

全球资产展望-2020年11月

后疫情复苏可期 风险资产空间打开

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于经济场景仍处于见底阶段，维持对风险资产的中性战略配置观点。战术上利用大选期间波动性，增配欧股及美国高收益债。继续偏重新兴市场股票，尤其是受到经济复苏和美国大选共同支撑的中国股票，同时提升周期股仓位并调低大型科技股的配比。上月实际经济持续修复，风险资产回调后继续上涨，股市风格在疫苗好消息的刺激下出现轮动，与我们的配置观点相符。
- 本月提升战略配置中风险资产的比例。尽管疫情再次冲击，但全球制造业持续修复，美国的非临时失业拐点已经出现，我们认为当前宏观场景正在从见底过渡至全面复苏。
- 本月将基于战略配置已调高风险资产的情况下，战术配置适当调低部分偏弱或涨幅过大的风险资产，以避免一次性调升战略配置对组合的冲击过大，同时保证战略和战术配置整体实现调升风险资产的配置目标。疫苗研发有重大进展，美国财政第二轮刺激仍可期待，宏观主题朝后疫情时代经济全面复苏转化，风险资产向上空间打开，配合战略配置的调升，战术上调低欧股、创业板、亚洲美元债、黄金，维持美股、港股、日股、新兴市场股市、原油、铜、人民币等中性，股票结构上偏重顺周期低估值股票。此外，由于中国经济复苏最为领先，人行的态度相较海外央行也更为鹰派，中国国债收益率已升至去年的交易中枢，配置价值开始出现，在战术上将其配比调为中性。

□ 股票基金经理：第四季度市场持续反弹

- 新兴市场经济数据向好，投资价值较高，但仍需警惕短期波动。
- 看好中国市场，随着海外风险释放，中期慢涨的行情将得到延续。

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，并非对未来一个月资产方向的判断

□ 债券基金经理：不确定性消退，利好亚洲美元债表现

- 基于风险事件的逐步消退以及全球经济持续复苏，我们整体上对亚洲美元债在年内的表现保持中性偏乐观的观点。
- 随着美国大选的基本落地，中美关系有望迎来短暂的融洽窗口，利好中国信用表现。
- 利率方面，我们认为利率陡峭化的趋势已经形成，但是短期仍会受情绪面的影响。

目录

一、美国经济正从见底阶段向全面复苏，提升战略配置中风险资产的配比.....3

1.1 美国经济正逐步从见底阶段走向全面复苏.....3

1.1.1 美国就业市场好于预期，非临时失业已开始下降3

1.1.2 全球 PMI 继续反弹，美德制造业反弹尤为显著，仍在兑现经济修复的预期.....3

1.1.3 中国经济继续修复5

1.2 财政刺激法案和疫苗进展将成为市场交易主线.....6

1.2.1 总统选举结果基本尘埃落定，特朗普未来的选举可操作空间十分有限.....6

1.2.2 参议院控制权归属仍有疑虑，超大规模得刺激方案在 1 月 5 日前难以出台8

1.2.3 疫苗的出现将降低经济复苏和企业盈利的不确定性.....9

二、宏观场景对国内利率债仍不利，但各交易主线对利率的驱动已经明显减弱，保持中性观点.....9

2.1 利率对各交易主线都已钝化.....9

2.1.1 货币政策已回归正常化，资金面对利率债的利空减弱.....10

2.1.2 经济基本面对利率的驱动也明显减弱，出口仍有不确定性.....10

2.1.3 社融持续超预期，但对利率的驱动也已经显著减弱.....11

2.1.4 通胀和海外买债需求尚不构成交易主线12

2.2 外需和社融是未来主要关注点，在方向明确之前将继续震荡13

三、基金经理观点..... 13

3.1 股票基金经理观点：第四季度市场持续反弹.....13

3.2 固收基金经理观点：不确定性消退，利好亚洲美元债表现.....15

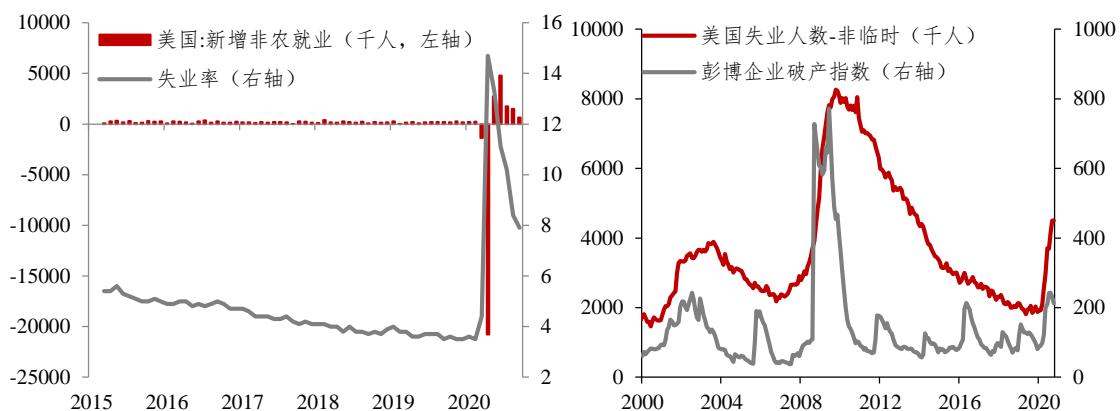
一、美国经济正从见底阶段向全面复苏，提升战略配置中风险资产的配比

1.1 美国经济正逐步从见底阶段走向全面复苏

我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济正逐步从见底阶段走向全面复苏。从大类资产的历史收益来看，风险资产会在当前阶段得到一定的支撑，可以在动态战略配置中调高风险资产的比例。

1.1.1 美国就业市场好于预期，非临时失业已开始下降

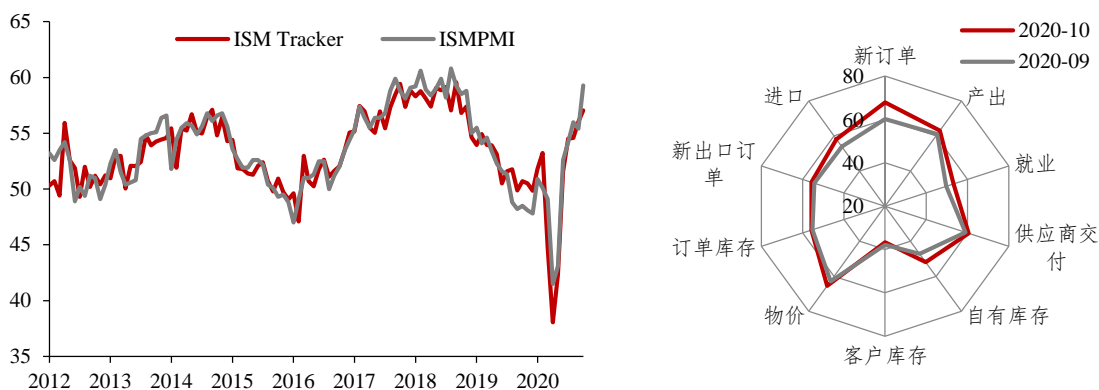
美国 10 月新增就业 63.8 万，好于预期，失业率已下降至 6.9%，非临时失业的拐点也已经出现，据我们的经济周期螺旋模型显示，美国经济的宏观场景正在从见底过渡至复苏。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.1.2 全球 PMI 继续反弹，美德制造业反弹尤为显著，仍在兑现经济修复的预期

美国 10 月的 ISM 制造业 PMI 为 59.3，高于市场预期的 56，也比我们自己的 PMI tracker 显示的 57.1 高，仍在兑现市场对经济边际修复的预期。PMI 分项方面，新订单、产出和就业三项都显著上升，显示美国内需持续修复推动制造业强劲反弹。



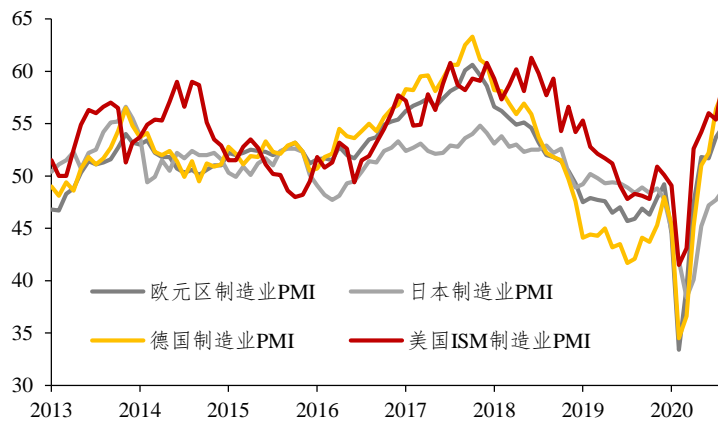
数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

从美国经济的各项指标来看: 流动性继续维持宽松; 消费反弹力量仍然较强, 但对经济的驱动力量已经有所减弱; 通胀预期继续平稳回升, 但需求对通胀预期的驱动已经趋于乏力, 近期上升已经非常缓慢; 此外, 中小企业景气度明显回升, 美国正在走向全面复苏。

美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势	美国市场/经济数据	指标	Ticker	最新值	过去两年趋势
景气度	ISM PMI	NAPMPMI Index	59.30		流动性	US Libor-OIS	.USLIBOIS G Index	12.25	
	LEI_YOY	LEI YOY index	-3.90			M1-M2_YOY		16.90	
	中小企业乐观指数	SBOITOTL Index	104.00		利率曲线	10Y美债收益率	USGG10YR Index	0.82	
	中小企业资本支出计划	SBOICAPS Index	28.00			美债10Y-2Y	USYC2Y10 Index	66.37	
房地产NAHB指数	USHBMDX Index	85.00		美债30Y-10Y		USYC1030 Index	77.75		
经济活动	Chicago Fed经济活动指数_3月均值	CFNAIMA3 Index	1.33		FNMA 30Y	MTGFEFNCI Index	1.33		
	NY Fed WEI	FRNYWEI7 Index	-3.12		US IG全行业	USOAIQTO Index	117.63		
就业市场	建筑许可_YOY	NHSPATY% Index	7.50		信用利差	US Corp BBB Spread	CSI BBB Index	1.30	
	新增非农就业	NFP TCH Index	638.00			US Corporate HY Spread	CSI BARC Index	4.19	
	永久失业人数	USILPIL3 Index	3684.00			泛欧EUR HY OAS	LP02OAS Index	4.26	
	前中失业人数_4周均值	INJCIC4 Index	787.00			EM USD OAS	EMUSOAS Index	3.24	
通胀预期	彭博破产指数	BNKRINDX Index	211.79			EM USD HY OAS	BEBGOAS Index	6.35	
	美国通胀预期远期 5y/5y	FWISUS55 Index	2.13			EM Asia USD IG OAS	BAIGOAS Index	1.60	
	US 10Y BEI	USGGBE10 Index	1.66			EM Asia USD HY OAS	BAHYOAS Index	7.51	
消费	核心CPI	CPI XYOY Index	1.70		避险情绪	英国投资级/高收益债	LQD/ HYG	1.60	
	消费者信心_CB	CONCCONE Index	100.90			美股波动率	VIX Index	24.86	
	红皮书每周商店销售_YOY	REDSWYOY Index	3.20			做多JPYEUR总回报	JPYEURTL Curney	112.16	
	芝加哥大学消费者信心	CONSSENT Index	81.80						

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 10/11/2020

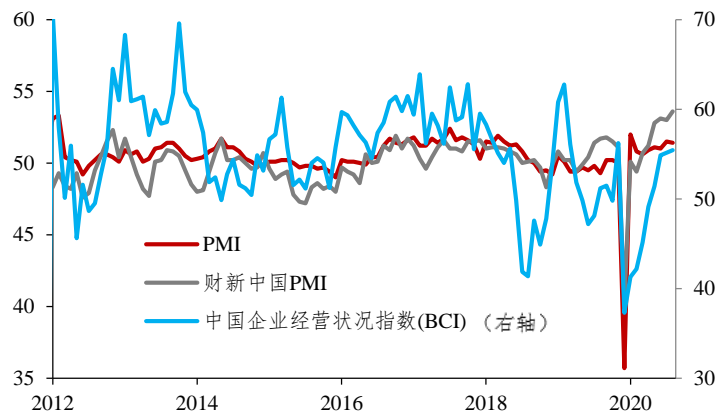
欧元区和德国的 10 月制造业 PMI 分别为 54.8 和 58.2, 均略高于预期, 欧洲制造业继续修复。日本制造业 PMI 为 48.7。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

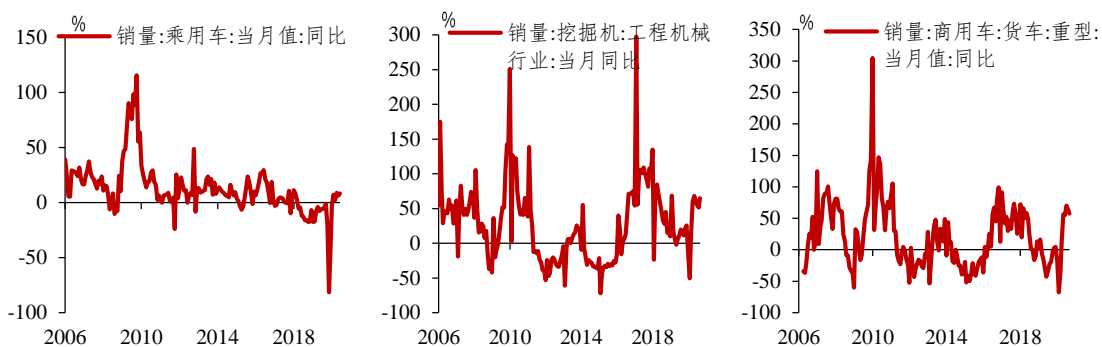
1.1.3 中国经济继续修复

中国10月中采制造业PMI为51.4, 财新PMI为53.6, BCI也继续好转, 粗钢产量、乘用车、挖机销量和重卡销量等高频数据仍维持较高增速, 与PMI等景气调查指标相互印证, 显示中国经济动能继续修复。



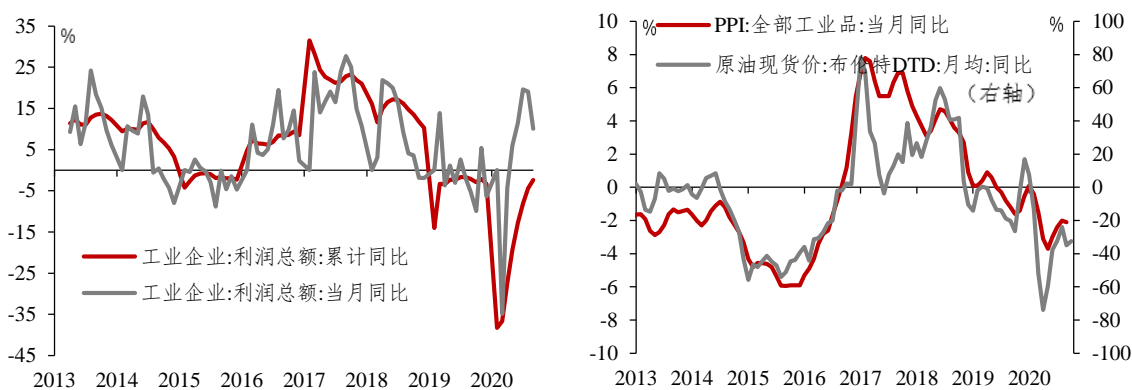
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)





数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

此外, 受原油价格支撑, 9月 PPI 虽然仍为-2.1%但已触底回升。9月工业企业利润累计同比增速已接近转正。



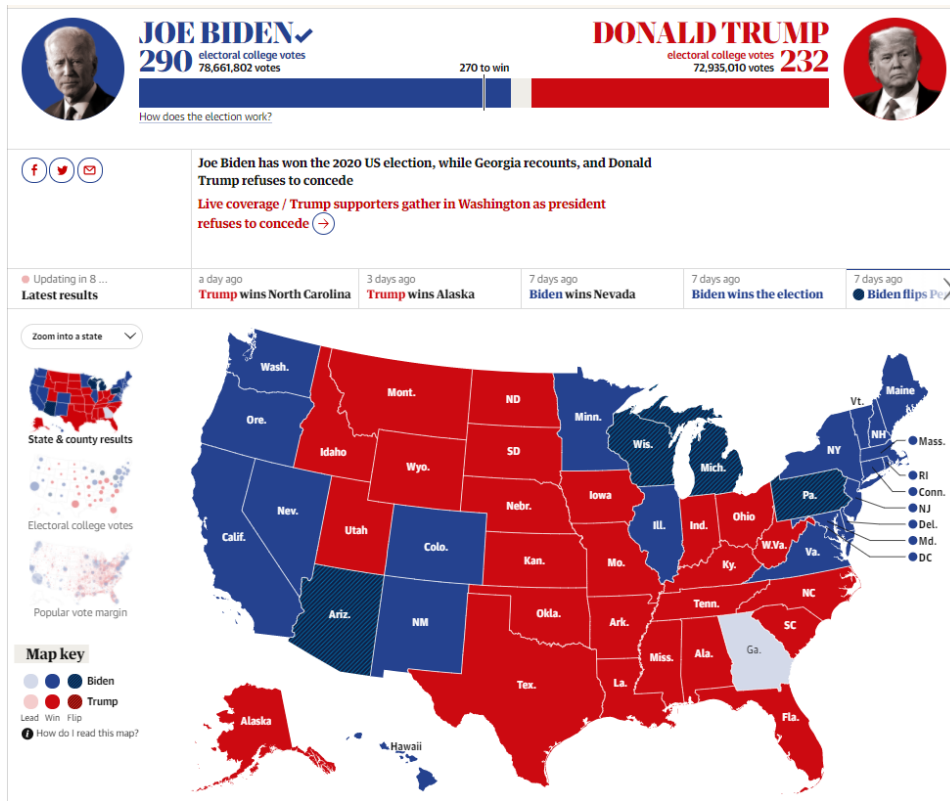
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

1.2 财政刺激法案和疫苗进展将成为市场交易主线

1.2.1 总统选举结果基本尘埃落定, 特朗普未来的选举可操作空间十分有限

当前选举结果已基本尘埃落定, Trump 还有三种选择: 诉诸选举舞弊、诉诸重新计票、诉诸部分选票无效, 但都难以扭转局势。一般来讲, 所有诉讼会在 12 月 14 日选举人团开会之前全部结束, 在此之前, 法院将会加紧进度处理并做出判决。

诉诸选举舞弊：由于当前拜登拿到的选票已超过 300 张（加上佐治亚的 16 票），特朗普法律团队必须举证在很多州都出现了大量舞弊，但这在美国历史上从未发生。



数据来源：The Guardian，工银资管（全球），截止 13/11/2020

诉诸重新计票：从美国选举历史来看，通过重新验票来翻盘选举结果的案例寥寥无几，改变选举结果的概率非常低。

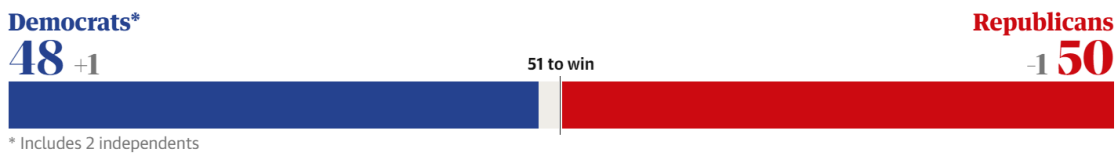
诉诸部分选票无效（11月3日以后寄到的选票不做统计）：当前宾州法院已让11月3日以后寄到的选票与之前的分开统计，但在选举前最高法院未就该议题作表态，很难想象法院最终会推翻当前的计票结果，而且11月3日之后寄到的选票并不多，难以改变选举结果。

整体来看，虽然特朗普仍不愿意承认败选事实，但其未来对选举的可操作空间十分有限，总统选举结果已经难以改变。

1.2.2 参议院控制权归属仍有疑虑,超大规模得刺激方案在1月5日前难以出台

在大选之前,市场预期选举将出现“Democratic Sweep”,暨民主党将赢得总统大选并控制参众两院,但在国会控制权争夺上,共和党的表现好于预期:民主党仍然控制众议院但席位较之前有所减少,参议院的控制权争夺仍未结束,共和党已拿到 50 票,但还有佐治亚州的关键两票尚未确认。

SENATE



数据来源: The Guardian, 工银资管 (全球), 截止 13/11/2020

佐治亚州的 2 个参议院席位由于双方的四名候选人都未能拿到获胜所需的半数票,根据规则将于 1 月 5 日进行决选并确定席位归属。如果民主党能够以 50:50 打平共和党,便可以进一步凭借副总统作为参议院议长的身份而获得多数控制权。

如果民主党能在参议院以微弱多数获胜,则“Democratic Sweep”兑现,市场将预期财政刺激快速通过,利率曲线将继续陡峭化,股市风格大概率将出现轮动,之前滞涨的低估值的顺周期价值股得到支撑,美元贬值,大宗商品将继续上涨。

如果“Democratic Sweep”未出现,则在(总统,参议院,众议院)=(拜登,共和党,民主党)的场景下,意味着:刺激方案较慢、较弱;提升个税、企业税甚至资本利得税的可能性大幅降低;加强金融监管、科技反垄断的概率大幅降低;贸易摩擦趋缓。在该政策场景下,股票市场风格轮动和利率曲线进一步陡峭化可能有所推迟。

站在当前来看，选举后两党的分裂并未弥合，小规模财政刺激有可能出现，但大规模的刺激方案在短期恐难以达成，仍需等待1月5日参议院席位的最终确认。

1.2.3 疫苗的出现将降低经济复苏和企业盈利的不确定性

随着辉瑞和 BioNTech 的疫苗好消息出现，市场出现了较大反弹，鉴于疫苗的出现大幅降低了经济复苏的不确定性以及企业盈利的下行风险，令市场对短期利空因素进一步钝化。因此，疫苗进程势必会在未来几个月成为重要交易主线。

疫苗的出现将推升全球经济复苏的预期，工业、原材料等顺周期板块、新兴市场货币及大宗商品将得到一定程度的支撑，美元将继续承压，美债利率则可能会由于当前经济仍处于低通胀状态而在上升时点上相对滞后。

二、宏观场景对国内利率债仍不利，但各交易主线对利率的驱动已经明显减弱，保持中性观点

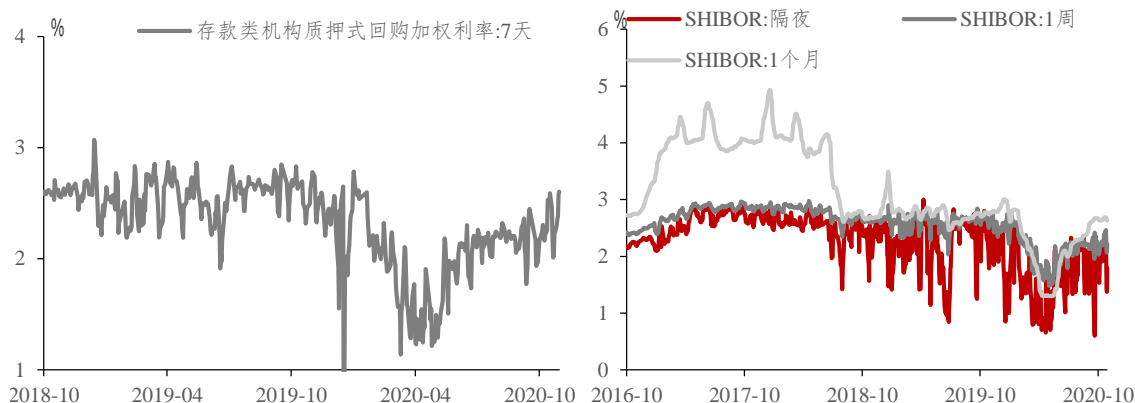
由于中国对疫情控制较好，经济复苏也最为领先，人民银行的態度相较海外央行也更为鹰派，当前中国的国债收益率已升至去年的交易中枢，配置价值开始逐步出现，市场对中国利率债的讨论也开始增加，我们在本部分对中国利率债进行了探讨。

从大的周期来看，目前中国的宏观场景仍处于“货币中性+宽信用+经济修复”的状态，整体对利率债并不有利。但当前利率对各利空因素的反应已明显钝化，利率债的下跌动量也正在衰减。

2.1 利率对各交易主线都已钝化

2.1.1 货币政策已回归正常化，资金面对利率债的利空减弱

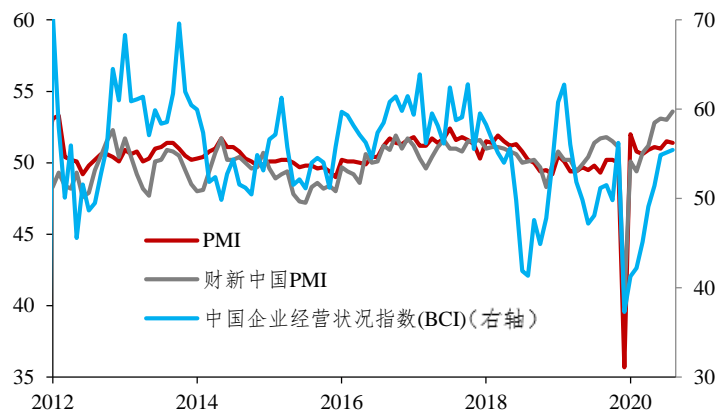
从国内货币政策来看，银行间 7 天回购利率已抬升至 2.5% 附近，1 月 Shibor 以及 1 年期存单利率也已经回到了 2019 年的中枢水平，表明央行货币政策已经回归正常化，继续向上的空间不大。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

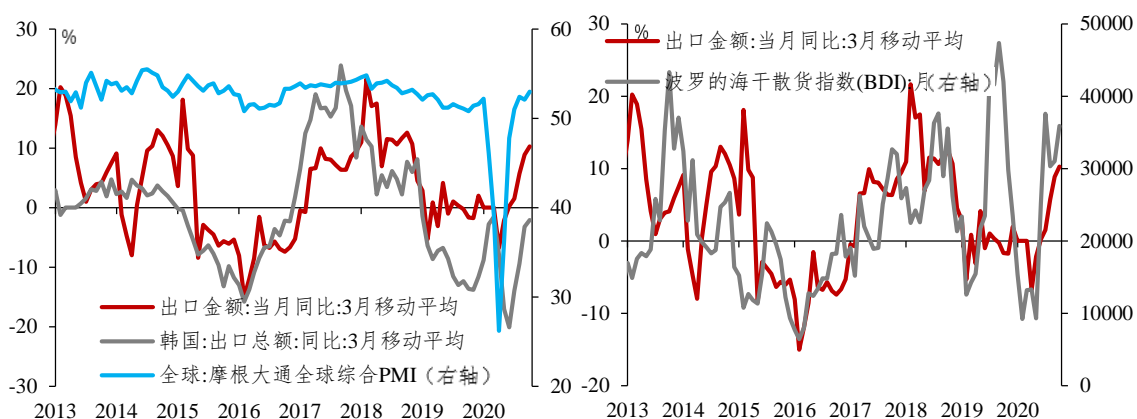
2.1.2 经济基本面对利率的驱动也明显减弱，出口仍有不确定性

在中国的经济基本面数据中，当前最值得关注的是制造业修复动能，最具不确定性的是出口。制造业方面，PMI 从 3 月开始连续 8 个月维持在荣枯线以上，当前 PMI 处于 5 年中枢水平，显示中国制造业仍处于较高景气区间，经济温和复苏，基本面向好。不过，PMI 对债市的利空已经明显减弱。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

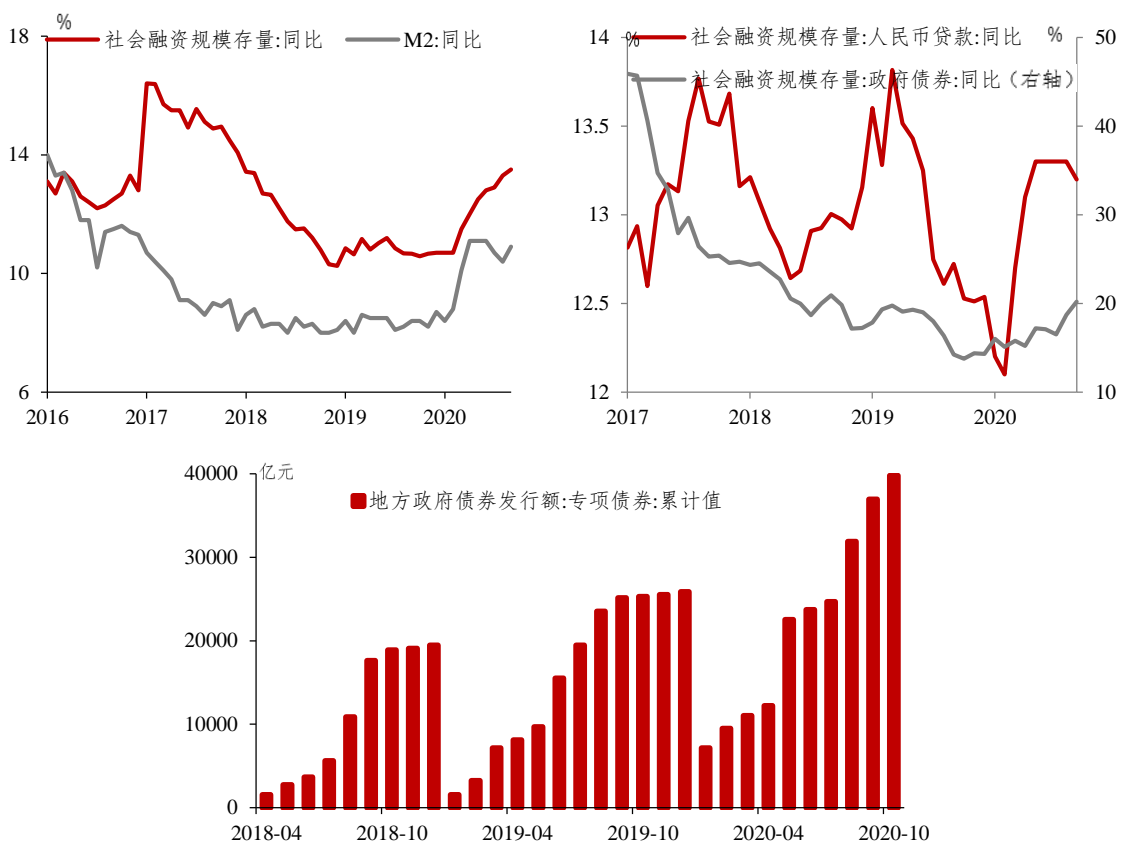
出口方面，海外经济复苏与“二次疫情”爆发相互交织，当前外需预期处于可上可下的状态，但流动性依然宽松，偿债危机迟迟未有迹象。中国的出口既受到海外转单效应的支撑，又受到二次疫情影响下海外需求减弱的压制，具有较大不确定性。整体来看，对于中国的出口而言，转单效应的支撑相对短期，而中国处于全球产业链分工的中游，受欧美需求的驱动显著，未来仍需看到海外需求修复的支撑。



数据来源：Wind，工银资管（全球）

2.1.3 社融持续超预期，但对利率的驱动也已经显著减弱

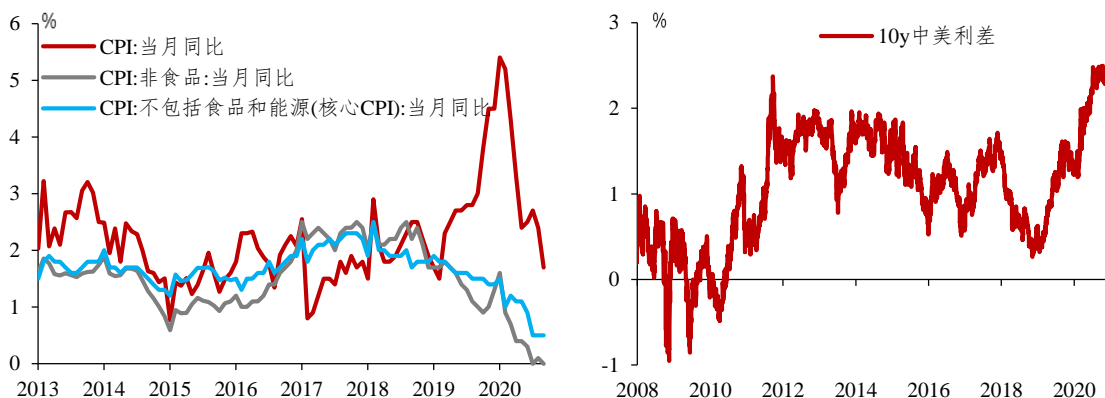
9月社融存量同比大超预期，但对利率的驱动却明显钝化。当前社融最重要的两块是人民币贷款和政府债，人民币贷款表征经济内生动力，国债、地方债表征中央和地方的政策力度及债券供给。当前人民币贷款分项增速强劲超预期，与经济基本面相互印证。国债、地方债将在11月以后放缓，确定将对“宽信用”形成压制，但压制力度有待验证，社融结构的影响对利率债将边际改善。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.1.4 通胀和海外买债需求尚不构成交易主线

通胀和债券海外需求尚不构成交易主线。在 CPI 因基数效应持续下滑且 PPI 仍未转正的背景下，通胀仍然是中远期的考虑因素，当前还无法成为市场主线，只需关注就好。海外买债边际影响正在加大，但当前仍不构成市场主导力量。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

2.2 外需和社融是未来主要关注点，在方向明确之前将继续震荡

整体来看，宏观场景对国内利率债不利，且当前各交易主线都未被证伪，但利率受各个主线的驱动已经明显减弱，做多利率债的胜率中等偏低、赔率较高：1) 货币已经基本回归正常化，对长端利率驱动基本消失；2) 经济基本面仍在向好但对利率的驱动也逐渐钝化，未来海外需求（二次疫情）是最关键因素；3) 社融的政府债分项将在未来几个月下降，超预期的社融对利率驱动钝化，利率将对低于预期的社融更加敏感；4) 通胀可能成为债市未来的主要关注点，但还不构成近期主线，债券的海外需求仍不构成市场主导力量。

展望未来，当前利率已到选择方向的地方。外需和社融将是未来最重要的关注点，利率可能会在两个方向明确后做选择，在此之前将持续震荡。

三、基金经理观点

3.1 股票基金经理观点：第四季度市场持续反弹

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	-2.41	0.31	13.89	-0.65
标普 500	-2.66	0.37	13.29	2.76
道琼斯工业	-4.52	0.80	10.11	-5.38
欧洲 STOXX 50	-7.29	-6.52	2.87	-18.96
日本 225	-0.90	6.56	14.72	-1.11
MSCI 新兴市场	2.08	2.70	21.18	1.13
MSCI 新兴亚洲	3.30	5.48	25.01	11.84

MSCI 亚太除日本	2.41	3.99	21.14	5.59
MSCI 香港	-1.10	1.19	2.18	-9.83
MSCI 中国	5.36	8.30	28.63	22.17

数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 30/10/2020

外围股市持续波动, 而中国市场由于基本面持续向好, 继续获得海外资金流入市场。中国疫情控制措施得当, 经济复苏明显, 股票市场受到影响有限。随着 A 股和部分港股三季报披露基本结束, 市场短线会进入一个估值空窗期, 业绩超预期的明星股仍值得持续关注。一些在三季度业绩反转的公司, 迎来布局良机。另外, 随着 11 月初海外风险事件落地后, 市场将重启基本面持续改善推动的中期慢涨行情。我们判断, 蚂蚁金服招股延迟是个别事件, 不会影响市场情绪, 预计港股市场接下来的 IPO 项目将会吸引更多海外资金流入市场。

亚洲方面, 新兴市场大多经济数据向好。中国制造业采购经理指数自 3 月份以来连续位于荣枯线上方, 表明制造业总体持续回暖。国内确定性不断提高, 工业生产和消费活动的回升以及商业和消费者信心的回暖, 都将支撑各行各业收入的恢复, 货币政策将总体维持适度宽松, 政策方面, 十月尾五中全会已闭幕, 十四五规划并未提出具体的 GDP 增速目标, 更加强调经济发展的质量和效益, 全会明确提出加快构建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, 并首次提出将科技自立自强作为国家发展的战略支撑。三季度以来, 中国经济增长继续修复, 动力有所切换, 基建投资增长边际放缓, 但制造业投资增速加快, 消费增长也逐步回升, 预计四季度经济仍将稳步复苏。总体上, 我们认为市场仍会震荡上行, 而新老经济板块配置会更加均衡, 建议重点关注顺周期板块和科技龙头, 顺周期板块主要包括受益于全球经济复苏和弱美元的有色和化工, 以及国内消费强劲修复的可选消费板块, 科技领域重点关注新能源汽车和消费电子等。同时, 重点关注受益于“十四五”产业、人口和能源政策催化的品种。

海外方面，近期较多的不确定性因素累积，投资者避险情绪升温，英国硬脱欧风险加剧、疫苗临床受挫、以及美国大选不确定性等。另外，欧美疫情二次爆发或引致经济将继续陷入停滞状态，经济反弹动力仍然不足。最新科技股业绩表现大多好于预期，但市场气氛谨慎，科技股仍遭抛售，美股下挫。与此同时，白宫仍然无法弥合与参议院共和党以及国会民主党对刺激经济方案上的分歧，美国新一轮新冠肺炎援助计划快速达成预期破灭。经济方面，美国公布第三季度实际 GDP 高于预期，但美国 10 月消费者信心逊于预期，与市场对美国第四季度经济活动将放缓的预期一致。随着美国单日新增新冠肺炎确诊病例突破 9 万例，疫情再次肆起对经济复苏的潜在威胁已不容忽视。

3.2 固收基金经理观点：不确定性消退，利好亚洲美元债表现

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债	20.55	44.81	-20.93	-90.11
5 年期美国国债	38.76	87.75	6.06	-77.23
10 年期美国国债	27.71	65.33	36.64	-54.43
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年)	-10.55	-5.27	-42.22	15.57
JACI 亚洲美元债指数	-0.10	-0.17	6.30	4.34
JACI 亚洲投资级债券指数	0.02	-0.15	5.42	5.58
JACI 亚洲高收益债券指数	-0.49	-0.24	9.38	0.55
JACI 亚洲美元债信用利差	-1.48	-1.50	-21.88	26.52
JACI 亚洲投资级信用利差	-1.91	-4.87	-20.11	25.01
JACI 亚洲高收益级信用利差	0.45	1.07	-17.77	25.16

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 30/10/2020

亚洲债券市场 10 月出现小幅回调，摩根大通亚洲美元债指数整月下跌 0.10%，其中投资级微涨 0.02%，高收益级则下跌 0.49%。进入 11

月，随着美国大选结果的基本落地，市场阶段性风险得到一定释放，叠加新冠疫苗传出利好，亚洲美元债已摆脱前期谨慎的市场氛围，在全球股票市场大涨的带动下表现良好，投资者风险偏好回暖，在空头回补的带动下投资级和高收益级均有所上涨。基于风险事件的逐步消退以及全球经济持续复苏，我们整体上对亚洲美元债在年内的表现保持中性偏乐观的观点。

亚洲投资级债券方面，我们短期中性偏乐观。对于美国大选对市场的影响，当前市场的共识是，拜登上台后将利好中美关系。不过，通过对过往中美贸易摩擦的分析，我们认为民主党和共和党在对华限制方面其实已经达成趋势性一致，未来中美关系的走势并不会因为大选的结果而产生实质性变化。但短期来看，拜登政府的首要目标仍将聚焦于控制疫情和恢复经济，从而为中美关系赢得短暂的“融洽窗口”，利好中资投资级美元债的表现。与此同时，当前相对弱势的美元将进一步利好亚洲市场投资级债券，尤其是人民币相对稳定下的中国信用。不过，从中期的维度来看，基于未来中美全方位竞争的不变格局，我们将在中国信用估值过高时转向韩国、新加坡和部分东南亚地区的低波动率，较防御性国家。

高收益级债券方面，整体保持乐观。高收益市场当前的主题继续集中在中资房地产板块。从基本面和收益率的角度来看，我们认为中资房地产仍有较大的投资空间，主要风险需关注国内政策端带来的再融资风险。中央推出包括“三条红线”在内的监管措施，进一步彰显了政府对房地产行业调控的决心。强监管对于高负债、融资渠道受限的中小型房地产企业的压力较大，有可能促成行业整合，中长期来看利好负债水平合理、流动性较好的头部企业。因此，短期优选 1-3 年期、B+以上评级的优质中资房地产美元债。

利率方面，我们认为利率陡峭化的趋势已经形成，但是短期会受情绪面的影响而有所扁平化。利率曲线大概率已于 8 月阶段性见底，当时 10 年期美国国债的收益率约为 0.5%，30 年期国债收益率约为 1.2%。

基于后续美国财政刺激政策的推出、新冠疫苗问世等假设，全球经济将全面复苏，利率曲线将上行并陡峭化。不过，短期内市场关注的焦点是第二轮财政刺激政策的方案以及推出时间，由于民主党大概率无法控制参议院，财政刺激的力度和速度可能低于市场早前的预期，国债供给暂时不会出现大幅度地提高。投资上，我们建议继续谨慎面对利率敞口。

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)仅作参考之用,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。