



2020年投资展望

全球经济 抉择之路



UNION BANCAIRE PRIVÉE
瑞联银行

尊敬的读者：



MICHAËL LOK

集团首席投资总监及
资产管理部联席行政总裁

2018年四季度大跌接近两成之后，美联储暂停加息，刺激全球股市在2019年初强劲反弹，而美国货币政策在此后也踏上宽松之路。

一如我们所料，全球经济在2019年分途而进，美国经济继续展现韧力，反观其他主要经济体则每况愈下，在年底时濒临衰退边缘。贸易矛盾如预期般加剧，由此而形成的种种不确定性，在过去一年压抑全球的增长预期，并迫使世界多国央行以宽松货币政策应对，导致债券收益率持续下跌，部分国债更创历史新高。不过，即使经济前景未明、企业调降盈利预期，均未有阻碍股市涨势，而股票在2019年的表现也如我们预测般优于债券。

通过运用结构性产品和对冲基金，我们加强了所有投资组合的风险管理，此策略在2019年报捷，尤其是当各类资产的波动性比我们的审慎预测还要大时。投资主题方面，我们继续得益于放眼长远趋势，也适时走在新兴领域创效投资浪潮的前列。

展望新一年，相信至少在全球政府开始扩大财政开支，以减低对货币政策的依赖之前，主要央行将继续以稳定全球信贷市场为本，但在新开支计划未实施前的空白期，市场将更为波动，特别是在2020年初。当财政刺激经济政策陆续开展，且欧洲大陆有望率先上路，债券投资者所承受的风险或将上升。在债券投资组合中，投资者应采取著重管理风险的保本策略，而非如近年般致力于寻求收益。此外，基于政府债券收益率已接近历史低位，投资者在新一年也应扩大投资领域，更广泛分散投资于「避险型」资产，包括黄金和避险货币。

股票方面，我们预期央行宽松货币政策和扩张资产负债表的行动，有望限制股市的弱势，因此在财政措施于2020年后期更大力推行前，投资者应继续运用多空头对冲基金，作为在来年加强管理股票风险的主要工具。此外，社会责任投资在新一年将持续在全球遍地开花，而创效投资自2019年起席卷发达市场之后，也有望在迈进另一个十年时于新兴市场植根。至于涵盖面更广泛的环境、社会和治理（ESG）投资亦会更受注视，让投资者所构建的投资组合既能实现投资目标，也符合个人价值观。

我们在下文将深入探讨上述的各项课题。一如既往，我们期望与您并肩而行，助您建立能够达到预期和满足所需的投资方案。

A handwritten signature in black ink, appearing to read "MICHAËL LOK". The signature is fluid and stylized, with a prominent 'M' and 'L'.

目录



全球经济转型中：
由货币政策过渡至
财政政策

经济展望

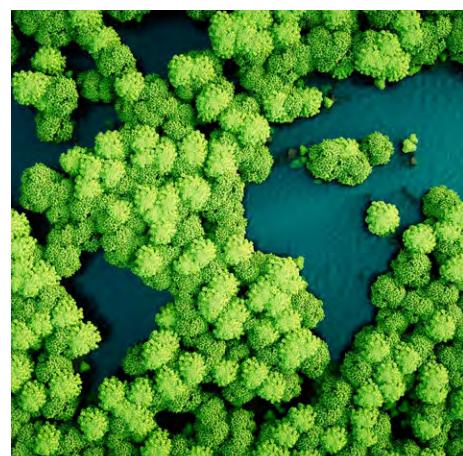
6

在全球经济抉择的
路上投资

资产配置

10





全球经济转型中： 由货币政策过渡至 财政政策

2020年有望成为政府与央行协力通过财政政策和货币政策，相辅相成地管理经济周期的时机。

全球经济增长在2018年中期触顶，此后在各地区逐步放缓。多国政府现正寻求采取多样化经济政策以刺激增长，或者至少希望减缓中美贸易战所带来的最坏影响。

贸易战和汇率战迭加科技龙头地位之争，已压抑商业信心和投资。美国明年的总统选举、英国脱离欧盟的细节条款和欧洲大陆国家的多场选举也存在不确定性，致使政治风险持续高温，不但令市场一直弥漫不安氛围，前景能见度低也可能影响企业在明年聘用人工的决定和消费者信心。

展望2020年，最重要是在2019年后期所见的经济放缓不会演变成衰退，而是如2015年至2017年般先回稳后反弹。金融市场和经济主体（economic agent，即影响经济的个人或机构）均指望掌管经济政策的机关尤其是央行，能够承托商业周期和消除经济陷入广泛衰退的威胁，而主要央行在2019年也顺应形势调整策略，不但不再加息，还恢复宽松货币政策，包括降息和为实体经济注入流动性。

当前高度宽松的货币政策环境有望延续至2020年，预期央行在未来几季将

进一步降息。此外，近期偶发的流动性不足情况，凸显资金未能顺畅地在经济和财务管道之间流动，因此相信央行也将采取措施确保市场流动性充裕。

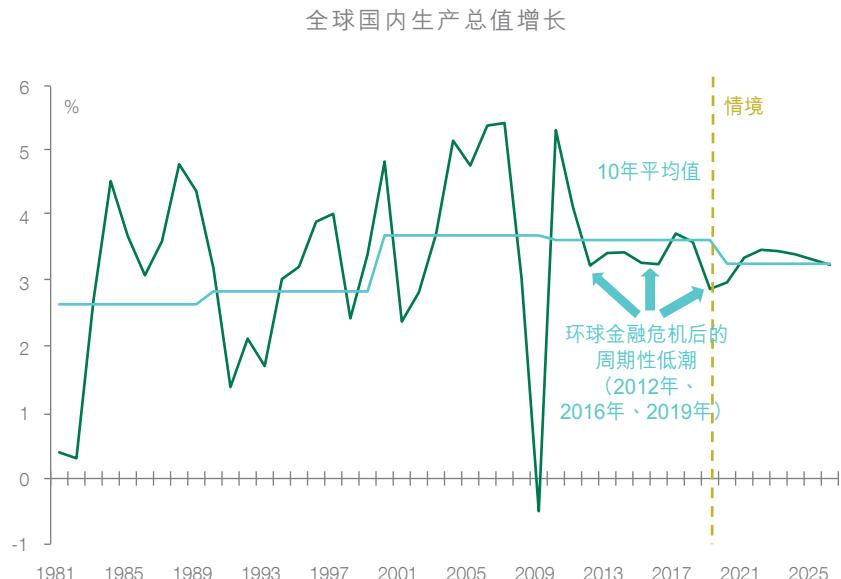
多国政府正寻求 采取多样化经济 政策以刺激增长

基于目前全球有大量国债的收益率处于负值，现时的状况与2008年金融危机存在根本上的分别。当年央行的应

急行动是为了协助货币市场重新运作并恢复信贷供应，反观现今市场并无太大的运行问题，但更重要是确保近期调整货币政策的效益，能够传导至实体经济。

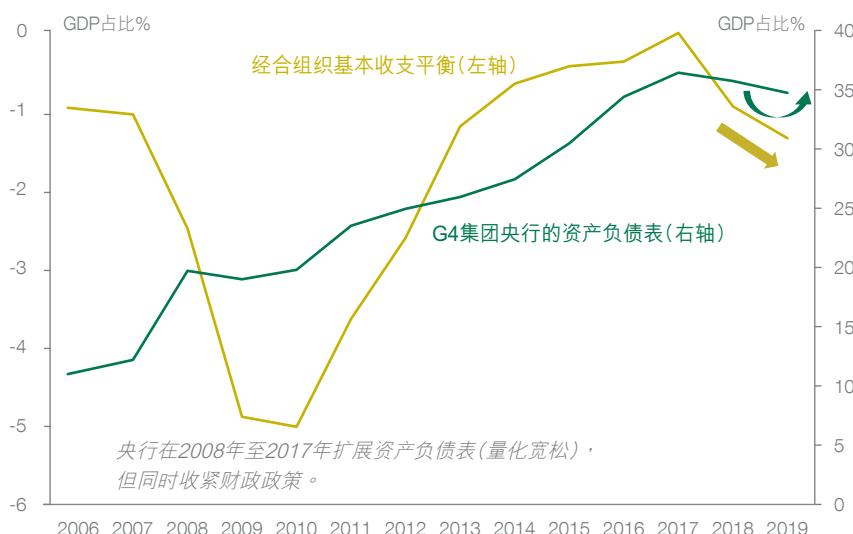
虽然货币政策能够承托金融资产的价格，但除了房地产业之外，货币政策传导机制对实体经济能产生的效益仍然有限，以致过去十年的货币刺激措施正呈现局限。

此外，低利率以至部分地区的负利率政策，已损害商业银行的获利能力，并为央行未来再大幅降息添加掣肘。就算全球规模最大的两个经济体还有降息的空间，但同样的货币政策已不



资料来源：国际货币基金组织、瑞联银行经济和主题研究部

全球货币政策和财政预算



资料来源：经合组织、央行和瑞联银行

能再产生2008年至2009年所见的成效，因此需要调整政策以延长全球经济周期。

重整全盘施政将为经济政策翻开新篇章，在货币政策维持宽松时，财政政策将担当更重要的角色。现时有三项因素有利当局另觅新策略，包括利率将长时间维持于低位、财政政策仍然

偏紧而经济增速减慢，以及利率偏低已降低政府偿还债务的成本。

故此，在货币政策持续宽松的护航下，政府有机会通过扩大开支以振兴经济，但与2009年时G20集团协调刺激措施不同，相信各地政府这次将根据国情「各自为政」，因此预期国与国之间在刺激经济的规模、定向扶持的行业和实行的时间均不一样。

寄望政府推出财政政策的金融市场，必须意识到各地政客的时间表不尽相同，若与市场预期不符便容易招致失望。

碍于部分国家即将举行大选，而就算已上台的联合政府也未必团结，难以作出重大的决策，意味著各国的财政政策在2020年只会按各自的步伐陆续推展。

在货币政策持续宽松的护航下， 政府有机会通过 扩大开支以振兴经济



由于低利率能够使部分国家的偿债成本减少多达国内生产总值(GDP)的1%，将能额外提振GDP增长0.5%至1%，可见政府确有扩大开支的空间。

扩大公共开支有必要成为一项长期趋势，而非短线的刺激经济措施

在欧洲，德国调整政策的空间最大，今年原定以平衡预算为目标，最终却可能录得相当于GDP约1.5%的盈余。

不过，推行新政现时真正欠缺的并非财政空间，而是政治意愿和对政策迫切性的意识。以美国为例，两大政党的争拗已使国会无法进一步为中产阶级减税。

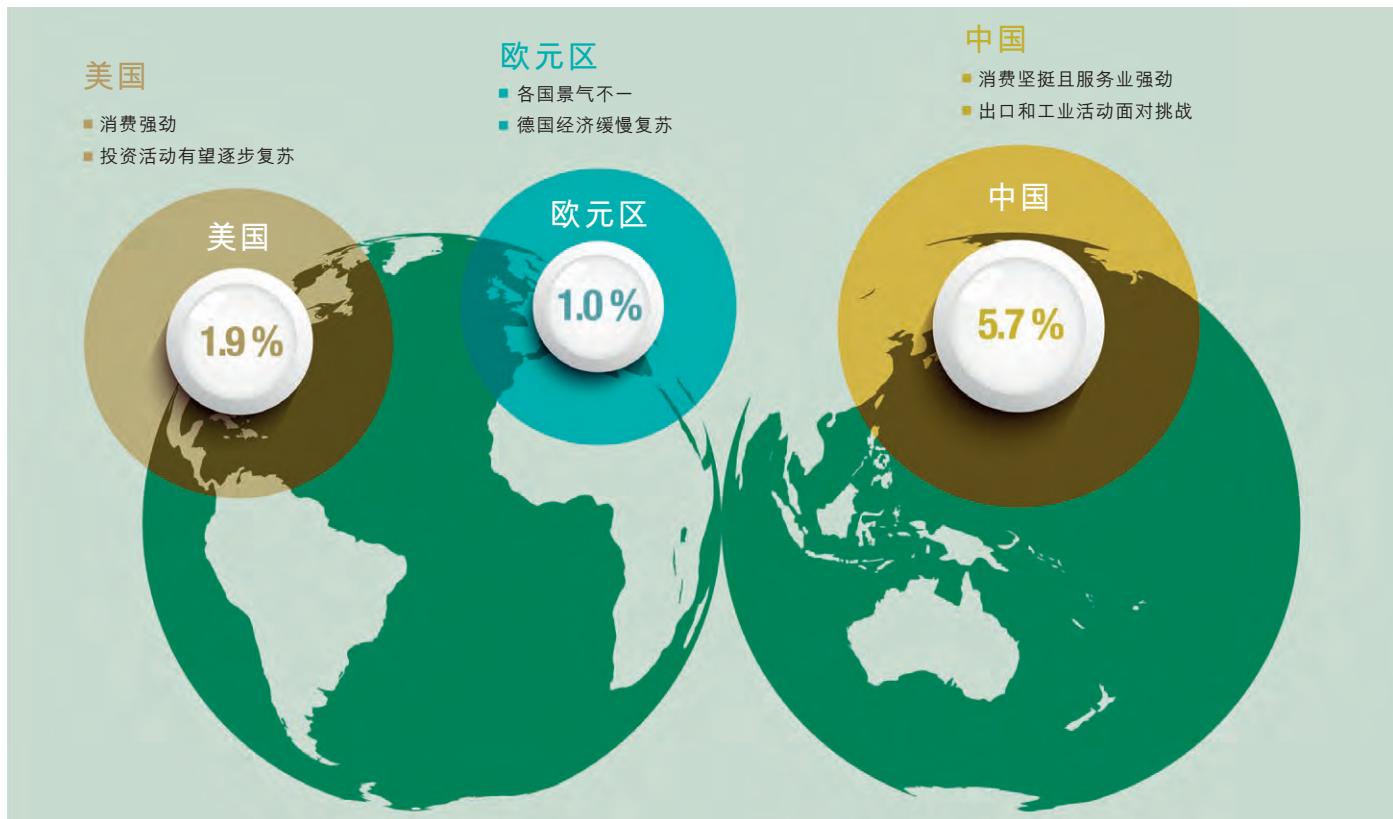
除了调整预算案，部分国家也可能采取其他刺激经济措施。美国计划推展总值2万亿美元的基础设施建设计划(虽然至今进展不多)，德国则已推出应对气候变化的计划，对经济将产生一定程度的效益。至于欧洲，外界寄

望新一届欧盟委员会能够善用欧元区的资源和财力，更致力刺激经济。

因此，我们预期各国的财政刺激政策在长远将会陆续上马，而不会是一次性的大刀阔斧行动，如此将使美国经济增速在新一年维持于约2%的趋势水平，日本和欧洲国家则接近各自的潜在增长率，介乎0.5%至1.5%。

在这情况下，若贸易紧张关系缓和，而投资活动普遍回升，配合服务业和消费活动转强为推动增长的主力，那么全球经济有望摆脱2019年后期由制造业引发的不景气，并在明年迎来新气象。

2020年经济温和增长



资料来源：瑞联银行经济及主题研究部

万一事与愿违，2020年经济只会低增长，预测美国约增长1.5%，欧洲则勉强只有1%。

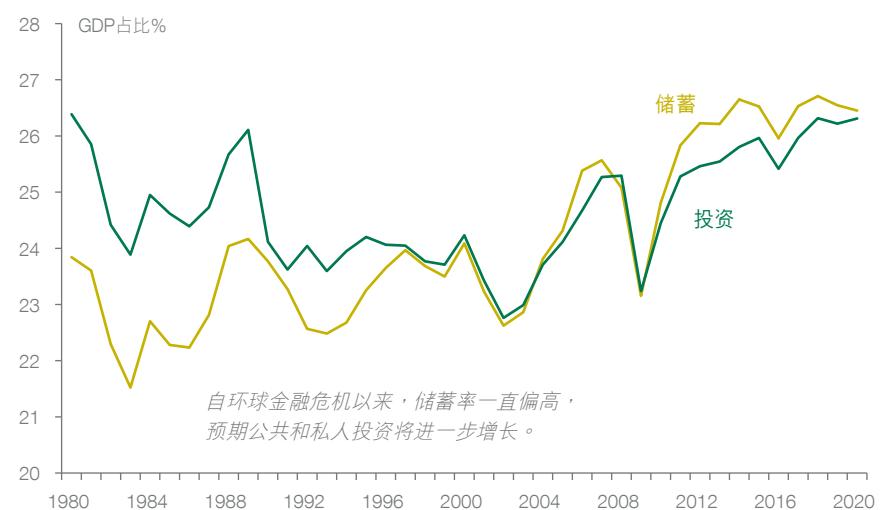
中国和其他亚洲国家在2019年已经推出宽松货币和财政政策，双管齐下以抵消全球贸易活动收缩的影响。碍于这些措施大多针对特定行业，需要较长时间才能稳定整体经济，因此预期中国2020年经济增长将「穿六」，介乎5.5%至5.9%。

不过，各国在来年除了争取保障就业和巩固消费外，还需要应对劳动力老化的问题，这因素可能自2025年起开始拖慢中国等国家的潜在增长。为了防范经济增速在中期停滞于半温不热的水平，这些国家有必要增加投资于基建、研发和劳动力培训。若连同预期在2020年推出的财政刺激计划，那么扩大公用开支便会成为一项长期趋势，而不是只为提高实质收入的极短线措施。若能成事，由于经济将相应地加快增长，相信扩大开支只会稍为结构性地提高公共债务水平。

故此，正当货币政策维持宽松，配合财政政策陆续上马，可望扭转全球经济自2018年后期以来的放缓格局，而定向地扩大公共开支和推出公营项目，将能缓和生产力增长疲弱和劳动力萎缩的影响。这些困扰发达国家增长潜力的长期负面因素，如今也开始拖累部分新兴市场。



全球储蓄和投资



资料来源：国际货币基金组织和瑞联银行

在全球经济 抉择的路上投资

当振兴经济的主力在2020年逐步由货币政策转移至财政政策，股票可望受惠，全球债券收益率则维持于极低位，美元强势接近告终，而外汇将带来管理风险和提振总回报的机会。

全球决策机关已著手调整政策，从而减慢在2019年大部分时间所见的经济放缓步伐。纵然货币政策能够发挥助力，但财政政策才是促进经济广泛增长的动力。不过，这个转型过程尚在初始阶段，一旦如前文所述，新的扩大财政开支计划姗姗来迟，而货币政策对全球经济的额外支持又到了极限，便会带来风险。

因此，投资者在2020年的投资定位，应重新偏向于股票，同时积极管理全球债券资产的利率风险。我们相信，已于2019年推展的刺激措施，对全球经济发挥的提振作用，应能支持投资者调整布局，但无疑战略性地管理在过程中所衍生的风险则举足轻重。

全球债券收益率在2019年大跌，为固定收益投资者带来佳绩，但踏入2020年的投资操作有必要更著重于管理风险（参阅第16页）。幸而美联储和欧洲央行恢复宽松货币政策和扩大资产负债表，应能限制信贷息差的扩宽幅度，以免全球经济初现的复苏过程偏离轨道，惟债券市场自2019年起出现的波动将加剧（参阅图表）。

展望2020年，基于欧美央行均致力稳定金融状况，特别是两地的信贷市场，因此就算市场更趋反覆，以持有至到期的方式投资企业信贷资产将是可取的策略，但同时有必要降低利率风险，尤其是当财政开支一如预期在来年逐步扩大时。

至于新兴市场债券在全球宏观环境转佳下也有望得益，惟区内的短期和非系统性风险会比欧美信贷市场为大，

**2020 年的投资
定位应重新偏向于
股票，同时积极
管理全球债券
资产的利率风险**



特别是各国债券没有如欧美市场般获得得央行政策的巨大承托。

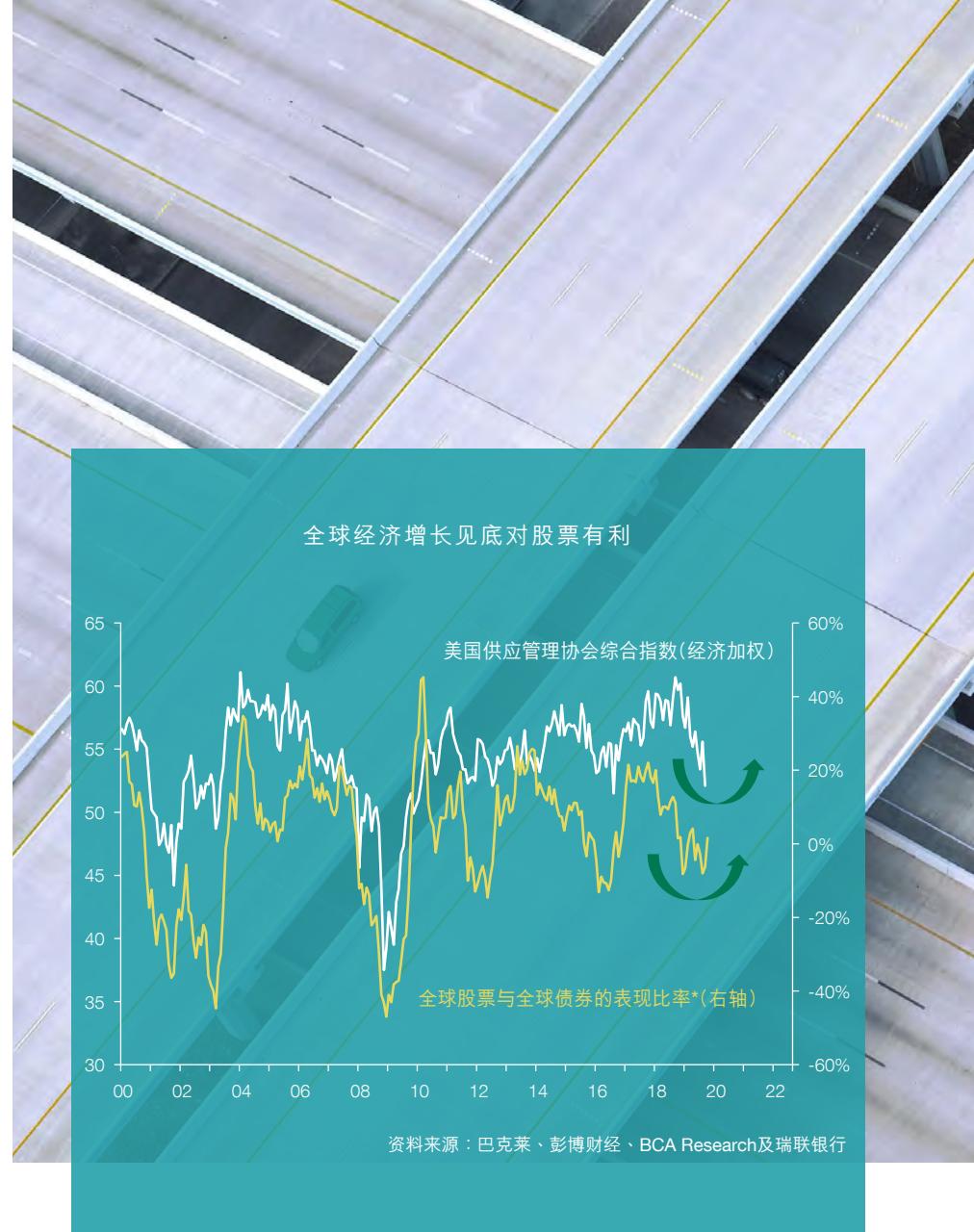
此外，诚如2019年所见，新兴市场债券较受中国相关风险所影响。若中美贸易争议缓和，预期中国政府将再聚焦于国内的改革计划，意味著新兴市场债券在2020年能够获得的支持因素也将少于发达市场。

相反，美国以至全球经济加快增长和市场调高预期，有望在新一年惠及全球股票，情况就如2011-12年及2015-16年所见的一样（参阅图表）。

正当主要央行在2019年下半年采取行动，以减低信贷周期逆转的机会时，在过去一年大部分时间打击市场的各种政治风险，也终于在年底开始缓和：中美贸易战停火（参阅第21页），而英国脱欧闹剧可能迎来剧终（参阅第14页），但中东气氛仍然紧张，或将抵销地缘政治风险有所缓和的部分有利因素。

基于美国股票估值处于高位，若盈利增长能够扭转在2019年底下跌至接近零的趋势并在明年回升，有望成为推动回报的主力。虽然市场现时对盈利增长的预期似乎较乐观，但即使稍为调低预期，结合增长前景改善，应普遍有利2020年的股市表现。

诚如我们在《2019年投资展望》报告中所言，尽管美股自环球金融危机以来的上升步伐一直快于全球其他市场，但超前幅度已经开始收窄。相反，欧洲股票的估值未如美股般窒碍表现，在货币弱势的支撑下，于2019的涨幅媲美美股。随著英国脱欧的困扰因素逐步化解，相信财政政策的动能将在来年同时有利于英国和欧洲大陆股市。



投资者在过去一年为了避险而投入面向全球市场的欧洲企业，如今内需类公司所受的阻力退减，有望在2020年重获青睐。

参考历史，虽然新兴市场股票的表现过去皆受益于全球经济增长转佳，但通过积极选股方式将能够额外增值。在中国（参阅第12页），我们相信国内主要消费趋势将在2020年带来机会，特别是内地A股市场。

基于预期未来的投资进账将较低，投资者也可以考虑善用全球外汇市场日趋波动的机会，提升投资组合的总回

报。随著美元在过去两年的强势或将后劲不继（参阅第18页），预期外汇市场在来年将呈现战术性投资机会。

此外，由财政政策接力货币政策以支撑经济的过程未必是坦途，因此投资者也有必要加强管理政策转型时的风险。久期较长的政府债券或将带来战术性投资机会，而提高「避险型」资产的持有量亦是2020年的重要分散风险策略，相信日圆、瑞士法郎和黄金（参阅第20页）等避险资产将带来不俗的分散投资机会。

激励中国经济改革

尽管在贸易和其他领域持续与美国出现矛盾，但这些困扰反而激励中国加快经济改革。投资者在2020年的资产布局应以中国国策为基础，专注于科技、保健和保险业，同时在A股市场发掘国内的机遇。

为了与世界高收入经济体接轨，中国在过去十年已由全球工业大国，蜕变为崛起中的消费力量。

中国与美国的贸易纠纷僵持近两年，甚至可能发展为更广泛的矛盾，如斯局面虽然看来已导致中国经济转型的进程偏离轨道，但这两个全球最大经济体的对立，反而激励了中国加快推进部分较艰巨的改革经济工作。

事实上，与美国爆发贸易战暴露了中国面对外围压力时较脆弱的环节，促使当局更积极地提升「自给自足」的能力。为了应对中美贸易战，中国政府努力分散供应链和开放内地经济中的重要市场，但这些重要改革措施却在2019年铺天盖地的贸易战消息中被忽略了。

者，当时中国经济由出口为主走向发展基建，再演进至今天以消费为主导的经济模式（参阅下表）。

中美贸易战 激励了中国加 快推进经济改革

面对经济格局迅速转变，投资者可以考虑采取积极投资策略，并以中国长周期的政策作为投资定位。这种投资方式自1980年代就一直惠及中国投资

展望未来，我们预期中国将继续推动发展高新科技并争取成为龙头，同时引领消费活动扩展至包括「软性」趋势，例如教育、线上娱乐和保险等，并为投资者在这些板块开发了投资良机。

此外，近期的形势也促进中国制定新的政策焦点。由于有报道传出美国正考虑限制中国企业涉足美国资本市场，使中国意识到内地银行体系的不足之处，以及依赖美国资本市场集资对中国经济发展的弊端，促使当局开始重组内地银行系统，同时进一步开放国内股票和债券市场予外国投资者投资。

五年计划	计划目标	公司名称	行业	时期	总回报 (复合年均 增长率)	H股指数	五年后的 相对表现
1986年－1990年及 1991年－1995年	提高出口量35%	利丰	出口	1992年至 2000年	55.0%	(10.2%)	(26.5%)
1996年－2000年	大力投资基建	中国移动	电信	1997年至 2005年	55.0%	(19.9%)	(2.2%)
2001年－2020年	加快发展科技	腾讯控股	互联网	2005年至今	47.1%	8.8%	不适用
2006年－2010年	提高服务业在经济的占比	中国建设银行	银行	2005年至 2010年	27.4%	22.2%	1.7%
2006年－2010年	提高服务业在经济的占比	中国人寿	保险	2005年至 2010年	40.8%	22.2%	(1.4%)
2011年－2015年	推动经济转型至消费导向	华晨中国汽车	汽车	2011年至 2015年	11.0%	(1.9%)	(5.7%)

然而，改革内地银行业带来机会时也附带风险，因此投资者可以采取两种策略以驾驭这个革新过程。

第一，内地A股市场让投资者涉足中国广泛的主要经济板块，包括零售和保健业，也没有如离岸H股市场般以电信、能源和传统银行等旧经济活动为主，因此当局努力发展和深化内地股市，应能创造更多商机，并使投资者的利益与中国国策的目标一致。这趋势将支持A股盈利增长如过去5年、10

年和20年般，一直超越中国离岸市场和更广泛的新兴市场，并继续担当中国股票总回报的推动力。

第二，运用专注于中国市场的多空头对冲基金策略，投资者将能够更有效地管理中国在加快经济改革时所引发的股市波动性，并在2020年下半年至2021年初，当美国总统选举的结果更明确，中美关系可能再次紧张之际，提高投资防御力（参阅下文）。

中美贸易战将何去何从？

2019年入秋是中美贸易战的一个重要转折点，此前两国互相大举加征关税，而全球两个最大经济体的战线也扩大至「国家安全」的领域。

美国寻求通过将美国关键技术移离中国5G和人工智能的供应链，为全球科技发展施加铁幕；反观中国则有意更大力干扰美国制造业的供应链，而该供应链对自1990年代以来奉行实时生产方式（just-in-time）的美国公司来说是不可或缺的。

到2019年10月，双方同意休战，并拟于11月举行的亚太经合组织高峰会上签定协议。美方现时的立场稍为软化，没有将贸易战全面升级为全球经济领导地位之争，看来美国总统特朗普的

焦点正由国际舞台转移至国内政治，为2020年的选举争取连任作准备。

在选举结果和美国经济前景（参阅第6页）仍未确定之前，我们相信双方将偏向于停战，期间或有零星的冲突，但不会如2018-19年般将博弈升级。

预期中国将趁近期的形势争取时间加快推进改革工作，尤其是在2018年至2019年贸易干戈中所暴露的潜在脆弱环节，同时加快在全球推出5G技术和在国内建立5G网络，使华为的技术成为在全球特别是新兴市场中，电信基础设施建设的重要构成部分。

基于美国可能考虑阻止中国企业进入美国资本市场，预期中国将在新的一年



加快发展内地股票和债券市场，以及改革中国银行体系。

虽然有不少人寄望，若美国共和党在2020年大选中失却总统宝座，中美关系或能回暖，但现时在美国民主党的总统候选人提名战中民望领先的参议员沃伦（Elizabeth Warren）已表示：「……总统特朗普说他将关税问题提出来讨论，但我认为关税只是我们重新制定整体贸易政策的一部分而已。」¹由此可见，即使民主党入主白宫，中美紧张局势能否在2021年划上句号仍属未知之数，甚至可能再次升级。

¹ 美国有线电视新闻网有关美国国情咨文的报道，2018年3月11日。

在英国脱欧中 发掘股息

只要英国保守党在大选中赢得国会议席优势，英国前景将稳定，英镑和内需类股票将受惠。而货币汇价、消费活动和内部经济转强，将有利于零售、房地产、金融和航空业。

经 历多年来的多场政治风雨，英国脱欧乱局终于有望迈向出路，局部消除了金融投资者和整体经济未来的不确定性。而只要在2019年12月举行的大选结果一如现时民调所显示，继续由保守党执政，那么这场选举将能发挥稳定政治环境的作用，并为日后一系列的税制改革（当中涉及印花税、继承税和增值税）和大规模扩大财政开支措施铺路，以减缓英国脱欧对部分行业造成的冲击，并刺激其他行业的需求。

从宏观的角度来看，英国出口增长已回稳，而实质工资也再次上升，这些对英国以消费为主导的经济体来说不可或缺。此外，公营部门的净贷款比率已回到危机前水平，而由于英国政府的债务与GDP比率相较其他发达市场为低，为当局宽松财政政策提供了空间。

对投资者而言，有两类英国资产可望在英国脱欧的圆满结局下成为赢家：英镑和内需类股票。虽然英国经济近期稳固，但英镑汇价在过去几年一直徘徊于低于公投前的水平，而我们认为英镑兑美元的公平价值水平应介乎1.40至1.50。

若英镑转强，加上政府为低至中等收入的民众提供财政刺激措施，应能惠

及零售、房地产、金融和航空等国内行业。相信英镑升值，配合更趋活跃的消费和内部经济活动，将能承托这些板块的股价表现。

有两类英国资产 可望成为赢家： 英镑和内需类股票

举例说，建屋类股的估值现时处于周期性低位，但这些企业的资产负债表稳健且股息丰厚，而未来亦有望受惠于当局调降物业交易印花税和其他增加房屋供应的举措。此外，零售业将受益于消费者信心上升。与欧洲同业相比，英国航空公司有望在绝对值计和相对估值方面，扭转显著的折价。至于公用事业类股，由于市盈率低和股息高，在目前渴求收益的世界中也展现了吸引力，尤其是在后英国脱欧时期，英镑弱势将成为往事。



得益于金融科技革命

金融科技应用率仍然偏低，但这个新兴行业增长快且潜力高，当中以支付业最大有可为，不但使用量展现长期上升趋势，利润率也转佳，并巩固主要业者的获利能力。

金融科技业开创了多样化且持续增长的投资机会。专门从事全球支付、金融信息科技基建、网络和安全、数据和分析、保险科技、监管科技和创新平台的企业，重塑全球金融业格局，也为投资者带来商机。

纵然金融科技业在近年快速增长，但金融科技应用率（包括简单的流动理财服务）现时在全球仅占33%。相反，在金融服务不普及和「缺乏银行服务」（underbanked）的经济体，特别是中国及印度等新兴市场，金融科技应用率已经超越大部分发达市场。此外，随著全球电子商贸的渗透率持续上升，在整体零售销售的占比预期由现时的12%增长至2021年的18%，相信为此发展赋能的金融科技业也将因而得益。

在这个长足发展的板块中，支付业是我们偏好的行业。由于信用卡和自动支付方案陆续进占现金支付的市场份额，这些增长率高的获利企业将为投资者带来理想的投资机会。在全球交易中，预测现时仍有85%为现金和支票交易，意味著非现金支付的渗透率未来还有大量的增长空间，而在过去经济增长转弱的时期，与支付相关的收入展现了卓越的抗御力，反映使用量的长期升势足以抵销周期性的阻力。

在全球交易中，预测现时仍有85%为现金和支票交易，意味著金融科技还有大量的增长空间

这股在背后支撑收入表现的基本动能，也使支付业中的龙头公司能够藉著经济规模优化利润率，进一步提升获利能力。现时，主要行业龙头产生现金流的能力强劲，营业利润率为45至63%，且预期在中期的收入增长率将超过10%。

金融信息科技基础设施、网络和安全等其他类别的投资机会也不俗，尤其是在「银行即平台」（Banking as a Platform, BaaP）和「银行即服务」（Banking as a Service, BaaS）的服务逐步推展下。我们预期，服务和软件公司的收入增长将逾10%，营业利润率也达到27%，不但资本密集度低，投资回报率也高。



来自服务和软件公司的收入增长预期超过10%



预期营业利润率为27%

利息微薄世界中的投资对策

正当全球负收益率债券的总值高达约13万亿美元，债券已不再是低风险的投资，但债券投资者在长期风险中仍然不乏机会，就算是以欧元和瑞士法郎计价者，也能够藉著债券管理风险和带来小幅回报。

当 全球约有总值13万亿美元债券的收益率处于负值，而美国30年期国库债券收益率也自二次大战以来首次下跌至2%，债券已不再是投资者习以为常的低风险投资，尤其是对欧元和瑞士法郎计价的投资者而言。

形成全球债市当前的局面，不仅源于欧洲大部分地区和日本的存款利率为负值，也因环球金融危机以来，美国、欧洲和日本央行通过量化宽松计划，为债市注入了合共约10万亿美元的流动资金。

展望2020年，促使债券收益率偏低至形同虚设的因素在短期内仍在，包括美国经济在中美贸易战困扰下看来正在减速、欧洲面对英国脱离欧盟后的不确定性、工资承受上涨压力和美元普遍走强。

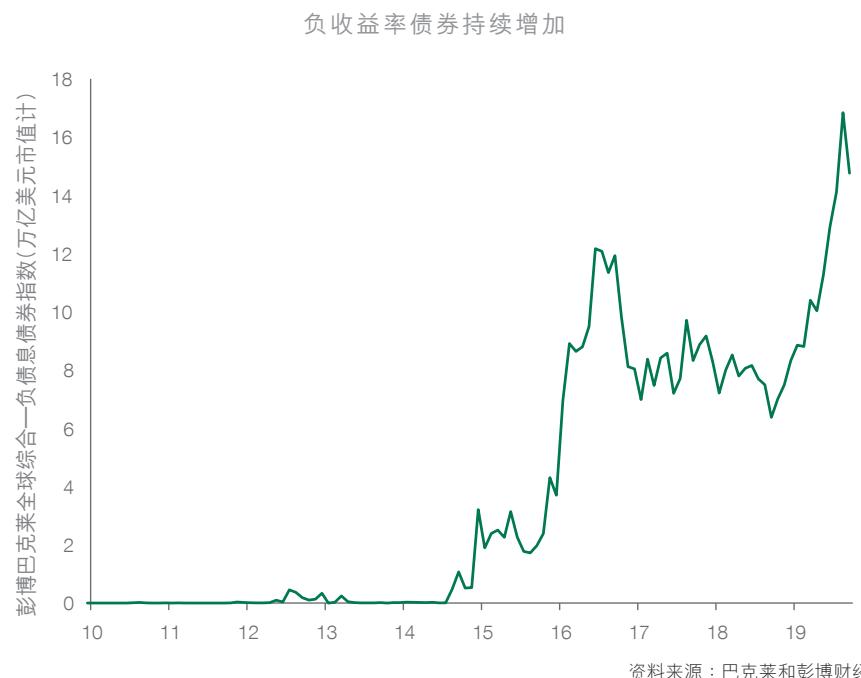
为了应对经济放缓的风险，美联储已扭转2017-18年的加息计划，开展新一轮的降息行动；而由于美国货币市场在2019年秋季出现不稳，外界正揣测美联储会否再次恒常地买债，为市场注入流动性。至于同样面对经济减速

的欧洲和日本，两地央行能够宽松政策的空间较有限，但两国继续为市场注入流动性的措施，将有助于在新一年限制债息持续上升。

不过，当欧洲和美国政府可能分别由2020年后期至2021年起陆续扩大开支时，投资者应提防债券供应量大增，将导致债券收益率触底并止跌回升的风险。若德国在2020年加快推展财政刺激经济政策，那么德国国债收益率在2019年所见的负0.7%水平可能已是最低位（参阅第6页）。

对美元投资者而言，美联储宽松货币政策和可能降息所注入的流动性，应有助限制信贷息差持续扩宽，促使我们普遍看好信贷资产。尽管波动性将增加，但1至3年期的投资级和高收益公司债券现时的到期收益率分别平均为2.2%和6%，皆高于通胀率；至于短期新兴市场债券，精选的分散型组合的到期收益率也有4.5%。

然而，维持信贷投资的久期较短是关键，既为了避免在新一年受流动性可能紧缩的影响，而债券收益率曲线形



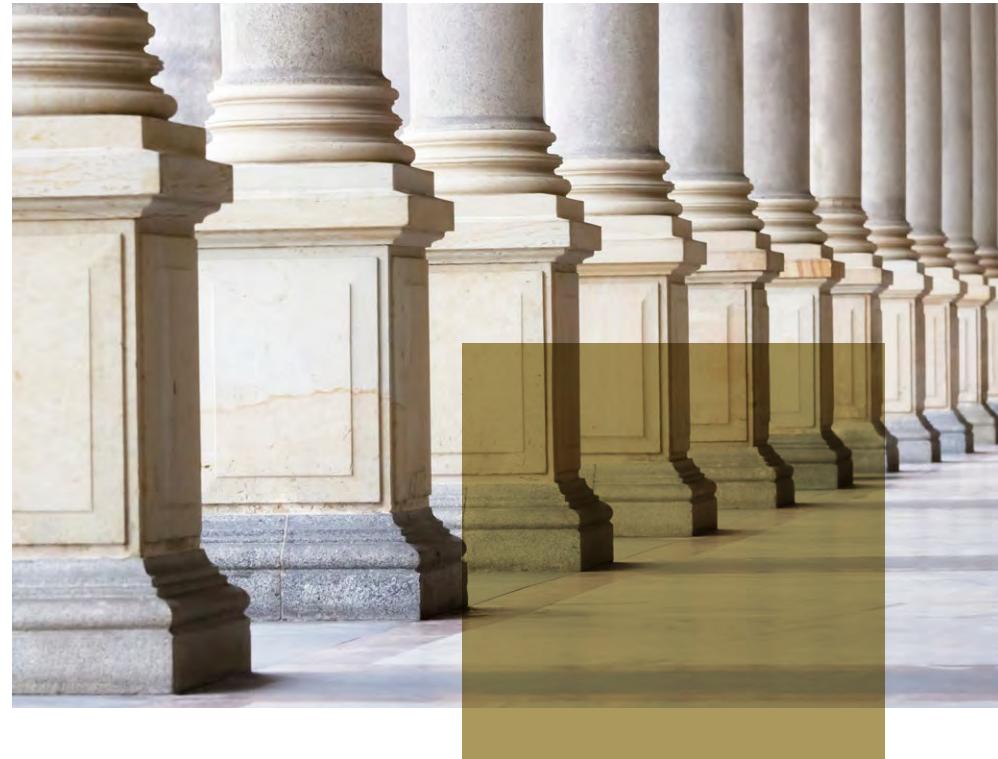
态平坦，也意味著久期长的债券能够提供的额外收益率并不多。

从管理风险的角度，中期美国国库债券能够受益于当局额外降息，而一旦经济下行的幅度大于预期，也可以缓冲所受的影响。

欧元债券投资者采取风险为本的投资方式是关键

至于欧元计价投资者，要构建防御性和收益率相若的组合，便要巧妙地配搭30年期德国国债、15年期法国国债和4年期意大利债券。基于欧洲债券收益率处于历史低位，欧洲投资者采取风险为本的投资方式看来较适宜。万一债券收益率如2019年秋季般温和上升，短久期债券将能够避免债券价格显著下滑。

尽管现时短于5年期的优质欧元计价公司债券的收益率为负值，但投资者也有其他选择，例如并非欧洲央行买债名单中的银行债券和非欧洲公司债



券，亦可以考虑信用评级较低的BB级公司债券。

通过在这些类别中小心筛选短于3年的债券，有望在有限波动性下，为投资者带来小幅的欧元回报。

至于投资高收益或新兴市场债券的短久期债券基金，在一年投资期的欧元回报率介乎2%至4%。若投资者愿意延长投资期，便可以考虑加入控制波动性的另类投资基金、可转换债券或有限数量的股票。

瑞士法郎计价投资者方面，碍于瑞士债券负收益率水平更低，且市场广度与流动性也不足，以致要构建预期

回报理想的债券组合并非易事。然而，瑞士法郎计价投资者可以考虑采取与欧元计价投资者相若的策略，然后对冲回瑞士法郎。

综观而论，投资者必须留意利率长期处于低位甚至是零水平所造成的影响。由于现时投资债券已难以在不承担较高风险下获取正回报，以致退休基金要实现回报目标日加困难，而储蓄收益持续下降，亦使消费者有必要拨出储蓄防患未然；至于亟需重组的财团企业，则在融资成本被人为压低下得以苟延残喘。故此，在零至低利率延续的环境中，投资者仍能运用债券管理风险和获取小幅进账，但威胁也将与日俱增。

美元强势已近尾声

美元涨势快将终结，相信在2020年将轻微贬值，反观传统避险货币如日圆和瑞士法郎应表现不俗。此外，欧元美元汇价有望逐步转强，而人民币弱势或将连带压抑其他亚洲货币。

以 贸易加权计，美元兑大部分G10集团成员和高贝他值的新兴市场货币汇价在2019年普遍升值，反映不少先进经济体由于增长和通胀趋势明显转差，央行调整原来的加息预期，并加入新兴市场央行的行列宽松货币政策(部分的宽松力度显著)，因而造就收益率较高的美元升值。不过，我们相信美元强势已来到终结，预期在美国经济减速和通胀下跌、美联储降息和美元估值偏高的情况下，美元在2020年有望轻微贬值。

美国经济增长动力已缓和，且不大可能在新一年显著改善，而2019年后期制造业不景气的影响亦开始波及其他经济领域。虽然美国核心通胀率仍然高于美联储所定的2%目标，但在全球通胀压力偏低的大局下，相信美国核心通胀率在2020年将稳定甚至稍为回落，并降低当局未来考虑再降息时的顾虑。

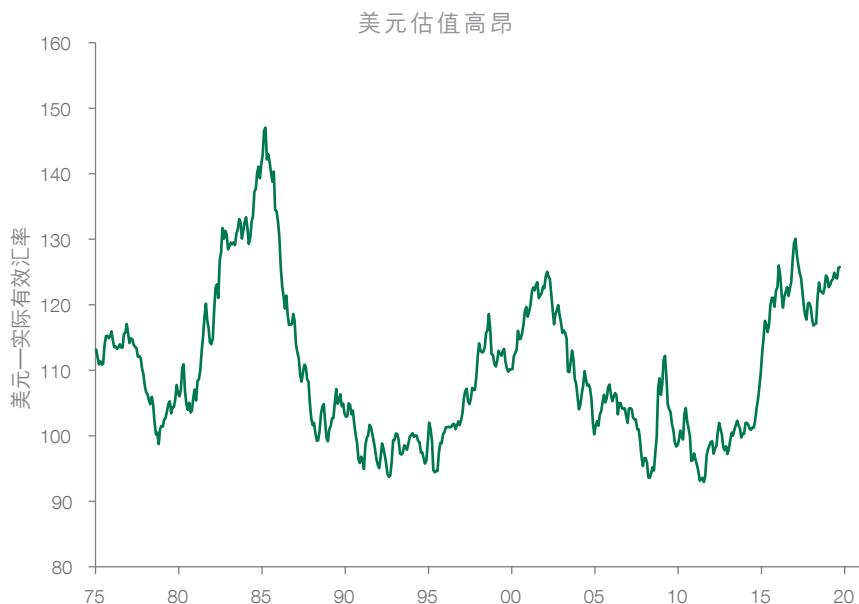
由于预期美国经济增长和通胀率在2020年将持续放缓，相信美联储将继

续降息，而美国货币市场在2019年后期出现不稳，也反映美联储早前收紧货币政策的后遗影响，因此当局已恢复每月买债至少直至明年二季度。在当局降息和重新买债的计划下，可望在2020年压抑美元的强势。

现时的经济增长、通胀和货币政策趋势与美元估值亦形成了强烈对比，由于以贸易加权和实际有效汇率计，美元目前均处于多年来高位，要由现时的高水平再显著升值较困难。而美国当局也对美元现时的强势感到不安，若美元升势未止，预期特朗普政府会更频繁地就此发言。虽然我们相信当局不会直接介入市场压低美元，但也应提防风险。

美元弱势可能在几个方面显现。若美联储在全球经济增长仍然稳健时降息，贝塔较高的发达市场货币如英镑、瑞典克朗、挪威克朗、澳元和新加兰元倾向升值，而较高收益的新兴市场货币也将普遍上升，反观瑞士法郎和日圆等避险货币的表现则通常较落后。

然而，由于现时全球经济增速减慢、通胀下跌且通胀预期不高，加上对贸易战关注添加了复杂性，因此相信美元以贸易加权计将普遍走低，而传统避险货币的表现将较佳，意味著日圆、



资料来源：国际货币基金组织和瑞联银行

瑞士法郎和黄金的表现将较理想(参阅第20页)。我们预期,美元／瑞士法郎汇价将迈向接近0.95,且可能偏向于下跌;至于美元日圆汇率则可能为100,也面对进一步贬值的风险。

基于欧元在避险情绪高涨时期不会升值,因此通常不被视为避险货币,但预期欧元美元汇率在2020年将逐步升值,主要源于美元转弱而非欧元转强。虽然欧元区资产目前的风险回报比率相对上次吸引力,但欧元区经常账录得盈余(显示欧元的基本需求强劲)和对冲美元成本下降(因美国降息),将鼓励公司增加买进欧元资产。

不过,若全球增长和通胀一直偏低,高贝他值发达市场货币的表现将继续落后,因此虽然瑞典克朗、挪威克朗、澳元或新西兰等货币现时的估值理想,但预期兑美元汇价不会大幅走高。

至于英镑美元汇价则预测约为1.35,甚至可能攀升至约1.40。英国与欧盟达成新的脱欧协议草案,大大减低了英国在没有协议下脱离欧盟的机会,

因此估值明显偏低的英镑势将升值,而中期来说,我们认为英镑美元的公平价值约为1.40。

新兴市场货币兑美元汇价则相信不会出现重大变动。基于俄罗斯卢布和墨西哥比索的实质收益率高,致使持有空头寸的成本也高,因此预期这类货币不会显著贬值,反而实质收益率较低的新兴市场货币例如巴西雷亚尔、土耳其里拉和南非兰特等,出现大幅贬值的风险最大。

亚洲货币在2019年普遍跟随离岸人民币汇价转弱,而在中国经济放缓和中美贸易战持续下,预计离岸人民币汇价将温和偏软,连带亚洲区内货币也将偏向于走贬。

在战术上,外汇投资者在2020年初所面对的风险可能与2019年初相若。由于美元收益率较高而市场预期美联储可能再降息,非美元投资者在短期内买进美国国库债券时可能不作对冲,以在美国降息时因对冲成本下降而得益,但此现象或将限制美元在短期内

贬值的幅度,直至非美元投资者恢复为投资对冲外汇风险为止。

美元涨势已近终告

展望长线,美国经济政策将成为外汇风险的关键,美国国会现时正在审议《为了就业和繁荣的竞争性美元法案》(Competitive Dollar for Jobs and Prosperity Act),一旦通过成为法例,便会使向购买美元资产的外国资金徵收市场进入费(market access charge),以遏止「投机性」资金流入美国市场,以致美元明年的贬值幅度,或将比我们现时预期的些微幅度为大。

除非全球经济再受如2008-09年般的震荡,触发资金大规模流入美国国库债券和美元,否则相信美元不会由2019年底的水平显著升值。



为黄金 预留位置

正当西方国家央行高度依赖买债以稳定经济，但全球多地的实质利率处于负值，而地缘政局持续紧张，或能惠及黄金投资者。

纵然环绕贸易战和英国脱欧的不确定性，对金价产生的支撑作用在2019年后期减弱，但直至2020年美国总统选举结果较清晰前，相信地缘政局只会短暂缓解，而就算撇除政治风险，预期也有多个因素支持金价上扬。

首先，我们预期美国经通胀调整利率(实质利率)在2020年将下跌，因而降低持有实物黄金的实际机会成本，加上美联储在2019年四季度再次买债，也将阻止美国国库债券收益率在2020年显著走高。若美国实质利率下跌至接近负1%，那么金价便有望上升至每盎司1,700美元。

另一推升金价的因素是欧洲的负利率政策。欧洲央行在2019年将存款利率调降10个基点至负0.5%，并恢复买债计划和修订利率的前瞻指引。此外，瑞典和瑞士央行也维持存款利率分别于负0.25%及负0.75%水平。由于零售银行开始将负存款利率的成本转嫁予客户，将增加投资实物黄金对零售投资者的吸引力，可望在明年为金价带来强劲支持。

与此同时，央行将分散投资储备，有利贵金属的表现。基于央行将避免持有负收益率债券，加上黄金现时在央

行储备的占比接近几十年来的低位，因此预期发达国家和新兴市场的央行在2020年将增加持有实物黄金，以使储备资产更多元化，而央行对黄金的额外需求亦有望在未来多年进一步承托金价。

由于零售银行 开始将负存款利率 的成本转嫁予 客户，将增加投资 实物黄金的吸引力

此外，地缘政治风险和贸易关注亦倾向促使投资者投向避险资产。虽然中美贸易的紧张关系现时有所缓和，而英国脱欧前景也较明朗，但其他地区

的政局在2020年或会触发忧虑，例如沙特石油设施在2019年后期遇袭，可能激起波斯湾地区的冲突，而美军撤出叙利亚北部也可能使该区的矛盾加深。

至于金融市场行情反覆，亦将成为支撑金价的另一重要支柱。相信在多项风险困扰下，外汇等金融市场难以在新的一年维持今天所见的极低波动率。若外汇市场大幅波动，促使任何一家主要央行干预市场以压抑货币汇价，黄金将因而受惠。



两边不讨好

随著美国总统选举逼近，不管是特朗普成功连任还是由民主党入主白宫，美国国内和外交政策势将出现震荡。就算与中国的贸易战持续缓和，其他如税务和竞争法改革等也将影响美国股市。

中 美贸易战在2019年秋季开始休战，显示特朗普在明年踏入美国总统四年任期的最后一年，将聚焦于争取连任。

虽然贸易战缓和将为市场和全球经济带来喘息的机会，但到2021年初不论由谁成为美国总统入主白宫，投资者也有必要为政策震荡作好准备。回首过去三年，不少评论者认为美国总统特朗普重塑全球秩序，但细看之下，不难发现特朗普在首两年的任期其实是以国内政策为本，包括移民和减税均是首要工作。

到了其四年任期的馀下两年，共和党失去在国会众议院的大多数优势，为特朗普在国内的施政添加掣肘，特朗普遂将注意力更明显地转移至中国和贸易。

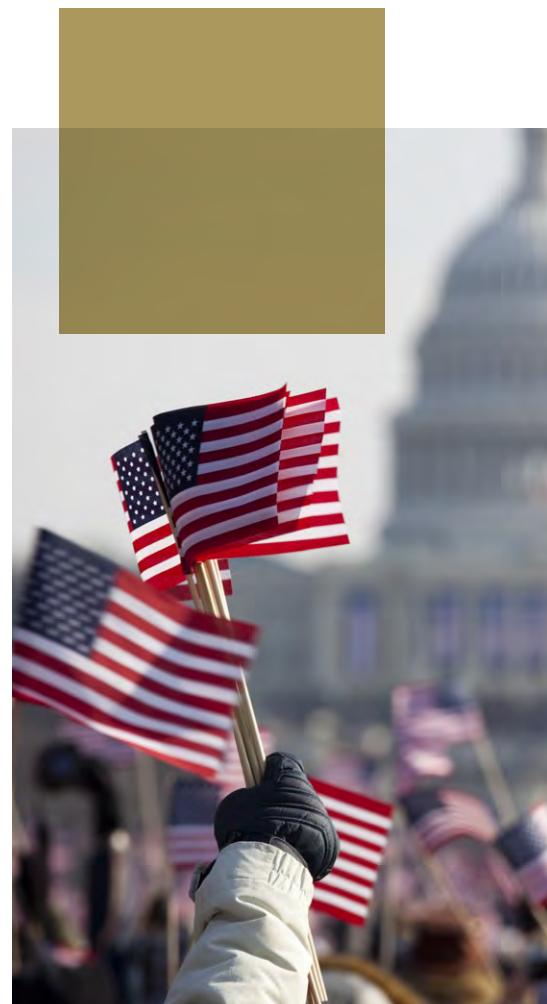
若在明年大选中，共和党重夺众议院的大多数控制权，而特朗普也成功连任，相信他会将精力再次放在国内政策上。不过，由于已经没有再连任的后顾之忧，早已形同脱缰之马的特朗普可能变本加厉，更积极改造美国的内务与外交政策，势将如2018-19年般在国际舞台激起更多波澜。

就算特朗普连任失败，目前民望最高的民主党总统参选人沃伦(Elizabeth Warren)或桑德斯(Bernie Sanders)一旦当选，也将为市场带来同级的巨震。

就算特朗普连任失败，现时的民主党总统参选人也将为市场带来同级的巨震

两人的竞选政纲不约而同地提出向公司和富者加税，并针对大型美国科技公司展开反垄断行动，落实的话不但影响美国股市在过去十年来的领涨地位，也可能窒碍美国经济增长的推动力。

故此，当2020年美国总统大选结果尚属未知之数，市场焦点或将暂时落在中美贸易战稍缓的局面，但随著下一任美国总统上任，不论最终是由共和党或民主党人登上宝座，美国国内至外交政策也可能出现大变，所带来的不稳定性将成为明年后期的主要风险。



ESG投资的动能爆发

积极在业务中实践ESG理念的企业不但更有能力应对未来的挑战，财务表现也倾向较佳。此外，ESG投资也让投资者能够按照个人价值观定制投资方式。

全球以可持续投资策略管理的资产总值不断增长，不但反映投资者更重视企业在环境、社会和治理方面（ESG）的责任，也显示投资者认同在瞬息万变的全球格局中，完善实践ESG理念的企业更有能力应对未来的挑战。

事实上，随著大部分主要地区政府加强在可持续发展范畴的监管，ESG表现落后的公司除了未能达到投资者和整体社会的期望外，也将更难符合日益严格的监管要求。

尽管部分人可能认为，提升ESG表现将加重公司的营运负担，但《可持续金融和投资期刊》（*Journal of Sustainable Finance and Investment*）的研究显示，自1970年代以来，ESG评分高的企业在财务的表现也优异¹。因此，公司在气候变化、污染和排放、职场安全和劳工保障标准及董事会独立性等范畴精益求精，既能够符合监管规定和造福社会，也相比同业更有能力创造长期经济价值，这些对投资者来说均是重中之重。

此外，在全球加速变革之时，投资者也可以通过责任投资方式识别新机遇，例如电动车、可持续农业和发展中国家的金融服务业发展等，皆是企业为了推动可持续发展而成功开发的商机。



ESG 投资 让投资者能够 按照个人价值观 定制投资方式

对投资者而言，ESG投资在经济价值之外还带来了其他利益。由于可持续投资数据的质与量持续提升，投资者将更能够依据个人价值观度身订造投资策略，例如选择集中投资于在绿色能源或人权方面表现卓越的公司，或者在投资组合中排除制造武器或污染环境的企业。

展望未来，ESG事宜将引起更多投资者的兴趣，并成为在投资时需要更关注的因素。通过采取可持续投资策略，投资者能够在管理ESG风险时，确保投资组合更体现自己的价值观。

¹Gunnar Friede、Timo Busch及Alexander Basson (2015)，《ESG及财务表现：来自逾2,000项经验研究的综合证据》

创效投资 全球化

创效投资既能够把握长期增长趋势，也为社会带来非财务的「红利」。此投资方式正扩展至新兴市场，为投资者开创了丰盛的创效机会。

全球创效投资网络（Global Impact Investing Network）预测，现时以创效投资方式管理的资产总值超过5,000亿美元，而资产金额在过去几年大幅增长。虽然在整体资产中，上市公司股票目前的占比并不多，但增长比率显著，反映投资者对财务表现和社会效益兼备的资产日趋渴求。

通过创效投资方式，投资者将专注于发掘业务能够解决全球最迫切的挑战，且增长前景亮丽的上市公司股票。这些企业把握长期增长趋势的同时，也为社会创造非财务的「红利」。

联合国的可持续发展目标（Sustainable Development Goals，简称「SDGs」）旨在解决广泛又复杂的问题，有赖采取深思熟虑和全面的方式去实现。但现时不少企业披露的资料未尽全面甚至是没有披露，相关行动也乏善足陈，因此创效投资的成功要诀，在于深入了解企业对客户和整体社会所带来的影响。

此外，创效投资者还要留意评估成效所涉的复杂性，并顾及高与低收入国家之间的差异，例如在发达市场中，投资组合可以将碳中和（carbon neutrality）作为最低投资门槛，然后投

资于非直接与气候变化事宜相关的项目，再订立多个创效的目标，为投资者在高收入国家同时获取不同的社会「红利」。

创效投资 正扩展至新兴 市场，开创 丰硕的创效机会

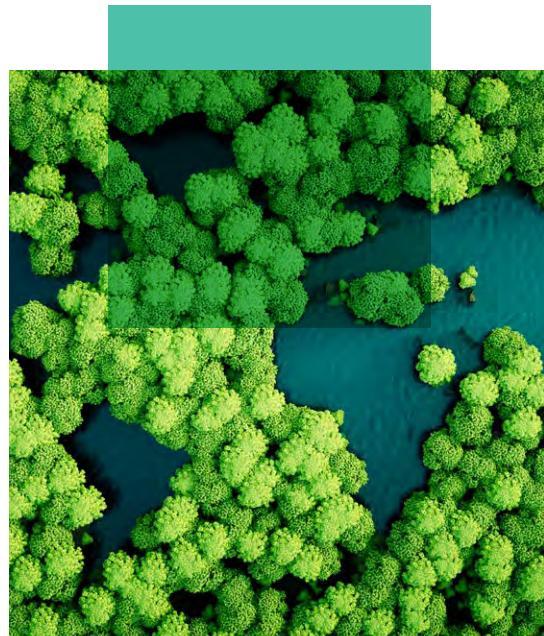
相反，评估在新兴市场创效投资的成效时，则需要更大的灵活性。举例说，在部分新兴市场（如印度郊区、印度尼西亚或南非）以减少贫穷和促进经济增长为目标的公司，可能未必能够同时降低碳排放，因此在投资时便应订立较狭窄的目标。虽然此举将减少在新兴市场产生的社会「红利」，但由于高收入国家在全球人口的占比只有16%，惟在全球碳排放量的占比却高达46%，因此在新兴市场采取创效投资时，稍作取舍也算公平合理。

以直接应对全球问题为抱负的投资者，将能够在新兴市场中获得丰硕机会。

相比全球其他市场，新兴市场有更大潜力改善多个可持续发展目标。此外，创效投资的关键是与企业管理层积极进行议会（engagement），而在较小型的新兴市场中，投资者将有大量与企业进行建设性对话的机会。

固然企业治理标准各有不同，也不是每家企业也有意提升治理表现，但在监管标准普遍较低但求变意欲却往往较大的地区，创效投资将有更大的机会在社会显著发挥影响力。

因此，展望未来，预期创效投资者在新兴市场和发达市场将更为活跃。





MICHAËL LOK

集团首席投资官及资产管理部联席首席执行官

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的首席投资总监、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(Diplôme d'Etudes Approfondies)学位，主修外汇、金融及银行。

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《某些金融操作的特徵和风险》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)条文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况。

2019年11月

图片来源：©Stockphoto.com, 瑞联银行

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)的获豁免财务顾问，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，或第275(1A)节项下的任何人士；或(ii)根据SFA的条件或其任何其他适用条文的其他情况。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根据由其母公司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 Resolution (ACPR)规管，而金融服务则受Commission de Contrôle des Activités Financières监督。

©瑞联银行 2019。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。

笔记

更多见解
更多灵感
UBP.COM

更多《2020年投资展望》的精彩内容

请到访
ubp.com/en/outlook2020



感谢您订阅瑞联银行
微信公众号



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 (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



Signatory of:
 Principles for Responsible Investment