

# 2022年 投资展望



大过渡期。

仅供香港的专业投资者和新加坡的合格投资者使用。澳大利亚：仅供批发客户使用。禁止转发给其他人。



2022年投资展望

# 大过渡期。

了解更多



# 目录






06	首席执行官寄语
08	寄语
10	2021年回顾
12	2022年核心观点
68	免责声明
70	刊物名录



# 15

## 全球经济

16	过渡期进程
21	疫情后的十年
24	地区前景
30	可持续发展



# 35

## 主要资产类别

36	固定收益
42	股票
50	货币
52	房地产
54	对冲基金
56	私募市场
58	大宗商品
60	超级趋势



# 63

## 2022年投资策略

64	2022年投资策略
66	预测

# 个人观点



**Thomas Gottstein**  
瑞士信贷集团首席执行官

在过去几年,尤其是2021年,我们深知保护地球以及小型企业、员工乃至弱势社群的重要性。展望2022年,我诚挚相信,瑞信等银行在后疫情时代的经济复苏期,将继续肩负为客户提供支持的重任。

诚如后文所述,我们相信新冠疫情过后的正常化历程相对疫情前将大有改观。物流网络的问题及中断状况应会逐步得到解决,这有助于缓解多类商品的价格上涨。

不过,我们很可能在未来十年乃至以后遇到巨大的结构性挑战,包括人口持续老龄化以及减碳大趋势。换言之,我们正处于一场巨变的开端。

我们为瑞信订立的新策略愿景,突显我们致力通过非凡创新加快这场变革、灵活运营业务,以及为企业、投资者及企业家注入增长动力。在此背景下,我们的Credit Suisse House View构成我们为全 球财富管理客户提供意见、投资见解以及具吸引力 的投资解决方案的基础,并发挥至关重要的作用。

祝大家2022年身体健康,财运亨通。

Thomas Gottstein

寄语

# 大过渡期



**Michael Strobaek**  
环球首席投资总监



**未来一年将是具有实质意义的经济和金融过渡期的起点。不仅向后疫情时代的现实过渡，同时也是向更趋于正常的货币政策，以及更温和的金融市场回报过渡。重要的是，随着世界朝着净零排放的方向发展，未来一年也是全球更加关注可持续发展的过渡期。**

即使在新冠病毒首次出现的两年之后，世界仍在寻找摆脱疫情困境的出路。事实上，过去一年全球许多地区已在常态化道路上迈出重要步伐，包括推出接种疫苗计划以及放宽、甚至解除限制措施，但同时出现疫情再爆发，因德尔塔变种病毒的蔓延减缓了部分地区经济复苏的步伐。虽然新冠病毒疫情目前似乎受控，但是全球经济的若干领域（例如劳动力市场）尚未完全复苏。我们认为，2021年有诸多因素支持经济复苏，展望未来一年，在这些相同因素的推动下，全球经济将保持稳定。

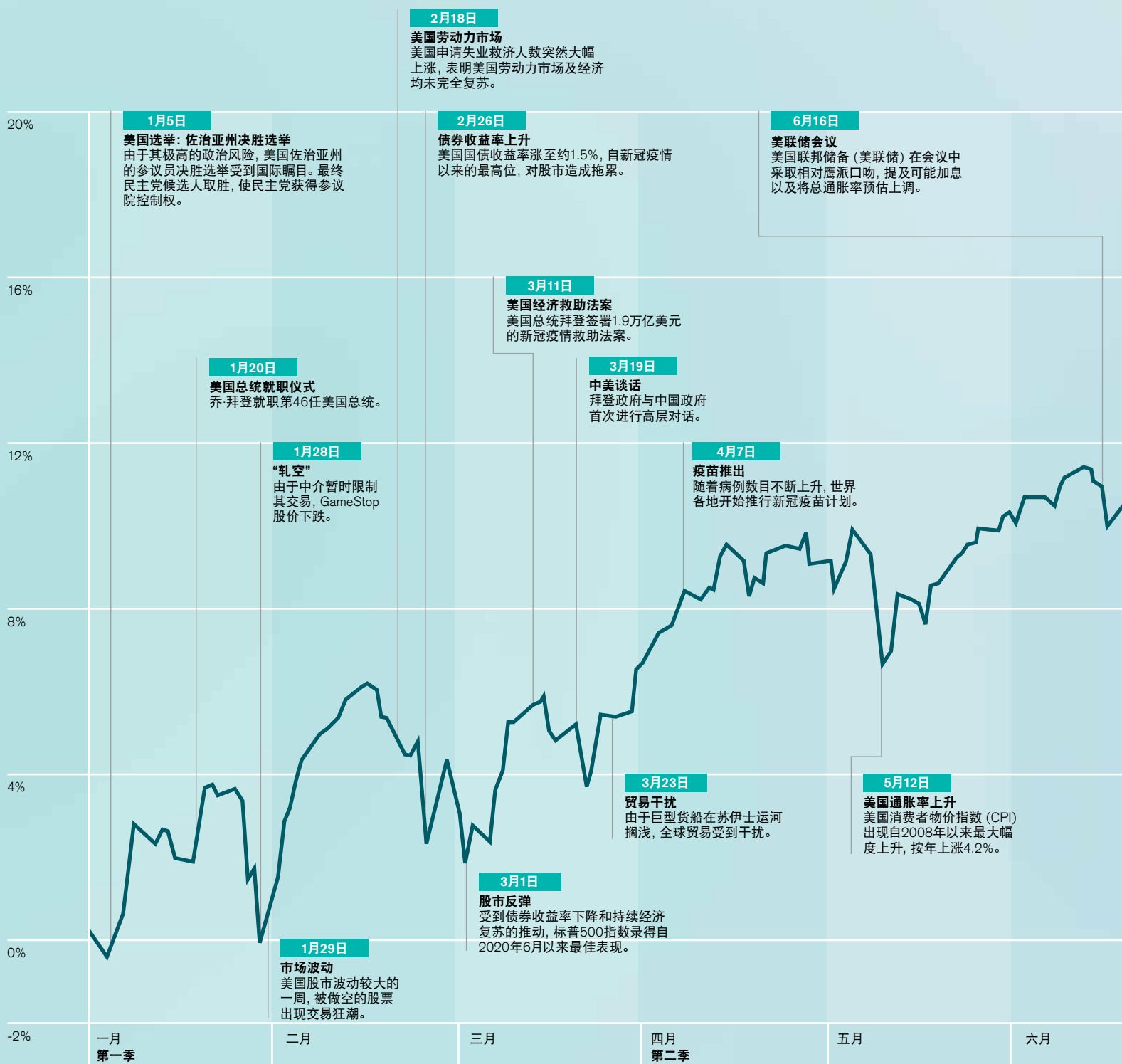
从投资者角度来看，2021年证明是回报丰厚的一年，股市再次录得双位数回报。盈利增长强劲，MSCI AC指数的盈利甚至超过了疫情前的高点。我们认为，盈利依然为明年股市回报的主要驱动因素，将推动股市录得稳健但略低的单位数回报。由于固定收益作为一种资产类别持续录得微薄的回报，因此我们认为投资者应寄望于遵循非传统模式的投资策略，从而确保投资机会集多元化。

在下文中，我们不仅关注2022年投资者可能遇到的机会和风险。我们还谈及全球对环境、社会及管治(ESG)主题的关注日益增强，我们预计2022年该等主题将持续影响公司及投资前景。在本文中，我们重点强调投资者2022年应关注的主要ESG趋势。综上所述，我们依然相信，该等趋势将在向更加均衡及可持续发展的世界过渡的过程中发挥明显作用。

接下来阐述我们的长期投资主题，即超级趋势。自今年年初，我们将我们于超级趋势中捕捉到的若干副主题与联合国17个可持续发展目标(SDG)结合起来。我们认为，全球疫情凸显了SDG的重要性，它们可以作为未来经济活动及发展以及政府合作和国际关系的指导原则。作为投资者，我们也必须了解该指导原则。

随着我们于2022年延续大过渡期，希望我们的见解及引导可为您前行的道路提供必要的指南。

# 2021年： 在疫情中寻求出路



MSCI 全球股指



# 瑞士信贷观点简述



## 经济增长

全球经济增长有望在2022年再度超过预计趋势。随着保持社交距离规定进一步放宽，餐饮或旅游等服务的消费将会回升，为经济的服务行业提供支撑。供应链问题开始缓解后，强劲的商品需求将推动生产水平回升。因此，工业生产也有望增长。



## 固定收益

2022年政府债券收益率可能为负。信贷方面，无论是投资级债券还是高收益债券，低利差只能勉强弥补高收益带来的风险。一般而言，我们倾向于避免久期风险。我们偏好欧元区通胀挂钩债券，并因浮动利率特征倾向于优先贷款。



## 通胀

2022年，通胀将从2021年高企的数字正常化，但可能仍高于疫情前的水平。紧随新冠病毒封锁后的价格暴涨情况，将从通胀计算中消失（基数效应消退），供应链问题也将缓解，导致2022年的通胀压力逐渐下降。



## 股票

我们预计2022年全球股票市场将出现具吸引力回报，盈利仍然是关键驱动因素。我们预计股票板块滞后于疫情冲击后全球复苏，之后将与受益于长期增长趋势的行业共同成为亮点。



## 利率

鉴于经济持续复苏，欧洲央行(ECB)和美国联邦储备委员会(美联储)将在2022年逐步减少资产购买，美联储将比欧洲央行更快采取行动。然而，我们预计2022年两家央行均不会直接加息，而日本和瑞士的货币政策在此期间将保持不变。英国方面，与欧洲其他国家相比，英国通胀率更加棘手，我们预计英格兰银行将在2021年12月开始加息，并在2022年加息两次。我们还预计某些新兴市场会加息，比如巴西。



## 外汇

美元将受到美联储政策正常化路径的支撑，尤其是兑瑞士法郎和日元。欧元/美元在2022年初将保持疲软，但后续随着欧元区基本面改善，汇率将稳定下来。新兴市场货币的表现将出现更多分化，俄罗斯卢布受到国内利率的支撑，而人民币可能会因政策风险的存在而在区间波动。



## 大宗商品

周期性行业的需求将保持坚挺, 但供应将会跟上并部分缓解实物现货市场的短缺。能源市场在冬季面临高波动性, 但进入2022年后, 这种情况将进一步缓和。碳价仍将是主要议题, 而随着政策开始正常化, 黄金可能走弱。



## 房地产

我们预计, 受益于低利率环境及经济持续复苏, 房地产投资将实现中等个位数水平的正回报。由于疫情驱动的结构转变持续存在, 我们看好由长期增长驱动因素支撑的行业, 包括物流地产。



## 私人市场和对冲基金

经济环境仍对私人市场有支撑作用, 而投资环境竞争更激烈。我们强调了由长期增长和市场错位所支撑的机会。在对冲基金方面, 市场状况可能会继续支撑较低的市场贝塔策略和收益另类投资。









# 全球经济



全球经济

# 推进转型



全球疫情虽未结束,但疫苗接种有助于让日常生活部分回归常态。尽管新冠病毒德尔塔变体的迅速蔓延令部分地区的2021年经济正常化步伐放缓,但2022年应会保持复苏态势,预计全球国内生产总值(GDP)增速或将高于潜在增长率。然而,此次疫后经济的复苏将不同于以往的历次危机。一场前所未有的经济衰退意味着一次独一无二的复苏。总而言之,未来几个季度疫情经济何去何从仍有待观察。

过去两年着实不同寻常——不仅是对人类而言,更是对全球经济而言。得益于疫苗接种计划,眼下新冠疫情似乎得到了控制,但放眼全球经济,就业市场等部分领域尚未恢复元气。生活如常仍是奢望——而且在可预见的将来也不会一如往常。

新冠病毒在2020年演变成全球性大流行病,随之而来的封锁使全球经济陷入有史以来最严重的衰退之中。面对史无前例的冲击,各国纷纷实施大力的财政及货币支持政策,促进经济快速复苏。然而,由于经济遭受重大冲击,许多数据已然失真,形成“数据迷雾”,数据不仅无从解释,更难以预测,投资者观点出现重大分歧。以美国的两个现象为例,初次申请失业救济人数等就业市场统计数据上升到空前水平;金融市场的油价曾一度跌至负值。

在强刺激效应和被压抑需求的推动下,这股复苏势头一直持续到2021年。通胀也在上升——部分原因是所谓的基数效应(即数据迷雾问题),以及持续的供应链问题(即新冠病毒导致工厂停工、港口关闭,引发从电脑芯片到软木木材等各种货物供应短缺)。随着2021年接近尾声,一些央行对经济复苏信心十足,开始逐步放缓资产购买(减少买债),从而降低紧急刺激措施规模。2022年,我们预计随着经济景气进一步回归正常,数据迷雾将会消散。然而,疫情经济的所有特征并非都只是昙花一现。我们认为,来年经济形势将比2021年更趋“正常”,但仍有不少特殊因素还将继续存在。我们认为,当经济最终摆脱这场危机之时,将呈现出与2019年截然不同的面貌,而其中最重大的变化可能与疫情并无关联。

了解更多



### 供应链仍面临挑战，经济稳步增长

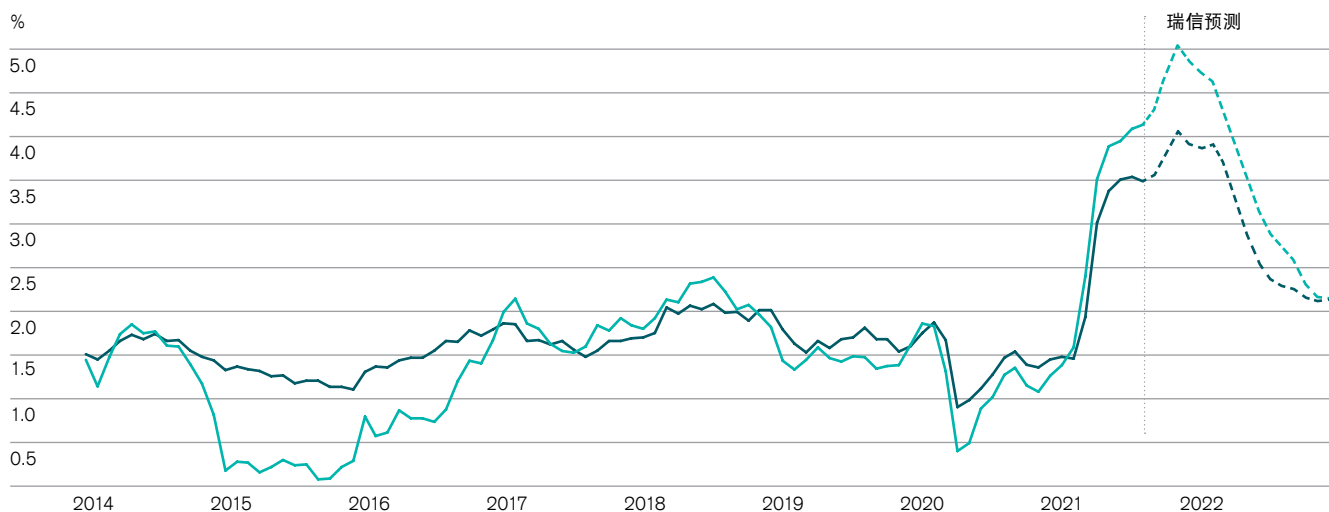
2022年经济增长预计将有不俗表现，2021年支持经济复苏的驱动因素将继续发力：强劲的需求，保持宽松的财政和货币政策环境，以及利好旅游、出行行业的新冠病毒相关限制的逐步放松。我们预计2022年全球经济将实际增长4.3%，虽然低于我们的2021年预测5.8%，但高于疫情前的增长率。例如全球经济2019年仅增长2.7%。

全球工业生产将实现增长。由于旅游餐饮等行业因新冠病毒遭到限制，原本通常会流入服务业的收入另觅去处，大量刺激措施带来的可支配收入提高，抵消了就业收入的减少，电子产品等商品受到追捧，经济复苏期间的消费市场空前火爆。在2020年衰退期间，工业生产减幅高于商品需求总量，在整个经济复苏过程中，生产始终落后于消费。

因此，全球经济的整体库存均有缩水。有些领域的产量不足与新冠病毒防疫措施有关，随着相关限制的取消，情况或将改善。但有些领域的短缺问题将延续至2022年，特别是那些亟需新商业投资（即工厂）来提高产量的行业，比如电脑芯片。英国已经因卡车司机缺口而引发诸多问题，未来一年类似的劳动力短缺问题或许仍将存在。不过总体而言，我们预计2022年的供应链形势将不如2021年严峻。

虽然工业生产是经济复苏的一个重要因素，但服务业才是全球经济的主体部分。社交距离政策继续影响着餐饮旅游等多个行业，服务支出还未完全恢复。然而随着经济整体复苏，2021年服务业已有明显起色，我们认为当更多限制被取消，这股复苏势头将持续至2022年。因此，我们预计2022年服务业的增长速度将超过整体经济。工业生产和服务业增长前景向好，意味着全球经济应该能够应对紧急财政刺激措施（如特别失业津贴或休假计划）及央行支持措施的逐步撤回。

### 美国通胀——基数效应正在消退



■ 核心PCE年增长率  
■ 广义PCE年增长率

最后数据节点 2021年9月  
资料来源：东亚银行、瑞信



### 通胀：由高位回落，但升势不减

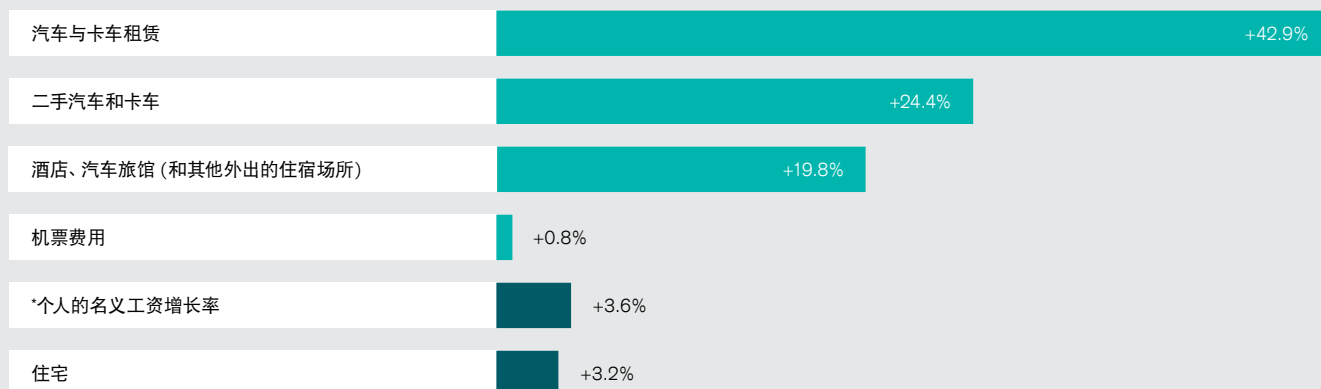
通胀加速是2021年的重要主题之一。疫情之初，通缩压力明显，商品价格接连跳水（例如西德克萨斯中质原油期货2020年4月来首次出现负值）。由于担心出现类似于上世纪三十年代的通缩螺旋和大萧条状况，政策制定者们迅速反应，祭出一系列力度空前的货币和财政刺激措施。这些通货再膨胀政策有助于使经济重回正轨。然而强劲的商品需求加上疫情的干扰，许多供应链不堪重负，核心商品的价格飙升。作为价格变化的衡量指标，我们估计2021年全球通胀率上升了3.5%。

未来物价上升速度预计会放缓，即通胀率应开始见顶。原因是物价攀升态势已是强弩末矢（即基数效应正在消退），而未来的供应链中断问题应会减少。不过还有其他因素可能会阻碍通胀率降至疫情前的水平，就业市场紧俏便是其中之一。2021年经济复苏使许多工作岗位重回就业市场，不少国家的失业率接近于疫情前的水平。如2022年服务业如预期般复苏，我们认为就业市场形势或将迅速变得紧俏，而多个国家的人口结构情况也加剧了这一问题。事实上，无论是公交和卡车司机，还是代课教师、餐馆员工，均已出现人手短缺的局面。就业市场趋紧应有助于提高工人在薪资谈判中的议价能力。因此，我们预计2022年薪资将会加速增长，进而为2022年通胀率保持在3.7%的高位提供保障。2019年全球通胀率仅为2.5%。

### 通胀卷土重来

虽然我们预计最近的通胀飙升将被证明是过渡性事件，但从长远来看，部分领域的通胀可能会显得较为棘手，即住宅和工资。

美国消费价格指数：2020年9月–2021年9月 \*2021年9月–12个月中位数工资增长移动平均值，按时薪计酬



可能出现暂时性通胀

通胀可能更持久

资料来源 美国劳工统计局，亚特兰大联邦储备银行

### 加息与否，一国一策

2022年许多地区的通胀率可能仍然高于央行目标(例如我们预测美国通胀率为4.5%，欧元区为2.8%)，关键在于央行将如何应对。在疫情期间，各大主要央行纷纷推出巨额资产购买计划(量化宽松)，为金融市场大量“输血”，维持宽松的金融环境，助力经济复苏。我们认为多家央行将首先缩减资产购买，然后才会出手加息。事实上，包括美联储在内的数家央行在2021年底便已有行动。这些央行在公告中明确表示，将根据经济数据来判断是否减少资产购买计划，并且将控制缩减幅度，防止影响经济复苏。2022年，渐下降)及充分就业的进展强劲，有可能促使美联储在2022年底加息一次。欧元区方面，我们认为欧洲央行可能会在2022年6月结束紧急抗疫购债计划(PEPP)，但预计将会通过其他常规计划继续购买资产。此外，英国的通胀压力应会高于其他发达经济体，我们预计英格兰银行将于2021年12月启动加息，2022年将会加息两次。总而言之，虽然部分国家可能会加息，但我们预计美联储和欧洲央行这两家发达国家的最大央行将继续减少资产购买，主要利率将暂时保持不变。

### 对金融市场的影响

随着通胀放缓，在央行减少购买资产和加息的双重作用下，2022年的实际利率(名义利率减去通胀率)可能上升。实际利率上升通常意味着金融市场回报(尤其是债券回报)降低，波动加剧。实际利率上升也会对政府和家庭的偿债能力产生负面影响，因此央行将密切关注相关动向，确保局势可控。

总体而言，我们认为2022年是渡过疫情、实现复苏的一年。经济增长将保持强劲势头，就业市场应会吃紧。供应链问题虽未解决，但将有所缓解，加上实际利率小幅走高，可能会导致金融市场震荡，政策制定者和投资者需多加留意。不过相比2020年和2021年，2022年预计将会回归正常。然而气候变化、人口结构变化和新技术等新长期因素的出现，将为我们开启一个崭新的疫后时代。整体而言，2022年标志着新的疫后十年过渡期的起点。

# 疫情后的十年

新冠疫情对全球经济造成了前所未有的冲击，这不仅体现在多个方面，更将全球政策制定者和企业带入到一个未知世界。疫情中虽有许多暂时的不利因素（如封锁），但有些因素（如政府债台高筑）或将长期存在。同时，气候变化和人口结构变化等重大挑战已迫在眉睫，很有可能永久改变当前的经济秩序。

那么，在疫情后的“常态化”新阶段，全球经济将如何发展？在我们看来，未来态势取决于以下若干新因素：人口结构变化；国家资本主义兴起；巨额开销（例如能源转型）；新的颠覆性技术。目前的人口结构现状是，除非洲以外，全球大部分地区的劳动适龄人口因老龄化而停止增长。这应该会导致劳动力市场用工紧缺，为工人提供更多的议价能力，从而加速工资增长。因此，企业可能会加大对自动化和其他措施的投资，以提高劳动生产率。

如果对就业市场细加分析，过去20年工业国家的许多中产阶级岗位已经消失，与此同时，高薪和底薪岗位却同步增加。这导致了财富收入不平等现象加剧，政府可能会开征新税或出台新法来重新分配收入，以此解决这个问题。如今中国已经显示出这种趋势，政府推出一系列“共同富裕”政策，将发展重点从增长优先转向兼顾公平。包括美国在内的发达国家也在朝这个方向发展，这可能会导致国家资本主义兴起，即政府加强对企业的参与。

此外，政策制定者将须应对一些“巨额开销”。例如人口老龄化导致的医疗开支增加，过渡至可再生能源计划，发达国家早该进行的基建升级，桩桩急迫，件件要紧。政府预算本就压力重重，所有这些议题都需要大量投资。然而令政府担忧的是，预算吃紧也可能限制他们挽救未来经济衰退的能力。

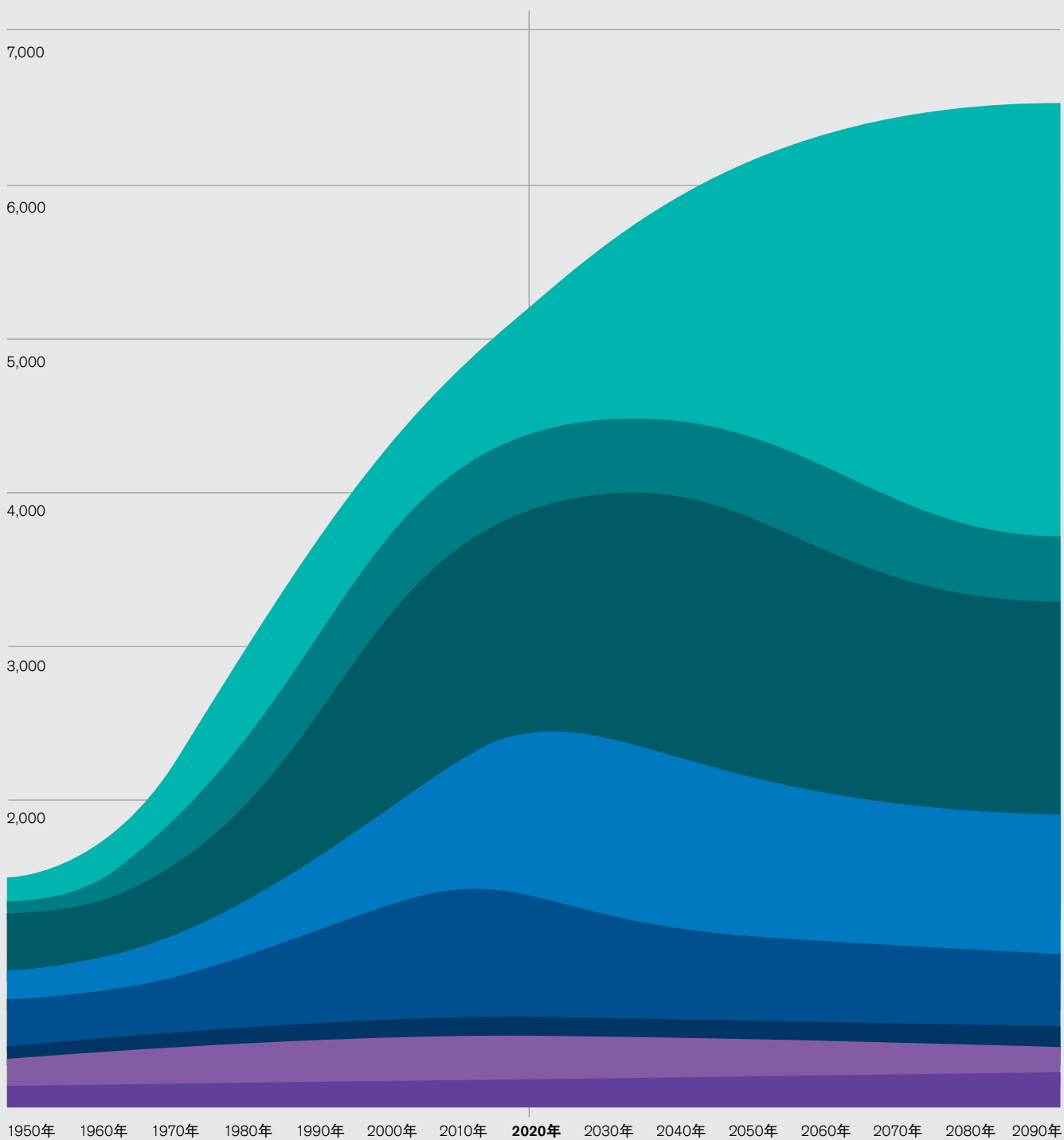
唯有技术领域令人感到欣慰。量子计算、区块链应用等新技术可以帮助解决其中一些问题，同时也对传统的商业模式造成压力。举例而言，区块链技术将会彻底改变支付系统、银行业务和财富管理。

整体而言，我们认为在疫情后的“常态化”世界，经济增长将更加不稳定、更加波动，但不一定比以前低或比以前高。我们预计，过去的经济繁荣和萧条的周期将重新出现。自由贸易、低企业税等自由主义政策或将取消。取而代之的是推出新法规和新税项以及改善收入再分配，这可能会导致营商环境不稳定，加剧经济波动。因此，通胀可能会高于过去20年的水平，但也不至于走向恶性通货膨胀。对气候措施、自动化、基础设施和新技术的投资，有助于使劳动生产率得到切实提高，但也会加重政府的债务负担。银行可能会加大政府债券持仓，为政府赤字提供资金。同时，区块链技术和央行数字货币可能会使金融业的核心经营方式发生转变。在政局发展方面，中美之间的竞争还将继续，西方经济体的政治分歧可能进一步加深。总体而言，未来十年将标志着最近数十年“大稳健时期”的结束，2022年将迎来第一波转变。

「我们预计，过去的经济繁荣和萧条的周期将重新出现。」

# 人口结构 — 劳动力短缺问题不易解决

各地区适龄劳动人口分布情况 (百万人)



北美  
欧洲

其他发达国家  
中国

印度  
亚洲其他地区

拉美  
非洲



## 地区前景

### 美国

了解更多



#### 步入减速阶段

我们预计2022年实际GDP增长率为3.8%，但服务业再度停摆和持续的供应链问题，正令疫情后复苏的最后阶段变得复杂。历经2021年早些时候的飙升后，通胀料将放缓至4.5%，但上行风险仍然存在。

全球供应链冲击可能导致近期商品价格走强，住房通胀的领先指标已显著回升。

美联储开始逐步退出宽松政策，自2021年11月开始缩减资产购买规模并将延续至明年中期。然而，2022年，在市场预期即将紧缩银根之

际，核心通胀率较高（但逐渐下降）及充分就业的进展强劲，有可能促使美联储在2022年底加息一次。政局方面，拜登政府的基建项目将推动2022年的增长。然而，如果民主党在2022年的中期选举中失败，未来恐将出现新的政治僵局。

### 拉丁美洲



#### 经济增长减缓

我们预计，继2021年增长6.4%之后，拉丁美洲2022年的实际GDP将以年均1.8%的速率增长。尽管这一数据表明增长大幅放缓，但仍高于疫情前的水平（2019年为0.7%）。我们预测，2022年拉丁美洲的通胀率为10.3%，商品价格上涨、供应侧瓶颈和汇率贬值是主要的

驱动因素。截至2021年9月下旬，在纳入我们分析范畴的国家中，已有约60%的人群接种了至少一剂新冠肺炎疫苗。总体而言，该地区的增长率呈现分化：哥伦比亚、秘鲁和墨西哥的增长料将最为强劲，而巴西由于货币紧缩和政治前景不明朗，或将拖慢该地区的经济增长。

### 英国



#### 英格兰银行有望在2022年两度加息

因疫苗的快速推出，使大多数防疫限制措施得以放宽，英国2021年的复苏速度令人瞩目。然而，有迹象表明增长势头正在消退。我们预计2022年实际GDP增长率为5.0%，而2021年为7.0%。随着疫情解封的最初提振作用逐渐褪去，这种放缓在一定程度上也在预料之中。然而，劳动力短缺和供应瓶颈也导致复苏势头减弱，企业成本创下历史新高。尽管新冠肺炎

疫情自我隔离规定等导致劳动力短缺的若干因素应该会得到缓解，但英国脱欧恐将导致劳动力供应永久性下滑。尽管供应将继续受到经济重新开放和消费者储蓄占比高企的提振，我们认为，通胀上涨、2021年9月“强制带薪休假”计划(furlough scheme)结束以及其他财政支持措施的取消，都可能令消费者和商业支出受挫。由于能源和食品价格上涨、供应瓶颈导致的商品价格攀升、疫情解封导致的服务价格

上涨以及增值税削减后的重新上调，预计通胀率将仍然高于目标水平。鉴于通胀率依然高于目标，加上英格兰银行近期的鹰派论调，我们预计，英格兰银行将于2021年12月开始加息，并将在2022年两度加息。

### 瑞士

了解更多



#### 供应问题拖累复苏

领先指标继续预示，瑞士在未来数月内将实现稳健增长，而失业率下降将会利好消费者支出。此外，由于多项供应延迟，国内商品需求上升的持续期可能比我们此前预测的要长。因此，我们预计商品需求到2022年中期才会明显趋于平缓。然而，由于未来存在饱

和风险，加上公司可能的去库存操作，商品需求或会大幅跳水。与大多数经济体一样，瑞士的消费价格通胀在夏季加速，但仍在瑞士央行认定的价格稳定区间内。因此，瑞士央行预计将维持其扩张性货币政策。我们预测2022年实际GDP增长率为2.5%（2021年为3.5%），而2022年通胀率应保持不变。


[了解更多](#)

## 欧元区

### 一样，却又不同

疫苗接种计划的成功实施，似乎已让这场健康危机得到遏制。欧洲经济已重启并快速增长，但增速继续落后于美国。供应链问题正在抑制工业产出，当这些问题得到解决时，工业产出料将激增。与此同时，它们正在导致整体通胀率和核心通胀率跳升。未来数月内，欧洲央

行将继续缩减其资产购买规模。通胀率居高不下，加上宽松的财政政策，可能导致来年之后的利率指引趋向鹰派。政治方面，德国有望组建一个由中左翼领导的新政府，可能有助于令欧盟复苏基金成为一项永久性的财政机制。因此，欧洲一体化在明年有望取得实质性进展。



## 日本

### 经济迎来重启？

2021年，日本历经领导层更迭，新内阁迅速开始制定一套新的刺激方案，以支持经济复苏。该刺激方案最早可能于2022年1月生效。我们预计该方案的总规模可能达到20-30万亿日元，包括供未来动用的准备金。服务业内的小型企、低收入家庭、医疗及制药业、农渔业、

旅游业以及财政薄弱的地方政府，将成为补贴和增信措施的主要对象。

新计划还将拨款扶持可再生能源行业和核能发电。拟纳入补充预算的大部分举措，都是对现行计划的扩充，缺少刺激需求的新理念。领导层更迭后的另一个重点领域将是国安及国

防。日本周边的地缘政治环境正在迅速变化，新政府可能会决定大幅增加国家安全方面的财政支出。我们预测2022年实际GDP增长率为1.7%，而2021年为2.0%，2022年通货膨胀率为0.5%，而2021年为-0.2%。


[了解更多](#)

## 中国

### 共同富裕和净零排放

2021年大部分时期，中国的增长迎来了强劲复苏。而后由于房地产行业的问题以及监管变化和改革，增长再次放缓。当局致力于取得对关键发展行业最有价值资产的监管监控。房地产是目标行业之一。我们认为，中国的房地产开发商巨头之一可能不会违约，预计未来6到12个月内，房地产市场不会出现危机。中国当局已经对房地产市场的偿付能力风险做出反应，以防止此次危机的影响

扩散。然而，从长远来看，人口趋势恐将对房价造成下行压力，房价下跌速度可能比预期更快。

消费方面，受近期法规的不利影响，加上根据我们的估计，家庭债务偿付率已经处于约32%的高位，家庭消费复苏料将滞后。生产者价格指数(PPI)方面的通胀压力正在增加，但扩至消费者价格指数的程度则有限。最后，中国公布了其宏图大计—2060年实现“净零排

放”。我们预计其对2021年GDP的(负面)影响极为有限，中期影响则取决于当局选定的策略(即推行电价改革，抑或允许可持续能源与当前能源基础设施并用)，这些策略可能提振或拖累增长。

# 澳大利亚：复苏持续

劳动力和住房市场的演变将决定澳大利亚经济的整体走向。2020年初澳大利亚曾封锁边境，导致人口增长率断崖式下跌。这一趋势必将会逆转，进一步推动劳动力供应和住房需求。

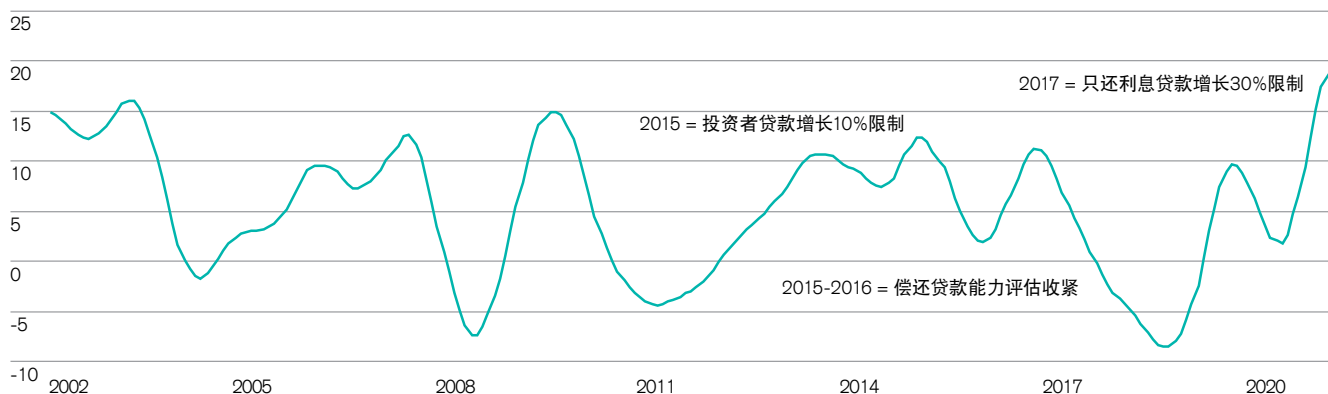
在2020年实施封锁后不久，澳大利亚的就业率很快就恢复到疫情前水平。我们预计在最近新冠肺炎疫情爆发后限制措施放宽时将出现类似的复苏迹象。稳健的招聘意愿也反映出企业信心的回升。企业不仅预先设想到封锁解除后的情况，并预期消费反弹，甚至考虑到了人口增长停滞导致的需求下降。但这只是其中一个方面。另一方面，重新开放边境不会带来就业增长。也就是说，劳动力市场已在这轮周期中提前取得积极成果。这意味着至少直至2023年，失业率很可能会持续高于加息门槛水平，即澳大利亚储备银行（RBA）认为须上调现金利率的失业率水平。

## 如何冷却住房市场

住房需求激增，推动房价上涨。尽管这是低借贷利率造成的结果，上调现金利率无法起到为市场降温的作用。相对地，须采取宏观和微观审慎措施限制借贷，澳大利亚已经开始实施这些措施。从过往经验来看，我们知道必须进行数次干预，才能使借贷得到控制，但此举的财富效应将对整体家庭消费产生连带影响。这是现金利率预计维持在0.1%的时间比预期更长的另一个原因——其他政策杠杆将致力于限制经济活动。

总体而言，我们预计澳大利亚经济将在2022年持续复苏，但其步调将放缓，更适于持久发展。

住宅价格较去年同期升跌幅度(%)



# 中国：调整路线，迈向全新战略目标

经过2021年对大量产业实施监管干预，我们预计中国这些四面楚歌的企业在2022年有可能出现转机。于3月召开的2022年全国两会或将成为中国政策制定者发出放缓改革信号的适切时机。此后，企业有可能得到喘息空间，以适应新的政策环境和优先事项。由于经济增长速度可能降至低于趋势水平，两会闭幕之后，中国也有可能采取更具扩张性的政策措施。我们预计中国的GDP将在2022年增长6.1%，通胀率为2.2%。

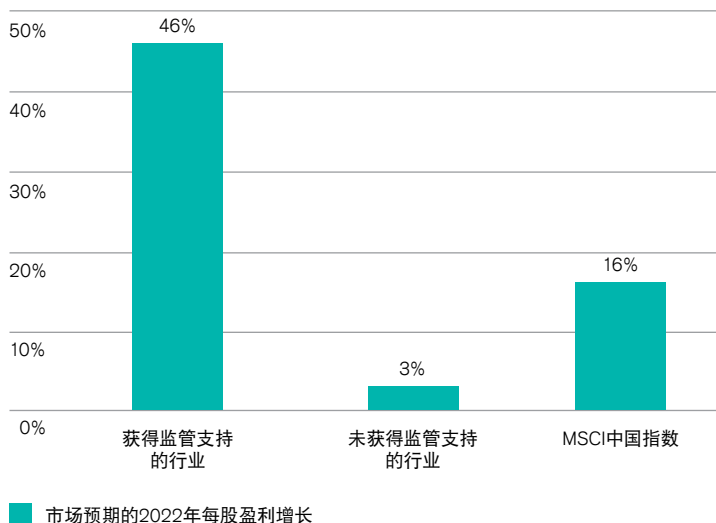
监管不确定性的逐步减弱也可能导致当前居高不下的股票风险溢价出现下跌。我们仍看好具有战略重要性、可受益于监管环境转向的产业及行业，包括科技、先进制造业（例如人工智能及半导体公司）、互联网、电动车及可再生能源。

占中国GDP约30%的房地产行业于2022年很可能将持续受压，尽管程度低于2021年。为规避系统性风险，去杠杆化进程可能会放缓。在此困难的环境中，中国房地产业高收益信贷的投资者应将重点严格限制在信贷质量更高的发行人。我们预计工业和大宗商品行业的高收益债券能提供更佳的机会，原因在于2022年上半年商品价格高企及当地政府的基础设施开支将使这些行业的现金流得到改善。

## 人民币保持相对稳定的可能性较高

人民币很可能将继续得到以下因素的支撑：中国的强劲商品贸易顺差、外国直接投资及投资组合资金流入回升，背后的驱动因素分别为全球复苏以及更宽松的政策和监管环境。然而，人民币的涨势或将受到以下因素的限制：其他国家的生产中心再次加入竞争以及游客逐渐外流。总体上，我们预计中国将保持健康的经常帐和相对稳定的货币。

## 获得监管支持的行业预期将实现强劲盈利增长



历史业绩指标和金融市场情况并不是当前或未来业绩的可靠指标。

最后数据节点 2021年10月27日  
资料来源 彭博社、瑞信

# 日本企业界有望从全球复苏中受益

关于日本增长常年滞后的固有观念,使得该市场很可能较晚才开始反映企业界与全球经济复苏的紧密联系。这可能会导致出现一个不协调的时期,即日本企业界盈利大幅削减,公司股票估值偏低。

我们预计全球经济在2022年持续复苏,但地区之间仍将存在差别。供应链很可能回归正常化,从而加速制造业复苏,促使库存补充及资本支出为增长提供支撑。

## 行业之间各不相同

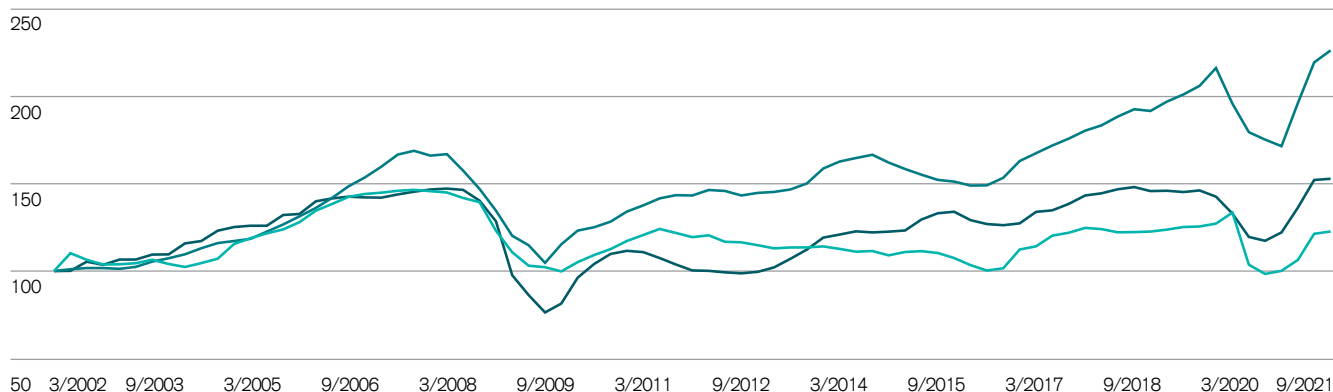
日本的出口商大部分是制造商(具体而言是资本货物和生产物资的制造商),因此很可能从此次复苏中受益。随着供应链复苏,能够依赖于其市场领导地位并享有优先权的公司有望实现更快速的增长。有鉴于此,投资日本股票时应专注于投资具体行业。

## 消费是复苏的关键

与此同时,消费可能成为国内经济复苏的关键支撑。新首相岸田文雄的政府增加收入分配及可持续消费,以此作为关键增长动力。尽管传统财政支出未能有效地持续支撑消费,但扭转企业利润分配给薪资的比例长期下降的趋势有可能取得更大成功。在政治方面,2022年7月的参议院选举被认为在巩固新政府权力方面十分重要,从而很可能有助于加速实施上述政策。

可支配收入的结构性增长与人口老龄化将带动消费出现可持续复苏。另外,外国旅游业复苏预计能为服务业及休闲相关行业提供支持。

企业盈利 (12个月 EBITDA, 100=2002年3月), 日本与全球周期的联系





# 东南亚 逐步重新开放边境

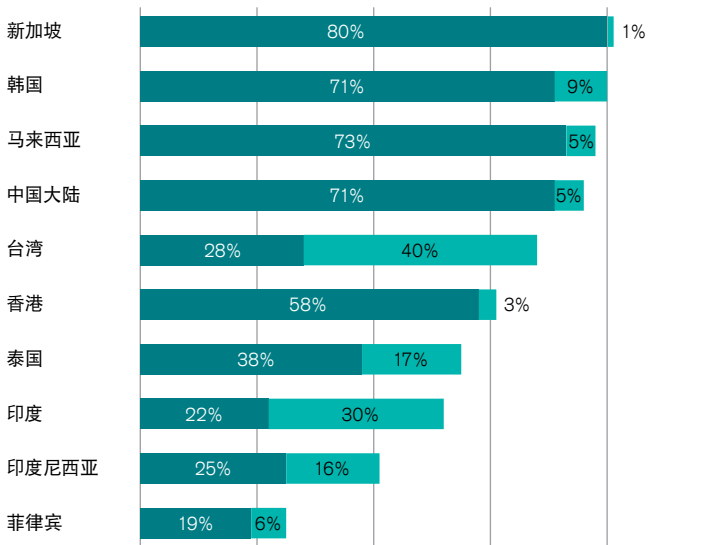
随着亚洲重新开放边境的浪潮从北部传到南部，东南亚正在走出新冠疫情带来的困境。疫苗推广速度逐渐加快，为东南亚的复苏提供了更坚实的基础。但如今仍处于复苏早期，我们倾向于先观望，等到盈利预测升级再重新调整配置以实现可持续的超额收益。无论如何，这些迹象依然令人鼓舞。

2021年的亚洲股票市场逆转了2020年各地区相对表现（下半年尤甚），东南亚股市大幅跑赢中国股市；这可能预示着未来的形势。东南亚与中国的关键差别是开始采取“与新冠病毒共存”的新策略，降低了突发性封锁风险。随着各地政府加快推行疫苗接种，大多数东南亚国家的新冠肺炎病例呈下降趋势。

东南亚国家的目标是在2022年2月之前实现至少70%人口完全接种疫苗，进一步降低严重封锁的风险，从而加快经济乃至国内旅游业的复苏。东南亚目前正在放宽境内出行限制，甚至试验性地放宽出境限制，推动服务活动逐步恢复并释放压抑已久的商品需求。我们预计东盟6国（包括越南）的GDP增长将从今年的3.6%上升到2022年的5.6%。

尽管经济前景逐渐好转且疫情正在消退，我们仍需等待时机，目前针对东南亚股市保持中立。东南亚的疫情后复苏进程缺少一环，即缺少稳健的盈利复苏。过去三个月以来，分析师已下调其2022年盈利预测，部分原因是缺少大规模刺激方案。我们认为，投资者应先等待盈利复苏的迹象，再加大对该地区的投资。

已接种新冠病毒疫苗人口比例



■ 已完全接种新冠病毒疫苗人口比例  
■ 仅部分接种新冠病毒疫苗人口比例

最后数据节点 2021年10月26日  
资料来源 Ourworldindata.org、瑞信

# 疫情令投资者关注可持续发展

2021年对环境、社会和治理(ESG)议题的关注增加, 2022年将继续影响公司和投资前景。股东、员工、监管机构和ESG积极分子要求公司承担责任, 而且此种参与没有减少迹象。我们总结了投资者在2022年应关注的主要趋势。

## 1. 气候变化和生物多样性丧失—— 结束一切照旧的局面

许多投资者都听说过2021年11月在格拉斯哥举行的第26届联合国气候变化大会。少数投资者熟悉第15届联合国气候变化大会, 此次联合国生物多样性峰会分为两部分, 于2021年10月拉开帷幕, 预计将于2022年5月结束(如果新冠病毒疫情许可)。这两届联合国气候变化大会的成果将确定未来几年的环境议程。虽然碳足迹等气候变化指标现已被广泛报道, 但投资者仍在努力寻找有意义的指标, 以便在更复杂的生物多样性议题上比较公司。因此, 公司有责任证明其业务如何适应这一新的现实情况。处于气候变化和生物多样性丧失之间的食品和农业公司, 可能会经历最严格的审查。

即使到目前为止政府在气候方面并未采取实质性的行动, 投资者也期望结束一切照旧的局面。2022年, 大气层中的二氧化碳排放水平预计将达到危险的里程碑: 与工业化前的水平相比增加了50%。<sup>1</sup>与此同时, 生态系统正以自上次大规模灭绝事件以来从未有过的速度失去物种, 目前估计是人类出现之前的水平的100至1000倍。<sup>2</sup>在全球范围内, 这些变化在供应链中断、作物产量下降和食品价格波动加剧方面, 给公司和投资者带来重大风险。因此, 投资者应寻找能够管理这些风险的公司, 因为从长远来看, 这些公司的表现可能会跑赢大市。

应对气候变化和生物多样性丧失双重危机的解决方案, 可能会带来前所未有的投资机会。根据世界经济论坛网站2020年的一篇文章

《How investing in nature can help tackle the biodiversity and climate crises》(投资于自然如何能帮助解决生物多样性和气候危机), 从气候智能和再生农业到替代蛋白质和减少食物浪费, 投资于对自然有利的解决方案可以创造10万亿美元的新商业机会, 并在2030年之前实现最高37%的温室气体(GHG)减排量。

<sup>1</sup> 英国气象局: 目前大气中的二氧化碳比工业化前的水平高50%

<sup>2</sup> 人类时代的灭绝比以前多一千倍 — ScienceDaily

<sup>3</sup> 网络犯罪导致全球在2025年之前每年损失10.5万亿美元, (Cybercrime Magazine, 2020年)

<sup>4</sup> 网络犯罪导致全球在2025年之前每年损失10.5万亿美元, (Cybercrime Magazine, 2020年)

<sup>5</sup> Gartner预测全球2021年的安保和风险管理开支将超出1500亿美元, (Gartner, 2021年)

## 2. 劳动力市场—— 保护零工权利

零工经济的范围涵盖低技能的日常工作和高技能工人，还包括创意和数字产业、教育（教育科技）从业者和近期的医疗保健专业人士。在技术含量较高的一端，竞争非常激烈，雇主必须提供具有竞争力薪酬，以获得关键业务项目所需的技能或补充轮班。通过正确的方式，在线自由职业经济将人才与劳动力缺口相匹配，公开透明，使人们确信大量需求的工作者会凭借技能获得公平回报。在疫情期间，越来越多的女性转为零工赚取收入。这是因为女性在受到危机严重打击的行业（包括酒店业和服务业）中所占比例较高，或者她们被迫放弃稳定的工作来照顾子女或其他受抚养人。虽然零工为边缘化工作者提供了灵活性和机会，但低技能工作的工资往往很低而且不稳定，缺少员工权益保障。

零工平台公司一般都进入了高度管制的市场。通过将工作者错误地归类为独立承包商来规避劳动法律，进行监管套利，低技能零工工作者的工资可能低于最低工资，而保险和资本开支等成本可能由工人承担。此外，这些零工工作者可能缺少标准的权益保障，例如带薪病假、假期工资和养老金/退休金。许多司法管辖区正在引入保护零工工作者的法规，目的是在零工平台与工作者之间建立更加平衡的关系。对平台商业模式的法律和监管压力可能会持续到2022年，一些公司对不断变化的零工环境作出的应对相比其他公司更好。

我们认为，为保持领先地位，投资者可对健全的人权和工作场所政策和实践的披露改进，持积极的立场，这有助于创造长期价值及降低责任、声誉和运营风险。除了教育科技等新兴领域外，投资机会还包括能够从日益灵活的工作环境中受益的技术、云、企业SaaS（软件即服务）和网络安全为零工经济提供了机会。零工经济生态系统也为投资者提供了新的缓解机会，例如，为零工工作者提供创新的短期、现收现付的保险解决方案的保险技术产品。创新支付网络等邻近技术可以提高银行服务不足者获得金融服务的机会，并立即向工作者付款，而非迫使其等待数周才能拿到工资，这有助于改善零工工作者的生活水平。

## 3. 数字悖论—— 新冠病毒危机是机遇与挑战的催化剂

虽然最近为实现业务连续性、远程工作和自动化而进行的数字化转型的速度可能会在2022年继续下去，但由于教育、医疗、商业、制造和娱乐等许多行业都被数字优先的方式所改变，数字安全将成为高度优先事项。

然而，在全世界走出新冠病毒危机之际，数字专家正在与另一种疫情作斗争。据预测，网络犯罪在2021年将给全球造成6万亿美元的损失，包括生产力损失、个人和财务数据损失及销毁以及知识产权盗窃<sup>3</sup>。随着声誉损害和勒索软件攻击越来越多且代价越来越高，预计2025年的损失将达到10.5万亿美元<sup>4</sup>。不同行业的漏洞和最近的勒索软件攻击凸显了基础设施安全不佳的风险。鉴于企业必须管理该领域的风险，人们的认识正不断提高，在网络适应力方面的支出将从2021年持续至2022年。

虽然网络安全通常被视为技术问题，因为它可以保护系统、网络、软件和数据，但网络漏洞被认为是投资者不应忽视的一种存在的商业风险，并作为“S”（社会）维度的一部分在ESG中管理。

网络安全正成为越发重要的立法优先事项；在美国，两党承诺立法以改善网络事件报告以及为基础设施项目提供资金。在欧盟，新的网络安全战略呼吁建立最先进的网络防御能力，以打击整个地区的网络攻击。

该领域的领先公司知道，网络安全既是商业问题，也是技术问题，并将网络安全纳入他们的业务产品、服务和流程。表现最好的公司已加大对整个组织（包括供应链）网络风险管理、技能和基础设施的关注，其他公司也将跟随。投资者应将公司的网络安全准备作为其投资决策的一部分；能够管理这些风险的公司更有可能长期表现出色。

此类发展将推动网络安全生态系统通过新的和增量业务产生投资机会。其中包括采用零信任方式，要求组织网络内外的所有用户在被授予（或保持访问）应用程序和数据访问权之前，都必须经过认证、授权和持续验证，以及嵌入式硬件认证和行为分析。此外，大多数行业垂直领域对云服务的需求增加也是增长最快的云安全市场的主要驱动因素<sup>5</sup>。更多机会涉及专注于确保硬件和软件供应链以及整个自身运营的网络卫生的领先供应商，以及随着金融服务等部门的企业家和政府推动创新创业，下一代有网络经验的专业人士正在涌现。

了解更多



## 历史

↗ 更加可持续的生产  
↗ 更加可持续的消费

↗ 加强保护工作

资料来源 Adam Islam | 国际应用系统分析研究所(IIASA); 瑞信

1970

2010

# 1970-2100 自然保护



一切照旧

2050

2100









# 主要资产 类别



# 警惕固定收益中的 久期风险

2022年,在经济增长势头和政策正常化的背景下,政府债券收益率可能走高。随着通胀率放缓,我们不再认为美国通胀挂钩债券(ILB)的表现会超过名义债券,不过欧元区ILB还存在这样的可能。我们预计全球投资级债券或高收益债券都不会有强劲的表现,而新兴市场硬通货债券的基本面提供的支撑可能较少。发达市场高收益信贷的一个值得考虑的替代选择是全球优先贷款,其相对估值具有吸引力。

## 长达数十年的美国国债牛市

10年期美国国债收益率, %



### 发达市场:

#### 政府债券仍然没有吸引力

在发达市场, 未来一年的焦点将是央行以及量化宽松(QE)结束和政策正常化的前景。一些央行已开始加息, 挪威和新西兰已率先行动, 市场预计其他国家也会跟随。我们预计美联储在2022年加息一次, 随后在2023年再加息四次。总体而言, 在经济增长势头和政策正常化的支持下, 政府债券收益率应会走高。

### 欧元区通胀挂钩

#### 债券(ILB)可能会有更出色的表现

欧元区通胀预期仍处在低于欧洲央行目标的水平, 且在2022年初可能进一步上升。这表明, 与名义政府债券相比, 欧元区ILB可能会有更出色的表现。欧元区内, 欧洲央行和欧盟的财政支持措施继续帮助周边国家, 如果欧元区财政联盟取得进展, BTP (意大利) /Bund (德国) 等政府债券利差可能进一步缩窄。相比之下, 美国当前的通胀预期反映投资者的观点, 认为2022年通胀率将朝着美联储2%的目标放缓。在这种情况下, 名义收益率上升将主要由实际收益率上升所推动。因此, 美国ILB的表现将不再如2021年般优于名义债券。

### 公司债券回报前景黯淡

我们预计全球投资级(IG)或高收益(HY)债券都不会有强劲表现。在美联储走向正常化的同时, 对疫情的遏制和全球经济的持续复苏将支撑风险偏好。然而, 由于国债利率上升, 后者可能对信贷市场表现产生负面影响。我们认为, 目前投资级和高收益债券的低利差表明, 信贷表现将受到核心政府债券收益率上升的限制。此外, 相对平坦的信贷曲线表明信贷风险溢价可能恢复为长期平均水平 (即利差相对国债而言上升)。总体而言, 2022年我们偏好短期债券持仓。

### 新兴市场硬通货(EM HC)主权债券失去吸引力

我们认为2022年的新兴市场硬通货债券基本面的利好因素有所减弱,原因是外部平衡不会进一步得到改善,且在新冠疫情冲击下诸多新兴国家财政支出大幅上升,导致政府债务高企。高涨的再融资需求或会对利率施加上行压力,因为市场需要提高溢价以购买新兴市场债务。此外,随着美联储近期缩减购债并拟进一步加息,对新兴市场硬通货主权债券的回报预期恐难实现。总体而言,当前息差的吸引力不大,不足以对投资者所承受的加息波动给予补偿,新兴市场硬通货债券的风险/回报也因此恶化。

在地区层面,我们预计2022年的亚洲硬通货债券回报率将仅为较低个位数。息差可能保持稳定,这是因为疫情期间的强大政策支持,使亚洲主权基本面得以恢复。亚洲外汇储备和经常账余额确有提升,而外债占GDP比例仅小幅上涨。而在新兴市场其他地区,美元收益率增加及息差下降,制约了总回报潜力。在亚洲,我们更青睐中国。其较短的期限可能限制美国国债收益率上升所带来的下行风险,且由于中国债务基本面较为稳健,其相对价值较低。中国是外债占GDP比例最低的国家之一,其经常账余额于过去两年内持续增加。在新兴市场,经济增长有一定程度的放缓,加之境内再融资成本升高,或会对2022年新

兴市场公司违约率及表现的改善构成限制。鉴于全球政府债券收益率可能继续保持涨势,我们倾向于对新兴市场公司债券持短期持仓。再者,高利率与新兴市场依旧疲软的劳动力市场将会共同限制2022年的薪资水平,从而导致新兴市场公司的需求缩减和隐性收入减少。随时间推移,这可能演变成基本面(如杠杆及利息覆盖率)恶化。我们将保持相对谨慎,并优先对新兴市场短期信贷持仓,倾向于在价值及违约率间提供平衡风险/回报的细分领域,例如信用基础稳固的亚洲交叉信贷。综上所述,新兴市场主权债券和公司债券的前景好坏参半,尽管高于发达市场政府债券的息差可能会带来一些商机。

### 选择优先贷款

全球优先贷款(详情参见第35页)是发达市场高收益信贷的值得关注的替代品。其相对价值具有吸引力,应当会从2022年国债收益率上升的环境、预期较低的违约率及信用评级上调中获益。

事实上,全球优先贷款评级上调宗数以2012年第二季度以来的最快速度超过下调宗数,乃由于多个因素所致:对低评级发行商而言宽松的借贷条件;以及重新开放经济,为有利的评级措施铺平道路。我们预计该趋势还将持续,在电子化工等周期性行业将尤为明显。

# 何为优先贷款？

优先贷款是指评级低于投资级和/或有高额订约债务或未偿债务的公司的浮息债务（利率设为浮动基准的债务部分）。其发行旨在支持公司通过借贷作出收购，用于大型资本扩张、再融资和/或增加现有债务，或向股东进行一次性股息支付。由于这些公司稳定性不明，市场认为此类贷款风险较大，因此要求以费用和贷款利差的形式获得更高回报。优先贷款通常指倘公司破产，获得对公司资产的第一留置权。

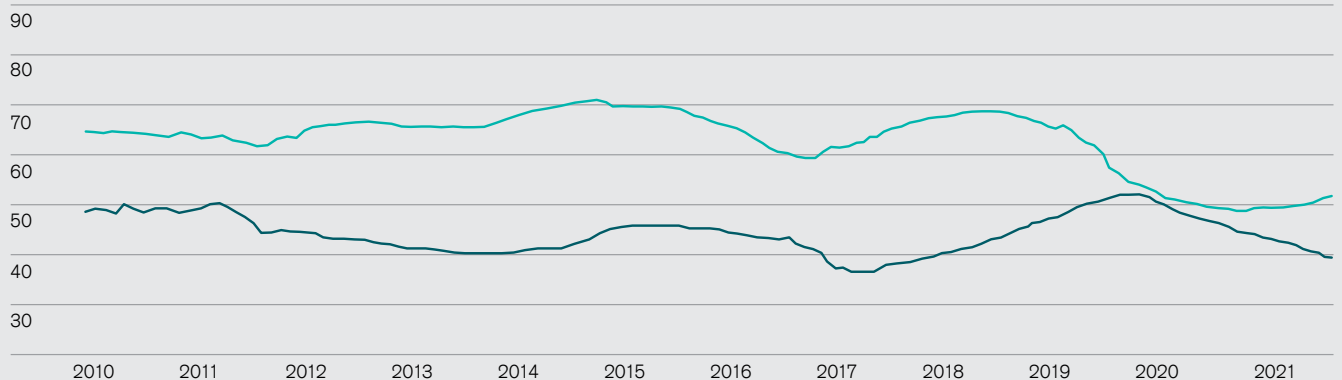
因此，如果公司陷入财政困难并宣告破产，则通常会在偿还债券持有人及股东之前最先偿还优先贷款。虽然无法保证抵押品的价值将足以悉数偿清借款人的贷款，但是由于优先贷款以抵押品作担保，往往会造成违约贷款的收回率远高于违约高收益率债券的收回率（请参阅下图）。

优先贷款采用书面合约（信贷协议）设立，该合约规管向借款人提供资金的方式，并确立借款人的还款利率，还对借款人的业务经营施加重大限制，该等措施旨在增强偿还贷款人的能力。

## 优先贷款具有更高的收回率

倘债券违约，投资者就优先贷款收回的金额与就高收益率债券收回的金额的比较。

每100元面值



美国高收益率债券 (优先无抵押)  
美国优先贷款, 第一留置权

根据不良债务交换之前的债券价格或非不良债务交换违约发生30日之后的债券价格来衡量，采用3年平均值。

最后数据节点 2021年9月30日  
资料来源 Moody's、瑞信

# 技术分析专栏： 2022年的债券收益率趋势

我们的技术分析师认为，依据以下两个主要的技术因素，2022年全球债券收益率将升高：全球债券市场在技术上有大量底部潜力；及我们评估继2021年夏季债券收益率上涨后收益率上涨动量将再度回升。

## 美国债券收益率走高

美国十年期债券收益率继2021年初期猛涨后，于第三季度末再次上涨。这意味着可能在技术上形成了三年底部，我们认为这会对2022年的政府债券造成重大负面影响。我们认为，确定该底部对应的主要收益率水平为1.70%，如果可实现周收盘价高于该底部水平，则我们认为这将为2022年收益率涨幅显著升高提供平台。2022年美国债券收益率接下来有望达到1.965%/2.00%，然后是2.145%/2.16%。该底部规模表明，我们甚至可以在2022年早些时候超过该等水平。推动债券收益率上升的动因为多个中长期指标再次加速增长，包括指数平滑异同移动平均线(MACD)动量指标，该指标衡量趋势强度。我们的专有动量指标基于经调整移动平均线及总回报动量等因素，据此，全球国债收益率亦不断下跌，亦持续警示2022年的动量恶化。

在美国，美国十年期盈亏平衡通胀率（市场暗示的通胀预测）不太可能大幅超过主要长期水平273/278基点，我们认为，该等基点为2005年至2012年之间的高记录水平。因此，我们认为，实际收益率上涨将成为最终带动美国名义收益率走高的主要动因。该观点的依据是，我们认为，美国五年期债券实际收益率可能正在形成潜在“双底”底部。在连续两个低位出现在相同水平线后则出现这个技术模式，在该情况中确认为高于-1.445%。我们认为，如果这个“双底”底部可以确立，美国债券实际收益率肯定会有更加显著提升。

总而言之，动量指标和技术模式分析表明，我们将看到美国债券和实际收益率在2022年显著上升，这将导致作为一种资产类别的政府债券的总回报疲软。

# 「动量指标和技术模式分析表明,我们将看到美国债券和实际收益率在2022年显著上升。」

## 英国债券领涨

在核心发达市场,英国债券收益率在2021年领涨,而经证实,10年期国债收益率在2021年早些时候突破长期收益率阻力水平后,已达到多年多年等价基数。尽管中期势头远未达到超卖水平,但表现似乎更为强劲。从技术层面来看,我们认为10年期英国债券收益率在2022年有望升至2018年的高点1.75%,中期水平为1.375%/1.39%。10年期德债收益率也将完成类似结构调整,攀升超过-.075%/-0.05%,表明全球收益率将在2022年重新定价。

欧洲通胀预期在全年飙升后,推动了2021年欧洲国债收益率的上升,德国10年期盈亏平衡在今年早些时候突破了六年区间。从技术层面来看,这标志着制度的突破,然而市场已处于下一个主要阻力位192基点/194.5基点,仍存进一步有限的上升空间,以达到200基点重要心理位水平。估计欧洲通胀预期将优于美国,处于高位区间。

随着欧洲通胀预期上升速度快于美国,导致欧洲通胀挂钩债券(ILB)和美国此类债券开始出现分歧。以技术面分析来看,这种分歧代表了两大区域的相对通胀预期的见顶和逆转,我们预计这种新趋势将持续到2022年。

总而言之,固定收益投资者还应预期欧洲和英国政府债券在2022年期间的总回报疲软,技术前景表明收益率有进一步上升的广阔空间。

# 盈利推动股市攀升

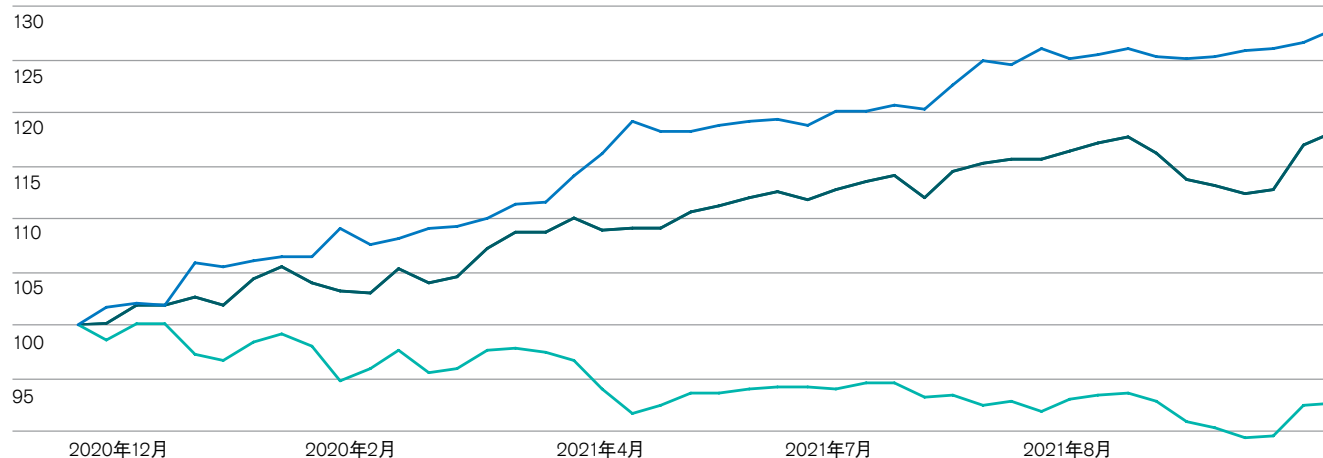
我们预计盈利将成为2022年股市回报的主要驱动力。根据我们的盈利预测，预计2022年股票将实现单位数回报，不及2021年的双位数水平。该资产类别未来的其他利好因素包括经济持续复苏以及除了股票“别无选择”(TINA)的观点。

## “定价权”是关键

过去一年全球股市投资者收获颇丰，大多数股票市场和地区取得了可观回报。盈利增长十分强劲，2021年MSCI全球指数的盈利甚至超越疫情前的高位。2021年股市回报随之走高，只是市盈率(P/E)水平高企而有所下降，而且投资者预期疫情时期的特殊财政和货币支持政策效果开始减退（参见图表）。

展望2022年，我们预计一切将“回归正常”。预计经济增速将于2022年恢复正常，延续复苏态势，只是步伐较缓，并且增长偏重于2022年上半年。家庭资产负债状况仍然保持良好。我们还预计，在力度空前之财政货币刺激措施的强力提振作用下，经过在新冠病毒疫情初期出现的剧烈震荡后，2022年的盈利将恢复正常水平。

## E (盈利) 跑赢P (股价)



■ MSCI 全球  
■ 12个月远期市盈率  
■ 12个月远期盈利

注：回报以指数化计算，2020年12月31日的回报设为100

最后数据节点 2021年10月28日  
资料来源：Refinitiv、瑞信



市场普遍预测认为2022年盈利将达到高单位数增长, 接近长期平均水平。我们认为, 宏观经济环境向好应为收入增长提供支持。我们预计利润率将保持稳健。然而需求增加将导致投入成本上升, 而生产者价格指数与消费者价格指数的差距持续扩大, 企业将增加的成本转嫁给消费者的空间也随之减少, 我们认为这些是利润率的潜在不利因素。因此, “定价权”将成为2022年股票投资者需要关注的一个关键主题, 也就是说, 若一家公司能够将不断上涨的投入成本转嫁给消费者, 将比没有定价权的公司表现更好。我们预计2022年股票回报率为单位数, 不及2021年的双位数水平。

#### 评级调整空间极为有限

虽然传统估值(即市盈率)指标在2021年有所下降, 但与长期历史平均水平相比仍然高企。由于实际收益率上升, 我们预计2022年包括利率在内的金融环境将会收紧, 因此评级调整(即上调市盈率)空间极为有限。我们预计美国联邦储备委员会(美联储)将于11月中旬底开始缩减购债规模, 于2022年年中结束购债。

#### 2022年全球股市主要风险

2022年全球股市面临若干风险。盈利(即利润率)方面的一个风险在于大宗商品或工资等投入成本上升。另一个相关风险是供应链进一步中断, 这在2021年下半年已经影响部分公司的盈利能力。尽管大多数市场参与者预计目前居高不下的通胀只是过渡性的, 但也是2021年该资产类别不可回避的一个风险。然而, 如果高通胀持续时间超出预期, 可能导致货币环境收紧, 令“政策失误”风险上升——这两种情况都会对全球股市造成不利影响。此外, 在新冠疫情危机期间股市一直依赖财政刺激的支持, 我们认为未来的财政刺激空间不大, 因为各国政府可能会逐步告别规模空前的财政政策, 而且美国在中期选举之后还有陷入政策“僵局”之虞。新冠突变病毒接连出现, 令当前疫苗的效果大打折扣, 因此还需警惕疫情“卷土重来”的风险。中国仍旧是全球股市的一个潜在风险, 例如经济放缓以及2021年多个行业所经历的监管风暴扩散的风险。最后, 2022年有几场选举需要关注, 即美国中期选举以及法国和巴西的总统选举。

## MSCI 全球指数盈利增长率 — 2022年每股盈利(EPS)增长率将恢复正常

**6.4%** EPS增长复合年增长率(CAGR) (2010-2019年)

**-11.9%** 2020年EPS增长率

**48.8%** 2021年EPS预估增长率

**7.6%** 2022年EPS预估增长率

## 行业展望

### 消费服务： 需求释放，助力增长

2022年我们较为看好的一个行业是消费服务。消费服务行业涉及餐厅、酒店和休闲娱乐等公司。由于封锁和其他限制措施导致餐饮和休闲设施迟迟不能重新开放，该行业已落后于其他行业。我们预计服务支出/消费将于2022年发力，眼下蕴藏大好机会。由于服务需求受抑、就业市场改善及家庭资产负债状况稳健，消费将继续保持火热。

### 金融： 加息带来提振

当收益率和利率预期上升时，金融股，特别是银行股将成为主要受益者。我们认为，通过股息或回购提高股东回报，则是金融业的另一亮点。该行业的估值仍然极具吸引力，盈利状况良好。

### IT： 实际收益率上升并非利好

IT行业受益于长期经济增长趋势。在信息技术领域，鉴于软体服务盈利前景优越及现金生成能力强，我们预计该行业组别将有不错表现。我们认为实际收益率上升对整个行业来说并非利好。总体而言，该行业拥有有吸引力的细分市场，这些细分市场具有突破潜力，因此有扩大市场份额和利润率的空间（关于我们超级趋势长期主题投资的描述，请参见第56-57页），包括技术相关行业。

### 通信服务： 未来面临增长估值双重挑战

通信服务行业盈利前景与全球股市保持步调一致。该行业的技术/互动媒体板块增长亮丽，但估值偏高，而电信行业虽然估值向好，却增长滞后。此外，监管问题和潜在加税仍然是一个关键风险，可能产生严重影响，然而相关变化的力度却无从评估。

### 公用事业： 压力重重

2021年公用事业类股跑输全球股票基准（MSCI世界指数），不在我们的2022年首选行业之列。虽然2022年盈利有望获得改善，但经过2021年的盈利下滑，加上各国央行计划撤销部分货币刺激措施，宏观不利因素（如利率/收益率上升）将加大。

### 能源： 摆脱疫情阴影，实现全面复苏

相比之下，能源行业2021年盈利增长幅度为众行业中最高，预计年初以来盈利增长一倍以上。展望2022年，该行业将摆脱疫情阴影，实现全面复苏，市场普遍预计盈利将比2019年水平（疫情前）高出5%。随着油价回升和现金流靠稳，基本面吸引力凸显，股息收益率高企，但能源转型带来的结构性冲击以及环境、社会 and 治理(ESG)方面的担忧依然存在。

# >100%

预计2021年盈利  
将会加速增长

## 材料： 动力依旧，延续升势

就选股风格而言，2021年未显示出任何明显趋势。在撰写本报告时，与MSCI全球指数相比，只有质量股和价值股（略有）上涨。随着全球逐渐消化适应疫情冲击，这在某种程度上证明了全球疫情所造成的不确定性、不同的经济影响和“数据迷雾”。进入2022年，我们预计美国市场增长股重新获得青睐，全球小盘股也将有出色表现，但主要集中在欧元区小盘股。另一方面，我们继续看好欧元区价值股。我们的观点得到了良好经济前景的支持，在我们的预测期间内，采购经理人指数(PMI)预计将保持扩张。此外，大多数美国广义指标继续表明宏观经济环境向好。

## 工业：全球经济回归正常， 行业前景可期。

工业类股是对全球制造业和工业生产最具经济敏感性的板块。进入2022年，随着经济“恢复正常”，全球供应链压力将有所缓解。由于目前的库存水平极低，该行业将从全球工业生产加速之势头中受益。

## 医疗保健： 短线行情或有波折

2021年医疗保健股的盈利增长和股价表现均落后于全球股市表现。市场普遍预期盈利仍然低于全球大市，相对动能不足。然而另一方面，新兴市场医疗保健服务升级、高运营杠杆、低投入成本和人口老龄化等长期增长驱动因素仍然保持不变。不过随着全球经济持续复苏，收益率上升给这个防御性行业带来了风险。

## 选股风格： 2022年有多个潜在赢家

就选股风格而言，2021年未显示出任何明显趋势。在撰写本报告时，与MSCI全球指数相比，只有质量股和价值股（略有）上涨。随着全球逐渐消化适应疫情冲击，这在某种程度上证明了全球疫情所造成的不确定性、不同的经济影响和“数据迷雾”。进入2022年，我们预计美国市场增长股重新获得青睐，全球小盘股也将有出色表现，但主要集中在欧元区小盘股。另一方面，我们继续看好欧元区价值股。我们的观点得到了良好经济前景的支持，在我们的预测期间内，采购经理人指数(PMI)预计将保持扩张。此外，大多数美国广义指标继续表明宏观经济环境向好。

## 区域展望

### 美国



#### 政治局势和美联储成为焦点

美国股市展望是我们更广泛股市展望的关键，因为美国占MSCI 全球指数——全球股票基准的60%。我们预计，货币政策和政治局势将成为2022年美国股市的重要驱动因素。我们认为，牛市可能面临缩减购债规模（预计将在2022年发生）带来的阻碍，但可能会继续上升趋势。

美国股市的另一个潜在不利因素是货币政策收紧和我们实际收益率上升的预期。在政治事件方面，2022年11月的美国中期选举将成为焦点。民主党面临失去一院或两院（略微）多数席位的可能性，这可能会导致政策僵局。因此，我们预计在美国中期选举后，财政支出会减少。尽管存在这些不利因素，我们对美国股市的前景持乐观态度。

稳健的盈利前景和仍然良好的金融状况，将支撑美国股市。此外，美国股市对科技行业的风险敞口巨大，因此可以从长期增长趋势中受益。

### 欧元区



#### 持续复苏

2022年，欧元区的经济前景仍然乐观。正如上文所强调的，我们预计盈利将成为全球股市的主要驱动因素，对欧元区亦是如此。市场对欧元区的盈利预测是主要发达市场中最高的，支持我们看好欧元区股市展望。我们认为，在疫情后复苏过程中落后的市场（如西班牙）

具有最大的上升潜力。在政治方面，法国总统选举将成为焦点。怀疑欧盟的总统获胜将对欧洲一体化构成风险。此外，我们还将关注最终的德国执政联盟是否会推动额外的财政支出和进一步的欧洲一体化，这将利好欧洲资产。

中国的发展对欧元区股市也很重要，特别是对（如奢侈品公司）和德国（如汽车制造商）股市。

### 瑞士



#### 焦点货币

由于对医疗保健和必需消费品行业的重大风险敞口，瑞士股市被视为防御性市场。这种防御性可能成为有利或不利因素，须取决于市场环境。2021年，瑞士股市的标志是盈利大幅复苏和周期性市场，其表现落后于更广泛的股票基准(MSCI全球指数)。

由于2022年是“正常化”的一年，我们预计瑞士股市的表现将与全球股票基准保持一致。瑞士股市的一个重要驱动因素是货币，因为较强的瑞士法郎对以出口为导向的瑞士股市而言是不利因素。我们认为，瑞士国家银行将在未来一年对瑞士法郎有所限制（见第46页）。

### 英国



#### 应对英国脱欧后的挑战

2021年，英国录得发达市场中最强劲的盈利复苏。2022年英国股市估计每股盈利(EPS)将表明从疫情中完全恢复，根据市场估计，较2019年EPS（疫情前）高4%。尽管存在有利趋势，但自2019年以来，英国股市的表现却不如全球股市。

这种表现扩大了英国脱欧导致的原本已很明显的降级（即市盈率倍数下降），市场目前以处于历史低位的估值倍数交易。展望未来，受封锁措施影响过大的英国重量级行业，将是“重新开放”交易的主要受益者。与MSCI全球指数相比，英国股票指数对IT行业的敞口较低，金融业的比重较高，

这在收益率上升的环境中将成为有利因素。受盈利增长和一些较高的估值倍数所推动，我们预计2022年英国股市将有良好表现。4%左右的高股息率也将证明对总回报有支撑作用。



## 日本

### 光明前景

由于新冠病毒疫苗接种推迟和持续的疫情限制，日本股市在2021年上半年表现落后。然而，2021年下半年，因政局变动为新政府和潜在的刺激措施铺平了道路，日本在疫苗接种和股市表现方面已赶上发达市场。

展望未来，我们预计2022年日本股市将提供有吸引力的回报，因为日本经济已完全重新开放并推动国内消费，出口随着供应链压力的缓解和强劲的外部需求而回升，同时将迎来具有吸引力的盈利增长、更多回购及货币和财政支持政策。



## 新兴市场亚洲

### 未来的两位数盈利增长

2021年，由于中国经济增长减速，科技股监管力度加大，以及一家大型（陷入财困的）中国房地产开发商的命运未卜，亚洲股市承受了巨大压力。然而，我们预计2022年中国经济增长将趋于稳定，增长率将达6.1%，原因是货币和财政政策的限制减少，为增长势头提供支撑。

同时，监管部门对打击科技股的最坏影响似乎已经结束，减少了市场的一个主要风险。中国经济复苏的前景和发达市场仍然健康的增长，对区域盈利而言是个好兆头，2022年应会有两位数的增长。随着新冠病毒受到控制，东南亚经济体也将经历实质性的经济和盈利复苏。最后，半导体短缺将继续支撑技术硬件部

门的成长势头。综上所述，鉴于对基本面改善的预期，我们认为2022年亚洲股市将提供具有吸引力的回报。



## 拉美

### 市场料将好转

在2021年的疲软表现后，我们预计2022年拉丁美洲（拉美）股市将提供具有绝对吸引力的回报，同时在政治杂音加剧的情况下将出现更多波动。拉美股市预计将受益于强劲的全球经济增长和股市内周期性行业的有利成分，例如金融和材料，两者共占MSCI新兴市

场拉美股票权重的45%以上。随着整个地区的央行继续收紧利率，金融业是利率和收益率上升的主要受益者，而商品价格上涨也预示着该地区的成长前景良好。5%左右的高股息率也对拉美股市的总回报提供支撑。

然而，随着巴西等的七个拉美国家进入选举阶段，我们预计政治和监管动向可能仍然是该地区的主要风险。



## 东欧、中东和非洲

### 金融股、能源股将支撑股票回报

在全球经济重新开放带来的稳健盈利复苏的推动下，2021年表现出色，我们继续预计2022年东欧、中东和非洲(EEMEA)股市将提供具有吸引力的回报，尽管速度较慢。我们预计，随着有利的基数效应消退，东欧、中东和非洲的盈利增长将在2022年恢复正常。

然而，我们仍然预计高个位数的盈利增长，与新兴市场基准（MSCI新兴市场指数）保持一致。金融业作为最大的行业（约占MSCI东欧、中东和非洲指数40%的权重），预计将成为利率和收益率上升的主要受益者。能源价格高企将成为区域经济的另一个有利因素，特别是中东和俄罗斯，因为这将改善他们的财政和财务状况。

因此，我们预计2022年东欧、中东和非洲股市仍然具有吸引力，并提供与新兴市场股市一致的绝对回报。



# 缩减购债规模—— 牛市减速还是刹车？

缩减购债规模是指央行减少资产购买。缩减购债规模在央行经济刺激政策开始结束时出现。缩减购债规模不是缩减资产负债表，央行将继续向经济提供刺激，但速度会放慢。由于市场习惯了政策支持，即将公布的缩减购债规模可能导致市场下跌，这被称为“缩购债恐慌”。美联储在2021年11月会议上宣布缩减资产购买规模。美国的资产购买使资产负债表的规模从2020年2月占GDP的19.2%增至37.5%。相比之下，欧元区的这一比例从39.2%增至69.2%，日本则从104.7%增至132.8%。这种过剩的流动性加上低利率，最初有助于在新冠病毒引发的震荡后平息股市忧虑，之后又推动股市强劲反弹。

## 2013年缩购债恐慌

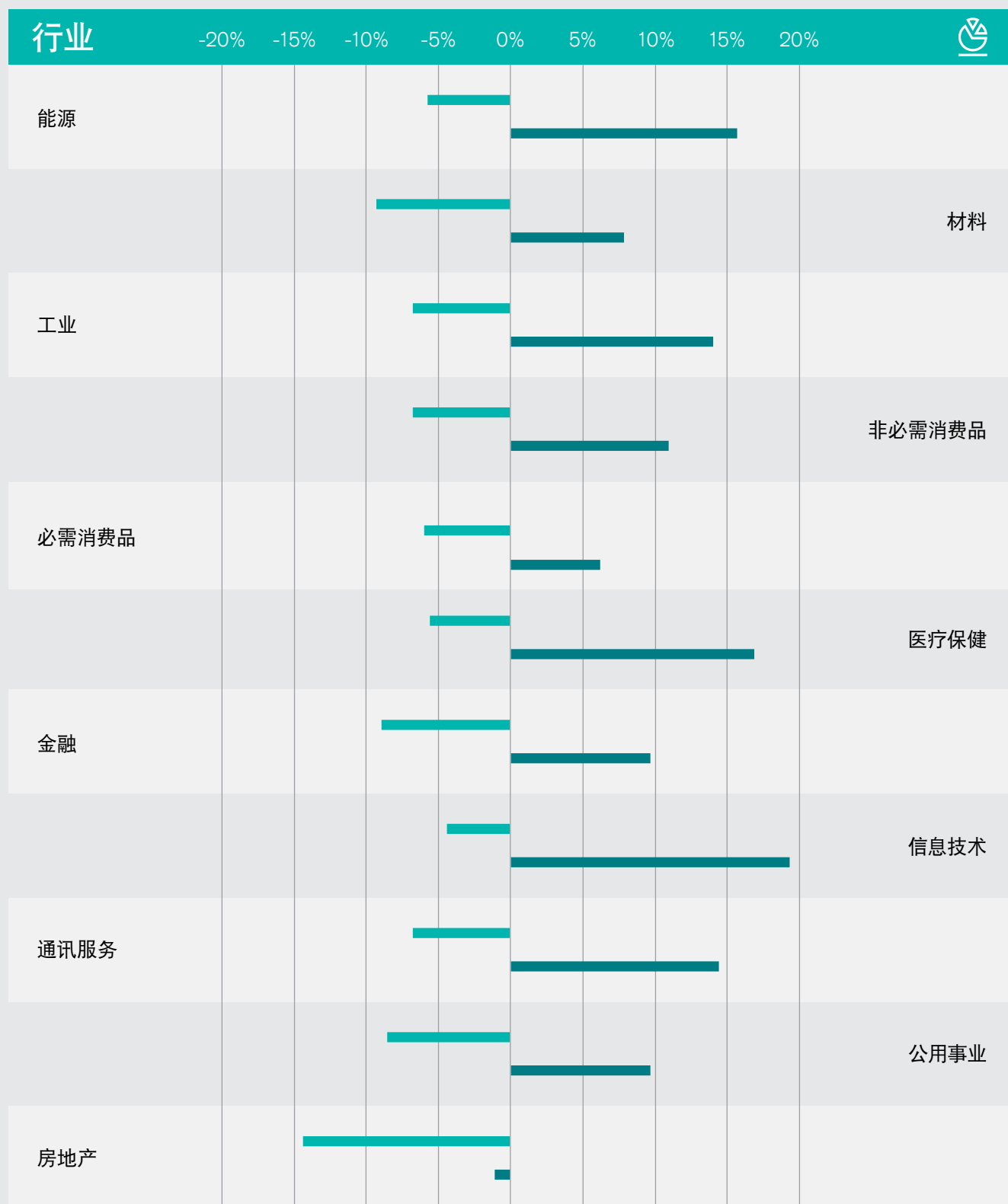
2013年5月22日，美联储主席伯南克(Ben Bernanke)宣布缩减资产购买计划，导致债券收益率立即飙升，股市下跌。这一变化仅限于降低资产购买的速度，资产负债表的缩减在2015年才开始。在2013年5月宣布之后的一个月，发达市场和新兴市场股市分别下跌-7%和-10%。在随后的12个月内，全球股市回报率恢复至13%，其中美国和欧元区录得正回报。在另一个货币紧缩的例子中，美联储在2018年开始缩减当时为4.5万亿美元的资产负债表。在随后的连续20个月内，美联储将其资产负债表上的资产规模减少了约7000亿美元，平均每月减少约350亿美元。在随后的12个月内（从2018年1月底开始），全球股市下跌了4%，其中欧元区、日本和新兴市场是主要的落后地区。

这次可能有什么不同？我们认为这次的基本面情况要好一些，可以抵御任何缩减购债规模的冲击。这次的实际收益率甚至更低，为-0.86%，而2013年时为-0.25%。收益率下跌推动了估值倍数升高：目前12个月远期市盈率远高于2013年，而远期盈利增长率则更高。劳动市场状况也较好，目前美国失业率为4.6%，而2013年为7.5%。此外，在过去的四个美联储加息周期中，全球股市出现了调整，但随后在一年的时间里恢复了略为正的回报。我们认为，由于缩减购债规模导致的股票修正可能为投资者提供买入机会。

「缩减购债规模导致的  
股市调整可能为投资者  
提供买入机会。」

# 2022年缩减购债规模对投资者而言有何影响？

2013年宣布缩减购债规模后各行业的表现



1个月  
12个月

2013年缩减购债规模的日期为2013年5月22日，  
即美联储宣布的日期。

最后数据节点 2021年9月27日  
资料来源 彭博、Refinitiv、瑞信

# 美元受利率优势提振

2022年，预期能够受益于本国央行逐步利率正常化的货币，会受投资者青睐。该转变期也可能有利于强周期货币，例如商品货币。

## 美元兑瑞士法郎/日元可能走强

美元走势将主要取决于美联储的政策正常化相对于其他经济体的进展，以及全球及地区经济的持续复苏情况。2022年，通胀得以压制的低收益货币可能承压。就此而言，日元及瑞士法郎可能于2022年下行。瑞士法郎方面，瑞士国家银行可能维持积极的货币政策，在外汇市场进行干预，以在必要时打压瑞士法郎。此举应避免瑞士法郎如脱缰野马，若其持续上升，可能加大持续低通胀环境下的通货紧缩。

## 欧元于2022年初走弱

鉴于美联储带头缩减资产购买（减少买债），2022年初欧元兑美元可能走弱。不过，尽管欧洲央行对政策正常化采取谨慎而耐心的态度，通胀应会在明年进一步加速。这可能导致货币市场易受政策正常化提前重新定价的影响。欧元区的经济基本面仍较美国更为稳健，尤其是在对外收支及财政赤字方面。此外，在德国新任执政联盟支持下的欧洲财政一体化的前景，可为欧元提供额外的中期支持。2022年下半年，欧元可能会靠稳回升。不过，这取决于欧元区通胀上行的持续时间，以及相对于当前市场预期，欧洲央行推行政策正常化的进展。

## 加元、挪威克朗及纽元获得支撑

随着多家央行于2022年步入政策正常化，年内转换持仓币种或许至关重要。例如，当一国央行未来因经济前景改善而推行更有利政策时，便买入该国货币（即预期升值的货币）。如我们所料，基本面稳健且2022年初本国央行的支持犹在的高贝塔货币（即强周期货币）（尤其是商品货币）应在十国集团中表现出色。商品货币目前跑输商品价格和贸易条件（即出口价格与进口价格的比率）的升幅。不过，2022年周期性活动与政策正常化很可能同步，因此货币应会重新随贸易条件回升而反弹，为加元、挪威克朗及纽元提供支持。相形之下，澳元则因中国经济放缓而成为风险最大的高贝塔货币。总之，我们认为估值、汇率对通胀的影响以及金融环境应会限制货币2022年的升幅。

### 土耳其里拉、巴西雷亚尔压力重重，卢布可望走强

新兴市场货币2022年的展望不及2021年。鉴于疫苗接种计划的实施，未来进一步封城的情况不大可能出现，故新兴市场经济因新冠疫情而放缓增长的忧虑已经减弱。然而，中国的增长前景仍是明年的主要风险。

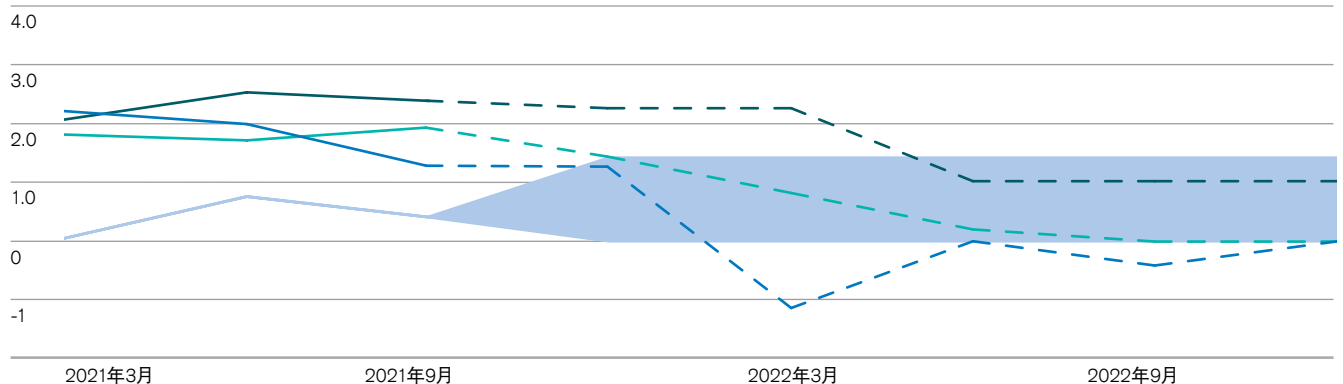
2021年新兴市场央行一直积极应对不断上行的通胀，新兴市场货币总体受到货币政策的支持。然而，我们预期加息周期将于2022年放缓，并可能在提前收紧银根的国家（例如墨西哥）结束加息周期。虽然新兴市场货币息差加大，但维持在2010年以来的历史平均水平附近。此外，随着新兴市场的通胀持续上行，新兴市场的实际利率可能勉强能达到正值。在拉丁美洲和东欧、中东及非洲（EEMEA），通胀压力仍在持续。鉴于潜在的减少买债，货币政策态度温和的美联储的支持也可能于明年消退。因此，息差优势不大可能进一步显著加大。鉴于美联储立场的转变，货币之间的分别之处仍将是关键。尽管新兴市场国家目前的情况总体好于2013年所谓的“缩减恐慌”期，但仍不乏积重难返者。大多数新兴市场国家实施宽松的财政政策来应对新冠疫情危机，导致新兴市场总体的财政赤字及政府债务增加。就此而言，巴西和土耳其的情况最严重。另一方面，基本面稳健的高息差货币应可继续受益。我们尤其认为卢布是新兴市场中的佼佼者。

### 人民币保持稳定或走软

亚洲货币兑美元总体保持稳定甚至走强需要美元大体持平或走弱。此外，一个重大的地区问题将是中国的增长前景，而当中的关键决定性因素则是政府解决房地产行业近期所面临压力的能力以及监管机制不确定性的持续时间。我们认为2022年监管形势可能趋稳，这有望带动外资流入于下半年改善。总之，上述不确定性可能拖累中国经济增长，因此中国人民银行可能于2022年上半年提前采取措施，维持更为稳定的人民币，甚至使人民币走软。

### 2022年央行的政策正常化路径将影响货币汇率

金融资产购买额占GDP的比例(%)



欧洲央行  
美联储  
英格兰银行  
瑞士国家银行\*

\* 瑞士国家银行的假设: 2015年2月至2016年5月期间估计的介于0和平均购买量之间的外币购买量

最后数据节点 2021年第三季度  
资料来源 瑞信、Refinitiv Datastream

# 把握房地产的结构性趋势

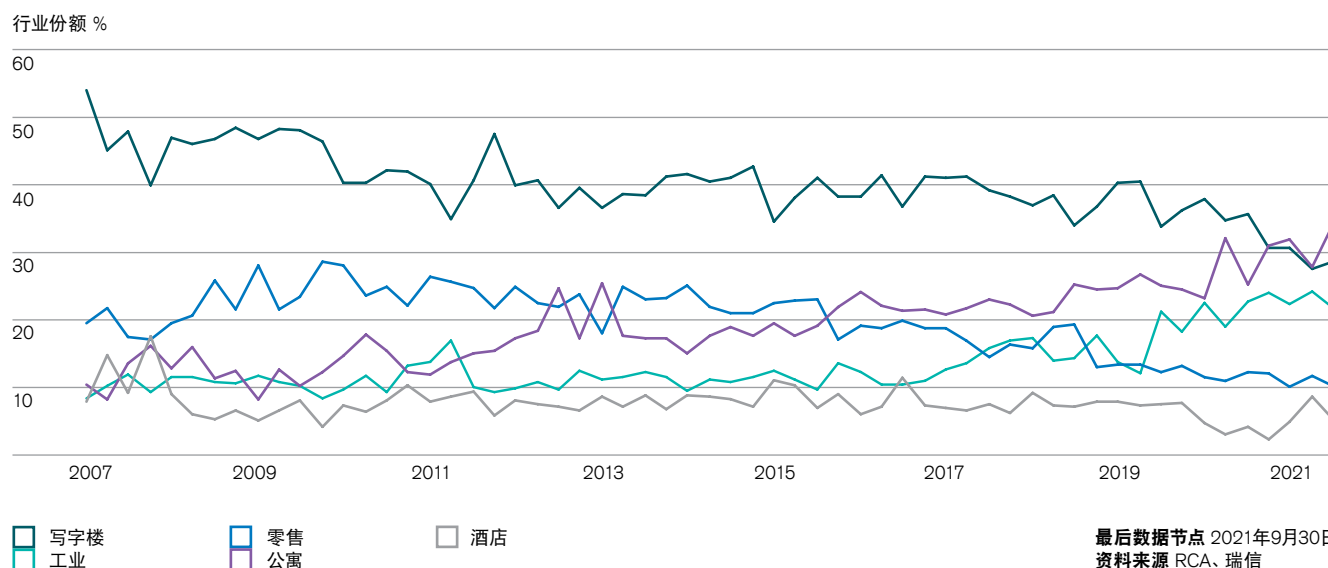
利率处于历史低位、经济持续复苏，应有利于2022年的房地产投资。不过，疫情驱动的结构性转变仍在持续，我们继续看好具备长期增长动力的板块，例如物流地产。

鉴于利率预期将温和上行以及全球经济将持续复苏，市场环境仍有利于房地产投资。然而，疫情导致早已存在的结构性趋势加速，我们认为房地产市场需要于2022年进一步调整，以反映不断变化的消费者行为和租户需求。电子商务、数字化及居家办公的加速增长，应会继续利好物流、数据中心及通信塔等板块，同时使写字楼及零售物业的前景更为艰难。

上市房地产公司已准备好应对持续的市场转变：过半数公司从事上述业务，享受强劲的业务增长（例如物流），或涉足满足人们的基本需求，对于商业周期的依存度降低的板块（如住宅和自助式仓储）。总之，我们预期上市房地产市场可于2022年提供中等个位数回报。

## 公寓及工业资产日益受到追捧

全球商业地产交易量（行业在总交易量中的份额（%））





### 上市房地产公司:

#### 美国和英国前景向好

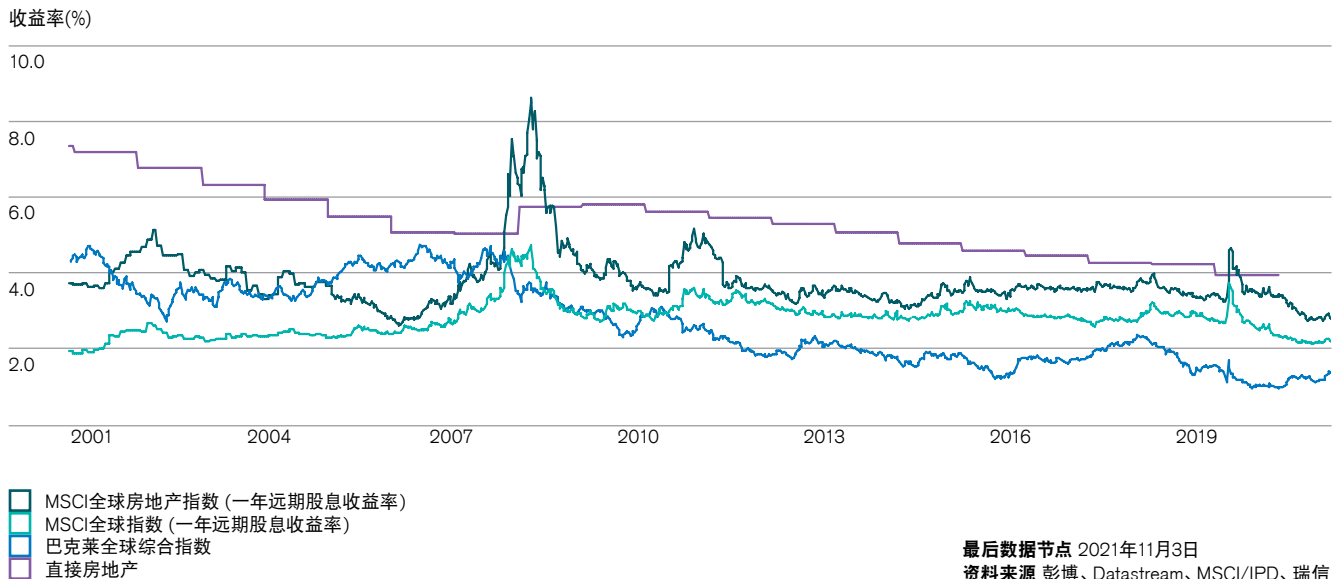
在上市房地产公司中,对受益于强劲的结构性的增长的行业投资比重较高,因此美国市场的前景向好。同样,英国上市房地产公司应可受益于对物流行业的投资(物流地产是房地产指数中比重最高的板块)。供应温和以及脱欧不确定性减退引发的投资情绪改善,促使伦敦写字楼市场显著回升,也将使英国的房地产公司受益。尽管德国住宅市场(约占欧元区上市房地产公司的70%)仍面临结构性供不应求,当地政府可能潜在收紧监管措施,也成为不利因素。瑞士房地产基金的估值有所提升,而持续的低息环境以及瑞士出租公寓市场的势头改善,构成利好因素。

### 直接房地产: 物流仍受到追捧

投资者偏好在后疫情时期发生改变,公寓的受青睐度超过写字楼,而工业地产的投资量创历史新高。展望未来,我们预期,由于电子商务日益普及,零售行业的物业价值将进一步下跌。预计的经济复苏总体有利于写字楼板块,但有关居家办公的持续讨论可能导致写字楼需求减少。然而,我们认为这种情况将主要集中于低质量资产,为此我们首选位于中心地段的优质投资项目。我们也强调环境、社会及管治(ESG)资质,这对于租户日益重要,在新建的物业投资项目中易于取得。鉴于电子商务持续带动仓库和配送中心需求,物流资产的前景仍然向好,而住宅资产(尤其是在供应和库存水平低的地区)的前景也同样乐观。

### 房地产继续提供相对较高的收益

各类资产类别的收益率(%)



最后数据节点 2021年11月3日

资料来源 彭博、Datastream、MSCI/IPD、瑞信

# 另类收益 / 收入投资 与对冲基金并举

随着周期策略利好因素的减退，我们青睐低市场贝塔对冲基金策略和另类收益投资。我们预期明年将取得接近长期平均水平的温和回报。尽职调查和基金经理选择是关键。

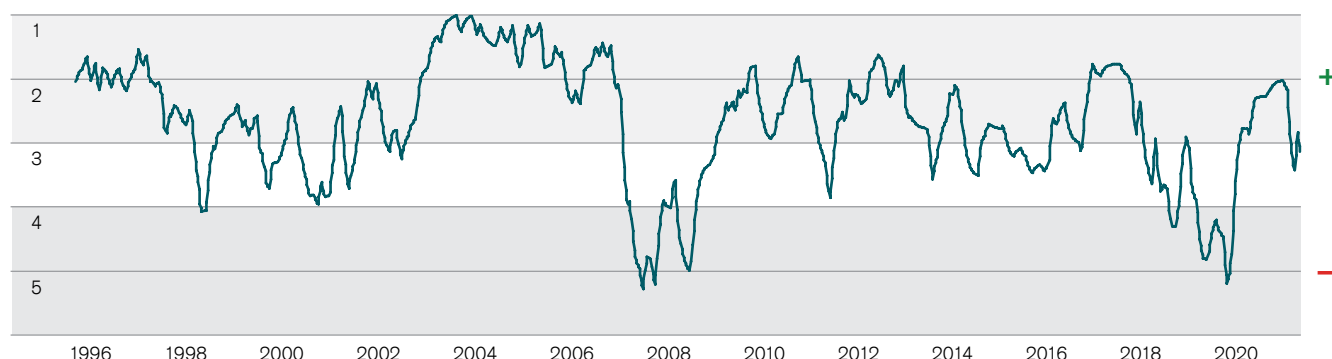
## 看好低市场贝塔策略

有利的经济环境、史无前例的流动性水平以及地区价格离散提振对冲基金表现（截至2021年第三季度止12个月），周期策略最为受益。该高个位数表现是全球金融危机以来所取得的最佳表现之一。尽管系统性风险仍然温和，我们的Trading Conditions Barometer（交易条件晴雨表）显示周期策略的利好因素已经减退。

因此，我们预期对冲基金的回报将放缓至接近中等个位数。我们也青睐受权益及信贷贝塔影响较小的策略，例如股票多/空机会、多元化宏观及企业套利。这些策略的基金经理应可受益于：长期收益率潜在上行以及美联储预期减少买债所引发的波幅及跨资产市场波动加大。

## 我们的Trading Conditions Barometer呈现中性

计分基于采购经理指数、流动性状况、波动性及系统风险



瑞信交易条件晴雨表\*

\*之前的瑞信对冲基金晴雨表

- + 对冲基金跑赢避险资产
- + 对周期性策略有利的市场环境
- 对冲基金跑赢风险资产
- 对防御性策略有利的市场环境

最后数据节点 2021年11月5日  
资料来源 彭博、瑞信

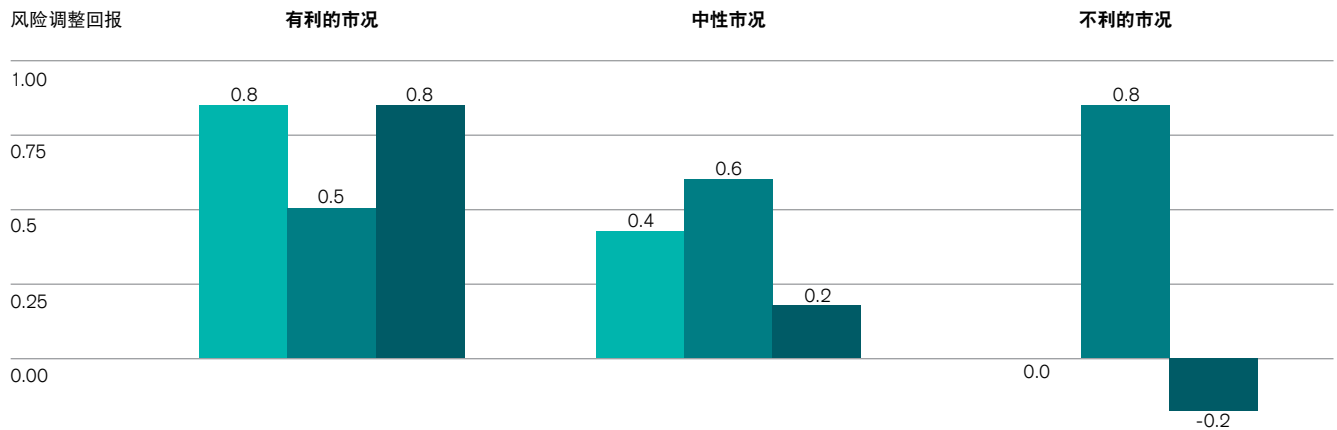
### 另类收益

2022年, 寻求获取另类资产 (例如私人基础设施、房地产及消费贷款) 收益的策略也将迎来有利的市场环境。我们认为, 大多数发达国家的财政开支增加 (尤其集中于减少碳足迹) 应可为相关基础设施资产营造稳定的市场环境。此外, 超过平均水平的储蓄率以及就业水平和工资的改善, 带来稳健的家庭收支, 而这应可为私人房地产及消费贷款行业创造稳定的环境。因此, 私人另类资产策略提供了获取收益的机会, 尤其是鉴于公众市场提供的收益率仍处于历史低位。不过, 投资者须警惕私人市场的发行人及行业集中风险, 可以通过投资于高度多元化的基金解决方案, 降低这些风险。

### 尽职调查及基金经理选择是关键

以往, 在我们的Trading Conditions Barometer显示中性结果时, 对冲基金的风险调整回报往往优于股票。主动型基金经理通常能从多轮震荡 (往往与中性结果相关) 造成的错误定价机会中, 把握有关机会而受益。对冲基金也能将其波幅限制在接近中等个位数, 降低了多资产投资组合的总体波幅。未来的投资环境看似较2021年更严峻; 我们预期基金经理最佳和最差表现的差异将会加大。因此, 我们继续强调选择经验丰富的基金经理、确保全面的尽职调查和基金选择流程落实到位的重要性。

### 对冲基金与股票及债券的风险调整回报对比 比率 (回报率/波动率)



对冲基金由瑞士信贷对冲基金指数代表; 全球股票由MSCI全球指数代表, 全球债券由彭博巴克莱全球综合指数代表 (无对冲)

■ 对冲基金  
■ 全球债券  
■ 全球股票

\* 1997-2021年期间的未来6个月中位数回报除以波动率;  
市场机制由交易条件晴雨表定义

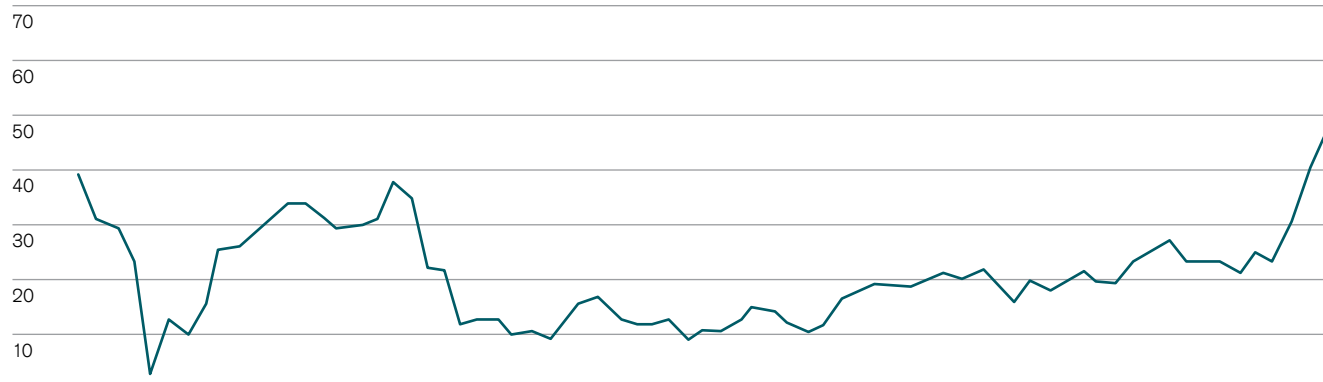
最后数据节点 2021年10月31日  
资料来源 瑞信、彭博

# 金融、医疗保健及教育领域的风险投资机遇

经济环境仍有利于私人市场, 但2022年的投资环境将面临更严峻的竞争。尽管我们预期私人市场的回报将低于长期平均水平, 但受长期增长及市场错配驱动的机会依然存在。全面的尽职调查和投资组合方针是取得成功的关键因素。

对冲基金与股票及债券风险调整回报的对比  
前四分位和后四分位基金表现的差异

% 年增率



□ 前四分位和后四分位基金表现的差异

最后数据节点 2021年3月31日  
资料来源 Preqin、瑞信

投资难度加大

有利的经济环境和利率相对温和的上升, 利好该资产类别。然而, 高估值和创纪录的闲置投资资金 (干火药) 导致投资难度加大, 未来这种局面将会持续。此外, 新冠疫情促使行业整合加剧, 大型基金将变得更大, 而经营时间不长的小型基金经理面临更严峻的投资环境。因此, 我们预期前四分位和后四分位基金表现将持续严重分化。在此环境下, 我们预期私人市场将提供低于长期平均水平的高回报。我们的预测反映基金平均表现, 但以往头部和底部基金表现每年约20%的差距, 突显了基金选择和尽职调查的重要性。

使用有限杠杆的策略所面临的机遇

在通胀压力和长期基准收益率上行构成风险的环境下, 我们提出使用有限杠杆的高增长策略, 例如风险投资及成长型资本投资。新冠疫情加快了面向科技应用的转变, 因此在金融、医疗保健及教育等众多行业创造了前所未有的大量机遇。

凭借快速的创新、决策和随时可用的资金, 风险投资可把握这些长期趋势。我们也提出生命科学行业的重要性, 长远而言, 该行业同样受发展中国家的老龄化社会和支付能力提高等增长驱动因素推动。最后, 二级市场基金经理可把握2022年市场震荡所造成的市场错配机会。

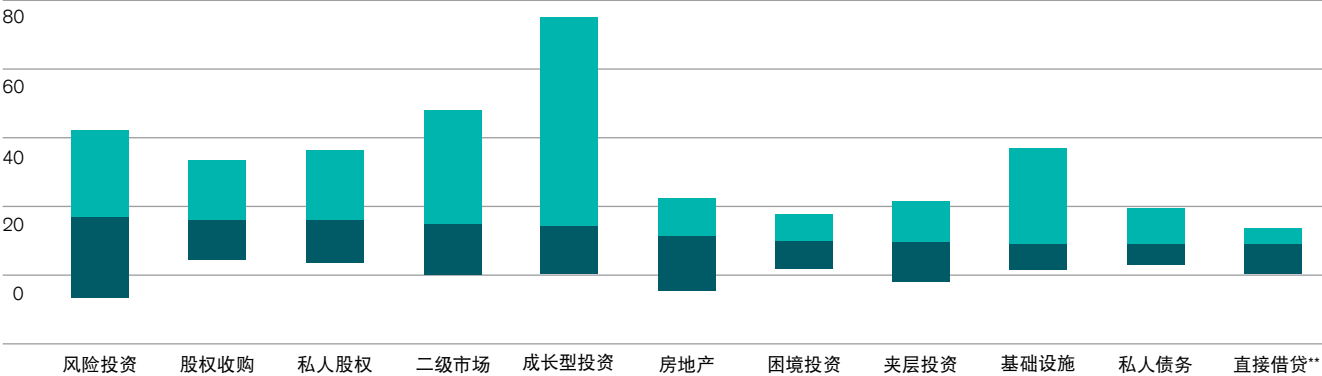
投资组合方针是关键

私人市场的投资时机无法把握, 但选择经验丰富的基金经理在整个周期进行持续配置, 是系统性构建稳健投资组合的基础。投资组合核心回报 (股权收购、核心实物资产、优先级债务), 可通过增添高增长策略 (风险投资及成长型资本投资) 提高, 以把握经济增长, 而市场错配策略 (二级市场及危机) 应可在金融危机 (不论广泛扩散或仅限于局部) 导致此类基金所追求的机遇涌现时, 限制下行空间。总之, 稳定的现金流需要投资于高度多元化的私人股权投资, 才可取得超过上市股权投资的稳定超额回报。在确定了个别客户目标及需求之后, 重视分散投资、基金经理选择及尽职调查应是投资过程中的首要任务。

私人市场的回报差异极大, 为多元化投资提供了良好基础

私人市场回报差异\* (按回报中值计算)

年度内部收益率



前四分位范围  
后四分位范围

\* 基于2004年至2018年的年度净内部收益率;  
\*\* 采用2008年至2018年数据

最后数据节点 2018年12月31日  
资料来源 Preqin、瑞信



# 看好商品周期

步入2022年，鉴于全球工业生产增长有望持续超过平均水平及库存补充需求，商品仍将具备有利的需求环境，但有可能经历一定放缓。

由于重新恢复的需求远超供应并造成库存减少，导致商品现货市场持续承压，2021年全年商品表现极为强劲。步入2022年，鉴于全球工业生产增长有望持续超过平均水平以及库存补充需求，商品仍具备有利的需求环境，但有可能经历一定放缓，在服务取代商品推动经济增长时，增长力度将有所减弱。多个行业的供应也在迎头赶上，消除了现货市场的部分压力。在此环境下，回报前景应维持乐观，但现货的贡献有可能减小。

## 看好周期性商品而非防御性商品

强劲的增长以及未来央行将逐步撤出支持性政策，应利好周期性商品而非防御性商品。倘实际收益率掉头上行，黄金可能更容易受到影响，进一步印证了我们对于寻求下行保护的建议，最好是把握最终的价格反弹。在周期性商品当中，脱碳应会提升基础金属的中期需求前景，尽管期间需求可能会经历策略性的增减以及过剩的时期。我们预期油价仍将得到支撑，因为石油需求具备进一步增加的空间，但随着石油输出国组织成员国以外产量的恢复，供应端的竞争可能加剧。因此，2022年现货价格可能经历一定放缓，表现主要受展期收益率影响。天然气及电力可能仍是波动的来源，至少在冬季结束前是如此。碳市场方面，在近期取得巨大涨幅之后价格有望迎来盘整，但倘若决策者不仅胸怀大志，更注重贯彻落实，则长期上行走势仍然未变。

## 仍可作为对冲通胀的有效工具

就投资组合而言，投资者策略性地配置商品，可在分散风险的同时，有效对冲通胀的意外上行。然而，由于目前短期曲线已不再走峭，反而出现一定程度的正常化，我们将寻求较为主动的曲线管理。行业及个别市场方面，相对价值因素的重要性可能再度提高，我们将寻求收益增强及/或波动—卖出机会。

## 风险情景

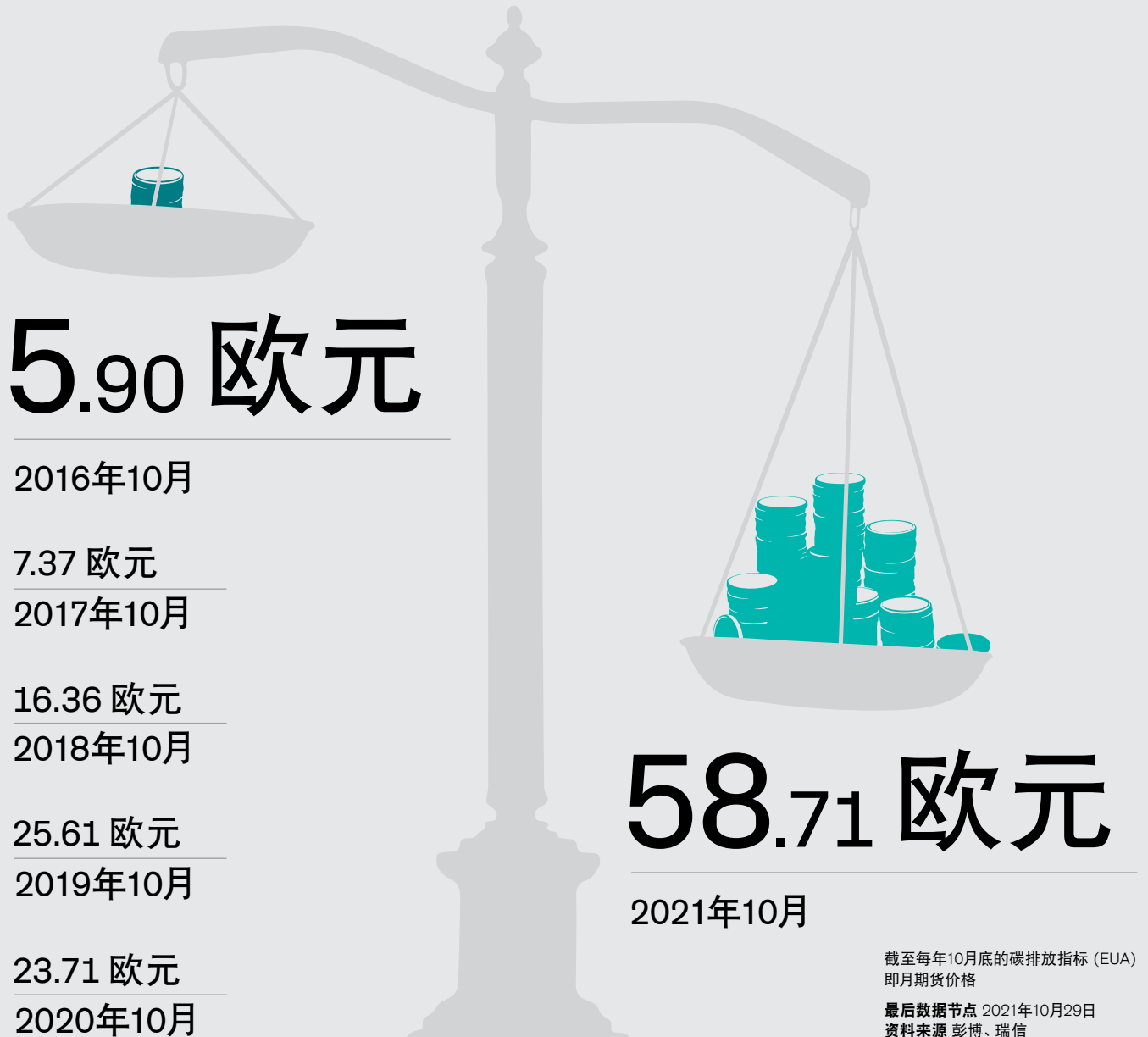
任何时候都存在大量风险和不确定因素，但目前首先要考虑的是天然气短缺波及相关行业导致的电力市场尾部风险增加。各个地区目前的库存均处于极低水平，引发人们忧虑在发生寒流的情况下将出现电力供应短缺，这导致市场给予极高的风险溢价。眼下的不确定性极高。形势最终会好转，但这恐怕要等到春季来临。无论如何，能源转型都是一个巨大的挑战（和机会），可能会引发更多的波动，至少在第一阶段。作为原材料需求的主要来源，中国房地产市场降温构成长期隐患。尽管如此，该风险可能被基础设施投资以及脱碳相关的需求增长抵消。

# 碳价格和气候

碳市场设定排放二氧化碳的价格, 被视为抗击气候变化的主要工具。多项区域性举措正在全球范围内推广, 欧盟的排放交易系统 (ETS) 是全球最大且流动性最强的限额交易机制。决策者向参加交易的公司发放及拍卖排放配额, 这些配额可自由交易并随时间推移而减少。价格由政策 (供应端)、工业活动以及相对的能源价格 (需求端) 决定。

供求平衡通过减少一吨碳的边际减排成本实现。价格上涨激励生产商和消费者提升效率。投资者也通过提供流动性、促进风险在市场参与者之间有效转移, 以及提供研究资金, 在当中发挥重要作用。从环境、社会及管治角度来看, 二氧化碳投资也日益重要, 因为碳补偿可用于解决投资的“环境”问题。

## 以下是一吨二氧化碳的成本



# 新冠肺炎疫情后时代的 超级趋势

近几十年来，从目标行业和子行业投资演变而来的主题基金，已然成为一个快速扩张的利基市场。人们对主题投资的兴趣日渐浓厚，这或许要归因于我们当今生活在一个颠覆性的时代——科技的迅猛发展、人口结构和气候变化挑战，正在撼动旧有的商业模式，并推陈出新。传统的地域或行业多元化投资方式，可能无法充分捕捉到这种转变，导致投资者的投资组合中充斥着太多过时的公司，创新公司却寥寥无几。通过主题多元化，投资者可以更精准地把握引领变革的长期趋势。

我们的长期投资主题“超级趋势”涵盖六项关键的社会发展趋势，我们相信这些发展趋势将带来商业和投资机会。在首次发布四年后，我们将其中一些超级趋势子主题与联合国的17个可持续发展目标(SDG)进行配对。我们认为，全球新冠肺炎疫情更加凸显了这些可持续发展目标的重要性，因为它们可作为未来经济活动与发展以及政府合作和国际关系的指引原则。

近期，全球各国纷纷加快步伐，大力投资于可持续性相关基础设施以应对气候变化，这正是投资机会与可持续发展目标相结合的一个例证。请注意，此配对仅供参考，而非正式指南，因为对于何谓符合可持续发展目标的投资，并无公认的标准。

### 减排促增长

如今, 全球各国政治领导人对可持续发展的关注有增无减, 纷纷推行举措以期达成其雄心勃勃的温室气体(GHG)排放目标, “净零”就是一个新口号。我们认为, 我们的“气候变化”和“基础设施”超级趋势已做好部署, 将受益于这一政治势头和未来数十年内的计划投资。“气候变化”超级趋势关注经济活动中的脱碳, 这将影响陆地和水下生物, 并促进健康的社区。除发电、运输和能源转型外, 我们认为, 食品革命不仅让我们更加健康, 还可在全球范围内大幅减少二氧化碳排放量。同时, “基础设施”超级趋势的核心主题是能源和水(基础设施), 但也包括通过安全高效的运输促进人员和货物流动所需的基础设施。这两大趋势的子主题都反映在联合国的一些可持续发展目标中, 例如工业、创新与基础设施、体面工作与经济增长, 以及负责任的消费及生产。

### 寻求(更好的)社会平衡

“焦虑社会”超级趋势关注“机会更平等”这一主题, 聚焦住房、教育、医疗和个人安全等基本人类需求的可负担性, 以及不断变化的劳动力市场中的体面工作问题。新冠肺炎疫情期间, 民众的不满仍集中在民生的“痛点”上。在全球各地, 经济困境和变化造成的就业不稳定、教育成本攀升、医疗开支上涨以及个人和公共安全等事项, 都是众人最关切的问题和优先事项。我们认为, 投资机遇蕴藏在那些能够解决上述挑战并提供降低基本服务成本的解决方案的公司中; 另一方面, 在环境、社会和治理(ESG)的“社会”方面得分很高的雇主也值得关注。这些主题涉及联合国的若干可持续发展目标, 包括体面工作与经济增长、减少不平等以及可持续的城市和社区。

### 活得更健康、更长寿

我们预计, 我们的“银发经济”和“千禧一代”超级趋势分别涵盖的老年人和年轻一代将继续推动变革。全球人口日渐老龄化, 导致对老龄化相关健康问题的医疗解决方案以及相关医疗费用及保险的需求都不可避免地增加, 且这一趋势也正愈发影响着新兴市场。在年轻人群方面, 千禧一代正在开创一种更健康的消费方式。在撼动了购物和广告习惯后, 我们认为, 千禧一代接下来将改变金融业, 而金融业是我们今年的“数字原住民”子主题的重点。由于年轻一代的影响, 可持续性和负责任的消费料将继续向好。这些子主题可与若干联合国可持续发展目标相关联, 包括健康与福祉、性别平等、体面工作与经济增长。

### 无法触及

技术是推动实现联合国可持续发展目标的关键。事实上, 我们的“技术”超级趋势中的子主题反映在许多可持续发展目标中, 从和平、正义和强大的机构到可持续的城市和社区。我们相信, 下一个前沿将是“非接触式经济”, 因为在新冠肺炎疫情期间, 人类在交流、生活和工作中无需面对面接触的情况急剧增加。我们预计, 非接触式用户界面和互联的多设备与应用将越来越多地通过语音助手实现交互, 而基于语音或图像识别的生物特征认证功能可为办公室或居家的使用者提供个性化服务。

了解更多



阅读更多

[credit-suisse.com/supertrends](https://credit-suisse.com/supertrends)









# 2022年 投资策略

了解更多





# 2022年投资策略

2022年央行及其对经济状况的评估可能再次成为制定投资策略的核心。随着新冠疫情由全球蔓延演变为地方性流行,通胀威胁已超过危机初期显现的通胀忧虑。供应链中断是引发通胀的一个因素,未来几个季度供应链问题仍可能延续,并将使消费价格面临持续上涨的压力。然而,央行有可能采取循序渐进的货币政策正常化,因其认为目前的通胀上行应属于暂时性。

我们预计美联储在2022年底开始加息,并在2023年再加息四次。此外,美联储采用更为系统化的通胀目标设定方法以及接受通胀暂时超过预设目标,均为循序渐进的正常化路径提供了进一步支持,这有助于降低公共债务负担增加产生的压力,并最终促进经济复苏。



# 央行及其对经济状况的评估可能再次成为关键。

## 通胀因素

我们预期2022年的全球通胀为3.7%，各国的情况全面分化。该情景显示，应避免在投资组合内配置超过正常水平的现金，因为购买力将快速下降。这也适用于债券等名义资产，债券支付固定利息，所投资金额在债券到期时按面值支付，而不会按通胀进行调整。表现与通胀正相关的金融资产（即房地产）前景较为乐观。持有股票，股价反映了未来的盈利预期。通胀上行源于公司能够提高其产品/服务价格，而这促使其盈利增加。我们对2022年全球名义国内生产总值增长的预测（对实际国内生产总值加通胀的预测）为8%，当中计入可抵消通胀压力的可观的收入及盈利增长潜力。不过，政府债券收益率上行最终很可能成为影响股票估值的不利因素，特别是在实际收益率掉头上行并再度转正的情况下，但我们认为这不会在2022年发生。投资于强劲的结构性强增长动力所惠及行业和板块（包括我们的超级趋势系统框架所确定的行业和板块）的股票，有助于抵消通胀的影响。

## 核心债券回报有限

本轮货币政策正常化即将开始，央行逐步减少对固定收益资产的购买连同经济全面复苏，应可为利率上行铺平道路。收益率上升将对债券价格产生不利影响，而债券当前的低收益以及信贷息差收窄可提供的补偿甚微。因此，我们对政府及企业债券回报的期望有限。不过，我们认为应在多资产投资组合内配置核心债券以降低风险（即债券的减震特质），尽管其实际回报贡献可能极小。

## 坚持多元化投资

投资组合风险管理的核心是找出回报取决于不同因素的资产。利用遵循非常规模式的投资策略可进一步提升多元化成效。例如，一些对冲基金策略可同时对股票进行多空操作，以增加机会数量。寻找投资策略以弥补投资债券的低收益，是一项艰巨的任务。倘息差扩大提供机会，类似于非核心债券的红利型股票策略（重视财务状况稳健、具备强劲现金流产生能力的公司）或收益增强型股票期权策略，会是不错的选择。房地产是另一个途径，因为持续的经济复苏创造了有利的环境。在市场持续错配及经济持续复苏的背景下，私人股权也提供了提高投资组合回报的机会。然而，私人股权仅适合能够容忍流动性较传统投资严重不足的投资者。

# 预测

我们预期2022年全球经济实际增长4.3%，低于我们预期的2021年增幅5.8%，但高于疫情前的增长率。相对2021年的双位数回报，我们预期2022年股市将提供高个位数回报。在2022年经济增长势头强劲以及政策正常化的带动下，政府债券收益率有上行潜力。

## 增长及通胀预测

实际GDP (按年%)

	2020	2021E*	2022E*
全球	-3.4	5.8	4.3
美国	-3.4	5.5	3.8
加拿大	-5.3	4.7	4.8
欧元区	-6.5	5.3	4.2
德国	-4.9	2.7	3.7
意大利	-8.9	6.5	4.5
法国	-8.0	6.5	4.6
西班牙	-10.8	6.9	5.8
英国	-9.7	7.0	5.0
瑞士	-2.4	3.5	2.5
日本	-4.7	2.0	1.7
澳大利亚	-2.4	3.4	4.1
中国	2.3	8.1	6.1
印度 (财政年度)	-7.0	8.7	7.7
巴西	-4.1	4.8	-0.5
俄罗斯	-3.0	4.5	2.4

通胀 (年平均数, 按年%)

	2020	2021E*	2022E*
全球	1.9	3.5	3.7
美国	1.2	4.7	4.5
加拿大	0.7	3.2	3.4
欧元区	0.3	2.4	2.8
德国	0.4	3.2	2.9
意大利	-0.1	2.1	2.7
法国	0.5	2.2	2.7
西班牙	-0.3	2.1	2.7
英国	0.9	2.3	3.7
瑞士	-0.7	0.5	0.5
日本	-0.1	-0.2	0.5
澳大利亚	0.9	2.6	2.6
中国	2.5	0.9	2.2
印度 (财政年度)	6.6	5.3	5.2
巴西	3.2	8.2	8.1
俄罗斯	3.4	6.6	5.6

\* E: 估计值

最后数据节点 2021年11月15日  
资料来源 汤森路透 Datastream, Haver Analytics、瑞信

注: 历史及 / 或预测表现指标和金融市场情况并非目前或未来表现的可靠指标。

## 金融市场表现 / 预测

股票*	截至2021年11月15日的2021年初至今表现	2022年预期总回报	信贷	截至2021年11月15日的2021年初至今表现	2022年预期总回报
美国股票	25.5%	6.7%	全球投资级别债券**	-1.11%	0.70%
欧洲货币联盟股票	24.9%	7.2%	全球高收益债券**	3.44%	1.10%
瑞士股票	21.1%	6.3%	新兴市场硬通货债券***	-1.40%	1.20%
英国股票	18.5%	7.7%			
日本股票	16.5%	6.9%			
新兴市场股票	3.7%	7.3%			
债券收益率	截至2021年11月15日	2022年末预测	货币与商品	截至2021年11月15日	2022年末预测
10年期美国国债收益率	1.60%	2.00%	欧元/美元	1.13	1.17
10年期德国国债收益率	-0.25%	0.10%	美元/瑞士法郎	0.93	0.94
10年期瑞士国债收益率	-0.14%	0.10%	欧元/瑞士法郎	1.05	1.10
			美元/日元	114.5	116
			英镑/美元	1.34	1.40
			美元/人民币	6.39	6.38
			黄金 (美元/盎司)	1862	1600
			WTI原油 (美元/桶)	80	70

\* 表现和预期回报为包括股息在内的总回报。市场指以本币计量的MSCI国家/地区指数。按时间顺序排列的该等指数于2016年11月12日至2021年11月12日期间的表现如下: MSCI美国: 21.8%, 7.4%, 15.9%, 18.5%, 34.7%; MSCI欧洲货币联盟: 24.2%, -6.9%, 17.1%, -4.0%, 30.1%; MSCI瑞士: 20.5%, 1.9%, 19.1%, 4.0%, 23.5%; MSCI英国: 14.5%, -1.0%, 8.6%, -12.5%, 20.7%; MSCI日本: 31.6%, -4.6%, 6.1%, 4.3%, 22.2%; MSCI新兴市场: 32.3%, -8.6%, 12.8%, 16.0%, 11.8%。

\*\* 巴克莱全球投资级公司及全球高收益指数

\*\*\* JPMorgan EMBIG Div. (主权债券指数)

最后数据节点 2021年11月15日

资料来源 彭博、Datastream、瑞信

注: 历史及/或预测表现指标和金融市场情况并非目前或未来表现的可靠指标。

免责声明 重要信息

本报告为瑞信投资策略部的观点，并非根据旨在提高投资研究独立性的法律规定编制。本报告并非瑞信研究部的产品，即使当中参考已刊发的研究推荐建议。瑞信已制定管理利益冲突的政策，包括有关在刊发投资研究前进行交易的政策。该等政策并不适用于本报告所载投资策略的观点。

风险警告

每项投资都涉及风险，尤其是与价值和回报波动有关的风险。如果投资以您的基础货币以外的货币计值，汇率变动可能对价值、价格或收益产生不利影响。

本文件可能包含涉及特殊风险的投资资料。您应在根据本文件或针对本文件内容的任何必要解释而作出任何投资决定之前，寻求您的独立财务顾问的意见。详细资料亦载于瑞士银行家协会提供的《金融工具交易风险》(Risks Involved in Trading Financial Instruments) 资料手册。

过往业绩并不代表未来业绩。业绩可能受佣金、费用或其他收费及汇率波动影响。

金融市场风险

历史回报和金融市场情景并非未来表现的可靠指标。所述投资的价格和价值及可能累积的任何收益可能会下跌、上升或波动。您应该咨询您认为必要的顾问，以协助您作出有关决定。

投资可能没有公开市场或只有受限制的二级市场。若存在二级市场，则不可能预测投资将会在市场上交易的价格，或者该市场是否具有流动性。

新兴市场

如果本文件涉及新兴市场，您应了解，在新兴市场国家注册成立或总部设于或主要在新兴市场国家开展业务的发行人和债务人的投资和各类投资交易，与该等发行人和债务人有关或挂钩的投资和各类投资交易存在不确定性和相关风险。与新兴市场国家有关的投资可能被视为具有投机性，其价格将比世界上较发达国家的价格更具波动性。投资于新兴市场投资应该仅由下述资深投资者或经验丰富的专业人士作出：拥有相关市场的独立知识、能够考虑和权衡有关投资所带来的各种风险，以及拥有必要财务资源可承担有关投资的重大投资损失风险。您有责任管理因参与新兴市场投资和您的投资组合中的资产配置而产生的风险。您应就投资于新兴市场投资时要考虑的各项风险和因素，向您自己的顾问寻求意见。

另类投资

对冲基金不受适用于受规管的认可集体投资的多项投资者保护规例所规限，且对冲基金经理基本上不受规管。对冲基金不局限于任何特定投资纪律或交易策略，并且寻求通过使用可能增加投资损失风险的杠杆、衍生工具及复杂的投机性投资策略，在各类市场中获利。

大宗商品交易具有高风险，包括损失全部投资，可能不适合很多私人投资者。该等投资的表现取决于难以预测的因素，例如天灾、气候影响、运输能力、政局动荡、季节性波动及展期的强劲影响，尤其是期货及指数。

房地产投资者面临流动性、外汇和其他风险，包括周期性风险、租金和本地市场风险，以及环境风险、法律状况的变化等。

私募股权

私募股权系针对公司的私人股权资金投资，该投资不可公开交易（不在股票交易所交易），比较复杂，通常流动性差且持有时间长。投资于私募股权基金一般涉及重大的财务及／或业务风险。投资于私募股权基金不受本金保护或保障。投资者需要在较长时期内满足投资的资金要求。若无法满足该要求，则投资者的部分或全部资金可能被没收，损失该违约发生之前的这笔投资的未来收入或收益，失去参与未来投资的权利或被迫以极低价格（远低于二级市场估值）卖出投资。公司或基金可能采用高杠杆，因此可能对不利的业务及／或财务动态或经济因素更加敏感。该类投资可能面临激烈的竞争、变动的业务或经济状况，或其他可能对投资业绩产生负面影响的情况。

利率和信贷风险

债券能否保值取决于发行人及／或担保人（如适用）的信誉度，而该信誉度在债券期限内可能会有所变化。若债券发行人及／或担保人违约，债券或其产生的任何收益无法获得保证，您可能无法收回或无法全数收回投资本金。

投资策略部

投资策略师负责瑞信全权委托及顾问业务多资产类别策略的制定及后续的执行。所显示的投资组合模型仅供说明。视乎您的具体情况及风险容忍度，您的资产配置、投资组合权重及表现可能会有明显差异。投资策略师的意见及观点可能有别于瑞信其他部门的意见及观点。投资策略师的观点可能随时更改，恕不另行通知且无义务更新。瑞信并无义务确保向您通知此类更新。

投资策略师可能不时参考之前刊发的研究文章，包括以列表形式整理的推荐建议及评级变更。本文所载的投资建议属于Credit Suisse Research之前所刊发投资建议的摘要及／或引述。股票方面，这与发行人的公司要点 (Company Note) 或公司概况 (Company Summary) 有关。债券投资建议载于相关的研究提醒 (债券) 刊物或Institutional Research Flash/Alert — Credit Update Switzerland。该内容可应要求提供，亦可登录<https://investment.credit-suisse.com>浏览。披露内容可登录[www.credit-suisse.com/disclosure](http://www.credit-suisse.com/disclosure)浏览。

**非分销、招揽或投资建议：**本文件作参考和说明之用，仅供您个人使用。本文件并非购买或出售任何证券或其他金融工具之招揽、要约或建议。包括事实、意见或引用在内的任何信息可能经过精简或概括，且为撰写本文当日之信息。本文件所载信息仅作为一般市场评论而提供，不构成任何形式的受监管财务建议或法律、税务或其他受监管服务，且并未考虑任何人士的财务目标、状况或需求（作出任何投资决策之前的必要考虑因素）。在根据本文件作出任何投资决策之前或对其内容获取任何必要的解释时，您应寻求独立财务顾问的意见。无论您何时获取或使用有关信息，本文件旨在提供撰写本文撰写当日瑞信的见解和观点。本报告所载见解和观点可能与瑞信其他部门的见解和观点有所不同，并可随时更改，恕不另行通知且无义务更新。瑞信并无义务确保向您通知此类更新信息。

**预测和估计：**过往表现不应被视为未来表现的指示或保证，且对于未来的表现不作任何明示或暗示的陈述或保证。就本文件所载关于未来表现的陈述而言，该等陈述属前瞻性的并受诸多风险和不确定性限制。除非有任何相反说明，所有数字均未经审核。本文件所提及的所有估值均遵守瑞信估值政策和程序。**冲突：**瑞信保留纠正本文件中可能出现的任何错误的权利。瑞信、其联营公司及／或其他公司可能持有或拥有所提及的任何证券或其期权或对该证券或期权拥有其他重大权益或进行有关交易或其他相关投资，并可能不时增加或处置该等投资。瑞信可能正提供或在过去12个月内已经提供与本文件中列出的投资有关或与所提及的任何公司或发行人有关的投资的重大建议或投资服务。本文件所提及的若干投资将由瑞信的单一实体或联营公司提供或瑞信可能是该等投资的唯一做市商。瑞信参与许多与本文件所提及的公司有关的业务。这些业务包括专业交易、风险套利、庄家活动和其他自营交易。**税项：**本文件所载内容并不构成投资、法律、会计或税务建议。瑞信不就投资的税务后果提供建议，建议您联络独立的税务顾问。税务水平和依据取决于个人情况，并可随时更改。**资料来源：**本文件所提供的信息和意见均获取自或源自瑞信认为可靠的来源，但瑞信对其准确性或完整性不作任何陈述。瑞信对使用本文件所造成的损失概不负责。**网站：**本文件可能提供网站的网址或载有其超链接。除文件所引用的瑞信网站的资料外，瑞信并未对链接网站进行审核且对其中所载内容概不负责。该等地址或超链接（包括瑞信自身网站资料的网址或超链接）仅供您方便使用，且链接网站的信息和内容不以任何方式构成本文件的一部分。透过本文件或瑞信网站访问该网站或使用此类链接的风险将由您自行承担。**数据隐私：**我们将根据瑞信隐私声明来处理您的个人数据，您在自己的居住地可通过瑞信官方网站[www.credit-suisse.com](http://www.credit-suisse.com)浏览该内容。为您您提供有关我们产品及服务的推广材料，瑞士信贷集团及其附属公司可能处理您的基本个人数据（即联系方式，如姓名、电邮地址等），直到您告知我们您不再希望收到该等材料。您可在通知您的客户经理后，随时选择不接收该等资料。

分发实体

除本文另行说明外，本报告由瑞士信贷银行股份有限公司分发。瑞士信贷银行股份有限公司是一家瑞士银行，由瑞士金融市场监督管理局授权和监管。**奥地利：**本报告由CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich（“奥地利分行”）或瑞士信贷银行股份有限公司（德国）分发。奥地利分行隶属于CREDIT SUISSE(LUXEMBOURG) S.A.; 后者为卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。奥地利分行受卢森堡监管机构卢森堡金融监管委员会(CSSF)（地址为283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand Duchy of Luxem- bourg）以及奥地利监管机构金融市场监管局(FMA)（地址为Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria）的审慎监管。瑞士信贷银行股份有限公司（德国）由德国联邦金融监管局（“BaFin”）联同奥地利监管机构金融市场监管局(FMA)（地址为Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria）监管。**澳大利亚：**本材料由瑞士信贷银行股份有限公司悉尼分行（“悉尼分行”）仅为参考目的而只向属“批发客户”（定义见《公司法》第761G(7)条）的人士于澳大利亚分发。悉尼分行并不担保本文所提及的任何金融产品的表现，也不就其表现做出任何保证。在澳大利亚，瑞士信贷集团实体（不包括悉尼分行）并非《1959年银行法》（修订版）所规定的认可储蓄机构，其义务并不代表悉尼分行的存款或其他责任。悉尼分行并不就该等瑞信实体或基金的义务做出担保或保证。**巴林：**本报告由瑞士信贷银行股份有限公司巴林分行分发；瑞士信贷银行股份有限公司巴林分行隶属于瑞士苏黎世瑞士信贷银行股份有限公司，由巴林中央银行（CBB）正式授权为第二类投资公司并受其监管。有关金融服务或产品仅面向CBB规定的认可投资者，而不适用于任何其他人士。巴林中央银行并未审核本文件，亦未批准在巴林王国推销本文所述的任何投资工具，且对投资工具的表现概不负责。瑞士信贷银行股份有限公司巴林分行地址为Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain。**智利：**本报告由瑞士信贷银行股份有限公司（于苏黎世州注册成立）的分行Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada分发；Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada由智利金融市场委员会监管。

发行人和证券概未根据第18.045号法律《智利证券市场法》及其相关规定在智利金融市场委员会（Comisión para el Mercado Financiero）注册登记，因此不可在智利公开发售或销售。除根据《智利证券市场法》第四章所界定的非公开发售（即并非“以公众或公众之中的某个部分或特定群体为对象”的发售）面向个别确定的投资者外，本文件不构成在智利共和国境内认购或购买证券的要约或邀请。**迪拜国际金融中心：**本信息由瑞士信贷银行股份有限公司（迪拜国际金融中心分行）分发；瑞士信贷银行股份有限公司（迪拜国际金融中心分行）由迪拜金融服务局（“DFSA”）核准和监管。有关金融服务或产品仅面向DFSA规定的专业客户或市场交易对手，并不适用于任何其他人士。瑞士信贷银行股份有限公司（迪拜国际金融中心分行）的地址为Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates。**法国：**本报告由瑞士Credit Suisse (Luxembourg) S.A.法国分行（“法国分行”）分发，该分行隶属于Credit Suisse (Luxembourg) S.A.; Credit Suisse (Luxembourg) S.A.为卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180Luxembourg。法国分行受卢森堡监管机构卢森堡金融监管委员会(CSSF)，以及法国监管机构金融审慎监管局(ACPR)和法国金融市场监管局(AMF)的审慎监管。**德国：**本报告由瑞士信贷银行股份有限公司（德国）分发；瑞士信贷银行股份有限公司（德国）受德国联邦金融监管局（“BaFin”）监管。**根西岛：**瑞士信贷银行股份有限公司根西岛分行分发；瑞士信贷银行股份有限公司根西岛分行是于苏黎世州注册成立的瑞士信贷银行股份有限公司的分行，营业地点位于Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey。瑞士信贷银行股份有限公司根西岛分行由瑞士信贷银行股份有限公司全资拥有，由根西岛金融服务委员会监管。阁下可索取最新经审计账目副本。

**香港：**本材料由瑞士信贷银行股份有限公司香港分行（“香港分行”）于香港分发，并根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第16条编制；香港分行属受香港金融管理局监管的认可机构，及受证券及期货事务监察委员会监管的注册机构。瑞士信贷银行股份有限公司为瑞士注册成立的有限公司。本材料所载内容未经香港任何监管机关审阅。务请审慎对待任何发售。若您对本材料的内容存疑，应征求独立专业意见。除非本产品仅会或仅拟转让予香港境外人士或香港《证券及期货条例》（香港法例第571章）及其任何规则界定的“专业投资者”，否则任何人士不得发出或发出而拥有（不论是在香港或其他地方）面向香港公众或内容很可能被香港公众获知或闻知的，有关本产品的广告、邀请或文件（香港证券法允许的情况除外）。**印度：**本报告由Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN编号：U67120MH1996PTC104392) 分发；Credit Suisse Securities (India) Private Limited作为研究分析师（注册号：INH000001030）、投资组合经理（注册号：INP000002478）及股票经纪（注册号：INZ000248233）由印度证券交易委员会监管，其注册地址位于9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai– 400 018, India（电话：+91-22 67777 37777）。**以色列：**倘由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.于以色列分发：本文件由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.分发。瑞士信贷银行股份有限公司（包括其在

以色列提供的服务) 不受以色列银行下设的银行监管部监管, 但受瑞士相关银行业监管机构监管。Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.是以色列的特牌投资营销商, 因此其投资营销活动受以色列证券局监管。**意大利:** 本报告由Credit Suisse (Italy) S.p.A. (为根据意大利法律注册成立的银行, 受意大利银行和意大利全国公司及证券交易委员会监督和管制) 于意大利分发。**黎巴嫩:** 本报告由Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL (“CSLF”) 分发; CSLF为于黎巴嫩注册成立的金融机构, 受黎巴嫩中央银行 (“CBL”) 监管, 金融机构许可证号为42。Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL受黎巴嫩中央银行法律和通告以及黎巴嫩资本市场管理局 (“CMA”) 法律和法规的规管。CSLF属瑞士信贷银行股份有限公司的子公司, 并隶属于瑞士信贷集团 (瑞信)。CMA对本报告所载信息的内容 (包括信息的准确性或完整性) 不承担任何责任。本报告内容由发行人、其董事和其他人士 (例如同意将其意见纳入本报告的专家) 负责。CMA亦未评估有关投资是否适合任何特定投资者或特定类型投资者。投资者特此清楚并承认, 投资金融市场可能极为复杂, 有可能蒙受价值损失, 故未必适合所有投资者。CSLF对该投资的适当性评估, 将根据投资者向CSLF提供的信息并依照瑞信内部政策和流程进行。投资者明白瑞信及/或CSLF提供的所有通讯和文件均使用英文。一经接受对产品的投资, 则投资者明确且不可撤销地确认其时使用英语完全清楚, 且无异议。**卢森堡:** 本报告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.分发, 该公司是卢森堡大公国正式授权的信贷机构, 注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, 由卢森堡监管机构卢森堡金融监管委员会(CSSF)审慎监管。**墨西哥:** 本文件代表向C. Suisse Asesoría México, SA de CV (“C. Suisse Asesoría”) 及/或Banco Credit Suisse (México), SA. Institución de Banca Múltiple, Grupo Financiero Credit Suisse (México) (“Banco CS”) 提供服务的人员的构想; C. Suisse Asesoría和Banco CS因此均有权随时改变其想法, 而不对此承担任何责任。本文件仅供参考, 不构成执行操作的个人推荐、建议或邀请, 也不替代您在作出投资决定之前与C. Suisse Asesoría及/或Banco CS客户经理的通信。由于所发送文件中包含的信息可能并未考虑个别客户的投资策略和目标, 因此C. Suisse Asesoría及/或Banco CS对根据该等信息而作出的投资决定不承担任何责任。投资基金的销售章程、发售文件、投资基金的投资制度、年度报告和定期金融信息含有对投资者而言有用的所有其他信息。该等文件可直接从证券发行人和投资基金经理或其上市的股票市场网页中免费获取, 或者可向C. Suisse Asesoría及/或Banco CS的客户经理索取。过往表现和现有市场的各种情景无法保证当前或将来的收益。

如果本文件所含信息不完整、不正确或不清楚, 请尽快与您的C. Suisse Asesoría及/或Banco CS客户经理联系。本文件可能会及/或进行修改, 而无须由C. Suisse Asesoría及/或Banco CS承担责任。就由国家银行证券委员会 (“CNBV”) 刊发的适用于金融机构和提供投资服务的其他法人的一般性条规而言, 本文件仅供参考, 并不取代您从C. Suisse Asesoría及/或Banco CS收到运营报告及/或对账单。鉴于本文件的性质, C. Suisse Asesoría及/或Banco CS对本文件包含的信息不承担任何责任。本文件所含信息均从C. Suisse Asesoría及/或Banco CS认为可靠的来源或基于该等来源取得, 在不影响这一事实的前提下, 概不保证信息的准确性或完整性。Banco CS及/或C. Suisse Asesoría对因使用发送给您文件中所含的信息而造成的任何损失概不负责。建议投资者确保所提供的信息符合其在任何特定法律、法规或财务情形下的个人状况和投资情况, 或寻求独立的专业意见。C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.是一家根据证券市场法成立的投资顾问公司, 在CNBV根据代码30070注册; C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.并不隶属于Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.或任何其他位于墨西哥的金融集团。根据证券市场法及其他适用法规的规定, 鉴于C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.与外国金融机构瑞士信贷银行股份有限公司的直接关系及与组成Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V.的实体的间接关系, 该公司并非一家独立的投资顾问公司。**荷兰:** 本报告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.荷兰分行 (“荷兰分行”) 负责分发, 该分行隶属于Credit Suisse(Luxembourg) S.A., 后者是由卢森堡大公国正式授权的信贷机构, 注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。荷兰分行受卢森堡监管机构卢森堡金融监管委员会(CSSF)、荷兰监管机构荷兰中央银行, 以及荷兰市场监督机构金融市场管理局的审慎监督。**葡萄牙:** 本报告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.葡萄牙分行 (“葡萄牙分行”) 负责分发, 该分行隶属于Credit Suisse (Luxembourg) S.A., 后者是由卢森堡大公国正式授权的信贷机构, 注册地址为5, rue Jean Mon-net, L-2180 Luxembourg。葡萄牙分行受卢森堡监管机构卢森堡金融监管委员会(CSSF), 以及葡萄牙监管机构葡萄牙银行(BdP)和葡萄牙证券市场委员会(CMVM)的审慎监督。**卡塔尔:** 本信息由Credit Suisse (Qatar) L.L.C.分发, 该公司由卡塔尔金融中心管理局 (QFCRA) 根据卡塔尔金融中心 (QFC) 第00005号文件正式授权及监管。所有有关金融产品或服务仅面向QFCRA所规定的市场交易对手或商业客户, 包括选择列为商业客户、净资产超过400万卡塔尔里亚尔并具有参与该等产品及/或服务所需的充分金融知识、经验及理解力的个人。因此, 本信息不得向任何其他类型的个人提供或由其他依赖。

**沙特阿拉伯:** 本信息由Credit Suisse Saudi Arabia (商业登记号: 1010228645) 分发。Credit Suisse Saudi Arabia根据日期为23/03/1429H (对应的公历日期为21/03/2008) 的牌照号码08104-37获沙特阿拉伯金融管理局正式许可及监管, 主要营业地点位于King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi Arabia, 网址为<https://www.credit-suisse.com/sa>。根据《证券发售要约和持续责任规则》(Rules on the Offer of Securities and Continuing Obligations), 除非面向资本市场管理局刊发的《证券发售要约和持续责任规则》所允许的人士, 否则本文件不得在国内分发。资本市场管理局不对本文件的准确性或完整性作任何陈述, 并明确声明对由本文件任何部分引起或因依赖于本文件任何部分而产生的任何损失概不负责。本文件所提呈发售证券的潜在买家, 应自行对证券相关信息的准确性进行尽职调查。如果您不清楚本文件的内容, 应咨询获授权的财务顾问。根据《投资基金条例》(Investment Fund Regulations), 除非面向资本市场管理局颁布的《投资基金条例》所允许的人士, 否则本文件不得在国内分发。资本市场管理局不对本文件的准确性或完整性作任何陈述, 并明确声明对由本文件任何部分引起或因依赖于本文件任何部分而产生的任何损失概不负责。本文件所提呈发售证券的潜在买家, 应自行对证券相关信息的准确性进行尽职调查。如果您不清楚本文件的内容, 应咨询获授权的财务顾问。**新加坡:** 本材料由瑞士信贷银行股份有限公司新加坡分行 (“新加坡分行”) 于新加坡分发。新加坡分行根据《银行法》(第19章) 获新加坡金融管理局发牌开展银行业务。本材料仅在新加坡向金融顾问法规 (“FAR”) 规定的机构投资者、认可投资者及专业投资者为分发目的而编制及发行。若您属于机构投资者、认可投资者或专业投资者, 新加坡分行就可向您提供的财务顾问服务获豁免遵循新加坡法律第110章财务顾问法 (“FAA”)、FAR及按有关规定发出的通知及指引的若干合规要求, 包括豁免遵循: (i) FAA第25条 (根据FAR第33(1)条); (ii) FAA第27条 (根据FAR第34(1)条); 及(iii) FAA第36条 (根据FAR第35(1)条)。对于因本材料 (包含附录 (若适用)) 而产生或与之相关的事项, 新加坡收件人应联络新加坡分行。倘您对收取我们的推广材料存在疑问/异议, 请发送邮件至[dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com](mailto:dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com) (瑞士信贷银行股份有限公司香港分行)、[PDPO.SGD@credit-suisse.com](mailto:PDPO.SGD@credit-suisse.com) (瑞士信贷银行股份

有限公司新加坡分行) 或[csau.privacyofficer@credit-suisse.com](mailto:csau.privacyofficer@credit-suisse.com) (瑞士信贷银行股份有限公司悉尼分行), 联络我们的数据保护主任。本文件所有内容受版权法保护 (保留所有权利)。未经瑞信事先书面批准, 不得转载、传输 (通过电子或其他方式) 或修改本文件或其任何部分, 亦不得将之作公开或商业用途。© 2021瑞士信贷集团及/或其联营公司版权所有。保留所有权利。**南非:** 本资料由瑞士信贷银行股份有限公司 (已向南非金融行业行为监管局 (Financial Sector Conduct Authority) 注册为金融服务提供商, 金融服务提供商编号为9788) 及/或Credit Suisse (UK) Limited (已向南非金融行业行为监管局注册为金融服务提供商, 金融服务提供商编号为48779) 分发。**西班牙:** 本文件属于宣传材料, 由瑞士信贷银行股份有限公司西班牙分行 (在国家证券市场委员会注册的法人实体) 提供, 仅供参考。本文件仅供接收者个人使用, 且根据现行法规, 不得将本文件视为发售证券的要约、个人投资建议, 或引导您执行任何操作的一般或特定产品或投资策略建议。在任何情况下, 客户均被视为对作出任何投资或撤资决定承担责任, 因此客户对根据本文件所含信息和意见而决定执行操作的收益或亏损负全责。本文件并非源自金融分析或研究, 因此不受制于适用于制作和分发金融研究的现行法规, 其内容也无须遵循金融研究独立性的法律要求。**土耳其:** 本文件所载的投资信息、意见及推荐建议并不属于投资咨询活动的范畴。投资咨询服务由获授权机构在考虑个人的风险及回报偏好之后, 以定制方式向后者提供。然而, 本文件所含意见和建议属一般性质。因此, 该等推荐可能与您的财务状况, 或者风险和收益偏好不符。因此, 仅依赖本文件所提供信息作出投资决策未必能取得与您的预期相符的结果。本报告由Credit Suisse Istanbul Menkul Değerler Anonim Sirketi分发, 该公司由土耳其资本市场委员会监管, 注册地址位于Levazim Mahallesi, Koru Sokak No.2 Zorlu Center Terassevier No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul-Turkey。**英国:** 本材料由Credit Suisse (UK) 分发。Credit Suisse (UK) Limited由审慎监管局授权并受金融行为监管局和审慎监管局监管。如果本材料由不受英国《2000年金融服务与市场法 (金融推广) 2005法令》豁免的境外实体派发至英国, 则下列条款适用: 倘在英国境内传播或者可在英国造成影响, 则本文件构成经Credit Suisse (UK) Limited批准的财务推广, Credit Suisse (UK) Limited就其在英国的投资业务获审慎监管局授权, 并受金融行为监管局和审慎监管局监管。Credit Suisse (UK) Limited的注册地址位于Five Cabot Square, London, E14 4QR。请注意, 英国《2000年金融服务与市场法》中对于保护零售投资者的规则对您并不适用, 且“合格申请人”可根据英国金融服务赔偿计划获得的任何潜在赔偿对您亦不适用。税务处理取决于各客户的个人情况, 且未来可能有所变化。

**美国:** 本报告及其副本均不得在美国境内或对任何美国人士 (美国1933年证券法 (修正) S条例所赋予的含义) 发送或分发, 或在美国境内由美国人士获取。

未经瑞信书面批准, 不得全部或部分转载本报告。©2021年瑞士信贷集团及/或其联营公司版权所有。保留所有权利。

21C014A\_IS



# 刊物名录

## 总编辑

Philipp Lisibach  
全球投资策略主管

## 截稿日期

2021年11月15日

## 责任编辑

Nannette Hechler-Fayd'herbe  
全球经济及研究总监, 国际财富管理部地区

## 设计

LINE Communications AG

## 编辑支持

Catherine McLean Trachsler  
Christa Jenni  
Christine Mumenthaler  
Flurina Krähenbühl

## 翻译

Credit Suisse Language & Translation Services

## 更多信息

[credit-suisse.com/investmentoutlook](https://credit-suisse.com/investmentoutlook)

## 项目管理

Camilla Damm Leuzinger  
Claudia Biri  
Serhat Günes  
Aileen Chow  
Karen Chan  
Kana Higuchi

## 图片来源

nadla/GettyImages (cover, p. 1, p. 2, p. 16–17, p. 72);  
Credit Suisse (p. 7, p. 9);  
Roberto Moiola/Sysaworld/GettyImages (p. 14–15);  
Mlenny/GettyImages (p. 34–35);  
Paul Souders/GettyImages (p. 62–63);  
the\_burtons/GettyImages (p. 64)

# 作者 / 投稿人

**James Sweeney**

环球经济师兼美洲地区首席投资官

**Neville Hill**

欧洲经济部主管

**Daniel Rupli**

股票和信贷单一证券研究主管

**David Sneddon**

全球科技分析主管

**Tobias Merath**

财富内容策略主管

**Luca Bindelli**

全球金融工具、外汇和商品策略主管

**Marc Häfliger**

全球股票策略主管

**David Wang**

中国经济部主管

**Jelena Kucenko**

全球另类投资策略主管

**Jessie Gisiger**

全球信贷策略和投资主题主管

**Stefan Graber**

全球商品策略主管

**Karsten Linowsky**

全球货币策略主管

**Claude Maurer**

瑞士宏观经济策略主管

**Anand Datar**

另类投资策略师

**Sarah Leissner**

另类投资策略师

**Rasmus Rousing**

股票策略师

**Laura Smith**

股票策略师

**Sunny Chabriya**

股票策略师

**Satish Aluri**

股票策略师

**Florence Hartmann**

新兴市场债券及外汇策略师

**Angela Saxby Robbins**

可持续投资高级专家

**Nicole Neghaiwi**

可持续投资专家

**Andrew McAuley**

澳洲首席投资官

**Jack Siu**

瑞信大中华区投资总监

**Soichiro Matsumoto**

日本首席投资官

**Jasmin Argyrou**

澳大利亚全权委托投资组合管理

**Suresh Tantia**

瑞信亚太区高级投资策略师



[credit-suisse.com](https://credit-suisse.com)

© 瑞信，2021年版权所有

