

目录

市场表现	第01页
经济与金融市场展望	第02页
投资策略	
· 固定收益	第04页
· 股票	第04页
· 商品	第05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

货币政策 vs 财政政策

- 美联储宣布启动新一轮不设限额的量化宽松行动，而欧洲央行也已表示愿意无限量买入边缘国家的主权债。消息推动高风险资产市场进一步走高，包括全球股市和高收益债券市场。
- 与此同时，我们正迈向财政政策方面的一个关键期。美国已逐步走近所谓的“财政悬崖”（Fiscal cliff）而仍未见任何明确的解决方案，而欧洲已踏入预算季度，但焦点仍在于执行紧缩措施。对核心预期情景而言，即使推出宽松货币政策也不足以改变目前艰难前行的环境。
- 我们认为VVIP投资策略（参见第3页）仍是有效捕捉当前全球环境下投资机遇的适当策略。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币主权债。

货币宽松与财政紧缩（图1）

- 货币宽松政策旨在抵消西方经济体降低负债比率产生的影响
- 各国政府继续寄望通过紧缩政策渡过难关，此举加重了央行在避免经济陷入衰退问题上的重担
- 地缘政治风险再度升温

投资策略分析（图2）

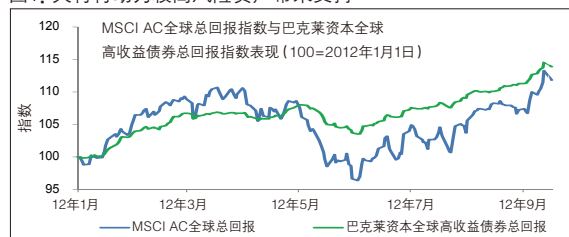
- **现金：维持12个月低配**
在可预见的将来，预计负值实际回报的情况会持续
- **债券：维持12个月低配**
在后QE3时期，投资级债券表现岌岌可危
推荐选取美国高收益债券和亚洲本币计价债券
- **股票：维持12个月超配**
QE3短期内可能给周期股带来动力，但偏好高派息股票
鉴于央行立场积极主动，美国是我们的推荐市场
看好的亚洲市场包括中国、韩国和泰国
- **商品：维持12个月超配**
受不设限额QE3政策影响，金价应会继续走高
预计油价短期内窄幅徘徊，但中东紧张局势仍在升温
- **另类投资：维持12个月标配**
建议采用CTA（商品交易顾问）作为抗衡下行风险的保险策略
- **外汇：预料欧元重回弱势**
欧元持续走高，但已开始动力不继
在进一步上升之前，亚洲和商品货币短期内或现整固

市场表现

所有资产类别在上个月均实现正数回报。（图3）

- 央行行动有助于降低资产尾部风险（tail risks），股市继续带头走强。
- 债券继续表现理想，主要受各类型公司债券利差持续收窄所推动。
- 商品价格也轻微上升，主要受贵金属和工业商品带动。农产品表现落后大市。
- 美元随着市场预期和回应美国推出宽松货币政策，走势偏软，而亚洲货币汇率则持续上升。

图1：央行行动为较高风险资产带来支持



资料来源：彭博终端、渣打银行

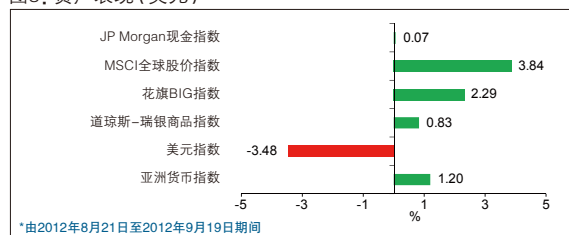
Steve Brice 首席投资策略师
Rob Aspin, CFA 股票投资策略主管
Manpreet Gill 债券投资策略主管
Suren Chelliah 投资策略师

图2：资产配置概要

2012年10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

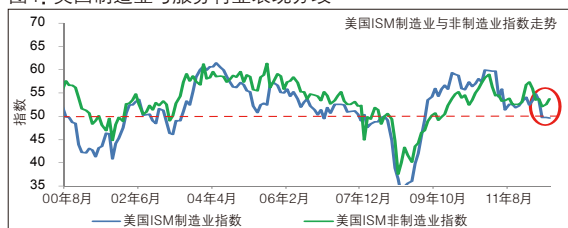
资料来源：渣打银行

图3：资产表现（美元）*



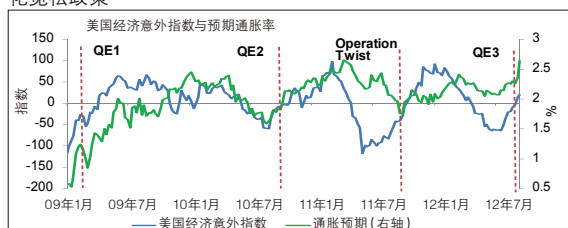
*由2012年8月21日至2012年9月19日期间
资料来源：彭博终端、渣打银行

图4: 美国制造业与服务行业表现分歧



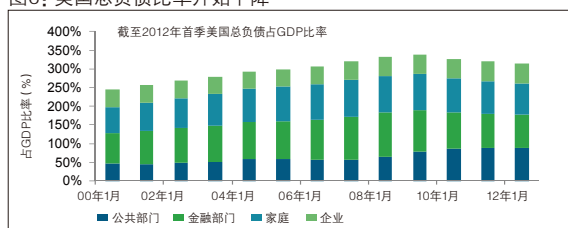
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

图5: 尽管通胀预期上升且经济继续复苏, 美联储仍推出新一轮量化宽松政策



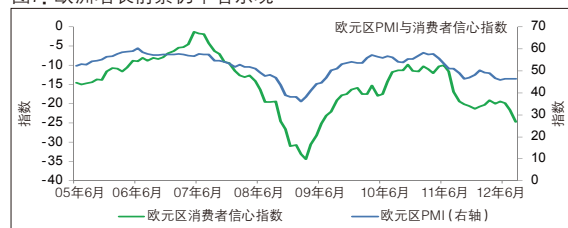
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图6: 美国总负债比率开始下降



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图7: 欧洲增长前景仍不容乐观



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图8: 德拉吉的誓言在现阶段成功推低边缘国家主权债收益率



资料来源: 彭博终端、渣打银行

经济与金融市场展望

由于西方国家不得降低负债比率, 整体经济环境仍如我们预期般增长缓慢。在此背景下, 市场需要非常宽松的货币政策配合, 包括美联储在九月推出量化宽松政策, 欧洲央行也已就主权债危机采取行动有效降低尾部风险。展望未来, 尽管经济环境仍存在相当风险, 但主要决策者料有足够准备采取行动以避免全球经济陷入衰退。

美国: 经济数据转好, 美联储出招

■ **劳动力市场数据总体有所改善。**最近公布的就业数据显示新增职位增长缓慢而放弃寻找工作的人数上升, 情况令人失望。但其他指标 (如招聘意向、职位空缺和裁员等) 已有改善趋势。

■ **制造业是主要的弱势领域,**可能受到欧洲危机和亚洲增长放缓所影响。然而, 服务性行业持续表现强劲, 这一点更为重要, 因为服务性行业在经济中所占比重远大于制造业。(图4)

■ **汽油价格反弹推高了通胀率和对通胀的预期。**值得关注的是, 在目前雇员工资议价能力有限的时刻, 实际收入受到侵蚀, 可能会削弱未来几个月的消费者支出。

■ **美联储的新一轮量化宽松行动在四个主要方面与之前不同。**

1. 在**增长持续和通胀预期上升**的情况下推出。(图5)
2. 通过购买按揭抵押证券 (MBS), 更直接地**刺激已在复苏中的房地产市场。**
3. 购买不再设定时限, 但有条件地取决于劳动力市场的显著改善—据我们理解, 失业率需下降至7%才会停购MBS, 而美联储预期这要到2014才会发生。
4. 倘若迈向目标的进程不如预想, 美联储不排除采取更激进政策行动的可能性。

■ **美联储的出招无助于解决经济问题。**经济形势越来越趋向大幅收紧开支的财政紧缩政策。虽然力度料不如预期, 但也不太可能在总统选举之前出现。财政政策前景不确定将抑制企业大量投资的意愿。事实上, 由于时间紧迫, 市场可能并不太在意潜在的政策失误风险。

■ **因此, 随着减债进程的展开, 美联储的行动更大程度上在于挽救经济免陷入衰退/通缩。(图6)**

欧洲: 尾部风险下降, 但经济未见起色 (图7)

■ **经济数据仍然疲弱,**尽管经济意外指数近期出现反弹。商业及消费者信心指标持续偏低且没有任何预示经济即将复苏的迹象。

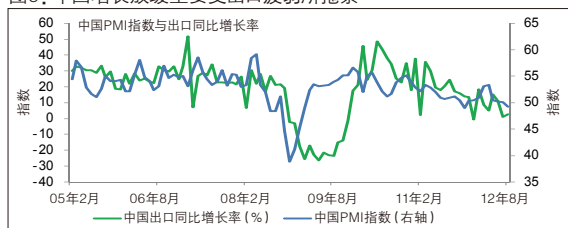
■ 在解决欧债危机方面, 我们已多次强调**有三件事情必须到位:**

1. 为周边国家主权债市场筑起隔离墙
2. 银行业进行再融资
3. 加推支持增长的政策

■ **在过去3-6个月, 当局在上述三件事情上取得长足进展, 但仍有很多工作有待进行。**

■ **欧洲央行决定向边缘国家无限量买入主权债券是一项重大进展。**央行在去年12月和本年2月执行的长期再融资操作 (LTRO) 大大减低了银行业面临的尾部风险; 而近期的行动则降低了主权债市场的尾部风险。(图8)

图9: 中国增长放缓主要受出口疲弱所拖累



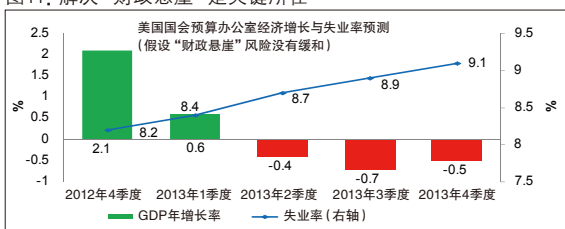
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图10: 经济数据表现继续支持前景仍然不明朗的看法

宏观设想情景: 预期GDP增长率			
	强劲增长 10%	艰难前行 70%	全球衰退 20%
美国	>2.5%	1.5%-2.5%	<1.5%
欧洲	>1.0%	-1.0%-1.0%	<-1.0%
中国	>8.5%	7.0%-8.5%	<7%

资料来源: 彭博终端、渣打银行

图11: 解决“财政悬崖”是关键所在



资料来源: 美国国会预算办公室(CBO)、渣打银行

我们仍然认为经济出现**强劲增长**(即美国增长超越2.5%, 欧洲由衰退转向复苏, 而中国则经历V型复苏)的可能性最低(发生机率10%)。这一情景实现的条件是美国消费者释放其受抑需求, 促使经济增长速度加快, 从而拉动全球经济整体走高。不过, 美国的财政悬崖是最大障碍, 必须找出解决方案才能考虑这种情景。因此, 决策者必须在大选后非常迅速地采取行动。(图11)

第三种情景是全球经济衰退(发生机率20%)。其中风险显而易见, 包括:

1. 美国在第一季度实施过度收缩的财政政策
2. 欧洲未能全面处理好主权债危机, 导致欧洲经济陷入严重衰退
3. 中国对形势发展仍然束手无策, 容许增长速度进一步放缓至低于7%的水平
4. 中东紧张局势升温
5. 南海局势(特别是中日关系)持续恶化

在这些风险不容忽视的同时, 我们认为投资者应针对可能的设想情景为投资组合做好对冲避险的安排, 而非改变组合的定位。

投资策略

投资前景解读

经济意外指标反弹以及欧美先后放松货币政策, 均有助于推动较高风险资产市场进一步走高。事实上, 我们在过去两个月已发现对经济周期较敏感的股票开始明显造好。这是我们在过去量化宽松措施出台后曾经经历的情况。关键在于, 这不过是虚假的曙光, 还是风险投资偏好和经济增长预期的持续性转变。

在周期类股升势短期仍有上升空间的同时, 预料大市会持续出现周期性波动。因此, 我们继续推荐VVIP投资策略所体现的平衡投资方式:

- Value (价值): 寻找价值
- Volatility (波动): 准备随时利用波动时机套利
- Inflation (通胀): 不要低估其影响力
- Pay (收益): 拣选具有定期回报的投资

■ **一如既往, 仍有一些需要注意的地方。**支持是有条件的, 向欧洲稳定机制寻求并接受其救助的国家, 必需同意遵守其附带的财政要求。与此同时, 所购“冲销式”债券意味着不会直接导致或产生量化宽松效应。

■ **当然, 我们不应低估欧洲央行不惜一切代价维护欧元区完整的决心。**此外, 西班牙已就可能求援发出和解的声音。与此同时, 可以想像到的是欧洲央行正在实施一项“两步走”方案: (1) 遏制危机, (2) 提供流动性以支持经济增长。换言之, 当局很可能进一步放宽货币政策以刺激仍然非常疲弱的经济。

亚洲: 仍乏善可陈

■ **中国经济持续放缓。**尽管已公布额外政策措施—比如总值一万亿人民币的基础设施刺激举措—但我们认为此举不太可能在未来三个月起到明显加速经济发展的作用。(图9)

■ **对于政府推出更进取刺激政策的意愿, 我们有两方面的顾虑:**

1. 劳动力市场的实力—这自然是政府的首要关注点, 而市场对劳动力的需求似乎仍然过剩
2. **房产价格回升**

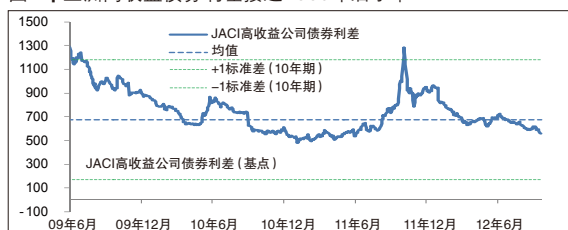
■ **中国经济走低很明显削弱了同区其他经济体的表现。**尽管通胀涨幅温和, 但或是担心美国放松货币政策可能触发本地通胀, 各地央行在过去一个月没有推出刺激政策。不过, 市场普遍认为经济数据仍然疲弱将促使当局进一步放松政策。

宏观设想情景维持不变(图10)

我们的核心设想情景(发生机率70%)仍然是**艰难前行**的环境持续。这反映在欧洲经济停滞的同时, 美国在2013年实现约2%的经济增长。要实现这个目标, 必须有具体的量化宽松政策配合, 以抵消去杠杆化带来的影响。至于中国, 预计2013年经济增长率维持在7.5-8.0%的水平。

渣打银行全球市场展望-2012年10月刊

图12: 亚洲高收益债券利差接近2008年后水平



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图13: 亚洲高收益债券不再为相对于美国高收益债券承担更高风险提供更高回报



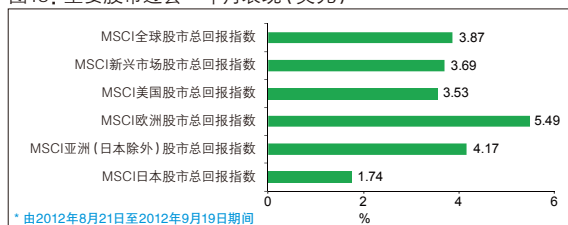
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图14: 以往每当美联储推出量化宽松, 国债收益率均显著上升



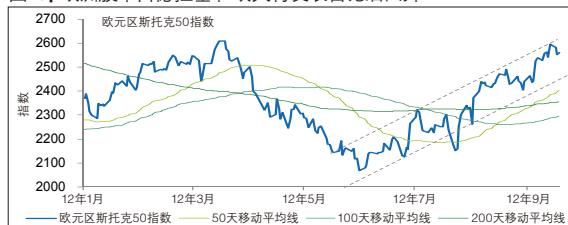
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图15: 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

图16: 欧洲股市自德拉基和欧央行发表言论后回升



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票-维持12个月超配

股市普遍受美联储的新一轮量化宽松行动和欧洲央行表态愿意购买边缘国家主权债的利好消息影响而上涨。较长期继续看好股市的同时, 我们也意识到短期风险的存在。推荐选取拥有高市值、高股本回报率、稳健的资产负债表、具抗跌力的业务以及持续高派息的公司股票。(图15)

欧洲股市持续造好, 我们把握此最佳时机将投资欧洲的建议调升至标配。然而, 表现最佳的是那些之前被抛售的边缘国家股市和金融股。比如西班牙和意大利股市, 现已从年中低位回升了约35%, 而希腊的雅典综合指数也升了约60%。鉴于升势凌厉, 相信众多的利好消息已被计入反映在价格上, 我们认为在现阶段不宜入市高追。(图16)

固定收益-在维持低配的同时, 建议超配美国公司债

我们更改对新兴市场高收益债券的建议, 从原先的超配调低至标配, 但维持超配发达市场高收益债券的立场。我们对投资级公司债券保持标配并继续建议低配G3政府债券。我们仍然看好亚洲本币计价债券。

依我们所见, 高收益债券的吸引力正逐渐下降。提供市场流动性的政策措施持续以及低息期的不断延展, 将进一步促使投资者寻找收益。不过, 我们注意到利差日益收窄、收益率屡创新低且相对于股票估值过高等因素均预示, 从风险回报比角度来看, 高收益债券的吸引力逐渐下降。我们认为处理此类资产最合适的方法就是调低新兴市场高收益债券的投资建议(从原先的超配)至标配, 但维持超配发达国家市场高收益债的立场。

- 新兴市场债券的利差比发达市场窄, 降低了风险回报比。例如, 亚洲高收益债券利差与2008年后低点仅相差约1%, 但与2008年后的高点却相差超过7%。因此, 价格提供的缓冲效益有所下降。(图12)
- 新兴市场高收益债承担的风险比发达市场高收益债高, 但两者利差走势已几乎趋于一致, 意味着投资者在承担新兴市场较高风险的同时, 并没有得到相应的补偿。
- 新兴市场高收益债提供的多元化利益也较少, 与美国公司债相比, 后者拥有更广阔且流通性更高的市场环境。(图13)

风险管理框架倾向于取发达市场高收益债而舍新兴市场高收益债。我们认为维持超额配发达市场高收益债的建议有助于在寻找收益方面捕捉利差进一步扩大的潜在机遇。更重要的是, 我们认为(a)发达市场提供更多的多元化机会, (b)市场波幅低于新兴市场, 即持有发达市场高收益债比持有新兴市场高收益债更有利于风险管理。此外, 并无分析显示高收益债表现在未来数周落后于投资级债。

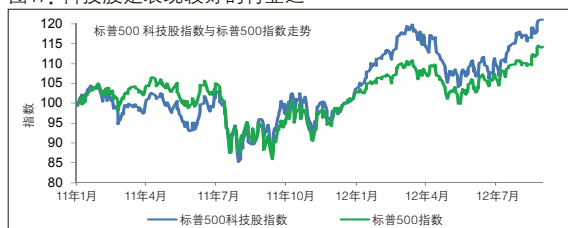
大范围投资亚洲本币债市颇具吸引力: (a) 收益率继续高于G3政府债券所能提供的水平, (b) 信用质量仍然卓越, (c) 决策者普遍不急于调高利率。不过, 我们推荐对本地区进行多元化投资而非只投资一两个市场。例如, 离岸人民币债券仍提供极具吸引力的收益率, 但单一货币意味着其表现可能会落后于更广阔的区域性多元投资。

提高对利率风险的警惕性。近期有证据显示长期收益率在憧憬美联储推出量化宽松的情况下呈下行趋势, 但消息公布后又小幅回升之势。这凸显了G3主权债券差强人意的风险回报收益率。我们建议取投资级公司债券而舍政府债券, 但考虑到利率上升的风险, 前者提供的用于补偿利率风险的利差缓冲幅度正日渐收窄。我们继续主张缩短美元债券组合的久期, 以利于风险管理。(图14)

总结: 调低新兴市场高收益债至标配有利于风险管理, 但继续主张增持发达市场债券。提高对利率风险的警觉性, 缩短债券组合的久期。但我们继续看好亚洲当地货币债券。

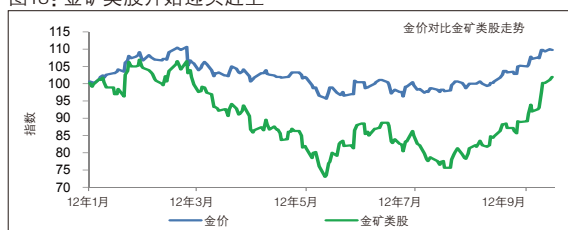
渣打银行全球市场展望-2012年10月刊

图17: 科技股是表现较好的行业之一



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图18: 金矿类股开始迎头赶上



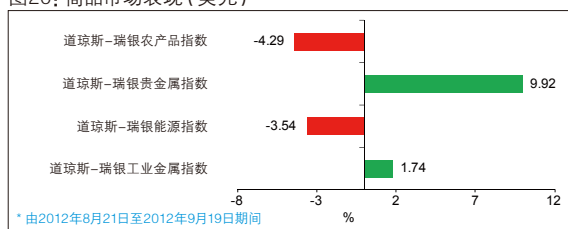
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图19: 股市随量化宽松的推出而上扬



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图20: 商品市场表现 (美元)*



资料来源: 彭博终端、渣打银行

美联储行动和欧洲央行发言后, 列入观察名单的行业:

- **原材料:** 在整个行业中, 部分原材料股有极佳的表现, 而贵金属子行业(金矿业)在“不设限额”量化宽松的背景下, 应能继续有出色的表现。(图18)
- **周期性行业:** 我们建议增持中国的非必需消费品行业, 但对于欧美则保持中立。在亚洲, 非必需消费品行业的表现显著落后于必需性日用品行业, 我们认为存在逆转的空间。
- **金融业:** 金融股(特别是欧洲股市)在美联储推出量化宽松后随即上扬。鉴于银行股在美国只占约6%, 很多投资者仍然超持, 行业走强提供开始撤出的好机会。(图19)

总结: 如上个月提到的那样, 我们正迈向大部分主要央行进一步放松货币政策的大环境, 此举已为并将继续为股市带来支持。

商品-维持超配

在美联储于9月13日宣布推出新一轮量化宽松政策后, 商品价格应声上扬。尽管美联储的决定已成过去, 欧洲央行可能推出进一步货币宽松政策以及中国的刺激经济措施, 将特别有利于石油和黄金的表现。经济增长数据欠佳是商品市场面临的重大风险。(图20)

欧洲股市价值优越, 但倾向投资于那些不论当前国内经济如何也能实现合理良好绩效的行业/企业。所以, 在欧洲我们偏好的行业是能源和工业。也许有人会认为我们的选择过于保守, 但在财政紧缩和削减国债政策还在进行之际, 边缘国家经济数据仍表现疲弱。

继续增持美国股票。 按相对值计算, 美股表现目前领先在曲线之上, 而最近公布的量化宽松政策是非常重要的一步, 显示美联储在规模和范围方面拥有较大自由度。美国的减债进程迄今进行得颇为顺畅, 随着总负债占GDP比率和失业率逐步下降, 通胀率时至今日仍稳定受控。虽然“财政悬崖”仍是顾虑所在, 但我们认为其影响将大为淡化, 且若经济表现因此被削弱, 相信美联储会视实际情况提供额外的流动性。

我们继续对投资亚洲(日本除外)维持标配建议, 同时建议超配中国、韩国和泰国。 尽管中国经济持续放缓, 虽多个领域仍未见改善, 但有迹象显示房市已稳定下来。此外, 除了银行业正以历史新低价进行交易外, 还有很多行业目前的估值十分相宜。众多的利空因素已反映在市价上, 一般而言, 正是入市的好时机。

韩国应能从美联储的量化宽松中获益, 其股市的现行估值也颇具吸引力。在印度, 当局推行改革令人鼓舞, 淡我们对投资该市场保持中立, 因为政府能否成功控制通胀并将增长纳入正轨还有待观察。

全球行业推荐:

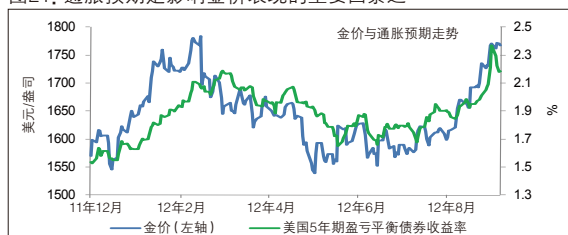
超配科技股: 科技行业仍有上佳投资机遇。在目前低收益率环境和全球增长放缓的背景下, 科技股仍能实现可观的盈利增长。这一增长势头抗跌性也相对较好, 因为在很多情况下, 企业除了运用最新的软件或硬件以保持市场竞争力外, 别无选择。科技业在市场处于谷底时期能实现高股本回报率和 high 估值, 仍是我们的首选。(图17)

超配能源股: 作为收益工具以及抗衡通胀和不断升级的地缘政治风险的避险工具, 没有哪个行业比得上能源业。目前大型油企的股价极具吸引力, 行业收益率在欧洲和美国分别达到约5%和2%。欧洲能源股的现行价格十分相宜, 而欧元疲软也有利于行业实现佳绩。

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拥有良好的增长势头。不过, 我们注意到多个市场的消费者使用量下降, 运营商之间的竞争日益激烈。

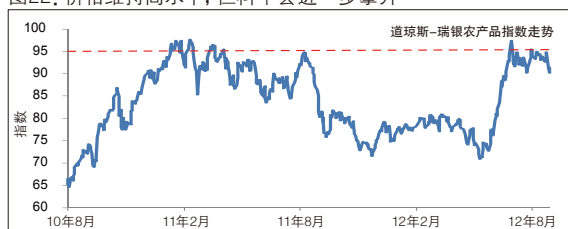
渣打银行全球市场展望-2012年10月刊

图21: 通胀预期是影响金价表现的主要因素之一



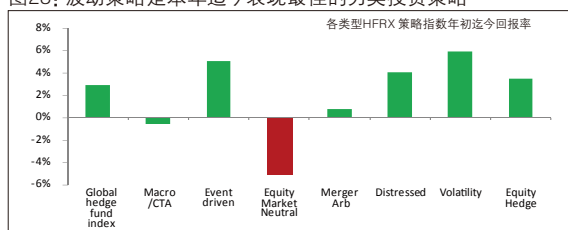
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图22: 价格维持高水平, 但料不会进一步攀升



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图23: 波动策略是今年迄今表现最佳的另类投资策略*



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图24: 美元似已超卖, 可能轻微反弹



资料来源: 彭博终端、渣打银行

贵金属—如预期, 贵金属价格在美联储和欧洲央行公布政策决定后纷纷造好。基于央行的政策性行动和不断上升的预期通胀率, 我们继续看好黄金。我们同时重申, 从较长期角度来看, 推动黄金价格走高的基本面因素仍然存在 (包括央行购买、主要经济体的高负债水平和货币贬值等)。黄金是投资组合中用来抗衡通胀的主要工具, **我们建议超配贵金属。** (图21)

能源—在供应限制得以纾缓和预期需求随着全球增长放缓而下降的影响下, 原油价格走低。然而, 鉴于地缘政治风险持续升温, 我们**维持超配石油**的建议。我们认为, 石油是抵御不断上升的中东地缘政治风险最直接的避险工具。

工业金属—在美联储公布决定后, 工业金属大幅度飙升, 预期中短期内维持在偏高水平。然而, 鉴于来自中国的需求仍然疲弱, 我们认为价格走势也许有点过了头。除非对中国增长放缓的顾虑开始消退, 我们继续对**工业金属保持标配**。

农产品—经过较早前攀升至接近历史高位后, 农产品价格在过去一个月表现偏软。从更为平衡的角度来看, 预计小麦产量增幅下降将在一定程度上为黄豆需求放缓迹象所抵消。况且, 现行的风险回报率也由于目前高企的价格水平而不甚具吸引力, 因此我们维持低配农产品的建议。(图22)

总结: 在美国货币政策以及欧洲央行和中国可能推出进一步刺激措施的持续支持下, 商品价格料继续向好。不过, 经济增长放缓的迹象和欧债危机的潜在风险提醒我们必须谨慎行事。从组合的资产配置立场而言, 黄金和石油分别是抵御通胀和地缘政治风险的合适避险工具。

另类投资策略 - 维持标配

我们继续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, 商品交易顾问 (CTA) 策略仍是我们用来控制组合波动的首选策略, 而与波动挂钩策略则继续是我们用以对冲市场波动上升风险的工具。

控制组合波动仍是我们采用CTA策略的主要理由。我们关注的不单是各类资产的预期回报, 还有与该回报相关联的波动率。这正是我们认为另类投资策略 (特别是CTA策略) 的价值所在。除了非常少数情况下表现欠佳外, CTA策略在不同市场环境下普遍能够实现合理稳定的绩效。CTA策略与其他风险资产的相关度持续处于非常低的水平, 我们认为此特点极具吸引力。

与波动挂钩策略是有效防御波动率反弹风险的理想对冲工具。VIX指数是衡量市场波动性的指标, 近期一直处于很低的水平, 意味着投资者可能由于近期陆续有政策推出而变得过于乐观, 尽管市场仍存在很多风险。我们认为与波动挂钩策略是抗衡该风险的理想工具, 更能直接地从波动率反弹中获益。因此, 我们认为这些策略是适度多元化组合的重要组成部分。(图23)

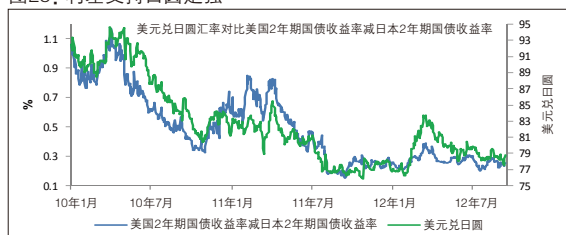
总结: 鉴于其控制波动的功能, 另类投资策略是适度多元化投资组合的重要组成部分。我们继续建议, 在可能的情况下采用CTA和与波动挂钩策略。

外汇市场

美元继美联储于9月13日决定推出第三轮量化宽松政策后进一步走低。尽管美联储的公布时间比我们预期的早, 但这与我们对汇市的看法一致。美元进一步走弱在意料之中, 但在严重超卖的情况下, 我们不排除短期内会出现短暂反弹。我们认为目前货币宽松的环境将继续支持我们看空美元和欧元的立场; 在预期欧洲央行会推出进一步宽松政策的支持下, 看好亚洲和商品货币。在12个月的基础上, 我们对各主要货币的看法概括如下: (图24)

渣打银行全球市场展望-2012年10月刊

图25: 利差支持日圆走强



资料来源: 彭博终端、渣打银行

欧元兑美元-中期看空欧元

近期的强势主要是归功于美元走弱、市场情绪在欧洲央行宣布愿意支持和稳定边缘国家发债成本后转趋乐观以及大量的欧元补仓活动。我们认为风险可能偏向欧元从现行水平向下走。欧洲央行可能很快推出进一步宽松政策以支持增长, 此举将对欧元带来负面影响。此外, 围绕着欧债危机持续的不确定因素继续威胁着投资者。总的来说, 近期的升幅很可能因此消失殆尽。

美元兑日圆-中期保持中立 (图25)

一如预期, 日本央行采取进一步行动, 紧随美联储的决定扩大其量化宽松计划的规模。但依我们所见, 仅仅10万亿日圆的额外投入仍不足够。鉴于美国2年期国债与2年期日本政府债券两者间利差不断收窄造就的较强势汇率, 很可能会受贸易和国内经济数据日益恶化的影响所抵消, 我们对日圆的中期看法为中立。地缘政治风险可能带来的影响仍是未知之数。

英镑兑美元-中期维持中立

美元走弱加上一连串正面的劳动力市场和制造业数据降低了英格兰银行推出进一步量化宽松政策的可能性, 我们认为这些因素应能为英镑带来若干支持。不过, 英国经济复苏的可持续性及其与欧元区事态发展相关风险存在的不确定性, 使我们继续对英镑的中期看法维持中立的立场。

图26: 进一步的宽松货币政策继续支持商品货币



资料来源: 彭博终端、渣打银行

澳元兑美元-中期看好澳元 (图26)

追逐高收益资产的市场需求随着美联储和欧洲央行的货币政策决定进一步增强, 也可望为澳元带来支持。

预期可持续的商品市场需求以及价格上升, 加上主要央行买入澳洲债券将继续为澳元提供强有力的支持。澳洲仍然是全球少数拥有稳定最高主权信用评级的经济体之一。我们认为, 这些积极因素大于因中国增长放缓和欧元区前景不确定构成的风险障碍。

图27: 继续看好亚洲 (日本除外) 货币的中期前景



资料来源: 彭博终端、渣打银行

美元兑新加坡元-中期看好新加坡元

新加坡元汇率随着美元偏软显著上升。由于有迹象显示国内增长放缓且预期通胀温和, 相信新加坡金融管理局 (MAS) 的货币政策立场会有所软化, 容许新加坡元名义有效汇率指数 (NEER) 的可波动范围斜度由每年3.25%下降至2%。我们继续看好新加坡元的中期前景。

鉴于美联储的不设限额的量化宽松行动、预期欧洲央行将进一步放松货币政策以及中国将推出刺激经济措施, 我们继续看好亚洲 (日本除外) 和商品货币 (澳元、新西兰元、加拿大元和南非货币) 的中期前景。但我们重申, 面对经济增长风险上升以及因欧债危机仍未化解而衍生的避险情绪或市场波动等威胁, 预料这些货币的升值幅度不大。(图27)

总结: 由于在美联储推出量化宽松之前已强劲反弹, 预期高收益、商品和亚洲 (日本除外) 货币兑美元和欧元的汇率会继续攀升, 但步伐将有所放缓。中国出台刺激经济措施以及预期欧洲央行进一步放松货币政策, 应能为这些货币带来进一步支持。充满不确定性的欧债危机仍然是风险的源头所在。

结论

过去一个月, 我们看到一些积极进展, 特别是从货币政策方面而言。这方面的进展不单能在短期内为风险投资偏好带来支持, 甚至很可能对中期发展也起到重大的正面作用。

不过, 预料市场焦点在未来几个月将转向美国和欧洲的财政政策, 有可能给股市造成短暂的冲击。如果事实果真如此, 那将是现行组合中股票比重偏低的投资者入市增持这类目前价值被低估的资产的好时机。

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	0.75	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	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25
台湾	1.88	1.88	1.88	1.88	2.00	2.13	2.25
马来西亚	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印尼	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25
韩国	3.00	3.00	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	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50
泰国	3.00	3.00	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50

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	1.30	1.27	1.27	1.23	1.21	1.21	1.25
英镑/美元	1.62	1.57	1.59	1.55	1.53	1.58	1.63
美元/日圆	78.31	79.00	82.00	83.00	84.00	85.00	85.00
美元/加元	0.98	0.98	0.98	0.99	1.00	0.98	0.98
美元/瑞郎	0.93	0.95	0.95	0.98	1.00	1.00	0.97
澳元/美元	1.05	1.07	1.07	1.05	1.03	1.00	0.95
纽元/美元	0.83	0.81	0.81	0.79	0.78	0.82	0.86
美元/人民币	6.30	6.36	6.31	6.29	6.27	6.23	6.19
美元/新币	1.22	1.23	1.22	1.20	1.21	1.20	1.17
美元/马币	3.06	3.06	3.02	2.97	3.02	2.97	2.90
美元/印尼盾	9574	9,500	9,600	9,400	9,500	9,400	9,200
美元/韩元	1119	1,120	1,100	1,070	1,070	1,060	1,040
美元/印度卢比	54.39	56.00	54.50	54.00	57.50	56.00	55.00
美元/泰铢	30.84	30.75	30.50	30.00	30.50	30.25	29.75
美元/菲披索	41.73	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	1773.20	1,650	1,750	1,800	1,900	--	--
白银	34.74	29	33	34	35	--	--
WTI原油	92.95	94	102	100	99	--	--
铜	8270.00	7,600	8,000	8,500	9,000	--	--
铝	2110.00	1,900	2,100	2,200	2,200	--	--
玉米	748.50	790	820	830	780	--	--
大豆	1628.00	1,700	1,675	1,500	1,550	--	--
小麦	882.00	870	890	920	880	--	--

资料来源: 彭博终端、渣打银行(截至2012年9月21日止之数据及预测数据)

* 季度均值

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年英皇制造》(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