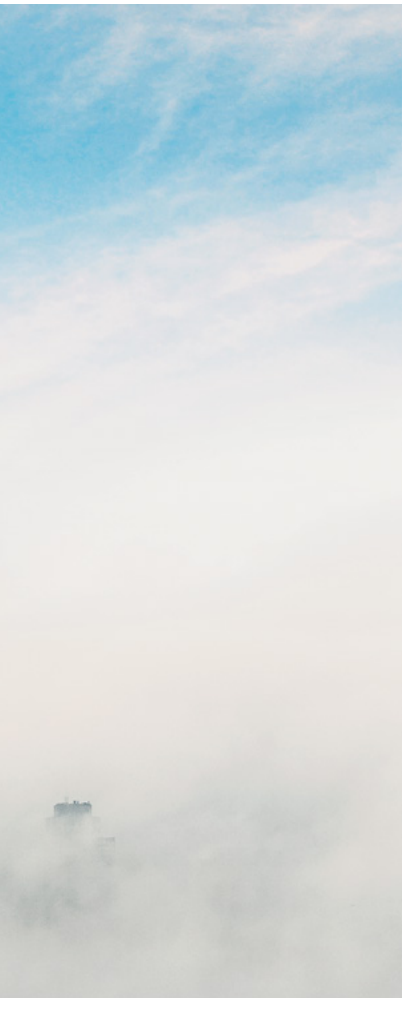
CREDIT SUISSE
瑞信

2019年
投资展望

延长周期

仅供香港专业投资者和新加坡授权投资者使用。禁止转发给其他人。



延长周期

「我们获得外界信任
并取得各种成果，瑞信
观点是上述成绩的
重要组成部分。

个人观点

谭天忠 (Tidjane Thiam)
瑞士信贷集团首席执行官

在我提交2019年投资展望之际，本年度已渐近结束，在这一年里，重大事件远比我们预期的要多得多。政治事件已经并将继续对金融市场产生重大影响。

全球贸易条件正在重塑：我们习惯于不去思考关税问题，然而，一些政府又对其部分贸易伙伴采取了关税和其他保护措施，关税问题再次引起了我们的关注。我们也看到了所达成的新区域贸易协定。在过去的一年里，我经常与客户和其他利益相关者讨论这些重要的事态发展。这样，我不仅可以依靠自己的经验，还可以依靠瑞信观点。

在重塑我们的客户推荐意见以及如何代表客户进行投资方面，瑞信观点发挥着重要作用。我们的顶尖投资策略师分析全球政治和经济趋势，并考虑整个银行的各种分析和资料后，从而形成一个连贯的观点。简而言之，我们获得外界信任并取得各种成果，瑞信观点是上述成绩的重要组成部分。

创新是瑞信的另一个重要价值。我们的瑞信观点还包括五大超级趋势：「愤怒的社会 — 多极世界」、「基础设施 — 缩小差距」、「为人类服务的技术」、「银发经济」和「千禧一代的价值观」。它们为长期投资者提供了引人注目的主题（详见第34页－第37页）。今年，我想重点介绍可持续投资主题，这包括在其中一个超级趋势中，因为这是我们当前客户日益感兴趣的领域，并且对我们的世界越来越重要。瑞信的全体同仁正在努力使我们的集体投资实现可持续发展，我们认为这就是智慧投资。

谨此祝各位新年愉快。

谭天忠 (Tidjane Thiam)

目录

14

全球经济

16 经济刺激政策逐渐消退，但增长仍然延续
20 促使商业周期运行的因素有哪些（焦点）
22 世界遵循美联储的紧缩措施
25 宣布全球化终结可能为时过早（焦点）
26 全球经济的压力测试
32 重点区域

36

特别关注

36 超级趋势
37 理性可持续投资
38 影响力投资

04 首席执行官寄语
08 编者按
10 2018年回顾
12 2019年的投资主题
60 2019年大事纪

40

金融市场

42 后期增长的定位
47 美国收益率曲线倒挂: 我们需要担忧吗?（焦点）
48 行业观点
52 货币市场情况
55 双赤字 — 美元之福或之祸?（焦点）
56 2019年投资主题

延长周期

Michael Strobaek 全球首席投资总监
Nannette Hechler-Fayd'herbe 全球投资策略及研究总监

多年以来，每年都有一个能引领金融市场走向的主导性主题。2017年，主导性主题是温和经济 —— 不太热，不太冷 —— 以及政治回归为市场驱动力。2018年，贸易冲突和利率担忧情绪占了主导地位。进入2019年，我们认为重点要放在能够延长经济周期的各种因素上。

我们的2019年投资展望提供了展望未来数月前景的蓝图。在股票方面，我们对各个行业进行了概述。我们认为科技仍将是强大的驱动因素。对于固定收益，我们研究了美国收益率曲线倒挂的相对罕见现象（即美国短期利率超过长期利率）。我们还讨论了如何建立包括利差、价值和避险货币的成功货币策略。

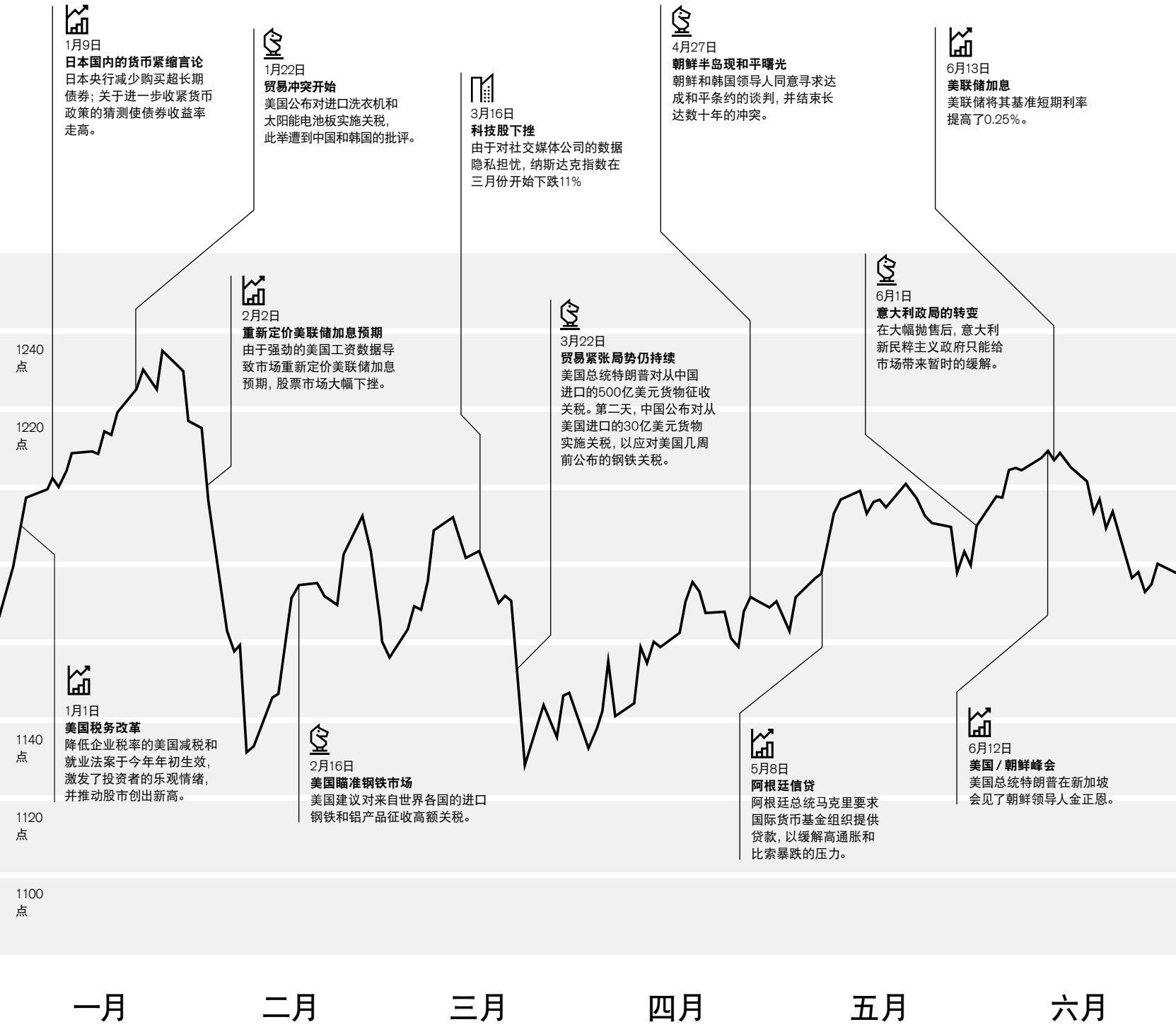
从宏观经济学的角度来看，有几个因素可能会延长经济周期，并且可阻止即将到来的全球经济放缓。生产力提高和温和通胀将成为央行货币回应措施和金融市场的关键因素。

最后但同样重要的是，我们特别关注过去两年中最让我们兴奋的事情：我们的长期超级趋势（五个投资主题）提供了卓越的回报前景。此外，我们将教育作为可持续发展和影响力投资的一部分，随着投资者越来越多地将财务回报与社会和环境影响结合考虑，该市场一直处于快速增长中。

祝阁下明年取得成功！

「重点要放在能够延长经济周期的各种因素上。

2018年:
贸易转变之年



政治发展与全球安全

选举（总统和议会）

工业与公司

货币与银行系统

能源（石油）

7月6日
贸易冲突加剧
美国总统特朗普对中国的340亿美元进口产品加征关税。中国随即做出回应，对美国进口产品征税。

8月30日
阿根廷的利率上涨
比索下跌，阿根廷央行将利率提高至60%的新高。

9月13日
土耳其利率上涨
土耳其央行将主要利率提高至24%，部分缓解了里拉的压力。

9月30日
新贸易协定
在美国与墨西哥达成协议一个月后，加拿大和美国宣布了新的贸易协定，以取代北美自由贸易协定。

11月30日
布宜诺斯艾利斯G20峰会
G20领导人将在阿根廷举行为期两天的年度峰会。

10月17日 / 18日
欧盟理事会会议
欧盟季度峰会关注移民和内部安全，并讨论英国脱欧谈判的状况。

10月30日
德国政局转变
德国总理安吉拉·默克尔宣布逐步退出政界。

10月28日
巴西选举
极右派贾伊尔·波索纳罗赢得巴西总统选举。

MSCI AC全球总回报率指数
（当地总回报率）

8月2日
苹果公司获胜
苹果公司成为全球第一家达到万亿美元市值的上市公司。

12月6日
第175届石油输出国组织会议
石油输出国组织将与俄罗斯讨论生产策略和长期合作。

7月9日
土耳其危机
由于埃尔多安总统加强对央行的控制，市场担忧其经常账户和预算赤字，拖累里拉下滑。

8月1日
美国考虑对中国征收更多关税
美国考虑提高2000亿美元的中国进口产品的关税水平。

9月24日
欧洲央行(ECB)的消息
欧洲央行行长马里奥·德拉吉(Mario Draghi)预计欧元区通胀将出现「相对剧烈」的上升，对债券收益率构成上行压力。

11月6日
美国中期选举
民主党重获众议院过半数席位，但参议院仍由共和党控制。

七月　八月　九月　十月　十一月　十二月

延长周期的驱动因素

从技术和美元稳定到新兴市场的再平衡，我们回顾了2019年的六大市场驱动因素和风险。

控制通胀

发达经济体的增长势头似乎足以使该增长周期延续到2019年及以后。对市场而言，更重要的问题是通胀是否会像以前一样保持良性。如果通胀上升幅度大于市场（我们）目前的预期，那么美联储(Fed)将被视为后知后觉。债券收益率将进一步显著增加，而股票和其他风险资产可能会大幅下跌。除非生产力激增(可能性很低)，否则工资增长将成为通胀的主要驱动因素。

美元稳定性

美元的剧烈波动可能会破坏世界经济和金融市场的稳定。从2018年上半年看，美元走强可能给需要廉价美元融资的经济体带来严重压力。美元的严重疲软将给德国和日本等出口大国带来压力。由于美元疲软，商品价格趋于大幅上涨，也会引发通货膨胀的猜测。对所有地区来说，最好是保持美元相对稳定。随着美联储收紧银根，欧洲央行和日本央行逐步赶上，确保美元切实稳定的可能性很大。

中国的灵活性

美国的贸易政策给中国带来了相当大的压力。此外，在美国最近与墨西哥、加拿大和韩国重新谈判贸易协定后，在与欧洲贸易紧张局势缓和的情况下，我们认为美国对中国的贸易立场可能进一步加强。因此，中国的耐心可能会受到进一步的考验。如果如2018年那样，其政策制定者谨慎行事，那么应该会限制不稳定的风险，并扩大经济增长。然而，激进的货币政策、信贷宽松政策或外交政策将会破坏稳定性。

「对所有地区而言，最好是保持美元相对稳定。

欧洲政治环境趋于平静

预计2019年欧元区经济增长仍将高于潜在增长水平，部分原因在于货币环境仍保持宽松。我们预计政治压力会在一定程度上平静下来。如果处理得当，计划2019年3月29日完成的英国脱欧，不应对任何一方造成太大伤害。在德国，持续的政治改组预计不会引起社会不稳定，因为极端政党的影响仍然有限。同时，我们认为，在重申意大利的欧元区成员国资格的同时，意大利与欧盟最终会对意大利的预算赤字达成妥协。

新兴市场再平衡

新兴市场(EM)进入金融危机时，其资产负债表相当健康。2008年之后，低廉的美元资金吸引新兴市场（尤其是公司）大幅增加其外币借款。然而，由于美联储采取更强硬的货币政策，2018年美元流动性成本上升，压力出现，一些新兴市场货币大幅下挫。2018年底，出现了恢复内部和外部平衡的迹象，部分是由于国际货币基金组织的支持。如果2019年能延续再平衡过程，那么新兴经济体就能够复苏，全球投资者将受益。

科技和医疗保健创新

在过去十年中，科技股一直是全球股市的主要推动力。自2009年3月以来，MSCI世界IT行业指数的表现跑赢整体市场约200%。社交媒体、网上购物和更精致的手持设备已经风靡全球。投资者面临的一个重要问题是，随着虚拟现实和人工智能等新兴领域的出现，该行业的增长是否会保持强劲势头。可能影响股市命运的第二大主要行业是医疗保健，投资者密切关注基因治疗和其他创新疗法。

全球经济

简介

不同的增长轨迹

2019年，美国财政刺激措施的影响可能达到顶峰，但在强劲的企业资本支出、雇佣和工资增长的支持下，仍将保持高于趋势的增长。然而，在中国，我们可能会看到增长放缓至6%。美国的关税、低迷的制造业投资和消费增长放缓可能会成为制约因素。在欧洲和日本，持续的宽松货币环境应有助于保持适度的增长势头。但在许多新兴市场，随着政策制定者关注通胀和货币控制，经济增长仍将保持低于平均水平。

通货膨胀逐渐走高

尽管资本支出上升，但大多数发达经济体的产能限制可能会进一步收紧。鉴于失业率下降和劳动力短缺加剧，工资增长应继续回升。尽管生产力增长温和复苏，但核心通胀率可能逐渐走高，商品价格面临上行风险。根据国内外的制约因素，各中央银行将继续作出不同程度的反应。

关注新兴市场

重新出现经济和金融不稳定的风险有多高？在许多发达经济体，尤其是美国，不可持续的政府债务水平前景成为最大的长期风险。然而，除非意大利陷入不稳定局面，否则危机似乎不太可能发生，因为自2008年以来家庭和银行的资产负债表已有所改善，而企业资产负债表仅出现了适度恶化。在中国，高债务水平的增幅料将减缓，但不会引发危机。在财政脆弱的新兴市场中，市场压力更有可能重现。

经济刺激政策逐渐消退，但增长仍然延续

美国财政刺激措施的影响可能会逐渐消退，但是，在发达经济体中，「宽松货币政策」、健康的资本支出以及持续就业和工资增长应得以延续经济周期。随着中国政策制定者选择以稳定为先，而非强劲的财政刺激措施，中国经济增长将进一步放缓。

「解决贸易冲突将提振商业信心、投资支出和增长。

2017年的全球同步扩张被2018年的不平衡增长所取代。在年初经济表现疲弱之后，由于企业税和个人税的降低，美国经济增长大幅加速。在中国，尽管政府采取措施来抑制信贷过度增长，但国内生产总值增长仍然好于预期。随着2018年春季美联储采取更「强硬」政策，各个新兴市场(EM)开始出现了各种压力，最突出的是阿根廷和土耳其。一些新兴市场央行为防止其货币进一步贬值，采取了紧缩政策，大幅削弱增长势头。新兴市场外部需求更加疲弱，这可能是导致2018年前几个月欧元区经济增长放缓的原因之一。

财政刺激措施逐渐消退

对于2019年，我们认为基本情况是：全球GDP增长相对于2018年温和放缓，这主要是由于美国刺激政策的消退以及新兴市场（除中国外）的紧缩政策（见第31页的预测）。虽然美国税制改革的某些方面应继续增加家庭现金流，并继续支持公司发展，但美国财政刺激政策的影响将会减弱。在其他发达经济体中，我们预计除日本和欧元区实施少量刺激措施外，财政政策基本保持中性。相反，许多新兴市场政府可能会被迫收紧财政政策。

在大多数发达经济体，与金融危机前的几年和危机后的大部分年份相比，货币政策仍然相当宽松。尽管很多经济体采取了加息措施，但是，即使在进一步正常化的情况下，2019年仍将保持宽松政策。美国的货币政策仍然不会特别收紧（见第18页图表）。然而，在2019年，鉴于美元流动性对许多新兴市场起着关键作用，即使其可能在新兴市场产生更大的影响，也会逐渐抑制美国的经济增长。

公司继续投资

除非全球贸易冲突严重恶化 — 或出现更大不确定性的其他诱因 — 我们预计企业资本支出将在2019年继续扩大。为应对关税而调整供应链的需求，本身可能会引发一定的投资支出。随着政府刺激措施的退出，企业投资是延长该周期的关键。

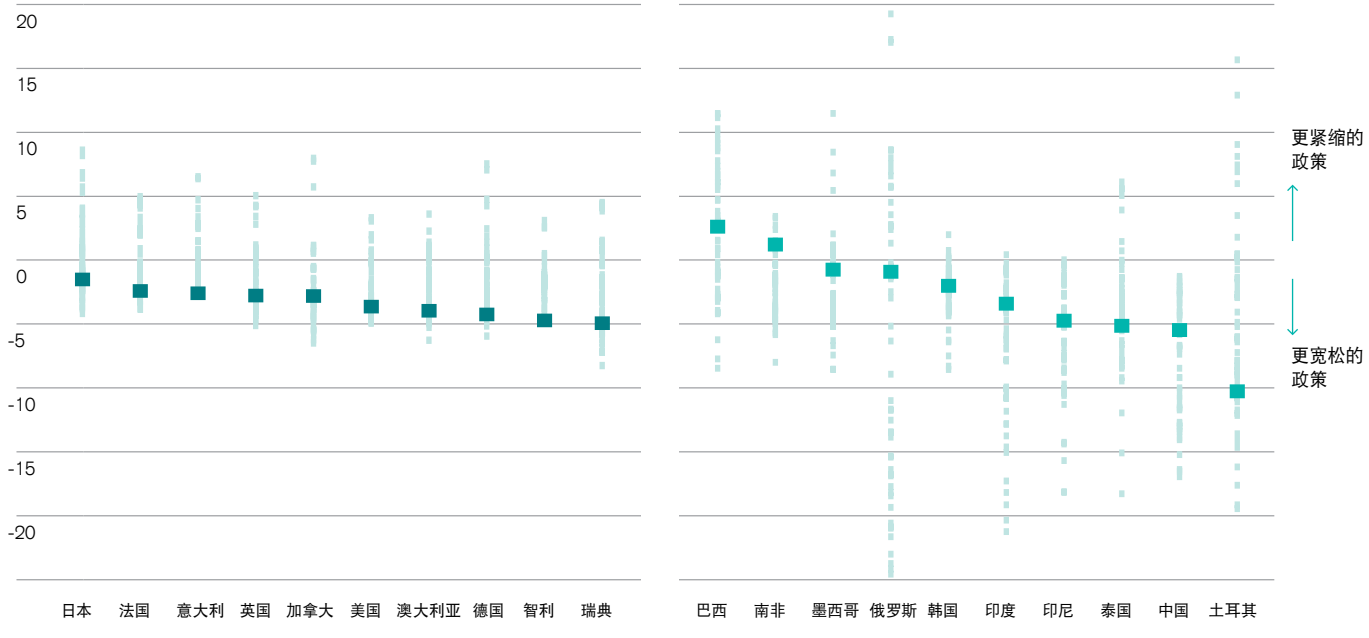
2018年末，商业乐观情绪依然强劲，特别是在美国，而产能限制仍在收紧，资金状况仍然良好。2019年，许多公司可能会通过资本支出或者兼并和收购，进一步扩大其市场份额。成长型公司通常拥有健康的资产负债表和强劲的现金状况。此外，鉴于能源相关资本支出仍保持重要地位，高能源价格也可能具有支撑作用。

大多数发达经济体的消费支出有望保持强劲。

最后，认为回购股票的公司拥有较少资金进行资本支出的指称经不起更仔细的考证 — 至少在美国不是这样。事实上，瑞信分析师对标准普尔500指数的公司自下而上研究后表明，这两项活动都反映了资产负债表的强弱，并且具有正相关性。鉴于就业率居高不下且工资增长加快，大多数发达经济体的消费支出也应保持强劲。

发达经济体的货币政策仍保持宽松

央行利率减去名义GDP增长（百分比，%*）



*南非
*每个点表示2015年第1季度与2018年第2季度之间的季度差。
最后数据点： 2018年第2季度
来源： 圣路易斯联邦储备银行、Thomson Reuters Datastream、瑞信

中国的困局

与许多新兴市场相比，中国拥有强大的外汇资产和低通胀率，其政策制定者在行动中有更多的回旋余地。与此同时，鉴于国有企业和地方政府的高债务水平，中国的政策制定者可能避免重新采取积极的信贷刺激措施。相反，他们可能会采取「适当」政策，以防止美国关税严重抑制经济增长。他们也不太可能使人民币大幅贬值。同时，家庭支出对经济增长的贡献将受到限制，因为在房地产价格上涨的背景下，抵押贷款债务和偿债保障比率（根据我们的估计，几乎占家庭收入的30%）大幅增加。虽然中国的增长率仍远高于全球平均水平，但在2017年复苏后，其对全球增长的贡献可能会趋于平缓或甚至出现下降（见以下图表）。

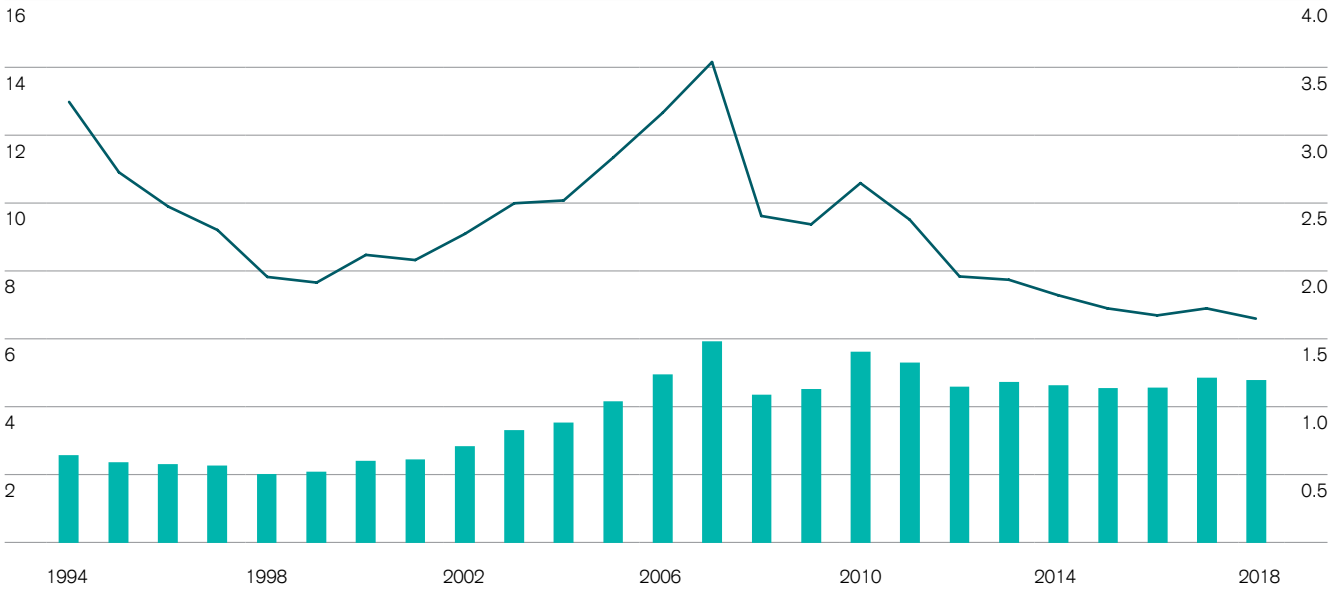
对于其他新兴市场，尽管各国之间存在明显差异，但我们对经济增长前景仍然较为谨慎。在易受外部影响的国家，由于政策继续关注货币稳定，2018年的经济下滑情况可能会延续到2019年。政治不确定性将增加许多国家的下行风险。同时，在俄罗斯等国家，商品出口收入上升应可以抵消美元流动性紧缩带来的压力。

上行和下行风险

当然，我们的基本看法既存在下行风险，也存在上行风险。就下行风险来说，意大利财政状况等具体国家的问题可能会削弱欧洲的增长展望。中国经济增速放缓的幅度大于预期，对其他亚洲经济体影响最大，而且也会对欧洲产生影响。金融市场的大幅下跌（例如由于通胀的意外上升以及因此对美国加快货币政策紧缩的担忧）可能会损害信心。但是，解决贸易冲突将提振商业信心、投资支出和增长。还会为本轮经济增长期的延长提供新的推动力。

中国的高增长贡献可能会减弱

中国的实际GDP增长率(%)以及对全球GDP增长的贡献率(%)（采用购买力平价）



最后数据点： 2017年
2018年：瑞信预测数据
来源： 世界银行、瑞信

焦点

促使商业周期运行的因素有哪些

长期增长趋势和商业周期波动对金融市场产生重大影响。本投资展望主要关注后者。

「冲击」促进商业周期

商业周期受总需求或总供给波动（「冲击」）的驱动。最常见的供应冲击，来自广泛使用的原材料（特别是石油）成本急剧变化。总需求冲击是由货币或财政政策的变化引起的，这会刺激或抑制个人支出。制造业库存的过剩或短缺也会通过影响工业生产(IP)的势头，从而引发商业周期波动。我们的经济学家指出，全球工业生产通常每隔3-4年就会出现衰退，自19世纪以来美国和英国的数据就出现了这种状况。虽然这种下滑与20世纪80年代初期的整体经济衰退相对应，但现在情况完全不同，可能是因为经济体系中制造行业就业的重要性下降，反周期货币政策变得更加有效所致。假如2015年是最近的衰退年，那么我们面临的风险情况是：全球工业生产衰退的下一阶段将出现在2019年末或2020年。

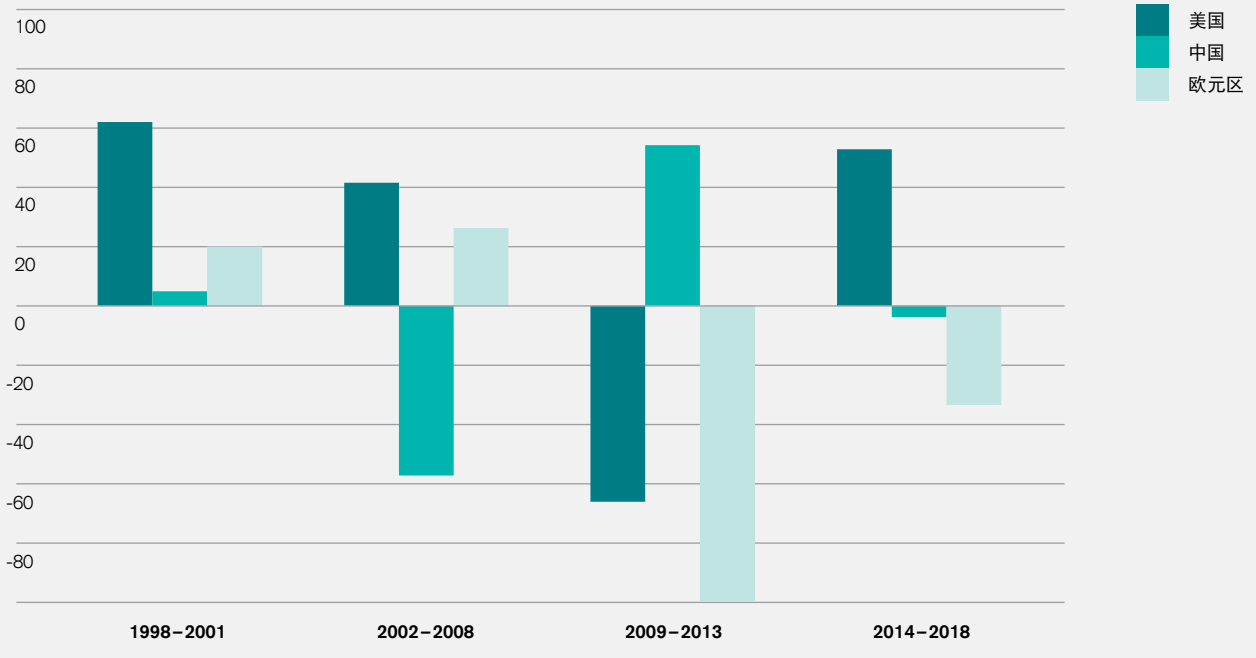
美国处于控制地位

尽管美国经济在国际贸易方面相对封闭，但它是全球商业周期的关键驱动因素。这可能是因为美国政策制定者更关注稳定就业和国内消费，而不会关注其他国家，也可能因为他们的决策会通过金融市场对全球经济产生更大的影响。在除金融危机外的其他时期（金融危机之后），美国一直是全球商业周期的积极推动力（见第21页图表）。除2008年前的繁荣时期外，欧元区的影响力要弱得多。从那时起，该地区一直是全球商业周期的主要拖累因素。在2008年之后的几年中，中国仅提供了周期性的推动力。展望未来，主要风险在于美国需求的积极影响逐渐消退，且没有一个国家有实力接棒。

主要风险在于美国需求的积极影响逐渐消退，且没有一个国家有实力接棒。

美国一直是全球总需求的主要刺激因素

净支出的变化* (十亿美元) (各分期的年平均值)



最后数据点: 2017年
2018年: 国际货币基金组织预测
来源: 国际货币基金组织、瑞信

备注: 国民收入核算表明，一个国家经常帐目结余的变化与该国家庭、公司和政府的支出变化总和相对应。支出的增加 (减少储蓄) 增加了经常账赤字，反之亦然。上图显示了经常账的变化 (正数表示经常账结余的恶化)，因此，可以看作是一个国家向世界其他地区提供的需求刺激的近似值。

世界遵循美联储的紧缩措施

我们的基本看法预计: 发达经济体的通胀将逐步上升, 而新兴市场的通胀将相当稳定, 纵然两者通胀走向存在很大差异。我们预计全球货币政策将继续收紧, 但步伐温和。

主要经济体 (特别是美国和欧元区) 的通胀演变将成为2019年金融市场的主要推动力。意外的上行通胀对债券和股票市场造成的风险, 超过了经济增长下滑引发的有限失望情绪。2018年1月就是很好的例子, 当时, 美国工资通胀的轻微上行引发了当年股市的最大调整。

工人口袋里有更多钱

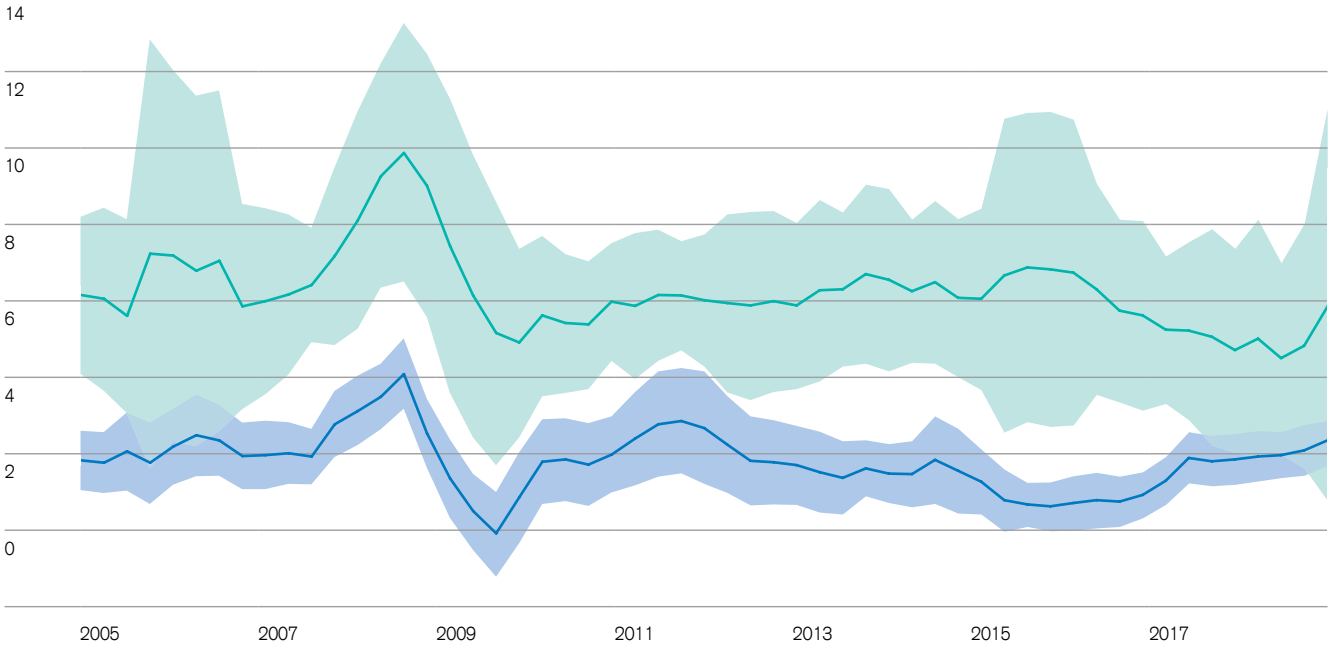
根据我们的基本看法, 随着产能限制收紧, 美国、欧元区和其他几个发达经济体的核心通胀将在2019年出现温和上升。到2019年底, 美国和欧洲的失业率可能接近20年的低位。德国、英国、瑞士、加拿大和澳洲的劳动力市场将出现紧缺。在过去二十年的大部分时间里保持下降态势之后, 日本的工资现在也出现了回升。也就是说, 工资增长的绝对比率仍然远低于危机前的高点, 包括美国。然而, 除非出现无法预料的经济震荡, 我们认为劳动力市场应继续收紧, 这会进一步推高工资水平。学术文献表明, 由于大型企业 (特别是服务业) 的购买力增强, 工资增长自金融危机以来更趋向缓和。然而, 这些地区的劳动力短缺情况似乎也严重加剧, 公司的数据表明工资增长正在加速。。

当心通胀「隐患」

工资通胀并不会直接转化为价格通胀。包括利息支出和投入成本 (特别是石油等原材料) 等其他成本, 是整体通胀的主要驱动因素。 2007年和2008年以及2011年油价大幅上涨就是当时总体通胀上升的主要原因。如果我们的全球增长看法成立, 那么石油和其他周期性商品的价格可能在2019年进一步上涨。利息成本也可能上升。假如最终需求增长强劲, 那么企业利润吸收的成本份额不可能出现上升, 因为这种增长通常发生在需求疲弱时。虽然我们预计美国和其他发达市场的劳动生产力指标将走高, 但我们认为这不会显著抑制通胀。总之, 由于发达经济体的平均通胀已接近上一个中期周期 (2004/05年) 的水平, 通胀似乎可能会进一步增加 (见第31页的预测)。

发达市场的通胀已回到危机前的水平

十大主要发达经济体*和八大新兴市场**的消费物价通胀 (季数据%) ; 线条表示平均值, 阴影部分表示+/-标准偏差



最后数据点: 2018年第三季度
来源: Thomson Reuters Datastream、瑞信

* **发达经济体:**
澳大利亚、加拿大、法国、德国、意大利、日本、瑞典、瑞士、英国、美国

** **新兴市场:**
巴西、中国、印度、印尼、墨西哥、俄罗斯、南非、土耳其

新兴市场走向不同

新兴市场(EM)的通胀走向可能与发达经济体不同。2011年之后，新兴市场的通胀与发达经济体完全不同，因为前者仍然保持强劲的增长态势，而后者在欧元区危机之后出现了减弱。在油价下跌和中国经济增长放缓之后，新兴市场的通胀随之下降。由于2018年能源价格上涨和新兴市场货币普遍疲软，预计新兴市场的整体通胀未来可能会在一定程度上上升。但我们认为，大多数新兴市场国家的货币当局可能会注重稳定货币，这有助于使2019年的通胀保持稳定态势。

利率将上升

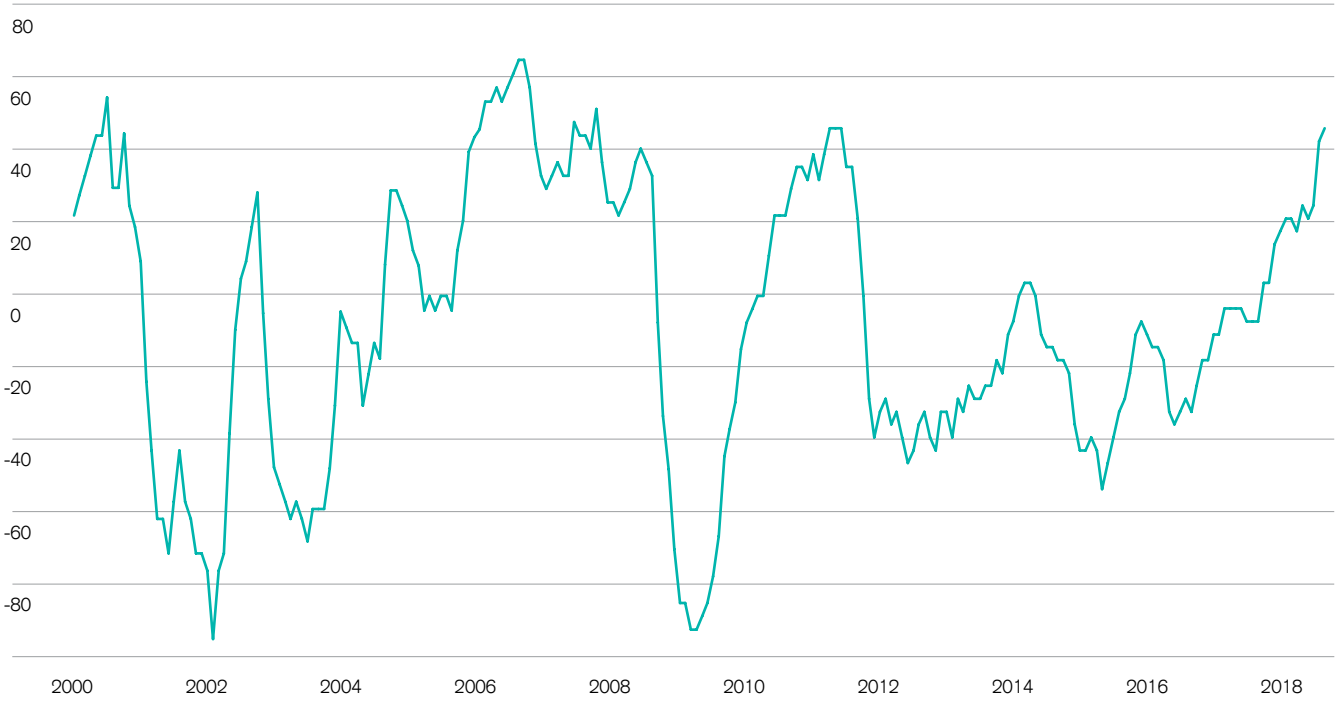
我们的基本看法是经济持续增长和通胀温和上升，并预期2019年大多数发达经济体和一些新兴经济体将收紧货币政策。在撰写本文时，期货市场预示2019年底美联储基金利率最终将低于3%。这将意味着在2018年12月可能加息之后，2019年还会进行两次加息，将美联储实际基金利率提高至1%左右，这基本符合我们的预测。

在2018年9月的会议上，美联储联邦公开市场委员会删除「宽松」政策的措辞。虽然美联储新任主席鲍威尔已经避开对「中性」利率提供确实估计，但市场对中性利率的一致估计值通常接近3%。因此，许多市场参与者可能会认为到2019年底美国政策将接近紧缩。然而，欧洲央行(ECB)将在2018年底结束净资产购买计划，预计在2019年下半年之前不会加息。因此，其政策将保持宽松。

2018年，新兴市场央行不得不应对美联储的银根紧缩政策和美元升值。它们面临的风险是：在全球经济增长减弱的同时，美元经历了进一步的大幅升值。对政策制定者来说，这可能非常棘手。即使全球经济增长更加温和，且美元没有出现广泛的升势，假如发达经济体的利率上升，新兴市场央行利率也将趋于上升而不会下跌。然而，我们仍然预计到2019年末全球大多数央行利率远低于上一周期的峰值。这与以下事实保持一致：该周期并不是由于广泛经济过热的重大信贷繁荣期引起的。

自2018年初以来的重大央行货币紧缩政策

前六个月全球央行的加息与减息次数（净百分比）



最后数据点： 2018年10月
来源： Thomson Reuters Datastream、瑞信

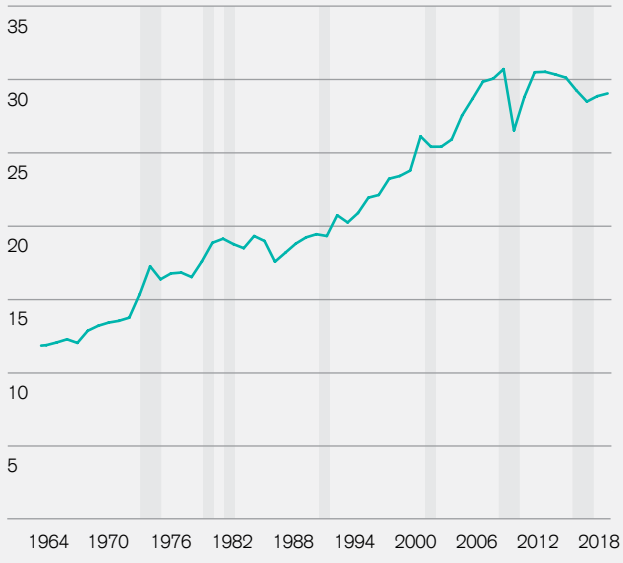
焦点

宣布全球化终结可能为时过早

2018年贸易冲突加剧，令人想到二战后全球化趋势即将逆转。我们认为这种担心被夸大了，因为大多数公司（和国家）仍然对维持（一定程度的）开放市场有强烈的兴趣。此外，我们认为到目前为止，2018年实施的美国关税太有限，无法产生很大的影响。

话虽如此，自2008年金融危机以来，我们对全球化的简单衡量指标（全球出口占全球GDP的百分比）已停滞不前，但主要是周期性原因：在经济衰退期间，贸易增长通常会下降，这似乎阻止了全球化趋势。

全球贸易渗透的放缓在很大程度上具有周期性
全球出口总额占全球GDP的百分比



最后数据点： 2017年
2018年：瑞信预测、荷兰经济政策分析局预测
来源： 世界银行、瑞信

此外，商品需求和价格的大幅下降也会产生同样的影响。这种影响被放大了，是因商品价格下跌降低了对相关采矿生产资本财货的需求。最后，在美元表现疲弱期间，贸易也趋于放缓，主要是因为美国的进口需求受到影响；过去美国征收关税的事件（1971年尼克松总统，2002年布什总统）恰逢增长放缓或美元表现疲弱的时期。

全球化不可能恢复急剧上升趋势

根据本分析，由于2016年后中国增长加快，且2018年油价和美元出现了复苏，我们的全球化衡量指标已经开始恢复。然而，我们认为该指标不太可能很快恢复其急剧上升的趋势。首先，受到贸易影响严重的中国和其他新兴市场，其增长放缓可能会持续较长时间。其次，许多国家在金融危机后实施非关税壁垒，可能对贸易产生持久的负面影响。第三，双边贸易协定网络不断增长，可能只是转移贸易方向，而不是提升贸易。最后，在实施外包生产的一些新兴市场上，随着工资成本的快速增长，供应链的全球化至少暂时出现了延缓。随着贸易壁垒的增加，生产商会因此而将生产设施迁往实施贸易壁垒的国家，这可能进一步推动该趋势。

全球经济的压力测试

经济衰退或金融危机通常发生在经济出现严重失衡的情况下。与2007年相比，美国的家庭失衡情况明显减少，但财政失衡加剧。在欧元区，外部平衡和财政平衡均有所改善。在新兴市场(EM)，总体情况喜忧参半。

> 企业大大延长了其借款的有效期限，因此，从利率上升到利息成本增加的过程将比过去的周期慢得多。

正如上文所述，尽管存在一些风险，但我们对全球经济的基本看法仍然保持适度乐观。然而，与之前的经济衰退前或危机前的年份相比，主要国家确实存在潜在的脆弱性。

美国家庭状况较好

该图（参见第28页）呈现了相对广泛的美国经济和金融指标的“蜘蛛网”，这些指标有助于进行差异化的风险评估。对当前时期与过去的经济衰退前情况进行比较，就可以得出以下结果：

- 以失业率差距来衡量，美国劳动力市场看起来比2007年略显紧张。然而，通胀压力减少，表明对完全紧缩货币政策的需求降低。这种差异情况很重要，因为过度紧缩的阶段往往会成为后来经济衰退的催化剂（例如在1991年）。

- 美国家庭的状况比2007年要好得多。虽然利率上升将逐步推动偿还债务，但对经济的风险似乎有限。这也是由于房地产估值并不那么高，进而表明住房市场不太可能引发经济衰退。

- 但是，对企业资产负债表的影响则更大。只要利率相当低且增长强劲，企业就能够找到融资途径。然而，加快加息和/或经济放缓将更令人担忧。不过，债券利差似乎已经抵消了企业风险上升。此外，企业大大延长了其借款的有效期限，因此，从利率上升到利息成本增加的过程将比过去的周期慢得多。

- 与过去的经济衰退前期相比，外部失衡（如与GDP相关的经常账）更为温和。但是，自2013年以来一直在恶化，预计将进一步转差。

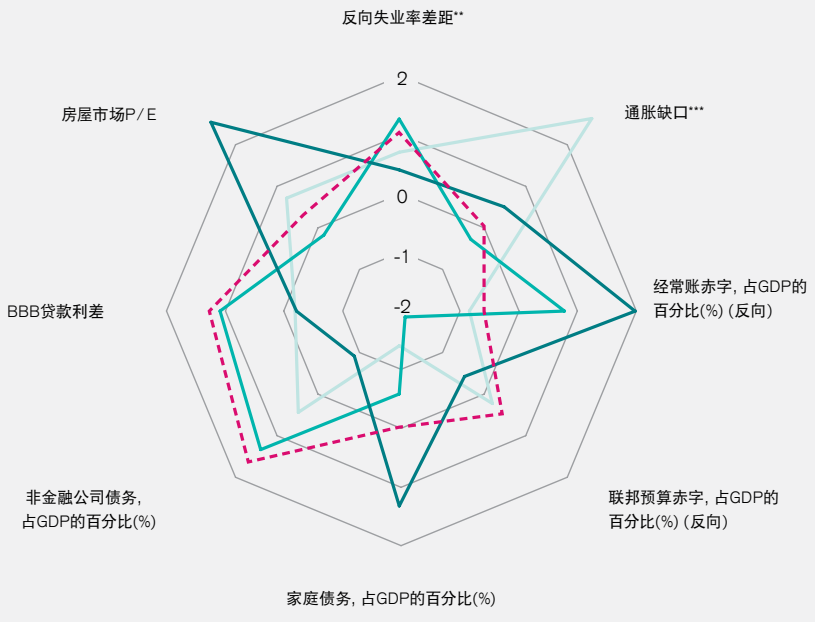
- 财政失衡高于过去的经济衰退前期。在2001年经济衰退之前，联邦预算的盈余超过GDP的2.5%；2007年年中，赤字仅占GDP1%以上。尽管经过了近10年的膨胀，但目前的赤字仍占GDP的4%左右，由于2018年实施减税政策，赤字可能会进一步恶化。

- 公共部门债务一直在上升，占GDP100%以上（这不包括无提供资金的大量公共部门负债）。

在目前适度的利率水平下，债务融资是完全没有问题的。然而，利率的显著上升会使事情变得更糟，并且可能会使利息成本占GDP的比重急剧上升。鉴于美联储作为最后贷款人的潜在角色，美国政府的彻底违约是根本不可能的。然而，在满负荷运作的经济环境下，美联储若采取宽松货币政策可能会增大通胀风险。相反，虽然增税或削减开支可能有助于财政状况，但他们会对经济增长产生阻力。尽管如此，我们认为财政的肆意挥霍不可能成为2019年金融市场的主要问题。

美国经济的脆弱性远低于2007年

过去衰退之前和如今的经济和金融脆弱性的选定衡量指标（z分数*）



* z分数（或标准分数）提供了比较指标的标准化衡量指标。其衡量在任何时间点某个指标与其长期平均值的偏差。

** 失业率差距是当前失业率与长期平均值之间的差值。

*** 通胀差距是当前通胀率与联储局2%通胀目标之间的差值。

最后数据点：2018年的第2季度
来源： Haver Analytics、彭博、瑞信

欧元区债务高企，增长缓慢

在欧元区，主要的财政脆弱性 - 即财政平衡和成员国的外部平衡 - 与2007年相比有了显著改善（见图表）。欧元区的主要问题是政府债务高企（特别是意大利）以及经济增长率低。此外，鉴于欧洲央行正在逐渐减少其资产购买（即量化宽松）规模，公共部门债务的压力可能会增加。考虑到意大利债务规模庞大（约为2.3万亿欧元，占GDP的130%），政府明确摆脱财政纪律的任何迹象，都可能在意大利以外地区产生高度不稳定的影响，主要是因为意大利银行业仍直接面临政府债务的影响。

虽然欧元区的基本不稳定风险已经减弱，但英国的情况并不明朗。与美国类似，英国也继续呈现双赤字。在这种情况下，外部平衡比财政赤字更为突出。考虑到英国央行的信誉，这种情况似乎不可能演变为金融危机，但是，如果与欧盟的关系持续不明朗，外部失衡融资的问题可能会发生。

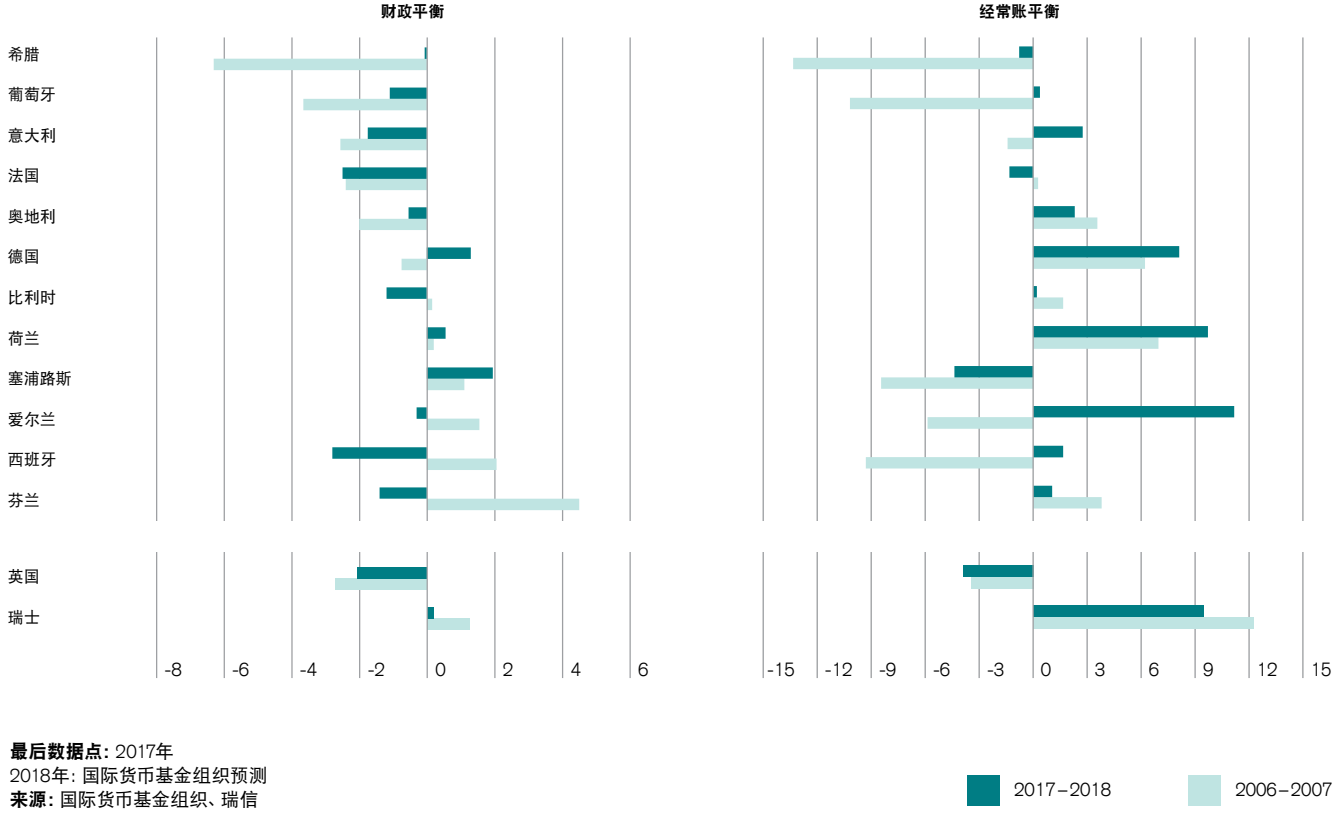
与美国类似，英国也继续呈现双赤字。

新兴市场：强者多于脆弱国家

我们认为，新兴市场的整体脆弱性相当有限。但是，部分国家（尤其是阿根廷、土耳其和南非）对外国储蓄的依赖程度很高，这应视为警示信号。然而，在巴西、墨西哥或印尼等其他主要国家，外部失衡并不那么严重。与20世纪90年代相比，当前情况实际上已经得到了显著改善。当时发生重大危机的国家，特别是泰国和马来西亚，其经常账户已经大为改善。但是，在大多数国家，财政纪律已出现一定程度的恶化。

几乎所有欧元区国家的双赤字都得到了改善

财政和经常账平衡（占GDP的百分比(%)）



最后数据点： 2017年
2018年：国际货币基金组织预测
来源： 国际货币基金组织、瑞信

中国抑制对债务的兴趣

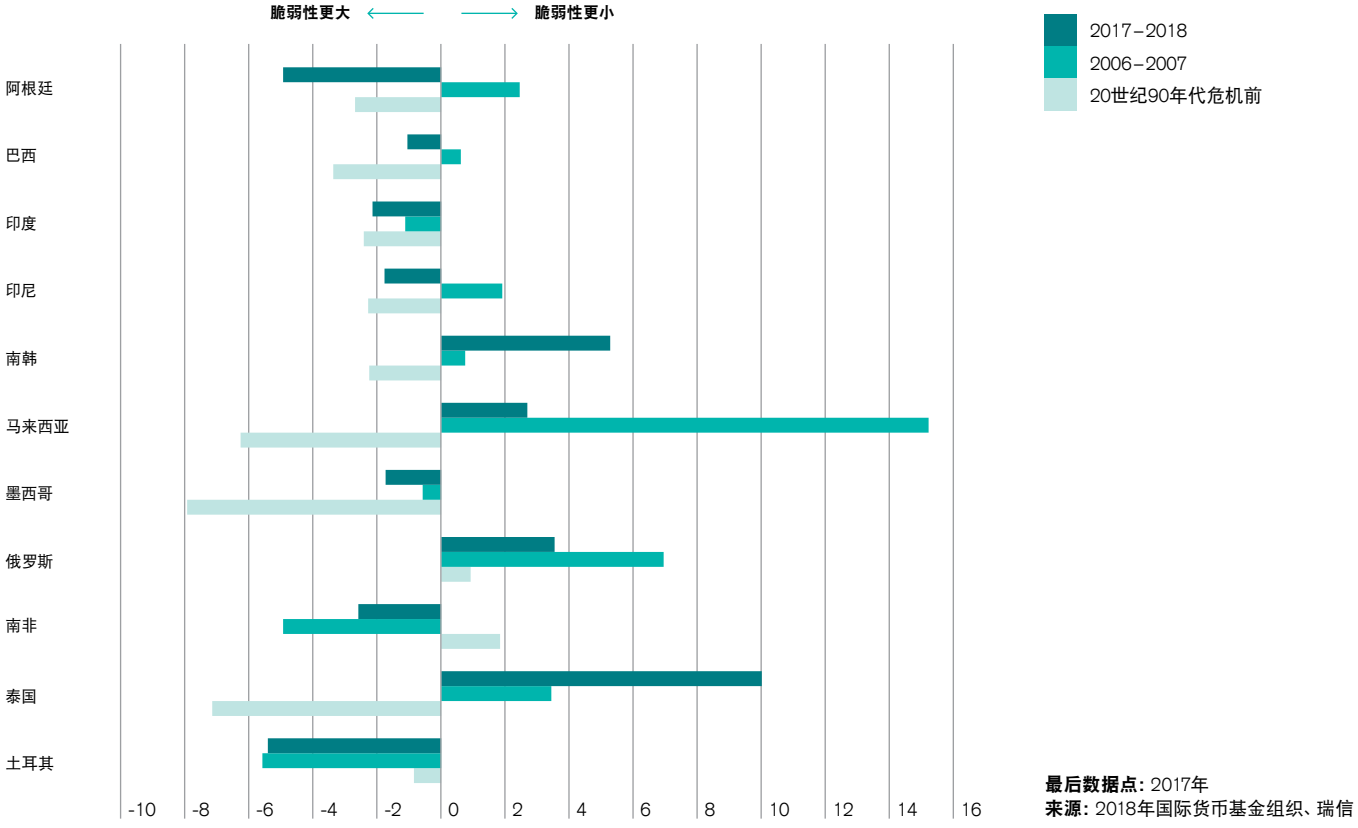
中国处于特殊的财政状况：中央政府债务不是很高，但自金融危机以来，国有企业和地方政府的债务急剧增加。与家庭收入相比，家庭债务也有所增加。由于中国大部分债务以本币计价，且战略行业债务得到中央政府的支持，我们认为金融危机的风险非常有限。此外，中国政府减少债务的措施已经实施了一段时间。中国也试图遏制银行体系以外的贷款。一般而言，金融政策不断变化和市场对过度负债的担忧，均在制约中国经济增长，这种模式将继续存在。目前与美国的贸易争端或其他潜在的冲击令中国政策制定者处于两难境地，因为他们可能需要推出新的刺激措施，以防止增长急速放缓。不过，发生经济危机的可能性很低。

危机风险仍然很少

总之，我们认为，与2008年金融危机之前相比，大多数国家和行业出现金融不稳定的可能性较低。但部分新兴市场则例外，那里的外币债务水平相当高，企业界更容易受到影响。就中国和美国而言，企业债务也很高，相关债务主要采用当地货币计价，因此风险较小。在欧元区，我们注意到金融稳定指标出现了显著改善，但政治风险持续存在。同样，贸易冲突基本上是政治冲突，我们基本看法认为，主要行动者不会犯下严重的判断错误，以致引发重大的动荡。最后，我们将美国公共部门债务的上升作为主要的长期问题。一旦财政刺激措施退出，风险不是债务违约，而是增长下降。这可能会加剧有关如何控制债务的政治紧张局势。一种选择方案（虽然不太可能发生）是对美联储施加更大的压力，以便通过通胀来稀释债务，这可能会严重影响美国国债市场和美元的稳定性。

与20世纪90年代相比，新兴市场的金融脆弱性较低

经常账平衡（占GDP的百分比）



最后数据点： 2017年
来源： 2018年国际货币基金组织、瑞信

> 目前与美国的贸易争端或其他潜在的冲击令中国政策决策者处于两难境地，因为他们可能需要推出新的刺激措施，以防止增长急速放缓。不过，发生经济危机的可能性很低。

对增长和通胀的预测

实际GDP（同比增长率%）

	2017	2018E*	2019F**
全球	**3.3**	**3.3**	**3.0**
美国	2.2	2.9	2.7
加拿大	3.0	2.3	2.1
欧元区	**2.5**	**2.0**	**1.8**
德国	2.5	1.8	2.0
意大利	1.6	1.0	0.9
法国	2.3	1.6	1.6
英国	1.7	1.2	1.5
瑞士	1.6	2.7	1.7
日本	**1.7**	**1.3**	**1.0**
澳大利亚	2.2	3.2	2.8
中国	**6.9**	**6.6**	**6.2**
印度（财年）	6.7	7.4	7.2
巴西	1.0	1.8	2.3
俄罗斯	1.5	1.6	1.4

通货膨胀（年平均同比增长率%）

	2017	2018E*	2019F**
全球	**2.4**	**2.8**	**2.8**
美国	2.1	2.5	2.1
加拿大	1.6	2.2	2.2
欧元区	**1.5**	**1.8**	**1.8**
德国	1.7	1.9	2.1
意大利	1.3	1.3	1.4
法国	1.2	2.2	1.6
英国	2.7	2.5	2.2
瑞士	0.5	1.0	0.7
日本	**0.5**	**0.8**	**0.8**
澳大利亚	2.0	2.2	2.3
中国	**1.5**	**2.1**	**2.0**
印度（财年）	3.6	4.5	4.5
巴西	3.5	3.7	4.3
俄罗斯	3.7	2.9	4.9

最后数据点： 2018年11月8日
来源： Thomson Reuters Datastream、Haver Analytics、瑞信

历史和／或预测的业绩指标和金融市场状况不是当前或未来业绩的可靠指标。

* E: 估计
** F: 预测

重点区域

结合的纽带: 互联世界中的区域表现

北美洲

在美国、墨西哥和加拿大就北美自由贸易协定条约修订达成一致意见后, 该地区的主要风险之一已经消退。尽管财政刺激逐渐消退, 通胀会适度上升, 但2019年美国经济增长仍应高于趋势。因此, 美联储可能继续稳步加息。加拿大和墨西哥有望受益于美国经济的强劲增长。从长远来看, 如果美国预算赤字水平前景不可持续, 那么可能会带来风险。

欧元区

由于货币支持政策仍存在且就业率增加, 国内需求应继续扩大。美国的强劲增长以及中国和新兴市场(EM)稳定后, 预计会支持出口。由于欧洲央行可能在2019年下半年开始加息, 欧元升值应该是温和的。极端风险包括英国"硬"脱欧和意大利的债务危机。

非洲

由于商品价格上涨, 南非的增长在2019年可能略有回升, 但是一直未能实施改革, 这可能会继续阻碍该国的发展。非洲大陆最大的经济体尼日利亚也是如此。同时, 在埃及, 2016年国际货币基金组织计划下的改革继续取得成果, 预计2019年将实现强劲增长和通胀下降。

南美洲

该地区的两大经济体 — 巴西和阿根廷 — 在2019年可能会仍然疲弱, 但希望后者应该开始解决一些根深蒂固的经济和财政弱点, 因其包括在国际货币基金组织(IMF)的计划内。随着选举前的僵局已经过去, 巴西可能有机会解决一些类似的问题。在哥伦比亚、智利和秘鲁, 经济前景持续明朗, 它们有望受益于商品价格上涨 。

英国

我们预计增长会有所增强，但仍然会受到抑制。只要供应链的前景（如汽车生产和金融业）未明朗化，那么英国脱欧结果的不确定性可能会限制投资支出。英国"软"脱欧将有助于支持英镑。英国央行可能会继续维持利率不变。

东欧和俄罗斯

尽管能源价格上涨有助于促进出口，但俄罗斯的增长可能仍将保持低迷。由于稳健的外部平衡和可靠的经济政策，货币和债券风险有限。同时，由于与西欧的紧密经济关系，中欧和东欧的增长可能会保持强劲。

日本

随着企业投资的不断扩大，日本有望在2019年实现强劲增长。工资上涨应有助于支持消费者支出，但计划在2019年末增加销售税会带来下行风险。中国经济增长放缓可能对其出口产生负面影响。日本央行可能会小幅上调其债券收益率目标，但可能继续保持温和走势。

中国

中国的增长可能在2019年有所减弱。与房地产相关的债务和偿债高企，可能会限制消费者支出，同时，投资支出的增长可能会继续受到抑制。政府可能会在信贷刺激和人民币贬值方面采取"足够的措施"，以保护本国经济免受美国关税的影响。

中东

在土耳其，2018年的货币危机严重推高了通胀，并损害了商业信心。但随着稳定性措施的出台，2019年期间经济料将开始复苏。油价上升有助于支持中东石油出口国，但伊朗正处于经济危机中，部分原因是新制裁的实施所致。以色列的经济增长预计保持强劲。

澳大利亚

澳大利亚的经济前景依然强劲。尽管中国预期的增长放缓会带来风险，但铁矿石和能源价格的上涨应该会增加出口。然而，强劲的商业信心表明，资本支出料将保持强劲。就业增长应该支持消费者支出，但利率上升预示房地产行业可能会降温。

瑞士

瑞士经济应受益于其主要贸易伙伴的持续健康增长。由于瑞士国家银行可能会在欧洲央行开始加息之前保持利率不变，瑞郎的强势应该会减弱。同时，由于移民人数稳定在较低水平，国内需求增长可能会减弱，而租赁单位供过于求会导致建筑活动放缓。

印度

虽然2019年印度可能仍然是世界上增长最快的大型经济体，但2018年全球金融环境的紧缩确实构成了下行风险。由于油价上涨以及自2018年1月以来卢比对美元的贬值，经常账赤字扩大，因此，央行可能需要更实质性地收紧货币政策。

亚洲新兴经济体（中国除外）

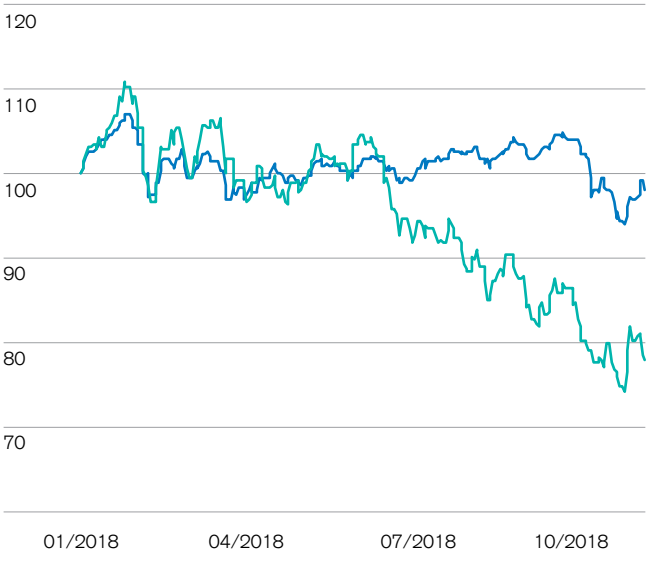
由于中国大陆增长放缓，尤其是技术出口增长放缓，南韩、台湾和香港的增长可能会略有放缓。在东南亚，由于投资和消费稳健，可能会继续保持大幅增长。然而，对于外部收支较弱的经济体（印尼、菲律宾）而言，采取紧缩货币政策来稳定货币会带来下行风险。

关注地区：中国

我们预计中国的国内生产总值(GDP)增速将放缓，在2018年为6.6%，2019年将降至6.2%。此预测反映了我们对该政府规划经济发展道路所持的看法。

美国提高关税的影响，更可能会对中国经济增长的组成结构产生较大威胁，而对其总体增长率的威胁相对要小一些。我们估计，如果美国对2500亿美元的中国进口商品征收25%的关税，将使中国的GDP减少0.9%左右。然而，我们相信中国政府应该能够通过投资刺激与人民币贬值（幅度在3%至5%）的双重组合手段，抵消约0.4%至0.5%的负面影响，同时保持小幅度经常账户盈余（占GDP 0.3%）。

美国关税威胁令中国股市受压
MSCI世界指数和MSCI中国指数
(指数基准为2018月1月1日=100)



最后数据点： 2018年11月9日
来源： 彭博、瑞信

如果美国与中国在2019年初达成贸易协议，我们预计中国出口增长的强劲程度将超过我们的基本预期水平，但政府刺激力度将会减弱。即使在这种情况下，GDP增速也不太可能高于我们预期的6.2%，因为我们预计该国政府将利用贸易紧张局势缓和创造的机会，重新实现国内去杠杆化。

对增速、流动资金收紧以及中美贸易冲突升级的担忧，在2018年下半年使中国股市承受了重大压力。中国股市的大幅下跌，导致中国股市的估值比全球其他任何主要股市都要低；在撰写本文时，MSCI中国指数的12个月预期市盈率为9.5倍。这似乎意味着，中国股市几乎完全排除了解决贸易冲突的可能性，同时也反映了当地和全球经济显著放缓。

展望2019年，贸易风险很可能继续拖低股市的情绪。也就是说，不应该排除缓和紧张局势的可能性，尤其是贸易冲突的负面影响在美国变得更加明显的情况下。此外，人们也不应低估中国政府的能力，该政府很可能利用一系列政策组合手段（包括减税、信贷刺激和货币贬值）来消除潜在的经济下滑。市场普遍估计MSCI中国指数内的公司在2019年的盈利增长率将超过15%，虽然该预期水平可能有些偏高，但随着人民币继续逐步贬值，加上财政和货币双重刺激措施的启动，我们有信心实现两位数的盈利增长率。在我们看来，这将为中国股市提供一个下限水平，中国股市在2019年很可能实现反弹，取得回报。

关注地区：日本

在2018年，日本的国内生产总值（GDP）预计增长了1.3%。到2019年，实际GDP增速估计将降至1%，略有放缓，而通胀仍大约保持在0.8%的水平不变。

由于各个公司企业正在努力弥补日益加剧的劳动力短缺问题，因此，企业投资预计仍将是一个重要的增长推动力。也就是说，自2013年前后以来，日本的劳动力实际上始终以十分强劲趋势持续增长（见图表），这在一定程度上是政府政策（「安倍经济学」）产生的效应。在该政策的鼓励下，女性和老年人的参与率大幅提高。但展望未来，人口发展趋势将限制进一步增长；特别是女性参与率已经达到与男性相同的水平。安倍首相目前正在实施引入外国劳工政策，此政策可能使日本劳动力市场进一步发生重大变化。为了成功地引入外国工人，招聘系统和管理系统将不得不改变。除了投资，旅游业已经成为经济增长的重要推动力。仅在2018年的上半年，就有将近1600万外国游客赴日旅游，同比增长15%以上。随着2020年奥运会在日本举办，旅游业至少可能还会继续增长两年。

中国和美国是日本最大的贸易伙伴，因此经济增长的下行风险主要源于中美贸易争端。如果争端升级，日本公司可能需要改变供应链，而出此下策将使日本公司付出高昂的代价。为了抵消这些风险，一方面，日本政府正在努力利用修订后的11国跨太平洋伙伴关系协定（TPP11）计划以及日本—欧盟经济伙伴计划(EPA)来促进自由贸易，另一方面，日本政府也在与美国政府进行磋商、讨论。第二个周期性下行风险源于日本政府承诺在2019年实施第二次消费税上调。同时，日本政府可能会采取一些抵消性的财政刺激措施。此外，日本央行预计将把任何重大的货币紧缩政策至少推迟到2020年，这可能会略微提高此前长期债券收益率的目标。

我们对日本股市的前景持适度乐观态度。在我们的基本估计中，我们预计会产生个位数的回报收益。美中贸易争端的解决将为股市注入一针兴奋剂，而对长期增长的担忧往往会阻碍估值的扩大。日元也会影响股市。预计美元兑日元的汇率将保持横行波动，美国经济增长和利率走高将支撑美元，而强劲的对外均衡和低估值将支撑日元。

安倍经济学使劳动力参与率大幅上升
日本劳动力，单位：百万人口

最后数据点： 2018年9月
来源： Datastream、瑞士信贷

超级趋势：投资变革

2017年5月，我们采取了新的股权投资方式，推出了五个超级趋势。这些长期投资主题似乎触动了投资者的心弦。此外，它们已产生优异的绝对正回报。

由于金融市场依然不稳定，投资者今天正在寻找新的投资方法。其中，包括影响力投资等不断发展的领域以及传统资产类别的新方法。2017年5月，我们推出了五种超级趋势，作为投资全球股市的另一方式。当时，投资者已经面临日益复杂的全球股票投资环境，某些市场的估值过高，各个行业和地区的业绩差异很大。我们认为，量化宽松时代中成功的被动股权投资趋势（如有关全球股票指数的交易所交易基金(ETF)）未来将无法产生同样的良好业绩。

差异化方法

我们开发了超级趋势指标，旨在投资全球的上市股票，但针对非常明确的高信念主题。那些主题是基于多年的社会趋势，我们认为这些趋势可能会在未来几年以有意义的方式促进经济政策、公司业绩和股票表现。它们涵盖的主题包括人口老龄化和千禧一代、技术进步、多极世界的崛起以及全球基础设施的升级。

这些结果令人信服。例如，在技术主题范围内，我们投资了人工智能、虚拟现实和健康技术等领域，在过去一年半的时间内，所有这些领域都取得了高达两位数的回报。在另一方面，基础设施是表现最差的，但随着2019年侧重于基础设施支出的经济政策出台，该领域有望获益于新的催化因素。

迄今为止，将超级趋势股票或产品添加到其投资组合的许多客户，都采用卫星资产配置法来补充现有股权。但是，随着时间的推移，假如超级趋势继续带来我们预期的业绩，我们预计投资者可能会越来越多地将其股票投资组合中的更多份额，增持这些主题的股份，从而将其转变为主流持股。

关注可持续性和影响力

同样，我们发现投资者越来越多地寻求构建符合环境、社会和治理(ESG)标准的投资组合。越来越多的投资者眼光更进步，希望投资能取得特定的社会或环境效益。我们的超级趋势之一 — 千禧一代的价值观 — 已经反映了这一日益重要的投资趋势：它只保留符合最低ESG标准的股票。

新的影响力投资方案能解决我们当前时代的两个关键问题：医疗保健和教育。通过我们的分析和产品，瑞信充当资本需求（例如寻求大学教育的学生）与这些领域的投资者需求之间的中间媒介。对于瑞信将影响力投资纳入主流投资所采用令人兴奋的方法，以下几页提供了更多资料。

为什么采取理性可持续投资

可持续和影响力投资取得了显著增长。联合国可持续发展目标(SDG)提出了积极释放资本、促进变革的迫切需要。使这些目标具有可投资性是可持续和影响力投资的主要趋势。

近年来，可持续金融和影响力投资得到了显著增长。全球可持续投资联盟的数据显示，机构投资者尤其推动了全球对可持续投资的需求，2016年，该市场的规模达到了23万亿美元。对于我们所服务的其他主要客户群（包括基金会和私人财富客户），投资兴趣和需求也显著增加，其中，任务推动型下一代客户的推动力非常强劲，我们将其作为我们超级趋势的一部分。

可持续和影响力投资者确定的最高投资目标是通过缓解风险和投资组合多样化，来实现有吸引力的回报，当然，也会对世界产生重大影响。

谨慎选股

在谈到基于环境、社会和治理(ESG)因素的可持续投资话题时，应该对公司进行筛选，以排除有争议或违反基本规范的实体，并通过选择业内最佳实体来促进可持续投资。目前，出现了越来越多的质量数据点，从而支持这些投资目标，包括高ESG得分与财务业绩之间的紧密关联性，其中，以ESG因素作为未来收益波动的预测因子，并且作为市场调整期间的防御性避险措施。

影响力金融和投资很重要

可衡量的影响力投资取得了进一步的发展，是解决联合国17个可持续发展目标所需的巨大资金缺口的关键措施。在这些目标中，高等教育作为具有深远影响的投资项目脱颖而出，因为它创造了一个稳定的中产阶级，可以支持和发展更广泛的经济和社会。联合国表示，在发展中市场，小学教育入学率达到91%。然而，由于许多家庭的财务资源有限以及政府面临的融资挑战，许多年轻人无法继续在中学学习，而能上大学的更少。

在影响力金融中创建创新结构，使投资者能够投资高等教育项目，从而为其带来市场回报。学生可以以适当的利率获得资助，使他们能够进入优质大学学习。这类贷款的质量很高：这些学生的还款率通常远高于平均水平。证券化债券的投资是多元化的，为优秀学生提供数百个与资本市场相关性较低的优质贷款。

理性投资

瑞信回顾15年来在教育、普惠金融、气候变化、性别视野投资和经济适用房方面的成功影响力投资。基于这些经验，我们可以自信地说，理性投资是投资可持续性和有影响力的公司和机会的最简便方法。

「让爱传出去」——影响力投资和教育

因为投资者寻求既能够产生财务回报，同时产生可衡量的积极社会和环境影响的投资，所以影响力投资经历了爆炸式增长。该领域与联合国17个可持续发展目标保持一致，其中包括性别平等、清洁水、零饥饿以及小学、中学和大学的优质教育。

对于低收入国家的学生来说，似乎无法克服高等教育的壁垒。根据联合国教科文组织的数据，虽然发展中国家91%的儿童入读小学，但在最不发达国家中，只有十二分之一的年轻人能够获得中学水平的技能。

由于父母的财务资源有限，且政府面临融资挑战，许多年轻人无法继续在中学和高等教育学习。此外，高等教育的捐款仅占全球捐赠的一小部分。在塞拉利昂，普通人工作100多年的工资才等于哈佛大学一年的学费。

在访问中，瑞信最近成立的影响咨询与财务部(IAF)首席执行官Marisa Drew分享了投资者如何在教育方面带来积极的改变。

教育中对私募融资的需求有多大?
私募行业的介入是非常必要的。在2015年报告中，联合国教科文组织估计，2015年至2030年期间年度教育资金缺口至少为390亿美元。联合国教科文组织呼吁为实现以下远大的可持续发展目标提供更多更好的融资：在所有国家，不分性别，提供适合各个阶段的优质教育。

在教育方面，整体影响力投资市场的发展情况如何?
今天，与清洁能源等其他可持续发展目标相比，教育的影响力投资市场相对较新。从历史上看，教育的资金在很大程度上依赖于慈善界和非营利行业。2018年全球影响力投资网络(GIIN)调查显示，影响力投资的总资产管理规模(AuM)中，只有4%用于教育。但是，私募行业越来越意识到存在巨大资金缺口。根据GIIN的调查，受访的影响力投资者中，有20%在2017年部署资金在教育上，36%计划在2018年增加对教育的投资份额。

「瑞信相信教育投资的乘数效应。

哪些因素激励人们投资教育行业?

我认为, 对私募客户来说, 最大的激励因素之一是他们自己受惠于优质教育。对发展中国家的客户来说, 尤其如此, 因为在这些国家, 普及教育是一种特权而非权利。他们经常觉得教育是他们通往幸运生活的「彩票」, 他们希望将得到的恩惠传出去。

该领域的财务回报与风险如何?

影响力投资的一个关键原则 — 这对投资者来说非常重要 — 是投资必须与衡量影响力的承诺相伴而生。这存在两种策略: 影响力投资者可以寻求实现与特定资产类别的传统回报一致的回报; 或者他们可以产生优惠回报, 其中, 一部分回报以投资影响力的形式出现。尽管大多数影响力投资往往出现在私募市场上, 而私募市场的特点是投资持续时间较长且流动性较为有限, 但是影响力投资的风险与传统资产类别相同。

为什么瑞信认为教育是具有吸引力的投资领域?

瑞信相信投资教育的乘数效应。盖茨基金会最近的一份Goalkeepers报告*强调了对年轻人教育和医疗保健的投资以带来各种机会的重要性。如果个人对教育的投资有助于降低死亡率, 提升和平与安全, 遏制气候变化的影响, 使人们脱离极端贫困并促进经济繁荣 — 同时产生财务回报 — 我们认为该投资的吸引力是不言而喻的。

備註 * gatesfoundation.org/goalkeepers/report

金融市场

简介

预测资产趋势

2018年，美国金融市场进入经济周期的后期，其特点是利率上升、收益率曲线趋于平缓。我们的2019年基本看法预计美国的收益率将进一步轻微上涨。这说明美国固定收益投资者应该延长债券期限。在美国以外收益率更低的核心债券市场上，应持续保持短期期限。在信贷方面，风险 —— 回报权衡而言，高收益债券好于投资级债券。在盈利增长强劲的背景下，股票应继续跑赢大盘。新兴市场(EM)资产因美国货币政策收紧而面临压力，只要美国加息和美元走强的风险减弱，新兴市场资产应重新获得支撑。

特定行业的增长实力

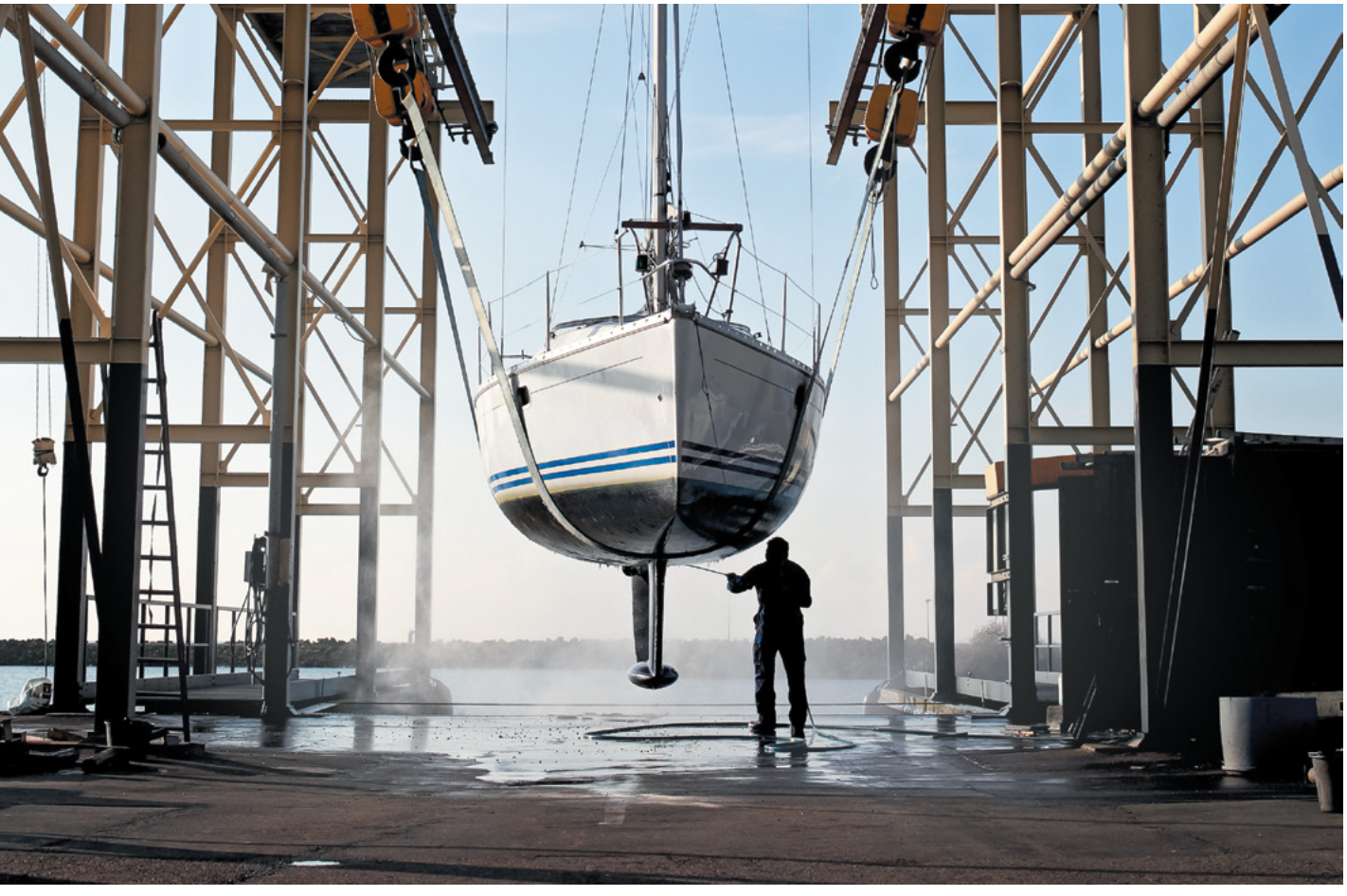
尽管出现了一些波动，但科技股在2018年继续跑赢大盘。我们预计2019年经济增长将恢复常态。但是，根据后期循环模式，成长股一般应继续跑赢大盘。这应该包括医疗保健行业，如果公司在基因治疗等领域取得突破，那么其股票的表现会更加突出。一些周期性行业（如以资本支出为导向的工业）也有望获得支持。在欧洲，低迷的金融股应受益于收益率上升，而在美国，收益率曲线平缓可能会对该行业构成压力。由于利率上升，房地产股也可能继续承压。

货币走向如何?

2018年，美元兑其他主要货币出现了温和上涨，但是，兑多种新兴市场货币则大幅升值。进入2019年，我们对欧元 / 美元汇率持中性态度。虽然收益率差距继续支撑美元，但美国以外的国家开始收紧货币政策，这可能会对货币产生影响。估值继续支持英镑及一些新兴市场货币，其中，一些货币也得到了更大「利差」优势的支撑。在避险货币中，相对于更昂贵的瑞士法郎，我们更看好被低估的日元。

后期增长的定位

随着美国从经济复苏和膨胀过渡到经济过热，许多资产市场的回报可能会发生变化，这对投资策略具有重要意义。我们仍然认为股票预计会跑赢其他资产类别。



对于全球金融市场而言，美国经济周期仍然至关重要。

2018年，预料之外的政局发展对金融市场产生了相当大的影响，到了2019年，该影响必然继续存在。然而，经济周期仍将是市场的主要推动力。根据经济周期的发展阶段，主要资产类别的表现往往会有很大差异。在制定2019年主要资产类别的基本看法和风险情况和确定我们的投资策略时，我们已考虑了这些因素。

为什么美国的经济周期最重要

对于全球金融市场而言，美国经济周期仍然至关重要。虽然美国经济现在占全球经济的比例略高于20%（根据购买力差异调整后不到15%），但美国股票市场仍占全球股票市场的54%（MSCI AC世界指标）。虽然美国高级债券市场占全球债券市场的份额较小（占41%），但美国债券收益率是全球资产市场的主要推动因素，因为美元仍是无可争议的全球储备货币。因此，尽管美联储的决策在很大程度上受到国内考虑因素的驱动，但其政策决定了全球大部分流动性的「价格」。此外，大多数全球固定收益资产基于美国国债收益率曲线而定价。鉴于美国经济和利率周期对全球市场的强大影响力，我们关注2019年的美国利率基本看法和风险状况。

2019年金融市场预测 / 表现

股市*	截至2018年11月7日的表现	2019年的预计总回报
美国股市	6.78%	5.50%
欧洲货币联盟股市	-4.21%	4.00%
瑞士股市	0.14%	4.80%
英国股市	-4.04%	5.00%
日本股市	-6.31%	1.50%
新兴市场股市*（以美元计价）	-7.04%	8.30%

债券收益率	截至2018年11月7日	预计2019年底
10年期美国国债收益率	3.24%	3.30%
10年期德国国债收益率	0.45%	1.00%
10年期瑞士国债收益率	0.02%	0.50%

信贷利差	截至2018年11月7日的表现	2019年的预计总回报
全球投资级债券**	-1.82%	-1.00%
全球高收益债券**	1.09%	3.00%
新兴市场HC债券***	-4.59%	5.00%

货币与商品	截至2018年11月7日	预计2019年底
欧元/美元	1.14	1.20
美元/瑞士法郎	1.00	1.00
欧元/瑞士法郎	1.15	1.20
美元/日元	113.53	105.00
英镑/美元	1.31	1.40
美元/人民币	6.93	7.20
黄金（美元 / 每盎司）	1228.51	1250.00
原油期货（美元 / 每桶原油）	61.89	67.00

* 表现和预期回报指总回报，包括股息。市场是指本地货币的MSCI国家 / 地区指数。2013年11月7日 – 2018年11月7日期间，这些指数的表现（按时间顺序排列）如下：MSCI美国指数：18.5%, 5.4%, 3.5%, 24%, 10.6%；MSCI欧洲货币联盟指数：3.8%, 19.7%, -7.1%, 26.5%, -6.8%；MSCI瑞士指数：10.3%, 5.2%, -8.9%, 23.4%, 1.6%；MSCI英国指数：1.5%, -0.5%, 11.4%,14.6%, -1.3%；MSCI日本指数：17.6%, 15.3%, -12.3%, 34.7%, -6.4%；MSCI新兴市场指数：5.9%, -0.8%, 6%, 29.2%, -6.7%。

** 巴克莱全球投资级企业和全球高收益指数

*** 摩根大通EMBIG Div（主权指数）

来源： Thomson Reuters Datastream、瑞信
最后数据点： 2018年11月7日

历史和 / 或预测的业绩指标和金融市场状况不是当前或未来业绩的可靠指标。

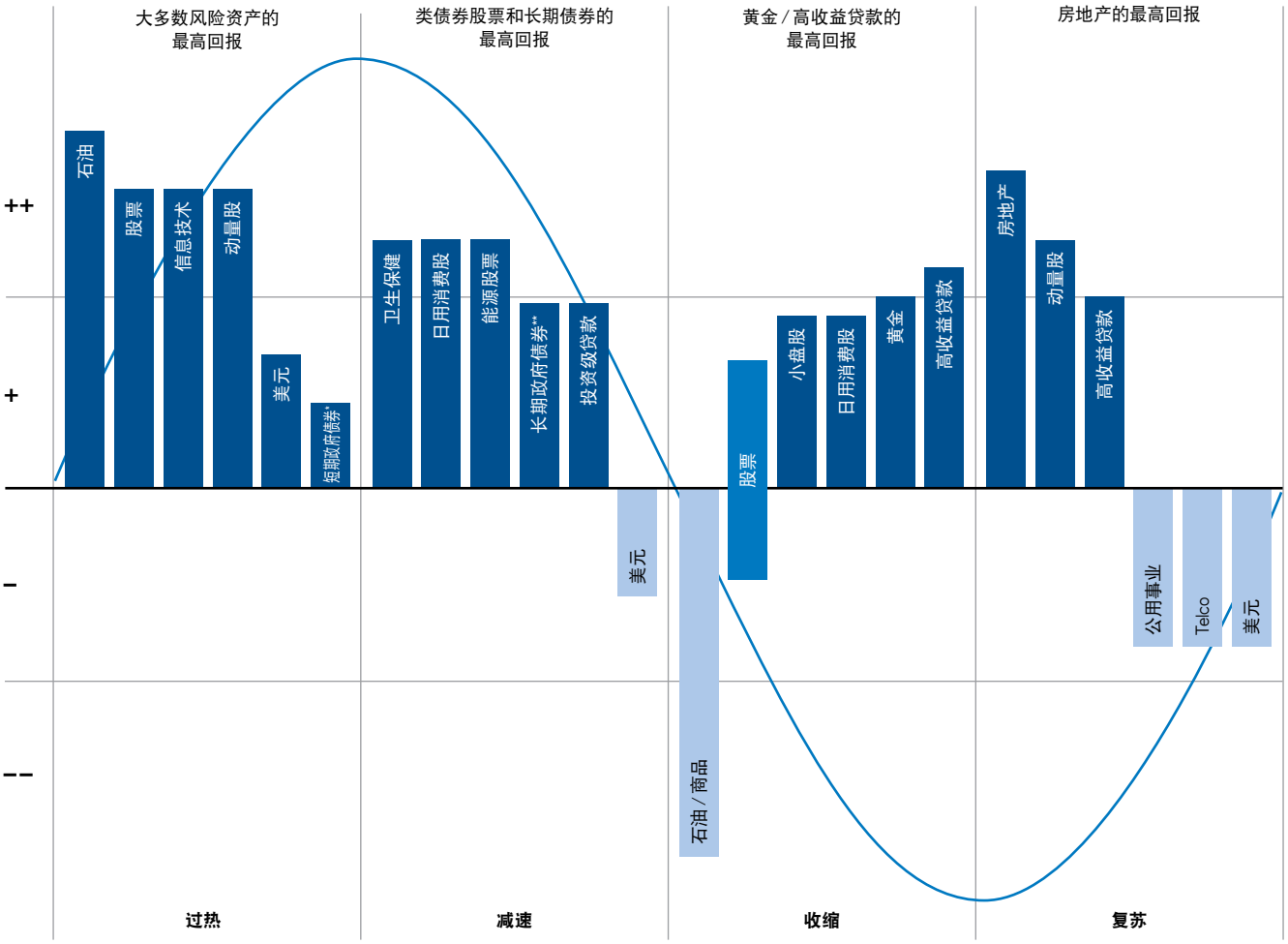
美国经济仍在正轨上

我们对于2019年美国经济的基本看法预测，美联储的进一步紧缩政策与财政刺激措施的逐渐消退，将共同抑制经济过热，并且可能会出现一些放缓的迹象。主要风险将是持续的强劲增长和经济过热。相比而言，在2019年，全面收缩的风险似乎非常有限。

我们基本看法主要表明，美国收益率曲线进一步趋于平缓。在长期过热的风险情况下，长债收益率会进一步上升，收益率曲线会向上移动。相反，如果经济较早放缓，那么收益率曲线就会倒挂。美国收益率曲线趋于平缓的预期，说明美元投资者应准备在2019年延长投资期限。同时，在投资组合中增加通胀保护债券，将有助于防止可能出现持续的过热阶段。

只要全球经济在2019年避免收缩（正如我们所假设的那样），我们的分析表明信贷表现应该优于国债。

整个商业周期中的资产类表现形式



* 短期政府债券
** 长期政府债券

最后数据点： 2018年8月31日
来源： 瑞信、彭博

备注： 该图显示了在美国以下四个经济周期阶段或制度中的典型资产类别表现模式（样本期间1990 年–2018 年8月）：
1) 「过热」阶段的特点是经济增长仍高于趋势且通胀上升。
2) 「减速」阶段通常发生在政策制定者停止过热的措施后。
3) 如果这些政策过于苛刻或出现其它负面冲击，那么可能会出现彻底的「收缩」或衰退阶段。
4) 「复苏」阶段是该周期低点之后的时期，即衰退的低谷，通常包括相当长的经济膨胀时期。

「只要美国加息和美元走强的风险减弱，新兴市场股市就会受益。

对基本看法或甚至过热情况的信心越大，便更值得对高风险债券配置更多。然而，重要的是要评估估值是否支持这种风险。在编写本文时，美国高收益债券利差为350个基点以上。这似乎为强劲的经济形势提供了合理的缓冲，但对于任何重大的负面意外事件和违约率上升来说，几乎没有回旋余地。美国的高收益债券仍然面临特殊风险，尤其是能源价格。

然而，美国投资级债券的吸引力似乎不大。尽管美国公司的现金头寸仍然很高，但由于股票回购和投资支出增加，杠杆率自2014年以来大幅增高。此外，根据历史标准，利差仍然偏紧，基准期限偏长，因为公司直到最近才利用低收益率环境发行更长期债券。因此，在这两种风险中，这种子资产类别往往会跑输国债。混合配置国债和高收益债券似乎是更好的选择。

新兴市场债券的前景更加光明

对于非美元债券板块，新兴市场(EM)可能最受美国利率发展影响。事实上，2018年的情况提醒人们，美元流动性收紧会对新兴市场资产造成严重压力。然而，如果我们的基本看法情况得以实现，并且迫使美联储放松其紧缩政策，那么新兴市场的硬通货债券应该会跑赢大盘。如果美联储降低对新兴市场货币压力的步伐不那么急速，那么新兴市场的本币债券也应该表现向好。新兴市场本币债券的主要风险之一是中国：如果人民币进一步贬值，那么其他新兴市场货币可能会面临新的压力。

最后，日本、欧元区和瑞士等其他硬货币区域的债券受美国经济和利率周期的影响较小。国内经济发展和货币政策更为重要。在我们的基本看法中，这些地区的经济增长应该保持强劲，货币政策应该开始走向正常化。由于大多数市场的收益率仍然极低，2019年的回报可能很低，甚至为负。

因此，在这些市场中，确保短期债券配置仍然是必要的。在信贷方面，由于银行资产质量应继续改善，高级贷款在欧洲仍然具有吸引力。然而，欧洲信贷的特定极端风险，在于意大利不依财政纪律以及对意大利可能退出欧元区的担忧。

股票仍然具有潜力

在经济周期的后期，股票通常继续跑赢大多数资产类别。因此，除非估值过高或发生收缩，否则股票仍应受到青睐。尽管如此，不同行业的表现可能会因对利率的敏感程度而有很大差异。对于投资风格，在经济周期的后期，动量股往往表现向好。这应该有利于信息科技等大型领先行业，在编写本文时，我们将其作为首选行业之一。

与债券非常相似，新兴市场股市往往受到美国经济和利率周期的显著影响。只要美国加息和美元走强的风险减弱，新兴市场股市就会受益。尽管如此，由于中国和其他亚洲股市在MSCI新兴市场指数中的重要性，亚洲经济增长对新兴市场股市的影响力强于对新兴市场债券的影响。实际上，中国国内市场规模如此之大，以至于其自身的商业周期会对新兴市场股票产生重大影响。我们认为，中国的基本情况是经济增长进一步放缓，以及随之而来的稍宽松货币环境，这将对股市提供支撑。虽然美国经济持续强劲增长也将支持中国和其他新兴市场股市，但仍需谨慎看待中美贸易冲突进一步升级的风险。

美国以外的发达经济体的大多数股票市场 —— 加拿大除外 —— 对美国利率周期和经济的依赖程度也较低。2018年，因为科技公司的权重较低且极低的利率继续对金融股造成负面影响，所以大多数发达市场股票指数落后于美国指数，而极低的利率继续影响着金融股。在欧洲，政治风险可能会加重表现不佳的状况。但是，除非意大利引发新一轮危机，否则欧元区市场可能会迎头赶上。在这种背景下，稳定的经济增长和利率的实际增长将支持金融股和其他内向型欧元区股市。

中国的需求料将支持大宗商品

除贵金属外，大多数商品往往是高度周期性的资产。在大多数情况下，它们在商业周期的后期持续表现向好。但是，利率大幅上升和美元走强往往会减缓大宗商品价格的上涨。由于我们认为利率和美元将保持相对温和，该因素在2019年不应发挥主导作用。只要中国对商品的重大需求保持不变，周期性商品应该继续得到支持。

> 「展望2019年，我们的基本看法预示股票应保持超配状况。

美元面临下行压力

2019年美元走势很难预测。在过去的后周期阶段，尤其是当美国收益率曲线倒挂（即市场认为货币政策过于收紧）时，美元就会出现反弹。一旦经济放缓，美联储开始采取宽松政策，美元就会出现贬值。我们认为美联储在2019年不可能过度收紧银根。相反，欧洲央行(ECB)和日本央行(BoJ)的任何略微强硬的政策都会有助于欧元或日元转强。在该临界点，美国的大幅双赤字可能再次发挥作用，并对美元构成下行压力。

2019年的投资策略

在展望2019年时，我们的基本看法预示股票应保持超配状况。但是，美国投资者应该开始延长债券期限。新兴市场债券和货币的估值似乎颇具吸引力，但中国存在风险，新兴市场股票也是如此。在信贷方面，高收益债券似乎提供了比投资级债券更好的风险回报。对商品的需求应保持强劲，而支撑和削弱美元的因素可能几乎处于平衡状态。

焦点

美国收益率曲线倒挂: 我们需要担忧吗?

2018年期间, 美国收益率曲线显著平缓, 短期利率的上升远超长期收益率。过去, 平稳或倒置的收益率曲线与经济衰退同时发生 (见图表) , 这就是为什么上述状况会使人们对当前美国经济增长前景的乐观预期产生怀疑。

这就是更平坦的收益率曲线预示着经济放缓的原因: 中央银行通常会提高短期利率, 以降低强劲经济扩张期间出现的通胀压力。这降低了债券收益率中的通胀预期成分。然而, 央行的措施也提高了实际收益率。然后, 借贷成本上升, 使经济发展放缓。收益率曲线倒挂表明债券市场已经开始预料到未来宽松的货币政策, 反过来, 这说明央行过度收紧银根, 增加了衰退风险。

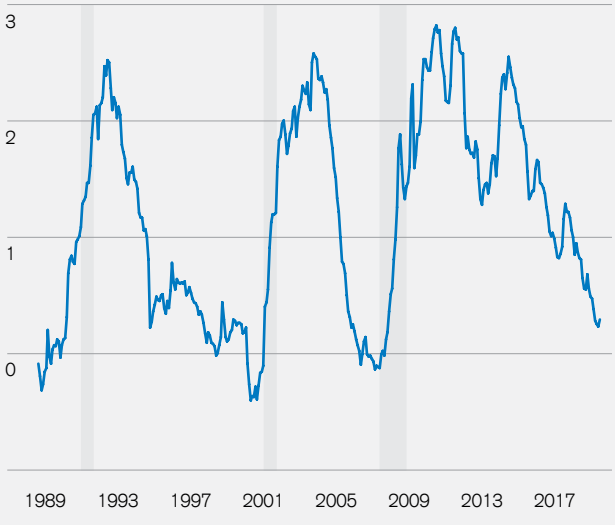
「这次情况不同」— 或许不是

一些人认为, 收益率曲线比过去更平坦存在结构性原因。例如, 他们认为长期溢价 (即投资者持有长期债券所额外收取的利息) 应该比过去更小, 因为中央银行采取具体措施来对抗通货膨胀, 从而永久性地降低了通胀预期, 使得从根本上降低了通胀风险。特别因为本周期中的走势曲线与过去的各个周期一样陡峭, 并且美国的通胀预期实际上已回到平均水平, 所以我们对该观点持怀疑的态度。此外, 一些因素 (包括政府债务大幅上升) 表明, 长期溢价实际上应高于过去。因此, 我们认为忽视收益率曲线倒挂 (作为经济衰退的警示标志) 是草率的。

即便如此, 尤其因为美联储(Fed)自身可能会将较平缓的曲线作为警告信号, 所以我们实际上并不认为该曲线会在2019年出现倒挂。如果该曲线变得"过于平缓", 那么美联储可能会暂停紧缩措施, 使该曲线再次变得陡峭, 以应对较宽松的政策。

收益率曲线趋于平缓

美国10年－2年国债收益率息差 (以%计)



最后数据点: 2018年10月30日
来源: 瑞信、彭博

行业观点

全球大多数行业的前景依赖于全球或区域商业周期。在杠杆率很高的情况下，利率变动将产生重大影响。此外，科技发展迅速继续激励创新者，并颠覆许多老牌公司的业务。

2018年，行业表现存在显著差异。两个主要增长领域 —— 信息科技和医疗保健 —— 表现最为强劲，而防御性和某些周期性行业则表现疲软。油价的波动导致能源板块基本持平，而美国收紧货币政策以及美国收益率曲线的相对平缓则对金融业产生了影响。

展望2019年，我们认为一些趋势应继续存在。例如，我们认商业周期后期的资本支出可能会促进工业板块，而创新和更具吸引力的估值可能会提振材料行业。主要问题是信息科技和医疗保健是否会再次产生强劲的回报率。虽然大多数信息科技行业的增长应会缓解，但我们认为创新会继续使该行业充满吸引力。在医疗保健领域，我们也看到了重大进步的空间，例如基因治疗领域。

消费品：电子商务正成为新常态

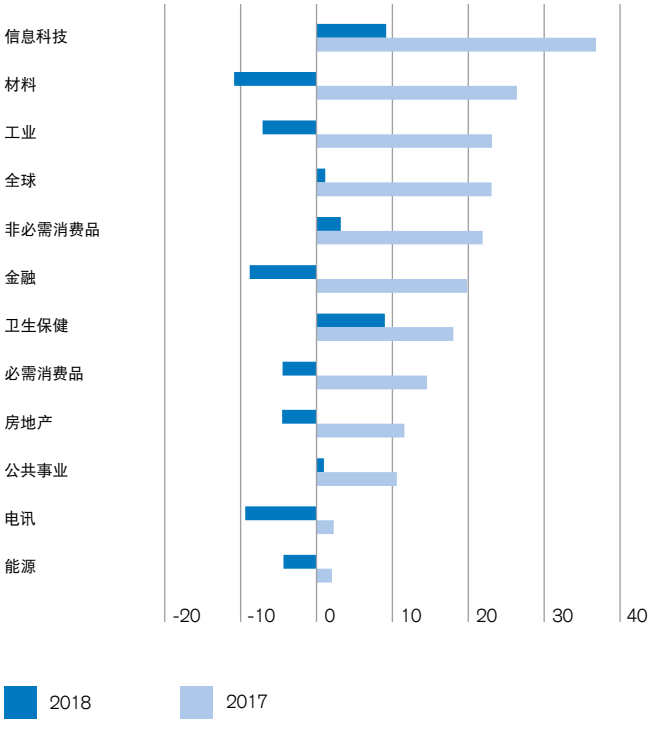
虽然主要风险来自中国和贸易争端，但我们的基本看法认为经济持续强劲增长和劳动力市场紧张，消费行业应从中受益。在中国，汽车等昂贵物品可能会继续承受压力，而结构性增长趋势（如中产阶级的不断扩大）有助于支持包括化妆品和高端酒精饮料在内的奢侈品。对中国征收更高的关税主要会伤害美国消费者。同时，电子商务正成为新常态，在线销售可能会继续强劲增长。一些当前零售商正在成功适应该领域。

能源：重点转向长期增长

因为产量增加和价格上涨可能会推动盈利增长，所以能源板块的前景乐观。估值已恢复到公允水平。随着油价和每股收益(EPS)增长势头最终走向平缓，投资者的关注重点可能转向长期增长。投资者将密切关注美国二叠纪盆地和页岩油行业的可能生产限制条件，以及此类限制对勘探和石油服务公司的影响。炼油厂运输燃料的监管收紧，是另一值得关注的领域。最后，在该领域长期疲软之后，投资者将关注海上钻探的复苏迹象。

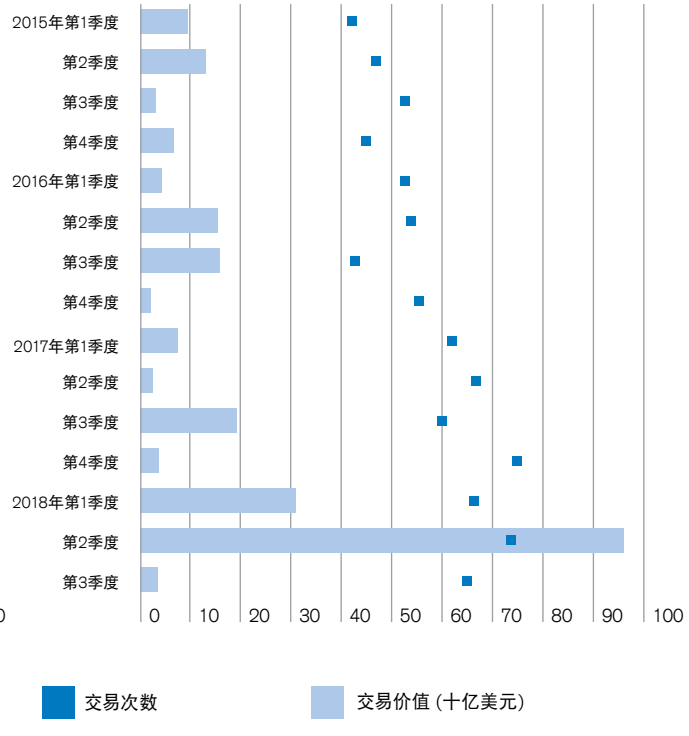
信息科技仍处于领先地位

MSCI全球指数的总行业年度回报率%



最后数据点： 2018年11月8日
来源： 彭博、瑞信

生物技术并购活动大幅增加



最后数据点： 2018年10月10日
来源： 彭博、瑞信

金融: 结构性挑战仍然存在

大多数发达经济体中, 贷款需求不断增长, 这证明对金融股有利。在欧洲, 预期欧洲央行加息下, 收益率曲线变得陡峭, 预计也会有利于金融股, 而美国的曲线进一步平缓, 可能会形成拖累。然而, 国家法规、疲软的资产负债表和供应不足, 正在减缓欧洲银行业急需的行业整合。跨国并购(M&A)更可能出现在保险行业中, 非人寿和医疗保险成为首选目标。尽管有吸引力的潜在股息收益率可以推动子行业的发展, 但是, 对银行而言, 重点仍然是成本控制而不是增长。

医疗保健: 创新和并购推动增长

在美国食品和药物管理局的更积极领导的支持下, 我们预计未来几年将出现生物仿制药的应用浪潮。这应使大公司能够投资于重大创新, 包括基因治疗。这些疗法中, 有些疗法应将于2019年在美国上市, 包括可以接近治疗脊髓性肌萎缩和血友病A的治疗方法。对政治驱动的监管干预措施的担忧正在减弱。不管它们是在内部开发新的治疗方案, 还是并购中小股板块企业, 我们认为跑赢大市的公司是那些引领创新的公司。

工业: 准备迎来后周期增长

工业行业的估值处于周期性高位, 但是, 正如我们所预期的那样, 如果经济增长保持强劲, 那么每股盈利和收入的增长将会受益。由于采矿、石油和天然气以及工业建筑行业的复苏, 资本财货分行业应走强。该行业还应受益于汽车行业的创新以及跨行业机器人技术的进一步投资。

信息科技: 增长逐渐冷却

经过两年半的强劲增长后, 半导体行业的盈利势头可能会放缓。这主要是由于产能的扩大对芯片价格构成了压力。尽管如此, 由于数据中心和通信等行业的芯片需求强劲, 产能过剩是有限的, 而且市场调整应该相当温和。随着公司转向云基础设施、业务流程数字化和超大规模数据中心等领域, 互联网和软件行业应受益。尽管有可折叠屏幕、扩增实境服务和5G网络等创新, 但信息科技硬件行业可能会迎来个人电脑需求放缓, 智能手机市场的增长预计将降低至个位数。

材料: 转移生产和产品趋势

在钢铁领域, 我们预计在强劲需求下, 产量将继续改善。中国国内的环保意识应该会增加对优质铁矿石的需求, 以减少污染。随着中国实施去产能政策, 并转向使用更高质量的铁矿石, 2019年全球钢铁供应应保持平衡。在化工行业, 中国在原料投入方面正在从煤炭转向天然气。通过支付有吸引力的股息和回购股票, 矿业公司应继续向股东返还资本。我们看到化学品行业的强劲主题仍在继续, 包括电动汽车电池技术的发展以及从塑料到可生物降解产品的转变。考虑到中国在该市场的主导地位, 中国增长速度的可能放缓成为该行业面临的主要风险。

电讯: 移动通信强势、而固网疲软

在电讯行业中, 独立市场之间的差异可能仍然显著。在美国, 我们预计无线市场趋势将受益于新的5G产品而得到改善。在欧洲, 监管环境正在改善。随着网络和服务的分离, 网络公司的股票可能会重新估值。尤其是, 如果增长乐观情绪减弱, 那么有吸引力的股息和历史较低的相对估值应吸引投资者。在日本, 随着第四大运营商进入市场, 竞争将加剧。在中国, 因为对于公司自身融资来说5G网络的投资太高了, 所以行业整合即将到来。世界各国政府在物联网等领域推出5G网络和举措的压力, 可能决定该行业的命运。

公用事业: 向更环保、更清洁的方向发展

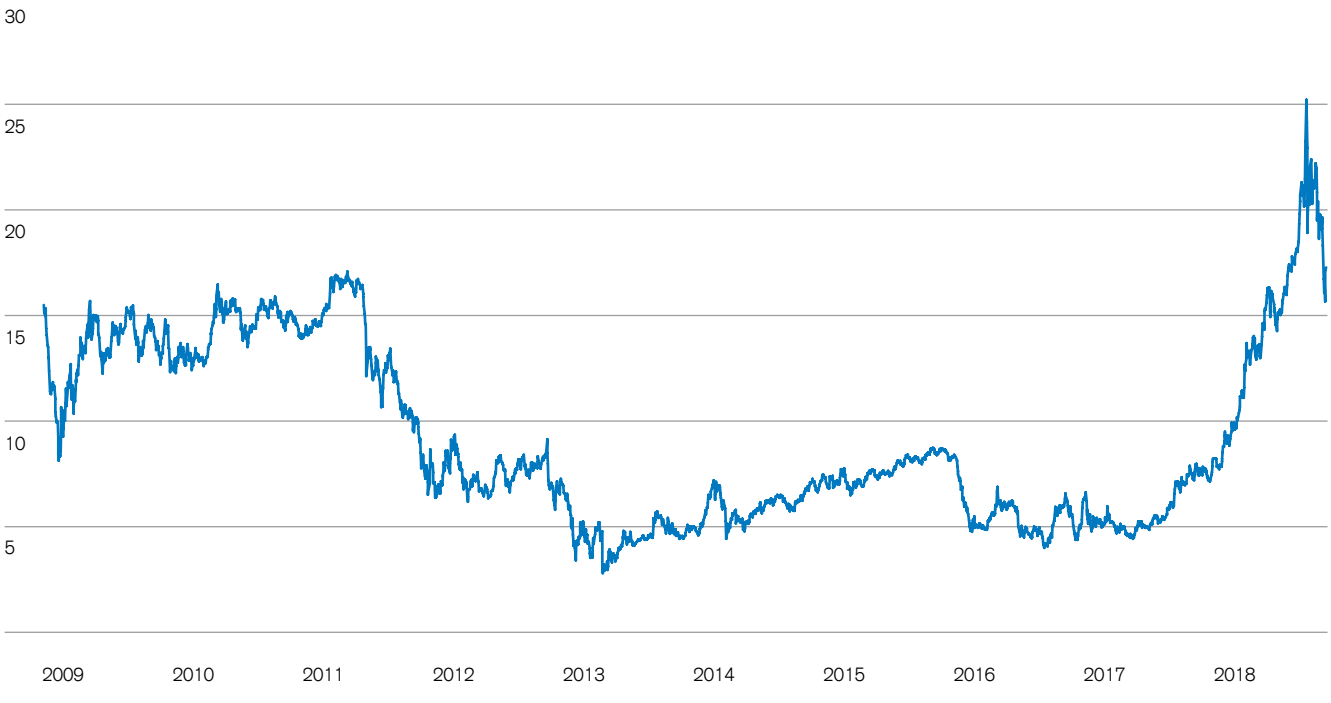
在加息环境下, 受监管公用事业公司的估值可能进一步受压, 特别是在欧洲。受监管的公用事业公司还必须消化西班牙和英国的受监管回报的新关税。此外, 随著成本降至竞争水平, 投资者将关注发电业务中向可再生能源的持续转变。德国和比利时关闭核电厂, 且预计若干国家将关闭煤炭厂, 所以火力发电厂生产商将因此受益。另一个关注领域是近期欧盟碳价飙升。如果这种趋势持续下去, 那么其将支持电价再次上涨, 并为清洁电力发电厂带来意外利润。

房地产: 在逆境中寻找新的机会

房地产行业受到两种相反因素的影响, 即经济增长和收益率上升 (与增长相关) 。从这个意义上说, 由于美国利率大幅上升, 2018年是上市房地产公司的艰难一年。展望未来, 2019年可能出现更多波动。尽管经济增长仍提供了支撑, 但全球货币政策的进一步正常化成为不利因素。此外, 商业房地产市场的定价看来越来越高, 特别是在美国。随着该经济周期日益接近尾声, 投资者须物色及寻求传统核心策略以外的机会。举例来说, 受益于电子商务的持续扩张的物流房地产行业; 或者满足人口老龄化需要的辅助生活和医疗设施。

二氧化碳价格飙升支撑无碳发电

欧洲碳排放交易体系的二氧化碳价格 (欧元/吨)



最后数据点: 2018年11月6日
来源: 彭博、瑞信

货币市场情况

与持有国内现金相比，投资外币通常不会产生超额回报。然而，当货币价值明显被低估时，可能值得进行投资。相反，当风险大幅上升时，持有低收益率的避险货币会有所回报。

2018年，货币市场发生了许多意外事件。各预测报告普遍认为，各主要货币兑美元可以延续2017年的升幅。然而，美国强于预期的增长势头使他们的计划落空。为应对强劲增长，美联储继续加息，而其他发达经济体的中央银行保持温和立场。因此，美元的利率或利差优势（两种货币之间的利率正差异）增加。此外，美国双赤字恶化并未削弱美元。

展望2019年，我们认为美元不太可能进一步飙升。虽然美国经济增长可能仍高于其他发达经济体，但差距应缩小。至于美国央行的利率，它们仍将比其他发达经济体高出很多，至2019年年中前，该差距可能会进一步扩大。如果美国以外的增长和通胀继续攀升，那么美国外的其他央行可能会更早开始收紧货币政策。最后，我们的估值筛选模型表明：美元兑其他主要货币的估值略高。很难说双赤字是否会重新成为美元的风险因素。若美国经济增长明显放缓，则最有可能发生这种情况，但是，我们认为2019年这是不可能发生的。

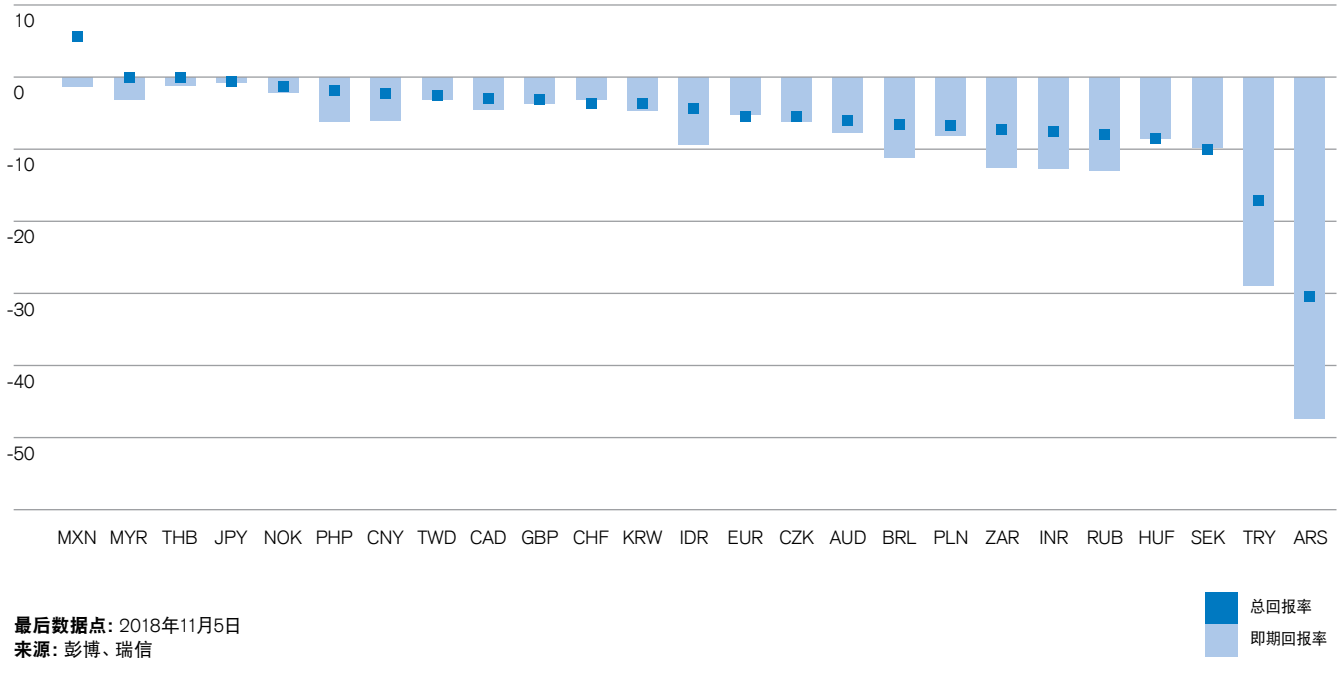
至于新兴市场(EM)货币，我们感觉基本面发生了较大变化：因为许多新兴市场的货币在2018年受到压力，所以他们的政策制定者被迫提高利率。因此，新兴市场货币与美元之间的利差增大，在某些情况下，甚至会非常大。同时，许多货币的估值变得更具吸引力。这表明：假设基本面保持向好的前景，利差和基于估值的策略可能再次有效。具体而言，只有各国家的外部平衡保持稳定，货币才会升值。因此，应仔细关注再平衡方面的进展。

政治道路曲折

2018年，政治事件也影响了某些货币。中美贸易紧张局势不断升温令人民币贬值，而日本与中国的紧密经济联系可能阻止了估值具有吸引力的日元实现升值。

获胜者是……美元

2018年选定货币兑美元的即期回报率及总回报率（以%表示）



最后数据点： 2018年11月5日
来源： 彭博、瑞信

备注： 该图显示了从2018年初到本文编辑截止日期之间的多种货币兑美元的汇率变化。它还显示了这些货币兑美元的长期远期总回报，即正（或负）利率差（即利差）和汇率变化之和。结论如下：利差策略产生了负回报，其中，阿根廷比索(ARS)和土耳其里拉(TRY)的跌幅最为显著。仅次于墨西哥比索(MXN)，只有一种货币利差产生了正回报：美元。

在欧洲，市场对意大利财政政策感担忧，暂时推高了瑞士法郎，而在英国脱欧道路的每个环节，英镑不断处于波动中。展望2019年，我们认为中美贸易冲突不会很快得到解决。因此，人民币可能继续承压。在中国当局继续放宽货币政策的情况下，这种趋势将会持续下去。然而，我们认为中国将谨慎行事，避免为投资者带来不确定性和引发资本外流。

至于意大利与欧盟之间预算赤字的冲突，我们认为欧洲央行不太可能屈服于意大利的政治压力。因此，欧元兑其他货币的汇率受这些紧张局势影响较小。同时，估值仍然高度支持英镑，暗示英国软脱欧可能有助于缩小估值折让。相反，英国硬脱欧及所引起的混乱将加剧对英镑的压力。

新兴市场货币似乎更具吸引力

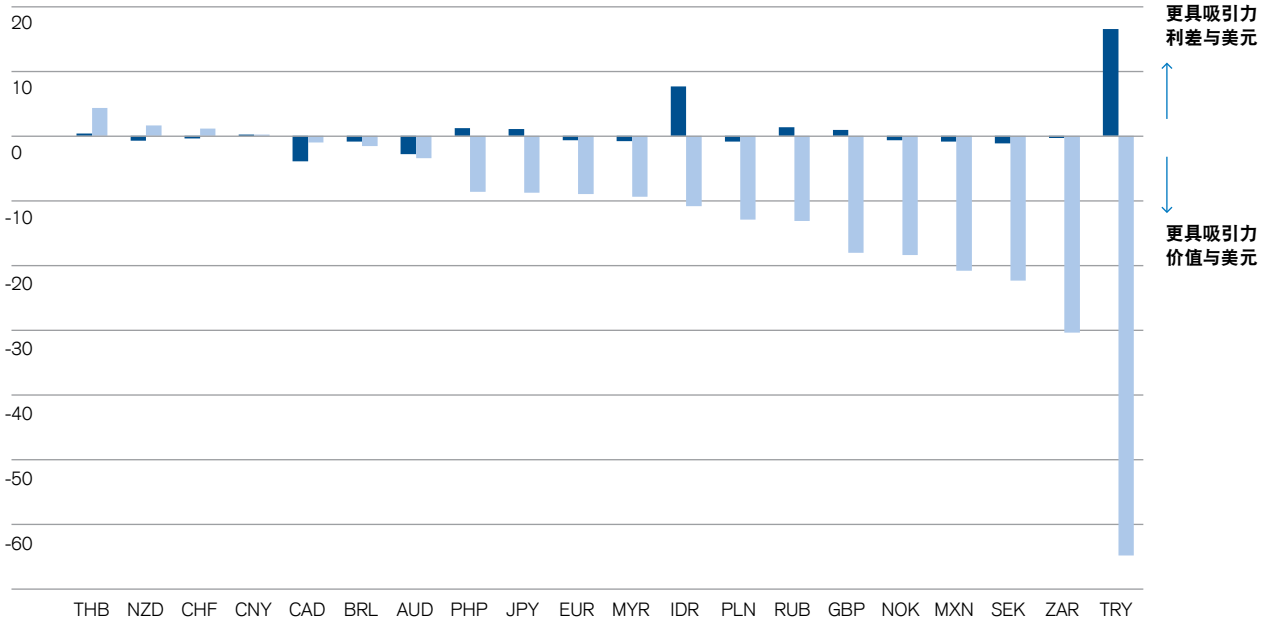
去年的事态发展似乎形成了以下局面：许多货币的价值和利差重叠。因此，在令人失望的2018年之后，投资者可能会获得超额回报。根据我们的估值筛选模板，在发达经济体货币中，英镑、挪威克朗和瑞典克朗似乎很有吸引力。在新兴市场货币中，土耳其里拉(TRY)和墨西哥比索(MXN)似乎很有吸引力。新西兰元(NZD)和瑞士法郎(CHF)看起来很昂贵，而看起来昂贵的唯一新兴市场货币是泰铢。

就利差而言，两种新兴市场货币，即巴西雷亚尔(BRL)和土耳其里拉(TRY)，似乎很有吸引力。总体而言，我们预计新兴市场的通胀情况相当温和，且相对于发达市场（包括美元）存在实际的利率差异，这表明其他新兴市场货币也可能跑赢美元。同时，在美联储收紧货币政策之后，一些传统的发达经济体货币，尤其是澳元(AUD)，已经失去吸引力。在避险货币中，如果贸易战的担忧减弱，那么价值被高估的瑞士法郎(CHF)和价值被低估的日元(JPY)，两者之间的估值差异应该缩小。

总之，持有大量低收益货币现金（即瑞士法郎(CHF)和欧元(EUR)）并在其公允价值范围内交易的投资者，应增持某些上述价值型货币或利差型货币的头寸来提高回报。对于美元投资者而言，由于美元现金回报率上升，因此持有此类头寸的诱因较小。也就是说，由于美元稍被高估，且双赤字可能再次成为风险因素，有限的多元化配置也可能改善投资组合的收益。

2018年重大货币估值调整

公允价值与美元（以%计）以及利差与美元的偏差



最后数据点： 2018年10月10日
来源： 彭博、瑞信

焦点

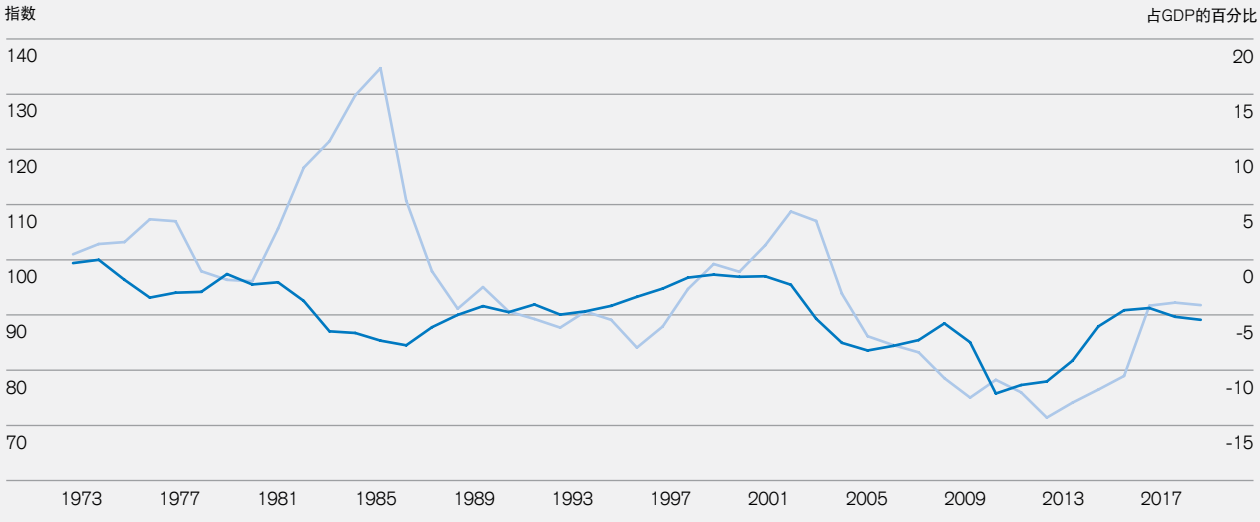
双赤字 — 美元之福或之祸?

所谓的美国双赤字是重大财政赤字和经常账赤字的结合，往往被视为美元的风险因素。但是，其证据有正有反。在1982年开始的美国总统里根的经济繁荣期间，双赤字恶化恰逢美元大幅走强。在所有其他情况下，美元却走弱。这种含糊性是由于财政赤字上升（通常是外部平衡恶化的主要驱动因素）促进了经济增长和抬高了实际利率。后者通常被认为有助于支持货币。如果央行提高利率以抵消更强劲增长和通胀上升的风险，那么实际利率将进一步上升。这种情况发生在20世纪80年代早期，正如里根减税政策生效一样，当时美联储继续奉行严厉的反通胀政策。扩张性财政政策和限制性货币政策的结合，提高了实际利率和美元。

相反，在某些情况下，经常账赤字增加，可能会削弱货币。这是因为经常账赤字的增加要求全球投资者增加对各自货币的投资。为了吸引投资者进行所述投资，货币的补偿风险溢价必须上升。为了获得更高的风险溢价，收益差价必须增加或货币必须变得更便宜，或两者兼而有之。很难说实际利率或风险溢价上升是否会在2019年占主导地位。只要对美国经济增长持乐观态度，且联储局仍保持强硬态度，前者可能会占据主导地位。然而，如果美国经济增长明显放缓，市场对双赤字可持续性的怀疑会增加，这可能会损害美元。

双赤字并不总是伤害美元

双赤字(财政和经常账总和占GDP的百分比)和美元指数(DXY)



最后数据点： 2017年
来源： 圣路易斯联储、瑞信

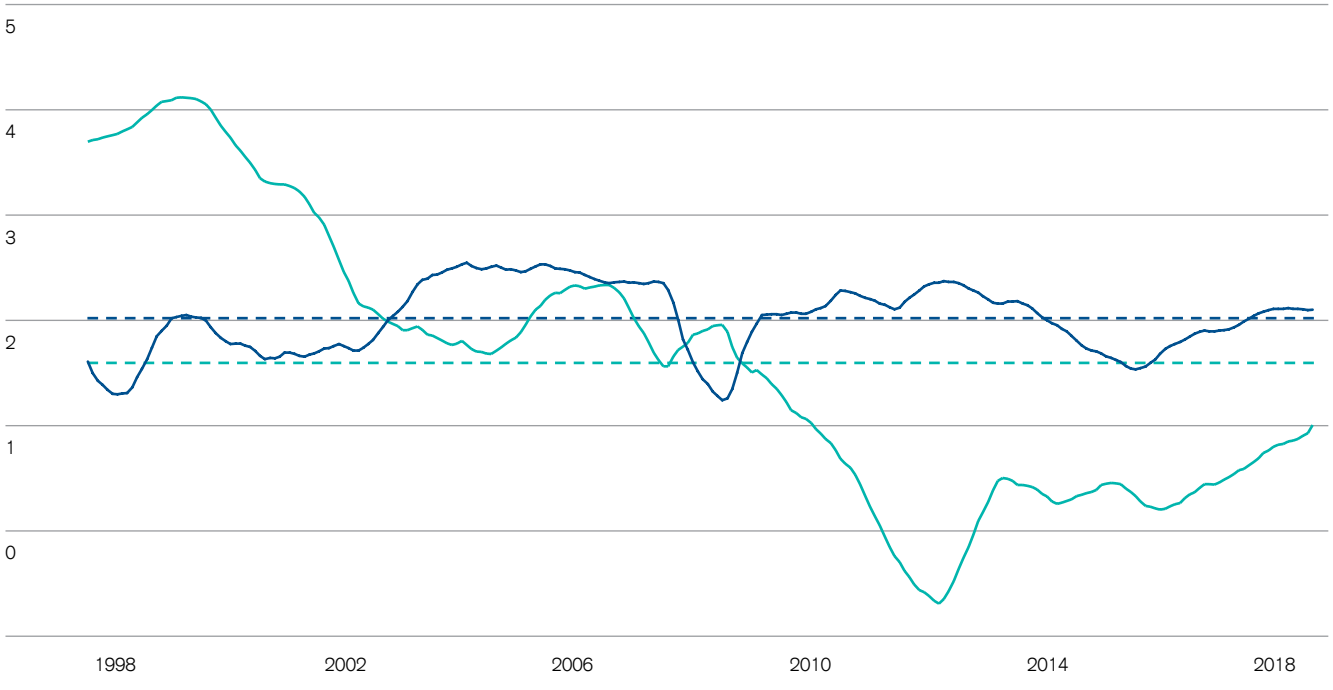
*DXY是美元兑加权一揽子六种外币价值的指数。

2019年投资主题

每年，我们都会确定最重要的投资主题。这次，我们关注的是：利率正常化；区域经济差异；以及新地缘政治制度。我们将全年不断更新这些主题，以便反映瑞信观点的变化。

实际收益率还能走多远？

实际收益率和通胀预期（来自10年期美国国债通胀保值证券，12个月移动平均线，以%表示）



最后数据点： 2018年10月30日
来源： 彭博社、瑞信

主题1:
利率正常化

在本经济周期的后期，经济衰退不会迫在眉睫，投资者不可避免地想知道如何进行投资。我们赞成在投资组合中偏重成长型产品。这说明要聚焦在过去扩张阶段后期一直表现优异的资产，同时，通过多元化更多不相关的收益源来降低市场风险。

我们从过去的周期中能够看到什么？一般而言，在扩张的后期阶段，美国债券收益率已经上升，并且其上升曲线已趋于平缓。然而，重要的是将其划分为前沃尔克冲击（即1981年，美联储将联邦基金利率提高到20%之前）和后沃尔克冲击。20世纪50年代初期，债券收益率随着通货膨胀开始走高，在1981年达到顶峰，然后持续下降，直到2012年。这是非常重要的，因为收益率长期趋势的升跌主宰债券的任何周期分析。

低收益率使信贷缺乏吸引力

收益率的表现是否如1981年后期或20世纪50年代至80年代期间，取决于通胀前景。就目前而言，我们认为通胀不可能突破其25年的范围，因此，债券进入熊市的程度有限。这并不意味着收益率不会上升；只是说明美联储的最终基金利率可能会再次低于上一个经济周期。此外，基于当前的低收益率和极平坦曲线，很难获得债券的正回报，特别是在美国以外。在固定收益领域方面，我们从过去的周期中发现最连贯的模式之一，是信贷利差在该周期的早期趋于收紧，在膨胀期间的约四分之三时出现低谷，然后在后期再次扩大。鉴于此次收益水平较低，信贷似乎是一个相当缺乏吸引力的后期周期投资。

股票和大宗商品往往跑赢大市

正如人们所预料的那样，股市在扩张的后期阶段往往会强劲反弹。在股票市场中，小盘股的表现落后于大盘股，周期性股票的表现一直优于防御性股票。

在过去扩张期后期三分之一时，美元一般会贬值，但各个周期内有很多变化，所以根本无法确定。相比之下，大宗商品（尤其是黄金）的价格趋于持续升值。

积极管理者的机会

总之，鉴于此周期中的特殊牛市，减少市场风险应是直觉反应。此外，收紧货币政策和高估值意味着前瞻性回报可能低于以往水平。所有这些因素应有利于主动基金经理。在该周期内，阿尔法收益（不相关收益）一直供不应求。高交叉市场相关性和低宏观波动性使得在没有β（市场）风险的情况下很难提高价值。展望未来，波动性可能会上升，相关性可能会减少，经济和资产之间的差异更加明显。通过增加绝对回报策略（这些策略在市场环境中不相关）的风险，可以降低β风险。积极管理的套期保值策略也有助于降低风险，同时，与其他对冲（如购买看跌期权）相比，可以减少对回报的拖累。

主题2: 区域经济差异

各国劳动力市场的相对强弱状况和经济增长的差异导致全球货币政策走向差别甚大，推动利率差异扩大和货币大幅波动。这会带动资本流入美国，推动美元走高，但也暴露了存在很大不平衡性的新兴市场(EM)的弱势，如阿根廷和土耳其等。这有助于促使资金进一步投入美国资产，造成了新兴市场的恶性循环。对于投资者而言，重要的是要寻找基本面与价格之间的巨大差异，以寻找具有吸引力的投资机会。

中央银行政策成为焦点

货币政策紧缩周期趋向于使收益率曲线走向平缓。鉴于美联储继续收紧货币政策，近期美国曲线将继续平缓。随着欧元区的经济增长开始迎头赶上，欧洲央行变得更加强硬，欧元利率曲线也应趋于平缓。相比之下，日本央行已经实施了收益率曲线控制政策，该政策限制了10年期收益率的最高水平，因此，撤回任何量宽措施都可能产生相反的陡峭曲线效应。

工资上涨

在股票市场上，工资及利率上升与随后的经济增长加快，存在取舍的关系，前者会影响利润率，后者会抵销成本上涨的负面影响。提供更多财政支持的国家，以及由于资本密集程度较低和属劳动密集型或杠杆率较低的行业（较少受到工资和利率上升的影响），表现亦应优于大市。

经常账差异很大

在未来一年，新兴市场也可能持续存在一些分歧。经常账出现盈余的经济体应不会那么脆弱，而经常账赤字的国家应更加脆弱。如果发达市场(DM)的资本支出周期继续上升，那么这种差异就会变得更大，因为盈余经济将受益于发达市场进口的大幅增加。如果全球经济增长放缓，大多数盈余国家应能够采取反周期措施，而赤字国家则可能面临日益恶化的增长- 通胀平衡。贸易紧张局势也很重要，我们认为中美贸易纠纷持续升级。然而，中国将结合刺激和货币贬值来抵消增长所受的任何实际影响。

寻找基本面与价格之间的巨大差异非常重要，以便找到有吸引力的投资机会。这说明在某些情况下，如果价格远离基本面，那么持有经常账赤字国家的货币或出售经常账盈余国家的货币可能是有意义的。我们认为，巴西的选举导致货币出现了毫无根据的波动 。俄罗斯应受益于油价上涨，并拥有新兴市场最强劲的基本面和最可信的经济决策。以色列拥有坚实的国际收支平衡和稳健的经济前景。然而，韩国极易受到贸易和全球化的影响，并正在努力向更内向型经济转型。南非的外债日益增长，赤字逐渐扩大。该国也缺乏结构性改革且政局持续不明朗。上述这些因素使其成为最容易受外部风险影响的国家之一。

主题3:
新地缘政治制度

过去40年来，全球化和自由贸易日益增多，政府放宽监管，并着力降低国家在社会中的作用。这些政策创造了三十年的全球强劲增长以及温和的通货膨胀、低宏观经济波动以及更加一体化的全球市场。

民粹主义的兴起

随着这些积极因素，出现了意想不到的后果：繁荣和萧条循环；劳动力的议价能力急剧下降；以及不平等加剧。这种不平等的原因是大多数蓝领工人的实际工资下降，他们现在不得不与较低成本的离岸中心竞争。这意味着依赖这些工作的社区，其生活水平下降，失业和犯罪率上升，进一步加剧了被抛弃的感觉。政策制定者对近期危机的反应有助于支持有史以来最大的牛市之一，再次帮助了资本所有者，并创造出一种被认为以牺牲众多利益为代价使少数人受益的复苏过程。移民成了大失所望的选民发泄愤怒的直接目标，也是机会主义政治家和理论家的关注点。所有这一切都导致了民粹主义的兴起，并呈现出可能会进一步加剧的势头。

贸易和通货膨胀带来风险

那么，对市场有什么影响呢？首先，我们应假设美国与中国之间的当前紧张局势将继续，但任何经济影响都可能被中国的财政刺激措施所抵消。除了贸易，我们认为主要风险是通货膨胀。投资者习惯性地认为通胀不会大幅上升，因此，也不会影响收益率。但是，这是历史上一个独特的时期，如果听任当前民粹主义者自行其是，那么他们肯定会寻求能够逆转过去30年来的众多通货紧缩举措的政策。再加上高债务水平和不可持续的财政政策，就会产生重大风险。在此澄清，我们并不是预测这样的情景。我们只是指出市场定价的不对称性。若全球通胀预期上升至2007年以前的正常水平，则可能会导致资产市场出现重大的重新定价。

如果这种风险成为现实，那么债券/股票相关性可能会逆转，从而减少投资组合的多元化，大宗商品和通胀保值债券(TIPS)等实物资产将受益。需要明确的是，我们不太可能接近真正的通货膨胀冲击，并且可能需要对经济增长进行"急刹车"。不过，可以购买便宜的通货膨胀保障产品，也算合理。由于民粹主义者支持财政扩张，最能够提供这种刺激措施的国家的股票市场应会跑赢大市，目前，这包括美国和中国。中国显然不是民粹主义者，但政府有能力和意愿使用财政刺激措施。这也是对美国贸易关税的主要防御手段。相对于美国，我们更看好欧元区的短期政府债券。

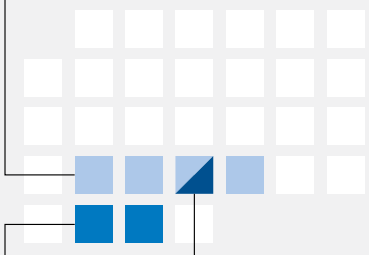
人口变化

此外，人口老龄化趋势仍在延续，婴儿潮一代将很快开始将其支出主要集中在医疗保健上。这将拖累经济增长，并对医疗保健及社会保障计划构成压力，必将成为政策制定者关注的焦点，并对财政状况构成进一步挑战。我们建议配置医疗保健行业和科技行业的某些产品，前者应受益于婴儿潮一代的需求扩大，后者旨在自动控制和降低医疗成本以及提升老年患者的体验。我们的银发经济超级趋势是把握人口变迁机遇的良好途径。

2019年大事纪

一月

1月22日 – 25日 | 瑞士
世界经济论坛年会

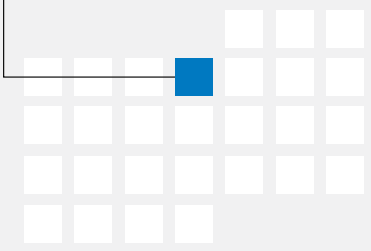


1月24日 | 欧元区
欧洲央行(ECB)货币政策会议

1月29日 / 30日 | 美国
联邦公开市场委员会(FOMC)会议

二月

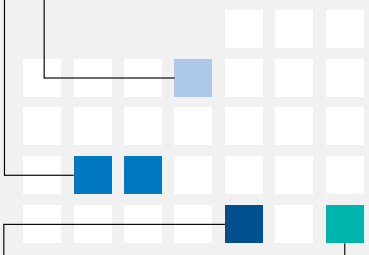
2月7日 | 英国
英国央行货币政策委员会会议



三月

3月19日 / 20日 | 英国
联邦公开市场委员会会议

3月7日 | 欧元区
欧洲央行货币政策会议

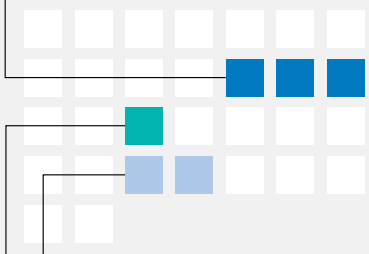


3月31日 | 乌克兰
总统选举

3月29日 | 英国 / 欧盟
英国脱欧的限期

四月

4月12日 – 14日 | 美国
世界银行集团与国际货币基金组织春季会议



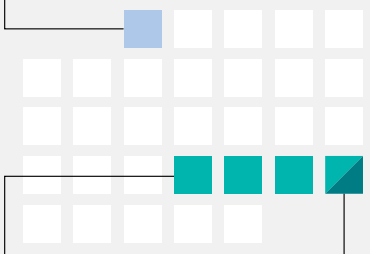
4月24日 / 25日 | 日本
日本央行货币政策会议

4月19日 | 印尼
总统选举

五月

4月30日 / 5月1日| 美国
联邦公开市场委员会会议

4月 / 5月 | 印度
大选



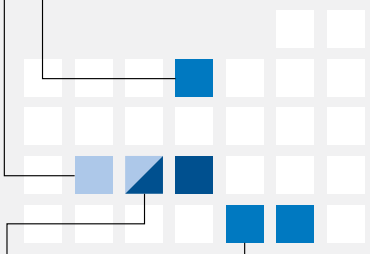
5月26日 | 比利时
联邦选举

5月23日 – 26日 | 欧盟
欧洲议会选举

六月

6月18日 / 19日 | 美国
联邦公开市场委员会会议

6月6日 | 欧元区
欧洲央行货币政策会议



6月28日 / 29日 | 日本
G20峰会

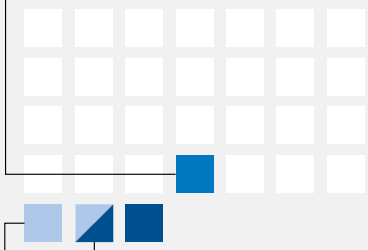
6月19日 / 20日 | 日本
日本央行货币政策会议

峰会和会议　　选举（总统和议会）

备注：并非所有中央银行会议都列出。

七月

7月25日 | 欧元区
欧洲央行货币政策会议

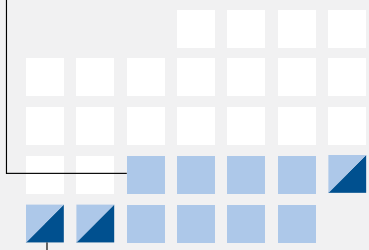


7月30日 / 31日 | 美国
联邦公开市场委员会会议

7月29日 / 30日 | 日本
日本央行货币政策会议

八月

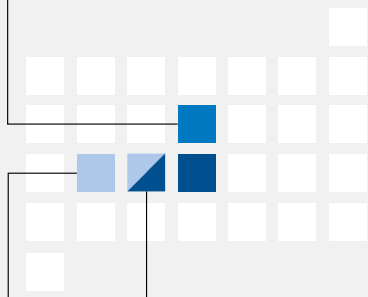
8月下旬 | 美国
杰克逊霍尔经济政策研讨会



8月25日 – 27日 | 法国
G7峰会

九月

9月12日 | 欧元区
欧洲央行货币政策会议



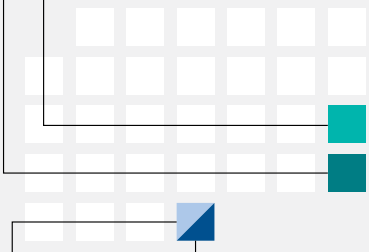
9月18日 / 19日 | 日本
日本央行货币政策会议

9月17 日 / 18日 | 美国
联邦公开市场委员会会议

十月

10月27日 | 阿根廷
总统选举

10月20日 | 瑞士
联邦选举

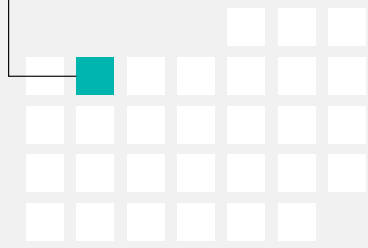


10月31日 | 欧元区
欧洲央行行长德拉基的任期结束

10月31日 | 欧盟
欧盟委员会主席容克的任期结束

十一月

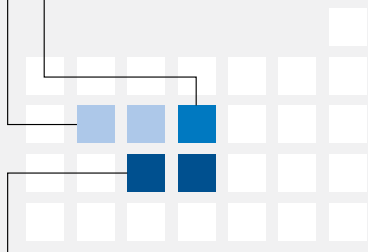
11月5日 | 美国
非大选年的选举



十二月

12月10日 / 11日 | 美国
联邦公开市场委员会会议

12月12日 | 欧元区
欧洲央行货币政策会议



12月18日 / 19日 | 日本
日本央行货币政策会议

免责声明

风险警告
每项投资都存在风险，尤其是价值和回报的波动。如果采用基础货币以外的其他货币进行投资计价，那么汇率变动可能对价值、价格或收入产生不利影响。

有关投资本文中提及的证券的风险的讨论，请参阅以下网站：https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/

本文件可能包括涉及特殊风险的投资资料。在根据本文作出任何投资决策或对其内容作出任何必要的解释之前，您应征求独立财务顾问的意见。更多资料请参阅瑞士银行家协会提供的「证券交易特殊风险」资料手册。

过去的表现并非未来表现的指标。佣金、费用或其他收费以及汇率波动都会影响其表现。

金融市场风险

历史回报和金融市场的情况并不能保证未来的表现。所提及投资的价格和价值以及可能产生的任何收益可跌可升或出现波动。过往表现并非未来表现的指引。如果投资以阁下之基础货币以外的货币计值，汇率变动可能会对价值、价格或收益造成负面影响。阁下应在认为必要时咨询有关顾问，以便协助阁下作出该等决定。

投资可能不具有公开市场，或仅在受限制的二级市场交易。若存在二级市场，可能无法预测投资在市场中进行交易的价格或该市场是否具有流动性。

新兴市场
若本报告涉及新兴市场，阁下应当了解，于新兴市场国家注册成立、建立总部或主要于该等国家开展业务的发行人及债务人的各类投资中的投资及交易或与之相关或挂钩的投资及交易存在不确定因素及风险。与新兴市场国家有关的投资可能被认为具有投机性，其价格将比世界上更发达国家的价格更具波动性。只有对相关市场有独立认知、能够考虑及衡量该等投资所带来的各类风险，并拥有必要的财务资源以承担该等投资中的重大投资损失风险的成熟投资者或经验丰富的专业人士，才应对新兴市场作出投资。阁下有责任管理因投资于新兴市场投资及阁下投资组合中的资产配置而产生的风险。阁下应就投资于新兴市场投资时将要考虑的各类风险及因素寻求自身顾问的意见。

另类投资
基金不受适用于受监管的认可集体投资的各项投资者保障法规的规限，且对冲基金管理人大致上不受监管。对冲基金并不局限于任何特定投资规程或交易策略，并通过使用杠杆、衍生工具及可能会增加投资损失风险的复杂投机性投资策略，寻求在各类市场中获利。

商品交易具有较高风险，且可能不适合众多私人投资者。由市场波动造成的损失程度可能巨大，甚至会导致损失全部投资。

房地产投资者面临流动资金、外币和其他风险，包括周期性风险、租金及当地市场风险以及环境风险及法律形势改变的风险。

利率和信贷风险
券是否保值取决于发行人和/或担保人（如适用）的信誉，而信誉可能在债券期限内发生变化。倘若债券的发行人和/或担保人违约，债券或其产生的任何收益将不获保证，且阁下可能无法收回最初投资的金额或收回的金额少于最初投资的金额。

投资策略部
投资策略师负责瑞信的全权投资和咨询业务中的多资产类策略的建立和后续实施。投资组合模型（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、投资组合权重和业绩可能会有很大差异。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。

投资策略师会随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。在要求时，可提供这些项目，或者请在https://investment.credit-suisse.com上下载。披露资料可在www.credit-suisse.com/disclosure上下载。

全球免责声明 / 重要资料

倘若在任何地方、州、国家或其他司法管辖区分发、发布、提供或使用本报告即违反法律或法规，或者使瑞信在有关司法管辖区内受任何注册或发牌规定规限，则本报告不得针对或拟向属前述任何地方、州、国家或其他司法管辖区公民或居民或居于前述地方、州、国家或其他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。

本文中提及的瑞信包括瑞士信贷银行股份有限公司、瑞士银行及其子公司和附属公司。有关我公司结构的更多资料，请访问：http://www.credit-suisse.com。

非分销或买卖要约：

本报告作参考及说明之用，且仅供阁下使用。本报告并非买卖任何证券或其他金融工具的要约。任何资料（包括事实、观点或引语）可能经简缩或概述，且表示截至撰写之日的资料。本报告所载资料仅作为一般市场评论提供，不构成任何形式的受规管理财建议、法律、税务或其他受规管服务，且并无考虑任何人士的财务目标、状况或需求（作出任何投资决定之前的必要考虑因素）。在根据本报告作出任何投资决定前或若要了解其内容的任何必要解释，阁下应寻求独立财务顾问的意见。无论阁下于何日获得或查阅有关资料，本报告仅旨在提供瑞信于撰写之日的见解和观点。本报告所载见解和观点可能与瑞信其他部门表述的见解和观点有所不同，并可随时更改，而无须通知也无义务更新。瑞信并无义务确保提醒阁下注意有关更新内容。预测与估计：过往表现不得被视作未来表现的指标或保证，且概不就未来表现作出任何明示或暗示的陈述或保证。若本报告载有有关未来表现的陈述，则该等陈述为前瞻性陈述且受到若干风险和不确定性的规限。除非作出相反说明，否则所有数据均未经审计。本报告所提述所有估值均受到瑞信估值政策和程序所规限。冲突：瑞信保留权利以补救本报告中可能存在的任何错误。瑞信、其联营公司和 / 或其雇员可能于本报告所提述任何证券或其期权或与此相关的其他投资中拥有仓位或持仓或其他重大利益或就此开展交易，并可能不时增加或出售该等投资。瑞信可能正在或已在过去12个月就本报告所列投资或相关投资为所述任何公司或发行人提供重要建议或投资服务。本报告所述若干投资将由瑞信的单一实体或联营公司提供，或瑞信可能是有关投资的唯一庄家。瑞信参与有关本报告所述公司的多项业务。有关业务包括专业交易、风险套利、庄家活动以及其他自营交易。税务：本报告中任何内容均不构成投资、法律、会计或税务建议。瑞信不就投资的税务后果提供建议，建议阁下联系独立的税务顾问，以了解任何投资对个人财务状况的具体影响。税收水平及基准取决于个人情况且可能会有变更。资料来源：本报告所述资料及看法均获取自或来自瑞信认为可靠的来源，但瑞信对其准确性或完整性不作任何声明。瑞信对使用本报告所造成的损失概不负责。网站：本报告可能提供网站的网址或载有其超链接。除本报告所涉及的瑞信网站资料外，瑞信并无审阅所链接网站，且对有关网站所包括之内容概不负责。该等网址或超链接（包括瑞信自身网站资料的网址或超链接）仅为便利阁下，所链接网站的资料和内容无论如何概不构成本报告的一部分。通过本报告或瑞信网站访问浏览该等网站或点击该等链接的风险须由阁下自行承担。**数据私隐：**将根据瑞信客户数据处理原则，对您的个人数据进行处理，可通过瑞信官方网站www.credit-suisse.com/ch/en/legal.html在您的住所访问该原则。

分发实体

除本报告另行规定外，本报告乃由瑞士信贷有限公司分发，瑞士信贷有限公司是一家由瑞士金融市场监管局授权及规管的瑞士银行。 **奥地利：**本报告由CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) SA (Zweigniederlassung Österreich)（“奥地利分公司”）发行，该公司是瑞信银行（卢森堡）有限公司的分支机构，是经卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。奥地利分行受卢森堡监管机构-卢森堡金融监管委员会(CSSF)（地址：283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg）和奥地利监管机构- 金融市场管理局(FMA)（地址：Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria）的审慎监管。 **巴林：**本报告乃由瑞士信贷有限公司巴林分行分发，瑞士信贷有限公司巴林分行作为第二投资类别公司，由巴林中央银行授权及规管。仅向巴林中央银行规定的专业客户和授权投资者提供相关金融服务或产品，而不得将其提供给任何其他人。瑞士信贷银行股份有限公司巴林分行位于Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain。 **DIFC：**此资料由瑞士信贷银行股份有限公司（DIFC分公司）分发。瑞士信贷银行股份有限公司（DIFC分公司）由迪拜金融服务管理局（“DFSA”）授权和监管。仅向DFSA规定的专业客户或市场参与者提供相关金融服务或产品，而不得将其提供给任何其他人。瑞士信贷银行股份有限公司（DIFC分公司）位于Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates。 **法国：**本报告由瑞信银行（卢森堡）股份有限公司法国分行（“法国分行”）发行，分行是瑞信银行（卢森堡）股份有限公司的分支机构，是经卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。法国分行受卢森堡监管机构-卢森堡金融监管委员会(CSSF)和法国监管机构Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)和Autorité des Marchés Financiers的审慎监管。 **德国：**本报告乃由Credit Suisse (Deutschland) AG分发，Credit Suisse (Deutschland) AG受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)授权及规管。 **根西岛：**本报告乃由瑞士信贷有限公司根西岛分行分发，瑞士信贷有限公司根西岛分行为瑞士信贷有限公司（于苏黎世州注册成立）的一家分行，营业地址位于Helvetia Court, Les Echelons,South Esplanade , St Peter Port, Guernsey。瑞士信贷有限公司根西岛分行由瑞士信贷有限公司全资拥有，并受根西岛金融服务委员会规管。可应要求提供最新经审计帐目的副本。 **印度：**本报告乃由Credit Suisse Securities (India)Private Limited (CIN号码：U67120MH1996PTC104392) 分发，Credit Suisse Securities (India) Private Limited作为研究分析公司（登记号码：INH 000001030）、投资组合管理公司（登记号码： INP000002478）、股票经纪公司（登记号码：INB230970637；INF230970637; INB010970631; INF010970631）受印度证券及交易委员会规管，其注册地址为9th Floor, Ceejay House, Dr.AB Road, Worli, Mumbai - 18, India，电话：+91-22 6777 3777。 **意大利：**本报告乃由Credit Suisse (Italy) S.p.A.于意大利分发，Credit Suisse (Italy) S.p.A.是一家根据意大利法律注册成立及登记的银行，受Banca d'Italia及CONSOB监督及规管。 **黎巴嫩：**本报告乃由Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL分发，Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL是一家于黎巴嫩注册成立并受黎巴嫩中央银行规管的金融机构，金融机构牌照码为42。 Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL须遵从黎巴嫩中央银行法律及法规以及黎巴嫩资本市场管理局法律及决策。 Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL是瑞士信贷有限公司的附属公司，且是瑞信集团（瑞信）的组成部分。黎巴嫩资本市场管理局概不对本报告所载资料的内容（包括有关资料是否准确或完整）承担任何责任。发行人、其董事及获其同意将观点载于本报告的其他人士（如专家）对本报告的内容承担责任。黎巴嫩资本市场管理局还未评估投资对任何特定投资者或任何类型投资者是否适宜。

金融市场投资可能涉及极为复杂及风险极高，且未必适合所有投资者。 Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL将根据投资者向其提供的资料及依据瑞信内部政策及流程就投资者将进行的投资是否适宜进行评估。各方了解，瑞信和／或Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL将以英文提供所有通讯及文件。接受对产品投资，即表示投资者确认其对使用英文概无任何异议。 **卢森堡：** 本报告乃由Credit Suisse (Luxembourg) S.A.分发，Credit Suisse (Luxembourg) S.A.是一家由卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。瑞信银行（卢森堡）有限公司受卢森堡监管机构-卢森堡金融监管委员会(CSSF)的审慎监管。 **墨西哥：** Banco Credit Suisse (México), S.A、Institución de Banca Múltiple、Grupo Financiero Credit Suisse (México)和C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.（"瑞信墨西哥分行"）。本文件仅供参考，并不构成执行任何操作的推荐、建议或邀请，也不代替在执行任何投资前与瑞信墨西哥分行客户经理的直接沟通。编制本文件的人员未从其雇主以外的瑞信银行集团的任何实体处收到付款或补偿。招股说明书、招股文件、合约细则、投资制度、年度报告和定期财务资料都包括投资者的有用资料。这些文件可以直接从证券发行人和投资基金经理或证券和股票市场网站以及瑞信墨西哥分行客户经理处获得，不需要支付任何费用。本文中资料并不是您根据金融机构和其他投资服务人员一般规则从瑞信墨西哥分行获取的账户报表、操作指南(INFORME DE OPERACIONES)和／或确认书。 C. Suisse Asesoría México, SA de CV是根据证券市场法（"LMV"）正式注册成立的投资顾问，并在国家银行和证券委员会（"CNBV"）进行了注册，编号编号为30070，因此，该公司并不是银行，无权接收存款或保管任何证券，不属Grupo Financiero Credit Suisse (México), SA de CV的分公司。根据LMV的规定、与外国金融机构"瑞士信贷银行股份有限公司"的关系和与Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.的间接关系，C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.并非独立投资顾问。编制本文件的人员未从其雇主以外的瑞信集团的任何实体处收到付款或补偿。 **荷兰：** 本报告由Credit Suisse (Luxembourg) S.A荷兰分行（荷兰分行）发行，该分公司是Credit Suisse (Luxembourg) S.A的分支机构，是经卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。荷兰分行受卢森堡监管机构-卢森堡金融监管委员会(CSSF)、荷兰监管机构De Nederlansche Bank (DNB)以及荷兰市场监管机构Autoriteit Financiële Markten (AFM)的审慎监管。 **葡萄牙：** 本报告由Credit Suisse (Luxembourg)S.A葡萄牙分行（"葡萄牙分行"）发行，该公司是Credit Suisse (Luxembourg) S.A的分支机构，是经卢森堡大公国正式授权的信贷机构，注册地址为5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。葡萄牙支行受卢森堡监管机构-卢森堡金融监管委员会(CSSF)和葡萄牙监管机构Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM)的审慎监管。 **卡塔尔：** 本资料乃由Credit Suisse (Qatar) L.L.C.分发，Credit Suisse (Qatar) L.L.C.由卡塔尔金融中心监管局根据卡塔尔金融中心牌照（号码00005）正式授权及规管。所有相关金融产品或服务仅将向（卡塔尔金融中心监管局界定的）商业客户或市场对手提供，其中包括选择分类为商业客户、净资产超过400万卡塔尔里亚尔且对投资有关产品和／或服务拥有充足的金融知识、经验及理解力的个别人士。因此，本资料不得提供予任何其他类型的个别人士或被该等人士加以倚赖。由于本产品／服务未在QFC中注册或未经QFCRA监管，因此，QFCRA不负责审查或验证与本产品／服务相关的任何招股说明书或其他文件。 QFCRA也未审查或批准本营销材料或任何其他相关文件，也未采取任何措施来验证本文中列出的资料，并且对此不承担任何责任。与在QFC中注册的产品／服务的相关资料相比，此产品／服务的投资者可能无法获得类似的产品／服务资料。该营销材料所涉及的产品／服务可能具有非流动性和／或受到转售限制。对产品／服务及其相关人员的追索可能受限或者很难实现，并且必须在QFC以外的司法管辖区内进行。所提供产品／服务的预期购买者应对产品／服务自行进行尽职调查。如果您不理解本手册的内容，请咨询授权的财务顾问。 **沙特阿拉伯：** 此资料由瑞信银行沙特阿拉伯分行（CR编号1010228645）发行，受沙特阿拉伯资本市场管理局的依法批准和监管，许可证编号为08104-37，生效日期为23/03/1429H（对应公元2008年3月21日）。瑞信银行沙特阿拉伯分行的主要营业地点位于King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi Arabia。网址：https://www.credit-suisse.com/sa。 **西班牙：瑞士信贷银行股份有限公司**西班牙分公司负责在西班牙发行本报告，该公司是经西班牙证券市场委员会(Comisión Nacional del Mercado de Valores)注册的法人实体。 **土耳其：** 本文中的投资资料、评论和建议不属投资咨询活动的范围。被授权机构以定制的方式向相关人员提供投资咨询服务，同时考虑此类人员的风险和回报偏好。不过，本文中的评论和建议具有一般属性。因此，所述建议可能不适合您的财务状况或风险和收益偏好。所以，仅依靠本文资料做出投资决策可能无法实现您预期的结果。本报告由瑞信银行Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi发行，该公司受土耳其资本市场委员会的监管，其注册地址为Yildirim Oguz Goker Caddesi, Maya Plaza 10th Floor Akatlar, Besiktas/Istanbul-Turkey。 **英国：** 本资料由瑞信银行（英国）有限公司发行。瑞信银行（英国）有限公司经英国审慎监管局授权，并受英国金融市场行为监管局和审慎监管局的监管。金融市场行为监管局和／或审慎监管局为零售客户提供的适当保护，并不适用于在英国以外进行投资或提供服务的人员，并且，如果投资发行人未履行其义务，那么也不适合采用金融服务补偿计划。为了在英国国内传递或实施本文件，本文所涉及的金融推介必须得到瑞信银行（英国）有限公司（该公司在英国的投资业务经过英国审慎监管局授权，并受英国金融市场行为监管局和审慎监管局的监管）批准。瑞信银行（英国）有限公司的注册地址为Five Cabot Square, London, E14 4QR。请注意，英国《2000年金融服务和市场法》中有关保护零售客户的规定将不适用于您，并且英国金融服务补偿计划向"合格申请人"提供的任何潜在补偿也不适合您。税务待遇取决于每个客户的个人情况，并可能在未来发生变化。

新加坡: 本材料由瑞士信贷有限公司新加坡分公司在新加坡发行, 经新加坡金融管理局许可, 新加坡分公司根据《银行法》(第19章) 开展银行业务。本材料已经编制并发行, 仅分发给新加坡的机构投资者、授权投资者和专家投资者 (均符合《财务顾问条例》(「FAR」) 的规定), 并由瑞士信贷有限公司新加坡分公司分发给海外投资者 (根据FAR的规定)。如果您是机构投资者、授权投资者、专家投资者或海外投资者, 那么对于瑞士信贷有限公司新加坡分公司可能向您提供的任何财务咨询服务, 瑞士信贷有限公司新加坡分公司免于遵守新加坡法律第110章《财务顾问法》(「FAA」)、FAR及相关通告和指南的某些要求。包括免于遵守: FAA第25章 (根据FAR第33(1)条); FAA第27章 (根据FAR第34(1)条); FAA第36章 (根据FAR第35(1)条) 和FAA第25至29和36章 (根据FAR第36(1)和(2)条)。新加坡收件人应联系瑞士信贷有限公司新加坡分公司, 以解决因该材料引起的或与之相关的任何问题。

香港: 本材料由瑞士信贷有限公司香港分公司在香港发行, 香港分公司是经香港金融管理局和证券及期货事务监察委员会监管的注册机构, 并按照《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人士的操守准则》(有关已公布的研究建议) 第16条编写而成。本材料的内容未经香港任何监管机构审核。建议您对任何要约保持谨慎。如果您对本材料的任何内容有任何疑问, 那么您应寻求独立的专业建议。不管在香港还是在其他地方, 除非产品用于或预定用于香港以外的人士或香港证券及期货条例 (第571章) 及任何规则规定的「专业投资者」, 否则任何人不得发行或拥有可能为香港公众取得或看到的任何产品广告、邀请或材料 (除非香港证券法允许如此行事除外)。
如果您对从我们收到营销材料有任何疑问 / 异议, 请通过dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com (瑞士信贷有限公司香港分公司) 或PDPO.SGD@credit-suisse.com (瑞士信贷有限公司新加坡分公司) 联系我们的资料保障专员。

美国: 本报告或其任何副本均不可在美国或向任何美国人士 (具有1933年美国《证券法》(经修订) S规例规定的含义) 发送、带来或分发。

未经瑞信书面许可, 不得全部或部分复制本报告。版权所有©2018年瑞士信贷集团有限公司及 / 或其联营公司。保留所有权利。
18C012A_IS

版权声明

作者
作者 / 投稿人

Marisa Drew
首席执行官,
影响力咨询和财务部

Anja Hochberg
IAF投资解决方案和产品主管

James Sweeney
全球首席经济师与美洲RCIO

Michael O'Sullivan
区域(欧洲、中东和非洲)首席投资官

John Woods
亚太区首席投资官

Sylvie Golay Markovich
金融市场战略主管

Jessie Gisiger
信贷与股权策略高级分析师

Matthew Lehmann
多资产战略主管

Daniel Rupli
股票和信贷单一证券研究主管

Reto Hess
股票研究高级分析师

Sascha Jucker
瑞士宏观经济与战略经济师

Tobias Merath
首席运营官和企业管理IS&R

出版说明

总编辑
Oliver Adler
瑞士总经济师

主编
Nannette Hechler-Fayd'herbe
全球投资策略及研究总监

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

产品管理
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner

截稿日期
2018年11月9日

设计
LINE Communications AG

更多信息
credit-suisse.com/investmentoutlook

图片来源
Angela Lumsden/Stocksy (封面, 第2页) ; 瑞信 (第4页) ;
Christian Grau (第9页) ; Melanie Kintz/Stocksy (第6页和第14页) ;
GIC/Stocksy (第16页) ; JP Chookaszian/EyeEm (第22页) ;
Terry Wong/EyeEm (第26页) ; Jeremy Koreski/Stocksy (第7页和第40页) ;
Marcel/Stocksy (第42页) ; Gab Gomez/EyeEm (第48页) ;
Sardor Kazi/Stocksy (第52页) 。

信息来源
彭博; CBS News; CNBC; CNN; 纽约时报; Thomson
Reuters Datastream; 卫报; 时代杂志 (第10、11页)

瑞士信贷有限公司
新加坡分公司
莱佛士连道一号
五楼二号
新加坡邮递区号 039393

瑞士信贷银行股份有限公司
香港分行
香港九龙
柯士甸道西一号
环球贸易广场88楼

credit-suisse.com

© 2018, CREDIT SUISSE AG