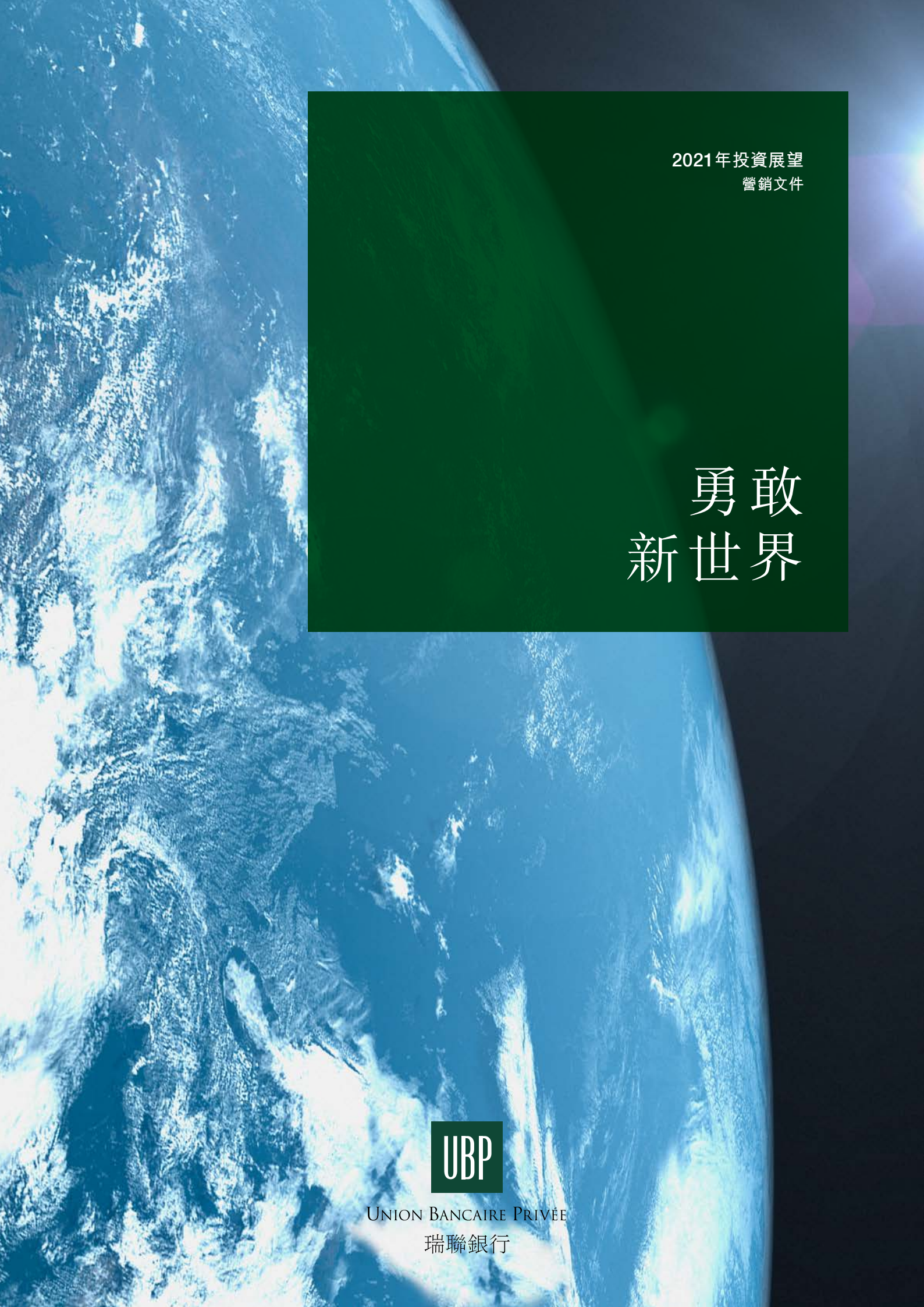




2021年投資展望
營銷文件

勇敢 新世界

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE

瑞聯銀行



Michaël Lok

集團首席投資總監及資產管理部
聯席行政總裁

勇敢新世界

2020 年為投資者帶來了無比艱難的挑戰，而機敏性和信念也成為了駕馭變局的必要特質。

早在這場疫情肆虐之前，全球經濟增長半溫不熱，企業盈利表現疲軟，但在美國聯儲局無可選擇地寬鬆貨幣政策下，資產估值卻節節上升。瑞聯銀行審時度勢，在 2020 年 1 月及 2 月已經提高警覺，透過謹慎布局讓我們所管理的投資組合，在其後有史以來幅度最大但時間也是最短的股市拋售期中，成功將影響減至最低。

後來財政機關與央行聯手推出規模前所未有的巨大支持經濟方案，我們馬上在春季隨機應變，好使投資組合能夠把握這些政策所帶來的通貨再膨脹 (reflationary) 機會。由於意識到疫情的後續影響，而債券孳息率將維持偏低，我們因而重新部署債券和股票配置，削減在傳統多元資產組合中，以往作為穩定表現的債券比重。

到經濟陷入大蕭條以來最嚴峻的衰退，我們一如既往投資於資產負債表具實力且質素優良的企業，這份堅持協助我們安然度過危機最深的日子。與此同時，基於洞悉全球經濟結構將全面變革，我們把握了醫療保健和科技業主題的機遇，並在 2020 年大部分時間帶動股票投資的表現。我們預期，當經濟在新一年回升時，這些長遠趨勢將進一步深化，而建設二十一世紀基礎設施以應對氣候變化，同時滿足全新數碼經濟所需，也將成為這次經濟轉型的主體。

在 2021 年，隨著刺激經濟的主力由貨幣政策轉移至財政政策，這意味著美國、英國、歐洲和中國的政治格局也將起變，在開創機會時亦為投資者帶來了風險。由於這場公共衛生危機的影響將逐步浮現，違約數目可能上升，因此著重管理風險將是債券投資者在新一年的投資要訣。此外，我們預期央行將繼續積極施政，如此也將延續美元的熊市和黃金的牛市期。

基於低風險政府債券已無法如以往的衰退期般發揮相同的防護作用，投資者有必要採取動態的風險管理方式。瑞聯銀行除了積極運用期權、期貨和結構性產品策略，以提升投資組合的抗禦力之外，也輔以對沖基金、貴金屬和外匯操作，從而在挑戰重重的市場環境中，始終如一地履行我們為客戶守護和增長財富的承諾。

目錄

1

財政行動主義崛起

宏觀經濟展望

第 6 頁

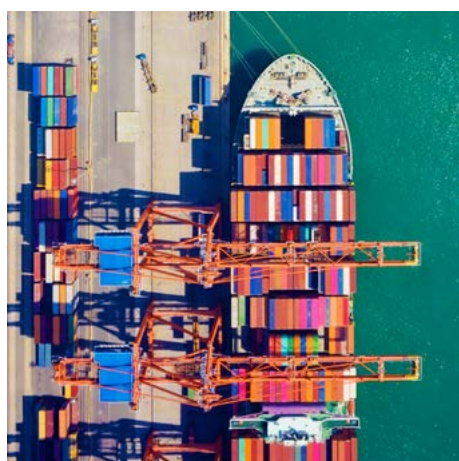


2

美元巨熊當道市場

貨幣

第 10 頁



3

固定收益投資者
何去何從？

固定收益

第 12 頁



4

投資於變革的力量

股票

第 14 頁

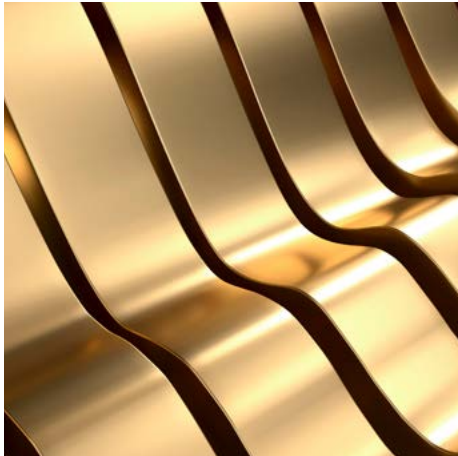


5

乘勢而上開啟新征程

中國

第 16 頁



6

貴金屬：色彩各異
商品

第 18 頁



7

勇敢新美國
美國大選

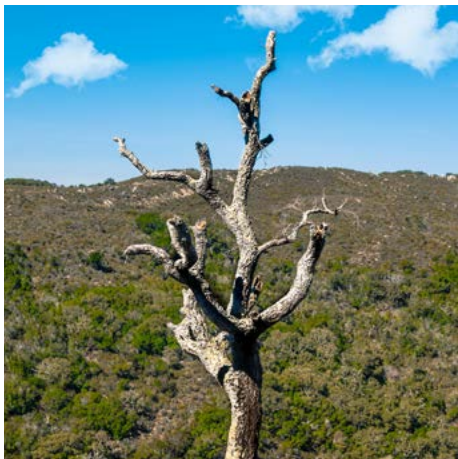
第 20 頁



8

加大力度應對氣候變化
責任投資

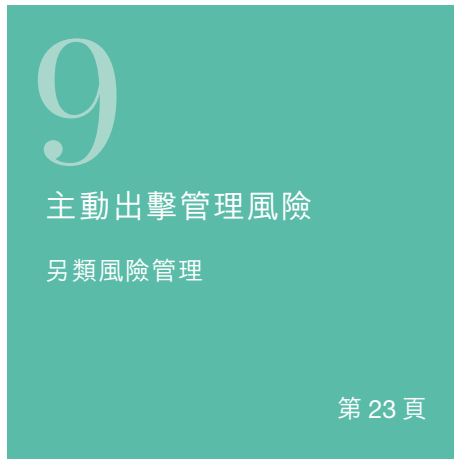
第 22 頁



9

主動出擊管理風險
另類風險管理

第 23 頁



財政行動主義崛起

在中、美、德三國的助力下，全球經濟可望在 2021 年重拾增長。各地皆透過貨幣和財政政策，雙管齊下支持經濟持續復甦，而財政行動主義將在未來主導公共開支決策，引領經濟再出發。

據

我們的預測情境，全球所有國家有望在 2021 年恢復增長。經濟其實從 2020 年夏季開始逐步回暖，奈何新冠疫情加劇，致使部分地區需要再度封鎖，因而拖累經濟在 2020 年底的復甦進度。我們預期，全球各國在經歷深度衰退後，在 2020 年全年經濟將收縮 3.2%，到 2021 年將反彈並錄得約 5% 的增長。

不過，各國的復甦步伐參差。中國（預測 2020 年增長 2%；2021 年增長 7.5%）、美國（預測 2020 年收縮 4.2%；2021 年增長 4.2%）和德國（預測 2020 年收縮 5%；2021 年增長 5%）的反彈速度快於其他國家，因而也對目前的復甦景氣作出較大的貢獻。不過，在這三國之外，全球其他地區的經濟力度較脆弱，能夠用於振興經濟的資源亦較少，因此預測這些地區在 2020 年將收縮 4.7%，到 2021 年將增長 4.3%。

當美國總統選舉最後的結果確立，相信政局在 2021 年將較為平穩，而美國經濟政策和全球經濟週期的去向也將較清晰。在歐洲，歐盟通過成立總值 7,500 億歐元（或相當於歐洲國內生產

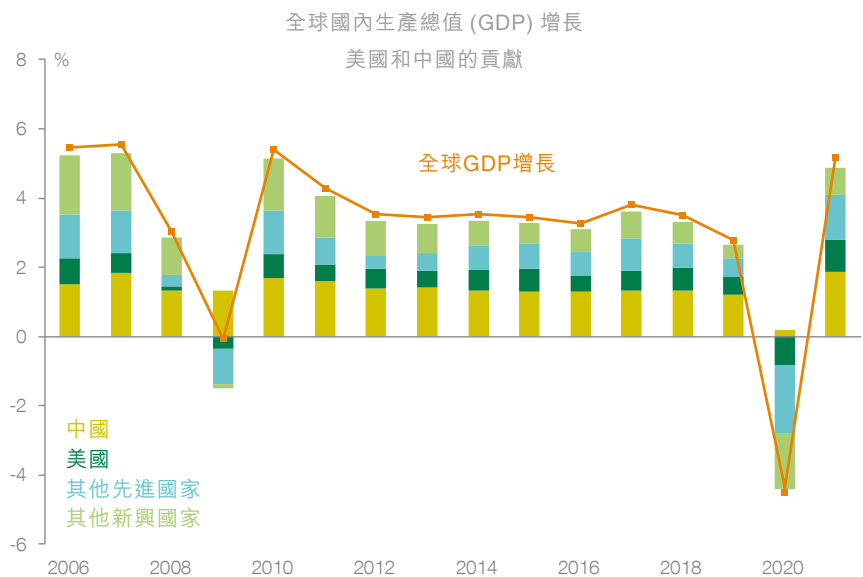
總值 (GDP) 的 5%) 的歐洲復興基金 (Recovery Fund)，將能夠為區內目前

蒙困的國家和行業提供有力支持。中國方面，當中期經濟發展目標正式制定後，該國在 2021 年的新政策路向也將更明確。

2021年
有必要推出
新財政刺激計劃
以支持經濟復甦。

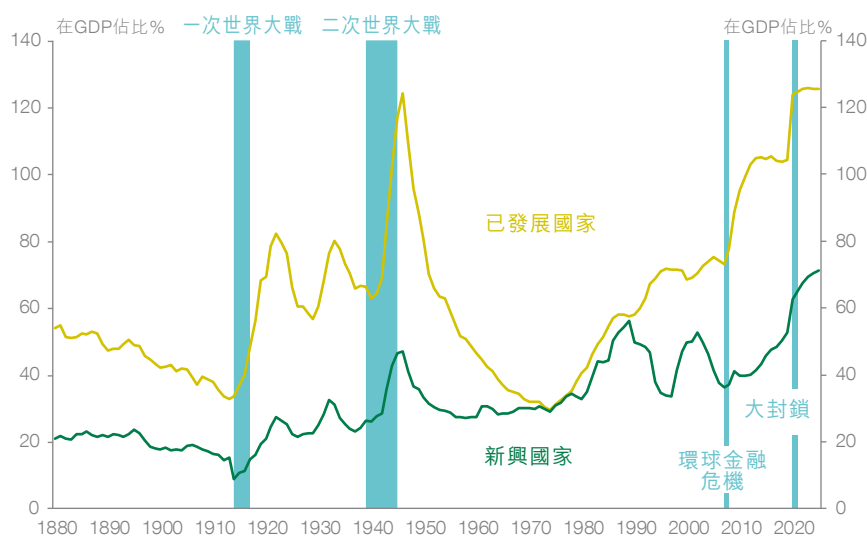
投資活動和全球貿易將成為推動中國、德國和美國經濟增長的主力，消費活動穩固和樓市暢旺將引領經濟走出衰退，而失業率在 2021 年持續回落，應能支持消費開支展現正面趨勢。

至於全球經濟的後續發展，將取決於疫情的控制情況和疫苗的推出進度，相信經濟週期的能見度在此後將改善，屆時便需要重新評估經濟情境。



資料來源：國際貨幣基金組織及瑞聯銀行。

政府債務



資料來源：國際貨幣基金組織及 Maddison Database Project。

然而，基於增長力度仍然疲軟，而國與國之間的景氣差異，以至製造業與服務業的懸殊表現，致使經濟政策仍然是扶持增長的重要工具，因此再推財政支持措施對維持全球經濟增長不可或缺，尤其是在已發展國家。

經濟政策進入新時代

在 2020 年初，主要央行首先將政策利率調低至零甚至是負值水平，以為市場注入大量流動性，同時增購金融

資產和擴大買入資產的清單，這些進取的貨幣刺激政策旨在確保信貸供應管道暢通，金融市場維持正常運作，從而避免疫情演變成金融危機。後來財政政策加入接力，支援公共衛生服務、民眾就業和協助陷入困境的行業。然而，這些舉措似乎未足以阻止全球經濟產出大瀉，主要政府因而將支持力度加碼，在擴大援助計劃的規模時（合計超過 GDP 的 12%），也為部分

行業提供由政府擔保的貸款（相當於已發展國家 GDP 接近 10%）。

時至 2020 年年底，貨幣和財政政策現已目標一致，互相協調時也互補不足。由於直至回到全民就業或當通脹率超過 2% 之前，財政政策將維持擴張以刺激經濟，而央行將透過發鈔局部為財政融資 (monetised)。在這情況下，經濟政策方針已出現重大轉變，相信此格局將維持至 2025 年。

長期增長前景

故此，日後的復甦步伐和增長階段的維持時間，將取決於在 2021 年的財政決定。當 2020 年的財政措施旨在應急，相信在新一年的施政方針將著重於擴大結構性開支，從而對中期經濟增長產生連鎖效益。

整固財政的
時間將推遲至
2024 年之後。



在實務上，政府可能減少直接為家庭和部分行業提供短期的支持，改為將更多資源投放於刺激投資。隨著各項額外的援助計劃陸續屆滿，相信公共部門的赤字在 2021 年應會下降（預測已發展國家在 2020 年為 12%，到 2021 年為 6%），但財政支持將會延續，消除了國際貨幣基金組織及央行對政府可能突然撤銷財政支持的疑慮。

在美國，兩位總統候選人的政綱均提出在當選後，將額外擴大財政開支（拜登建議的淨額可能約為 2 萬億美元，而特朗普可能為 1.0-1.5 萬億美元）和推展改革。歐洲方面，多國已宣布繼續支持無薪期計劃 (furloughing plans) 和援助部分行業。歐盟國家正各自制定新的刺激經濟計劃，從而向歐洲復興基金申請撥款：法國已提出總值 1,000 億歐元的大

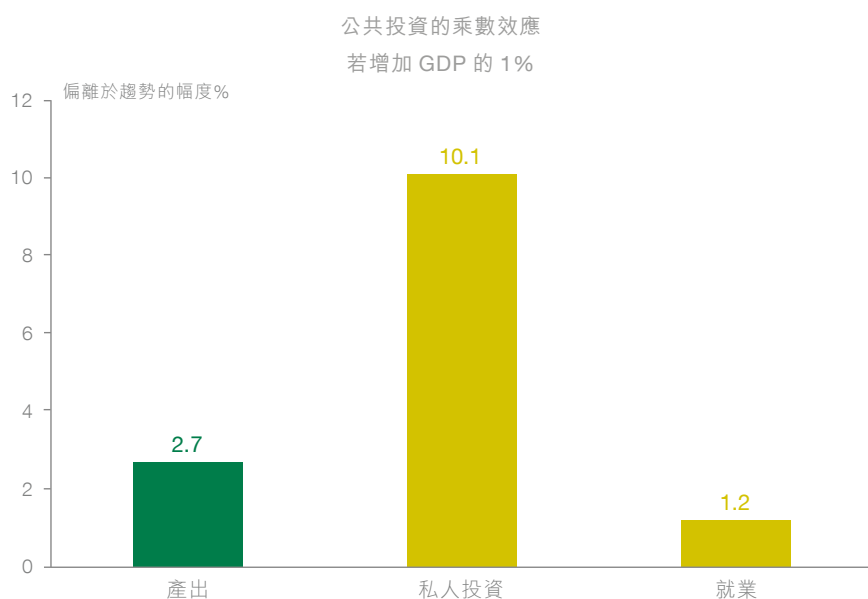
計，德國建議發行逾 900 億歐元的新債，至於西班牙的振興經濟計劃也總值 800 億歐元。與此同時，預期中國和日本亦有新舉措；至於英國為了配合脫離歐盟後的新形勢，相信也將推出財政計劃。綜觀而論，主要國家包括德國已將整固公共財政的時間推遲至介乎 2021-2024 年之後。

我們預期，2021 年的公共開支將轉為投放於結構性項目，重點投資於基礎設施建設、發展新科技、加強環保和應對氣候變化，以及推進公私營合作計劃 (public-private partnerships, PPP)，而不論歐洲的刺激方案或是拜登的治國藍圖皆以基建為先，即使是特朗普的政綱也延續其在首屆任期時作出的增加基建承諾。

央行的行動 使政府 仍能承擔巨大的 公共債務。

基於全球的潛在經濟增長自 2008 年環球金融危機以來已經持續向下，採取措施應對經濟下行壓力不可或缺，而當我們走出本次危機時，擴大公共開支將能夠在經濟產出、私人投資、就業和生產力方面產生連鎖效應，有望引領經濟持續復甦。因此，我們認為政府刺激措施正在重塑後疫情時代的全球經濟格局，並使早在疫情來襲前已經出現的變革過程加快推進。

這個新的擴大開支刺激經濟階段，將使財政赤字在可見的將來維持於高水平，相信所有已發展國家的公共債務將遠高於 GDP 的 100%。由於央行的貨幣政策透過買入國債以局部為債務融資，同時維持利率水平低於增長率，相信這些政府皆能夠負擔這些債務。因此，只要投資者在等待疫苗推出前保持信心，願意接受較低的收益率以換取在中期較強的經濟復甦，相信這些政府不會出現償債問題。



資料來源：國際貨幣基金組織。



通脹將反覆向上

全球通脹率在 2020 年十分波動，在第二季一度因商品價格大跌和經濟活動停擺而急降，其後隨著封鎖措施陸續解封和油價回穩而反彈。此外，與運輸、安全和醫療保健相關的開支因疫情而大漲；至於部分消費品例如體育、休閒和汽車也需求強勁。到了 2020 年底，德國和英國相繼調低個別行業的增值稅 (VAT) 以致物價暫時下跌，也使通脹指數更為反覆。可是，需求脆弱之局未變，通貨膨脹減緩 (disinflation) 的風險猶在，而央行們對這隱患的警惕也沒有鬆懈。

我們預期，已發展國家通脹率在 2021 年將逐步升溫，合計平均由 0.7% 上升至 1.3%。美國方面，由於聯儲局將

著眼於維持平均通脹率，並基於回溯數據作出決策，因此預期美國通脹率的變幅將介乎最低的 1.1% 至最高的超過 2.5%，而平均水平將由 1.2% 上升至 1.8%。若當局推出大規模的財政刺激方案，那麼美國通脹率的升幅便可能比預期更大。

至於英國，預測通脹率在 2020 年平均為 0.9%，2021 年將上升至 1.6%，但由於在正式脫離歐盟後，運輸開支和貿易關稅可能隨之上漲，致使通脹升幅也可能大於預期。

歐元區方面，礙於在 2020 年後期再次實施封鎖措施防疫，加上部分成員國調低增值稅，而歐元匯率轉強，以致通脹率已下跌至負數。雖然在 2021

年有望緩慢回暖，由 2020 年的平均 0.25% 回升至明年的 0.6%，但相信仍將遠低於歐洲央行所定的目標。

新興市場方面，預測 2020 年總計通脹率平均為 3%，到 2021 年則下降至 2.5%。在部分國家貨幣（例如土耳其里拉和部分拉丁美洲貨幣）於 2020 年大幅貶值之後，相信通脹率在新一年將維持於溫和水平；中國通脹率一度因豬肉價格大漲而跳升，但預計在 2021 年將平均約為 2%。

展望 2021 年，已發展國家的通脹率仍將波動，並有機會隨著時間推移而趨升，而貨幣匯率變動也可能刺激輸入型通脹 (imported inflation)，或將放大在地區之間的通脹差異。

美元巨熊當道市場

美元熊市在 2020 年 3 月已經開展，並將在下一年延續甚至加劇，相信未來兌歐元、瑞士法郎、人民幣和日圓皆會貶值。金價將繼續受益於美元疲軟，但新興市場貨幣卻難望因美元轉弱而大幅升值。

美國聯儲局在 2020 年 3 月將聯邦基金利率目標，由年初時的 1.50-1.75% 調低至 0.00-0.25%，當局也推出新的量化寬鬆計劃，而與以往相比，這次除了不設限期外，也加入了買入企業債券的操作。更重要是，聯儲局與更多已發展國家和新興市場央行建立外匯掉期安排，以改善在美國以外地區的美元流動性。在這些措施實施多個月之後，美元兌大部分 G10 貨幣也貶值，其中利息較高的貨幣升值幅度較大；至於兌新興市場貨幣的表現則較為參差。

於狹窄的幅度波動，以致債息無法跟隨通脹預期上升，如此將進一步拖低美元匯價。此外，若美國政界無法就新一輪財政措施達成協議，聯儲局便可能如英國般，將其私人貸款計劃轉變為消費者和小型企業提供擔保貸款，此舉可能再擴大聯儲局的資產負債表，並使美元貶值。

促使美元在未來一年轉弱的其中主因，是美國經常賬可能迅速轉壞。美國經常賬赤字現時相當於美國 GDP 約 3%，到 2021 年可能快速擴大。基於美國財政赤字暴增的情況未變，現時

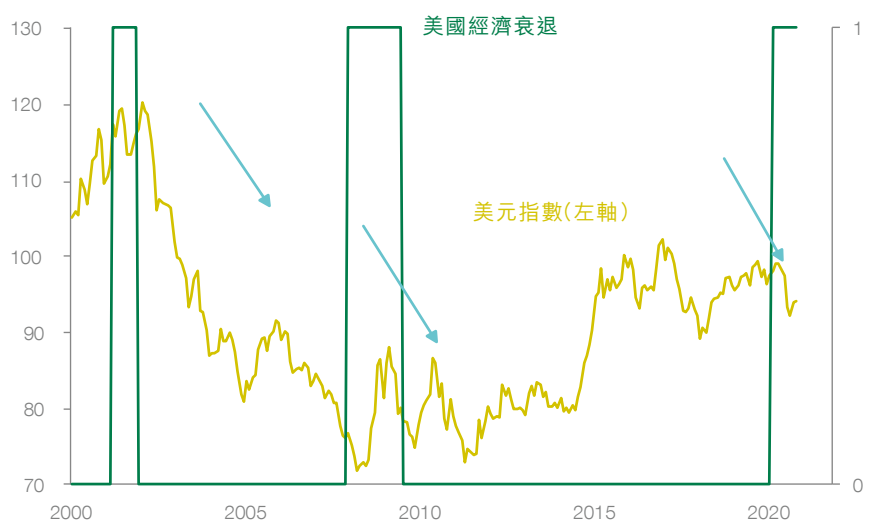
已接近 GDP 的 13%，當經濟持續復甦便會顯著加劇經常賬赤字。由於現時以大部分估值方式衡量，美元已經全面反映價值，因此在未來 12 個月可能顯著轉弱。借鏡過去的類似情況，美元貿易加權匯率在隨後幾年的跌幅可能多達 20-30%。

其實參考歷史，當美國經濟溫和增長而全球加快復甦時——這可能也就是 2021 年的情況——美元通常疲弱，而只有在兩個情境下，美元才會升值：第一個情境是美國經濟增長顯著優於全球其他地區，但由於中國經濟已由

展望 2021 年，相信聯儲局在 2020 年後期實施的政策將繼續壓抑美元匯價：聯儲局不但表明將維持低利率至少直至 2023 年，也調整通脹政策框架改為採取平均通脹率目標。就算在疫情爆發前，美國已是全球少數仍然錄得通脹率的國家，若通脹情況在疫情後延續，而聯儲局也沒有作出應對，那麼美國通脹率便可能超過目標，在削弱美元的購買力時，也將使美元進一步走軟。

聯儲局還有其他政策工具可以用以緩解金融狀況，其中包括仿效現時日本央行採用的控制債券孳息率曲線操作，但此策略將壓抑全線債券孳息率

美元在美國經濟衰退後轉弱



資料來源：瑞聯銀行、彭博財經及紐約聯邦儲備銀行。

美國
經常賬赤字轉差
結合政治壓力，
將壓抑美元匯價。



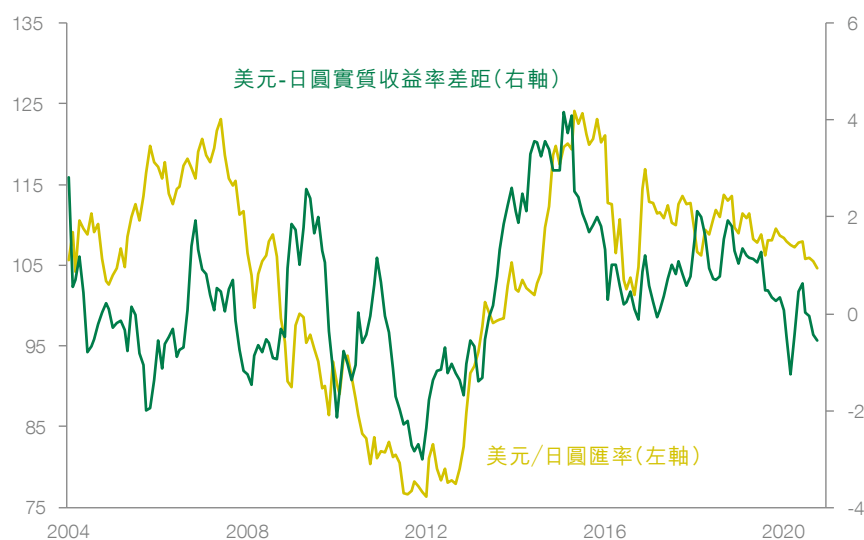
美元/日圓的公平價值是 100 以下

復甦邁向擴張，而歐洲也將由 2021 年起協調推出財政刺激措施，因此在來年出現這情境的可能性並不大。

至於第二個情境是避險情緒高漲至極端水平，就如 2008-09 年環球金融危機和 2020 年 1-3 月爆發新冠病毒全球大流行的初期。然而，由於全球財政和貨幣決策當局現已奉行先發制人的施政方針，相信美元因避險活動而升值的風險較低，升勢也只會是暫時性。

與此同時，多個重大政治因素也將壓抑美元匯價。基於美元強勢傾向產生通縮效應，而美元過強也與新興市場債務違約呈現高度相關性，因此預期政客和貨幣機關將動用一切手段以壓低美元。此外，美國貿易逆差就算不計算石油進口量仍然巨大，強勢美元只會使貿易逆差持續擴展。簡而言之，在需求不足的環境下，美元強勢有百害而無一利，沒有任何一方得益。

以全球製造業採購經理指數 (PMI) 目前的表現來看，經濟表現與全球增長息息相關的國家貨幣有望升值，相信澳元、新西蘭元和加元，以及瑞典克朗和歐元皆能受惠。



資料來源：瑞聯銀行及彭博財經。

可是，一旦全球經濟增長力度遜於預期，避險貨幣便可能走高，但瑞士法郎和日圓無論如何也將因美元弱勢而轉強，而在承險氣氛轉差時，美元兌這些貨幣的跌幅將加劇，預測美元/瑞士法郎在 2021 年底將接近 0.81，而美元/日圓在同期將接近 101.00。

不過，與環球金融危機時不同，我們相信新興市場貨幣在這次不會因美元轉弱而大幅升值，主要由於不論以名

義或相對收益率計，新興市場貨幣目前能夠提供的利差收益並不多。其實，包括巴西雷亞爾、土耳其里拉和南非蘭特等多種貨幣，現時的實質利率皆為負值，而由於美國聯儲局已表明將在未來至少兩年維持低利率政策，新興市場央行在全球需求疲弱下也不願加息，因此預期這些新興市場貨幣兌美元匯率在 2021 年將難望升值。

固定收益投資者何去何從？

在 1970 年代的「大通脹」(‘Great Inflation’) 被成功擊退，並使債市從 1980 年代初起迎來好景，這段漫長的債券牛市如今已經接近尾聲，但投資者必須提高警覺：當封鎖措施對全球經濟產生通縮壓力，但財政和貨幣政策的努力卻刺激通貨再膨脹時，債市走向熊市的過程可能跌宕起伏。

即使經濟一如預期在 2021 年重拾增長，但在 2020 年史無前例的龐大財政開支政策下，全球政府和私人債務水平皆大增，相信將限制 10 年期無風險政府債券孳息率的升幅，而維持全線經通脹調整收益率 (inflation-adjusted yield) 為負值，將是聯儲局為促進去槓桿過程 (deleveraging) 的政策目標，情況就如當局在 1940 年代為準備美國介入二次大戰時一樣。

故此，直至美國通脹率超過聯儲局所定的 2% 目標之前，相信美國 10 年期國庫債券孳息率的上限只會接近 1%，而萬一需求再次出現震盪，我們估計美國當局可能效法日本的經驗：在確保孳息率曲線呈現走峭形態時，使基準美國 10 年期債券孳息率維持於 0.5% 以上，從而支持美國銀行體系和金融市場。

至於基準德國 10 年期國債孳息率的形態相信也與美國相若，但債息水平將如 2019 年初以來般維持於零以下。由於負利率所能發揮的效益已大致消失，而美國聯儲局堅決不會採取負利率政策，相信德國國債孳息率若在 2021 年下跌至低於 2020 年 3 月 (-0.8%) 的更低位，將成為歐元區債券孳息率的下限水平。

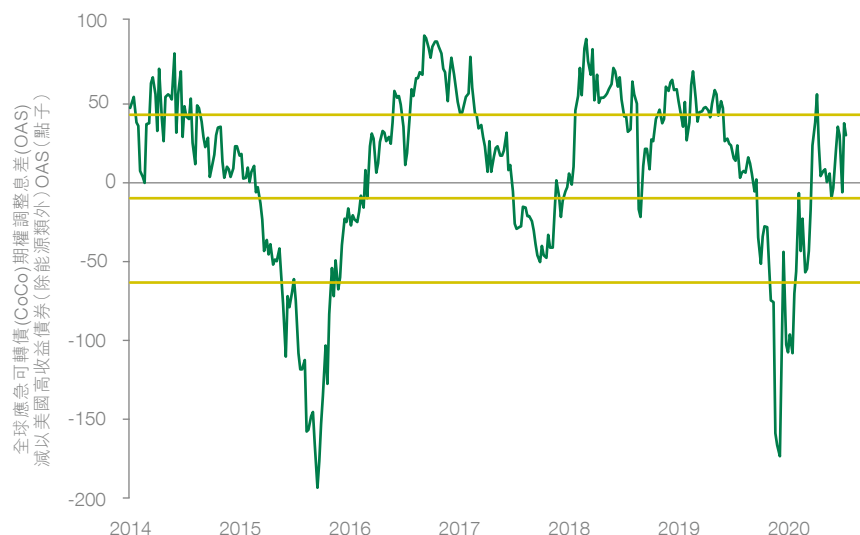
在 2021 年
以質素為本，
應能在信用債市場
獲得小幅回報。

儘管當全球逐步走出過去幾十年的通貨膨脹減緩期 (disinflationary) 時，通脹掛鉤債券可能展現吸引力，但我們認為在投資時應保持審慎：因封鎖措

施而引致的需求恐慌或使通脹資產削價，在此時將帶來吸納的機會，但就算通縮壓力與通脹政策在未來的角力時間延長，但將通脹預期設定於接近 1.5% 已經充分反映實況。

基於預期當局將維持經通脹調整收益率於負值，而低風險國債孳息率的定價也充分反映通脹升温的前景，固定收益投資者在爭取回報時便需要擴闊投資界限。中國經濟不但已經復甦，現正處於擴張初期階段，而中國國債孳息率也由 2020 年 3 月的歷史低位上升至現時的 3-3.5%，與美國和德國國債的息差處於接近歷史最高位，且人民幣匯率有望在未來一年轉強，尤其是兌美元。

歐洲混合證券比美國高收益信用債可取



資料來源：巴克萊、彭博財經及瑞聯銀行。

不過，由於緊隨全球經濟衰退的違約週期，在政府的支持政策下目前還沒有完全顯現，因此在 2021 年投資信用債時必須更選擇性，而在過去十年表現不俗的被動型投資將退居二線，主動選債方式如今將更勝一籌。投資時以質量為重，同時把握短期波動的機會加入優質信用債並持有至到期，這將是在債市轉型期的投資之道。

就如政府債券一樣，投資者放眼美國和歐洲以外市場也可望緩解低收益之苦。雖然亞洲經濟復甦週期更為延展，但亞洲投資級信用債與美債目前的息差仍然顯著。同樣地，儘管歐洲

央行的政策猶如提供了隱含的補底 (backstop) 作用，但歐洲銀行業混合證券孳息率仍然高於高收益證券，值得美元計價投資者留意。不過，誠如上文所強調，在來年投資於這兩類資產時，採取主動投資精挑細選舉足輕重。

總的來說，透過專注於優質信用債，投資者應能安渡企業債券違約上升和短期的市場波動期，並在 2021 年獲得小幅回報。另一個選擇是，運用信用債長短倉或股市中性策略，也可望在長週期的過渡期之中，帶來與固定收益市場表現相關性較低的回報。

中國債券市場看漲

正當零息政策主宰全球之時，中國人民銀行（「人行」）仍然奉行相對上傳統的貨幣政策，造就中國國債不但名義孳息率較高，經通脹調整收益率也理想，為固定收益和多元資產投資者開拓額外的收益來源。

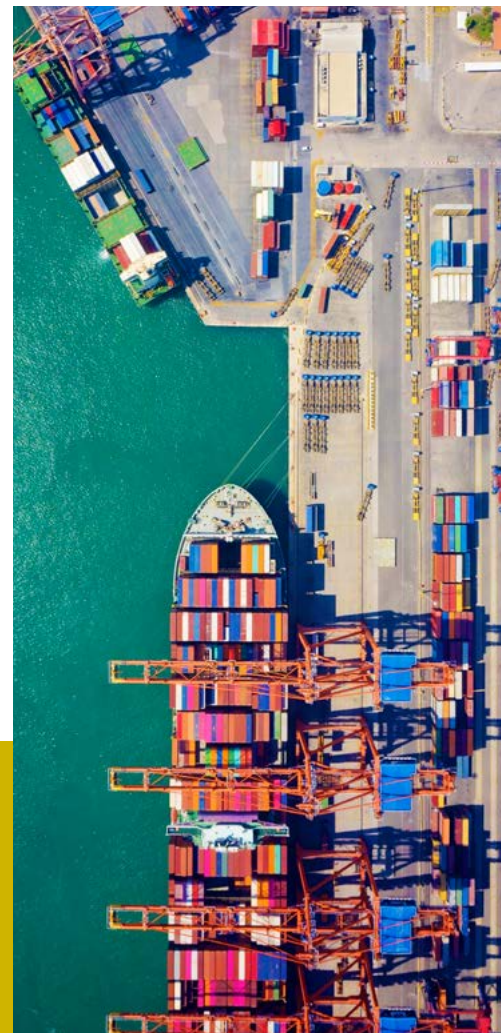
10 年期人民幣國債孳息率在 2020 年 1 月初一度因封城措施而下跌至低位，現已回升至超過 3%，相比當地近期的通脹率和 5 年平均孳息率皆高出接近 130 點子，因此與孳息率只有接近零或以下的北美和歐洲主要主權債券（不論是以名義或經通脹調整計）比較，形成了鮮明對比。

有別於美國、歐元區、日本和英國紛紛推展量化寬鬆政策，人行仍然採取

利率導向的傳統貨幣政策，這意味著一旦發生另一次震盪並威脅中國經濟增長時，中國國債投資者仍然可以因債券孳息率下跌及價格回升，而獲得潛在資本增值。

無可否認，基於中國經濟活動正由最近幾季的復甦期進入層面更廣泛的擴張期，中國基準國債孳息率未來可能再攀升，但就如歐元區發生金融危機時，歐洲投資者為了迴避負息債券而大舉投向美國國債一樣，相信中國與美國／歐洲國債息差處於歷史性高位，將有助於避免中國債息的升速過於急進。

再者，若中國經濟一如我們所料持久地擴張，中國與美國 10 年期國債息差處於歷史高位，也有望使以美元或其



他貨幣計價的投資者因人民幣升值而提振其本幣計價的收益。此外，隨著中國持續開放內地債券市場予外國投資者投資，也有望支持人民幣匯價。

因此，就如在環球和歐元區金融危機時，保守型投資者為求獲取較佳回報而投向風險較高的債券一樣，固定收益和多元資產投資者現在也應擴闊眼界，在 2020 年疫情陰霾中放眼中國國債所帶來的收益機會。

投資於變革的力量

本次疫情在過去多個月已加劇全球經濟的變革，即使日後疫苗推出而生活也恢復日常，相信這些改變亦不會扭轉，而包括金融科技、綠色科技和中國經濟轉型，以及生物科技和線上服務等，將是投資者在 2021 年的關鍵投資主題。

變革性增長主題在 2020 年股市漲勢中的表現大幅跑贏傳統經濟類別，難免使投資者對其延續性有所顧忌。不過，投資者不容忽略的事實是，由於全球經濟轉型而導致銷售額大跌的行業，其盈利表現已經出現週期性和結構性崩潰現象（參閱圖表）。

就如在本世紀交替之時，縱然科網泡沫引發波動，但互聯網和流動運算仍然是變革性增長主題一樣，我們相信有多個長週期投資主題，在這次疫情重塑經濟的週期中，將成為重要的構成部分。

即使在 2001 年科網泡沫爆破帶來了強烈的陣痛，但由桌上電腦轉型流動運算，以至線下活動轉移至線上活動等長期趨勢，在短暫波折後也沒有偏離軌道，我們因此認為在當前所見的多項趨勢，在後疫情時代也將展現持久力。

經歷 2020 年全球大流行的洗禮而在家工作蔚然成風下，投資者自然率先聯想到與消費者相關的科技和生物科技投資主題，但其實在未來十年當世界正在重塑時，還有其他不可缺少的主題值得留意。當線上購物和娛樂將繼續進佔線下消費活動的市場份額，在日常生活中仍有

綠色能源股將跟隨零售股的走勢形態，但將伴隨著波動



資料來源：納斯達克 (NASDAQ)、MSCI、彭博財經及瑞聯銀行。

多種活動，就像 2000 年代初的購物和娛樂活動一樣，在這個轉型至線上的過程中仍然處於相對初期的階段。

在西方地區，取代傳統銀行關係的金融科技服務目前的滲透率仍低，未來有望邁向更成熟的發展。同樣地，在生物科技業之內，這場全球大流行也突顯了提供醫療服務的方式有必要更多樣化，例如遠程醫療 (telehealth)、遙距機械人手術等。

此外，環保運動的擴展，配合政府投放更多資源和收緊監管法規，也促進全球朝著綠色經濟形態轉型，並帶來更多投資良機（請參閱第 22 頁）。

投資者應
擴闊視野，
放眼正在重塑
世界的關鍵主題。



中國經濟轉型也進一步深化，由出口導向轉型至著重高質量、更可持續和自立自強的內需型增長，而國內資本市場的改革也有望在未來十年，在內地蓬勃發展的股票和債券市場中開創投資機會（參閱第 16 頁）。

固然，當全球經濟在財政政策主導（參閱第 6 頁）的前景下持續復甦，部分能夠受益於經濟復甦及銷售增長動力週期性轉強的傳統行業，在個別時期也可能表現突出。

雖然如此，投資者在這些板塊中仍應聚焦於已大致完成轉型和重組的優質週期性企業，而資產負債表強健是選股的前提。此外，在疫情前已因為被迫去槓桿、行業整固和投資不足而處於長期低潮的行業，也可能因經濟景氣扭轉而再次展現週期性吸引力，例如個別工業股或是全球礦業等（參閱第 19 頁）。

不過，基於股票估值在新一年將處於高位，就像 2000 年一樣，加強管理風險舉足輕重。不論是採取傳統的純長倉投資或是另類的長短倉策略，以質素和風險管理為本，並著重於可持續的盈利動力，應能為投資築建強健的基礎，尤其是投資較為波動的板塊時。

節節上升的股票 還能再漲嗎？

當全球特別是美國股票估值已大漲至 1999-2000 年科網泡沫時所見的水平，在 2020 年主要推動股價的估值上調因素，似乎難再在未來多年為回報添加動力。

雖然如此，值得注意的是在本世紀交替之時發生的科網股泡沫爆破，並導致全球股價大跌一半的事件，乃在股票估值超過遠期盈利 22 倍的情況維持長達接近兩年半之後才出現。

事實上，當時市盈率由高峰的 27 倍大挫至 14 倍低位，是直至 2000 年 10 月在美國聯儲局加息的不久後發生，而更重要的觸發因素其實是盈利動力在 2001 年初開始逆轉，由增長轉變為下跌。

故此，儘管 2001-02 年的事件說明了高估值可能限制回報，但從 1999-2000 年可見，高估值水平能夠維持相當長的時間，而當廣泛的股份估值已處於泡沫水平，盈利增長便成為推動總回報的關鍵動力。

時至 2021 年，明確了解「今時不同往日」至關重要。雖然估值水平與當年相若，但盈利週期卻截然不同——企業盈利表現現時不但並非處於高峰，反而似乎才剛從 2020 年第二季的低位見底，並在下半年開始走出年初時大規模封鎖的重創，而還有部分地區最近又再次實施禁足令。

基於在今年下半年的盈利表現相比去年同期仍然收縮，反映目前的盈利反彈趨勢仍然處於初期階段，而經濟回暖將是促成盈利下一階段復甦的要素。誠如我們在上文對 2021 年的經濟展望所言，預期財政行動主義應有助於為來年的下一階段盈利復甦，提供有力的催化因素。

不過，無疑未來的盈利復甦進程將步伐參差，而部分產業在新世界成形時已受到永久性創傷，因此獲取回報的要訣將在於精細選股且以主題為本，而採取主動型管理將比純粹追蹤指數的被動型投資更優勝。

乘勢而上開啟新征程

2021 年不僅是這片神州大地走出封城的經濟低潮，由復甦邁向擴張的一年，也標誌著中華人民共和國實現建國百年目標正進入衝刺階段。

打 從 1978 年開始改革開放，並在 2001 年成功加入世界貿易組織以來，中國已被視為出口至全球市場的生產基地。

展望在中華人民共和國建國首個百年紀念前的未來約三十年，可以預期中國經濟形態將由外向型逐漸走向內向型，並以質量和可持續增長為重，這將對投資者帶來多項重要的啟示。

首先是外匯政策方針改變。在 2015 年人民幣突然貶值及 2018-19 中美兩國爆發貿易戰後，若中美緊張關係沒有升級，那麼中國便可能偏向維持人民幣強勢，以作為管理內部通脹壓力的工具。

第二個啟示是內地資本市場將進一步開放予外國投資者，中國國債不但名義孳息率高，而計價的人民幣也有望轉強，因而成為了主權債券投資者在一片低息環境中的樂土。

第三是當局在發展內部市場時，也將加強整理過去過剩信貸的後遺症。雖然債務違約問題至今並非系統性，但在當局再次整頓金融體系時，債務違約便將更常見，因此在細選中國信用債時搭配中國國債，投資者便能夠平衡風險 - 回報概況，以應對中國固定收益市場的新發展。

適值中國正在草擬第十四個五年規劃，投資者應繼續透過嘗試與驗證的



中國經濟
將更走向內向型，
並以質量和
可持續增長為重。

方式，好使投資與中國鞏固經濟根基的國策相符。

科技發展是其中重要主題，中國最近宣布爭取在 2060 前實現碳中和，並大力推動 5G 和人工智能，反映其尋求成為二十一世紀主要科技領域強國的雄心壯志，這將包括數碼支付，而中國看來有望成為全球首個由央行推出數碼貨幣的主要國家。

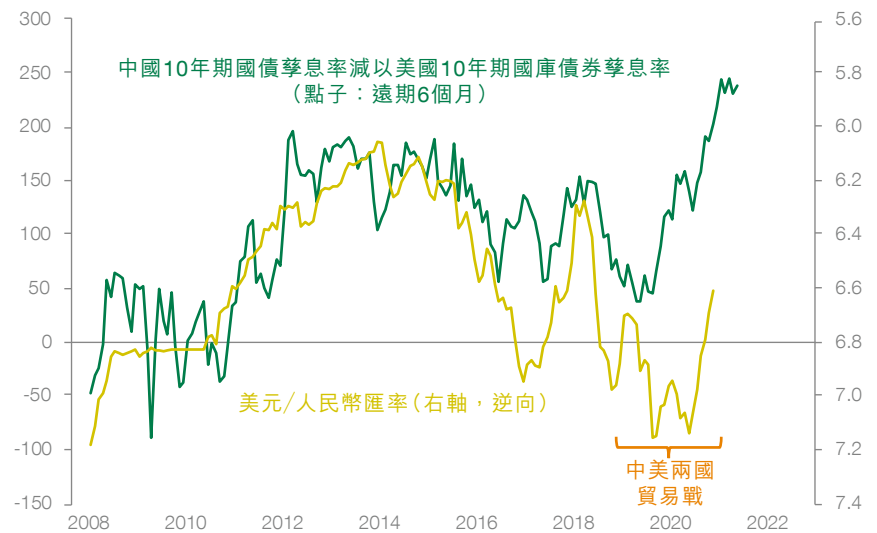
改善收入分配差距和提升內部經濟增長質量，將是新一個五年規劃的其中重點，而因封鎖措施而快速推進的線上教育、醫療保健和其他服務，也有望深化中國虛擬經濟的滲透率。

固然在實踐鴻圖大計的過程中，出現風險在所難免。就週期性風險而言，雖然目前企業的盈利預期未必全然反映未來的經濟復甦潛力，惟股票估值已經處於較高水平。至於固定收益，債券孳息率在經濟復甦下也可能上升，但由於歐美國債孳息率將留守於低位，應能減慢中國國債債息的升速，因此投資中國市場時，立足於主

題並主動篩選證券，將比被動型投資更能因時制宜。

在週期性挑戰之外，由於在過去經濟受壓時，決策當局再次透過擴大依賴債務的基礎設施建設開支以穩定經濟，導致改革和重整中國金融體系的工作出現倒退。

再者，兩岸關係持續緊張，而在與印度接壤邊境、南海和東海地區發生的事件，顯示中國正尋求宣示領土主權，因此雖然中美貿易戰擾亂了世貿主導的世界貿易秩序，但這些地緣政治現狀若發生巨變，可能更為動搖全球經濟。



資料來源：彭博財經及瑞聯銀行。

考慮到地緣政治紛爭和緊張局勢可能升級的風險，在投資中國資產時，加入優質股票長短倉對沖基金策略，既

能讓投資者繼續受益於中國長遠的經濟轉型主題，同時保留靈活性積極管理風險（參閱第 23 頁）。

供應鏈回流？

全球大流行一役並引致世界經濟停擺，在打擊貿易時也揭露了生產鏈的脆弱點：工業化國家高度依賴新興國家生產產品，種類包羅萬有，由藥物、醫療設備、汽車零部件、食品、稀土以至科技硬件等。

由此促使部分西方國家政府恢復政策，尋求透過提供補助，鼓勵企業將生產設施回流國內，究竟連串事件會否引發大規模的回流 (reshoring) 活動呢？

當中美兩國在 2018 年開打貿易戰，導致貿易限制和壁壘重現，跨國公司也開始調遷生產線。

據最近一項研究顯示¹，中國在美國進口製品總量中的佔比在 2018 及 2019 年下跌，並在貿易活動普遍放緩的 2020 年延續跌勢，而部分公司已將在中國的生產程序遷往其他亞洲國家和墨西哥。著名的企業如 Google、Omnidex、微軟、蘋果和 GoPro 已經撤出中國，但選擇落戶於與中國和美國已簽定貿易協議的國家，好能與這兩個主要市場保持緊密聯繫。

事實上，由於中國勞動力工資持續上漲，現時比越南高一倍，較墨西哥也多出三成，因此在貿易戰爆發前，遷移生產基地的活動早已開始。不過，企業若希望把握中國中產階層崛起所帶來的市場增長機會，離開中國便不是容易的抉擇。

此外，將生產活動回流已發展國家也非一蹴而就：研究顯示，這過程涉及大量使用機械人將製程自動化，也需要符合高資格的員工來操作，而獲取合適的技術和高度專門的勞動力，同時重建分包商網絡，亦可能減慢回流過程。

正當等待美國未來的貿易政策更為明確時，相信大型公司將繼續分散生產線，確保供應鏈健全，以及尋求在不同國家發掘機會。因此，相信已發展國家可能只會局部再工業化，而國際公司亦只會有限度地撤出中國。

¹ Kearney 2020 年回流指數：「貿易戰導致回流指數在 2019 年大幅逆轉，成為新冠疫情考驗供應鏈韌性的前兆。」

貴金屬：色彩各異

貴金屬市場的現有趨勢看來將延續至 2021 年：黃金仍將受益於地緣緊張政局等常見因素，白銀也因工業製造活動復甦而獲得支持；反觀白金則在汽車等行業的需求改變和科技演進下而繼續失寵。

黃金 — 保持上揚

引領金價在 2020 年創出歷史新高的多個因素，相信在新一年將繼續發揮力量，使金價有望在 2021 年底上漲至每安士 2,200 美元或以上水平。

金價上漲的軌跡與美國 M2 廣義貨幣供應量增長的長期趨勢相符，而貨幣政策將繼續為金價提供支柱：全球主要央行現時基本上採取負實質利率的政策，並有意維持多年，而央行可能擴大量化寬鬆，將存款利率降低至負數和拍賣負息債券等，這些政策也只會使金價再水漲船高。

投資者仍將
大舉投資於黃金，
但以持有
實物黃金為先。

益。即使在新冠病毒疫苗推出後經濟能夠重啟，相信消費者對黃金的需求也將重燃，特別是在亞洲。

在 2021 年底時的實際金價有可能超越我們預測的目標價，主要由於投資者在大量投資於黃金時，也如 2020 年所見一樣，優先選擇以實物而非金融工具的方式持有黃金，這將繼續為黃金帶來強大的基本需求。

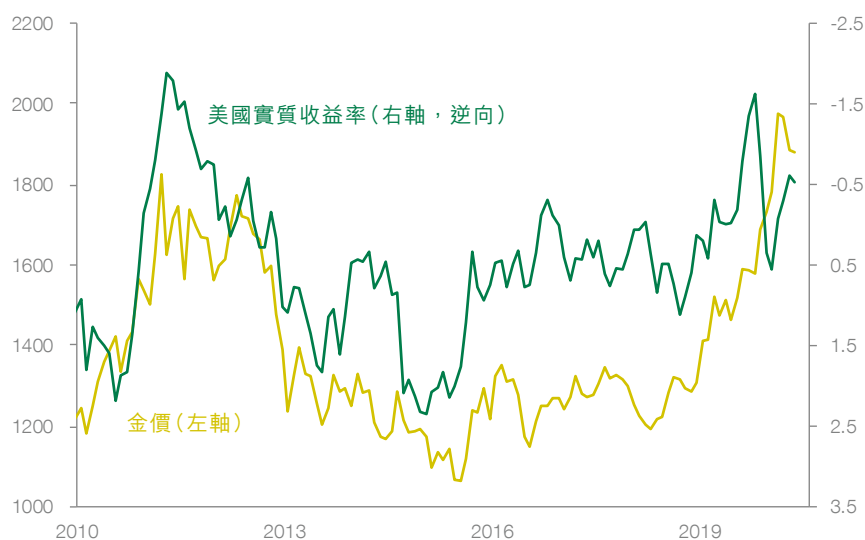
白銀 — 受益於全球經濟增長

白銀在 2021 年顯著跌價的機會不大，但有望在明年底上漲至每安士 32 美元，而實際價格更可能超越這目標價。全球經濟逐步復甦，配合主要經濟體大舉推展環保政策，輔以同樣有利於金價的貨幣供應因素，皆承托銀價的表現。

工業需求自 2020 年 5 月以來已經陸續轉佳，加上新一輪財政政策有望在 2021 年推出所產生的刺激作用，皆有助於促進全球製造業持續復甦，而白銀作為不少工業製程中的元素，自然能夠受惠。

由於白銀是製造太陽能板的主要材料，而多國的刺激方案將側重於發展綠色經濟（參閱第 22 頁），也將在中期為白銀帶來有利因素。此外，金價與銀價比率目前仍然超過 30 年平均值，顯示銀價對比金價的估值仍然偏低。

負實質收益率將刺激金價



資料來源：瑞聯銀行及彭博財經。

白金 — 工業活動縱復甦，但表現仍將落後

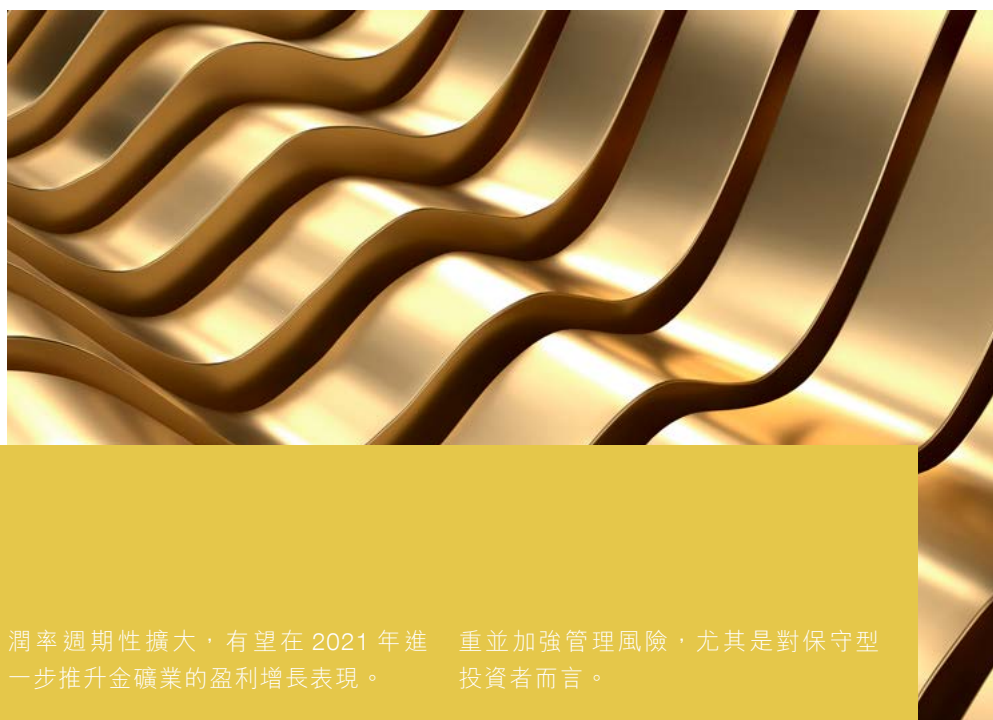
白金是 2020 年表現最差的貴重/工業金屬之一，表現遠遠落後於黃金、白銀和鈀 (Palladium)，除了由於珠寶需求大減外，汽車業所需也放緩，而供應也大幅超過需求，加上柴油車逐步被取締，相信在這些阻力下，白金價格在 2021 年難望顯著上漲。

據世界白金投資協會 (World Platinum Investment Council) 預測，白金在 2020 年約剩餘 247,000 安士，比其

早前的預測多出超過 120,000 安士。雖然疫情使供應量在 2020 年稍為下降，但需求的跌幅更甚。

就需求而言，基於近年白金約有四成的需求來自柴油車，而淘汰柴油車的

長期轉型趨勢將繼續拖累白金價格，雖然若氫燃料電池技術 (hydrogen fuel-cell) 發展更成熟時，或將在長期為白金帶來有利因素，但在短期內卻無法彌補柴油車需求大減所形成的缺口。



坐擁金礦？

貴金屬價格從 2020 年第三季開始出現調整，但我們認為投資者不僅應把握升勢暫止的機會加碼投資於實物貴金屬，也可以將投資範疇擴大至金礦業，相信此產業除了受益於金價上漲外，在 2021 年還有多個推升表現的因素。

與以往的典型黃金牛市期不同，現時能源價格偏低，而各地生產成本以本幣計也下降，已使金礦商生產黃金的成本降低多達 13% 至每安士 900 美元，不到目前黃金現貨價的一半，而獲利能力擴展正是金市自 2020 年 3 月低位以來，牛氣充天的關鍵原因。

再者，多個因疫情而在 2020 年第二季關閉的金礦，到 7 月底至 8 月重新投產，當產量回升配合金價上漲和利

潤率週期性擴大，有望在 2021 年進一步推升金礦業的盈利增長表現。

儘管實物金價現時達到每安士 1,800-1,900 美元的接近歷史高位，但主要金礦商的每股銷售表現卻繼續徘徊於接近 2008-09 年每安士金價低於 1,000 美元的水平。

即使銷售沒有反彈，但利潤率提高已帶動業內的自由現金流增長，讓主要黃金生產商開始派發或增加股息，有望連帶提高股東的總回報。

不過，由於金礦項目投資大且時間長的特性，致使整體金礦業過去在配置資本時，往往因考慮不周及時機欠佳，以致易招摧毀股東價值的惡名，因此選股時務必精挑細選，以質素為

重並加強管理風險，尤其是對保守型投資者而言。

在金礦板塊中，投資者可以考慮透過風險較低的礦權使用費 (royalty) 公司，以把握金礦業的機會。礦權使用費公司在金礦開採前為黃金生產商提供前期融資，以在日後換取一定比例的黃金產量或項目收入，而由於這些公司並非分享黃金生產商的利潤，因此較不受項目或生產商的營運風險所影響。

總的來說，管理完善且業務多元化的大型黃金生產商將比新進業者可取，既讓投資者受益於金價上揚，而其長期優良業績也能夠減低因配置資本決策不周而影響業績的機會。

勇敢新美國

美國總統大選選情出乎意料地激烈，預示著地緣政局可能加快轉變，或將對投資者構成更大的風險。積極管理風險將更形重要，同時將視線由全球趨勢轉移至內部的變革，這將是在新格局中守護和建立財富的要訣。

在 投票日結束後經過幾天的點算，全球對於美國總統選舉終於有結果大概舒一口氣。民主黨的拜登當選新一任美國總統入主白宮，而特朗普政府的任期將於2021年1月20日屆滿。可是，這次選舉選情的激烈程度，以至參議院控制權要容後才有分曉，皆說明了美國的民情已經出現巨變，且將影響全球和投資者。

回想在2016年美國第45屆總統選舉舉行之際，正值民粹主義浪潮高漲之時。除了英國公投通過脫離歐盟外，意大利五星運動黨崛起，而民粹候選人也在奧地利和菲律賓的選舉中勝出等。不過，後來法國極右翼候選人瑪麗娜·勒龐 (Marine Le Pen) 在2017年法國總統選舉中敗給親歐派，而在2019年舉行歐洲議會選舉中，民粹派議席數目也只有少量增長，因此若投資者以為，美國在當年也只不過是暫時趕上全球民粹運動的浪峰亦無可厚非。

不過，2020年的美國總統選舉已使投資者再沒有錯覺的餘地。兩位候選人不僅爭持至最後一刻，民意調查的誤差比特朗普在2016年勝出時更高，而相比當年再有更多美國人投票支持

特朗普，這說明了美國中間派基礎已經受到挑戰，或是在美國主要盟友的眼中，可能已經無可挽回地瓦解。

其實，特朗普的四年任期已為美國與歐洲和亞洲的雙邊關係激起波瀾，而即使較溫和的拜登接任第46屆總統，也未必足以修補互信關係，重建美國是「可靠夥伴」的信心¹。

無疑，拜登政府將尋求將其前任在國內外所作的決定「撥亂反正」，這也許包括重新加入應對氣候變化的《巴黎協定》、伊朗核協議和世界衛生組織等，但這位新總統當選人與現任總統的支持度不相上下，難免使美國的国际盟友關注，民粹主義在美國可能並非只是曇花一現。

在美中和美歐關係這兩條主軸上，在過去四年不斷累積的疑慮已使相關國家加強保護自身的利益。作為全球人口最多的中國，在其最近公布的《第十四個五年規劃建議》中，似乎選擇了「自立自強」的發展路徑。基於拜登可能避免如特朗普般對中國施加科技產品禁售，甚至是阻止中國涉足美國資本市場，相信中國將有機會修復在2018-19年中美貿易戰中所暴露的脆弱點。

特朗普所得票數



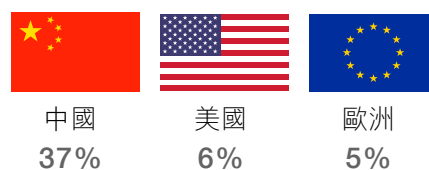
資料來源：美聯社

民調低估 特朗普票數的誤差



資料來源：美聯社及瑞聯銀行。

在當前危機之後， 哪一國的實力更強？



資料來源：澳洲洛伊國際政策研究所 (Lowy Institute)。

至於歐洲，在這個歐洲更緊密的漫長實驗中，對話是推展下一輪改革的方式，就像本次全球大流行為歐盟走向財政政策整合搭建了台階一樣。不過，基於歐洲決策過程較慢，也十分依賴全球貿易，致使歐洲難以跟隨中國的步伐。反而，隨著歐洲開始建立歐洲大陸整體的政治議程，歐洲與美國的關係較可能在二次大戰時沿襲至今的基礎上，逐步朝著較平衡且較獨立於美國的方向轉型。固然，中國在過程中必然為其自身利益尋求發揮正面或負面的影響力。

儘管已發展市場的貨幣政策已經靠攏，但由於各地市場未來將日加由內部主導，而減少以美國主導的財政政策和政治考慮為先，致使我們傳統以來分析世界的視角也應與時俱進。此外，基於西方經濟體目前普遍採取零利率政策，這意味著各國各自發生政

策失誤的可能性將比以往的週期為多，所造成的後果也可能較嚴重。

事實上，美國新總統這次只能算是小勝，而參議院改選也是勢均力敵，已增加了美國陷入財政癱瘓年代的風險，步歐洲在環球金融危機期間的後塵。不過，若全球經濟再發生如 2020 年 3 月般的新危機，而如今美國聯儲局的政策彈藥已用了不少，那麼在財政行動之外便可能需要實施更極端的貨幣政策。

由於未來的美國政策將不能再如過去幾十年般，猶如發揮隱含認沽期權 ('put option') 的抗跌作用，保護投資者在發生政策失誤時免受影響，因此在這個全新的多極向世界中，積極管理風險必不可少（參閱第 23 頁）。與此同時，以往

世界經濟全球化驅使投資者不會偏重於所在市場，但基於由美國總統特朗普所促成，並在總統當選人拜登治下可能加快的本土趨勢，正開始重塑全球經濟和地緣政治關係，故此在這個新格局中，投資者也需要將焦點放回本地，才能把握箇中的機會。

¹ 德國總理默克爾在 2017 年 5 月舉行的 G7 峰會上表示：「近日 [的發展] 讓我明白到，以往我們唇齒相依的關係，在一定程度上已成過去。」

這次選舉
爭持至最後一刻，
意味著美國中間派的
基礎已受到挑戰。



加大力度應對氣候變化

氣候變化在 2021 年將登上前台 — 為應對這個正在逐步進逼全球經濟的巨大挑戰，歐洲已經推出強而有力的政策，全球碳排放量最大的中國也定出進取目標，至於碳排放量居世界第二的美國也可望加入行列。

歐洲委員會提出到 2030 年，將歐盟整體的溫室氣體淨排放量削減至少 55%；至於中國也提出爭取於 2060 年前實現碳中和 (carbon neutral) 的進取目標。由於中國正就第十四個五年規劃提出建議，預期到 2021 年 3 月定案時，將為未來五年制定更具體的減排行動。

儘管美國至今的減排進展乏善足陳，但當拜登入主白宮，而民主黨能夠在 2021 年 1 月佐治亞州參議院改選第二輪投票中取得參議院控制權，相信美國也有望加入歐洲和中國的行列。

在這個由依賴化石燃料轉型至依賴可再生能源的漫長週期中，相信全球正處於分界的關口，而歐盟通過的可持續金融分類系統 (sustainable finance taxonomy)，另加中國的五年規劃藍圖，將為這場變革大潮提供強大催化作用。

就如過去由桌上電腦發展至流動裝置，以至由實體商店轉型至線上購物一樣，投資者可以預期這次由化石燃料轉型至可再生能源的過程，也將成為未來幾十年的另一巨大洪流。不過，借鏡電腦運算和零售業的發展在二十一世紀廣泛革新經濟活動的經驗，這次為應對氣候變化的能源轉型期也將是一浪接一浪。

綠色能源類股在 2020 年上揚，說明了市場在為資產定價時已經考慮到能源轉型進程將加快的因素。雖然歐洲、中國的舉措以至美國可能加入行

列，確實有望推進能源轉型的時間表，惟投資者應提防在漫長的週期中，這些資產的優異表現偶爾也可能且走且停。然而，誠如在零售和流動通訊的轉型發展中所見，投資者應視這些間歇期為加碼投資的機會。

參考過去的進程，從事傳統行業且無法與時俱進的公司難免面對挑戰，甚至最終被淘汰；反觀迅速適應新環境的公司將為投資者創造機會，尤其是在碳密集行業例如發電、重型製造業和交通運輸等，因此透過主動選股分辨良莠至關重要。

目前顯而易見的受惠板塊包括風能、太陽能、水力或其他另類能源，以及電動車等交通工具，但還有大量新機會接踵而來，例如新農作物種植方式

面世以至提倡降低食物價值鏈的碳足跡等發展，正在改變農業的面貌，而與氣候變化相關的其他主題包括生物多樣性 (biodiversity)、材料匱乏、維護生態系統健康、可持續社區和基本需要等，也將為投資者帶來長週期的投資機遇。

獲取投資回報和造福社會確實能夠相輔相成，透過投資於促進全球轉型至更具抗禦力的經濟形態，以在 2050 年實現淨零碳排放的企業，便能夠創造互利共贏。

全球由
依賴化石燃料
轉型至
依賴可再生能源的
進程已經
來到了關口。



主動出擊管理風險

誠如在 2020 年一樣，投資者在 2021 年積極管理風險不可或缺，尤其是當美國和歐洲政府債券已不能再如以往般，發揮抵禦風險的作用，而歐元計價投資者在無風險的德國國債孳息率下跌至 1% 以下，以及美國國債孳息率在 2020 年大跌後的經驗，值得借鏡。

在以往股市下跌 10% 或更多時，孳息率處於 1% 以上的德國國債，皆能夠抵銷股市跌市影響多達 25% - 30%。可是，當孳息率下跌至 1% 以下且甚至在未落入負值之前，德國國債已無法有效抵銷股市波動的影響，而如今孳息率低於 1% 的美國國庫債券情況也一樣，從其在 2020 年 9 月全球股市調整時的表現便可見一斑。

在這情況下，投資者便應在傳統的純長倉股票和固定收益投資組合中，加入另類資產例如對沖基金、結構性產品、期權和期貨等，從而提高投資組合的「不對稱」特性（asymmetric, 即在升市時鎖定升值潛力，在跌市時減低跌幅）。

由於傳統資產類別可能出現不利於投資者的走勢，我們因此運用對沖基金以重塑這些資產的風險 - 回報概況。舉例說，部分企業債券的發債公司在本次疫情中的抗逆力較低，因而為信用債長/短倉對沖基金創造了巨大機會，可以利用不同發債公司的表現差異以獲利。

同樣地，新興市場股票長/短倉策略也讓投資者在受益於亞洲長週期的消費主題時，也減低受此類資產固有的波動性所影響。

至於結構性產品亦為投資組合帶來具不對稱特性的表現，讓投資者能夠實



藉著減緩投資風險，
我們便能夠
在全球邁向
新經濟的道路上，
把握所湧現的
變革主題。

能夠高效和具效益地對沖投資組合的下行風險，同時讓我們在控制風險下繼續參與市場的上行機會。

踐對於相關資產的展望，並減低承受這些資產的回撤風險，尤其是在市場走勢轉向時。我們在 2020 年運用結構性產品顯著緩衝市場大跌的影響，對投資組合的表現貢獻良多。

此外，我們也偶爾搭配期貨和期權策略，這些操作在 2020 年挑戰重重的環境中發揮了關鍵作用，其中認沽期權策略在 2020 年內的多個考驗期，

展望 2021 年，前路仍然風險處處。金融市場繼續充斥不確定性，在極端的貨幣和財政政策之外，還有各類與政治和疫情相關的尾部風險若隱若現。透過積極管理風險，我們將部分這些風險控制在股掌之間，這對我們眾多重視保本的客戶來說至為關鍵。更重要是，藉著減緩這些風險，我們更有能力在市場跌宕起伏時捕捉隨之而來的機遇，並在全球經濟邁向勇敢新世界的進程中，把握所湧現的多样化長線變革主題。



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 年加入瑞聯銀行，當時擔任資產管理部主管。Michaël 於財富及資產管理界擁有超過 20 年經驗，在加盟前為法國農業信貸銀行集團 (Crédit Agricole Group) 旗下的東方匯理財富管理 (Indosuez Wealth Management) 的全球資產管理主管，專責為私人銀行和超高淨值客戶開發一系列 UCITS 基金，也建立多個專注於

亞洲和拉丁美洲的投資方案，而 Michaël 此前則為投資主管及風險和量化投資組合管理主管。Michaël 過去曾分別效力於 Banque Martin Maurel 及法國滙豐（在收購法國商業銀行 CCF 之前），均出任投資組合經理。Michaël 獲法國 University of Aix-en-Provence 授予財務碩士學位 (DESS) 及銀行與財務碩士學位 (DEA)。



NORMAN VILLAMIN

財富管理首席投資總監

Norman Villamin 於 2015 年 11 月加入瑞聯銀行，擔任蘇黎世的投資服務部主管兼財資與交易部主管，並於 2016 年獲委任為財富管理首席投資總監。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、滙豐亞太區研究主管，以及摩根士丹利亞太區策略主管，曾駐香港及新加坡。Norman 獲美國密歇根大學 (University of Michigan) 授予工商管理學士學位，以及獲芝加哥大學 (University of Chicago) 授予工商管理碩士學位。



PATRICE GAUTRY

首席經濟師

Patrice Gautry 於 2000 年 2 月加入瑞聯銀行，駐於日內瓦，出任本行經濟及主題研究部主管。此前，他曾於 1991 年至 1999 年間在巴黎效力於滙豐集團，擔任機構資產管理部的經濟及投資策略主管。1988 年至 1991 年，他服務於 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 授予經濟研究碩士學位 (Diplôme d'Etudes Approfondies)，主修外匯、金融及銀行。



PETER KINSELLA

全球外匯策略主管

Peter Kinsella 於 2018 年 11 月加入瑞聯銀行，在財富管理和投資銀行業擁有逾 14 年的豐富經驗。Peter 在加盟前為德國商業銀行 (Commerzbank) 的新興市場研究主管，管理涵蓋所有主要新興市場經濟體（俄羅斯／獨聯體、歐非中東、中國和拉丁美洲）的國際團隊，而在此前則擔任 Pioneer Investments/

Amundi 的外匯和衍生工具交易員，因此精於各類先進外匯對沖和風險管理技巧。Peter 持有雙碩士學位，包括由英國倫敦政治經濟學院 (London School of Economics) 授予的經濟學碩士學位，以及由意大利博洛尼亞大學 (University of Bologna) 授予的法律和經濟學碩士學位。

責任聲明

本文件是一份營銷傳播材料，其中包含關於金融服務和／或金融工具的一般信息，反映了瑞聯銀行(Union Bancaire Privée, UBP SA) 和／或瑞聯銀行集團任何實體（以下稱為「瑞聯銀行」）截至發佈日期的獨家意見。其中可能包含一般性建議，但在任何作出要約或招攬將不獲得批准的司法管轄區內，或是對於任何獲得要約或招攬將屬違法的人士而言，本文件並不構成買進、申購或賣出任何貨幣、產品或金融工具、進行任何投資或參與任何特定交易策略的要約或招攬。本文件僅為探討之目的提供概括信息，旨在確定客戶的意向。它不取代發售章程或有關任何特定金融工具的任何其他法律文件，此類文件可向瑞聯銀行或相關基金註冊辦公室（如適用）免費索取。本文件中的意見未考慮具體客戶的具體情形、目標或需求。

在本文件中，瑞聯銀行未就所述金融工具或服務的適合性或適當性或其未來表現向任何具體客戶作出任何陳述。如客戶希望獲得有關任何具體金融工具的更多信息，可向瑞聯銀行和／或其客戶經理索取。若考慮作出投資，投資者在作出投資決定之前將另行及時獲得提供每項金融工具的相關風險信息。在任何情況下，客戶必須就本協議所述的任何證券或金融工具以及任何投資的優點或適合性做出獨立決定。在進行任何交易之前，客戶應當仔細閱讀發售章程或其他法律文件中所述的風險警示和條例，且必須向其金融、法律、會計和稅務顧問尋求有關其投資目標、財務狀況和具體需求的專業建議。

因此，本通用信息並非不偏不倚地獨立於瑞聯銀行或關聯方的自有利益，這可能與客戶的利益構成衝突。瑞聯銀行制定了監管利益衝突的政策。

本文件中提到的投資可能會面臨難以量化以及難以納入投資估值考量的風險。一般而言，高風險產品，如衍生產品、結構性產品或另類／非傳統投資（如對沖基金、私募股權、房地產基金等），只適合於能夠理解並承擔相關風險的客戶。任何資本投資的價值都承受風險，且可能損失部分或全部原始資本。投資受貨幣波動影響，價值可能升高，也可能降低。匯率波動會導致客戶回報和／或投資組合價值升高或降低。如果金融工具或金融工具的基礎投資採用的計價貨幣並非客戶投資組合的參考貨幣或其居住國的貨幣，則客戶可能承受外匯風險。關於更多風險信息，請參閱《某些金融操作的特徵和風險》手冊。

本文件中的信息並非瑞士銀行業協會《金融研究獨立性指令》定義範疇內的財務分析結果，也非根據歐盟《金融工具市場指令》(MiFID)條文所進行的獨立投資研究結果。原則上，歐盟條例對與歐盟之外的瑞聯銀行實體建立的關係無管轄權，包括但不限於位於瑞士(受瑞士法律和法規管轄)、香港及新加坡的瑞聯銀行，以及位於迪拜的子公司。

瑞聯銀行付出了合理努力確保本文件內容依據來源可靠的客觀信息及數據。但是，瑞聯銀行無法保證銀行誠信收集的信息是準確和全面的。在本文件發佈之時，相關情況可能會變化並影響已收集的數據以及已發表的意見。因此，本文件內的信息會隨時變化，恕不提前通知。瑞聯銀行不對本文件中的任何信息、預測或意見作出任何明示或暗示的陳述、保證和承諾，也不對文件中的任何錯誤、遺漏或失實陳述承擔任何責任。瑞聯銀行不承諾在本文件公佈後進行更新或糾正可能出現的任何不準確之處。

本文件可能涉及金融工具的以往業績。以往業績不能指示當前或未來的業績。金融工具的價值可能上漲，也可能降低。除以往業績和歷史事實陳述之外，本文件中的所有陳述均為「前瞻性陳述」。前瞻性陳述不能保證未來的業績。本文件中的金融推測不代表預測或預算，純粹為根據一系列未必實現的現有預期和假設而作出的說明性示例。金融工具的實際表現、業績、市場價值和前景可能與本文件的前瞻性陳述明示或暗示的情況大不相同。預計或目標回報本質上會受不利於表現的經濟、市場和其他重大不確定因素所影響。瑞聯銀行亦無任何義務基於新信息、未來事件或其他情形更新前瞻性陳述。

本文件中的業績數據均未考慮對發行和贖回證券收取的費用、佣金和支出或任何其他費用以及可能徵收的任何稅款。投資的稅務處理取決於客戶的具體情

形，且未來可能發生變化。本文件未包含瑞聯銀行提供的任何稅務建議，也不一定反映客戶的具體情形。

本文件為機密文件，僅供接收方使用。不得整體或部分複製本文件。瑞聯銀行明確禁止在未取得其書面許可的情況下整體或部分重新分發本文件，並對第三方採取的此類行動不承擔任何責任。本文件不在美國或限制瑞聯銀行分發的管轄區內分發，也不分發給美國人士。

瑞聯銀行在瑞士由瑞士金融市場監管局（FINMA）授權並受其監管。

英國：瑞聯銀行在英國獲審慎監管局認可，並受金融行為監管局(FCA)規管及受審慎監管局的有限度規管(PRA)。

迪拜：本市場推廣材料由Union Bancaire Privée (Middle East) Limited發出，該公司受迪拜金融服務管理局(Dubai Financial Services Authority, DFSA)規管。本材料僅供專業客戶及／或市場交易對手方使用，其他人士不得據此作出行動。有關本材料的金融產品或服務，僅向符合專業客戶及／或市場交易對手方規定的客戶提供。本資料僅提供作參考用途。本資料不應被詮釋為在任何司法管轄區內買進或賣出任何金融工具或參與任何特定交易策略的要約或要約的招攬。

香港：瑞聯銀行是受香港金融管理局(HKMA)監管的持牌銀行，以及受證券及期貨事務監察委員會(SFC)監管的註冊機構，在香港僅限於從事第1類、第4類和第9類業務活動。瑞聯銀行只可通過文件方式在香港發售或出售證券，且(i)對象為《證券及期貨條例》(香港法例第571章)及任何據此所訂的規則涵義內的「專業投資者」；或(ii)在任何情況下有關文件為《公司條例》(香港法例第32章)涵義內所界定的「發售章程」或構成該條例涵義內的公眾發售。除非獲香港法例允許，任何人士不得在香港或其他地方發佈或持有用作發佈與該等證券有關而對象為香港公眾，或很可能為香港公眾獲得或閱讀的廣告、邀請或文件，除非有關證券僅擬售予香港以外的人士，或是為《證券及期貨條例》涵義內的「專業投資者」。

新加坡：瑞聯銀行是受新加坡金融管理局(MAS)規管的銀行，也為根據《財務顧問法》(Financial Advisers Act) (新加坡法例第110章) 的獲豁免財務顧問，可從事若干財務諮詢服務，且根據《證券及期貨法》(Securities and Futures Act, SFA) (新加坡法例第289章) 第99(1)節獲得豁免，可進行若干受規管的活動。本文件未有在MAS註冊為發售章程，相應地本文件及有關通用建議的任何其他文件或材料，均不得直接或間接地向新加坡人士傳播或分發，除非(i)對象為新加坡SFA第274節項下的機構投資者；(ii)根據SFA第275節指定的條件，對象為SFA第275(1)節項下的相關人員，或第275(1A)節項下的任何人士；或(iii)根據SFA的條件或其任何其他適用條文的其他情況。本廣告未經新加坡金融管理局審核。

盧森堡：瑞聯銀行獲得盧森堡金融業監管委員會(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)註冊。

意大利：Union Bancaire Privée (Europe) S.A.，Succursale di Milano根據由其母公司Union Bancaire Privée (Europe) S.A.所持有的歐盟自由經營護照(European passport)而於意大利運營，該經營護照通行整個歐盟，因此此分行獲認可在意大利提供和從事其母公司Union Bancaire Privée (Europe) S.A.已於盧森堡獲得認可的服務和業務，而母公司則受盧森堡金融業監管委員會(Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF)規管。

摩納哥：本文件無意構成摩納哥親王國的法律之下的公眾發售或可相作比擬的招攬，但可提供予瑞聯銀行摩納哥分行的客戶作參考用途，該行的銀行活動受Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)規管，而金融服務則受Commission de Contrôle des Activités Financières監督。

©瑞聯銀行2020。保留所有權利。

注意：此乃中文譯本，僅供參考。中英文本如有歧異，應以英文本為準。

2020年11月

圖片來自：©Gettyimages.com, ©iStockphoto.com, 瑞聯銀行

更多見解
更多靈感
UBP.COM

更多《2021年投資
展望》的精彩內容

請到訪 ubp.com/en/outlook2021



下載瑞聯銀行的
最新通訊

請到訪 ubp.com/en/newsletter



掃描二維碼關注
瑞聯銀行微信公眾號

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
瑞聯銀行是於瑞士日內瓦註冊成立的有限責任公司。

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



關注我們