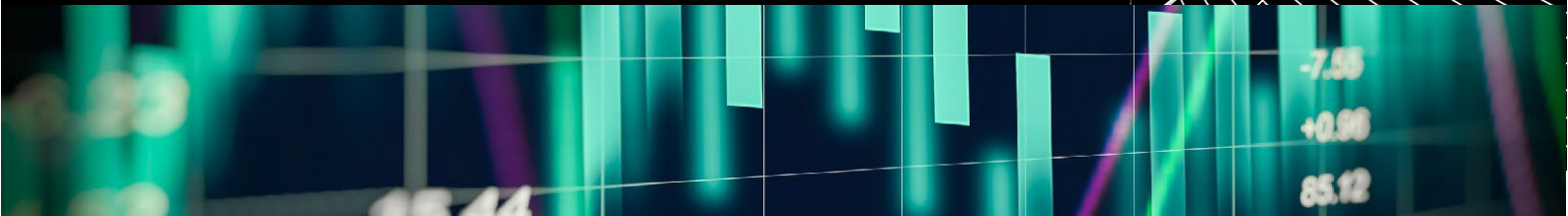
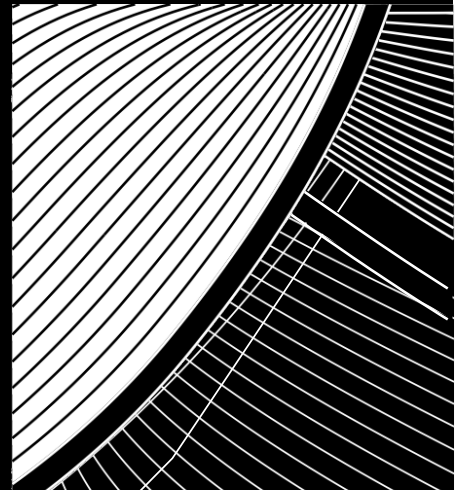


麦格理资产管理 (MAM)

# 猛药治病，不能无损

多元资产季度展望 | 2023 年 3 月



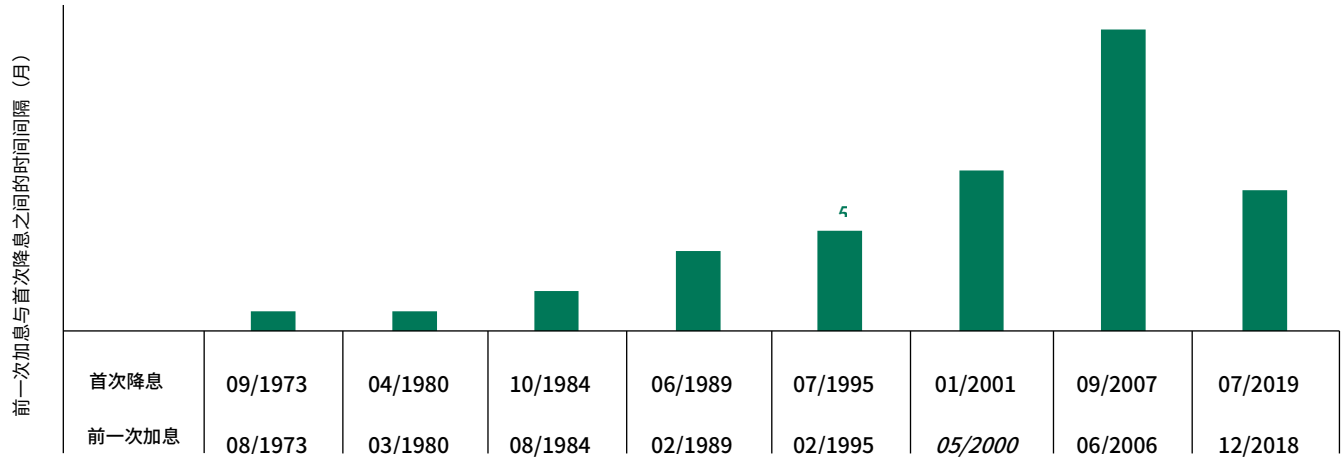
## 全球多资产团队

If the policy isn't hurting, it isn't working (政策如猛药治病，必不能无损)。』这是英国政治家约翰·梅杰 1989 年对当时通货膨胀控制政策的看法，却十分匹配当下的情境。全球央行时刻挂在嘴边的，仍然是『没办法破局就一直加息！』面对着现代经济史上前所未有的加息速度和加息力度，我们从经济的四大维度——消费者、企业、银行和政府——探讨加息造成的影响。我们希望了解哪一层面感受的猛药效力最强，以及这真的是对沉痾最重的患者开方布药吗？

当下的经济环境，虽然与历史上的紧缩周期有相似之处，但一些结构性趋势表明，这一轮加息周期的药效也许是不同以往的。加息的后果不仅可能影响未来的利率走势，对于资产配置决策而言也至关重要。2022 年各个资产类别和产业对加息的表现已经与以往周期迥异。更具体些来说，固定收益市场的波动、债券和股票之间的高度正相关性等，让很多投资者疲于应对。

我们将评估主要经济利益相关者对于当前货币政策的反应，因为这会直接影响各个资产类别。而且，市场的利率预期显著波动，我们认为金融领域和通胀前景的不确定性很可能助长这一波动幅度，因此本文中我们还将探讨可能导致的两种不同局面：局势得以遏制、或引发银行危机。事已至此，各国央行也已陷入困局，因为物价稳定和金融稳定似乎难以两全。对央行来说，保留一定的灵活余地非常重要。因此，我们希望读者们了解，美联储在加息之后数个季度即开始降息，这一情形并非无前例可循。

联邦基金利率：前一次加息与首次降息之间的时间间隔（月）



资料来源：彭博社，麦格理。统计期间为 1973 年 8 月至 2023 年 3 月。

## 消费者

近期，由于新冠疫情期间累积的高额储蓄、劳动力市场显著回暖、以及家庭杠杆率相对较低，消费市场展示了相当强的抗风险性。我们预计，未来数月，由于消费者在服务业的大量支出、以及通货膨胀对购买力的侵蚀，储蓄率将从超高位下滑。然而，自全球金融危机之后就已重挫下跌的家庭杠杆率，反而为本轮数次加息提供了长期缓冲。最近十年美国的情形是：物价大幅上涨、库存一直低位徘徊、通货膨胀居高不下，因此我们认为，房价周期性下跌对美国家庭杠杆率的影响程度和影响力可能会是良性的。此外，我们也看到，有证据表明劳动力市场很可能将一直处于结构性紧缩状况（相较于历史上的经济低迷时期而言），这也会抑制加息对消费者支出的负面影响。

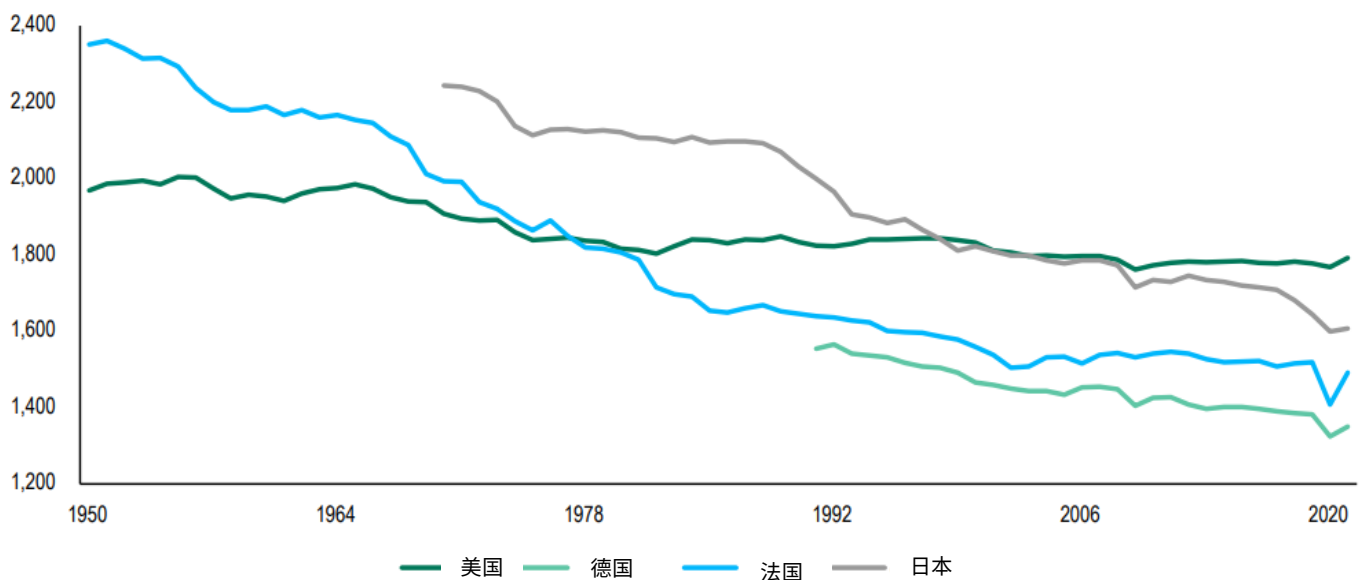
许多投资者对美国劳动力市场的持续强劲感到意外，2023 年前两个月，美国非农就业人数增加了 80 万，大大超过市场预期。而且，过去 12 个月美国平均工资增长了 6%~7%，达到了历史高点。我们认为，劳动力市场的发展态势将是决定通胀和利率未来走向的最重要因素之一。服务业的劳动力成本远比依赖利率的资本成本更重要，而服务业在国内生产总值（GDP）所占比例也远高于历史上的加息周期。事实上，美国 GDP 服务业所占比例已经几乎翻番，50 年代是 25%，现在已经到了 45%。因此，货币政策可能必须要有足够力度，才能为全社会的需求热度降温，从而使劳动力市场再次达到平衡点，以防止过度调整中长期的通货膨胀。

虽然我们意识到货币政策的滞后性，但若干长期发展趋势表明，在当前加息周期内，美国劳动力市场很可能持续强劲。我们认为，与 70 年代到 2008 年这段时间相比，全球化步伐已然明显放缓。2008 年之后，进出口业务在 GDP 中的比例趋于稳定。近年来的地缘政治紧张局势、加之 2019 年新冠疫情以来全世界对全球供应链脆弱程度加深认知，很可能导致离岸外包情势逆转为在岸外包，拉动本地工人需求。随着财政支出增加、能源转型投资加大，劳动力需求也将走高。未来数年内，人工智能（AI）的蓬勃发展则可能会在某种程度上改变劳动力需求的发展趋势，比如制造业自动化程度进一步提高、大型语言模型的大规模应用等，后者的典型例子是人工智能聊天机器人 ChatGPT 现已能够模拟人类与真人进行交谈。近期研究表明，有 19% 的职业将受到人工智能这些模型的影响，其中 50% 的工作任务很可能被取代。<sup>1</sup>

<sup>1</sup> 2023 年论文 · 作者 Tyna Eloundou, Sam Manning, Pamela Mishkin, Daniel Rock. 《GPTs 就是 GPTs（通用技术）：大型语言模型对劳动力市场潜在影响的初步观察》。arXiv preprint arXiv:2303.10130.

从前景而言，我们认为受影响较大的应该在劳动力供应侧。人口结构这些年来一直经历着激烈变动，然而，随着『婴儿潮』时期（1946-1964年）出生的一代人陆续退休，老龄化问题也将变得更加严峻。当前劳动年龄人口享受到了比婴儿潮一代工作时更优越的历史积淀，加上生活水准普遍提高，减少工作时间的人也越来越多。除了经济条件较为有利之外，也在于人们更加认识到工作和生活平衡的重要性。因此，在发达经济体，年平均工作时间稳步走低。例如，80年代中期德国兼职工作占全国劳动年龄人口约10%，据我们估计，今天这一比例已经升至25%左右。美国工作时间下降幅度要低于他国，不过，目前迹象还不足以说明已发生绝对逆转。

年平均工作小时

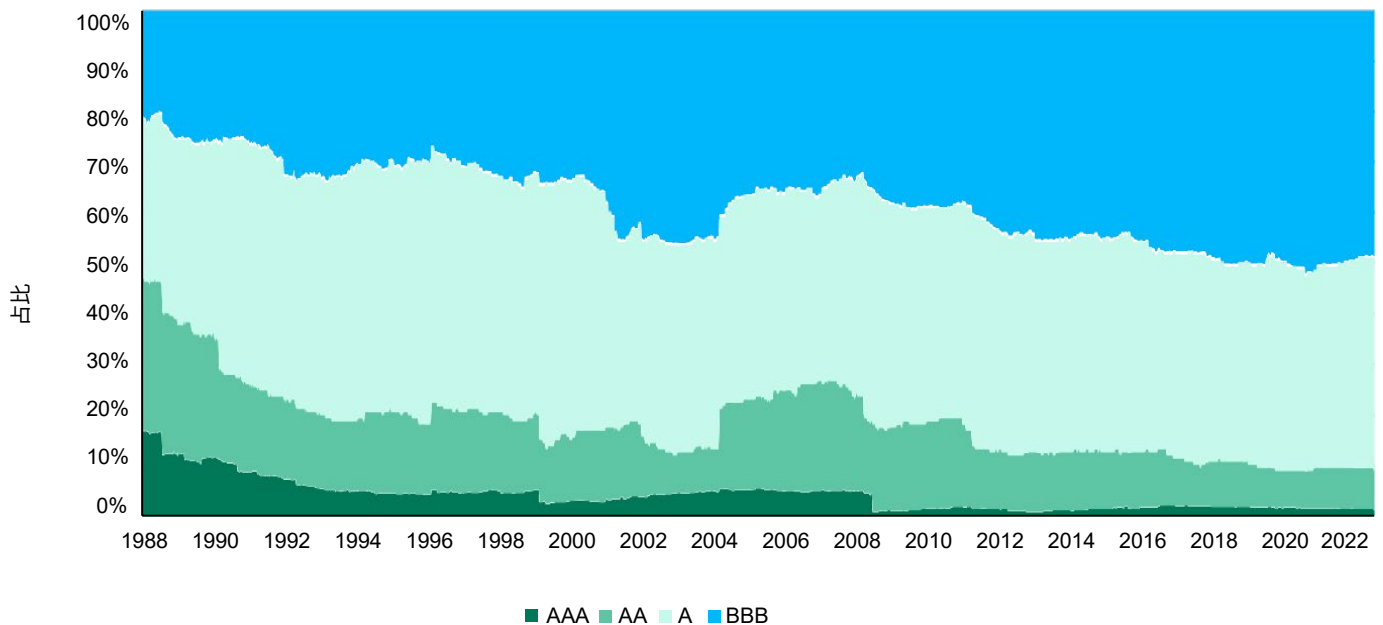


资料来源：经合组织，麦格理。数据期间为 1950 年至 2021 年。

总之，我们认为劳动力市场和消费者对高利率的承受能力更强了。我们认为，紧缩货币政策带来了周期性的推动力，但该力度要大到一定程度，才能超越劳动力市场供需平衡这一结构性长期趋势的影响。

在近期的通货膨胀中，由于企业板块能够将成本转嫁给消费者，因此尽管利率走高，企业盈利增长仍相当可观。加息对企业的影响因产业而异，未来几个季度或几年内，加息的影响也将随着企业对未偿债务进行再融资而更加明显。最受影响的很可能是杠杆率较高的资本密集型企业，服务业企业的杠杆率较低，因此可能受影响较小。不过，企业板块的反应可能很大。1980年代以来的利率持续降低，企业大量运用了杠杆——例如，1988年BBB评级的公司债券所占比例约20%，现在已经升至50%（见下图）。在我们来看，这对于优化资本结构具有重大意义。然而，如果当前利率水准保持不变，企业的债务成本高过了股权成本，那么企业就有理由去杠杆。因此，相较于之前的加息周期，企业会作出更有力的应对，比如强化资产负债表等，至少尽力避免将来评级下调。在这种情况下，我们预期企业的资本支出会有一定程度的降低、会减持股票而更多地回购债券，尤其在许多债券的交易价格都低于面值的情况下。同时，如果劳动力供应仍然作为一个结构性问题存在，那么企业可能必须进行资本支出以替代劳动力。

美元公司债券评级一览



## 银行

对于一个充分运作的现代经济体而言，银行业及其稳定性不可或缺。前几年，银行认定低利率是银行利润率下降的主要原因之一。现在的高利率环境应该对银行有利，但是紧锣密鼓的紧缩周期也有可能导导致意想不到的后果——比如，银行与货币市场基金之间的存款竞争将愈演愈烈。收益率曲线倒挂也在侵蚀净息差。最近关于银行业的负面消息很可能是目前的特定情况下独有的，但也可能是货币政策已经过于严苛的初步证据。

全球金融危机之后各国均制定了银行破产制度以强调市场纪律、避免危机进一步蔓延，因此资产流动性比率大为加强。如果银行破产，无担保的债权人可以通过减记资产帐面价值或债权转为股权的方式消化损失。然而，目前为止，银行破产制度几乎从未有过实例检验。所以，很难评估金融业在按上述方式频繁处置债权时会有怎样的表现，也很难评估金融业是否会出现新的信任危机——尽管有监管做后盾。2023年3月的矽谷银行和瑞士信贷银行危机中，欧洲央行和美国央行双双出手，提供额外流动性支援，比如美联储推出了银行定期融资计画（BTFP）这一应急融资工具，缓解金融机构短期内的流动性难题。

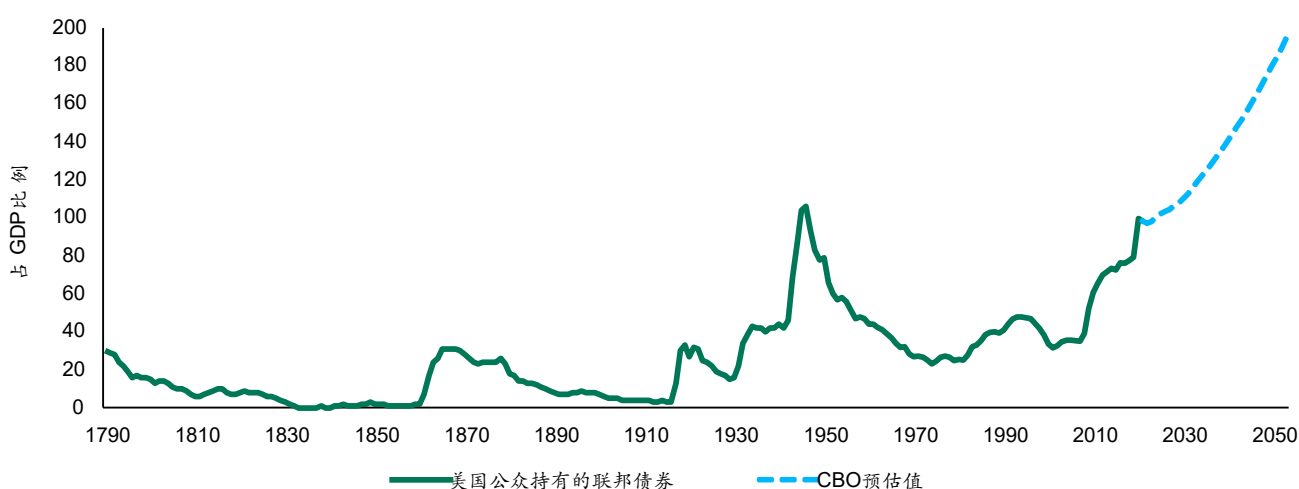
在我们来看，与全球金融危机不同，根本问题与基本面如资产负债表疲软、不良抵押贷款等无关。实际上，我们认为过快的紧缩周期承担主要责任，因为一些经济主体很难迅速适应过快的加息路径，从而引发存款信心危机。有些甚至赤膊上阵，在风险敞口没有对冲的情况下，迎着袭来的加息大潮逆行。

中期而言，我们认为银行业的信心走势至关重要，因为信心是银行业最核心的要素之一。如果实际情况证明银行业最近的遭遇只是当下特殊情况，而且能迅速得到控制，那么影响就不会很大。这时，央行很可能再度把重点放在控制通胀上。如果是另一种情况，即信心进一步下挫，那么银行危机和信贷危机将随之而来。这种消极背景下，我们预计各国央行将提供流动性支援工具，同时极有可能降息。商业银行则很可能进一步削减企业放贷规模。我们认为，这将导致经济增长缓慢、通胀预期大幅放缓。虽然现在有银行破产制度，但我们不能完全排除政府干预的可能性，比如部分银行国有化等，这就会对政府债务产生潜在影响。各国央行、政府的迅速反应、加上存款保险制度的实施，均表明各个机构的首要目标始终是避免信心危机。与 2008 年相比，银行的流动性比率、监管部门的支持均大大加强，因此很有可能控制住危机。

## 政府

教科书上的理论是，利率上升时，特别是利率因经济增长而上升时，政府应减少政府支出。然而，实际情况是，新冠疫情以来，各国财政赤字大幅增加，政府心态已经从『勤俭持家』转变为『先买后付』。欧元区已经很少有人提起《马斯特里赫特条约》定下的标准。在美国，债务占 GDP 的比例未来几年很可能飙升。美国国会预算办公室（CBO）资料表明，美国债务预计将超出二战时的峰值。在通胀已然高企的环境下财政支出还在一直攀升，央行为使通胀率降到 2% 的目标值而作出的种种努力不免显得有些徒劳。

美国债务水准（包括官方预测值）

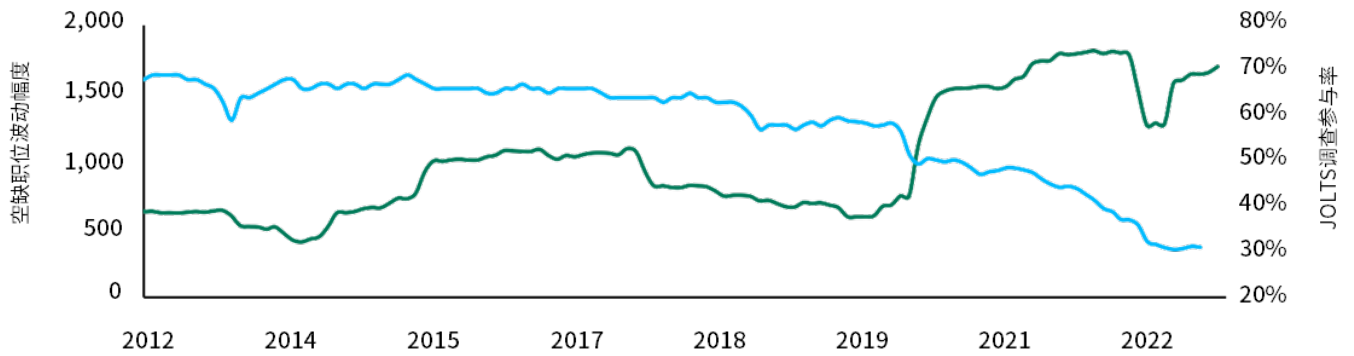


资料来源：Macrobond、CBO、麦格理。数据期限为 1790 年至 2053 年。

我们的评估表明，市场主体和央行都低估了美国和欧洲多国大规模财政刺激措施的影响。的确，其政治动机是减轻由于疫情、供应链困局、高能源成本和银行业动荡等因素给人们带来的经济负担。然而，由于人们已充分就业，并非所有措施都能产生预期效果。我们认为，在某种程度上而言，如今政府大规模花钱只缓解了『表面问题，但并非根本问题』，因为这使得通胀问题更为严峻。所以，很难评估政府还有多少转圜余地。英国的情况已经说明，公共开支是有限度的：市场主体对英国政府的《2022 年增长计划》，即所谓的『迷你预算』持怀疑态度。市场在很短时间内纷纷抛售英国债券和英镑，其规模之大——我们之前只在新兴市场上看到过。虽然我们认为，其他发达市场不太可能重现类似情形，但这也是一个很初步的信号，表明在央行利率较高的情况下，一些国家的政府支出正在接近极限。

总之，我们认为，大部分经济主体已经感受到加息带来的影响。劳动力市场——包括消费者，仍是最大的未知数。在美国的劳动力市场，『职位空缺和跳槽率调查（JOLTS）』应者寥寥，参与人数降到历史低点，然而，职位空缺数量却显示出不寻常的剧烈起伏，因此很难对美国劳动力市场的现状进行准确评估。不过有证据表明结构性力量很可能抵消周期因素的萎顿。同时，财政政策依然宽松，我们很难认为将来会出现更大力度的冲动性调整。我们认为，通常会最先伴随着紧缩货币政策出现的纰漏已经开始显现，因此，我们很可能正在接近激进加息周期的终点。

JOLTS 调查：空缺职位波动幅度和调查参与率



资料来源：彭博社，麦格理。数据期间为 2012 年 1 月至 2023 年 11 月。

JOLTS 是美国劳工局每月发布的一项调查，以统计美国社会的空缺职位、就业和离职等资料。

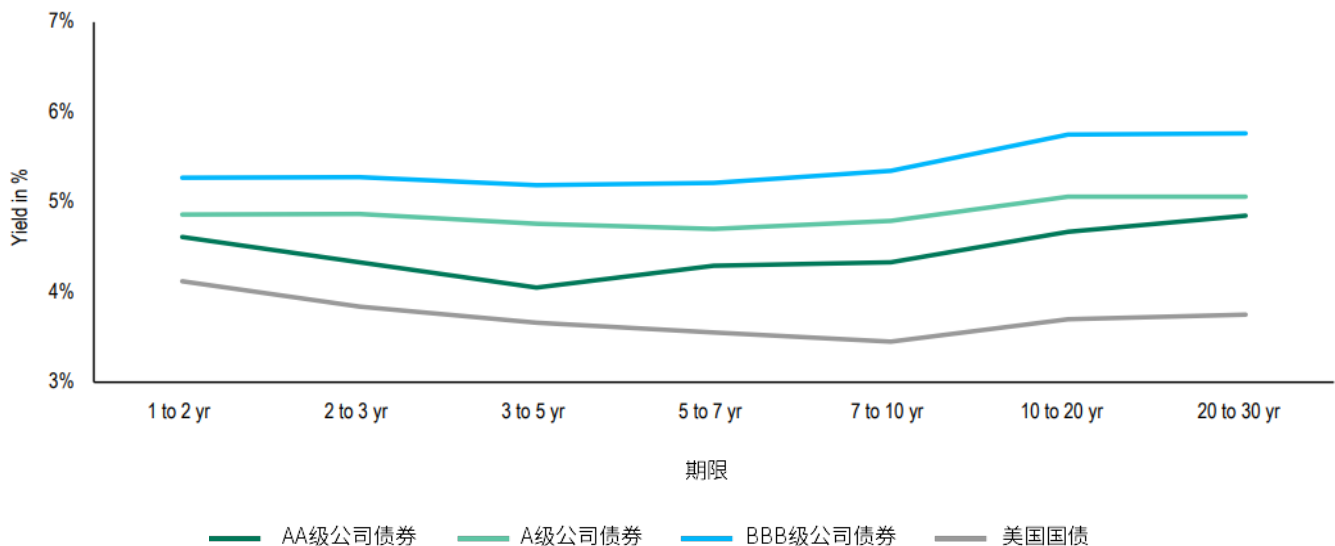
## 对资产类别的影响

加息已经给绝大多数资产类别留下印记，对资产的干扰也不时显现。然而，我们认为，通常出现在熊市末期的最后投降阶段对于风险资产而言仍未真正发生。在我们看来，未来数个季度很可能出现两种情况。一是如果银行危机得到控制，此时，通膨问题很可能依然存在，因此预计市场会定价央行加息。另一种相反情况是出现了信用危机，通膨问题很可能已经自行解决，或者至少市场已经忽视了这一问题。央行可能不得不降低利率、提供额外的流动性工具、同时搁置资产负债表削减计划。

如果要找到能兼顾到上述两种情况的多样化投资，我们认为，有一种资产类别很可能将东山再起。这就是固定收益，在饱受无回报风险长达十年之久之后，终于重新展示出价值。去年，即 2022 年，债券市场创下 70 年代以来最大跌幅。然而，由于债券出现了全球金融危机以来的最大波动幅度，那么如今的债券投资者肯定能承受激烈的价格起伏。鉴于上述一体两面的情形，收益率 4% 左右的 1 年期国债，至少乍一看是最具吸引力的选择。要知道，差不多两年之前，甚至美元垃圾债券的交易收益率也到不了 4%！目前货币市场的收益率不仅对经济主体有影响，也影响了整个投资局势——因为它正在吸引所有其他市场的资金。

尽管存在不确定性，我们看到了企业债券的价值所在，因为利差和政府债券收益率之间的关联性似乎已经正常化，在近期市场动荡又变为负值。去年，该关联性为正，导致美国公司债券市场缩水幅度超过 20%，达史上最高，甚至超过全球金融危机时。如果该关联性持续保持负值，则无论未来出现上述两种情形的哪一种，基于利差和收益率都会朝着反方向移动，公司债券的吸引力都是比较高的。不过，由于国债收益率曲线反向倾斜，企业债券的吸引力不如货币市场工具。这在较安全的 AA 评级公司债券中尤为明显，其 3 到 5 年期收益率几乎与期限仅 1 到 2 年的无风险 AAA 级国债持平。由于 AA 级和 A 级公司债券的收益率曲线非常平，部分甚至倒挂，我们认为短期公司债券是更有趣的一个选项。

美元债券收益率曲线



资料来源：彭博社，麦格理。数据截止 2023 年 3 月 18 日。

上述两种情况都能兼顾的另一项资产类别就是实物资产。在美国，近 12 个月以来，依据市场预测的长期通膨预期已大幅下降，目前已接近央行 2% 的目标值。如果是较为有利的情况，那通膨忧虑也将重新抬头。此时，实物资产就有能力提供额外的多样化选择，因为我们投资范围内的部分企业在合同中规定了营收与通膨挂钩的条款。如果是较为不利的情况，即出现信用危机，则实物资产也能分散风险，因为实物资产不直接投资于银行业，而且部分行业（如公用事业）对经济周期并不敏感。



股票市场而言，我们更青睐美国小盘股。过去的两个大型市场周期里，小盘股表现出色，估值范式得以调整，并且已经达到衰退水平的倍数。相比之下，大盘股的市盈率尚未跌破谷底。市场对宏观经济风险是了然于心的，如果美联储的确成功实现软着陆，则高贝塔、持有量不足的小盘股很可能表现出色，比如，在经济放缓之后的复苏阶段，罗素 2000®指数通常涨得比罗素 1000®指数高。目前，从小盘股的风险回报分布图来看，小盘股呈现了异常有吸引力的不对称性，因为估值进一步压缩的风险可能会成倍地影响大盘股，而小盘股的贝塔较高，有利于其上行。

## 结论

在我们看来，美国和欧元区前所未有的加息周期已经开始影响到经济中的最大主体。我们认为，在美联储首次加息一年之后的当下，加息对金融市场造成了一体两面的影响。银行业信心走向将在很大程度上成为决定因素，另外也要看是否会出现更多的不利情形。美国央行和欧元区央行正左右为难，因为物价稳定和金融市场稳定似乎难以两全。尽管情势多变，但我们相信，与 2022 年相比，目前能带来多样化的资产类别更多。我们将仍然以风险管理为重心，同时在精心构建多样化投资组合的大前提之下，寻求最具吸引力的投资机会。

本文所述看法为作者在相应日期的看法，有可能因为市场环境和其他条件变化而改变。请恕我们不能保证本文内容的准确度、也不能保证该内容与客户特定情况的高关联度。

在麦格理集团（“麦格理”）负责资产管理业务的麦格理资产管理公司（MAM）的团队本着提供一般性信息的目的拟写了本篇市场评述，并非来自麦格理研究部。本市场评述载明了本团队观点，具体陈述可能不同于MAM其他人或麦格理其他部门、集团（包括麦格理研究部门）的观点。本篇市场评述无需遵守旨在促进投资研究独立性的规定，不属于必须先阅再交易的投资研究文件。

本篇市场评述的任何内容均不得视为吸引读者购买或出售任何股票或其他产品、或参与或不参与任何交易。麦格理在全球范围内开展全领域综合型投资银行、资产管理和经纪业务。麦格理有可能会与本篇市场评述提及的任何公司企业开展业务、或寻求与其达成业务。麦格理的投资银行业务和其他业务关系涉及很多公司，可能包括本篇评述所提及的公司；麦格理也可能在本篇市场评述所述标的中持有金融工具头寸或其他财务利益。因此，请投资者注意，麦格理可能存在利益关系，因此可能影响本篇市场评述的客观性。我们在拟写本市场评述时，没有考虑到任何具体客户的投资目标、财务状况或需求。请读者作出任何投资决策时务必不要依据本篇市场评述。在作出投资决策之前，无论是否有顾问协助，请读者务必根据自己特定的投资需求、目标和财务状况考虑该投资是否合适。麦格理销售人员、交易员或其他专业人士可能会向麦格理客户提供市场评论、分析、交易策略或研究成果，无论是口头的还是书面的，其意见或观点有可能与本篇市场评述不同或相反。麦格理资产管理业务（包括MAM）、主要交易台和投资业务等作出的投资决定可能与本评述的观点相左。

投资有风险。股票和其他金融产品的价格波动是很可能发生的、或是真实发生的，个别股票或金融产品甚至可能因此毫无价值。特此提请国际投资者注意国际投资固有的额外风险，例如汇率波动、国内外金融、市场、经济、税收或监管规定等，均可能对投资价值产生不利影响。我们在拟写本篇评述时参考了我们认为可靠的信息来源，但对其准确性、完整性或现时时效性，我们不作任何承诺或保证。请恕我们没有义务纠正或更新本篇市场评述中的资料或观点。本篇市场评述所述观点、信息和数据均截止至封面所示日期，如有更改，恕不另行通知。如因任何方式使用本篇市场评述、和/或进行了与其有关的进一步沟通，导致任何人发生任何直接、间接、后续损失或其他损失，麦格理集团任何成员均对此免责。本篇市场评述的部分数据可能援引自政府部门、行业组织或其他机构发布的信息和资料，但本文使用上述数据并没有得到上述组织或机构的认可或认证。本篇市场评述不构成任何法律、税务、会计或投资建议。涉及具体投资时，请读者务必与其法律、税务、会计和投资顾问协商，进行独立评估。过往表现不代表未来回报。本篇市场评述可能涉及到前瞻性陈述、预测、估计、估值、意见和投资理论，其标志性的措辞包括“预计”、“相信”、“估计”、“有望”、“打算”、“可能”、“能够”、“计划”、“将要”、“将会”、“应该”、“寻求”、“计划”、“继续”、“目标”或类似表述。本文没有承诺、且将来也不会承诺任何前瞻性陈述会实现或实际情况将证明其正确性，也不承诺上述陈述所依据的任何假设是合理的。有许多因素可能导致将来的实际回报、业务经营等发生不同于前瞻性陈述的重大不利偏差。上述关于政治环境、监管、市场和经济环境及机会的定性陈述，其依据是团队的意见、信念和判断。

除了麦格理银行有限公司（Macquarie Bank Limited, ABN 46 008 583 542, 简称“麦格理银行”）之外，本文件的其他任何实体均不是澳大利亚联邦1959年《银行法》界定的接收存款授权机构。上述麦格理集团其他实体的债务并不代表麦格理银行的存款或其他负债。麦格理银行对上述麦格理集团其他实体的债务并未提供任何担保或其他形式的保证。此外，如果本文件提及某项投资，则：(a) 投资者有可能面临投资风险，风险包括还款有可能延误、或损失投资收益甚至本金；以及(b) 麦格理银行或麦格理集团其他任何实体均没有作出投资能达到任何特定回报率或表现的保证，也不保证能返还投资资本。过往表现不保证未来回报。

分散投资未必能够抵御市场风险。

股票投资可能会遇到价格波动，本金可能受损。

流动性风险是指证券不能在七天内以与基金估值相似的价格随时出售的可能性。

利率上升时，固定收益证券和债券基金可能会价值受损，投资者也可能损失本金。如经济情况变化妨碍发行人支付债务本息，则固定收益证券和债券基金也会受到影响。这包括预付风险，即投资组合所持债券本金在到期日之前、在当时利率低于该债券时预付。投资组合将可能不得以较低利率获得这些金额，并进行重新投资。

高收益债券、非投资级债券（垃圾债券）的风险高于投资级债券。当机构投资者（如共同基金和某些其他金融机构），因监管、财务或其他原因暂时停止购买债券时，高收益债券二级市场尤为容易受到流动性问题的影响。此外，二级市场流动性较差，因此高收益债券更难进行精确估值。

有形资产证券风险是指基金份额价值受到有形资产证券和相关行业或部门的特定因素（如政府监管）的影响，其价值波动幅度可能大于投资于更广泛行业的基金。

国际投资风险包括货币价值波动、会计原则差异、经济或政治局势不稳等情形。由于波动加剧、交易量减少、市场关停风险较高，投资新兴市场风险可能高于其他发达国外市场。在很多新兴市场，可获知的公开信息非常少、已获知信息也很可能不完整或具有误导性，法律索赔通常也更有难度。

投资于小型和/或中型公司，其风险和波动性往往高于投资于大型的、更成熟的公司。

自然灾害或环境灾难，如地震、火灾、洪水、飓风、海啸、其他恶劣天气状况等、以及大范围传播的疾病，如全球或地区的流行性疾病，均有可能已经、乃至继续对经济、市场造成严重破坏，以及对具体的公司、部门、行业、市场、货币、利率和通货膨胀率、信用评级、投资者情绪、以及影响投资组合价值的其他因素带来负面影响。鉴于经济全球化、各国市场相互依存度日益加深，某一国家、市场或地区的情况，对其他国家、市场、股票发行人、和/或外汇汇率产生不利影响的可能性越来越高。上述干扰因素可能使投资组合无法及时实施有利于组合的投资决策，也可能削弱投资组合实现其投资目标的能力。任何上述情形均可能对投资组合的价值和风险水平带来重大不利影响。

小盘股是指市值在2.5亿美元至20亿美元之间的股票。

IBOR风险是指如果有金融工具与伦敦银行同业拆放利率（LIBOR）或类似利率（如EONIA）挂钩，那么LIBOR或类似利率的浮动就有可能造成不利影响。

放弃援引上述利率、或者用其他利率替代，可能会影响到与其挂钩的金融工具的价值和流动性，也可能影响投资策略表现。

通货膨胀率是指商品和服务的总体价格水平的上升幅度和因此造成的购买力下降幅度。

各国央行均努力尽量维持最低限度的价格过度增长，以防发生严重的通货膨胀、也严防严重通货紧缩。新兴市场硬通货指的是以美元等主要货币计价的新兴市场债务。美国国家经济研究局（NBER）是美国一家私营的、非营利性的研究机构，致力于进行不立场的经济研究，并与公共政策制定者、专业商务人士和企业共享研究成果。联邦基金利率是由美国联邦公开市场委员会（FOMC）设定的目标利率。该目标利率是美国商业银行同业多余准备金的隔夜拆借利率。加权平均资本成本（WACC）是指一家公司所有资本来源的税后资本成本平均值，包括普通股、优先股、债券和其他形式的债务等。WACC也代表了一家公司就资产融资而预期支付的平均利率。总收益率是指所有买方应计收益和未付收益的总和，与每一买方当时所持资本相关。全球化是指商业企业或其他机构构建国际影响力、或实现国际化运营的过程。量化紧缩（QT）是指收缩或减少联邦储备系统（Fed）资产负债表的货币政策。衰退是指经济活动大幅下降，影响到整个经济体，且持续几个月以上的情形。彭博7-10年期美国国债指数体现了为期7至10年（不包括10年）的美国国债的表现。

彭博美国综合指数是一个范围广泛的基准，主要体现投资级、以美元计价、固定利率应税债券市场的表现。

罗素1000指数体现了美国股市大盘股的表现。

罗素2000指数是小盘股市场指数，由罗素3000指数中市值最小的2,000只股票组成。弗兰克·罗素公司于1984年开始使用上述指数。

标普500指数体现了按市值加权最大的500只大盘股的表现，通常被视为是美国股市表现的指标。

Z-score，也称标准分数，指一个数与平均数的差再除以标准差的过程。

与罗素指数有关的商标、服务标识和版权均来自弗兰克·罗素公司，其所有权均属于弗兰克·罗素公司。Russell是弗兰克·罗素公司的商标。

指数表现回报并未扣除任何管理费、交易成本或其他费用。

指数不是受管理产品，任一指数均不能直接投资。

在提供本文所述金融服务时，麦格理集团、其员工和管理人员可能进行不同作为，各项作为之间可能存在冲突。麦格理集团旗下实体可能会不时担任某项产品的受托人、管理人、登记人、托管人、投资经理或投资顾问、投资代表或其他身份职责，或可能以其他方式参与、或通过与投资目标与本文所述产品类似的其他产品和客户合作参与。由于上述身份职责的性质可能存在冲突，麦格理集团的利益可能会不时与投资者利益不一致。麦格理集团旗下实体可能会因承担上述职责而获得报酬。麦格理集团已制定了旨在管理利益冲突的利益冲突政策。

本文引用的所有第三方商标均属其各自商标所有人的资产。

© 2023 麦格理集团有限公司

# 全球各地区联系方式一览

## 美洲

Market Street  
Philadelphia  
215 255 1200

[mim.americas@macquarie.com](mailto:mim.americas@macquarie.com)

## 澳洲

Martin Place  
Sydney  
1 800 814 523

[mim@macquarie.com](mailto:mim@macquarie.com)

## 欧洲、中东和非洲

Ropemaker Place  
London  
44 20 303 72049

[mim.emea@macquarie.com](mailto:mim.emea@macquarie.com)

## 亚洲

Harbour View Street  
Hong Kong  
852 3922 1256

[macquarie.funds.hk@macquarie.com](mailto:macquarie.funds.hk@macquarie.com)