

目录

投资策略	第02页
经济与政策展望	第03页
资产类别展望	
· 固定收益	第05页
· 股票	第06页
· 商品	第08页
· 另类投资策略	第09页
外汇市场	第10页
结论	第12页
3-12个月市场展望	第13页
免责声明	第14页

仍然处于过渡期

- 我们仍然认为今年是渐入佳境的过渡之年，主导因素是经济增长范围扩大，尾部风险逐渐减退。在今年剩余时间内，股票表现有望延续领先之势。(图1)
- 股票比重偏低的投资者应考虑在一定时限(2-3个月)内提高股票的配置比重。
- 固定收益方面，我们认为美国债券投资价值不大。我们比较看好亚洲本币债券，建议利用短期弱势时机增持。
- 商品维持超配，侧重基本金属。我们已将黄金比重降至低配。

美国第一季或暂时表现疲弱，中国迎来复苏

- 美国消费者短期或受加税及汽油价格上涨的困扰，意味着短期经济数据可能继续不振。
- 较长期而言，美国经济有望得益于新增职位增长、银行借贷意愿增强及房价上升等因素。
- 中国经济数据因春节效应受到扭曲，但回升势头持续。
- 欧洲经济仍处于衰退期，但近期的信心指标显示，情况正慢慢好转。
- 我们预计，意大利大选、美国减赤及债务上限谈判所产生的尾部风险会在今后2-3个月内消除。

图1: 股票的投资价值仍高于债券



资料来源: 花旗集团、彭博终端、渣打银行

表1: 资产配置概要

2013年3月	12个月
现金	低配
固定收益	低配
股票	超配
商品	超配
另类投资	标配

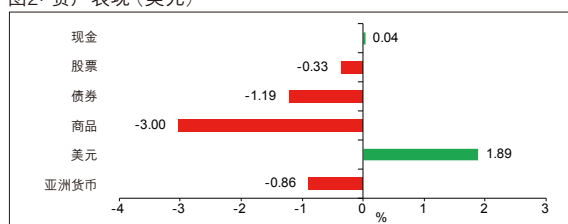
资料来源: 渣打银行

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

投资策略分析 (表1, 图2)

- **现金: 维持12个月低配**
美元实际利率仍是负数
- **债券: 维持12个月低配**
尽管亚洲本币债券近期走势波动, 但仍为较佳选择
美元债券投资价值不大; 侧重短期债券
- **股票: 维持12个月超配**
经济复苏范围扩大、尾部风险减退及相对估值等因素, 意味着股票在2013年有望脱颖而出
不少投资者期待股市回落, 但能否如愿是未知之数。我们估计, 有三分之二机率每次短暂回落的跌幅都不超过5%
- **商品: 维持12个月超配**
鉴于经济复苏范围扩大, 基本金属比重调升至超配
由于机会成本上升, 黄金比重调降为低配
- **另类投资: 维持12个月标配**
偏重宏观/CTA策略, 以起到部分保险作用
- **外汇: 首选亚洲(日本除外)货币, 看好商品货币**
焦点可能从日本央行的言论转移至其行动
长期而言, 中国经济复苏对亚洲(日本除外)货币有支持作用

图2: 资产表现(美元)*



* 2013年1月24日至2013年2月21日期间, 指数包括: JP Morgan美国3个月现金指数, MSCI全球股票总回报净值, Citi World BIG指数, 道琼斯-瑞银商品指数, DXY美元指数及ADXY亚洲货币指数

资料来源: 彭博终端、渣打银行

投资策略

图3: 美国股市波动性自全球金融危机之后的低位回升



资料来源: 彭博终端、渣打银行

2012年底, 我们为2013年勾画出名为“B.R.I.D.G.E.”的投资策略框架, 概述如下:

B = Broadening	全球复苏范围扩大
R = Receding	尾端风险消退
I = Income	创收仍具实质意义
D = Diversification	多元化投资日益重要
G = Go local (bonds) and Go global (equities)	投资本地(债券)及全球(股市)
E = Equity	股票最具投资价值

渐入佳境之年的主题—即B.R.I.D.G.E.投资架构的立论基础—包含四个因素:

- 1) 从蹒跚前行、政策驱动的经济复苏过渡至较可持续而且力度较强的经济回升
- 2) 市场波动性降低(图3)
- 3) 短期指标如美国经济意外指数等对预测美国股市短期高低位的作用减少
- 4) 各资产类别间的相关性降低

我们相信这些转变会在2013年逐渐显现, 而非仅限于首季。但今年至今, 1) 作为股市波幅指标的标普500波动率指数自全球金融危机前以来已经见底; 2) 美国经济意外指数自去年底以来急降, 美股持续走高; 3) 各资产类别间的相关性显著降低。

这是否意味着情况已回复正常呢? 不一定。我们认为, 2013是过渡之年, 年内呈现的黎明可能只是假象。今后2-3个月有某些关键性的事件—例如意大利大选、美国强行减赤、债务上限谈判、日本央行总裁更迭、中国人大会议及印度公布财政预算等。然而, 对于持有股票比重偏低的投资者来说, 风险却在于黎明**并非**假象。

面对这种形势, 我们认为股票比重偏低的投资者应该考虑采取设定时限的投资方法, 在今后两三个月内伺机将股票比重调升至超配, 若有幸遇到短期回调更应加快布局。必须注意的是, 我们认为全球股市约有三分之二的机率每次回落的幅度相对于现水平均不超过5%。另外, 我们预期每次回落为时都会极其有限。因此, 从现在开始增持股票至平均比重, 较只是守株待免般盼望跌市后增持, 风险可能相对较小。

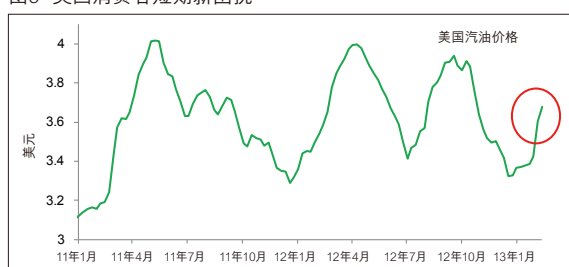
本月资产配置唯一的变动是在商品方面。 整体商品比重保持超配, 但其中基本金属改为超配, 而黄金则降至低配。这与我们看好今后12-18个月增长前景的立场一致, 亦反映在投资组合内占有颇大比重黄金的机会成本已见增加。

图4: 美国经济短期内面临仍然脆弱



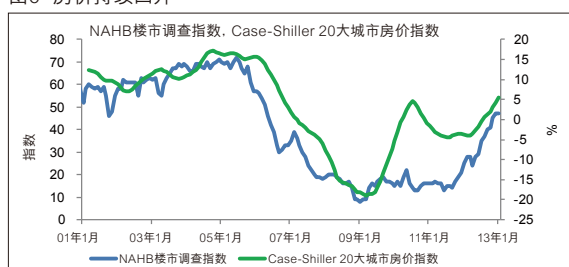
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图5: 美国消费者短期新困扰



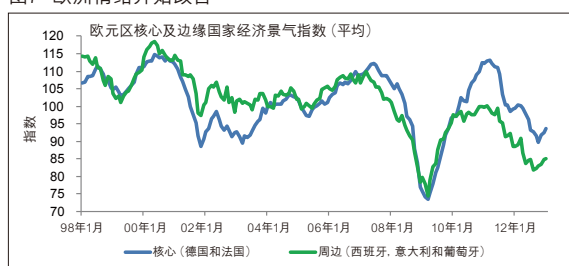
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图6: 房价持续回升



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图7: 欧洲情绪开始改善



资料来源: 彭博终端、渣打银行

经济与政策展望

近期的发展令我们对前景的预测更为坚定, 即2013是渐入佳境的过渡年, 经济复苏范围会更广, 可持续性更高, 而尾部风险将会减退。这个预测在今后2-3个月会受到考验。事件风险颇高, 主要包括意大利大选(2月24-25日)、美国自动减赤(3月1日)、日本央行行长更迭(3月19日)以及美国债务上限谈判限期届满(5月中)。虽然这些事件对金融市场构成明显的风险, 但我们相信对于每项事件预想的核心情景均有利于提升风险偏好。

美国: 消费者短期受困扰, 较长期内有支持

■ **消费者年初时要面对加税及油价上涨的双重困扰。**因此, 虽然首季国内生产总值有可能因为摆脱去年末季的短暂压抑因素而比原先预测为佳, 但我们预计其他指标短期会转弱。故此, 美国经济在今后1-2个月可能仍会比预期为差。(图4、5)

■ **不过, 第二季往后的情况会较为乐观, 原因有几点。**消费者方面, 楼价上升产生的财富效应可能会提振消费者的情绪及消费意愿; 此外, 近期新增职位增长稍微加快, 而职位裁减数目则下降, 令就业保障有所提升。薄弱环节主要还是在于收入增长停滞, 但我们预计上述因素足以抵销。(图6)

■ **经济其他方面, 银行的放贷意愿明显增强, 贷款需求亦见上升。**直至近期为止, 资金供应均集中于企业贷款, 而需求则以按揭贷款为主。如今供求看起来已日趋平衡。

■ **一如我们过往所述, 我们心目中的不确定因素主要是企业会否加快投资。**企业投资意向依然不见起色, 皆因顾虑政策的不确定性。然而, 一旦未来的税负变得较为明确, 拖延至今的投资决定可能就会落实, 投资便会加快。

■ **下一个难关是国会如何应对强行减赤-3月1日生效的自动削减开支。**减额约为国内生产总值的0.6%, 势将对经济再度形成一大阻力。虽然自动减赤有可能实现, 但时值选举年, 民主、共和两党政客都希望“演台好戏”, 令人怀疑双方是否愿意负上将经济推向衰退的黑锅。因此, 两党今后数周很可能达成某种协定, 其后焦点将转移到债务上限谈判。

■ **美联储的量化宽松目前看来不大可能会在短期内结束。**对于上一份美联储会议记录, 我们倾向采取一种平衡的诠释。量化宽松的确有可能在某个时间点结束, 对此大家不应感到意外。我们认为讨论方向是正面的, 因为提出的构想是(非常)渐进地解除量化宽松, 而非骤然停止买债, 后者可能会对市场产生较大冲击。

欧洲: 经济意外开始见顶

■ **近期的数据持续带来正面意外。**但必须注意是, 这主要是因为对于经济的期望实在太低, 至少在现阶段是如此。近期数据仍然反映首季经济会维持衰退。(图7)

渣打银行全球市场展望-2013年3月刊

图8: 意大利大选近期影响似乎不大, 但债券收益率已有一定升幅



资料来源: 彭博终端、渣打银行

■ **我们预期欧洲可在下半年摆脱衰退。**全球经济回升, 加上财政紧缩纾缓, 可能在2013年全年产生刺激经济的作用。

■ **主要忧虑之一仍在于欧元区的政治背景。**欧洲央行行长德拉吉扬言要“尽一切办法”拯救欧元区, 我们早已指出不应视之为空谈, 但短期波动的风险不会因而消除。

■ **意大利大选很关键。**虽然预想核心情景是组成联合政府, 但这个政府可能过于脆弱, 以致在年内要重新大选。政局如此不确定, 可能会推高周边地区资产的风险溢价。(图8)

■ **德国大选可能会促进而非破坏稳定。**须注意的是, 德国总理默克尔有必要在9月大选前预防情况急转直下。倘若大选后执政联盟的伙伴有变, 亦可能令德国与欧洲邻国变得更为团结。这意味着欧洲央行如果为限制短期政治动荡带来的影响而采取任何行动, 默克尔都会支持。

■ **结论:**我们对大选结果会明显破坏欧洲或全球市场稳定的看法表示怀疑, 但意大利大选对极短期前景的确会有重大影响。

图9: 中国仍处于回升状态

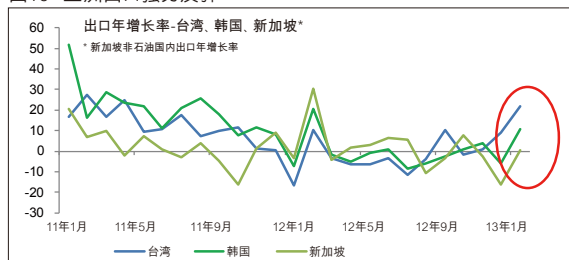


资料来源: 彭博终端、渣打银行

亚洲: 数据扭曲: 必须言行一致

■ **中国1月份数据扭曲难以解读。**虽然1月份数据显示增长加快, 通胀温和, 但实际上今年春节在2月, 而去年在1月, 产生了扭曲作用。因此, 我们要到3月份才能了解真实的经济状况。尽管如此, 所有数据都反映中国经济持续回升。因此, 我们已将2013年国内生产总值增长预测由先前的7.8%向上修订为8.3%。(图9)

图10: 亚洲出口强力反弹



资料来源: 彭博终端、渣打银行

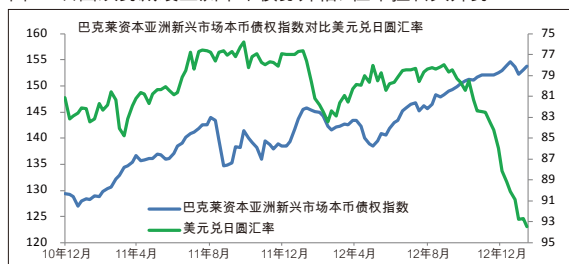
■ **在亚洲(日本除外)其他地方, 经济数据保持相对稳健。**最新的工业生产数据大体上放缓, 而出口则大体上加快, 尤其是在东北亚地区。然而, 较具前瞻性的采购经理人指数大致上显示情况改善, 所以我们对于经济保持回升感到放心。(图10)

■ **区内主要的不确定因素之一是日圆近期急挫。**若纯粹从经济角度出发, 我们相信日圆下跌的影响不大可能左右中国经济复苏以及其后美国经济好转之势。但尽管如此, 若从市场情绪的角度出发, 仍不宜掉以轻心。

■ **20国集团会议发出的讯息是, 虽然间接推低汇价的政策可以接受, 但以口头干预来推低汇价则不可。**至今为止, 日本的政策改变不大, 但口舌工夫却做了不少。因此, 即将履新的日本央行行长可能会承受越来越大的压力, 要求其言行一致。

概括而言, 过去一个月的发展令我们的看法更为坚定, 即经济复苏范围会更广, 而尾部风险将减退。预计这两个观点在未来2-3个月会接受考验。不过, 我们相信不确定的情况将会相对短暂。

图11: 日圆跌势减缓亚洲本币债券升幅, 但未扭转其升势



资料来源: 巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

固定收益 - 低配

亚洲本币债券可能因日圆弱势而承受短期压力, 但在固定收益类资产当中仍是我们的首选。美元债券投资价值不大, 其中倾向选择美国高收益债券。固定收益类2013年的总回报可能只是平平。我们认为, 对美元债券的主要威胁仍在于利率风险, 所以投资组合宜以短期为主。(图11)

亚洲本币债券可能因日圆下跌而面临短期压力。必须重申, 支持亚洲本币债券的两大因素是: (i) 实质收益率吸引, 相对于美元债券收益率亦吸引; (图12) (ii) 货币基本面吸引。日圆大幅下泻, 对第二项因素的确构成若干短期风险—不少亚洲货币一向以来总是跟随日圆走势, 所以随之下跌并不意外。较宏观而言, 我们以往也曾指出, 亚洲本币债券的升势很少一帆风顺, 中间总有一些调整, 所以现在出现一定调整并不奇怪。日圆弱势可能成为调整的导火索。

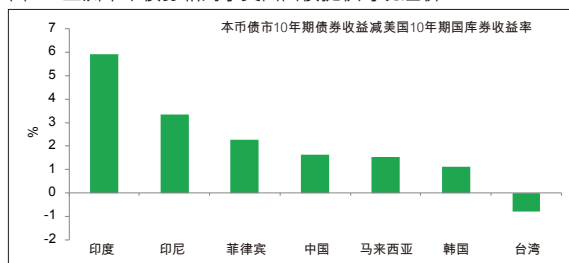
不过, 亚洲本币债券依然是我们在固定收益类的首选。我们会在出现调整时适度增持。短暂的汇率下跌不足以改变支持本币债券类资产的基本理据。对于追逐全球收益的投资者来说, 此类资产的收益率不论在实质上或是相对于美元计价债券而言都颇有吸引力。大多数国家的货币政策仍然偏向令债券价格维持不变或上升。汇率方面, 长期基本面(如对外收支及估值等)仍提供有力支持。我们乐于趁亚洲本地货币债券呈现短暂弱势时继续适度增持。

我们认为, 美元债券投资组合的主要风险仍然在于利率可能上升。美国国库券收益率正缓步上升, 市场注意力因而聚焦于利率上升的风险。虽然我们相信国库券收益率尚未形成升势—先决条件可能是市场预期美联储未来政策会明显转向—但上升的风险明显大于下降。美联储内部就何时减慢量化宽松步伐进行的辩论印证了我们这个观点。利率转变历来是十分急骤的, 所以我们须为美元债券投资组合应对此风险作好准备。(图13)

防范利率风险之道主要是以短久期为主, 并侧重美国高收益债。应对加息风险的第一道防线, 是把平均久期维持在短期, 以减低债券投资组合的利率敏感性。美元债券组合当中, 我们偏重于美国高收益债, 因为此类债券在加息环境下较受保障, 但我们预期回报不会超过标售收益率。

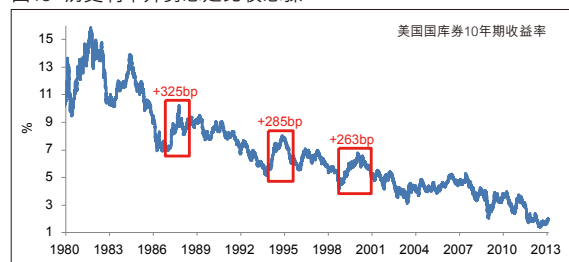
结论: 亚洲本币债券及美国高收益债券的比重保持超配, 但短期调整也在意料之中。G3主权债的比重保持低配, 美元债券组合的久期保持偏短以缓和利率风险。继续看好公司债优于主权债。

图12: 亚洲本币债券相对于美国国债提供可观溢价



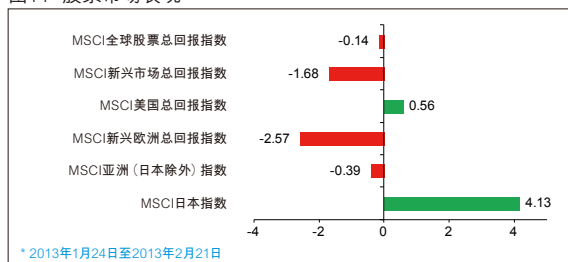
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图13: 历史利率升势总是比较急骤



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图14: 股票市场表现



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票 - 超配

我们将股票比重维持超配, 基于多项原因: a) 即使经过近期一波升浪, 相对于历史估值仍不算高; b) 相对于债券估值便宜; c) 收益率吸引 (高息股胜过高收益债券); d) 对温和通胀有良好的对冲作用; e) 全球经济复苏范围正在扩大, 尾部风险正在减退, 股票是把握形势的上佳之选。(图14)

我们相信, 在股票投资方面, 关键决定在于整体配置比重, 其重要性超过股票投资组合内的分布。我们建议的做法是在一定时限内将股票比重提升至超配, 因为我们认为3月份的自动削赤或5月份的债务上限谈判不太可能导致股市波动显著加剧。

我们推荐的市场是: 美国, 其中看好科技及能源股, 金融股目前比重为标配; 亚洲 (日本除外), 其中我们看好非必需消费股、金融股、能源及工业股。欧洲的比重为标配, 但仍可找到若干估值上佳的高息股; 我们偏重于能源、工业及医疗保健股。日本方面, 基于美元兑日元汇率因素, 其比重为低配, 但若以日元计, 由于较积极的财政及货币政策支持, 相信日股应会有良好表现。

盈利修订: 亚洲 (日本除外) 看好, 美国及欧洲较逊色: 我们的关注焦点之一, 是亚洲 (日本除外) 的盈利修订指数显著上升, 因而抱有一定信心, 预计盈利增长会加快, 并对股市起到支持作用。(图15)

至于美国及欧洲, 情况较不明朗。虽然盈利修订指数趋于改善, 但近期好转之势放缓。若不计金融类, 美国去年的盈利增长仅2%, 欧洲更差。因此, 上升主要由市盈率走升带动, 股价已不如先前便宜。盈利增长预期已由约11%的高位大幅回落至仅6.5%。然而, 即使这一增幅仍有赖销售及/或利润率回升, 但美国经济短期内却可能转弱。因此, 这些预测可能很快就要向下修订。

美股方面, 我们主要看好科技股。科技股包含各类企业, 有软件亦有硬件类。在这两类中我们都倾向投资于正在增长的移动设备 (包括电话及平板电脑); 至于个人电脑硬件类, 我们不倾向直接持有, 因为其市场占有率正被移动设备所蚕食。美国科技业的收益增长有很大部分来自新兴市场, 虽然去年末季盈利预期下降, 但仍录得约10%的强劲增长, 远超股市平均水平。(图16)

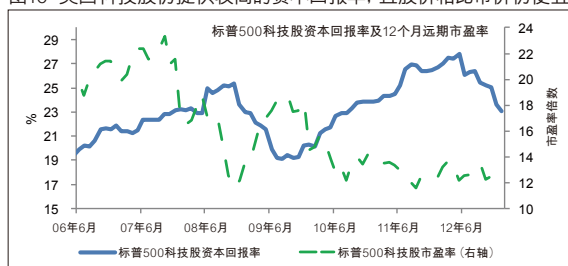
科技类的12月远期市盈率是12.1倍, 低于大市水平, 相对于历史亦较为便宜。由于此板块回报仍高, 相对盈利增长仍然强劲, 且可能从企业投资周期上升中得益, 我们视之为主要的增持之选。

图15: 亚洲 (日本除外) 股市的盈利接近正值区间



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图16: 美国科技股仍提供较高的资本回报率, 且股价相比市价仍便宜



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图17: 全球行业配置
MSCI全球行业比重

MSCI行业	比重*	观点
能源	10.6%	超配
科技	12.1%	超配
金融	21.0%	超配
工业	10.4%	标配
非必需消费品	10.7%	标配
材料	7.6%	标配
医疗保健	9.3%	标配
消费必需品	10.4%	低配
公用事业	3.5%	低配
电信	4.4%	低配

*截至2012年12月31日
资料来源: 彭博终端、渣打银行

美股当中, 我们对能源类亦超配, 原因是估值及收益率吸引, 而且今年稍晚经济增长可望改善, 将会推高能源(油气)需求。

现在的美国金融股比重是标配, 因为我们认为: a) 尾部风险已显著减低; b) 楼市回升将大大有助提升银行贷款质量; c) 《巴塞尔协定三》的要求已被逐渐降低甚至搁置; d) 以市净率计算估值仍然甚低。监管环境预计会保持严峻, 银行业已降低负债比率, 所以我们并不期望银行股会像提供以往高水平的股本回报率。(图17)

在亚洲(日本除外)地区, 我们看好的板块(非必需消费品、金融、能源及工业)往往都是在步向经济周期中段时有良好表现的板块。这些板块往往得益于消费者信心上升、企业资本开支可能回升以及最终需求改善等因素。**我们偏好的亚洲市场是中国、香港、泰国及韩国。**

图18: 韩国股价仍然低于历史水平



资料来源: 彭博终端、渣打银行

日圆近期的弱势对韩国出口商的竞争力及盈利造成显著冲击, 我们曾考虑低配现时比重偏高的韩股。另外, 我们也曾考虑超配现时比重偏低的台湾股票。相对而言, 台湾出口业与日本出口业重叠较少, 而韩国则较多。不过至少在目前, 我们还未决定变动两者的比重, 原因如下:

- **估值:** 韩国综合股价指数远期市盈率约为9.5倍, 低于其历史中位数; 台股现价水平则与大约15倍的历史远期市盈率一致。(图18、19)
- **韩股现价可能已反映大部分坏消息。**一如以往所强调的, 韩股的盈利修订已大幅下降, 而年初至今亦表现落后, 可见日圆下挫的冲击可能已大致反映在股价之中。
- **日圆自去年9月底已急泻20%**, 我们预计到此水平应不会再大跌。日圆当前的弱势是假设日本央行会采取大手笔的量化宽松所致, 但至今还未见真章。事实上, 假如日本央行并未如预期般大举宽松, 日圆甚至有可能掉头回升, 扭转先前的冲击。
- **大型出口商不少已有自然对冲**, 因其生产设施靠近相应的销售市场。

图19: 台股现价高于7年中位数

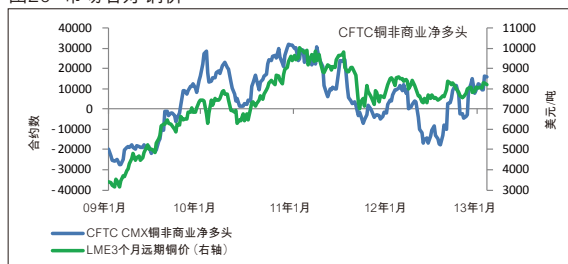


资料来源: 彭博终端、渣打银行

短期而言, 若新任日本央行行长采取进取行动达致2%的通胀目标, 台股表现可能会领先韩股。然而, 我们相信此因素已大致反映在韩股价格之中, 所以我们维持其超配。

结论: 虽然前路可能崎岖不平, 但市场对于全球经济及股市信心已明显上升, 对前景比之前乐观得多。相对于其他主要资产类别, 股票仍颇具吸引力, 依然是我们增持的首选。

图20: 市场看好铜价



资料来源: 彭博终端、渣打银行

商品 - 超配

我们把商品投资比重维持超配。但其中的工业金属为超配，而黄金则为低配，因为我们看好今后12-18个月的经济增长前景，持有较大比重黄金的机会成本相应增加。

工业金属已调升至超配。美国楼市反弹、中国制造业持续扩张、欧元区经济信心强于预期，都有可能推高工业金属价格。另外，铜产量有短缺之虞，加上铝需求增长加快，亦突显工业金属价格的潜在上升空间比之前预测的更大。（图20）

黄金调降为低配。尾部风险减退，投资者的风险偏好因而提升，可能会压抑黄金作为避险工具的需求。此外，美联储已在商讨减缓量化宽松的步伐，而欧洲央行尽管面对经济衰退，却表明无意加大货币政策力度。不过，黄金毕竟持续有需求，各国央行亦会购买，所以预计金价会有一定支持。低配的主要风险之一，是如果日本央行大力放宽货币政策，日本投资者可能会涌向黄金避险。以日本退休基金规模之大，即使稍作转移，对金价亦可能产生很大支持。（图21）

石油保持标配。我们相信供应可能会落后于需求上升步伐，即使美国产量上升，也可能被石油输出国组织的产量下降所抵消。因此，预计油价会维持在现水平，上升的可能性较高。虽然中东的地缘政治风险有所缓和，但我们依然强调有必要持有一定比重的石油，以对冲紧张局势升级的风险。

结论：我们对于全球经济复苏的前景更为看好，所以超配工业金属，而低配黄金。

图21: 金价已显偏高



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图22: 一篮子另类策略与全球股票相关性较高, 但波动率较低
2003-2012年另类策略与全球股票的相关性及波动率

	与全球股票相关性	波动率
宏观/CTA策略	0.10	0.43
股票对冲	0.80	0.42
事件驱动	0.69	0.30
相对价值	0.36	0.29
上述平均	0.92	0.39
对比: MSCI全球股票指数		1.12

资料来源: 彭博终端、渣打银行

另类投资 - 标配

我们将另类投资策略的比重维持标配, 因其能让我们把握范围日渐扩大的全球经济复苏势头, 同时又可在市况波动时提供一定的保障。

适度分散的投资组合可能始终需要一篮子另类策略作为重要成分之一。一篮子另类策略的特点是: 尽管与股票有相对较高的相关性, 但波动程度却较低。这样既有助于投资者把握范围日渐扩大的经济复苏势头, 又能在市况波动时提供起码的保障。(图22)

尽管CTA策略近几年表现平平, 但我们仍偏重于此, 主要是着眼于其保险作用。经济趋势日趋明朗, 无疑有利于这种策略, 因为可减低因政策不确定而受挫的风险, 不过其更适合在经济状况逊于预期时提供一定的保障。

结论: 另类策略投资配置保持标配, 其中偏重于CTA策略, 因其有助于控制分散化投资组合的波动性。

图23: 欧元韧性源于尾端风险渐弱



资料来源: 彭博终端、渣打银行

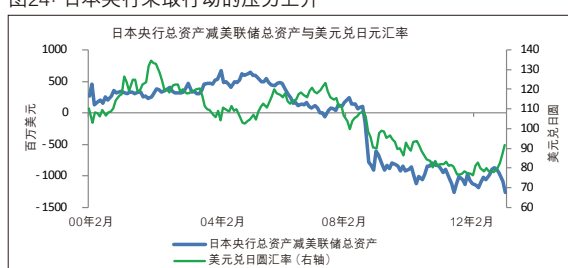
外汇

美元保持强韧, 因为虽然欧元上升及亚洲货币稳定有压力, 但日元和英镑的显著弱势产生了抵销作用。中期而言, 我们相信这种情况可能持续下去。不过, 日本货币政策的发展以及2月底意大利大选这两项重大短期事件可能导致波幅扩大。我们对各货币中期走势的观点概括如下:

欧元兑美元 - 我们对欧元的中期立场是中立偏正面

欧元可望保持强韧, 原因是债务危机风险减低、欧洲中央银行资产负债表缩小, 以及欧元区经常帐改善。虽然欧元强势及其对欧元区经济复苏的影响引人关注, 但我们同意央行行长马里奥·德拉吉认为欧元与长期平均水平相近的看法, 并估计还有若干上升余地。(图23)

图24: 日本央行采取行动的压力上升

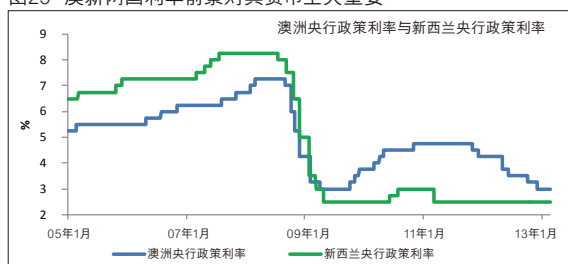


资料来源: 彭博终端、渣打银行

美元兑日元 - 我们对日圆的中期立场是中立偏负面

由于日元急泻并未招致20国集团非议, 我们预计日元有可能进一步下跌。然而, 我们担心的是在日元急挫的同时, 货币政策并无“实质性”的大举宽松, 这样可能反过来导致日元大幅回升。日本央行新行长的任命在参议院一波三折, 是一大短期风险。我们不愿在这种时刻利用日元作为执行套利策略的融资货币, 原因是其走势过于波动, 而且从风险回报角度衡量, 目前水平并不吸引。我们宁可等待新行长的任命确认后再对日元采取看空策略。(图24)

图25: 澳新两国利率前景对其货币至关重要



资料来源: 彭博终端、渣打银行

英镑兑美元 - 我们对英镑中期保持中立

基于存在对立因素, 我们认为仍然适宜采取中性立场。一方面, 围绕着欧元区经济复苏的乐观情绪利好英镑。另一方面, 欧元区债务危机的尾端风险减退, 却令英镑作为避险货币的需求相应减少。虽然英国国内经济仍然不振, 但有迹象显示, 早前的货币政策行动已产生若干正面效果, 可能会令英格兰银行进一步放宽政策的预期降温。

澳元兑美元 - 我们对澳元的中期立场是中立偏正面

澳洲商品的需求增强, 加上投资者投向较高收益的资产, 所以虽然澳洲央行降息的可能性渐增, 但对澳元造成的任何降压却有可能被抵销。除了日本央行货币政策决定的影响难以确定外, 澳洲央行利率周期见底在望亦是关键因素。我们相信, 澳洲私营部门信贷同比增长减慢、国内经济回升参差不齐、通胀低企、为平衡财赤而实行财政紧缩等因素, 将会继续令利率承压。目前我们倾向看好纽元多于澳元, 原因是新西兰经济改善, 新西兰央行的利率周期仍有潜在的上升空间。(图25)

图26: 美元兑新加坡元短期或横向发展



资料来源: 彭博终端、渣打银行

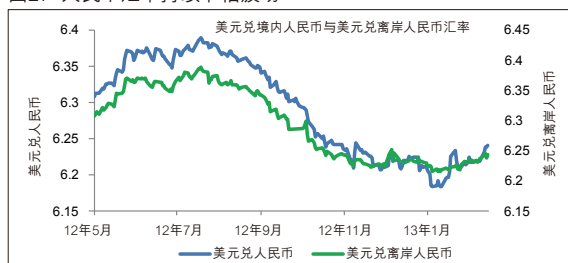
美元兑新加坡元 - 我们对新加坡元的中期保持乐观

新加坡贸易及制造业数据疲软, 可能会对新加坡元构成短期压力, 不过可能并不足以令美元兑新加坡元汇率脱离近期的横行区间。但较长期而言, 在持续的通胀压力下, 新加坡元可能会继续上升。新加坡金融管理局今年4月发表的货币政策声明会有关键影响。(图26)

美元兑人民币 - 我们对人民币的中期乐观

我们相信, 人民币今年可能会以稳定而渐进的步伐上升, 期间回落有限。推动人民币今年上升的主要因素有三: 1) 对外收支改善; 2) 中国经济增长结构调整, 由投资转移至消费; 3) 人民币作为贸易结算货币的需求增加。中国当局可能会在今年采取进一步措施, 推动汇率自由化及放宽资金流动限制, 有关预期亦可能促使人民币上升。(图27)

图27: 人民币汇率持续窄幅波动



资料来源: 彭博终端、渣打银行

我们对亚洲 (日本除外) 货币的中期立场保持乐观, 符合我们对今后12-18个月增长前景看好的观点, 亦反映投资者持续追求高收益。虽然我们预期亚洲 (日本除外) 货币会随人民币上升 (因涉及贸易竞争力的区域性驱动因素), 但日圆走向及波动幅度所产生的影响难以确定, 可能会令亚洲货币短暂受压。(图28)

图28: 继续看好亚洲 (日本除外) 货币



资料来源: 彭博终端、渣打银行

结论: 美元预计保持强韧。我们对欧元及亚洲 (日本除外) 货币偏向乐观, 对日圆偏向看空。

附注:

美元指数包括美元兑欧元、日圆、英镑、加元、瑞典克朗及瑞士法郎的加权平均表现。
亚洲货币指数包括境内人民币、港币、印度卢比、印尼盾、韩元、马来西亚林吉特、菲律宾披索、新加坡元、新台币及泰铢兑美元的加权表现。

结论

我们相信“B.R.I.D.G.E.”框架仍然适用。过去一个月的发展加强了我们全球经济复苏扩大及尾部风险减退的前景展望。在此背景下，2013年被视为由一个周期性较短、以政策为主导的经济环境，过渡至一个增长更强劲、可持续发展更好的经济环境的过渡之年。自然，这不会是一帆风顺的过程，事实上今后1-3个月内都会有重大实践，但我们相信年末时的经济状况将远比年初为稳定。

在此背景下，股票是我们首选的资产类别。我们认为仓位较低的投资者应抓紧时机增加股票配置。但目前的风险是我们无法在现行水平找到较好的入市时机，或者即使我们能够找到较好的入市时机，但稍纵即逝，大部分投资者可能错过大量增仓的良机。

3 -12个月市场前景

中央银行政策利率							
	现值	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	2014年 第2季
美国	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	-
英国	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	-
澳洲	3.00	3.00	3.00	3.00	3.25	3.75	-
中国大陆	6.00	6.00	6.00	6.00	6.25	6.75	-
台湾	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	-
印尼	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	5.75	-
韩国	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.75	-
印度	7.75	7.50	7.25	7.00	7.00	7.00	-
菲律宾	3.50	3.50	3.50	3.50	4.00	4.00	-
泰国	2.75	2.75	2.50	2.50	2.50	2.50	-

外汇							
	现值	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	2014年 第2季
欧元/美元	1.32	1.29	1.27	1.30	1.35	-	-
英镑/美元	1.53	1.55	1.55	1.59	1.63	-	-
美元/日圆	93.25	93.00	98.00	96.00	95.00	-	-
美元/加元	1.02	0.99	1.00	0.98	0.98	-	-
美元/瑞士法郎	0.93	0.95	0.98	0.96	0.93	-	-
澳元/美元	1.03	1.03	1.04	1.06	1.07	-	-
纽元/美元	0.83	0.82	0.83	0.86	0.89	-	-
美元/人民币	6.24	6.21	6.18	6.14	6.10	-	-
美元/新加坡元	1.24	1.23	1.22	1.21	1.20	-	-
美元/马来西亚林吉特	3.11	3.12	3.05	3.00	2.95	-	-
美元/印尼盾	9723	9,950	10,100	9,800	9,500	-	-
美元/韩元	1088	1,055	1,050	1,045	1,025	-	-
美元/印度卢比	54.48	54.50	55.00	53.50	53.00	-	-
美元/泰铢	29.84	29.50	30.25	29.75	29.50	-	-
美元/菲律宾披索	40.77	40.00	41.00	40.50	39.00	-	-

商品*							
	现价	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	2014年 第2季
黄金	1,578	1,675	1,700	1,750	1,800	-	-
白银	29	30	32	34	35	-	-
布伦特期油	114	114	111	112	116	-	-
WTI原油	93	95	95	100	106	-	-
铜	7,861	8,000	8,250	8,250	8,800	-	-
铝	2,076	2,100	2,100	2,100	2,200	-	-
玉米	686	710	700	680	680	-	-
大豆	1,470	1,450	1,400	1,450	1,500	-	-
小麦	725	760	750	780	790	-	-

资料来源: 彭博终端、渣打银行研究部 (2013年2月22日 Economics Weekly)

* 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的任何部门，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2013。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，不得复制或使用。版权所有©渣打银行2013。

本文件不是研究报告，并非由研究单位编制