

瑞銀機構觀點

月報 | 2024年4月25日 | 翻譯：2024年4月30日 | 財富管理投資總監辦公室 投資研究

軟著陸

在我們的基準情景中，美國通膨和增長都將放緩，美聯準會得以在9月開始降息。此將有利於債券和股票。

經濟過熱？

在下行情景中，對美國經濟過熱的擔憂推動美債收益率上升。另類資產將是穩定投資組合回報的重要方法。

繁榮的20年代？

在上行情景中，美國通膨放緩而經濟增長強於預期，再加上對人工智慧（AI）前景的樂觀情緒升溫，共同驅動股市上漲。

資產配置

我們青睞優質固定收益。股票方面，我們看好優質股和美國科技類股。



Mark Haefele

全球首席投資總監
財富管理

在LinkedIn追蹤我
[linkedin.com/in/markhaefele](https://www.linkedin.com/in/markhaefele)



Our views, live with Q&A

The next CIO global monthly
livestream will take place on 30 April.
[Join here](#) or [watch the replay](#).

蝴蝶效應

就像歷史上所有都城一樣，美國首都華盛頓也有憤世的一面。上週，我參加了國際貨幣基金組織/世界銀行舉行的會議，期間有人不無諷刺地指出，伊朗對以色列領土發動的襲擊就算在1萬公里之遙的美國國會也聽得清清楚楚。經過數月的立法僵局後，兩黨罕見的合作使得國會通過一系列舉措，包括為以色列、烏克蘭、臺灣和印太盟友提供援助，並對中國、俄羅斯和伊朗實施更多制裁。

在當前階段，我們無法準確預測近期的中東衝突是否會導致更廣泛的地區捲入其中，判定當前通膨趨勢出現轉折也為時尚早。在這種複雜多變的地緣政治和宏觀情勢下，投資環境面臨著“蝴蝶效應”，而這與盈利預測和估值分析可能都無關，投資者必須採取措施駕馭潛在的波瀾。

我們認為，透過情景分析來理解左右未來市場結果的因素，依然是部署資產配置的最佳方式。在本期月報中，我們將闡述最新的情景分析以及對投資者有何意義。

在我們的基準情景中，美國通膨將重啟逐步下滑趨勢，到第三季底可能回落至3%。儘管美聯準會官員表示並不急於降息，但我們認為9月可望是寬鬆週期的開始。同時，我們還預計中東衝突仍僅侷限於相關地區。在此情景中，標普500指數到年底可望升至5,200點，而10年期美國公債收益率將降至3.85%。

投資者對人工智慧的樂觀情緒持續升溫，可能支持股市走向上行情景。

在下行情景中，美國增長強於預期、對美國財政政策的擔憂和/或大宗商品價格持續大漲，導致10年期美債收益率大幅揚升至6%。標普500指數則可能下跌至4,400點左右。

上行情景會否出現，將取決於對人工智慧（AI）的樂觀情緒能否進一步增強，並且還需美國經濟強勁增長而通膨再度放緩。在此情景下，我們認為標普500指數可望升至5,500點，10年期美國收益率則攀升至5%。

這些情景對投資者意味著什麼？總體而言，我們認為股票的整體風險回報展望較為平衡，投資者的股票策略性配置應保持與基準一致。我們看好優質股（包括科技股），並認為小型股有望跑贏大盤。

我們也青睞優質債券。該類債券有助於平滑投資組合回報，因其在經濟衰退的情況下有望大幅上漲，但在我們的戰術投資期中不太可能出現這一情景。只要利率預期未見大幅上升，投資者不太可能取得負回報；在基準情景下，我們預計優質債券到年底的總回報約為10%（10年期美國公債，基於4月24日收盤時的收益率）。

與此同時，另類資產配置有助於投資者在各種情景下分散和管理風險。在下行情景中，債券和股票可能雙雙承壓，而宏觀和股市中性等避險基金（對沖基金）策略有助於穩定投資組合的回報。

此外，我們預計，市場供需情況有利於石油價格。我們也看好金價有望在年底前進一步上漲。兩者均可在投資組合中發揮價值，尤其是幫助對沖地緣政治風險。

情景

	基準情景 軟著陸	下行情景 經濟過熱	上行情景 繁榮的20年代
概率	60%	20%	20%
標普500指數	5,200	4,400	5,500
10年期美債收益率	3.85%	6%	5%

資料來源：瑞銀預估，截至2024年4月

近幾個月美國CPI數據較預期高。

基準情景：軟著陸

3月CPI數據未能確認美國通膨仍然朝著2%的目標回落。總體和核心CPI較前月均升0.4個百分點。尤其是，受醫療服務、汽車維修和保險費用上漲驅動，“超級核心”通膨率（剔除食品、能源及住宅價格，勞動密集型核心服務為主）上升至0.65%。

但在基準情景中，我們預計未來幾個月通膨將重啟下行趨勢。

美國住宅通膨有望下滑。

通膨再度放緩趨勢

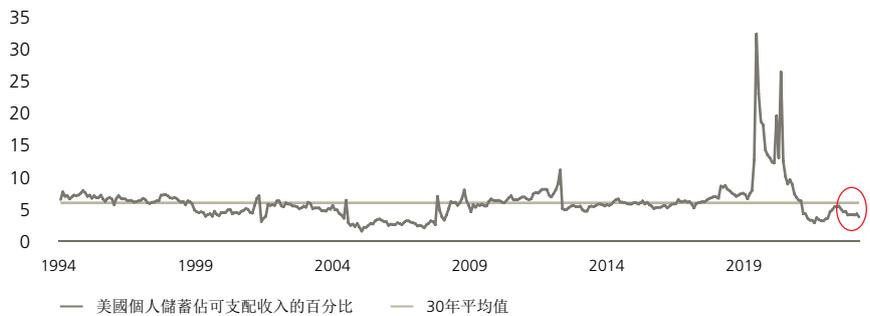
首先，從新租賃合約的實際數據（領先CPI住宅價格大約12個月）來看，我們認為在CPI籃子中佔比最大的住宅通膨將下降。例如，Apartment List發佈的全美房租報告顯示，3月租金較上年同期下跌0.8%。其次，美國儲蓄率僅為3.6%，處於歷史低點。這意味著消費力道不可能永遠這麼強勁。第三，工資增速已下降至2021年6月以來最低——3月平均時薪年率增幅為4.1%。第四，我們留意到物價上漲對消費者的影響愈發明顯：最新一期“褐皮書”顯示，“消費者的價格敏感度依然較高，非必需消費品支出疲軟”。

在美國以外，多數其他發達經濟體的通膨仍呈現下行趨勢。近期歐元區和瑞士的通膨數據均較預期低。英國通膨也持續放緩。

圖1

美國儲蓄率處於偏低水準

美國個人儲蓄佔可支配收入的百分比，30年平均值



資料來源：彭博、瑞銀，截至2024年4月

我們仍預計美聯準會將從今年9月開始降息。

延後降息，而非不降息

通膨居高不下意味著美國可能延後降息，但並非不降息。我們預計美聯準會將在今年9月和12月共降息兩次，每次25個基點。總體而言，在維持物價穩定和充分就業的雙重目標下，美聯準會不太可能在臨近總統選舉之際改變既定的貨幣政策步調。

在美國以外，由於通膨壓力緩解，部份國家已經開始（並很可能繼續）降息。目前瑞士已放寬貨幣政策。我們認為歐洲央行可能在6月開始跟進，而英國央行則可能在8月初。

近期的中東衝突使得相互報復和局勢升級的風險增加。

中東衝突依然可控

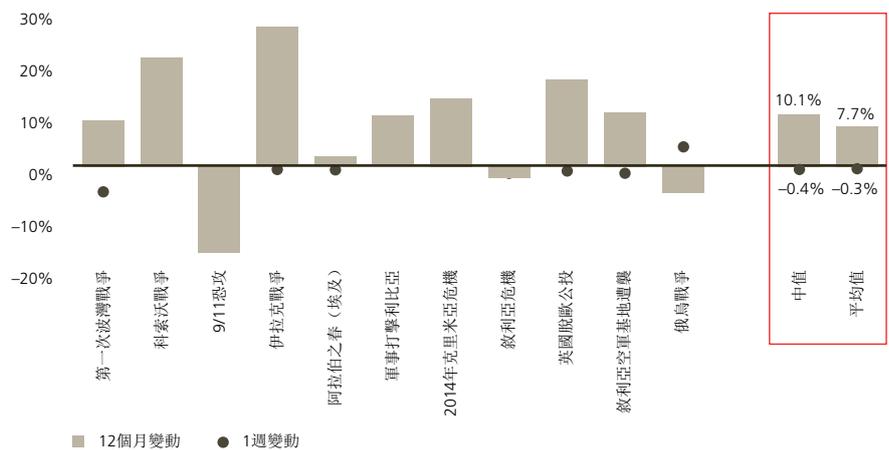
伊朗與以色列之間的衝突使得互相報復與緊張局勢升級的風險加劇。伊朗已證明其有能力從多個地點發射數百枚導彈和大批無人機襲擊以色列。提前72小時預警及美國協調多邊防禦確實避免了重大損失，但也引發市場對於無預警突襲有何後果的擔憂。同時，以色列的報復措施亦顯示其有能力回擊伊朗的挑釁行為，攻擊伊朗境內設施。

在基準情景下，我們認為以色列與哈馬斯的衝突將持續，邊境地區亦會不時出現軍事行動，但預計以色列與伊朗不會爆發戰爭。以近幾週伊朗和以色列雙方的軍事行動和表態來看，雙方似乎都做出了相對謹慎克制的回應。從這個角度而言，以色列和伊朗在這場博弈中均可宣告勝利，而無需採取進一步行動；美國重申對以色列的安全承諾，同時呼籲各方保持克制。

圖2

歷史而言，地緣政治風險對市場的影響為時短暫

部份地緣政治事件發生後一週和12個月的標普500指數波幅%（中值和平均值）



資料來源：彭博、瑞銀；截至2024年4月

總體而言，我們認為10年期美債收益率到今年底將下降至3.85%，通膨回落將引發市場對美聯準會2025年和2026年更大幅度降息的預期。在基準情景下，我們認為標普500指數到年底將達到5,200點。

下行情景：經濟過熱

在下行情景中，10年期美債收益率可能升至6%。

在我們的下行情景中，美國增長強於預期、對財政政策的擔憂以及大宗商品價格持續大漲，可能推動10年期美債收益率大幅走升至6%（實際收益率為3%，10年期盈虧平衡通膨率為2.5%，期限溢價為0.5%）。10年期美國公債持有者的隱含回報率將為-8%。

雖然債券收益率上升未必對股票不利，但利率大幅上揚可能導致市場劇幅震盪。我們認為，如果10年期美債收益率大幅超過5%，將加劇對金融體系穩定性的擔憂，並提高未來增長放緩的風險。在此情景下，我們預計標普500指數將跌至4,400點左右。

可能的催化因素有哪些？

儘管美聯準會激進升息，但美國通膨率仍高於目標水準。

美國增長依然“好得過頭”，利率預期發生轉變。

過去兩年，美聯準會為了讓通膨降溫已升息525個基點。然而，雖然通膨率有所下降，但在服務業價格推動下，核心個人消費支出物價指數在2024年第一季的年率升幅仍達3.7%。第一季美國GDP年率增長1.6%，低於預期，但這主要是由於進口增加及庫存減少，而不是國內最終銷售下降。如果美國經濟增長保持強勁動能且通膨率高於目標，則美聯準會可能需要進一步升息，投資者或需要調整對美國趨勢增長率的預估。而這可能導致較長期債券的實際收益率上升。

大宗商品價格震盪引發對通膨失穩的擔憂

我們認為，2024年第二季全球石油市場可能依然供不應求，倘若經荷姆茲海峽（霍爾木茲海峽）的石油運輸中斷，或者重要的石油生產設施遭到攻擊，我們預期布蘭特油價將升至100美元/桶以上。

美聯準會和債券市場投資者一般不太在意大宗商品價格的短期變化，但剛剛經歷通膨意外走升後，倘若石油價格再度上漲，可能引發對消費者和企業的通膨預期失穩的擔憂，美聯準會需要升息以應對這種局面。

對美國財政政策的擔憂推高期限溢價

美國聯邦政府的赤字率在5.9%（截至2024年3月），兩位總統候選人在降低赤字方面均乏善可陳。國會預算辦公室近期的預測顯示，今年美國債務利息成本將超過國防支出。由於每年的再融資規模高達數兆美元，美國公債市場容易受買方縮手的影響。

對美國債務負擔和寬鬆財政政策的擔憂可能促使投資者要求更高的期限溢價（term premium），也就是對美國政府長期佔用其資金所要求的補償（例如在2023年9、10月份，美國財政部公佈的公債融資需求較預期高後，短期內就出現過這種情況）。全球金融危機之前，投資者普遍要求0.5%至1.5%的期限溢價。我們認為，如果對美國財政狀況的擔憂上升，則期限溢價有可能恢復至這一區間（目前在零附近），但美聯準會的干預（類似於英國央行在2022年採取的行動）應該會限制期限溢價的水準。

上行情景：繁榮的20年代

在撰寫本文之時，期權市場隱含標普500指數在2024年內續漲10%的概率約為20%。這種上行情景會是什麼樣子？

在我們的上行情景中，美國經濟增長繼續高於趨勢水準。

AI的採用度正在快速上升。

美國通膨重回明確的下降趨勢

我們已經看到一系列證據表明通膨將在未來幾個月再度下降，包括租金下滑、工資增長放緩及消費者抗拒物價上漲。在我們的上行情景中，上述趨勢會更快顯現，促使通膨持續向美聯準會的目標回落。

美國增長保持強勁，歐洲和中國增長改善

在基準情景下，我們預計今年美國經濟年化增長率將從2023年下半年的4%放緩至趨勢水準。而在上行情景中，受新增職位強勁增長、消費支出具韌性以及資本開支增加的提振，2024年美國增長仍將高於趨勢水準。如果歐洲經濟增速超過預期，或者中國透過大規模財政刺激提振增長，則將進一步支撐穩健增長的態勢。

看好人工智慧增長前景

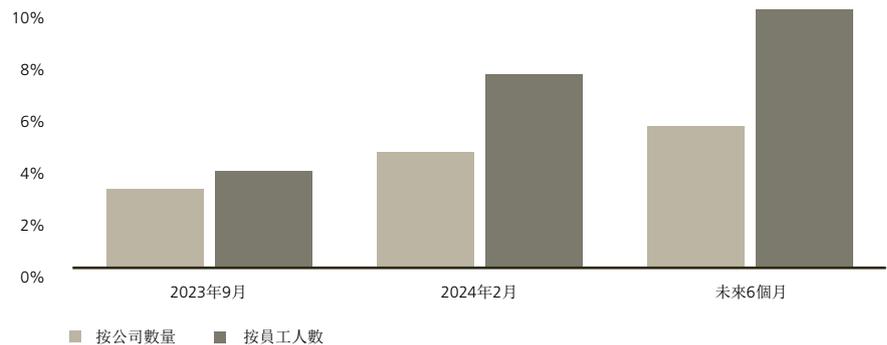
鑒於科技類股在美國股指中佔有較高權重，若要上行情景實現，可能需要投資者對人工智慧（AI）提振企業盈利的潛在能力感到樂觀，並將這種樂觀預期反映在股價中。

對AI的樂觀情緒或受到Copilot的採用率較預期快的驅動，特別是在辦公效率軟體領域。美國人口普查局最近進行的“商業趨勢與展望調查”（追蹤美國120萬家公司的AI使用情況）發現，AI採用率在上升。2024年第一季，5.4%（公司加權）至9%（雇員加權）的公司表示目前正在使用AI，而2023年第三季時的這一比例僅為3.7–4.5%。根據受訪者的回應，未來6個月這一比例有望進一步上升至6.6–12%，增幅令人振奮，且有巨大的上升空間。我們認為，AI採用度上升（以及AI變現的更多證據出現）將增強投資者對於AI增長前景具有可持續性的信心。

圖3

AI採用度上升將提振市場的樂觀情緒

已使用及計畫使用AI的美國公司百分比



資料來源：商業趨勢與展望調查（BTOS）、美國人口普查局、瑞銀，截至2024年4月

總之，在上行情景（通膨下降、經濟增長強勁）中，在經濟和盈利增長超預期的支持下，儘管10年期美國公債收益率達5%，但標普500指數到年底有望升至5,500點左右。

透過在和資產類別間進行多元化和平衡配置，有助於投資者管理波動性，並使投資組合保持在正軌。

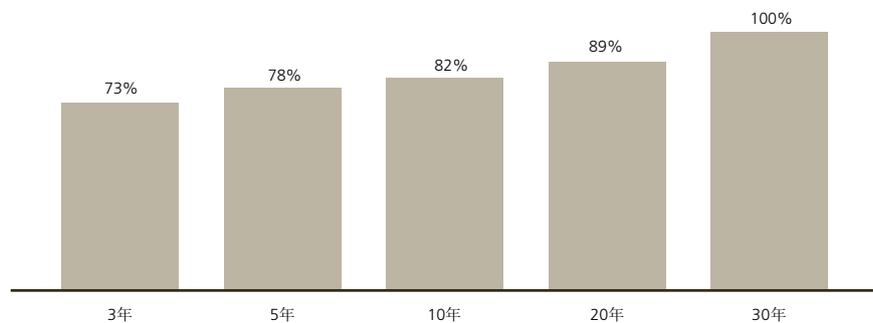
投資構想

在市場試圖於不同的情景預期中找到方向之際，各資產類別的波動率可能依然居高不下。透過對全球股市和各資產類別進行多元化和平衡佈局，能幫助投資者管理波動性，並使投資組合保持在正軌。將另類資產納入投資組合，也有助於在股票和債券雙雙下跌的下行情景中管控風險。

債券。我們依然看好優質債券，包括投資級債券。如果投資者對此類債券的策略配置不足，應利用當前具吸引力的收益率提高配置。

圖4

債券的表現通常優於現金——持有期間越長，優勢越顯著
債券的表現優於現金的概率（%），按持有期，1960年以來的月度數據



資料來源：Ibbotson、瑞銀，截至2024年4月

優質債券在投資組合中具有重要價值。

在基準情景下，通膨再度回落且經濟增長放緩，將使得投資者對美聯準會將在2025年和2026年進一步降息樂觀期待，10年期美債到年底的回報率可達10%左右。與現金不同，優質債券在投資組合中具有重要價值。如果經濟增長不如預期，或者對地緣政治不確定性的擔憂上升，優質債券有望帶來超額回報。

我們注意到，各地區不同的政府政策以及通膨和增長趨勢，將提高投資全球固定收益的複雜度。不過，這些差異有望提升主動投資及多元化投資的價值，這可能包括在充分多元化的債券配置中，除了優質債券外，可適當加入風險較高的信用債。

股票。我們認為股票前景基本均衡。從指數來看，美股估值位於較高的水準，但我們預計AI相關公司將在未來幾年驅動企業盈利強勁增長。美國以外的其他市場估值較低，但結構性增長前景具吸引力的公司數量也少。因此，我們建議在各主要地區進行多元化策略配置。

我們認為，近期科技股震盪為投資者帶來建倉機會。

股票方面，投資者的科技股持倉水準可能是影響2024年餘下時間及今後數年投資績效的關鍵因素之一。因此，我們認為適當的科技股策略配置至關重要，但也需注意集中度風險。對於科技股和AI領域投資不足的投資者，我們認為近期的市場波動或許是建倉的機會。

尋求增加科技股配置的投資者，也可以考慮將債券與賣出看跌期權（以預定價格出售某項資產的權利）相結合的策略，從而有機會在低點買入，並實現“在等待中獲利”。為資本提供保護的策略也有助於緩解投資者“擔心留下遺憾”的風險。與此同時，如果投資者尋求分散現有的科技股配置，可以考慮另類增長主題，例如低碳轉型、健康科技和海洋經濟，以及相對估值接近數十年來低點的中小型股。

在個別市場方面，本月我們將英國股市從“不看好”上調至“看好”。隨著全球製造業前景改善，我們對石油和工業金屬持正面觀點。我們預計英國上市公司盈利增長將從今年的4%提速至2025年的7%，主要是受到大宗商品相關公司和銀行的盈利改善、英國經濟好轉的帶動。由於勞動力市場強韌，通膨趨於正常化，英國的國內消費前景有望改善。此外，英國央行潛在的降息將有助於股票估值從當前的低點回升（富時100指數目前的遠期本益比（市盈率，P/E）為11倍，而長期平均值為12.8倍）。

由於美聯準會降息延後，我們預計美元短期內期將維持強勢。

貨幣。由於美聯準會啟動降息週期的時點可能延後到9月，我們預期美元將在未來幾個月保持強勢。不過，隨著歐洲央行（預期6月）和英國央行（預期8月）放寬貨幣政策，美聯準會也將開啟降息。短期內，我們預期歐元/兌美元可能短暫跌落1.05，但從中期來看，由於美國以外地區的經濟增長改善，美元預期將小幅貶值，到年底歐元/美元匯率將觸及1.09。

我們維持看好澳幣，因為澳洲央行可能是最遲啟動降息的發達市場央行之一。我們預計，澳幣/美元年底將上看0.68水準。

自今年3月瑞士央行降息以來，瑞郎持續疲軟。雖然我們認為續貶空間有限，但由於負利差以及市場風險情緒回穩，我們維持不看好瑞郎的觀點。

大宗商品。我們預計，未來6至12個月廣泛大宗商品指數的總回報率約為10%，所有類別都將是正回報。由於需求穩固且石油輸出國組織及其盟友（OPEC+）限制供給，石油供應短缺為我們看好石油的觀點提供支持。在我們的預測期內，布蘭特原油價格將在85–95美元/桶內區間波動。另外，金價年底前有望進一步上漲，12月底上看2,500美元/盎司。我們認為，石油和黃金均可在投資組合中發揮價值，特別是有助於對沖地緣政治風險。除此之外，全球產業活動復甦、降息前景以及與特定大宗商品相關的多項供給面不利因素，料將推動價格進一步上行。

另類投資可在投資組合中發揮重要作用。

另類資產。當美國股票-債券相關度上升時，避險基金（對沖基金）能幫助投資者應對並分散風險，比如宏觀策略。2000年以來，1年滾動指標僅在5%的情況下上升。股市中性和專門信貸策略利用當前最優與最差公司之間的離散度，尋求差異化回報。長期而言，在充分多元化的投資組合中納入私募股權的理據依然充分。我們預期此類資產從1993年以來的出色表現可望延續（衡量基準為全球私募股權和全球公開上市股票同等投資年份的內部回報率比較，分別採用Cambridge Associates和MSCI全國家世界指數的數據）。鑒於當前不確定性居高不下，應建構包括不同地區、策略和起始年份的另類資產配置。

我們還認為，私募基礎設施資產（包括可再生能源相關的可持續和影響力資產）能提供與通膨掛鈎的現金流，在增長與通膨上升的情景中，特別具吸引力。基礎設施資產亦有助於提高多元化程度。根據Cambridge Associates基礎設施指數，2005年至2022年間，私募基礎設施與其他資產類別的相關度為-0.2至0.6。



Mark Haefele
全球首席投資總監
財富管理

市場聚焦

利用科技股波動	近期科技股大幅回跌，為在科技股和AI方面持股不足的投資者提供了潛在機會。我們建議持有多元化的策略配置，並平衡部署於科技顛覆受益者與行業領先者，比如：“亞洲超級八強”。結構化解決方案可幫助投資者在進一步佈局上行空間之際緩解下行風險，或者是在等待更佳入市時機的同時賺取收益。
放眼科技股以外的機會	除了科技股之外，我們還建議聚焦優質股，比如：“歐洲七巨頭”、另類增長主題（包括低碳轉型、健康科技和海洋經濟）和中小型股。我們預計，優質股投資風格及精選增長主題的盈利增長具韌性。同時，優於預期的經濟表現料將支持中小型股的盈利表現，這些股票的相對估值接近數十年來低點。
管理流動性	美國的高利率或將維持更長時間，但不會永遠維持下去。未來兩年，我們預計現金的回報將逐漸下降，為未積極管理現金頭寸的投資者帶來再投資風險。在現金和貨幣市場基金以外，投資者應在流動性策略中建構包括定期存款、階梯式債券組合和結構性投資策略的多元化配置，以滿足未來五年可能需要從投資組合中提取的資金。
買入優質債券	我們仍青睞優質債券。近幾個月來，強勁的經濟增長及通膨居高不下推升了債券收益率，進而改善投資者持有優質債券的潛在回報。當前收益率不但具吸引力，且在收益率下降時（如我們預期）還能獲得潛在資本升值，並透過分散投資組合應對風險。在個別債券之外，主動、多元化的債券配置有助於管理全球利率、信用和集中度風險，使得投資者能充分實現該資產類別的潛在回報。
利用貨幣和大宗商品產生收益	最近幾週，資產波動率普遍上升。這讓投資者有機會透過賣出波動率策略來提升投資組合的收益。貨幣方面，由於降息時機存在不確定性，我們認為美元、英鎊和歐元的收益生成策略具有價值。澳幣相對於美元也具升值潛力。我們還看好利用大宗商品價格區間波動產生收益的策略，尤其是黃金和原油。
保持平衡	當前的金融環境更加複雜。有些投資者擔心股市已經見頂，促使其持有過高的現金部位。有些投資者可能過於看好特定領域，為投資組合帶來過度集中的風險。在此背景下，保持平衡是重要的原則。我們認為，透過在不同資產類別、地區及行業間進行多元化配置，投資者可有效管理短期市場波動，並實現長期財富增長。
利用另類資產進行多元化投資	我們認為，另類資產應當成為長期投資組合的重要組成部分，除了分散回報來源之外，也有助於平滑投資回報，特別是當股債波動呈現正相關之時。我們看好以下策略中的機會，包括：提供獨特回報來源（信貸避險（對沖）基金），投資於快速增長的公司（私募股權），以及與數位化和減碳等強勁長期趨勢一致的策略（私募基礎設施和主題私募股權基金）。

全球預測

經濟

實際GDP，較上年同期（%）

	2023年	2024年預估	2025年預估
美國	2.5	2.4	1.4
加拿大	1.1	0.9	1.4
日本	1.9	0.8	1.2
歐元區	0.5	0.6	1.2
英國	0.1	0.2	1.5
瑞士	0.8	1.3	1.5
澳洲	2.1	1.6	2.2
中國	5.2	4.9	4.6
印度	7.6	7.0	6.8
新興市場	4.5	4.3	4.4
全球	3.3	3.1	3.1

通膨率（平均CPI），較上年同期%

	2023年	2024年預估	2025年預估
美國	4.1	3.3	2.3
加拿大	3.9	2.5	2.1
日本	3.3	2.3	2.0
歐元區	5.4	2.4	2.1
英國	7.3	2.4	2.0
瑞士	2.1	1.4	1.2
澳洲	5.6	3.5	3.1
中國	0.2	0.4	1.4
印度	5.4	4.5	4.5
新興市場	7.5	8.1	5.0
全球	6.2	5.8	3.8

資料來源：彭博、瑞銀，截至2024年4月25日。最新預測數字將更新於每週出版的《全球預測》。

資產類別

	現價	2024年12月
股票		
標普500指數	5,072	5,200
歐洲斯托克50指數	4,990	4,900
富時100指數	8,040	8,500
瑞士市場指數(SMI)	11,371	11,640
MSCI亞洲（日本除外）指數	654	667
MSCI中國指數	57	58
東證指數（TOPIX）	2,711	2,800
MSCI新興市場指數	1,035	1,060
MSCI所有國家環球指數	923	940
貨幣		
歐元/美元	1.07	1.09
英鎊/美元	1.25	1.30
美元/瑞郎	0.92	0.89
美元/加幣	1.37	1.36
澳幣/美元	0.65	0.68
歐元/瑞郎	0.98	0.97
紐西蘭幣/美元	0.59	0.60
美元/日圓	155	148
美元/人民幣	7.25	7.25

	現價	2024年12月
2年期收益率，%		
美元2年期美國公債	4.9	3.75
歐元2年期德國公債	3.0	2.00
英鎊2年期英國公債	4.4	3.50
瑞郎2年期瑞士公債	0.9	0.70
日圓2年期日本政府債券	0.3	0.25
10年期收益率，%		
美元10年期美國公債	4.6	3.85
歐元10年期德國公債	2.6	2.25
英鎊10年期英國公債	4.3	3.50
瑞郎10年期瑞士公債	0.7	0.70
日圓10年期日本政府債券	0.9	1.00
大宗商品		
布蘭特原油（美元/桶）	88	87
黃金（美元/盎司）	2,325	2,500

資料來源：彭博、瑞銀，截至2024年4月25日。最新預測數字將更新於每週出版的《全球預測》。

免責聲明

非傳統型資產

非傳統型資產類型是包括避險基金（對沖基金）、私募股權、房地產和管理型期貨（合稱為“另類投資”）的另類投資。另類投資基金的權益只出售給合格投資者，僅透過提供包含另類投資的風險、表現和費用等信息的發售文件，敦促客戶在認購和持有基金前仔細閱讀這些文件。另類投資基金的投資具有投機性質，包含大量風險。特別是，這些投資：(1)不是共同基金，不受與共同基金相同的監管要求；(2)表現可能出現波動，投資者可能會損失全部或大量投資；(3)可能涉及有可能增加投資損失風險的槓桿和其他投機性投資做法；(4)是長期的非流動性投資，一般不存在針對這類基金權益的二級市場，預計也不會開發這種二級市場；(5)另類投資基金的權益一般不流動，受轉讓限制制約；(6)可能不需要定期向投資者提供定價或估值信息；(7)一般包括複雜的稅務策略，向投資者分發稅務信息時可能會有延遲；(8)費用可能高昂，包括管理費和其他費用和開支，所有這些都會讓獲利減少。

另類投資基金的利益並不是任何銀行或其他已投保的存款機構的存款或義務，也不由任何銀行或其他已投保的存款機構擔保或背書，未經美國聯邦存款保險公司（FDIC）、美國聯準會（FED）或任何其他政府機構在聯邦範圍內投保。在投資另類投資基金之前，潛在投資者應瞭解這些風險，具備在較長的時期內承受這些風險的財務能力和意願，並應當把另類投資基金視為總體投資計畫的補充。

除了另類投資一般存在的風險，下列風險的與投資這些策略相關的其他風險：

- 避險基金風險：存在專門與避險基金投資相關的風險，可能包括與投資賣空、期權、小盤股、“垃圾債券”、衍生品、危困證券、非美國證券和非流動投資相關的風險。
- 管理型期貨：存在專門與投資管理型期貨項目相關的風險。例如，並不是所有的經理人都始終關注所有的策略，管理型期貨策略可能具備重大的方向性要素。
- 房地產：存在專門與投資房地產產品和房地產投資信託相關的風險。包括與債務、一般經濟或當地市場情況的不利變動、政府、稅收、房地產和分區法律或法規的變動相關的風險，與出資要求相關的風險，對於某些房地產產品，則存在與按照聯邦稅法獲得優惠待遇的能力相關的風險。
- 私募股權：存在專門與投資私募股權相關的風險。可臨時提出出資要求，未能滿足出資要求會造成重大不利後果，包括但不限於損失全部投資。
- 外匯/貨幣風險：投資美國以外地區證券發行人的投資者應注意，即便是以美元計價的證券，美元與發行人“本國”貨幣之間的匯率變動也會對這些證券的市場價值和流動性造成意外影響。這些證券可能也會受到美國投資者可能並未知曉的其他風險（如政治、經濟或監管變動）影響。

瑞銀投資總監辦公室(“CIO”)的投資觀點由UBS Group AG (“UBS Group”) 旗下UBS Switzerland AG (受瑞士金融市場監督管理局監管) 或其附屬公司(統稱為“UBS”) 的全球財富管理(Global Wealth Management) 業務部門編製和出版。UBS Group包括Credit Suisse AG及其子公司、分支機構和附屬公司。與瑞信財富管理相關的其他免責聲明見本文末尾。

此等投資觀點根據旨在促進投資研究獨立性的法律要求編製。

通用投資研究——風險資訊：

本出版物僅供個人參考，不作為任何買賣投資或其它特定產品的報價或邀請報價。本報告所包含的分析不構成個人建議，也不考慮任何特定接收人的具體投資目標、投資策略、財務狀況和需要。此等分析基於大量的假設。不同的假設可能導致分析結果出現重大不同。某些服務和產品受法律約束，不能無限地向全球提供、及/或者不適合對所有投資者銷售。本文件中的所有資訊和意見的來源被認為是可靠且真實的，儘管如此我們對於其準確性、完整性或可靠性，不做任何明示或暗示的聲明或保證(除了關於UBS的披露資訊)。報告中所提及的所有資訊、觀點以及任何預測、預估和指示的市場價格僅反映截至報告發佈時的情況，未來如有變動，恕不另行通知。因採用的假設和/或標準不同，本報告中的觀點可能與UBS其它業務領域或部門不同或甚至相反。

在任何情況下，本文件或任何此等資訊(包括任何預測、價格、指數或其他計算金額(“價值”)均不得用於以下任何目的(i)估價或會計目的；(ii)確定任何金融工具或金融合約的應收或應付金額、價格或價值；或(iii)測算任何金融工具的表現或績效，包括但不限於追蹤任何價值的回報或表現，或定義投資組合的資產配置或計算績效報酬或表現費。接收此文件和資訊，即表明您將被視為向瑞銀聲明並保證，您不會將本文件用於上述任何目的，或以其他方式依賴任何此等資訊。UBS及其任何董事或員工可能有權在任何時候持有本報告所提及投資工具的多頭或空頭頭寸，作為委託人或代理人進行涉及相關投資工具的交易，或者向/為發行人、投資工具本身或向/為此等發行人的任何商業或財務附屬公司提供任何其他服務或有官員擔任其主管。在任何時候，UBS及其員工所做的投資決策(包括是否買入、賣出或持有證券)可能與UBS研究出版物表達的觀點不同或相反。某些投資可能因所處的證券市場流動性差而不能隨時變現，所以對投資進行估價和識別所處的風險可能很難進行量化。UBS依賴資訊壁壘來控制資訊在UBS各個地區、部門、集團或關聯公司間的流動。鑒於存在巨大的損失風險，並且可能發生損失超過初始投資的情況，期貨和期權交易並不適合所有投資者。過往績效表現不預示未來績效表現。可應要求提供更多資訊。有些投資可能會突然大幅跌價，收回的資金可能低於投資額，或者甚至需要賠付更多。匯率的變動可能對價格、價值或投資收入產生不利後果。負責編製本報告的分析師可能為了收集、綜合和解讀市場訊息而與交易部人員、銷售人員和其他群體接觸。

瑞銀集團內各個地區、團體和人員可以獨立編製和分發各自的研究產品。例如，投資總監辦公室(CIO)的研究報告由瑞銀財富管理編製。瑞銀全球研究(UBS Global Research)由瑞銀投資銀行(UBS Investment Bank)編製。個別研究部門的研究方法論和評級系統可能有所不同，例如在投資建議、投資期限、模型假設和估值方法方面。因此，除了特定經濟預測(瑞銀CIO和瑞銀全球研究可能合作提供)外，個別研究部門提供的投資建議、評級、價格目標和估值可能有所不同或不一致。您應參考每個相關的研究產品，以瞭解其研究方法論和評級系統的細節。並非所有客戶都可以獲取每個研究部門的所有產品。每個研究產品都受其編製部門的政策和程式約束。

編製本報告的分析師的薪酬完全由研究部門的管理層及高層經理確定(不包括投資銀行部門)。分析師的薪酬並不基於投資銀行、銷售和交易或做市商交易的營收，但薪酬可能與瑞銀集團的整體營收相關，投資銀行、銷售和交易以及做市商交易均是整體營收的一部分。

稅務處理視個人情況而定，且可能會在未來發生改變。UBS不提供法律或稅務建議，也不對資產或資產的投資回報的稅務處理作出任何陳述，無論其是普遍性的還是針對客戶具體情況或需求的。我們必定無法將具體投資物件、金融形勢以及不同客戶的需求都納入考慮範圍，建議您就投資相關產品可能產生的影響(包括稅務方面的影響)進行金融和/或稅務諮詢。

若無UBS的事先授權，不得複製或複印本材料。除非另有書面協議，UBS明確禁止以任何原因將本材料派發或轉交給第三方。UBS不對第三方因使用或派發本材料引起的任何索賠或訴訟承擔任何責任。這份報告僅在適用法律允許的情況下派發。關於CIO管理利益衝突以及保持其投資意見和出版物、研究和評級方法獨立性之方式的相關資訊，請訪問<http://www.ubs.com/research-methodology>。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有關作者的更多資訊，以及任何涉及該主題的以往報告副本，可應要求從您的客戶顧問處獲得。

可持續投資策略的重要資訊：可持續投資策略旨在於投資流程和投資組合構建中考慮並納入環境、社會和治理(ESG)因子。跨地域的策略採用ESG分析，並以不同方法將結論融入其中。納入ESG/可持續投資因素或許會限制瑞銀參與某些投資機會或就其提供建議，雖然平常這些機會符合客戶投資目標。納入ESG因子或可持續投資考量的投資組合，其回報率可能低於也可能高於瑞銀不考慮ESG因子、排除條件或其他可持續性議題的組合，而且此類投資組合面臨的投資機會可能有所不同。

外部資產經理/外部財務顧問：若本研究報告或出版物提供給外部資產經理或外部財務顧問，UBS明確禁止外部資產經理或外部財務顧問向其客戶和/或第三方散發和提供。

美國：僅由UBS AG旗下子公司UBS Financial Services Inc.或UBS Securities LLC向美國人士派發。UBS Switzerland AG, UBS Europe SE, UBS Bank, S.A., UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliarios Ltda, UBS Asesores México, S.A. de C.V., UBS SuMi TRUST Wealth Management Co., Ltd., UBS Wealth Management Israel Ltd及UBS Menkul Degerler AS為UBS AG的附屬公司。在向美國人士派發報告時，UBS Financial Services Inc.對非美國附屬公司編製的報告內容承擔責任。美國人士在本報告中提及的證券中進行的所有交易應通過隸屬於瑞銀的美國註冊經紀商進行，而非通過非美國附屬公司進行。本報告的內容未經且將不會獲得美國或其他地方的任何證券或投資監管機構的批准。UBS Financial Services Inc.不是《證券交易法》(“市政顧問規則”)第15B條所指的任何市政實體或義務人士的市政顧問，本報告所載意見或觀點並非旨在且不構成市政顧問規則意義上的建議。

如需要各國家/地區資訊，請參考以下網址：ubs.com/cio-country-disclaimer-gr，或可洽詢您的客戶顧問索取完整版的風險資訊。

與瑞信財富管理相關的附加免責聲明

您以瑞士信貸財富管理客戶的身份收到本文件。您的個人資料將根據瑞士信貸隱私聲明進行處理，您可在您的居住地通過登錄瑞士信貸官方網站<https://www.credit-suisse.com>查閱該隱私聲明。為向您提供有關我們產品和服務的行銷材料，UBS Group AG及其子公司可獲取您的個人基本資料(即姓名、電子郵件地址等聯繫詳情)，直到您通知我們您不希望再收到這些資料。您可以隨時通知您的客戶經理，選擇不接收這些材料。除非本文另有指明和/或視乎您收到本報告的當地瑞士信貸實體的情況，本報告由Credit Suisse AG派發，Credit Suisse AG受瑞士金融市場監督管理局(FINMA)授權和監管。Credit Suisse AG是UBS Group旗下的公司。

在翻譯文本中(報告和免責聲明)，中英文本如有歧異，應以英文本為準。

版本A/2024。CIO82652744

©UBS 2024。鑰匙符號，UBS和瑞銀屬於UBS的註冊或未註冊商標。版權所有。