

2023年投資展望
營銷文件

臨深履薄



UNION BANCAIRE PRIVÉE

瑞聯銀行



Michaël Lok

集團首席投資總監
及資產管理聯席
行政總裁

臨深履薄

投資者在2022年全年飽受重擊，先是俄羅斯入侵烏克蘭帶來震盪，緊接是美國聯儲局以一代人以來最快的步伐推進加息週期。

在去年的投資展望中，我們已經預測股票和固定收益在2022年的行情將跌宕起伏，因此提早加強配置於對沖基金，並得以在風暴席捲市場時發揮了一定的相對防護力。此外，美元也一如我們所料在這一年節節上漲，但其強勢的持久力也叫我們感到意外。

展望2023年，全球經濟將在已發展市場進入衰退和新興市場尋求鞏固復甦的一線之間進退，因此在2022年駕馭市場所需的機敏性，仍將是在新一年的投資要訣。基於利率上升、行情波動及股票之間的表現差異現已是2007年以來最大，這些因素將有利於對沖基金在2023年開創多樣化回報來源，相信此類資產能夠繼續為股票投資者提供防護。

當大西洋兩岸在2023年進入經濟衰退，致使企業下調盈利預測並壓低股票表現時，對沖基金的布局可望帶來較佳的回報。與此同時，衰退阻力也將在新一年減慢當局加息和通脹升溫的步伐，讓債券投資者能夠選擇性把握信用債市場的機會，從而獲得中等回報。

令人鼓舞的是，2022年的紛擾已經促進能源和基礎設施行業轉型，亦提升了全球主要供應鏈的可靠性和可持續性。無可否認，轉變不無代價，預計全球糧食供應勢將在2023年及以後時間面臨挑戰，但借鏡能源業在2022年的經驗，相信糧食漲價也將加快行業在未來持續轉型的進程。

儘管地緣政局在短期內是推動這些轉型的導因，但對氣候變化和生物多樣性的關注將在未來取而代之，成為推進開發更可持續糧食系統的動力，我們因此將加強可持續投資，以作為在長遠保障回報表現的必要策略。

總的來說，置身於當前的宏觀範式變局中，投資者應如臨深履薄，小心翼翼在全球經濟轉型所帶來的新機遇與風險之間兼顧平衡。故此，我們在2023年將繼續積極靈活地管理風險，從而實踐守護和增長客戶財富的承諾。

目錄

■ 全球經濟展望

宏觀範式和
經濟週期進入變局

6

■ 固定收益

重返債券

12

■ 外匯

為美元在2023年
溫和轉弱作部署

10

■ 股票

在通脹世界裡
發掘股票良機

14

■ 中 國

駕馭共同富裕
的轉型期

16

■ 主 題 投 資

在全球
宏觀範式轉變中
的投資主題

20

■ 商 品

貴金屬：
前景不一

18

■ 風 險 管 理

去全球化風險
正在升溫

24

宏觀範式和經濟週期進入變局

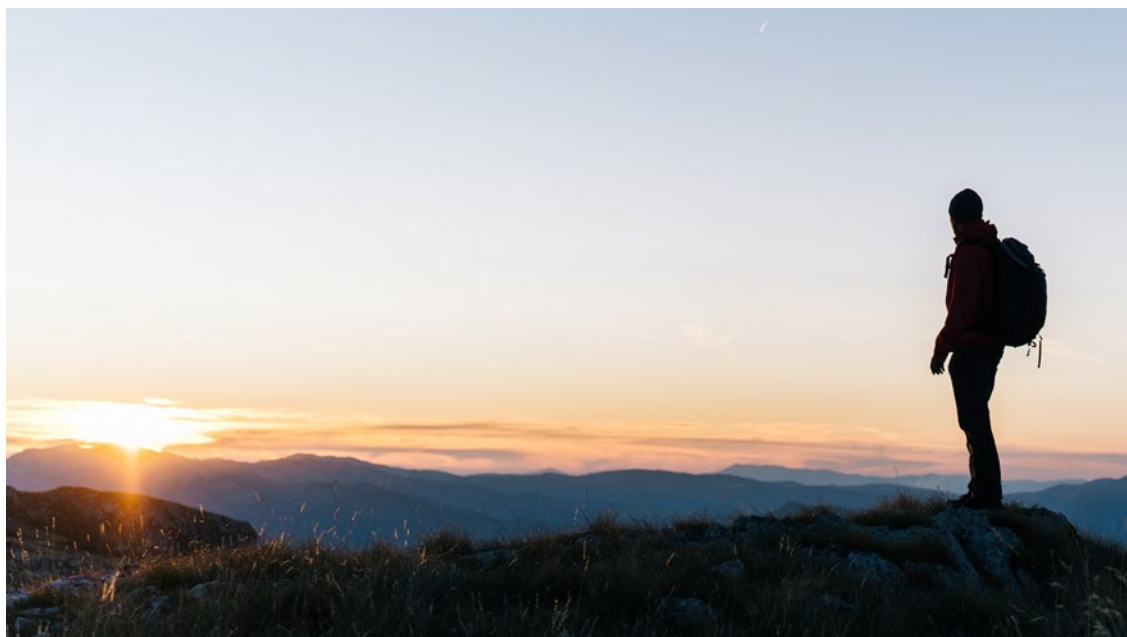
當通脹升溫、能源危機和緊縮貨幣政策壓抑經濟活動，要在2023年重建經濟週期將挑戰重重。已發展國家將進入衰退，新興市場則力求鞏固復甦力度。

在 等待通脹由高峰降溫之時，全球經濟增長放緩

為抗衡居高不下的通脹壓力，主要央行持續收緊貨幣政策，疊加俄烏戰事加深地緣政治風險並引發能源危機，已使經濟週期的增長階段急剎車。

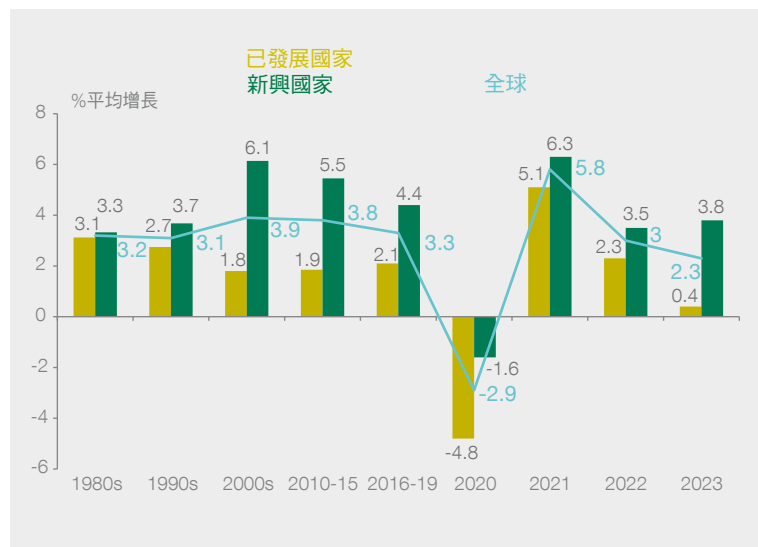
展望2023年，基於已發展經濟體將面臨衰退威脅，預測全球經濟將增長2-2.5%，比2022年的3%減慢。雖然如此，亞洲經濟應能確實復甦，而中國經濟也有望克服在2022年出現的障礙。

已發展國家的內部需求勢將在2023年放緩，而在能源危機的困擾下，歐洲尤其是德國所面臨的威脅看來最大。價格大漲和可能實施天然氣配給，將影響消費者需求，而節能措施也可能不利於製造業產出。德國如今必需調整經濟增長模式，而歐洲也需要反思其對能源的依賴，並繼續推展「下世代歐盟復甦計劃」共同抗疫之後，重新界定成員國之間的協作方式。





各主要地區的國內生產總值(GDP)增長



資料來源：國際貨幣基金組織及瑞聯銀行

至於美國，面對利率節節上揚的壓力，消費活動和房地產業可能大幅放緩，而製造業既要應付成本持續上漲，也受到全球貿易增長下降的衝擊。

因此，已發展市場經濟在2023年難望增長超過0.5%，而部分國家更可能在幾個季度內進入不同程度的衰退。美國經濟仍然有望錄得小幅增長，預測平均為0.6%，但在個別季度可能出現負增長；至於歐元區和英國經濟則預測可能收縮約0.5%。

經濟衰退將導致 宏觀範式和經濟 週期進入變局。

對比之下，亞洲的前景較理想，其中中國可望加大刺激復甦的力度，並在2023年實現增長約5%。當局定向支持策略性行業的行動，應能助力該國走出防疫封控措施和房地產危機的陰霾。至於亞洲其他國家也將因通脹和收緊貨幣政策的影響開始緩和，進而帶動經濟活動在新一年反彈。

儘管預期在2023年出現的經濟衰退並非前所未見，但無疑宏觀範式(paradigm)正在轉變，也將影響下一個週期。若歐洲

沒法克服能源問題，那麼已發展市場與亞洲國家之間的增長差距或將需要時間才能拉近。此外，全球貿易活動將展現更強的區域性：由於在社會意識形態上的分歧，不同經濟體之間的競爭將更激烈，甚至升級為衝突。

在本次經濟衰退階段，消費業面對的風險最大，而經濟政策將有利於從事能源轉型、新科技和安全的行業。不過，要創

造高於在過去十年所見的潛在增長水平，將是任何刺激供應的新政策所要面臨的挑戰。

通脹勢必緩和但減速不一

通脹率可能逐步緩和，特別是在美國。平均來說，已發展市場通脹率在2023年仍可能超過央行所訂的2%目標，但通脹趨勢應較有利。至於新興國家，相信通脹率也將下降，但視乎商品和食品價格而定。

歐洲和美國通脹率在新一年將呈現兩種態勢：首先是攀升至見頂，然後在接續幾季回調，但預計在2023年底仍將接近3%。商品漲價壓力減緩，配合製造業等貨品因需求縮減而降價，將促使通脹降溫，但由於服務業價格黏性較強，加上部分行業處於結構性轉型(例如對個人服務、醫療保健和房地產的需求正出現深層變化)，相信剔除能源和食品的核心通脹率可能需要較長時間才能走低。同樣地，儘管工資通脹率不大可能重現1970及1980年代的水平，但工資上揚反映僱員與企業之間出現新的互動形態。此外，推進新能源和新工業化的過程也將在短期內推升成本。種種因素皆預示著2023年將是變遷的一年，估計通脹率直至2024年才有望回到央行的目標水平。

重返正實質利率的貨幣政策格局

已發展市場央行花了好一段時間才意識到通脹的升溫壓力，低估了財政刺激措施的強度，導致現在必須緊迫地上調政策利率以收緊貨幣政策，並撤走在疫情期間所注入的巨額流動性。只要通脹仍然高企，就算經濟進入衰退和失業率攀升，相信央行也不會改變目前從緊的政策方針，因此截至2023年上半年底，我們認為貨幣政策無望調整，預計歐元區在明年不可能減息，而美國和英國的機會也十分有限。與此同時，基於央行透過賣出資產或等待債券到期而持續縮減資產負債表，金融條件將進一步收緊。

新貨幣政策格局正在形成，傳統貨幣政策再次回潮，這發展將在2023年延續。故此，實質利率將重返且維持於正數，就如在2018-19年及1980年代般壓抑經濟增長。實質利率急升

不但對金融資產和高度依賴舉債的行業構成壓力，也將影響公司的投資決策和政府債務比率。有別於疫情期間，現在能夠獲利的投資選擇日漸減少，風險溢價則與日俱增。基於儲蓄將獲得較高回報，而資本成本將增加，因此正當企業需要提高生產性投資之時，閒置的儲蓄卻可能上升。

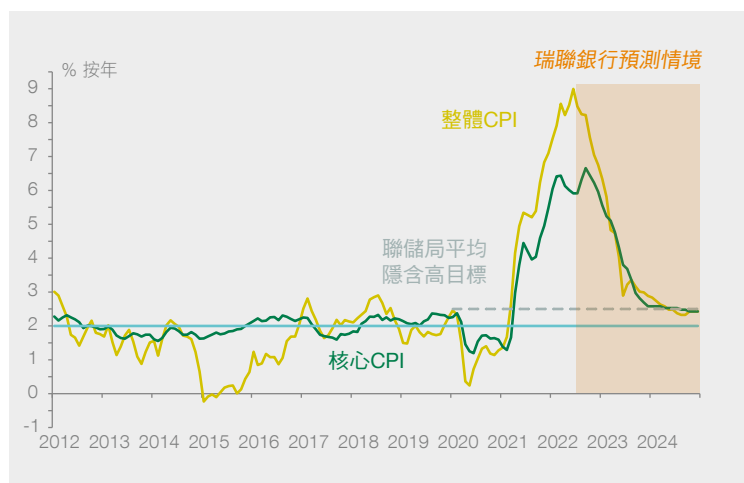
注視已發展國家的財政政策

雖然歐洲或美國的財政政策應能繼續在2023年支持經濟活動，但國債孳息率較低甚至是負值的有利環境已不再，以致這些政府必須在應對能源危機與維持公共債務於可持續水平之間權衡取舍。

歐洲政府目前繼續為民眾提供補助，以減低能源危機對經濟的影響。不過，在2021年經濟活動反彈和財政赤字下降之後，相信在2023年推出的最新財政措施，只能惠及數目較小的家庭和公司，因此將不足以避免需求收縮。除了這些一次性措施之外，歐洲政府也透過結構性基金，以推進在能源轉型、國防、策略性行業和基礎設施的計劃，這將使政府擴大在債券市場集資的金額(德國已集資2,000億歐元)，並使公營部門的赤字在2023年維持於高水平，而債務在疫情期暴漲之後繼

核心通脹率 只會緩慢下降。

美國通脹率



資料來源：美國勞工統計局及瑞聯銀行

續上升。歐洲委員會也可能如疫情復甦措施般，為各成員國提供貸款以促進能源轉型和重新布局工業發展。

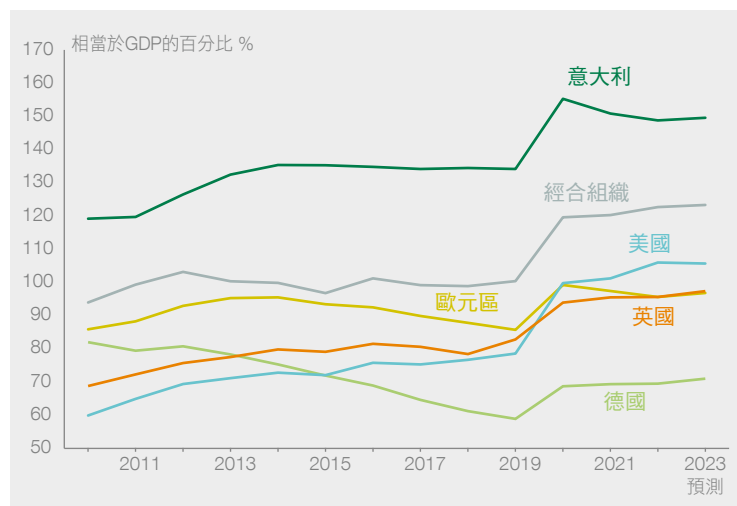
美國方面，2022年的財政政策旨在支持半導體業和為推動氣候轉型而提供貸款，雖然以家庭為對象的支持措施並不多，但在中期向部分企業課徵的稅項在理論上將上調，從而減少預算赤字和債務。

實質利率處於正數， 將妨礙經濟週期的 增長階段。

已發展國家當前的風險，在於新推出的支持經濟措施將與貨幣政策相悖，以致拖延了宏觀範式更迭的同時，又沒有提升

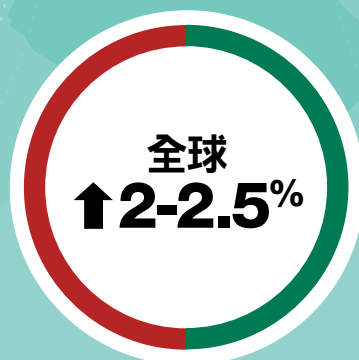
潛在增長。這些政府有必要在2024年整固財政，好使公共債務回到可控的水平，否則便可能面對市場利率飆升的惡果。

已發展國家的公共債務



資料來源：經合組織及瑞聯銀行

2023 經濟增長預期



為美元 在2023年溫和轉弱 作部署

美元在2022年創出佳績，但在新一年從第一季起將有幾項因素結合，驅使美元兌大部分貨幣開始貶值。不過，美元將分階段轉弱，而在全球經濟增長放緩下，相信兌傳統避險貨幣將首先貶值。

美元在2023年的表現全面跑贏已發展和新興市場貨幣，美元指數大漲15%，創出近40年來的最佳年度表現，促成因素除了美國聯儲局鷹式加息之外，還有美國短期國債孳息率飆升，以及烏克蘭戰事刺激對避險貨幣的需求。與此同時，能源漲價也為美元提供助力，全球石油和天然氣收入的運行速度從2015-19年間的平均1.4萬億美元，大幅上漲至在2022年的約2.7萬億美元，而大部分這些油元(petrodollars)皆以美元結算，然後再循環回到美元計價資產。

展望在2022年底，基於已發展市場債券市場持續承壓和流動性顯著收緊，相信美元將繼續走強，但漲勢難再持久，而從2023年第一季起，美元單向升值之勢將終結，

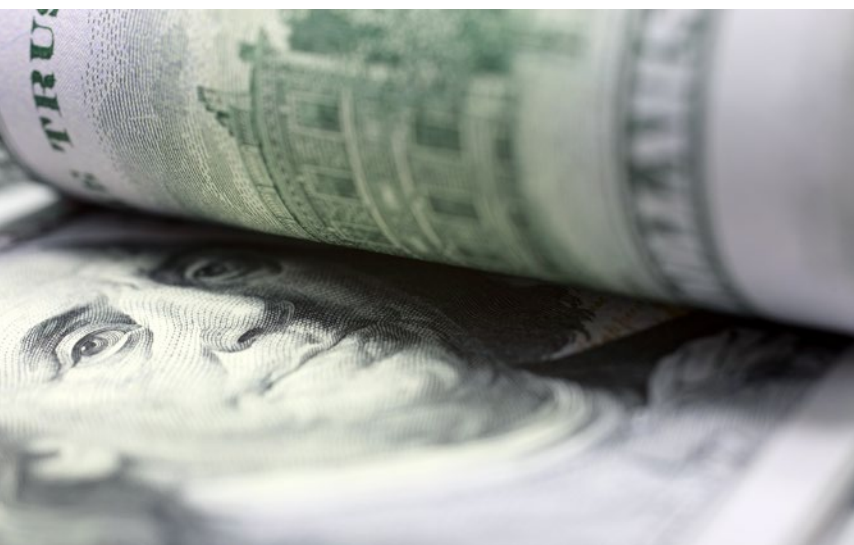
進而出現更多雙向行情。我們預計，結合聯邦基金利率見頂、通脹降溫、估值過高和美國經常賬逆差擴大的因素，將慢慢抑制美元的強勢。不過，美元的轉弱路徑並非呈現線性，預期美元兌瑞士法郎、日圓和其他主要商品貨幣匯價將首先貶值，而兌其他主要貨幣尤其是歐元和英鎊將在隨後轉弱。

資產定價反映市場預期聯邦基金利率將見頂和息差收窄

現時隔夜指數掉期(OIS)的定價，反映市場預計美國聯邦基金利率將在2023年第一季上調至約4.75%，基於美國2年期國庫債券孳息率也處於約4.50%，顯示市場對這利率水平已經有充分的預期。由於增長和通脹風險在未來幾季看來偏向下行，相信市場利率不會升越現水平。此外，大部分其他主要央行在接續幾季也將繼續加息，這將意味著美元利率的優勢將縮減，並促使美元回落。

通脹降溫

美元在2022年大幅升值，反映美國名義利率上揚，這是市場對通脹超乎預期的反應。然而，美國及其他地區的前瞻性通脹率已經開始回調，貨運成本大幅下降，顯示



與疫情相關的供應鏈瓶頸問題已經化解。與此同時，貨品價格通脹壓力亦逐步降溫，若美國勞動市場的緊張情況緩和，那麼核心通脹率必然也在未來的季度下跌。隨著通脹壓力舒緩，將連帶減低美元的升值壓力，特別是在2023年第一季之後。

估值過高

以貿易加權及實際有效匯率(REER)計，美元匯價在2022年飆升至幾十年高位，並大幅偏離兌所有主要貨幣的預測雙邊公平價值。由於估值如此高漲，這將意味著日後再大升的機會已不多，因此在未來出現雙向行情的機會較大，並在中期從現水平開始回落。

美元兌傳統避險貨幣匯率將首先轉弱。

從最近的持倉數據可見，投資者目前仍然持有大量美元長倉。當美國通脹和增長動力在未來的季度開始退減，預計長倉投資規模也將隨之縮減，連帶使美元溫和轉弱。

往常賬逆差擴大

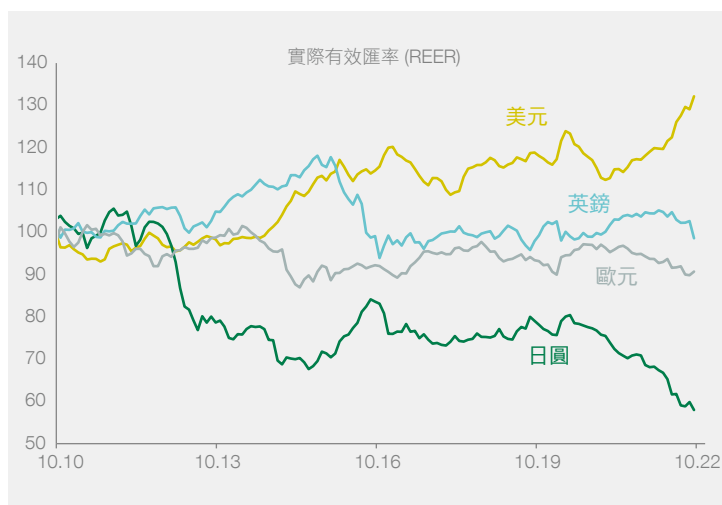
美元估值高漲導致美國經常賬逆差顯著擴大，在2022年截至本報告執筆之時已達到1萬億美元。以目前的運行速度計，到2022年底將再擴展至約1.2萬億美元，這相當於美國GDP的超過5%，並成為壓低美元匯價的另一因素，尤其是當聯儲局的加息週期逐漸到達平台期甚至開始調整時。

美元轉弱的預期路徑

放眼2023年，美元兌傳統避險貨幣匯率可能首先轉弱，這將與全球經濟景氣轉差的境況一致。在這情況下，預期美元兌瑞士法郎及日圓均貶值，而日圓也可能因日本央行調整現行控制摺息率曲線的政策而得益。到了全球經濟在2023年第一季看來已見底時，美元兌澳元及新西蘭元等傳統商品貨幣也有望轉弱，相信這些商品貨幣將因經濟活動週期性回升而獲得支持。此後，美元兌其他傳

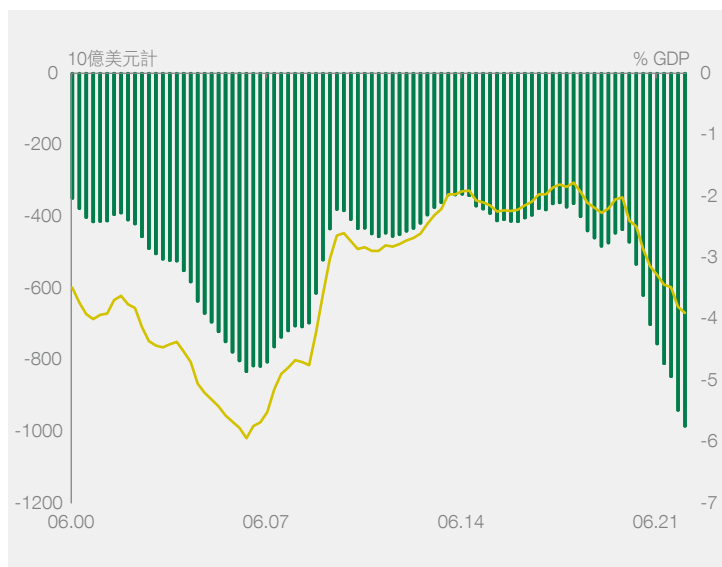
統貨幣亦告貶值，但除非能源價格顯著下跌，這些主要貨幣兌美元匯率不大可能大幅升值，尤其是貿易價格比率在2022年已經明顯轉壞的歐元和英鎊。

美元大漲



資料來源：國際結算銀行、彭博財經及瑞聯銀行

美國經常賬逆差將抑制美元



資料來源：國際結算銀行、彭博財經及瑞聯銀行

重返債券

結合通脹預期下降及絕對票息率較高的強大有利因素，有望在2023年為債券投資者帶來中等回報；至於信貸違約率加快上升，也將為受壓信用債投資者開創機遇。

債券市場在2022年勢將錄得50年來最差的年度表現，其中美國債券失去了自2017年以來所累積的所有總回報，而孳息率也扭轉了從2008-09年環球金融危機爆發之後持續下跌的趨勢。

不過，導致債券在2022年落入熊市的美國收緊貨幣政策行動，至今只能使通脹預期回到疫前區間的上限，這意味著貨幣政策仍將從緊以對抗通脹，直至通脹預期下降至聯儲局所訂的2-2.5%目標以下。

美國國庫債券和企業債券收益率處於2006-07年以來的最高水平。

可幸的是，美國國庫債券孳息率在2022年大幅上揚，已使5年期國債孳息率經調整通脹預期後，現時接近環球金融危機前的區間上限，這將意味著當美國5年及10年期國債孳息率在新一年回升至4-4.5%時，將短期浮息債券轉換為長期債券將帶來不俗的收益。

對於以歐元計價的投資者而言，歐洲央行將需要在收緊政策的同時權衡衰退風險，因此直至通脹率明確地回落之前，相信德國國債孳息率將徘徊於2-2.5%的高水平。



雖然利率風險在2022年是拖累回報的主因，但到了2023年，我們預期信貸質素轉壞和息差擴闊將成為主要風險。參考歷史，在聯儲局首次加息之後的三至四季，信貸質素將加快轉壞，因此投資者在新一年應對這態勢有所準備。

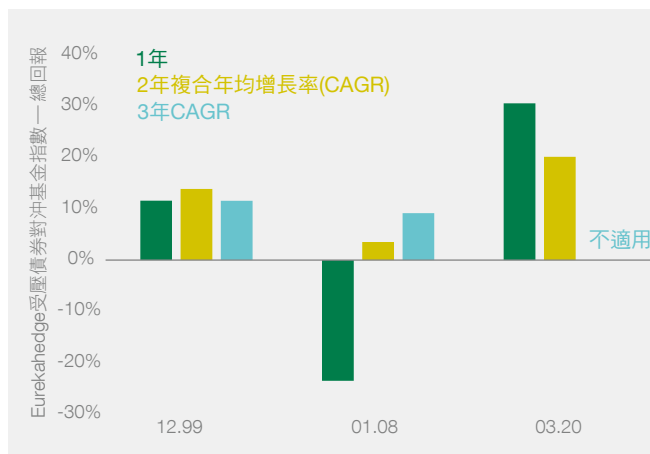
儘管美國國債和企業信用債票息在過去十年偏低，沒法抵禦信貸質素轉差的影響，但收益率現已回升至2006-07年以來的最高位，因此當市場的焦點從通脹轉移至衰退風險時，相信持有優質美元信用債至到期的策略，有望自2023年初起帶來具吸引力的投資機會。

至於風險較高的信用債也可能呈現機會。在邁向2022年底時，信用債的最高孳息率已經突破10%，但由於息差目前僅處於歷史均值，因此較理想是等待高風險債券的定價，能夠更充分地反映未來違約率上升週期的時機才入市，以確保風險-回報比率有利於投資者。

儘管德國國債孳息率穩定，而息差也接近2020年的最擴闊水平，這環境通常應能為歐元債券投資者創造機會，但歐元區當前面對一系列結構性挑戰，包括能源價格高漲，以及企業與家庭可能至少在今年冬季或以後依賴財政支持等，如此可能使債券違約情況呈現較強的週期性，以致發生大批債券違約的尾部風險上升。

因此，在2023年投資於正在不斷變革的歐元區時，運用積極選債操作將更形重要，這是在正常週期性放緩期裡推動表現的要訣。至於能夠把握中期投資機會的投資者也可以考慮投

高收益債券收益率為受壓債券的表現提供助力



資料來源：EurekaHedge、彭博財經及瑞聯銀行

資於受壓信用債(請參閱以下專題)，藉此將當前信貸週期的潛在挑戰轉化為回報機會。

總括而言，雖然在2022年的市場紛擾之後，債券投資者還沒有撥開雲霧見青天，但隨著通脹預期下降及絕對票息收益較高，投資於債券應能在2023年帶來中等回報的機會。

受壓信用債投資： 在經濟動盪時的機遇

在逾十年前經歷環球金融危機的去槓桿衝擊之後，迎來了漫長的利率偏低、企業估值高和融資便利時期，債務也因此而再次上升。

新冠疫情爆發使債台高築的時間進一步延長，為減低防疫封城和經濟干擾所帶來的影響，政府動用財政協助借款人爭取時間，而全球央行則將利率下調至歷史低位，在紓緩家庭和企業壓力的同時，也形成了能夠維持債務的假象。

可是，現在通脹率升溫至一代人也沒有見過的高位，致使早因多項衝擊及當局應對政策而過度槓桿的歐洲、亞洲甚至是美國公司，借貸成本的定價飆升至逾十年來的高水平，財務壓力也開始日漸沉重。

基於歐洲企業同時持續受到能源危機的重創，而亞洲公司則面對中國經濟向下運行至40多年前改革開放以來的最低水平，以致高槓桿企業比以往的週期面對更多方面的壓力，而資不抵債的「殭屍」公司亦與日俱增。

經歷了利率和信貸息差持續上升的2022年，估計債券違約率將見底並開始逐步走高，為在25年來第六次的受壓債券週期掀開序幕，有望在週期進入成熟時為受壓債務投資者帶來機會。

在通脹世界裡發掘股票良機

高通脹期自1900年以來皆為投資者帶來挑戰。汲取歷史經驗，有三種股票策略能夠提升總回報，這包括把握通脹率週期性見頂的時機、瞄準重新配置支出的潛力，以及專注於獲取收益。

西方國家的通脹率已升溫至一代人以來未見的高位。借鏡歷史，投資者能夠採取幾種策略以應對高物價的新格局。

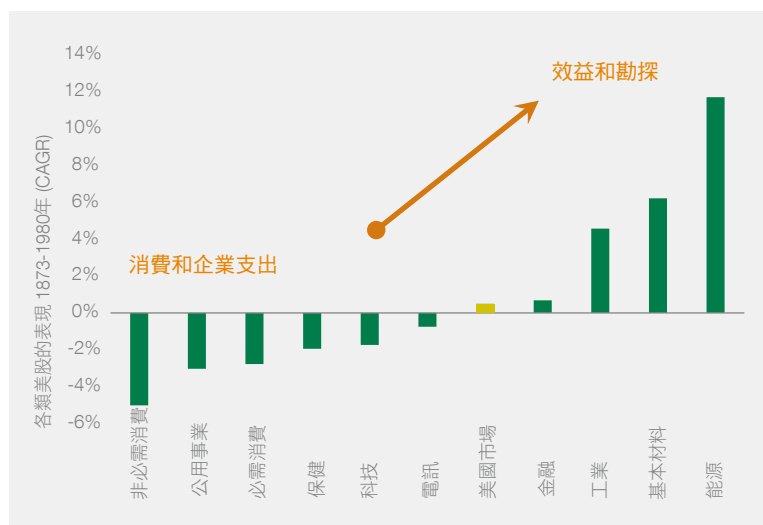
策略一：把握通脹高但持續下降時期的戰術性機會

自1990年以來，美國曾經歷三段通脹率超過5%的時期，這包括1916–1921年、1945–1951年及1970年

代的大通脹期，還有在2022年後期逐步成形的最新一次。

當通脹率高且持續升溫時，美股投資者在其後12個月的平均回報率為6%，進賬比這些時期平均約10%的通脹率為低，而在通脹高且持續上揚的時期裡，投資者約在三分之一的時間錄得虧損，平均跌幅達到14%。

受高通脹影響，消費者和企業重新配置支出並帶來機會



資料來源：Datastream及瑞聯銀行

然而，當通脹來到週期性峰值並開始回落，就算水平仍高，但股票投資的風險-回報概況已經改變。在通脹高但持續下降的時期中，美股平均回報率上升至9.3%，高於在同期平均約為8%的通脹率。此外，自1900年以來，美股在這些時期的平均跌幅為7.6%，遠低於通脹高且持續上揚的時期。

策略二：瞄準重新配置支出所帶來的獲利潛力

回顧在1973年初至1980年底的大通脹期高峰期，標準普爾500指數回報率在計入股息前的複合年均增長率(CAGR)低於1%。

由於通脹率和名義GDP增長均高，應能推升美國企業的盈利，因此美股在這段時期整體表現不濟，主要源於消費者和企業受高通脹影響而重新配置支出。

支出配置形態改變便導致美股不同股類的表現差異擴大，在Datastream的十類行業板塊中，有七類表現負面，但有三類錄得正回報，這包括工業、基本材料和能源，而能源股在這段期間更每年獲得近12%的進賬。

儘管能源漲價可能是帶動能源股表現理想的其中原因，但在1970年代能源危機期間，主要國家為求開發新能源來源、提高能源效益和實現自給自足，集中投資於相關行業並提供稅務優惠，情況與現時十分類似(請參閱第20頁)。

在通脹高但持續下降的時期中，美股平均回報率上升至9.3%，高於在同期的平均通脹率。

策略三：轉為以股息和收益作為推升總回報的主力

除了把握在通脹見頂後的戰術性投資機會，以及定向捕捉支出/投資在通脹期重新配置所帶來的獲利潛力之外，長線投資者也可以透過專注於收益以提高回報。

回看自1900年以來的這三段高通脹期，美國耶魯大學教授羅伯特·希勒(Robert Shiller)的研究數據顯示，由於標準普爾500指數在1916-21年間大跌，股票回報全部來自股息，到1942-49年間，股息在總回報的佔比約為30%，而在1970年代則上升至66%。相比之下，在2011-21年的十年裡，股息僅佔總回報的16%。

再者，自2000年代初起，伴隨著通脹而來的高波動性，同樣為股票投資者帶來收益機會，而在2022年後期的市況亦為結構性產品開展機會，現時的收益率媲美美國高收益債券。



在不確定性中的機遇

正當投資者可以運用在股票領域中的不同機遇，以應對在新一年挑戰重重的投資環境(請參閱第14頁)，現時已形成三大因素，有利於對沖基金為投資者開發另類回報的來源。

無可否認，自2008-09年環球金融危機結束以來，對沖基金的表現持續遜於全球股票。全球央行採取零利率政策既抑制了各類資產的波動性，也縮窄了在同一資產中不同證券的表現差異，致使專長於在波動中發掘回報的主動型對沖基金經理，能夠獲得回報的機會並不多。

不過，通脹飛升已使美國和歐洲的零利率政策時代在2022年底之前劃上句點，就算通脹壓力在2023年降溫，但對沖基金由此面對的阻力也將退減。基於對沖基金坐擁大量流動資金，利率上升將能夠產生利息收益，不會重演2009年以來只有接近零的微薄回報。

再者，在新利率環境下，固定收益和外匯市場已出現逾十年未見的高度波動性，與股票自疫情後的跌宕起伏行情看齊。現在不論是在同一類別之內或是在不同類別之間的資產走勢均反覆不定，因而為主動型對沖基金策略創造了超過十年來最可觀的回報機會。

第三，根據標普的分析，全球股票(尤其是美國)之間的表現差異目前接近2007年以來的最高位，因此與環球金融危機發生前至今的任何時間相比，選股技巧現已再次成為帶來理想回報的主要因素。

基於企業盈利將轉弱，要在全球股票獲取回報並非易事，而受惠於以上三大有利因素，相信對沖基金在2023年不但有助於投資者駕馭不確定性，也能夠帶來回報。

駕馭共同富裕的轉型期

以新發展格局為念，投資者不單需要注視週期性前景，現在還應同時兼顧企業管治的變化和地緣政治的新形勢。

在2022年10月舉行的中共第二十次全國代表大會(「二十大」)，正式將「共同富裕」列入黨章，標誌著中國這個全球第二大經濟體將朝著新增長模式進發。

從週期性維度來看，中國著力推進高質量發展，不再以數量或增速主導，相信在過去幾十年作為經濟規劃重心的GDP增長目標，重要性將逐步退減。

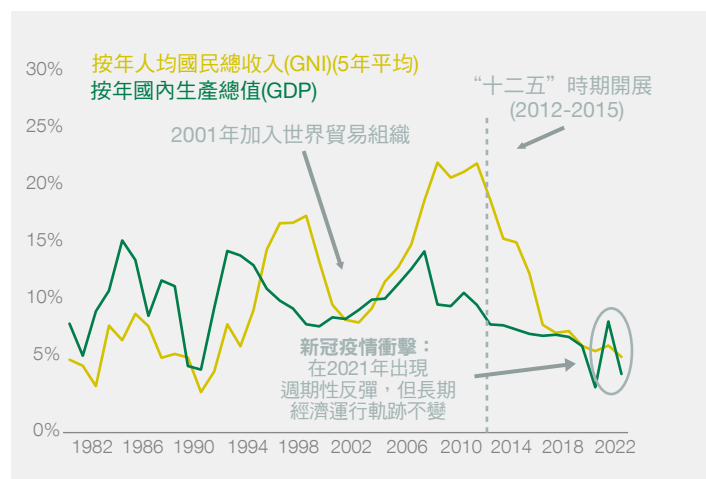
為了穩增長和防風險，當局已經推出定向措施刺激經濟和支持房地產業，若支持政策保持力度，而經濟能夠逐步重啟，相信中國經濟動力有望在2023年穩定改善，情況就如歐洲在2021年漸進地重啟經濟時一樣。

在這大局下，即使全球大部分其他市場積極收緊貨幣政策，中國人民銀行在2023年初可能成為唯一仍然寬鬆政策的主要央行。當局在2022年8月推出的財政刺激措施，也應開始對經濟活動產生提振作用，有望鞏固內地經濟在踏入新一年的週期性基礎。

美國通過《晶片法》 是中美經濟矛盾再 加深的第一炮。

儘管可能不再明確提出增長目標，但為免出現社會不穩和結構性脆弱點，相信每年經濟增長率的隱含下限將約為4.0%，因此對比之下，目前的經濟增速仍然過低。當局堅持動態清零的防疫政策已經壓抑經濟活動，內部消費持續疲軟，全國城鎮失業率上升至5.5%，住宅銷售額亦大跌30%，致使中國經濟在2022年顯著向下運行。

中國：經濟面臨新增長趨勢



資料來源：世界銀行及瑞聯銀行

當前經濟增長減速，其實與自2012年開始轉型由家庭消費拉動增長的結構性進程一致。中國家庭儲蓄率達到46%，是全球第二高，而內地消費活動正朝著較高端和把握不同省市消費差異的主題發展，相信在接待、非必需消費和耐用消費的優質公司將獲益。

乘用車市場正是消弭地區消費差異所帶來的其中機會。在內地較不富裕的二線和三線城市，乘用車的滲透率仍然偏低，在共同富裕的大政策下，電動車便成為拉近城市之間差距的其中主體。在2022年，在中國每賣出的四輛新車之中，便約有一輛是新能源車。策略性推進電動車轉型也有助於實現更廣闊的目標，除了促進中國的減碳排步伐和降低對進口燃油的依賴之外，亦提升中國在全球市場的競爭力、確立全國性的能源儲存系統，以及為智能出行的發展布局。

中國現已成為全球最大的電動車市場和出口國，擁有完整的垂直整合型電動車和電池供應鏈。此外，中國在電動車動力鋰電池的產能也是全球最大，在2021年達到全球產能的70%。國內的大型動力電池廠在技術和成本均有優勢，並與全球領先的新能源車廠緊密合作，因此已具備有利條件受益於全球持續拓展的電動車需求。

儘管當局在未來有望加大支持週期性經濟增長的力度，但在投資於以往的增長板塊時，仍將附帶新的風險溢價。在中國推進

共同富裕年代之初，大型科技平台公司首當其衝，成為當局推出多項嚴格法規加強監管的對象。這些舉措既為了滿足國內對網絡安全的新要求，也旨在更好地實現共同富裕的目標。

基於以往為求增長不惜代價的經營手法已經不為接受，相信在共同富裕的新年代裡，從事電子商貿、本地網上服務、數碼娛樂和社交媒體的消費科技公司將採取新營運模式。現有大企業者在新環境中不但要應付較高昂的合規成本，亦要符合承擔更大企業社會責任的期望，相信日後在配置資本時將更定向和注重效益。

近期越來越多內地企業將資本回饋股東，雖然這發展令人鼓舞，但投資者不應低估在推進共同富裕的國策下，民營企業將因而加重的成本，以及當新增長模式逐步確立時，這些成本對其長週期增長的掣肘。

除此以外，正當中國加大支持增長力度，但全球供應鏈和地緣政治秩序進一步重整，看來也將為中國投資者築建新壁壘。美國通過《晶片法》(CHIPS Act)劍指中國發展高科技業的雄心，可能代表著這兩個全球最大經濟體矛盾再加深的「第一炮」(請參閱第24頁)。

總的來說，除了著眼於週期性有利因素之外，投資者必須以中國新發展格局為念，兼顧企業管治的變化和地緣政治的障礙。



貴金屬： 前景不一

基於我們預測美元在2023年將轉弱，加上實質利率有望見頂及消費需求上升，相信黃金和白銀價格在新一年將上揚。至於鉑(platinum)和鈀(palladium)，由於轉用電池電動車已是大勢所趨，因此前景不一。

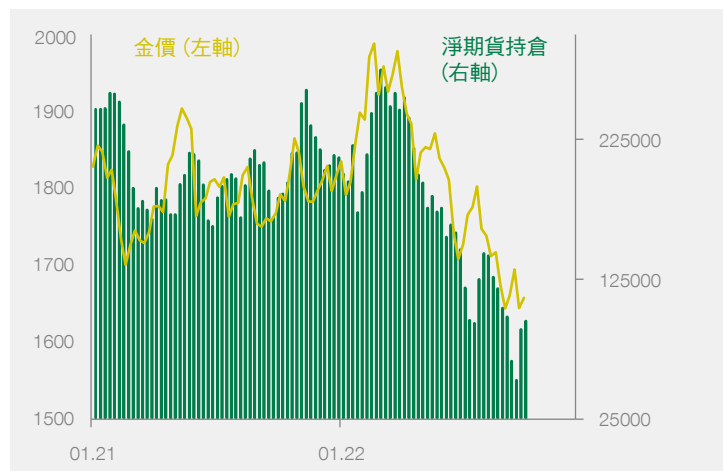
黃金：溫和上漲

有別於市場共識預測，儘管通脹和地緣政治壓力升溫，但金價在2022年仍然表現失利，原因有三；第一，已發展市場和新興市場的短期利率皆上漲，增加了持有黃金的機會成本；第二，短期利率上揚連帶推升長期實質利率預期，後者與金價長久以來呈現逆向關係，因此當實質利率在2022年全年不斷走高，金價便持續走低；第三，中期通脹預期在過去一年逐步向下，反映投資者相信，結合加息和經濟放緩的因素將能夠抑制通脹。由於黃金的表現未如人意，投資者在年內陸續削減持有量，也進一步壓低金價。

展望2023年，相信金價將緩慢爬升。我們認為，美國實質利率預期已經見頂，並將開始逐步回落，這將助推金價上揚，而美元匯價溫和轉弱也將有利於此趨勢——通常美元指數下跌1%，每安士金價將上漲7美元。在這兩項因素的共同作用下，金價有望在2023年底上升至每安士1,800美元左右，接



投資者在2022年減少黃金持倉



資料來源：EurekaHedge、彭博財經及瑞聯銀行



銀價對比金價處於歷史性低位

近我們預測每安士約為1,900美元的公平價值。由於投資者目前的持倉不多，當邊際性買家數目增加也將支持黃金漲價。

白銀：貝他值較高將推升價格

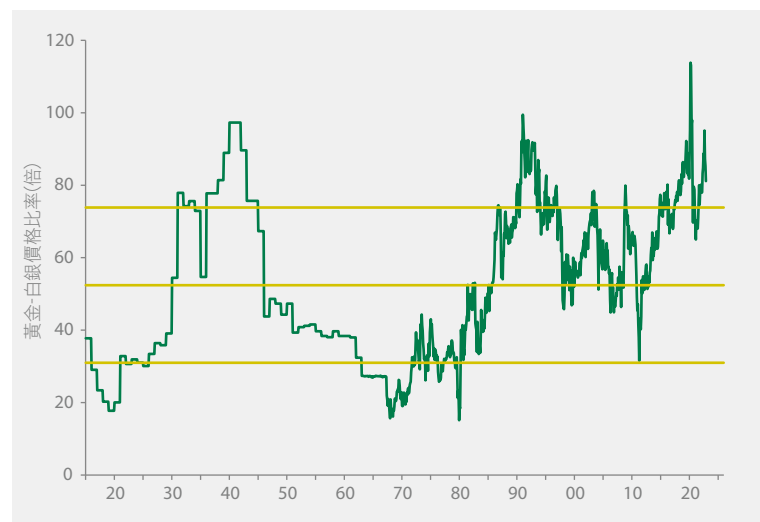
我們現時轉為預期銀價在2023年將上漲，有幾個原因驅使我們調整此前認為銀價將溫和下跌的預測。

首先，基於我們預計金價在新一年將回升至每安士1,800美元水平，傳統上貝他值高於黃金的白銀，漲幅將大於黃金。黃金-白銀價格比率目前與歷史均值相若，這意味著銀價目前的估值沒有被高估或低估，因此相信當金價上揚，銀價也將跟隨。

第二，我們認為有關製造業和工業生產的壞消息已經大致在銀價中反映，這表示著銀價從現水平再大跌的機會不多。大部分採購經理指數(PMI)及工業調查目前接近發生危機時的水平，顯示白銀定價的下行壓力已經夠巨大，因此這形勢有望在不久後逆轉。第三，目前在期貨市場的白銀持倉處於幾年來的低位，顯示廣泛投資者在白銀的投資偏低，因此就算買入興趣只是稍為回升，也將刺激銀價大漲。我們預測，銀價在2023年可望上漲至每安士22甚至是24美元。

鉑：展望理想

踏進2023年，預測鉑的價格將跟隨黃金和白銀的上行趨勢。儘管汽車生產未見起色而預期廣泛經濟活動將收縮，致使鉑價在短期內不會大漲，但隨著供應減少但需求增加，特別是對鉑的需求將取代鈀，這長遠發展將有利於鉑價，因此相信每安士回升至約1,100美元並非不可能，但要顯著超越這水平的機會不高。



資料來源：彭博財經、macro trends.net及瑞聯銀行

投資者目前在黃金的持倉有限，應能支持金價上揚。

鈀：長遠將下跌

鈀的長期前景十分明確：一方面轉用動力電池電動車的趨勢，將減低對鈀的需求；另一方面鈀的供應增加，致使鈀價存在回落至每安士約1,600美元的空間。不過，短期而言，基於俄羅斯在全球鈀供應的佔比達到60%，對俄國實施制裁將影響鈀的供應，因此投資者應預期鈀在長遠將大幅下跌，但目前可能隨著市場對俄烏戰事發展的反應而有所起伏。

在全球宏觀 範式轉變中的 投資主題

在90年代促進全球化的基礎投資，正因供應鏈本地化和氣候變化壓力日增而逐步重整，有望如全球化推展時般帶來長週期投資機會。



全球化可能早在十年前已經到達頂峰，但美國前總統特朗普發動貿易戰，疊加新冠疫情爆發，再有俄羅斯在2022年大舉出兵入侵烏克蘭，已使全球經濟的形態，從以往推崇「準時生產」(Just in time) 加快轉變為「以防萬一」(Just in case)。

當全球逐步轉型至新宏觀範式(paradigm)，在1990年代為全球化而建立的基礎設施便需要重新布局，雖然這將加劇通脹和不穩定性，但與以往全球化進程開展時一樣，也將帶來長週期的投資機遇。

全球能源轉型：繼續運轉

自1989年蘇聯解體，俄羅斯的低價能源和多樣化商品開始出口至各國工廠，不但塑造了世界能源市場此後的面貌，也成為全球經濟發展所立足的基石。

不過，俄國在2022年侵略烏克蘭，並引發多國對俄國實施制裁，運行多年的供求形態出現干擾甚至可能崩潰，致使全球尤其是歐洲在短期內要滿足能源需求，但又要避免在長期鎖定於低效率的能源來源和技術。

在這情況下，煤炭和石油能源正捲土重來，惠及能源出口國和公司，但不利於能源消耗者。

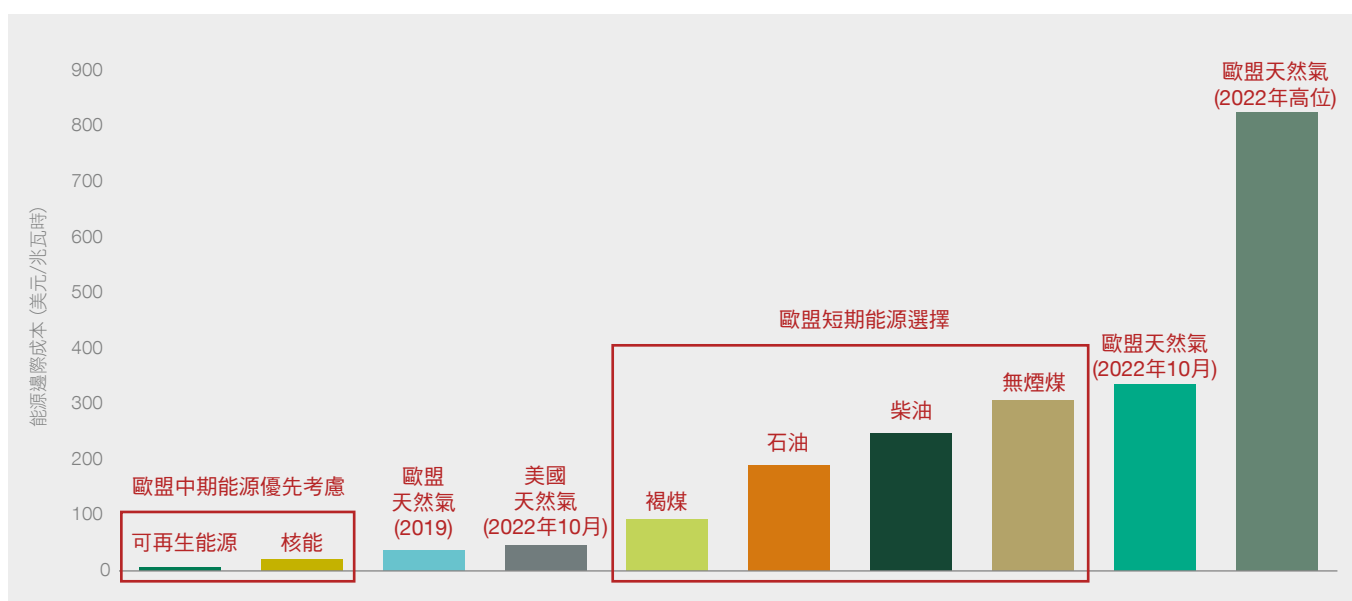
全球能源市場的干擾已驅使當局推出重大政策以推動能源轉型。

在策略上，多國已制訂重大政策推進能源轉型，就連在拓展新能源的步伐較落後的美國亦然，但政府推行鴻圖大計之前，必須應對以下的挑戰：

- 供應鏈和工程服務規模不足，導致虧損和限制了投資
- 配置投資時遇上監管障礙，以法國為例便可能需要長達10-12年的時間
- 為應付利率上升及其對消費和投資的影響，以致拖慢了能源轉型計劃的進度

短期來說，面對世界能源短缺，開發能源供應在結構上別具重要性。能源漲價和供應不足已迫使政府馬上行動，以提高能源安全性和獨立自主性，不再只是為了實現長遠的氣候目標。因此，多國已採取刺激措施擴大建設相關的基礎設施，同時運用行政壓力以消除監管障礙，並調整能源定價、對家庭的支持和企業稅制。

歐洲發電成本高仍將影響競爭力



資料來源：瑞聯銀行

投資基礎設施：為未來打造更高效益的根基

儘管擴大能源供應對提高能源安全和獨立自主性舉足輕重，但在全球能源轉型進程中，提升能源效益也是必不可少。

歐洲政府正尋求將公共運輸網絡升級和電氣化，同時也有意投資於促進航空和航運等行業去碳化。

去全球化將在 傳統/可再生 能源、基礎設施 和糧食領域 創造機會。

美國也增加財政預算擴展電動車充電網絡，以加快在這領域的發展，但美國將焦點放在提升現有運輸資產的能源效益，預測美國單是重建主要樞紐機場便已帶來高達1,000億美元的基礎設施投資機會。

為了實現在《巴黎協定》中所訂的控制氣溫升幅目標，政府間氣候變化專門委員會(IPCC)工作組預測，全球在未來每年將需要投資5,000億美元以建設低碳和節能的基礎設施。

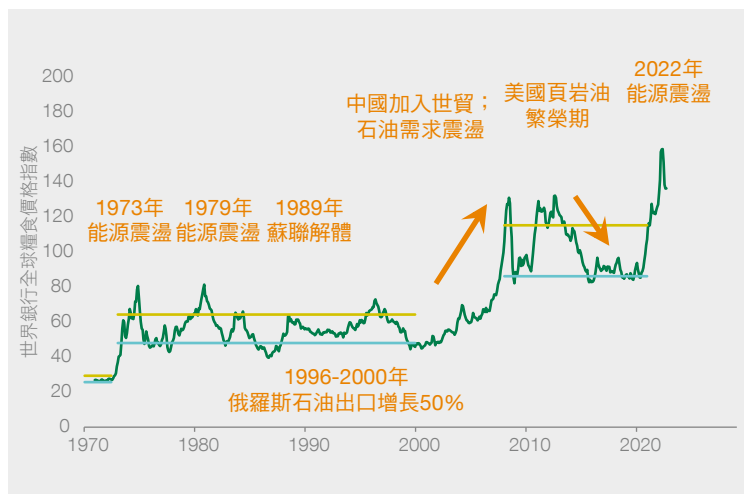
基於公共債務在全球大流行一疫之後已經暴漲，透過私人資金以更新或置換過去由政府興建和持有的基礎設施，已成為政府應對能源和安全威脅的唯一另類途徑，這將為投資者在未來多年開啟機會。

全球糧食：從土壤至超市將受干擾

能源危機不但揭露了現有基礎設施的效益不足，也同時引發糧食危機。在美國農業成本中，有高達50%與能源價格息息相關，從提高收成的化肥，以至耕作、處理或運輸過程所需的燃料等。與此同時，生物燃料已不再只為應對氣候變化，也用於填補傳統燃料供應沒法滿足的需求。

氣候變化引致的乾旱除了影響水力發電廠作業，以及以駁船運送燃料的水路，因而加劇能源危機之外，作物失收也持續干擾糧食供應。

能源漲價推升糧食價格



資料來源：世界銀行及瑞聯銀行

全球糧食業也曾不時遇上乾旱，但領先全球農業公司邦吉(Bunge)的行政總裁指出，作物收成在旱災後通常需要約兩年時間才能提高，讓農產品市場重新平衡和使價格恢復常態。

增加投資於化肥 製造商和支持 種籽技術供應商， 對恢復可持續的 全球糧食平衡 不可或缺。

可是，能源危機如今成為妨礙提高收成的障礙。全球主要化肥供應國俄羅斯及白俄羅斯相繼受到制裁，刺激化肥價格和影響供應，化肥使用量下降可能不利於2023年的莊稼收成。

故此，雖然在去全球化的進程中，所帶來的能源震盪最直接惠及能源和基礎設施的投資，但增加投資於化肥製造商和支持種籽技術供應商，對恢復可持續的全球糧食平衡不可或缺，也有望在未來帶來投資良機。



去全球化風險正在升溫

在經濟上，正當債務與GDP比率處於歷史性高位，在調整通脹後的實質利率轉為正數，已對政府維持債務的能力構成風險。與此同時，中國和美國矛盾日深，也可能使全球供應鏈重新布局的過程演變成全面去全球化。

2001年世紀交替，中國在踏進21世紀的這一年加入世界貿易組織，也讓西方國家初次體驗到通縮。

中國憑著低成本生產迅速躍升成為世界工廠，配合蘇聯解體促成俄羅斯在此前十年憑著出口商品而進入全球經濟體系，這兩大發展便造就全球通脹率和利率在往後持續穩定地下降。

然而，美國前總統特朗普在2017-18年發動貿易戰，破壞了這個平衡格局。作為中國出口貨品的主要客戶，美國對於這個全球最大製造基地的依賴，首次產生疑問。後來新冠疫情來襲，迫使世界多國重新優先考慮供應可靠性和安全性多於低成本，也加深了對既有狀況的疑慮。

俄羅斯在1990年代促成原材料供應鏈全球化進程，但繼2014年入侵烏克蘭之後，俄國再度在2022年犯境，以致對於可靠性和安全性的關注拓展至全球供應鏈。

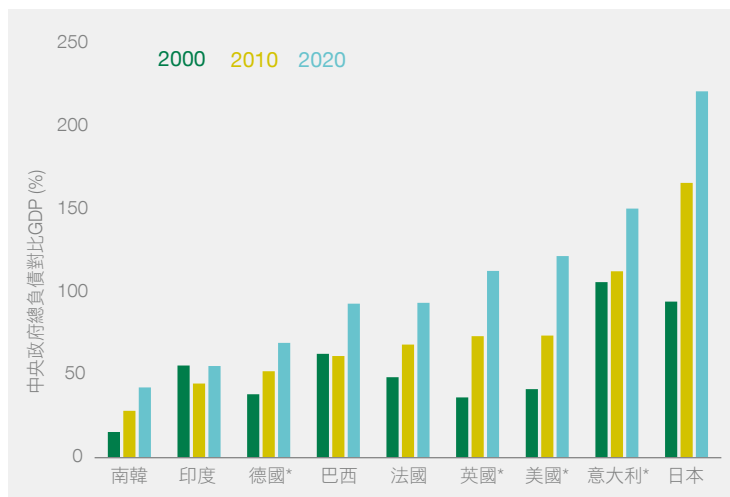
這些衝擊為投資者帶來了一代人以來未見的多重風險，首先是通脹飛升，繼而是債券孳息率上揚，而央行為了應付物價上漲，原本經通脹調整後的負利率環境也完全改變。

對於投資者來說，高通脹復現及實質利率持續處於正數的最大風險，在於過去15年來因利率偏低而累積的債務。

據國際貨幣基金組織(IMF)的數據，全球最大經濟體合計的政府債務與GDP比率，在過去10-20年大幅飆升，大部分國家的公共債務從以往相當於GDP的50%以下，倍增至2020-21年的超過100%。

就算在這些國家中，有少數的私人部門在過去十年持續去槓桿，但IMF的數據顯示，所有最大型已發展經濟體的總負債現在也相當於GDP的150-500%。

最大型經濟體自2010年以來的
國債大增50%.....



資料來源：國際貨幣基金組織、彭博財經及瑞聯銀行
*數據截至2021年底

相應地，若全球利率維持於2022年後期的水平，這些政府的償債成本將與日俱增，因而在未來將被迫擲節支出、加稅和實行控制債券孳息率曲線的措施。

除非這些國家選擇而市場也接受仿效日本採取孳息率曲線控制政策，否則現有債務所帶來的更大利息負擔，便會導致財政機關在經濟放緩時(例如當前正在形成的局面，請參閱第6-9頁)沒法擴大支出，以致加深經濟下行的程度，維持時間也將延長。

地緣政局方面，世界兩大經濟體包括中國和美國的關係日趨緊張，可能使全球供應鏈重新布局的過程，轉變為全面去全球化。

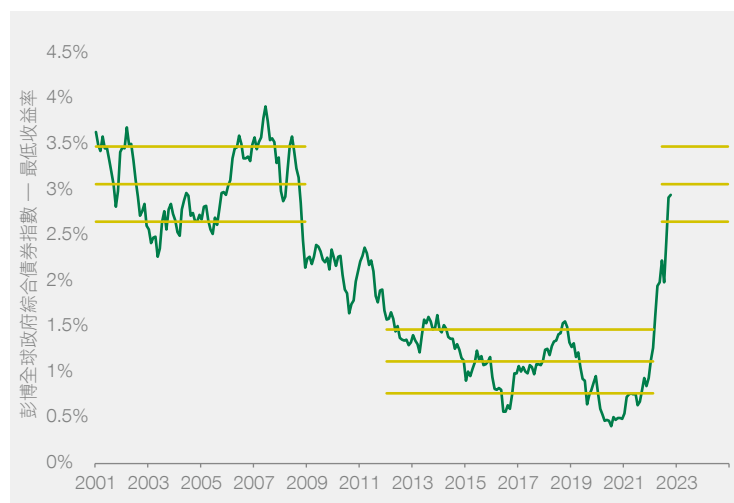
利率上升至十年來未見的高水平，已經掣肘政府應對經濟放緩的能力。

特朗普在2017-18年將貿易武器化，導致中美關係劍拔弩張，但兩國的矛盾並沒有因為這位第45任美國總統的卸任而緩和。

現任美國總統拜登不但維持其前任對華開徵的高關稅，同時開始加強與東亞和南亞國家結盟，以抗衡中國不斷冒升的力量。



……而國債孳息率自2020年以來上升六倍



資料來源：彭博財經及瑞聯銀行

正當俄國揮軍入侵鄰國，引發全球關注中國大陸可能對台動武，美國在2022年8月通過《晶片法》(CHIPS Act)，凸顯兩國在經濟上的對立風險已經進一步升溫。

事實上，美國《晶片法》延續了特朗普政府的政策，限制中國獲得美國的高科技產品和技術，這是針對中共總書記習近平在2022年10月於中共二十大會議上，重申「實現高水平科技自立自強，進入創新型國家前列」的總體發展目標作出制衡。

當特朗普發動的貿易戰在2019年接近落幕之際，其實已經在全球科技領域開闢新戰場，而中國對美元融資的依賴也使兩國的戰線擴展至金融範疇。

故此，不論中美矛盾會否觸發台海干戈，兩國在貿易、知識產權以至美元融資等多方面的對立關係，已經影響經濟形勢，其破壞性不亞於俄國因入侵烏克蘭而與西方國家爆發的經濟戰。

總的來說，無論是在經濟或地緣政治的層面，去全球化風險正對1990年代以來世界經濟所建立的基礎，以至全球投資者所習以為常的運行形態構成重大威脅。這些風險正在步步逼進，因此投資者在2023年積極靈活管理風險將是重中之重。



Michaël Lok

集團首席投資總監及資產管理聯席行政總裁

Michaël Lok於2015年加入瑞聯銀行，擔任投資管理主管。Michaël 於財富及資產管理界擁有超過20年經驗，

在加盟前為法國農業信貸銀行集團（Crédit Agricole Group）旗下的東方匯理財富管理（Indosuez Wealth Management）的全球資產管理主管，專責為私人銀行和超高淨值客戶開發一系列UCITS基金，也建立多個專注於亞洲和拉丁美洲的投資方案，而Michaël此前則為投資主管及風險和量化投資組合管理主管。Michaël過去曾分別效力於Banque Martin Maurel及法國滙豐（在收購法國商業銀行CCF之前），均出任投資組合經理。Michaël獲法國University of Aix-en-Provence授予財務碩士學位（DESS）及銀行與財務碩士學位（DEA）。



Norman Villamin

財富管理首席投資總監

韋立民（Norman Villamin）於2015年11月加入瑞聯銀行，擔任蘇黎世的投資服務部主管兼財資與交易部

主管，並於2016年獲委任為財富管理首席投資總監。韋立民以諮詢及全權委託方式管理財富超過20年，此前曾為Coutts International的首席投資總監、花旗亞太區私人銀行的投資分析及投資意見部主管、滙豐亞太區研究主管，以及摩根士丹利亞太區策略主管，曾駐香港及新加坡。韋立民獲美國密歇根大學（University of Michigan）授予工商管理學士學位，以及獲芝加哥大學（University of Chicago）授予工商管理碩士學位。



Patrice Gautry

首席經濟師

Patrice Gautry於2000年2月在日內瓦加入瑞聯銀行，出任本行經濟及主題研究部主管。此前，他曾

於1991年至1999年間在巴黎效力於滙豐集團，擔任機構資產管理部的經濟及投資策略主管。1988年至1991年，他服務於Ecofi-Finance Group，擔任歐洲多元化SICAV基金及互惠基金投資組合的經理。Patrice獲HEC-CESA Paris 及University of Orléans授予經濟研究碩士學位（Diplôme d'Etudes Approfondies），主修外匯、金融及銀行。



Peter Kinsella

全球外匯策略主管

Peter Kinsella於2018年11月加入瑞聯銀行，在財富管理和投資銀行業擁有逾15年的豐富經驗。Peter在

加盟前為德國商業銀行(Commerzbank)的新興市場研究主管，管理涵蓋所有主要新興市場經濟體（俄羅斯/獨聯體、歐非中東、中國和拉丁美洲）的國際團隊，而在此前則擔任Pioneer Investments/Amundi的外匯和衍生工具交易員，因此精於各類先進外匯對沖和風險管理技巧。Peter持有雙碩士學位，包括由英國政治倫敦學院(London School of Economics)授予的經濟學碩士學位，以及由意大利博洛尼亞大學(University of Bologna)授予的法律和經濟學碩士學位。

責任聲明

本文件為市場推廣通訊，當中載有金融服務的一般資料，並反映瑞聯銀行(Union Bancaire Privée, UBP SA)及/或瑞聯銀行集團的任何實體（下稱「瑞聯銀行」）截至發出日期的獨家意見。在任何作出要約或招攬將不獲授權的司法管轄區，或是對於任何獲得要約或招攬將屬非法的人士而言，本文件並非也無意被視為與瑞聯銀行進行任何交易、買入、認購或賣出任何貨幣、產品或金融工具、作出任何投資或參與任何特定交易策略的要約或招攬。本文件僅提供廣泛概述供討論用途，旨在確定客戶的意向。本文件不會取代有關任何特定金融工具的發售章程、重要資料文件、投資者資料概要文件或任何其他法律文件，而前述文件可向瑞聯銀行或相關投資工具的發行人（如適用）的註冊辦事處免費索取。本文件所載的意見未有考慮個別客戶的情況、目標或需要。

瑞聯銀行根據市場提供的情況分析金融工具，且出於此目的與第三方維持及/或尋求建立商業關聯，而瑞聯銀行也可能自行創設金融工具。因此，本通用資料並非不偏不倚地獨立於瑞聯銀行或關連人士的自有權益，而這可能與客戶的利益構成衝突。瑞聯銀行設有監管利益衝突情況的政策，並已在架構層面採取適當措施防範發生潛在利益衝突。

本文件所載資料並非瑞士銀行業協會(Swiss Banking Association)《金融研究獨立性指令》(Directives on the Independence of Financial Research)涵蓋內的財務分析結果，亦非根據歐盟《金融工具市場指令》(MIFID)條文所進行的獨立投資研究結果。歐盟法規對與位於歐盟以外的瑞聯銀行實體所建立的關係並無管轄權。

當提供投資意見或投資組合管理服務時，瑞聯銀行考慮和評估所有相關的金融風險，包括可持續性風險(sustainability risks)。根據歐盟《可持續金融披露規則(2019/2088)》(Sustainable Finance Disclosure Regulation (2019/2088))所界定，可持續性風險是指「一旦發生，可能對投資價值產生重大的負面影響的環境、社會或管治事件或狀況。」有關我們管理可持續性風險的方式，請瀏覽[www.ubp.com]。

瑞聯銀行已作出合理努力，確保本文件的內容乃取材自來源可靠的客觀資料和數據。然而，瑞聯銀行無法保證在本文件內所載且由本行真誠收集的資料為準確和完整，也不會就使用有關資料而引致的任何虧損或損失承擔任何法律責任。在本文件發表時，情況可能改變並影響所收集的數據和所表達的意見，因此本文件所載的資料可能隨時更改，恕不另行通知。瑞聯銀行概不就本文件所載的任何資料、預測或意見作出任何明示或暗示的陳述、保證和承諾，亦不對文件內的任何錯誤、遺漏或失實陳述承擔任何法律責任。瑞聯銀行不承諾在本文件公布後進行更新或修正可能出現的任何不準確之處。

本文件可能提及過往表現，而過往表現並非當前或未來表現的指標。除了過往表現和歷史事實的陳述外，本文件內所有陳述均為「前瞻性陳述」。「前瞻性」陳述並非未來表現的保證。

任何投資的稅務處理視乎客戶的個人情況而定，並可能在未來有所變化。本文件並無載有由瑞聯銀行發出的任何稅務意見，亦不反映客戶的個人情況。

本文件屬機密性質，僅供收件人閱覽。本文件不得全部或部分複製。瑞聯銀行明確禁止未經其書面許可，重新分發本文件的全部或部分內容，且不會對第三方就此採取的行動承擔任何責任。

本文件不擬在美國及/或向美國人士分發，或在瑞聯銀行作出分發將受到限制的司法管轄區內分發。

2022年11月

圖片來源：©Gettyimages.com及瑞聯銀行

瑞士：瑞聯銀行在瑞士獲得瑞士金融市場監管局(FINMA)認可和受其規管。

英國：瑞聯銀行在英國獲得審慎監管局(PRA)認可，並受金融行為監管局(FCA)規管及受審慎監管局有限度規管。

杜拜：本市場推廣材料由Union Bancaire Privée (Middle East) Limited發出，該公司受杜拜金融服務管理局(Dubai Financial Services Authority, DFSA)規管。本材料僅供專業客戶及/或市場交易對手方使用，其他人士不得據此作出行動。有關本材料的金融產品或服務，僅向符合專業客戶及/或市場交易對手方規定的客戶提供。本資料僅提供作參考用途。本資料不應被詮釋為在任何司法管轄區內買入或賣出任何金融工具或參與任何特定交易策略的要約或要約的招攬。

香港：瑞聯銀行為受香港金融管理局(金管局)規管的持牌銀行，也為受證券及期貨事務監察委員會(證監會)規管的註冊機構，在香港僅限於從事第1、4及9類活動。瑞聯銀行只可透過文件方式在香港發售或出售證券，且(i)對象為《證券及期貨條例》(香港法例第571章)及任何據此所訂的規則涵蓋內的「專業投資者」；或(ii)在任何情況下有關文件為《公司條例》(香港法例第32章)涵蓋內所界定的「發售章程」或構成該條例涵蓋內的公眾發售。除非獲香港法例許可，任何人士不得在香港或其他地方發布或持有用作發布與該等證券有關而對象為香港公眾，或很可能為香港公眾獲得或閱讀的廣告、邀請或文件，除非有關證券僅擬售予香港以外的人士，或是為《證券及期貨條例》涵蓋內的「專業投資者」。

新加坡：瑞聯銀行是受新加坡金融管理局(MAS)規管的銀行，也為根據新加坡《財務顧問法2001》(Financial Advisers Act 2001)的獲豁免財務顧問，可從事若干財務諮詢服務，且根據新加坡《證券及期貨法2001》(Securities and Futures Act 2001)第99(1)節獲得豁免，可進行若干受規管的活動。本文件未有在MAS註冊為發售章程，相應地本文件及有關通用建議的任何其他文件或材料，均不得直接或間接地向新加坡人士傳播或分發，除非對象為新加坡《證券及期貨法2001》所界定的(i)機構投資者；或(ii)認可投資者。本廣告未經新加坡金融管理局審核。

盧森堡：瑞聯銀行獲得盧森堡金融業監管委員會(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)註冊。

意大利：Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano根據由其母公司Union Bancaire Privée (Europe) S.A.所持有的歐盟自由經營護照(European passport)而於意大利營運，該經營護照通行整個歐盟，因此此分行獲認可在意大利提供和從事其母公司Union Bancaire Privée (Europe) S.A.已於盧森堡獲得認可的服務和業務，而母公司則受盧森堡金融業監管委員會(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)規管。

摩納哥：本文件無意構成摩納哥親王國的法律之下的公眾發售或可相相比擬的招攬，但可提供予瑞聯銀行摩納哥分行的客戶作參考用途，該行的銀行活動受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)規管，而金融服務則受Commission de Contrôle des Activités Financières監督。

© 瑞聯銀行 2022。版權所有。

注意：此乃中文譯本，僅供參考。中英文本如有歧異，應以英文本為準。

更多見解
更多靈感
UBP.COM

更多《2023年投資
展望》的精彩內容，
請瀏覽瑞聯網頁中的
“新聞中心”



請在瑞聯網頁
訂閱最新通訊



瑞聯銀行 (Union Bancaire Privée, UBP SA) | 香港分行
香港中環干諾道中一號
友邦金融中心二十六樓
電話+852 3701 9688 | 傳真+852 3701 9668
瑞聯銀行是於瑞士日內瓦註冊成立的有限責任公司。

瑞聯銀行 (Union Bancaire Privée, UBP SA) | 新加坡分行
萊佛士碼頭一號北樓三十八樓
新加坡第048583郵區
電話+65 6730 8088 | 傳真+65 6730 8068
Co Reg No T13FC0154G



請於ubp.com訂閱我們的月報