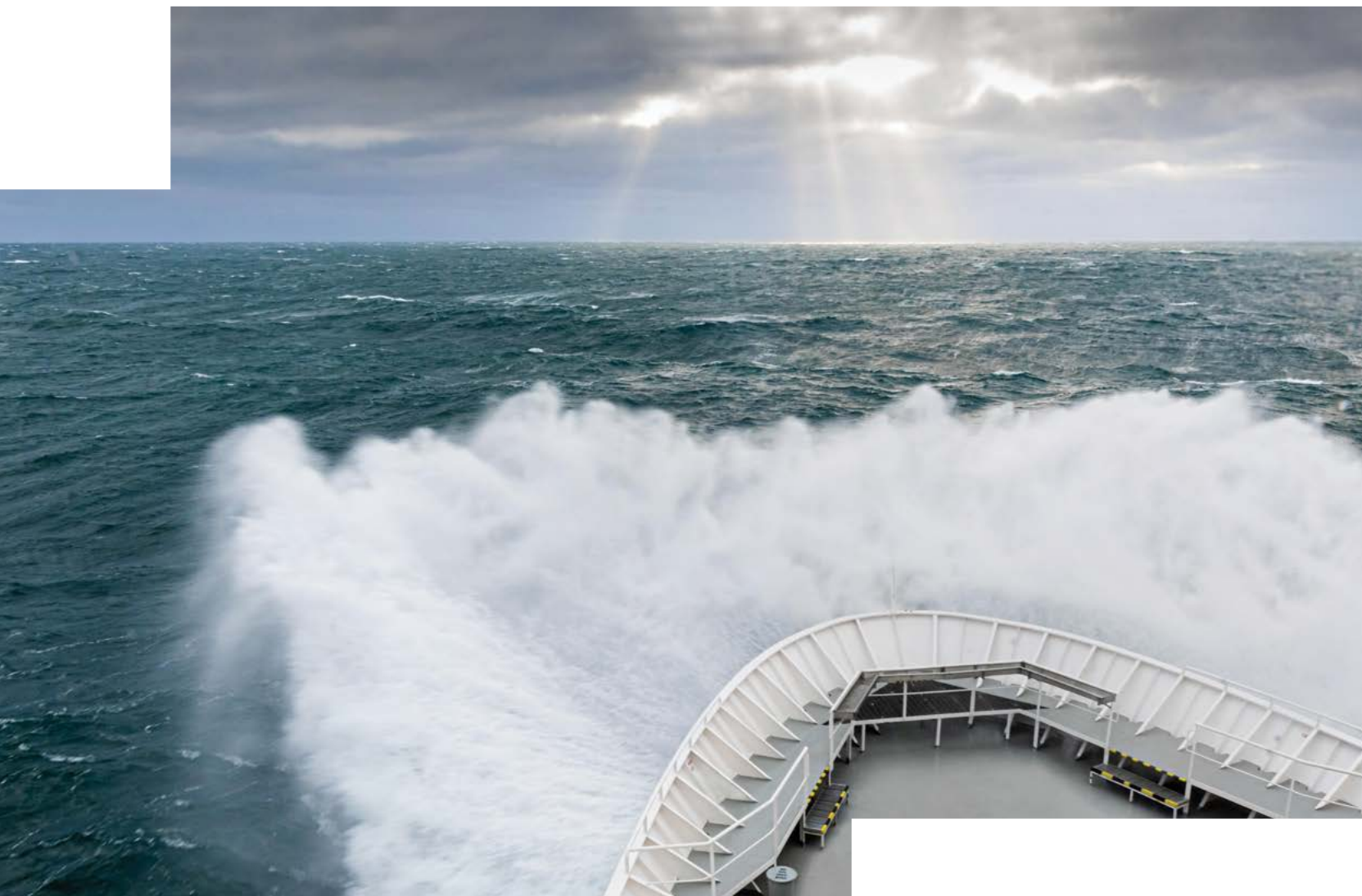


2021年 投资展望



前行不止。

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。

前行不止。



目录

12 全球经济

- 14 疫情过后
- 22 水落石出：新冠疫情的长期影响
- 24 区域展望
- 28 区域展望 中国
- 30 区域展望 日本

32 主要资产类别

- 34 固定收益
- 37 股票
- 44 货币
- 46 房地产
- 48 对冲基金
- 50 私募股权
- 52 商品

54 超级趋势

57 图示：疫情期间媒体消费的转变

58 2021年投资策略

- 60 何处寻求收益
- 62 预测



个人观点

Thomas Gottstein
瑞士信贷集团首席执行官

本人欣然呈献2021年投资展望。我们刚刚经历了前所未见的一年，新冠病毒疫情导致严重的经济衰退，失业率居高不下，金融市场出现剧烈波动。

2021年又将何去何从？社区和人民的安全自然要放在第一位。很明显，我们的身心健康和经济表现密不可分。研发疫苗的进度和其他应对健康危机的手段将成为关键。

大体上，我们认为在经济及货币刺激措施强劲、科技革新加速和减碳投资增加的环境下，全球经济活动在2021年将得以持续复苏。

然而，从地缘政治局势和去全球化，到长期低利率对各资产类别的影响，不确定因素仍然如影随形。最近的美国大选极低的票数差距彰显了愈加两极分化的政治局面，从而可能使得对疫情作出政策回应更为复杂。

我们各地区的经济学家、金融分析师和策略师都在不懈努力，帮助投资者和企业家了解这些快速发展的全球问题，同时仍将可持续性放在瑞信整体观点的核心部分。它为我们提供了分析的基础，从而使我们能够发挥作为拥有卓越全球投行能力的领先资产管理者的作用。

这些努力的成果都在我们题为“前行不止”的投资展望中得到展现，这一标题恰如其分。它提供了我们对市场和经济体在未来的一年中如何将发展的核心观点。我相信，这篇投资展望会是您在这个不明朗的时代中寻求商机时能运用的宝贵资源。

谨祝各位在2021年身心健康，财运亨通！

Thomas Gottstein



注：上述提及的个人仅在其获得适当许可的司法管辖区开展受监管活动。更多信息请联系阁下专属客户经理。

前行不止

Michael Strobaek
全球首席投资总监

人类需要回望过去才能理解自己的生活。但正如19世纪丹麦哲学家索伦·克尔凯郭尔所说，我们同样必须时刻把未来放在心中。

待到世界从新冠疫情的阴影中解脱时，“回望”这一艰难时期带来的影响对我们而言必将是自然的举动。每个人都会想起，随着世界进入封锁状态，我们生活的城市变得空空荡荡，我们对亲友的健康安全满怀担忧。毫无疑问的是，所有人都会记住2020年，面对致命病毒引发全球疫情的一年。

危机将全球经济推向第二次世界大战以来最严重的衰退，同时也为投资者带来了千载难逢的机遇。股市在2月底和3月暴跌，随后几个月多亏各央行和政府空前的支持，迎来了强劲的上扬。

不过，本报告所关注的并非过去，而是展望我们预计在新的一年里会影响投资和市场的因素。投资状况更为紧张，而把握商机寻求收益和回报变得更为困难。现在，我们需要更加严格、摒除偏见地看待过去并从中寻求指引。基于对现状的严谨分析和对投资主题的坚持而做出的明智判断能够带来更优越的回报，这在2020年3月底市场危机最严重的时期我们决心逆流而上买入股票时已得到证明。

2021年，疫情仍将继续引人关注。各国政府必须与新爆发的新冠疫情作斗争，并很可能在疫苗面市时分配予自己国家的人民。此外，个人和企业都必须适应已经在我们工作、学习和生活中出现的永久变化。



最后，尽管在2020年疫情冲击过后经济增长应恢复常态，仍有必须谨慎监察的风险。在接下来的报告中，我们探讨了2021年不同资产类别和全球经济的展望。

除去刚刚过去的一年中前所未见的一切，随着资本转向应对疫情所催生的环境和社会趋势，在我们面前还有一个更严峻的挑战。在过去18年间，瑞信在可持续投资和影响力投资方面保持高度活跃。我们相信，投资者在迈向更平衡、更可持续的世界转型当中发挥清晰的作用。我们的心态和方法都必须改变，实际上也正在逐渐转变，投资者在部署投资资本时，要求目的和利益更为相符。我们力求能够帮助客户加速这些趋势。

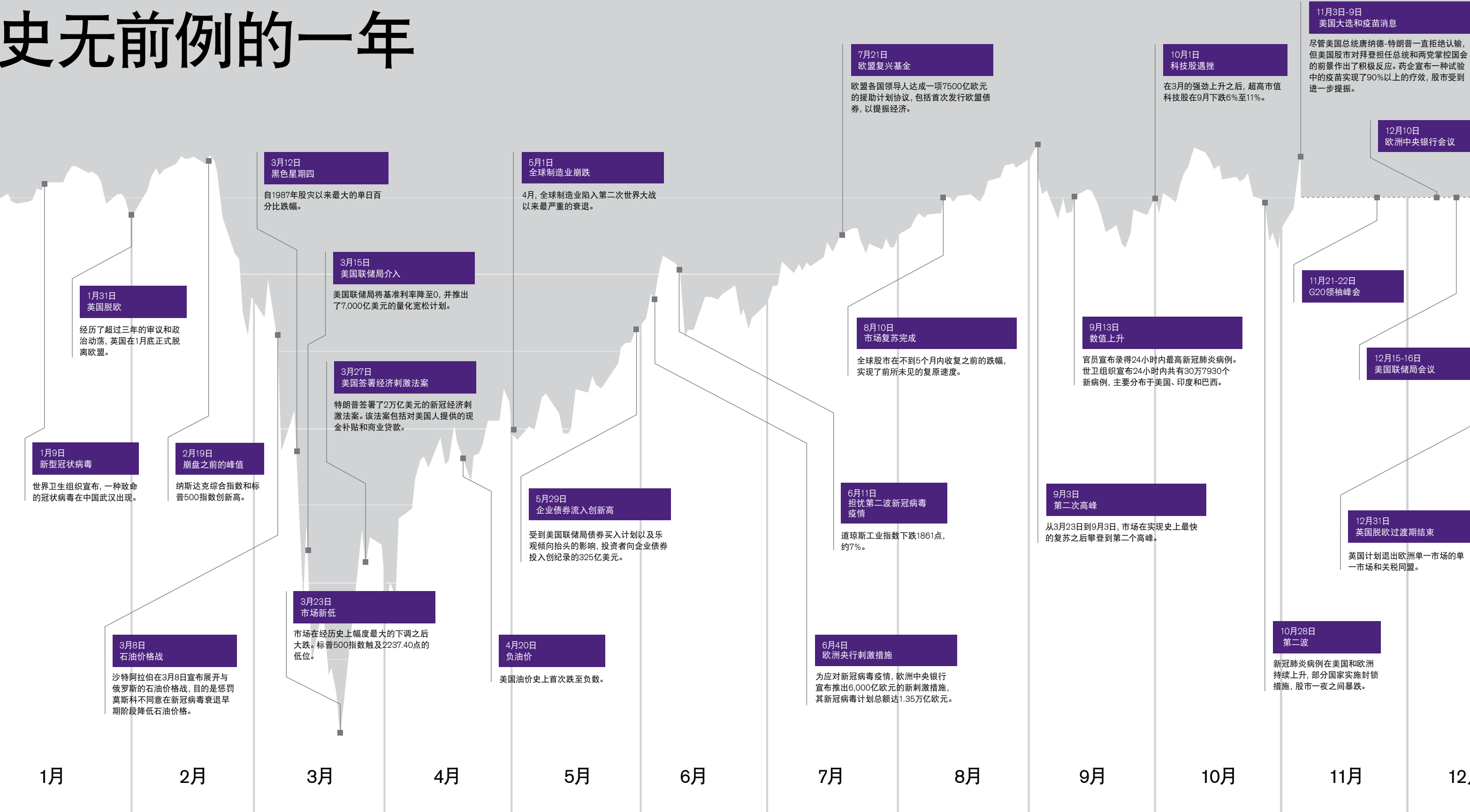
我们在该领域的主要举措包括超级趋势，它是专注于社会变化的长期投资主题，涵盖千禧世代的价值观、气候变化——向低碳经济转型等。我们还推出了多款基金，旨在实现联合国的部分可持续发展目标，包括负责任消费者基金和海洋参与基金。

本行接下来的首要目标之一，是让客户在投资时能够心怀可持续发展和影响。我们将视此为投资产品的核心，您将进一步了解我们在这方面作出的努力。2020年无疑将成为我们生命中的分水岭，请容我在此引用我喜爱的丹麦哲学家索伦·克尔凯郭尔的名言：“生命只能在回首中理解；但人必须在前行中经历。”

注：上述提及的个人仅在其获得适当许可的司法管辖区开展受监管活动。更多信息请联系阁下专属客户经理。

2020年： 史无前例的一年

MSCI AC世界价格指数



全球经济



疫情过后

2020年是史无前例的一年。新冠肺炎疫情带来全球范围的封锁,引发了现代史上最为严重的经济萎缩。大多数经济体随后迅速复苏,但在第二波疫情的冲击下,经济再次回落。然而,2021年经济增长料将逐渐加速,尽管政府债务大幅提高,但不会导致通胀和利率的上扬。

“震慑”
由于全球经济封锁,2020年将在历史上留下独一无二的经济轨迹。全球国内生产总值(GDP)在第二季度经历了有史以来最严重的萎缩,之后随着封锁限制放宽且财政与货币刺激措施生效,又在第三季度实现最强劲的反弹。然而,当新冠肺炎疫情近乎无法控制时,全世界的政策制定者使用了“震慑”战术来与此次公共健康危机导致的经济危机周旋。

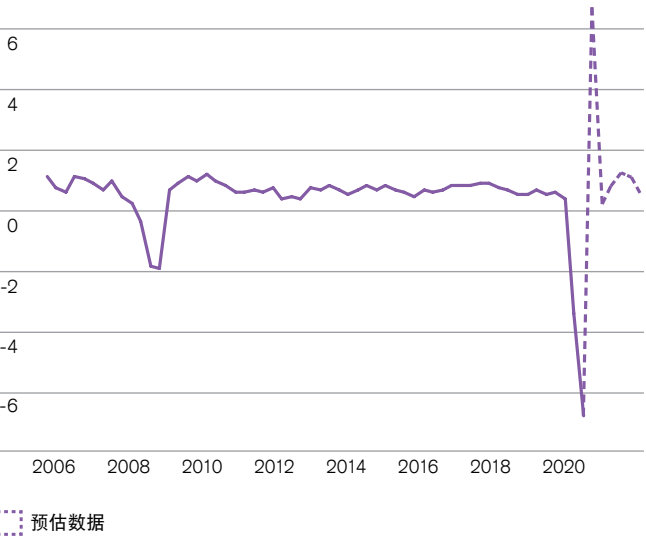
这一次到底有何不同?在“平常”的下行期间,经济体系中周期性的部分(如建筑业)通常会出现萎缩,而服务业表现相对更佳。然而这一次,疫情同时影响了周期性的制造业和服务业,导致经济活动出现极端的波动。这很不寻常。



在美国，服务业板块在过去70年间仅萎缩过3次：分别在1973年、2008年和2020年。在2020年的衰退中，随着许多国家进入封锁状态，供应链受到干扰，从而造成周期性板块收缩。由于在疫情期间照常运营会威胁顾客和员工的安全（例如理发店和餐厅等），服务业经济体系的若干板块在隔离期间陷入停顿。这同样解释了经济活动在封锁限制解除后立刻大幅反弹，原因是供应链得到修复且先前关闭的业务在满足新的疫情安全限制后重新营业。大规模的财政和货币刺激措施也为复苏提供了额外的支持。

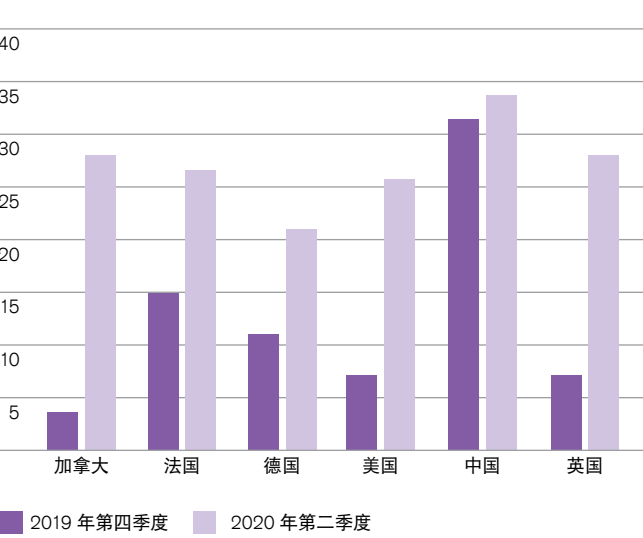
2020年的衰退还有一个宏观经济上的不寻常特点：美国、欧洲和亚洲的储蓄率同时上升。各种财政和社会支持计划在封锁期间支撑着家庭收入，令消费支出大大改善。但由于服务支出（与实际商品支出相比）受到社交隔离的限制，家庭储蓄率因而有所提升。家庭财政状况有所改善，这在衰退期间是不寻常的现象。如果工时继续增加、失业率继续降低，支出很可能得到进一步改善，一旦疫情结束，消费将回归到服务支出。

回归“常态”
全球实际GDP增长（按季度，%）



最后数据点：2020年6月30日
资料来源：彭博、瑞信

家庭储蓄增加
家庭储蓄率 (%)



最后数据点：2020年6月30日
资料来源：Haver Analytics、瑞信

工资面临逆境

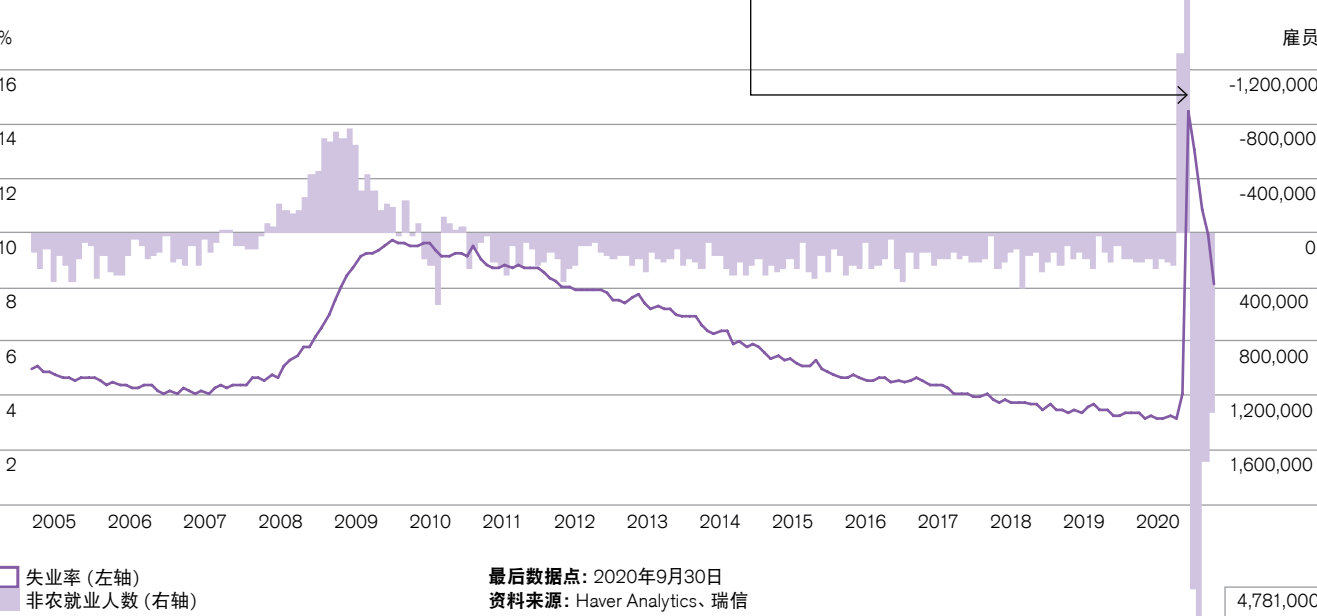
根据国际劳工组织的估算，在第二季度的封锁当中全球范围内共失去了约15%总工时，相当于近5亿份工作。仅在美国，3月及4月危机最严重时期就有超过2100万人失去工作。欧洲的劳工市场同样在工时方面大幅下跌，但由于政府提供的短期工作计划，失去的工作岗位较少。这类计划允许公司申请减少其雇员的工时，工资的缺口由政府补上，通常上限为80%。公营部门就业率较高的亚洲经济体与新兴市场同样在危机期间维持了较稳定的就业率。然而，社会保障较低的国家（美国和部分新兴市场）的劳工市场经历动荡，封锁期间出现裁员潮，随后企业在经济复苏时期重新雇佣员工。

在本报告成文时，世界劳工市场的情况较第二季度谷底时已有显著提升，但失业率仍然远高于疫情之前。在接下来的数月间，随着重新开业的初始正面效应逐渐减退，重雇率很可能也会放缓。由于经济活动恢复到疫情前水平需要时间，失业率在接下来的两年内很可能居高不下。然而，这并非一成不变。在美国等劳工市场相对灵活自由的地区，即使产值低于疫情前水平，失业率也会重新回归至均衡状态。虽然就业不足的情况持续存在，但工资增长可能依然面临逆境，尽管欧洲和日本的立法有可能令问题受控。

14.7%

美国失业率在2020年4月达到峰值，超过2000万人失去工作。

复工
美国每月失业率 (%) 和非农就业人数变化



最后数据点：2020年9月30日
资料来源：Haver Analytics、瑞信

中央银行对采取非传统货币政策措施有了更高的接受度。

封锁造成了多方面的颠覆，这很可能将推动在线医疗等新的商业模式以及新的工作方式。这些颠覆会在短期内带来亏损，但长期而言新兴商业模式能够改善效率，尤其在企业与政府投资于数字基础建设等正确领域的前提下。

创造性破坏与生产力

新冠肺炎疫情带来了严重的冲击，自然也会对生产力造成影响。其中一个指标是劳动生产率增长，即实际GDP增长减去实际工时增长。疫情期间，由于工时跌幅高于产值跌幅，劳动生产率出现大幅增长。然而，随着雇员重返工作岗位，这种情况将会逆转，生产力增长速度也将放缓。不过，生产力在短期内仍然具有很大的波动性。长远而言，疫情至少在几个板块能够提升生产力。

中央银行按兵不动

在工资受压以及部分地区失业率上升的状况中，通胀率似乎将保持低位。我们预计2021年全球通胀率将为2.3%，低于疫情之前2019年的2.5%。我们预估美国2021年通胀率为2.0%，欧元区为1.0%，而中国为2.5%。低通胀数值意味着中央银行不会急于加息。封锁期间，美联储局（美联储）与其他主要央行一同将利率减至0附近，重新推出或延长了大型资产购买计划。其目的是进一步压低实际利率以支持经济复苏。我们预计所有主要央行不会在2021年加息，且很可能之后数年都不会加息。事实上，如果增长迟缓或通胀率迟迟难以提升，我们甚至认为央行会扩大资产购买规模。

迷雾重重的未来

尽管疫情会让2021年的通胀率保持在低位，疫情对通胀率的长期影响仍不明朗。预算赤字和公共债务很可能会出现膨胀。如果中央银行应对未来通胀压力时效率较低或不作为，则公共财政的不稳定有可能导致通胀。这是有可能发生的，例如当央行屈服于外界压力，或开始让偿还政府债务的忧虑影响利率决策。这是后新冠疫情时期的一种风险。我们无法排除中央银行迫于压力为规模过大的财政计划融资的可能性。

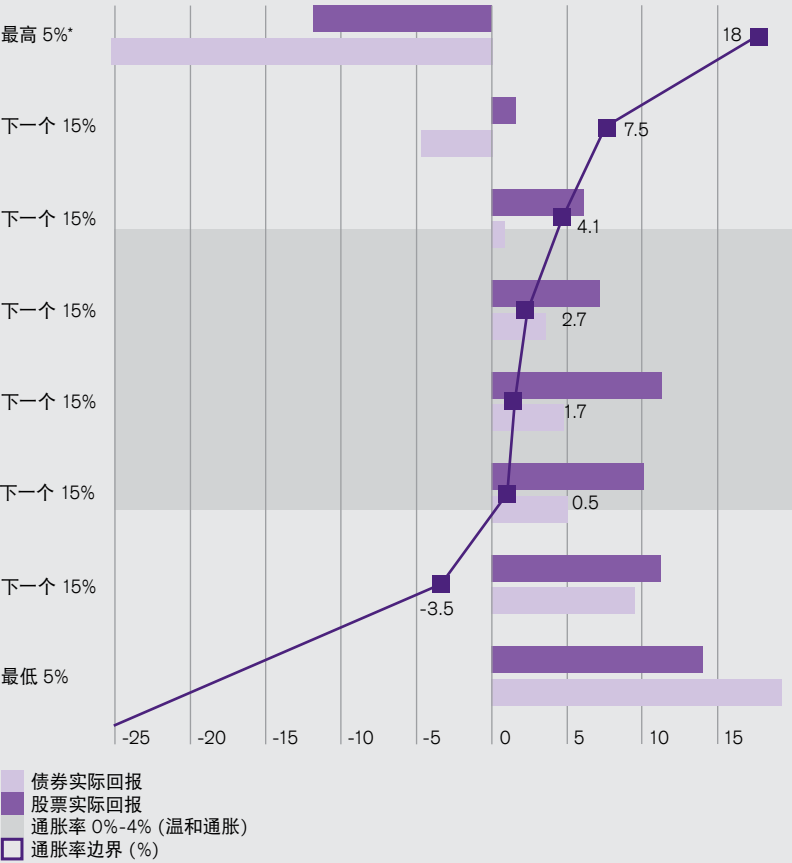
中央银行还有可能会对加速通胀反应过慢或采取行动力度不足。然而，美联储向平均通胀目标转变并不会限制其快速响应通胀大幅超标的能力。欧洲中央银行的章程极大降低了欧洲出现这种情况的可能性。在公共债务水平高的国家，处理通胀对中央银行而言远比处理通缩更困难。这是因为通胀使得管理高债务负担更轻松，而通缩则使之困难。

因此，各央行更愿意接受使用量化宽松、负利率或收益率曲线控制等非传统货币政策措施来避免通缩，而非在经济疲弱的情况下面对通胀选择收紧货币政策。这使得中央银行处在一个必须慎之又慎的位置。目前仍难以估算这些尾端风险，但投资者应该密切注意公共财政的可持续性。

金融资产的命运由通胀率决定

对金融资产和投资者而言，决定未来数年的通胀阶段最为关键。就大部分已发展国家和新兴市场而言，整体通胀0%到4%属于温和阶段。在这一阶段，股票通常会跑赢债券。而在高通胀阶段（一般指整体通胀率高于7.5%），股票开始不再提供正回报，债券为负回报。在通缩阶段（整体通胀率为负数），债券跑赢股票。

债券和股票实际回报与通胀率
回报/通胀率（%，1900-2019）



* 2516个国家/年的通胀率百分值；同一年的债券和股票回报

最后数据点：2019年12月31日
资料来源：Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, DMS dataset.
未获得作者书面同意之前不得复制本文内容。

国会取得决定性多数席位，额外刺激措施的规模料将有限。

然而，考虑到世界经济复苏的预期和新冠疫情再次引致全面封锁的可能性极低，不太可能会再次实施规模类似2020年的额外刺激措施。无论全球经济将有怎样的走向，政策制定者仍将面对政府债务水平过高带来的挑战。只要利率保持在当前低位或接近此低位，债务就会持续。然而，在未来需要对抗衰退或为提升经济增长融资时，政府难免将束手束脚。过高的债务水平因此会成为新冠疫情过后遗留下来的一大负担。

未偿还的国债

危机期间，许多国家实施了总值相当于其GDP的10%或更多的经济刺激措施。根据国际货币基金组织数据，截至2020年年底，美国的国债对GDP比值已达到130%，意大利的比值已达到160%，而日本的比值高达260%。尽管政策制定者将日益关注债务不断上升的问题，如果经济无法完全恢复，则提供额外财政刺激的压力将持 续下去。在美国，鉴于民主党未能在

贸易保护主义持续

根据我们的估算，在过去20年间，中国占世界工业产出的比值从5%上升至30%，而美国则从25%降至18%。许多西方政客承诺将提升本地出口、增加制造能力和制造业岗位，但大规模实施此计划将导致美国或欧洲在全球生产占比快速回升，这是不现实的。然而，自从2016年以来增加的贸易壁垒和摩擦很可能将持续。尽管西方国家之间的关税上升可能性很

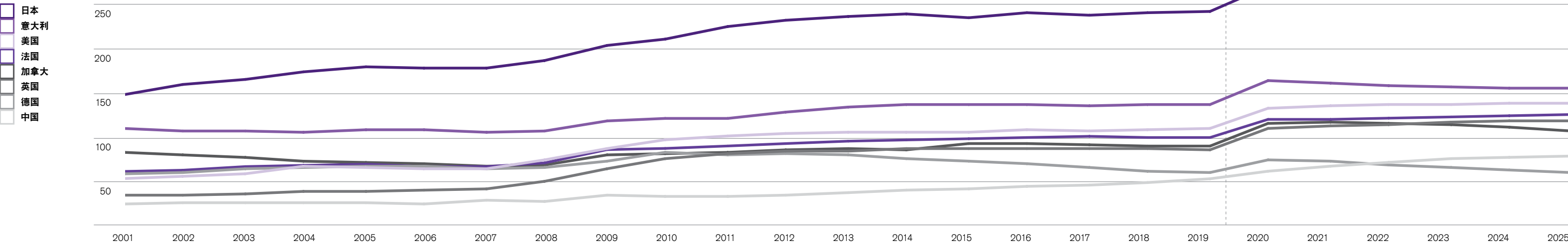
小（美国与欧盟正在谈判贸易协议），科技与投资方面的冲突很可能维持或加剧。为回应此情况，中国正在大规模投资于半导体行业，以降低其对其他不太友好的贸易伙伴的依赖程度。这可能会导致供应链复制。医药行业的贸易保护主义倾向可能抬头，游说团体将试图说明新冠疫情危机证明了在国内生产战略物资的重要性。更好的做法将是通过多边或双边条约，确保未来一旦发生健康危机，即可获取全球范围内的多样化物资。

美国大选：拜登当选总统的回旋余地有限

虽然乔·拜登获选为美国总统，但民主党未能取得国会的决定性多数席位，导致其政策回旋余地有限。因此，美国的税务改革料将不会出现大幅变动，而“绿色”经济等方面的额外开支也会受到限制。有关医疗保健的立法或条规的变革空间也有限。然而，政府的基调预计会出现显著的转变。

疫情的代价

政府的一般债务(占GDP比重%)



▨ 预估

最后数据点：2019年10月31日；预测数据截至2020年10月份
来源：国际货币基金组织、瑞信

跟现状说再见

危机经常会成为一种变革力量。虽然当中有些变化只属暂时性，但也有不少变化在危机过后仍能延续下来。回顾新型冠状病毒疫情，我们确定了它带来的多个长期影响。

2020年初，新冠肺炎疫情快速蔓延，让世界各国措手不及，颠覆了全球经济。疫情让人们意识到，传染病仍能对整个社会造成威胁，而此类疫情爆发实际上是人类进步的副产品。然而纵观历史，健康危机总是能推动科技进步和社会革新，引领未来经济发展的方向。我们相信，这一次健康危机也不例外。

不过，新冠病毒并非彻头彻尾的颠覆者，而是促使已存在的趋势加速发展。日常生活的数字化、更灵活的办公安排、全球化进程减速、多边主义衰落、国家政府扩张或城市的脆弱性——所有这一切在病毒爆发之前已现端倪，疫情只是扮演了催化剂的角色。

如今，这些趋势以惊人的速度发展，如同向人类发出的一纸挑战书。从数据保护到劳工法律，多个领域的立法仍处于落后状态。如企业一样，各国政府必须通过采取更可持续的经济模式增强自身的抗逆力。

我们应立即采取行动，以疫后的世界观展望未来，将有助于减少下一次传染病造成全球危机的可能性。同时也能借助这个机会，着手解决过去数十年间阻碍发展和繁荣的若干问题。

十个主要论

- 1

通胀尾部风险：过去数十年的温和通货膨胀机制不会很快结束，但通缩和通胀尾部风险已有所增大。
- 2

多边主义2.0：随着美中两国的关系变化，多边主义将重新确立并经历变革，或让位于多极化。
- 3

民主或专制：由于危机管理、国家能力和国民信任比政治体系更为重要，因此民主和专制都可能在疫情中成功或失败。两者将继续共存。
- 4

大国：国家权力的扩张将延续到危机之后，主导合适的转变，但也令破坏市场活动和个人责任的风险上升。
- 5

近岸外包：全球化不会逆转，但会进一步放缓，更着眼于区域多元化、生产活动近岸外包和抗逆力，而非成本效益。
- 6

监控：监控和收集个人数据的程度史无前例，为政府和企业成为信息霸主铺路。全面的隐私保护法律至关重要。
- 7

工作：远程工作将延续下去，为职场带来更大的灵活性和新的标准。
- 8

教育：终生学习将成为所有人生活中关键的部分，从而创造出具有适应力的劳动者，并发展人类比机器更具有优势的技能
- 9

贫富不平等：贫富不平等现象仍是关注焦点，可能会引发更多的再分配税项，并刺激人才流和资金流的反应。
- 10

去中心化：城市将存续，但会经历适应过程，这为进一步的区域去中心化带来空间，发达国家有望迎来小城镇的复兴。

地区前景

进入2021年, 不同地区的增长前景有所区别。世界经济正在从新冠病毒疫情中恢复, 而部分国家在复苏进程中占据领先地位。除新冠危机外, 部分国家在来年还需面对政局方面的其他挑战。



美国 从第二波疫情中逐渐复苏

随着美国经济逐渐走出疫情并呈现出多年复苏态势，其增长可能超出潜在水平（可长期维持的增长率）。我们预计2021年的通胀水平与以往类似，但通缩和通胀的尾部风险已经上升。

由于为应对新冠危机造成的经济下滑，美国采取了援助政策，导致政府和外部债务而增加，

这些将来可能成为不稳定的因素。在季度增长方面，2020年第四季度经济再次回落后，美国有望实现逐步加速增长。即使新当选的民主党政府执政，美国与中国的关系也很难实现大幅改善。税收方面的变化预计有限，“绿色”基础设施的开支增幅也预计有限。

拉丁美洲 不对称的增长图景

墨西哥总统安德烈斯·曼努埃尔·洛佩斯·奥夫拉多尔对私营领域的敌意继续损害墨西哥的长期增长前景。全球风险偏好推动其本地金融市场保持稳定，但考虑到负债累累的国营石油企业Pemex财务上的脆弱性，风险仍然存

在。与墨西哥每况愈下的增长前景不同，巴西利率下降可能使其经济加速增长并增强对维持公共债务可持续性的信心。不过，巴西总统雅伊尔·博尔索纳罗必须展示其实行财政改革的强硬政治手腕。

英国 脱欧之后

脱离欧盟的单一市场和关税同盟令英国背负长期成本（例如贸易壁垒和官僚作风）并减缓其从新冠疫情复苏的脚步。因此，2020年底过渡期结束，对英国经济将造成又一次冲击——我们认为无论是否达成贸易协议，这一点都不会改变。此外，如果英国政府提早撤销财政支持，有可能对经济造成长期损害。

欧元区 团结抗疫

欧洲国家比美国更早重启新开放经济活动，因此经济复苏进度也稍微领先。由于欧洲受第二波新冠疫情的冲击，经济料将再次下滑。然而，一旦疫情消退，欧元区增长很可能会高于潜在增长率，尤其是其财政政策已成功减轻了封锁措施对商业和就业造成的大部分损害。然而，随着疫情状况趋于正常化，意大利等若干关键国家的政府财政状况紧张，投资需求疲软。严峻的人口趋势（如人口老龄化）对增长潜力也有所打击。能否成功实现新冠疫情危机后的长期复苏，取决于进一步有效整合财政和政治因素。在我们看来，欧盟复苏基金的创立迈出了正确的一步。

中国 率先进入疫情后复苏阶段

就疫情后复苏而言，中国领先大部分国家，既是最早实施封锁，也是最早解除封锁的国家。目前，中国工业生产已经收复大部分失地，中国将2020年唯一一个实现正增长的大型主要经济体（我们预计实际GDP增长3.3%）。接下来的复苏之路将依赖就业反弹，其中仍然存在乐行业还是不太愿意雇用新员工）。

此后，我们预期下一个五年规划中将会强调三个主要政策分类：技术进步、劳工生产力和土地改革。随着经济体成熟、潜在增长率随之下降，当局旨在控制GDP增长平缓减速，积极与将中国和全球经济脱钩的力量相对抗。

瑞士 竭力支撑

新冠病毒危机对瑞士经济同样造成严重冲击，但瑞士较其他国家表现更加坚韧，其中有三个原因。首先，其封锁手段不像意大利或西班牙那么严格，例如全国的建筑和生产工地并没有关闭。其次，缓冲危机造成影响的措施非常及时且有效：工时缩短以及新冠疫情贷款自危机伊始就达到了正面目的。

第三，瑞士的工业部门细分相对有利，创造价值的产业中有较高比例来自药品、化学品和其他行业（包括商品贸易、银行业和保险业），这些行业未直接受到限制措施影响或甚至因疫情而造成需求上涨。不过，今后瑞士复苏的速度将与其主要贸易伙伴相若。

日本 通过创新来提振经济

由于人口困境被持续技术创新带来的稳定生产力提升所抵销，日本在2021年应当能够实现实际GDP的微幅正增长。然而，通货膨胀率持续温和下降，

加之名义利率低下，很可能会继续对银行业造成威胁，使其不得不进行大范围兼并和整合措施。

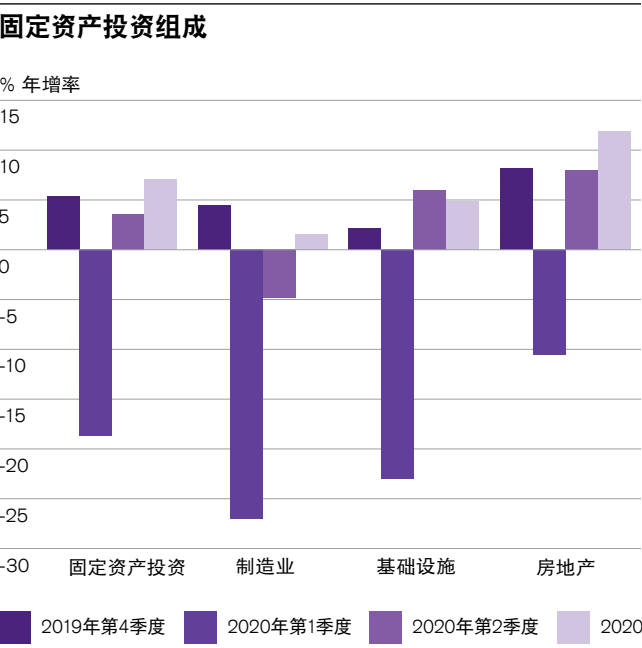
中国：复苏进程将渐趋稳定

我们预计GDP增长率将从2020年的2.2%增加至2021年的7.1%。2021年的实际增长很可能超出潜在增长，然而从政策角度来看，我们认为当局更倾向于避免在一年内大幅超出目标，转而在五年内实现更为平稳、可持续的增长。

中国比其他经济体走出疫情衰退的速度更快，但复苏进程并非一帆风顺。生产方面的指标反弹快于支出方面的指标，同时在支出方面还出现了明显的不均。虽然刺激措施对基础设施与房地产板块尤为有利，但私营制造业、服务业与部分家居行业由于分散的信贷分配机制出现滞后情况。我们预计进入2021年，生产方面与支出

方面的指标将逐渐接近，但仍无法完全同步。其融合预计将更依赖于支出方面的复苏进程加快，但也包括生产势头减缓。尽管2021年的预期增长高达7.1%，实际上仍有超出该数值的风险。

撇除短期不谈，我们预计在下一个五年计划中将强调三个关键政策类型：科技进步、劳工产能和土地改革。科技类囊括建设“新基建”、关键战略板块的创新和能力提升、以及保证必要的输入。劳工类旨在提升劳工产能，包括促成劳工流动的劳工市场改革、提升劳动力质量的教育改革，以及进一步开放中国市场供外部参与/竞争。最后，土地改革类旨在辨明土地使用权和使用权转让。此项改革将至少覆盖农田和用于住宅及商用物业的土地。



中国：估值具吸引力

我们预计中国股市及债市在未来的一年里会逐步为投资者提供更多的机会。中国A股拥有占全球股市12.4%的市值份额，仅次于美国并仍在高速增长。然而外资持股仅占约3.8%。中国债市规模同样位居全球第二，但外资参与比例仅2.4%。

值得重视的是，中国市场提供高增长率且估值仍具吸引力。一方面新冠疫情受到控制且我们的经济学家预测2021年GDP增长率达7.1%，市场一致预测MSCI中国指数盈利从2020年下降2%之后会增长21%，而CSI300指数盈利在2020年增长4%的基础上再增长18%。强劲的盈利增长有助于估值倍数保持在相对低位，MSCI中国指数略超15倍而CSI300指数为14.2倍。中国还提供投资组合多元化的珍贵机会：其五年按周计算股市与美国股市的相关度仅为43%，与欧洲股市的相关度仅为42%。

美元信贷方面，我们预计中国的投资级债券在2021年回报约为4%。估值具有吸引力，且我们认为市场对信贷风险作出的估计过高。支配该领域的中国国有企业、银行及类主权债券全部有很大可能获得强大的政策支持。中国投资级债券已开始经历净贷款额升级。

中国美元高收益信贷预计来年回报约为7%。我们认为近期中国房地产政策调整，如限制开发商融资以改善房地产市场稳定性，并不会抑制该板块。土地销售仍是地方政府的主要收入来源，当局采取措施减少卖地的概率不大。

中国的本币信贷产品也值得关注，预计来年未对冲回报为7%。在2020年上半年的新冠疫情冲击下，强大的政策支持使在岸违约率得到控制，如今经济已实现快速复苏。由于其与全球风险资产相关度低，中国在岸信贷同样能在全球投资组合中提供多元化资产来源。

我们预计中国货币兑美元将在未来一年内升值至约6.4，从而使中国市场投资者受惠。中国货币基本面十分稳健。其庞大的经常帐盈余、外国直接投资净额为正、经济快速增长以及高收益将鼓励资金流入中国股市和债市。

日本：努力改善效率低下问题

日本正努力通过包括跨太平洋伙伴关系协定 (TPP) 在内的多边手段加强其贸易体制。然而，两大主要贸易伙伴美国与中国之间日益增长的矛盾令人担心日本的未来。

菅义伟政府正在以重新注入经济活力为目标，推行政策消除日本经济中残留的效率低下问题。在这方面，有三个领域值得投资者关注。

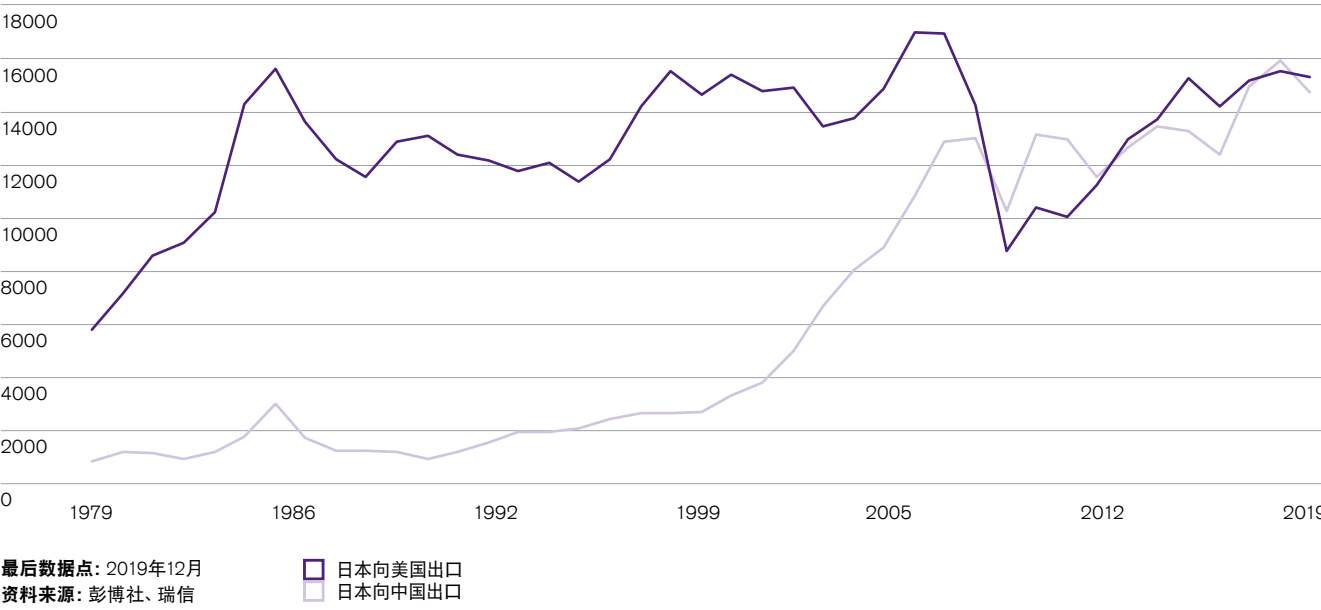
首先是推动合并所谓“僵尸企业”的努力。政府的政策方针预计将鼓励淘汰及合并低效企业，包括本地金融机构的重组。对企业管治方面的关注也日渐增加，这将导致改善资本效率的压力上升。我们预计针对大型企业B2B (企业对企业) 业务的公司以及服务业将有所改善，在这些领域，中小规模公司之间的过度竞争对利润造成压力。

其次，政府对数码化的推动预计将聚焦于公司的内部业务流程、客户服务及客户界面。软件的销售与开发，以及属于我们提出的千禧世代价值观超级趋势范围内的新企业，将在日本数码化进程中取得显著增长。

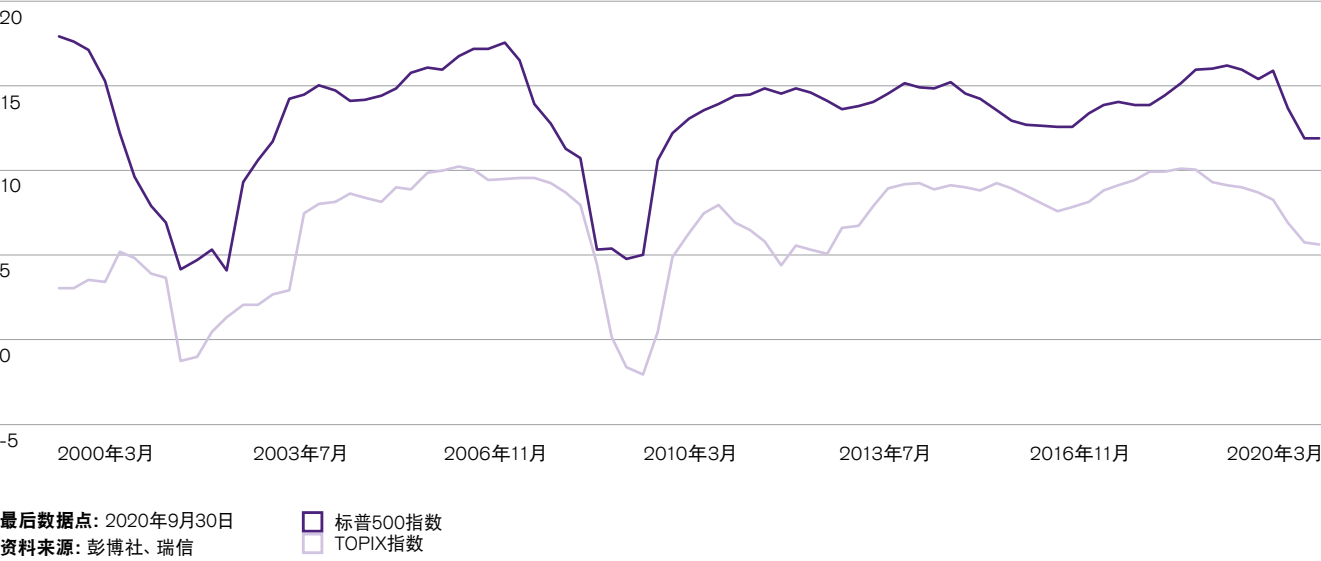
第三，对“无碳”社会的政策推动很可能会提升对新能源基建开发的国内投资期望。此外，这些政策变动将成为增加 ESG 投资的催化剂，此前日本企业在这一方面较为落后。

如果菅义伟政府赢得2021年秋季举行的日本大选并顺利获得授权，投资者的兴趣将进一步提升。

日本的主要贸易伙伴：美国和中国



日本企业的资本效率偏低



主要 资产类别



信贷保持坚挺

2021年，核心国政府债券的收益微薄，而新兴市场硬通货债券仍具吸引力。信贷方面，投资级债券提供了优秀的风险回报比。高收益债券方面，我们在较低评级信贷挑选可提升回报的机会。

由于短期收益很可能被中央银行政策固定在低位，我们预计长期收益在2021年不会经历强劲上升。然而，我们认为2021年最可能出现的情景是政府债券收益曲线适度变陡，原因是经济复苏持续和央行以提高预期通胀为目标。

美国联储局（美联储）在2020年第三季度对其长期策略作出重大改动，引入新的平均通胀目标政策方法，允许通胀高于目标以弥补先前低于目标的通胀。该框架将为美联储在政策选择上带来更大灵活性以抬高通胀预期，从而帮助期限溢价（持有长期债券与短期债券相比的额外收益）从极低水平升高。

此外，尽管2020年间央行采取量宽政策立场并持续购买债券以支持复苏，使得固定收益债券的波动性保持在低水平，我们认为2021年波动性将与央行提高的通胀容忍度以及更高的

债务和财政赤字一同正常化。我们预计长期收益将有一定提升，并认为名义核心国政府债券回报将在未来12个月内保持接近零或负数。

通胀挂钩债券与名义债券相比具备的优势
2020年，通胀数据因经济紧缩与货品价格下跌而大幅下降。考虑到经济复苏持续，大型经济体的通胀率预计将在2021年获得一定正常化，尽管很可能在美国只能达到2.0%，欧元区只能达到1.0%，后者远低于欧洲中央银行设立的目标。然而，央行对高通胀的潜在容忍度应能帮助长期通胀预期回稳并上升，最终超过近期的历史均值。通胀挂钩债券为通胀上升提供补偿，不同于债券，其将从通胀预期上升中获益。经过存续期差异调整，我们认为通胀挂钩债券提供较名义政府债券更佳的前期回报。

在新兴市场债券中寻求收益

新兴市场硬通货债券收益自从新冠疫情引发抛售以来经历了显著下跌。然而息差保持高于先前低位，虽然有部分原因是美国政府债券收益下降。未来，史上最高的市场持仓和更窄的政策支持范围使回报展望趋于温和。

尽管全球增长环境较先前更稳定，许多新兴市场国家仍需处理新冠疫情后封锁带来的影响，尤其是扭转为应对危机而采取的货币和财政刺激措施。另一方面，今年经济活动回升后潜在的周期性收入上升，加上财政收紧和更稳健的收支平衡情况，预示着今后债务供应将放缓。

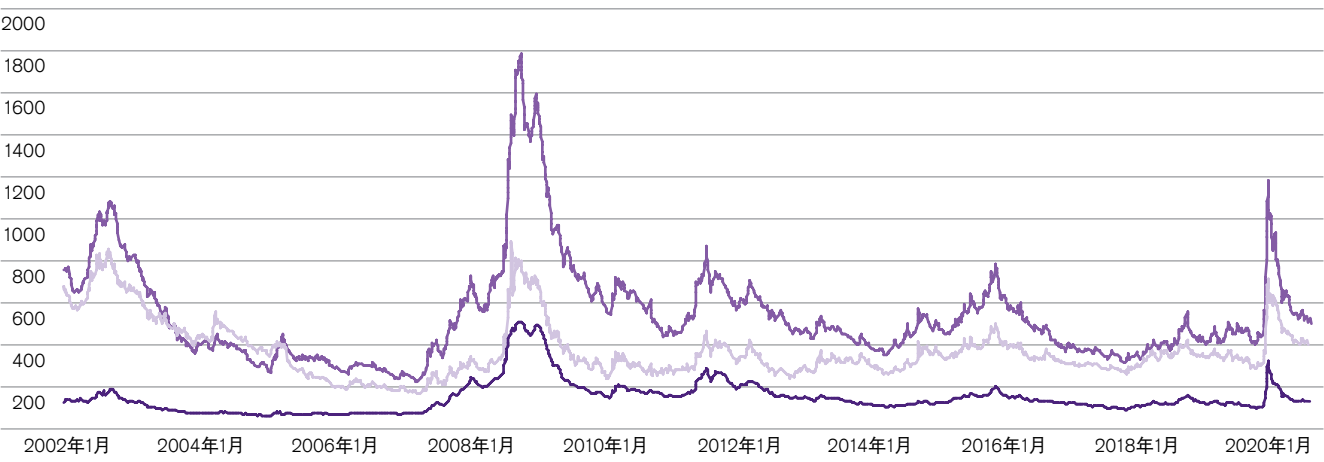
投资级债券仍然紧俏

在政府债券收益下跌以及货币和财政政策的支持下，大部分投资级企业债券于2020年实现了正回报。然而，信贷息差自年初以来扩大。在全球经济逐渐复苏的情况下，我们预计央行和全球政府继续实施具支持作用的货币和财政政策，尤其是直接购买投资级企业债券的信贷产品，这将支持新的一年息差进一步收窄。由于我们预计长期政府债券收益只会缓慢正常化，投资级信贷将继续录得亮眼表现。

优质债券的息差仍有收窄空间，因此我们预计全球投资级债券将在未来12个月录得中等个位数回报。在我们看来，投资者应选择优质企业债券而非名义政府债券，原因在于欧洲和美国都存在强大的央行支持。我们认为投资级新兴市场美元企业债券提供了具吸引力的收益上扬空间，是投资者寻求多元化投资机会时的选择。

在没有额外冲击且全球利率保持低水平的情况下，我们认为新兴市场硬通货债券仍是提升固定收益投资回报的重要来源。就我们追踪的总体新兴市场硬通货指数而言，我们预期2021年底录得4.4%回报。大部分防守型投资者可能偏向于仅投资于投资级政府债券，尽管这会导致回报前景下降。在2020年大量主权信贷降级后，我们预计，由于我们逐渐远离最初新冠疫情的冲击且高收益债券经过数轮债务重组，2021年的市场环境将更为稳定。在主要新兴市场国家中，2021年的政治议程并不繁重，可能有助于限制特定风险。俄罗斯与墨西哥均有立法选举计划，南非有市政选举计划

息差仍有收窄空间
基点



■ 投资级企业债券
■ 高收益企业债券
■ 新兴市场硬通货主权债券

最后数据点：2020年11月5日
资料来源：Datastream、彭博、瑞信

「环境、社会和公司治理
债券很可能仍能得到
相对良好支持。」

我们预计全球高收益债券将在2021年年底前实现4.4%回报。鉴于将推出新冠疫苗的前景，航空和博彩等非必需消费品板块可能复苏。尽管2020年间能源与金属行业的企业杠杆上升，进入2021年后，当前收益似乎足以弥补违约风险，尤其是在央行持续提供支持的情况下。同样地，尽管欧洲次级金融债券可能面临不良贷款准备金不断上升的更大风险，但经过强化的银行资产负债表和财务支持很大程度上降低了欧洲银行的资金压力。我们预计2021年欧洲次级金融债券的表现与高收益债券相若。

股票仍能驱动回报

在即将迈入2021年之际，股票提供了具吸引力的回报前景。考虑到全球范围内十分宽松的货币政策和持续财政支持，政治大环境仍对其有利。2020年疫情导致的盈利大幅下跌只是暂时的。有关全球股票的预测共识是2021年盈利会超2019年水平，渡过一帆风顺的一年。



无需恐惧高估值

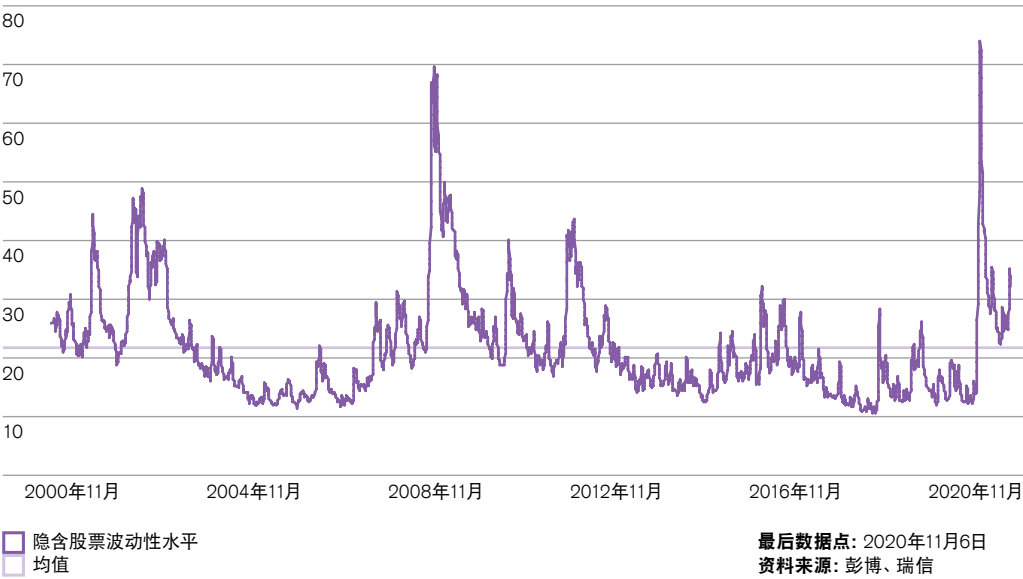
根据市盈率等传统估值标准，股票市场估值较其长期历史平均更高。一方面我们认为这受到极低甚至为负收益环境所驱动，尤其是在经通胀调整的意义上。另一方面，美国联储局等政策制定者为应对新冠疫情进行快速强力的介入，这有助于降低投资者的风险规避情绪，使得市场在2020年晚春快速复苏。2021年，为降低避险情绪，政策支持将延续。除了信贷危机的风险之外，我们认为由于疫情导致衰退和政策制定者对通胀容忍度提高，因此有关周期后期经济过热的忧虑进一步延后。由于各央行继续降低尾部风险，风险溢价甚至可能随着2021年经济环境稳定而进一步下降。这将支撑高于历史记录的估值比率。

对不同资产类别吸引力的比较最终驱动了很大的投资，而股市看上去仍具有一定吸引力。自从2020年初以来，美国实际债券收益率已下跌逾100个基点，比盈利收益率（即市盈率反比）下跌更快，这为更高的估值倍数提供了支持。

目前以盈利收益率和实际债券收益率之间的差别计算的股权风险溢价（ERP）高于长期平均值，这意味着股票提供比债券更具吸引力的额外回报。我们清楚在不确定的环境下，ERP可能过高，原因是投资者持有风险资产时要求更高的溢价。然而，随着经济复苏和增长恢复，这些忧虑将逐渐得到缓解。

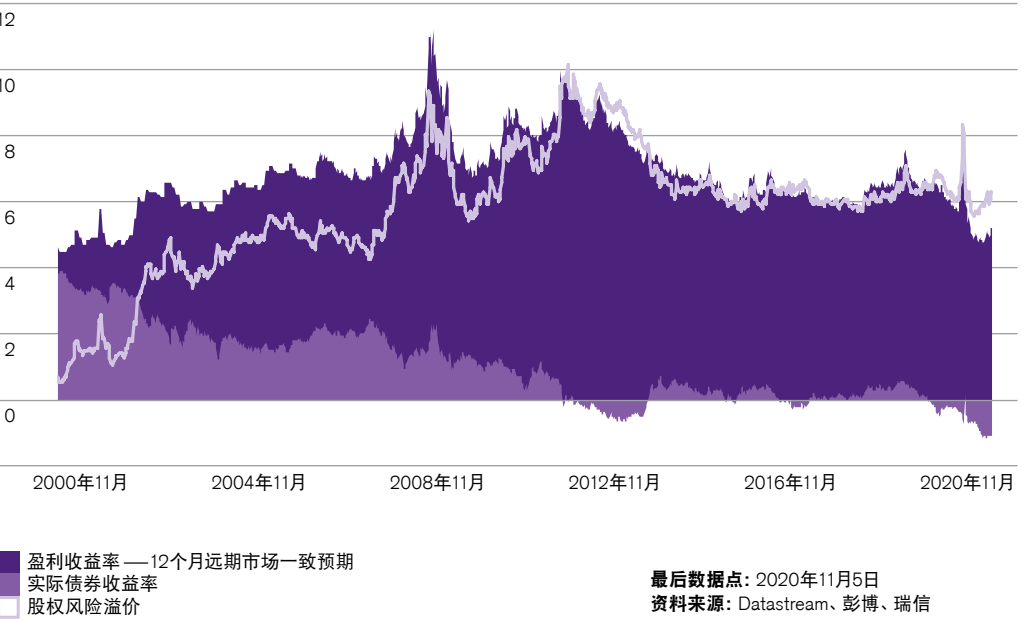
下降空间

CBOE标普500波动率指数，交易期权反映出预期市场波动率



风险有其回报

MSCI世界指数——盈利收益率对比实际债券收益率（%）



捕捉周期性反弹时机

我们认为就地区级别而言，板块组成是最重要的因素。尤其是长期增长型行业（如科技相关企业）的比重对比周期性增长行业（如金融）预计将在2021年驱动区域内回报的差异。

我们继续寻找具有颠覆潜力、因而仍有扩大市场份额和利润率空间的细分市场，包括科技相关和医疗保健产业。我们还认为，由于坚实的商品需求、强健的房地产市场和可能增多的建筑活动（尤其是住房方面），包括建筑材料在内的材料板块存在潜力。

新冠病毒疫情加速了颠覆性科技的发展趋势，并将作为一股强大的推动力延续下去。电子商务与网上购物将逐渐取代传统零售商店，因此仓库比商场有更佳前景。包括云计算、数据安全、无线网络和视频通信工具的远程工作环境会继续降低办公空间的吸引力，同时增加了郊区住房的吸引力。

然而，经济环境中受到干扰的行业则很可能会失去市场份额，利润率也会遭受压力。典型的例子是实体零售商或纸质媒体。我们还预计传统能源和金融业将持续遭遇结构性挫折。

经过短暂的休整后，我们预计2021年经济将继续加速，投资者将得以涉足旅游和酒店住宿或汽车等周期性板块。

另外，网上教育日渐取代了传统现场授课，而远程医疗提供了一种性价比高的快捷就诊方式。

2021年有哪些最新趋势？

我们在2020年见证了增长股和价值股之间产生的巨大回报差别。进入2021年,我们认为价值股有机会迎头赶上,不过具体反弹时间仍不清楚。在典型的经济扩张周期,即国民生产总值 (GDP) 的增长超过其潜力且采用了扩张型货币政策,倾向于价值股和小盘股的投资策略最终将胜过倾向于增长股和大盘股的投资策略。

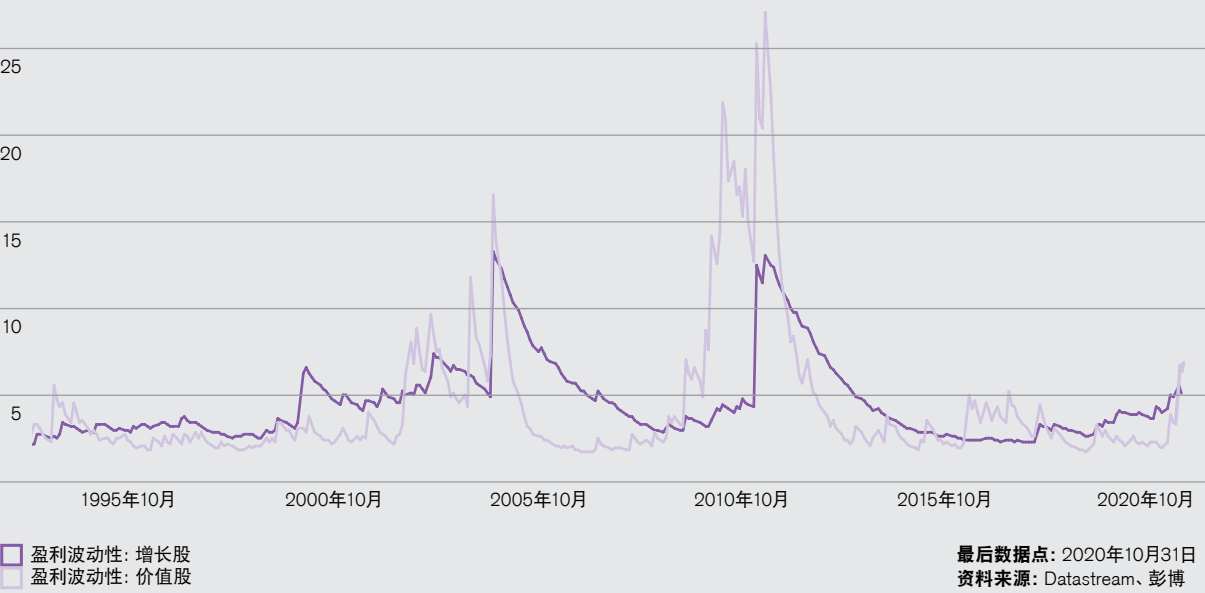
全球新冠病毒疫情带来的负面冲击仍然加速了有利部分增长股的因素。这包括满足由于流动性降低、社交隔离和远程工作和学习带来的需求变化。与此同时,价值股的有关部分面临结构性挑战,如汽车行业在二氧化碳排放上遇到的困难。

同理,金融股在长期低收益环境下受困于利润减少,而能源股价格受到化石燃料受欢迎程度降低及环境问题的影响。进入2021年,我们继续略为看好增长股,并预计会看到价值股能够跑赢的时机。

注: 价值股指因相对于其基本面 (即盈利、股息或成交) 的低估值而脱颖而出的股票,通常具有高股息收益率,对商业周期敏感。增长股指拥有高增长前景、保留大部分积累的盈利推动公司增长的股票。

两种策略

增长股与价值股的盈利波动性 (%)



ESG仍然重要

可持续性对投资者而言的重要性与日俱增,甚至已成为主流。世界经济论坛的2020年全球风险报告将环境问题列为按概率排序和按影响严重性排序的全球最大风险,这在15年里是第一次。网上搜索引擎相关问题增加也表明了,有关环境、社会和管治 (ESG) 问题的意识日益提升。遵守ESG标准的管理资产正在快速增长,令上市公司备受更大的压力,其商业模式和做法须符合ESG标准。另外,随着监管方开始要求考虑ESG标准,受信责任逐渐纳入可持续投资原则。

投资者能够享受的好处包括保障免受较大管治事故损害、稳健的ESG表现以及行善这一软性因素。我们相信此趋势会延续,可持续投资也会有更大的需求和支持。

「可持续性对投资者而言的重要性与日俱增。」

欧元区的优势

欧元区在2021年有可能跑赢美国,原因是其盈利具有追平的潜力且其周期敏感性令其可能更大程度受惠于经济复苏。新冠病毒危机期间,具有弹性且稳定的增长相关行业 (如科技) 提供的盈利缓冲在欧洲较为少见。

此外,随着经济恢复稳定,欧洲在危机期间在保险和金融业引入的用于确保持有足够资金缓冲的有关支付股息的多种监管手段,很可能会停止。这将提升高股息策略的吸引力,该策略在欧洲股市通常更有用。我们当前计算的欧元区相对估值优势接近10%,该优势预计将随着时间推移而缩小。

瑞士质量

瑞士股票为防御型股票,由于其高度集中于医疗保健和必需消费品行业 (占MSCI瑞士指数超过一半),因此盈利概况具有抗逆力。在由疫情引起的下跌期间,瑞士市场受益于其防御性质。然而,由于其防御性质和较低比例的科技相关公司,瑞士股票的强劲反弹出现滞后。在上涨之后,我们认为拥有高质量产品的全球市场领导者的高市场份额 为瑞士市场提供了具吸引力的盈利前景。扎实且稳定的股息是瑞士股票另一个优势,尤其是在债券低收益时期,投资者正在寻找产生收益的资产。作为出口导向的经济,作为避险货币的瑞士法郎币值强劲,过去曾拖累瑞士的经济表现。然而,我们预计该情况在2021年将减轻,原因是全球经济持续复苏会降低瑞士法郎作为避险货币的吸引力。

202

种疫苗正处于
研发阶段。

疫苗：
X因素

根据世界卫生组织11月3日公布的新
冠候选疫苗的资料，约有202种疫苗
正在进行研发和全球试验，47种处
于人类试验阶段。2020年11月，其中
一种疫苗报告了振奋人心的第三阶
段研究进展，很可能将在2021年中
实现大范围接种。由于疫苗研发通
常需要多年的时间，数月内完成将
是惊人的成就。

有几个问题和疫苗有关，包括其保
护期，还有安全性和大众接受度。
此外，疫苗的可用性和生产速度，
还有全球分发的物流，都是理解世
界如何迅速恢复“正常”的关键。尤
其是对较贫困的地区而言，还有近
期产能的问题。

尽管存在这些问题，任何有关一种
有效疫苗已可进行更大规模分发的
可信确认，很可能仍会对更广泛的
股市和整体风险情绪产生正面效
应。事实是有了正在进行的疫苗试
验和批准流程，股市似乎已在预期
着好消息。在此前提下，我们预计
包括旅游、休闲和酒店在内的受疫
情负面影响最严重的板块会迎来

复苏。我们还预计受到正面盈利修
订和潜在重新估值的影响，表现较
佳的股票将快速从“留守家中”的股
票和增长股转为价值股和周期性股
票。就地区而言，我们预计在2020
年持续表现不佳之后，依赖旅游业
且具周期性的股市在此环境中开始
加快恢复（如欧元区）。

英国 — 脱欧的不确定性使其被边缘化

自从2016年脱欧公投以来，英国股市大幅跑
输全球股市，导致重大降级和与世界股市相比
呈历史新低的估值倍数。英国股市近期经历
了较全球股市更低的盈利和更大力度的股息
削减，原因是英国市场金融和能源板块的比例
较高，其受到新冠疫情封锁的重大影响。估值
比率和高股息收益率意味着吸引力，然而由于
英国脱离欧洲单一市场后的命运悬而未决，经
济前景仍是迷雾重重，但汇率的走势可为上述
冲击提供缓冲。由于其企业盈利的很大比例在
国外产生，英国股票与英镑呈高度的逆向相关
性。如果英国脱欧不确定性延续下去而新冠

疫情再一次在英国爆发，我们相信英镑疲弱与
具吸引力的股票估值有助于抵销增长遭受的
阻碍。额外的财政和货币刺激措施也可能为近
期的经济和国内股市提供支持。

新兴市场 — 亚洲脱颖而出

亚洲主导了新兴市场股票，占全球新兴市场市
值约80%。亚洲拥有较大比例的所谓“新经济”
产业，因此我们看到的若干结构性趋势都在
为亚洲股票提供支持，包括数码化、云和人工
智能等。鉴于现时该区大部分地区新冠疫情已
得到控制，且中国经济复苏正在稳步展开，我
们预计亚洲股票在2021年将录得具吸引力的

回报。由于估值似乎已在较大程度上考虑到较
好的经济前景，盈利持续恢复将是进一步推高
市场的关键所在。更广泛的经济复苏和科技板
块的 强劲增长有望给盈利带来支撑。

外国投资者在寻求出色的增长机会时，很可能
会将目光集中于亚洲新兴市场。新冠疫情对东
欧、中东和非洲（EEMEA）与拉丁美洲这两个
新兴市场地区带来了更为严重的影响。因此，
这两个新兴市场地区的基本面背景弱于亚洲
新兴市场。然而，其股价已经过疫情调整，所
以一旦疫情减弱时（例如出现全球分配的疫
苗）仍存在表现亮眼的可能性。新兴市场股票

或将受惠于宽松货币政策和美元疲弱。2021
年，新兴市场股票的其中一个关键风险仍是
中美贸易争端及其进一步升级。

美元将继续节节败退

随着全球经济增长得到改善、美国实际收益率优势减弱及财政和对外赤字扩大, 我们预计2021年美元继续下跌。欧元和日元将从中获益。我们相信受投资流入支持的人民币也会得益。

今年到目前为止, 美元兑其他主要发达市场货币再次下跌。我们预计2021年全球将持续复苏, 在此前提下, 我们认为美元将继续下跌。美国联储局的宽松政策已消除美元的利率 (或套利) 优势, 而美国财政与对外收支的惨淡前景亦对美元造成拖累。美联储采取新的政策框架, 包括平均通胀目标方法, 提高了长期通胀预期上升的风险。由于美联储在未来2到3年内提升政策利率的可能性较小, 阻止了名义收益出现急剧变动, 进而促使美国实际收益风险下降。这将进一步拖累美元。然而, 冬季发生第二波时间较长的新冠病毒感染潮将造成市场波动, 美元由于其避险特质将得以暂时回升。

欧元前景更佳
随着全面欧盟复苏基金的建立, 欧元面临的政治风险下降。尽管财政赤字有所扩大, 欧盟的结构性对外收支 (过去5年平均3%盈余) 保持稳健, 优于美国。此外, 由于世界各国公共财政均恶化, 我们认为新的欧盟债券创建了提倡欧盟趋同的工具, 将使得具吸引力的安全流动资产可用性增加。这也能欧元提供助力。在欧元估值仍具吸引力的情况下, 我们预计欧元兑美元在2021年末达到1.25。

日元与英镑兑美元估值偏低
由于美国利率与日本相同甚至实际利率更低, 日元前景改善。日元兑美元估值仍然偏低, 日本的结构性价经常帐盈余和强劲的国际投资为日元提 供支撑。我们预测来年英镑温和升值, 原因是政治及货币政策的不确定因素逐渐消退, 市场重新注意到英镑的低估值, 尤其是英镑兑美元。

瑞士法郎很可能走低
与地缘政治局势相关的短期不确定性以及新型冠状病毒疫情可能支撑瑞士法郎至2020年年底。然而如需要, 瑞士国家银行很可能通过干预外汇市场来防止瑞士法郎上升。2021年, 我们预计瑞士法郎兑美元温和贬值, 兑欧元幅度可能更大, 原因是全球经济前景改善和瑞士法郎估值严重过高。

新兴市场货币应会上升
由于美元弱势很可能延续, 新兴市场货币的基本面前景在2021年将有所改善。尽管我们认为, 考虑到新冠疫情冲击的残余影响以及需要更多措施应对病毒, 新兴市场的经济活动将在短期内继续受到抑制, 但我们仍预计新兴市场的经济复苏在2021年将略微跑赢美国。随着财政措施部分被收回、第三季度通胀触底后新兴市场央行趋于紧缩, 我们可以预料到政策支持将下降。由于全球利率始终保持在低水平, 新兴市场可能出现的加息为新兴市场货币提供了支持, 前提是加息不会被认为是破坏。在此环境下, 我们预计各种货币之间将出现很大程度的差异化。

就亚洲而言, 中国的经常帐盈余将下降并最终转为赤字, 长远而言, 经济重整结构上偏向消费及更低的储蓄。然而, 投资净流量于2021年将保持强劲。与全球核心国政府债券收益相比, 中国提供的利率更具吸引力, 而鉴于中国经济复苏及相应的收益增长, 股票可能也会得到正流量。总体而言, 我们预计来年人民币将会升值, 12个月内美元兑人民币预测将在6.32。此汇率会其他亚洲货币兑美元提供支撑。具体而言, 我们预计韩元将从中获益, 原因是韩国的经常帐有大量盈余, 新冠疫情亦受到控制。



向疫情后的世界转变

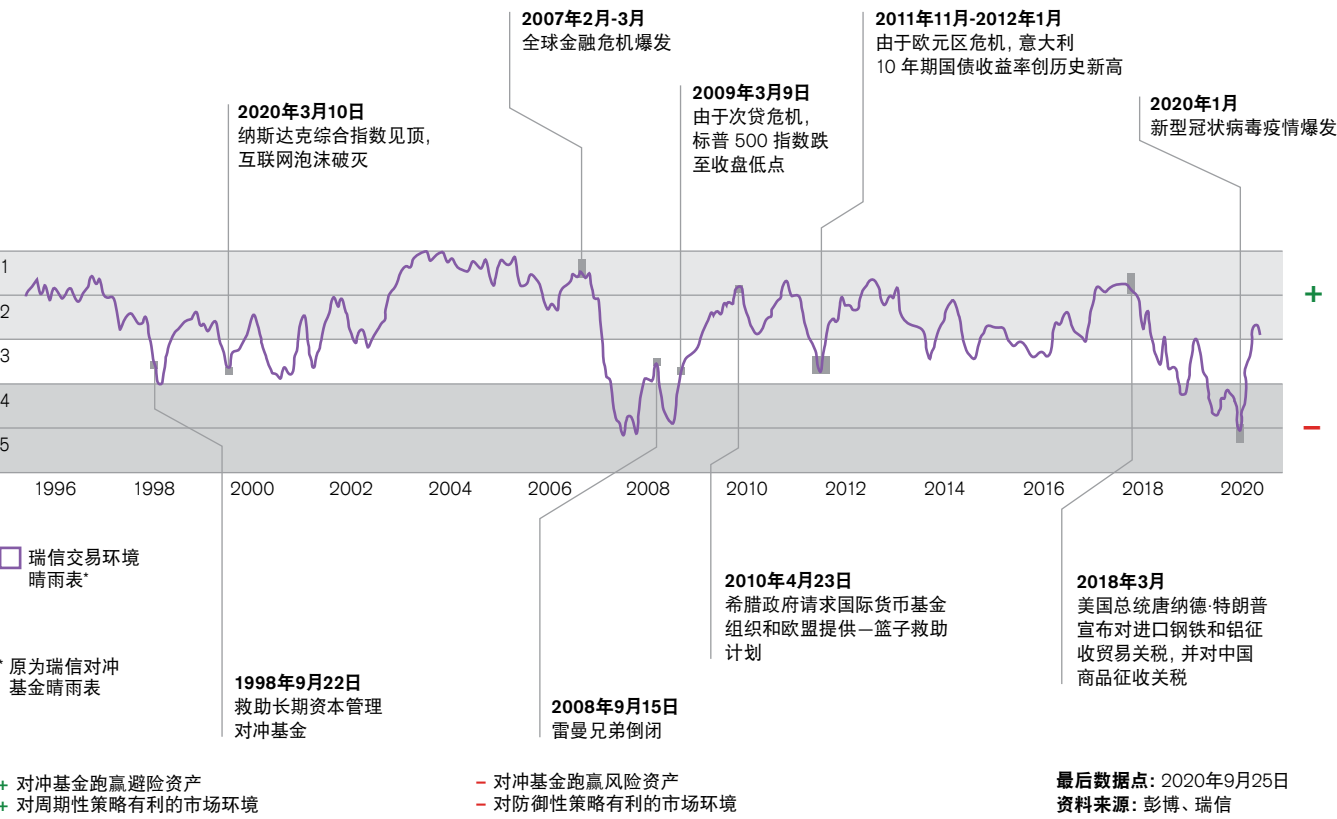
2021年的经济复苏与低利率环境有利房地产投资，尽管新冠疫情仍对部分细分市场构成挑战。我们看好以结构性增长为基础的板块，如工业及物流房地产。



对冲基金交易环境向好

我们预计对冲基金将取得低单位数的回报，波动性与美国及英国的投资级债券相若。因此，我们认为以对冲基金来稳定投资组合是可行的选项。尽管对冲基金的交易环境 将在2021年好转，尽职调查仍是重中之重。

瑞信交易环境晴雨表*显示与 2020 年相比市场环境将好转
计分基于采购经理指数、流动性状况、波动性及系统风险

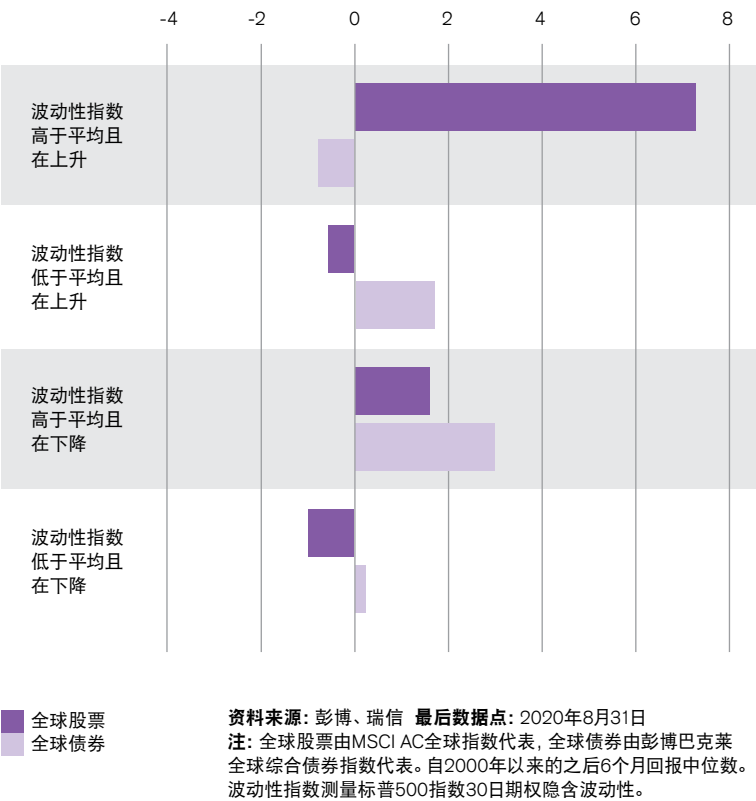


大部分对冲基金指数在2020年第一季度新冠疫情引起股市抛售时经历的下跌幅度仅为不到三分之一的股市下跌幅度，且危机期间各管理公司的表现存在显著差异。尽管增长敏感型和流动性敏感型策略受到市场流动性下跌干扰市场运作的负面影响，防守型策略仍能够将跌幅限制在低单位数。随后的反弹与历史趋势相符，且总体而言对冲基金已完成对投资组合发挥的稳定作用，在2020年前9个月取得小幅正回报。尽管对冲基金回报于近年存在下降趋势，我们预计随着经济复苏继续展开且交易环境改善，回报将稳定在低单位数。重要的是，我们预计对冲基金波动性与美国及英国的投资级债券相若，因而在多资产投资组合中是帮助平衡风险与回报的可行选项。与之相比，政府债券面临总回报为负的前景，而其他稳定投资组合的选择有些缺乏流动性（如基础设施建设）或者过于复杂，私人投资者难以实现（如期权覆盖策略）。包括Preqin于2020年下半年进行的调查在内的近期调查表明投资者对对冲基金的兴趣正在上升。

2021年的有利环境
进入2021年，对冲基金的环境比2020年更好。首先，新冠病毒危机使得若干板块的前景发生了根本的变化。例如，此次危机增加了医疗保健开支，并催生了一些很可能将持续下去的正面科技趋势，而非必需消费品等其他板块将只能逐渐恢复。此类分歧带来有利于选股和相对价值交易的环境。其次，我们预计成交价区间增大将带动市场波动性持续上扬，这将有助于拥有能力卓越的管理公司的战略型对冲基金增加回报。最后，相对价值策略能够受益于非传统但基本面稳定的市场套利增加，如按揭抵押证券或消费者贷款。中央银行资产购买应能确保市场平稳运作，从而降低流动性风险。我们认为精选的一篮子对冲基金（风格多元化）提供了预期回报和风险之间的良好平衡，并受经济复苏支持，是新冠疫情过后更佳的机会集合。由于管理公司和投资策略之间存在较大差异，专业的尽职调查十分重要。

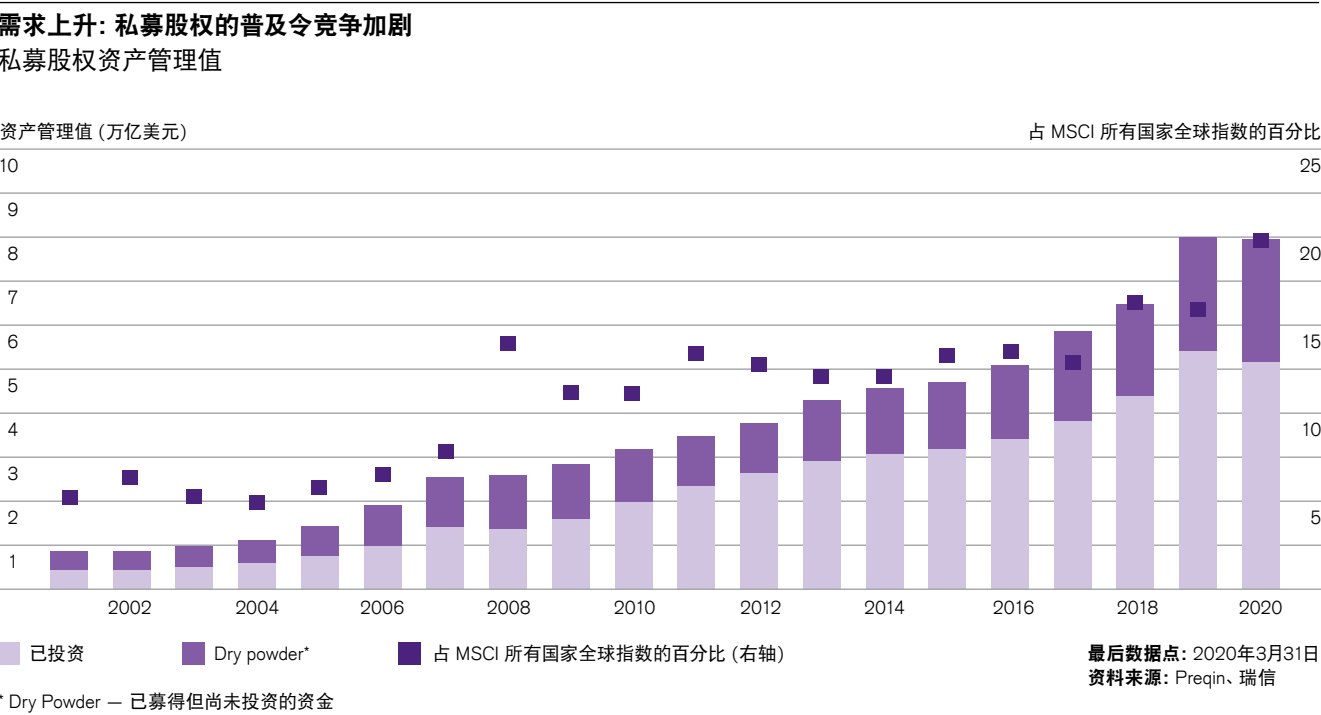
由于可持续发展及符合环境、社会和公司治理 (ESG) 要求在选股与表现中变得更为重要，拥有健全ESG筛选框架的管理公司可能会取得更好的成绩。尽管采用综合基金能够为希望规避风险 的投资者保证投资组合多元化与稳定性，更有针对性的配置方法对顶级管理公司而言能够为可承受较高风险的投资者提高回报前景。

对冲基金在不确定的环境中往往表现更佳
与股票和债券相比，对冲基金取得的超额回报（%）



长期回报

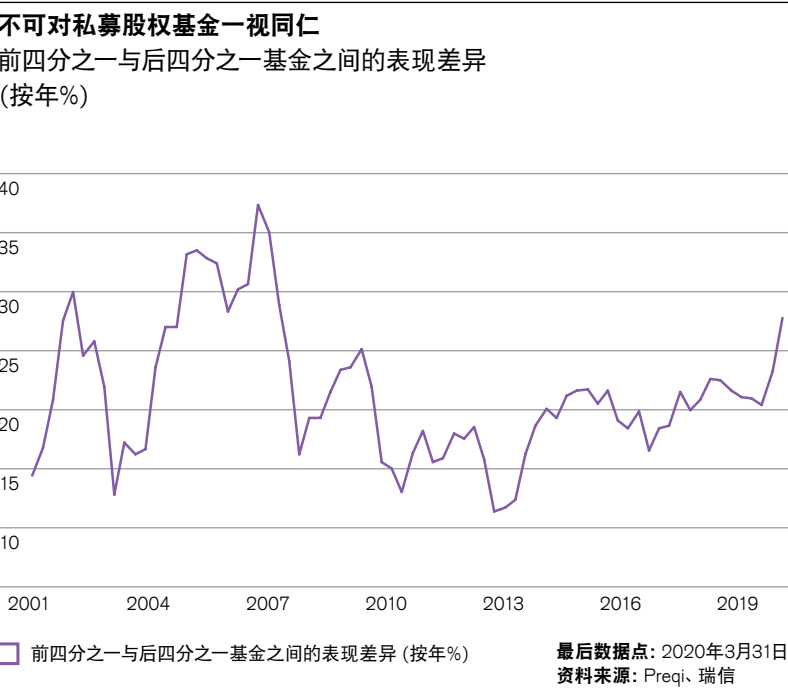
有耐心且能获得一流管理公司服务的私募股权投资者应能够得到与公开市场相比具吸引力的超额回报。由于私募股权需要长期持有, 我们注意到在全周期采取适度分散投资方法的重要性。完善的尽职调查及能够获得往绩卓越的优秀管理公司服务是主要成功因素。



新冠疫情的冲击导致私募股权投资活动经历了初期的下跌, 但疫情通过制造干扰及激励传统板块创新增加了风险投资及增长投资的上行空间, 还为不良私募股权工具提供了更广泛的板块选择, 原因是旅游、餐饮及休闲等领域的原本健康的公司经历了现金流下降的困境。此外, 新冠疫情冲击后重整投资组合为私募股权二级市场基金打开了原本无法获得的机会。与公开市场相比, 传统私募股权估值衡量标准在私募股权交易定价方面有所提高。总体而言, 这将保证私募股权与公开市场相比拥有超额回报, 奖励基金的长期持有。

借贷上扬
在新冠疫情环境中, 私募股权公司更多地为流动性和投资目的使用低廉的信贷。根据另类资产数据提供商Preqin数据, 在新的收购交易中财务杠杆大幅上升。尽管这点值得关注, 但基于三个原因, 我们认为仍未构成行业忧虑。首先, 与2008年金融危机前的情况相比, 其所使用债务更多是优先债。其次, 更低的回报波动性显示行业如今对风险与流动性管理有更深刻的认识, 具规模的管理公司持有资金量不断增长。第三, 收购是当前最大的私募股权策略, 占私人市场资产管理值的27% (2008年/2009年为40%)。最后, 路孚特LPC最新中间市场贷方展望显示如今贷方立场更为保守。因此, 我们认为过度使用杠杆的风险受到控制。

往绩之重
新冠疫情危机导致与私募股权相关的短期投资者忧虑上升, 但并未使该资产类别的需求下降。冲击过后, 美国监管部门允许美国退休金计划投资于收购公司, 银行亦允许购入风险投资基金。私募股权越来越普及意味着透明度增加, 竞争也变得更激烈。我们认为拥有稳健往绩记录、交易来源和客户源的私募股权管理公司会继续跑赢总体市场。长远而言, 我们相信私人投资者应偏好涵盖不同策略、年份和地理位置的多元化私募股权持仓以获取与公募股权相比的超额回报。我们同样注重影响力投资, 原因是私募股权行业适宜在气候变化和教育等主题上阐述长期观点, 在积极寻求价值增长的同时允许多元化。



市场重整持续

商品在2020年经历风浪。黄金多次创下历史新高，而周期性市场深陷危机中，本报告成文时尚未完全复苏。进入2021年后，我们认为环境仍对不动产和商品尤为有利。

黄金涨到新高位亦不足为奇。

2021年，经济复苏持续将带动商品的实际需求上升。极端的货币与经济政策最终可能激发更高的通胀预期，对美元造成拖累，广泛而言这会对商品提供支撑。我们看好多样化持仓，包括能源与基本金属等周期性板块和贵金属，原因是风险情绪可能会出现较大的反复。

石油的需求增长快于供应增长
就具体商品动态而言，大部分商品包括石油的需求仍未恢复至新冠疫情前水平，且在2021年恢复至该水平的可能性较低。然而，危机留下了大量资本开支空洞，导致新项目延期或完全取消，从而使供应增长受到比需求增长更严重的限制。因此，在冲击最大的时期积累的大量库存预计将正常化，最终抬升现货价格，远期曲线趋于平缓。

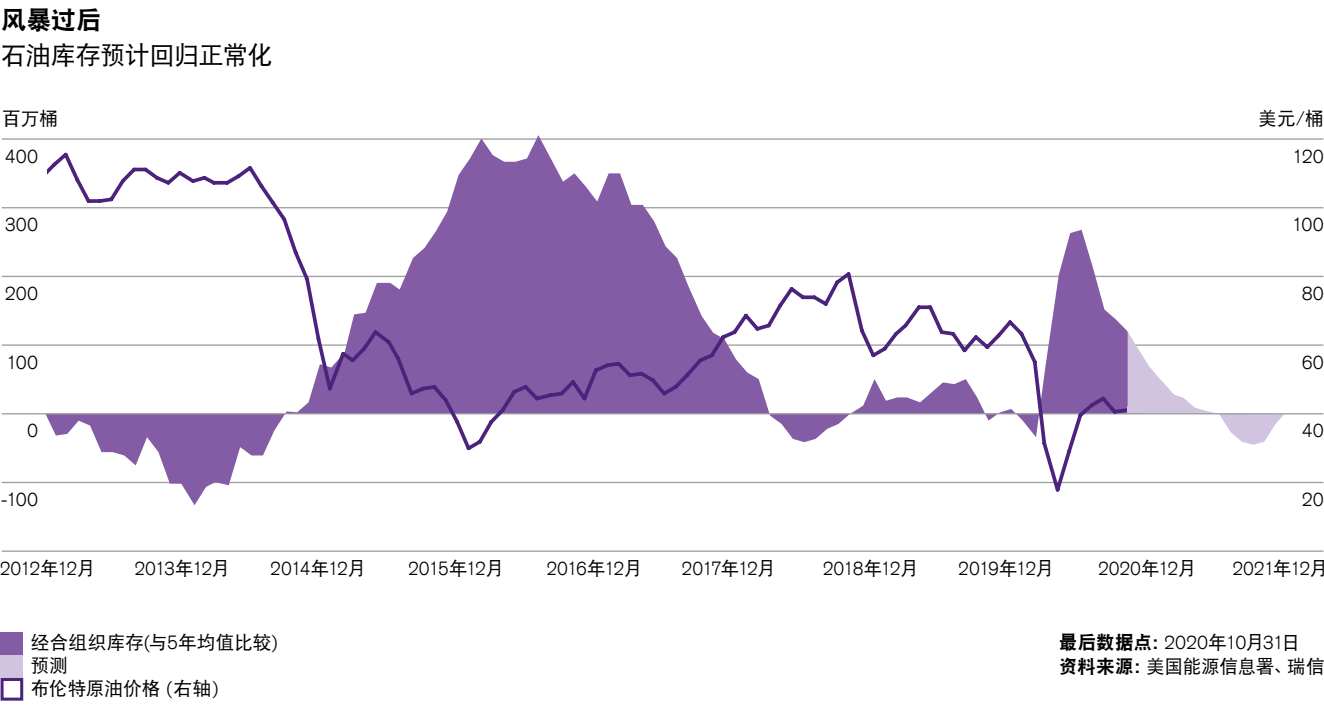
在我们看来，石油价格有更多空间追上甚至超出均衡水平（我们认为约在每桶50美元），原因是库存正常化正在进行但仍需时间完成。然而，我们要强调，对能源产业持有正面观点有一个前提：石油输出国组织及其盟友（也称为欧佩克）继续遵守承诺削减原油供应。与此同时，黄金涨到新高位亦不足为奇，尤其是在美国实际收益率在已为负数的基础上进一步下跌的情况下。

注意通货膨胀

尽管通胀压力仍然低下且在近期不会成为主要问题，考虑到当前的政策措施和债务负担变重，对通胀的讨论仍然值得关注。在此情况下，我们注意到包括黄金在内的一篮子商品，过去曾提供优秀的通胀对冲来源。投资者应持有刺激通胀的元素以实现有效避险，如能源和农产品价格等，而当央行行动被认为会造成通胀超越目标时，黄金对更高的价格水平有正面反应。

风险在何处

对商品持正面观点的主要风险来自增长环境远逊预期，新冠疫情恶化导致新一轮封锁可能造成这种情况。相反，疫苗快速成功研发能够加速重整进程。正如我们在2019年所见，贸易争端与关税同样可能拖累市场活动与商品需求。



推动变革

全球疫情彰显超级趋势的重要性



对我们许多人来说，新冠肺炎疫情粗暴地打断了我们的生活，改变了我们生活、工作和学习的方式。这也对政府管理这些瞬息万变的经济和社会趋势带来严峻挑战。我们认为，我们的长期超级趋势主题框架正好适于捕捉许多即将到来的改变。在我们看来，2020年的许多变化并非短期现象，而是促进我们的多个主题加速发展。我们提出的每一个超级趋势都已被证明，在这极具挑战性的环境中具有不容忽视的重要性。

确立趋势

例如，考察我们的当探讨“焦虑社会——包容性资本主义”这一超级趋势时，我们发现目前人们的沮丧感已转移到以贫富不均为首的国内问题上，而非其认为存在的外部威胁以及贸易保护主义倾向。新冠疫情让人们看到，真正的新兴威胁是全球性的，要求多边合作以及个体防护。“负担能力”、“就业”和“个人安全”这些子主题完美地概括了当今政府所面临的挑战，同时也是私营企业的机遇。

我们在2017年提出了“基础设施——缩小差距”超级趋势，其前提是愈演愈烈的全球基础设施差距，预期在2040年将达到总计15兆美元水平。今年较早时公布的不同财务刺激措施以基础设施投资为目标，其中欧盟的7500亿欧元复苏计划包括加速该地区绿色和数码化转型的开支。因此，我们认为疫情可能会刺激投资上升，而非推迟投资热潮。

“为人类服务的科技”超级趋势占据了优越战略位置，因为它涉及到新冠疫情时代突发状况所要求的灵活性。新冠病毒导致的隔离让现有子主题重要性凸显，电子商务、云端基础设施需求、在线媒体消费和人工智能服务等领域的增长均是永久性的。在未来的日子里，数码化、自动化和联网都将保持重要地位，而今年在家办公、远程医疗、在线购物、无现金支付、在家上学和娱乐的使用规模和销量都迎来前所未见的增长。

新冠病毒疫情还让老龄人口成为焦点，因为这一年龄段最易受新冠病毒感染。医药行业因为研发有效疫苗的竞争而万众瞩目，这也是我们“银发经济——为人口老龄化投资”超级趋势加速的体现。疫情期间，由于新冠病毒危机凸显了未来为老龄人口增加医院和设施的重要性，无论治疗与设备子主题还是护理和设施的子主题都实现了增长。

可持续性：长期社会趋势的核心组成部分

在人口树另一端，千禧世代的焦点则是科技和可持续性。采取在家上课的新型学习方式，以及Netflix和Spotify等订阅制服务的消费增加，都属于疫情期间主要趋势的一部分。此外，该超级趋势从最初就聚焦于可持续性，因为这一代人高度重视环保、社会和政府方面的问题，我们为单支股票进行了严格的环境、社会 and 治理 (ESG) 筛选。

千禧世代和Z世代年龄层提倡并推动更具可持续性的商业发展方式。我们相信,其程度已经导致一个转折点的到来,即整个社会包括政府、消费者和企业对气候变化的回应。因此我们引入了第六个全新的超级趋势:“气候变化——走向低碳经济”。2020年,温室气体排放(GHG)是全球变暖化的主要来源,专家预告变暖的程度越高,水灾、旱灾、火灾和风暴就会越严重。根据2015年巴黎协定,各国同意让碳排放“尽快达到峰值”,并声称会实施减碳措施以保证在2050年到2100年之间实现碳中和(即排碳和除碳达到平衡)。

我们相信,应当投资于对全球向低碳型经济转型作出最为高效贡献的公司。最近由新冠疫情造成的经济停摆在部分地区大幅降低了温室气体排放,清楚预示着未来可能实现的水平。我们的“气候变化”超级趋势聚焦于发电和化石能源、交通运输以及农业/食品生产,这些行业是人为碳排放的主要产生者。

细节决定成功
自从启动以来,瑞信超级趋势始终是一个成功的投资框架,其重视长期社会趋势,以供投资期为数年以上的投资者参考。我们的行业股票分析师运用其深厚的行业专长和对特定企业的了解,确定了关键趋势和选股优点。鉴于其量身定制的基本要素系统,主动选股是我们主题框架的重中之重。

每个超级趋势涵盖约25-40支股票,我们的方法提供了适度的多元化特性,最终目标仍是通过单支股票的自下而上深度分析获取长期显著阿尔法超额回报。此外,每个超级趋势清晰的主题倾向也保证其与范围更大的股市指数有所区分。我们还确保每个超级趋势均由比例适中的周期性企业和防御型企业组成,采取类似于杠铃策略的方式选出指数权重仓位和精选小盘单一业务企业。因此,多元化和风险管理是构建超级趋势时最优先考虑的因素。目标是保护投资者不受特殊单个企业事件或者行业、地区和货币的临时短期不利因素影响。

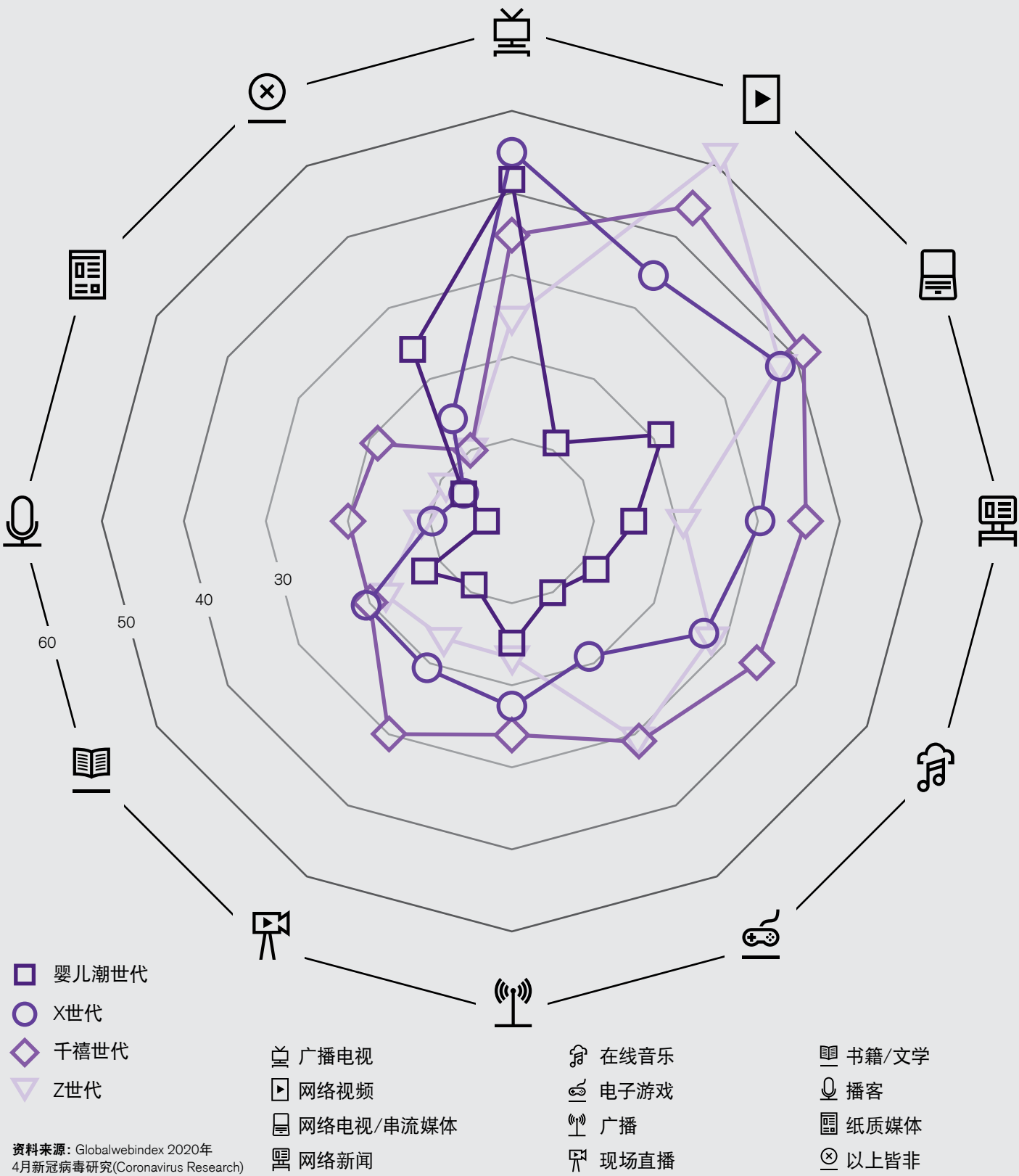
过去数个月间,波动性加剧的金融市场证明采取这种审慎的态度是值得的——我们的选股保持稳健,不同的超级趋势在疫情期间大幅跑赢全球股市。



欲知更多信息, 请访问网站:
credit-suisse.com/supertrends

新冠疫情爆发后媒体消费变化

针对下列媒体渠道,表示自疫情爆发以来已经开始消费或消费了更多这类媒体节目的人们比例(%)



资料来源: Globalwebindex 2020年
4月新冠病毒研究(Coronavirus Research)

2021年 投资策略



何处寻求收益

美国联邦储备局 (美联储) 从试图实现利率正常化转为在未来多年内维持零利率足以反映了新的政策范式, 这也是在制定投资策略时十分重要的。投资者应该将哪些问题纳入考虑? 我们在下文中予以阐述。



对新冠病毒疫情作出的强硬货币政策反应显示, 只要通货膨胀率仍保持在中央银行的舒适区内, 政决策制定者会“不惜一切代价”避免危机 —— 正如前任欧洲中央银行行长马里奥·德拉吉所说。因此, 我们认为由通货紧缩威胁或近期经济过热引起紧迫危机的可能性已大幅降低。在经济过热风险方面, 通货膨胀不太可能在近短期内成为市场隐患, 一大原因就是美联储的新政策框架发出信号, 在允许通胀超越目标调方面会有更高的容忍度。比起别的可能性, 通胀超越目标对西方国家的决策者而言更容易接受, 因为这有助于他们处理公共债务负担上升的问题。

条条大路通股市

此政策环境暗示投资者应注重确保其投资组合侧重于不动产。无论如何, 中央银行将收益率降低导致了高质量的名义资产仅能确保微薄 (大部分情况下是负数) 的实际回报。由于央行仍在寻求限制风险的方式, 风险厌恶情绪以及股票风险溢价仍有下跌空间, 可能在中期内会改善股市表现。随着疫情冲击过后经济逐渐恢复稳定, 寻求保全实际财富和满足长期责任的投资者将有极大诱因把投资组合的可观部分投资于股市中。

投资组合安全气囊

低债券收益和收益波动性下降致使人们对政府债券是否仍是投资组合中为大型周期性 (即与股票相关) 风险增加多元性具有吸引力的选项产生疑问。既然债券回报前景黯淡, 它们还应该继续在多元资产投资组合中占有一席之地吗? 美联储降低了对负利率政策的预期。然而, 假如存在通货紧缩的危险, 我们认为所有选项都应该有考虑余地, 包括将收益降至远低于零的值, 这将有助于推高价格。因此我们相信, 在多元资产投资组合中为政府债券保留一席之地是明智之举。更担忧高通胀的投资者应当考虑持有与通胀挂钩或不动产政府债券。

然而, 我们认为投资者同样应当寻找其他方式, 为多元资产投资组合进行风险调整, 尤其是提高股票投资以增加回报前景的情况。其中一种保护措施是通过衍生市场采取对冲策略, 由于对冲的成本和对冲需求发生变化, 必须时刻进行积极管理。另外一种保护措施是采取在股市下跌时仍然录得强劲表现、而在其他时候提供平稳或较低回报的持仓。这同样要求积极管理, 但根据我们的经验, 该措施有助于为股市的突然下跌提供缓冲。

为投资组合增加多样性

增加更多资产类别仍是改善风险与平衡取舍的一大方法。在低利率和复苏阶段的经济环境中, 房地产继续带来具吸引力的回报, 同时提供了以收入为导向的成分。投资部分私营市场股票提供了另外一种提升长期回报的方式。投资于更偏向长期的主题 (如我们超级趋势框架中指出) 同样有助于提高投资组合的长期回报。

进一步改善回报前景

在此情况下, 我们认为按照环境、社会和管治 (ESG) 标准投资是一大重要趋势, 能让投资者将投资组合引向更注重可持续性和良好企业管治的项目, 我们相信这对业绩的可持续性同样至关重要。在固定收益投资组合中, 投资于信贷是提升回报前景从而保全财富的方法。信贷息差仍高于危机之前的水平, 回报前景总体而言具一定吸引力。由于预计2021年上半年疫情过后质量偏低的信贷领域违约率会上升, 选择偏向高质量的信贷仍然是更稳妥的做法。

预测

我们预计,随着需求开始从2020年的衰退后持续复苏,全球经济将在2021年增长4.2%。由于所有主要发达国家利率均维持在0或以下,股市将继续提供具吸引力的回报。固定收益方面,核心政府债券的回报极为微薄,而信贷将提供增加回报的机遇。

增长及通胀预测

实际GDP (按年%)				通胀 (年度均值, 按年%)			
	2019	2020E*	2021E*		2019	2020E*	2021E*
全球	2.6	-3.7	4.1	全球	2.5	1.8	2.3
美国	2.2	-3.6	4.2	美国	1.8	1.2	2.0
加拿大	1.5	-5.2	6.0	加拿大	2.0	0.6	1.3
欧元区	1.3	-7.6	4.6	欧元区	1.2	0.3	1.0
德国	0.6	-6.0	4.0	德国	1.4	0.4	1.4
意大利	0.3	-9.1	5.1	意大利	0.6	-0.2	0.5
法国	1.5	-9.4	6.5	法国	1.3	0.5	0.7
西班牙	2.0	-11.7	5.7	西班牙	0.8	-0.2	0.8
英国	1.3	-11.8	4.5	英国	1.8	0.9	1.4
瑞士	1.1	-4.0	3.5	瑞士	0.4	-0.7	0.3
日本	0.7	-5.0	1.5	日本	0.6	-0.2	0.1
澳大利亚	2.0	-6.0	5.0	澳大利亚	1.7	0.4	1.5
中国	6.1	2.2	7.1	中国	2.9	2.7	2.5
印度 (财政年度)	6.8	4.2	-9.0	印度 (财政年度)	3.4	4.7	5.7
巴西	1.2	-4.8	4.1	巴西	3.7	3.0	3.7
俄罗斯	1.3	-4.0	2.7	俄罗斯	4.4	3.3	3.6

*E: 估值

最后数据点: 2020年11月4日
来源: Thomson Reuters 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。

通货膨胀在近期成为市场关注的问题的可能性较小。

金融市场表现/预测

股票*	截至2020年11月5日的2020年初至今表现	2021年预期总回报	信贷	截至2020年11月5日的2020年初至今表现	2020年预期总回报
美国股票	13.07%	7.40%	全球投资级别债券**	6.06%	3.50%
欧洲货币联盟股票	-4.85%	9.10%	全球高收益债券**	3.70%	4.40%
瑞士股票	1.04%	7.10%	新兴市场硬通货债券***	2.20%	4.40%
英国股票	-14.80%	8.40%			
日本股票	3.54%	6.80%			
新兴市场股票	10.79%	8.90%			
			货币与商品	截至2020年11月5日	2020年年末预测
			欧元/美元	1.18	1.25
			美元/瑞士法郎	0.92	0.88
			欧元/瑞士法郎	1.08	1.10
债券收益率	截至2020年11月5日	2021年年末预测	美元/日元	105	100
10年期美国国债收益率	0.93%	1.30%	英镑/美元	1.32	1.35
10年期德国国债收益率	-0.51%	-0.30%	美元/人民币	6.62	6.32
10年期瑞士国债收益率	-0.43%	-0.30%	黄金 (美元/盎司)	1870	2200
			WTI原油 (美元/桶)	42	52

· 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2015年11月5日至2020年11月5日期间的表现如下：MSCI美国：7.8%、21.8%、7.4%、15.9%、18.5%；MSCI欧洲货币联盟：-4.8%、24.2%、-6.9%、17.1%、-4%；MSCI拉美：-6.1%、20.5%、1.9%、19.1%、4%；MSCI英国：13.3%、14.5%、-1%、8.6%、-12.6%；MSCI日本：-12.6%、31.6%、-4.6%、6.1%、4.3%；MSCI新兴市场：4.9%、32.3%、-8.6%、12.8%、16%

** 巴克莱全球投资级公司及全球高收益指数

*** JP Morgan EMBIG Div. (主权债券指数)

最后数据点: 2020年11月5日
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。

重要资料

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。

对于本报告中所提及的证券的投资风险的论述，请参阅以下互联网链接：<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

本报告可能包含涉及特殊风险的投资资料。您应根据本报告或针对本报告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境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。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。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

如果本报告涉及新兴市场，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成熟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引起的风险。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、运载能力、政治不稳、季节性波动及延展的强劲影响，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

私募股权系指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和/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和/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。

投资部门

投资策略师负责瑞信的全权委托投资和咨询业务中的多元资产类策略的建立和后续实施。模拟投资组合（如果有的话）仅用于说明之目的。根据您的具体情况和风险承受能力，您的资产配置、投资组合权重和表现可能会有很大差异。投资策略师的意见和观点可能不同于瑞信其他部门。投资策略师的观点可能随时更改，恕不另行通知，也没有义务更新。瑞信没有义务确保提醒您注意此类更新。

投资策略师可不时参考以前发表的研究文章，包括以列表形式整理的建议和评级变更。本文所含的建议是瑞信研究所对以前发布的各种建议的摘录和 / 或参考。对于股票，这与发行人的相应公司记录或摘要有关。在相应的瑞士研究预警（债券）出版物或机构研究提示 / 预警 - 信用更新中，还可以找到有关债券的建议。这些项目因应要求而提供，或者从<https://investment.credit-suisse.com>下载。披露资料可从www.credit-suisse.com/disclosure下载。

全球免责声明 / 重要信息

本文所提供信息构成营销材料；其并非投资研究。

针对所有人，除了瑞信香港分行的客户经理和/或投资顾问管理的账户：本文件由瑞士信贷银行股份有限公司（简称“瑞信”）撰写，仅作为一般信息提供。本文件不是并且也不构成实质性研究或分析，不是考虑监管方面的投资研究或研究建议，且并未考虑任何人士的财务目标、状况或需求（做出任何投资决策之前的必要考虑因素）。本文提供的信息不足以作为进行投资决策的依据，也不是个人推荐或投资建议。瑞信对本文中提及的产品或服务针对任何特定投资者的适宜性不予以任何陈述。本文不构成购买本文中提及的任何产品或服务或参与任何其他交易的邀请或要约。唯一具有法律约束力的条款列在适用产品文件中或瑞信撰写的具体合约和证明文件中。

针对由瑞信香港分行的客户经理和/或投资顾问管理的账户：本文件由瑞士信贷银行股份有限公司（简称“瑞信”）撰写，仅作为一般信息提供。本文件不是同时也不构成实质性研究或分析，不是考虑监管方面的投资研究或研究建议，且并未考虑任何人士的财务目标、状况或需求（做出任何投资决策之前的必要考虑因素）。瑞信对本文中提及的产品或服务针对任何特定投资者的适宜性不予以任何陈述。本文不构成购买本文提及的任何产品或服务或参与任何其他交易的邀请或要约。唯一具有法律约束力的条款列在适用产品文件中或瑞信撰写的具体合约和证明文件中。

针对所有人：

针对本文中提及的产品，瑞信及/或其关联公司可能：

(i)曾经为相关实体安排或提供过融资；

(ii)作为相关实体有关的后续交易的对手方；或

(iii)向本文提及的实体支付，或者从本文提及的实体收取或可能已收取一次性或经常性的酬劳，作为其部分报酬。这些款项可能向第三方支付或从第三方收取。

瑞信及/或其关联公司（包括其相关管理人员、董事和职员）可能或可能已经参与本文提及的相关实体或本文提及的其他方的其他交易，该信息并未在本文内披露。瑞信，代表本公司并代表其各个关联公司，在此保留为本文内提及的产品的相关实体或与本文内提及的产品相关的其他方提供服务以及与其交易及继续交易的权利。瑞信或其关联公司可能持有或正在持有本文内提及的任何相关实体的股本的交易仓位。

针对所有人，除了瑞信香港分行的客户经理和/或投资顾问管理的账户：瑞信的关联公司可能已在本文所含的信息提供给接收者之前根据该信息和分析而采取行动。在法律允许的范围内，瑞信的关联公司可参与或投资于本文中提及的证券发行人的融资交易，提供服务或向该发行人招揽业务，或持有相关证券或期权的仓位或执行交易。在法律允许的最大范围内，瑞信及其关联公司以及相关的管理人员、董事和职员针对因本文的疏漏或错误而引发的责任或接收人因本文内容或其他人士因使用或依赖本文内的信息而导致的任何直接、间接、具体或后续的亏损和/或损害不承担任何责任。瑞信及其关联公司（或相关的管理人员、董事、职员或顾问）对本文所含信息的准确性、可靠性或完整性不提供保证。本文的信息仅作为一般性市场评论而提供，不构成任何形式的受监管财务建议、法律、税务或其他受监管服务。本文内的观点和见解可能与瑞信的研究分析师、其他部门或瑞信的自营业务的观点和见解不同或不一致。如果瑞信获知本文所含信息的不准确、不完整或更改情况，瑞信无义务向任何人士提供更新、通知或额外信息。就本报告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。过往表现不是未来表现的可靠指标。

针对瑞信香港分行的客户经理和/或投资顾问管理的账户：瑞信的关联公司可能已在本文所含的信息提供给接收者之前根据该信息和分析而采取行动。在法律允许的范围内，瑞信的关联公司可参与或投资于本文中提及的证券发行人的融资交易，提供服务或向该发行人招揽业务，或持有相关证券或期权的仓位或执行交易。在法律允许的最大范围内，瑞信及其关联公司以及相关的管理人员、董事和职员针对因本文的疏漏或错误而引发的责任或接收人因本文内容或其他人士因使用或依赖本文内的信息而导致的任何直接、间接、具体或后续的亏损和/或损害不承担任何责任。瑞信及其关联公司（或相关的管理人员、董事、职员或顾问）对本文所含信息的准确性、可靠性或完整性不提供保证。本文的信息仅作为一般性市场评论而提供，不构成任何形式的受监管财务建议、法律、税务或其他受监管服务。本文内的观点和见解可能与瑞信的研究分析师、其他部门或瑞信的自营业务的观点和见解不同或不一致。如果瑞信获知本文所含信息的不准确、不完整或更改情况，瑞信无义务向任何人士提供更新、通知或额外信息。就本报告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。过往表现不是未来表现的可靠指标。

针对所有人

若在任何司法管辖区分发、发布、提供或使用本报告可能违反法律或法规，或者可能使瑞信及/或其子公司或关联公司在有关司法管辖区内受到注册或许可要求的规限，则本文不得针对或拟向属前述司法管辖区的公民或居民或居住在前述司法管辖区的任何人士或实体分发，或者供该等人士或实体使用。在未获得瑞信明确的书面同意之前，已经提供给接收者的资料不得被转发。欲了解更多内容，请联络您的客户关系经理。

如本文含有包括研究报告的附录，则下列额外通知适用于附录。

额外通知适用于附录

附录内的报告（简称“报告”）由瑞信研究部门的成员撰写，报告内的信息和观点为截至撰稿日期的信息和观点，可在不予以通知的情况下更改。因评估标准不同，报告中针对具体证券所表达的观点可能与瑞信投资银行部门的研究团队的观点和见解不同或不一致。这些报告之前已经由瑞信研究团队发表在网站上：<https://investment.credit-suisse.com>

瑞信正在并寻求与研究报告中涵盖的公司开展业务。因此，投资者应注意瑞信可能存在可能会影响报告客观性的利益冲突。

针对所有人，除了瑞信香港分行的客户经理和/或投资顾问管理的账户：瑞信可能未采取措施来确保本报告中提及的证券适合特定投资者。瑞信不会因文件接收者接收了报告而将其视为客户。

针对所有人：
关于投资于本报告中提及证券的风险之讨论，请参阅下列链接：<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

关于本报告中提及的获瑞信投资银行评级的公司之披露信息的资料，请参阅投资银行部门披露网站：<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

如要了解更多信息，包括其他发行人的相关披露信息，请参阅瑞信全球研究披露网站：<https://www.credit-suisse.com/disclosure>"

分发资料

澳大利亚
本资料由瑞士信贷银行股份有限公司悉尼分行分发，仅供属“批发客户”（由《公司法》第761G(7)条界定）的人参考。瑞士信贷银行股份有限公司悉尼分行并不保证本报告所提及的任何金融产品的表现，也不就其表现作出任何担保。在澳洲，除瑞士信贷银行股份有限公司悉尼分行外，就《1959年银行法》（联邦）而言，瑞士信贷集团实体并非认可存款机构，该悉尼分行的存款或其他负债并非其债务。该悉尼分行不保证或另行担保该等瑞士信贷实体或基金的债务。

香港
本报告由瑞士信贷银行股份有限公司香港分行于香港分发，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；瑞士信贷银行股份有限公司香港分行属受香港金融管理局监管的认可机构，以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于瑞士注册成立，承担有限责任。

本材料所载内容未经香港任何监管机关审阅。建议阁下审慎对待任何发售。如果您对本材料的任何内容有任何疑问，应征求独立专业意见。

除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」的情况外，任何人士不得发出或为发出而拥有（不论是在香港或其他地方）以香港公众为受众或内容很可能被香港公众获得或阅览的、有关任何产品的广告、邀请或文件（香港证券法批准的情况除外）。

新加坡
本材料由瑞士信贷新加坡分行派发，该行获得新加坡金融管理局根据《银行法》（第19章）而颁布的经营银行业务的执照。

本报告的编制和发行仅用于向新加坡机构投资者、认可投资者和专家投资者（定义见《财务顾问条例》）进行分发。根据按《财务顾问条例》第32C条作出的安排，瑞士信贷新加坡分行可分发由其海外实体或联营公司制定的报告。如有因本报告而起或与之相关的事宜，新加坡接收者应致电+65-6212-2000联络瑞士信贷新加坡分行。若您属机构投资者、认可投资者或专家投资者，则瑞士信贷银行股份有限公司新加坡分行可就其可能为您提供的任何财务顾问服务免于遵守《财务顾问法案》（新加坡法例第110章）及《财务顾问条例》以及据其发行的有关通知和指南下的若干要求。其中包括免于遵守下列条例：
(i) 《财务顾问法案》第25条（根据《财务顾问条例》第33(1)条）；
(ii) 《财务顾问法案》第27条（根据《财务顾问条例》第34(1)条）；以及
(ii) 《财务顾问法案》第36条（根据《财务顾问条例》第35(1)条）。
新加坡接收者可就因本资料（包括附录）而起或与之相关的事宜联络瑞士信贷银行股份有限公司新加坡分行。

具体而言，如果阁下就自本公司收取的上述资料有任何疑问或反对意见，请电邮至dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com，联络资料保护负责人（瑞士信贷香港分行）或PDPO.SGD@credit-suisse.com（瑞士信贷新加坡分行）或csau.privacyofficer@credit-suisse.com（瑞士信贷悉尼分行）。

本文件的全部内容受到版权法的保护（保留所有权利）。在未获得瑞信的提前书面批准之前，本文件或其中任何部分不得被复制、传播（通过电子方式或其他）、修改或用于公共或商业用途。©2020，瑞信集团和/或其关联公司。保留所有权利。

20C016A_IS_APAC

作者 / 投稿人

Walter Edelmann
首席环球策略师

Daniel Rupli
股票和信贷单一证券研究主管

Tobias Merath
财富内容策略主管

Oliver Adler
瑞士首席经济师

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

Philipp Lisibach
全球股票策略主管

Sara Carnazzi Weber
政策及主题经济主管

Jessie Gisiger
全球信贷策略和投资主题主管

Luca Bindelli
全球金融工具、外汇和商品策略主管

Stefan Graber
全球商品策略主管

Jelena Kucenko
全球另类投资策略主管

Sarah Leissner
另类投资策略师

Reto Hess
资深研究分析师
单一证券研究股票部门

Peter Foley
美国经济策略师

Marc Häfliger
新兴市场股票投资策略师

Anand A. Datar
另类投资策略师

John Woods
亚太区首席投资官

Ray Farris
东南亚首席投资官

Soichiro Matsumoto
日本首席投资官

David Wang
中国经济部主管

刊物名录

总编辑
Nannette Hechler-Fayd'herbe
全球经济及研究总监，国际财富管理部地区
首席投资总监

编辑支持
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

项目管理
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri
Serhat Günes
Zuzana Skvarkova
Aileen Chow

截稿日期
2020年11月13日

设计
LINE Communications AG

翻译
瑞信语言及翻译服务

更多信息
credit-suisse.com/investmentoutlook

图片来源
Kirk Hewlett/Alamy Stock Photo (cover, p. 1, p. 2, p. 72);
Credit Suisse (p. 7, p. 9); Westend61/Getty Images (p. 12–13);
vinoverde/Alamy Stock Photo (p. 14–15);
hudiemm/Getty Images (p. 24–25);
Mariusz Niedzwiedzki/Shutterstock (p. 32–33, p. 4);
ViewStock/Getty Images (p. 37); PARETO/Getty Images (p. 54–55);
Dimitri Otis/Getty Images (p. 58–59, p. 5); Lucas Saugen/Stocksy (p. 60).



credit-suisse.com

© 2020, CREDIT SUISSE

