

目
录

综述	第01页
市场表现	第01页
经济与货币展望	第02页
投资策略	第03页
希腊形势分析	第03页
货币	第05页
主要风险	第05页
结论	第05页
战术资产配置	第06页
12个月前景	第06页
免责声明	第07页

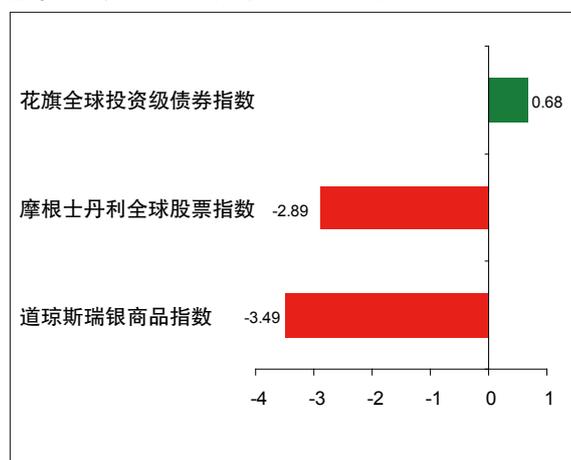
综述

- 因美国增长持续放缓、新兴市场通胀率高企及希腊的情况恶化，风险偏好进一步下降
- 短期而言，由于仍存在大量不明朗因素，市场较易受风险规避行为影响
- 我们相信，对美国预期增长的悲观情绪已经见顶。预计欧洲将会取得合理增长，而在2011年第3或第4季，日本将会出现V型反弹
- 亚洲的通胀高峰期可能延后，而食品价格及能源价格下降将会在2011年下半年成为拉低通胀数字的因素
- 近期投资环境仍然对资产配置带来挑战
 - 另类投资 / 股票仍是我们看好的资产类别
 - 预期债券在未来12个月将获得负回报，但时机不易掌握
 - 预期不同商品种类表现差距将越来越大

投资建议：

- 现金：维持标配的看法，保留部份现金以受惠于可能出现的更佳估值
- 债券：维持于3个月以及12个月内低配债券的观点
- 股票：保持对3个月与12个月股票维持标配的看法
- 地区股票：3个月内对美国、欧洲、日本及（日本除外的）亚洲市场的股票维持标配的建议，但于该区间低配「其他新兴市场」的股票
- 商品：保持对3个月与12个月商品的标配建议，看好3个月内的能源价格
- 预期基础金属在12个月内将受惠于增长复苏，保持看好黄金的结构性价前景
- 预计油价在未来12个月略微回落
- 另类投资：保持3个月与12个月全面超配的看法
- 货币：美元反弹风险近期在持续

图1：2011年5月27日以来的资产表现（美元）



来源：彭博、渣打研究

Steve Brice
渣打银行首席投资策略师
资料数据截至2011年6月23日止

市场表现

在过去两个月，环球股市大幅受挫，与我们将环球股市的评级下调至标配的预测吻合。固定收益市场录得正回报，因息差大幅度扩大，高收益债券表现差于投资级别债券。商品类资产（包括能源、农产品、工业及贵金属）整体表现疲弱，只有贵金属价格在过去数日出现微弱的回稳迹象。（图1）

图2: 美国经济数据持续弱于预期



来源: 花旗集团、彭博、渣打研究

图3: 新兴市场经济数据开始低于预期



来源: 花旗集团、彭博、渣打研究

图4: 亚洲大国通胀压力仍然较大



来源: 彭博、渣打研究

至于欧洲, 尽管铺天盖地都是有关主权债务危机的新闻, 但经济仍在有序地运作。当然, 部份原因是市场对欧洲的经济预期低于美国, 但我们仍然预期欧洲今年全年的增长幅度将达到2%左右。事实上, 国际货币基金组织在调低美国增长预测的同时, 调高了欧洲核心国家的前景, 其中德国的增长预期就由2.5%上调至3.2%, 而法国的增长预期则由1.6%上调至2.1%。

尽管受到日本天灾影响, 亚洲的经济增长直到最近都保持了良好的态势。展望未来, 我们预计其增长将面临两项挑战。

1) 美国经济的疲软, 可能会于较后时间对亚洲造成冲击。中国最新采购经理指数可能就预示了这样的情况

2) 从紧的货币政策

第一项因素属暂时性质, 如上文所分析。但是, 紧缩货币政策的影响一般会滞后, 因此对经济造成的影响可能于未来数月陆续浮现。

通胀数据令人失望

亚洲(日本除外)过去数月的通胀数字较预期高, 尤其是区内两大经济体系。中国公布消费价格5月按年上升5.5%, 高于年内4%的目标。同时, 印度公布批发价格与去年同期相比按年上升9%。(图4)

利率方面, 韩国本月进一步加息, 出乎市场意料, 而印度储备银行声明, 倘更早制定新工业制造指数系列(其相信能够更真实地反映经济活动), 将会更大幅度地调高利率。

我们相信区内中央银行于未来两三个月内将会继续集中精力应付通胀。某些中央银行更明言有需要在通胀和增长之间取得平衡, 于短期内, 预期对通胀的忧虑将大于对增长的忧虑。

在美国, 通胀仍继续上升, 整体达到4%, 即使核心通胀亦继续同比上升至1.5%。然而, 其应对政策则与上述市场截然不同, 因联储局现阶段的重点在于保持经济增长, 而非对付通胀。联储局的反应与我们的预测吻合, 相对于逐步上升的通胀而言, 联储局更关注通缩的信号。

在欧洲, 通胀亦见上升, 欧洲央行已表示会于7月提高利率, 而后将采取观望态度。

经济与货币展望

全球经济继续复苏

我们保持全球整体经济于2011年下半年至2012年会复苏的预期, 但发达国家与发展中国家之间仍存在分歧。

发达国家, 尤其是美国和日本近期的经济数据差强人意。日本的情况在经历地震、海啸和核辐射泄漏后尚可预期。在美国, 年初经济数据胜过预期, 但近月的下跌则是创纪录地疾速逆转。有关表现令国际货币基金组织将全球经济增长预测下调0.1%至4.3%, 并将美国增长预测由2.8%调低至2.5%。(图2)

亚洲的经济数据相对好得多, 国际货币基金组织对亚洲新兴市场的预测维持不变。

我们对未来审慎乐观, 预期美国会从这次低潮中重新振作, 理由如下:

- 1) 石油零售价上升(已导致今年以来的个人可支配收入下跌1.5%)对消费者造成的打击料将减弱, 因汽油价格已开始回落。
- 2) 经济放缓的主要原因是存货周期逆转。虽然存货水平已经超过了2008年的高位, 但存货销售比仍处于历史低位, 这意味着去库存活动在下半年将可能发生逆转。
- 3) 12月份到期的投资税收优惠政策可能会促使商家将投资转结至本年度, 以受惠于有关鼓励措施。

因此, 虽然过去数月市场对美国经济增长的普遍预期从3%以上狂跌至我们预测的2.5%附近, 下半年美国经济仍有可能出现3.5%的显著复苏。

日本的复苏则可能须要较长时间。但一旦复苏来临, 其经济总量的增长可能会比以往更加令人印象深刻, 因为那将是经济衰退转向3%以上的经济增长。这不单对日本有利, 全球其他国家亦会受惠。众所周知, 日本与亚洲其他国家保持着紧密的贸易联系, 而美国汽车业第2季度的疲弱, 则凸显了日本海啸对美国的影响。(图3)

渣打银行每月市场观察-2011年7月刊

表1: 各国股票评级概要

	3月	12月
美国	标配	标配
欧洲	标配	标配
日本	标配	标配
中国	超配	超配
印度	低配	低配
巴西	低配	标配
俄罗斯	标配	标配
韩国	低配	超配
台湾	标配	超配
香港	标配	标配
印尼	标配	低配
马来西亚	标配	低配
新加坡	标配	标配
泰国	低配	标配

来源: 彭博, 渣打

表2: 外国银行的希腊主权债务风险并不过度

国家	总敞口 (十亿美元)	公共领域敞口 (十亿美元)	总敞口占银行 资产比例
法国	53	15	1.1%
德国	34	22.7	0.6%
英国	13.1	3.4	0.2%
葡萄牙	10.2	n.a.	3.4%
荷兰	4.5	n.a.	0.3%
意大利	4.2	2.3	0.2%
澳大利亚	3.1	n.a.	0.5%
瑞士	2.7	0.7	0.1%
比利时	1.9	1.8	0.4%
西班牙	1.1	0.5	0.0%
非欧洲			
美国	7.4	1.5	0.1%
日本	1.4	0.4	0.0%

来源: 国际清算银行, 渣打银行研究

投资策略

我们仍然认为投资环境面临多项挑战, 因市况波动及传统资产类别的潜在回报不大。

股票

过去一个月股市明显受挫, 证明我们于过去两个月连续调低股票评级是正确的。接纳我们意见的投资者应当已经获得了一定利润。然而, 短期而言大市仍倾向下行, 因此, 我们对股票仍然维持标配的看法。

近日环球股票遭抛售的主要原因有三

- 1) 环球经济增长放缓
- 2) 亚洲区的通胀幅度远超预期
- 3) 欧洲对希腊主权债务危机采取紧急措施

如上文所述, 头两项因素属短期性质, 并将于下半年消去。如上月所述, ISM指数的见顶与随后的12个月股票市场正面回报一致。

与此同时, 自2003年起, 经济意外指数四度跌穿负100点水平, 当中有三次股票市场回报惊人(只有2008年3月金融危机后的数据属例外)。

最大的不确定因素是希腊。希腊的问题可能产生各种各样的后果, 并有多重可能性。因此, 要精确地预测未来的发展形势根本是没可能。下表概述两个主要结果的影响- 违约或不违约。

希腊形势分析

若以简单的方式分析, 希腊目前的形势可能出现的结果有两个, 即希腊会违约或希腊不违约。但重点是该问题并无一个完美的解决方法。即使希腊短期内可避免违约, 但却不能消除投资者对主权债务危机的疑虑。我们并无更好的选择, 只能在「较差」及「最坏」中二择其一。

违约情况

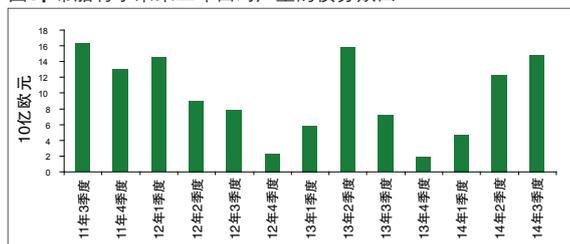
市场一般认为希腊会出现技术性违约。在此情况下, 最佳的做法是有关当局进行有秩序的违约。最坏的情况是希腊于下次债务到期还款(即8月中)时未能及时向债权人付款, 从而造成无秩序违约。

此情况的风险如下:

- 1) 欧洲中央银行将其声明付诸实行, 不允许希腊的债务用作抵押品, 实际上导致希腊银行破产。
- 2) 欧洲(及/或美国)金融机构因主权及银行业违约蒙受的亏损, 导致须进一步注资。(表2)
- 3) 信贷收缩, 使全球经济再次陷入衰退或缓慢增长期。希腊违约与雷曼违约的不同之处在于政策制定人在这次事件中有时间分析不同的情况及风险, 从而采取积极政策, 以减低任何违约事件可能对信贷状况造成的影响。
- 4) 已发展国家的政策灵活性较低, 使其更难以应付任何经济动荡。
- 5) 欧元及其成员国的诚信存疑。(然而, 在现阶段可能导致欧元崩溃的机会相当低。)

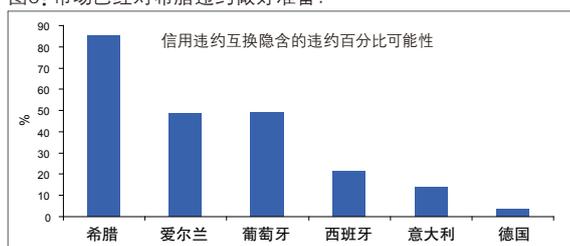
渣打银行每月市场观察-2011年7月刊

图5: 希腊将于未来三年面对严重的债务赎回



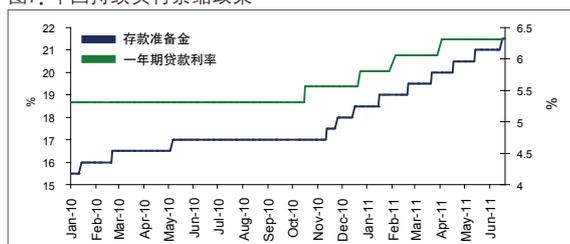
来源: 彭博, 渣打研究

图6: 市场已经对希腊违约做好准备?



来源: 彭博, 渣打研究

图7: 中国持续实行紧缩政策



来源: 彭博, 渣打研究

图8: JP Morgan亚洲信贷指数预期下半年会受息差收窄带动回升



来源: 彭博, 渣打研究

不违约情况

希腊于2012年-2014年须寻求1,200亿欧元的融资。(图5)现时计划假设有300亿欧元来自私有化, 600亿欧元来自欧盟及300亿欧元来自私人债权人。如何得到私人债权人的支持及避免违约这两件事是至关重要的。理论上, 欧盟可使个眼色, 同意承担全部债务, 并对希腊政府施加各项严格的规定。然而, 欧洲各个政府均面对压力, 要其放弃对挥金如土的邻国提供紧急援助。

如上文所述, 此情况亦非灵药, 并涉及以下风险:

- 1) 对希腊提出紧急援助会削弱爱尔兰及葡萄牙实行紧缩措施的意愿, 并增加进一步提供紧急援助的风险。
- 2) 在希腊避免于不久将来违约的同时, 可能无法或不愿推行先前协定的紧缩政策。其时欧盟/国际货币基金须决定是否如期拨款。如不拨款, 则可以确定往后阶段几乎必定会出现违约。

上述分析指出近期股市下滑的风险。然而, 亦要视乎对此情况的解读而定。股市表现已反映相对于大量负面消息。(图6)即使于近期抛售前, 股市的估值(不论就过往估值或其他资产类别而言)亦不算过高。在一般情况下, 现时估值对投资者甚为吸引。如希腊情况暂时真的得到解决, 股市将会大幅回升。

鉴于近期的不稳定因素, 我们并不确定哪个地区的表现会较为优胜。举例来说, 如希腊危机恶化, 欧洲股票将会受到最大打击, 但其他地区所承受的希腊风险则无从估计, 也不太可能于目前的股票表现中显示出来。因此, 我们对美国、欧洲、日本及亚洲(日本除外)3个月及12个月内的股票表现维持标配看法。至于其他新兴市场(即亚洲以外的新兴市场)。我们在3个月内会低配其股票, 12个月内则会保持标配看法。

上月超配中国股票的决定并未使我们大幅得益。明显地, 通胀数据及环球股票市场情绪对此并无帮助。通胀持续高企, 且未有信号指出短期内情况会有改善, 因此我们作出修正, 延迟中国转向宽松政策的预期时间至本年底, 而非先前所说的夏季后期。与此同时, 短期内风险更倾向紧缩的货币政策。但好消息是我们得知增长出现放缓信号, 而我们预期第3季增长年率后会创下按季升7%的新低, 并于第4季方会恢复至9%的水平。(图7)

在技术层面而言, 中国股市在短期内仍然脆弱。然而, 一旦反弹来临, 我们预期将会一飞冲天, 因此先前未有超配的人士, 可把握进一步疲弱的机会超配股票。

债券

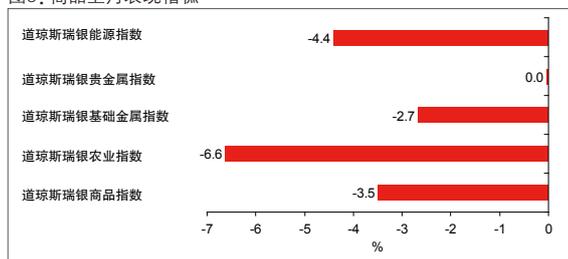
我们维持于3个月及12个月内低配债券的观点。现时经济面临出奇不意下跌的风险, 加上对欧洲主权债务危机的持续忧虑, 令债券短期内进一步上升。然而, 我们相信现时的收益水平与3-12个月的经济情况有所出入, 尤其是G3市场, 因此我们认为3个月及12个月内债券资产类别将出现负数回报。

近期的信贷息差大幅扩阔, 前景与股票市场相同, 而日后幅度将会进一步扩阔; 但一旦欧洲的情况缓和下来, 息差将再次收窄。就亚洲债务而言, 有两点值得留意。

- 1) 就以美元计值的债务而言, 于年初时, 我们预计JP Morgan 亚洲信贷指数(JACI)(其组合有约60%的投资级债券及40%的高收益债券)会有稍高于6%的回报。我们先前预期大部份回报是与息差收窄期间产生。至今, 美国国库债券的收益率下降方为其主要动力。我们预期于下半年, 息差将会收窄并重拾主导地位。(图8)
- 2) 于数个选定的地方货币债券市场, 我们开始察觉将有机会取得丰厚回报, 尤其于12个月内(计及货币的升值前景)。我们属意的政府债券市场是印度、印尼及中国三个高收益市场。

渣打银行每月市场观察-2011年7月刊

图9: 商品上月表现糟糕



来源: 彭博, 渣打研究

商品

我们保持对3个月与12个月商品的标配看法。于3个月内, 季节性因素很可能支持油价向上, 因北美洲的驾驶季节随即来临。至于基础金属方面, 我们预期平均价格将大幅上升, 而环球经济及(尤其是)中国经济短期的疲态在短期将对基础金属的价格产生下调压力。我们已调低3个月内农业商品的看法, 因种植季节来临, 预期会出现大量供应, 故未来数月的价格有下调压力。(图9)

就12个月而言, 我们看淡农业商品(因供应增加)及能源商品(因政治风险溢价减少), 并预期黄金及工业用金属会大幅回升, 因环球经济复苏未有受到重大影响, 而G3大致上仍然维持适度的货币政策。我们偏向选择黄金作较长期的投资, 因可从较大的组合差异性中受惠, 以及波幅较小。

另类投资

在传统的资产类别中, 我们继续看好受股票, 尤其是就长期投资而言。然而, 在目前市场不明朗因素升温的环境下, 我们仍然认为另类资产的风险回报率比较佳。在此类别中, 我们继续看好能买入或沽空不同资产类别的对冲基金和商品交易策略。展望未来, 我们相信拥有在适当时机沽空世界主要债市的投资弹性, 对于提高回报和管理风险至关重要。

货币

图10: 亚洲货币仍处于升值阶段



来源: 彭博, 渣打研究

受近期避险情况带动, 美元的弱势得以舒缓。鉴于欧洲仍存在不确定性, 另一次避险很可能会带动反弹, 有鉴于此, 我们也上调多项3个月美元兑亚洲货币的预测。在2011年下半年, 预期美元会因其他原因而出现轻微反弹。我们预期投机者/投资者会对于货币政策(纵使逐步)紧缩时使用美元作资金货币是否适合一事提出疑问。(图10)

同时, 我们继续预期亚洲的中央银行会因持续上升的通胀维持紧缩政策, 使亚洲货币保持升值, 同时亦能赚取收益。

主要风险

我们认定现时存在三大主要风险。

- 1) 全球经济增长长期放缓。**目前, 我们预计近期全球增长放缓的情况属暂时性, 如增长预测所阐明。但是经济活动减慢有可能更为持久, 特别是考虑到西方国家负债高企而可用政策的选择有限。
- 2) 希腊债务违约。**(见第3-4页)
- 3) 油价飙升。**石油价格持续回落已纾缓此项忧虑。然而, 我们重申, 虽然石油市场至今相对平稳, 但剩余产能已急剧下降。假如石油供应受到进一步冲击, 油价可能会暴涨, 并急剧地改变全球增长形势, 影响投资环境。

结论

总而言之, 我们仍对12个月内的全球经济环境保持乐观。但是, 近期经济和投资环境仍然存在重大风险。与过去24个月相比, 投资者在今年余下时间及2012年有可能年获得较低回报, 尽管近期股票及信贷市场的抛售已产生重大价值。

在未来12个月, 我们的首选投资类别为另类投资(对冲基金中的基金和商品交易策略), 然后依次是股票、商品、现金, 最后才是债券。

注: 本文代表渣打银行集团财富管理部全球投资委员会的观点。

渣打银行每月市场观察-2011年7月刊

战术资产配置*

渣打银行（集团）战术资产配置模型-2011年7月							
2011年7月		3个月			12个月		
		低配	标配	超配	低配	标配	超配
现金（标配）	现金及现金等价物						
固定收益（低配）	投资级债券——发达国家						
	投资级债券——发展中国家						
	高收益债券——发达国家						
	高收益债券——发展中国家						
	通胀调整债券						
股票（标配）	北美股票						
	欧洲股票						
	日本股票						
	亚洲除日本股票						
	其它新兴市场股票						
商品（标配）	商品						
另类投资（超配）	对冲基金						

*这是渣打银行基于中等风险偏好所构建的全球战术资产配置模型。地区间存在差异。欲获取详情，请与您的客户经理联系。

12个月预测（数据截止至2011年6月27日）

中央银行政策利率					
	现价	2011年 第3季	2011年 第4季	2012 第1季	2012年 第2季
美国	0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
欧洲	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25
英国	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
澳洲	4.75	4.75	5.00	5.00	5.25
中国	6.31	6.56	6.56	6.56	6.56
马来西亚	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50
印尼	6.75	7.25	7.25	7.25	7.25
南韩	3.25	3.50	3.50	3.75	4.00
印度	7.50	8.00	8.00	8.00	8.00
泰国	3.00	3.50	3.50	3.50	3.50

商品					
	现价	2011年 第3季	2011年 第4季	2012 第1季	2012年 第2季
黄金	1523.00	1525	1550	1600	不适用
白银	35.13	38	38	38	不适用
WTI原油	92.19	106	103	98	不适用
铜	8960.00	9500	10000	10000	不适用
铝	2509.00	2700	2650	2500	不适用
玉米	651.75	675	715	625	不适用
大豆	1329.25	1350	1380	1375	不适用
小麦	675.25	715	700	715	不适用

外汇					
	现时汇率	2011年 第3季	2011年 第4季	2012 第1季	2012年 第2季
欧元/美元	1.43	1.35	1.35	1.37	1.39
英镑/美元	1.60	1.57	1.58	1.62	1.65
美元/日元	80.50	85.00	88.00	88.00	90.00
美元/加拿大元	0.98	0.99	0.96	0.95	0.94
美元/瑞士法郎	0.84	0.93	0.94	0.93	0.92
澳元/美元	1.05	0.98	1.00	1.05	1.06
新西兰元/美元	0.81	0.76	0.80	0.84	0.86
美元/人民币	6.47	6.35	6.28	6.23	6.20
美元/新加坡元	1.24	1.22	1.19	1.17	1.21
美元/马来西亚					
林吉特	3.04	3.00	2.95	2.88	2.95
美元/印尼盾	8600.00	8600	8300	8200	8300
美元/韩元	1077.50	1075	1035	1025	1025
美元/印度卢比	44.94	45.00	44.50	44.00	44.00
美元/泰铢	30.66	30.50	29.50	29.00	29.50

*季度均值，预测来源为渣打银行全球研究部

免责声明

本文件并非研究材料，未按促进投资研究独立性的法律要求进行编制；本投资研究报告发布之前进行的交易不受相关禁令的限制。本文件不代表渣打银行的观点，特别是其全球研究部门的意见。

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，并归属渣打银行所有。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他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，买卖本网站涉及的任何证券或金融工具，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、投资银行或其他服务。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他方式提供其他任何人。

版权声明

渣打银行2011。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。所有第三方资料的版权及该等第三方对于该版权的所有权均已指明。其他不属于第三方拥有的资料及相关资料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2011。

本文并非研究报告亦非由研究部门发行

分析师

Steve Brice
Suren Chelliah

编辑

Aditya Monappa

翻译及校对

渣打银行（中国）有限公司
财富管理部的