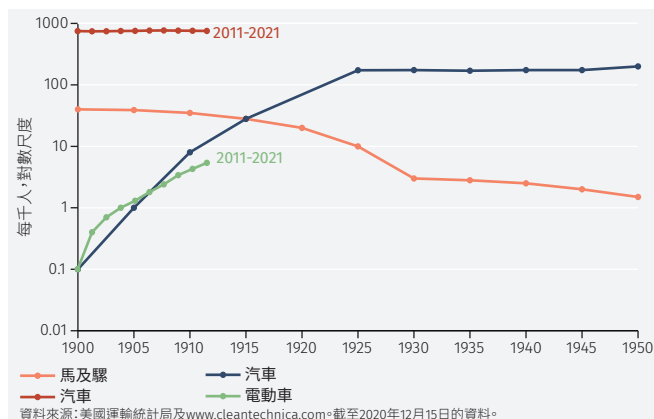
這項變革將成為各國電氣化大趨勢的其中一環，包括其他形式的運輸、供暖及工業。而在歐洲、中國以及由拜登領導下的美國，這項趨勢會更為明顯。與此同時，發電方式亦會出現變化，石化燃料會逐漸被淘汰；可再生能源的使用比例會越來越高。由2021年起，英國會安裝超大型海上風力發電機 (見圖6)。英國政府的確實計劃是，到2030年以海上風能供應英國全部所需電力。

更重要的是，現時風能及太陽能在許多情況下已比石化燃料便宜 (見圖7)。當然，大眾擔憂的是，兩種發電方式無法提供平穩的電流。幸而電池科技已有長足的進步，能增加存儲容量並降低儲電成本。

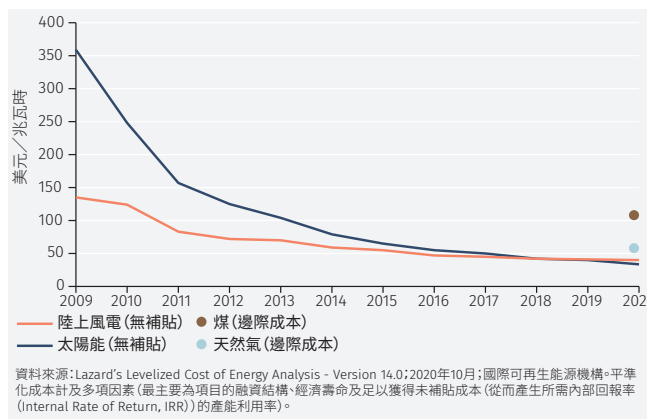
6. 風能:體積及規模均在提升



5. 由馬匹過渡至汽車，再由汽車過渡至電動車



7. 可再生能源成本降低



通脹繼續走低

雖然環球的經濟有望同步復甦，而且各國政府支出持續高漲，但我們預計通脹會維持在低水平。供應過剩仍將是纏擾許多跨國行業的問題。亦有人擔心貨幣發行激增會導致通脹上升，他們將會明白這種擔憂難以成立。



在環球同步復甦以及持續的高額政府支出及赤字之下，通脹實在難以再有實質的上升壓力，其主要原因是，雖然需求會有回升，但2021年環球經濟的多個行業仍然難以擺脫產能過剩的問題，石油及能源等對總體通脹有舉足輕重影響的行業亦是如此。此外，由於消費者信心及支出增長緩慢，我們認為消費者對價格仍會非常敏感，

證據就是在疫後復甦良好的國家裏，通脹壓力微乎其微。2020年10月，中國消費物價按年通脹率為0.5%，為十年來最低；生產物價格按年下跌超過2%，可見通脹空間無幾。在抗疫算是成功的新西蘭，其通脹率在2020年第三季降至只有1.4%。

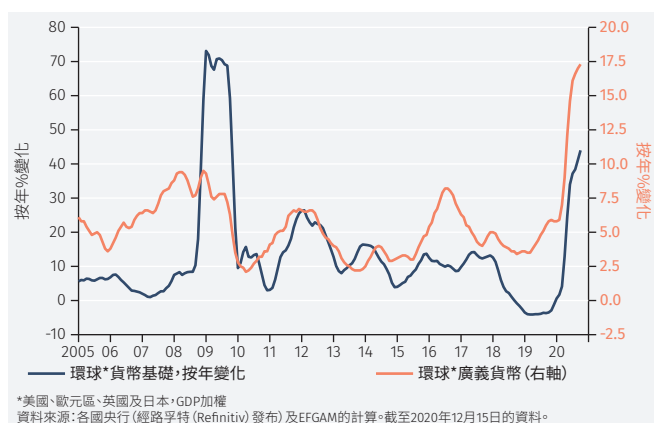
然而，亦有人指出，在幾個發達國家裏，貨幣快速增發有可能令未來有更高的通脹。有兩項與貨幣有關的狀況特別值得關注，

第一是貨幣基礎急劇膨脹，情況與環球金融危機時候相似（見圖8）。現時（以及當時）貨幣增發反映銀行儲備增加，而後者又是央行購入資產的結果。我們認為這次貨幣增加不是通脹的先兆²。

與環球金融危機不同的是，現時廣義貨幣增長已經加快，這點反而可能對未來通脹構成更大阻礙。然而，廣義貨幣增長加快，大致反映私營部門已採取預防措施：消費者方面，由於消費儲蓄率飆升，銀行存款增加；企業方面則已降低信貸限額，以支撐資產負債表，另外他們亦延遲投資支出，因此銀行存款亦有增加。

因此，除非這種較快的廣義貨幣增長繼續保持（我們認為這不太可能），否則擔心2021年通脹攀升只是杞人憂天。在主要發達國家，金融市場對未來通脹的預測亦可反映通脹機率（見圖9）。雖然類似的預測有時會變幻莫測，但我們認為目前尚算可靠。

8. 環球貨幣增長



9. 預期通脹率（五年平均、未來五年）



² 有關脫節的詳細原因解釋，請參閱2020年6月EFG Infocus「美聯儲的資產負債狀況及未出現的通脹」一節（The Fed's balance sheet and the missing inflation）。

大政府模式不變

各國政府自然是抗疫的主要動力；其開支亦激增。他們很可能會想辦法在2021年縮減開支或增加稅收，然而這種想法似乎難以實現。

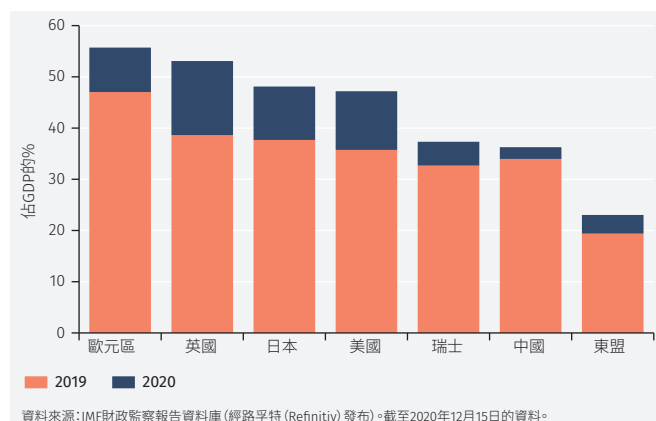


政府在抗疫期間的作用舉足輕足，其支出亦激增（見圖10）。正如佛利民（Milton Friedman）所笑言，真正要擔心的是「政府的臨時計劃曠日持久」。以英國保就業計劃為例，為避免僱主裁員，政府須支付僱員八成工資。計畫本應在夏季結束，但後來兩度延長，現時有限到2021年3月。

一般而言，減少政府支出殊不容易，而且我們預計，功不可沒的醫療及社會關顧人員將會獲得加薪（此舉完全恰當），因此會難上加難。

因此，雖然佛利民的言論可能誇大了風險，但的確一旦政府開支上升，就難以收回³。

10. 政府開支



各國政府當然想到以提高稅收來應付，但我們認為在2021年不太可能，而且會是錯誤之舉，因此，政府的預算赤字似乎至少將維持數年。

只要政府借貸的融資成本仍然低於名義經濟增長率，政府就可以遏止預算赤字，防止債務水平爆破⁴。然而，雖然預料明年或之後的條件對政府借貸有利，但長遠維持則是危險之舉。

各國政府為求抗疫所採取的干預式操作，其影響很可能會在2021年延伸至其他範疇，特別是對大型高科技公司加強監管，這項似乎將成為新一年的重要議題。



³ 此現象最早由經濟學家阿爾弗雷德·韋格納（Alfred Wagner）於19世紀發現，並由皮科克（Peacock）及魏斯曼（Wiseman）提出。
<http://econjournals.com/index.php/ijefi/article/viewFile/1317/pdf>

⁴ 我們在2020年11月的EFG Infocus「財政困境：利率與增長」一文中論述了這一點。

固定收益：仍然有利可圖



儘管各個主要發達市場政府債券孳息低迷，加上信貸息差狹窄，但固定收益仍然值得考慮。我們認為，富裕國家的債務及可轉換債券的風險／回報狀況良好。

由於預計發達國家的通脹率在未來一段時間內將維持低水平，所以長期政府債券的孳息率亦大致會維持穩定（見圖11）。然而，近年來一直有人質疑美國能否維持低通脹及低債券孳息率。市場對2021年的主要擔憂是，由於赤字及債務水平高企，政府可能無法再以低成本借貸。債券孳息上升以及相關的資本損失不容忽視；

我們之所以認為繼續強調由富裕國家（借貸額及淨外部資產有限的國家）發行債券這想法，以上就是重要原因之一。這類發行人，特別是海灣地區以及某些新興市場的發行人，其財務狀況比許多發達國家好，他們的主權及準主權債券孳息升幅會相當可觀。

11. 美國十年期國債孳息與通脹。



可轉債（即可按特定規則轉換成發行人股票的債券）是固定收益市場的另一個獲利環節。這類美國債券的回報多年來一直良好，2020年回報尤其吸引（見圖12）。

主流貨幣（例如以美元或歐元計價）以及以本幣計價的新興市場債券仍然是有利可圖的選擇。如果我們所預料的環球經濟同步復甦確實出現，新興市場及發達市場均在2021年復甦，則以上產品會更為可取。

因此，儘管主要政府債券市場的孳息率低迷，但我們認為固定收益中的這三大機會（富裕國家、可轉債、新興市場債券）是回報佳、風險低的選擇。

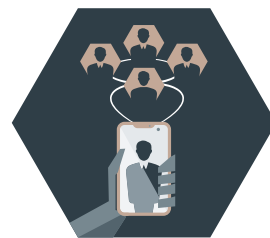
12. 債券板塊回報（每年 %）

9.6%	59.4%	18.1%	13.6%	19.6%	24.4%	7.8%	1.5%	14.3%	16.8%	1.0%	23.0%	40.2%
8.3%	50.7%	14.8%	6.2%	18.1%	7.3%	6.1%	-0.2%	10.7%	14.4%	-0.7%	12.6%	9.7%
4.8%	35.6%	12.9%	6.2%	16.1%	-1.4%	3.6%	-1.4%	9.0%	10.4%	-1.2%	12.1%	8.0%
-2.4%	20.2%	10.9%	5.8%	15.6%	-2.6%	3.1%	-2.0%	7.9%	9.6%	-1.3%	11.1%	7.7%
-16.2%	11.4%	6.3%	5.6%	7.0%	-2.7%	0.6%	-2.7%	4.7%	7.5%	-2.0%	8.4%	5.3%
-26.9%	6.9%	5.9%	3.1%	4.3%	-4.3%	0.0%	-3.2%	2.1%	7.4%	-3.0%	6.8%	4.4%
-34.6%	5.9%	5.5%	0.6%	2.6%	-5.1%	-1.0%	-3.7%	1.7%	3.0%	-4.1%	6.4%	3.6%
不適用	3.3%	5.4%	-5.3%	2.0%	-8.6%	-3.4%	-11.1%	1.7%	2.5%	-5.7%	5.6%	2.1%
2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020*
美國可轉債	環球總量	新興市場本幣債券	美國國庫抗通脹債券	環球政府	新興市場主流貨幣債券	美國按揭	環球高收益債券					

*截至11月底的資料。資料來源：彭博巴克萊指數。截至2020年12月15日的資料。過往表現不一定反映未來業績。

小即是美

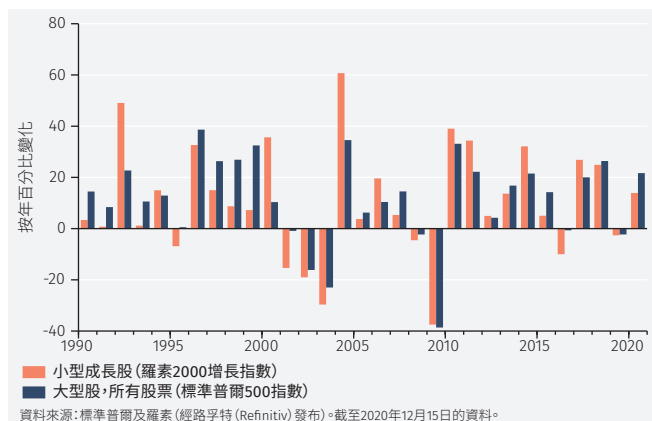
2020年有許多創新產品及服務冒起，而且都是由小公司所開發。我們展望小型創新公司會在2021年繼續大放異彩，然而持倉與否仍需仔細挑選。



2020年，由於出現疫症，有許多創新產品及服務急促冒起，而且都是由小公司所開發。在2020年初，聽過BioNTech、TikTok及Zoom的人仍然不多；但到了年末，已經是人盡皆知。我們展望小型創新公司會在2021年繼續大放異彩，

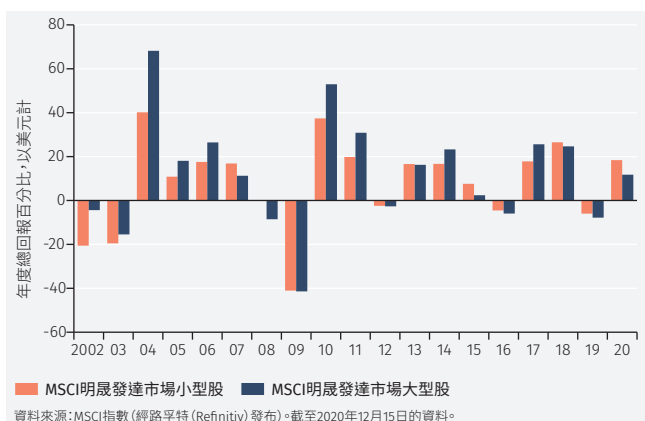
但是不得不提醒投資者一點。長久以來已有大量證據顯示，小公司為大型股帶來極佳的長遠回報，即所謂的「小型股溢價」；然而這種溢價近期幾乎消失。例如，在過去五年之四年間，美國小型成長股的表現不及大型股（見圖13）。

13. 美國小型成長股與大型股之比較



然而，有意思的是，2020年環球小型股的表現要優於大型股（見圖14），亞洲小型股的表現尤為強勁。

14. 全球大型及小型股



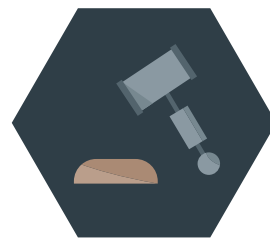
我們認為，相較大型股，小型股的表現更似將要復甦，主要原因有三個。第一點，亦是最重要一點，是小企業一般較為敏捷及靈活，有利於引領創新。對於這一點，經常引來的批評是小公司規模不足，然而他們現在可以活用新科技（特別是雲端計算），因此小公司相比以前容易及以較低成本擴充規模。

第二點，小公司通常能專注於他們專精的狹窄領域。

第三點，市場已具備足夠的流動性來支持這些公司，這點可見於大量充斥的私募基金可支配資金（dry powder，指已募得但尚未投資之資金），以及近期湧現、專門發掘小型私人公司並助其上市的SPAC（special purpose acquisition companies，特殊項目公司）。

大型科技公司表現穩健

在遙距工作、雲端存儲、網上購物等業務的推動之下，美國大型科技公司在2020年表現亮麗，而且保持強勢邁入2021年。越來越多人視他們為受管制的壟斷企業。



就在2020年美國總統大選之前，眾議院發表一份長達449頁的報告，批評美國大型科技公司濫用其主導市場地位的手法，並建議引入更多競爭、加強反壟斷法律條文及執法。報告發表時間為12月底，為此之前，美國已對Facebook發起反壟斷訴訟；英國亦警告要對科技公司的有害內容處以罰款；歐盟則警告，如大型科技公司從事反競爭行為，會禁止他們在境內營業。

然而，這些公司仍有三大項優勢。第一，他們坐享龐大的網絡效應（隨多人用，平台本身所提供的價值越高），以致任何有意進場的美國新公司都難以立足。第二，更有能力的競爭對手是中國公司，但美國極不可能放寬他們進入市場。第三，美國大型科技公司財雄勢大，即使出現任何針對他們的法律變更或反壟斷案件，他們亦有力自保。

較少人談及的做法是更加嚴格監管美國大型科技公司，即是以聯邦機構監督大型科技公司，此舉或會可行，而且早有先例。2009年，在奧巴馬當選總統後，煙草業首次受到美國食品藥品監督管理局的監管。多少有點弔詭的是，這樣反而為他們提供一定保護；自此之後，相比整體市場，煙草業表現良好，主要亦是由於行業的整合潮所致（見圖15）。即便如此，聯邦監管機構是否一定能改變大型科技公司的手法？煙草是有害產品，相反，儘管人們對大型科技公司的力量有所疑慮，但他們顯然為美國及環球經濟帶來可觀的收益。

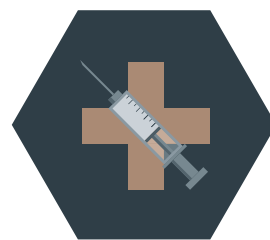
因此，總體而言，我們仍然認為美國的大型科技公司會在2021年及之後維持優異表現，然而同一時間，他們身為受監管的壟斷企業的形象亦會越來越鮮明。這些公司的現金流充沛，我們亦認為他們擁有高估值實屬合理。

15. 監管或非壞事



醫療保健行業

我們認為醫療保健行業大有前途，業內各式各樣的公司，似乎都能夠在我們所看到的2021年重大行業趨勢中獲利。



醫療保健行業在2021年值得追捧的主要原因有三個。第一，醫療保健行業能與環球最重大的社會大趨勢之一掛鉤——人口老化及老人醫療保健需求增加。

第二，大型醫療保健公司的防守能力仍然不俗，屬分紅型公司，其估值甚為誘人。總體而言，美國標準普爾500之內的醫療保健公司（參見圖16）的遠期市盈率低於金融業以外的所有其他行業。我們認為，這點多少反映市場擔憂拜登可能採取的政策，然而，任何可能出現的變化似乎都無法對當前估值產生實質影響。

第三，整個行業都受到冠狀病毒的衝擊，我們認為，其所衍生的機會將在2021年及之後造就出更大的成果。

最重要的是，肺炎加速了新數碼科技的大規模應用，特別是遙距問診及診斷。與此同時，活動追蹤、健康監測及篩查用途的可穿戴設備似乎已獲廣泛採用。微創技術及機器人作業已在心臟手術以至齒科矯正等領域派上用場。主力引入這些新科技是科技公司而非醫療保健公司，以致行內競爭更趨激烈。

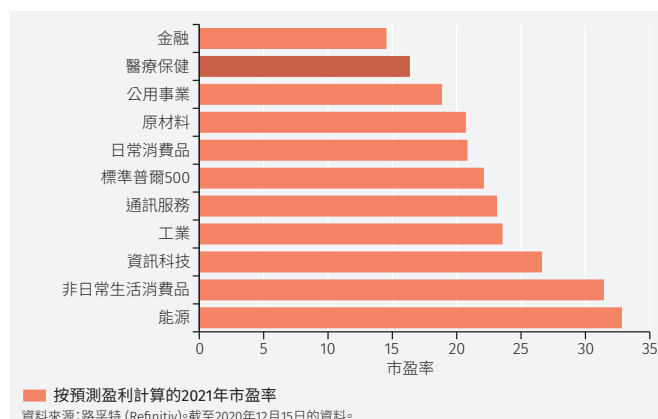
醫療保健行業過往因營運效率低而為人詬病（許多時候，業內仍然偏好傳真及郵遞通訊），這方面亦可以借助數碼科技加以革新。

根據麥肯錫的一項研究，廣義數碼醫療領域的環球收益或會由2019年的3500億美元增至2024年的6000億美元⁵。

在美國，醫療保健行業的風險之一是失業率持續高企，許多人喪失了由僱主代買的優質保險，因此可能會影響需求。而在美國以外，特別是亞洲，醫療保健行業內的消費保健產品及電子商貿滲透率較低，因此有望加速增長。

在環球範圍，我們預料這點將成為引發醫療保健行業內大量併購活動的重要因素。

16. 標準普爾500市盈率:2021年預測



⁵ <https://www.mckinsey.com/industries/pharmaceuticals-and-medical-products/our-insights/healthtech-in-the-fast-lane-what-is-fueling-investor-excitement>

新的環球合作模式



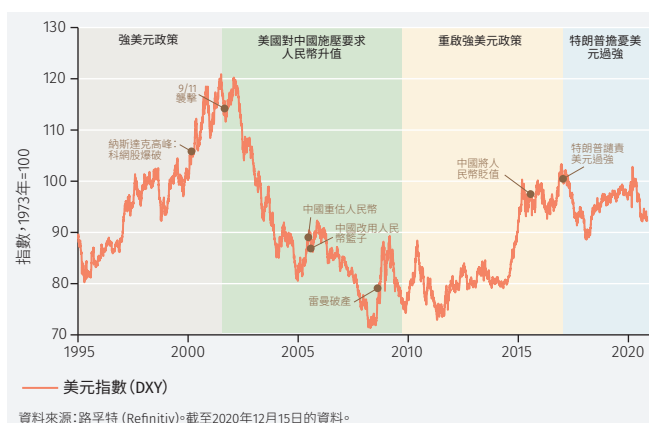
國際關係似乎已回到合作主導的軌道。拜登的作風顯然會與上屆不同。我們幾乎可以肯定，他會更主張共識、跨黨派及多邊的作風。

拜登的作風顯然會與上屆不同。他很可能會借助行政命令在某些領域裏雷厲風行：例如重返《巴黎氣候協定》及世界衛生組織。然而拜登會主張共識、跨黨派及多邊的作風，帶來緩慢但更堅實的進步，我們相信這點會受到美國企業及金融市場，以及國際社會的歡迎。中國方面，2021年是共產黨成立100週年，我們相信中國政府會以和平方式慶祝。

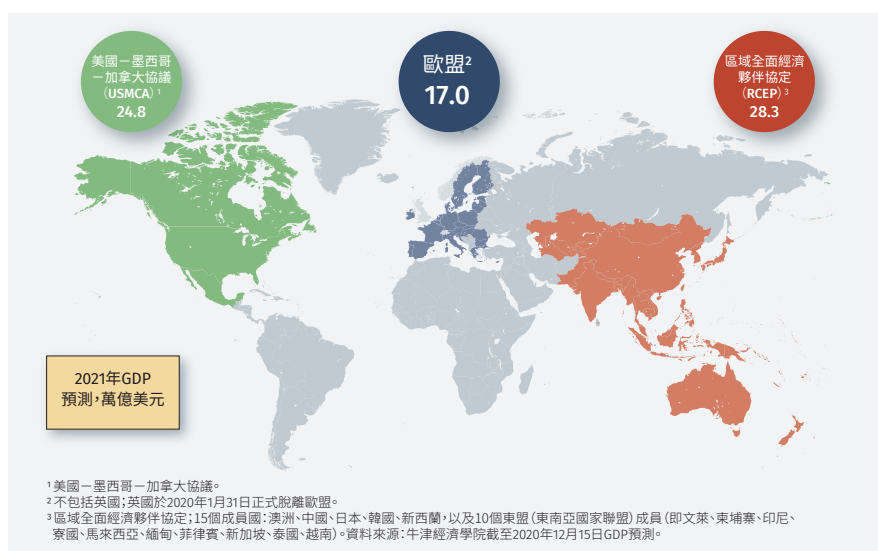
儘管世界繼續朝三極發展、供應鏈更集中於大型區域集團（見圖17），但認為中美可以就此彼此孤立是不切實際的想法。中國的晶片進口量比石油更多⁶；這些電子產品極之依賴美國科技。同時，過去四年的經驗清楚顯示，以為美國可以將已遷至中國的製造業帶回本國，可以說是幻想。

市場會密切關注新政府對美元的態度。我們相信新政府不會明確承諾推行強美元政策。強美元政策是由1990年代中期到2000年代初的政策，曾有一段時間強力要求中國將人民幣升值；之後，美國由2009年至特朗普總統當選之間再推行政策（見圖18）。

18. 美元的興衰



17. 三極世界



特朗普在就職典禮前不久就聲稱「美元太強，等同自殺」。從當時至2020年12月1日，美元指數下跌9%。根據我們估計，美元現時按該指數衡量仍高估9%左右，因此美元極有可能在之後逐步下跌。

此外，隨著環球經濟復甦及避險意識消退，美元下跌亦會對非美元貨幣有利。

⁶ 資料來源：路孚特 (Refinitiv)；2020年12月10日。

宏觀策略團隊



Moz Afzal
環球投資總監



Stefan Gerlach
首席經濟師



Daniel Murray
副投資總監



GianLuigi Mandruzzato
高級經濟師



Joaquin Thul
投資分析師

宏觀策略是我們投資法則的核心。我們的宏觀策略團隊不僅會決定資產類別，亦會決定對地域、行業及個別股份的配置。

投資刊物

主要刊物概述了我們的環球觀點、市場見解和投資展望。



Intime: 每日市場報告

每日市場報告，總結過去24小時最重要的市場動向。

出版日：每週二至週五。
僅提供網上版本



Invision: 每週宏觀報告

每週宏觀報告，概述過去一週的主要宏觀經濟事件。

出版日：每週一。
僅提供網上版本



Inview: 每月環球觀點

每月環球觀點和投資前景，提供資產分配方針、宏觀概述和投資計略。

出版日：每月



Insight: 季度市場回顧

季度市場回顧，主要資產市場及地區表現，每期均有特別主題。

出版日：每季



Infocus: 市場及投資焦點

主要市場事件分析。

出版日：不定期



Beyond The Benchmark: EFG Podcast

我們不單會提供一般市場分析Podcast，還會在數字分析之外，深入探討影響市場、經濟體及投資者心理的熱門議題。

出版日：雙週／隔週／可按需要選擇

如欲收到EFG的任何投資刊物，請聯絡marketing@efgam.com

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論述或保證其準確性，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。本文件可能含有個人意見，並不一定反映EFG集團任何成員的立場。在法律允許的最大範圍內，EFG集團的任何成員概不對本文中的任何錯誤或遺漏，或依賴本文包含的任何意見或陳述所造成的後果負責，並且EFG集團的每個成員明確聲明不承擔任何責任，包括(但不限於)由於接收人依賴本文件而採取的相同行動或不作為，或由該等行動或不作為而引起的附帶或間接損失的責任。

在任何司法管轄區或國家提供本文件可能會違反當地法律或法規，並且擁有本文件的人員應自行理解並遵守所有限制。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是由英國金融行為監管局授權及監管，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。

如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：

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，註冊辦事處地址為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務法》從事證券投資業務。

智利：EFG Corredores de Bolsa SpA乃獲Superintendencia de Valores y Seguros (「SVS」，即智利證券監管局)認可的股票經紀人，獲授權在智利進行證券經紀交易，並開展輔助的受監管活動，包括全權委託證券投資組合管理、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)的授權及受其監管。

杜拜：EFG (Middle East) Limited受杜拜金融服務管理局監管，註冊地址為Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, Dubai, UAE。

根西島：EFG私人銀行(海峽群島)有限公司已獲根西島金融服務委員會認可。

香港：瑞士盈豐銀行股份有限公司已根據《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(Landstrasse 109, P.O.Box 279, 9490 Vaduz, Liechtenstein)監管。

盧森堡：EFG Bank (Luxembourg) S.A.已根據盧森堡監管機構(Commission de Surveillance du Secteur Financier)持有的1993年4月5日的金融行業適用盧森堡法律(經修訂)(《1993年法律》)列於盧森堡的正式銀行清單中，是根據1993年法律第2條獲授權依照盧森堡法律從業的公共有限公司(匿名社團)。有關EFG Bank (Luxembourg) S.A.服務的任何問題，盧森堡居民應聯絡EFG Bank (Luxembourg) S.A.，地址為56 Grand Rue, Luxembourg 2013 Luxembourg，電話為+352 264541。

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，其業務受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及監管。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文，並放棄獲得本刊物的法語版本的机会。

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.的葡萄牙分行已向葡萄牙證券市場委員會註冊，註冊編號為393；向葡萄牙銀行註冊的註冊編號為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的新加坡分行(UEN編號T03FC6371)已獲得新加坡金融管理局認可，為從事銀行業務的批發銀行，並為《金融顧問法》所定義的免稅財務顧問及《證券和期貨法》所定義的免稅資本市場服務被許可人。

瑞士：EFG Bank AG, Zurich, 包括其日內瓦及盧加諾分行，均獲瑞士金融市場監管局(FINMA)的授權及受其監管。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是倫敦證券交易所成員。註冊公司編號：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乃由EFG Capital提供，資產管理服務則由EFGAM Americas提供。EFG Capital和EFGAM Americas擁有共同所有權並可維持相互關聯的人員。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。