

2021年投资展望  
营销文件

# 勇敢 新世界

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

瑞联银行





**Michaël Lok**

集团首席投资官及资产管理部  
联席执行官

## 勇敢新世界

2020 年为投资者带来了无比艰难的挑战，而机敏性和信念也成为了驾驭变局的必要特质。

早在这场疫情肆虐之前，全球经济增长半温不热，企业盈利表现疲软，但在美联储无可选择地宽松货币政策下，资产估值却节节上涨。瑞联银行审时度势，在 2020 年 1 月及 2 月已经提高警觉，通过谨慎布局让我们所管理的投资组合，在其后有史以来幅度最大但时间也是最短的股市抛售期中，成功将影响减至最低。

后来财政机关与央行联手推出规模前所未有的巨大支撑经济方案，我们马上在春季随机应变，好使投资组合能够把握这些政策所带来的通货再膨胀 (reflationary) 机会。由于意识到疫情的后续影响，而债券收益率将维持偏低，我们因而重新部署债券和股票配置，削减在传统多元资产组合中，以往作为稳定表现的债券比重。

到经济陷入大萧条以来最严峻的衰退，我们一如既往投资于资产负债表具实力且质量优良的企业，这份坚持协助我们安然度过危机最深的日子。与此同时，基于洞悉全球经济结构将全面变革，我们把握了医疗保健和科技业主题的机遇，并在 2020 年大部分时间带动股票投资的表现。我们预期，当经济在新一年回涨时，这些长远趋势将进一步深化，而建设二十一世纪基础设施以应对气候变化，同时满足全新数字经济所需，也将成为这次经济转型的主体。

在 2021 年，随着刺激经济的主力由货币政策转移至财政政策，这意味着美国、英国、欧洲和中国的政治格局也将起变，在开创机会时亦为投资者带来了风险。由于这场公共卫生危机的影响将逐步浮现，违约数目可能上升，因此着重管理风险将是债券投资者在新一年的投资要诀。此外，我们预期央行将继续积极施政，如此也将延续美元的熊市和黄金的牛市期。

基于低风险政府债券已无法如以往的衰退期般发挥相同的防护作用，投资者有必要采取动态的风险管理方式。瑞联银行除了积极运用期权、期货和结构性产品策略，以提升投资组合的抗御力之外，也辅以对冲基金、贵金属和外汇操作，从而在挑战重重的市场环境中，始终如一地履行我们为客户守护和增长财富的承诺。

# 目录

## 1

财政行动主义崛起  
宏观经济展望

第 6 页



## 2

美元巨熊当道市场  
货币

第 10 页



## 3

固定收益投资者  
何去何从？  
固定收益

第 12 页



## 4

投资于变革的力量  
股票

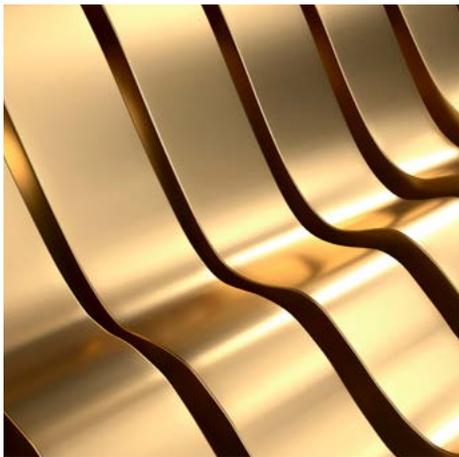
第 14 页



## 5

乘势而上开启新征程  
中国

第 16 页



# 6

贵金属：色彩各异  
商品

第 18 页



# 7

勇敢新美国  
美国大选

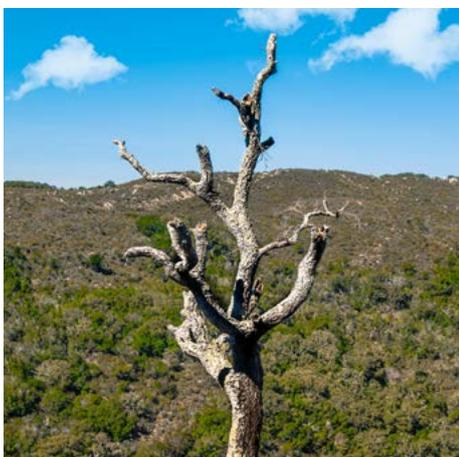
第 20 页



# 8

加大力度应对气候变化  
责任投资

第 22 页



# 9

主动出击管理风险  
另类风险管理

第 23 页



# 财政行动主义崛起

在中、美、德三国的助力下，全球经济可望在 2021 年重拾增长。各地皆通过货币和财政政策，双管齐下支撑经济持续复苏，而财政行动主义将在未来主导公共支出决策，引领经济再出发。

**据** 我们的预测情境，全球所有国家有望在 2021 年恢复增长。经济其实从 2020 年夏季开始逐步回暖，奈何新冠疫情加剧，致使部分地区需要再度封锁，因而拖累经济在 2020 年末的复苏进度。我们预期，全球各国在经历深度衰退后，在 2020 年全年经济将收缩 3.2%，到 2021 年将反弹并录得约 5% 的增长。

不过，各国的复苏步伐参差。中国（预测 2020 年增长 2%；2021 年增长 7.5%）、美国（预测 2020 年收缩 4.2%；2021 年增长 4.2%）和德国（预测 2020 年收缩 5%；2021 年增长 5%）的反弹速度快于其他国家，因而也对目前的复苏景气作出较大的贡献。不过，在这三国之外，全球其他地区的经济力度较脆弱，能够用于振兴经济的资源亦较少，因此预测这些地区在 2020 年将收缩 4.7%，到 2021 年将增长 4.3%。

当美国总统选举最后的结果确立，相信政局在 2021 年将较为平稳，而美国经济政策和全球经济周期的去向也将较清晰。在欧洲，欧盟通过成立总值 7,500 亿欧元（或相当于欧洲国内

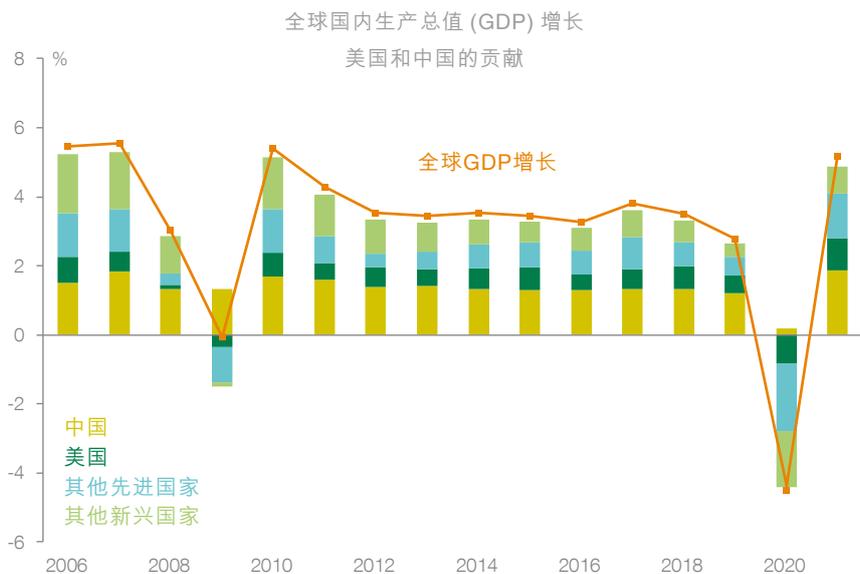
生产总值 (GDP) 的 5%) 的欧洲复兴基金 (Recovery Fund)，将能够为区内

目前蒙困的国家和产业提供有力支撑。中国方面，当中期经济发展目标正式制定后，该国在 2021 年的新政策路向也将更明确。

投资活动和全球贸易将成为推动中国、德国和美国经济增长的主力，消费活动稳固和楼市畅旺将引领经济走出衰退，而失业率在 2021 年持续回落，应能支撑消费支出现正面趋势。

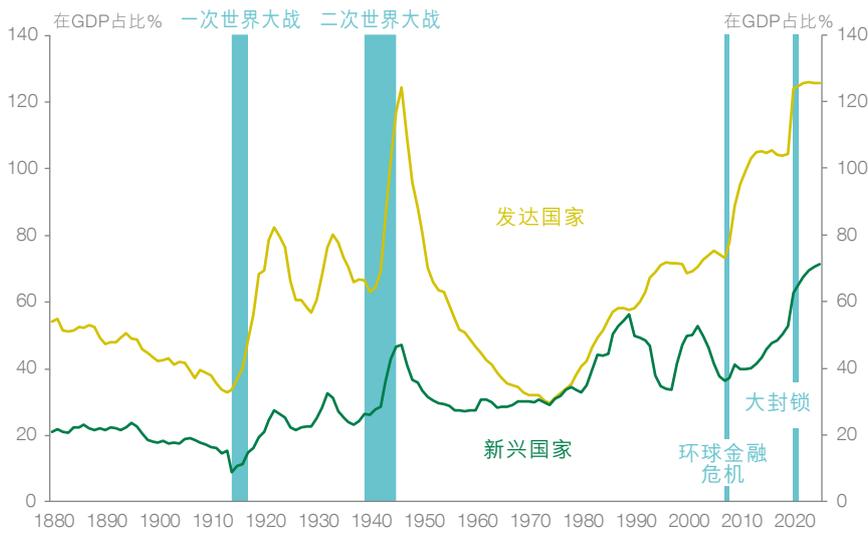
至于全球经济的后续发展，将取决于疫情的控制情况和疫苗的推出进度，相信经济周期的能见度在此后将改善，届时便需要重新评估经济情境。

2021年  
有必要推出  
新财政刺激计划  
以支撑经济复苏。



资料来源：国际货币基金组织及瑞联银行。

## 政府债务



资料来源：国际货币基金组织及 Maddison Database Project。

然而，基于增长力度仍然疲软，而国与国之间的景气差异，以至制造业与服务业的悬殊表现，致使经济政策仍然是扶持增长的重要工具，因此再推财政支撑措施对维持全球经济增长不可或缺，尤其是在发达国家。

### 经济政策进入新时代

在 2020 年初，主要央行首先将政策利率调降至零甚至是负值水平，以为市场注入大量流动性，同时增购金融

资产和扩大买入资产的清单，这些进取的货币刺激政策旨在确保信贷供给管道畅通，金融市场维持正常运作，从而避免疫情演变成金融危机。后来财政政策加入接力，支援公共卫生服务、民众就业和协助陷入困境的产业。然而，这些举措似乎未足以阻止全球经济产出大泻，主要政府因而将支撑力度加码，在扩大援助计划的规模时（合计超过 GDP 的 12%），也为部分

产业提供由政府担保的贷款（相当于发达国家 GDP 接近 10%）。

时至 2020 年年末，货币和财政政策现已目标一致，互相协调时也互补不足。由于直至回到全民就业或当通胀率超过 2% 之前，财政政策将维持扩张以刺激经济，而央行将通过发钞局部为财政融资 (monetised)。在这情况下，经济政策方针已出现重大转变，相信此格局将维持至 2025 年。

### 长期增长前景

故此，日后的复苏步伐和增长阶段的维持时间，将取决于在 2021 年的财政决定。当 2020 年的财政措施旨在应急，相信在新一年施政方针将着重于扩大结构性支出，从而对中期经济增长产生连锁效益。

整固财政的时间将推迟至 2024 年之后。



在实务上，政府可能减少直接为家庭和部分产业提供短期的支撑，改为将更多资源投放于刺激投资。随着各项额外的援助计划陆续届满，相信公共部门的赤字在 2021 年应会下降（预测发达国家在 2020 年为 12%，到 2021 年为 6%），但财政支撑将会延续，消除了国际货币基金组织及央行对政府可能突然撤销财政支撑的疑虑。

在美国，两位总统候选人的政纲均提出在当选后，将额外扩大财政支出（拜登建议的净额可能约为 2 万亿美元，而特朗普可能为 1.0-1.5 万亿美元）和推展改革。欧洲方面，多国已宣布继续支持无薪期计划 (furloughing plans) 和援助部分产业。欧盟国家正各自制定新的刺激经济计划，从而向欧洲复兴基金申请拨款：法国已提出总值 1,000 亿欧元的大

计，德国建议发行逾 900 亿欧元的新债，至于西班牙的振兴经济计划也总值 800 亿欧元。与此同时，预期中国和日本亦有新举措；至于英国为了配合脱离欧盟后的新形势，相信也将推出财政计划。综观而论，主要国家包括德国已将整固公共财政的时间推迟至介乎 2021-2024 年之后。

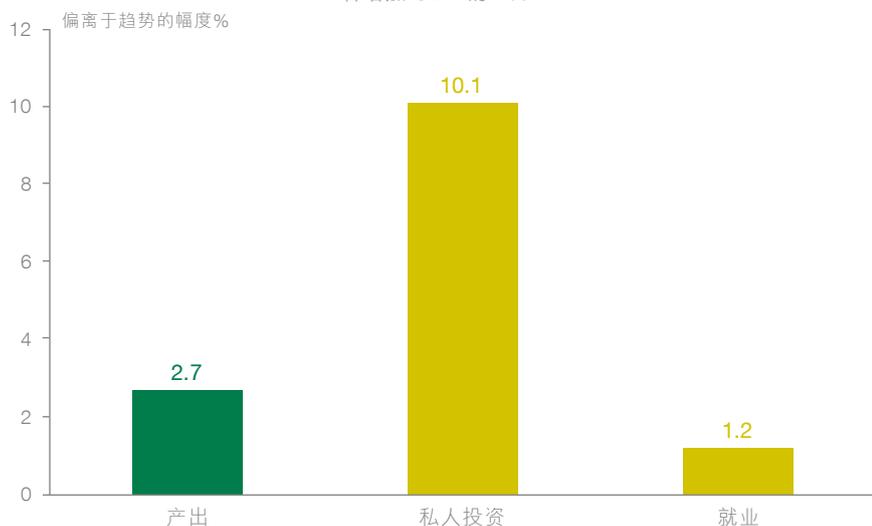
我们预期，2021 年的公共支出将转为投放于结构性项目，重点投资于基础设施建设、发展新科技、加强环保和应对气候变化，以及推进政府和社会资本合作计划 (public-private partnerships, PPP)，而不论欧洲的刺激方案或是拜登的治国蓝图皆以基础设施为先，即便是特朗普的政纲也延续其在首届任期时作出的增加建设基础设施承诺。

基于全球的潜在经济增长自 2008 年环球金融危机以来已经持续走低，采取措施应对经济下行压力不可或缺，而当我们走出本次危机时，扩大公共支出将能够在经济产出、私人投资、就业和生产方面产生连锁效应，有望引领经济持续复苏。因此，我们认为政府刺激措施正在重塑后疫情时代的全球经济格局，并使早在疫情来袭前已经出现的变革过程加快推进。

这个新的扩大支出刺激经济阶段，将使财政赤字在可见的将来维持于高水平，相信所有发达国家的公共债务将远高于 GDP 的 100%。由于央行的货币政策通过买入国债以局部为债务融资，同时维持利率水平低于增长率，相信这些政府皆能够负担这些债务。因此，只要投资者在等待疫苗推出前保持信心，愿意接受较低的收益率以换取在中期较强的经济复苏，相信这些政府不会出现偿债问题。

## 央行的行动 使政府 仍能承担巨大的 公共债务。

公共投资的乘数效应  
若增加 GDP 的 1%



资料来源：国际货币基金组织。



## 通胀将反覆上扬

**全**球通胀率在 2020 年十分波动，在第二季度一度因商品价格大跌和经济活动停摆而急降，其后随着封锁措施陆续解封和油价回稳而反弹。此外，与运输、安全和医疗保健相关的支出因疫情而大涨；至于部分消费品例如体育、休闲和汽车也需求强劲。到了 2020 年末，德国和英国相继调降个别产业的增值税 (VAT) 致使物价暂时下跌，也使通胀指数更为反复。可是，需求脆弱之局未变，通货膨胀减缓 (disinflation) 的风险犹在，而央行们对这隐患的警惕也没有松懈。

我们预期，发达国家通胀率在 2021 年将逐步升温，合计平均由 0.7% 上升至 1.3%。美国方面，由于美联储将

着眼于维持平均通胀率，并基于回溯数据作出决策，因此预期美国通胀率的变幅将介乎最低的 1.1% 至最高的超过 2.5%，而平均水平将由 1.2% 上升至 1.8%。若当局推出大规模的财政刺激方案，那么美国通胀率的涨幅便可能比预期更大。

至于英国，预测通胀率在 2020 年平均为 0.9%，2021 年将上升至 1.6%，但由于在正式脱离欧盟后，运输支出和贸易关税可能随之上涨，致使通胀升幅也可能大于预期。

欧元区方面，碍于在 2020 年后期再次实施封锁措施防疫，加上部分成员国调降增值税，而欧元汇率转强，以致通胀率已下跌至负数。虽然在 2021

年有望缓慢回暖，由 2020 年的平均 0.25% 回升至明年的 0.6%，但相信仍将远低于欧洲央行所定的目标。

新兴市场方面，预测 2020 年总计通胀率平均为 3%，到 2021 年则下降至 2.5%。在部分国家货币（例如土耳其里拉和部分拉丁美洲货币）于 2020 年大幅贬值之后，相信通胀率在下一年将维持于温和水平；中国通胀率一度因猪肉价格大涨而跳升，但预计在 2021 年将平均约为 2%。

展望 2021 年，发达国家的通胀率仍将波动，并有机会随着时间推移而趋升，而货币汇率变动也可能刺激输入型通胀 (imported inflation)，或将放大在地区之间的通胀差异。

## 美元巨熊当道市场

美元熊市在 2020 年 3 月已经开展，并将在新一年延续甚至加剧，相信未来兑欧元、瑞士法郎、人民币和日元皆会贬值。金价将继续受益于美元疲软，但新兴市场货币却难望因美元转弱而大幅升值。

**美**联储在 2020 年 3 月将联邦基金利率目标，由年初时的 1.50-1.75% 调降至 0.00-0.25%，当局也推出新的量化宽松计划，而与以往相比，这次除了不设限期外，也加入了买入企业债券的操作。更重要是，美联储与更多发达国家和新兴市场央行建立外汇互换安排，以改善在美国以外地区的美元流动性。在这些措施实施多个月之后，美元兑大部分 G10 货币也贬值，其中利息较高的货币升值幅度较大；至于兑新兴市场货币的表现则较为参差。

展望 2021 年，相信美联储在 2020 年后期实施的政策将继续压抑美元汇价：美联储不但表明将维持低利率至少直至 2023 年，也调整通胀政策框架改为采取平均通胀率目标。即便在疫情爆发前，美国已是全球少数仍然录得通胀率的国家，若通胀情况在疫情后延续，而美联储也没有作出应对，那么美国通胀率便可能超过目标，在削弱美元的购买力时，也将使美元进一步走软。

美联储还有其他政策工具可以用以缓解金融状况，其中包括仿效现时日本央行采用的控制债券收益率曲线操作，但此策略将压抑全线债券收益率于狭窄的区间波动，以致债券收益率

无法跟随通胀预期上升，如此将进一步拖低美元汇价。此外，若美国政界无法就新一轮财政措施达成协议，美联储便可能如英国般，将其私人贷款计划转变为消费者和小型企业提供担保贷款，此举可能再扩大美联储的资产负债表，并使美元贬值。

促使美元在未来一年转弱的其中主因，是美国经常账可能迅速转坏。美国经常账赤字现时相当于美国 GDP 约 3%，到 2021 年可能快速扩大。基于美国财政赤字暴增的情况未变，现时已接近 GDP 的 13%，当经济持续复

苏便会显著加剧经常账赤字。由于现时以大部分估值方式衡量，美元已经全面反映价值，因此在未来 12 个月可能显著转弱。借镜过去的类似情况，美元贸易加权汇率在随后几年的跌幅可能多达 20-30%。

其实参考历史，当美国经济温和增长而全球加快复苏时——这可能也就是 2021 年的情况——美元通常疲弱，而只有在两个情境下，美元才会升值：第一个情境是美国经济增长显著优于全球其他地区，但由于中国经济已由复苏迈向扩张，而欧洲也将由 2021

美元在美国经济衰退后转弱



资料来源：瑞联银行、彭博财经及纽约联邦储备银行。

## 美国 经常账赤字转差 结合政治压力， 将压抑美元汇率。



美元/日圆的公平价值是 100 以下

年起协调推出财政刺激措施，因此在来年出现这情境的可能性并不大。

至于第二个情境是避险情绪高涨至极端水平，就如 2008-09 年环球金融危机和 2020 年 1-3 月爆发新冠病毒全球大流行的初期。然而，由于全球财政和货币决策当局现已奉行先发制人的施政方针，相信美元因避险活动而升值的风险较低，涨势也只会是暂时性。

与此同时，多个重大政治因素也将压抑美元汇价。基于美元强势倾向产生通缩效应，而美元过强也与新兴市场债务违约呈现高度相关性，因此预期政客和货币机关将动用一切手段以压低美元。此外，美国贸易逆差就算不计算石油进口量仍然巨大，强势美元只会使贸易逆差持续扩展。简而言之，在需求不足的环境下，美元强势有百害而无一利，没有任何一方得益。

以全球制造业采购经理指数 (PMI) 目前的表现来看，经济表现与全球增长息息相关的国家货币有望升值，相信澳元、新西兰元和加元，以及瑞典克朗和欧元皆能受惠。



资料来源：瑞联银行及彭博财经。

可是，一旦全球经济增长力度逊于预期，避险货币便可能走高，但瑞士法郎和日圆无论如何也将因美元弱势而转强，而在承险气氛转差时，美元兑这些货币的跌幅将加剧，预测美元/瑞士法郎在 2021 年末将接近 0.81，而美元/日圆在同期将接近 101.00。

不过，与环球金融危机时不同，我们相信新兴市场货币在这次不会因美元转弱而大幅升值，主要由于不论以名

义或相对收益率计，新兴市场货币目前能够提供的利差收益并不多。其实，包括巴西雷亚尔、土耳其里拉和南非兰特等多种货币，现时的实质利率皆为负值，而由于美联储已表明将在未来至少两年维持低利率政策，新兴市场央行在全球需求疲弱下也不愿加息，因此预期这些新兴市场货币兑美元汇率在 2021 年将难望升值。

# 固定收益投资者何去何从？

在 1970 年代的“大通胀”（‘Great Inflation’）被成功击退，并使债市从 1980 年代初起迎来好景，这段漫长的债券牛市如今已经接近尾声，但投资者必须提高警觉：当封锁措施对全球经济产生通缩压力，但财政和货币政策的努力却刺激通货再膨胀时，债市走向熊市的过程可能跌宕起伏。

即便经济一如预期在 2021 年重拾增长，但在 2020 年史无前例的庞大财政开支政策下，全球政府和私人债务水平皆大增，相信将限制 10 年期无风险政府债券收益率的升幅，而维持全线经通胀调整收益率（inflation-adjusted yield）为负值，将是美联储为促进去杠杆过程（deleveraging）的政策目标，情况就如当局在 1940 年代为准备美国介入二次大战时一样。

故此，直至美国通胀率超过美联储所定的 2% 目标之前，相信美国 10 年期国库债券收益率的上限只会接近 1%，而万一需求再次出现震荡，我们估计美国当局可能效法日本的经验：在确保收益率曲线呈现走峭形态时，使基准美国 10 年期债券收益率维持于 0.5% 以上，从而支撑美国银行体系和金融市场。

至于基准德国 10 年期国债收益率的形态相信也与美国相若，但债券收益水平将如 2019 年初以来般维持于零以下。由于负利率所能发挥的效益已大致消失，而美联储坚决不会采取负利率政策，相信德国国债收益率若在 2021 年下跌至低于 2020 年 3 月（-0.8%）的更低位，将成为欧元区债券收益率的下限水平。

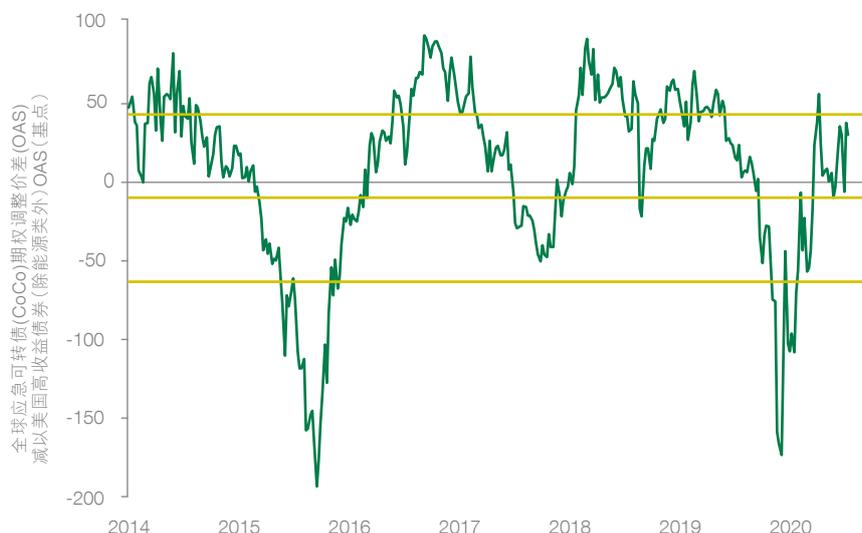
在 2021 年  
以质量为本，  
应能在信用债市场  
获得小幅回报。

尽管当全球逐步走出过去几十年的通货膨胀减缓期（disinflationary）时，通胀连结债券可能展现吸引力，但我们认为在投资时应保持审慎：因封锁措

施而引致的需求恐慌或使通胀资产削价，在此时将带来买进的机会，但就算通缩压力与通胀政策在未来的角力时间延长，但将通胀预期设定于接近 1.5% 已经充分反映实况。

基于预期当局将维持经通胀调整收益率于负值，而低风险国债收益率的定价也充分反映通胀升温的前景，固定收益投资者在争取回报时便需要扩宽投资界限。中国经济不但已经复苏，现正处于扩张初期阶段，而中国国债收益率也由 2020 年 3 月的历史低位上升至现时的 3-3.5%，与美国和德国国债的利差处于接近历史最高位，且人民币汇率有望在未来一年转强，尤其是兑美元。

欧洲混合证券比美国高收益信用债可取



资料来源：巴克莱、彭博财经及瑞联银行。

不过，由于紧随全球经济衰退的违约周期，在政府的支撑政策下目前还没有完全显现，因此在 2021 年投资信用债时必须更选择性，而在过去十年表现不俗的被动型投资将退居二线，主动选债方式如今将更胜一筹。投资时以质量为重，同时把握短期波动的机会加入优质信用债并持有至到期，这将在在债市转型期的投资之道。

就如政府债券一样，投资者放眼美国和欧洲以外市场也可望缓解低收益之苦。虽然亚洲经济复苏周期更为延展，但亚洲投资级信用债与美债目前的利差仍然显著。同样地，尽管欧洲

央行的政策犹如提供了隐含的补底 (backstop) 作用，但欧洲银产业混合证券收益率仍然高于高收益证券，值得美元计价投资者留意。不过，诚如上文所强调，在来年投资于这两类资产时，采取主动投资精挑细选举足轻重。

总的来说，通过专注于优质信用债，投资者应能安渡企业债券违约上升和短期的市场波动期，并在 2021 年获得小幅回报。另一个选择是，运用信用债多空或股市中性策略，也可望在长周期的过渡期之中，带来与固定收益市场表现相关性较低的回报。



## 中国债券市场看涨

正当零息政策主宰全球之时，中国人民银行（“人行”）仍然奉行相对上传统的货币政策，造就中国国债不但名义收益率较高，经通胀调整收益率也理想，为固定收益和多元资产投资者开拓额外的收益来源。

10 年期人民币国债收益率在 2020 年 1 月初一度因封城措施而下跌至低位，现已回升至超过 3%，相比当地近期的通胀率和 5 年平均收益率皆高出接近 130 个基点，因此与收益率只有接近零或以下的北美和欧洲主要主权债券（不论是以名义或经通胀调整计）比较，形成了鲜明对比。

有别于美国、欧元区、日本和英国纷纷推展量化宽松政策，人行仍然采取

利率导向的传统货币政策，这意味着一旦发生另一次震荡并威胁中国经济增长时，中国国债投资者仍然可以因债券收益率下跌及价格回升，而获得潜在资本增值。

无可否认，基于中国经济活动正由最近几季的复苏期进入层面更广泛的扩张期，中国基准国债收益率未来可能再攀升，但就如欧元区发生金融危机时，欧洲投资者为了回避负利率债券而大举投向美国国债一样，相信中国与美国/欧洲国债利差处于历史性高位，将有助于避免中国债券收益率的升速过于急进。

再者，若中国经济一如我们所料持久地扩张，中国与美国 10 年期国债利差处于历史高位，也有望使以美元或其

他货币计价的投资者因人民币升值而提振其本币计价的收益。此外，随着中国持续开放内地债券市场予外国投资者投资，也有望支撑人民币汇率。

因此，就如在环球和欧元区金融危机时，保守型投资者为求获取较佳回报而投向风险较高的债券一样，固定收益和多元资产投资者现在也应扩宽眼界，在 2020 年疫情阴霾中放眼中国国债所带来的收益机会。

# 投资于变革的力量

本次疫情在过去几个月已加剧全球经济的变革，即便日后疫苗推出而生活也恢复日常，相信这些改变亦不会扭转，而包括金融科技、绿色科技和中国经济转型，以及生物科技和线上服务等，将是投资者在 2021 年的关键投资主题。

**变** 革性增长主题在 2020 年股市涨势中的表现大幅跑赢传统经济类别，难免使投资者对其延续性有所顾忌。不过，投资者不容忽略的事实是，由于全球经济转型而导致销售额大跌的产业，其盈利表现已经出现周期性和结构性崩溃现象（参阅图表）。

就如在本世纪交替之时，纵然互联网泡沫引发波动，但互联网和移动计算仍然是变革性增长主题一样，我们相信有多个长周期投资主题，在这次疫情重塑经济的周期中，将成为重要的构成部分。

即便在 2001 年互联网泡沫爆破带来了强烈的阵痛，但由台式电脑转型移动计算，以至线下活动转移至线上活动等长期趋势，在短暂波折后也没有偏离轨道，我们因此认为在当前所见的多项趋势，在后疫情时代也将展现持久力。

经历 2020 年全球大流行的洗礼而在家工作蔚然成风下，投资者自然率先联想到与消费者相关的科技和生物科技投资主题，但其实在未来十年当世界正在重塑时，还有其他不可缺少的主题值得留意。当线上购物和娱乐将继续进占线下消费活动的市场份额，在日常生活中仍有

绿色能源股将跟随零售股的走势形态，但将伴随着波动



资料来源：纳斯达克 (NASDAQ)、MSCI、彭博财经及瑞联银行。

多种活动，就像 2000 年代初的购物和娱乐活动一样，在这个转型至线上的过程中仍然处于相对初期的阶段。

在西方地区，取代传统银行关系的金融科技服务目前的渗透率仍低，未来有望迈向更成熟的发展。同样地，在生物科技业之内，这场全球大流行也突显了提供医疗服务的方式有必要更多样化，例如远程医疗 (telehealth)、遥距机器人手术等。

此外，环保运动的扩展，配合政府投放更多资源和收紧监管法规，也促进全球朝著绿色经济形态转型，并带来更多投资良机（请参阅第 22 页）。

投资者  
应扩宽视野，  
放眼正在重塑  
世界的关键主题。



中国经济转型也进一步深化，由出口导向转型至着重高质量、更可持续和自立自强的内需型增长，而国内资本市场的改革也有望在未来十年，在内地蓬勃发展的股票和债券市场中开创投资机会（参阅第 16 页）。

固然，当全球经济在财政政策主导（参阅第 6 页）的前景下持续复苏，部分能够受益于经济复苏及销售增长动力周期性转强的传统产业，在个别时期也可能表现突出。

虽然如此，投资者在这些板块中仍应聚焦于已大致完成转型和重组的优质周期性企业，而资产负债表强健是选股的前提。此外，在疫情前已因为被迫去杠杆、产业整固和投资不足而处于长期低潮的产业，也可能因经济景气扭转而再次展现周期性吸引力，例如个别工业股或是全球矿业等（参阅第 19 页）。

不过，基于股票估值在新一年将处于高位，就像 2000 年一样，加强管理风险举足轻重。不论是采取传统的纯多头投资或是另类的多空策略，以质量和风险管理为本，并着重于可持续的盈利动力，应能为投资筑建强健的基础，尤其是投资较为波动的板块时。

## 节节上扬的股票 还能再涨吗？

当全球特别是美国股票估值已大涨至 1999-2000 年互联网泡沫时所见的水平，在 2020 年主要推动股价的估值调升因素，似乎难再在未来多年为回报添加动力。

虽然如此，值得注意的是在本世纪交替之时发生的互联网泡沫爆破，并导致全球股价大跌一半的事件，乃在股票估值超过远期盈利 22 倍的情况维持长达接近两年半之后才出现。

事实上，当时市盈率由高峰的 27 倍大挫至 14 倍低位，是直至 2000 年 10 月在美联储加息的不久后发生，而更重要的触发因素其实是盈利动力在 2001 年初开始逆转，由增长转变为下跌。

故此，尽管 2001-02 年的事件说明了高估值可能限制回报，但从 1999-2000 年可见，高估值水平能够维持相当长的时间，而当广泛的股份估值已处于泡沫水平，盈利增长便成为推动总回报的关键动力。

时至 2021 年，明确了解“今时不同往日”至关重要。虽然估值水平与当年相若，但盈利周期却截然不同——企业盈利表现现时不但并非处于高峰，反而似乎才刚从 2020 年第二季度的低谷触底，并在下半年开始走出年初时大规模封锁的重创，而还有部分地区最近又再次实施禁足令。

基于在今年下半年的盈利表现相比去年同期仍然收缩，反映目前的盈利反弹趋势仍然处于初期阶段，而经济回暖将是促成盈利下一阶段复苏的要素。诚如我们在上文对 2021 年的经济展望所言，预期财政行动主义应有助于为来年的下一阶段盈利复苏，提供有力的催化因素。

不过，无疑未来的盈利复苏进程将步伐参差，而部分产业在新世界成形时已受到永久性创伤，因此获取回报的要诀将在于精细选股且以主题为本，而采取主动型管理将比纯粹追踪指数的被动型投资更优胜。

# 乘势而上开启新征程

2021年不仅是这片神州大地走出封城的经济低潮，由复苏迈向扩张的一年，也标志着中华人民共和国实现建国百年目标正进入冲刺阶段。

**打**从1978年开始改革开放，并在2001年成功加入世界贸易组织以来，中国已被视为出口至全球市场的生产基地。

展望在中华人民共和国建国首个百年纪念前的未来约三十年，可以预期中国经济形态将由外向型逐渐走向内向型，并以质量和可持续增长为重，这将对投资者带来多项重要的启示。

首先是外汇政策方针改变。在2015年人民币突然贬值及2018-19中美两国爆发贸易战，若中美紧张关系没有升级，那么中国便可能偏向维持人民币强势，以作为管理内部通胀压力的工具。

第二个启示是内地资本市场将进一步开放予外国投资者，中国国债不但名义收益率高，而计价的人民币也有望转强，因而成为了主权债券投资者在全球一片低息环境中的乐土。

第三是当局在发展内部市场时，也将加强整理过去过剩信贷的后遗症。虽然债务违约问题至今并非系统性，但在当局再次整顿金融体系时，债务违约便将更常见，因此在细选中国信用债时搭配中国国债，投资者便能够平衡风险-回报概况，以应对中国固定收益市场的新发展。

适值中国正在草拟第十四个五年规划，投资者应继续通过尝试与验证的



中国经济  
将更走向内向型，  
并以质量和  
可持续增长为重。

方式，好使投资与中国巩固经济根基的国策相符。

科技发展是其中重要主题，中国最近宣布争取在2060前实现碳中和，并大力推动5G和人工智能，反映其寻求成为二十一世纪主要科技领域强国的雄心壮志，这将包括数字支付，而中国看来有望成为全球首个由央行推出数字货币的主要国家。

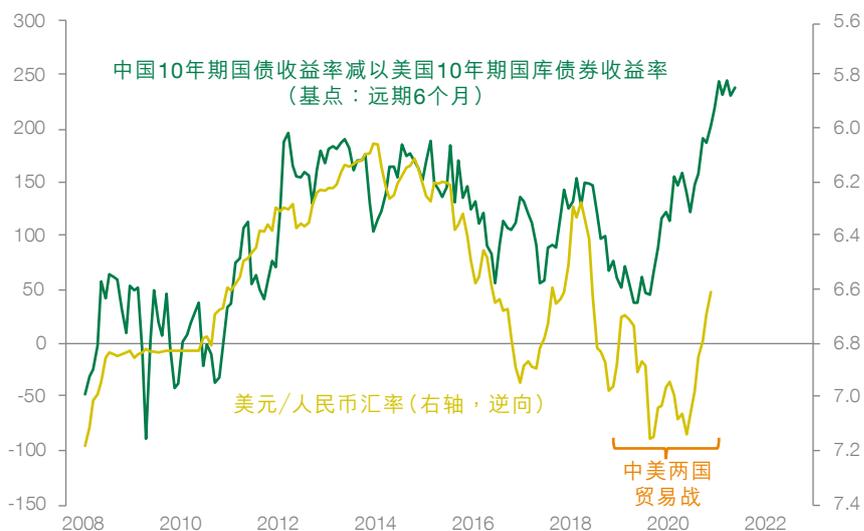
改善收入分配差距和提升内部经济增长质量，将是新一个五年规划的其中重点，而因封锁措施而快速推进的线上教育、医疗保健和其他服务，也有望深化中国虚拟经济的渗透率。

固然在实践鸿图大计的过程中，出现风险在所难免。就周期性风险而言，虽然目前企业的盈利预期未必全然反映未来的经济复苏潜力，惟股票估值已经处于较高水平。至于固定收益，债券收益率在经济复苏下也可能上升，但由于欧美国债收益率将留守于低位，应能减慢中国国债收益率的升速，因此投资中国市场时，立足于主

题并主动筛选证券，将比被动型投资更能因时制宜。

在周期性挑战之外，由于在过去经济受压时，决策当局再次通过扩大依赖债务的基础设施建设支出以稳定经济，导致改革和重整中国金融体系的工作出现倒退。

再者，两岸关系持续紧张，而在与印度接壤边境、南海和东海地区发生的事件，显示中国正寻求宣示领土主权，因此虽然中美贸易战扰乱了世贸主导的世界贸易秩序，但这些地缘政治现状若发生巨变，可能更为动摇全球经济。



资料来源：彭博财经及瑞联银行。

考虑到地缘政治纷争和紧张局势可能升级的风险，在投资中国资产时，加入优质股票多空对冲基金策略，既

能让投资者继续受益于中国长远的经济转型主题，同时保留灵活性积极管理风险（参阅第 23 页）。

## 供应链回流？

全球大流行一役并引致世界经济停摆，在打击贸易时也揭露了生产链的脆弱点：工业化国家高度依赖新兴国家生产产品，种类包罗万有，由药品、医疗设备、汽车零部件、食品、稀土以至科技硬件等。

由此促使部分西方国家政府恢复政策，寻求通过提供补助，鼓励企业将生产设施回流国内，究竟连串事件会否引发大规模的回流 (reshoring) 活动呢？

当中美两国在 2018 年开打贸易战，导致贸易限制和壁垒重现，跨国公司也开始调迁生产线。

据最近一项研究显示<sup>1</sup>，中国在美国进口制品总量中的占比在 2018 及 2019 年下跌，并在贸易活动普遍放缓的 2020 年延续跌势，而部分公司已将在中国的生产程序迁往其他亚洲国家和墨西哥。著名的企业如谷歌、Omnidex、微软、苹果和 GoPro 已经撤出中国，但选择落户于与中国和美国已签定贸易协议的国家，好能与这两个主要市场保持紧密联系。

事实上，由于中国劳动力工资持续上涨，现时比越南高一倍，较墨西哥也多出三成，因此在贸易战爆发前，迁移生产基地的活动早已开始。不过，企业若希望把握中国中产阶级崛起所带来的市场增长机会，离开中国便不是容易的抉择。

此外，将生产活动回流发达国家也非一蹴而就：研究显示，这过程涉及大量使用机器人将制程自动化，也需要符合高资格的员工来操作，而获取合适的技术和高度专门的劳动力，同时重建分包商网络，亦可能减慢回流过程。

正当等待美国未来的贸易政策更为明确时，相信大型公司将继续分散生产线，确保供应链健全，以及寻求在不同国家发掘机会。因此，相信发达国家可能只会局部再工业化，而国际公司亦只会有限度地撤出中国。

<sup>1</sup> Kearney 2020 年回流指数：“贸易战导致回流指数在 2019 年大幅逆转，成为新冠疫情考验供应链韧性的前兆。”

# 贵金属：色彩各异

贵金属市场的现有趋势看来将延续至 2021 年：黄金仍将受益于地缘紧张政局等常见因素，白银也因工业制造活动复苏而获得支撑；反观铂金则在汽车等产业的需求改变和科技演进下而继续失宠。

## 黄金 — 保持上扬

引领金价在 2020 年创出历史新高，相信在新一年将继续发挥力量，使金价有望在 2021 年末上涨至每盎司 2,200 美元或以上水平。

金价上涨的轨迹与美国 M2 广义货币供给量增长的长期趋势相符，而货币政策将继续为金价提供支柱：全球主要央行现时基本上采取负实质利率的政策，并有意维持多年，而央行可能扩大量化宽松，将存款利率降低至负数和拍卖负息债券等，这些政策也只会使金价再水涨船高。

投资者仍将  
大举投资于黄金，  
但以持有  
实物黄金为先。

益。即便在新冠病毒疫苗推出后经济能够重启，相信消费者对黄金的需求也将重燃，特别是在亚洲。

在 2021 年末时的实际金价有可能超越我们预测的目标价，主要由于投资者在大量投资于黄金时，也如 2020 年所见一样，优先选择以实物而非金融工具的方式持有黄金，这将继续为黄金带来强大的基本需求。

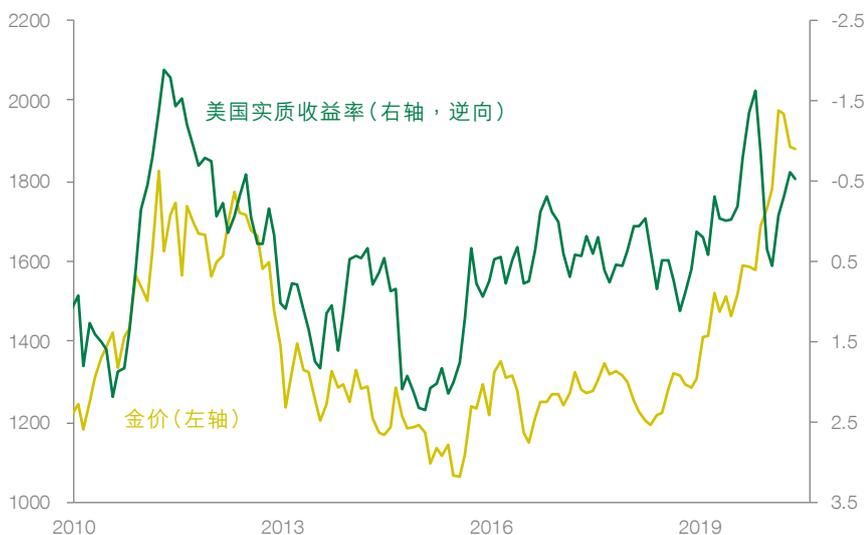
## 白银 — 受益于全球经济增长

地缘政局紧张，尤其是中美两国关系，现已成为全球新格局的常存因素，黄金作为避险资产也将因而得

白银在 2021 年显著跌价的机会不大，但有望在明年末上涨至每盎司 32 美元，而实际价格更可能超越这目标价。全球经济逐步复苏，配合主要经济体大举推展环保政策，辅以同样有利于金价的货币供给因素，皆承托银价的表现。工业需求自 2020 年 5 月以来已经陆续转佳，加上新一轮财政政策有望在 2021 年推出所产生的刺激作用，皆有助于促进全球制造业持续复苏，而白银作为不少工业制程中的元素，自然能够受惠。

由于白银是制造太阳能板的主要材料，而多国的刺激方案将侧重于发展绿色经济（参阅第 22 页），也将在中期为白银带来有利因素。此外，金价与银价比率目前仍然超过 30 年平均值，显示银价对比金价的估值仍然偏低。

负实质收益率将刺激金价



资料来源：瑞联银行及彭博财经。

## 铂金 — 工业活动纵复苏，但表现仍将落后

铂金是 2020 年表现最差的贵重/工业金属之一，表现远远落后于黄金、白银和钯 (Palladium)，除了由于珠宝需求大减外，汽车业所需也放缓，而供给也大幅超过需求，加上柴油车逐步被取缔，相信在这些阻力下，铂金价格在 2021 年难望显著上涨。

据世界铂金投资协会 (World Platinum Investment Council) 预测，铂金在 2020 年约剩 247,000 盎司，比其早

前的预测多出超过 120,000 盎司。虽然疫情使供给量在 2020 年稍为下降，但需求的跌幅更甚。

就需求而言，基于近年铂金约有四成的需求来自柴油车，而淘汰柴油车的

长期转型趋势将继续拖累铂金价格，虽然若氢燃料电池技术 (hydrogen fuel-cell) 发展更成熟时，或将在长期为铂金带来有利因素，但在短期内却无法弥补柴油车需求大减所形成的缺口。



## 坐拥金矿？

# 贵

金属价格从 2020 年第三季度开始出现调整，但我们认为投资者不仅应把握涨势暂停的机会加码投资于实物贵金属，也可以将投资范畴扩大至金矿业，相信此产业除了受益于金价上涨外，在 2021 年还有多个提振表现的因素。

与以往的典型黄金牛市期不同，现时能源价格偏低，而各地生产成本以本币计也下降，已使金矿商生产黄金的成本降低多达 13% 至每盎司 900 美元，不到目前黄金现货价的一半，而获利能力扩展正是金市自 2020 年 3 月低位以来，牛气充天的关键原因。

再者，多个因疫情而在 2020 年第二季度关闭的金矿，到 7 月末至 8 月重新投产，当产量回升配合金价上涨和

利润率周期性扩大，有望在 2021 年进一步推升金矿业的盈利增长表现。

尽管实物金价现时达到每盎司 1,800-1,900 美元的接近历史高位，但主要金矿商的每股销售表现却继续徘徊于接近 2008-09 年每盎司金价低于 1,000 美元的水平。

即便销售没有反弹，但利润率提高已带动业内的自由现金流增长，让主要黄金生产商开始派发或增加股息，有望连带提高股东的总回报。

不过，由于金矿项目投资大且时间长的特性，致使整体金矿业过去在配置资本时，往往因考虑不周及时机欠佳，以致易招摧毁股东价值的恶名，因此选股时务必精挑细选，以质量为

重并加强管理风险，尤其是对保守型投资者而言。

在金矿板块中，投资者可以考虑通过风险较低的矿权使用费 (royalty) 公司，以把握金矿业的机会。矿权使用费公司在金矿开采前为黄金生产商提供前期融资，以在日后换取一定比例的黄金产量或项目收入，而由于这些公司并非分享黄金生产商的利润，因此较不受项目或生产商的运营风险所影响。

总的来说，管理完善且业务多元化的大型黄金生产商将比新进业者可取，既让投资者受益于金价上扬，而其长期优良业绩也能够减低因配置资本决策不周而影响业绩的机会。

# 勇敢新美国

美国总统大选选情出乎意料地激烈，预示着地缘政局可能加快转变，或将对投资者构成更大的风险。积极管理风险将更形重要，同时将视线由全球趋势转移至内部的变革，这将是在新格局中守护和建立财富的要诀。

**在** 投票日结束后经过几天的点算，全球对于美国总统选举终于有结果大概舒一口气。民主党的拜登当选新一任美国总统入主白宫，而特朗普政府的任期将于2021年1月20日届满。可是，这次选举选情的激烈程度，以至参议院控制权要容后才有分晓，皆说明了美国的民情已经出现巨变，且将影响全球和投资者。

回想在2016年美国第45届总统选举举行之际，正值民粹主义浪潮高涨之时。除了英国公投通过脱离欧盟之外，意大利五星运动党崛起，而民粹候选人也在奥地利和菲律宾的选举中胜出等。不过，后来法国极右翼候选人玛丽娜·勒庞 (Marine Le Pen) 在2017年法国总统选举中败给亲欧派，而在2019年举行欧洲议会选举中，民粹派议席数目也只有少量增长，因此若投资者以为，美国在当年也只是暂时赶上全球民粹运动的浪峰亦无可厚非。

不过，2020年的美国总统选举已使投资者再没有错觉的余地。两位候选人不仅争持至最后一刻，民意调查的误差比特朗普在2016年胜出时更高，而相比当年再有更多美国人投票支持

特朗普，这说明了美国中间派基础已经受到挑战，或是在美国主要盟友的眼中，可能已经无可挽回地瓦解。

其实，特朗普的四年任期已为美国与欧洲和亚洲的双边关系激起波澜，而即便较温和的拜登接任第46届总统，也未必足以修补互信关系，重建美国是“可靠夥伴”的信心<sup>1</sup>。

无疑，拜登政府将寻求将其前任在国内所作决定“拨乱反正”，这也许包括重新加入应对气候变化的《巴黎协定》、伊朗核协议和世界卫生组织等，但这位新总统当选人与现任总统的支持度不相上下，难免使美国的国际盟友关注，民粹主义在美国可能并非只是昙花一现。

在美中和美欧关系这两条主轴上，在过去四年不断累积的疑虑已使相关国家加强保护自身的利益。作为全球人口最多的中国，在其最近公布的《第十四个五年规划建议》中，似乎选择了“自立自强”的发展路径。基于拜登可能避免如特朗普般对中国施加科技产品禁售，甚至是阻止中国涉足美国资本市场，相信中国将有机会修复在2018-19年中美贸易战中所暴露的脆弱点。

## 特朗普所得票数



资料来源：美联社

## 民调低估 特朗普票数的误差



资料来源：美联社及瑞联银行。

## 在当前危机之后， 哪一国的实力更强？



资料来源：澳大利亚洛伊国际政策研究所 (Lowy Institute)。

至于欧洲，在这个欧洲更紧密的漫长实验中，对话是推展新一轮改革的方式，就像本次全球大流行为欧盟走向财政政策整合搭建了台阶一样。不过，基于欧洲决策过程较慢，也十分依赖全球贸易，致使欧洲难以跟随中国的步伐。反而，随着欧洲开始建立欧洲大陆整体的政治议程，欧洲与美国的的关系较可能在二次大战时沿袭至今的基础上，逐步朝着较平衡且较独立于美国的方向转型。固然，中国在过程中必然为其自身利益寻求发挥正面或负面的影响力。

尽管发达市场的货币政策已经靠拢，但由于各地市场未来将日加由内部主导，而减少以美国主导的财政政策和政治考虑为先，致使我们传统以来分析世界的视角也应与时俱进。此外，基于西方经济体目前普遍采取零利率政策，这意味着各国各自发生政策失

误的可能性将比以往的周期为多，所造成的后果也可能较严重。

事实上，美国新总统这次只能算是小胜，而参议院改选也是势均力敌，已增加了美国陷入财政瘫痪年代的风险，步欧洲在环球金融危机期间的后尘。不过，若全球经济再发生如 2020 年 3 月般的新危机，而如今美联储的政策弹药已用了不少，那么在财政行动之外便可能需要实施更极端的货币政策。

由于未来的美国政策将不能再如过去几十年般，犹如发挥隐含看跌期权 ('put option') 的抗跌作用，保护投资者在发生政策失误时免受影响，因此在这个全新的多极向世界中，积极管理风险必不可少（参阅第 23 页）。与此同时，以往

世界经济全球化驱使投资者不会偏重于所在市场，但基于由美国总统特朗普所促成，并在总统当选人拜登治下可能加快的本土趋势，正开始重塑全球经济和地缘政治关系，故此在这个新格局中，投资者也需要将焦点放回本地，才能把握个中的机会。

<sup>1</sup>德国总理默克尔在 2017 年 5 月举行的 G7 峰会上表示：“近日 [的发展] 让我明白到，以往我们唇齿相依的关系，在一定程度上已成过去。”

这次选举  
争持至最后一刻，  
意味着美国中间派的  
基础已受到挑战。



# 加大力度应对气候变化

气候变化在 2021 年将登上前台 — 为应对这个正在逐步进逼全球经济的巨大挑战，欧洲已经推出强而有力的政策，全球碳排放量最大的中国也定出进取目标，至于碳排放量居世界第二的美国也可望加入行列。

**欧**洲委员会提出到 2030 年，将欧盟整体的温室气体净排放量削减至少 55%；至于中国也提出争取于 2060 年前实现碳中和 (carbon neutral) 的进取目标。由于中国正就第十四个五年规划提出建议，预期到 2021 年 3 月定案时，将为未来五年制定更具体的减排行动。

尽管美国至今的减排进展乏善足陈，但当拜登入主白宫，而民主党能够在 2021 年 1 月佐治亚州参议院改选第二轮投票中取得参议院控制权，相信美国也有望加入欧洲和中国的行列。

在这个由依赖化石燃料转型至依赖可再生能源的漫长周期中，相信全球正处于分界的关口，而欧盟通过的可持续金融分类系统 (sustainable finance taxonomy)，另加中国的五年规划蓝图，将为这场变革大潮提供强大催化作用。

就如过去由台式电脑发展至移动装置，以至由实体商店转型至线上购物一样，投资者可以预期这次由化石燃料转型至可再生能源的过程，也将成为未来几十年的另一巨大洪流。不过，借镜电脑计算和零售业的发展在二十一世纪广泛革新经济活动的经验，这次为应对气候变化的能源转型期也将是一浪接一浪。

绿色能源类股在 2020 年上扬，说明了市场在为资产定价时已经考虑到能源转型进程将加快的因素。虽然欧洲、中国的举措以至美国可能加入行

列，确实有望推进能源转型的时间表，惟投资者应提防在漫长的周期中，这些资产的优异表现偶尔也可能且走且停。然而，诚如在零售和移动通信的转型发展中所见，投资者应视这些间歇期为加码投资的机会。

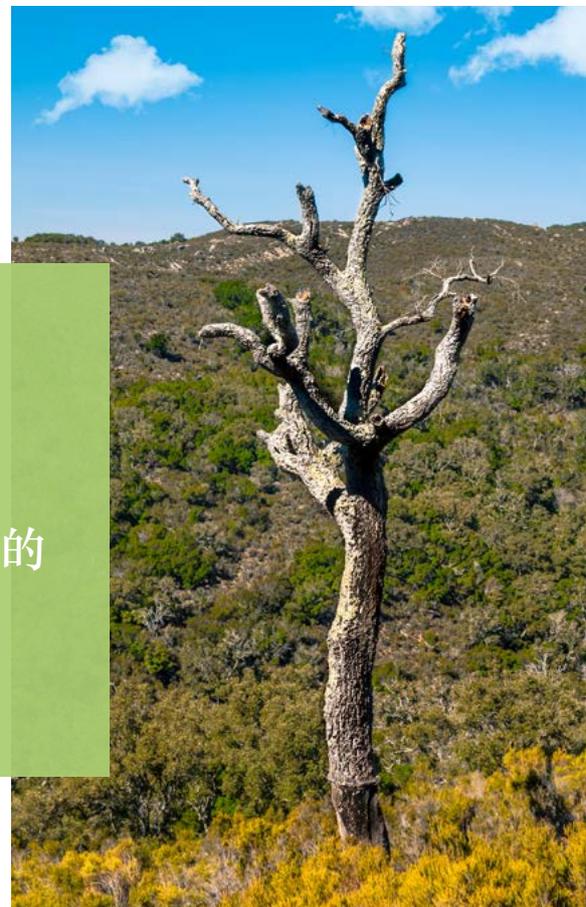
参考过去的进程，从事传统产业且无法与时俱进的公司难免面对挑战，甚至最终被淘汰；反观迅速适应新环境的公司将为投资者创造机会，尤其是在碳密集产业例如发电、重型制造业和交通运输等，因此通过主动选股分辨良莠至关重要。

目前显而易见的受惠板块包括风能、太阳能、水力或其他另类能源，以及电动车等交通工具，但还有大量新机会接踵而来，例如新农作物种植方式

面世以至提倡降低食物价值链的碳足迹等发展，正在改变农业的面貌，而与气候变化相关的其他主题包括生物多样性 (biodiversity)、材料匮乏、维护生态系统健康、可持续社区和基本需要等，也将为投资者带来长周期的投资机遇。

获取投资回报和造福社会确实能够相辅相成，通过投资于促进全球转型至更具抗御力的经济形态，以在 2050 年实现净零碳排放的企业，便能够创造互利共赢。

全球由  
依赖化石燃料  
转型至  
依赖可再生能源的  
进程已经  
来到了关口。



# 主动出击管理风险

诚如在 2020 年一样，投资者在 2021 年积极管理风险不可或缺，尤其是当美国和欧洲政府债券已不能再如以往般，发挥抵御风险的作用，而欧元计价投资者在无风险的德国国债收益率下跌至 1% 以下，以及美国国债收益率在 2020 年大跌后的经验，值得借镜。

**在** 以往股市下跌 10% 或更多时，收益率处于 1% 以上的德国国债，皆能够抵销股市跌市影响多达 25% - 30%。可是，当收益率下跌至 1% 以下且甚至在未落入负值之前，德国国债已无法有效抵销股市波动的影响，而如今收益率低于 1% 的美国国库债券情况也一样，从其在 2020 年 9 月全球股市盘整时的表现便可见一斑。

在这种情况下，投资者便应在传统的纯多头股票和固定收益投资组合中，加入另类资产例如对冲基金、结构性产品、期权和期货等，从而提高投资组合的“不对称”特性（asymmetric，即在涨市时锁定升值潜力，在跌市时减低跌幅）。

由于传统资产类别可能出现不利于投资者的走势，我们因此运用对冲基金以重塑这些资产的风险 - 回报概况。举例说，部分企业债券的发债公司在本次疫情中的抗逆力较低，因而为信用债多/空头对冲基金创造了巨大机会，可以利用不同发债公司的表现差异以获利。

同样地，新兴市场股票多/空头策略也让投资者在受益于亚洲长周期的消费主题时，也减低受此类资产固有的波动性所影响。

至于结构性产品亦为投资组合带来具不对称特性的表现，让投资者能够实



借着减缓投资风险，  
我们便能够  
在全球迈向  
新经济的道路上，  
把握所涌现的  
变革主题。

能够高效和具效益地对冲投资组合的下行风险，同时让我们在控制风险下继续参与市场的上行机会。

展望 2021 年，前路仍然风险处处。金融市场继续充斥不确定性，在极端的货币和财政政策之外，还有各类与政治和疫情相关的尾部风险若隐若现。通过积极管理风险，我们将部分这些风险控制在股掌之间，这对我们众多重视保本的客户来说至为关键。更重要是，借着减缓这些风险，我们更有能力在市场跌宕起伏时捕捉随之而来的机遇，并在全世界经济迈向勇敢新世界的进程中，把握所涌现的多样化长线变革主题。

践对于相关资产的展望，并减低承受这些资产的回撤风险，尤其是在市场走势转向时。我们在 2020 年运用结构性产品显著缓冲市场大跌的影响，对投资组合的表现贡献良多。

此外，我们也偶尔搭配期货和期权策略，这些操作在 2020 年挑战重重的环境中发挥了关键作用，其中看跌期权策略在 2020 年内的多个考验期，



## MICHAËL LOK

集团首席投资官及资产管理部联席执行官

Michaël Lok 于 2015 年加入瑞联银行，当时担任资产管理部主管。Michaël 于财富及资产管理界拥有超过 20 年经验，在加盟前为法国农业信贷银行集团 (Crédit Agricole Group) 旗下的东方汇理财富管理 (Indosuez Wealth Management) 的全球资产管理主管，专责为私人银行和超高净值客户开发一系列 UCITS 基金，也建立多个

专注于亚洲和拉丁美洲的投资方案，而 Michaël 此前则为投资主管及风险和量化投资组合管理主管。Michaël 过去曾分别效力于 Banque Martin Maurel 及法国汇丰（在收购法国商业银行 CCF 之前），均出任投资组合经理。Michaël 获法国 University of Aix-en-Provence 授予财务硕士学位 (DESS) 及银行与财务硕士学位 (DEA)。



## NORMAN VILLAMIN

财富管理首席投资官

Norman Villamin 于 2015 年 11 月加入瑞联银行，担任苏黎世的投资服务部主管兼财资与交易部主管，并于 2016 年获委任为财富管理首席投资官。Norman 以咨询及全权委托方式管理财富超过 20 年，此前曾为 Coutts International 的首席投资官、花旗亚太区私人银行的投资分析及投

资意见部主管、汇丰亚太区研究主管，以及摩根士丹利亚太区策略主管，曾驻香港及新加坡。Norman 获美国密歇根大学 (University of Michigan) 授予工商管理学士学位，以及获芝加哥大学 (University of Chicago) 授予工商管理硕士学位。



## PATRICE GAUTRY

首席经济师

Patrice Gautry 于 2000 年 2 月加入瑞联银行，驻于日内瓦，出任本行经济及主题研究部主管。此前，他曾于 1991 年至 1999 年间在巴黎效力于汇丰集团，担任机构资产管理部的经济及投资策略主管。1988 年至 1991 年，他服务于 Ecofi-Finance Group，

担任欧洲多元化 SICAV 基金及共同基金投资组合的经理。Patrice 获 HEC-CESA Paris 及 University of Orléans 授予经济研究硕士学位 (Diplôme d'Etudes Approfondies)，主修外汇、金融及银行。



## PETER KINSELLA

全球外汇策略主管

Peter Kinsella 于 2018 年 11 月加入瑞联银行，在财富管理和投资银产业拥有逾 14 年的丰富经验。Peter 在加盟前为德国商业银行 (Commerzbank) 的新兴市场研究主管，管理涵盖所有主要新兴市场经济体（俄罗斯/独联体、欧非中东、中国和拉丁美洲）的国际团队，而在此前则担任 Pioneer Investments/

Amundi 的外汇和衍生工具交易员，因此精于各类先进外汇对冲和风险管理技巧。Peter 持有双硕士学位，包括由英国伦敦政治经济学院 (London School of Economics) 授予的经济学硕士学位，以及由意大利博洛尼亚大学 (University of Bologna) 授予的法律和经济学硕士学位。

## 免责声明

本文件是一份营销传播材料，其中包含关于金融服务和/或金融工具的一般信息，反映了瑞联银行 (Union Bancaire Privée, UBP SA) 和/或瑞联银行集团任何实体 (以下称为「瑞联银行」) 截至发布日期的独家意见。其中可能包含一般性建议，但在任何作出要约或招揽将不获得批准的司法管辖区内，或是对于任何获得要约或招揽将属违法的人士而言，本文件并不构成买进、申购或卖出任何货币、产品或金融工具、进行任何投资或参与任何特定交易策略的要约或招揽。本文件仅为探讨之目的提供概括信息，旨在确定客户的意向。它不取代发售章程或有关任何特定金融工具的任何其他法律文件，此类文件可向瑞联银行或相关基金注册办公室 (如适用) 免费索取。本文件中的意见未考虑具体客户的具体情形、目标或需求。

在本文件中，瑞联银行未就所述金融工具或服务的适合性或适当性或其未来表现向任何具体客户作出任何陈述。如客户希望获得有关任何具体金融工具的更多信息，可向瑞联银行和/或其客户经理索取。若考虑作出投资，投资者在作出投资决定之前将另行及时获得提供每项金融工具的相关风险信息。在任何情况下，客户必须就本协议所述的任何证券或金融工具以及任何投资的优点或适合性做出独立决定。在进行任何交易之前，客户应当仔细阅读发售章程或其他法律文件中所述的风险警示和条例，且必须向其金融、法律、会计和税务顾问寻求有关其投资目标、财务状况和具体需求的专业建议。

因此，本通用信息并非不偏不倚地独立于瑞联银行或关联方的自有利益，这可能与客户的利益构成冲突。瑞联银行制定了监管利益冲突的政策。

本文件中提到的投资可能会面临难以量化以及难以纳入投资估值考量的风险。一般而言，高风险产品，如衍生产品、结构性产品或另类/非传统投资 (如对冲基金、私募股权、房地产基金等)，只适合于能够理解并承担相关风险的客户。任何资本投资的价值都承受风险，且可能损失部分或全部原始资本。投资受货币波动影响，价值可能升高，也可能降低。汇率波动会导致客户回报和/或投资组合价值升高或降低。如果金融工具或金融工具的基础投资采用的计价货币并非客户投资组合的参考货币或其居住国的货币，则客户可能承受外汇风险。关于更多风险信息，请参阅《某些金融操作的特性和风险》手册。

本文件中的信息并非瑞士银行业协会《金融研究独立性指令》定义范畴内的财务分析结果，也非根据欧盟《金融工具市场指令》(MiFID) 条款所进行的独立投资研究结果。原则上，欧盟条例对与欧盟之外的瑞联银行实体建立的关系无管辖权，包括但不限于位于瑞士 (受瑞士法律和法规管辖)、香港及新加坡的瑞联银行，以及位于迪拜的子公司。

瑞联银行付出了合理努力确保本文件内容依据来源可靠的客观信息及数据。但是，瑞联银行无法保证银行诚信收集的信息是准确和全面的。在本文件发布之时，相关情况可能会变化并影响已收集的数据以及已发表的意见。因此，本文件内的信息会随时变化，恕不提前通知。瑞联银行不对本文件中的任何信息、预测或意见作出任何明示或暗示的陈述、保证和承诺，也不对文件中的任何错误、遗漏或失实陈述承担任何责任。瑞联银行不承诺在本文件公布后进行更新或纠正可能出现的任何不准确之处。

本文件可能涉及金融工具的以往业绩。以往业绩不能指示当前或未来的业绩。金融工具的价值可能上涨，也可能降低。除以往业绩和历史事实陈述之外，本文件中的所有陈述均为「前瞻性陈述」。前瞻性陈述不能保证未来的业绩。本文件中的金融推测不代表预测或预算，纯粹为根据一系列未必实现的现有预期和假设而作出的说明性示例。金融工具的实际表现、业绩、市场价值和前景可能与本文件的前瞻性陈述明示或暗示的情况大不相同。预计或目标回报本质上会受不利于表现的经济、市场和其他重大不确定因素所影响。瑞联银行亦无任何义务基于新信息、未来事件或其他情形更新前瞻性陈述。

本文件中的业绩数据均未考虑对发行和赎回证券收取的费用、佣金和支出或任何其他费用以及可能徵收的任何税款。投资的税务处理取决于客户的具体

情形，且未来可能发生变化。本文件未包含瑞联银行提供的任何税务建议，也不一定反映客户的具体情形。

本文件为机密文件，仅供接收方使用。不得整体或部分复制本文件。瑞联银行明确禁止在未取得其书面许可的情况下整体或部分重新分发本文件，并对第三方采取的此类行动不承担任何责任。本文件不在美国或限制瑞联银行分发的管辖区内分发，也不分发给美国人士。

瑞联银行在瑞士由瑞士金融市场监管局 (「FINMA」) 授权并受其监管。

**英国：**瑞联银行在英国获审慎监管局认可，并受金融行为监管局 (FCA) 规管及受审慎监管局的有限度规管 (PRA)。

**迪拜：**本市场推广材料由 Union Bancaire Privée (Middle East) Limited 发出，该公司受迪拜金融服务管理局 (Dubai Financial Services Authority, DFSA) 规管。本材料仅供专业客户及/或市场交易对手方使用，其他人士不得据此作出行动。有关本材料的金融产品或服务，仅向符合专业客户及/或市场交易对手方规定的客户提供。本资料仅提供作参考用途。本资料不应被诠释为在任何司法管辖区内买进或卖出任何金融工具或参与任何特定交易策略的要约或要约的招揽。

**香港：**瑞联银行是受香港金融管理局 (HKMA) 监管的持牌银行，以及受证券及期货事务监察委员会 (SFC) 监管的注册机构，在香港仅限于从事第 1 类、第 4 类和第 9 类业务活动。瑞联银行只可通过文件方式在香港发售或出售证券，且 (i) 对像为《证券及期货条例》(香港法例第 571 章) 及任何据此所订的规则涵义内的「专业投资者」；或 (ii) 在任何情况下有关文件为《公司条例》(香港法例第 32 章) 涵义内所界定的「发售章程」或构成该条例涵义内的公众发售。除非获香港法例允许，任何人士不得在香港或其他地方发布或持有用作发布与该等证券有关而对像为香港公众，或很可能为香港公众获得或阅读的广告、邀请或文件，除非有关证券仅拟售予香港以外的人士，或是为《证券及期货条例》涵义内的「专业投资者」。

**新加坡：**瑞联银行是受新加坡金融管理局 (MAS) 规管的银行，也为根据《财务顾问法》(Financial Advisers Act) (新加坡法例第 110 章) 的豁免免财务顾问，可从事若干财务咨询服务，且根据《证券及期货法》(Securities and Futures Act, SFA) (新加坡法例第 289 章) 第 99(1) 节获得豁免，可进行若干受规管的活动。本文件未有在 MAS 注册为发售章程，相应地本文件及有关通用建议的任何其他文件或材料，均不得直接或间接地向新加坡人士传播或分发，除非 (i) 对像为新加坡 SFA 第 274 节项下的机构投资者；(ii) 根据 SFA 第 275 节指定的条件，对像为 SFA 第 275(1) 节项下的相关人员，或第 275(1A) 节项下的任何人士；或 (iii) 根据 SFA 的条件或其任何其他适用条款的其他情况。本广告未经新加坡金融管理局审核。

**卢森堡：**瑞联银行获得卢森堡金融业监管委员会 (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) 注册。

**意大利：**Union Bancaire Privée (Europe) S.A., Succursale di Milano 根据其母公司 Union Bancaire Privée (Europe) S.A. 所持有的欧盟自由经营护照 (European passport) 而于意大利运营，该经营护照通行整个欧盟，因此此分行获认可在意大利提供和从事其母公司 Union Bancaire Privée (Europe) S.A. 已于卢森堡获得认可的服务和业务，而母公司则受卢森堡金融业监管委员会 (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) 规管。

**摩纳哥：**本文件无意构成摩纳哥亲王国的法律之下的公众发售或可相作比拟的招揽，但可提供予瑞联银行摩纳哥分行的客户作参考用途，该行的银行活动受 Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) 规管，而金融服务则受 Commission de Contrôle des Activités Financières 监督。

© 瑞联银行 2020。保留所有权利。

注意：此乃中文译本，仅供参考。中英文本如有歧异，应以英文本为准。

2020 年 11 月

图片来自：©Gettyimages.com, ©iStockphoto.com, 瑞联银行





更多见解  
更多灵感  
UBP.COM

更多《2021年投资  
展望》的精彩内容

请到访 [ubp.com/en/outlook2021](http://ubp.com/en/outlook2021)



下载瑞联银行的  
最新通讯

请到访 [ubp.com/en/newsletter](http://ubp.com/en/newsletter)



扫描二维码关注  
瑞联银行微信公共号

瑞联银行 (Union Bancaire Privée, UBP SA) | 香港分行  
香港中环干诺道中一号  
友邦金融中心二十六楼  
电话 +852 3701 9688 | 传真 +852 3701 9668  
瑞联银行是于瑞士日内瓦注册成立的有限责任公司。

瑞联银行 (Union Bancaire Privée, UBP SA) | 新加坡分行  
莱佛士码头一号北楼三十八楼  
新加坡第 048583 邮区  
电话 +65 6730 8088 | 传真 +65 6730 8068  
Co Reg No T13FC0154G

关注我们

