

五月卖出离场？

- 全球股票从 2 月低位反弹已几近 15%。随着北半球步入夏季，我们担心此轮升势可能快将告一段落。按照我们的 A. D. A. P. T. 投资架构，我们建议降低全球股票的持有比重。
- 在一个混合配置中，我们有两个具互补性的重点主题，即另类策略与多重资产收益。在临近夏季月份之际，我们会增加前者的配置，特别是全球宏观策略。
- 尽管发达市场股票近期表现落后，我们仍然以之为首选。对于新兴市场主权债券，我们的看法趋于积极，但会等待适当时机才增加配置。我们对公司债维持看好。

目录

| | |
|---------------|---------|
| 02 全球投资委员会的观点 | 14 股票 |
| 04 市场表现概要 | 20 商品 |
| 05 投资策略 | 22 另类策略 |
| 07 经济政策及展望 | 23 外汇市场 |
| 11 债券 | 27 免责声明 |

全球投资委员会的观点

全球投资委员会上周开会。以下是我们就影响金融市场的某些重要问题讨论所得的摘要。

1

全球股票从 2 月份低位已回升近 15%。我们还应追高吗？

在 2 月份，我们强调全球股票已呈超卖，有机会出现技术性反弹。其后利好因素迭现，如油价转强、美国金融环境趋向宽松（美元走弱、美国加息预期降温）、美国、中国经济指标回升等。

我们不敢就此等趋势作过度推断：基本因素并未与价格走势同步好转；美联储的语调变得较为平衡，美元可能因而回稳；中国方面则有迹象显示当局正设法令首季的信贷热降温。（见第 14-19 页）。

因此，我们会继续在升市期间趁机减少股票持有量，透过平衡调整增加公司债券及另类策略的配置比重。

2

这是否意味着“五月卖出离场”？

有此想法未尝没有道理，尤其是就近些年而言。鉴于某些主要股市已接近关键技术阻力关口，夏季月份市况转弱不足为奇（见第 4 页）。

导致弱勢的催化因素可能包括对美国加息的预期、欧洲政局的隐忧（英国脱欧、希腊脱欧、西班牙大选）、中国政策转变（人民币贸易加权汇率持续走弱）等。

3

新兴市场资产表现大幅领先。你们认为这种情况会持续下去吗？

新兴市场股票表现领先，主要是因为外部环境改善以及中国最近采取传统的刺激措施，而非内部基本因素显著好转所致。我们对风险抱审慎态度，所以不会追高新兴市场股票。

对于新兴市场美元债券，我们的看法变得更为积极。至于本地货币债券，我们相信国内回报有机会是正数，因为政策立场会维持放宽的偏向。然而，一旦美联储的立场从软转硬，有可能产生汇兑风险，国际投资者必须考虑这一点。

4

收益资产普遍表现良好。你认为这种情况会持续下去吗？

在我们的首选收益配置中，各资产类别自 2016 年展望报告发表以来一律取得正数的总回报。虽然收益主题仍然有效，但我们正日益专注于管控减值风险，为此而增加公司债券的配置，相应地减低股票的比重。我们也会伺机增加多重资产宏观策略的配置（见第 5-6 页）。

5

你们对美元前景有何看法？

美元目前已跌近关键支持位，而与此同时，国内 / 国际经济数据也在改善，美联储的立场可能会从软转硬。我们相信，美元会从现水平有少许反弹，但能否突破新高却是个疑问。从现水平起计的升幅可能限于 5-6%（第 23-26 页）。

研究团队

Alexis Calla
投资顾问及策略环球主管

Steve Brice
首席投资策略师

Victor Teo, CFA
投资策略师

Clive McDonnell
股票投资策略主管

Manpreet Gill
固定收益、外汇和商品投资投资策略师
策略主管

Rajat Bhattacharya
投资策略师

Tariq Ali, CFA

Abhilash Narayan
投资策略师

Aditya Monappa, CFA
资产配置及投资组合建构
主管

Arun Kelshiker, CFA
资产配置及投资组合建构
执行董事

Audrey Goh, CFA
资产配置及投资组合
建构董事

Trang Nguyen
资产配置及投资组合
建构分析师

全球投资委员会的观点（续）

五月卖出？

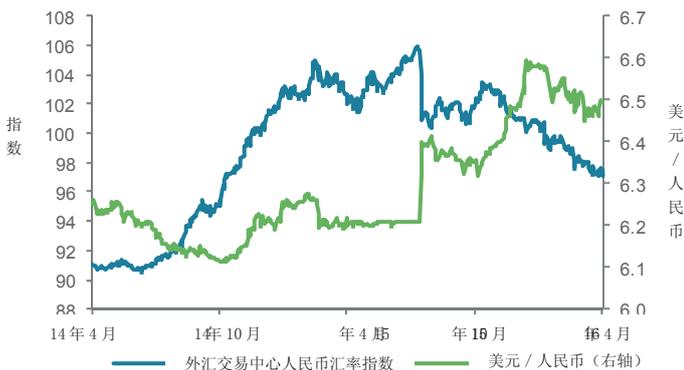
市况是否快将进入疲软期？



资料来源：彭博终端、渣打银行

若美元回稳 / 上升，人民币风险可能增加

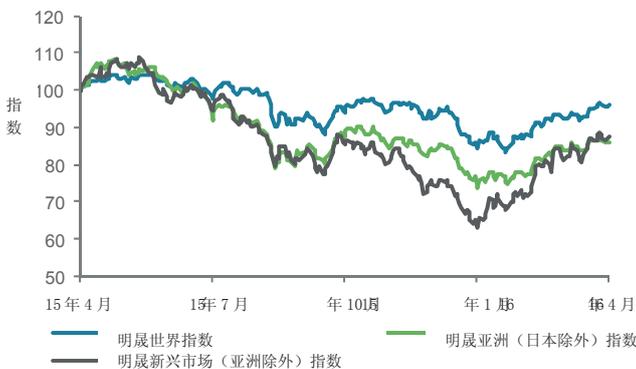
人民币 CFETS 指数与美元 / 人民币（反向）



资料来源：彭博终端、渣打银行

近期表现落后的发达市场股票仍属首选

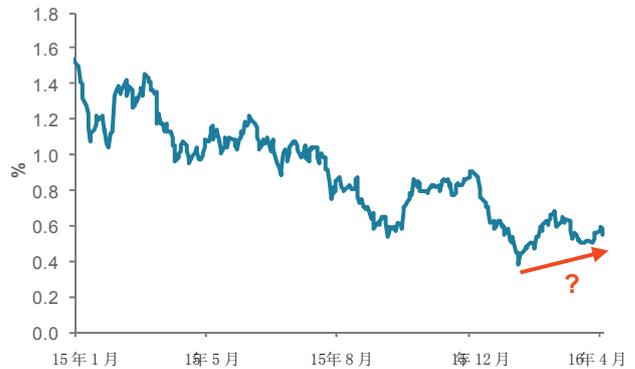
发达市场、亚洲、非亚洲新兴市场的近期表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

美联储的指引不一定利好

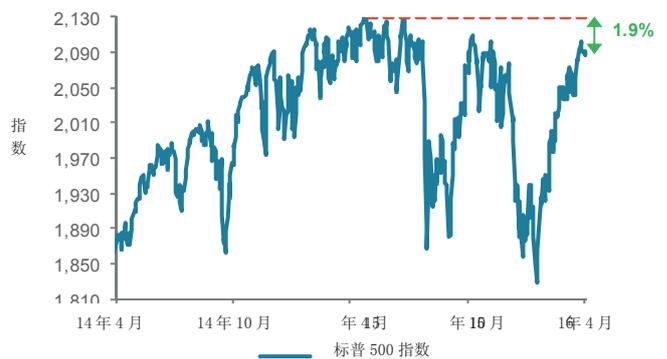
联邦基金利率 2016 年底水平的市场预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国股市非常接近历史高位

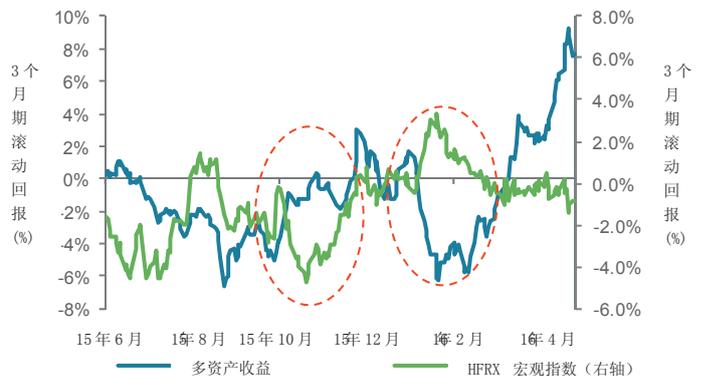
标准普尔 500 股票指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

多重资产收益与多重资产宏观策略相关性低，有利混合投资方法

多重资产收益配置的表现与 HFRX 全球宏观策略指数，3 个月滚动回报%



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要*

| 股票 | 年初至今 | 1个月 |
|-----------|--------|--------|
| 全球股票 | 2.1% ↑ | 3.4% ↑ |
| 全球高息股票 | 6.6% ↑ | 4.2% ↑ |
| 发达市场 (DM) | 1.6% ↑ | 3.3% ↑ |
| 新兴市场 (EM) | 6.8% ↑ | 4.0% ↑ |

| 按国家/地区 | | |
|-----------|----------|---------|
| 美国 | 1.8% ↑ | 2.2% ↑ |
| 西欧 (本地货币) | -1.6% ↓ | 4.4% ↑ |
| 西欧 (美元) | 0.8% ↑ | 5.7% ↑ |
| 日本 (本地货币) | -13.0% ↓ | -2.1% ↓ |
| 日本 (美元) | -3.6% ↓ | 2.1% ↑ |
| 澳洲 | 4.3% ↑ | 3.9% ↑ |
| 亚洲 (日本除外) | 1.7% ↑ | 2.4% ↑ |
| 非洲 | 16.7% ↑ | 10.9% ↑ |
| 东欧 | 19.2% ↑ | 7.7% ↑ |
| 拉美 | 25.8% ↑ | 7.7% ↑ |
| 中东 | 3.6% ↑ | 7.8% ↑ |
| 中国大陆 | -4.0% ↓ | 3.6% ↑ |
| 印度 | -2.2% ↓ | 2.2% ↑ |
| 韩国 | 5.3% ↑ | 3.0% ↑ |
| 台湾 | 3.3% ↑ | -1.7% ↓ |

| 按板块 | | |
|---------------|---------|---------|
| 非必需消费品 | -0.7% ↓ | 1.5% ↑ |
| 消费必需品 | 5.4% ↑ | 1.8% ↑ |
| 能源 | 16.5% ↑ | 10.2% ↑ |
| 金融 | -0.6% ↓ | 5.6% ↑ |
| 医疗保健 | -2.6% ↓ | 5.5% ↑ |
| 工业 | 5.7% ↑ | 3.4% ↑ |
| 信息技术 | -1.9% ↓ | -1.3% ↓ |
| 材料 | 13.6% ↑ | 8.9% ↑ |
| 电信 | 7.7% ↑ | 2.0% ↑ |
| 公用 | 7.7% ↑ | 1.2% ↑ |
| 全球地产股 / 房地产信托 | 5.6% ↑ | 3.1% ↑ |

| 债券 | 1个月 | 年初至今 |
|------------|--------|--------|
| 主权 | | |
| 全球投资级主权 | 7.2% ↑ | 1.5% ↑ |
| 全球高收益主权 | 6.5% ↑ | 2.9% ↑ |
| 新兴市场投资级主权 | 7.0% ↑ | 2.0% ↑ |
| 美国主权 | 2.9% ↑ | 0.3% ↑ |
| 欧盟主权 | 7.2% ↑ | 0.7% ↑ |
| 亚洲新兴市场货币 | 9.7% ↑ | 2.6% ↑ |
| 信用债 | | |
| 全球投资级公司 | 5.6% ↑ | 1.9% ↑ |
| 全球高收益公司 | 7.3% ↑ | 4.0% ↑ |
| 美国高收益 | 7.4% ↑ | 4.4% ↑ |
| 欧洲高收益 | 6.9% ↑ | 3.7% ↑ |
| 亚洲高收益公司 | 5.1% ↑ | 2.2% ↑ |

| 商品 | 年初至今 | 1个月 |
|------|---------|---------|
| 多元商品 | 8.1% ↑ | 6.8% ↑ |
| 农业 | 7.0% ↑ | 4.7% ↑ |
| 能源 | 2.7% ↑ | 11.9% ↑ |
| 工业金属 | 7.7% ↑ | 4.8% ↑ |
| 贵金属 | 21.4% ↑ | 6.8% ↑ |
| 原油 | 19.6% ↑ | 17.8% ↑ |
| 黄金 | 19.3% ↑ | 3.6% ↑ |

| 外汇 (兑美元) | 年初至今 | 1个月 |
|-----------|---------|--------|
| 亚洲 (日本除外) | 1.9% ↑ | 0.9% ↑ |
| 澳元 | 4.7% ↑ | 1.1% ↑ |
| 欧元 | 4.5% ↑ | 1.4% ↑ |
| 英镑 | -0.9% ↓ | 2.5% ↑ |
| 日圆 | 11.2% ↑ | 4.9% ↑ |
| 新加坡元 | 5.5% ↑ | 1.8% ↑ |

| 另类投资 | 年初至今 | 1个月 |
|-----------|---------|--------|
| 综合 (所有策略) | -1.2% ↓ | 1.1% ↑ |
| 套利 | -2.0% ↓ | 1.0% ↑ |
| 事件驱动 | -0.3% ↓ | 1.4% ↑ |
| 股票多/空 | -2.3% ↓ | 1.4% ↑ |
| 宏观 CTAs | 0.4% ↑ | 0.4% ↑ |

* 除另有指明外, 所有表现均以美元计。

*年初至今表现数据由 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 4 月 28 日, 1 个月期表现由 2016 年 3 月 28 日至 4 月 28 日

资料来源: 明晟、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

投资策略

- 股票及高收益债券过去一月继续强力反弹。在我们的 A. D. A. P. T. 主题当中，表现最佳者仍是多重资产收益配置。
- 随着夏季月份将临，我们担心投资者会贪胜不知输。我们会伺机进行平衡调整，增加绝对回报策略及公司债券的配置，特别是多重资产宏观策略及美国投资级债券。
- 新兴市场股票近期表现领先之势可能已近尾声。我们对新兴市场美元债券的看法渐趋积极。亚洲本地货币债券对本地投资者仍然不失吸引，但对国际投资者却不尽然，因为存在汇率风险。

五月卖出离场？

全球股票过去一月上升 2.1%，但自 2016 年展望发表以来计算则下跌 4.8%。升市源于美国金融环境趋于宽松、美国及中国经济硬着陆的忧虑舒缓，以及商品价格回升。对于此等因素能持续多久，我们未敢过度推断。

此外，所谓“五月卖出离场”之说亦不容忽视。如下图所示，近年每当夏季月份到来，期间总有某个时段是环球股市显著走弱的。

当然，股市何时见顶难以判断，短期内升势持续的可能性亦颇高。不过由于美国公司盈利受压—经济 / 营业收入增长放缓以及成本逐渐上升所致—估值仍然高企实难言合理。因此，我们对于今后三个月的前景增添了顾虑（见图）。

五月卖出离场？

夏季一向是淡季



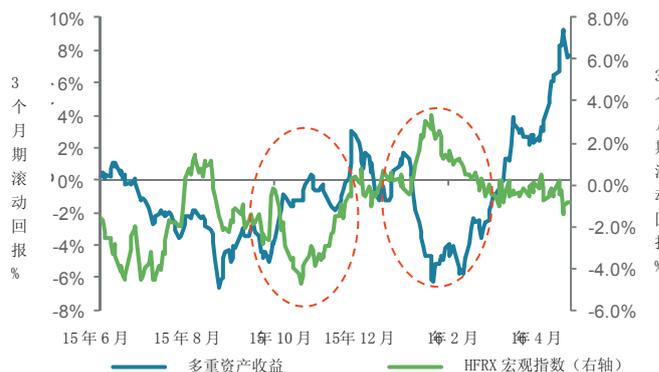
截至 2016 年 4 月 26 日数据

资料来源：彭博终端、渣打银行

可能促成股市走弱的因素包括：美联储态度由软转硬；欧洲政治风险增加，如英国的欧盟去留公投之期渐近、希腊为达成另一债务协议与 IMF 进行谈判、西班牙新政府组建不成而再次举行大选；以及人民币可能因美元回稳而再度受压。在此形势下，我们会继续趁全球股市上升减低股票配置，并增加另类策略及公司债券的配置比重。

多重资产收益与全球宏观策略相关性低，有利混合投资方法

多重资产收益配置*的表现与 HRFX 全球宏观策略指数，3 个月期滚动回报%



截至 2016 年 4 月 26 日数据

资料来源：渣打 *参阅全球市场展望，着眼于平衡调整

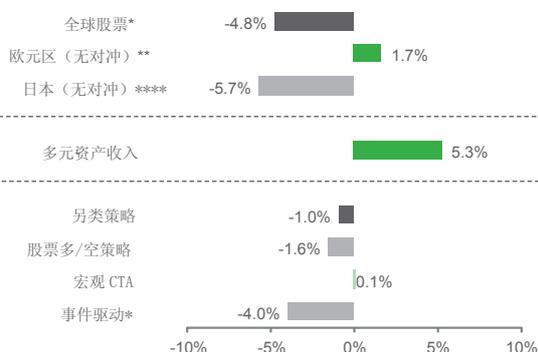
多重资产收益与另类策略

从上图可见，我们为 2016 年定下的三个重点主题中，有两个的表现存在很大差异。多重资产收益年初至今表现最佳，而多元另类策略则普遍令人失望。第 22 页有关于另类策略的更深入讨论，而我们相信，将两者混合的投资方法是合情合理的。事实上，我们的确考虑在现阶段对多重资产宏观策略加码，藉以在股市显著走弱时得到最丰厚的收获（见图）。

至于多重资产收益策略，我们的投资模型所包含的各个资产类别自 2016 年展望发表以来一律取得正数回报。我们取态审慎，所以担心这个配置模型的一些收益在夏季月份可能得而复失，儘管我们相信收益主题仍然有效。当然，我们可把配置转移到收益资产范畴内较具防守性的部分，从而降低减值风险。另一对策就是以多重资产宏观策略与多重资产收益策略互补。

多收益的表现保持强劲

A. D. A. P. T. 自 2016 展望发表以来的表现***



* 于 2016 年 2 月 25 日收市; **2016 年 2 月 25 日起结束外汇对冲建议

2015 年 12 月 11 日至 2016 年 4 月 28 日期间。收益篮子如《2016 年展望 A. D. A. P. T. 适应瞬息万变的环境》第 60 页图 38 所示; *于 2016 年 3 月 25 日收市

资料来源: 彭博终端、渣打银行; 截至 2016 年 4 月 28 日数据

对投资者的意义

- **多重资产宏观策略—超配机会。**此等策略在近期股市反弹之际表现落后,但在今年早段避险情绪高涨的环境下却表现领先,取得正数回报。一旦今夏股市走弱,我们预计应有相若表现。
- **多重资产收益—短线审慎,长线看好。**我们预期多重资产收益策略短线可能会有部分收益得而复失。我们会: 1) 增加绝对回报策略及 / 或公司债券的配置,并相应地减低股票比重,从而管控减值风险; 2) 避免在现阶段对此策略加码。
- **新兴市场债券可能已经转势。**我们对新兴市场政府债券的看法趋于积极,特别是美元债券。亚洲投资者亦可考虑增加对其本地货币债券市场的配置,因为我们预计货币政策会保持宽松甚至进一步放宽。至于国际投资者,基于汇兑方面的考虑可能适宜静待较佳的入市点。
- **日本股票—出现极端回报的风险甚高。**虽然以日股的预期回报而论应该仍可看好,但在不同的预测情境下平均回报相差甚大的风险极高,所以我们现时对日股抱标配立场。我们认为,直接大手投资于日股的风险实在太高。

| 资产类别 | 资产分类 | 相对前景 | 开始日期* |
|-------|--------------|------------|-------------|
| 现金 | | 低配 | 2012 年 2 月 |
| | 发达国家投资级政府债券 | 低配 | 2011 年 1 月 |
| 固定收益* | 发达国家投资级公司债券 | 超配 | 2015 年 12 月 |
| | 发达国家高收益公司债券 | 标配 | 2016 年 4 月 |
| | 新兴市场美元政府债券 | 标配 | 2015 年 12 月 |
| | 新兴市场本地货币政府债券 | 低配 | 2015 年 12 月 |
| | 亚洲美元公司债券 | 标配 | 2016 年 2 月 |
| | 美国 | 标配 | 2015 年 2 月 |
| | 欧元区 | 超配 | 2013 年 7 月 |
| 股票 | 英国 | 标配 | 2016 年 4 月 |
| | 日本 | 标配 | 2016 年 3 月 |
| | 亚洲 (日本除外) | 标配 | 2015 年 7 月 |
| | 其他新兴市场 | 低配 | 2012 年 8 月 |
| | 商品 | 标配 | 2016 年 3 月 |
| 另类投资 | 超配 | 2013 年 6 月 | |

*开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期

资料来源: 渣打银行

经济及政策展望

- 全球经济前景过去一月趋于稳定，中国方面有迹象显示经济正在旧式政策推动下回升。然而，美国及日本的增长估计仍在下调，而通胀率则因产能过剩而显著低于中央银行目标。
- 我们的全球投资委员会讨论过各种风险。我们并不预期中国经济会硬着陆，并相信商品价格可能已经见底，有助新兴市场恢复稳定。然而，我们对前景的看法比前更为审慎，认为美国今后 12 个月经济衰退的风险正在增加。
- 在此形势下，美联储今年加息一次之后大概很难再加。欧洲中央银行加大刺激力度应有助欧元区经济持续复苏。日本必须透过财政及货币刺激措施来避免通缩，而美元走弱令新兴市场得以放宽政策，提振增长。

我们对全球增长前景的看法

转趋审慎

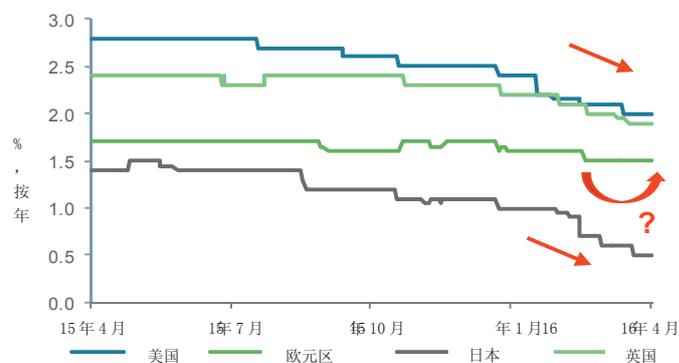
中国促成全球增长恢复稳定。中国 3 月份经济数据有稳定迹象，舒缓了硬着陆的忧虑，促成商品价格回升以及新兴市场前景好转。然而，美国及日本的增长预测继续下调。此外，中国不一定能够长时间维持当前一系列的刺激措施，因为此等措施可能对金融稳定构成风险。因此，我们对全球增长前景抱审慎态度。

商品价格回升、美元走弱缓和通缩压力。我们的全球投资委员会讨论了主要的增长动力以及全球增长前景存在的风险。我们相信石油及金属价格可能已经见底，而美元则可能已经见顶—两者都可能有助缓和发达经济体在今后多月所承受的通缩压力。此亦是促进新兴市场经济回升的有利因素。

货币政策将维持宽松。我们认为美国今后 12 个月经济衰退的风险已稍为增加。因此，美联储今年加息一次之后大概很难再加。欧洲央行及日本央行都可能需要加大放宽力度，因为两地通胀一直显著低于目标水平。另外，日本可能需要实施更多财政刺激来提振通胀及增长。中国已达成稳增长初步目标，今后可能会以较具针对性的措施来维持回升之势。在美元走弱以及通缩低落下，新兴市场的中央银行得以进一步放宽政策，提振增长。

美国、英国及日本的一致增长预测过去一月继续下调

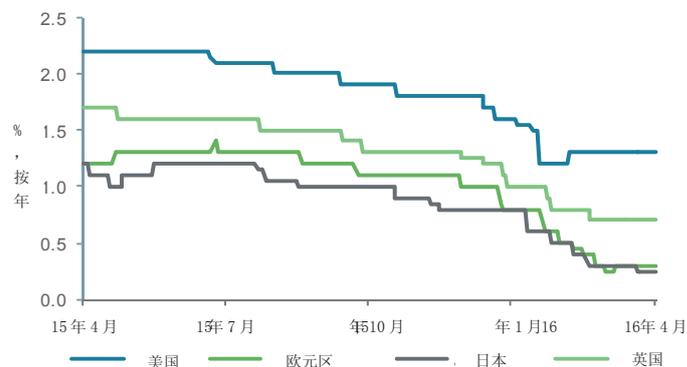
2016 年 GDP 一致增长预测（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

各发达市场的通胀预测过去一月保持稳定，但仍然显著低于央行目标

2016 年消费通胀率的一致预测（按年%）



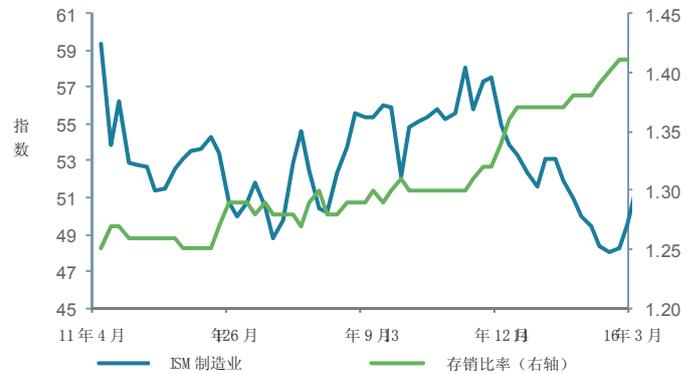
资料来源：彭博终端、渣打银行

美国：制造业摆脱困境？

- **美国汽车销售情转淡推高存货量**，有碍制造业扭转形势。美国3月份汽车销售量降至一年来低位，令人对美国消费开支前景存在顾虑。此外，美国企业存销比率攀升至2009年以来最高水平，意味着倘若消费未能重振，情况正在好转的制造业可能需要以减产来应对。然而，作为另一主要经济动力的房屋销售仍能保持升势。
- 就业市场兴旺但工资低落令「不温不火」经济状态得以延长。美国就业创造维持强稳步伐，但却并未触发工资急升，因为重返劳动市场的人数亦相应增加。劳动力参与率一即在职人口除以总工龄人口一已连升四个月，反映劳动市场仍有过剩，在一定时期内可能会限制工资通胀。
- 美联储对消费前景乐观，但对利率前景审慎。就业市道好景刺激起消费情绪，美联储认为今后多季的消费可望反弹。然而，由于全球增长仍然阻力重重，加上美国国内工资上升压力温和，我们相信美联储今年加息一次之后大概很难再加。

美国存销比率持续急升，意味着制造业近期回升之势可能停歇

ISM 制造业指数；美国制造及贸易行业的总存销比率（右轴）



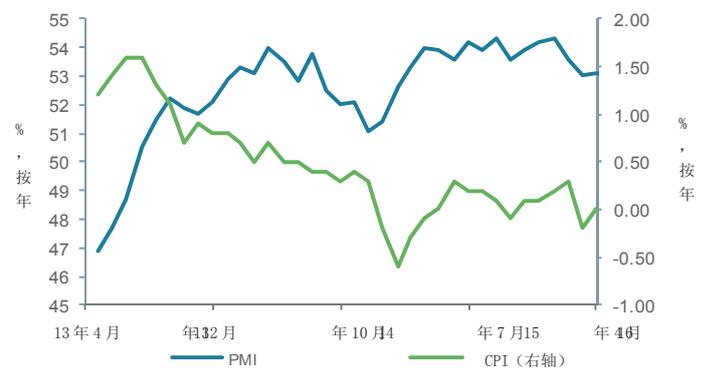
资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元区：增长坚稳，但通胀下降压力仍然存在

- **欧元区商业信心强韧**。欧元区增长预测比起其他主要经济体依然较为稳定（见第8页图表），因为失业率下降有助维持内部需求。德国及西班牙的商业信心保持坚稳，而法国的信心亦已在4月份回升至扩张区域。然而，意大利的商业信心仍然不稳，因为银行业资本不足，放款受到局限。
- **通胀持续低于预期**。消费物价经2月份下跌后，到3月份维持一年前的水平，而2月份生产物价表年降幅扩大至4.2%。
- **欧洲央行的宽松政策可望维持经济增长**。我们预期欧洲央行3月份的放宽措施一如将负利率再减低并增加买债，包括公司债券—在今后多月会发挥正面影响。此等措施亦包括向银行提供放款激励，可望刺激内部需求，亦有助缓解全球增长走弱对经济的不利影响。

欧元区制造业及服务业信心指标保持坚稳，法国信心近期亦见上升，不过通胀率始终显著低于欧洲央行的2%目标

欧元区 PMI；消费通胀率（按年%）（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

英国：“脱欧”悬念持续左右增长前景

脱欧悬念削弱英国经济动力。6月23日就是否脱离欧盟举行的公投结果难料，以致内部消费及就业创造同告放缓，近几月的工业生产亦呈现收缩。脱欧风险最近有所下降（市场估计通过脱欧的机率为20-30%），而且民意调查普遍显示选民希望留欧者居多。

增长预测下调可能令英格兰银行延后加息。虽然英国通胀自2015年中见底后持续回升，但在脱欧悬念影响下，一致的增长估计却持续下调。内阁阁员及英国央行行长卡尼都强调通过脱欧会对英国经济及金融稳定性构成风险。由于结果难料，我们并不预期英国央行会在今后几月加息。卡尼表示过，若脱欧悬念导致经济恶化，甚至有可能降息。

英国零售销售受到脱欧悬念打击，不过近几月通胀持续回升

英国零售销售、（扣除汽油）（6个月移动平均按年%）；核心消费通胀率（按年%）（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

日本：数据进一步转弱下财政及货币政策可能进一步放宽

- **日本经济数据进一步转弱。**日本4月份商业信心在负值区域陷得更深，皆因出口及工业生产持续收缩，而一项大型企业季度（短观）调查显示投资前景向淡。另外，银行贷款增长自2016年中见顶后持续回落，意味着尽管日本央行将关键利率降至负水平，但贷款需求仍然下降。制造业年度工资谈判得出的加薪幅度低于去年，对内部消费前景有不利影响，不过若以经通胀调整计，情况应该较好一点。
- **日本央行不愿加大政策刺激力度；**销售税可能延后提高。日本央行下调增长及通胀预测，但货币政策却维持不变。由于近期经济活动转差，我们相信可能有必要加大政策放宽力度才可扭转经济颓势，例如增加财政支出。日本南部最近地震所造成的破坏，可能令政府得以趁机把提高销售税（由8%增至10%）之期再延后，预计为明年4月。

日本的领先指标显示近几月经济活动广泛下降；银行贷款增长放缓凸显前景转弱

日本的领先指数；扣除信托的银行放款（按年%）（右轴）



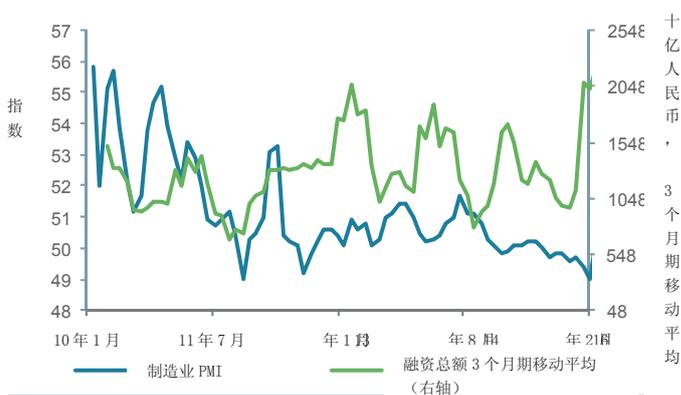
资料来源：彭博终端、渣打银行

中国：政策引导下的趋稳迹象

- **中国数据全面趋稳。**中国制造企业信心八个月来首度回升至扩张区域，出口九个月来首度上升，而放缓两年多的固定资产投资亦已连升第二个月。增长趋稳归功于接二连三的降息降准，而增加财政支出以及较近期的放款激励亦有一定作用。
- **既然目前已避过硬着陆，**往后的政策放宽可能较具针对性。近期经济数据趋稳，而资产外流亦见减少，加上主要物业市场反弹，可能让决策当局得以在今后多月无须再采取全面的政策放宽措施。再说，持续采取全面的刺激措施长远而言可能会增加对金融稳定性的风险。因此，我们相信决策当局今后多月的放宽措施可能会以针对重点行业为主，目的是避开硬着陆，达成 2016 年增长 6.5-7.0% 的目标。

中国的制造业信心已回升至扩张区域，政策刺激措施亦令借贷急增

中国制造业采购经理指数；融资总量（十亿人民币，3 个月期移动平均）（右轴）



其他新兴市场：亚洲可能加大政策放宽力度；巴西通胀可能已经见顶

- **亚洲出口收缩、通胀低企，**意味政策会进一步放宽。除中国及马来西亚外，亚洲区出口持续收缩。此外，区内各地通胀仍然低于央行目标，新加坡更持续出现通缩。中国数据趋稳虽然可望支撑亚洲经济回升，但由于外部环境欠佳，区内各地都有可能进一步放宽政策。新加坡金融管理局出乎意料地把政策放宽至 2008 年金融危机时的程度，印度储备银行（央行）过去一月降息，都反映前景趋向宽松。
- **巴西通胀可能已经见顶，**造就降息空间。经过两年急剧放缓以至衰退之后，经济正呈现回稳迹象。通胀率在 2 月份升至 10.8% 后见顶，过去两月已见回落。商品价格反弹有助减低经常帐赤字，而内部消费及商业信心下挫之势亦呈现见底迹象。虽然巴西今后仍要面对一定的挑战，如总统罗塞夫的弹核程序已经展开，但通胀下降可能为中央银行造就开始降息的空间（目前处于 14.25% 的 10 年来高位）。

由于通胀保持低企，加上美元回稳，亚洲决策当局有进一步降息的空间

亚洲基准政策利率，包括上次利率变动（按年%）

| | 基准 | 政策利率 | 下次议息 | 上次变动 | |
|------|----------|------|---------------|----------------|-------|
| | | | | 日期 | 行动，基点 |
| 中国大陆 | 1 年期存款利率 | 1.50 | 未定 | 15 年 10 月 21 日 | -25 |
| 印度 | 回购利率 | 6.50 | 16 年 6 月 7 日 | 16 年 4 月 5 日 | -25 |
| 印尼 | 央行利率 | 6.75 | 16 年 5 月 19 日 | 16 年 3 月 17 日 | -25 |
| 马来西亚 | 隔夜利率 | 3.25 | 16 年 5 月 19 日 | 14 年 7 月 10 日 | 25 |
| 巴基斯坦 | 央行目标利率 | 6.00 | 16 年 5 月 28 日 | 15 年 9 月 12 日 | -50 |
| 菲律宾 | 逆回购利率 | 4.00 | 16 年 5 月 12 日 | 14 年 9 月 11 日 | 25 |
| 韩国 | 基本利率 | 1.50 | 16 年 5 月 13 日 | 15 年 6 月 11 日 | -25 |
| 台湾 | 重贴现率 | 1.50 | 16 年 6 月 30 日 | 16 年 3 月 24 日 | -13 |
| 泰国 | 1 日期回购利率 | 1.50 | 16 年 5 月 11 日 | 15 年 4 月 29 日 | -25 |
| 越南 | 再融资利率 | 6.50 | 未定 | 14 年 3 月 18 日 | -50 |

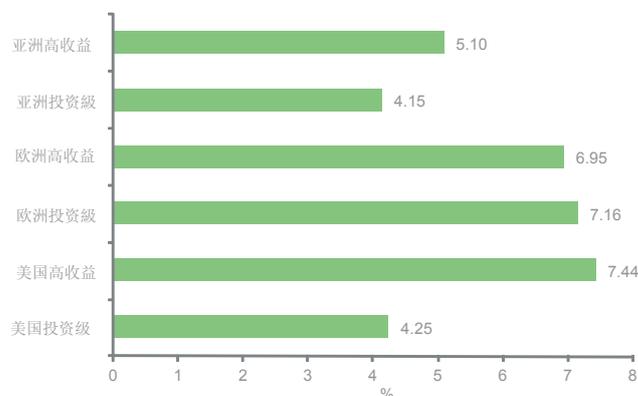
资料来源：彭博终端、渣打银行

债券

- 我们降低了对风险资产的偏好，在平衡的投资组合内继续偏重债券多于股票。我们看好公司债券多于政府债券。美国投资级债券仍是我们的首选。
- 新兴市场方面，美元计价的政府债券可望取得正数回报。我们预期亚洲本地货币债券市场会为本地投资者带来正回报。

我们继续偏重于公司债券，尤其是美国投资级公司债券。

固定收益年初至今表现*（美元）



2015年12月31日至2016年4月28日期间。

资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信贷指数

G3 及新兴市场（美元）主权债券

- 风险偏好减低有利 G3 政府债券。G3 政府债券收益率近期普遍上升，部分是油价反弹推升通胀预期所致。然而，尽管经过近期上升，收益率仍低于 2015 年底的水平。我们相信，宽松的央行货币政策以及债券的广泛需求都应可令收益率受到压抑。
- 在 G3 债券当中，我们继续偏重美国国债多于德国及日本政府债券，因为后两者的绝对收益率太低（而且往往是负数），扭曲了风险回报组合。我们继续偏向对美元计价债券整体维持 5-7 年的到期时间组合。新兴市场美元政府债券一强势持续。新兴市场美元政府债券今年有 6% 以上的回报，表现比预期理想。此等债券尽管近期已有颇大升幅，但仍是我们在政府债券范畴内的第一首选。

年初至今所以能取得骄人回报，是因为美国国债收益率下降，加上收益溢价减低，从而推升价格。由于不少新兴市场国家是商品出口国，商品价格回稳，又适逢美联储加息预期降温，自然产生利好作用。然而，近期形势发展有利并不足以弥补信用质量转差的影响。因此，我们虽然预期新兴市场美元政府债券可取得正数回报，但倾向保持防守性立场，偏重于投资级主权债券。

各项关键因素自2015年底以来的转变

| 因素 | 自 2015 年 12 月以来有何转变 |
|----------|----------------------------------------------------|
| 联邦基金利率前景 | 加息预期降温有利于 G3 政府、公司及新兴国家发行的美元计价投资级债券 |
| 美元强势 | 美元回软有利于 G3 债券，对新兴市场本地货币债券的不利影响亦减低 |
| 信贷质量 | 新兴市场美元债券及发达市场公司债券信贷质量转差的风险正在升高。亚洲美元公司债券质量转差的情况较为有限 |
| 估值 | 发达市场公司、亚洲公司及新兴市场主权（美元）债券的估值普遍变得更为昂贵 |
| 绝对收益率 | 降低，原因是政府债券收益率下降以及公司债券收益率下降 |
| 商品价格 | 价格前景趋稳有利于新兴市场美元及发达市场高收益公司债券 |

注：箭头表示该因素对潜在债券回报的影响。

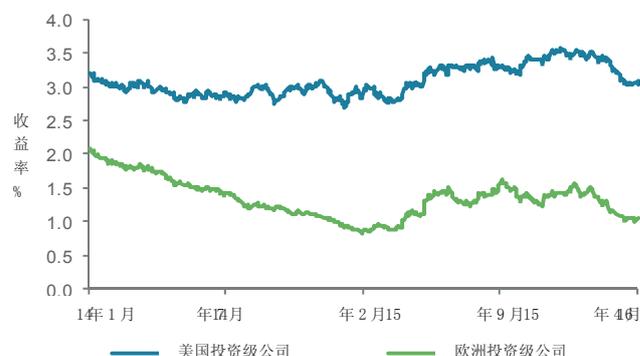
资料来源：渣打银行

公司信用债（美元）

- **投资级公司债券的风险调整回报最佳。**我们继续偏重公司债券多于政府债券。在公司债券当中，我们以美国投资级为首选，其次才是欧元计价的公司债券。
- **毫无疑问，欧洲央行的公司债券购买计划有利于欧元计价公司债券。**然而，自计划公布以来，欧洲投资级公司债券已有颇大升幅，我们相信大量好消息已反映在价格之上。如右图所示，欧洲公司债券收益率显著低于美国投资级公司债券。美债的当前收益率显著较高，而欧债的价格上升潜力不太大，我们倾向选择前者。
- **美国投资级债券的有利之处，**在于有关税负倒置及盈利剥离的税例近期修改，可能阻碍并购活动。欧洲央行的买债计划可能只会令供应稍微低于预期，对债券价格的支撑作用有限。因此，基于显著较高的收益率以及利好的技术性因素，我们看好美国投资级公司债券。
- **美国高收益公司债券—急涨之势无以为继。**美国高收益公司债券从 2 月份低位回升已超过 12%。虽然收益率仍处于约 7.60% 的吸引水平，但经过急涨之后，我们相信其估值的吸引力已大不如前。另外，基本因素持续转差。违约率正缓步上升，不过我们感到放心的是整体信贷指标仍然相对稳定，与油价的相关性近期亦降低。因此，我们虽然继续看好美国高收益债券，但倾向等待较佳的入市点。
- **亚洲信用债仍是注重其防守性。**亚洲公司信贷 2016 年的回报保持稳定。虽然当前收益率低于其他新兴市场的公司信用债，但我们仍然看重其防守性，这种本质体现在较低的波动性之上。中国经济数据近期回升利好亚洲信贷，因为中国发行人所占百分比颇大。此外还有其他利好因素，如供应量低于去年、美元计价新兴市场债券的资金流入增加、区内需求强劲等。在亚洲信贷当中，我们认为投资级债券的质量优于高收益债券。

美国投资级公司收益率高于欧洲投资级公司

美国投资级公司与欧洲投资级公司债券收益率



资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

亚洲信用债回报稳定

每一债券资产类别的年初至今回报与 30 日期波动性



资料来源：彭博终端、渣打银行

相对于相关基准的债券息差*

| | 現時 | 52 周高位 | 52 周低位 | 長期平均* |
|---------|------|--------|--------|-------|
| 美国投资级 | 1.73 | 2.33 | 1.45 | 1.98 |
| 美国高收益 | 5.86 | 8.39 | 4.23 | 5.78 |
| 欧洲投资级 | 1.22 | 1.67 | 0.94 | 1.35 |
| 欧洲高收益 | 4.17 | 5.81 | 3.42 | 6.25 |
| 亚洲投资级** | 2.25 | 2.60 | 1.94 | 2.53 |
| 亚洲高收益** | 5.83 | 6.97 | 5.05 | 6.79 |

*美国及亚洲的相关基准为美国国债，欧洲为德国政府债券

2001 年往后的长期利差平均值。2006 年往后的长期利差平均值。

资料来源：摩根大通、巴克莱、彭博终端、渣打银行

亚洲本地货币债券

- **美联储的鸽派立场及商品价格回升都是利好因素。**美联储加息步伐的预期降温，导致美元走弱，进而利好亚洲货币。近期汇价回稳，为亚洲的中央银行提供更大的放宽空间，投资资金因而大量流入，债券从中得益。
- **对于本地投资者而言，我们相信本地货币政府债券普遍有吸引的利差，**而货币政策进一步放宽又扩大了资本增值的空间。至于国际投资者，汇率始终是影响回报的一个重要因素，我们看好印度卢比债券多于其他亚洲国家的债券。
- **继续偏重印度卢比债券。**在亚洲本地货币债券当中，我们继续看好印度卢比债券。政府在财政预算案中会致力审慎理财，预算公布后，印度央行在4月初调降政策利率25基点。虽然降息周期可能已近尾声，但我们认为当前利差仍然吸引，所以继续放心持有印度卢比债券。

本地货币债券利差吸引

| 国家 | 目前 10年期 收益率 | 货币 观点* | 投资资金 流量** |
|------|-------------------|-----------|--------------|
| 印度 | 7.44% | | |
| 印尼 | 7.54% | | |
| 马来西亚 | 3.88% | | |
| 菲律宾 | 3.76% | | |
| 韩国 | 1.80% | | |
| 泰国 | 1.76% | | |

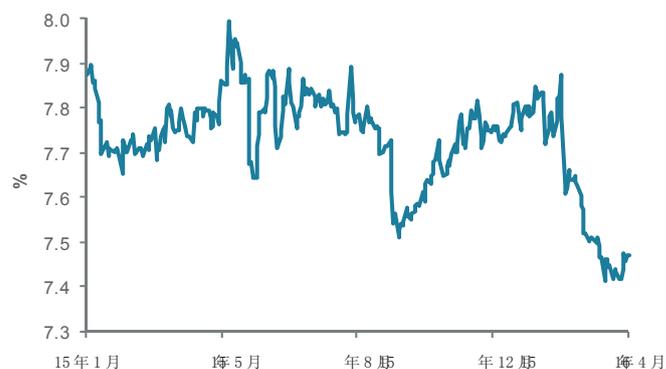
*渣打财富管理的货币观点。 **彭博国外投资组合流量，大于1亿美元。

交通灯号代表该因素对每一国家属正面、标配抑或负面

资料来源：彭博终端、渣打银行

印度卢比债券收益率2016年下降

10年期印度政府债券收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票

- 发达市场盈利不振，但估值高企，所以我们在步向夏季月份之际对股市前景抱谨慎立场。
- 我们会趁股市上升减少股票持有量，把比重配置到其他方面。我们在现阶段不会追高非亚洲新兴市场股市。
- 我们本来看好美国银行股，但对此观点的信心正在减退，不过我们重申对美国上市科技公司的看好观点。

我们步入夏季之际
对股市持谨慎立场

利用不同方法估计的潜在市场回报

| | 一致的回报估计 ¹ | 一致的回报估计 ² | 期权隐含回报估计 ³ | 三种回报估计的平均值 |
|----------|----------------------|----------------------|-----------------------|------------|
| 美国 | 9% | 6% | 7% | 8% |
| 日本 | 18% | 14% | 9% | 14% |
| 欧元区 | 10% | 7% | 9% | 9% |
| 英国 | 7% | 3% | 8% | 6% |
| 亚洲（日本除外） | 14% | 6% | 10% | 10% |
| 新兴市场 | 12% | 15% | 9% | 12% |
| 发达市场 | 9% | 8% | 8% | 8% |

* 一致估计是基于分析师由下而上的价格预测

** 利用一致盈利及股息预测并假设历史市盈率不变所作出的估计

期权潜在回报的估计是基于在现价位沽出一项 12 个月期的认沽期权，并利用所赚取溢价占现价位的%来表达潜在回报。

该等估计应视作最佳情况，概率为<50%。

亚洲（日本除外）以新华富时中国 ETF 代表

资料来源：彭博终端、FactSet、渣打银行

关键动因及近期趋势

| 因素 | 年初及月初至今有何转变 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 盈利增长 | <p>年初至今：2016 年盈利增长预测以日本最高 (13%)，其次是欧元区 (4%)、美国 (2%) 及亚洲（日本除外）(2%)。</p> <p>月初至今：美国盈利高于预期，但我们须指出，首季盈利预计仍会收缩 8%，扣除能源业则收缩 4%。</p> |
| 发达市场 | <p>年初至今：美国及欧元区被视为充分估值，日本则估值偏低。</p> |
| 估值 | <p>月初至今：过去 30 日市况上扬，所以市盈率持续上升。</p> |
| 新兴市场 | <p>年初至今：新兴市场估值被视为偏低，亚洲（日本除外）属合理。</p> |
| 估值 | <p>月初至今：新兴市场估值过去 30 日攀升。然而，由于盈利预测亦随着商品价格回升而向上修订，估值上升幅度相应收窄。</p> |
| 公司利润 | <p>年初至今：公司利润率承受下降压力，原因是包括工资在内的成本上升。</p> <p>月初至今：欧元区银行业的利润率有回升迹象，但仍然显著低于美国水平。</p> |
| 油价 | <p>年初至今：油价反弹，原因是美国页岩油产量下降，导致供过于求的预测下调。</p> <p>月初至今：尽管油国组织与俄罗斯并未达成减产协议，油价仍维持在每桶 40 美元以上。我们认为油价对于未达成协议的反应属正面。</p> |
| 美元 | <p>年初至今：美国兑一篮子发达市场货币的趋势走弱。</p> <p>月初至今：美元兑英镑走弱，因为投资者认为英国脱欧的成数较低。美元兑日元亦走弱，对日股有利淡影响。</p> |

资料来源：渣打银行

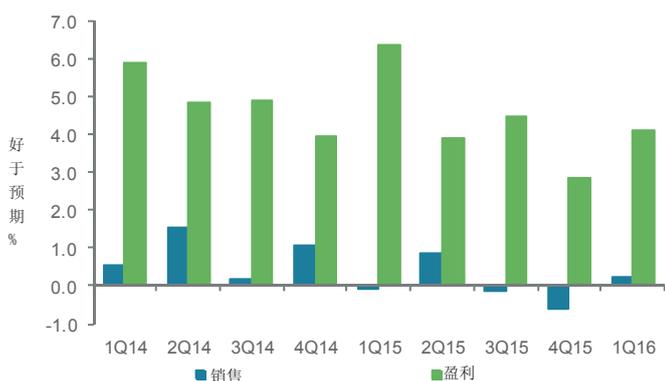
注：箭号显示该因素年初至今正在改善抑或恶化

美国：抱谨慎立场，首季有惊喜，全年表现保持疲弱

- 我们对美国股市前景抱谨慎立场，但承认首季的盈利惊喜促成近期市况回升。首季整体盈利预测为收缩 7%（扣除能源业增长为-4%）；然而，投资者着眼于已公布业绩的公司为首季出乎意料地取得的 4% 盈利增长。
- 盈利好于预期固然可喜，但部分原因可能在于管理层在前一季发出较低的盈利指引。此外，首季盈利仍然是显著收缩。在整体销售未见好转的情况下，对美股前景实难看好：继 2015 年的零增长后，全年盈利预计只会增加 2%；利润率正在下降；估值却高企，以 2016 年盈利计市盈率为 18 倍。
- 利好因素的确存在，如商品价格回升以及美元有见顶迹象，但并不足以成为新的增长动因。若我们要对美股转抱较为积极的看法，必须有更为有力的因素，如工资与生产力同步上升，意味着通胀会保持低落，令美联储得以维持以甚为缓慢的步伐加息的政策，而消费者会重返商场，展开一个新的良性消费周期。

首季盈利带来惊喜

首季盈利带来惊喜



资料来源：彭博终端、渣打银行

| | 2014 年 4 月 | 2015 年 4 月 | 2016 年 4 月 |
|----------------------|--------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 全球 GDP 修订 | 持平 (3.6%) | 下降 (3.5%) | 下降 (3%) |
| 明晟世界指数盈利趋势 | 下降 (10.4%) | 下降 (5.2%) | 上升 (7.4%) |
| 明晟世界指数盈利修订趋势 | 上升 (-0.2) | 上升 (-.2) | 上升 (-.4) |
| 发达市场高收益信用利差 | 下降 (2.4%) | 下降 (3.9%) | 下降 (5.7%) |
| 美元指数 | 持平 (80) | 下降 (95) | 下降 (94) |
| 油价 | 持平 (100 美元) | 上升 (60 美元) | 上升 (45 美元) |
| 美联储利率预期 | 持平 (0.175%) | 上升 (0.175%) | 持平 (0.375%) |
| 投资情绪 (全球股本流向) | 上升 (500 亿美元) | 下降 (-10 亿美元) | 下降 (-590 亿美元) |
| 市场风险 (波动指数) | 下降 (14) | 上升 (15) | 下降 (15) |
| 风险 | 欧元区银行压力测试 俄罗斯入侵克里米亚 新兴市场公司债务危机 | 银行资本筹集 希腊脱欧 中国经济放缓 | 美联储利率前景 英国脱欧 中国放宽立场转向 |

注：

盈利及盈利修订指 12 个月远期一致预测

发达市场高收益信贷息差指巴克莱美国公司 10 年期

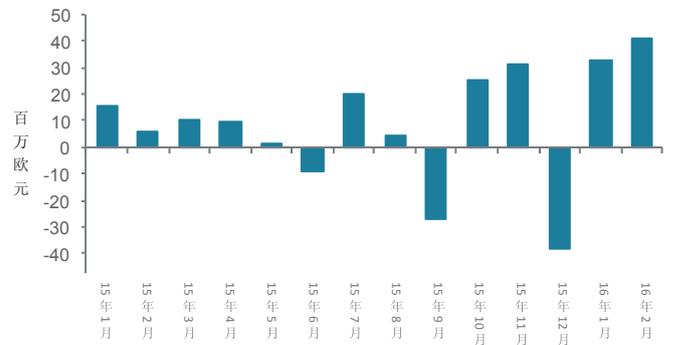
上升 / 下降 / 持平箭头指相对于前一月的变动

欧洲：看好欧元区，看淡英国

- 我们看好欧元区股票，是基于 2016 年的一致盈利增长预测为 4%，高于美国的 2%。欧元区股票前景较佳，原因之一是信贷增长持续改善，首季按季上升 20%，因为欧洲央行为银行业提供了甚为吸引的贷款计划。
- 我们预期欧元区周期类板块 2016 年的表现会领先于抗跌类，因为经济复苏层面已扩大至不限于出口导向的制造业。我们认为这个转变至关重要，因为欧元近期走强，倘若升势持续，可能会推低制造业的利润。
- 根据博彩市场个人意向调查所得，英国脱欧公投所引发的风险已经减低。留欧的机率估计为 70%，脱欧为 30%（资料来源：oddschecker.com）。美国总统奥巴马访英后，“留欧”派士气大振，因为奥巴马强调，英国一旦脱欧，要谈判新的贸易协议时就只能“排在队尾”。
- 虽然脱欧风险可能减退，但经济及企业部门受到冲击是既成事实。最近的采购经理调查显示，招聘意欲已经转弱，在不确定形势下投资项目裹足不前。若公投通过留欧，可能会释放积压需求；然而，在悬而未决期间，经济受损的风险可以很大。多家购物商业区公司最近进入破产管理程序，原因不外是消费需求不振、租金太高，以及脱欧悬念影响零售销售。

欧元区信贷增长迅速

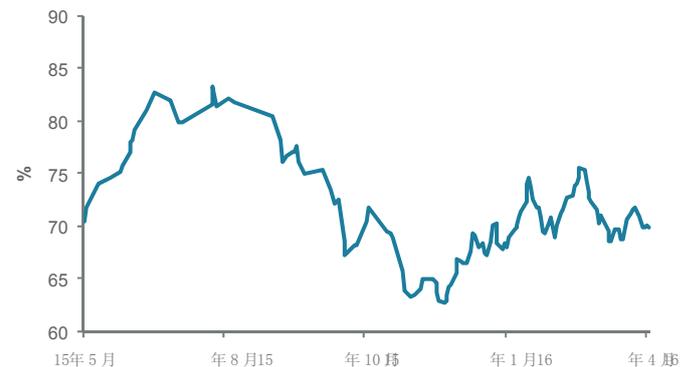
欧元区信贷流量



资料来源：欧洲央行、渣打

博彩市场得出英国留在欧盟的机率为70%

脱欧公投结果机率



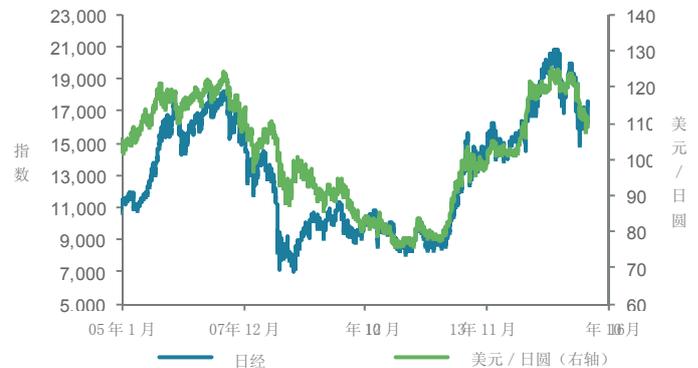
资料来源：Oddschecker、渣打银行

日本：日圆强势不可不防

- 我们对于日本前景继续采取日益谨慎的立场。日本央行在 1 月议息时决定实行负利率政策，我们对此政策失误的后遗症存有顾虑。政策摇摆不定，最大的输家是日本银行股，年初至今下挫了 24%，跌幅远超过日经指数的 10%。
- 日本 2016 年公司盈利预测上升 13%，为明晟世界指数内增长次高的市场（第一位是爱尔兰，增长 28%）。增长虽佳，但不过是拜先前日圆走弱所赐。市场是向前看的，若当前的日圆强势持续，就会有碍 2017 年的盈利增长，而投资者正是着眼于此，而非早已反映在 2015 上半年表现之上的 2016 年数据。
- 日股的估计回报为 14%，是第 14 页所列地区 / 国家中最高的。尽管回报估计甚佳，我们仍然认为应抱谨慎观点，因为在日圆强势下，加上量化宽松以及安倍改革所产生的减损作用，日本盈利存在下调风险。日本盈利近几月已大幅向下修订，我们认为会拖低全年盈利预测。

日股表现与日圆走势息息相关

日经 225 指数与日圆



资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）：中国大陆、台湾仍可看好，印度情况改善

亚洲股市过去一月上升 2%，表现落后于上升 3% 的发达市场。然而，在亚洲区内，中国及香港股市的表现格外突出，同期分别上升 4% 及 5%。

中国维持宽松政策立场，银行信贷由 2 月份的 7,800 亿元人民币上升至 3 月份的 2.3 万亿元人民币。把每月某些波动平整之后，我们注意到“社会融资总额”（衡量信贷总量）按季增加了 40%。这样直接促成房地产及钢铁部门再度通胀，某些省份因而出现建筑施工用的长钢产品供应短缺的情况。

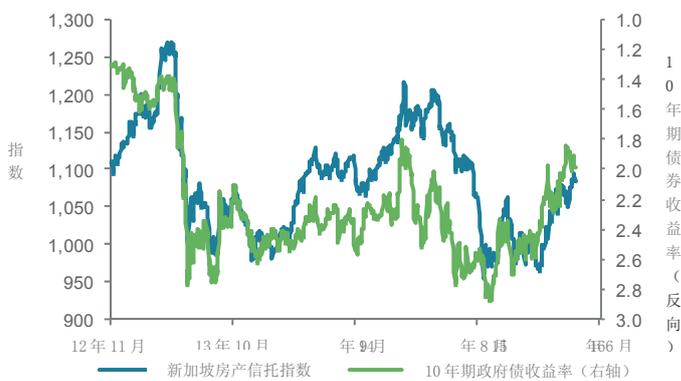
新加坡股市过去一月有 2% 的健康升幅，皆因投资者对房产信托板块兴趣重燃，但尽管如此，新加坡仍是我们在亚洲（日本除外）区内最不偏重的市场。政府债券收益率下降促成对该板块的重估，因为投资者抱持收益率会在较长时间低企的观点。然而，新加坡收益率是跟随美国债券收益率走势的，而我们相信后者可能会上升至 2-2.25% 区间，这是基于我们认为美联储今年会加息一次的核心预测情境。若此预测正确，就意味着房产信托往后数月会有抛压重现。

在大型新兴市场中，印度是我们的首选。最近公布的财政预算案凸显政府会再致力重组不良贷款，并向国有银行注资。此外亦有迹象显示在野的国大党可能有意在现届国会会期内就商物服务税寻求妥协。

在我们的地区 / 国家偏重程度排序中，亚洲继续位列中间，靠近美国，但高于非亚洲新兴市场、英国及日本。在亚洲区内，我们首选明晟台湾及明晟中国成分股。就后者而言，我们偏重于新经济板块，包括科技及消费性服务。将此观点付诸实行的最佳方法之一，是集中投资于明晟中国成分股，而非知名度较高但侧重于金融板块的 H 股指数。

新加坡房产信托随债券收益率下降而上升

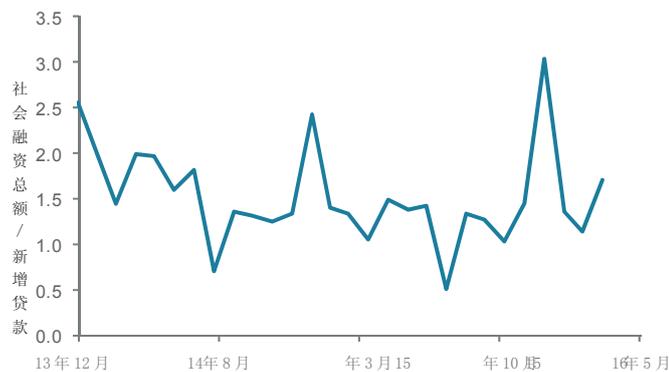
新加坡房产信托与 10 年期债券收益率（反向）



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国 2016 年首季贷款按季激增 40%

社会融资总额 / 新增贷款



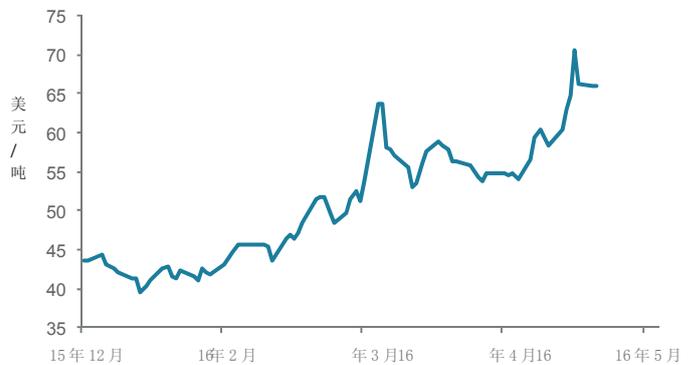
资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲之外的新兴市场：商品价格上升拉抬表现

- 尽管非亚洲新兴市场近期表现稳健，但我们对其态度保持谨慎。此等市场上升，主要是受到商品价格拉抬，当中包括巴西及俄罗斯，两者过去 30 日分别上升 6.5% 及 5%，若以美元计升幅约增加一倍。
- 铁矿石价格过去 30 日上升 12%，年初至今升幅更达 44%。中国在 1 月底开始放宽信贷，铁矿石价格升势随之而展开。然而，中国决策当局最近已开始节制信贷供应，例如暂停准许上海房贷经纪向银行转介房贷申请 30 天。减少信贷供应可抑制房地产活动，对铁矿石价格会构成压力。
- 澳洲最大铁矿石生产商预期价格会因供应增加而下跌，新增供应包括皮尔巴拉地区罗伊希尔铁矿的每年 5,500 万吨。由于铁矿石价格对包括巴西在内的新兴市场有关键影响，我们对非亚洲新兴市场的前景保持谨慎取态。
- 我们对油价的看法趋于积极，相信油价已经见底。对于俄罗斯等依赖石油出口的市场，这是短线的好消息。

铁矿石价格年初至今飙涨

青岛港交付的铁矿石 (62% Fe) 价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

小结

我们对股市前景抱谨慎态度，对其信心过去 30 日进一步下降。在踏进夏季月份之前减少股票配置，可以有效地避开我们指出的三个市场风险：美国货币政策措辞转变、欧洲政治风险增加，以及对中國外汇政策的顾虑升高。近期股市反弹，我们相信是技术性因素所致，而非基本因素使然。这个观点是基于股市 2 月份超卖，而其后的盈利预测未见实质上调。虽然标普 500 公司的首季盈利予人惊喜，但我们注意到按预测仍然收缩 7%，扣除能源业亦倒退 4%。按照我们的 ADAPT 架构，若情况发展有别于我们的核心预测情境，此等观点未尝不可以改变。

我们对重点国家的偏重次序

| | | |
|-----|----------|------------------------|
| 1 号 | 欧元区 | <p>最偏重</p> <p>最不偏重</p> |
| 2 号 | 美国 | |
| 3 号 | 亚洲（日本除外） | |
| 4 号 | 英国 | |
| 5 号 | 日本 | |
| 6 号 | 非亚洲新兴市场 | |

资料来源：渣打银行

商品

- 我们相信商品价格近期的升势已超乎与基本因素相符的程度，所以短线不会轻易增加配置。
- 然而，就 12 个月期而言，我们预期商品价格可保持稳定，甚至略微上升。
- 我们相信近期的油价升势并非反映供求平衡的任何变动。因此，我们抱谨慎态度。

关键因素自2015年底以来的转变

| 因素 | 自 2015 年 12 月以来有何转变 |
|----|------------------------------------------------------|
| 需求 | GDP 增长向下修订，近期的石油需求可能因而减少。黄金需求略比预期为高，而中国数据改善对贱金属有支持作用 |
| 供应 | 石油及金属供应过剩的前景维持不变，但美国产油量下降的步伐加快。伊朗继续增产。库存量保持高企 |
| 情绪 | 商品市场近期炒作气氛显著升温，一反早前过度消极的状态 |
| 美元 | 美元回软对商品整体略有支持 |

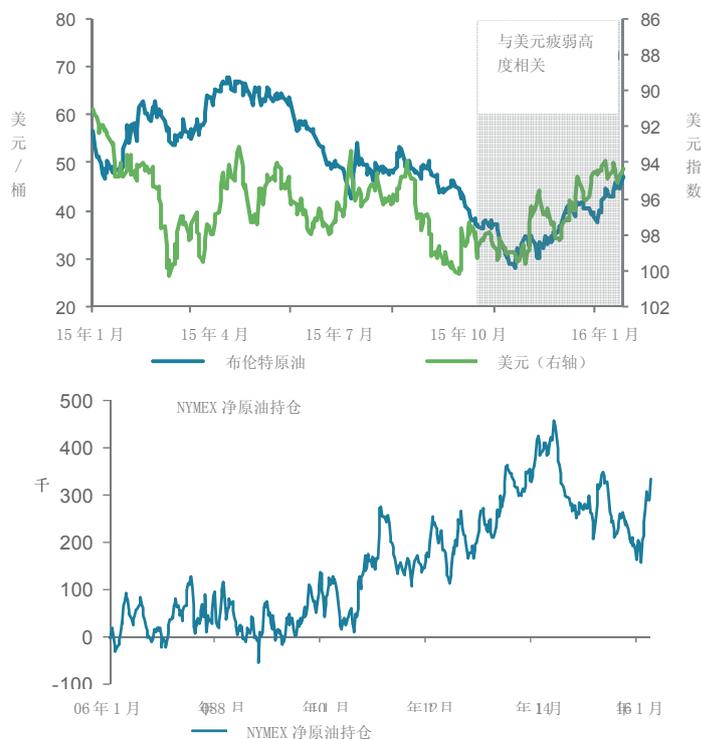
资料来源：彭博终端、渣打银行

石油

- 近期升势可能超乎与基本因素相符的程度。如右图所示，油价近期上升是得力于美元走弱。虽然我们相信油价可能已经见底，但近期升势看来超乎与基本因素相符的程度，可能存在炒作成分。
- 我们仍然预期油市在临近年底时可回复平衡，但目前全球供应的确过剩。尽管如此，油价却持续攀升，最近在多哈举行的限产协议谈判结果令人失望。我们认为油价上升的最大动力可能在于产油国减产。然而，多哈谈判破裂意味着这个希望会落空。因此，就短线而言，我们相信油价下行的风险高于上行，油价回落的可能性不能排除。
- 就长线而言，我们仍然相信油价可走出谷底，因为踏进 2017 年后供求差距可望收窄，以至恢复求过于供的局面。然而，石油库存仍大幅度超出长期高位，必须加以清理之后，油价才能显著上升。我们承认意外停产会对油价构成上行风险，因为不少产油国正处于或接近全力生产状态。

美元走弱以及炒作活动增加促成油价上升

布伦特原油价格与 DXY 指数（反向）



资料来源：彭博终端、渣打银行

黄金

- **金价可能维持窄幅上落格局。**金价与通胀预期是正相关的，与美元则是负相关。虽然我们并不预期美元会全面走强，但我们倾向相信美元短线会稍为上升，对金价产生轻微的利淡影响。
- **另外，金价近期上升之际，炒作仓位亦激增，**可能是因为不少国家实行负利率政策，黄金即使不生息亦不用太计较了。炒作性净持仓量现已达到 2013 年以来最高。
- 然而，由于油价上升，而工资增长亦逐渐加快，至少就美国而言，已有迹象显示通胀预期可能快将见底。
- 衡量上述各项因素之后，我们相信金价短线可能会维持窄幅上落格局，或许倾向轻微下行。

近期金价上升之际，炒作仓位亦增加

金价与非商业期货净持仓



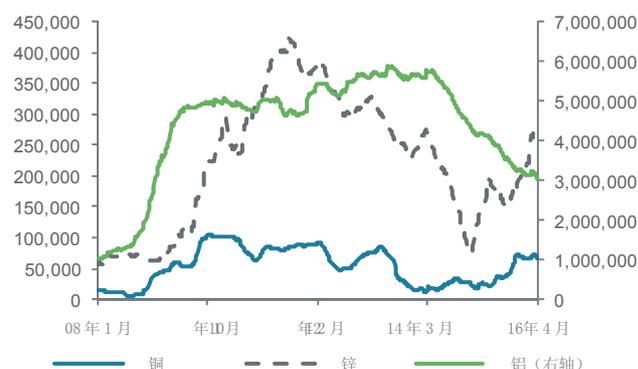
资料来源：彭博终端、渣打银行

工业金属

- **尽管在中国带动下反弹，基本因素仍然欠佳。**中国经济数据近期回升，加上美元走弱，促成工业金属价格过去一月上升。然而，对于是否高追，我们抱谨慎态度。
- **考虑到主要的供求指标，我们认为理应保持谨慎。**除了去年锌减产外，其他金属尚未见有相同情况。另外，除了铝外，其他金属的存货量仍在趋升。
- **若中国数据持续改善，金属需求可能会增加，**但基本因素欠佳，而且存在美元略微走强的风险，因此，我们认为风险回报两平。

工业金属存货大体趋升

铜、锌、铝存货



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略

- 另类策略仍是我们首选的资产类别。虽然近期股市反弹之际其表现欠佳，但波动性上升、市场离散、政策持续分歧等仍是有利因素。夏季将临，我们首选的资产分类是全球宏观策略。
- 若股市在夏季月份显著走弱，股票多/空策略可能会受拖累。

下一棒接力的看来

应是宏观策略

风险偏好回升，意味着股票多/空一类策略表现领先，而宏观策略的气势嘎然而止。另类策略作为资产类别整体过去一月取得回报，因为股票主导的策略随股市反弹而上升。

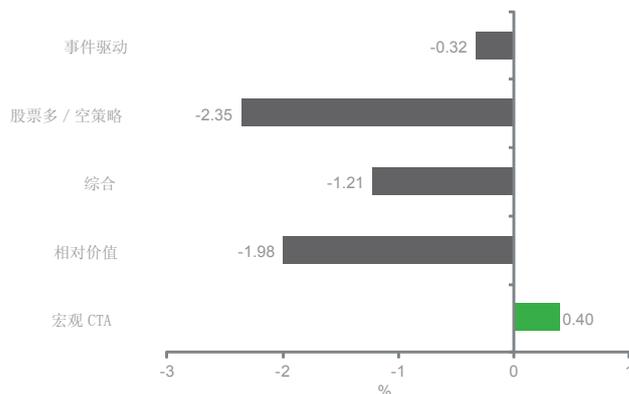
关键动因大致维持不变。波动性降低，与风险资产反弹的走势一致，但我们预计只是短暂现象，因为波动性骤增的情况已变得更为频密。美联储预测的 2016 年加息次数减少，按理应会令全球中央银行间的政策分歧收窄，但美联储与其他主要央行的利率走向分歧依旧，而且美联储的立场有从软转硬迹象。其他关键动因（市场离散、趋势市等）并无变化。

夏季市况波动会增添全球宏观策略的吸引力。我们在上两月都强调过，若股市从技术性超卖水平反弹，另类策略的表现可能会短暂落后。这种情况已成过去。然而，我们相信接著一段时期市场会较为波动，有利于全球宏观策略的表现，就如今年较早时的情况。

股票多/空策略的风险回报组合往往比其他策略吸引得多，因为既可投资于股票，但一般而言波动性却较低。然而，此等策略与股票高度相关，所以在夏季期间有可能取得负回报。

宏观策略今年早段表现领先；今后几月可能再有好表现

HFRX 子策略指数表现（年初至今%）



2015 年 12 月 31 日至 2016 年 4 月 28 日期间。

资料来源：彭博终端、渣打银行

我们对主要子策略的观点

| 子策略 | 我们的观点 |
|---------|---------------------------------|
| 股票多/空策略 | 看好：投资于股票，但波动性可能低于净多头 |
| 相对价值 | 标配：市况波动令机会增加，但流通性可能不足 |
| 事件趋动 | 标配：并购活动有利好作用，但该策略易受大市波动影响 |
| 信用 | 标配：市况波动 / 板块受压有利于信用多/空策略；风险在于违约 |
| 宏观 | 看好：近期市况波动之际表现领先，凸显其分散投资价值 |
| 商品 | 标配：商品价格是风险所在，不过油价若最终回升可能有支持作用 |
| 巨灾债券 | 看淡：2015 年保险理赔低于平均，2016 年情况可能扭转 |

资料来源：渣打银行

外汇市场

- 美元预计会呈横行走势，轻微偏向上行，而欧元会维持在 1.05-1.15 区间内。日圆升幅亦可能有限
- 在现水平不宜高追澳元；印度卢比的表现会领先其他亚洲货币，而新加坡元及人民币则落后

美联储加息幅度有限，可能局限美元升幅。欧元及日圆亦不大可能显著上升，皆因两者的央行持续承受压力，必须维持宽松偏向。英国 6 月公投之前，形势始终不确定，要判断英镑何时见底，我们认为言之尚早。亚洲（日本除外）地区货币欠缺关键基本因素支持，升势不大可能延续。人民币弱势仍是一大顾虑。

短期：指少于 3 个月的时限

中期：指 6-12 个月的时限

美联储动向与中国经济增长是主导货币市场的关键因素

美元：不太热，不太冷

我们预期美元大致上会窄幅上落，不出 2015 年 3 月升势停顿以来的高低位。反弹幅度可能有限，每当下跌都可能引发买意。

我们认为美元中线大升的机会不高，理由有二。首先，美联储的加息步伐应是审慎而渐进的，对于美元强势特别敏感。这方面的主要考虑在于美国金融状况有紧缩之虞。其次，美国相对于其他国家的经济增长优势缩减，削弱了美国资产的吸引力。

同样，我们并不预期美元会大跌。第一，货币政策分歧虽已缩小，但此因素依然存在。美国仍有可能适度加息，而大部分其他央行却较有可能加大刺激措施的力度。第二，由于新兴市场的增长有欠强劲，流向非美元资产的资金可能有限。

美国短期利率仍然受到抑制，所以美元大致上只能窄幅上落

美元指数加权利差与美元指数及 2 年期美国国债收益率（下图）



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元：欧洲央行仍可限制上行空间

我们预期欧元大致上会在 1.05-1.15 区间内上落，从现水平可以有若干跌幅。随着美联储降低加息预测，我们认为货币政策分歧这个主题的影响已经减低。然而，我们相信该主题仍然有效，因为美联储仍有加息打算（正当欧洲央行维持非常宽松的政策之际），只是步伐比先前所预期缓慢。

政治问题可能会导致欧元在夏季期间出现一些波动。首先，短期内有英国脱欧这个风险，虽然我们并不认为其本身是个重要而持久的负面因素。希腊债务谈判可能又再成为关注焦点。西班牙大选亦可能受到密切注视。

我们亦留意到欧元区某些因素对欧元已经变得较为利好。欧元区增长保持强韧（见第 9 页），经常帐盈余进一步增加。除此以外，欧元估值仍相当便宜。

我们预期欧元会窄幅震荡，而仍会偏向下行，可能的催化因素是美国通胀率上升以及美联储态度趋向强硬。

核心欧元区收益率下行空间有限，以致欧元只能窄幅震荡

欧元兑美元汇率与欧元对美元 2 年期利差及 2 年期德国政府债券收益率（下图）



资料来源：彭博终端、渣打银行

日圆：日本央行最后一招

我们并不预期日圆近期上升会发展成中线的持续升势。

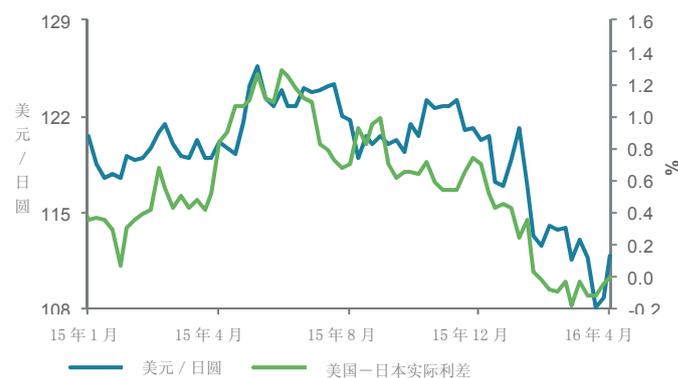
美联储采取渐进的加息步伐，而日本央行进一步放宽政策的风险始终存在，我们认为都是限制日圆走强的主要因素。日圆近期上升的同时，美日实质（扣除通胀）利差下降，原因在于日本通胀预期急挫，不过我们相信在油价回升下，此等情况可能已告一段落。

然而，日本央行若要透过加码量宽以及进一步降低负利率来显著推低日圆，我们认为其能力有限。其中一个可能的理据在于长期基本因素，即汇价大幅偏低以及经常帐盈利庞大，都是利好日圆。因此，要显著推低日圆，就必须采取大刀阔斧而非见步行步的做法。

虽然透过直接干预汇价来推低日圆的可能性始终存在，但央行绝不会轻举妄动，因为过往的干预行动都是为了日圆在有限时间内大幅急跌而作出。

美元兑日圆汇率近期跟随实质利差走势

日本 10 年期实际利差与美元兑日圆汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

英镑：尚未脱出困境

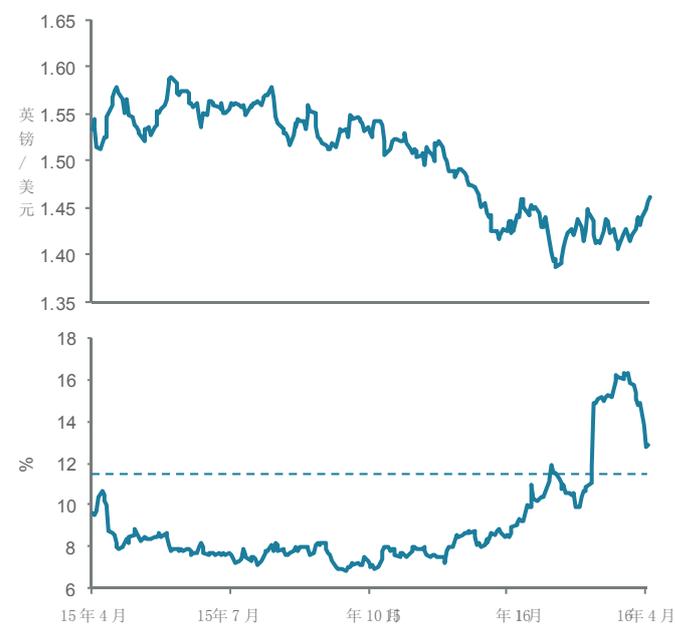
在6月脱欧公投之前，我们预期英镑会保持波动。英镑的短期技术指标近日上升，三个月期波动性下降。

然而，我们认为现在确立走势观点为时尚早。若英国如我们的核心预测一般决定留在欧盟，英镑的反弹可能有限，因为看来市场已在一定程度上消化了这个可能性。一旦公投通过脱欧，英镑短线可能进一步急挫，不过跌势最终也可能扭转。

脱欧风险源于英国破纪录的经常帐赤字，若资金流入枯竭可能难以找到弥补的资金来源。至于其他方面，英国的基本情况则比其他国家好一些。国内制造业及服务行业的表现都略比欧洲及美国为佳。市场对英国利率前景亦未免太悲观，预期至少要过两年英格兰银行才会开始加息，而我们所预期的时间却是今年年底或明年初。英国央行已强调下次利率变动以上调居多，但并未排除在情况需要下降息的可能性。

脱欧忧虑最近应已缓解，英镑回升，波动性降低

英镑兑美元汇率与3月期隐含波动性



资料来源：彭博终端、渣打银行

澳元及新西兰元：澳元可能已见底，重澳元轻新西兰元

我们相信澳元的风险已减低，即使再走弱亦跌不破今年的低位。我们对前景的看法稍趋积极，是基于以下理据。

首先，商品价格可能已走出谷底，除非中国经济增长比预期差得太多。其次，债券收益率相对较高，可能吸引到国际投资者。第三，澳洲国内增长及劳动市场有所改善，央行可能会按兵不动。然而，关键风险在于通胀压力可能持续缓和。

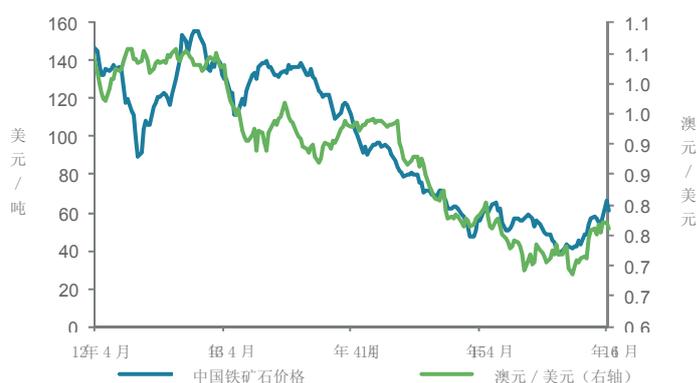
然而，澳元的上行空间可能受制于两个因素。首先，除非中国及新兴市场的增长大幅度加快，否则中期风险可能挥之不去。其次，澳元若持续走强，最终亦可能会促使澳洲央行进一步放宽政策。

新西兰元近期走强，主要是因为高息货币市场气氛改善，以及美元走弱。然而，我们相信风险仍然明显地倾向下行，因为乳品价格保持低落，降息肯定仍在议事日程之内。

基于我们对澳元与新西兰元的分歧观点，我们预期澳元兑新西兰元汇率会进一步上升。

澳元持续跟随可能已见底的铁矿石价格走势

澳元兑美元汇率与中国铁矿石价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）货币：不宜追高

我们相信亚洲货币已渡过最坏的时刻。然而，倘若区内增长前景未见显著改善，我们认为不可能出现显著升势，因为亚洲的中央银行可能会在汇率大升时加以压抑。

与我们的预期相反，人民币兑一篮子货币持续走弱。当局可能是趁美元走弱将人民币篮子汇率引导至较低水平，借以改善国内金融状况。然而，我们仍然认为一次过大幅度贬值的可能性甚微，因为这样可能会产生反效果，亦会损害市场信心。人民币篮子汇率走弱，至少至今为止对美元兑人民币汇率影响轻微，在美元走弱之际其表现大致保持稳定。因此，基于美元有所回升，我们对人民币兑美元汇率保持适度看淡的观点。

新加坡方面，即使金融管理局的政策立场转向标配，坡元亦未见走弱，而金管局过往只会在衰退期间如此改变立场。我们相信这主要是美元同时间走弱所致。只要亚洲货币持续走强，坡元兑美元就可能持续上升。然而，我们现在认为美元兑亚洲货币的弱势可能已到极限。坡元处于名义有效汇率政策区间的上半部分，可见相对于其他货币坡元仍然太强。我们预期坡元兑美元会从现水平适度走弱。

在区内货币中，我们最看好的是印度卢比。经过近期改革以及加大政策放宽力度之后，乐观情绪重现，对汇率可产生支持作用。至于马来西亚元，我们相信大部分利好因素已反映在汇价之上，所以预计其走势会是窄幅上落居多。然而，我们仍然预期马来西亚林吉特表现胜过新加坡元。

对于印度卢比，我们相信近期弱势可说已成过去，预计美元兑印度卢比大致会上窄幅上落。我们相信印度央行对于降息会保持谨慎，同时致力累积外汇储备，所以印度卢比的上行空间必然会受到限制。

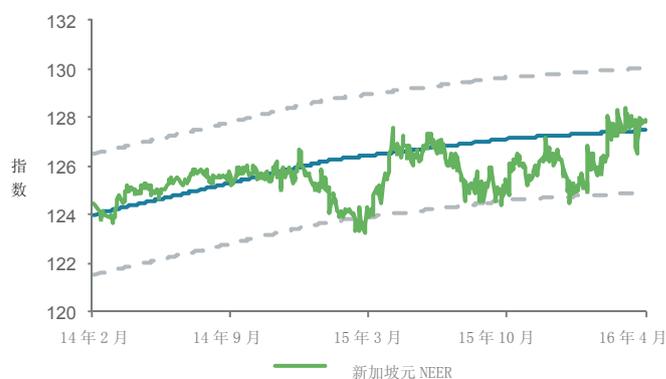
即使美元兑人民币保持稳定，人民币兑货币篮子仍然走弱

CFETS 人民币指数货币篮子与美元兑人民币汇率



新加坡元近期紧贴美元的广泛弱势；货币政策对其影响不大

美元广义贸易加权指数与美元兑坡元汇率及坡元 NEER 政策区间（渣打估计）



免责声明

本文件并非研究材料，未按有关促进投资研究独立性的法律要求进行编制，不受制于任何有关在发布投资研究报告前叙作交易的禁止性规定。

本文件不代表渣打银行的任何部门，特别是其全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853 年英皇制造》（编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司总部位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V5DD）。渣打银行由审慎监管局（Prudential Regulation Authority）授权并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局的监管。

在迪拜国际金融中心（DIFC），由渣打 DIFC（Standard Chartered Bank DIFC）代表产品和/或发行人分发所附材料。渣打 DIFC 由迪拜金融管理局（DFSA）监管并获授权向符合迪拜金融管理局有关资格标准的专业客户提供金融产品及服务，但迪拜国际金融中心或其它司法管辖区内零售客户一般可享受的保障及赔偿权利不会提供给迪拜国际金融中心内的专业客户。

渣打银行各分支机构、子公司及关联企业（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求，在全球范围内开展银行业务。在有任何渣打银行所属实体存在的司法管辖区内，本文件由当地的渣打银行所属实体分发，并归属其所有。由本文件引发或与本文件有关的任何事宜，任何司法管辖区内的收件人均应联络当地的渣打银行所属实体了解详情。渣打银行某些分支机构、子公司及关联企业可能只提供部分产品和服务。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其它金融工具订立任何交易或采用任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或建议。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或群体的具体投资目标、财务状况、特定需求等，亦非专为任何特定人士或群体编制。

观点、预测和估计仅为渣打银行编制本文件时的意见，可能不经通知而随时变更。过往业绩并不代表未来表现，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件中对于利率、汇率或价格的未来走势或者未来可能出现的事件或情形的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际走势或者未来实际发生的事件或情形（视情况而定）。

本文件没有也不会任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管机关根据任何法规认可。渣打银行不以明示、暗示、法定等任何形式针对，包括但不限于，本文件的准确性或其中包含或提及的任何信息的完整性作出陈述或保证。

本文件分发时已明示，尽管其所含信息据信可靠，但并未经我行独立核实。如果您因使用本文件而直接或间接地导致损失或损害（包括特殊、偶然或必然的损失或损害），渣打银行不接受也不承担任何责任，不论该等损失或损害如何产生，包括但不限于，本文件及其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、故障、过失或误差，或者本文件的全部或部分或其中任何内容无效所引发的任何直接或间接损失、损害或支出。

渣打银行和/或关联企业可在任何时间，在适用法律和/或法规许可的范围内，买卖本文件涉及的任何证券、货币或金融工具，在该等证券或相关投资中拥有重大利益，担当该等投资的唯一做市商，或者向该等投资的发行人提供或已提供咨询、投资银行或其它服务。因此，渣打银行及其关联企业和/或子公司可能有利益上的冲突，从而影响本文件的客观性。

未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其它方式提供其它任何人。

版权声明：渣打银行 2016。本文件包含的所有材料、文本、文章和信息的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行授权签字人允许后方可复制。

特此认可第三方资料的版权及第三方在该版权项下的权利。其它不属于第三方拥有的数据及相关数据汇编的版权应始终归属渣打银行所有。未经渣打银行授权签字人书面同意，除代表渣打银行用于商业用途外，不得复制或传播。版权所有©渣打银行 2016。

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。