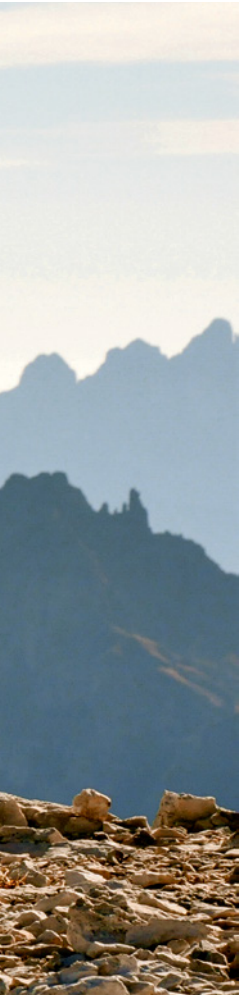
CREDIT SUISSE
瑞信

2020年
投資展望

穩健為重。

僅供香港的專業投資者和新加坡的合格投資者使用。禁止轉發給其他人。



穩健為重。

個人觀點

譚天忠（Tidjane Thiam）
瑞士信貸集團首席執行官

在此展望2020年的投資前景，深感欣悅。鑒於過去一年地緣政局的不確定性及經濟發展勢頭減弱，對大多數投資者而言，這一年的表現已較預期為佳。

那麼，2020年將何去何從？自2018年初以來揮之不去的所有問題，無論是美中貿易衝突還是歐洲政局的不確定性，都不可能全部得到解決。投資者還將繼續面對債券市場極低（有時甚至是負）利率的環境。這些都是我與客戶和其他持份者討論的重要課題。

從更廣闊的視角看待所有這些問題，並辨別有關問題與企業和投資者之間相關的高低程度，是本行的經濟師、金融分析師和策略師至為重要的艱巨任務。他們凝聚力量，共同打造瑞信整體觀點的核心要素。

下文將與您分享我們分析的主要結果，以及我們對經濟和市場的主要觀點。您在規劃來年的投資大計時，相信我們的分析對您會有借鑒意義和參考價值。

謹祝各位在2020年業績穩健，財運亨通！

譚天忠（Tidjane Thiam）

目錄

14

全球經濟

16 概覽
18 地區

26

主要資產類別

28 概覽
30 固定收益
34 股票
42 貨幣

04 首席執行官寄語
08 編者按
10 2019年回顧
12 2020年核心觀點
60 免責聲明
64 刊物名錄

44

另類投資

46 房地產
48 私募股權投資
50 對沖基金
52 商品

54

2020年投資策略

56 概覽
58 預測

穩健為重

Michael Strobaek，全球首席投資總監
Nannette Hechler-Fayd'herbe，全球經濟及研究總監，國際財富管理部地區資訊科技總監

2019年見證了一系列無法預料又令人震驚的事件，毫無疑問，這些事件將持續影響2020年。面對這種不確定性，建立穩健的投資組合對投資者而言是重中之重。

即使中美貿易戰已有所緩和，英國脫歐的不確定性消退，2020年也不大可能完全一帆風順：美國總統大選兩極分化、利潤率受壓、企業債台高築、主要央行放慢減息步伐（更不必說突發的政治事件）等，一再考驗投資者的膽識。

不過整體而言，面對當前挑戰，我們相信全球經濟及風險資產將一如既往展現出相當強大的韌性。這正是今年投資展望報告的主題「穩健為重」所要聚焦及傳達的訊息。

整體而言，我們預期2020年的經濟增長將相當低迷，而回報將普遍低於2019年，但市場暴跌甚至發生金融危機的可能性看來不大。我們在多個經濟體和行業觀察到一些失衡狀態，但情況並沒有嚴重到引發經濟危機的地步。然而，科技發展仍然全速邁進，而重要的是，政策制定者將繼續為此提供支援。

以下篇章論述2020年瑞信觀點的關鍵要素。我們針對最重要的資產類別、市場及細分市場，提供始終如一、嚴謹完善的指南。我們指出，持有多元化投資組合，傾向於爭取超額收益的投資者將繼續錄得可觀回報。此外，投資者對可持續性的關切日益加深，因為無論對全球選民抑或消費者而言，可持續發展均至關重要。

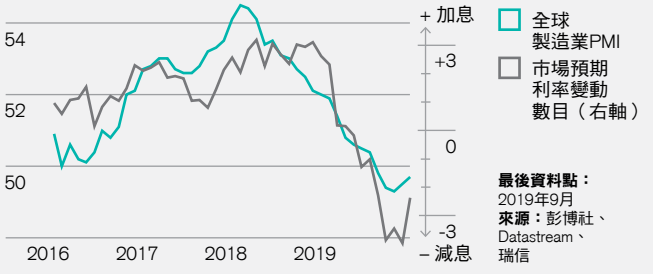
期盼您能從本刊物中獲益良多，並預祝您明年投資成功，收穫豐碩！

增長減緩
無礙市場走勢

全球製造業轉弱，美聯儲改弦易轍

自美國首次對中國及其他國家施加關稅以來，全球經濟增長及製造業氣氛持續轉弱。德國汽車業存在的問題加重了這種頹勢。但由於美國經濟擴張（很大程度上歸功於2018年的減稅措施），美聯儲曾預計2019年將繼續加息。但股市於2018年末大幅修正後，美聯儲改弦易轍，政策趨向寬鬆。

利率緊貼製造業指數



最後資料點： 2019年9月
來源： 彭博社、Datastream、瑞信

債市全面上漲

由於對全球經濟下滑的擔憂情緒彌漫，美國國債收益率急劇下跌，但尚未跌至金融危機後的低點。德國和瑞士的收益率達歷史低位，目前均低於日本的水平。而儘管義大利的債務嚴重偏高，但當地政府改變了反歐元及反歐盟的立場，使債市升勢不斷。新興市場債券收益亦告下跌，但幅度不大。

債券收益率跌至新低

10年期政府債券收益率 (%)

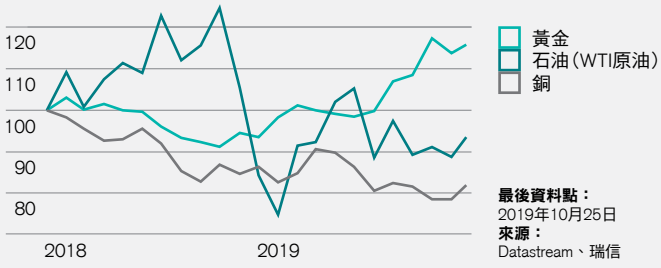
最後資料點： 2019年10月25日
來源： 彭博社、瑞信

大宗商品：分道揚鑣

美國對中國施加關稅，以及全球製造業放緩，令工業金屬（例如銅）價格受壓。石油方面，由於石油輸出國組織尋求限制供應量，2019年初油價回升。但因需求放緩，油價再次走軟。與此同時，受減息支持，金價上升。

黃金跑贏週期性商品

指數，2018年1月1日=100



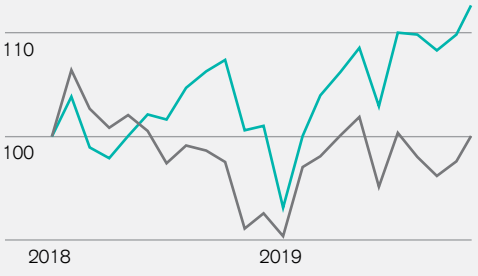
最後資料點： 2019年10月25日
來源： Datastream、瑞信

股票：測試高位

受聯儲局轉向寬鬆政策鼓舞，主要股票市場逆轉了2018年末的跌勢，於2019年初強勁反彈。然而全球經濟引發的擔憂加劇，使這輪漲勢在年中一度停頓。新興市場股票亦有所反彈。但自2018年初中美貿易戰打響後，新興市場相對成熟市場表現落後，這種局面是否已被打破仍有待觀察。

新興市場落後於成熟市場

總收益指數（2018年1月1日=100）



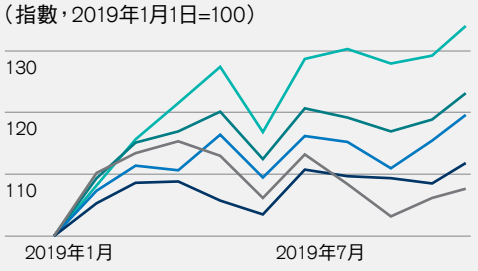
最後資料點： 2019年10月25日
來源： Datastream、瑞信

股票板塊：股市全面上漲

各主要股票板塊均於2019年初回升，但只有資訊技術股得以鞏固升勢。與之相反，需求隱憂以及油價走弱拉低了能源股，而美國方面有關藥品定價的爭論則拖累醫療保健股的表現。在製造業需求疲軟的情況下，工業板塊的堅穩表現令人感到意外。由於平穩或倒置的收益率曲線削弱盈利，金融板塊的表現略遜於MSCI全球指數。

資訊技術股仍處於領先地位

MSCI全球股票板塊的總收益指數
（指數，2019年1月1日=100）



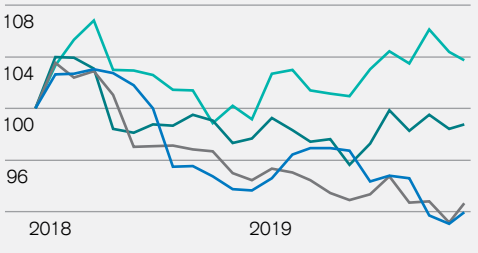
最後資料點： 2019年10月25日
來源： Datastream、瑞信

美元保持強勢

自2018年上漲後，美元對幾乎所有主要貨幣的匯率繼續上升，反映美國經濟增長加強及（剩餘的）利率優勢帶來的支持。由於日本央行並無減息，只有日圓再次上漲。除了本國減息的效應外，中國允許人民幣貶值來抵銷關稅相關的部分壓力，亦給其他新興市場貨幣帶來壓力；在新興市場貨幣中，只有墨西哥比索上揚，因為墨西哥與美國及加拿大達成了新的貿易協定。

貿易戰拖累歐元、人民幣

貨幣兌美元（指數，2018年1月1日=100）



最後資料點： 2019年10月25日
來源： 彭博社、瑞信

瑞信
觀點概述

地緣政治

我們的基本觀點是中美衝突降級，但不確定性仍高。美國總統大選可能高度兩極分化，因此或會影響投資者情緒。由於英國脫歐的不確定性減弱，歐洲政治風險應會有所緩和。

經濟增長

全球經濟增長放緩已成定局，只有工業生產、資本開支及貿易活動輕微回升。然而，在貨幣政策持續帶來支持、信貸充裕、一定程度的財政寬鬆以及油價低企的情況下，經濟衰退的可能性不大。

通脹

歐洲和日本的通脹仍遠低於央行的2%目標，而中國和其他新興市場的通脹應會降溫。但美國的通脹至少暫時會超過2%。

利率

我們預期，聯儲局於2019年10月第三次減息後，現在應會保持按兵不動。歐洲央行在推行量化寬鬆的同時，亦會保持利率不變。瑞士國家銀行應能避免減息，但可能需要繼續干預外匯市場。某些新興市場應會繼續減息。

固定收益

除美國外，多數核心政府債券的回報可能為負。息差狹窄，反映成熟市場的投資級債券的回報不佳。預計多數新興市場硬通貨債券將錄得穩健回報，其中部分新興市場的本幣債券更會提供強勁，但不時波動的回報。成熟市場的次級金融債務仍具吸引力。

股票

在盈利增長有限以及債券收益率平穩至上漲的背景下，主要股票市場的回報可能維持在個位數。如果貿易戰緩和，新興市場的股市便能回升，而如果收益率曲線繼續呈陡峭走勢，金融類股票有望獲益。在低收益率的環境中，派息穩定的股票將有不俗表現。

在貨幣政策持續帶來支持、信貸充裕、一定程度的財政寬鬆以及油價低企的情況下，經濟衰退的可能性不大。

房地產

大部分房地產投資應會繼續帶來較為良好的回報。我們看好直接房地產投資，因為房價看來尚未充分反應減息的利好影響。

商品

除非伊朗和沙烏地阿拉伯衝突升級，否則油價仍可能繼續在低位徘徊。黃金預計仍受極低利率的支撐。

外匯

美元最初應會保持堅挺，而隨著歐元區經濟逐漸復甦，歐元在下半年應會升值。受國內經濟趨弱影響，人民幣兌美元或會進一步輕微下跌。而英國脫歐問題一旦解決，英鎊將大幅上升。我們的基本觀點是瑞士法郎和日圓的匯價將窄幅震盪。

全球經濟

經濟溫和增長，但不會出現衰退

我們預計2020年全球經濟緩慢增長2.5%，相較2019年基本保持不變，但在宏觀政策支持下，經濟衰退的可能性依然不大。貿易戰降溫，將成為經濟表現的關鍵所在。

過去一年，全球製造業和貿易活動明顯收縮，全球出口額從2018年的高位下降約2%，創下數十年來的最大跌幅（經濟衰退期除外）。

貿易只是冰山一角

美國對中國加徵關稅和中國採取反制措施，無疑是導致該下滑的原因，但中國國內經濟放緩（原因是中國家庭的消費態度趨於審慎，加上信貸增長受限制）的影響也不容忽視。德國汽車銷情疲軟，更加速了製造業的收縮。由於不確定性加劇，全球企業資本開支亦顯著放緩。

與此同時，服務業失去部分動力，但大多數國家的服務業仍持續增長。由於服務業是發達國家和許多新興市場最大的就業來源，勞動力需求持續增長，工資一直穩步上漲。因此，消費情緒和支出保持相對穩定。

2020年邁向復甦

我們預計，製造業將由於自然的庫存週期而於2020年上半年觸底反彈。隨著製造業的頹勢緩和，服務業「受其影響」的風險亦將有所紓緩。美國聯邦儲備局（聯儲局）於2019年內的寬鬆政策有助促進信貸，特別對美國家庭而言。儘管我們預計聯儲局不會進一步減息，但信貸增長料將在2020年繼續提供支持，進而刺激購房以及其他消費支出。

聯儲局減息，亦紓緩了依賴美元資金的新興市場所受到的借貸限制。特別是由於通脹降溫，許多國家的中央銀行應會進一步減息。歐洲方面，我們預計財政政策將逐步放寬，進而提高該區域的經濟增長率。然而，經濟復甦的關鍵是，貿易戰至少要得到部分解決。減徵關稅將提升中美兩國的盈利能力和市場情緒，對重新刺激資本支出料將有所助益。

主要宏觀風險

貿易戰造成的破壞可能持續至2020年，仍然是一個主要風險的來源。其他地緣政治風險，特別是中東地區爆發衝突的可能性依然存在，但不太可能會成為現實。尤其是，我們預計全球經濟不會受油價震盪衝擊，實際上油價反而會因供給過剩而受壓。

即使中美達成貿易協定，中國經濟看來仍有可能會持續放緩，至少在2020年上半年會是如此。高企的抵押債務和就業不確定性加劇，很可能會壓抑消費支出，而政策制定者依然會對刺激措施抱持謹慎態度。中國經濟增長放緩將持續限制其區內主要貿易夥伴的復甦潛力。香港緊張局勢升級將帶來下行風險。

從量化寬鬆 (QE) 到現代貨幣理論 (MMT)

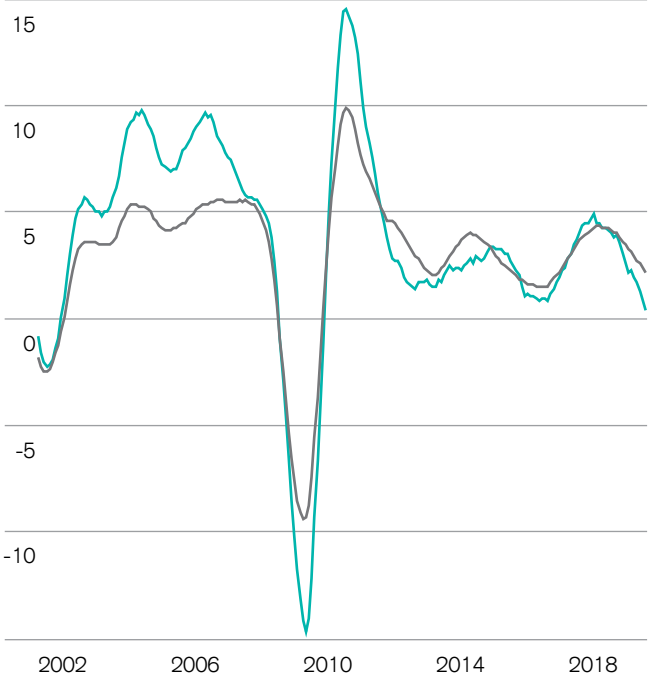
更多詳情請瀏覽：
credit-suisse.com/mmt

與此同時，美國的大選很可能面臨異常兩極分化的現象，因此可能對企業和消費者情緒產生負面影響。此外，美國還存在通脹高於預期而引發滯脹憂慮的另一種風險。在此情況下，聯儲局的行動能力將受到制約。屆時債券收益率可能會大幅上升，導致財政狀況全面緊縮。

下文是我們對各個國家和地區的2020年前景的展望，重點放在基本情況和風險兩個方面。

全球製造業和貿易活動下滑

按年變化率（%，12個月移動平均值）

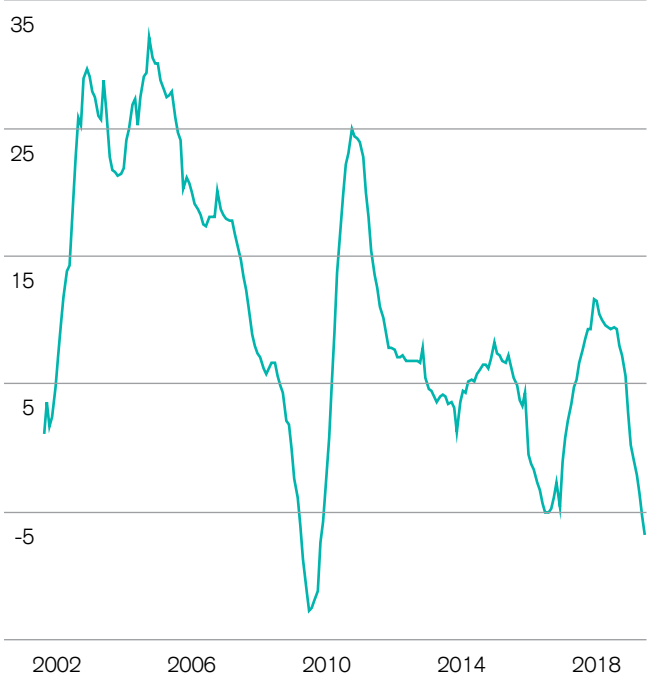


貿易額
工業產值

最後資料點：2019年8月
來源：Datastream、瑞信

美國從中國的進口大幅減少

按年變化率（%，12個月移動平均值）



最後資料點：2019年8月
來源：Datastream、瑞信

美國

避開經濟衰退

增長：我們預計美國國內生產總值(GDP) 在2020年增長放緩 (1.8%)，同時伴隨著經濟衰退風險加劇（未來12個月出現衰退的可能性為20%至30%）以及核心通脹上升（至少在今年年初）。儘管就業增長將會放緩，但勞工成本上漲將繼續對企業利潤構成壓力。如果美國和中國降低關稅，製造業活動的復甦可能會帶來利好消息。但是，要完全取消 關稅似乎不太可能，而且其他地區的貿易戰可能會升級。例如，如果美國對歐洲汽車施加關稅且歐洲採取報復措施，將會殃及歐洲生產商及美國消費者。

看點：在聯儲局於2019年內三次減息後，我們的基本觀點是聯儲局將維持利率不變。儘管如此，2020年再次減息的可能性大於加息的可能性，且聯儲局可能會增購資產。從原則上講，儘管製造業有潛力反彈以及勞動力短缺會刺激通脹，都是有利加息的因素，但在大選來臨之前，聯儲局在利率方面似乎不太可能會有任何舉動。

中國

消費態度謹慎

增長：中國政府可能會將其增長目標削減至5.9%，且實際數字可能會略低於該目標。除了美國關稅的持續影響外，房地產債務負擔、就業欠缺保障以及當地金融市場疲軟，均可能會抑制國內消費支出。信貸分配的效率低落仍然是一個關鍵問題，由於某些行業持續的產能過剩及競爭劣勢，製造業將繼續承受壓力。但是，假設中美貿易爭端有所緩和，加上溫和的刺激措施配合，經濟增長的下滑速度將會有限。

看點：在第一季度末，中國政府可能會宣佈增加2020年的財政支出。隨著財政空間的擴大，當局可能會減少對特殊目的債券的依賴，而更加依靠直接支出來支撐經濟增長，至少直到2020年美國大選及未來美國貿易政策更加清晰為止。除非貿易戰升級，否則中國當局可能會盡量避免人民幣貶值。

歐元區

進一步的財政支持

增長：我們預計GDP增長率為1%。中美貿易爭端降溫，將減少歐元區（尤其是德國）受到的影響，有助煞停出口及工業生產的跌勢。鑒於2019年全年的內部需求及歐元區勞動力市場均表現穩健，該不利因素的消除將使歐元區的GDP增長率逐步提高。穩健的信貸增長亦應會支持經濟持續擴張。歐元區的貨幣政策不太可能會進一步放鬆，但歐洲央行 (ECB) 在2019年9月作出的決定（減息及新一輪資產購買）已經產生輕微的推動力。

看點：歐盟 (EU) 及歐洲央行新的領導層可能會帶來新的政治動力。具體而言，2020年很可能標誌著歐元區十多年來的首次財政擴張。此外，我們很可能會發現歐盟委員會對《穩定與增長公約》的解釋更為寬鬆，這將使義大利及其他國家進一步放寬財政政策。持續的貿易戰及貿易戰向歐洲蔓延的可能性，乃至英國在無協議下脫歐，均構成最大的風險。

日本

奧運刺激經濟

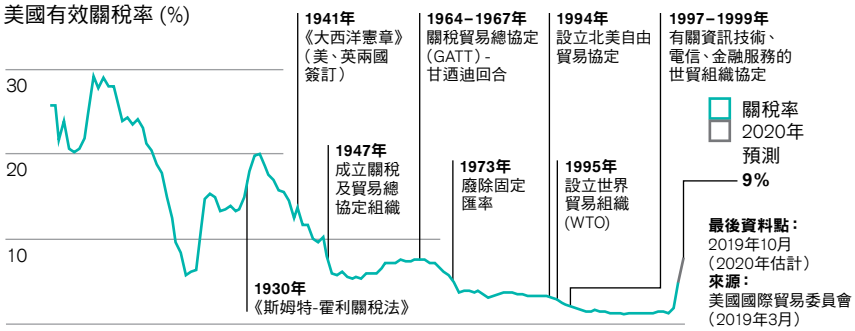
增長：日本經濟在2020年可能有所放緩（GDP增幅降至0.4%），但全球製造業的預期好轉應會限制經濟放緩的速度。日本於2019年10月上調消費稅亦可能會繼續拖累經濟增長，但在假設全球經濟不會陷入衰退的情況下，日本經濟將能夠克服國內的不利因素。與此同時，2020年夏季奧運會將促進入境旅遊，對經濟產生強大的推動力。上半年的公共投資亦可能保持強勁。

看點：貨幣政策在2020年及以後仍將保持寬鬆。實際上，日本央行 (BoJ) 可能會提高其通脹目標。消費稅上調的影響，將在一定程度上被政府支出增加所抵銷。鑒於日本對全球貿易及中國經濟的敏感性，中美貿易戰的結果及中國需求的演變也是影響日本經濟發展的重要因素。日本與歐盟及美國達成新的貿易協定，將為經濟提供一定的長期上行潛力。

解決貿易戰

從貿易和平到貿易戰

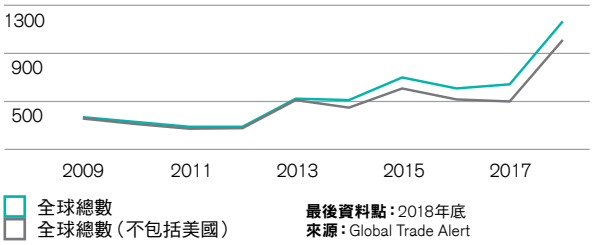
長達90年的貿易自由是否已終結？
美國有效關稅率 (%)



最後資料點：
2019年10月
(2020年估計)
來源：
美國國際貿易委員會
(2019年3月)

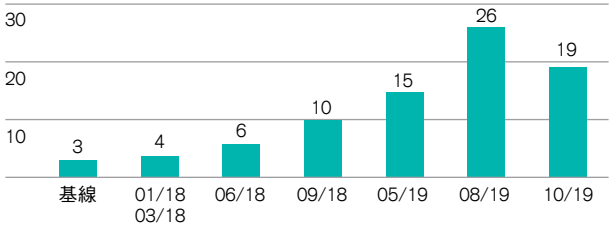
> 貿易戰是好事情，容易贏。
>
> **唐納德•特朗普**
> 美國總統
> 2018年3月2日在推特發佈

非關稅壁壘自金融危機以來一直攀升
於年末報告的貿易異常個案數目(絕對數字)



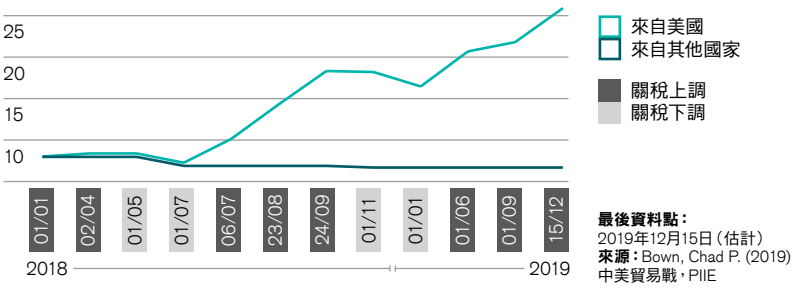
最後資料點：2018年底
來源：Global Trade Alert

美國推動貿易戰……
美國對中國進口商品徵收的平均關稅率 (%)



最後資料點：2019年10月
來源：彼得森國際經濟研究所(2019年)

……但中國已對美國展開報復，同時在關稅方面善待其他國家
中國對進口商品徵收的貿易加權平均關稅 (%)



最後資料點：
2019年12月15日(估計)
來源：Bown, Chad P. (2019)
中美貿易戰，PIIE

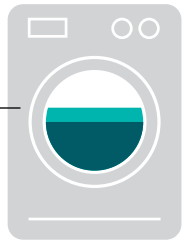
> 我認為世界上沒有一個國家會[對我們]展開報復。
>
> **Peter Navarro**
> 白宮貿易顧問
> 2018年3月2日於福斯新聞頻道
> (Fox News)發表言論

出現許多輸家……

關稅直接損害消費者……

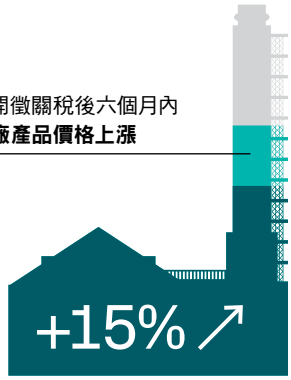
美國於2018年2月
開徵關稅後
洗衣機價格上漲

+9% ↗



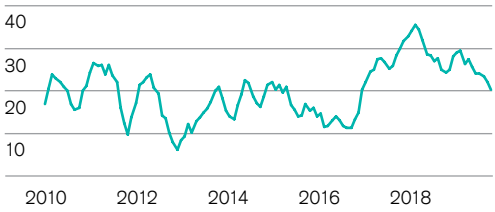
……或導致生產價格上升
而造成間接損害

美國開徵關稅後六個月內
煉鋼廠產品價格上漲



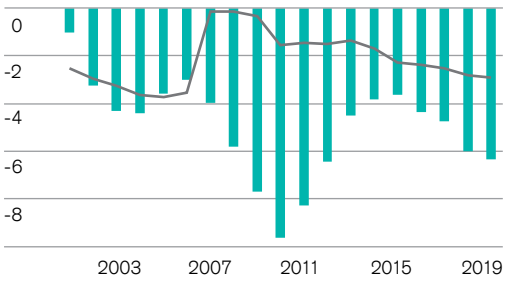
> **…業務活動持續收縮、投資減少，不確定性增多。就像籠罩在全球經濟上的一大片烏雲。**
>
> **Christine Lagarde**
> 歐洲央行新任行長
> 於2019年9月23日
> 向CNBC表示

關稅打壓商業計畫……
美國公司（Empire State和Philly Fed）
的資本支出意向調查（指數化）



最後資料點：2019年10月　　**來源：**Datastream、瑞信

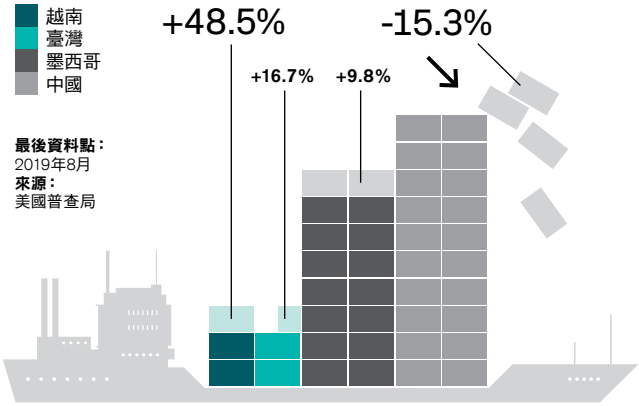
結構化問題未得到解決
美國總體政府結構平衡與貿易差額（GDP的%）



最後資料點：
2018年（2019年估計）
來源：國際貨幣基金
組織、彭博社

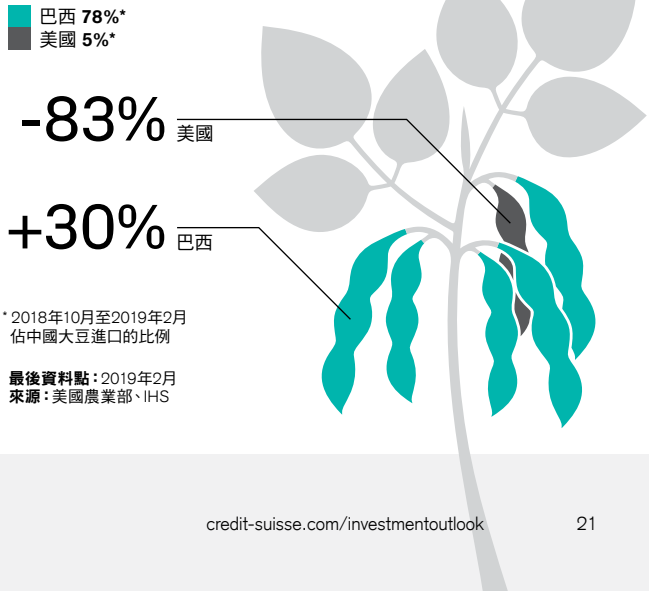
…少數幸運的贏家

從貿易戰獲益的國家和地區…
2015年至2019年美國進口份額和變化…



最後資料點：
2019年8月
來源：
美國普查局

…巴西大豆農民亦從中獲益
自貿易戰爆發之後中國的大豆進口



*2018年10月至2019年2月
佔中國大豆進口的比例

最後資料點：2019年2月
來源：美國農業部、IHS

英國

依然聚焦脫歐

增長：假設脫歐進程順利，我們的核心預期是英國2020年的經濟增長將高於2019年。如果保守黨成為多數黨，英國將在達成協議下脫歐，但如果工黨政府（多數派政府或聯合政府）上臺，則會啟動第二次公投。懸峙議會可能產生僵局和更多不確定性。雖然無協議脫歐的可能性不大，但我們認為這種情況將導致經濟嚴重衰退，即使英倫銀行 (BoE) 放寬貨幣政策且政府亦相應放寬財政政策，實際GDP仍有可能下跌1%至2%。

看點：英倫銀行可能繼續持觀望態度，而脫歐的不確定性依然居高不下。如果英國在達成協議下脫離歐盟，或者如果取消脫歐，企業投資和整體增長將有很大的上升空間。英倫銀行隨後可能於2020年期間開始加息。

瑞士

貿易是經濟復甦的關鍵所在

增長：鑒於全球大環境依然低迷，我們預期2020年GDP溫和增長(1.4%)。在移民持續流入、就業穩健及工資輕微上升的情況下，國內需求應會繼續得到支持。藥品出口可能保持明顯上升趨勢。由於德國和中國等主要出口市場的需求依然疲弱，機電工程 (MEM) 行業可能會依然受壓。

看點：瑞士國家銀行 (SNB) 將盡其所能防止瑞士法郎升值。雖然我們的基本觀點是瑞士不會減息，但如果全球經濟依然弱於預期，且其他央行減息，則瑞士可能採取減息措施。一個風險來源是美國可能對當地藥品出口徵收關稅或將瑞士歸類為貨幣操縱國。地緣政治緊張局勢加劇，亦將增加避險資金再次流入瑞士法郎的風險。

亞洲新興市場（不包括中國）

前景取決於貿易戰形勢

增長：由於中國貿易疲軟，北亞較為發達的國家或地區（即南韓和臺灣）的前景持續低迷，增長率僅超過2%。香港的前景將在很大程度上取決於當地的政局發展。同時，東南亞大部分國家或地區的經濟增長遠遠較強，有迎頭趕超的較高潛力，它們融入中國供應鏈的程度較低。某些國家（尤其是越南）因生產基地持續轉入該國而獲益。新加坡於2019年的經濟顯著下滑，部分原因是全球和中國對外貿易放緩；如果貿易緊張局勢紓緩，新加坡在2020年的經濟增長可能輕微回彈至1.7%左右。印度經濟的絕對增長可能保持高企，在6%左右徘徊，但由於銀行和房地產行業持續疲弱，其增長遠低於其潛力水平。

看點：中美貿易戰降溫將顯著利好與中國供應鏈緊密相連的國家或地區，更為重要的是中國的國內需求演變及其對該地區出口的影響。在對全球貿易依賴程度較低的印度，國內金融和貨幣穩定是經濟復甦的關鍵。

澳洲

關注家庭債務

增長：雖然2019年家庭收入增長低迷、住房市道轉弱以及家庭債台高築對消費構成壓力，但公共支出上升為經濟增長提供支持。基礎設施投資將於2020年繼續發揮助力。在相對低迷的2019年過後，我們預期澳洲經濟將以2.8%的預估增幅回升。

看點：儘管房價在某種程度上已有所回落，但住房負擔能力依然較低。因此，房地產依然是政治議程中的重中之重，進一步推出住房供應改革的可能性極大。

澳洲儲備銀行 (RBA) 於2019年多次降低利率，為經濟提供支持，而且可能於2020年繼續減息。與此同時，考慮到與房地產相關的穩定性風險，金融監管仍然是焦點所在。

歐洲、中東和非洲

應對挫折

增長：土耳其似乎已走出2019年第二季度的衰退，並有可能於2020年實現2%至3%的增長。整體通脹率（預計2019年底為12%）將於2020年第一季度之後進一步放緩。由於人口結構不利、官僚作風嚴重以及公共投資效率低下，俄羅斯的增長依然緩慢，僅為1%至2%左右。金屬價格疲弱以及勞動力市場僵化和公共投資不足等結構性問題將繼續壓抑南非的經濟表現。眾多東歐經濟體與德國汽車行業關係緊密，令經濟表現受挫，但由於國內需求強勁，加上這些國家在其他貿易領域的強大競爭地位，其增長可能維持在合理穩健的水平。

看點：在土耳其，總統埃爾多安(Recep Tayyip Erdogan)訂立於下一年度達致個位數利率和實際GDP增長5%的目標，在此背景下政策管理不善依然是主要風險。我們認為，不斷變化的國內政治格局和持續（儘管已減弱）的地緣政治風險，使經濟前景變得複雜化。在俄羅斯，低通脹（因前述原因）應會創造減息條件。德國經濟好轉將使東歐受益。南非存在通脹的重大下行風險。若通脹真的顯著下滑，南非將可能成為極少數有巨大潛力於2020年採取寬鬆政策的國家之一。此外，投資者將密切關注穆迪是否在南非制定2020年預算案之後下調對南非的評級。

拉丁美洲

觸底反彈

增長：該地區兩個最大的經濟體巴西和墨西哥於2019年只錄得輕微正增長。部分原因是全球製造業放緩，但國內政策的不確定性影響更大。然而，隨著養老金改革獲得通過，巴西的前景已有改善，使長期的財政穩定性加強，並應有利於私有化及持續的財政整頓進程。我們預計2020年的GDP增長率為2.7%。在墨西哥，經濟增長亦應有所改善（2020年1.6%），部分原因是貨幣政策寬鬆。同時，一些國內風險有所減緩，包括2020年預算案的不確定性以及國有石油公司Pemex承受的融資壓力。雖說如此，在全球油價下跌的情況下，政府加大對石油產業的投資能否產生充足回報，仍是值得質疑的問題。

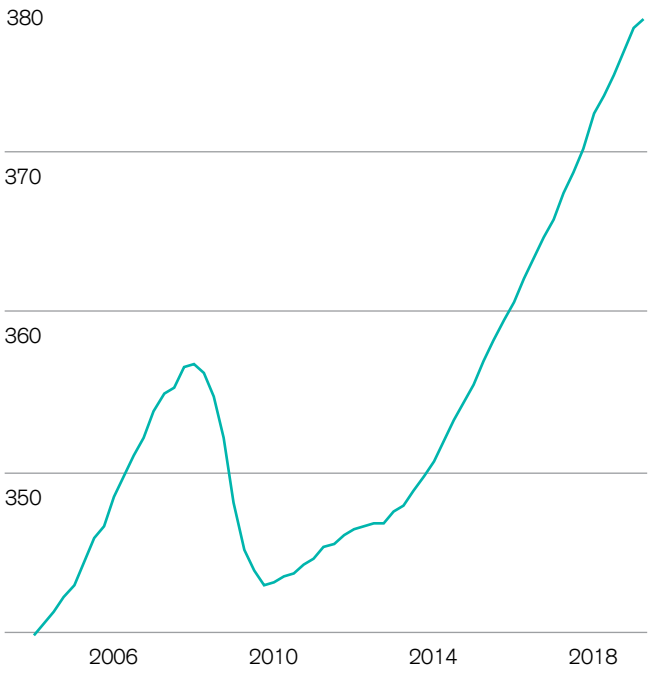
看點：在墨西哥，儘管政局緊張，但進行其他方面的改革（例如稅收改革）的可能性較大。此外，美國國會批准新的自由貿易協定（名為美國-墨西哥-加拿大協定 (USMCA)，有助提振信心，但這並不是一個必然的結果。墨西哥的通脹已跌至央行訂立的3%目標，而巴西的通脹應會穩定在低於4%的水平。

結語

我們對各地區的匯總觀點是全球經濟增長喜憂參半。美國和中國的增長可能會較2019年有所降低。同時，預期歐元區和部分新興市場步入復甦，將抵銷部分弱勢。我們認為，由於持續寬鬆的貨幣政策，多數地區的銀行信貸充足且油價溫和，全球增長似乎不太可能大幅下挫。除全球貿易局勢緊張之外，我們並未看到將會觸發衰退的明顯衝擊。然而，全球經濟於2019年確實瀕臨衰退（例如，根據全球貿易的放緩程度來衡量），這點反映即使（地緣政治或經濟本身的）衝擊有限，都可能導致經濟下滑變得更為嚴重。

就業水平高且持續攀升

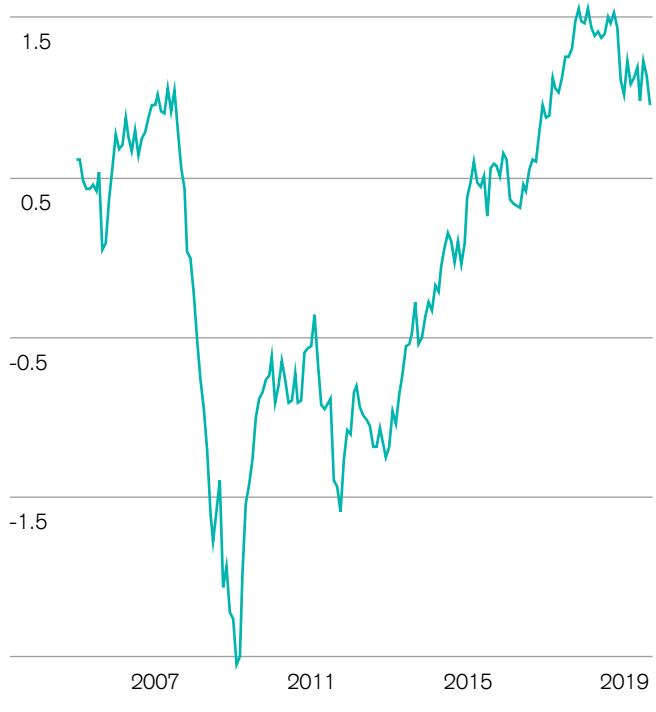
美國、歐元區及日本的職位總數（百萬個）



最後資料點：2019年第二季度
來源：Datastream、瑞信

消費信心迫近高位

美國、歐元區及日本的消費信心
（GDP加權平均數，標準化）



最後資料點：2019年9月
來源：Datastream、瑞信

主要資產類別

回報趨於溫和

大多數資產類別於2019年表現強勁。雖然金融資產可能繼續從普遍較低的收益率中獲利，但投資者不應期望2020年能夠再創此佳績。

儘管貿易戰加劇，全球經濟惡化，但大多數資產類別於2019年均表現強勁。這主要歸因於聯儲局急劇轉向寬鬆政策，因而提振投資者的信心。我們對2020年的預測是，大多數資產類別的回報將低於2019年。儘管我們預期製造業將企穩，貿易緊張局勢緩和，但仍有許多因素可能會拖累表現。

2019年在金融市場發揮關鍵作用的推動力（地緣政治、經濟勢頭及央行政策）無疑將於2020年繼續發揮影響力，但我們可能會看到其中一些推動力的方向發生改變。公司基本因素和投資者情緒等其他因素也至關重要。

經濟勢頭趨於穩定

雖然我們預期整體國內生產總值 (GDP) 的增長相對於2019年將有所放緩，但我們預測工業產值 (IP) 將略為加速。正如我們的研究所示，工業產值勢頭與金融市場之間存在緊密關係。工業產值勢頭向好，有助於支撐風險資產，同時壓抑高級別債券。

央行更為審慎

我們對全球經濟形勢的基本觀點是，貨幣政策帶來的支持力度將不如2019年明顯。我們的經濟師預期，儘管歐洲央行 (ECB) 將持續推行量化寬鬆 (QE) 計畫，但聯儲局和歐洲央行仍將維持利率不變。貨幣政策的寬鬆程度降低，可能會使大多數資產的回報受到限制。

（地緣）政局的不確定因素

有關地緣政治的預測極具不確定性，但我們的基本觀點是美國政府將試圖與中國達成某種貿易協定。若能成功達成，其結果將有利於風險資產，尤其是亞洲股票。然而，美國於2020年的總統大選可能面臨異常兩極分化的現象，因此可能打擊投資者的情緒。相反，如英國脫歐的不確定性得到解決，將為歐洲風險資產和英鎊提供支持。儘管發生重大軍事衝突的機會不太，但不能排除中東局勢進一步加劇的可能性。

利潤率受壓加劇

近年來，美國公司已實現高盈利能力：在工資溫和的情況下，銷量上升促進了利潤增長，而美國削減企業稅亦使利潤增加。然而，這個「童話」即將結束，我們預期利潤率未來將承受下行壓力。雖然利息成本繼續在低位徘徊，但勞工成本可能繼續攀升。對盈利能力構成壓力的另一個潛在因素是對中國出口商品徵收的關稅，這使許多公司的生產成本增加。

估值仍有利於股票

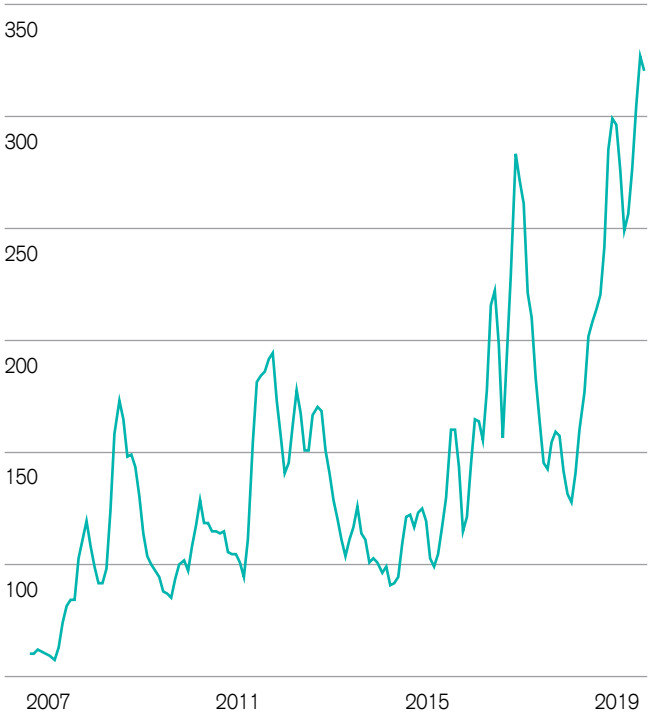
然而，相對估值仍明顯有利於股票。儘管過去一年全球股票的市盈率 (P/E) 輕微上升，但由於實際收益率下跌，高級別債券估值的升勢更為顯著。雖說如此，鑒於各種不利因素，我們預期主要股票市場的絕對回報將低於2019年。

企業借貸對低質素信貸構成風險

近年來，非金融公司提高了杠杆水平，按某些指標衡量已超出2008年全球金融危機之前的水平。然而，由於利率處於極低水平，目前的債務融資容易得多。我們認為，低質素信貸的風險已然上升。因此，我們看好中間信貸風險，包括各環節的新興市場債務。

經濟政策不確定性激增...

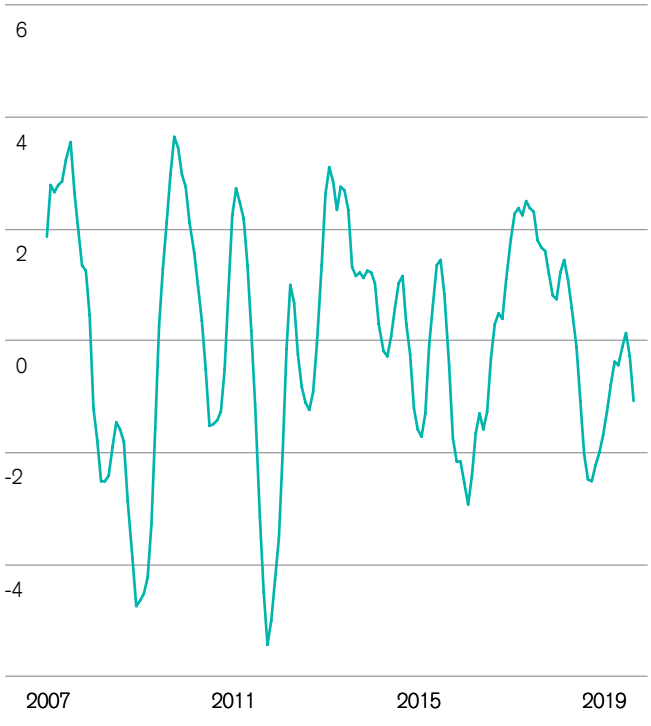
經濟政策不確定性指數



最後資料點：2019年9月
來源：Datastream、瑞信

...但投資者仍相當鎮定

瑞信風險偏好指數



最後資料點：2019年10月15日
來源：Datastream、瑞信

最佳信貸投資時期

儘管很多優質債券的回報率於2020年可能為負，但投資機會仍在，包括BB級別的高收益債券。

隨著中美貿易關係持續緊張，全球經濟形勢每況愈下，債券於2019年大部分時間的收益率呈下降趨勢，因而產生可觀的資本收益。縱然事實上35%的歐洲投資級別公司債券於2019年初已錄得負收益率，但在撰文之時，政府及投資級別 (IG) 債券的表現勢必較2018年顯著增強。

收益率回升

根據我們的基本觀點，全球經濟來年應會略微改善，故投資級別及政府債券的收益率料會上升，因而導致資本虧損。由於收益率曲線仍然相當平穩，長期債券的價格將錄得較大跌幅。因此，許多優質債券於2020年將可能產生負回報。若初始收益率極低或甚至為負，則負回報率將幾乎無法避免。

我們預計只有少數幾個高級別債市（如美國國庫債券或澳大利亞政府債券）的回報率將為正，而在歐元區的大部分地區及瑞士，回報率可能為負。

只有在經濟嚴重衰退或出現地緣政治危機的情況下，正回報才有可能。而高級別債券的收益率將進一步降低，因而產生的資本收益甚至足以抵銷呈負數的初始收益率。

信貸緊縮時期

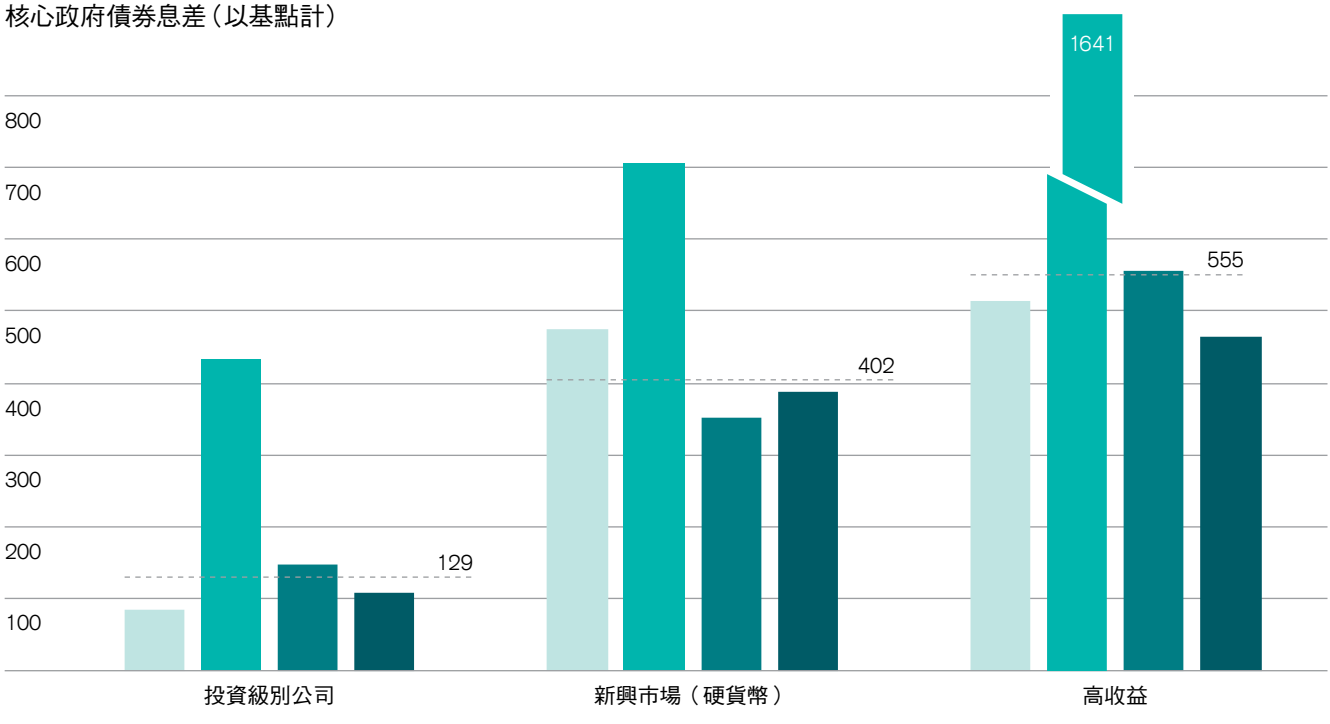
大部分信貸板塊的息差（風險較高債券與政府債券的收益率差額）在2019年亦見收窄。因此，大多數板塊的債券的絕對收益降至甚低水平。在某些地區，目前的收益率看來不足以彌補基本因素惡化及違約率上升的風險。

這情況尤其適用於評級極低（如B級）的債務人，如果全球經濟進一步轉弱，他們將受嚴重影響。此外，在鋼鐵及能源等具有週期性弱勢的產業，公司的杠杆水平已經提高。

在某些信貸領域（投資級別及高收益），收益率即使很低，但看來仍足以彌補該等風險。以下詳細介紹固定收益產品在2020年的機遇及風險。

新興市場債券提供良好風險/收益平衡

核心政府債券息差（以基點計）



投資級別公司：彭博巴克萊全球綜合債券指數
新興市場：JP摩根新興市場債券指數
高收益：彭博巴克萊全球高收益債券指數

2001年－2007年平均值
2009年－2018年平均值
自2001年起平均值
全球金融危機（2008年11月－12月）
目前

最後資料點：2019年10月25日
來源：彭博社、瑞信

鎖定投資級別債券

背景：儘管投資級別債券按絕對值計算的收益率極低，但我們仍然能發現具有吸引力的機會。即使在經濟增長低迷的情況下，大多數該等債券不太可能出現級別下調。

機遇：我們認為新興市場 (EM) 投資級別美元公司債券存在投資良機，尤其是在一些亞洲市場，儘管公司基本因素保持穩健，但市場對中美貿易戰影響的擔憂已引發息差上升。歐洲一些非週期性行業（如公用事業及通信）的混合債券亦提供具吸引力的經風險調整回報率。

高收益：聚焦次級金融債券

背景：只要市場對經濟衰退的擔憂尚未消除，高收益債券的息差就可能繼續擴大，而B級債券最易受到收益率驟升的影響。然而，我們仍認為表現較好的BB級別債券能帶來投資機遇。

機遇：次級金融債券中存在機遇。監管機構繼續要求銀行強化資產負債表，加之不良貸款趨勢下降，尤其在歐洲週邊市場，這應會產生利好影響。符合環境、社會和公司治理 (ESG) 標準的高收益債券受到更大關注，作為投資工具的適切度亦不斷提高。

新興市場債券：良好風險／收益

背景：自2008年爆發金融危機以來，主要新興市場債券指數的息差跌幅低於杠杆率通常較高的發達市場中的一些較高風險的債券。後者或許已從中央銀行以先進經濟體債券為目標的資產購買計畫中間接獲得較為強勁的收益。相反，新興市場債券目前提供投資者能從中獲益的較高風險溢價。

機遇：美國聯邦儲備局採取較寬鬆的立場，料將繼續讓依賴美元資金的新興市場受益。2020年，巴西、墨西哥及土耳其等一些借貸大國的經濟基本因素將持續改善。不斷下降的通脹應會壓抑多個國家的國內利率，尤其將為新興市場本幣債券帶來支持。然而，由於一些貨幣可能遭受壓力，投資者必須嚴格挑選投資對象。

前沿市場：收益率新高

更多詳情請登入：
credit-suisse.com/frontiermarkets

對資產抵押證券取態審慎

背景：結構性信貸工具（通常被稱為資產抵押證券（ABS））被視為2008年金融危機的罪魁禍首，並自此一直受到質疑。然而，我們在這個板塊見到各種不俗的投資機遇。但在一些領域，如部分傳統的歐美資產抵押證券市場，我們建議投資者謹慎行事。

機遇：歐洲擔保債券仍提供溫和回報及高信用評級。貸款抵押證券(CLO)，尤其是高級及夾層債券，亦提供良好的風險—收益平衡。與高收益債券或杠杆貸款相比，這類債券受違約率上升的影響程度通常小得多。此外，它們提供的浮動利率對長期收益率上升發揮緩衝作用。然而美國資產抵押證券發行人有一半以上來自正在經歷結構性改革的汽車行業。

專注於增長型板塊及股息

儘管存在諸多不利因素，但MSCI全球指數在2019年頭十個月為投資者提供的總回報略高於20%，遠高於平均年回報率。我們預計全球各地中央銀行放緩減息步伐，2020年股市的表現將相應回落。

於2019年，減息帶來的重大刺激抵銷了增長勢頭減弱對股票產生的負面影響。2020年，我們預計經濟增長將趨於穩定。我們預計中央銀行將只會提供有限度的額外支持，不過流動性狀況將會保持寬鬆。我們認為，中央銀行，尤其是美國聯邦儲備局（聯儲局）將不會減息，即使真的減息，幅度相對市場目前預期的水平也會十分輕微。此外，隨著勞工成本上漲，利潤率料會受到更大壓力。這表明股票回報可能會較接近一般水平。

基本上看好股票

然而，我們對股票的基本觀點是正面的。隨著地緣政治緊張局勢的緩解以及貿易戰的平息（至少在一定程度上），商業情緒得到改善並有助於工業產值 (IP) 回升。2019年額外的財政支出（尤其是在歐洲）以及貨幣寬鬆政策的效應亦支持經濟及銷售增長。最後，相對估值仍明顯對股票有利。從持續的長期社會變化中受益的增長導向型行業和股票有望繼續跑贏大市。股息穩定的股票亦會受到青睞。

關注利潤率

自金融危機以來，企業利潤總體上由於成本下降而得到提高。儘管一些成本驅動要素受到壓制，但其他要素並未受到壓制。在可預見的未來，利息成本將保持在非常低的水平，甚至可能由於到期債務以較低的利率再融資而降低。然而，發達國家（尤其是美國）工資一直都增長較快。

工資所佔份額提高，是一種典型的後週期現象，即使經濟進入衰退階段，這種現象仍會持續數年。此外，雖然生產力加速增長，但不可能完全抵銷該等額外成本。勞工成本上漲可能會導致現金流量減少。如果再加上已經擴大的金融杠杆，便可能限制股票回購，股票回購一直是近年來的一個重要驅動要素。

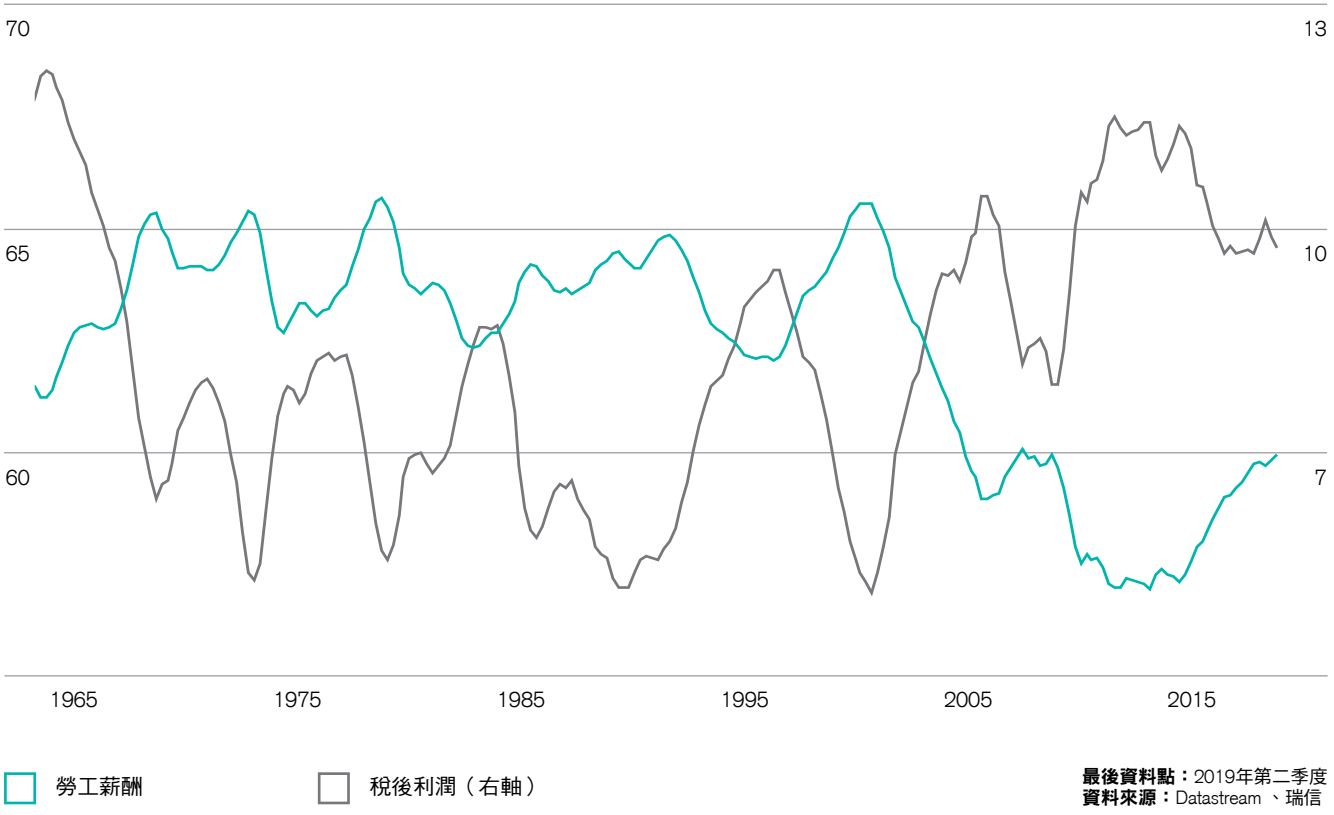
X因素：美國總統選舉

於2020年11月舉行的2020年美國總統及國會選舉亦可能對股票市場產生重要影響，不過尚無確鑿的統計資料表明選舉年份的股票表現有別於其他年份。

此次選舉的不同之處可能在於，美國選民出現嚴重分歧，此選舉年份可能比往年更加動盪。此外，如果民意調查反映選民明顯偏向於支持其中一個左傾的民主黨候選人，則未來可能會受到干預的一些行業（如醫療、能源或金融）可能會面臨壓力。

隨著勞工成本上漲，利潤份額很可能進一步下降

稅後利潤及勞工薪酬在美國國民收入中所佔份額（%，四個季度移動平均數）



最後資料點：2019年第二季度
資料來源：Datastream 、瑞信

於眾多低收益債券中尋求回報

我們預期股市明年將提供5%左右的回報率，但此回報率或會明顯高於投資級別債券的回報率。長期派發股息的公司，其股價應會得到良好支持。

按今天的股價計算，我們預計MSCI世界指數成份股的股息收益率約為2.5%。金融、能源或公用事業等若干行業將持續派付高於平均數的股息。

尋求增長機遇

更多追求價值增長的投資者或會考慮收益很可能強勁增長的高信心行業或主題。其中一個領域為教育科技，由於教育事業日益趨向數碼化，使成本效益及影響力提升，因此將迎來高增長。

另外，可持續性不但對消費者及公司更加重要，對投資者也是如此。我們認為，我們正開始朝著更具持續性的經濟轉型。雖然部分公司和行業可能面臨壓力，但預計會出現新的重大機會。我們的五大高信心超級趨勢涉及該等主題及其他關聯性強的主題，詳情請參閱第40頁。

全球主要市場概覽

美國：儘管面對阻力，預期仍有出色表現

自2009年3月牛市開始以來，標普500指數的回報大幅領先其他市場（比MSCI歐洲貨幣經濟聯盟指數高出約210%，比MSCI日本指數高出約245%）。我們的基本假設是，美國市場由於經濟增長卓越及IT股的權重較高而持續錄得強勁表現。但是工資上漲、2018年企業稅下調的效應漸減、聯儲局支持力度減弱，及總統選舉的不確定性，均使利潤率受到的壓力增加，因此限制了美國市場的上升潛力。

歐元區：歐洲央行支撐與貿易戰

雖然政局引發憂慮及製造業疲軟，2019年歐元區股市卻表現堅穩，出人意表。央行重啟寬鬆貨幣政策及與之相關的歐元弱勢，無疑提供了支撐。然而，以美元計，歐元區市場表現較標普500指數低4.3%。展望2020年，我們認為歐元區市場會受到多個因素支撐，包括歐洲央行的寬鬆貨幣政策、英國脫歐問題可能得到解決，以及市場估值較低。最大的風險是中美貿易戰可能加劇及美國可能對歐洲汽車施加關稅。

英國：英國脫歐之後的展望

2019年，英國股票市場表現遠不如全球股票市場。然而，這並非主要由於英國脫歐的不確定性，而是由於佔英國股票市場較大份額的材料股的疲軟。展望2020年，我們認為，隨著中國經濟增長持續放緩，材料股將繼續受壓，令英國成為表現較為疲弱的市場之一。令人感到矛盾的是，由於英鎊很可能大幅升值，英國順利脫歐反而會對出口導向行業帶來壓力。然而，面向國內市場的小型公司卻會得到支持。萬一出現硬脫歐，我們預計英格蘭銀行將果斷採取寬鬆措施，而英鎊將大幅貶值。

瑞士：穩步增長

2019年瑞士股市繼續表現強勁，部分原因是受到大型必需消費品公司所推動。我們的2020年展望是，瑞士股市只會保持穩定而非矚目的表現，因為若全球製造業改善，屬於防禦性的瑞士股市的表現將遜於週期性較強的市場。若瑞士國家銀行成功阻止瑞士法郎升值，則會對瑞士股市提供支撐。瑞士法郎走弱，以及收益率曲線更為陡峭，將特別利好金融股。2020年美國總統選舉後美國醫療保健政策的變動，對瑞士製藥業帶來一定風險。

中國 / 新興市場股票：貿易戰緩解是關鍵

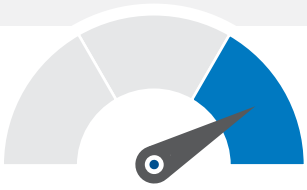
自2018年初以來，新興市場 (EM) 股票表現遠不如發達市場。最初，聯儲局收緊貨幣政策，導致多個依賴廉價美元資金的市場下跌。中美貿易戰的爆發亦令事態惡化，由於中國和其他北亞市場佔MSCI新興市場指數的比例超過55%，因此貿易戰的緩解將可能為新興市場股市帶來支持，即便中國經濟增長疲軟等其他因素可能窒礙復甦步伐。較低的通脹以及較寬鬆的貨幣政策，預計會持續為巴西等新興市場提供支持。

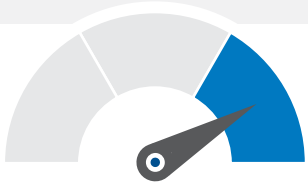
日本：寄望IP週期改善

過去一年，美國和中國貿易爭端導致國內乃至全球經濟放緩，令日本股票投資者感到失望。2020年，我們認為日本股市的運勢將有所改善，原因是全球IP週期上升，尤其是資本支出回升，對週期性日本股市的利好影響將強於大部分其他市場。此外，該市場估值具有吸引力，遠期市盈率略高於13倍。日本央行對維持寬鬆政策並限制日圓升值的承諾，亦是一個正面因素。

行業觀點

方向指標代表截至2019年10月的策略觀點；
3 – 6個月投資期

有利因素		不利因素
▫ 創新 — 如5G、物聯網、人工智慧 (AI)、數碼化 — 推動增長 ▫ 軟件是提升生產力的關鍵因素	 **IT**	▫ 智能手機市場飽和，限制硬件銷情 ▫ 由於不確定性，企業投資放緩
▫ 央行的「分級」制度應會提升歐洲銀行的盈利能力 ▫ 估值具有吸引力，基本因素改善（如股本回報率）	 **金融**	▫ 收益率曲線趨於平緩，使淨利息收益率縮窄 ▫ 零售及理財服務的利潤率受壓
▫ 手機娛樂（視頻遊戲、視頻流）的顯著增長率 ▫ 廣告形式從傳統廣告轉向網路廣告，帶來可觀的收益潛力	 **通訊服務**	▫ 監管壓力，如反壟斷、私隱調查等，正對業務模式帶來挑戰 ▫ 內容創建和合規壓力，需要龐大開支應付
▫ 股息收益率具吸引力 ▫ 屬於防禦型板塊，受到經濟不確定性或貿易糾紛的影響有限	 **公用事業**	▫ 估值較高 ▫ 較高的債券收益率會減少此種債券替代股的吸引力
▫ 股息收益率具吸引力 ▫ 除了零售物業，商業房地產價格預計維持穩定	 **房地產**	▫ 略高的債券收益率會降低此種債券替代股的吸引力 ▫ 電商使零售物業的吸引力降低

有利因素		不利因素
▫ 人口老化 ▫ 新興市場的醫療保障及負擔能力提高	 **醫療保健**	▫ 2020年美國大選期間政治風險提升，醫療保健的費用及保障範圍成為候選人的激辯議題 ▫ 與阿片類藥物濫用相關的訴訟風險
▫ 即使是貿易糾紛得到部分解決，也會改善經濟的不確定性 ▫ 各個國家的基建開支可能增加	 **工業**	▫ 經濟不確定性導致企業減少投資，工業生產收縮 ▫ 收益增長可能令人失望
▫ 股息收益率穩定 ▫ 防禦型行業，若經濟不確定性持續，則可從中受益	 **必需消費品**	▫ 估值上升 ▫ 隨著預期利率回升，此債券替代股板塊的吸引力可能減弱
▫ 勞工市場穩定、薪資增長以及家庭資產負債表，均支持消費需求及開支 ▫ 低利率支撐家庭相關耐用品的消費	 **非必需消費品**	▫ 若中美貿易爭端持續，製造業的放緩可能波及勞工市場及消費需求 ▫ 傳統零售業面臨來自電子商務的結構性挑戰
▫ 地緣政治緊張局勢可能干擾供應，使油價風險溢價上升 ▫ 股息收益率具吸引力	 **能源**	▫ 製造業疲軟，中國經濟增長放緩降低了需求增長，而美國頁岩油生產商使石油供應更加充裕 ▫ 解決環境問題的壓力，可能促使全球加速轉型至可持續能源解決方案
▫ 低利率可能提升建造業相關需求 ▫ 估值具吸引力	 **材料**	▫ 全球經濟的低增長及美元走強成為拖累因素 ▫ 中國經濟增長放緩帶來風險

超級趨勢

寵物飼養日漸盛行、全球氣候問題引發大罷課、下一代5G移動網路問世，這些發展有什麼共同點？它們全都見證了我們於2017年首次提出五大超級趨勢時所洞悉的重大社會變化。

我們的超級趨勢涵蓋廣泛的熱門主題：日益多極化的世界；基礎設施；人口老化；下一代的影響力；以及快速的技術創新。這些趨勢的重點是結構性推動力，以改善投資組合的整體風險／回報水平為目的，以達致領先大市的長遠表現。我們堅信這些趨勢依然強勁。

新增趨勢：教育科技

2019年6月，我們為超級趨勢框架引入新視角。例如，就「銀髮經濟」超級趨勢而言，越來越多老年人與寵物一起生活。寵物有自己的飲食和獸醫護理需要，因而會推動全球寵物保健市場的增長，到2025年預計超過2,000億美元。就「千禧世代的價值觀」超級趨勢而言，上網和使用社交媒體自然而然地成為Z世代生活的一部分，因而推動教育科技市場的需求，教育科技目前處於我們認為將發生重大變革的早期階段。Marketers Media預期，北美數碼教育市場的規模到2023年將增至4,000億美元以上。

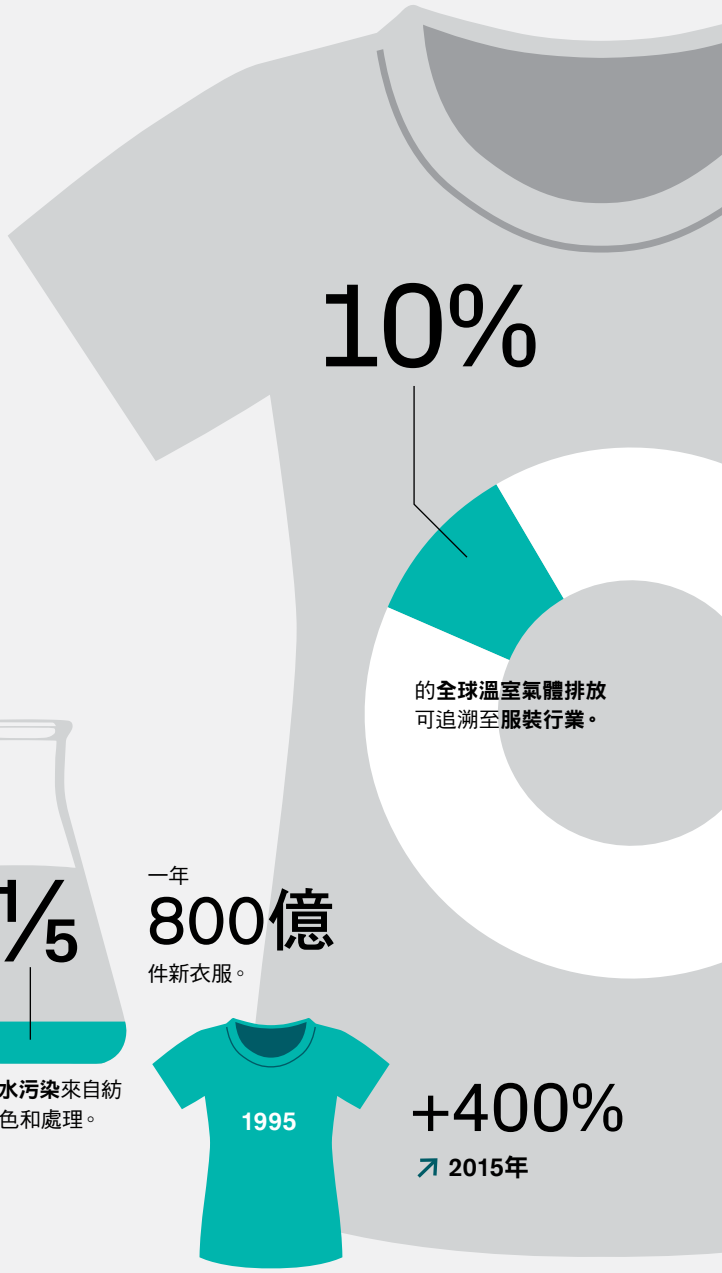
在「技術」超級趨勢中，我們擴大「數碼化」子主題，專注於5G及其對大數據的影響。此外，環境、社會及公司治理 (ESG) 標準仍然是一個關鍵主題和投資重點，尤對千禧一代而言，他們作為負責任消費者的呼聲日益高漲。

跨板塊的長期主題

基於超級趨勢的模組化概念，投資者可投資單一股票、更多獨特主題或更廣泛的超級趨勢主題。這五大超級趨勢使瑞信的單一股票選擇更加多元化，摩根士丹利世界指數 (MSCI World) 的每個板塊都成為投資組合的一部分。在超級趨勢投資組合中，最大的風險存在於資訊技術、醫療保健和工業板塊。就地區而言，美國幾乎佔了我們的超級趨勢股票選擇的50% — 低於其在摩根士丹利世界指數中的權重。相反，我們加大對新興市場的持倉，反映許多新興國家存在長期增長機會，以及全球社會和人口趨勢。

推動變革

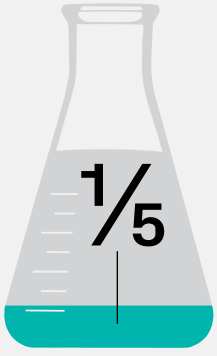
消費品工業的效率低下，
尤其受到千禧世代的消費者抨擊。



T恤
棉和化纖混紡

2,700公升
的水

相當
於 30
個浴缸的水
量才能製成
一件T恤。



的**工業水污染**來自紡
織品染色和處理。

一年
800億
件新衣服。

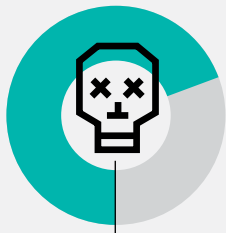
+400%
↗ 2015年

智能手機

1,000+種
不同材料，
用於生產
一台智能手機。

Supertrends微型網站
credit-suisse.com/
supertrends

將所有歐洲智能手機
的壽命延長
一年 =
道路上減少
200萬台
汽車。



垃圾
堆填區有
70%
的有害廢棄物為
電子垃圾。

來源：
見第65頁

美元即將見頂

美元最初將保持堅挺，但是隨著歐元區經濟復甦站穩腳跟，歐元可能於下半年升值。由於國內經濟疲軟，人民幣兌美元可能略微貶值。在英國脫歐問題得到解決的情況下，英鎊預計大幅升值。

主要貨幣：美元將失去套利優勢

2019年，美元兌大多數發達市場 (DM) 貨幣持續升值。若一如我們預期，全球經濟增長及貿易趨於穩定，屬於週期敏感型的歐元應會上升。然而，若地緣政局惡化或全球經濟增長令人失望，則美元將繼續受到支撐，而日圓和瑞士法郎很可能成為最大的贏家。

美元：展望2020年，美元將始終受到支撐，原因是該貨幣相對大多數其他G10貨幣仍具有增長及利率（套利）優勢。但是，該等優勢可能在該年減弱。此外，市場參與者的注意力可能開始轉向美元估值過高，使資金流出美元資產。

歐元：經過2019年令人失望的表現後，預期歐元區在2020年將錄得略低的增長，部分原因是財政刺激加大及英國脫歐的不確定性減少，因此應會為歐元帶來支持。長期因素（尤其是區內經常賬盈餘的增長）亦提供支撐。市場再次憂慮義大利的政治及財政穩定性，亦帶來（低概率）風險。

日圓：雖然全球的風險厭惡情緒應會減弱並限制日元的升值潛力，但是我們認為日圓兌美元估值偏低應會為日元帶來支持。日本央行的減息空間有限，亦會對日圓提供支持。

英鎊：2019年，英鎊由於英國脫歐的持續不確定性而一再下跌。2020年，我們認為英鎊具有最強的升值潛力，原因是英鎊的價值被嚴重低估，以及英國脫歐協議在未來數月表決通過並付諸實施的可能性日益增加。在該情況下，英倫銀行亦更可能收緊貨幣政策並進一步支撐英鎊。

瑞士法郎：瑞士法郎兌歐元的幣值過高。若歐元區經濟復甦，則瑞士法郎兌歐元很可能會下跌。若全球政治和經濟前景惡化，則瑞士國家銀行可能持續進行干預來限制瑞士法郎升值。

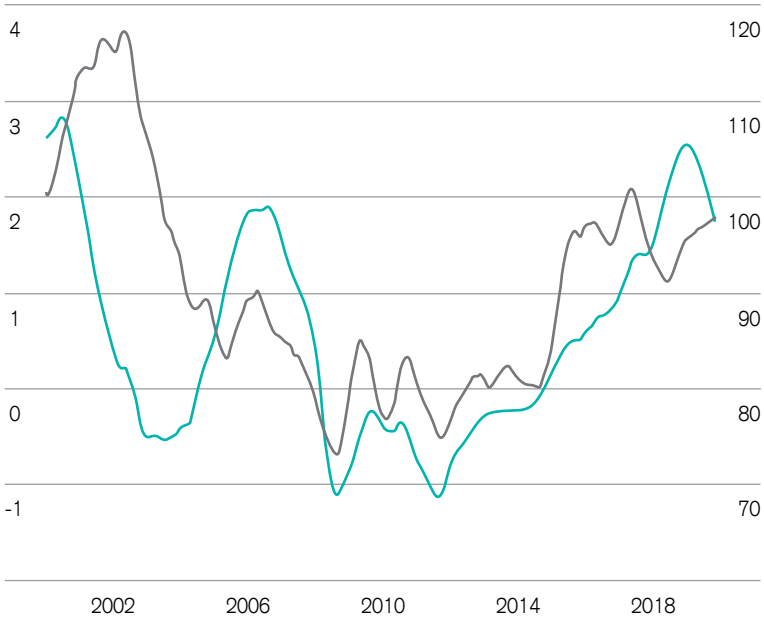
穩定增長

2019年，大多數新興市場 (EM) 貨幣的表現優於上一年。隨著聯儲局實施寬鬆政策，貨幣套利提供了支撐。除了此項一般因素以外，不同地區和國家之間的表現大相徑庭。在亞洲，中國允許人民幣貶值來部分抵銷美國關稅帶來的壓力，對區內其他貨幣造成了壓力。歐洲、中東及非洲地區的低收益貨幣表現最差。

展望來年，新興市場貨幣的套利優勢將會減弱。2019年，由於寬鬆貨幣政策支持，實際利率顯著下跌。相反，估值普遍變得更具吸引力。此外，由於金融狀況更為寬鬆，許多新興市場的增長料將回升。

撐美元弱勢

息差（以百分點計）及美元指數（右軸）



2年掉期利差（美元減加權G6貨幣）
美元指數 (DXY)；三個月移動平均數（右軸）

最後資料點：2019年10月24日
來源：Datastream、瑞信

人民幣：2019年，該貨幣表現不及大多數其他亞洲貨幣。若貿易戰緩解，壓力將會減輕，尤其是因為人民幣現在更接近公允價值。然而，由於中國經濟增長很可能持續放緩，其經常賬盈餘大幅減少，我們認為人民幣不具有較持續的上行潛力。

韓元：由於南韓經濟與中國供應鏈緊密融合，韓元在2019年頭幾個月下跌，但是隨後回升。若貿易戰緩和及高科技行業的氣氛持續改善，則韓元應能持續回升，尤其是其價值目前明顯低估。

印度盧比：在稅務、勞工及投資法律方面或會進行的改革，長遠來說有望吸引外資，因而對該貨幣提供支撐。該貨幣的估值處於合理水平，但其套利收益正在減弱。

墨西哥比索：墨西哥比索是「貿易戰贏家」，墨西哥的出口受益於中國出口受挫。同時，在美國、加拿大和墨西哥簽署新的貿易協定後，政治壓力減輕。隨著經濟預計溫和恢復以及央行採取謹慎態度，墨西哥比索的套利收益可能只會輕微減弱。估值帶來支撐。

巴西雷亞爾：估值有所改善，增長似乎趨於穩定，經濟意外指數處於一年以來的最高水平。在退休金改革完成後，市場很可能轉而關注稅務改革。我們預計央行不會以高於市場目前預計的水平調低基準Selic利率。貨幣應能保持堅挺。

俄羅斯盧布：龐大的經常賬盈餘及較低的債務水平依然提供支持。然而，俄羅斯盧布經過2019年大幅升值後，從估值角度來看將不再具有吸引力。

土耳其里拉：以基本因素為基礎的估值、依然高水平的套利收益及經濟不斷改善，應會抵銷政治不確定性的影響。然而，該貨幣很可能持續大幅波動。

南非蘭特：由於經濟失衡加劇及結構性改革的前景黯淡，南非經濟依然落後其他國家。該貨幣很可能持續受壓。

另類投資

收益仍具吸引力

另類投資作為投資組合基本要素的地位越來越鞏固，尤其是在如今利率和收益一直處於低位的情況下。該類投資不僅具有多樣化的優點，還因為能為投資組合提供穩定性而備受青睞。我們首先探討預計在2020年仍然向好的房地產行業。

近年來，房地產投資者見證了許多結構性轉變。因此，他們不得不調整策略以把握最有利的機會。

電子商務令工業資產受益

就房地產板塊而言，我們認為從實體零售店到電子商務的結構性趨勢將繼續對傳統零售門店（例如在繁盛地段以外的購物中心和街鋪）構成壓力。相反，由於電子商務供應鏈需要遠遠較多的倉儲和物流空間，工業資產應會從該轉變中受益。

另一個熱議的結構性轉變是靈活辦公空間的增長，目前佔總佔用量相當大的比例：根據Property Market Analysis的資料，這個比例在美國主要市場約為10%，在英國約為15%，而在歐洲其他地區則約為12%。通過與靈活辦公空間供應商合作，投資者或能提高佔用率並擴大其租戶群。

即使如此，租值受到的長期影響仍存在爭議，而在短期租約期滿時，市場上有可能出現大量寫字樓供應。

專注於收益能力和無關聯性的投資

預期經濟溫和擴張和貨幣政策寬鬆的環境，總體上有利於全球的上市房地產和直接房地產投資。在這種背景下，我們看好直接房地產投資，因為低利率尚未充分反映在價格上。雖然大多數房地產市場的物業收益處於歷史區間的較低水平，但近期減息可能會吸引更多的投資資金。受租金收入這一組成部分支持，直接房地產投資的回報會較為穩定，在具有潛在波動性的後週期環境中，穩定的租金收入是一個利好因素。

在投資策略方面，我們尋求收益率下滑尚未充分反映在估值中的優質資產（例如側重於訂有長期租約之優質地段物業的核心資產）。與整個市場關聯性較低的所謂增值策略也可能產生超額收益，例如通過積極重新配置和翻新物業來提升價值。

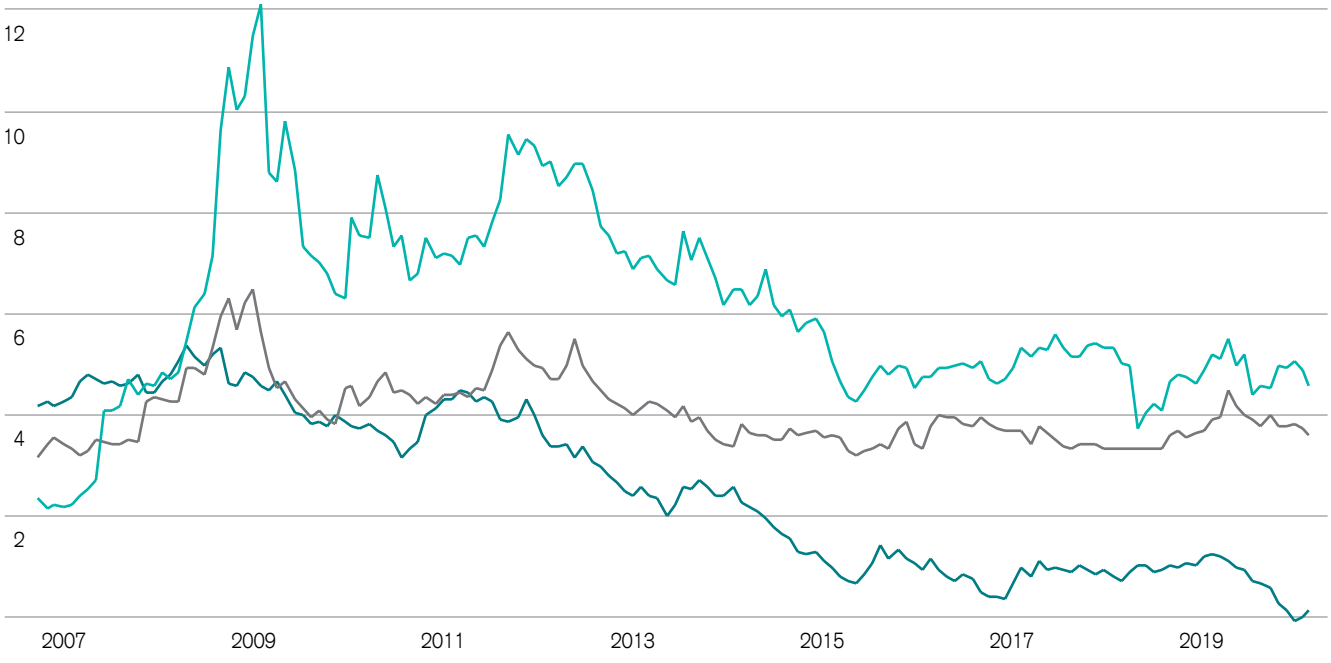
相反，全球房地產股票已反映出較低的利率和歷史高位估值。此外，由於基礎市場的增長放緩，收益增長空間有限。雖然多重擴張和收益降低推動了2019年大部分的強勁表現，但我們預計這種情況在2020年出現的機會較低。

物色股息較高的地區

從地區的角度來看，我們看重高股息而非增長。因此，我們看好歐元區，其於截稿日的收益率與國債收益率相差約為500個基點，高於長期平均水平。在英國脫歐有序進行的情況下，我們認為，由於估值不高、房地產公司的債務結構保守以及相關市場（尤其是倫敦寫字樓）的潛在反彈，英國上市房地產具有增長潛力。但是，由於較低的利率和不斷提高的收益預期已反映在價格中，美國上市房地產的上升空間似乎有限。

房地產收益優勢持續

債券、全球股票和房地產股票的收益率 (%)



債券收益率（彭博巴克萊歐元綜合7至10年期指數的收益率）
股息收益率（MSCI EMU指數的遠期股息收益率）
房地產收益率（MSCI EMU房地產行業集團（歐元）指數的遠期股息收益率）

最後資料點：2019年10月25日
來源：Datastream、 彭博社、瑞信

盡職調查是關鍵

隨著小型資產管理公司和家族辦公室開始尋求投資機會，而最低投資額走低，私人市場逐漸成為主流市場。然而，由於私人市場流動性不足，盡職調查、基金和管理公司的選擇至關重要。

近年來，私募投資越來越受歡迎，但是這種發展需要付出代價。資產估值和投資競爭仍然是業界關注的主要問題，低門檻借款重回舞臺，新晉私募機構繼續作出挑戰，爭奪更高的行業利潤。

擴大私人市場

雖然如此，目前私人市場的規模幾乎是十年前的兩倍，二級私募股權基金的興起提供了具有深度和差異化的投資機會，而一般交易的杠杆率通常較低。對投資者而言，投資領域的擴大帶來投資多元化的更高潛力。我們預計到2020年，私募股權投資的年總回報率約為8%，略低於9.2%的歷史平均水平。利好債券投資的條件較弱、未作部署的資金數額龐大，以及總體風險限值下降，均限制預期回報。即使如此，相對公募股權投資，私募股權投資仍然提供公平的流動性不足溢價。

獲得更有利的定價和長期增長潛力

私募股權投資基金能提高投資組合的經風險調整回報，因為基金的投資對像是受基本因素帶動而長期處於增長階段的公司，讓投資者藉此打入難以通過其他途徑涉足的私人市場。私募股權投資的入市價格取決於資本市場的狀況，而退出則通常反映企業的重大發展，其與資本市場發展的關聯性較小。因此，私募股權提供了一定程度的多元化投資機會。但是，高於歷史水平的投資額和較低的投資風險，意味著預期回報可能會隨時間而減少。

在這種背景下，我們看好經驗豐富，並主動在活躍的核心市場之外尋求投資機會的私募股權投資管理公司。與較強的企業增長潛力相比，此類投資應會受益於較低的估值。此外，歷史回報分析反映，經營業績處於最高四分之一位置的管理公司所管理的基金在大約30%的時間（根據Preqin資料，即1980年至2015年的樣例期）內往往保持在最高四分之一位置的領先地位。因此，在當前低增長和預期有後週期風險的環境下，委託經驗豐富的管理公司於無法進入的市場中進行投資，應有助減低部分後週期風險。

專注於一流供應商和防禦策略

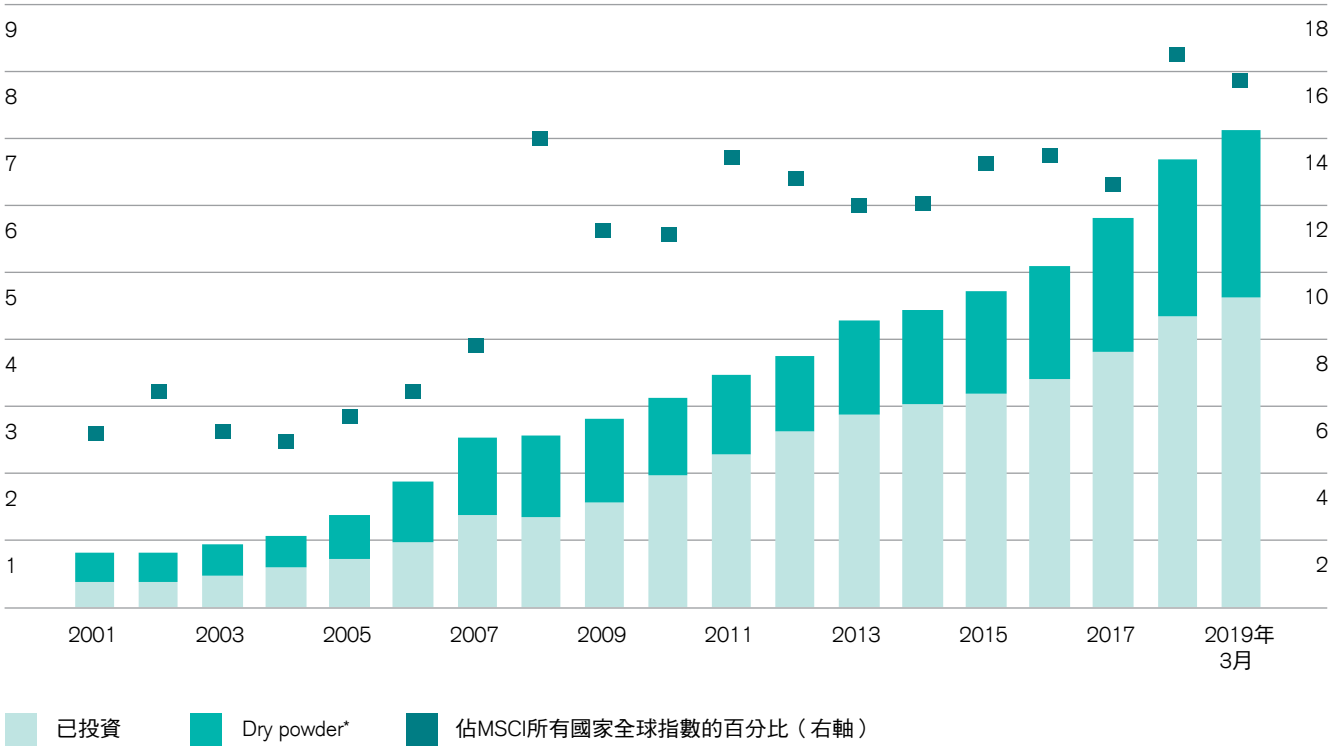
我們認為，面對更具挑戰性的環境，私募股權投資亦可以在具流動性的市場中獲得超額回報。但是，鑒於持續存在的不確定性和處於歷史低位的利率，我們看好提供私募股權投資類上行潛力並具有一定下行保護作用的策略，例如不動產和高增長資本。主要風險包括流動性不足、投資期長、杠杆作用、交易的複雜性等。該等風險可通過在週期內分散投資以及選擇熟練和經驗豐富的管理公司來減低。鑒於私人市場流動性不足，盡職調查、基金和管理公司的選擇至關重要。

什麼是私募股權？

更多詳情請登入：
credit-suisse.com/
privateequity

針對私募股權的龐大投資額

私募股權資產管理值（萬億美元）和百分比（右軸）



*Dry Powder — 已募得但尚未投資的資金

最後資料點：2019年3月31日
來源：彭博社、瑞信

投資組合穩定因素

在債券收益率極低且未來存在週期性不確定性的世界，持有多樣化的對沖基金投資組合為明智之舉。經驗豐富的對沖基金管理公司的表現可能會保持溫和，但仍優於投資級債券。

截至2019年8月底，泛對沖基金指數（HFRI指數）表現按美元計維持在4%-6%左右，顯著高於2018年水平（-4.7%），但接近十年平均水平（4.28%）。此外，不同對沖基金管理公司的回報率差異巨大，其中多家錄得負回報。

選擇專業的管理公司至關重要

雖然在過去十年對沖基金的杠杆率有所提高，但我們認為，較制度化的風險管理方法以及較為審慎的流動性措施可以減低若干相關風險。因此，與2008年全球金融危機之前的幾年不同，對沖基金投資者在承受較低的風險下，獲得了較為溫和的回報。

即便如此，行業整體回報率在某種程度上也仍然受到傳統資產的影響。在我們所預計的環境下，我們相信經驗豐富且證明有能力在整個週期內創造價值的對沖基金管理公司能取得良好表現。因此，進入2020年，專業基金管理公司的選擇，對我們的投資過程至關重要。

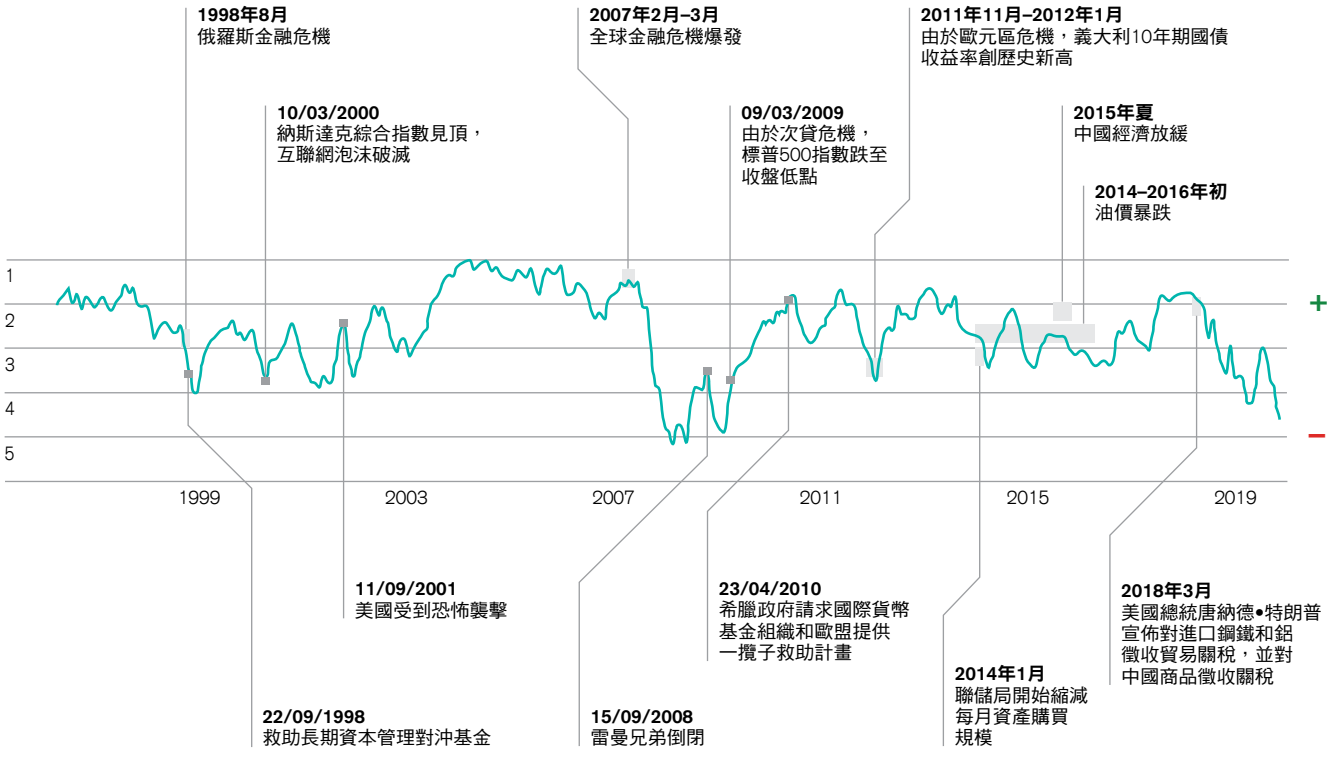
晴雨表看好低beta基金

瑞信對沖基金晴雨表可衡量市場波動性、流動性、系統性風險和商業週期指標，為客戶提供在任何特定市場制度下適合投資何種對沖基金類型的指引。晴雨表的最新讀數在負區間內，意味著應避免對沖基金範圍內的股票市場風險（beta），同時看好多元化的宏觀和擇機性股票長短倉策略，以及追逐動量或套利等另類風險溢價的不相關策略。對沖基金這種資金配置，可對投資組合發揮穩定作用。除了特定的策略外，關鍵仍然是要靠專家對各類對沖基金管理公司進行全面且高度知情的盡職調查。

「將部分資金配置於對沖基金，對投資組合會發揮穩定作用。

晴雨表顯示風險高於平均水平

瑞信對沖基金晴雨表



\+ 增長敏感型戰略的有利條件

– 增長敏感型戰略的不利條件

最後資料點：2019年10月11日
來源：瑞信

等待回升

在過去的一年，商品走向不一，在工業生產放緩的環境下，週期性板塊落後於貴金屬。展望未來，我們預計這種差異會逐漸消失。

2019年，金價上漲，而工業金屬價格低迷。如果一如我們的基本看法，全球經濟增長趨於穩定，而債券收益平穩至輕微上漲，那工業金屬將有溫和的上漲潛力，而金價則可能會整固。油價可能會面臨一段疲軟期，迫使產油國調整供應，讓油價在某個時間點回升。

週期性商品等待工業生產好轉

只要工業生產持續低迷，週期性商品的前景就會趨於黯淡。情況好轉的前提條件是貿易爭端紓緩，信心提升。但是，這種情況是否在上半年便會出現，仍有待觀察。此外，工業金屬價格反映了中國經濟負增長的因素。若增長趨於穩定，我們會看到令人驚喜的上行潛力。銅金屬較有可能出現這種情況，而除非工業生產強勢回升，否則其他金屬似乎會進一步轉弱。

石油：供過於求與中東緊張局勢

需求溫和增長，加上非石油輸出國組織（OPEC）成員國，特別是美國頁岩油生產商的供應強勁，都反映2020年的石油市場將供過於求。為防止供應過剩，OPEC +（包括俄羅斯）必須擴大甚至深化現有的減產措施，而美國必須減少頁岩油生產。根據我們的基本看法，預計暫時的價格疲軟將迫使產油國調整供應，從而為油價回升鋪路。海灣地區的軍事衝突可能會導致油價上漲，但是地區政權和美國正尋求為局勢降溫。

黃金：仍受低收益率支撐

只要（實際）收益率維持在低位甚至為負，且經濟不確定性持續存在，則黃金和其他貴金屬就可能繼續受到支撐。雖然黃金投機的好倉龐大，但我們認為沒有清晰的推動因素會觸發大規模平倉。

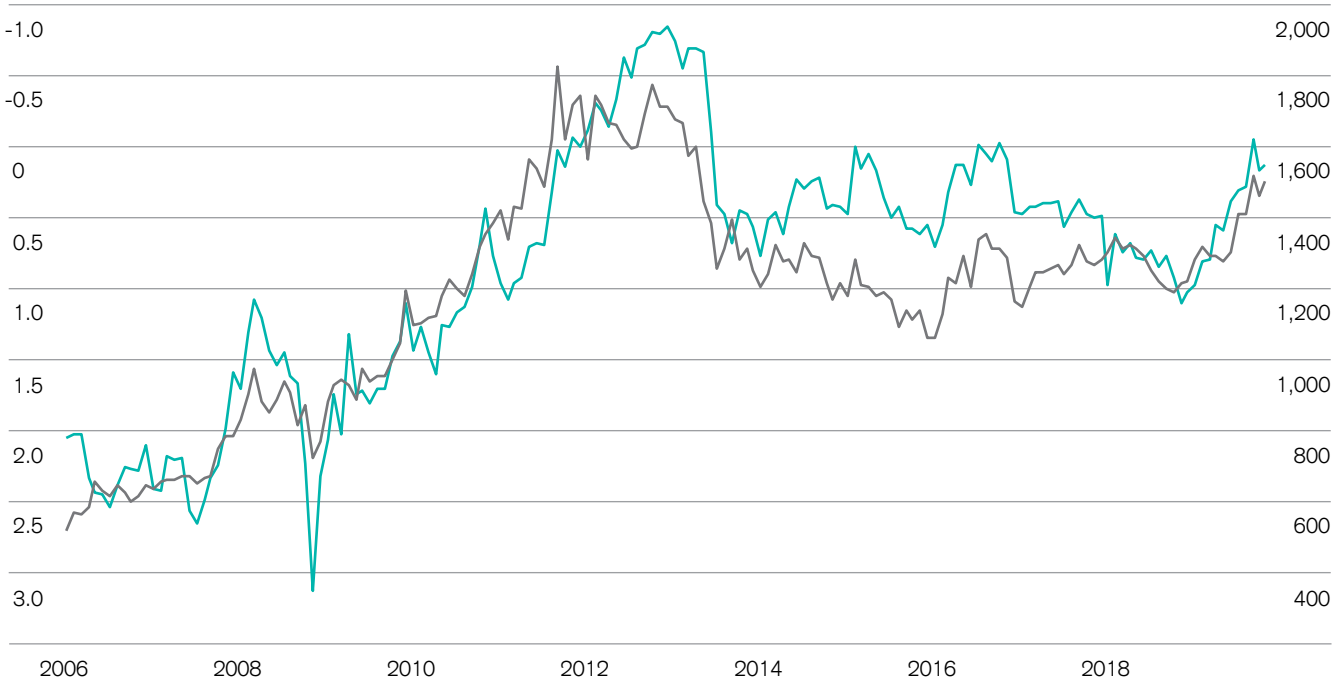
兩種風險情景

工業生產增強或較早回升，對工業金屬最為有利，但不利貴金屬。能源也將受到支撐，但由於供應強勁，受益程度將會較低。若經濟全面衰退，貴金屬將進一步上漲，而能源價格將特別易受影響。

「油價可能面臨一段疲軟期，迫使產油國調整供應，讓油價在某一個時間點回升。

低實際收益率支撐黃金

實際國債收益率（%）和金價（美元／盎司）



實際收益率乃美國10年期國債通脹保值證券（TIPS，反向）收益率
每盎司黃金價格（美元，右軸）

最後資料點：2019年10月25日
來源：彭博社、瑞信

2020年
投資策略

全球低利率環境下的機遇

世界各地的利率達紀錄低位或跌至負數，因此即使是規避風險的投資者也需要購買高風險資產才能產生正回報。我們見到不少可以在無須承擔太大風險下獲得額外回報的機會。

有幾項宏觀經濟動向將左右2020年的投資格局。我們預計貨幣政策將仍保持寬鬆，聯儲局在2019年多次減息後料會保持利率穩定。這應有助於將經濟增長維持在目前的溫和水平。製造業可能會於2020年上半年開始復甦，使有關經濟衰退的憂慮減退，因而令收益率曲線變得略為陡斜。

切勿忽略未來的通脹風險

單是靠相當溫和的增長前景，可能並不足以說明可以承受重大的週期性投資風險。但是，鑒於投資現金及低風險政府和投資級債券的回報前景非常疲弱甚至為負，我們卻有不同的看法。

我們最近對我們所有資產的五年回報前景進行了年度更新，其中一個結果是，未來投資者可能會從低風險資產中獲得非常微薄的回報。實際上，即使是傳統的固定收益投資者也可能因通脹而面臨實質財富縮水的風險。

審慎分散投資

我們認為，投資者應採用多資產框架，適度分散投資風險。此種框架可以利用低風險市場中的剩餘價值，同時通過投資股票和找尋不太傳統的固定收益投資來提高預期回報。

雖然高等級債券在分散風險方面仍然發揮重要作用，但投資者需要尋找更廣泛的投資工具來提高回報，以實現正回報。在資產抵押信貸中，我們看好信用評級較高的歐洲擔保債券。若投資者希望尋求緩解債券收益率上漲帶來的負面影響（存續期風險），那優先順序及夾層抵押貸款債務應該是在提升投資組合回報方面一個具吸引力的選擇，以部分取代收益率較低的短期債券。

增持新興市場債券

我們還認為，投資者應該增持新興市場硬通貨債券，其預期回報前景與傳統的高收益債券相似，但評級更高。新興市場本幣債券也可能是一種選擇，不過需要額外關注貨幣風險，以調整投資組合中的資產份額。總體上，我們認為將新興市場（包括前沿市場）整合到投資組合的固定收益部分中，也有助於提高多資產框架內的多元化程度。

股票具回報潛力

股票和另類投資有推動回報的較高潛力。我們認為，股票能提供具吸引力的預期回報，比低收益債券更具優勢。追求高收益的投資者應該看好股息穩定的公司。在行業層面，我們看好少數高增長行業之一的IT行業。我們也看好金融業，因為我們預計週期性經濟前景將於2020年上半年有所好轉，因此可能會觸發資金進一步流入該行業。

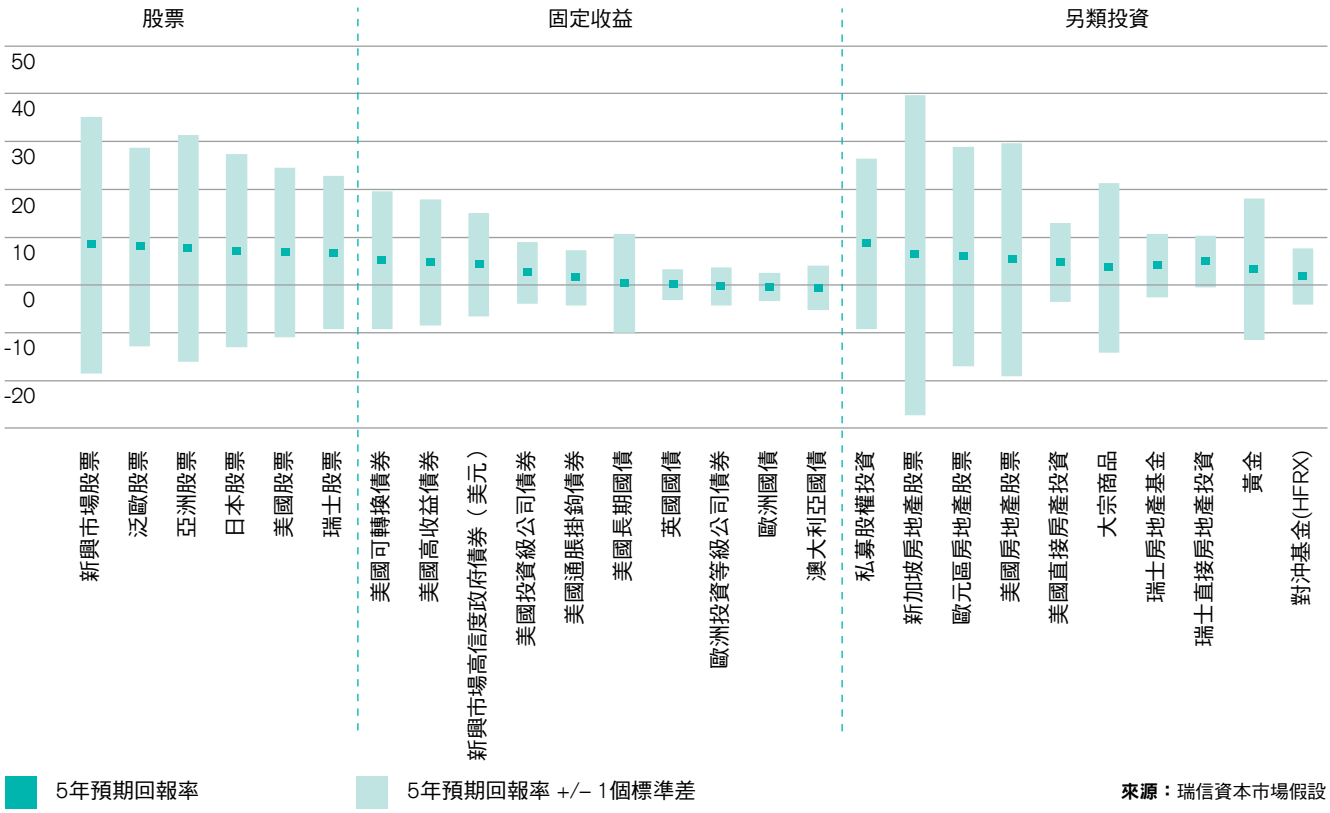
另類投資機遇

在另類投資中，房地產進一步提升了投資組合的多元化並提高了回報潛力。在多資產投資組合中，我們通常會增持對沖基金來達致多元化投資的目的。對於願意進行長期投資來賺取流動性溢價的投資者，私募股權投資提供了一個提高長線回報的機會。

資本市場假設(CMA)

更多詳情請登入：
credit-suisse.com/cma

優質債券回報欠佳



來源：瑞信資本市場假設

預測

我們預計，2020年全球經濟只會錄得2.5%的緩慢增長，與2019年幾乎持平。鑒於盈利增長有限，以及平緩至較高的債券收益率，2020年主要股票市場的回報很可能在單位數範圍內，而大多數核心政府債券的回報很可能為負數。

增長及通脹預測

實際GDP (按年 %)

	2018	2019E*	2020F**
全球	**3.2**	**2.6**	**2.5**
美國	2.9	2.3	1.8
加拿大	1.9	1.3	0.9
歐元區	**1.9**	**1.1**	**1.0**
德國	1.5	0.5	0.4
義大利	0.7	0.1	0.7
法國	1.7	1.2	1.1
西班牙	2.6	2.2	1.8
英國	1.4	1.2	1.3
瑞士	2.8	1.1	1.4
日本	**0.8**	**0.8**	**0.4**
澳洲	2.7	2.0	2.8
中國	**6.6**	**6.1**	**5.9**
印度（財政年度）	7.2	6.8	6.0
巴西	1.1	1.2	2.7
俄羅斯	2.3	1.4	1.6

通脹（年平均數，按年 %）

	2018	2019E*	2020F**
全球	**2.7**	**2.6**	**2.5**
美國	2.4	1.8	2.0
加拿大	2.3	1.9	1.8
歐元區	**1.8**	**1.2**	**1.1**
德國	1.9	1.3	1.3
義大利	1.2	0.6	0.7
法國	2.1	1.3	1.3
西班牙	1.7	0.8	1.0
英國	2.5	1.9	2.1
瑞士	0.9	0.5	0.5
日本	**0.9**	**0.5**	**0.1**
澳洲	2.0	1.8	1.9
中國	**1.9**	**2.6**	**2.2**
印度（財政年度）	4.0	3.4	3.4
巴西	3.7	3.7	3.7
俄羅斯	2.9	4.5	3.2

* E：估計值
** F：預測值

最後資料點：2019年11月5日
來源：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。

我們認為全球經濟和市場在面臨這些挑戰時將持續表現強大的抗逆力。

金融市場表現 / 預測

股票*	截至2019年11月5日的2019年初至今表現	2020年預期總回報
美國股票	24.7%	6.50%
歐洲貨幣聯盟股票	24.4%	5.80%
瑞士股票	27.0%	4.10%
英國股票	13.6%	5.70%
日本股票	17.1%	5.60%
新興市場股票	14.1%	5.40%

債券收益率	截至2019年11月5日	2020年年末預測
10年期美國國債收益率	1.80%	2.20%
10年期德國國債收益率	-0.31%	-0.10%
10年期瑞士國債收益率	-0.45%	-0.30%

信貸	截至2019年11月5日的2019年初至今表現	2020年預期總回報
全球投資級別債券**	11.30%	2.60%
全球高收益債券**	12.02%	3.10%
新興市場硬貨幣債券***	13.06%	3.60%

貨幣與商品	截至2019年11月5日	2020年年末預測
歐元/美元	1.11	1.15
美元/瑞士法郎	0.99	1.00
歐元/瑞士法郎	1.10	1.15
美元/日圓	109.00	103.00
英鎊/美元	1.29	1.40
美元/人民幣	7.02	7.20
黃金（美元/盎司）	1505.00	1500.00
WTI原油（美元/桶）	57.00	55.00

* 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2014年11月6日至2019年11月5日期間的表現如下：MSCI美國：5.5%、1.3%、26.6%、7.2%、14.9%；MSCI歐洲貨幣聯盟： 17.8%、-8.7%、29.5%、-8.1%、13.4%；MSCI瑞士：4.8%、-10.5%、30.0%、0.0%、18.2%；MSCI英國：0.0%、9.5%、17.3%、-2.2%、7.1%；MSCI日本：15.3%、-13.3%、34.8%、-4.9%、4.2%；MSCI新興市場：-0.1%、4.6%、30.1%、-6.9%、11.3%

** 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：2019年11月5日
來源：彭博社、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

每項投資都存在風險，尤其是價值和回報的波動。如果採用基礎貨幣以外的其他貨幣進行投資計價，那麼匯率變動可能對價值、價格或收入產生不利影響。

有關本文件中提及的證券投資風險的討論，請參閱以下網站：https://investment.credit-suisse.com/gr/riskdisclosure/

本文件可能載有涉及特殊風險的投資之相關資料。在根據本文件作出任何投資決策或對其內容作出任何必要的解釋之前，您應徵求獨立財務顧問的意見。更多資料亦載於瑞士銀行家協會提供的「證券交易特殊風險」資料手冊。

過去的表現並非未來表現的指標。傭金、費用或其他收費以及匯率波動都會影響表現。

金融市場風險

歷史回報和金融市場的情況並不能作為未來表現的可靠指標。所提及投資的價格和價值以及可能產生的任何收益可跌可升或出現波動。過往表現並非未來表現的指引。如果投資以閣下之基礎貨幣以外的貨幣計值，匯率變動可能會對價值、價格或收益造成不利影響。閣下應在認為必要時諮詢有關顧問，以便協助閣下作出該等決定。

投資可能不具有公開市場，或僅在受限制的二級市場交易。若存在二級市場，可能無法預測投資在市場中進行交易的價格或該市場是否具有流動性。

新興市場

若本文件涉及新興市場，閣下應當瞭解，於新興市場國家註冊成立、設立總部或主要於該等國家開展業務的發行人及債務人的各類投資項目中的投資及交易或與之相關或掛鈎的投資及交易存在不確定因素及風險。與新興市場國家有關的投資可能被認為具有投機性，其價格將比世界上較發達國家的價格更具波動性。只有對相關市場有獨立認知、能夠考慮及衡量該等投資所帶來的各類風險，並擁有必要的財務資源以承擔該等投資中的重大投資損失風險的成熟投資者或經驗豐富的專業人士，才應在新興市場作出投資。閣下有責任管理因投資於新興市場投資及閣下投資組合中的資產配置而產生的風險。閣下應就投資於新興市場投資時將要考慮的各類風險及因素尋求自身顧問的意見。

另類投資

對沖基金不受適用於受規管集體投資的各項投資者保障法規的規限，且對沖基金管理人大致上不受監管。對沖基金並不局限於任何特定投資規程或交易策略，並通過使用杠杆、衍生工具及可能會增加投資損失風險的複雜投機性投資策略，尋求在各類市場中獲利。

商品交易具有高度風險，包括損失全部投資，且可能不適合眾多私人投資者。該等投資的表現取決於不可預測的因素，例如自然災害、氣候影響、運輸能力、政局動盪、季節性波動，以及展期（尤其是期貨及指數方面）的強勁影響。

房地產投資者面臨流動資金、外幣和其他風險，包括週期性風險、租金及當地市場風險，以及環境風險及法律形勢改變的風險。

私募股權

私募股權（以下簡稱「PE」）是指對未公開交易（即未在證券交易所上市）的公司的私募股權資本投資，該等公司比較複雜，通常流動性差且持續時間長。私募股權基金投資一般涉及重大的財務及／或業務風險。私募股權基金投資為非保本型投資。投資者需在較長時期內滿足投資的資本需求。如若未能這樣做通常或會導致沒收部分或全部資本帳戶、放棄在該等違約前所作投資的任何未來收入或收益、喪失參與未來投資的任何權利，或被迫以遠低於二級市場估值的較低價格出售其投資。公司或基金可能高度杠杆化，因此會對不利的商業及／或金融市場動態或經濟因素較為敏感。該等投資可能會面臨激烈的競爭、不斷變化的商業或經濟狀況，或其他可能對彼等表現造成不利影響的發展動態。

利率和信貸風險
債券是否保值取決於發行人和/或擔保人(如適用)的信譽,而信譽可能在債券期限內發生變化。倘若債券的發行人和/或擔保人違約,債券或其產生的任何收益將不獲保證,且閣下可能無法收回最初投資的金額或收回的金額少於最初投資的金額。

投資策略部
投資策略師負責瑞信的全權委託投資和諮詢業務中的多資產類策略的建立和後續實施。類比投資組合(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和評級變更。本文所含的建議是瑞信研究所對以前發佈的各種建議的摘錄和/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
倘若在任何地方、州、國家或其他司法管轄區分發、發佈、提供或使用本報告即違反法律或法規,或者使瑞信在有關司法管轄區內受任何註冊或發牌規定規限,則本報告不得針對或擬向屬前述任何地方、州、國家或其他司法管轄區的公民或居民或居於前述地方、州、國家或其他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。

本文中提及的瑞信包括瑞士信貸股份有限公司、瑞士銀行及其附屬公司和聯營公司。有關我公司結構的更多資料,請瀏覽:
http://www.credit-suisse.com。

非分銷、招攬或建議:本文件作參考及說明之用,且僅供閣下使用。本文件並非買賣任何證券或其他金融工具的招攬、要約或推薦。任何資料(包括事實、觀點或引語)可能經簡縮或概述,且為截至撰寫之日的資料。本文件所載資料僅作為一般市場評論提供,不構成任何形式的受規管理財建議、法律、稅務或其他受規管服務,且並無考慮任何人士的財務目標、狀況或需求(作出任何投資決定之前的必要考慮因素)。在根據本文件作出任何投資決定前或若要瞭解其內容的任何必要解釋,閣下應尋求獨立財務顧問的意見。無論閣下於何日獲得或查閱有關資料,本文件僅旨在提供瑞信於撰寫之日的見解和觀點。本文件所載見解和觀點可能與瑞信其他部門表述的見解和觀點有所不同,並可隨時更改,而無須通知也無義務更新。瑞信並無義務確保提醒閣下注意有關更新內容。**預測與估計:**過往表現不得被視作未來表現的指標或保證,且概不就未來表現作出任何明示或暗示的陳述或保證。若本文件載有有關未來表現的陳述,則該等陳述為前瞻性陳述且受到若干風險和不確定性的規限。除非作出相反說明,否則所有資料均未經審計。本文件所提述所有估值均受到瑞信估值政策和程式所規限。**衝突:**瑞信保留權利以補救本文件中可能存在的任何錯誤。瑞信、其聯營公司和/或其僱員可能於本文件所提述任何證券或其期權或與此相關的其他投資中擁有倉位或持倉或其他重大利益或就此開展交易,並可能不時增加或出售該等投資。瑞信可能正在或已在過去12個月就本文件所列投資或相關投資為所述任何公司或發行人提供重要建議或投資服務。本文件所述若干投資將由瑞信的單一實體或連絡人士提供,或瑞信可能是有關投資的唯一莊家。瑞信參與有關本文件所述公司的多項業務。有關業務包括專業交易、風險套利、莊家活動,以及其他自營交易。**稅務:**本文件中任何內容均不構成投資、法律、會計或稅務建議。瑞信不就投資的稅務後果提供建議,建議閣下聯繫獨立的稅務顧問,以瞭解任何投資對個人財務狀況的具體影響。稅收水平及基準取決於個人情況且可能會有變更。**資料來源:**本文件所述資料及看法均獲取自或來自瑞信認為可靠的來源,但瑞信對其準確性或完整性不作任何聲明。瑞信對使用本文件所造成的損失概不負責。**網站:**本文件可能提供網站的網址或載有其超連結。除本文件所涉及的瑞信網站資料外,瑞信並無審閱所連結網站,且對有關網站所包括之內容概不負責。該等網址或超連結(包括瑞信自身網站資料的網址或超連結)僅為便利閣下,所連結網站的資料和內容無論如何概不構成本文件的一部分。通過本文件或瑞信網站瀏覽該等網站或點擊該等連結的風險須由閣下自行承擔。**數據私隱:**您的個人資料將根據瑞信私隱權聲明進行處理,您可在您的居住地通過瑞信官方網站https://www.credit-suisse.com查閱該聲明。為向您提供有關我們產品和服務的行銷材料,瑞信包括瑞士信貸股份有限公司及其附屬公司可處理您的基本個人資料(即聯絡詳情,例如姓名、電郵地址),直至您通知我們您不再希望接受此類材料。您可告知客戶經理於任何時間取消接收此類材料。

分發實體
除本報告另有說明外,本報告乃由瑞士信貸股份有限公司分發,瑞士信貸股份有限公司是一家由瑞士金融市場監管局授權及規管的瑞士銀行。**奧地利:**本報告由CREDIT SUISSE (LUXEMBOURG) SA (Zweigniederlassung Österreich)(「奧地利分行」)發行,該公司是瑞信銀行(盧森堡)有限公司的分支機搆,瑞信銀行(盧森堡)有限公司是經盧森堡大公國正式授權的信貸機構,註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。奧地利分行受盧森堡監管機構-盧森堡金融監管委員會 (CSSF)(地址:283, route d'Arlon, L-2991 Luxembourg, L-2991 Luxembourg, Grand Duchy of Luxembourg)和奧地利監管機構- 金融市場管理局 (FMA)(地址:Otto-Wagner Platz 5, A-1090 Vienna, Austria)的審慎監管。**巴林:**本報告乃由瑞士信貸股份有限公司巴林分行分發,瑞士信貸股份有限公司巴林分行作為第二投資類別公司,由巴林中央銀行授權及規管。僅向巴林中央銀行規定的專業客戶和授權投資者提供相關金融服務或產品,而不得將其提供給任何其他人士。巴林中央銀行並未審核亦未批准本文件或在巴林王國行銷本文件所述任何投資工具,且對任何投資工具的表現概不負責。瑞士信貸股份有限公司(瑞士蘇黎世)巴林分行位於Level 21-22, East Tower, Bahrain World Trade Centre, Manama, Kingdom of Bahrain。**DIFC:**此資料由瑞士信貸股份有限公司(DIFC分行)分發。瑞士信貸股份有限公司(DIFC分行)由迪拜金融服務管理局(「DFSA」)授權和監管。僅向DFSA規定的專業客戶或市場對手方提供相關金融服務或產品,而不得將其提供給任何其他人。瑞士信貸股份有限公司(DIFC分行)位於Level 9 East, The Gate Building, DIFC, Dubai, United Arab Emirates。

法國：本報告由瑞信銀行（盧森堡）有限公司法國分行（「法國分行」）發行，分行是瑞信銀行（盧森堡）有限公司的分支機構，瑞信銀行（盧森堡）有限公司是經盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。法國分行受盧森堡監管機構-盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 和法國監管機構Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 和Autorité des Marchés Financiers的審慎監管。**德國：**本報告乃由Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft分發，Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft受Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 授權及規管。**根西島：**本報告乃由瑞士信貸股份有限公司根西島分行分發，瑞士信貸股份有限公司根西島分行為瑞士信貸股份有限公司（於蘇黎世州註冊成立）的一家分行，營業地址位於Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey。瑞士信貸股份有限公司根西島分行由瑞士信貸股份有限公司全資擁有，並受根西島金融服務委員會規管。可應要求提供最新經審計帳目的副本。**印度：**本報告乃由Credit Suisse Securities (India) Private Limited（CIN號碼：U67120M-H1996PTC104392）分發，Credit Suisse Securities (India) Private Limited 作為研究分析公司（登記號碼：INH 000001030）、投資組合管理公司（登記號碼：INP000002478）、股票經紀公司（登記號碼：INZ000248233）受印度證券及交易委員會規管，其註冊地址為9th Floor, Ceejay House, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai – 400 018, India，電話：+91-22 6777 3777。**義大利：**本報告乃由Credit Suisse (Italy) S.p.A.於義大利分發，Credit Suisse (Italy) S.p.A.是一家根據義大利法律註冊成立及登記的銀行，受Banca d'Italia及CONSOB監督及控制。**黎巴嫩：**本報告乃由Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL（「CSLF」）分發，Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL是一家於黎巴嫩註冊成立並受黎巴嫩中央銀行規管的金融機構，金融機構牌照碼為42。Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL須遵從黎巴嫩中央銀行法律及法規以及黎巴嫩資本市場管理局法律及決策。Credit Suisse (Lebanon) Finance SAL是瑞士信貸股份有限公司的附屬公司，且是瑞信集團（瑞信）的組成部分。黎巴嫩資本市場管理局概不對本報告所載資料的內容（包括有關資料是否準確或完整）承擔任何責任。發行人、其董事及獲其同意將觀點載於本報告的其他人士（如專家）對本報告的內容承擔責任。黎巴嫩資本市場管理局還未評估投資對任何特定投資者或任何類型投資者是否適宜。金融市場投資可能涉及極為複雜及風險極高，且未必適合所有投資者。CSLF將根據投資者向其提供的資料及依據瑞信內部政策及流程就投資者將進行的投資是否適宜進行評估。各方瞭解，瑞信和／或CSLF將以英文提供所有通訊及檔。接受對產品投資，即表示投資者確認其對使用英文概無任何異議。**盧森堡：**本報告乃由瑞信銀行（盧森堡）有限公司分發，瑞信銀行（盧森堡）有限公司是一家由盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。瑞信銀行（盧森堡）有限公司受盧森堡監管機構-盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 的審慎監管。**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」）。本文件僅供參考，並不構成執行任何操作的推薦、建議或邀請，也不代替在執行任何投資前與瑞信墨西哥分行客戶經理的直接溝通。編制本文件的人員未從其雇主以外的瑞信集團的任何實體處收到付款或補償。招股說明書、招股檔、合約細則、投資制度、年度報告和定期財務資料都包括投資者的有用資料。這些檔可以直接從證券發行人和投資基金經理或證券和股票市場網站以及瑞信墨西哥分行客戶經理處獲得，不需要支付任何費用。本文中資料並不是您根據金融機構和其他投資服務人員一般規則從瑞信墨西哥分行獲取的帳戶報表、操作指南 (INFORME DE OPERACIONES) 和／或確認書。C. Suisse Asesoría México, SA de CV是根據《證券市場法》（「LMV」）正式註冊成立的投資顧問，並在國家銀行和證券委員會（「CNBV」）進行了註冊，編號為30070，因此，該公司並不是銀行，無權接收存款或保管任何證券，不屬Grupo Financiero Credit Suisse (México), SA de CV的分公司。根據LMV的規定、與外國金融機構「瑞士信貸股份有限公司」的關係和與Grupo Financiero Credit Suisse (México), S.A. de C.V.的間接關係，C. Suisse Asesoría México, S.A. de C.V.並非獨立投資顧問。編制本文件的人員未從其雇主以外的瑞信集團的任何實體處收到付款或補償。**荷蘭：**本報告由瑞信銀行（盧森堡）有限公司荷蘭分行（「荷蘭分行」）發行，該分公司是瑞信銀行（盧森堡）有限公司的分支機構，瑞信銀行（盧森堡）有限公司是經盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。荷蘭分行受盧森堡監管機構-盧森堡金融監管委員會 (CSSF)、荷蘭監管機構De Nederlansche Bank (DNB) 以及荷蘭市場監管機構Autoriteit Financiële Markten (AFM) 的審慎監管。**葡萄牙：**本報告由瑞信銀行（盧森堡）有限公司葡萄牙分行（「葡萄牙分行」）發行，該公司是瑞信銀行（盧森堡）有限公司的分支機構，瑞信銀行（盧森堡）有限公司是經盧森堡大公國正式授權的信貸機構，註冊地址為5, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg。葡萄牙分行受盧森堡監管機構-盧森堡金融監管委員會 (CSSF) 和葡萄牙監管機構Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários (CMVM)的審慎監管。**卡塔爾：**本資料乃由Credit Suisse (Qatar) L.L.C.分發，Credit Suisse (Qatar) L.L.C.由卡塔爾金融中心監管局 (QFCRA) 根據卡塔爾金融中心牌照（號碼00005）正式授權及規管。所有相關金融產品或服務僅將向（卡塔爾金融中心監管局界定的）商業客戶或市場對手方提供，其中包括選擇分類為商業客戶、淨資產超過400萬卡塔爾里亞爾且對投資有關產品和／或服務擁有充足的金融知識、經驗及理解力的個別人士。因此，本資料不得提供予任何其他類型的個別人士或被該等人士加以倚賴。**沙地阿拉伯：**此資料由瑞信銀行沙地阿拉伯分行（CR編號1010228645）發行，受沙地阿拉伯資本市場管理局的依法批准和監管，許可證編號為08104-37，生效日期為23/03/1429H（對應西元2008年3月21日）。瑞信銀行沙地阿拉伯分行的主要營業地點位於King Fahad Road, Hay Al Mhamadiya, 12361-6858 Riyadh, Saudi Arabia。網址：https://www.credit-suisse.com/sa。**南非：**此資料由在南非金融部門行為監管局註冊為金融服務供應商（FSP編號9788）的瑞士信貸股份有限公司和／或由在南非金融部門行為監管局註冊為金融服務供應商（FSP編號48779）的瑞信銀行（英國）有限公司發行。**西班牙：**瑞士信貸股份有限公司西班牙分公司負責在西班牙發行本報告，該公司是經西班牙證券市場委員會 (Comisión Nacional del Mercado de Valores) 註冊的法人實體。**土耳其：**本文中的投資資料、評論和建議不屬投資諮詢活動的範圍。被授權機構以定制的方式向相關人員提供投資諮詢服務，同時考慮此類人員的風險和回報偏好。不過，本文中的評論和建議具有一般屬性。因此，所述建議可能不適合您的財務狀況或風險和收益偏好。所以，僅依靠本文資料作出投資決策可能無法實現您預期的結果。本報告由瑞信銀行Istanbul Menkul Degerler Anonim Sirketi發行，該公司受土耳其資本市場委員會的監管，其註冊地址為Levazim Mahallesi, Koru Sokak No. 2 Zorlu Center Terasevler No. 61 34340 Besiktas/ Istanbul-Turkey。**英國：**本資料由瑞信銀行（英國）有限公司發行。瑞信銀行（英國）有限公司經英國審慎監管局授權，並受英國金融市場行為監管局和審慎監管局的監管。若本資料由根據《2000年金融服務和市場法2005年（金融推介）令》未獲豁免的境外實體在英國發行，則以下條文將適用：為了在英國國內傳遞或實施本文件，本文所涉及的金融推介必須得到瑞信銀行（英國）有限公司（該公司在英國的投資業務經過英國審慎監管局授權，並受英國金融市場行為監管局和審慎監管局的監管）批准。瑞信銀行（英國）有限公司的註冊地址為Five Cabot Square, London, E14 4QR。請注意，英國《2000年金融服務和市場法》中有關保護零售客戶的規定將不適用於您，並且英國金融服務補償計畫向「合格申請人」提供的任何潛在補償也不適合您。稅務待遇取決於每個客戶的個人情況，並可能在未來發生變化。

美國：本報告或其任何副本均不可在美國或向任何美國人士（具有1933年美國《證券法》（經修訂）S規例規定的含義）發送、帶來或分發。

分發資料

澳洲

本資料由瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司在澳洲僅分發給屬「批發客戶」（具有《公司法》第761G(7) 條規定的含義）之人士，僅供參考。瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司並不保證本資料中提及的任何金融產品的表現，也不就此作出任何擔保。在澳洲，瑞信集團實體（除瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司以外）並非就1959年《銀行法》(Cth.) 而言獲授權的接受存款機構，及其責任並不含瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司的存款或其他責任。瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司並不保證相關瑞信實體或資金相關責任或以其他方式就該等實體或資金提供擔保。

香港

本材料由瑞士信貸股份有限公司香港分公司在香港發行，並按照《證券及期貨事務監察委員會持牌人或註冊人士的操守準則》第16條編寫而成，香港分公司是經香港金融管理局監管的認可機構及經證券及期貨事務監察委員會監管的註冊機構。瑞士信貸股份有限公司是於瑞士註冊成立的有限公司。本材料的內容未經香港任何監管機構審核。建議您對任何要約保持謹慎。如果您對本材料的任何內容有任何疑問，那麼您應尋求獨立的專業建議。不管在香港還是在其他地方，除非產品用於或預定用於香港以外的人士或香港證券及期貨條例（第571章）及據此制定的任何規則規定的「專業投資者」，否則任何人無論過去或現在均不得發行或擁有以供發行可能為香港公眾取得或看到的任何產品廣告、邀請或材料（除非香港證券法允許如此行事除外）。

新加坡

本材料由瑞士信貸股份有限公司新加坡分公司在新加坡發行，經新加坡金融管理局許可，新加坡分公司根據《銀行法》（第19章）開展銀行業務。本材料已經編制並發行，僅分發給新加坡的機構投資者、授權投資者和專家投資者（均符合《財務顧問條例》（「FAR」）的規定）。如果您是機構投資者、授權投資者或專家投資者，那麼對於瑞士信貸股份有限公司新加坡分公司可能向您提供的任何財務諮詢服務，瑞士信貸股份有限公司新加坡分公司免於遵守新加坡法律第110章《財務顧問法》（「FAA」）、FAR及據此制定的相關通告和指南的某些要求。包括免於遵守：(1)FAA第25章（根據FAR第33(1) 條）；(2)FAA第27章（根據FAR第34(1) 條）；和 (3)FAA第36章（根據FAR第35(1) 條）。新加坡收件人應聯繫瑞士信貸股份有限公司新加坡分公司，以解決因該材料（包括附錄，如適用）引起的或與之相關的任何問題。

如果您對從我們收到行銷材料有任何疑問／異議，請通過dataprotectionofficer.pb@credit-suisse.com（瑞士信貸股份有限公司香港分公司）或PDPO.SGD@credit-suisse.com（瑞士信貸股份有限公司新加坡分公司）或csau.privacyofficer@credit-suisse.com（瑞士信貸股份有限公司悉尼分公司）聯繫我們的資料保護專員。本文件的全部內容受版權法保護（保留所有權利）。未經瑞信事先書面許可，不得複製、傳輸（電子方式或其他方法）或更改本文件或其任何部分，或將本文件或其任何部分用作公共或商業用途。©2019年瑞士信貸集團有限公司及／或其聯營公司。保留所有權利。

未經瑞信書面許可，不得全部或部分複製本報告。版權所有©2019年瑞士信貸集團有限公司及／或其聯營公司。保留所有權利。

19C013A_IS

作者/投稿人

Walter Edelmann
首席環球策略師

James Sweeney
環球首席經濟師兼美洲地區首席投資官

John Woods
亞太區首席投資官

Daniel Rupli
股票和信貸單一證券研究主管

Philipp Lisibach
股票策略主管

Jessie Gisiger
信貸策略主管

Maxime Botteron
瑞士宏觀經濟師與策略師

Luca Bindelli
全球金融工具、外匯和商品策略主管

Stefan Graber
商品策略主管

Jelena Kucenko
另類投資策略主管

Tiziana Hunziker
瑞士宏觀經濟師

Karsten Linowsky
貨幣和G10利率主管

Sarah Leissner
房地產策略師

刊物名錄

主編
Nannette Hechler-Fayd'herbe
全球經濟及研究總監，國際財富管理部地區資訊科技總監

總編輯
Oliver Adler
瑞士首席經濟師

編輯支援
Christa Jenni
Catherine McLean Trachsler
Christine Mumenthaler
Katharina Schlatter

產品管理
Camilla Damm Leuzinger
Sebastian Zeuner
Claudia Biri

截稿日期
2019年11月8日

設計
LINE Communications AG

翻譯
LanguageWire

更多資訊
credit-suisse.com/investmentoutlook

圖片來源
Rarado/EyeEM (封面，第2頁)；Credit Suisse (第5頁，第8頁，第9頁)；
Lazar Ioan Ovidiu/EyeEM (第6頁，第14頁)；
Somewhere Down The Road/EyeEM (第6頁，第26頁)；
César Martínez/EyeEM (第30頁)；Luke Mattson/Stocksy (第34頁)；
Omar Jabri/EyeEM (第7頁，第44頁)；
Muhammad Rinandar/EyeEM (第7頁，第54頁)。

供應鏈採購，第41頁
世界自然基金會 (2014)
T恤顯不凡
WRAP (2017)
為衣服定價：
英國時尚的成本。
Zion Market Research (2018)
環球消費電子產品市場

筆記頁面

credit-suisse.com

© 2019, CREDIT SUISSE