

2022年投資展望
營銷文件

懷抱轉變

UBP

UNION BANCAIRE PRIVÉE
瑞聯銀行



Michaël Lok

集團首席投資總監
及資產管理聯席
行政總裁

懷抱轉變

在 接種疫苗計劃的支持下，全球經濟陸續重啟，而美國和歐洲經濟在2021年的復甦景氣也惠及投資者。

貫徹瑞聯銀行的投資理念，我們在2021年初不確定性高漲的環境裡，成功為客戶捍衛投資組合，就如在2020年初疫情開始爆發時一樣。當迷霧散去，我們專注投資於優質盈利資產以推動回報，同時在第二季適時賣出中國股票和債券投資，讓投資組合在進入夏季時保持表現。由於預期美國10年期國庫債券孳息率將在年底時逐步回升至2%，我們早著先機在第三季加入銀行股，並在下半年逐步提高在金融股的比重，以把握箇中機遇。

展望2022年，全球經濟週期將由疫後復甦期進入常態階段，與在1990年代初經濟復甦時出現的「微型週期」相若，因此投資者仍需保持機敏和警覺，從而在明年回報溫和的大勢中，靈巧地提升固定收益和股票的表現。

隨著美國和歐元區的無風險債券孳息率上升至2019年初以來所未見的水平，信用債將出現「票息被減」(coupon-minus)的回報環境，因此積極管理固定收益風險不可或缺，並應加入另類收益策略以抵禦利率上升和信用債息差擴闊的影響。

對股票投資者而言，相比2021年10月底的17%回報率，預期全球股票在來年只會有8-10%的進賬，但透過精心選股將有望提升表現。

變革和轉型仍將是重要主題，但在催化回報的同時，也可能拖累表現。歐洲和中國廣泛地區在冬季出現能源短缺，有望促使兩地加快投資於綠色能源轉型。此外，個別工業藉著投資於資訊科技升級，將能夠晉身為科技公司，為這些傳統上週期性行業帶來增長動力。

適值中國推進改革經濟發展格局，美國可能再次將政策焦點放在制衡這個全球第二大經濟體之上，並可能因而引發新挑戰。故此，瑞聯銀行將一如既往透過主動管理風險的方式，協助客戶在挑戰重重的環境裡，繼續守護和增長財富，如同在牛市時一樣。

目錄

全球經濟展望 避免滯脹風險 6	外匯 美元將轉強 10	股票 微型週期在前： 為槓鈴型組合 開創機會 12
固定收益 固定收益： 尋找新的平衡點 14	氣候變化 全球氣候 轉型的挑戰 16	中國 投資格局已改變 18
歐洲 重建歐元區 的財政紀律 20	中美地緣政治 美國轉向亞洲 22	風險管理 在懷抱轉變時 管理風險 23

避免滯脹風險

能源短缺在2021年後期帶來的嚴峻衝擊，不但拖慢經濟增長，也刺激通脹飛升。主要央行已開始退出寬鬆貨幣政策，並討論在不久後加息。在這格局下，與經濟政策相悖的滯脹陰霾正在形成，而政府和央行在這一次將要比過去的危機更謹慎微調對策，透過擴大公共支出及貨幣政策支持，好使經濟保持增長。

經濟在2021年快速反彈後將減速

全球經濟在2021年大幅反彈近6%後，預測在2022年將增長約4%。大部分經濟體的工業產出已經收復因疫情而引致的失地，而國內生產總值(GDP)亦回升至甚至超越2019年的水平。

在世界各地大舉推出寬鬆貨幣及財政政策的支持下，經濟迅速復甦。隨著多個經濟板塊陸續重啟，中國率先反彈，然後是美國，繼而是歐洲。不過，接種疫苗計劃的進度不一，致使新興市場和已發展國家重啟經濟的步伐存在差異，其中歐洲從後趕上，在2021年後期已接種疫苗的人口比率領先全球。

經濟景氣在2021年下半年忽冷忽熱，部分地區在消費支出和投資回升後，經濟活動再度回軟。供應短缺和供應鏈瓶頸問題繼續壓抑多個領域，並拖累製造業沒法全面復甦。

消費支出一直是推動經濟復元的主力，也對2022年的增長表現舉足輕重，尤其是若家庭將在疫情期間的儲蓄用於消費。可是，在今年下半年，由於通脹急升導致實質收入下降，並壓抑部分國家的消費信心和零售銷售，以致問題橫生。雖然勞動市場暢旺和失業率下降，應能支持消費表現，但明年的消費增速可能慢於今年，特別是消費信心在今年底開始動搖時。正當經濟

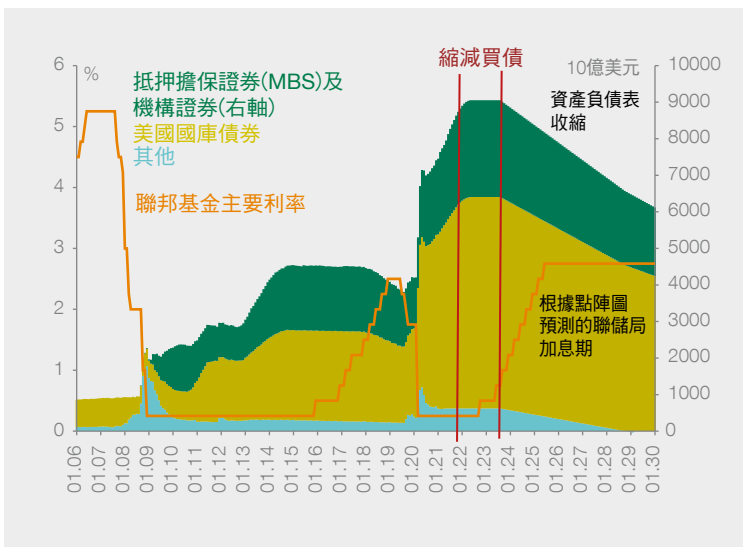


復甦階段來到終結，而法國和美國在新一年將舉行選舉，預計人口老齡化、退休金改革和社會不平等擴大等問題，將成為民眾關注的主要課題。

調整經濟政策 以應對滯脹隱患

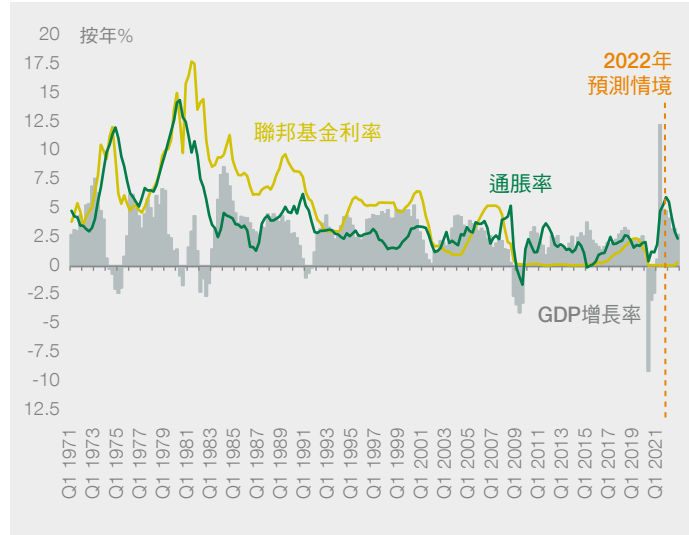
儘管近期的境況較艱難，但投資活動展現強大的抗禦力。由於企業得到政策支持且金融市場的運作保持效率，加上能夠獲得低成本甚至是由國家擔保的融資，因而促使在全球大型經濟體的投資活動，跟隨消費活動同步復甦，這表示資本沒有如在以往危機般遭到破壞。然而，礙於由疫情造成的供應瓶頸在2021年後期還沒有化解，另加貨幣政策支持將在2022年縮減，或將拖慢投資步伐。公共部門在今年推出的促進基建投資計劃，配合從政者尋求將半導體和藥物等「策略性」產品回流本國生產，應能在明年支持相關板塊的投資活動。總的來說，在新一年的經濟週期何去何從，將高度取決於經濟主體(economic agents)的信心，以及政府透過定向支持部分板塊所繼續擔當的主要角色。

美國：聯儲局資產負債表和主要利率



資料來源：美國聯儲局及瑞聯銀行 ETR

美國經濟增長、通脹率和貨幣政策



資料來源：美國聯儲局、美國經濟分析局及瑞聯銀行

經濟政策：支持措施逐步撤銷

已發展國家在2021年下半年逐步撤銷支持就業的措施，並轉為定向性支持個別企業。美國有意推進基建投資和擴大社會支出，但民主及共和兩黨在黨內以至在國會內仍然未能就這項鴻圖大計達成協議，意味著最終方案不但將延遲通過，規模也可能比拜登政府所提出的縮小。此外，多個國家政府正考慮提高對企業(或向數碼公司開徵稅項)和高收入人士的稅率，從而緩解疫情危機所帶來的巨大赤字。中國加強對互聯網平台、校外培訓機構和房地產業的監管力度及整治市場壟斷，已經拖慢經濟增速，而最近著力推動的「共同富裕」目標，旨在調整經濟增長運行以更顧及民生，相信這有賴於政府大量立法而不能純粹由市場規則來實現。

就貨幣政策而言，進取地支持經濟的階段逐漸來到尾聲。在疫情期間推出的非常規措施將在來年逐步撤銷，而位於拉丁美洲、瑞典和南韓的幾家央行已經率先加息。目前除日本央行之外，大部分主要央行已經宣布計劃在明年結束購買資產計劃，而加息行動似乎將隨之而來，特別是美國聯儲局和英倫銀行。

能源震盪及滯脹隱患

故此，明年的經濟活動將依賴私人部門的需求，以及在今年已開始的全球貿易活動擴張來支撐，但在今年底爆發的全球能源震盪已經干擾這些發展趨勢，除了加劇經濟減速，也可能刺激早已高升的通脹預測進一步上揚。

能源和服務價格：需要注視

在這情況下，需求可能突然萎縮甚至消失，而通脹率則徘徊於歷史高位居高不下，最終可能使經濟主體和央行無法承受。起初一直認為通脹飆升僅為短暫性的主要央行，現已被迫承認高通脹的維持時間可能長於預期，但在當前經濟週期所處的時點，將增加經濟政策失誤的風險，並使各國可能無秩序地推出財政與貨幣政策作應對。

若這些風險實現便會形成滯脹，意即經濟增長疲軟、通脹持續高升和名義長期債券孳息率高企，這將是債台高築並力圖擺脫危機的國家和企業之壞消息。

儘管在2021年強勁復甦，但這次增長週期在本質上仍然弱不禁風，主要由於已發展國家和中國在週期性反彈的背後，還需要應對生產力和潛在增長下降的長期趨勢，而多項長線因素也繼續壓抑增長，例如人口老齡化、勞動力在新科技下技能有限，以及新一代基礎設施建設進度緩慢等。與此同時，能源震盪、消費者信心和實質收入下降，以及企業縮減投資計劃等，則可能導致目前的增長階段提早結束，並進入現任歐洲央行行長及前國際貨幣基金組織總裁拉加德，在形容2015年的經濟增長狀況時所說的「新平庸年代」(“mediocre era”)。

在多項因素共同疊加下，通脹在2021年飛升，這些因素包括能源漲價、對貨品和服務的強勁需求，以及生產和運輸成本高漲。在今年後期發生的能源震盪，除了由於多國同步重啟經濟之外，

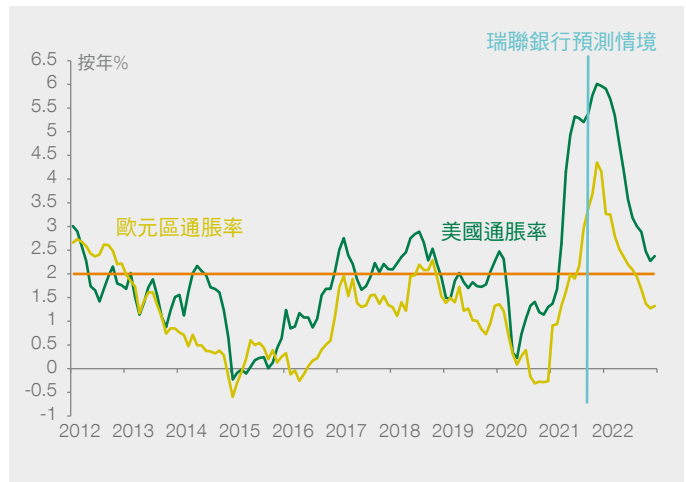
也源於多年來在能源項目的投資不足及能源政策真空。由於不可能在短期內擴大能源來源的供應量，因此能源價格繼續走高似乎已是無可避免，相信直至明年3月才有望顯著回落。此外，生產持續出現瓶頸和部分服務(例如運輸和租金等)漲價，也加劇通脹升溫的風險，並有可能在其後擴散至其他領域。

雖然美國聯儲局和歐洲央行所採取的新策略，將意味著兩行在經歷低通脹後，現在將較包容通脹率上升，而央行也認為目前物價上漲為短暫現象。然而，礙於生產和供應瓶頸未能疏導，而部分行業在不提高工資下沒法聘請足夠的員工，致使高通脹情況的維持時間可能比央行預期的長。

儘管這次滯脹期應該沒有如市場競爭和指數化系統較少的1970年代般嚴峻，卻可能為央行造成進退兩難的局面：一是容忍通脹升溫以保住經濟增長，或是比預期更大幅度地加息，從而重建信心及消除物價和工資形成螺旋式通脹的風險。

雖然如此，各地的滯脹風險不盡相同，其中美國和英國因需求強勁且招聘人手困難，看來落入滯脹的風險最高；至於歐洲和亞洲的勞動市場似乎沒有那麼緊張，因此工資螺旋式上漲的風險較低。此外，貨幣政策未來可能因央行退市而與財政預算政策分

通脹預測情境



資料來源：美國勞工統計局、歐洲統計局及瑞聯銀行

途而進，這可能導致增長週期止步，並使公共和私人部門可能很快便難以維持巨大債務。

投資於促進 生產力

要避免落入滯脹，公共部門有必要專注投資於提升生產力，同時微調貨幣政策。大型經濟體在明年的財政赤字仍將高企，但不會重演在1970年代的境況，相信政府在這次將主導將公共投資押注於新科技、數碼化和新一代基建，從而應對氣候變化並延展增長週期。透過公共和私人投資協力提升生產力，應能抵銷在近年所見的長期生產力放緩因素，可望使通脹就算在未來幾季仍然高升，但在其後應能降溫。

綜觀當前的環境，貨幣當局有必要靈活地管理流動性和購買資產計劃，好能限制名義債券孳息率所承受的上升壓力，並謹慎地作出加息決定以拖延實質利率的上升時間。若央行因能源漲價引發的高通脹而加息，將是錯判形勢，畢竟供應方震盪只能以增加供應來解決，收緊貨幣政策無補於事。反之，央行和經濟政策機關應致力於透過微調信貸狀況和注入流動性，確保核心物價和工資不會產生第二輪的通脹壓力。

為了避免滯脹，當局制定經濟政策時必需小心翼翼且恰到好處，還要比應對過去的危機時更靈巧，因此既不能過早恢復撙節開支政策，而央行也應在必要時隨時作出小規模的干預。藉著靈活應變，避免政策過鬆或過緊，當局應能夠支持經濟週期繼續延展目前的增長階段。



美元將轉強

我們已經顯著調整維持多時的看淡美元展望，預期美元熊市將暫止，而兌大部分G10國家和新興市場貨幣的匯價將回升；反觀英國和俄羅斯央行由於積極調整貨幣政策，相信英鎊和盧布在下一年兌美元的匯價將轉強。

我們預期美元在2022年兌G10和部分新興市場的貨幣將溫和升值，這是我們對維持多時的美元展望所作出的重大調整。雖然主要經濟體的增長前景將分途而進，並使投資組合的資金流入量下降，但基於聯儲局對貨幣政策的取態已較強硬，並引致美國短至長期債券孳息率上升，因此已有充分理據支持我們調整對美元的展望。

息在此後大幅上升，將觸發易受息差擴大影響且對經濟週期較敏感的貨幣表現落後，這包括歐元、澳元、新西蘭元、加元和瑞典克朗。若2年期美債孳息率再上升25點子，那麼歐元/美元匯價便可能因此下跌至1.12或以下，而美元/日圓匯價則上升至約116.00。

部分G10國家央行對貨幣政策亦已採取稍微強硬的態度，但只有挪威央行能夠趕上聯儲局的加息步伐，這意味著美元在未來幾季兌大部分其他G10貨幣將升值。

聯儲局的較強硬取態已改善美元收益率的前景

聯儲局的態度轉趨強硬

聯儲局對貨幣政策的態度已日漸強硬，勢將在2022年6月前完成退出量化寬鬆政策，並可能在2023及2024年加息三次，如此將改善美元對比其他主要G10貨幣的收益率水平，並使美國10年期國庫債券孳息率在明年可能上升至約1.7%甚至是2%。

較高收益

美元兌大部分其他主要貨幣在2021年已經溫和升值，其中歐元/美元匯價下跌至約1.1550，而美元/日圓則上升至約114.00，相信未來還有再走高的空間。美國2年期國庫債券孳息率現時僅為0.50%，對比聯儲局從現在至2023年收緊貨幣政策的行動確實過低。若債

經濟增長分途而進

貝他值較高的G10貨幣兌美元匯價在近期之所以表現落後，其實還有經濟分途增長的原因。自2020年3月以來，易受經濟景氣影響的貨幣在全球經濟數據轉佳和美元溫和轉弱下表現較佳，但從2021年6月起，主要經濟體的經濟意外指數開始回落，而北京當局近期調整政策，也預兆著中國未來增速將放慢，這些因素疊加不利於澳元、新西蘭元和加元等貨幣，而向中國輸出大量貨品的歐元區也因中國增長放緩，以致歐元承受下行風險。

投資者已經變陣以反映最新形勢。綜合美國商品期貨交易委員會(CFTC)的國際貨幣市場期貨持倉數據顯示，投資者已經將高貝他值貨幣的長倉平倉，現時甚至僅持有少量短倉，反觀美元長倉總計現已上升至遠超過150億美元。

英鎊的前景則較為微妙。由於英倫銀行可能將於2022年調高基本利率至少40點子，因此預期英鎊/歐元將走

高，但相信兌美元匯價不會如此前般大幅升值，就算英國/美國現時的息差意味著英鎊/美元匯價將超過1.45。

資金流入量下降

主要國家經濟增長減速也可能影響投資者的投資組合資金流向。由於投資者尋求把握經濟重啟的機遇，因此在過去18個月的投資組合資金流向有利於歐元和人民幣，但隨著增速放緩，相信流入週期性較強貨幣的資金量將下降。

我們預期，直至監管前景更為明確之前，流入中國境內股市的資金量將減少，但流入內地債市的資金量則應能保持堅挺。基於中國貿易盈餘大幅上升能夠抵銷資金流出的影響，因此預期人民幣匯價不會顯著走軟，相信美元/人民幣在明年將在相對狹窄的區間漲跌；至於人民幣一籃子則可能隨著時間逐步升值。

不過，流入歐元區的資金量下降，將壓抑歐元的升值幅度，加上歐元區出口表現可能在未來幾季轉弱，亦可能不利於歐元匯價，而這也是我們改變對歐元的展望之其中主因。

新興市場貨幣 — 表現參差

當美國利率上升時，新興市場貨幣傾向表現落後，但基於總計經常賬赤字現已大幅改善，對資金流入的依賴也下降，相信新興經濟體貨幣現時的抗逆力將優於2013年，因此相關央行應不必跟隨美國而大幅加息，免於窒礙增長。

不過，新興市場貨幣的展望各異，相信央行積極加息的國家貨幣將表現較佳，因此預期俄羅斯盧布將表現突出，除了名義利差收益較高外，也受益於油價上揚的助力；至於巴西雷亞爾的名義利差收益也較佳，但預期當地通脹在2022年初期將升溫，以致抵銷了利差收益。

相反，礙於通脹上升、投資下降和央行不願加息，預期南非蘭特、墨西哥披索和土耳其里拉的表现將持續疲軟，其中土耳其央行目前仍然處於減息週期，以致匯價持續貶值，並推升匯率傳遞通脹(FX pass-through inflation)。

歐元/美元匯率勢將下跌



資料來源：彭博財經



微型週期在前： 為槓鈴型組合開創機會

當全球經濟進入微型週期，股票投資者應為崎嶇不平的前路作好準備。雖然行情可能起伏，但在優質增長股和個別週期類股的推動下，全球股票在新一年仍然有望帶來8-10%的回報。

由於預期全球經濟復甦將在明年進入成熟期，當增長動力見頂及支持政策逐步撤銷，相信股市週期也將日趨成熟，並進入微型週期。

個別工業的增長 前景亮麗，運用科技 推動盈利

自1990年代以來出現的微型週期皆展現一些特點。在經濟復甦階段持續表現強勁後，股市在微型週期期間的回報率將較溫和及波動，且往往適逢發生地方性信貸事件，例如墨西哥危機(1994年)、亞洲/俄羅斯危機(1997-98年)，以及歐元區債券危機(2011-12年)。

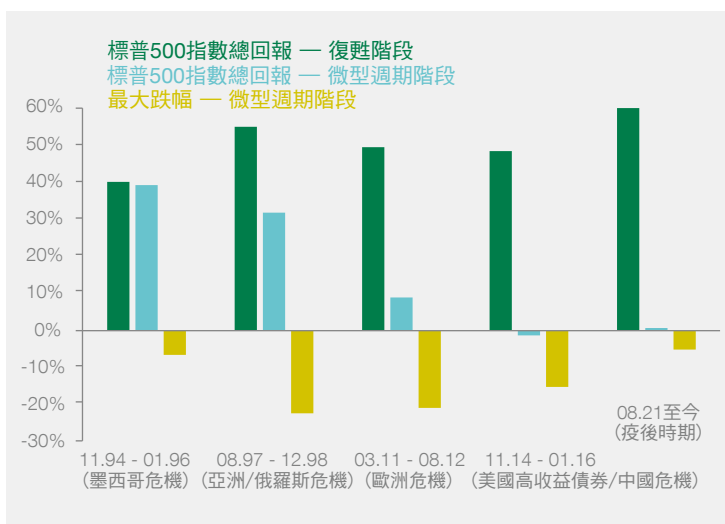
故此，基於標準普爾500指數在2020-21年間連漲超過200個交易日而沒有錄得5%或以上的調整，股票投資者應為未來更為跌宕起伏的行情作好準備，但好消息是只要投資者能夠迴避地方性信貸事件，當經濟復甦進程日漸成熟，而企業盈利持續增長，股市在微型週期期間通常仍將帶來正回報。

然而，有別於以往的微型週期，全球股市估值現時處於歷史性高位。

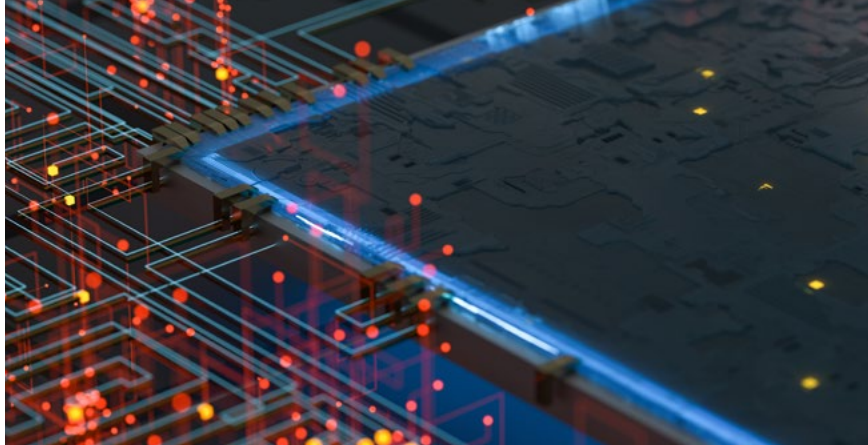
基於市場預期通脹將在2022年升溫，而債券孳息率將上揚(詳情請參閱固定收益章節)，這可能意味著股市市盈率將下降，或對新一年的股票回報構成阻力。

市場共識現時預測全球股票盈利在明年將錄得較高單位數增長，而若盈利預測在期間獲得小幅調高，相信全球股票在2021年10月錄得約17%的進賬後，仍將有望在明年帶來8-10%的回報。

微型週期：預期回報將較溫和及波動



資料來源：標準普爾、彭博財經及瑞聯銀行



全球工業的科技升級

在疫情肆虐下，全球消費者和企業依賴科技解決方案得以繼續居家購物和辦公，科技業也因而成為在抗疫情期間的贏家之一。

不過，科技革新浪潮現已由改變消費者消費和企業提供服務的方式，進一步演進為協助傳統工業製造商不僅在疫後的世界中生存和成長，還提升應對資源匱乏、市場競爭加劇和履行環境、社會和管治(ESG)義務的能力。

工業轉型進程結合了先進自動化、精密機器和人類創意，而數據、網絡和人工智能正是工業升級的核心。

全球工業自動化市場的市值有望在2026年前達到2,800億美元，並在未來幾年每年增長逾7%。至於運用物聯網的新興工業自動化科技之增長率，亦預期相當於GDP增長率約10-20倍，而就算是自動化視覺和雷射技術，在未來幾年的複合年均增長率也有望高達13%。

此外，歐洲和中國財政政策聚焦於推動革新，也有助於促進工業企業透過科技升級應對疫情，美國則仍在商討之中。ESG和氣候規則將鼓勵工業公司更換上世紀的製造設施，以符合可持續發展的目標，並透過優化規劃、組織及智能維護，從而大幅降低所使用的能源和生產資源。

此外，本次疫情也暴露了幾十年來將生產工序外發至中國的弱點，促使企業尋求縮短供應鏈，這些發展皆為工業公司開創機會，透過在本地開發和投資於21世紀的製造設施，以在定向性提高增長和獲利能力的同時，減低在未來發生供應鏈阻礙的機會。

這發展除了惠及多元化製造企業和特定自動化技術供應商之外，保健、半導體、廣泛節能和電子商貿等行業的最終使用者也具投資潛力，當中傳統週期性工業公司有望轉型為科技導向的增長型企業。

因此，精挑細選板塊和個股，對在新一年的回報表現日加重要。

就布局而言，預期槓鈴型股票組合 — 優質增長股搭配個別週期類股 — 在明年的回報機會不俗。

受益於資產負債表強健、盈利增長顯著和估值合理，優質增長股仍然是投資組合的穩固基礎，這些股份大多為科技、通訊和保健業的大型龍頭公司。

至於週期類股則作為戰術性投資操作，以把握經濟週期進入成熟期和盈利預測調高的機會。事實上，企業盈利已經展現動能，例如美國基本材料股的利潤預測已調高50%、金融股調升40%，能源股更大增180%，這些板塊的盈利增幅，皆遠優於僅上升24%的標普500指數和納斯達克100指數。此外，通常週期性較強的工業股，也可望因科技升級而開創可觀的盈利增長前景(參閱右方專題)。

地域方面，美國和歐洲現時皆有不同增長和週期類股選擇。相反，儘管新興市場估值對比已發展市場處於歷史性理想水平，但礙於中國正進行重整和改革(參閱第18頁)，或將不利於新興市場在明年的盈利增長前景。

固定收益： 尋找新的平衡點

美國和歐元區的長期債券孳息率可望在2022年回到常態水平，其中德國國債孳息率將超過0%，而美國國庫債券孳息率則可能自2019年以來首次高於2%。至於信用債則可能因債息上升局部抵銷了息差波動所帶來的收益，因而面對「票息被減」（“coupon-minus”）的回報環境。

若 2020年是疫情衝擊與復甦的一年，2021年則是全球經濟轉型至一個還沒有定義的一年，那麼2022年便會是我們學習在疫後生活時，全球經濟和固定收益市場尋求建立新平衡點的一年。

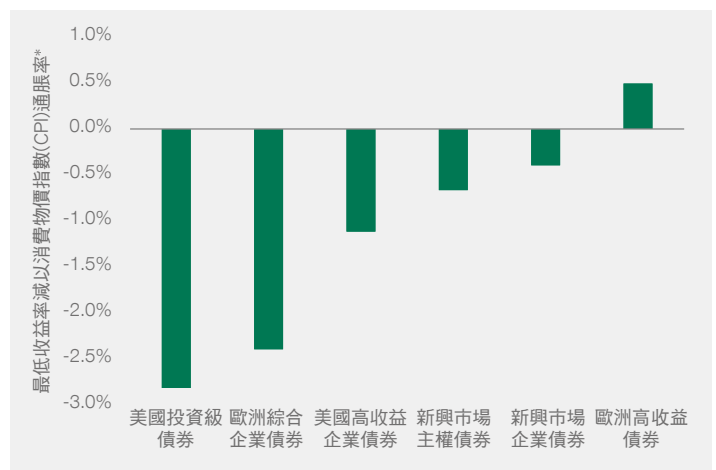
美國聯儲局和歐洲央行已分別表示將縮減在疫情期間支持經濟的買債計劃。

這也意味著兩地央行將開始推動債券孳息率回到疫前的水平。基於預期歐洲央行將繼續壓抑歐元區的短期利率，相信自2019年初以來一直低於零的德國國債孳息率，終於有望回到正值，甚至上升至0.3%。

美國方面，現時的資產定價反映市場預期聯儲局最早可能於2022年12月恢復加息，致使美國國庫債券孳息率也可能自2019年初以來，首次達到2%或以上，而一旦加息預期由現在至2023年實現，美債債息甚至可能上升至2.5%。

美國和歐洲央行將尋求 借鏡2013-14年的經驗， 好讓美國和德國樓價在 2022年軟著陸

在固定收益中發掘高於通脹的回報率



資料來源：彭博財經及瑞聯銀行

*註：美國信用債收益率減以美國CPI(3個月移動平均)；歐洲信用債收益率減以歐元區貨幣聯盟消費物價指數(MUICP)(3個月移動平均)；新興市場信用債收益率減以美國CPI(3個月移動平均)

雖然經濟增長力度在進入2022年時將呈現減弱跡象，但復甦步伐並非唯一推升長債孳息率的動力，而維持長債孳息率較高也對央行維持金融系統穩定性的優先目標舉足輕重。

由於名義和經通脹調整債息在近年大幅下跌，美國和德國住宅樓價中位數的按年增幅現已上升至約15%，而就算撇開疫後比較基數效應的影響，兩國樓價在過去兩年的複合年均增長率(CAGR)也達到逾10%。

回顧更久遠的數據，美國樓價只有在另外三段時期錄得如此快速的兩年期增長，包括在1980年代後期於美國儲蓄及貸款危機後、2007年次按危機爆發前兩年(即2005-06年)，以及在2008-09年的環球金融危機。聯儲局在



2013-14年縮減貨幣政策，雖然導致美國高收益信用債市場承受巨壓，但也成功在2016年將樓價升幅減慢至21世紀的平均水平。

因此，為了避免重演對上兩次美國樓價飆升時引發信貸壓力，相信美國聯儲局和歐洲央行將尋求讓長債孳息率循序漸進地上升，好能如2013-14年般協助金融體系軟著陸。

至於全球信用債市場似乎對大西洋兩岸央行能夠成功讓金融系統軟著陸感到樂觀，致使歐元、美元和新興市場信用債息差現已接近歷史低位。故此，就算是風險較高的信用債，在無風險長債孳息率上升，而美國和歐元區通脹目前升溫之時，所能提供的額外收益並不多。

在這格局下，信用債在2022年將因債息上升局部抵銷了息差波動所帶來的收益，因而形成「票息被減」(“coupon-minus”)的回報環境；反觀短期或浮息貸款則可以發揮一些抵禦債息上升的作用。不過，固定收益投資者在下一年應著重防範利率風險和信用債息差週期性擴闊的影響。

固定收益以外的另類資產

基於多種傳統固定收益資產現時的回報率皆低於通脹率，投資者必須在信貸風險溢價和已下跌幾十年的無風險債券孳息率之外，發掘能夠在長線保護購買力和持續產生收益的機會。

對於傳統投資者而言，由於債券收益率和波動性在過去同步下跌，因而為買入後持有的操作開創理想環境，尤其是被動型債券投資者。

不過展望未來，基於歐洲和美國維持零利率政策將壓抑債息水平，因此透過積極選債並運用長倉和短倉操作，同時把握波幅偶然飆升(如2020年所見般)的機會，應能夠為投資者帶來理想回報，獲得媲美在過去幾十年採取買入後持有策略的表現。

這種主動投資方式也能夠減少投資對利率及/或信用債息差去向的敏感度，應能協助投資者局部抵禦在債券孳息率上升(如在2021年大部分時間所見)或信用債息差擴闊(在經濟週期現階段常見)時的影響。

除此之外，就如投資者在過去10年轉往另類信用債市場以尋求達到回報目標一樣，收益導向型投資者也有必要擴闊其投資領域，加入低流動性風險溢價，以及透過結構性產品納入波幅資產，從而推動投資組合的回報表現。

由於槓桿貸款和新興市場債券等資產的回報表現附帶低流動性風險，因此在過去十年為投資者提供額外回報來源，投資者在這一次也應拓展投資領域，開發其他能夠藉著捨棄每日流動性以放大收益的專門類別，例如貿易應收賬款、消費貸款、人壽保險結算、基建和房地產等資產，這將有助於投資者在2022年提升收益和回報表現。

就如槓桿貸款和新興市場債券一樣，專業資產管理經理透過精挑細選專門類別，能夠在放大低流動性風險溢價時為投資顯著增值。此外，由於這些資產也如長短倉信用債策略般，較不受廣泛債券市場走勢所影響，因而在未來利率或信用債增加波動時，能夠發揮一些防禦作用。

全球氣候轉型的挑戰

現正推進的能源轉型過程乃史無前例，這是全球首次為了減少碳排放和提高能源供應量而推動轉型，並需要在轉型初期投入大量人力物力。

過去的能源轉型皆是因為開發了新技術，以在較低人力和資源下獲得更多的碳基能源(carbon-based energy)，從而化解能源供應對經濟增長的掣肘。

不過，現正推進的能源轉型過程乃史無前例，這是全球首次為了減少碳排放和提高能源供應量而推動轉型，並需要在轉型初期投入大量人力物力。

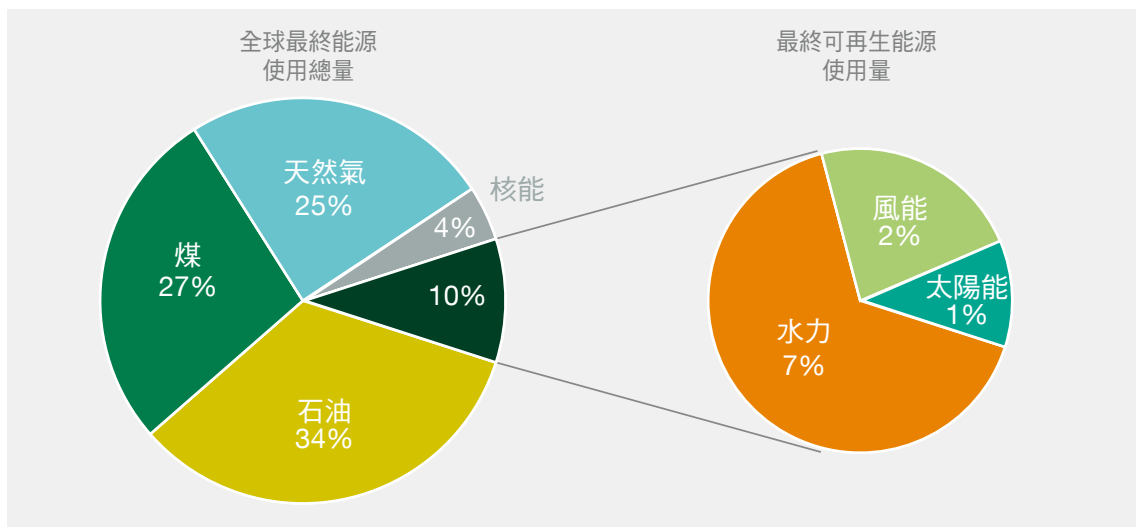
儘管綠色能源能夠提供零邊際成本的能源，但在去碳能源價值鏈中的核心技術包括風能、太陽能和電池能源，目前的規模並不足以全數取代全球現有的化石燃料設施。太陽能和風能在全世界最終能源使用中僅佔3.3%，而就算是如此小規模也花上超過20年才實現。

以往的能源轉型進程往往歷時多年甚至是幾十年，也沒有如今天般帶來挑戰，這意味著全球多地未來的轉型路途將更複雜且崎嶇不平。

究竟前路有多曲折和起伏，將取決於全球經濟在應對未來挑戰時的回應性和積極性，而在轉型過程中，透過破壞性創新來創造價值將是無可避免。

直至今日，全球仍然主要以回應方式應對氣候挑戰。其實，政府間氣候變化專門委員會(IPCC)預測全球氣溫升幅現已超過工業化前水平攝氏1.2度，相距全球目前爭取在未來20年將溫升控制於攝氏1.5度或以下的目標已經沒有多少迴旋空間。

風能及太陽能在全世界最終能源使用總量的佔比仍然僅為3%

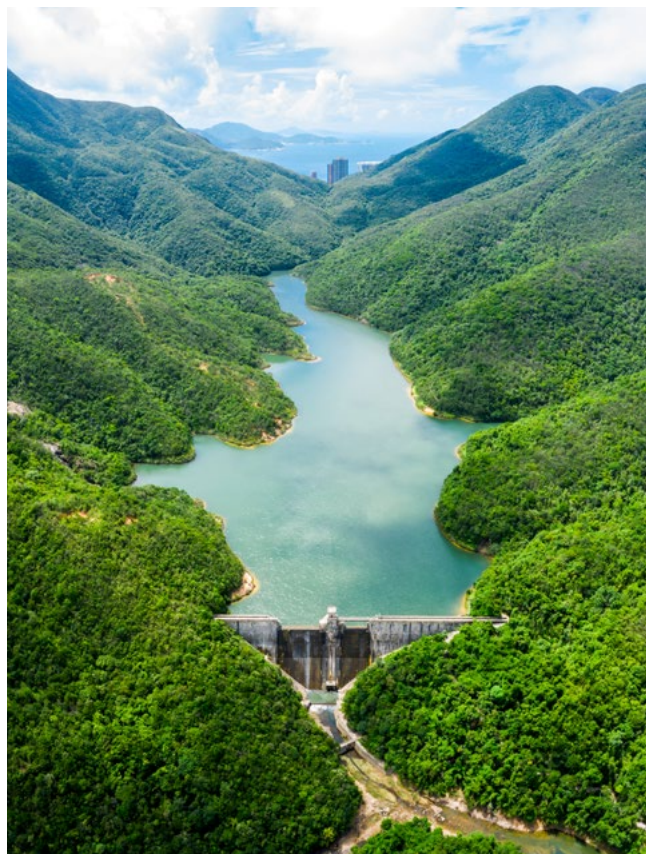


資料來源：Ourworldindata.org、BP全球能源統計回顧及瑞聯銀行

基於全球經濟目前致力於擺脫疫情並全面復甦，採取回應方式應對氣候變化雖然令人憂慮，但也可以理解，好能減輕經濟經歷近年重創後在短期的負擔。

可是，隨著發生極端氣候事件更為常見，市場在為資產定價時便需要納入未來氣候變化的因素。舉例說，美國在近年遭遇颶風吹襲的次數更頻密，並在廣泛地區造成嚴重水災，致使在美國國家洪災保險計劃(US National Flood Insurance Program)內的約500萬名參加者，未來的供災保費率可能增加高達77%。同樣地，歐洲銀行業也日漸考慮氣候的影響而收緊貸款。

這些發展正使受影響者擴大基建開支作應對，從而緩減受未來氣候事件的影響。其實，對於致力提供相關解決方案的公司，這些以往大多為一次性的業務機會，現已轉變為如年金般的收益來源，相關支出變成了經常性支出，並為有關企業開創新機會。



更換現有能源價值鏈的費用可能高達50萬億美元

此外，儘管全球正在尋求取締現有碳基能源設施，在短期內卻可能需要更多能源才能推動轉型，而目前的能源危機正迫使一些國家暫時踏上回頭路，以煤等碳基化石燃料化解短缺困局。不過，這次危機亦鼓勵了消費者採取其他應對方案，例如投資於屋頂太陽能系統，以免在短期搶購化石燃料的情況延續時，受到電網電力供應短缺所影響。

可幸的是，這些回應式措施與製造業在工業規模層面棄用碳基能源，轉為採用風能、太陽能和電池系統的計劃相輔相成。

有能力建設、安裝和營運可再生能源資產及相關基礎設施的業者，有望在未來受益於長達幾十年的增長，但擴大規模的過程並非一蹴而就，而明日的挑戰可能在今天難以察覺。

相反，那些完全基於化石燃料的業務在未來或將被淘汰，但這些公司亦可能因而獲得重大的演進機會，而這也是全球多家石油和天然氣公司當前的處境。事實上，這次能源危機可能有助於這些公司加快採取行動，讓他們能夠將來自化石燃料漲價所得，

由原本投入於石油和天然氣轉移至開拓可再生能源，並因此成為推動能源革新的主要貢獻者。若這些企業沒法與時並進，便可能落入結構性衰退，而過去生產力高且產生現金流能力強的資產，或會變成擱淺資產。

雖然企業能夠引領全球能源轉型，而參與其中的公司也越來越多，但政府和決策當局除了運用監管壓力以促進轉型外，在減低投資風險方面也擔當著重要角色。

為了在2050年前實現淨零碳排放，現時已有一些預測顯示，在全球更換現有能源設施所需的投資金額將多達50萬億美元，比過去幾十年推動中國工業化的投資額還要多。

因此，就如中國受益於低利率以為巨大的資本開支計劃提供低成本融資一樣，決策當局大概需要確保融資成本具備相若的吸引力，以鼓勵私人部門動用資金和創意，從而達到政府無法獨自實現的能源轉型投資規模。

投資格局已改變

中國邁向「共同富裕」年代意味著，當局將在推進消費導向經濟增長形態時，更注重平衡經濟發展。這個從2021年開始的轉型進程，已改變了中國長久以來的投資格局，不但在中期帶來挑戰，亦為機敏的投資者開創策略性投資良機。

自 2020年11月以來，中國監管當局積極推出多項措施，全方位為中國經濟解決結構性「短板」，這包括重新定性大型科技平台的角色、化解收入不平等、控制企業債務上升和促進社會和諧。這些挑戰不少是中國在鄧小平提出的「致富光榮」年代裡，GDP高速增长多年以來的產物。

時至今天，國家主席習近平提出制定促進「共同富裕」的行動綱要尋求應對這些挑戰。在「共同富裕」的新紀元下，中國的總綱領是在2025年前躋身高收入國家的行列，而內地人均國民總收入(GNI)將需要由2020年的10,610美元水平大幅提升，同時加快改革勞動力在GDP中的佔比和紓緩人口結構的壓力，從而實現目標。

中國必須在增長與改革之間如履薄冰，未來的經濟增長或將減慢

在促進「共同富裕」的前提下，中國將需要透過構建再分配的協調配套制度，同時動員私人企業投入，好能將生產要素(factors of production)轉移至勞動力。過去缺乏外部競爭和監管不多的市場環境，造就多個行業龍頭公司迅速崛起，如今這些先富起來的企業在獲取財務回報之外，也要兼顧為社會創造價值，因此有望為其他業者開拓盈利增長的機遇。



當局收緊監管規則為要減輕家庭在房屋、教育和保健的三大負擔，期望在刺激消費時，也鼓勵內地家庭響應新的三孩政策多生育，以扭轉過去一孩政策對整體人口增長的影響。以2025年跨進高收入國家門檻為念，相信當局將繼續在2022年大舉推進改革，這也意味著在今年下半年所見的市場波動性將延續至新一年，直至實現「共同富裕」的基礎已經穩定確立，而投資者在定價時已經全面反映這新常規的因素為止。

儘管在今年收緊政策後，在2022年可能出現一些週期性支持，但當局仍需在增長與改革之間如履薄冰。由於經濟在未來每年需要增長4.5-5.0%，中國才能跨進

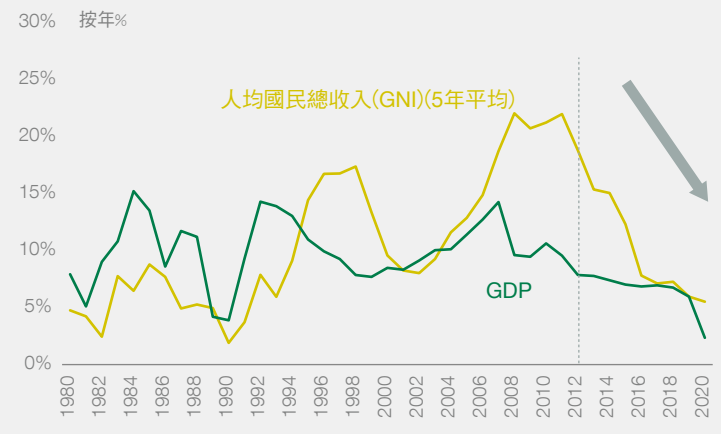
高收入國家的門檻，預期中國GDP在明年將減速至5.0%，然後在2025年「十四五」時期末逐步下降至4.0%，顯示中國經濟增長或在長期處於較低的水平。

為了推進結構性改革，預期中國的政策仍將從緊，尤其是對樓市和整體房地產行業，但中國人民銀行已經採取宏觀審慎操作開始邊際性寬鬆，旨在撫平商業週期的波動性和抵禦外部震盪因素。

面對2021年後期的能源危機和新一波新冠病毒疫情，人行可能在明年第二季恢復逆週期操作，而到了明年初或能較清晰了解未來的監管動向。不過，即使出現週期性和監管性支撐因素，投資時篩選能夠兼顧財務與社會回報義務的企業將日漸重要，這選股準則也適用於中國重點發展的增長行業。

中國：經濟面對結構性放緩因素

當中國經濟從「十二五」時期(2012-2015)起進入結構性放緩期，習近平已以化解收入不平等和促進可持續增長為目標



資料來源：國際貨幣基金組織、世界銀行及瑞聯銀行

駕馭中國科技新格局

中國在2021年大力加強監管面向消費者的科技公司，這些行業在過去10年規管不多的環境下高速擴張。我們相信，監管之風將延展，而在新一年將有更多措施推出。

在這個新常規下，國內消費型科技巨企必須小心翼翼，而以往「先創新、後提問」的行業思維已經沒有立足之地。隨著在市場上獨當一面的優勢退減，行業龍頭公司已不能進取地擴展，或是運用其規模和財務實力以打壓競爭對手。由於這些公司現在亦需要顧及合規和履行企業社會責任的成本，相信市場在2022年初將繼續重新評估這些業內大型公司的估值和盈利前景。

因此，投資者應將焦點轉移至正處於增長週期初段的企業，從而避免現時主要由行業龍頭公司承擔的社會成本。雖然如此，作為全球規模最大的數碼型經濟體，中國消費科技業將能夠繼續為長線投資者帶來收益機會。憑著10.1億個線上用家、高

達71.6%的互聯網滲透率和整體社會對新科技的開明態度，中國仍有能力在極短時間內大規模推進消費者創新。

不過，就算是獲得政府在政策和財政上扶持的行業，投資者在投資硬件科技時仍應保持選擇性，畢竟研發投資額巨大且回收回報期長。現時中國在人工智能和其在自動駕駛、語音和面容辨別方面的應用領先全球，也擁有大量數據庫以加快推出市場的時間。

此外，中國正力爭碳排放量在2030年前達到峰值，並爭取在2060年前實現碳中和，有望為中國現已稱冠全球的潔淨能源轉型和車輛電氣化行業開創機遇。

儘管這些投資主題與中國全局性政策目標一致，但投資者有必要更注視在企業和行業層面的發展趨勢，確保社會成本已經內建於業務模式中，好能持續帶來理想回報。

重建歐元區的 財政紀律

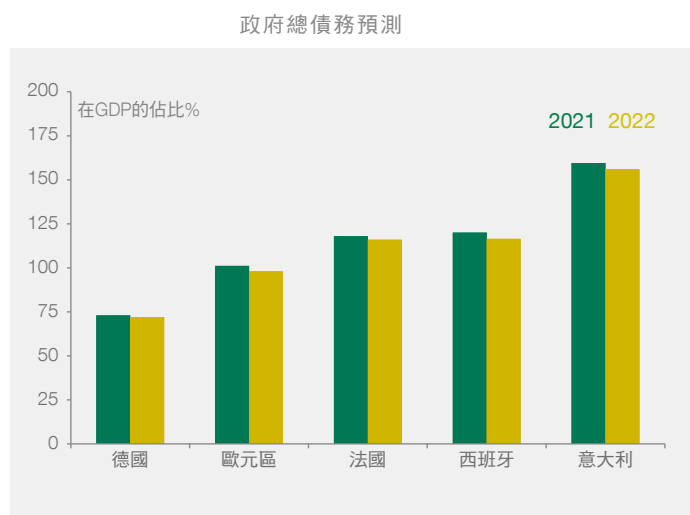
經歷這次疫情的衝擊且汲取了在2012年歐債危機時的經驗，歐盟財政政策不能再只限於《馬城條約》(Maastricht Treaty)中所協定的財政赤字和公共債務上限，而是必需進行全盤檢討甚至是大刀闊斧地改革。

為了協助歐洲政府有效應對疫情，歐盟同意暫時放寬《馬城條約》的規定，這包括財政紀律(財政赤字限於國家GDP的3%)、公共債務(限於國家GDP的60%)及歐盟委員會的監督(由《穩定與增長協定》(Stability and Growth Pact)賦予權力以為各成員國政府制定中期目標)，而這些規定將在2023年恢復實施，但這時間在目前看來似乎過於進取，而成員國也將因而需要大力縮減支出。與此同時，歐盟委員會已開始就財政管治進行策略性檢討。

為了避免滯脹，各成員國最低限度需要就更靈活解讀《馬城條約》的規定作出妥協，並把握「下世代歐盟」復甦基金(Next Generation EU)提供資金的机会，推展更明確的改革計劃。

最低限度需要更靈活解讀 《馬城條約》的規定

此外，由於各成員國已制定新的環境目標和為此投放必要的支出，這表示過去評估財政政策的方式看來已經不合時宜。《穩定與增長協定》的規則複雜，而由於決定暫且不對違規的成員國作出處方，因此大部分條文並沒有相應地執行。礙於改革進展緩慢，歐盟現行



資料來源：瑞聯銀行

的公共財政政策以順週期為本，以致經濟一旦衰退時情況更壞，但若在經濟強勁增長時又沒法儲備盈餘。緊縮公共支出往往需要削減公共投資，連帶導致投放於基建和新科技的投資不足。

歐盟將在2022年就如何重新制定歐洲財政政策框架進行激烈談判，而由幾個歐洲組織進行的預備工作已經得出四大討論課題，至於多項相關配套措施將視乎明年的政治意願和形勢而定：



重塑歐盟

1. 檢討關於財政赤字(GDP的3%)和債務(GDP的60%)的要求準則。這些數字可能基於當前情況而提高，但如此便要修訂歐洲條約。
2. 在評估赤字和債務要求準則時採取更大的靈活性，並基於成員國各自的情況更快速地作出調整。進行分析評估時以淨公共支出為本，而非複雜地計算赤字。藉著在計算赤字時將策略性投資移離一般公共支出項目，便能夠在放寬規則的同時，不會掣肘投資活動。
3. 下世代歐盟復興基金可能轉變為永久工具，其目的是將之發展成為歐洲版的國際貨幣基金組織，運用歐元區的穩健性、自身的永久資源，以及在區內自主進行財政轉移，透過量身定制的中期經濟匯合目標、提供週期性援助和提升應對外在衝擊的能力，從而作出財政和貨幣對策。
4. 加強歐洲議會在制定財政預算案過程中的角色。

這些改革將更著重於策略性公共支出的價值，同時加快歐元區的改革進程。抗禦外部震盪的能力在近年日益重要，也突顯歐洲有需要協調財政和貨幣政策行動。最後，由於歐洲及其成員國的債務在近年的危機後已經上升，因此必須在納稅人和市場眼中看來能夠持續。

歐洲聯盟在疫情期間陷入深度衰退，但透過成員國聯合採取強大的行動，已經展現反彈的能力。本次危機突顯了歐盟的多個脆弱點：依靠新興市場製造貨品和藥物、依賴出口市場，以及在工業和科技的發展不均且分散度不足。

英國脫離歐盟以至歐盟應付本次疫情的對策，已經重塑歐洲的經濟和政治格局：新創設的復甦和刺激計劃(下世代歐盟基金)為歐盟的新發展奠定了基礎。貨幣聯盟是歐洲一體化的基石，以避免歐元區瓦解。透過買入政府和企業債券，輔以歐洲央行重新制定的通脹目標，貨幣聯盟能夠以新方式為成員國提供支持。

透過共同發債和在成員國之間進行財政轉移，歐盟已為歐元區的新運作方式提供了基礎。雖然這次集體行動並不構成真正的財政聯盟，但能夠與各國的行動相輔相成，並為未來的進一步改革鋪路。因此，歐元區現正處於轉折點：若擁有明確的政治意願，歐元區可以重新定義其行動原則，未來也有望實現更大的整合，而這正是德國社民黨和綠黨參選2021年聯邦議院選舉的政綱主張，並與法國所採取的策略一致，也與西班牙和意大利總理作出的財政和政治決定互相呼應。

然而，歐元區正面對超越貨幣和財政事宜的重大挑戰，包括歐洲需要加強在保健、能源和國防上的合作。最後，歐洲也正聯手應對氣候事宜。

這些新工具有望為歐元區開創龐大機遇，並在中期帶來巨大影響，有望刺激潛在增長，為歐元區生產力的跌勢劃上句點，同時協助克服人口老齡化的挑戰。藉著更注重於開發新科技，既能夠開創機會，也是一項義務，尤其是在美國和中國已公布鴻圖壯志下。這將使歐元區減少受外部震盪所影響。最後，就地緣政局而言，歐元區更強大和團結，將能夠抗衡美國近年推進的孤立主義，以及正在冒升的中國中心主義(Sino-centrism)。

美國轉向亞洲

當美國總統拜登在2022年開始將焦點轉移至外交政策上，地緣政治矛盾可能再次升級。若美國為了緩和供應鏈壓力而撤銷部分對中國加徵的關稅，或有望紓緩雙方的貿易關係，但隨著美國繼續建立多邊聯盟，並限制中國獲取先進科技，中美角力可能轉移至其他領域。

美國總統拜登在就職第一年專注於處理內政乃意料中事，這包括應對疫情、美國債務上限和仍在國會商議中的財政大計。

不過，進入第二年任期，拜登可能會將焦點放在外交政策之上，就如前總統特朗普在上任後剛滿一年的2018年1月便發動貿易戰一樣。儘管拜登對華的具體政策仍屬未知之數，但從2021年下半年的外交發展可見，拜登可能恢復前總統奧巴馬時代的「轉向亞洲」(Pivot to Asia)路線，相信這策略將在2022年更全面推展。

在某個程度上，中美關係在新一年可能具備稍為解凍的契機。由於供應鏈阻礙在美國引發高通脹，拜登政府看來著意撤銷個別對華加徵的關稅以緩和內部通脹壓力。其實，中國向美國購買的貨品總額，仍比雙方達成的第一階段貿易協議之目標少四成，因而為美國在未來數月緩和雙方的貿易關係提供一些空間，而中國同樣能夠因增加進口美國農產品而得益。

不過，中美兩國在貿易上的進展，可能掩蓋了美國正在廣泛調整政策優先次序，尤其是在撤出阿富汗之後。美國正加強與日本、印度和澳洲進行「四方安全對話」，以

及在2021年後期與澳洲和英國成立《澳英美聯盟》(AUKUS)的軍事安全合作夥伴關係，顯示美國的外交主軸可能已經移離中東，轉為透過多邊關係，以在包括貿易等範疇抗衡中國在印太區域的影響力。

風險並非在於這兩個全球最大經濟體即時爆發衝突，而是萬一雙方計算錯誤

基於加徵關稅未必務實，阻止中國獲得先進科技和透過美元資本市場融資，仍將是美國的策略性施壓點，尤其是當中國正在構建新的經濟發展格局時(詳情參閱第18頁)。

中國當局也沒有忽視這些潛在威脅。中國大陸在近月多次出動戰機飛入台灣防空識別區，正是向美國新政府劃下警告的紅線。與此同時，中國和印度就邊境問題進行了多輪指軍官級別的會談仍未能達成協議，也使雙方就邊境問題的爭議目前難望平息。

雖然中美關係仍然緊張，但這兩個全球最大經濟體對投資者所構成的主要風險並非在於即時爆發衝突，而是萬一雙方計算錯誤而可能導致現已放緩的經濟瀕臨衰退，就如中美兩國在2018-19年爆發貿易戰時一樣。



在懷抱轉變時管理風險

在2022年，投資者將需要面對疫後經濟所出現的特有新風險。瑞聯銀行採取主動管理風險方式，協助投資者不僅緩減隱患，同時把握長期變革進程在疫後時代所開創的投資良機。

在 疫情年代的經濟週期既帶來了獨特風險，也為投資者開創史無前例的投資機遇。這次週期由時間最短但跌幅最大的衰退期開始，再緊接歷史上最快速和最強大的反彈期。

展望新一年，美國經濟將跟隨中國，而歐洲也將跟隨美國進入這次經濟擴張期的中期階段，投資者不單要應對經濟週期演進所帶來的變數，還要面對迫在眉睫的新風險。

在微型週期中，股票和固定收益資產的回報率通常明顯低於復甦階段，跌幅和波幅卻較大。

我們的主動管理風險 方式協助投資者把握 長遠改革主題

回顧從1990年代初出現的各次微型週期，皆伴隨著地方性信貸事件，例如1994年墨西哥危機、1997-98年亞洲/俄羅斯危機和2011-12年的歐元區主權債危機。故此，在來年主動管理固定收益資產，透過加入與利率和信用債息差呈現低相關性的另類收益機會，將是審慎的做法。

儘管股市波動性在2021年底時下跌至歷史低位，但隨著全球決策當局力圖控制通脹風險，並為未來幾十年擴大綠化經濟的投資，相信期權策略能夠發揮保護作用。



正當地緣政治結盟活動更活躍，中國也在推展結構性改革，並為全球格局帶來新的不確定性。中國在進入本世紀時擔當全球經濟增長的主要支柱，但由於預期當地經濟增長在未來幾年將減速，另加四國在印太區域結盟，尋求制衡中國在全球拓展影響力的野心，中美這兩個全球最大經濟體在泛太平洋地區可能出現政策失誤的風險已經浮現。

因此，本著守護和增長財富的投資信念，瑞聯銀行以主動管理風險為基礎，協助投資者不但緩減週期性風險，也應對在這次疫後時代的特有風險。

透過提升防禦力，我們便能夠更自如地捕捉隨著市場波動而湧現的機會，專注於為客戶在疫後的世界裡把握深遠變革主題。



MICHAËL LOK

集團首席投資總監及資產管理聯席行政總裁

Michaël Lok於2015年加入瑞聯銀行，擔任投資管理主管。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月在日內瓦加入瑞聯銀行，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

本文件為市場推廣通訊，當中載有金融服務的一般資料，並反映瑞聯銀行(Union Bancaire Privée, UBP SA)及/或瑞聯銀行集團的任何實體(下稱「瑞聯銀行」)截至發出日期的獨家意見。在任何作出要約或招攬將不獲授權的司法管轄區，或是對於任何獲得要約或招攬將屬非法的人士而言，本文件並非也無意被視為與瑞聯銀行進行任何交易、買入、認購或賣出任何貨幣、產品或金融工具、作出任何投資或參與任何特定交易策略的要約或招攬。本文件僅提供廣泛概述供討論用途，旨在確定客戶的意向。本文件不會取代有關任何特定金融工具的發售章程、重要資料文件、投資者資料概要文件或任何其他法律文件，而前述文件可向瑞聯銀行或相關投資工具的發行人(如適用)的註冊辦事處免費索取。本文件所載的意見未有考慮個別客戶的情況、目標或需要。

瑞聯銀行根據市場提供的情況分析金融工具，且出於此目的與第三方維持及/或尋求建立商業關聯，而瑞聯銀行也可能自行創設金融工具。因此，本通用資料並非不偏不倚地獨立於瑞聯銀行或關連人士的自有權益，而這可能與客戶的利益構成衝突。瑞聯銀行設有監管利益衝突情況的政策，並已在架構層面採取適當措施防範發生潛在利益衝突。

本文件所載資料並非瑞士銀行業協會(Swiss Banking Association)《金融研究獨立性指令》(Directives on the Independence of Financial Research)涵蓋內的財務分析結果，亦非根據歐盟《金融工具市場指令》(MiFID)條文所進行的獨立投資研究結果。歐盟法規對與位於歐盟以外的瑞聯銀行實體所建立的關係並無管轄權。

當提供投資意見或投資組合管理服務時，瑞聯銀行考慮和評估所有相關的金融風險，包括可持續性風險(sustainability risks)。根據歐盟《可持續金融披露規則(2019/2088)》(Sustainable Finance Disclosure Regulation (2019/2088))所界定，可持續性風險是指「一旦發生，可能對投資價值產生重大的負面影響的環境、社會或管治事件或狀況。」有關我們管理可持續性風險的方式，請瀏覽[www.ubp.com]。

瑞聯銀行已作出合理努力，確保本文件的內容乃取材自來源可靠的客觀資料和數據。然而，瑞聯銀行無法保證在本文件內所載且由本行真誠收集的資料為準確和完整，也不會就使用有關資料而引致的任何虧損或損失承擔任何法律責任。在本文件發表時，情況可能改變並影響所收集的數據和所表達的意見，因此本文件所載的資料可能隨時更改，恕不另行通知。瑞聯銀行概不就本文件所載的任何資料、預測或意見作出任何明示或暗示的陳述、保證和承諾，亦不對文件內部的任何錯誤、遺漏或失實陳述承擔任何法律責任。瑞聯銀行不承諾在本文件公布後進行更新或修正可能出現的任何不準確之處。

本文件可能提及過往表現，而過往表現並非當前或未來表現的指標。除了過往表現和歷史事實的陳述外，本文件內所有陳述均為「前瞻性陳述」。「前瞻性」陳述並非未來表現的保證。

任何投資的稅務處理視乎客戶的個人情況而定，並可能在未來有所變化。本文件並無載有由瑞聯銀行發出的任何稅務意見，亦不反映客戶的個人情況。

本文件屬機密性質，僅供收件人閱覽。本文件不得全部或部分複製。瑞聯銀行明確禁止未經其書面許可，重新分發本文件的全部或部分內容，且不會對第三方就此採取的行動承擔任何責任。

本文件不擬在美國及/或向美國人士分發，或在瑞聯銀行作出分發將受到限制的司法管轄區內分發。

2021年11月

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

瑞士：瑞聯銀行在瑞士獲得瑞士金融市場監管局(FINMA)認可和受其規管。

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

杜拜：本市場推廣材料由Union Bancaire Privée (Middle East) Limited發出，該公司受杜拜金融服務管理局(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入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：瑞聯銀行為受香港金融管理局(金管局)規管的持牌銀行，也為受證券及期貨事務監察委員會(證監會)規管的註冊機構，在香港僅限於從事第1、4及9類活動。瑞聯銀行只可透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蓋內的「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)涵蓋內所界定的「發售章程」或構成該條例涵蓋內的公眾發售。除非獲香港法例許可，任何人士不得在香港或其他地方發布或持有用作發布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》涵蓋內的「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)而於意大利營運，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 2021。版權所有。

僅供香港的專業投資者及新加坡的認可投資者(選擇在記賬時作為認可投資者和機構投資者使用)。

本中文譯本僅供參考之用。如中文譯本之文義與英文原文有歧義，概以英文原文為準。如有查詢，請聯絡您的客戶經理。

筆記

更多見解
更多靈感
UBP.COM

更多《2022年投資
展望》的精彩內容

on ubp.com/zh/outlook2022



下載瑞聯銀行的
最新通訊

on ubp.com/zh/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



請於 ubp.com 訂閱我們的月報