

## 目录

市场表现	第01页
经济与金融市场展望	第02页
欧洲危机: 是时候付诸行动	第03页
投资策略	
• 固定收益	第04页
• 股票	第04页
• 商品	第06页
• 另类投资	第06页
外汇市场	第06页
结论	第07页
3-12个月市场展望	第08页
免责声明	第09页

## VIX vs ERP

■ 美国经济数据改善且投资者仍憧憬刺激政策出台, 推动风险资产市场持续走高。不过, 有些人认为投资者已过分乐观。VIX波动率指数似乎验证了这一顾虑, 尽管股票风险溢价(ERP)显示投资者仍然非常悲观。(图1)

■ 短期内, 前者可能胜出。长远来说, 股票市场提供极大的价值。我们建议目前持股比重偏低的投资者应抓住市场走弱的时机增持。事实上, 这些投资者面临的风险是指望股市回落却没有实现。

■ 我们认为VVIP投资策略(参见第3页)仍然是有效抓住当前全球环境机遇的适当策略。我们看好的资产类别包括高派息股票、高收益公司债和亚洲本土主权债。

### 关注刺激政策

• 焦点继续落在央行的政策力度上。美国联邦公开委员会(FOMC)会议纪要推高了市场对美联储准备推出宽松政策的期望, 尽管我们对此仍然存疑。欧洲央行行长德拉吉的言论和中国疲软的经济数据, 也加强了投资者对两地放宽政策的憧憬。

• 欧洲仍然是主要风险所在。欧元区边缘国家债券收益率持续偏高。在我们相信德拉吉将竭尽所能确保欧元区完整的同时, 我们也许需要市场再次走低以促使他行动。

### 投资策略分析(图2)

#### ■ 现金: 维持12个月低配

利率仍未能追上通胀的步伐

#### ■ 债券: 维持12个月低配

维持低配投资级债券, 并调低投资级公司债至标配  
维持高配高收益债券, 但其回报越来越依赖收益率

#### ■ 股票: 维持12个月超配

调升欧洲股票至标配, 预期在未来几个月有政策行动  
鉴于数据表现仍然疲弱, 调低投资亚洲(日本除外)建议至标配, 但继续超配美股  
偏重防御性高收益股票

#### ■ 商品: 维持12个月超配

鉴于刺激政策的可能推出, 维持超配贵金属和能源

#### ■ 另类投资: 维持12个月标配

建议混合采用CTA和波动投资策略

#### ■ 外汇: 预料欧元重回弱势

预料欧元最近出现的升势不会持久  
预期澳元继续有较具韧性的表现

图1: 股市风险溢价依然偏高



资料来源: 渣打银行

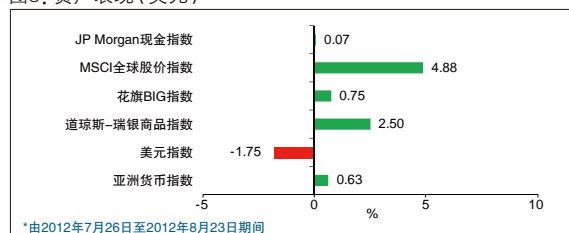
**Steve Brice** 首席投资策略师  
**Rob Aspin, CFA** 股票投资策略主管  
**Manpreet Gill** 债券投资策略主管  
**Suren Chelliah** 投资策略师

图2: 资产配置概要

2012年9月	12个月
现金	低配
债券	低配
股票	超配
商品	超配
另类投资	标配

资料来源: 渣打银行

图3: 资产表现(美元)\*



\*由2012年7月26日至2012年8月23日期间

资料来源: 彭博终端、渣打银行

## 市场表现

所有资产类在上个月均实现正数回报。(图3)

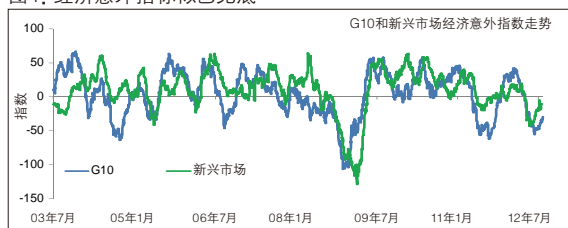
■ 由于市场仍憧憬主要经济体将推出刺激政策, 股市带头走强。

■ 尽管美国国债收益率最近随着公司债利差持续收窄而创新高, 债券市场勉强维持正数表现。

■ 商品在贵金属带头推动下, 乘上月强势继续走强。

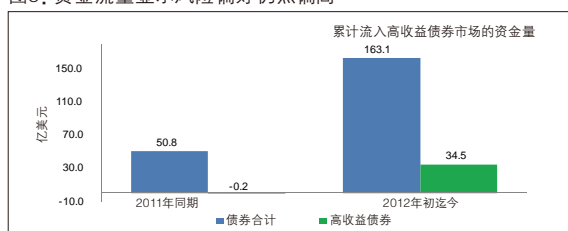
■ 在市场不断猜测美国推出货币宽松政策的情况下, 美元汇率略有下降。

图4: 经济意外指标似已见底



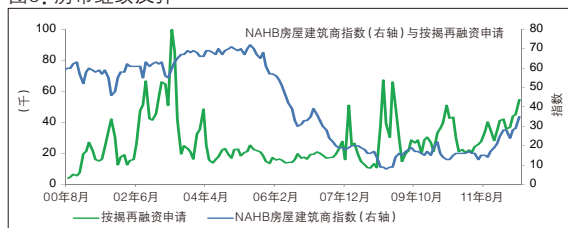
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

图5: 资金流量显示风险偏好仍然偏高



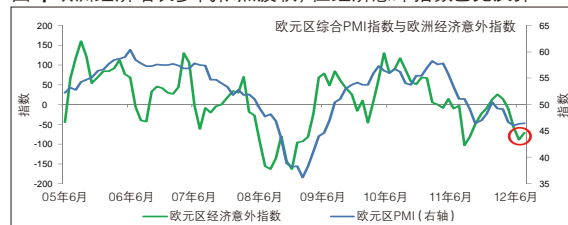
资料来源: 渣打银行

图6: 房市继续反弹



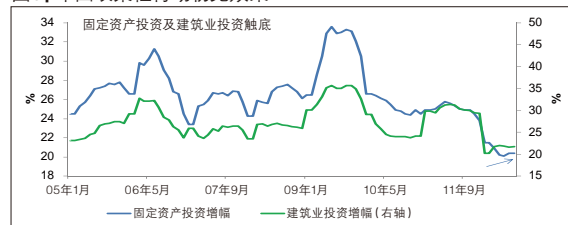
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图7: 欧洲经济增长步伐依然疲软, 但经济意外指数已见反弹



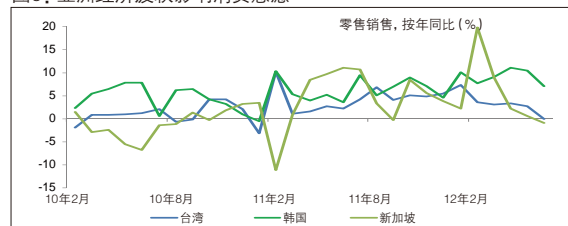
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图8: 中国政策性行动初见效果



资料来源: CEIC、渣打银行

图9: 亚洲经济疲软影响消费意愿



资料来源: 彭博终端、渣打银行

## 经济与金融市场展望

### 市场是否过度乐观?

上月我们曾提到因经济数据欠佳而产生的失望情绪会消退, 并将给风险偏好带来支持。自此之后, 美国经济意外指数随着风险资产市场向好而显著上升。这并不意味着经济迎来强劲复苏, 我们认为经济环境仍是艰难前行。不过, 依我们所见, 股市风险溢价仍然偏高, 反映市场已消化不少更为严重的风险因素。(图4)

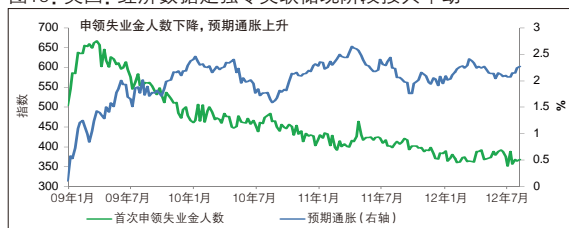
我们的主要顾虑是VIX指数(衡量美国股市波动率的指标)正处非常低的水平(约15)。自全球金融危机以来, 如此低的数值向来是股市回落的序幕。然而, 目前的情况也有可能是投资者眼看欧洲具体行动已在进行中, 因而担忧情绪减退。果真如此的话, 可令VIX指数持续停留在较低水平(2004-2007年平均低于15)。总体而言, 考虑到欧洲事件日程表以及大量资金流入诸如高收益债券等风险资产市场, 预计大市在进一步攀升之前可能会出现短期整固或回吐。不过, 对已减持的投资者来说, 更为担忧的恐怕是股市从现在起便一路上扬。(图5)

### 最新经济形势

- **美国经济数据在一定程度上有所改善。**全美就业数据终于在七月出现反弹, 支持了第一季天气因素导致的强劲表现在第二季走弱后才呈现的看法。与此同时, 消费需求似乎也经历了疲软的第二季后才回升, 核心零售销售在七月份按月同比上升了0.8%。最后是房市, 所有指标均渐趋正面, 不论是房屋动工率还是房屋销售额, 有趣的是, 连按揭再融资申请也呈上升势头。(图6)
- 另一方面, 新订单表现仍然疲软, 而制造业企业信心指数仍徘徊于收缩水平。撇除这些顾虑, 大部分领先指标仍然预示着整体经济持续扩张, 两者近期亦出现反弹。
- **在欧洲, 市场似乎消化了不少经济方面的坏消息,**经济意外指数已开始回升。第二季GDP数据显示, 核心国家的经济表现尚属理想。不过, 有三点值得注意: 第一, 欧元区第二季GDP按年同比下跌0.4%, 核心国家的良好表现并不足以抵消欧洲其他国家的疲软。第二, 表现趋好主要归功于出口, 鉴于美国、亚洲和欧洲边缘国家的近期弱势, 预计短期内维持既有出口势头不大容易。第三, 德国和法国的经合组织(OECD)领先指标仍处于负值水平, 尽管有迹象显示德国的指标可能已见底。(图7)
- **在中国, 数据好坏参半。**主要指标如商业信心指数、贸易及工业生产数据等不是继续疲弱就是进一步恶化。最新发布的数据显示, 即使是新增贷款, 其跌幅也比预期大。但是, 有越来越多的迹象显示政府推出的政策措施已开始影响到其他领域, 基建和资本支出开始加速回升。整体而言, 我们仍认为未来两个月可从经济数据开始看较广泛的复苏迹象, 尽管市场对此抱怀疑态度。(图8)
- **至于亚洲其他国家, 疲弱的经济形势影响的领域广泛,**包括工业生产、出口和零售业销售。好消息是, 在财政状况仍十分稳健的同时, 通胀压力也逐渐减退。这意味着当局拥有相当的灵活度以应对目前的经济弱势。农产品价格近期攀升是在通胀层面的唯一瑕疵, 虽然预计市场需要这些升幅(与2008年水平看齐)持续至2013年以形成通胀继而促使推出货币政策。务须留意的是米价近来维持窄幅上落, 可能会限制亚洲国家政策宽松的力度。(图9)

## 渣打银行全球市场展望-2012年9月刊

图10: 美国: 经济数据走强令美联储现阶段按兵不动



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图11: 主权债务危机仍未解决



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图12: 偏低的VIX指数水平意味着短期股市可能走弱



资料来源: 彭博终端、渣打银行

### 欧洲和中国仍会推出货币政策以刺激经济

■ **在美国, 如情况需要, 美联储仍会十分乐意放松货币政策。**最近一次公开市场委员会会议纪要显示, 当局曾就不同的货币刺激方案进行广泛的讨论。然而, 我们认为经济数据转好足以让美联储在9月13日召开的公开市场委员会会议上把有关政策押后。预期通胀压力上升, 也进一步支持这一观点。我们认为, 在这样的背景下, 美联储将倾向保留政策灵活性, 在更有需要的时刻—比如在2013年初面临财政悬崖 (Fiscal cliff) 时—再推出政策。(图10)

■ **在中国, 预期央行将再次减息并分三次进一步调低存款准备金率。**我们的主要顾虑是: (1) 房价仍在上涨, 和/或 (2) 即将来临的政治换届促使决策者比平常的反应更为积极。

■ **金融市场面临的主要不确定风险仍然是欧洲央行如何应对主权债市场持续紧张的局面。**在某种层面上, 我们不应低估欧洲央行 (在行长德拉吉的领导下) 不惜一切代价维护欧元区完整的意愿和能力。(图11)

■ **但是, 我们也认为德拉吉的鼓气言论不但只是老调重弹, 其效力也被随后报章的评论和讨论所冲淡。**此外, 有迹象显示银行业面临的压力已下降, 也令欧洲央行更难有借口出手干预。

■ **我们仍认为很快会有政策行动出台, 此举将终极地给风险资产带来非常正面的影响。**不过, 我们也认识到在到达彼岸之前, 可能需先经历另一轮市场动荡。

### 欧债危机最新情况: 是时候付诸行动

在过去两个月, 在三个我们确认为解决欧元区债务危机关键的事情上已有长足的进展。包括:

- 1) 在全欧范围内执行一个具信用度、设计周详的银行业再融资计划
- 2) 为边缘国家主权债市场筑起隔离墙
- 3) 边缘国家必须在经济增长和健全财政之间取得新的平衡。

不过, 上个月的进度较为缓慢。可能是时值暑假, 决策者外出度假, 而市场也容许他们休息一下。但接下来我们将迎来一个关键时期, 尤其需要注意以下几个日期:

- 德国宪法法院就欧洲稳定机制 (ESM) 的合法性作出裁决 (9月12日)
- 荷兰立法选举 (9月12日)
- 三驾马车就希腊问题发表报告 (9月份内)
- 西班牙银行压力测试报告公布 (9月下旬)
- 法国财政预算案期限 (10月2日)

以上事件预示着市场将充斥着大量关乎欧元区未来的猜测, 大市也许会因此出现短期波动。

## 投资策略

### 投资策略分析:

总体而言, 继续维持以下VVIP投资策略:

- Value (价值): 寻找价值
- Volatility (波动): 准备好随时利用波动时机套利
- Inflation (通胀): 不要低估其影响力
- Pay (获取收益): 拣选具有经常性回报的投资

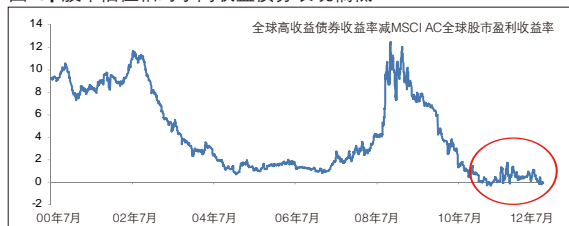
在这个范畴内, 我们推荐的资产类包括:

- 全球股票, 特别是高派息股票
- 高收益债券, 侧重美国和亚洲公司债券
- 亚洲本币计价债券

较短期而言, 低于15的VIX指数、连串的欧洲重大事件以及欧洲央行可能比预想中的反应更为积极, 均意味着一般风险资产将于短期内出现回吐, 特别是股市。但从另一角度看, 目前股市风险溢价 (ERP) 仍然偏高, 这往往预示着股市收益仍然可观。(图12)

## 渣打银行全球市场展望-2012年9月刊

图13: 股市估值相对于高收益债券表现偏低



资料来源: 彭博终端、渣打银行

总的来说, 我们建议目前已减少全球股票比重的投资者 (对能承担中等风险的投资者而言, 现行集团战术资产配置模型建议的持股比重为38%) 应积极抓住机会增加其组合中的股票比重。事实上, 以相对估值而言, 我们有理由选择股票而放弃高收益债券。不过, 不论是什么级别, 我们仍然建议持有能获取收益的资产类别, 包括高派息股票、高收益美元债券和亚洲本币计价债券等, 这些资产类别均符合我们的投资目标。(图13)

有关VVIP投资策略的更详尽说明, 请参阅7月刊的《渣打银行全球市场展望》。

### 固定收益-维持低配G3政府债券, 但调低投资级债券至标配

我们调低投资级公司债建议至标配, 是因为我们认为利差已不足以补偿利率风险可能带来的损失。但维持建议投资者超配高收益债券, 以获得更合理的风险回报。我们的首选包括亚洲本币计价债券, 并维持低配G3政府债券的立场。同时, 建议持有较短久期的债券。

我们决定 (从之前的超配) 调低投资级 (IG) 公司债券至标配, 基于以下两点因素:

(a) 利差走势显示资产价格已公平地反映其价值。金融业公司债是目前唯一利差明显大于过去平均水平的类别, 但鉴于该行业仍集中了很多风险, 因此可算是合理。非金融业公司债利差目前已回到历史平均水平。(图14)

(b) 投资及公司债收益率与国债收益率越来越高度关联。没有高于正常水平的利差作为补偿, 该资产类别潜在显著的利率风险, 这是我们维持低配G3主权债券的主要理由。

我们重申, 只是调低投资级公司债的投资建议至标配, 不是建议低配。投资级公司债在组合中仍占有重要地位。就增强多元投资组合的抗跌能力而言, 它仍是取代G3主权债券的最佳选择。但上文(a)、(b)两点因素说明, 我们认为, 支持持有此类资产多于一水平因素已逐渐消退。(图15)

继续主张超配高收益债券。只要有具体支持, 低政策利率期的延长意味着投资者仍需继续寻求收益。相对于预期违约率, 现行利差水平令人满意。但必须重申, 债券的预期回报将主要体现在其可得收益上而非来自利差的进一步收窄。

亚洲本币计价债券持续看俏。由于该区域大部分国家的实际利率 (即扣除通胀因素后) 为正数, 寻求收益尤为合情合理。外部基本因素也同时给亚洲货币的长期吸引力带来支持。近期这类资产走强也许预示着市场是时候喘息一下, 但我们建议投资者把握任何可能出现的低点增持。(图16)

我们重申, 看淡G3政府债券并建议把美元债券组合的久期缩短。G3主权国债仍然缺乏投资价值。我们认为, 在缩短组合久期以控制利率风险的同时, 投资级债券仍是具抗跌力的最佳选择。

总结: 调低投资级公司债券至标配, 但继续超配高收益债券。建议投资者缩短组合久期以利于控制利率风险。亚洲区域正数实际利率应能继续为本币计价债券带来支持; 建议把握时机增持。

### 股票-维持超配, 调升欧洲由小幅低配改为标配 (图17)

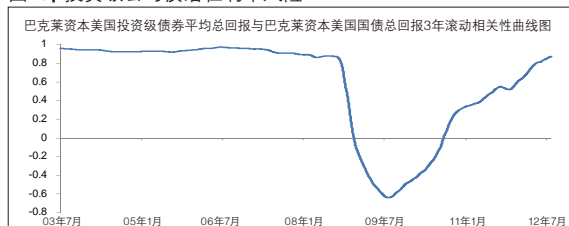
我们的建议资产配置中有一个重大变动, 就是在12个月的基础上把投资欧洲建议由小幅低配调升为标配。此举具重大意义, 因为在过去一年, 我们一直建议低配欧股, 同期欧洲股市表现比MSCI AC全球指数落后了6.8%, 也印证了我们的看法。

图14: 投资级公司债估值公平, 特别是非金融行业



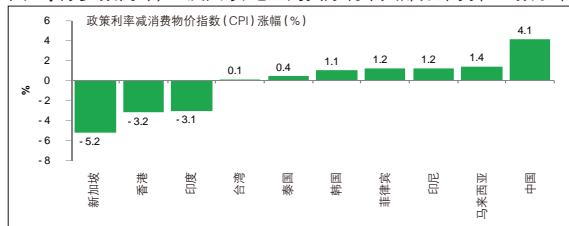
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图15: 投资级公司债潜在利率风险



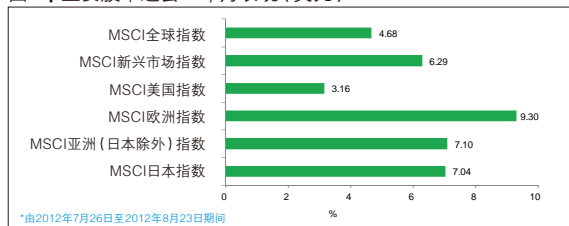
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图16: 除少数例外, 亚洲国家/地区的实际利率大部分维持在正数水平



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图17: 主要股市过去一个月表现 (美元)\*



资料来源: 彭博终端、渣打银行



## 渣打银行全球市场展望-2012年9月刊

图18: 欧洲股市风险溢价仍然很高



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图19: 美国周期性行业股过去18个月表现跑输大市



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图20: 股票收益率目前高于债券收益率



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图21: 高派息股表现跑赢大市



资料来源: 彭博终端、渣打银行

### 推荐行业: (图19) (图20)

我们维持超配股票建议,但焦点放在具防御性和有高收益的股票。通过建立一个适度投资各类风险资产但与此同时具一定防御能力的组合,投资者既能获得股息收益,在任何债券收益率或通胀的突然上升时避险,也能获益于央行推出的经济刺激政策。年初迄今,我们建议超配高派息股票,效果理想。高派息股票一般见于抗跌力较强的行业,比如公用事业、电信、能源、医疗保健和消费必需品行业等。根据基本面条件拣选,这些行业有多家的公司值得推荐。(图21)

**超配科技股:** IT科技股一般能实现高于平均水平的股本回报率,且目前正以相对具吸引力的估值进行交易。以纳斯达克市场为例,目前的交易价位低于其10年平均市盈率的-1标准差值。我们也同时推荐韩国IT科技股。

**超配电信股:** 英国、中国以及其他新兴市场的电信行业发展稳健,并兼具防御特性,至少在移动通信领域方面拥有良好的增长势头。

**超配能源股:** 近期原油价格上升给油企股价带来强有力的支持,从收益率、估值及其可作为对冲中东局势潜在风险的工具来看,我们继续看好能源股。

**超配消费必需品类股:** 我们在过去几年发现,消费必需品行业在市场受压期间一般都有相对理想的表现。尽管这行业的估值已相当“丰厚”,但我们继续主张进行小幅增持。

**总结:** 我们目前正迈向一个大部分主要央行将进一步放松货币政策的大环境。尽管市场仍可能出现短期令人失望的表现,但央行如果不打算采取实质行动,也不会再像以往那样夸夸其谈。此举可望在未来几个月为股市带来相当有力的支持。

尽管欧洲环境仍然极不明朗,且政策成果仍然摇摆不定,但我们认为解决问题的基本条件现已慢慢开始落实到位。如我们之前所述,财政整合可押后进行,但欧洲央行仍拥有不少工具可以利用,以纾缓周边国家的主权债成本压力。欧洲股市过去一个月上升了约9%,尤其是在德拉吉誓言采取任何行动以挽救欧元后,大市应声而起。这也印证了我们的想法,即市场面临这堵“忧虑之墙”已久,任何正面消息都可能推高股市。**我们认为,如果市场欲试探德拉吉的行动意愿,将面临出现回落的短期风险。依我们所见,这将是目前已减持组合中股票比重的投资者增持的上佳机会。(图18)**

为了提升欧股比重,就需要减少在美国或亚洲(日本除外)的权重。我们决定减少亚洲(日本除外)股市的权重。尽管亚洲股市估值可以说比美国更具吸引力,但如上文所述,短期风险可能会对新兴市场带来更严峻冲击,我们对美国货币当局在控制局面方面更有信心。因此,我们把原先超配亚洲(日本除外)建议略微调低至标配,而“其他新兴市场”(主要是俄罗斯和巴西这两个在七月份分别从其低位上升了约10%的市场)则由原来的标配改为低配。

“其他新兴市场”的波动更为显著。以巴西为例,该国经济在很大程度上取决于市场对基础金属的需求,如铁矿石,由于全球经济持续放缓和而供应量高企,行业将面临很大压力(Bovespa指数中20%的回报来自金属行业)。巴西经济目前还面临高达5%的通胀和GDP增长放缓等挑战。

在亚洲(日本除外)方面,我们继续倾向选择中国、韩国和泰国。

- **中国股市目前正以低估值价进行交易: 低于10年平均市盈率和市净率的-1标准差值(STD)**。尽管房地产市场供应过剩仍是关注焦点,但不少领域的价格似乎已稳定下来。

- **韩国股市也正以略低于10年平均估值的价格进行交易**,相对于大部分其他市场,价格仍然较低。

- **尽管我们对投资印度的建议维持在标配,但该市场目前也正以低估值价格进行交易(同样是低于10年平均市盈率和市净率的-1标准差值)**。在调升建议之前,我们希望通胀情况受到控制并在政策性改革方面得到更多指引。食品价格持续上升仍令人关注。

- 值得一提的是,大多数亚洲(日本除外)市场的盈利预测调整指数仍然是持平甚至下降,意味着该区的盈利前景整体而言仍然平淡。

## 渣打银行全球市场展望-2012年9月刊

图22: 商品市场表现 (美元)\*

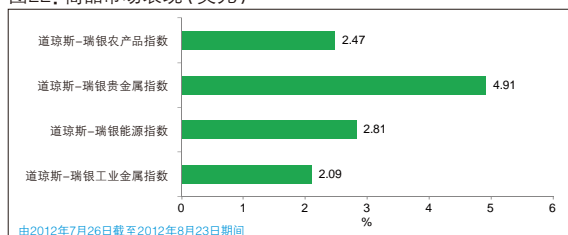


图23: 美国石油库存量开始回落

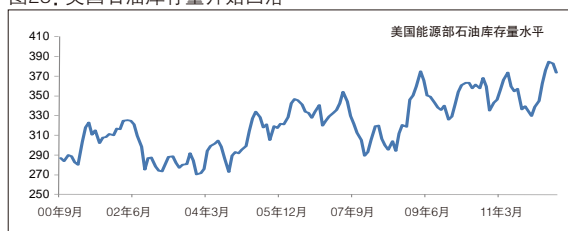


图24: 预期铜价维持窄幅波动

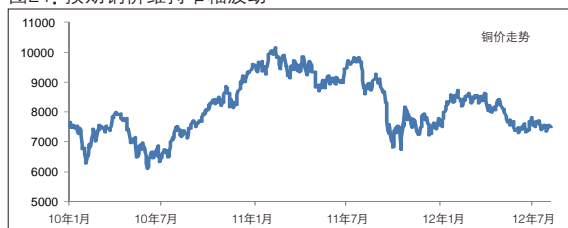
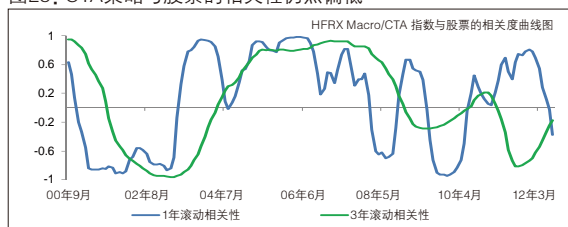


图25: CTA策略与股票的相关性仍然偏低



### 商品-维持超配 (图22)

商品价格由贵金属带头在过去一个月全线上涨。展望未来, 在供应量收紧和市场日益憧憬主要央行将进一步放松货币政策的推动下, 预料商品价格会继续上扬。

**贵金属**-在美联储主席伯南克于8月31日在Jackson Hole会议上发表讲话之前, 由于市场对美联储将推出进一步宽松政策的期望不断提高, 以及忧虑南非矿山的抗议活动可能影响供应, 贵金属价格最近出现反弹。

预期在突破1630关键阻力位后, 黄金价格将进一步攀升。我们重申, 从较长期的角度来看, 推动黄金价格走高的基本面条件维持不变 (包括央行购买和主要经济体的高负债水平等)。**我们建议超配贵金属。**

**能源**-在供应量增长放缓和中东地缘政治风险持续升温的影响下, 原油价格强劲反弹。由于生产中断且多个地区设施在维修中, 预料短期内供应会受到限制。**我们建议超配能源。** (图23)

**工业金属**-由于工业金属库存水平普遍偏高, 缓慢的全球经济增长前景持续给工业金属价格带来压力。中国进口量维持稳健, 并预期央行将放松货币政策给市场带来若干支持。然而, 在不明朗的宏观经济背景下, 悲观情绪将对铜价走势构成阻力。预期铜价持续在7300美元至7800美元之间窄幅波动。**我们对工业金属维持标配建议。** (图24)

**农产品**-农产品价格在过去一个月已稳定下来。预料价格将因美国天气恶劣导致供应持续减少而维持在偏高水平。不过, 鉴于农产品价格近期强劲反弹, 进一步上升的空间有限, **因此我们建议低配农产品。**

**总结: 整体而言, 我们继续看好商品市场的前景。供应增长放缓以及预期各国决策者将继续推出政策刺激经济复苏有望给商品继续带来支持。与此同时, 随着投资者重拾投资信心, 预期资金将恢复流入交易所交易基金 (ETF)。鉴于净流入农产品市场的投机性资金数量庞大, 预料引发进一步资金流入市场的将是能源和贵金属行业。**

### 另类投资策略-维持标配

**我们对另类投资策略维持标配。基于市场反弹潜在波动风险及其与风险资产的低相关性, 与波动挂钩和商品交易顾问 (CTA) 策略继续是我们在这方面的首选。**

另类投资策略提供投资者更多与风险资产相关度低的策略以抓住更多的投资机遇。在当前高度相关的投资环境下, 有时可起到非常具价值的作用。但务须有选择性地使用。

**采用CTA策略主要是在于其与风险资产的低相关性。**此特点在当前高度相关的投资环境下具很大价值。CTA策略长期以来亮丽的业绩记录是我们选用CTA策略的另一个理由。除了当中非常少数情况表现欠佳外, 这策略在一系列不同市场环境下普遍效果理想。(图25)

**与波动挂钩策略应能直接随VIX指数上升而获益。**我们在本文件的前半段里曾提到, VIX指数为衡量市场波动性的指标, 目前正处于极低水平并可能反弹。我们推荐与波动挂钩策略是因为它们能直接从任何VIX指数的反弹中获益。

**总结: 建立多元化投资组合, 我们对采用另类投资策略维持标配的建议。如有可能, 推荐采用与能直接从避险指标的升幅中获益的与波动挂钩策略, 以及与风险资产保持相对低相关性的CTA策略。**

## 外汇市场

市场憧憬美国推出进一步宽松货币政策并对欧元区的稳定性普遍抱持乐观态度, 是推动外汇市场向好的两个主要动力。欧元区决策者将未来一周的公开言论以及美联储主席伯南克于8月31日在Jackson Hole会议上的发言将成为我们评估货币市场前景的关键因素, 预期这些议题会在短期内持续。在12个月的基础上, 我们对各主要货币的看法概括如下:

## 渣打银行全球市场展望-2012年9月刊

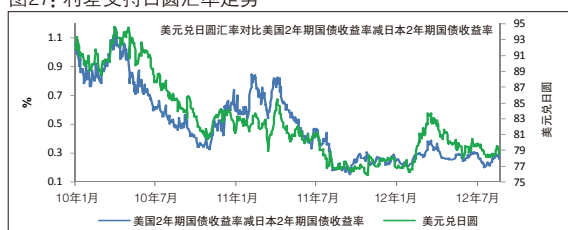
图26: 市场继续为欧元走低做准备



资料来源: 彭博终端、渣打银行

**欧元兑美元**-空头回补也许能在短期内为欧元带来支持。我们认为,假如欧洲央行按照预期实施货币宽松政策,欧元将走低且弱势将持续一段时间。因此,我们对欧元的中期看法为中立。(图26)

图27: 利差支持日圆汇率走势



资料来源: 彭博终端、渣打银行

**美元兑日圆**-日本2012年第二季GDP增长差于预期,加上贸易盈余数据进一步恶化,给日圆带来压力。我们认为日本央行未采取行动可能是欲先睹美联储将有何动作,但事实上,就货币宽松政策而言,日本央行仍然落后于曲线水平。我们对日圆的中期看法为中立。(图27)

**英镑兑美元**-基于市场日益憧憬美国推出进一步宽松政策,英镑兑美元汇价最近显著上升。然而,国内经济增长放缓的风险挥之不去,加上英国央行很可能进一步放松货币政策,中期我们仍对英镑的保持中立。

图28: 预期供应下降将继续为商品货币带来支持



资料来源: 彭博终端、渣打银行

**澳元兑美元**-澳洲央行在其季度货币政策声明和最近一次货币政策会议纪要中分别表示对国内经济增长前景乐观,此举给澳元走高带来支持。市场日益憧憬主要央行进一步放宽货币政策、大宗商品价格反弹且有报告指澳元已获更广泛接纳为央行储备货币,均继续支持我们看好澳元的中期前景。(图28)

**美元兑新加坡元**-一如预期,新加坡元兑美元汇价持续强劲,然而兑贸易加权一篮子货币则轻微下跌。国内经济增长面临较高风险和通胀水平持续偏高(尽管七月降至4%是个好消息)仍然是新加坡金融管理局必需面对的挑战。汇率是金管局的主要货币政策工具。预计在十月下一次货币政策声明公布前,目前金管局容许新加坡元逐步升值的政策立场会维持不变。加上主要央行(包括中国人民银行)推出进一步宽松政策将有利于新加坡元走势,因此我们继续看好坡元的中期前景。

图29: 我们持续看好亚洲(日本除外)货币的中期前景



资料来源: 彭博终端、渣打银行

在市场对主要央行进一步宽松政策有更大期望的背景下,预料与商品相关的货币(澳元、新西兰元、加拿大元和南非兰特)兑美元汇率将上升。由于供应紧张导致商品价格上升(贵金属、能源和工业金属)的情况也将同时支持商品货币走强。我们看好商品货币的中期前景。

鉴于预期主要央行将进一步放松货币政策,我们看好亚洲(日本除外)货币的中期前景。不过,由于经济增长面临风险且食品价格上涨导致通胀压力上升,预料升幅不大。(图29)

**总结: 市场憧憬主要央行将进一步放松货币政策应能为高收益、商品和亚洲(日本除外)货币带来强有力的支持。但短期令人失望的政策风险仍然存在。**

### 结论

在全球各地决策者承诺推行进一步宽松政策的背景下,风险资产市场在过去两个月维持良好势头。随着时间的推移,我们相信决策者会满足这些期望。不过,短期内失望的可能性仍然存在,并可能因此导致风险资产市场出现短暂回落。不过我们认为,估值仍具吸引力,而投资者的真正风险就是眼看着股市涨势即将来临而无法从中获益。因此,我们建议目前低配股票的投资者开始建立一个股票比重至少为标配的投资组合。

### 3 -12个月预测

#### 央行基准利率

	现值	2012年 第3季	2012年 第4季	2013年 第1季	2013年 第2季	2013年 第3季	2013年 第4季
美国	0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
欧洲	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
英国	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
澳大利亚	3.50	3.50	3.25	3.25	3.25	3.50	4.00
中国	6.00	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00
台湾	1.88	1.88	1.88	2.00	2.13	2.25	2.38
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25	3.50
印尼	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25
韩国	3.00	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
印度	8.00	8.00	8.00	7.75	7.50	7.25	7.00
菲律宾	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
泰国	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.75

#### 外汇

	即期	2012年 第3季	2012年 第4季	2013年 第1季	2013年 第2季	2013年 第3季	2013年 第4季
欧元/美元	1.26	1.18	1.22	1.25	1.25	1.28	1.30
英镑/美元	1.59	1.52	1.55	1.58	1.62	1.64	1.63
美元/日圆	78.58	79.00	82.00	83.00	84.00	85.00	85.00
美元/加元	0.99	1.05	1.02	1.03	1.00	0.98	0.98
美元/瑞郎	0.96	1.02	0.98	0.96	0.97	0.98	1.00
澳元/美元	1.04	1.02	1.05	1.03	1.04	1.05	1.07
纽元/美元	0.81	0.76	0.77	0.78	0.82	0.84	0.86
美元/人民币	6.35	6.36	6.31	6.29	6.27	6.23	6.19
美元/新币	1.25	1.27	1.24	1.22	1.23	1.21	1.18
美元/马来西亚林吉特	3.10	3.15	3.07	3.00	3.05	3.00	2.92
美元/印尼盾	9494	9,500	9,300	9,100	9,300	9,200	9,000
美元/韩元	1134	1,120	1,100	1,070	1,070	1,060	1,040
美元/新台币	29.94	29.60	29.00	28.70	28.50	28.30	28.50
美元/印度卢比	55.26	56.00	55.50	55.00	57.50	56.00	55.00
美元/泰铢	31.21	31.50	31.10	30.60	31.40	31.00	30.60
美元/菲律宾披索	42.07	41.75	40.50	40.00	41.00	40.50	39.50

#### 商品

	现价	2012年 第3季	2012年 第4季	2013年 第1季	2013年 第2季	2013年 第3季	2013年 第4季
黄金	1668.70	1,650	1,750	1,800	1,900	--	--
白银	30.48	28	30	31	34	--	--
WTI原油	95.90	94	101	103	107	--	--
铜	7684.50	7,600	8,000	8,500	9,000	--	--
铝	1904.50	1,900	2,000	2,200	2,200	--	--
玉米	813.50	750	780	700	680	--	--
大豆	1714.00	1,600	1,675	1,400	1,550	--	--
小麦	894.75	850	860	820	800	--	--

资料来源: 彭博终端、渣打银行(截至2012年8月24日止之数据及预测数据)

\* 每季平均数字



## 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，特别是其全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853年英皇制诰》(编号ZC18)在英格兰及威尔士注册成立的有限责任公司，公司总部位于伦敦Aldermanbury广场1号(EC2V 7SB)。渣打银行由英国金融管理局授权及监管，注册号为114276。

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他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2012。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2012。

**本文非研究报告，亦非由研究部门编写**