

全球资产展望-2020年7月

保持攻守平衡并偏重非美资产

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于复工复产带来的制造业修复前景，认为经济场景已经从衰退进入见底阶段，相应调高风险资产配比，同时因美股对经济“V”形反转的预期已经比较充分，我们降低了战术配置中风险资产的配比。上月实际经济持续修复，美股上涨势头减缓，与我们的配置观点基本相符。
- 本月我们维持战略配置不变。我们认为当前宏观周期仍处于见底阶段，真正进入复苏阶段尚需更多经济指标确认。
- 本月我们仍维持战术配置不变。我们认为市场围绕着复工复产将带来经济修复的主题可能延续，风险资产虽仍有反弹空间，但部分市场预期已相对充分。
- 但本月我们加大风险资产配置的结构调整力度，增加非美尤其是中国相关资产的配比。我们认为欧洲和中国相较美国对疫情控制得更好，经济面临的风险更低，经济修复势头更为确定。

□ 股票基金经理观点：中资股短期有风险，中长期更具吸引力

- 海外风险因素会加大风险资产的波动性，短期需注意疫情二次扩散、中美贸易冲突，以及新兴市场债务危机等风险。
- 相比全球，中国对疫情的控制更加有效，且政策回旋余地充足，中长期对中资股可偏乐观。

资产类别	配置观点	
	1~6月 (上月)	1~2年 (上月)
风险资产	()	()
美股	↓ ()	()
日股	↓ ()	()
欧股	()	()
沪深300	↑ ()	()
创业板	↑ ()	()
港股	↑ ()	()
新兴市场股票	↑ ()	()
美国投资级	↓ ()	()
美国高收益	↓ ()	()
亚洲美元投资级	↓ ()	()
亚洲美元高收益	()	()
原油	()	()
铜	()	()
欧元	↑ ()	()
人民币	↑ ()	()
防御资产	()	()
美国国债	()	()
中国国债	()	()
黄金	↓ ()	↑ ()
美元	↓ ()	()
日元	↓ ()	()
	高配 ↑	中配
		低配 ↓

注：高、中、低配是指配置中风险资产与防御资产的配置比例相对风险平价中各类资产配比的高低。

□ 债券基金经理观点：看好中资地产债投资价值

- 对于亚洲美元债，观点从“乐观”调降至“中性”，此观点可能会延续到三季度末，因此建议不要大范围降低 beta 的配置。
- 高评级市场整体已接近短期顶部位置，市场短期调整的风险不断加大。亚洲高息债券中，持续看好中国房地产板块的投资价值。
- 坚持利率曲线陡峭化的观点不变。近期由于全球新冠肺炎趋于稳定，利率的区间性波动加大，无需把过多的赌注放在利率的方向上，应着眼于信用基本面投资。

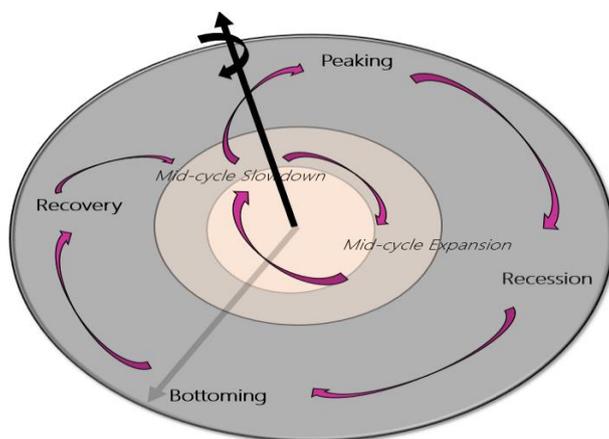
目录

一、经济仍处于见底阶段，保持攻守平衡.....	3
1.1 宏观场景仍处于见底阶段决定了战略配置应该攻守平衡.....	3
1.2 市场主题仍为经济修复，流动性宽松对风险偏好形成支撑.....	6
1.3 战略和战术配置都对风险资产保持中性.....	9
二、配置结构上偏好非美资产.....	9
2.1 离岸与在岸美元市场形成分隔，叠加美元融资对全球市场的重要意义，令美元在形成下跌趋势之前不宜看空.....	10
2.2 中长期来看，美元下行空间打开，非美资产将受益.....	13
三、公募基金经理观点.....	15
3.1 股票基金经理观点：中国市场短期有风险，中长期更具吸引力.....	15
3.2 债券基金经理观点：更看好中资地产债.....	17

一、经济仍处于见底阶段，保持攻守平衡

1.1 宏观场景仍处于见底阶段决定了战略配置应该攻守平衡

我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济仍处于见底阶段。根据我们的定义，脱离衰退而进入见底阶段并非表明经济已经开始正增长，而是仍处于收缩的位置，但在该阶段一些先行指标会提示经济正在慢慢回暖，市场最危急的时刻已经过去。从大类资产的历史收益来看，风险资产会在当前阶段将得到一定的支撑，可以将风险资产和防御资产的动态战略配置调整为更加平衡的比例。



数据来源：工银资管（全球）

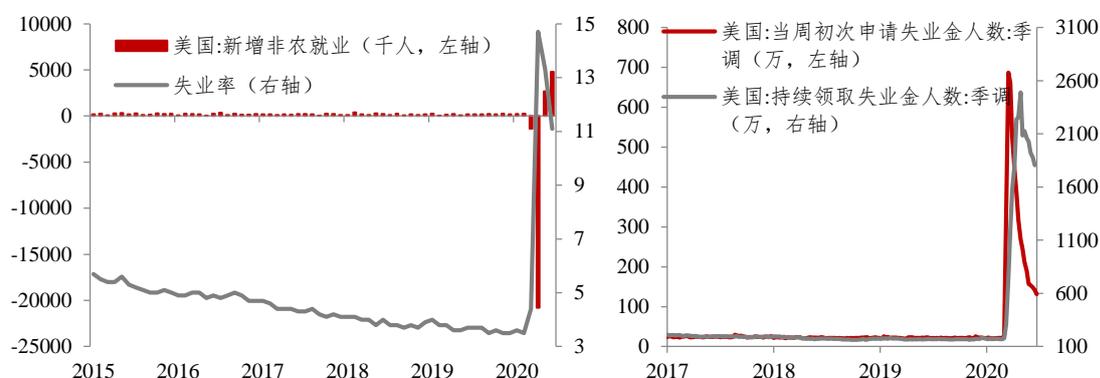
1.1.1 本轮衰退与以往不同，来得快去得也快

去年四季度开始，美国的宏观场景从中周期调整转入见顶期，若非新冠疫情在海外爆发，其内生经济动能大概率仍可支撑美国经济周期在该阶段运行一段时间，但新冠疫情打断了美国原有经济运行逻辑，直接将美国拖入衰退。因此，本轮衰退与以往最大的不同是，宏观场景的切换并非由于自身经济动能的丧失，而是外部冲击。由于疫情在较短的时间内得到控制，非临时失业人数上升有限，在救助法案的帮助下企业破产数量总体可控，解封和复工后经济反弹的速度也更快。

因此，此次衰退来得快去得也快。根据周期指标体系的显示，该衰退仅仅持续了两个月，当前美国的宏观场景已从衰退过渡至见底阶段。

1.1.2 美国当前的绝对失业水平和就业边际改善状态都存在夸大，“真实失业”仍在上升

我们认为，美国政府出台的 CARES 法案激励了“主动失业”，夸大了当前的失业状况：该法案不仅大幅增加了失业者的收入，也增加了失业者可领取失业金的时间，并扩大了合格申请者的范围，导致美国当前大部分的失业民众属于暂时性失业而非永久性失业。在经济好转后，这些人将重新找到工作，美国的就业数据也印证了这一点，5月美国的失业率开始大幅回落。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

如下图所示，临时失业与永久性失业的比例清晰地显示了此次衰退与以往不同（阴影部分为衰退时期）。在之前的衰退期中，临时失业在总失业中所占的比重总是以较快的速度下降，而该比例在此次衰退期中是以极快的速度上升。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

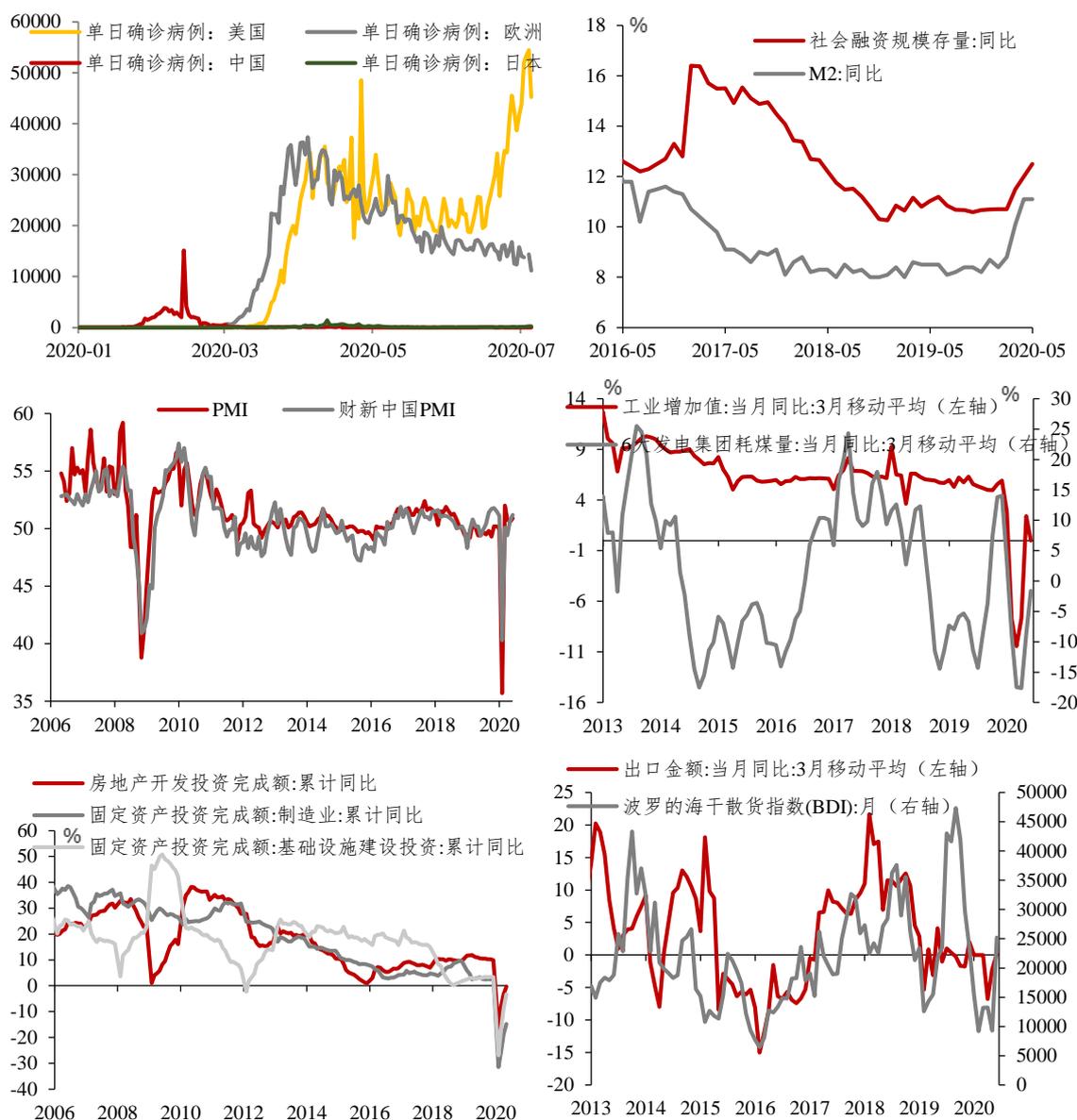
由于失业率的绝对水平从一开始就被夸大, 当前就业市场改善的状况也被非农数据所夸大。事实上, 当前美国的非临时失业人数仍在不断攀升, 显示美国的“真实就业状况”仍在恶化。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.3 中国经济复苏更加强劲

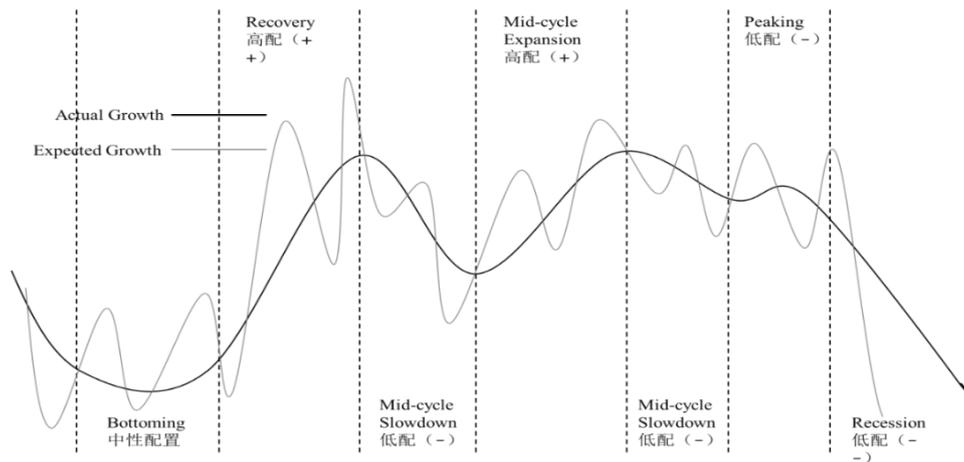
由于中国对疫情的控制更为有效, 中国的复苏相较美国也更有韧性。市场总是边际定价的, 因此拐点比绝对值对市场预期的影响更为显著, 当前几乎所有数据的拐点都已出现: 1) 疫情方面, 拐点在 2 月已经出现, 虽然之后北京等多地出现了疫情的反复, 但未见明显扩散; 2) 内需方面, PMI 新订单、消费、固定资产投资、商品房销售等指标的拐点在 3 月就已经出现; 3) 信用方面, 社融存量同比自 3 月开始大幅抬升, 出现了较强的“宽信用”场景; 4) 出口方面, PMI 新出口订单和出口同比增速也在 5 月出现了拐点, 打消了市场最后一个疑虑。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

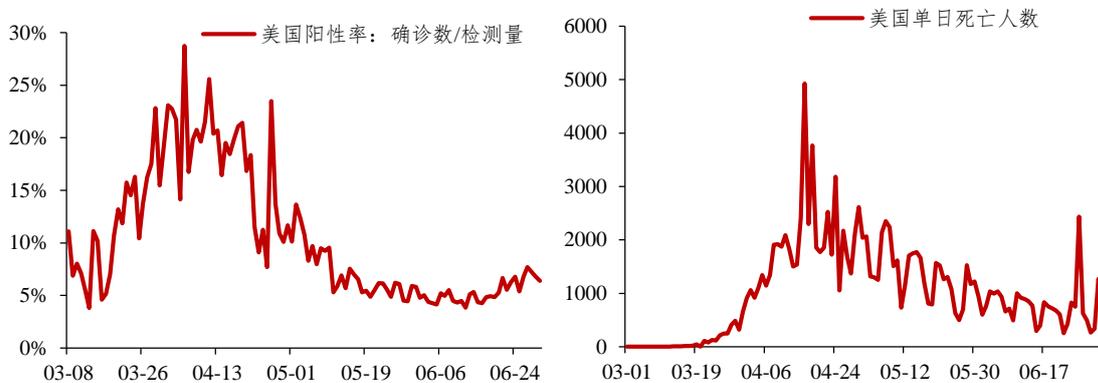
1.2 市场主题仍为经济修复，流动性宽松对风险偏好形成支撑

除了经济周期以外，市场主题也是驱动大类资产在中短期变化的主要力量。市场主题可被理解为市场主流预期，通常可以由资产价格体现出来，不仅可以影响市场情绪和风险偏好，也往往与经济周期相互交织，既反映市场对经济基本面变化的预期，同时也推动经济基本面的变化。



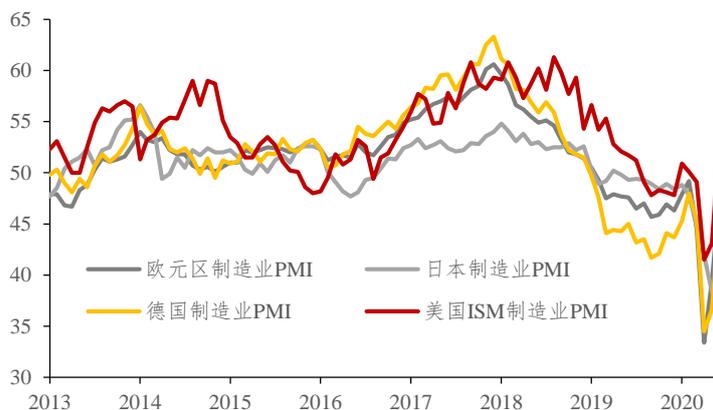
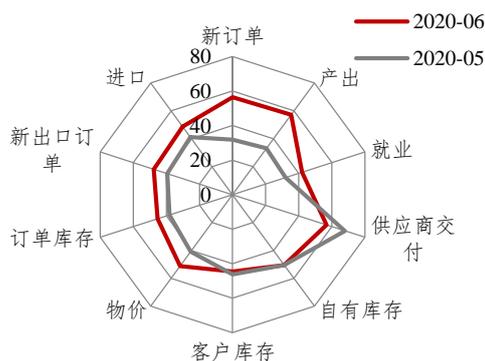
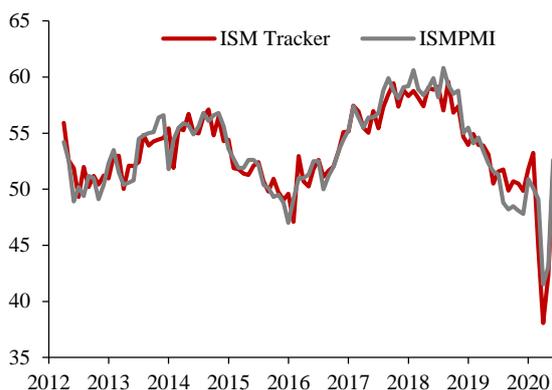
数据来源：工银资管（全球）

自3月底开始，欧美疫情相继步入缓和阶段，经济修复成了驱动市场最重要的宏观主题。虽然美国新冠肺炎的确诊人数在近期出现明显上升，但主要由于检测量巨大，阳性率仍处于低位，每日死亡人数下降也说明美国疫情未较之前明显加重，且医疗资源挤兑现象也基本消除，美国疫情的“二次爆发”仍无法证伪经济修复。此外，全球经济数据向好，美国财政刺激加大叠加联储持续宽松都支撑了风险资产。



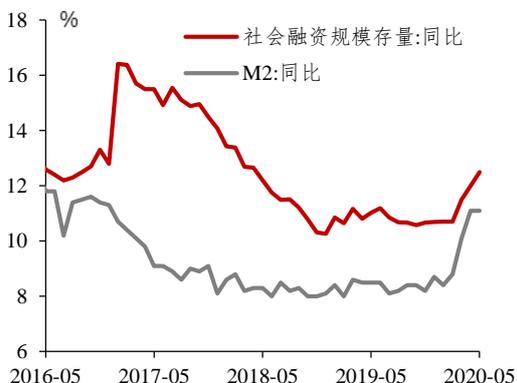
数据来源：Our World in Data，工银资管（全球）

美国6月制造业PMI大超市场预期，也比我们的PMI tracker略高，仍在不断兑现市场对经济边际修复的预期，各个主要分项指标均有明显上升。欧元区、德国和日本的制造业PMI也都出现了大幅回升。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

中国的制造业 PMI 也高于预期和前值, 显示经济继续恢复, 发电量等高频数据也与之相互印证。工业企业利润和社融存量同比也进一步扩张, 企业中长期贷款快速增长, 居民信贷需求稳步上升, 专项债也在扩容。整体来看, 中国仍处于宽信用阶段。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

虽然市场上多转空的声音一直存在，美国疫情数字上升和利空的经济数据也不时出现，但市场在上涨时往往会忽略这些数据。因此，在有足够的证据证伪经济快速修复之前，做市场的跟随者仍是较好的选择。而且市场总是走在数据前面，基本面的数据不能直接推导出股价，数据更多是用来确认或证伪的，而证伪总是相对较难。更何况，在长期的牛市下，大部分资金管理人都是天然的多头。因此，我们认为，在无法证伪经济复苏逻辑的情况下，寻找流动性、风险收益比以及安全边际更高的交易，进行结构而非仓位的调整，才是较好的策略。

1.3 战略和战术配置都对风险资产保持中性

基于我们的宏观指标体系，我们认为周期仍处于见底阶段。在经济周期步入见底阶段时，股票市场往往能获得不错的正收益，而国债利率则可能回升。因此，我们在早前已将动态战略配置中的风险资产调整至中性，调升风险资产并调低防御资产，将风险资产和防御资产的配比调整到中性。

对于未来 1-6 个月的战术配置，我们考虑到制造业企稳反弹的格局，判断大类资产轮动正在启动，风险资产对经济“V”形反转的预期比较充分，但经济数据仍无法证伪该预期。一旦某种市场主题形成，情绪往往会持续一段时间，且证伪一个预期往往需要更多的证据：不仅需要有几项重要数据的支持，还需要有更多数据的再确认。因此，我们将战术配置中风险资产的配比继续保持为中性。此外，由于欧洲和中国对疫情的控制相对美国更好，经济面临的风险更低，我们在结构上更偏好非美，尤其是中国市场。

二、配置结构上偏好非美资产

2.1 离岸与在岸美元市场形成分隔，叠加美元融资对全球市场的重要意义，令美元在形成下跌趋势之前不宜看空

2.1.1 美元下跌 ⇔ 新兴市场美元信用扩张暂未出现

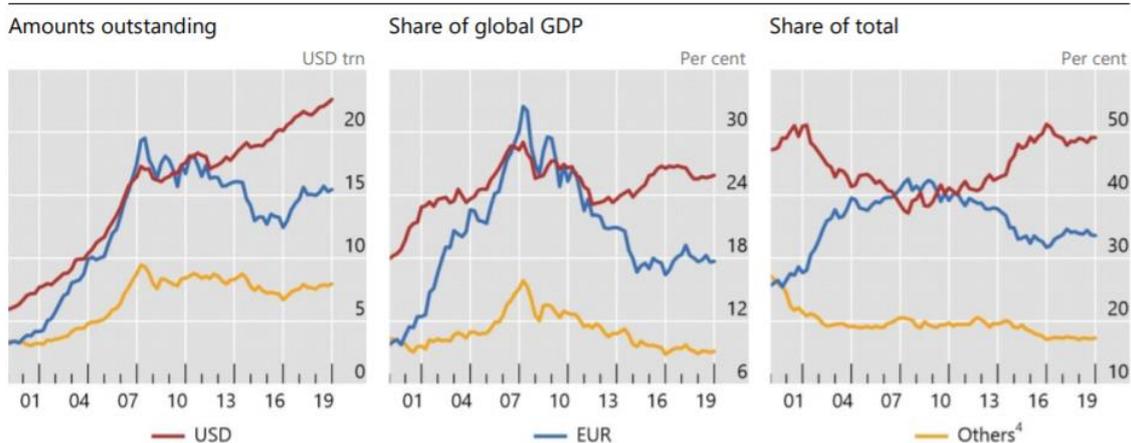
一方面，美元与其他货币一样，可以看成其与非美经济体，尤其是欧元区的经济基本面的相对强弱指标；另一方面，美元是真正的“国际货币”，随着全球贸易链的深化和美联储 QE 后出现的大量美元流动性席卷全球金融市场，并在具有不同体制和发展水平的国家和地区形成各自相对独立的离岸美元市场，比如欧洲美元市场、日本美元市场以及亚洲美元市场等。

离岸美元市场的融资功能对全球经济似乎有越来越重要的趋势，国际清算银行的研究显示，国际美元贷款的绝对值一直在不断上升。2008 年以前，美元往往与全球 PMI 成正比，这是由于美国需求带动了全球的制造业；但金融危机后，美元与全球 PMI 成反比，这是由于离岸美元的上升导致各地区美元融资的收紧，尤其是对新兴市场离岸美元融资的收紧，进而抑制了各国制造业。那么，离岸美元市场如何影响美元定价呢？

Cross-border bank loans¹ and international debt securities² in all currencies

By currency³

Graph 6

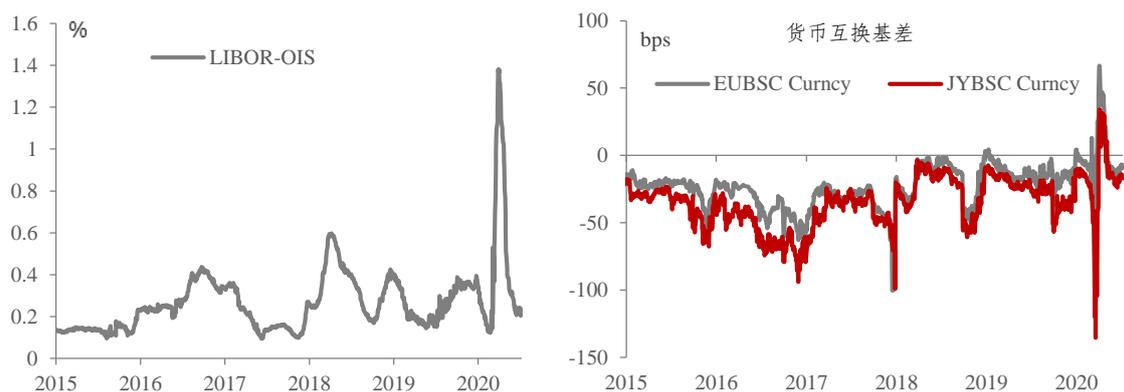


数据来源：国际清算银行

离岸美元市场与在岸美元市场密切相关，但是仍具有相对独立性，因为各个离岸美元市场并没有一个能够常态化的维护美元流动性的央行，即使像欧央行、日央行及英格兰银行这样的全球央行也主要将精力放在了维护本币流动性。因此，当金融危机发生时，在离岸和在岸美元市场存在分隔，且在美国境内回购市场都存在冻结的情况下，欧美大行会在 VaR 的约束下降低离岸美元互换敞口，推动全球市场减持美元资产，这也进一步推动了所有美元资产的大跌，美股、美债、黄金等概莫能外，这又导致了欧美大行不断在离岸回收美元流动性，这种类似“死亡螺旋”的反馈机制不断放大了美元流动性短缺。

在这种情况下，两个一直就存在的矛盾必然会在此时得到凸显：1) 美联储的货币政策难以向离岸市场传导；2) 美元流动性在各个市场存在分层，欧洲美元市场虽然受到冲击，但依靠欧洲金融机构提供杠杆资金的亚洲美元市场必然会遭受更加强烈的负面影响。

从欧洲和日本离岸美元市场的融资情况来看，离岸市场的主要资金来源有贸易积累、本国吸储、美国分支机构融资、离岸市场拆借和外汇掉期，美元流动性的冲击也必然会在以上几个市场表现出来，尤其是对美元流动性最敏感，边际变化往往最大的外汇掉期和 Libor-OIS。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

在此次疫情冲击的过程中，美联储宣布与其他主要央行采取协调行动，通过 Swap line 为主要其他央行提供美元流动性，3 月底又通过设立临时性回购便利工具（FIMA）为全球提供美元流动性，并降低操作

利率，从成本端打开离岸美元利率的下行空间，这是解决离岸美元供给受限、修复美元跨境利差的关键操作。但美元的流动性分层的结构性因素仍然存在，给美元在各市场的传导造成阻滞，也导致了美元的结构需求持续处于紧平衡状态。

复杂的美元流动性体系给美元的边际定价造成了极大的困难，令美元在形成明显下跌趋势前难以看空。当前美元仍处于长期上升趋势中，而该趋势尚未出现明显破位。此外，美元指数也仍处于历史较高位置，而高位美元将阻碍美元信用在全球扩张，这让仍未走出疫情的新兴市场国家（如印度、俄罗斯以及拉美和非洲国家）在负债端持续承压，“美元下跌⇌新兴市场美元信用扩张”反馈机制的出现还暂未看到，但已不再成为新兴市场资产的制约因素。

2.1.2 美国财政部天量美债发行持续，FED 购债速度放缓

近期，美国副总统慕僚长称，白宫方面希望国会在近期通过另一轮近万亿美元的刺激方案，刺激计划可能包括给予重返工作岗位的劳动者税收优惠、为企业提供税收激励措施、下调薪资税及疫情相关的责任险改革。可以预期，美国财政部的天量发债规模仍将持续，而当前美联储的扩表速度已经明显放缓。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.1.3 全球贸易受创阻碍美元流动性扩张

由于全球贸易受创以及大宗商品价格处于低位，美元的“换手率”明显下降，而美元的流动速度下降进而导致美元流动性收紧。因此，在判断美元出现“熊市”之前，我们不仅需要看到中国出口反弹，还需要看到全球贸易量明显扩张。但到目前为止，相关条件还不具备，作为全球贸易领先指标的韩国出口额也未出现显著复苏。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.2 中长期来看，美元下行空间打开，非美资产将受益

2.2.1 非美经济复苏更加强劲

正如前面所述，由于非美主要经济体（中国、欧洲、日本）对疫情的控制相对于美国更好，市场对非美经济体的复苏预期将更具韧性，尤其是率先走出疫情的中国，已经展现了较为明显的复苏态势。

2.2.2 美联储资产负债表扩张速度更快

由于在此次疫情之前，美联储货币政策宽松的空间远大于欧、日央行，因此，在疫情发生后，美联储的宽松力度相较欧日央行也明显更大。美联储在将政策利率降到零后，又开启“无上限QE”并推出多个融资便利工具，还史无前例地入场购买企业债，甚至包括部分“堕落天使”。欧日央行虽然也推出了大规模QE，但整体宽松力度弱于美联储，其资产负债表的扩张空间也更有限，这为欧元提供了支撑。

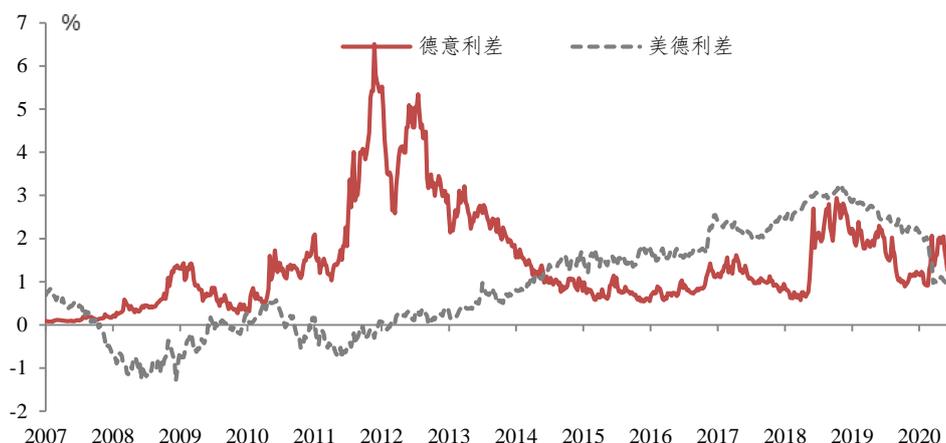


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.3 欧洲复苏基金让欧盟在财政一体化之路上迈出重要步伐，削弱了市场对欧元的长期担忧，“美德+德意双利差”收窄为欧元行情启动创造条件

之前，德国总理默克尔和法国总统马克龙表态支持欧盟成立规模5000亿欧元的复苏基金，以帮助欧盟从新冠疫情大流行中恢复。这项由欧盟国家联合举债的计划一旦通过，将成为欧盟迈向财政一体化的重要一步。长久以来，欧洲一直有统一的货币政策而缺乏统一的财政政策，这成为了许多投资者长期不看好欧元的主要原因，而欧洲复苏基金的成立将在一定程度上解决市场对这一长期问题的担忧。

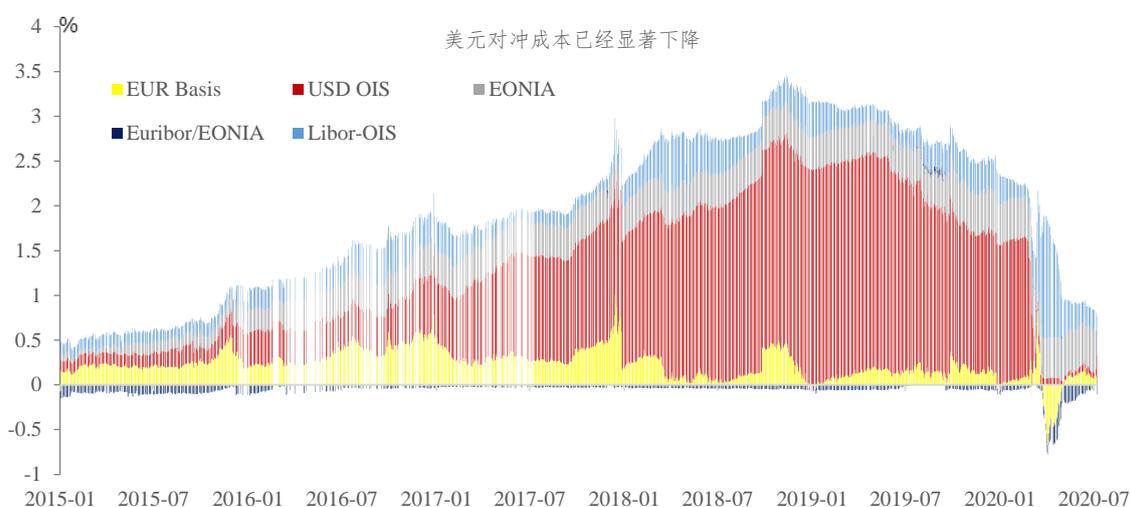
欧洲财政与货币的统一对意大利等国至关重要。因为如果意大利扩大赤字，提高债务比率，则不论本国还是外国投资者都将减持意大利国债，并将更多资产配置在德债等更为安全的资产上，这制约了意大利等经济较弱的欧元区国家的负债能力。当前德意利差的快速收窄正反映了市场对于欧元信用面回升的信心。再加之美联储此次大幅降息，“美德+德意双利差”已经同时收窄，为欧元上行创造了条件。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.4 美元对冲成本已经显著下降

由于美联储大举放松货币政策, 当前外国投资者的美元对冲成本已经显著下降, 从而增加对冲动机, 提高对冲比例, 在中长期看空美元的背景下, 对冲比例的增加将放大欧元上行的幅度。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

三、公募基金经理观点

3.1 股票基金经理观点: 中国市场短期有风险, 中长期更具吸引力

当前海外风险因素会加大风险资产的波动性，对于短期投资者而言，需要注意各国疫情二次扩散、美中贸易冲突，以及新兴市场债务危机等风险。美国新冠肺炎确诊再度增加，正引起投资者担忧，同时，随着各州政府可能再限制经济活动的机会愈来愈大，我们判断，美股早前的反弹只是暂时性的，病毒进一步散布将对经济再次冲击，未来经济复苏之路充满挑战。美国方面疫情反复、种族歧视示威持续、以及特朗普支持率大幅下降都是短期较大的风险点。欧洲方面，随着欧洲逐步放宽防疫限制后，经济正在从底部回升，消费者信心指数也有所反弹。但由于此前欧洲长期封城，近期数据改善是解封后的正常态势，并不能以此判断经济形势好转，我们判断经济活动将在很长一段时间内仍低于危机前水平，对于整个欧洲权益市场前景判断不乐观。

亚洲方面，中期市场向好，特别是中国市场已经逐渐从疫情中恢复，估值较低，投资价值凸显。但短期来看，受到海外疫情的反复和国际政治因素影响，新兴市场仍存在波动压力。主要亚洲经济体如韩国存在疫情再次爆发的可能，而印度可能面临爆发式传播，对经济增长恢复蒙上阴影。

相比全球，中国对疫情的控制更加有效，且政策回旋余地充足，由于相对宽松货币政策叠加下半年的财政刺激力度，以及更多的改革性举措有望出台，例如新基建和资本市场开放等，这将激发中国经济的长期增长潜力和中国资产的吸引力，同时，更多中概股的回归也会显著改变香港市场的行业和指数结构，提升香港市场的吸引力。考虑到外围因素，疫情在全球多国出现反弹，短期内我们偏向谨慎。同时，香港国安法落地在即，须谨防政治因素对市场造成冲击。

配置方面，在疫情冲击和市场大幅波动下，新经济继续表现良好，大消费领域以及国产替代为主的科技股能够有效应对疫情后的经济复苏以及贸易摩擦所造成的影响。

市场面来看，中国股市近期快速大幅上涨引发关注。在整体经济仍然较为困难、企业盈利增长乏力的情况下，股市走出一轮行情。我们

判断，一方面是资本市场制度改革累积效应的体现。科创板启动、创业板注册制改革，将 A 股市场化水平推向了一个新高度，市场承载力明显增强。在发展自主科技大背景下，大批科技公司走向资本市场，为市场注入了活力。实行注册制的科创板快速过会既体现了运行效率的大幅提高，也体现了国家发展高科技的意志，这些都在客观上激发了市场的想象力和信心。另一方面，资金面宽松、金融改革不断推进和板块估值具有优势，是近日市场上涨的原因。

总体而言，从经济面、政策面以及情绪面来看，牛市的基础得以进一步夯实，在经过上半年的反复的博弈之后，有望下半年走出长牛行情。但短期而言，市场快速上涨后，不排除或面临一定的休整，但不意味着行情的结束。

当前市场关注风格切换的问题，这个问题的背后是过去一年多以来板块间走势和估值的高度分化。估值极端分化确实可能引发市场的一定修复，但这是短期的脉冲式的。回顾 A 股历史，每一次重要的风格或板块切换，背后都是景气周期的切换。在 2013 到 2015 成长股大潮中，两次“异常波动”和两次熔断后的反弹，都是成长股显著占优，一直到 2016 年下半年，供给侧改革后名义经济增速回升，传统蓝筹公司盈利能力显著提高，市场风格才从成长彻底切换至价值。但近期市场上涨的背景仍然是疫情下经济缓慢恢复，增长持续大幅反弹的可能性很小。因此，顺周期低估值板块在极端分化下有补涨和修复的需要，消费升级科技创新依然是未来市场的主要投资机会。

3.2 债券基金经理观点：更看好中资地产债

6 月亚洲美元债券市场延续上涨，整体已接近反弹至疫情爆发前的水平。迄今为止，市场表现得到了大量经济刺激措施和经济活动复苏迹象的双重支撑。尽管本月全球部分地区的疫情感染人数增加，但由于再一次封锁经济的巨大成本，各国仍在缓慢推进经济的重新开放。

因此，投资者情绪表现出阶段性抑制，市场出现波动。整体来看，亚洲美元债息差水平变化不大。其中，疫情控制最出色的国家和地区如中国、香港和新加坡的息差进一步收紧，而印度尼西亚等国家的息差则有所走宽。

中国方面，考虑到外部环境，中国在经济复苏方面继续取得进展，但步伐有所放缓。中国本月的经济数据继续反弹，零售销售、固定资产投资和工业生产指数均进一步改善。企业情绪持续扩张，6月财新制造业 PMI 达到 51.2，创今年最高水平，强劲的国内需求促进了产出和产量的增加。另一方面，在外需低迷的背景下，出口订单继续拖累经济。而5月的失业率仍维持在 5.9%，可能会成为阻碍今年经济增长的因素。好消息方面，中美贸易摩擦的火花暂时熄灭，市场相信紧张局势暂时不会升级。

基于当前的市场状况，我们对于亚洲美元债的观点从“乐观”调降至“中性”。高评级市场整体已接近短期顶部位置，新发的超额收益已经开始压缩，并出现了部分新发与存量债券相对收益倒挂的现象。另外，基本面仍未恢复到年初时的乐观预期，因此市场短期调整的风险不断加大。而高息市场也出现了上涨趋势减缓的状态，虽然较疫情前仍有 100-150 个基点空间，但考虑到绝对收益率的影响，我们认为短期市场已经进入相对估值的市场环境内。整体来看，中性观点可能会延续到三季度末，因此建议不要大范围降低 beta 的配置。

亚洲高评级债券方面，绝对收益已经回到了大跌前的水平，同时预计高评级发行人会抓住当前的低收益环境持续提高供给。另外，基于目前信用利差的平坦趋势，长端高 Beta 名字的压力增大。值得注意的是，从信用基本面出发是投资的必要条件，信用和估值才是可以维持长期均衡的根本要素。

亚洲高息债券方面，对中资房地产仍保持“中性偏乐观”，外部扰动逐渐变小，市场已开始追逐票息收益。具有较强信用基本面的发行

人近期表现强劲，投资者偏好信用质量大于绝对收益率的趋势性较为明显，整体上利好中资高收益房地产债券的表现。

利率方面，坚持利率陡峭的观点不变。近期由于全球新冠肺炎趋于稳定，利率的区间性波动明显增加。需谨记“不要跟美联储做敌人，同时不要觉得你比美联储聪明”，提醒投资人在利率低的环境下尽量不要把过多的赌注放在利率的方向上，着眼信用基本面才是保证投资收益的根本良药。

警告和免责声明

工银资管(全球)有限公司(以下简称“本公司”)是根据《证券及期货条例》第116条的规定获香港证券及期货事务监察委员会(以下简称“证监会”)发牌的公司,以从事第4、第5及第9类的受规管活动。

本文件不可分发或发布于当地司法管辖区的适用法律或法规所不允许的人士。如果阁下并非本文件的指定收件人,请勿继续阅读本文件并应即时将之销毁。

此报告仅供专业投资者作参考,本文件仅供参考之用,并不构成在任何司法权区买卖个别证券或投资于其他投资产品的要约或招揽,且应绝对保密及仅可送交收件人。除非经本公司的事先书面同意,否则不可使用、翻印、复制或分发本文件的全部或部分内容。本文件并未得到证监会的批准。假如本文件由本公司以外的第三方分发,本公司无须对收件人或该第三方采取之任何行动负责。本文件的任何内容均不构成投资、法律或其他意见,投资者在作出投资决定或其他决定时也不应对之加以依赖。有意投资的人士应根据本身的投资目标及个人的财务状况,就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立意见。

本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能不时持有本文件所提及的个别证券或其他金融工具的长仓或短仓、买卖该等个别证券或投资于该等其他金融工具,而本公司、其董事、高级人员及雇员或本公司的其他客户可能因本文件中提及的个别证券或其他金融工具而涉及利益冲突。对于投资者在使用本文件时及依据该等材料而作出的任何投资决定所引起的任何损失及/或损害,本公司概不负责。本文件所表达的意见为本公司於本文件刊发之时的看法,可在无需给予通知的情况下予以更改。本公司将会尽一切的努力提供准确、及时的信息。尽管如此,本公司并不保证本文件所载信息的准确性、及时性、完整性、效用或其任何其他方面,也不会对任何该等内容负责。投资的价值可升亦可跌,并可能会受有关市场波动的影响。过往表现或任何估计或预测并非将来表现的依据。目前并无保证运用本文件所述的任何策略将导致所述的指定目标得以达成。虽然本文件所述的信息是从本公司相信为可靠的来源取得,但本公司或其董事、高级人员及雇员并不保证该等信息之准确性或完整性。所有图表和结果(如有)仅作说明之用,不可代表任何投资项目的实际或未来业绩。虽然帐户基金经理会尽合理的努力将投资风险减至最低,但投资价值可能会波动,因此有可能出现损失,而在最坏的情况下可能会损失全部的投资金额。投资回报并非以港元为单位、或非以港元为投资基准的人士会因汇率波动而承受风险。在作出任何投资之前,收件人应当参阅有关招售文件(如有)及财务报告(如有)以得知进一步的详情。此报告未经证监会审阅。

本公司保留追究权利。