

GLOBAL OUTLOOK 2021

市場、投資和規劃

市場推廣產品

美國進入新十年

A photograph of the Washington Monument in Washington, D.C., standing tall against a sky with soft, colorful clouds. In the foreground, there are numerous cherry blossom trees in full bloom, their pink and white flowers creating a dense, vibrant layer at the base of the monument.

聚焦

美國仍然是超級大國嗎？

我們的見解

美元：舊朝今粉？

目錄

4 摘要

新總統, 新時代, 新經濟模式?

7 聚焦

- 7 新政府的經濟議程
- 9 不平等對增長和社會穩定構成威脅
- 12 美國依然是超級大國嗎?
- 15 去碳是美國未來十年的主要挑戰

19 宏觀展望

19 前所未有的震撼、大規模回應、和未解決的問題

27 我們的見解

- 27 美元: 舊朝金粉?
- 29 美國信貸市場: 企業違約及槓桿永續
- 32 聚焦美國科技行業
- 36 私募股權: 美國資本主義新貌

39 投資方案

43 各項走勢表

45 全球覆蓋

46 附錄

摘要

新總統，新時代，新經濟模式？

在白宮就職的新總統，其不確定性幾乎與確定性一樣多，而且處於全新的經濟、衛生、預算、和貨幣環境。但是，新總統新行政和十年的新運是否表示時代會改變以及經濟模式會改變？

白宮易主應為風格重大改變的徵兆。Joe Biden 不那麼不可預測，較少咄咄逼人，更尊重傳統、體制、和國際機構，他也可能不那麼強而有力，而且顯然與他的前任分道揚鑣。這種改變本身乍看起來可能會令人放心，但是即使有了可以改變遊戲規則的疫苗，在其面對前所未有的經濟、技術、地緣政治、和環保挑戰之時，我們仍然可以質疑新總統的領導地位。

氣候變遷

理論上，很明顯：新政府打算再接合Obama時代的領導地位，讓美國參與能源轉型，並回歸巴黎協定的框架。《重建美好未來》(Build Back Better)¹ 計畫包含重要的環保組成部分，與Donald Trump臭名昭著的氣候懷疑論形成鮮明對比。然而，這些發展將超越政府計畫的框架，而將來自個人、企業、和投資者行為的改變。新政府的鴻圖壯志固然很重要，而且似乎真心誠意，但面對強大的遊說團體時，終究需要強而有力的領導才能。成功的標準不在於簽署法律或國際協議與否，而在於每人平均能源消耗量居世界最高水平的國家（僅次於海灣阿拉伯國家和澳洲）的二氧化碳排放是否明顯得到遏制。

地緣政治

普遍認為Joe Biden會對美國以外的世界比較開放，傾向於維持參與國際機構和多邊主義上的競逐，同時以更可預測和協商一致的方式行事，這在外交關係上視為關鍵。這些方面都很重要，

以其緩解國際緊張局勢及減少對抗的作風，可以降低地緣政治風險。美國可以復興其軟實力來恢復外交效率，從而重新激發國際社會對紅色、白色、和藍色的共感(empathy)。除作風外，維持美國岌岌可危的世界超級大國的地位。在這方面，Joe Biden的精力、遠見、和政治勇氣自初選以來因一直受到懷疑而成了新聞頭條，Donald Trump在辯論中也大肆利用這一弱點。

除了總統的政治色彩和作風之外，我們可以期望美國比過去四年更加強在全球展現實力，同時，美國在世界事務中的影響力卻持續衰減，助長俄羅斯、伊朗、或中國等區域性大國的氣焰。中國很可能會成為這個新時代的領導者，並從他們明擺著反對Obama執政時期的亞洲樞紐戰略(Pivot to Asia)中所獲得的利益，而這些是他們以前所描述的企圖遏制他們勢力崛起的執拗。

資本主義

資本主義與21世紀的科技緊密相聯。每次工業革命中都有兩者的身影，但正在進行中的數字革命似乎正在美國政府造成策略困境。數字科技催生了在經濟體中顛覆各行業的巨頭，這些巨頭產生指數級增長的盈利能力，並佔據難以逆轉的主導地位。矽谷的防線特別建立在華府不甘冒科技領導權轉移到中國的風險，而因此不願破壞其優勝數字企業的穩定性。這是國會目前對FAANG²非競爭性實務進行調查根本上的挑戰。最後，如果採取激進的方法（取消自然獨佔的主導地位或將其國有化/管制）反壟斷幾乎沒問世的機會，這些巨頭將學會如何適應更嚴格的法規，並把其轉化為競爭優勢和更高的進入壁壘(barriers-to-entry)。

1 - Joe Biden的《就業家庭之就業和經濟復甦計劃》。

2 - Facebook, Amazon (亞馬遜), Apple (蘋果), Netflix (網飛), 和Alphabet.

社會經濟議題

Joe Biden塞得滿滿料的計畫表示其企圖引進更多累進稅制和針對較高收入階層來扭轉加劇所得和財富不平等的強大趨勢。首先，我們必須揭穿民主黨的神話：勞工階級在Obama時代並沒有特別受益，這在一定程度上使Hillary Clinton失去勝選。反之，在Trump政府期間，實質工資中位數 (median real wages) 上漲幅度更大。這不應被視為因果關係而是巧合，這與近年來充分就業已經終止了實質工資停滯這一事實有關。然而，在民主黨和共和黨總統任職期間，美國的財富不平等狀況可能使基於美國社會契約所承諾的社會向上流動有遭受破壞的風險。所設想的改革面臨的挑戰不僅要使收入最高的1%人口貢獻最多，還要使最低收入的10%人口更有效地參與，這需要更高的薪水和更好的社會安全保障來支撐。但是，參議院中民主黨並非佔大多數，這大大降低Biden計畫中稅制改革的可能性和潛在規模。

除稅制外，在經歷一段種族間緊張關係加劇的時期之後，Biden打算提出對少數民族更具包容性、更有針對性的政策。這影響到美國聯儲局 (Fed) 要如何將群體之間的差異妥善整合到貨幣政策之中。除了道德上理由和較大社會穩定的預期作用之外，對勞動力參與率的影響，以及保健和培訓對生產力的影響，鑑於政策對增長和投資有積極影響，理所當然要執行這些政策。

然而，風險在於這些措施會伴隨公司稅率的提高，因此可能損害私人投資，而這個風險將因分歧的國會而緩解。我們的經濟方案也顯示，增加財政支援會對增長產生正向的短期影響，但也會導致通貨膨脹率溫和上升，使2022年後零利率政策的可持續性受到質疑。

公共財政

如美國國會預算辦公室所強調，無論由誰入主白宮，COVID-19危機和由此產生的政策搭配都將助長聯邦債務空前提高。後者在增長期間有穩定的或適度的增長的記錄，而在景氣循環性衰退期間停頓。然而，在Donald Trump主政期間，我們目睹債務呈指數級增長 (與Ronald Reagan相同)。Biden顯然在其任期之始，適逢在債務/GDP比率方面未知的新局勢。這一比率的可持續性表明需要Fed的堅定支持，Fed應繼續從結構上將這些債務貨幣化，從而在結構上壓低美元的價值，而這是又一個對中國有利的發展。

我們就美國必須實現其雄心壯志的手段作結論，以及更籠統地對其能力的條件 (the conditions of power) 作結論，Robert Kagan³ 將其定義為書寫歷史的能力 (the ability to write history)。對於能力來說，光有意願是不夠的，還需要其他有形的資源 (經濟、金融、軍事商業力量) 和無形的特質 (創造力、軟實力、對外開放、責任感)。新階段的展開使美國有機會與其本身更傳統觀念上的能力再連結起來，並重新激起與世界的關係—半理想主義和半現實主義。然而，危險在於：不那麼突出的領導策略、更加集中關注國內、以及預算限制的增加等，共同削弱這個國家的影響力，而有不容忽視的經濟利益 (「和平紅利」) 正出自於這影響力。



VINCENT MANUEL
投資總監
東方滙理財富管理

3 - Robert Kagan是美國政治學家。



華盛頓, 美國

聚焦

新政府的經濟議程

分歧的國會無疑將使Biden政府的日子不好過。

但是，即使Biden的經濟計劃可能在短期內刺激經濟的增長，但也會在今後造成更多的經濟苦痛。

政治僵局是美國經濟回升和氣候轉型的風險，還是限制過度公共支出和過多通貨膨脹的風險？

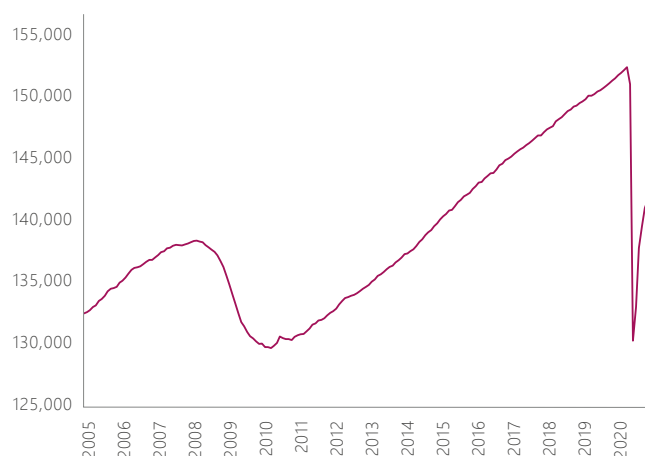
國會分歧：是好消息還是壞消息？

新當選的總統Joe Biden已將競選承諾集中在龐大的3兆億美元財政支出計劃上。該計劃至少在短期內本來可以改變經濟增長的遊戲規則。然而，今天，面臨共和黨多數的參議院及美國家庭需要額外的緊急COVID-19援助，經濟刺激計劃的時間、規模、和構成將至少在2021年與他最初的提議不同。

無論選舉結果如何，美國經濟仍然需要財政刺激措施

國際貨幣基金組織 (IMF) 最近修正美國2020年GDP預測 (2020年從-8%到-4.3%)，這是由於政府轉移支付對支援家庭收入的影響，導致第二季的收縮比最初擔心的要低得多。美國零售業確實比生產業更快復甦：工業生產比危機前水準低7%，而零售額則高4%。這可以部分解釋為何支出從服務轉向零售商品，因為總體個人消費支出的復甦仍低於前水平 (第三季-3%YoY)。

圖1：美國：美國非農就業數據，千人



來源：美國勞動統計局、東方滙理財富管理。

非尋常的預防性儲蓄緩衝雖仍然保持異常高，但已經下降 (美國儲蓄率從4月的34%下降至8月的14%)，失業率幾乎達COVID-19之前的水平的兩倍 (為7.9%，2019年為3.7%) (圖1)。

對BIDEN總統的經濟計劃有何期待？

Biden的《重建美好未來》計劃以下列四大主軸建構：

- 潔淨能源及基礎建設；
- 教育、健康、及看護；
- 購買美國產品計劃；
- 解決貧富差距。

鑒於巨額財政刺激方案似乎不太可能在年底前表決，財政優先事項將在2021年初進行辯論。在2021年1月將迫切需要額外的緊急援助，以另一輪刺激消費支票、增加失業救濟、和對州/地方政府援助的形式來抑制COVID-19疫情。

在這些更侷促的情況下，我們可以期待Biden的美國將會發生下列改變。

增加稅收，再等等吧

Biden計畫有部分資金的來源是公司 (從21%增至28%) 和富人稅收，徵收方法為：對所得超過100萬美元的人對其資本利得按正常稅率徵收，將最高邊際稅率從37%提高至39.6%，並提高社會安全保險薪資稅的上限。共和黨人視上調公司所得稅具有爭議性，因此，我們至少可以期待會就增稅的幅度進行談判，但鑒於目前經濟復甦脆弱的時機，取消這一提議的可能性更大。反之，Biden政府則認為，富裕的美國人和企業可以吸收更重的稅收負擔而不至於損害經濟增長。目前各級群體之間收入和復甦情形確實很不平衡 (見〈不平等對成長和社會穩定構成威脅〉一文，第9頁)。

從事綠化

儘管擬議以2兆億投入能源革命四年計劃的確可能因更迫切的COVID-19措施而推遲，但Biden政府仍有望嘗試重新加入《巴黎協定》，並通過使用現有資金來制訂政策推動綠化專案。在Trump政府已經提出了大約1兆億美元的基礎建設計劃，但並未專門指定用於綠色能源專案。Biden政府利用圍繞基礎建設新政的普遍共識，應該能夠將資金集中運用在關鍵的政策議程上：清潔運載工具、綠色能源激勵措施、節能建築、和改良交通基礎設施。

加強監管

Biden-Harris政府可能會朝著加強對氣候變遷、金融行業、和科技行業的監管力度。Biden曾擔任對矽谷友善的Barack Obama總統執政期間的副總統，但與Donald Trump總統一樣，他對大科技集團也持謹慎態度。根據布魯金斯學會 (Brookings Institution) 的說法，Biden的計劃將有利於增加競爭性、反壟斷執法、私隱權、和網絡安全。然而，與Trump情境相比，他的堅定程度是溫和的：對於副總統Harris與主要科技公司之間的密切關係、Biden政府採取不那麼對抗的方法、以及需要保持平衡的方法，以致於不鼓勵科技公司去本地化和/或提高潛在新公司的進入壁壘。

至於銀行，有望加強監管，但癥結在於可能引進金融交易稅。但是，Biden對銀行來說並非全無好處，由於在Biden管治下可能大幅加息（見下文），銀行的盈利能力將有蓬勃發展。

購買更多美國 (+ 盟邦) 產品

Biden競選活動試圖以保持公共支出集中在採購美國產品上的措施來吸引選民。提出在四年內投入4,000億美元的採購投資。Biden的這一部分計劃可能被財政鷹派 (共和黨) 視為過度充裕，但無論是選民授權Biden，尤其是在Biden挑戰中國的立場上，「購買美國產品」的主題仍將顯著。儘管Biden有望與盟友修補關係，但在Biden政府領導下，預期美國的企業遷徙活動仍會是持續存在的話題，但會是去當地化而後落腳美國和/或盟國。

預計對增長的總體影響，從長期來看，是憂喜參半

由於政府支出和轉移支付按美元計算其增加的幅度遠比增稅幅度大得多，Biden的財政計劃如果全面通過，在短期內將顯著促進GDP增長 (圖2)。根據穆迪 (Moody's) 有關Biden計劃的一份詳細報告，與目前政策不變的設想相比，在2021年至2024年期間的平均增長率，根據在2021年間採用該計劃的程度，將分別提高0.3百分點和1百分點。

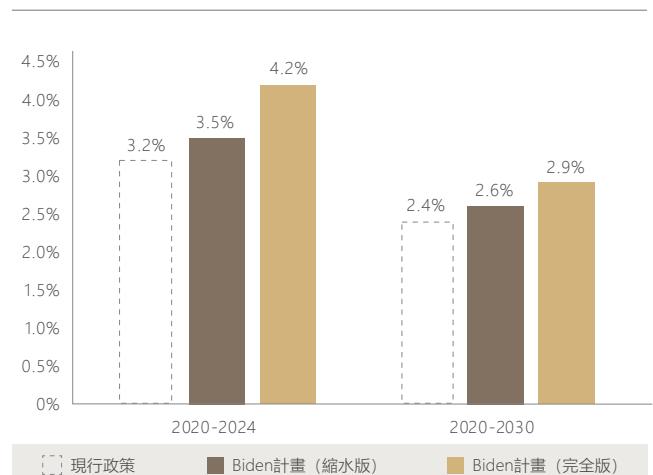
然而，從長期看，多種因素開始發揮作用。一方面，降低不平等以及改善醫療保健的社會措施是對於長期生產力具有正向意義的因素。然而，增加公共開支和提高最低薪資可能促使通貨膨脹加劇，導致在中期內聯邦基金利率加速提高。這反而會抹殺該計劃所達成的部分短期增長效益。此外，李嘉圖等價定理 (the Theory of Ricardian Equivalence⁴) 預測消費者會預期到這類措施的長期影響，以致於限制財政政策對短期消費的效能。

市場對Biden勝選的積極態度至少可以部分解釋為他們對比較中間派的Biden計劃的淡化版本有期望，而預計共和黨人將在某程度上限制某些在社會上確實可行但在結構上可能不平衡的措施。



BÉNÉDICTE KUKLA
資深投資總監，
東方滙理財富管理

圖2：GDP年均增長率，%



來源：穆迪分析 (Moody's Analytics)、東方滙理財富管理。

4 - 根據該假設，政府如果以赤字來提供額外的支出資金，納稅人將預期他們將來將不得不支付更高的稅，導致在短期內納稅人增加儲蓄，而非政府所期望的能增加個人消費的作用。

不平等對增長和社會穩定構成威脅

COVID-19大流行並非「平等機會病毒」，反而嚴重影響低技能工人的健康和工作機會。

例如在美國，如此高度收入不平等的現象對增長潛力造成壓力，將成為往後政府和企業日益關注的問題。

經濟學家幾十年來一直想解決不平等對經濟增長的影響。雖然不平等在理論上可以產生負面和正面的影響，但經驗證據顯示不平等高於一定水平時會對長期增長具有整體上負面的影響。COVID-19疫情與之前的大流行病一樣會加劇不平等現象，特別是在美國，因為不平等已經不僅是社會正義的一個主要問題，也是經濟增長問題，進而也成為投資者的主要問題。

收入不平等已證實主要對增長有負面的影響

理論上，收入不平等加劇對經濟增長既有正面的影響，也有負面影響。在1950年代和60年代時主要的觀點是，更大的不平等實際上可以使增長受益，因為更高的收入前景可以激勵人們付出更大的努力、承擔更多的風險、增加勞動力投入、以及對教育的投資更多。此外，由於高收入群體傾向於增加儲蓄和投資，更大的不平等現象可以因增加投資導致更高的增長。這與Reagan政府時期流行並受到Trump政府支持的涓滴理論 (trickle-down theory) 有關聯，藉此理論，如果增加企業和高收入者的金庫，美國經濟將蓬勃發展。

然而，有大量研究警告，不平等對經濟增長有負面影響：

- 在供給面，收入不平等程度高會導致經濟體的生產潛力惡化，特別是在人力資本方面。不平等減少最貧困群體獲得職業的機會，因此減少社會流動性，進而限制潛在的成長。同樣，也減少了對最底層群體的教育和醫療保健的投資。

雖然對教育的影響不一定會對成長產生短期影響，但對人力資本的形成確實有重大影響，也因此減緩長期經濟增長⁵。最後，不平等現象能以更間接的方式對生產前景造成破壞性影響，因為還可以在某種程度上鼓勵民粹主義政策和社會緊張局勢，而使投資者不安⁶。

- 在需求面，富人的消費傾向較低。具體來說，由於富人的收入足以輕易滿足他們的需求，因此，儲蓄到手上的每一美元可能性更大，而非花掉。因此，將國民收入從消費傾向較高的組群分配出去，不平等會因此壓低GDP的成長。
- 信貸可以當作手段來補償低收入群體的不平等和燃料消耗。然而，後者也被證明造成失衡，因為不平等加劇與導致2008年美國金融危機的信貸繁榮 (credit boom) 有關⁷。
- 總之，儘管某種程度的不平等有助於增強工作動機，但是實證研究顯示增加不平等對增長造成壓力。
- IMF在2015年發現，如果最富有的20%人口的比例增加1個百分點，那麼未來5年GDP成長將放緩0.08%。
- 經濟合作暨發展組織 (OECD) 有一項類似研究，估計堅尼係數 (Gini coefficient) 增加3個百分點，不平等將在25年期間內每年對增長造成0.35%的負面影響 (累積總計佔GDP的8.5%)。

5 - Baur, Colombier及Daguet, 2015年。

6 - Peterson及Schoof, 2015年。

7 - Rajan, 2010年和Kumhof及Rancière, 2011年。

當今美國的不平等情況

美國的不平等現象已持續增長有近半個世紀，不論是由民主黨或共和黨政府主政，實際上沒有中斷過。收入最高的20%家庭在2019年占美國總收入的一半以上(圖3)。美國的堅尼係數雖然有改善(從2000年的0.46下降至2019年的0.43)，但仍維持在全球最差水準。

然而，美國家庭收入中位數(圖4)從2014年約6.3萬美元上升至2019年的6.8萬美元。

不過，這些最近的改善已經被COVID-19大流行所顛覆，導致正式記錄的就業人數急劇下降(在2020年9月美國有1,260萬人仍然失業)。

大流行疫情加劇群體之間的差異

最近一項研究觀察本世紀五大流行病—SARS(2003年)、H1N1(2009年)、MERS(2012年)、Ebola(2014年)、和Zika(2016年)—得出結論認為，在疫情發生後五年內，堅尼系數的不平等程度平均持續上升⁸。這種影響是由於失業和其他收入障礙所造成的。大流行疫情對低收入階層造成不成比例的影響更為明顯：高學歷者的就業機會幾乎沒有受到影響，而僅有基礎教育程度的人其就業率則急劇下降。這一趨勢在美國目前的危機中特別顯著(圖5)。

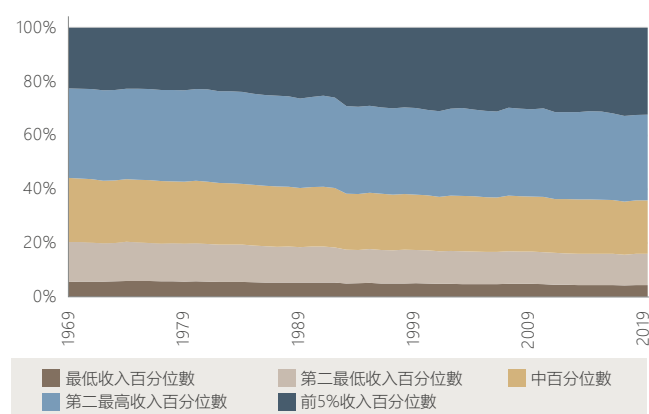
如IMF所言，COVID-19大流行並非「機會均等病毒」，而是對低技能工人造成不成比例的衝擊，因此不平等加劇，理由是：

- 低技能工人在家中工作的能力比高技能工人更有限；
- 低薪職業更可能受到COVID-19的妨礙，通常在經濟衰退期間所遭受的損失更重；
- 對某些工人群體就業前景構成不利的影響，特別是餐館等服務業的低技能工人；
- 獲得私人醫療保健的機會較低，且先存健康脆弱性(pre-existing health vulnerabilities)較高。

這些效應發生在美國弱勢群體中尤為明顯，這些群體在低薪工作中所佔比例過高。

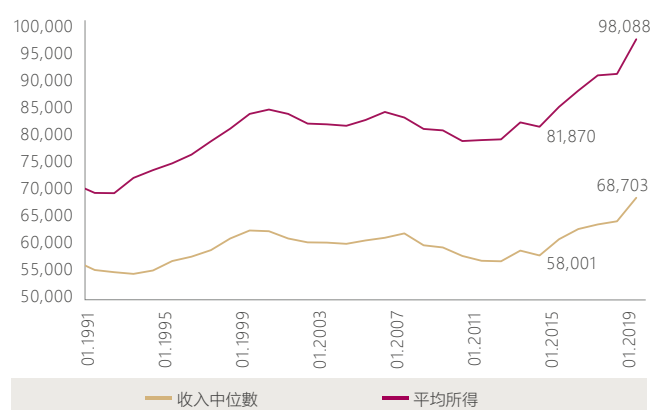
最後，因為2020年4月和5月失業率的飆升，金融市場在同時期經歷V型復甦，這將加劇2020年間低所得和高所得群體之間的所得和財富效應的差距。

圖3：家庭收入分配狀況，%



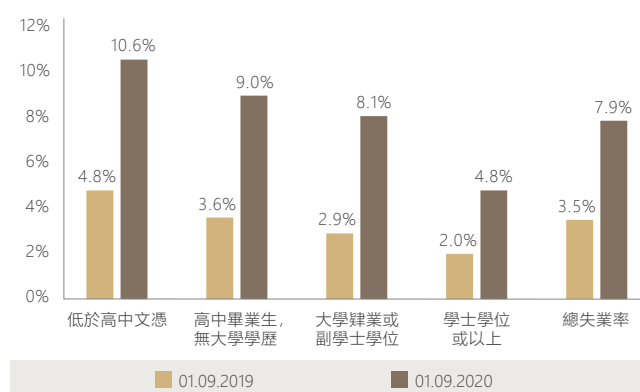
來源：美國普查局、東方滙理財富管理。

圖4：2019家庭收入中位數，美金



來源：美國普查局、東方滙理財富管理。

圖5：失業率，按教育程度劃分，%



來源：美國勞動統計局、東方滙理財富管理。



加利福尼亞州, 美國

對於政策利害關係人和投資者有何潛在影響？

COVID-19危機現在被廣泛視為自大蕭條以來最大的經濟災難。IMF在1月預計全球收入將成長3.3%；他們預測10個月後經濟將萎縮4.7%。

目前情況證明全球龐大的財政計畫理當以擴大社會救助體系、加強公共工作計畫以提供就業機會並避免滯後作用 (hysteresis)，來減少COVID-19對低收入群體的嚴峻分布性後果。

貨幣政策因為可以選擇將重點放在就業而非通貨膨脹上，故也發揮作用。Biden政府還在其擬定的經濟計劃中宣布Fed將注意力集中在弱勢群體的收入不平等上。

不平等的衝擊不限於社會正義，還觸及經濟增長，因此與投資者息息相關。對於有先存不平等的國家，COVID-19對經濟增長的長期影響將會更大。



BÉNÉDICTE KUKLA
資深投資總監
東方滙理財富管理

美國依然是超級大國嗎？

Joe Biden能否保持美國屹立於全球舞台的中心，以確保世界與美國的利益維持一致？美國已經為此賠了太多信譽嗎？

美國人更希望其政府專注於美國問題是可以理解的，但是新總統為了限制中國的影響力，別無選擇只得與盟國結盟。

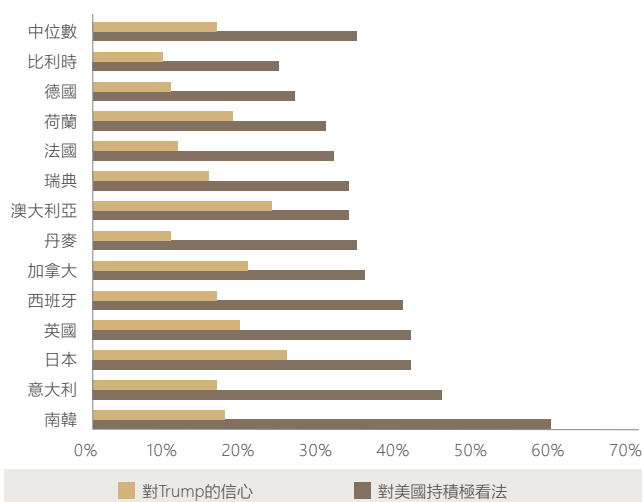
在過去兩到三十年間，美國從處理身為唯一超級大國的孤獨性經歷所產生的存在主義性問題⁹，轉至辯論其相對於中國崛起的大國衰落風險和「後美國世界」的浮現。這種對失去超級大國地位的惶恐，在歷史上早於Trump執政年代，既開始於中國崛起，也同樣起源於美國長期以來試圖退出和自我孤立的誘惑。不願擔任這樣的領導角色所造成的潛藏風險在於，破壞美國的勸阻力量並在本已日趨混亂的國際秩序中製造分歧。新總統任職初期的賭注因此很高。

美國的新黎明升起？

這個國家在過去十年中發生一系列軍事和外交失敗之後一直受到質疑，而新總統和新團隊抵達白宮之後是否會改變美國與世界其他地區關係的方向？

Trump總統任期是一個尖銳的轉折點，使人們質疑美國在全球應該發揮的作用以及與其他國家互動的方式，同時美國力量的治外法權的屬性，例如：參與國際機構和為其盟國提供的軍事保護傘。

圖6：對美國和美國總統的看法，%



來源：皮優研究 2020—《全球態度調查》(Global Attitudes Survey)、東方滙理財富管理。

9 - Fareed Zakaria是印度裔美國人，身兼記者、政治科學家、和作家。

10 - Joseph Samuel Nye Jr. 是一位美國政治科學家。

在兩次艱難的戰爭之後，Barack Obama重新獲得美國的軟實力¹⁰，然而在過去4年中這已逐漸褪色。誠然，這些年來領導能力的喪失是有目共睹的。不過，任憑全世界如何看待美國，無事不可避免，民意調查顯示百姓能夠區分國家和其總統之別(圖6)。

問題是這種趨勢是否可逆轉，因為國際機構所遭受的損害是如此之大，而且留下來賦予其他大國的真空已然巨大。中國自2017年以來，已經能夠善用這一良機(美國退出《跨太平洋夥伴協定》(Trans-Pacific Partnership)就是一個例子)。華盛頓有望改變行事作風，或者至少回歸傳統風格，應該使人們更容易接受美國的再次興起的角色。但是，除了行事作風之外，要扭轉其失去的影響力，美國將可能不得不再次決定擔當超級大國的角色，明訂策略選項，讓其夥伴參與並承擔代價。

成為超級大國首先是要承擔責任、具備雄心、和展示果斷力。在歷經十年代價高昂的衝突卻無政治解決之道後，這似乎是美國最受質疑之處。採取孤立主義的方法，有時如同伊拉克的局勢那樣，等於聽憑混亂當道。這種朝向孤立主義和美國立場正常化的趨勢，已經是Bill Clinton第二任期結束時所傳達訊息中的關鍵觀點：「當我們不再是世界上唯一的超級大國之時，我們需要創造一個我們想要生活其中世界」。

今天，美國的意願和野心問題可能是最大的懷疑所在，現在這些問題隸屬於Biden總統職位。這種不確定性是出於他的作風，他的作風不如其前任者那麼自信，加上他關注國內政策所致。



美國

相當程度上也取決於他遴選的團隊，以及經濟狀況。歷屆前任總統的境遇可能再次發生：在緊急情況下，美國別無其他負責任的選擇，只能進行干預，或者至少是保護本國利益。這是華盛頓最具影響力的智囊團之一布魯金斯研究院 (Brookings Institution) 向新總統傳達的訊息。反之，如果 Joe Biden 所領導的美國看起來只是「國際秩序軟弱又不情願的保護者」¹¹，那麼中國和俄羅斯將繼續增加其區域性影響力。也因如此，美國很可能被迫重新關注中東問題，並與伊朗重啟談判。

如何維持超級大國地位？

除了果斷力外，另一個問題是，美國是否仍然具備實現全球雄心的手段。要成功地成為一超級大國，該國需要有資源，特別是：

- 軍事力量：使其能夠採取行動並在全球展現外交及駐軍實力，並確保其威懾力的可信性；
- 科技領導力：是權力的關鍵屬性，與中國對抗的核心；
- 強勢貨幣：可以保障主權、繁榮、以及影響力的；
- 權力平衡體制和規則：賴以建立權力並確保該權力能持續存在，這也是當初之所以能建構出權力平衡的條件 (簡言之，就是1945年的體制)；
- 盟邦：與他們長期維持關係，並且與他們保持團結與對手抗衡。

首先，軍事威懾問題不僅引發成本，還能因此產生收益 (著名的「和平紅利」)：在長期繁榮時期可能創造的額外財富、投資、貿易、和創新。從這個角度來看，將美國GDP的3%至4%用於維持美國治世 (Pax Americana)，比起兩次世界大戰期間殺戮人類和破壞工業資本的情況，可能是一筆不錯的投資。美國仍佔全球軍費開支的38% (幾乎是中國軍費預算的三倍)，而光是2019年的軍費成長額就相當於德國的全部軍費預算。

其次，爭奪科技領導權具有戰略意義，並將依然是華盛頓的優先事項之一：這將最終既確保在地緣戰略至高無上的地位，也維護國家及其數位科技的主權。這個問題是與中國長期較量的中心，即使 Donald Trump 離任這場鬥爭也不會結束。這是對峙最激烈的地方，而 George Kennan 在冷戰期間創造的「圍堵」一詞¹²，似乎最恰當描述美國十年來如何看待其與中國未來的關係 (儘管 Barack Obama 在2011年發起「重返亞洲」(pivot to Asia) 倡議時拒絕使用該詞)。

11 - Robert Kagan 是美國政治學家。

12 - 「圍堵中國政策」(China containment policy) 是一個政治術語，指美國外交政策所指稱的目標，即削弱中國的經濟和政治成長。

第三，美元的未來是美國維持領導地位的關鍵。貨幣問題往往被視為純粹經濟問題，但從地緣政治的立場來看卻遠非微不足道。美元要發揮作用，就是使其成為最重要的儲備貨幣 (reserve currency) 和交易貨幣 (trade currency)。這使美國能夠為其赤字籌措資金，並主導如IMF等國際機構，並強加其域外的法律概念。因此，這既是權力問題，也是繁榮問題。當這等式被打破的那一天起 (請參閱文章：〈美元：舊朝金粉?〉)，美國權力的典範就被翻轉，使中國更容易主張自己的角色。

第四，美國應更加信賴國際機構。這些問題可能會受到更高度的重視，但要符合美國的利益，並且保護承認其有舉足輕重作用的國際秩序。面對散佈四方的威脅，不限於中國和恐怖主義的問題，「不情願的警長」¹³ 框架一藉以迫使美國根據地域組成靈活的聯盟—將保持強大。

重建美國聯盟

最後，美國與中國相比，其實力在於擁有強大的盟友網絡。簡言之，要緊的不是一個單獨國家本身的實力，而是一整個陣營的綜合力量。「權力非絕對；人際關係是權力」¹⁴。要保持美國在冷戰結束時所形成的全球秩序的大師地位，美國即使不相信多邊主義，也從未完全贊同這一概念，美國還是必須建立牢固的伙伴關係。除了恢復北約計畫的目的和分擔負擔外，這種重建聯盟的策略還應使其有能力減緩和引導中國力量的擴張以及俄羅斯破壞穩定的企圖。

當印度成為更重要的大國之時，美國對其依賴會越來越大，抵制中國主宰亞洲的機會也越來越大。歸根究底，對美國人最重要的不是權力本身以及是否出於己意，而是能保障本身的主權、穩定、和繁榮。

總而言之，美國可能別無選擇，只能盡可能長久保持超級大國地位。如果希望避免遭受到另一種國際秩序的支配，而該秩序不再確保其利益受到保護並且其價值繼續盛行的情況尤其是如此。每一次總統競選都提供機會向美國選民保證將重點放在國內問題上，但是每位總統都必須應對不可預測的、不穩定的國際現實，而且必須適應並嘗試經營這一現實。

美國很可能是幸運的，美國仍然是從淘汰制中選出的領導者，世上強大而有影響力的國家仍然順從和協助美國，而且某些亞洲國家可能會繼續寧願選擇美國而非中國。總結之，美國因此仍然具有擁權自重的手段；而現在，一切都取決於其果斷力和抉擇。



VINCENT MANUEL
投資總監
東方滙理財富管理

13 - Richard Haass (1997年)；隱喻 (metaphor) 意指，美國受聯合國授權 (就像是警長由法官授權) 招募一支分遣隊來恢復和平。

14 - Raymond Aron, Peace and War: A Theory of International Relations (《和平與戰爭：國際關係理論》)，1962。

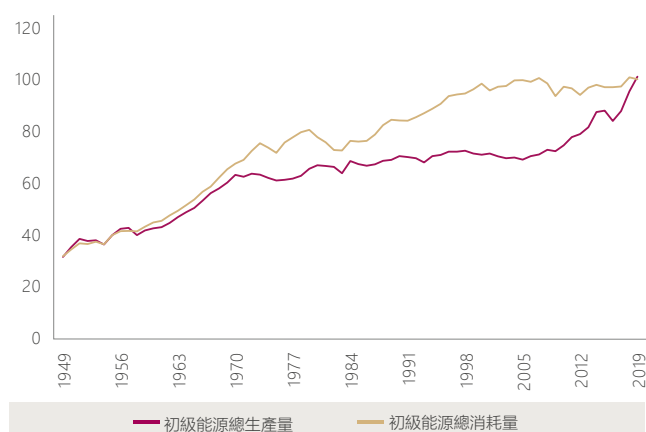
去碳是美國未來十年的主要挑戰

無論有沒有「綠化」的美國總統候選人，未來十年朝向潔淨能源的轉型都是不可或缺的。美國政府將需要加緊努力完成這項工作。許多州、公民、和私營企業已經在奮力進行。

雖然COVID-19危機在2020年無可爭議地造成了經濟凋零，卻帶來持續向清潔能源轉型的一些希望。首先，全球各地的人們因為受到封城影響，飛機困在停機坪上、高速公路上交通堵塞消失，二氧化碳排放量因此暫時在2020年急劇減少。國際能源總署 (IEA) 在其2020年《世界能源展望》中估計，2020年與能源相關的二氧化碳排放將下降7%，按絕對值計算減少24億噸 (GT)，使年二氧化碳排放回到十年前的水準。然而，眾人皆知這只是暫時現象，因為經濟復甦將使溫室氣體排放量回到COVID-19危機之前的水準。

儘管氣候變遷是全球性問題，但根據絕對值，中國和美國是最大的二氧化碳排放國，而美國 (圖7) 和加拿大在成熟國家中每人每年二氧化碳排放量高居首位，僅次於中東能源生產國。甚至在新當選的、更為「綠化」的總統 Joe Biden 宣布之前，接下來的十年間朝向潔淨能源轉型已經被認為是必要的。美國已經有超過70年是淨能源進口國，由於開發頁岩油，在2019年再次成功成為能源淨出口國。

圖7：美國初級能源總消耗量及生產量，千兆英制熱量單位 (QBTU)



* BTU: British Thermal Unit.
來源：美國能源資訊管理局、東方匯理財富管理。

然而，儘管美國不斷努力依靠核能和再生能源，但80%的能源生產仍以化石燃料為基礎，而再生能源在過去70年佔總發電量的比例仍然非常穩定 (圖8)。

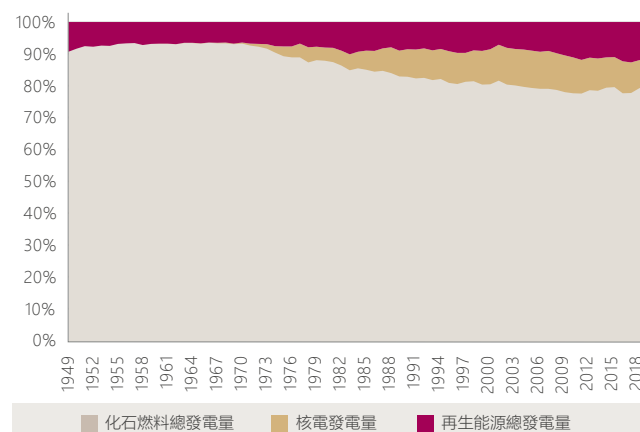
需要制定規模宏大的再生能源計畫

美國再生能源的穩定比重歸因於水力發電，這是美國在第二次世界大戰前所建造的大型水壩，例如1935年的胡佛水壩或1911年的羅斯福水壩。鑒於建造新水壩的生產力有限，美國需要實施具有野心的再生能源計畫以減少二氧化碳排放。

IEA進行了若干設想，設法評估到2050年實現淨零排放所需的條件：

- 既定政策設想 (Stated Policies Scenario)，反映各國所宣布的現行政策；
- 永續發展設想 (SDS)，包括潔淨能源政策和投資的激增，使能源系統走上全面達成永續能源目標的軌道；
- 到2050年實現淨零排放。

圖8：美國能源發電量，按類型，%



來源：美國能源資訊管理局、東方匯理財富管理。

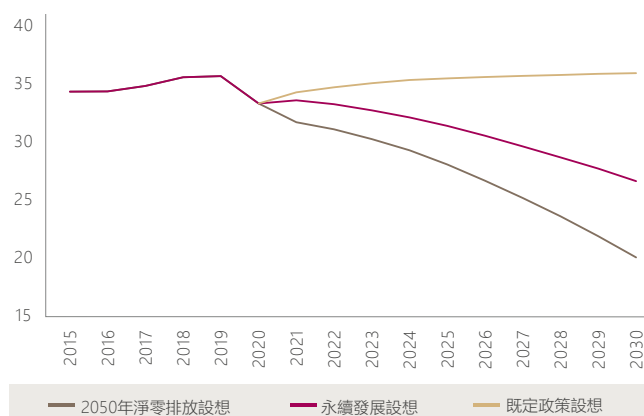
如圖表9所示，世界各國已經宣布的政策缺乏實現淨零排放所需的可信度。即使各國超越這目標並達到例如《巴黎協定》的目標，這還不足以在2050年之前避免淨正排放 (net positive emission)。因此，公民、政府、和私營公司等將必須採取急劇的行動。

為達成這些設想，全球能源需求必須減少，以及能源組合 (energy mix) 需要發生巨大變化。如圖10所示，再生能源在取代煤炭方面可以發揮強力的作用。美國公用事業公司仍使用煤炭來生產其四分之一的電力，佔美國90%煤炭產量。擴展太陽能、風能、和不久之後的氫能作為潔淨能源替代品，將是美國及其他各國能源轉型和煤炭需求減少的關鍵。

如果美國政府不採取行動，其他國家會採取行動

美國在2016年Obama執政期間同意簽署《巴黎協定》，該協定達成一年前舉行的COP 21，其主要目標是盡量減少氣候變遷，以及避免到2050年氣溫比工業化前水平上升2攝氏度以上。雖然《巴黎協定》不具約束力且未推行任何強制措施，但Donald Trump在2017年決定退出該協定。然而，無論有無聯邦政府支持，美國作為一個整體已經開始對付氣候變遷。

圖9：各種設想下的二氧化碳排放量，10億噸



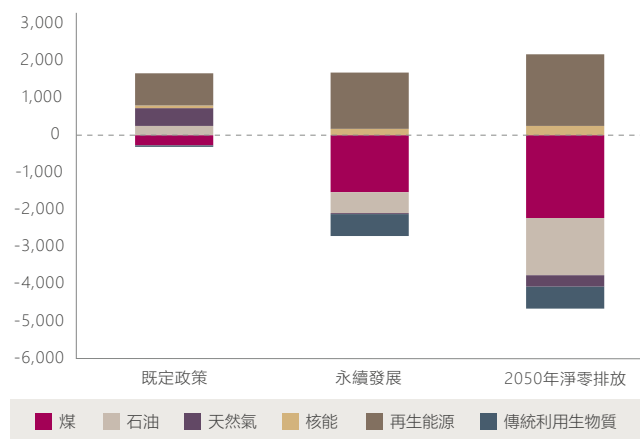
來源：IEA,《2020世界經濟展望》情境中的能源和工業過程二氧化碳的排放及減少方法, 2015-2030年間，東方滙理財富管理。

各州有權發布法律，並可成為解決方案的一部分。以加州為例，其30%以上的電力來自再生能源，主要是太陽能和風能。根據其2018年氣候法，加州計劃到2030年將這比例提高到60%，並在2045年達成「零碳」。

從工業巨人到科技巨人然後再回頭？

誠然，私企業也非常活躍。電動汽車 (EV) 是減少油耗的重要因素，特斯拉 (Tesla) 這家美國電動汽車製造商自2020年以來，在該領域取得領先地位，以股票市值榮登全球最大的汽車製造商之列。但是，如果電力本身是由燃煤發電廠生產的，則不會發生去碳 (Decarbonisation)。太陽能和風能是兩種替代性再生能源，不久就會有綠氫 (green hydrogen) 補充，綠氫能源前途無量，因為用於發電時其唯一的副產品是水。雖然氫氣主要是改造天然氣或將煤氣化而自身產生的，對於發展由再生能源產生的再生綠氫有高度希望，而這些水是由潔淨能源，諸如風力渦輪機或太陽能電池板所電解產生的。同樣，美國公司在開發潔淨能源方面居領先地位：例如，Air Products and Chemicals公司正在沙地阿拉伯投資50億美元興建一座生產綠氫的工廠。

圖10：全球對主要能源的需求變化 (按燃料和方案分類)，相對於2019年的2030年，MTOE*



* Mtoe: Mega tonnes of oil equivalent. 來源：IEA, 東方滙理財富管理。



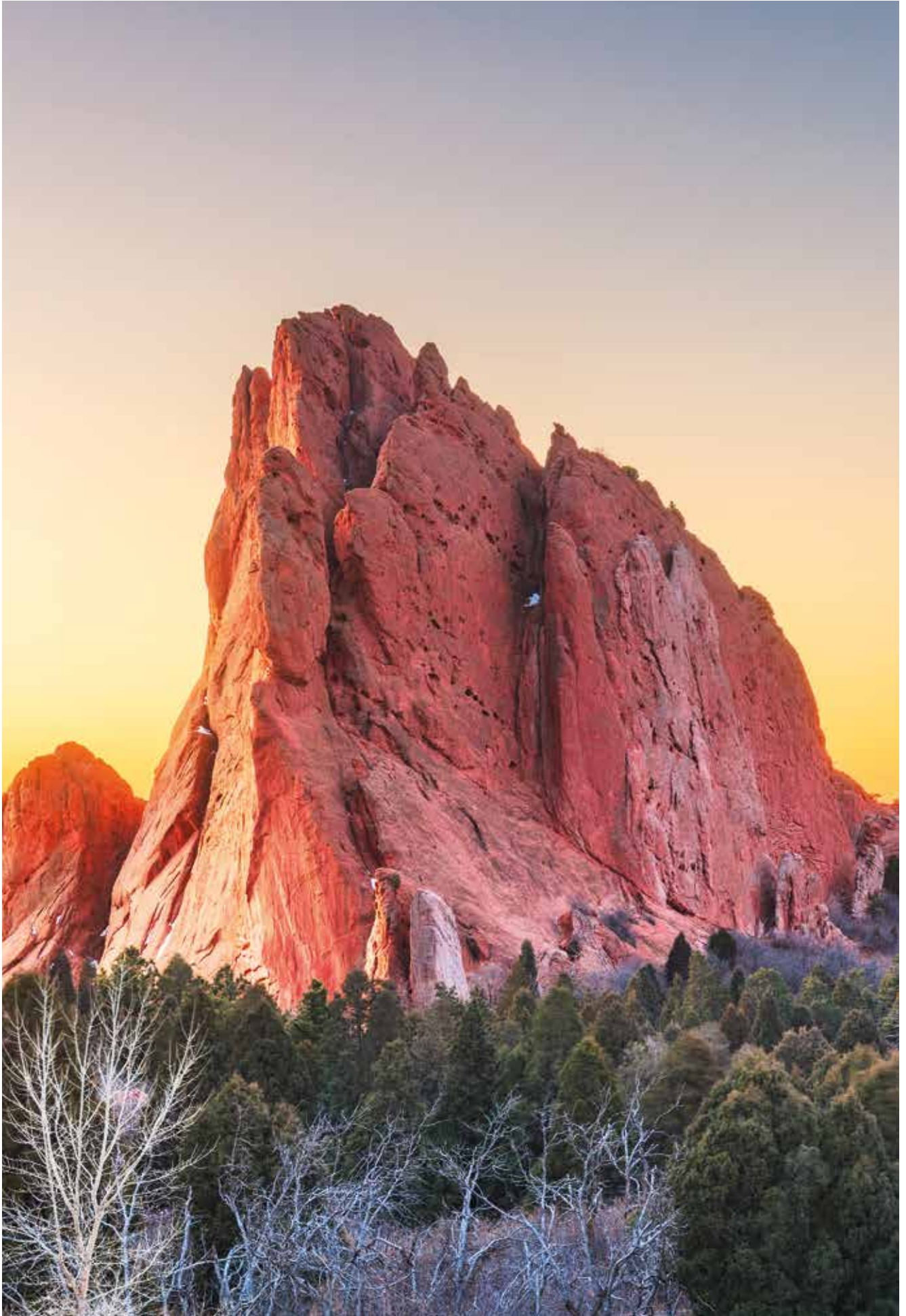
內華達洲, 美國

不久之前, 道瓊斯指數由工業集團組成, 諸如通用電氣 (General Electric) 或美國鋁業 (Alcoa) 等, 但蘋果、微軟、和Salesforce等科技公司已慢慢取代了這些景氣循環性公司。然而, 綠色革命可能會重振工業部門, 新的提倡者能會出現於化學品 (氫生產), 資本財 (燃料電池、太陽能電池板), 工業產品和服務 (由氫提供動力的火車和飛機) 和公用事業 (潔淨電力生產和分配) 等事業之中。

美國作為主要的二氧化碳排放國之一, 在減碳足跡和幫助世界實現零排放方面面臨著嚴峻的挑戰。雖有許多州、公民、和私營公司已經採取行動, 但在未來十年中聯邦政府的支持將至關重要。不用說, 能源轉型也等於是巨大的經濟機會, 美國當然不會讓中國或歐盟成為世界潔淨能源的唯一領導人。



NICOLAS MOUGEOT
全球趨勢及ESG諮詢主管
東方匯理財富管理



科羅拉多州, 美國

宏觀展望

前所未有的震撼、大規模回應、和未解決的問題

2020-2021年間方案

儘管美國的最初回升比預期的好，但GDP仍應保持在危機前水平之下直到2022年初為止。

面對COVID-19危機的罕見規模，歐洲政府和聯邦機構似乎已從這場嚴重的金融危機中汲取了正確的教訓。

2020年新興市場增長的景氣循環性前景不均衡，而中國仍然是唯一真正的驅動力。

就如同經濟衰退一樣，回升現在很普遍。就如同經濟衰退一樣，回升既強又不均衡大致上是機械性的並顯示出減弱的跡象，一旦降低支援程度，就激起對復原能力的擔憂。這些擔憂令人含糊不清，但有兩件事很明確：非常長的長期低利率，以及混亂又不同步的全球增長。

美國：2020年第三季強勁反彈後，復甦速度放緩

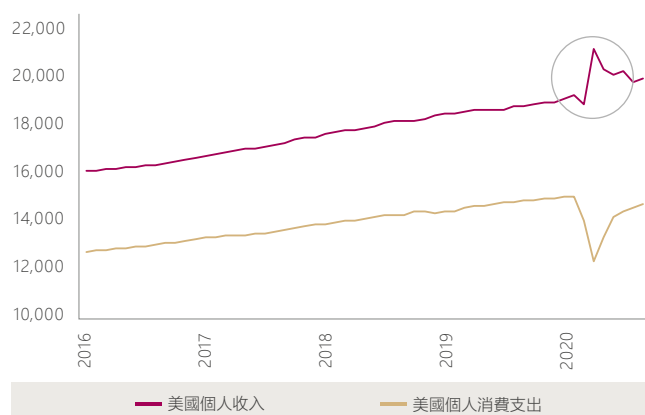
美國經濟在COVID-19流行病造成的嚴重衝擊導致歷史性收縮之後已開始復甦。儘管最初的回升比預期好，導致我們稍微上調展望，但整個進程將緩慢而漸進，GDP直到2022年初仍將低於危機前的水平。

危機最嚴重的時刻已經過去，因為Q2收縮31.7%¹⁵為史上最高。我們預期，經濟將相對緩慢復甦，因為許多企業和消費者可能會保持謹慎和猶豫，無法完全恢復到之前的消費模式。預計支出將從第三季起顯著放緩。提高失業救濟金的CARES法案¹⁶已經過期，僅被Donald Trump總統的行政命令暫時和部分取代，而額外財政刺激法案的進展卻被延擱。這種情形將重壓未來的收入（圖11）。

雖然我們期盼在2021年GDP增長3.7%左右，但這將使GDP低於危機前的水平，直到2022年呈現旋風形狀（swoosh-shaped）復甦。

至今為止，儘管影響似乎減弱，但政策反應有衝勁，並對支持復甦有幫助。Fed已將利率下調至零利率區間（zero lower bound, ZLB），宣佈進行開放式資產購買，並創造一系列貸款工具以支持各種市場。顯然，將長期維持對ZLB利率的寬鬆立場。我們預計最終會將國債購買轉移集中到曲線的長期尾部（long end, 右邊較長期的利率結構）上，雖然可能要到今年年底或2021年年初才能實現。收益率曲線控制（Yield Curve Control）政策仍然可能，儘管最近失去了動力，Fed可能只有在前景惡化時才會走上這途徑。在財政政策方面，國會通過總額近3兆美元的四項救濟法案，這是美國國會預算局（CBO）¹⁷估計的歷史性的財政刺激計劃，將導致赤字在2020年激增至16.0%GDP。

圖11：美國：收入得到刺激措施的支援，以十億美元計



來源：美國商業部經濟分析局、彭博、法國東方匯理銀行、東方匯理財富管理。

15 - 與美國傳統做法一樣，所有季度變化都以年度為基礎。

16 - 冠狀病毒援助、救濟、和經濟安全。CARES法案為美國工人和家庭、小型企業提供快速、直接的經濟援助，並且為美國工業保住就業機會。

17 - 美國國會預算局（Congressional Budget Office）。

歐元區：不完美的「V」形解剖構造

今夏，經濟向兩方向發展：一個是非常積極，另一個不甚積極。經濟數據證實，第二季末的經濟活動和信心確實強勁回升。另一方面，流行病排除該病毒會迅速消退的任何方案。

在經濟政策方面，確定性正在出現令人放心。藉助《歐洲復甦計劃》，歐元區負債最多的國家可以依靠大量、高度優惠的轉移和貸款來擔保超出預期範圍的積極財政刺激措施。利用Fed策略上的改變，已開發經濟體貨幣政策立場的任何過早逆轉都將不考慮。

然而，在政府當局的「防水透氣繃」(Band-Aids) 底下，這場危機造成的創傷卻顯而易見。隨著某些行業利潤逐漸侵蝕和經營活動仍然大幅減少，我們不可避免地會看到越來越多公司破產，隨著取消臨時支助措施（稅收減免、延期、和短期工作）失業率會攀升。

這些因素加在一起之後支持我們不完全復甦的方案：2021年底的GDP將比危機前的水平低1%。2021年的增長速度（+5.4%，2020年為-7.5%）將比需要彌合危機期間所發生的負產出缺口的速度還要慢（圖12）。

信心方案至關重要：會不會使用大量在封城期間累積的過剩儲蓄取決於此。失業率飆升很有可能將其轉變為預防性儲蓄的風險很高，從而私人消費的潛在增長受到限制。至於恢復投資週期，問號揮之不去。產能利用率仍然很低，鑑於需求的不確定性和預期的增長速度，很難想像產能會有任何擴大的可能性。

雖然重置投資 (replacement investments) 可以支援若干活動的轉型所需，但只有公共投資可望在歐洲復甦基金的支援下在歐元區週邊為資本積累的轉機作最大貢獻。

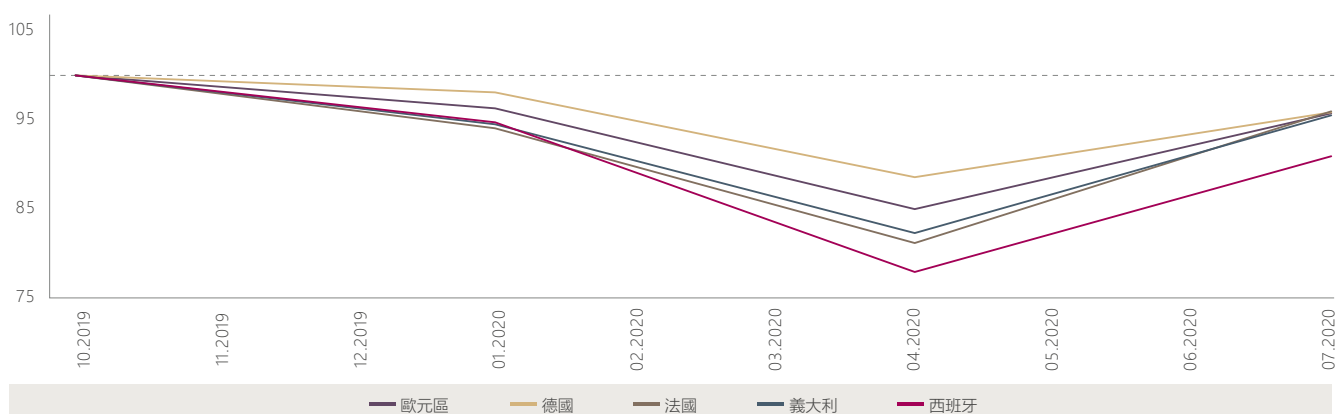
以創新對策限制碎片化復甦

面對COVID-19危機的罕見規模，歐洲國家、社區、和貨幣政策當局似乎已從嚴重的金融危機中汲取正確的教訓。

縱使出產缺口負值遠未彌合，但在預測範圍內過早取消財政和貨幣支援的風險似乎已消除。將原有監管框架放寬鬆，可以使這場危機的不尋常性質受到管理，同時不考慮任何道德風險，因為按照現狀沒有正當理由將其納入考慮。而且由於這不是由過度債務所引起的危機，因此不應該像過去十年那樣為了降低債務而有鼓勵通貨膨脹的機制。而且，銀行業可以防止流動資產危機轉變為償付能力危機來發揮緩衝作用。從我們的角度來看，從效率原則過渡到復原力原則是預測的關鍵論據，這可能出現但不是樂觀的，並且要斷言2009年和2012年危機的進程這並非唯一途徑。

儘管努力進行更加自主和統一的恢復，但碎片化 (fragmentation) 復甦的高風險仍然存在。德國預計到2021年底將達成比2019年底更高的GDP (+1.1%)；與此同時，法國的GDP可能仍下降1.4%，義大利下降3.1%，西班牙下降7.9%。

圖12：歐元區，不完全及異構性復甦，GDP (Q4 2019=100)



來源：歐盟統計局資料庫、彭博、法國東方匯理銀行、東方匯理財富管理。

重力加諸德債收益率

自3月/4月市場對大流行疫情的敏感度達到峰值以來，10年期德債收益率一直試圖上升，但每次都趨向於拉回落至-50個基點左右—歐洲央行的存款政策利率水平。鑒於未來幾個月有長期不確定性的風險，我們已將10年期國債預測調低10個基點，現在年底前將小幅調整至-40個基點，到2021年底前將小幅調整至-30個基點。這一預測是基於病毒疫情在未來幾個月內得到控制，從而使明年經濟狀況更加明朗，並有望在明年實現持續及逐步的復甦（圖13）。

學習與COVID-19共存： 這對我們歐元區的方案有何重要性

儘管在9月我們建構宏觀經濟方案之時已經出現了大流行疫情進一步蔓延的跡象，但我們當時作了合理並一致同意的假設：病毒傳播受到遏制、受到保持社交距離控制、由於測試能力擴大而受到快速跟蹤陽性病例控制，以及可能運用局部封城所控制。同時，第二波疫情變得更加殘酷，經濟放緩是不可避免了。然而充滿動力的第三季所取得相當好的增長增幅超出預期，就算是GDP在第4季大幅下跌，我們有可能不會偏離我們9月所作對2020年的預測（-7.5%）。

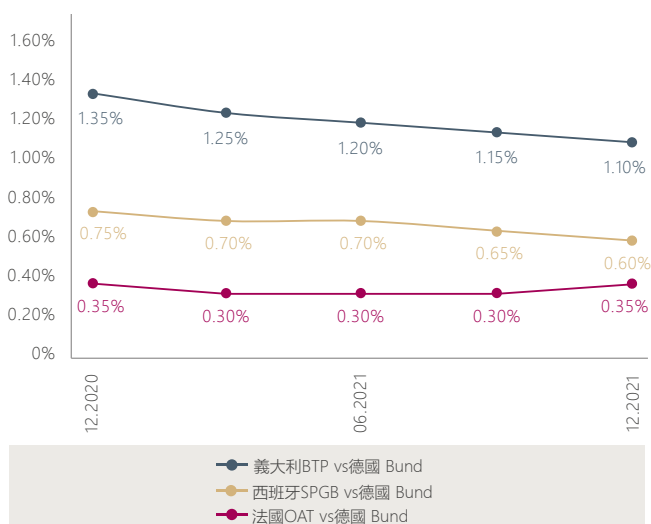
由於抑制措施較為有限，我們預計活動量下降的幅度不會比今年上半年所觀察到的嚴重。但是，如果抑制措施更緊或擴大範圍，那麼我們第四季前景顯然落入下方風險。

然而，對2021年的增長將產生更大的影響（預計到9月底將增長+5.4%）。雖然有更好的治療方法、改進的測試方法、和疫苗供應狀況可以促進經濟活動的正常化，但不太可能迅速消滅病毒並在2021年減少保持社交距離和限制行動的需要。

新興國家：是該分類整理一下的時候了？

在病毒疫情發作後九個月的最後一季，新興國家的活動開始恢復，但這復甦與大流行疫情高峰期間的下降一樣不均勻。印度、巴西、哥倫比亞、伊朗、和伊拉克的健康狀況仍然高度不確定。相反，中國和越南等其他國家似乎已控制大流行疫情的發展軌跡。在許多國家依然正在採取嚴格的控制措施，一些城市接近重新實行封城的邊緣。在這種背景下，不能保證會重新開放邊界，也沒有進行，這使短期貿易流量和中期事業策略複雜化。

圖13：10年歐洲政府債券(EGB)
利差預測，%



來源：法國東方匯理銀行、東方匯理財富管理。

自給自足的迷人之處

在目前這種環境下，具有某種形式自給自足的大國以及經濟更加多元化的國家在經濟上享有優勢。例如，波蘭與捷克相比，衰退比較有限，而捷克高度依賴德國的汽車產業週期。至於中國，其主席正式理論化以基於「雙循環」(dual circulation¹⁸) 策略達成更加自給自足模式的構想，這也是對與美國之間日益激烈的霸權主義鬥爭的回應。最後，俄羅斯正以關閉邊境來刺激國內旅遊業的支出，而國內旅遊業是國際收支中非常薄弱的項目。因此，推遲重新開放邊界可能是一個論點(圖14)...

此外，這種受到約束的復甦正在影響消費者、儲蓄戶、和投資者，但這種復甦方式對各國的影響並不相同，在這裏我們看到不同地區的傳統特徵。亞洲的儲蓄比拉丁美洲要高得多(佔32% GDP, 而拉丁美洲為18%)，而俄羅斯在危機期間傾向於支出，因短期消費者擔心貨幣貶值。而土耳其在每次危機後，消費通常都出現反彈，這是由於(過度)借貸強勁增長所致。這種回升加劇外部赤字，是貨幣風險的來源。

其結果是新興國家的零售銷售曲線不均勻，這可能令人驚訝，因為這表示與大流行疫情無關聯性：土耳其和巴西快速好轉，但中國的供應滯後。的確，這種供/需滯後的趨勢在未來幾個月中將非常重要，因為在短期和長期都會根據不同國家而產生不同的風險。土耳其有通貨膨脹風險，甚至在印度也有，而儲蓄導向型的亞洲經濟體則面臨通貨緊縮威脅。在消費導向型的經濟體，特別是俄羅斯和巴西，也有投資短缺的風險，並且增長潛力較弱。

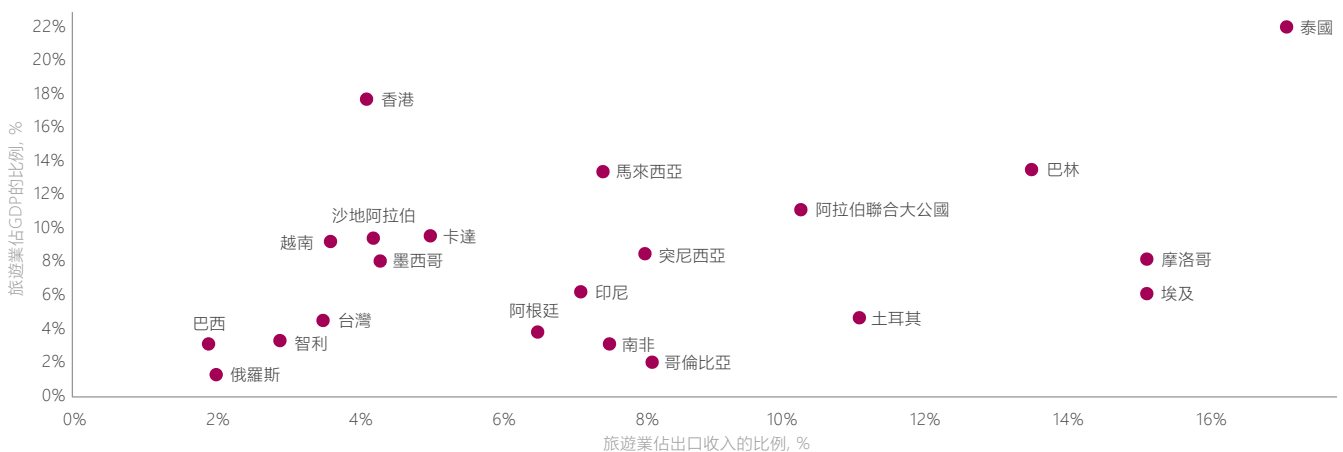
以重塑發展模式抵禦危機

歸根結底，2020年的景氣循環性前景不均衡，而中國是唯一真正的驅動力。至於2021年的預測，大多數國家的增長將低於各自的長期趨勢。最重要的是，在全球環境受到限制的情況下，介於那些有手段能承受的國家與那些沒有手段承受的國家之間的差距將會擴大；對於他們來說，危機所造成不可挽回的破壞將很快顯現。

這種分歧已經從2020年增長預測的異常偏離中顯現，有些國家的經濟處於嚴重衰退，例如印度，尤其是墨西哥，而罕見的其他國家仍保持正增長，例如中國，當然還有台灣和越南，或像韓國等則處於非常輕微的衰退。

那麼，對於投資者來說，一切都指向將國家分類的方法。但是標準是什麼？最明顯的一財富一也是最可量化的，而且包括私人、政府、和企業的財富。但是，當被徹底重新洗牌之後，其他因素很快就會開始發揮作用。因素包括：危機策略管理和政府在退出非常規措施階段的技能；機構的品質、以及政治和社會凝聚力，這決定了國家運作擁有多少迴旋餘地；以及每個國家特有的創新因素。COVID-19危機之所以特別，就是因為它使政府得同時應付景氣循環性的緊急事件和結構上緊迫之事。

圖14：新興市場，旅遊業佔GDP和出口的比例



來源：IMF、法國東方匯理銀行、東方匯理財富管理。

18 - 中國的經濟政策旨在保持中國對世界的開放（“國際大流通”），同時也增強自己的市場（“國內大流通”）。



深圳, 中國

中國：增長，但代價為何？

中國將成為2020年唯一實踐正增長的G20國家。不受健康危機困擾之後，中國政府的策略非常明確：因應公眾需求，向公司下訂單來重啟工業機器，並以刺激銀行貸款來確保其現金流。在沒有2008年那種嚴肅的宣佈下進行，小心翼翼保持財政，特別是貨幣有迴旋餘地——中國央行 (PBoC) 曾多次重申，將盡一切可能避免過低利率和流動資產陷阱的隱患——中國一直專注於在早期各危機中奏效的解決方案。

這種作為使工業部門得到好處，生產見到V型復甦。供給面全部啟動，這為樂觀的增長預測提供論據。然而，在需求面，情況幾乎無法比擬，雖然習近平的講話中提出新的雙循環，其目的在減少中國對外部世界的依賴，特別是對某些戰略產品（食品和電子產品）的依賴，這些產品可能因地緣政治緊張局勢而受到限制，以及增加國內需求。在經歷了七個月的收縮之後，八月零售額出現了正增長，但是與其他（尤其是美國）相比，復甦趨勢比較緩慢。



上海, 中國

高度強勁的投資和比預期更具復原力的對外貿易應能補償低消費, 使我們能夠維持對2020年增長保持3%的預測, 然後到2021年加速至8%。

但是, 重新平衡增長 (rebalancing growth) 可能比較困難發生。首先, 因為消費者仍然謹慎, 並且會一直保持這種態度直到社會保護制度對他們更仁慈 (尤其是失業保險); 其次, 由於地緣政治形勢和有關科技轉移 (5G和半導體供應) 的緊張關係, 將需要大規模的投資計劃。習近平在聯合國宣佈以及承諾到2060年之前實現碳中和, 也將需要大量公共支出。然而, 儘管中國似乎正優雅地從這場危機中崛起, 但其金融形勢卻受到很大打擊。預計到2020年, 債務總

額將達到GDP的300%, 以及預計到今年年底, 中國銀行的不良貸款將增加。當然, 風險仍然受到控制, 尤其, 一方面是因為該債務主要是本國債務, 並以當地貨幣計價, 另一方面, 中國人民銀行仍有很大的空間去調動。

2020年11月1日編輯。

法國東方匯理銀行集團經濟研究部經濟學家



ISABELLE JOB-BAZILLE
首席經濟學家
法國東方匯理行政主管

表1：2020-2021經濟預測，%

	國內生產總值, %			消費價格, %			經常帳, % 國內生產總值		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
美國	2.3	-4.5	3.7	1.8	1.2	1.9	-2.4	-2.2	-2.3
日本	0.7	-5.7	1.6	0.6	-0.1	0.3	3.6	2.4	2.1
歐元區	1.3	-7.5	5.4	1.2	0.2	0.8	2.9	3.1	3.2
德國	0.6	-5.4	5.0	1.4	0.4	1.7	7.1	6.5	6.4
法國	1.5	-9.1	7.1	1.3	0.5	0.5	-1.2	-1.0	-1.0
義大利	0.3	-9.7	5.6	0.7	-0.3	0.2	3.0	2.6	3.1
西班牙	2.0	-12.8	4.5	0.8	-0.3	0.2	2.0	2.0	1.9
荷蘭	1.6	-4.6	4.2	2.7	1.0	1.1	9.9	10.4	10.3
其他已開發									
英國	1.5	-9.6	6.3	1.8	0.8	1.4	-3.6	-3.9	-4.7
加拿大	1.7	-5.7	4.8	1.9	0.7	1.7	-2.2	-2.1	-2.4
澳洲	1.8	-6.7	6.1	1.6	1.4	1.8	0.5	-0.6	-1.8
瑞士	0.9	-6.0	3.8	0.4	-0.4	0.6	12.2	7.2	8.8
亞洲	5.1	-0.4	7.1	2.7	2.9	2.3	1.3	1.9	1.2
中國	6.1	3.0	8.0	2.9	2.8	1.8	1.0	1.7	1.0
印度	4.9	-5.8	8.4	3.7	6.2	4.5	-0.9	1.0	-1.0
韓國	2.0	-0.9	3.4	0.4	0.4	1.2	4.3	4.2	4.0
拉美	0.5	-7.1	3.7	10.1	7.3	9.0	-2.0	-0.3	-0.3
巴西	1.1	-5.1	3.4	4.3	2.1	2.9	-2.8	-0.2	-0.1
墨西哥	-0.1	-9.2	3.8	2.8	3.4	3.2	-0.2	-0.2	0.4
新興歐洲	2.0	-4.8	3.8	6.2	4.9	4.5	1.5	0.5	0.0
俄羅斯	1.3	-5.0	3.5	4.5	3.3	3.5	3.8	1.5	1.5
土耳其	0.9	-5.0	4.5	15.5	11.0	10.0	0.0	-2.0	-2.5
波蘭	4.1	-2.8	3.6	2.3	3.4	1.7	0.4	2.0	0.6
非洲、中東	0.4	-5.8	2.3	8.4	7.0	5.5	1.3	-2.9	-2.5
沙地阿拉伯	0.3	-6.0	3.2	-2.1	4.3	2.1	5.9	-4.0	-2.5
阿拉伯聯合大公國	1.7	-5.5	2.2	-1.9	-1.1	1.0	7.0	-0.3	1.1
埃及	5.6	1.2	2.0	9.2	5.8	7.8	-3.6	-4.5	-4.0
摩洛哥	2.5	-5.1	3.5	0.3	0.5	1.1	-4.1	-7.0	-4.0
總計	2.7	-4.1	5.0	3.4	2.7	2.8			
已開發經濟體	1.7	-6.0	4.3	1.5	0.7	1.3			
新興國家	3.5	-2.6	5.6	4.9	4.3	3.9			

來源：法國東方匯理銀行、預測、東方匯理財富管理。

表2：經濟和金融預測利率，%

		12.2020	03.2021	06.2021	09.2021	12.2021
美國	聯邦基金	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20
歐元區	存款	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
	10年 (德國)	-0.40	-0.35	-0.35	-0.30	-0.30
10年利差VS.歐元	法國	0.35	0.30	0.30	0.30	0.35
	義大利	1.35	1.25	1.20	1.15	1.10

來源：法國東方匯理銀行、預測、東方匯理財富管理。

2020年10月2日預測。



華盛頓, 美國

我們的見解

美元：舊朝金粉？

美國較低的利率已經不是支撐美元的因素之一，並降低了資產管理人為美國資產避險的成本。理所當然，從風險-報酬的角度來看，現在持有貶值美元的趨勢，其相對利益無疑需要更深層考慮。

無論2020年美國總統選舉的結果如何，美元準備逐漸走低，但可以肯定的是，美元長期享有世界儲備貨幣的地位將面臨重新評估的命運。國際貿易按月計算，以美元結算的美元越來越少，加上全球各中央銀行繼續將其外匯儲備從美元轉向其他AAA替代避險工具。

實際利率在負值

即使這種轉變是比較長期的趨勢，而不是短期的典範變化，但由於目前正在發生的嚴重增長衝擊迫使Fed將其利率下調至零，因此全球大流行疫情起了推動在此時算總帳的作用。這就是在變化無常的外匯領域中相對收益吸引力的催化劑。雖然美國股市暴漲，美國實質收益率使投資者與同行相比獲得可觀的回報，但買家仍樂於否認經濟的潛在脆弱性。如今，美國實質收益率位於創紀錄的負值水平，並且與所有其他收益率保持一致，相對宏觀考量現在正迅速浮現。

對於美國將如何能夠繼續為現在已近27兆美元、已達125%債務/GDP比的失控預算赤字提供資金，人們正醞釀著深度憂慮。必須特此指出，償債成本本身每年已接近7,000億美元。出奇的是平均票面利率已落至創紀錄低點1.94%（在十月期間），這幾乎在鼓勵華盛頓的任何一個政黨不要節儉開支。相反，即使共和黨參議院要稀釋Biden的大規模支出計劃，COVID-19也會協助下屆政府增加更多的債務來投入創造就業機會的基礎設施支出。

信心問題

除了日本有龐大的投資者儲蓄可用之外，大多數主權財富基金經理人已經開始分階段減少他們在美國政府債券中的風險投資，更不用說最大外國持有者——中國，它太高興以致於不讓其仍然龐大的配置到期就逐步匯回國內。現在，新的國債發行量將在未來幾個季迅速攀升——除了Fed以外，誰將吸收新的供給？所以，美國聯邦債務的增加並非真正是債務可持續性問題，而是中央銀行的信譽問題和貨幣信心的呼籲。

這一點有助於解釋為什麼聯邦公開市場委員會（FOMC）似乎準備將利率維持在零更長久，而不節制地容許更大的通貨膨脹過頭。這種財政支配典範對於世界基礎貨幣來說不是好兆頭，因為過去幾個階段都經歷急劇貶值。鑑於增長步履蹣跚，引誘美元匯率走低將不可或缺的儲蓄和支出保留在美國國內。為什麼這次會有什麼不同凡響之處？

因此，現在就假設由目前大流行疫情所驅動的通貨緊縮（disinflation）將突然演變成失控的通貨膨脹可能為時過早。然而，一定程度先發制人的抗通貨膨脹投資組合正在引起謹防債務不斷上升難題的長期投資者的興趣。從風險報酬的角度來看，持有貶值趨勢的美元在投資組合中而未避險，其相對收益現在無疑需要更深層考慮。如今，對美國投資組合貨幣投資進行避險的相關成本從未如此便宜，是另一個該謹慎的關鍵原因。



紐約, 美國

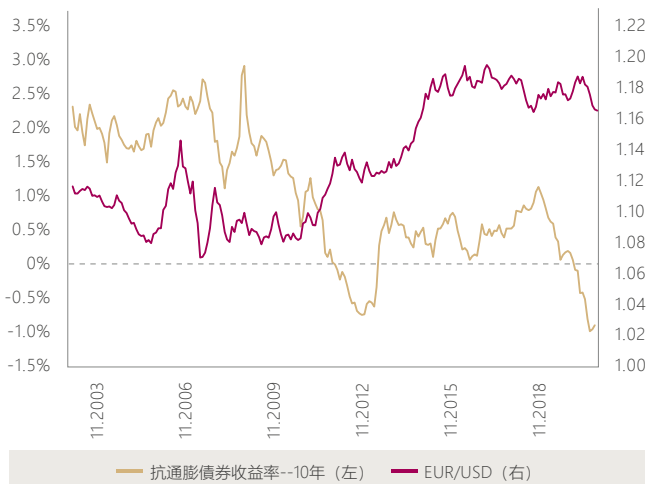
日盡西山

總而言之，從此以後，我們擔心美元維持甚久的特權正在脆弱化，也許是開始為其顯赫地位招來終結之時，因為新的避險替代品將出現在選舉之後以及未來十年。

投資者可能因此想知道哪種貨幣對美元升值幅度會最大。貨幣大量印刷之後失去了黃金所保留的稀有性，這種貨幣結構性貶值最終使黃金根據信心和偏好順序排列仍然是必需的。問題是，黃金在2020年已經表現良好，儘管我們對貴金屬仍持積極態度，但回報似乎不會比在2020年3月時那麼有吸引力。歐元可能從大流行

危機退走後獲益，毫無疑問，疫苗分發可以幫助打破1.20阻力。但是，這個要求仍然取決於在該地區是否能努力達成一致同意的復甦計劃的政治前景，該計劃有冒著在危機早就離去才被執行的風險... 如同日元和瑞士法郎在2020年因躲避風險 (risk-off) 行為而上漲，而在COVID-19之後似乎易受影響，這使我們選擇新興貨幣，這一定會從大流行疫情退走後受益。在此之外，人民幣還具備許多但非全部有潛力儲備貨幣的必要屬性，並且應該會隨著時間升值，以實質收益率的正增長、更好的宏觀勢頭、和創紀錄的貿易平衡來保持其強壯 (圖15)。

圖15：實質利率和美元



來源：Fed、Datastream、東方滙理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。



DAVIS HALL
亞洲資本市場主管
東方滙理財富管理

美國信貸市場：企業違約及槓桿永續

儘管美國聯儲局就公司債券購買計劃的擴展目前仍在辯論中，但它們顯然是穩定市場條件和降低公司再融資風險的有力工具。

鑑於危機的嚴重程度，企業「下墮天使」風險是投資者實際關切的問題。在這種不均衡復甦的格局中，選擇力至關重要，特別是在受到封城措施嚴重影響的行業中，但也將受益於未來最戲劇的復甦。

鑒於危機的規模，信貸風險至今相對良好，歸功於強有力的財政和貨幣支持，這些支援使再融資風險受到限制。展望未來，大流行疫情之後企業可能不是回升就是崩潰。在這種情況下，選擇力至關重要。

市場集結 - 中央銀行

在2020年3月初的市場拋售之後，美國信貸市場繼續令人意外地出現上升機會，附和了投資級 (IG) 和高收益 (HY) 信貸的正向勢頭。IG和HY的利差現在已經恢復到2020年2月底的水平，一旦最新的美國財政刺激計劃達成協議，則進一步的交易潛力將收緊。

Fed所創公司債券購買計劃——初級市場公司信貸貸款 (PMCCF) 和次級市場公司信貸融資 (SMCCF)，總額高達7,500億美元——一直是穩定市場條件和降低企業再融資風險的有力工具。投資者已經確信，PMCCF將提供發行人維持運營的支持，而SMCCF將支援市場流動資產。SMCCF為配合購買IG評等的公司債券和貸款以及近期下墮天使¹⁹而設計的，實際上包括汽車和航空業在內的一些知名企業。

同時，美國政府的刺激措施，特別是針對小型企業的薪酬保護貸款計劃 (PPP) 和大流行疫情的失業救濟金，有助於支援經濟體和美國消費。但是，在當前關頭，進入冬季的COVID-19病例急劇增加，已成為美國消費者的緊迫問題，並且需要加大刺激措施的緊迫性增強。

在大西洋彼岸，在歐洲央行迅速決定通過因應疫情大流行緊急採購計劃 (PEPP) 以前所未有的規模支持信貸市場之後，歐洲市場的拋售出現轉折。歐洲央行 (ECB) 隨後再度擴大該計劃，將債券購買額從7,500億歐元擴大到1.35兆歐元，而期限至少延長至2021年6月底，並將到期本金付款再投資直至2022年底。

許多國家層級的疫情大流行支持計劃，例如部分就業福利和國家擔保的貸款，恢復消費者的信心相當大，並減輕企業流動資產的壓力和違約風險。儘管如此，我們仍然處於不明的局勢。在歐洲的城市重新實行保持社交距離限制對近期的消費者支出造成壓力，並延緩復甦的步伐。

違約和下墮天使的風險是否會從此惡化？

鑑於中央銀行的輔助政策與經濟復甦的開始相吻合，評等機構每個月都在下調其違約率預測。話雖如此，違約率可能會從現在起上升，直到2021年第一季 (圖16)。目前的限制措施可能會使未來幾個月的經濟活動遠低於疫情大流行前的水平。除此之外，Fed非常寬鬆的政策和可能的刺激方案將成為經濟復甦和降低違約風險的催化劑。

圖16：美國高收益違約率實際和預測，2001年至今，%



日期為10.11.2020。
來源：穆迪，東方匯理財富管理。

19 - 信用評等從投資等級 (Baa3/BBB-及以上) 降至非投資等級 (Ba1/BB+ 及以下) 的公司。

歷史平均值顯示只有0.9%的BB（高收益市場風險較低的細分市場）在一年期內違約，與BBB（低投資級公司）的0.2%相比，在納入考慮他們目前的利差與歷史的差異發現有更好的風險回報。BB違約率也優於4.2%的B和24.3%等CCC/C細分市場，反映高收益風險的指數性質。這也顯示大流行疫情和宏觀經濟衝擊對最弱勢和槓桿嚴重的公司有不成比例的影響，這些公司集中在能源、酒店、休閒、和零售等行業。

隨後，在過去的15年期間，18%的BB違約，仍遠低於30%的B，比59%的CCC/C低四倍（累計違約率-圖17）。

雖然到2020年9月下墮天使的數量穩步下降至4家（2020年4月為65家），但鑒於BBB公司創紀錄的發行，下墮的天使風險依然存在。令人鼓舞的是，顯示出歷史評等的穩定的程度，只有三分之一的評等在一年內進一步降等，三分之二的評等保持不變或被升等。由於潛在的再融資風險並未實現，這一趨勢仍在繼續，只有不到15%的下墮天使在前五個月內被進一步降等。除零售、飯店、旅遊、和房地產行業外，利差恢復迅速。

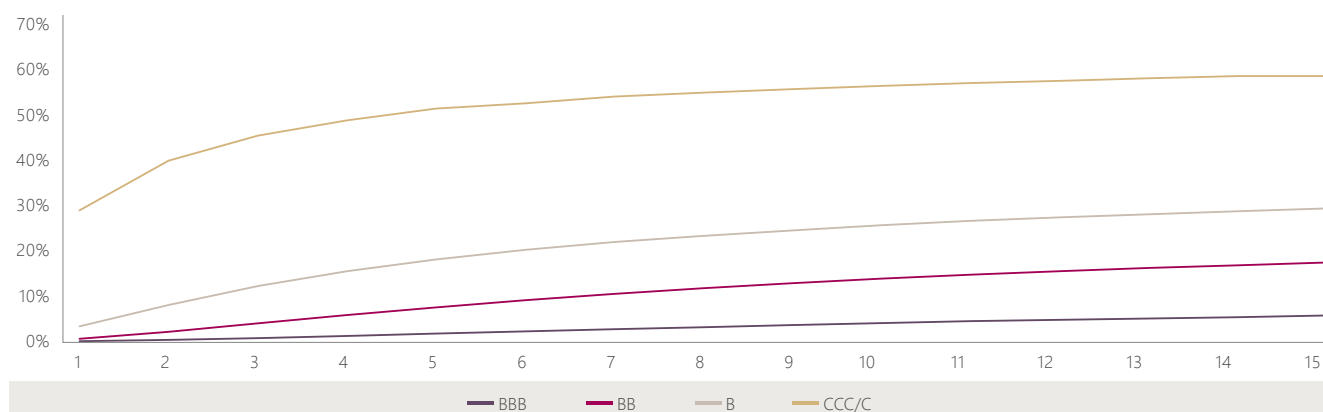
非常輔助性的技術因素將掩蓋近期對基本因素關注

信貸市場成為Fed避免市場崩潰的重要工具。截至2020年9月止，Fed共採購45億美元的公司債券，遠遠低於7,500億美元的最大容納量。該計劃在控制左尾風險（left tail risk，在極端情境下發生重大損失的風險）方面非常有效。在2020年10月，只有6.7%的美國HY債券在價格低於每80美分/1美元的不良水平進行交易，從3月總數的55%以上的水平大幅下降。

按現狀，Fed將不會在2023年之前加息，進一步鞏固建設性的背景。投資者讚揚Fed主席Jerome Powell的警告，即鑑於美國經濟復甦還遠遠沒有完成，過度刺激的風險很小。Fed可以利用市場工具來發揮創造力來支持投資情緒。因此，投資者開始回顧今年可能發生的事情，並著眼於2021年及未來。

流入美國HY市場的資金，有可能會在具有健全資產負債表且較強的BB等級上保持正值。在極低的利率下，養老金和保險基金增加了對BB的風險投資。繼2020年3月/4月間下墮天使浪潮之後，許多IG基金經理已經獲得豁免可以持有BB。

圖17：全球企業平均美國累積違約率時間跨度，按15年評等分類，%



來源：標準普爾，東方滙理財富管理。

2021年對美國高收益市場有利的催化劑

輝瑞和BioNTech於2020年11月宣佈在第三階段試驗中的COVID-19疫苗有90%的療效，這令市場意外感到上升機會，並且可能為進入2021年的風險資產帶來順風。儘管輝瑞和其他疫苗製造商仍在進行試驗，造成實體經濟強有力的催化劑，無疑有利於高收益行業的基本因素，該基本因素通常受益於景氣循環性回升加上有維持低費率較長久的環境。

話雖如此，美國（以降低財政支出計劃為形式）減少政府刺激的可能性可能對風險資產造成負面影響。對疫苗的期望還可能導致景氣循環性、旅遊和休閒、運輸、能源、和商業房地產等行業出現多種輪轉機會，而某些線上零售商可能會遭受損失。住宅投資應受益於「遠距工作」趨勢、歷史低的抵押貸款利率、以及人們在家裡度過的時間在程度上可能永久改變。

在撰寫本文時，似乎很可能共和黨多數的參議院，而可能導致不太激烈的醫療改革。再者，潛在的疫苗將使醫療保健運營商受益，包括醫院、醫療設備、眼科、和牙科等保健機構在內，這些運營商的業務和盈利能力應能夠正常化至疫情大流行前水平。

然而，不確定性依然存在，投資者應保持警惕，在景氣循環性行業中精挑細選，重點放在可衡量的信貸風險上，對在復甦軌跡上具有良好的可見性的企業賦予很高的信念。

嚴格的篩選和選擇力

嚴格的篩選和選擇力對於K形（或不均勻）復甦模式至關重要。在疫情大流行之後，企業可能回升或衰落。

- 消費者行為、遠距工作、和社交約束有結構性變化，既破壞了也創造了機會；
- 從根本上看，酒店、遊戲和休閒、零售、消費者、和商業服務、以及消費耐用品在短期內仍將面臨違約風險（圖18）；
- 醫療保健和電信行業一直是贏家，無論疫苗開發進展如何，都應該能夠保持復原力；
- 擁有可擴展性生產平台和優質品牌的汽車製造商將在中國強勁的消費支持下，在電氣化領域獲得市場佔有率。

在公司層面，財務和運營槓桿率低的公司，以及能用有效業務和財務策略來度過這場危機的公司，由於其資產負債表實力雄厚將會反彈得更快。

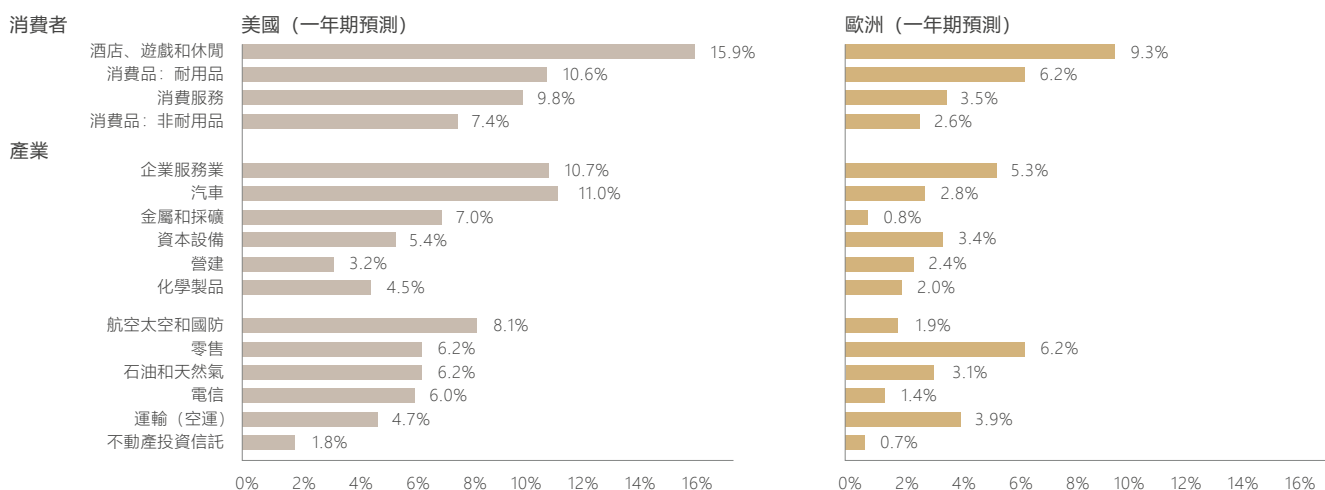


SOPHIE RABRÉAUD
定息債券策略與研究主管—資產管理
東方滙理財富管理



MAGGIE CHENG
高級信貸分析師
東方滙理財富管理

圖18：一年違約率預測，按行業分類，%



日期為10.11.2020。
來源：穆迪，東方滙理財富管理。

聚焦美國科技行業

在covid-19災情背景下, 科技股在股票市場取得的贏家地位是否能持續在2021年佔上風? 讓我們與我們的美國股票市場主管討論這個關鍵行業的結構性優勢和展望。

訪談

與 MICHEL BOURGON, 美國股票投資組合管理部門負責人

Global Outlook:幾年來, 科技行業一直是標準普爾500指數 (S&P 500) 盈利增長的主要動力: 我們是看到了技術超級循環、價值轉移, 或者這是反映平台的指數級盈利能力?

Michel Bourgon: 科技公司的收入比較去年同期增長超過40%, 而標準普爾500指數不包括科技行業的每股收益基本上持平。與科技股之間的增長差異今天仍然持續。我們目前正處於第三季財報季, 儘管市場普遍預期標準普爾500指數的最高收入將比較去年同期下降5%, 但預計五大科技公司 (例如: Apple、Microsoft、Amazon、Alphabet 和 Facebook) 的收入將增長20%以上。

歸根結底, 高科技公司既得益於非常強勁的銷售勢頭, 這與我們消費者的行為方式發生的變化相一致, 又具有高水平的盈利能力。

在某些細分市場中, 例如電子商務 (這不包括在 S&P 500 科技行業中, 而是包括在非必需消費品行業中), 我們實際上看到以犧牲傳統零售業為代價的相當破壞性的價值轉移, 這一趨勢顯然已經從 COVID-19 危機發生以來一直被放大。但是, 所有行業加在一起, 許多公司正將其投資的比例不斷增加地配置到 IT (到 2020 年, 佔非住宅投資將近 40%), 因為它們對於追求生產力至關重要。

GO:在美國科技界, 哪些創新領域目前最有前途? 您到目前為止, 喜歡哪些主題?

MB: 在我們的策略裡, 我們一直偏愛三個主題很多年: 人工智慧、線上活動、和電子支付。

毫無疑問, 一場真正的人工智慧革命即將來臨, 而且能夠明顯提高生產力。麥肯錫 (McKinsey) 估計, 到 2065 年為止, 每年的增長幅度為 +0.8% 至 +1.4%。

當我們談到線上活動時, 您可能傾向於考慮電子商務, 這是並且仍然是一個主要主題, 但是這個主題還包括遠距工作、串流媒體, 社群網路等。

最後, 電子支付持續取代現金交易。硬幣和紙幣肯定遲早過時。

最大的投資在於大型科技公司製造的人工智慧

最後一則關於這些主要創新領域的評論: 值得注意的是, 在健康危機爆發之前這些領域已經非常活躍, 而危機只會加速它們的增長。

相比之下, 我們的策略在電動汽車行業的投資仍然較少, 電動汽車行業的估值似乎很高, 而且資本密集程度更高。因此, 現金流產生的可見性較低。

GO:您預期哪些行業會有重大中斷風險? 大型科技公司是否能輕鬆地將其活動擴展到新行業?

MB: 假如我們只以人工智慧為例, 沒有一家大科技公司當初是這一市場的玩家, 但最大的投資卻是由這些玩家進行的投資。對他們來說, 這是個理想情況。這些都是高利潤的公司, 擁有大量多餘的現金, 並將其視為增長機會的新來源。

更籠統地講, 這些玩家 (因此也是監管者) 面臨的挑戰歸結到數碼貨幣化和控制生態系統的能力問題, 遊戲發行商 Epic Games 和蘋果之間的爭論在收入分享問題上就證明這一點。



庫比蒂諾, 美國

GO:科技不僅限於FAANG, 而是反映了整個經濟向數碼化的過渡以及所有公司正在經歷的轉型。這種趨勢如何影響其他行業?

MB:幾年來, 提高生產力主要來自於科技, 而大型科技公司顯然並不是唯一的受益者: 數碼化是每個行業的趨勢。讓我們以金融為例。Visa和MasterCard的總市值目前超過美國六大銀行的總市值。兩大支付領導者只有38,000名員工, 而美國排名前六位的銀行則超過百萬。

最近的COVID-19危機已經動搖了一切。兩個世界正在對峙。一方面, 有些厭惡變化的公司只想恢復封城之前的活動, 好像什麼都沒發生一樣。另一方面, 公司認為這些變化是提高生產力的大好機會。調查顯示, 超過三分之一的公司現正在尋求減少辦公空間。這種類型的決策可以看作是簡單的策略選擇, 但公司不選擇這種新的工作結構肯定會面臨重大挑戰, 相對於成本結構較低的競爭對手。請注意, 即使封城結束後, 遠距工作和電子商務的主要受益者仍然繼續增長。相比之下, 與辦公和商業房地產相關的股票仍面臨壓力。據房地產專家仲量聯行 (Jones Lang LaSalle) 所稱, 美國整個辦公室的使用率為86%。在它針對夏洛特 (美國六大銀行總部所在地) 的分析中, 辦公室使用率正式達到90%水平, 但實際上, 目前只有不到20%的員工在現場工作。

GO:讓我們再回到平台模式。要用什麼方式改變我們對他們的盈利能力的理解?

MB:我們可以將平台模式定義為建立具有許多特徵的市場或生態系統, 例如:

- 指數級盈利能力, 在盈虧平衡並建立了競爭優勢後實現;
- 准壟斷市場佔有率 (贏家全拿);
- 高檔的障礙, 由於投資需要有重要的前期投資所導致;
- 成本模式多以固定投資為基礎而不是經常性成本 (尤其是相當有限的薪資成本);
- 有能力建立以價值共享系統為特徵的生態系統, 該系統主要對自己有利, 以便在其平台上提供產品。

對於投資者來說, 理解這些模式表示能夠學會分析平台創造和提取價值的循環期, 我們清楚地看到像亞馬遜一樣的參與者過去的成就軌跡, 儘管其盈利能力主要來自雲端 (Amazon Web Services)。



三藩市, 美國

GO:美國科技公司在過去的十年中是否改變過商業模式, 這會如何影響我們對這些公司的估值方式?

MB:在金融行業, 我們以折現未來收益來評估資產價值。這種方法用於所有類型的資產: 房地產、債券、和股票等。對於股票來講, 未來收益往往非常不確定。但是, 當公司大部分業務都以訂閱模式為基礎時, 其未來收益的可見性會提高, 這通常會導致大幅的評價提升 (re-rating)。這些股票常被稱為債券代理, 因為所產生的收益是「可預測的」, 而利率水平是評估其價值的關鍵。

採用這種模式的公司數量越來越多 (不僅限於科技行業)。這種趨勢在軟體業尤為明顯。舉一個最著名的例子, 微軟: 其2000年經常性收入佔不到10%, 相對於如今是60%以上。有了這樣的變化, 拿歷史價格/收益來與當前價格/收益作比較是否仍然合適?

微軟在2000年的
經常性收入佔總
收入不到10%,
而如今已超過
60%

GO:讓我們談談候選人對於科技上的立場和議程: 什麼是要點? 我們是否應該擔心競爭問題上的政治壓力越來越大?

MB:我們應該注意到, 僅在四年前Donald Trump當選時, 大多數投資者都確定最大輸家可能是科技行業。科技股通常由具有進取心、全球意識的自由主義者所掌控, 其中一些是環境保護主義者。他們資助民主黨競選活動, 不支持Trump的議程。投資者擔心Trump會試圖懲罰對他來說過於強大又帶有敵意的行業不利於他的議程。結果, 這個行業在過去四年中反而勝出, 而不僅僅是減稅而已。簡而言之, 這可以證實科技股充分利用長期趨勢將短期的政治噪音壓制下來。

我們注意到在監管方面, IT是受到監管最少的行業之一, 比製造業、醫療保健、和銀行業要少。原因很簡單: 這些活動都是新的。監管顯然是一種約束而且可以收緊, 並且牽涉到額外的成本, 對利潤率構成壓力。但監管也有似非而是的 (paradoxical) 效應, 反而創造了參進障礙。如果學生必須監視自己的平台上發生的所有事情, 並遵守個人資料保護法規, 他們能夠獨自在房間裡創建下一代大型社群網路嗎? 大概不能。

最後，如果監管機構要迫使公司拆分其事業，則不一定會對股東構成系統性風險。例如，eBay 能夠處置PayPal而沒有破壞價值——出乎預料之外。

總結，有兩個主要威脅：提高稅收和限制其多元化能力，但嚴重攻擊科技公司領導者的風險似乎不太可能，特別是考慮到中美之間的根本問題。

GO:事實上，科技是中美兩國對抗的中心點：美國領導地位是否受到威脅，特別是如果對該行業施加更大政治壓力的話？

MB:中國和美國都渴望在將來幾年內成為世界強國，如果它們不能主導IT行業，就沒有希望。美國科技業參與者一直向政府提出這一論點，以強調世界可能會被中國科技參與者主宰的風險。根本問題顯然在於個人、企業、和政府資訊的機密性。這個問題超出經濟框架，是地緣戰略的問題，政府可能會為了要保護美國參與者，而避免強烈企圖監管。總之，對於投資者來說，這種科技策略層面的論點，只有在這種對抗情勢中以及涉及在這行業內的投資規模時才加強。

GO:科技行業也因其對環境的影響而經常受到批評。您能否處理這一點，並告訴我們，你如何將其具體表現？

MB:實際上，數據中心因消耗大量能源在媒體上廣受批評，並且近年來數據的使用量急劇上揚。但是，這種說法可能符合事實，因為我們需要記住數據中心行業已經成為綠色債券的發行人；這也是技術上的進取，以及在能源效率和發電上的追求。在我們擁有潔淨能源汽車之前，數據中心可能會達成碳中和。因此請記得，科技行業不僅限於大型科技公司，還包括環保和醫療保健行業中的許多創新企業。這當然是重要的投資支撐。



MICHEL BOURGON
美國股票投資組合管理主管
東方滙理財富管理



上海，中國

私募股權：美國資本主義新貌

自2009年以來，與傳統的公開股票市場相比，現在經由私募股權和風險投資基金所籌募到的資金更多。

美國私募股權已經穩固地建立在美國企業的融資、運營、和數碼化轉型的交匯口：現代美國資本主義的核心。

美國資本主義在過去的25年間，面臨前所未有的企業模式轉變：利用長期興起的非公開市場以及尤其是私募股權來融資和轉移。這種轉變通常未聞於世，但以其巨量程度，這是美國長期投資者資產配置演化中的基本因素。

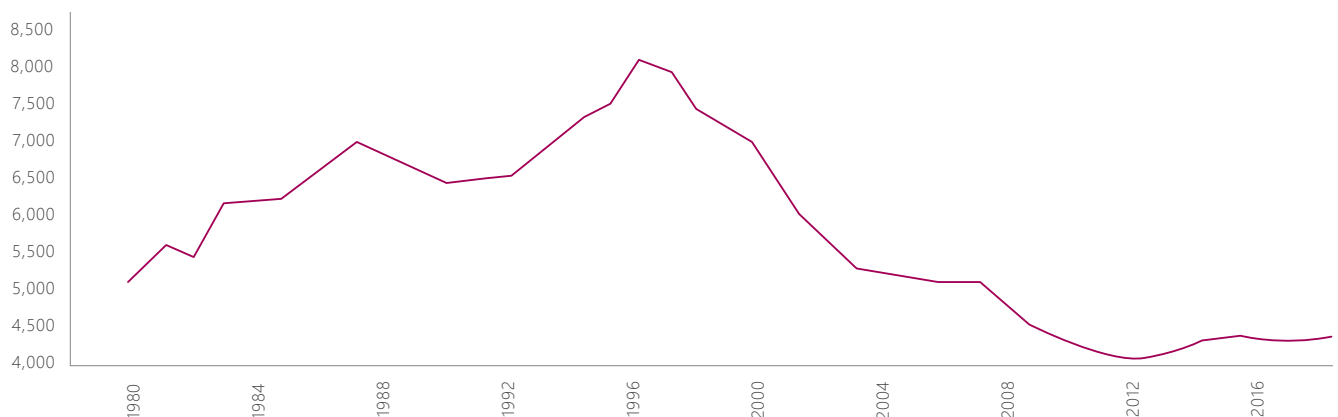
實際上，美國上市公司的數量已從歷史上顛峰時期1997年的7,300家下降至2019年剩下不到3,700家。正是在中小型企業這個細分市場這種演變最顯著，因為幾乎90%的這些公司根本轉為私有並從股票市場下市（圖19）。我們估計在同一時期獲得私募股權或風險投資基金支持的美國公司的數量從少於1,000家增加到超過8,000家。自2009年以來，與傳統的公開股票市場相比，現在經由私募股權和風險投資基金所籌募到的資金更多。於2017年，公司在私募市場上籌募近3兆美元，而在公開市場上僅籌集到1.5兆美元²⁰。

主要籌集資金工具

這種公開和私有市場之間大規模融資和資產轉移，也可以用較老練的投資者像是美國養老基金和捐贈基金的資產配置來衡量，它們在私募股權的市場的比例現在已經達到17.2%²¹相對於上世紀末還不到1%。

在不到25年²²期間，美國的私募股權資產增加了9倍，目前已達到近2兆美元。這種長期的增長產生以美國為基地足跡遍布全球的投資巨頭崛起，諸如KKR、Blackstone、Carlyle、或Bain Capital，在實質上操控著一部分美國經濟及其企業家資源。對於他們的監管、財政、和社會地位現在受到越來越多的公共監督已不足為奇，並在美國國會以及上屆總統競選期間²³成為辯論議題。

圖 19：美國：在證券交易所上市的公司數量



來源：Globeconomy.com、東方滙理財富管理。

20 - 摩根史丹利 (Morgan Stanley), 2020。

21 - Prequin, Alternatives Report 2020。

22 - Pitchbook, 2020。

23 - 眾議院，會議11-19，《美國待售：私募股權投資實務審查》(America for Sale: A examination of the practices of Private Equity)。



芝加哥, 美國

顯然，私募股權已經直接了當地「先佔」(pre-empted) 了很大部分美國正在增長的中型企業，及尤其是其標的 (underlying) 價值創造潛力。Google、Facebook、或Uber是在創始及融資之時，私募股權的安排起決定性作用。現在，超過90%的IPO和一半以上從公開轉私有下市的有關美國公司，當初是由私募股權和風險投資基金所支持或控制的。

私募股權的優點

有幾項原因可以解釋這種深刻的變化。每季業績壓力以及股票上市公司的監管和運營負擔，迫使大量企業家將其事業保持私有更長久，而在他們發展過程的每個階段就依賴私募股權的資金作為替代融資來源。在美國科技公司中這種現象尤為明顯，這些公司平均在成立12年之後才上市，而以前是8年²⁴。

以實施營運轉型策略、優化運用後的資本並追求長遠投資眼界，美國私募股權基金能夠調度其投資，平均為投資者提供相較於過去20年²⁵的標準普爾500指數1.2倍的回報。

最後，自2008年低迷（出現未償還金額增加三倍的私人債務基金）以來銀行業的去中介化 (disintermediation)，以及次級市場的發展（2019年達到800億美元，而10年前還不到200億美元²⁶），等於提供美國私募股權基金其他融資來源，並為其投資者增加流動資產。

這個生態系統結合股權和替代性融資的來源，增加流動資產和臨界規模，使私募股權公司提供美國資本主義新面貌，同時使自己擺脫傳統資本市場的束縛建立有良性循環、日益吸引新人才的自治圈。

美國私募股權就其規模和模式的普及，已經牢固地確立在美國公司融資、運營、和數碼化轉型的交匯口。這是長期投資者在建立資產配置時不能再忽略的現實。



OLIVIER CARCY
資產管理全球主管
東方匯理財富管理

24 - 摩根史丹利 (Morgan Stanley), 2020。

25 - 來源: Preqin、匯理、PME Index。

26 - Alpinvest (荷蘭養老基金公司), 2020 Secondaries Report (2020二級市場報告)。



猶他州, 美國

投資方案

值此混亂的健康問題以及美國新任總統任職之初，投資者所面臨的關鍵問題為：就主要資產類別的前景而言，新框架是否有可能改變遊戲規則。

第一個反應可能是要問某些與國際框架相關的問題：這十年是否會既爭議少又易理解？地緣政治和貿易緊張局勢是否會降溫，讓投資者更容易計劃未來？就這方面，我們認為正在形成的框架在總體上仍對新興投資有利。寬鬆的Fed、美元疲軟、以及貿易緊張局勢方面新總統好鬥性較低，可能會促進資本回流到該地區。亞洲國家也將從中國經濟有用的復甦中受益，這相當大程度決定亞洲其他地區的增長。亞太地區實際上佔將近50%的中國對外貿易。在亞洲，中國正逐漸顯露其成為這場健康苦難的贏家，也是白宮態度轉變的主要受益者，雖然不應誇大為Joe Biden對中國的善意；改變風格可能比改變實質更重要。

第二個問題可能涉及增長前景對投資者的影響。在全球，預計2021年的增長反彈主要反映顯著的基數效應（與春季遭封城嚴重破壞的2020年相比），但不應掩蓋不確定性將影響經濟復甦以及流行病情使問題進一步惡化造成的弱點。因此，經濟復甦在大流行疫情仍非常活躍的國家如歐洲會更為緩慢，而在亞洲，尤其是在中國，則復甦更為迅速。

第三個問題可能涉及所有主要經濟體在嚴重衰退和復甦不確定的背景下所制定的政策搭配。我們在前期的《全球展望》（2020年下半年）中論及此問題。這種政策搭配代表歷史性的突破，因為擴張性財政政策現在已經整合到準結構性寬鬆的貨幣政策中。Fed已經修改其目標通貨膨脹政策，現在預測即使通貨膨脹率超過2%，三年不會加息。

美國大選只會強化這一趨勢：即使Biden提出的財政刺激計劃可能不會在參議院獲得通過，但預期由這大流行疫情引起的經濟和社會緊急情況將促使出臺新的財政措施。

這種環境應使短期利率長期控制在非常低的水平，因此對於有風險但回報率適中的資產將非常有利：

- 公司將繼續受益於支持營業額的措施，並將能夠繼續為其部分兼職已失業而獲得資金，這可以支持業績並限制破產人數的上升；
- 從第三季財報季開始，這一點變得越來越明顯。雖然這些業績仍低於在COVID-19疫情之前的水平，但仍有很高比例的公司報告業績超出市場預期；
- 中央銀行將以增加資產負債表並將其擴大到包括公司債券在內的方式，繼續提供流動資產並壓縮債券風險溢價，使公司能夠再融資；
- 然而，請記住，即使疫苗的分發可以改善風險前景，但有幾個行業的公司違約率在2021年仍將在繼續上升。因此，這種背景既是高收益投資者保持謹慎的原因，又是貼現債務市場的新機會的來源；
- 低利率會產生自動推高資產價格的作用，同時促使在債券界的投資者尋求高風險資產的收益；
- 這種投資框架也可能繼續對容易獲得廉價信貸支持的資產，尤其是住宅房地產，有積極作用。



洛杉磯, 美國

但是, 必須考慮一個重要的風險因素: 公司稅制有變更的風險及這對市場的影響。Biden在經濟計劃中提議將公司稅率提高7個百分點, 從而抹去Donald Trump的某些稅制改革措施。這些措施至少在這種程度上, 幾乎沒有機會出世; 將最低工資更普遍地提高似乎更合理。這可能會削弱公司的盈利能力, 並限制美國股票的估值。美國股票近年來的強勁盈利增長主要是受到有利的財政政策和寬鬆的貨幣框架所推動。

另一個風險是, 是否這項經濟政策促使收益率曲線變得超出預期的陡。像2020年9月/2020年10月那樣長期收益率適度上升不足以使市場踉蹌, 反而可能導致行業重新分配。反之, 如果復甦和薪資趨勢(一旦失業率回到較低水平)的強度導致通貨膨脹率縱然是溫和上升, 可以想像投資者將大量拋售長期債券。然而, 有兩個理由對這種風險採取更細微差別的觀點。首先, 失業率可能需要兩年時間才能恢復到2019年的水平, 因而可以消除薪資上漲的風險; 其次, 共和黨參議院對抗Biden的刺激計劃, 將降低通貨膨脹增長會加速的可能性。然而, 採取中間路線的刺激計劃可能足以重振2020年秋季初的行業輪轉成為景氣循環性股票。調節增長/通貨膨脹之間關係的問題可能會在2-3年內變得更有相關性, 並可能再次引起Fed控制收益率曲線的問題。

投資者也有理由質疑較长期的主權債務可持續性, 尤其是與Biden的計劃有關。該計劃一旦實施, 將繼續造成美國債務比率攀升, 並迫使Fed繼續將美國國債貨幣化, 這將對美元構成適度但是結構性的下行壓力。從長期來看, 美元作為主要儲備貨幣的作用可能會受到歐元或人民幣等其它貨幣的挑戰。

年底對科技股有利一與「待在家中/遠距工作」主題相關的公司一是否有理由相信這種趨勢會持續下去? 美國新任總統是否會實際上達成實體經濟與虛擬經濟之間的某種重新平衡? 在這方面, 我們認為對科技股的反壟斷威脅可能被誇大, 健康環境只會增強具有非常強大創造性破壞力²⁷的結構性發展趨勢。

這些創造性的破壞在低增長階段有助於加速資本主義的轉型, 私募股權可以從中獲利。許多團體需要改變其模式並處置資產, 而對於其他團體, 通過與股東/董事進行富有成效的對話來獲得長期投資前景, 可能有利於該資產類別, 這資產類別受機構投資者歡迎, 也越來越受高淨值資產人士的歡迎。

27 - Joseph Schumpeter (1942) 描述創造性破壞為「工業突變的過程, 它不斷從內部徹底變革經濟結構, 不間斷地摧毀舊的結構, 不間斷地創造新的結構」。

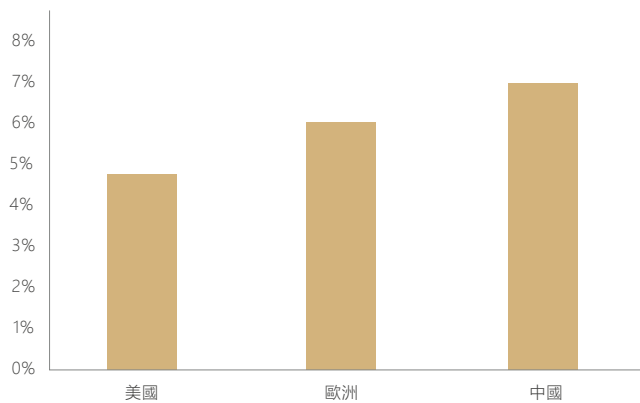


總之，對於長期投資者來說這種環境似乎是有利的，他們能夠超越短期起伏的以及其資產配置既基於更適度的長期回報的現實前景，也基於著重於長期轉型主題的增長機會。因此新興中產階級、環境轉型、健康和人口發展、以及數碼革命，將仍然是在全球水平上進行投資的關鍵主題，對美國的偏愛可能較少顯著，而對新興市場則進行更大的投資（圖20, 21）。



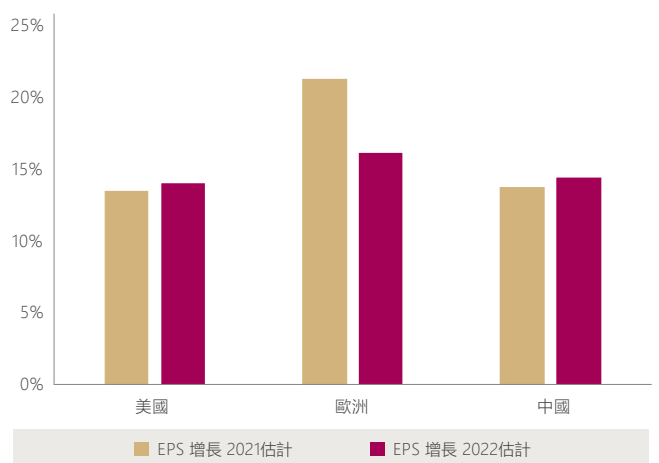
VINCENT MANUEL
投資總監
東方滙理財富管理

圖20：2021年收益估計，%



來源：FactSet、東方滙理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。

圖21：EPS 增長估計，%



來源：彭博，東方滙理財富管理。
過往經理績效不能保證未來投資收益。



紐約, 美國

各項走勢表

表3：年度定息產品走勢，當地貨幣，%

企業債券	2016	2017	2018	2019	01.01 - 03.12.2020
新興市場政府債券	6.29%	12.49%	-10.62%	1.88%	-0.48%
美元政府債券	1.11%	1.10%	1.41%	5.22%	5.75%
歐元政府債券	1.86%	0.39%	0.40%	3.16%	2,07%
歐元高收益企業債券	8.14%	4.82%	-3.37%	9.55%	0,97%
美元高收益企業債券	15.31%	6.32%	-1.48%	14.65%	2,93%
新興市場企業債券	7.61%	2.84%	-6.89%	9.11%	1,95%

表4：年度外匯匯率走勢，現價，%

貨幣	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 - 03.12.2020
歐元/瑞士法郎	-15.70%	-2.71%	-0.74%	1.63%	-1.99%	-9.54%	-1.48%	9.16%	-3.82%	-3.55%	-0.14%
英鎊/美元	-3.45%	-0.44%	4.58%	1.86%	-5.92%	-5.40%	-16.26%	9.51%	-5.62%	3.94%	0.50%
美元/瑞士法郎	-9.66%	0.31%	-2.42%	-2.46%	11.36%	0.78%	1.69%	-4.39%	0.80%	-1.58%	-5.97%
歐元/美元	-6.54%	-3.16%	1.79%	4.17%	-11.97%	-10.22%	-3.18%	14.15%	-4.48%	-2.22%	6.37%
美元/日元	-12.80%	-5.19%	12.79%	21.39%	13.74%	0.37%	-2.71%	-3.65%	-2.66%	-0.98%	-3.96%

表5：年度商品走勢，當地貨幣，%

商品	2016	2017	2018	2019	01.01 - 03.12.2020
鋼筋「人民幣/公噸」	60.46%	42.69%	-8.19%	-1.91%	10.48%
黃金「美元/安士」	8.14%	13.53%	-1.56%	18.31%	17.11%
西德州原油「美元/桶」	45.03%	12.47%	-24.84%	34.46%	-25.75%
銀「美元/安士」	15.84%	7.23%	-9.36%	15.32%	25.74%
銅「美元/公噸」	17.65%	30.92%	-17.69%	3.50%	22.77%
天然氣「美元/百萬英熱單位」	59.35%	-20.70%	-0.44%	-25.54%	31.66%

來源：彭博，東方滙理財富管理

表6：年度股票指數走勢，指數，當地貨幣，%

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	01.01 - 03.12.2020	
20.89%	0.00%	19.42%	51.46%	51.66%	9.93%	27.92%	38.71%	-6.24%	36.07%	21.08%	最強表現
16.99%	-5.55%	18.01%	29.60%	11.39%	6.79%	16.44%	34.35%	-9.27%	28.88%	14.87%	+
16.36%	-7.62%	17.71%	24.09%	8.08%	5.58%	14.43%	21.78%	-10.44%	25.19%	12.10%	
12.78%	-11.34%	15.15%	17.37%	4.35%	-0.73%	9.54%	20.96%	-12.48%	23.16%	9.53%	
12.07%	-18.94%	14.37%	14.43%	2.92%	-2.74%	8.57%	20.83%	-13.24%	15.42%	8.11%	
9.55%	-19.16%	13.40%	0.61%	2.23%	-4.93%	5.32%	20.11%	-16.31%	15.37%	1.95%	
9.00%	-20.41%	13.18%	-5.03%	-2.71%	-11.31%	2.87%	19.69%	-16.57%	15.21%	-6.37%	
8.63%	-21.92%	7.55%	-7.65%	-4.62%	-16.96%	-1.20%	19.42%	-17.80%	13.71%	-15.19%	
-0.97%	-22.57%	5.84%	-8.05%	-14.78%	-22.37%	-1.85%	7.68%	-18.71%	12.10%	-16.92%	
-12.51%	-25.01%	5.43%	-15.72%	-17.55%	-32.92%	-11.28%	7.63%	-25.31%	11.20%	-24.71%	最弱表現

來源：彭博，東方滙理財富管理。過往經理績效不能保證未來投資收益。

富時100 東証股價指數 摩根士丹利環球 摩根士丹利EMEA 摩根士丹利新興市場
 歐盟600 標普500 中國上證綜合指數 摩根士丹利拉丁美洲 摩根士丹利亞洲「日本除外」



世界

全球覆蓋

品牌故事

140多年來，我們一直為全球的企業家和家庭提供建議，以專業的財務建議和卓越的個性化服務為其提供支援。

直到今天，我們仍在為作為個人的每一位客戶服務，幫助他們創造、保護和傳承財富。

真正的私人化服務可與我們的客戶產生共鳴，結合世界十大銀行之一Crédit Agricole Group的財務實力和互補專業知識，為全球企業家和家庭帶來創造價值的獨特方式。

東方滙理財富管理

在東方滙理財富管理，我們基於長期關係、金融專業知識和我們的國際金融網絡，匯集了極為豐富的專業傳統：

美洲

邁阿密

600 Brickell Avenue, 37th Floor
Miami, FL 33131 - USA
電話: +1 305 375 7800

蒙得維的亞

World Trade Center, Torre III - Piso 15 - Of. 1576
Av. Luis A. de Herrera 1248,
11300 Montevideo - Uruguay
電話: +598 2623 4270

聖保羅

Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3^o andar,
Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132
電話: +5511 3896 6300

亞太地區

香港

29th floor Two Pacific Place, 88 Queensway - Hong Kong
電話: +852 37 63 68 68

努美阿

Le Commodore
Promenade Roger Laroque BP 8663
98807 Nouméa - New Caledonia
電話: +687 27 88 38

新加坡

168 Robinson Road #23-03 Capital Tower
Singapore 068912
電話: +65 64 23 03 25

東方滙理財富管理集團的成員銀行正在籌備更換或調整銀行同業間利率，諸如LIBOR（倫敦銀行同業拆借利率）、EURIBOR（歐元銀行業拆款利率）、以及EONIA（歐元隔夜指數型平均利率）等，因為是由金融市場主管機關和銀行代辦處作決定，其議價條件將顯著加強。在歐洲的層級上，歐洲中央銀行於2019年10月所開始公告之€STR（歐元短期利率）將與EONIA並存至2021年12月止，然後於2022年1月起取代EONIA。至於EURIBOR，歐洲貨幣市場機構（European Money Markets Institute）於2019年11月確定Hybrid EURIBOR的過渡階段已經達成，有利於從今日起至2021年12月期間進行全面調整。各項銀行同業拆款利率（IBOR，例如：LIBOR美元）也將從現在起至2021年底止進行全面改革。因此，瑞士國家銀行於2019年6月宣布推出以瑞士法郎計價之本國政策利率，該利率以SARON（瑞士隔夜平均利率）為基準作計算以建立也是根據SARON計算的遠期利率。

東方滙理財富管理集團正在密切關注所有這些改革，並準備好具體的框架應付有關法規上、商業上、以及運營上的各種影響。對於目前以這些基準利率為指標所進行的融資業務或投資，您無需因其改變而採取任何行動。一旦有關該利率變更的細節更為明朗時，我們會向您及時稟告。如有任何疑問，敬請不吝賜教與您的客戶經理聯絡。

歐洲

布魯塞爾

Chaussée de la Hulpe 120 Terhulpesteenweg
1000 Brussels - Belgium
電話: +32 2 566 92 00

日內瓦

Quai Général-Guisan 4
1204 Geneva - Switzerland
電話: +41 58 321 90 90

盧森堡

39, Allée Scheffer
2520 Luxembourg
電話: +352 24 67 1

馬德里

Paseo de la Castellana 1
28046 Madrid - Spain
電話: +34 91 310 99 10

米蘭

Piazza Cavour 2
20121 Milan - Italy
電話: +39 02 722 061

摩納哥

11, Boulevard Albert 1^{er}
98000 Monaco
電話: +377 93 10 20 00

巴黎

17, Rue du Docteur Lancereaux
75008 Paris - France
電話: +33 1 40 75 62 62

中東

阿布達比

Zahed The 1st Street- Al Muhairy Center
Office Tower, 4th Floor,
PO Box 44836 Abu Dhabi
電話: +971 2 631 24 00

迪拜

The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road
PO Box 9423 Dubai
電話: +971 4 350 60 00

附錄

ESMA: 歐洲證券及市場管理局。

USMCA: 美國、墨西哥和加拿大協定，即於2018年9月30日由三國政治領導人簽署的自由貿易協定，用於取代北美自由貿易協定 NAFTA，1994年簽署。

現貨溢價: 指現貨價格高於期貨價格，與之相反的情形稱為期貨溢價。

啞鈴: 一種資產管理策略，只做兩端投資，如只投資於短期債券和長期債券。

ECB: 歐洲中央銀行。負責歐盟及歐元區的金融及貨幣政策。

由下至上: 一種投資組合管理方法，一種投策略或分析方法，關注具體企業帳號及細節，自上而下的分析方法則與之相反，關注的是宏觀經濟總量。

EPS: 每股盈利。

布蘭特: 一種低硫原油，通常用作歐洲原油價格的基準。

Bund: 德國10年期債券。

Call: 指金融工具的看漲期權。即在給定價格下購買的權利。

CFTC (商品期貨交易委員會): 美國獨立監管機構，負責監管美國商品期貨、期權市場。

COMEX (商品交易所): 1994年於NYMEX (紐約商業交易所) 合併，負責金屬期貨和期權交易。

海灣合作委員會 (GCC): 促進阿曼、沙烏地阿拉伯、科威特、巴林、阿拉伯聯合酋長國和卡塔爾之間的區域合作的組織。

期貨溢價: 指期貨價格高於現貨價格。相反的情形稱為現貨溢價。

次級債: 當債務的償還以先償還非次級債務為條件時，稱為次級債務。作為接受額外風險的回報，次級債券往往提供更高的收益率。

G10十國集團: 五大集團之一，其他四個集團分別為七國集團、八國集團、二十國集團、二十四國集團，是為促進具有相似(經濟)利益的國家之間交流和合作的團體。10國集團成員國包括: 比利時、加拿大、法國、德國、義大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國和美國，瑞士是第11個成員國。

存續期: 反映債券或債券基金對利率變動敏感度。該值以年為單位表示。債券久期越長，價格對利率變化的敏感度就越高。

EBIT (息稅前利潤): 指扣除利息和利潤稅之前的利潤，即營業利潤。

EBITDA (利息、稅項、折舊和攤銷前利潤): 包括淨利潤，加上利息、稅項、折舊及攤銷費用。它用於衡量一個公司去除非營業費用和非現金費用產生之前的盈利性。

ESG: 環保 (E)、社會 (S) 和治理 (G)。

Fed: 美國聯邦儲備理事會，即美國的中央銀行。

IMF: 國際貨幣基金組織。

FOMC (聯邦公開市場委員會): 美國聯儲局的貨幣政策機構。

期貨: 交易所金融交易工具，允許交易標的資產以未來價格進行交易。

GHG: 溫室氣體。

高收益: 一種債券，因其評級低於投資等級的債券，也被稱為“垃圾債券”(所有評級均低於標普評級)。評級越低，收益率越高，通常情況下，還款風險越高。

PMI: 採購經理人指數。

經濟驚喜指數: 衡量公開的宏觀經濟數據與預測者預期的差異程度。

iBoxx投資級/高收益指數: 以多渠道即時價格衡量投資級/高收益公司債券收益率的基準。

羅素2000指數: 衡量美國小市值股份表現的基準。該指數由羅素3000指數當中市值最小的2000隻股票構成。

投資級: 根據標準普爾的標準，評級在AAA和BBB之間的優質債券類別。

CPI (消費者物價指數): 用於評估居民家庭一般所購買的消費品和服務專案價格水準，通常被作為觀察通貨膨脹水準的指標。

LIBOR (倫敦銀行同業拆息): 選定銀行在倫敦金融市場融資同意支付的銀行間平均利率。LIBOR將於2020年停止生效。

LME (倫敦金屬交易所): 倫敦銅、鉛或鋅等商品的買賣場所。

Loonie: 加拿大1加元硬幣的別稱。

貸款價值比 (LTV): 貸款價值比，表示貸款金額與所購資產價值的比率。此比率一般用於按揭領域，金融監管者通常會設定比率上限，以保護放款人和借款人雙方，抵禦房價突然驟降可能帶來的衝擊。

逐日盯市: 以現行市場價格的資產評估。

折價債券: 以低於債券面值的價格交易的債券，即低於100。

經合組織 (OECD): 經濟合作與發展組織。

OPEC: 石油輸出國組織，共有14個成員。

OPEC+: 由OPEC國家和包括俄羅斯、墨西哥和哈薩克斯坦在內的其他10個國家組成。

WTO: 世界貿易組織。

GDP (國內生產總值): 國內生產總值衡量的是居住在本國領土內的經營者每年生產的商品和服務。

基點: 1個基點=0.01%。

量化寬鬆 (QE): 中央銀行為向經濟體注入流動性而購買和購買債券等資產的貨幣政策工具。

人民幣: 中國貨幣的官方名稱(香港、澳門除外)。通常被稱作元。

認沽期權: 期權契約提供買方權利而非義務，在特定時間段內以設定價格出售一定數量的投資資產。購買認沽期權的買方認為投資的股票價格將在到期日之前跌至期權價格之下。當投資資產價值下降時，認沽期權的價值會增加，反之亦然。

SEC (證券交易委員會): 獨立聯邦機構，負責美國證券市場的有序運作。

息差 (信貸息差): 息差是兩種資產之間的差額，通常是利率之間的差額，比如公司債券與政府債券的息差。

SRI: 可持續經營與社會責任型投資。

混合型證券: 同時具有債券(支付票息)和股票(無到期日或到期日非常長，可能如股息般，不支付票息)特徵的證券。同股息一樣，票息可能不會被支付。

VIX: 標準普爾500指數的隱含波動率指數，它以指數期權為基礎，衡量股市操作者對30天波動性的預期。

楔形: 一種技術分析中的證券價格形狀，即在價格圖表上，上下兩條趨勢線收窄成一個箭頭形狀，即出現一個楔形。

WTI (西德克薩斯中質原油): 即在美國開採的原油。WTI原油合約在美國期貨市場交易，其價格為具指標性的原油價格基準。

免責聲明

本文件題為《Global Outlook》（「冊子」），其發行僅供行銷溝通之用。

其起草所用的語言構成Indosuez Wealth Management工作語言的一部分。

本冊子所公佈資訊，未經任何地區的市場或管理機構審核和批准。

本冊子並非為任何特定國家之人士而設計。

本冊子不適用於在其分發、發佈、上市、或使用違反該國或司法管轄區適用法律或法規的國家或司法管轄區之公民、居住者、或居民。

本文件不構成或不包含購買或出售任何金融工具和/或服務的要約或邀請。同樣地，其亦不以任何方式構成策略、個人化或一般性的投資或撤資推薦或建議、法律或稅務建議、審計建議、或任何其他專業性質的建議。不代表任何投資或策略適合並切合個人情況，也不代表任何投資或策略構成對任何投資者的個人化投資建議。

除非另有說明，本文件中的相關日期是本免責聲明最後一頁所提到之編輯日期。本文所包含資訊以公認可靠的來源為基礎。我們盡最大努力確保本文件中包含資訊之及時、準確、和詳盡。本文指示的所有資訊及價格、市場估值和計算得隨時更改，恕不另行通知。過去的價格和業績不一定指示出未來的價格和業績。

所指風險包括政治風險、信用風險、外匯風險、經濟風險、和市場風險等。進行任何交易之前，應諮詢您的投資顧問，並在必要時就風險以及任何法律、法規、信貸、稅收、和會計後果獲取獨立的專業意見。建議閣下聯絡私人顧問，以便根據閣下特定的財務狀況以及財務知識和經驗獨立作出決定。

當投資變現並轉換回投資者的基礎貨幣時，外幣匯率可能會對投資的價值、價格、或收入產生不利影響。

CA Indosuez Wealth (Group) ("Indosuez Group") 依據法國法律註冊組成，是Crédit Agricole集團所屬Wealth Management事業的控股公司，包含其在此事業中運營的（直接和間接）子公司和/或其合併實體，即CA Indosuez Wealth (France), CA Indosuez (Switzerland) SA, CA Indosuez Wealth (Europe), CFM Indosuez Wealth, CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM and CA Indosuez Wealth (Uruguay) Servicios & Representaciones SA and CA Indosuez Wealth (Miami)，其各自的（直接和間接）子公司、分支機構、和代表處，無論位於何處，均以Indosuez Wealth Management品牌經營。各成員公司個別稱為「實體」，統稱為「實體集團」。

實體集團或其股東、及股東、子公司，以及更廣泛地來說，Crédit Agricole Sa集團（「集團」）旗下的公司，以及其各自企業管理首長、高階管理人員或員工得以個人、或以第三方的名義或代表第三方，從事本冊子中所述的金融商品交易，持有與這些金融商品有關之發行人或擔保人的其他金融商品，或者得為或接受這些實體集團提供或者尋求提供證券服務、金融服務、或任何其他類型的服務。在實體和/或Indosuez Group實體，擔任本冊子所提及的某些產品和服務的顧問兼/或經理、行政人員、分銷商或承銷商，或執行實體和/或Indosuez Group擁有或可能具有直接或間接利益的其他服務情況下，閣下的實體應優先考慮投資者的利益。

考慮到您的原籍國，居住國、或與您相關的任何其他國家/地區的法律，某些投資、產品、和服務，包括託管，可能會受到法律和法規約束，或者可能無法不受限制地在全球提供。特別地，本冊子所介紹的產品或服務不適用於美利堅合眾國及加拿大居民。實體集團得依據適用法律和法規並受許可約束，以其契約條件和價格提供產品和服務。產品和服務得隨時修改或撤銷，恕不另行通知。

請與您的客戶經理聯絡以取得更多資訊。

根據適用法規，每一實體均可提供本冊子：

- 在法國：本冊子由CA Indosuez Wealth (France) 分發，該機構乃具有資本額82,949,490歐元之上市有限公司，在French Register of Insurance Intermediaries註冊，編號：07 004 759，和在Paris Trade and Companies Register註冊，編號：572 171 635之信用機構和保險經紀公司，地址：17 rue du docteur Lancereaux 75008 Paris, France。監督機構為Prudential Control and Resolution Authority and the Autorité des Marchés Financiers。本冊子所載之資訊均不構成(i) 歐盟委員會2016年4月25日頒佈的第2017-565號委托條例第36條及歐洲議會和理事會2014年4月16日頒佈的關於市場濫用的第596/2014號條例第34、35點第1段第3條所指的投資研究，亦不構成(ii) 法國貨幣及金融法典第D.321-1條所指的個人投資推薦。建議投資者在與CA Indosuez Wealth (France) 的常用聯絡人溝通後，再行考慮本冊子所含資訊，並視情況向私人會計、法律和稅務專家獲取建議；
- 在盧森堡：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 發行，根據盧森堡法律成立的有限公司(société anonyme)，股本為415,000,000歐元，註冊辦事處位於：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，B號：B91.986，是經授權的信貸機構，成立於盧森堡並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在西班牙：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) Sucursal en España 發行，受Banco de España (www.bde.es) 及Spanish National Securities Market Commission (Comision Nacional del Mercado de Valores, CNMV, www.cnmv.es) 監管，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，是一家信貸機構正式在盧森堡註冊並受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。地址：Paseo de la Castellana numero 1, 28046 Madrid (Spain)，註冊於Banco de España 編號：1545。在Madrid Trade and Companies Register 註冊，編號：T 30.176.F.1.S.8, H.M-543170, CIF (公司稅號)：W-0182904-C。

- 在比利時：本冊子由CA Indosuez Wealth (Europe) 比利時分公司分發，地址：120 Chaussée de la Hulpe B-1000 Brussels, Belgium，註冊於Brussels Companies Register，編號：0534 752 288，並加入Banque-Carrefour des Entreprises (比利時公司數據庫)，增值稅編號：0534.752.288 (RPM Brussels)，是CA Indosuez Wealth (Europe) 的分支機構，註冊地址：39 allée Scheffer L-2520 Luxembourg，註冊於Luxembourg Companies Register，編號：B91.986，是在盧森堡成立的一家授權信貸機構，受盧森堡金融監管機構Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) 監管。
- 在意大利：本冊子由CA Indosuez Wealth (Italy) S.p.A 發行，總部位於Piazza Cavour 2, Milan, Italy，已加入Banca di Italia保管的銀行名冊，編號：5412，稅法和米蘭貿易公司的註冊號及VAT號：09535880158, R.E.A no. MI-1301064；
- 在歐盟區內：根據Free Provision of Services，本冊子可由獲得授權的Indosuez Wealth Management的實體集團分發；
- 在摩納哥：本冊子由CFM Indosuez Wealth分發，地址：11, Boulevard Albert 1^{er} - 98000 Monaco，在Monaco Trade and Industry Register註冊，編號：56500341；
- 在瑞士：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA分發，地址：Quai Général-Guisan 4, 1204 Geneva以及由CA Indosuez Finanziaria SA分發，地址：Via F. Pelli 3, 6900 Lugano以及由其瑞士分公司及/或代理處。根據Swiss Bankers Association (SBA) 命令有關瑞士法律所定義的財務分析獨立性之意涵，本冊子構成行銷材料，但不構成財務分析產品。因此，這些命令不適用於本冊子；
- 在香港特別行政區：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA之Hong Kong分公司分發，地址：金鐘道88號太古廣場29層。本冊子中所載任何資訊，均不構成投資建議。本冊子未提交至香港證券及期貨事務監察委員會(SFC) 或者香港的任何其他監管機構。本冊子及本冊子所提及的產品，未經過香港證券及期貨事務監察委員會核准，根據有關證券和期貨合約法令的第103、104、104A 或105條款(第571章)》(SFO)。本冊子僅可分發給專業投資者(按SFO以及《證券及期貨(專業投資者)規則(第571D章)》中所定義)；
- 在新加坡：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch分發，地址：168 Robinson Road #23-03 Capital Tower, Singapore 068912。在新加坡，本冊子根據新加坡金融管理局的《指引No. FAA-G07》，僅針對被視為高淨值資產人士，或者根據新加坡法《證券暨期貨法》第289章，僅針對特許投資者、機構投資者或專家投資者。如有關於本“冊子”的任何疑問，新加坡的收件人可以聯繫CA Indosuez (Switzerland) SA, Singapore Branch；
- 在迪拜：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 迪拜代表處分發，地址：The Maze Tower – Level 13 Sheikh Zayed Road, P.O.Box 9423 United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在私人基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在阿布達比：本冊子由CA Indosuez (Switzerland) SA, 阿布達比代表處，Zayed - The 1st Street - Al Muhairy Center, Office Tower, 4th Floor, P.O.Box 44836 Abu Dhabi, United Arab Emirates。CA Indosuez (Switzerland) SA 通過其阿聯酋代表處，經營阿聯酋業務，並接受阿聯酋央行監管。根據阿聯酋現行相關法律法規，CA Indosuez (Switzerland) SA 的代表處不得經營銀行業務。該代表處僅可行銷和推廣CA Indosuez (Switzerland) SA的活動和產品。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成對於提交要約的邀請。其在非公開基礎上分發，未經阿聯酋中央銀行或阿聯酋的其他監管機構審閱或批准；
- 在邁阿密：本冊子由CA Indosuez Wealth (Miami) 分發，地址：600 Brickell Avenue, 37th Floor, Miami, FL 33131, USA。本冊子是以保密方式提供給有限數量的人士，僅供參考之用。其不構成美利堅合眾國中(或者在本要約會為非法的任何司法管轄區中)的證券要約。本冊子中所提及相關證券報價方案，可能沒有根據1933年證券法案進行註冊。某些證券在美利堅合眾國可能並非為自由可轉讓的證券；
- 在巴西：本冊子由CA Indosuez Wealth (Brazil) SA DTVM分發，地址：Av. Brigadeiro Faria Lima, 4.440, 3rd floor, Itaim Bibi, São Paulo, SP-04538-132, registered in the CNPJ/MF under number n. 01.638.542/0001-57；
- 在烏拉圭：本冊子由Indosuez Group (Uruguay) Servicios & Representaciones S.A分發，地址：Av.Luis A. de Herrera 1248 – World Trade Center Torre III – Piso 15 – Of.1576, 11300 Montevideo, Uruguay。本冊子不構成對於特定人士或一般公眾的要約，亦不構成提交要約的邀請。分發本冊子屬非公開性質。本冊子及其所提及的產品未經烏拉圭中央銀行或其他監管機構審核或批准，也未註冊。

未經貴銀行事先同意，本冊子不得以任何形式，全部或部分影印或複製或分發。

© 2020, CA Indosuez (Switzerland) SA/版權所有。

照片來源：iStock。

2020年11月30日編輯。