



長期展望

2022年6月

強化投資組合韌性

市場波動、通脹問題及地緣政治壓力，已促使許多國家和企業都專注於防守。面對愈趨分化的世界，我們主張為投資組合建立韌性，並探討未來五年可能出現的風險及機遇。



作者：

Joachim Fels
環球經濟顧問

Andrew Balls
投資總監
環球固定收益

艾達信 (Dan Ivascyn)
集團投資總監

摘要

- 俄烏戰爭已擴大全球地緣政治的分歧，從長期角度來看，世界面臨去全球化的風險，資本市場亦會更加分化。
- 在這環境下，我們預期政府及企業決策者將更積極尋求安全保障和強化韌性，包括增加國防開支和推動供應鏈多元化。這些趨勢可能會加劇經濟失效問題，並加深通脹壓力。我們還認為未來兩年的經濟衰退風險已經升溫。
- 根據我們的長期預測，商業週期將會縮短，而通脹環境轉變會令政策回應措施減少，這意味著投資者應聚焦於強化投資組合韌性，多於追求收益。孳息水平較高的固定收益投資將擔當重要角色，有助為多元化投資組合建立韌性。
- 私人信貸策略可與公開市場信貸配置相輔相成，雖則部份市場環節正出現過度情況。我們看好較優質的企業信貸，並會在信貸市場受壓時期致力提供流動性，而非尋求流動性。
- 鑑於通脹壓力升溫，我們認為美國國庫抗通脹債券、商品及個別全球通脹掛鉤投資能夠提供價格合理的對沖。



2022年長期展望論壇 嘉賓講者

Dan Gallagher

Robinhood法律、合規及企業事務總監

Matteo Maggiori

美國史丹福大學商學院財務學教授

Katherine Molnar

費爾法克斯縣警官退休系統投資總監

Neha Narula

麻省理工學院數碼貨幣計劃總監

Randal Quarles

美國聯儲局前任理事兼監管事務副主席

Yuval Rooz

Digital Asset行政總裁兼共同創辦人

Alex C. Ruane

美國太空總署戈達德太空研究所氣候影響
小組研究物理科學家兼聯席總監

Angela Stent

美國喬治城大學歐亞、俄羅斯及東歐研究中心
榮譽教授兼總監，並為《Putin's World:
Russia Against the West and With the
Rest》作者

Barbara F. Walter

美國加州大學聖地牙哥分校政治科學教授，
並為《How Civil Wars Start》作者

全球宏觀環境仍未回復正常，投資者於未來五年將面對反覆波動及充滿挑戰的環境。世界將繼續充斥擾亂因素和不確定性，去全球化將會擴大全球經濟的分歧。面對這樣的前景，保持深思熟慮和放眼長線有助投資者應對考驗。在最近舉行的品浩年度長期展望論壇，我們的投資專家、嘉賓講者（請參閱側欄）及全球顧問委員會進行了為期三天的深入討論，本文將歸納當中的重點。

審視實況

首先，我們全面回顧了過往的分析，認為2021年長期展望《轉型時代》所討論的主題至今仍然非常貼切。我們已預計宏觀環境會更趨不明朗及波動，而綠色、數碼及社會轉型是主要擾亂因素。我們也曾預期增長和通脹週期將會縮短，幅度則會擴大，而各國的表現會更加分歧。以上各項主題到現在仍然適用。

然而，當務之急是要探討我們在去年並無預計會出現的大型擾亂因素：俄羅斯在2月攻打烏克蘭，曠日持久的戰事已造成重大傷亡和損毀；大部份西方民主國家實施影響深遠的經濟和金融制裁，並作出其他政策回應。在分析這些事件對投資主題的影響時，我們認為區分短期的週期角度（6至12個月）、中期角度（1至2年）和長期角度（5年及以上）有實質作用。

短期展望：既冷又熱的經濟環境

我們簡短地討論和確認了在2022年3月週期展望《既冷又熱的經濟環境》提出的週期觀點。最近的宏觀數據印證了我們的看法：戰爭和制裁帶來的衝擊，加上中國的防疫封城措施，會形成滯脹環境，在短期內進一步推高通脹，並於週期時段內導致主要經濟體的增長放緩至停滯水平。此外，鑑於現時全球整體通脹率高企（撰文時美國及歐洲的通脹率約為8%），全球主要央行似乎決意先行抑制通脹，之後才處理增長問題，而這將關乎我們的中期展望。

中期展望：經濟衰退風險升溫

我們認為未來兩年的經濟衰退風險升溫，因為地緣政治可能更趨動盪，而且通脹居高不下會削弱家庭的實質可動用收入，加上央行紛紛以對抗通脹為首要任務，在金融狀況大幅收緊之際，造成更高風險可能引發金融事故。

相比以往未有受到通脹威脅、政府負債水平較低，而且央行資產負債表規模較小的衰退期，我們也預期，當下次衰退來臨的時候，貨幣及財政應對措施將會更加保守，而且更遲出台。經歷過全球金融危機後經濟復甦乏力，財政政策官員從中汲取了教訓，以更有力的措施應對疫情帶來的衰退，但現時的高通脹或會令政策官員在重新審視這些工具時猶疑不決，特別是在美國。

我們認為未來兩年的經濟衰退風險升溫，
反映出地緣政治動盪、通脹居高不下，
以及央行紛紛以對抗通脹為首要任務

因此，儘管基於多項原因，我們認為下一次衰退的深度應不會如2008年經濟大衰退或2020年新冠疫情導致增長驟停般嚴重，但由於央行及政府已難再強力回應，衰退將可能持續較長時間，其後的復甦也可能較為呆滯。

長期主題：強化韌性

烏克蘭戰爭及各國回應行動帶來的較深遠影響，是導致地緣政治分歧擴大，可能令環球格局加快由單極體系演變為兩極或多極體系。隨著中國崛起，在經濟及地緣政治舞台擔當重要角色，而西方國家紛紛對中國抱持懷疑態度，這種分化早已形成。

在分化日益加深的環境下，我們預期政府及企業決策者將更積極尋求安全保障和建立韌性：

- 俄羅斯入侵烏克蘭事件已真正突顯軍事衝突的風險，多國政府（特別是歐洲，其他國家亦然）已宣佈增加國防開支的計劃，並加強投資於能源和糧食安全。
- 不少企業決策者正致力透過全球多元化、近岸生產及友岸生產等方法，建立更穩健的供應鏈。事實上，為了應對中美貿易緊張局勢，加上新冠疫情暴露出複雜價值鏈的脆弱性，上述行動早已展開，隨著地緣政治環境更趨不穩，力度只會有增無減。
- 此外，為應對氣候相關風險及疫情危機，許多政府和企業都已更積極緩解和適應全球暖化，並改善國民與僱員的健康保障。

然而，在強化韌性及尋求安全保障時，通常會犧牲短期經濟效率。我們認為這股長期趨勢將帶來五大宏觀經濟影響：

首先，用於國防、醫療護理、能源和糧食安全、建立更穩健供應鏈，以及緩解和適應氣候風險等多個範疇的開支將會增加，而且增幅超過其他範疇開支的減幅，屆時將可為長期總需求帶來支持。然而，除非企業加快投資於有助提升生產力的科技，否則這些額外開支仍將無助於推動長期生產力增長。此外，強化韌性可能促使政府加強監管及推行保護主義，從而令長期增長受壓。因此整體來看，我們認為長期角度的產出增長顯著高於疫情前十年水平的機會不大。

其次，追求強化韌性及安全保障將刺激通脹，因為企業會在供應鏈增加冗餘，並將供應鏈移至更靠近本土。如果政府收緊移民限制，勞工市場的競爭力將會下降，或會增加工資壓力。此外，儘管綠色轉型可望帶來成本較低廉的可再生能源，最終令能源價格下跌，但由於棕色能源供應萎縮的速度可能快過可再生能源供應擴張的速度，結果或會在一段時間內推高能源價格。不過，這些因素最終會否導致長期通脹持續上升，仍將取決於財政及貨幣機關的政策選擇。

第三，這些可能助長通脹的因素，將令央行陷入兩難。支持整體需求及建立韌性的代價是通脹攀升。相反，若要通脹回落至目標水平，就要犧牲需求和就業。目前，鑑於通脹遠超央行目標，大部份央行正致力對抗通脹。當通脹回落至接近目標水平，央行會否繼續優先應對通脹，抑或容許通脹略為超出目標，現時暫無定論。我們的整體觀點是長期通脹風險已經轉為上行。

央行陷入對抗通脹或支持增長的兩難局面

第四，從長期角度來看，我們認為發生私營範疇信貸事件及違約週期的可能性增加。尋求安全保障和強化韌性需要增加開支，或會令公營範疇及企業資產負債表受壓，償債成本可能上升，而經濟衰退的風險不容忽視。通脹高企可能削弱央行支持私營範疇債務人的意願或能力。政府方面，由於債務水平在疫情期間進一步急升，加上因為人口老化而需要為持續增加的退休金和醫療護理開支撥款，因此亦未必願意伸出援手。

最後同樣重要的是，一位與會者在論壇上提出，長期來說，世界正面對金融去全球化和資本市場更趨分化（即「資本戰爭」）的風險。金融制裁和貨幣儲備成為武器，可能會令經常賬盈餘國家的公營及私營範疇債權人進一步側重本土市場，而隨著時間過去，流入美元的資金或會減少。然而，鑑於現時缺乏其他貨幣擁有足夠深度和流動性的資本市場可取代美元，上述轉變將並非一朝一夕的事，亦不大可能在我們的長期展望時段內發生。

投資結論

品浩深信，我們曾稱為「新常態」的時期確實已過去。「新常態」是指經濟錄得低於平均但穩定的增長，而且通脹持續低於央行目標。在該段期間，由於市場憧憬央行行動和（新冠疫情期間的）財政政策利好風險資產，不少投資者都受惠於「追求收益」和「趁低吸納」。然而，展望長期前景，相信央行將較難再遏抑市場波幅和支持金融資產市場回報。

建立投資組合韌性

展望未來，品浩認為投資者將不再聚焦於追求收益，而是在建構投資組合時致力強化其韌性，務求在宏觀經濟波動、市場波動及央行支持措施都更加不確定的環境下，實現更穩健的資產配置。我們為客戶管理的投資組合也會致力加強韌性，並把握市況波動時期的機會。

對於分散投資的部署，投資者也應更仔細考慮。正如企業決策者致力推動供應鏈多元化，投資者亦會基於地緣政治因素和風險而希望分散投資組合。市場隨時可能出現意料之外的發展，俄羅斯迅速被全球金融體系孤立已是有目共睹。在對立的地緣政治局勢下，各地政府和企業可能被迫表態，因而面對制裁、資本管制甚至財產被沒收的風險。除分散投資於不同資產類別外，這些地緣政治考慮因素亦可能影響投資決策和投資者要求的風險溢價。

低回報環境

基於初始估值（即使資產市場在過去數月表現疲弱），以及宏觀經濟和市場環境更趨波動的前景，投資者在長期角度應對資產市場回報保持較低的實際預期。根據我們的預測，商業週期將會縮短及前景更加不確定，加上通脹環境轉變令政策回應措施不及過往全面，這意味著投資者應聚焦於投資組合韌性多於追求收益。

我們認為美國及其他先進國家在未來兩年陷入衰退的可能性增加，也意味著投資者需要對資產市場潛在回報的評估保持清醒，並專注於保本。



儘管如此，核心債券基準指數的孳息已從疫情期間的低位回升，而我們的基線展望認為，不同國家的遠期市場正在或即將反映可能是政策利率的長期。若通脹壓力處於可控水平，而且市場利率高於近數年的低位，各地央行將有較大空間採取傳統貨幣政策下的減息行動，債券市場有望在經濟衰退的環境中發揮可觀表現。

我們預期大部份債券基準指數將會在長期角度錄得正回報，而孳息水平較高的固定收益投資將擔當重要角色，有助為多元化投資組合建立韌性。

固定收益將擔當重要角色， 有助為多元化投資組合建立韌性

央行利率穩定，債券風險溢價上升

雖然2019年以前的「新常態」時期已經過去，但「新中性」的低實質政策利率可能會持續至週期性的抗通脹行動之後。帶動中性政策利率下降的長期因素，當中包括人口結構、全球儲蓄過剩及負債水平偏高，應會繼續將政策利率穩定於低位，儘管去全球化和企業致力加強供應鏈韌性等因素的出現，可能會為通脹帶來一些上行壓力。

金融主導性（即是在宏觀經濟變數帶來影響之外，貨幣政策收緊對金融市場構成的直接影響）可能會限制政策利率的上升空間，使之不致大幅高於遠期市場所反映的水平。除非是在通脹持續飆升和通脹預期升溫的風險情境下，才會迫使央行把政策利率設於高水平，屆時衰退將是政策目標而不只是副作用。

由於宏觀經濟前景更趨不明朗，尤其是未來的通脹走勢，我們預期金融市場將會就持有較長期債券要求更高的期限溢價，作為承擔債券風險的補償。風險溢價受壓的時期可能已經過去，當時投資者對經濟下行風險的保障需求，曾蓋過對通脹的憂慮。整體而言，我們預計期限溢價將會上升。

短期內，隨著市場評估陸續出台的通脹數據，並在通脹與衰退風險之間作出權衡，孳息曲線可能趨平。但在完整的長期展望時段中，我們預期孳息曲線將再度走斜，因為通脹將面臨高於或低於央行目標的雙向風險，而且相比「新中性」時期，通脹壓力持續上行的可能性更大。

市場利率方面，我們預期央行利率偏低（最少低於2000年代初的水平）會繼續成為重要的穩定因素。我們的基線展望以10年期美國國庫券孳息為基準，預計孳息將處於接近或略高於過去十年（撇除2020年新冠疫情期間）的水平，相等於介乎1.5%至4%的估計區間。相比過去十年的經驗，期內10年期國庫券孳息僅曾短暫升穿3%，上述估計區間的上限顯示孳息可能會有若干幅度的向上調整。這與我們的預測相符：預料通脹將會高於過去十年一直低於央行目標的時期，而且週期性和長期性的通脹上行風險都較高。當然，目前亦存在其他風險情境，可能導致孳息高於或低於上述基線預測。

股票風險溢價上升

隨著商業週期縮短及宏觀環境更趨波動，股票風險溢價亦可能上升（即投資者可能為持有股票而要求相比債券更高的補償）。此外，通脹上升還可能會削弱企業的名義盈利增長，影響利潤率，導致其表現更趨波動。

除了多項通脹因素，包括庫存水平上升、供應鏈效率下降、勞工成本上漲及投資需求增加，企業利潤率亦可能因利息和稅務款項增加而受壓。在過去十年，企業股本回報率的大部份升幅源自線下項目支出（例如營運開支、稅務和利息款項）減少，而開支下跌的趨勢不太可能長期持續。

因此，我們預期股市的潛在回報將低於全球金融危機後的時期。隨著增長和盈利能力的可見度下降，投資者可能會對股票要求更高的風險溢價，並更重視可靠的企業盈利。這項展望令我們更加確信投資者應聚焦於質素，並強調謹慎選股的重要性。在市場回報下降的環境中，洞悉長期主題和識別新環境下的受害者，將是締造超額回報的重要一環。

尋求通脹保障

從五年的長期角度來看，基於通脹壓力可能加劇，我們認為美國國庫抗通脹債券和個別全球通脹市場可提供價格合理的對沖，有助抵禦通脹超出預期的風險。現時美國國庫抗通脹債券的價格反映通脹將於12至18個月內重返聯儲局的2%目標水平。這與我們的基線預測相符，但最終結果實在無從保證。

商品市場亦可提供有價值的通脹對沖，特別是針對通脹高於預期的情況。商品對意外通脹的歷史貝他值（即敏感度為高正值）遠高於美國國庫抗通脹債券。踏入2022年的時候，商品市場已普遍走強，主要受惠於需求回升，而且過去數年的供應面投資不足，特別是能源業。烏克蘭事件更加快了上述趨勢，突顯出市場需要展開重大的投資週期，以滿足未來的能源需求及應對氣候和安全問題。因此，我們預期最少在長期展望時段內，能源價格都要維持在較高水平，才能吸引資本流入能源市場及推動足夠投資。

房地產亦可對沖通脹，特別是多戶住宅和自助倉儲等行業，其租約一般短於一年。在歐洲，甚至連辦公室和工業租賃亦經常與通脹指數掛鉤。此外，大多數房地產領域的基本因素都維持穩健，包括出租率高企，而新供應也可能持續受制於建築成本上漲。

對企業信貸保持審慎：聚焦於質素

由於公開信貸市場的流動性普遍欠佳，加上宏觀經濟更趨波動、中期衰退風險上升，以及央行和財政政策支持欠明朗的前景，我們的企業信貸投資會繼續偏重較高質素的項目。對比過去十年盛行「趁低吸納」的時期，在經濟衰退及貨幣和財政政策支持減少的環境下，違約事件及信貸虧損均可能增加。我們並不認為在新冠危機時期緊急為企業發行人提供的廣泛政策支持會成為新基準。反之，隨著各地央行專注於通脹，以及各國政府聚焦於國家安全和環境安全問題，除了被視為對強化韌性有重要作用的行業之外，當局將較少傾向於為其他行業的公司提供支持。

一如既往，我們會根據品浩環球信貸投資組合經理及信貸研究分析師團隊提供的觀點，挑選企業信貸的偏高和偏低比重配置。我們較為看好有抵押的投資，並會致力就無抵押信貸投資取得可觀條款和明確文檔。在持續的信貸違約週期，我們將致力迴避附帶任何重大違約風險的持倉，並準備在信貸市場受壓時提供流動性，而非尋求流動性。



私人信貸的機遇和風險

私人信貸策略可與公開市場信貸配置相輔相成，而在公開信貸市場更艱難的環境下，我們預期可為採取長期導向及風險承受能力較高的投資組合物色投資良機。

事實上，公開信貸市場上的一些過度情況，過去數年亦曾出現在私人信貸市場的個別環節，特別是近年日漸普及的較高槓桿企業貸款交易。隨著企業因應更實際的估值和增長假設為過度槓桿的資產負債表作出修正，上述過度情況可望為精選私人融資方案提供豐富機遇。雖然舊有私人企業信貸投資可能持續受困，但個別較不擁擠的私人貸款環節可望有較佳相對表現。舉例說，隨著家庭資產負債表已持續去槓桿化超過十年（企業則再槓桿化），消費者私人貸款和住宅信貸應尤其受惠，可望於未來數年展現可觀表現。由於初始狀況和估值普遍改善，私人信貸範疇的其他多個環節例如飛機融資、房地產貸款、設備租賃和特許權融資，都有潛力跑贏整體企業私人債務市場。

新興市場：贏家和輸家

我們預期新興市場將可提供投資良機，並強調主動投資的重要性，投資者要在艱難的投資環境中識別潛在贏家和輸家。部份國家應可受惠於資本貨品需求，而商品出口國更可藉貿易條件改善而獲益。另一方面，基本因素及政策框架疲弱的其他新興市場國家，則可能進一步受到週期縮短和宏觀經濟更趨波動所影響。商品進口國亦可能面臨重大挑戰。

分化的世界將為新興市場帶來贏家和輸家， 突顯出主動風險管理和分析的重要

如上文所述，面對分化的世界，投資者需要密切留意軍事和策略分界線，注重適當的分散投資和適當的風險溢價，對投資於新興市場尤其重要。由於涉及制裁和沒收財產的風險，加上當地政局動盪以至地區和環球政治因素都可能帶來意外後果，投資者更應採取主動管理和主動決策。

貨幣：美元成為避風港

雖然標準估值指標反映美元估值過高，但基於中期衰退風險及預期宏觀經濟更趨波動，我們預計美元將持續受惠於其「避風港」特質：投資者認為在宏觀經濟及市場波動期間，美元是相對安全的投資。這意味著當投資者希望透過相對便宜的新興市場貨幣或十國集團商品貨幣尋求價值時，應考慮分散於多國貨幣的資金籃子，而非只著重美元交叉盤的策略。

全球機遇

從長期角度來看，我們預期整體資產類別回報下降並更趨波動，而且在地緣政治局勢不穩和極端風險加劇的環境下，各國表現將進一步分歧。宏觀經濟與市場回報更趨波動和分歧，將會同時帶來風險和機遇。我們將致力維持投資組合的韌性，並採取全球策略，務求盡量擴大機遇，既可把握當中的最佳機會，也可緩解市場上較弱環節的風險。在市場參與者更偏重本土、去全球化加劇及資本市場進一步分化的環境中，採取全球思維的投資者將不乏機遇，而專業投資團隊將有助識別和把握這些機遇。

論壇簡介

品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇，在過去近50年久經歷練，已跨越各種不同市場環境。我們來自全球各地的投資專家每年四次共聚一堂，探討環球市場及經濟情況，識別我們認為將帶來重要投資啟示的趨勢。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來五年的經濟前景，據此決定投資組合配置，以期受惠於全球經濟的結構性變化和趨勢。我們相信集思廣益可創造更佳的投資成果，因此論壇會邀請著名嘉賓演講，包括諾貝爾經濟獎得主、決策官員、投資者和歷史學家，為我們的討論帶來不同角度的真知灼見。此外，品浩全球顧問委員會亦積極參與討論，委員會的成員均為享譽全球的經濟和政治問題專家。

週期展望論壇每年舉行三次，集中預測未來六至十二個月的經濟前景，分析各個主要已發展經濟體和新興市場經濟體的商業週期動態，洞悉可影響投資組合配置的貨幣和財政政策、市場風險溢價及相對估值的潛在變化。

過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。政府發行的**通脹掛鈎債券 (ILB)**是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。**美國國庫抗通脹債券**是由美國政府發行的ILB。**商品**涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌。**房地產**價值及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險；若投資於**新興市場**，有關風險可能更高。**外幣匯率**可能在短期內大幅波動而令投資組合的回報下跌。**私人信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於私人信貸的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。**多元化投資**不確保沒有損失。**管理風險**是指品浩所使用的投資技巧及風險分析未能達致預期結果，以及若干政策或發展可能影響品浩在管理策略方面可使用的投資技巧的風險。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。概不保證將會取得所述表現。

阿爾法值 (Alpha) 量度經風險調整的表現，計算法是比較投資組合的波幅 (價格風險) 與其相對於基準指數的經風險調整表現；相對於基準指數的超額回報稱為阿爾法值。**貝他值 (Beta)** 用以量度價格對市場變動的敏感度。市場貝他值為1。相關性是反映兩隻證券個別走勢彼此的關聯度的統計指標。

本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資經理對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

本資料載有基金經理的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。| **品浩投資管理 (亞洲) 有限公司** 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 如未經明確書面批准，本刊物任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。「新中性」是Pacific Investment Management Company LLC在美國和全球各地的商標。©2022年，品浩。