

2022年 投資展望



大過渡期。



2022年投資展望

大過渡期。

了解更多



目錄



06	首席執行官寄語
08	寄語
10	2021年回顧
12	2022年核心觀點
68	免責聲明
70	刊物名錄



15

全球經濟

16	過渡期進程
21	疫情後的十年
24	地區前景
30	可持續發展



35

主要資產類別

36	固定收益
42	股票
50	貨幣
52	房地產
54	對沖基金
56	私募市場
58	大宗商品
60	超級趨勢



63

2022年投資策略

64	2022年投資策略
66	預測

寄語

個人觀點



Thomas Gottstein
瑞士信貸集團首席執行官

在過去幾年，尤其是2021年，我們深悉保護地球以及小型企業、員工乃至弱勢社群的重要性。展望2022年，我誠摯相信，瑞信等銀行在後疫情時代的經濟復蘇期間，將繼續肩負為客戶提供支援的重任。

誠如後文所述，我們相信經濟終將走出新冠疫情的陰霾，相對疫情前大有改觀。物流網絡的問題及中斷狀況應會逐步得到解決，這有助於緩解多類商品的價格上漲。

不過，我們很可能在未來十年乃至以後遇到巨大的結構性挑戰，包括人口持續老化以及減碳大趨勢。換言之，我們正處於一場巨變的開端。

我們為瑞信訂立的新策略願景，突顯我們致力通過非凡創新加快這場變革、靈活經營業務，以及為企業、投資者及企業家注入增長動力。在此背景下，我們的Credit Suisse House View構成我們為全球財富管理客戶所提供的意見及投資見解，並發揮至關重要的作用。

祝大家2022年身體健康，財運亨通。

Thomas Gottstein

寄語

大過渡期



Michael Strobaek
環球首席投資總監

未來一年將是具有實質意義的經濟和金融過渡期的起點。不僅向後疫情時代的現實過渡，同時也是向更趨於正常的貨幣政策，以及更溫和的金融市場回報過渡。重要的是，隨著世界朝著淨零排放的方向發展，未來一年也是全球更加關注可持續發展的過渡期。

即使在新冠病毒首次出現的兩年之後，世界仍在尋找擺脫疫情困境的出路。事實上，過去一年全球許多地區已在常態化道路上邁出重要步伐，包括推出接種疫苗計劃以及放寬、甚至解除限制措施，但同時出現疫情再爆發，因德爾塔變種病毒的蔓延減緩了部分地區經濟復甦的步伐。雖然新冠病毒疫情目前似乎受控，但是全球經濟的若干領域（例如勞工市場）尚未完全復甦。我們認為，2021年有諸多因素支持經濟復甦，展望未來一年，在這些相同因素的推動下，全球經濟將保持穩定。

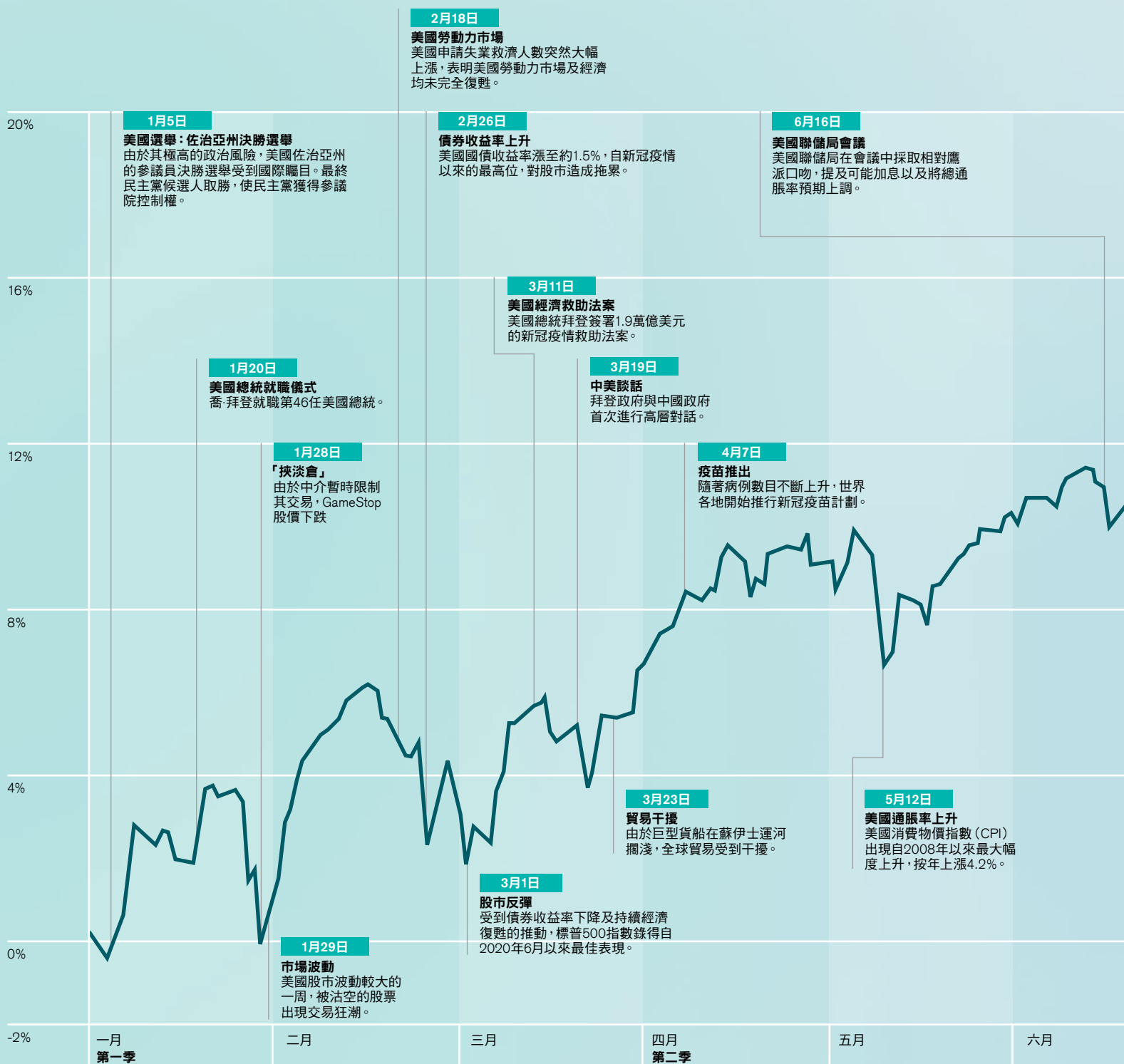
從投資者角度來看，2021年證明是回報豐厚的一年，股市再次錄得雙位數回報。盈利增長強勁，MSCI AC指數盈利甚至超過了疫情前的高位。我們認為，盈利依然為明年股市回報的主要驅動因素，將推動股市錄得穩健但略低的單位數回報。由於固定收益作為一種資產類別持續錄得微薄的回報，因此我們認為投資者應寄望於遵循非傳統模式的投資策略，從而確保其投資機會集多元化。

在下文中，我們不僅關注2022年投資者可能遇到的機會及風險。我們還談及全球對環境、社會及管治(ESG)主題的關注日益增強，我們預計2022年該等主題將持續影響公司及投資前景。在本文中，我們重點強調投資者2022年應關注的主要ESG趨勢。綜上所述，我們依然相信，在向更加均衡及可持續發展的世界過渡的過程中，該等趨勢將發揮明顯作用。

接下來闡述我們的長期投資主題，即超級趨勢。自今年年初，我們將我們於超級趨勢中捕捉到的若干副主題與聯合國17個可持續發展目標(SDG)結合起來。我們認為，全球疫情凸顯了SDG的重要性，它們可以作為未來經濟活動及發展以及政府合作及國際關係的指導原則。作為投資者，我們也必須了解該指導原則。

隨著我們於2022年延續大過渡期，希望我們的見解及引導可為您前行的道路提供必要的指南。

2021年： 在疫情中尋求出路



■ MSCI 全球價格指數



瑞士信貸觀點簡述



經濟增長

全球經濟增長有望在2022年再度超過預計趨勢。隨著保持社交距離規定進一步放寬，餐飲或旅遊等服務的消費將會回升，為經濟的服務行業提供支持。供應鏈問題開始紓緩後，強勁的商品需求將推動生產水平回升。因此，工業生產也有望增長。



固定收益

2022年政府債券收益率可能為負。信貸方面，無論是投資級債券還是高收益債券，低息差只能勉強彌補高收益帶來的風險。一般而言，我們傾向於避免久期風險。我們偏好歐元區通脹掛勾債券，並因浮動利率特徵傾向於優先貸款。



通脹

2022年，通脹將從2021年高企的數字正常化，但可能仍高於疫情前的水平。緊隨新冠病毒封鎖後的價格暴漲情況，將從通脹計算中消失（基數效應消退），供應鏈問題也將紓緩，導致2022年的通脹壓力逐漸下降。



股票

我們預計2022年全球股票市場將出現具吸引力回報，盈利仍然是關鍵推動因素。我們預計股票板塊滯後於疫情衝擊後的全球復甦，之後將與受惠於長期增長趨勢的行業共同成為亮點。



利率

鑒於經濟持續復甦，歐洲央行(ECB)及美國聯邦儲備委員會（聯儲局）將在2022年逐步減少資產購買，聯儲局將比歐洲央行更快採取行動。然而，我們預計2022年兩家央行均不會直接加息，而日本及瑞士的貨幣政策在此期間將保持不變。英國方面，與歐洲其他國家相比，英國通脹率更加棘手，我們預計英倫銀行將在2021年12月開始加息，並在2022年加息兩次。我們還預計某些新興市場會加息，比如巴西。



外匯

美元將受到聯儲局政策正常化路徑的支持，尤其是兌瑞士法郎及日圓。歐元/美元在2022年初表現將保持疲弱，但後續隨著歐元區基本面改善，匯率將穩定下來。新興市場貨幣的表現將更迥異，俄羅斯盧布受到國內利率的支持，而人民幣可能會因政策風險的存在而在窄幅上落。



大宗商品

週期性行業的需求將持續殷切，但供應將會跟上並部分紓緩實物現貨市場的短缺。能源市場在冬季面臨高波動性，但進入2022年後，這種情況將進一步緩和。碳價仍將是主要議題，而隨著政策開始正常化，黃金可能轉弱。



房地產

我們預計，受惠於低息環境及經濟持續復甦，房地產投資將實現中等個位數水平的正回報。由於疫情推動的結構性轉變持續存在，我們看好由長期增長推動因素支持的行業，包括物流地產。



私人市場及對沖基金

經濟環境仍對私人市場有支持作用，而投資環境競爭更激烈。我們強調了由長期增長及市場錯位所支持的機會。在對沖基金方面，市場狀況可能會繼續支持較低的市場貝塔策略及收益另類投資。





全球經濟

全球經濟

推進轉型



全球疫情雖未結束，但疫苗接種有助於讓日常生活部分回歸常態。儘管新冠病毒德爾塔變體的迅速蔓延令部分地區的2021年經濟正常化步伐放緩，但2022年應會保持復甦態勢，預計全球國內生產總值(GDP)增速或將高於潛在增長率。然而，此次疫後經濟的復甦將不同於以往的歷次危機。一場前所未有的經濟衰退意味著一次獨一無二的復甦。總而言之，未來幾個季度疫情經濟 何去何從仍有待觀察。

過去兩年著實不同尋常——不僅是對人類而言，更是對全球經濟而言。受惠於疫苗接種計劃，現時新冠疫情似乎受控，但放眼全球經濟，就業市場等部分領域尚未恢復元氣。生活如常仍是奢望——而且在可預見的將來也不會一如往常。

新冠病毒在2020年演變成全球性大流行病，隨之而來的封鎖使全球經濟陷入有史以來最嚴重的衰退之中。面對史無前例的衝擊，各國紛紛實施大力的財政及貨幣支持政策，促進經濟快速復甦。然而，由於經濟遭受重大衝擊，許多數據已然失真，形成「數據迷霧」，數據不僅無從解釋，更難以預測，投資者觀點出現重大分歧。以美國的兩個現象為例，初次申請失業救濟人數等就業市場統計數據上升到空前水平；金融市場的油價曾一度跌至負值。

在強刺激效應及被壓抑需求的推動下，這股復甦勢頭一直持續到2021年。通脹也在上升——部分原因是所謂的基數效應（即數據迷霧問題），以及持續的供應鏈問題（即新冠病毒導致工廠停工、港口關閉，引發從電腦晶片到軟木木材等各種貨物供應短缺）。隨著2021年接近尾聲，一些央行對經濟復甦信心十足，開始逐步放緩資產購買（減少買債），從而降低緊急刺激措施規模。2022年，我們預計隨著經濟景氣進一步回歸正常，數據迷霧將會消散。然而，疫情經濟的所有特徵並非都只是曇花一現。我們認為，來年經濟形勢將比2021年更趨「正常」，但仍有不少特殊因素還將繼續存在。我們認為，當經濟最終擺脫這場危機之時，將呈現出與2019年截然不同的面貌，而其中最重大的變化可能與疫情並無關聯。

了解更多



供應鏈仍面臨挑戰，經濟穩步增長

2022年經濟增長預計將有不俗表現，2021年支持經濟復甦的驅動因素將持續：強勁的需求，保持寬鬆的財政及貨幣政策環境，以及利好旅遊、出行行業的新冠病毒相關限制的逐步放鬆。我們預計2022年全球經濟將實際增長4.3%，雖然低於我們的2021年預測5.8%，但高於疫情前的增長率。例如全球經濟2019年僅增長2.7%。

全球工業生產將實現增長。由於旅遊餐飲等行業因新冠病毒遭到限制，原本通常會流入服務業的收入另覓去處，大量刺激措施帶來的可支配收入提高，抵銷了就業收入的減少，電子產品等商品受到追捧，經濟復甦期間的消費市場空前暢旺。在2020年衰退期間，工業生產減幅高於商品需求總量，在整個經濟復甦過程中，生產始終落後於消費。

因此，全球經濟的整體庫存均有縮水。有些領域的產量不足與新冠病毒防疫措施有關，隨著相關限制的取消，情況或將改善。但有些領域的短缺問題將延續至2022年，特別是那些極需新商業投資（即工廠）來提高產量的行業，比如電腦晶片。英國已經因貨車司機缺口而引發諸多問題，未來一年類似的勞動力短缺問題或許仍將存在。不過總體而言，我們預計2022年的供應鏈形勢將不如2021年嚴峻。

雖然工業生產是經濟復甦的一個重要指標，但服務業才是全球經濟的主體部分。社交距離政策繼續影響著餐飲旅遊等多個行業，服務支出還未完全恢復。然而隨著經濟整體復甦，2021年服務業已有明顯起色，我們認為當更多限制被取消，這股復甦勢頭將持續至2022年。因此，我們預計2022年服務業的增長速度將超過整體經濟。工業生產及服務業增長前景向好，意味著全球經濟應該能夠應對緊急財政刺激措施（如特別失業津貼或休假計劃）及央行支持措施的逐步撤回。

美國通脹——基數效應正在消退



■ 核心PCE年增率
■ 廣義PCE年增率

最後數據點 2021年9月
資料來源 東亞銀行、瑞信。

通脹：由高位回落，但升勢不減

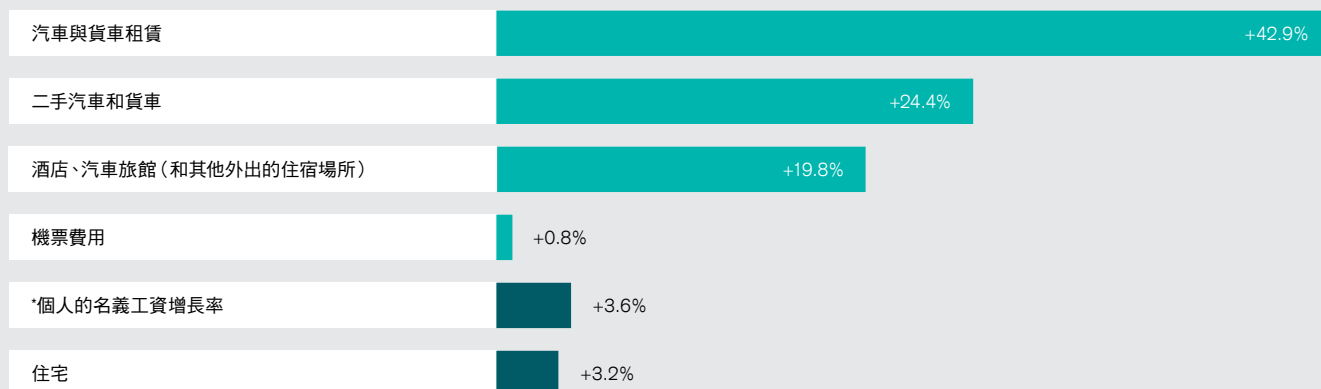
通脹加速是2021年的重要主題之一。疫情之初，通脹壓力明顯，商品價格接連暴跌（例如西德克薩斯中質原油期貨在2020年4月歷來首次出現負值）。由於擔心出現類似於上世紀三十年代通縮螺旋及大蕭條狀況，政策制定者們迅速反應，採取一系列規模空前的貨幣及財政刺激措施。這些通貨再膨脹政策有助於使經濟重回正軌。然而強勁的商品需求加上疫情的干擾，許多供應鏈不堪負荷，核心商品的價格飆升。作為價格變化的衡量指標，我們估計2021年全球通脹率上升了3.5%。

未來物價上升速度預計會放緩，即通脹率應開始見頂。原因是物價升勢已是強弩之末（即基數效應正在消退），而未來的供應鏈中斷問題應會減少。不過還有其他因素可能會阻礙通脹率降至疫情前的水平，就業市場緊張便是其中之一。2021年經濟復甦使許多工作職位重回就業市場，不少國家的失業率接近於疫情前水平。如2022年服務業如預期般復甦，我們認為就業市場或將迅速變得緊張，而多個國家的人口結構情況也加劇了這一問題。事實上，無論是公共巴士及貨車司機，還是代課教師、餐館員工，均已出現人手短缺的局面。就業市場趨緊應有助於提高工人在薪酬談判的議價能力。因此，我們預計2022年薪酬將會加速增長，進而為2022年通脹率保持在3.7%的高位提供保障。2019年全球通脹率僅為2.5%。

通脹捲土重來

雖然我們預計最近的通脹飆升將被證明是過渡性事件，但從長遠來看，部分領域的通脹可能會顯得較為棘手，即住宅和工資。

美國消費價格指數：2020年9月–2021年9月 *2021年9月–12個月中位數工資增長移動平均值，按時薪計酬



可能出現暫時性通脹

通脹可能更持久

資料來源 美國勞工統計局，亞特蘭大聯邦儲備銀行

加息與否，一國一策

2022年許多地區的通脹率可能仍然高於央行目標（例如我們預測美國通脹率為4.5%，歐元區為2.8%），關鍵問題在於央行將如何應對。在疫情期間，各大主要央行紛紛推出巨額資產購買計劃（量化寬鬆），為金融市場大量「注入流動性」，維持寬鬆的金融環境，協助經濟復甦。我們認為多家央行將首先縮減購買資產，然後才會出手加息。事實上，包括聯儲局在內的數家央行在2021年底便已有行動。這些央行在公告中明確表示，將根據經濟數據來判斷是否減少資產購買計劃，並且將控制縮減幅度，防止影響經濟復甦。2022年，在市場預期即將緊縮銀根之際，核心通脹率較高（但逐漸下降）及充分就業的進展強勁，有可能促使聯儲局在2022年底加息一次。歐元區方面，我們認為歐洲央行可能會在2022年6月結束緊急抗疫購債計劃（PEPP），但預計會通過其他常規計劃繼續購買資產。此外，英國的情況則略有不同。英國的通脹壓力應高於其他發達經濟體，我們預計英倫銀行將於2021年12月啟動加息，2022年將會加息兩次。總而言之，雖然部分國家可能會加息，但我們預計聯儲局及歐洲央行這兩家發達國家的最大央行將繼續減少購買資產，主要利率將暫時保持不變。

對金融市場的影響

部分國家在通脹微跌及減少購買資產及加息的雙重作用下，2022年的實際利率（名義利率減去通脹率）可能上升。實際利率上升通常意味著金融市場回報（尤其是債券回報）降低，波動加劇。實際利率上升也會對政府及家庭的償債能力產生負面影響，因此央行將密切關注相關動向，確保局勢可控。

總體而言，我們認為2022年是渡過疫情、實現復甦的一年。經濟增長將保持強勁勢頭，就業市場應會緊張。供應鏈問題雖未解決，但將有所緩和，加上實際利率微升，可能會導致金融市場波動，政策制定者及投資者需多加留意。不過相比2020年及2021年，2022年預計將會回歸正常。然而氣候變化、人口結構變化及新技術等新長期因素的出現，將為我們開啟一個嶄新的疫後時代。整體而言，2022年標誌著新的疫後十年過渡期的起點。

疫情後的十年

新冠疫情對全球經濟造成了前所未有的衝擊，這不僅體現在多個方面，更將全球政策制定者及企業帶入到一個未知世界。疫情中雖有許多暫時的不利因素（如封鎖），但有些因素（如政府債台高築）或將長期存在。同時，氣候變化及人口結構變化等重大挑戰已迫在眉睫，很有可能永久改變當前的經濟秩序。

那麼，在疫情後的「常態化」新階段，全球經濟將如何發展？在我們看來，未來形勢取決於以下若干新因素：人口結構變化；國家資本主義興起；巨額開銷（例如能源轉型）；新的顛覆性技術。目前的人口結構現狀是，除非洲以外，全球大部分地區的勞動適齡人口因老齡化而停止增長。這應該會導致勞動力市場短缺，為工人提供更多的議價能力，從而加速工資增長。因此，企業可能會加大對自動化及其他措施的投資，以提高勞動生產率。

如果對就業市場加以分析，過去20年工業國家的許多中產階級職位已經消失，與此同時，高薪及低薪職位卻同步增加。這導致了財富收入不平等現象加劇，政府可能會開徵新稅或推出新法來重新分配收入，以此解決這個問題。如今中國已經顯示出這種趨勢，政府推出一系列「共同富裕」政策，將發展重點從增長優先轉向兼顧公平。美國等的發達國家也在朝這個方向發展，這可能會導致國家資本主義興起，即政府加強對企業的參與。

此外，政策制定者將須應對一些「巨額開銷」。例如人口老化導致醫療開支增加，過渡至可再生能源計劃，發達國家早該進行的基建升級，樁樁急迫，件件要緊。政府預算本就壓力重重，所有這些議題都需要大量投資。然而令政府擔憂的是，預算不足也可能限制他們挽救未來經濟衰退的能力。

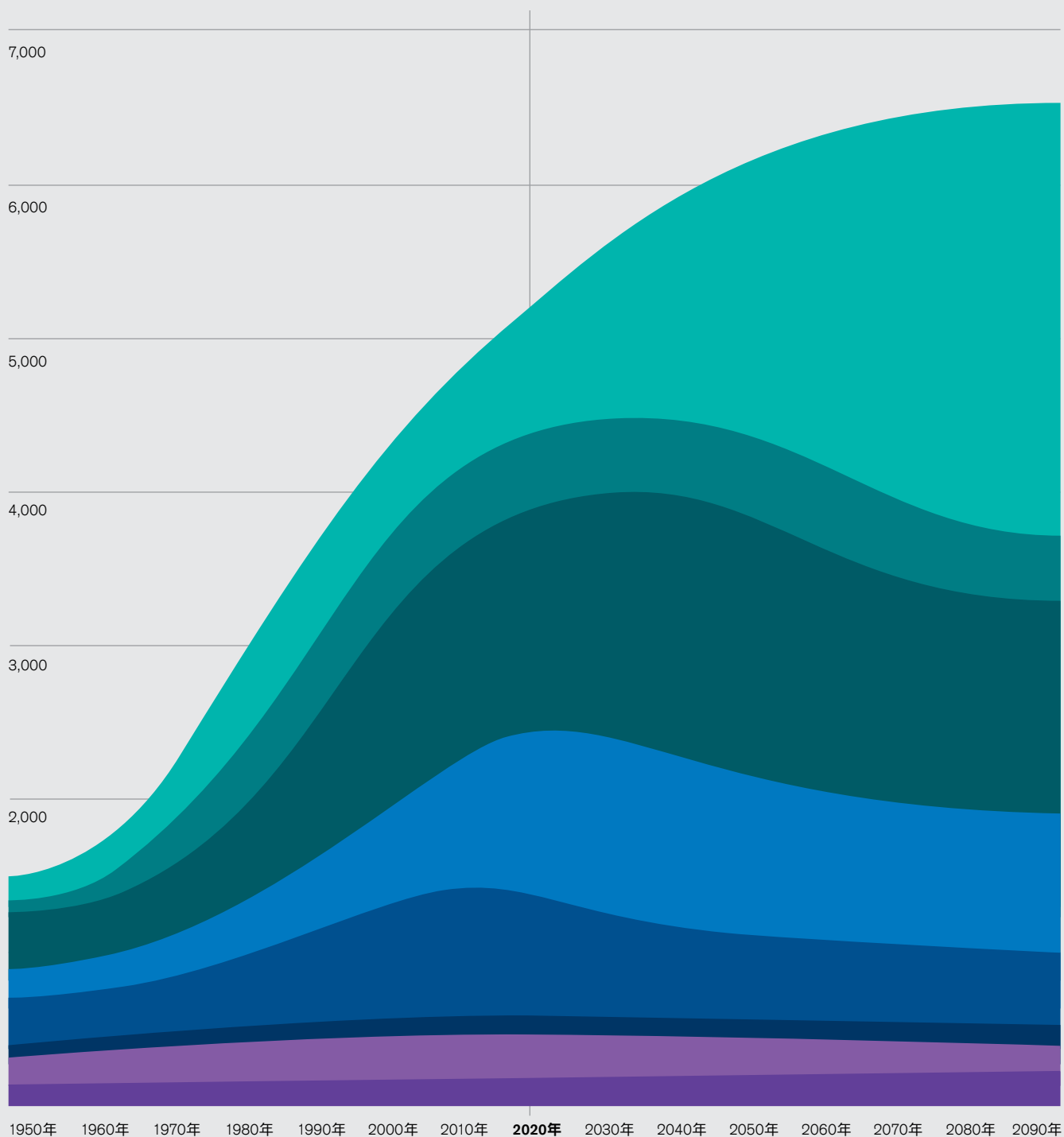
唯有技術領域令人感到欣慰。量子計算、區塊鏈應用等新技術可以幫助解決其中一些問題，同時也對傳統的商業模式造成壓力。舉例而言，區塊鏈技術將會徹底改變支付系統、銀行業務及財富管理。

整體而言，我們認為在疫情後的「常態化」世界，經濟增長將更加不穩定、更加波動，但不一定比以前低或比以前高。我們預計，過去的經濟繁榮和蕭條的週期將重新出現。自由貿易、低企業稅等自由主義政策或將取消。取而代之的是推出新法規及新稅項以及改善收入再分配，這可能會導致營商環境不穩定，加劇經濟波動。因此，通脹可能會高於過去20年的水平，但也不至於走向惡性通貨膨脹。對氣候措施、自動化、基礎設施及新技術的投資，有助於切實提高勞動生產力，但也會加重政府的債務負擔。銀行可能會加大政府債券持倉，為政府赤字提供資金。同時，區塊鏈技術及央行數位貨幣可能會使金融業的核心經營方式發生轉變。在政局發展方面，中美之間的競爭還將繼續，西方經濟體的政治分歧可能進一步加深。總體而言，未來十年將標誌著最近數十年“大穩健時期”的結束，2022年將迎來第一波轉變。

「我們預計，過去的經濟繁榮和蕭條的週期將重新出現。」

人口結構— 勞動力短缺問題不易解決

各地區適齡勞動人口分佈情況(百萬人)



北美
歐洲

其他發達國家
中國

印度
亞洲其他地區

拉美
非洲

區域展望

美國

了解更多



步入減速階段

我們預計2022年實際GDP增長率為3.8%，但服務業再度停擺及持續的供應鏈問題，正令疫情後復甦的最後階段變得複雜。歷經2021年早些時候的飆升後，通脹料將放緩至4.5%，但上行風險仍然存在。全球供應鏈衝

擊可能導致近期商品價格上升，樓價通脹的領先指標已顯著回升。

聯儲局開始逐步退出寬鬆政策，自2021年11月開始縮減資產購買規模並延續至明年中期。然而，2022年，在市場預期即將緊縮銀根之際，

核心通脹率較高（但逐漸下降）及充分就業的進展強勁，有可能促使聯儲局在2022年底加息一次。政局方面，美國在2022年有望推出更有意義的基建及支出方案。然而，如果民主黨在2022年的中期選舉中失敗，未來恐將出現新的政治僵局。

拉丁美洲



經濟增長減緩

我們預計，繼2021年增長6.4%之後，拉丁美洲2022年的實際GDP將以年均1.8%的速率增長。儘管這一數據表明增長大幅放緩，但仍高於疫情前水平（2019年為0.7%）。我們預測，2022年拉丁美洲的通脹率為10.3%，商品價格上漲、供應鏈樽頸及匯率貶值是主要的

驅動因素。截至2021年9月下旬，在納入我們分析範疇的國家中，已有約60%的人群接種了至少一劑新冠肺炎疫苗。總體而言，該地區的增長率呈現分化：哥倫比亞、秘魯及墨西哥的增長料將最為強勁，而巴西由於貨幣緊縮及政治前景不明朗，或將拖慢該地區的經濟增長。

英國



英倫銀行有望在2022年兩度加息

因疫苗的快速推出，使大多數防疫限制措施得以放寬，英國2021年的復甦速度令人矚目。然而，有跡象表明增長勢頭正在消退。我們預計2022年實際GDP增長率為5.0%，而2021年為7.0%。隨著疫情解封的最初刺激作用逐漸褪去，這種放緩在一定程度上也在預料之中。然而，勞動力短缺及供應樽頸也導致復甦勢頭減弱，企業成本創下歷史新高。儘管新冠

肺炎疫情自我隔離規定等導致勞動力短缺的若干因素應該會得到緩和，但英國脫歐恐將導致勞動力供應永久性下滑。儘管供應將繼續受到重啟經濟及消費者儲蓄佔比高企的支持，我們認為，通脹上漲、2021年9月「強制有薪休假」計劃(furlough scheme)結束以及其他財政支持措施的取消，都可能令消費者及商業支出受挫。由於能源及食品價格上漲、供應樽頸導致的商品價格攀升、疫情解封導致的

服務價格上漲以及增值稅削減後的重新上調，預計通脹率將仍然高於目標水平。鑒於通脹率依然高於目標，加上英倫銀行近期的鷹派論調，我們預計，英倫銀行將於2021年12月開始加息，並將在2022年兩度加息。

瑞士

了解更多



供應問題拖累復甦

領先指標繼續預示，瑞士在未來數月內將實現穩健增長，而失業率下降應當會利好消費者支出。此外，由於多項供應延遲，國內商品需求上升的持續期可能比我們此前預測的要長。因此，我們預計商品需求到2022年中期才會明顯趨平。然而，由於未來存在飽和風

險，加上公司可能的去庫存操作，商品需求或會大跌。與大多數經濟體一樣，瑞士的消費價格通脹在夏季加速，但仍在瑞士央行認定的價格穩定區間內。因此，瑞士央行預計將維持其擴張性貨幣政策。我們預測2022年實際GDP增長率為2.5%（2021年為3.5%），而2022年通脹率應保持不變。


[了解更多](#)

歐元區

一樣，卻又不同

疫苗接種計劃的成功實施，似乎已讓這場健康危機得到遏制。歐洲經濟已重啟並快速增長，但增速繼續落後於美國。供應鏈問題正在抑制工業生產，當這些問題得到解決時，工業生產料將激增。與此同時，它們正在導致整體通脹率及核心通脹率跳升。未來數月內，歐洲

央行將繼續縮減其資產購買規模。通脹率居高不下，加上寬鬆的財政政策，可能導致來年之後的利率指引趨向鷹派。政治方面，德國有望組建一個由中左翼領導的新政府，可能有助於令歐盟復甦基金成為一項永久性的財政機制。因此，歐洲一體化在明年有望取得實質性進展。



日本

經濟迎來重啟？

2021年，日本歷經領導層更迭，新內閣迅速開始制定一套新的刺激方案，以支持經濟復甦。該刺激方案最早可能於2022年1月生效。我們預計該方案的總規模可能達到20-30萬億日圓，包括供未來動用的準備金。服務業內的小型企業、低收入家庭、醫療及製藥業、農漁

業、旅遊業以及財政薄弱的地方政府，將成為補貼及增信措施的主要對象。

新計劃還將撥款扶持可再生能源行業及核能發電。擬納入補充預算的大部分舉措，都是對現行計劃的擴充，缺少刺激需求的新理念。領導層更迭後的另一個重點領域將是國安及國

防。日本周邊的地緣政治環境正在迅速變化，新政府可能會決定大幅增加國家安全方面的財政支出。我們預測 2022年實際GDP增長率為1.7%，而2021年為2.0%，2022年通貨膨脹率為0.5%，而2021年為-0.2%。


[了解更多](#)

中國

共同富裕及淨零排放

2021年大部分時期，中國的增長迎來了強勁復甦。而後由於房地產行業的問題以及監管。變化和政策改革，增長再次放緩。當局致力於取得對關鍵發展行業最有價值資產的監管監控，房地產市場是目標行業之一。我們認為，中國的房地產開發商巨頭之一不會面臨違約，未來6到12個月內，房地產市場不會出現危機。中國當局已經對房地產市場的償付能力風險做出反應，以防止此類危機的影響

擴散。然而，從長遠來看，人口趨勢恐將對樓價造成下行壓力，樓價下跌速度可能比預期更快。

消費方面，受近期法規的不利影響，加上根據我們的估計，家庭債務償付率已經處於約32%的高位，家庭消費復甦料將滯後。生產者價格指數(PPI)方面的通脹壓力正在增加，但擴至消費者價格指數的程度則有限。最後，中國公佈了其宏圖大計—2060年實現「淨零排

放」我們預計其對2021年GDP的（負面）影響極為有限，中期影響則取決於當局選定的策略（即推行電價改革，抑或允許可持續能源與當前能源基礎設施並用），這些策略可能帶動或拖累增長。

澳洲：復甦持續

勞動力及住房市場的演變將決定澳洲經濟的整體走向。2020年初澳洲曾封鎖邊境，導致人口增長率斷崖式下跌。這一趨勢必將會逆轉，進一步推動勞動力供應及住房需求。

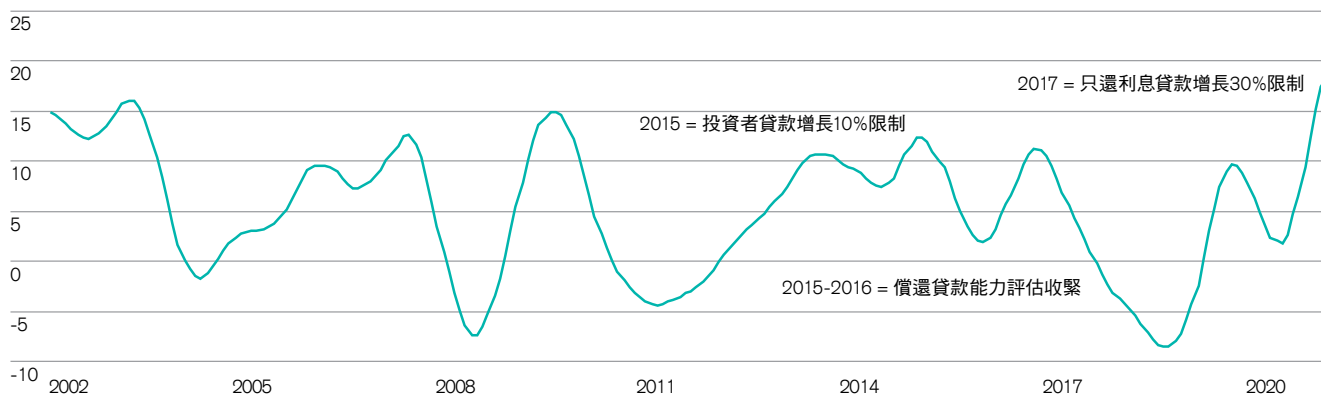
在2020年實施封鎖後不久，澳洲的就業率很快就恢復到疫情前水平。我們預計在最近新冠肺炎疫情爆發後限制措施放寬時將出現類似的復甦跡象。穩健的招聘意願也反映出企業信心的回升。企業不僅預先設想到封鎖解除後的情況，並預期消費反彈，甚至考慮到了人口增長停滯導致的需求下降。但這只是其中一個方面。另一方面，重新開放邊境不會帶來就業增長。也就是說，勞動力市場已在這輪週期中提前取得積極成果。這意味著至少直至2023年，失業率很可能會持續高於加息門檻水平，即澳洲儲備銀行（RBA）認為須上調現金利率的失業率水平。

如何冷卻住房市場

住房需求激增，推動樓價上漲。儘管這是低借貸利率造成的結果，上調現金利率無法起到為市場降溫的作用。相對地，須採取宏觀及微觀審慎措施限制借貸，澳洲已經開始實施這些措施。從過往經驗來看，我們知道必須進行數次干預，才能使借貸得到控制，但此舉的財富效應將對整體家庭消費產生連帶影響。這是現金利率預計維持在0.1%的時間比預期更長的另一個原因——其他政策槓桿將致力於限制經濟活動。

總體而言，我們預計澳洲經濟將在2022年持續復甦，但其步調將放緩，更適於持久發展。

樓價較去年同期升跌幅度(%)



中國：調整路線，邁向全新戰略目標

經過2021年對大量產業實施監管干預，我們預計中國這些四面楚歌的企業在2022年有可能出現轉機。於3月召開的2022年全國兩會或將成為中國政策制定者發出放緩改革訊號的適切時機。此後，企業有可能得到喘息空間，以適應新的政策環境及優先事項。由於經濟增長速度可能降至低於趨勢水平，兩會閉幕之後，中國也有可能採取更具擴張性的政策措施。我們預計中國的GDP將在2022年增長6.1%，通脹率為2.2%。

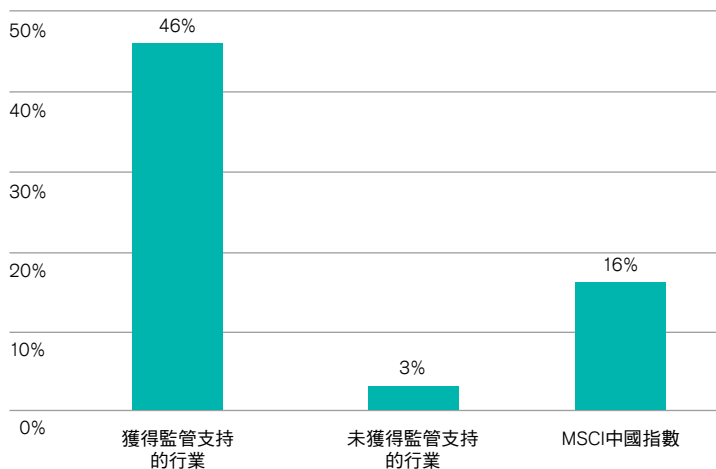
監管不確定性的逐步減弱也可能導致當前居高不下的股票風險溢價出現下跌。我們仍看好具有戰略重要性、可受益於監管環境轉向的產業及行業，包括科技、先進製造業（例如人工智能及半導體公司）、互聯網、電動車及可再生能源。

佔中國GDP約30%的房地產行業於2022年很可能將持續受壓，儘管程度低於2021年。為規避系統性風險，去槓桿化進程可能會放緩。在此困難的環境中，中國房地產高收益信貸的投資者應將重點嚴格限制在信貸品質更高的發行人。我們預計工業和大宗商品行業的高收益債券能提供更佳的機會，原因在於2022年上半年商品價格高企及當地政府的基礎設施開支將使這些行業的現金流得到改善。

人民幣保持相對穩定的可能性較高

人民幣很可能將繼續得到以下因素的支持：中國的強勁商品貿易順差、外國直接投資及投資組合資金流入回升，背後的驅動因素分別是全球復甦以及更寬鬆的政策及監管環境。然而，人民幣的漲勢或將受到以下因素的限制：其他國家的生產中心再次加入競爭以及遊客逐漸外流。總體上，我們預計中國將保持健康的經常帳及相對穩定的貨幣。

獲得監管支持的行業預期將實現強勁盈利增長



■ 市場預期的2022年每股盈利增長

歷史業績指標及金融市場情況並不是當前或未來業績的可靠指標。

最後數據點 2021年10月27日
資料來源 彭博、瑞信

日本企業界 有望從全球復甦中受惠

關於日本增長常年滯後的固有觀念，使得該市場很可能較晚才開始反映企業界與全球經濟復甦的緊密聯繫。這可能會導致出現一個不協調的時期，即日本企業界盈利大幅削減，公司股票估值偏低。

我們預計全球經濟在2022年持續復甦，但地區之間仍將存在差別。供應鏈很可能回歸正常化，從而加速製造業復甦，促使庫存補充及資本支出為增長提供支持。

行業之間各不相同

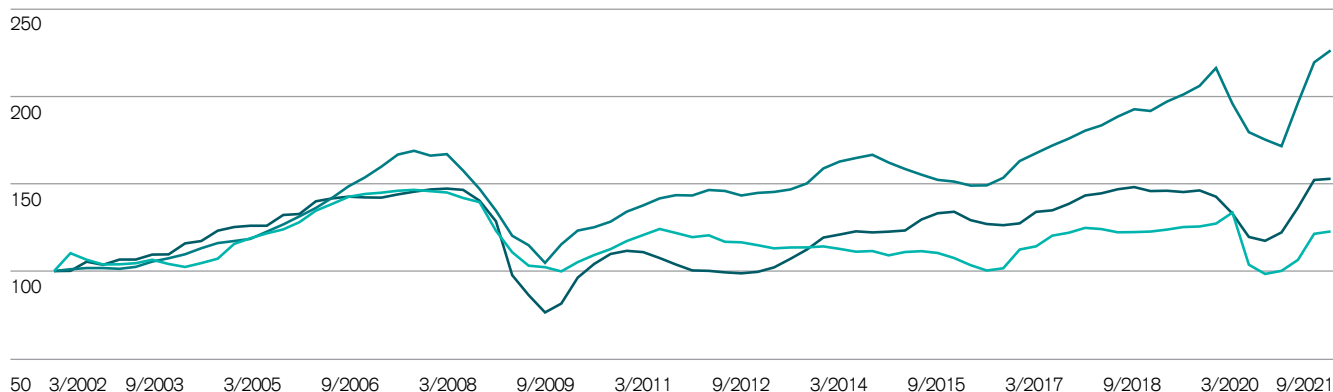
日本的出口商大部分是製造商（具體而言是資本貨物及生產物資的製造商），因此很可能從此次復甦中受惠。隨著供應鏈復甦，能夠依賴於其市場領導地位並享有優先權的公司有望實現更快速的增長。有鑒於此，投資日本股票時應專注與投資具體行業。

消費是復甦的關鍵

與此同時，消費可能成為國內經濟復甦的關鍵支持因素。新首相岸田文雄的政府增加收入分配及可持續消費，以此作為關鍵增長動力。儘管傳統財政支出未能有效地持續支撐消費，但扭轉企業利潤分配給工資的比例長期下降的趨勢有可能取得更大成功。在政治方面，2022年7月的參議院選舉被認為在鞏固新政府權力方面十分重要，從而很可能有助於加速實施上述政策。

可支配收入的結構性增長與人口老化將帶動消費出現可持續復甦。另外，外國旅遊業復甦預計能為服務業及休閒相關行業提供支援。

企業盈利(12個月 EBITDA，100=2002年3月)，日本與全球週期的聯繫



東南亞 逐步重新開放邊境

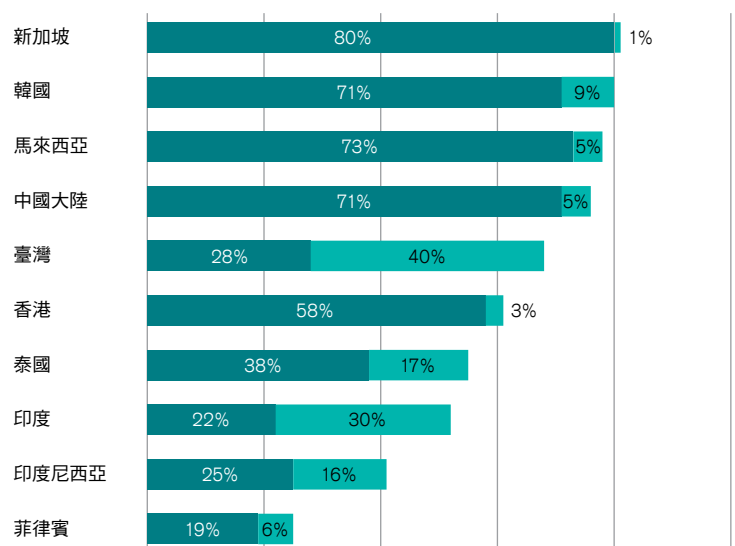
隨著亞洲重新開放邊境的浪潮從北部傳到南部，東南亞正在走出新冠疫情帶來的困境。疫苗推廣速度逐漸加快，為東南亞的復甦提供了更穩固的基礎。但如今仍處於復甦早期，我們傾向於先觀望，等到盈利預測升級再重新調整配置以實現可持續的超額收益。無論如何，這些跡象依然令人鼓舞。

2021年的亞洲股票市場逆轉了2020年各地區相對表現（下半年尤甚），東南亞股市大幅跑贏中國股市；這可能預示著未來的形勢。東南亞與中國的關鍵差別是開始採取「與新冠病毒共存」的新策略，降低了突發性封鎖風險。隨著各地政府加快推行疫苗接種，大多數東南亞國家的新冠肺炎病例呈下降趨勢。

東南亞國家的目標是在2022年2月之前實現至少70%人口完全接種疫苗，進一步降低嚴重封鎖的風險，從而加快經濟乃至國內旅遊業的復甦。東南亞目前正在放寬境內出行限制，甚至試驗性地放寬出境限制，推動服務活動逐步恢復並釋放壓抑已久的商品需求。我們預計東盟6國（包括越南）的GDP增長將從今年的3.6%上升到2022年的5.6%。

儘管經濟前景逐漸好轉且疫情正在消退，我們仍需等待時機，目前針對東南亞股市保持中立。東南亞的疫情後復甦進程缺少一環，即缺少穩健的盈利復甦。過去三個月以來，分析師已下調其2022年盈利預測，部分原因是缺少大規模刺激方案。我們認為，投資者應先等待盈利復甦的跡象，再加大對該地區的投資。

已接種新冠病毒疫苗人口比例



完全接種新冠病毒疫苗人口比例
部分接種新冠病毒疫苗人口比例

最後數據點 2021年10月26日
資料來源 Ourworldindata.org、瑞信

疫情令投資者關注可持續發展

2021年對環境、社會及管治(ESG)議題的關注增加，2022年將繼續影響公司及投資前景。股東、員工、監管機構及ESG積極分子要求公司承擔責任，而且此種參與沒有減少跡象。我們總結了投資者在2022年應關注的主要趨勢。

1. 氣候變化及生物多樣性喪失——結束一切照舊的局面

許多投資者都聽說過2021年11月在格拉斯哥舉行的第26屆聯合國氣候變化大會。少數投資者熟悉第15屆聯合國氣候變化大會，此次聯合國生物多樣性峰會分為兩部分，於2021年10月拉開帷幕，預計將於2022年5月結束（如果新冠病毒疫情許可）。這兩屆聯合國氣候變化大會的成果將確定未來幾年的環境議程。雖然碳足跡等氣候變化指標現已被廣泛報導，但投資者仍在努力尋找有意義的指標，以便在更複雜的生物多樣性議題上比較公司。因此，公司有責任證明其業務如何適應這一新的現實情況。處於氣候變化及生物多樣性喪失之間的食物及農業公司，可能會經歷最嚴格的審查。

即使到目前為止政府在氣候方面並未採取實質的行動，投資者也應期望結束一切照舊的局面。2022年，大氣層中的二氧化碳排放水平預計將達到危險的里程碑：與工業化前的水平相比增加了50%。¹與此同時，生態系統正以自上次大規模滅絕事件以來從未有過的速度失去物種，目前估計是人類出現之前的水平的100至1000倍。²在全球範圍內，這些變化在供應鏈中斷、作物產量下降及食品價格波動加劇方面，給公司及投資者帶來重大風險。因此，投資者應尋找能夠管理這些風險的公司，因為從長遠來看，這些公司的表現可能會跑贏大市。

應對氣候變化及生物多樣性喪失雙重危機的解決方案，可能會帶來前所未有的投資機會。

根據世界經濟論壇網站2020年的一篇文章

《How investing in nature can help tackle the biodiversity and climate crises》（投資於自然如何能幫助解決生物多樣性及氣候危機），從氣候智慧及再生農業到替代蛋白質及減少食物浪費，投資於對自然有利的解決方案可以創造10萬億美元的新商業機會，並在2030年之前實現最高37%的溫室氣體(GHG)減排量。

¹ 英國氣象局：目前大氣層中的二氧化碳比工業化前的水平高50% — 碳簡報

² 人類時代的滅絕比以前多一千倍 — ScienceDaily

³ 網絡犯罪導致全球在2025年之前每年損失10.5萬億美元，(Cybercrime Magazine, 2020年)

⁴ 網絡犯罪導致全球在2025年之前每年損失10.5萬億美元，(Cybercrime Magazine, 2020年)

⁵ Gartner預測全球2021年的安保和風險管理開支將超出1500億美元，(Gartner, 2021年)

2. 勞動力市場—— 保護零工工作者權利

零工經濟的範圍涵蓋低技能的日常工作及高科技工人，還包括創意及數碼產業、教育（教育科技）從業者及近期的醫療保健專業人士。在技術要求較高的一端，競爭非常激烈，僱主必須提供具有競爭力薪酬，以獲得關鍵業務項目所需的技能或補充輪班。通過正確的方式，網上自由職業經濟將人才與勞動力短缺相匹配，公開透明，使人們確信大量需求的工作者會憑藉技能獲得公平回報。在疫情期間，越來越多的女性轉為零工工作者賺取收入。這是因為女性在受到危機嚴重打擊的行業（包括酒店業及服務業）中所佔比例較高，或者她們被迫放棄穩定的工作來照顧子女或其他受撫養人。雖然零工為邊緣化工作者提供了靈活性及機會，但低技能工作的工資往往很低而且不穩定，缺少員工權益保障。

零工平台公司一般都進入了高度管制的市場。通過將工作者錯誤地歸類為獨立承包商來規避勞工法律，進行監管套利，低技能零工作者的工資可能低於最低工資，而保險及資本開支等成本可能由工人承擔。此外，這些零工工作者可能缺少標準的權益保障，例如有薪病假、假期工資及養老金/退休金。許多司法管轄區正在引入保護零工作者的法規，目的是在零工平台與工作者之間建立更加平衡的關係。對平台商業模式的法律及監管壓力可能會持續到2022年，一些公司對不斷變化的零工環境作出的應對措施，相比其他公司更好。

我們認為，為保持領先地位，投資者可對健全的人權及工作場所政策及實踐的披露改進，持積極的立場，這有助於創造長期價值及降低責任、聲譽及運營風險。除了教育科技等新興領域外，投資機會還包括能夠從日益靈活的工作環境中受惠的技術、雲、企業SaaS（軟件即服務）及網絡安全，為零工經濟提供了機會。零工經濟生態系統也為投資者提供了新的紓緩機會，例如，為零工工作者提供創新的短期、現收現付的保險解決方案的保險技術產品。創新支付網絡等鄰近技術可以提高銀行服務不足者獲得金融服務的機會，並立即向工作者付款，而非迫使其等待數周才能拿到工資，這有助於改善零工工作者的生活水平。

3. 數字悖論—— 新冠病毒危機是機遇與挑戰的催化劑

雖然最近為實現業務連續性、遠端工作及自動化而進行的數碼化轉型的速度，可能會在2022年繼續，但由於教育、醫療、商業、製造及娛樂等許多行業都被數碼優先的方式所改變，數碼安全將成為高度優先事項。

然而，在全世界走出新冠病毒危機之際，數碼專家正在與另一種疫情進行抗爭。據預測，網絡犯罪在2021年將給全球造成6萬億美元的損失，包括生產力損失、個人及財務資料損失及銷毀以及知識產權盜竊³。隨著聲譽損害及勒索軟件攻擊越來越多且代價越來越高，預計2025年的損失將達到10.5萬億美元⁴。

不同行業的漏洞及最近的勒索軟件攻擊凸顯了基礎設施安全不佳的風險。鑒於企業必須管理該領域的風險，人們的認識正不斷提高，在網絡適應力方面的支出將從2021年持續至2022年。

雖然網絡安全通常被視為技術問題，因為它可以保護系統、網絡、軟件及資料，但網絡漏洞被認為是投資者不應忽視的一種存在的商業風險，並作為「S」（社會）向度的一部分在ESG中管理。

網絡安全正成為日益重要的立法優先事項；在美國，兩黨承諾立法以改善網絡事件報告以及為基礎設施項目提供資金。在歐盟，新的網絡安全戰略呼籲建立最先進的網絡防禦能力，以打擊整個地區的網絡攻擊。

該領域的領先公司知道，網絡安全既是商業問題，也是技術問題，並將網絡安全納入他們的業務產品、服務及流程。表現最好的公司已加大對整個組織（包括供應鏈）網絡風險管理、技能及基礎設施的關注，其他公司也將跟隨。投資者應將公司的網絡安全準備作為其投資決策的一部分；能夠管理這些風險的公司更有可能長期表現出色。

此類發展將推動網絡安全生態系統通過新業務及額外業務產生投資機會。其中包括採用零信任方式，要求組織網絡內外的所有使用者在被授予（或保持登入）應用程式及資料登入權之前，都必須經過認證、授權及持續驗證，以及嵌入式硬件認證及行為分析。此外，大多數行業垂直領域對雲服務的需求增加，也是增長最快的雲安全市場的主要推動因素⁵。更多機會涉及專注於確保硬件及軟件供應鏈以及整個自身運營的網絡安全衛生的領先供應商，以及隨著金融服務等部門的企業家及政府推動創新創業，下一代有網絡經驗的專業人士正在湧現。

了解更多



歷史

- 更加可持續的生產
- 更加可持續的消費

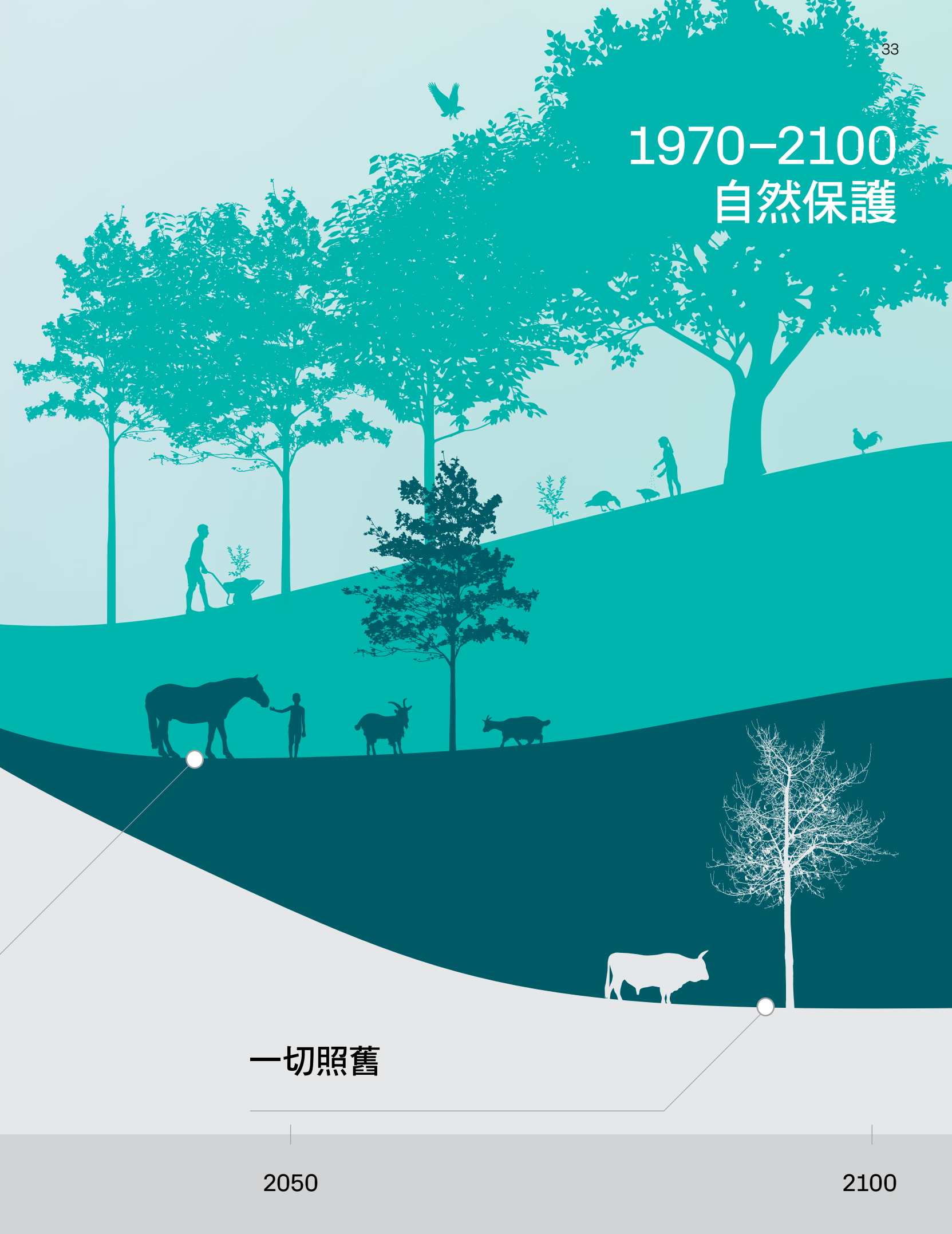
- 加強保護工作

資料來源 Adam Islaam | 國際應用系統分析研究所 (IIASA); 瑞信

1970

2010

1970-2100 自然保護



一切照舊

2050

2100





主要資產 類別

警惕固定收益中的 久期風險

2022年，在經濟增長勢頭及政策正常化的背景下，政府債券收益率可能上升。隨著通脹率放緩，我們不再認為美國通脹掛勾債券(ILB)的表現會超過名義債券，不過歐元區ILB還存在這樣的可能。我們預計全球投資級債券或高收益債券都不會有強勁的表現，而新興市場硬通貨債券的基本面提供的支持可能較少。發達市場高收益信貸的一個值得考慮的替代選擇是全球優先貸款，其相對估值具有吸引力。

長達數十年的美國國債牛市

10年期美國國債收益率，%



發達市場：

政府債券仍然沒有吸引力

在發達市場，未來一年的焦點將是央行以及量化寬鬆(QE)結束及政策正常化的前景。一些央行已開始加息，挪威及紐西蘭已率先行動，市場預計其他國家也會跟隨。我們預計美聯儲在2022年加息一次，隨後在2023年再加息四次。總體而言，在經濟增長勢頭及政策正常化的支持下，政府債券收益率應會上升。

歐元區通脹掛勾

債券(ILB)可能會有更出色的表現

歐元區通脹預期仍處在低於歐洲央行目標的水平，且在2022年初可能進一步上升。這表明，與名義政府債券相比，歐元區ILB可能會有更出色的表現。歐元區內，歐洲央行及歐盟的財政支持措施繼續幫助周邊國家，如果歐元區財政聯盟取得進展，BTP(義大利)/Bund(德國)等政府債券息差可能進一步縮窄。相比之下，美國當前的通脹預期反映投資者的觀點，認為2022年通脹率將朝著聯儲局2%的目標放緩。在這種情況下，名義收益率上升將主要由實際收益率上升所推動。因此，美國ILB的表現將不再如2021年般優於名義債券。

公司債券回報前景黯淡

我們預計全球投資級(IG)或高收益(HY)債券都不會有強勁表現。在聯儲局走向正常化的同時，對疫情的遏制及全球經濟的持續復甦將支持風險偏好。然而，由於國債利率上升，後者可能對信貸市場表現產生負面影響。我們認為，目前投資級及高收益債券的低息差表明，信貸表現將受到核心政府債券收益率上升的限制。此外，相對平坦的信貸曲線表明信貸風險溢價可能恢復為長期平均水平(即息差相對國債而言上升)。總體而言，2022年我們偏好短期債券持倉。

新興市場硬通貨(EM HC)主權債券失去吸引力

我們認為2022年的新興市場硬通貨債券基本面的利好因素有所減弱，原因是外部平衡不會進一步得到改善，且在新冠疫情衝擊下諸多新興國家財政支出大幅上升，導致政府債務高企。高漲的再融資需求或會對利率施加上行壓力，因為市場需要提高溢價以購買新興市場債務。此外，隨著聯儲局近期縮減購債並擬進一步加息，對新興市場硬通貨主權債券的回報預期恐難實現。總體而言，當前息差的吸引力不大，不足以對投資者所承受的加息波動給予補償，新興市場硬通貨債券的風險／回報也因此惡化。

在地區層面，我們預計2022年的亞洲硬通貨債券回報率將僅為較低的個位數。息差可能保持穩定，這是因為疫情期間的強大政策支持，使亞洲主權基本面得以恢復。亞洲外匯儲備及經常賬盈餘確有提升，而外債佔GDP比例僅微升。而在新興市場其他地區，美元收益率增加及息差下降，限制了總回報潛力。在亞洲，我們更青睞中國。其較短的期限可能限制美國國債收益率上升所帶來的下行風險，且由於中國債務基本面較為穩健，其相對價值較低。中國是外債佔GDP比例最低的國家之一，其經常賬盈餘於過去兩年內持續增加。

在新興市場，經濟增長有一定程度的放緩，加之境內再融資成本升高，或會對2022年新興市場公司違約率及表現的改善構成限制。鑒於全球政府債券收益率可能繼續保持升勢，我們傾向於對新興市場公司債券持短期持倉。再者，高利率與新興市場依舊疲弱的勞動力市場將會共同限制2022年的工資水平，從而導致新興市場公司的需求縮減及隱性收入減少。隨時間推移，這可能演變成基本面（如槓桿及利息覆蓋率）惡化。我們將保持相對謹慎，並優先對新興市場短期信貸持倉，傾向於在價值及違約率間提供平衡風險／回報的細分領域，例如信用基礎穩固的亞洲交叉信貸。綜上所述，新興市場、主權債券和公司債券的前景好壞參半，儘管高於發達市場政府債券的息差可能會帶來一些商機。

選擇優先貸款

全球優先貸款（詳情參見第35頁）是發達市場高收益信貸的值得關注的替代品。其相對價值具有吸引力，應當會從2022年國債收益率上升的環境、預期較低的違約率及信用評級上調中獲益。

事實上，全球優先貸款評級上調宗數以2012年第二季度以來的最快速度超過下調宗數，乃由於多個因素所致：對低評級發行商而言寬鬆的借貸條件；以及重新開放經濟，為有利的評級措施鋪路。我們預計該趨勢還將持續，在電子化工等週期性行業將尤為明顯。

何為優先貸款？

優先貸款是指評級低於投資級及/或有高額訂約債務或未償債務的公司的浮息債務（利率設為浮動基準的債務部分）。其發行旨在支持公司通過借貸作出收購，用於大型資本擴張、再融資及/或增加現有債務，或向股東進行一次性股息支付。由於這些公司穩定性不明，市場認為此類貸款風險較大，因此要求以費用及貸款息差的形式獲得更高回報。

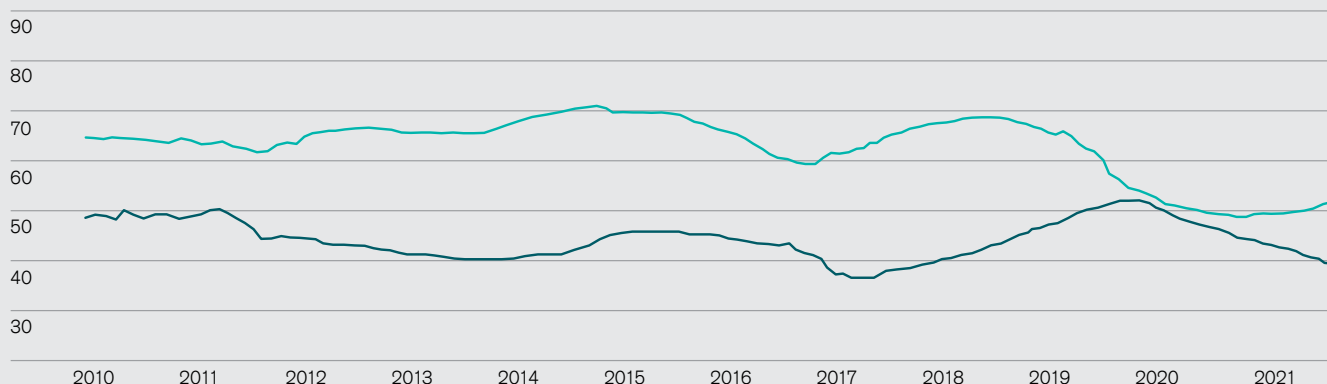
優先貸款通常指倘公司破產，獲得對公司資產的第一留置權。因此，如果公司陷入財政困難並宣告破產，則通常會在償還債券持有人及股東之前最先償還優先貸款。雖然無法保證抵押品的價值將足以悉數償清借款人的貸款，但是由於優先貸款以抵押品作擔保，往往會造成違約貸款的收回率遠高於違約高的收益率債券的收回率（請參閱下圖）。

優先貸款採用書面合約（信貸協定）設立，該合約規管向借款人提供資金的方式，並確立借款人的還款利率，還對借款人的業務經營施加重大限制，該等措施旨在增強償還貸款人的能力。

優先貸款具有更高的收回率

倘債券違約，投資者就優先貸款收回的金額與就高收益率債券收回的金額的比較。

每100元面值



美國高收益率債券（優先無抵押）
美國優先貸款，第一留置權

根據不良債務交換之前的債券價格或非不良債務交換違約發生30日之後的債券價格來衡量，採用3年平均値

最後數據點 2021年9月30日
資料來源 Moody's、瑞信

技術分析專欄： 2022年的債券收益率趨勢

我們的技術分析師認為，依據以下兩個主要的技術因素，2022年全球債券收益率將上升：全球債券市場在技術上有大量底部潛力；及我們評估繼2021年夏季債券收益率上漲後收益率上升動力將再度回升。

美國債券收益率上升

美國十年期債券收益率繼2021年初期大幅上漲後，於第三季度末再次上升。這意味著可能在技術上形成了三年底部，我們認為這會對2022年的政府債券造成重大負面影響。我們認為，確定該底部對應的主要收益率水平為1.70%，如果可實現周收市價高於該底部水平，則我們認為這將為2022年收益率顯著升高提供平台。2022年美國債券收益率接下來有望達到1.965%/2.00%，然後是2.145%/2.16%。該底部規模表明，我們甚至可以在2022年晚些時候超過該等水平。推動債券收益率上升的原因為多個中長期指標再次加速增長，包括指數平滑異同移動平均線(MACD)動量指標，該指標衡量趨勢強度。我們的專有動量指標基於經調整移動平均線及總回報動量等因素，據此，全球國債收益率自2021年第一季度之後亦不斷下跌，亦持續警示2022年的動量惡化。

在美國，美國十年期盈虧平衡通脹率（市場暗示的通脹預測）不太可能大幅超過主要長期水平273/278基點，我們認為，該等基點為2005年至2012年之間的高記錄水平。因此，我們認為，實際收益率上升將成為最終帶動美國名義收益率上升的主要原因。該觀點的依據是，我們認為，美國五年期債券實際收益率可能正在形成潛在「雙底」底部。在連續兩個低位出現在相同水平線後則出現這個技術模式，在該情況中確認為高於-1.445%。我們認為，如果這個「雙底」底部可以確立，美國債券實際收益率肯定會有更加顯著提升。

總而言之，動量指標及技術模式分析表明，我們將看到美國債券及實際收益率在2022年顯著上升，這將導致作為一種資產類別的政府債券的總回報表現疲弱。

「動量指標及技術模式分析表明，我們將看到美國債券及實際收益率在2022年顯著上升。」

英國債券帶頭上升

在核心發達市場，英國債券收益率在2021年帶頭上升，而經證實，10年期國債收益率在2021年早些時候突破長期收益率阻力水平後，已達到多年多年等價基數。儘管中期勢頭遠未達到超賣水平，但表現似乎更為強勁。從技術層面來看，我們認為10年期英國債券收益率在2022年有望升至2018年的高點1.75%，中期水平為1.375%/1.39%。10年期德債收益率也將完成類似結構調整，攀升超過-.075/-0.05%，表明全球收益率將在2022年重新定價。

歐洲通脹預期在全年飆升後，推動了2021年歐洲國債收益率的上升，德國10年期盈虧平衡在今年早些時候突破了六年區間。從技術層面來看，這標誌著制度的突破，然而市場已處於下一個主要阻力位192基點/194.5基點，仍存進一步有限的上升空間，以達到200基點重要心理位水平。估計歐洲通脹預期將優於美國，處於高位區間。

隨著歐洲通脹預期上升速度快於美國，導致歐洲通脹掛鉤債券(ILB)和美國此類債券開始出現分歧。以技術面分析來看，這種分歧代表了兩大區域的相對通脹預期的見頂和逆轉，我們預計這種新趨勢將持續到2022年。

總而言之，固定收益投資者還應預期歐洲及英國政府債券在2022年期間的總回報疲弱，技術前景表明收益率有進一步上升的廣闊空間。

盈利推動股市攀升

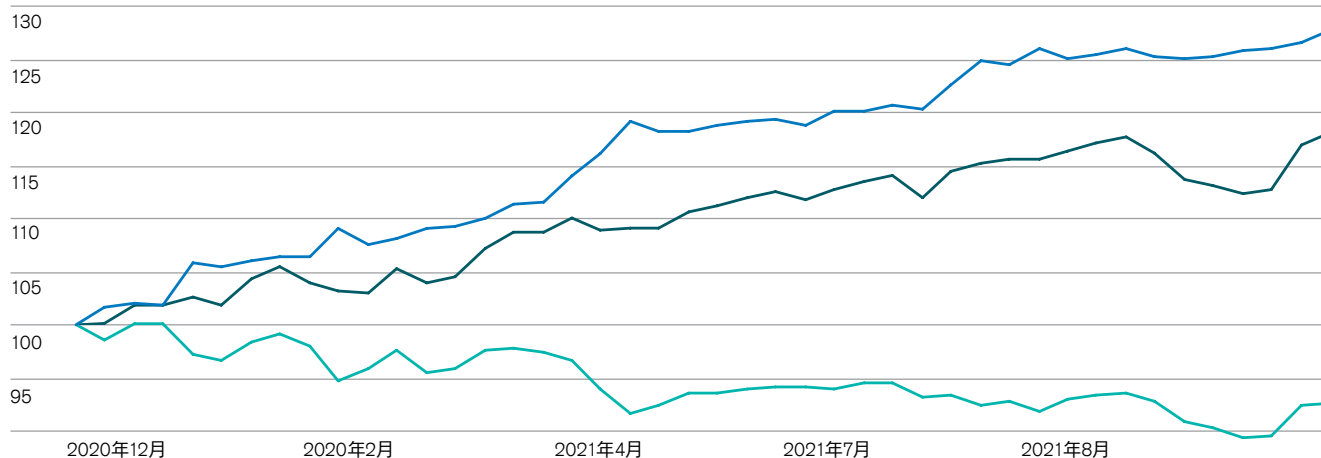
我們預計盈利將成為2022年股市回報的主要推動力。根據我們的盈利預測，預計2022年股市將實現單位數回報，不及2021年的雙位數水平。該資產類別未來的其他利好因素，包括經濟持續復甦以及除了股票「別無選擇」(TINA)的觀點。

「定價權」是關鍵

過去一年全球股市投資者收穫頗豐，大多數股票市場及地區取得了可觀回報。盈利增長十分強勁，2021年MSCI全球指數的盈利甚至超越疫情前的高位。2021年股市回報隨之上升，只是市盈率(P/E)水平高企而有所下降，而且投資者預期疫情時期的特殊財政及貨幣支持政策效果開始減退（參見圖表）。

展望2022年，我們預計一切將「回歸正常」。預計經濟增速將於2022年恢復正常，延續復甦態勢，只是步伐較慢，並且集中於2022年上半年出現增長。家庭資產負債狀況仍然保持良好。我們還預計，在規模空前之財政貨幣刺激措施的強勁提振作用下，經過在新冠病毒疫情初期出現的劇烈波動後，2022年的盈利將恢復正常水平。

E (盈利) 跑贏 P (股價)



■ MSCI 全球
■ 12個月遠期市盈率
■ 12個月遠期盈利

註：回報以指數化計算，2020年12月31日的回報設為100

最後數據點 2021年10月28日
資料來源 Refinitiv、瑞信

市場普遍預測認為2022年盈利將達到高單位數增長，接近長期平均水平。我們認為，宏觀經濟環境向好應為收入增長提供支持。我們預計利潤率將保持穩健。然而需求增加將導致投入成本上升，而生產者價格指數與消費者價格指數的差距持續擴大，企業將增加的成本轉嫁給消費者的空間也隨之減少，這些是利潤率的潛在不利因素。因此，「定價權」將成為2022年股票投資者需要關注的一個關鍵主題，也就是說，若一家公司能夠將不斷上漲的投入成本轉嫁給消費者，將比沒有定價權的公司表現更好。我們預計2022年股票回報率為單位數，不及2021年的雙位數水平。

評級調整空間極為有限

雖然傳統估值（即市盈率）指標在2021年有所下降，但與長期歷史平均水平相比仍然高企。由於實際收益率上升，我們預計2022年包括利率在內的金融環境將會收緊，因此評級調整（即上調市盈率）空間極為有限。我們預計美國聯邦儲備委員會（聯儲局）將於11月中旬開始縮減購債規模，於2022年年中結束購債。

2022年全球股市主要風險

2022年全球股市面臨若干風險。盈利（即利潤率）方面的一個風險在於大宗商品或工資等投入成本上升。另一個相關風險是供應鏈進一步中斷，這在2021年下半年已經影響部分公司的盈利能力。儘管大多數市場參與者預計目前居高不下的通脹只是過渡性的，但也是2021年該資產類別不可回避的一個風險。然而，如果高通脹持續時間超出預期，可能導致貨幣環境收緊，令「政策失誤」風險上升——這兩種情況都會對全球股市造成不利影響。此外，在新冠疫情危機期間股市一直依賴財政刺激的支持，我們認為未來的財政刺激空間不大，因為各國政府可能會逐步結束規模空前的財政政策，而且美國在中期選舉之後還有陷入政策「僵局」之虞。新冠變種病毒接連出現，令當前疫苗的效果大打折扣，因此還需警惕疫情「捲土重來」的風險。中國仍舊是全球股市的一個潛在風險，例如經濟放緩以及2021年多個行業所經歷的監管風暴擴散的風險。最後，2022年有幾場選舉需要關注，即美國中期選舉以及法國及巴西的總統選舉。

MSCI 全球指數盈利增長率 — 2022年每股盈利(EPS)增長率將恢復正常

6.4% EPS增長複合年增長率(CAGR) (2010-2019年)

-11.9% 2020年EPS增長率

48.8% 2021年EPS預估增長率

7.6% 2022年EPS預估增長率

行業展望

消費服務： 需求釋放，推動增長

2022年我們較為看好的一個行業是消費服務。消費服務行業涉及餐飲、酒店及休閒娛樂等公司。由於封鎖及其他限制措施導致餐飲及休閒設施遲遲不能重新開放，該行業已落後於其他行業。我們預計服務支出/消費將於2022年啟動，現時蘊藏大好機會。由於服務需求受壓、就業市場改善及家庭資產負債狀況穩健，消費將繼續持續向好。

IT： 實際收益率上升並非利好

IT行業受惠於長期經濟增長趨勢。在資訊科技領域，鑒於軟件服務盈利前景優越及現金流能力強勁，我們預計該行業組別將有不錯表現。我們認為實際收益率上升對整個行業來說並非利好。總體而言，該行業擁有有吸引力的細分市場，這些細分市場具有突破潛力，因此有擴大市場份額及利潤率的空間（關於我們超級趨勢長期主題投資的描述，請參見第56-57頁），包括技術相關行業。

公用事業： 壓力重重

2021年公用事業類股跑輸全球股票基準（MSCI世界指數），不在我們的2022年首選行業之列。雖然2022年盈利有望獲得改善，但經過2021年的盈利下滑，加上各國央行計劃撤銷部分貨幣刺激措施，宏觀不利因素（如利率/收益率上升）將加大。

金融： 加息帶來提振作用

當收益率及利率預期上升時，金融股，特別是銀行股將成為主要受惠者。我們認為，通過股息或回購提高股東回報，則是金融業的另一亮點。該行業的估值仍然極具吸引力，盈利狀況良好。

通信服務： 未來面臨增長估值雙重挑戰

通信服務行業盈利前景與全球股市保持步伐一致。該行業的技術/互動媒體板塊增長亮麗，但估值偏高，而電信行業雖然估值向好，卻增長滯後。此外，監管問題及潛在加稅仍然是一個關鍵風險，可能產生嚴重影響，然而相關變化的程度卻無從評估。

能源： 擺脫疫情陰影，實現全面復甦

相比之下，能源行業2021年盈利增長幅度為眾行業中最高，預計年初以來盈利增長一倍以上。展望2022年，該行業將擺脫疫情陰影，實現全面復甦，市場普遍預計盈利將比2019年水平（疫情前）高出5%。隨著油價回升及現金流靠穩，基本面吸引力凸顯，股息收益率高企，但能源轉型帶來的結構性衝擊以及環境、社會及管治(ESG)方面的擔憂依然存在。

>100%

預計2021年盈利
將會加速增長

材料： 動力依舊，延續升勢

考慮到全球經濟增速高於趨勢，以及部分金屬在生產及消費（如電動汽車）可持續發展轉型中的作用，我們預計材料行業將在2022年帶來有吸引力的回報。我們預計，隨著基數效應的消退及全球經濟增速從2021年高位回落，2022年該行業的盈利增長將趨於正常，但長期結構性增長動力仍然保持不變。

工業：全球經濟回歸正常， 行業前景向好。

工業類股是對全球製造業及工業生產最具經濟敏感性的板塊。進入2022年，隨著經濟「恢復正常」，全球供應鏈壓力將有所紓緩。由於目前的庫存水平極低，該行業將從全球工業生產加速之勢頭中受惠。

醫療保健： 短線行情或有波折

2021年醫療保健股的盈利增長及股價表現均落後於全球股市表現。市場普遍預期盈利仍然低於全球大市，相對動能不足。然而另一方面，新興市場醫療保健服務升級、高運營槓桿、低投入成本及人口老化等長期增長推動因素仍然保持不變。不過隨著全球經濟持續復甦，收益率上升給這個防禦性行業帶來了風險。

選股風格： 2022年有多個潛在贏家

就選股風格而言，2021年末顯示出任何明顯趨勢。在撰寫本報告時，與MSCI全球指數相比，只有優質股及價值股（略有）上漲。隨著全球逐漸消化適應疫情衝擊，這在某種程度上證明了全球疫情所造成的不確定性、不同的經濟影響及「數據迷霧」。進入2022年，我們預計美國市場增長股重新獲得青睞，全球小型股也將有出色表現，但主要集中在歐元區小型股。另一方面，我們繼續看好歐元區價值股。我們的觀點得到了良好經濟前景的支持，在我們的預測期間內，採購經理人指數(PMI)預計將保持擴張。此外，大多數美國廣義指標繼續表明宏觀經濟環境向好。

區域展望

美國



政治局勢及聯儲局成為焦點

美國股市展望是我們更廣泛股市展望的關鍵，因為美國佔MSCI 全球指數——全球股票基準的60%。我們預計，貨幣政策及政治局勢將成為2022年美國股市的重要推動因素。我們認為，牛市可能面臨縮減購債規模（預計將在2022年發生）帶來的阻礙，但可能會繼續上升趨勢。

美國股市的另一個潛在不利因素是貨幣政策收緊及我們對實際收益率上升的預期。在政治事件方面，2022年11月的美國中期選舉將成為焦點。民主黨面臨失去一院或兩院（略微）多數席位的可能性，這可能會導致政策僵局。因此，我們預計在美國中期選舉後，財政支出會減少。儘管存在這些不利因素，我們對美國股市的前景持樂觀態度。

穩健的盈利前景及仍然良好的金融狀況，將支撐美國股市。此外，美國股市對科技行業的風險敞口巨大，因此可以從長期增長趨勢中受惠。

歐元區



持續復甦

2022年，歐元區的經濟前景仍然樂觀。正如上文所強調的，我們預計盈利將成為全球股市的主要推動因素，對歐元區亦是如此。市場對歐元區的盈利預測是主要發達市場中最高的，支持我們看好歐元區股市展望。我們認為，在疫情後復甦過程中落後的市場（如西班牙）具有

最大的上升潛力。在政治方面，法國總統選舉將成為焦點。歐盟懷疑論者的總統獲勝將對歐洲一體化構成風險。此外，我們還將關注最終的德國執政聯盟是否會推動額外的財政支出及進一步的歐洲一體化，這將利好歐洲資產。

中國的發展對歐元區股市也很重要，特別是對（如奢侈品公司）及德國（如汽車製造商）股市。

瑞士



焦點貨幣

由於對醫療保健及必需消費品行業的重大風險敞口，瑞士股市被視為防禦性市場。這種防禦性可能成為有利或不利因素，須取決於市場環境。2021年，瑞士股市的標誌是盈利大幅復甦及週期性市場，其表現落後於更廣泛的股票基準(MSCI全球指數)。

由於2022年是「正常化」的一年，我們預計瑞士股市的表現將與全球股票基準保持一致。瑞士股市的一個重要推動因素是貨幣，因為較強的瑞士法郎對以出口為導向的瑞士股市而言是不利因素。我們認為，瑞士國家銀行將在未來一年對瑞士法郎有所限制（見第46頁）。

英國



應對英國脫歐後的挑戰

2021年，英國錄得發達市場中最強勁的盈利復甦。2022年英國股市估計每股盈利(EPS)將表明從疫情中完全恢復，根據市場估計，較2019年EPS（疫情前）高4%。儘管存在有利趨勢，但自2019年以來，英國股市的表現卻不如全球股市。

這種表現擴大了英國脫歐導致的原本已很明顯的降級（即市盈率倍數下降），市場目前以處於歷史低位的估值倍數交易。展望未來，受封鎖措施影響過大的英國重量級行業，將是「重新開放」交易的主要受害者。與MSCI全球指數相比，英國股票指數對IT行業的敞口較低，金融業的比重較高，這在收益率上

升的環境中將成為有利因素。受盈利增長及一些較高的估值倍數所推動，我們預計2022年英國股市將有良好表現。4%左右的高股息率也將證明對總回報有支撐作用。



日本

光明前景

由於新冠病毒疫苗接種推遲及持續的疫情限制，日本股市在2021年上半年表現落後。然而，2021年下半年，因政局變動為新政府及潛在的刺激措施鋪路，日本在疫苗接種及股市表現方面已趕上發達市場。

展望未來，我們預計2022年日本股市將提供有吸引力的回報，因為日本經濟已完全重新開放並推動國內消費，出口隨著供應鏈壓力的紓緩及強勁的外部需求而回升，同時將迎來具有吸引力的盈利增長、更多回購及貨幣及財政支持政策。



新興市場亞洲

未來的雙位數盈利增長

2021年，由於中國經濟增長減速，科技股監管力度加大，以及一家大型（陷入財困的）中國房地產開發商的命運未卜，亞洲股市承受了巨大壓力。然而，我們預計2022年中國經濟增長將趨於穩定，增長率將達6.1%，原因是貨幣及財政政策的限制減少，為增長勢頭提供支

持。同時，監管部門對打擊科技股的最壞影響似乎已經結束，減少了市場的一個主要風險。中國經濟復甦的前景及發達市場仍然健康的增長，對區域盈利而言是個好兆頭，2022年應會有雙位數的增長。隨著新冠病毒受到控制，東南亞經濟體也將經歷實質性的經濟及盈利復甦。最後，半導體短缺將繼續支撐技

術硬件部門的增長勢頭。綜上所述，鑒於對基本改善的預期，我們認為2022年亞洲股市將提供具有吸引力的回報。



拉美

市場料將好轉

在2021年的疲軟表現後，我們預計2022年拉丁美洲股市將提供具有絕對吸引力的回報，同時在政治雜音加劇的情況下將出現更多波動。拉美股市預計將受惠於強勁的全球經濟增長及股市內週期性行業的有利組成成分，例如金融及材料，兩者共佔MSCI新興市場拉

美股票權重的45%以上。隨著整個地區的央行繼續收緊利率，金融業是利率及收益率上升的主要受害者，而商品價格上漲也預示著該地區的增長前景良好。5%左右的高股息率也對拉丁美洲股市的總回報提供支持。

然而，隨著巴西等的七個拉丁美洲國家進入選舉階段，我們預計政治及監管動向可能仍然是該地區的主要風險。



東歐、中東和非洲

金融股、能源股將支撐股票回報

在全球經濟重新開放帶來的穩健盈利復甦的推動下，2021年表現出色，我們繼續預計2022年東歐、中東和非洲(EEMEA)股市將提供具有吸引力的回報，儘管速度較慢。我們預計，隨著有利的基數效應消退，東歐、中東和非洲的盈利增長將在2022年恢復正常。

然而，我們仍然預計高個位數的盈利增長，與新興市場基準（MSCI新興市場指數）保持一致。金融業作為最大的行業（約佔MSCI東歐、中東和非洲指數40%的權重），預計將成為利率及收益率上升的主要受害者。能源價格高企將成為區域經濟的另一個有利因素，特別是中東及俄羅斯，因為這將改善他們的財政及財務狀況。

因此，我們預計2022年東歐、中東和非洲股市仍然具有吸引力，並提供與新興市場股市一致的絕對回報。

縮減購債規模—— 牛市減速還是剎車？

縮減購債規模是指央行減少資產購買。縮減購債規模在央行經濟刺激政策開始結束時出現。縮減購債規模不是縮減資產負債表，央行將繼續向經濟提供刺激，但速度會放慢。由於市場習慣了政策支持，即將公佈的縮減購債規模可能導致市場下跌，這被稱為「縮購債恐慌」。美聯儲在2021年11月會議上宣佈縮減資產購買規模。美國的資產購買政策使資產負債表的規模從2020年2月佔GDP的19.2%增至37.5%。相比之下，歐元區的這一比例從39.2%增至69.2%，日本則從104.7%增至132.8%。這種過剩的流動性加上低利率，最初有助於在新冠病毒引發的波動後平息股市憂慮，之後又推動股市強勁反彈。

2013年縮購債恐慌

2013年5月22日，聯儲局主席伯南克(Ben Bernanke)宣佈縮減資產購買計劃，導致債券收益率立即飆升，股市下跌。這一變化僅限於降低資產購買的速度，資產負債表的縮減在2015年才開始。在2013年5月宣佈之後的一個月，發達市場及新興市場股市分別下跌-7%及-10%。在隨後的12個月內，全球股市回報率恢復至13%，其中美國及歐元區錄得正回報。在另一個貨幣緊縮的例子中，聯儲局在2018年開始縮減當時為4.5萬億美元的資產負債表。在隨後的連續20個月內，聯儲局將其資產負債表上的資產規模減少了約7000億美元，平均每月減少約350億美元。在隨後的12個月內（從2018年1月底開始），全球股市下跌了4%，其中歐元區、日本及新興市場是主要的滯後地區。

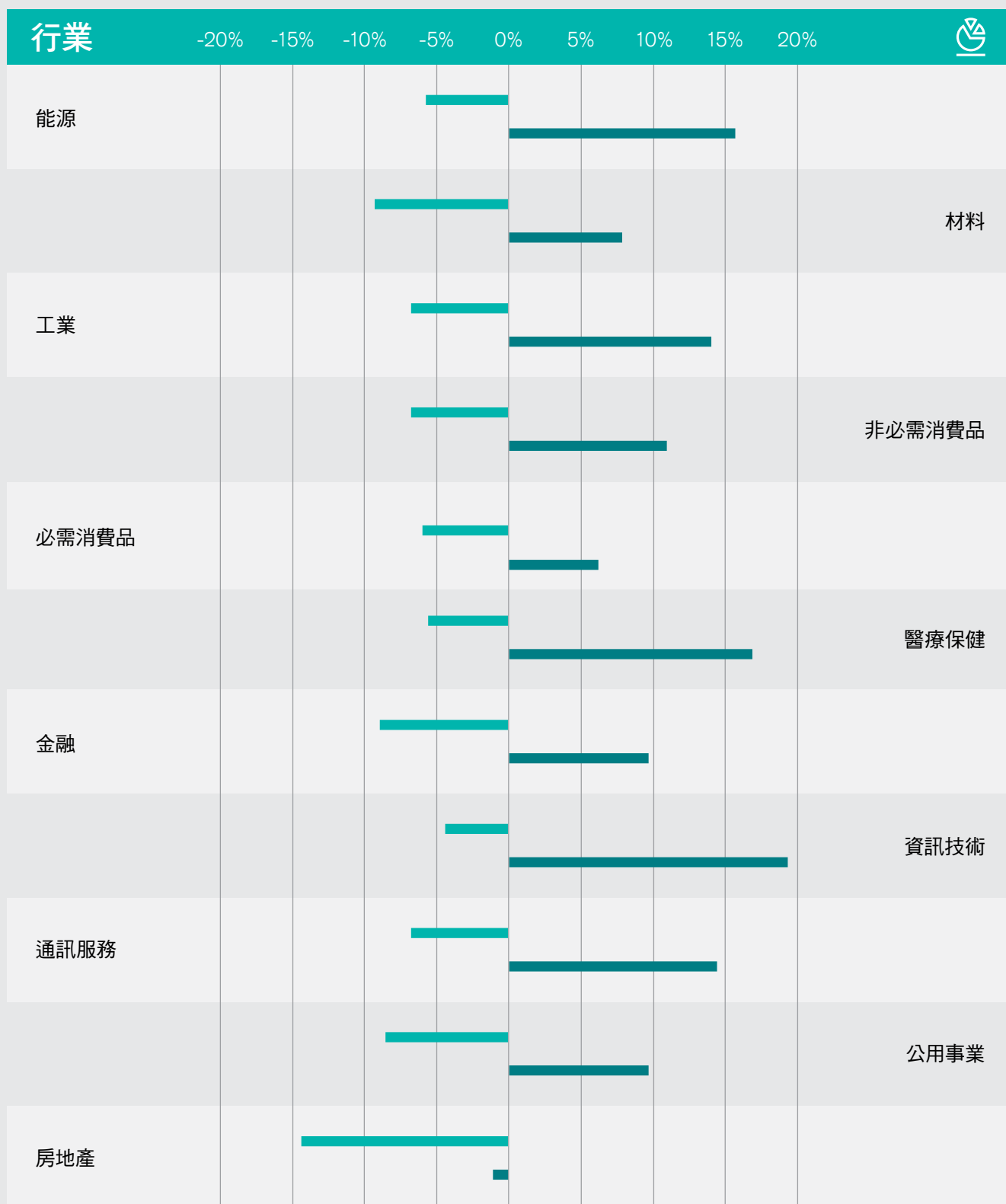
這次可能有什麼不同？

我們認為這次的基本面情況要好一些，可以抵禦任何縮減購債規模的衝擊。這次的實際收益率甚至更低，為-0.86%，而2013年時為-0.25%。收益率下跌推動了估值倍數升高：目前12個月遠期市盈率遠高於2013年，而遠期盈利增長率則更高。勞動市場狀況也較好，目前美國失業率為4.6%，而2013年為7.5%。此外，在過去的四個聯儲局加息週期中，全球股市出現了調整，但隨後在一年的時間裡恢復了略為正的回報。我們認為，由於縮減購債規模導致股市調整，可能為投資者提供入市機會。

「縮減購債規模導致的
股市調整，可能為投資者
提供入市機會。」

2022年縮減購債規模對投資者而言有何影響？

2013年宣佈縮減購債規模後各行業的表現



1個月
12個月

2013年縮減購債規模的日期為2013年5月22日，
即聯儲局宣佈的日期

最後數據點 2021年9月27日
資料來源 彭博、Refinitiv、瑞信

美元受利率優勢支持

2022年，預期能夠受惠於本國央行逐步利率正常化的貨幣，會受投資者青睞。該轉變期也可能有利於強週期貨幣，例如商品貨幣。

美元兌瑞士法郎/日元可能上升

美元走勢將主要取決於聯儲局的政策正常化相對於其他經濟體的進展，以及全球及地區經濟的持續復甦情況。2022年，通脹得以壓制的低收益貨幣可能承壓。就此而言，日元及瑞士法郎可能於2022年下行。瑞士法郎方面，瑞士國家銀行可能維持積極的貨幣政策，在外匯市場進行干預，以在必要時拉低瑞士法郎匯率。此舉應避免瑞士法郎如脫韁野馬，若其持續上升，可能加大持續低通脹環境下的通貨緊縮。

歐元於2022年初下跌

鑒於聯儲局帶頭縮減資產購買（減少買債），2022年初歐元兌美元可能下跌。不過，儘管歐洲央行對政策正常化採取謹慎而耐心的態度，通脹應會在明年進一步加速。這可能導致貨幣市場易受政策正常化提前重新定價的影響。歐元區的經濟基本面仍較美國更為穩健，尤其是在對外收支及財政赤字方面。此外，在德國新任執政聯盟支持下的歐洲財政一體化的前景，可為歐元提供額外的中期支援。2022年下半年，歐元可能會靠穩回升。不過，這取決於歐元區通脹上行的持續時間，以及相對於當前市場預期，歐洲央行推行政策正常化的進展。

加元、挪威克朗及紐元獲支持

隨著多家央行於2022年步入政策正常化，年內轉換持倉幣種或許至關重要。例如，當一國央行未來因經濟前景改善而推行更有利政策時，便買入該國貨幣（即預期升值的貨幣）。如我們所料，基本面穩健且2022年初本國央行的支持猶在的高貝塔貨幣（即強週期貨幣）（尤其是商品貨幣）應在十國集團中表現出色。商品貨幣目前跑輸商品價格及相關貿易條件（即出口價格與進口價格的比率）的升幅。不過，2022年週期性活動及政策正常化很可能同步，因此貨幣應會重新隨貿易條件回升而反彈，為加元、挪威克朗及紐元提供支持。相形之下，澳元則因中國經濟放緩而成為風險最大的高貝塔貨幣。總之，我們認為估值、匯率對通脹的影響以及金融環境應會限制貨幣2022年的升幅。

土耳其里拉、巴西雷亞爾壓力重重，盧布可望上升。

新興市場貨幣2022年的展望不及2021年。鑒於疫苗接種計畫的實施，未來進一步封城的情況不大可能出現，故新興市場經濟因新冠疫情而放緩增長的憂慮已經減弱。然而，中國的增長前景仍是明年的主要風險。

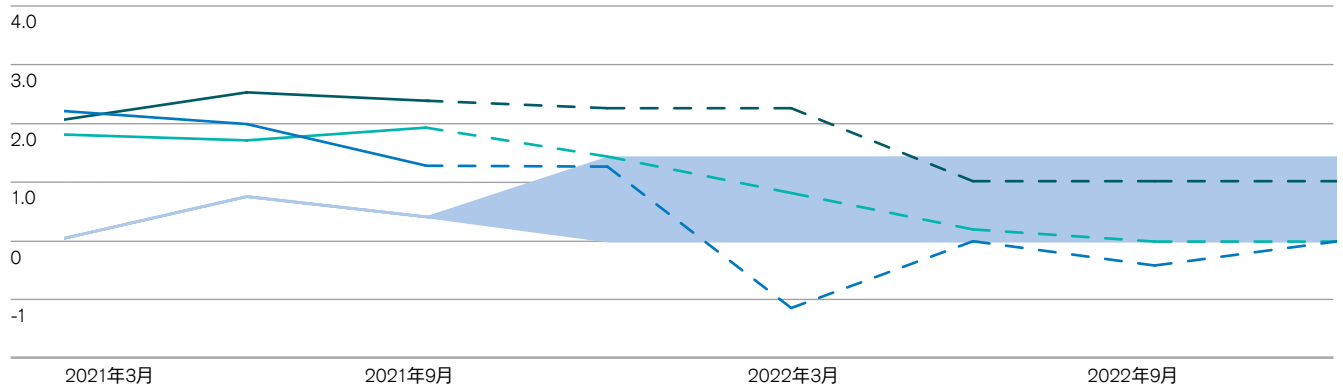
2021年新興市場央行一直積極應對不斷上行的通脹，新興市場貨幣總體受到貨幣政策的支持。然而，我們預期加息週期將於2022年放緩，並可能在提前收緊銀根的國家（例如墨西哥）結束加息週期。雖然新興市場貨幣息差加大，但維持在2010年以來的歷史平均水平附近。此外，隨著新興市場的通脹持續上行，新興市場的實際利率可能勉強能達到正值。在拉丁美洲和東歐、中東及非洲（EEMEA），通脹壓力仍在持續。鑒於潛在的減少買債，貨幣政策態度溫和的聯儲局的利好影響也可能於明年消退。因此，息差優勢不大可能進一步顯著加大。鑒於聯儲局立場的轉變，貨幣之間的分別之處仍將是關鍵。儘管新興市場國家目前的情況總體好於2013年所謂的「縮減恐慌」期，但仍不乏積重難返者。大多數新興市場國家實施寬鬆的財政政策來應對新冠疫情危機，導致新興市場總體的財政赤字及政府債務增加。就此而言，巴西及土耳其的情況最嚴重。另一方面，基本面穩健的高息差貨幣應可繼續受惠。我們尤其認為盧布是新興市場中的佼佼者。

人民幣保持穩定或下跌

亞洲貨幣兌美元總體保持穩定甚至上升，需要美元大體持平或下跌。此外，一個重大的地區問題將是中國的增長前景，而當中的關鍵決定性因素則是：政府解決房地產行業近期所面臨壓力的能力以及監管機制不確定性的持續時間。我們認為2022年監管形勢可能趨穩，這有望帶動外資流入於下半年改善。總之，上述不確定性可能拖累中國經濟增長，因此中國人民銀行可能於2022年上半年提前採取措施，維持更為穩定的人民幣，甚至使人民幣下跌。

2022年央行的政策正常化路徑將影響貨幣匯率

金融資產購買額佔GDP的比例(%)



歐洲央行
聯儲局

英倫銀行
瑞士國家銀行*

* 瑞士國家銀行的假設：2015年2月至2016年5月期間
估的介於0和平均量之間的外量

最後數據點 2021年第三季度
資料來源 瑞信、Refinitiv Datastream

把握房地產的結構性趨勢

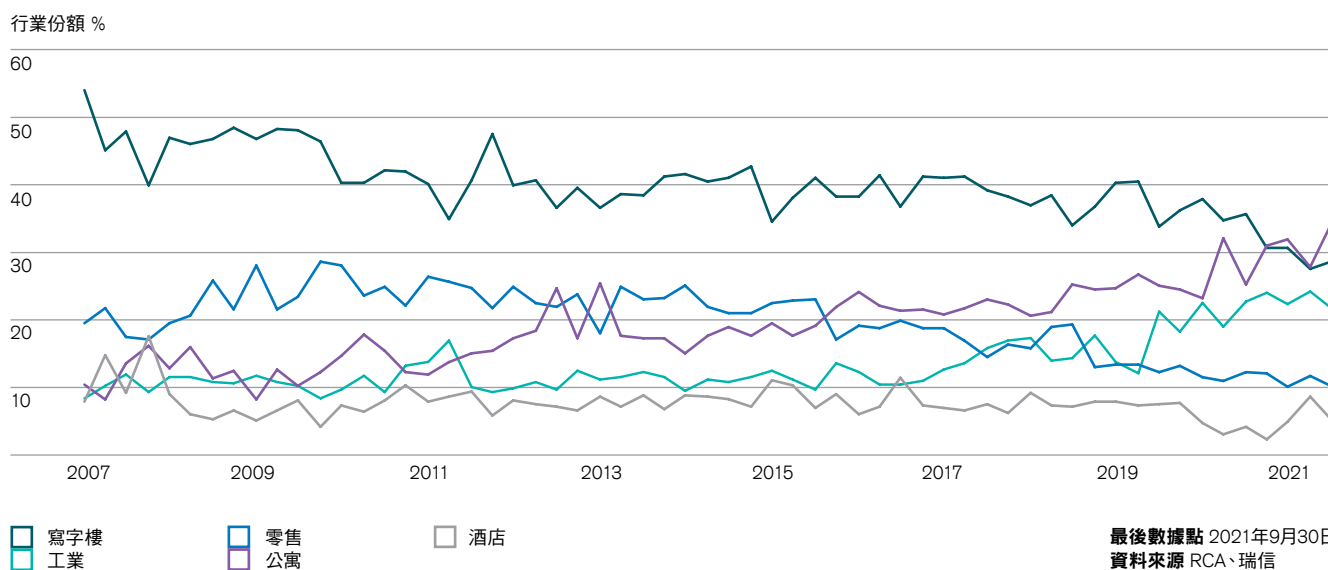
利率處於歷史低位、經濟持續復甦，應有利於2022年的房地產投資。不過，疫情驅動的結構性轉變仍在持續，我們繼續看好具備長期增長動力的板塊，例如物流地產。

鑒於利率預期將溫和上行以及全球經濟將持續復甦，市場環境仍有利於房地產投資。然而，疫情導致早已存在的結構性趨勢加速，我們認為房地產市場需要於2022年進一步調整，以反映不斷變化的消費者行為及租戶需求。電子商務、數碼化及在家工作的加速增長，應會繼續利好物流、數據中心及通信塔等板塊，同時使寫字樓及零售物業的前景更為艱難。

上市房地產公司已準備好應對持續的市場轉變：過半數公司從事上述業務，享受強勁的業務增長（例如物流），或涉足滿足人們的基本需求，對於商業週期的依存度降低的板塊（如住宅及自助式倉儲）。總之，我們預期上市房地產市場可於2022年提供中等個位數回報。

公寓及工業資產日益受到追捧

全球商業地產交易量（行業在總交易量中的份額（%））



上市房地產公司：

美國和英國前景向好

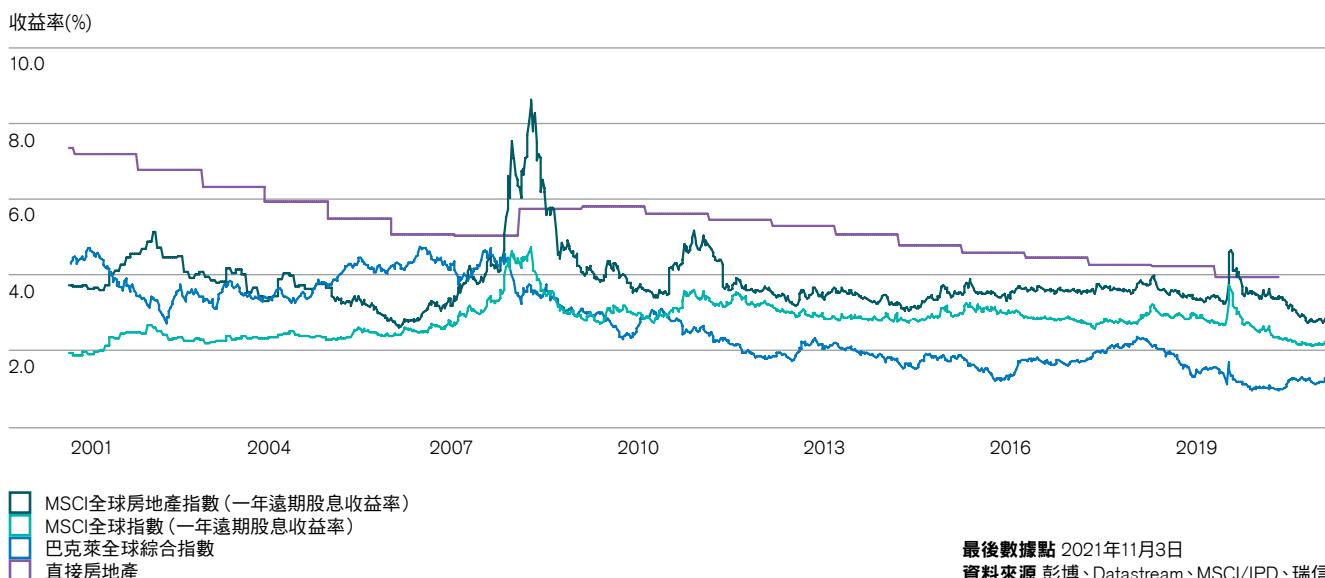
在上市房地產公司中，對受益於強勁的結構性增長的行業投資比重較高，因此美國市場的前景向好。同樣，英國上市房地產公司應可受益於對物流行業的投資（物流地產是房地產指數中比重最高的板塊）。供應溫和以及脫歐不確定性減退引發的投資情緒改善，促使倫敦寫字樓市場顯著回升，也將使英國的房地產公司受惠。儘管德國住宅市場（約佔歐元區上市房地產公司的70%）仍面臨結構性供不應求，當地政府可能潛在收緊監管措施，也成為不利因素。瑞士房地產基金的估值有所提升，而持續的低息環境以及瑞士出租公寓市場的勢頭改善，構成利好因素。

直接房地產：物流仍受到追捧

投資者偏好在後疫情時期發生改變，公寓比寫字樓更受追捧，而工業地產的投資量創歷史新高。展望未來，我們預期，由於電子商務日益普及，零售行業的物業價值將進一步下跌。預計的經濟復甦總體有利於寫字樓板塊，但有關在家工作的持續討論可能導致寫字樓需求減少。然而，我們認為這種情況將主要集中於低質資產，為此我們首選位於中心地段的優質投資項目。我們也強調環境、社會及管治（ESG）資格，這對於租戶日益重要，在新建的物業投資項目中易於取得。鑒於電子商務持續帶動倉庫及分配中心需求，物流資產的前景仍然向好，而住宅資產（尤其是在供應及庫存水平低的地區）的前景也同樣樂觀。

房地產繼續提供相對較高的收益

各類資產類別的收益率(%)



最後數據點 2021年11月3日

資料來源 彭博、Datastream、MSCI/IPD、瑞信

另類收益 / 收入投資 與對沖基金並用

隨著週期策略利好因素的減退，我們青睞低市場貝塔對沖基金策略及另類收益投資。我們預期明年將取得接近長期平均水平的溫和回報。盡職審查及基金經理選擇是關鍵。

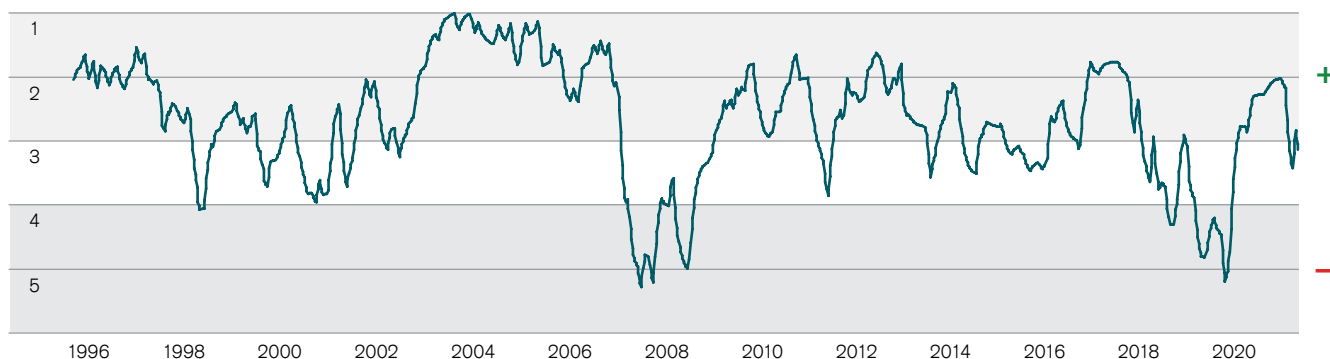
看好低市場貝塔策略

有利的經濟環境、史無前例的流動性水平以及地區價格迥異，提升了對沖基金表現（截至2021年第三季度止12個月），週期策略最為受益。該高個位數表現是全球金融危機以來所取得的最佳表現之一。儘管系統性風險仍然溫和，我們的Trading Conditions Barometer（交易條件晴雨表）顯示週期策略的利好因素已經減退。

因此，我們預期對沖基金的回報將放緩至接近中等個位數。我們也青睞受權益及信貸貝塔影響較小的策略，例如股票長倉 / 短倉機會、多元化宏觀及企業套戥。這些策略的基金經理應可受益於：長期收益率潛在上行以及聯儲局預期減少買債所引發的波幅及跨資產市場波動加大。

我們的Trading Conditions Barometer呈現中性

計分基於採購經理指數、流動性狀況、波動性及系統風險



瑞信交易條件晴雨錶*

* 之前的瑞信對沖基金晴雨錶

- + 對沖基金跑贏避險資產
- + 對周期性策略有利的市場環境
- 對沖基金跑贏風險資產
- 對防禦性策略有利的市場環境

最後數據點 2021年11月5日
資料來源 彭博、瑞信

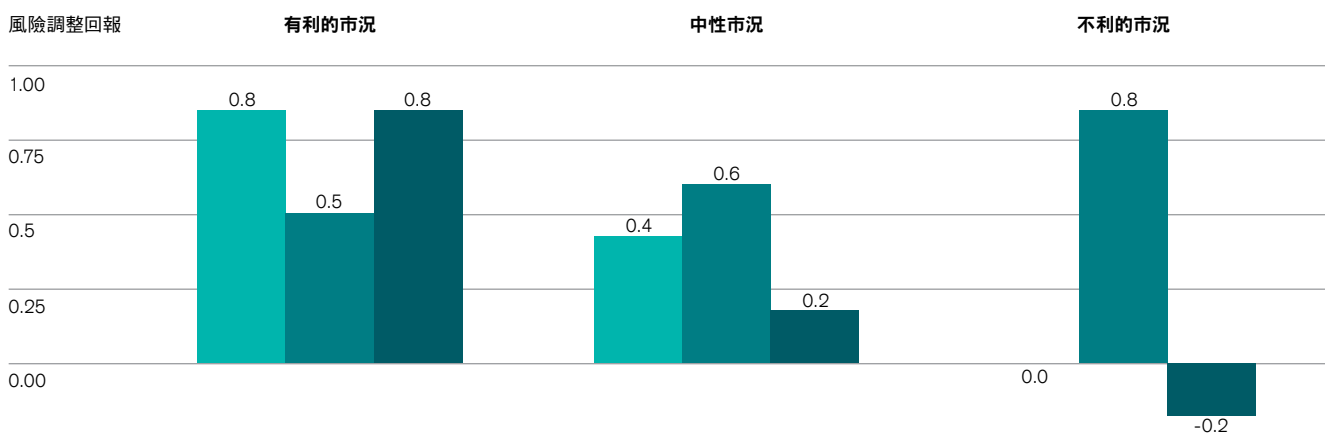
另類收益

2022年，尋求獲取另類資產（例如私人基礎設施、房地產及消費貸款）收益的策略也將迎來有利的市場環境。我們認為，大多數發達國家的財政開支增加（尤其集中於減少碳足跡）應可為相關基礎設施資產營造穩定的市場環境。此外，超過平均水平的儲蓄率以及就業水平及工資的改善，帶來穩健的家庭收支，而這應可為私人房地產及消費貸款行業創造穩定的環境。因此，私人另類資產策略提供了獲取收益的機會，尤其是鑒於公眾市場提供的收益率仍處於歷史低位。不過，投資者須警惕私人市場的發行人及行業集中風險，可以通過投資於高度多元化的基金解決方案，降低這些風險。

盡職審查及基金經理選擇是關鍵

以往，在我們的Trading Conditions Barometer顯示中性結果時，對沖基金的風險調整回報往往優於股票。主動型基金經理通常能從多輪波動（往往與中性結果相關）造成的錯誤定價機會中，把握有關機會而受益。對沖基金也能將其波幅限制在接近中等個位數，降低了多資產投資組合的總體波幅。未來的投資環境看似較2021年更嚴峻；我們預期基金經理最佳和最差表現的差異將會加大。因此，我們繼續強調選擇經驗豐富的基金經理、確保全面的盡職審查及基金選擇流程落實到位的重要性。

對沖基金與股票及債券的風險調整回報對比 比率（回報率/波動率）



對沖基金由瑞士信貸對沖基金指數代表；全球股票由MSCI全球指數代表，全球債券由彭博巴克萊全球綜合指數代表（無對沖）

對沖基金
全球債券
全球股票

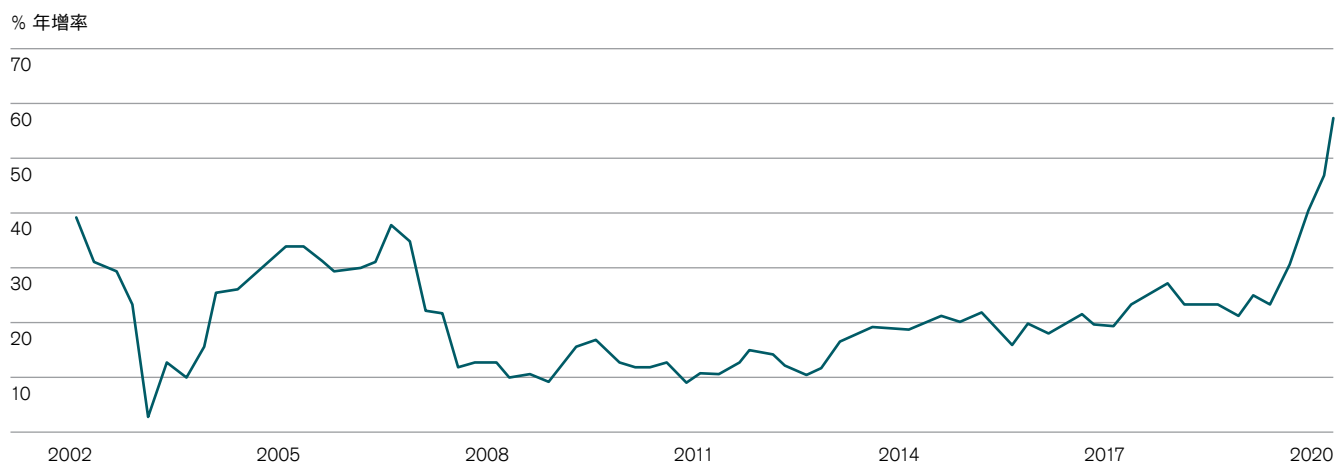
* 1997-2021年期間的未來6個月中位數回報除以波動率；
市場機制由交易條件晴雨錶定義。

最後數據點 2021年10月31日
資料來源 瑞信、彭博

金融、醫療保健及教育領域的風險投資機遇

經濟環境仍有利於私人市場，但2022年的投資環境將面臨更嚴峻的競爭。儘管我們預期私人市場的回報將低於長期平均水平，但由長期增長及市場錯配帶來的機會依然存在。全面的盡職審查及投資組合方針是取得成功的關鍵因素。

對沖基金與股票及債券風險調整回報的對比
前四分位和後四分位基金表現的差異



前四分位和後四分位基金表現的差異

最後數據點 2021年3月31日
資料來源 Preqin、瑞信

投資難度加大

有利的經濟環境及利率相對溫和的上升，利好該資產類別。然而，高估值及創紀錄的閒置投資資金（乾火藥）導致投資難度加大，未來這種局面將會持續。此外，新冠疫情促使行業整合加劇，大型基金將變得更大，而經營時間不長的小型基金經理面臨更嚴峻的投資環境。因此，我們預期前四分位及後四分位基金表現將持續異常迥異。在此環境下，我們預期私人市場將提供低於長期平均水平的高回報。我們的預測反映基金平均表現，但以往頭部及底部基金表現每年約20%的差距，突顯了基金選擇及盡職審查的重要性。

使用有限槓桿的策略所面臨的機遇

在通脹壓力及長期基準收益率上行構成風險的環境下，我們提出使用有限槓桿的高增長策略，例如風險投資及成長型資本投資。新冠疫情加快了面向科技應用的轉變，因此在金融、醫療保健及教育等眾多行業創造了前所未有的大量機遇。

憑藉快速的創新、決策及隨時可用的資金，風險投資可把握這些長期趨勢。我們也提出生命科學行業的重要性，長遠而言，該行業同樣受發展中國家的人口老化及支付能力提高等增長驅動因素推動。最後，二級市場基金經理可把握2022年市場波動所造成的市場錯配機會。

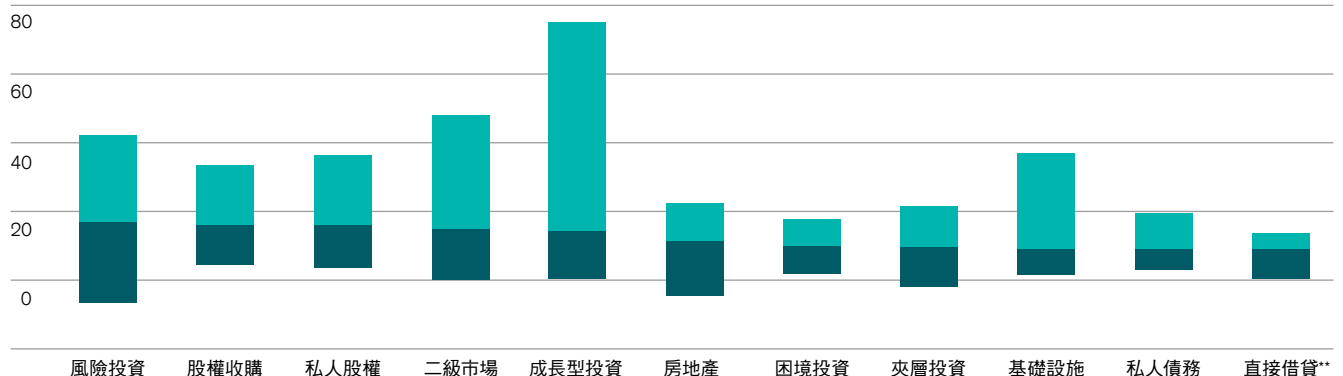
投資組合方針是關鍵

私人市場的投資時機無法把握，但選擇經驗豐富的基金經理在整個週期進行持續配置，是系統性構建穩健投資組合的基礎。投資組合核心回報（股權收購、核心實物資產、優先順序債務），可通過增添高增長策略（風險投資及成長型資本投資）提高，以把握經濟增長，而市場錯配策略（二級市場及危機）應可在金融危機（不論廣泛擴散或僅限於局部）導致此類基金所追求的機遇湧現時，限制下行空間。總之，穩定的現金流需要投資於高度多元化的私人股權投資，才可取得超過上市股權投資的穩定超額回報。在確定了個別客戶目標及需求之後，重視分散投資、基金經理選擇及盡職審查應是投資過程中的首要任務。

私人市場的回報差異極大，為多元化投資提供了良好基礎

私人市場回報差異*（按回報中值計算）

年度內部收益率



■ 前四分位範圍
■ 後四分位範圍

* 基於2004年至2018年的年度淨內部收益率；
** 採用2008年至2018年資料

最後數據點 2018年12月31日
資料來源 Preqin、瑞信

看好商品週期

步入2022年，鑒於全球工業生產增長有望持續超過平均水平及庫存補充需求，商品仍將具備有利的需求環境，但有可能經歷一定放緩。

由於重新恢復的需求遠超供應並造成庫存減少，導致商品現貨市場持續受壓，2021年全年商品表現極為強勁。步入2022年，鑒於全球工業生產增長有望持續超過平均水平以及庫存補充需求，商品仍具備有利的需求環境，但有可能經歷一定放緩，在服務取代商品推動經濟增長時，增長力度將有所減弱。多個行業的供應也在迎頭趕上，消除了現貨市場的部分壓力。在此環境下，回報前景應維持樂觀，但現貨的貢獻有可能減小。

看好週期性商品而非防衛性商品

強勁的增長以及未來央行將逐步撤出支持性政策，應利好週期性商品而非防衛性商品。倘實際收益率掉頭上行，黃金可能更容易受到影響，進一步印證了我們對於尋求下行保護的建議，最好是把握最終的價格反彈。在週期性商品當中，減碳應會提升基礎金屬的中期需求前景，儘管期間需求可能會經歷策略性的增減以及過剩的時期。我們預期油價仍將得到支持，因為石油需求有進一步增加的空間，但隨著石油輸出國組織成員國以外產量的恢復，供應端的競爭可能加劇。因此，2022年現貨價格可能經歷一定放緩，表現主要受展期收益率影響。天然氣及電力可能仍是波動的來源，至少在冬季結束前是如此。碳市場方面，在近期取得巨大漲幅之後價格有望迎來整固，但倘若決策者不僅胸懷大志，更注重貫徹落實，則長期上行走勢仍然未變。

仍可作為對沖通脹的有效工具

就投資組合而言，投資者策略性地配置商品，可在分散風險的同時，有效對沖通脹的意外上行。然而，由於目前短期曲線已不再走峭，反而出現一定程度的正常化，我們將尋求較為積極的曲線管理。行業及個別市場方面，相對價值因素的重要性可能再度提高，我們將尋求收益增強及/或波動一賣出機會。

風險情景

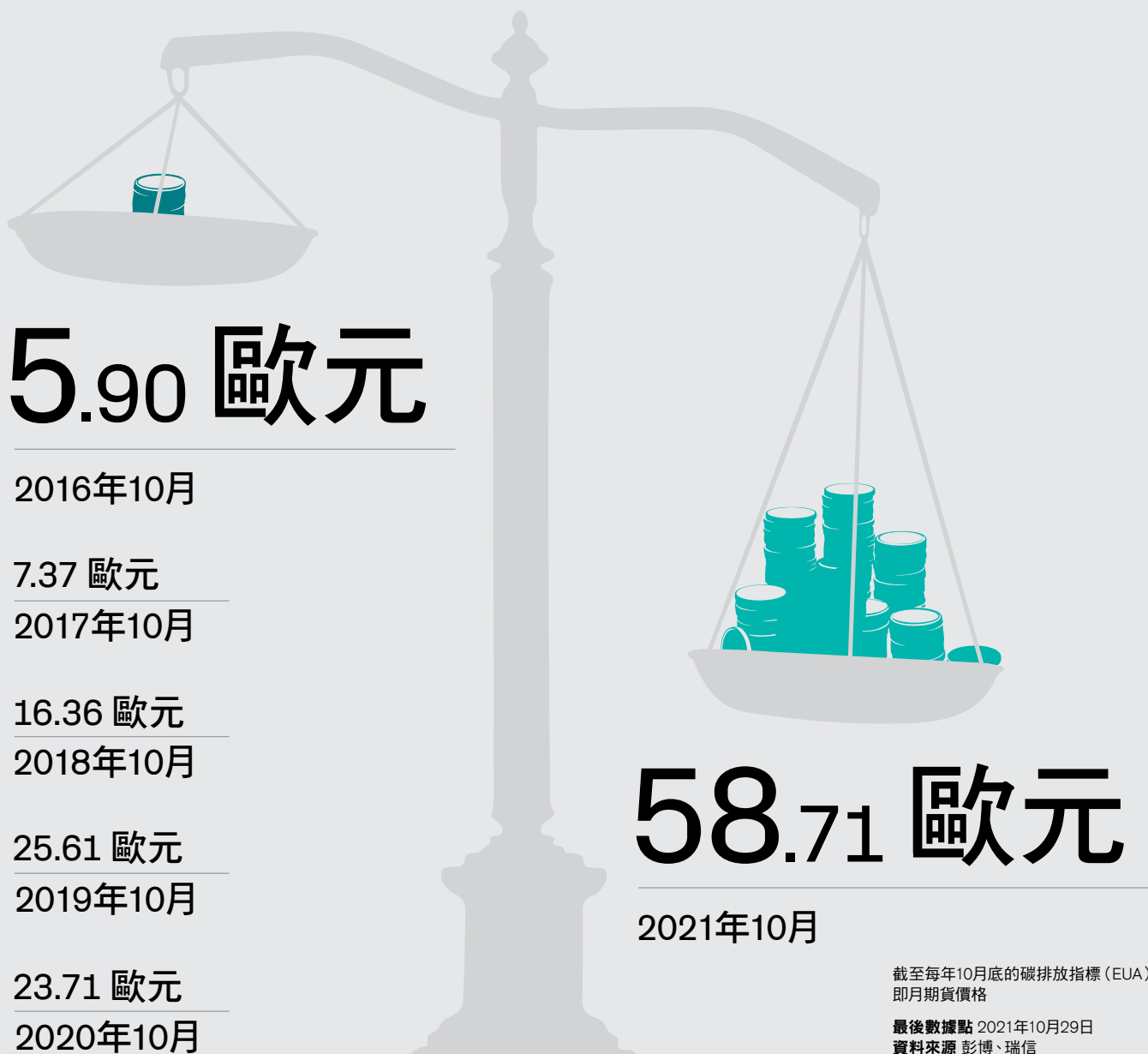
任何時候都存在大量風險及不確定因素，但目前首先要考慮的是天然氣短缺波及相關行業導致的電力市場尾部風險增加。各個地區目前的庫存均處於極低水平，引發人們憂慮在發生寒流的情況下將出現電力供應短缺，這導致市場給予極高的風險溢價。目前的不確定性極高。形勢最終會好轉，但這恐怕要等到春季來臨。無論如何，能源轉型都是一個巨大的挑戰（和機會），可能會引發更多的波動，至少在第一階段。到春季來臨。作為原材料需求的主要來源，中國房地產市場降溫構成長期隱憂。儘管如此，該風險可能被基礎設施投資以及減碳相關的需求增長所抵消。

碳價格及氣候

碳市場設定排放二氧化碳的價格，被視為對抗氣候變化的主要工具。多項區域性措施正在全球範圍內推廣，歐盟的排放交易系統（ETS）是全球最大且流動性最強的限額交易機制。決策者向參加交易的公司發放及拍賣排放配額，這些配額可自由交易並隨時間推移而減少。價格由政策（供應端）、工業活動以及相對的能源價格（需求端）決定。

供求平衡通過減少一噸碳的邊際減排成本實現。價格上漲激勵生產商及消費者提升效率。投資者也通過提供流動性、促進風險在市場參與者之間有效轉移，以及提供研究資金，在當中發揮重要角色。從環境、社會及管治角度來看，二氧化碳投資也日益重要，因為碳補償可用於解決投資的「環境」問題。

以下是一噸二氧化碳的成本



新冠肺炎疫情後時代的 超級趨勢

近幾十年來，從目標行業及子行業投資演變而來的主題基金，已然成為一個快速擴張的小眾市場。人們對主題投資的興趣日漸濃厚，這或許要歸因於我們當今生活在一個顛覆性的時代——科技的迅猛發展、人口結構及氣候變化挑戰，正在撼動舊有的商業模式，並推陳出新。傳統的地域或行業多元化投資方式，可能無法充分捕捉到這種轉變，導致投資者的投資組合中充斥著太多過時的公司，創新公司卻寥寥無幾。通過主題多元化，投資者可以更精準地把握引領變革的長期趨勢。

我們的長期投資主題「超級趨勢」涵蓋六項關鍵的社會發展趨勢，我們相信這些發展趨勢將帶來商業及投資機會。在首次發佈四年後，我們將其中一些超級趨勢子主題與聯合國的17個可持續發展目標(SDG)進行配對。我們認為，全球新冠肺炎疫情更加凸顯了這些可持續發展目標的重要性，因為它們可作為未來經濟活動與發展以及政府合作及國際關係的指引原則。

近期，全球各國紛紛加快步伐，大力投資於可持續性相關基礎設施以應對氣候變化，這正是投資機會與可持續發展目標相結合的一個例證。請注意，此配對僅供參考，而非正式指南，因為對於何謂符合可持續發展目標的投資，並無公認的標準。

減排促增長

當下，全球各國政治領導人對可持續發展的關注有增無減，紛紛推行舉措以期達成其雄心勃勃的溫室氣體(GHG)排放目標，「淨零」就是一個新口號。我們認為，我們的「氣候變化」及「基礎設施」超級趨勢已做好部署，將受惠於這一政治勢頭及未來數十年內的計劃投資。「氣候變化」超級趨勢關注經濟活動中的減碳，這將影響陸地及水下生物，並促進健康的社區。除發電、運輸及能源轉型外，我們認為，食品革命不僅讓我們更加健康，還可在全球範圍內大幅減少二氧化碳排放量。同時，「基礎設施」超級趨勢的核心主題是能源及水（基礎設施），但也包括通過安全高效的運輸促進人員及貨物流動所需的基礎設施。這兩大趨勢的子主題都反映在聯合國的一些可持續發展目標中，例如工業、創新與基礎設施、體面職位與經濟增長，以及負責任的消費及生產。

尋求（更好的）社會平衡

「焦慮社會」超級趨勢關注「更平等機會」這一主題，聚焦住房、教育、醫療和個人安全等基本人類需求的可負擔性，以及不斷變化的勞動力市場中的體面職位問題。新冠肺炎疫情期間，民眾的不滿仍集中在民生的「痛點」上。在全球各地，經濟困境及變化造成的就業不穩定、教育成本攀升、醫療開支上漲以及個人和公共安全等事項，都是眾人最關切的問題及優先事項。我們認為，投資機遇蘊藏在那些能夠解決上述挑戰並提供降低基本服務成本的解決方案的公司中；另一方面，在環境、社會和管治(ESG)的「社會」方面得分很高的僱主也值得關注。這些主題涉及聯合國的若干可持續發展目標，包括體面職位與經濟增長、減少不平等以及可持續的城市和社區。

活得更健康、更長壽

我們預計，我們的「銀髮經濟」及「千禧一代」超級趨勢分別涵蓋的老年人及年輕一代將繼續推動變革。全球人口日漸老化，導致對人口老化相關健康問題的醫療解決方案以及相關醫療費用及保險的需求都不可避免地增加，且這一趨勢也正愈發影響著新興市場。在年輕人群方面，千禧一代正在開創一種更健康的消費方式。在撼動了購物及廣告習慣後，我們認為，千禧一代接下來將改變金融業，而金融業是我們今年的「數碼原住民」子主題的重點。由於年輕一代的影響，可持續性及負責任的消費料將繼續向好。這些子主題可與若干聯合國可持續發展目標相關聯，包括健康與福祉、性別平等、體面職位與經濟增長。

無法觸及

技術是推動實現聯合國可持續發展目標的關鍵。事實上，我們的「技術」超級趨勢中的子主題反映在許多可持續發展目標中，從和平、正義及強大的機構到可持續的城市及社區。我們相信，下一個新領域將是「非接觸式經濟」，因為在新冠肺炎疫情期間，人類在交流、生活及工作中無需面對面接觸的情況急劇增加。我們預計，非接觸式使用者介面及互聯的多設備與應用，將越來越多地通過語音助手實現交互，而基於語音或圖像識別的生物特徵認證功能可為辦公室或居家的使用者提供個性化服務。

了解更多



閱讀更多

credit-suisse.com/supertrends







2022年 投資策略

了解更多



2022年投資策略

2022年央行及其對經濟狀況的評估可能再次成為制定投資策略的核心。隨著新冠疫情由全球蔓延演變為地區性流行，通脹威脅已超過危機初期顯現的通縮憂慮。供應鏈中斷是引發通脹的一個因素，未來幾個季度供應鏈問題仍可能延續，並將使消費價格面臨持續上漲的壓力。然而，央行有可能採取循序漸進的貨幣政策正常化，因其認為目前的通脹上行應屬於暫時性。

我們預計聯儲局在2022年底開始加息，並在2023年再加息四次。此外，聯儲局採用更為系統化的通脹目標設定方法以及接受通脹暫時超過預設目標，均為循序漸進的正常化路徑提供了進一步支持，這有助於降低公共債務負擔增加產生的壓力，並最終促進經濟復甦。



「央行及其對經濟狀況的評估可能再次成為關鍵。」

通脹因素

我們預期2022年的全球通脹為3.7%，各國的情況存在很大差異。該情景顯示，應避免在投資組合內配置超過正常水平的現金，因為購買力將快速下降。這也適用於債券等名義資產，債券支付固定利息，所投資金額在債券到期時按面值支付，而不會按通脹進行調整。表現與通脹正相關的金融資產（即房地產）前景較為樂觀。持有股票，股價反映了未來的盈利預期。通脹上行源於公司能夠提高其產品/服務價格，而這促使其盈利增加。我們對2022年全球名義國內生產總值增長的預測（對實際國內生產總值加通脹的預測）為8%，當中計入可抵消通脹壓力的可觀的收入及盈利增長潛力。不過，政府債券收益率上行最終很可能成為影響股票估值的不利因素，特別是在實際收益率掉頭上行並再度轉正的情況下，但我們認為這不會在2022年發生。投資於強勁的結構性增長動力所惠及行業及板塊（包括我們的超級趨勢系統框架所確定的行業及板塊）的股票，有助於抵消通脹的影響。

核心債券回報有限

本輪貨幣政策正常化即將開始，央行逐步減少對固定收益資產的購買連同經濟全面復甦，應可為利率上行鋪路。收益率上升將對債券價格產生不利影響，而債券當前的低收益以及信貸息差收窄可提供的補償甚微。因此，我們對政府及企業債券回報的期望有限。不過，我們認為應在多資產投資組合內配置核心債券以降低風險（即債券的減震特質），儘管其實際回報貢獻可能極小。

堅持多元化投資

投資組合風險管理的核心是找出回報取決於不同因素的資產。利用遵循非常規模式的投資策略，可進一步提升多元化成效。例如，一些對沖基金策略可同時對股票進行長倉及短倉操作，以增加機會數量。尋找投資策略以彌補投資債券的低收益，是一項艱巨的任務。倘息差擴大提供機會，類似於非核心債券的紅利型股票策略（重視財務狀況穩健、具備強勁的現金流產生能力的公司）或收益增強型股票期權策略，會是不錯的選擇。房地產是另一個途徑，因為持續的經濟復甦創造了有利的環境。在市場持續錯配及經濟持續復甦的背景下，私人股權也提供了提高投資組合回報的機會。然而，私人股權僅適合能夠容忍流動性較傳統投資嚴重不足的投資者。

2022年投資策略

我們預期2022年全球經濟實際增長4.3%，低於我們預期的2021年增幅5.8%，但高於疫情前的增長率。相對2021年的雙位數回報，我們預期2022年股市將提供高個位數回報。在2022年經濟增長勢頭強勁以及政策正常化的帶動下，政府債券收益率有上升潛力。

增長及通脹預測

實際GDP (按年%)

	2020	2021E*	2022E*
全球	-3.4	5.8	4.3
美國	-3.4	5.5	3.8
加拿大	-5.3	4.7	4.8
歐元區	-6.5	5.3	4.2
德國	-4.9	2.7	3.7
義大利	-8.9	6.5	4.5
法國	-8.0	6.5	4.6
西班牙	-10.8	6.9	5.8
英國	-9.7	7.0	5.0
瑞士	-2.4	3.5	2.5
日本	-4.7	2.0	1.7
澳洲	-2.4	3.4	4.1
中國	2.3	8.1	6.1
印度 (財政年度)	-7.0	8.7	7.7
巴西	-4.1	4.8	-0.5
俄羅斯	-3.0	4.5	2.4

通脹 (年平均數, 按年%)

	2020	2021E*	2022E*
全球	1.9	3.5	3.7
美國	1.2	4.7	4.5
加拿大	0.7	3.2	3.4
歐元區	0.3	2.4	2.8
德國	0.4	3.2	2.9
義大利	-0.1	2.1	2.7
法國	0.5	2.2	2.7
西班牙	-0.3	2.1	2.7
英國	0.9	2.3	3.7
瑞士	-0.7	0.5	0.5
日本	-0.1	-0.2	0.5
澳洲	0.9	2.6	2.6
中國	2.5	0.9	2.2
印度 (財政年度)	6.6	5.3	5.2
巴西	3.2	8.2	8.1
俄羅斯	3.4	6.6	5.6

* E: 估計值

最後數據點 2021年11月15日

資料來源 湯森路透Datastream, Haver Analytics、瑞信

注：歷史及 / 或預測表現指標和金融市場情況並非目前或未來表現的可靠指標。

金融市場表現 / 預測

股票*	截至2021年11月15日的2021年初至今表現	2022年預期總回報	信貸	截至2021年11月15日的2021年初至今表現	2022年預期總回報
美國股票	25.5%	6.7%	全球投資級別債券**	-1.11%	0.70%
歐洲貨幣聯盟股票	24.9%	7.2%	全球高收益債券**	3.44%	1.10%
瑞士股票	21.1%	6.3%	新興市場硬通貨債券***	-1.40%	1.20%
英國股票	18.5%	7.7%			
日本股票	16.5%	6.9%			
新興市場股票	3.7%	7.3%			
債券收益率	截至2021年11月15日	2022年末預測	貨幣與商品	截至2021年11月15日	2022年末預測
10年期美國國債收益率	1.60%	2.00%	歐元/美元	1.13	1.17
10年期德國國債收益率	-0.25%	0.10%	美元/瑞士法郎	0.93	0.94
10年期瑞士國債收益率	-0.14%	0.10%	歐元/瑞士法郎	1.05	1.10
			美元/日元	114.5	116
			英鎊/美元	1.34	1.40
			美元/人民幣	6.39	6.38
			黃金 (美元/盎司)	1862	1600
			WTI原油 (美元/桶)	80	70

* 表現和預期回報為包括股息在內的總回報。市場指以本幣計量的MSCI國家/地區指數。按時間順序排列的該等指數於2016年11月12日至2021年11月12日期間的表現如下：MSCI美國：21.8%，7.4%，15.9%，18.5%，34.7%；MSCI歐洲貨幣聯盟：24.2%，-6.9%，17.1%，-4.0%，30.1%；MSCI瑞士：20.5%，1.9%，19.1%，4.0%，23.5%；MSCI英國：14.5%，-1.0%，8.6%，-12.5%，20.7%；MSCI日本：31.6%，-4.6%，6.1%，4.3%，22.2%；MSCI新興市場：32.3%，-8.6%，12.8%，16.0%，11.8%。

** 巴克萊全球投資級公司及全球高收益指數

*** JPMorgan EMBIG Div. (主權債券指數)

最後數據點 2021年11月15日

資料來源 彭博、Datastream、瑞信

注：歷史及 / 或預測表現指標和金融市場情況並非目前或未來表現的可靠指標。

免責聲明 重要資訊

本報告為瑞信投資策略部的觀點，並非根據旨在提高投資研究獨立性的法律規定編制。本報告並非瑞信研究部的產品，即使當中參考已刊發的研究推薦建議。瑞信已制定管理利益衝突的政策，包括有關在刊發投資研究前進行交易的政策。該等政策並不適用於本報告所載投資策略的觀點。

風險警告

每項投資都涉及風險，尤其是與價值和回報波動有關的風險。如果投資以您的基礎貨幣以外的貨幣計值，匯率變動可能對價值、價格或收益產生不利影響。

本文件可能包含涉及特殊風險的投資資料。您應在根據本文件或針對本文件內容的任何必要解釋而作出任何投資決定之前，尋求您的獨立財務顧問的意見。詳細資料亦載於瑞士銀行家協會提供的《金融工具交易風險》（Risks Involved in Trading Financial Instruments）資料手冊。

過往業績並不代表未來業績。業績可能受備金、費用或其他收費及匯率波動影響。

金融市場風險

歷史回報和金融市場情景並非未來表現的可靠指標。所述投資的價格和價值及可能累積的任何收益可能會下跌、上升或波動。您應該諮詢您認為必要的顧問，以協助您作出有關決定。

投資可能沒有公開市場或只有受限制的二級市場。若存在二級市場，則不可能預測投資將會在市場上交易的價格，或者該市場是否具有流動性。

新興市場

如果本文件涉及新興市場，您應瞭解，在新興市場國家註冊成立或總部設於或主要在新興市場國家開展業務的發行人和債務人的投資和各類投資交易、與該等發行人和債務人有關或掛鉤的投資和各類投資交易存在不確定性和相關風險。與新興市場國家有關的投資可能被視為具有投機性，其價格將比世界上較發達國家的價格更具波動性。投資於新興市場投資應該僅由下述資深投資者或經驗豐富的專業人士作出：擁有相關市場的獨立知識、能夠考慮和權衡有關投資所帶來的各種風險，以及擁有必要財務資源可承擔有關投資的重大投資損失風險。您有責任管理因參與新興市場投資和您的投資組合中的資產配置而產生的風險。您應就投資於新興市場投資時要考慮的各項風險和因素，向您自己的顧問尋求意見。

另類投資

對沖基金不受適用於受規管的認可集體投資的多項投資者保護規例所規限，且對沖基金經理基本上不受規管。對沖基金不局限於任何特定投資紀律或交易策略，並且尋求通過使用可能增加投資損失風險的杠杆、衍生工具及複雜的投機性投資策略，在各類市場中獲利。

大宗商品交易具有高風險，包括損失全部投資，可能不適合很多私人投資者。該等投資的表現取決於難以預測的因素，例如天災、氣候影響、運輸能力、政局動蕩、季節性波動及展期的強勁影響，尤其是期貨及指數。

房地產投資者面臨流動性、外匯和其他風險，包括週期性風險、租金和本地市場風險，以及環境風險、法律狀況的變化等。

私募股權

私募股權系指針對公司的私人股權資金投資，該投資不可公開交易（不在股票交易所交易），比較複雜，通常流動性差且持有時間長。投資於私募股權基金一般涉及重大的財務及/或業務風險。投資於私募股權基金不受本金保護或保障。投資者需要在較長時期內滿足投資的資金要求。若無法滿足該要求，則投資者的部分或全部資金可能被沒收，損失該違約發生之前的這筆投資的未來收入或收益，失去參與未來投資的權利或被迫以極低價格（遠低於二級市場估值）賣出投資等等。公司或基金可能採用高杠杆，因此可能對不利的業務及/或財務動態或經濟因素更加敏感。該類投資可能面臨激烈的競爭、變動的業務或經濟狀況，或其他可能對投資業績產生負面影響的情況。

利率和信貸風險

債券能否保值取決於發行人及/或擔保人（如適用）的信譽度，而該信譽度在債券期限內可能會有所變化。若債券發行人及/或擔保人違約，債券或其產生的任何收益無法獲得保證，您可能無法收回或無法全數收回投資本金。

投資策略部

投資策略師負責確保全權委託及顧問業務多資產類別策略的制定及後續的執行。所顯示的投資組合模型僅供說明。視乎您的具體情況及風險容忍度，您的資產配置、投資組合權重及表現可能會有明顯差異。投資策略師的意見及觀點可能有別於瑞信其他部門的意見及觀點。投資策略師的觀點可能隨時更改，恕不另行通知且無義務更新。瑞信並無義務確保向您通知此類更新。

投資策略師可能不時參考之前刊發的研究文章，包括以列表形式整理的推薦建議及評級變更。本文所載的投資建議屬於Credit Suisse Research之前所刊發投資建議的摘要及/或對引述。股票方面，這與發行人的公司要點（Company Note）或公司概覽（Company Summary）有關。債券投資建議載於相關的研究提醒（債券）刊物或Institutional Research Flash/Alert—Credit Update Switzerland。該等內容可應要求提供，亦可登錄<https://investment.credit-suisse.com>流覽。披露內容可登錄www.credit-suisse.com/disclosure流覽。

非分銷、招攬或投資建議：本文件作參考和說明之用，僅供您個人使用。本文件並非購買或出售任何證券或其他金融工具之招攬、要約或建議，包括事實、意見或引用在內的任何資訊可能經過精簡或概括，且為撰寫本文當日之資訊。本文件所載資訊僅作為一般市場評論而提供，不構成任何形式的受監管財務建議或法律、稅務或其他受監管服務，且並未考慮任何人士的財務目標、狀況或需求（作出任何投資決策之前的必要考慮因素）。在根據本文件作出任何投資決策之前或對其內容獲取任何必要的解釋時，您應尋求獨立財務顧問的意見。無論您何時獲取或使用有關資訊，本文件僅旨在提供撰寫本文撰寫當日瑞信的見解和觀點。本報告所載見解和觀點可能與瑞信其他部門的見解和觀點有所不同，並可隨時更改，恕不另行通知且無義務更新。瑞信並無義務確保向您通知此類更新資訊。

預測和估計：過往表現不應被視為未來表現的指示或保證，且對於未來的表現不作任何明示或暗示的陳述或保證。就本文件所載關於未來表現的陳述而言，該等陳述屬前瞻性的並受諸多風險和不確定性限制。除非有任何相反說明，所有數字均未經審核。本文件所提及的所有估值均遵守瑞信估值政策和程式。**衝突：**瑞信保留糾正本文件中可能出現的任何錯誤的權利。瑞信、其聯營公司及/或其員工可能持有或擁有所提及的任何證券或其期權或對該證券或期權擁有其他重大權益或進行有關交易或其他相關投資，並可能不時增加或處置該等投資。瑞信可能正提供或在過去12個月內已經提供與本文件中列出的投資有關或與所提及的任何公司或發行人有關的投資的重大建議或投資服務。本文件所提及的若干投資將由瑞信的單一實體或聯營公司提供或瑞信可能是該等投資的唯一做市商。瑞信參與許多與本文件所提及的公司有關的業務。這些業務包括專業交易、風險套利、莊家活動和其他自營交易。**稅項：**本文件所載內容並不構成投資、法律、會計或稅務建議。瑞信不就投資的稅務後果提供建議，建議您聯絡獨立的稅務顧問。稅務水準和依據取決於個人情況，並可隨時更改。**資料來源：**本文件所提供的資訊和意見均獲取自或源自瑞信認為可靠的來源，但瑞信對其準確性或完整性不作任何陳述。瑞信對使用本文件所造成的損失概不負責。**網站：**本文件可能提供網站的網址或載有其超連結。除文件所引用的瑞信網站的資料外，瑞信並未對連結網站進行審核且對其中所載內容概不負責。該等地址或超連結（包括瑞信自身網站資料的網址或超連結）僅供您方便使用，且連結網站的資訊和內容不以任何方式構成本文件的一部分。透過本文件或瑞信網站訪問該網站或使用此類連結的風險將由您自行承擔。**數據私隱：**我們將根據瑞信私隱權聲明來處理您的個人資料，您在自己的居住地可通過瑞信官方網站www.credit-suisse.com流覽該內容。為向您提供有關我們產品及服務的推廣材料，瑞士信貸集團及其附屬公司可能處理您的基本個人資料（即聯繫方式，如姓名、電郵地址等），直到您告知我們您不再希望收到該等材料。您可在通知您的客戶經理後，隨時選擇不再接收該等資料。

分發實體

除本文另行說明外，本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司分發。瑞士信貸銀行股份有限公司是一家瑞士銀行，由瑞士金融市場監督管理局授權和監管。**奧地利：**本報告由CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A. Zweigniederlassung Österreich（“奧地利分行”）或瑞士信貸銀行股份有限公司（德國）分發。奧地利分行隸屬於CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) S.A.；後者為盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。奧地利分行受盧森堡監管機構盧森堡金融監管委員會(CSSF)（地址為283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, Grand Duchy of Luxem- bourg）以及奧地利監管機構金融市場監督局(FMA)（地址為Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria）的審慎監管。瑞士信貸銀行股份有限公司（德國）由德國聯邦金融監督局（“BaFin”）聯同奧地利監管機構金融市場監督局(FMA)（地址為Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria）監管。**巴林：**本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司巴林分行分發；瑞士信貸銀行股份有限公司巴林分行隸屬於瑞士蘇黎世瑞士信貸銀行股份有限公司，由巴林中央銀行（CBB）正式授權為第二類投資公司並受其監管。有關金融服務或產品僅面向CBB規定的認可投資者，而不適用於任何其他人士。巴林中央銀行並未審核本文件，亦未批准在巴林王國推銷本文件所述的任何投資工具，且對投資工具的表現概不負責。瑞士信貸銀行股份有限公司巴林分行地址為Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain。**智利：**本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司（於蘇黎世州註冊成立）的分行Credit Suisse Agencia de Valores (Chile) Limitada分發；Credit Suisse Agencia deValores (Chile) Limitada由智利金融市場委員會監管。

發行人和證券概未根據第18.045號法律《智利證券市場法》及其相關規定在智利金融市場委員會（Comisión para el Mercado Financiero）註冊登記，因此不可在智利公開要約發售或銷售。除根據《智利證券市場法》第四章所界定的非公開發售（即並非以公眾或公眾之中的某個部分或特定群體為物件）的發售）面向個別確定的投資者外，本文件不構成在智利共和國境內認購或購買證券的要約或邀請。**迪拜國際金融中心：**本資訊由瑞士信貸銀行股份有限公司（迪拜國際金融中心分行）分發；瑞士信貸銀行股份有限公司（迪拜國際金融中心分行）由迪拜金融服務局（“DFSA”）核准和監管。有關金融服務或產品僅面向DFSA規定的專業客戶或市場交易對手，並不適用於任何其他人士。瑞士信貸銀行股份有限公司（迪拜國際金融中心分行）的地址為Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates。**法國：**本報告由瑞士Credit Suisse (Luxembourg) S.A.法國分行（“法國分行”）分發，該分行隸屬於Credit Suisse (Luxembourg) S.A.；Credit Suisse (Luxembourg) S.A.為盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。法國分行受盧森堡監管機構盧森堡金融監管委員會(CSSF)，以及法國監管機構金融審慎監督局(ACPR)和法國金融市場管理局(AMF)的審慎監管。**德國：**本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司（德國）分發；瑞士信貸銀行股份有限公司（德國）受德國聯邦金融監督局（“BaFin”）監管。**根西島：**本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司根西島分行分發；瑞士信貸銀行股份有限公司根西島分行是於蘇黎世州註冊成立的瑞士信貸銀行股份有限公司的分行，營業地點位於Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey。瑞士信貸銀行股份有限公司根西島分行由瑞士信貸銀行股份有限公司全資擁有，由根西島金融服務委員會監管。閣下可索取最新經審計帳目副本。

印度：本報告由Credit Suisse Securities (India) Private Limited (CIN編號：U67120M-H1996PTC104392) 分發；Credit Suisse Securities (India) Private Limited作為研究分析師（註冊號：INH000001030）、投資組合經理（註冊號：INP000002478）及股票經紀（註冊號：INZ000248233）由印度證券交易委員會監管，其註冊地址位於9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai– 400 018, India（電話：+91-22 6777 3777）。**以色列：**倘由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd. 於以色列分發：本文件由Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.分發。瑞士信貸銀行股份有限公司（包括其在以色列提供的服務）不受以色列銀行下設的銀行監管部監管，但受瑞士相關銀行業監管機構監管。Credit Suisse Financial Services (Israel) Ltd.是以色列的持牌投資行銷，因此其投資行銷活動受以色列證券局監管。**義大利：**本報告由Credit Suisse (Italy) S.p.A.（為根據義大利法律註冊成立的銀行，受義大利銀行和義大利全國公司及證券交易委員會監督和管制）於義大利分發。**黎巴嫩：**本報告由Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL（“CSLF”）分發；CSLF為於黎巴嫩註冊成立的金融機構，受黎巴嫩中央銀行（“CBL”）監管。金融機構許可證號為42。CreditSuisse (Lebanon) Finance SAL受黎巴嫩中央銀行法律和通告以及黎巴嫩資本市場管理局（“CMA”）法律和法規的規管。CSLF屬瑞士信貸銀行股份有限公司的子公司，並隸屬於瑞士信貸集團（瑞信）。CMA對本報告所載資訊的內容（包括資訊的準確性或完整性）不承擔任何責任。本報告內容由發行人、其董事和其他人士（例如同意將其意見納入本報告的專家）負責。CMA亦未評估有關投資是否適合任何特定投資者或特定類型投資者。投資者特此清楚並承認，投資金融市場可能極為複

難，有可能蒙受價值損失，故未必適合所有投資者。CSLF對該投資的適當性評估，將根據投資者向CSLF提供的資訊並依照瑞信內部政策和流程進行。投資者明白瑞信及／或CSLF提供的所有通訊和文件均使用英文。一經接受對產品的投資，則投資者明確且不可撤銷地確認其對使用英語完全清楚，且無異議。**盧森堡：**本報告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.分發，該公司是盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg，由盧森堡監管機構盧森堡金融監管委員會(CSSF)審慎監管。**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”) 提供服務的人員的構想；C. Suisse Asesoría和Banco CS因此均有權隨時改變其想法，而不對此承擔任何責任。本文件僅供參考，不構成執行操作的個人推薦、建議或邀請，也不替代您在作出投資決定之前與C. Suisse Asesoría及／或Banco CS客戶經理的通信。由於所發送文件中包含的資訊可能並未考慮個別客戶的投資策略和目標，因此C. Suisse Asesoría及／或Banco CS對根據該等資訊而作出的投資決定不承擔任何責任。投資基金的銷售章程、發售文件、投資基金的投資制度、年度報告和定期金融資訊含有對投資者而言有用的所有其他資訊。該等文件可直接從證券發行人和投資基金經理或其上市的股票市場網頁中免費獲取，或者可向C. Suisse Asesoría及／或Banco CS的客戶經理索取。過往表現和現有市場的各種情景無法保證當前或將來的收益。

如果本文件所含資訊不完整、不正確或不清楚，請儘快與您的C. Suisse Asesoría及／或Banco CS客戶經理聯繫。本文件可能會及／或進行修改，而無須由C. Suisse Asesoría及／或Banco CS承擔責任。就由國家銀行證券委員會(“CNBV”)刊發的適用於金融機構和提供投資服務的其他法人的一般性條規而言，本文件僅供參考，並不取代您從C. Suisse Asesoría及／或Banco CS收到運營報告及／或對帳單。鑒於本文件的性質，C. Suisse Asesoría及／或Banco CS對本文件包含的資訊不承擔任何責任。本文件所含資訊均從C. Suisse Asesoría及／或Banco CS認為可靠的來源或基於該等來源取得，在不影響這一事實的前提下，概不保證資訊的準確性或完整性。Banco CS及／或C. Suisse Asesoría對因使用發送給您的文件中所含的資訊而造成的任何損失概不負責。建議投資者確保所提供的資訊符合其在任何特定法律、法規或財務情形下的個人狀況和投資情況，或尋求獨立的專業意見。C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.是一家根據證券市場法成立的投資顧問公司，在CNBV根據代碼30070註冊；C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.並不隸屬於Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.或任何其他位於墨西哥的金融集團。根據證券市場法及其他適用法規的規定，鑒於C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.與外國金融機構瑞士信貸銀行股份有限公司的直接關係及與組成Grupo Financiero Credit Suisse (Mexico), S.A. de C.V.的實體的間接關係，該公司並非一家獨立的投資顧問公司。**荷蘭：**本報告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.荷蘭分行(“荷蘭分行”)負責分發，該分行隸屬於Credit Suisse(Luxembourg) S.A.，後者是由盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。荷蘭分行受盧森堡監管機構盧森堡金融監管委員會(CSSF)、荷蘭監管機構荷蘭中央銀行，以及荷蘭市場監督機構金融市場管理局的審慎監督。**葡萄牙：**本報告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.葡萄牙分行(“葡萄牙分行”)負責分發，該分行隸屬於Credit Suisse (Luxembourg) S.A.，後者是由盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Mon-net, L-2180 Luxembourg。葡萄牙分行受盧森堡監管機構盧森堡金融監管委員會(CSSF)，以及葡萄牙監管機構葡萄牙銀行(BdP)和葡萄牙證券市場委員會(CMVM)的審慎監督。**卡達：**本信息由Credit Suisse (Qatar) L.L.C.分發，該公司由卡達金融中心管理局(QFCRA)根據卡達金融中心(QFC)第00005號文件正式授權及監管。所有有關金融產品或服務僅面向QFCRA所規定的市場交易對手或商業客戶，包括選擇列為商業客戶、淨資產超過400萬卡達裡亞爾並具有參與該等產品及／或服務所需的充分金融知識、經驗及理解力的個人。因此，本資訊不得向任何其他類型的個人提供或由其依賴。

沙烏地阿拉伯：本資訊由Credit Suisse Saudi Arabia (商業登記號：1010228645) 分發。Credit Suisse Saudi Arabia根據日期為23/03/1429H (對應的西曆日期為21/03/2008) 的牌照號碼08104-37獲沙烏地阿拉伯金融管理局正式許可及監管，主要營業地點位於King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi Arabia，網址為<https://www.credit-suisse.com/sa>。根據《證券發售要約和持續責任規則》(Rules on the Offer of Securities and Continuing Obligations)，除非面向資本市場管理局刊發的《證券發售要約和持續責任規則》所允許的人士，否則本文件不得在國內分發。資本市場管理局不對本文件的準確性或完整性作任何陳述，並明確聲明對由本文件任何部分引起或因依賴於本文件任何部分而產生的任何損失概不負責。本文件所提呈發售證券的潛在買家，應自行對證券相關資訊的準確性進行盡職調查。如果您不清楚本文件的內容，應諮詢獲授權的財務顧問。根據《投資基金條例》(Investment Fund Regulations)，除非面向資本市場管理局頒佈的《投資基金條例》所允許的人士，否則本文件不得在國內分發。資本市場管理局不對本文件的準確性或完整性作任何陳述，並明確聲明對由本文件任何部分引起或因依賴於本文件任何部分而產生的任何損失概不負責。本文件所提呈發售證券的潛在買家，應自行對證券相關資訊的準確性進行盡職調查。如果您不清楚本文件的內容，應諮詢獲授權的財務顧問。**南非：**本資料由瑞士信貸銀行股份有限公司(已向南非金融業行為監管局(Financial Sector Conduct Authority)註冊為金融服務提供者，金融服務提供者編號為9788)及／或Credit Suisse (UK) Limited(已向南非金融業行為監管局註冊為金融服務提供者，金融服務提供者編號為48779) 分發。**西班牙：**本文件屬於宣傳材料，由瑞士信貸銀行股份有限公司西班牙分行(在國家證券市場委員會註冊的法人實體)提供，僅供參考。本文件僅供接收者個人使用，且根據現行法規，不得將本文件視為發售證券的要約、個人投資建議，或引導您執行任何操作的一般或特定產品或投資策略建議。在任何情況下，客戶均被視為對作出任何投資或撤資決定承擔責任，因此客戶對根據本文件所含資訊和意見而決定執行操作的收益或虧損負全責。本文件並非源自金融分析或研究，因此不受制於適用於製作和分發金融研究的現行法規，其內容也無須遵循金融研究獨立性的法律要求。**土耳其：**本文件所載的投資資訊、意見及推薦建議並不屬於投資諮詢活動的範疇。投資諮詢服務由獲授權機構在考慮個人的風險及回報偏好之後，以定制方式向後者提供。然而，本文件所含意見和建議屬一般性質。因此，該等推薦可能與您的財務狀況，或者風險和收益偏好不符。因此，僅依賴本文件所提供資訊作出投資決策未必能取得與您的預期相符的結果。本報告由Credit Suisse Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi分發，該公司由土耳其資本市場委員會監管，註冊地址位於Levazim Mahallesi, Koru Sokak No.2 Zorlu Center Terassevir No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul-Turkey。**英國：**本材料由Credit Suisse (UK)分發。Credit Suisse (UK) Limited由審慎監管局授權並受金融行為監管局和審慎監管局監管。如果本材料由不受英國《2000年金融服務與市場法(金融推廣) 2005法令》豁免的境外實體派發至英國，則下列條規適用：倘在英國境內傳播或者可在英國造成影響，則本文件構成經Credit Suisse (UK) Limited批准的財務推廣，Credit Suisse (UK) Limited就其在英國的投資業務獲審慎監管局授權，並受金融行為監管局和審慎監管局監管。Credit Suisse (UK) Limited的註冊地址位

於Five Cabot Square, London, E14 4QR。請注意，《英國2000年金融服務與市場法》中對於保護零售投資者的規則對您並不適用，且“合格中索人”可根據英國金融服務賠償計畫獲得的任何潛在賠償對您亦不適用。稅務處理取決於各客戶的個人情況，且未來可能有所變化。

美國：本報告及其副本均不得在美國境內或對任何美國人士(美國1933年證券法(修正) S條例所賦予的含義)發送或分發，或在美國境內由美國人士獲取。

未經瑞信書面批准，不得全部或部分轉載本報告。©2021年瑞士信貸集團及／或其聯營公司版權所有。保留所有權利。

21C014A_IS

刊物名錄

總編輯

Philipp Lisibach
全球投資策略主管

截稿日期

2021年11月15日

責任編輯

Nannette Hechler-Fayd'herbe
全球經濟及研究總監，國際財富管理部地區

設計

LINE Communications AG

編輯支援

Catherine McLean Trachsler
Christa Jenni
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

翻譯

Credit Suisse Language & Translation Services

更多資訊

credit-suisse.com/investmentoutlook

專案管理

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

圖片來源

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

環球經濟師兼美洲地區首席投資官

Neville Hill

歐洲經濟部主管

Daniel Rupli

股票和信貸單一證券研究主管

David Sneddon

全球科技分析主管

Tobias Merath

財富內容策略主管

Luca Bindelli

全球金融工具、外匯和商品策略主管

Marc Häfliger

全球股票策略主管

David Wang

中國經濟部主管

Jelena Kucenko

全球另類投資策略主管

Jessie Gisiger

全球信貸策略和投資主題主管

Stefan Graber

全球商品策略主管

Karsten Linowsky

全球貨幣策略主管

Claude Maurer

瑞士宏觀經濟策略主管

Anand Datar

另類投資策略師

Sarah Leissner

另類投資策略師

Rasmus Rousing

股票策略師

Laura Smith

股票策略師

Sunny Chabriya

股票策略師

Satish Aluri

股票策略師

Florence Hartmann

新興市場債券及外匯策略師

Angela Saxby Robbins

可持續投資高級專家

Nicole Neghaiwi

可持續投資專家

Andrew McAuley

澳洲首席投資官

Jack Siu

瑞信大中華區投資總監

Soichiro Matsumoto

日本首席投資官

Jasmin Argyrou

澳洲全權委託投資組合管理

Suresh Tania

瑞信亞太區高級投資策略師



credit-suisse.com

© 瑞信，2021年版權所有

