



# 大华银行投资洞察 2020年投资展望



大华银行2020年年初展望的主题是“在不确定的环境中保持平衡”。在芭蕾舞中，要养成良好的平衡力需要不断训练，这对于保持姿势，平稳、完整地完成任务至关重要。城市芭蕾是对古典舞蹈的一种当代诠释，它更为超前地将艺术形式从舞台转移到城市环境中，为舞者带来了必须考虑的意外变量。

以此类推，2020年的形势格局将继续以市场驱动的两极性力量为特征，从加剧经济和地缘政治的不确定性。在本书中，我们确定投资主题时，已将这些因素考虑在内。我们认为，投资者能够通过遵循投资纪律，保持警惕和专注，从而维持稳健的投资步伐。



## 主编

庄素薇

新加坡和区域主管  
存款与财富管理

主席

个人金融服务投资委员会

## 编辑团队

林嘉慧

注册金融分析师、  
另类投资分析师  
区域主管  
基金与理财咨询

彭嘉文

注册金融分析师  
新加坡和区域主管  
投资策略与通讯

罗超荣

注册金融分析师  
投资策略师  
投资策略与通讯

## 个人金融服务投资委员会

陈奕昌

另类投资分析师  
新加坡

胡文龙

注册金融分析师、  
另类投资分析师  
新加坡

Suwiwan Hoysakul

泰国

黄丽鹂

中国

刘添伟

新加坡

林敬和

新加坡

## 投稿人

黄伟雄

新加坡

黎焕珍

新加坡

林速强

新加坡

Louis Linardo

印尼

刘璇栗

马来西亚

黄丽婷

新加坡

彭道旋

新加坡

陈志铭

新加坡

陈瑞鹂

新加坡

戴勇君

新加坡

# 目录

<b>编者按</b>	04
<b>宏观展望</b>	06
资产类别回顾	08
战术交易策略回顾	10
2020年宏观形势	12
2020年增长展望：增长向好，但宏观问题仍然存在	14
中美动态：不确定性带来的机遇	16
美国：平衡外部政策以赢得国内	18
中国：平衡增长与债务	20
欧洲和英国：在增长疲软的情况下重新定义关系	22
总结	24
环球重要事件日程	25
<b>战略与解决方案</b>	26
资产类别视图	28
2020年战略概要	30
2020年战术概要	32
重点投资机会和长期趋势机会	
弹性主题	34
增长主题	36
新兴市场主题	38
<b>亚洲掠影</b>	40
新加坡	42
马来西亚	44
泰国	46
印度尼西亚	48
中国	50

# 编者按

## 2019年回顾

尽管2019年从开年以来就萦绕着诸多谨慎与担忧，但这一年还是创造了市场纪录。贸易的紧张局势、对经济衰退的担忧加剧以及地缘政治事件令投资者忧心忡忡。各国央行不得不改变早先的强硬立场，以防范全球经济放缓的影响。2019年下半年，市场信心有所回升，美国和中国终于达成了第一阶段协议，而保守党在2019年12月的选举胜利为英国在2020年1月底脱欧铺平了道路，也使不确定性有所减少。

在央行采取宽松货币政策的背景下，2019年股票和固定收益均表现出色，前者上涨25.5%<sup>1</sup>，后者上涨6.7%<sup>2</sup>。美元和黄金等避险资产也从经济增长和贸易不确定性中受益。尽管贸易环境疲软，由于其政治局势相对稳定，因此新元仍保持坚挺，兑美元汇率上涨了0.6%。

我们的一些投资选择，例如中国A股、收益持续增长且财务稳健的公司，以及创新主题股票等三大主题，收益均优于全球股票，分别为34.8%、33.2%和26.1%。全球医疗保健类股和新兴市场股票也实现了两位数的强劲涨幅。

## 2020年展望

尽管经历了许多波折，2019年仍超出了许多人的预期。上升趋势会持续下去吗？中国将如何在其深思熟虑的市场改革中实现经济转型？目前仍然存在许多宏观问题尚未解决：尽管人们普遍预期中美将签署第一阶段协议，但鉴于两国之间的分歧，下一阶段的中美谈判可能仍将旷日持久。美国总统大选、英国脱欧的结果，以及中国国内和债务方面的挑战，都是潜在的风险点，值得投资者留意。

在了解风险的同时，了解投资回报的驱动因素也同样重要。随着中美贸易关系的改善，人们对经济衰退的担忧有所消减，前景展望也更加光明。创纪录的低失业率和强劲劳动力市场带来了美国强劲的消费支出；企业预计将保持较低两位数的盈利增长，且贸易紧张局势的缓解将为企业增长进一步提供助力；决策者准备放松货币和财政政策以支持经济增长。以上这些因素将会进一步增强金融资产的实力。事实上，到2020年，全球经济增长预计将由2019年的3.0%上升至3.4%，新兴市场将以4.6%的速度领跑，领先于发达国家的1.7%。利率水平预计将在较长时间内保持在低位，这将促使投资者去寻求最佳的收益回报。

<sup>1</sup>资料来源：发达市场股票参考MSCI全球指数。

<sup>2</sup>资料来源：全球债券参考彭博巴克莱全球综合指数。

我们认为，2020年在规划投资组合时有三个重要的投资主题：

1. **弹性** —— 资产估值不再便宜。预计负面消息或不确定性的出现会引发波动。在个人投资组合中保持资产弹性十分重要。应持有在下行周期中将继续表现良好的资产，如美国的日用消费品，以及投资于有长期趋势支撑的资产，如在人口老龄化的趋势下，应继续投资医疗保健。
2. **增长** —— 具有可持续盈利增长能力的企业，以及能够采用新技术和新流程进行自我提升并提高利润的企业很可能是赢家。这些企业是在不确定环境中的理想投资标的，因为它们可以为投资组合提供更高质量的长期增长潜力。
3. **新兴市场** —— 与发达市场相比，新兴市场的经济增长令人瞩目。今年，我们预计这一趋势还将继续保持。尽管外部贸易环境放缓，但国内消费仍然为经济增长提供了良好支持。展望未来，在第一阶段协议达成后，中美贸易紧张局势的缓解可能会提振商业信心，从而支持投资的增长。此外，半导体企业收益的复苏可能会支持更大范围内亚洲经济的增长。

展望未来的12个月，2020年应该会出现向温和经济增长的过渡。虽然经济和地缘政治的不确定性不太可能会消失，但我们需要将噪音与事实和基本面区分开，以免让波动扰乱我们的投资目标。

在此前提下，我们今年的主题是“在不确定的环境中保持平衡”，通过“城市芭蕾”的描述，将其带入到现实中。芭蕾舞是一种以动作为表现形式的表演舞蹈，它的动作需要精准和力量，需要在做姿势时高度专注保持平衡。在城市环境中，舞者必须更加机敏，对周围环境有一定的认识和鉴别能力，识别出任何可能对运动造成障碍和阻碍的因素。

以此类推，2020年在进行投资时，投资者也需要在投资前遵循风险认识方面的纪律，从而避免因意外的噪音和新闻而迷失了自己的投资目标。最重要的是，投资者必须保持敏锐机警，注意可能存在的风险和隐患，这样才不失为经过深思熟虑的投资决策过程。

总而言之，关注你的投资目的，你为什么进行投资，在进行投资决策时采用更有风险意识及平衡的投资方法；这样我们才能期待在2020年的投资中获得成功。

## 庄素薇

新加坡和区域主管

存款与财富管理

个人金融服务

# 宏观 展望





# 平衡

芭蕾舞，步入街头后，要求舞者在各种不同的条件下都要保持平衡和姿势稳定。对多变的环境动态的认识，可以启示并激发其表演的灵感。

相同的，我们也要考虑宏观环境以及将影响投资格局的各种驱动力。基于这样的理解，我们才能够制定投资策略，帮助投资者在环境的不确定性中找到平衡。

# 资产类别 回顾

在全年市场高度不确定的情况下，大多数资产类别在2019年都表现良好。尽管中美贸易的紧张局势导致波动加剧，但股票的表现仍优于固定收益。

2019年，股票和固定收益市场关注于中美贸易谈判的不同方面：股票投资者专注于贸易协议的达成，而固定收益投资者考虑的则是谈判一旦破裂，经济有较高可能出现衰退。这导致股票、固定收益、以及黄金、石油和美元都出现了强劲的上涨。

## 股票

整个2019年，中美贸易争端的起伏推动了全球股市的走向，但总体上仍保持积极的方向。每当贸易谈判出现进展时，市场就会反弹，而一旦谈判陷入僵局，市场就会回落。但这种波动只是暂时的，因积极且令人惊喜的盈利改善吸引了投资者重新投入股市。

美欧贸易紧张局势和一些地缘政治爆发的冲突增加了市场的复杂性。新兴市场(EM)出现了200亿美元的资本净流出，因为投资者转向美国等相对安全的发达市场(DM)。尤其是除日本以外的亚洲地区，占新兴市场总流出量的82%。发达市场股票也得益于主要央行的宽松政策，包括美联储(Fed)在年中扭转的紧缩政策；发达市场股票在2019年的回报率为25.5%，而新兴市场股票为15.2%。

## 固定收益

2019年强劲的固定收益表现反映了普遍的负面情绪和对衰退的担忧。3月和8月收益率曲线倒挂，反映了市场对美联储在经济增长放缓之际大幅加息的担忧。美联储在7月改变了立场，连续三次降息，使货币政策与欧洲和日本保持一致。

向安全资产的转移利好投资级(IG)债券：美国投资级债券和美国国债表现强劲(分别为+17.7%和+13.2%)，美国高收益率(+13.3%)和亚洲高收益率(+12.5%)也是如此，较低的利率促使投资者寻求更高收益率的投资。

## 货币和商品

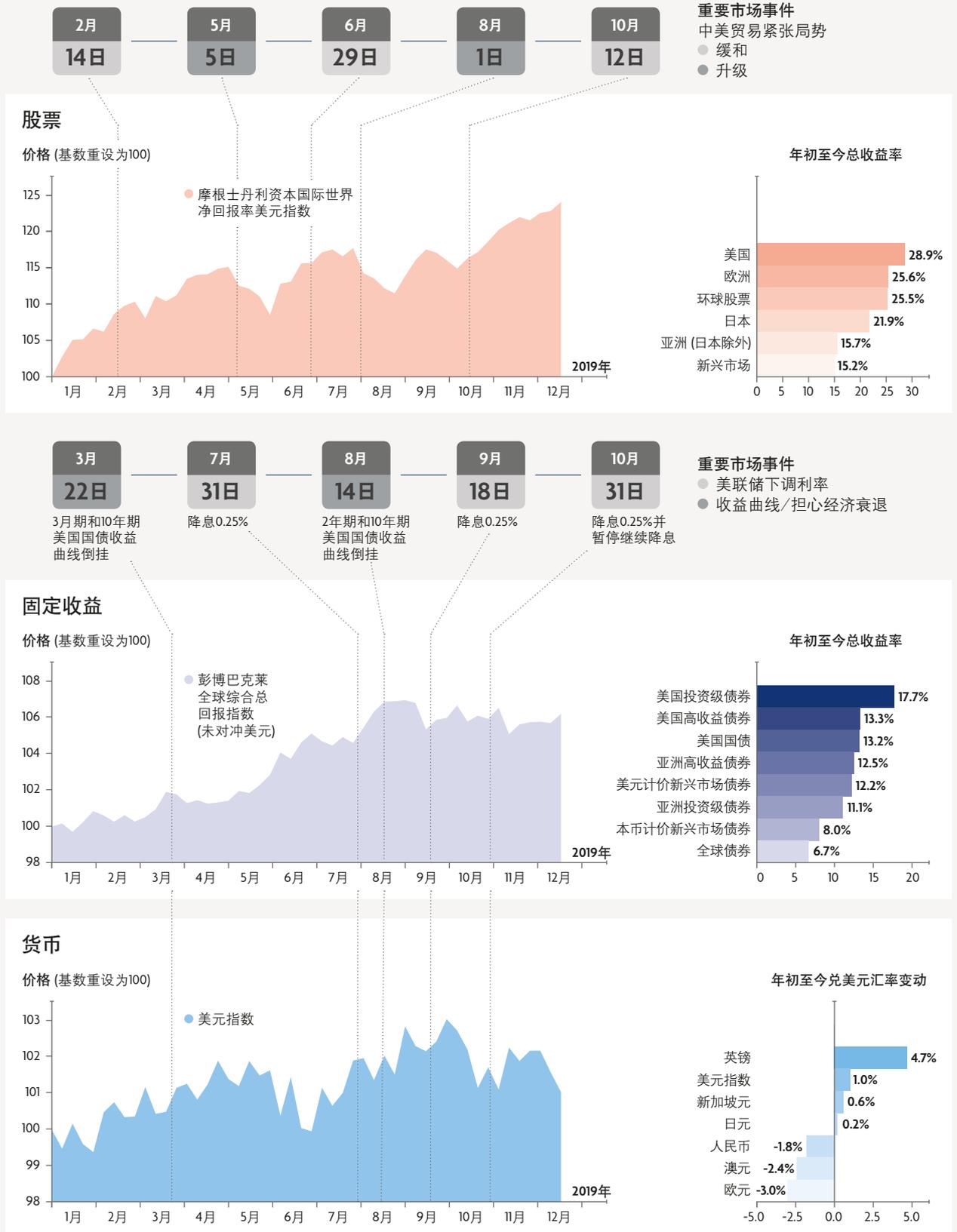
不确定性利好美元和日元等避险货币。随着英国脱欧不确定性的消退，英镑兑美元上涨4.7%。相比之下，中国允许人民币兑美元汇率下跌超过7.00(-1.8%)，以缓解贸易紧张局势下出口商的压力。

由于对经济衰退的担忧和央行宽松政策，金价在2019年上涨了14.9%，至每盎司1476美元。石油从2018年第四季度的低点50美元反弹至每桶65美元，但由于预期增长放缓，价格受到限制。

<sup>1</sup>资料来源: EPFR Global、MSCI、摩根大通全球新兴市场研究, 2019年12月6日。

资料来源: 彭博社。所有比率均以当地货币计算, 并反映2019年1月1日至12月15日的总回报。

图VI  
年初至今的市场表现



资料来源: 彭博社。所有比率均以当地货币计算, 并反映2019年1月1日至12月15日的总回报。

# 战术交易策略回顾

我们的大部分股票战术交易策略的业绩表现都优于主要股票基准，以下是对2019年战术交易策略的回顾。

图V2

主题	交易策略	交易策略开始日期	交易策略结束日期	交易策略开始日期至今总回报 <sup>^</sup>	本年至今总回报 <sup>+</sup>
重点投资机会	美国银行股票	2016年12月31日	2019年5月29日	+14.9%	+12.2%
	新兴市场股票	2017年12月31日	进行中	-1.6%	+15.2%
	美国必需消费品股票	2019年9月1日	进行中	+4.1%	+4.1%
	环球优质增长股票	2017年3月31日	进行中	+46.9%	+33.2%
长期趋势机会	全球医疗保健股票	2016年12月31日	进行中	+48.1%	+20.6%
	人工智能与创新股票*	2018年12月31日	进行中	+26.1%	+26.1%
	中国股票	2018年12月31日	进行中	MSCI中国 +19.2%	MSCI中国 +19.2%
		2018年9月30日	进行中	中国A股 +18.1%	中国A股 +34.8%

\*由于没有合适的基准指数，人工智能与创新股票参考安联环球人工智能股票基金的业绩。

<sup>^</sup>资料来源: 彭博社。所有比率均以当地货币计算，并反映交易策略开始日期至2019年12月15日或交易策略结束日期(以较早者为准)的总回报。

<sup>+</sup>资料来源: 彭博社。所有比率均以当地货币计算，并反映2019年1月1日或交易策略开始日期(以较晚者为准)至2019年12月15日的总回报。

在中国A股、优质增长股票以及人工智能和创新股票方面，我们的交易策略表现优于整体环球股票。在全球医疗保健和新兴市场股票方面，我们的交易策略虽然表现相对较弱，但仍然实现了两位数的回报率。

---

在美联储开始降息之前，我们将美国银行股票从交易策略中移除。

---

### 开启交易策略

尽管存在地缘政治的不确定性和对经济衰退的担忧，但中国A股仍是我们2019年表现最佳的交易策略，回报率高达34.8%，超过了同期上涨19.2%的H股。中国国内对A股的关注有效抵御了外部贸易的逆风，政府的刺激措施也有助于维持经济的增长。人民币兑美元汇率跌破7.00后，出口商受到支持。

另一类表现强劲的股票是环球优质增长股票，涨幅高达33.2%，较MSCI环球指数大盘高出7.7%。在通信及娱乐等行业发布普遍好于预期的盈利报告后，人工智能和创新类股票上涨26.1%，投资者也开始把潜在的贸易乐观进展体现在价格中。

在更广泛的层次上，新兴市场(EM)的股票收益率在+14.0%的涨幅和+1.6%的低点之间波动，随后涨至+15.2%。波动的主要原因是中美贸易谈判的进程、拉美各地的政治动荡以及油价波动影响市场情绪。

尽管限制药品价格的激进提议、美国(民主党)总统候选人提出了更为昂贵的医疗保健方案建议以及中国扩大非专利药品生产等因素让投资者感到不安，但全球医疗保健股票仍然上涨了20.6%。

2019年9月，鉴于美国必需消费品领域明显的上升趋势和该行业的历史弹性，我们将其纳入交易策略。在收益增长放缓的背景下，这是提升投资组合弹性的一项合适的选择。迄今为止，该交易策略上涨了4.1%。

### 停止交易策略

2019年6月，我们将美国银行股票从交易策略中移除，原因是美联储此前暗示将进行降息，影响了银行的净息差，从而导致短期催化因素缺失。自我们于2017年1月将该股票纳入交易策略以来，该交易策略上涨了14.9%。但我们预期贸易紧张局势对银行等周期性行业将产生负面影响，且技术指标显示，尽管该交易策略估值较低，但已经显示出下降的趋势，因此我们去移除了该交易策略。

# 2020年 宏观形势

2020年，全球经济增长态势可能较2019年有所改善，但诸多令市场动荡的因素将会继续加剧经济衰退的(低)可能性：中美之间的贸易紧张局势可能延续，但双方将各自面临不同的内部挑战，如特朗普可能会利用美国的外交和贸易政策赢取2020年大选连任，而中国必须在不大幅增加债务的情况下平衡经济增长；英国脱欧后，欧盟与英国的长期关系也需要重新定义。

这些影响市场的因素可能会导致市场动荡，并左右着2020年全球经济的发展方向。为应对这一宏观环境，全球各国政府和央行都采取了相应的货币和财政措施以支持全球经济增长。我们确定了三大投资主题，以帮助投资者在新的十年中找到平衡与方向。



## 弹性主题

利用防御性资产提升投资组合的弹性将降低资产大幅缩水的可能性。

请参阅第34页

请参阅第16页



## 经济衰退的担忧



美国

## 对外政策

↑  
特朗普需要外部的胜利来赢得国内的支持

↓  
内部政治  
2020年美国大选

请参阅第18页



### 新兴市场主题

中美紧张局势的延续压低了新兴市场资产的估值，使其具有吸引力。与发达经济体相比，新兴经济体的结构性调整也有望进一步推动经济的快速增长。

请参阅第38页



### 货币刺激



### 增长主题

在不确定的经济背景下，能够实现可持续的较高盈利增长的公司将表现更佳。

请参阅第36页

贸易紧张局势

不确定的未来关系  
请参阅第22页



英国



欧洲



中国

### 经济增长

↑  
在严防债务失衡的前提下  
推动经济的增长  
↓

### 债务

请参阅第20页



持续的全球  
经济增长



### 财政刺激



## 2020年增长展望： 增长向好，但 宏观问题仍然存在

宏观形势的积极转变表明，2020年全球经济增长将好于2019年。但不确定因素依然存在，可能带来新的风险和新的机遇。财政刺激措施面临政治阻碍，因此货币政策仍然是关键的刺激措施。

### 2020年所需的微妙平衡

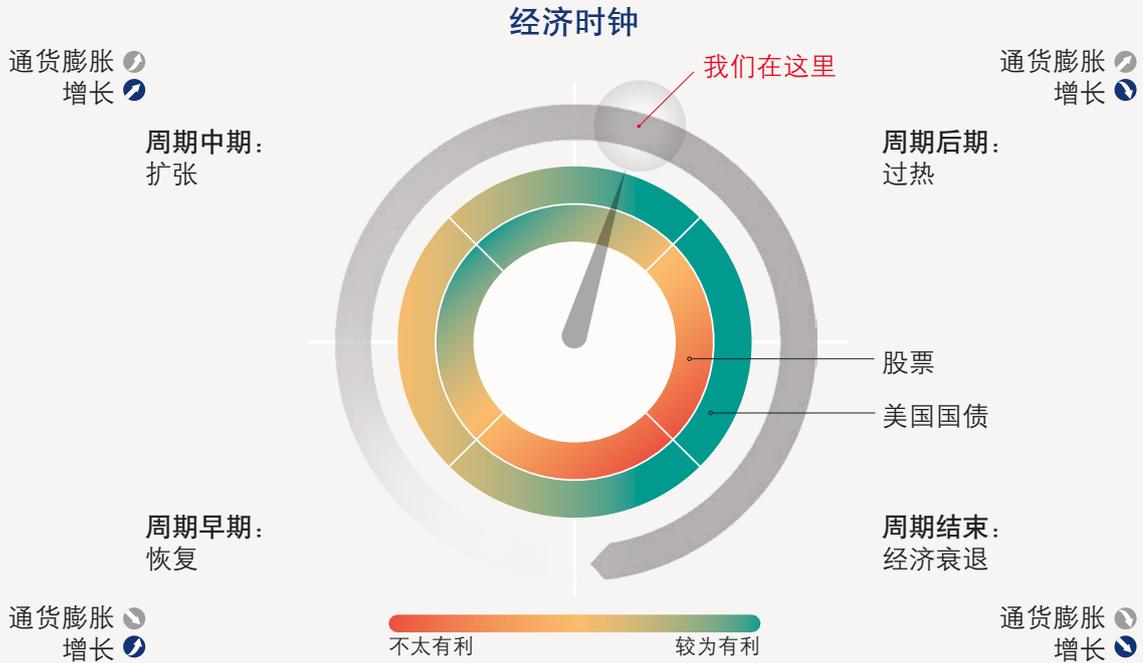
2019年困扰投资者的担忧很可能会在2020年延续。宏观格局充满了相互博弈的力量，例如全球经济增长与衰退、中美之间以及未来的欧盟与英国之间关系的发展态势，它们将以各种方式左右新闻头条、大事件和未来经济展望。在寻求投资机会时，需要优先考虑的是在这些力量之间找到平衡。

国际货币基金组织的预测显示，全球经济增长将在2020年有所改善，从2019年的3.0%提高到3.4%，主要体现在宏观经济压力下，新兴市场(EM)的经济表现预计改善。因此，新兴市场预计将实现4.6%的增长率，远超过发达市场(DM)的1.7%，其中亚洲将是全球增长最快的地区，增长率为6.0%。

旷日持久的中美贸易摩擦带来的主要下行风险继续困扰着全球增长预期，但第一阶段协议的达成提振了市场整体情绪。下一阶段的谈判将是一场重要挑战。

尽管美国和中国各自出发点不同，但都希望贸易摩擦在2020年取得成果：特朗普希望在11月大选之前获得支持，而中国希望避免使用过多的债务来刺激经济。

图M1  
我们处于晚经济周期的早期阶段



### 尽管我们处于经济周期后期，但2020年不太可能出现经济衰退

媒体头条可能会继续激起市场担忧情绪。2019年3月和8月的收益率曲线的倒挂反应了这一市场情绪，在10月31日美联储降息后，收益率曲线再次向上倾斜，经济衰退的警钟似乎已经平息了；债券市场也没有再发出衰退信号。

尽管我们正处于经济周期的后期，而且经济增长放缓，但我们预计2020年不会出现衰退。通货膨胀率仍然保持在较低水平，并且有可能在全球范围内都保持温和，这表明我们正徘徊在这个后期阶段的早期(图M1)。

延长这次超长期的全球经济扩张以减缓或避免可能出现的经济衰退，需要以下措施：

- 缓解贸易紧张局势
- 恢复多边合作
- 及时提供央行支持

### 低通胀率让货币宽松政策得以延续

从美联储在2019年中期先行降息可以看出，各国央行开始主动对疲弱的数据做出更快的反应。在预期通胀率较低的情况下，主要发达市场的央行可能会继续使用货币刺激措施来支持经济，但是由于利率已经很低，这项措施产生的影响可能有限。如果没有来自各大主要央行的压力，新兴市场将有更多的宽松空间来支持国内增长。

此外，美联储还面临着来自倾向于加息的内部成员的压力，将使得进一步降息受到限制。英国脱欧后，英国央行可能会降息以提振经济。与此同时，欧洲央行已发出信号，要求进一步采取财政刺激措施以恢复经济增长。日本央行预计将维持其宽松的货币政策，或可能进一步放宽。

### 需要财政刺激，但可能面临阻碍

财政政策虽然提供了急需的提振刺激，但通常缺乏政治意愿。因此，2020年，在全球范围内以财政为主导的刺激措施都可能有所不同：

- 中国拥有丰富的外汇储备和采取行动的政策灵活性，其规模可能对整个亚洲形成有力的支撑。
- 在美国，只有当经济恶化到进入真正的衰退时，意见分裂的国会才有可能达成一致。
- 欧盟介于两者之间——承认其必要性，但缺乏这样做的政治意愿。



## 中美动态： 不确定性 带来的机遇

中美贸易谈判的进展将缓解对全球增长的担忧，但紧张局势可能会转向技术或其他竞争领域。在激烈的竞争中，投资者可以期待出现新的机会。

---

我们预计，到2020年，全球两个超级经济大国将继续展开竞争——一方是作为现任全球经济领导者的美国，另一方则是崛起的中国。它们各自的雄心和各种内外政策行动将对全球市场趋势以及广泛的商业和投资情绪产生重大影响。

### 历史会重演吗？

当前的经济强国之争让人想起20世纪六七十年代的冷战以及美苏之间的太空竞赛，当时两国通过技术实力的竞争在全球范围内争夺影响力。

随着各国对领导地位的争夺，特别是在技术和创新领域，可能会产生积极的结果。值得注意的是，美苏太空竞赛带来了大量的军事科技进步，这些科技改变了消费品，改善了我们的日常生活，例如数码相机(1969)、互联网(1969)和全球定位系统(GPS, 1978)。

### 由于挑战性问题依然存在，贸易谈判需要时间

我们的基本共识是，美国和中国将在2020年初签署第一阶段协议，而第二阶段的谈判可能会一直持续到2020年以后。

第二阶段的谈判预计将更具挑战性，因为双方都不太愿意在可能涉及的问题上妥协，比如知识产权、强制技术转让、政府对行业的补贴以及进一步放松资本管制。如果特朗普总统认为中国未采取足够的让步，紧张局势可能会重新升级。

### 未来的不确定性也会带来未来的机会

在这种情况下，巨大的不确定性依然存在，鉴于双方依然可能将延后的关税重新加征。如果出现这种情况，双方或将进一步采取报复措施。

展望2020年，我们要注意以下几点：

- 未来的不确定性 —— 中美彼此的应对方式将影响到全球增长预期和地缘政治。
- 未来的机遇 —— 双方将加大对研发的投入，追求技术优势和创新。这场竞争还将推动中国亟需进行的改革进程。

5G技术已经成为两国之间的另一个竞争舞台。未来可能出现的紧张局势关键点将与各种新兴技术主题相关。从人工智能到自动驾驶汽车，以及金融和专业服务，美国和中国在这些领域继续展开激烈竞争，成为了现代冷战式对峙的组成部分。这种竞争为投资者提供了从具有竞争优势的公司中获益的机会。



## 美国： 平衡外部政策 以赢得国内

美国大选前的故作姿态对其国内外政策的影响将与日俱增。强劲的消费将继续推动经济增长。

---

美国在政治上面临一种对立：一方面是内部因素，如总统弹劾和大选前的竞选活动，另一方面是与贸易和地缘政治冲突有关的外部政策。

与此同时，美国强劲的消费需求、低失业率和稳健的企业资产负债表都是美国经济的积极驱动力。

如果贸易紧张局势开始缓解，而美联储也保持低利率，那么政治将有可能主导2020年的形势，并且最终在11月的大选中达到顶峰。

### 在国外发动多项斗争...

对外政策上，唐纳德·特朗普总统似乎将关税视为保护美国经济利益的政治武器。这一点从他对中国和欧盟采取的政策中可以明显看出。他在试图努力“让美国再次伟大”，提高他在国内的声望，但同时又做了充分的让步，以促进协议的达成。

同时，特朗普政府还必须应对不断加剧的地缘政治紧张局势，包括与伊朗和朝鲜在核武器问题上的紧张关系。

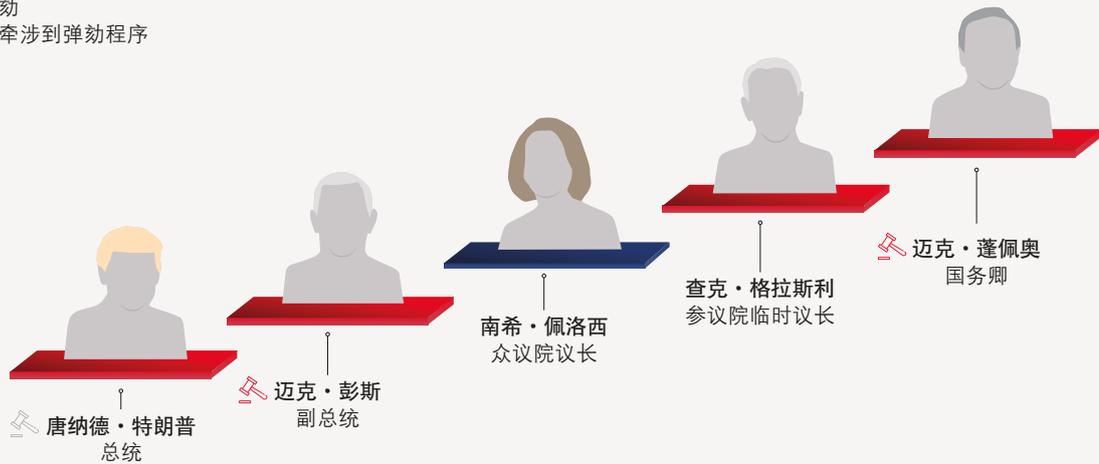
### ...而对内也面临政治博弈

然而，投资者更应密切关注的是美国本土。特朗普在2018年中期选举中失去了对众议院的控制权，输给了民主党，他很可能会利用外交和贸易政策方面的成功(或者说他所认为的成功)来支持他的连任竞选；因此，这将推动美国国内外的短期和中期经济前景的改善。

图M2

美国总统的继任序列：如果总统和副总统都被免职，众议院议长南希·佩洛西（民主党）将继续任

- 共和党
- 民主党
- 🔨 被弹劾
- 🔨 可能牵涉到弹劾程序



特朗普的弹劾进程可能会给金融市场带来噪音，但考虑到共和党占多数，以及副总统迈克·彭斯的潜在影响，特朗普的弹劾案不太可能通过。只有彭斯也下台，民主党（南希·佩洛西）才有可能成为总统（图M2）。

不管怎样，美国面临着国会内部的党派之争。这可能会推迟任何财政刺激措施的实施，直到经济陷入衰退为止，这也让美联储的货币政策成为支撑经济增长的唯一手段。

### 强劲的收入增长潜力；美国消费者仍是亮点

尽管存在中美贸易拖累带来的下行风险，但由于特朗普专注于赢得连任，以及美国消费者的购买力，我们预计未来仍具有可能会带来更为强劲的盈利增长的潜力。

对于企业的具体展望：

- 到2020年，标准普尔500指数成份股公司盈利预计将从10%增长至12%。如果贸易谈判取得进一步进展，盈利预期可能还会显著增长。
- 但是，政治和政策的不确定性将使企业在2020年处于紧张状态。这将影响企业的盈利预期，通常企业的盈利预期在分裂的政府中会表现良好（当前的共识），但在总统、参议院和众议院统一的政府中，由于通过监管进行干预的可能性更高，因而很有可能会使盈利预期下调至较低水平。

- 医疗保健、科技和能源是最容易受到此类潜在监管风险影响的行业。
- 此外，民主党的领跑者呼吁废除特朗普2017年的企业减税政策。这可能会在2021年使企业盈利减少约11%。

对于消费者：

- 消费一直保持强劲，在低通胀的背景下，美国的零售额和个人支出都呈上升趋势。我们认为，这些趋势正在推动服务业的增长，与制造业相比，服务业受到贸易紧张局势的影响相对较小。
- 由于劳动力市场的供过于求，失业率持续下降，可支配收入增加，2020年消费可能会增长2.5%。
- 作为第一阶段贸易协议的一部分，关税的下调将会有积极的影响。但是，一旦贸易紧张局势进一步升级，并开始影响到消费行业，则可能会对美国消费所支持的经济构成威胁。



# 中国： 平衡增长 与债务

中国需要采取审慎的方法来刺激经济增长，妥善采用货币政策和财政政策的组合措施，避免资本不当配置和增加债务负担。

与美国需要应对各种内外因素一样，中国也面临着自己微妙的平衡：中央政府必须在增加债务与推动经济增长之间找到平衡。

## 采取审慎的政策来促进经济增长

毫无疑问，中美之间长期的贸易争端带来的不确定性和冲击已经对中国的制造业产生了负面影响。固定资产投资增速从2018年1月的+7.9%降至2019年9月的+5.4%，而同期的出口增速从+10.7%降至-3.2%。

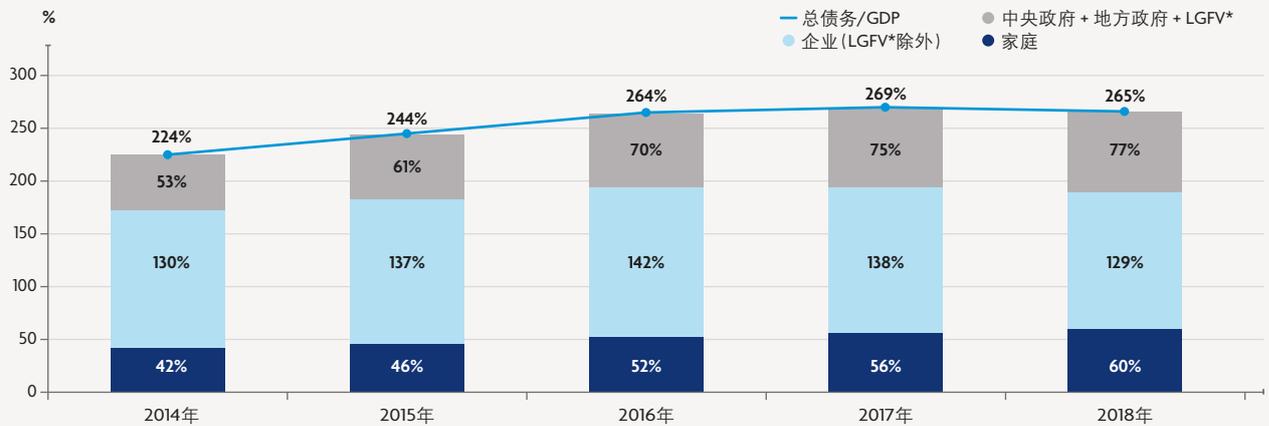
但是，国内服务业保持稳定。消费对GDP增长的贡献率稳步提升，2003年仅为不到40%，而2015年以来已提升至60%以上<sup>1</sup>，2014年以来已超过了投资的贡献率。其主要原因是中国消费者的消费能力日益增强，同时，他们对金融资产的兴趣日益增长，需求更加多样化。与此相一致的是，沪深300指数成份股公司的盈利预计在2020年将增长14%。

如果中美之间的紧张局势未能缓和，出口导向型企业将不可避免地面临贸易量下滑的下行风险，尽管人民币走弱在一定程度上缓解了贸易下行压力。因此，我们预计内向型企业将更具弹性。

<sup>1</sup>资料来源：万得，海通证券研究

图M3

自中国政府开始采取积极措施限制债务增长以来，中国总债务占GDP的比例已经逐步稳定



\*地方政府融资平台

资料来源：中国人民银行、万得、彭博社、中国信托业协会、中国证券投资基金业协会、国际清算银行、中国保险监督管理委员会、中国债券信息网、中央国债登记结算有限责任公司、中国证券金融公司、公司数据、高盛环球投资研究

政府还可以使用各种政策工具。中国已经采取了有针对性的宽松货币政策，着重于在需要的领域提供必要的支持。例如，中央政府通过汇率措施，来缓解外部的一些贸易压力。中国可以使用的另一项工具是下调存款准备金率(RRR)。此外，中国的中央银行——中国人民银行继续采取以市场为导向的改革措施，例如引入贷款基准利率(LPR)，以降低实际利率，缓解融资困难。

从财政角度看，中国是全球少数实施刺激措施灵活性较高的主要经济体。这为政府提供了在必要时向市场注入各种经济刺激因素的机会，例如基础设施项目和房地产。这些刺激措施还会产生连锁效应，有助于更广泛地支撑亚洲经济增长。

然而，中国需要注意的是，政府在采取支持经济的措施时可能存在出现应对政策失误的风险。

## 同时关注债务

如果采用这些方法，则政府必须警惕自己的刺激措施所带来的意外后果。风险之一是这些资源可能被用于支持不符合整体经济政策目标的行业中的公司。这种资本不当配置还会产生其它破坏性的副作用；例如，增加整体贷款供应可能会对银行的不良贷款造成负面影响。

此外，如何保持经济增长与增加债务的平衡对中国来说仍然是一个棘手的问题。但尽管如此，考虑到中国在2018年采取了必要的去杠杆举措，有效地控制了债务上升(图M3)，因此应对中国政府处理债务的能力保持乐观。保持经济发展稳定是政府实现社会和政治稳定目标的中心。



## 欧洲和英国： 在增长疲软的情况 下重新定义关系

英国脱欧之后，欧盟与英国的关系将需要很多年才能确定下来。政治分歧将会成为实施亟需的、更广泛的财政刺激措施的障碍。

英国脱欧并不意味着不确定性的结束

2019年，脱欧带来的不确定性以及未能履行政治承诺对于英国造成了重大影响。随着保守党取得压倒性胜利，英国似乎有望在2020年1月前脱离欧盟，但鉴于英国与欧盟的关系复杂而重要，他们仍需就未来经济发展花费数年的时间进行谈判。

一种可能的情况是，在美国努力与英国进行贸易谈判以开放因监管差异而无法进入的新市场之后，英国因受到与美国和欧盟法规相互冲突的牵制，而被拉向不同的方向。

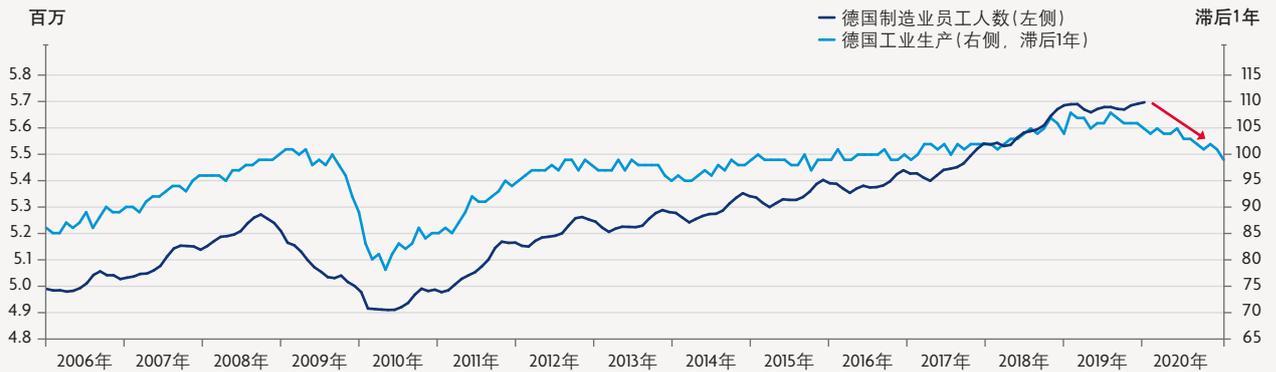
英国经济前景依然黯淡。我们认为英国未来经济发展受三个主要因素的影响：

- 英国脱欧后，英国央行可能会降息以支持经济增长。
- 英国将与欧盟或美国建立贸易伙伴关系，以便更快地进口必需商品，最大程度地降低经济影响。
- 英国脱欧后，市场将变得明朗，并最终重新开始吸引企业投资。

总体而言，我们预计英国脱欧的影响将主要限于在英国的上市股票和英镑。然而，由于贸易谈判悬而未决，以及相关的不确定性的存在，在此期间，应尽量减少对英国的投资。

图M4

德国经济疲软可能导致失业率上升，进而成为德国启动财政刺激措施的催化剂



来源: 彭博社

### 经济增长乏力，政府将继续刺激经济

以鸽派著称的欧洲央行行长克里斯蒂娜·拉加德可能会在欧洲央行内部启动一项战略审议，该战略旨在温和通胀的情况下继续长期推行宽松的货币政策，尽管其刺激作用可能会减弱。

相对而言，欧洲大陆更容易受到全球贸易紧张局势的影响——出口占欧元区GDP的28%，而对美国和中国则分别占12%和19%。2017年和2018年，约16%的欧盟出口流向英国<sup>1</sup>；英国脱欧后的不确定性可能会给欧盟的出口带来额外的风险。我们预计欧盟经济将进一步放缓。任何财政刺激措施都将有助于改善经济增长前景。

与此同时，德国仍然是欧盟的主要经济引擎，但德国制造业PMI下降，出口增长从2017年第四季度的+7.0%下降至2019年第二季度的+0.1%。这样的减速可能导致德国失业率上升(图M4)，并成为德国采取财政刺激方案的催化剂。

法国和意大利也于2019年开始了财政扩张。这一趋势预计将持续到2020年。具体而言，意大利允许预算赤字略高于欧盟的财政赤字限制，这将有助于支持经济增长，而法国此前的劳动力市场改革推动就业增加，预计将带来更高的消费增长。但是，“黄背心”运动将继续向法国政府施加压力，反对其取消昂贵的燃料补贴，从而限制了法国将资源投向其他形式的财政刺激措施的能力。

### 欧洲企业盈利前景喜忧参半

在企业层面，欧洲斯托克600指数的成份公司盈利预计将在2020年从9%增长至10%。然而，由于经济增速放缓，以及美国对飞机和汽车制造等行业加征关税的影响，这种增长可能有限。医疗保健和必需消费品等防御性行业的表现更有可能跑赢大盘，尤其是奢侈品股，崛起中的新兴市场中等阶级的强大的消费能力正在推动这些股票的盈利增长。

我们对2020年欧洲经济增长持悲观态度，同时与美国相比，欧洲内部地缘政治风险继续上升，因此我们对欧盟的展望持负面看法。

<sup>1</sup>资料来源: 欧盟委员会贸易服务平台

# 总结

## 结论

尽管我们无法左右这些推动市场的力量，但作为投资者，我们可以在结果难以预测的环境中，通过识别赢家和输家来寻找机会。

## 驱动因素

2020年的主要驱动因素可以概括为：

- 由于全球经济增长放缓但仍为正，因而全球通胀可能会保持在温和的水平，从而为继续实施刺激措施提供了空间。
- 由于发达市场的政治阻碍限制了财政刺激措施的实施，预计主要央行将保持低利率以支持全球经济增长。
- 中国正在实施的财政刺激措施可能会为更广泛的亚洲经济增长提供支持。

## 风险

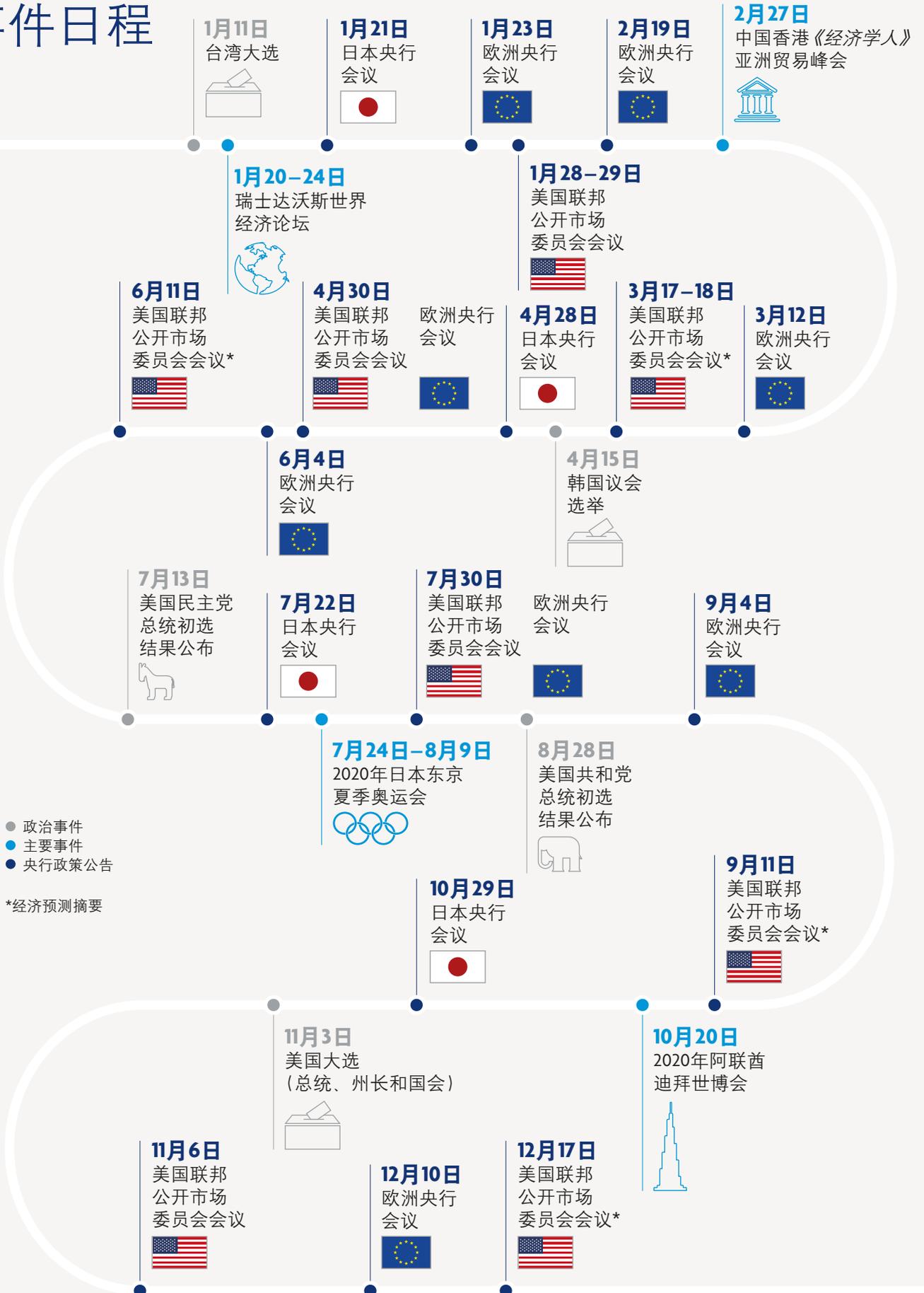
2020年的主要风险可能是：

- 在充满争议的选举年，美国的政策存在不确定性，特朗普利用贸易和外交政策来影响国内选民，而许多民主党候选人则呼吁采取更极端的左翼政策，例如提高对医疗、科技和能源公司的企业税。
- 在预测贸易紧张局势的影响时，中国政府的刺激措施存在资源不当配置或方向错误的风险，从而导致债务增加，并对经济产生轻微或负面的影响。
- 地缘政治紧张局势意外加剧，导致全球经济突然放缓，从而限制了企业盈利增长和资本支出。

## 策略——通过保持适当的平衡来抓住机会

鉴于全球经济仍处于经济周期的后期，投资者可以通过在众多驱动市场的力量中找到平衡，保持灵活性，同时也要抓住机会，选择性地提高弹性，寻求周期后期的盈利增长，并善加利用2020年新兴市场更高的经济增长潜力。

# 环球重要事件日程



- 政治事件
- 主要事件
- 央行政策公告

\*经济预测摘要

# 战略与 解决方案





# 精确

与古典芭蕾一样，城市芭蕾也强调对技术控制的掌握。优美的动作源自日复一日的不懈训练而展现出的精确与臻于完美。

我们同样遵循严谨的态度，积累专业知识，从而为我们的研究提供支持。我们以此为基础提供研究意见，识别重点投资机会与长期趋势机会，发现令人信服的投资机会。

# 资产类别视图

考虑到贸易冲突和英国脱欧所带来的风险因素有所降低，以及全球经济严重衰退的可能性较低，因此，我们将对股票的观点从偏负面上调至中立，同时维持对固定收益偏正面的观点。

资产类别	子类别	VTAR 分析框架	观点				
			负面	偏负面	中性	偏正面	正面
股票	美国		-  +				
	欧洲		-  +				
	日本		-  +				
	亚洲 (日本除外)		-  +				
	新兴市场 (亚洲除外)		-  +				
固定收益	发达市场 主权债券		-  +				
	发达市场投资 级别债券		-  +				
	发达市场 高收益债券		-  +				
	新兴市场 美元债券		-  +				
	新兴市场本地 货币债券		-  +				
商品	黄金		-  +				
	石油		-  +				
货币	美元		-  +				
	新加坡元		-  +				

● 正面 ● 中性 ● 负面 ● 不适用

地缘政治事件的积极转变表明，股市前景将更为乐观。国内增长将成为亚洲股市回报的关键驱动力。

---

固定收益将受益于宽松的货币政策。投资级债券可以为政策的突然转变提供更多的缓冲。

---

欧元和澳元兑美元走强。黄金的表现可能优于石油。

---

## 股票

考虑到中美贸易紧张局势和英国脱欧等地缘政治不确定性显现出改善迹象，降低了全球经济衰退的可能性，我们对股票的看法从偏负面上调至中性。然而，投资者不应掉以轻心，因为第二阶段贸易谈判和美国在2020年大选前的政治姿态可能会带来新的不确定性。

在股票方面，鉴于高昂的估值，我们对美国股票保持中性观点。但是，我们认为，具有防御性的美国必需消费品行业以及能够利用创新性增长机遇推动长期增长的公司存在投资机会。虽然日本股票估值较低，但考虑到日本对全球贸易的依赖、持续的低通胀以及日韩之间小规模贸易争端所带来的区域不确定性，我们对日本股票持中性观点。同样，欧洲股票的估值也颇具吸引力，但鉴于欧洲经济增长放缓以及政治、民粹主义以及未来欧盟与英国关系的不确定性带来的风险，我们对欧洲股票的观点仍然是偏负面。

新兴市场(EM)，尤其是亚洲的股票是亮点。估值很有吸引力，尤其是中国A股，中美之间的部分贸易协议的达成可能会进一步提振其估值。此外，国内消费的增长正在推动包括中国、印度和东南亚部分地区在内的主要市场的增长，从而降低了这些国家对出口的依赖，并使专注于国内市场的企业能够从更高的增长中获益。

## 固定收益

我们仍然偏重固定收益，其原因在于美国、欧洲和日本央行预计将维持宽松的货币政策，并可能重新引入量化宽松政策以应对疲弱的经济增长。全球经济增速的放缓和地缘政治的不确定性导致投资者出于安全考虑会更倾向于选择更高质量的债券。

我们首选亚洲投资级(IG)债券，因为相较于发达市场的政府债券，它们在质量和有吸引力的收益率之间实现了合理的平衡。尽管高收益债券提供了更好的收益增长，但由于市场持续波动，风险回报不佳。整体而言，我们对新兴市场债券持谨慎态度，尤其是本地货币计价的债券，原因在于如果贸易紧张局势持续，以人民币为首的新兴市场货币兑美元汇率可能进一步走弱。投资者应谨慎选择以美元计价的新兴市场债券，尤其是那些持续出现经常账户赤字的国家所发行的债券。

## 货币和商品

随着利差收窄，欧元和澳元兑美元可能会升值。反过来，随着中国努力维持出口以抵消其结构性经济放缓，美元兑亚洲主要货币将升值，而新币或将随着人民币一起走弱。

受到全球经济增长放缓的影响，布伦特原油价格上涨空间有限，油价可能将在每桶60美元至70美元的区间波动。相比之下，各国央行的低利率政策以及从持有美元转向多元化投资的更高需求将利好黄金——我们预计，到2020年第三季度，黄金价格将达到每盎司1550美元。

# 2020年 战略概要

## 大华银行风险优先法

我们在“宏观展望”中强调的极性力量之间持续的紧张关系表明，2020年将出现波动。我们特有的风险优先法可以帮助客户更加顺利地进行投资——根据客户的风险状况，他们的投资组合最多配置20%、30%或40%的资金用于战术投资(风险较高)，剩余部分用于核心投资。

## 核心投资(常青)

优先分配充足的资金用于核心投资，以获得稳定的收入流，并有可能保全资产。这是在进一步考虑战术布局之前抵御下行波动风险的关键一步。



中短期高级债券

投资者可以通过高流动性债券为整体投资组合提供更大稳定性，这种债券的防御性意味着它们能够经受住波动性加剧的考验。在低利率环境下，如果央行因通胀的急剧上升而突然转变政策，这种资产的资金回撤也较低。



亚洲投资级债券

这些债券具有合理的收益率和接近历史平均水平的息差，因此在美联储政策温和以及经济数据相对疲软导致利率上行有限的背景下，这些债券表现良好。这样可以在防御性和收益之间取得良好的平衡。



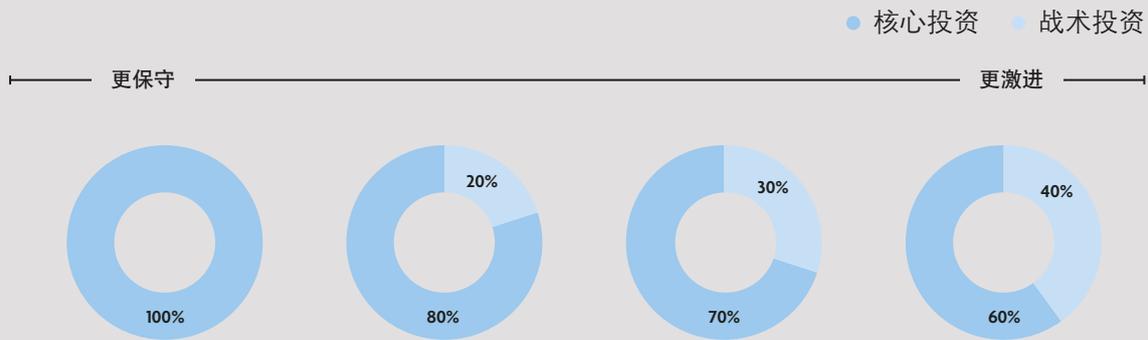
环球多元资产策略

这些策略能够提供灵活的资产配置，捕捉各种资产类别(包括股票、债券和替代品)的市场机会。在各种市场条件下，这一策略提供了更加多样化的解决方案，能够在增加收入的同时，促进资本增长，从而满足投资者的财务目标。



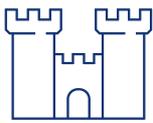
100%保本结构性产品

这些结构性产品能够在持有到期日提供最低100%的本金保障，收益将受到发行人信用风险的影响。这些结构通过提供下行保护，同时持有不同的资产类别来提高收益，从而保护投资者免受市场波动的影响。



## 战术投资

为了更好地把握和识别当今市场环境中的机遇，我们将重点投资机会（中期投资）和长期趋势机会（长期投资）投资理念分为三大主题：



### 弹性主题

对美国必需消费品和医疗保健等行业的投资更具有防御性，能够在市场转向下行时，通过非周期性增长，降低资金回撤。



### 增长主题

在短期内，拥有较高股本回报率(ROE)、稳定盈利增长和较低财务杠杆的跨国公司能够在不确定性中提供可持续的增长机会。从长远来看，人工智能和创新对生产力的积极影响可以促进全球经济增长。



### 新兴市场主题

投资于新兴市场 and 由国内消费所推动的中国股票市场，以获得贸易紧张局势导致的市场抛售所带来的潜在回报。从长远来看，这些地区有强劲消费内需及中产阶级正不断上升的长期趋势。

# 2020年 战术概要

## 使用VTAR识别投资机会

我们的VTAR分析框架屡获殊荣，它侧重于通过估值、趋势、活动和风险(简称VTAR)四大模块对大量金融数据进行分析，从而对金融市场进行整体判断，并鉴别出各个资产类别、行业、地理区域和时间段的投资机会。大华银行个人金融服务投资委员将审查这些投资见解，综合分析关键风险，最终通过投票决定每种潜在投资机会的吸引力。



## 重点投资机会

### 什么是重点投资机会?

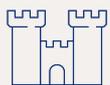
即我们认为有潜力在中期带来正回报的投资主题。

### 时间范围

6至12个月

### 战略执行

投资期限为6至12个月，每3到6个月对策略进行一次评估，确定该策略在投资组合中的适当性。



弹性主题



美国必需消费品



增长主题



具有优质增长因素的环球股票



新兴市场主题



新兴市场股票

● 正面    ● 中性  
● 负面    ● 不适用



**估值**

**目标**

识别具有估值吸引力和盈利潜力的投资机会。

**常见指标**

- 市盈率 (P/E率)
- 盈利增长 (EPS增长)
- 期权调整价差 (OAS)



**趋势**

**目标**

了解投资趋势。

**常见指标**

- 简单移动平均线 (MAs)
- 相对强弱指数 (RSI)
- 资金流向



**活动**

**目标**

了解可能影响投资表现的宏观环境和企业活动。

**常见指标**

- 央行政策
- 综合采购经理指数 (PMI)
- 工业生产 (IP) 和零售



**风险**

**目标**

识别主要市场风险和潜在的缓解因素。

**常见指标**

- 地缘政治事件
- 行业或地区特定事件
- 新闻头条

## 长期趋势机会

### 什么是长期趋势机会?

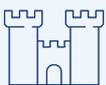
该类理念重点关注在长期内可能影响全球范围内经济、商业和个人生活的变革力量。

### 时间范围

3至5年

### 战略执行

此类投资通常波动性较高，因此在3至5年(甚至更长时间)的较长时期内，使用定额定投的方式逐步增加仓位。



**弹性主题**



环球医疗保健



**增长主题**



人工智能与创新



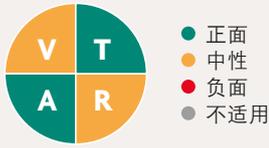
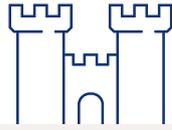
**新兴市场主题**



中国日益增长的内需经济

- 正面
- 负面
- 中性
- 不适用

# 弹性主题



在低利率环境和经济增长放缓的背景下，美国必需消费品的表现应该会跑赢大盘。

## 重点投资机会——美国必需消费品

### 美国消费依然强劲

我们对美国必需消费品的前景持乐观态度，同时，它拥有强劲的历史盈利水平，当前的价格也处于上涨趋势，因此，这是一项稳定的防御性策略。实际上，仅美国消费者就贡献了全球GDP的17%，高于中国16%的总贡献率，而在低通胀的背景下，美国零售消费依然保持强劲（图C1），这会支撑该行业的盈利潜力。我们还相信，该行业将从美联储继续保持低利率的预期中受益。

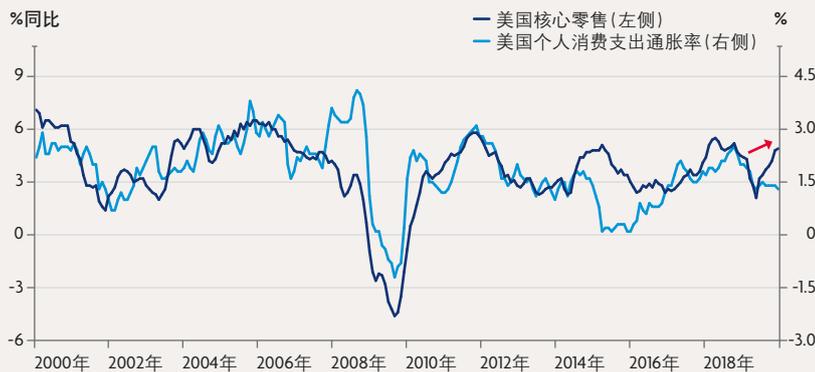
### 在低利率环境下有跑赢大盘的潜力

我们可以通过历史趋势评估该行业对先前的宽松政策的反应。考虑到美国必需消费品行业的防御性和股息收益率，它与美国政府债券具有共同的特点，即利率下降时价格会上涨。例如，美联储在本世纪初科技泡沫破灭后开始降息，当时，美国的必需消费品股票的业绩表现就优于标准普尔500指数。我们认为近期该板块仍有上升空间，鉴于股票价格尚未随着近期利率走低而上扬，并且我们认为美联储仍将保持利率处于低位。

### 合理的溢价水平确保稳定的上升趋势

由于美国必需消费品的防御性和较低的跌幅，它们的估值通常高于标准普尔500指数，该行业的10年平均市盈率为17.3倍，而标普500为仅15.0倍。尽管美国必需消费品行业存在溢价，但相对于科技、金融和工业等周期性行业，该行业继续呈现出稳定的增长上行趋势。这有理由支付溢价以参与该行业的上涨，并且其潜在亏损要小于大盘整体水平。

图C1  
美国消费者是世界经济的最大贡献者，并且增长势头依然强劲

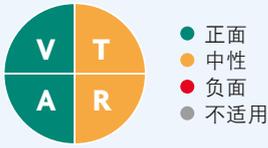


资料来源:MRB Partners, 美国人口普查局, 美国经济分析局

占世界GDP的比重(2018)



资料来源:Stratigas, C.J.Lawrence, SunTrust IAG



预期寿命延长带来的银发人口增长压力将使得全球医疗保健需求的增加，同时新科技的运用也将扩大这一行业的潜力。

## 长期趋势机会——全球医疗保健

### 世界将在医疗保健上投入更多

以下因素将推动医疗保健支出的增长：人口老龄化和人口的增长、发展中国家的日益富裕、治疗和卫生技术的进步、更多的处方药以及不断上升的医疗劳动力成本。从全球范围来看，从2018年到2022年，医疗保健支出预计将以每年5.4%<sup>1</sup>的速度增长。预期寿命将从2018年的73.5岁增加到2022年<sup>1</sup>的74.4岁，届时全球65岁以上人口将达到约6.68亿（占世界人口的11%）；而1950年时，全球老年人仅为2.02亿（占8%）。

### 创新推动医疗的提升

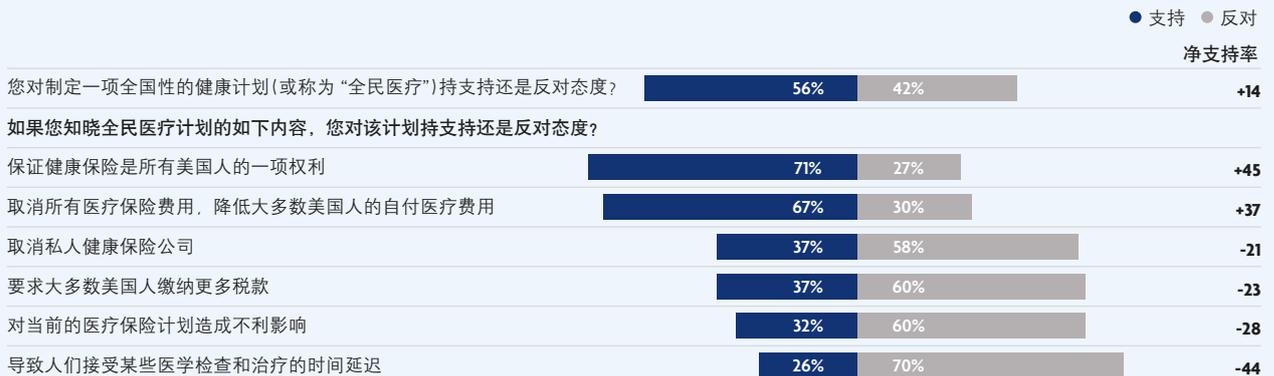
人工智能和量子计算等科技将为医疗保健领域带来重大变革。例如，人工智能集成将带来的更好、更为个性化的护理，通过量子计算的突破能更有效地处理DNA数据；最近的一项举措显示，再次入院率下降，相当于每位患者节省了超过1.3万美元的费用。

### “全民医疗”对医疗行业盈利能力造成的风险可能得到缓解

从中长期看，美国将为该行业提供希望；到2027年，医疗保健支出预计将达到近6万亿美元。“全民医疗”是一项在美国大选中产生的政府主导的保险计划，覆盖所有居民，并可能会对医疗保健股的前景产生负面影响。其风险主要在于政府对成本控制可能会削弱许多药品制造商和医疗保健服务提供商的盈利能力。另一方面，由于该计划将需要由更高的税收来支持，美国公民可能会反对该计划（图C2）。

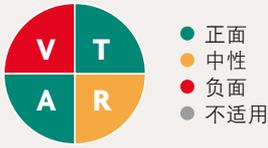
<sup>1</sup>资料来源：2019年环球医疗保健展望，德勤，2019年1月9日

图C2  
公众对全民医疗的看法可能会在进一步了解其内容后发生重大转变



资料来源: 凯撒家庭基金会于2019年1月9日至14日进行的健康追踪调查

# 增长主题



拥有良好资产负债表和卓越财务实力的公司能够更好地抵御不确定性，并继续实现积极的盈利增长。

## 重点投资机会——具有优质增长因素的环球股票

### 更高的质量带来更高的盈利确定性

具有较高的股本回报率(ROE)、可持续盈利增长和低财务杠杆的公司，通常会在不确定或增长缓慢的环境中提供出色的盈利增长和更高的确定性。其原因有三：强劲的资产负债表且负债较低有助于企业抵御不利条件或意外的挑战；盈利的稳定性使未来更具可预测性，从而降低了令投资者失望的风险；较高的股本回报率表示资源得到了有效配置。

### 更高质量的盈利更有可能带来更好的回报

特别是在动荡的市场环境中，具有这些特征的股票往往比那些只专注于实现高盈利增长的股票表现更好。长期证据表明，在过去30年里，拥有优质增长因素的公司总体回报率为2100%，而大盘指数的回报率为650%。

### 关注估值

同时，关注此类股票的投资者应密切关注其估值。在美国贸易保护主义的威胁下，直到经济增长前景改善之前，投资者一直愿意竞购这些股票，因此目前的估值较高。但零售消费的弹性，以及全球央行一致的宽松政策，有望支撑全球经济的增长，并证明高估值的合理性。

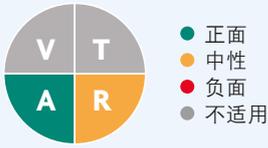
### 收益增长放缓的背景下，盈利增长依然强劲

在近期的疲弱盈利大背景下，优质股票更凸显了其优势。这是因为整体的企业盈利放缓提高了那些有能力持续产生卓越和稳定盈利增长的公司吸引力(图C3)，从而使它们在2020年成为有吸引力的投资机会。

图C3 在收益增长放缓时，具有优质增长因素的公司表现往往会优于美国股市大盘



资料来源: MRB Partners, MSCI



人工智能拥有推动全球各个行业增长的潜力。积极应用人工智能的公司可能会获得更高的利润，且盈利时间可能早于人们的预期。

## 长期趋势机会——人工智能与创新

### 人工智能带来显著增长

人工智能的应用预计将推动全球所有行业和地区的增长。到了2035年，人工智能科技可以使许多发达国家的经济增长率翻一番<sup>1</sup>，预计到2030年，人工智能将为全球GDP带来15.7万亿美元的增长<sup>2</sup>。

### 高增长潜力引人关注

在某种程度上，各大机构对于应用人工智能的兴趣日益浓厚，全球范围内对人工智能研究的投资日益增加，这将推动未来许多领域的创新（图C4）。鉴于人工智能的高增长潜力，它也成为风险资本投资的一个优先领域。许多人工智能公司逐渐意识监管对于数据隐私和屏蔽等方面的担忧，并已开始与有关部门合作制定最佳实践规范。

### 使用量的增长提供了新的机会

人工智能引领创新发展，协助应对人口、经济、环境、基础设施和社会方面的挑战：“智慧城市”；语音助理处理的互联网搜索数量已占到40%左右<sup>3</sup>，而且这一比例还在上升；实时人脸识别。研究公司Gartner预计，仅在2020年，“人工智能增强”就将在教育、医疗和公共部门创造230万个就业机会。

### 人工智能超级竞赛——美国vs中国

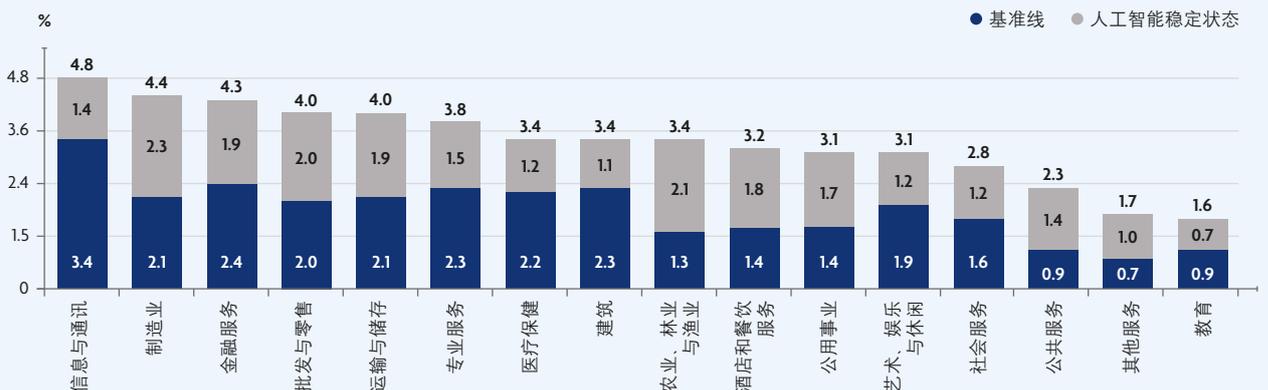
美国和中国都将人工智能视为竞争力的重要支柱。许多报告指出，中国在初创企业和与人工智能相关专利中占主导地位。在美国，与情报、科技、国防和科学相关的政府组织继续资助大学和私营部门进行新的研究。这种竞争将会激发新的机会，而长期投资者也可对其潜在的契机加以利用。

<sup>1</sup>资料来源：埃森哲和前沿经济学咨询公司，2017年5月

<sup>2</sup>资料来源：普华永道，2017年6月

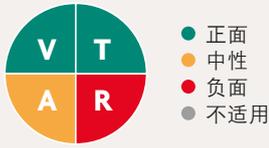
<sup>3</sup>资料来源：2019年人工智能的六大发展，Springboard，2019年3月

图C4  
人工智能具有深远的潜力——而且可能比我们想象的来得更快



资料来源：埃森哲和前沿经济学咨询公司，截止2017年6月21日

# 新兴市场主题



相较于发达市场(DM), 新兴市场更具有吸引力, 其原因在于新兴市场估值更低且经济增长势头更强劲, 尽管贸易紧张局势仍是不可忽视的风险因素。

## 重点投资机会——新兴市场(EM)股票

### 新兴市场具有良好估值和上涨潜力

新兴市场股票目前的市盈率为11.8倍, 虽然高于11.2倍的10年平均值, 但与全球股票16.4倍的市盈率相比, 估值仍具有合理的折扣。主要央行进一步放宽货币政策的可能性增加了新兴市场股票的吸引力。特别是亚洲地区有望从半导体产业的复苏(图C5)中获益, 尤其是韩国和台湾地区的主要芯片制造商, 它们合计占MSCI亚洲(日本除外)指数的28%。中美贸易谈判的进展将有助于缓解人们对经济前景的普遍担忧。

### 新兴市场经济增长和盈利正在好转

随着全球货币政策和中国财政刺激措施开始发挥效果, 预计从2020年年中开始, 经济增长将出现温和复苏。考虑到政策制定者对高质量增长的重视, 预计中国经济增速将低于2019年, 但印度和巴西的增长将加速, 为新兴市场股市提供一些利好因素。此外, 全球半导体销量的上升趋势有望支持新兴市场股票的回报——来自中美、日韩贸易争端的压力正在缓解, 而该行业历来与新兴市场收益密切相关。

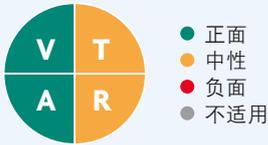
### 关注新兴市场风险

2019年, 在第一阶段协议宣布之前, 新兴市场一直存在资金长期外流的风险, 如果美国贸易保护主义致使紧张局势升级, 这种风险可能在2020年再次出现。这种情况将导致新兴市场增长预期大幅下降, 从而迫使投资者像2019年一样, 转向发达市场股票。全球经济增长放缓的预期也会对能源价格产生不利影响, 进而影响俄罗斯和巴西等严重依赖能源出口的新兴经济体的增长前景。

图C5 全球半导体销量的回升可能带来新兴市场股票收益的恢复



资料来源: 半导体行业协会, MSCI



影响这个经济超级大国的四个主要长期驱动因素包括：消费者购买力的增长、科技的进步、全球指数的纳入，以及个人投资者的关注点从房地产转向股票。

## 长期趋势机会——中国日益增长的内需经济

### 四个主要长期驱动因素

消费增长已成为中国国内经济增长的主要动力，贡献了GDP增长的60%。这是基于多种趋势的影响和支撑：其一是中国通过全球电子商务竞争和人工智能的主导地位不断推动科技发展。同样值得注意的是，中国A股纳入MSCI和富时指数后，仅在2019年第三季度，就带来了约1160亿美元的外资流入。另一个令人兴奋的趋势（而且很可能是长期驱动力）是，中国居民的资产配置正从房地产转向国内股票（图C6）。在过去30年中，中国居民的金融资产占总资产的比重从20%逐渐上升至30%，随着时间的推移，还有继续增长的空间。

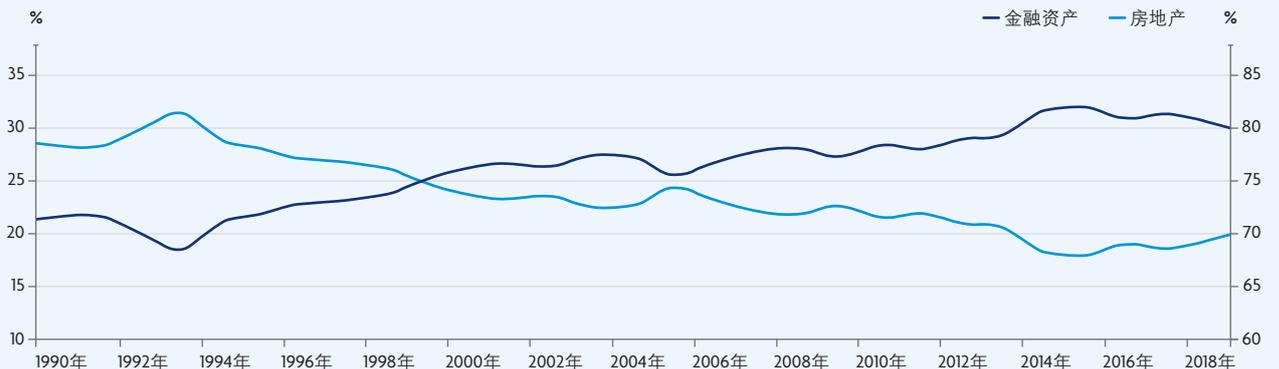
### 估值较低，但资金流入强劲

中国在岸股票估值为11.2倍，虽然有所提高，仍略低于11.7倍的10年历史平均水平，也低于亚洲（日本除外）股票的13.0倍，这意味着一旦其估值修复，即存在潜在的上涨空间。随着沪港通和深港通带来了正向资金的流入，以及自2019年中以来香港北上资金流入的复苏，海外投资兴趣的不断增加，这些将使股价有可能突破其盘整区间。

### 政府对缓解短期困境的支持

虽然关键经济指标显示出疲软的迹象，但政府仍存在进一步下调存款准备金率的可能性，同时政府也可能进行有针对性的结构性改革，以降低企业融资成本、提高货币政策传导效率和推进消费税改革。此外，服务业的扩张可以抵消制造业和出口疲软的势头，从而在短期内支撑股票价格。

图C6  
中国居民资产配置正逐渐从房地产转向金融资产



资料来源：万得，海通证券研究



# 亚洲掠影

大华银行的业务遍及全球，并在亚洲深耕经营，对亚洲市场、企业文化和商业思维有着深刻的理解。

我们在新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国和中国建立了强大的立足点，能够为该地区的客户创造机会并促进增长。





# 新加坡

不确定性和波动性将  
导致增长放缓。

新加坡经济的本质为出口导向型经济，如果中美贸易紧张局势再次升级，新加坡发展前景不容乐观。如中美达成第一阶段贸易协议，于2020年1月取消部分加征关税，则将带来一定利好。

新加坡经济的脆弱性体现在其产出缺口，即实际与潜在GDP之间的差值，该指标自2018年4季度起就处于负值(图R1)。因此，新加坡金管局(MAS)预计，尽管新加坡央行有时会采取宽松的货币政策来解决这一缺口，但2019年国内经济增长速度仍将低于其潜在增长速度。

投资者应注意，新加坡金管局未来可能进一步采取宽松的货币政策，以保障经济增长，实现其政策目标。2020年，金管局可能下调新加坡元名义有效汇率(S\$NEER)的区间斜率，并逐步放松政策以保持中立，以缓和2020年通货膨胀和经济增长的相关风险。

在经济基本面疲软的背景下，新加坡的制造业和贸易增长势头将依然疲弱。新加坡是一个出口导向型经济体，也是价格接受者，因此，如果全球贸易紧张局势依然严峻，新加坡金管局可能会允许新元进一步走弱——就像它在本世纪初和2008/09年所做的那样。

## 股票

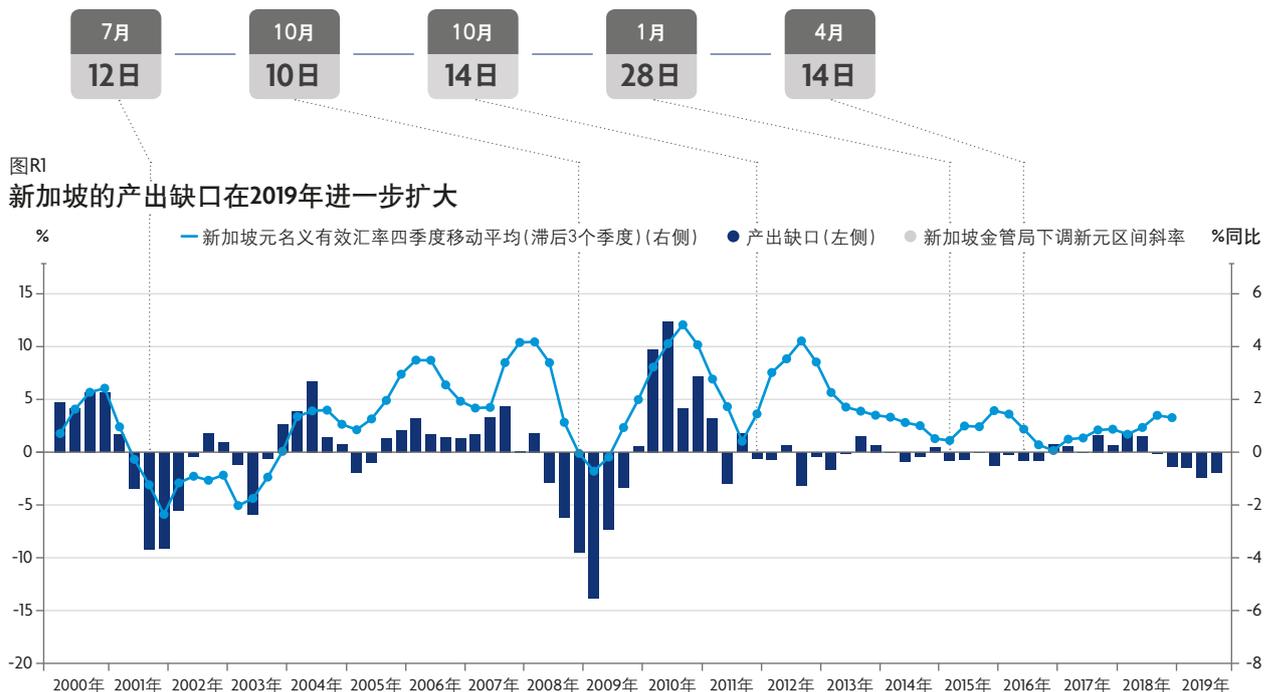
金融和房地产行业的高股息股票在2020年应会表现良好，因为我们预计投资者将继续在低利率环境下寻求股息收益率。尽管2019年利率下降，但新加坡银行仍然取得了健康的盈利，强劲的存款增长意味着流动性的增加，对银行来说这是一个积极的信号。新加坡房地产投资信托指数(REITS)在2020年的表现可能会继续优于新加坡海峡时报指数，因为住宅价格的上涨和旧房的重建凸显了稳定的需求趋势，这将支撑股价和派息。

## 固定收益

在美联储(Fed)主导的全球同步宽松货币政策的背景下，新加坡的利率预计将小幅下降。10年期新加坡政府债券(SGS)预计将在2020年第一季度达到1.8%，并在今年剩余时间内保持这一水平。

## 货币

金管局的目标是维持价格稳定，从而促进经济的持续增长。因此，2019年下半年，金管局放松货币政策，试图解决持续的负产出缺口。我们预计到2020年第三季度，新加坡元兑美元汇率将跌至1.39，以缓冲2020年的通胀以及经济增长风险。



资料来源: Macrobond, 大华银行环球经济与市场研究



# 马来西亚

私人消费和公共支出  
成为经济的驱动力。

我们预计，马来西亚将受到商业信心疲软和全球增长放缓的影响，GDP可能会从2019年的4.6%小幅降至2020年的4.4%。不过，本年度预算扩张和棕榈油价格的回升将为增长提供部分支持。马来西亚的经济也将受到布伦特原油价格上升所支持，由于中东局势持续紧张，布伦特原油价格可能会在每桶60美元到70美元之间波动。

潜在的风险将来自预计在2020年举行的总理政治权力移交。领导层的变动可能极大地改变政治格局，由此产生的任何不确定性都会加剧市场波动。

在私人消费保持强劲的情况下，2020年国内需求可能会保持弹性（图R2）。与此同时，政府预计将提升财政支出，尤其在基础设施建设方面，使马来西亚免受贸易紧张局势和地缘政治风险的连锁反应的影响。

我们预计马来西亚国家银行（BNM）会在2020年第一季度将隔夜政策利率（OPR）（即央行的目标利率）下调25个基点，至2.75%。

马来西亚的增长前景依然偏弱，与全球经济趋势保持同步。私人消费和公共部门支出的组合将继续推动国内经济。预计央行将效仿美联储最近的降息举措，采取宽松的货币政策。

## 股票

旅游、科技和建筑都是马来西亚值得关注的行业。主要原因包括：政府为推动工业革命4.0而做出的努力；中美贸易紧张局势下随之而来的贸易多元化；以及大型项目的恢复，如东海岸铁路线 (ECRL) 和马来西亚东部的泛婆罗洲公路。我们还预计低利率的环境将会利好派息类股票。

## 固定收益

马来西亚债券市场继续面临阻力。富时罗素 (FTSE Russell) 已将其列入可能被排除在世界政府债券指数 (WGBI) 之外的观察名单上，下一次评估将于2020年3月进行。我们预计，由于马来西亚央行与富时罗素之间的积极接触，马来西亚将继续留在世界政府债券指数之内，但其权重将会降低，为中国的加入铺平道路。

## 货币

2020年，马来西亚林吉特 (MYR) 的波动将与进展中的中美贸易协议谈判的结果保持同步。我们预测，到2020年第一季度，马来西亚林吉特兑美元汇率将达到4.19，到2020年第三季度，将达到4.25。

图R2

### 2020年私人消费仍将保持弹性

%pt, %同比



资料来源: Macrobond, 大华银行环球经济与市场研究



# 泰国

国内增长面临来自外部不确定性的阻碍。

泰国央行(BoT)降低对2019年和2020年的经济增长预测，为泰国发挥其经济潜力提供进一步的支持。目前，泰国经济增长预测分别为2.8%(之前为3.3%)和3.3%(之前为3.7%)。

在此前的评估中，由于与伙伴经济体贸易的放缓，泰国商品出口收缩，并显示出增长放缓的迹象。同时，旅游业作为经济的另一重要支柱，很可能出现增长停滞。无论是否有财政刺激措施的支持，私人消费放缓的预期将会抑制国内需求，这是受家庭收入和就业下降的影响，转而导致债务水平升高。

我们预计通货膨胀率将在2020年上升至泰国央行设定的1.0%的目标。

泰国的制造业、出口和旅游业面临外部阻力，但在中美贸易谈判有望取得积极进展之后，泰国的经济前景也将变得更为乐观。政府可以利用政策干预及预算公布来提供人们期待已久并且也是必需的提振刺激。

### 股票

对2020年盈利增长的普遍预期是在8%到10%之间。我们预计基准SET指数将在1500和1800之间波动。我们认为，利好因素包括政府即将采取的经济刺激措施、持续的低利率环境，以及惠誉评级和穆迪投资者服务公司对该国信用展望做出积极调整后，潜在的主权信用评级将提高(图R3)。虽然估值偏高，但这些市场驱动因素将有助于通过重新评级以维持股票估值，从而降低下行风险。

### 固定收益

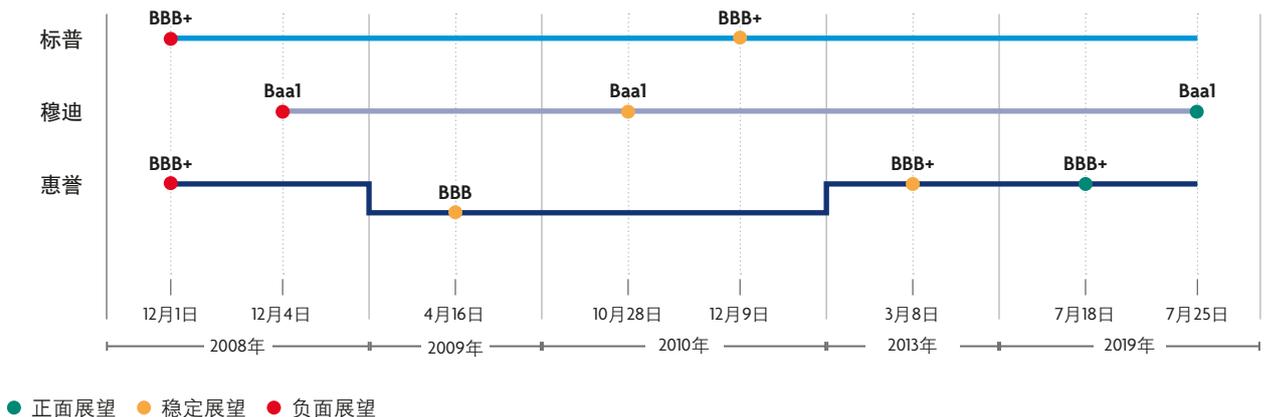
由于泰铢汇率坚挺，泰国政府债券收益率在2019年没有大幅波动。鉴于对2020年的正面评级展望，如果泰国央行发出进一步放松货币政策的信号，则估计约750亿泰铢<sup>1</sup>(合25亿美元)的资金外流可能会逆转。因此，短期利率应会下降，但长期利率将保持在当前水平附近。

### 货币

鉴于泰铢(THB)在2019年的大部分时间里表现优于地区其他货币，我们预计泰铢兑美元将呈横盘整理的局面，美元的强势限制了泰铢的上行空间，而泰国6%的经常账户盈余有可能阻止泰铢大幅走弱。考虑到泰国央行将转向宽松模式以支持经济增长，我们预测2020年第三季度泰铢兑美元汇率将达到30.8。但是，全年的交易区间可能会在30至31.5之间。

<sup>1</sup>资料来源：泰国债券市场协会，2019年10月

图R3  
信用评级上调将吸引外资流入泰国债券，并为股市提供支持



来源: 彭博社



# 印度尼西亚

政治稳定有利于经济增长。

新任总统和副总统于2019年10月和平就职，这将增强外国投资者对未来决策的信心。政策不确定性的下降，以及作为广泛结构性改革一部分的劳工改革，将会使印度尼西亚经济受益，我们预计印度尼西亚经济将在2020年增长5.2%。

政府面临着繁重的工作——一方面集中于公司减税，另一方面增加对烟草、塑料和电力等产品的税收。投资者还需要仔细评估政府在2020年如何管理经常账户赤字。

印度尼西亚2020年的经济增长前景很可能会更低、更慢。新内阁有一个明确且雄心勃勃的议程，它将制定财政政策，并有助于确定外国资本的流向。经常账户赤字管理将是国内稳定的关键。

## 股票

2020年，我们看好印度尼西亚的金融、消费品、基础设施和电信行业。消费品行业的防御性使其能够在贸易紧张局势的不确定性中保持弹性。与此同时，金融和基础设施将受益于首都从雅加达迁至东加里曼丹的计划，在未来五年内该计划将进行大规模建设，预计总投资将达到466万亿印度尼西亚盾，约合330亿美元。随着数字经济的不断增长，印度尼西亚全国的消费者都在增加移动数据的使用量，电信公司必将从中受益。不过，政府自2020年1月起禁止镍出口，因此投资者应该避开投资采矿业。

## 固定收益

我们预计印度尼西亚债券的前景在2020年将保持乐观。该观点的主要依据是一些发达市场的负收益率，以及全球范围内的低通胀和降息。印度尼西亚央行(BI)预计将进一步降低利率，以抵消自2018年以来的175个基点的上涨。由于议会准备提高税率并减少对烟草、塑料、在线交通、停车费、电力和BPJS (Badan Penjamin Jaminan Sosial, 即强制性保险)的补贴，投资者应对通胀上升的风险保持谨慎。图R4显示了政府在2017年进行的一项关于补贴后的电价上涨的研究。政府一直维持这些补贴，直到2019年总统大选为止。

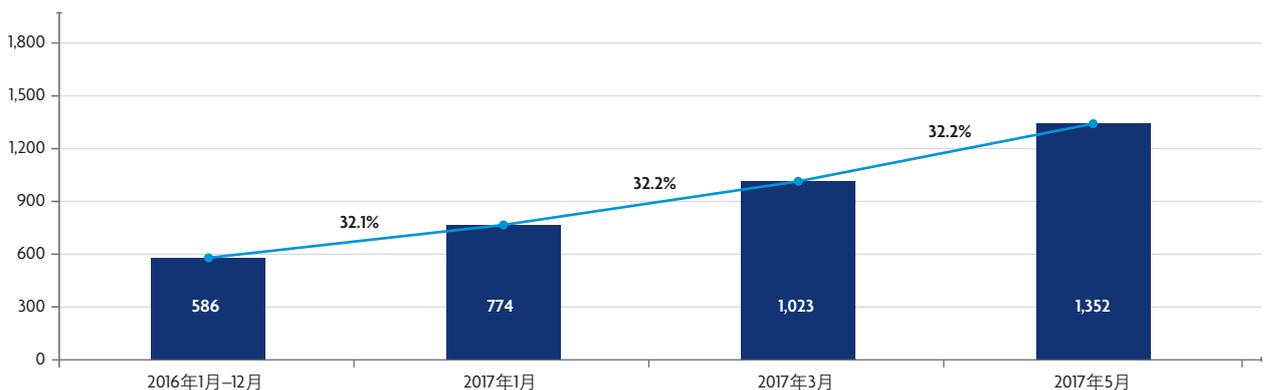
## 货币

我们预计，到2020年下半年，印度尼西亚盾(IDR)兑美元将下跌至14,500，与该年经常账户和贸易差额预计将扩大的预测相一致。

图R4

2019年总统大选后，电力等补贴的减少可能会加剧印度尼西亚的通胀

单位电力成本(印度尼西亚盾每千瓦时)



资料来源：印度尼西亚银行经济和货币政策部



消费将是主要的经济驱动力。

近年来，与贸易相关的不确定性以及持续的去杠杆化的不利因素，抑制了中国的经济增长，尤其是在制造业领域。自2018年以来，固定资产投资和出口也因此有所放缓。

然而，无论是现在还是未来，消费已成为国内经济的亮点(图R5)，服务业在2019年保持稳定。消费对GDP的贡献率一直保持强劲，并有望进一步提升。

政府可能会通过各种措施支持经济发展。在货币政策方面，由于大规模的货币宽松政策可能会导致通货膨胀升高和房地产市场过热，并进一步提高负债比率，因此政府将通过采取结构性货币政策，来降低企业的融资成本。在财政刺激方面，近期的减税措施和建设项目专项债预计将在2020年继续实施。此外，贸易区域多元化和人民币贬值也将有助于缓解贸易争端对出口的负面影响。

在中美关系存在不确定性的情况下，中国相对强劲的服务业继续支持着经济增长。政府刺激措施预计将会支撑国内经济，尽管采取货币和财政政策的方式将决定这些政策的可持续性。

## 股票

更多自上而下的政策和监管改革将提振投资者的情绪，并提升收益。相对合理的估值提高了A股的吸引力，同时，A股已纳入MSCI和富时罗素指数，它们也将吸引越来越多的外国投资者资金的流入。从长远来看，这将增强中国股票的流动性。

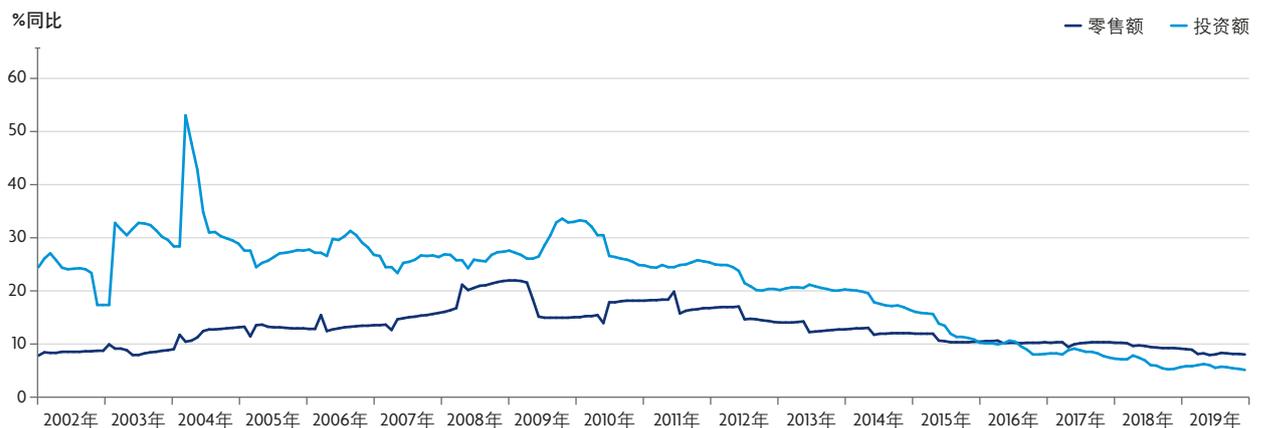
## 固定收益

由于基准收益率的持续下降以及对增长放缓的担忧，中国固定收益在2019年表现良好。不过，利率可能会维持在当前水平附近，从而限制了债券进一步上涨的潜力。2020年，我们更看好高质量的债券，并且在信贷方面看到了一些结构性机遇，例如短期的城投债。

## 货币

人民币的未来在整个2020年将取决于中美贸易谈判的结果，以及国内经济增长放缓的程度。我们预计人民币兑美元短期内将保持在7.00以下，并将在2020年第三季度走弱至7.20。

图R5  
中国经济增长更多依赖消费而非投资



来源: 彭博社

## 重要提示

本文中提供的信息是一般性结论，不涉及任何责任，仅供参考。本文提到关于任何投资或保险产品的购买或销售都不作为报价或询价。本文中的任何内容都不应被解读为任何投资或保险产品的推荐或建议。

为确保本出版物所载信息的准确性和客观性，大华银行已尽可能地采取合理谨慎的态度。尽管如此，大华银行有限公司(以下简称“本公司”)及其员工不对本刊物中的任何错误、不准确或遗漏承担任何责任，无论这些错误、不准确或遗漏是如何造成的，也不对您基于本出版物中所表达的信息或观点而做出的任何决定或行动承担任何责任。

本公司不保证本刊物内的信息的准确性、充分性、及时性或完整性，并明确声明对任何错误、不准确或遗漏不承担任何责任。有关未来事件或表现(包括但不限于国家、市场或公司)的任何意见、预测和其他前瞻性陈述都不一定表示实际事件或结果，且可能与实际事件或结果不同。

本文中的信息与任何特定人员的具体目标、财务状况和特定需求无关。投资者应该在投资任何投资产品或保险产品之前向独立财务顾问寻求建议。如果您选择不寻求此类建议，您应考虑有关的投资或保险产品是否适合您。





誠摯如一