

2019年投資展望

在不同步世界中的 機會與威脅



UNION BANCAIRE PRIVÉE
瑞聯銀行



在零碎的全球 經濟中管理風險



MICHAËL LOK
集團首席投資總監及
資產管理部聯席行政總裁

踏入2018年，環球經濟延續2017年的同步增長大勢，確證全球終於走出危機邁步向前，使投資者對前景充滿期望。然而，儘管金融市場仍具吸引力，但貨幣政策正常化，結合股市估值接近歷史高位、債券孳息率下跌至近歷史低位，以及信貸息差處於破紀錄的收窄水平，很快令投資者預期投資表現將更溫和，市場波動也會增加。雖然金融市場在2019年仍有可為，但整體格局已變得不一致，我們相信經濟體之間增長不同步將是新一年的主導主題。

美國經濟及貨幣周期仍然超前於其他市場，致使美元持續走強。歐洲終於擺脫危機後的通縮陰霾，但復甦仍然緩滯，增長模式不一。新興市場則繼續各自發展；亞洲經濟仍然在正軌上，但拉丁美洲、東歐及中東的經濟景氣則大相逕庭。

在緊張的地緣政治氛圍中，特別是歐洲及中東地區，經濟不同步增長將影響前景的能見度，並加深風險。與此同時，央行收緊貨幣政策將為長債孳息率加添壓力，且美國可能對中國甚至是歐洲和日本汽車生產商加徵關稅。

我們採取風險為本方針，使我們能夠投向短期債券以應對2018年的債券拋售潮，同時將資產轉移至非企業信貸方案，以減低固定收益市場全線波動所帶來的影響。展望2019年，我們保持對美國短期債券的投資。儘管歐洲加

息步伐落後美國三年，但其債市面臨重新定價及孳息率曲線形態將轉趨陡峭，因此投資者涉足歐洲債券應採取謹慎態度。

基於預期傳統資產類別在2019年只能獲得溫和回報，我們鼓勵投資者在結構性產品和對沖基金策略上，有戰術地重新佈局，以降低在市場跌宕起伏時的下行風險。

企業正面對成本上漲壓力及有限的盈利增幅，因此投資保本型股票將有助於抵禦不確定性因素增加的影響。此外，我們的投資偏好現已由能源業轉移至從下而上的創新領域，涉足不僅科技，更有醫療保健範疇。從策略角度來看，投資者應把握機會改變投資焦點，並將投資期延長，透過著眼於長線趨勢和深度企業分析為投資增值，尤其是影響力投資將因千禧世代的投資者陸續踏入市場而持續增長。

我們將在隨後的章節更深入剖析以上課題。一如既往，我們期望與您並肩而行，共同構建能夠符合您的預期和需要的投資組合。

目錄



6

經濟展望

不再同步的世界

8

通脹與利率

工資與通脹盤旋上升

10

債務狀況

公共與私人債務



11

影響力投資

社會公益與財政
收益兼得

12

股票

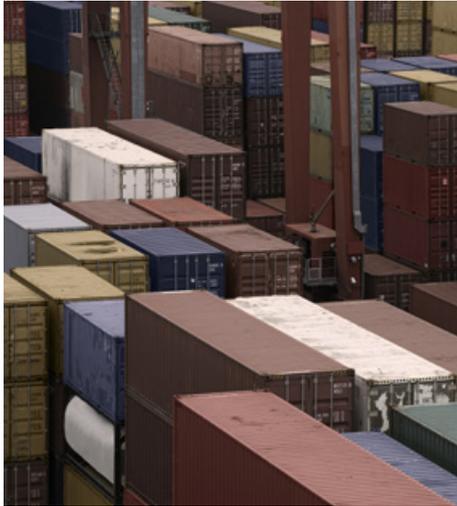
股市表現差距收窄

14

焦點行業

醫療保健業：
創新帶來機會





15

商品

是時候將投資焦點由
石油擴展至工業金屬

16

外匯

全球及經濟阻力對
美元強勢有利

18

中國
新冷戰



20

貿易戰
焦點由美中貿易戰風險轉
移至美歐

21

歐洲
意大利仍可將
難題延後

22

英國脫歐
有協議還是無協議？



不再同步的世界

全球經濟可能在2019年放緩，各地域的增長趨勢將更不一致。美國繼續主導經濟周期，中國仍在競逐全球領導地位；世界其他地區則致力為配合這兩個經濟體和政治強國而調整策略。

經 過兩年全球活躍的經濟活動後，2019年應會出現減慢。回看2016年，當時的增長景氣擴展至世界各地，並在2017年造就同步強勁增長的格局。如今送舊迎新在即，由於各地區的經濟周期正逐步進入晚期成熟階段，因此可見2018年正是一個風險趨升的過渡期。

展望2019年，我們預測全球經濟將增長3.5%，比國際貨幣基金組織(IMF)預測的3.7%為低，也低於2018年的3.7%。預計所有地區的經濟動力放緩，增長步伐日趨不同步，促成因素除了政治風險升溫及各國內部需求力

增長動力可能 只局限在美國

度不一外，還有國際貿易關係轉變及貨幣政策收緊。

當增長減速時，經濟增長率將逐步回到有賴擴張勞動力和提升生產力來推

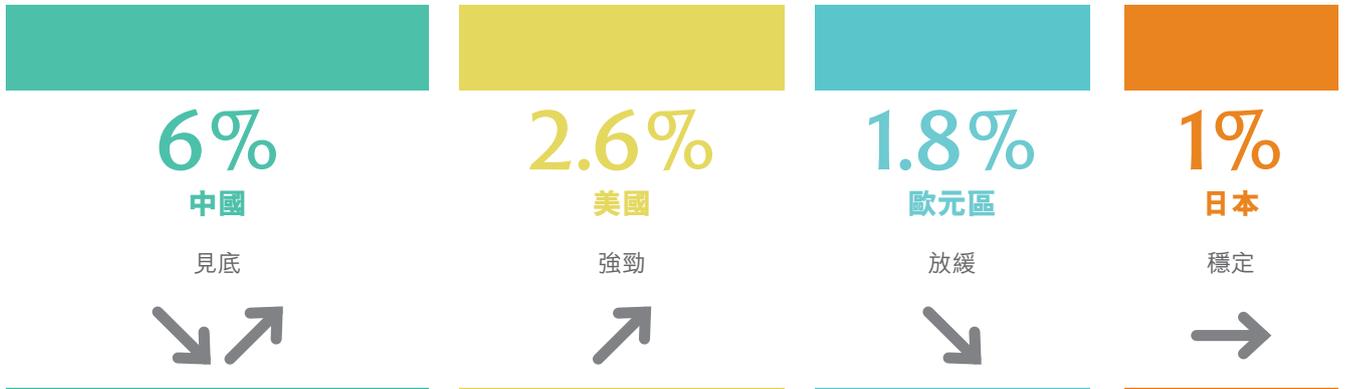
動的潛在水平，國與國之間的差異也將愈發明顯。自2016年以來，受惠於國內刺激政策、全球貿易活動反彈或商品價格回升，全球各地區的經濟活動均超越潛力，但如此高水平的增長率，需要充足的經濟政策和有效的增長推動力來維持。不過，全球除美國外的投資和消費活動均已縮減，全球化過程受到挑戰，也使世界貿易擴張趨勢已逐漸消逝。

美國繼續主導經濟周期

儘管各國經濟勢將放緩，但美國所受



2019年國內生產總值增長



↗ 內部需求的趨勢

資料來源：瑞聯銀行

的影響將少於其他已發展國家，相信在2019年的增長將為2.6%（比2018年的接近3%稍減）。美國公司稅制改革、利率維持偏低及各種鼓勵公司開設本土職位的措施，均可望支持當地的投資活動和內部需求。此外，美國總統特朗普上任初期提出的部分基建計劃未來亦可望提上議程，並透過公營部門刺激需求。

然而，這種繁榮景象似乎只會局限於美國，預期其他地區經濟則明顯放緩。歐元區經濟在2017年增長2.5%，2018年為2.1%，預期到2019年將進一步減至1.8%。歐洲仍未擺脫與美國貿易關係緊張的陰霾，繼在輸美鋼鐵問題與美國短兵相接後，難保證歐洲汽車製造商能避過被加徵關稅的命運。歐洲在金融危機後花了好一段時間才重建資本基礎，而如果希臘及意大利等國的經濟結構仍然脆弱、財政繼續緊絀，歐洲經濟未來只能錄得溫和增長。雖然法國新總統胸懷大志要壯大歐洲，但歐盟至今仍未能清晰地重塑未來，最近，此宏大計劃甚至因部分成員國政府公開挑戰歐盟委員會的財

政政策及人民自由流動的基本原則而受到威脅。與此同時，2019年3月英國脫歐限期迫近，但前景仍未明朗（參閱第22頁）。

日本政局穩定應可讓政府大展改革經濟和社會的鴻圖，但在人口老化及公共投資刺激作用退減下，預期日本經濟增長仍將徘徊於1%以下。消費開支增幅將緩和，雖然私人投資強勁，且當局大力推動自動化，但日本在2019年的經濟增長未必能夠超過1%。

中國：在貿易上是夥伴還是對手？

中國經濟增長明年可望穩定於約6%水平。儘管於接近今年底時增長開始減慢，但在現階段並非源於美國的貿易行動。美國今年對華的幾乎所有進口貨品加徵關稅，中國作出相應報復，令全球貿易推向危險的局面（參閱第20頁）。為了應對此威脅及紓緩經濟所受的影響，中國已寬鬆經濟政策，推出刺激措施支持房地產等行業，以及為策略性行業融資。基於貿易對立

可能仍將維持一段時間，相信中國未來將陸續推出更多振興經濟政策（參閱第15頁）。

據我們對全球經濟增長的分析，美國和中國當前的貿易戰有望緩和，但就算雙方可如美國和日本在1980年代般能夠在部分領域達成妥協，但借鏡歷史，預期中美仍會時而在個別事務上出現爭端（參閱第18頁）。

礙於部分貨幣在2018年受壓，以致貨幣及公共財政政策收緊，展望其他新興國家的經濟增長也將回落，當中最脆弱的國家例如阿根廷及土耳其可能陷入衰退風險，至於印尼及印度等國的經濟活動，則可能因今年初時的較收緊政策而受到制約，但其後有望再次回升。故此，新興市場在2019年的經濟形勢將個別發展：亞洲應可維持較佳增長，中國經濟回穩，至於拉丁美洲經濟能否反彈，則取決於巴西及阿根廷等國的經濟政策。

工資與通脹盤旋上升

儘管經濟蓬勃增長，通脹及工資增幅目前仍然有限，但勞動市場以至工資的壓力正在加劇，此情況亦非只局限於美國。一旦工資及通脹開始互相影響，中央銀行或須進一步收緊貨幣政策。

過去幾年，通縮被視為市場的最大威脅，2018年的境況已不再一樣，許多國家的經濟周期已進入晚期成熟階段，市場焦點已轉為注視有否出現經濟過熱的跡象。在商品價格反彈及外匯波動下，除日本外所有主要國家的通脹率在第三季已回升至央行所訂的目標，美國及英國通脹率現已接近3%，歐元區及德國也上升至超過2%。只要主要外匯或商品市場沒有出現重大波折，相信美國明年通脹率應可穩定在2%至2.5%，歐洲則約為2%。至於新興市場，在2018年貨幣大幅貶值的國家，通脹將隨之升溫，但當經濟政策收緊壓抑需求時，通脹壓力有望緩和。

金融市場對2015至2018年期間通脹環境的變化反應正面，從通脹掛鈎債券的價格可見，市場預期美國及歐洲通脹率在中期將約為2%。

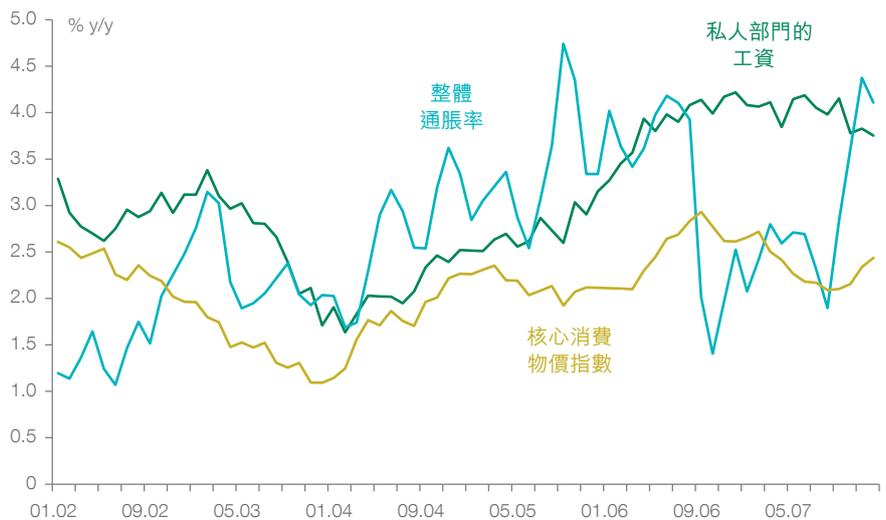
基於幾個已發展國家的經濟周期已處於晚期成熟階段，工資上漲刺激通脹飆升將是經濟、金融管理局及債券市場所面對的主要風險，這可能迫使央行特別是美國聯儲局重新檢討貨幣政策正常化策略，從現時循序漸進的步伐轉為更進取。

勞動市場收緊並推升工資

隨著美國增長周期逐漸成熟，勞動市場已收緊，致使技術及非技術勞動力供應形成樽頸，部分大型零售商將須大幅提高基本工資，若美國再推展刺激經濟政策，或會加劇勞動市場的緊張狀況。除了美國，其他國家也開始出現技術勞工短缺情況。以日本為例，在政府推出鼓勵措施下，日本的基本薪金已開始較大幅度調升。

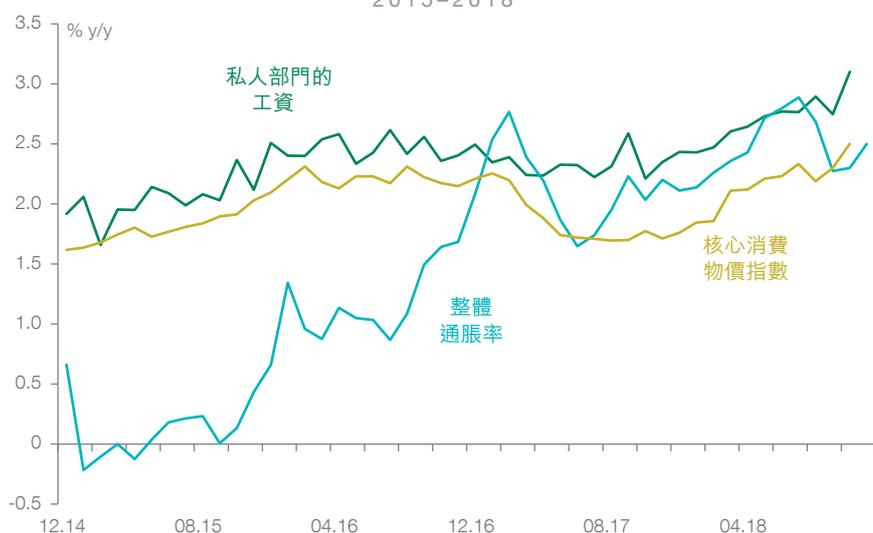
工資及通脹
相關度可能
再次變得極高

美國工資增長及通脹
2002-2007



資料來源：美國聯儲局及勞工統計局

美國工資增長及通脹
2015-2018



資料來源：美國聯儲局及勞工統計局

德國也面對勞工短缺問題，英國在脫離歐盟後，外勞下降也將影響勞動力供應。

由此形成的工資上升壓力可能更為明顯，致使核心消費物價指數(即剔除食品及能源)的升幅較預期快。核心消費物價指數至今只局部跟隨全球指數反彈，但在需求穩定而失業率下降的承托下，相信物價將在2019年進一步上漲。當核心通脹率與工資再次形成正相關性，好像2005至2007

年工資增長推高消費物價指數的情況，便會迫使央行調整策略。

由於貨幣市場目前未完全反映聯儲局在2019年可能加息三次的行動，萬一當局改變利率正常化進程速度，將對貨幣市場造成重大震盪。若工資及通脹率上升，聯儲局可能加息四次或以上，加息幅度由25個基點提高至50點子，那麼長期債券孳息率將無可避免地飆升，並使孳息率曲線形態呈現陡斜。

歐元區方面，若工資通脹率升溫，德國可能向歐洲央行施壓，要求採相比行長德拉吉現有計劃(至少直至2019年第三季也不會加息)更為進取的貨幣政策。不過，德拉吉在2012年實施量化寬鬆計劃時，誓言將「不惜一切」捍衛歐元區，可是到2019年歐洲央行領導班子更替之時，可能標誌著這個政策將到達一個轉捩點。至於英國，英倫銀行將繼續密切注視通脹情況及英國脫歐對勞動市場的影響，可能進一步調高基本利率。若通脹與工資呈現螺旋式上升，該行收緊貨幣政策的力度可能大於預期，經濟增長及金融市場便將插水。此外，隨著聯儲局縮減資產負債表，且歐洲央行將結束量化寬鬆計劃，市場的流動資金供應也將日趨減少。



公共與私人債務

債務水平自金融危機以來持續上升，而如今央行已著手收緊貨幣政策，金融體系中的流動性開始乾涸。雖然長期利率以至信貸息差目前尚未反映任何重大風險，但這可能只是因為市場過於安逸而已。

正當貨幣政策開始收緊，全球整體債務仍以驚人速度增長。自金融危機發生後的十年來，利率偏低而流動性充裕的環境，鼓勵了舉債及提高金融槓桿的活動，以致債務總量相對於經濟增長的比率大幅上升，特別是主要金融樞紐地區內的經濟主體(economic agents)債務增加的速度，比其他地區更快，形成一個國家不同地區以至不同行業之間的差異擴大，也加添了脆弱性。

美國公共債務大增已引起國際貨幣基金組織的關注，其增速遠比公司債務為快，反而企業獲利能力只要保持強勢，槓桿比率應可維持於可控制水平。家庭債務正溫和增加，但工資增長應可減輕償債負擔。公共債務也是歐元區的主要問題，債務相對於國內生產總值(GDP)的比率自金融危機以來一直偏高，直至2016年起才稍為回落。儘管私人債務相對於GDP的比率已下降，但企業正運用更多槓桿，而家庭也更依賴按揭貸款購置房地產。在中國，家庭及企業債務均快速增長，公司槓桿比率上升，債務增長趨勢與其他新興國家相若。來自缺乏監管銀行業的債務風險，已在市場價格反映。最新數據顯示，新興市場公共債務在2007至2015年維持穩定，到2016年起

開始上升，但至今相對於GDP的比率仍然低於100%。

現時全球債務的形態，顯示更嚴厲的貨幣緊縮政策將構成嚴重威脅，尤其是受益於極低利率的公共部門。此外，已發展國家仍然顯著依賴外國資金提供融資，新興市場的私人部門亦然。只要信心指標能夠保持，資本市場將不會令市場特別憂慮，不過貨幣政策正持續收緊，長期國債孳息率目前仍然極低，信貸息差也收窄，致使一旦信貸質素轉壞或出現任何衝擊，能夠吸收震盪的緩衝並不多。

利率偏低及流動
資金充裕鼓勵了
借貸——此情
此景，似曾相識



資料來源：國際結算銀行及瑞聯銀行

社會公益與財政收益兼得

創造價值是所有投資策略的主旨和目標，影響力投資也一樣，但箇中要義在於對價值的定義更廣闊，涵蓋財務和非財務的回報。

項目融資及私募基金一直是影響力投資(impact investing)的根據地，但隨著愈來愈多投資者在獲取財務回報時，也尋求為社會謀福祉，奉行影響力投資的投資者基礎因而不斷增長，投資領域也拓展至更流動性的資產。透過影響力投資策略投資於上市股票，將可擴大投資的影響範圍和成效，創造豐碩機遇。

透過將資本配置於收入來自從事應對全球最迫切挑戰業務的上市公司，既

要創造這種廣義的價值，需要同時衡量財務及非財務利益，讓最終投資者能夠更全面掌握其投資在財務及非財務範疇的影響，因此在匯報股價表現等傳統指標外，影響力投資者也必須評估及披露相關資料，例如潔淨能源的產量（或碳減排量）、或是每投資100萬美元可帶來的甚麼類型的創新項目。

不過，礙於大部分非財務衡量準則未經審計，可比較的企業也不多，有關資料也往往未於企業賬目或企業社會責任報告中披露，因此透過積極管理致力於公司雙邊交流，是至今獲取相關和有用的非財務數據最有效途徑。

投資上市股票、深入坦誠的參與是有效的影響力投資的核心，可帶來無可比擬的非財務回報，配合所得的財務收益，便可真正為投資者和整個社會帶來深遠的利益。

積極、雙邊交流
至今仍然是
獲取非財務數據
的最有效途徑

可把握這些解決方案供應商所促成的結構性增長轉型機會，同時也是創造非財務收益的有力方法。



影響力投資箇中
要義在於對價值的
定義更廣闊



將資本配置給可應對全球最迫切挑戰的公司，是把握結構性增長轉型機會的最有力方法。

股市表現差距收窄

過去五年，美國股市在全球市場中一直領先，但超前的幅度將在2019年收窄。投資者應開始將焦點轉移至日股，當地股市估值正處於接近2008年的低位，但自2013年以來的企業盈利增長表現卻超越美國和歐洲。

自從歐元區危機在2013年劃上句號，美國股市便開始跑贏全球其他主要地區，以當地貨幣計分別優於日本25%、歐洲40%及新興市場接近52%，但預期踏入新一年，這段「美股卓越期」(‘American exceptionalism’)將開始失色。

美股持續表現優異，最常見的解釋包括實施積極政策、國內經濟靈活兼具彈性，以及企業著眼於股東利益，優

先提升投資者回報等。自1990年代初以來，這些因素的確一直提振美股的回報，美國公司的盈利增長皆比歐洲和日本為高，成為造就佳績的主要支柱。

不過，自2013年開展的「美股卓越期」，卻並非因為美國企業為股東帶來了更多回報而延續，而是由於投資者願意付出更高價格投資於美國公司，或是換句話說，即市盈率擴張。

市盈率擴張是促使美股在這段時期的表現優於歐洲及日本股市的最主要因素。在美股自2013年起所錄得的11%總回報(複合年均增長率)中，有接近6個百分點來自盈利增長，與歐洲公司的比率相若，但比起日本企業盈利增長對總回報所作的約11個百分點貢獻(參閱圖一)，仍算偏低。

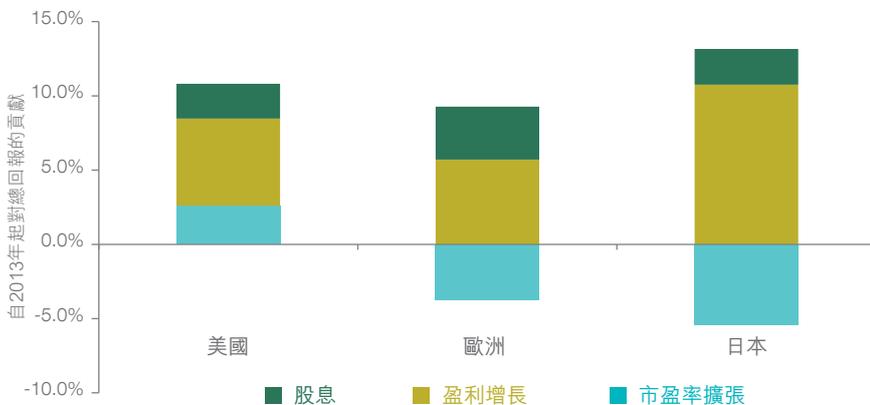
基於美股股息和盈利對總回報的貢獻未比歐日兩地突出，因此若非因為美股市盈率擴張、歐洲和日本股市市盈率下跌，美股在同期的整體表現其實應落後於歐日股市。

無可否認，投資者願意付出較高市盈率投資於美國公司股票，主要由於美國上市科技股的表現獨當一面。不幸的是，我們相信自2013年以來全球科技股估值持續出現大幅重估之勢已接近尾聲(參閱右方《全球科技格局將轉變》的專題)。

展望未來，科技股市盈率將無法再推動美國整體股市的市盈率擴張，預期美股表現跑贏其他市場的情況將在2019年消逝(參閱圖二)。

相比之下，雖然科技股也在日本股市中佔有顯著比重，但日股並沒有跟隨美股上漲，就算企業盈利自2013年底以來已增長63%，增幅明顯優於美國公司的31%，但日股市盈率卻下跌至13.3倍，與美股比較，出現25%的折讓，這也是2008年環球金融危機以來所未見的低位(參閱圖三)。

圖一：「美股卓越期」來自市盈率擴張



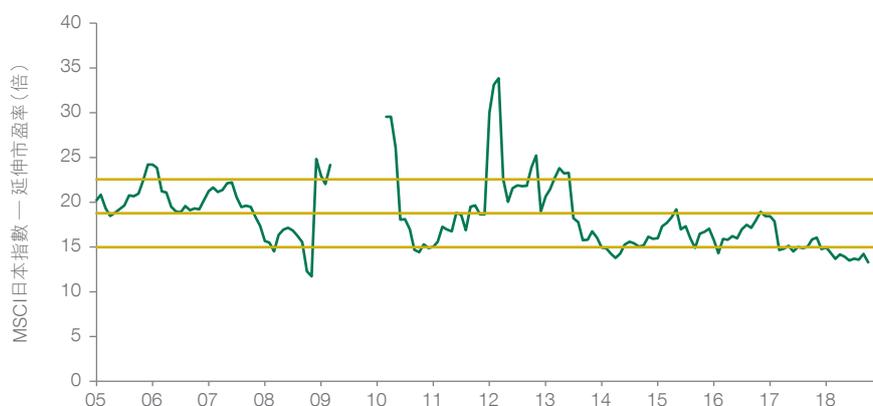
資料來源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞聯銀行

圖二：美國科技股 — 市盈率擴張接近尾聲



資料來源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞聯銀行

圖三：日本股票 — 估值回落至2008年低位



資料來源：MSCI、Bloomberg Finance L.P.及瑞聯銀行

基於全球及日本國內增長維持強勁，日本央行未加入美國和歐洲的收緊行列，可望維持寬鬆貨幣政策，配合日圓匯價繼續處於歷史性低位，相信種種宏觀因素應在2019年對日本投資者有利。

令人鼓舞的是，歐洲股市的處境也與日股相若，該區歷史市盈率在2018年底已下跌至16倍，相比2016年的高位，跌幅接近一半。

儘管歐洲股市估值目前遠比2008年的低位為高，但與日本不同，投資者應留意歐洲股市上一次表現優於美股的時期（即2003至2007年），其實也適值科技股的表現明顯落後於全球整體市場之時，因此一旦科技股未來漸失動力，預期歐洲股市的表現有望趕上美股。

不過，有別於日本，歐洲股市投資者將須應對央行撤銷寬鬆貨幣政策的影響，還有接踵而來的政治事件——包

括意大利預算案談判（參閱第21頁）、英國脫歐（參閱第22頁）及歐洲議會選舉等，這些因素或將妨礙投資者在2019年增加承險的胃納。

然而，從歐洲持續改革的層面來看，上述種種皆為過渡性事件，因此一旦資產價格反映市場對歐元區分裂的憂慮反應過激，投資者也可視之為戰術性投資機會。

總的來說，儘管投資者近年來有賴美股（特別是科技股）所帶來的回報，但在2019年將有機會透過其他較可持續的來源以提升表現，取代市盈率持續擴張等難以持久的推動因素。透過審慎選股且把握投資主題，例如影響力投資（參閱第11頁）、醫療保健（參閱第14頁）和科技業的真正創新者等，應可在世界各地覓得機會。市場方面，日股將日漸成為焦點，歐洲股市在戰術上也可取。

全球科技 格局將轉變

全球科技股自2013年以來的年回報率達到18.8%，輕鬆超越全球整體股市(+10.4%)，更勝過增長導向型股票(+11.8%)。

可是，促成此優異表現背後的回報動力最近已出現轉變，未來可能限制可獲得的佳績。2018年前，科技股的回報來源來自盈利、股息及市盈率擴張，單是市盈率已為2013至2017年的總回報帶來近一半的貢獻。

不過，到2018年，全球科技股的回報基本上全數來自盈利增長，反觀市盈率擴張對回報的貢獻持續萎縮（參閱圖二）。即使科技股的市盈率在2018年10月下降，但相信在新一年會維持穩定，而不會再持續出現重估。

再者，由於市場現時預期科技股在未來5年的盈利增長率達到20%，此共識預測日後再上調的機會看來並不大。事實上，主要領先經濟指標顯示，美國經濟動力正在見頂，美國企業資本開支的增幅將隨之減慢，以致在2018年大部分時間促成盈利表現優於預期的主要動力逐步消失。

我們相信，2018年代表著全球科技股投資者的長倉周期進入新階段。與2002至2012年科網股泡沫爆破後的時期相似，投資者未來將主要依賴盈利增長，透過識別真正的「由下而上」的創新者，在板塊中獲得回報。

不過，兩段時期所不同的是，美國經濟在2002年處於復甦初期階段，科技滲透率偏低但持續上升，但美國經濟在2019年已進入周期晚期，科技業的發展亦更具規模，因此投資者有必要透過積極的管理策略，識別真正創新公司以克服科技業與日俱增的周期性阻力。

（詳情請參閱瑞聯銀行焦點報告：“A Regime Change Ahead for Global Technology”，2018年8月）



美股升幅在
2019年將縮窄



日股估值已接近
2008年低位，但企業
盈利增長高於美國



歐洲政局波動
可望帶來戰術性
投資機會

醫療保健業：創新帶來機遇

人口老化、新興市場需求增長，以及基本醫療保險擴展等推動醫療保健業的長期趨勢保持穩固，但投資者現時應透過中型生物科技、醫療科技和保健業資訊科技公司，將投資焦點轉移至該行業中獨特的創新領域。

人口老化、新興市場需求增長及基本醫療保險擴展，推動全球醫療保健市場持續迅速擴展，且將繼續為優質高效的醫療服務創造需求：全球醫療保健開支預測在2017至2021年將每年增長4.1%，增幅明顯比2012至2016年的1.3%為高，全球主要地區總計的醫療保健開支則可望由2015年的7萬億美元，上升至2020年的8.7萬億美元。

有行業報告分析在美國銷售的45種主要藥品，發現在過去三年所錄得的超過20%增長中，有逾60%來自平均價格上漲。然而，由於這些藥品的需求增長正進一步放緩，加上多家藥廠在美國政治壓力下承諾不會在2018年提高藥物價格，因此相信漲價帶動銷售增長的有利因素將持續退減。

在沒有價格上升推動增長下，投資者便需要轉移焦點，藉著把握創新發展作為主要回報來源，其中治療創新及技術創新將是主要機會所在，勢將顛

覆現時年總值達到1萬億美元的生物製藥市場：獲批准新藥數目顯著上升，而針對未滿足需求的研發預算也在擴大。我們已識別在當前創新周期中的六大增長範疇：腫瘤免疫學、基因療法、罕見疾病、肥胖症、神經系統疾病及醫療資訊科技。

對投資者而言，純粹集中投資於全球最大型藥廠以把握這些增長趨勢，已不再是可行的策略。資產研究公司Bernstein Research發現，現時有接近

一半的重量級藥物(最高銷售額超過10億美元)，是由中小型生物科技及醫療科技公司研發，這些企業有賴投資者提供資金繼續拓展業務。

此外，基於全球醫療保健市場欠缺效率情況明顯，我們認為醫療資訊科技的投資機會也亮麗。科技顧問公司Gartner預測，美國醫療保健供應商在2017年已投資約420億美元於資訊科技服務，佔美國國內醫療保健開支稍多於1%。若醫療保健公司用於擴展資訊科技服務的平均開支上升至總開支的3.3%(與美國非醫療保健公司相若)，那麼醫療保健資訊科技供應商的收入有望遞增至超過700億美元。

雖然過去幾十年推動醫療保健業增長的長期動力仍在，但投資者的焦點有必要由穩健的收息股，轉移至涵蓋多項快速轉變因素的股份，從而繼續參與醫療保健業不斷創新和提高效率的發展趨勢。

差異化產品和 服務創新將 開創嶄新的長 線增長機會

70億美元

醫療保健資訊
科技的收入機會

50%

重量級藥物由
中小型公司研發



是時候將投資焦點 由石油擴展至工業金屬

未來油價要在供應受創下才會上揚；反觀工業金屬在2019年的供應收緊應對價格有利。

誠 如本行在《2018年投資展望》報告中指出，我們相信能源及綜合工業商品在約十年前經歷熊市後，現已進入長倉周期的初期階段。不過，原油及工業商品價格在2018年分途而進，掩蓋了相關基礎因素，但也將為投資者將焦點由能源擴展至金屬的投資者在下一年帶來機會。

由於展望2020年石油供求將出現更明顯失衡，因此沙特及俄羅斯在2017年協定減產，原油市場此後便回升。這兩個石油大國的決定足以導致石油供應在2018年出現短缺，並將油價由每桶27美元的低位，推升至2018年夏季最高的每桶80美元。

推升油價的因素在年中時趨向投機性，市場焦點落在美國恢復對伊朗的制裁，將使石油供應縮減。雖然如此，據國際原子能機構(IAEA)的數據，石油供應在2018年6月再次開始超過需求，這是2017年初以來的首次，以致石油供求狀況轉為對投資者不利。

基於石油輸出國組織(OPEC)的備用產能已接近歷史低位，產量一旦受創將進一步刺激油價，但礙於供求狀況現已轉變為對投資者不利，因此能源市場的風險——回報水平已不再有利於油價由現水平大幅上升。

相反，有別於2018年原油價格大漲，工業金屬價格在中國經濟增長減速及中美貿易戰的陰霾下，在同期大部分時間普遍下跌。不過，主要金屬供應不足的壓力持續增加，因此正形

成類似2017年後期承托能源價格的基礎因素。

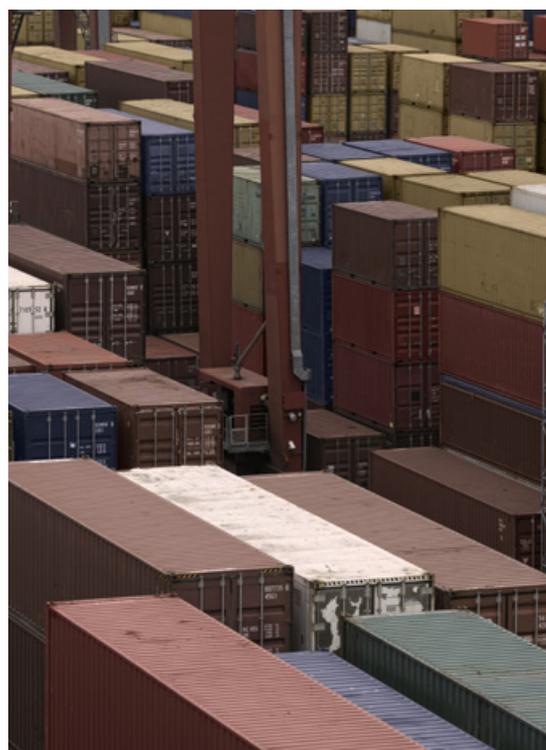
若價格見底及中國經濟增長表現轉佳，工業金屬價格有望在2019年反彈。儘管貿易爭端在新一年仍將揮之不去，但基於國內生產總值增長可能減慢至約6%的重要關口，中國當局

過去三年 供應不足正為 投資工業金屬 開創機會

已加大刺激力度以穩定經濟活動。由於美國將在2019年1月擴大對華進口貨品加徵關稅的規模，中國經濟增長現時僅略高於6%，相信當局將改變2018年下半年的遲疑態度，在2019年更積極地寬鬆政策。

故此，由於主要金屬在2018年已出現供應不足的情況，配合中國需求未來有望回穩和改善，投資者可將中國當局更積極刺激經濟的跡象，視為在2019年催化工業金屬價格的主要因素。

黃金方面，基礎因素只可為價格提供溫和的支持，2019年的供應仍將多於需求。面對美元走強及美國全線債券孳



金屬價格可望在2019年上漲，就如石油在2018年時一樣



黃金所發揮的防衛性仍具價值

息率穩步上升，將限制金價的漲幅，相信在未來數月將有賴地緣政治不穩的因素，才可催化金價上揚。不過，黃金於當前環境下在投資組合中仍然擔當重要角色，未來將不乏刺激金價的爆發點。

全球及經濟阻力對美元強勢有利

全球經濟不同步增長，加上多國內部、區域以至全球政局不穩，將導致外匯市場在2019年繼續波動，相信美元將延續在2018年大部分時間所見的強勢。

經濟增長穩定，配合美國與主要貿易夥伴的利率差距擴闊，將繼續承托美元的表現。

雖然市場價格現時反映投資者預期，美國在2019年將再加息兩次，但聯儲局主席鮑威爾及其他聯邦公開市場委員會委員，在2018年後期的言論基調均較強硬，意味著新一年的加息次數，可能比預期多。

再者，隨著美國10年期債券孳息率水平逐步邁向正常化，也代表全球長債孳息率的差距將在2019年持續擴大，也對美元匯價有利。

在政治上，美國在2018年11月國會中期選舉的結果，致使美元的風險可能

集中在前期。權力分立的美國參眾議院將須在2018年12月7日前通過經費撥款，以避免聯邦政府停擺。

歐元區方面，經濟展現正面動力支持歐洲央行計劃結束量化寬鬆政策，但相信退市步伐將循序漸進，好使尚處初期的復甦進程不會偏離軌道。

不過，歐元區經濟動力在2018年最後一季似乎已見頂，由於按比例計，部分主要新興市場對歐洲貿易的重要性甚於對美國，因此這些新興市場經濟增長減速，也加劇歐元區經濟動力緩和的趨勢。

基於歐洲央行預期至少直至2019年下半年也不會加息，因此歐元區與美國

在利率和經濟增長表現的差異，將妨礙歐元在新一年維持強勢。雖然意大利與歐盟在2018年後期就預算案的對立局面有望在未來數月化解，致使當意大利風險溢價在2019年初下降時，歐元可能戰術性地短暫轉強，但歐洲議會將於2019年5月舉行選舉，預期政治不確定性在明年中將重現。

英鎊表現似乎反映英國經濟活動緩和及樓市回軟的狀況。雖然英國脫歐協議已取得進展，但外匯市場定價現時似乎未充分反映2019年3月英國可能硬脫歐的風險。

日圓的走勢將與歐元的軌跡相若，日本央行所採取的回應式政策，將使日本與美國利率差距擴大，在2019年繼



續對日圓不利。此外，日本將於2019年10月調高消費稅稅率，相信當局也傾向維持日圓弱勢，以免對仍在復原中的經濟帶來過重負擔。

再者，日本與歐洲經濟一樣依賴出口，新興市場經濟轉弱，勢將持續擴大日本與美國經濟增長的差距。

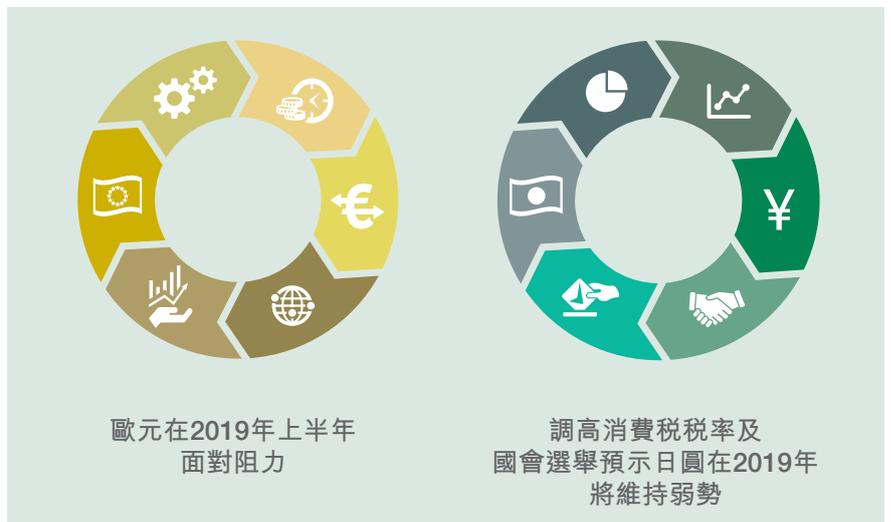
從戰術上看，日圓作為避險貨幣，在地緣政治風險升溫時將間歇性轉強，雖可帶來交易機會但升勢短暫，因此我們認為日圓在2019年的整體走勢仍將偏向疲軟。

人民幣自2018年中起持續走低，以緩減美國對華進口貨品加徵關稅的影響（參閱第18頁）。基於在2019年將有新輪加徵關稅措施生效，人民幣勢將繼續貶值。只要貿易緊張局勢未有急速升級（參閱第20頁），預期貨幣轉弱所形成的緩衝，輔以擴大國內流動性的政策，應足以抵銷中國經濟所受的影響，意味著人民幣在2018年下半年的跌勢有望在2019年緩和，但仍將維持下行走勢。

人民幣實質有效匯率
(以製造業消費物價指數計)



資料來源：瑞聯銀行及Bloomberg Finance L.P



新冷戰

美國與中國在2018年貿易爭端的背後，似乎隱藏了這兩個全球最大型經濟體另一場更策略性的對抗。從經濟上看，中美現時的衝突猶如重演美日關係在1980年代時的戲碼，因此鑑古知今，相信中國國內政策有望在2019年為中國投資者創造戰術性投資機會。

不少人相信，美國總統特朗普在2018年初在貿易事務上連番出擊，是為了在重議《北美自由貿易協定》(NAFTA)時爭取更好條件(的而且確)，也是為兌現競選承諾的政治策略(這亦為事實)。不過，美國改變政策背後還有一個未為注意的動機，就是孤立在全球舞台上的策略性對手——中國，而貿易便是這場交戰的頭炮。

這個宏觀的目標在2018年春季時初次浮現，當時美國否決中國建議將中美雙邊貿易順差縮減接近50%。到9月，從美國對華進口貨品所採取的新

一輪加徵關稅行動之性質可見，美國發動貿易戰是長期策略(詳情請參閱瑞聯銀行焦點報告“US-China Trade War: From Checkers to Chess”，2018年9月)。

及後在10月，美國國家安全顧問博爾頓(John Bolton)確證美國孤立中國的國策，他表示：「……[中國]在貿易、國際事務、軍事和政治等一連串層面的行為需要改變……」。

基於中國已作出反制，並對美國進口貨品加徵關稅，相信即使美國將於2019年1月1日按計劃再加徵關稅，但

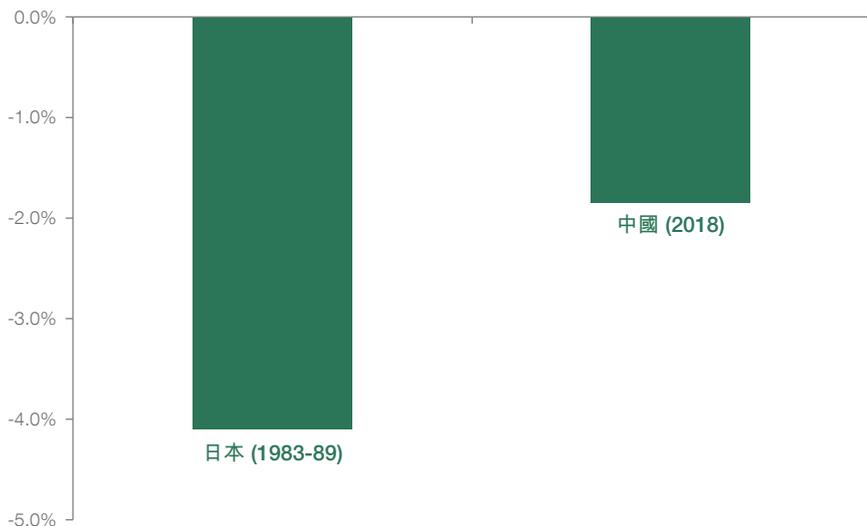
雙方以牙還牙的報復階段應接近尾聲。誠如我們在下一章(參閱第20頁)有關貿易戰的專題中指出，為了進一步孤立中國，相信美國在2019年的焦點將轉向歐洲。

儘管美國也有可能繼續向中國施壓，但此短暫的歇息卻可為中國開啟了機會，透過更積極地制訂內部政策應對，就如日本在1980年代初與美國爆發貿易戰時所採取的措施一樣。

雖然中國已基於貿易格局轉變而調整政策，但大部分是透過人民幣貶值以緩減影響，而人民幣兌美元匯率自2018年4月中美貿易立場更強硬以來已下跌一成。據我們預測，人民幣兌美元貶值10%，已可抵銷美國進口商在進口中國貨品時所承擔的大部分額外關稅成本。

有趣的是，此發展與日本在1980年代時的形勢雷同。面對美國加徵關稅的威脅，日本同意「自願地限制」汽車出口量，以解決與美國貿易順差持續擴大的問題。為緩衝日本汽車生產商和整體經濟所受的影響，日圓兌美元匯價在1981至1985年間貶值達到22%。

實質利率變動



資料來源：國際貨幣基金組織及瑞聯銀行

「.....[中國]在貿易、國際事務、軍事和政 治等一連串層面的行為需要改變.....」

美國國家安全顧問博爾頓(JOHN BOLTON)(2018年10月)

由於中國輸美貨品在新一年的關稅率將提高至25%，預期中國將如當年的日本一樣，容許人民幣繼續貶值，致使匯率有可能下試每1美元兌7元人民幣的重要心理關口，以緩和中國經濟所受的影響。

借鏡美日的經驗，美國在1985年強烈指責日本有操縱貨幣的嫌疑，強迫日本將日圓兌美元匯價大幅升值30%，結果到1988年，日圓兌美元升值達到50%。

中國為求避免重蹈覆轍，相信將如日本一樣，轉而採取政策既減低美國政策對國內經濟的影響，同時策略性地減少對美國出口的依賴。

中國其實已尋求與其他大型已發展經濟體簽定自由貿易協定，但美國為了實行孤立中國的策略，已表明意願會迫使主要貿易夥伴只能在中美之間選擇其一，不能左右逢源（參閱第20頁）。再者，美國也不鼓勵日本加入區

域性自由貿易協定，務求阻礙中國將經濟領域進一步擴展至這個全球第三大的經濟體。

因此，我們估計中國將有必要採取日本當年的最後對策，以緩減美國政策的影響，就是在內部刺激通貨再膨脹。在1983至1989年間，日本利率在調整通脹後由4%下跌至接近0%，引發資產泡沫，所造成的後果日本至今仍未完全復元。

中國固然不願被視為明顯步1980年代日本的後塵，但就如日本在被美國強迫將日圓升值後需要大力阻止經濟放緩一樣，中國國內生產總值增長現已減速至臨近關鍵的6%水平，因此預期中國將由2018年後期起更進取地推行刺激經濟政策。

事實上，中國實質利率（3個月銀行同業拆息）已由2018年初的接近3%下降至2018年10月的1%，顯示中國在與美國對抗之時，已悄然踏上日本的舊路。

若中國一如預期在2019年陸續推出更大力度的刺激經濟舉措，相信中國內地A股市盈率有望由現時的11倍上升，這也是中國在2008年及2014年試圖刺激通貨再膨脹時的股市估值水平。至於在香港上市的中國H股，礙於銀行股比重較高，現時的市盈率更低至7倍，雖然仍比5.5倍的歷史低位為高，但目前3%的股息率則比2008至2009年環球金融危機時為佳，而股息支付率只有20%也可提供理想的支持。

總括來說，儘管美國與中國進入「新冷戰」時期將為中國帶來不少障礙，但參考日本在1980年代的經驗，相信當中國為振興國內經濟大舉推出刺激政策時，有望在未來為投資者開創投資良機。

基於美國很可能繼續對中國經濟施壓，不論是直接出手或是透過貿易夥伴出擊，相信投資者在2019年採取保本及／或期權策略以減低風險乃審慎做法。

日本在1980年代之路
成為中國的路線圖

國內生產總值增長6% = 中國
加大刺激力度的觸發因素

投向保本或期權策略以
減低風險



焦點由美中貿易戰 風險轉移至美歐

中美貿易戰在2018年後期成為投資者關注兩國關係的焦點，但美國為了進一步策略性孤立中國和重塑全球貿易形態，在2019年可能會將矛頭轉向歐洲。

美國現時重施故技，試圖如1980年代針對日本般，尋求策略性孤立中國(參閱第18頁)，致使投資者可能只顧著聚焦於這兩個全球最大經濟體的雙邊貿易矛盾。

儘管美國仍有可能在新一年將中美緊張關係進一步升級，但市場及全球經濟其實還面對另一項未為人注意的威脅，就是美國可能再次針對歐洲，從而達到在經濟上孤立中國的策略性目的。

雖然不少人認為，美國、墨西哥及加拿大最終達成貿易協議，充分證明就算多個月來的談判艱巨，北美三國的貿易緊張局面仍可化解。不過，在為協議歡慶之時，卻分散了外界對新協定中一項重要條款的注意力，就是一旦加拿大或墨西哥與「非市場」經濟



體(即中國)簽定自由貿易協定，那麼美國便可退出協定。

加入此條款進一步證明，美國發動貿易戰的真正意圖在於策略性孤立中國。若然美國確實志在進一步孤立中國，那麼美國便有很大機會採取高壓手段使歐洲同意達成類似的貿易安排，從而限制中國貨品進口歐洲大陸。就如向進口鋼鐵及鋁材加徵關稅能夠成功迫使加拿大及墨西哥重返談判桌一樣，美國有可能再次威脅向歐洲進口汽車加徵關稅，運用相同伎倆迫使歐洲就範。

令人鼓舞的是，德國最近同意開放當地天然氣市場讓美國進口天然氣，若此協議能夠擴大至整個歐洲大陸，或

有助於緩和美國和歐洲的貿易關係。不過，萬一事與願違，與早前向鋼鐵及鋁材加徵關稅僅對整體經濟造成溫和影響不同，向進口汽車及汽車供應鏈加徵關稅甚至只是出言威脅，將在2019年對全球經濟造成更深遠衝擊。

另一尚未為人
注意的威脅，
就是美國可能
再次針對
歐洲，從而
進一步孤立中國



美國利用貿易協定
進一步孤立中國

意大利仍可將難題延後

意大利債務可持續性乃長期以來的關注，但該國最近與歐盟正面交鋒並不會使問題加劇。

意大利在2018年後期就財政預算案與歐盟正面衝突，引發市場關注意大利可能危及這單一貨幣聯盟的完整性，觸發意大利國債孳息率飆升至接近3.7%。

若債息維持在此水平，單是新增的利息開支已足以打擊意大利償還債務的能力，致使意國能否繼續承擔現有的債務令人存疑。一旦意大利國債債息進一步攀升至4%以上，那麼持有最多意國國債的意大利銀行很可能出現資金短缺，有必要在逆境中再籌措更多資金。

雖然此情此景對意大利來說並非新鮮事，但適逢歐洲央行計劃結束買入歐元區成員國(包括意大利)國債。歐洲央行在2018年買入多達20%的新發行意大利國債，到2019年將縮減至5%，致使意國需要另覓其他買家，可能對意國債息再添額外上升壓力。

若歐洲央行的買債計劃確實在新一年結束，意國債息便可能飆升至4%，銀行體系無力償債的風險便將上升。

意大利與歐盟 在2018年底的 對峙升級 局面，最終 將可妥協收場， 使單一貨幣地區 再一次脫離險境

雖然投資者需要關注事態發展，但我們相信意大利與歐盟在2018年底時的對峙升級局面，最終將可妥協收場，使單一貨幣地區再一次脫離險境。從政治上，由聯盟黨與五星運動黨組成的意大利聯合政府，將與其他國家的民粹派政黨一樣，在

接掌權力之後特別是在位初期，均看來有需要兌現競選時的主要承諾，相信意大利政局現正處於這樣的階段。

不過，這些政府也必須尋求維持權力，並在必要時調整其政治議程，因此意大利及歐盟現時的僵局有望在2018年底之後出現曙光。其中可能的妥協是，歐盟同意將意大利部分基建及移民方案建議，列為正常預算案周期以外的「特殊」開支，以換取意國政府在另一些更具爭議性的開支建議項目作出讓步。

究竟此窗口將何時出現，端視乎意大利10年期國債債息的水平(當債息再上漲至3.5 - 4.0%有望加快雙方的「談判」進度)，以及2018年底是否歐洲央行結束買債計劃的硬死線而定。當意國債息已上升至3.5 - 4.0%時，若歐洲央行在新一年落實結束買債，便會對意國債務可持續性及銀行償債的能力構成實質威脅，因此雙方也有強烈意願必須在未來數月達成妥協。



歐洲央行結束QE

帶來長期風險也無助於促進意大利進一步改革



孳息率 4%

意大利國債走勢加速意大利及歐盟達成妥協

有協議還是無協議？

英國將於2019年3月29日與歐盟正式分手，但不管是那一方目前也未作好準備——談判繼續進行，亦未達成任何脫歐方案。這宗史無前例的事件可能出現多種不同的結果，致使金融市場感到不安。

英國脫離歐盟是一個既複雜又高風險的過程。2019年3月29日是英國脫歐的最後限期，但不論是分手的條款或是英國未來與歐盟的關係均未有定案，因此將出現眾多的可能性。

雙方談判的第一步是議定脫歐的條款。在一年過渡期結束之前，英國必須與歐盟簽定貿易協議重新界定與歐盟及其他貿易夥伴的關係，但愛爾蘭邊境仍然是雙方棘手難解的問題，已經多番拖延達成脫歐協議。

究竟在過渡期後能否繼續進入歐洲單一市場，對英國舉足輕重。終歸貨物、資金及人民流動安排的經濟影響，將比進入市場的法律條款更重要。

如英國無法再進入歐洲市場，將重大打擊英國經濟：英國經濟增長平均將下跌5%，若其他貿易夥伴例如美國等押後簽定新協議，當地經濟增長甚至會倒退8-10%，英國工業、金融、服務及農業將全方位受到重創，經濟將因而陷入衰退，貨幣政策將需要維持寬

鬆，英鎊進一步貶值；至於歐元區經濟增長也將最多減慢0.5%，屆時除了可受益於英鎊貶值的資產外，英國全數資產將承受壓力。

相反，如能夠維持貨物貿易，英國的前景將光明得多。由於貿易活動增加，經濟可望擺脫早前疲軟的時期開始復甦，而受2016年6月英國脫歐公投影響的行業將重新振作。自公投通過脫歐後，英國經濟增長相比其他已發展國家落後接近2%，但若未來一切順利，信心開始重建，英國經濟增長有望重返2%的水平，復甦景氣也將承托英國資產及英鎊匯價，但英倫銀行屆時可能需要控制經濟過熱的風險，被迫大幅調高基本利率，或將為英國國債孳息率帶來壓力。

能否繼續
進入歐洲單一
市場是關鍵





MICHAËL LOK

集團首席投資總監及資產管理部聯席行政總裁

Michaël Lok於2015年加入UBP，擔任資產管理部的聯席行政總裁。Michaël於財富及資產管理界擁有超過20年經驗，在加盟前為法國東方匯理私人銀行的全球資產管理主管，專責為超高淨值客戶開發投資產品，在擔任投資

主管及風險管理主管期間，也建立一系列投資於亞洲及拉丁美洲的組合。Michaël此前分別效力Banque Martin Maurel及法國匯豐，出任投資組合經理。Michaël獲法國University of Aix-en-Provence授予銀行及財務碩士學位。



NORMAN VILLAMIN

私人銀行首席投資總監

Norman Villamin於2015年11月加入UBP，擔任UBP蘇黎世的投資服務部主管兼財資與交易部主管，並於2016年獲委任為私人銀行首席投資總監。Norman以諮詢及全權委託方式管理財富超過20年，此前曾為Coutts International的首席投資總監、花旗亞

太區私人銀行的投資分析及投資意見部主管、匯豐亞太區研究主管，以及摩根士丹利的亞太區策略主管，曾駐於香港及新加坡。Norman獲美國密歇根大學授予工商管理學士學位，以及獲芝加哥大學授予工商管理碩士學位。



PATRICE GAUTRY

首席經濟師

Patrice Gautry於2000年2月加入UBP，駐於日內瓦，為本行經濟及專題研究部主管。此前，他曾於1991-1999年在巴黎效力匯豐集團，擔任資產管理部的經濟及投資策略主管；1988至1991年效力Ecofi-Finance Group，擔任歐洲

多元化SICAV基金及互惠基金投資組合的經理。Patrice獲HEC-CESA Paris及University of Orléans授予研究碩士(Diplôme d'Etudes Approfondies)學位，主修外匯、財務及銀行。

免責聲明

本資料僅擬提供予香港《證券及期貨條例》（香港法例第571章）及任何據此所訂的規則所界定的「專業投資者」，而任何其他人士不得據此作出行動。本數據所提述的金融產品或服務將只會提供予符合專業投資者要求的客戶。

有關證券不可透過任何文件的方式在香港提供或出售，除非(i)對象是《證券及期貨條例》（香港法例第571章）及任何據此所訂的規則所界定的「專業投資者」；或(ii)在任何情況下有關文件並非為《公司條例》（香港法例第32章）所界定的「發售章程」或不構成該條例所界定向公眾提供的要約。除非獲香港法例許可，任何人士不得在香港或其他地方發佈、將發佈或持有用作發佈與該證券有關而對象為香港公眾的廣告、邀請或文件，或有關廣告、邀請或文件的內容很可能為香港公眾獲得或閱讀，除非有關證券僅擬售予香港以外的人士，或是根據《證券及期貨條例》所界定的「專業投資者」。

本文件僅擬提供予新加坡《證券及期貨法》（新加坡法例第286章）所界定的認可投資者，非認可投資者（按《證券及期貨法》所界定的）的任何人士並不是本文件的預定收件人，且不應倚賴本文件內的任何數據或據此作出行動。本材料所提述的金融產品或服務將只會提供予符合《證券及期貨法》所界定的認可投資者之客戶。由於本文件未於新加坡金融管理局註冊為發售章程，本文件及任何其他與提供或銷售、或邀請認購或購買證券或投資基金（即集體投資計劃）有關的其他文件或材料，均不可直接或間接向新加坡人士傳閱或分發，而該等證券或投資基金也不可直接或間接向新加坡人士提供或出售，或將之作為直接或間接向新加坡人士發出任何認購或購買邀請的目標，除非該等人士為(i)新加坡《證券及期貨法》第275(1A)或305(2)節所分別界定，以及根據第275(1A)或305(2)節所分別指定的條件所界定的相關人士（包括認可投資者）或任何人士；或(ii)根據《證券及期貨法》的任何其他適用條款所定條件的其他人士。

本文件僅作提供數據之用，並不也無意構成Union Bancaire Privée, UBP SA或本集團的任何機構或人士（下稱「UBP」）就購買、認購或銷售任何貨幣、投資產品、證券或金融工具、與UBP訂立任何類型金融交易或簽訂任何類別的委託而提供或代其提供的財務、投資、法律、稅務意見或要約、邀請、遊說或建議。本文件並不構成任何形式的證券、外匯交易、保險方案或退休計劃的要約。

儘管本行已採取合理的努力以提供準確和最新的數據，但並無就本文件所提供的內容作出任何明示或暗示的保證、陳述或承諾，而本行也不會就此而引起的任何事宜承擔任何法律責任。

本文件中的內容不應也無意被詮釋為財務、法律或稅務意見。本行建議閣下在作出訂立任何投資的任何決定前，應自行尋求獨立的法律、稅務或財務意見。

本文件反映UBP在刊發之時的觀點，並非任何證券、投資產品或其他金融工具的金融分析或研究結果，因此不受新加坡法律中有關提供金融諮詢服務或發表或公佈研究分析或研究報告的法律或規管要求，或香港法律中有關金融研究獨立性的法律或規管要求（視屬何情況而定）所規範。本行無意於分發、出版或使用本文件將屬非法的任何司法管轄區，或向接獲本文件將屬非法的任何人士或實體，分發、出版或使用本文件。

本文件所載的數據和分析乃取材自本公司相信是可靠的來源，但UBP並不保證其適時性、準確性或完整性，也不會就使用該等數據和分析而招致的任何虧損或損失承擔任何法律責任。所有數據和觀點及任何顯示的價格可予以更改而毋須另行通知。UBP並無承擔任何責任或職責就本文件所敘述的情況進行監察、發出警告或持續監測。

往績及／或金融市場情境並非現時或未來回報的保證，本文件收件人其後可取回的金額可能少於其原來的投資額。

除了歷史事實的陳述外，本文件內所有陳述皆為「前瞻性」陳述。「前瞻性」陳述並非未來表現的保證，而本文件所載的財務推測並不代表預測或預算，純然為基於一系列未必實現的現有預期和假設而擬備的說明性範例。基於推測或目標回報固有地受到可能不利於表現的重大經濟、市場或其他不確定性所影響，一項投資權益的實際表現、結果、財務狀況和前景，可能與本文件中前瞻性陳述所明示或暗示的明顯有別。UBP並無任何責任就任何新數據、未來事件或其他而更新任何前瞻性陳述。

此外，本文件收件人所作出或本行為其管理的任何投資或投資組合之表現，可能因佣金、費用、開支及／或其他收費而下降。

任何投資的稅務處理視乎閣下的個人情況而定，未來也有可能改變。

此處所載觀點並未考慮個別本文件收件人的財務情況、指定目標、特定需要或任何其他情況。UBP並無就所敘述的投資產品或服務的未來表現作出陳述或保證。本文件各收件人須就是否購買或出售此處所述的任何證券、投資產品或其他金融工具自行作出獨立的決定。

在訂立任何交易前，本行敦促本文件各收件人判別此等投資產品、交易或服務是否適合或適宜其特定情況，並與專業顧問共同獨立評估在以下層面所引致的特定風險，包括但不限於財務、規管、法律、會計及稅務層面。

本文件內所述的投資可能承受難以量化及整合於資產估值中的風險。一般而言，附帶高風險的投資產品例如衍生工具、結構性產品或另類／非傳統投資（例如對沖基金、私募基金、房地產基金等）僅適合能夠理解和承擔所附帶風險的熟練投資者。基於某一產品或其相關投資或以本文件收件人居住國家以外的貨幣計價，本文件收件人可能因而承受外匯風險。有關投資將承受外匯波動，以致投資價值可能上升或下跌。UBP可應要求向客戶提供有關特定投資所附帶風險的更多資料。

本文件無意提供予根據當地相關法律，因其國籍或居住地而不獲許可收取該等資料的人士，而除非符合相關法律，本文件或任何復本也不得發送予或攜帶往任何外國國家。

致電本文件所示的電話號碼將被錄音。當致電此號碼時，UBP將假設閣下已同意有關錄音。

Union Bancaire Privée, UBP SA在瑞士獲瑞士金融市場監管局(FINMA)認可並受其規管，並在英國獲審慎監管局(PRA)認可及受金融操守監管局(FCA)規管；本行為受香港金融管理局(HKMA)規管的持牌銀行，也為受香港證券及期貨事務監察委員會(SFC)規管的註冊機構，從事第1、4及9類的受規管活動；本行亦為受新加坡金融管理局規管的商業銀行，以及根據《財務顧問法》（新加坡法例第110章）為獲豁免財務顧問，可從事若干財務諮詢服務，且根據《證券及期貨法》（新加坡法例第289章）第99(1)(b)節為獲豁免資本市場服務牌照持有人，可從事若干受監管的活動。

本文件由UBP SA的新加坡及香港支行僅分別向在新加坡的認可投資者及在香港的專業投資者發佈，以作為提供資料的用途。

本文件為保密文件，僅擬提供予獲發送的人士使用。在未經UBP的事先書面批准下，不得（全部或局部）複製本文件或將其提供予任何其他人士。

© 2018 UBP SA。版權所有。

2018年11月

瑞聯銀行 (Union Bancaire Privée, UBP SA)
香港分行
香港中環干諾道中一號
友邦金融中心二十六樓
電話+852 3701 9688 | 傳真+852 3701 9668

瑞聯銀行 (Union Bancaire Privée, UBP SA)
新加坡分行
萊佛士碼頭一號北樓三十八樓
新加坡第048583郵區
電話+65 6730 8088 | 傳真+65 6730 8068
Co Reg No T13FC0154G