

全球资产展望-2021 年 1 月

开年财政刺激预期 继续看好风险资产

□ 资产配置观点

- 上月，我们基于疫苗发放和财政刺激的逻辑主线继续维持战略配置中较高的风险资产配置比例，但由于疫情加重导致经济复苏放缓，维持了偏防御性的战术配置，并根据财政刺激方案的确认时机，适时增加了获益于需求复苏的原油、铜和美股，股票结构上也继续偏重顺周期、小盘股。同时，由于社融已达顶部区域，中国信用扩张将逐步正常化，我们认为中国国债有一定交易性机会。上月实际在疫情加重的影响下，就业市场修复有所放缓，但经济扩张韧性较强，同时在疫苗和新一轮财政刺激的预期下，风险资产持续上涨，与我们的配置观点大致相符。
- 本月维持战略配置中较高的风险资产配置比例。主要国家 PMI 经历短暂休整后继续扩张且同步性强，美国非临时失业开始下降，表明产出缺口正在修复，2021 年经济复苏将更为确定。
- 本月基于民主党赢得参议院微弱多数，下一轮刺激有望推出，以及短期不确定性的消除，将在战术配置上对股票等风险资产持更加积极的态度。美元可能小幅反弹，以反应财政刺激的预期；美债利率近期上涨过快，短期可能涨幅放缓；股市继续上涨，周期价值将会更抢眼，配置上继续偏重中国、新兴市场、中小盘、清洁能源、工业、原材料、能源等板块；商品市场继续看好，侧重需求复苏边际贡献最大的原油、铜；冷冬将对农产品形成支撑。

股票基金经理：持续看好中国市场投资机会

- 2021 年看好新兴市场，对中国市场保持乐观，趋势波动向上。配置方面，建议关注科技，内循环消费以及顺周期行业。
- 疫情及疫苗的不确定性仍然会给发达市场带来较大波动，可以保持谨慎。

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)	高配 (高)
美股	中配 (中)	高配 (高)
日股	中配 (中)	高配 (高)
欧股	中配 (中)	高配 (高)
沪深300	中配 (中)	高配 (高)
创业板	中配 (中)	高配 (高)
港股	中配 (中)	高配 (高)
新兴市场股票	中配 (中)	高配 (高)
美国投资级	低配 (低)	高配 (高)
美国高收益	中配 (中)	高配 (高)
亚洲美元投资级	低配 (低)	高配 (高)
亚洲美元高收益	中配 (中)	高配 (高)
原油	高配 (高)	高配 (高)
铜	高配 (高)	高配 (高)
欧元	中配 (中)	高配 (高)
人民币	中配 (中)	高配 (高)
防御资产	中配 (中)	低配 (低)
美国国债	中配 (中)	低配 (低)
中国国债	中配 (中)	低配 (低)
黄金	低配 (低)	高配 (高)
美元	低配 (低)	低配 (低)
日元	低配 (低)	低配 (低)
高配 ↑	中配 中	低配 ↓

注：高、中、低配是指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

固收基金经理：亚洲债券配置需求仍存，高收益的投资价值更高

- 预计全球经济将持续复苏，导致美国再次进入库存周期，通胀预期将导致美债收益率全年呈现阶梯式走高的趋势。
- 结合对利率走高的判断，投资级债券的表现预计将受到一定程度地压制，而利差从全年的维度来看仍有进一步收窄的空间。
- 相较于投资级债券，我们认为高收益债券的相对投资价值更高。其中，我们持续看好中资高收益房地产的表现。

目录

一、经济周期	3
1.1 经济复苏韧性及财政刺激助力美国库存周期开启	3
1.1.1 美、欧疫情仍在恶化，但疫苗将继续在中期支撑经济复苏.....	3
1.1.2 制造业 PMI 继续扩张且具有全球同步性，发达国家经济复苏韧性强	4
1.1.3 美国的库存周期正在逐步开启	6
1.2 中国信用扩张回归正常化	7
1.2.1 海外需求及转单效应将支撑中国制造业持续复苏	7
1.2.2 资金面短期宽松，但稳杠杆仍是今年货币政策的主轴.....	8
1.2.3 社融拐点确认，信用扩张将回归正常化	9
二、大类资产专题	10
2.1 美债利率：暂不会对股票市场构成明显压力	10
2.2 原油：驱动力向上且已度过供大于求的阶段	12
三、基金经理观点	14
3.1 股票基金经理：持续看好中国市场投资机会	14
3.2 固收基金经理：亚洲债券配置需求仍存，高收益的投资价值更高	16

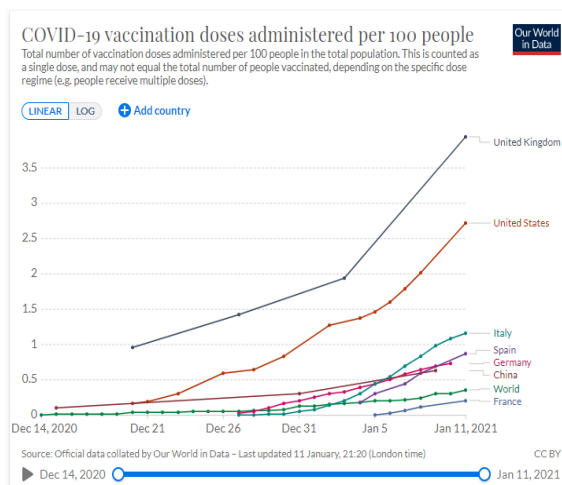
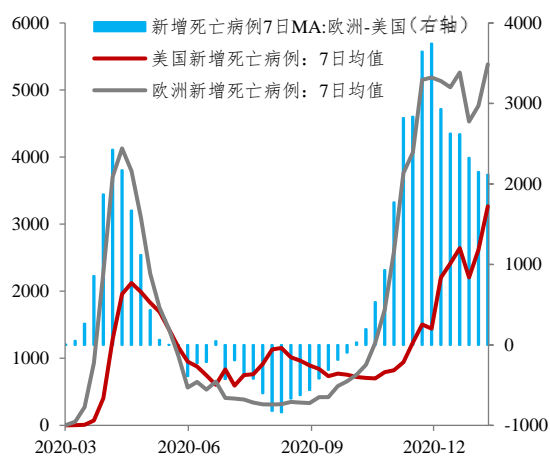
一、经济周期

1.1 经济复苏韧性及财政刺激助力美国库存周期开启

我们的经济周期螺旋模型显示，经济全面复苏的预期仍然较强，短期疫情恶化并不会改变中期经济复苏的逻辑，仍维持经济全面复苏的判断不变。

1.1.1 美、欧疫情仍在恶化，但疫苗将继续在中期支撑经济复苏

近期，美、欧疫情仍在持续恶化。当前美国 7 天日均新增确诊病例超 20 万，7 天日均新增死亡病例数超 3 千；欧洲疫情在经历了去年 12 月的放缓后又有所加重，当前日均新增死亡病例数已超 5 千，为抑制在英国发现的变种病毒传播，德国、法国、意大利、荷兰等欧洲国家也都延长了疫情防控封锁措施。



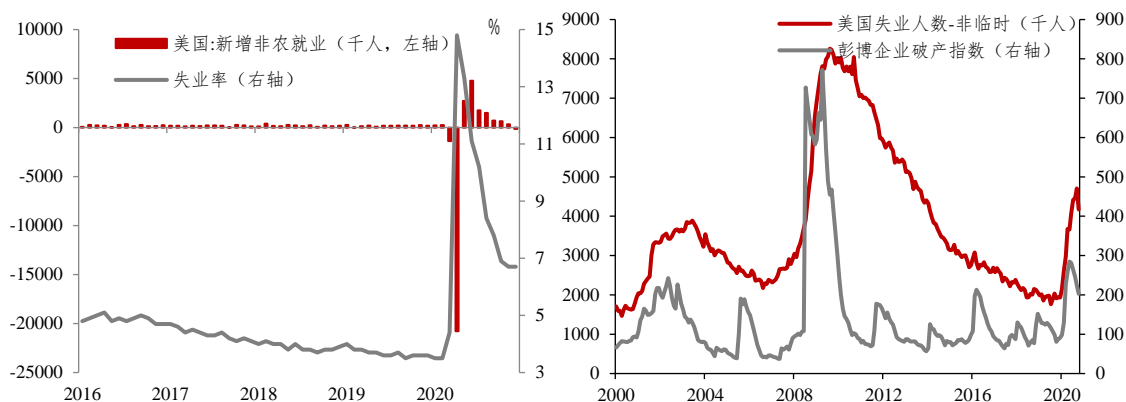
数据来源：Bloomberg，Our World in Data，工银资管（全球）

不过，发达国家的疫苗接种速度也正在明显加快，尤其是英美。近期，依然常有媒体报道新冠疫苗具有各种副作用，但鉴于欧美和中国的疫苗都已经过了大规模的临床试验，其副作用虽难以完全避免但大概率可控，我们应该抓住疫苗预期的市场主流偏向，而且随着疫情持续在海外延烧，各国接种疫苗的意愿也都相对较高。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，市场对短期利空因素

进一步钝化。此外，工业、原材料等顺周期板块、新兴亚洲国家货币及大宗商品将得到一定程度的支撑，美债利率也将在中期继续提升。

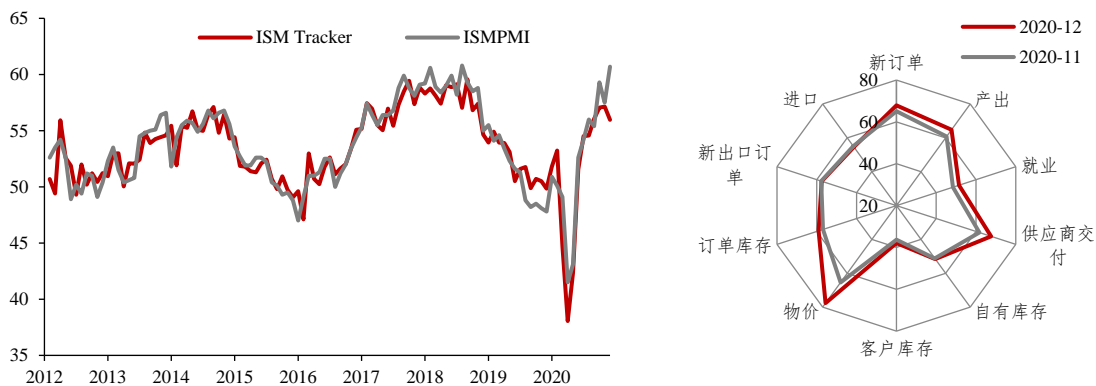
1.1.2 制造业 PMI 继续扩张且具有全球同步性，发达国家经济复苏韧性强

受疫情反复的影响，美国 12 月新增非农就业减少 14 万，大幅低于于预期，受疫情反弹冲击较大的休闲住宿（-49.8 万）行业是主要拖累，多数行业的就业仍在继续改善，非临时失业人数也显著下降。



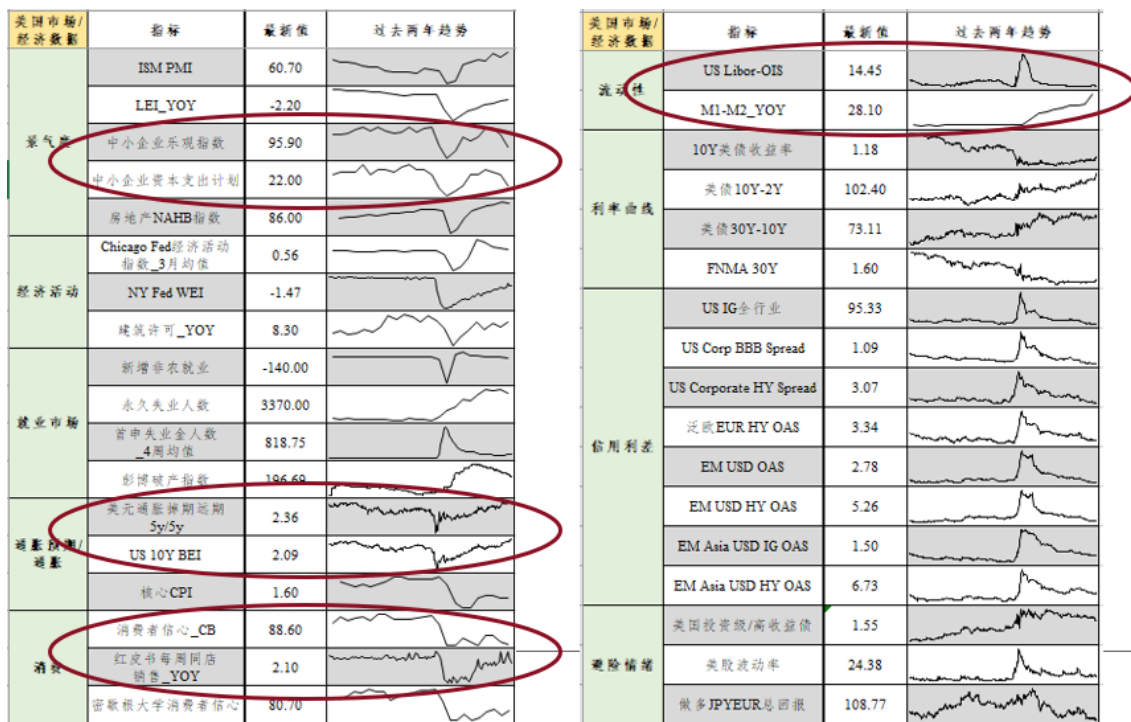
数据来源: Wind, Bloomberg, 工银资管 (全球)

美国 12 月的 ISM 制造业 PMI 为 60.7，高于市场预期的 56.8，仍在兑现市场对经济边际修复的预期。分项方面，新订单、产出和就业三项都有明显上升，显示美国内需修复推动制造业反弹仍在持续。



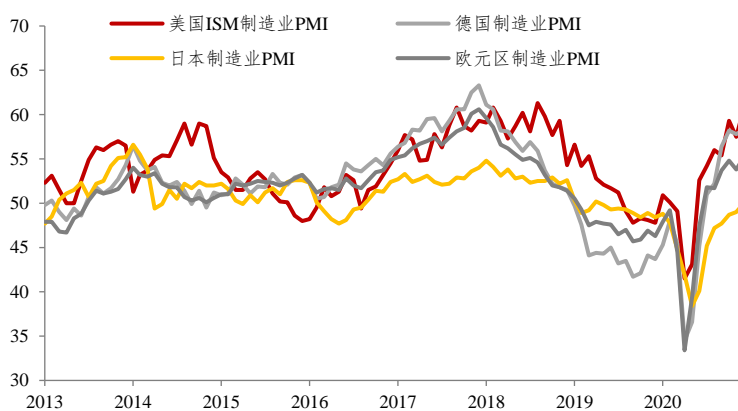
数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

从美国的其他经济指标看：流动性继续维持宽松，通胀预期上升，但消费信心和中小企业的景气度回落，受疫情反复的影响，需求侧对经济的驱动力量在短期减弱。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 12/01/2021

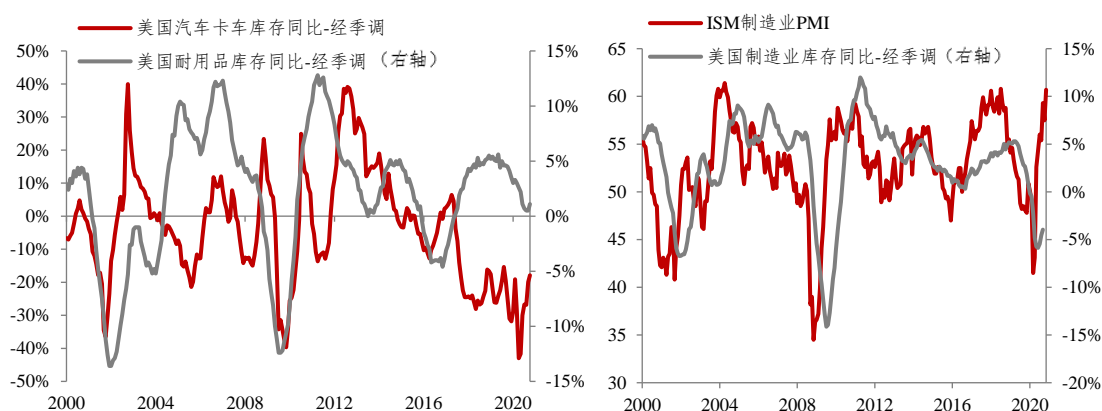
欧、日等主要发达国家的制造业景气度也继续回升。欧元区和德国的12月制造业 PMI 分别为 55.2 和 58.3，日本制造业 PMI 在疫情发生以来首次触及荣枯线。



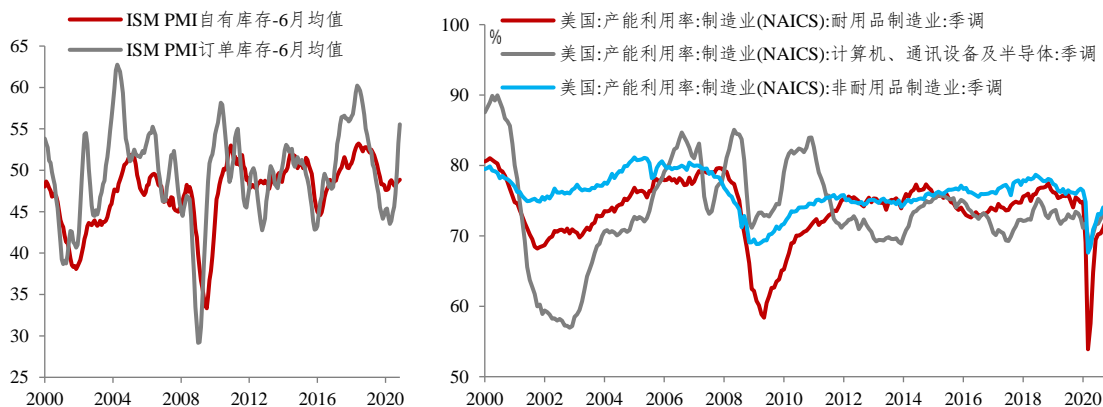
数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.1.3 美国的库存周期正在逐步开启

当前美国正处于从被动去库存过渡至主动补库存的阶段，新一轮库存周期正在逐步开启。去年 5 月以后，在欧美发达国家逐步解除居家隔离后，需求得到快速恢复，但供给和生产方面的修复却由于疫情持续反复而不断延宕，导致部分产品库存迅速去化，尤其是汽车、卡车等耐用品库存在持续几年的低基数下仍大幅下降。此外，耐用品和非耐用品的产能利用率也都处于低位，这为库存周期的开启创造了条件。



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）



数据来源：Bloomberg，工银资管（全球）

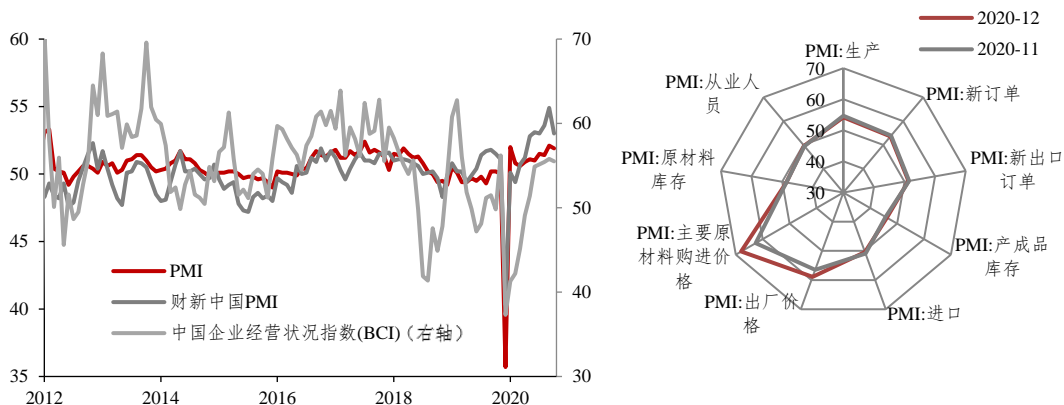
受疫情影响，美、欧等发达国家的就业市场改善速率在短期放缓，但库存周期正在开启，补库存的动力将在中期支撑全球经济逐步从见底走向全面复苏。此外，1 月 5 日，佐治亚州的两席参议员决选后，民主党凭借新赢得的两席参议院席而获得参议院的微弱多数控制权，兑

现了市场在选前所预期的“Blue Sweep”。在当前的疫情和政策场景下，新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激获得通过的概率很大，也将通过支撑美国的消费需求来推动库存周期开启。股票市场在短期也将继续围绕财政刺激的逻辑，并盯住复苏路径来定价。

1.2 中国信用扩张回归正常化

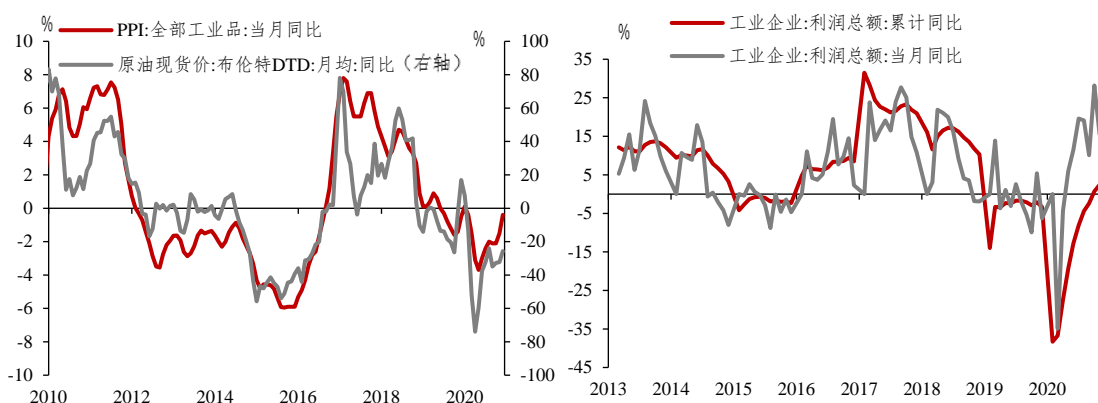
1.2.1 海外需求及转单效应将支撑中国制造业持续复苏

中国 12 月中采制造业 PMI 为 51.9，财新 PMI 为 53，均略低于前值，BCI 也略低于前值，但经济基本面整体仍在修复，PMI 等景气调查指标回升也与高频数据及人民币信贷数据相互印证。



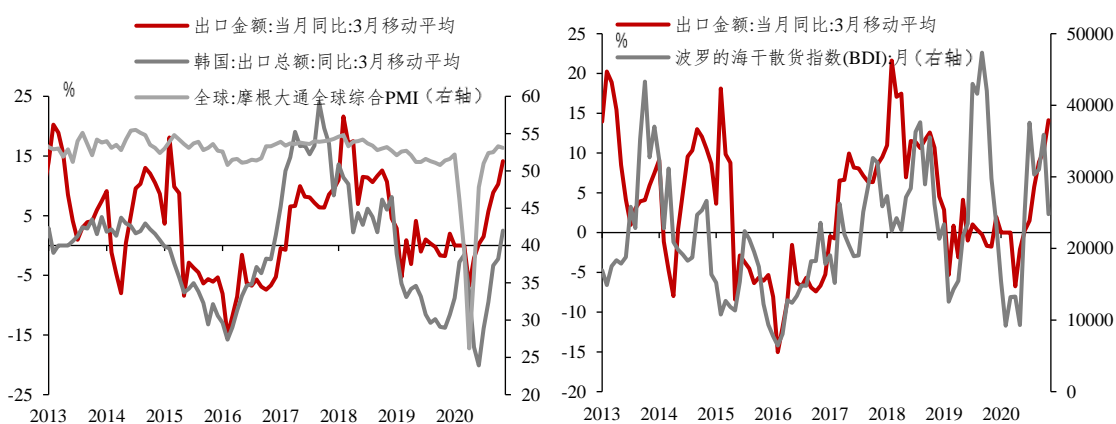
数据来源：Wind，工银资管（全球）

此外，受原油价格支撑，12 月 PPI 大幅回升至 -0.4%。11 月工业企业利润累计同比增速已升至 2.4%。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

鉴于发达国家将在今年上半年大量施打疫苗, 而新兴市场国家获得疫苗则较晚, 可能会对复工复产造成部分影响。中国既受到欧美需求恢复的驱动, 又能承接部分从新兴市场国家转过来订单, 上半年的出口应具有较强韧性, 这也将持续支撑中国制造业修复, 但出口结构可能会发生变化, 具有较强全球竞争力的行业将更为受益。

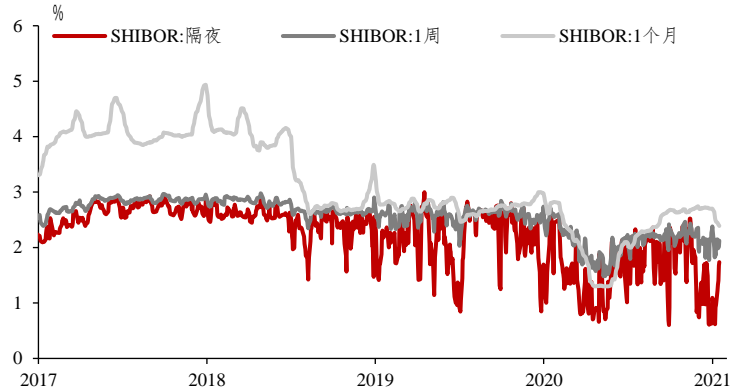


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

1.2.2 资金面短期宽松, 但稳杠杆仍是今年货币政策的主轴

近期, 10 年国债收益率下行至 3.15% 左右, 央行“不急转弯”的态度是利率短期下行的主要原因。现阶段资金面非常宽松, 叠加 MLF 的大规模投放让银行体系缺较长期负债的核心矛盾得以缓解。不过, 央行虽然通过公开市场操作维护了跨年资金面的平衡, 但中国的货币政策

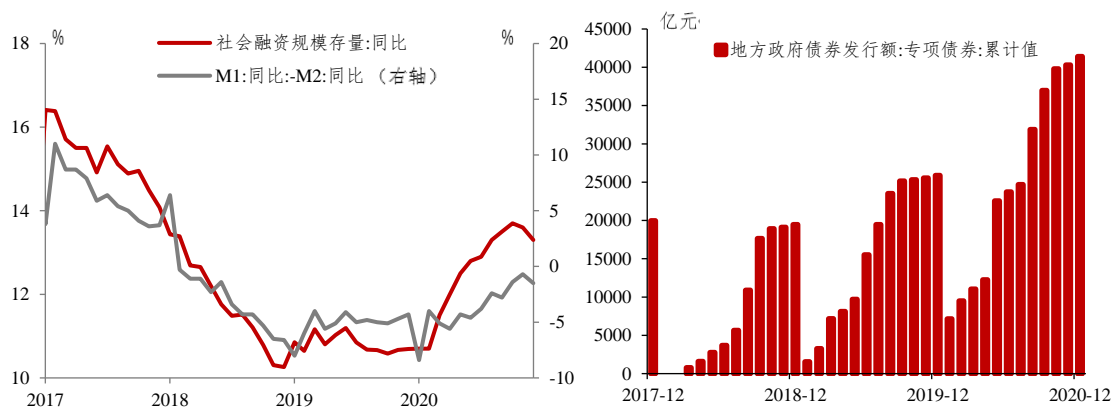
仍有防范化解重大金融风险的中长期约束。因此，在经济持续复苏的大环境下，稳杠杆仍将是今年央行货币政策的主线。

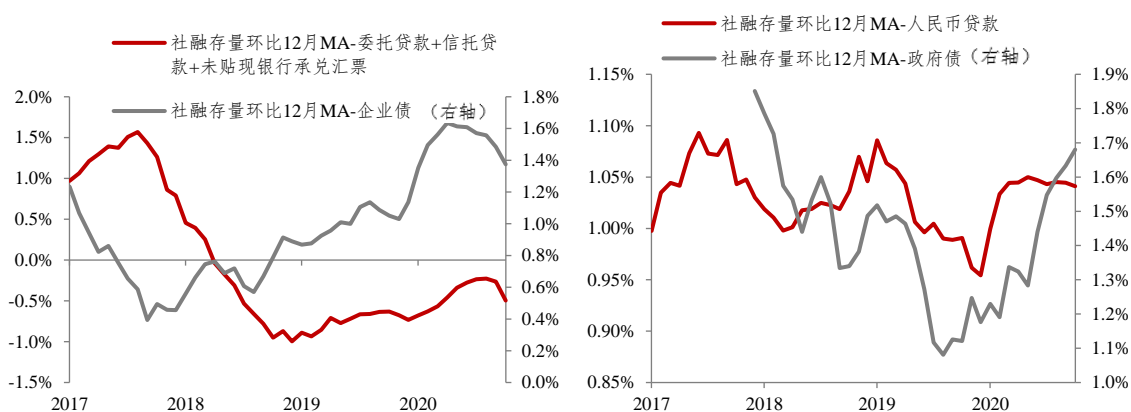


数据来源：Wind，工银资管（全球）

1.2.3 社融拐点确认，信用扩张将回归正常化

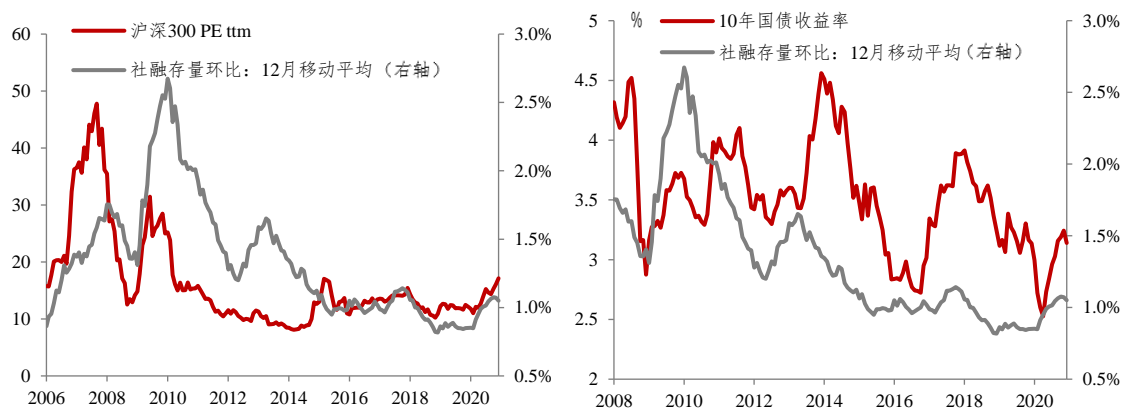
12月社融存量同比13.3%，连续两个月回落，社融拐点大概率已经出现，未来信用扩张将回归正常化，收紧幅度仍待验证。结构上，人民币贷款增速受经济基本面驱动仍保持强势，表外融资和企业债融资增速则显著下降，在结构上对利率边际影响最大的政府债融资仍然保持较强增速。





数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

在疫情影响下, 去年政策面对国内宏观杠杆率的上升保持了容忍态度, 但从年中开始, 中央逐步开启稳杠杆、防风险模式, 在经济复苏的背景下, 预计稳杠杆将继续成为今年的政策重点。因此, 在经历了两年的宽信用之后, 国内信贷和政府债券总量政策将逐步调低, 这将促使国内信用扩张正常化。社融增速的放缓和信贷脉冲的下降将构成股票的压制力之一和债券的支撑力之一。



数据来源: Wind, 工银资管 (全球)

二、大类资产专题

2.1 美债利率: 暂不会对股票市场构成明显压力

1月5日，佐治亚州的两席参议员决选后，民主党凭借新赢得的两席参议院席位与共和党的参议员数打平（50:50），并进一步借由副总统作为参议院议长的身份而获得参议院的微弱多数控制权，兑现了市场在选前所预期的“Blue Sweep”。

根据参议院的议事规则，虽然立法程序在参议院只需 51 票支持即可通过，但在不到 60 票的情况下，少数党却可以通过冗长发言来阻挠投票。不过，涉及政府支出、预算的法案却可以通过预算协调程序实现简单多数通过。此外，在疫情恶化的影响下，美国不佳的就业数据也给国会议员就达成新一轮财政刺激法案施加了更大的压力。因此，在当前的疫情和政策场景下，新一轮 1.9 万亿美元的财政刺激获得通过的概率很大，这其中包括了低收入家庭的补贴及增加失业救助金，将继续支撑美国的消费需求并推动库存周期开启。此外，由于新任财政部长耶伦为前美联储主席，可以预见未来美国的财政政策和货币政策能得到更好地协调，接下来支撑经济复苏的动力可能逐步由宽松的货币政策转由财政接替。1月6日，美联储会议纪要开始讨论逐步退出资产购买即是第一个信号，这推动了阶段性紧缩预期，并与财政刺激预期共振，进一步推动美债利率上行。

Participants shared their views on the appropriate evolution of asset purchases once substantial further progress had been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals. A number of participants noted that, once such progress had been attained, a gradual tapering of purchases could begin and

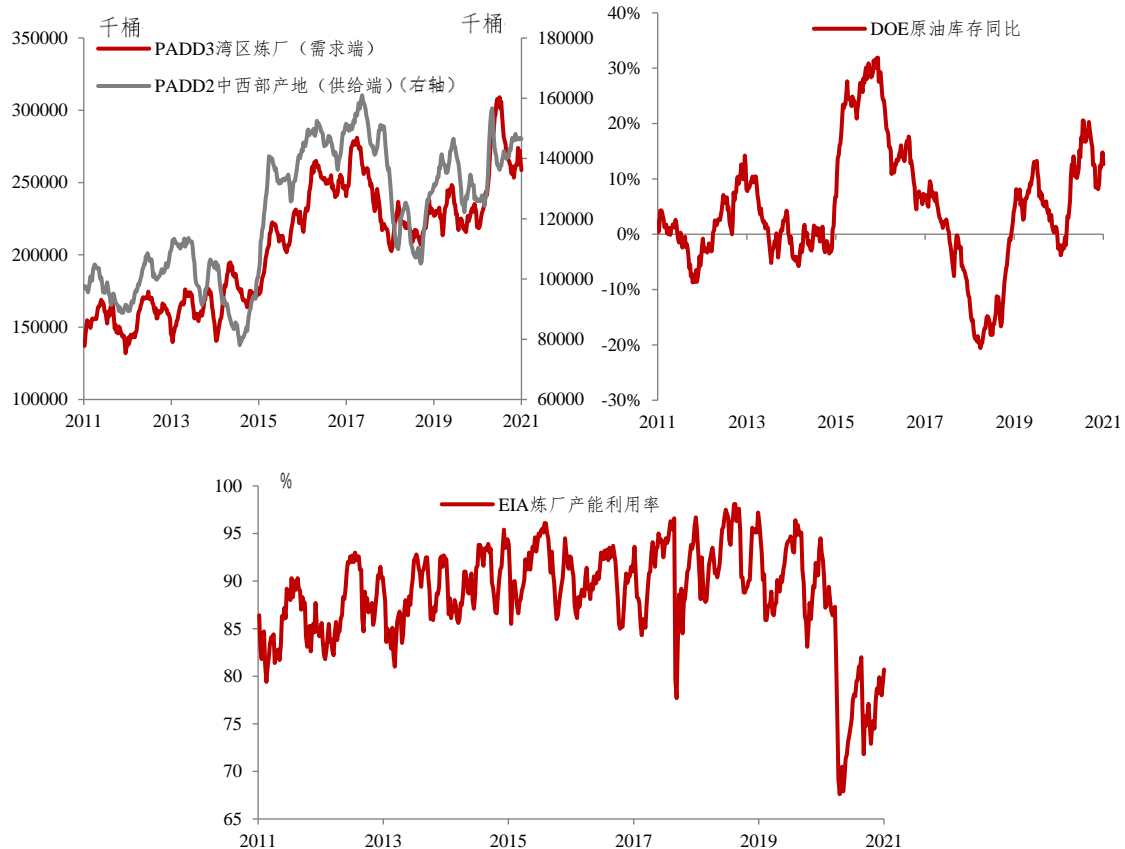
图表来源：<https://www.federalreserve.gov/>，工银资管（全球）

就美元资产而言，美债长端利率上行往往意味着美国经济预期抬升，在看到通胀之前，美债利率的上升幅度整体有限，对美元资产的影响也相对可控，对美股估值和高收益债可能会构成短期压制，但大概率不足以产生趋势性影响。此外，在通胀抬升前，美债名义利率上行也将推动美国实际利率触底，进而对金价形成压制。

对于非美资产而言，特别是新兴市场股票、货币以及大宗商品，则需要观察全球经济的复苏强度：1) 如果全球经济处于上行趋势中，则新兴市场股票、货币以及大宗商品表现较好；2) 如果全球经济复苏韧性不在，则新兴市场资产表现较差。就当前情况来看，全球经济仍上行趋势中。因此，美债利率上行暂不会对 A 股、港股等新兴市场风险资产造成明显压力。

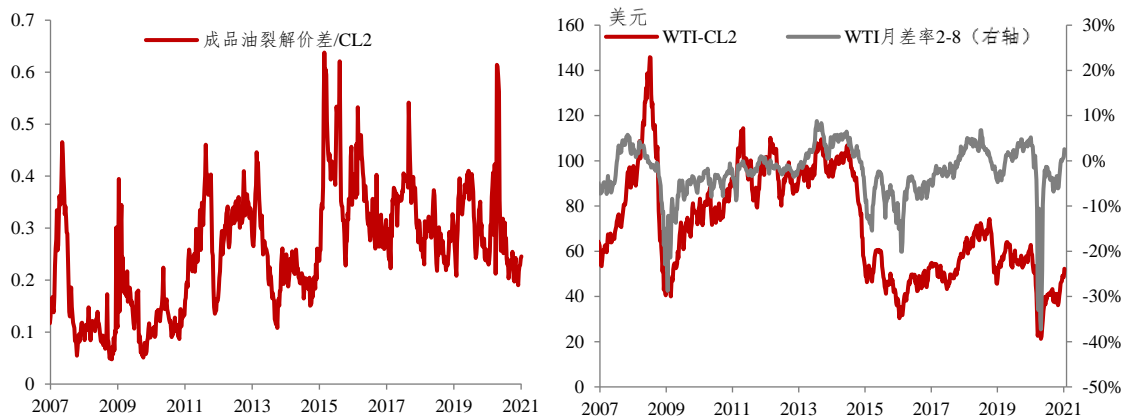
2.2 原油：驱动力向上且已度过供大于求的阶段

如前所述，当前全球经济仍处于修复阶段，且随着“Blue Sweep”政策场景的出现，财政刺激将继续推升宏观预期，原油需求端的驱动仍然向上。库存方面，虽然原油库存增速短期略有上升，但产能利用率仍处于历史极低位置，未来随着产能利用率的恢复以及经济复苏，预计库存将继续下降，这将对原油价格在中期形成支撑。

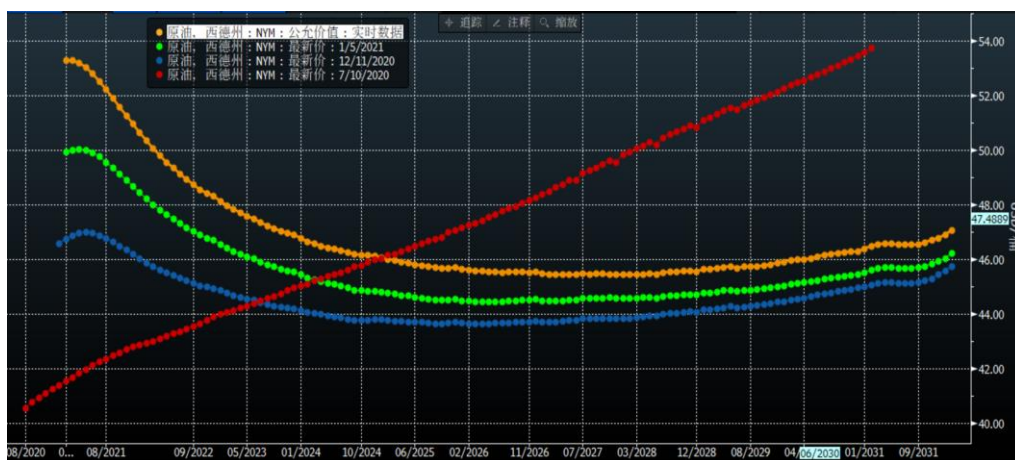


数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)

长期来看, 当前炼厂利润也处于修复阶段, 表征原油下游需求的裂解价差仍处于极低水平。由于炼厂利润有明显的周期性, 高位和低位都不可能长期持续, 低利润往往对应着低价格, 而低价格会促进需求, 随着利润下降、油价走低, 对需求的支撑就会越来越强, 因此过低的利润往往预示着油价的上涨仍能持续。当前原油上游投资已经连续三年减少, 新冠疫情的爆发更是加速了整个油服行业的产能去化, 去年美国油服公司破产数量接近一百家, 创 5 年新高, 今年预计仍会有部分公司破产, 油气行业的集中度明显上升。此外, 近年由于美国页岩油的低成本产区的开采难度越来越高, 后续页岩油开采将逐步向高成本地区转移, 这也从成本端提升了原油上涨的空间。



数据来源: Bloomberg, 工银资管 (全球)



图表来源: Bloomberg, 工银资管 (全球), 截止 12/01/2021

综合来看，当前原油价格的估值处于中性水平，驱动力整体向上，且原油期限结构处于从 Contango 刚过渡至 Backwardation 的阶段，显示原油已不再处于供过于求的阶段，当前投资策略以逢低做多或跨期正套较为适当。

三、基金经理观点

3.1 股票基金经理：持续看好中国市场投资机会

名称	变动 (%)			
	一个月	三个月	半年	年初至今
MSCI 全球	4.66	14.77	24.26	16.83
标普 500	3.84	12.14	22.16	18.39
道琼斯工业	3.41	10.73	19.83	9.72
欧洲 STOXX 50	1.78	11.43	10.65	-2.59
日本 225	3.93	18.49	24.12	18.24
MSCI 新兴市场	7.25	19.61	31.19	18.50
MSCI 新兴亚洲	6.92	18.72	33.04	28.53
MSCI 亚太除日本	6.55	19.07	30.52	22.76
MSCI 香港	5.09	15.52	17.31	5.31
MSCI 中国	2.79	11.26	25.22	29.02

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 31/12/2020

尽管全球肺炎疫情仍然严峻，但疫苗的利好消息以及美国新一轮财政刺激计划落地，风险胃纳升温，全球大部分主要股市向好。新兴市场经济数据表明经济已经逐步恢复。新加坡工业生产同比增长优于预期，日本零售销售同比增长略低于预期。而印度经济领先指标环比下降，结束六个月连升。我们预计 2021 年新兴市场数据持续反弹，经济状况持续改善，投资价值高于发达市场。

中国方面，总体来看，制造业复苏步伐有所加快，景气度处于年内较高水平，经济恢复向好势头继续巩固，中国制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合 PMI 产出指数均继续位于年内较高运行水平。11 月国有企业利润总额降幅收窄，反映经济运行稳步改善。行业方面，国内市场监管总局对阿里巴巴涉嫌垄断行为立案调查，引发市场讨论，我们判断这并不意味着国家对平台经济鼓励、支持的态度有所改变，而是为了更好地规范及发展平台经济，引导及促进其健康发展。

我们判断当前经济复苏的态势良好，2021 年内外需共振有望带来需求回暖，补库存周期开启，企业盈利具备改善预期，盈利驱动之下估值提升空间有望进一步打开。从政策面来看，近期中央经济工作会议整体基调较为积极，不急转弯预示着财政和货币政策出现快速收紧的概率不大，后续仍将保持逐步有序退出的长期判断，政策环境具有稳定性和连续性，依旧看好市场整体震荡向上的趋势。整体来看，近期由于疫情反复以及节日效应，个股波动大于整体市场，部分成长类个股即使按照参考盈利来看，估值也已经较高。公司成长方面出现任何的逻辑变化都可能引起股价大幅波动。2021 年股票市场在盈利增长带动下仍有机会，但经济增长前高后低，预计市场仍会波动，波动中是再次加仓的好时机。配置方面建议关注科技，内循环消费以及顺周期行业。

海外方面，英国的新冠变种病毒引发全球关注，同时，美国疫苗接种计划也因物流问题和医院负荷超载而陷入困境，目前美国接种第一剂疫苗的人数亦远低于特朗普政府在 2020 年底施打疫苗的目标人数，我们认为疫情及疫苗的不确定性仍然会给市场带来较大波动，建议投资者暂时回避发达市场。目前，新冠疫苗上市和广泛接种被视作 2021 年扭转疫情和全球经济复苏的关键。经济数据方面，12 月芝加哥 PMI 好于预期，但与此同时，劳动市场仍然疲弱，首次申领失业救济金人数仍处于高位。欧洲方面，英国议会通过批准英国首相约翰逊与欧盟达成的脱欧后贸易协议。欧洲经济受疫情影响严重，暂未见复苏迹象。我们对海外市场持有谨慎观点。

3.2 固收基金经理：亚洲债券配置需求仍存，高收益的投资价值更高

名称	变动			
	一个月	三个月	半年	年初至今
2 年期美国国债 (bps)	-18.36	-5.33	-18.89	-92.23
5 年期美国国债 (bps)	-0.01	30.26	25.28	-78.63
10 年期美国国债 (bps)	8.93	33.71	39.39	-52.29
Markit 亚洲(除日本)投资级 CDS 指数(5 年) (%)	-4.91	-24.75	-30.22	-2.77
JACI 亚洲美元债指数 (%)	-0.42	-15.74	-34.24	10.23
JACI 亚洲投资级债券指数 (%)	-2.04	-19.53	-27.99	8.32
JACI 亚洲高收益债券指数 (%)	-9.98	-42.67	-44.22	-10.41
JACI 亚洲美元债信用利差 (%)	-2.70	-9.14	-18.21	15.81
JACI 亚洲投资级信用利差 (%)	-9.18	-15.74	-20.33	4.98
JACI 亚洲高收益级信用利差 (%)	-18.36	-5.33	-18.89	-92.23

数据来源：Bloomberg，工银资管（全球），截止 31/12/2020

2020 年亚洲债券市场呈现深 V 走势。一季度因疫情和流动性危机造成市场大幅下挫，季末以美联储“无限量”QE 政策为拐点开启估值修复。下半年市场整体震荡上行，期间经历疫情反复、美国对中资企业制裁以及信用事件（如恒大、永煤等）的扰动。随着年末各类风险事件地逐步缓解，市场表现趋稳。全年来看，市场继续保持上涨趋势，摩根大通亚洲美元债指数全年总回报为 6.33%，其中投资级回报 6.86%，高收益级回报 4.94%。

展望后市，随着美国财政刺激政策的推出、新冠疫苗问世等宏观利好的落地，全球经济预计将持续复苏，导致美国再次进入库存周期，通胀预期将导致美债收益率全年呈现阶梯式走高的趋势。

我们对 2021 年的投资级债券给予中性的观点，整体表现将主要受利率曲线的影响，而信用利差则有望进一步收窄。投资级债券在 2020 年表现较为强劲，但利率曲线贡献了超过 90% 的收益来源。结合对利率走高的判断，初步预期投资级债券指数的收益将下降至 2.7-3% 的水平。利差方面，2021 年进一步收窄的空间仍存，预计指数利差将由 205 个基点收窄至 180-185 个基点。

对于亚洲投资级债券的投资机会，基于对利率走势的判断，我们认为 BBB 评级债券的投资机会将优于 AAA/AA/A 评级债券，同时基本面的情况也将决定不同信用的投资收益。其中，交叉评级标的（Cross-over Name）预计将出现波动性机会。综合来看，我们重点看好中资投资级房地产企业的相对估值、中资非银金融的持续投资价值以及印尼投资级债券的波段性机会。

相较于投资级债券，我们认为 2021 年高收益债券的相对投资价值更高。目前，亚洲高收益债券的估值仍处于历史的相对中性位置，叠加 2021 年全球经济预计将持续复苏，企业基本面向好，因此整体上高收益债券预计将取得较好的表现。

其中，持续看好中资高收益房地产的表现。2020 年下半年以来，监管机构陆续推出针对房地产企业的限制政策，包括“三条红线”和房地产贷款集中度管理制度等。在相关新政的限制下，预计中资房企的信用基本面将持续改善，企业的杠杆水平将得到控制，并逐渐趋向于高质量的发展，择优选取土地投资。同时，愈发趋严的监管也将进一步区分不同信用资质的房企，未来高杠杆房企预计将主动降低自身杠杆，并充分利用目前的低息环境，进一步优化企业的债务结构。

违约风险方面，初步估算 2021 年亚洲高收益市场的违约率将接近 3%。违约预计将集中在中资非房地产发行人，主要是由于该类企业的基本面较弱，2021 年境内外的再融资渠道将进一步收紧，从而提高其违约的概率。除此以外，可能发生违约的地区包括印度和印尼。不过，总体上我们认为并不会形成趋势性违约，而是独立风险事件。

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。