



ERG

展望 2025

我们未来一年的10大主题

2025年 展望

我们未来一年的10大主题



欢迎阅读瑞士盈丰的2025年展望，在这里我们概括了自己心目中未来一年的十大主题，同时回顾我们对2024年的预测有多少成为现实。

首先以全球经济观点开篇颇有帮助，这可以为我们对未来一年的其他预测奠定基础。去年，我们的基本预测是世界经济将实现软着陆。事实上，这已成为现实，我们预计2025年经济增长将再次展现出韧性。虽然上半年可能仍有一些不利因素对增长构成挑战，但进入下半年这些问题应当会有所缓解。鉴于金砖国家¹集团的规模及重要性与日俱增，它们将成为拉动经济增长的重要力量。随着通胀接近疫情前的水平并回落至央行的目标区间，我们预计劳动力市场和促进就业举措将成为更主要的焦点。

政府预算赤字仍将是各国面临的严峻挑战，我们将密切关注美国政府效率部(DOGE)及其能否兑现“最大透明度”的承诺。法国财政赤字规模尤其庞大，而且毫无企稳迹象。法国与德国政府债券息差已有所扩大，而意大利与德国的息差甚至更高。因此，我们预计政府债券息差方面将出现一些投资机会。其他固定收益资产方面，我们认为收益率曲线将会走陡。

去年，我们指出人工智能(AI)进步可能会带来生产率提升。生成式人工智能的采用速度异常迅猛，我们认为2025年人工智能将成为主流。人工智能的使用增加、数据中心用量随之增长以及消费者、工业和交通运输行业的持续电气化将推动电力需求增长。为了满足这一电力需求，尽管核电存在着争议性，我们认为它或将成为填补能源缺口的重头戏。

得益于全球经济强劲表现的支撑，2025年企业盈利增速预计将突破10%。某些行业将更胜一筹，2024年处于困境的行业有望在2025年迎来反弹。美国方面，需要留意市场集中度过高的相对风险。最后，股票板块方面，非必需消费品是我们针对今年提出的“逆势”投资板块。

首席投资官Moz Afzal

¹ 由9个成员国组成的政府间国际组织

目录

我们未来一年的10大主题



全球经济和政策趋势

第4至15页

- 1 尽管面临多重不利因素, 全球经济仍保持韧性
- 2 金砖国家的重要性与日剧增
- 3 政策重心从通胀转向就业
- 4 政府赤字仍是棘手难题

创新与变革

第16至21页

- 5 人工智能成为主流
- 6 核电复兴

股票和债券市场 的机会

第22至30页

- 7 企业盈利仍可觅得支撑
- 8 市场集中度过高: 一种相对风险
- 9 看好非必需消费品板块
- 10 收益率曲线走陡

我们对2024年的预测表现如何

第31至32页

出版物

第33页



全球经济和政策趋势

尽管面临贸易摩擦加剧、中国经济问题持续难解以及主要经济体财政状况严峻等潜在风险，我们预计2025年全球经济仍将保持韧性。发达经济体方面，政策重心将从遏制通胀转向创造就业机会。在新兴经济体中，我们预计金砖国家的重要性将日益提升。

- 1 尽管面临多重不利因素，全球经济仍保持韧性
- 2 金砖国家的重要性与日剧增
- 3 政策重心从通胀转向就业
- 4 政府赤字仍是棘手难题

尽管面临多重不利因素， 全球经济仍保持韧性

主题

关键点



不利因素

2025年全球经济面临着三大不利因素：国际贸易受阻、中国经济问题持续难解以及主要经济体政府债务和赤字高企。

政策变化

美国在探索提升政府效率之道；而德国财政政策紧缩程度则趋于放松。

未来一年形势将逐渐改善

上半年全球不确定性将达到巅峰，但到了下半年以及进入2026年情况应当会有所缓解。



1 尽管面临多重不利因素， 全球经济仍保持韧性

出于某些重要原因，在紧缩性贸易环境中美国可能会比其他经济体运转得更加自如。

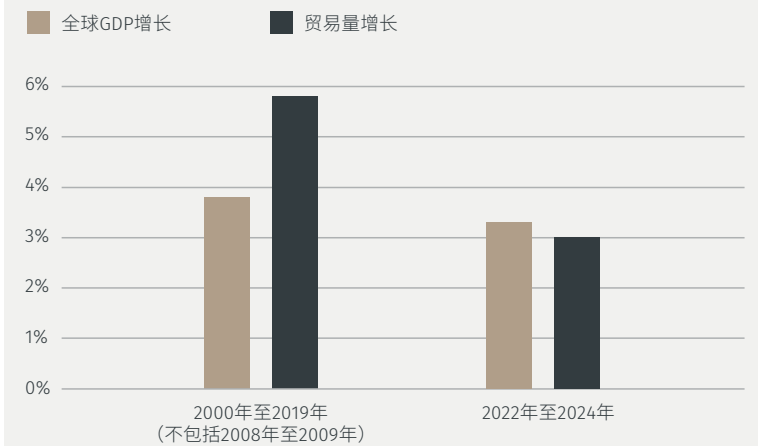
我们预计2025年全球经济增长将面临三大挑战。

1. 首先，美国当选总统特朗普计划对美国进口商品加征关税。美国可能会对从中国进口的商品征收60%的关税，并对世界其他地区进口商品征收10%至20%的关税，加之相关国家可能采取针锋相对的报复措施，关税对世界经济增长的威胁显而易见。据估计，美国提高关税对2025年世界经济增长的影响约为0.3%。1值得一提的是，由于进口商品成本上涨会降低美国的实际收入，此举对美国经济增长的影响可能与对中国的影响旗鼓相当（缩减0.6%）。欧洲（尤其是德国）可能会因对美国的汽车出口下滑而遭受重创。通常而言，国际贸易关系不确定性可能会产生广泛而深远的影响。

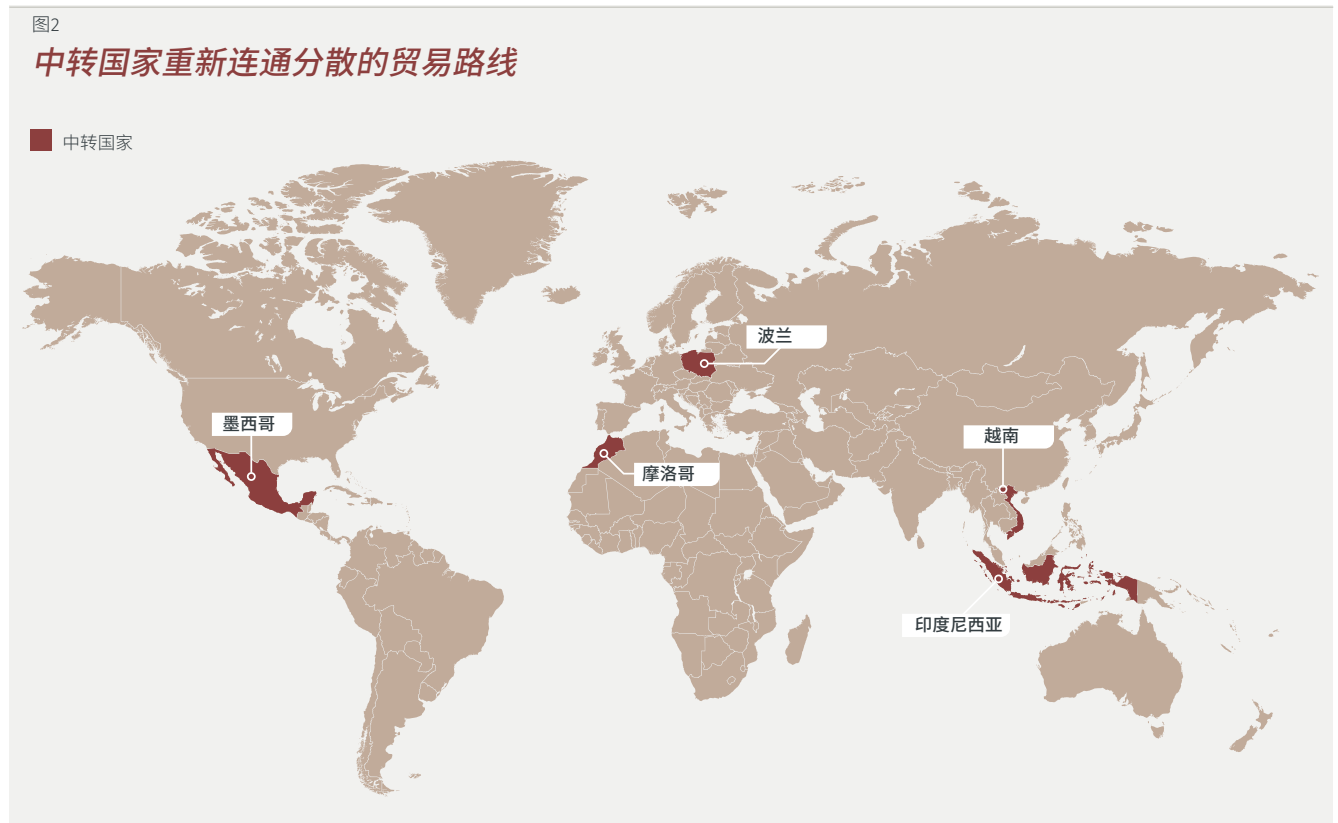
然而，全球国内生产总值(GDP)增长对贸易增长的依赖程度比以往有所下降(看图1)：对于许多经济体而言，国内市场需求对经济增长贡献的重要性已今非昔比。此外，上述关税举措可能不会完全付诸实施或者可以设法规避。例如，出口国可以“自主”限制或通过配额限制对美出口。汇率变动可能会抵消关税影响，自特朗普当选以来，多数货币兑美元汇率已经贬值。除此以外，还可以通过关税较低的“中继国”进行转口贸易(看图2)。这些因素可能意味着，各国对美国出口受影响程度比最初预期的要小，但无论如何出口国都会遭受不利影响。例如，人民币贬值可能会推动中国国内通胀上升；而德国等制造业大国的增长前景或将蒙上阴霾。

图1

目前GDP增长率先于贸易增长率



资料来源：国际货币基金组织《世界经济展望》，2024年10月。



资料来源:彭博财经。2024年11月14日。

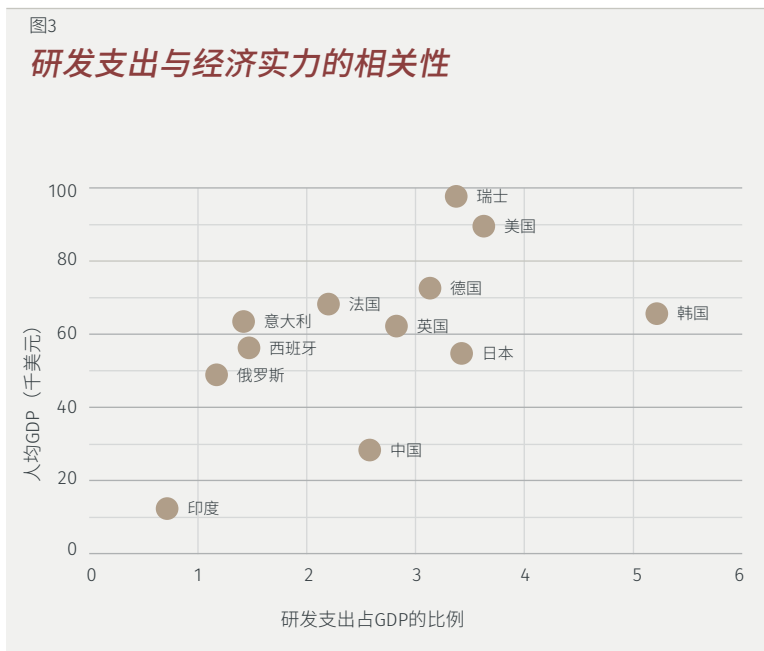
诚然,出于某些重要原因,在紧缩性贸易环境中,美国将比其他经济体更好地运作。首先,美国总体上实现了能源独立。例如,在俄乌冲突爆发后,美国受到的能源价格冲击显著低于其他发达经济体。其次,身为极具创新活力的经济体,美国拥有将贸易竞争转化为商业机会的卓越能力。庞大的研发投入历来是美国企业的重要优势(看图3)。第三,即使可能会出台限制政策,美国依然可以吸引到源源不断的海外劳动力。第四,美国是相对封闭的经济体,其贸易占GDP的比重远低于欧洲和亚洲。出于以上原因,2025年美国经济增长可能会继续领跑发达经济体。

2. 第二个不利因素是中国经济问题持续难解。房地产市场的结构性缺陷、地方政府债务高筑以及消费者信心低迷等问题难以迅速解决。推行政策宽松可以发挥成效,但实施力度可能不足以推动经济实质性复苏。

3. 事实上,纵览全球,2025年各国政策宽松力度可能不及预期。市场预计政策利率进一步下调的空间相对有限——美国和瑞士的降息空间不足一个百分点,而英国和欧元区则略高于这一幅度。诚然事实证明,紧缩性货币政策已成功使通胀回落至目标水平,而降息促进经济增长的滞后效应会在2025年早些时候显现出来。然而,随着焦点转向财政政策,市场担忧受财政赤字和债务高企掣肘,许多经济体的财政政策将难以发力。财政宽松的空间颇为有限。不过,这恰恰反映了推进政府改革的必要性。在美国,在马斯克和拉马斯瓦米(Vivek Ramaswamy)的领导下,新成立的政府效率部(DOGE)计划十年内削减2万亿美元的政府开支,这一数额相当于美国政府每年可自由支配预算。这项改革让人回想起1980年代美国精简政府职能的举措。与此截然相反,新一届德国政府很可能会放宽政府借贷限制。正如德拉吉报告所指出,德国乃至整个欧洲都面临着亟需大举增加脱碳、数字化和国防开支的压力。

我们预计，在2025年上半年不确定性的阴霾消散后，全球经济在下半年可能会拨云见日，进入2026年有望进一步改观。

¹ 资料来源:Aurélien Saussay,《特朗普关税提案的经济影响》。伦敦政治经济学院格兰瑟姆研究所《政策洞察》2024年10月



资料来源:欧盟委员会;经合组织及各国资料。研发数据为2022年;人均GDP数据为按购买力平价汇率计算的2025年预测值。数据截至2024年11月20日。

金砖国家的重要性与日俱增

主题

关键点



金砖国家集团日益壮大

金砖国家集团日益壮大，目前包括9个经济体，覆盖世界人口的45%。

为世界经济增长做出更大贡献

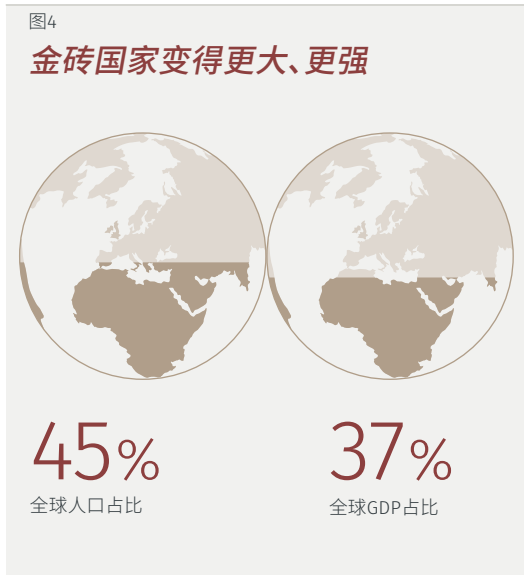
2025年世界经济增长将有一半以上来自金砖国家。

金砖国家集团加强内部合作

我们预计，随着金砖国家对西方经济体的依赖度下降，集团内部（贸易和金融）合作将会增强。

2 金砖国家的重要性与日俱增

2025年金砖国家集团的国际影响力将会增强,原因主要有如下三方面。

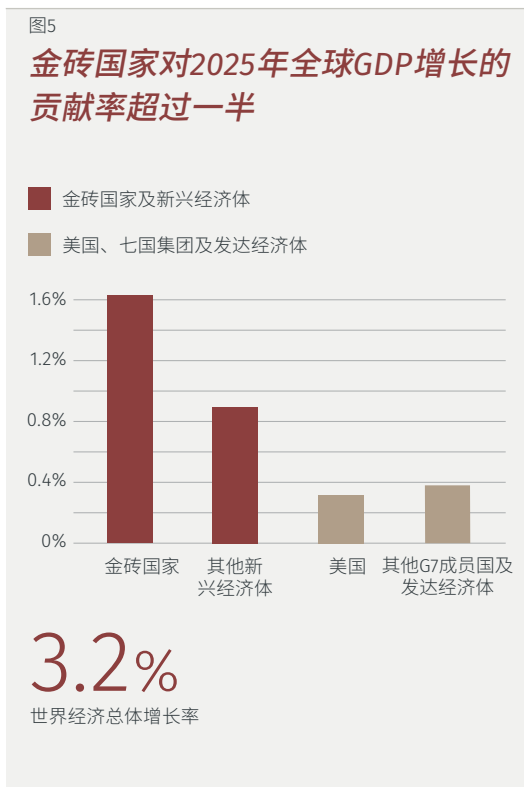


资料来源:国际货币基金组织《世界经济展望》(由LSEG提供)和瑞士盈丰资产管理计算。数据截至2024年11月20日。

1. 金砖国家集团日益壮大。金砖国家集团最初由巴西、俄罗斯、印度和中国四个经济体创立,继2010年迎来南非加入后,2024年初又吸纳伊朗、阿联酋、埃塞俄比亚和埃及成为正式成员。这9个经济体共拥有36亿人口,覆盖世界总人口的45%(看图4)。在金砖国家成立后的主要时间内,中国始终保持着集团内最大经济体的地位。但随着人口规模超越中国,印度正在迎头赶上。按购买力平价汇率计算,金砖国家GDP合计达73万亿美元,占世界GDP总额的三分之一以上。随着马来西亚、泰国和土耳其等国纷纷寻求加入,以及沙特阿拉伯考虑加入邀请,金砖国家集团有望迎来进一步扩容。

2. 如今,金砖国家集团对全球经济增长的贡献已十分可观。根据国际货币基金组织(IMF)预计,2025年世界经济增长率将达到3.2%。其中一半以上的经济增长将来自金砖国家。七国集团(G7)主要发达经济体对世界经济增长的贡献率仅为15%,其中大部分来自美国(看图5)。

在全球贸易模式面临日益碎片化的威胁下,金砖国家之间的贸易往来预计将变得愈加重要。事实上,全球贸易碎片化的压力为金砖国家加强内部合作注入了动力。依托丰富的自然资源,巴西、俄罗斯和伊朗等经济体长期以来都是中国理想的合作伙伴。但随着技术和服务日益成为世界贸易的主旋律,金砖国家成员之间如何增进合作仍有待观察。印度和中国似乎更像竞争对手,而不是积极合作伙伴。



资料来源:国际货币基金组织《世界经济展望》(由LSEG提供)和瑞士盈丰资产管理计算。数据截至2024年11月20日。

3. 金砖国家已达成一致联合设立了1,000亿美元外汇储备库,并在上海新成立了新开发银行。自2015年启动运营以来,该银行已批准发放近330亿美元贷款,主要用于水利、交通及其他基础设施项目。然而,在俄乌冲突爆发后,该银行冻结了俄罗斯项目,切断了俄罗斯通过共享外汇机制获得美元融资的渠道。相比为俄罗斯提供支持,金砖成员国似乎更重视进入以美元为基础的全球金融体系的权限。俄罗斯已就调整金砖国家之间跨境支付机制作出提议,但这项提议能获得多少支持还有待观察。创造一种可与美元分庭抗礼的金砖国家货币的构想似乎并不现实,特别是在面临特朗普反对的情况下。

诚然,全球地缘政治局势(特别是俄罗斯扮演的角色)对金砖国家加强内部合作造成了障碍。然而,2025年俄乌很有可能会签订停战协议。该协议可能会包括三个部分:在俄乌之间建立缓冲区;约定乌克兰不加入北约;至少部分解除对俄制裁。虽然可能无法按照美国当选总统特朗普提出的雄心勃勃的时间表(“24小时内”)推进,但这一方案似乎具有可行性。

政策重心从通胀转向就业

主题



关键点

抗击通胀之战取得胜利

抗击通胀之战基本取得胜利。政策重心将转向创造就业机会。

双重使命

由于美联储肩负着实现“物价稳定和最大就业”的双重使命，因此政策重心转变在美国最为顺畅。而在其他地区政策转向也已箭在弦上。

创造就业机会的重要性

许多国家都将创造就业机会（特别是为失业者创造就业机会）视为首要任务。

3 政策重心从通胀转向就业

随着抗击通胀之战基本取得胜利(事实上,通胀可能会进一步下降至目标以下,特别是如果进行财政整顿),2025年政策重心将从通胀转向就业。

虽然主要发达经济体的失业率不算特别高,但仍高于近年来的最低水平(看图6)。此外,某些经济体的劳动参与率(劳动年龄人口中已就业或积极求职者所占比例)之低则令人堪忧。

在美国,由于央行承担着实现“物价稳定和最大就业”的双重使命,因此更便于进行政策重心调整。实际上就在疫情爆发前夕,当时美国保持通胀低位平稳运行已有一段时间,美联储公开支持允许经济“过热”运行的政策以创造更多的就业机会。我们可以看到从2010年代中期至疫情爆发前夕,职位空缺与失业人数之比持续攀升,这一现象正是相关政策的体现。

美联储在其策略声明中并未明确定义何谓“最大就业人数”。实际上,这可能很难准确界定,而且在劳动力市场结构和动态影响因素的作用下,这一概念几乎势必会随着时间推移而改变。

尽管如此,美联储计划2025年对《长期目标和货币政策策略声明》开展新一轮审查。上次开展类似工作还是在2020年8月。美联储对更明确地阐述最大就业持开放态度。

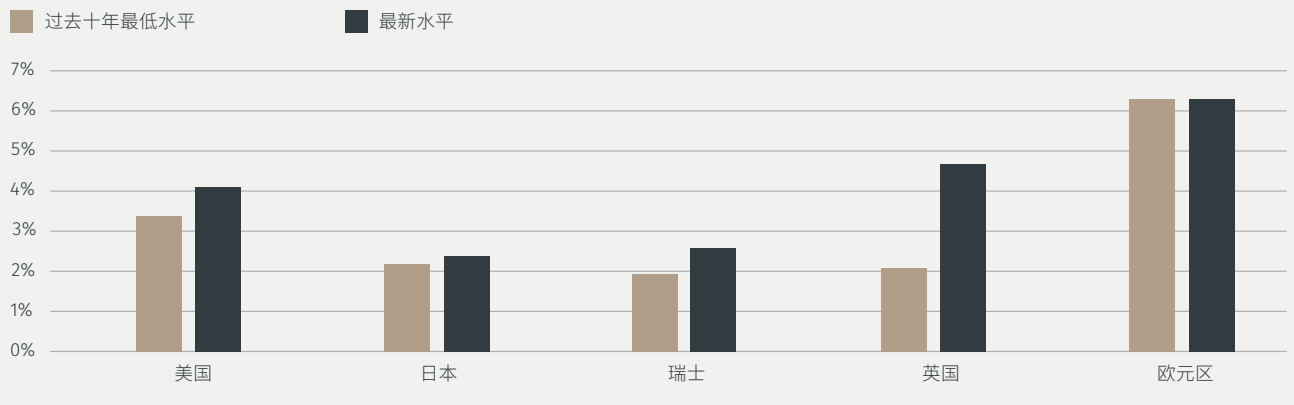
也有其他央行以双重使命为目标,但它们同样未明确阐释就业目标。例如,英国央行的首要货币政策目标是保持2%的中期通胀率,次要目标是为英国政府实现其他经济目标提供支持。通胀目标由政府设定,有可能会进行调整(尽管可能性微乎其微)。目标通胀率可能具有上调空间,如果付诸实施这将有助于推动降息、提振经济增长和促进就业。

从全球来看,出台促进就业的直接举措往往比间接的货币政策更有可能实现提升就业的效果。在某些新兴经济体中,尤其是在失业率居高不下的非洲,甚至更需要采取直接举措促进就业。

当然,欧洲央行和瑞士央行仅需履行保持物价稳定的单一使命。值得注意的是,与美国和英国相比,这两家央行的现行利率均低于疫情前的水平。

图6

失业率接近近年来的低点



资料来源: LSEG。数据截至2024年11月20日。

政府赤字仍是棘手难题

主题

关键点

政府预算赤字和债务高企

全球政府债务已高达100万亿美元，而巨额财政赤字意味着债务水平仍将继续攀升。

摒弃紧缩政策

债务水平高企难以促使各国政府采取紧缩政策。事实上，一些国家/地区可能会反其道而行之。

政府效率部(DOGE)

美国当选总统特朗普寻求“最大透明度”的方针和设立政府效率部(DOGE)之举是旨在解决公共部门机构臃肿问题的一次大胆尝试。其他国家会跟进效仿吗？



4 政府赤字仍是棘手难题

对于英国而言,适度加大预算赤字削减力度就足以稳定债务比率。

各国政府都面临着预算赤字和债务水平(长期累积的赤字)居高不下的难题。全球政府债务已高达100万亿美元,而根据国际货币基金组织预测,到本十年末全球政府债务占GDP的比率将升至100%(看图7)。美中两国的债务水平早已接近100%。在全球金融危机之后,人们普遍认为这一债务水平不可持续,各国政府纷纷采取行动以稳定或削减债务。

于是伴随高额债务,政策紧缩时期随之而至:特别是引入一系列政府开支削减举措。在当前情况下,紧缩政策不太可能重新登场。各个经济体几乎毫无紧缩的余地。

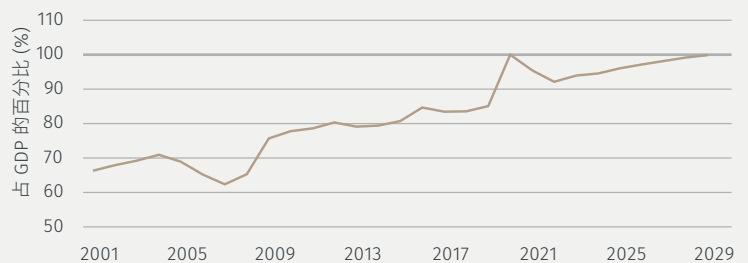
我们可以通过观察下列三个主要方面来评估各国债务和赤字状况。

1. 首先,政府债务占GDP的比率是否低于100%?在全球金融危机之后,由于普遍认为债务水平超过100%会损害经济增长,因此高于这一阈值即被视为存在隐患。但债务担忧其实由来已久:长期以来人们认为债务水平达到100%即有引发滚雪球效应之虞,这主要是由于累积债务产生的付息压力可能会导致债务水平陷入恶性循环而失控。这确实是当前美国政府的隐忧,2025财年美国政府债务利息支出预计将达到1万亿美元,约占政府收入的20%。令人欣慰的是,在图8所示的21个经济体中(G20加上瑞士),有15个经济体2025年的债务占GDP的比率低于100%。

2. 其次,债务比率是否保持平稳或持续下降。即使债务水平高于100%,但如果能够保持平稳或持续下降则可能不会过于令人担忧。在图8所示的21个经济体中,有11个经济体债务占GDP的比率低于100%,而且债务水平保持平稳或呈下降趋势。我们将这些经济体归入“A”等级。

图7

到本十年末,全球公共债务占GDP的比率将突破100%



资料来源:IMF 财政监测,2024年10月。

图8

债务可持续性评分卡

经济体	债务水平占GDP的比率是否低于100%?	债务比率是否保持平稳或持续下降?	如果前两者为否,采取稳定债务的举措是否切实可行?	等级 A至E
德国、瑞士、欧元区、俄罗斯、印度、土耳其、澳大利亚、韩国、阿根廷、印尼和墨西哥	是	是	不适用	A
巴西	是	否	是	B
日本和加拿大	否	是	不适用	C
中国、南非和沙特阿拉伯	是	否	否	C
意大利和英国	否	否	是	D
美国和法国	否	否	否	E

资料来源:IMF 财政监测,2024年10月;瑞士盈丰资产管理计算。数据为2025年预测值。以上数据基于预测。对上述信息作出了某些假设,这些信息仅作为说明提供。对这些假设的任何改变都可能对所提出的评估产生重大影响。

3. 最后一个问题是,如果债务比率未能保持平稳也并未持续下降,采取补救措施是否切实可行。相关措施包括通过加税或减少开支来削减赤字;或通过提高GDP实际增长率或容忍通胀上升来提高GDP名义增长率。

以上因素的组合决定了我们对债务可持续性的评估结果。以英国为例:英国政府债务占GDP的比率超过100%;未来几年债务比率仍将持续上升;但英国政府可以切实地采取措施稳定债务水平。对于英国而言,适度加大预算赤字削减力度就足以稳定债务比率。

然而,美国和法国的形势则并不乐观。就法国而言,鉴于税负已相当沉重,进一步加税的空间明显受限。持续高企的政府开支面临无法找到靠谱解决方案的现实风险,并可能会对私营部门产生挤出效应。美国当选总统特朗普寻求“最大透明度”的方针和设立政府效率部(DOGE)之举是旨在解决公共部门机构臃肿问题的一次大胆尝试。这种方法是否会奏效,以及如果取得初步成效其他国家是否会跟进效仿,这些问题仍需拭目以待。

² 资料来源:美国国会预算办公室(CBO)2024年6月预算赤字预测

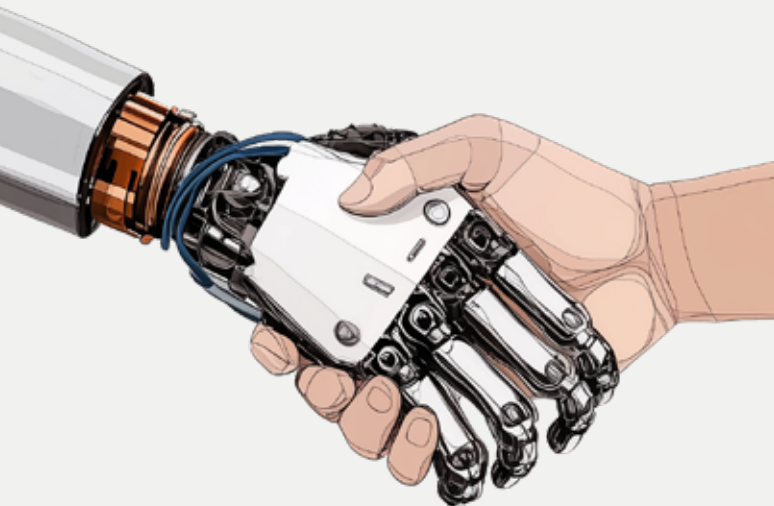
创新 与变革

生成式人工智能被迅速采用将成为2025年的重要主题。与此同时,电力需求随之激增,核电的吸引力将进一步提升。掌握相关资源的公司和国家/地区将建立竞争优势。

- 5 人工智能成为主流
- 6 核电复兴

人工智能 成为主流

主题



关键点

生成式人工智能被迅速采用

生成式人工智能被采用的速度比互联网刚刚问世时更加迅猛。

美国处于领先地位

美国的人工智能发展水平领跑欧洲和中国。这为美国带来了巨大的竞争优势。

新建基础设施

云基础设施亟需扩大规模并顺应上述变化进行调整。

5 人工智能成为主流

英伟达首席执行官黄仁勋表示,作为人工智能发展的推动力量,算力将保持每年四倍的增长速度。

生成式人工智能采用率增长迅猛。一项研究显示,目前已有40%的员工在工作中使用人工智能³。这相当于互联网在类似时期采用率的两倍左右。生成式人工智能正迅速崛起跻身主流技术,2025年将是其突飞猛进的一年。而这可能仅是人工智能行业数年发展进程的开端。英伟达首席执行官黄仁勋表示,作为人工智能发展的推动力量,算力将保持每年四倍的增长速度。未来十年,算力的累积增长将超过一百万倍。

当然,创新势必会伴随一定程度的狂热。有时,未来增长空间可以为提供合理性。当前互联网应用无处不在,已远超亚马逊1997年和谷歌2004年首次公开募股时的市场预期。

据估计,美国在人工智能投资方面的领先优势相当显著(图9),令中国和欧洲相形见绌。这为美国经济提供了重要的动力源泉,特别是如果我们对于人工智能投资将促进生产率提升的预测成真,其效果将更加卓著。然而,关于人工智能促进生产率提升的潜在影响,市场预测千差万别。

作为一项颠覆性技术,与所有此类发展相仿,人工智能带给应用领域的转变势不可挡。从目前广泛用于计算机、汽车和云存储的CPU芯片转向用于人工智能和机器学习的GPU芯片就是转变的例证之一。

由此产生的一个重要问题是,人工智能属于高度能源密集型技术。在全球经济转型已然导致用电量增长的背景下(交通运输领域转向电动汽车;工业领域减少化石燃料使用;以及家庭场景中采用空调和供暖设施),人工智能又提出额外的电力需求。由此引出我们的下一个主题,即电力需求激增及应对策略。

³ 资料来源:圣路易斯联邦储备银行。资料来源:圣路易斯联邦储备银行。



资料来源:意大利央行行长法比奥·帕内塔(Fabio Panetta), IMF世界银行会议, 2024年10月23日。

核电复兴

主题



关键点

电力需求激增

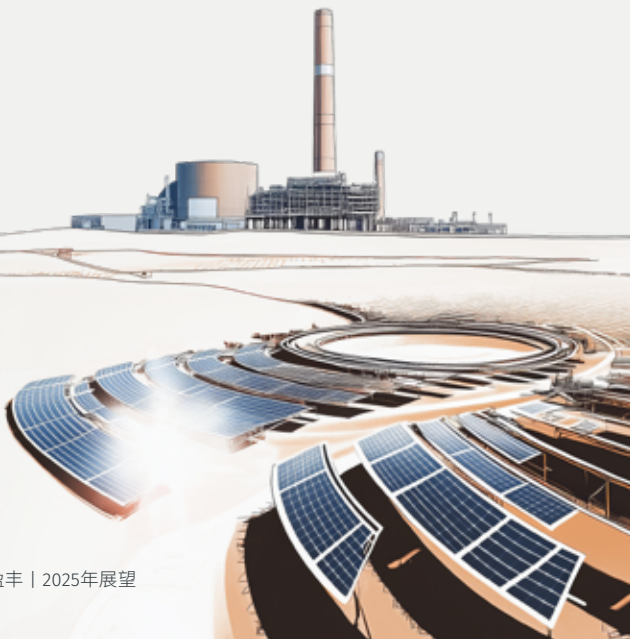
随着住宅、交通运输和工业、数据中心和加密货币的电气化转型推进,全球电力需求增长将不可避免。

人工智能搜索耗电量巨大

人工智能及人工智能搜索的耗电量远高于标准搜索:通常高达10倍及以上。

核电可以满足电力需求

核电(尤其是小型模块化反应堆)将成为满足电力需求的应对方案。竞争优势将成为催化因素。



6 核电复兴

图10

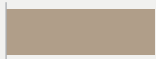
人工智能搜索耗电量相当巨大

谷歌搜索



0.3 瓦时

ChatGPT



2.9 瓦时

谷歌人工智能搜索



8.0 瓦时

资料来源: Alex de Vries, 《持续增长的人工智能能源足迹》。

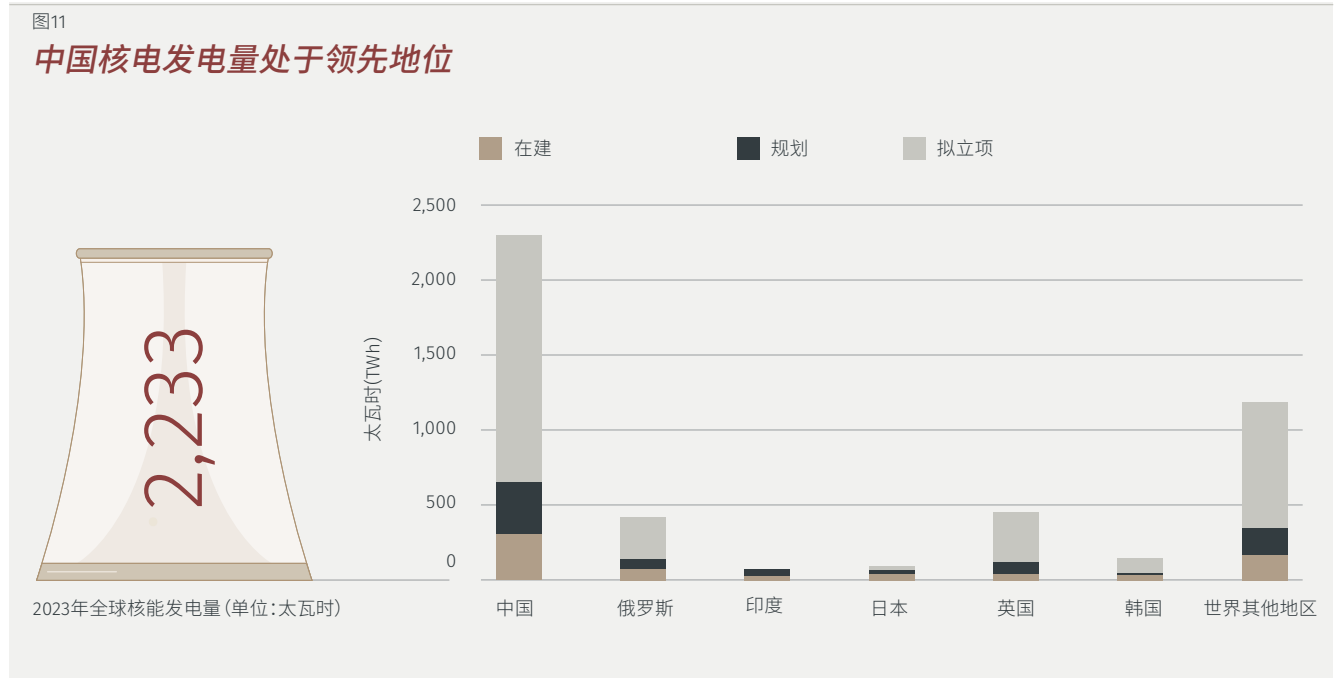
未来几年,住宅、交通运输和工业电气化进程的持续推进以及数据中心的大规模扩张将支撑全球电力需求蓬勃增长。电力占最终能源消耗的比例预计将继续攀升:从2015年的18%升至2023年的20%,到2030年将进一步升至30%(根据国际能源署《2050年净零排放场景》,实现1.5摄氏度温控目标的全球途径)。

2023年至2026年间,数据中心、人工智能和加密货币行业的用电量可能会翻一番,到2026年预计将达到1,000太瓦时(TWh)。这相当于目前日本全国的用电量;并接近2030年所有在用电动汽车的预估用电量。

人工智能及人工智能搜索的耗电量远高于标准搜索:通常高达10倍及以上。由于预期人工智能搜索将迎来快速增长,科技巨头纷纷通过重新启用此前停用的标准核电站,或者采用小型模块化反应堆(SMR)的新技术加码核电投资。SMR设计紧凑,便于在工厂进行模块建造,然后运至现场完成组装。在作为数据中心供电来源的情形下,SMR通常部署在数据中心的所在地点。SMR的发电能力通常为几百兆瓦(MW)。因此,几座SMR同时运行的发电能力与传统核电站的发电能力(700-1000 MW)不相上下。由于核电设施基本可以连续作业,一套1,000兆瓦系统每年的发电量将接近1,000太瓦时。

我们认为这一发展对于保障国家安全具有重要意义。美国近五分之一的电力需求来自核能,而在一些欧洲国家和韩国核电比例则显著高于这一水平。与德国等已逐步关停核电项目的国家相比,这些国家具有相对优势,在1986年切尔诺贝利核电站爆炸和2011年福岛核电站事故引发灾难后,德国等国家进一步加快推进核电站关停。

中国核电装机容量呈高速增长势头(看图11)。在建、规划或拟立项的核电站发电量合计现已突破2,000太瓦时,其规模与2023年全球核电总发电量相当。如果投入运行,中国将在这一新兴领域奠定相对于其他主要经济体的相对优势。



资料来源:国际能源署,《2023年世界能源展望》。世界核能协会,《2023年世界核能绩效报告》。



股票和债券 市场机会

我们认为, 2025年企业盈利(尤其是美国市场) 仍具支撑。美国股市的高集中度本身并不构成问题。我们看好非必需消费品板块: 原因是消费者的消费能力有所增强, 而且与其他板块相比, 该板块估值相对便宜。债券市场有两大机会值得关注: 收益率曲线走陡和利差机会。

- 7 企业盈利仍可觅得支撑
- 8 市场集中度过高: 一种相对风险
- 9 看好非必需消费品板块
- 10 收益率曲线走陡

企业盈利仍可 觅得支撑

主题



关键点

企业盈利增长

企业盈利历来保持着长期增长。但短期内超出预期的幅度对股市而言具有重要意义。

盈利增长是否会2025年超出预期?

过去两年, 盈利表现基本符合预期, 标普500指数每年的涨幅均超过20%。目前市场预期2025年企业盈利将增长10%。

市场集中度

投资者对上述盈利增长预期能否实现的主要担忧在于美股市场的集中度。



7 企业盈利仍可 觅得支撑

目前的预期是2025年将增长10%，略高于盈利的长期趋势增长。

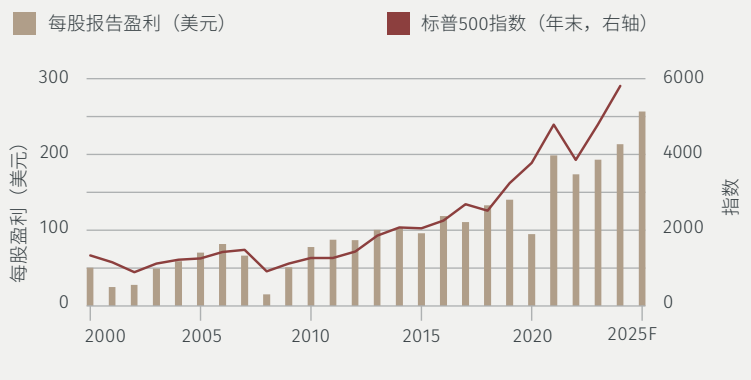
企业盈利通常随着时间推移而增长，这是经济以名义增长率(实际增长率加物价涨幅)持续扩张的结果。在某种意义上，这正是所有企业“营业额”或“收入”增长的最最终推动因素。图12展示了美国标普500指数成分股公司的这一趋势。标普500指数每股盈利的长期增长与标普500指数的走势如图所示。右轴所示的价格指数约为左轴所示每股盈利的20倍，这即表示市盈率。因此，如果这两个系列数据走势完全同步，则标普500指数的市盈率(P/E)倍数将保持在20倍不变。当然，事实并非如此。图像模式并不平滑。每年都有明显的波动，价格指数相对于盈利水平有涨有跌。但总体趋势显而易见。

然而，短时期来看，盈利增长与市场预期的差距(通常称为“盈利惊喜”)与标普500指数回报率之间具有相关性(1989年1月1日至2024年11月5日期间相关系数为37%)。我们采用盈利的趋势增长率(而不是每年年初的预测)作为预期盈利，因为后者波动可能会十分剧烈。

有几年的情况值得注意。2021年，盈利显著超出预期，标普500指数的回报率为27%。第二年，盈利低于预期，指数回报率为负20%。过去两年，盈利表现基本符合预期，标普500指数每年的涨幅均超过20%。

展望未来，这表明取得出色回报率的关键在于2025年实现盈利预期。目前2025年盈利预期增长10%，略高于盈利的长期趋势增长率(过去十年年均增长6%)。投资者对上述盈利增长预期能否实现的主要担忧在于美股市场的集中度，而这正是我们2025年的下一主题。

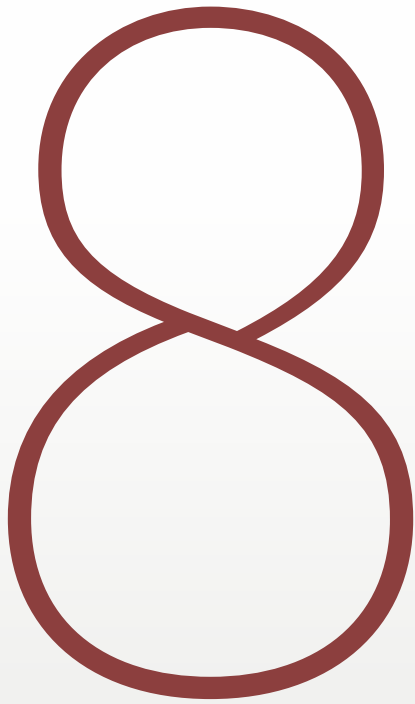
图12
企业盈利和标普500指数的长期走势



资料来源:Howard Silverblatt, 标准普尔道琼斯指数, 标普500指数盈利和预估报告。数据截至2024年10月24日。过往表现并不预示未来业绩。

市场集中度过高： 一种相对风险

主题



关键点

美国市场的前10大公司

目前，标普500指数前10大公司约占指数市值的35%。自1962年底以来，集中度如此高企前所未见。

三大考量因素

三大考量因素表明高集中度本身并不构成问题：与历史比较；选择适当的估值指标；不持有最大股票的风险。

与1990年代末如出一辙？

上一次集中度达到类似水平还是在1990年代末，TMT（科技、媒体和电信）“互联网”繁荣时期。后来“互联网”繁荣演变为泡沫。盈利和估值趋势显示，历史重演的风险较低。



8 市场集中度过高：一种相对风险

目前，标普500指数前10大公司约占指数的35%。市场集中度现已升至数年高位。自1962年底以来，集中度如此高企前所未见，当时仅AT&T一家公司就占到标普500指数的10%以上。很多评论人士对高集中度风险均作出了预警，尤其是考虑到前10大股票的市盈率倍数也处于高位。我们主要提出以下三点来说明高集中度本身并不构成问题，问题在于这些大型公司与市场其余公司的相对估值和表现。

1. 参考1960年代初的高市场集中度时期，从1962年末(当时前10大股票市值比例首次超过35%)至1966年2月熊市开始，标普500指数累计上涨达50%。因此，投资者担心的熊市直至三年多以后才真正降临。
2. 不能仅依据历史市盈率等简单指标来判断前10大股票的估值高低。相反，需要综合考虑收入和盈利增长前景、现金流、再投资需求、竞争格局以及估值倍数扩张或收缩等多种因素。
3. 对于以美国大盘指数为业绩基准的机构或投资者而言，不持有最大的股票本身就是一种颇为冒险的策略。不持有这些股票会产生较大的跟踪误差风险。

我们上一次目睹美国股市在少数几只股票的推动下强劲上涨还是在1990年代末。当时正值TMT(科技、媒体和电信)和“互联网”繁荣时代。21世纪初互联网泡沫破裂。图13对当时与现在的情况进行了一次有趣的类比。从1994年1月1日至2000年1月1日的六年间，标普500指数上涨了215%。整体涨幅领先于盈利增长率(101%)，因此整个市场的市盈率从20.2倍扩张至31.6倍。

从2019年1月1日开始的六年间，标普500指数上涨了139%，显著低于之前六年的涨幅。盈利增长率仅为1990年代末的一半。因此，市盈率在这两个时期的扩张速度几乎不相上下。从这一情况来看，市场进入回调时机似乎尚未成熟。

然而，美股市场其他板块的机会相对更具吸引力。我们看好市场增长领域(特别是科技领域)中小型公司的前景，因为其估值水平比大盘股更加合理。此外，如果美国当选总统特朗普以保障公平竞争为由推进大公司拆分议程，中小型公司可能会从中受益。

图13

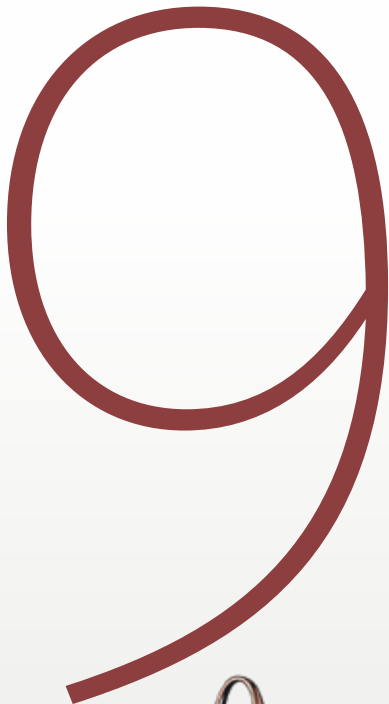
与1990年代如出一辙？

	标普 500 指数	标普500指数盈利	市盈率升幅
1994年1月1日至2000年1月1日期间	+215%	+101%	+56% (从20.2倍升至31.6倍)
2019年1月至2024年11月14日期间	+139%	+51%	+58% (从18.7倍升至28.4倍)

资料来源：LSEG数据和业务分析和瑞士盈丰资产管理计算。数据截至2024年11月14日。过往表现并不预示未来业绩。

看好非必需消费品板块

主题



关键点

我们的板块选择

在2025年美股和全球股市中, 我们看好非必需消费品板块。

基本面支撑

工资增长、就业趋势、累积储蓄、财富效应和利率下降将在不同程度上为2025年消费支出提供支撑。

股市估值

非必需消费品板块的估值在美股中相对较低, 在美股以外的其他市场中甚至更低。

9 看好非必需消费品板块

在2025年美股和全球股市中, 我们看好非必需消费品板块。我们认为2025年整个经济基本面为该板块提供了三大支撑因素。

1. 第一, 大多数经济体的工资和就业表现可能会保持坚挺。由于名义工资增长率(其本身是对以往高通胀的滞后反应)高于通胀(而通胀本身将进一步回落), 因此预计实际工资将实现增长。我们在美国、英国、欧洲、日本和中国都看到了这种现象。

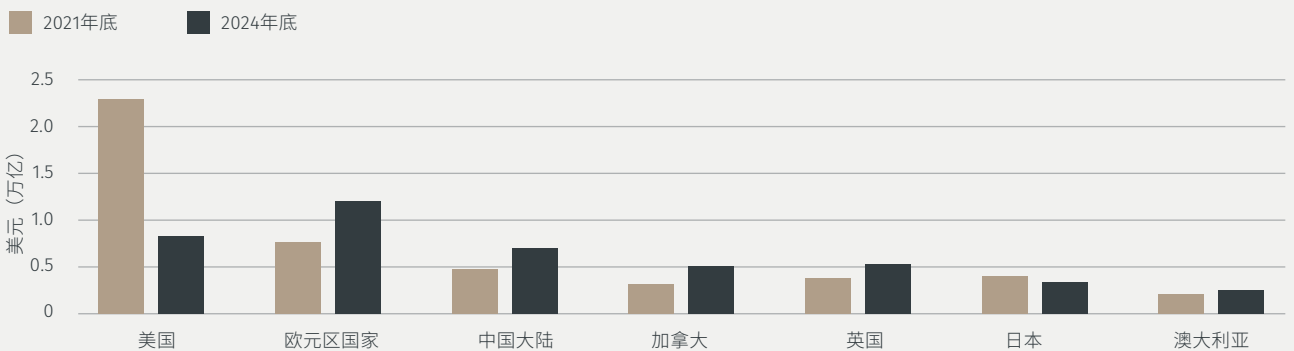
2. 第二, 据我们估计, 欧元区、英国、中国和加拿大的消费者在疫情过后仍握有一些超额储蓄(看图14)。然而, 美国消费者的超额储蓄基本上已消耗殆尽, 目前储蓄率处于低位。不过, 持续攀升的美国股市和楼市为美国消费者带来了相当可观的财富效应。事实上, 美国消费者的累积财富增长远远高于巅峰时期的超额储蓄。2024年第三季度, 美国家庭净资产比疫情爆发前高出46万亿美元。

3. 第三, 消费者将从利率下行中受益, 尤其是在英国, 因为英国与短期利率挂钩的贷款比例较高。

非必需消费品板块方面, 我们的专有模型显示, 估值水平接近公允价值。以上结论综合考虑了7项估值指标。上述公允价值评估针对的是全球非必需消费品板块, 包括估值相对较高的美股板块, 以及估值较低的欧洲、英国、亚洲和日本股市。其他板块要么估值较高, 要么缺乏基本面支撑。

图14

美国超额储蓄消耗殆尽, 其他地区储蓄较低



资料来源: LSEG和瑞士盈丰资产管理计算。数据截至2024年11月20日。

收益率曲线走陡

主题



关键点

值得关注的机会

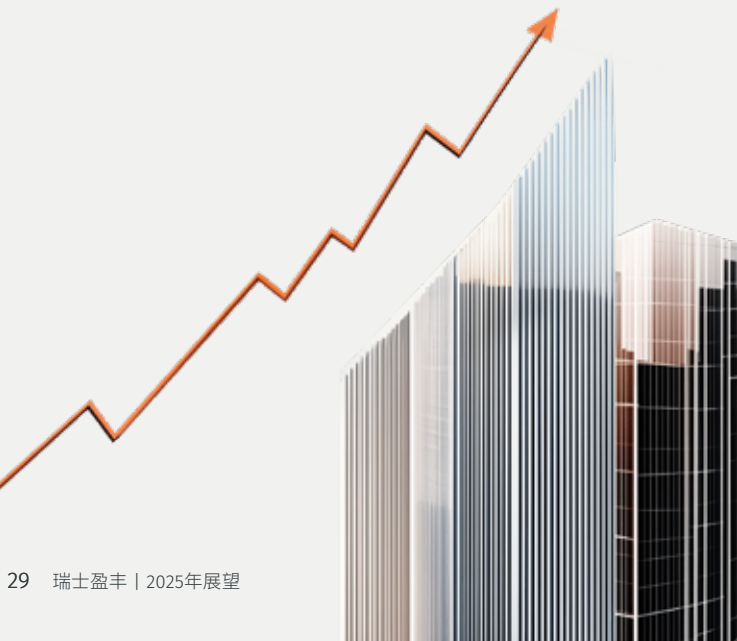
固定收益市场中总是存在各类值得关注的机会。2025年,我们认为有两大领域尤其富于吸引力。

收益率曲线走陡

我们认为收益率曲线总体上将呈走陡之势,这一趋势在美国市场尤其显著。

息差

在欧元区、企业债券和高收益债券市场以及金砖国家市场存在着息差机会。



10 收益率曲线走陡

2025年,我们认为固定收益市场中存在两个值得关注的机会领域。

1. 首先,我们认为收益率曲线总体上将呈走陡之势,这一趋势在美国市场将更加突出(看图15)。这种观点相当普遍。传统的解释是,随着通胀持续回落,政策制定者将进一步下调短期利率;而由于政府赤字高企且可能会持续扩大,长期债券收益率将面临上行压力。然而,在前四次收益率曲线走陡的过程中,有三次的情况有所不同。1989年至1992年期间,收益率曲线从-18个基点变陡至+389个基点。但当时收益率曲线走陡主要是由于短期利率降幅(从8%降至3%)显著高于10年期收益率降幅(从7.8%降至6.8%)。2000年至2002年期间的模式与此如出一辙:当时短期利率降至1%,而10年期收益率则基本持平;2007年至2009年期间情况亦然:当时短期利率降至零,而10年期收益率则从4.7%降至3.8%。

疫情期间是前四次中唯一一次由于10年期收益率上升而导致收益率曲线走陡的情况。可以说,这是由于美联储对通胀上升反应迟缓所致,而他们不太可能重蹈覆辙。总之我们认为,虽然收益率曲线走陡的情况可能发生,但预计不会由10年期收益率大幅攀升所致。我们预计,这一变化将主要由政策利率下调推动。

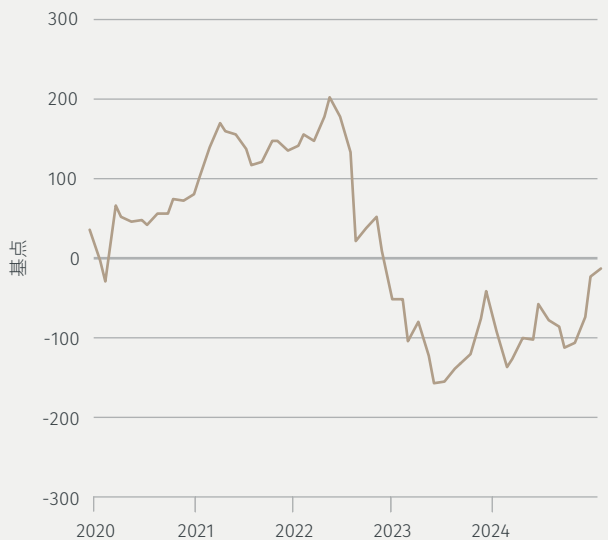
2. 政府债券息差是第二个机会领域。欧元区方面,主要国家政府债券与德国政府债券的息差呈扩大趋势,其中法国尤其明显。意大利与德国债券的息差甚至更高。根据主题4所述的相对赤字和债务基本面,我们预计法国市场表现将落后于欧元区其他市场。

虽然企业债券和高收益债券市场存在息差相关投资机会,但在政局和竞争形势瞬息万变的环境中,行业和公司选择比以往任何时候都更为重要。基于我们对金砖国家宏观环境向好的预测,我们继续认为新兴市场硬通货债券和本币债券也存在投资机会。

图15

美国收益率曲线斜率呈上升趋势

10年期美国国债收益率减去3个月期美国国债利率



资料来源:LSEG和瑞士盈丰资产管理计算。数据截至2024年11月20日。过往表现并不预示未来业绩。

我们对 2024年的预 测表现如何

每年,我们都会回顾去年所作的预测。

我们的2024年预测总体得分:

7/10

1

正确

世界经济迎来软着陆

据我们预测,最有可能发生的场景是世界经济在2024年实现软着陆,美国成功避免经济衰退。软着陆的确已成为现实。根据国际货币基金组织的最新预测,2025年世界经济增长率将达到3.2%,相比2023年的增长率为3.3%。这主要得益于美国和两大新兴经济体(巴西和印度)的推动。中国经济增长率略高于2024年的预测水平(4.8%相比4.5%)。

2

正确

生产率提升

我们预计生产率提升将推动经济增长,其中对美国经济的带动效应将尤为显著。该预测最终得到证实。今年上半年,生产率同比增长近3%。

3

正确

财政脆弱性

我们认为财政脆弱性(具体而言,是指对政府债务水平高企和赤字持续恶化的担忧)仍是市场担忧的主要问题。事实确实如此,截至今年年底,财政脆弱性已成为许多经济体的重要难题:其中美国、英国和法国的情况尤其严峻。

4

正确

政治动荡

2024年无疑是国际政局风云变幻的一年。诸多经济体的执政党败选失势,尤其因过去几年的高通胀而备受诟病。也许最值得一提的是,唐纳德·特朗普当选美国总统,以及共和党在参众两院大获全胜。

5 正确

人口结构 (仍然) 决定命运

2024年, 人口趋势备受关注, 生育率急剧下降尤为引人注目。在大多数发达经济体中, 人口替代率已降至2.1以下, 这意味着人口规模将随着时间的推移而逐渐缩减。

6 部分正确

减肥与必需消费品

我们认为减肥药的热度将在2024年飙升, 潜在的市场规模相当巨大。同时, 我们认为其对必需消费品行业的影响却一直被夸大, 而该行业将有出色表现。虽然前半部分观点正确无疑, 但必需消费品行业的表现却落后于大市。

7 部分正确

清洁能源转型

从化石能源向清洁能源转型确实在持续推进, 但变革的速度却不尽如人意。新兴经济体的情况更是如此, 而这正是2024年11月召开的第29届联合国气候变化大会(COP29)的重要议题。

8 不正确

被低估的货币出现反弹

我们认为某些估值严重偏低的货币对美元汇率将出现反弹。特别是, 我们预计日元对美元将会走强。事实并非如此: 截至11月底, 日元对美元贬值了7%。另一种估值偏低的货币英镑在过去一年中对美元小幅升值。

9 正确

债券的机会

我们认为, 2024年债市存在三个值得关注的机会: 较短期债券能对利率上行风险提供防御 (事实证明这是正确的, 较短期债券实现了正回报率, 而10年期债券基本持平); 入选的可转债 (效果卓著, 整体市场回报率为14%); 通胀挂钩债券 (实现正回报率, 而且表现跑赢了较长期名义债券)。

10 不正确

看好小盘股

我们看好小盘股。总体而言, 小盘股表现逊于大市: 罗素2000指数确实落后于标普500指数, 但两者的价格回报率分别为20%和26%。两者的业绩差距在今年最后6个月显著收窄。

投资 出版物

通过我们的系列投资出版物随时了解投资机会、宏观经济趋势、市场动向和全球经济前景。

年度旗舰出版物



展望(OUTLOOK)
10大预测我们对未来一年的



Capital Market Assumptions
我们对各资产类别未来7-10年表现之观点

核心出版物



新动态(INTIME)
每日市场报告
总结过去24小时最重要的市场事件



视点(INVISION)
每周宏观报告
概述过去一周发生的主要宏观经济事件



观察(INVIEW)
全球房产观察
提供资产配置指引、宏观概况以及投资理念



聚焦(INFOCUS)
宏观评论
分析当前市场活动



播客：
Beyond The Benchmark
瑞士盈丰的首席投资官Moz Afzal
分享他对影响市场和全球经济进展的见解；并与持特别观点的特邀嘉宾对话。



如需了解更多信息和订阅我们的定期投资出版物，请访问我们的Insights页面：
www.efginternational.com/insights

重要免责声明

本文件由 EFG 资产管理 (英国) 有限公司编制, 供 EFG 国际 ("EFG 集团" 或 "EFG") 全球子公司和 EFG 集团内关联公司使用。EFG Asset Management (UK) Limited 由英国金融行为监管局授权并监管, 注册号为 07389736。注册地址: EFG Asset Management (UK) Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。本文件仅供参考。此处包含的信息构成营销传播, 不应被视为金融研究或分析、要约、公开要约、投资建议、购买、出售或认购金融工具及/或提供金融服务的建议或邀约。本文件无意作为任何投资、证券、其他金融工具或其他产品或服务的条款和条件的最终陈述。本文件内容仅供了解并有可能承担所有相关风险的人士阅读。此外, 本文件无意提供任何财务、法律、会计或税务建议。在这方面也不应依赖本文件。本文件中的信息并未考虑接收者的具体投资目标、财务状况或特殊需求。在进行任何投资之前, 或对本文件中的信息有疑问时, 您应自行寻求适合您具体情况的专业建议 (包括税务建议)。本文件中提供的信息并非 EFGAM 研究人员进行金融研究的结果。因此, 它不构成欧盟法规 (如 "MIFID II" 或 "MIFIR") 或瑞士银行协会发布的瑞士 "金融研究独立性指令" 或任何其他同等地方法规所定义的投资或独立研究。

投资价值和收益会有升降, 您可能无法收回最初投资的金额。过去的表现并不代表未来的表现。投资产品可能存在投资风险, 包括但不限于货币兑换和市场风险、价值波动、流动性风险以及可能损失投资本金 (如适用)。尽管本文件中的信息来源可靠, 但 EFG 集团的任何成员均不代表或保证其准确性, 且此类信息可能不完整或简略。本文件中的任何观点如有变更, 恕不另行通知。本文件可能包含个人观点, 但不一定反映 EFG 集团任何成员的立场。在法律允许的最大范围内, EFG 集团的任何成员均不对本文件中的任何错误或遗漏或对本文件中任何意见或陈述的依赖所造成的后果负责。EFG 集团的每个成员均明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因本文件而产生的或因收件人依赖本文件而采取的任何行动或不行动所造成的附带或间接损害赔偿责任。

EFG 及其员工可能会以自营或其他方式参与证券交易, 并持有与本文件所述工具相关的多头或空头头寸; 此类交易或头寸可能与本文中表达的观点不一致。

在任何司法管辖区或国家提供本文件可能违反当地法律或法规, 获得本文件的人员应了解并遵守任何限制。未经 EFG 集团授权成员的事先书面许可, 不得向任何其他人复制、披露或分发本文件 (全部或部分)。可能会收到本文件的金融中介机构/独立资产管理人确认, 他们将需要做出自己的独立决定, 此外, 在经 EFG 集团许可向最终客户/投资者提供本文件时, 应确保本文件内容符合其客户的利益。任何投资、法律、监管、税务或其他方面的考虑, 对于金融中介机构/独立资产管理公司、其客户或任何第三方因使用本文件而可能产生的任何损害、损失或费用 (无论是直接、间接还是后果性的), EFG 集团概不负责。本资料中与指数或基准的比较仅供参考, 存在局限性, 因为指数和基准的重要特征可能不同于 EFG 奉行的特定投资策略及其投资的证券。

本文在撰写时所表达的信息和观点可随时更改, 恕不另行通知, 也没有义务更新或删除过时信息。独立资产管理人: 如果本文件提供给独立资产管理人 ("IAMs"), 则严禁 IAMs 复制、披露或分发 (全部或部分) 本文件并提供给其客户和/或第三方。IAMs 收到本文件后, 应确认需要自行决定/判断如何操作, 且 IAMs 有责任确保所提供的信息在任何投资、法律、监管、税务或其他后果方面符合其客户的情况。EFG 不对因 IAMs、其客户或任何第三方使用本文件而可能产生的任何损害、损失或费用 (无论是直接、间接还是后果性的) 承担任何责任。

如果您从以下提及的任何附属机构或分支机构收到本文件, 请注意以下事项:

巴巴多斯: 根据 2011 年《证券法》和 2012 年《证券业务条例》, EFG Bank & Trust (Bahamas) Ltd 获得巴巴多斯证券委员会的许可, 有权在巴巴多斯境内开展证券业务, 包括证券交易、安排证券交易、管理证券和提供证券建议。EFG 银行与信托 (巴巴多斯) 有限公司还是巴巴多斯中央银行根据 2000 年《银行与信托公司管理法》授权的银行与信托公司。注册办事处 Goodman's Bay Corporate Centre West Bay Street and Sea View Drive, Nassau, The Bahamas。

巴林: EFG AG Bahrain 是巴林中央银行 (CBB) 许可的第二类投资业务公司, 是 EFG Bank AG 的分支机构, 获准从事以下活动: a) 代理金融工具交易; b) 安排金融工具交易; c) 管理金融工具; d) 就金融工具提供建议; 以及 e) 经营集体投资企业。注册地址 EFG AG 巴林分行, 巴林王国麦纳麦/前海/346 号/14626 路/1459 号楼/1401 办公室/11321 麦纳麦邮政信箱。

开曼群岛: EFG Bank AG 开曼群岛分行 (以下简称 "分行") 是一家开曼群岛金融管理局 (CIMA) 《证券投资法》(修订版) (以下简称《证券法》) 及其配套法规下的注册人员。分公司获准在开曼群岛境内或从开曼群岛境内向《证券法》附表 4 所定义的高净值人士和资深人士提供证券投资服务, 包括证券交易、安排证券交易、管理证券和提供证券建议。根据《银行和信托公司法》(修订版) (《银行法》), 该分行还获得 CIMA 颁发的 B 类银行执照, 可根据《银行法》第 6 (c) 条提供银行服务。注册办事处 Suite 3208, 9 Forum Lane, Camana Bay, Grand Cayman KY1-1003, Cayman Islands。

塞浦路斯: EFG 塞浦路斯有限公司是一家在塞浦路斯成立的投资公司, 公司注册号为 HE408062。注册地址为 Kennedy 23, Globe House, 6th Floor, 1075, Nicosia, Cyprus。EFG 塞浦路斯有限公司由塞浦路斯证券交易所委员会 (CySEC) 授权并监管。迪拜: EFG (Middle East) Limited 是 EFG International AG 的子公司。EFG (Middle East) Limited 受 DfSA 监管。本资料 "仅供专业客户使用"。注册地址: EFG (Middle East) Limited DIFC, Gate Precinct 5, 5th Floor PO Box 507245 - Dubai, UAE。

希腊: EFG Bank (Luxembourg) SA 雅典分行是 EFG Bank (Luxembourg) SA 的非预订机构, 根据卢森堡金融监管机构 "CSSF" 颁发的许可证, EFG Bank (Luxembourg) SA 有权在欧盟自由设立的基础设施上推广 EFG Bank (Luxembourg) SA 的产品和服务。注册地址 342 Kifisias Ave. & Ethnikis Antistaseos Str143057760001。

香港: EFG Bank AG 香港分行 (中央编号: AFV863) ("EFG 香港") 是香港金融管理局根据《银行业条例》(香港法例第 155 章) 认可的持牌银行, 並獲授權在香港進行第 1 類 (證券交易)、第 4 類 (就證券提供意見) 及第 9 類 (資產管理) 受規管活動。注册地址 EFG Bank AG 香港分行, 香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 18 楼。在法律和《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》对 EFG 香港的适用要求所允许的最大范围内, EFG 香港不对其包含的任何错误或遗漏或此处包含的任何信息或声明的后果负责。EFG 香港明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因本文件而产生的或因收件人依赖本文件而采取或不采取任何行动所导致的附带或间接损害赔偿责任。

以色列: EFG 财富管理 (以色列) 有限公司注册办事处: 3 Rothschild Blv, Tel Aviv 6688106, Israel。

泽西岛: EFG 私人银行有限公司泽西分行的主要营业地点为 5th Floor, 44 Esplanade, Jersey, JE1 3FG, 受泽西金融服务委员会 (由 CFS 注册号: RBN32518) 监管, 是 EFG 私人银行有限公司的分行。EFG 私人银行有限公司由英国审慎监管局授权, 并由英国金融行为监管局 (英国金融行为监管局注册号: 144036) 和英国审慎监管局监管。EFG 私人银行有限公司在英格兰和威尔士的注册号为 2321802。英国注册办事处: 英国注册地址: Park House, 116 Park Street London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。EFG 私人银行有限公司泽西分行根据泽西金融服务委员会的规则以及金融行为监管局和审慎监管局的规则 (如适用) 提供服务。

列支敦士登: EFG Bank von Ernst AG 受列支敦士登金融市场监管局监管。注册地址: EFG Bank von Ernst AG Egeratrasse 10 - 9490 Vaduz, Liechtenstein。

卢森堡: EFG Bank (Luxembourg) SA 由卢森堡财政部授权, 并受金融监督管理委员会 (CSSF) 监管。EFG Bank (Luxembourg) SA 是卢森堡存款担保基金 (F.G.D.L - Fonds de Garantie des Dépôts Luxembourg) 和卢森堡投资者赔偿计划 (S.I.L.L - Système d'Indemnisation des Investisseurs Luxembourg) 的成员。R.C.S. 卢森堡编号: B113375。B113375。注册地址: EFG Bank (Luxembourg) SA - 56, Grand-Rue, L-1660 Luxembourg。

摩纳哥: EFG Bank (Monaco) SAM 是一家摩纳哥有限公司, 公司注册号为 90 S 02647 (摩纳哥工商编号)。EFG Bank (Monaco) SAM 是一家从事金融活动的银行, 由 "Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution" (法国审慎监管和解决机构) 和 "Commission de Contrôle de Activités Financières" (摩纳哥金融活动监管委员会) 授权和监管。注册地址 EFG Bank (Monaco) SAM, Villa les Aigles, 15, avenue d'Ostende - BP 37 - 98001 Monaco (Principauté de Monaco), telephone: +377 93 15 11 11。本文件收件人英语非常流利, 并放弃获取本出版物法文版的可能性。

巴拿马: EFG Asesores (Panama), S.A. 是巴拿马证券市场监管局监管的实体。持有投资顾问执照 - SMV-316-23 号决议。注册地址: EFG Asesores (Panama) S.A., Torre Argos, 2nd Floor, Santa Maria Business District, Panama City。

葡萄牙: EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal 由葡萄牙银行 (注册号 280) 和葡萄牙证券市场监管委员会 CMVM (注册号 393) 授权和监管, 提供金融咨询、接收和传递订单。EFG Bank (Luxembourg) S.A. - Sucursal em Portugal 是 EFG Bank (Luxembourg) S.A. 的非预订分支机构, EFG Bank (Luxembourg) S.A. 是根据卢森堡大公国法律注册成立的公共有限责任公司, 由 CSSF (金融监督管理委员会) 授权和监管。里斯本总部 Avenida da Liberdade n.º 131 - 6.º Dto, 1250 - 140 Lisboa。波尔图机构: Avenida da Boavista, n.º 1837 - Escritório 6.2, 4100-133 Porto。公司注册号: 980649439。**中华人民共和国 (中国):** EFG Bank AG 上海代表处经中国银行业监督管理委员会批准, 并根据《中华人民共和国外商投资银行管理条例》及相关实施细则在上海市工商行政管理局登记注册。注册号: 310000500424509。注册地址/注册地址: 上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 F 座 65110 室。EFG 银行股份公司上海代表处的业务范围仅限于非营利性活动, 包括联络、市场调研和咨询。

新加坡: EFG Bank AG 新加坡分行 (UEN 编号: T03FC6371) 是新加坡金融管理局根据 (1970 年银行法) (Banking Act 1970) 许可的批发银行。《2001 年财务顾问法》(Financial Advisers Act 2001) 定义的豁免财务顾问以及《2001 年证券与期货法》(Securities and Futures Act 2001) 规定的豁免资本市场服务实体。本广告未经新加坡金融管理局审查。注册地址 EFG Bank AG Singapore Branch, 79 Robinson Road, #18-01, Singapore 068897。本文件并未考虑任何特定人士的具体投资目标、财务状况或特殊需求。本文件不构成投资建议, 也不构成投资本金或本文件提及的任何产品的邀约或建议。EFG 新加坡及其高级职员、雇员或代理人不对本文件的准确性、可靠性或完整性作出任何明示或暗示的陈述、保证或担保, 也不对其负责, 且不应将其作为此类陈述、保证或担保的依据。EFG 新加坡明确声明不承担任何责任, 包括 (但不限于) 因本文件而产生的附带或间接损害赔偿责任, 或因收件人依赖本文件而采取的任何行动或不行动而产生的附带或间接损害赔偿责任。您应仔细考虑该投资的优点和固有风险, 并根据自己的判断和您选择咨询的独立顾问的建议, 根据您的风险偏好、投资经验、目标、财务资源和情况, 评估该投资是否适合您, 并进行您认为必要的其他调查, 且不得以任何方式依赖 EFG 新加坡。本资料仅供经认可的机构投资者使用。

瑞士: 苏黎世 EFG 银行股份公司 (包括日内瓦和卢加诺分行) 由瑞士金融管理局 (FINMA) 授权和监管。注册办事处: EFG Bank AG, Bleicherweg 8, 8001 Zurich, Switzerland。瑞士注册分行: EFG Bank SA, 24 quai du Seujet, 1211 Geneva 2, 以及 EFG Bank SA, Via Magatti 2, 6900 Luzern。

英国: EFG 私人银行有限公司由英国审慎监管局授权, 受英国金融行为监管局和英国审慎监管局监管。EFG 私人银行有限公司是伦敦证券交易所成员。注册公司编号 02321802。注册地址 EFG Private Bank Limited, Park House, 116 Park Street, London W1K 6AP, United Kingdom, 电话 +44 (0)20 7491 9111。

美国:

EFG Asset Management (Americas) Corp ("EFGAM Americas") 是一家在美国证券交易委员会 ("SEC") 注册的投资顾问公司, 提供投资咨询服务。在美国证券交易委员会或任何州的证券管理机构注册并不意味着任何水平的技能或培训。EFGAM Americas 只能在其已注册、已提交通知或以其他方式排除或豁免注册要求的州和国际司法管辖区开展业务或提供个性化投资建议。投资者在投资前应仔细考虑其投资目标、风险、费用和开支。有关 EFGAM Americas、其商业惯例、背景、利益冲突、服务收费及其他相关信息的更多信息, 请访问美国证券交易委员会的公共投资者信息网站: <https://www.investor.gov>。此外, 您还可以通过: <https://adviserinfo.sec.gov/firm/summary/158905>。在这两个网站上, 您都可以获得 EFGAM Americas 最新的 ADV 第 1 部分、第 2 部分表格和 CRS 表格的副本。EFGAM Americas 注册地址: 701 Brickell Avenue, Suite 1350 - Miami, FL 33131。

EFG Capital International Corp. (以下简称 "EFG Capital") 是一家在美国证券交易委员会 (以下简称 "SEC") 注册的经纪自营商, 也是金融业监管局 (以下简称 "FINRA") 和证券投资者保护公司 (以下简称 "SIPC") 的成员。证券产品和经纪服务由 EFG Capital 提供。美国证券交易委员会 (SEC)、美国金融业监管局 (FINRA) 或美国证券投资者保护公司 (SIPC) 均未对本文件或 EFG Capital 及其美国关联公司提供的服务和产品表示认可。注册地址: 701 Brickell Avenue, Ninth Floor & Suite 1350 - Miami, FL 33131。

EFG Capital 和 EFGAM Americas 因共同所有权而隶属于 EFGI, 并保持相互关联的人员。此处描述的产品和服务未经任何 EFGI 授权, 也不受美国境外任何监管机构的监管。请注意, 此处的内容由 EFG Bank AG/EFG Asset Management (UK) Limited (如适用) 制作和创建。本资料不得解释为由 EFG Capital 或 EFGAM Americas 制作或以其他方式源自 EFG Capital 或 EFGAM Americas。EFGAM Americas 和 EFG Capital 均不代表自己是本基金/产品或策略的相关管理人或投资顾问。EFG Asset Management (North America) Corp. ("EFGAM NA") 是美国证券交易委员会 (SEC) 注册的投资顾问公司, 如需了解有关 EFGAM NA Corp. 其业务、附属机构、费用和纪律事件以及可能存在的利益冲突的更多信息, 请访问 SEC 投资顾问公开披露网站 (<https://adviserinfo.sec.gov/>) 并查看其 ADV 表。

澳大利亚投资者信息:

仅供专业、机构或批发投资者使用。

本文件由 EFG 资产管理 (英国) 有限公司编制和发布, 该公司为私人有限公司, 注册号为 7389736, 注册地址为 Park House, Park Street, London W1K 6AP (电话号码为 +44 (0)20 7491 9111)。EFG 资产管理 (英国) 有限公司由英国金融行为监管局监管和授权, 编号为 536771。

EFG 资产管理 (英国) 有限公司向澳大利亚批发客户提供的金融服务无需持有澳大利亚金融服务许可证, 并由英国金融行为监管局 (FCA 注册号: 536771) 根据与澳大利亚法律不同的英国法律授权和监管。

本文件为个人文件, 仅供收件人使用, 不得全部或部分复制给其他人。

ASIC Class Order CO 03/1099

EFG Asset Management (UK) Limited 通知您, 该公司依据澳大利亚证券和投资委员会 (ASIC) CO 03/1099 类别令 (类别令) 对美国金融行为监管局 (FCA) 监管的公司进行豁免 (由 ASIC Corporations (Repeal and Transitional Instrument 2016/396) 延长), 在您提供金融服务时, 无需根据 2001 年《澳大利亚联邦公司法》(Corporations Act 2001) 《公司法》持有澳大利亚金融服务牌照 (AFSL)。

英国监管要求

我们向您提供的金融服务由 FCA 根据英国的法律和监管要求进行监管, 而英国的法律和监管要求与澳大利亚不同。因此, 在我们向您提供金融服务的过程中, 您从我们这里收到的任何报价或其他文件都将根据这些法律和监管要求准备。英国监管要求的立法、根据立法制定的规则以及 FCA 发布的任何其他相关政策或文件。

您的批发客户身份

为了使您能够向您提供金融服务, 并使我们将您遵守《集体命令》, 您必须是《公司法》第 761G 条所指的 "批发客户"。因此, 在我们开始向您提供金融服务之前或在我们向您提供金融服务的过程中接受我们提供的任何文件, 即表示您

- 向我们保证您是 "批发客户";
- 同意提供我们不时要求的信息或证据, 以确认您的批发客户身份;
- 同意如果您不再是批发客户, 或未向我们提供令我们满意的身份信息或证据以确认您的批发客户身份, 我们可能会停止向您提供金融服务;

并同意在 5 个工作日内书面通知我们, 如果就我们向您提供的金融服务而言, 您不再是 "批发客户"。

© EFG. 保留所有权利