



2025
財富展望

在分歧中尋求增長：新形勢下的投資策略

Citi

邁向財富之路

投資產品：非聯邦存保公司擔保 • 非加拿大存保公司承保
• 非政府擔保 • 無銀行保證 • 可能損失投資金額

前言

歡迎閱讀本期《財富展望》！本旗艦報告每半年發布一次，旨在探討未來一年及以後與您投資組合相關的主要經濟和市場趨勢。花旗首席經濟學家兼首席投資策略師魏廷文（Steven Wieting），以及世界各地的同事們為本報告提供了寶貴見解，在此深表感謝！

我們認為，近年來全球經濟已經「打破常規」發展規律，儘管美國及其他地區都出現了通常看來較為確定的衰退信號，但全球經濟却仍在持續增長。鑒於創新的步伐不斷邁進、生產率持續提升以及全球消費者需求日益增長，這種經濟韌性對我們來說並不意外。我們一直主張讓投資組合保持充分投資，並為持續的上漲行情做好布局。

儘管市場波動性可能會加劇，但我們認為2025年和2026年全球經濟仍會持續增長。人工智能的推廣或將惠及科技領域之外的其他行業。不斷增加的資本支出有助於為這種「打破常規」的增長以及市場的上行走勢提供支撐。

當然，諸多挑戰依舊存在。美國加征新關稅的潛在風險或將加劇貿易緊張局勢。政治紛爭與地緣政治緊張局勢可能持續存在，中東、烏克蘭及其他地區都有可能出現不可預測的發展態勢。美國等國家的巨額政府債務可能仍會令債券市場感到不安。



自2022年低點以來，估值雖已有所上升，但我們認為全球各資產類別中仍然存在潛在機會。因此，我們認為投資者需要拓寬投資視野，尤其是對於很多配置過於集中的投資者而言。此外，我們預計持有大量現金仍將難以獲得理想回報。

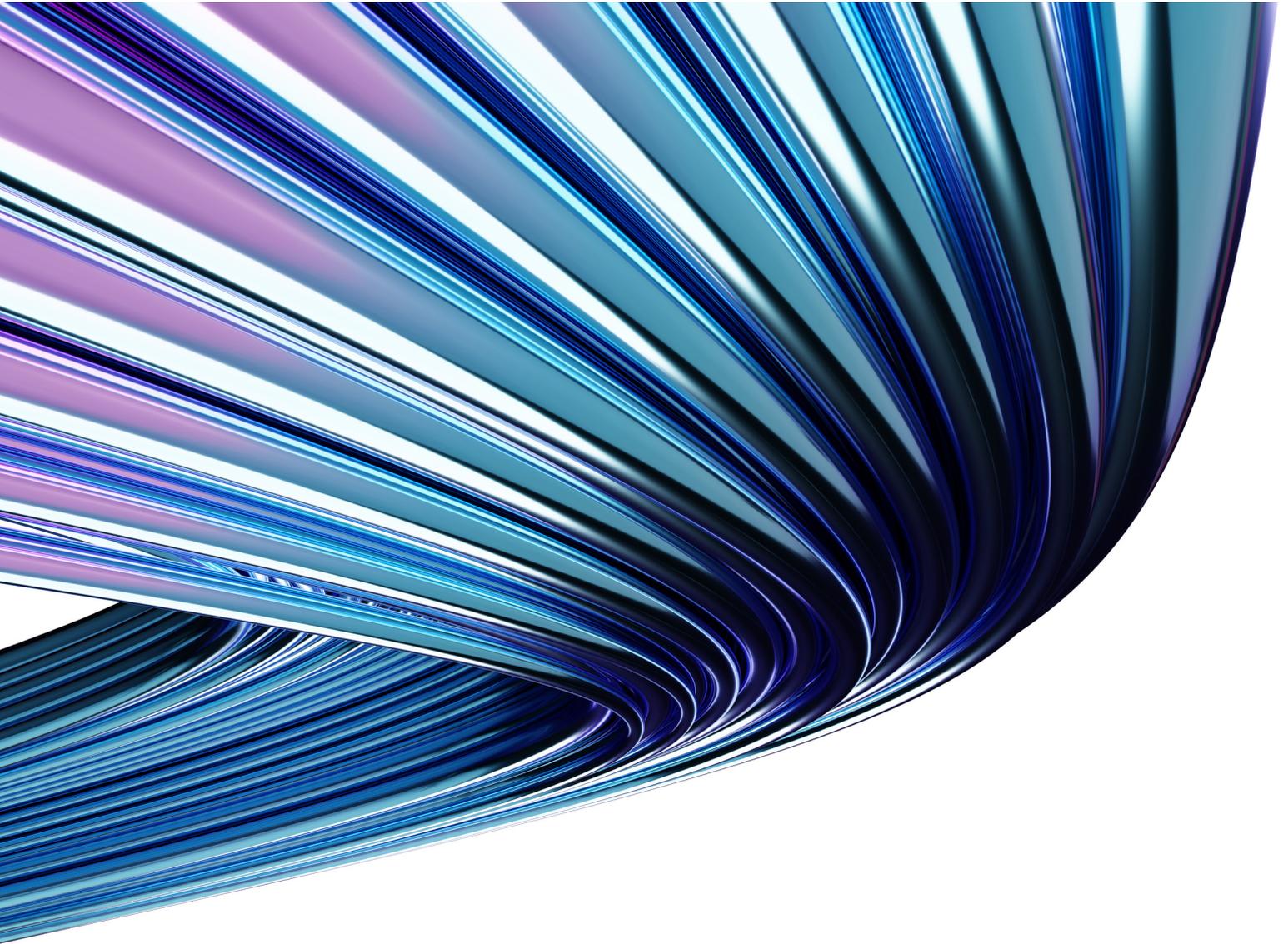
您在閱覽本《財富展望》報告時，歡迎聯繫您的客戶關係團隊，向其了解本報告內容對您的投資組合有何指導意義。我們的全球投資平台涵蓋諸多策略，可助力您捕捉我們所洞察到的潛在機遇，同時幫助降低風險。

在Citi Wealth 團隊眼中，我們的每位客戶都是世界變革者。您的卓越理念、熾熱激情及不懈追求，正在重塑商業、社區乃至整個社會。我們的使命不僅是幫助您管理財富，我們還致力於利用花旗龐大的全球網絡，為您帶來無限投資機遇，點亮您的財富之路。

感謝您選擇Citi Wealth! 在未來一年乃至更長的時間裏，我們將滿懷期待，為您的財富之旅保駕護航!

Andy Sieg

財富主管



編者

《2025年財富展望》由首席投資策略師辦公室與來自花旗投資管理部門 (CIM) 及另類投資團隊的同事們合作編製。

以下花旗全球團隊成員為本報告提供了寶貴見解：

魏廷文(Steven Wieting)

首席投資策略師兼首席經濟學家

Jorge Amato

拉美投資策略主管

Davide Andaloro

CIM高級投資組合經理

Stefan Backhus

另類策略主管

陳媛文(Cecilia Chen)

全球股票策略

Chris Distaulo

CIM投資組合經理

Joseph Fiorica

全球股票策略主管

Bruce Harris

固定收益投資策略主管

Joe Kaplan

高級固定收益投資策略師

Paisan Limratanamongkol

戰略資產配置與量化研究主管

Guillaume Menuet

歐洲、中東和非洲投資策略主管

Daniel O'Donnell

另類資產與投資管理人解決方案主管

彭程(Ken Peng)

亞太投資策略主管

Deborah Querub

數字資產主管

Charlie Reinhard

北美投資策略主管

Harlin Singh Urofsky

可持續投資主管

Malcolm Spittler

投資策略師兼高級美國經濟學家

Michael Stein

對沖基金與傳統投資流動性策略主管

Catherine Turullols

北美可持續投資專家

Diane Wehner

CIM股票投資組合高級經理

Nathan Weinstein

花旗投資管理全球醫療分析師

Kerry White

CIM投資組合解決方案主管

Michael Yannell

對沖基金、固定收益與信貸研究主管

张抒(Shu Zhang)

投資實驗室主管

制作团队**Gera Aina**

投資營銷項目經理

Nicole D'Angelo

CIO內容與洞察主管

Jamie Maran

CIO內容與洞察分析師

Dominic Picarda

編輯

前言

2025年及以後的世界

在分歧中尋求增長: 新形勢下的投資策略	9
我們的資產配置	15
大類資產長期展望: 適度樂觀	16
加密貨幣的美元化	19

核心投資組合見解

堅守投資路線: 拓寬投資組合視野	24
股票: 持續牛市中的輪動上漲	27
固定收益: 以信用債為核心	32
利用私募資產類別補充核心投資組合	36
合格投資者可酌情將對沖基金納入核心投資組合	42
補充核心投資組合: 機會型投資	46

無阻趨勢

人工智能: 日益成為現實	53
氣候投資: 布局創新技術	57
醫療創新助力延長人類壽命	61
在中美兩極分化背景下進行投資組合布局	63

2025年及以後的世界

經濟持續增長

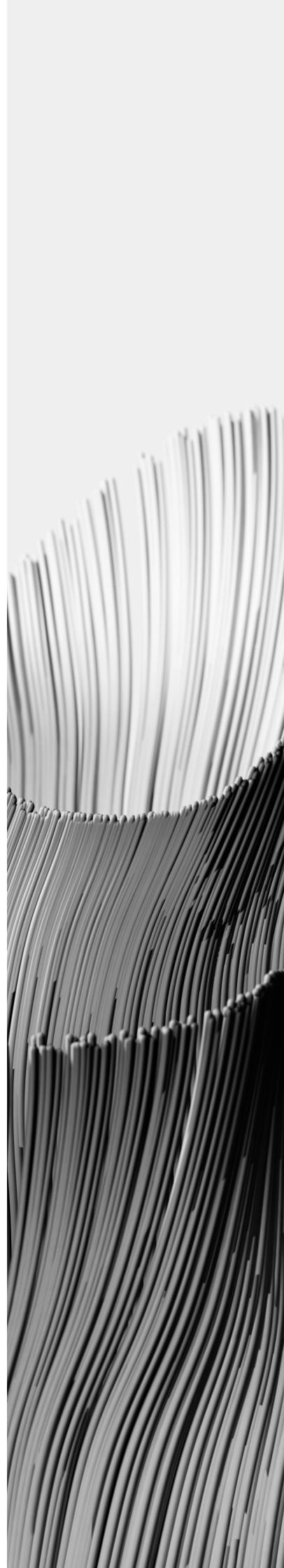
近年來，全球經濟屢次打破衰退預言。我們預計，2025年和2026年世界經濟將持續增長，同時全球企業盈利增加將帶來更多收益。

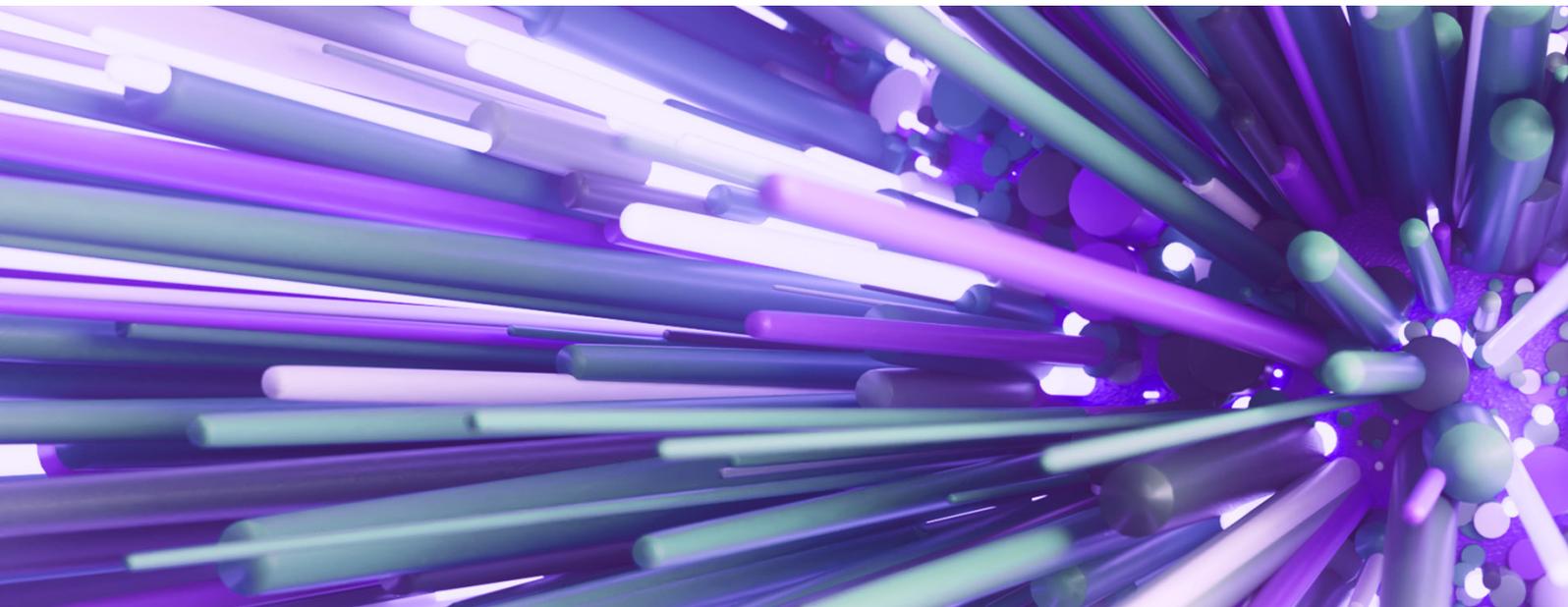
長期回報潛力

自2022年末低點以來，市場已出現強勁反彈，大多數資產類別的估值都有所上升。儘管如此，基於對未來十年回報所做的預測，我們對市場前景仍持適度樂觀態度。相反，我們認為長期持有現金可能表現不佳。

政治分歧及其他風險

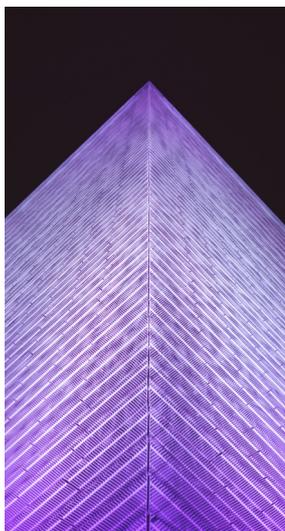
貿易緊張局勢與地緣政治紛爭可能導致未來市場波動加劇。其他風險還包括美國經濟過熱以及部分板塊估值較高。不過，我們認為沒有理由持有過多現金。





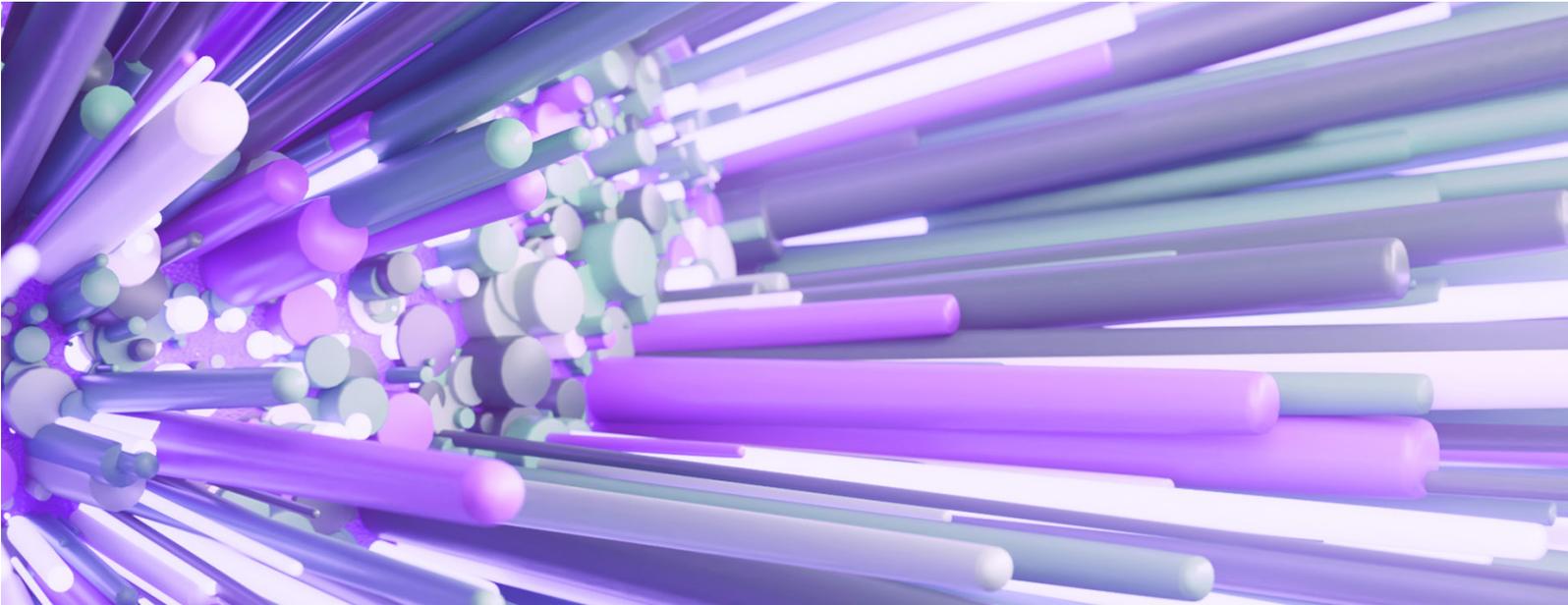
在分歧中尋求增長：新形勢下的投資策略

考慮到全球經濟必將進一步向好，我們認為投資組合應積極布局潛在增長機會，同時面對充滿分歧的世界，應積極做好應對風險的準備。



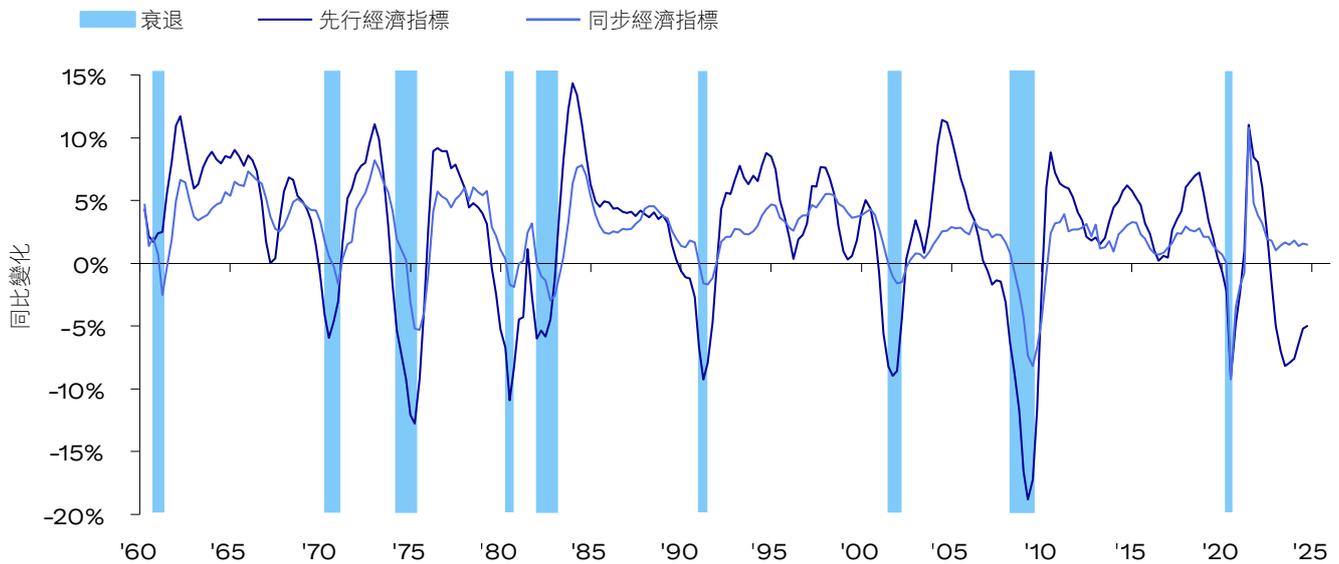
主要觀點

- 我們認為，2025年全球經濟將持續增長，企業利潤也會不斷增加
- 地緣政治分歧或將加劇市場波動
- 我們主張拓寬投資組合視野，捕捉多個資產類別的增長潛力
- 風險包括但不限於美國經濟過熱、全球貿易戰以及部分板塊估值過高



近年來，全球經濟發展出乎經濟學家們的意料。雖然有諸多通常來看較為可靠的指標支撐論點，但有關經濟衰退的預測最終都未應驗。儘管全球各國央行開展了幾十年來力度最大且最為同步的加息行動，經濟增長却依然韌性十足。美國企業利潤近期創下新高，世界其他地區的企業利潤也在逐漸逼近此前的峰值。

圖1
儘管衰退信號已現，但美國的產出、就業和收入仍保持增長



資料來源：Haver，截至2024年11月10日。美國先行經濟指標指數綜合考量包括製造業新訂單、貨幣供應量以及消費者預期等多項統計數據，以此作為對未來潛在經濟活動的指引。美國同步經濟指標指數涵蓋諸如勞動力市場活躍度、個人收入以及工業產出等多種要素，用以反映當前經濟活動的狀況。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用，如若計入，業績將會相應降低。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

2025年和2026年，我們預計這種「打破常規」的增長態勢將會延續。此外，在經濟增長的同時，地緣政治緊張局勢和政治紛爭或將進一步加劇。在美國，即將上任的特朗普政府準備推行旨在加速國內經濟活動的政策，不過這些政策可能會加劇對外緊張關係。一些頗具爭議的政策或許還會導致美國以及其他地區國內政治局勢動蕩不安。

面對不可避免的諸多干擾，我們將始終聚焦於全球經濟增長的短期和長期驅動因素，同時密切留意不斷演變的各種風險。

經濟持續增長，企業利潤不斷改善

我們認為，2025年和2026年全球GDP增長率可能達到2.9%，而我們對2024年的增長預期為2.6%（見圖1）。在發達經濟體中，我們認為美國仍將是主要的增長引擎。我們近期將美國2025年的增長預期上調至2.4%。

正如其首個任期所做的那樣，當選總統唐納德·特朗普將致力於促進經濟增長，同時努力避免因進口消費增加而導致美國的強勁需求輕易地「外流他國」。去監管和減稅是特朗普推動經濟增長的重要手段。我們將密切關注美國小企業信心指數，尤其是在去監管預期下，當前的低迷情緒是否會出現改善迹象。

圖1

Citi Wealth Investments對各國GDP增長率的預測

GDP預測 (%)	2020	2021	2022	2023	2024預測	2025預測	2026預測
美國	-2.2	5.8	1.9	2.5	2.7 ↑	2.4 ↑	2.1
中國	2.2	8.5	3.0	5.2	4.9 ↓	5.2 ↑	4.8
歐盟	-6.3	6.2	3.4	0.5	0.7	1.2 ↓	1.6
英國	-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預測	2025預測	2026預測
標普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

資料來源：Citi Wealth Investments，截至2024年11月16日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用，如若計入，業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

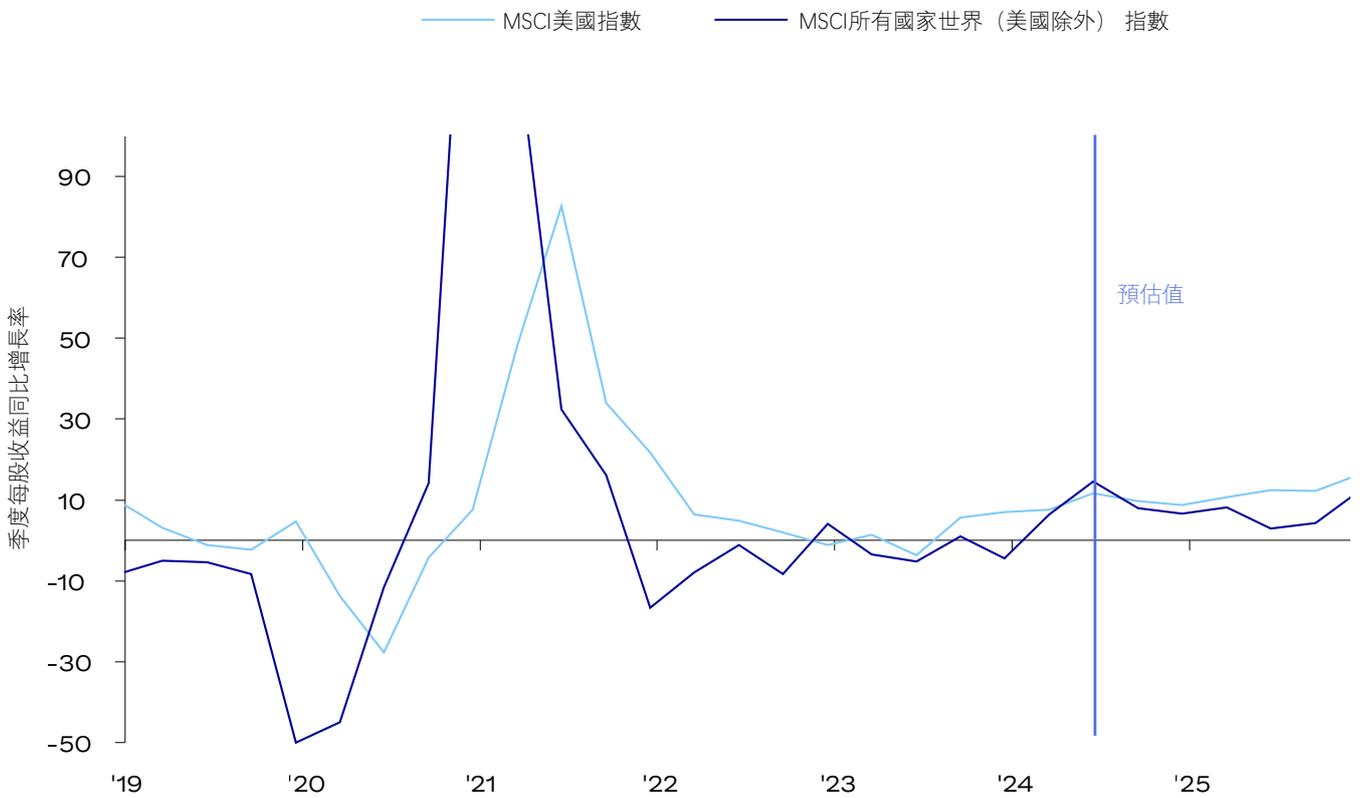
當然，特朗普的施政計劃也伴隨著風險。資本支出一旦出現激增，便有可能引發資源錯配現象。美國經濟或許只是在變得「熱起來」，而增長潛力却毫無提升。倘若關稅計劃以及針對非法移民的強硬措施得以實施，很有可能推高商品價格，擠壓勞動力供給，最終導致通貨膨脹加劇，而這正是全美選民在競選期間聚焦的主要議題之一。

即便如此，我們仍懷疑特朗普的對內和對外政策可能會與其競選演講中所宣稱的大相逕庭。

就目前而言，我們預計美國核心通脹率將於明年上半年降至2%，這在一定程度上得益於美元的強勢以及進口商品價格的下降。我們認為美聯儲或許能夠在2025年上半年降低政策利率，儘管降幅可能較為平緩。聯邦基金利率目標區間在2025年可能會降至3.5%至4%左右的低點。

在此背景下，我們預期美國乃至全球其他地區的企業利潤都將進一步增長（見圖2）。這一預期再度「打破常規」——因為降息周期往往出現於企業利潤下滑時期，而非利潤上漲時期。

圖2
我們預計美國以外地區的每股收益也會增加



資料來源：彭博社，截至2024年10月31日。Citi Wealth的預測基於歷史國民賬戶數據以及國際貨幣基金組織的前瞻性數據。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用，如若計入，業績將會相應降低。僅用於展示說明。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。



地緣政治分歧

我們預計特朗普會在某種程度上兌現其在競選期間的承諾，即對中國商品迅速加征60%或更高關稅。只有隨著時間推移，我們才能知曉這是不是他為達成其他對華政策目標而採取的談判策略。我們懷疑除了改變各國之間的生產與貿易格局之外，此舉難以取得更多實質性成果。一些美國公司幾乎不可避免地會面臨來自中國的嚴厲報復性措施。

美國大規模全面加征關稅將明顯威脅到中國出口，而出口近來一直是中國經濟難得的亮點。我們正密切關注著中國在推動國內經濟增長的舉措上是會變得更加大膽還是更為謹慎。到目前為止，其債務和支出計劃的規模與細節都不盡人意。我們預測2025年中國GDP增長率將略微增長至5.2%。

特朗普承諾的對所有其他國家商品徵收10%至20%關稅的措施，可能意在將其作為談判籌碼，以說服其他國家降低對美國商品徵收的關稅。由於對美國貿易存在出口依賴，歐盟的形勢較為堪憂——我們在此之前就已預計2025年歐盟GDP增長會進一步呈疲軟態勢。我們認為，貿易爭端是美國大選給美國及全球股票市場所帶來的重大風險之一。即便能夠避免貿易戰的全面爆發，美國政策方面的相關消息仍有可能引發市場波動，正如2018年的情形一樣。

自2022年末以來，風險資產的大部分牛市行情都是在地緣政治緊張局勢加劇的背景下（包括中東和烏克蘭戰爭期間）出現的。正如我們經常指出的那樣¹，從歷史上看，此類事件並未改變全球經濟或市場的走向。如今，對於美國新一屆政府將如何應對這些以及其他地緣政治挑戰，存在著更大的不確定性。特朗普對自己在外交事務上的不可預測性感到驕傲，並認為在他執政期間對手和潛在敵人行事會更加謹慎。然而，地緣政治緊張局勢和衝突爆發點在未來幾年似乎仍將持續存在，並隨之帶來市場的波動。

*從歷史上看，地緣政治事件並未改變
全球經濟或市場的走向。*



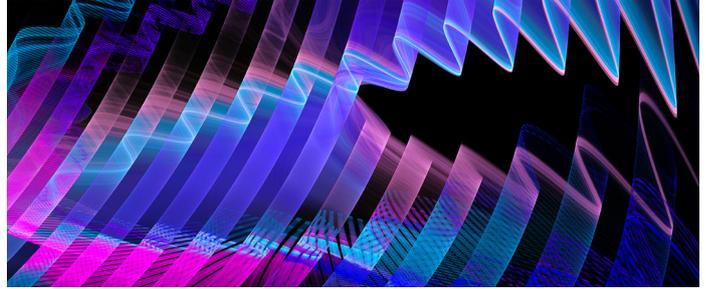
¹ 例如，可參見《2024年財富展望》中的「地緣政治與大選：2024年風險評估」部分。

新形势下的投资策略

在紛擾不斷的局勢下，投資組合應怎樣布局才能實現增長呢？我們預計未來十年存在獲得可觀回報的潛力——**大類資產長期展望：適度樂觀**。不過，我們留意到很多投資者的投資組合高度集中，特別是集中於近年來表現強勁的美國大盤股。鑒於美國大盤股估值頗高，我們認為在接下來的十年中，這種集中化的投資策略可能會面臨更大風險。與此同時，大量持有現金恐怕難以收穫理想回報。

在這樣的背景下，我們主張核心投資組合應保持充分投資，並全面覆蓋每一位投資者長期投資規劃裏所預想的各類資產。——**堅守投資路線：拓寬投資組合視野**。

鑒於股票在2025年有望延續上行態勢，我們認為更多行業板塊和國家會有上漲機會。我們將探索美國中小盤股票、銀行業、製造業回流推動因素以及巴西、日本、印度等國別市場所蘊含的潛在機遇與風險——**股票：持續牛市中的輪動上漲**。



固定收益方面，我們尋求從信用債（也就是企業發行的債券）中獲得收益。事實上，我們認為中等期限的投資級公司債券可作為固定收益類的核心持倉品種。對於適合的投資者，或許還可以考慮差異化的持倉標的，包括結構性信貸、銀行貸款及優先股——**固定收益：以信用債為核心**。同樣，適合和合格的投資者可以在私募股權、私募信貸及房地產領域尋求多元化布局——**利用私募資產類別補充核心投資組合**。



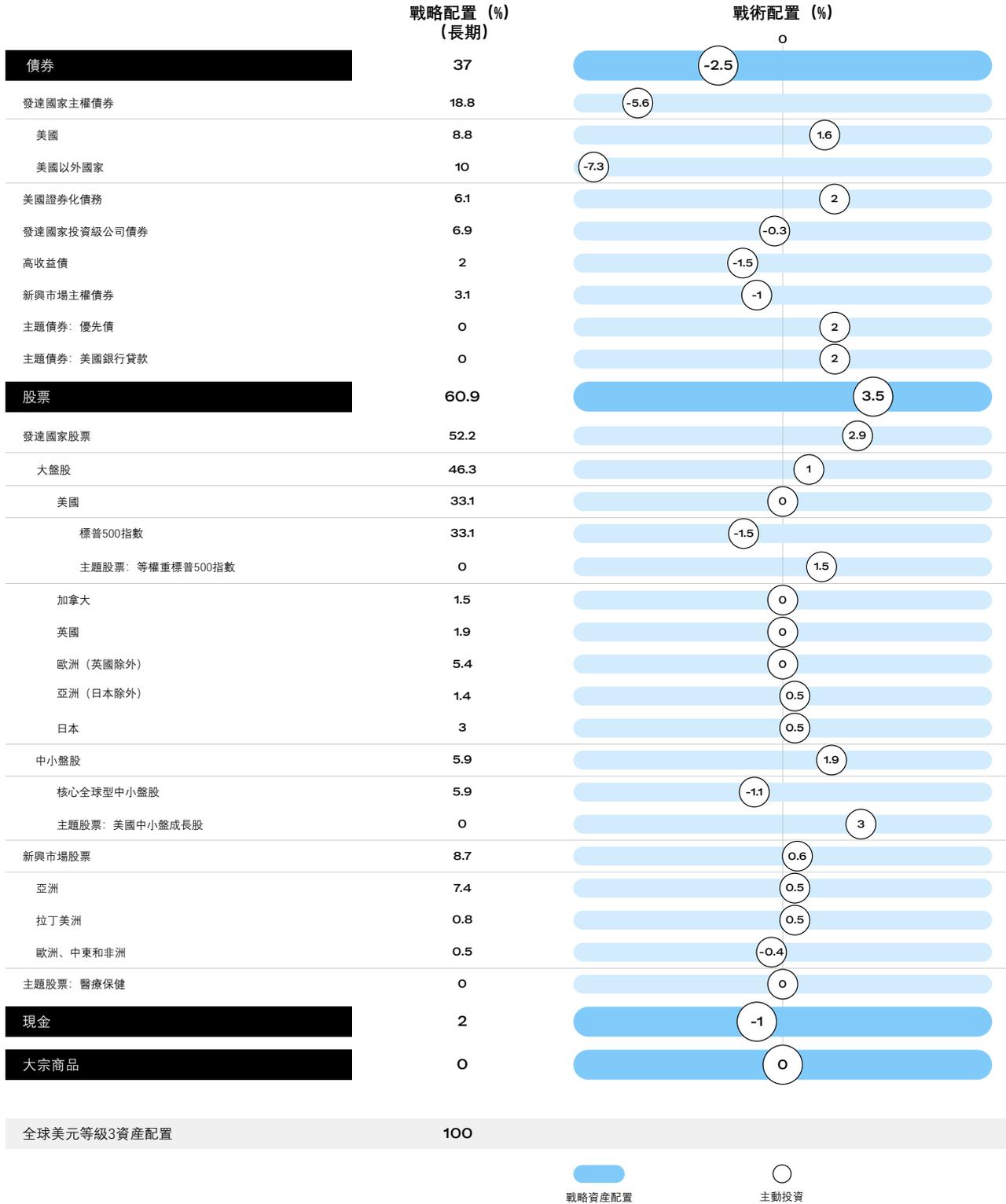
面對地緣政治紛爭，我們希望通過全球多元化配置分散風險。我們認為，相較於集中投資於存在重大地緣政治衝突爆發點地區的投资組合，全球多元化配置更有可能更好地抵禦市場波動。我們還認為，「經濟安全」相關領域頗具投資價值，此類投資涵蓋全球供應鏈及國家安全的關鍵層面，包括傳統能源供應、半導體等技術領域、國防及網絡安全。其中許多都與我們所說的**無阻趨勢**相關聯，這些趨勢是有望重塑我們周圍世界的強大長期力量——例如，可參見「**在中美兩極分化背景下進行投資組合布局**」。

在我們所說的無阻趨勢中，人工智能的發展便是其中之一。我們預計，在未來幾年裏，人工智能將有助於提升人類生產率，同時也會帶來新的社會及網絡安全風險。倘若如此，隨著時間推移，人工智能有望不斷突破全球經濟的「增速上限」。與此同時，我們也看到這項具有顛覆性的技術所帶來的益處正惠及更多行業——**人工智能：日益成為現實**。

鑒於全球經濟「打破常規」逆勢增長有望在2025年與2026年延續，因此我們認為可以運用多種方法，針對後續形勢進行投資布局。我們的策略注重投資紀律，即在長期規劃框架內配置潛在機遇，並深度了解風險。雖說經濟時而會偏離常軌，但投資者若要實現財富的保值增值，仍需堅守投資之路。

我們的資產配置

資產類別 | 全球美元等級3資產配置



資料來源: Citi Wealth Investments環球投資委員會和花旗財富戰略資產配置與量化研究團隊, 截至2024年11月9日。上述表格僅為用於教育和示例目的之範例, 並不構成投資組合建議。該表格的製作未考慮任何個人的具體情況或需求。有意構建自身投資組合的投資者應聯繫其花旗銀行代表以獲取進一步指導。風險等級3專為具有混合投資目標的投資者而設, 此類投資者既需進行資產多元化配置, 又要在收益型投資與潛在高回報型投資之間謀求平衡。風險等級3可能適合符合以下特點的投資者: 願意讓自己的投資組合承受額外風險, 以便在獲取與其所表明的風險承受能力相適配的收益水平的同時, 還能夠去追逐潛在的增長機遇。構建配置模型所用資產類別的表現可能不及其各自的指數, 從而導致業績低於模型預測值。

大類資產長期展望：適度樂觀

儘管未來十年的回報率可能會低於過去幾年，但我們仍堅持全球多元化投資的主張。

核心投資組合的構建和維持，離不開長期投資計劃。這種計劃又可稱為「戰略資產配置」，它明確了各資產類別的配置比例。Citi Wealth運用自主研發的「適應性估值策略 (AVS)」，為每位客戶量身定製投資計劃。我們的「適應性估值策略 (AVS)」依據當前估值水平，預估未來十年的投資回報，進而基於部分預估結果，針對每位客戶的目標，推薦適配的資產類別組合方案。那麼，「適應性估值策略 (AVS)」對於未來十年的投資回報前景有何觀點？



主要觀點

- 2023年和2024年市場不斷上漲，大類資產估值隨之走高
- 但是，根據我們的十年回報預測情況，我們有理由持適度樂觀態度
- 投資組合若集中於某一戰略回報預期 (SRE) 較低的單一資產類別，其風險可能會更高
- 持有過多現金可能最終難以獲得理想回報

圖1展示了我們對十大主要資產類別的戰略回報預期 (SRE)。戰略回報預期是對未來十年的年化預測，實際收益可能無法達到預測水平。經過兩年的市場強勁上漲，資產估值已較以往顯著抬升。因此，戰略回報預期較去年此時乃至2024年年中時的水平也有所下調。除了回報預期之外，我們還分享了對極端下行風險的預測。

圖1中還展示了各資產類別的極端下行風險 (EDR)。極端下行風險基於歷史數據得出，涵蓋了投資者面臨的最重大風險，即資產配置在危機期間遭受嚴重損失的風險。戰略回報預期與極端下行風險密切相關，回報越高，風險越大。

圖1 我們對未來十年回報和風險情況的預估

	戰略回報預期 (2025年-2035年)	戰略回報預期 (2024年年中-2034年年中)	極端下行風險 (2025年-2035年)
股票	5.6%	6.4%	
發達市場	5.2%	6.0%	-55.8%
新興市場	9.2%	10.4%	-63.8%
債券	4.8%	5.3%	
投資級債券	4.6%	5.1%	-11.9%
高收益債券	5.6%	6.3%	-49.8%
新興市場債券	6.1%	7.1%	-45.5%
現金	3.2%	3.2%	0.0%
對沖基金	8.1%	8.5%	-36.9%
私募資產	12.6%	14.6%*	-71.6%
私募股權	13.5%	14.6%	-78.7%
私募信貸	7.6%	n/a*	-25.1%
房地產	11.0%	10.8%	-78.9%
大宗商品	2.5%	2.6%	-50.5%

資料來源：Citi Wealth戰略資產配置與量化研究團隊。2025年戰略回報預期 (SRE) 基於截至2024年10月的數據得出，2024年年中戰略回報預期基於截至2024年4月的數據得出。戰略回報預期按年計算，並可定期重新評估。戰略回報預期的貨幣單位為美元。所有預期僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。戰略回報預期並非對未來業績的保證。極端下行風險 (EDR) 旨在計算特定資產配置於十年間連續十二個月內可能遭受的最大潛在損失。過往表現並不保證未來回報。

基於指數進行預測的戰略回報預期，是指Citi Wealth對指數所屬的特定資產類別未來十年的回報所做的預測。指數用於代表各類資產。各個特定資產類別的預測均採取適合該資產類別的專有方法做出。股票資產類別採用專有的預測方法，該方法假設股票估值隨時間推移回歸其長期趨勢。該方法基於一系列特定的估值衡量指標而得出，涉及多個計算步驟。為了計算股票資產類別的戰略回報預期，我們還對收益和股息的預期增長率進行了假設。債券資產類別所採用的專有預測方法基於當前的收益率水平。其他資產類別採用其他特定的預測方法。

*年中階段的私募資產僅包含私募股權；私募信貸的戰略回報預期未進行計算。

戰略回報預期未扣除客戶費用和開支。過往表現並不代表未來業績。未來的回報率無法準確預測。回報率較高的投資往往風險較高，在極端情況下可能造成更大的損失。實際投資回報率可能相差很大，包括可能損失投資本金。投資者無法直接投資指數。

以上所示戰略回報預期是假設信息，並非任何客戶賬戶的實際表現。假設信息反映了採用模型方法和後見甄選證券所得出的結果。任何假設的記錄都不能完全解釋金融風險在實際交易中的影響。有關資產類別及術語的定義，請參閱詞匯表。

股票和債券

發達經濟體（包括美國、歐洲和日本）股票的戰略回報預期為5.2%。在2024年年中時，這一數值為6.0%。就新興市場股票（來自包括中國、印度和巴西等經濟體的股票）而言，其戰略回報預期為9.2%。

債券的情況與股票類似，其價格和估值同樣有所上漲。我們對投資級債券（涵蓋發達經濟體政府及企業發行的最高質量債券）的戰略回報預期為4.6%。高收益債券（由信用資質欠佳的借款人發行的風險較高債券）和新興市場債券（來自發展中經濟體的債券）的戰略回報預期分別約為5.6%和6.1%。同樣，這些預估數值相較於近期水平均有所下調。

股票和債券潛在預估回報的降低，對其他類別資產也產生了連帶影響。由於公開交易股票估值不斷上升，私募股權13.5%的戰略回報預期已有所下調。同樣，對沖基金的戰略回報預期與公開交易股票及債券也存在關聯。對於對沖基金，我們給出的預測值為8.1%，而房地產資產的戰略回報預期幾無變動，仍維持在11.0%。



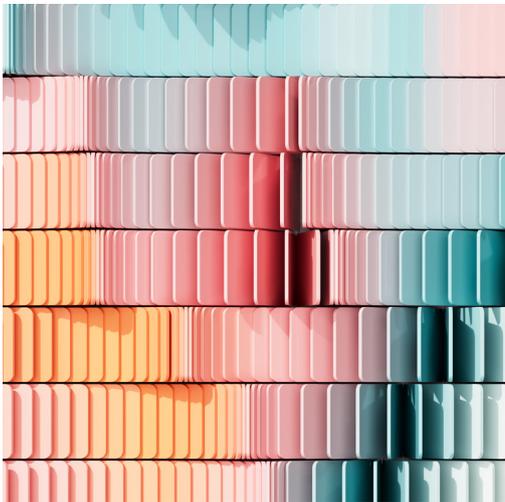
私募信貸

私募信貸（即由非銀行貸款機構發放的非傳統貸款）近年來已發展成為一個主要資產類別。因此，我們決定發布專門針對私募信貸的戰略回報預期，並將其作為子資產類別納入我們的私募資產（包括私募股權）類別之下。該資產類別的戰略回報預期為7.6%，高於我們對三個固定收益資產類別的預估。當然，這種較高的回報潛力也伴隨著風險，包括流動性較差。我們綜合考量了利用私募資產類別補充核心投資組合的潛在機遇與風險。

適度樂觀

如何解讀我們最新的戰略回報預期？

戰略回報預期並非旨在預測未來一兩年的收益情況。相反，它是未來十年預測的平均值，在這十年間會有情況較好的年份，也會有情況較差的年份。隨著時間推移，大多數十年期間至少會經歷一次經濟衰退及隨後的復甦。



我們認為，我們的戰略回報預期所傳達的核心信息是多元化配置。近年來，聚焦於發達國家股票（尤其是美國股票）的投資組合通常都有不錯的表現。但由於發達國家股票的戰略回報預期有所下降，因此在我們看來，這種集中投資策略的風險可能會越來越大。

相反，我們認為投資者應當自問其投資組合是否符合他們的長期規劃。若其規劃中的某些資產類別在投資組合中的佔比不足甚至完全缺失，那麼當下或許是尋求更廣泛的多元化配置的良好時機。

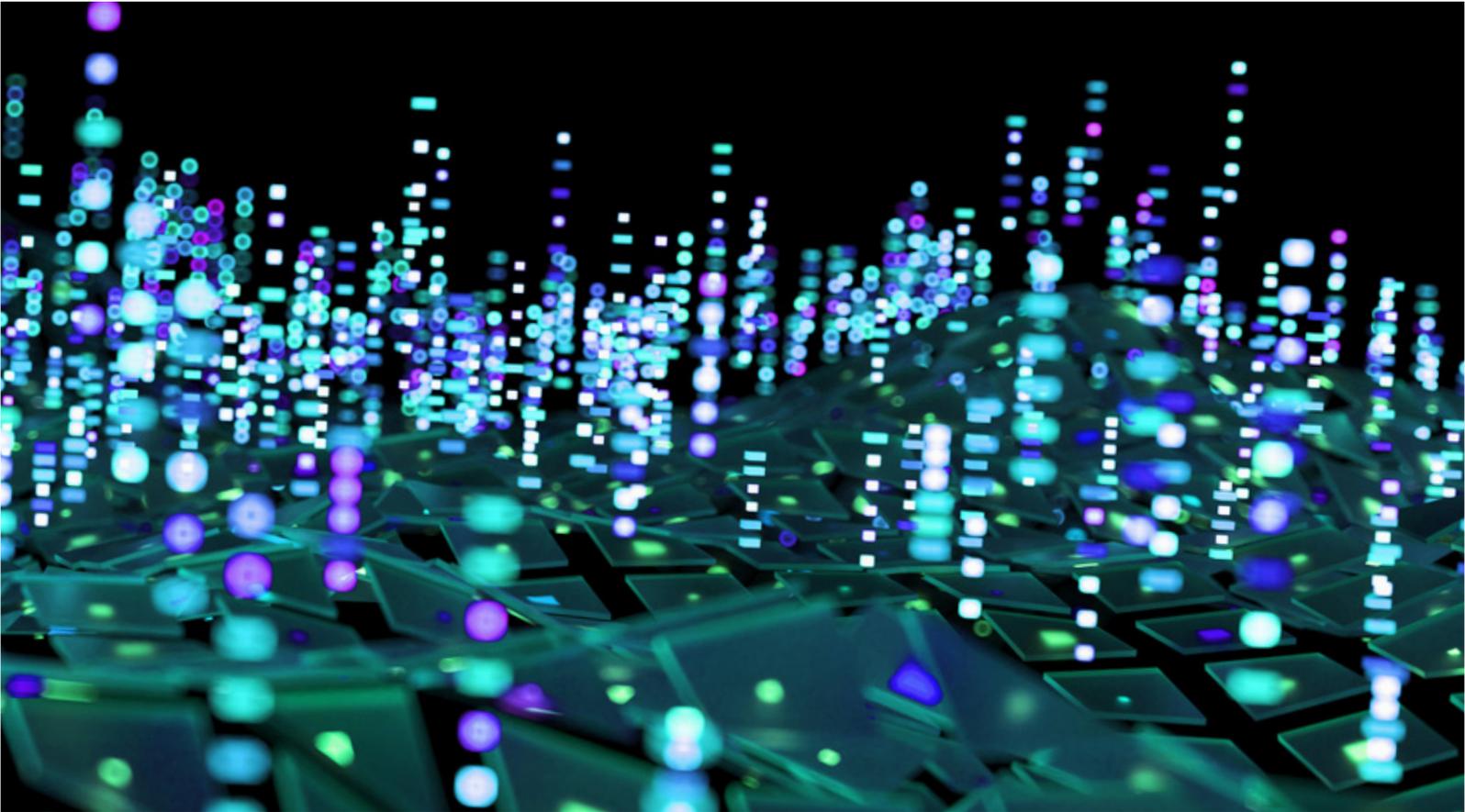
加密貨幣的美元化

作為全球交易量佔比最高的加密貨幣，穩定幣 (Stablecoins) 可能會加固美元的主導地位。



主要觀點

- 穩定幣是價值與另一種資產掛鈎的加密貨幣
- 穩定幣被廣泛用於支付、轉帳、儲蓄和借貸，其應用範圍不僅限於加密貨幣生態系統
- 由於大多數穩定幣與美元掛鈎，其進一步發展或將有利於鞏固美元的主導地位
- 穩定幣面臨的風險包括發行方的償債能力問題、託管問題及「脫鈎」問題等。

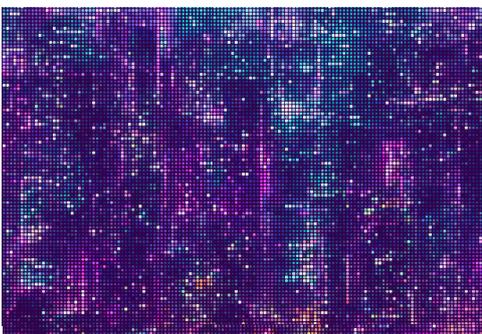


在數字資產領域，比特幣和以太坊等加密貨幣備受矚目，屢屢成為媒體焦點。它們價格波動劇烈，因而具有快速盈利或虧損的潛力，這使得它們在投資者中收穫了大量的追隨者。然而，在大眾關注的焦點之外，另一種不同類型的加密貨幣正日益受到歡迎，那就是穩定幣。

穩定幣作為一種加密貨幣，其市值與另一種資產掛鉤。穩定幣由私人公司鑄造並管控，其中使用最廣泛的穩定幣以美元、歐元等央行貨幣作為支持。還有一些穩定幣則與黃金、石油等實物商品相掛鉤。這種通常按1:1的比例進行的掛鉤設計，其背後的理念正如

穩定幣名稱所暗示的那樣，意在賦予它們價格的穩定性。另外，還有一類不太流行的穩定幣，叫做算法穩定幣。這類穩定幣不以任何資產作為支持，而是利用軟件自動調節供需，力求維持穩定的價格。

起初，穩定幣在加密貨幣市場中起著輔助性作用。它讓交易者在購入或拋售比特幣、以太坊等加密貨幣之前或之後，將資金存放在一種加密資產中。如此一來，交易者不必再將資金轉換回諸如美元等法定貨幣，而是可以把流動資金儲備存放在與美元掛鉤的加密貨幣中。



使用最為廣泛的穩定幣都是以銀行貨幣作為支撐

不過，隨後穩定幣進入了更廣泛的日常應用領域。許多人依靠穩定幣來匯款或購物，這樣往往比銀行轉帳（尤其是國際轉帳）更快捷、更便宜。穩定幣還可充當能獲取收益的儲蓄手段，以及在點對點（P2P）借貸場景下作為抵押資產。在那些飽受通貨膨脹困擾、貨幣不穩定的新興國家¹，穩定幣尤其受歡迎，因為那裏的民眾通常更願意用美元進行儲蓄和消費，不過這樣做可能會面臨諸多限制。

自2014年問世以來，穩定幣的市值已累計接近1800億美元，其中大部分增長是在過去五年間實現的（見圖1）²。其交易活動已達到創紀錄的高位，2024年第一季度交易額高達5.5萬億美元³。相比之下，Visa的同期交易額約為3.9萬億美元⁴。為應對這一挑戰，Visa、PayPal及其他傳統支付服務提供商紛紛做出調整，或是推出自家的穩定幣，或是採用其他公司的穩定幣來結算交易。

最初，比特幣之類的加密貨幣被認為是央行發行貨幣的競爭對手。實際上，部分人曾堅信且至今仍抱持這一觀點，即比特幣可能會打破美元的霸權地位。不過，在加密貨幣交易量中佔比超五分之四的穩定幣，却改變了人們對這一情況的原有認知。大約有93%的穩定幣是以美元計價的⁵，其中多數由那些存有美元儲備、美國國債、回購協議以及貨幣市場基金作為支撐的公司所發行。

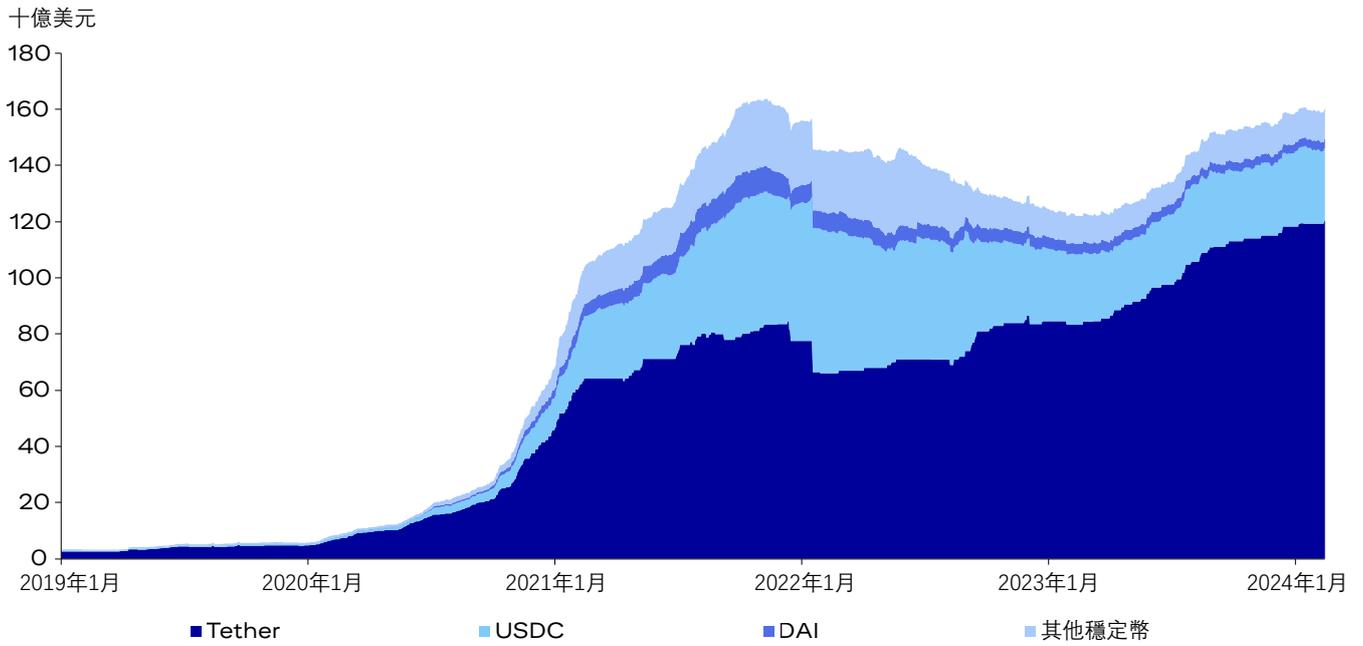
儘管穩定幣有政府發行的貨幣作為支撐，但它並非毫無風險。發行方或許未能持有足量儲備，亦或陷入資不抵債之境。為儲備金提供託管服務的機構亦可能面臨困境。因洗錢與欺詐隱憂，監管機構或將對這類加密貨幣予以限制。事實上，已經有幾款穩定幣甚至徹底崩潰了，而其他一些穩定幣的價值也曾暫時與它們的支撐資產「脫鉤」，跌至1:1以下。

即便如此，穩定幣的需求始終保持著上升態勢。其對更廣泛金融體系的潛在影響已經引起了全球監管機構的關注。例如，歐盟於2024年7月實施了有關穩定幣的新規⁶。美國眾議院可能會就一項旨在為此類資產引入監管框架的法案進行投票表決⁷。雖然此類舉措意在保護投資者並維護金融穩定，但更明確的監管也有可能進一步提升穩定幣的吸引力。倘若如此，穩定幣發行方對美國國庫券的需求佔比或將在現有約1%的基礎上實現增長⁸。

因此，這類加密貨幣非但不會取代美元，反而會讓全世界的人們更容易使用美元，並鞏固美元長期以來在全球的主導地位。

穩定幣能夠讓全世界的人們更容易使用美元

圖1
穩定幣總市值



資料來源：花旗研究、Coin Metrics，截至2024年11月1日。圖中所示為市值排名前三的穩定幣，即USDT、USDC以及以太坊區塊鏈上發行的DAI。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。有關定義詳見術語表。

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

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

³ 彭博社, 截至2024年5月

⁴ Citi Research Visa Metrics, 截至2024年10月

⁵ Citi Global Insights – Digital Dollarization, 截至2024年2月

⁶ 彭博社, 截至2023年4月

⁷ Congress.gov, 截至2024年4月

⁸ 彭博社, 截至2024年8月

核心投資 組合見解

核心投資組合

我們認為，構建一個涵蓋全球多元化資產的核心投資組合，並且在不同市場周期都能保持充分投資，對於長期尋求財富保值與增值至關重要。每個核心投資組合都要有一個長期規劃。

拓展投資組合視野

許多投資組合並未涵蓋其長期規劃中所設想的所有資產類別。我們認為，全球股票和固定收益類投資潛力較大，還有拓展空間；對於適合且合格的投資者而言，私募股權、私募信貸、房地產以及對沖基金領域也存在潛在機會。

機會型投資

機會型投資組合雖然規模較小，卻可以對核心投資組合回報起到補充作用。此類持倉往往更為集中，投資期限更短，而且只有很少或者完全沒有過往業績記錄。





堅守投資路線： 拓寬投資組合視野

鑒於美國大盤股估值較高，因此不應將投資組合集中於該市場，而應以全球多元化配置為宜。



主要觀點

- 高度集中於美國的投資組合近年來表現強勁，但未來十年或難以為繼
- 我們主張根據投資者的長期投資計劃和投資目標，拓寬投資組合範圍
- 對於適合且合格的投資者而言，另類資產類別或可帶來收益和多元化潛力
- 全球多元化配置既不能保證盈利，也無法確保在市場下跌時避免損失



在生活中的很多方面，無論是商業營運、職業發展，還是關係的維繫、學業的精進乃至體育競技，都離不開堅持。我們堅信，這一點在投資領域也很重要。從歷史上看，那些堅定持有核心投資組合，即在不同市場周期始終保持充分投資狀態且堅持全球多元化配置的投資者，相較於中途放棄者，往往更有機會達成其財富目標。

過去三年就是一個很好的例證。2022年，股票和固定收益類產品（大多數核心投資組合的主要配置品種）在日曆年內雙雙出現兩位數下跌。這種罕見的慘痛境況讓一些投資者陷入恐慌，致使他們放棄了長期投資計劃，並將投資組合大幅轉向現金持倉。事實證明，這是一個代價高昂的錯誤。自2022年底以來，全球股票和全球固定收益類產品分別實現了44.9%和10.4%的回報率。相比之下，現金的回報率僅為9.5%¹。

在步入2025年之際，我們再次強調要堅守核心投資組合路線這一主張。不過，堅守並不是原地不動，因為過往表現未必會在未來重現。近年來，專注於美國市場的投資者本可以取得很亮眼的成績。自2022年底以來，美國股票和美國債券的回報率分別可達45.3%和7.7%，相比之下，非美國股票和固定收益類產品的回報率則分別為28.3%和12.3%²。我們認為，在接下來的十年裏，這種情況再次出現的可能性很小。

正如我們在「大類資產長期展望：適度樂觀」部分所探討的那樣：估值已然偏高的美國大盤股，作為發達國家股票的主要構成部分，在當下至2035年期間，其平均回報或許將頗為有限。

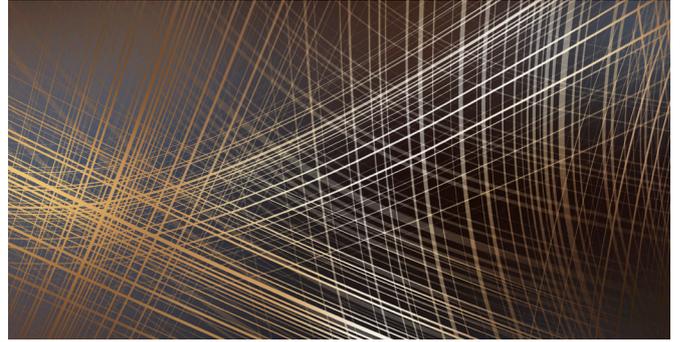
美國大盤股目前估值較高，未來或許只能帶來溫和回報。

與此同時，其他發達市場以及新興市場的股票估值較低，其回報率存在潛在上升空間。

當然，我們並非建議摒棄美國股票或國債。此二者幾乎是所有多元化資產配置的核心品種，且長期來看都是如此。但我們主張不應忽略全球範圍內的各個市場和資產類別。我們常常會碰到這樣一些投資者，其投資組合的廣度遠不及他們長期投資規劃所預期的那樣。大量持有現金、僅聚焦單一股票市場、僅布局投資級固定收益產品，甚至在那些適合且合格的投資者群體裏，全然未涉足任何另類資產類別，這類情形屢見不鮮。

在此我們想要表達的是，在2025年及之後，投資者應該拓寬投資組合視野。首先要將你的長期投資計劃和投資目標與你的投資組合進行對比。如果存在差距、重疊或者持有過多現金的情況，那就考慮採取相應的合適策略進行調整。在接下來的篇幅中，我們將探討一些拓寬投資組合的潛在方法。短期內，我們認為股市的漲勢能夠進一步擴大——請參見「股票：持續牛市中的輪動上漲」。同樣，我們也看到了美國國債之外的固定收益產品所蘊含的潛力——請參見「固定收益：以信用債為核心」。

對於適合且合格的投資者而言，於股票及固定收益範疇之外拓展布局或有機遇可循。以多年期視角來看，我們預測有一部分高收益或將出現在另類資產類別中³。我們探討了私募股權、私募信貸、房地產和對沖基金等我們認為有潛力的領域——請參見「合格投資者可酌情將對沖基金納入核心投資組合」。



當然，拓寬配置視野並不是毫無代價的。從高收益債券或另類投資中尋求潛在回報需要承擔額外的風險，這些風險可能是投資者未曾了解過的，包括流動性不足，甚至本金全部損失。多元化配置並不能保證盈利或在市場下跌時避免損失。

但我們認為隨著時間推移，全球多元化投資組合有能力實現增長並挺過艱難時期。與之相較，配置過於集中或大量持有現金者，可能無法獲得理想回報。我們主張堅守投資路線，並根據個人投資目標酌情拓寬投資範圍。

¹ 彭博社，截至2024年11月5日。全球股票以MSCI所有國家世界指數為代表，全球債券以彭博全球綜合債券指數為代表，現金以美國3個月期國債貨幣市場收益率為代表。

² 彭博社，截至2024年11月5日。美國股票和非美國股票分別以MSCI美國指數和MSCI所有國家世界（美國除外）指數為代表，美國債券以彭博美國綜合債券指數和彭博全球綜合（美國除外）指數為代表。

³ 請參見第16頁的「大類資產長期展望：適度樂觀」

股票： 持續牛市中的輪動上漲

雖然迄今為止美國科技股在很大程度上主導了股市的上漲行情，但市場的其他板塊在來年有可能表現更佳。



主要觀點

- 我們預計股市牛市將在2025年延續
- 隨著美國經濟轉向聚焦內部，一些美國行業板塊可能表現更佳，例如中小盤股以及多個大盤股板塊
- 印度、東亞與人工智能相關的市場、日本和巴西可能頗具吸引力
- 風險包括通貨膨脹、貿易緊張局勢加劇及估值問題

全球股票牛市已持續了兩年多。MSCI所有國家世界指數（涵蓋了來自發達經濟體和新興經濟體的大中盤股）在2022年9月觸及24%跌幅的低點後，截至2024年

11月14日已實現了20%的總回報率。繼2023年大幅反彈之後，我們認為該指數的上升趨勢在2025年能夠延續，不過升幅會更為平緩。



鑒於我們對經濟持續增長的預測，我們認為企業盈利在未來一年能夠持續上升——請參見「**新形勢下的投資策略**」部分的圖1。與2023年相比，2024年有更多行業實現了盈利增長，2025年有望進一步增長。倘若如此，我們可能會看到有更多板塊進入牛市，而不再局限於在大部分時間裏領漲的美國科技巨頭。

當然，我們的積極觀點也面臨一些風險。按照過往標準來看，美國股市估值已在高位。以十年期視角來看，我們認為這或許意味著美股佔比約70%的發達國家股票的回報將會更為溫和——請參見「**大類資產長期展望：適度樂觀**」。高估值的股票在市場走勢惡化時更易遭受衝擊。

即將上任的特朗普政府可能會使本就巨大的美國財政赤字進一步擴大。反過來，這可能會引發通脹擔憂。倘若美聯儲屆時逆轉當前的降息周期，或許會遏製牛市的發展。

新興市場對美國加息和美元走強較為敏感，可能會受到衝擊。貿易政策是另一個不確定因素。倘若美國對進口商品大範圍加征關稅——很可能會招致對等報復，那麼企業的供應鏈就可能被擾亂。



儘管如此，我們仍認為，2025年及之後美國乃至全球股市諸多領域蘊含潛力。

圖1 精選股票市場的盈利與估值情況

市場	遠期市盈率 (%)	2025年每股盈利增長率預測 (%)	2025年每股盈利增長率預測 (%)
標普400成長股指數	22.3	10.4	14
標普600成長股指數	20.9	12.6	16
美國銀行指數	13.3	4.8	12.8
MSCI印度指數	25	16.5	16.1
MSCI中國指數	10.9	9.4	11.9
MSCI日本指數	15.2	8.3	9.3
MSCI巴西指數	9.3	15.0	10.3
MSCI亞洲新興市場指數	14.3	14.2	12.9

資料來源：彭博社、FactSet，截至2024年11月14日。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用，如若計入，業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

如何應對美國經濟的內向發展趨勢？

美國重返「美國優先」議程，很可能會影響未來四年股市的領漲格局。掌控華盛頓的共和黨人勢必會將放鬆監管、延長減稅以及更多地使用關稅列為重中之重。所有這些舉措或許會在一段時間內吸引資金流入美元資產。然而，潛在漲幅可能不會在各版塊均勻分布。有潛力上漲的板塊包括以國內業務為主的美國大盤股，比如銀行、工業地產、機器人及自動化專業公司，還有國防承包商等。



去監管和需求因素如何提振銀行股？

對銀行業而言，積極因素或許正在累積增多。短期利率一直在下降，而長期收益率却在上升。這意味著銀行能夠以更低的成本借入資金，並以更高的利率將其貸出。而且貸款業務逐漸回暖，也為銀行業放貸提供了有利條件。

特朗普政府擬實施的去監管，或許能讓銀行更輕鬆地開展業務，並利用其資產負債表大膽把握商機。並購和首次公開募股也可能隨之加速，而多年來一直苦於交易量疲弱的投資銀行，也可能獲得更多費用收入。同時，如果風險資產市場持續上漲，銀行的財富管理收入可能會隨著資產管理規模的擴大而增長。

當然，這些設想不一定會實現，因為新一屆政府如何施政，總是充滿著不確定性。

*擬實施的去監管措施
可能有利於銀行更便捷地開展業務*

讓製造業重回美國：布局相關企業

進一步推動製造業活動回流美國似乎是有可能的，尤其在科技等關鍵領域。在這種「企業回國」(onshoring)的過程中，許多活動可能會在最先進的設施中通過機器人技術來完成，而不是由人工來完成。

在這種情況下，支持尖端製造業的行業可能會出現增長。這些行業可能包括機器人和自動化技術製造商、專門建造倉庫和工廠的建築商，以及生產建造新設施所需重型機械的企業。

除了製造業回流相關支持力度不及預期這一風險外，供應鏈中斷也可能影響回流舉措的潛在受益者。機器人及自動化設備供應商的高估值可能會限制其上漲潛力。

大盤股和中小盤股表現

近期，美國大型科技股一直處於牛市的前沿。在此過程中，這些在標普500指數中佔相當大比重的股票，推動該指數估值大幅走高。相比之下，若在指數中賦予每家公司相同權重，美國大盤股的估值會更低。我們認為，如果企業盈利復甦繼續擴大範圍，等權重的美國大盤股就具備跑贏大盤的潛力。當然，如果大型科技公司再次迎來強勁走勢，情況可能就恰恰相反了。

我們也看到中小盤股存在潛力。如果特朗普政府放鬆監管並削減稅收，中小盤公司或許會受益更多，因為遵守監管規定對它們而言負擔尤為沉重。而且，中小盤公司的業務通常更側重於國內市場。如此一來，倘若新一屆政府的政策引發全球貿易戰，它們受到的影響可能會相對較小。以中盤科技股為例，我們很看好該板塊，儘管其估值低於大盤科技股，但它有著更高的潛在增長空間，並購活動發生的可能性也更大。預計標普400成長股指數和標普600成長股指數成分股在2025年將分別實現10%和13%的盈利增長。我們更青睞那些財務狀況良好、沒有過度杠杆化的優質中小盤公司。

不過，中小盤股一直以來都比大盤股波動性更大。美國經濟一旦出現下滑，中小盤股很可能會受到更嚴重的衝擊，儘管這並非我們的基準情景假設。在市場動蕩期間，賣出中小盤股可能會更具挑戰性。而且，我們也不能排除大盤股和超大盤股持續領漲可能性。

尋求全球收益

特別是如果美國大規模加征關稅，與美國有大量貿易往來的經濟體可能會受到影響。這種擔憂已經引發了中國、墨西哥和歐洲等股市的波動。不過，我們並不認為美國以外的所有市場都會表現不佳。

印度：經濟持續增長，盧比更加穩定

印度是全球增長速度最快的主要經濟體。我們預計其實際國內生產總值在2025年將增長7%，通脹率為4%至5%。未來五年，印度或將延續高增長態勢，這主要是由國內需求所驅動。印度正在進行工業化和城市化，並且營商環境也變得更加友好。該國股市得到了國內投資者的有力支撐，同時中央銀行龐大的外匯儲備也為印度盧比帶來了更强的穩定性。2025年和2026年，市場普遍預期顯示，MSCI印度指數的盈利增長率分別為16.5%和16.1%。¹

印度股市2025年的預期市盈率為22倍，相比之下，MSCI新興市場指數的市盈率為13倍。這樣的估值水平使得盈利不及預期的可能性較為有限。通脹率和利率上升可能會抑制經濟增長，儘管這並非我們的基準情景假設。



¹ Haver, 截至2024年11月15日

東亞地區的AI受益者

我們預計半導體等 關鍵投入品的需求 會進一步增長

人工智能 (AI) 革命仍處於早期階段。隨著AI在各個行業不斷推廣應用——請參見「人工智能：日益成為現實」——我們預計半導體等關鍵投入品的需求會進一步增長。中國臺灣地區和韓國擁有全球規模最大的半導體製造和組裝企業。我們認為，這些企業既能夠充分滿足當下基礎設施建設的需求，也能很好地面向未來的升級換代周期。因此我們認為，AI趨勢可為中國臺灣地區和韓國市場帶來發展動力。

韓國股市預期市盈率為7.6倍，相較於其他新興市場存在折價。韓國當局一直在設法鼓勵企業優化分紅及公司治理情況，只是截至目前收效甚微。反觀中國臺灣地區的股市，其市盈率高達16.3倍，這體現了其近期強勁的市場表現。不過，這也使得臺灣地區股票在業績不及預期時更易受到衝擊。鑒於這兩個市場均依賴出口，所以都面臨著全球貿易戰帶來的風險。同樣，全球經濟下滑也可能給這兩個市場帶來不利影響。

日本：再通脹和改革進行時

日本為重振其長期停滯經濟所做的努力正在取得成效。2025年，日本名義GDP增長率有望達到3.5%，這將是連續第三年實現遠超趨勢水平的增長。減稅舉措或許有助於提振消費支出，與此同時，日本工會正準備在2025年爭取再加薪5%。在此背景下，基於2025年15倍的預期市盈率來看，日本股市的估值頗具吸引力。



東京證券交易所正在推進改革。上市公司面臨著改善治理、提高透明度、增加股本回報和提高估值的壓力，否則將面臨退市或降級。我們預計，在零售、電信及金融等在傳統上抵禦並購的行業內，企業之間的整合會增多。

作為主要出口國，日本面臨潛在貿易戰帶來的風險。日元升值可能會減緩企業盈利。企業改革的努力可能會落空，而持續的加息可能會抑制經濟增長。



巴西：復甦和多元化潛力

在企業盈利不斷收縮的情況下，過去兩年裏，巴西本土股票相較於全球股票的表現落後了38%。在此過程中，巴西雷亞爾兌美元匯率已跌至接近歷史低點。不過，我們認為，對於拉丁美洲這個最大的經濟體及其股票市場而言，情況或許正在好轉。巴西政府正在努力製成一攬子計劃以支撐公共財政，這或許有助於改善投資者的情緒。據市場普遍預期，2025年巴西企業盈利將增長15%。

我們的樂觀預期面臨的風險包括：全球經濟疲軟、美元進一步走強以及巴西財政整頓進展令人失望。不過，考慮到2025年預期市盈率僅為7倍，巴西雷亞爾非常疲軟，我們認為這些挑戰可能在很大程度上已經被市場消化。我們認為，巴西股市可為全球股票投資提供多元化潛力。



固定收益： 以信用債為核心

在美國進入降息周期的背景下，我們看到了從固定收益產品中尋求更高收益的諸多潛在機會。



主要觀點

- 隨著美國利率下降，我們看好投資級信用債產品，認為可將其作為核心資產納入投資組合
- 我們認為，某些較低評級的投資級債券和次投資級債券具有投資潛力
- 差異化信貸包括結構化信貸、銀行貸款及優先股（兼具股票和債券的屬性）
- 風險包括還款風險、流動性風險、利率風險以及借款人提前還款等



美聯儲在2025年料將繼續謹慎下調隔夜利率。截至2025年底，聯邦基金利率可能會從現行的4.75%降至3.75%左右¹。通脹率的逐步回落，以及就業形勢雖弱但仍保持向好，或將成為利率下調的催化劑。美聯儲多次聲明，將依據通脹數據的向好趨勢持續下調利率，若勞動力市場意外惡化，降息幅度將會進一步加大。

美聯儲如今對就業保持高度警覺，這和前些年主要擔憂高通脹威脅的情況截然不同。然而，如果新一屆共和黨政府提出的2025年及後續年份的預算方案有讓赤字大幅上升的風險，美聯儲也許會進一步放慢降息速度，甚或乾脆不降息，以此來努力防止通脹加劇。

這對固定收益投資者意味著什麼？

降息通常會推高債券價格。但我們認為，美國國債收益率已經反映了大部分降息預期，而目前的價格也開始逐漸反映政府赤字增加的可能性以及隨之而來的債券供應增加預期。例如，5年期美國國債收益率目前已接近4.28%²。

同樣，我們認為到2025年底，10年期國債收益率可能會從目前的4.42%小幅上升至約4.75%³。可能只有表明經濟衰退或地緣政治衝擊可能性增加的數據才會導致收益率大幅走低。在這種情況下，投資者可能扎堆買入美國國債，從而推高其價格。

鑒於美聯儲可能進一步降息但幅度有限，以及新一屆政府財政計劃的不確定性，投資者可著重構建久期適中的多元化固定收益投資組合，而非單純依賴銀行存款和美國國債。

目前，美國國債通脹保值證券（TIPS）在扣除通脹因素後的收益率高於過去十年中的大部分時間。例如，5年期通脹保值證券目前的收益率比年度總體消費物價指數（CPI）高出約1.85%⁴。如果通脹率的增長超過預期，TIPS相較於國債或將能夠帶來更高的回報，並成為多元化核心投資組合的潛在對沖工具。

美聯儲表示將基於通脹數據的改善情況持續降低利率

^{1,2,3,4} 彭博社，截至2024年11月13日



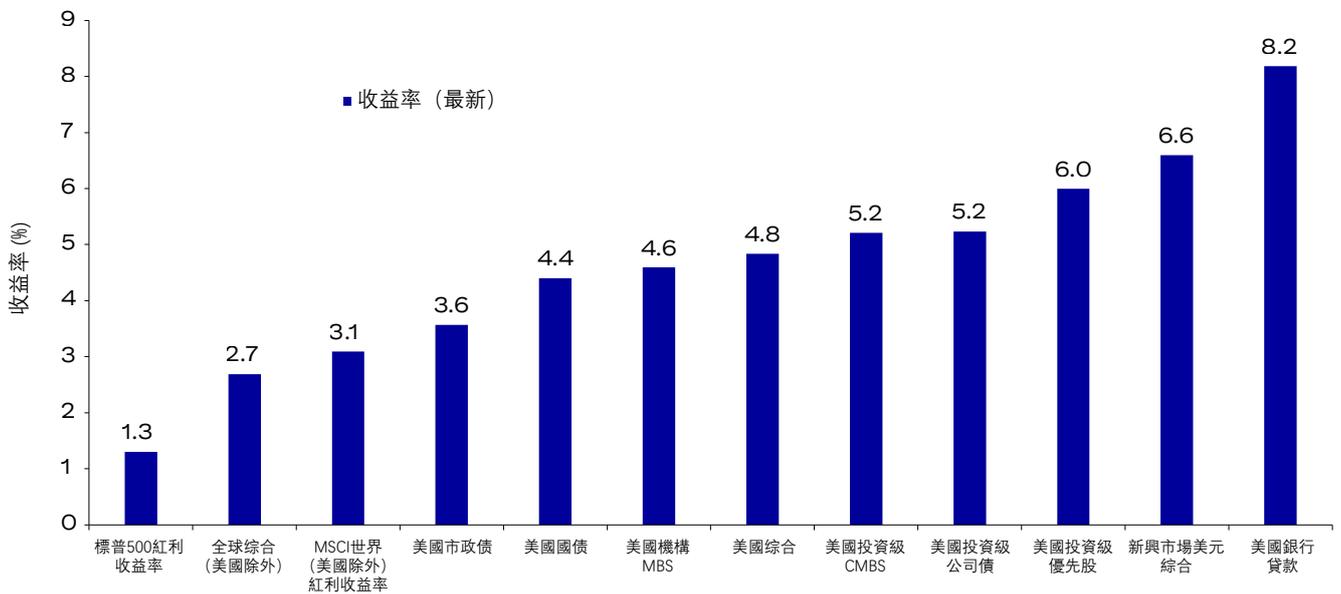
為何我們更青睞信用債而非國債？

我們認為信用債（即企業發行的固定收益證券）具有更大的收益潛力。目前，美國中期投資級信用債的收益率為5.04%，而同等期限國債的收益率為4.29%⁵。因此，投資者可以考慮將中等期限（四年）的投資級公司債納入其核心固定收益持倉。

誠然，以過往標準衡量，信用債相對國債的額外收益，也就是「利差」，幅度並不高。當前利差約68個基點，而一年前約有150個基點⁶。不過，我們覺得其潛在的額外收益頗具投資價值。若發生經濟衰退，信用債的表現大概率不及國債，但我們預計這種情況不會發生。

在美國，部分投資級市政債可能也會提供比國債更高的收益率。近期大量新的市政債券發行使得它們相對於國債價格有所降低。

圖1
各種固定收益和股票資產的收益率



資料來源：彭博社，截至2024年11月20日。引用的指數包括標普500指數、彭博全球綜合固定收益（美元除外）指數、MSCI所有國家世界（美元除外）指數、美國市政債：彭博美國市政債指數、彭博美國國債指數、彭博美國MBS指數、彭博美國綜合指數、彭博美國投資級CMBS指數、彭博美國投資級公司債指數、Ice BofA投資級機構資本證券指數、彭博新興市場美元綜合指數、Morningstar LTSA美國杠杆貸款100指數。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明，並不代表任何特定投資的業績表現。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。有關定義詳見術語表。

降低債券質量，尋求更高回報

BBB級⁷公司債券的評級最低，但仍符合「投資級」或「較高質量」的標準。而BB級公司債券則被歸類為「高收益」。評級較低的債券風險較大，包括發行人不能按期支付票息或償還借款。不過，對於了解並能接受這些風險的投資者來說，該類債券可能有賺取額外利差的潛力。

優先股、結構化信貸和銀行貸款

此外，對於了解並能承受風險的合適投資者來說，我們認為差異化信貸還有可能帶來更高的收益。投資級優先股的平均收益率約為6.0%。優先股兼具股權和債務屬性，如果公司清算，優先股的償還等級低於債券。

結構化信貸包括新的機構AA級抵押貸款支持證券（MBS）。多元結構化信貸基金通常在其投資組合中持有大量的MBS，以及其他類型的結構化信貸。



以高收益銀團貸款（平均評級為B級）為標的的投資策略收益率約為8.2%。此類貸款的浮動利率息票會隨著美聯儲利率的下調而降低。即便如此，我們認為其仍具有額外收益潛力。

這些資產雖有潛在高收益，但也伴隨著諸多風險，諸如償還風險、流動性風險、利率風險、提前償付風險，優先股還面臨最終到期日的延期風險以及股息暫停發放風險等。



債券受多種風險的影響，包括利率波動、信用風險和提前償付風險。一般來說，當現行利率上升時，固定收益證券的價格就會下跌。如果發行人的信用評級或信用度下降導致債券價格下跌，債券就會面臨信用風險。高收益債券會面臨更多風險，如由於發行的債券信用質量較低，違約風險增加，波動性增大。最後，債券可能面臨提前償付風險。當利率下降時，發行人可能會選擇以較低的利率借款，同時償還之前發行的債券。因此，相關債券將失去該項投資原本可獲得的利息支付，並且被迫在現行利率低於初始投資時利率的市場環境下進行再投資。

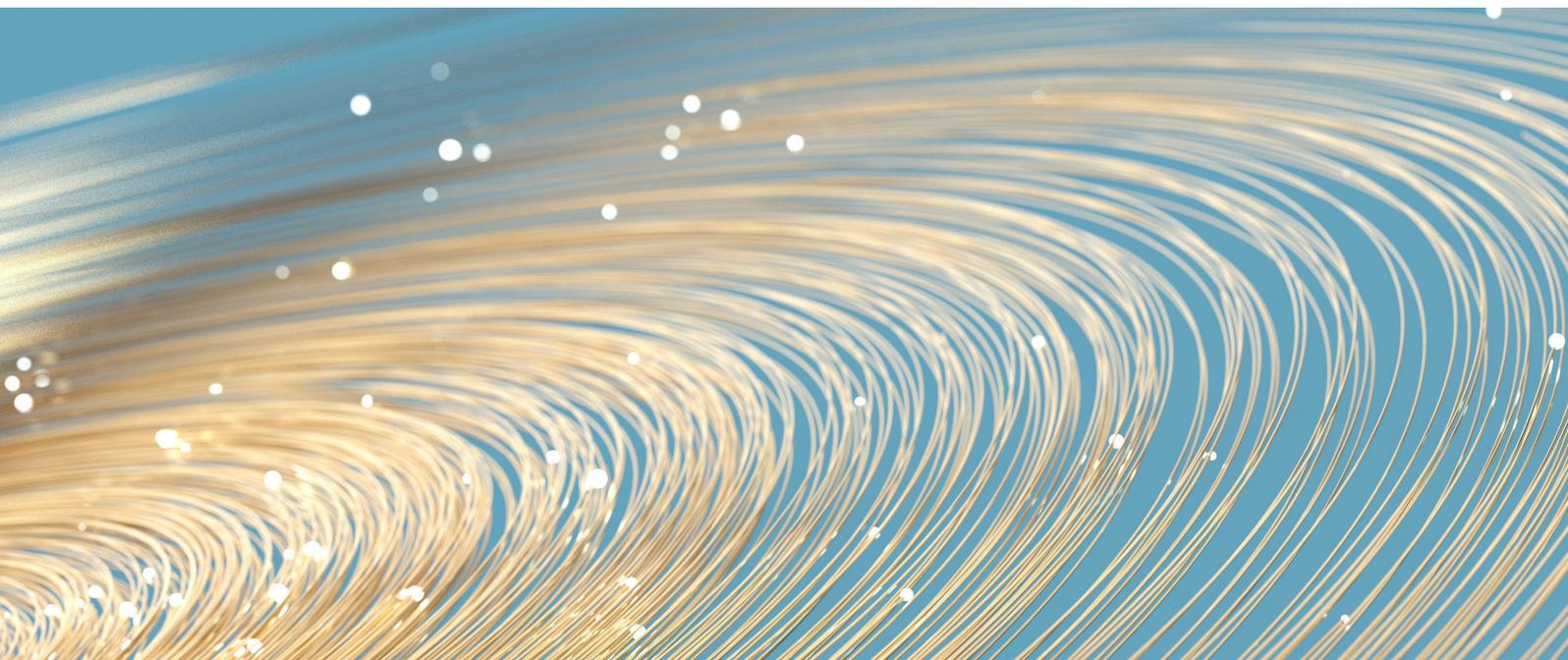
免稅證券：對於美國納稅人而言，全國性的市政債券投資組合可免繳聯邦稅。但是，投資者通常需要為其居住州以外的其他州發行的任何債券繳納州稅。在投資之前，請諮詢您當地的稅務或會計專業人員，以確認您是否需要為其他州發行的市政債券繳納州稅。

稅收政策風險：稅法或稅收規則的變化可能對公司業績以及投資者的應納稅收入產生不利影響。

^{5,6} 彭博社，截至2024年11月13日

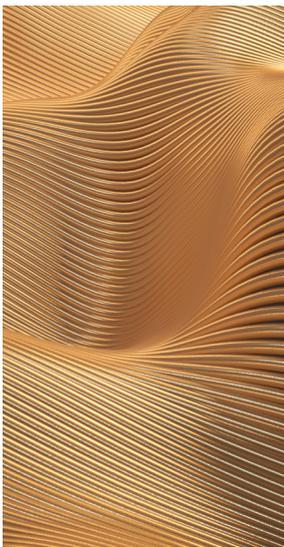
⁷ 請參見本文末尾披露信息部分的債券評級等效表

^{8,9} 彭博社，截至2024年10月16日



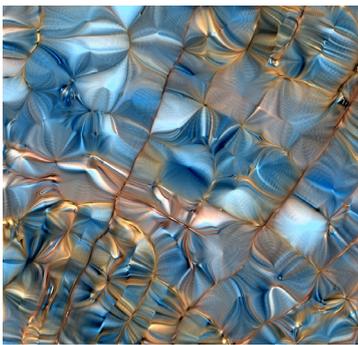
利用私募資產類別 補充核心投資組合

與股票和固定收益產品相比，私募資產類別的預期回報率更高，對於能夠接受相關風險的適合且合格的投資者而言，私募資產類別可為其投資組合帶來潛在收益。



主要觀點

- 我們認為，私募市場具有多元化配置和回報潛力
- 常青基金正在拓寬私募股權、私募信貸和房地產投資渠道
- 我們看好二級私募股權投資策略、私募信貸以及工業和酒店房地產等領域
- 風險包括高杠杆、透明度不足以及營運方面的問題。



多年以來，另類資產類別所吸引的資金規模不斷攀升。從2000年到2023年間，六類另類資產的資產管理規模實現了12.4%的複合年增率，合計超過18萬億美元（見圖1）。我們認為，隨著適合且合格的投資者不斷追求回報和多元化配置，另類資產可能會進一步受到青睞。

在另類投資中，我們對私募資產類別的多年前景持樂觀態度。我們對私募股權、私募信貸和房地產的戰略回報預期分別為13.5%、7.6%和11%，而上市交易股票和固定收益產品的戰略回報預期分別為5.6%和4.8%。這些是我們對未來十年平均年化業績的預測，並不能保證一定能實現。各年度間可能會出現較大差異，甚至可能出現大幅下跌——請參見「大類資產長期展望：適度樂觀」。

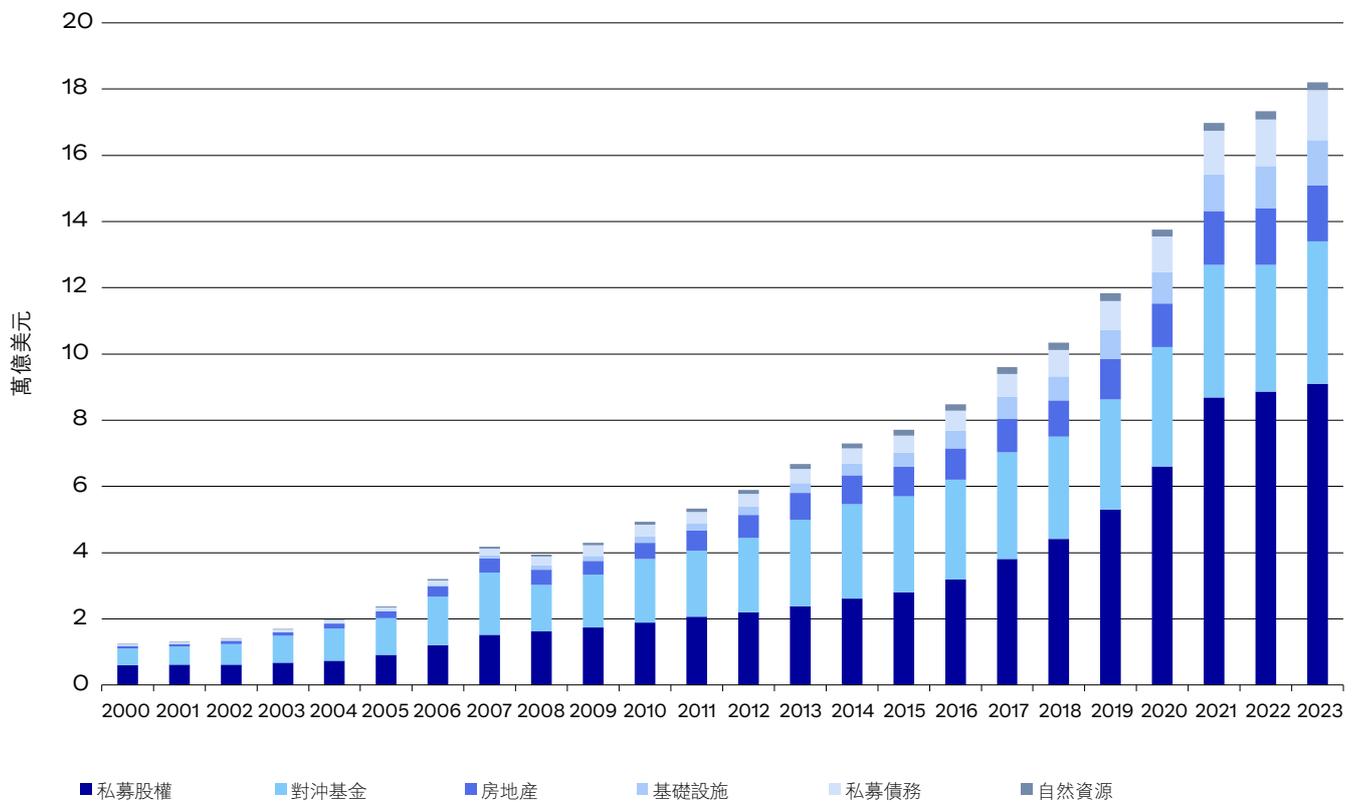
除了潛在的回報和多元化優勢外，私募資產的投資渠道也在不斷拓寬。資產管理公司正在紛紛推出創新架構，力求提升流動性與靈活性——請參見「拓展私募市場渠道：常青基金」。然而，我們注意到，許多適合且合格的投資者在涉及另類資產時，仍然未能遵循其長期投資計劃，或配置過少，或根本沒有進行配置。

在另類投資中，我們對私募資產類別的多年前景持樂觀態度

在此，我們列舉了一些用於拓寬投資組合視野的私募市場策略。



圖1
另類資產管理規模長期呈上升態勢



資料來源: Preqin和HFRI, 截至2023年12月31日。

借力私募股權，利用市場低效從而獲利

在經歷了2021年以來的冰凍期後，涉及私有公司的交易已開始復甦。然而，由於美國私募股權持有的公司數量已累積增至11567家，管理人正在利用更多的途徑來實現流動性¹。

私募股權二級市場或許能在此發揮作用。GP主導型二級市場交易由現有私募股權基金的管理人發起。該管理人要麼出售某一家公司的部分股權，要麼在由二級交易管理人牽頭的交易中，將數項基金資產整合到一個新的投資實體中（即「接續基金」），從而能夠繼續對這些資產進行管理。二級市場基金在獲取資產權益的同時，也確保了管理的連續性。截至2024年9月30日，二級交易的交易額達到了1150億美元，幾乎創下歷史紀錄。而我們認為頗具潛力的GP主導型交易，大約佔到了其中的一半²。

二級市場交易面臨的一項挑戰在於其採用被動策略，因此二級市場管理人無法掌控標的資產的最終處置權。然而，與典型私募股權基金相比，接續工具的存續期較短。

通過私募股權把握無阻趨勢帶來的投資機遇

通過私募股權，投資者可以布局無阻趨勢，即改變我們周圍世界的強大長期力量。例如，有許多專注於數字化與醫療保健領域的創新年輕企業，但投資者無法通過公開市場進行投資。而新一代潛在的人工智能領軍者，則正於完備的科技風險投資、成長型投資及私募股權生態體系內孵化發展。

我們認為，瞄準處於早期和成長階段、專注於軟件與計算創新解決方案公司的私募市場策略具有一定潛力。雖然大市值上市科技公司表現強勁，但其估值已經

處於高位。私募策略可以從規模更小和估值更低的公司尋求科技和人工智能驅動的高回報，儘管技術開發失敗和推廣應用不及預期的風險可能更大——請參見「人工智能：日益成為現實」。

聚焦生物科技的投資策略同樣具有潛力。許多由私募股權持有的小型生物科技企業在新型治療開發領域處於前沿——「醫療創新助力延長人類壽命」。這些企業往往最終會被製藥巨頭收購，而後者的優勢在於營銷和分銷，而非創新。此類投資面臨的風險包括：藥物研發失敗率高、監管審批存在不確定性、資金需求較高以及投資組合集中度高。



¹ Pitchbook, 截至2024年6月30日

² PJT Partners《2024年三季度二級市場洞察》(Q3 2024 Secondary Market Insight), 截至2024年9月30日

除了這些行業本身所涉及的投資風險之外，私募股權策略往往流動性極低，投資者需投入資金並鎖定數年之久。此外，還可能存在營運風險，這類風險源自管理人的業務流程、管理政策以及相關人員等因素。不利情況可能包括資本的完全損失。如需進一步探討相關風險，請參見「重要信息」。

私募信貸規模日益壯大

私募信貸，也就是由私募股權公司、對沖基金以及專業信貸基金等所提供的貸款，能使借款人爭取到比銀行貸款更為定制化的條款。自2017年起，私募信貸市場規模從6210億美元逐步攀升，至2024年已達1.5萬億美元，預計到2029年，其規模將進一步擴大至2.6萬億美元³。

私募信貸借款人支付的較高利率對投資者而言可能意味著更高的收益。2024年第三季度，新發行貸款的平均收益率為10.3%。平均而言，私募信貸相較於杠杆貸款提供了150至200個基點的溢價⁴。但不利的一面是其風險也更高，包括借款人未能支付利息和本金，以及流動性不足的問題，這意味著只有當貸款到期或進行再融資時，投資者才能獲得現金分配。

我們青睞的房地產板塊

歷經數年的艱難處境，房地產行業有望否極泰來。在經濟持續增長的同時，利率的下行或將起到推動作用。借貸成本的降低有望帶動新開發項目的開展與交易活動的活躍，進而支撐房地產估值的提升。

我們認為工業房地產領域存在潛在機遇，包括製造業、倉儲業以及物流配送用途房地產。在許多成熟市場中，部分類型的工業地產供應短缺。美國的工業地產整體空置率為4.8%，歐洲為3.6%，均接近歷史最低水平。

諸多工業地產需求旺盛，且短期內有望持續。背後的一大驅動力在於，全球供應鏈布局正在調整，企業紛紛將設施從中國遷至美國和歐洲。同時，為了整合機器人倉儲、人工智能供應鏈等前沿技術，現有物流配送中心的新建與升級改造勢在必行——請參見「無阻趨勢」。

除了經濟增速放緩、利率升高以及通脹複燃等非基準情景風險外，工業地產還面臨著其所服務行業不景氣的風險。若產業回流格局與其他需求源發生變動，還面臨未來業務中斷的風險。

我們認為酒店房地產領域前景廣闊。在休閒和商務旅行者紛紛彌補疫情期間出行遺憾的當下，該板塊正持續受益。全球範圍內，酒店每間可售房收入（RevPAR，此指標用於衡量酒店入住率與客人付費情況）在2024年第三季度較2019年同期增長了12.8%⁵。

除了成本超支和工期延誤的問題外，如果由於消費者出行意願的轉變或者企業再次削減成本，導致休閒和商務旅行需求減弱，那麼經過翻新改造及重新定位的酒店可能無法達到預期的經營業績。

總體而言，房地產投資策略流動性欠佳，且往往會大量運用借貸資金或「杠杆」，而這種做法在經濟下行期間可能會放大風險。

³ Preqin, 《另類資產的未來》(The Future of Alternative), 2024年9月發布

⁴ Pitchbook, 截至2024年9月30日

⁵ 仲量聯行《全球房地產視野》(Global Real Estate Perspective), 2024年11月

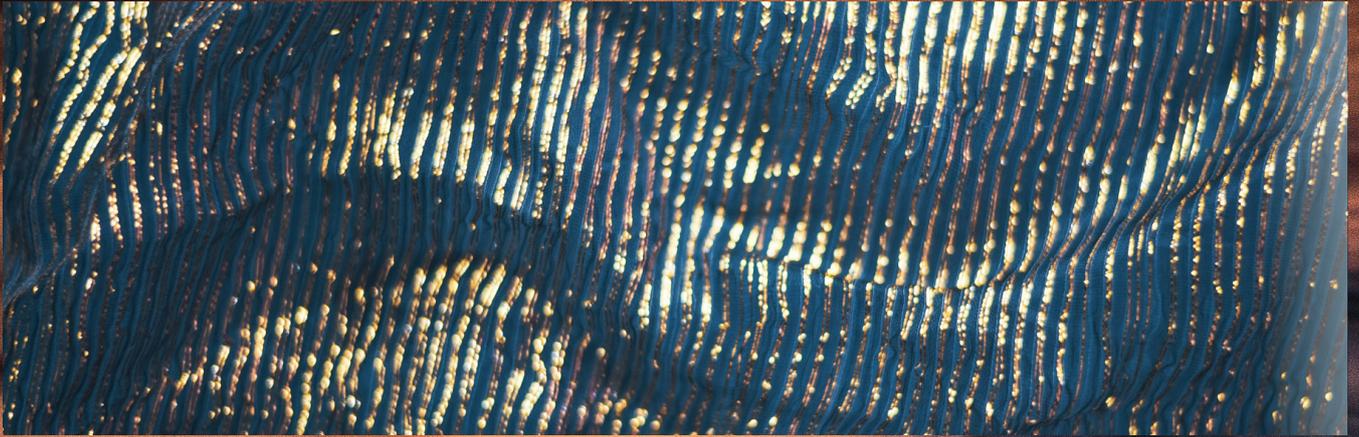
拓寬私募市場渠道： 常青基金

對適合且合格的投資者來說，私募資產類別往往難以涉足，或是在管理上頗具挑戰。高額的最低投資門檻、嚴格的資質要求以及需長期鎖定資金等，都屬其中的阻礙因素。不過，一種名為「常青基金」的新型架構正逐漸興起，其有助於拓寬投資者進入私募股權、私募信貸、基礎設施以及房地產領域的渠道。

傳統私募資產基金運作模式下，投資者一般僅在初始階段投入資金，隨後資金便被鎖定數年，之後該基金退出所有投資項目並到期解散。常青基金結構則截然不同，其無明確到期期限，所獲收益可用於再投資，新投資者能夠持續認購份額，同時可為現有投資者設定定期退出窗口。不過，需注意常青基金在退出環節仍設有諸多限制，故而其流動性遠不及公開證券或共同基金。

就認購常青基金的投資者而言，其資金通常自初始便全額投入私募資產運作。這一點同樣有別於傳統私募基金，在傳統私募基金中，投資者的資金通常需要三到五年的部署期。常青基金的全額投入模式，簡化了投資組合的管理和再平衡，而投資者在整個投資過程中都完全直面潛在的損益機會。

常青基金推動私募資產投資走向「大眾化」的關鍵一步，在於降低投資門檻。其最低投資額有時可低至1萬至2.5萬美元。此外，一些常青基金符合面向散戶投資者發售的監管要求，進而拉低了法定準入門檻。然而，符合資格並不意味著真正適合。每位投資者都應就這些基金是否適合自己尋求專業指導。



合格投資者可酌情將對沖基金納入 核心投資組合

我們認為，對於適合且合格的投資者而言，對沖基金混合投資策略或將有助於強化投資組合。



主要觀點

- 在特定市場環境下，各種對沖基金策略的歷史表現有好有壞
- 適合且合格的投資者可考慮在投資組合中綜合運用多種此類策略
- 我們認為一些分散風險型對沖基金和趨勢導向型對沖基金策略具有潛力
- 風險包括但不限於因使用杠杆、投資組合過於集中以及透明度有限而造成的損失



我們認為，2025年多個資產類別均存在上行潛力——請參見「**新形勢下的投資策略**」。然而，經濟、地緣政治和市場動蕩的風險始終存在。未來十年，經濟衰退、市場低迷、供應鏈中斷以及國家間的衝突等情況都可能會如過往時常發生的那樣，毫無預兆地出現。

布局多種不同類型的對沖基金，或許能讓投資組合更好地應對市場的起伏。2022年堪稱形勢嚴峻的一年，股票和債券都陷入困境，但全球宏觀和相對價值對沖基金策略集體表現良好（圖1）。相比之下，到了2023年市場復甦之際，股票多空和事件驅動對沖基金策略表現強勁，而全球宏觀對沖基金策略則出現了負收益。

從未來十年的平均值來看，我們認為這一大類資產可能會產生可觀的年化回報——請參見「**大類資產長期展望：適度樂觀**」。我們認為，適合且合格的投資者應根據其投資目標，考慮在長期的多元化投資組合中加入對沖基金策略組合，其中包括某些風險分散型對沖策略和趨勢導向型對沖策略。



布局多種不同類型的對沖基金，或許能讓投資組合更好地應對市場的起伏

圖1
各種對沖基金策略的歷史表現

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所有國家世界總回報指數 (美元)	HFRI相對價值 (總) 指數	HFRI事件驅動 (總) 指數
HFRI股票對沖 (總) 指數	HFRI宏觀 (總) 指數	全球綜合指數 (美元對沖)

資料來源: 彭博社、Hedge Fund Research (HFR)和PackHedge, 截至2024年9月30日。 所示指數回報並不代表投資者資產實際交易的結果。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明, 並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用, 如若計入, 業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

HFRI宏觀策略: 包含一系列廣泛策略, 旨在利用相關經濟變量的變動及其對股票、固定收益、硬通貨和商品市場的影響來獲取收益。

HFRI相對價值策略: 指利用多種證券之間的估值差異進行交易的策略。

HFRI事件驅動策略: 指針對當前或預期會參與諸如並購、重組以及財務困境等公司交易的企業進行投資布局的策略。

HFRI股票對沖策略: 指主要以股票與股票衍生品為投資標的, 同時建立多頭和空頭頭寸的策略

MSCI所有國家世界總回報指數 (美元) 反映了涵蓋發達市場和新興市場的寬基股票指數的總回報表現。

彭博全球綜合指數 (美元對沖) 是全球固定收益市場的基準指標。

分散風險型對沖基金策略

分散風險型對沖基金涵蓋了多種不同策略。在市場動蕩時期，這類對沖基金的表現往往好於股票。反之，在強勁的股票牛市中，其表現往往不如股票。分散風險型策略的設計初衷並非是要消除所有市場風險，而是旨在通過投資篩選和投資組合構建來降低特定風險。

從過去情況來看，此類策略的回報與股票和固定收益產品的相關性往往處於較低或適中水平，即在不同時期往往表現好壞不一。因此，適合且合格的投資者在配置分散風險型對沖基金時，應考慮各種類型的風險敞口。

布局多種風險分散型策略的途徑之一是借助多策略基金，該類基金可依市場環境靈活調配資金。多策略基金既能實現投資分散，又能夠為風險分散型策略提供現成的配置方案。

我們認為，規模較大的多策略基金可能蘊含機遇。原因之一在於，大型基金往往更易於吸引並留住優秀的基金經理，而且從以往表現來看，其業績也優於規模較小的同類基金。多策略基金與傳統資產的關聯性較低，其目的在於穿越不同周期，尋求穩定回報，同時分散投資組合風險。例如，從1990年2月至2024年9月，HFRI相對價值型多策略指數與MSCI世界指數以及彭博全球綜合指數的相關性都只有0.2或更低¹。不過，此類基金的費用較高，而且流動性較差。與其他對沖基金一樣，多策略基金也面臨諸多風險，包括使用杠杆、透明度較低以及與人、流程和系統相關的營運問題。



趨勢導向型策略：為固定收益產品和股票尋求差異化回報

隨著短期利率下降，投資者可能會在信貸領域尋求差異化收益。對沖基金信貸策略聚焦於高收益債券、銀團貸款和結構化信貸產品等產品。其投資選擇可能相當複雜。因此，我們認為能夠跨資產類別構建高確信度投資組合的靈活對沖基金信貸策略或許是一個可行的選擇。該類策略通常聚焦於更複雜、流動性較差但潛在收益率和總回報較高的信貸資產。

有一種趨勢導向型策略叫作股票多空策略，採取該種策略的基金經理會買入那些他們認為有望表現更優的公司股票，並做空那些他們認為表現將欠佳的公司股票。專注於全球特定地區、市場或行業的專家或許更善於管理此類策略。在美國大盤股之外，通過對沖基金進行主動管理有可能利用市場的分散性和波動性，使投資組合從中受益。例如，可投資聚焦中小盤股票的對沖基金，或者聚焦於我們所提出的如「中美兩極分化」「醫療保健」或「數字化」等無阻趨勢的對沖基金——請參見「無阻趨勢」。市場整體下滑、因使用杠杆而導致損失增大以及投資組合過於集中，都是該等趨勢導向型策略所存在的風險。



有關另類投資的進一步討論，請參見「重要信息」。

¹相關性是一種衡量兩種價格相互變動關係的統計指標。它的取值範圍在1到-1之間，相關性為1表示完全正相關，即兩種價格始終同向變動。相關性為-1表示完全負相關，意味著兩種資產或資產類別始終反向變動。相關性為0則表示零相關，即隨著時間推移兩者之間不存在關聯。

補充核心投資組合： 機會型投資

機會型投資組合有望尋求收益，同時降低風險，可作為核心投資組合的有益補充

主要觀點

- 對於適合的投資者而言，我們主張在建立核心投資組合的同時，構建一個較小規模的機會型投資組合
- 我們認為，嚴謹的機會型投資或許可作為對核心投資組合業績的補充
- 投資者需要依據個人目標來評估每項持倉的適宜性
- 由於持倉較為集中，確定性更低，波動性更大，機會型投資組合面臨的風險可能更高

我們相信，建立核心投資組合對於尋求財富的長期保值增值至關重要。在我們看來，此類投資組合應保持長期充分投資，並分散投資於世界各地的各類資產。不過，我們也註意到，許多客戶也希望以不一定契合於核心投資組合的方式進行投資。在這種情況下，機會型投資也許可以發揮作用。

機會型投資組合是一種補充性投資組合，規模往往較小，是投資者長期計劃範圍之外的投資。機會型投資可能期限較短，風險和回報歷史數據很少或沒有這類數據。機會型投資組合的持倉往往較為集中。在沒有潛在機會時，其資產可能會以現金形式持有，而一旦機會閃現，便能在短促的窗口期迅速做出反應，把握時機。

機會型投資雖然較為靈活，但仍需採用嚴謹的投資方法。我們認為，其目的應該是補充核心投資組合，提高潛在回報或風險調整後回報。圖1列出了我們新提出的和正在實施的機會型投資思路，以及我們自去年12月發布以來已經退出的一些投資思路¹。我們為每種情況都提供了一個基準指數。在考慮某個投資思路之前，投資者應根據投資目標確定其是否合適，然後與財務專業人士討論如何進行合理配置。

我們註意到，許多客戶也希望以不一定契合於核心投資組合的方式進行投資

有些資產我們認為已不再具備機會型投資潛力，但仍有望對核心投資組合起到補充作用。例如，銅礦開採和網絡安全分別是「能源轉型」和「數字化」這兩大無阻趨勢中的關鍵領域。我們建議的機會型投資期限最長約為兩年左右。



1. 半導體設備製造商

雖然汽車等周期性行業的芯片需求不及預期，但人工智能的推廣令半導體需求大增。在此背景之下，美國主導的對華先進芯片和設備出口限制，使部分半導體設備製造商的股價受挫。儘管美國政府和其他國家向生產商提供補貼，欲將以臺灣為核心的半導體供應鏈遷回本土，情況亦未改善。

自2023年開始以來，即使半導體行業龍頭股價已大幅攀升，但許多半導體公司的業績表現平平。從根本上來說，半導體在日常產品中的廣泛應用、持續創新以及快速的技術迭代推動了半導體行業的發展。全球半導體市場收入有望從2024年的6074億美元增長到2029年的9808億美元²。儘管自去年我們發現半導體的機會潛力以來，半導體的回報率已達34.4%³，但我們認為2025年該板塊仍有更大的上升空間。該板塊面臨的風險包括基本材料供應中斷、市場准入限制和經濟低迷。

¹ 《2024年財富展望》

² Statista, 截至2024年8月

³ 彭博社, 截至2024年11月15日

圖1

半導體行業漲幅集中在少數龍頭企業



資料來源: Haver Analytics, 截至2024年11月。SOX即費城半導體指數。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明, 並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用, 如若計入, 業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

2. 醫療設備: 市場走勢向好

在全球人口快速老齡化和財富水平不斷提高的背景之下, 我們認為醫療保健行業是核心投資組合的長期重點——請參見「[醫療創新助力延長人類壽命](#)」。我們還認為其中一個細分領域具有持續的機會潛力: 即那些致力於構思和創造創新性診斷服務和儀器的企業, 如實驗室檢測設備、成像系統、外科手術工具, 以及為慢性病患者提供的可穿戴或植入式設備。人工智能或將有助於不斷優化醫療行業的某些產品和服務水平。

我們認為, 儘管醫療設備類股票在2024年的漲幅低於美國股市整體漲幅, 但仍有可能繼續上揚。預計該板塊2025年每股收益將增長9.5%, 對應的遠期市盈率為20.4倍。雖然醫療設備板塊相較於醫療保健行業內的其他一些領域面臨的政治風險更低, 但仍可能遭遇供應鏈問題及物資短缺、技術變革不利以及人工智能應用所引發的患者隱私問題。

3. 動蕩世界中的國防承包商

近幾十年來, 人們通常認為商業推動了地緣政治的發展, 比如各國政府在制定貿易和能源等對外政策時都會把商業利益放在優先地位。然而在當今這個時常呈現兩極分化態勢的世界中, 地緣政治又推動了商業的發展。隨著各國將重點放在加強其戰略和防禦需求上, 我們看到了國防行業存在的一些潛在機遇。其中包括武器裝備、飛機、先進防禦技術等的供應商。

2024年, 約23個北約成員國可能會履行國防開支佔GDP 2% 或更高的承諾, 而2021年僅有6個成員國⁴。即使俄烏衝突和中東衝突迅速得到解決, 我們預計歐洲及其他地區仍將繼續增加國防支出, 特別是考慮到美國干預未來衝突的確定性降低。政府負債高企、各支出項目相互爭佔資金、供應鏈問題和技術中斷都是國防企業面臨的挑戰。

圖1

潛在的機會型投資標的

當前投資	(2023年12月7日) 以來的回報率 自《2024年財富展望》發布
1. 費城證券交易所半導體指數	34.4%
2. 道瓊斯美國醫療設備指數	19.6%
3. 標普航空與國防指數	33.3%
《2025年財富展望》新增投資機會	
4. 標普生物科技精選行業指數	
5. 標普500銀行指數	
6. Alerian中游能源指數	
7. MVIS全球鈾與核能指數	
8. CBOE波動率(1個月隱含波動率)指數	
9. Bitwise加密貨幣創新者30指數	
10. MSCI巴西美元指數	
我們已退出的投資機會	
自《2024年財富展望》發布(12月7日)至7月環球投資委員會會議(7月17日)期間的回報率	
1. Solactive全球銅礦商指數	41.6%
2. Red Rocks全球上市私募股權指數	17.6%
3. 納斯達克CTA網絡安全指數	10.5%
自《2024年財富展望》發布(12月7日)至7月環球投資委員會會議(7月17日)期間的回報率	
4. 標普500能源行業指數	17.8%
自《2024年財富展望》發布(12月7日)至8月環球投資委員會會議(8月7日)期間的回報率	
5. 日元反彈	-1.7%
自《2024年財富展望》發布(12月7日)至11月環球投資委員會會議(11月19日)期間的回報率	
6. MSCI日本美元指數	9.1%
7. 美國10年期國債與1年期國債收益率利差變動	+100.7 bps
8. ICE BofA 美國資產支持證券和商業抵押貸款支持證券指數	6.7%

資料來源: Citi Wealth Investments、Haver Analytics, 截至2024年11月14日。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明, 並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用, 如若計入, 業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

4. 生物科技: 走在醫療創新前沿

在醫療創新領域, 生物科技板塊無疑處於最前沿。近年來, 該領域的眾多企業在多個關鍵方面都取得了重要成果。例如, 研發出能夠破壞腫瘤賴以生長環境的新型療法, 推出基於基因檢測的個性化治療方案, 利用人體免疫系統來抵禦疾病, 以及開發針對癌症和罕見病症的先進疫苗等等。我們認為, 人工智能革命有望在多個層面加速生物科技創新, 包括藥物的發現與開發、先進診斷以及改進生產製造等各個環節。

生物科技股在2024年的大部分時間裏都在上漲, 我們認為其具有跑贏大盤的潛力。合理的估值和較低的利率可能會引發新的並購活動, 包括私募股權公司以及尋求補充產品線的大型製藥企業參與的並購活動。然而, 政治風險、監管阻礙以及利率上升等因素, 均是該板塊面臨的潛在風險。

⁴ 花旗研究部 《金錢與實力: 為未來國防行業投入資金》
(Money and Might: Financing the Future of Defense),
2024年10月

5. 「去監管」有望提振美國銀行業

特朗普在第二任期內擬實施的去監管政策，能否提振美國銀行業的發展？自2007-2009年金融危機以來，監管規則全面收緊，使得銀行業的經營條件更加嚴峻。但特朗普在第一任期內放鬆了一些規定，這次可能會更進一步，尤其是在他競選時承諾監督落實「美國史上最大規模去監管」之後。自大選以來，美國金融股相對於整體股市而言，已從接近歷史低位的水平處出現反彈。



擬實施的去監管措施包括放寬銀行資本金要求，以及建立更寬鬆的並購制度。此舉或將推動中小銀行的整合和企業並購活動，從而為大型銀行帶來更多的費用收入。如果特朗普的促增長議程得以成功實施，也會為銀行業帶來更好的商業環境。當然，這種變革也可能

並不會發生，同時去監管可能最終會增加銀行業的風險。經濟過熱後繼而陷入衰退也是銀行業面臨的風險。目前來看，我們認為銀行業近期的反彈行情會在2025年延續下去。

6. 順勢而為：中游能源運輸

新一屆美國政府將大力支持傳統能源的發展。儘管當下美國石油產量已創新高，全球油價及行業利潤恐受衝擊而走低，但特朗普仍宣稱要進一步提升產量。鑒於監管漸趨寬鬆、需求持續上揚以及天然氣出口量不斷增長，我們看好擁有管道、存儲設施和加工廠且處於生產與消費「中游」環節的業主有限合夥製企業 (MLP) 及股份有限公司。

業主有限合夥製企業致力於向投資者派發更多現金股利。Alerian中游能源指數近期股息收益率達到了4.5%⁵。自2020年以來，其總回報率已超過標普500指數（圖2），我們認為這種勢頭目前可能會持續下去。該行業面臨的風險包括能源需求和價格下跌，以及許多業務有限合夥製企業債務高企。

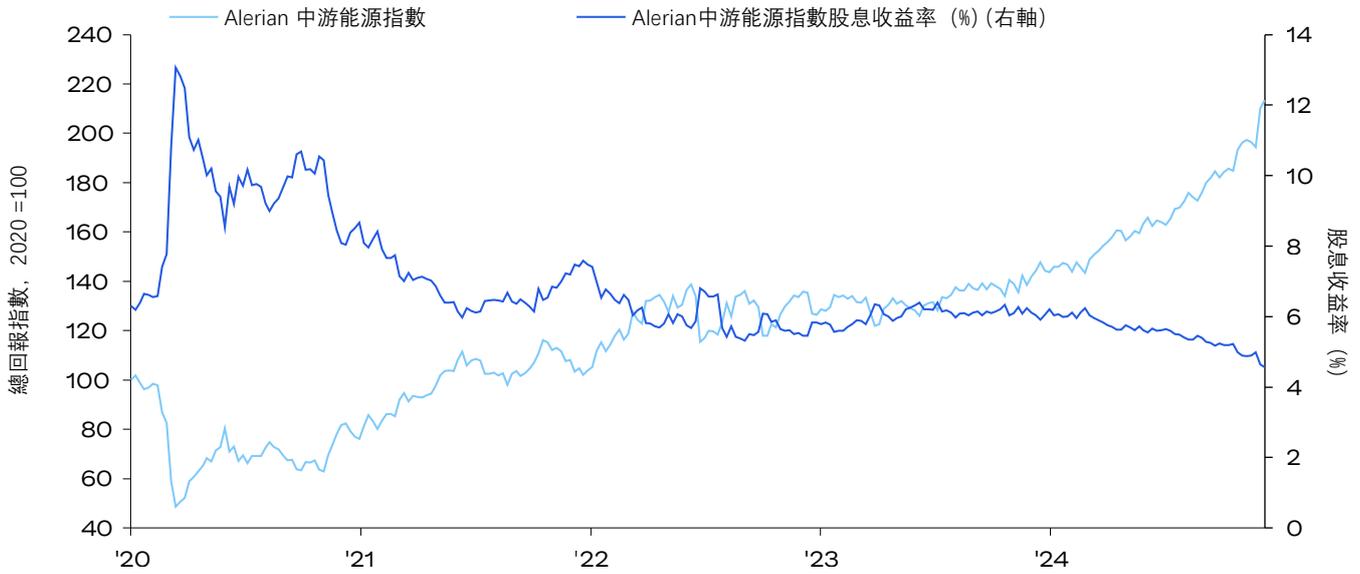
7. 核能持續發揮重要作用

在人工智能和加密貨幣挖礦的推動下，全球電力需求不斷上升。預計到2030年，全球發電量將從2023年的2.8萬太瓦時攀升至3.6萬太瓦時⁶。我們預計發電量將來自多種能源，其中既有傳統能源，也有替代能源。核能或將持續在這一過程中發揮作用，因為核電供應不是間歇性的，也不會直接排碳。在過去的一年裏，與鈾礦開採、核電設施、核能發電和電力以及硬件和服務供應商等領域相關的股票紛紛上漲。我們認為，未來可能還會有更多相關股票出現上漲。該行業面臨的風險包括政治議程變化（例如，某些國家逐步退出核電並取消相關補貼）、安全事故和擔憂以及法律方面的挑戰。

8. 為新一輪市場波動布局

2025年市場波動或更趨劇烈。特別是貿易緊張局勢升級的風險可能會使不確定性保持在更高水平。然而，截至2024年11月中旬，以VIX指數衡量的美股隱含波動率已接近歷史低點。我們認為，這為以合理的成本實施對沖策略創造了潛力。一旦該指數如我們預期那樣再次飆升，則可建倉，化對沖需求為收益。不利的波動率變化、市場承壓期間持倉流動性不足以及交易對手違約等情況，都會構成相關風險。

圖2 中游能源股近期表現



資料來源: Haver Analytics, 截至2024年11月14日。各指數均非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅用於展示說明, 並不代表任何特定投資的業績表現。指數回報未計入任何交易成本、開支、手續費或銷售費用, 如若計入, 業績將會相應降低。過往表現並非未來業績之保證。實際結果可能有所不同。

9. 加密貨幣市場增長的推動者

全球數字資產市場不斷擴大。2024年11月, 僅加密貨幣的總市值估計就達到了3.2萬億美元⁷。美國新一屆政府對加密貨幣頗為青睞, 特朗普曾表示要建立國家比特幣戰略儲備, 希望看到更多的加密貨幣在國內開採, 並可能創造更加寬鬆的監管環境。

為了保持增長, 加密貨幣市場將需要更完善的基礎設施。提供這些基礎設施的主體包括加密貨幣挖礦公司、挖礦設備製造商、經紀公司以及交易公司等。以Bitwise加密貨幣創新者30指數為代表的這一領域的股票, 已從2022年末的低點強勁反彈。我們認為, 在未來一年該板塊可能會延續這一上漲態勢。我們還認為, 在本文所探討的各類機會型投資中, 加密貨幣行業股票的風險最高, 特別是鑒於其近期的快速升值。價格波動、技術故障、網絡安全漏洞以及不利的監管動態等因素, 都可能對我們所預期的樂觀前景構成挑戰。

10. 巴西股市有望快速反彈

2024年, 巴西股市遭受重挫, 該國貨幣亦是如此。這或許在一定程度上是因為, 巴西政府的改革未達預期, 從而引發市場對其財政狀況的擔憂。作為拉丁美洲最大的股票市場, 巴西2025年的預期市盈率僅為7.8倍, 接近歷史低點, 不過市場普遍預計其每股收益將在未來一年反彈17%⁸。因此, 我們認為當前市場情緒過於悲觀, 並且預計該市場有望迎來反彈。

當然, 新興市場通常波動更大且伴有其他風險, 如對全球增長放緩較為敏感。此外, 若巴西政府穩固公共財政的努力受挫、通脹惡化或貨幣繼續疲軟, 都可能削弱巴西的市場表現。

⁵ 彭博社, 截至2024年11月15日

⁶ Statista, 截至2024年8月

⁷ 彭博社, 截至2024年11月

⁸ Haver, 截至2024年11月

無阻趨勢

強大的長期趨勢力量

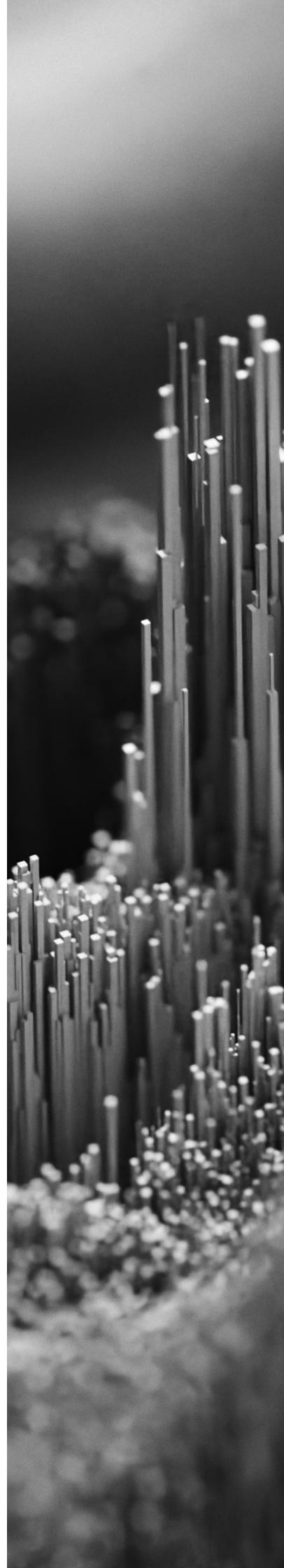
無阻趨勢是指影響我們周圍世界的具有變革性且持續多年的趨勢力量，其中包括技術、經濟、人口以及地緣政治等方面的發展趨勢。隨著時間推移，這些趨勢可能會對投資組合產生影響。

顛覆的投資潛力

人工智能、醫療創新、氣候相關技術以及全球供應鏈的重構，都將顛覆長期以來形成的業務模式。我們尋求通過投資組合布局來把握這些無阻趨勢。

無阻趨勢面臨的風險

投資無阻趨勢面臨諸多風險，比如技術遇阻、競爭激烈、監管限制以及估值變化等。此外，如果對被無阻趨勢顛覆的資產的配置比重過高，也會面臨風險。



人工智能：日益成為現實

我們認為，人工智能的應用將在各個行業廣泛鋪開，進而影響更多非科技類投資。

2024年，人工智能（AI）基礎設施突飛猛進。相關技術方面的投資額已達數十億美元，這種態勢預計將會持續下去。據國際數據公司（IDC）預測，與人工智能相關的硬件、軟件和服務支出將從2023年的2320億美元增至2027年的5000多億美元（如圖1）。在人工智能支出增加的推動下，設計和製造人工智能芯片、服務器及相關設備的企業的利潤和股價雙雙上漲。2025年及以後，我們將看到人工智能滲透到各行各業。下文我們將著重介紹六個科技及其他領域，在這些領域中人工智能有望創造投資潛力。

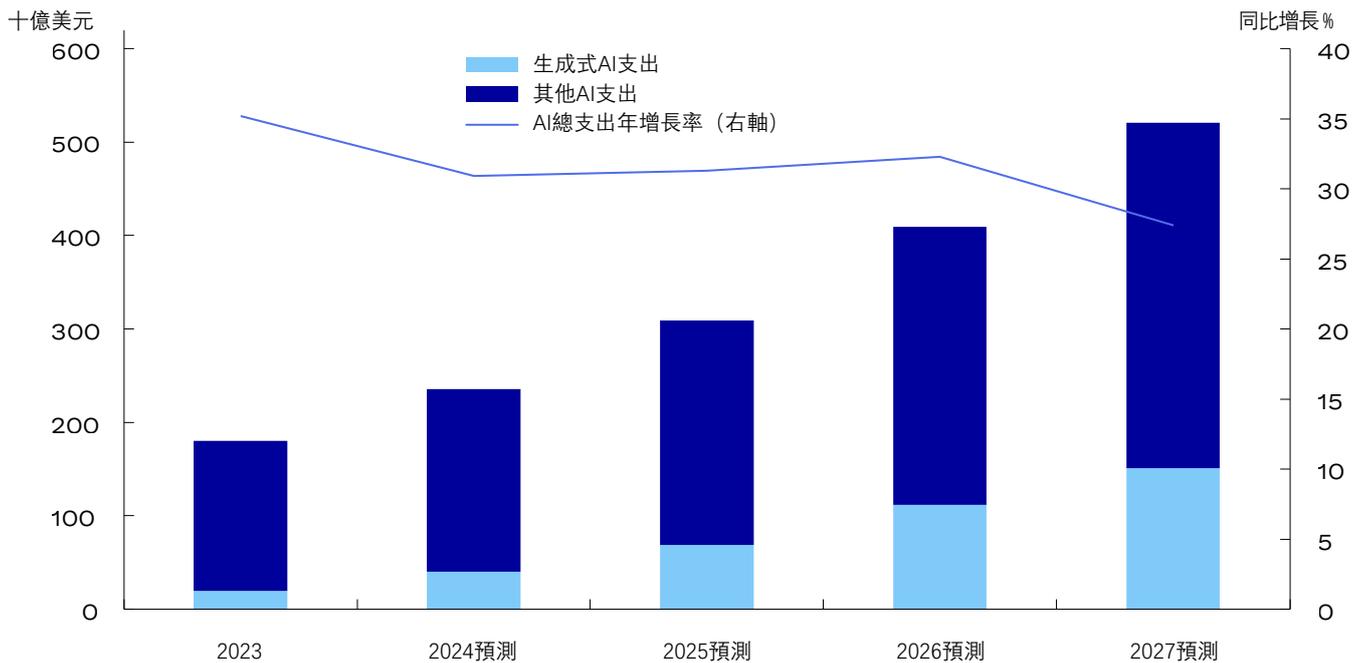


主要觀點

- 全球在人工智能能力建設方面的支出持續增長
- 到目前為止，主要的投資影響體現在科技行業的資產價格上
- 我們認為醫療保健、金融、機器人技術、教育和農業是人工智能應用的潛在受益領域
- 風險包括業務成果不及預期以及部分企業可能被淘汰

圖1

企業在人工智能方面的巨大投入



資料來源：花旗研究、Gartner，截至2024年8月。所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

AI重塑軟件行業

雖說芯片和硬件是推動人工智能發展的引擎，但軟件企業才是提供程序與服務從而將人工智能整合入傳統應用的前驅。人工智能輔助編碼大大削減了應用開發成本。但近來不少軟件客戶把有限的技術預算都投向了人工智能能力構建，而常常因此削減傳統軟件方面的投入。因此，一些領先的軟件即服務 (SaaS) 企業，可能有被公共人工智能雲服務取而代之的風險。激烈的競爭態勢以及快速的淘汰現象同樣不容忽視。不過，我們依然堅信，其他那些能夠有效整合人工智能技術，從而為客戶提升效益的軟件企業，具備脫穎而出的潛力。

我們認為，其他能夠有效整合人工智能的軟件企業有望脫穎而出

智慧醫療

在診斷、治療規劃以及患者護理領域，新的可能性不斷湧現。在許多情況下，人工智能分析X光片、核磁共振成像 (MRI) 和計算機斷層掃描 (CT)，比人類更快且更精準。預測性分析能夠識別出面臨最高慢性疾病風險的患者，從而實現預防性干預，減少住院治療。人工智能通過對大量的基因、醫療和生活方式數據集進行分析，可幫助製定出更好的個性化治療方案。

聊天機器人和虛擬助手使人們獲取醫療服務時花費更少且效率更高，並且可以在常規問診、預約掛號和用藥提醒等方面為人們提供幫助。

風險包括診斷失誤、來自監管機構和從業者組織的阻力、患者的不信任以及技術方面的缺陷。

金融服務的新前沿

金融機構正在利用人工智能來改善營運、優化數據分析以及提升客戶服務。例如，機器學習模型能夠識別客戶的欺詐性交易以及針對銀行的網絡攻擊。數據錄入和後臺辦公任務正穩步實現自動化，合規監控與數據收集工作亦是如此。此外，對複雜數據集進行監測有助於銀行監控借貸及其他風險。

在投資方面，大規模處理市場數據可優化交易活動，從而實現更好的交易執行。智能投顧可為更廣泛的受眾提供價格親民、基於數據的理財建議。資產管理人越來越依賴人工智能來匯總市場趨勢、企業公告以及宏觀經濟數據，以便為決策提供依據。

軟件執行受阻、存在監管阻礙、發生客戶數據及隱私法規方面的違規行為，以及因算法決策偏差引發的聲譽問題，都是可能存在的風險。



機器人技術的興起

憑藉人工智能的助力，許多行業的機器人能夠承擔更為複雜的任務。人工智能加持下的機器人，逐漸擁有了在無人工干預時適應新環境的能力。以製造業為例，它們能夠開展像電子器件組裝這樣的高精度作業。

機器人還可在外科手術、理療以及老年護理方面提供協助。由人工智能驅動的機械臂在手術過程中能實現更高的精準度和靈活性，從而縮短患者的康復時間。人工智能與機器人技術的融合有望提升許多行業的生產率、安全性和工作水準。

網絡安全與黑客攻擊風險、難以很好融入現有工廠環境以及在遵循醫學倫理和監管法規方面存在的問題，都可能讓投資者感到失望。

AI賦能教育

語言翻譯工具和人工智能輔導系統正在促進教育普及。例如，偏遠地區的學生如今能夠更輕鬆地用自己的母語進行學習。虛擬教室可提供適應個人需求的學習體驗。同時，行政管理工作的精簡將助力教師更聚焦於學生互動。



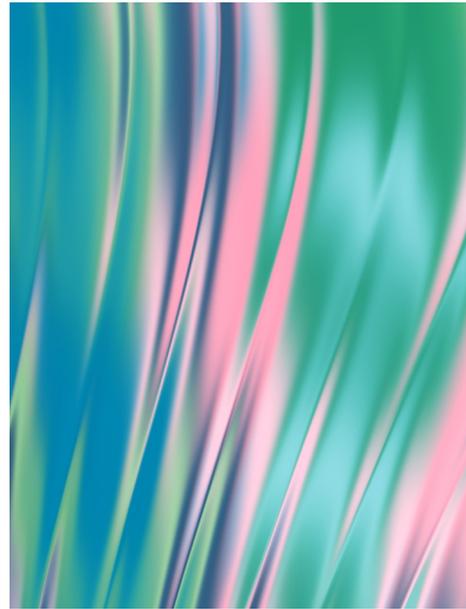
考試評分偏差、教育技術人工智能模型缺乏透明度、技術獲取機會不均、學生過度依賴技術等都是可能面臨的風險。

AI賦能農業

人工智能讓農業更可持續、更高效。精準農業利用來自傳感器、無人機和衛星的實時數據來監測作物健康、土壤和天氣，從而為灌溉、施肥和病蟲害防治決策提供信息，優化資源利用，最大限度地減少浪費。

人工智能在農業中的另一個關鍵用途是預測作物產量和潛在問題（如疾病爆發），從而實現主動干預。自動駕駛拖拉機和收割機等自動化機械正在進一步幫助簡化勞動密集型流程。通過提高生產率和減少對環境的影響，人工智能還有助於加強糧食安全。

軟件和數據缺陷、作物產量預測錯誤、資本設備過於昂貴以及供應鏈中斷，都是用戶、製造商和投資者面臨的挑戰。



AI的潛在機遇和風險

我們認為，人工智能革命任重道遠，這將持續催生芯片等人工智能基礎設施與服務的需求。因此，龍頭芯片製造商和雲服務提供商在銷售額和利潤率方面可能仍有提升空間。在軟件方面，我們會聚焦那些相較競爭對手具備顯著優勢的專業公司。

與此同時，我們預計人工智能的潛在商業效益和投資表現將會不斷拓展。人工智能或將賦能醫療保健、工業（包括AI增強型農業服務的供應商）以及金融服務企業，提高其生產效率，在中期內推動盈利增長。我們也看到了結合AI的教育科技和機器人製造商蘊含的潛力。

我們預計人工智能的潛在商業效益和投資表現將會不斷拓展

並非所有未來潛在的人工智能領軍企業和受益者都能通過公開市場進行投資。相反，適合且合格的投資者可以考慮通過風險投資和成長型股權策略來涉足創新技術領域——請參見「[利用私募資產類別補充核心投資組合](#)」。

當然，我們預料到有贏家就會有輸家。其中一個風險在於，投資者可能會對人工智能投資漸漸失去耐心，那些無法迅速將資本支出轉化為收益的公司就會因此受到不利影響。隨著部分企業部署人工智能模型，掉隊的企業或許會面臨衝擊。最終，像量子計算這類技術的進步（量子計算執行複雜計算的速度遠比傳統計算機快得多）也可能會給當前人工智能的格局帶來重大改變。



氣候投資：布局創新技術

減少溫室氣體排放、進行碳捕獲以及適應氣候變化的影響，對全人類謀求更優質的生存而言至關重要。我們主張對那些有助於應對氣候變化的行業開展投資。



主要觀點

- 極端天氣事件凸顯了針對氣候變化採取更多行動的必要性
- 關鍵領域包括減排、碳捕獲和適應氣候變化
- 我們尋求投資於這些領域中的創新技術製造商、安裝商和使用者
- 風險包括技術遇阻、政府支持不足以及供應鏈中斷



我們認為，應對溫室氣體的行動是一種無阻趨勢

2024年全球氣候危機更加嚴峻，諸如二氧化碳和甲烷等溫室氣體排放已創下歷史新高。溫室氣體將熱量困於地球大氣層中，正引發更多極端天氣事件。2024年夏季是有史以來最熱的夏天，而這一年裏，乾旱、森林火災和暴雨讓地球多地遭受重創。2024年上半年，全球自然災害保險損失已達620億美元，遠超十年平均水平¹。

與此同時，我們也看到了公民、政府、企業和活動團體為應對氣候危機所採取的積極行動，這其中包括在一代研發人員的推動下採取的許多創新技術。

我們認為，人類會在很長時間內繼續使用化石燃料和可再生能源。但從碳燃料向更清潔的替代能源轉型方面的投資已從2013年的2120億美元增長至2023年的逾1.7萬億美元²。雖然還需要更多資金，但我們相信這方面的投資意願和資源是有的。因此，我們認為應對溫室氣體以及氣候變化後果的相關努力是一種無阻趨勢。

在此，我們將考慮三大氣候相關行動領域，並研究相關技術和服務的長期投資潛力。



¹ 彭博社，截至2024年9月30日

² 《難減排行業和排放II - 去碳化之路》，花旗全球視角與解決方案 (GPS) 報告，2024年7月

碳減排

扭轉溫室氣體排放量持續上升的趨勢對於應對氣候危機至關重要。這些排放大部分來自發電、工業、建築物和交通運輸（圖1）。電力行業是溫室氣體的主要排放源，但同時也是實現淨零排放的重要推手。太陽能、風能、水能和核能等低排放能源的發電量創下新高，有望滿足未來三年全球不斷增長的電力需求³。

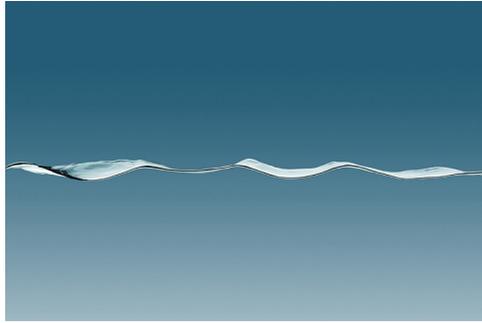
提高能源使用效率是應對氣候變化這場「戰役」中的另一個關鍵戰線。無論是建築物、工業流程，還是車輛，都需要降低能耗，以減少溫室氣體排放。採取更智能的設計方案、對現有建築物進行改造、借助更高度的自動化精簡工業活動、激勵更節能的行為，以及在用電低谷時段儲存能源等，都是可以採取的舉措。我們認為，人工智能可能會在相關環節發揮日益重要的作用，甚至有望帶來新的工作方法。

對於投資者而言，我們認為太陽能和風能技術、電動汽車和充電、電池儲能、智能電網和建築技術供應商以及可持續建築材料供應商等領域的公司存在潛在機會。技術遇阻、立法支持不足或退縮（尤其是在美國政府即將換屆的情況下）以及供應鏈中斷都是其中的風險。



碳捕獲

除了減少新的排放，清除大氣中的二氧化碳是應對氣候變化的又一策略。在這方面，大自然本身至關重要。森林、紅樹林、海草和海洋會吸收並儲存溫室氣體。



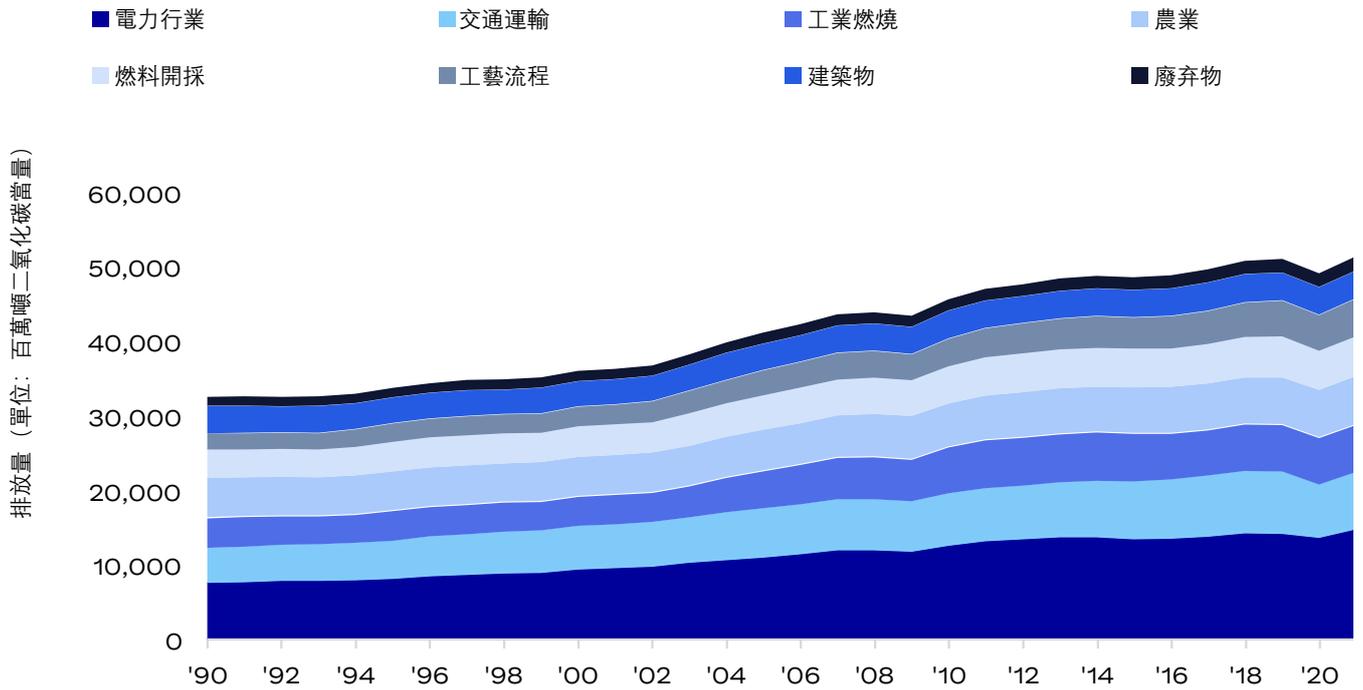
慈善事業已在為那些旨在保護和促進這些寶貴資源的項目投入資金。儘管可供投資的機會正快速湧現，但要進一步提升相應的透明度、完善治理機制以及增強流動性，仍有大量工作要做。

另一個途徑是依靠技術手段，例如採用碳捕獲、利用與儲存（CCUS）技術。這些技術涉及到許多在減排方面面臨挑戰的行業，如鋼鐵、化工和氫氣生產，以及天然氣加工等。經過分離後，壓縮的二氧化碳可以通過管道、鐵路、公路或船舶運走，或深埋於地表之下，或重新利用。二氧化碳能够在很多領域進行再利用，例如建築材料、塑料、石油回收和合成燃料。

若想投資碳捕獲領域，投資者可以考慮那些專門研發和安裝CCUS技術的公司，以及那些運用此類技術讓自身業務更具可持續性的公司。其中一些公司已公開上市交易，而許多處於早期階段的營運商可能僅面向適合且合格的投資者，通過私募股權和風投策略來進行融資。法規和政策方面的不利變化會對CCUS項目的可行性構成威脅。採用這些技術的成本高昂、操作較為複雜、營運效率低下等問題，也可能會延緩其推廣應用。項目延遲、成本超支以及項目失敗的情況並不罕見。

人類應該做好適應
氣候變化的準備

圖1 溫室氣體挑戰



1990年至2023年全球溫室氣體年排放量，按行業劃分（單位：百萬公噸二氧化碳當量）。資料來源：歐盟委員會；EDGAR/JRC；多位專家（Crippa et al. [2024]）；Statista；IEA，截至2024年9月。

適應氣候變化

即便碳減排和碳捕獲工作卓有成效，由於已經排放的溫室氣體的持久影響以及持續產生的新排放，氣候變化仍將在未來很長一段時間內持續存在。人類需要為熱浪、乾旱、海平面上升和風暴等氣候現象做好適應準備。建設更具韌性的基礎設施（如道路、橋梁和海堤等）至關重要。改善灌溉、海水淡化以及雨水處理工作同樣十分關鍵。更具創新性的農業模式有助於在極端天氣狀況下保障糧食供應。做好災害防範也是一個需要優先考慮的事項。

雖然大量的工作需要由政府來協調和提供經費，但企業及其投資者同樣是關鍵的利益相關方。基礎設施企業與項目、農業技術專業公司（如精準農業推動者）、可控環境農業企業以及氣象數據分析和水技術開發者，都能够為投資組合在適應氣候變化方面提供投資機遇。資金短缺（尤其在公共財政緊張時期）、創新不足、無力應對極端事件以及競爭加劇等都是需要考量的風險因素。

布局關鍵技術

過度排放以及對於排放後果準備不充分，都是因為長期以來缺乏集體的規劃、協調和投資。倘若人類想要扭轉氣候危機的局勢，就必須改變這種狀況。儘管這並非易事，但我們相信應對氣候變化的進程已經開啟。我們已做好準備，隨時可以協助您審時度勢，積極調整投資組合。

³ 國際能源署《2024年電力報告》，國際能源署，巴黎。
<https://www.iea.org/reports/electricity-2024>

醫療創新助力 延長人類壽命

人類壽命延長與醫療創新的相互交融或將為醫療領域的投資者創造布局潛力。



主要觀點

- 老齡化社會使全球醫療資源日趨緊張
- 我們認為，讓更多人更長久地保持健康至關重要
- 專業的醫療管理機構或可為投資組合帶來布局機會
- 風險包括發展受阻、監管問題和數據隱私泄露

我們生活的時代人們都非常熱衷於慶祝意義非凡的周年紀念日。2024年，美國年滿65歲人口數量創下歷史新高¹。亞洲10%以上人口也已達到這一歲數，在未來幾十年中，亞洲的老年人數量將出現最快增長²。全球年滿65歲人口的平均壽命預計將達到83歲以上³。與此同時，全球百歲老人數量可能已超過70萬⁴。

壽命延長無疑堪稱人類最偉大的成就之一。然而隨著年齡的增長，身體會愈發虛弱，也更容易患病。美國國家老齡問題委員會的數據顯示，將近80%的60歲及以上成年人患有兩種或兩種以上的慢性病⁵。2021年至2050年間，中國和巴西的痴呆症患病率可能會增加近兩倍，而在大部分發達國家，這一患病率也將大幅上升⁶。

隨著全球老年人口的不斷擴大，醫療系統、政府財政和個人資源的壓力可能會加劇。僅在未來五年，全球人均醫療支出就可能增加約18.4%⁷。

人類面臨的下一個挑戰是如何讓人們在更長的歲月裏保持健康。我們認為，醫療創新可發揮助力作用。其實治療手段、醫療器械、診斷技術的進步，以及長期護理方面的進步，都至關重要。除了治病救患，我們還應該把更多註意力轉向疾病預防。我們的目標是以更低的醫療成本實現更好的健康效果。

為了鼓勵向早期預防和干預轉型，我們看到「價值醫療 (VBC)」正逐漸嶄露頭角並發揮日益關鍵的作用。傳統醫療的業績好壞往往主要來源於醫療服務提供者的診療量，諸如實施掃描與手術的數量等。與之不同，價值醫療激勵醫療服務提供者致力於為患者達成更好的健康效果。例如借助智能穿戴設備更好地檢測老年人健康狀況、提供更多居家與社區照護，以及更積極地管理慢性病等，都屬價值醫療的範疇。

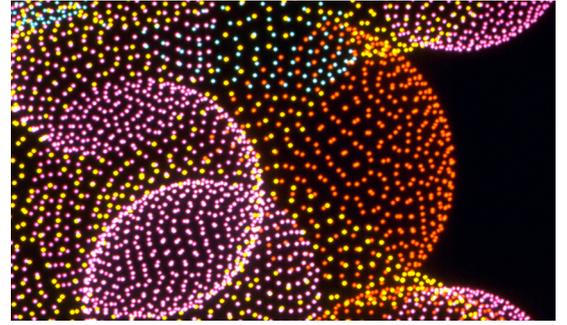
預防和減少老年疾病，不應等到步入老年後才開始著手。比如，胰高血糖素樣肽-1 (GLP-1) 藥物的出現，徹底改變了人們治療肥胖症的方法。試驗表明，這種藥物還有助於降低罹患心血管疾病、慢性腎病、脂肪肝甚至痴呆症的風險。因此，GLP-1藥物可以幫助人們在步入老年時保持更健康的身體。儘管如此，生產能力、藥物可及性 (包括成本考量) 可能會成為這類藥物進一步廣泛應用的下一個阻礙因素。與此同時，有望帶來更大益處的新一代療法，如減輕更多體重、提高耐受性和改善身體成分等，都需要完成臨床試驗。從歷史上看，儘管潛在回報很高，但臨床試驗風險大、耗時長、費用高。

儘管人們為延長健康壽命做出了種種努力，但老年疾病仍將是一個不爭的事實。因此，進一步的臨床創新至關重要。一些前沿生物科技公司及其他企業正致力於開展各項研究工作，包括研究如何治療慢性炎症、採取行動清除那些引發衰老與疾病的細胞、挖掘潛在的再生手段，以及開發針對神經退行性疾病的個性化治療方案等。當然，取得任何進展都需要持續投入大量資金，而且在此過程中也難免會遭遇研發失敗的情況。

我們預計人工智能會在未來幾年內影響到醫療創新的幾乎方方面面。以價值醫療為例，人工智能可以通過識別患病風險最高的老年人、製定個性化治療計劃、實現遠程監控以及提升醫療提供商的管理工作，越來越多地協助預防工作。同樣，在藥物開發領域，人工智能也正在發揮促進作用，幫助尋找新的治療方法。該行業面臨的障礙包括：技術方面存在諸多挑戰，必須通過開展人體臨床試驗進行療法研究，以及數據保護、算法偏差和合規監管等問題。

鑒於老齡化趨勢與創新浪潮相互交匯融合，我們認為由人類壽命延長驅動的醫療需求是一種無阻趨勢。因此，我們傾向於對該領域進行長期投資組合布局，抓住其實現持續盈利增長並抵禦經濟下行壓力的潛力。自然，其中所涉及的業務往往錯綜複雜。臨床試驗結果的不確定性、監管層面的干預舉措以及藥品價格談判等狀況，都為投資者帶來了持續風險。出於這些考量，我們更青睞借助具備出色過往業績的專業主動型投資管理機構來涉足該領域。此外，考慮到近期該板塊表現欠佳，我們認為其在2025年有望跑贏大盤——請參見「[股票：持續牛市中的輪動上漲](#)」。

所有預測僅作為觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

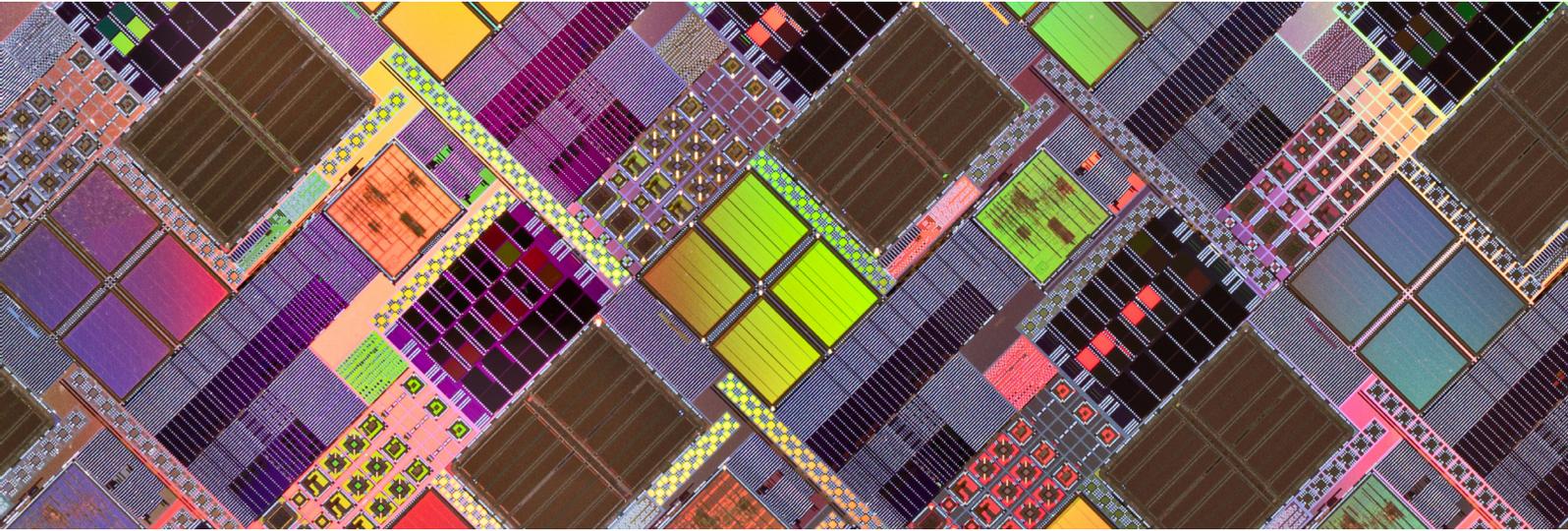


¹ 彭博社，截至2024年9月

^{2,3,4,7} Statista，截至2024年10月

⁵ 美國國家老齡問題委員會，截至2023年10月

⁶ 花旗全球視角與解決方案 - 《醫療的未來》，截至2024年5月



在 中美兩極分化 背景下進行投資組合布局

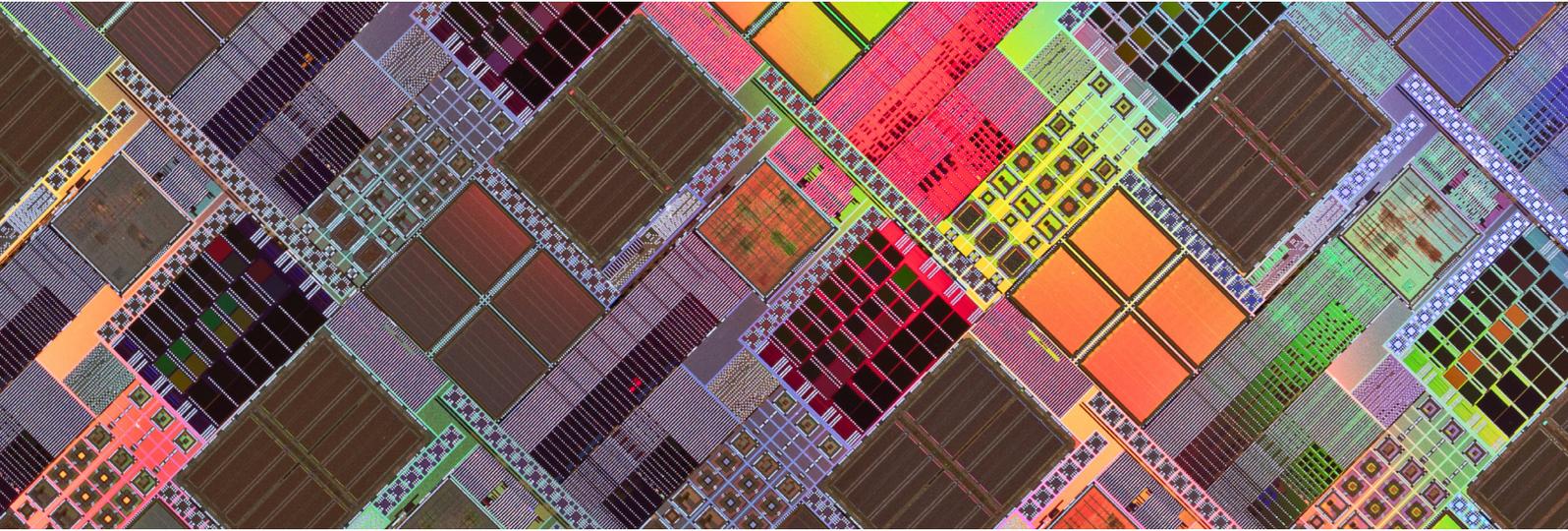
在中美戰略摩擦持續發酵之際，我們傾向於對這種動態關係下的潛在受益者進行投資布局。

中美兩國仍將深陷激烈對峙當中。中美之間的戰略競爭並非一成不變。相反，我們預計這種競爭關係的不斷演變，將繼續在經濟、科技、地緣政治等方面產生深遠影響。反過來，這可能會給投資者帶來短期和長期的潛在機遇和風險。因此，我們認為「中美兩極分化」是一種無阻趨勢，對每個投資組合都有潛在的影響。在此，我們將探討這場對抗中的一些關鍵發展態勢，以及它們對投資者而言意味著什麼。



主要觀點

- 在特朗普總統的領導下，中美之間的競爭緊張關係將持續下去
- 美國和中國都將尋求加強自身供應鏈
- 潛在受益者遍布東南亞、拉丁美洲和美國的多個行業
- 風險包括供應中斷、市場波動、治理問題和貨幣問題



特朗普重施舊政

我們預計當選總統唐納德·特朗普將對中國商品大幅加征關稅，並設置更多其他貿易限制。不過，我們預計他會大幅上調許多產品類別的關稅，但不會像自己宣稱的那樣對所有中國進口商品徵收60%以上的關稅。隨之而來的可能是中國的報復性關稅（尤其是在農業領域）、稀土出口上限以及對在華經營的美國公司更嚴格的監管。

除了直接受影響的地區以外，這些舉措對其他地區的公司和行業的影響可能非常有限。如果其他新興市場和歐洲也受到關稅打擊，中國還會嘗試加強與這些新興市場和歐洲的貿易關係。

若對中國加征更高關稅與美國對其他國家進口商品全面加征關稅的政策同時落地，將衝擊全球經濟增長，同時也會擾亂金融市場，推高美元匯率與美債收益率。人民幣大幅貶值還會損害與中國直接競爭或對中國出口的經濟體，如韓國、中國臺灣以及東南亞的其他國家和地區。

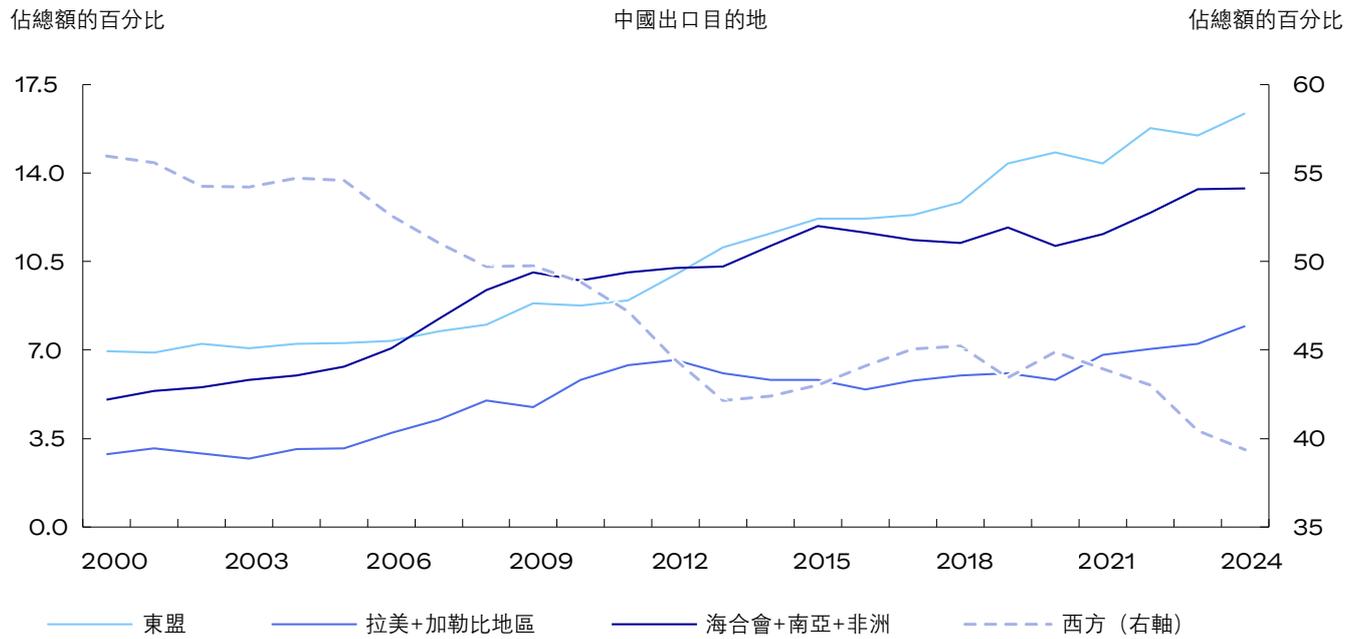
若重大新關稅落地，除了短期內會造成衝擊外，我們預計中國以及其他受影響的國家會隨時間推移做出調整。

中國正持續加深與西方大國之外國家的經濟聯繫（圖1）。中國企業正在努力拓展新業務，同時尋找進入美國及其他市場的替代途徑。與此同時，它們正尋求從發展中國家採購更多原材料，減少從美國和澳大利亞採購。中國的客戶同樣也在更多地從中國採購，而減少從西方採購。特朗普新政府可能會加速這些趨勢。

**我們預計雙方將在關鍵領域
繼續推行保護主義**



圖1
中國對新興市場出口增加，對美國出口減少



資料來源：《南南聯繫及其影響》 - 花旗研究，截至2024年10月。註：西方：美國、加拿大、英國、歐盟、挪威、日本、澳大利亞和新西蘭。東盟（東南亞國家聯盟）：印度尼西亞、越南、老撾、文萊、泰國、緬甸、菲律賓、柬埔寨、新加坡和馬來西亞。海灣合作委員會（GCC）國家：巴林、科威特、阿曼、卡塔爾、沙特阿拉伯和阿拉伯聯合酋長國。

科技及其他領域的競爭加劇

我們預計，中美兩國在量子傳感器、高性能計算和先進集成電路設計等多個技術領域的競爭將愈演愈烈。2024年上半年，中國在芯片製造設備上的支出可能達到250億美元，超過韓國、中國臺灣和美國的總和。

隨後，美國政府可能會加大支持力度，通過保護知識產權、激勵國內創新等舉措，使其在關鍵技術領域佔據戰略與競爭優勢。美國近期已將中國電動汽車的關稅從25%上調至100%，對電池部件的關稅最高上調至25%¹。全球電動汽車市場將持續分化成兩大競爭陣營，從而迫使美國消費者支付更多的費用，同時也會減緩電動汽車在早期階段的普及速度。

在醫療保健領域，美國可能會頒布一項法律，試圖將某些中國生命科學供應商從藥物開發供應鏈中剔除。倘若如此，將會損害一些中國本土生物科技企業的利益，而美國與歐洲的部分同類企業則可能因此受益。

我們預計中美雙方將繼續在半導體、數據中心和關鍵礦產等領域採取保護主義措施。除了加大投資，中國的應對措施還包括最近對鎢（半導體生產的關鍵原料）等戰略礦產的出口限製。



中國的刺激政策與中美兩國關係

2024年9月和10月，中國宣布了期待已久的一攬子綜合經濟刺激政策，其中包括前所未有的地方政府再融資和刺激內需的措施。若這些舉措取得成功，中國經濟增長最終對出口的依賴程度可能會降低，進而有望減少其在面對美國關稅及貿易緊張局勢時的脆弱性。擴大進口規模可能會使中國對部分貿易夥伴擁有更多的影響力，從而拉近其與中國的關係，遠離美國的勢力範圍。

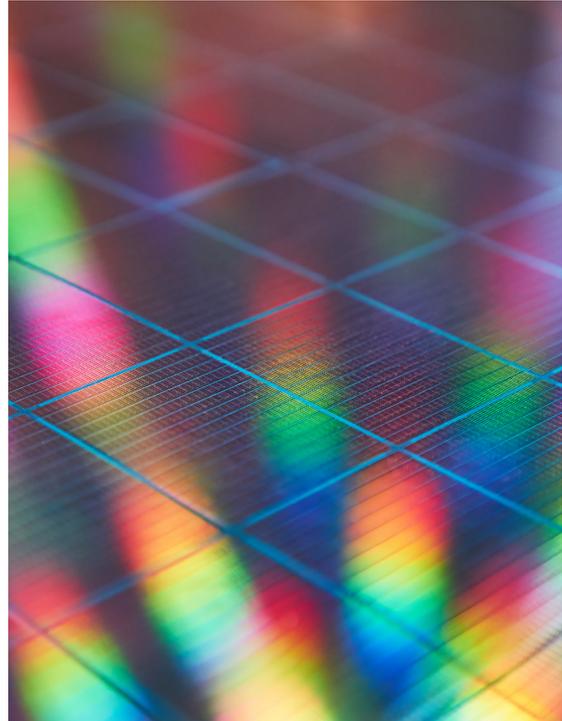
圍繞中美兩極分化進行投資組合布局

正如中美兩極分化是多層面的一樣，我們傾向於對這一無阻趨勢的趨勢進行多層面的投資布局。

潛在機會包括中美供應鏈調整中的潛在受益者。貿易摩擦的加劇或將推動包括中美企業在內的更多企業，進一步在中立的第三國拓展業務。東南亞的馬來西亞、印度尼西亞以及拉丁美洲的墨西哥等國或將受到提振。投資者也可關注日本和印度等市場，把握亞洲經濟增長帶來的機遇——請參見「股票：持續牛市中的輪動上漲」。汽車及零部件、消費品和資本貨物等行業可能會脫穎而出。從美國國內來看，我們看好那些為半導體生產回流提供技術和基礎材料的供應商。

在中美關係充滿不可預測性的情況下，圍繞這一主題進行投資會面臨諸多風險。例如，不穩定的貿易政策最終可能會衝擊中立國家，致使它們進入美國和中國市場時受到更多限制。新興市場投資通常波動性更大，而且面臨著更大的貨幣及治理風險。即便我們對事態發展的總體看法是正確的，不斷變化的動態也可能會對我們選定的潛在受益者產生不利影響。

然而，我們看到許多客戶的投資組合對新興市場涉足寥寥，或者完全沒有進行布局，因此未能與其長期投資規劃保持充分一致。我們認為，適度布局中美兩極分化這一無阻趨勢中的相關要素，或有助於提升投資組合多樣化水平。



¹ <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/>

術語表

適應性估值策略是花旗財富採用的戰略性資產配置方法。戰略性資產配置旨在為投資者確定適當的大類資產組合，以助力其實現長期目標。

資產管理規模 (AUM) 是指個人或實體代表投資者管理的投資項目的總市值。

銀行貸款是指由銀行和其他受監管的存款機構承銷和提供的商業或房地產貸款。銀行可選擇將貸款留存於自身資產負債表，亦常將貸款組合打包予以證券化後售予機構投資者，同時保留貸款服務並收取相應費用。

BB級次投資級公司債券是指由低於投資級的公司或企業發行的債券或信用工具，也稱為「垃圾債券」。此類債券的信用風險相對較高，意味著借款人履行其財務義務的能力被視為具有投機性。

比特幣是一種數字貨幣，它的交易記錄會被保存下來。新的比特幣單位依靠對數學問題進行計算求解來產生，其運行獨立於中央銀行。

區塊鏈是點對點網絡中所有交易的去中心化分類帳。利用這項技術，參與者無需中央結算機構即可確認交易。

彭博新興市場美元綜合指數旨在衡量新興市場硬通貨債務的表現，其中包括由新興市場主權發行人、准主權發行人和企業發行人所發行的以美元計價的固定利率和浮動利率債務。

彭博全球綜合指數是全球固定收益市場的基準，涵蓋了來自24個使用本國貨幣的發達及新興市場的全球投資級債券。這一多幣種基準包括國債、政府相關債券、公司債券以及證券化固定利率債券。

彭博全球綜合固定收益 (美元除外) 指數旨在衡量全球投資級債券的表現。該指數不包括美國債券。這一特點使該指數能夠很好地用於追蹤國際債券風險。

彭博美國綜合指數是一種按市值加權的寬基債券市場指數，旨在反映在美國交易的中期投資級債券的表現。

彭博美國投資級CMBS指數旨在衡量當前交易規模至少為3億美元的機構和非機構渠道式和融合式CMBS交易市場的表現。

彭博美國投資級公司債券指數是投資級債券、固定利率債券和應稅公司債券的基準。該指數涵蓋美國和非美國工業、公用事業和金融發行人公開發行的美元證券。

彭博美國MBS指數旨在追蹤由Ginnie Mae (GNMA)、Fannie Mae (FNMA) 和Freddie Mac (FHLMC) 擔保的固定利率機構抵押貸款擔保轉手證券的表現。

彭博美國市政債券指數旨在衡量彭博美國市政債券市場的表現，該市場涵蓋了以美元計價的長期免稅債券市場，涉及州及地方政府一般責任債券、收益債券、擔保債券和提前再融資債券。

彭博美國國債指數旨在衡量美國財政部發行的以美元計價的固定利率名義債務的表現。

現金還包括「現金等價物」（如貨幣市場基金、存款單和短期國庫券），而不僅僅是指儲蓄賬戶或支票賬戶中具有完全可交換性的現金。在美國，現金以3個月期國債利率為代表，該利率旨在衡量美國財政部發行的以美元計價、3個月期限且交易活躍、具有固定利率的名義（即未經通脹調整）債務的表現。

大宗商品涵蓋多種指數成分: GSCI貴金屬指數、GSCI能源指數、GSCI工業金屬指數和GSCI農產品指數, 分別跟踪貴金屬(如黃金、白銀)、能源類大宗商品(如石油、煤炭)、工業金屬(如銅、鐵礦石)及農產品類大宗商品(如大豆、咖啡豆)在不同市場的投資表現。路透杰富瑞CRB現貨價格指數和湯森路透核心大宗商品CRB超額回報指數為逐月調整的大宗商品期貨價格的算術平均值, 用於補充歷史數據。

消費者物價指數 (CPI) 通過追蹤消費者購買一籃子商品和服務的價格隨時間的變化來衡量通貨膨脹情況。還有一個每月統計的「核心CPI」, 由於食品和能源價格具有波動性, 該指數將這些特定項目排除在外。

加密貨幣是一種數字貨幣, 該貨幣使用機密技術在去中心化的系統中驗證交易和保存記錄, 而不依賴任何中央機構。

DAI是一種基於以太坊的加密貨幣資產, 該貨幣通過在合約中鎖定其他加密貨幣資產來與美元掛鈎。

發達市場股票由多個MSCI指數構成, 涵蓋了9個發達市場國家的大盤股、中盤股和小盤股, 並且按這些國家的市值加權進行計算。該綜合指數覆蓋了每個國家約95%的自由流通調整市值。

趨勢導向型基金是指預期在一個投資周期內與傳統風險資產類別(如股票)展現出中等到高度正相關性及(或)貝塔係數的另類基金(不過該類別中的部分基金在投資周期的某些節點可能呈現出不同程度的相關性)。此類基金通常會帶有淨多頭傾向進行投資(有時這種傾向很明顯), 正因如此, 其可能也會承載更高水平的風險。這一內部分類是基於CGW另類投資部門的分析及主觀判斷而確定的。該內部分類如有變更, 不會另行通知投資者, 且無法保證此類基金的實際表現一定會與上述描述相符。需要著重指出的是, 上述市場策略並不能完全消除市場風險。無法保證被歸類為「趨勢導向型」的另類基金的實際表現一定會與上述描述相符。不應僅憑「趨勢導向型」分類就對另類基金進行投資, 在進行投資之前, 應當考慮客戶整體投資組合中的其他資產情況。

風險分散型基金是指通常預期在一個投資周期內與傳統風險資產類別(如股票)展現出較低或往往為負相關性及(或)貝塔係數的另類基金(不過該類別中的部分基金在投資周期的某些節點可能呈現出不同程度的相關性)。設立此類基金的目的是在市場劇烈波動期間能有更優表現, 總體上可為客戶投資組合帶來不錯的風險分散效益, 只是其收益可能時盈時虧, 在任何特定時段都可能出現波動。這一內部分類是基於CGW另類投資部門的分析及主觀判斷而確定的。該內部分類如有變更, 不會另行通知投資者, 且無法保證此類基金的實際表現一定會與上述描述相符。需要著重指出的是, 上述市場策略並不能完全消除市場風險。無法保證被歸類為「風險分散型」的另類基金的實際表現一定會與上述描述相符。不應僅憑「風險分散型」分類就對另類基金進行投資, 在進行投資之前, 應當考慮客戶整體投資組合中的其他資產情況。

美元化是指一個國家決定採用美元作為其貨幣, 或者將美元與其本國貨幣並行使用的過程。

每股收益 (EPS) 是衡量一家公司或多家公司盈利能力的一項指標, 其計算方法是用淨利潤除以已發行股份的數量。

新興市場股票由多個MSCI指數構成, 旨在反映20個新興市場國家的大盤股和中盤股表現。該綜合指數覆蓋了每個國家約85%的自由流通調整市值。為了補充長期歷史數據, 在適用的所有情況下, 均使用當地市場的國家指數。

新興市場債券由多個彭博指數構成，旨在衡量以美元計價的新興市場主權債務在3個不同地區（包括拉丁美洲、歐洲、中東和非洲地區以及亞洲）的表現。

Ethereum (以太坊) 是一個去中心化的區塊鏈平台，它構建了一個點對點網絡，能夠安全地執行並驗證被稱為「智能合約」的應用程序代碼。

常青基金是一種沒有固定到期日的投資工具，這使其能夠持續地進行再投資，以及接受投資者投入的新資金。

GP主導型二級市場交易由現有私募股權基金的管理人發起。該管理人在二級市場交易管理人主導的交易中出售單個公司的部分資產或多個基金資產，將其歸入一個新的投資實體。

對沖基金涵蓋採用不同投資風格的基金管理人，這些投資風格可分為不同的子類別。一些對沖基金傾向於使用杠杆（因此也有可能造成不對稱損失），流動性較低，同時兼具更高的分散性和提高回報的潛力。

高收益債券由多個巴克萊指數組合構成，這些指數跟蹤以美元、英鎊和歐元計價的非投資級固定利率公司債。如果穆迪、惠譽和標普給出的評級分別為Ba1/BB+/BB+或以下（不包括新興市場債），則該證券被歸類為高收益證券。通常採用Ibbotson高收益指數以補充歷史數據，該指數跟蹤評級為BB到B級的投資級以下債券，涵蓋到期日各異的各類債券。

Ice BofA投資級機構資本證券指數旨在跟蹤在美國國內市場公開發行的以美元計價的投資級混合資本證券和優先證券的表現。

投資級債券由多個彭博指數構成，涵蓋7個不同本幣市場的投資級債務。該綜合指數包括來自發達市場發行人的固定利率國債、政府相關債券、投資級公司債券、證券化債券和抵押貸款支持證券。同時使用美國、英國和日本的當地市場指數以補充歷史數據。

大盤股指市值超過100億美元的公司股票。

晨星LSTA美國杠杆貸款100指數旨在衡量美國杠杆貸款市場中交易最為活躍的貸款的表現、活躍度及關鍵特徵（見上文「銀行貸款，亦稱杠杆貸款」部分）。該指數成分股包含美國在任何給定時間規模最大的100筆貸款（即未償貸款），其以市值加權計算，且單筆貸款權重設有2%的上限。

MSCI所有國家世界指數旨在反映23個發達市場和24個新興市場的大中盤股表現。

MSCI所有國家世界（美國除外）指數旨在反映23個發達市場中除美國之外的其他22個發達市場國家*的大中盤股表現。

MSCI所有國家世界總回報指數反映了涵蓋發達市場和新興市場的寬基股票指數的總回報。

MSCI巴西指數旨在衡量巴西股票市場大盤股和中盤股的表現。該指數有52個成分股，覆蓋了巴西股票市場約85%的股票。

MSCI中國指數旨在衡量中國A股、H股、B股、紅籌股、P股和境外上市（如ADR）的大盤股和中盤股的表現。

MSCI新興市場亞洲指數旨在衡量新興市場國家的大盤股和中盤股表現。該指數覆蓋了每個國家約85%的自由流通調整市值。

MSCI印度指數旨在衡量印度股票市場大盤股和中盤股的表現。

MSCI日本指數旨在衡量日本股票市場大盤股和中盤股的表現。

MSCI美國指數旨在衡量美國股票市場大盤股和中盤股的表現。

市政債券是由州政府和地方政府發行的債務，旨在為資本項目籌集資金。從美國納稅人的角度來看，市政債券的收益可免繳聯邦所得稅，在某些情況下還可免繳州所得稅。

優先證券（或稱為「優先股」）是一種幾乎類似於債券的股票形式。購買優先股的投資者通常只要持有這些股票，就會按固定的時間表獲得固定的股息支付，相較於支付股息的一般普通股而言，這使其具備了更强的可預測性。但優先股也存在弊端：若公司遭遇財務困境，股息支付可能會被推遲；優先股股東沒有投票權；而且儘管優先股像普通股一樣在交易所進行交易，但大多數公司並不會發行優先股，所以其整體市場規模較小，流動性可能也較為有限。

私募信貸投資作為私募股權的一個分支，是一種被定義為非銀行借貸形式的資產類別。這類債務不在公開市場發行或進行交易。私募信貸有時也會被稱作「直接借貸」或「私人借貸」。私募信貸涵蓋了各式各樣的投資策略，這些策略貫穿於整個資本結構並涉及多種借款人類型——既包括面向藍籌企業借款人的優先有擔保貸款，也涵蓋處於特殊情況以及不良狀況下的借貸情形。不同的私募信貸因貸款的優先受償順序不同，會呈現出不同的風險與回報情況。

私募股權的特徵受發達市場小盤股特徵的影響，不過由於流動性欠佳、行業集中程度較高以及杠杆率更高，會在這些基礎上進行相應的調整。

房地產指數包含所有未指定為木材房地產投資信託基金或基礎設施房地產投資信託基金的股票型房地產投資信託基金（美國房地產投資信託基金和公開交易的房地產公司）：NAREIT美國房地產投資信託指數、NAREIT加拿大房地產投資信託指數、NAREIT英國房地產投資信託指數、NAREIT瑞士房地產投資信託指數、NAREIT歐元區房地產投資信託指數、NAREIT日本房地產投資信託指數、NAREIT香港房地產投資信託指數、NAREIT新加坡房地產投資信託指數、NAREIT澳大利亞房地產投資信託指數。

中小盤（SMID）股票是指中小型公司的公開交易股票。在美國，最常用的中小盤股基準是羅素2000指數。

利差是兩種相關資產（如國債和同等的公司債券）收益率之間的差額。它衡量投資者投資某一特定資產時可能期望獲取的額外收益幅度。當兩種收益率之間的差額縮小時，就稱利差「收窄」。與之相反的現象則被稱為利差「走擴」。

穩定幣和算法穩定幣是通過算法機製而不是與外部資產掛鉤來維持價值的穩定幣。「算法穩定幣」是一種通過實施算法機製來保持其價值穩定性的加密貨幣。

戰略回報預期（SRE）是Citi Wealth Investments對各資產類別的十年期回報進行的年化預測。每個特定資產類別的預測均採用我們認為適合該資產類別的專有方法得出。

結構化信貸是一種投資類型，在這種投資中，發行人利用證券化手段將多筆相似債務彙集在一起，進而創設新型金融工具，實現可用資本的高效利用，或為融資提供低成本途徑，尤其對於評級較低的原始債權人而言更是如此。

標普400成長股指數旨在衡量標普中盤400指數成分股中基於三個因素（銷售額增長率、盈利變化與價格的比率及動量）被歸類為成長型的股票的表現。

標普500指數是旨在衡量美國500家領先公司表現的市值加權指數。

標普600成長股指數旨在衡量標普小盤600指數成分股中基於三個因素（銷售額增長率、盈利變化與價格的比率及動量）被歸類為成長型的股票的表現。

Tether (USDT) 是與美元掛鈎的加密貨幣Tether的符號。這意味著USDT是一種穩定幣，其價值隨美元波動，並由Tether公司的美元儲備支撐。

國債通脹保值證券 (TIPS) 是一種與通脹指數掛鈎的國債。TIPS有助於防止投資者購買力下降。

USD Coin (USDC) 是一種與美元掛鈎的穩定幣。

波動率是用於衡量回報率變化程度的指標，通常表示為回報率的方差或標準差。資產或資產類別的波動率越高，風險就越大。

重要信息

在任何情形下，若本文件（下稱「本文」）的分發符合美國商品期貨交易委員會（CFTC）製定的規則，則本文可構成滿足美國CFTC條例第1.71條及第23.605條款下，邀請考慮金融衍生品交易的文件（如適用），但本文不得被視為購買/出售任何金融工具具有約束力的要約。

本文由Citi Wealth Investments (CWI) 編製。Citi Wealth Investments由花旗私人銀行、Citi Global Wealth at Work、花旗個人財富管理 (Citi Personal Wealth Management) 和花旗個人投資國際 (CPII) 的投資和資本市場業務部門共同組成。

花旗私人銀行、Citi Global Wealth at Work、花旗個人財富管理和花旗個人投資國際均是花旗集團旗下業務單位，通過花旗集團旗下銀行和非銀行附屬機構為客戶提供各類產品與服務。並非所有附屬機構或所有地區皆提供所有產品與服務。在美國，投資產品及服務由花旗環球金融有限公司 (CGMI)、花旗私人另類投資有限公司 (CPA) 及花旗環球另類投資有限公司 (CGA) 提供，花旗環球金融有限公司 (CGMI) 和花旗私人另類投資有限公司 (CPA) 均為美國金融業監管局 (FINRA) 及美國證券投資者保護公司 (SIPC) 的會員。花旗私人另類投資有限公司 (CPA) 為符合條件的特定客戶群體提供部分另類投資產品的銷售服務。花旗環球金融有限公司 (CGMI) 賬戶由潘興投資公司 (Pershing LLC) 持有，該公司是美國金融業監管局 (FINRA)、紐約證券交易所 (NYSE) 和美國證券投資者保護公司 (SIPC) 的成員。投資管理服務 (包括投資組合管理) 通過花旗環球金融有限公司 (CGMI)、花旗環球另類投資有限公司 (CGA)、花旗銀行以及其他附屬諮詢企業提供。保險服務由花旗個人財富管理通過花旗集團旗下花旗人壽公司 (CLA) 提供。在加州，CLA以花旗集團人壽保險代理有限責任公司之名 (營業執照編碼: 0G56746) 開展業務。花旗環球金融有限公司 (CGMI)、花旗私人另類投資有限公司 (CPA)、花旗環球另類投資有限公司 (CGA)、花旗人壽公司 (CLA) 和花旗銀行皆為受花旗集團控股的附屬機構。

在美國以外地區，投資產品和服務由花旗集團的其他附屬機構提供。投資管理服務 (包括投資組合管理) 通過花旗環球金融有限公司 (CGMI)、花旗環球另類投資有限公司 (CGA)、花旗銀行以及其他附屬諮詢企業提供。這些花旗附屬機構 (包括CGA) 就其可能提供的各項投資管理、諮詢、管理、分銷和配售服務獲取報酬。

CWI的工作人員並非研究分析員，且本文中的信息並無意構成適用法規所定義「研究」一詞。除非另有說明，否則對研究報告或研究建議的引用並非代表完整報告，其引用本身也不應被視為建議或研究報告。

本文僅基於收件人的要求而提供，僅供了解信息與討論之用。若收件人欲停止接收此類信息，應立即通知CWI。 除非另有說明，否則 (i) 本文不構成購買或出售任何股票、金融工具或其他產品、服務，或吸納資金或存款的要約或推薦；和 (ii) 本文不符合CFTC規則時，將不構成招攬 (另見上述關於本文符合CFTC規則的論述)；和 (iii) 本文不應視為任何交易的正式確認書。

除非本文另有明確說明，本文並未考慮任何特定人士的投資目標、風險偏好或財務狀況，因此本文所述投資也許並不適合所有投資者。花旗不擔任投資或其他領域的顧問、信託人或代理人。本文涵蓋信息不應視為對本文所提及策略、概念或稅務、法律意見的詳細論述。本文收件人在做出投資決策前，應根據個人情況聽取各自稅務、財務、法律等領域顧問提供的交易風險和優勢的相關意見，並僅基於自己的目標、經驗、風險偏好和資源做出相應投資決策。

本文所含信息均基於一般公開信息，儘管花旗認為來源可靠，但仍無法保證其準確性和完整性，因而不排除此類信息存在不完整、簡要提煉內容的可能性。本文所含任何假定或信息系在本文發布之日或其他指明日期的判斷，若有任何變更，恕不另行通知。本文可能涵蓋歷史信息和前瞻性信息，過往業績並不保證或預示未來表現，未來業績很可能會受到經濟、市場等多方面因素的影響而無法達到預期目標。此外，關於對任何潛在風險或回報所作預測均為舉例說明，不應視為對最大損益額的限定。本文所含任何價格、價值或估計（經認定為歷史信息的價格、價值或估計除外）僅為指示性數值，數值如有變更，恕不另行通知，亦不代表任何官方確定的報價或報價數額，亦非反映花旗名下投資證券的轉讓價值。前瞻性訊息並不代表花旗擬將交易的價值水平，也可能無法考慮到所有相關假定和未來情形。實際情況很可能與估計情形大相逕庭，並有可能對投資價值造成負面影響。

本文所述觀點、意見和預測可能不同於花旗其他業務單位或其附屬機構所表達觀點，亦非對未來事件預測、對未來業績的保證或投資建議，可能會根據市場和其他狀況而有所變更，恕不另行通知。花旗並無更新本文的義務，亦不對因使用本文信息或源於本文信息而造成的任何損失（無論是直接、間接或後果性損失）承擔任何責任。

本文所述的金融工具或其他產品（另有說明除外）(i) 並未經美國聯邦存款保險公司或其他政府機關承保；或 (ii) 並非銀行存款或花旗或其他存款保險機構的承付款項，也未經花旗或其他存款保險機構擔保。

花旗經常擔當金融工具和其他產品的發行人，也擔當各種金融工具及其他產品的主要做市商及交易商，並可為該等金融工具或其他產品的發行者提供或設法提供投資銀行業務和其他服務。本文作者可能已經與花旗內部或外部的其他人員討論過文中所包含的信息，並且作者和/或此類其他花旗人員可能已經根據該等信息採取行動（包括為花旗的全權委託賬戶進行交易，或將本文中所包含的信息傳達給花旗的其他客戶）。花旗、花旗人員（包括作者在編製本文時可能諮詢過的人員）以及花旗的其他客戶可能做多或做空本文件中所提及的金融工具或其他產品，其買入時的價格及市場條件可能已不再存在，並可能與您存在不同或相反的利益。

花旗及其員工不從事且不向花旗集團以外納稅人提供稅務或法律意見。本文中關於稅務事項所做任何陳述說明並非旨在使納稅人藉以避免稅務罰款，且納稅人亦不得以此目的而利用或依賴該陳述說明。此類納稅人應根據自身特定情況向獨立稅務顧問諮詢。

花旗或其任何附屬機構對任何投資產品的稅務處理概不負責，無論此類投資是否從花旗附屬機構所管理的信託或公司所購買。花旗假設，投資者（及其受益所有人（如適用））在作出投資承諾之前，已經取得該投資者/受益所有人認為必要的稅務、法律或其他建議，並且已就花旗提供的任何投資產品所產生的收入或收益，安排好任何應繳納的合法稅項。

本文專供既定收件人使用，文中可能包含花旗專有信息，未征得花旗同意不得擅自全部或部分轉載或傳播。發行和發布方式可能受到某些國家的法律或法規限制。持有本文件的人士必須了解並遵守此類限制。任何情形下，花旗對這方面的第三方行為概不承擔任何責任。法律禁止擅自使用、複製或披露本文件，此類行為可能會招致起訴。

花旗集團內部的其他業務及花旗集團的附屬機構，可能出於客戶的利益，或為其自有賬戶，給出或做出不同於本文中所表達觀點的建議、推薦以及行動。文中表達的所有觀點均為截至本文件日期時的當前觀點，並且可能出現變化，恕不另行通知。花旗集團沒有義務對本文中包含的信息進行更新或更改。

觀點的表達並非意在預測未來事件或保證未來的結果。過往業績並不保證未來結果。實際結果可能有所不同。

儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗集團及其附屬機構並不保證信息之正確性及完整性，並對因使用文中信息所導致的任何直接損失或後果概不負責。本文中如有圖表標註數據源為第三方，請注意，其所指的可能是從該第三方處獲得的原始數據。未經花旗集團事先書面同意，不得對本文件任何部分進行任何形式或任何方式的複製、影印或重製，亦不得向不屬接收者員工、高管、董事或獲授權代理人的任何人士進行分發。

花旗集團可能擔任自營賬戶的主要管理人，亦可為花旗集團的客戶進行本文及後續版本中提及的證券交易中的其他方擔任代理人。

風險

投資金融工具或其他產品具高風險，包括可能損失本金。以外幣計值的金融工具或其他產品可能面臨匯率波動，從而對此類產品投資的價格或價值產生不利影響。本文並非旨在鑒別從事任何交易所發生的一切風險或需考慮的實質因素。

結構性產品可能高度缺乏流動性，不適合所有投資者。本文中所述各項結構性產品的更多信息，請見相應發行人的披露文件。結構性產品僅適合經驗豐富、願意且能夠承擔此類投資所帶來之較高經濟風險的投資者。在投資前，投資者應謹慎評估並考慮潛在風險。

場外 (OTC) 衍生產品交易涉及風險，並不適合所有投資者。投資產品未被保險，無銀行或政府保證且可能貶值。進行此類交易前，您應：(i) 確保已經從獨立可靠的來源獲得相關市場的金融、經濟和政治狀況等相關信息，並已經過思考評估；(ii) 確定您在金融、商業和投資方面具備必要的知識、水平和經驗並能夠評估相關風險，並且具備承受此類風險的經濟能力；以及 (iii) 在考慮上述各點之後，確定資本市場交易適合並符合自身的財務、稅務、商業和投資目標。

本文可能提及由美國證券交易委員會負責監管的期權。在購買或出售期權前，您應點擊本鏈接並閱讀美國期權清算公司的最新版手冊：《標準期權的特徵與風險》。該手冊可向花旗環球金融有限公司索取，地址為：390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013。

購買期權時，最大損失即為期權費。而出售看跌期權時，風險在於損失低於執行價格的全部名義本金。出售看漲期權時需承擔無限風險。任何交易的實際利潤或損失將取決於交易執行價格。本文引用價格皆為歷史數據，在您進行交易時可能報價已有變化。本文中各項實例均未考慮佣金以及其他交易費用。期權交易及此類特殊期權交易並非適合每位投資者。除非特別說明，否則本報告中所有圖表的信息均來自花旗。稅務因素在所有期權交易中至關重要，因此投資者在考慮期權交易時應與其稅務顧問討論期權交易對其納稅情況的影響。

債券受多種風險影響，包含利率變動、信用風險與提前償付風險等。一般現行利率上升時，固定收益證券價格則將下跌。若發行者之信用評級或信用價值下降，債券即面臨信用風險，其價格亦將下跌。高收益債券由於信用質量較低，將面臨違約風險增加和波動性較高等額外風險。最後，債券可能遭遇提前償付風險。利率下降時，發行人可能選擇以更低的利率借入資金，提前償付先前發行的債券。故原債券投資人將失去該投資之利息收入，並被迫在利率低於先前投資的市場環境中重新投資其資金。

債券對應評價

字母和/或數字符號用於表示相對債券質量。在市政債市場，這些評級由評級服務機構發布。其他市場參與者也會使用內部評級表示信用質量。

債券信用質量評級	評級機構		
	穆迪 ¹	標普 ²	惠譽 ³
投資級			
最高品質	Aaa	AAA	AAA
高品質 (非常好)	Aa	AA	AA
中上級品質 (較好)	A	A	A
中級品質	Baa	BBB	BBB
非投資級			
中下級品質 (一定程度的投機)	Ba	BB	BB
下級 (投機)	B	B	B
差級 (可能違約)	Caa	CCC	CCC
高度投機	Ca	CC	CC
未支付票息或已申請破產	C	D	C
違約	C	D	D

¹ 穆迪的Aa至Ca評級可以通過增加數字a 1、2或3來表示同類評級中的相對排位。

² 標普和惠譽評級的AA至CC評級可以通過增加「+」或「-」來表示同類評級中的相對排位。

(MLP's) ——與能源產業相關的MLP (業主有限合夥) 企業可能呈現高波動性。雖然其歷史波動性並不大,但在特定的市場環境中,與能源產業相關的MLP企業可能會表現高波動性。

針對能源產業相關MLP企業的相關規章制度或徵稅方式的變更。若美國國稅局改變當前一籃子能源產業相關的MLP企業的徵稅方式,並據此徵收較高的稅率,或其他監管機構頒布的規章制度影響MLP企業產生收入或向普通股股東派發股息的能力,則債券的收益率(如有)可能會大幅降低。鑒於產業、區域、政治及監管集中度,投資一籃子與能源產業相關的MLP企業,可能會使投資者面臨集中度風險。

抵押貸款支持證券(MBS)包括抵押擔保債券(CMO),也稱作房地產抵押貸款投資渠道(REMIC),可能並不適合所有投資者。潛在的抵押貸款提前償還會導致投資者提前收回本金,從而導致預期收益率下降,並產生再投資風險。此外,本金的收回也可能慢於最初假設的償還速度,導致證券的平均期限延長至到期日(也稱作延期風險)。

此外,非機構性抵押貸款支持證券的標的抵押品可能在本金和利息支付方面違約。某些情況下會導致證券的收入流下降並造成本金損失。在此基礎上,信用程度不足可能還會導致抵押債券的信用評級下降,從而增加本金損失概率、推高價格波動性。投資次級抵押貸款支持證券面臨的信用違約風險要高於同批發行的優先級抵押貸款支持證券。在抵押貸款支持證券由規模相對較小或分散化程度不足的目標抵押貸款池作為擔保標的或表現類似意願的情況下,違約風險可能會更加顯著。

抵押貸款支持證券對利率變動也十分敏感,利率變動或對證券的市場價值產生負面影響。在波動性加劇的時期,抵押貸款支持證券的流動性降低、價格波動加劇。其他引發價格波動的因素包括但不限於提前還款、對未來提前還款的預期、信用擔憂、標的抵押品的表現以及市場的技術面變化。

另類投資的流動性可能很差且具有投機性,並不適合所有投資者。另類投資適合於有經驗、成熟、願意承擔與此類投資相關的高經濟風險的投資者。投資者在投資前應仔細審查和考慮潛在風險。其中某些風險可能包括:

- 因使用杠杆、賣空或其他投機行為而導致損失全部或大部份投資的風險;
- 基金可能不存在二級市場,預期不會發展出二級市場,因而缺乏流動性;
- 收益具波動性;
- 基金權益轉讓限制;
- 當使用單一顧問時,因交易權集中而可能缺乏分散性,並導致較高風險;
- 缺乏有關估值和定價的資訊;
- 稅務結構複雜和報稅延遲;
- 監管程度低於共同基金且費用高於共同基金;以及
- 管理人風險。

由於各個基金的投資項目不同,因此各基金將會面臨其特定風險。

資產配置無法保證獲利,亦無法保證在金融市場下行時避免損失。

多元化投資並不能保證盈利或免遭損失。不同的資產類別存在不同風險。

各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。指數僅供展示之用，不代表任何具體投資表現。指數回報率均未列計任何支出、費用與銷售費，若計入上述項目將會降低收益率表現。

過往業績不能保證未來的投資結果。

與在美投資相比，進行國際投資面臨更大風險，但潛在回報也更高。風險包括外國政治和經濟不確定性以及匯率波動風險。由於國家政府較不穩定，市場與經濟基礎較弱，上述風險在新興市場尤為顯著。

投資小型企業，相比投資成熟企業可能面臨更大的風險，例如經營風險、股價大幅波動和缺乏流動性。

基於鎳、銅等工業金屬期貨合約的期貨指數，除受到大宗商品相關普遍因素的影響外，還可能因工業金屬獨有因素導致價格波動，包括使用工業金屬的產業活動變化（包括人造或合成替代品的可得性）；開採、存儲至煉製等供應鏈環節的變動；庫存的調整；儲存、勞動力及能源成本等生產成本的變動；遵循環境法規等規定產生的合規成本；以及單一消費國內與國際範圍內產業、政府和消費者需求的改變。集中在稻米等農產品期貨合約的期貨指數亦可能因農產品的獨有因素而出現價格波動，包括水患、乾旱與極寒等天氣狀況；政府政策的變動；耕種決策；以及消費者與產業對農產品的需求波動。

本文涵蓋信息不應視為對本文所提及風險、策略、概念或稅務、法律意見的詳細論述。讀者如對本文所述的策略或概念有興趣，應諮詢各自相應的稅務、法律或其他顧問。

環境、社會和治理（ESG）和可持續投資可能會限制投資類型和數量，因此相較不採用類似可持續性標準的其他方法而言，其業績可能會受到影響。可持續投資產品是否存在要視情況而定。某些可持續投資機會可能並非在所有地區都有或在所有地區都沒有。我們不就該等產品的財務或可持續性表現做出任何保證，這些產品可能無法實現其投資目標或可持續性目標。

ESG框架披露：目前，對於什麼是「ESG」、「可持續投資」、「影響力投資」或同等標籤的產品，或者對於特定投資、產品或資產需要具備哪些確切屬性才能被定義為此類產品，既沒有全球公認的框架或定義（法律、監管或其他），也沒有市場共識。在評估某項產品或其任何相關投資的可持續性屬性時，不同的人可能會得出不同的結論。某些司法管轄區的法律法規要求根據其自行製定的可持續性定義對投資產品進行分類，因此這些術語的含義可能存在一定程度的分歧。例如，本披露中使用的術語「可持續投資」一詞是參考了CWI的內部框架，而非司法管轄區法律法規中的任何定義。無法保證投資這些產品會產生可持續性影響。

許多ESG數據提供商根據企業的ESG表現對其進行評估，並提供報告、評級和基準。各提供商的報告、評級和基準方法、範圍及覆蓋率存在很大差異。可能無法獲得針對所有公司、證券或地區的ESG數據，因此ESG數據不一定可靠或完整。此類數據還會有各種局限性，包括（除其他因素外）：i) 第三方數據提供商所採用方法的局限；ii) 數據滯後、數據覆蓋缺口或影響數據質量的其他問題；iii) 對於「ESG」因素或指標的識別、評估、披露或確定方面，以及對於某項投資、產品或資產為符合ESG定義所需的確切屬性，市場上（包括數據提供者）存在不同的觀點、方式、方法和披露標準；iv) ESG信息（包括從第三方數據提供商獲得的信息）可能基於定性或主觀評估，並且任何一個數據源本身可能無法顯示其所代表的ESG指標的全部情況；v) 第三方數據提供商或其他來源可能會在不通知CWI的情況下更改此類數據。此外，CWI從第三方提供商獲得的部分數據並非直接從被投公司獲得，而是第三方數據提供商使用其自己的專有方法編製的估算/代理數據（譬如因為沒有實際的被投公司數據）。這種專有方法也具有其自身的各種局限性，我們承認該等估算/代理本身就是一門不精確的科學。CWI不對任何此類第三方數據（無論是實際數據還是估算數據）或使用該第三方數據生成的數據的完整性或準確性做出任何陳述或保證。無論該等信息是否從第三方獲得，CWI對信息中的任何錯誤或遺漏均不承擔任何責任。

花旗私人銀行市場特定披露

花旗銀行香港分行/新加坡分行是依美國法律成立的有限責任組織。本文件由花旗私人銀行通過花旗銀行香港分行在港派發。花旗銀行香港分行在香港證券及期貨事務監察委員會登記開展第1類(證券交易),第4類(就證券投資提供諮詢),第6類(就公司融資提供諮詢)和第9類(資產管理)受監管業務,中央編號CE號為AAP937。本文件同時由花旗私人銀行通過花旗銀行新加坡分行在新加坡派發。花旗銀行新加坡分行受新加坡金融管理局監管。與本文件內容有關的問題,應諮詢上述相關機構的註冊或持證代表。本文內容未經任何香港或新加坡監管機構審閱。本文包含機密和專有信息,僅供符合新加坡合格投資者要求(根據《證券和期貨法》(新加坡第289章)(以下簡稱「該法」)定義)和香港專業投資者要求(根據香港《證券及期貨條例》及其附屬法例的定義)的接收者使用。對於受監管的資產管理服務,任何適用委託僅限於與花旗銀行香港分行及/或花旗銀行新加坡分行簽訂。花旗銀行香港分行或花旗銀行新加坡分行可將其全部或部分委託轉予花旗集團附屬機構或花旗銀行其他分行。任何提及資產組合管理人名稱之處僅為提供信息之用,本文不應被視為與任何花旗集團其他附屬機構或花旗銀行任何分行的資產管理委託要約,且任何花旗集團其他附屬機構或花旗銀行其他分行在任何情況下都不會與您達成與上述投資組合的相關委託。本文件只提供給在香港登記和/或管理的客戶:本文件並無其他任何聲明可免除、排除或限制客戶依據適用法律法規享有的任何權力或者花旗銀行依法承擔的任何義務。花旗銀行香港分行並無意圖依賴本文件中與其依據的《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》中應承擔與義務不相符合或錯誤描述提供給客戶之實際服務的任何條文。

花旗銀行在美國註冊成立,依據美國法律規定主要由美國貨幣監理署和美國聯邦儲備銀行監管,與澳大利亞法律規定有所不同。依據《2001年公司法》,花旗銀行無需持有澳大利亞金融服務許可證,因其享有《ASIC類別規則CO 03/1101》(重新製定為《ASIC公司法(廢止和過渡性)第2016/396號》,並增訂《ASIC公司法(修訂)第2024/497號》)項下的牌照豁免權益。

在英國,花旗銀行倫敦分行(註冊編號為BR001018)地址為Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E145LB,由美國貨幣監理署授權並受其監管,並由英國審慎監管局授權,受金融行為監管局監管並受審慎監管局部分監管。如有需要,我們可為您提供有關我們受審慎監管局監管的具體情況。花旗銀行倫敦分行的聯繫電話是+44(0)207508 8000。

花旗銀行歐洲有限公司英國分行是花旗銀行歐洲有限公司的分支機構，由愛爾蘭中央銀行和歐洲中央銀行授權和規管。該分行由審慎監管局授權，接受金融行為監管局的規管以及審慎監管局的有限監管。如有需要，我們可為您提供有關我們受審慎監管局監管的具體情況。花旗銀行歐洲有限公司（英國分行）是在英格蘭及威爾士公司註冊處作為分支機構註冊，註冊分支機構編號為BR017844。其註冊地址為Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。增值稅號：GB 429 6256 29。花旗銀行歐洲有限公司在愛爾蘭註冊，編號為132781，註冊辦事處位於1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗銀行歐洲有限公司受愛爾蘭中央銀行規管。最終擁有人為位於美國紐約的花旗集團。

花旗銀行歐洲有限公司盧森堡分行是花旗銀行歐洲有限公司的分行，在盧森堡貿易及公司登記處註冊號為B200204。花旗銀行歐洲有限公司盧森堡分行受歐洲央行和愛爾蘭中央銀行的聯合監管，並受盧森堡金融監督管理委員會（該國主管部門）有限監管。該分行在盧森堡金融監督管理委員會登記，登記編號為B00000395，公司地址為31, Z.A. Bourmicht, 8070 Bertrange, Grand Duchy of Luxembourg。花旗歐洲有限公司在愛爾蘭註冊成立，註冊號為132781，受愛爾蘭中央銀行監管，識別號為C26553，並受歐洲央行監督，註冊地址為1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

本文件由花旗銀行（瑞士）有限責任公司（註冊地址為Hardstrasse 201, 8005 Zurich）、花旗銀行蘇黎世分行（註冊地址為Hardstrasse 201, 8005 Zurich）或花旗銀行日內瓦分行（註冊地址為2, Quai de la Poste, 1204 Geneva）發送。花旗銀行（瑞士）有限責任公司以及花旗銀行蘇黎世和日內瓦分行由瑞士金融監管局（FINMA）授權和監管。

在澤西島，本文件由花旗銀行澤西島分行發行，該分行的註冊地址為PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗銀行澤西島分行受澤西金融服務監察委員會規管。花旗銀行澤西島分行是澤西銀行存款保障計劃（Jersey Bank Depositors Compensation Scheme）的參與方，該計劃為最高達5萬英鎊的合格存款提供保障。任意5年期內總賠償金額上限為1億英鎊。有關該計劃及其覆蓋銀行群體的完整詳細信息，請參見澤西島網站www.gov.je/dcs或按需提供申請。

花旗可能發售、發行、分銷或提供與《銀行復甦與處置指令》（BRRD）實體（即，歐盟指令2014/59/EU（「BRRD」）範圍內的歐盟實體，包括歐盟信貸機構、某些歐盟投資公司及/或它們的歐盟子公司或母公司）發行或准入的某些無擔保金融工具相關的其他服務（簡稱「BRRD金融工具」）。

在各司法管轄區（包括但不限於歐盟和美國），當銀行、經紀經銷商及其他金融機構（包括但不限於花旗）破產或可能破產時，國家主管當局擁有管理和處置該等機構的權力。該等權力的使用或預期使用，或其行使的方式，可能在以下方面產生重大不利影響的風險：(i) 閣下在某些類型的無擔保金融工具（包括但不限於BRRD金融工具）項下的權利，(ii) 閣下持有的某些無擔保金融工具（包括但不限於BRRD金融工具）的價值、波動性或流動性，及/或 (iii) 某個機構（包括但不限於BRRD實體）向閣下履行所欠負債或債務的能力。如果進行處置，出於維穩或消化損失的目的，BRRD金融工具的價值可能減少為零，並且/或者負債可能轉換為普通股或其他所有權憑證。現有BRRD金融工具的條款（如到期日期或應付利率）可能更改，並且償付可能暫停。

無法保證BRRD處置當局對任何BRRD處置工具或權力的使用或其行使方式，對閣下作為BRRD金融工具持有人的權利、閣下在BRRD金融工具中可能擁有的任何投資的市場價值以及/或者BRRD實體向閣下履行所欠負債或債務的能力不會產生重大不利影響。若該等處置權力的行使導致閣下獲得的待遇與閣下根據正常破產程序將會獲得的待遇相比更為不利，閣下可能有權從相關當局獲得補償。接受來自花旗的服務，即表示閣下已確認了解這些風險。

加拿大：花旗私人銀行是花旗集團旗下業務單位，通過花旗集團內的銀行和非銀行附屬機構，為客戶提供一系列廣泛的產品和服務。但需注意的是，並非所有附屬機構或地點皆提供所有的產品和服務。

在加拿大，花旗私人銀行隸屬花旗銀行加拿大分行，花旗銀行加拿大分行是第二類加拿大特許銀行。本文中提及花旗私人銀行及其在加拿大的活動僅指花旗銀行加拿大分行，而非花旗銀行加拿大分行在加拿大經營的任何附屬機構或子公司。花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司 (CCIFL) 作為花旗銀行加拿大分行的全資子公司，可提供部分投資產品。投資產品均有投資風險，包括可能導致所投本金虧損。投資產品不受加拿大存款保險公司 (CDIC)、美國聯邦存款保險公司 (FDIC) 或任何法律轄區的存款保險制度承保，花旗集團及其所有附屬機構亦不提供保證。

本文件僅為提供信息參考，不在任何法律轄區對任何人構成出售或購買任何證券的要約。本文件可能進行更新、完善、修訂、核實和修正，因此文中所含信息可能發生重大變更。

對因使用本文件所載訊息（包括疏忽或其他行為導致的錯誤）而產生的任何直接、間接、附帶、特殊或從屬性損害，包括利潤損失，花旗集團及其附屬機構以及任何高管、董事、僱員、代表或代理人概不負任何責任。

花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司 (CCIFL) 目前並非也無意成為加拿大投資監管機構 (CICO) 成員；因此，花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司的客戶並不具有該協會成員機構客戶享有的投資者保護福利，包括為該協會成員機構客戶提供的投資者保護計劃。

巴林：在巴林，花旗私人銀行依據花旗銀行巴林分行銀行牌照上的具體批准業務範圍開展業務。

向巴林客戶營銷和分銷投資基金需要通知巴林中央銀行，且對象僅限於下文定義的超高淨值投資者。供巴林本地客戶認購的所有產品均須滿足最低投資認購標準。

超高淨值投資者是指：

- (a) 最低淨資產（或與配偶共同擁有的淨資產）為2500萬美元或以上的個人；
- (b) 可投資性金融資產不低於2500萬美元的企業、合夥企業、信託或其他商業企業；或
- (c) 政府、超國家組織、中央銀行或其他國家貨幣當局，以及以投資金融工具作為主要活動的國家組織（如國家養老基金）。

以色列：本文針對的是符合1995年以色列《投資諮詢、投資營銷及投資組合管理法》（簡稱《諮詢法》）所定義的「合格客戶」的人士。本文並非面向零售客戶，花旗銀行亦不會向零售客戶提供相關產品或交易服務。本文的提供者未取得以色列證券管理局 (ISA) 授予的投資顧問資質，且本文所包含信息可能涉及以色列證券管理局未予監管的事務範疇。本文所涉及的任何證券，僅能在符合以色列公開發行規則豁免情形的前提下，方可向以色列人士發售或出售，否則均不可行。

阿聯酋：在阿聯酋，花旗銀行阿聯酋分行經阿聯酋中央銀行批准作為外國銀行分行營業。

私人銀行業務隸屬於花旗銀行阿聯酋分行，該分行持有阿聯酋證券與商品管理局（[SCA]）頒發的牌照，可開展以下金融活動：A) 依據牌照編號2020000097進行推廣；B) 依據牌照編號2020000198在國際市場擔任交易經紀商。

花旗銀行阿聯酋私人銀行業務分銷的共同基金已在阿聯酋證券與商品管理局（[SCA]）註冊。

SCA批准在阿聯酋推廣投資產品，並不等於阿聯酋證券與商品管理局（[SCA]）建議購買或投資該等特定投資產品。此外，對於任何相關方未能履行與投資產品相關的義務和職責的情況，或者對於相關認購說明書中所含數據的準確性和完整性方面的問題，阿聯酋證券與商品管理局（[SCA]）概不負責，亦不應為此承擔任何法律責任。

CONSUMER/CITIGOLD/CITIGOLD 私人客戶市場特定披露聲明

香港：本文件由花旗銀行（香港）有限公司（CHKL）和/或花旗銀行香港分行（CBNA HK，花旗銀行是依據美國法律成立的有限責任公司）在香港派發。花旗銀行（香港）有限公司和花旗銀行香港分行在本文件的基本內容或編製中並未提供獨立研究或分析。儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗銀行（香港）有限公司和花旗銀行香港分行並不保證信息之精準性及完整性，並對因使用文中信息所導致的任何直接損失或後果概不負責。

本文僅為提供一般信息參考，無意作為購買或出售任何產品或服務的推薦、要約或邀請，且不應被賴以視作財務建議。本文信息並未考慮任何特定投資者的目標、財務狀況或需求。考慮進行某項投資的人士，應根據其自身目標、財務狀況或需求考慮該投資的適合性，並應在作出投資決定前尋求獨立意見。閣下在作出任何投資決定前，應先獲取和考慮相關產品的條款及條件以及風險披露聲明，並考慮其是否適合閣下的目標、財務狀況或需求。建議投資者在投資前取得獨立的法律、財務和稅務建議。投資並非存款，不受香港的存款保障計劃保障，且面臨投資風險，包括可能損失所投資本金。

若在任何司法管轄區向任何人士派發該等資料屬非法行為，則本文不構成對該等司法管轄區派發資料之行為。

花旗銀行（香港）有限公司（CHKL）不提供全權委託投資組合管理服務。

新加坡：本文在新加坡由花旗銀行新加坡有限公司（CSL）派發至選定的Citigold/Citigold Private Client客戶。花旗銀行新加坡有限公司在本文件的基本內容或編製中並未提供獨立研究或分析。如對本文有任何疑問或欲了解任何與本文有關的事宜，請聯繫您在花旗銀行新加坡有限公司的Citigold/Citigold Private Client客戶關係經理。投資產品並未根據新加坡《存款保險及保單持有人保障計劃法》的規定參保，且不符合存款保險計劃規定的存款保險保障資格條件。

本文僅為提供一般信息參考，不應被賴以視作財務建議。本文信息並未考慮任何特定人士的目標、財務狀況或具體需求，且並非旨在作為對本文所提及的策略或概念的詳細論述，亦非旨在作為稅務或法律建議。任何人士若對本文提及的策略或概念感興趣，均應酌情諮詢其獨立的稅務、法律、財務或其他顧問。若在任何司法管轄區派發該等資料或作出任何要約未獲准許，或向任何人士派發該等資料或作出要約屬違法行為，則本文不構成在該等司法管轄區派發該等資料或作出該等要約或邀請之行為。

在進行任何投資之前，各投資者請務必獲取投資發售資料，其中包括風險、費用和開支以及往績記錄（若有）的描述，可在製定投資決策時綜合考量。投資者如有興趣，應就本文所討論的問題酌情徵詢其財務顧問的意見。若投資者決定不徵詢該等意見，則應仔細考量與投資相關的風險，並根據投資者自己的特定情況作出決定，確保該投資與投資者的投資目標相一致，並評估投資產品是否適合自己。儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗銀行新加坡有限公司（CSL）並不保證信息之正確性及完整性，對因文中信息所導致的任何直接損失或後果概不負責。

花旗銀行新加坡有限公司（CSL）不提供全權委託投資組合管理服務。

阿聯酋：花旗銀行阿聯酋分行在阿聯酋中央銀行註冊，其迪拜阿爾瓦斯爾分行牌照號為BSD/504/83，迪拜酋長國購物中心分行牌照號為13/184/2019，沙迦分行牌照號為BSD/2819/9，阿布扎比分行牌照號為BSD/692/83。電話號碼：04 311 4000。花旗銀行阿聯酋分行經阿聯酋中央銀行批准作為外國銀行分行營業。

花旗銀行阿聯酋分行持有阿聯酋證券與商品管理局（「SCA」）頒發的牌照，可開展以下金融活動：A) 依據牌照編號2020000097進行推廣；B) 依據牌照編號2020000198在國際市場擔任交易經紀商。

除非特別說明，否則投資產品並非花旗銀行、花旗集團或其任何附屬機構或子公司的銀行存款或承付款項或由其擔保。投資產品未經政府或政府機構承保。投資和國債產品存在投資風險，包括可能損失投資本金。過往表現並不代表未來業績：價格可能上升，也可能下跌。投資者在投資以外幣（非當地貨幣）計價的投資和/或國債產品時應注意匯率波動風險，當外幣兌換成投資者本國貨幣時，匯率波動可能導致本金損失。投資和國債產品不面向美國人士發售。所有投資和國債產品申請均須遵守個別投資和國債產品的條款和條件。客戶了解，客戶有責任就其投資交易的法律和稅務後果尋求法律和/或稅務建議。如果客戶變更居住地、公民身份、國籍或工作地點，其有責任了解此類改變會如何影響自身的投資交易，並在相應法律法規適用時遵守這些法律法規。客戶了解花旗銀行不提供法律和/或稅務建議，也不負責就其交易的相關法律向其提供建議。花旗銀行阿聯酋分行不對客戶的現有持倉進行持續監控。

產品關鍵信息聲明以及「費用一覽表」附件中提及的其他所有費用和收費，均可登錄我們的網站 www.citibank.ae 進行查詢。

對於由我們的第三方產品提供商（資產管理公司）管理的共同基金而言，花旗銀行阿聯酋分行是其分銷商。我們使用UBS AG作為中介機構，為我們的客戶提供股票和債券的執行和託管服務。

花旗銀行阿聯酋消費者業務分銷的共同基金已在阿聯酋證券與商品管理局（「SCA」）註冊，花旗銀行阿聯酋消費者業務分銷的結構化票據已獲得阿聯酋中央銀行批准。

阿聯酋證券與商品管理局（「SCA」）批准在阿聯酋推廣投資產品，並不等於阿聯酋證券與商品管理局（「SCA」）建議購買或投資該等特定投資產品。此外，對於任何相關方未能履行與投資產品相關的義務和職責的情況，或者對於相關認購說明書中所含數據的準確性和完整性方面的問題，阿聯酋證券與商品管理局（「SCA」）概不負責，亦不應為此承擔任何法律責任。

本文提供的信息不構成向居住在歐盟、歐洲經濟區、瑞士、根西島、澤西島、摩納哥、聖馬力諾、梵蒂岡、馬恩島、英國的個人推銷任何產品或服務。

英國：本文件在英國由花旗銀行英國有限公司（Citibank UK Limited）分發，在澤西島行政區由花旗銀行澤西島分行分發。

花旗銀行英國有限公司由審慎監管局授權，受金融行為監管局和審慎監管局規管。該公司的金融服務註冊編號為805574。花旗銀行英國有限公司是在英格蘭及威爾士註冊的股份有限公司，註冊地址位於Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB, 公司註冊處註冊號碼：11283101。

花旗銀行澤西島分行受澤西金融服務委員會規管。花旗國際個人銀行 (Citi International Personal Bank) 是花旗銀行在澤西島註冊的商業名稱。花旗銀行澤西島分行的地址為P.O.Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB。花旗銀行是在美國註冊的有限責任公司, 總部地址: 399 Park Avenue, New York, NY 10043, USA。

©2024 花旗集團 (Citigroup Inc.)。花旗 (Citi)、加弧形設計的Citi和其他在此使用的標誌, 均為花旗集團或其附屬機構的服務商標, 在全球各地使用並註冊。

