

全球市场展望

2016年10月



债息寻顶？

全球股票再度升近 12 个月高位；我们保持审慎。市场忧虑货币政策趋紧会推升政府债券收益率，股市因而走弱，但过去一星期已几乎收复所有失地。

展望前景，我们认为全球股市存在颇大的短期风险，如美国总统选举、美国加息预期、意大利政局不确定等。然而，由于基金经理们采取极端部署（现金比重偏高而股票则偏低），股市持续上升的可能性不能排除。

债券收益率不大可能从现水平显著上升。我们相信只要债券收益率上升，中央银行仍会加以抑制。美联储按兵不动，至少目前是如此。日本央行明确地将 10 年期政府债券收益率目标定于 0% 左右，而欧洲央行可能亦会步其后尘。因此，我们预期利率上升步伐会非常缓慢，所以可放心继续偏重于多资产收益投资。

平衡投资是理所当然。我们可能已进入美国经济周期的后段，而近年来 9-10 月的市场情况总会显著走弱。投资者应对各主要资产类别维持平衡的配置。然而，我们相信重要的是必须辅以多资产全球宏观策略，因为全球经济周期骤然转差的风险正逐渐升高。

目录

	1	
提要		
债息寻顶? 01		
	2	策略
		投资策略 03
	3	
观点		资产类别
对于客户重点问题的观点 06		债券 11
宏观概况 08		股票 14
	4	商品 18
		另类策略 20
		外汇 21
		多资产 24
	5	
表现回顾		
市场表现概要 27		
事件日历 29		
团队 30		
	6	免责声明 31

投资策略

A

先进经济体各处于经济周期的不同阶段。美国扩张已届成熟，但消费支出可推动 2016 年增长

D

发达市场通缩压力减退，原因是劳动市场渐趋紧张以及油价见底

A

亚洲及新兴市场仍然依赖中国，而中国经济正朝向以消费带动增长转型。油价亦是关键因素

P

中央银行政策仍倾向支撑增长，只有美联储倾向紧缩

T

过渡至后期周期可能会导致波动升高

应对收益挑战

- 由于忧虑美联储加息，加上日本央行刻意推高长期收益率，各主要地区的 10 年期债券收益率过去一月普遍上升。此情况利淡股市，因为这两个资产类别的相关性正在上升。
- 美联储决定目前维持利率不变，收益率升势随之而停顿，对股市有短线支持作用。然而，我们认为利用某些方法可保近期收益不失（例如透过多资产宏观策略或黄金），正如采取日益近似杠铃式的方法。
- 长线而言，我们相信得过且过的环境若延续下去，决策当局也会维持支撑经济的立场——若然应有利于多资产收益策略。

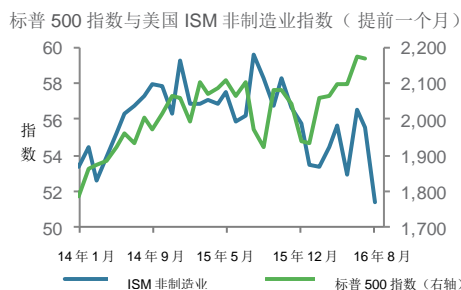
财政政策可能有助改善前景

我们上月断定最有可能出现的情境是得过且过，但出现下行情境的风险比往常高得多。我们这个观点并未因过去一月的情况发展而有所改变。

这方面有两项发展值得留意。第一是美国总统选举将至，以及日本经济增长再陷困局，两者导致一个问题再度浮出水面：是否应该同时亦增加财政支出来支撑增长。我们相信这个情况暂时不会出现，但在美国及日本出现的可能性相当高。出现较有利情境的机率可能会因此而增加。

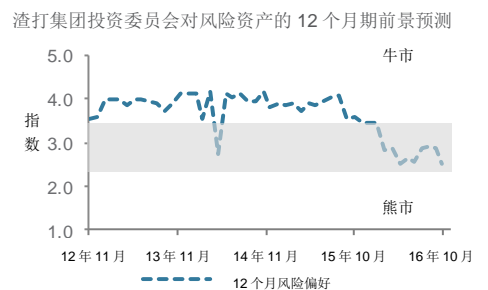
第二是经济周期可以为时多久的争议仍然激烈。从经济及公司数据可见，美国在今后 12 个月陷入经济衰退的机率正拾级上升（例如下图所示的 ISM 指数）。然而，关键在于决策当局是否有能力尽量避过经济衰退——这对于做投资决定至关重要，因为若然便可继续采取平衡的投资方法（即既持有防守性的资产类别，又确保风险资产有足够的配置）。

图 1：近期经济数据反映股市存在下行风险



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 2：我们对于风险资产的长期前景保持相对审慎



资料来源：渣打银行

投资策略

维持偏重于新兴市场及收益策略

上述背景有利于我们维持既定的长期投资主题。我们相信今日有两个主题是尤其突出的。

首先，决策当局可能会维持支撑增长的立场。尽管收益率短线上升，但从美联储及日本央行近期的言论及预测看来，我们更有信心普遍低息的环境会维持不变，直接有利于多资产收益策略。

其次，我们继续向新兴市场转移。近期的经济、商品及盈利趋势令我们可以怀着信心进行选择投资。股票方面，我们会聚焦于亚洲（日本除外），因为其盈利修订较诸其他地区以商品主导的市场有更大的上行空间。我们仍然认为新兴市场的美元政府债券有最佳的风险回报组合。

巨灾险策略短线具吸引力

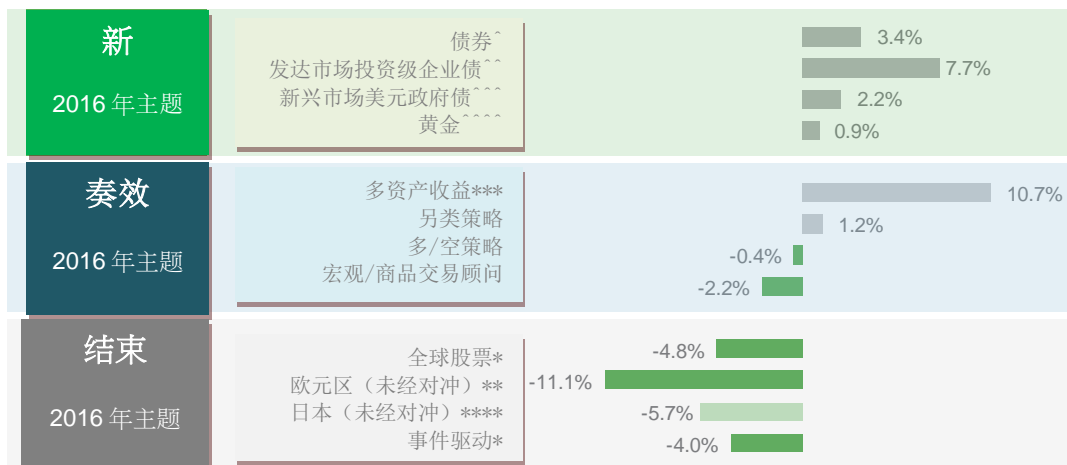
尽管我们对长期前景的观点维持不变，但股票与债券的高度相关性（市场对短期数据超高敏感所致）及其对美联储的影响令我们对短线前景存有忧虑。以往在此情况下，股市总是较易受到收益率上升打击，短线跌市往往更形恶化。

然而，除了甚为个别的方面之外，我们认为以巨灾险策略来应对短线风险胜过只是按兵不动。考虑到某些关键因素—基金经理坐拥大量现金以及缺少极端的仓位部署—全球股票急挫（10%或以上）的可能性绝不大。虽然在市场情况波动普遍较低的情况下，巨灾险策略至今尚未见得必要，但若减持多头就有可能要在较高价位才可再入市，付出的代价远高于利用巨灾险策略（例如透过多资产宏观策略或黄金）。

图 3: 收益主题再领风骚

A.D.A.P.T.自《2016 年展望》发表以来的表现***

《2016 年期间主题》所包含的资产分类，所属总资产类别的配置为超配或标配，资产分类的配置为超配



* 2016 年 2 月 25 日结束

**2016 年 2 月 25 日起解除外汇对冲。主题于 2016 年 6 月 27 日结束。

***2015 年 12 月 11 日至 2016 年 9 月 22 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，并于 2016 年 3 月 28 日《全球市场展望》修订；

****于 2016 年 3 月 25 日结束

[^]2016 年 5 月 25 日至 2016 年 9 月 22 日回报；^{^^}2016 年 2 月 25 日至 2016 年 9 月 22 日回报；^{^^^}2016 年 7 月 21 日至 2016 年 9 月 22 日回报

^{^^^^}2016 年 7 月 27 日至 2016 年 9 月 22 日回报；

资料来源：彭博终端、渣打银行

投资策略

图 4：我们对战术性资产配置的观点（12 个月期）美元

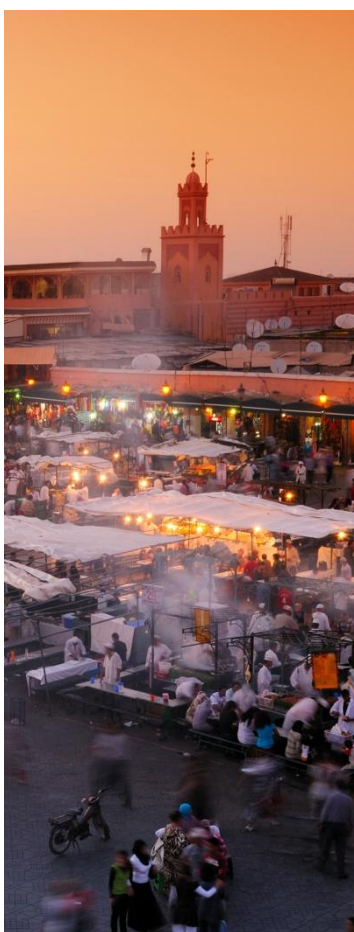
资产类别	资产分类	相对前景	理据
 多资产策略	多资产收益	↑	政策利率低、低 / 负收益仍具支持作用
	多资产宏观	↑	一旦收益急升或者周期终结可发挥保险作用
 股票	美国	↔	盈利可望有增长；估值不便宜；美国大选是风险所在
	欧元区	↔	盈利能见度欠佳；估值合理；英国脱欧的影响是顾虑所在
	英国	↔	英国脱欧公投令盈利前景蒙上阴影；估值高；英镑走弱有利好作用
	日本	↓	估值不算昂贵；出现极端情况（升或跌）的风险颇高
	亚洲（日本除外）	↑	盈利 / 派息上升有利好作用；估值合理；资金流动有利
	亚洲以外新兴市场	↔	商品价格对盈利影响关键；估值高；资金流动有利
 债券	发达市场政府	↓	收益低；估值高；美联储政策及通胀是风险所在
	新兴市场政府（美元）	↑	收益吸引；估值不算昂贵；资金流动有利
	发达市场投资级公司	↑	收益合理；估值公允；投资于投资级债券的首选途径
	发达市场高收益公司	↔	估值充分；美国信贷标准收紧、信贷质量是风险所在
	亚洲公司	↔	收益合理；估值公允；供求形势有利；首选投资级
	新兴市场（本地货币）	↔	收益合理；汇率风险减低；倾向选择性持有
 货币	美元	↔	利率息差趋于稳定；关键仍在于利率前景
	欧元	↔	利率息差趋于稳定；美联储可能是关键因素
	日元	↔	出现极端情况的风险高；日本央行的举措是关键所在
	英镑	↓	利率息差因英国央行减息而下降；经常帐、政治压力是风险所在
	澳元	↔	利率溢价减低；中国经济趋稳有利好作用；但金属价格是风险所在
	亚洲（日本除外）	↔	对 G3 货币存在利率溢价；中央银行举措可能限制升幅

图例： ↑ 增持 ↔ 中性 ↓ 减持

资料来源：渣打银行

观点

关于客户的重点问题



Q 美联储及日本央行新近的公布有何意义？

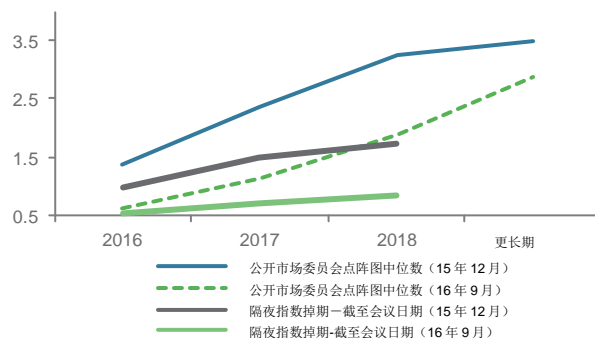
A 我们认为，在失业率下降以及通胀温和的情况下，美联储仍是设法渐进地收紧金融环境，以免造成市场情况波动。

在 2014 年，收紧的方式主要是推升美元。到了今年，由于美元及公司借贷成本都下降，环境已变得较为宽松。因此，为了抵销货币环境的松动，美联储有可能在 12 月加息。然而，我们预期美联储只会渐进地收紧政策，因为除了消费开支外，经济回升整体上仍然乏力。

至于日本央行，我们相信新近的放宽措施（见第 10 页）不大可能对日本的前景有太大影响。虽然日本央行或许有能力促进增长及通胀，但就目前而言，要推行力度足够的政策，政治阻力未免太大。我们已将日本股票的评级下调至减持，并继续留心是否会对美国及欧洲债券市场造成连锁效应，因为市场着意的是日本央行的政策转变会否对其他市场产生外溢影响。

图 5：美联储继续下调利率预测

美国美联储的利率预测与市场预期随时间的转变



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 投资者应否忧虑通胀上升？

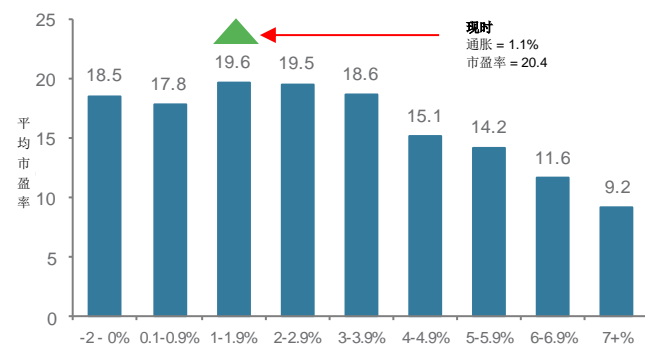
A 这要视乎通胀上升多少而定。就结构层面而言，通胀上升是利好因素，因为全球的高度债务水平会因此而减低。然而，倘若通胀迅速上升，也会对资产市场造成冲击。从债市的角度看，若关注焦点从通缩忧虑转移到通胀压力持续上升，就可能对债券收益率产生上升压力。此外，如下页的图表所示，每当通胀率显著升越 3-4% 时，股票估值一般都会下跌。

但话虽如此，虽然美国通胀压力温和上升，我们并不相信其升势会显著加剧。这样，即使债市下跌，跌幅都应有限，只要美联储继续倾向渐进地紧缩政策即可（见第 8 页）。由此可见，通胀不大可能会导致股市大跌，因为通胀预期仍然稳处于低水平。

汇市方面，我们预期美元直至年底大致上都会保持区间波动（波动区间见第21-23），因为货币政策分歧可能不会太大。

图6：通胀微升有利，但上升过甚就会损及股市

标普500指数在不同通胀环境下的平均历史市盈率(1990-2016)



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 谁会赢得美国总统选举？对金融市场有何影响？

A 过去一月，特朗普在选前民调大幅度追近希拉里。预测胜负谁属并不容易，毕竟还有六个星期才到选举日。下一个注意焦点是候选人辩论（9月26日展开）。

当然，重要的非仅总统宝座而已，还有国会参、众两院议席。若三者尽归一党，竞选时许下的承诺兑现的机会就会增加。市场预期出现分立国会的机率是44%。

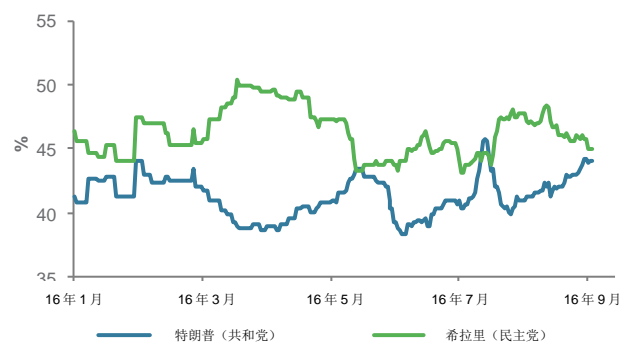
假设民主党完胜，有理由相信会对股市较为利淡，因为没有共和党主导的众议院制衡，希拉里可能会采取较为疏离美国企业的立场。

反过来说，若特朗普获胜，对石油及银行业就可能较为宽容，也许多少可抵销他具有对抗性的移民及贸易政策的影响，虽说他的政策框架可能会推升债券收益率。

我们的核心预测情境仍然是参、众两院分立，若然应可冲淡选举结果的较长期影响。

图7：美国总统选举战情拉紧

全国性总统选举民调所得的两候选人支持度



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 你们是否预期过去一月的市场情况波动加剧的情况会持续下去？

A 现在显然有多个因素可导致今后数周的市场情况走弱。当中包括美国加息预期升温、美国政局不确定以及意大利公

投。因此，我们的核心预测情境是风险资产会短线走弱。

有两个因素可能促成股市在第四季走强。第一，据最近一项调查所得，基金经理们持有比重最大的是现金，而持有比重次低的则是股票。如此极端的部署，往往会导致股市短线急升。

第二，经过9-10月的季节性走弱之后，股市在11-1月期间通常会止跌回升。但话虽如此，过去12个月的股市走势与一般的季节性格局不尽相符。

基于以上所述，我们会 1) 维持相当大的股票配置，以防并未如预期般回落；2) 每当市场情况走弱 / 波动加剧时伺机从中获利，尤其是在我们所偏重的亚洲（日本除外）及美国股市。

请参阅第3-5页的主要资产类别观点概要。

宏观概况

财政宽松露苗头

- **增长**方面，亚洲及英国予人惊喜。随着中国趋稳，亚洲可能会带来更多惊喜。美国及欧元区近期增长转弱。
- **通胀**维持全球性低落状况，但美国通胀可能会因劳动市场持续紧缩而上升。欧元区及日本仍然面对通胀下降的挑战。
- **政策**：美联储可能在 12 月加息，然后在 2017 年维持渐进的加息步伐。欧元区及日本可能会进一步放宽政策。然而，货币政策的局限日益增加，意味着财政宽松的优先将会提升。两名美国总统候选人的《待办》清单赫然都有财政宽松一项。

勉力前进，但须当心前面的风险

英国脱欧公投过后，全球增长表现参差，亚洲及英国予人惊喜，美国及欧元区则较为逊色。在此形势下，美国大选以及意大利公投愈发显得重要。

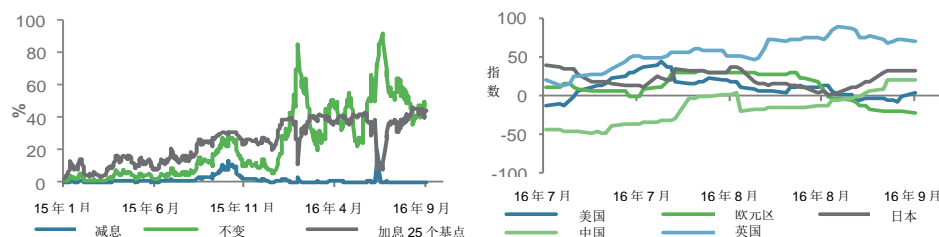
我们留心美国通胀有否温和上升，原因是其就业市场持续紧缩。全球其他地方的通胀保持低落，尤以欧洲及日本为甚，对决策当局构成压力，必须为提振经济另辟蹊径。

基于此，我们认为有以下的政策启示：

- 美联储会在 12 月加息；财政宽松可抵销货币紧缩的影响
- 欧洲央行及英国央行会因应数据转弱而进一步放宽政策
- 日本会出台更多财政宽松措施以补货币刺激之不足

图 8：市场对美联储 12 月加息的预期近数周升温，不过美国数据仍然乏善可陈

美联储到 12 月时加息 / 减息 / 维持利率不变的机率，基于联邦基金期货价格；%；美国、英国、欧元区、日本及中国的经济惊奇指数



资料来源：花旗集团、彭博终端、渣打银行

美联储可能保持审慎

欧洲央行及英国央行会进一步放宽政策；日本需要加大财政及货币放宽力度

中国可能维持定向政策放宽

对投资者的意义



宏观概况

美联储为 12 月加息创造条件

美国经济数据近期转弱，制造业再度收缩，服务业商业信心下降至 2010 年以来最低水平。在经济所占分量高于三分之二的消费亦见放缓。快将公布的就业市场数据将会受到密切注视，看是否有转弱迹象，因为近年的消费始终是由蓬勃的就业市道带动。

在数据转弱以及通胀仍然低落的情况下，美联储决策官员对于是否有必要加息看来存有分歧。从最新的政策评论可见，大多数决策官员预期今年会加息一次，可能是在 12 月。我们虽表同意，但认为快将举行的美国总统选举与转弱的数据一样，都是重大风险。不过两名候选人都赞成增强财政刺激，对中期增长可能有支持作用。

欧洲央行在低通胀下可能进一步放宽政策

欧元区近期经济表现逊色，制造业及服务业商业信心都转软。虽然在历来最低息的环境下，对公司及家庭的贷款持续加快增长，但工业生产不前，德国尤其明显。

欧洲央行在其最新的政策评论中提及贷款回升，但并未公布会延长现行的买债计划，而计划将于 2017 年 3 月结束。我们预期政策会进一步放宽，因为通胀虽已从负水平回升，但仍然显著低于欧洲央行的 2% 目标。

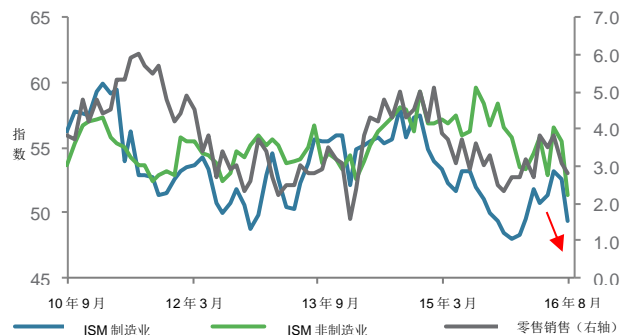
英国央行可能因经济回升乏力而放宽政策

英国制造业及服务业信心指标在 8 月份大幅反弹，而消费及就业保持坚稳，进一步显示尽管 6 月公投出乎意料地通过脱欧，英国经济大致上仍保持强韧。

我们预期第四季经济会转弱，因为夏季刺激消费的效应会减退。虽然弱英镑有助出口，但脱欧谈判所引发的不确定性可能会持续压抑商业投资，英国央行可能须维持现时的宽松政策立场。

图 9：美国制造业及服务业数据近期转差，消费亦见放缓

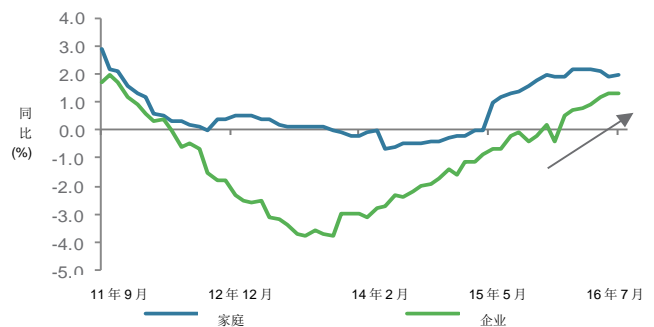
美国 ISM 制造业及非制造业指数；核心零售销售（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 10：欧元区公司及家庭贷款状况持续改善，皆因利率处于历史低位

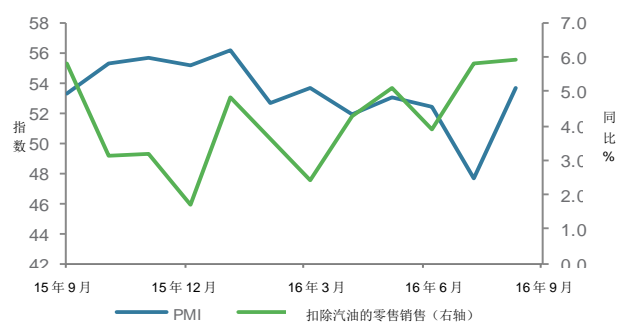
欧元区对非金融类公司及家庭的贷款（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 11：英国商业信心反弹，脱欧公投后消费连续第二月保持强韧

英国综合 PMI；扣除汽油的零售销售（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概况

日本央行可能会加大放宽力度以提振通胀

日本商业信心保持不振，因为强日元可能不利出口及企业投资前景。此外，尽管近年政策放宽，但通胀始终处于历来低水平附近。

日本央行经修订的政策是着重于把长期债券收益率承托在现水平附近（同时令短期收益率维持在低位），可能有助提升银行及保险业的盈利水平（受制于负利率）。央行致力扩充其货币基础，直至通胀率稳处于 2% 的目标水平以上为止，因此今后数月有可能进一步放宽政策。

中国的财政刺激有助经济回升

中国的财政及信贷刺激持续对经济产生稳定作用。房地产业是主要的动力来源之一，皆因受惠于政府放宽规限。然而，今年房价及房贷激增，令人对房地产业中期的财务稳定性增添了顾虑。

我们相信当局会在今后数月调整货币及财政政策的刺激力度，从而令 2016 年增长维持在 6.5-7.0% 范围内。从近期言论可见，决策当局对经济稳定存有顾虑，所以有可能在第四季撤除若干信贷杠杆，以抑制急升的房价。然而，由于中共下一届代表大会将于明年底举行，中国政界多不赞成通过政策达致消极的经济震荡。

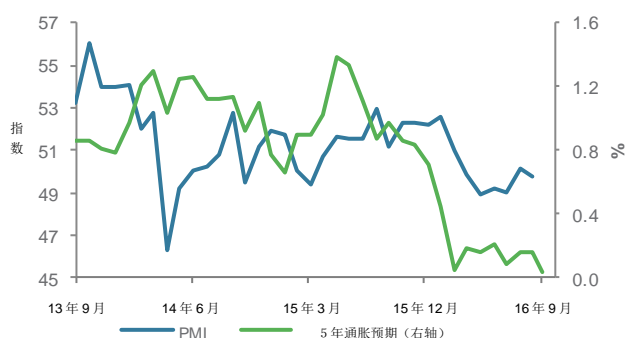
亚洲出口见底；造就减息空间

亚洲出口自 2015 年开始收缩，现已有脱困迹象。中国经济趋稳以及科技产品需求好转都是原因之一，从韩国及台湾的出口回升就可见一斑——两者都是最依赖此二市场的亚洲出口地。

由于亚洲通胀仍然低落（在不少市场低于政策利率），我们相信区内几家中央银行有进一步减息的空间——主要是印尼、印度、泰国、马来西亚及韩国的央行。印度通胀最近下降，再度触发了当地的减息预期。

图 12：日本商业信心指标保持不振，而通胀预期则创历史新低

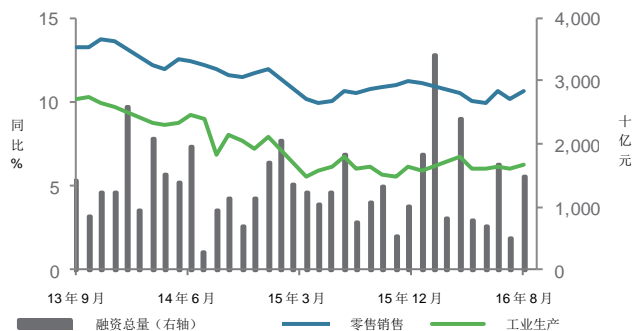
日本的 PMI；2012 年起的市场隐含五年期通胀预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 13：中国消费保持坚挺，工业产值近期亦回稳，正值今年的贷款量在房地产业推动下回升之际

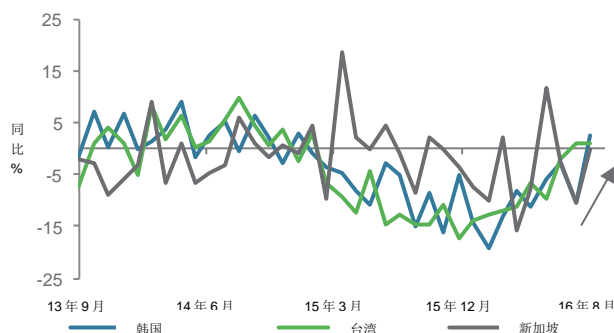
中国的融资总量（10 亿元人民币）；工业生产（同比%）；零售销售（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 14：亚洲出口扭转长期颓势，呈回稳迹象

韩国、台湾及新加坡的出口（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

趁机平衡调整

- 债券仍是我们首选的资产类别。上月收益率反弹，提供了一个对债券配置进行平衡调整的机会。投资者可趁此机会增持我们在债券中偏重的环节。
- 新兴市场美元政府债券仍是我们看好的资产分类，也是我们投资于新兴市场的首选途径。
- 我们继续看好美国投资级公司债券，并相信近期收益率上升正好为投资者造就一个增持机会。
- 我们继续以亚洲公司债券、新兴市场本地货币政府债券以及发达市场高收益债券作为核心持仓，不过我们对最后一个资产分类的信念已稍微降低。

图 15: 我们看好的债券类别

债券资产类别	偏好度	收益	价值	外汇
新兴市场美元政府债券	偏重	●	●	●
发达市场投资级公司债券	偏重 (美国多于欧洲)	●	●	●
亚洲美元公司债券	核心持有	●	●	●
新兴市场本地货币政府债券	核心持有	●	●	●
发达市场高收益公司债券	核心持有 (美国多于欧洲)	●	●	●
投资级政府债券	最不偏重	●	●	●

交通灯号代表该因素对每一资产类别属正面、中性还是负面。
资料来源：渣打银行

政府债券 – 发达市场

过去一月 G3 政府债券收益率反弹，尤以美国国债为甚，证明我们对之采取审慎立场是适当的。近几年来，我们一直强调当前绝对收益率太低，缓冲空间甚小，只要收益率稍微上升，就可以令投资者蒙受负回报。

经过近期收益率反弹后，我们相信 10 年期美国国债收益率在今年余下时间只会窄幅波动。主要风险在于通胀预期出乎意料地急升，或者新任美国总统大力推动财政刺激。

除了低息外，信贷周期的长短亦言人人殊，令投资者无所适从。以往，投资于高等级政府债券是对冲衰退风险的方法之一。在今日的低息环境下，我们倾向透过投资级公司债券建立高等级债券配置。总的说来，我们仍然倾向把美元计价政府债券的久期组合维持在 5-7 年。

我们看好新兴市场美元政府债券及美国投资级公司债券

高收益仍是核心持仓，但至今升幅已颇大，宜审慎处之

透过美元计价债券投资于新兴市场

对投资者的意义



债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

政府债券 – 新兴市场美元政府债券

新兴市场美元政府债券仍是我们特别看好的其中一环。我们所以保持乐观，是因为各种利好因素仍然存在，如发达市场货币政策宽松、美元窄幅波动、商品价格前景看好等。然而，虽然此类债券的当前收益率仍处于 5.1% 左右的可观水平，但经过近期价格上升后，估值吸引力正逐渐减低。

图 16: 新兴市场美元政府债券不再便宜

新兴市场 美元 政府债券息差

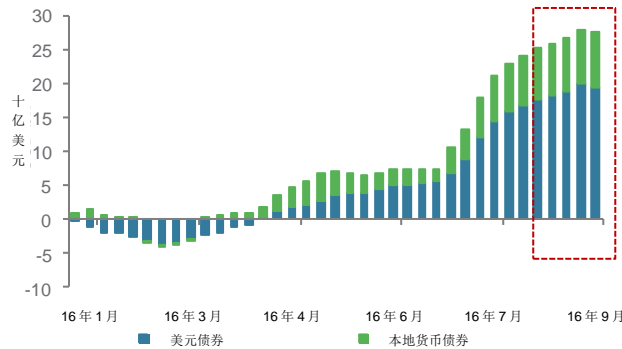


资料来源: 彭博终端、渣打银行

另外，过去数周流入新兴市场债券的投资资金停滞不前。我们正在密切注视，因为一旦流入转为流出，就会对新兴市场美元政府债券形成阻力。今后六个月的主要风险仍然在于商品价格急挫以及美联储的政策立场紧缩得超乎预期。

图 17: 新兴市场债券资金流入暂见停歇

新兴市场美元及本地货币政府债券的累积资金流入



资料来源: EPFR、渣打银行

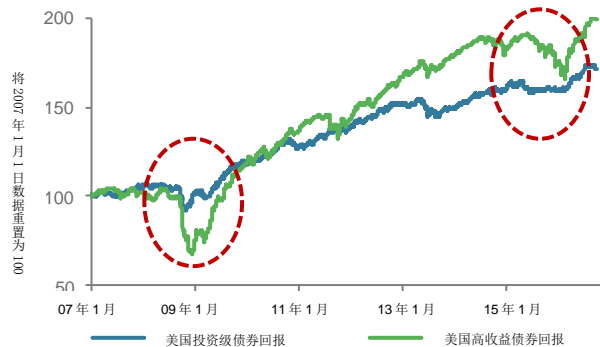
公司债券 – 发达市场投资级公司债券

如前页所述，我们选择透过投资级公司债券建立高等级债券配置，而在此类债券当中，美国投资级公司债券仍是我们的首选。

正如我们在上一期周刊所强调，我们相信近期收益率上升可能正好为长线投资者造就一个理想的入市点。虽然收益率仍然比年初时低，但随着经济周期渐近尾声，我们相信投资级公司债券的重要性亦相应增加。过去十年，投资级债券的回报一直低于高收益债券，但在受压期间从高位回落的幅度却低得多。

图 18: 美国投资级公司债券在受压期间从高位回落的幅度较低

美国投资级与美国高收益公司债券的累积回报比较



资料来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

公司债券 – 发达市场高收益公司债券

过去一月，我们对全球高收益债券的取态转趋审慎，但却仍然以之为核心持仓之一，皆因其当前收益率达 6.1% 之高，毕竟我们正处于一个持续低增长又低息的环境之中。此外亦有某些迹象显示美国高收益公司债券违约率的上升步伐正在放缓。

然而，由于基本因素转弱、公司盈利水平下降以及贷款标准收紧，今后 3-6 个月出现调整的风险正在增加，尤其是考虑到至今已颇有升幅。

债券



债券



股票



商品



另类策略



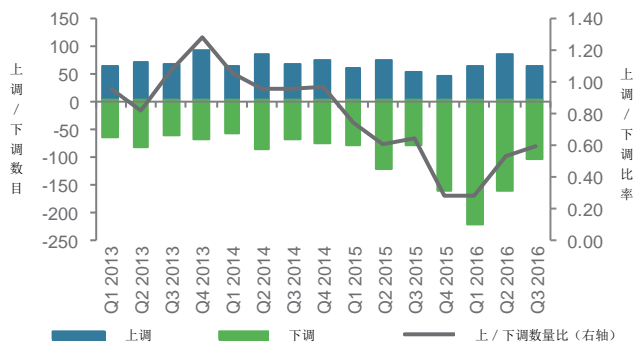
外汇市场



多资产

图 19: 评级下调数目超过上调

标普美国高收益评级上调与下调数目



资料来源: 标普、彭博终端、渣打银行

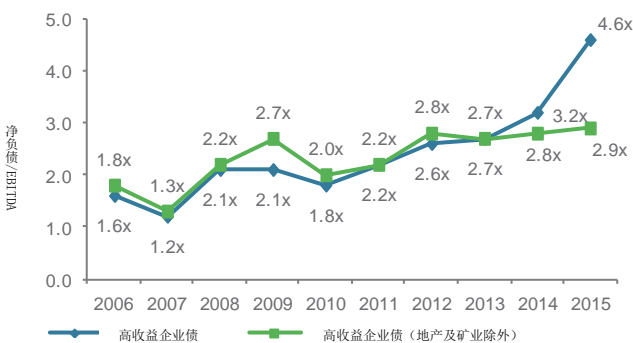
公司债券 – 亚洲信用债

尽管上月回报略呈负数，但亚洲公司债券又一次成为较具韧力的债券资产类别之一。然而，对于在亚洲信用债占近半分量的中国公司债券，我们的选择性正日益增加。在增长下降之际，债务水平却持续上升，形势甚具挑战性。

我们承认，在求过于供的情况下，亚洲信用债的估值在一段时期内仍可能会受到支持。我们相信，为谨慎起见，应该偏重投资级信用债多于高收益信用债。

图 20: 亚洲信用债杠杆度上升，尤以地产类及矿业类为甚

亚洲高收益信用债的净负债 / EBITDA



资料来源: 摩根大通、渣打银行

新兴市场本地货币债券

新兴市场本地货币政府债券过去一月的表现大致持平。尽管如此，我们仍然略微偏向透过美元计价的政府债券来投资于新兴市场，因为不仅其经风险调整回报更佳，经汇率调整收益率亦高于本地货币政府债券。

图 21: 本地货币债券的收益率对大部分本地投资者具吸引力

国家	现时 10 年期 收益率	货币 观点*	投资资金 流量**
印尼	6.91%	●	●
印度	6.85%	●	●
马来西亚	3.56%	●	●
菲律宾	3.36%	●	●
韩国	1.58%	●	●
泰国	2.22%	●	●

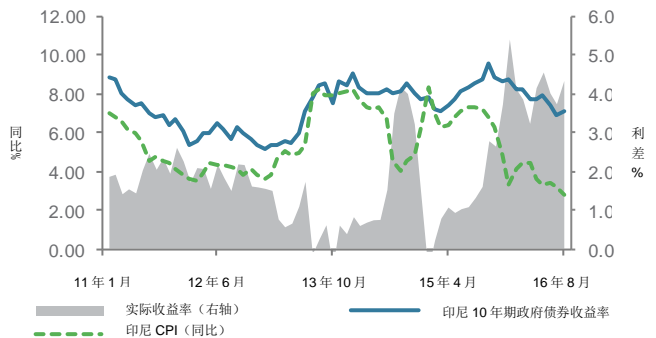
*渣打财富管理的货币观点。 **彭博月初至今外投资组合流量，大于 1 亿美元。
交通灯号代表该因素对每一国家属正面、中性抑或负面。

资料来源: 彭博终端、渣打银行

在亚洲区内，我们继续看好印尼盾债券。由于通胀温和，中央银行有减息空间，是利好此等债券的因素。另外，需求势头仍然向好，实际收益率仍然吸引。就美元计价的投资者而言，我们认为对印尼盾大体上仍可放心（见第 23 页）。

图 22: 印尼收益率保持吸引

实际收益率 = 10 年期印尼政府债券收益率 – CPI 通胀率



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

国内消费成关注焦点

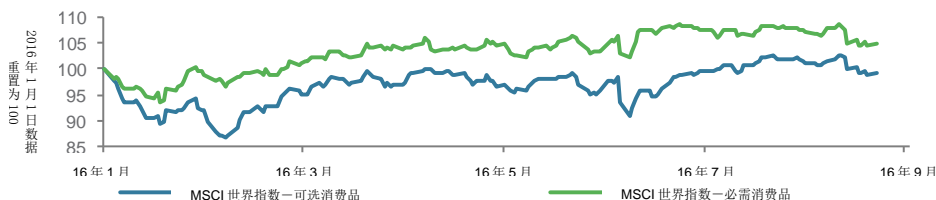
- 全球股票过去 30 日收复了先前的失地，以新兴市场表现较佳。
- 发达市场财政宽松的预期升温，但持续宽松的货币政策产生了抵销作用，而日本致力把 10 年期债券收益率维持在零水平亦有相同作用。
- 新兴市场及发达市场股市近期波动增加，反映今后两月事件危机将接踵而至。（事件的完整列表见第 29 页）
- 作为我们最偏重的地区，亚洲（日本除外）年初至今相对于新兴市场整体指数的表现令人失望（表现落后 3%）。我们相信这是可乘之机，因为先前的一些顾虑—中国银行业的不良贷款、全球贸易不振、美国加息风险等—正在减退。
- 随着新兴市场及发达市场同时推行财政刺激的预期升温，全部消费行业的前景开始受到关注。我们相信这个主题在今后 12 个月可能会愈来愈受投资者重视。

国内消费主题的动因如下：

- 1) 新兴市场及发达市场均有可能在 2017 年增加财政支出
- 2) 周期性消费板块的估值吸引
- 3) 财政政策可用于刺激消费，其成效更高于公司投资
- 4) 消费性周期股 2016 年表现逊色，原因是投资者大都着眼于科技股及制药股
- 5) 这个观点的失准风险包括工资增长持续不振、经济周期延长以及出现通缩

图 23: 消费板块年初至今表现向好，但尚未能脱颖而出

明晟世界指数消费板块年初至今表现



资料来源：明晟、彭博终端、渣打银行

我们对环球股票保持审慎

亚洲（日本除外）年初至今表现落后于新兴市场整体

国内消费开始成为新主题

对投资者的意义



股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

亚洲（日本除外）- 气氛改善

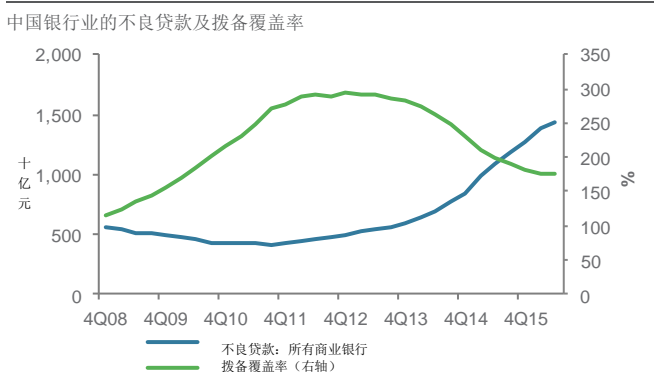
我们仍然看好亚洲（日本除外）股票，继续以之作为我们全球最偏重的市场。该地区过去一月表现领先于其他地区，原因是投资者着眼于中国银行业的尾端风险减低，以及区内的中央银行可能继续减息，尽管与美联储的意向背道而驰。

中国银行业不良贷款的官方及非官方估计持续攀升。然而，银行业在近几季度稳定地加快核销步伐。虽然此举导致拨备覆盖率下降（如下图所示），但拨备步伐加快，在投资者眼中却有利好作用。恒生国企指数年初至今的升幅，前十位的贡献者以银行股居其六，就反映了这种情况。

印尼及印度是我们在亚洲（日本除外）区内最为偏重的两个市场，第三位是韩国。印尼前景改善，反映其税务特赦计划见效，而政府可能因此而得以降低公司税，以刺激经济增长。新加坡及马来西亚是我们最不偏重的市场，而香港能摆脱末席，是拜美国利率前景转趋温和所致。

据一致预期，亚洲（日本除外）2017 年的盈利将有 11% 增长，以科技股领先其他板块。估值仍算合理，按 2017 年盈利预测计市盈率为 13 倍。

图 24: 不良贷款上升而拨备覆盖率下降，但却被视为利好因素，皆因银行业正在核销不良贷款



资料来源: 中国银监会、渣打

美国 - 标普 500 升达短期上限

我们对美国股票的态度由先前的看好转为审慎看好。标普 500 指数过去一月收后了早前的失地，接近达到今年 8 月中时创下的 2190 点历史新高。

近期油价走弱，虽然仍处于我们预测的每桶 45-55 美元区间内，但亦已令投资者质疑 2017 年盈利能否如预测一般回升。

据一致预测，标普 500 指数 2017 年会有 14% 的每股盈利增长。油价及美元都是能源及科技板块的关键动因，而此二因素的趋势将会决定 2017 年的整体股市盈利预测会否实现。

美股的估值仍处于高位，按 2017 年一致盈利预测计市盈率为 17 倍。明年的盈利增长预测能否实现成疑，看来会对股市的形成短期上限。

图 25: 标普 500 的盈利及销售增长据预测将回升



资料来源: FactSet、渣打



股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

欧元区 – 不如先前看淡

我们对欧元区股票的观点已由先前的审慎转为审慎看好。以美元计，欧股年初至今下跌 7%，同期表现落后于美股 9%，有可能追赶部分的落后。因此，对之不宜看得太淡。

据一致预期，欧元区 2017 年盈利会有 13% 增长。虽然此预测有失准风险，尤其是在银行板块方面，但相当大量的失望已反映在股价之上。

今年余下时间有一个情境可能会令欧元区股票表现领先于美股，就是德国债券收益率上升，可能是财政支出增加所致。如下图所示，德国债券收益率与欧股相对于美股的表现存在着正相关。

美国及新兴市场经济前景改善，亦是利好因素之一。欧元区公司收入有略多于一半是来自区外。因此，新兴市场及美国的增长改善，对欧元区股票表现可产生杠杆式的正面效应。

以市盈率衡量，欧股估值相对于美股正处于公允价值水平。欧股对美股历来都存在股价折让；现时折让为 18%，与长期平均一致。

图 26: 欧元区股票相对于标普 500 的表现与德国债券收益率相关联



资料来源: FactSet、渣打

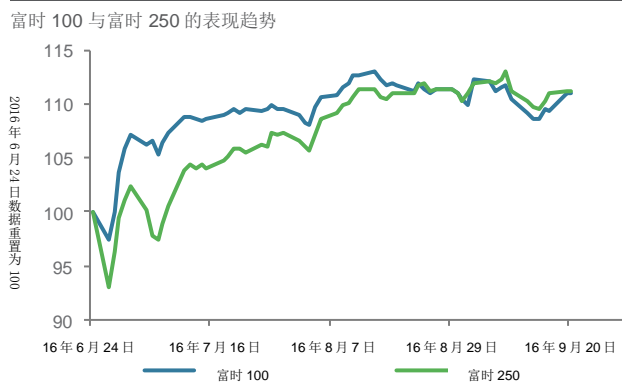
英国 – 脱欧公投后表现坚稳

我们对英股维持审慎态度，相信脱欧公投的影响始终会显现，对经济难望会有好影响。

面向国内的富时 250 与面向国际的富时 100 指数，自 6 月 23 日公投通过脱离欧盟以来的表现，以美元计都与明晟世界指数一致。若论以本地货币计的绝对表现，两个指数都上升 10%。

展望前景，我们相信面向国内的富时 250 指数表现应会落后于较为多元化的富时 100 指数。

图 27: 富时 250 与富时 100 指数自脱欧公投后都有良好表现



资料来源: FactSet、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

亚洲以外新兴市场 – 资金流动左右表现

我们对亚洲以外新兴市场前景的看法趋于积极。影响亚洲以外新兴市场表现的两个关键因素—商品价格、美元一年初至今一直产生支持作用。另一利好因素是投资组合资金流入，与亚洲（日本除外）的资金外流形成明显对照。

拉丁美洲、欧中非两区各有 14 亿美元流入，而亚洲（日本除外）则有 185 亿美元流出。全球新兴市场基金年初至今有可观的 300 亿美元资金流入。

就个别国家而言，俄罗斯是我们首选的亚洲以外新兴市场，因为我们认为油价现正处于我们所预测的 12 个月期区间（每桶 45-55 美元）的底部。

能源价格回升，对依赖能源的经济体产生正面效应，正因如此，俄罗斯能源股及银行股板块年初至今的表现都跻于最佳之列。

亚洲以外新兴市场 2017 年盈利增长的一致预测为 18%，主要是得力于能源及银行股。下图所示为按板块的盈利分析。

亚洲以外新兴市场的估值正处于历来高位。按 2017 年一致盈利预测计市盈率为 12 倍，显示其估值高于长期平均一个标准差。

图 28：能源股及银行股推动亚洲以外新兴市场 2017 年盈利回升

亚洲以外新兴市场各板块盈利



资料来源：明晟、彭博终端、渣打银行

日本 – 刺激增加，信心减少

我们对日本前景的看法转趋审慎，着眼点是日元对公司盈利水平产生的负面效应。日本央行最近决定将 10 年期债券收益率的上限定于 0%，并致力提升通胀预期，都是有利之举。然而，投资者对于央行是否有能力做得到始终抱怀疑态度，因为已有前车之鉴。

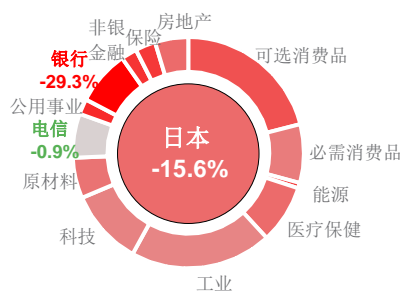
日本央行的《全面性检讨报告》有个明显的正面效果，就是对日本银行业发挥了影响力。央行为 10 年期债券收益率定标，并减买较长期债券，就可令收益曲线趋陡，对银行业盈利水平有正面作用。此举弥补了 1 月时实行负利率所造成的一些损害。

据一致预期，2017 年盈利增长为 9%，与其他地区比较平平无奇。工业股及非必需消费股（以汽车为主）板块占 2017 年盈利增长几近 50%。此二板块亦属于对日元强势最敏感者。如下图所示，两者亦在年初至今表现最差之列。我们认为有此情况是因为市场对盈利预测不以为然，预计今后数月应会下调。

日股估值正处于历来较吸引的水平，按 2017 年盈利预测计市盈率为 14 倍。然而，倘若盈利预测下调，真实的估值应会较高，市场以及领先盈利指标（如分析师调整预测等）已有所反映。

图 29：日本银行及非必需消费板块都在年初至今表现最差之列

年初至今的日本股市及板块表现



规模：指数权重；
 ■ 正回报；■ 负回报；较深色 = 回报更佳 / 较差
 资料来源：FactSet、明晟、渣打银行

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

逐渐回升

- 我们预期商品价格短期大致持平，但中期内可望展开渐进而参差的回升之势。
- 我们预期金价短期（三个月）会在每盎司 1,250 美元与 1,400 美元之间波动，因为我们认为全球利率会保持低企。
- 我们相信油价短期会处于每桶 45-55 美元左右，在中期内终可展开升势。

维持偏重黄金、石油多于贱金属

中国增长前景大致稳定，而美元则窄幅波动，这是我们就商品前景所设定的核心情境。我们预期黄金及能源价格的表现会领先于工业金属。

我们在“得过且过”情境中对黄金维持积极观点，同时亦认为可以之作为对冲经济周期末段风险的工具。回顾历史，每当通胀出乎意料地加剧时，黄金总会有好表现。在现阶段，我们相信中央银行大概可容忍一定的通胀风险，为的是要把利率维持在极低水平；这种环境利好黄金。我们这个前景预测的下行风险主要在于美联储加息力度比预期大，以及全球增长前景比预期为佳。

能源方面，我们预期当前的平衡调整过程在中期内会持续产生支持油价的作用，但相信过程不会一帆风顺。油价的短期下行风险包括先前停产的工厂复产，以及季节性的需求不继。至于工业金属，由于市场供应普遍过剩，催化中国需求的因素有限，所以现时不宜抱积极观点。

我们所预测的商品前景，主要的上行风险在于减产幅度比预期为大，以及美元走弱。下行风险包括中国增长转差、美联储加息力度比预期为大，以及市场波动加剧。

图 30: 商品价格走势取决于中国增长前景



资料来源：彭博终端、渣打银行

油价短线可能在每桶 45-55 美元附近窄幅波动

金价短线可上望每盎司 1,400 美元

贱金属价格短线预计会回落

对投资者的意义



商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

原油—逐步上升

我们预期原油价格今年全年会逐步回升，但仍受制于每桶 60-65 美元水平。虽然供求差距持续收窄，但现在看来可能要到 2017 年中油价才可望有显著的上升压力。在当前的平衡调整过程中，美国始终是关键一环；若减产步伐放缓，价格回升就有可能进一步被拖慢。

短期而言，多项因素可令油价波动加剧。供应方面，多个国家目前有停产情况（尼日利亚、伊拉克、加拿大），一旦复产就会不利油价。若沙特阿拉伯、俄罗斯及伊朗能就稳定油市达成协议，就会是有利的催化因素。

黄金—在利率趋降下保持积极看法

今后三个月的金价预计会在每盎司 1,250-1,400 美元区间内波动。我们相信有三个因素可影响金价的中期走势：扣除通胀率的利率（实际）、广义美元以及对金融稳定性的顾虑。在三者当中，明显地以实际利率（通胀保值债券收益率是代表之一）最为重要（见图）。

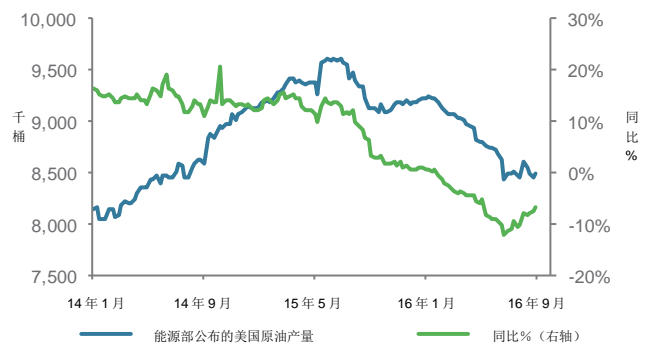
只要利率下降步伐超过通胀预期，实际利率就有可能维持负水平，对金价有支持作用。日本央行近期的措施可能会令日本利率保持低企，所以利好金价。在美元大致上处于整固之际，金价下行空间应该有限。倘若对于银行业的忧虑明显加深（欧洲方面的一个潜在风险），金价升势可能会更强。

工业金属—升势难以持续

我们预期工业金属价格即使整体上升，空间亦会有限。由于中国经济增长继续减少对投资的依赖，原材料如铜、铁矿石等的需求可能始终有限。就目前而言，投机性仓位以及存货量看来都已调整，以反映较不迫切的价格下行风险；然而，我们并不相信有太大的上行空间，除非中国增长强劲得出乎意料。

图 31：美国产油量下降是平衡调整的关键因素之一

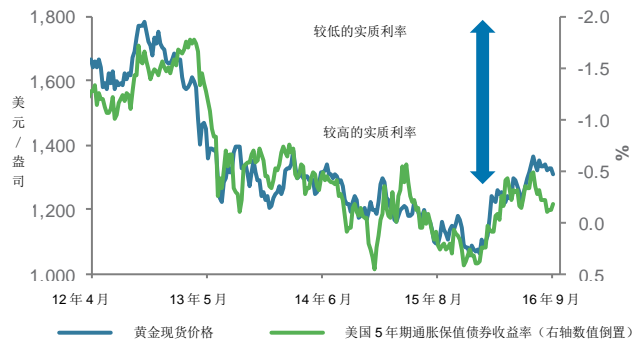
能源部公布的美国原油产量及同比变动%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 32：在通胀调整债券收益率趋降之下，金价今年反弹

美国 5 年期通胀保值债券收益率（翻转）与金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 33：有何改变—石油

因素	近期变动
供应	非欧佩克地区产量增速加快，但美国保持稳定
需求	新兴市场需求保持强劲，但美国库存量仍然高企
美元前景	近期微升，但大致上窄幅波动

资料来源：渣打银行

图 34：有何改变—黄金

因素	近期变动
利率预期	全球收益率上升，但美联储 2016 年加息的几率仍在 50% 左右
通胀预期	美国以外持续下降
美元前景	近期微升，但大致上窄幅波动

资料来源：渣打银行

另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

从回落中获利

- 另类策略过去一月大致持平。股票多空及事件驱动策略表现领先，原因是股市上升，而宏观及顺势(CTA)策略表现欠佳。
- 我们继续强烈主张以多资产宏观策略作为下行风险的保险，这是基于我们顾虑会出现短线回落，亦因为美国经济周期正日渐接近尾声。

上行与下行风险并存

正如我们在投资策略部分所较为详细的论述，我们对短期前景以及经济周期渐近尾声的顾虑已有所增加。但话虽如此，若因此而完全退守到防守性资产，却绝非解决之道，因为决策当局显然正在竭尽所能支撑经济增长，风险资产的升势可能会因此而延长。上、下行风险同时存在。

减低风险，增加保险

现时，基于我们的短期及长期顾虑，我们认为有强力的理据支持利用多资产宏观策略作为保险。虽然没有多少人会喜欢付保费，但我们相信，在回落风险一直高企的情况下，为此投保是值得的，因为借此可在市场从高位回落时趁机获利。

我们亦认为股票多空策略恰好适用于这个情境。在持续得过且过的环境下，股票应可继续在一轮又一轮的波动中挣得收益。多空波动性较低，当前环境适合不过。

全球宏观策略
具分散作用

股票多/空策略可
取代净多头

管控波动性是
关键焦点之一

对投资者的
意义



图 35: 我们在另类策略当中的偏向

子策略	我们的观点
股票多空	看好: 在市场情况波动期间是取代股票净多头的吸引之选
相对价值	中性: 市场情况波动令机会增加，但流通性可能不足
事件驱动	中性: 并购活动有利好作用，但该策略易受大市波动影响
信用	中性: 市场情况波动 / 板块受压有利于信用多空策略；风险在于违约
全球宏观	看好: 最为偏重的子策略，因为在市场情况波动期间可发挥分散作用
商品	中性: 油价上升可能有支持作用
保险相连	看淡: 2015年保险亏损低于平均，情况可能会逆转

资料来源：渣打银行

外汇市场



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

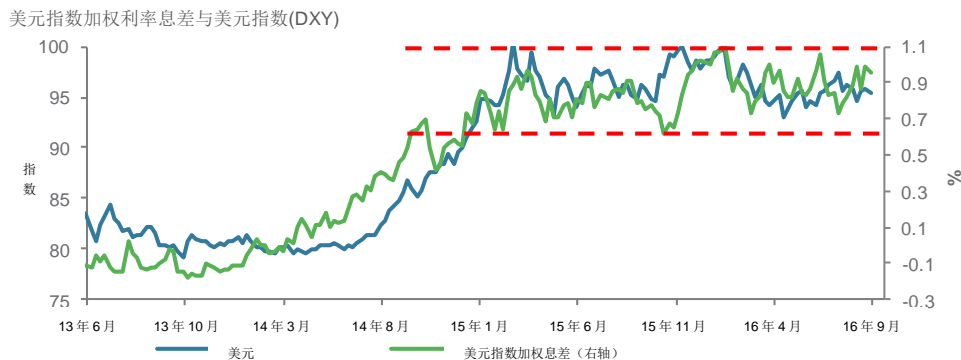
美元目前强势有限

- 由于美联储维持非常渐进的加息路向，我们预期美元大致上会窄幅波动。欧元兑美元可能会维持在 1.10-1.15 区间内。日本央行近期的行动可能会限制日元升幅，但大跌的可能性不高。英镑短线可能持平，但下行风险正在增加。
- 我们预期澳元会保持强韧，不过显著上升的机会不大。大致上，我们预期美元兑亚洲（日本除外）货币会维持在 2016 年区间内，区内以印尼盾及印度卢比表现领先，而新加坡元及人民币则落后。

权衡各种风险下仍不看好美元走势

- 我们预期美元在今后 12 个月期内大致上会保持稳定，主要是在 2016 年区间（美元指数 92-100）内波动。由于美联储的指引可能保持温和，2016 年可能只会加息一次，在此情况下，我们并不相信美元可以持续上升。
- 展望前景，只有在美联储的立场向鹰派转移，以致加息力度更大的情况下，美元兑主要货币才会显著上升。另一方面，我们相信下行风险亦依然有限，因为中央银行普遍维持高度宽松的立场，政策骤变的可能性不大。因此，日本央行近期放宽政策之举可限制日元进一步上升，但却不会令其显著走弱。
- 对于亚洲（日本除外）而言，除了美联储对前景的看法外，中国增长的稳定性亦可能会继续发挥稳定作用。倘若中国增长前景转差，或者其金融稳定性引起顾虑，就有可能促成美元兑区内货币大幅上升。相反，如果中国增长前景改善，就会有更多资金流入，区内货币应会上升。
- 由于上、下行风险大致相当，我们继续预期美元会维持横向走势。

图 36: 美国息差并未显著上升，所以美元升幅有限



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元短线会维持在 1.05-1.15 区间内

对英镑较长期前景维持看淡

澳元窄幅上落，但接近短线顶部

对投资者的意义



外汇市场



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

欧元—受实际息差左右

欧元今后三个月预计大致上会在 1.05-1.15 区间内波动。我们认为欧元与扣除通胀率的利率息差有高度相关性。这是理所当然的，因为利率下行空间看来很有限。影响更大的可能是通胀预期的转变。

因此，只有在欧元区通胀回升的情况下，欧元才会显著下跌。相反，若美联储暂缓加息，以致美国的通胀调整利率下降，就会利好欧元。欧元的其他中期风险包括 2017 年政治事件频繁，以及银行业情况令人忧虑（特别是意大利）。

日元—近期措施的影响

我们相信日本央行近期的政策放宽措施不大可能会对日元产生显著的不利影响，但却可能会限制日元进一步上升。我们相信以下的政策措施可限制日元强势：1)重申 2%的通胀目标，并强调愿意接受高于目标的通胀；2)为 10 年期日本政府债券收益率设限。两项措施都可能会限制作为日元主要动因的实际利率进一步上升（见图 39）。

这里最大的风险在于此等措施未能显著扭转通胀预期趋势，若然则日元会进一步上升。

英镑—进一步下行的风险上升

我们预期英镑短线会整固，但中期而言势必进一步走弱。脱欧公投后公布的英国数据比预期为佳，但脱欧的影响预计经过一段较长时间才会全部显现。以信贷增长为例，领先指标反映英国往后的增长会较为明显地放缓。

另外，经常帐融资缺额大、利率息差低、英国与欧盟的关系颇为不确定等因素，亦可能会继续利淡英镑。我们相信英镑走弱有助减低英国进行大规模经济调整的必要性。

图 37：有何改变—G3 货币

因素	近期变动
利率息差	息差向利好美元的方向稍微倾斜，因为美债收益率略升，而欧元区及日本的收益率则持平甚至微降
经济差距	近期美国经济数据转弱；英国的惊喜开始缓和，而欧元区数据则进一步转差
投机性持仓	美元持仓维持中性；日元仍是净多头过多

资料来源：彭博终端、渣打银行

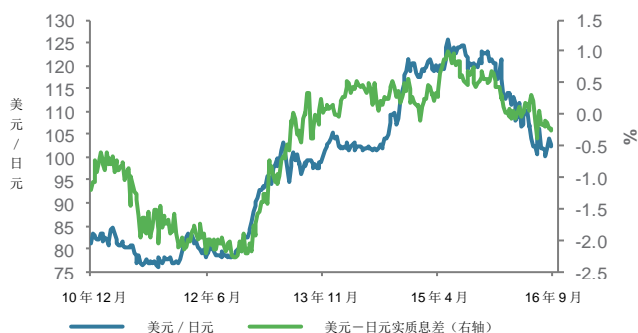
图 38：各地区的实际（扣除通胀率）利率

国家 / 地区	10 年期名义	通胀率	10 年期实际
美国	1.64	1.10	0.54
欧元区	-0.05	0.20	-0.25
日本	0.00	-0.40	0.40
英国	0.75	0.60	0.15
加拿大	1.15	1.30	-0.15
瑞士	-0.44	-0.10	-0.34
瑞典	0.24	1.10	-0.86

资料来源：彭博终端、渣打银行

图 39：近期政策可能限制美国对日本实际利率息差进一步扩大，因而可能限制日元升幅

美国对日本实际息差与美元/日元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇市场



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

澳元—走势与商品价格及利率一致

我们预期澳元大致上会维持窄幅波动格局，所以并不预期当前升势会延续下去。

我们相信有三个因素可持续主导澳元走势：对美元的利率息差、铁矿石价格、全球金融市场波动性。澳洲收益率近期上升，原因是市场预期澳洲央行应不会再减息。利率息差因而稍为扩大，有利澳元。然而，铁矿石价格近期跌势持续，产生了抵销作用。

展望前景，我们预期利率息差及铁矿石价格都会受到抑制，所以澳元上升空间有限。此外，美联储展开渐进的加息周期，而中国经济大致保持稳定，却可限制澳元的下行空间。然而，每当波动性上升或避险意识增加时，澳元都可以出现短线下跌。

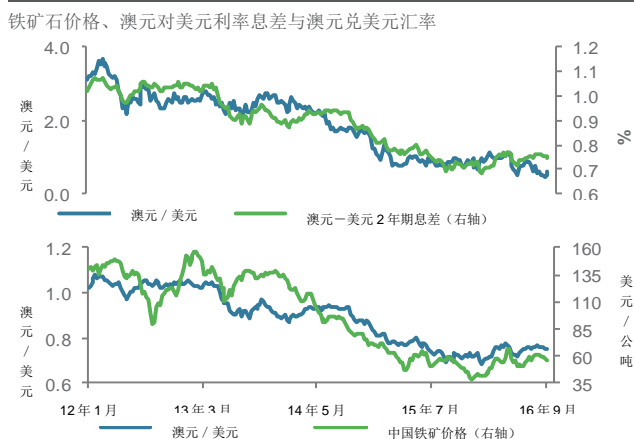
亚洲（日本除外）—受“大环境”因素驱动

我们预期亚洲（日本除外）货币中线可保持稳定。我们认为，外部宏观因素—即广义美元及中国风险—正主导着亚洲（日本除外）货币前景，关键在于资金流的重要作用（见图 42）。我们相信，只要美元保持稳定，对美元特别敏感的区内货币（如韩元等）就会大致上维持窄幅波动格局。同样，只要中国增长前景保持稳定，就可以稳住资金流，特别是对于商品相关货币而言，如马来西亚林吉特。

在亚洲区内，我们预期新加坡元及人民币会表现落后。我们认为新加坡金管局进一步放宽政策（即调低政策区间）的风险日增，因为新加坡元贸易加权汇率自政策开始放宽以来持续上升，可能迫使当局采取更强力的措施。我们相信人民币会进一步走弱，因为中国为了放宽国内货币环境而不惜让人民币的贸易加权汇率下降。

在美元窄幅波动的情境下，我们预期印度卢比及印尼盾会表现领先，因为在通胀下降之际，市场着眼于内部增长基本因素以及吸引的存款利率。然而，我们相信中央银行会出手干预，限制此二货币大幅上升。

图 40: 澳元与铁矿石价格及利率息差保持高度相关，意味着升势有限



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 41: 亚洲（日本除外）货币有何改变

因素	近期变动
美元前景	美元近期微升，对亚洲（日本除外）货币构成若干压力
中国风险	中国经济数据大都保持坚稳，看来风险已进一步减退
资金流	流向区内的资金稍为减少，但总体上仍然可观

资料来源：渣打银行

图 42: 广义美元前景是影响亚洲（日本除外）货币的最重要因素



资料来源：彭博终端、渣打银行

多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

未雨绸缪的收益策略

- 在低利率以至负利率的环境中，多资产收益始终是有效的策略。
- 英国脱欧公投后，该策略的表现与全球股票相若，但风险较低。
- 然而，收益资产之间的相关性上升，意味着在市场情况回落时该策略从高位回落的幅度可能会较大。
- 正如我们最近所指出，将多资产宏观策略（与传统资产的相关性较低）与多资产收益捆绑起来，可以形成保险策略，并有助管控整体配置的高位回落幅度。

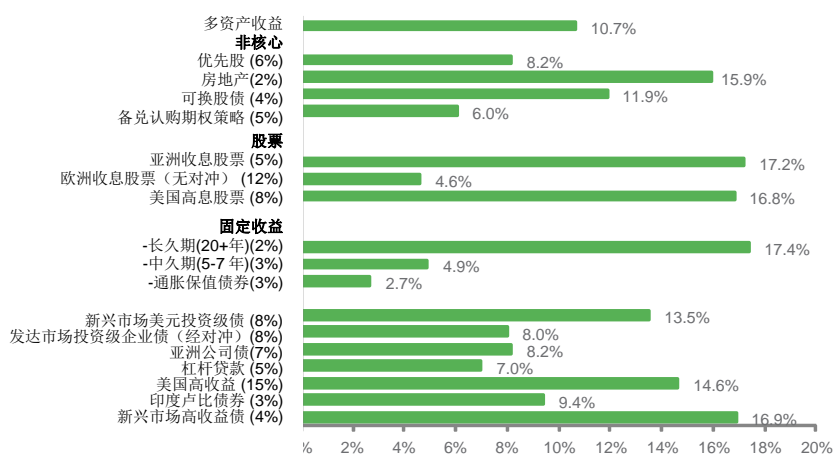
尽管英国脱欧公投后股市上升，多资产收益并未落后

我们在 2016 年 6 月（2016 年下半年展望）发表了上一次多资产收益配置的更新报告。其后，全球股市摆脱英国脱欧事件的影响，过去数月持续反弹。

尽管多资产配置今年较早时采取较为保守的立场，但表现并未落后，从我们在 2015 年 12 月发表年度展望时起计算，表现甚至领先于全球股票。这主要是得力于新兴市场在各资产类别的强劲表现。至今为止，我们的新兴市场投资大部分是在固定收益方面。然而，由于我们对亚洲（日本除外）股票的信心日增，我们增加了亚洲高息股票的配置（由 5% 增至 8%），相应地减持欧洲高息股票（由 12% 减至 9%）。欧股派息能否持续成疑，且亚洲（日本除外）的派息比率可能提高，却令我们感到较为放心。我们的配置其余部分维持不变。

图 43: 尽管市场情况连番波动，多资产收益配置持续有良好表现

自全年展望（2015 年 12 月 11 日）以来多收益配置的表现



资料来源：巴克莱、花旗集团、CRISIL、摩根大通、富时、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

低 / 负利率政策有利
多资产收益主题

管控风险重于
寻求额外收益

基于波动性可能
上升，利用选择权
策略获取更高收益

对投资者的
意义



多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

相关性上升令多资产宏观策略可发挥未雨绸缪作用

近年来，我们对于多收益是着重于管控高位回落风险。为此我们采取了三管齐下的做法：1)在各资产类别内部及彼此间分散配置；2)减持高息股票，相应地增持固定收益资产；3)减低高位回落潜在风险较大的资产的配置比重。

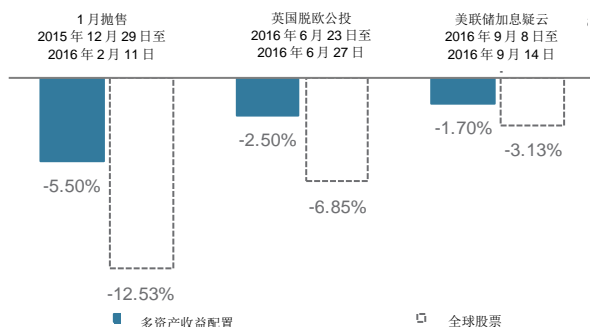
在今年波动性高的期间，这个方法收到相当不错的效果——2016年1月市场情况回落时、6月英国脱欧公投导致市场情况波动时、本月美联储加息疑云引发市场情况回落时。在这几段期间，我们都能够把下行空间限制在股市高位回落幅度的35%与55%之间，而回报则与股市相若。

然而，近来跨资产相关性上升。在此情况下，我们对多资产配置所作的分散部署成效减低，多资产收益投资者也更易受到市场情况回落拖累。

因应这种形势，我们继续给予多资产宏观策略可观的配置，以便管控高位回落风险。此等策略与传统资产的相关性较低，在市场其他环节的相关性上升之际应可产生缓冲作用。另外，我们建议寻求收益的投资者在波动性可能上升时（英国脱欧公投后平静了一段时间之后）把握机会，利用期权策略获取收益（见本专题附栏）。

图 44：收益策略在市场情况回落时可限制高位回落幅度

多资产收益与全球股票在 2016 年的高位回落幅度比较



资料来源：明晟、彭博终端、渣打银行

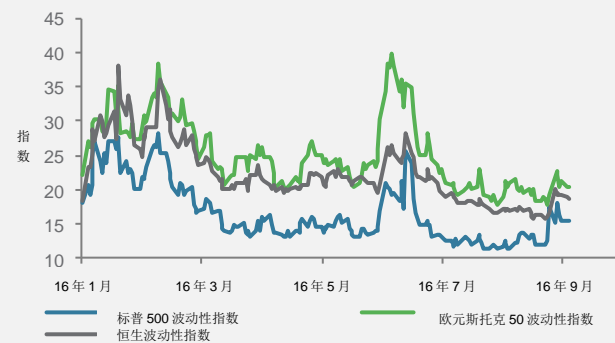
波动性可能回升时是机会所在

第三季度股市自英国脱欧公投后反弹，波动性大体上较低。在全季大部分时间，全球波动性都低于年初至今的平均水平。假定所有其他因素相等，利用股票期权策略就可把上升的波动性转化为更高收益。在近三个月大部分时间，以沽出股票期权来获取高收益并不容易。

然而，第四季的情况有所不同，皆因有多项潜在风险：美国加息预期升温、美国大选、意大利公投。此等事件可导致波动性回升，可能为投资者在股票期权市场造就基础更广的机会。科技股是我们偏重的板块之一，投资者大可透过期权市场在此板块获取吸引的收益。

图 45：全球股市波动性低于年初至今的平均水平。宏观事件可导致波动性回升

平衡调整后的资产回报及风险比较



资料来源：标普、欧元斯托克、彭博终端、渣打银行

多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

资产配置 (多资产收益)	收益率	收益潜力	资本增长	高位回落 可能性	评语
股票收益	4.5	●	●	●	重要的收益来源，并有源于资本增长的不太大的上行空间
北美洲	3.3	●	●	●	估值公允至略微偏高；销售/利润增长低落，所以回报低于平均；某些板块吸引
欧洲（英国除外）	5.4	●	●	●	估值公允；有欧洲央行支持；收益率吸引；受制于全球增长；仍是一致买卖对象；势头欠佳。外汇市场是不确定因素
亚洲（日本除外）	4.6	●	●	●	派息可观；个别估值吸引，但中国/美国增长、盈利、美联储动向及杠杆率都可引发高位回落风险。主题 > 市场
非核心收益	4.5	●	●	●	对收益及增长有分散作用
优先股	5.3	●	●	●	受惠于“全球追求收益”的现象、受到健全的财务资产负债表支持。可能受惠于加息预期降温；对投资资金流动有高度敏感性
可转换	4.0	●	●	●	中度经济扩张加上渐进的加息步伐应有利于可转换证券。风险：政策失误
房地产	3.8	●	●	●	分散收益作用；房地产市场稳定；加息风险减退，但估值（普遍）偏高。风险特性不对称
备兑认购期权	4.2	●	●	●	若股票上行空间有限可发挥增强收益作用
固定收益	4.3	●	●	●	对投资组合有稳定作用；收益来源，但并非全无风险
公司 - 发达市场高收益	5.9	●	●	●	近期估值紧缩；收益率吸引；最大风险在于资金流动、油价以及违约周期速度（美国信贷质量下降）
新兴市场硬货币主权债务	5.0	●	●	●	受美国利率影响者看好，受商品价格影响者看淡，估值公允
新兴市场本地货币	3.5	●	●	●	风险回报特性普遍有欠吸引。本地前景稳定，减息周期已相当成熟，主要风险在于汇兑。只限特殊概念
印度卢比债券	7.5	●	●	●	结构性概念已发挥殆尽；套息交易；中央银行、改革务实可靠；近期风险在于外国需求。需要维持汇率稳定
投资级		●	●	●	对投资组合有稳定作用、结构性息差；某些方面值得留意
公司 - 发达市场投资级	2.1	●	●	●	收益溢价收窄，但价格公允，不算昂贵；若美联储加息周期温和，长期美国债券前景便显得吸引
公司 - 亚洲投资级	3.0	●	●	●	审慎看好。估值公允，评级稳定，但中国债券面对经济增长方面的阻力。风险：中国、流向逆转
通胀保值国债	1.1	●	●	●	值得作为名义主权债券之外的另一选择；受加息的影响与 G3 主权相若，但美国通胀终于上升时可以受惠
主权	1.0	●	●	●	避险势头、通胀下降、量宽对主权债券收益率有强力稳定作用，但即使有价值也所余无几；偏重较高息/较高等级的市场（美国国债、澳洲、新西兰）

资料来源：巴克莱、花旗集团、CRISIL、摩根大通、富时、标普、明晟、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	7.5% ↑	0.7% ↑
全球高息股票	11.8% ↑	0.7% ↑
发达市场	6.4% ↑	0.6% ↑
新兴市场	18.2% ↑	2.1% ↑
按国家		
美国	7.7% ↑	0.0% ↑
西欧 (本地)	2.7% ↑	2.1% ↑
西欧 (美元)	1.3% ↑	1.4% ↑
日本 (本地)	-12.1% ↓	3.5% ↑
日本 (美元)	4.9% ↑	3.0% ↑
澳洲	9.2% ↑	-1.4% ↓
亚洲 (日本除外)	14.3% ↑	3.3% ↑
非洲	22.1% ↑	-2.9% ↓
东欧	23.2% ↑	2.5% ↑
拉美	34.8% ↑	-0.9% ↓
中东	-1.6% ↓	-2.2% ↓
中国	11.8% ↑	4.9% ↑
印度	9.4% ↑	2.9% ↑
韩国	15.7% ↑	2.6% ↑
台湾	22.2% ↑	5.0% ↑
按板块		
非必需消费品	2.8% ↑	-0.1% ↓
消费必需品	8.9% ↑	-0.5% ↓
能源	19.1% ↑	-1.2% ↓
金融	4.4% ↑	2.6% ↑
医疗保健	0.6% ↑	-0.6% ↓
工业	10.6% ↑	-0.1% ↓
资讯科技	13.6% ↑	3.1% ↑
物料	19.7% ↑	-0.4% ↓
电讯	11.0% ↑	-0.4% ↓
公用	12.6% ↑	1.6% ↑
全球地产股 / 房地产投资信托	12.4% ↑	-0.4% ↓
债券		
主权		
全球投资级主权	10.5% ↑	-0.9% ↓
美国主权	4.9% ↑	-0.5% ↓
欧盟主权	10.6% ↑	-1.0% ↓
新兴市场硬货币	15.0% ↑	0.6% ↑
新兴市场本地货币	15.0% ↑	0.1% ↑
亚洲新兴市场本地货币	12.6% ↑	-0.1% ↓
信用债		
全球投资级公司债	8.8% ↑	-0.6% ↓

商品	年初至今	1 个月
多元商品	9.1% ↑	-0.2% ↓
农业	5.3% ↑	-0.7% ↓
能源	2.9% ↑	-0.4% ↓
工业金属	11.1% ↑	0.8% ↑
贵金属	30.7% ↑	1.8% ↑
原油	10.4% ↑	-3.9% ↓
黄金	26.0% ↑	-0.2% ↓
外汇 (兑美元)		
亚洲 (日本除外)	0.8% ↑	0.2% ↑
澳元	4.9% ↑	0.2% ↑
欧元	3.2% ↑	-1.0% ↓
英镑	-11.3% ↓	-0.4% ↓
日元	19.3% ↑	-0.4% ↓
新加坡元	4.6% ↑	-0.4% ↓
另类投资		
综合 (所有策略)	0.9% ↑	-0.2% ↓
相对价值	-0.9% ↓	-0.2% ↓
事件驱动	7.4% ↑	0.4% ↑
股票多空	-1.2% ↓	0.4% ↑
宏观 CTAs	-1.9% ↓	-1.8% ↓

* 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 9 月 22 日, 1 个月期表现由 2016 年 8 月 22 日至 9 月 22 日

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

全球高收益公司	13.1%	↑	0.2%	↑
美国高收益	14.6%	↑	0.4%	↑
欧洲高收益	8.1%	↑	-0.7%	↓
亚洲高收益公司	11.5%	↑	0.3%	↑

事件日历



团队

	Alexis Calla* 投资顾问及策略全球主管 全球投资委员会主席 Alexis.Calla@sc.com		Steve Brice* 首席投资策略师 Steve.Brice@sc.com		Aditya Monappa*, CFA 资产配置及投资组合建构主管 Aditya.Monappa@sc.com
Clive McDonnell* 股票投资策略主管 Clive.McDonnell@sc.com		Audrey Goh, CFA 资产配置及投资组合建构董事 Audrey.Goh@sc.com		Manpreet Gill* 固定收益、商品和外汇 投资策略主管 Manpreet.Gill@sc.com	
	Rajat Bhattacharya 投资策略师 Rajat.Bhattacharya@sc.com		Arun Kelshiker, CFA 资产配置及投资组合建构 执行董事 Arun.Kelshiker@sc.com		TuVi Nguyen 投资策略师 TuVi.Nguyen@sc.com
Victor Teo, CFA 投资策略师 Victor.Teo@sc.com		Tariq Ali, CFA 投资策略师 Tariq.Ali@sc.com		Trang Nguyen 资产配置及投资组合建构 分析师 Trang.Nguyen@sc.com	
	Abhilash Narayan 投资策略师 Abhilash.Narayan@sc.com				

我们以经验和专长助您应付不同市况，并以切实可行的见解助您达成投资目标。

* 核心环球投资委员会投票委员

免责声明

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。

本文件并非研究资料，亦非根据旨在促进投资研究之独立性之法律规定而编制，且在分发投资研究资料前毋须受禁止股份买卖规定所限。本文件并不代表渣打银行内每一个分部之观点，尤其是全球研究部之观点。

渣打银行是循《1853 年皇家特许令》(编号 ZC18)在英格兰及威尔斯注册成立的有限责任公司，主要办事处位于 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行由审慎监管局授权，并由金融市场行为监管局及审慎监管局规管。

各间渣打银行分行、附属公司及联属公司（统称《渣打银行》）可在全球范围内依据当地监管规定开展银行业务。就渣打银行实体所处于任何司法权区而言，本文件可由该当地渣打银行实体于该司法权区分发，并归属于该当地渣打银行实体。任何司法权区之收件人须就因本文件所产生或与之有关的任何事宜联络当地渣打银行实体。各间渣打银行实体并非提供全部产品及服务。

本文件的分发只作一般参考之用，并不构成任何证券或其他金融工具进行任何交易或采纳任何对冲、买卖或投资策略之要约、建议、招揽。本文件只用作一般评估，并无计及特定投资目标、财务状况、任何个别或类别人士之特定需要，且亦非为任何个别或类别人士编制。

有关意见、预测及估计仅属渣打银行于本文件发表日之意见、预测及估计，渣打银行可随时修改而毋须另行通知。过往表现并非未来业绩之指标，而渣打银行并无就未来表现作出任何声明或保证。本文件所包含对利率或价格的将来走势或未来发生之事件之任何预测均纯属渣打银行意见，并非对利率或价格的将来实际走势或未来实际发生之事件的指标（视情况而定）。

本文件并无亦将不会于任何司法权区以发售章程形式注册，且毋须经任何监管机构根据任何监管规定核准。

渣打银行并无就（包括但不限于）本文件之准确性或本文件所包含或所提述之任何资料的完整性作出任何明示、暗示或法定声明或保证。在分发本文件时须确悉，虽然当中所载资料被认为可靠，但并无经本行独立核证。渣打银行概无并将不会对因阁下使用本文件而直接或间接产生之任何损失或损害赔偿（包括特别的、附带的或相应的损失或损害赔偿）、因其他任何原因所产生之任何损失或损害赔偿及包括因（但不限于）本文件、其内容或相关服务之任何缺陷、误差、缺点、错失、错误或不准确或由于无法提供本文件或其任何部分或任何内容而产生之任何损失、损害赔偿或费用承担责任。

渣打银行及 / 或其关连公司，可在适用法律及 / 或法规允许之范围内随时买空或沽空本文件所述之任何证券、货币或金融工具或者于任何该等证券或相关投资中拥有重大权益，或担任该等投资之唯一庄家，或向该等投资之发行人提供或已提供建议、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其附属公司及 / 或附属公司可能产生会影响本文件客观性之利益冲突。未取得渣打银行之明确书面同意前，本文件不得呈递或另行提供予任何其他人士。

版权：渣打银行 2016。本文件所包含所有材料、文本、文章及资料之版权归渣打银行所有，须经渣打银行之授权签名许可后方可转载。本行谨此承认来自第三方材料之版权及该等人士之版权下的权利。所有不属于第三方之其他材料之版权及该等资料作为编制本之权利归渣打银行所有，并将一直属于渣打银行之版权，且不得转载或使用，惟代表渣打银行作商业用途或事先取得渣打银行之授权签名之明确书面同意除外。版权所有。©渣打银行 2016。

中国：本文件在中国由主要受中国银行业监督管理委员会（《中国银监会》）、国家外汇管理局（《外管局》）及中国人民银行（《人行》）监管的渣打银行（中国）有限公司派发并归属于该公司。

市场滥用监管免责声明（2016）

渣打银行于 1853 年承《皇家宪章》御准在英国成立，参考编号 ZC18。本公司总部位于英国 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行经审慎监管局认可，并受金融行为监管局及审慎监管局监管。银行业务在国际上可由不同的渣打银行分行、附属公司及联属公司（统称“渣打”）遵照当地监管规定经营。

意见可包括直接的“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。该意见的适用时限取决于当时市场情况，并无既定的更新频率。

该意见并不取决于渣打本身的交易策略或立场。渣打及 / 或其联属公司或其各自的职员、董事、雇员福利计划或雇主（包括参与筹备或发行本文件的人士）可在适用法律及 / 或条例许可的情况下随时买空或卖空本文件所提及的任何证券或金融票券或者在于此提及的金融票券持有实际权益。因此，渣打有可能在于此提及的一种或多种金融票券持有实际权益，而阁下亦应作此假定。若本通讯提及某些公司，请注意渣打可不时与本通讯所提及的公司有业务往来或者寻求业务往来；持有该等公司的股份或者与之有经济联系；及 / 或投资于此等公司发行的金融产品。此外，渣打可参与与本通讯所提及的任何产品相关的业务，如买卖、持有、开价盘或提供流动性，或者提供财务及顾问服务，包括但不限于担任牵头经理人或联席牵头经理人。渣打或曾就此等服务或业务活动收取报酬。因此，渣打可能存在可影响本通讯客观性的利益冲突。

渣打有既定的政策程序、合理的存取控制以及实际资讯防护墙，以确保机密资料（包括重大的非公开或内部资料）只有在符合政策及程序规定以及监管机构规则的情况下才可披露。

请在 <http://www.sc.com/en/banking-services/market-disclaimer.html> 查阅更详细的披露资料，包括最近 12 个月的过往意见及利益冲突，以及免责声明。

本文件在未经渣打明确书面同意下不可转交或以其他方式交予任何其他人士。

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。