

全球资产展望-2020年8月

短期调整不改偏重非美资产的配置方向

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，认为经济场景仍处于见底阶段，并维持对风险资产的中性战略配置观点不变。同时，我们认为经济修复的市场主题可能延续，风险资产仍有反弹空间。此外，我们基于美元贬值的逻辑加大了风险资产的结构配置力度，提升了非美股票的配比。上月实际经济持续修复，风险资产持续向上，与我们的配置观点基本相符，但对美元的短期走向不够坚定，错过了黄金的相关行情。
- 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。经济修复的市场主题可能延续，风险资产虽仍有反弹空间，但部分市场预期已相对充分。结构方面，美元短期贬值过快，可能出现休整，但中长期仍有下跌空间。此外，如果中国经济复苏更加明确，A股的风格将更趋于平衡，但大级别的风格切换往往不会一蹴而就。

股票基金经理观点：美股短期震荡加大，中国消费和科技绩优股值得关注

- 海外市场方面，我们判断美股短期震荡加大，特别需关注目前市场整体估值水平较高，财报季可能为美股市场带来调整。
- 中国市场方面，“双循环”战略将成为中国经济中长期发展的主线，同时，近日的数据已反映出各行业正在逐步复工，未来会继续扩大消费。
- 8月开始中报将进入集中披露期，消费和科技的绩优股仍然值得关注。

资产类别	配置观点	
	1-6月 (上月)	1-2年 (上月)
风险资产	中配 (中配)	中配 (中配)
美股	低配 (低配)	中配 (中配)
日股	低配 (低配)	中配 (中配)
欧股	中配 (中配)	中配 (中配)
沪深300	高配 (高配)	中配 (中配)
创业板	高配 (高配)	中配 (中配)
港股	高配 (高配)	中配 (中配)
新兴市场股票	高配 (高配)	中配 (中配)
美国投资级	中配 (高配)	中配 (中配)
美国高收益	低配 (低配)	中配 (中配)
亚洲美元投资级	中配 (高配)	中配 (中配)
亚洲美元高收益	中配 (中配)	中配 (中配)
原油	中配 (中配)	中配 (中配)
铜	中配 (中配)	中配 (中配)
欧元	高配 (高配)	中配 (中配)
人民币	高配 (高配)	中配 (中配)
防御资产	中配 (中配)	中配 (中配)
美国国债	低配 (中配)	中配 (中配)
中国国债	中配 (中配)	中配 (中配)
黄金	低配 (低配)	高配 (高配)
美元	低配 (低配)	低配 (中配)
日元	低配 (低配)	中配 (中配)
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，并非对未来一个月资产方向的判断

债券基金经理观点：关注非银金融行业价值，谨慎增加久期

- 亚洲投资级债券市场方面，经过4月以来的估值修复，目前进入震荡期，未来应从信用基本面出发，选择有相对估值潜力的名字。行业方面，建议减持中国高科技行业，同时关注中国非银金融行业的价值。维持利率中性观点不变，目前利率曲线具备陡峭压力，短期波动预计将会增加。
- 亚洲高收益债券市场方面，对亚洲高收益债在下半年的表现保持谨慎乐观，不建议过多进行信用下沉，并谨慎增加久期。

目录

一、经济仍处于见底阶段，继续保持攻守平衡.....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

1.1.1 美国就业市场改善状况正在边际减弱 3

1.1.2 全球制造业 PMI 仍在反弹，但反弹速度将放缓 4

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，战术配置继续对风险资产保持中性..... 5

二、如果美元继续贬值，哪些资产将受益.....6

2.1 美元短期超卖，但中长期仍有下跌空间 6

2.1.1 美元短期超卖且结构性需求仍在 6

2.1.2 中长期看，阻力最小的路径依然是美元走低 8

2.2 如果美元继续贬值，哪些资产将受益..... 10

2.2.1 新兴市场股票>非美发达国家股票>美股 10

2.2.2 周期、金融行业相对于科技、公用事业将取得收益..... 11

2.2.3 成长 vs 价值以及大盘 vs 小盘的相对强势可能发生改变..... 12

2.2.4 高收益债好于投资级企业债和股票 13

2.2.5 美元贬值有利于实物资产 13

2.2.6 美元贬值有利于贵金属 14

三、国内长期利率与 A 股风格..... 14

3.1 长久期利率债在“经济周期向上+货币政策边际收紧”的宏观场景下配置价值有限，但跨境利差提供了一定安全边际..... 14

3.2 如果经济复苏更加明确，A 股风格将更趋于平衡，但大级别的风格切换往往不会一蹴而就 15

四、基金经理观点..... 17

4.1 股票基金经理观点：美股短期震荡加大，中国消费和科技绩优股值得关注 .. 17

4.2 固收基金经理观点：关注非银金融行业价值，对久期和信用下沉保持谨慎 .. 18

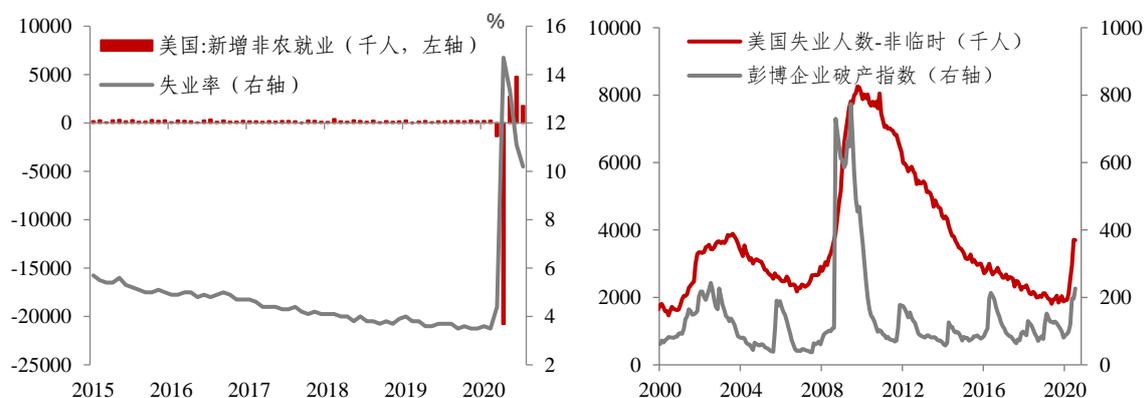
一、经济仍处于见底阶段，继续保持攻守平衡

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。

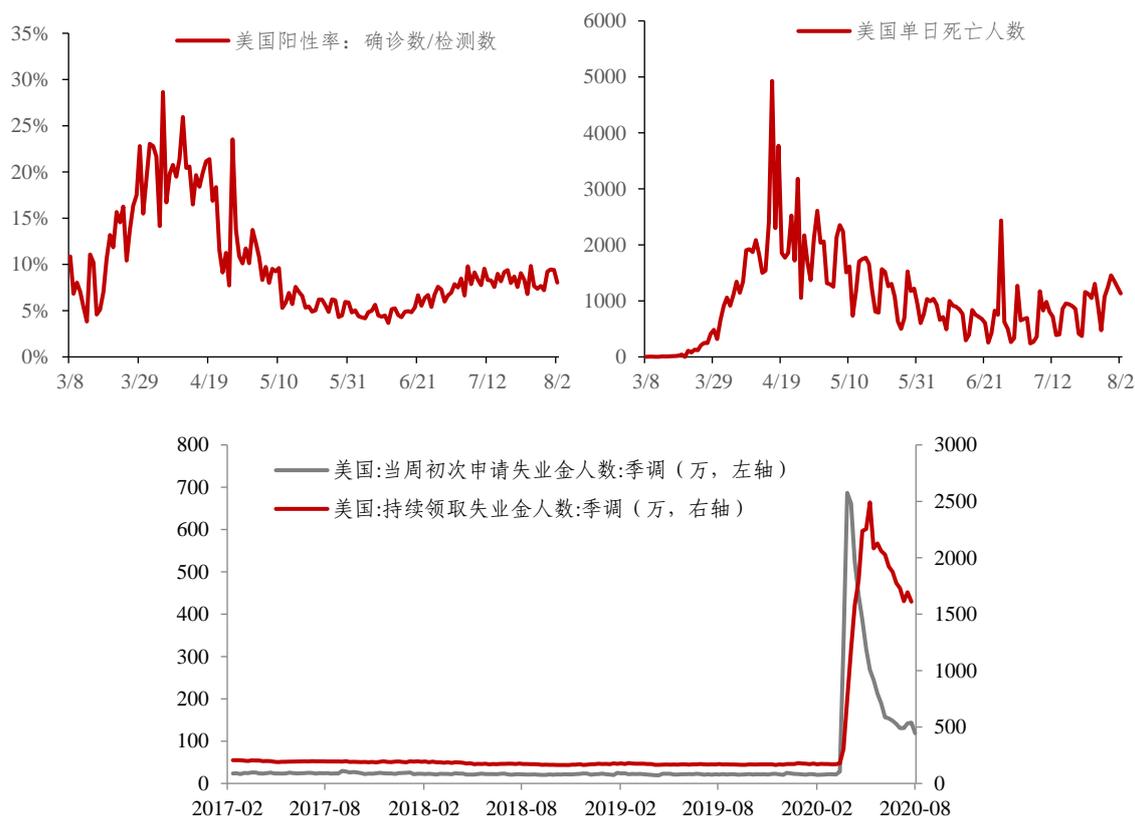
1.1.1 美国就业市场改善状况正在边际减弱

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。此外，美国政府的 CARES 法案不仅大幅增加了失业者的收入，也增加了领取失业金的时间，并扩大了合格申请者的范围，导致“主动失业”增加。在经济好转后，这些人将重新找到工作，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，5-7 月的美国非农就业数据也印证了这一点。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

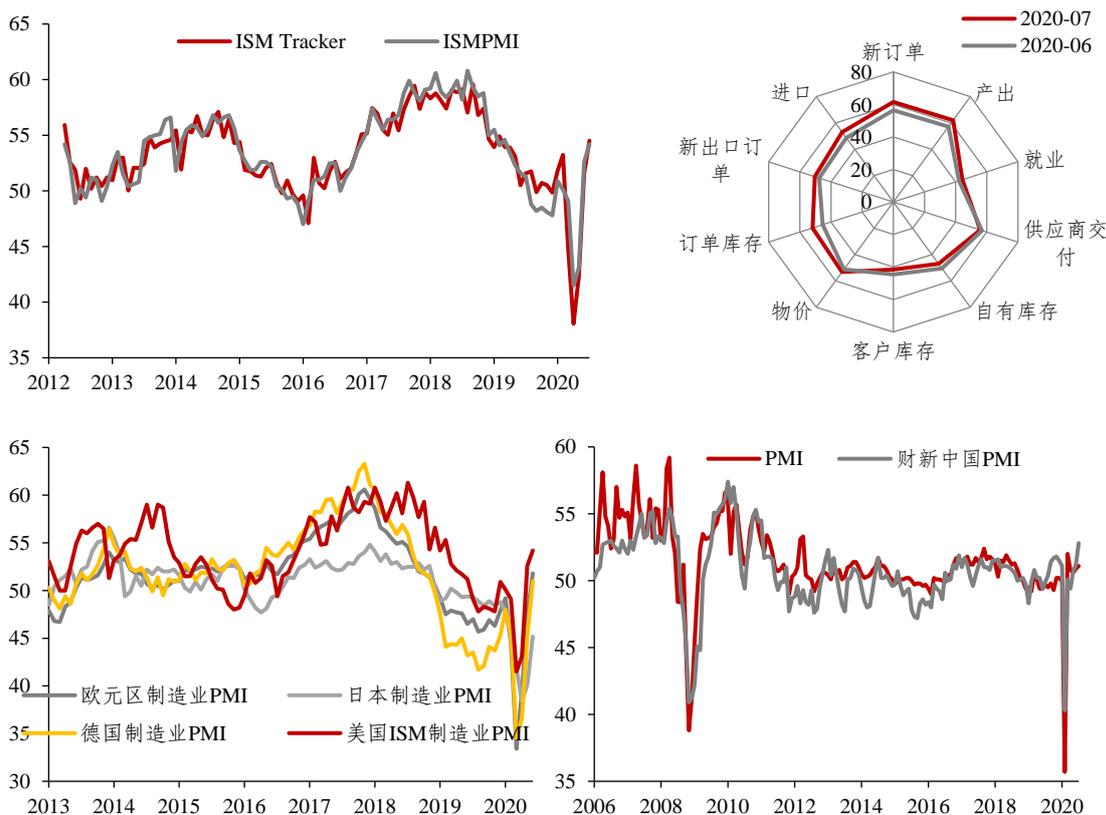
但是, 随着解封后疫情的反复, 美国就业市场的改善状况正在边际放缓, 预计将逐步反应在 8 月以后的非农就业数据上。从高频数据来看, 当前美国目前当周初次申请失业金人数仍保持在 100 万以上, 而持续领取失业金人数也已经 1600 万以上维持了近一个月。



数据来源: Our World in Data, Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.1.2 全球制造业 PMI 仍在反弹, 但反弹速度将放缓

美国 7 月的 ISM 制造业 PMI 为 54.2, 超市场预期 53.5, 但比工银资管 (全球) 的 PMI tracker 所显示的 54.5 略低。欧元区和德国的制造业 PMI 也分别比上月大幅回升。日本由于采取封锁措施相对较晚, 制造业 PMI 回升相对缓慢。中国 7 月中采和财新制造业 PMI 也都高于预期和前值, 显示经济情况继续恢复。整体来看, 全球 PMI 仍在兑现市场对经济边际变好的预期, 不过超预期的幅度正在下降。



数据来源: Bloomberg, 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,战术配置继续对风险资产保持中性

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。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。

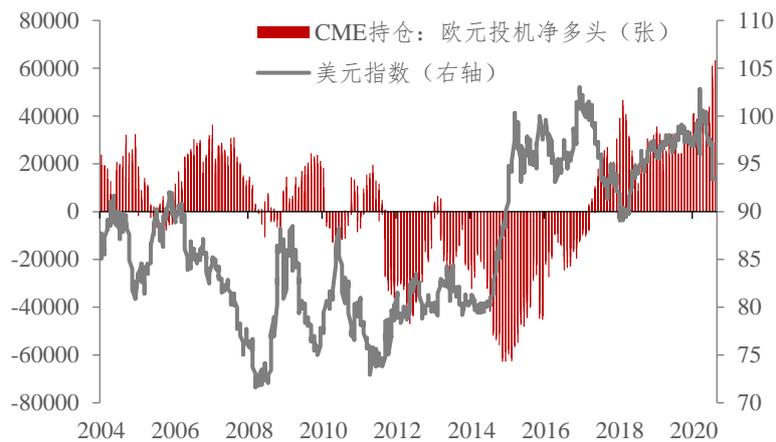
对于未来 1-6 个月的战术配置,我们考虑到制造业企稳反弹的格局,判断大类资产轮动正在启动,风险资产对经济“V”形反转的预期比较充分,但经济数据仍无法证伪该预期。一旦某种市场主题形成,情绪往往会持续一段时间,且证伪一个预期往往需要更多的证据:不仅需要有几项重要数据的支持,还需要有更多数据的再确认。因此,我们将战术配置中风险资产的配比继续保持为中性。在无法证伪经济复苏逻辑的情况下,寻找流动性、风险收益比以及安全边际更高的交易,进行结构而非仓位的调整。此外,由于欧洲和中国对疫情的控制相对美国更好,经济面临的风险更低,我们在结构上更偏好非美,尤其是中国市场。

二、如果美元继续贬值,哪些资产将受益

2.1 美元短期超卖,但中长期仍有下跌空间

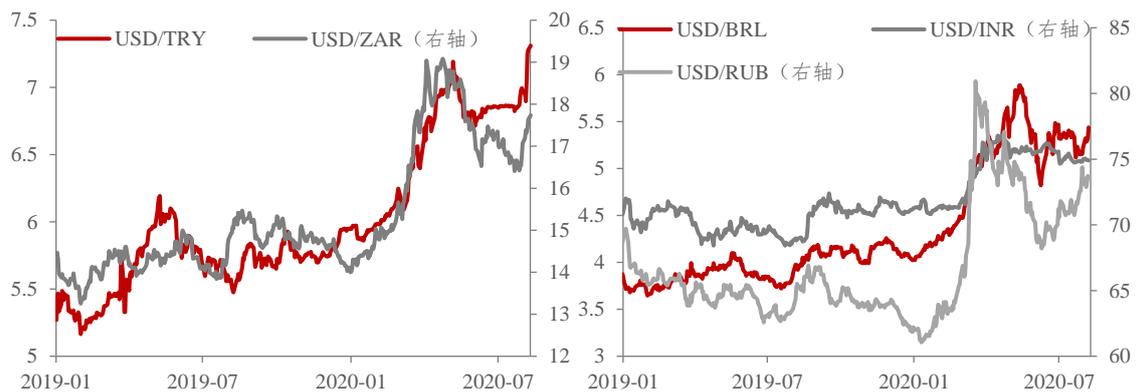
2.1.1 美元短期超卖且结构性需求仍在

从 7 月开始,受全球经济反弹以及欧盟就复苏基金达成一致等信息的刺激,美元指数出现大幅下滑,从 97 快速降至当前的 93 左右的位置。从欧元的投机性净多头持仓来看,欧元已经处于明显超买状态,这可能会助推美元短期反弹。而且鉴于美国大选临近,地缘政治明显趋于紧张,尤其是中美关系近期显著恶化,也会刺激避险买盘的增加。



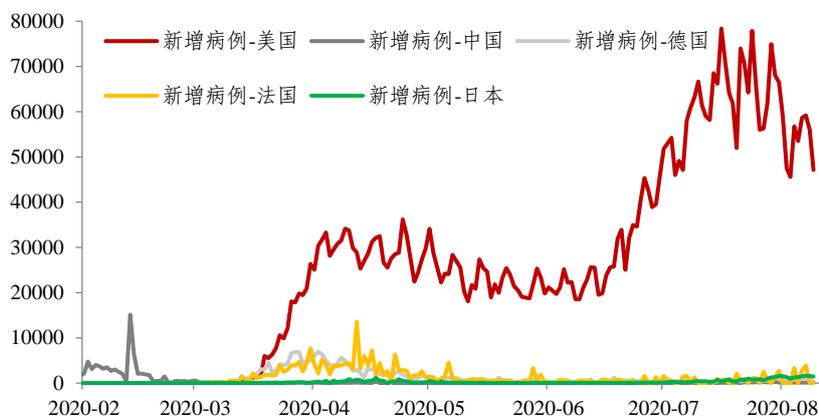
数据来源：Wind，工银资管（全球）

此外，由于美联储的货币政策向离岸市场传导并不通畅，美元流动性在各个市场存在分层，依靠欧美金融机构提供杠杆资金的亚洲和拉美的美元市场相较于欧洲美元市场更容易受到冲击。而且由于部分新兴市场国家应对疫情不利，土耳其里拉、南非兰特、巴西里亚尔、印度卢比、俄罗斯卢布等新兴市场货币仍持续兑美元贬值，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，也让美元的结构性的需求持续存在。



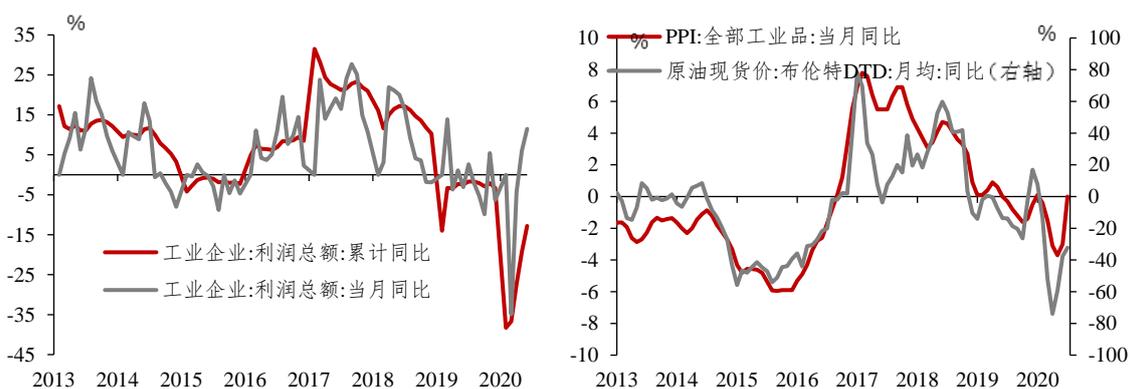
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

2.1.2 中长期看，阻力最小的路径依然是美元走低



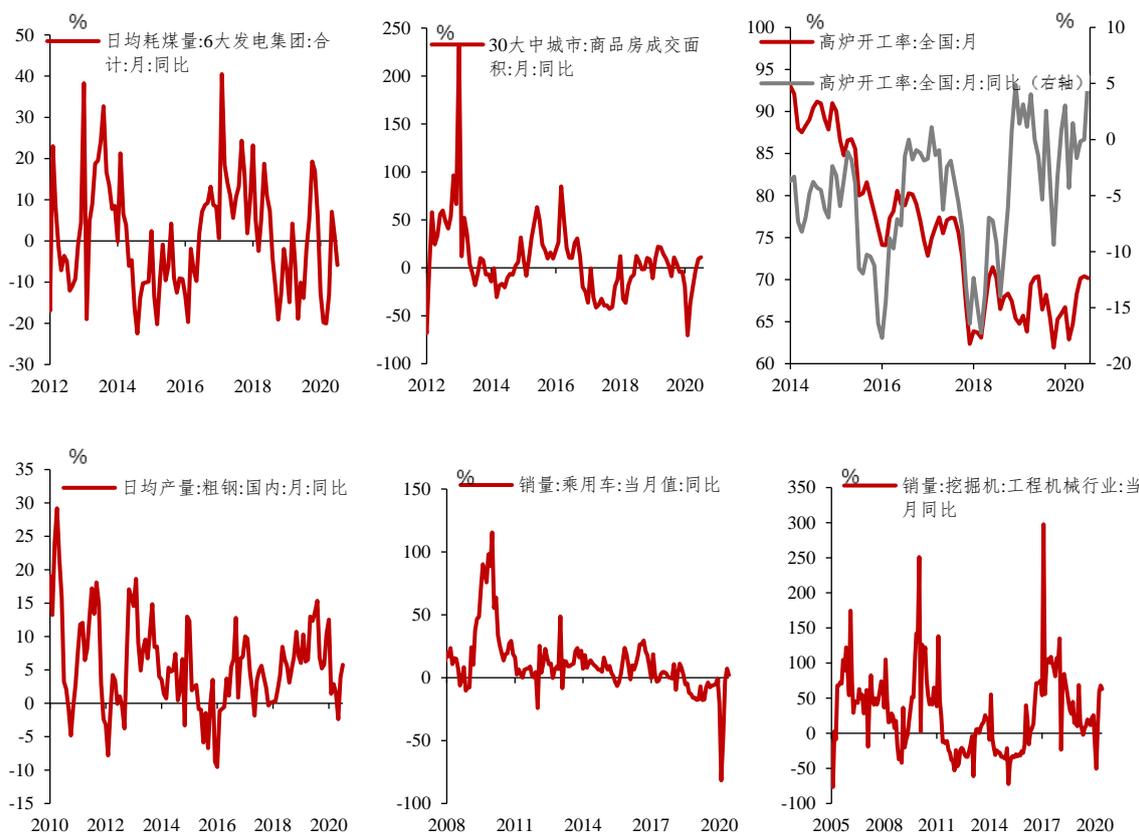
数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

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，已经展现了较强的复苏韧性。制造业 PMI 持续处于荣枯线以上与发电量等高频数据相互印证，新出口订单也继续好转，与欧美需求回升相互印证。此外，受原油价格支撑，6 月 PPI 也已触底回升，工业企业利润同比增速达 11.5%。



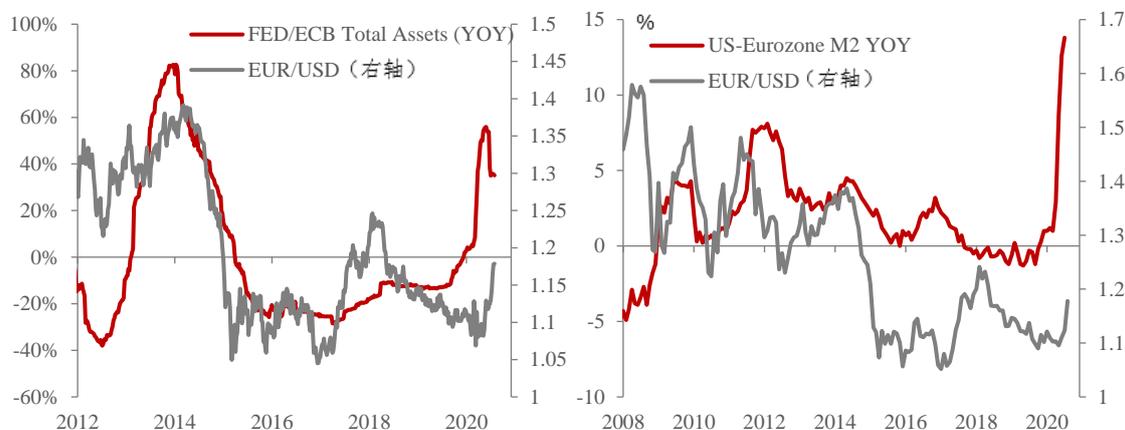
数据来源：Wind，工银资管（全球）

从高频数据看，除发电耗煤量外，商品房成交面积、高炉开工率、粗钢产量、乘用车销量、挖机销量、重卡销量都在持续上升。



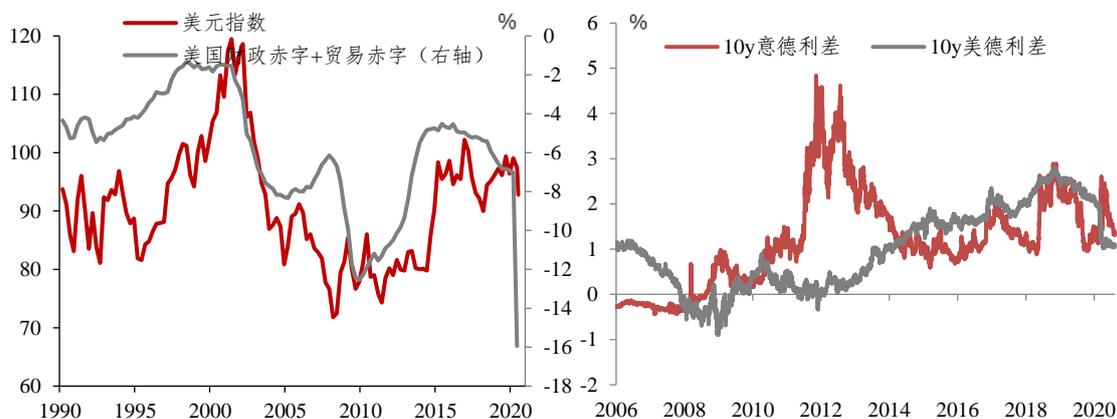
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

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。美联储当前依然可能采用“收益率曲线控制”、“平均通胀目标”等宽松手段, 而且“点阵图”显示美联储在 2023 年以前不太可能提高利率。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

美国的财政和贸易双赤字已在二季度超过 15%, 为至少 50 年高位, 这为美元的中长期下行创造了基础。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

此外, 近期欧盟就成立规模为 5000 亿欧元的复苏基金达成一致, 这项由欧盟国家联合举债计划标志着欧盟向财政一体化迈出了重要一步。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, 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。

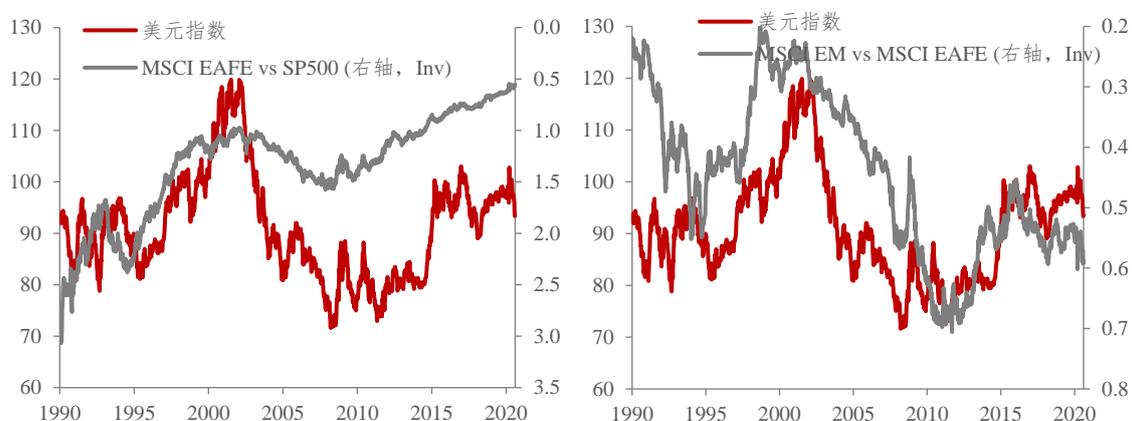
2.2 如果美元继续贬值, 哪些资产将受益

2.2.1 新兴市场股票 > 非美发达国家股票 > 美股

美元贬值往往出现在全球经济回暖而美国相对更弱的情况下, 这是一个 Risk-On 的宏观场景。对于非美国家股票而言, 由于美元贬值对应着本币升值, 也导致该国股票往往能相对于美股取得更多收益。

对于大部分新兴市场股票而言，这种相对收益往往更为明显，主要由以下几点原因：1) 新兴市场的经济增长弹性更大；2) 美元贬值能够缓解新兴市场国家的离岸美元融资紧张，降低负债端成本，进而促进本国信用扩张；3) 本币升值不仅能吸引国际资本，也减轻了通胀压力，令本国央行的货币政策更有空间。因此，在美元贬值的宏观场景下，新兴市场股票>非美发达国家股票>美股。

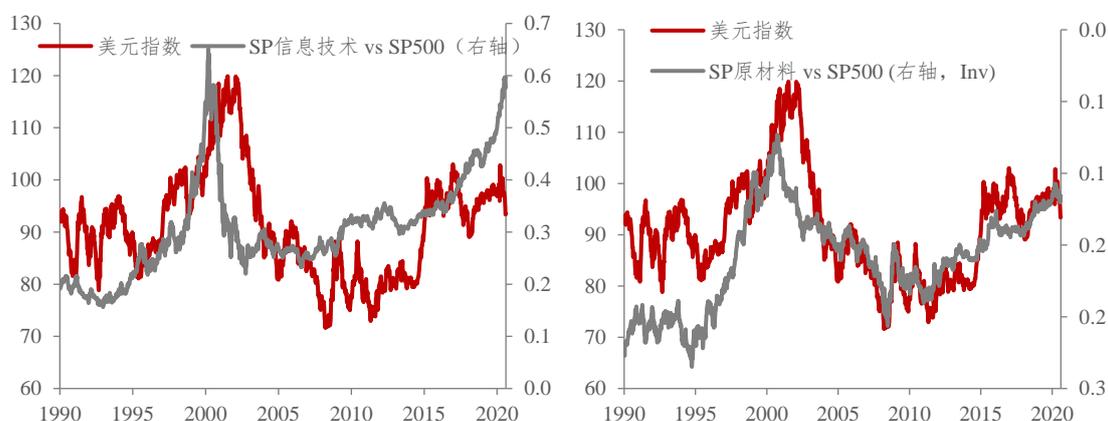
不过，值得注意的是，由于部分新兴市场国家对本次疫情应对的并不好，资金将更偏好能对疫情进行有效管控的国家，比如中国。

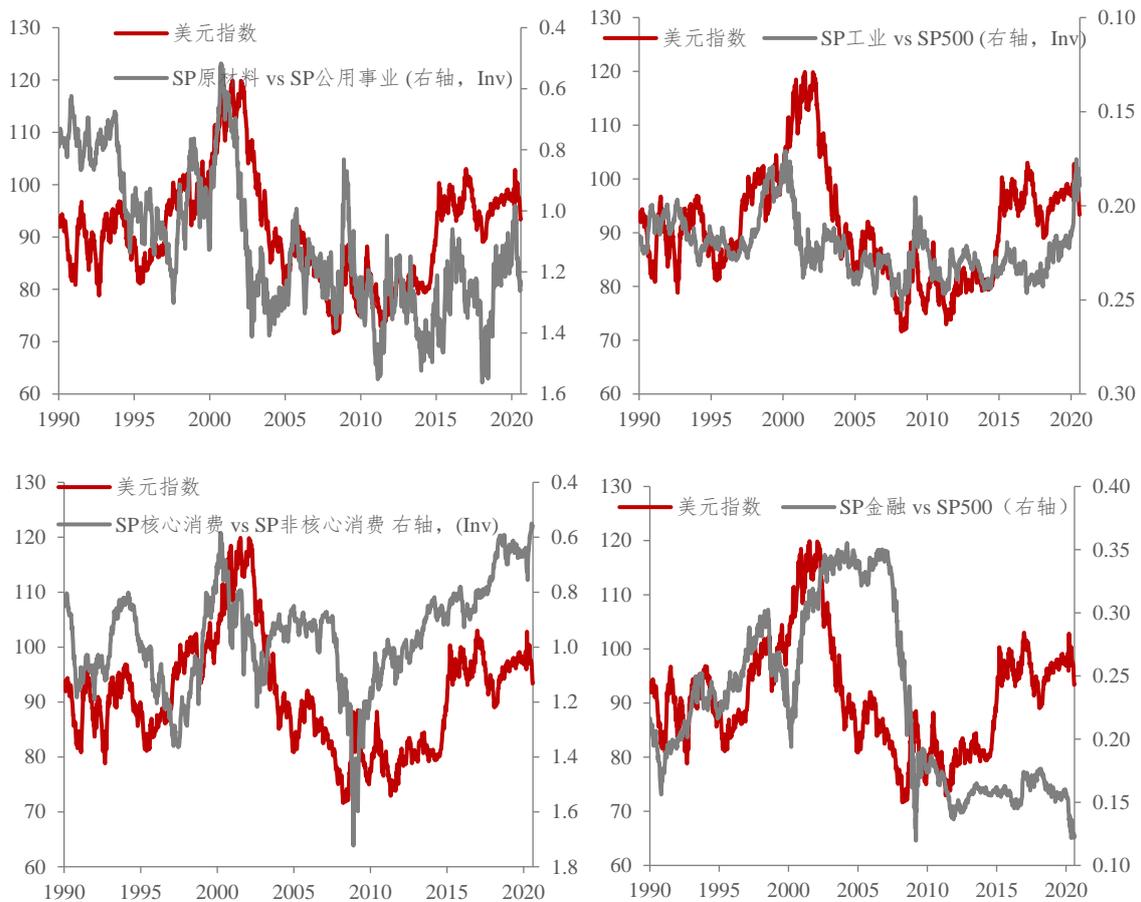


数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.2.2 周期、金融行业相对于科技、公用事业将取得收益

当美元贬值时，对全球经济增长敏感的板块显然更加受益，周期股、金融股往往能相对科技和公用事业板块取得收益。

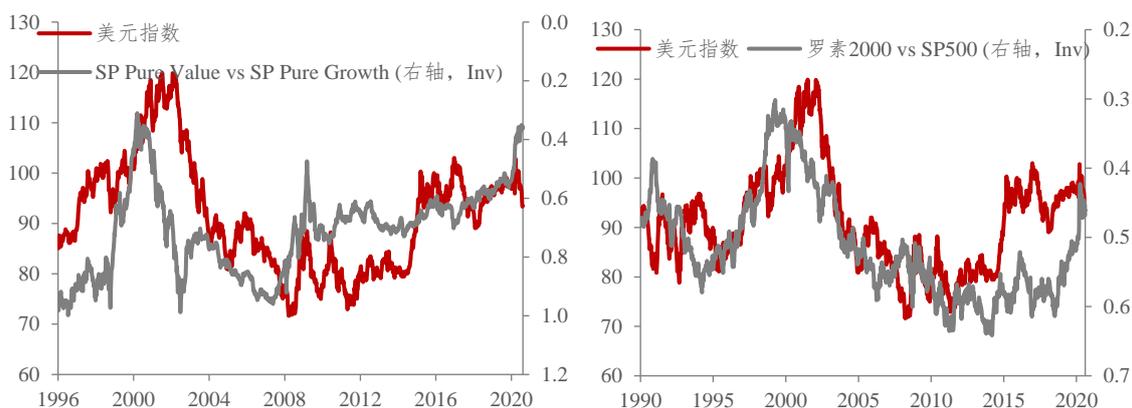




数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.3 成长 vs 价值以及大盘 vs 小盘的相对强势可能发生改变

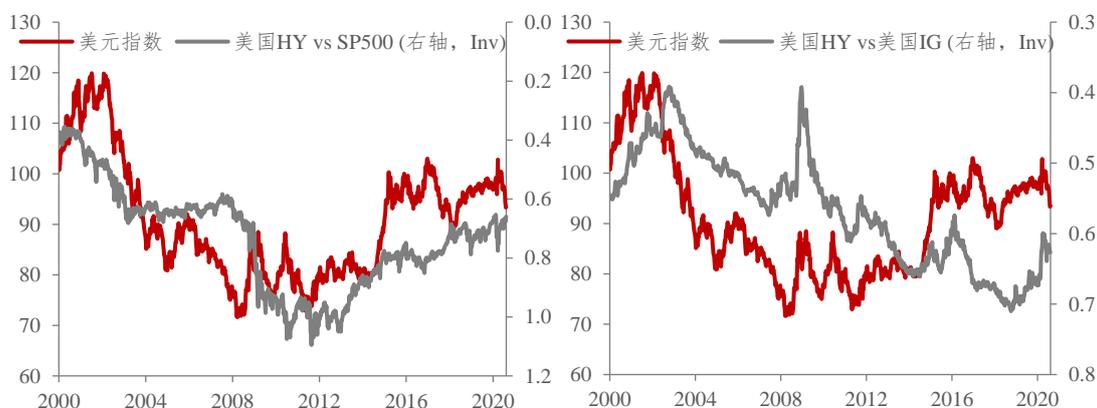
正如前面所述, 美元贬值有利于金融板块, 这为低估值的股票提供了更多上行空间。此外, 美元贬值带动全球金融市场条件宽松, 也让更具顺周期特征的小盘股有了更多表现机会。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.4 高收益债好于投资级企业债和股票

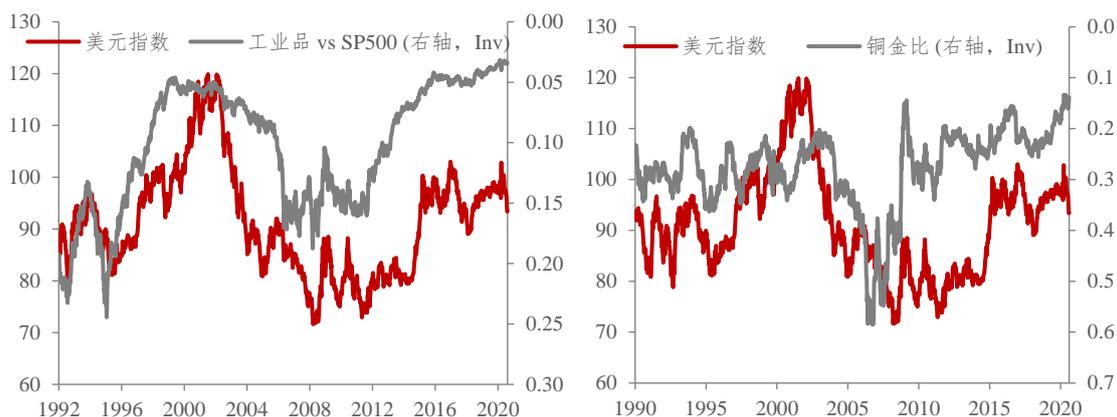
经济转暖将大大降低高收益债的下行风险, 有利于其跑赢高评级债券和股票。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.5 美元贬值有利于实物资产

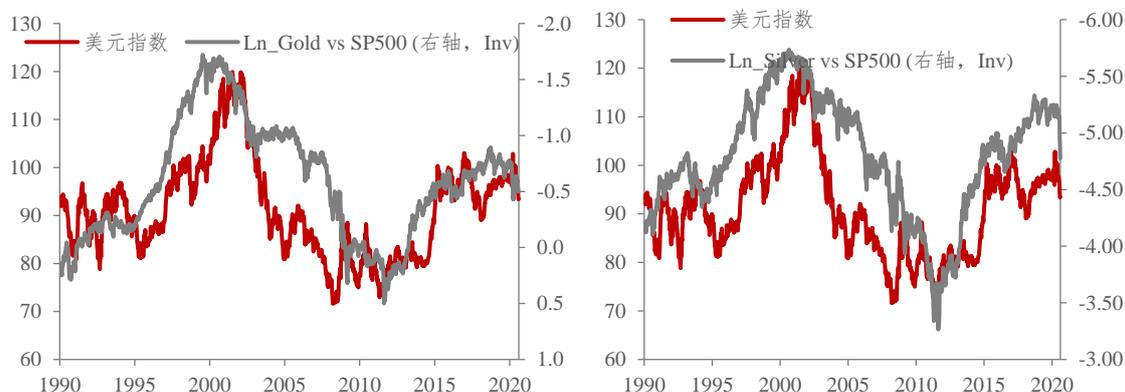
大宗商品往往对经济周期 (尤其是中国等新兴市场国家的经济周期) 更加敏感, 导致工业品价格往往能在美元贬值的时期跑赢股票。铜金比的提升也反映了工业品不仅能在美元贬值时受益于温和通胀, 也受益于全球经济扩张。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

2.2.6 美元贬值有利于贵金属

除了地缘政治风险、资本流动流向以及正向的价格动量也支持黄金走强以外, 美元贬值也有利于黄金、白银及金矿股相对于美股取得相对收益。此外, 从配置角度讲, 当前美债收益率已经处于很低的水平, 长期预期收益不高, 中短期上升和下降空间都有限, 能提供的风险对冲能力也有限, 而黄金能提供更多的对冲价值。



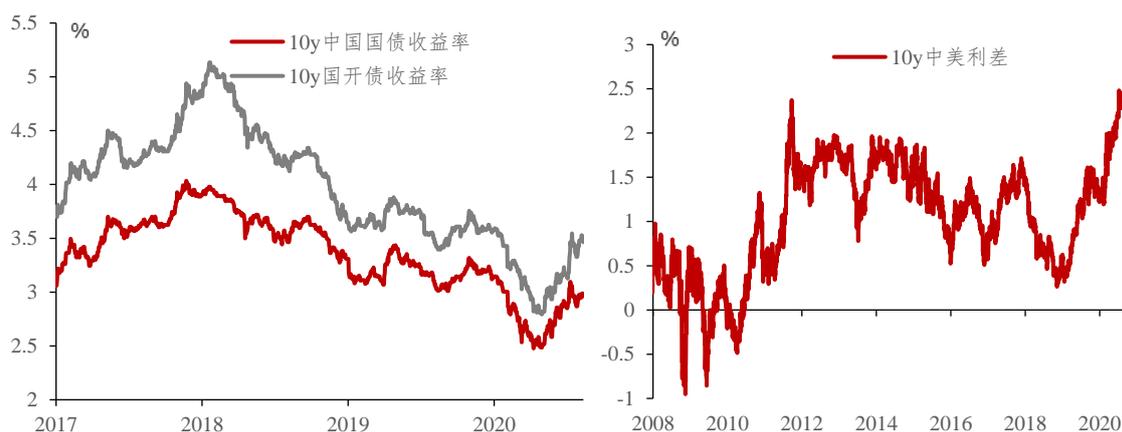
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

三、国内长期利率与 A 股风格

3.1 长久期利率债在“经济周期向上+货币政策边际收紧”的宏观场景下配置价值有限, 但跨境利差提供了一定安全边际

随着经济的好转以及政治局会议对经济恢复成果的定调，央行的态度已经十分明确：整体偏松但边际收紧。因此，中期来看，长久期利率债在“经济周期上行+货币政策边际收紧”的场景下已经没有太多机会。中美对抗所引起的情绪因素以及跨境利差为利率债提供了一定安全边际但恐不足以对抗经济周期上行的影响，仍维持震荡上行的态势。

当前中美 10 年国债利差为 240bps 左右，已经创历史新高，叠加人民币升值的影响，对外资的吸引力确实明显上升，目前越来越多的海外机构加仓人民币债亦是证明。不过，外资对人民币债的持有比例依然很小，虽然边际影响再加大，尤其是利率债，但仍不足以对抗国内的经济周期，不过上行斜率可能被压低。跨境利差更多是疫情及对疫情的控制水平所反应出来的中美经济周期错位。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

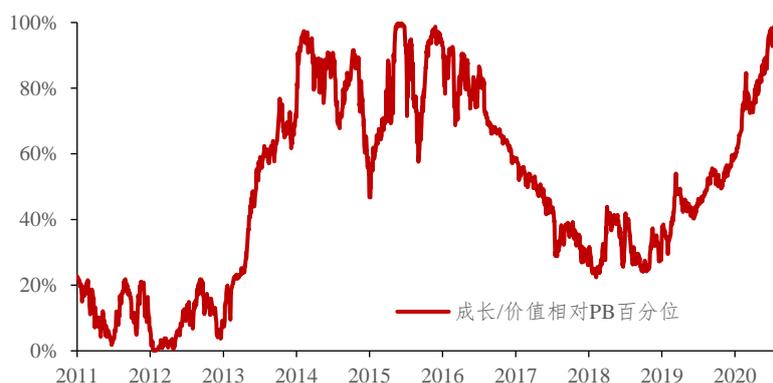
3.2 如果经济复苏更加明确，A 股风格将更趋于平衡，但大级别的风格切换往往不会一蹴而就

3 月底以来，全球成长股的结构性价行情非常明显，而价值股持续跑输，就 A 股而言，当前成长/价值的相对 PB 分位数已超过 95% 的水平。自上而下的看，成长股的持续强势可能是由于其大部分现金流在远端，社融和贴现率是最重要的路标，而 3 月下旬以来不断扩张的社融以及宽松的资金利率为成长行情提供了基础。而价值股则有所不同，在出

现“宽信用”后，还需要确认复苏趋势能否持续。在经济复苏仍存疑情况下，资金将追逐具有较高确定性的成长龙头。

展望未来几个月，A 股的风格可能转向更加平衡，价值股不再大幅跑输。主要原因如下：1) 中国经济复苏的趋势仍在不断得到确认；2) 价值股的相对估值处于绝对低位，考虑到保住现有收益的话，价值股的安全边际更充分；3) 银行 ROE 的下行趋势正在逐步进入尾声，而当前极低的 PB 水平可以为组合的相关配置提供较高的赔率空间；4) 流动性的拐点正在逐渐到来。最重要的是，市场似乎越来越关注低估价值股票了。

不过，大级别风格切换往往不会一蹴而就。从以往的经验看，年度别的主导风格绝不是短时间就可以改变的，往往要经历较长期的市场预期调整、磨合及反复确认。2011 年以来，A 股市场有两次大级别的风格切换：2013 年，市场经历了多年的成长与价值拉锯后，成长股的行情才开启；之后又经历两年风格反复后，价值股才在 2016-2017 年占据主导；然后又经历了一年休整后，成长风格才开始在 2019 年初逐步成为主导风格并延续至今。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

就现阶段而言，很可能会延续之前的规律，暨如果当前市场发生风格切换，可能仅是低估值股票的补涨，而非大级别价值风格重新主导，因为当前成长龙头的 ROE 仍在不断提升，短期并未看到明显逆转，这就决定了市场信心在短期不会坍塌。

四、基金经理观点

4.1 股票基金经理观点：美股短期震荡加大，中国消费和科技绩优股值得关注

海外市场方面，外围环境持续受压及不稳定，面对不确定性的风险正在升温，美股受疫情二次爆发风险越来越高，经济重启面临打击、同时，美企进入财报集中期、叠加地缘政治不确定性及 2020 年总统大选消息面增温干扰，我们判断美股短期震荡加大，特别需关注目前市场整体估值水平较高，财报季带来的市场调整。欧洲方面欧元区内经济缓慢复苏，但各地的疫情仍然严重，基本面没出现彻底改善，我们判断权益市场短期内仍会表现较弱。

相对发达市场，在降息后周期及美元走弱的背景下，有助新兴市场吸引资金回流，我们预计新兴市场潜力将优于发达市场。亚洲方面，除日本，澳洲出现病例回升的情况，其他各国开始逐步走出疫情阴霾。韩国股市受到经济数据改观表现良好。预计美元持续贬值会为亚洲股市进一步回升提供支持，投资人将进一步投资偏重亚洲市场，特别是台湾和韩国的科技股，将因为更多的资金流入而受益。

其中我们更为看好中国市场表现，在近日的数据中，已反映出各行业正在逐步复工。但内需消费速度仍感不足，预计中央未来会继续扩大消费。下半年经济仍然稳定，更重要的是中国经济转型升级与资产配置趋势从中长期看依然对中国资产构成有利因素。中共中央政治局会议对国内外形势及应对措施作出了清晰判断，以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，预计“双循环”战略将成为中国经济中长期发展的主线。

香港市场方面，随着越来越多中概股回归以及恒生指数将纳入同股不同权企业，将有利带动港股估值和盈利全面提升。港股方面，我们

认为在业绩期后，业绩兑现的低估值个股会出现反弹，目前是较好的布局时机。潜在风险点在于本地疫情急剧爆发，并未有放缓迹象。

短期来看，近期市场最大特征是波动率大，由此带来短期风格切换向低估值金融、地产、传统周期的可能性。除此之外，中美之间的冲突持续，“国内大循环”多次提及；8月开始中报将进入集中披露期，消费和科技的绩优股仍然值得关注。重点关注几个方面，一是短期金融、地产、传统周期等低估值蓝筹仍存在估值修复空间；二是国内大循环为主体要求构建完善的内需体系，消费、科技仍为中长期导向；三是从中报业绩预告来看，科技和消费盈利增速占优；四是银行、地产等行业目前估值处于较低历史分位，消费、科技等行业存在补涨可能。

4.2 固收基金经理观点：关注非银金融行业价值，对久期和信用下沉保持谨慎

亚洲债券市场方面，7月整体市场表现强劲，投资级债券利差收窄，高收益级债券价格亦获得上涨。摩根大通亚洲债券指数大涨 2.19%，利差收益为 1.65%，利率收益为 0.54%。利差方面，亚洲美元债整体收窄 25.90 个基点，其中投资级和高收益级分别收窄 20.36 个基点和 49.50 个基点。

投资级债券方面，市场延续前一阶段的上涨趋势，利差进一步收窄，交投方面以新发交易最为活跃。与 6 月不同，前期被低估的部分非银金融名字开始表现，如中银航空租赁和华融资管均有不俗的表现。同时，新债发行市场已经由 3 月份的折价发行到现在的溢价发行，市场已经恢复至疫情前的情况，引领二级市场上涨，且高质量的名字与低质量名字出现了明显的估值分化。展望后市，二季度以来，市场持续走高，强劲的市场情绪可能会持续一段时间，但是并不利于长期发展，亚洲投资级债券市场经过四月以来的估值修复，目前进入焦灼震荡期，

需从信用基本面出发，选择有相对估值潜力的名字。国别方面，中国从“看好”调整至“中性偏弱”。主要原因一是经过前期估值修复，中国名字的估值已处于历史均值上方位置，二是中美摩擦或成为市场震荡调整的催化剂；维持韩国债券作为防御性资产的观点不变；对于新加坡保持中性，看好其国企的长期信用稳定；维持对印度和印尼中性的观点，后市可能还具备一定的上涨空间，但要坚持选择具备良好资质的国债或者国企债券。行业方面，基于估值和中美摩擦，减持中国高科技行业；持续关注中国非银金融行业的价值。

高收益级债券方面，7月高收益债券大幅上涨 2.42%，年初至今已达到 0.79%。与投资级债券的趋势相同，信用间的分化加剧，投资者偏好高质量名字的趋势较为明显。展望后市，亚洲高收益债券下半年的表现持续保持谨慎乐观。建议选择资质较好的高收益名字，不做过多的信用下沉，并谨慎增加久期。信用基本面是影响高收益级投资主要因素，经历过疫情的影响，高收益级发行人的基本面，将受到不同程度的负面影响，8月接近中期业绩期，需重点关注企业的财务状况和潜在的对利差的影响。

利率方面，7月美国国债收益率进一步走低，且平坦化趋势延续，2年期、5年期和10年期当月分别下跌 4.5 个基点、8.4 个基点和 12.8 个基点。另外，美联储 7 月会议较为平静，并未调整前瞻指引或者资产购买速度，但继续强调经济和通胀面临下行的风险，为未来的进一步宽松定下基调。展望后市，维持利率中性观点不变。目前利率曲线具备陡峭压力，短期波动预计将会增加。利率水平已经进入较低水平，7月末十年期美国国债收益率为 0.53%，在这个位置波动的增加会非常明显。

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。