

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03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

“财政悬崖”迫在眉睫

- 美国“财政悬崖”(Fiscal cliff) 1月1日大限日渐逼近,但仍未见当局有何对策,预期市场在未来数周会出现新一轮避险抛售潮。
- 但风险资产市场下调将是投资者趁低吸纳,提高其对全球股票、美国高收益债券和亚洲本币计价债券投资比重的好时机。我们认为这些资产类别的回调幅度和持续时间将相对有限,特别是美国高收益债券。
- 投资者应继续寻找价值、利用波动控制风险并/或套利、抵御通胀影响且挑选具有可观收益率的投资。

短期内对财政的担忧将盖过乐观数据和货币宽松

- 美国继续带领全球经济迈向复苏之途,国内制造业和服务性行业商业信心指数回升
- 尽管我们看到若干稳定的迹象,中国数据整体上仍然令人失望
- 经济尾部风险随着美联储/欧洲央行推出更进取政策而下降。但“财政悬崖”期限迫在眉睫,股市短期内可能出现巨大波动(图1)

投资策略分析(图2)

- **现金: 维持12个月低配**
没有迹象显示在2013/4年之前美元利率会上升
- **债券: 维持12个月低配**
避险环境可为投资级债券带来短暂支持
建议趁低吸纳美国高收益和亚洲本币计价债券
- **股票: 维持12个月超配**
维持12个月增持建议,抓住任何短期弱势趁低吸纳
在“寻找收益”的前提下,看好高股息收益股
就地区而言,我们推荐美国。在亚洲,我们偏好中国、韩国和泰国
- **商品: 维持12个月超配**
黄金短期内出现整固,能否进一步上升将取决于欧洲央行的行动
预期油价短期在窄幅徘徊,然而中东局势仍然紧张
- **另类投资: 维持12个月标配**
建议采用CTA(商品交易顾问)和与波动挂钩策略,为潜在的政策失误风险购买保险
- **外汇: 预期欧元弱势再现**
避险情绪再度出现可能会给美元带来支持
预期亚洲货币中短期内走强

图1: 预计短期内股市走势偏软



资料来源: 彭博终端、渣打银行

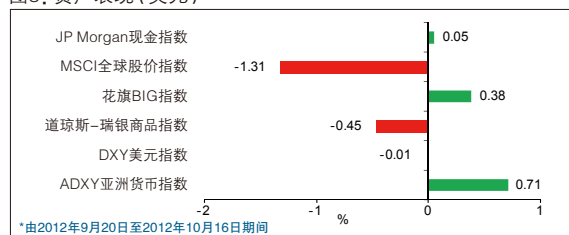
Steve Brice 首席投资策略师
Rob Aspin, CFA 股票投资策略主管
Manpreet Gill 债券投资策略主管
Suren Chelliah 投资策略师

图2: 资产配置概要

2012年11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)*



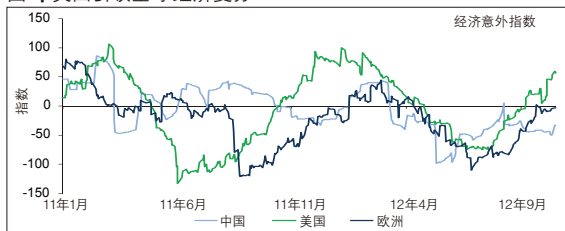
资料来源: 彭博终端、渣打银行

市场表现

- **股市:** 随着与美、欧货币政策决定有关的利好气氛消退,在过去一个月小幅走低。(图3)
- **债市:** 表现大致上持平,高收益债券略微跑赢大市。在亚币汇率不断上升和市场憧憬地区将放松银根的背景下,亚洲本币债市持续向好。
- **商品:** 在过去一个月走势疲软,除了能源有较出色表现。金价在上试了每盎司1800美元的水位后下跌。
- **货币:** 由于兑欧元汇价弱势为兑英镑和澳元的强势所抵消,美元在上月表现持平。

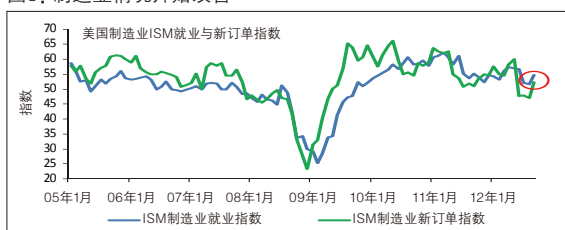
渣打银行全球市场展望-2012年11月刊

图4: 美国引领全球经济复苏



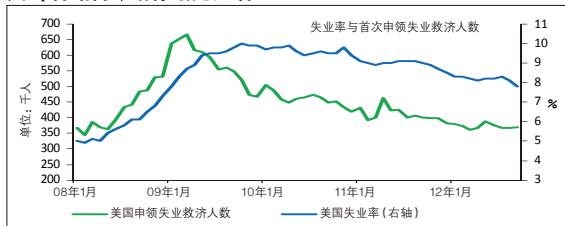
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

图5: 制造业情况开始改善



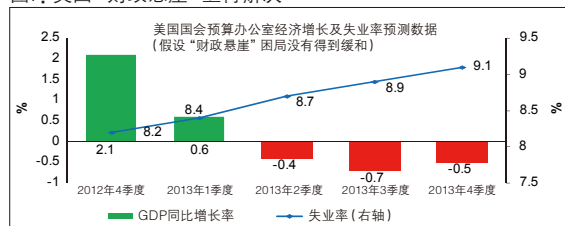
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图6: 劳动力市场亦渐见回暖



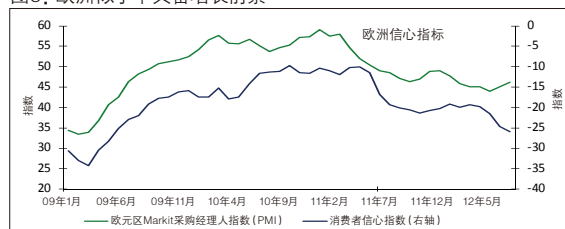
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图7: 美国“财政悬崖”亟待解决



资料来源: 美国国会预算办公室、渣打银行

图8: 欧洲似乎不具备增长前景



资料来源: 彭博终端、渣打银行

经济与金融市场展望

全球经济表现持续好坏参半。美国经济继续走高给市场带来惊喜(图4)，亚洲数据令人失望而欧洲经济则接近预期濒临收缩边缘。鉴于美、欧金融决策者已就挽救经济做出行动，我们对中短期的尾部风险可以稍微放心一点。然而，美国的“财政悬崖”迫在眉睫以及欧债危机(风险稍低)，都是我们不能掉以轻心的近期风险。

美国: 数据反弹势头延续

- **美国经济在过去一个月持续造好，超出市场预期。**最大的惊喜来自制造业商业信心指数的显著反弹，最近几个月一直疲弱的新订单和就业数据带头造好。(图5)这与有证据显示一般企业在未清晰总统选举后政府将如何解决“财政悬崖”和欠佳的公共财政问题之前，不愿意投资的预期相反。
- **劳动力市场数据改善，失业率由8.1%下降至7.8%。**可以肯定的是，这主要归功于增聘兼职工人，但有工作总比没有好。与此同时，首次申领失业救济人数下降至2008年初以来的最低水平，也显示就业市场的进一步改善。(图6)
- **零售业销售在过去两个月大幅反弹，超越季节性的强劲冬季销售。**我们一直在谈论潜在的被压抑消费需求，有望推动经济进入更高的复苏轨道。鉴于收入增长几乎停滞不前，近期汽油价格上涨更只有拖慢动力。然而，偿债成本下降明显会有帮助。
- **房产市场在过去几个月也逐渐回升且由于房价下跌而造成的负资产效应也呈逆转趋势，这是支持美国经济的另一个正面因素。**
- **诚然，所有利好因素都有可能顷刻消失，假如政府未能有效处理其“财政悬崖”的话**—相当于占国民生产总值(GDP)4%以上的增税/减支计划定于2013年1月1日开始实施。预期该计划在总统大选(11月6日)前不可能取得任何进展。事实上，更有可能的是当局会推迟“财政悬崖”的期限，令不确定定期延长。相应的尾部风险是政府实行削减支出和提高征税，我们确实要“跨越‘财政悬崖’”。虽然经济可能很快复苏，但此举会对市场信心和美国主权债务评级带来重大损害。与此同时，决策者还需在2013年初就债务上限问题提出对策。(图7)

- **在此背景下，美国总统大选结果和“茶党”(Tea party)候选人的表现，将对市场情绪有举足轻重的影响。**

欧洲: 仍在挣扎中

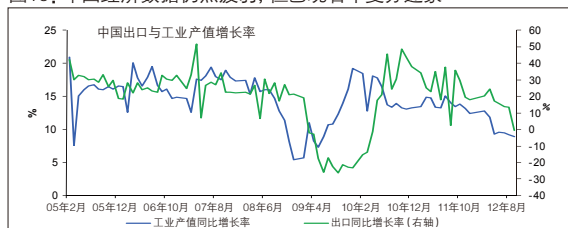
- **经济数据仍然疲弱，预计经济在第三季将继续处衰退状态，尽管工业生产出现反弹。**商业及消费者信心仍然脆弱，目前我们看不到有任何迹象预示欧洲经济将很快复苏。(图8)
- **要化解危机，有三件事情需要到位:**
 - 1.为周边国家主权债市场筑起隔离墙
 - 2.银行业进行资本重组
 - 3.优先推行支持增长政策
- **过去3-6个月我们看到当局取得重大进展，上个月却乏善可陈。**决策者对其之前政策宣示的淡化，显示推进改革遇到不少政治挑战。此外，在欧洲央行似乎有计划处理好债务危机的同时—结果是周边国家债券收益率大幅度下降—它看来却不愿意提供刺激增长所需的资源。
- **近期焦点是正在召开中的欧洲理事会峰会。**市场尤其关注，希望能在提供希腊的下一笔援助金和西班牙寻求救助意愿的不确定问题上取得进展。

图9: 债息下降降低了西班牙救援的意愿



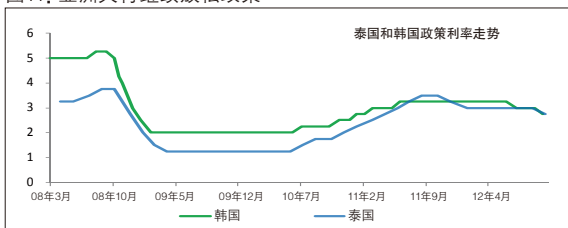
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图10: 中国经济数据仍然疲弱, 但已现若干复苏迹象



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图11: 亚洲央行继续放松政策



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图12: 为市场可能出现的短期波动做好准备



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图13: 美国公司债质量持续改善



资料来源: 彭博终端、渣打银行

由于可能出现短期避险冲击, 我们重申投资者有必要就潜在波动做好准备并加以利用, 趁机买入价值被低估的资产类别或者利用波动峰值套利。我们还认为抗通胀的侵蚀和确保投资获得收入同样重要。因此, 我们视近期股市上扬为把周期股 (如银行股等) 转换为有更高股息收益股票的机会。总而言之, 我们推介VIP投资策略所体现的投资方针:

- Value (价值): 寻找价值
- Volatility (波动): 准备好随时利用波动套利
- Inflation (通胀): 不要低估其影响力
- Pay (获得收入): 挑选具有常规性回报的投资

固定收益 - 在维持低配的同时, 继续建议超配美国公司债券 (图13)

我们继续推荐发达市场高收益债券、亚洲本币计价债券, 同时选投公司债券而非国家主权债。我们仍认为新兴市场高收益债券在避险时期比发达市场高收益债券更容易受到冲击。我们已提升新兴市场投资级债券至标配比重。

■ 预期投资者短期内将会失望, 并因此导致边缘国家的融资成本上升。欧洲央行和国际货币基金 (IMF) 在跟进和给予希腊新一轮债务减免是否合适的问题上存在很大分歧。

■ 至于西班牙, 收益率下降和不清楚欧洲央行将如何通过公开市场交易框架 (OMT) 买入债券, 均削弱了其正式寻求财务支援的意愿。(图9) 因此, 这些问题将拖延至11月。同时, 我们需要指出, 根据现行条约应采取措施的正在减少, 这可能会增加对欧洲央行的依赖。

■ 因此, 我们不应低估欧洲央行在维护欧元区完整的决心。事实上, 面对持续的经济弱势, 我们相信欧洲央行在政策设定方面最终将会变得更为敏感和灵活。

亚洲: 仍然令人失望, 但隧道尽头已露曙光

■ 在中国, 经济数据大体上仍然疲弱, 主要体现在第3季GDP同比增长7.4%。商业信心指标好坏参半, 进口和新增贷款增长数据不如预想。好消息是出口和M2货币供应数据好于预期且社会融资总量回升。(图10)

■ 亚洲各国的工业生产和出口均表现不佳, 中国经济持续偏软明显地削弱了同区其他经济体的发展。

■ 在此背景下, 由此产生的通缩压力, 增强了市场对各国可能会放松货币政策的憧憬。韩国和泰国央行再度调低利率, 与此同时, 菲律宾央行发表言论预示短期内可能再度减息。(图11) 最出人意料的是新加坡金融管理局决定维持其现行收紧政策的立场, 而非在一定程度上放松银根。不过, 我们可将之视为例外, 而非地区整体而言的一个指标。

投资策略

鉴于美国“财政悬崖”日渐迫近, 我们关注风险资产 (特别是股票) 的短期前景。经过数月来的显著上升, 全球股市已到整固或走弱之时。对于潜在的回调幅度, 以标普500指数为例, 我们认为支持位在现行水位 (1440) 下调6-10%的水平。(图12)

但有两点需要注意。第一, 在过去18个月, 随着困扰全球的问题逐步得到解决, 市场出现回调将是入市增持的上佳机遇。预期今次也不例外。由于很多投资者之前减持股票, 因此值得注意的是, 对大多数个人投资者而言, 真正的风险将是股市没有回落, 或是他们没有抓住机会。

第二, 在新一轮避险行动可能导致其他风险资产市场走低的同时, 我们认为对于不同资产类别, 其影响规模和持续时段也不尽相同。非黄金商品所受的冲击可能最大, 其次是亚洲本币计价债券, 理由是美元可从避险环境中获益。然而, 鉴于投资者持续寻求收益, 预期高收益债 (特别是美国高收益债) 遭抛售的程度会非常有限。监管条例改变鼓励退休基金在未来几年把资源更多配置到债券市场亦是支持因素。

渣打银行全球市场展望-2012年11月刊

图14: 亚洲高收益债不再提供超出美国高收益债正常水平的高回报



资料来源: 彭博终端、渣打银行

维持超配发达市场高收益债券的立场。我们注意到高收益资产类别上月在面临强大反向力量的影响下,吸引力逐渐下降。持续的低利率环境意味着对该资产类别的现有支撑因素将维持不变。然而日益收窄的利差、收益率水平创新低以及相对于股票更为充分的估值,也意味着风险回报比可能会逐渐倾斜。在此时刻,我们认为管理这些反向力量的最佳方法是维持超配发达市场高收益债券,并同时调低新兴市场高收益债券至标配,因其承担较高风险而分散化作用减少。(图14)

图15: 5月下旬以来,亚洲本土债券表现持续强劲

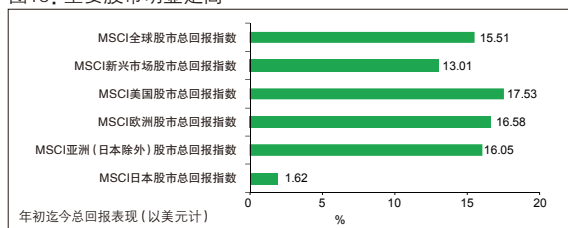


资料来源: 彭博终端、渣打银行

继续青睐公司债券而舍国家主权债。我们认为,基于信用质量考量,应继续青睐公司债。除了欧洲显然是例外,在全球范围内高收益债券的违约率仍然很低,而全球投资级债券信用评级升级数目持续高于被降级数字。虽然估值已不再诱人,但我们认为低利率环境延续和投资者对收益率的追逐将继续为这类资产带来支持。我们偏好公司债而舍国家主权债,这立场与建议低配新兴市场高收益债券,把资源重新配置到新兴市场投资级债券相吻合。目前我们对两者的看法是标配。

G3国家主权债提供的风险回报率,依我们所见,仍毫无吸引力。如市场预期,美国10年期国库券收益率在美联储公布QE3量化宽松政策前下跌,但随后反弹。在12个月的基础上,我们对美元长期收益率的上行风险仍然有所顾虑。我们继续建议投资者尽量把美元债券组合的久期缩短。

图16: 主要股市明显走高

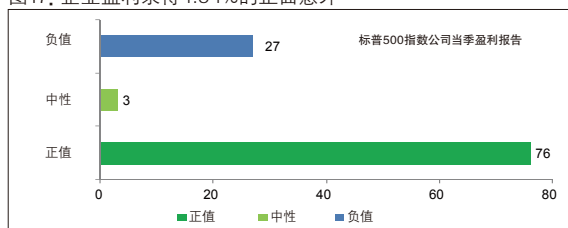


资料来源: 彭博终端、渣打银行

亚洲本币计价债券仍然很具吸引力,但预期会出现若干波动。多个亚洲本币市场的实际利率(即扣除通胀后)仍维持在正数水平意味着其债券继续具吸引力。然而,我们对市场于短期内出现波动不会感到意外。市场自本年5月底以来表现一直异常强劲,出现短暂调整并不出奇。因美联储宽松政策而上升的通胀风险和轮避需求推动的美元走强,短期内可能令市场担忧。然而,从基本面角度来看,投资者应抓紧市场的任何回调机会,趁低入市。(图15)

总结: 继续倾向公司债券而舍国家主权债。我们认为超配发达市场高收益债券并对新兴市场高收益债券保持标配,仍是平衡高收益资产类别反向力量的最佳方法。抓住亚洲本币计价债市的弱势时机入市增持。

图17: 企业盈利录得4.54%的正面意外



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票 - 维持12个月超配,但短期内保持审慎

股票继续是我们喜爱的资产类别之一。它们是抗衡温和通胀的上佳对冲工具,并具随长期经济增长而获益的增值潜力。股票还提供高收益,大部分主要股市目前提供较其本国10年期主权债券更高的收益率。在全球范围内,高收益债券与股票市盈收益率之间的利差正处于十年来低位,进一步凸显了股市的相对价值。在短期内宜抱审慎态度的同时,我们建议投资者抓紧弱势时机入市增持。(图16)

继续推荐美国市场:年初迄今,MSCI美国指数的总回报率达到17.5%,显著高于大部分包括黄金的其他资产类别。股价仍未伸展,市场目前正以相当于预测盈利约14倍的价格进行交易,即处于长期历史平均水平,收益率稍微超越2%,而美国10年期国库券收益率只有约1.8%。同时,鉴于新兴市场不断成长的中产阶级及其消费趋势,指数盈利中有较高比重也是衍生自新兴市场,是我们喜爱的投资主题。

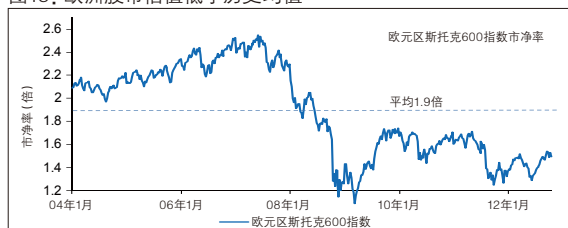
我们仍处于业绩报告季度的早段,在106家已公布业绩的企业当中,有76家成绩令人惊喜。而在28家已公布业绩的金融企业当中,有24家超越市场预期,平均盈利率出人意料地达到约13%。在13家已公布业绩的银行当中,有11家超越市场预期,其中摩根大通实现可观利润,主要归功于债券和按揭融资发行(通过再融资促成)、持平的费用支出和较低的贷款亏损准备金。(图17)

纵观金融行业,以金融服务公司(包括信用卡、资产管理和经纪公司)及保险公司的业绩超越和距离市场预期最远,当中占大多数的公司均实现比预期更好的绩效。

尽管我们仍建议减持金融股,但业绩报喜无论如何是令人鼓舞的。随着美联储把重点放在改善房地产市场并降低抵押贷款利率,银行应能受惠于更趋活跃的再融资活动。然而在全球化的影响下,难免有美国银行仍受欧债危机波及。尽管预期危机最终会得到化解,我们对这行业仍有戒心,特别是银行业,我们宁可选择金融服务公司。

渣打银行全球市场展望-2012年11月刊

图18: 欧洲股市估值低于历史均值



资料来源: 彭博终端、渣打银行

我们仍认为, 对于大量超配美国银行股的投资者来说, 应趁市场表现强劲之际降低组合在这方面的持有量。

在欧洲: 我们继续在市场寻找具有显著价值, 特别是在受经济放缓影响最严重的行业里。我们继续偏好投资于收入中有重大部分是来自新兴市场的发达国家企业, 可是它们很多都有跑赢大市的表现且开始给人昂贵的感觉。以消费必需品行业为例, 聚焦本地市场的零售商其表现明显落后于目标为国际市场的经营商, 因此在估值上日益受到关注和提升。(图18)

非消费必需品行业是我们目前密切留意的行业之一。 这行业有大部分的盈利贡献是来自新兴市场, 我们正在考虑是否增持。医疗保健是另一个广泛接触新兴市场的行业。对于欧盟地区, 我们现建议超配能源和工业股, 两者均有较大部分的盈利来自国际市场。

亚洲:

■ **在中国,** 经济也许已走近改善边缘。货币供应、通胀和出口情况全都比预期好。GDP增长表现符合市场预期。此外, 可喜的是房市已稳定下来, 房产价格在部分一线城市上升。按照现行估值, 我们认为股市无需依赖规模巨大的宏观措施以支持其回升。**我们继续建议增持, 并推荐非必须性消费品、能源和电信行业股。**(图19)

■ **韩国、泰国:** 就估值和本地成长潜力而言, 我们仍然偏好韩国股市和泰国股市。两国央行先后减息, 进一步支持了我们建议超配的看法。

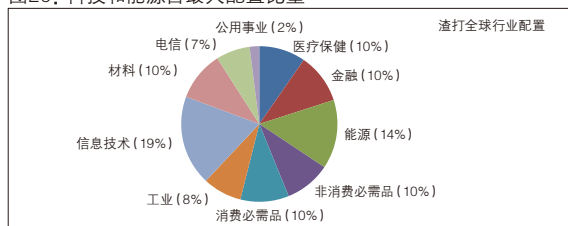
■ **印度方面, 我们也看到一些积极进展,** 中央政府快速跟进多个大型公共和私营部门的合营基础设施项目。中央政府还同时向外国运营商开放多个行业, 包括最值得关注的零售业。尽管在国营层面仍遇到阻力, 这仍是迈向市场自由化踏出的重要一步。在现阶段, 我们对印度仍维持标配观点, 不过近期进展令人鼓舞。

图19: 与过往估值水平比较, 中国股市颇具吸引力



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图20: 科技和能源占最大配置比重



资料来源: 彭博终端、渣打银行

全球行业推选:

■ **超配科技股:** 我们继续在科技领域找到最佳的投资机遇。在低收益率和全球增长放缓的环境下, 科技行业仍然实现可观的盈利增长和提供不断上升的股息受益。(图20)

■ **超配能源股:** 理由是它们既可带来收益, 也是作为抗衡通胀和地缘政治风险升级的理想对冲工具。随着新兴市场成长而获益, 能源业是让投资者接触新兴市场的最佳渠道。

■ **超配材料股:** 我们继续推荐金矿股作为对冲经济进一步减弱和更多量化宽松政策的工具。

图21: 小盘股表现较佳



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票风格偏好:

- **美国/欧盟区:** 挑选有高质量盈利、强劲资产负债表、可持续高股息收益率和来自新兴市场可观收入的大至中、小型企业。(图21)
- **亚洲:** 定价合理的增长型公司; 重点放在流动能力、资产负债表、收益和明显的成长因素。

围绕“财政悬崖”的股票配置:

我们的基本设想情景是“财政悬崖”方案会被淡化, 从而缓和影响把财政收缩度缩窄至相当于GDP的1-1.5%。“悬崖”效应对2013年的影响全面被缓和下来, 或整体仍有待解决, 将给2013年GDP带来重大影响, 我们的股票配置亦会随之改变。

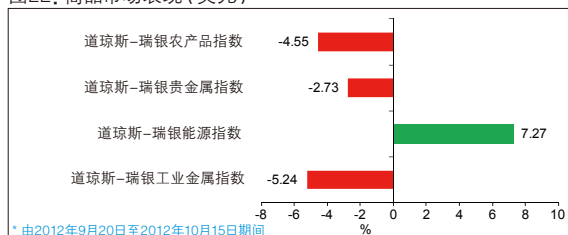
■ **倘若对GDP没有影响:** 我们将加大对美国金融股、非必需日用消费品行业的投资比重; 减持全球必需性日用品和美国电信股

■ **倘若对GDP带来重大影响:** 由于预期美联储会扩大量化宽松的规模以减轻影响, 我们将加大在原材料比重中的金矿股持有量。同样, 我们会提高在新兴市场方面的投资, 不论是直接或通过诸如医疗保健等行业。我们会继续减持金融股, 降低工业股和美国市场的非必需日用消费品行业股的比重。

总结: 随着市场已消化QE3带来的短期影响, 我们认为市场重点将再次回到美国总统大选和已迫在眉睫的“财政悬崖”问题上。因此, 在未来几周或几个月, 市场可能会出现一个温和的抛售潮和更为反复波动, 这将提供投资者趁低吸纳的好机会。

渣打银行全球市场展望-2012年11月刊

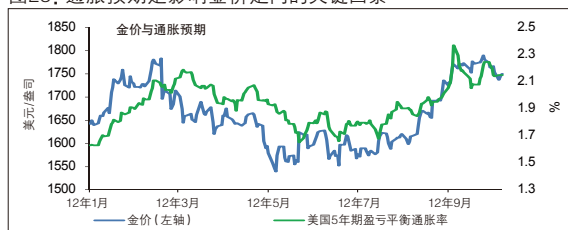
图22: 商品市场表现 (美元)*



* 由2012年9月20日至2012年10月15日期间

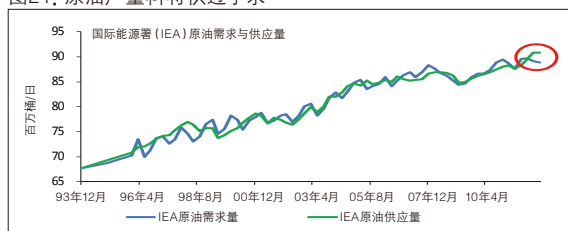
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图23: 通胀预期是影响金价走向的关键因素



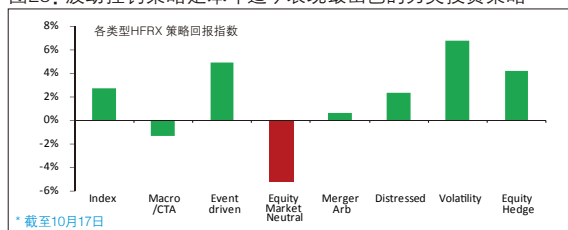
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图24: 原油产量料将供过于求



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图25: 波动挂钩策略是今年迄今表现最出色的另类投资策略*



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图26: 近期美元的韧性出人意料



资料来源: 彭博终端、渣打银行

商品 - 维持增持

我们是在美联储决定推出QE3量化宽松政策和预期各国央行将进一步放松货币政策，从而继续给商品价格带来支持的基础上，维持超配商品的建议。然而，不确定的短期经济前景，特别是中国，可能会削弱投资者对油价和尤其是工业用材料价格的乐观憧憬。(图22)

贵金属-鉴于预期央行放松银根、较高的中短期通胀预测和央行的持续买入，我们维持超配黄金的立场。不论是作为纯投资或对冲通胀的工具，我们均看好黄金。然而，预期金价短期内会进行整固。中国和印度经济增长放缓以致预期零售需求下降，金价将面临若干下调压力。与此同时，QE3已启动，金价的进一步攀升将有待另一个催化剂(比如欧洲央行的量化宽松)的投入。(图23)

能源-鉴于宏观环境仍不确定、美国石油库存量回升和原油产量增加，特别是在北美洲、利比亚和伊拉克，我们预期油价将面临较大的下调压力，因此改变看法由较早前的看好改为中性。尽管我们的投资建议是标配，我们重申石油是抗衡中东地缘政治风险的理想对冲工具。(图24)

工业用材料-在中国经济还未稳定地重回升轨之前，我们对工业金属价格继续维持标配。预期中国会推出进一步刺激经济措施，从而给工业金属价格带来支持，但措施的范围和类别仍未能确定。好消息是铜供应增长仍然有限。

农产品-我们维持低配，由于早收成和收益较预期为佳，预料将继续对价格构成压力。此外，从风险-回报比看，现行价格仍然不具吸引力。

总结: 脆弱的增长前景，特别是在欧洲和中国，将在中短期内给商品价格构成压力，但市场同时受惠于来自主要经济体决策者进一步宽松政策的有力支持。我们重申: 从组合的资产配置立场而言，黄金和石油分别是抗衡通胀和地缘政治风险的合适对冲工具。

另类投资策略 - 维持标配

我们对另类投资策略维持标配。依我们所见，在市场存在很高风险可能出现调整的环境下，这类资产在组合中能担当控制波动的重任。与波动挂钩策略能直接地从波动中的任何反弹获益，而商品交易顾问 (CTA) 策略则提供机遇，能在多种不同经济环境下实现回报。

与波动挂钩策略是防御市场避险情绪引起波动的理想对冲工具。如上文所述，我们认为随着美国“财政悬崖”迫近加上欧洲的持续困局，未来数周可能引发一轮避险潮。另一方面，VIX指数(为衡量股市波动性的一个指标)仍然处于很低水平，意味着市场情绪可能仍然过于乐观。两者加在一起，预示着市场很可能在短期内出现回调。与波动挂钩策略是对冲此风险的合适工具，几乎能直接地从波动升幅中获益。总而言之，我们仍认为在当前不确定的经济环境下，控制波动继续是一个重要的投资主题。我们认为，与波动挂钩策略是协助管理组合波动的好工具。(图25)

CTA策略提供的回报相关性相对较低。除了少数例外情况，这些策略普遍能在各式各样投资环境下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很低的水平。在当前高度关联的投资环境下，我们认为这两个特点令这种资产类尤其具吸引力。

总结: 鉴于其协助控制/缓和波动的功能，另类投资策略是任何适度多元化投资组合的重要组成部分。在预期市场将出现波动之际，与波动挂钩策略尤其可派用场，而CTA策略则能提供相关度相对低的投资回报，是当前投资环境的稀缺商品。

外汇市场

由于欧元区前景不确定令美元作为安全港的需求持续，美元表现得较早前预期更具韧性。(图26)市场憧憬主要经济体决策者将推出进一步宽松措施是关键所在。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11月刊

图27: 商品价格拖累澳元表现

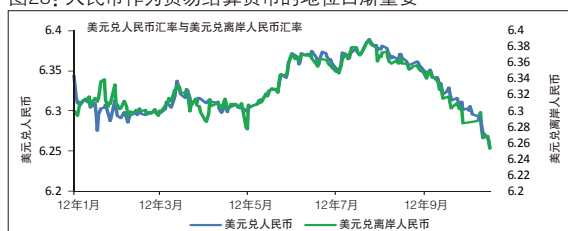


资料来源: 彭博终端、渣打银行

欧元兑美元-中期而言, 我们看淡欧元

欧元表现仍然强劲, 尽管经济增长数据持续恶化和欧债问题的不确定性迟迟未能解决。鉴于决策者在支持增长方面缺乏行动和欧洲央行购买债券的潜在影响, 我们继续看淡欧元的中期前景。欧元区经济持续疲弱可能会造成需要多年才能复原的重大损害。然而在此期间, 由于市场对欧元债务危机表示悲观 (从短仓持续出现可以印证), 欧元走势应会对于任何正面发展更敏感和具上升弹性, 相反对于负面发展可能导致下调的空间却有限。

图28: 人民币作为贸易结算货币的地位日渐重要



资料来源: 彭博终端、渣打银行

美元兑日元-我们对日元的中期看法为标配

虽然市场猜测日本央行和该国政府很可能在年底推出进一步刺激经济政策, 但我们倾向在未看到可信行动的证明前, 不转向改为看淡日元。

英镑兑美元-我们对英镑的中期看法仍然标配

英国经济现行的复苏势头能否持续加上与欧元区事态发展有关的潜在风险, 促使我们对英镑中期前景维持标配的看法。然而我们注意到, 英国的财政管理已走上正轨, 且英镑的价值仍被低估。

图29: 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

澳元兑美元-我们对澳元的中期前景看法, 由早前的看好改为标配

我们调低澳元至中立是基于市场对澳洲储备银行 (RBA) 将进一步减息的预期不断提高和有迹象显示商品价格渐趋缓和。预期当局作出长期转变, 由货币取代财务政策以支持国内经济, 将促使基准利率向下调整。然而, 预期主要经济体决策者将进一步宽松政策和主要央行对澳元债券的持续需求, 应能为澳元带来若干支持。澳洲仍然是拥有稳定AAA 主权债评级的少数已发展经济体之一。因此, 我们对澳元的看法转为标配, 尽管我们倾向乐观并有明显迹象提醒我们澳元可能已被高估。(图27)

美元兑新加坡元-我们继续看好新币的中期前景

继新加坡金融管理局 (MAS) 出人意料地维持货币政策立场不变, 新加坡元汇价在过去一个月显著走强。市场曾预期MAS立场软化, 容许新加坡元贸易加权汇率指数的可波动范围斜度由3.25%下降至+2%。当局的决定加强了我们对新加坡元的立场。

美元兑人民币 (离岸) (USD-CNH) -我们看好人民币的中期前景

除了中国相对稳健的增长前景, 使用人民币作为贸易结算货币的情况明显地越来越多, 而这更是出于真正的企业需求而非投资性套利。鉴于预期很多欧洲和亚洲企业将由美元改为以人民币进行结算, 我们看好离岸人民币 (CNH) 的中期前景 (USD-CNH汇价与美元兑在岸人民币 (USD-CNY) 的汇价走势十分接近)。然而, 在人民银行行长周小川发表言论指人民币汇率接近均衡水平后, 货币的升值步伐可能会放缓。(图28)

尽管存在较高风险, 我们继续看好亚洲货币 (日本除外) 的中期前景, 理由主要有两个。第一, 由主要经济体启动的进一步宽松政策应能纾缓亚洲经济体增长放缓的困境, 与此同时继续引入更强的证券投资资金流。第二, 亚洲国家在财政和货币政策上均具备灵活度以应对本地增长放缓的问题。我们理解亚洲货币仍然碍于美国“财政悬崖”和欧债危机问题的不确定可能引起市场波动而受到威胁, 但预期这些属暂时性事件。(图29)

总结: 中期而言, 我们继续看淡美元和欧元, 而鉴于预期主要经济体决策者将推出进一步宽松政策, 我们看好亚洲货币。根据我们对能源和工业商品持标配的立场, 我们对商品货币的看法也转为标配。

结论

发达国家经济体继续缓慢地解决其降低外债面临的挑战, 此举导致经济前景蒙混不清, 增长速度较过去情况要慢。尽管美国近期公布的经济数据显著改善, “财政悬崖”的威胁日渐迫近。股市在最近几个月表现强劲, 我们认为短期内存在很大的回调风险。而风险是调整可能会波及到其他资产类别。

然而, 值得注意的是, 在过去18个月, 市场调整正是我们买入喜好资产的好时机, 包括全球股票、美国高收益债券和亚洲本币计价债券。我们相信这次也不会例外。

3 -12个月市场前景

中央银行政策利率							
	现值	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	2014年 第1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
澳洲	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75	3.00
中国大陆	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.75
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	3.00	3.25	3.25
印尼	5.75	5.75	5.75	5.75	6.00	6.25	6.25
韩国	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.75
印度	8.00	8.00	7.75	7.50	7.25	7.00	7.00
菲律宾	3.75	3.50	3.50	3.75	4.00	4.00	4.00
泰国	2.75	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50

外汇							
	现价	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	2014年 第1季
欧元/美元	1.31	1.27	1.23	1.21	1.21	1.25	-
英镑/美元	1.61	1.59	1.55	1.53	1.58	1.63	-
美元/日元	79.38	82.00	83.00	84.00	85.00	85.00	-
美元/加拿大元	0.99	0.98	0.99	1.00	0.98	0.98	-
美元/瑞郎	0.93	0.95	0.98	1.00	1.00	0.97	-
澳元/美元	1.04	1.07	1.05	1.03	1.00	0.95	-
新西兰元/美元	0.82	0.81	0.79	0.78	0.82	0.86	-
美元/人民币	6.25	6.31	6.29	6.27	6.23	6.19	-
美元/新加坡元	1.22	1.21	1.18	1.19	1.17	1.14	-
美元/林吉特	3.05	3.02	2.97	3.02	2.97	2.90	-
美元/印尼盾	9599	9,600	9,400	9,500	9,400	9,200	-
美元/韩元	1106	1,100	1,070	1,070	1,060	1,040	-
美元/印度卢比	53.42	53.00	52.50	54.00	52.50	51.00	-
美元/泰铢	30.67	30.50	30.00	30.50	30.25	29.75	-
美元/菲律宾比索	41.28	40.50	40.00	41.00	40.50	39.50	-

商品							
	现价	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	2014年 第1季
黄金	1741.43	1,750	1,800	1,900	1,900	1,900	--
白银	32.80	33	34	35	35	35	--
WTI原油	112.54	114	110	107	112	115	--
铜	8220.00	8,500	8,500	9,000	9,000	9,000	--
铝	2015.00	2,100	2,200	2,200	2,200	2,200	--
玉米	760.00	820	830	780	760	780	--
大豆	1541.75	1,675	1,500	1,550	1,450	1,500	--
小麦	868.50	890	920	880	800	850	--

资料来源: 彭博终端、渣打银行(截至2012年10月19日之数据及预测数据)

* 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)。

本文件没有也不会会在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