

2025  
财富展望

在分歧中寻求增长：新形势下的投资策略

# Citi

*迈向财富之路*

投资产品：非联邦存保公司担保 • 非加拿大存保公司承保  
• 非政府担保 • 无银行保证 • 可能损失投资金额

# 前言

欢迎阅读本期《财富展望》！本旗舰报告每半年发布一次，旨在探讨未来一年及以后与您投资组合相关的主要经济和市场趋势。花旗首席经济学家兼首席投资策略师魏廷文（Steven Wieting），以及世界各地的同事们为本报告提供了宝贵见解，在此深表感谢！

我们认为，近年来全球经济已经“打破常规”发展规律，尽管美国及其他地区都出现了通常看来较为确定的衰退信号，但全球经济却仍在持续增长。鉴于创新的步伐不断迈进、生产率持续提升以及全球消费者需求日益增长，这种经济韧性对我们来说并不意外。我们一直主张让投资组合保持充分投资，并为持续的上涨行情做好布局。

尽管市场波动性可能会加剧，但我们认为2025年和2026年全球经济仍会持续增长。人工智能的推广或将惠及科技领域之外的其他行业。不断增加的资本支出有助于为这种“打破常规”的增长以及市场的上行走势提供支撑。

当然，诸多挑战依旧存在。美国加征新关税的潜在风险或将加剧贸易紧张局势。政治纷争与地缘政治紧张局势可能持续存在，中东、乌克兰及其他地区都有可能出现不可预测的发展态势。美国等国家的巨额政府债务可能仍会令债券市场感到不安。



自2022年低点以来，估值虽已有所上升，但我们认为全球各资产类别中仍然存在潜在机会。因此，我们认为投资者需要拓宽投资视野，尤其是对于很多配置过于集中的投资者而言。此外，我们预计持有大量现金仍将难以获得理想回报。

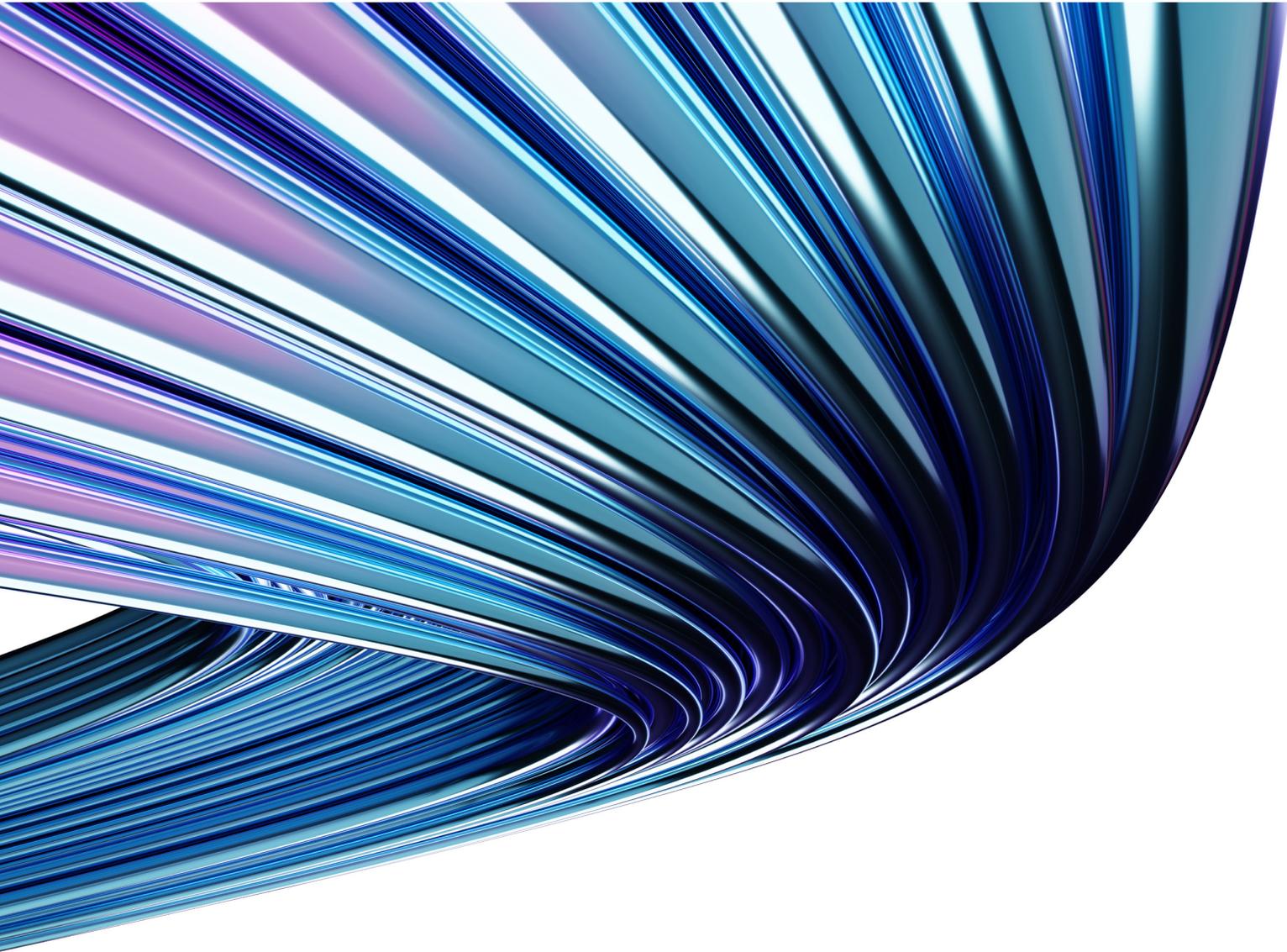
您在阅览本《财富展望》报告时，欢迎联系您的客户关系团队，向其了解本报告内容对您的投资组合有何指导意义。我们的全球投资平台涵盖诸多策略，可助力您捕捉我们所洞察到的潜在机遇，同时帮助降低风险。

在Citi Wealth 团队眼中，我们的每位客户都是世界变革者。您的卓越理念、炽热激情及不懈追求，正在重塑商业、社区乃至整个社会。我们的使命不仅是帮助您管理财富，我们还致力于利用花旗庞大的全球网络，为您带来无限投资机遇，点亮您的财富之路。

感谢您选择Citi Wealth! 在未来一年乃至更长的时间里，我们将满怀期待，为您的财富之旅保驾护航!

Andy Sieg

财富主管



## 编者

《2025年财富展望》由首席投资策略师办公室与来自花旗投资管理部门 (CIM) 及另类投资团队的同事们合作编制。

以下花旗全球团队成员为本报告提供了宝贵见解:

**魏廷文(Steven Wieting)**

首席投资策略师兼首席经济学家

**Jorge Amato**

拉美投资策略主管

**Davide Andaloro**

CIM高级投资组合经理

**Stefan Backhus**

另类策略主管

**陈媛文(Cecilia Chen)**

全球股票策略

**Chris Distaulo**

CIM投资组合经理

**Joseph Fiorica**

全球股票策略主管

**Bruce Harris**

固定收益投资策略主管

**Joe Kaplan**

高级固定收益投资策略师

**Paisan Limratanamongkol**

战略资产配置与量化研究主管

**Guillaume Menuet**

欧洲、中东和非洲投资策略主管

**Daniel O'Donnell**

另类资产与投资管理人解决方案主管

**彭程(Ken Peng)**

亚太投资策略主管

**Deborah Querub**

数字资产主管

**Charlie Reinhard**

北美投资策略主管

**Harlin Singh Urofsky**

可持续投资主管

**Malcolm Spittler**

投资策略师兼高级美国经济学家

**Michael Stein**

对冲基金与传统投资流动性策略主管

**Catherine Turullols**

北美可持续投资专家

**Diane Wehner**

CIM股票投资组合高级经理

**Nathan Weinstein**

花旗投资管理全球医疗分析师

**Kerry White**

CIM投资组合解决方案主管

**Michael Yannell**

对冲基金、固定收益与信贷研究主管

**张抒(Shu Zhang)**

投资实验室主管

**制作团队****Gera Aina**

投资营销项目经理

**Nicole D'Angelo**

CIO内容与洞察主管

**Jamie Maran**

CIO内容与洞察分析师

**Dominic Picarda**

编辑

# 前言

---

## 2025年及以后的世界

在分歧中寻求增长: 新形势下的投资策略	9
我们的资产配置	15
大类资产长期展望: 适度乐观	16
加密货币的美元化	19

---

## 核心投资组合见解

坚守投资路线: 拓宽投资组合视野	24
股票: 持续牛市中的轮动上涨	27
固定收益: 以信用债为核心	32
利用私募资产类别补充核心投资组合	36
合格投资者可酌情将对冲基金纳入核心投资组合	42
补充核心投资组合: 机会型投资	46

---

## 无阻趋势

人工智能: 日益成为现实	53
气候投资: 布局创新技术	57
医疗创新助力延长人类寿命	61
在中美两极分化背景下进行投资组合布局	63

# 2025年及以后的世界

## 经济持续增长

近年来，全球经济屡次打破衰退预言。我们预计，2025年和2026年世界经济将持续增长，同时全球企业盈利增加将带来更多收益。

---

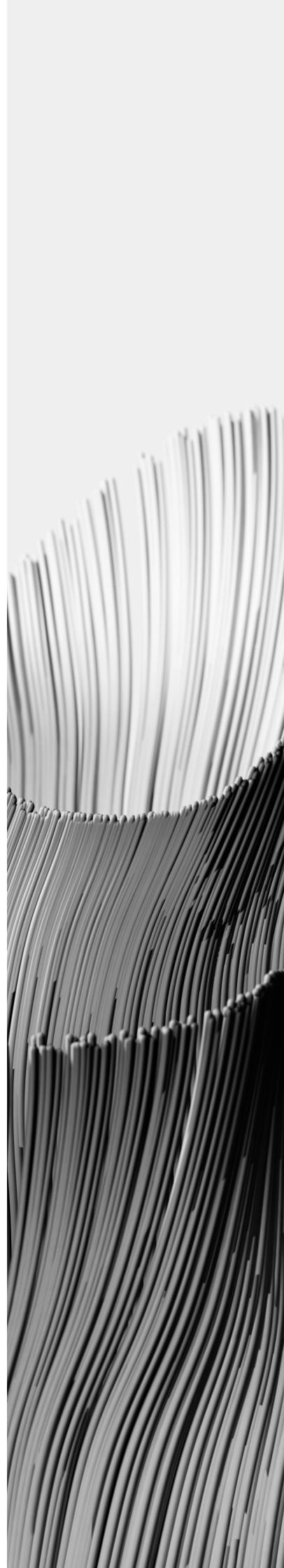
## 长期回报潜力

自2022年末低点以来，市场已出现强劲反弹，大多数资产类别的估值都有所上升。尽管如此，基于对未来十年回报所做的预测，我们对市场前景仍持适度乐观态度。相反，我们认为长期持有现金可能表现不佳。

---

## 政治分歧及其他风险

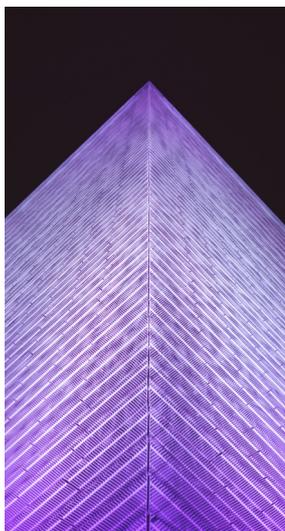
贸易紧张局势与地缘政治纷争可能导致未来市场波动加剧。其他风险还包括美国经济过热以及部分板块估值较高。不过，我们认为没有理由持有过多现金。





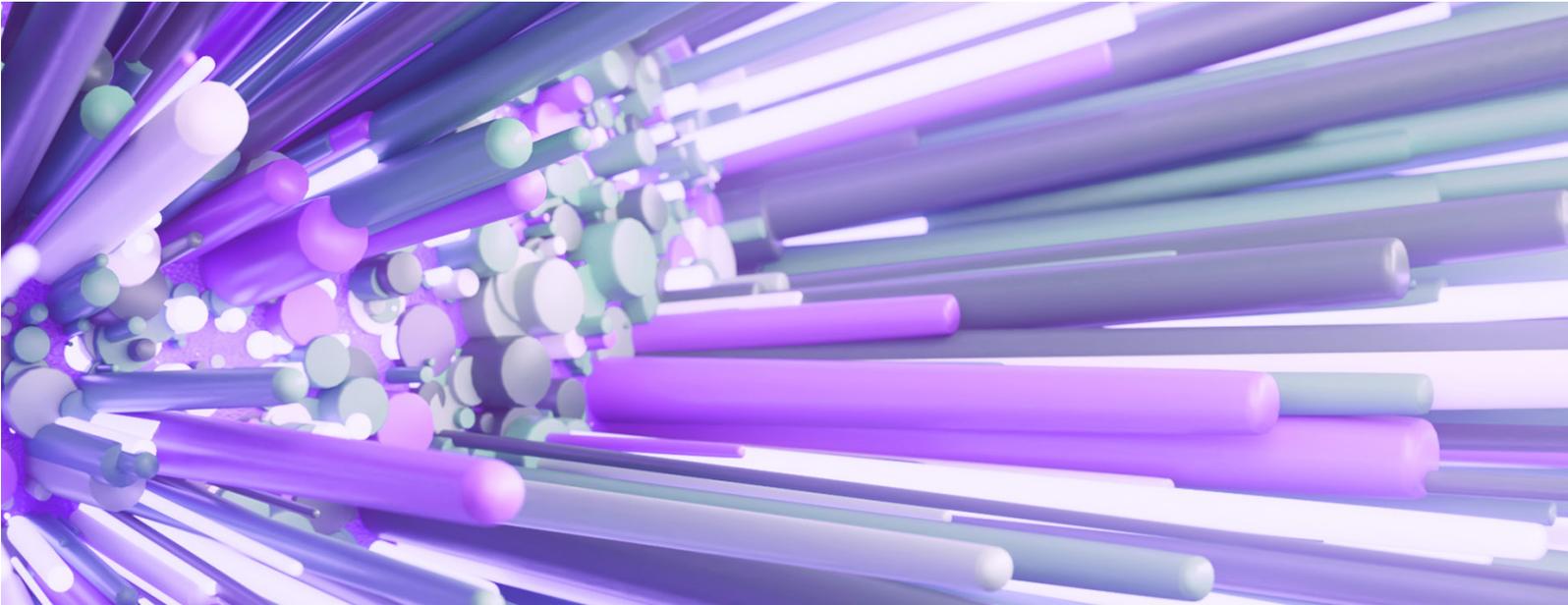
# 在分歧中寻求增长：新形势下的投资策略

考虑到全球经济必将进一步向好，我们认为投资组合应积极布局潜在增长机会，同时面对充满分歧的世界，应积极做好应对风险的准备。



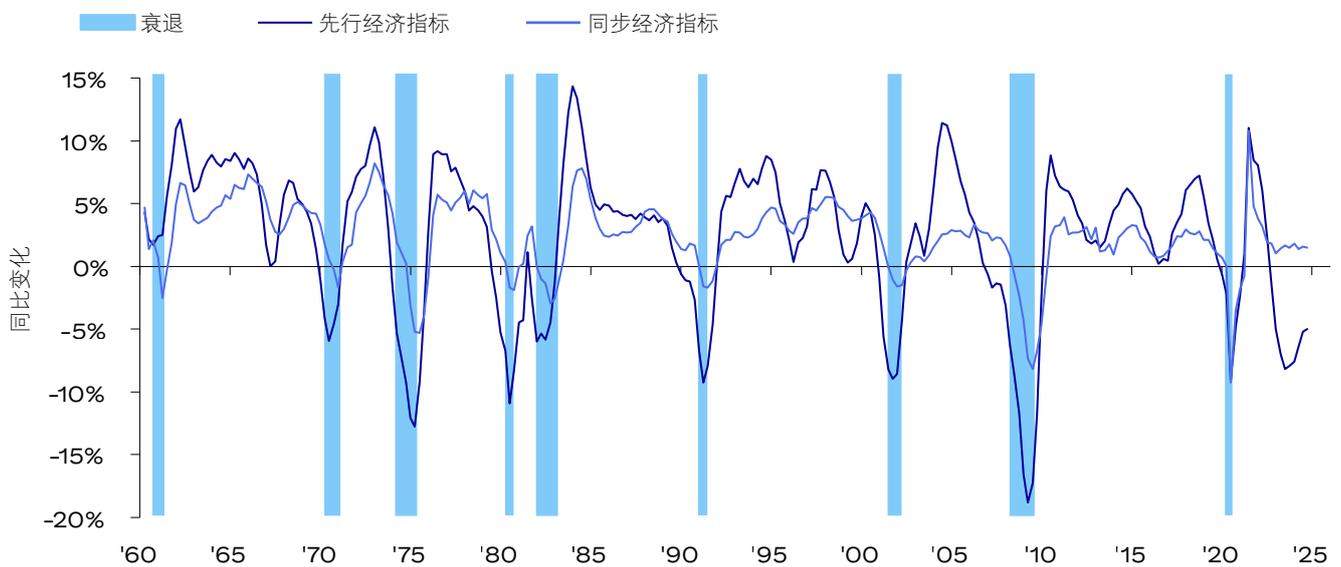
## 主要观点

- 我们认为，2025年全球经济将持续增长，企业利润也会不断增加
- 地缘政治分歧或将加剧市场波动
- 我们主张拓宽投资组合视野，捕捉多个资产类别的增长潜力
- 风险包括但不限于美国经济过热、全球贸易战以及部分板块估值过高



近年来，全球经济发展出乎经济学家们的意料。虽然有诸多通常来看较为可靠的指标支撑论点，但有关经济衰退的预测最终都未应验。尽管全球各国央行开展了几十年来力度最大且最为同步的加息行动，经济增长却依然韧性十足。美国企业利润近期创下新高，世界其他地区的企业利润也在逐渐逼近此前的峰值。

**图1**  
尽管衰退信号已现，但美国的产出、就业和收入仍保持增长



资料来源: Haver, 截至2024年11月10日。美国先行经济指标指数综合考量包括制造业新订单、货币供应量以及消费者预期等多项统计数据, 以此作为对未来潜在经济活动的指引。美国同步经济指标指数涵盖诸如劳动力市场活跃度、个人收入以及工业产出等多种要素, 用以反映当前经济活动的状况。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用, 如若计入, 业绩将会相应降低。所有预测仅作为观点参考, 如有变化, 恕不另行通知, 亦非对未来事件之保证。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

2025年和2026年,我们预计这种“打破常规”的增长态势将会延续。此外,在经济增长的同时,地缘政治紧张局势和政治纷争或将进一步加剧。在美国,即将上任的特朗普政府准备推行旨在加速国内经济活动的政策,不过这些政策可能会加剧对外紧张关系。一些颇具争议的政策或许还会导致美国以及其他地区国内政治局势动荡不安。

面对不可避免的诸多干扰,我们将始终聚焦于全球经济增长的短期和长期驱动因素,同时密切留意不断演变的各种风险。

## 经济持续增长,企业利润不断改善

我们认为,2025年和2026年全球GDP增长率可能达到2.9%,而我们对2024年的增长预期为2.6%(见图1)。在发达经济体中,我们认为美国仍将是主要的增长引擎。我们近期将美国2025年的增长预期上调至2.4%。

正如在首个任期所做的那样,当选总统唐纳德·特朗普将致力于促进经济增长,同时努力避免因进口消费增加而导致美国的强劲需求轻易地“外流他国”。去监管和减税是特朗普推动经济增长的重要手段。我们将密切关注美国小企业信心指数,尤其是在去监管预期下,当前的低迷情绪是否会出现改善迹象。

图1

## Citi Wealth Investments对各国GDP增长率的预测

GDP预测 (%)	2020	2021	2022	2023	2024预测	2025预测	2026预测
美国	-2.2	5.8	1.9	2.5	2.7 ↑	2.4 ↑	2.1
中国	2.2	8.5	3.0	5.2	4.9 ↓	5.2 ↑	4.8
欧盟	-6.3	6.2	3.4	0.5	0.7	1.2 ↓	1.6
英国	-10.3	8.6	4.8	0.3	1.0 ↑	1.1 ↓	1.5
全球	-3.2	6.0	3.3	2.6	2.6	2.9 ↑	2.9

	2020	2021	2022	2023	2024预测	2025预测	2026预测
标普500	-13.5	46.9	6.0	0.6	9.2	7.6	7.6
每股收益水平	122	209	222	223	244	262	280
市盈率	27.6	24.4	17.8	22.8	24.0	22.4	20.9

资料来源: Citi Wealth Investments, 截至2024年11月16日。所有预测仅作为观点参考,如有变化,恕不另行通知,亦非对未来事件之保证。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明,并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用,如若计入,业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

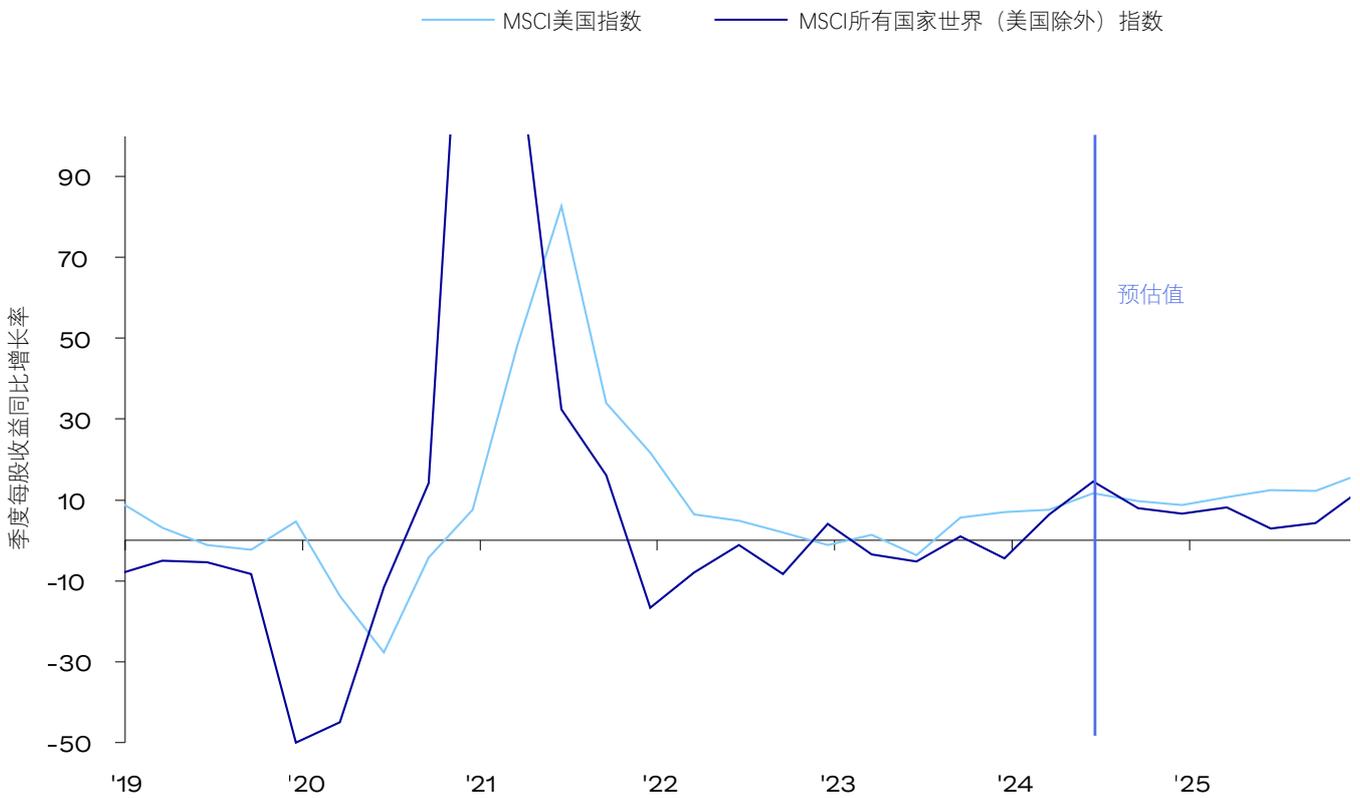
当然，特朗普的施政计划也伴随着风险。资本支出一旦出现激增，便有可能引发资源错配现象。美国经济或许只是在变得“热起来”，而增长潜力却毫无提升。倘若关税计划以及针对非法移民的强硬措施得以实施，很有可能推高商品价格，挤压劳动力供给，最终导致通货膨胀加剧，而这正是全美选民在竞选期间聚焦的主要议题之一。

即便如此，我们仍怀疑特朗普的对内和对外政策可能会与其竞选演讲中所宣称的大相径庭。

就目前而言，我们预计美国核心通胀率将于明年上半年降至2%，这在一定程度上得益于美元的强势以及进口商品价格的下降。我们认为美联储或许能够在2025年上半年降低政策利率，尽管降幅可能较为平缓。联邦基金利率目标区间在2025年可能会降至3.5%至4%左右的低点。

在此背景下，我们预期美国乃至全球其他地区的企业利润都将进一步增长（见图2）。这一预期再度“打破常规”——因为降息周期往往出现于企业利润下滑时期，而非利润上涨时期。

**图2**  
我们预计美国以外地区的每股收益也会增加



资料来源：彭博社，截至2024年10月31日。Citi Wealth的预测基于历史国民账户数据以及国际货币基金组织的前瞻性数据。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明，并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用，如若计入，业绩将会相应降低。仅用于展示说明。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。



## 地缘政治分歧

我们预计特朗普会在某种程度上兑现其在竞选期间的承诺，即对中国商品迅速加征60%或更高关税。只有随着时间推移，我们才能知晓这是不是他为达成其他对华政策目标而采取的谈判策略。我们怀疑除了改变各国之间的生产与贸易格局之外，此举难以取得更多实质性成果。一些美国公司几乎不可避免地会面临来自中国的严厉报复性措施。

美国大规模全面加征关税将明显威胁到中国出口，而出口近来一直是中国经济难得的亮点。我们正密切关注着中国在推动国内经济增长的举措上是会变得更大胆还是更为谨慎。到目前为止，其债务和支出计划的规模与细节都不尽人意。我们预测2025年中国GDP增长率将略微增长至5.2%。

特朗普承诺的对所有其他国家商品征收10%至20%关税的措施，可能意在将其作为谈判筹码，以说服其他国家降低对美国商品征收的关税。

由于对美国贸易存在出口依赖，欧盟的形势较为堪忧——我们在此之前就已预计2025年欧盟GDP增长将进一步呈疲软态势。我们认为，贸易争端是美国大选给美国及全球股票市场所带来的重大风险之一。即便能够避免贸易战的全面爆发，美国政策方面的相关消息仍有可能引发市场波动，正如2018年的情形一样。

自2022年末以来，风险资产的大部分牛市行情都是在地缘政治紧张局势加剧的背景下（包括中东和乌克兰战争期间）出现的。正如我们经常指出的那样<sup>1</sup>，从历史上看，此类事件并未改变全球经济或市场的走向。如今，对于美国新一届政府将如何应对这些以及其他地缘政治挑战，存在着更大的不确定性。特朗普对自己在外交事务上的不可预测性感到骄傲，并认为在他执政期间对手和潜在敌人行事会更加谨慎。然而，地缘政治紧张局势和冲突爆发点在未来几年似乎仍将持续存在，并随之带来市场的波动。

*从历史上看，地缘政治事件并未改变  
全球经济或市场的走向。*



<sup>1</sup> 例如，可参见《2024年财富展望》中的“地缘政治与大选：2024年风险评估”部分。

## 新形势下的投资策略

在纷扰不断的局势下，投资组合应怎样布局才能实现增长呢？我们预计未来十年存在获得可观回报的潜力——**大类资产长期展望：适度乐观**。不过，我们留意到很多投资者的投资组合高度集中，特别是集中于近年来表现强劲的美国大盘股。鉴于美国大盘股估值颇高，我们认为在接下来的十年中，这种集中化的投资策略可能会面临更大风险。与此同时，大量持有现金恐怕难以收获理想回报。

在这样的背景下，我们主张核心投资组合应保持充分投资，并全面覆盖每一位投资者长期投资规划里所预想的各类资产。——**坚守投资路线：拓宽投资组合视野**。

鉴于股票在2025年有望延续上行态势，我们认为更多行业板块和国家会有上涨机会。我们将探索美国中小盘股票、银行业、制造业回流推动因素以及巴西、日本、印度等国别市场所蕴含的潜在机遇与风险——**股票：持续牛市中的轮动上涨**。



固定收益方面，我们寻求从信用债（也就是企业发行的债券）中获得收益。事实上，我们认为中等期限的投资级公司债券可作为固定收益类的核心持仓品种。对于适合的投资者，或许还可以考虑差异化的持仓标的，包括结构性信贷、银行贷款及优先股——**固定收益：以信用债为核心**。同样，适合和合格的投资者可以在私募股权、私募信贷及房地产领域寻求多元化布局——**利用私募资产类别补充核心投资组合**。

面对地缘政治纷争，我们希望通过全球多元化配置分散风险。我们认为，相较于集中投资于存在重大地缘政治冲突爆发点地区的投资组合，全球多元化配置更有可能更好地抵御市场波动。我们还认为，“经济安全”相关领域颇具投资价值，此类投资涵盖全球供应链及国家安全的关键层面，包括传统能源供应、半导体等技术领域、国防及网络安全。其中许多都与我们所说的无阻趋势相关联，这些趋势是有望重塑我们周围世界的强大长期力量——例如，可参见“**在中美两极分化背景下进行投资组合布局**”。

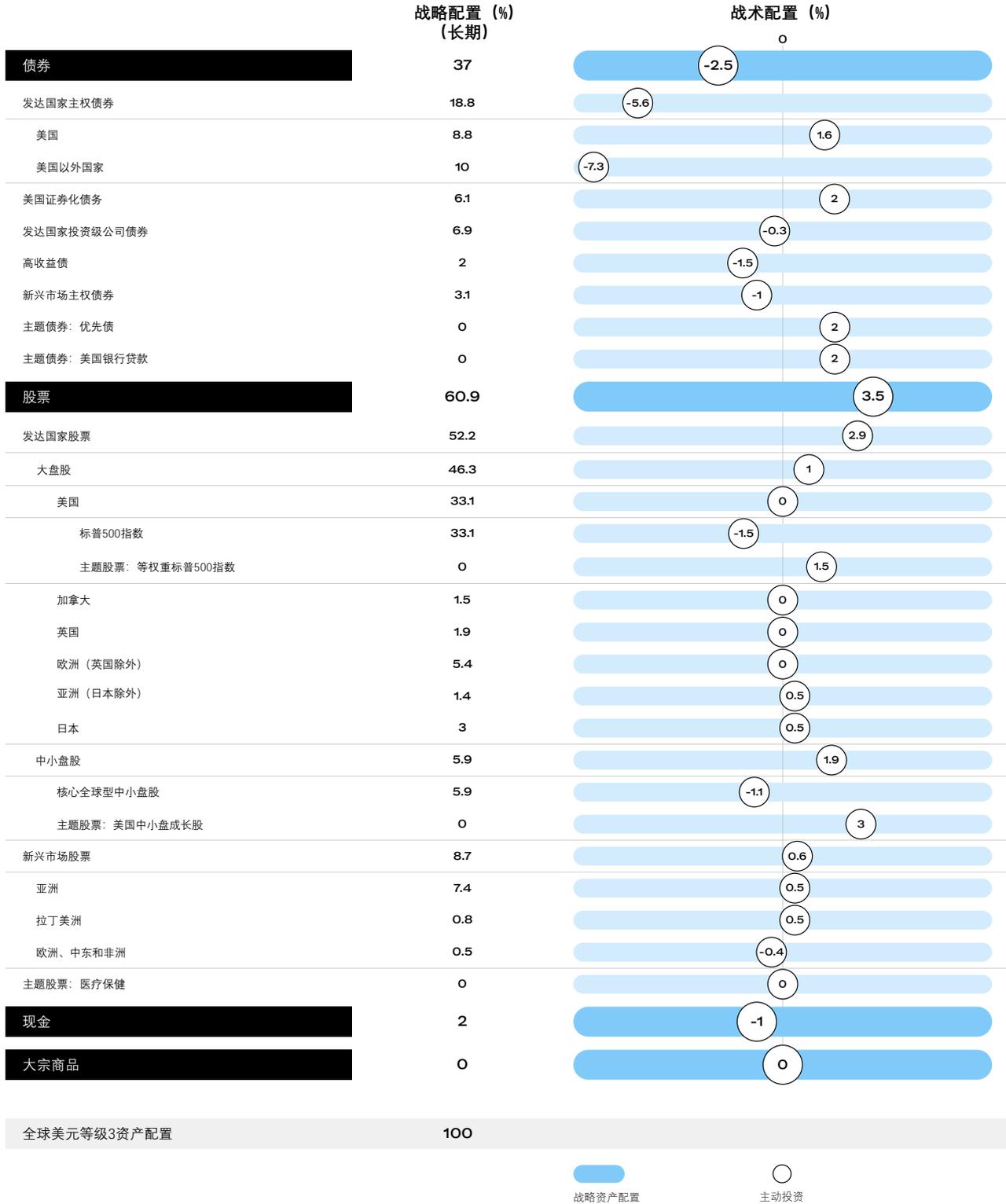


在我们所说的无阻趋势中，人工智能的发展便是其中之一。我们预计，在未来几年里，人工智能将有助于提升人类生产率，同时也会带来新的社会及网络安全风险。倘若如此，随着时间推移，人工智能有望不断突破全球经济的“增速上限”。与此同时，我们也看到这项具有颠覆性的技术所带来的益处正惠及更多行业——**人工智能：日益成为现实**。

鉴于全球经济“打破常规”逆势增长有望在2025年与2026年延续，因此我们认为可以运用多种方法，针对后续形势进行投资布局。我们的策略注重投资纪律，即在长期规划框架内配置潜在机遇，并深度了解风险。虽说经济时会偏离常轨，但投资者若要实现财富的保值增值，仍需坚守投资之路。

# 我们的资产配置

## 资产类别 | 全球美元等级3资产配置



资料来源: Citi Wealth Investments 环球投资委员会和花旗财富战略资产配置与量化研究团队, 截至2024年11月9日。上述表格仅为用于教育和示例目的之范例, 并不构成投资组合建议。该表格的制作未考虑任何个人的具体情况或需求。有意构建自身投资组合的投资者应联系其花旗银行代表以获取进一步指导。风险等级3专为具有混合投资目标的投资者而设, 此类投资者既需进行资产多元化配置, 又要在收益型投资与潜在高回报型投资之间谋求平衡。风险等级3可能适合符合以下特点的投资者: 愿意让自己的投资组合承受额外风险, 以便在获取与其所表明的风险承受能力相匹配的收益水平的同时, 还能够去追逐潜在的增长机遇。构建配置模型所用资产类别的表现可能不及其各自的指数, 从而导致业绩低于模型预测值。

# 大类资产长期展望：适度乐观

尽管未来十年的回报率可能会低于过去几年，但我们仍坚持全球多元化投资的主张。

核心投资组合的构建和维持，离不开长期投资计划。这种计划又可称为“战略资产配置”，它明确了各资产类别的配置比例。Citi Wealth运用自主研发的“适应性估值策略 (AVS)”，为每位客户量身定制投资计划。我们的“适应性估值策略 (AVS)”依据当前估值水平，预估未来十年的投资回报，进而基于部分预估结果，针对每位客户的目标，推荐适配的资产类别组合方案。那么，“适应性估值策略 (AVS)”对于未来十年的投资回报前景有何观点？



## 主要观点

- 2023年和2024年市场不断上涨，大类资产估值随之走高
- 但是，根据我们的十年回报预测情况，我们有理由持适度乐观态度
- 投资组合若集中于某一战略回报预期 (SRE) 较低的单一资产类别，其风险可能会更高
- 持有过多现金可能最终难以获得理想回报

图1展示了我们对十大主要资产类别的战略回报预期 (SRE)。战略回报预期是对未来十年的年化预测, 实际收益可能无法达到预测水平。经过两年的市场强劲上涨, 资产估值已较以往显著抬升。因此, 战略回报预期较去年此时乃至2024年年中时的水平也有所下调。除了回报预期之外, 我们还分享了对极端下行风险的预测。

图1中还展示了各资产类别的极端下行风险 (EDR)。极端下行风险基于历史数据得出, 涵盖了投资者面临的最重大风险, 即资产配置在危机期间遭受严重损失的风险。战略回报预期与极端下行风险密切相关, 回报越高, 风险越大。

## 图1 我们对未来十年回报和风险情况的预估

	战略回报预期 (2025年-2035年)	战略回报预期 (2024年年中-2034年年中)	极端下行风险 (2025年-2035年)
<b>股票</b>	5.6%	6.4%	
发达市场	5.2%	6.0%	-55.8%
新兴市场	9.2%	10.4%	-63.8%
<b>债券</b>	4.8%	5.3%	
投资级债券	4.6%	5.1%	-11.9%
高收益债券	5.6%	6.3%	-49.8%
新兴市场债券	6.1%	7.1%	-45.5%
<b>现金</b>	3.2%	3.2%	0.0%
<b>对冲基金</b>	8.1%	8.5%	-36.9%
<b>私募资产</b>	12.6%	14.6%*	-71.6%
私募股权	13.5%	14.6%	-78.7%
私募信贷	7.6%	n/a*	-25.1%
<b>房地产</b>	11.0%	10.8%	-78.9%
<b>大宗商品</b>	2.5%	2.6%	-50.5%

资料来源: Citi Wealth战略资产配置与量化研究团队。2025年战略回报预期 (SRE) 基于截至2024年10月的数据得出, 2024年年中战略回报预期基于截至2024年4月的数据得出。战略回报预期按年计算, 并可定期重新评估。战略回报预期的货币单位为美元。所有预期仅作为观点参考, 如有变化, 恕不另行通知, 亦非对未来事件之保证。战略回报预期并非对未来业绩的保证。极端下行风险 (EDR) 旨在计算特定资产配置于十年间连续十二个月内可能遭受的最大潜在损失。过往表现并不保证未来回报。

基于指数进行预测的战略回报预期, 是指Citi Wealth 对指数所属的特定资产类别未来十年的回报所做的预测。指数用于代表各类资产。各个特定资产类别的预测均采用适合该资产类别的专有方法做出。股票资产类别采用专有的预测方法, 该方法假设股票估值随时间推移回归其长期趋势。该方法基于一系列特定的估值衡量指标而得出, 涉及多个计算步骤。为了计算股票资产类别的战略回报预期, 我们还对收益和股息预期增长率进行了假设。债券资产类别所采用的专有预测方法基于当前的收益率水平。其他资产类别采用其他特定的预测方法。

\*年中阶段的私募资产仅包含私募股权; 私募信贷的战略回报预期未进行计算。

战略回报预期未扣除客户费用和开支。过往表现并不代表未来业绩。未来的回报率无法准确预测。回报率较高的投资往往风险较高, 在极端情况下可能造成更大的损失。实际投资回报率可能相差很大, 包括可能损失投资本金。投资者无法直接投资指数。

以上所示战略回报预期是假设信息, 并非任何客户账户的实际表现。假设信息反映了采用模型方法和后见甄选证券所得出的结果。任何假设的记录都不能完全解释金融风险在实际交易中的影响。有关资产类别及术语的定义, 请参阅词汇表。

## 股票和债券

发达经济体（包括美国、欧洲和日本）股票的战略回报预期为5.2%。在2024年年中时，这一数值为6.0%。就新兴市场股票（来自包括中国、印度和巴西等经济体的股票）而言，其战略回报预期为9.2%。

债券的情况与股票类似，其价格和估值同样有所上涨。我们对投资级债券（涵盖发达经济体政府及企业发行的最高质量债券）的战略回报预期为4.6%。高收益债券（由信用资质欠佳的借款人发行的风险较高债券）和新兴市场债券（来自发展中经济体的债券）的战略回报预期分别约为5.6%和6.1%。同样，这些预估数值相较于近期水平均有所下调。

股票和债券潜在预估回报的降低，对其他类别资产也产生了连带影响。由于公开交易股票估值不断上升，私募股权13.5%的战略回报预期已有所下调。同样，对冲基金的战略回报预期与公开交易股票及债券也存在关联。对于对冲基金，我们给出的预测值为8.1%，而房地产资产的战略回报预期几无变动，仍维持在11.0%。



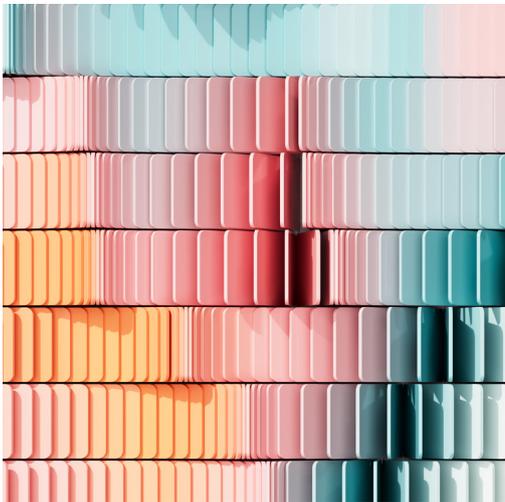
## 私募信贷

私募信贷（即由非银行贷款机构发放的非传统贷款）近年来已发展成为一个主要资产类别。因此，我们决定发布专门针对私募信贷的战略回报预期，并将其作为子资产类别纳入我们的私募资产（包括私募股权）类别之下。该资产类别的战略回报预期为7.6%，高于我们对三个固定收益资产类别的预估。当然，这种较高的回报潜力也伴随着风险，包括流动性较差。我们综合考量了**利用私募资产类别补充核心投资组合的潜在机遇与风险**。

## 适度乐观

### 如何解读我们最新的战略回报预期？

战略回报预期并非旨在预测未来一两年的收益情况。相反，它是未来十年预测的平均值，在这十年间会有情况较好的年份，也会有情况较差的年份。随着时间推移，大多数十年期间内至少会经历一次经济衰退及随后的复苏。



我们认为，我们的战略回报预期所传达的核心信息是多元化配置。近年来，聚焦于发达国家股票（尤其是美国股票）的投资组合通常都有不错的表现。但由于发达国家股票的战略回报预期有所下降，因此在我们看来，这种集中投资策略的风险可能会越来越大。

相反，我们认为投资者应当自问其投资组合是否符合他们的长期规划。若其规划中的某些资产类别在投资组合中的占比不足甚至完全缺失，那么当下或许是寻求更广泛的多元化配置的良好时机。

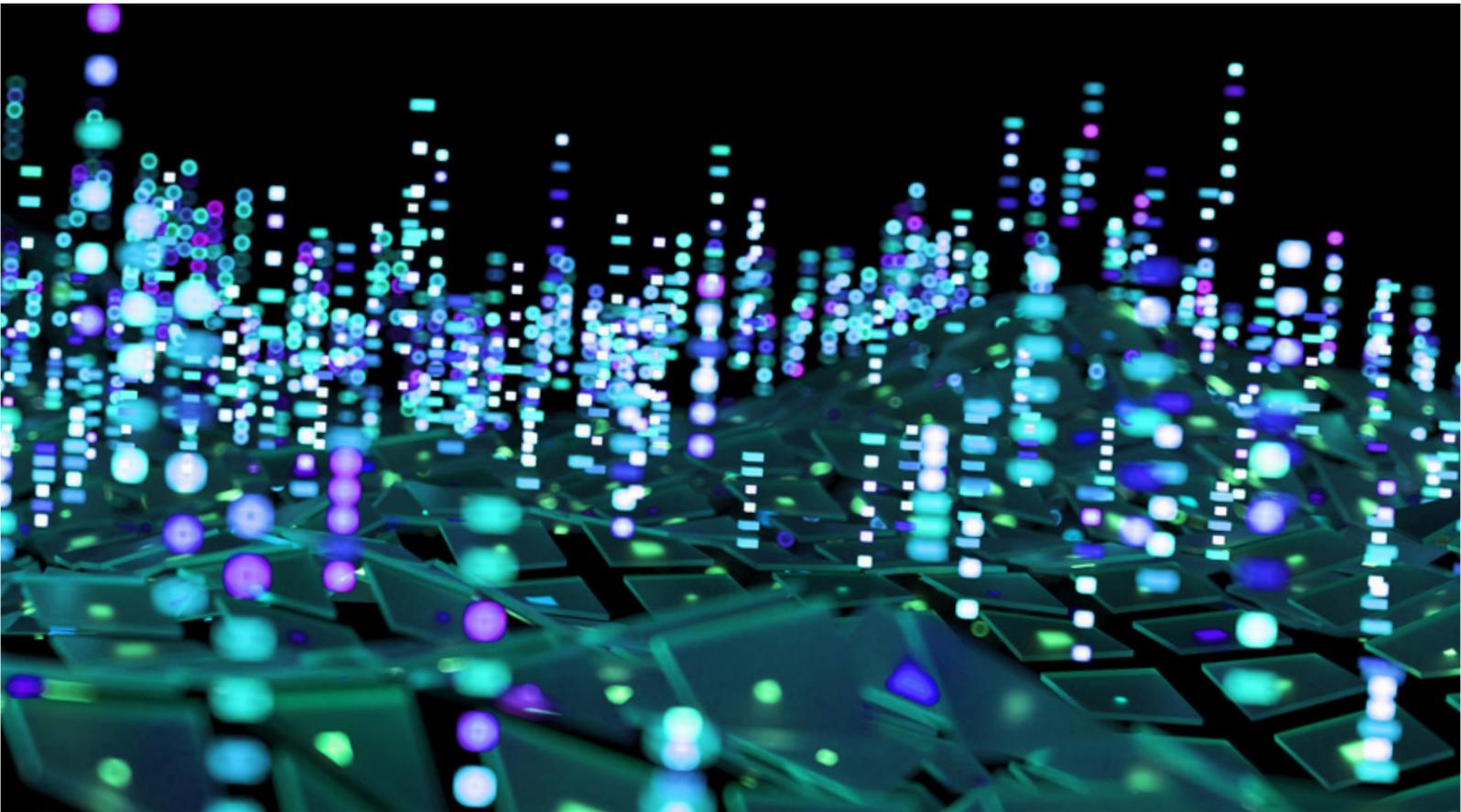
# 加密货币的美元化

作为全球交易量占比最高的加密货币，稳定币 (Stablecoins) 可能会加固美元的主导地位。



## 主要观点

- 稳定币是价值与另一种资产挂钩的加密货币
- 稳定币被广泛用于支付、转账、储蓄和借贷，其应用范围不仅限于加密货币生态系统
- 由于大多数稳定币与美元挂钩，其进一步发展或将有利于巩固美元的主导地位
- 稳定币面临的风险包括发行方的偿债能力问题、托管问题及“脱钩”问题等。

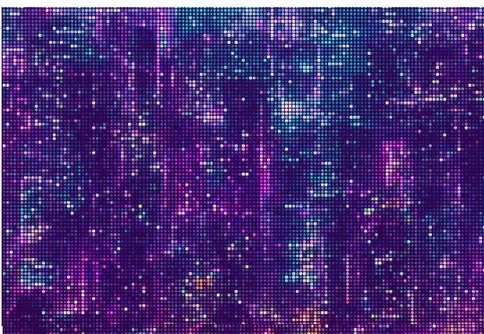


在数字资产领域，比特币和以太坊等加密货币备受瞩目，屡屡成为媒体焦点。它们价格波动剧烈，因而具有快速盈利或亏损的潜力，这使得它们在投资者中收获了大量的追随者。然而，在大众关注的焦点之外，另一种不同类型的加密货币正日益受到欢迎，那就是稳定币。

稳定币作为一种加密货币，其市值与另一种资产挂钩。稳定币由私人公司铸造并管控，其中使用最广泛的稳定币以美元、欧元等央行货币作为支持。还有一些稳定币则与黄金、石油等实物商品相挂钩。这种通常按1:1的比例进行的挂钩设计，其背后的理念正如

稳定币名称所暗示的那样，意在赋予它们价格的稳定性。另外，还有一类不太流行的稳定币，叫做算法稳定币。这类稳定币不以任何资产作为支持，而是利用软件自动调节供需，力求维持稳定的价格。

起初，稳定币在加密货币市场中起着辅助性作用。它让交易者在购入或抛售比特币、以太坊等加密货币之前或之后，将资金存放在一种加密资产中。如此一来，交易者不必再将资金转换回诸如美元等法定货币，而是可以把流动资金储备存放在与美元挂钩的加密货币中。



*使用最为广泛的稳定币都是以银行货币作为支撑*

不过，随后稳定币进入了更广泛的日常应用领域。许多人依靠稳定币来汇款或购物，这样往往比银行转账（尤其是国际转账）更快捷、更便宜。稳定币还可充当能获取收益的储蓄手段，以及在点对点（P2P）借贷场景下作为抵押资产。在那些饱受通货膨胀困扰、货币不稳定的新兴国家<sup>1</sup>，稳定币尤其受欢迎，因为那里的民众通常更愿意用美元进行储蓄和消费，不过这样做可能会面临诸多限制。

自2014年问世以来，稳定币的市值已累计接近1800亿美元，其中大部分增长是在过去五年间实现的（见图1）<sup>2</sup>。其交易活动已达到创纪录的高位，2024年第一季度交易额高达5.5万亿美元<sup>3</sup>。相比之下，Visa的同期交易额约为3.9万亿美元<sup>4</sup>。为应对这一挑战，Visa、PayPal及其他传统支付服务提供商纷纷做出调整，或是推出自家的稳定币，或是采用其他公司的稳定币来结算交易。

最初，比特币之类的加密货币被认为是央行发行货币的竞争对手。实际上，部分人曾坚信且至今仍抱持这一观点，即比特币可能会打破美元的霸权地位。不过，在加密货币交易量中占比超五分之四的稳定币，却改变了人们对这一情况的原有认知。大约有93%的稳定币是以美元计价的<sup>5</sup>，其中多数由那些存有美元储备、美国国债、回购协议以及货币市场基金作为支撑的公司所发行。

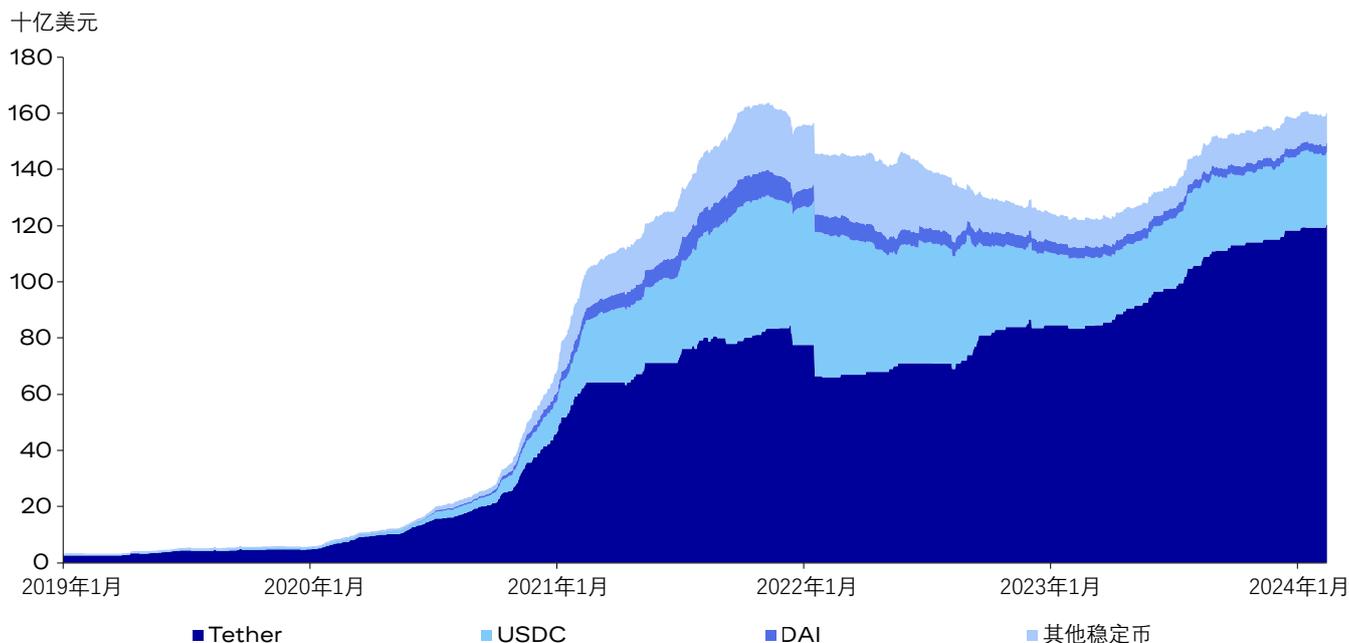
尽管稳定币有政府发行的货币作为支撑，但它并非毫无风险。发行方或许未能持有足量储备，亦或陷入资不抵债之境。为储备金提供托管服务的机构亦可能面临困境。因洗钱与欺诈隐忧，监管机构或将对这类加密货币予以限制。事实上，已经有几款稳定币甚至彻底崩溃了，而其他一些稳定币的价值也曾暂时与它们的支撑资产“脱钩”，跌至1:1以下。

即便如此，稳定币的需求始终保持着上升态势。其对更广泛金融体系的潜在影响已经引起了全球监管机构的关注。例如，欧盟于2024年7月实施了有关稳定币的新规<sup>6</sup>。美国众议院可能会就一项旨在为此类资产引入监管框架的法案进行投票表决<sup>7</sup>。虽然此类举措意在保护投资者并维护金融稳定，但更明确的监管也有可能进一步提升稳定币的吸引力。倘若如此，稳定币发行方对美国国库券的需求占比或将在现有约1%的基础上实现增长<sup>8</sup>。

因此，这类加密货币非但不会取代美元，反而会让全世界的人们更容易使用美元，并巩固美元长期以来在全球的主导地位。

## 稳定币能够让全世界的人们更容易使用美元

图1  
稳定币总市值



资料来源：花旗研究、Coin Metrics，截至2024年11月1日。图中所示为市值排名前三的稳定币，即USDT、USDC以及以太坊区块链上发行的DAI。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明，并不代表任何特定投资的业绩表现。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。有关定义详见术语表。

<sup>1</sup> Citi Research Digital Asset Take: A Framework for Stablecoins, 截至2024年11月

<sup>2</sup> Citi Research Digital Asset Take: A Framework for Stablecoins, 截至2024年11月

<sup>3</sup> 彭博社, 截至2024年5月

<sup>4</sup> Citi Research Visa Metrics, 截至2024年10月

<sup>5</sup> Citi Global Insights – Digital Dollarization, 截至2024年2月

<sup>6</sup> 彭博社, 截至2023年4月

<sup>7</sup> Congress.gov, 截至2024年4月

<sup>8</sup> 彭博社, 截至2024年8月

# 核心投资 组合见解

## 核心投资组合

我们认为，构建一个涵盖全球多元化资产的核心投资组合，并且在不同市场周期都能保持充分投资，对于长期寻求财富保值与增值至关重要。每个核心投资组合都要有一个长期规划。

---

## 拓展投资组合视野

许多投资组合并未涵盖其长期规划中所设想的所有资产类别。我们认为，全球股票和固定收益类投资潜力较大，还有拓展空间；对于适合且合格的投资者而言，私募股权、私募信贷、房地产以及对冲基金领域也存在潜在机会。

---

## 机会型投资

机会型投资组合虽然规模较小，却可以对核心投资组合回报起到补充作用。此类持仓往往更为集中，投资期限更短，而且只有很少或者完全没有过往业绩记录。





## 坚守投资路线： 拓宽投资组合视野

鉴于美国大盘股估值较高，因此不应将投资组合集中于该市场，而应以全球多元化配置为宜。



### 主要观点

- 高度集中于美国的投资组合近年来表现强劲，但未来十年或难以为继
- 我们主张根据投资者的长期投资计划和投资目标，拓宽投资组合范围
- 对于适合且合格的投资者而言，另类资产类别或可带来收益和多元化潜力
- 全球多元化配置既不能保证盈利，也无法确保在市场下跌时避免损失



在生活中的很多方面，无论是商业运营、职业发展，还是关系的维系、学业的精进乃至体育竞技，都离不开坚持。我们坚信，这一点在投资领域也很重要。从历史上看，那些坚定持有核心投资组合，即在不同市场周期始终保持充分投资状态且坚持全球多元化配置的投资者，相较于中途放弃者，往往更有机会达成其财富目标。

过去三年就是一个很好的例证。2022年，股票和固定收益类产品（大多数核心投资组合的主要配置品种）在日历年内双双出现两位数下跌。这种罕见的惨痛境况让一些投资者陷入恐慌，致使他们放弃了长期投资计划，并将投资组合大幅转向现金持仓。事实证明，这是一个代价高昂的错误。自2022年底以来，全球股票和全球固定收益类产品分别实现了44.9%和10.4%的回报率。相比之下，现金的回报率仅为9.5%<sup>1</sup>。

在步入2025年之际，我们再次强调要坚守核心投资组合路线这一主张。不过，坚守并不是原地不动，因为过往表现未必会在未来重现。近年来，专注于美国市场的投资者本可以取得很亮眼的成绩。自2022年底以来，美国股票和美国债券的回报率分别可达45.3%和7.7%，相比之下，非美国股票和固定收益类产品的回报率则分别为28.3%和12.3%<sup>2</sup>。我们认为，在接下来的十年里，这种情况再次出现的可能性很小。

正如我们在“**大类资产长期展望：适度乐观**”部分所探讨的那样：估值已然偏高的美国大盘股，作为发达国家股票的主要构成部分，在当下至2035年期间，其平均回报或许将颇为有限。

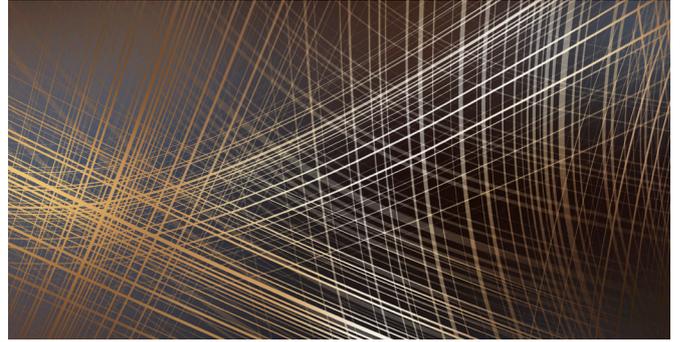
*美国大盘股目前估值较高，未来或许只能带来温和回报。*

与此同时，其他发达市场以及新兴市场的股票估值较低，其回报率存在潜在上升空间。

当然，我们并非建议摒弃美国股票或国债。此二者几乎是所有多元化资产配置的核心品种，且长期来看都是如此。但我们主张不应忽略全球范围内的各个市场和资产类别。我们常常会碰到这样一些投资者，其投资组合的广度远不及他们长期投资规划所预期的那样。大量持有现金、仅聚焦单一股票市场、仅布局投资级固定收益产品，甚至在那些适合且合格的投资者群体里，全然未涉足任何另类资产类别，这类情形屡见不鲜。

在此我们想要表达的是，在2025年及之后，投资者应该拓宽投资组合视野。首先要将你的长期投资计划和投资目标与你的投资组合进行对比。如果存在差距、重叠或者持有过多现金的情况，那就考虑采取相应的合适策略进行调整。在接下来的篇幅中，我们将探讨一些拓宽投资组合的潜在方法。短期内，我们认为股市的涨势能够进一步扩大——请参见“**股票：持续牛市中的轮动上涨**”。同样，我们也看到了美国国债之外的固定收益产品所蕴含的潜力——请参见“**固定收益：以信用债为核心**”。

对于适合且合格的投资者而言，于股票及固定收益范畴之外拓展布局或有机遇可循。以多年期视角来看，我们预测有一部分高收益或将出现在另类资产类别中<sup>3</sup>。我们探讨了私募股权、私募信贷、房地产和对冲基金等我们认为有潜力的领域——请参见“**合格投资者可酌情将对冲基金纳入核心投资组合**”。



当然，拓宽配置视野并不是毫无代价的。从高收益债券或另类投资中寻求潜在回报需要承担额外的风险，这些风险可能是投资者未曾了解过的，包括流动性不足，甚至本金全部损失。多元化配置并不能保证盈利或在市场下跌时避免损失。

但我们认为随着时间推移，全球多元化投资组合有能力实现增长并挺过艰难时期。与之相较，配置过于集中或大量持有现金者，可能无法获得理想回报。我们主张坚守投资路线，并根据个人投资目标酌情拓宽投资范围。

<sup>1</sup> 彭博社，截至2024年11月5日。全球股票以MSCI所有国家世界指数为代表，全球债券以彭博全球综合债券指数为代表，现金以美国3个月期国债货币市场收益率为代表。

<sup>2</sup> 彭博社，截至2024年11月5日。美国股票和非美国股票分别以MSCI美国指数和MSCI所有国家世界（美国除外）指数为代表，美国债券以彭博美国综合债券指数和彭博全球综合（美国除外）指数为代表。

<sup>3</sup> 请参见第16页的“**大类资产长期展望：适度乐观**”

# 股票： 持续牛市中的轮动上涨

虽然迄今为止美国科技股在很大程度上主导了股市的上涨行情，但市场的其他板块在来年有可能表现更佳。



## 主要观点

- 我们预计股市牛市将在2025年延续
- 随着美国经济转向聚焦内部，一些美国行业板块可能表现更佳，例如中小盘股以及多个大盘股板块
- 印度、东亚与人工智能相关的市场、日本和巴西可能颇具吸引力
- 风险包括通货膨胀、贸易紧张局势加剧及估值问题

全球股票牛市已持续了两年多。MSCI所有国家世界指数（涵盖了来自发达经济体和新兴经济体的大中盘股）在2022年9月触及24%跌幅的低点后，截至2024年

11月14日已实现了20%的总回报率。继2023年大幅反弹之后，我们认为该指数的上升趋势在2025年能够延续，不过升幅会更为平缓。



鉴于我们对经济持续增长的预测，我们认为企业盈利在未来一年能够持续上升——请参见“**新形势下的投资策略**”部分的图1。与2023年相比，2024年有更多行业实现了盈利增长，2025年有望进一步增长。倘若如此，我们可能会看到有更多板块进入牛市，而不再局限于在大部分时间里领涨的美国科技巨头。

当然，我们的积极观点也面临一些风险。按照过往标准来看，美国股市估值已在高位。以十年期视角来看，我们认为这或许意味着美股占比约70%的发达国家股票的回报将会更为温和——请参见“**大类资产长期展望：适度乐观**”。高估值的股票在市场走势恶化时更易遭受冲击。

即将上任的特朗普政府可能会使本就巨大的美国财政赤字进一步扩大。反过来，这可能会引发通胀担忧。倘若美联储届时逆转当前的降息周期，或许会遏制牛市的发展。

新兴市场对美国加息和美元走强较为敏感，可能会受到冲击。贸易政策是另一个不确定因素。倘若美国对进口商品大范围加征关税——很可能会招致对等报复，那么企业的供应链就可能被扰乱。



尽管如此，我们仍认为，2025年及之后美国乃至全球股市诸多领域蕴含潜力。

图1  
精选股票市场的盈利与估值情况

市场	远期市盈率 (%)	2025年每股盈利增长率预测 (%)	2025年每股盈利增长率预测 (%)
标普400成长股指数	22.3	10.4	14
标普600成长股指数	20.9	12.6	16
美国银行指数	13.3	4.8	12.8
MSCI印度指数	25	16.5	16.1
MSCI中国指数	10.9	9.4	11.9
MSCI日本指数	15.2	8.3	9.3
MSCI巴西指数	9.3	15.0	10.3
MSCI亚洲新兴市场指数	14.3	14.2	12.9

资料来源：彭博社、FactSet，截至2024年11月14日。所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明，并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用，如若计入，业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

#### 如何应对美国经济的内向发展趋势？

美国重返“美国优先”议程，很可能会影响未来四年股市的领涨格局。掌控华盛顿的共和党人势必会将放松监管、延长减税以及更多地使用关税列为重中之重。所有这些举措或许会在一段时间内吸引资金流入美元资产。然而，潜在涨幅可能不会在各版块均匀分布。有潜力上涨的板块包括以国内业务为主的美国大盘股，比如银行、工业地产、机器人及自动化专业公司，还有国防承包商等。



#### 去监管和需求因素如何提振银行股？

对银行业而言，积极因素或许正在累积增多。短期利率一直在下降，而长期收益率却在上升。这意味着银行能够以更低的成本借入资金，并以更高的利率将其贷出。而且贷款业务逐渐回暖，也为银行业放贷提供了有利条件。

特朗普政府拟实施的去监管，或许能让银行更轻松地开展业务，并利用其资产负债表大胆把握商机。并购和首次公开募股也可能随之加速，而多年来一直苦于交易量疲弱的投资银行，也可能获得更多费用收入。同时，如果风险资产市场持续上涨，银行的财富管理收入可能会随着资产管理规模的扩大而增长。

当然，这些设想不一定会实现，因为新一届政府如何施政，总是充满着不确定性。

*拟实施的去监管措施  
可能有利于银行更便捷地开展业务*

## 让制造业重回美国：布局相关企业

进一步推动制造业活动回流美国似乎是有可能的，尤其在科技等关键领域。在这种“企业回国”（onshoring）的过程中，许多活动可能会在最先进的设施中通过机器人技术来完成，而不是由人工来完成。

在这种情况下，支持尖端制造业的行业可能会出现增长。这些行业可能包括机器人和自动化技术制造商、专门建造仓库和工厂的建筑商，以及生产建造新设施所需重型机械的企业。

除了制造业回流相关支持力度不及预期这一风险外，供应链中断也可能影响回流举措的潜在受益者。机器人及自动化设备供应商的高估值可能会限制其上涨潜力。

## 大盘股和中小盘股表现

近期，美国大型科技股一直处于牛市的前沿。在此过程中，这些在标普500指数中占相当大比重的股票，推动该指数估值大幅走高。相比之下，若在指数中赋予每家公司相同权重，美国大盘股的估值会更低。我们认为，如果企业盈利复苏继续扩大范围，等权重的美国大盘股就具备跑赢大盘的潜力。当然，如果大型科技公司再次迎来强劲走势，情况可能就恰恰相反了。

我们也看到中小盘股存在潜力。如果特朗普政府放松监管并削减税收，中小盘公司或许会受益更多，因为遵守监管规定对它们而言负担尤为沉重。而且，中小盘公司的业务通常更侧重于国内市场。如此一来，倘若新一届政府的政策引发全球贸易战，它们受到的影响可能会相对较小。以中盘科技股为例，我们很看好该板块，尽管其估值低于大盘科技股，但它有着更高的潜在增长空间，并购活动发生的可能性也更大。预计标普400成长股指数和标普600成长股指数成分股在2025年将分别实现10%和13%的盈利增长。我们更青睐那些财务状况良好、没有过度杠杆化的优质中小盘公司。

不过，中小盘股一直以来都比大盘股波动性更大。美国经济一旦出现下滑，中小盘股很可能会受到更严重的冲击，尽管这并非我们的基准情景假设。在市场动荡期间，卖出中小盘股可能会更具挑战性。而且，我们也不能排除大盘股和超大盘股持续领涨可能性。

## 寻求全球收益

特别是如果美国大规模加征关税，与美国有大量贸易往来的经济体可能会受到影响。这种担忧已经引发了中国、墨西哥和欧洲等股市的波动。不过，我们并不认为美国以外的所有市场都会表现不佳。

## 印度：经济持续增长，卢比更加稳定

印度是全球增长速度最快的主要经济体。我们预计其实际国内生产总值在2025年将增长7%，通胀率为4%至5%。未来五年，印度或将延续高增长态势，这主要是由国内需求所驱动。印度正在进行工业化和城市化，并且营商环境也变得更加友好。该国股市得到了国内投资者的有力支撑，同时中央银行庞大的外汇储备也为印度卢比带来了更强的稳定性。2025年和2026年，市场普遍预期显示，MSCI 印度指数的盈利增长率分别为 16.5%和 16.1%。<sup>1</sup>

印度股市2025年的预期市盈率为22倍，相比之下，MSCI新兴市场指数的市盈率为13倍。这样的估值水平使得盈利不及预期的可能性较为有限。通胀率和利率上升可能会抑制经济增长，尽管这并非我们的基本情景假设。



<sup>1</sup> Haver, 截至2024年11月15日

## 东亚地区的AI受益者

### 我们预计半导体等 关键投入品的需求 会进一步增长

人工智能 (AI) 革命仍处于早期阶段。随着AI在各个行业不断推广应用——请参见“**人工智能：日益成为现实**”——我们预计半导体等关键投入品的需求会进一步增长。中国台湾地区和韩国拥有全球规模最大的半导体制造和组装企业。我们认为，这些企业既能够充分满足当下基础设施建设的需求，也能很好地面向未来的升级换代周期。因此我们认为，AI趋势可为中国台湾地区和韩国市场带来发展动力。

韩国股市预期市盈率为7.6倍，相较于其他新兴市场存在折价。韩国当局一直在设法鼓励企业优化分红及公司治理情况，只是截至目前收效甚微。反观中国台湾地区的股市，其市盈率高达16.3倍，这体现了其近期强劲的市场表现。不过，这也使得台湾地区股票在业绩不及预期时更易受到冲击。鉴于这两个市场均依赖出口，所以都面临着全球贸易战带来的风险。同样，全球经济下滑也可能给这两个市场带来不利影响。

## 日本：再通胀和改革进行时

日本为重振其长期停滞经济所做的努力正在取得成效。2025年，日本名义GDP增长率有望达到3.5%，这将是连续第三年实现远超趋势水平的增长。减税举措或许有助于提振消费支出，与此同时，日本工会正准备在2025年争取再加薪5%。在此背景下，基于2025年15倍的预期市盈率来看，日本股市的估值颇具吸引力。



东京证券交易所正在推进改革。上市公司面临着改善治理、提高透明度、增加股本回报和提高估值的压力，否则将面临退市或降级。我们预计，在零售、电信及金融等在传统上抵制并购的行业内，企业之间的整合会增多。

作为主要出口国，日本面临潜在在贸易战带来的风险。日元升值可能会减缓企业盈利。企业改革的努力可能会落空，而持续的加息可能会抑制经济增长。



## 巴西：复苏和多元化潜力

在企业盈利不断收缩的情况下，过去两年里，巴西本土股票相较于全球股票的表现落后了38%。在此过程中，巴西雷亚尔兑美元汇率已跌至接近历史低点。不过，我们认为，对于拉丁美洲这个最大的经济体及其股票市场而言，情况或许正在好转。巴西政府正在努力制定一揽子计划以支撑公共财政，这或许有助于改善投资者的情绪。据市场普遍预期，2025年巴西企业盈利将增长15%。

我们的乐观预期面临的风险包括：全球经济疲软、美元进一步走强以及巴西财政整顿进展令人失望。不过，考虑到2025年预期市盈率仅为7倍，巴西雷亚尔非常疲软，我们认为这些挑战可能在很大程度上已经被市场消化。我们认为，巴西股市可为全球股票投资提供多元化潜力。



# 固定收益： 以信用债为核心

在美国进入降息周期的背景下, 我们看到了从固定收益产品中寻求更高收益的诸多潜在机会。



## 主要观点

- 随着美国利率下降, 我们看好投资级信用债产品, 认为可将其作为核心资产纳入投资组合
- 我们认为, 某些较低评级的投资级债券和次投资级债券具有投资潜力
- 差异化信贷包括结构化信贷、银行贷款及优先股 (兼具股票和债券的属性)
- 风险包括还款风险、流动性风险、利率风险以及借款人提前还款等



美联储在2025年料将继续谨慎下调隔夜利率。截至2025年底，联邦基金利率可能会从现行的4.75%降至3.75%左右<sup>1</sup>。通胀率的逐步回落，以及就业形势虽弱但仍保持向好，或将成为利率下调的催化剂。美联储多次声明，将依据通胀数据的向好趋势持续下调利率，若劳动力市场意外恶化，降息幅度将会进一步加大。

美联储如今对就业保持高度警觉，这和前些年主要担忧高通胀威胁的情况截然不同。然而，如果新一届共和党政府提出的2025年及后续年份的预算方案有让赤字大幅上升的风险，美联储也许会进一步放慢降息速度，甚或干脆不降息，以此来努力防止通胀加剧。

### 这对固定收益投资者意味着什么？

降息通常会推高债券价格。但我们认为，美国国债收益率已经反映了大部分降息预期，而目前的价格也开始逐渐反映政府赤字增加的可能性以及随之而来的债券供应增加预期。例如，5年期美国国债收益率目前已接近4.28%<sup>2</sup>。

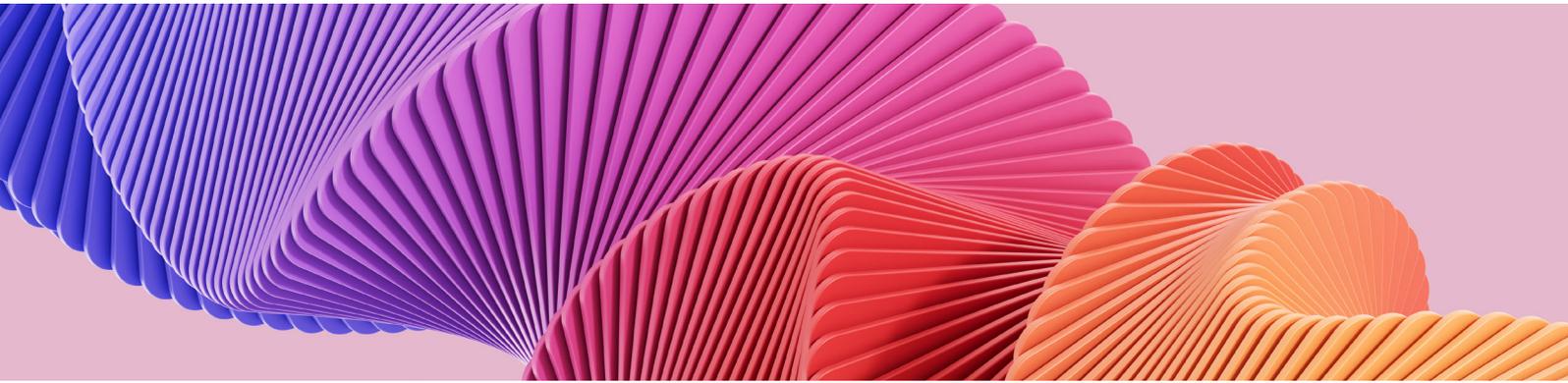
同样，我们认为到2025年底，10年期国债收益率可能会从目前的4.42%小幅上升至约4.75%<sup>3</sup>。可能只有表明经济衰退或地缘政治冲击可能性增加的数据才会导致收益率大幅走低。在这种情况下，投资者可能扎堆买入美国国债，从而推高其价格。

鉴于美联储可能进一步降息但幅度有限，以及新一届政府财政计划的不确定性，投资者可着重构建久期适中的多元化固定收益投资组合，而非单纯依赖银行存款和美国国债。

目前，美国国债通胀保值证券（TIPS）在扣除通胀因素后的收益率高于过去十年中的大部分时间。例如，5年期通胀保值证券目前的收益率比年度总体消费物价指数（CPI）高出约1.85%<sup>4</sup>。如果通胀率的增长超过预期，TIPS相较于国债或将能够带来更高的回报，并成为多元化核心投资组合的潜在对冲工具。

## 美联储表示将基于通胀数据的改善情况持续降低利率

<sup>1,2,3,4</sup> 彭博社，截至2024年11月13日



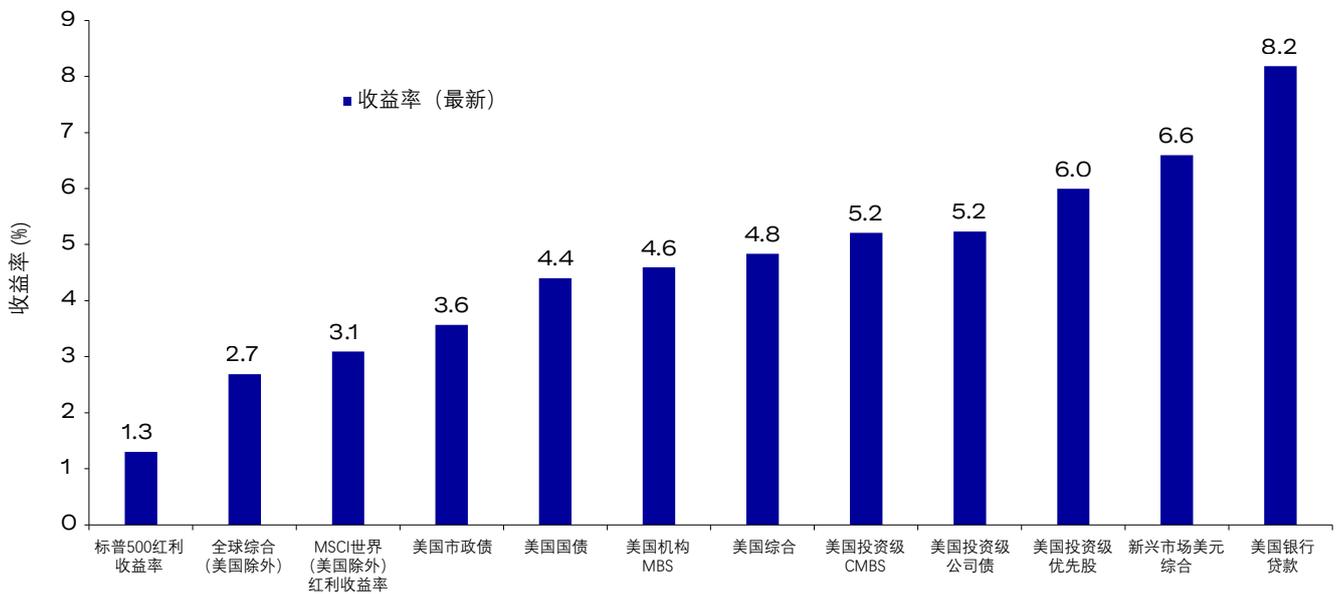
### 为何我们更青睐信用债而非国债？

我们认为信用债（即企业发行的固定收益证券）具有更大的收益潜力。目前，美国中期投资级信用债的收益率为5.04%，而同等期限国债的收益率为4.29%<sup>5</sup>。因此，投资者可以考虑将中等期限（四年）的投资级公司债纳入其核心固定收益持仓。

诚然，以过往标准衡量，信用债相对国债的额外收益，也就是“利差”，幅度并不高。当前利差约68个基点，而一年前约有150个基点<sup>6</sup>。不过，我们觉得其潜在的额外收益颇具投资价值。若发生经济衰退，信用债的表现大概率不及国债，但我们预计这种情况不会发生。

在美国，部分投资级市政债可能也会提供比国债更高的收益率。近期大量新的市政债券发行使得它们相对于国债价格有所降低。

**图1**  
各种固定收益和股票资产的收益率



资料来源：彭博社，截至2024年11月20日。引用的指数包括标普500指数、彭博全球综合固定收益（美元除外）指数、MSCI所有国家世界（美元除外）指数、美国市政债：彭博美国市政债指数、彭博美国国债指数、彭博美国MBS指数、彭博美国综合指数、彭博美国投资级CMBS指数、彭博美国投资级公司债指数、Ice BofA 投资级机构资本证券指数、彭博新兴市场美元综合指数、Morningstar LTSA美国杠杆贷款100指数。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明，并不代表任何特定投资的业绩表现。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。有关定义详见术语表。

## 降低债券质量, 寻求更高回报

BBB级<sup>7</sup>公司债券的评级最低, 但仍符合“投资级”或“较高质量”的标准。而BB级公司债券则被归类为“高收益”。评级较低的债券风险较大, 包括发行人不能按期支付票息或偿还借款。不过, 对于了解并能接受这些风险的投资者来说, 该类债券可能有赚取额外利差的潜力。

## 优先股、结构化信贷和银行贷款

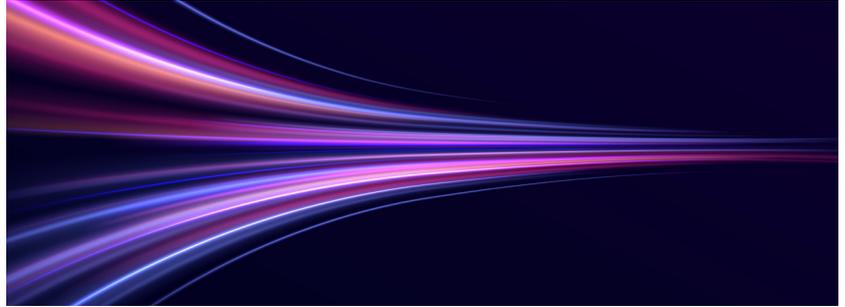
此外, 对于了解并能承受风险的合适投资者来说, 我们认为差异化信贷还有可能带来更高的收益。投资级优先股的平均收益率约为6.0%。优先股兼具股权和债务属性, 如果公司清算, 优先股的偿还等级低于债券。

结构化信贷包括新的机构AA级抵押贷款支持证券(MBS)。多元结构化信贷基金通常在其投资组合中持有大量的MBS, 以及其他类型的结构化信贷。



以高收益银团贷款(平均评级为B级)为标的的投资策略收益率约为8.2%。此类贷款的浮动利率息票会随着美联储利率的下调而降低。即便如此, 我们认为其仍具有额外收益潜力。

这些资产虽有潜在高收益, 但也伴随着诸多风险, 诸如偿还风险、流动性风险、利率风险、提前偿付风险, 优先股还面临最终到期日的延期风险以及股息暂停发放风险等。



债券受多种风险的影响, 包括利率波动、信用风险和提前偿付风险。一般来说, 当现行利率上升时, 固定收益证券的价格就会下跌。如果发行人的信用评级或信用度下降导致债券价格下跌, 债券就会面临信用风险。高收益债券会面临更多风险, 如由于发行的债券信用质量较低, 违约风险增加, 波动性增大。最后, 债券可能面临提前偿付风险。当利率下降时, 发行人可能会选择以较低的利率借款, 同时偿还之前发行的债券。因此, 相关债券将失去该项投资原本可获得的利息支付, 并且被迫在现行利率低于初始投资时利率的市场环境下进行再投资。

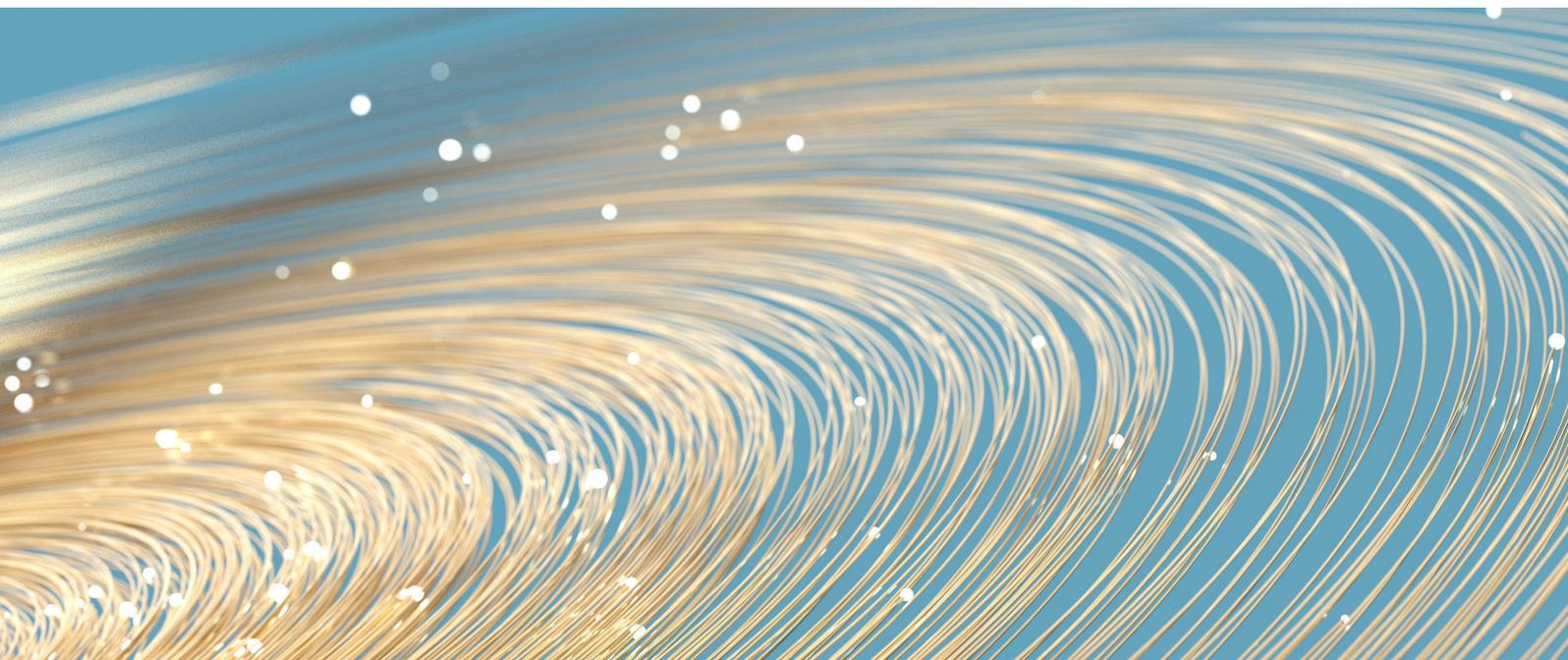
**免税证券:** 对于美国纳税人而言, 全国性的市政债券投资组合可免缴联邦税。但是, 投资者通常需要为其居住州以外的其他州发行的任何债券缴纳州税。在投资之前, 请咨询您当地的税务或会计专业人员, 以确认您是否需要为其他州发行的市政债券缴纳州税。

**税收政策风险:** 税法或税收规则的变化可能对公司业绩以及投资者的应纳税收入产生不利影响。

<sup>5,6</sup> 彭博社, 截至2024年11月13日

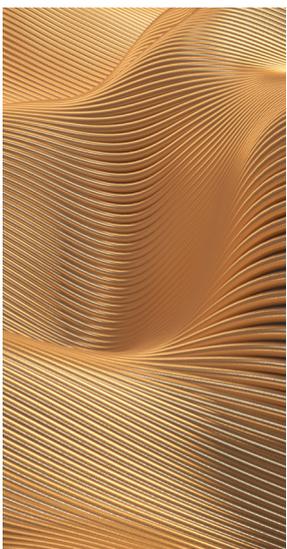
<sup>7</sup> 请参见本文末尾披露信息部分的债券评级等效表

<sup>8,9</sup> 彭博社, 截至2024年10月16日



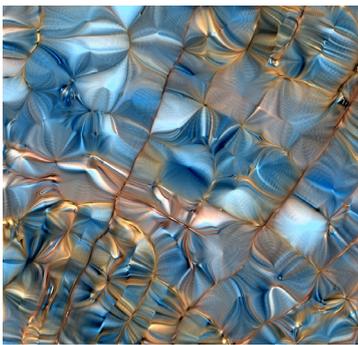
# 利用私募资产类别 补充核心投资组合

与股票和固定收益产品相比，私募资产类别的预期回报率更高，对于能够接受相关风险的适合且合格的投资者而言，私募资产类别可为其投资组合带来潜在收益。



## 主要观点

- 我们认为，私募市场具有多元化配置和回报潜力
- 常青基金正在拓宽私募股权、私募信贷和房地产投资渠道
- 我们看好二级私募股权投资策略、私募信贷以及工业和酒店房地产等领域
- 风险包括高杠杆、透明度不足以及运营方面的问题



多年以来，另类资产类别所吸引的资金规模不断攀升。从2000年到2023年间，六类另类资产的资产管理规模实现了12.4%的复合年增长率，合计超过18万亿美元（见图1）。我们认为，随着适合且合格的投资者不断追求回报和多元化配置，另类资产可能会进一步受到青睐。

在另类投资中，我们对私募资产类别的多年前景持乐观态度。我们对私募股权、私募信贷和房地产的战略回报预期分别为13.5%、7.6%和11%，而上市交易股票和固定收益产品的战略回报预期分别为5.6%和4.8%。这些是我们对未来十年平均年化业绩的预测，并不能保证一定能实现。各年度间可能会出现较大差异，甚至可能出现大幅下跌——请参见“**大类资产长期展望：适度乐观**”。

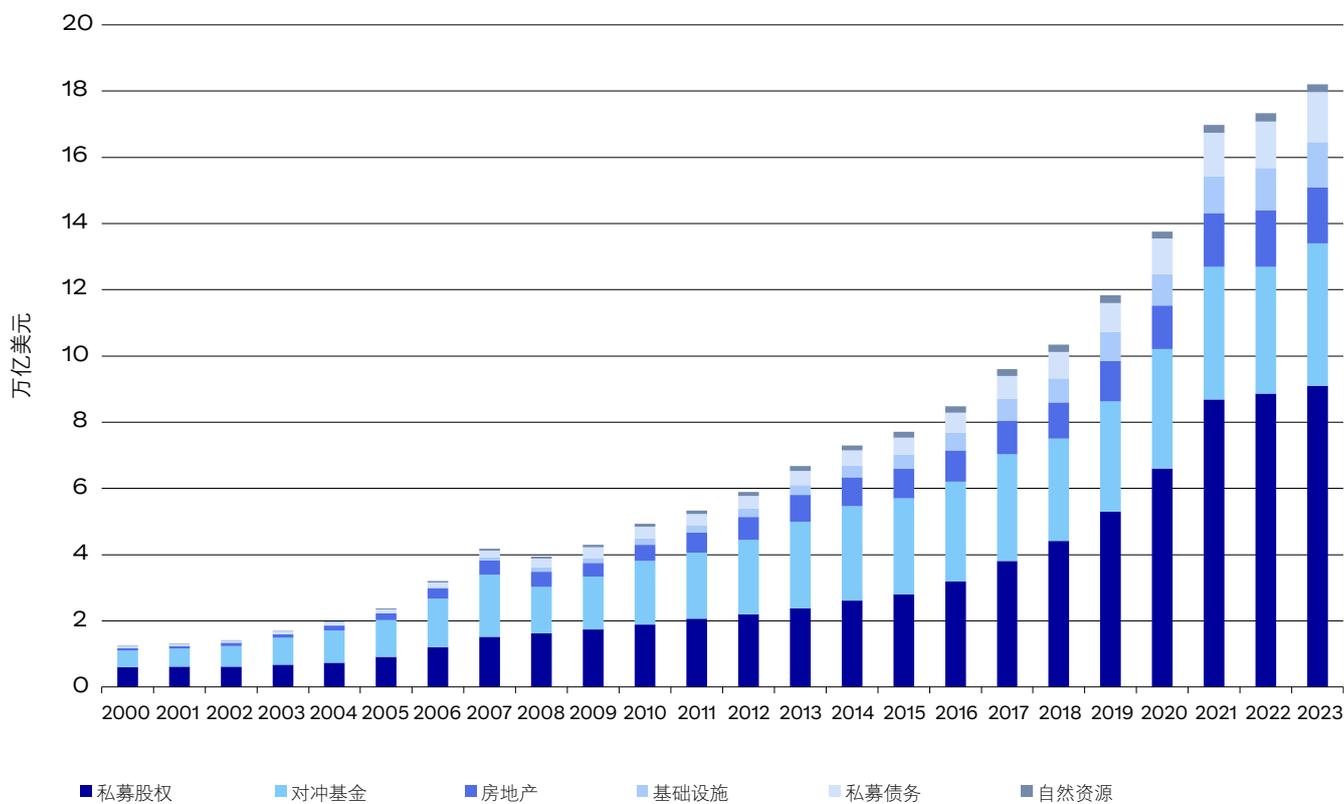
除了潜在的回报和多元化优势外，私募资产的投资渠道也在不断拓宽。资产管理公司正在纷纷推出创新架构，力求提升流动性与灵活性——请参见“**拓展私募市场渠道：常青基金**”。然而，我们注意到，许多适合且合格的投资者在涉及另类资产时，仍然未能遵循其长期投资计划，或配置过少，或根本没有进行配置。

## 在另类投资中，我们对私募资产类别的 多年前景持乐观态度

在此，我们列举了一些用于拓宽投资组合视野的私募市场策略。



图1  
另类资产管理规模长期呈上升趋势



资料来源: Preqin和HFRI, 截至2023年12月31日。

## 借力私募股权，利用市场低效从而获利

在经历了2021年以来的冰冻期后，涉及私有公司的交易已开始复苏。然而，由于美国私募股权持有的公司数量已累积增至11567家，管理人正在利用更多的途径来实现流动性<sup>1</sup>。

私募股权二级市场或许能在此发挥作用。GP主导型二级市场交易由现有私募股权基金的管理人发起。该管理人要么出售某一家公司的部分股权，要么在由二级交易管理人牵头的交易中，将数项基金资产整合到一个新的投资实体中（即“接续基金”），从而能够继续对这些资产进行管理。二级市场基金在获取资产权益的同时，也确保了管理的连续性。截至2024年9月30日，二级交易的交易额达到了1150亿美元，几乎创下历史纪录。而我们认为颇具潜力的GP主导型交易，大约占到了其中的一半<sup>2</sup>。

二级市场交易面临的一项挑战在于其采用被动策略，因此二级市场管理人无法掌控标的资产的最终处置权。然而，与典型私募股权基金相比，接续工具的存续期较短。

## 通过私募股权把握无阻趋势带来的投资机遇

通过私募股权，投资者可以布局无阻趋势，即改变我们周围世界的强大长期力量。例如，有许多专注于数字化与医疗保健领域的创新年轻企业，但投资者无法通过公开市场进行投资。而新一代潜在的人工智能领军者，则正于完备的科技风险投资、成长型投资及私募股权生态体系内孵化发展。

我们认为，瞄准处于早期和成长阶段、专注于软件与计算创新解决方案公司的私募市场策略具有一定潜力。虽然大市值上市科技公司表现强劲，但其估值已经处于高位。私募策略可以从规模更小和估值更低的公司寻求科技和人工智能驱动的高回报，尽管技术开发失败和推广应用不及预期的风险可能更大——请参见“人工智能：日益成为现实”。



聚焦生物科技的投资策略同样具有潜力。许多由私募股权持有的小型生物科技企业在新治疗开发领域处于前沿——“医疗创新助力延长人类寿命”。这些企业往往最终会被制药巨头收购，而后者的优势在于营销和分销，而非创新。此类投资面临的风险包括：药物研发失败率高、监管审批存在不确定性、资金需求较高以及投资组合集中度高。

<sup>1</sup> Pitchbook, 截至2024年6月30日

<sup>2</sup> PJT Partners《2024年三季度二级市场洞察》(Q3 2024 Secondary Market Insight), 截至2024年9月30日

除了这些行业本身所涉及的投资风险之外，私募股权策略往往流动性极低，投资者需投入资金并锁定数年之久。此外，还可能存在运营风险，这类风险源自管理人的业务流程、管理政策以及相关因素等。不利情况可能包括资本的完全损失。如需进一步探讨相关风险，请参见“重要信息”。

## 私募信贷规模日益壮大

私募信贷，也就是由私募股权公司、对冲基金以及专业信贷基金等所提供的贷款，能使借款人争取到比银行贷款更为定制化的条款。自2017年起，私募信贷市场规模从6210亿美元逐步攀升，至2024年已达1.5万亿美元，预计到2029年，其规模将进一步扩大至2.6万亿美元<sup>3</sup>。

私募信贷借款人支付的较高利率对投资者而言可能意味着更高的收益。2024年第三季度，新发行贷款的平均收益率为10.3%。平均而言，私募信贷相较于杠杆贷款提供了150至200个基点的溢价<sup>4</sup>。但不利的一面是其风险也更高，包括借款人未能支付利息和本金，以及流动性不足的问题，这意味着只有当贷款到期或进行再融资时，投资者才能获得现金分配。

## 我们青睐的房地产板块

历经数年的艰难处境，房地产行业有望否极泰来。在经济持续增长的同时，利率的下行或将起到推动作用。借贷成本的降低有望带动新开发项目的开展与交易活动的活跃，进而支撑房地产估值的提升。

我们认为工业房地产领域存在潜在机遇，包括制造业、仓储业以及物流配送用途房地产。在许多成熟市场中，部分类型的工业地产供应短缺。美国的工业地产整体空置率为4.8%，欧洲为3.6%，均接近历史最低水平。

诸多工业地产需求旺盛，且短期内有望持续。背后的一大驱动力在于，全球供应链布局正在调整，企业纷纷将设施从中国迁至美国和欧洲。同时，为了整合机器人仓储、人工智能供应链等前沿技术，现有物流配送中心的新建与升级改造势在必行——请参见“无阻趋势”。

除了经济增速放缓、利率升高以及通胀复燃等非基准情景风险外，工业地产还面临着其所服务行业不景气的风险。若产业回流格局与其他需求源发生变动，还面临未来业务中断的风险。

我们认为酒店房地产领域前景广阔。在休闲和商务旅行者纷纷弥补疫情期间出行遗憾的当下，该板块正持续受益。全球范围内，酒店每间可售房收入（RevPAR，此指标用于衡量酒店入住率与客人付费情况）在2024年第三季度较2019年同期增长了12.8%<sup>5</sup>。

除了成本超支和工期延误的问题外，如果由于消费者出行意愿的转变或者企业再次削减成本，导致休闲和商务旅行需求减弱，那么经过翻新改造及重新定位的酒店可能无法达到预期的经营业绩。

总体而言，房地产投资策略流动性欠佳，且往往会大量运用借贷资金或“杠杆”，而这种做法在经济下行期间可能会放大风险。

<sup>3</sup> Preqin, 《另类资产的未来》(The Future of Alternative), 2024年9月发布

<sup>4</sup> Pitchbook, 截至2024年9月30日

<sup>5</sup> 仲量联行《全球房地产视野》(Global Real Estate Perspective), 2024年11月

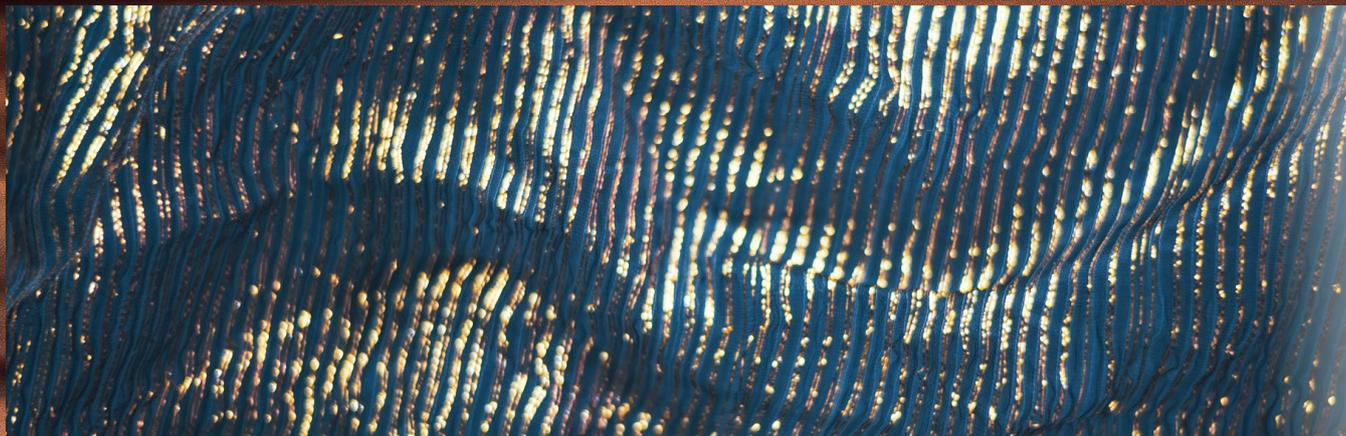
# 拓宽私募市场渠道： 常青基金

对适合且合格的投资者来说，私募资产类别往往难以涉足，或是在管理上颇具挑战。高额的最低投资门槛、严格的资质要求以及需长期锁定资金等，都属于其中的阻碍因素。不过，一种名为“常青基金”的新型架构正逐渐兴起，其有助于拓宽投资者进入私募股权、私募信贷、基础设施以及房地产领域的渠道。

传统私募资产基金运作模式下，投资者一般仅在初始阶段投入资金，随后资金便被锁定数年，之后该基金退出所有投资项目并到期解散。常青基金结构则截然不同，其无明确到期时限，所获收益可用于再投资，新投资者能够持续认购份额，同时可为现有投资者设定定期退出窗口。不过，需注意常青基金在退出环节仍设有诸多限制，故其流动性远不及公开证券或共同基金。

就认购常青基金的投资者而言，其资金通常自初始便全额投入私募资产运作。这一点同样有别于传统私募基金，在传统私募基金中，投资者的资金通常需要三到五年的部署期。常青基金的全额投入模式，简化了投资组合的管理和再平衡，而投资者在整个投资过程中都完全直面潜在的损益机会。

常青基金推动私募资产投资走向“大众化”的关键一步，在于降低投资门槛。其最低投资额有时可低至1万至2.5万美元。此外，一些常青基金符合面向散户投资者发售的监管要求，进而拉低了法定准入门槛。然而，符合资格并不意味着真正适合。每位投资者都应就这些基金是否适合自己寻求专业指导。



# 合格投资者可酌情将对冲基金纳入核心投资组合

我们认为, 对于适合且合格的投资者而言, 对冲基金混合投资策略或将有助于强化投资组合。



## 主要观点

- 在特定市场环境下, 各种对冲基金策略的历史表现有好有坏
- 适合且合格的投资者可考虑在投资组合中综合运用多种此类策略
- 我们认为一些分散风险型对冲基金和趋势导向型对冲基金策略具有潜力
- 风险包括但不限于因使用杠杆、投资组合过于集中以及透明度有限而造成的损失



我们认为，2025年多个资产类别均存在上行潜力——请参见“**新形势下的投资策略**”。然而，经济、地缘政治和市场动荡的风险始终存在。未来十年，经济衰退、市场低迷、供应链中断以及国家间的冲突等情况都可能会如过往时常发生的那样，毫无预兆地出现。

布局多种不同类型的对冲基金，或许能让投资组合更好地应对市场的起伏。2022年堪称形势严峻的一年，股票和债券都陷入困境，但全球宏观和相对价值对冲基金策略集体表现良好（图1）。相比之下，到了2023年市场复苏之际，股票多空和事件驱动对冲基金策略表现强劲，而全球宏观对冲基金策略则出现了负收益。

从未来十年的平均值来看，我们认为这一大类资产可能会产生可观的年化回报——请参见“**大类资产长期展望：适度乐观**”。我们认为，适合且合格的投资者应根据其投资目标，考虑在长期的多元化投资组合中加入对冲基金策略组合，其中包括某些风险分散型对冲策略和趋势导向型对冲策略。



*布局多种不同类型的对冲基金，或许能让投资组合更好地应对市场的起伏*

图1  
各种对冲基金策略的历史表现

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 YTD
1.0%	10.6%	24.6%	1.8%	27.3%	17.9%	19.0%	9.0%	22.8%	20.0%
-0.3%	8.5%	13.3%	-0.4%	13.7%	16.8%	12.4%	-0.7%	11.4%	11.6%
-1.0%	7.7%	7.6%	-2.1%	8.2%	9.3%	11.7%	-4.8%	10.4%	8.6%
-1.3%	5.5%	5.1%	-4.1%	7.5%	5.6%	7.7%	-10.1%	7.1%	8.8%
-1.8%	3.9%	3.0%	-7.1%	7.4%	5.4%	7.6%	-11.2%	7.0%	3.2%
-3.6%	1.0%	2.2%	-8.9%	6.5%	3.4%	-1.4%	-18.0%	-0.3%	3.6%

MSCI所有国家世界总回报指数 (美元)	HFRI相对价值 (总) 指数	HFRI事件驱动 (总) 指数
HFRI股票对冲 (总) 指数	HFRI宏观 (总) 指数	全球综合指数 (美元对冲)

资料来源: 彭博社、Hedge Fund Research (HFR)和PackHedge, 截至2024年9月30日。 所示指数回报并不代表投资者资产实际交易的结果。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用, 如若计入, 业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

HFRI宏观策略: 包含一系列广泛策略, 旨在利用相关经济变量的变动及其对股票、固定收益、硬通货和商品市场的影响来获取收益。

HFRI相对价值策略: 指利用多种证券之间的估值差异进行交易的策略。

HFRI事件驱动策略: 指针对当前或预期会参与诸如并购、重组以及财务困境等公司交易的企业进行投资布局的策略。

HFRI股票对冲策略: 指主要以股票与股票衍生品为投资标的, 同时建立多头和空头头寸的策略

MSCI所有国家世界总回报指数 (美元) 反映了涵盖发达市场和新兴市场的宽基股票指数的总回报表现。

彭博全球综合指数 (美元对冲) 是全球固定收益市场的基准指标。

## 分散风险型对冲基金策略

分散风险型对冲基金涵盖了多种不同策略。在市场动荡时期，这类对冲基金的表现往往好于股票。反之，在强劲的股票牛市中，其表现往往不如股票。分散风险型策略的设计初衷并非是要消除所有市场风险，而是旨在通过投资筛选和投资组合构建来降低特定风险。

从过去情况来看，此类策略的回报与股票和固定收益产品的相关性往往处于较低或适中水平，即在不同时期往往表现好坏不一。因此，适合且合格的投资者在配置分散风险型对冲基金时，应考虑各种类型的风险敞口。

布局多种风险分散型策略的途径之一是借助多策略基金，该类基金可依市场环境灵活调配资金。多策略基金既能实现投资分散，又能为风险分散型策略提供现成的配置方案。

我们认为，规模较大的多策略基金可能蕴含机遇。原因之一在于，大型基金往往更易于吸引并留住优秀的基金经理，而且从以往表现来看，其业绩也优于规模较小的同类基金。多策略基金与传统资产的关联性较低，其目的在于穿越不同周期，寻求稳定回报，同时分散投资组合风险。例如，从1990年2月至2024年9月，HFRI相对价值型多策略指数与MSCI世界指数以及彭博全球综合指数的相关性都只有0.2或更低<sup>1</sup>。不过，此类基金的费用较高，而且流动性较差。与其他对冲基金一样，多策略基金也面临诸多风险，包括使用杠杆、透明度较低以及与人、流程和系统相关的运营问题。



## 趋势导向型策略：为固定收益产品和股票寻求差异化回报

随着短期利率下降，投资者可能会在信贷领域寻求差异化收益。对冲基金信贷策略聚焦于高收益债券、银团贷款和结构化信贷产品等产品。其投资选择可能相当复杂。因此，我们认为能够跨资产类别构建高确信度投资组合的灵活对冲基金信贷策略或许是一个可行的选择。该类策略通常聚焦于更复杂、流动性较差但潜在收益率和总回报较高的信贷资产。

有一种趋势导向型策略叫作股票多空策略，采取该种策略的基金经理会买入那些他们认为有望表现更优的公司股票，并做空那些他们认为表现将欠佳的公司股票。专注于全球特定地区、市场或行业的专家或许更善于管理此类策略。在美国大盘股之外，通过对冲基金进行主动管理有可能利用市场的分散性和波动性，使投资组合从中受益。例如，可投资聚焦中小盘股票的对冲基金，或者聚焦于我们所提出的如“中美两极分化”“医疗保健”或“数字化”等无阻趋势的对冲基金——请参见“**无阻趋势**”。市场整体下滑、因使用杠杆而导致损失增大以及投资组合过于集中，都是该等趋势导向型策略所存在的风险。



有关另类投资的进一步讨论，请参见“重要信息”。

<sup>1</sup>相关性是一种衡量两种价格相互变动关系的统计指标。它的取值范围在1到-1之间，相关性为1表示完全正相关，即两种价格始终同向变动。相关性为-1表示完全负相关，意味着两种资产或资产类别始终反向变动。相关性为0则表示零相关，即随着时间推移两者之间不存在关联。

# 补充核心投资组合： 机会型投资

机会型投资组合有望寻求收益，同时降低风险，可作为核心投资组合的有益补充

## 主要观点

- 对于适合的投资者而言，我们主张在建立核心投资组合的同时，构建一个较小规模的机会型投资组合
- 我们认为，严谨的机会型投资或许可作为对核心投资组合业绩的补充
- 投资者需要依据个人目标来评估每项持仓的适宜性
- 由于持仓较为集中，确定性更低，波动性更大，机会型投资组合面临的风险可能更高

我们相信，建立核心投资组合对于寻求财富的长期保值增值至关重要。在我们看来，此类投资组合应保持长期充分投资，并分散投资于世界各地的各类资产。不过，我们也注意到，许多客户也希望以不一定契合于核心投资组合的方式进行投资。在这种情况下，机会型投资也许可以发挥作用。

机会型投资组合是一种补充性投资组合，规模往往较小，是投资者长期计划范围之外的投资。机会型投资可能期限较短，风险和回报历史数据很少或没有这类数据。机会型投资组合的持仓往往较为集中。在没有潜在机会时，其资产可能会以现金形式持有，而一旦机会闪现，便能在短促的窗口期迅速做出反应，把握时机。

机会型投资虽然较为灵活，但仍需采用严谨的投资方法。我们认为，其目的应该是补充核心投资组合，提高潜在回报或风险调整后回报。图1列出了我们新提出的和正在实施的机会型投资思路，以及我们自去年12月发布以来已经退出的一些投资思路<sup>1</sup>。我们为每种情况都提供了一个基准指数。在考虑某个投资思路之前，投资者应根据投资目标确定其是否合适，然后与财务专业人士讨论如何进行合理配置。

## 我们注意到，许多客户也希望以不一定契合于核心投资组合的方式进行投资

有些资产我们认为已不再具备机会型投资潜力，但仍有望对核心投资组合起到补充作用。例如，铜矿开采和网络安全分别是“能源转型”和“数字化”这两大无阻趋势中的关键领域。我们建议的机会型投资期限最长约为两年左右。



### 1. 半导体设备制造商

虽然汽车等周期性行业的芯片需求不及预期，但人工智能的推广令半导体需求大增。在此背景之下，美国主导的对华先进芯片和设备出口限制，使部分半导体设备制造商的股价受挫。尽管美国政府和其他国家向生产商提供补贴，欲将以台湾为核心的半导体供应链迁回本土，情况亦未改善。

自2023年开始以来，即使半导体行业龙头股价已大幅攀升，但许多半导体公司的业绩表现平平。从根本上来说，半导体在日常产品中的广泛应用、持续创新以及快速的技术迭代推动了半导体行业的发展。全球半导体市场收入有望从2024年的6074亿美元增长到2029年的9808亿美元<sup>2</sup>。尽管自去年我们发现半导体的机会潜力以来，半导体的回报率已达34.4%<sup>3</sup>，但我们认为2025年该板块仍有更大的上升空间。该板块面临的风险包括基本材料供应中断、市场准入限制和经济低迷。

<sup>1</sup> 《2024年财富展望》

<sup>2</sup> Statista, 截至2024年8月

<sup>3</sup> 彭博社, 截至2024年11月15日

图1

## 半导体行业涨幅集中在少数龙头企业



资料来源: Haver Analytics, 截至2024年11月。SOX即费城半导体指数。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用, 如若计入, 业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

## 2. 医疗设备: 市场走势向好

在全球人口快速老龄化和财富水平不断提高的背景下, 我们认为医疗保健行业是核心投资组合的长期重点——请参见“医疗创新助力延长人类寿命”。我们还认为其中一个细分领域具有持续的机会潜力: 即那些致力于构思和创造创新性诊断服务和仪器的企业, 如实验室检测设备、成像系统、外科手术工具, 以及为慢性病患者提供的可穿戴或植入式设备。人工智能或将有助于不断优化医疗行业的某些产品和服务水平。

我们认为, 尽管医疗设备类股票在2024年的涨幅低于美国股市整体涨幅, 但仍有可能继续上扬。预计该板块2025年每股收益将增长9.5%, 对应的远期市盈率为20.4倍。虽然医疗设备板块相较于医疗保健行业内的其他一些领域面临的\*\*政治风险更低, 但仍可能遭遇供应链问题及物资短缺、技术变革不利以及人工智能应用所引发的患者隐私问题。

## 3. 动荡世界中的国防承包商

近几十年来, 人们通常认为商业推动了地缘政治的发展, 比如各国政府在制定贸易和能源等对外政策时都会把商业利益放在优先地位。然而在当今这个时常呈现两极分化态势的世界中, 地缘政治又推动了商业的发展。随着各国将重点放在加强其战略和防御需求上, 我们看到了国防行业存在的一些潜在机遇。其中包括武器装备、飞机、先进防御技术等\*\*的供应商。

2024年, 约23个北约成员国可能会履行国防开支占GDP 2% 或更高的承诺, 而2021年仅有6个成员国<sup>4</sup>。即使俄乌冲突和中东冲突迅速得到解决, 我们预计欧洲及其他地区仍将继续增加国防支出, 特别是考虑到美国干预未来冲突的确定性降低。政府负债高企、各支出项目相互争占资金、供应链问题和技术中断都是国防企业面临的挑战。

图1

# 潜在的机会型投资标的

当前投资	(2023年12月7日) 以来的回报率 自《2024年财富展望》发布
1. 费城证券交易所半导体指数	34.4%
2. 道琼斯美国医疗设备指数	19.6%
3. 标普航空与国防指数	33.3%
<b>《2025年财富展望》新增投资机会</b>	
4. 标普生物科技精选行业指数	
5. 标普500银行指数	
6. Alerian中游能源指数	
7. MVIS全球铀与核能指数	
8. CBOE波动率 (1个月隐含波动率) 指数	
9. Bitwise加密货币创新者30指数	
10. MSCI巴西美元指数	
<b>我们已退出的投资机会</b>	
<b>自《2024年财富展望》发布 (12月7日) 至7月环球投资委员会会议 (7月17日) 期间的回报率</b>	
1. Solactive全球铜矿商指数	41.6%
2. Red Rocks全球上市私募股权指数	17.6%
3. 纳斯达克CTA网络安全指数	10.5%
<b>自《2024年财富展望》发布 (12月7日) 至7月环球投资委员会会议 (7月17日) 期间的回报率</b>	
4. 标普500能源行业指数	17.8%
<b>自《2024年财富展望》发布 (12月7日) 至8月环球投资委员会会议 (8月7日) 期间的回报率</b>	
5. 日元反弹	-1.7%
<b>自《2024年财富展望》发布 (12月7日) 至11月环球投资委员会会议 (11月19日) 期间的回报率</b>	
6. MSCI日本美元指数	9.1%
7. 美国10年期国债与1年期国债收益率利差变动	+100.7 bps
8. ICE BofA 美国资产支持证券和商业抵押贷款支持证券指数	6.7%

资料来源: Citi Wealth Investments、Haver Analytics, 截至2024年11月14日。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用, 如若计入, 业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

## 4. 生物科技: 走在医疗创新前沿

在医疗创新领域, 生物科技板块无疑处于最前沿。近年来, 该领域的众多企业在多个关键方面都取得了重要成果。例如, 研发出能够破坏肿瘤赖以生长环境的新疗法, 推出基于基因检测的个性化治疗方案, 利用人体免疫系统来抵御疾病, 以及开发针对癌症和罕见病症的先进疫苗等等。我们认为, 人工智能革命有望在多个层面加速生物科技创新, 包括药物的发现与开发、先进诊断以及改进生产制造等各个环节。

生物科技股在2024年的大部分时间里都在上涨, 我们认为其具有跑赢大盘的潜力。合理的估值和较低的利率可能会引发新的并购活动, 包括私募股权公司以及寻求补充产品线的大型制药企业参与的并购活动。然而, 政治风险、监管阻碍以及利率上升等因素, 均是该板块面临的潜在风险。

<sup>4</sup> 花旗研究部 《金钱与实力: 为未来国防行业投入资金》 (Money and Might: Financing the Future of Defense), 2024年10月

## 5. “去监管”有望提振美国银行业

特朗普在第二任期内拟实施的去监管政策，能否提振美国银行业的发展？自2007-2009年金融危机以来，监管规则全面收紧，使得银行业的经营条件更加严峻。但特朗普在第一任期内放松了一些规定，这次可能会更进一步，尤其是在他竞选时承诺监督落实“美国史上最大规模去监管”之后。自大选以来，美国金融股相对于整体股市而言，已从接近历史低位的水平处出现反弹。



拟实施的去监管措施包括放宽银行资本金要求，以及建立更宽松的并购制度。此举或将推动中小银行的整合和企业并购活动，从而为大型银行带来更多的费用收入。如果特朗普的促增长议程得以成功实施，也会为银行业带来更好的商业环境。当然，这种变革也可能并不

会发生，同时去监管可能最终会增加银行业的风险。经济过热后继而陷入衰退也是银行业面临的风险。目前来看，我们认为银行业近期的反弹行情会在2025年延续下去。

## 6. 顺势而为：中游能源运输

新一届美国政府将大力支持传统能源的发展。尽管当下美国石油产量已创新高，全球油价及行业利润恐受冲击而走低，但特朗普仍宣称要进一步提升产量。鉴于监管渐趋宽松、需求持续上扬以及天然气出口量不断增长，我们看好拥有管道、存储设施和加工厂且处于生产与消费“中游”环节的业主有限合伙制企业（MLP）及股份有限公司。

业主有限合伙制企业致力于向投资者派发更多现金股利。Alerian中游能源指数近期股息收益率达到了4.5%<sup>5</sup>。自2020年以来，其总回报率已超过标普500指数（图2），我们认为这种势头目前可能会持续下去。该行业面临的风险包括能源需求和价格下跌，以及许多业务有限合伙制企业债务高企。

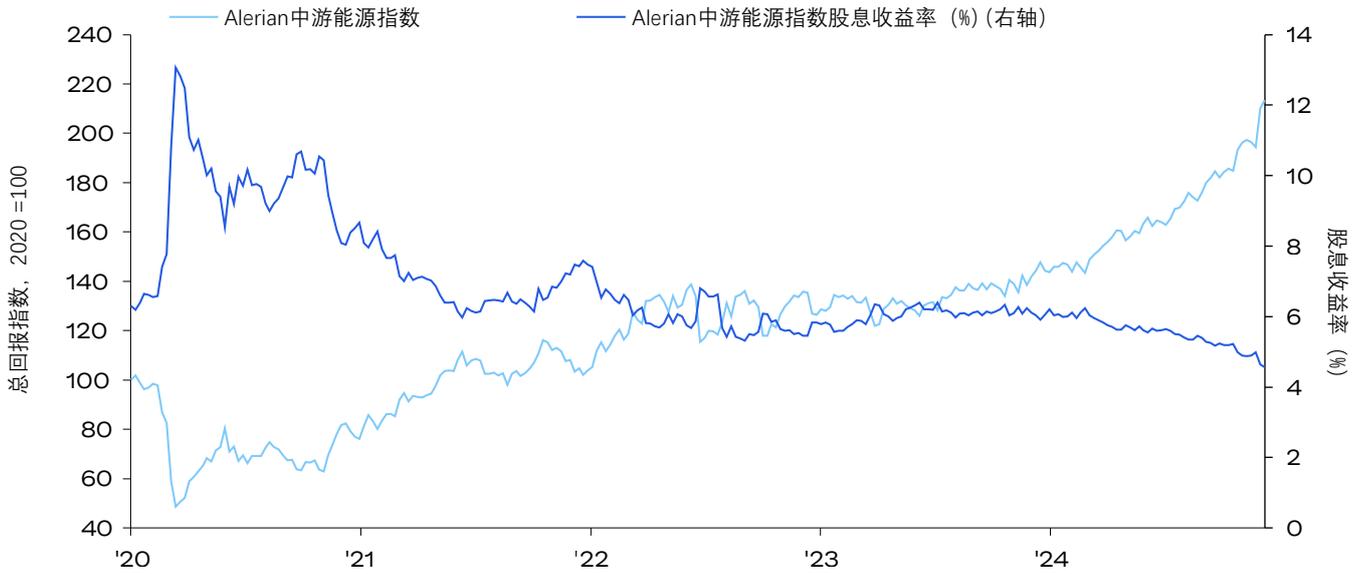
## 7. 核能持续发挥重要作用

在人工智能和加密货币挖矿的推动下，全球电力需求不断上升。预计到2030年，全球发电量将从2023年的2.8万太瓦时攀升至3.6万太瓦时<sup>6</sup>。我们预计发电量将来自多种能源，其中既有传统能源，也有替代能源。核能或将持续在这一过程中发挥作用，因为核电供应不是间歇性的，也不会直接排碳。在过去的一年里，与铀矿开采、核电设施、核能发电和电力以及硬件和服务供应商等领域相关的股票纷纷上涨。我们认为，未来可能还会有更多相关股票出现上涨。该行业面临的风险包括政治议程变化（例如，某些国家逐步退出核电并取消相关补贴）、安全事故和担忧以及法律方面的挑战。

## 8. 为新一轮市场波动布局

2025年市场波动或更趋剧烈。特别是贸易紧张局势升级的风险可能会使不确定性保持在更高水平。然而，截至2024年11月中旬，以VIX指数衡量的美股隐含波动率已接近历史低点。我们认为，这为以合理的成本实施对冲策略创造了潜力。一旦该指数如我们预期那样再次飙升，则可建仓，化对冲需求为收益。不利的波动率变化、市场承压期间持仓流动性不足以及交易对手违约等情况，都会构成相关风险。

图2  
中游能源股近期表现



资料来源: Haver Analytics, 截至2024年11月14日。各指数均非投资管理之结果。投资者无法直接投资指数。指数仅用于展示说明, 并不代表任何特定投资的业绩表现。指数回报未计入任何交易成本、开支、手续费或销售费用, 如若计入, 业绩将会相应降低。过往表现并非未来业绩之保证。实际结果可能有所不同。

9. 加密货币市场增长的推动者

全球数字资产市场不断扩大。2024年11月, 仅加密货币的总市值估计就达到了3.2万亿美元<sup>5</sup>。美国新一届政府对加密货币颇为青睐, 特朗普曾表示要建立国家比特币战略储备, 希望看到更多的加密货币在国内开采, 并可能创造更加宽松的监管环境。

为了保持增长, 加密货币市场将需要更完善的基础设施。提供这些基础设施的主体包括加密货币挖矿公司、挖矿设备制造商、经纪公司以及交易公司等。以Bitwise加密货币创新者30指数为代表的这一领域的股票, 已从2022年末的低点强劲反弹。我们认为, 在未来一年该板块可能会延续这一上涨态势。我们还认为, 在本文所探讨的各类机会型投资中, 加密货币行业股票的风险最高, 特别是鉴于其近期的快速升值。价格波动、技术故障、网络安全漏洞以及不利的监管动态等因素, 都可能对我们所预期的乐观前景构成挑战。

10. 巴西股市有望快速反弹

2024年, 巴西股市遭受重挫, 该国货币亦是如此。这或许在一定程度上是因为, 巴西政府的改革未达预期, 从而引发市场对其财政状况的担忧。作为拉丁美洲最大的股票市场, 巴西2025年的预期市盈率为7.8倍, 接近历史低点, 不过市场普遍预计其每股收益将在未来一年反弹17%<sup>6</sup>。因此, 我们认为当前市场情绪过于悲观, 并且预计该市场有望迎来反弹。

当然, 新兴市场通常波动更大且伴有其他风险, 如对全球增长放缓较为敏感。此外, 若巴西政府稳固公共财政的努力受挫、通胀恶化或货币继续疲软, 都可能削弱巴西的市场表现。

<sup>5</sup> 彭博社, 截至2024年11月15日

<sup>6</sup> Statista, 截至2024年8月

<sup>7</sup> 彭博社, 截至2024年11月

<sup>8</sup> Haver, 截至2024年11月

# 无阻趋势

## 强大的长期趋势力量

无阻趋势是指影响我们周围世界的具有变革性且持续多年的趋势力量，其中包括技术、经济、人口以及地缘政治等方面的发展趋势。随着时间推移，这些趋势可能会对投资组合产生影响。

---

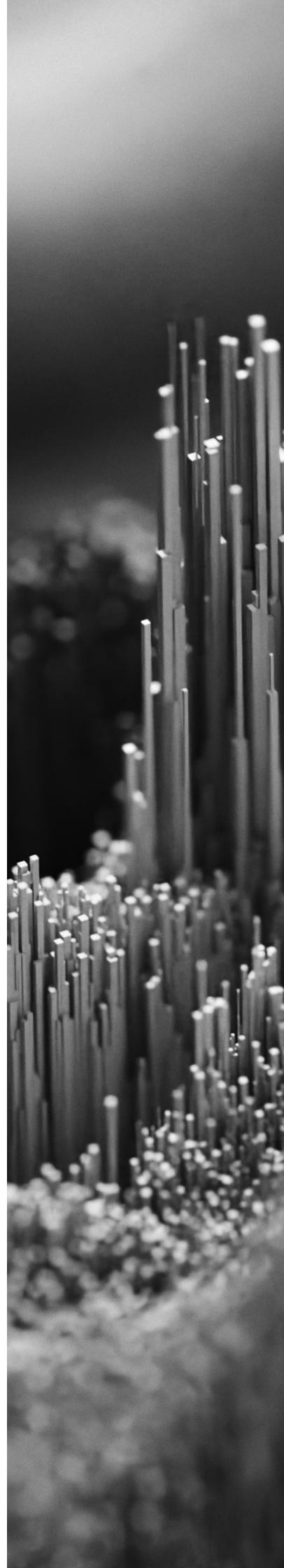
## 颠覆的投资潜力

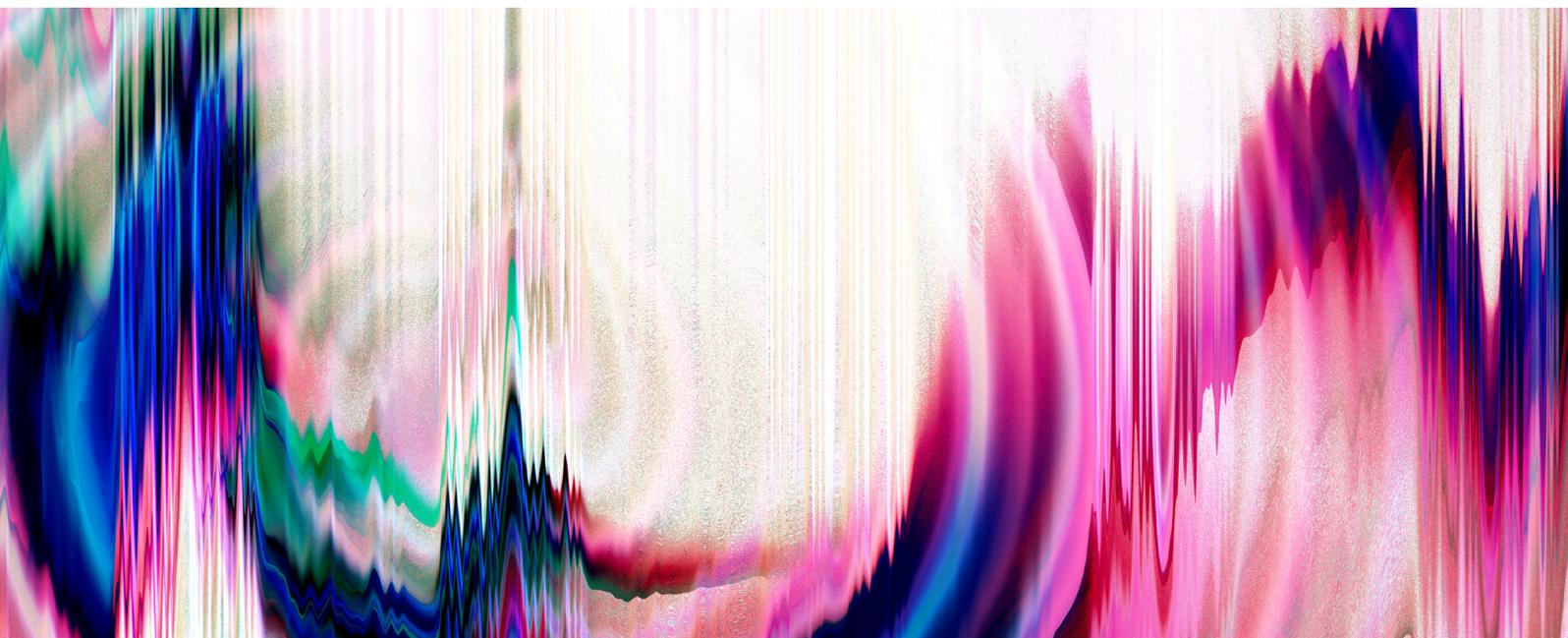
人工智能、医疗创新、气候相关技术以及全球供应链的重构，都将颠覆长期以来形成的业务模式。我们寻求通过投资组合布局来把握这些无阻趋势。

---

## 无阻趋势面临的风险

投资无阻趋势面临诸多风险，比如技术遇阻、竞争激烈、监管限制以及估值变化等。此外，如果对被无阻趋势颠覆的资产的配置比重过高，也会面临风险。





# 人工智能：日益成为现实

我们认为，人工智能的应用将在各个行业广泛铺开，进而影响更多非科技类投资。

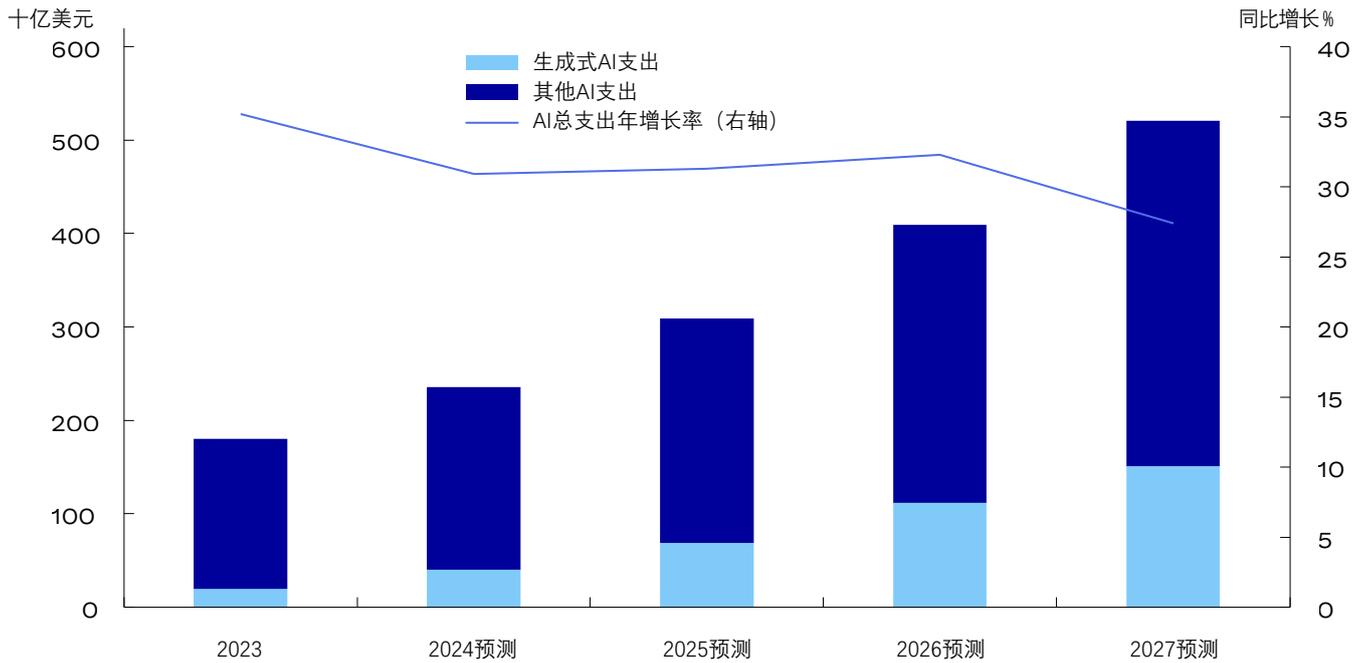
2024年，人工智能（AI）基础设施突飞猛进。相关技术方面的投资额已达数十亿美元，这种态势预计将会持续下去。据国际数据公司（IDC）预测，与人工智能相关的硬件、软件和服务支出将从2023年的2320亿美元增至2027年的5000多亿美元（如图1）。在人工智能支出增加的推动下，设计和制造人工智能芯片、服务器及相关设备的企业的利润和股价双双上涨。2025年及以后，我们将看到人工智能渗透到各行各业。下文我们将着重介绍六个科技及其他领域，在这些领域中人工智能有望创造投资潜力。



## 主要观点

- 全球在人工智能能力建设方面的支出持续增长
- 到目前为止，主要的投资影响体现在科技行业的资产价格上
- 我们认为医疗保健、金融、机器人技术、教育和农业是人工智能应用的潜在受益领域
- 风险包括业务成果不及预期以及部分企业可能被淘汰

图1  
企业在人工智能方面的巨大投入



资料来源: 花旗研究、Gartner, 截至2024年8月。所有预测仅作为观点参考, 如有变化, 恕不另行通知, 亦非对未来事件之保证。

### AI重塑软件行业

虽说芯片和硬件是推动人工智能发展的引擎, 但软件企业才是提供程序与服务从而将人工智能整合入传统应用的前驱。人工智能辅助编码大大削减了应用开发成本。但近来不少软件客户把有限的技术预算都投向了人工智能能力构建, 而常常因此削减传统软件方面的投入。因此, 一些领先的软件即服务 (SaaS) 企业, 可能有被公共人工智能云服务取而代之的风险。激烈的竞争态势以及快速的淘汰现象同样不容忽视。不过, 我们依然坚信, 其他那些能够有效整合人工智能技术, 从而为客户提升效益的软件企业, 具备脱颖而出的潜力。

*我们认为, 其他能够有效整合人工智能的软件企业有望脱颖而出*

### 智慧医疗

在诊断、治疗规划以及患者护理领域, 新的可能性不断涌现。在许多情况下, 人工智能分析X光片、核磁共振成像 (MRI) 和计算机断层扫描 (CT), 比人类更快且更精准。预测性分析能够识别出面临最高慢性疾病风险的患者, 从而实现预防性干预, 减少住院治疗。人工智能通过对大量的基因、医疗和生活方式数据集进行分析, 可帮助制定出更好的个性化治疗方案。

聊天机器人和虚拟助手使人们获取医疗服务时花费更少且效率更高, 并且可以在常规问诊、预约挂号和用药提醒等方面为人们提供帮助。

风险包括诊断失误、来自监管机构和从业者组织的阻力、患者的不信任以及技术方面的缺陷。

## 金融服务的新前沿

金融机构正在利用人工智能来改善运营、优化数据分析以及提升客户服务。例如，机器学习模型能够识别客户的欺诈性交易以及针对银行的网络攻击。数据录入和后台办公任务正稳步实现自动化，合规监控与数据收集工作亦是如此。此外，对复杂数据集进行监测有助于银行监控借贷及其他风险。

在投资方面，大规模处理市场数据可优化交易活动，从而实现更好的交易执行。智能投顾可为更广泛的受众提供价格亲民、基于数据的理财建议。资产管理人越来越依赖人工智能来汇总市场趋势、企业公告以及宏观经济数据，以便为决策提供依据。

软件执行受阻、存在监管阻碍、发生客户数据及隐私法规方面的违规行为，以及因算法决策偏差引发的声誉问题，都是可能存在的风险。



## 机器人技术的兴起

凭借人工智能的助力，许多行业的机器人能够承担更为复杂的任务。人工智能加持下的机器人，逐渐拥有了在无人工干预时适应新环境的能力。以制造业为例，它们能够开展像微电子器件组装这样的高精度作业。

机器人还可在外科手术、理疗以及老年护理方面提供协助。由人工智能驱动的机械臂在手术过程中能实现更高的精准度和灵活性，从而缩短患者的康复时间。人工智能与机器人技术的融合有望提升许多行业的生产率、安全性和工作水准。

网络安全与黑客攻击风险、难以很好融入现有工厂环境以及在遵循医学伦理和监管法规方面存在的问题，都可能让投资者感到失望。

## AI赋能教育

语言翻译工具和人工智能辅导系统正在促进教育普及。例如，偏远地区的学生如今能够更轻松地用自己的母语进行学习。虚拟教室可提供适应个人需求的学习体验。同时，行政管理工作的精简将助力教师更聚焦于学生互动。



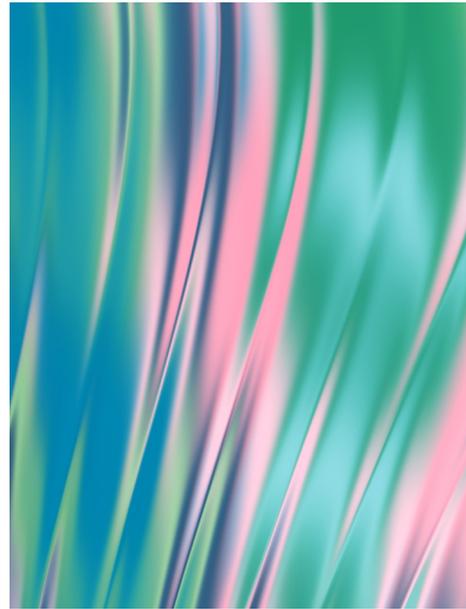
考试评分偏差、教育技术人工智能模型缺乏透明度、技术获取机会不均、学生过度依赖技术等都可能面临的风险。

## AI赋能农业

人工智能让农业更可持续、更高效。精准农业利用来自传感器、无人机和卫星的实时数据来监测作物健康、土壤和天气，从而为灌溉、施肥和病虫害防治决策提供信息，优化资源利用，最大限度地减少浪费。

人工智能在农业中的另一个关键用途是预测作物产量和潜在问题（如疾病爆发），从而实现主动干预。自动驾驶拖拉机和收割机等自动化机械正在进一步帮助简化劳动密集型流程。通过提高生产率和减少对环境的影响，人工智能还有助于加强粮食安全。

软件和数据缺陷、作物产量预测错误、资本设备过于昂贵以及供应链中断，都是用户、制造商和投资者面临的挑战。



## AI的潜在机遇和风险

我们认为，人工智能革命任重道远，这将持续催生芯片等人工智能基础设施与服务的需求。因此，龙头芯片制造商和云服务提供商在销售额和利润率方面可能仍有提升空间。在软件方面，我们会聚焦那些相较竞争对手具备显著优势的专业公司。

与此同时，我们预计人工智能的潜在商业效益和投资表现将会不断拓展。人工智能或将赋能医疗保健、工业（包括AI增强型农业服务的供应商）以及金融服务企业，提高其生产效率，在中期内推动盈利增长。我们也看到了结合AI的教育科技和机器人制造商蕴含的潜力。

## 我们预计人工智能的潜在商业效益和投资表现将会不断拓展

并非所有未来潜在的人工智能领军企业和受益者都能通过公开市场进行投资。相反，适合且合格的投资者可以考虑通过风险投资和成长型股权策略来涉足创新技术领域——请参见“[利用私募资产类别补充核心投资组合](#)”。

当然，我们预料到有赢家就会有输家。其中一个风险在于，投资者可能会对人工智能投资渐渐失去耐心，那些无法迅速将资本支出转化为收益的公司就会因此受到不利影响。随着部分企业部署人工智能模型，掉队的企业或许会面临冲击。最终，像量子计算这类技术的进步（量子计算执行复杂计算的速度远比传统计算机快得多）也可能给当前人工智能的格局带来重大改变。



# 气候投资: 布局 *创新技术*

减少温室气体排放、进行碳捕获以及适应气候变化的影响, 对全人类谋求更优质的生存而言至关重要。我们主张对那些有助于应对气候变化的行业开展投资。



## 主要观点

- 极端天气事件凸显了针对气候变化采取更多行动的必要性
- 关键领域包括减排、碳捕获和适应气候变化
- 我们寻求投资于这些领域中的创新技术制造商、安装商和使用者
- 风险包括技术遇阻、政府支持不足以及供应链中断



## 我们认为, 应对温室气体的行动是一种无阻趋势

2024年全球气候危机更加严峻, 诸如二氧化碳和甲烷等温室气体排放已创下历史新高。温室气体将热量困于地球大气层中, 正引发更多极端天气事件。2024年夏季是有史以来最热的夏天, 而这一年里, 干旱、森林火灾和暴雨让地球多地遭受重创。2024年上半年, 全球自然灾害保险损失已达620亿美元, 远超十年平均水平<sup>1</sup>。

与此同时, 我们也看到了公民、政府、企业和活动团体为应对气候危机所采取的积极行动, 这其中包括在一代研发人员的推动下采取的许多创新技术。

我们认为, 人类会在很长时间内继续使用化石燃料和可再生能源。但从碳燃料向更清洁的替代能源转型方面的投资已从2013年的2120亿美元增长至2023年的逾1.7万亿美元<sup>2</sup>。虽然还需要更多资金, 但我们相信这方面的投资意愿和资源是有的。因此, 我们认为应对温室气体以及气候变化后果的相关努力是一种无阻趋势。

在此, 我们将考虑三大气候相关行动领域, 并研究相关技术和服务的长期投资潜力。



<sup>1</sup> 彭博社, 截至2024年9月30日

<sup>2</sup> 《难减排行业和排放II - 去碳化之路》, 花旗全球视角与解决方案(GPS) 报告, 2024年7月

## 碳减排

扭转温室气体排放量持续上升的趋势对于应对气候危机至关重要。这些排放大部分来自发电、工业、建筑物和交通运输(图1)。电力行业是温室气体的主要排放源,但同时也是实现净零排放的重要推手。太阳能、风能、水能和核能等低排放能源的发电量创下新高,有望满足未来三年全球不断增长的电力需求<sup>3</sup>。

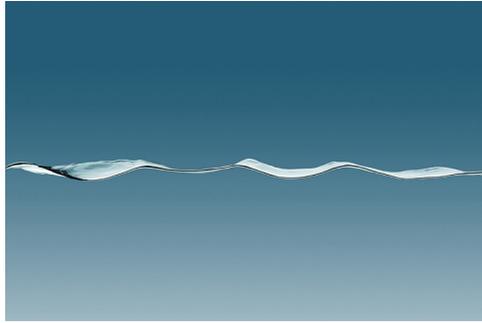
提高能源使用效率是应对气候变化这场“战役”中的另一个关键战线。无论是建筑物、工业流程,还是车辆,都需要降低能耗,以减少温室气体排放。采取更智能的设计方案、对现有建筑物进行改造、借助更高度的自动化精简工业活动、激励更节能的行为,以及在用电低谷时段储存能源等,都是可以采取的举措。我们认为,人工智能可能会在相关环节发挥日益重要的作用,甚至有望带来新的工作方法。

对于投资者而言,我们认为太阳能和风能技术、电动汽车和充电、电池储能、智能电网和建筑技术供应商以及可持续建筑材料供应商等领域的公司存在潜在机会。技术遇阻、立法支持不足或退缩(尤其是在美国政府即将换届的情况下)以及供应链中断都是其中的风险。



## 碳捕获

除了减少新的排放,清除大气中的二氧化碳是应对气候变化的又一策略。在这方面,大自然本身至关重要。森林、红树林、海草和海洋会吸收并储存温室气体。



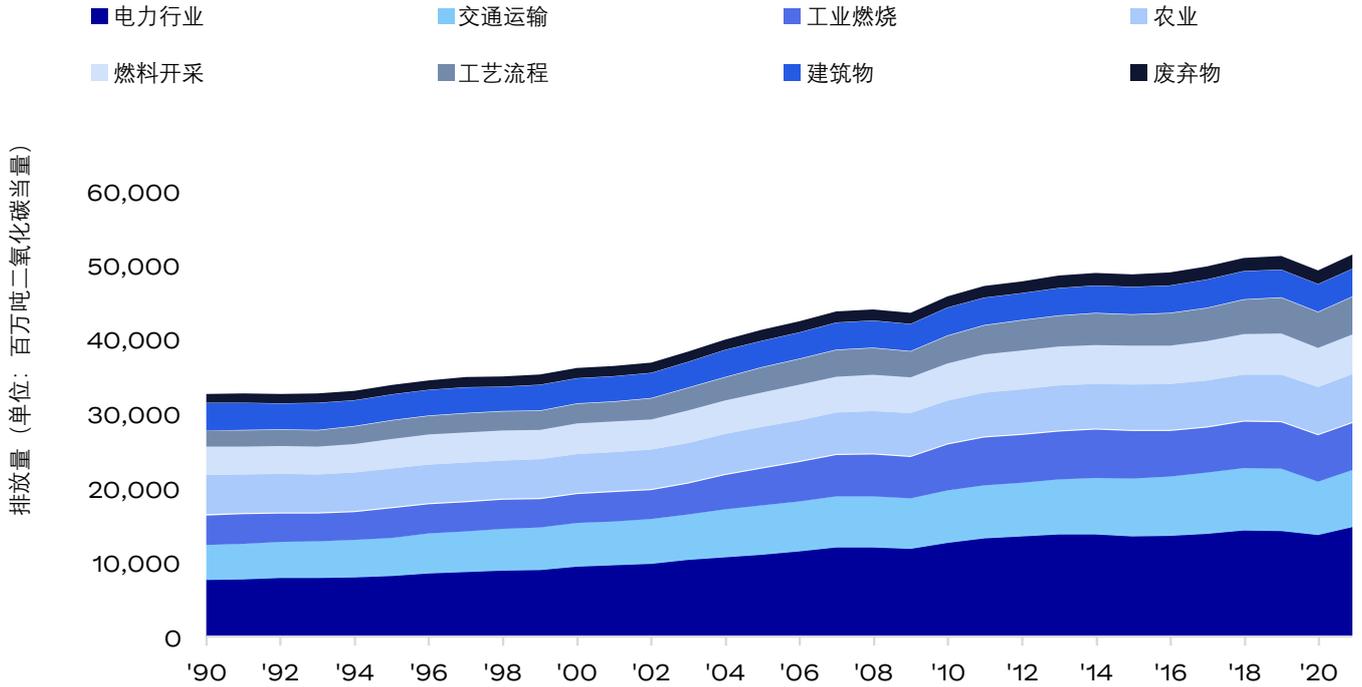
慈善事业已在为那些旨在保护和促进这些宝贵资源的项目投入资金。尽管可供投资的机会正快速涌现,但要进一步提升相应的透明度、完善治理机制以及增强流动性,仍有大量工作要做。

另一个途径是依靠技术手段,例如采用碳捕获、利用与储存(CCUS)技术。这些技术涉及到许多在减排方面面临挑战的行业,如钢铁、化工和氢气生产,以及天然气加工等。经过分离后,压缩的二氧化碳可以通过管道、铁路、公路或船舶运走,或深埋于地表之下,或重新利用。二氧化碳能够在很多领域进行再利用,例如建筑材料、塑料、石油回收和合成燃料。

## 人类应该做好适应气候变化的准备

若想投资碳捕获领域,投资者可以考虑那些专门研发和安装CCUS技术的公司,以及那些运用此类技术让自身业务更具可持续性的公司。其中一些公司已公开上市交易,而许多处于早期阶段的运营商可能仅面向适合且合格的投资者,通过私募股权和风投策略来进行融资。法规和政策方面的不利变化会对CCUS项目的可行性构成威胁。采用这些技术的成本高昂、操作较为复杂、运营效率低下等问题,也可能会延缓其推广应用。项目延迟、成本超支以及项目失败的情况并不罕见。

# 图1 温室气体挑战



1990年至2023年全球温室气体年排放量, 按行业划分 (单位: 百万吨二氧化碳当量)。资料来源: 欧盟委员会; EDGAR/JRC; 多位专家 (Crippa et al. [2024]); Statista; IEA, 截至2024年9月。

## 适应气候变化

即便碳减排和碳捕获工作卓有成效, 由于已经排放的温室气体的持久影响以及持续产生的新排放, 气候变化仍将在未来很长一段时间内持续存在。人类需要为热浪、干旱、海平面上升和风暴等气候现象做好适应准备。建设更具韧性的基础设施 (如道路、桥梁和海堤等) 至关重要。改善灌溉、海水淡化以及雨水处理工作同样十分关键。更具创新性的农业模式有助于在极端天气状况下保障粮食供应。做好灾害防范也是一个需要优先考虑的事项。

虽然大量的工作需要由政府来协调和提供经费, 但企业及其投资者同样是关键的利益相关方。基础设施企业与项目、农业技术专业公司 (如精准农业推动者)、可控环境农业企业以及气象数据分析和水技术开发者, 都能够为投资组合在适应气候变化方面提供投资机遇。资金短缺 (尤其在公共财政紧张时期)、创新不足、无力应对极端事件以及竞争加剧等都是需要考量的风险因素。

## 布局关键技术

过度排放以及对于排放后果准备不充分, 都是因为长期以来缺乏集体的规划、协调和投资。倘若人类想要扭转气候危机的局势, 就必须改变这种状况。尽管这并非易事, 但我们相信应对气候变化的进程已经开启。我们已做好准备, 随时可以协助您审时度势, 积极调整投资组合。

<sup>3</sup> 国际能源署《2024年电力报告》, 国际能源署, 巴黎, <https://www.iea.org/reports/electricity-2024>

# 医疗创新助力 延长人类寿命

人类寿命延长与医疗创新的相互交融或将为医疗领域的投资者创造布局潜力。



## 主要观点

- 老龄化社会使全球医疗资源日趋紧张
- 我们认为, 让更多人更长久地保持健康至关重要
- 专业的医疗管理机构或可为投资组合带来布局机会
- 风险包括发展受阻、监管问题和数据隐私泄露

我们生活的时代人们都非常热衷于庆祝意义非凡的周年纪念日。2024年, 美国年满65岁人口数量创下历史新高<sup>1</sup>。亚洲10%以上人口也已达到这一岁数, 在未来几十年中, 亚洲的老年人数量将出现最快增长<sup>2</sup>。全球年满65岁人口的平均寿命预计将达到83岁以上<sup>3</sup>。与此同时, 全球百岁老人数量可能已超过70万<sup>4</sup>。

寿命延长无疑堪称人类最伟大的成就之一。然而随着年龄的增长, 身体会愈发虚弱, 也更容易患病。美国国家老龄问题委员会的数据显示, 将近80%的60岁及以上成年人患有两种或两种以上的慢性病<sup>5</sup>。2021年至2050年间, 中国和巴西的痴呆症患病率可能会增加近两倍, 而在大部分发达国家, 这一患病率也将大幅上升<sup>6</sup>。

随着全球老年人口的不断扩大, 医疗系统、政府财政和个人资源的压力可能会加剧。仅在未来五年, 全球人均医疗支出就可能增加约18.4%<sup>7</sup>。

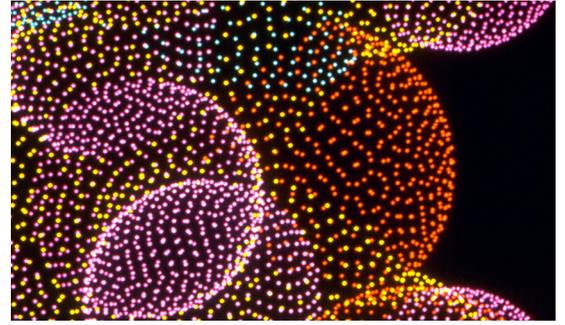
人类面临的下一个挑战是如何让人们在更长的岁月里保持健康。我们认为，医疗创新可发挥助力作用。其实治疗手段、医疗器械、诊断技术的进步，以及长期护理方面的进步，都至关重要。除了治病救患，我们还应该把更多注意力转向疾病预防。我们的目标是以更低的医疗成本实现更好的健康效果。

为了鼓励向早期预防和干预转型，我们看到“价值医疗（VBC）”正逐渐崭露头角并发挥日益关键的作用。传统医疗的业绩好坏往往主要来源于医疗服务提供者的诊疗量，诸如实施扫描与手术的数量等。与之不同，价值医疗激励医疗服务提供者致力于为患者达成更好的健康效果。例如借助智能穿戴设备更好地检测老年人健康状况、提供更多居家与社区照护，以及更积极地管理慢性病等，都属于价值医疗的范畴。

预防和减少老年疾病，不应等到步入老年后才开始着手。比如，胰高血糖素样肽-1（GLP-1）药物的出现，彻底改变了人们治疗肥胖症的方法。试验表明，这种药物还有助于降低罹患心血管疾病、慢性肾病、脂肪肝甚至痴呆症的风险。因此，GLP-1药物可以帮助人们在步入老年时保持更健康的身体。尽管如此，生产能力、药物可及性（包括成本考量）可能会成为这类药物进一步广泛应用的下一个阻碍因素。与此同时，有望带来更大益处的新一代疗法，如减轻更多体重、提高耐受性和改善身体成分等，都需要完成临床试验。从历史上看，尽管潜在回报很高，但临床试验风险大、耗时长、费用高。

尽管人们为延长健康寿命做出了种种努力，但老年疾病仍将是一个不争的事实。因此，进一步的临床创新至关重要。一些前沿生物科技公司及其他企业正致力于开展各项研究工作，包括研究如何治疗慢性炎症、采取行动清除那些引发衰老与疾病的细胞、挖掘潜在的再生手段，以及开发针对神经退行性疾病的个性化治疗方案等。当然，取得任何进展都需要持续投入大量资金，而且在此过程中也难免会遭遇研发失败的情况。

我们预计人工智能会在未来几年内影响到医疗创新的几乎方方面面。以价值医疗为例，人工智能可以通过识别患病风险最高的老年人、制定个性化治疗计划、实现远程监控以及提升医疗提供商的管理工作，越来越多地协助预防工作。同样，在药物开发领域，人工智能也正在发挥促进作用，帮助寻找新的治疗方法。该行业面临的障碍包括：技术方面存在诸多挑战，必须通过开展人体临床试验进行疗法研究，以及数据保护、算法偏差和合规监管等问题。



鉴于老龄化趋势与创新浪潮相互交汇融合，我们认为由人类寿命延长驱动的医疗需求是一种无阻趋势。因此，我们倾向于对该领域进行长期投资组合布局，抓住其实现持续盈利增长并抵御经济下行压力的潜力。自然，其中所涉及的业务往往错综复杂。临床试验结果的不确定性、监管层面的干预举措以及药品价格谈判等状况，都为投资者带来了持续风险。出于这些考量，我们更青睐借助具备出色过往业绩的专业主动型投资管理机构来涉足该领域。此外，考虑到近期该板块表现欠佳，我们认为其在2025年有望跑赢大盘——请参见“股票：持续牛市中的轮动上涨”。

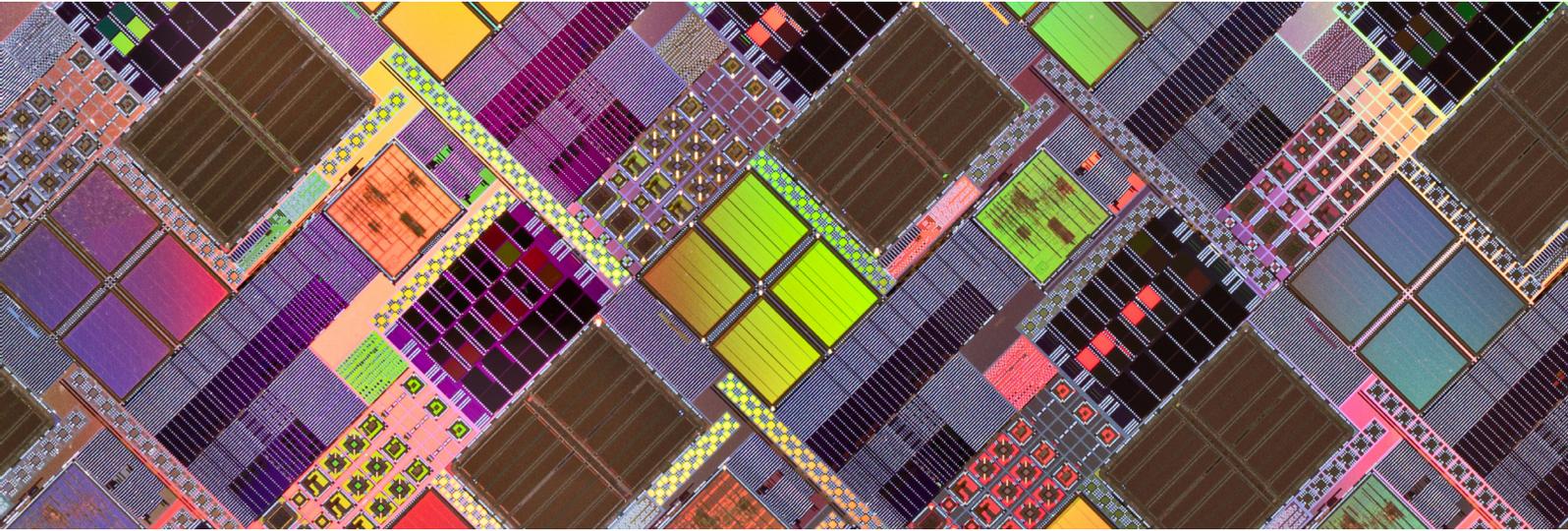
所有预测仅作为观点参考，如有变化，恕不另行通知，亦非对未来事件之保证。

<sup>1</sup> 彭博社，截至2024年9月

<sup>2,3,4,7</sup> Statista，截至2024年10月

<sup>5</sup> 美国国家老龄问题委员会，截至2023年10月

<sup>6</sup> 花旗全球视角与解决方案 - 《医疗的未来》，截至2024年5月



# 在 中美两极分化背景下进行投资组合布局

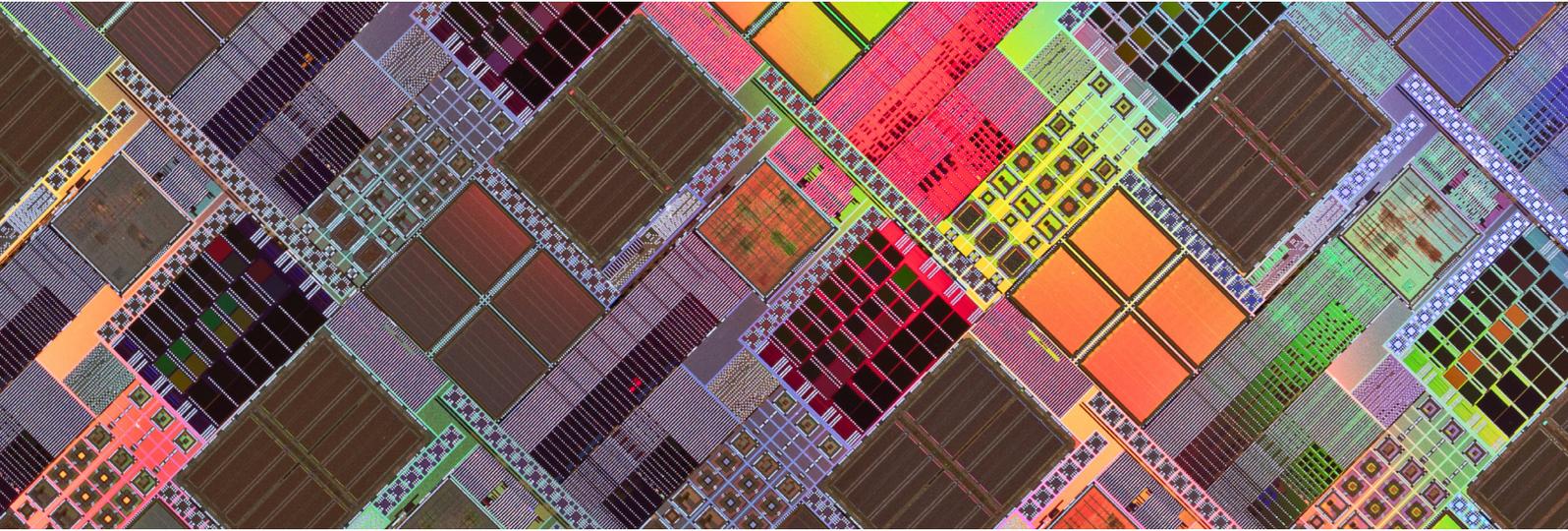
在中美战略摩擦持续发酵之际，我们倾向于对这种动态关系下的潜在受益者进行投资布局。

中美两国仍将深陷激烈对峙当中。中美之间的战略竞争并非一成不变。相反，我们预计这种竞争关系的不断演变，将继续在经济、科技、地缘政治等方面产生深远影响。反过来，这可能会给投资者带来短期和长期的潜在机遇和风险。因此，我们认为“中美两极分化”是一种无阻趋势，对每个投资组合都有潜在的影响。在此，我们将探讨这场对抗中的一些关键发展态势，以及它们对投资者而言意味着什么。



## 主要观点

- 在特朗普总统的领导下，中美之间的竞争紧张关系将持续下去
- 美国和中国都将寻求加强自身供应链
- 潜在受益者遍布东南亚、拉丁美洲和美国的多个行业
- 风险包括供应中断、市场波动、治理问题和货币问题



## 特朗普重施旧政

我们预计当选总统唐纳德·特朗普将对对中国商品大幅加征关税，并设置更多其他贸易限制。不过，我们预计他会大幅上调许多产品类别的关税，但不会像自己宣称的那样对所有中国进口商品征收60%以上的关税。随之而来的可能是中国的报复性关税（尤其是在农业领域）、稀土出口上限以及对在华经营的美国公司更严格的监管。

除了直接受影响的地区以外，这些举措对其他地区的公司和行业的影响可能非常有限。如果其他新兴市场和欧洲也受到关税打击，中国还会尝试加强与这些新兴市场和欧洲的贸易关系。

若对中国加征更高关税与美国对其他国家进口商品全面加征关税的政策同时落地，将冲击全球经济增长，同时也会扰乱金融市场，推高美元汇率与美债收益率。人民币大幅贬值还会损害与中国直接竞争或对中国出口的经济体，如韩国、中国台湾以及东南亚的其他国家和地区。

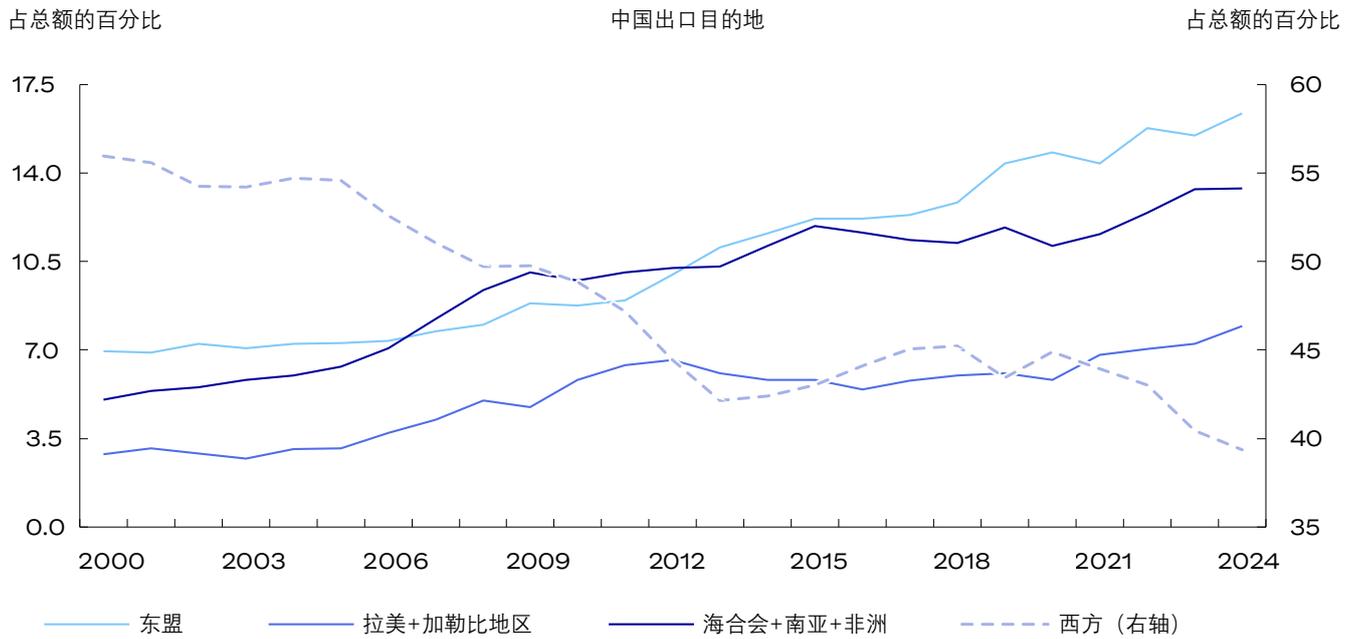
若重大新关税落地，除了短期内会造成冲击外，我们预计中国以及其他受影响的国家会随时间推移做出调整。

中国正持续加深与西方大国之外国家的经济联系（图1）。中国企业正在努力拓展新业务，同时寻找进入美国及其他市场的替代途径。与此同时，它们正寻求从发展中国家采购更多原材料，减少从美国和澳大利亚采购。中国的客户同样也在更多地从中国采购，而减少从西方采购。特朗普新政府可能会加速这些趋势。

**我们预计双方将在关键领域  
继续推行保护主义**



图1  
中国对新兴市场出口增加, 对美国出口减少



资料来源:《南南联系及其影响》- 花旗研究, 截至2024年10月。注: 西方: 美国、加拿大、英国、欧盟、挪威、日本、澳大利亚和新西兰。东盟(东南亚国家联盟): 印度尼西亚、越南、老挝、文莱、泰国、缅甸、菲律宾、柬埔寨、新加坡和马来西亚。海湾合作委员会(GCC) 国家: 巴林、科威特、阿曼、卡塔尔、沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国。

### 科技及其他领域的竞争加剧

我们预计, 中美两国在量子传感器、高性能计算和先进集成电路设计等多个技术领域的竞争将愈演愈烈。2024年上半年, 中国在芯片制造设备上的支出可能达到250亿美元, 超过韩国、中国台湾和美国的总和。

随后, 美国政府可能会加大支持力度, 通过保护知识产权、激励国内创新等举措, 使其在关键技术领域占据战略与竞争优势。美国近期已将中国电动汽车的关税从25%上调至100%, 对电池部件的关税最高上调至25%<sup>1</sup>。全球电动汽车市场将持续分化成两大竞争阵营, 从而迫使美国消费者支付更多的费用, 同时也会减缓电动汽车在早期阶段的普及速度。

在医疗保健领域, 美国可能会颁布一项法律, 试图将某些中国生命科学供应商从药物开发供应链中剔除。倘若如此, 将会损害一些中国本土生物科技企业的利益, 而美国与欧洲的部分同类企业则可能因此受益。

我们预计中美双方将继续在半导体、数据中心和关键矿产等领域采取保护主义措施。除了加大投资, 中国的应对措施还包括最近对镓(半导体生产的关键原料) 等战略矿产的出口限制。



## 中国的刺激政策与中美两国关系

2024年9月和10月，中国宣布了期待已久的一揽子综合经济刺激政策，其中包括前所未有的地方政府再融资和刺激内需的措施。若这些举措取得成功，中国经济增长最终对出口的依赖程度可能会降低，进而有望减少其在面对美国关税及贸易紧张局势时的脆弱性。扩大进口规模可能会使中国对部分贸易伙伴拥有更多的影响力，从而拉近其与中国的关系，远离美国的势力范围。

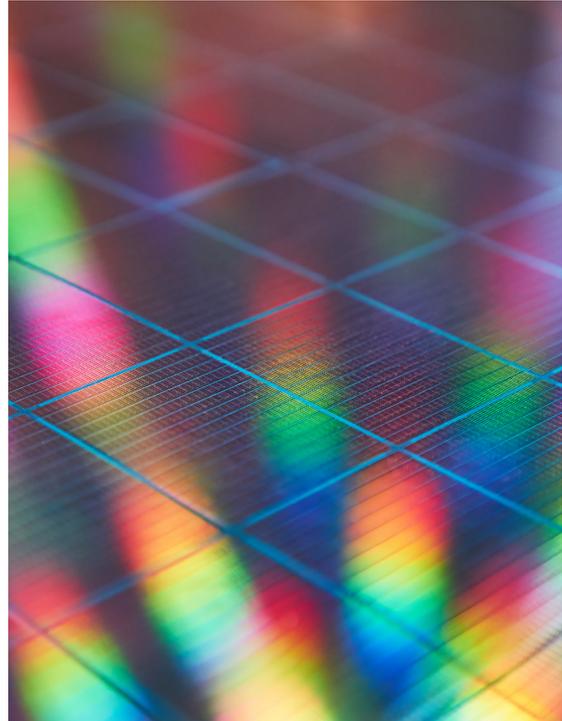
## 围绕中美两极分化进行投资组合布局

正如中美两极分化是多层面的一样，我们倾向于对这一无阻趋势进行多层面的投资布局。

潜在机会包括中美供应链调整中的潜在受益者。贸易摩擦的加剧或将推动包括中美企业在内的更多企业，进一步在中立的第三国拓展业务。东南亚的马来西亚、印度尼西亚以及拉丁美洲的墨西哥等国或将受到提振。投资者也可关注日本和印度等市场，把握亚洲经济增长带来的机遇——请参见“**股票：持续牛市中的轮动上涨**”。汽车及零部件、消费品和资本货物等行业可能会脱颖而出。从美国国内来看，我们看好那些为半导体生产回流提供技术和基础材料的供应商。

在中美关系充满不可预测性的情况下，围绕这一主题进行投资会面临诸多风险。例如，不稳定的贸易政策最终可能会冲击中立国家，致使它们进入美国和中国市场时受到更多限制。新兴市场投资通常波动性更大，而且面临着更大的货币及治理风险。即便我们对事态发展的总体看法是正确的，不断变化的动态也可能会对我们选定的潜在受益者产生不利影响。

然而，我们看到许多客户的投资组合对新兴市场涉足寥寥，或者完全没有进行布局，因此未能与其长期投资规划保持充分一致。我们认为，适度布局中美两极分化这一无阻趋势中的相关要素，或有助于提升投资组合多样化水平。



<sup>1</sup> <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2024/05/14/fact-sheet-president-biden-takes-action-to-protect-american-workers-and-businesses-from-chinas-unfair-trade-practices/>

## 术语表

**适应性估值策略**是花旗财富采用的战略性资产配置方法。战略性资产配置旨在为投资者确定适当的大类资产组合,以助力其实现长期目标。

**资产管理规模 (AUM)**是指个人或实体代表投资者管理的投资项目的总市值。

**银行贷款**是指由银行和其他受监管的存款机构承销和提供的商业或房地产贷款。银行可选择将贷款留存于自身资产负债表,亦常将贷款组合打包予以证券化后售予机构投资者,同时保留贷款服务并收取相应费用。

**BB级次投资级公司债券**是指由低于投资级的公司或企业发行的债券或信用工具,也称为“垃圾债券”。此类债券的信用风险相对较高,意味着借款人履行其财务义务的能力被视为具有投机性。

**比特币**是一种数字货币,它的交易记录会被保存下来。新的比特币单位依靠对数学问题进行计算求解来产生,其运行独立于中央银行。

**区块链**是点对点网络中所有交易的去中心化分类账。利用这项技术,参与者无需中央结算机构即可确认交易。

**彭博新兴市场美元综合指数**旨在衡量新兴市场硬通货债务的表现,其中包括由新兴市场主权发行人、准主权发行人和企业发行人所发行的以美元计价的固定利率和浮动利率债务。

**彭博全球综合指数**是全球固定收益市场的基准,涵盖了来自24个使用本国货币的发达及新兴市场的全球投资级债券。这一多币种基准包括国债、政府相关债券、公司债券以及证券化固定利率债券。

**彭博全球综合固定收益 (美元除外) 指数**旨在衡量全球投资级债券的表现。该指数不包括美国债券。这一特点使该指数能够很好地用于追踪国际债券风险。

**彭博美国综合指数**是一种按市值加权的宽基债券市场指数,旨在反映在美国交易的中期投资级债券的表现。

**彭博美国投资级CMBS指数**旨在衡量当前交易规模至少为3亿美元的机构和非机构渠道式和融合式CMBS交易市场的表现。

**彭博美国投资级公司债券指数**是投资级债券、固定利率债券和应税公司债券的基准。该指数涵盖美国和非美国工业、公用事业和金融发行人公开发行的美元证券。

**彭博美国MBS指数**旨在追踪由Ginnie Mae (GNMA)、Fannie Mae (FNMA) 和Freddie Mac (FHLMC) 担保的固定利率机构抵押贷款担保转手证券的表现。

**彭博美国市政债券指数**旨在衡量彭博美国市政债券市场的表现,该市场涵盖了以美元计价的长期免税债券市场,涉及州及地方政府一般责任债券、收益债券、担保债券和提前再融资债券。

**彭博美国国债指数**旨在衡量美国财政部发行的以美元计价的固定利率名义债务的表现。

**现金**还包括“现金等价物”(如货币市场基金、存款单和短期国库券),而不仅仅是指储蓄账户或支票账户中具有完全可交换性的现金。在美国,现金以3个月期国债利率为代表,该利率旨在衡量美国财政部发行的以美元计价、3个月期限且交易活跃、具有固定利率的名义(即未经通胀调整)债务的表现。

**大宗商品**涵盖多种指数成分：GSCI贵金属指数、GSCI能源指数、GSCI工业金属指数和GSCI农产品指数，分别跟踪贵金属（如黄金、白银）、能源类大宗商品（如石油、煤炭）、工业金属（如铜、铁矿石）及农产品类大宗商品（如大豆、咖啡豆）在不同市场的投资表现。路透杰富瑞CRB现货价格指数和汤森路透核心大宗商品CRB超额回报指数为逐月调整的大宗商品期货价格的算术平均值，用于补充历史数据。

**消费者物价指数 (CPI)** 通过追踪消费者购买一篮子商品和服务的价格随时间的变化来衡量通货膨胀情况。还有一个每月统计的“核心CPI”，由于食品和能源价格具有波动性，该指数将这些特定项目排除在外。

**加密货币**是一种数字货币，该货币使用机密技术在去中心化的系统中验证交易和保存记录，而不依赖任何中央机构。

**DAI**是一种基于以太坊的加密货币资产，该货币通过在合约中锁定其他加密货币资产来与美元挂钩。

**发达市场股票**由多个MSCI指数构成，涵盖了9个发达市场国家的大盘股、中盘股和小盘股，并且按这些国家的市值加权进行计算。该综合指数覆盖了每个国家约95%的自由流通调整市值。

**趋势导向型基金**是指预期在一个投资周期内与传统风险资产类别（如股票）展现出中等到高度正相关性及（或）贝塔系数的另类基金（不过该类别中的部分基金在投资周期的某些节点可能呈现出不同程度的相关性）。此类基金通常会带有净多头倾向进行投资（有时这种倾向很明显），正因如此，其可能也会承载更高水平的风险。这一内部分类是基于CGW另类投资部门的分析及主观判断而确定的。该内部分类如有变更，不会另行通知投资者，且无法保证此类基金的实际表现一定会与上述描述相符。需要着重指出的是，上述市场策略并不能完全消除市场风险。无法保证被归类为“趋势导向型”的另类基金的实际表现一定会与上述描述相符。不应仅凭“趋势导向型”分类就对另类基金进行投资，在进行投资之前，应当考虑客户整体投资组合中的其他资产情况。

**风险分散型基金**是指通常预期在一个投资周期内与传统风险资产类别（如股票）展现出较低或往往为负相关性及（或）贝塔系数的另类基金（不过该类别中的部分基金在投资周期的某些节点可能呈现出不同程度的相关性）。设立此类基金的目的是在市场剧烈波动期间能有更优表现，总体上可为客户投资组合带来不错的风险分散效益，只是其收益可能时盈时亏，在任何特定时段都可能出现波动。这一内部分类是基于CGW另类投资部门的分析及主观判断而确定的。该内部分类如有变更，不会另行通知投资者，且无法保证此类基金的实际表现一定会与上述描述相符。需要着重指出的是，上述市场策略并不能完全消除市场风险。无法保证被归类为“风险分散型”的另类基金的实际表现一定会与上述描述相符。不应仅凭“风险分散型”分类就对另类基金进行投资，在进行投资之前，应当考虑客户整体投资组合中的其他资产情况。

**美元化**是指一个国家决定采用美元作为其货币，或者将美元与其本国货币并行使用的过程。

**每股收益 (EPS)** 是衡量一家公司或多家公司盈利能力的一项指标，其计算方法是用净利润除以已发行股份的数量。

**新兴市场股票**由多个MSCI指数构成，旨在反映20个新兴市场国家的大盘股和中盘股表现。该综合指数覆盖了每个国家约85%的自由流通调整市值。为了补充长期历史数据，在适用的所有情况下，均使用当地市场的国家指数。

**新兴市场债券**由多个彭博指数构成，旨在衡量以美元计价的新兴市场主权债务在3个不同地区（包括拉丁美洲、欧洲、中东和非洲地区以及亚洲）的表现。

**Ethereum（以太坊）**是一个去中心化的区块链平台，它构建了一个点对点网络，能够安全地执行并验证被称为“智能合约”的应用程序代码。

**常青基金**是一种没有固定到期日的投资工具，这使其能够持续地进行再投资，以及接受投资者投入的新资金。

**GP主导型二级市场交易**由现有私募股权基金的管理人发起。该管理人在二级市场交易管理人主导的交易中出售单个公司的部分资产或多个基金资产，将其归入一个新的投资实体。

**对冲基金**涵盖采用不同投资风格的基金管理人，这些投资风格可分为不同的子类别。一些对冲基金倾向于使用杠杆（因此也有可能造成不对称损失），流动性较低，同时兼具更高的分散性和提高回报的潜力。

**高收益债券**由多个巴克莱指数组合构成，这些指数跟踪以美元、英镑和欧元计价的非投资级固定利率公司债。如果穆迪、惠誉和标普给出的评级分别为Ba1/BB+/BB+或以下（不包括新兴市场债），则该证券被归类为高收益证券。通常采用Ibbotson高收益指数以补充历史数据，该指数跟踪评级为BB到B级的投资级以下债券，涵盖到期日各异的各种债券。

**Ice BofA投资级机构资本证券指数**旨在追踪在美国国内市场公开发行的以美元计价的投资级混合资本公司证券和优先证券的表现。

**投资级债券**由多个彭博指数构成，涵盖7个不同本币市场的投资级债务。该综合指数包括来自发达市场发行人的固定利率国债、政府相关债券、投资级公司债券、证券化债券和抵押贷款支持证券。同时使用美国、英国和日本的当地市场指数以补充历史数据。

**大盘股**指市值超过100亿美元的公司股票。

**晨星LSTA美国杠杆贷款100指数**旨在衡量美国杠杆贷款市场中交易最为活跃的贷款的表现、活跃度及关键特征（见上文“银行贷款，亦称杠杆贷款”部分）。该指数成分股包含美国在任何给定时间规模最大的100笔贷款（即未偿贷款），其以市值加权计算，且单笔贷款权重设有2%的上限。

**MSCI所有国家世界指数**旨在反映23个发达市场和24个新兴市场的大中盘股表现。

**MSCI所有国家世界（美国除外）指数**旨在反映23个发达市场中除美国之外的其他22个发达市场国家\*的大中盘股表现。

**MSCI所有国家世界总回报指数**反映了涵盖发达市场和新兴市场的宽基股票指数的总回报。

**MSCI巴西指数**旨在衡量巴西股票市场大盘股和中盘股的表现。该指数有52个成分股，覆盖了巴西股票市场约85%的股票。

**MSCI中国指数**旨在衡量中国A股、H股、B股、红筹股、P股和境外上市（如ADR）的大盘股和中盘股的表现。

**MSCI新兴市场亚洲指数**旨在衡量新兴市场国家的大盘股和中盘股表现。该指数覆盖了每个国家约85%的自由流通调整市值。

**MSCI印度指数**旨在衡量印度股票市场大盘股和中盘股的表现。

**MSCI日本指数**旨在衡量日本股票市场大盘股和中盘股的表现。

**MSCI美国指数**旨在衡量美国股票市场大盘股和中盘股的表现。

**市政债券**是由州政府和地方政府发行的债务，旨在为资本项目筹集资金。从美国纳税人的角度来看，市政债券的收益可免缴联邦所得税，在某些情况下还可免缴州所得税。

**优先证券（或称为“优先股”）**是一种几乎类似于债券的股票形式。购买优先股的投资者通常只要持有这些股票，就会按固定的时间表获得固定的股息支付，相较于支付股息的一般普通股而言，这使其具备了更强的可预测性。但优先股也存在弊端：若公司遭遇财务困境，股息支付可能会被推迟；优先股股东没有投票权；而且尽管优先股像普通股一样在交易所进行交易，但大多数公司并不会发行优先股，所以其整体市场规模较小，流动性可能也较为有限。

**私募信贷投资**作为私募股权的一个分支，是一种被定义为非银行借贷形式的资产类别。这类债务不在公开市场发行或进行交易。私募信贷有时也会被称作“直接借贷”或“私人借贷”。私募信贷涵盖了各式各样的投资策略，这些策略贯穿于整个资本结构并涉及多种借款人类型——既包括面向蓝筹企业借款人的优先有担保贷款，也涵盖处于特殊情况以及不良状况下的借贷情形。不同的私募信贷因贷款的优先受偿顺序不同，会呈现出不同的风险与回报情况。

**私募股权**的特征受发达市场小盘股特征的影响，不过由于流动性欠佳、行业集中程度较高以及杠杆率更高，会在这些基础上进行相应的调整。

**房地产指数**包含所有未指定为木材房地产投资信托基金或基础设施房地产投资信托基金的股票型房地产投资信托基金（美国房地产投资信托基金和公开交易的房地产公司）：NAREIT美国房地产投资信托指数、NAREIT加拿大房地产投资信托指数、NAREIT英国房地产投资信托指数、NAREIT瑞士房地产投资信托指数、NAREIT欧元区房地产投资信托指数、NAREIT日本房地产投资信托指数、NAREIT香港房地产投资信托指数、NAREIT新加坡房地产投资信托指数、NAREIT澳大利亚房地产投资信托指数。

**中小盘（SMID）股票**是指中小型公司的公开交易股票。在美国，最常用的中小盘股基准是罗素2000指数。

**利差**是两种相关资产（如国债和同等的公司债券）收益率之间的差额。它衡量投资者投资某一特定资产时可能期望获取的额外收益幅度。当两种收益率之间的差额缩小时，就称利差“收窄”。与之相反的现象则被称为利差“走扩”。

**稳定币和算法稳定币**是通过算法机制而不是与外部资产挂钩来维持价值的稳定币。“算法稳定币”是一种通过实施算法机制来保持其价值稳定性的加密货币。

**战略回报预期（SRE）**是Citi Wealth Investments对各资产类别的十年期回报进行的年化预测。每个特定资产类别的预测均采用我们认为适合该资产类别的专有方法得出。

**结构化信贷**是一种投资类型，在这种投资中，发行人利用证券化手段将多笔相似债务汇集在一起，进而创设新型金融工具，实现可用资本的高效利用，或为融资提供低成本途径，尤其对于评级较低的原始债权人而言更是如此。

**标普400成长股指数**旨在衡量标普中盘400指数成分股中基于三个因素（销售额增长率、盈利变化与价格的比率及动量）被归类为成长型的股票的表现。

**标普500指数**是旨在衡量美国500家领先公司表现的市值加权指数。

**标普600成长股指数**旨在衡量标普小盘600指数成分股中基于三个因素（销售额增长率、盈利变化与价格的比率及动量）被归类为成长型的股票的表现。

**Tether (USDT)**是与美元挂钩的加密货币Tether的符号。这意味着USDT是一种稳定币，其价值随美元波动，并由Tether公司的美元储备支撑。

**国债通胀保值证券 (TIPS)**是一种与通胀指数挂钩的国债。TIPS有助于防止投资者购买力下降。

**USD Coin (USDC)**是一种与美元挂钩的稳定币。

**波动率**是用于衡量回报率变化程度的指标，通常表示为回报率的方差或标准差。资产或资产类别的波动率越高，风险就越大。

## 重要信息

在任何情形下，若本文件（下称“本文”）的分发符合美国商品期货交易委员会（CFTC）制定的规则，则本文可构成满足美国CFTC条例第1.71条及第23.605条款下，邀请考虑金融衍生品交易的文件（如适用），但本文不得被视为购买/出售任何金融工具具有约束力的要约。

本文由Citi Wealth Investments（CWI）编制。Citi Wealth Investments由花旗私人银行、Citi Global Wealth at Work、花旗个人财富管理（Citi Personal Wealth Management）和花旗个人投资国际（CPII）的投资和资本市场业务部门共同组成。

花旗私人银行、Citi Global Wealth at Work、花旗个人财富管理和花旗个人投资国际均是花旗集团旗下业务单位，通过花旗集团旗下银行和非银行附属机构为客户提供各类产品与服务。并非所有附属机构或所有地区皆提供所有产品与服务。在美国，投资产品及服务由花旗环球金融有限公司（CGMI）、花旗私人另类投资有限公司（CPA）及花旗环球另类投资有限公司（CGA）提供，花旗环球金融有限公司（CGMI）和花旗私人另类投资有限公司（CPA）均为美国金融业监管局（FINRA）及美国证券投资者保护公司（SIPC）的会员。花旗私人另类投资有限公司（CPA）为符合条件的特定客户群体提供部分另类投资产品的销售服务。花旗环球金融有限公司（CGMI）账户由潘兴投资公司（Pershing LLC）持有，该公司是美国金融业监管局（FINRA）、纽约证券交易所（NYSE）和美国证券投资者保护公司（SIPC）的成员。投资管理服务（包括投资组合管理）通过花旗环球金融有限公司（CGMI）、花旗环球另类投资有限公司（CGA）、花旗银行以及其他附属咨询企业提供。保险服务由花旗个人财富管理通过花旗集团旗下花旗人寿公司（CLA）提供。在加州，CLA以花旗集团人寿保险代理有限责任公司之名（营业执照编码：0G56746）开展业务。花旗环球金融有限公司（CGMI）、花旗私人另类投资有限公司（CPA）、花旗环球另类投资有限公司（CGA）、花旗人寿公司（CLA）和花旗银行皆为受花旗集团控股的附属机构。

在美国以外地区，投资产品和服务由花旗集团的其他附属机构提供。投资管理服务（包括投资组合管理）通过花旗环球金融有限公司（CGMI）、花旗环球另类投资有限公司（CGA）、花旗银行以及其他附属咨询企业提供。这些花旗附属机构（包括CGA）就其可能提供的各项投资管理、咨询、管理、分销和配售服务获取报酬。

CWI的工作人员并非研究分析员，且本文中的信息并无意构成适用法规所定义“研究”一词。除非另有说明，否则对研究报告或研究建议的引用并非代表完整报告，其引用本身也不应被视为建议或研究报告。

**本文仅基于收件人的要求而提供，仅供了解信息与讨论之用。若收件人欲停止接收此类信息，应立即通知CWI。** 除非另有说明，否则（i）本文不构成购买或出售任何股票、金融工具或其他产品、服务，或吸纳资金或存款的要约或推荐；和（ii）本文不符合CFTC规则时，将不构成招揽（另见上述关于本文符合CFTC规则的论述）；和（iii）本文不应视为任何交易的正式确认书。

除非本文另有明确说明，本文并未考虑任何特定人士的投资目标、风险偏好或财务状况，因此本文所述投资也许并不适合所有投资者。花旗不担任投资或其他领域的顾问、信托人或代理人。本文涵盖信息不应视为对本文所提及策略、概念或税务、法律意见的详细论述。本文收件人在做出投资决策前，应根据个人情况听取各自税务、财务、法律等领域顾问提供的交易风险和优势的相关意见，并仅基于自己的目标、经验、风险偏好和资源做出相应投资决策。

本文所含信息均基于一般公开信息，尽管花旗认为来源可靠，但仍无法保证其准确性和完整性，因而不排除此类信息存在不完整、简要提炼内容的可能性。本文所含任何假定或信息系在本文发布之日或其他指明日期的判断，若有任何变更，恕不另行通知。本文可能涵盖历史信息和前瞻性信息，过往业绩并不保证或预示未来表现，未来业绩很可能会受到经济、市场等多方面因素的影响而无法达到预期目标。此外，关于对任何潜在风险或回报所作预测均为举例说明，不应视为对最大损益额的限定。本文所含任何价格、价值或估计（经认定为历史信息的价格、价值或估计除外）仅为指示性数值，数值如有变更，恕不另行通知，亦不代表任何官方确定的报价或报价数额，亦非反映花旗名下投资证券的转让价值。前瞻性讯息并不代表花旗拟将交易的价值水平，也可能无法考虑到所有相关假定和未来情形。实际情况很可能与估计情形大相径庭，并有可能对投资价值造成负面影响。

本文所述观点、意见和预测可能不同于花旗其他业务单位或其附属机构所表达观点，亦非对未来事件预测、对未来业绩的保证或投资建议，可能会根据市场和其他状况而有所变更，恕不另行通知。花旗并无更新本文的义务，亦不对因使用本文信息或源于本文信息而造成的任何损失（无论是直接、间接或后果性损失）承担任何责任。

本文所述的金融工具或其他产品（另有说明除外）(i) 并未经美国联邦存款保险公司或其他政府机关承保；或 (ii) 并非银行存款或花旗或其他存款保险机构的承付款项，也未经花旗或其他存款保险机构担保。

花旗经常担当金融工具和其他产品的发行人，也担当各种金融工具及其他产品的主要做市商及交易商，并可为该等金融工具或其他产品的发行者提供或设法提供投资银行业务和其他服务。本文作者可能已经与花旗内部或外部的其他人员讨论过文中所包含的信息，并且作者和/或此类其他花旗人员可能已经根据该等信息采取行动（包括为花旗的全权委托账户进行交易，或将本文中所包含的信息传达给花旗的其他客户）。花旗、花旗人员（包括作者在编制本文时可能咨询过的人员）以及花旗的其他客户可能做多或做空本文件中所提及的金融工具或其他产品，其买入时的价格及市场条件可能已不再存在，并可能与您存在不同或相反的利益。

花旗及其员工不从事且不向花旗集团以外纳税人提供税务或法律意见。本文中关于税务事项所做任何陈述说明并非旨在使纳税人藉以避免税务罚款，且纳税人亦不得以此目的而利用或依赖该陈述说明。此类纳税人应根据自身特定情况向独立税务顾问咨询。

花旗或其任何附属机构对任何投资产品的税务处理概不负责，无论此类投资是否从花旗附属机构所管理的信托或公司所购买。花旗假设，投资者（及其受益所有人（如适用））在作出投资承诺之前，已经取得该投资者/受益所有人认为必要的税务、法律或其他建议，并且已就花旗提供的任何投资产品所产生的收入或收益，安排好任何应缴纳的合法税项。

本文专供既定收件人使用，文中可能包含花旗专有信息，未征得花旗同意不得擅自全部或部分转载或传播。发行和发布方式可能受到某些国家的法律或法规限制。持有本文件的人士必须了解并遵守此类限制。任何情形下，花旗对这方面的第三方行为概不承担任何责任。法律禁止擅自使用、复制或披露本文件，此类行为可能会招致起诉。

花旗集团内部的其他业务及花旗集团的附属机构,可能出于客户的利益,或为其自有账户,给出或做出不同于本文中所表达观点的建议、推荐以及行动。文中表达的所有观点均为截至本文件日期时的当前观点,并且可能出现变化,恕不另行通知。花旗集团没有义务对本文中包含的信息进行更新或更改。

观点的表达并非意在预测未来事件或保证未来的结果。过往业绩并不保证未来结果。实际结果可能有所不同。

尽管确信本文件信息来源可靠,但花旗集团及其附属机构并不保证信息之正确性及完整性,并对因使用文中信息所导致的任何直接损失或后果概不负责。本文中如有图表标注数据源为第三方,请注意,其所指的可能是从该第三方处获得的原始数据。未经花旗集团事先书面同意,不得对本文件任何部分进行任何形式或任何方式的复制、影印或重制,亦不得向不属于接收者员工、高管、董事或获授权代理人的任何人士进行分发。

花旗集团可能担任自营账户的主要管理人,亦可为花旗集团的客户进行本文及后续版本中提及的证券交易中的其他方担任代理人。

## 风险

投资金融工具或其他产品具高风险,包括可能损失本金。以外币计值的金融工具或其他产品可能面临汇率波动,从而对此类产品投资的价格或价值产生不利影响。本文并非旨在鉴别从事任何交易所发生的一切风险或需考虑的实质因素。

结构性产品可能高度缺乏流动性,不适合所有投资者。本文中所述各项结构性产品的更多信息,请见相应发行人的披露文件。结构性产品仅适合经验丰富、愿意且能够承担此类投资所带来之较高经济风险的投资者。在投资前,投资者应谨慎评估并考虑潜在风险。

场外(OTC)衍生产品交易涉及风险,并不适合所有投资者。投资产品未被保险,无银行或政府保证且可能贬值。进行此类交易前,您应:(i) 确保已经从独立可靠的来源获得相关市场的金融、经济和政治状况等相关信息,并已经过思考评估;(ii) 确定您在金融、商业和投资方面具备必要的知识、水平和经验并能够评估相关风险,并且具备承受此类风险的经济能力;以及(iii) 在考虑上述各点之后,确定资本市场交易适合并符合自身的财务、税务、商业和投资目标。

本文可能提及由美国证券交易委员会负责监管的期权。在购买或出售期权前,您应点击本链接并阅读美国期权清算公司的最新版手册:《标准期权的特征与风险》。该手册可向花旗环球金融有限公司索取,地址为:390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013。

购买期权时，最大损失即为期权费。而出售看跌期权时，风险在于损失低于执行价格的全部名义本金。出售看涨期权时需承担无限风险。任何交易的实际利润或损失将取决于交易执行价格。本文引用价格皆为历史数据，在您进行交易时可能报价已有变化。本文中各项实例均未考虑佣金以及其他交易费用。期权交易及此类特殊期权交易并非适合每位投资者。除非特别说明，否则本报告中所有图表的信息均来自花旗。税务因素在所有期权交易中至关重要，因此投资者在考虑期权交易时应与其税务顾问讨论期权交易对其纳税情况的影响。

债券受多种风险影响，包含利率变动、信用风险与提前偿付风险等。一般现行利率上升时，固定收益证券价格则将下跌。若发行者之信用评级或信用价值下降，债券即面临信用风险，其价格亦将下跌。高收益债券由于信用质量较低，将面临违约风险增加和波动性较高等额外风险。最后，债券可能遭遇提前偿付风险。利率下降时，发行人可能选择以更低的利率借入资金，提前偿付先前发行的债券。故原债券投资人将失去该投资之利息收入，并被迫在利率低于先前投资的市场环境中重新投资其资金。

### 债券对应评价

字母和/或数字符号用于表示相对债券质量。在市政债市场，这些评级由评级服务机构发布。其他市场参与者也会使用内部评级表示信用质量。

债券信用质量评级	评级机构		
	穆迪 <sup>1</sup>	标普 <sup>2</sup>	惠誉 <sup>3</sup>
<b>投资级</b>			
最高品质	Aaa	AAA	AAA
高品质 (非常好)	Aa	AA	AA
中上级品质 (较好)	A	A	A
中级品质	Baa	BBB	BBB
<b>非投资级</b>			
中下级品质 (一定程度的投机)	Ba	BB	BB
下级 (投机)	B	B	B
差级 (可能违约)	Caa	CCC	CCC
高度投机	Ca	CC	CC
未支付票息或已申请破产	C	D	C
违约	C	D	D

<sup>1</sup> 穆迪的Aa至Ca评级可以通过增加数字a 1、2或3来表示同类评级中的相对排位。

<sup>2</sup> 标普和惠誉评级的AA至CC评级可以通过增加"+"或"-"来表示同类评级中的相对排位。

(MLP's) ——与能源产业相关的MLP (业主有限合伙) 企业可能呈现高波动性。虽然其历史波动性并不大,但在特定的市场环境中,与能源产业相关的MLP企业可能会表现高波动性。

针对能源产业相关MLP企业的相关规章制度或征税方式的变更。若美国国税局改变当前一篮子能源产业相关的MLP企业的征税方式,并据此征收较高的税率,或其他监管机构颁布的规章制度影响MLP企业产生收入或向普通股股东派发股息的能力,则债券的收益率(如有)可能会大幅降低。鉴于产业、区域、政治及监管集中度,投资一篮子与能源产业相关的MLP企业,可能会使投资者面临集中度风险。

抵押贷款支持证券(MBS)包括抵押担保债券(CMO),也称作房地产抵押贷款投资渠道(REMIC),可能并不适合所有投资者。潜在的抵押贷款提前偿还会导致投资者提前收回本金,从而导致预期收益率下降,并产生再投资风险。此外,本金的收回也可能慢于最初假设的偿还速度,导致证券的平均期限延长至到期日(也称作延期风险)。

此外,非机构性抵押贷款支持证券的标的抵押品可能在本金和利息支付方面违约。某些情况下会导致证券的收入流下降并造成本金损失。在此基础上,信用程度不足可能还会导致抵押债券的信用评级下降,从而增加本金损失概率、推高价格波动性。投资次级抵押贷款支持证券面临的信用违约风险要高于同批发行的优先级抵押贷款支持证券。在抵押贷款支持证券由规模相对较小或分散化程度不足的目标抵押贷款池作为担保标的或表现类似意愿的情况下,违约风险可能会更加显著。

抵押贷款支持证券对利率变动也十分敏感,利率变动或对证券的市场价值产生负面影响。在波动性加剧的时期,抵押贷款支持证券的流动性降低、价格波动加剧。其他引发价格波动的因素包括但不限于提前还款、对未来提前还款的预期、信用担忧、标的抵押品的表现以及市场的技术面变化。

另类投资的流动性可能很差且具有投机性,并不适合所有投资者。另类投资适合于有经验、成熟、愿意承担与此类投资相关的高经济风险的投资者。投资者在投资前应仔细审查和考虑潜在风险。其中某些风险可能包括:

- 因使用杠杆、卖空或其他投机行为而导致损失全部或大部份投资的风险;
- 基金可能不存在二级市场,预期不会发展出二级市场,因而缺乏流动性;
- 收益具波动性;
- 基金权益转让限制;
- 当使用单一顾问时,因交易权集中而可能缺乏分散性,并导致较高风险;
- 缺乏有关估值和定价的资讯;
- 税务结构复杂和报税延迟;
- 监管程度低于共同基金且费用高于共同基金;以及
- 管理人风险。

由于各个基金的投资项目不同,因此各基金将会面临其特定风险。

资产配置无法保证获利,亦无法保证在金融市场下行时避免损失。

多元化投资并不能保证盈利或免遭损失。不同的资产类别存在不同风险。

各指数均非投资管理之结果, 投资者无法直接投资指数。指数仅供展示之用, 不代表任何具体投资表现。指数回报率均未列计任何支出、费用与销售费, 若计入上述项目将会降低收益率表现。

过往业绩不能保证未来的投资结果。

与在美投资相比, 进行国际投资面临更大风险, 但潜在回报也更高。风险包括外国政治和经济不确定性以及汇率波动风险。由于国家政府较不稳定, 市场与经济基础较弱, 上述风险在新兴市场尤为显著。

投资小型企业, 相比投资成熟企业可能面临更大的风险, 例如经营风险、股价大幅波动和缺乏流动性。

基于镍、铜等工业金属期货合约的期货指数, 除受到大宗商品相关普遍因素的影响外, 还可能因工业金属独有因素导致价格波动, 包括使用工业金属的产业活动变化(包括人造或合成替代品的可得性); 开采、存储至炼制等供应链环节的变动; 库存的调整; 储存、劳动力及能源成本等生产成本的变动; 遵循环境法规等规定产生的合规成本; 以及单一消费国内与国际范围内产业、政府和消费者需求的改变。集中在稻米等农产品期货合约的期货指数亦可能因农产品的独有因素而出现价格波动, 包括水患、干旱与极寒等天气状况; 政府政策的变动; 耕种决策; 以及消费者与产业对农产品的需求波动。

本文涵盖信息不应视为对本文所提及风险、策略、概念或税务、法律意见的详细论述。读者如对本文所述的策略或概念有兴趣, 应咨询各自相应的税务、法律或其他顾问。

环境、社会和治理(ESG)和可持续投资可能会限制投资类型和数量, 因此相较不采用类似可持续性标准的其他方法而言, 其业绩可能会受到影响。可持续投资产品是否存在要视情况而定。某些可持续投资机会可能并非在所有地区都有或在所有地区都没有。我们不就该等产品的财务或可持续性表现做出任何保证, 这些产品可能无法实现其投资目标或可持续性目标。

ESG框架披露: 目前, 对于什么是“ESG”、“可持续投资”、“影响力投资”或同等标签的产品, 或者对于特定投资、产品或资产需要具备哪些确切属性才能被定义为此类产品, 既没有全球公认的框架或定义(法律、监管或其他), 也没有市场共识。在评估某项产品或其任何相关投资的可持续性属性时, 不同的人可能会得出不同的结论。某些司法管辖区的法律法规要求根据其自行制定的可持续性定义对投资产品进行分类, 因此这些术语的含义可能存在一定程度的分歧。例如, 本披露中使用的术语“可持续投资”一词是参考了CWI的内部框架, 而非司法管辖区法律法规中的任何定义。无法保证投资这些产品会产生可持续性影响。

许多ESG数据提供商根据企业的ESG表现对其进行评估, 并提供报告、评级和基准。各提供商的报告、评级和基准方法、范围及覆盖率存在很大差异。可能无法获得针对所有公司、证券或地区的ESG数据, 因此ESG数据不一定可靠或完整。此类数据还会有各种局限性, 包括(除其他因素外): i) 第三方数据提供商所采用方法的局限; ii) 数据滞后、数据覆盖缺口或影响数据质量的其他问题; iii) 对于“ESG”因素或指标的认识、评估、披露或确定方面, 以及对于某项投资、产品或资产为符合ESG定义所需的确切属性, 市场上(包括数据提供者)存在不同的观点、方式、方法和披露标准; iv) ESG信息(包括从第三方数据提供商获得的信息)可能基于定性或主观评估, 并且任何一个数据源本身可能无法显示其所代表的ESG指标的全部情况; v) 第三方数据提供商或其他来源可能会在不通知CWI的情况下更改此类数据。此外, CWI从第三方提供商获得的部分数据并非直接从被投资公司获得, 而是第三方数据提供商使用其自己的专有方法编制的估算/代理数据(譬如因为没有实际的被投资公司数据)。这种专有方法也具有其自身的各种局限性, 我们承认该等估算/代理本身就是一门不精确的科学。CWI不对任何此类第三方数据(无论是实际数据还是估算数据)或使用该第三方数据生成的数据的完整性或准确性做出任何陈述或保证。无论该等信息是否从第三方获得, CWI对信息中的任何错误或遗漏均不承担任何责任。

## 花旗私人银行市场特定披露

花旗银行香港分行/新加坡分行是依美国法律成立的有限责任组织。本文件由花旗私人银行通过花旗银行香港分行在港派发。花旗银行香港分行在香港证券及期货事务监察委员会登记开展第1类(证券交易),第4类(就证券投资提供咨询),第6类(就公司融资提供咨询)和第9类(资产管理)受监管业务,中央编号CE号为AAP937。本文件同时由花旗私人银行通过花旗银行新加坡分行在新加坡派发。花旗银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。与本文件内容有关的问题,应咨询上述相关机构的注册或持证代表。本文内容未经任何香港或新加坡监管机构审阅。本文包含机密和专有信息,仅供符合新加坡合格投资者要求(根据《证券和期货法》(新加坡第289章)(以下简称“该法”)定义)和香港专业投资者要求(根据香港《证券及期货条例》及其附属法例的定义)的接收者使用。对于受监管的资产管理服务,任何适用委托仅限于与花旗银行香港分行及/或花旗银行新加坡分行签订。花旗银行香港分行或花旗银行新加坡分行可将其全部或部分委托转予花旗集团附属机构或花旗银行其他分行。任何提及资产组合管理人名称之处仅为提供信息之用,本文不应被视为与任何花旗集团其他附属机构或花旗银行任何分行的资产管理委托要约,且任何花旗集团其他附属机构或花旗银行其他分行在任何情况下都不会与您达成与上述投资组合的相关委托。本文件只提供给在香港登记和/或管理的客户:本文件并无其他任何声明可免除、排除或限制客户依据适用法律法规享有的任何权力或者花旗银行依法承担的任何义务。花旗银行香港分行并无意图依赖本文件中与其依据的《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》中应承担与义务不相符合或错误描述提供给客户之实际服务的任何条文。

花旗银行在美国注册成立,依据美国法律规定主要由美国货币监理署和美国联邦储备银行监管,与澳大利亚法律规定有所不同。依据《2001年公司法》,花旗银行无需持有澳大利亚金融服务许可证,因其享有《ASIC类别规则CO 03/1101》(重新制定为《ASIC公司法(废止和过渡性)第2016/396号》,并增订《ASIC公司法(修订)第2024/497号》)项下的牌照豁免权益。

在英国,花旗银行伦敦分行(注册编号为BR001018)地址为Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB,由美国货币监理署授权并受其监管,并由英国审慎监管局授权,受金融行为监管局监管并受审慎监管局部分监管。如有需要,我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行伦敦分行的联系电话是+44(0)207508 8000。

花旗银行欧洲有限公司英国分行是花旗银行欧洲有限公司的分支机构，由爱尔兰中央银行和欧洲中央银行授权和规管。该分行由审慎监管局授权，接受金融行为监管局的规管以及审慎监管局的有限监管。如有需要，我们可为您提供有关我们受审慎监管局监管的具体情况。花旗银行欧洲有限公司（英国分行）是在英格兰及威尔士公司注册处作为分支机构注册，注册分支机构编号为BR017844。其注册地址为Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值税号：GB 429 6256 29。花旗银行欧洲有限公司在爱尔兰注册，编号为132781，注册办事处位于1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗银行欧洲有限公司受爱尔兰中央银行规管。最终拥有人为位于美国纽约的花旗集团。

花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行是花旗银行欧洲有限公司的分行，在卢森堡贸易及公司注册处注册号为B200204。花旗银行欧洲有限公司卢森堡分行受欧洲央行和爱尔兰中央银行的联合监管，并受卢森堡金融监督管理委员会（该国主管部门）有限监管。该分行在卢森堡金融监督管理委员会登记，登记编号为B00000395，公司地址为31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg。花旗欧洲有限公司在爱尔兰注册成立，注册号为132781，受爱尔兰中央银行监管，识别号为C26553，并受欧洲央行监督，注册地址为1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

本文件由花旗银行（瑞士）有限责任公司（注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich）、花旗银行苏黎世分行（注册地址为Hardstrasse 201, 8005 Zurich）或花旗银行日内瓦分行（注册地址为2, Quai de la Poste, 1204 Geneva）发送。花旗银行（瑞士）有限责任公司以及花旗银行苏黎世和日内瓦分行由瑞士金融监管局（FINMA）授权和监管。

在泽西岛，本文件由花旗银行泽西岛分行发行，该分行的注册地址为PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗银行泽西岛分行受泽西金融服务监察委员会规管。花旗银行泽西岛分行是泽西银行存款保障计划（Jersey Bank Depositors Compensation Scheme）的参与方，该计划为最高达5万英镑的合格存款提供保障。任意5年期内总赔偿金额上限为1亿英镑。有关该计划及其覆盖银行群体的完整详细信息，请参见泽西岛网站www.gov.je/dcs或按需提出申请。

花旗可能发售、发行、分销或提供与《银行复苏与处置指令》（BRRD）实体（即，欧盟指令2014/59/EU（“BRRD”）范围内的欧盟实体，包括欧盟信贷机构、某些欧盟投资公司及/或它们的欧盟子公司或母公司）发行或准入的某些无担保金融工具相关的其他服务（简称“BRRD金融工具”）。

在各司法管辖区（包括但不限于欧盟和美国），当银行、经纪经销商及其他金融机构（包括但不限于花旗）破产或可能破产时，国家主管当局拥有管理和处置该等机构的权力。该等权力的使用或预期使用，或其行使的方式，可能在以下方面产生重大不利影响的风险：(i) 阁下在某些类型的无担保金融工具（包括但不限于 BRRD 金融工具）项下的权利，(ii) 阁下持有的某些无担保金融工具（包括但不限于 BRRD 金融工具）的价值、波动性或流动性，及/或 (iii) 某个机构（包括但不限于 BRRD 实体）向阁下履行所欠负债或债务的能力。如果进行处置，出于维稳或消化损失的目的，BRRD 金融工具的价值可能减少为零，并且/或者负债可能转换为普通股或其他所有权证。现有 BRRD 金融工具的条款（如到期日期或应付利率）可能更改，并且偿付可能暂停。

无法保证BRRD处置当局对任何BRRD处置工具或权力的使用或其行使方式，对阁下作为BRRD金融工具持有人的权利、阁下在BRRD金融工具中可能拥有的任何投资的市场价值以及/或者BRRD实体向阁下履行所欠负债或债务的能力不会产生重大不利影响。若该等处置权力的行使导致阁下获得的待遇与阁下根据正常破产程序将会获得的待遇相比更为不利，阁下可能有权从相关当局获得补偿。接受来自花旗的服务，即表示阁下已确认了解这些风险。

**加拿大：**花旗私人银行是花旗集团旗下业务单位，通过花旗集团内的银行和非银行附属机构，为客户提供一系列广泛的产品和服务。但需注意的是，并非所有附属机构或地点皆提供所有的产品和服务。

在加拿大，花旗私人银行隶属花旗银行加拿大分行，花旗银行加拿大分行是第二类加拿大特许银行。本文中提及花旗私人银行及其在加拿大的活动仅指花旗银行加拿大分行，而非花旗银行加拿大分行在加拿大经营的任何附属机构或子公司。花旗银行加拿大分行投资基金有限公司 (CCIFL) 作为花旗银行加拿大分行的全资子公司，可提供部分投资产品。投资产品均有投资风险，包括可能导致所投本金亏损。投资产品不受加拿大存款保险公司 (CDIC)、美国联邦存款保险公司 (FDIC) 或任何法律辖区的存款保险制度承保，花旗集团及其所有附属机构亦不提供保证。

本文件仅为提供信息参考，不在任何法律辖区对任何人构成出售或购买任何证券的要约。本文件可能进行更新、完善、修订、核实和修正，因此文中所含信息可能发生重大变更。

对因使用本文件所载讯息（包括疏忽或其他行为导致的错误）而产生的任何直接、间接、附带、特殊或从属性损害，包括利润损失，花旗集团及其附属机构以及任何高管、董事、雇员、代表或代理人概不承担任何责任。

花旗银行加拿大分行投资基金有限公司 (CCIFL) 目前并非也无意成为加拿大投资监管机构 (CICO) 成员；因此，花旗银行加拿大分行投资基金有限公司的客户并不具有该协会会员机构客户享有的投资者保护福利，包括为该协会会员机构客户提供的投资者保护计划。

**巴林：**在巴林，花旗私人银行依据花旗银行巴林分行银行牌照上的具体批准业务范围开展业务。

向巴林客户营销和分销投资基金需要通知巴林中央银行，且对象仅限于下文定义的超高净值投资者。供巴林本地客户认购的所有产品均须满足最低投资认购标准。

超高净值投资者是指：

- (a) 最低净资产（或与配偶共同拥有的净资产）为2500万美元或以上的个人；
- (b) 可投资性金融资产不低于2500万美元的企业、合伙企业、信托或其他商业企业；或
- (c) 政府、超国家组织、中央银行或其他国家货币当局，以及以投资金融工具作为主要活动的国家组织（如国家养老基金）。

**以色列：**本文针对的是符合1995年以色列《投资咨询、投资营销及投资组合管理法》（简称《咨询法》）所定义的“合格客户”的人士。本文并非面向零售客户，花旗银行亦不会向零售客户提供相关产品或交易服务。本文的提供者未取得以色列证券管理局 (ISA) 授予的投资顾问资质，且本文所包含信息可能涉及以色列证券管理局未予监管的事务范畴。本文所涉及的任何证券，仅能在符合以色列公开发行业规则豁免情形的前提下，方可向以色列人士发售或出售，否则均不可行。

**阿联酋：**在阿联酋，花旗银行阿联酋分行经阿联酋中央银行批准作为外国银行分行营业。

私人银行业务隶属于花旗银行阿联酋分行，该分行持有阿联酋证券与商品管理局 (“SCA”) 颁发的牌照，可开展以下金融活动：A) 依据牌照编号20200000097进行推广；B) 依据牌照编号20200000198在国际市场担任交易经纪商。

花旗银行阿联酋私人银行业务分销的共同基金已在阿联酋证券与商品管理局 (“SCA”) 注册。

SCA批准在阿联酋推广投资产品，并不等于阿联酋证券与商品管理局 (“SCA”) 建议购买或投资该等特定投资产品。此外，对于任何相关方未能履行与投资产品相关的义务和职责的情况，或者对于相关认购说明书中所含数据的准确性和完整性方面的问题，阿联酋证券与商品管理局 (“SCA”) 概不负责，亦不应为此承担任何法律责任。

**CONSUMER/CITIGOLD/CITIGOLD 私人客户市场特定披露声明**

**香港:** 本文件由花旗银行(香港)有限公司(CHKL)和/或花旗银行香港分行(CBNA HK, 花旗银行是依据美国法律成立的有限责任公司)在香港派发。花旗银行(香港)有限公司和花旗银行香港分行在本文件的基本内容或编制中并未提供独立研究或分析。尽管确信本文件信息来源可靠,但花旗银行(香港)有限公司和花旗银行香港分行并不保证信息之精准性及完整性,并对因使用文中信息所导致的任何直接损失或后果概不负责。

本文仅为提供一般信息参考,无意作为购买或出售任何产品或服务的推荐、要约或邀请,且不应被赖以视作财务建议。本文信息并未考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需求。考虑进行某项投资的人士,应根据其自身目标、财务状况或需求考虑该投资的适合性,并应在作出投资决定前寻求独立意见。阁下在作出任何投资决定前,应先获取和考虑相关产品的条款及条件以及风险披露声明,并考虑其是否适合阁下的目标、财务状况或需求。建议投资者在投资前取得独立的法律、财务和税务建议。投资并非存款,不受香港的存款保障计划保障,且面临投资风险,包括可能损失所投资本金。

若在任何司法管辖区向任何人士派发该等资料属于非法行为,则本文不构成对该等司法管辖区派发资料之行为。

花旗银行(香港)有限公司(CHKL)不提供全权委托投资组合管理服务。

**新加坡:** 本文在新加坡由花旗银行新加坡有限公司(CSL)派发至选定的Citigold/Citigold Private Client客户。花旗银行新加坡有限公司在本文件的基本内容或编制中并未提供独立研究或分析。如对本文有任何疑问或欲了解任何与本文有关的事宜,请联系您在花旗银行新加坡有限公司Citigold/Citigold Private Client客户关系经理。投资产品并未根据新加坡《存款保险及保单持有人保障计划法》的规定参保,且不符合存款保险计划规定的存款保险保障资格条件。

本文仅为提供一般信息参考,不应被赖以视作财务建议。本文信息并未考虑任何特定人士的目标、财务状况或具体需求,且并非旨在作为对本文所提及的策略或概念的详细论述,亦非旨在作为税务或法律建议。任何人士若对本文提及的策略或概念感兴趣,均应酌情咨询其独立的税务、法律、财务或其他顾问。若在任何司法管辖区派发该等资料或作出任何要约未获准许,或向任何人士派发该等资料或作出要约属于违法行为,则本文不构成在该等司法管辖区派发该等资料或作出该等要约或邀请之行为。

在进行任何投资之前,各投资者请务必获取投资发售资料,其中包括风险、费用和开支以及往绩记录(若有)的描述,可在制定投资决策时综合考量。投资者如有兴趣,应就本文所讨论的问题酌情征询其财务顾问的意见。若投资者决定不征询该等意见,则应仔细考量与投资相关的风险,并根据投资者自己的特定情况作出决定,确保该投资与投资者的投资目标相一致,并评估投资产品是否适合自己。尽管确信本文件信息来源可靠,但花旗银行新加坡有限公司(CSL)并不保证信息之正确性及完整性,对因文中信息所导致的任何直接损失或后果概不负责。

花旗银行新加坡有限公司(CSL)不提供全权委托投资组合管理服务。

**阿联酋:**花旗银行阿联酋分行在阿联酋中央银行注册,其迪拜阿尔瓦斯尔分行牌照号为BSD/504/83,迪拜酋长国购物中心分行牌照号为13/184/2019,沙迦分行牌照号为BSD/2819/9,阿布扎比分行牌照号为BSD/692/83。电话号码:04 311 4000。花旗银行阿联酋分行经阿联酋中央银行批准作为外国银行分行营业。

花旗银行阿联酋分行持有阿联酋证券与商品管理局("SCA")颁发的牌照,可开展以下金融活动:A)依据牌照编号2020000097进行推广;B)依据牌照编号2020000198在国际市场担任交易经纪商。

除非特别说明,否则投资产品并非花旗银行、花旗集团或其任何附属机构或子公司的银行存款或承付款项或由其担保。投资产品未经政府或政府机构承保。投资和国债产品存在投资风险,包括可能损失投资本金。过往表现并不代表未来业绩:价格可能上升,也可能下跌。投资者在投资以外币(非当地货币)计价的投资和/或国债产品时应注意汇率波动风险,当外币兑换成投资者本国货币时,汇率波动可能导致本金损失。投资和国债产品不面向美国人士发售。所有投资和国债产品申请均须遵守个别投资和国债产品的条款和条件。客户了解,客户有责任就其投资交易的法律和税务后果寻求法律和/或税务建议。如果客户变更居住地、公民身份、国籍或工作地点,其有责任了解此类改变会如何影响自身的投资交易,并在相应法律法规适用时遵守这些法律法规。客户了解花旗银行不提供法律和/或税务建议,也不负责就其交易的相关法律向其提供建议。花旗银行阿联酋分行不对客户的现有持仓进行持续监控。

产品关键信息声明以及"费用一览表"附件中提及的其他所有费用和收费,均可登录我们的网站 [www.citibank.ae](http://www.citibank.ae) 进行查询。

对于由我们的第三方产品提供商(资产管理公司)管理的共同基金而言,花旗银行阿联酋分行是其分销商。我们使用UBS AG作为中介机构,为我们的客户提供股票和债券的执行和托管服务。

花旗银行阿联酋消费者业务分销的共同基金已在阿联酋证券与商品管理局("SCA")注册,花旗银行阿联酋消费者业务分销的结构化票据已获得阿联酋中央银行批准。

阿联酋证券与商品管理局("SCA")批准在阿联酋推广投资产品,并不等于阿联酋证券与商品管理局("SCA")建议购买或投资该等特定投资产品。此外,对于任何相关方未能履行与投资产品相关的义务和职责的情况,或者对于相关认购说明书中所含数据的准确性和完整性方面的问题,阿联酋证券与商品管理局("SCA")概不负责,亦不应为此承担任何法律责任。

本文提供的信息不构成向居住在欧盟、欧洲经济区、瑞士、根西岛、泽西岛、摩纳哥、圣马力诺、梵蒂冈、马恩岛、英国的个人推销任何产品或服务。

**英国:**本文件在英国由花旗银行英国有限公司(Citibank UK Limited)分发,在泽西岛行政区由花旗银行泽西岛分行分发。

花旗银行英国有限公司由审慎监管局授权,受金融行为监管局和审慎监管局规管。该公司的金融服务注册编号为805574。花旗银行英国有限公司是在英格兰及威尔士注册的股份有限公司,注册地址位于Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB,公司注册处注册号码:11283101。

花旗银行泽西岛分行受泽西金融服务委员会规管。花旗国际个人银行 (Citi International Personal Bank) 是花旗银行在泽西岛注册的商业名称。花旗银行泽西岛分行的地址为P.O.Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗银行是在美国注册的有限责任公司, 总部地址: 399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

©2024 花旗集团 (Citigroup Inc.)。花旗 (Citi)、加弧形设计的Citi和其他在此使用的标志, 均为花旗集团或其附属机构的服务商标, 在全球各地使用并注册。

