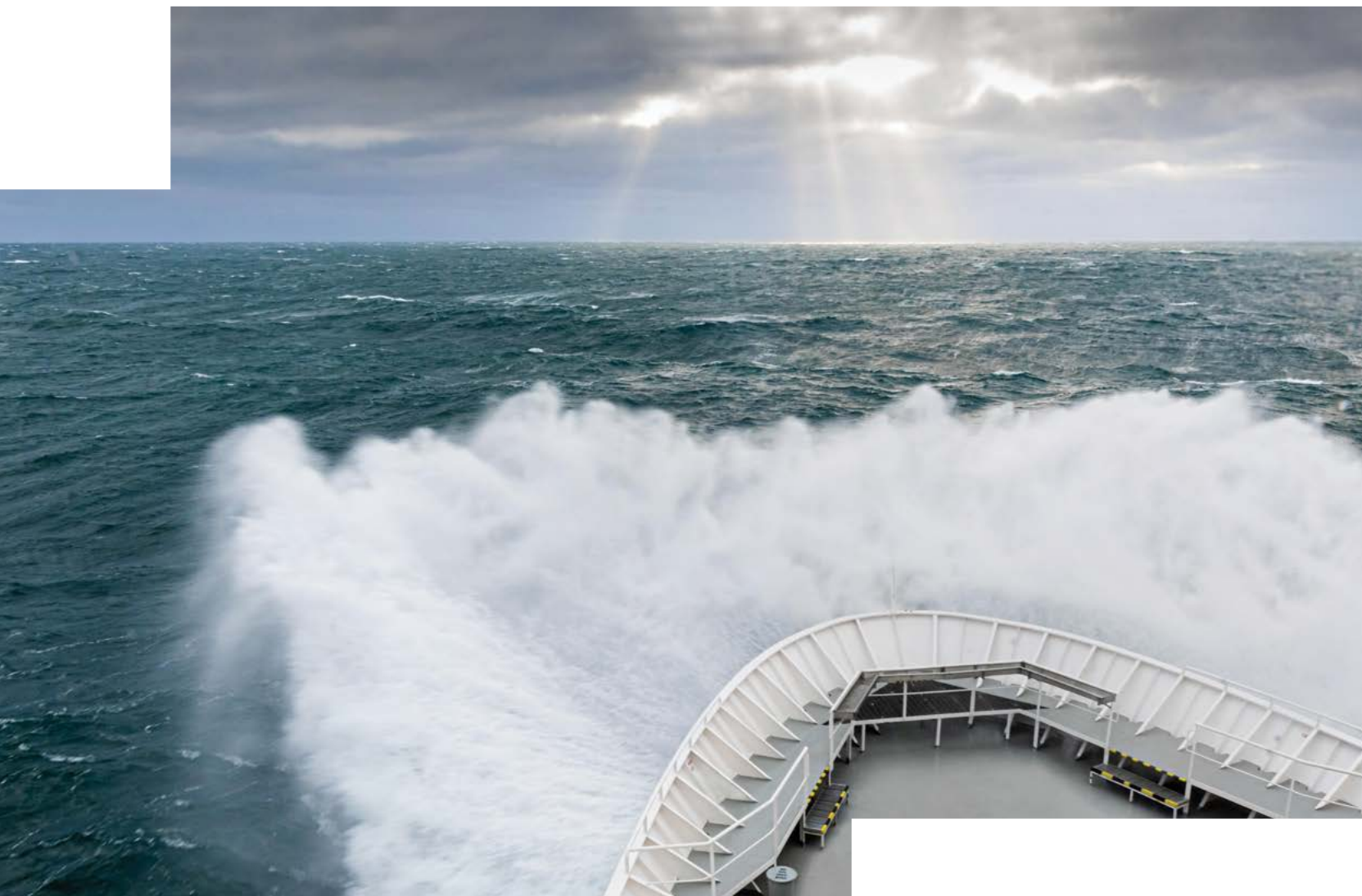


2021年 投資展望



前行不止。

僅供香港的專業投資者和新加坡的合格投資者使用。澳門：僅供批發客戶使用。禁止轉發給其他人。

前行不止。



目錄

12 全球經濟

- 14 疫情過後
- 22 水落石出：新冠疫情的長期影響
- 24 區域展望
- 28 區域展望 中國
- 30 區域展望 日本

32 主要資產類別

- 34 固定收益
- 37 股票
- 44 貨幣
- 46 房地產
- 48 對沖基金
- 50 私募股權
- 52 商品

54 超級趨勢

57 圖示：疫情期間媒體消費的轉變

58 2021年投資策略

- 60 何處尋求收益
- 62 預測



個人觀點

Thomas Gottstein
瑞士信貸集團首席執行官

本人欣然呈獻2021年投資展望。我們剛剛經歷了前所未見的一年，新冠病毒疫情導致嚴重的經濟衰退，失業率居高不下，金融市場出現劇烈波動。

2021年又將何去何從？社區和人民的安全自然要放在第一位。很明顯，我們的身心健康和經濟表現密不可分。研發疫苗的進度和其他應對健康危機的手段將成為關鍵。

大體上，我們認為在經濟及貨幣刺激措施強勁、科技革新加速和減碳投資增加的環境下，全球經濟活動在2021年將得以持續復甦。

然而，從地緣政治局勢和去全球化，到長期低利率對各資產類別的影響，不確定因素仍然如影隨形。最近的美國大選極低的票數差距彰顯了愈加兩極分化的政治局面，從而可能使得對疫情作出政策回應更為複雜。

我們各地區的經濟學家、金融分析師和策略師都在不懈努力，幫助投資者和企業家了解這些快速發展的全球問題，同時仍將可持續性放在瑞信整體觀點的核心部分。它為我們提供了分析的基礎，從而使我們能夠發揮作為擁有卓越全球投行能力的領先資產管理者的作用。

這些努力的成果都在我們題為「前行不止」的投資展望中得到展現，這一標題恰如其分。它提供了我們對市場和經濟體在未來的一年中將如何發展的核心觀點。我相信，這篇投資展望會是您在這個不明朗的時代中尋求商機時能運用的寶貴資源。

謹祝各位在2021年身心健康，財運亨通！

Thomas Gottstein



注：上述提及的個人僅在其獲得適當許可的司法管轄區開展受監管活動。更多資訊請聯繫閣下專屬客戶經理。

前行不止

Michael Strobaek
全球首席投資總監

人類需要回望過去才能理解自己的生活。但正如19世紀丹麥哲學家索倫·齊克果所說，我們同樣必須時刻把未來放在心中。

待到世界從新冠疫情的陰影中解脫時，「回望」這一艱難時期帶來的影響對我們而言必將是自然的舉動。每個人都會想起，隨著世界進入封鎖狀態，我們生活的城市變得空空蕩蕩，我們對親友的健康安全滿懷擔憂。毫無疑問的是，所有人都會記住2020年，面對致命病毒引發全球疫情的一年。

危機將全球經濟推向第二次世界大戰以來最嚴重的衰退，同時也為投資者帶來了千載難逢的機遇。股市在2月底和3月暴跌，隨後幾個月多虧各央行和政府空前的支持，迎來了強勁上揚。

不過，本報告所關注的並非過去，而是展望我們預計在新的一年裏會決影響投資和市場的因素。投資狀況更為緊張，而把握商機尋求收益和回報變得更為困難。現在，我們需要更加嚴格、摒除偏見地看待過去並從中尋求指引。基於對現狀的嚴謹分析和對投資主題的堅持而做出的明智判斷能夠帶來更優越的回報，這在2020年3月底市場危機最嚴重的時期我們決心逆流而上買入股票時已得到證明。

2021年，疫情仍將繼續引人關注。各國政府必須迎戰新爆發的新冠疫情，並很可能在疫苗面世時分配予自己國家的人民。此外，個人和企業都必須適應已經在我們工作、學習和生活中出現的永久變化。



最後，儘管在2020年疫情衝擊過後經濟增長應恢復常態，仍有必須謹慎監察的風險。在接下來的報告中，我們探討了2021年不同資產類別和全球經濟的展望。

除去剛剛過去的一年中前所未見的一切，隨著資本轉向應對疫情所催生的環境和社會趨勢，在我們面前還有一個更嚴峻的挑戰。在過去18年間，瑞信在可持續投資和影響力投資方面保持高度活躍。我們相信，投資者在邁向更平衡、更可持續的世界轉型當中發揮清晰的作用。我們的心態和方法都必須改變，實際上也正在逐漸轉變，投資者在部署投資資本時，要求目的和利益更為相符。我們力求能夠幫助客戶加速這些趨勢。

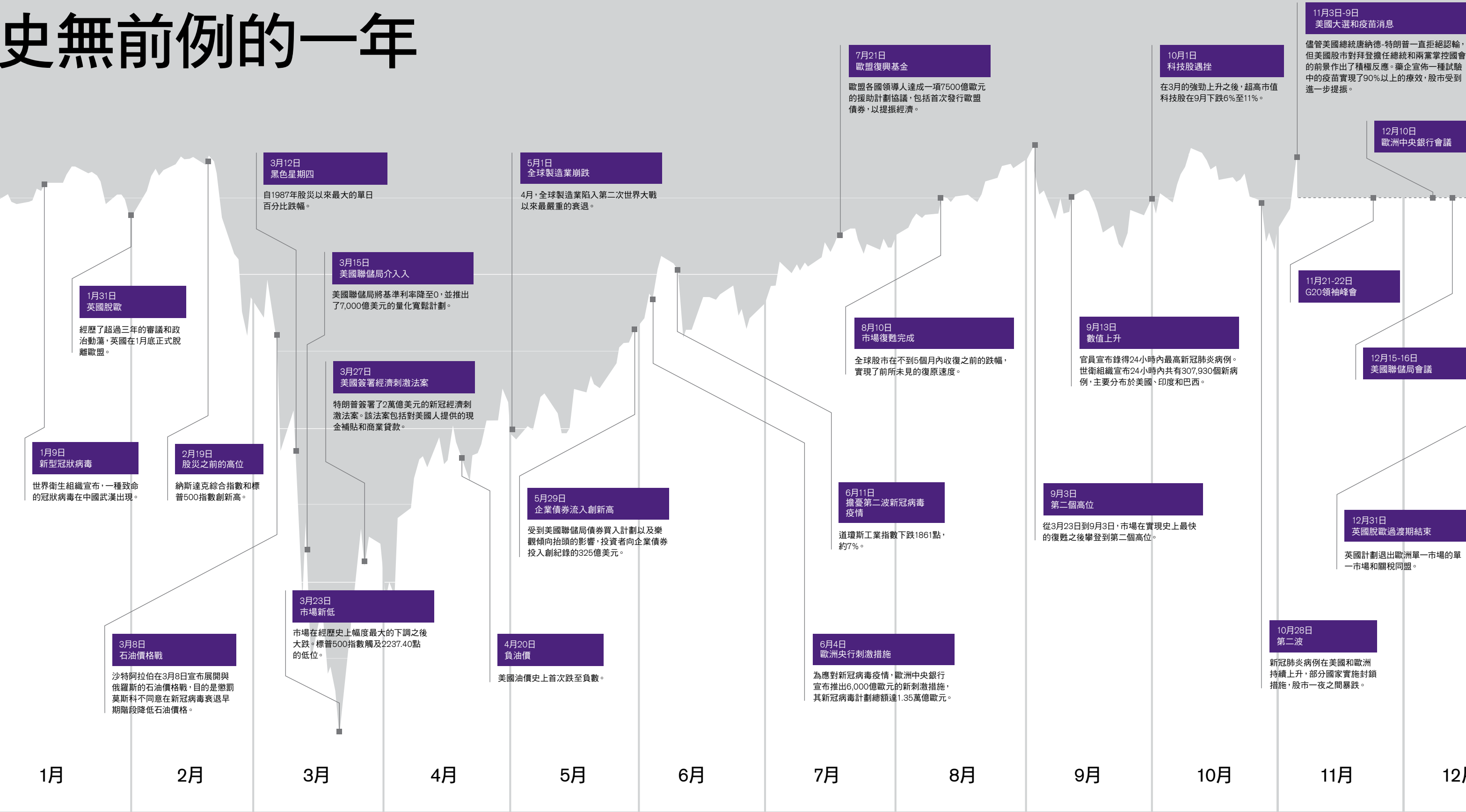
我們在該領域的主要舉措包括超級趨勢，它是專注於社會變化的長期投資主題，涵蓋千禧世代的價值觀、氣候變化——向低碳經濟轉型等。我們還推出了多款基金，旨在實現聯合國的部分可持續發展目標，包括負責任消費者基金和海洋參與基金。

本行接下來的首要目標之一，是讓客戶在投資時能夠心懷可持續發展和影響。我們將視此為投資產品的核心，您將進一步了解我們在這方面作出的努力。2020年無疑將成為我們生命中的分水嶺，請容我在此引用我喜愛的丹麥哲學家索倫·齊克果的名言：「生命只能在回首中理解；但人必須在前行中經歷。」

注：上述提及的個人僅在其獲得適當許可的司法管轄區開展受監管活動。更多資訊請聯繫閣下專屬客戶經理。

2020年： 史無前例的一年

MSCI AC世界價格指數



全球經濟



疫情過後

2020年是史無前例的一年。新冠肺炎疫情帶來全球範圍的封鎖，引發了現代史上最為嚴重的經濟萎縮。大多數經濟體隨後迅速復蘇，但在第二波疫情的衝擊下，經濟再次回落。然而，2021年經濟增長料將逐漸加速，儘管政府債務大幅提高，但不會導致通脹和利率的上揚。

「震懾」
由於全球經濟封鎖，2020年將在歷史上留下獨一無二的經濟軌跡。全球國內生產總值（GDP）在第二季度經歷了有史以來最嚴重的萎縮，之後隨著封鎖限制放寬且財政與貨幣刺激措施生效，又在第三季度實現最強勁的反彈。然而，當新冠肺炎疫情近乎無法控制時，全世界的政策制定者使用了「震懾」戰術來與此次公共健康危機導致的經濟危機周旋。

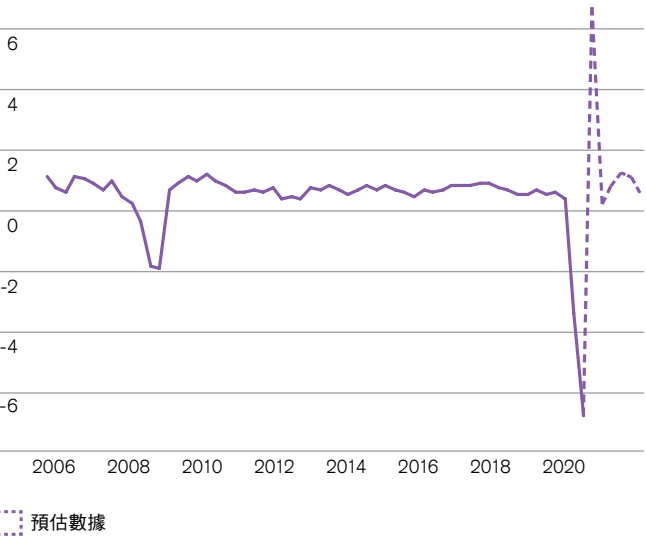
這一次到底有何不同？在「平常」的下行期間，經濟體系中周期性的部分（如建築業）通常會出現萎縮，而服務業表現相對更佳。然而這一次，疫情同時影響了周期性的製造業和服務業，導致經濟活動出現極端的波動。這很不尋常。



在美國，服務業板塊在過去70年間僅萎縮過3次：分別在1973年、2008年和2020年。在2020年的衰退中，隨著許多國家進入封鎖狀態，供應鏈受到干擾，從而造成周期性板塊收縮。由於在疫情期間如常營運會威脅顧客和員工的安全（例如理髮店和餐廳等），服務業經濟體系的若干板塊在隔離期間陷入停頓。這同樣解釋了經濟活動在封鎖限制解除後立刻大幅反彈，原因是供應鏈得到修復且先前關閉的業務在滿足新的疫情安全限制後重新營業。大規模的財政和貨幣刺激措施也為復甦提供了額外的支持。

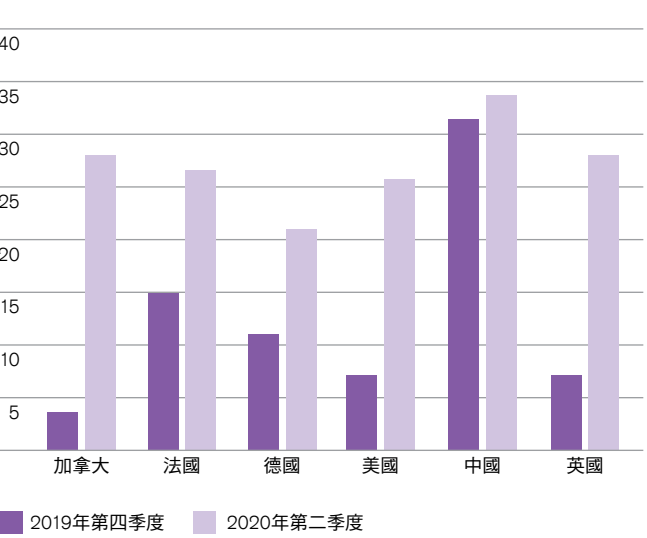
2020年的衰退還有一個宏觀經濟上的不尋常特點：美國、歐洲和亞洲的儲蓄率同時上升。各種財政和社會支持計劃在封鎖期間支撐著家庭收入，令消費支出大大改善。但由於服務支出（與實際商品支出相比）受到社交隔離的限制，家庭儲蓄率因而有所提升。家庭財政狀況有所改善，這在衰退期間是不尋常的現象。如果工時繼續增加、失業率繼續降低，支出很可能得到進一步改善，一旦疫情結束，消費將回歸到服務支出。

回歸「常態」
全球實際GDP增長（按季度，%）



最後數據點：2020年6月30日
資料來源：彭博、瑞信

家庭儲蓄增加
家庭儲蓄率（%）



最後數據點：2020年6月30日
資料來源：Haver Analytics、瑞信

工資面臨逆境

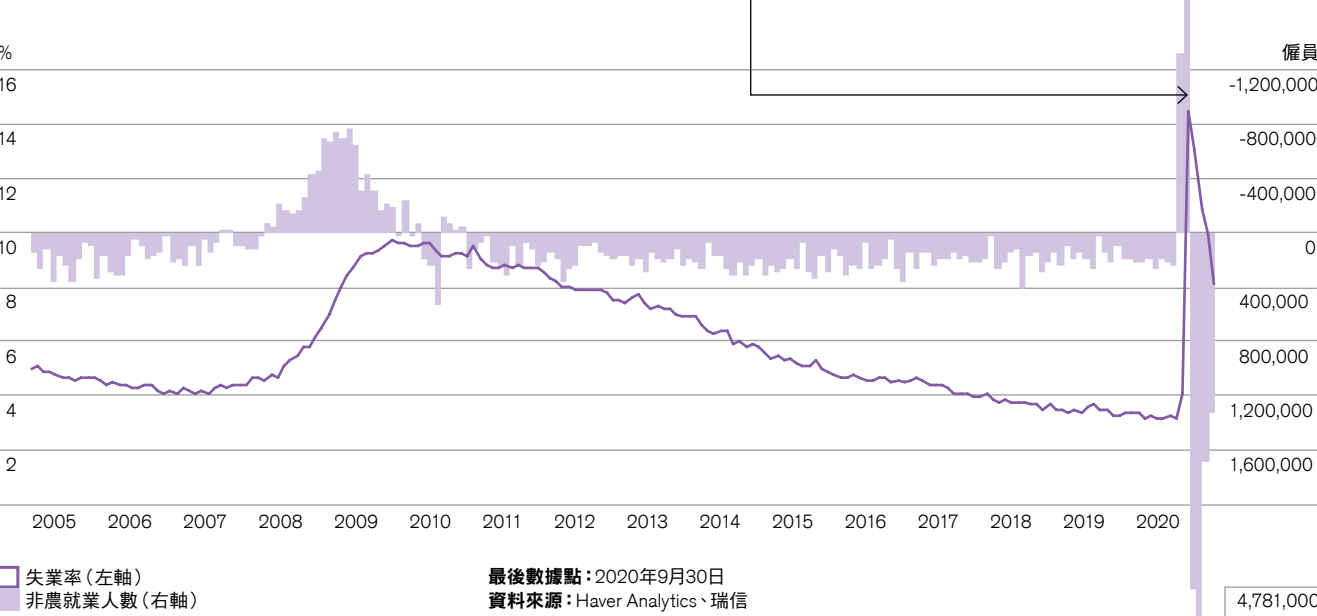
根據國際勞工組織的估算，在第二季度的封鎖當中全球範圍內共失去了約15%總工時，相當於近5億份工作。僅在美國，3月及4月危機最嚴重時期就有超過2,100萬人失去工作。歐洲的勞工市場同樣在工時方面大幅下跌，但由於政府提供的短期工作計劃，失去的工作崗位較少。這類計劃允許公司申請減少其僱員的工時，工資的缺口由政府補上，通常上限為80%。公營部門就業率較高的亞洲經濟體與新興市場同樣在危機期間維持了較穩定的就業率。然而，社會安全保障較低的國家（美國和部分新興市場）的勞工市場經歷動盪，封鎖期間出現裁員潮，隨後復甦時重新僱用。

在本報告成文時，世界勞工市場的情況較第二季度谷底時已有顯著提升，但失業率仍然遠高於疫情之前。在接下來的數個月間，隨著重新開業的初始正面效應逐漸減退，重僱率很可能也會放緩。由於經濟活動恢復到疫情前水平需要時間，失業率在接下來的兩年內很可能居高不下。然而，這並非一成不變。在美國等勞工市場相對靈活自由的地區，即使產值低於疫情前水平，失業率也會重新回歸至均衡狀態。雖然就業不足的情況持續存在，但工資增長可能依然面臨逆境，儘管歐洲和日本的立法有可能令問題受控。

14.7%

美國失業率在2020年4月達到峰值，超過2000萬人失去工作。

復工
美國每月失業率（%）和非農就業人數變化



最後數據點：2020年9月30日
資料來源：Haver Analytics、瑞信

中央銀行對採取非傳統貨幣政策措施有了更高的接受度。

封鎖造成了多方面的顛覆，這很可能將推動網上醫療等新的商業模式以及新的工作方式。這些顛覆會在短期內帶來虧損，但長期而言新興商業模式能夠改善效率，尤其在企業與政府投資於數碼基礎建設等正確領域的前提下。

創造性破壞與生產力

新冠肺炎疫情帶來了嚴重的衝擊，自然也會對生產力造成影響。其中一個指標是勞動生產率增長，即實際GDP增長減去實際工時增長。疫情期間，由於工時跌幅高於產值跌幅，勞動生產率出現大幅增長。然而，隨著僱員重返工作崗位，這種情況將會逆轉，生產力增長速度也將放緩。不過，生產力在短期內仍然具有很大的波動性。長遠而言，疫情至少在幾個板塊能夠提升生產力。

中央銀行按兵不動

在工資受壓以及部分地區失業率上升的狀況中，通脹率似乎將保持低位。我們預計2021年全球通脹率將為2.3%，低於疫情之前2019年的2.5%。我們預估美國2021年通脹率為2.0%，歐元區為1.0%，而中國為2.5%。低通脹數值意味著中央銀行不會急於加息。封鎖期間，美國聯儲局（聯儲局）與其他主要央行一同將利率減至0附近，重新推出或延長了大型資產購買計劃。其目的是進一步壓低實際利率以支持經濟復甦。我們預計所有主要央行不會在2021年加息，且很可能之後數年都不會加息。事實上，如果增長遲緩或通脹率遲遲難以提升，我們甚至認為央行會擴大資產購買規模。

迷霧重重的未來

儘管疫情會讓2021年的通脹率保持在低位，疫情對通脹率的長期影響仍不明朗。預算赤字和公共債務很可能會出現膨脹。如果中央銀行應對未來通脹壓力時效率較低或不作為，則公共財政的不穩定有可能導致通脹。這是有可能發生的，例如當央行屈服於外界壓力，或開始讓償還政府債務的憂慮影響利率決策。這是後新冠疫情時期的一種風險。我們無法排除中央銀行迫於壓力為規模過大的財政計劃融資的可能性。

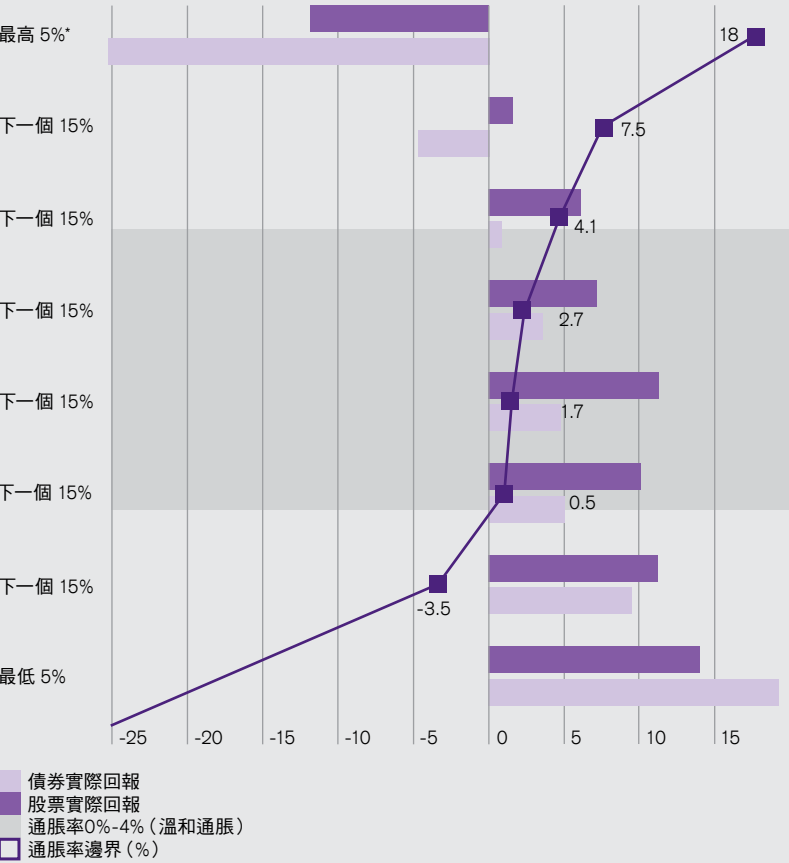
中央銀行還有可能會對加速通脹反應過慢或採取行動力度不足。然而，聯儲局向平均通脹目標轉變並不會限制其迅速回應通脹大幅超標的能力。歐洲中央銀行的章程大大降低了歐洲出現這種情況的可能性。在公共債務水平高的國家，處理通脹對中央銀行而言遠比處理通縮更困難。這是因為通脹使得管理高債務負擔更輕鬆，而通縮則使之困難。

因此，各央行更願意接受使用量化寬鬆、負利率或收益率曲線控制等非傳統貨幣政策措施來避免通縮，而非在經濟疲弱的情況下面對通脹選擇收緊貨幣政策。這使得中央銀行處在一個必須慎之又慎的位置。目前仍難以估算這些尾端風險，但投資者應該密切注意公共財政的可持續性。

金融資產的命運由通脹率決定

對金融資產和投資者而言，決定未來數年的通脹階段最為關鍵。就大部分已發展國家和新興市場而言，整體通脹0%到4%屬於溫和階段。在這一階段，股票通常會跑贏債券。而在高通脹階段（一般指整體通脹率高於7.5%），股票開始不再提供正回報，債券為負回報。在通縮階段（整體通脹率為負數），債券跑贏股票。

債券和股票實際回報與通脹率
回報/通脹率（%，1900–2019）



* 2516個國家/年的通脹率百分值；同一年的債券和股票回報

最後數據點：2019年12月31日
資料來源：Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, DMS dataset。
未獲得作者書面同意之前不得複製本文內容。

黨未能在國會取得決定性多數席位，額外刺激措施的規模料將有限。

然而，考慮到世界經濟復甦的預期和新冠疫情再次引致全面封鎖的可能性極低，不太可能會再次實施規模類似2020年的額外刺激措施。無論全球經濟將有怎樣的走向，政策制定者仍將面對政府債務水平過高帶來的挑戰。只要利率保持在當前低位或接近此低位，債務就會持續。然而，在未來需要對抗衰退或為提升經濟增長融資時，政府難免將束手束腳。過高的債務水平因此會成為新冠疫情過後遺留下來的一大負擔。

未償還的國債

出危機期間，許多國家實施了總值相當於其GDP的10%或更多的經濟刺激措施。根據國際貨幣基金組織數據，截至2020年年底，美國的國債對GDP比值已達到130%，意大利的比值已達到160%，而日本的比值高達260%。儘管政策制定者將日益關注債務不斷上升的問題，如果經濟無法完全恢復，則提供額外財政刺激的壓力將持續下去。在美國，鑒於民主

貿易保護主義持續

人根據我們的估算，在過去20年間，中國佔世界工業產出的比值從5%上升至30%，而美國則從25%降至18%。許多西方政客承諾將提升本地出口、增加製造能力和製造業職位，但大規模實施此計劃將導致美國或歐洲在全球生產佔比快速回升，這是不現實的。然而，自從2016年以來增加的貿易壁壘和摩擦很可能將持續。儘管西方國家之間的關稅上升可能性

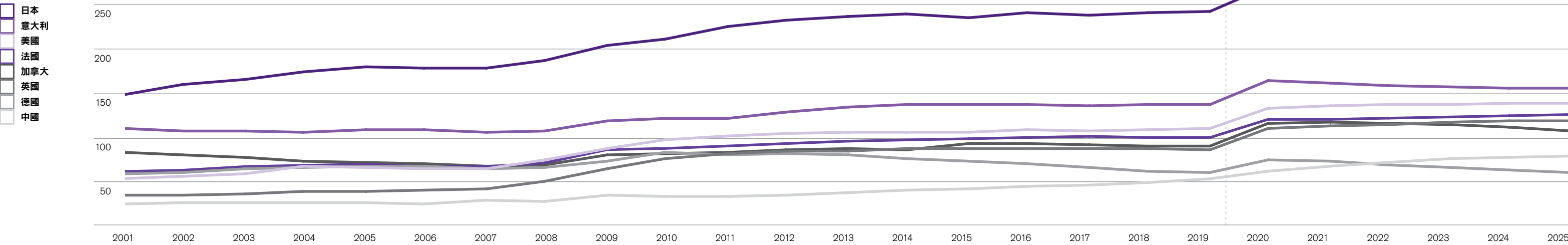
很小（美國與歐盟正在談判貿易協議），科技與投資方面的衝突很可能維持或加劇。為回應此情況，中國正在大規模投資於半導體行業，以降低其對其他不太友好的貿易夥伴的依賴程度。這有可能會導致供應鏈複製。醫藥行業的貿易保護主義傾向可能抬頭，遊說團體將試圖說明新冠疫情危機證明了在國內生產戰略物資的重要性。更好的做法將是通過多邊或雙邊條約，確保未來一旦發生健康危機，即可獲取全球範圍內的多樣化物資。

美國大選：拜登當選總統的回旋餘地有限

雖然喬·拜登獲選為美國總統，但民主黨未能取得國會的決定性多數席位，導致其政策回旋餘地有限。因此，美國的稅務改革料將不會出現大幅變動，而“綠色”經濟等方面的額外開支也會受到限制。有關醫療保健的立法或條規的變革空間也有限。然而，政府的基調預計會出現顯著的轉變。

疫情的代價

政府的一般債務(占GDP比重%)



▨ 預估

最後數據點：2019年10月31日；預測數據截至2020年10月份
來源：國際貨幣基金組織、瑞信

跟現狀說再見

危機經常會成為一種變革力量。雖然當中有些變化只屬暫時性，但也有不少變化在危機過後仍能延續下來。回顧新型冠狀病毒疫情，我們確定了它帶來的多個長期影響。

2020年初，新冠肺炎疫情快速蔓延，讓世界各國措手不及，顛覆了全球經濟。疫情讓人們意識到，傳染病仍能對整個社會造成威脅，而此類疫情爆發實際上是人類進步的副產品。然而綜觀歷史，健康危機總是能推動科技進步和社會革新，引領未來經濟發展的方向。我們相信，這一次健康危機也不例外。

不過，新冠病毒並非徹頭徹尾的顛覆者，而是促使已存在的趨勢加速發展。日常生活的數字化、更靈活的辦公安排、全球化進程減速、多邊主義衰落、國家政府擴張或城市的脆弱性——所有這一切在病毒爆發之前已現端倪，疫情只是扮演了催化劑的角色。

如今，這些趨勢以驚人的速度發展，如同向人類發出一紙挑戰書。從數據保護到勞工法律，多個領域的立法仍處於落後狀態。如企業一樣，各國政府必須通過採取更可持續的經濟模式增強自身的抗逆力。

我們應立即採取行動，以疫後的世界觀展望未來，將有助於減少下一次傳染病造成全球危機的可能性。同時也能借助這個機會，著手解決過去數十年間阻礙發展和繁榮的若干問題。

十個主要結論

- 1

通脹尾部風險：過去數十年的溫和通貨膨脹機制不會很快結束，但通縮和通脹尾部風險已有所增大。
- 2

多邊主義2.0：隨著美中兩國的關係變化，多邊主義將重新確立並經歷變革，或讓位於多極化。
- 3

民主或專制：由於危機管理、國家能力和國民信任比政治體系更為重要，因此民主和專制都可能在疫情中成功或失敗。兩者將繼續共存。
- 4

大國：國家權力的擴張將延續到危機之後，主導合適的轉變，但也令破壞市場活動和個人責任的風險上升。
- 5

近岸外包：全球化不會逆轉，但會進一步放緩減，更著眼於區域多元化、生產活動近岸外包和抗逆力，而非成本效益。
- 6

監控：監控和收集個人數據的程度史無前例，為政府和企業成為信息霸主鋪路。全面的私隱保護法律至關重要。
- 7

工作：遠程工作將延續下去，為職場帶來更大的靈活性和新的標準。
- 8

教育：終生學習將成為所有人生活中關鍵的部分，創造出具有適應力的勞動者，並發展人類比機器更具有優勢的技能。
- 9

貧富不平等：貧富不平等現象仍是關注焦點，可能會引發更多的再分配稅項，並刺激人才流和資金流的反應。
- 10

去中心化：城市將存續，但會經歷適應過程，這為進一步的區域去中心化帶來空間，發達國家有望迎來小城鎮的復甦。

地區前景

進入2021年，不同地區的增長前景有所區別。世界經濟正在從新冠病毒疫情中恢復，而部分國家在復甦進程中佔據領先位置。除新冠危機外，部分國家在來年還需面對政局方面的其他挑戰。



美國 從第二波疫情中逐漸復蘇

隨著美國經濟逐漸走出疫情並呈現出多年復蘇態勢，其增長可能超出潛在水平（可長期維持的增長率）。我們預計2021年的通脹水平與以往類似，但通縮和通脹的尾部風險已經上升。

由於為應對新冠危機造成的經濟下滑，美國採取了援助政策，導致政府和外部債務而增加，

這些將來可能成為不穩定的因素。在季度增長方面，2020年第四季度經濟再次回落後，美國有望實現逐步加速增長。即使新當選的民主黨政府執政，美國與中國的關係也很難實現大幅改善。稅收方面的變化預計有限，“綠色”基礎設施的開支增幅也預計有限。

拉丁美洲 不對稱的增長圖景

墨西哥總統安德烈斯·曼努埃爾·洛佩斯·奧夫拉多爾對私營領域的敵意繼續損害墨西哥的長期增長前景。全球風險偏好推動其本地金融市場保持穩定，但考慮到負債累累的國營石油企業Pemex財務上的脆弱性，風險仍然

存在。與墨西哥每況愈下的 增長前景不同，巴西利率下降可能使其經濟加速增長並增強對維持公共債務的信心。不過，巴西總統雅伊爾·博爾索納羅必須展示其實行財政改革的強硬政治手腕。

英國 脫歐之後

脫離歐盟的單一市場和關稅同盟令英國背負長期成本（例如貿易壁壘和官僚作風）並減緩其從新冠疫情復甦的步伐。因此，2020年底過渡期結束，對英國經濟將造成又一次衝擊——我們認為無論是否達成貿易協議，這一點都不會改變。此外，如果英國政府提早撤銷財政支持，有可能對經濟造成長期損害。

歐元區 團結抗疫

歐洲國家比美國更早重啟經濟活動，因此經濟復甦進度也稍微領先。由於歐洲受第二波新冠疫情的衝擊，經濟料將再次下滑。然而，一旦疫情消退，歐元區增長很可能會高於潛在增長率，尤其是其財政政策已成功地減輕了封鎖措施對商業和就業造成的大部分損害。然而，隨著疫情狀況趨於正常化，意大利等若干關鍵國家的政府財政狀況緊張，投資需求疲弱。嚴峻的人口趨勢（如人口老化）對增長潛力也有所打擊。能否成功實現新冠疫情危機後的長期復甦，取決於進一步有效整合財政和政治因素。在我們看來，歐盟復甦基金的創立邁出了正確的一步。

中國 率先進入疫情後復甦階段

就疫情後復甦而言，中國領先大部分國家，既是最早實施封鎖，也是最早解除封鎖的國家。目前，中國工業生產已經收復大部分失地，中國將是2020年唯一一個實現正增長的主要經濟體（我們預計實際GDP增長3.3%）。接下來的復甦之路將依賴就業反彈，其中仍然存在困難（旅遊與娛樂行業還是不太願意僱用新員工）。

此後，我們預期下一個五年規劃中將會強調三個主要政策分類：技術進步、勞工生產力和土地改革。隨著經濟體成熟、潛在增長率隨之下降，當局旨在控制GDP增長平緩減速，積極與將中國和全球經濟脫鉤的力量相對抗。

瑞士 竭力支撐

新冠病毒危機對瑞士經濟同樣造成嚴重衝擊，但瑞士較其他國家表現更加堅韌，其中有三個原因。首先，其封鎖手段不像意大利或西班牙那麼嚴格，例如全國的建築和生產工地並沒有關閉。其次，緩衝危機造成影響的措施非常及時且有效：工時縮短以及新冠疫情貸款自危機伊始就達到了正面目的。

第三，瑞士的工業部門細分相對有利，創造價值的產業中有較高比例來自藥品、化學品和其他行業（包括商品貿易、銀行業和保險業），這些行業未直接受到限制措施影響或甚至因疫情而造成需求上漲。不過，今後瑞士復甦的速度將與其主要貿易夥伴相若。

日本 通過創新來提振經濟

由於人口困境被持續技術創新帶來的穩定生產力提升所抵銷，日本在2021年應當能夠實現實際GDP微幅正增長。然而，通貨膨脹率持續溫和下降，

加之名義利率低下，很可能會繼續對銀行業造成威脅，使其不得不進行大範圍兼併和整合措施。

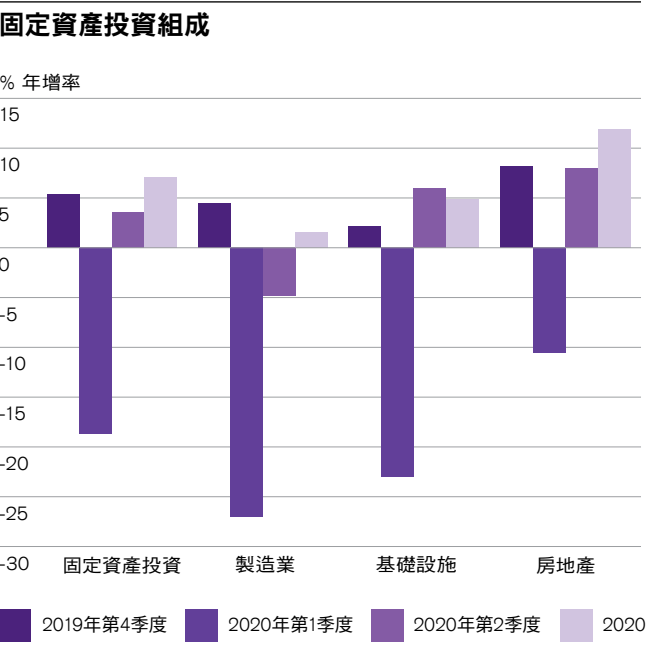
中國：復甦進程將漸趨穩定

我們預計GDP增長率將從2020年的2.2%增加至2021年的7.1%。2021年的實際增長很可能超出潛在增長，然而從政策角度來看，我們認為當局更傾向於避免在一年內大幅超出目標，轉而在五年內實現更為平穩、可持續的增長。

中國比其他經濟體走出疫情衰退的速度更快，但復甦進程並非一帆風順。生產方面的指標反彈快於支出方面的指標，同時在支出方面還出現了明顯的不均。雖然刺激措施對基礎設施與房地產板塊尤為有利，但私營製造業、服務業與部分家居行業由於分散的信貸分配機制出現滯後情況。我們預計進入2021年，生產方面與

支出方面的指標將逐漸接近，但仍無法完全同步。其融合預計將更依賴於支出方面的復甦進程加快，但也包括生產勢頭緩。儘管2021年的預期增長高達7.1%，實際上仍有超出該數值的風險。

撇除短期不談，我們預計在下一個五年計劃中將強調三個關鍵政策類型：科技進步、勞工產能和土地改革。科技類囊括建設「新基建」、關鍵戰略板塊的創新和能力提升、以及保證必要的輸入。勞工類旨在提升勞工產能，包括促成勞工流動的勞工市場改革、提升勞動力質素的教育改革，以及進一步開放中國市場供外部參與/競爭。最後，土地改革類旨在辨明土地使用權和使用權轉讓。此項改革將至少涵蓋農田和用於住宅及商用物業的土地。



最後數據點：2020年9月30日
資料來源：瑞信、CEIC

中國：估值具吸引力

我們預計中國股市及債市在未來的一年裏會逐步為投資者提供更多的機會。中國A股擁有佔全球股市12.4%的市值份額，僅次於美國並仍在高速增長。然而外資持股僅佔約3.8%。中國債市規模同樣位居全球第二，但外資參與比例僅2.4%。

值得重視的是，中國市場提供高增長率且估值仍具吸引力。一方面新冠疫情受到控制且我們的經濟學家預測2021年GDP增長率達7.1%，市場一致預測MSCI中國指數盈利從2020年下降2%之後會增長21%，而CSI300指數盈利在2020年增長4%的基礎上再增長18%。強勁的盈利增長有助於估值倍數保持在相對低位，MSCI中國指數略超15倍而CSI300指數為14.2倍。中國還提供投資組合多元化的珍貴機會：其五年按周計算股市與美國股市的相關度僅為43%，與歐洲股市的相關度僅為42%。

美元信貸方面，我們預計中國的投資級債券在2021年回報約為4%。估值具有吸引力，且我們認為市場對信貸風險作出的估計過高。支配該領域的中國國有企業、銀行及類主權債券全部有很大可能獲得強大的政策支持。中國投資級債券已開始經歷淨貸款額升級。

中國美元高收益信貸預計來年回報約為7%。我們認為近期中國房地產政策調整，如限制開發商融資以改善房地產市場穩定性，並不會抑制該板塊。土地銷售仍是地方政府的主要收入來源，當局採取措施減少賣地的概率不大。

中國的本幣信貸產品也值得關注，預計來年未對沖回報為7%。在2020年上半年的新冠疫情衝擊下，強大的政策支持使在岸違約率得到控制，如今經濟已實現快速復蘇。由於其與全球風險資產相關度低，中國在岸信貸同樣能在全球投資組合中提供多元化資產來源。

我們預計中國貨幣兌美元將在未來一年內升值至約6.4，從而使中國市場投資者受惠。中國貨幣基本因素十分穩健。其龐大的經常帳盈餘、外國直接投資淨額為正、經濟快速增長以及高收益將鼓勵資金流入中國股市和債市。

日本：努力改善效率低下問題

日本正努力通過包括跨太平洋夥伴關係協定（TPP）在內的多邊手段加強其貿易體制。然而，兩大主要貿易夥伴美國與中國之間日益增長的矛盾令人擔心日本的未來。

菅義偉政府正在以重新注入經濟活力為目標，推行政策消除日本經濟中殘留的效率低下問題。在這方面，有三個領域值得投資者關注。

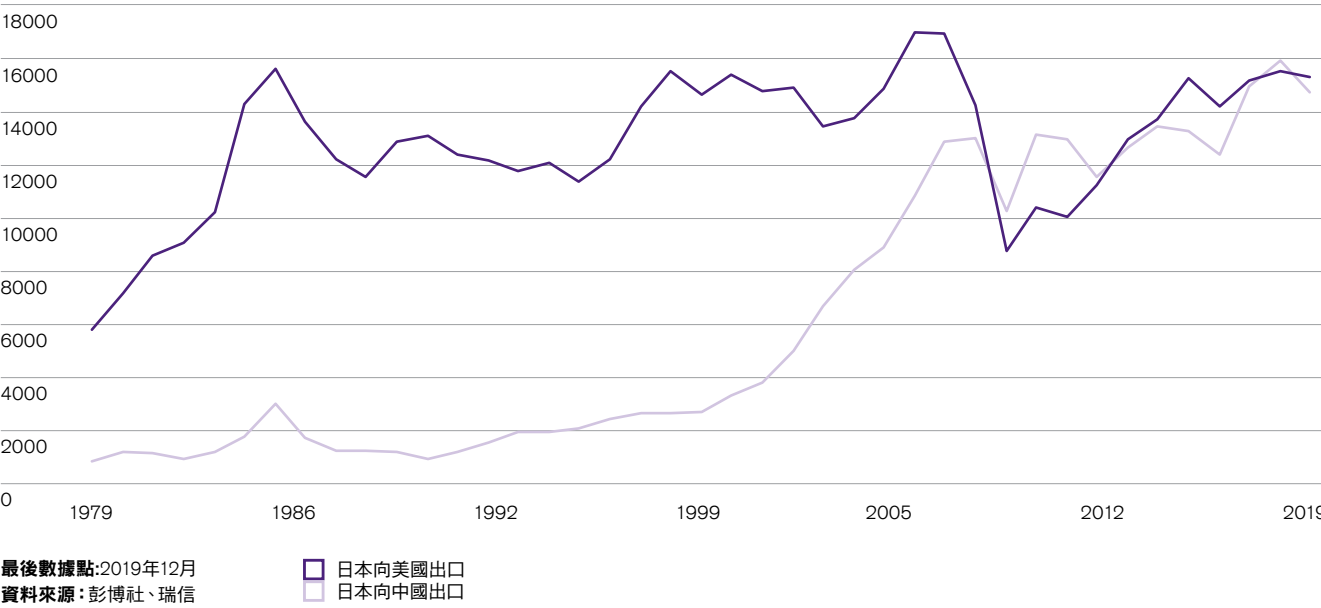
首先是推動合併所謂「僵尸企業」的努力。政府的政策方針預計將鼓勵淘汰及合併低效企業，包括本地金融機構的重組。對企業管治方面的關注也日漸增加，這將導致改善資本效率的壓力上升。我們預計針對大型企業B2B（企業對企業）業務的公司以及服務業將有所改善，在這些領域中小規模公司之間的過度競爭對利潤造成壓力。

其次，政府對數碼化的推動預計將聚焦於公司的內部業務流程、客戶服務及客戶界面。軟件的銷售與開發，以及屬於我們提出的千禧世代價值觀超級趨勢範圍內的新企業，將在日本數碼化進程中取得顯著增長。

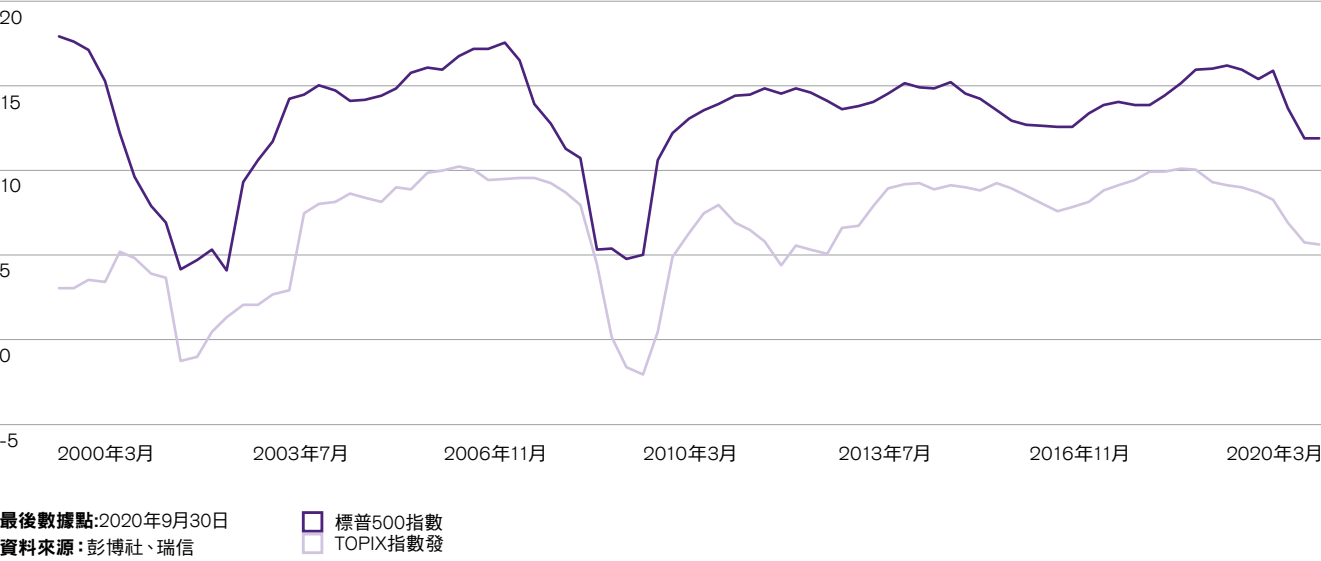
第三，對「無碳」社會的政策推動很可能會提升對新能源基建開發的國內投資期望。此外，這些政策變動將成為增加ESG投資的催化劑，此前日本企業在這一方面較為落後。

如果菅義偉政府贏得定於2021年秋季舉行的日本大選並順利獲得授權，投資者的興趣將進一步提升。

日本的主要貿易夥伴：美國和中國



日本企業的資本效率偏低



主要 資產類別



信貸保持堅挺

2021年，核心國政府債券的收益微薄，而新興市場硬通貨債券仍具吸引力。信貸方面，投資級債券提供了優秀的風險回報比。高收益債券方面，我們在較低評級信貸挑選可提升回報的機會。

由於短期收益很可能被中央銀行政策固定在低位，我們預計長期收益在2021年不會經歷強勁上升。然而，我們認為2021年最可能出現的情景是政府債券收益曲線適度變陡，原因是經濟復甦持續和央行以提高預期通脹為目標。

美國聯儲局（聯儲局）在2020年第三季度對其長期策略作出重大改動，引入新的平均通脹目標政策方法，允許通脹高於目標以彌補先前低於目標的通脹。該框架將為聯儲局在政策選擇上帶來更大靈活性以提高通脹預期，從而幫助期限溢價（持有長期債券與短期債券相比的額外收益）從極低水平升高。

此外，儘管2020年間央行採取量寬政策立場並持續購買債券以支持復甦，使固定收益債券的波動性保持在低水平，我們認為2021年波動性將與央行提高的通脹容忍度以及更高

的債務和財政赤字一同正常化。我們預計長期收益將有一定提升，並認為名義核心國政府債券回報將在未來12個月內保持接近零或負數。

通脹掛鉤債券與名義債券相比具備的優勢
2020年，通脹數據因經濟緊縮與貨品價格下跌而大幅下降。考慮到經濟復甦持續，大型經濟體的通脹率預計將在2021年獲得一定正常化，儘管很可能在美國只能達到2.0%，歐元區只能達到1.0%，後者遠低於歐洲中央銀行設立的目標。然而，央行對高通脹的潛在容忍度應能幫助長期通脹預期回穩並上升，最終超過近期的歷史均值。通脹掛鉤債券為通脹上升提供補償，不同於債券，其將從通脹預期上升中獲益。經過存續期差異調整，我們認為通脹掛鉤債券提供較名義政府債券更佳的預期回報。

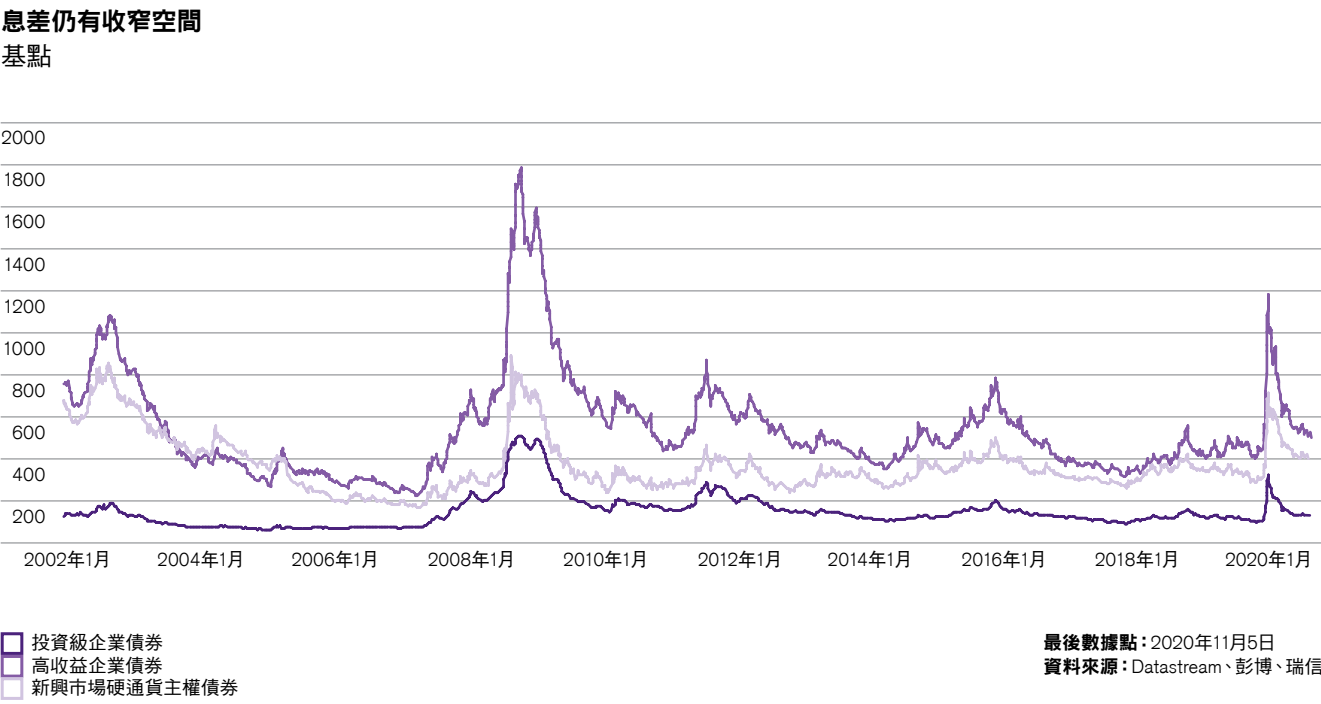
在新興市場債券中尋求收益
新興市場硬通貨債券收益自從新冠疫情引發拋售以來經歷了顯著下跌。然而息差保持高於先前低位，雖然有部分原因是美國政府債券收益下降。未來，史上最高的市場持倉和更窄的政策支持範圍使回報展望趨於溫和。

儘管全球增長環境較先前更穩定，許多新興市場國家仍需處理新冠疫情後封鎖帶來的影響，尤其是扭轉為應對危機而採取的貨幣和財政刺激措施。另一方面，今年經濟活動回升後潛在的周期性收入上升，加上財政收緊和更穩健的收支平衡情況，預示著今後債務供應將放緩。

投資級債券仍然緊俏
在政府債券收益下跌以及貨幣和財政政策的支持下，大部分投資級企業債券於2020年實現了正回報。然而，信貸息差自年初以來擴大。在全球經濟逐漸復甦的情況下，我們預計央行和全球政府繼續實施具支持作用的貨幣和財政政策，尤其是直接購買投資級企業債券的信貸產品，這將支持新的一年息差進一步收窄。由於我們預計長期政府債券收益只會緩慢正常化，投資級信貸將繼續錄得亮眼表現。

優質債券的息差仍有收窄空間，因此我們預計全球投資級債券將在未來12個月錄得中等個位數回報。在我們看來，投資者應選擇優質企業債券而非名義政府債券，原因在於歐洲和美國都存在強大的央行支持。我們認為投資級新興市場美元企業債券提供了具吸引力的收益上揚空間，是投資者尋求多元化投資機會時的選擇。

在沒有額外衝擊且全球利率保持低水平的情況下，我們認為新興市場硬通貨債券仍是提升固定收益投資回報的重要來源。就我們追蹤的總體新興市場硬通貨指數而言，我們預期2021年底錄得4.4%回報。大部分防守型投資者可能偏向於僅投資於投資級政府債券，儘管這會導致回報前景下降。在2020年大量主權信貸降級後，我們預計，由於我們逐漸遠離最初新冠疫情的衝擊且高收益債券經過數輪債務重組，2021年的市場環境將更為穩定。在主要新興市場國家中，2021年的政治議程並不繁重，可能有助於限制特定風險。俄羅斯與墨西哥均有立法選舉計劃，南非有市政選舉計劃。



「環境、社會和公司治理債券很可能仍能得到相對良好支持。」

高收益債券息差仍有收窄空間

在本報告成文時，評級機構穆迪預計全球高收益信貸違約率將於2021年第一季度見頂。由於風險偏好隨著預期2021年經濟復甦有所好轉，我們預計高收益企業債券息差很有可能進一步溫和收窄。在高收益債券中，B級債券與其他防守型債券相比仍提供具吸引力的息差緩衝。

集中於 ESG 帶來的好處

我們相信投資者在來年能夠從環境、社會和公司治理 (ESG) 企業的兩個方面得到好處。首先，將ESG標準納入考慮的企業債券投資組合長遠而言受到企業違約和信貸評級下降影響的可能性較小。其次，投資者對ESG篩選的優點更為認可，從而增加了ESG配置和資金流入，我們預計ESG債券的價格仍能得到相對良好支持。

我們預計全球高收益債券將在2021年年底前實現4.4%回報。鑒於將推出新冠疫苗的前景，航空和博彩等非必需消費品板塊可能復甦。儘管2020年間能源與金屬行業的企業槓桿上升，進入2021年後，當前收益似乎足以彌補違約風險，尤其是在央行持續提供支持的情況下。同樣地，儘管歐洲次級金融債券可能面臨不良貸款準備金不斷上升的更大風險，經過強化的銀行資產負債表和財務支持很大程度上降低了歐洲銀行的資金壓力。我們預計2021年歐洲次級金融債券的表現與高收益債券相若。

股票仍能驅動回報

在即將邁入2021年之際，股票提供了具吸引力的回報前景。考慮到全球範圍內十分寬鬆的貨幣政策和持續財政支持，政治大環境仍對其有利。2020年疫情導致的盈利大幅下跌只是暫時的。有關全球股票的預測共識是2021年盈利會超過2019年水平，渡過一帆風順的一年。



無需恐懼高估值

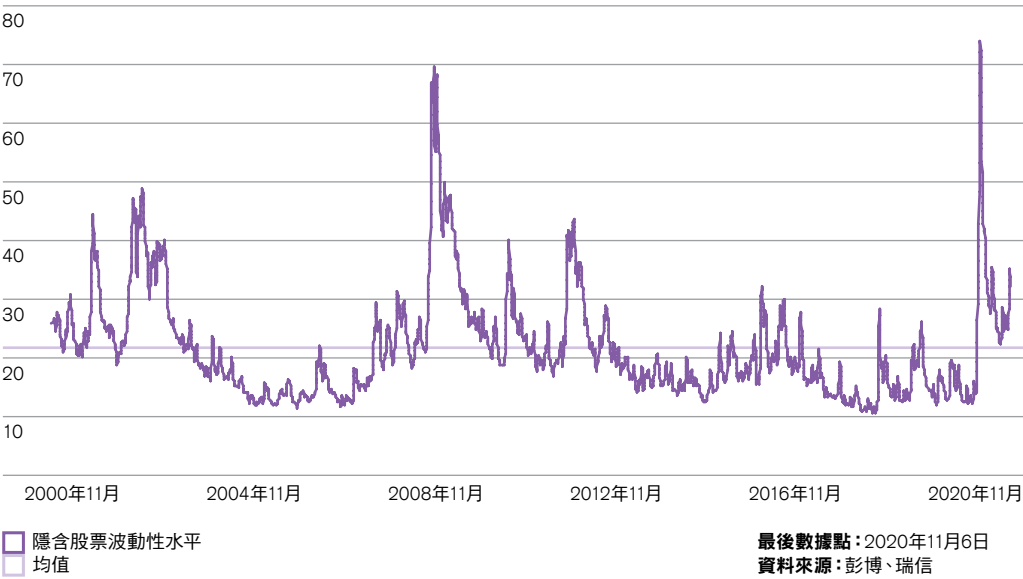
根據市盈率等傳統估值標準，股票市場估值較其長期歷史平均更高。一方面我們認為這受到極低甚至為負收益環境所驅動，尤其是在經通脹調整的意義上。另一方面，美國聯儲局等政策制定者為應對新冠疫情進行快速強力的介入，這有助於降低投資者的風險規避情緒，使得市場在2020年晚春快速復甦。2021年，為降低避險情緒，政策支持將延續。除了信貸危機的風險之外，我們認為由於疫情導致衰退和政策制定者對通脹容忍度提高，有關周期後期經濟過熱的憂慮進一步延後。由於各央行繼續降低尾部風險，風險溢價甚至可能隨著2021年經濟環境穩定而進一步下降。這將支撐高於歷史記錄的估值比率。

對不同資產類別吸引力的比較最終驅動了很大部分的投資，而股市看上去仍具有一定吸引力。自從2020年初以來，美國實際債券收益率已下跌逾100個基點，比盈利收益率（即市盈率反比）下跌更快，這為更高的估值倍數提供支持。

目前以盈利收益率和實際債券收益率之間的差別計算的股權風險溢價（ERP）高於長期平均值，這意味著股票提供比債券更具吸引力的額外回報。我們清楚在不確定的環境下，ERP可能過高，原因是投資者持有風險資產時要求更高的溢價。然而，隨著經濟復甦和增長恢復，這些憂慮將逐漸得到緩解。

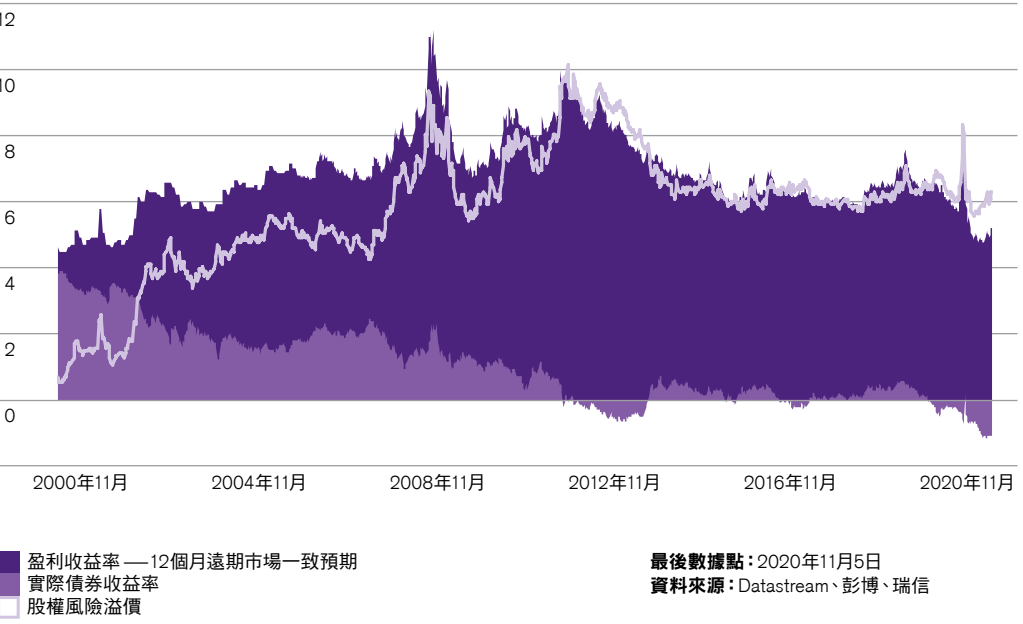
下降空間

CBOE標普500波動率指數，交易期權反映出預期市場波動率



風險有其回報

MSCI世界指數 — 盈利收益率對比實際債券收益率（%）



捕捉周期性反彈時機

我們認為就地區級別而言，板塊組成是最重要的因素。尤其是長期增長型行業（如科技相關企業）的比重對比周期性增長行業（如金融）預計將在2021年驅動區域內回報的差異。

新冠病毒疫情加速了顛覆性科技的發展趨勢，並將作為一股強大的推動力延續下去。電子商務與網上購物將逐漸取代傳統零售商店，因此倉庫比商場有更佳前景。包括雲端計算、數據安全、無綫網絡和視像通訊工具的遠程工作環境會繼續降低辦公空間的吸引力，同時增加了郊區住房的吸引力。

另外，網上教育日漸取代了傳統現場授課，而遠程醫療提供了一種性價比高的快捷就診方式。

我們繼續尋找具有顛覆潛力、因而仍有擴大市場份額和利潤率空間的細分市場，包括科技相關和醫療保健產業。我們還認為，由於堅實的商品需求、強健的房地產市場和可能增多的建築活動（尤其是住房方面），包括建築材料在內的材料板塊存在潛力。

然而，經濟環境中受到干擾的行業則很可能會減失去市場份額，利潤率也會遭受壓力。典型的例子是實體零售商或紙媒。我們還預計傳統能源和金融業將持續遭遇結構性挫折。

經過短暫的休整後，我們預計2021年經濟將繼續加速，投資者將得以涉足旅遊和酒店住宿或汽車等週期性板塊。

2021年有哪些最新趨勢？

我們在2020年見證了增長股和價值股之間產生的巨大回報差別。進入2021年，我們認為價值股有機會迎頭趕上，不過具體反彈時間仍不清楚。在典型的經濟擴張周期，即國民生產總值（GDP）的增長超過其潛力且採用了擴張型貨幣政策，傾向於價值股和細價股的投資策略最終將勝過傾向於增長股和大型股的投資策略。

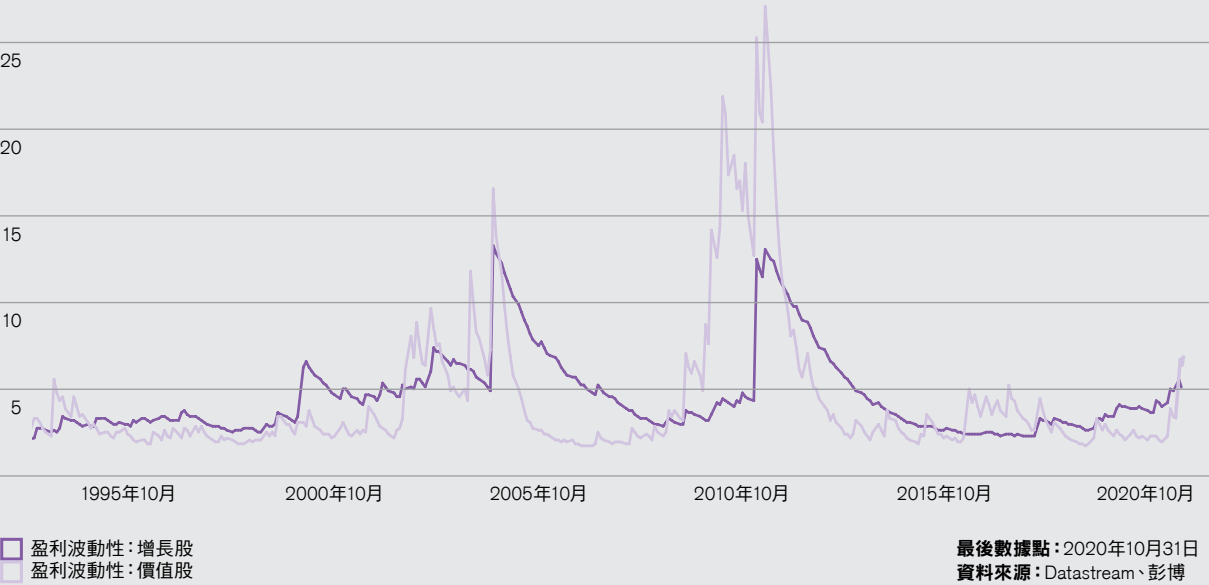
全球新冠病毒疫情帶來的負面衝擊仍然加速了有利部分增長股的因素。這包括滿足由於流動性降低、社交距離和遠程工作和學習帶來的需求變化。與此同時，價值股的有關部分面臨結構性挑戰，如汽車行業在二氧化碳排放上遇到的困難。

同理，金融股在長期低收益環境下受困於利潤減少，而能源股價格受到化石燃料受歡迎程度降低及環境問題的影響。進入2021年，我們繼續略為看好增長股，並預計會看到價值股能夠跑贏的時機。

注：價值股指因相對於其基本因素（即盈利、股息或成交）的低估值而脫穎而出的股票，通常具有高股息收益率，對商業周期敏感。增長股指擁有高增長前景、保留大部分積累的盈利推動公司增長的股票。

兩種策略

增長股與價值股的盈利波動性（%）



ESG仍然重要

可持續性對投資者而言的重要性與日俱增，甚至已成為主流。世界經濟論壇的2020年全球風險報告將環境問題列為按概率排序和按影響嚴重性排序的全球最大風險，這在15年裏是第一次。網上搜尋引擎相關問題增加也表明了，有關環境、社會和管治（ESG）問題的意識日益提升。遵守ESG標準的管理資產正在快速增長，令上市公司備受更大的壓力，其商業模式和做法須符合ESG標準。另外，隨著監管方開始要求考慮ESG標準，受信責任逐漸納入可持續投資原則。

投資者能夠享受的好處包括保障免受較大管治事故損害、穩健的ESG表現以及行善這一軟性因素。我們相信此趨勢會延續，可持續投資也會有更大的需求和支持。

「可持續性對投資者而言的重要性與日俱增。」

歐元區的優勢

歐元區在2021年有可能跑贏美國，原因是其盈利具有追平的潛力且其周期敏感性令其可能更大程度受惠於經濟復甦。新冠病毒危機期間，具有彈性且穩定的增長相關行業（如科技）提供的盈利緩衝在歐洲較為少見。

此外，隨著經濟恢復穩定，歐洲在危機期間在保險和金融業引入的用於確保留有足夠資金緩衝的有關支付股息的多種監管手段，很可能會停止。這將提升高股息策略的吸引力，該策略在歐洲股市通常更有用。我們當前計算的歐元區相對估值優勢接近10%，該優勢預計將隨著時間推移而縮小。

瑞士質素

瑞士股票為防禦型股票，由於其高度集中於醫療保健和必需消費品行業（佔MSCI瑞士指數超過一半），因此盈利概況具有抗逆力。在由疫情引起的下跌期間，瑞士市場受益於其防禦性質。然而，由於其防禦性質和較低比例的科技相關公司，瑞士股票的強勁反彈出現滯後。在上漲之後，我們認為擁有高質素產品的全球市場領導者的高市場份額為瑞士市場提供了具吸引力的盈利前景。扎實且穩定的股息是瑞士股票另一個優勢，尤其是在低債券收益時期，投資者正在尋找產生收益的資產。作為出口導向的經濟，作為避險貨幣的瑞士法郎幣值強勁，過去曾拖累瑞士的經濟表現。然而，我們預計該情況在2021年將減輕，原因是全球經濟持續復甦會降低瑞士法郎作為避險貨幣的吸引力。

202

種疫苗正處於
研發階段。

疫苗： X因素

根據世界衛生組織11月3日公佈的新冠候選疫苗的資料，約有202種疫苗正在進行研發和全球試驗，47種處於人類試驗階段（成文時）。2020年11月，其中一種疫苗報告了振奮人心的第三階段研究進展，很可能將在2021年中實現大範圍接種。由於疫苗研發通常需要多年的時間，數個月內完成將是驚人的成就。

有幾個問題和疫苗有關，包括其保護期，還有安全性和大眾接受度。此外，疫苗的可用性和生產速度，還有全球分發的物流，都是理解世界如何迅速恢復「正常」的關鍵。尤其是對較貧困的地區而言，還有近期產能的問題。

儘管存在這些問題，任何有關一種有效疫苗已可進行更大規模分發的可信確認，很可能仍會對更廣泛的股市和整體風險情緒產生正面效應。事實是有了正在進行的疫苗試驗和批准流程，股市似乎已在預期著好消息。在此前提下，我們預計包括旅遊、休閒和酒店在內的受疫情負面影響最嚴重的板塊會迎來

復甦。我們還預計受到正面盈利修訂和潛在重新估值的影響，表現較佳的股票將快速從「留守家中」的股票和增長股轉為價值股和周期性股票。就地區而言，我們預計在2020年持續表現不佳之後，依賴旅遊業且具周期性的股市在此環境中開始加快恢復（如歐元區）。

英國 —— 脫歐的不確定性使其被邊緣化

自從2016年脫歐公投以來，英國股市大幅跑輸全球股市，導致重大降級和與世界股市相比呈歷史新低的估值倍數。英國股市近期經歷了較全球股市更低的盈利和更大力度的股息削減，原因是英國市場金融和能源板塊的比例較高，其受到新冠疫情封鎖的重大影響。估值比率和高股息收益率意味著吸引力，然而由於英國脫離歐洲單一市場後的命運懸而未決，經濟前景仍是迷霧重重，但匯率的走勢可為上述衝擊提供緩衝。由於其企業盈利的很大比例在國外產生，英國股票與英鎊呈高度的逆向相關性。如果英國脫歐不確定性

延續下去而新冠疫情再一次在英國爆發，我們相信英鎊疲弱與具吸引力的股票估值有助抵銷增長遭受的阻礙。額外的財政和貨幣刺激措施也可能為近期的經濟和國內股市提供支持。

新興市場 —— 亞洲脫穎而出

亞洲主導了新興市場股票，佔全球新興市場市值約80%。亞洲擁有較大比例的所謂「新經濟」產業，因此我們看到的若干結構性趨勢都在為亞洲股票提供支持，包括數碼化、雲端和人工智能等。鑒於現時該區大部分地區新冠疫情已得到控制，且中國經濟復甦正在穩步

展開，我們預計亞洲股票在2021年將錄得具吸引力的回報。由於估值似乎已在較大程度上考慮到較好的經濟前景，盈利持續恢復將是進一步推高市場的關鍵所在。更廣泛的經濟復甦和科技板塊的強勁增長有望給盈利帶來支撐。

外國投資者在尋求出色的增長機會時，很可能會將目光集中於亞洲新興市場。新冠疫情對東歐、中東和非洲（EEMEA）與拉丁美洲這兩個新興市場地區帶來了更為嚴重的影響。因此，這兩個新興市場地區的基本因素背景弱於亞洲新興市場。然而，其股價已經過疫情

調整，所以一旦疫情減弱時（例如出現全球分配的疫苗）仍存在表現亮眼的可能性。新興市場股票或將受惠於寬鬆貨幣政策和美元疲弱。2021年，新興市場股票的其中一個關鍵風險仍是中美貿易爭端及其進一步升級。

美元將繼續節節敗退

隨著全球經濟增長得到改善、美國實際收益率優勢減弱及財政和對外赤字擴大，我們預計2021年美元繼續下跌。歐元和日圓將從中獲益。我們相信受投資流入支持的人民幣也會得益。

今年到目前為止，美元兌其他主要發達市場貨幣再次下跌。我們預計2021年全球將持續復甦，在此前提下，我們認為美元將繼續下跌。美 國聯儲局的寬鬆政策已消除美元的利率（或套利）優勢，而美國財政與對外收支的慘淡前景亦對美元造成拖累。聯儲局採取新的政策框架，包括平均通脹目標方法，提高了長期通脹預期上升的風險。由於聯儲局在未來 2 到 3 年內提升政策利率的可能性較小，阻止了名義收益出現急劇變動，進而促使美國實際收益風險下降。這將進一步拖累美元。然而，冬季發生第二波時間較長的新冠病毒感染潮將造成市場波動，美元由於其避險特質將得以暫時回升。

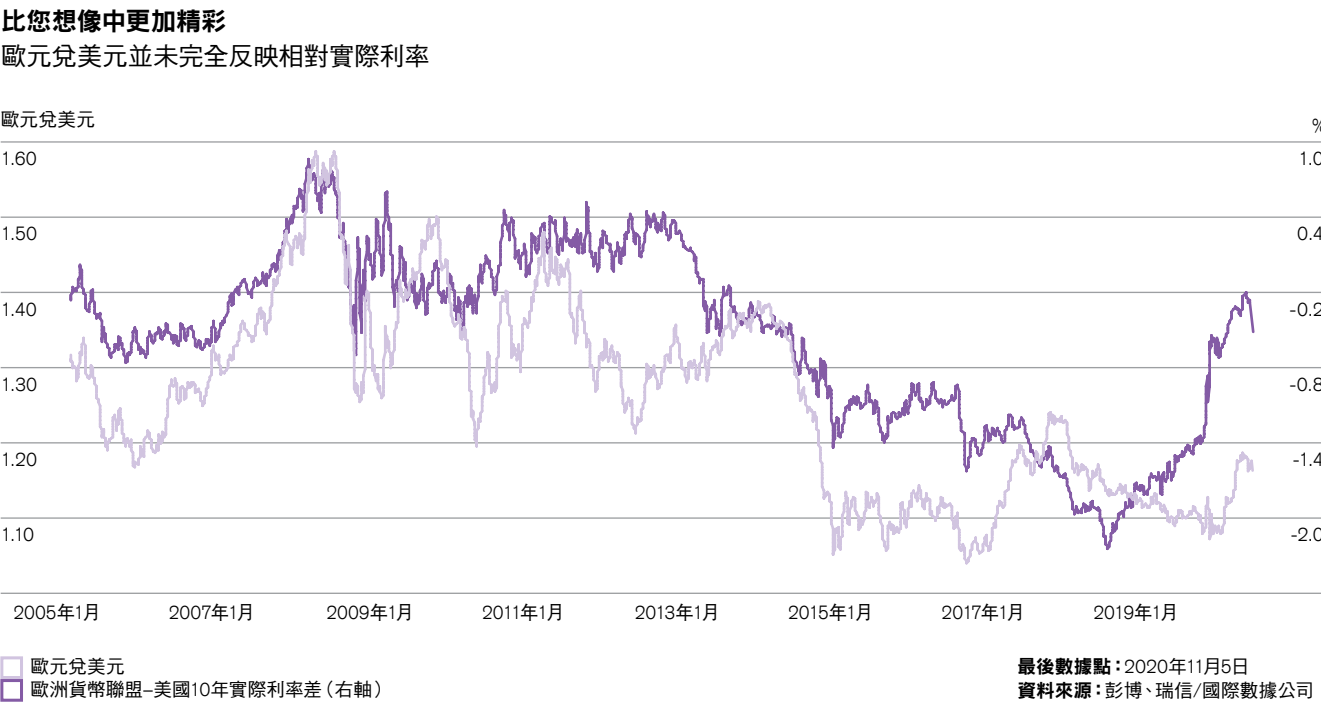
歐元前景更佳
隨著全面歐盟復甦基金的建立，歐元面臨的政治風險下降。儘管財政赤字有所擴大，歐盟的結構性對外收支（過去5年平均3%盈餘）保持穩健，優於美國。此外，由於世界各國公共財政 均惡化，我們認為新的歐盟債券創建了提倡歐盟趨同的工具，將使得具吸引力的安全流動資產可用性增加。這也能為歐元提供助力。在歐元估值仍具吸引力的情況下，我們預計歐元兌美元在2021年末達到1.25。

日圓與英鎊兌美元估值偏低
由於美國利率與日本相同甚至實際利率更低，日圓前景改善。日圓兌美元估值仍然偏低，日本的結構性經常帳盈餘和強勁的國際投資為日圓提供支撐。我們預測來年英鎊溫和升值，原因是政治及貨幣政策的不確定因素逐漸消退，市場重新注意到英鎊的低估值，尤其是英鎊兌美元。

瑞士法郎很可能走低
與地緣政治局勢相關的短期不確定性以及新冠狀病毒疫情可能支撐瑞士法郎至2020年年底。然而如需要，瑞士國家銀行很可能通過干預外匯市場來防止瑞士法郎上升。2021年，我們預計瑞士法郎兌美元溫和貶值，兌歐元幅度可能更大，原因是全球經濟前景改善和瑞士法郎估值嚴重過高。

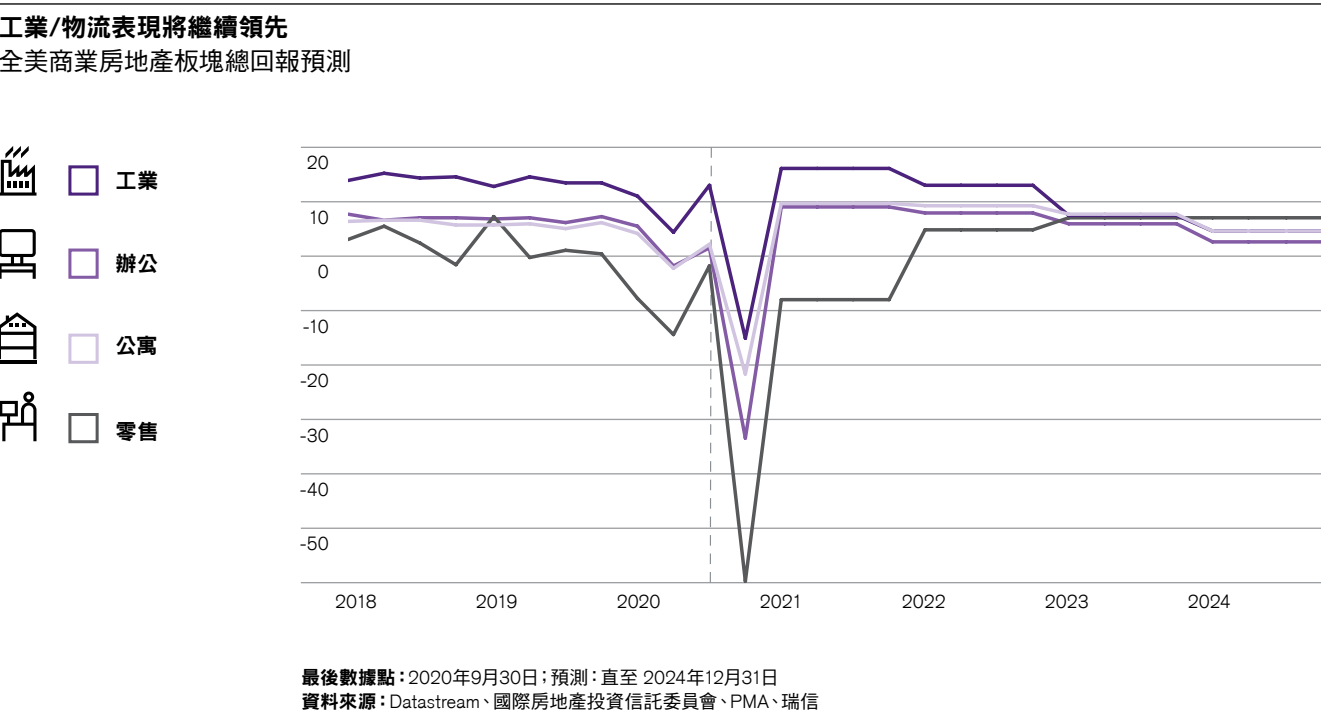
新興市場貨幣應會上升
由於美元弱勢很可能延續，新興市場貨幣的基本面前景在2021年將有所改善。儘管我們認為，考慮到新冠疫情衝擊的殘餘影響以及需要更多措施應對病毒，新興市場的經濟活動將在短期內繼續受到抑制，但我們仍預計新興市場的經濟復甦在2021年將略微跑贏美國。隨著財政措施部分被收回、第三季度通脹觸底後新興市場央行趨於緊縮，我們可以預料到政策支持將下降。由於全球利率始終保持在低水平，新興市場可能出現的加息為新興市場貨幣提供了支持，前提是加息不會被認為是對實際活動的破壞。在此環境下，我們預計各種貨幣之間將出現很大程度的差異化。

就亞洲而言，中國的經常帳盈餘將下降並最終轉為赤字，長遠而言的經濟重整結構上偏向消費及更低的儲蓄。然而，投資淨流量於2021年將保持強勁。與全球核心國政府債券收益相比，中國提供的利率更具吸引力，而鑒於中國經濟復甦及相應的收益增長，股票可能也會得到正流量。總體而言，我們預計來年人民幣將會升值，12個月內美元兌人民幣預測將在6.32。此匯率會為其他亞洲貨幣兌美元提供支撐。具體而言，我們預計韓元將從中獲益，原因是南韓經常帳有大量盈餘，新冠疫情亦受到控制。



向疫情後的世界轉變

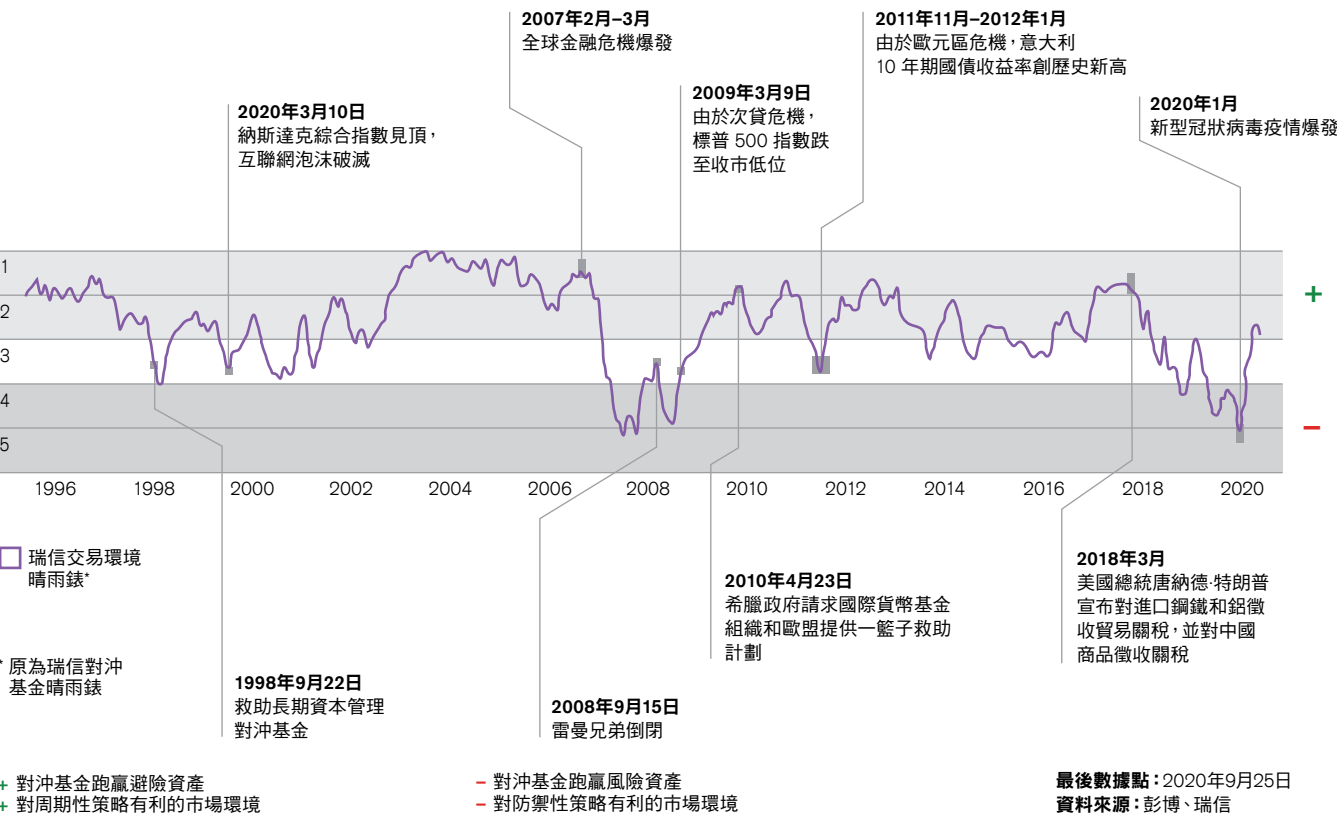
2021年的經濟復甦與低利率環境有利房地產投資，儘管新冠疫情仍對部分細分市場構成挑戰。我們看好以結構性增長為基礎的板塊，如工業及物流房地產。



對沖基金交易環境向好

我們預計對沖基金將取得低單位數的回報，波動性與美國及英國的投資級債券相若。因此，我們認為以對沖基金來穩定投資組合是可行的選項。儘管對沖基金的交易環境將在2021年好轉，盡職調查仍是重中之重。

瑞信交易環境晴雨錶*顯示與2020年相比市場環境將好轉
計分基於採購經理指數、流動性狀況、波動性及系統風險

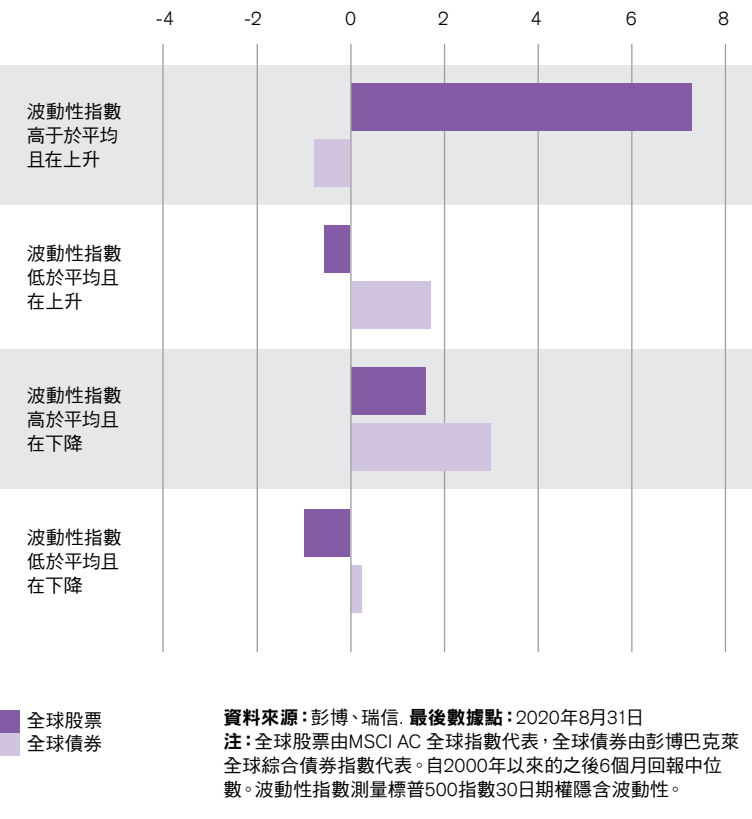


大部分對沖基金指數在2020年第一季度新冠疫情引起股市拋售時經歷的下跌幅度僅為不到三分之一的股市下跌幅度，且危機期間各管理公司的表現存在顯著差異。儘管增長敏感型和流動性敏感型策略受到市場流動性下跌干擾市場運作的負面影響，防守型策略仍能夠將跌幅限制在低單位數。隨後的反彈與歷史趨勢相符，且總體而言對沖基金已完成對投資組合發揮的穩定作用，在2020年前 9 個月取得小幅正回報。儘管對沖基金回報於近年存在下降趨勢，我們預計隨著經濟復甦繼續展開且交易環境改善，回報將穩定在低單位數。重要的是，我們預計對沖基金波動性與美國及英國的投資級債券相若，因而在多資產投資組合中是幫助平衡風險與回報的可行選項。與之相比，政府債券面臨總回報為負的前景，而其他穩定投資組合的選擇有些缺乏流動性（如基礎建設）或者過於複雜，私人投資者難以實現（如期權覆蓋策略）。包括Preqin於2020 年下半年進行的調查在內的近期調查表明投資者對對沖基金的興趣正在上升。

2021年的有利環境
進入2021年，對沖基金的環境比2020年更好。首先，新冠病毒危機使得若干板塊的前景發生了根本的變化。例如，此次危機增加了醫療保健開支，並催生了一些很可能將持續下去的正面科技趨勢，而非必需消費品等其他板塊將只能逐漸恢復。此類分歧帶來有利於選股和相對價值交易的環境。其次，我們預計成交價區間增大將帶動市場波動性持續上揚，這將有助於擁有能力卓越的管理公司的戰略型對沖基金增加回報。最後，相對價值策略能夠受益於非傳統但基本因素穩定的市場套利增加，如按揭抵押證券或消費者貸款。中央銀行資產購買應能確保市場平穩運作，從而降低流動性風險。我們認為精選的一籃子對沖基金（風格多元化）提供了預期回報和風險之間的良好平衡，並受經濟復甦支持，是新冠疫情過後更佳的機會集合。由於管理公司和投資策略之間存在較大差異，專業的盡職調查十分重要。

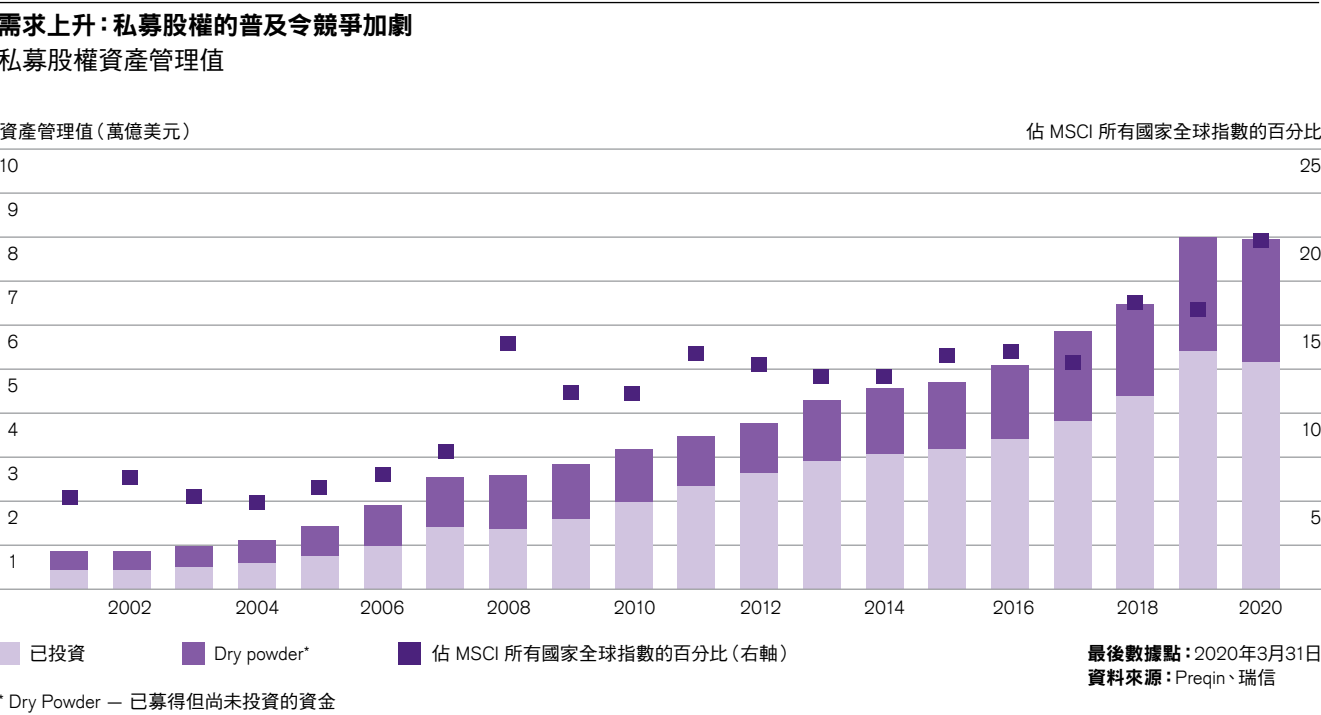
由於可持續發展及符合環境、社會和公司治理（ESG）要求在選股與表現中變得更為重要，擁有健全ESG篩選框架的管理公司可能會取得更好的成績。儘管採用綜合基金能夠為希望規避風險的投資者保證投資組合多元化與穩定性，更有針對性的配置方法對頂級管理公司而言能夠為可承受較高風險的投資者提高回報前景。

對沖基金在不確定的境中往往表更佳
与股票和券相比，對沖基金取得的超回（%）



長期回報

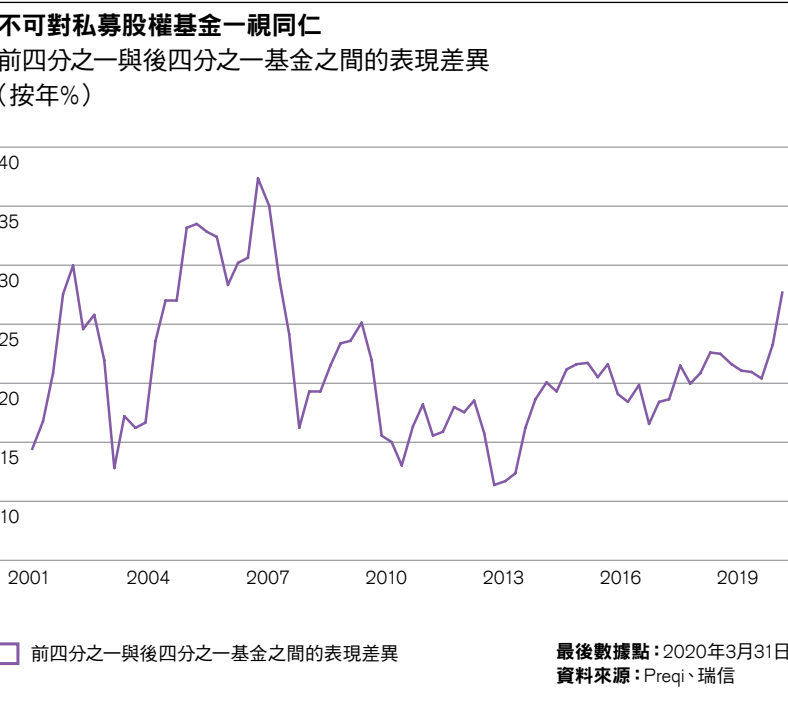
有耐心且能獲得一流管理公司服務的私募股權投資者應能夠得到與公開市場相比具吸引力的超額回報。由於私募股權需要長期持有，我們注意到在全周期採取適度分散投資方法的重要性。完善的盡職調查及能夠獲得往績卓越的優秀管理公司服務是主要成功因素。



新冠疫情的衝擊導致私募股權投資活動經歷了初期的下跌，但疫情通過製造干擾及激勵傳統板塊創新增加了風險投資及增長投資的上行空間，還為不良私募股權工具提供了更廣泛的板塊選擇，原因是旅遊、餐飲及休閒等領域的原本健康的公司經歷了現金流下降的困境。此外，新冠疫情衝擊後重整投資組合為私募股權二級市場基金打開了原本無法獲得的機會。與公開市場相比，傳統私募股權估值衡量標準在私募股權交易定價方面有所提高。總體而言，這將保證私募股權與公開市場相比擁有超額回報，獎勵基金的長期持有。

借貸上揚
在新冠疫情環境中，私募股權公司更多地為流動性和投資目的使用低廉的信貸。根據另類資產數據供應商Preqin數據，在新的收購交易中財務槓桿大幅上升。儘管這點值得關注，但基於三個原因，我們認為仍未構成行業憂慮。首先，與2008年金融危機前的情況相比，其所使用債務更多是優先債。其次，更低的回報波動性顯示行業如今對風險與流動性管理有更深刻的認識，具規模的管理公司持有資金量不斷增長。第三，收購是當前最大的私募股權策略，佔私人市場資產管理值的27%（2008年/2009年為40%）。最後，路孚特LPC最新中間市場貸方展望顯示如今貸方立場更為保守。因此，我們認為過度使用槓桿的風險受到控制。

往績之重
新冠疫情危機導致與私募股權相關的短期投資者憂慮上升，但並未使該資產類別的需求下降。衝擊過後，美國監管部門允許美國退休金計劃投資於收購公司，銀行亦允許購入風險投資基金。私募股權越來越普及意味著透明度增加，競爭也變得更激烈。我們認為擁有穩健往績記錄、交易來源和客戶源的私募股權管理公司會繼續跑贏總體市場。長遠而言，我們相信私人投資者應偏好涵蓋不同策略、年份和地理位置的多元化私募股權持倉以獲取與公募股權相比的超額回報。我們同樣注重影響力投資，原因是私募股權行業適宜在氣候變化和教育等主題上闡述長期觀點，在積極尋求價值增長的同時允許多元化。



市場重整持續

商品在2020年經歷風浪。黃金多次創下歷史新高，而周期性市場深陷危機中，本報告成文時尚未完全復甦。進入2021年後，我們認為環境仍對不動產和商品尤為有利。

黃金漲到新高位亦不足為奇。

2021年，經濟復甦持續將帶動商品的實際需求上升。極端的貨幣與經濟政策最終可能激發更高的通脹預期，對美元造成拖累，廣泛而言這會對商品提供支撐。我們看好多樣化持倉，包括能源與基本金屬等周期性板塊和貴金屬，原因是風險情緒可能會出現較大的反覆。

石油的需求增長快於供應增長
就具體商品動態而言，大部分商品包括石油的需求仍未恢復至新冠疫情前水平，且在2021年恢復至該水平的可能性較低。然而，危機留下了大量資本開支空洞，導致新項目延期或完全取消，從而使供應增長受到比需求增長更嚴重的限制。因此，在衝擊最大的時期積累的大量庫存預計將正常化，最終抬升現貨價格，遠期曲線趨於平緩。

在我們看來，石油價格有更多空間追上甚至超出均衡水平（我們認為約在每桶50美元），原因是庫存正常化正在進行但仍需時間完成。然而，我們要強調，對能源產業持有正面觀點有一個前提：石油輸出國組織及其盟友（亦稱為歐佩克）繼續遵守承諾削減原油供應。與此同時，黃金漲到新高位亦不足為奇，尤其是在美國實際收益率在已為負數的基礎上進一步下跌的情況下。

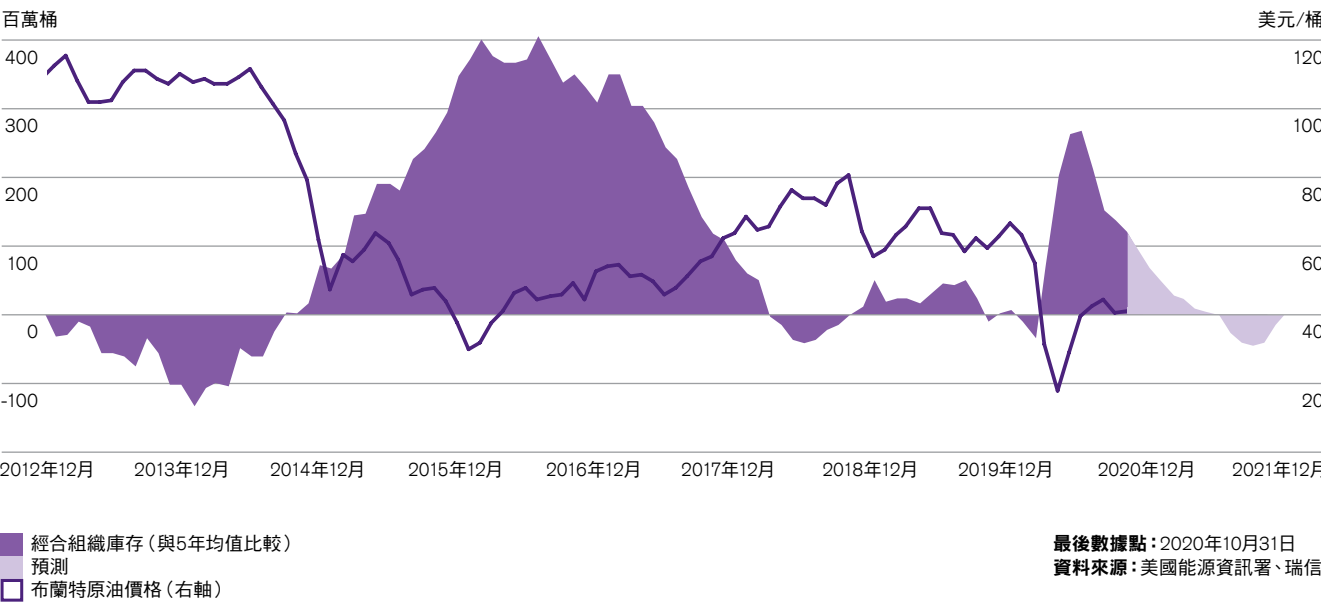
注意通貨膨脹

儘管通脹壓力仍然低下且在近期不會成為主要問題，考慮到當前的政策措施和債務負擔變重，對通脹的討論仍然值得關注。在此情況下，我們注意到包括黃金在內的一籃子商品，過去曾提供優秀的通脹對沖來源。投資者應持有刺激通脹的元素以實現有效避險，如能源和農產品價格等，而當央行行動被認為會造成通脹超越目標時，黃金對更高的價格水平有正面反應。

風險在何處

對商品持正面觀點的主要風險來自增長環境遠遜於預期，新冠疫情惡化導致新一輪封鎖可能造成這種情況。相反，疫苗快速成功研發能夠加速重整進程。正如我們在2019年所見，貿易爭端與關稅同樣可能拖累市場活動與商品需求。

風暴過後
石油庫存預計回歸正常化



推動變革

全球疫情彰顯超級趨勢的重要性



對我們許多人來說，新冠肺炎疫情粗暴地打斷了我們的生活，改變了我們生活、工作和學習的方式。這也對政府管理這些瞬息萬變的經濟和社會趨勢帶來嚴峻挑戰。我們認為，我們的長期超級趨勢主題框架正好適於捕捉許多即將到來的改變。在我們看來，2020年的許多變化並非短期現象，而是促進我們的多個主題加速發展。我們提出的每一個超級趨勢都被證明，在這極具挑戰性的環境中具有不容忽視的重要性。

確立趨勢

例如，當探討「焦慮社會——包容性資本主義」這一超級趨勢時，我們發現目前人們的沮喪感已轉移到以貧富不均為首的國內問題上，而非其認為存在的外部威脅以及貿易保護主義傾向。新冠疫情讓人們看到，真正的新興威脅是全球性的，要求多邊合作以及個人防護。「負擔能力」、「就業」和「個人安全」這些子主題完美地概括了當今政府所面對的挑戰，同時也是私營企業的機遇。

我們在2017年提出了「基礎設施——縮小差距」超級趨勢，其前提是愈演愈烈的全球基礎設施差距，預期在2040年將達到總計15兆美元水平。今年較早時公佈的不同財務刺激措施以基礎設施投資為目標，其中歐盟的7500億歐元復甦計劃包括加速該地區綠色和數碼化轉型的開支。因此，我們認為疫情可能會刺激投資上升，而非推遲投資熱潮。

「為人類服務的科技」超級趨勢佔據了優越戰略位置，因為它涉及到新冠疫情時代突發狀況所要求的靈活性。新冠病毒導致的隔離讓現有子主題重要性凸顯，電子商務、雲端基礎設施需求、網上媒體消費和人工智能服務等領域的增長均是永久性的。在未來的日子裏，數碼化、自動化和聯網都將保持重要地位，而今年在家辦公、遠程醫療、網上購物、無現金支付、在家上學和娛樂的使用規模和銷量均錄得前所未見的增長。

新冠病毒疫情還令長者成為焦點，因為這一年齡層最易受新冠病毒感染。醫藥行業因為研發有效疫苗的競爭而備受矚目，這也是我們「銀髮經濟——為人口老齡化投資」超級趨勢加速的體現。疫情期間，由於新冠病毒危機凸顯了未來為長者增加醫院和設施的重要性，無論治療與設備子主題還是護理和設施的子主題都實現了增長。

可持續性：長期社會趨勢的核心組成部分

在人口樹另一端，千禧世代的焦點則是科技和可持續性。採取在家上課的新型學習方式，以及Netflix和Spotify等訂閱式服務的消費增加，都屬於疫情期間主要趨勢的一部分。此外，該超級趨勢從最初就聚焦於可持續性，因為這一代人高度重視環保、社會和政府方面的問題，我們為個別股票進行了嚴格的環境、社會和治理（ESG）篩選。

千禧世代和Z世代年齡層提倡並推動更具可持續性的商業發展方式。我們相信，其程度已經導致一個轉捩點的到來，即整個社會包括政府、消費者和企業對氣候變化的回應。因此我們引入了第六個全新的超級趨勢：「氣候變化——走向低碳經濟」。2020年，溫室氣體排放（GHG）是全球暖化的主要來源，專家預告變暖的程度越高，水災、旱災、火災和風暴就會越嚴重。根據 2015年巴黎協定，各國同意讓碳排放「儘快達到峰值」，並聲稱會實施減碳措施以保證在2050年到2100年之間實現碳中和（即排碳和除碳達到平衡）。

我們相信，應當投資於對全球向低碳型經濟轉型作出最為高效貢獻的公司。最近由新冠疫情造成的經濟停擺在部分地區大幅降低了溫室氣體排放，清楚預示著未來可能實現的水平。我們的「氣候變化」超級趨勢聚焦於發電和化石能源、交通運輸以及農業/食品生產，這些行業是人為碳排放的主要產生者。

細節決定成功
自從啟動以來，瑞信超級趨勢始終是一個成功的投資框架，其重視長期社會趨勢，以供投資期為數年以上的投資者參考。我們的行業股票分析師運用其深厚的行業專長和對特定企業的了解，確定了關鍵趨勢和選股優點。鑒於其量身定制的基本要素系統，主動選股是我們主題框架的重中之重。

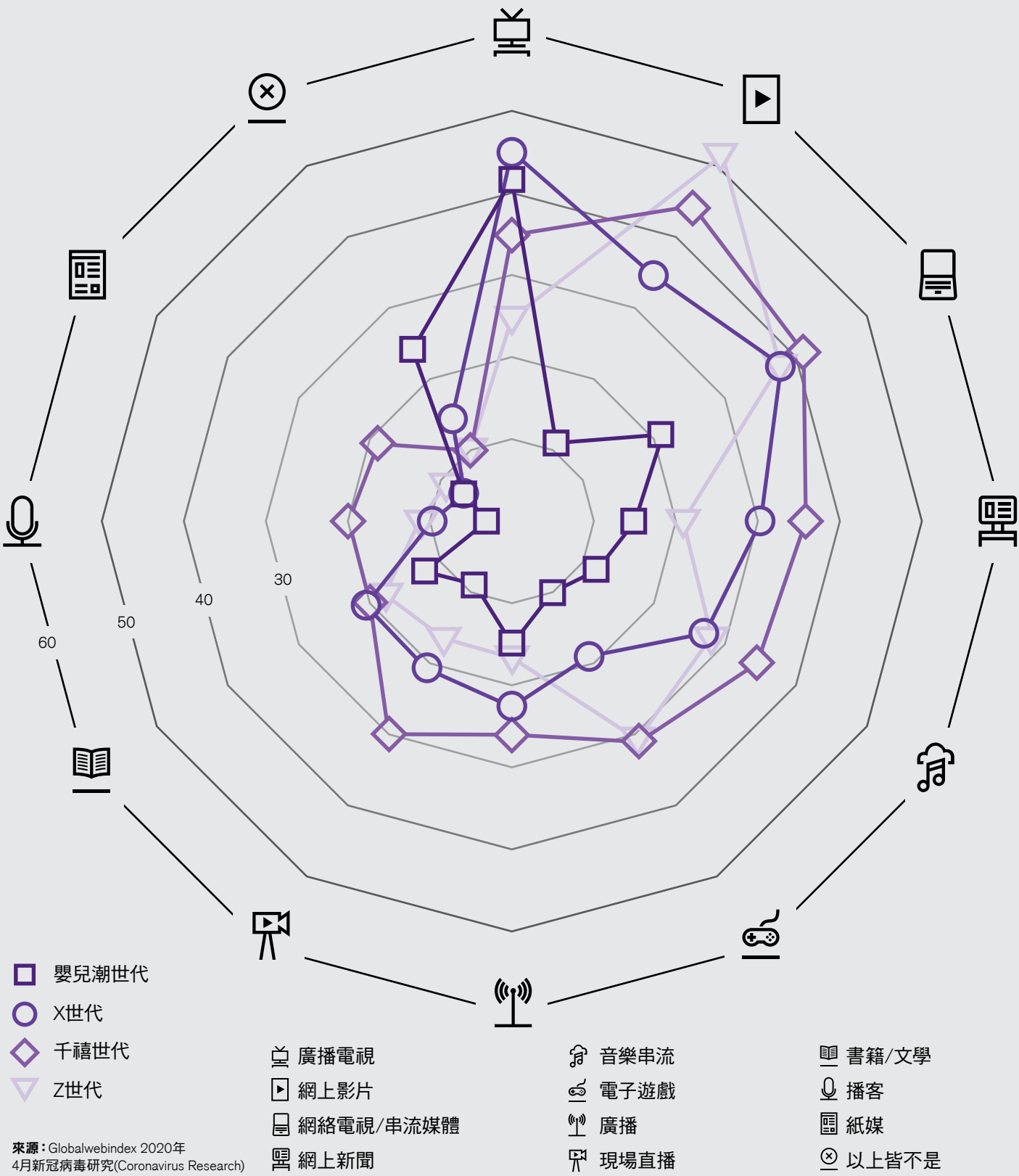
每個超級趨勢涵蓋約25-40隻股票，我們的方法提供了適度的多元化特性，最終目標仍是通過對個別股票的自下而上深度分析獲取長期顯著超額回報。此外，每個超級趨勢清晰的主題傾向也保證其與範圍更大的股市指數有所區分。我們還確保每個超級趨勢均由比例適中的週期性企業和防禦型企業組成，採取類似於槓鈴策略的方式選出指數重倉股和精選細價單一業務企業。因此，多元化和風險管理是構建超級趨勢時最優先考慮的因素。目標是保護投資者不受特殊單一企業事件或者行業、地區和貨幣的短期不利因素影響。

過去數月，波動性加劇的金融市場證明採取這種審慎的態度是值得的——我們的選股保持穩健，不同的超級趨勢在疫情期間大幅跑贏全球股市。

欲知更多資訊，
請訪問網站：
credit-suisse.com/supertrends

新冠疫情爆發後 媒體消費變化

針對下列媒體渠道，表示自疫情爆發以來已經開始消費或消費了更多這類媒體節目的人們的比例(%)



來源：Globalwebindex 2020年
4月新冠病毒研究(Coronavirus Research)

2021年 投資策略



何處尋求收益

美國聯邦儲備局（聯儲局）從試圖實現利率正常化轉為在未來數年內維持零利率足以反映了新的政策模式，這也是在制定投資策略時十分重要的。投資者應該將哪些問題納入考慮？讓我們來看看吧。



對新冠病毒疫情作出的強硬貨幣政策反應顯示，只要通貨膨脹率仍保持在中央銀行的舒適區內，決策者會「不惜一切代價」避免危機——正如前任歐洲中央銀行行長馬裏奧·德拉吉所說。因此，我們認為由通貨緊縮威脅或近期經濟過熱引起迫在眉睫危機的可能性已大幅降低。在經濟過熱風險方面，通貨膨脹不太可能在短期內成為市場隱患，一大原因就是聯儲局的新政策框架發出信號，在允許通脹超越目標方面會有更高的容忍度。比起別的可能性，通脹超越目標對西方國家的決策者而言更容易接受，因為這有助他們處理公共債務負擔上升的問題。

條條大路通股市

此政策環境暗示投資者應注重確保其投資組合側重於不動產。無論如何，中央銀行將收益率降低導致了高質素的名義資產僅能確保微薄（大部分情況下是負數）的實際回報。由於央行仍在尋求限制風險的方式，風險厭惡情緒以及股票風險溢價仍有下跌空間，可能在中期內會改善股市表現。隨著疫情衝擊過後經濟逐漸恢復穩定，尋求保全實際財富和滿足長期責任的投資者將有極大誘因把投資組合的可觀部分投資於股市中。

投資組合安全氣囊

低債券收益和收益波動性下降致使人們對政府債券是否仍是投資組合中為大型週期性（即與股票相關）風險增加多元性具有吸引力的選項產生疑問。既然債券回報前景黯淡，它們還應該繼續在多元資產投資組合中佔有一席之地嗎？聯儲局降低了對負利率政策的預期。然而，假如存在通貨緊縮的危險，我們認為所有選項都應該有考慮餘地，包括將收益降至遠低於零的值，這將有助推高價格。因此我們相信，在多元資產投資組合中為政府債券保留一席之地是明智之舉。更擔憂高通脹的投資者應當考慮持有與通脹掛鉤或不動產政府債券。

但是，我們認為投資者同樣應當尋找其他方式，為多元資產投資組合進行風險調整，尤其是提高股票投資以增加回報前景的情況。其中一種保護措施是通過衍生市場採取對沖策略，由於對沖的成本和對沖需求發生變化，必須時刻進行積極管理。另外一種保護措施是採取在股市下跌時仍然錄得強勁表現、而在其他時候提供平穩或較低回報的持倉。這同樣要求積極管理，但根據我們的經驗，該措施有助為股市突然下跌提供緩衝。

為投資組合增加多樣性

增加更多資產類別仍是改善風險與平衡取捨的一大方法。在低利率和復甦階段的經濟環境中，不動產繼續帶來具吸引力的回報，同時提供了以收入為導向的成份。投資部分私營市場股票提供了另外一種提升長期回報的方式。投資於更偏向長期的主題（如我們超級趨勢框架中指出）同樣有助於提高投資組合的長期回報。

進一步改善回報前景

在這情況下，我們認為按照環境、社會和管治（ESG）標準投資是一大重要趨勢，能讓投資者將投資組合引向更注重可持續性和良好企業管治的項目，我們相信這對業績的可持續性同樣至關重要。在固定收益投資組合中，投資於信貸是提升回報前景從而保全財富的方法。信貸息差仍較危機之前為高，回報前景總體而言具一定吸引力。由於預計2021年上半年疫情過後質素偏低的信貸領域違約率會上升，選擇偏向高質素的信貸仍然是更穩妥的做法。

預測

我們預計，隨著需求開始從2020年的衰退後持續復甦，全球經濟將在2021年增長4.2%。由於所有主要發達國家利率均維持在0或以下，股市將繼續提供具吸引力的回報。固定收益方面，核心政府債券的回報極為微薄，而信貸將提供增加回報的機遇。

增長及通脹預測

實際GDP (按年 %)				通脹 (年平均値，按年 %)			
	2019	2020E*	2021E*		2019	2020E*	2021E*
全球	2.6	-3.7	4.1	全球	2.5	1.8	2.3
美國	2.2	-3.6	4.2	美國	1.8	1.2	2.0
加拿大	1.5	-5.2	6.0	加拿大	2.0	0.6	1.3
歐元區	1.3	-7.6	4.6	歐元區	1.2	0.3	1.0
德國	0.6	-6.0	4.0	德國	1.4	0.4	1.4
意大利	0.3	-9.1	5.1	意大利	0.6	-0.2	0.5
法國	1.5	-9.4	6.5	法國	1.3	0.5	0.7
西班牙	2.0	-11.7	5.7	西班牙	0.8	-0.2	0.8
英國	1.3	-11.8	4.5	英國	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
澳洲	2.0	-6.0	5.0	澳洲	1.7	0.4	1.5
中國	6.1	2.2	7.1	中國	2.9	2.7	2.5
印度 (財政年度)	6.8	4.2	-9.0	印度 (財政年度)	3.4	4.7	5.7
巴西	1.2	-4.8	4.1	巴西	3.7	3.0	3.7
俄羅斯	1.3	-4.0	2.7	俄羅斯	4.4	3.3	3.6

*E：估計值

最後資料點：2020年11月4日
來源：Thomson Reuters 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2020年11月5日的2020年初至今表現	2021年預期總回報	信貸	截至2020年11月5日的2020年初至今表現	2020年預期總回報
美國股票	13.07%	7.40%	全球投資級別債券**	6.06%	3.50%
歐洲貨幣聯盟股票	-4.85%	9.10%	全球高收益債券**	3.70%	4.40%
瑞士股票	1.04%	7.10%	新興市場硬貨幣債券***	2.20%	4.40%
英國股票	-14.80%	8.40%			
日本股票	3.54%	6.80%			
新興市場股票	10.79%	8.90%			
			貨幣與商品	截至2020年11月5日	2020年年末預測
			歐元/美元	1.18	1.25
			美元/瑞士法郎	0.92	0.88
			歐元/瑞士法郎	1.08	1.10
			美元/日圓	105	100
			英鎊/美元	1.32	1.35
			美元/人民幣	6.62	6.32
			黃金 (美元/盎司)	1870	2200
			WTI原油 (美元/桶)	42	52

* 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2015年11月5日至2020年11月5日期間的表現如下：MSCI美國：7.8%，21.8%，7.4%，15.9%，18.5%；MSCI歐洲貨幣聯盟：-4.8%，24.2%，-6.9%，17.1%，-4%；MSCI瑞士：-6.1%，20.5%，1.9%，19.1%，4%；MSCI英國：13.3%，14.5%，-1%，8.6%，-12.5%；MSCI日本：-12.6%，31.6%，-4.6%，6.1%，4.3%；MSCI新興市場：4.9%，32.3%，-8.6%，12.8%，16%

** 巴克萊全球投資級公司及全球高收益指數

*** JP Morgan EMBIG Div. (主權債券指數)

最後資料點：2020年11月5日
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。

重要資料

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。

對於本報告中所提及的證券的投資風險的論述，請參閱以下互聯網鏈接：<https://research.credit-suisse.com/riskdisclosure>

本報告可能包含涉及特殊風險的投資資料。您應在根據本報告或針對本報告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。業績可能受佣金、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境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。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。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

如果本報告涉及新興市場，您應了解，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成熟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引起的風險。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槓桿、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、運載能力、政治不穩、季節性波動及延展的強勁影響，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和/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。公司或基金可能採用高杠杆，因此可能對不利的業務和/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。

投資部門

投資策略師負責瑞信的全權委託投資和諮詢業務中的多元資產類策略的建立和後續實施。模擬投資組合（如果有的話）僅用於說明之目的。根據您的具體情況和風險承受能力，您的資產配置、投資組合權重和表現可能會有很大差異。投資策略師的意見和觀點可能不同於瑞信其他部門。投資策略師的觀點可能隨時更改，恕不另行通知，也沒有義務更新。瑞信沒有義務確保提醒您注意此類更新。

投資策略師可不時參考以前發表的研究文章，包括以列表形式整理的建議及評級變更。本文所載的建議是瑞信研究所對以前發佈的各種建議的摘錄及/或參考。對於股票，這與發行人的相應公司記錄或摘要有關。在相應的瑞士研究預警（債券）出版物或機構研究提示/預警 - 信用更新中，還可以找到有關債券的建議。這些項目因應要求而提供，或者從<https://investment.credit-suisse.com>下載。披露資料可從www.credit-suisse.com/disclosure下載。

全球免責聲明 / 重要資料

本文所提供資訊構成行銷材料；其並非投資研究。

針對所有人，除了瑞信香港分行的客戶經理和/或投資顧問管理的賬戶：本文件由瑞士信貸銀行股份有限公司（簡稱“瑞信”）撰寫，僅作為一般信息提供。本文件不是並且也不構成實質性研究或分析，不是考慮監管方面的投資研究或研究建議，且並未考慮任何人士的財務目標、狀況或需求（做出任何投資決策之前的必要考慮因素）。本文提供的信息不足以作為進行投資決策的依據，也不是個人推薦或投資建議。瑞信對本文中提及的產品或服務針對任何特定投資者的適宜性不以任何陳述。本文不構成購買本文中提及的任何產品或服務或參與任何其他交易的邀請或要約。唯一具有法律約束力的條款列在適用產品文件中或瑞信撰寫的具體合約和證明文件中。

針對由瑞信香港分行的客戶經理和/或投資顧問管理的賬戶：本文件由瑞士信貸銀行股份有限公司（簡稱“瑞信”）撰寫，僅作為一般信息提供。本文件不是同時也不構成實質性研究或分析，不是考慮監管方面的投資研究或研究建議，且並未考慮任何人士的財務目標、狀況或需求（做出任何投資決策之前的必要考慮因素）。瑞信對本文中提及的產品或服務針對任何特定投資者的適宜性不以任何陳述。本文不構成購買本文提及的任何產品或服務或參與任何其他交易的邀請或要約。唯一具有法律約束力的條款列在適用產品文件中或瑞信撰寫的具體合約和證明文件中。

針對所有人：
針對本文中提及的產品，瑞信及/或其關聯公司可能：
(i)曾經為相關實體安排或提供過融資；
(ii)作為相關實體有關的後續交易的對手方；或
(iii)向本文提及的實體支付，或者從本文提及的實體收取或可能已收取一次性或經常性的酬勞，作為其部分報酬。這些款項可能向第三方支付或從第三方收取。

瑞信及/或其關聯公司（包括其相關管理人員、董事和職員）可能或可能已經參與本文提及的相關實體或本文提及的其他方的其他交易，該信息並未在本文內披露。瑞信，代表本公司並代表其各個關聯公司，在此保留為本文內提及的產品的相關實體或與本文內提及的產品相關的其他方提供服務以及與其交易及繼續交易的權利。瑞信或其關聯公司可能持有或正在持有本文內提及的任何相關實體的股本的交易倉位。

針對所有人，除了瑞信香港分行的客戶經理和/或投資顧問管理的賬戶：瑞信的關聯公司可能已在本文所含的信息提供給接收者之前根據該信息和分析而採取行動。在法律允許的範圍內，瑞信的關聯公司可參與或投資于本文中提及的證券發行人的融資交易，提供服務或向該發行人招攬業務，或持有相關證券或期權的倉位或執行交易。在法律允許的最大範圍內，瑞信及其關聯公司以及相關的管理人員、董事和職員針對因本文的疏漏或錯誤而引發的責任或接收人因本文容或其他人士因使用或依賴本文內的信息而導致的任何直接、間接、具體或後續的虧損和/或損害不承擔任何責任。瑞信及其關聯公司（或相關的管理人員、董事、職員或顧問）對本文所含信息的準確性、可靠性或完整性不提供保證。本文的信息僅作為一般性市場評論而提供，不構成任何形式的受監管財務建議、法律、稅務或其他受監管服務。本文內的觀點和見解可能與瑞信的研究分析師、其他部門或瑞信的自營業務的觀點和見解不同或不一致。如果瑞信獲知本文所含信息的不準確、不完整或更改情況，瑞信無義務向任何人士提供更新、通知或額外信息。就本報告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。過往表現不是未來表現的可靠指標。

針對瑞信香港分行的客戶經理和/或投資顧問管理的賬戶：瑞信的關聯公司可能已在本文所含的信息提供給接收者之前根據該信息和分析而採取行動。在法律允許的範圍內，瑞信的關聯公司可參與或投資于本文中提及的證券發行人的融資交易，提供服務或向該發行人招攬業務，或持有相關證券或期權的倉位或執行交易。在法律允許的最大範圍內，瑞信及其關聯公司以及相關的管理人員、董事和職員針對因本文的疏漏或錯誤而引發的責任或接收人因本文容或其他人士因使用或依賴本文內的信息而導致的任何直接、間接、具體或後續的虧損和/或損害不承擔任何責任。瑞信及其關聯公司（或相關的管理人員、董事、職員或顧問）對本文所含信息的準確性、可靠性或完整性不提供保證。本文的信息僅作為一般性市場評論而提供，不構成任何形式的受監管財務建議、法律、稅務或其他受監管服務。本文內的觀點和見解可能與瑞信的研究分析師、其他部門或瑞信的自營業務的觀點和見解不同或不一致。如果瑞信獲知本文所含信息的不準確、不完整或更改情況，瑞信無義務向任何人士提供更新、通知或額外信息。就本報告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。過往表現不是未來表現的可靠指標。

針對所有人
若在任何司法管轄區分發、發佈、提供或使用本報告可能違反法律或法規，或者可能使瑞信及/或其子公司或關聯公司在有關司法管轄區內受到註冊或許可要求的規限，則本文不得針對或擬向屬前述司法管轄區的公民或居民或居住在前述司法管轄區的任何人士或實體分發，或者供該等人士或實體使用。在未獲得瑞信明確的書面同意之前，已經提供給接收者的資料不得被轉發。欲瞭解更多內容，請聯絡您的客戶關係經理。

如本文含有包括研究報告的附錄，則下列額外通知適用於附錄。

額外通知適用於附錄

附錄內的報告（簡稱“報告”）由瑞信研究部門的成員撰寫，報告內的信息和觀點為截至撰稿日期的信息和觀點，可在不予以通知的情況下更改。因評估標準不同，報告中針對具體證券所表達的觀點可能與瑞信投資銀行部門的研究團隊的觀點和見解不同或不一致。這些報告之前已經由瑞信研究團隊發表在網站上：<https://investment.credit-suisse.com>

瑞信正在並尋求與研究報告中涵蓋的公司開展業務。因此，投資者應注意瑞信可能存在可能會影響報告客觀性的利益衝突。

針對瑞信香港分行的客戶經理和/或投資顧問管理的賬戶：瑞信可能未採取措施來確保本報告中提及的證券適合特定投資者。瑞信不會因文件接收者接收了報告而將其視為客戶。

針對所有人：
關於投資於本報告中提及證券的風險之討論，請參閱下列鏈接：

關於本報告中提及的獲瑞信投資銀行評級的公司之披露信息的資料，請參閱投資銀行部門披露網站：<https://rave.credit-suisse.com/disclosures>

如要瞭解更多信息，包括其他發行人的相關披露信息，請參閱瑞信全球研究披露網站：<https://www.credit-suisse.com/disclosure>"

分發資料

澳洲

本資料由瑞士信貸銀行股份有限公司悉尼分行分發，僅供屬“批發客戶”（由《公司法》第761G(7)條界定）的人參考。瑞士信貸銀行股份有限公司悉尼分行並不保證本報告所提及的任何金融產品的表現，也不就其表現作出任何擔保。在澳洲，除瑞士信貸銀行股份有限公司悉尼分行外，就《1969年銀行法》（聯邦）而言，瑞士信貸集團實體並非認可存款機構，該悉尼分行的存款或其他負債並非其債務。該悉尼分行不保證或另行擔保該等瑞士信貸實體或基金的債務。

香港

本報告由瑞士信貸銀行股份有限公司香港分行於香港分發，根據《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人操守準則》第16條編制；瑞士信貸銀行股份有限公司香港分行屬受香港金融管理局監管的認可機構，以及受證券及期貨事務監察委員會監管的註冊機構。瑞士信貸銀行股份有限公司于瑞士註冊成立，承擔有限責任。

本材料所載內容未經香港任何監管機關審閱。建議閣下審慎對待任何發售。如果您對本材料的任何內容有任何疑問，應徵求獨立專業意見。

除產品僅會或僅擬轉讓予香港境外人士或香港《證券及期貨條例》（香港法例第571章）及其任何規則界定的「專業投資者」的情況外，任何人士不得發出或為發出而擁有（不論是在香港或其他地方）以香港公眾為受眾或內容很可能被香港公眾獲得或閱覽的、有關任何產品的廣告、邀請或文件（香港證券法批准的情況除外）。

新加坡

本材料由瑞士信貸新加坡分行派發，該行獲得新加坡金融管理局根據《銀行法》（第19章）而頒佈的經營銀行業務的執照。

本報告的編制和發行僅用於向新加坡機構投資者、認可投資者和專家投資者（定義見《財務顧問條例》）進行分發。根據按《財務顧問條例》第32C條作出的安排，瑞士信貸新加坡分行可分發由其海外實體或聯營公司制定的報告。如有因本報告而起或與之相關的事宜，新加坡接收者應致電+65-6212-2000聯絡瑞士信貸新加坡分行。若您屬機構投資者、認可投資者或專家投資者，則瑞士信貸銀行股份有限公司新加坡分行可就其可能為您提供的任何財務顧問服務免于遵守《財務顧問法案》（新加坡法例第110章）及《財務顧問條例》以及據其發行的有關通知和指南下的若干要求。其中包括免於遵守下列條例：

- (i) 《財務顧問法案》第25條（根據《財務顧問條例》第33(1)條）；
- (ii) 《財務顧問法案》第27條（根據《財務顧問條例》第34(1)條）；以及
- (ii) 《財務顧問法案》第36條（根據《財務顧問條例》第35(1)條）。

新加坡接收者可就因本資料（包括附錄）而起或與之相關的事宜聯絡瑞士信貸銀行股份有限公司新加坡分行。

具體而言，如果閣下就自本公司收取的上述資料有任何疑問或反對意見，請電郵至dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com，聯絡資料保護負責人（瑞士信貸香港分行）或PDPO.SGD@credit-suisse.com（瑞士信貸新加坡分行）或csau.privacyofficer@credit-suisse.com（瑞士信貸悉尼分行）。

本文件的全部內容受到版權法的保護（保留所有權利）。在未獲得瑞信的提前書面批准之前，本文件或其中任何部分不得被複製、傳播（通過電子方式或其他）、修改或用於公共或商業用途。©2020, 瑞信集團和/或其關聯公司。保留所有權利。

20C016A_IS_APAC

作者 / 投稿人

Walter Edelmann
首席環球策略師

Daniel Rupli
股票和信貸單一證券研究主管

Tobias Merath
財富內容策略主管

Philipp Lisibach
全球股票策略主管

Sara Carnazzi Weber
政策及主題經濟主管

Jessie Gisiger
全球信貸策略和投資主題主管

Luca Bindelli
全球金融工具、外匯和商品策略主管

Stefan Graber
全球商品策略主管

Jelena Kucenko
全球另類投資策略主管

Sarah Leissner
另類投資策略師

Reto Hess
資深研究分析師
單一證券研究股票部門

Oliver Adler
瑞士首席經濟師

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

Peter Foley
美國經濟策略師

Marc Häfliger
新興市場股票投資策略師

Anand A. Datar
另類投資策略師

John Woods
亞太區首席投資官

Ray Farris
東南亞首席投資官

Soichiro Matsumoto
日本首席投資官

David Wang
中國經濟部主管

刊物名錄

總編輯
Nannette Hechler-Fayd’herbe
全球經濟及研究總監，國際財富管理部地區
首席投資總監

編輯支援
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Flurina Krähenbühl

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

截稿日期
2020年11月13日

設計
LINE Communications AG

翻譯
瑞信語言及翻譯服務

更多資訊
credit-suisse.com/investmentoutlook

圖片來源
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

