

2020年投資展望新訂版

全球經濟 抉擇之路



UNION BANCAIRE PRIVÉE

瑞聯銀行

目錄

在「後疫情」世界中的
經濟發展里程碑

宏觀經濟

4

在「後疫情」世界中的
資產配置

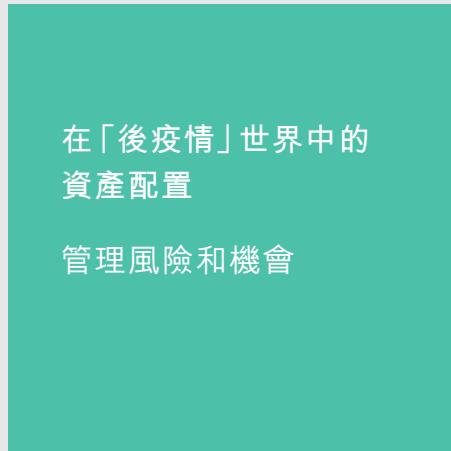
管理風險和機會

8

在「後疫情」世界中的
外匯投資

外匯展望

12



尊敬的讀者：



MICHAËL LOK
集團首席投資總監及
資產管理部聯席行政總裁

在2020年上旬，投資者在短短六個月中親歷如過山車般的大跌大漲行情，而來勢洶洶的疫情和防疫封鎖措施對經濟的衝擊，已使沒有防備的投資者在今年2-3月的動盪行情中備受重創。

瑞聯銀行注重避險的管理資產方式，成功在今年跌宕起伏的行情中守護了客戶的投資組合，不但使我們在風高浪急的市場拋售潮中保持敏銳觸覺和隨機應變，也能夠趁世界各地推出龐大財政及貨幣措施抗疫時轉為較積極承險，協助客戶把握有利政策所帶來的機遇。

當全球走出疫情餘波時，經濟、企業、消費和地緣政治也迎來了新格局。我們相信，第二季應是本次衰退期的低位，而即使不同地區和行業的進度各異，但全球整體經濟有望在今年餘下時間逐步復甦。儘管需求將回升，但債務負擔也加重，促使企業和消費者重視審視其獲利模型及儲蓄率，可能因而壓抑企業的盈利表現。此外，全球政治版圖也在重新改寫，一方面中美兩國恢復角力爭逐在全球的主導地位；另一方面歐洲聯盟亦可能加速邁向真正的一體化。

投資者應把握當前全球變革的機會，為投資組合重新築建新防衛。

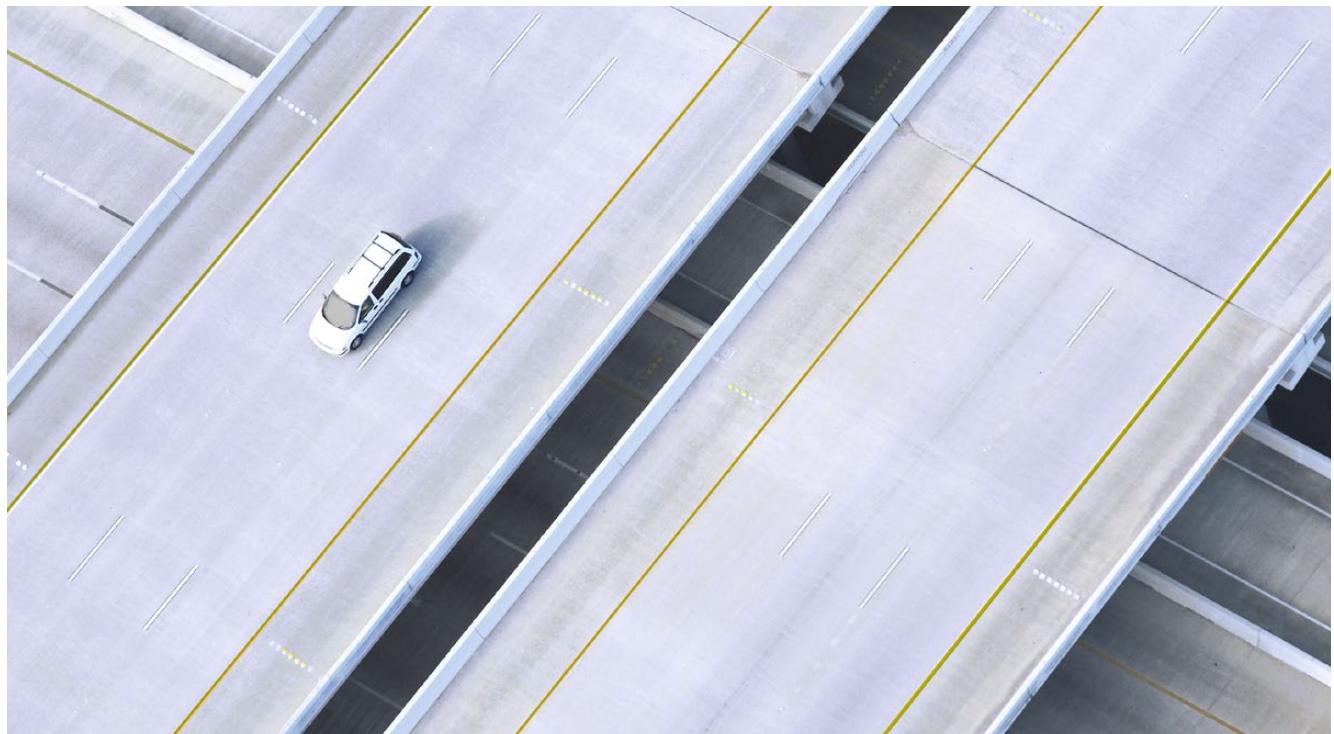
「無風險」的政府債券已無法再如以往般發揮避險的功能，投資者應轉為運用黃金和瑞士法郎、日圓等避險貨幣，作為長遠保值工具，尤其是當美元牛市期可能在2021年前告終時。至於在債券組合中，我們已將在去年注重避險的保本策略，轉變為管理風險的操作，並投資於投資級公司債券、「交叉信貸」(crossover credit)和歐洲銀行混合債券(hybrid)。

由於預期全球經濟增長將緩慢復甦，加上政府資產負債表槓桿比率高，而央行將繼續採取地寬鬆貨幣政策，相信採取以增長和質素為本的選股策略，將能夠在全球市場中獲取佳績。

在「後疫情」世界中，科技、醫療保健和環境、社會和管治(ESG)方案的發展將是主要的投資機會所在，但除了妥善分散投資之外，積極管理風險也是不可或缺，而個別的對沖基金和期權策略仍將是本行在未來管理風險的重要工具。

我們將在下文剖析上述的課題。一如既往，我們期待與您在投資路上並肩而行，配合您不斷演變的需要和預期為您開發最佳方案。

在「後疫情」世界中的 經濟發展里程碑



要點

- 在今年上半年大幅衰退後，全球經濟有望在下半年逐步復甦，並在2021年更穩固地增長
- 然而，不同國家和行業的復甦進度各異，而經濟活動將主要由內部需求回升所推動。
- 由於債務水平在疫情和防疫封鎖措施的洗禮後已經上升，相信企業將偏向於鞏固資產負債表，以致商業投資活動可能繼續受壓。
- 全球貿易關係再趨緊張，在過去十年突飛猛進的全球化過程未來將逆轉，取而代之的是大規模的企業回流潮(reshoring)，地方分權主義(regionalism)也將在各地崛起。
- 央行正朝著「貨幣融資政策」(monetary financing)推進，而貨幣政策的要旨將在於防範在疫情和復甦期間發生信貸及主權債務危機。
- 雖然全球經濟在「後疫情」時期將背負債務和失業的重擔，但政府也將把握變局的機遇，尋求開發新產業、主題和發展動力以振興經濟增長。

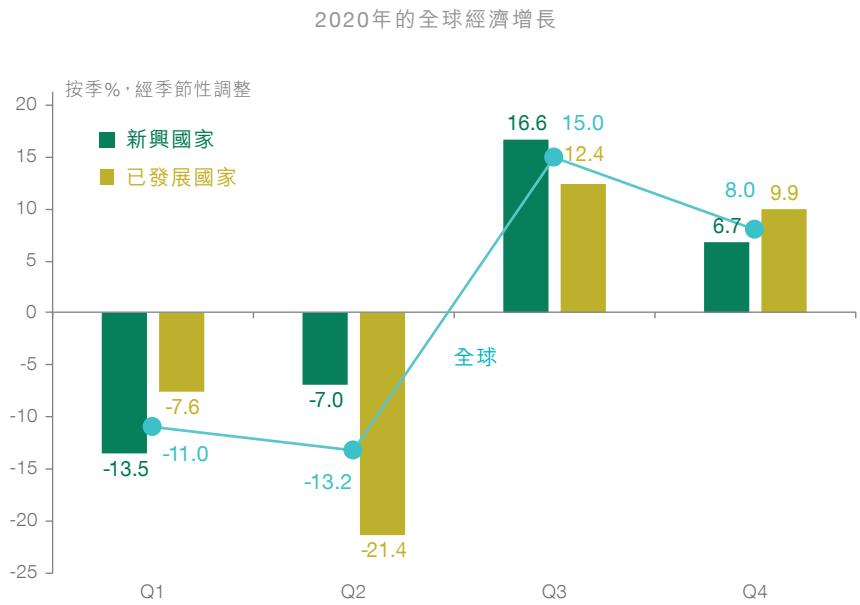
在 嚴重衰退後重建經濟活動

新冠病毒迅速擴散並促使世界多地相繼採取封鎖措施防控疫情，以致全球在4月時破天荒有三分之二的人口受制於禁足令。全球經濟飽受重創，而在今年上半年的跌幅也比預期嚴重。

中國經濟率先放緩，衰退浪潮席捲亞洲、歐洲、美洲以至全球，形勢比2008年環球金融危機時更為嚴峻。

到今年5—6月，隨著新冠病毒的新增確診感染人數似乎見頂，防疫措施也陸續放寬，經濟活動開始呈現復甦跡象。在復工復產後，中國部分製造業的工業產出表現快速反彈，消費開支也改善。歐洲剛剛開始解封，經濟活動也處於恢復初期；反觀美國和英國的新增病例數目仍然顯著，但兩地政府也在積極地籌備撤銷封鎖政策。

全球經濟停擺致使第一季經濟產出按季下跌接近12%（年化），而由於除中國外各地的封鎖範圍擴大，預期在第二季的按季跌幅將更甚，可能達到20-40%（年化）。不過，隨著所有主要經濟體相繼解除封鎖，經濟活動有望逐步恢復，而由於歐洲和美國經濟的復甦形態也可能與中國相若，因此預期全球經濟在今年下半年將重拾增長，相信中國經濟在第三季將首先回復擴張，而其他國家也將在隨後兩季陸續跟隨。在這情況下，我們相信2020年全球經濟將出現對比分明的格局：截至6月大幅萎縮約20%，然後隨後強勁反彈11-20%（按



資料來源：瑞聯銀行經濟和主題研究

季，年化）。若沒有爆發第二波疫情，相信今年已發展國家經濟平均按年下跌5%、新興市場下滑1.3%，而全球整體則下降3.5%。

基於各地政府和央行已經相應地採取龐大的財政及貨幣支持政策，預期全球經濟在2021年將加快增長，當中新興市場在中國和亞洲的引領下，增速有望迅速回到約4-5%的疫情前趨勢水平，而已發展國家亦可望強勁反彈5%。若最終能夠避過爆發第二波疫情並成功研發疫苗，全球經濟的增速可能更快。

逆全球化將造就地區和國家龍頭

從今年4月起，中國工業產出在防疫措施解封後已經逐步復甦，消費開支也回升；至於南韓和日本等其他繼續受疫情影響的亞洲國家，相信經濟將較遲恢

復，速度也可能較慢。歐洲方面，德國的疫情比區內其他國家為輕，因此也較早復工復業；反觀英國、美國和部分歐洲國家則於6月才開始放寬封鎖禁令。

由於不同經濟體的恢復時間各異，主要視乎疫情、防疫措施和扶持經濟的政策力度而定，我們因此相信中國經濟將於第三季首先復甦，緊接是德國，至於靈活性高的美國和英國經濟也有望在其後迅速加入行列。

各國以至各行各業的復原進度將取決於所推行的刺激經濟政策，預期這些措施將側重於重振內部經濟，因此應尤其有利於消費活動。

與此同時，全球貿易關係再度緊張，而中國和美國處於新冷戰將促使全球經濟更明顯地朝著地方分權主義

(regionalism)發展。經濟政策將鼓勵更多企業改於在地和在區設立生產設施，而主要國家將把握機會爭逐成為地區龍頭。此外，從本次疫情所汲取的其中一個經驗是，全球的藥物、消費品和工業品供應高度依賴設於中國的製造基地，相信已發展國家未來將推出更多政策推動製藥等策略性行業回流(reshoring)，而為解決國內暴增的失業大軍，要求其他行業也回流的政治壓力也將與日俱增。由於中美兩國對立將升級，而美國的終極目標似乎是削弱中國在全球製造業的影響力，故此在「後疫情」時期，全球經濟將向著逆全球化(de-globalised)的局面推進。

商業投資和就業將是短至中期復甦的關鍵

儘管消費活動可望在解封後開始回升，但商業投資活動的前景卻荊棘滿途。礙於各地的復甦步履不一，而貿易關係又劍拔弩張，意味著出口和訂單難望快速回升，企業盈利能見度將下降。此外，由於供應鏈繼續受阻，公司一方面面對零部件供應樽頸的問題；另一方面債務負擔日益沉重，部分甚至最終以倒閉收場。

即使央行和政府均透過提供擔保和減免利息來鼓勵企業借貸，但相信公司管理層現時首重是維持生產、刺激業務活動和鞏固資產負債表。

在這情況下，商業投資活動的復甦進度可能比其他經濟領域為慢，但也為公營投資在「後疫情」時期擔當新角色創造

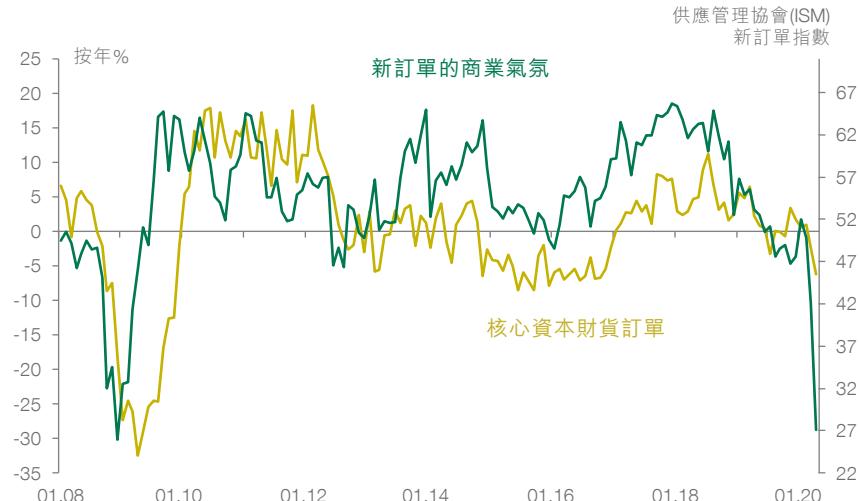
了契機。多地政府已經推出或正擬定計劃重振投資活動，並利用當前形勢開發新的策略性產業。以中國為例，當地主力於推進基建、新科技和消費升級，歐洲最近提出設立復興基金(recovery fund)，著意發展綠色和氣候相關的項目；至於美國共和黨陣營則支持推動傳統產業回國，並策略性聚焦於資訊科技業。

為了保障生產、避開貿易壁壘與關稅及免於受到新的外部震盪，被迫回流本部所在地的企業卻同時面對需要額外投入生產資源，或是無法充分運用現有生產資源的風險，這也將意味著公司有必要預留更多資金提高在本地的產能，以取代原有位於全球的生產和交付渠道。

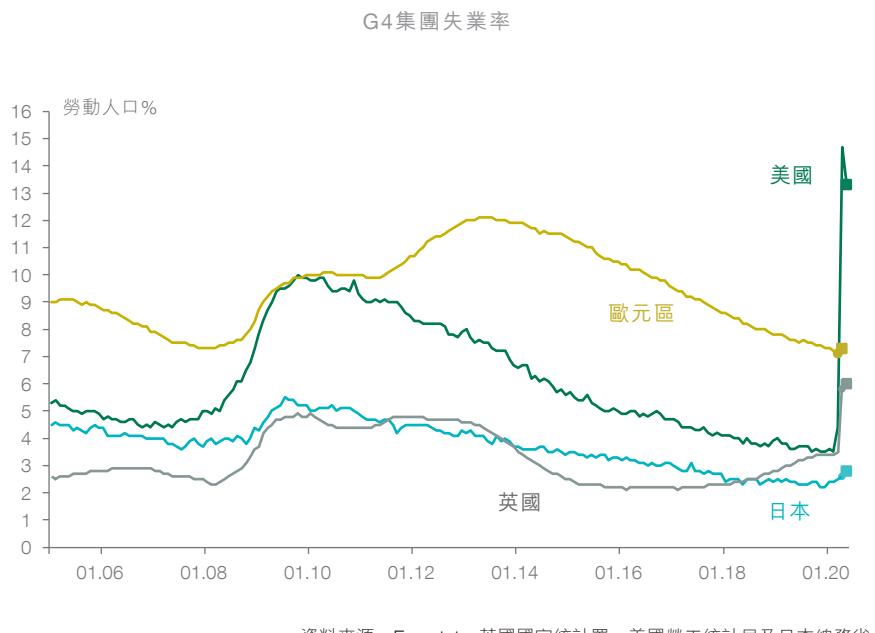
目前來說，影響經濟復甦的另一關鍵因素是就業。各地政府已鼓勵企業為員工提供無薪假(furlough)安排，並成功彌補僱員的收入損失。不過，當經濟開始復甦時，更大的不確定性將隨之而來：若業務活動無法迅速恢復，可能迫使公司永久削減勞動力，勞動市場便無法回到全民就業，那便意味著政府將需要繼續提供支持或推出新的刺激就業措施。

由此可見，雖然經濟增速可能迅速加快，但卻需要較長的時間才能全面復原。畢竟在政策大力支撐下，經濟在歷經重大危機後往往能夠自動地快速反彈，但要填補所失去的財富將挑戰重重。根據目前的模擬推算，全球名義國內生產總值(GDP)最快大概也要一整年的時間，才能夠返回疫情前的水平。

美國商業氣氛和新訂單



資料來源：美國普查局, ISM



央行朝著「貨幣融資政策」推進

美國聯儲局在這場危機中率先作出對策，包括將利率調低至零水平、推出措施進一步壓低長期債息、為銀行和貨幣市場注入流動性，以及買入多類資產（在購買國債外也額外買入投資級和高收益債券）等，而其他央行也相繼效法，就算是歐洲央行目前沒有買入高收益債券，但也放寬作為合資格貸款抵押品的要求，並降低了確保銀行資產負債表資本充足的規定，目的是盡力避免全球大流行連帶觸發另一場重大的金融危機。

由於各行各業的債務負擔已加重，而業務活動正緩慢恢復，在經濟復甦開始萌芽之前，要避免發生重大信貸或主權債

務危機並非易事。央行現時已成功為貨幣市場補給資金、重振借貸活動和減輕各主要經濟板塊的融資成本，而歐洲央行和美國聯儲局最近推出的計劃應能在未來兩季繼續發揮作用，並進一步紓緩金融狀況。

政府的行動雖然稍遲而至，但現在看來已較為協調。歐洲最近提出設立「復興基金」，除區內各國各自推進振興計劃外，首次建議在歐盟成員國之間進行局部的財政轉移，並由歐盟在超國家的層面共同發債。

為銀行和市場大量釋放流動性，並透過由國家提供擔保將主權和公司債務共同化(mutualising)，是應對這場前所未有的危機而作出的重大政策決定。我們相

信，這些機制將維持一段時間，甚至可能會比官方所設想的更長：參考2008年環球金融危機的經驗，央行要退出負利率或零利率政策和減少買債已經困難重要，而在「後疫情」時期，不論公共部門或私人企業皆「債台高築」，央行要撤走支持將更形困難。

若全球經濟未能回到全面恢復產能的增長水平，那麼央行朝著「貨幣融資政策」(monetary financing，即由央行的貸款來支付政府預算支出)推進，便似乎成為支持復甦進程的唯一出路。我們相信，央行日後的施政主軸將是買入資產和管理利率，而只要通脹率繼續遠低於2%的長期目標，那麼達成通脹目標(inflation targeting)將成為央行的較次要工作。短期而言，我們認為通脹風險將有限，主要來自保安和交付所增加的成本，但中期來說，公共衛生的開支可能持續上漲，而住屋支出也將刺激通脹，反觀製造貨品將不會顯著漲價，而若由更多本地生產商製造貨品，則價格或會稍比由海外生產商生產為高。

在「後疫情」的世界中，央行和政府將有義務採取更多相輔相成的行動，這將表示央行的權力將進一步擴大，但也會稍為削弱其獨立性，以致可能較受金融市場和政權所左右。

在「後疫情」世界中的 資產配置



要點

- 在2020年上旬，投資者在短短六個月中親歷在史上最急速的股市熊市期和最強勁的反彈期，然後在疫情的餘波中，迎來了已經永久改變的經濟、企業和地緣政治格局。
- 投資者應將這些巨變，視為加快為投資組合重築新防衛的契機以應對新風險，然後再專注於發掘在「後疫情」時期所帶來的新機遇。
- 由於政府債券已無法再如以往般發揮避險的功能，因此投資者應善用黃金、避險貨幣和能夠受益於全球央行政策所提供的隱含保障之資產，好為投資組合重築新防衛。
- 透過這些固本強基的策略，就算全球前景仍如五里迷霧，投資者仍能主動地在較高風險的信貸和股票市場中發掘回報良機。
- 對於信貸投資者而言，在未來多個月運用「自下而上」的選債操作，有望在歐洲銀行混合債券(hybrid)和美國「交叉信貸」(crossover credit)中把握增值的機會。
- 至於股票投資者，則可以借鏡在歐洲和日本的成功經驗：全球經濟當前所面對的局面，與歐洲和日本自環球金融危機後的情況類似，包括經濟增長緩慢、政府資產負債表槓桿比率過高及央行採取地寬鬆政策，而過去在兩地以質素和盈利增長為本的選股操作所獲得的回報率，相當於價值型策略的2-2.5倍。
- 此外，投資者亦應投資於能夠促進既有方式在「後疫情」時期加快變革的各類科技解決方案。

經

濟、企業和地緣政治進入新格局

在2020年上半年，全球股市在短短六個月中首先經歷「斷崖式」的熊市期，接續進入了「火箭式」的反彈期。

儘管在表面上，2020年2-3月的跌市看來只是「短痛」，猶如美股在2018年底大跌後便馬上創出歷史新高般短暫，但在這次短促熊市期之後，疫情的餘波已經永久改變了經濟、企業和地緣政治的格局。

各地政府和央行如今的施政不再克制，「不惜一切」已經成為王道：全球政府現已背負在現代史上最巨額的財政赤字，央行（尤其是美國和歐洲）的資產負債表也大幅擴張（雖然現時的買債規模仍然小於環球金融危機後），而這些全數在2020年上旬發生。

從此以後，企業有賴債務延續盈利增長，而消費者依賴債務維持生活風格，便可能成為在「後疫情」世界中的光景。這些後遺症將導致增長前景日趨脆弱，而企業和消費者也需要重新評估獲利模型和家庭儲蓄目標。

此外，地緣政治矛盾面擴大至更多領域，也在這些挑戰之上添加複雜性。就以中美兩國在2018年爆發貿易戰為例，這兩個全球最大的經濟體在2019年12月達成的休戰協議似乎已經「名存實亡」，美國現已將針對中國的戰線，由貿易拉開至禁止進入美國資本市場和使用美國科技。

至於歐洲，法國和德國在5月提出振興歐盟的倡議，已造就歐盟委員會(European Commission)建議制定新的歐盟財政計劃，有望改變歐盟南北成員國長久以來的分歧局面。雖然復興基金(Recovery Fund)的建議能否獲得全體成員國一致通過尚屬未知之數，但德國在這兩大範疇作出讓步—包括為成員國在貸款之外也提供補助，以及由歐盟在超國家層面共同發債集資—顯示向來保守的歐盟決策者已經明顯改變態度。正當英國脫歐過渡期將在今年底屆滿，這次歐盟的大膽提案尤其令人注目，也有望在2021年為歐洲重塑真正一體化的面貌。

為投資組合重新築建新防衛

雖然多個地區的疫情未止，但綜觀全球的各種變局，投資者應把握市場近期的反彈機會，為投資組合重新築建新防衛，好能適應未來更反覆無常的投資環境。

首先，投資者必須意識到政府債券已不能如過去般發揮避險的功能。

儘管長期美國國庫債券在本次危機中上漲10%，能夠保障投資組合的資本，但債券孳息率現已下跌至接近零水平，致使德國國債投資者在今年3月市場拋售潮時的經驗便值得參考。

由於德國國債孳息率在疫情前已經持續低於零，當股市在3月下挫至低位時，此類資產無法帶來可以與股票媲美的5%年回報，因而未能緩解風險資產價格下跌的影響。

如今美國國庫債券孳息率已經下降至1%以下，若聯儲局主席鮑威爾信守所作的前瞻指引不會考慮負利率政策的話，那麼美國國債便會步德國國債的後塵，在未來充其量只能作為保本，但無法抵銷風險資產出現波動的影響。

故此，投資者現時應該變陣，轉為採取其他能夠防衛投資組合的策略，以應對央行為防範爆發廣泛信貸危機而設的防火牆一旦再次受到考驗的局面。我們相信，黃金能夠勝任此重責，因此應在投資組合中佔有顯著的比重。

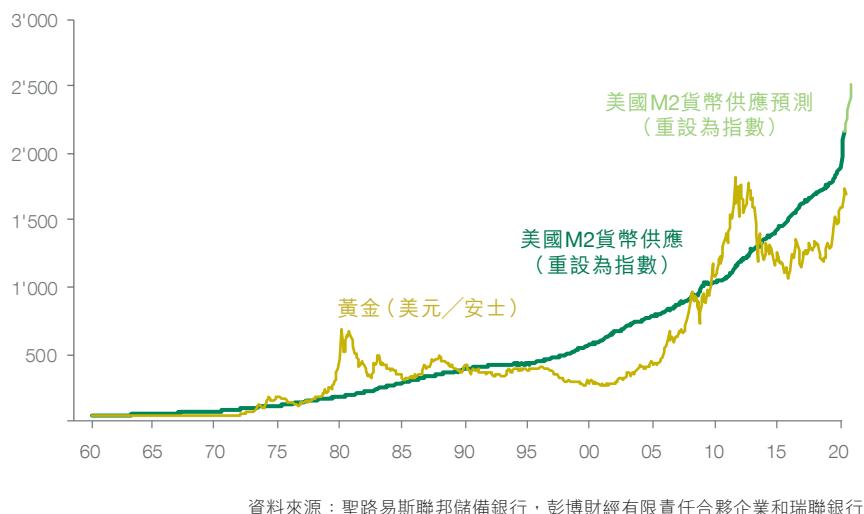
在抵抗通縮的戰疫中，全球央行對通縮威脅的容忍程度低，動輒便啟動印鈔機器。時至今天，這基本政策工具更已成為應付危機的標準動作，萬一全球的穩定性再受到震盪，將為黃金提供強大的助力。

將黃金搭配瑞士法郎和日圓等避險貨幣，能夠在投資組合中局部重建政府債券以往在市場波動時所發揮的防護功能（請參閱本報告中的「在「後疫情」世界中的外匯投資」一章）。

應以新策略投資公司債券

在為投資組合重築新防衛後，投資者便可以專注於發掘能夠產生回報的資產。不過，就算是避險型投資者現在也應該重新審視，究竟信貸資產所附帶的風險，是否仍然理所當然地低於股票。

在央行「不惜一切」的政策下，金價仍然低於估值



誠如今年3月大跌市時所見，美元投資級和高收益公司債券由高位至低位的跌幅達到18%，與大瀉30%的全球股票相比只是「五十步笑百步」，難言發揮資金避難所的作用，幸而聯儲局隨即買入投資級公司債券，稍為保護投資者免受流動性再次緊絀的打擊。借鏡歐元區的經驗，正是由於歐洲央行早已買入歐元公司債券，得以使歐元信貸在3月拋售潮中的表現跑贏美元信貸。

至於較高風險的信貸板塊例如高收益債券或新興市場債券，央行的政策支持普遍沒有那麼進取，而由於預期債券違約週期將在今年下半年至2021年加速，因此投資者在投資時必須更選擇性。

故此，投資者有必要改變策略，將近年來奏效的「買入後持有」的較被動投資方式，轉變為更主動的「自下而上」選

債操作，才能夠在未來繼續為投資增值。

此外，投資者也必須考量經濟和地緣政局前景未明的因素，而運用期權策略，投資者便能夠以具成本效益的方式，在日漸波動的環境中保障較高風險的信貸和股票投資。

由於波動率指數(CBOE Volatility Index, VIX)最近回落至30以下的水平，是今年2月以來的首次，我們因此已經再度把握機會，在投資組合中直接加入認沽期權，此操作有效協助客戶的投資組合在3月抵禦大跌市的衝擊。

借鏡日歐經驗投資全球股票

在為投資組合建立隱含(透過順應央行政策)和明確(透過加入期權操作)的

保障後，投資者便更有能力應對「後疫情」時期的不確定性，也更有信心透過主動選股方式推動回報。

參考歐元區和日本自環球金融危機以來的經驗，兩地經濟增長緩慢、政府資產負債表槓桿比率高，而央行也採取地寬鬆貨幣政策，以致大量公司變成「殭屍企業」(corporate zombies) (即依賴政府補貼或銀行延續貸款來維持經營的公司)，而採取以增長和質素為本的選股策略，便成為投資者駕馭箇中挑戰的要訣。

儘管在日本和歐洲市場的股息較高，能夠彌補價值策略與增長／優質策略之間的表現差距，但由於預期企業日後將更著重於去槓桿而非將資本回饋股東，因此相信未來的股息表現將受影響。

基於全球經濟所出現的局面，日漸與日本和歐洲市場的境況類似，我們因而認為在投資時偏向於增長和質素類股，同樣能夠協助投資者應對當前的挑戰。雖然以增長和質素為本的策略在年初至今已經獲得較佳表現，但由於股息將面對調低的風險，並使市場開始就股份尤其是價值類股的股息前景重新定價，因此相信側重於增長／質素的操作能夠繼續為選股者帶來增值機會。

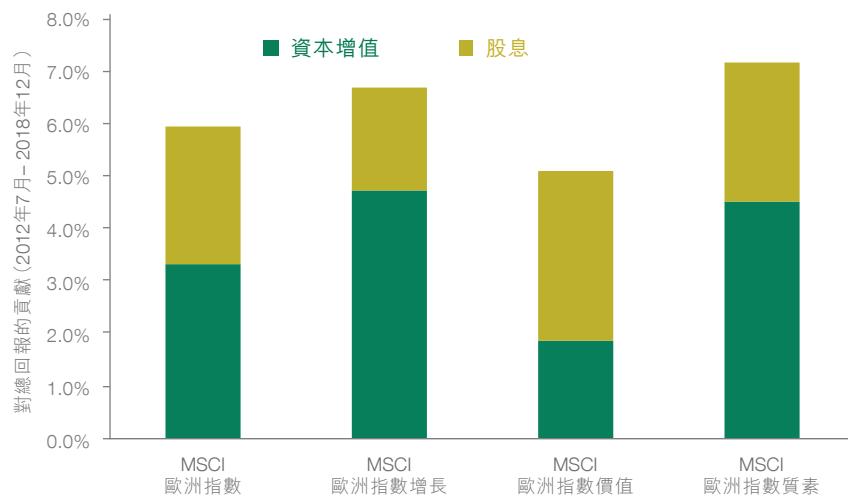
此外，投資者也可以放眼多個顛覆趨勢所帶來的機遇，包括政府為應對全球大流行的政策(包括增加投資於生物科技)、中美兩國轉變中的權力平衡，以及槓桿對推動消費者消費和提升全球

在經濟增長慢速復甦時，增長和質素為本策略的表現優於價值策略

企業價值的力量下降等，而這些新形勢正正突顯了加強在企業層面進行分析，並透過主動選股發掘回報的重要性。

投資者亦應把握多個加速推進的長週期趨勢，例如投資於能夠促進既有方式在「後疫情」時期加快變革的各類科技解決方案。另外，當全球供應鏈在未來逐步本地化和地區化，應在業內造就新的贏家和輸家，就如20年前全球化進程開展時惠及企業和投資的先行者(first movers)一樣。

總的來說，投資者應將在2020年上旬經歷的疫情和封鎖措施，視為加快為投資組合重築新防衛的契機以應對新風險，然後再專注於發掘在「後疫情」時期所帶來的新機遇。



資料來源：MSCI、彭博財經和瑞聯銀行



在受益於變革的資產中發掘機會

在「後疫情」世界中的外匯投資



要點

- 新冠疫情已促使G10集團國家（特別是美國）大幅調低利率，而美國聯儲局大舉減息和寬鬆貨幣政策，將使美元在今年餘下時間溫和轉弱，尤其當全球經濟開始更穩定復甦時。
- 傳統上傾向因全球經濟增長而升值（貝他值較高）的G10貨幣將表現亮麗，例如澳元、新西蘭元、加元和歐元（雖然升值幅度較低）。礙於結構性限制和歐盟經濟增速較慢，相信將壓抑歐元的升勢。
- 傳統避險貨幣的升值速度將比此前預期的減慢，預測日圓匯價將逐步上升，至於瑞士法郎的強勢則會因瑞士央行的干預行動而緩和。
- 由於利差收益優勢下降且經濟增長放緩，相信新興市場貨幣不大可能在「後疫情」時期顯著升值，反而非系統性因素將左右個別新興市場貨幣的相對表現，預期新土耳其里拉、南非蘭特和巴西雷亞爾等貨幣匯價將持續走軟。
- 在美國今年11月舉行總統選舉之前，中美兩國的政治和經濟角力將加劇，因此即使美元溫和貶值，相信離岸人民幣匯價也不會上揚。
- 由於金價與美國廣義貨幣(M2)供應增長的速度與幅度呈現同步走勢，因此預期金價未來將朝著每安士2,100美元的公平價值進發，而若主要央行擴大非傳統貨幣政策，金價的漲幅更有望超越此預測。

美 元牛市期終結

儘管美國聯儲局寬鬆貨幣政策，包括在2-3月將聯邦基金利率目標調低至0.00-0.25%，並重啟量化寬鬆計劃，同時有史以來首次大規模的買入公司債券等，但美元貿易加權(trade-weighted)匯率從3月中起只是溫和下跌。

重要的是，聯儲局也將美元掉期安排擴大至包括多家已發展市場和新興市場央行。美元掉期安排能夠減低在現貨市場的美元需求，意味著企業和銀行不必在現貨市場買入美元，也能夠獲得成本較低的美元融資。

在新冠疫情爆發之前，市場共識預測聯儲局在2020年只會減息25點子，但在當局大幅減息之後，已降低了美元的利差優勢，而10年期美國國庫債券孳息率下跌，亦反映美國長期利率可能在長時間也無法再提供較高的收益。

我們預期，當全球經濟開始較穩定地復甦時，美元將跟隨美國國庫債券孳息率的形態而略為貶值。由於投資者在經濟復甦時不再需要持有避險資產，因此美元的走勢通常與呈現小幅走峭形態的美債孳息率曲線相若。

美元轉弱將有利於G10國家和新興市場貨幣的表現。由於美元兼具貿易和儲備貨幣的地位，因此即使美元匯價稍為回落，也能夠減低其他國家在外部融資的成本，亦可以促進全球貿易活動，因此將有益於全球經濟增長的前景。



高貝他值的G10貨幣將表現較佳

傳統上因全球經濟增長而升值(貝他值高)的G10貨幣，從3月中的低位至今一直表現理想。

其中澳元、加元和新西蘭元匯價回升，反映能源價格上揚、商品價格回暖和中國在疫情後逐步重啟經濟的正面發展，而由於中國經濟恢復常態分成兩個階段(製造業首先復原，其後是服務業)，這重要因素意味著即使澳洲和新西蘭央行均已寬鬆貨幣政策，但澳元和新西蘭元仍然有望進一步升值。

當全球經濟在今年下半年更穩固地復甦時，預期美元的弱勢將更為明顯，並為貝他值較高的G10貨幣和以美元計價的商品價格提供助力。我們因此相信，澳元／美元匯價在今年底將進一步升值至約0.71，而美元／加元也可望回落至1.35甚至更低的水平。

基於歐元區在全球出口的佔比顯著，因此全球經濟復甦也將惠及歐元。歐盟委員會提出設立復興基金縱然不會為歐元開創新局面，但將能夠壓抑歐盟周邊成員國國債的孳息率水平。我們預測歐元／美元匯價在今年將上升至約1.14，主要反映美元轉弱，而由於顧慮歐元區內部經濟的弱勢，相信歐洲央行也不樂見歐元快速升值。

雖於英鎊通常也在全球經濟復甦期上揚，但當前英國就脫離歐盟後的貿易安排與歐盟進行的談判一直未見突破，意味著英鎊在未來幾週以至幾個月也難望顯著升值。在6月舉行歐盟峰會之前，英鎊可能更為波動，而雙方的貿易談判目前仍然膠著，也增加了英國無法在今年底脫歐過渡期屆滿前與歐盟達成貿易協議的可能性。

英倫銀行已暗示將存款利率調低至負值的可能性，若然最終落實，這將是全球首個錄得經常賬赤字的經濟體實行負利率政策，相信將對英鎊前景極為不利。

基於英鎊所面對的政治和經濟風險開始升溫，致使我們預測英鎊／美元匯價在未來幾個月可能下跌至1.20水平以下。

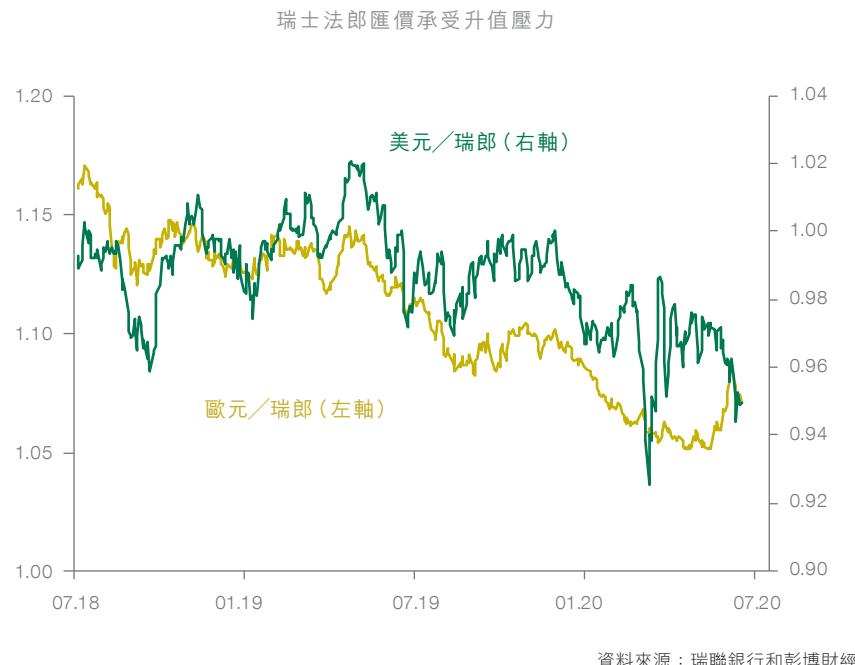
避險貨幣將繼續需求殷切

當全球經濟開始復甦和承險意欲改善時，通常也將溫和減低市場對避險貨幣的需求，但我們認為日圓和瑞士法郎（「瑞郎」）仍將面對升值壓力。

隨著美國和日本的實質收益率差額大幅下跌，意味著美元／日圓的「公平價值」將低於100，而即使承險氣氛持續轉佳，但在美國利率壓縮（尤其是長期利率）下，也將導致美元／日圓難以升值。與此同時，日本坐擁龐大的經常賬盈餘，仍將是日圓強大的基本需求來源。儘管日本央行可能偶然會干預市場以壓低日圓匯價，但相信只能減慢日圓的升值步伐，不會改變美元／日圓的貶值大勢。

瑞士央行自3月中起加大干預匯市的力度，但即期存款(sight deposits)此後繼續大增（約1,000億瑞郎），顯示瑞郎的升值壓力巨大。現時瑞士央行持有的外國資產規模不但增長，還定期獲得收益，意味著瑞士央行正面對持有大量外國資產和收益流的雙重問題，也將加劇瑞郎的強勢。

此外，瑞士的經常賬盈餘龐大（相當於國內生產總值10%），也為瑞郎在中期帶來強勁的需求。由於歐洲央行沒有減息，相信瑞士央行不大可能獨自調低存款利率，因此預期歐元／瑞郎匯價在中



期將趨向平價水平，而美元／瑞郎則可能下跌至約0.95水平。

黃金具潛力

早於新冠疫情爆發之前，金價自2019年6月以來已飆升約30%，而本次全球大流行已進一步強化金價的升勢。

全球央行的施政方針已經基本上由達到通脹目標(inflation-targeting)，轉變為變相的微細債務管理，因此相信貨幣政策當局在未來不會因為通脹稍為升溫而採取行動，意味著金價的下行風險將有限。

當前全球央行寬鬆貨幣政策的速度與幅度均是前所未見，而若日後央行進一步推展非傳統的貨幣政策（例如負存款利率或直升機撒錢(helicopter money)等），那麼金價便可能出現拋物線式的漲勢。我們在基本情境中預測，金價的

漲勢將與美國實質收益率的跌勢同步，並跟隨美國廣義貨幣(M2)供應增長的趨勢。從金價與美國M2貨幣供應的相關性可見，相信金價的公平價值將約為每安士2,100美元。

若央行確實擴大非常規的寬鬆貨幣政策，預測金價將至少飆升至每安士3,000美元，且有很大機會上試更高的水平。

離岸人民幣匯價面對風險

儘管中國經濟已大致走出這場疫情的影響，但離岸人民幣(CNH)匯率非但沒有明顯升值，兌美元匯價甚至從今年初起小幅下跌。我們在此前預測，由於受益於資金流入和中國國債孳息率比已發展市場的同級債券為高（不論是否進行外匯對沖），離岸人民幣在2020年餘下時間有望上揚。

可是，隨著中美關係嚴重轉壞，意味著資金不會大量流入中國，而若美國政府擴大針對中國的政治制裁行動，那麼離岸人民幣便難望升值。我們相信美國總統特朗普將利用反華立場，作為在今年底總統大選中爭取連任的主要政綱之一，這將使兩國關係在未來幾個月繼續緊張，並壓抑離岸人民幣的轉強機會。

一旦雙方的矛盾加深，例如中國領導人無意在香港問題上作出讓步，那麼美元／離岸人民幣在受壓狀況下可能上升至接近7.40的水平。

新興市場貨幣難望升值

至於新興市場貨幣，我們相信在未來幾個月將難望升值，因此建議投資者應保持審慎。新興市場貨幣兌大部分發達國家貨幣自今年初以來已經大幅貶值，原因包括：

- 來自已發展市場的匯款大幅縮減
- 國際與境內旅遊業停擺，重創這些國家所得的強勢貨幣外匯收益
- 發達國家的出口活動停頓
- 大型與小型新興市場央行已相繼大幅減息

當全球經濟復甦，尤其是在擺脫經濟深度危機時，新興市場貨幣傾向升值，這除了由於美元轉弱的常見催化因素外，不少投資者也趁新興市場貨幣出現嚴重超賣（以大部分標準估值方式衡量均顯示估值偏低）的機會而趁低吸納。

不過，有幾個原因使投資者在這次危機後應對新興市場貨幣秉持審慎態度。

第一，多家新興市場央行已經減息，不但使這些市場目前的利率水平相對於已發展市場處於低位，以絕對值計也是極為偏低，因而大幅削弱這些貨幣的利

差優勢；第二，新興市場的實質利率也不高，尤其會影響新土耳其里拉(TRY)、南非蘭特(ZAR)和巴西雷亞爾(BRL)的表現；第三，早於疫情爆發前，多個新興國家的經濟已經放緩，經濟景氣在未來幾個月甚至多年也無望顯著改善，我們因此預測新興市場貨幣匯價在未來幾個月將偏軟。

總括而言，我們預測美元在今年餘下時間將溫和轉弱，而貝他值較高的G10貨幣將承受升值壓力；至於金價將繼續表現優異，並能夠有效防範潛在的尾部風險。

新興市場貨幣已顯著轉弱 (100 = 2019年1月)



資料來源：瑞聯銀行和彭博財經



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(Diplôme d'Etudes Approfondies)學位，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，包括由英國政治倫敦學院(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)對像為《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像為香港公眾，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)對像為新加坡SFA第274節項下的機構投資者；(ii)根據SFA第275節指定的條件，對像為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6月

圖片來自：©iStockphoto.com、瑞聯銀行

筆記

更多見解
更多靈感
UBP.COM

更多《2020年投資展望》的精彩內容
請到訪 ubp.com/outlook2020-reset



下載瑞聯銀行的
最新通訊

請到訪 ubp.com/en/newsletter



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

掃描二維碼關注瑞聯銀行

