

2021 年中展望

啓程前往後疫情世界：新經濟， 新投資

Citi Global Wealth
Investments

Private Bank



服務於環球公民的花旗私人銀行

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



2021 年中展望

目錄

前言	4
1 走出疫情困境	
1.1 不斷加速	6
1.2 啟程前往後疫情世界：新經濟，新投資	11
1.3 環球經濟面臨的最重大風險：回顧與前瞻	24
2 疫情過後的世界	
2.1 中美兩極格局下的資產配置	28
2.2 數字革命深入發展	31
2.3 拓展醫療保健前沿技術	35
2.4 重塑地產行業	38
2.5 快速綠化的新世界	41

前言



JIM O'DONNELL
Citi Global Wealth 主管

我很高興能在此向各位介紹《2021年中展望——啓程前往後疫情世界：新經濟，新投資》。這是自Citi Global Wealth於今年年初成立以來我們推出的首期年中展望報告。我們的使命是為所有環球客戶提供卓越的財富管理服務，例如我們會與投資者分享David Bailin投資團隊的機構級前沿思想。

過去的一年半是人類現代史最具挑戰的時期之一。但值得慶幸的是，我們看到了新冠疫情危機即將結束的曙光。本期《年中展望》中，我們對如何走出疫情並布局未來制定了路線圖。我們希望傳達的信息是，世界不會簡單地回歸以往。相反，我們認為新冠疫情加快推動了環球經濟的重大變革，投資者

應結合新的經濟環境配置投資組合。

我們相信，世界正走出疫情影響且將迎來全面復蘇。得益於疫苗的推出以及空前的財政和貨幣刺激政策，多數經濟體正逐步重新開放，儘管節奏不盡相同。世界各地的消費者都在殷切盼望著得以早日拜訪親友、外出就餐、參加大型活動和出國旅游。在經歷長時間的被迫儲蓄之後，消費者的經濟實力也有所增強。經濟刺激、個人儲蓄、被壓抑的需求以及消費模式的變化都預示著經濟有望快速復蘇並連續數年積極增長。

我們在2020年的大部分時間都在建議投資受疫情打擊最嚴重的資產，其中的許多資產在此之後已強勢反彈。儘管潛在升值的空間有所縮減，我們依然認為可投資於受經濟復蘇利好的資產，尤其是在美國以外的市場。我們認定部分房地產資產和特定國家市場（如巴西和英國）亦存在投資機會。

但我們預計在2022年的某個時間節點市場將出現調整，我們所說的“價值回歸”交易將結束。此後，經濟發展有望進入另一個傳統模式增長階段，並展示出周期中期的特徵。我們對此已開始布局——請參考“[啓程前往後疫情世界](#)”以及“[我們的資產配置](#)”部分內容。我們對經濟持樂觀態度，但不會盲目自信。發達市場的資產價格已充分體現對好消息的預期。伴隨每次經濟大幅增長也總會出現些問題，這次可能也不例外。我們在“[環球經濟面臨的最重大風險：回顧與前瞻](#)”中對一些影響重大的低概率風險進行了探討。

儘管生活正逐步恢復正常，但我們認為疫情後的世界將與疫情前大不相同。即使病毒最終受控，一些改變也可能持續下去。例如，企業和消費者都意識到科技在疫情期間提升了效率——詳見“[數字革命深入發展](#)”。

同樣地，快速量產新冠疫苗的成功可能會加速其它診療手段和醫療科技的發展——詳見“[拓展醫療保健前沿技術](#)”。可再生能源領域去年取得的進展亦有望在未來延續，詳情請參考“[快速綠化的新世界](#)”。“國家資本”越來越多地參與到這樣或那樣的關鍵行業，這將會成為發展的關鍵驅動因素，美國和中國尤其如此——請參考“[中美兩極格局下的資產配置](#)”部分。

隨著我們逐漸走出疫情困境，作為您值得信賴的合作夥伴和財富引領者，Citi Global Wealth時刻做好準備，助您強化投資組合表現，與您攜手闊步後疫情時代。

能為您提供服務是我們的榮幸。

1 走出疫情困境

目錄

- 1.1 不斷加速
- 1.2 啓程前往後疫情世界：新經濟，新投資
- 1.3 環球經濟面臨的最重大風險：回顧與前瞻



1.1 不斷加速

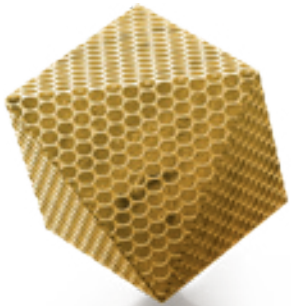


DAVID BAILIN
環球投資主管和首席投資官
Citi Global Wealth

隨著世界逐漸走出新冠疫情困境，各國經濟快速恢復令我們對環球經濟保持樂觀，而且我們也找到了後疫情時期具有吸引力的投資機會。

也許您眼下正覺得既疲憊不堪又興奮異常。您也許正憧憬著世界回歸常態，但同時也擔心世界可能永不會再恢復原樣。新冠疫情是一場百年一遇的大災難，也是導致投資者產生矛盾忐忑情緒的根源。

作為Citi Global Wealth的首席投資官，我常年與包括從家族辦公室到私人投資者在內的數百名客戶維持密切聯繫，而我可以肯定地說，隨著我們走向後疫情時代，發展的步伐將不斷加速。從新聞周期到經濟本身，數據傳輸的速度越來越快，決策也越來越迅速。世界面對新冠疫情時所展現出來的韌性以及追求成功和創新乃至經歷失敗後的迫切心情都在推動著發展加速前行。



適應新環境

談及當下的投資，有些事實和可能性可以讓我們更清晰地觀察世界動向：

- 新冠疫情將在未來6至12個月內結束，隨著疫苗接種的普及、病毒檢測能力和認知水平的提高，新冠病毒感染將有望被減弱為一種容易治愈的小病，類似於季節性流感。發達國家和新興市場國家之間的團結合作將是抗疫取得成功的關鍵。
- 環球經濟將因各國有效的貨幣和財政刺激而快速復蘇。發達國家儲蓄的增加、受壓抑服務業需求的釋放、切實挽救生命的科技變革以及更具競爭力的環球環境等因素使得經濟增長動能十足。
- 儘管部分金融市場的估值已跑得過高，但仍有許多市場處於估值窪地。在環球各地GDP爆發式增長的同時，推動經濟長期復蘇的勢頭仍然旺盛。
- 低利率很可能會長期持續。無論何時，無論何地，如果債券投資者因通脹無法在市場中取得正回報，那麼股票和另類投資將在資產配置中發揮更重要作用。後疫情時代，現金的價值已顯著走低。
- 新冠疫情過後，我們將在周期中期階段走向新經濟時期。疫情結束時，環球市場的估值將完全反映經濟初期的復蘇成果。但這並不意味著股票回報將低於平均水平。回顧過去，我們注意到，股票在周期中期階段的平均回報率與完整周期的回報率幾乎同樣強勁。

- 多元化配置的機會很多，而且會越來越多。¹ 市場、國家、政治和科技的變革將催生更多的贏家和輸家。這對於投資者來說是利好，僅通過被動投資指數不太可能實現未來的成功，主動管理因此將尤為重要。
- 在解決複雜的環境和社會問題時，具有吸引力的商業和投資機會亦會湧現。

綜上所述，對環球經濟的樂觀情緒有理有據。相比之下，我們當下糾結的情緒可能讓我們做出糟糕的投資決定，不僅害怕恐懼，還會出於恐懼而慌亂行動，即便數據事實表明恐慌情緒並無依據。在我們看來，當下更應該注重尋求明智建議、避免市場投機。

¹ 多元化配置並不能保證投資本金不受損失。

重啟旅程

當下的情形不同以往。未來的12個月裏，我們將處於過渡階段。各類有望受益於疫情結束的行業將帶來許多短期的投資機會。隨後更長期的投資機會將浮出水面，而且會隨著疫情的發展越來越明朗。那麼，投資者現在該怎麼辦？

投資組合應及時反映出環球經濟即將發生的快速變化，而且最好提前布局。這就要求我們認真貫徹落實核心資產機會 [投資理念](#)。在市場實際利率為負的情況下，充分投資於市場全周期的核心投資組合應向股票傾斜，並主動從短期投資機會轉向長期機會，例如增加對環球經濟中 [不可阻擋的趨勢](#) 的投資可提高投資組合的收益。此類核心投資組合還將從本年中展望報告所提及的衆多多元化配置機會中獲益。

對您可配置於機會型投資的部分財富，目前環境中的市場機會可謂非常多。投資組合可以充分利用環球市場中廣泛存在的錯位進行配置。周期性波動將有助實現資本市場回報策略，而且能為投資者提供更好的股票買入點。在部分行業領域，將分化出潛在的贏家和輸家，我們希望投資者能夠挖掘並超配贏家，這些贏家將在我們認定的持續成長賽道中不斷獲取市場份額，並可維持或提高盈利能力。

短期投資機會

本期中展望報告可能會比以往的年中報告更有價值，因為我們正在走向一個嶄新的未來。

您會在本報告中發現價值回歸的投資機會依然存在，價值回歸投資能從新冠疫情對世界經濟造成的波折中獲益。成長股在2020年的強勁表現可能難再持續，但部分新冠周期性板塊待環球經濟2022年全面重開時會大幅回暖，包括旅遊業和酒店業，以及特定房地產板塊和更廣泛的服務業。投資者應記住，在價值回歸的最後階段，因疫情爆發而成為大贏家的板塊——如家用電器供應商——將風光不再甚至轉入衰退。

價值回歸還具有地緣性。儘管美國市場資產已充分定價，但中國市場的股價水平較峰值有所下跌。我們認為，中國市場在調整後有望表現良好。巴西和英國等國家市場的經濟復蘇進程仍未出現質的飛躍。東南亞地區市場儘管坐擁強大人人口紅利，但目前表現亦較為疲弱，不過該地區有望在中美兩極世界格局激化中成為最大受益者。未到抗擊疫情最終告捷的時刻，投資於此等價值回歸的機會仍將存在並具有回報空間——請參考 [啟程前往後疫情世界：新經濟，新投資](#) 部分。

我們可以設想疫情一旦結束，環球經濟強勁復蘇成為常態後：供應鏈將貨品充足；海運商將合理調配集裝箱和船隻以滿足需求；飆升的大宗商品

價格將企穩，反映出供需平衡的改善；政府以及央行對經濟的干預將逐步退出，最終經濟將有望擺脫非常規措施的影響並回歸正常運行軌道。這一切都表明，我們可以期待業務和個人生活將在一定程度上回歸正常。



全新的常態

全新的常態並非我們熟悉的常態。新冠疫情催生了許多新的現實，其中之一為環球關係的新狀態。

中國的穩步崛起和美國動蕩的政治環境反映未來數十年這兩個超級大國仍將持續在經濟領域角力。美國及其西方盟友看到了來自中國的威脅，其中包括一些由來已久的紛爭，如缺乏對知識產權的保護，但也出現了新的對抗，因為中國意圖在電動車等新興行業中與領先環球的製造商展開正面角逐競爭。而這預示了“中美兩強格局”的出現，環球經濟一體化因此出現裂痕——請參考[“中美兩強格局下的資產配置”](#)部分。經濟的割裂在各地和各領域的程度有所不同，但這確實意味著半導體等戰略性行業領域可能將演變出兩大截然不同的市場。同樣的道理也適用於資本市場本身。我們可以預見人民幣正逐步獲取國際儲備地位，同時中美互相競爭，成為進行融資和交易活動的兩大市場。

另一質變則是政府與選民間的關係出現變化。本已日漸擴大的分歧因疫情爆發而加劇，各國政府同時也都在利用危機增強力量。從美國到印度，從泰國到印度尼西亞，民主的進程被顯著削弱。政治的兩極分化同時以顯而易見或潛移默化的方式影響著環球經濟。加征關稅和由此造成的貿易衝擊是顯而易見的。但當話題涉及隱私權、政府監控及出於軍事威脅目的使用網絡攻擊時，商品和服務的買賣雙方將不得不增加成本並考慮潛在影響。

就投資組合而言，我們可以認為，“中美兩極”的分裂和部分西方經濟體的分化將為投資組合的多元化配置提供機遇。在最好的設想下，競爭加劇、新興資本市場崛起和科技進步的共同作用下新的投資機會有望出現，而且此等資產價值的起伏關聯度較低。然而潛在的不利因素亦會存在，即如地緣政治關係的破裂將導致市場間的分裂。

因此，值得信任的合作夥伴將變得更為重要，個體投資者或單一家族辦公室將難以對所有事件進行跟踪並根據影響採取行動。

長期投資機會

我們在疫情爆發前已確定為“[不可阻擋的趨勢](#)”在疫情後對投資者甚至變得更為重要。回顧一下新冠疫情的影響以及隨之而來的環球經濟的停擺：生物科技的進步有望加速癌症、糖尿病以及眾多重大疾病診療手段的發展；機器人、遠程醫療和數字化醫療將使醫護人員可以開展遠距離診療，請參考[“拓展醫療保健前沿技術”](#)部分；太空領域的競爭異常激化，因其對數據傳輸至關重要；網絡安全手段將持續發展，以更好地為企業和政府提供保護，有時甚至是企業間和政府間的防護，請參考[“數字革命深入發展”](#)。

我們的日常生活日新月异，從電子商務到在綫遊戲，從直播音樂會到國際電競比賽，下一代商務也將建立在純粹的數字化基礎之上。工業生產將全方位靈活化，從而能夠更快速地應對消費者需求的變化。倉儲業將適應“一小時”上門送貨需求。我們的辦公室將成為靈活的空間，在家辦公將轉變為在任何地方辦公。諸如此類的革新令我們對建築物及其他類型物業的需要和使用方式具有重大影響，詳見[“重塑地產行業”](#)部分。

最後，我們的未來還包括金融科技的發展。金融科技將革新我們管理資產的方式。投資組合將受益於優化的投資策略執行（如本期報告所回顧的策略）。數字貨幣將引領我們走向數字化資產時代，甚至我們獲取建議或與投資顧問交流的方式都將更上一個臺階。

我們可投資於上述所有的創新革新，以構建面向未來的投資組合。

共同利益

儘管我們已提及東西方競爭的格局，但仍有一些議題需要各個經濟體的合力才能解決。

在2020年初的疫情封鎖時期，化石燃料的使用大幅降低，我們認為，這可讓我們一瞥廣泛采用更清潔和更高效能源的未來。因此，即使傳統能源行業有所回暖，我們仍相信，新能源會有更光明的長期發展前景，請參考[“快速綠化的新世界”](#)部分。當然，根本的問題——即地球的氣候和人類的共同福祉——比任何商業機會或投資機會都更為重要。我們認為私人資本仍然大有可為，可協助碳排放降低至得以避免氣候災難的水平，請參考[“碳排放歸零：對投資者的啟示”](#)。

收益預期

2020年，中國股市、科技股和美國中小盤股的快速升值使得一些投資者認為最好的投資時機已經過去，過高的市場估值導致投資者錯失了後疫情時代的投資機會。我們不同意這種說法。

企業未來的盈利增長前景仍然強勁。對於眾多行業、公司和地區而言，營收、盈利、現金流和/或股息超過2019年水平將是具有重大意義的成果，這也是因為我們仍處於新經濟周期的早期階段。儘管如此，正如下文的論述，市場競爭將比以往任何時候都要激烈。公司管理層將需要對在何時何地投入資金進行決策，而這些決策將使得各個公司的業績和估值水平出現更顯著的差異。

因此，投資組合的主動管理從未像今天這般重要。

我們由衷感謝您願與我們攜手合作，尤其是在過去15個月內共同度過一段環境動蕩、令人恐懼且前所未見的特殊時期。作為值得您信賴的當前合作夥伴，我們將比以往任何時候都更加堅守對您的承諾。我們將不遺餘力繼續為您提供投資指導，與您一同邁向樂觀預期和複雜共生關係並存的未來。

1.1

啟程前往後疫情世界：新經濟，新投資

魏廷文 (STEVEN WIETING) - 首席投資策略師和首席經濟學家

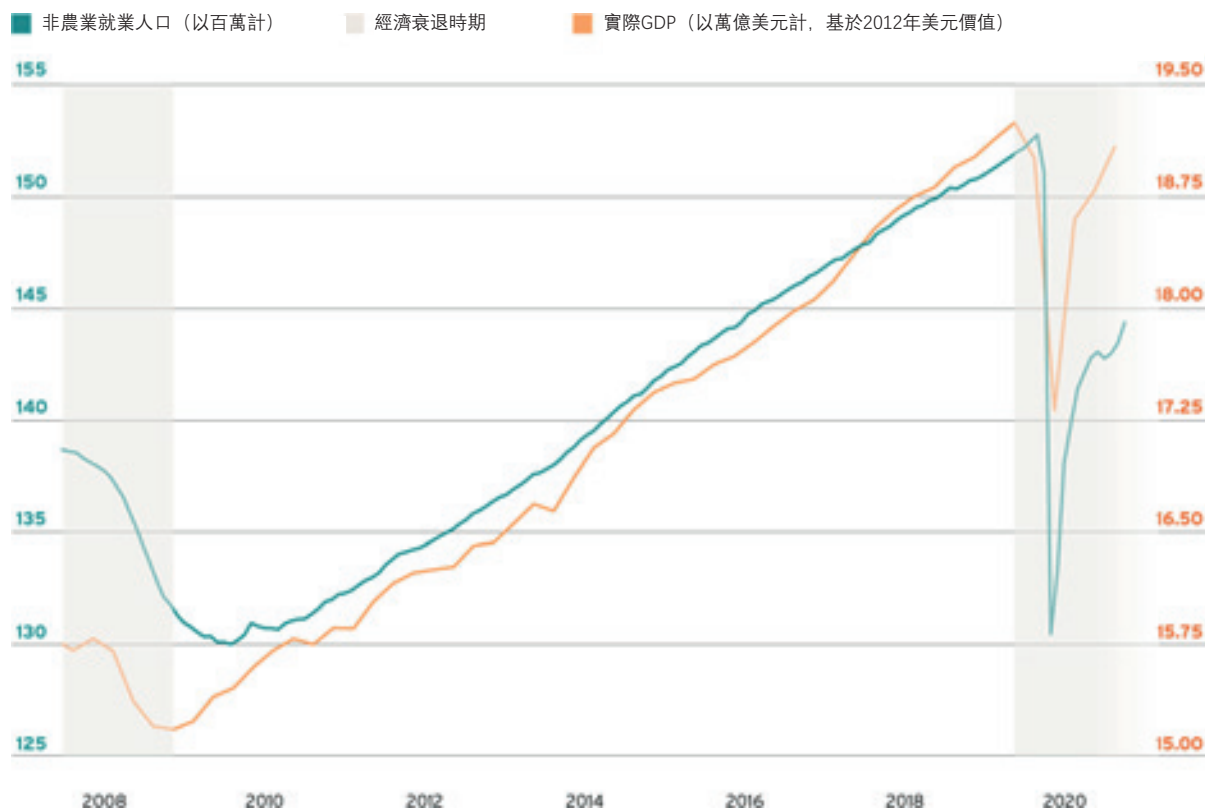
隨著新冠疫情即將結束，我們預期經濟擴張態勢將延續數年。但疫情已改變經濟發展格局，投資組合亦需根據新經濟進行投資。

- 環球疫情將在接下來的幾個季度內宣告結束，未來數年經濟將出現強勁復蘇
- 新冠疫情改變了世界經濟，人們通過適應變化和提高效率來應對疫情的諸多限制
- 長遠來看，宏觀經濟管理政策和政府干預措施的規模可能也會發生變化
- 投資於經濟復蘇的最大可獲利回報已兌現，尤其是部分低質量資產的收益率領跑市場



- 部分板塊和國家市場仍具價值回歸潛力，但投資機遇的空間和規模正在縮小
- 我們已開始為經濟周期的中期發展布局資產配置
- 我們傾向於投資仍具復蘇潛力的資產以及估值合理的長期成長資產
- 我們已著手優化投資組合的質量，但這絕不意味著我們對經濟前景持負面預期
- 除少數個例，絕大部分固定收益資產以及現金均不具備投資吸引力

圖表1. 科技的提升使得經濟增速大於就業增速



來源：Haver，截至2020年11月26日數據。

正如電視劇裏醫生所說，“病人將完全康復”，在2020年世界遭受疫情衝擊後疫苗目前得到積極推廣的背景下，我們的預後推斷也是世界經濟將完全康復。誠然，在一些人口眾多的國家，新冠疫情仍是當下的一個顯著風險。即使在受疫情影響較小的部分地區，新冠仍對當地社區和需要密切接觸社交的行業構成威脅。與此同時，國際人員流動仍處於深度凍結的狀態。但在展望未來一年的經濟轉型時，我們仍然認為世界經濟的規模將超過2019年底的水平，並在此後數年保持增長。

未來一年世界經濟將快速復蘇，但在各地進度不一，這與2020年的大幅動蕩相似。這也反映出新冠疫情衝擊造成的外生影響，表明許多經濟體在遭遇醫療困境時經濟狀況總體良好，同時部分國家相較於別國推出了更為空前的刺激措施。重要的是，隨著疫情期間適應性和效率的提升，世界經濟已顯著發生變化。

值得注意的是，美國2021年一季度末實際GDP數據僅比2019年底水平下跌1%，而就業率却下降了5.5%。新冠疫情對行業的衝擊導致了大面積的供應短缺和瓶頸，試想一下，當就業率有朝一日充分恢復，經濟整體體量將增長至多大——如圖表1所示。創新和科技幫助人類適應了疫情困境，當疫情退却後這些經驗也將留下。

周期性行業僅適合復蘇時期，而非長期配置

截至6月初，包括美國在內的少數富裕國家在建立群體免疫屏障方面遙遙領先，而其他國家則遠遠滯後。發展深度依賴國際旅遊業和酒店業的經濟體仍然非常蕭條，雖然這並不意外。但最終，疫苗接種的落後者也將趕上進度。我們預計美國今年的增長將領跑環球，但隨著美國以外市場後續的強勁復蘇，該局面將在2022年得到逆轉——如圖表2所示。

新冠疫情除了導致酒店業等可選服務領域停擺，還對一些必需服務行業造成破壞，如選擇性醫

圖表2. 2021年美國增長將領跑環球，但2022年局面將有變

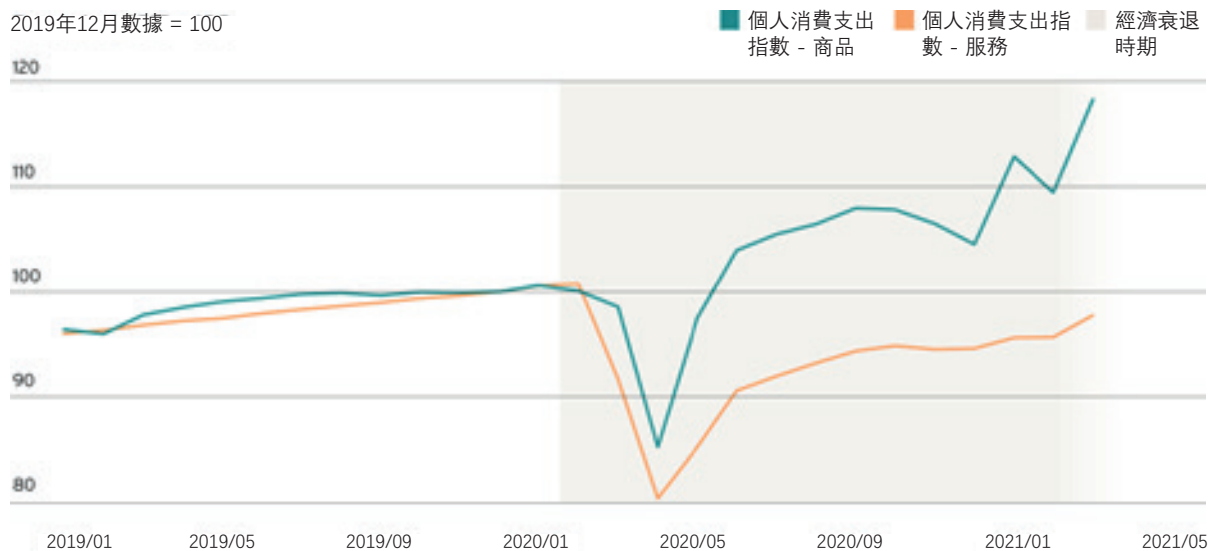
	2020	2021 (一月預測)	2021 (三月預測)	2022
中國	2.3	6.0	8.0	6.0
美國	-3.5	3.9	6.0	3.5*
環球	-4.0	4.2	5.0	4.5

*財政擴張支撐的發展動能

來源：花旗私人銀行首席投資策略師辦公室，截至2021年5月數據。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。該圖表展現了以經通脹因素調整美元計算的國家公布數據以及國際貨幣基金組織（IMF）公布的整體數據的變化情況。

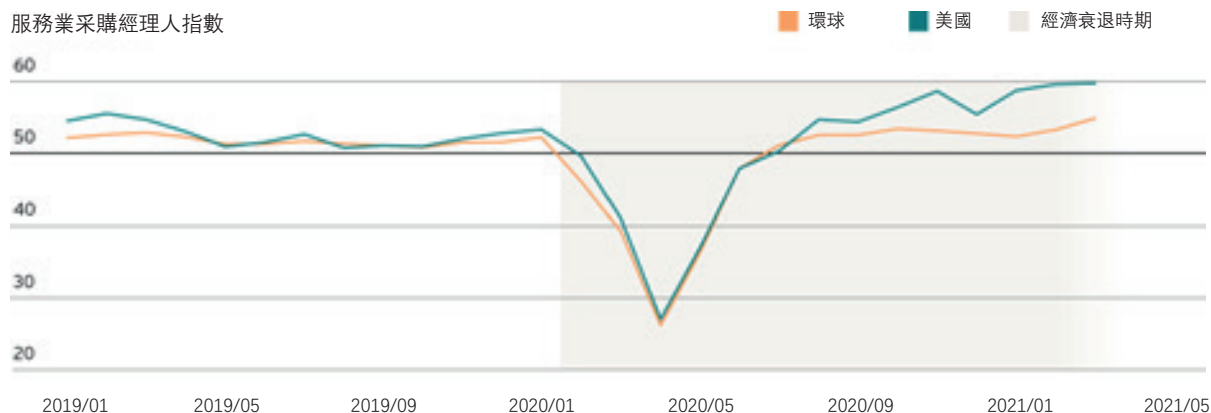
療，尤其是在美國，市場中充斥著大量經濟刺激支票，導致消費者將支出大量轉向商品購買。此舉推動了國內產品製造業和貿易活動的大幅增長——如圖表3所示。接下來的幾個季度內，大部分嚴重蕭條的服務業將在各地逐步回暖——如圖表4所示。

圖表3. 美國服務業的復蘇潛力



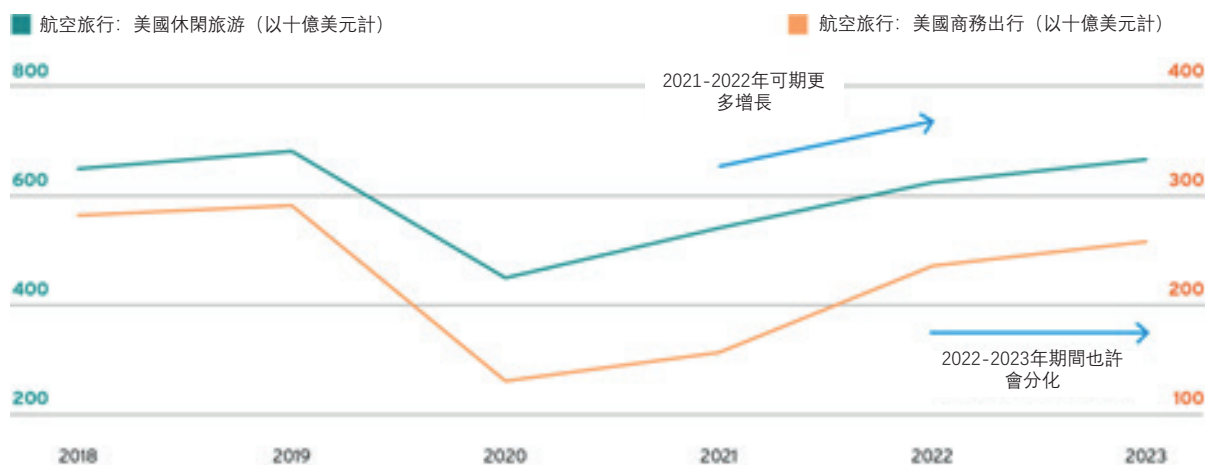
該圖表展示了美國消費者在商品與服務方面的實際支出。來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

圖表4.環球服務業可趕上美國服務業復蘇步伐



該圖表展示了美國與環球服務業採購經理人指數的對比結果。來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

圖表5.美國航空業前景：休閒旅游對比商務出行



來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

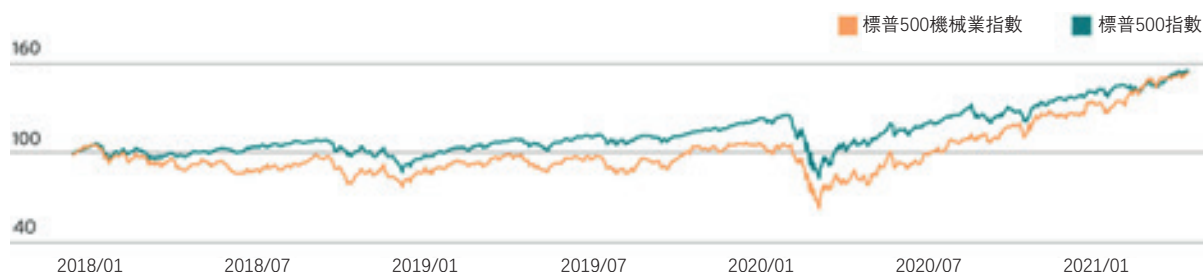
當環境變得安全時，我們預計受到壓抑的個人旅行需求將提振交通業和酒店業。與此同時，受抑制的商務旅行釋放需求却令人以為該領域已恢復至“疫情前的常態”——如圖表5所示。但在一年之內，我們就會看到商務生活已發生永久性改變的證據。

簡言之，通信技術的發展和應用將徹底提升效率。電話會議的廣為使用，以及更廣泛的由5G引領的“超級互聯”新時代，將永久地改變對辦公空間和航空商務艙的需求。未來的大雪紛飛之日，學校很可能只會簡單地將課程內容轉移到綫上，不耽誤學生們上課。

去年，我們重點提出了利用價值回歸進行投資，參見《2021年度展望》，即投資於價格遭受疫情影響最嚴重的資產，並在資產價格從低迷水平的反彈中受益。直到2021年6月初，這一投資主題仍然具有現實意義，但類似的機會已日漸減少，且反彈的空間已有所縮減。例如，從周期性製造商和消費品生產商身上已不存在贏取超額回報的空間，因為這些資產的價值已快速回歸——如圖表6所示。

而與之相比，“新冠周期性”服務業（如旅游和酒店）仍存價值回歸潛力——如圖表7所示。其實這些板塊也已經大幅回暖。同樣地，從疫情中滯後復蘇的其他行業和地區市場亦有價值回歸潛力——如圖表8所示。我們認為環球房地產業（參見“後疫情時代：重塑地產行業”）及巴西和英國股市仍有上漲潛力。但我們已降低了對“新冠周期性資產”的超配水平，例如美國小盤股在內的資產已充分回暖。

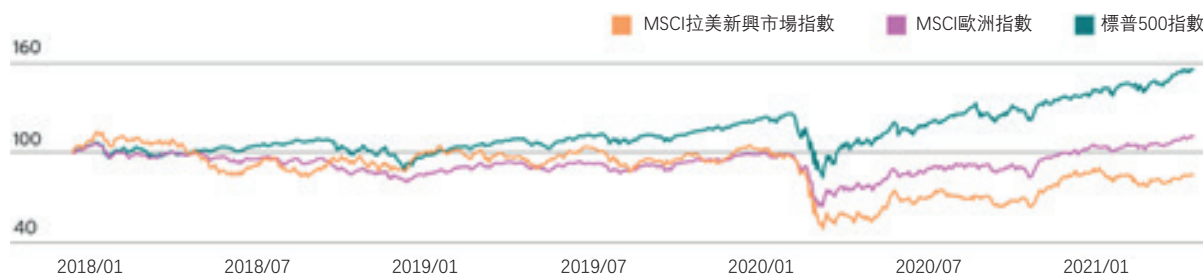
圖表6.美國機械製造回暖的表現已趕上大市



圖表7.旅遊業和酒店業的回暖仍需時日

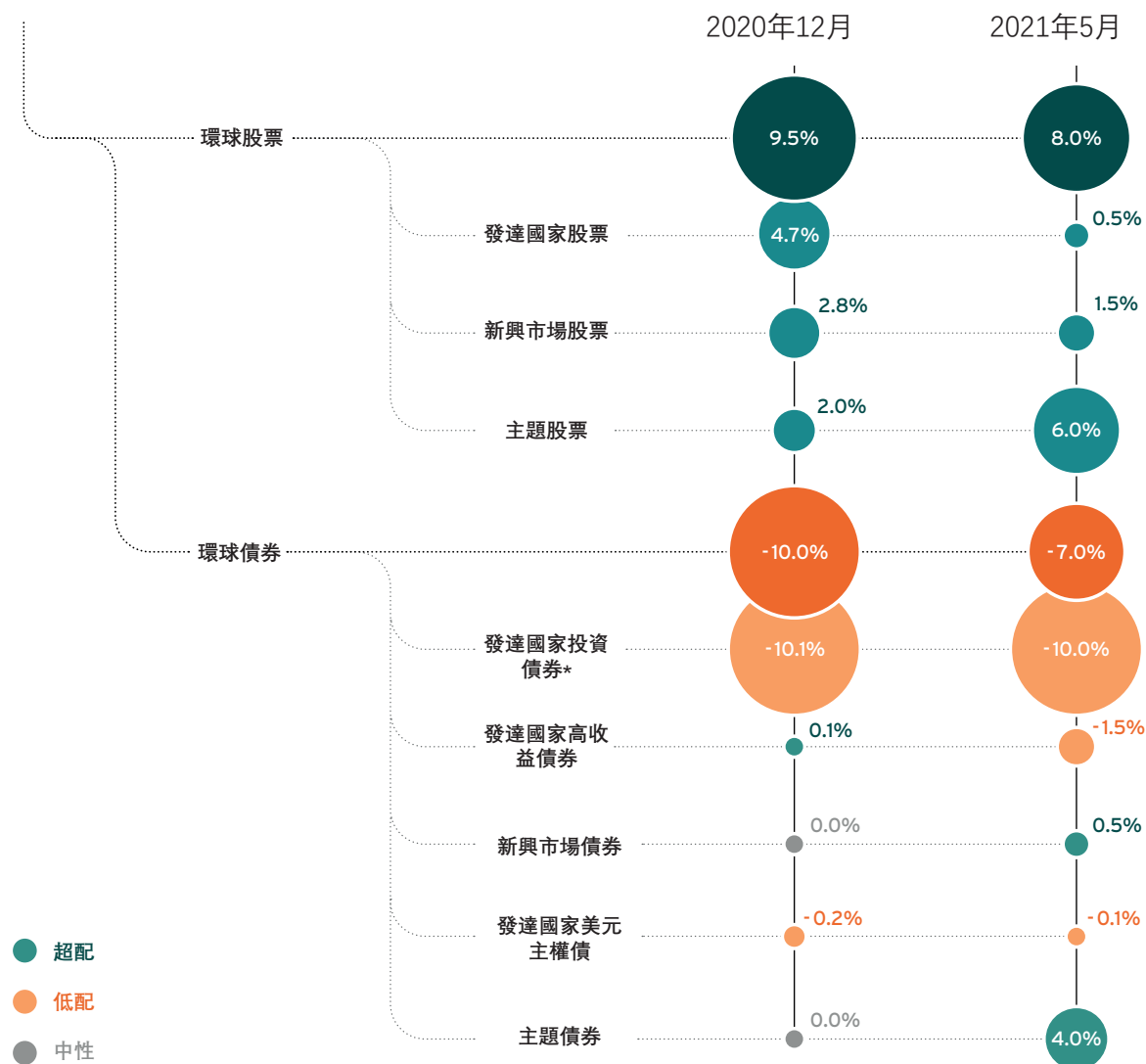


圖表8.環球各地區的經濟復蘇進程不一



來源：Factset，截至2021年5月17日數據。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用，不代表任何特定投資績效。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。數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。詞語定義請見術語表。

我們的資產配置



来源：首席投资策略师办公室，截至2021年5月19日资料。

*考慮到美國以外發達國家市場投資級債券的低配水平

投資機會

具價值回歸潛力的新冠周期性板塊，包括：旅遊業、酒店業、環球房地產

部分被低估的國家市場，如：英國股市、巴西股市

環球醫療保健股票，如：醫療科技、生命科學和工具

專業私募股權投資管理的生物科技策略

中國和美國的半導體、衛星、軟件、可再生能源和大宗商品生產商

受益於“中美兩極格局”的東南亞企業股票

投資於數字革命受益者（如倉儲和數字基礎設施）的房地產基金

專注於酒店的房地產基金

在市場調整時加大對數字化領域的長期配置：

- 電子商務、在綫遊戲、流媒體娛樂
- 網絡安全、金融科技
- 未來工廠、互聯汽車
- 機器人手術和遠程醫療

可再生能源和能源效率提升

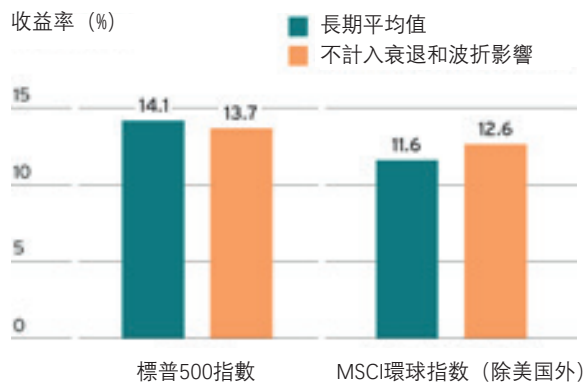
配置通脹掛鉤債券和浮動利率銀行貸款

在央行維持零利率和負利率的環境下尋求對沖未來融資成本的上升的風險

經濟擴張繼續，只是復蘇速度不再像危機過後的觸底反彈那樣顯著

我們認為，價值回歸交易機會將在2022年某個時間節點耗盡。但需要強調是，這並不意味著經濟增長和股市的正回報的終結。與之相反，市場只是從“經濟周期早期”轉向“中期”，這一階段在經濟衰退的一年後開始，至下輪衰退開始前的一年結束。

圖表10.
經濟周期中期回報情況 - 美國對比環球



該圖表展現整體回報率與剔除美國市場衰退期向前和向後各12個月表現的回報率的對比。來源：Haver，截至2021年4月30日數據。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用，不代表任何特定投資績效。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。數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。詞語定義請見術語表。

圖表11.新冠周期性資產反彈



該圖表展現了新冠周期性資產和新冠防禦性資產分別佔總市值的百分比。新冠周期性資產：金融、工業、能源、材料，房地產、可選消費（不含亞馬遜）。新冠防禦性行業：IT、醫療保健、通信服務、必需消費品、公用事業、亞馬遜。來源：Haver Analytics，截至2021年4月30日數據。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用，不代表任何特定投資績效。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。數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。

歷史記錄顯示，股票在周期中期階段的平均回報率與完整周期的回報率幾乎同樣強勁——如圖表10所示。自1960年以來的八個經濟周期中，每股收益下跌的情形僅在經濟復蘇的第二年和第三年各出現過一次。在經濟復蘇的第二年和第三年，每股收益的平均增幅分別為15%和14%。誠然，我們猜測美國上調企業所得稅也許會致市場調整，而且經濟增速在2021年的強勁表現後可能放緩。但考慮到當前商業周期的復蘇程度，尤其是美國就業率仍比峰值水平低5.5%，基本面仍趨樂觀。

重要的是，價值回歸結束後特定資產的估值不大可能會簡單地反彈到疫情前水平，眾多資產的相對價值將發生變化，並不會因疫情結束而完全逆轉回歸

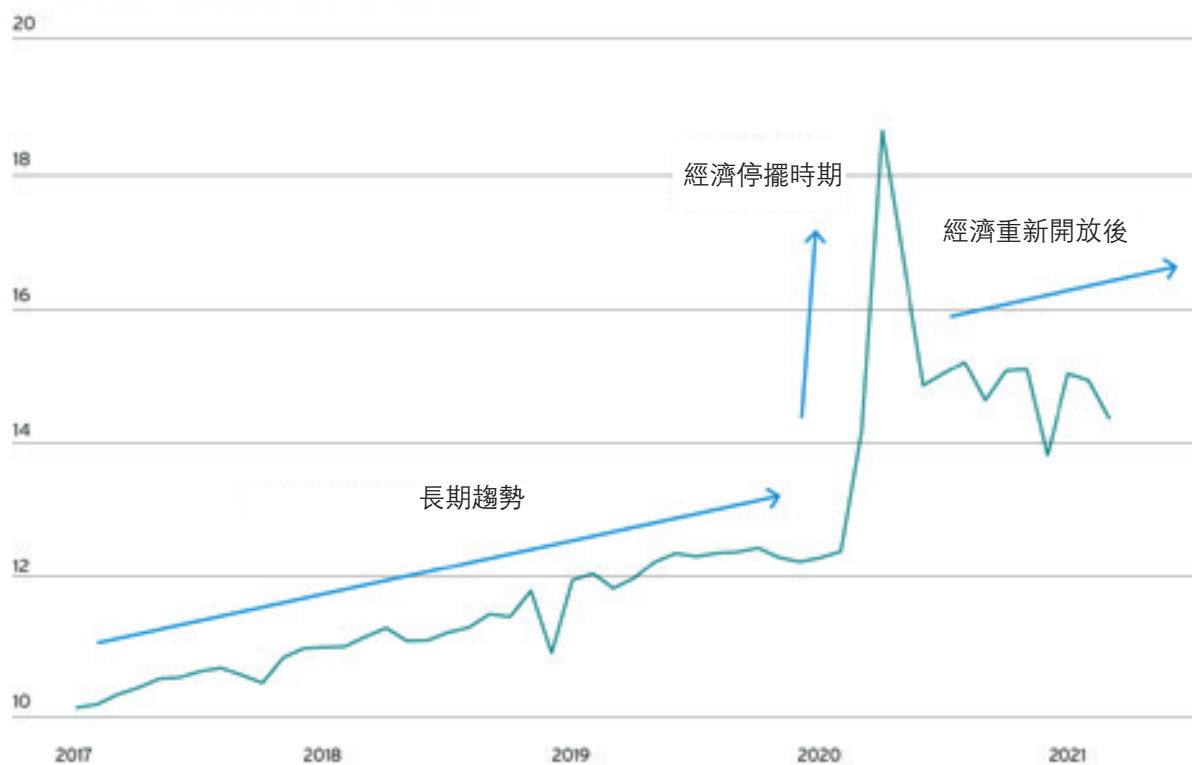
原有價值——如圖表11所示。讓世界得以在疫情下繼續運轉的科技將對經濟需求產生持續的重大影響。這並不代表我們將維持孤獨的生活方式或徹底開始遠程辦公，相反，疫情加速了一些科技創新的應用，由此帶來的變革性影響將在世界經濟重新開放後長期存在。

往日不再重現

新冠疫情是人類遭遇的一次慘烈悲劇，目前已奪走了超過338萬人的生命²。新冠疫情也讓人類進行了廣泛深刻的學習，它刺激了醫療領域的創新，使得我們能以史無前例的速度進行抗疫。環球數以百萬計的老年人口不可避免地適應了數字化服務並開始使用電子商務服務，這一轉變將永久地改善他們的生活——如圖表12所示。上班族會發現，相比通勤前往辦公室，在家辦公反而可以給雇主創造更大的效益。

圖表12. 電子商務佔美國商品零售總額的比例

在綫零售和非門店零售的市場份額 (%)



來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

² 世界衛生組織，截至2021年5月19日數據

圖表13.寫字樓表現仍顯滯後

房地產信託 (REITs) 對比標普500指數



來源：彭博，截至2021年5月7日數據。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用，不代表任何特定投資績效。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。數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。此處所示的一攬子成分股並不構成購買或建議出售標的股票的要約。

有鑒於此，我們並不認為所有遭受新冠疫情影響的行業都將回歸“舊常態”。寫字樓和傳統零售物業的估值仍然較低並具恢復前景，但長期壓力將重新顯現。數字銀行、遠程診斷或在世界各地不間斷辦公已具備更高可能性，人們對此的需求也不斷擴大，這也使得部分競爭性資產的估值和價格甚至無法充分回彈至2019年末的水平。美國寫字樓REITs（如圖表13所示）和零售地產REITs的表現例證了這一觀點。

新冠疫情爆發前表現強勁的長期成長股目前的估值普遍得到大幅提升，表面上看來這與上世紀90年代末科技股泡沫時代的情形類似。而不同點在於本輪科技行業並沒有走向衰退的跡象。我們預期科技行業在本次經濟復蘇的背景下將維持穩固的長期成長預期，參見“[後疫情時代：數字革命深入發展](#)”。如市場回調，我們將擇機增持美國和中國成長股。

在有望“持久成長”的各類投資機會中，我們認為醫療保健是價值低窪板塊。我們已超配[不可阻擋的趨勢中人類壽命延長的主題](#)。總體上看，該板塊的企業銷售額或利潤沒有一年出現下降，但其估值却比標普500指數折價了25%。我們在“[後疫情時代：拓展醫療保健前沿技術](#)”對該板塊的投資吸引力和投資方式進行了論述。

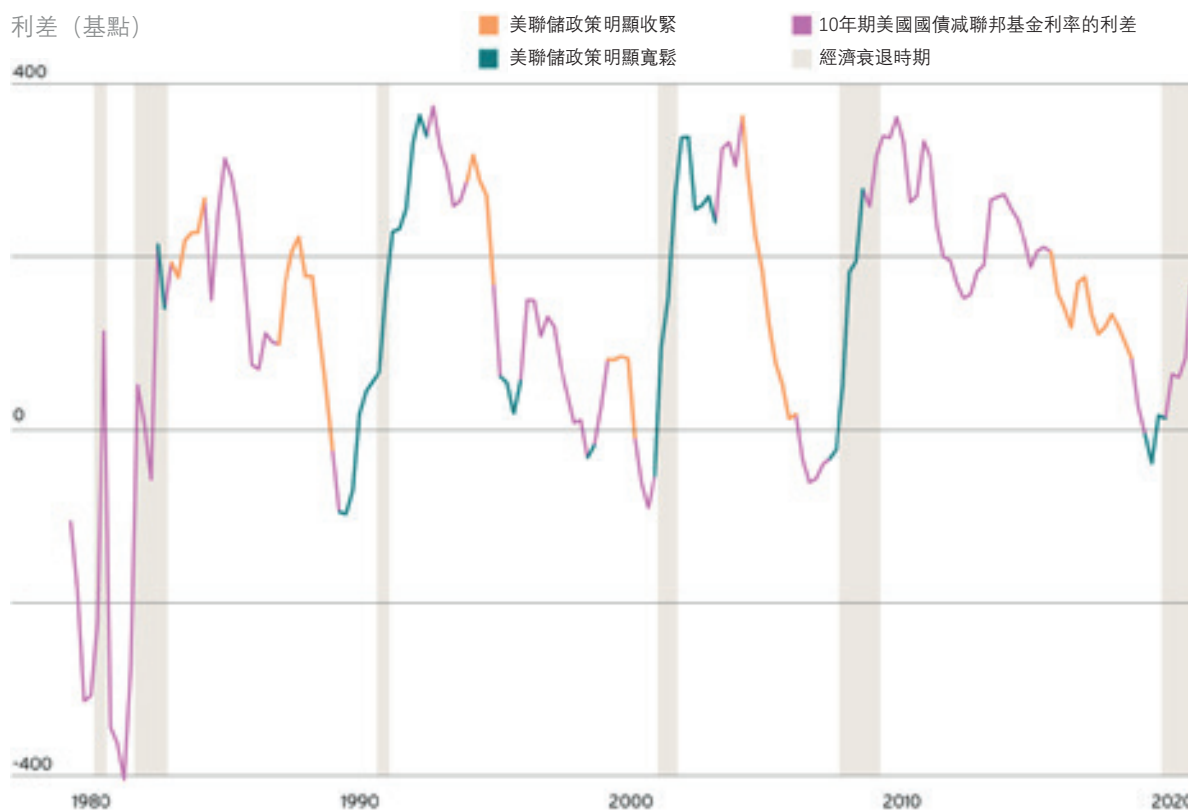
大政府與科技本土化挑戰

新冠危機同樣引致了宏觀經濟管理的長久改變。政策制定者將因財政和貨幣刺激的協同效用而受到鼓舞，且經濟刺激迄今產生的顯著負面影響有限。舉個例子，即使政府借款增幅已達史上最高水平，環球利率仍低於疫情爆發前水平。

但我們認為，即使央行以最小的限度收緊現行刺激措施，也可能引發市場動蕩。一旦新冠疫情終結，世界經濟將強勁增長，美國10年期國債收益率有望朝2.5%的水平上漲。鑒於美聯儲已幾乎徹底表明會將政策利率增長維持於遠低於市場利率水平，我們確信收益率曲線將進一步走陡——如**圖表14**所示。10年期國債收益率即便觸碰2.5%水平，也只是與消費者價格指數（CPI）長期走勢的市場預期相匹配的結果。換句話說，實際利率將為零。

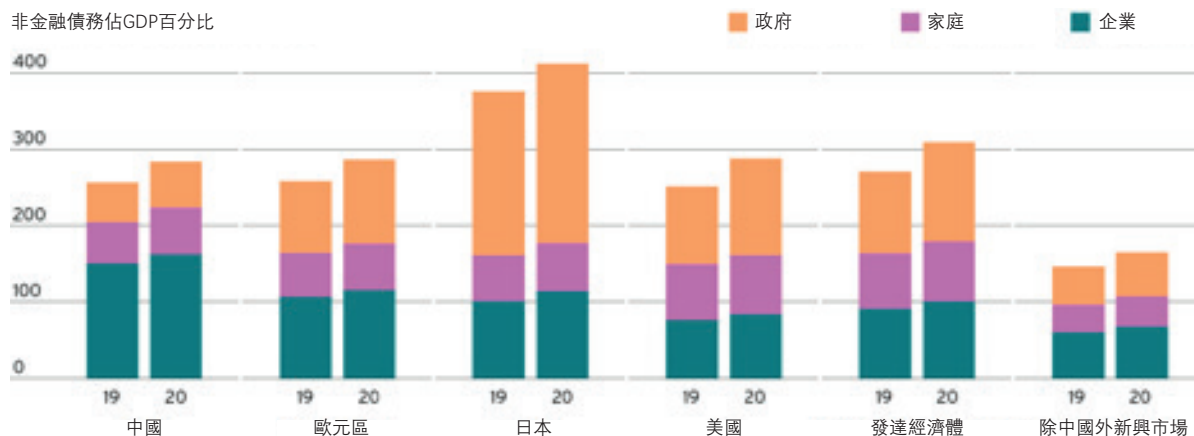
新冠疫情已喚醒美國和歐洲各政府對財政政策的積極態度，這是更深刻的影響。美國既想增加支出，又想增加稅收，從而推高政府開支在GDP中所佔的比重。美國已決定實施新的產業政策，對綠色科技等關鍵行業領域提供直接補貼，參見[“後疫情時代：快速綠化的新世界”](#)。拜登政府提出的財政和工業計劃與中國的規劃非常相似，參見[“後疫情時代：中美兩極格局下的資產配置”](#)。

圖表14. 美國國債收益率曲線將進一步走陡



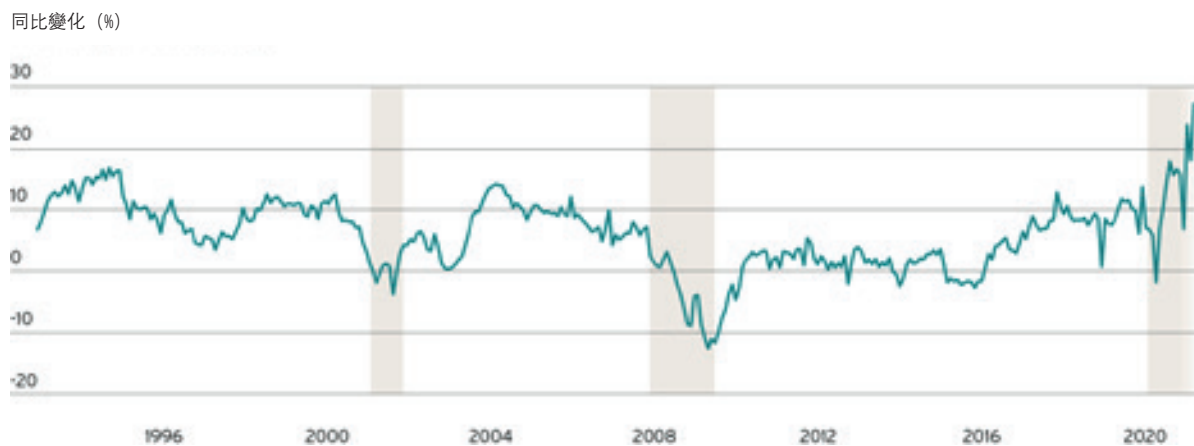
來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

圖表15. 疫情前後債務佔GDP比率對比



來源：Haver，截至2021年5月1日數據。

圖表16. 美國消費者購買電腦和家用電器情況



來源：Haver，截至2021年4月30日數據。

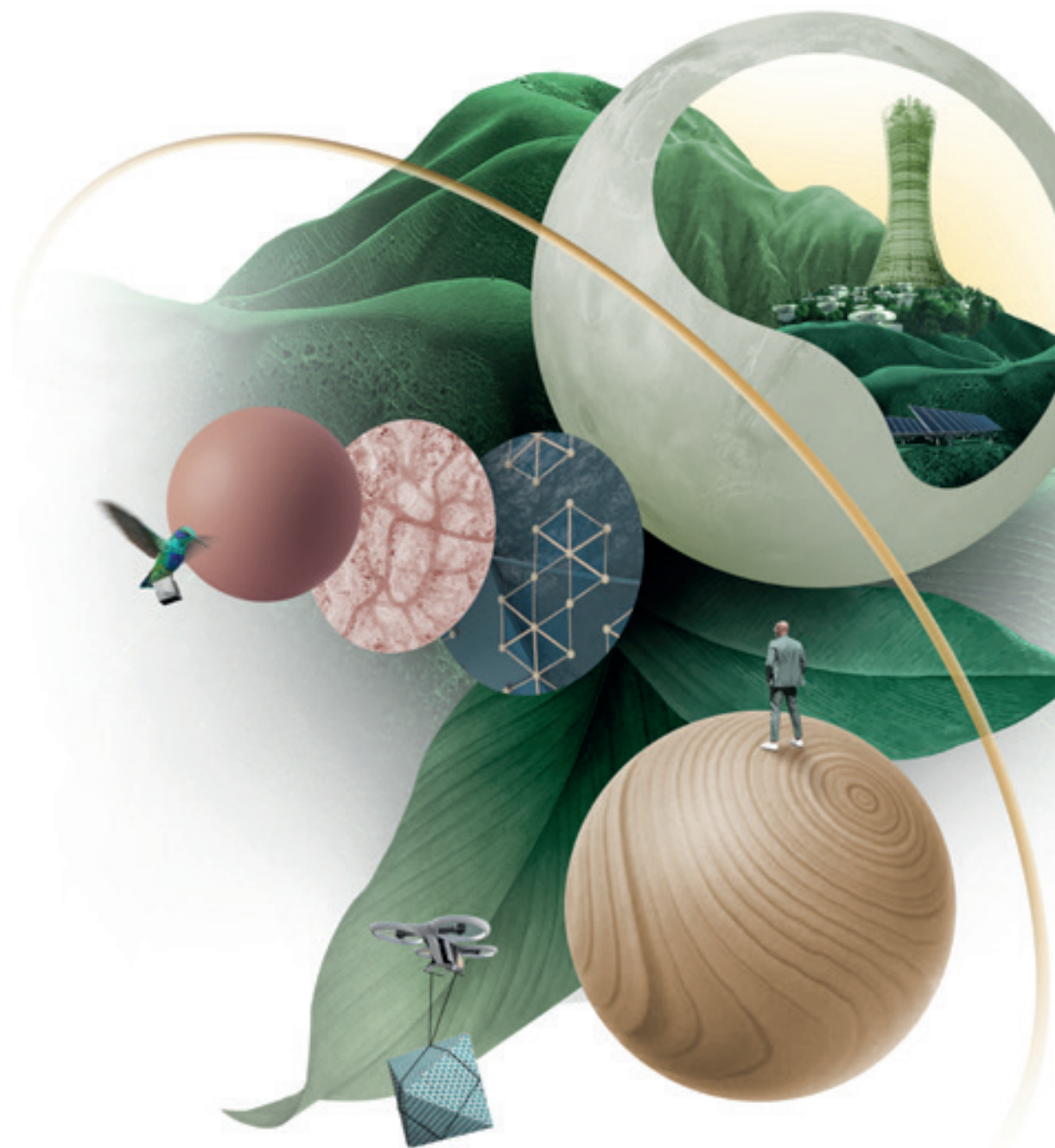
其實，在各大主要經濟體中，中國在放寬財政和信貸政策方面是最不果斷的，反而著重關注增長的可持續性。因而，對比中國，其他政府的債務負擔已大幅加重——如圖表15所示。

2021年1月，我們降低了對中國股票的超配水平。一定程度上，此舉反映出中國市場在2020年的強勁表現後今年的上漲潛力也許會呈現弱勢，同時也是基於周期性壓力和中國信貸限制政策做出的判斷。我們還削減了在其他北亞市場的部分戰術性超配資產。受新冠疫情影響驅動，消費者超前購置電子產品，極大地提振了該地區的商業和出口——如圖表16所示。不過，當市場回調時，我們會考慮增配該地區，這與我們對美國科技板塊的投資邏輯類似。中國和北亞市場都可提供長期成長性投資機會。我們認為亞洲地區為環球投資者提供了多元化布局投資的機會。

相比之下，我們仍然認為固定收益和現金普遍不具有吸引力。截至2021年5月，我們將環球固定收益產品維持在7%的低配水平，這一比例自2021年以來已從原有的10%水平降低。我們確實在大幅低配此類資產。債券和現金極易受到通脹上升和政策壓低利率的影響——詳見《[2021年度展望](#)》中“[在超低息環境中獲得收益](#)”的部分。但我們仍然觀察到部分固定收益產品具有投資吸引力，如可增配通脹掛鉤債券和浮動利率銀行貸款等——參見“[我們的資產配置](#)”。客戶可嘗試去限制未來融資成本的上行，我們認為眾多央行維持零利率和負利率的背景為該做法提供了充分依據。

面向新經濟的新投資組合

隨著新冠疫情即將結束，各類機遇和挑戰紛至沓來。許多可能在未來一年表現最好的投資未必是我們設想將引領市場長期走高的資產。在2021年餘下的時間及2022年開始時，我們將繼續有針對性地對新冠衰退經濟的周期性復蘇進行投資。此後，我們看好在疫情中重塑了世界經濟格局的發展趨勢，希望從中贏得回報。我們在“[疫情過後的世界](#)”對這些趨勢進行了更深入的探索，並論述了我們看好的投資機遇。





年中展望 | 2021

檢視清單

新冠疫情改變了環球經濟，您的投資組合是否已為此做好準備？

疫情行將結束，未來的世界將與以往大不相同。

《2021年中展望》探討了一些關鍵性改變，並對開展相應投資的策略進行了論述。

歡迎向我們索取為您專屬定制的展望報告檢視清單，以檢閱您的投資組合是否與我們推薦的配置以及投資主題相匹配。

在2021年初時，環球已有超過5000名客戶邁出了這重要的一步。

我們將引導您在後疫情時代更好地配置投資組合。

我們還可以為您提供個性化投資分析，助您：

- 全面審視您在花旗以及第三方的所有投資
- 瞭解您的資金是否得到充分運用
- 定性您投資組合的環境、社會和公司治理（ESG）影響
- 將您的配置與同類客戶的投資組合進行分析比較

歡迎聯繫您的客戶關係團隊，獲取專屬投資分析報告。

1.2

環球經濟面臨的 最重大風險： 回顧與前瞻

魏廷文 (STEVEN WIETING) - 首席投資策略師和首席經濟學家

新冠疫情極大衝擊了世界經濟。我們認為以下影響重大的低概率風險可能會對經濟持續擴張多年的預期造成威脅。

- 我們認為近期經濟再度萎縮的幾率已大幅降低
- 但我們也觀測到一些影響重大的低概率風險
- 風險包括對疫苗產生耐藥性的新冠病毒變異毒株
- 中美軍事衝突升級或貿易關係破裂是一個高度不穩定因素
- 大規模網絡攻擊的爆發對經濟的潛在危害
- 面對一系列發生概率不一的風險，我們提倡投資者多元化配置環球資產





此次新冠疫情導致的經濟停擺引發了深度衰退，是一次嚴重的外源性衝擊。疫情來襲時環球經濟的發展是健康的，這為疫情爆發後經濟所展現的韌性奠定了主要基礎，而發達市場的政策制定者為彌補經濟停擺的後果而採取的大規模刺激措施亦提高了經濟韌性。空前的寬鬆政策進一步抬升了資產價格，同時促進了經濟初步復蘇的步伐。基於科技發展對生產效率的提高且近期經濟不太可能再度萎縮的預期，金融市場提供了豐厚回報。本輪周期迄今為止經歷了16個月的經濟起伏，環球股票在此期間的回報率超過25%。¹

此等背景下，我們在2021年4月減少了股票持倉，這是自2020年2月以來的首次減倉。我們還優化了股票配置的構成，以抓住特定地區和行業的具吸引力估值帶來的投資機遇。儘管如此，在降低總體持倉水平後，我們還是維持了環球股票8%的超配水平。考慮到負實際利率的普遍環境，我們將固定收益和現金維持在低配8%的水平，詳情參見“[啓程前往後疫情世界：新經濟，新投資](#)”。

在2020年初世界動蕩的時候，我們建議投資者從受疫情影響最直接的板塊撤出，即我們所說的“新冠周期性板塊”，其中包括航空業、酒店業和傳統零售業。我們還確定了一些特定的板塊為“新冠防禦性板塊”，這些板塊可能受益於疫情導致的經濟動蕩，包括通信、電子商務和必需消費。

貨幣的寬鬆和利率的大幅下跌同時對成長型科技相關的新冠防禦性板塊形成支撐。由此，科技板塊和相關股票的漲幅均超過了自身盈利的增長，最終導致整體市場風險抬升。不過，受新冠疫情影響最大的新冠周期性板塊則持續提供環球範圍內的投資機會，我們亦基於此進行了戰術配置。

世界經濟前景面臨著一些影響重大的低概率風險。未來無法預測，即便是概率最大的經濟持續復蘇和資產提供高回報（我們的持倉對此有所反映）也

不一定會發生。新冠疫情以殘酷結果提醒著我們，影響重大的低概率風險將一直存在。因此，我們更願意通過多元化的資產配置來確保財富的保值和增值，而不是為了追逐高回報而承擔過度集中的風險。雖然投資顧問可能會根據投資者的個體情況推薦特定的對沖方案，但我們的分析顯示，過去80年裏，配置了低相關或負相關資產的投資組合取得了巨大的風險調整後收益²。此等配置方式可以根據適宜的風險偏好和回報預期來開展。

¹ Haver，截至2021年5月15日數據。

² 我們的分析基於適應性估值策略（即花旗私人銀行利用歷史數據庫開展的自有戰略性資產配置方法）得出，分析基於單個資產類別，且使用指數代表資產類別。如需瞭解更多詳情，請點擊：<https://www.privatebank.citibank.com/insights/a-new-approach-to-strategic-asset-allocation>

仍需警惕影響重大的低概率風險

疫情再度肆虐的風險

最容易讓人聯想到世界經濟可能遭受的風險，或許就是主導我們近期生活的疫情風險。新冠病毒如發生不可測重大變異，可能會致使現有疫苗失效。我們曾諮詢流行病學家，得到的反饋是這不太可能發生。研究人員正在努力改良疫苗以應對病毒的變異，與常規改良流感疫苗的措施類似。然而，世界範圍內疫苗推廣接種的時間越長，病毒發生危險性突變的風險就越大。這種可能性，對已成功在國內推廣疫苗的國家而言，將極大地促使其將抗疫重心轉向提供國際支持。

新冠疫情的源頭尚未得到科學定論。生物恐怖主義的風險——即將病毒武器化並使用於民衆——尚不能被排除。過去100多年來疫情首次對世界經濟造成如此深刻的影響，未來新疫情來襲的風險也會存在。

軍事升級或中美關係破裂的風險

中國與西方的關係顯然已演變成一種對抗關係。前總統特朗普在任內主要關注兩國的商業關係，但現總統拜登和美國兩黨如今關注的問題則要廣泛得多，包括中國日益強大的軍事實力、不斷提高的科技水平、以及中國對環球政治的影響力和中國的人權情況。中國國家主席習近平表明，中國的大國專制是比民主制更為有效的發展和增長模式。

隨著亞洲地區的領土爭端日益增多，美中兩國都在為可能爆發的軍事衝突做好準備。除此之外，因美元仍是環球最主要的貿易和儲備貨幣，美國還擁有開展金融制裁的强大能量。極端情況下，美國會無所不用其極對對手進行打擊，類似於針對朝鮮和伊朗採取的行動。

中美之間存在著密切的直接貿易和金融聯繫，兩國還通過第三方建立起很多重大的次級聯繫。因此，如中美兩國之間的貿易和金融往來出現嚴重裂痕（或中歐間出現裂痕，儘管概率較低），將會對經濟產生非常負面的影響。中美雙邊貿易規模是冷戰期間或之後美蘇貿易額峰值的10倍。環球化布局的供應鏈和强大的金融聯繫表明，將當前世界兩個最大經濟體之間複雜關係類比美蘇關係過於輕描淡寫。

與特朗普時期關稅糾紛造成的溫和影響不同，中美貿易的全面破裂將意味著生產輸入和成品產出均會出現嚴重短缺。這將極大妨礙美國的生產和消費，而世界其它地區也將因金融市場和進口受限而蒙受損失。

鑒於潛在影響的嚴重性，中美雙方都在尋求逐步減少互相間的依賴，在彼此之外尋求更多樣化的貿易關係。我們在[“後疫情時代：中美兩極格局下的資產配置”](#)中對此進行了探討。我們預計，兩國經濟短時間內完全割裂的可能性不大，概率可能不超過5%。

大規模網絡攻擊風險

造成永久性經濟損失的大規模網絡攻擊可能是我們在此章考慮的重大風險中發生概率最大的。2021年5月，美國運營商Colonial Pipeline遭到勒索軟件攻擊，導致美國出現短暫的燃料供應短缺。不難想到未來可能出現其他更嚴重的類似時間且造成更為深遠的影響。

環球基礎設施和金融機構有可能遭受持續的黑客襲擊和敲詐勒索，且這些攻擊行為可能得到國家資源的支持。此類風險促使企業和政府大幅增加網絡安全方面的投資支出，儘管在理想的情況下這麼做完全是不必要的。即使在個人看來，這筆支出可能也是“必需的信息技術消費”，畢竟我們

的確有保護自身數據和資產的需求。因此，我們將其視為一項值得長期開展的主題投資。

2 疫情過後的世界

目录

- 2.1 中美兩極格局下的資產配置
- 2.2 數字革命深入發展
- 2.3 拓展醫療保健前沿技術
- 2.4 重塑地產行業
- 2.5 快速綠化的新世界

2.1

中美兩極格局下的資產配置

彭程 (Ken Peng) - 亞太地區投資策略主管

中美之間的經濟爭端似乎注定將在未來數年愈演愈烈。我們認為，這對配置合理的投資組合是利好。

- 我們相信經濟實力向亞洲的持續轉移是一個不可阻擋的趨勢
- 中美的戰略性經濟競爭勢必持續且愈演愈烈
- 但中美兩國都更加注重本國發展，國家資本發揮越來越重要的作用
- 我們認為，與特朗普任內中美高度對抗的時期相比，當下環境對環球投資者更為有利
- 潛在的投資受益者包括美國和中國的半導體、衛星、軟件、可再生能源和大宗商品製造商以及東南亞市場



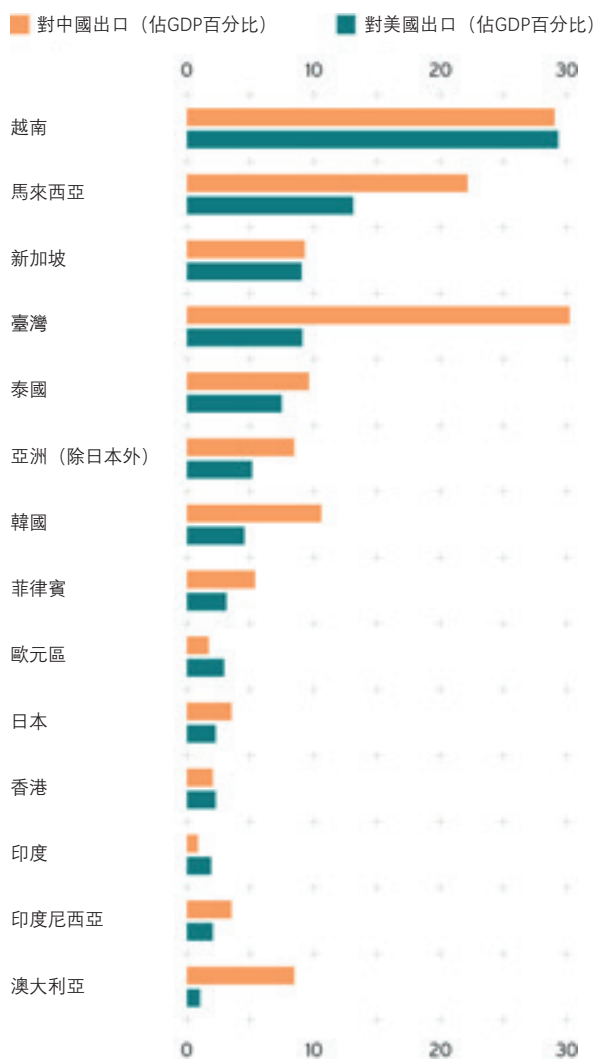
有一個四萬億美元的計劃目標如下：旨在提高國家競爭力、實現雄心勃勃的減排目標、大幅投資於基礎設施、尋求核心科技的自給自足以及對大型企業和富人的收入進行再分配以減少貧富差距。請問這個計劃叫什麼名字？如果您認為答案是中國的“十四五”規劃也合情合理，而這實際上是美國的就業計劃和家庭計劃。

隨著我們所說的“中美兩級世界格局”的出現，美國選擇了更具中國特色的發展方式（參見《2021年度展望》報告）。我們的基本觀點是，當今世界兩大強國間的戰略競爭將會愈演愈烈，尤其是在科技和安全等領域。我們還預計對貿易和企業活動的互相制裁將有所升級，但軍事衝突不會發生。

新冠疫情的經歷使得美國更有動力提高自給自足的能力和國家競爭力。包括稀土金屬、關鍵醫療供應和半導體在內的多種商品都出現了供應鏈中斷的情形。這讓中美兩國都意識到，過度依賴某些產品的進口可能會導致自身處於弱勢地位，尤其考慮到其戰略競爭對手恰好也是這些產品的主導生產國。

提高自給自足的能力也意味著國家在經濟的其他方面發揮更大的作用。基建投資和福利的提高旨在增強國內市場的吸引力和可持續性，而與此同時，企業境外投資則可能受限。相比之下，美國的私營行業近幾十年來一直傾向於另一類政策，即保守的財政政策、環球自由貿易及業務離岸外包等。

圖表1.多數亞洲新興市場國家對中國的出口遠超對美國的出口



來源：Haver，截至2021年5月1日數據。

早在新冠疫情爆發和拜登當選美國總統之前，美國就已經開始謀求與中國經濟脫鉤，但相關措施並沒有真正達到預期效果。提高關稅未能逆轉美國巨額的貿易逆差。實際上，美國部分人士現在支持降低關稅以緩解某些產品的短缺狀況。美國還採取措施阻止本國公民和企業投資中國資產，包括迫使部分中國企業的股票從紐交所退市，但這最終只是導致投融资活動更多轉向了香港和中國大陸市場。

美國國會正在審議的《戰略競爭法案》（SCA）意圖進一步強化上述措施，還突顯出美國有意召集盟友共同反對中國。然而事實可能會證明這一做法困難重重，因為美國多數盟友與中國的商業關係甚至強於與美國的關係，尤其考慮到多數亞洲新興市場國家（除印度和越南外）對中國的出口額實際上超過對美國的出口額——如圖表1所示。

然而，更重要的是，《戰略競爭法案》凸顯了美國需要加強國內競爭力的必要性。美國推出就業計劃和家庭計劃的目標也是如此。而中國提倡長期發展理念——即“雙循環”——在注重提升國內發展和自給自足水平的同時進一步擴大市場的對外開放。

總體來說，我們相信中美關係關係正從特朗普時期的高度對抗轉變成更加微妙的“雙管齊下”局面，即在對外競爭的同時更多關注國內發展，並通過國家資本主義對兩項對策予以支持。因此，這兩個大國的經濟模式在某種程度上是一致的。那麼，兩國可能會因此而在一定程度上緩和意識形態的對抗並減少爆發極端衝突的概率嗎？

中美兩極格局下的資產配置

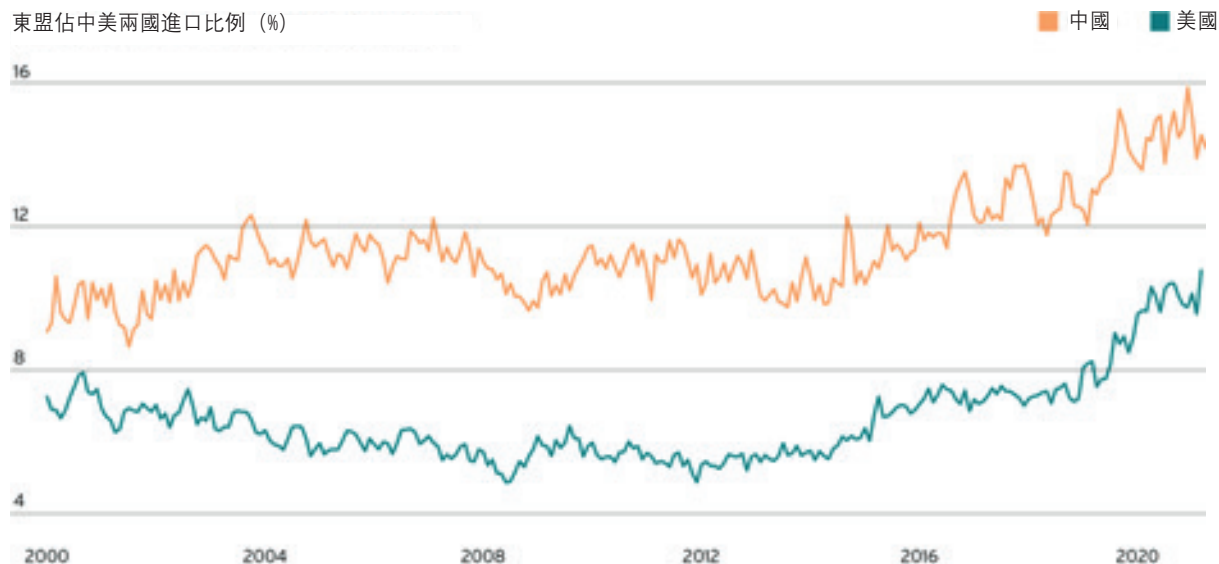
我們“中美兩極格局”投資邏輯的一個重要基礎是環球投資者的投資組合應該對美國和中國的資產都有充分配置。我們認為，戰略競爭的激化可同時提振兩國的經濟。美國更大程度的國家資本主義有望帶來利好，而中國已用事實證明該方法可有效將大量資本引導至具有戰略重要性的行業。我們在此特別列出如下三大類受益行業。

首先是有助提高競爭力的工具，如半導體和設備。衛星通信對在中美兩國市場開展自動駕駛都至關重要。在軟件領域，為高速發展的數據生產保駕護航的網絡安全領域將從中受益。與電網和實體基建相關的大宗商品是另一個關注點，特別是中國正在試圖減少鋼鐵、鋁、聚氯乙烯（PVC）和玻璃的過剩產能，如此將收緊供應並推高價格。

國家在綠色發展中發揮的作用將顯著增強。中美兩國都意圖展示其在這一領域的領導地位。更多的支出可能會促使可再生能源、電動汽車以及相關大宗商品的增長。

與此同時，我們會看到希望服務於中美兩個市場的公司多元布局供應鏈方面付出努力。供應鏈轉移的主要目的地可能會是東南亞（SEA），該地區有望獲取來自中美兩國的投資。東盟已在佔據更多的中美進口份額，意味著這一轉移已經開始——如圖表2所示。疫情在去年暫緩了供應鏈轉移的進度，

圖表2.東盟對中美兩國的出口均有增加



来源：Haver，截至2021年4月30日数据。

但我們相信隨著傳統基建投資規模的日益增大，該進程將得到重啟。潛在受益者將包括涉足基礎設施、工業自動化、區域貿易和房地產的企業。

2.2

數字革命深入發展

WIETSE NIJENHUIS

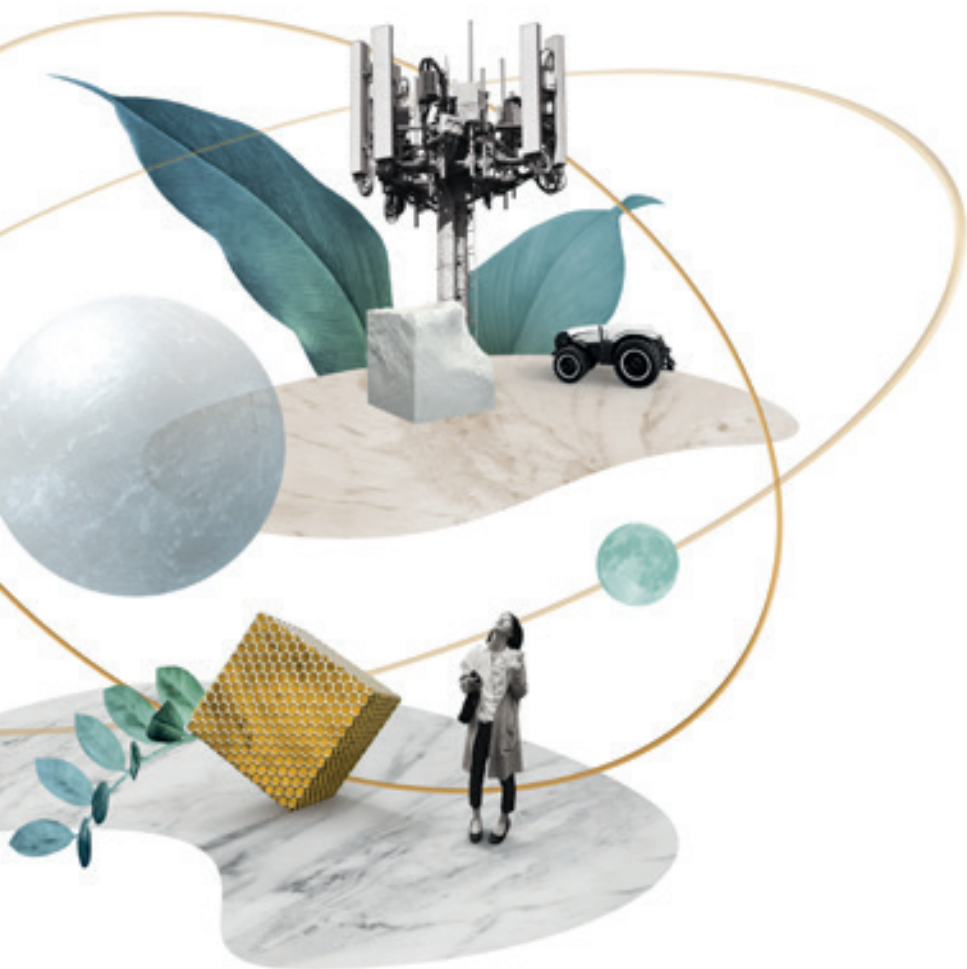
花旗投資管理高級股票投資組合經理

JOE FIORICA

環球股票交易策略主管

疫情期間，數字化實現巨大飛躍，但我們相信未來將更爲精彩，我們因此應在投資組合中對潛在受益者進行長期布局。

- 疫情的封鎖使得商業和消費者生活的衆多領域的數字化進程提速
- 我們認爲，即使世界回歸常態，這一不可阻擋的趨勢也將延續
- 超級互聯時代會惠及數字化的更多領域
- 投資者目前正聚焦於有望從經濟的重新開放中獲益的資產
- 我們繼續強調長期投資布局數字化趨勢的重要性
- 我們青睞的板塊包括電子商務、在綫遊戲、流媒體娛樂、網絡安全、遠程醫療、移動出行、車聯網、未來工廠、機器人手術和金融科技



世界殷切期盼著回歸常態。在歷經一年多前所未有的諸多限制後，我們每天都在懷念曾經不以為然的日常，比如外出就餐、自由旅行和觀看現場演出。但在疫情結束後，去年的一些特徵不僅會被保留，而且可能被發揚光大，尤其是在我們日常生活和商業活動中的數字化發展趨勢似乎大有加速的態勢。

誠然，早在疫情爆發之前，數字化就已經是一股強大的力量。近年來，我們一直在強調數字化是一種將改變我們生活和工作方式的不可阻擋的趨勢，並會對投資組合產生重大影響——參見[2019、2020及2021年的展望報告](#)。而新冠疫情的諸多限制迫使我們更快速地採用上文提及的許多顛覆性技術。在這個過程中，企業看到了提高生產力的可能性，而消費者也找到了讓生活變得更為便捷和愉悅的方法。在世界重新開放之時，我們相信一些企業和個人的舊習慣將不再延續。我們在此對一系列重大的變化進行探討，並展望未來數年的進一步發展。

新習慣難以割捨

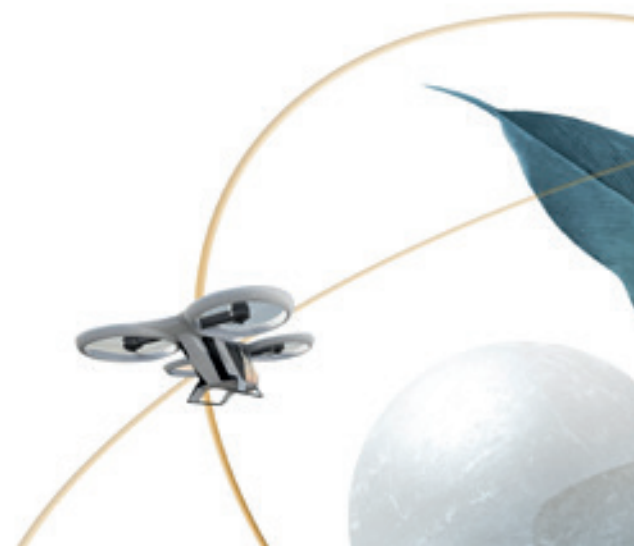
我們渴望再次與他人共度時光，不過，我們寧願在餐館和劇院這類場合重逢，而不是在醫生的候診室相聚。因居家隔離的要求和對新冠感染的恐懼，許多人不得不在線上諮詢醫生和專家。人們不僅已經習慣了這種體驗，還發現這麼做可以避免奔波勞碌並節省等待時間和金錢。因而我們相信遠程醫療將在患者護理領域發揮越來越大的作用，尤其是考慮到環球人口正加速老齡化，參見[“拓展醫療保健前沿技術”](#)部分內容。

然而，視頻交流在某些方面不如面對面溝通有效。無數家長可以證實遠程學習並不能完美替代課堂面授，尤其是針對最低齡學生的教育。然而，疫情證實了遠程教育確實可以作為傳統課程的有益補充，應用於全日制學生和想要提升技能的失業人士。在新冠疫情爆發前，教育科技已在快速發展。我們預計上述發展趨勢將在疫情結束後持續很長的一段時間，而且亞洲仍將是增長最快的市場，參見[《2020年度展望》](#)之“[不可阻擋的趨勢：亞洲崛起](#)”。

疫情還強調了將許多重要的基礎操作進行自動化的重要性。新冠疫情在食品預處理和肉類加工的工廠和倉庫中爆發，凸顯了在類似環境中減少人力依賴的優勢。在多個行業中，企業已更多地啟用機器人來開展工作，如在養老院內為老人提供護理服務、向隔離家庭運送日用品以及在公共區域進行消毒等。而因部分國家和行業的勞動力短缺情形正在惡化，我們重申在[《2019年度展望》](#)中提及的機器人和自動化方面的趨勢。

正如我們的工作、購物和娛樂在疫情期間變得更加數字化一樣，我們享用的金融服務也展現出相同趨勢。對感染病毒的擔憂加速了從現金和網點業務向線上支付的轉移。除在綫支付平臺外，手機股票交易應用程序和加密貨幣服務供應商的業務量均顯著增加。我們疫情爆發前不久發布的[《2020年度展](#)

[望》](#)在[“金融科技：顛覆性金融服務”](#)部分中認為金融科技發展的轉折點即將到來。儘管我們當時並未預見新冠疫情的驅動作用，但我們強調，線上支付以及其他金融科技業務仍然具備長期成長動力。



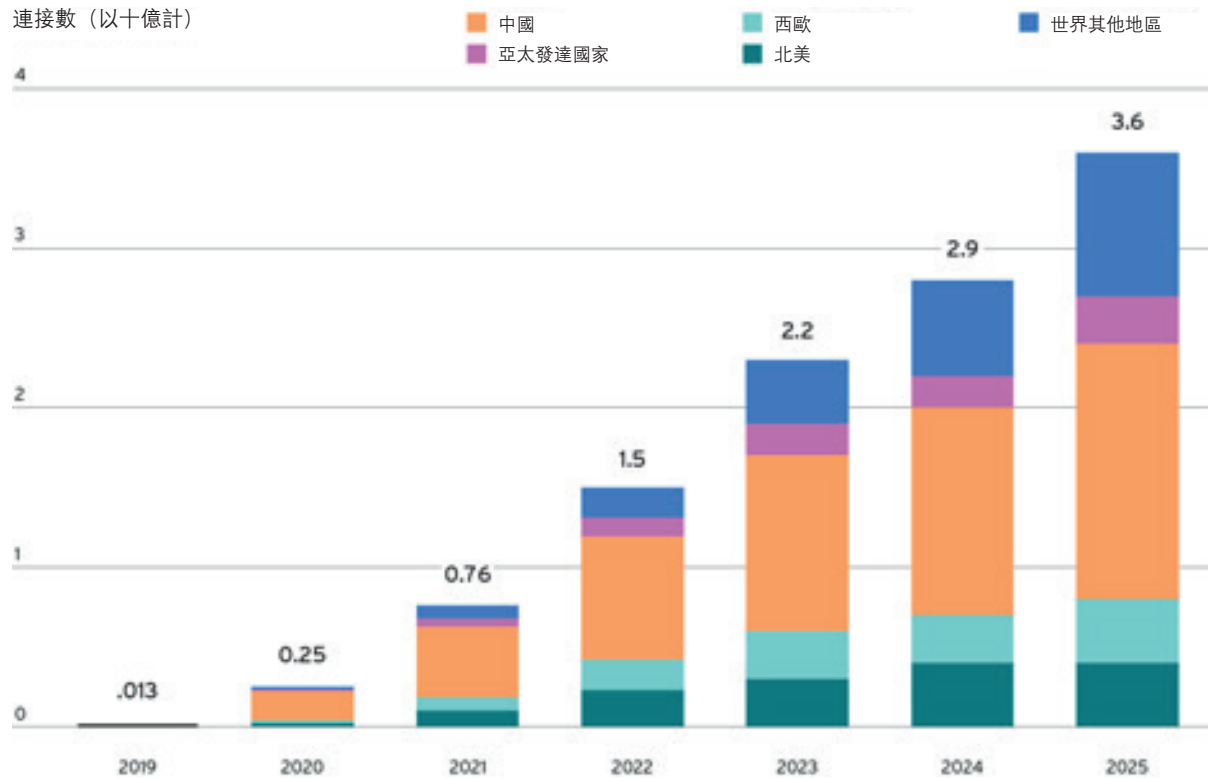
數字化方興未艾

疫情期間，數字化向前邁進了一大步。我們在2020年執行的衆多數字化主題投資的表現也反映出這一趨勢。但隨著投資者開始轉向經濟的重新開放，投資重點已轉向受疫情管控影響最大的行業。儘管銀行、傳統能源、航空、游輪、酒店和餐飲等“舊經濟”的盈利預期和股票表現強勁回彈，但我們認為在中長期內這些股票不大可能會引領市場繼續走高。

個中原因之一是，數字化仍有廣闊未來。比如，我們預期第五代無線數據技術（5G）的推出將使接入互聯網的設備數量劇增，覆蓋家用電器、服裝、汽車和機械設備，而不僅僅是電腦或智能手機。到2025年，環球設備連接總數可能會從現在的7.6億增加到36億。因此，我們在《2021年度展望》中提出了“超級互聯時代”的發展趨勢。在其中，我們憧憬數據的生產、收集和實時分析將在這個時代出現極大增長。

超級互聯本身就是一個機會，但也對數字化的其他維度具有深刻影響。數據量的激增對人工智能理解數據的能力提出了更高需求，同時也增加了對強化網絡安全以保護隱私的需求。更加快速的5G通信將使得智慧城市和機器人（包括自動駕駛汽車）的發展成爲可能。超級互聯的趨勢同時也影響著我們其他不可阻擋的趨勢，如“[亞洲崛起](#)”。亞洲地區將有數百萬人首次接入互聯網，其消費行爲也將因此改變。

圖表1: 環球5G設備連接數估測



來源：CCS Insight，截至2020年12月31日數據。所有預測僅作爲觀點參考，如有變化，恕不另行通知，亦非對未來事件之保證。

圖表2: 數字化主題對比環球股票對比新冠周期性行業



來源: 彭博, 截至2021年5月7日數據。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用, 不代表任何特定投資績效。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。數據僅供說明之用。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。此處所示的一攬子成分股並非構成要約購買或建議出售標的股票的行爲。

“離家”股票籃子包括以下行業內花旗給予“買入至中性”評級的美國公司: 銀行、工業集團、機械、石油天然氣及可消耗燃料、紡織品、服裝及奢侈品、能源設備和服務、酒店餐飲及休閒、建築產品、零售房地產投資信託、建築與工程、休閒用品、航空公司、多綫零售。

Indxx顛覆性技術指數(根據彭博)跟踪通過新型數字化生產和顛覆性技術進入傳統市場的公司, 這些公司有望革新現有的市場和價值體系, 取代領先公司、產品和聯盟的現有地位並逐步獲取市場份額。

持續投資於數字革命

2021年年初迄今, 數字化主題投資整體上未能跑贏受益於環球經濟重開的“舊經濟”板塊——如圖表2所示。我們的股票投資策略確實著重對眾多“新冠周期性”板塊進行了戰術性配置。但我們仍堅定相信數字化的長期成長。我們在數字革命、其他“不可阻擋的趨勢”以及針對部分主題進行了布局, 2020年經驗表明, 這些布局可以幫助投資組合在經濟動蕩中獲得增長。因而我們將數字化領域各板塊中出現的進一步下跌視爲買入良機。我們青睞的板塊包括電子商務、在綫遊戲、流媒體娛樂、網絡安全、遠程醫療、移動出行、車聯網、未來工廠、機器人手術和金融科技等。

就像過去和近期曾出現的不可阻擋的趨勢一樣, 人們常常急於投資新興科技。資金會同時流向真正的創新者和那些不太可能存活下來的模仿者。今年年初市值顯著上升的清潔能源等領域就是一個例證, 板塊內的優質股和劣質股同時都在上漲。在這種情況下, 對不可阻擋的趨勢進行主動投資是一種更爲審慎的戰略, 術業有專攻的基金經理可以在配置潛在贏家的同時避開那些前景不太看好的企業。鑒於市場在適應後疫情時代時難免出現波動性加劇的風險, 我們認爲能捕捉隱含波動率增加趨勢的特定資本市場主題同樣具有投資價值。

2.3

拓展醫療保健前沿技術

DAN O'DONNELL - 花旗另類投資部門環球主管

STEFAN BACKHUS - 花旗投資管理美洲區私募投資策略主管

ROB JASMINSKI - 花旗投資管理環球主管

DIANE WEHNER - 花旗投資管理高級投資組合經理

人類壽命的延長是一項對人類社會的艱巨挑戰。但疫情期間的醫療創新已被證實能對患者護理和投資組合產生革命性影響。

- 新冠疫情推動醫療保健行業的諸多領域取得進步
- 疫情過後，我們相信新型診療方法以及科技的研發和試驗將得到革新
- 隨著世界人口日漸老齡化，醫療領域這類突破變得更為重要
- 我們看到優質大型製藥企業的股票可提供潛在投資機會，此類股票不僅股息高且其股息具有成長性
- 醫療科技、生命科學和工具同樣具有潛在投資吸引力
- 合適的投資者可選擇生物科技私募股權基金以投資於革新醫療成長領域



雖說新冠疫情由始至終都是人類面臨的一場災難，但它亦產生了積極影響。作為一個世紀以來人類所面臨的最嚴峻疫情，它對經濟和社會各方面的創新和適應力都是極大考驗，尤其是對醫療保健行業。在此之前，還沒有一款疫苗能在五年內一鼓作氣完成研發、測試並順利獲批。2020年1月，新冠疫情爆發後，首批疫苗在11個月內就獲批並得到推廣接種。時至今日，至少有8款疫苗在環球範圍內得到使用。我們相信，這一經驗將在未來數十年內加速醫療保健的創新進程。

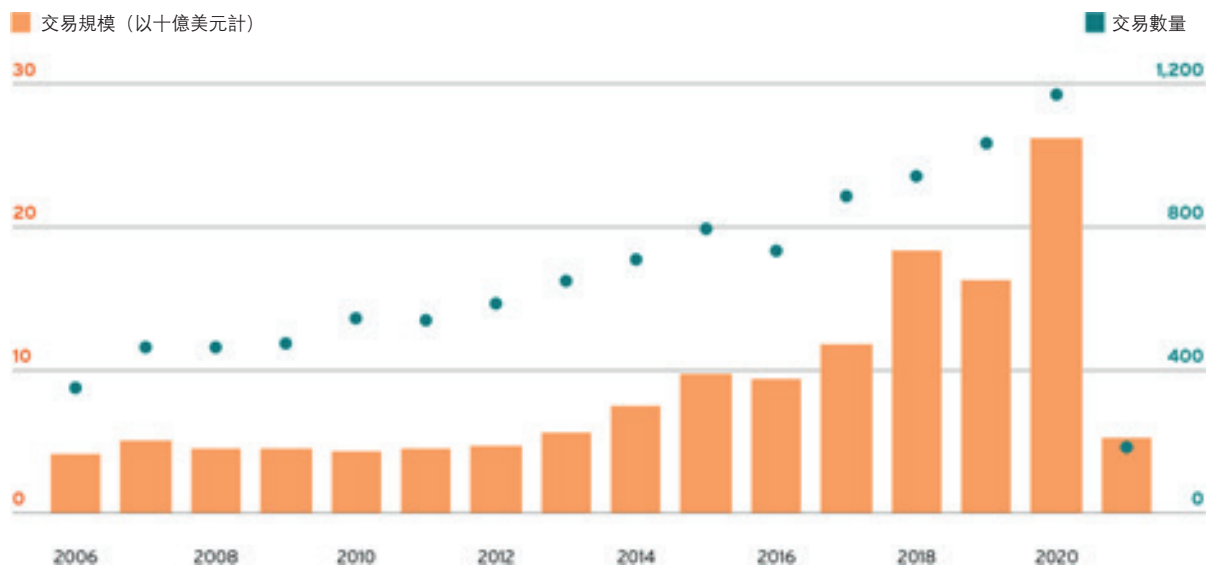
創新不僅令人嚮往，還攸關生死。環球人口持續快速老齡化，到2050年，65歲以上人口可能翻番，達到15億¹。這一影響深遠的人口結構變化預示著慢性病和危及生命的重大疾病將日漸增多。因此，我們將人類壽命的延長視作一個不可阻擋的趨勢，一種有望改變世界的長期強大影響力，參見《2021年度展望》。儘管空前的老齡化帶來挑戰，但我們相信老齡化也為特定板塊和企業提供了發展機遇。

為慢性病和致命疾病開發新型的診療手段將需要來自大大小小、公有和私立製藥和生物科技公司的共同努力。很多此類企業以最快的速度為新冠疫苗的推出做出極大貢獻。2003年人類基因組圖譜的成功繪製使得後續研究發展成為可能，包括免疫療法（激活患者自身免疫系統以對抗癌症）和基因編譯（修改基因以治療疾病）。

全產業投資是推動醫療進步的另一關鍵驅動力。過去20年裏，大型製藥企業的總體研發支出增加了近10倍。²這些企業對治療嚴重疾病的新藥研發投入平均佔收入總額的25%。2020年，美國生物科技和製藥領域的風投交易數達到1073筆的歷史高點，交易總價值達到285億美元³——如圖表1所示。

去年，醫護服務方面也取得長足進步。為應對疫

圖表1.美國生物科技和製藥行業的融資活動



來源：PitchBook Data, Inc., 截至2021年3月1日數據。

情造成的封鎖和社交隔離，醫護服務提供商加快了創新科技的應用，如遠程醫療。鑒於效率和便利度的提升，我們預計遠程診療將在疫情過後得到更為廣泛的應用。醫療科技方面亦將取得類似的發展，例如可穿戴設備未來會在個人健康監測方面大有可為。

¹ 聯合國《世界人口展望》報告修訂版，截至2019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。

² 美國國會預算辦公室，2021年4月資料。

³ PitchBook Data, Inc.

醫療保健投資機會

生物科技和醫療保健科技提供商是抗擊疫情的支柱力量，我們相信它們經歷去年的考驗後將革新新產品的研發和測試。即使是在新冠的診療和疫苗研發方面未能成功的企業同樣取得了寶貴的經驗知識，這比單純就感染性疾病開展研究更有意義，圍繞心血管系統疾病、阿爾茨海默症、癌症和遺傳病等疑難雜症的研發亦有望從中受益。

我們認為未來幾年是投資於醫療保健革新的黃金時期。像一些最大型的優質醫療保健企業會派發高額且不斷成長的股息。我們還青睞生命科學和工具的研發企業，這些企業為醫療保健創新者的生產和研發工作提供支持。醫療科技可以減少病患的就醫時間並降低診療成本，是另一個重要的潛在成長板塊。

對於合適的投資者，我們認為尚未上市的早期生物科技公司是值得投資的。投資者可以通過經驗豐富且專注於生物科技戰略的私募股權基金來進行投資。疫情使得投資者對生物科技的關注度得到極大提高。2020年，行業IPO活躍量增長67%，規模達到373億美元，估值中位數達到上輪私募融資水平的1.3倍，這還是在藥物研發、審批風險和成本方面出現廣泛變化的背景下實現的成績。除此以外，生物

科技私募股權交易規模在2020年達到285億美元的新高。³

未來數年，世界將比歷史上任何時候都更為依賴醫療保健業的發展，針對該行業的投入也將擴大。新冠疫情不僅推動了行業進步，還凸顯出環球範圍內醫療保健服務資源的失衡。為解決這一問題，我們預計各國政府會加大與醫療服務提供商的密切合作。對於投資者而言，我們認為，可投資於這些趨勢既能擁抱長期成長性，也能為提高人類福祉貢獻力量的優質公司。

Joe Cordi，花旗投資管理股票分析師，亦為本部分內容做出貢獻。

³ PitchBook Data, Inc.



2.4

重塑地產行業

DAN O'DONNELL

花旗另類投資部門環球主管

MEGAN MALONE

花旗另類投資部門

美洲區房地產投資主管

BURKE ANDERSON

花旗另類投資部門

美洲區房地產投資研究分析師

新冠疫情對房地產各板塊影響各異。我們在錯綜複雜的行業格局中發現一些具有投資吸引力的機會。

- 疫情封鎖對環球酒店業和零售業造成嚴重影響
- 但電子商務等數字化領域的加速發展為倉儲空間等工業地產帶來利好
- 我們青睞酒店業資深投資經理的投資策略
- 我們建議投資者采取配置數字化受益者的策略，對包括倉儲和數字基礎設施在內的資產進行投資



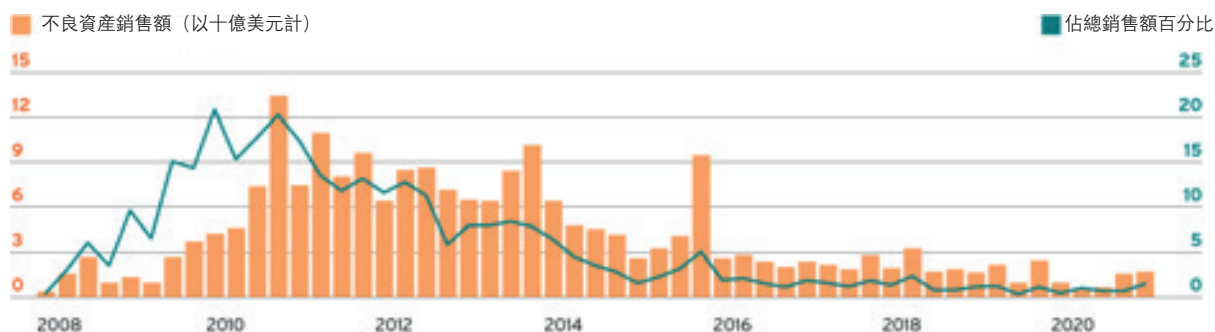
對於商業和住宅地產而言，新冠疫情帶來的挑戰與其他危機截然不同。部分房地產板塊進入前所未有的困境，部分特定類型的板塊却迎來繁榮。我們認為不同類型房地產間的差異創造了投資機會。

封鎖和其他疫情管控措施對環球酒店業和零售業造成嚴重影響。2020年，美國、歐洲和亞太地區酒店入住率分別大幅下降33%、54%和36%。零售業方面，2020年美國共有12200家商店倒閉，總佔地面積達到1.59億平方英尺（約合1478萬平方米）。

與之相對，部分房地產成功抵禦了疫情衝擊。在工業房地產板塊，從傳統實體零售轉向電子商務的既有趨勢有所加速——參見“數字革命深入發展”部分內容——對倉儲在內相關房地產的需求因而得到提振。住宅地產大有從城市遷往郊區的趨勢。辦公地產仍存在大量不確定性，現場與遠程辦公的混合工作模式以及“去密集化”的需求對辦公空間的布局、區位和總體需求的改變尤為難以預料。

行業格局複雜，我們在不良資產以外同樣發現了其他具備吸引力的投資機會。

圖表1：不良資產銷售額及其佔房地產總銷售額的百分比



來源：Real Capital Analytics www.rcanalytics.com

不良資產何處尋

儘管疫情嚴重影響部分商業地產租金收入，但並未出現如2008年那般資產被迫賤賣的局面。寬鬆的融資環境使得業主可以對資產進行再融資從而贏得時間，幫助維持資產整體價值。因此，美國2021年一季度的不良資產銷售額僅佔房地產總銷售額的1.8%，而這一比例在環球金融危機爆發後的2010年一季度達到21%。與此相對，環球房地產交易量却出現了大幅下滑。2021年一季度，所有大型城市收入型房地產的交易量均錄得同比下降，如洛杉磯（-41%）、倫敦市中心（-33%）、巴黎市中心（-45%）、悉尼（-36%）、香港（-23%）和曼哈頓（-64%）等。

各類不良資產面臨的困難程度不一，定價受到的影響也因板塊而各異。酒店業和零售業資產是美國的兩大不良資產類型。截至2021年一季度末，酒店業和零售業不良資產分別佔不良資產總額的44%和40%。相比之下，工業地產的不良率幾乎為

0%，而多戶住宅僅為5%。因交易量較低，房地產投資信托（REIT）的定價是一個不錯的行業趨勢指標。在權益型REIT市場，寫字樓、零售和多戶住宅REIT的價格較2020年一季度的峰值分別下跌了14%、11%和2%，而工業地產REIT的價格則上漲了20%。因投資者預期夏季是休閒旅遊旺季，酒店REIT價格已回彈至2020年峰值水平。

¹STR，截至2021年4月數據

²CoStar，截至2021年1月數據

^{3,4}Real Capital Analytics www.rcanalytics.com，截至2021年4月數據

⁵富時NAREIT指數，截至2021年4月29日數值

房地產發展機遇

儘管酒店業仍深陷困境，但在世界範圍內，壓抑需求的釋放將推動行業強勢回暖。短期內，我們預期休閒旅遊將是推動需求的主要力量，而商務和會議出行的需求將延後。STR近期在美國開展的一項調查顯示，93%的受訪者表示疫情過後在國內旅行的可能性與疫情前相比“持平”或“更高”，而大約85%的受訪者對跨國旅行持相同態度⁶。為了抓住投資機遇，我們建議投資者尋找具有酒店業全周期的增值、重新定位或開發資產經驗的合作夥伴。

工業地產持續受益於電商活動（包括線上購物）的激增，這為新型工業地產開發帶來了數十億美元的投資。機構投資者對自助存儲、生命科學、單戶租賃、數據中心和其他數字基礎設施（房地產和基礎設施的結合）等工業細分領域資產的投資需求有所增加。

我們更青睞對受益於近期利好環境的數字基礎設施展開投資。自2020年起，與數字化有關的其他趨勢（如雲計算、移動出行、大數據、5G應用）發展勢頭強勁。新冠疫情加大了我們對數字基礎設施的依賴，並加速了相關需求的增長。此外，預計到2030年，連接到互聯網的設備總數將從200億增長25倍至5000億⁷，進一步支撐數字基礎設施的需求（如數據）。需求的增長將刺激世界範圍內數據中心和基站鐵塔的新建需求。

⁶STR，截至2021年4月數據

⁷思科，截至2020年6月數據

2.5

快速綠化的新世界

MALCOLM SPITTLER - 投資策略師

2020年，傳統能源的使用和投資均受到壓制，而新能源却得以發展。儘管該趨勢近期有所逆轉，但我們預期新能源的應用和能效的提高將更進一步。

- 經濟停擺期間，化石燃料的消耗量大幅下降，我們可從中窺見未來趨勢。
- 當疫情漸漸消退，商務旅行和通勤需求將在初期急速恢復。
- 但我們預期更高頻率遠程辦公和視頻會議的趨勢不會消失。
- 提高能效有助於電動汽車的大範圍推廣
- 歐盟各國政府和中美兩國已準備好斥巨資進行綠色基礎設施建設
- 我們再度強調應長期布局於綠化世界這一不可阻擋的趨勢



人們將來不大可能會懷念這段封鎖的時期。雖然封鎖對遏制新冠病毒的傳播至關重要，但生活和心理健康以及其他有關方面承受了巨大代價。不過“居家”令起碼有一個好處能讓人有所想念，隨著交通停運和工廠關停，道路和天空都空空如也，世界各地的空氣質量大幅轉好。當霧霾消散，多年來人們首次得以眺望一些遠山，並能真正享受自由呼吸。我們認為這些迹象代表著未來趨勢。

2019年12月，我們把向清潔能源的轉型視作一個不可阻擋的趨勢——參見“[能源的未來](#)”。考慮到可再生能源的發電成本在2020年首次低於主要化石燃料，我們在《[2021年度展望](#)》中對進行中的能源轉型進一步探討——詳閱“[綠化世界](#)”。我們已強調，科技進步正在使得太陽能電池和綠色能源方案變得更加經濟。我們的觀點是，未來幾年此類科技創新有望加速能源使用的綠色轉型，我們預期這一進程最終將拉低化石燃料的消耗量。

全世界正在普遍達成這種共識。2021年3月，沃爾沃成爲首家承諾停售化石燃料汽車的傳統大型汽車廠商，並把停售時間定在2030年。儘管迄今爲止只有國家政府做出過這樣的承諾，我們認為沃爾沃此舉將引致更多廠商跟隨。疫情經驗表明，重大變革發生的速度可能會快的超乎所有人的預期。在此之前，我們無法想像美國通勤需求近乎減半，且航空業徹底陷入停滯，儘管如此，短短一年後GDP水平却幾乎沒有發生變化。

即便如此，我們預期未來幾個月的經濟發展有望重回疫情前狀態。通勤需求和商務旅行至少在初期將有望激增。然而，我們也相信疫情產生的許多變化將長久延續。雖然大多數工作可能還是要回歸辦公室，但遠程辦公將在某種程度上得到保留。企業已經發現遠程辦公有助於節省空間並提高生產力。同樣地，高管們雖可能會在長時間被困地面後迫不及待地重新飛上雲霄，但新奇感很快就會消失。考慮到視頻會議的成功推廣，我們有理由懷疑，今後商務旅行的批准門檻會被抬高。



電氣化也許不需要消耗大量能源

電動汽車（EV）革命仍處於早期階段，考慮到部分電力可能產自化石燃料，這一革命能否在電力損耗不需要大幅增加的情況下加速到來？已有研究表明，電動汽車對汽油汽車的全面取代即可達成這一結果。但我們想指出，電動汽車的革命與歷史性的能效提升正同時展開。美國2020年的用電量基本維持在2005年水平，儘管在此期間美國的經濟和人口數量分別增長了25%和11%。¹

因此，能效方面本來就已取得巨大進步。消費類電器方面，2021年新出的旗艦智能手機配有市面上容量最大的電池組，但充滿手機電量所需電量比一隻60瓦白熾燈在5分鐘內消耗的電量還要少。如今，一台洗衣機的耗電量已比2005年出產的同類產品減少三分之一，而50英寸平板電視的耗電量還不到一台28英寸陰極射線管電視機的一半。²

然而，能效水平出現革命性躍升的不僅僅是消費品。數據中心越來越多地使用最初為移動設備設計的節能處理器。數據中心的新址已在探索包括水利和冰川在內的自然冷卻途徑，甚至可將餘熱對外銷售。如2019年底Facebook在丹麥歐登塞開設了一家大型歐洲數據中心，不僅背靠丹麥穩定且廉價的電網資源，還可將服務器的餘熱供應給中心地區的住宅和辦公樓用於取暖，取代了原本代價更高且造成更多污染的熱源。

簡言之，20世紀“萬金油式”大型能源解決方案將越來越不適用於一個更加綠色的未來，與之相反，針對特定能源問題采取考究的定制解決方案將成為主流。歐盟各政府和中美兩國對綠色基礎設施加強了投入，將為能效的提升和新能源的使用提供強勁支持。



¹Haver，截至2021年5月15日數據
²國際能源署，截至2021年5月數據

綠化您的投資組合

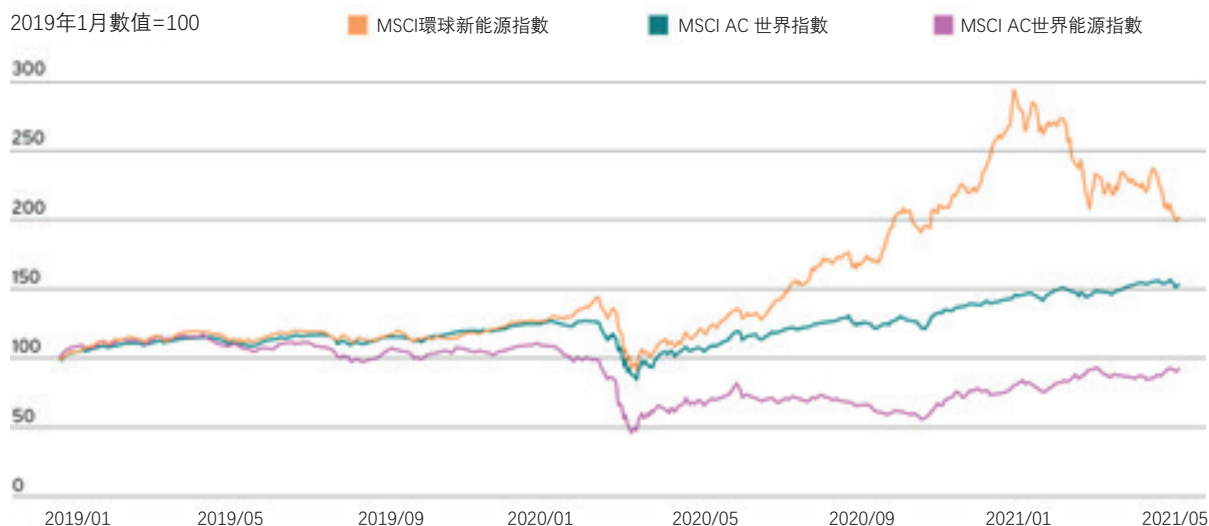
在2020年，能讓我們一瞥未來的不僅僅是更低的化石燃料消耗量帶來的清潔空氣，金融市場興許也能為綠化世界做出貢獻。此前閑置石油突然導致的供應過剩使得石油存儲空間幾乎耗盡，能源市場因此陷入恐慌，導致石油期貨合約價格一度轉負。

在疫情初期形勢極度不確定的情況下，新能源和傳統能源板塊市值在同一天雙雙觸底。但新能源隨後強勢反彈，至2020年底已回彈到年初的兩倍水平。相比之下，傳統能源的市值僅收復一半失地，最終在年底錄得降幅30%³。但新能源2021年迄今的表現却未能超過傳統能源——如圖表1所示。不過我們

認為2020年的情形更有可能是長期趨勢的縮影。在我們憧憬的未來，清潔能源、高效節能方式和創新數字化方案將表現不凡。

因此，我們重申，當疫情離去，綠化世界這一不可阻擋的趨勢仍將佔據重要地位。在為核心投資組合開展該趨勢的長期配置時，我們傾向於專長於能源領域且資歷雄厚的主動管理型策略。富有目標地投資——這也是我們對可持續投資採取的方法——為我們選擇投資經理和相關的投資提供了指導框架，詳見“[碳排放歸零：對投資者的啟示](#)”部分。對於擔憂新能源股票進一步走軟的合適投資者來說，特定的資本市場策略可以控制下行風險。

圖表1. 新能源板塊股票回吐部分獲利



³彭博，截至2021年5月15日數據

來源：彭博，截至2021年5月1日數據。過往業績不能預示未來的投資收益。實際結果可能會有所不同。指數非投資管理之結果。投資者無法直接投資指數。僅供說明之用。

碳排放歸零：對投資者的啓示

HARLIN SINGH UROFSKY

可持續投資環球主管

世界正面臨著一場氣候災難。據估測，人類活動導致全球氣溫已比前工業化時代高出約1攝氏度。環球變暖對人類、野生動物和地球均會造成嚴重後果。除極端天氣事件和對自然棲息地的破壞外，環球變暖還會帶來貧困、糧食短缺和疾病等問題。日均收入低於1美元的人群面對環球變暖時尤為脆弱，因為他們的飲食和收入高度依賴自然資源，也更容易被數量日益增多的病毒攜帶蚊群滋擾。即使是在發達國家，低收入的城市居民也更易受環境污染影響，而且更可能生活在易受氣候變化影響的地區。

為避免更多的災難性後果，科學界齊聲警告，環球氣溫必須控制在比前工業化時代水平高1.5攝氏度的範圍內。為實現這一目標，人類必須爭取到本世紀中葉實現碳的“淨零排放”。這就要求大幅減少溫室氣體的人為排放（如化石燃料燃燒產生的溫室氣體）。剩餘排放量可通過捕捉並存儲大氣中的碳以及再造林來解決。到2050年實現碳零排放是一項艱巨的任務，這意味著需要在可再生能源、電氣化、能源提效和基礎設施方面投入約131萬億美元。¹

雖然政府是設定淨零排放目標的中堅力量，但產業和企業方面的領導作用也很重要。時至今日，約有20%的環球最大型企業和100個國家設定了此類淨零排放目標²。不斷提升的氣候災難共識是一個關鍵的驅動因素。而在這方面展現出卓越領導力的企業也有望更受投資者和消費者的青睞，亦可能因此享有更低的資金成本，消費者對其產品和服務也可能具有更多需求。

投資者越來越重視公司表現與環境、社會和公司治理（ESG）的相關性，並日益青睞投資於努力減少碳足跡、推動供應鏈減排以及建立可持續發展框架的公司。此類投資者瞭解與氣候相關的運營風險，而且能認識到轉型較慢的公司可能將面臨的監管風險。投資者不僅會觀察所投企業是否存在管控氣候風險的實證，還會在科技創新和基建領域挖掘有助於實現“淨零排放”的成長投資機會。

所謂“漂綠”（Greenwashing）指企業誤導性地聲明彰顯自身已實現可持續經營，以尋求在聲譽上的利益，這對投資者提出了挑戰。投資者應謹記，設立宏偉的企業發展目標並不等同於已取得相應成果。對於每個投資標的，投資者都應衡量企業測算結果、目標實現的計劃、實施時間表以及迄今為止工作進展中所提及的排放數據。

富有目標的投資——即花旗的可持續投資平臺——由花旗內部人士和第三方投資機構共同負責，各方積極參與投資組合公司的管理，以確保目標得以實現。我們提供與低碳轉型關鍵績效指標掛鉤的投資策略機會，還包括用於為環保事業提供資金的綠色債券或社會責任債券的投資機會。我們也可為適合的客戶提供機會，助其直接投資於有意產生積極影響的企業。無論客戶是需要投資於單一的投資標的，抑或希望建立一個與其價值觀相匹配的完整選擇時投資組合作為核心資產，我們都可助其落實可持續投資目標——這也包括建立一個淨零排放的世界。

在我們看來，探索並實現創新式解決方案以實現淨零排放目標的企業毫無疑問將得到投資者的追捧。我們還相信，不開展可持續性布局的企業將被時代拋棄。



¹ 《2021世界能源轉型展望》，國際可再生能源署，2021年3月發布的預覽版本

² 《盤點：環球淨零排放目標評估》，能源與氣候信息智庫（Energy & Climate Intelligence Unit），2021年3月資料

術語表

資產類別定義：

現金體現為美國3個月期限國債的總收益，即對美國財政部發行、以美元計價、三個月期限且交易活躍、具固定利率的名義債券的衡量。

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。

環球發達市場股票基於多個MSCI指數組合而成，這些指數跟踪23個發達市場國家的大/中/小盤股代表，並按各國的市值分別賦予權重。這一綜合指數涵蓋上述各國約95%的自由流通量調整市值。

新興市場股票基於多個MSCI指數組合而成，這些指數跟踪20個新興市場國家的大中盤股代表。這一綜合指數涵蓋上述各國約85%的自由流通量調整市值。為補足長期歷史數據，會酌情引入並特定國家的本地指數。

環球發達市場股票基於多個MSCI指數組合而成，這些指數跟踪18個發達市場國家的大/中/小盤股代表，並按各國的市值分別賦予權重。這一綜合指數涵蓋上述各國約95%的自由流通量調整市值。

環球新興市場股票基於多個MSCI指數組合而成，這些指數跟踪20個新興市場國家的大中盤股代表。這一綜合指數涵蓋上述各國約85%的自由流通量調整市值。

環球高收益固定收益基於多個彭博巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪以美元、英鎊和歐元計價的非投資級固定利率企業債。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。我們採用IBBOTSON高收益指數以補充歷史數據，該指數跟踪評級為BB到B級的投資級以下債券，涵蓋到期日各異的各類債券。

發達市場固定收益基於多個彭博巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪20個本地貨幣市場的投資級債券。發達市場固定收益產品涵蓋發達市場發行人發行的固定利率國債、政府相關的債券、投資級公司債和證券化債券。美國、英國和日本的當地市場指數用於補充歷史數據。

新興市場固定收益基於多個彭博巴克萊指數組合而成，這些指數跟踪拉美、歐洲中東非洲以及亞洲3個不同地區、以美元計價、采用固定和浮動利率的新興市場主權債券。

指數定義：

INDXX顛覆性技術指數（根據彭博）跟踪通過新型數字化生產和顛覆性技術進入傳統市場的公司，這些公司有望革新現有的市場和價值體系，取代領先公司、產品和聯盟的現有地位並逐步獲取市場份額。

MSCI新興市場拉丁美洲指數跟踪拉丁美洲5個新興市場國家的大中盤股代表。該指數包含113個成分股，涵蓋每個成分國約85%的自由流通量調整市值。

MSCI歐洲指數跟踪歐洲15個發達國家市場的大中盤股代表*。該指數包含437個成分股，涵蓋歐洲發達市場股票總量中85%的自由流通量調整市值。

MSCI環球新能源指數包含50%或以上營收來自新能源產品和服務的發達國家和新興市場大/中/小盤股。

MSCI世界能源指數包含23個發達市場國家的大中盤股，所有成分股均屬按照環球行業分類標準劃分的能源板塊。

MSCI所有國家世界汽車指數包含新興和發達國家汽車領域的大中盤股。

MSCI世界指數包含23個發達市場國家的大中盤股。該指數包含1603個成分股，涵蓋每個成分國

約85%的自由流通量調整市值。

MSCI除美國外世界指數跟踪22個發達市場國家（總共23個）的大中盤股業績代表。這一綜合指數涵蓋每個成分國約85%的自由流通量調整市值。

MSCI所有國家世界指數全面覆蓋23個發達市場和27個新興市場的大中盤股。指數設計已考慮反映不同地區、市值、板塊、風格的細分以及組合情況的變量。

標普500指數是市值加權指數，指數采用美國領先產業500家頭部公司的代表性樣本。儘管標普500指數專注於衡量大盤股市場，但因其覆蓋美股近80%市值，也被視為理想的整體市場走勢代表。

標普500航空業指數覆蓋列入標普500指數的航空公司。

標普500酒店度假游輪指數覆蓋列入標普500指數的酒店度假和游輪公司。

標普500機械業指數覆蓋生產重型卡車、軋製機械、重型農業機械和其他建築設備的公司。

標普500寫字樓REITS指數覆蓋列入標普500指數的寫字樓房地產投資信托基金。

標普500 REITS指數覆蓋列入標普500指數的房地

產投資信托基金。

MSCI新興市場拉丁美洲指數跟踪拉丁美洲5個新興市場國家的大中盤股代表。該指數包含113個成分股，涵蓋每個成分國約85%的自由流通量調整市值。

MSCI環球新能源指數包含50%或以上營收來自新能源產品和服務的發達國家和新興市場大/中/小盤股。

MSCI所有國家世界汽車指數包含新興和發達國家汽車領域的大中盤股。

MSCI世界信息科技指數跟踪23個發達國家市場中信息科技領域的中大盤股。

MSCI世界指數包含23個發達國家市場的大中盤股。該指數包含1603個成分股，涵蓋每個成分國約85%的自由流通量調整市值。

納斯達克100指數是大盤股成長指數，包括100支在納斯達克股票市場上市且市值最高的美國和國際非金融公司股票。

羅素2000指數衡量美國股市小盤股的表現。羅素2000指數是羅素3000指數的子指數，成分股總市值約佔後者總市值的10%。

標普500指數是市值加權指數，指數涵蓋美國領先產業500家頭部公司的代表性樣本。儘管標普500指數專注於衡量大盤股市場，但因其已覆蓋美股近80%市值，也被視為理想的整體市場走勢代表。

標普環球“股息貴族”指數用來衡量標普環球廣泛市場指數（BMI）中股息率最高的股票的表現，這些股票在至少連續十年的周期內增長或穩定派發股息。

其他術語：

適應性估值策略是花旗私人銀行自有戰略性資產配置方法。該策略為每個客戶的投資組合確定適宜的長期配置方案。

個人消費支出指數（PCEs）是對一定時期內估算的家庭支出的度量。

信息披露

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）制定的規則，則本文可構成滿足美國CFTC條例第1.71條及第23.605條款下，對金融衍生品交易的要約文件（如適用），但本文不得被視為購買/出售任何金融工具約束力的要約。

本文由花旗集團（Citigroup）旗下業務單位花旗私人銀行（Citi Private Bank）編制，花旗私人銀行通過花旗集團及其環球銀行和非銀行關聯機構（統稱“花旗”）為客戶提供各類產品與服務。並非所有關聯機構或所有地區皆提供所有產品與服務。

花旗私人銀行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下提供，僅供參考與討論之用。若收件人欲停止接受此類信息，應立即通知花旗私人銀行。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，將不構成要約（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。

除非本文另有明確規定，否則本文將不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適合所有投資者。花旗不擔任投資或其他領域的顧問、信托人或代理人。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，亦不排除此類信息存在不完整或被壓縮的可能性。本文所含任何假定或信息系在本文發布之日或其他特定日期的判斷，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代表未來表現，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供說明之用，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，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徑庭，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或其關聯機構所表達觀點，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（包括直接、間接或後果性損失）承擔任何責任。

投資金融工具或其他產品具高風險，包括可能損失本金。以外幣為面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負面影響。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附加信息，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，不適合所有投資者。投資產品未被保險，無銀行或政府擔保且可能貶值。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，並已經過評估；(ii) 確定您在金融、商業和投資方面具備必要的知識、閱歷和經驗以評估相關風險，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。購買或出售期權前，應事先獲取並閱讀美國期權清算公司的最新版《標準期權的特徵與風險》手冊。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，或點擊以下鏈接：

theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf 以及 theocc.com/components/docs/about/publications/november_2012_supplement.pdf 以及 theocc.com/components/docs/about/publications/october_2018_supplement.pdf

購買期權時，最大損失即為保證金。賣出看跌期權時，風險為損失低於執行價格的全部名義本金。而賣出買方期權時，承擔的風險沒有上限。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，在您提交訂單時可能已不適用。本文中各項實例均未考慮佣金和其他交易費用。期權交易及此類特殊交易並非適合每位投資者。除非本文另有說明，否則本報告中所有圖表的信息來源均為花旗。稅收考量對所有的期權交易均非常重要，因此投資者在考慮期權交易時應與其稅

務顧問探討預期的期權交易將對納稅情況造成什麼影響。

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義務，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（包括為花旗的自營賬戶進行交易，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（包括作者在編制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。

美國國稅局第230號披露公告：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。

花旗或其任何關聯機構對任何投資產品的稅務處理概不負責，無論此類投資是否由花旗關聯機構所管理的信托或公司所購買。花旗假設，投資者（及其受益所有人，如適用）在做出投資承諾之前，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，其可能包含未征得花旗同意不得擅自轉載或披露的花旗專有信息。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瞭解並遵守此類限制。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針對客戶之利益或是針對其自有賬戶，提供建議、推薦以及採取行動，可能與本文所表達之觀點不同。至本文完成日止所提出之所有意見均為最新觀點，如有變動恕不另行通知。花旗集團並無更新或變更文中信息的義務。

債券對應評級

債券相關信用質量用字母和/或數字符號表示。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以說明信用質量。

債券信用質量評級	評級機構		
	穆迪 ¹	標普 ²	惠譽 ²
信用風險			
投資等級			
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	C	CC
未支付票息或已申請破產	C	D	C
違約	C	D	D

¹ 穆迪 Aa 級到 Ca 級的評級結果可添加 1、2 或 3 來表示在同類別中的相對地位。

² 標普和惠譽國際 AA 級到 CC 級的評級結果可添加正號或負號以表示在同類別中的相對地位。

本文意見不可作為未來事件之預測與未來業績之保證。過往業績並不保證未來表現。實際結果可能會有所不同。

儘管確信本文件信息來源可靠，但花旗集團及其關聯機構並不保證信息之正確性及完整性，並毋須對文中信息所導致的任何直接損失或後果負責。本文中如有圖表標注數據源為第三方，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，本文所有部分皆不得以任何方式複製、影印或複印，或發送給任何非收件人之僱員、主管、

董事或授權代理人。

花旗集團可能擔任自營賬戶的主要管理人，亦可為花旗集團為客戶進行本文及象限報告後續版本中提及的證券交易中的任一方擔任代理人。

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。

（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），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，非機構性抵押支持證券的標的擔保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益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。投資次級抵押支持證券面臨的信用違約風險要高於同批發行的優先級證券。在抵押貸款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、標的擔保品的表現以及市場的技術性變化。

本文件中提及的另類投資具有投機性，可能涉及重大風險而導致損失，原因包括採取杠桿或其他投機行為、缺乏流動性、投資回報存在波動性、投資基金對轉移份額的限制、可能缺乏分散度、缺乏估值和定價信息、複雜的稅務結構和稅收申報的延遲、監管不足、管理費用高於共同基金，以及顧問風險等。

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。

各指數均非投資管理之結果，投資者無法直接投資指數。指數僅供說明之用，不代表任何特定投資績效。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，除整體影響大宗商品的相關因素外，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）；

開采、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戰略或概念有興趣，應諮詢合適的稅務、法律或其他顧問。

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。

Citi Global Wealth (CGW) 於2021年1月宣告成立，由花旗私人銀行和花旗環球消費銀行的財富管理業務結合而成。基於原有業務，CGW向環球客戶提供花旗的財富管理解決方案、產品和服務。CGW財富管理策略的集中管理和實施代表了花旗願成為環球領先的財富企業所做出的更進一步承諾。Citi Global Wealth Investments 由花旗私人銀行、花旗私人財富管理和國際個人銀行（美國總行）的投資和資本市場業務部門共同組成。

花旗私人銀行和花旗私人財富管理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關聯機構為客戶提供各類產品與服務。並非所有關聯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) 和花旗私人諮詢公司 (“花旗諮詢”) 提供，CGMI和花旗諮詢均為FINRA和SIPC會員。

CGMI賬戶由潘興投資公司 (Pershing LLC) 持有，該公司是FINRA、NYSE和SIPC的成員。花旗諮詢為花旗私人銀行客戶提供部分另類投資產品的銷售服務。保險服務由花旗私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公司之名（營業執照編碼：0G56746）開展業務。CGMI、花旗諮詢、CLA和花旗銀行皆為受花旗集團控股的關聯機構。在美國以外地區，投資產品和服務由花旗集團

的其他關聯機構提供。投資管理服務（包括投資組合管理）可通過CGMI、花旗顧問、花旗銀行以及其他關聯顧問方獲取。花旗關聯機構（包括花旗諮詢）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。

國際個人銀行美國總行 (IPB U.S.) 是花旗集團 (Citigroup) 的旗下業務單位，通過花旗集團及其環球銀行和非銀行關聯機構（統稱“花旗”) 為客戶提供各類產品與服務。潛在客戶和現有客戶均可通過國際個人銀行美國總行使用Citigold®Private Client、Citigold®International、International Personal、花旗Global Executive Preferred以及花旗Global Executive Account Packages。投資產品和服務可通過花旗集團的業務部門花旗私人投資國際 (CPII)（花旗集團旗下業務單位，花旗集團通過花旗環球金融有限公司提供證券投資服務，花旗環球金融有限公司是FINRA和SIPC成員，也是一家在美國證券交易監督委員會註冊的投資諮詢和證券經紀交易商）或通過花旗國際金融服務有限責任公司（簡稱CIFS，是FINRA和SIPC成員，一家在美國證券交易監督委員會註冊的證券經紀交易商，向美國以外國家的公民、居民或非美國註冊實體提供投資產品和服務）獲得。CGMI和CIFS的投資賬戶由潘興投資公司持有，該公司是FINRA、NYSE和SIPC的成員。保險服務由CPII通過花旗集團旗下人壽公司 (CLA) 提供。在加州，CLA以花旗集團人壽保險代理有限公司之名（營業執照編碼：0G56746）開展業務。花旗銀行、CGMI、CIFS和CLA皆為受花旗集團控股的關聯機構。

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注册或持證代表。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）的收件人使用。對於受監管的資產管理服務，任何適用委托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托轉授給花旗銀行關聯機構或花旗銀行其他分行。任何提及資產組合管理經理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關聯機構或花旗銀行任何分行的資產管理委托要約，且任何花旗集團其他關聯機構或花旗銀行其他分行或其他花旗集團關聯機構在任何情況下都不會與您達成與上述投資組合的相關委托。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注册人操守準則》中應承擔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。

花旗銀行在美國注册成立，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》，花旗銀行不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》（重新制定為《ASIC公司法（廢止和過渡性）第2016/396號》，並增訂《ASIC公司法（修訂）第2020/200號》）項下的牌

照豁免權益。

在英國，花旗銀行倫敦分行（注册編號為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)20 7508 8000。

花旗歐洲有限公司英國分行是花旗歐洲有限公司的分行，由歐洲央行授權，並受愛爾蘭中央銀行和歐洲央行監管（識別號為C26553）。花旗歐洲有限公司英國分行的經營由英國審慎監管局授權並具備視為變更形式的許可，同時受金融行為監管局的監管和審慎監管局的有限監管。關於允許歐洲經濟區企業在英國獲取完全授權前限時開展經營業務的臨時監管機制的詳細信息，請參考英國金融行為監管局的官方網站。花旗歐洲有限公司英國分行在英格蘭和威爾士公司注册處注册為分行，注册號為：BR017844。其注册地址為：Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB。

增值稅編號為GB 429 6256 29。花旗歐洲有限公司在愛爾蘭注册成立，注册號為132781，注册地址為1 North Wall Quay, Dublin 1。花旗歐洲有限公司受愛爾蘭中央銀行監管，最終持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，貿易及公司登記處注册號為B200204。該分行在盧森堡注册成立，並受金融監督管理委員會監管。該分行在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。花旗歐洲有限公司愛爾蘭注册成立，注册號為132781，受愛爾蘭中央銀行監管，識別號為C26553，並受歐洲央行監督，注册地址為1 North Wall Quay, Dublin 1, Ireland。

在澤西島，本文件由花旗銀行澤西島分行發行，該分行的注册地址為 PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE48QB。花旗銀行澤西島分行受澤西島金融服務監察委員會監管。花旗銀行澤西島分行參與澤

西島銀行存款保障計劃（Jersey Bank Depositors Compensation Scheme），該計劃為5萬英鎊及以下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。有關該計劃及計劃覆蓋銀行集團的全面詳情，請參見澤西島網站www.gov.je/dcs或按需提出申請。

在加拿大，花旗私人銀行隸屬花旗銀行加拿大分行，為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代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關聯機構或子公司。花旗銀行加拿大分行投資基金有限公司（CCCIFL）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，花旗集團及其所有關聯機構亦不提供擔保。

CCIFL目前並非也無意成為加拿大共同基金交易商協會（MFDA）成員；因此，花旗銀行加拿大分行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。

花旗亞太區私人客戶請注意：

“花旗分析師”指花旗研究（CR）、花旗環球金融有限公司（CGMI）、花旗私人銀行（CPB）以及花旗環球投資委員會的有權表決成員。花旗銀行及其關聯機構/子公司並未在本文件的實質內容或編寫過程中提供獨立的研究或分析。

本文件涵蓋的信息來源於花旗環球金融有限公司和花旗私人銀行發布的報告。這些信息的提供是基於花旗環球金融有限公司和花旗私人銀行認為可靠的消息來源。花旗環球金融有限公司和花旗私人銀行不能保證文中信息的準確性，這些信息可能並不完整或被壓縮。所有意見和預測構成花旗環球金融有限公司和花旗私人銀行截至本文發布之日的判斷，若有任何變更，恕不另行通知。本文件僅為提供一般信息參考，並非也不應成為購買或出售任何證券或貨幣的建議或要約。未經花旗集團事先書面同意，本文件所有部分皆不得以任何方式複製。文件在編寫時未考慮任何特定投資者的目標、財務狀況或需求。任何人士在考慮開展特定投資時，應根據其目標、財務狀況或需求判斷該項投資是否適當，並應就該項投資的適當程度或其他方面尋求獨立意見。投資不是銀行存款，亦非花旗銀行、花旗集團、二者的關聯機構或子公司、或其他政府或保險機構的義務，也未經上述公司或機構承包或擔保，投資同時受投資風險影響，包括可能導致所投本金虧損。投資於非本地貨幣基金的投資者應注意可能導致本金損失的匯率波動風險。過往業績不能預示未來的投資結果，價格可能上升或下跌。投資產品無法提供給美國投資者。投資者應意識到，他/她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。如投資者變更住址、公民身份、國籍或工作地，他/她有責任瞭解該等變更對他/她的投資交易的影響，並在該等變更生效時遵守所有適用法律法規要求。花旗銀行不向投資者提供法律和/或稅務建議，亦不負責就交易相關的法律問題向投資者提供建議。

花旗研究（CR）是花旗環球金融公司（即“本公司”）下屬部門，花旗環球金融公司與研究報告中所提及的公司存在或有意開展業務往來。因此，投資者

應意識到本報告可能存在利益衝突的情況並導致報告的客觀性受到影響。投資者在做出投資決策時僅應把這份報告當作其中一項影響因素。如需瞭解更多信息，請參考https://www.citivelocity.com/cvr/eppublic/citi_research_disclosures。

特定市場信息披露

澳大利亞：本文件由Citigroup Pty Limited（澳大利亞公司商業代碼：88 004 325 080，澳大利亞金融服務牌照號：238098，澳大利亞信貸許可證號：238098）在澳大利亞派發。任何建議均為一般性建議。本文在撰寫時未考慮任何特定投資者的目標、財務狀況或需求。在根據建議採取行動前，投資者應考慮該建議是否適用自身特殊情況。在投資者就任何金融產品做出決定前還應取得相關產品的披露聲明及條款條件並進行考慮，同時思考該產品是否適合自己的目標、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。過往業績不能預示未來的投資結果。投資產品無法提供給美國投資者，且不一定可在所有司法管轄區提供。

巴林：本文件由花旗銀行巴林分行派發。花旗銀行巴林分行可根據其絕對酌情權提供僅作信息參考的各類證券相關材料。花旗銀行巴林分行是經巴林中央銀行授權的傳統零售和批發銀行，其提供的產品和服務受巴林中央銀行法規和許可協議約束。這些條款均受巴林王國法律管轄，並應通過巴林王國法律進行闡釋。客戶不可撤銷地同意巴林憲法法庭在該國就審理和確定任何訴訟、法律行動或法律程序以及解決任何因該等條款和條件而產生、或與該等條款和條件有關的爭議時享有非排他性管轄權，為此，客戶不可撤銷地服從法庭管轄。投資產品不由政府或政府機構承保。投資及資金產品面臨投資風險，包括可能損失已投資的本金。過往業績不能預示未來的投資結果，價格可能上升或下跌。投資於非本地貨幣基金的投資者投資於以外國（非當地）貨幣計價的投資和/或國債產品的投資者應注意可能導致本金損失的匯率波動風險。投資和資金產品無法提供給美國投資者。所有投資和資金產品的申請均須遵守該項投資和資金產品的條款及條件。投資者應瞭解，他/她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。如投資者變更住址、公民身份、國籍或工作地，他/她有責任瞭解該等變更對他/她的投資交易的影響，並在該等變更生效時遵守所有適用法律法規要求。

花旗銀行不向投資者提供法律和/或稅務建議，亦不負責就交易相關的法律問題向投資者提供建議。花旗銀行巴林分行不提供對現有客戶資產的不間斷監管服務。

中華人民共和國：本文件由花旗銀行（中國）有限公司在中華人民共和國大陸地區（不包括香港、澳門和臺灣特別行政區）派發。

香港：本文件由花旗銀行（香港）有限公司（CHKL）及花旗銀行在香港派發。花旗銀行及其關聯機構/子公司並未在本文件的實質內容或編寫過程中提供獨立的研究或分析。投資產品無法提供給美國投資者，並非所有關聯機構或所有地區皆提供所有產品與服務。金融工具的價格和供應如有變動，恕不另行通知。部分高波動性投資的價值可能突然大幅下跌，且跌幅可能與所投本金相等。

印度：本文件由花旗銀行在印度派發。投資有風險，且可能導致所投本金虧損。分銷的產品並非花旗銀行義務，也不由花旗銀行提供擔保，投資產品亦非銀行存款。過往業績不能保證未來投資表現。投資產品無法提供給美國和加拿大的投資者。建議投資者在投資前應仔細閱讀及瞭解配售文件。

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，因此文件所涵蓋的信息可能發生重大變更。

對因使用本文件所含信息（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，花旗集團及其關聯機構以及任何高管、董事、雇員、代表或代理人概不承擔任何責任。

© 2021年版權所有，花旗集團。花旗（Citi）、Citi及弧綫設計圖案和其他在此使用的標志，皆為花旗集團或其關聯機構所擁有的服務商標，且已在全世界注册及使用。