



週期展望
2024年10月

軟著陸在望

隨著美國聯儲局加入其他央行的減息行列，固定收益市場前景在多種經濟情境下繼續向好。





作者：**Tiffany Wilding**

董事總經理兼經濟師

Andrew Balls

投資總監

環球固定收益

重點概覽

在疫情衝擊過後，經濟似乎比2019年以來的任何時候都更加「正常」。然而，政策利率仍然高企。隨著各國央行相繼下調利率至較中性水平，關鍵問題在於減息步伐會有多快，以及中性水平處於甚麼位置。以下是我們的近期經濟觀點：

- 支持美國經濟相對強勁的因素正在減退，意味著美國經濟正與世界其他地區重新掛鈎，並在抑制通脹方面取得進一步進展。
- 已發展市場的通脹似乎有望在2025年重返目標水平，主要是由於消費需求正常化，以及新增職位空缺有限令競爭加劇。美國方面，勞工市場似乎比2019年更為鬆動，令失業率上升的風險加劇。正如其他已發展市場央行，聯儲局料將根據新的週期實況調整貨幣政策。
- 正如其他地區，美國經濟似乎都有望實現罕見的軟著陸，即增長及通脹放緩，但不會陷入衰退。然而，當中仍存在若干風險，例如美國即將舉行的大選，以及其對關稅、貿易、財政政策、通脹及經濟增長的影響。龐大的財赤問題可能會持續，限制加推財政刺激措施的可能性，並加劇經濟風險。

隨著已發展國家經濟放緩，以及潛在的貿易和地緣政治衝突加劇，投資者應審慎靈活地調整投資組合配置。以下是我們的近期投資觀點：

- 隨著央行下調短期利率，我們預期孳息曲線將會走峭，為固定收益投資創造有利的環境。歷史上，優質債券往往在經濟軟著陸期間表現良好，在經濟衰退時期甚至表現更佳。此外，最近債券與股票的傳統反向關係重現，更可提供寶貴的分散投資優勢。
- 債券孳息以名義值及經通脹調整後的實質值計算均具吸引力，其中以5年期債券孳息尤其吸引。現金息率將跟隨政策利率下調，而龐大的政府赤字或會在一段時間內推高長期債券孳息。
- 企業信貸的估值偏高，反映市場氣氛鬆懈，我們會保持審慎立場，看好較優質的信貸及結構性產品。質素較低的浮息私人市場領域似乎比價格所反映的更容易受到經濟衰退和利率變化的影響。孳息下降而信貸風險趨升，可能會使借款人受益，卻有損投資者的利益。美國機構按揭抵押證券可作為企業信貸以外，另一種具吸引力及流動性的替代選擇。^(註1)此外，消費及非消費類的資產抵押貸款都可為私人市場投資者提供吸引的機會，尤其是相對於企業貸款而言。
- 外匯方面，隨著聯儲局減息，我們會對美元持略為偏低比重配置，同時分散投資於已發展市場及新興市場貨幣。



1 流動性指正常市況。

經濟展望：重新掛鈎及重塑風險

美國經濟在2023年和2024年表現出色，取得2.5%至3%的增長率，而其他已發展市場則基本維持在0%至1%的停滯水平。自疫情以來，美國的生產力亦超過其他已發展市場。在2024年4月的週期展望《市場趨向各異，投資多元分散》中，我們已指出這是得力於兩大推動因素：

- **財政政策：**美國自2021年以來累計推出較大規模的財政刺激措施，帶動私人範疇累積大量財富，足以支撐較長的時間。
- **貨幣政策：**加息對美國家庭的傳導效應速度較慢，主要由於當地現有房貸為低利率的長期按揭。

此外，美國私人信貸市場的重要作用，也可能有助於維持較寬鬆的金融環境。投資者資本湧入質素較低的企業貸款市場已加劇交易競爭，同時為一些可能難以進入其他市場的較弱勢企業提供融資。

美國亦較少受到中國經濟疲弱的國際溢出效應所影響。反觀歐洲國家，尤其是德國，卻因為與中國的貿易減弱及中國進口競爭加劇而受到打擊。生成式人工智能帶來的財務收益及資本累積也對美國相對有利。

在降低通脹方面，相對於其他已發展市場，美國在2024年亦取得較溫和的進展。作為聯儲局較重視的指標，核心個人消費開支通

脹料將於今年底錄得接近2023年底的水平，不利的基數效應可能會抬高未來數月公佈的按年通脹率。

相比之下，其他已發展市場在此期間的核心通脹則可能放緩1至1.5個百分點（見圖1）。歐洲已在降低通脹方面取得進一步的進展，因為需求疲軟和企業利潤率收縮，抵銷了仍然居高不下的單位勞工成本通脹。

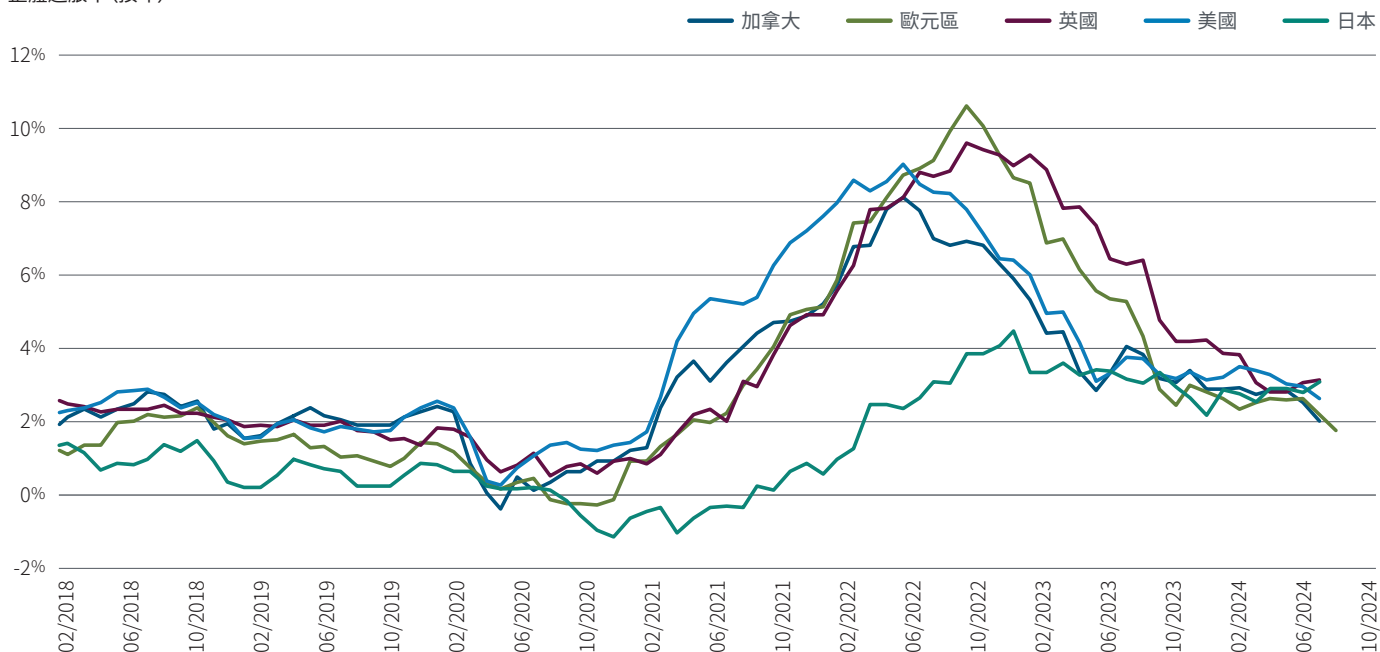
早前一直支持美國經濟表現出色的因素正在消退，意味著美國與全球經濟正在重新掛鈎。美國實質財富餘額的衡量指標已更接近其他已發展市場的水平。與此同時，阻礙其他地區增長的貨幣政策衝擊亦正在減弱。

在2022年能源價格飆升後，隨著利率下降和貿易條件改善，歐洲經濟可能會恢復較正常的增長步伐。這將有助抵銷政府開支減少及全球製造業環境疲軟的影響。移民向來有助支撐許多已發展市場（尤其是美國）的增長，但隨著2024年中實施的限制移民政策開始發揮作用，移民因素料將變成增長的阻力。

儘管週期性增長可能重新掛鈎，我們認為美國經濟仍將保持若干獨特優勢。值得注意的是，強勁的資本開支及人工智能投資趨勢都展現龐大的向上增長潛力，尤其是與德國及其他更易受中國競爭影響，且更依賴進口能源的歐盟國家相比。最近修正的經濟數據顯示美國的儲蓄率保持在疫情前水平，這應有助緩解市場對美國消費者過度負債的憂慮。

圖1：整體通脹持續重返疫情前的正常化水平

整體通脹率（按年）



資料來源：全球多個統計機構、Haver Analytics及品浩計算，截至2024年8月。

貨幣政策趨於正常化.....

美國的經濟增長及通脹較為強韌，使聯儲局相對其他央行較遲開啟減息週期。然而，前瞻性通脹指標顯示，通脹率有望在2025年進一步靠近聯儲局的2%目標水平。支持這項展望的因素包括單位勞工成本通脹更接近2%、職位空缺與失業人數比率低於2019年的水平（見圖2），以及失業率持續上升，並可能突破聯儲局所訂約4.2%的可接受範圍。

綜觀其他已發展市場，需求疲弱、勞工市場鬆動及通脹預期穩定，都顯示通脹率有望在2025年趨於接近目標水平。加拿大是其中一個值得注意的已發展經濟體，其通脹率最有可能低於目標水平，而澳洲的勞工市場指標則反映通脹進展略為緩慢。

目前所見，各國央行正致力使貨幣政策利率恢復到估計的中性水平，尤其是美國聯儲局。我們預期已發展市場央行將在2025年減息175至225基點。

日本央行明顯屬例外，因其政策利率仍低於估計的中性水平。儘管近期市場波動及日圓走強，我們預計日本央行將繼續逐步加息。日本是罕有地正面對通脹升溫導致通脹預期上升，而工資通脹保持堅挺的經濟體。

.....但何謂正常？

目前已發展市場的經濟狀況已比2019年以來任何時候都更接近疫情前的基線，市場焦點正轉向這個問題：「何謂『正常』的貨幣政策？」

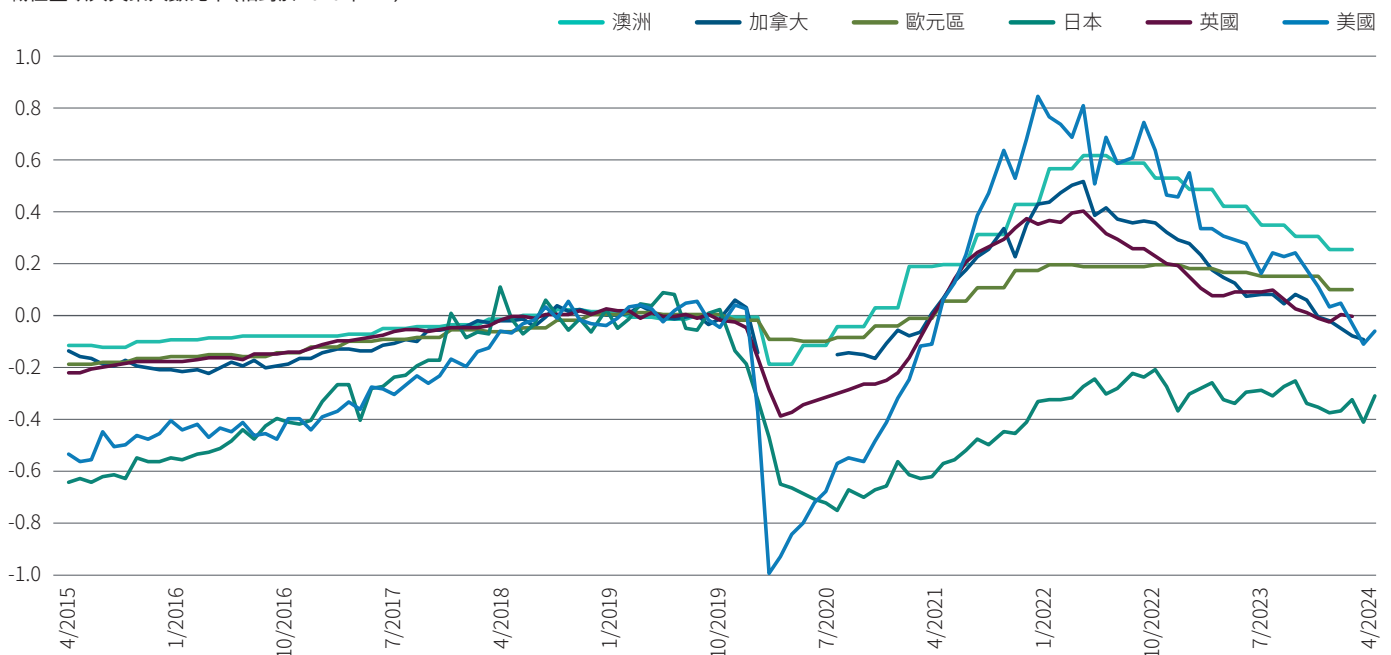
可能支持中性利率略高於十年前水平的因素包括：更高的政府債務水平、潛在的更高國防開支、整體上更強健的私人部門資產負債表，以及與全球長期轉型相關的更多投資需求，例如貿易關係重新調整及人工智能急速發展。

然而，考慮到人口結構及貧富差距的長期趨勢，以及投資週期速度和規模的不明朗因素，我們維持對長期中性實質利率為0%至1%的估計，詳情請參閱我們最新的長期展望《收益優勢》。這意味著中性名義政策利率介乎2%至3%。在6月發佈長期展望時，我們曾指出當時的市場定價反映中性政策利率不大可能跌穿4%。此後所見，市場定價更趨符合我們的預期。

由於有關中性政策利率水平的不確定性，央行理所當然會因應經濟反應而分階段進行減息。倘若經濟再度加速增長，通脹升溫風險再現，央行可以隨時暫停或減慢放寬政策。另一方面，倘若經濟增長急挫或就業情況惡化，央行亦可採取更進取的減息措施。在多種情境下，我們認為央行都有減息的空間。

圖2：勞工市場與通脹水平看來都更像2019年的情況

職位空缺與失業人數比率（相對於2019年 = 1）



資料來源：全球多個統計機構、Haver Analytics及品浩計算，截至2024年8月。

風險及不確定性

全球前景面對的風險已經改變。隨著勞工市場及其他市場的供求更趨平衡，通脹風險已見減弱，但並未消失。經濟增長正在放緩。雖然已發展市場經濟衰退不是我們的基線預測，但我們認為與歷史平均頻率相比，風險仍有所上升。此外亦存在經濟增長更強韌、通脹可能重新升溫的情境。

美國方面，主要風險是經濟活動和勞工市場增長放緩，可能加劇自我助長的循環，最終導致更明顯的經濟衰退。其他已發展市場則似乎較為穩定，但這些經濟體的持續低增長，意味著它們更易受到負面衝擊，例如市場意外事故或地緣政治局勢升級。

經濟衰退不是我們的基線預測，但與任何一年的平均概率相比，風險仍有所上升。

中國本身亦面臨不少挑戰。中國依賴出口和製造業投資的增長模式似乎已達到極限，並面臨嚴重的住房庫存過剩、消費需求疲軟及貿易緊張局勢加劇等問題。為此，中國政府最近宣佈推出一些旨在提振資產價格及緩解房價下跌的措施。

然而，這些政策的效用可能取決於市場能否恢復信心，以及這些舉措能否為家庭帶來更廣泛的直接政府支持。財政應對措施亦有望出台，並可能有助於未來一至兩季為經濟增長提振動能。

我們預期中國經濟增長將由2023年及2024年的5%放緩至2025年的4%至4.5%，同時中國的通縮將繼續影響全球。最近公佈的政策可能會為商品需求提供一些支持，尤其是與建築相關的環節，但鑑於對新住房供應的控制，有關需求將不太可能像過去的週期般大幅上升。

地緣政治風險繼續擴大，成為不確定性的來源，由中東及烏克蘭的衝突，以至多個國家將於週期展望時段內舉行大選，都會對廣泛的市場情緒及特定國家和行業造成影響。

美國即將舉行的大選，正是這種不確定性來源之一，可帶來關鍵的政策影響：

- 無論哪個政黨勝出，美國的財赤都會是最大的輸家。稅務改革將成為來年華府的焦點，屆時《2017年減稅與就業法》的各項條款將會失效。鑑於大選結果可能產生微弱多數或分治政府，而且財政空間不足，我們預計不會出台太多額外的財政刺激措施，但亦不會作出財政整頓。由於缺乏遏制福利開支的政治意願，亦難以彌補延長大部份2017年減稅措施所需的資金，因此在當局作出任何額外的政策變動之前，年度財赤仍可能保持高企（相當於國內生產總值的6%至7%）。這加強了我們對美國孳息曲線走峭的看法。
- 無論誰入主白宮，關稅的走向亦相當明顯。然而，假如前總統特朗普再度獲勝，出現全球破壞性貿易政策的可能性似乎會更大；倘若現任副總統賀錦麗勝選，則有較大可能會延續目前較具針對性的做法。短期而言，調高關稅可能會引發通脹並拖累經濟增長。關稅可能使美國的有形投資變得更昂貴，削弱美國出口業的競爭力，並壓抑需求。關稅亦可能令美國的緊密貿易夥伴面臨更高通脹，因為相關政府可能採取類似的貿易壁壘進行報復；但對其他地區則會造成通縮，因為貿易不確定性加劇導致全球增長放緩，可能會對商品造成壓力，而之前供應到美國市場的商品可能會轉向其他市場。關稅的相對影響將為聯儲局帶來難以應對的經濟環境。貨幣政策官員將要留意，短期通脹上升（因為關稅的額外成本將會轉嫁予消費者）或會導致通脹預期上升，而實質收入下降卻可能為經濟增長帶來下行風險。

投資啟示：市場環境利好優質債券

不確定性充斥、全球表現分歧和潛在波動的市場環境，往往對主動型固定收益投資者有利，特別是在利率趨降的時期，債券可望獲得支持。歷史上，債券通常在經濟軟著陸期間表現良好，在硬著陸情境下甚至表現更佳。最近，債券與股票的傳統反向關係重現，可為投資組合提供分散和對沖風險的優勢。在我們眼中，債券與股票等其他資產相比的估值亦不算昂貴。

我們預期，隨著聯儲局和其他央行繼續下調短期利率，孳息曲線將會繼續走峭，與過往寬鬆週期的表現一致。儘管經濟衰退並非我們的基線預測，隨著美國增長放緩，經濟風險依然構成不確定性來源。即將舉行的美國總統大選亦增添不明朗因素，特別是環球貿易前景方面，令風險加劇。在此環境下，投資者需要謹慎處理持倉規模，並保持投資組合的靈活性。

歷史上，債券通常在經濟軟著陸期間表現良好，在硬著陸情境下甚至表現更佳。

利率與曲線

我們認為目前美國國庫券的孳息水平大致合理。美國和其他已發展市場國家的5年期債券似乎格外吸引。各國央行降低政策利率，將對現金和其他短期工具造成再投資風險。我們傾向鎖定中期債券的可觀孳息，而且這類債券在過往減息週期期間通常表現良好，可望受惠於價格上升。與此同時，我們對長期債券保持審慎，因為龐大政府赤字或會在一段時間內推高長期孳息。

考慮到目前的經濟狀況，以及聯儲局在9月首次減息半厘的行動，短期債券似乎已合理地反映當局放寬政策的預期步伐。如上文所述，基於我們對長期中性利率的基線預測（0%至1%），最終利率的預期同樣顯得合理，儘管我們仍然關注潛在的通脹極端風險。如果經濟陷入衰退，最終利率仍有大幅下降的空間。

債券與股票市場的傳統反向關係重現，存續期（衡量利率風險的指標）與股票呈負相關性，意味著債券可以更有效地為投資組合對沖股票市場的下行風險。此優勢在地緣政治風險上升之際尤為重要。鑑於抗通脹債券的估值具吸引力，實質（經通脹調整後）和名義孳息都處於吸引水平，現時增加對通脹掛鈎債券的配置是不俗的選擇。

信貸前景

鑑於企業信貸的估值偏高，而且經濟衰退風險略為上升，我們對企業信貸保持審慎。在目前的週期階段，我們看好優質信貸和結構性產品多於低質素信貸，並聚焦於流動性、靈活性和有助應對潛在宏觀經濟衰退的穩健配置。

整體上，我們看好優質投資級別信貸。考慮較低信貸質素的債券時，我們設有高標準要求，特別是在以優質基準指數為基礎的投資組合。至於信貸市場的其他領域，我們尤其關注槓桿信貸的條款保障持續惡化，或會導致投資者在企業受到特殊或系統性衝擊時較難回收資金。

機構按揭抵押證券的估值頗具吸引力，為能夠承受偶爾短期波動的投資者提供價格合理且具流動性的選擇，可替代企業信貸投資。^(註2)

私人信貸市場方面，我們認為目前的過度增長和鬆懈氣氛，可能導致其未來回報遜於目前孳息水平。大量資本形成已導致貸款人保障減弱，並壓縮了投資者因承擔流動性不足風險可獲得的補償，相比之下，主動型管理人在公開信貸市場已能獲得類似潛在回報。

我們認為，私募市場上許多質素較低的浮息貸款借款人，都比市場價格所反映的更容易受到經濟疲弱和利率變化的影響。隨著聯儲局減息以防止經濟衰退，浮息票息亦可能大幅減少。這意味著正值經濟和信貸風險加劇之際，孳息將會下降，情況可能有利於借款人，卻有損投資者的利益。這也可能是這些市場第一次在經濟衰退的情況下受到考驗。

在此環境下，目前投資者可能無法從較低質素私人企業信貸獲得足夠的風險補償，尤其是相比之下，一些流動性較高的信貸，甚至是類似流動性較低的資產抵押貸款，都已可提供吸引的超額回報機會。（有關詳情，請參閱我們於2024年7月10日發佈的《駕馭公開和私募信貸市場：流動性、風險及潛在回報》）。

銀行業務模式的顛覆，正為私人資本創造吸引的入市良機，以投資於一系列資產抵押貸款，包括消費相關資產（例如住宅按揭貸款、學生貸款）和非消費類資產（例如航空、設備）。相對於私人企業市場，我們認為，許多資產抵押貸款都可受惠於具吸引力的初始估值和利好基本因素，特別是與較高質素的消費者財政狀況相關的領域。此類市場亦相對較不擁擠，因為私人資產抵押貸款的資本形成仍然遠較歐美企業貸款市場稀缺。

我們認為，私人房地產市場已接近觸底，但其復甦步伐將較過往週期緩慢。以目前估值來看，我們看好數據基建和債務相關機會的投資多於股權。我們聚焦於與數據基建、物流、倉儲和部份多戶住宅相關的行業和資產。

2 流動性指正常市況。

全球觀點

鑑於經濟前景和央行政策路徑分歧，與美國、歐元區和其他環球市場相比，市場價格反映英國和澳洲的央行週期最終利率（見圖3）似乎仍然稍高，因此我們看好當地的存續期配置。

歐元區方面，市場價格反映的歐洲央行最終利率顯得合理，但推進寬鬆週期的步伐存在若干不確定性。整體而言，我們對存續期持中性立場，但鑑於10年至30年期的孛息曲線平坦，我們傾向對孛息曲線走峭的配置。

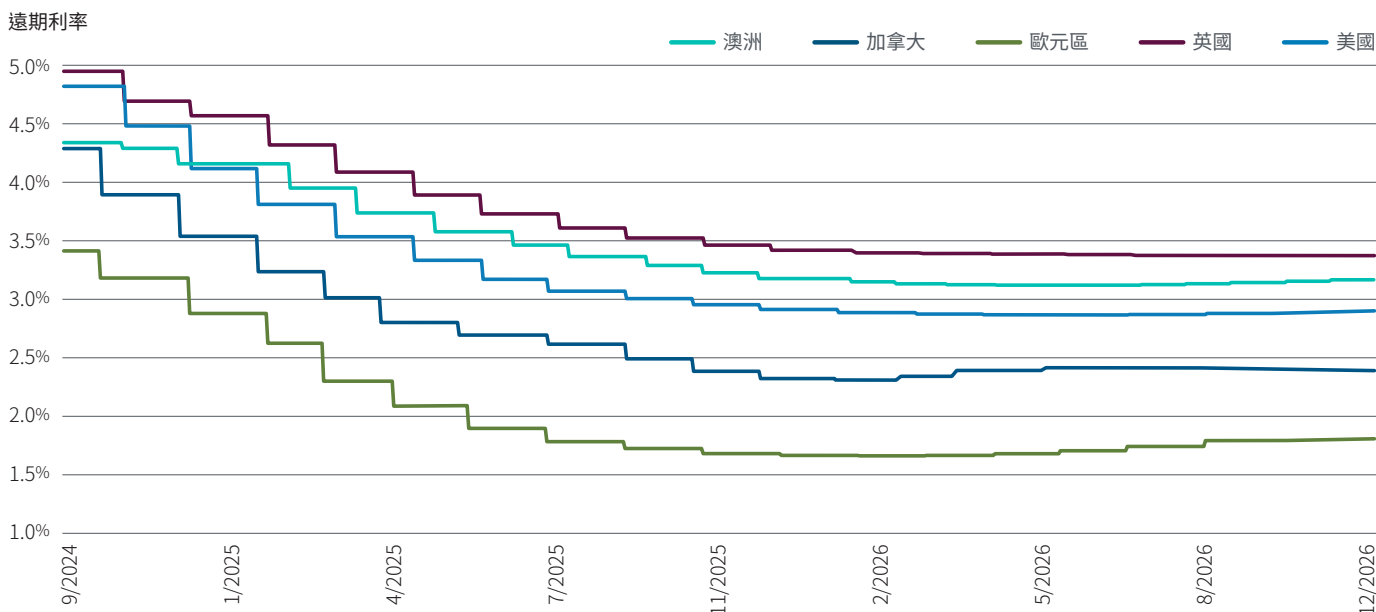
外匯方面，鑑於聯儲局減息帶來美元走軟的風險，我們屬意對美元持偏低比重配置，並分散投資於新興市場和已發展市場持倉。然而，考慮到美國大選構成不確定因素，我們需要審慎調整配置規模。

在已發展市場的減息週期下，美元將會靠穩或走軟，應會為新興市場央行帶來減息空間。之前聯儲局按兵不動的時候，許多新興市場央行都只能維持利率在高於當地通常應對其溫和通脹所需的水平。

我們屬意投資於孛息曲線陡峭，而且政局穩定或逐漸改善的市場，例如南非和秘魯。土耳其亦繼續值得留意，因當地已逐步回歸更正統的經濟政策。我們預期中的利好全球環境應會繼續支持新興市場外債息差。

部份商品有助分散投資組合風險，並提供對沖通脹風險的特性。環球格局不斷變化繼續為黃金和貴金屬帶來支持，自俄烏衝突爆發以來，新興市場央行買入黃金的步伐前所未見。另一方面，即使近期在中東和烏克蘭發生的事件已突顯全球石油供應鏈的脆弱性，但石油輸出國組織及其盟國銳意恢復市場供應，加上全球運輸需求存在隱憂，都限制了油價的上漲空間。此外，與能源轉型相關的資本開支週期則有助支撐基本金屬價格，但中國經濟增長的持續下行風險亦構成挑戰。

圖3：市場對央行政策利率走勢與最終水平的預期各有不同



論壇簡介

品浩是領導全球的主動型固定收益投資專家，在公開和私人市場擁有豐富的經驗和專業知識。品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇。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。在這些廣泛的討論中，我們會應用行為科學實踐，致力促進意見交流，挑戰各種假設，對抗認知偏見，並建立全面包容的觀點。

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资成果，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、通脹風險及流動性風險。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，其本金價值會根據通脹率定期調整；當實際利率上升時，ILB價值下降。按揭及**資產抵押證券**可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管有關證券一般獲政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不保證擔保人將履行其責任。有關機構和非機構按揭抵押證券的提述是指在美國發行的按揭證券。**結構性產品**例如債務抵押證券、固定比例投資組合保險策略及固定比例債務證券，均為複雜工具，且一般涉及高風險，僅售予合資格投資者。使用這些工具可能涉及衍生工具，或會損失高於投資本金的金額。市場價值亦可能受到經濟、金融和政治環境（包括但不限於即期和遠期利率和匯率）、年期、市場和任何發行人信貸質素變動的影響。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。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。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**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。**管理風險**是指投資經理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投資經理在管理策略方面可使用的投資技巧的風險。個別證券或證券類別的**信貸質素**並不保證整體投資組合的穩定性或安全性。**多元化投資**不確保沒有損失。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及/或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

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。

相關性是一項統計數據，用以量度兩類證券互相變動的關係。**存續期**用以量度債券價格對利率的敏感度，以年為單位。

本資料載有基金經理現時的意見。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。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。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。| 品浩投資管理(亞洲)有限公司(地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 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。**品浩投資管理(亞洲)有限公司**已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理(註冊編號：08-02-307)。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 LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2024年，品浩。