



# 全球市场展望

2016年3月

## 风险正在上升

- 美国未来 12 个月内发生经济衰退并非我们预期的核心情景，但 12 月初发布《2016 年全球市场展望》以来，这样的风险显然已经上升。加之中国经济前景和原油市场面临的短期风险，我们对全球股票的前景更为谨慎。
- 美国公司信用债，不论投资级还是高收益债，似乎都进一步反映出了经济下行风险。建议增加配置此类资产。
- 愈发动荡和不确定的大环境中，另类策略往往具有吸引力，而其许多关键的驱动因素都是正面的。我们偏好股票多/空策略和全球宏观策略。

02 全球投资委员会的观点

03 市场表现概览

04 投资策略

06 经济和政策前景

10 债券

12 股票

17 商品

19 另类策略

20 外汇

23 当前环境中的多重资产  
投资

24 免责声明

# 全球投资委员会的观点

1

**年初时，渣打财富管理还看好全球股票，但现在却顾虑重重。能否解释下这个转变？**

美国经济处于周期的哪个阶段至关重要。我们相信核心情景是距周期结束还有一段时间，但风险已经上升。虽然经济数据显示出较为正面的情形，但全球股市和高收益公司债的表现，以及企业盈利下调都已经闪现黄灯，提示经济衰退风险。

综合权衡，我们预计股市仍将带来正回报。不过，不确定性有所增加，特别是股价所反映出的对经济衰退的预期不及其他类资产。具体股票来看，我们仍旧偏好欧元区/日本市场。

2

**促使展望发生变化的因素是什么？**

主要的下行风险是美国经济陷入衰退和中国经济硬着陆。美国发生经济衰退前的 6-9 个月，股票通常会下跌，而中国经济若发生硬着陆，则将成为一股主要的通缩力量。

美元强势以及人民币或油价走弱都被认为利空风险资产，而如若这些趋势发生变化则将成为利好。七国集团若能协调一致，采取可靠的政策应对，则将对股市形成重大利好，但目前尚无此迹象。

3

**全球投资委员会如何看待美元和人民币的前景？**

2016 年，美元的反弹的幅度和范围预计将有所减弱。欧元/美元仍可能下跌，不过我们更加看淡澳元，因为铁矿石价格预计还会跌。

短期内，人民币可能还将面临压力，因为美元不会出现大幅和广泛的贬值。

4

**今年以来油价跌幅加深。油价下跌是否还会持续？**

原油市场仍旧供过于求，原油库存持续上升。因此，油价面临进一步下跌的压力。

短期来看，可能只有在明确减产或产油区冲突升级的情况下，油价才会上涨。

长期来看，预计需求会反弹，从而帮助油价在未来 3-6 个月去到 25-30 美元/桶的底部区域。

5

**当前环境下哪些领域有投资价值？**

从多重投资的角度来看，我们更专注于更低波动的策略和相对策略。看好的资产类别有另类策略，其许多驱动因素都较为有利。

具体债券而言，看好美国公司信用债。虽然违约增加，但美国高收益债预计会提供正回报。美国投资级债券似乎已经反映出对衰退的忧虑，我们认为其估值具有吸引力。

## 团队介绍

**Alexis Calla**  
全球投资咨询与策略主管

**Steve Brice**  
首席投资策略师

**Aditya Monappa, CFA**  
资产配置和投资  
组合方案主管

**Clive McDonnell**  
股票投资策略主管

**Audrey Goh, CFA**  
资产配置和投资  
组合方案总监

**Manpreet Gill**  
固定收益、商品和  
外汇投资策略主管

**Rajat Bhattacharya**  
投资策略师

**Victor Teo, CFA**  
投资策略师

**Tariq Ali, CFA**  
投资策略师

**Abhilash Narayan**  
投资策略师

**Trang Nguyen**  
资产配置和组合  
方案分析师

## 市场表现概览\*

股票市场	年初至今	上个月
全球股票	-6.4%	2.4%
全球高派息股票	-2.7%	4.4%
发达市场	-6.3%	2.4%
新兴市场	-7.3%	2.8%

国家	年初至今	上个月
美国	-4.7%	4.0%
西欧(欧元)	-8.3%	-1.4%
西欧(美元)	-9.0%	-0.8%
日本(日元)	-15.6%	-6.1%
日本(美元)	-9.9%	-1.2%
澳大利亚	-8.7%	1.3%
亚洲除日本	-9.1%	0.3%
非洲	-4.5%	10.4%
东欧	-2.1%	8.9%
拉丁美洲	-1.9%	11.1%
中东	-7.9%	8.9%
中国大陆	-15.7%	-2.8%
印度	-14.0%	-5.7%
韩国	-7.6%	-1.9%
台湾	-1.1%	7.2%

按行业	年初至今	上个月
可选消费品	-7.2%	1.4%
消费必需品	0.1%	4.2%
能源	-3.4%	8.0%
金融	-12.6%	-0.1%
医疗	-7.8%	-1.1%
工业	-3.7%	5.8%
科技	-6.6%	1.6%
原材料	-4.7%	8.2%
通信	1.2%	4.6%
公共事业	2.2%	5.4%
全球房地产股票/房地产投资信托	-4.0%	3.2%

债券	年初至今	上个月
<b>主权债券</b>		
全球投资级主权债	4.6%	3.6%
全球高收益主权债	-0.2%	2.2%
新兴市场投资级主权债券	2.3%	2.7%
美国国债	3.4%	1.8%
欧洲主权债	5.3%	4.1%
亚洲新兴市场本币债	2.1%	1.9%

信用	年初至今	上个月
全球投资级公司债	1.1%	1.4%
全球高收益公司债	-2.1%	0.3%
美国高收益债	-2.3%	0.2%
欧洲高收益债	-2.0%	0.5%
亚洲高收益公司债	-0.3%	0.7%

商品	年初至今	上个月
多元化商品投资	-3.5%	1.7%
农产品	-3.2%	-3.0%
能源	-16.5%	-0.4%
工业金属	-0.2%	4.7%
贵金属	15.0%	10.5%
原油	-8.4%	12.7%
黄金	16.2%	11.3%

汇率(兑美元)	年初至今	上个月
亚洲除日本	-1.0%	0.1%
澳元	-0.7%	4.0%
欧元	1.4%	1.6%
英镑	-5.3%	-2.0%
日元	6.4%	4.7%
新加坡元	1.2%	2.0%

另类投资	年初至今	上个月
综合(全部策略)	-3.6%	-0.6%
套利	-3.1%	-0.7%
事件驱动	-4.7%	-0.6%
股票多/空策略	-6.4%	-1.4%
宏观 CTA	1.6%	0.6%

\*所有表现除特殊说明外以美元计价

\*“年初至今”是指从 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 2 月 25 日期间，“上个月”是指 2016 年 1 月 25 日至 2016 年 2 月 25 日期间

来源：MSCI、摩根大通、花旗银行、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

# 投资策略

- 年初以来，全球金融市场较为动荡。A.D.A.P.T.投资框架下，我们看好的全球股票的投资主题表现落后；多元化收益资产和另类策略在管理波动方面表现更好。
- 许多短期指标预示反弹在即（或业已开始）。
- 不过，更长期来看，进展更取决于经济数据。欧元区和日本仍是我们最青睐的股市，不过美国来看，我们则更看好公司信用债。另类策略在不确定性上升的环境中颇具吸引力。

## 短期内反弹的可能性加大

- 我们《2016 年全球投资展望》的重点主题之一，是波动性可能趋升。事实的确如此。然而，不少短期指标却显示今后数周或数月市场可能会持续反弹：
- 情绪指标只是刚刚开始从极度消极的水平回升
- 技术指标显示股市可能正处于短线筑底阶段
- 股票及债券估值可说已至少局部反映了衰退的可能。以美国高收益债利差为例，其估值正处于 2011 年“增长恐慌”时的水平
- 基金经理调查显示，现金头寸非常高（为 2001 年以后的最高位），预示一旦市场情绪好转，大量资金将司机入市

### 负面情绪自2008-09年达到顶峰

#### BCA 美国股市复合情绪指标



2016 年 2 月 12 日数据  
资料来源：BCA 研究、渣打银行

## 长期前景更均衡

若把眼光放长远，我们留意到自 2015 年 12 月以来，不确定性及下行风险均有升高。去年 12 月中以来，宏观及市场基本面数据走向参差一转差的指标固然不少，但亦未尝没有好转者。我们认为，在此情况下应采取比之前更为均衡的部署。无论如何，我们认为情况并未显著恶化到应采取完全防守的程度。

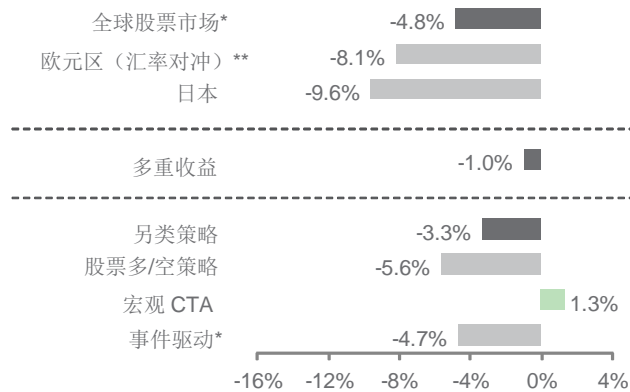
从投资角度看，保持均衡至关重要。我们认为股票仍是重要一环，而我们对欧元区及日本股市的信心维持不变。然而，我们承认美国及中国的前景较之前更为扑朔迷离。就此，我们相信持有美国高收益债比投资股票更具吸引力—乐观的情形下，当前的市场情况提供了锁定甚为可观收益的机会，而在悲观的情形下，其波动性也可能比股票低。

以另类策略及优质公司债券来加以平衡，对于管控不确定性也十分重要。我们相信美国投资级公司债正处于具有投资价值的位置—此类债券通常在悲观情况下（如美国经济衰退）显著跑赢风险资产，但目前其估值颇具吸引力，即使在“追逐风险”的情境下，亦有获取收益的空间。

与此类似，另类策略在市场不确定性日渐上升的情况下，提供了一篮子颇具吸引力的选项。市场动荡之际（如近两个月），宏观策略展现了显著的“保险价值”。与此同时，股票多/空策略较净多头而言，提供了在更低的波动水平下投资股票的途径。

## 对股票的信心有所回落，但对多重收益和另类策略的信心不变

自 2016 年展望以来 A.D.A.P.T. 的表现\*\*\*



\*于 2016 年 2 月 25 日收市

\*\*2016 年 2 月 25 日取消汇率对冲建议

\*\*\* 2015 年 12 月 11 日至 2016 年 2 月 25 日期间。收益篮子见 2016 年《全球市场展望》第 60 页图 38 描述。

资料来源：彭博终端、渣打银行

## 对投资者的意义

- **维持对欧元区及日本股市的配置。不再建议外汇对冲。**我们对全球股票前景的看法更为谨慎，但仍然预期其会有正回报。我们信心最高的是欧元区股票，因为当地的宏观及市场指标都日趋利好。日股前景亦正面。然而，美国及亚洲股票的前景更为扑朔迷离。
- **增持美国公司债。**由于估值并不昂贵，在乐观情境下其总回报会有吸引力；即使在悲观情境下，美国高收益债的波动性亦会低于美股，而美国投资级债有可能带来正回报。
- **仍坚定对另类策略的信心。**股票多/空策略是投资股票的工具，其相应的波动更小，在不确定性高企的情形下这个特点颇为可贵。2016 年初宏观策略再度展现了其管控波动的价值。

资产类别	二级资产类别	相对展望	开始日期*
现金		低配	2012 年 2 月
固定收益*	发达国家投资级政府债券	低配	2011 年 1 月
	发达国家投资级企业债券	超配	2015 年 12 月
	发达国家高收益债券	超配	2015 年 8 月
	新兴市场美元政府债券	标配	2015 年 12 月
	新兴市场本币政府债券	标配	2015 年 12 月
	亚洲美元公司债券	标配	2016 年 2 月
股票	美国	标配	2015 年 2 月
	欧洲地区	超配	2013 年 7 月
	英国	低配	2015 年 8 月
	日本	超配	2014 年 11 月
	亚洲市场除日本	标配	2015 年 7 月
	其它新兴市场	低配	2012 年 8 月
大宗商品		低配	2014 年 12 月
另类投资		超配	2013 年 6 月

\*开始日期—开始建议该策略的时间

\*\*固定收益在本报告中被分为 6 个二级资产类别（以前是 4 个）

资料来源：渣打银行

## 经济和政策前景

- 全球经济前景最近数月更具挑战性，因为包括美国在内的一些发达经济体的增长和通胀预期都在下降。
- 经济放缓导致美联储加息预期降温；预计年内只会加一次息。欧洲央行和日本央行可能会继续履行承诺，进一步放缓政策，可能的形式是继续降息至更深的负值区域，以支持经济增长。
- 中国和新兴市场仍是风险的主要来源。主要发达和新兴经济体间协调一致的政策（通过 G20 峰会或其他论坛的平台达成）可能会重振信心并预防通缩风险，但目前看来还不太可能这样。

预计美联储 3 月份将按兵不动，今年将仅加一次息。

**全球经济前景最近几月转差**，美国、日本以至拉美、中东、东欧的新兴市场都呈现出放缓迹象。欧元区及亚洲（日本除外）的情况还算坚韧，尽管中国的工业持续放缓。美元走强和矿业削减投资，对美国经济增长形成制约。然而，就业市场蓬勃，提振了消费，后者占经济体比重达三分之二，今年发生经济衰退的风险由此降低。

**油价跌势持续，令发达市场的通胀预期普遍下降**。虽然商品价格下跌在中期乃至较长期内对消费者有利，但眼前的顾虑在于商品价格下跌将冲击资源板块的投资及就业，进而冲击在资源板块有风险敞口的金融领域。我们预期油价会在未来 3 到 6 个月内见底，若真如此将有助于缓解通缩压力。

**发达市场因经济增速低于大势且通胀低落，将维持促进增长的货币政策**。预计美联储在 3 月份会维持利率不变，年内仅会加一次息。未来数月，欧洲央行及日本央行可能会再度降息，把负利率推至更低水平。

**虽然刺激措施已实施数年，但通缩压力仍挥之不去，令人质疑宽松的货币政策是否奏效**。日本继欧洲之后踏进负利率区域，引发此举对全球增长及资产的影响的讨论。利率即便已到负值区域，却还有再降余地，不过越来越多的人相信全球需要采取协调一致的货币及财政刺激措施，才可重振信心，化解通缩风险。

**中国及新兴市场仍是风险的主要来源之一**。焦点仍集中于中国能否遏止资本外流，并设法令经济由投资带动增长转型至由消费带动。预计未来数月中国将加强资本管制，并维持人民币兑主要贸易伙伴的汇率大致稳定。其成功与否对于全球企业情绪能否重振至关重要。

### 关键经济指标

因素	自 2015 年 12 月以来发生的变化
<b>增长前景</b>	全球经济增长预期下降。强势美元和削减矿业投资拖累美国经济增速，不过强劲的就业市场今年可能会支撑消费带动经济。由于油价下跌，倚赖资源的新兴经济体将继续被下调增长预期。
<b>通胀前景</b>	油价下跌和仍旧严重过剩的产能令大多数发达经济体下调了通胀预期。
<b>政策前景</b>	增长速度落后大势以及通胀回落可能促使大多数发达经济体保持宽松的政策。预计美联储今年将只加一次息。欧洲央行和日本央行可能会将利率降至更深的负值区域。
<b>政策风险</b>	持续数年刺激政策之后，通缩压力仍在，令人不禁质疑货币政策的效用。全球决策者或需协调行动，方能重振信心，但短期内恐怕很难实现。
<b>聚焦中国</b>	中国和新兴经济体仍然是风险的主要来源。预计中国将收紧资本管制，并保持人民币兑重要贸易伙伴的汇率基本稳定，以此阻止资本外流。

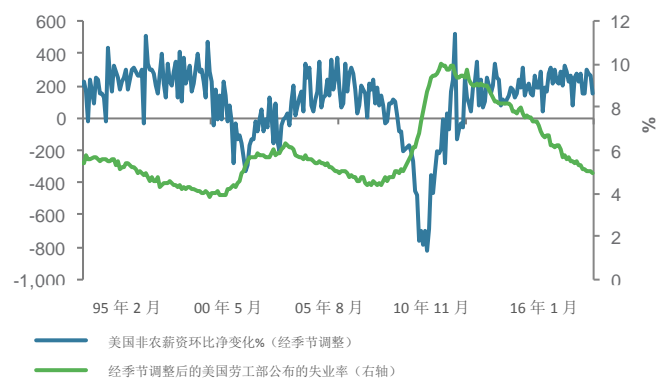
资料来源：渣打银行

## 美国：美联储加息预期降温；就业市场仍然稳健

- **出口、矿业投资急降导致经济放缓。**去年 4 季度，美国经济同比增长 0.7%（年化），连续第二个季度放缓。强势美元冲击出口，而油价下挫则令企业加紧收缩投资。对于 2016 年增长的一致预估已由三个月前的 2.6% 下调至 2.2%—低于过去两年 2.4% 的增速，这不禁令人忧虑美国是否正在走向衰退。
- **就业市场强劲可能令经济复苏得以持续。**就业市场仍旧蓬勃，过去三个月月均创造 23 万个职位。消费因而持续受到支持一大额商品（如：住宅、汽车等）的销售额增至 8 至 10 年来高位。我们相信，由于就业市场强劲、消费保持蓬勃，今年发生经济衰退的风险有限。
- **美联储加息预期下降。**虽然由消费驱动的增长周期基本不变，但我们相信有碍增长及通胀的外部因素（如美元走强、出口疲弱和商品价格低企）足以令美联储暂时雪藏 3 月份再度加息的指导意见。预计年内只会加息一次，并且可能在下半年。

### 美国劳动力市场仍蓬勃，消费受到支撑

美国非农就业者每月平均净收入(千)；失业率(%) (右轴)



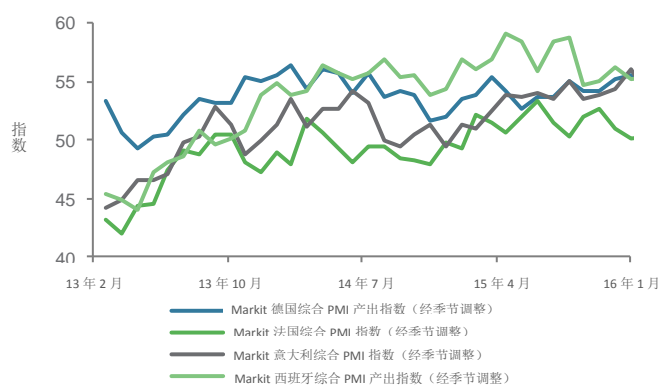
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧元区：欧洲央行可能会在 3 月份进一步宽松以预先清除阻力

- **欧元区经济保持稳健。**2016 年欧洲经济将连续第四年加快增长步伐，这主要得力于出口、国内消费及企业投资的增加。举债成本之低前所未有，加之能源价格也接连下挫，消费因此受益，不过欧元近期走强是个不利因素。
- **增长风险隐约浮现。**近期数据显示，投资及企业信心可能不稳，制造业尤其如此。德国 12 月份工业生产缩减，为一年来首次，而工业企业信心在 1 季度继续受挫。
- **低通胀和其他不利因素预示欧洲央行可能会在 3 月份推出宽松政策。**欧元区目前的通胀水平 (0.4%) 仍显著低于欧洲央行 2% 的目标，而生产物价已连续第三年通缩。欧洲央行行长德拉吉暗示可能会在 3 月份进一步放宽政策。此举可能包括把负利率进一步降低，以及加快购买债券的步伐。

### 欧元区商业信心指数持续上升，不过有见顶迹象

欧洲主要经济体的 PMI 指数



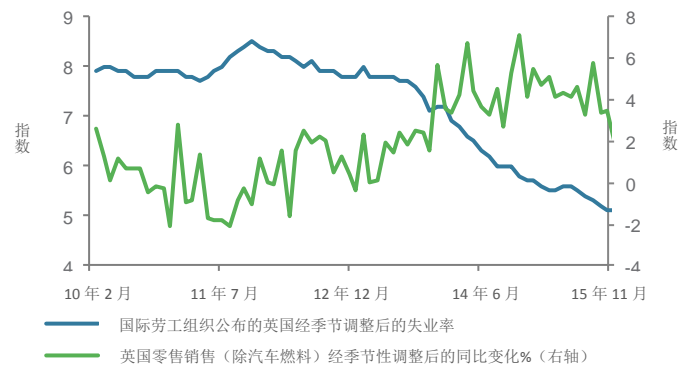
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 英国：英国央行推迟加息，因“英国脱欧”的忧虑加大了不确定性

- **增长、通胀预估下调。**英国增长前景较欧元区、日本等其他发达市场更佳。就业市场强劲，失业率降至 10 年来低位，提振消费。然而，近来已开始出现转弱迹象：工业产出乏力，而 6 月 23 日的“脱欧”公投亦增添了英国工商业前景的不确定性。
- **通胀预期下降、“脱欧”风险促使英格兰银行延迟加息。**能源价格持续下跌，令全年通胀预期降至 0.8%，仅仅三个月前，该预期还是 1.3%，以致货币市场要把加息预期推迟至 2017 年以后。英格兰银行行长卡尼表示，若增长或通胀前景进一步转弱，并不排除降息或增加购债的可能性。

### 英国失业率徘徊在七年低点，支撑了消费增长

英国零售销售（除去汽车燃料）（同比%）；失业率（%）（右轴）



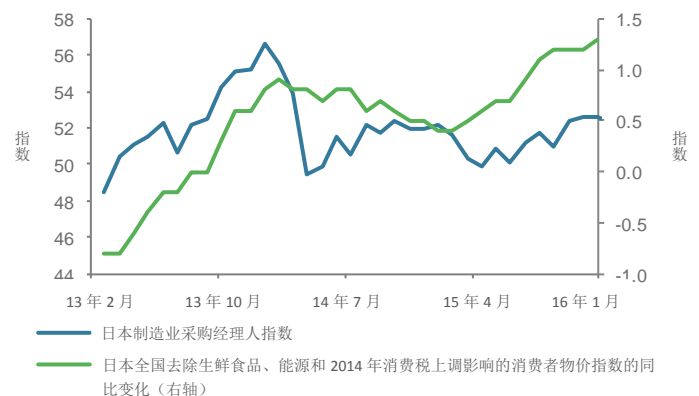
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 日本：日本央行因经济放缓面临进一步宽松的压力

- **4 季度经济收缩。**去年 4 季度经济收缩，令前一季的复苏成果付诸东流，因为企业及政府支出虽仍强劲，却未能抵销出口及国内消费下降的影响。去年两度出现经济收缩（2015 年 2 季度经济曾收缩），令人质疑“安倍经济学”是否能够重振日本的经济增长及通胀。
- **日本央行可能进一步宽松政策。**虽然 1 月份整体消费通胀仅为 0.2%，但衡量核心通胀的重要指标（扣除生鲜食品和能源后）为 1.3%，且仍处于上升趋势中。然而，在经济放缓以及日元急升（可能挫伤日本的出口竞争力）的背景下，日本央行进一步宽松政策的概率有所加大。此前，日本央行曾在 1 月份出人意料地把基准利率降至负值。

### 日本制造业仍旧在扩张，但核心通胀率持续上升

日本制造业采购经理人指数；消费价格通胀，除去生鲜食品和能源(%, 同比) (右轴)



资料来源：彭博终端、渣打银行

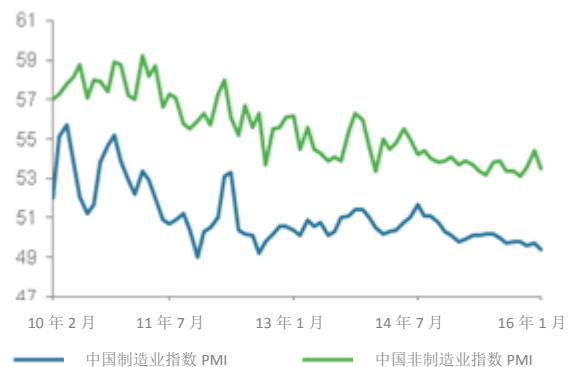


## 中国：增长放缓，政府支出和银行信贷上升

- **服务业蓬勃发展，部分抵销了工业放缓的影响。**中国服务业去年扩张 8%以上，占经济一半的比重，帮助抵销了制造业持续放缓的部分影响。虽然出口下降、国内投资放缓，但新增就业和国内消费因服务业蓬勃发展而得以维持。
- **政策可能进一步放宽。**政府过去一年增加财政支出，近几月又促使银行增加贷款。我们预计未来数月会继续实行这些措施。货币刺激措施目前可能已成备选，因为决策当局可能会加强资本管制，并保持人民币兑主要贸易伙伴的汇率大致稳定，以遏止资本外流。随着人民币汇率企稳，预计央行会定向降低存款准备金率。3 月份召开的全国人大备受关注，市场预期出现更多保增长措施迹象。

### 中国的服务业持续增长，不过制造业有所放缓

#### 中国制造业和非制造业采购经理人指数



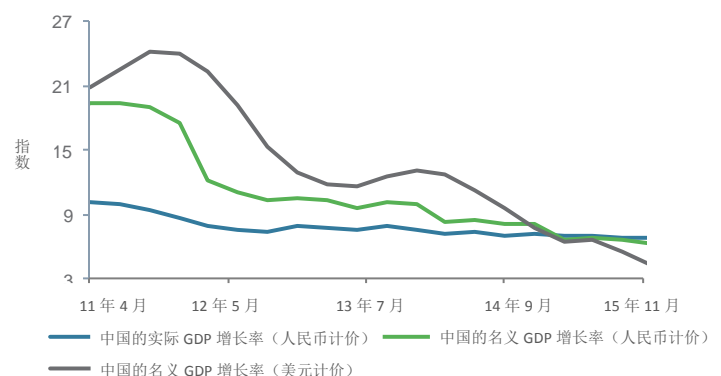
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 其他新兴市场：亚洲出口持续放缓；印度财政预算受关注

- **亚洲出口持续收缩。**出口持续下降—中国进口放缓所致—导致亚洲增长预估下调。（右图显示中国增长放缓—以美元计价—在世界其他地方看来样子的和中国国内对此现象的看法。）由于通胀预期低落，亚洲大多数决策当局有进一步降息的空间以促进增长。倘若全球增长未见显著回升，我们预期印尼上半年会再降息，而马来西亚及韩国今年稍后降息的可能性也日益增加。
- **印度财政预算成焦点。**在 4 月 1 日开始的新财年达成 3.5% 的财政赤字目标，令印度财政部长倍感压力。私人投资持续放缓，亟需增加公共支出来加以弥补，加之给政府公务员加薪的提议，以及降低公司税负的承诺，意味着印度财长需要寻找新的收入来源（包括私有化）才能达成目标。印度央行行长拉詹表示，是否进一步降息，取决于政府能否达成赤字目标。

**世界其它地区对中国经济放缓的感受比中国国内更深（由于通缩和人民币贬值因素，以美元计价的名义 GDP 增速比以人民币计价的名义 GDP 增速下跌更明显）**

#### 中国季度 GDP 的实际增长率和分别以人民币和美元计价的名义 GDP 增长率（同比%）



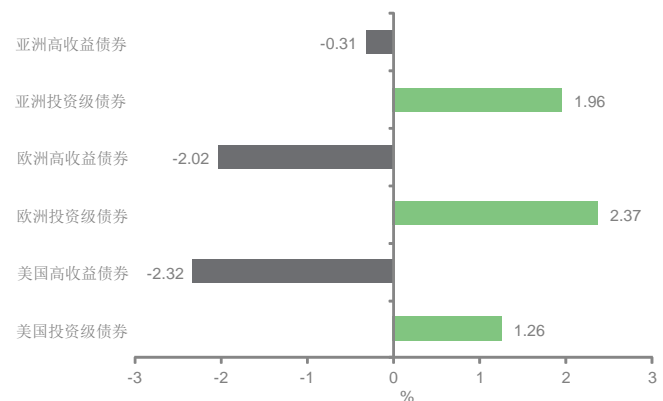
资料来源：Gavekal、彭博终端、渣打银行

# 债券

- 看好美国公司债，包括投资级和高收益债，因为其收益率具有吸引力。
- 建议增加高品质投资级债券的配置。我们的核心情景是 2016 年美国不太可能发生衰退，但风险在加大，并且一段时间内可能还会进一步上升。
- 亚洲本币债中看好印度卢比债券。

继续看好美国投资级和高收益公司债。

固定收益类资产年初至今表现\*（美元计价）



资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博、渣打。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信用债指数

## G3 和新兴市场（美元）主权债

- 对全球增长的忧虑推升 G3 政府债券的回报。对全球增长及通胀的忧虑日增，令美联储加息预期降温，而对欧洲及日本央行采取进一步宽松政策的预期也有所回落。这些因素支撑着债券价格，为投资者带来正回报。
- 我们继续倾向对各类美元债券组合维持 5-7 年的久期。虽然政府债券有可能短线反弹，但我们相信未来 12 个月债券收益率的上升空间有限。
- 各类新兴市场美元政府债券的前景更均衡。新兴市场政府债券 2016 年表现坚韧，带来正回报。话虽如此，此类债券仍有评级下调的风险，而持续低企的商品价格则令其雪上加霜。不过，美联储加息预期下降和便宜的估值则属利好，令风险/回报更为均衡。
- 近期股票遭到抛售之际，优质政府债和公司债券都表现出其作为对冲工具的价值，我们建议在年内伺机逐步增仓。

### 债券的主要驱动因素已经发生变化

#### 2015 年 12 月以来驱动因素的变化

因素	2015 年 12 月以来发生的变化
美联储利率前景	美联储加息预期降温利好美元计价的美国投资级债券，包括 G3 政府债、公司债和新兴市场债券
美元强势	美元升值收敛利好 G3 债券，对新兴市场本币债而言则不那么利空了
信用质量	信用质量恶化提升了新兴市场美元债和发达国家公司债所面临的风险。美元计价的亚洲公司债的恶化程度则更为有限。
估值	发达国家公司债、亚洲公司债和新兴市场主权债（美元计价）的估值大幅改善。
绝对收益	全球层面来看基本没变，因为政府债收益率被更高的公司债收益率所抵消
大宗商品价格	前景仍旧不佳，利空新兴市场美元债和发达国家高收益公司债。

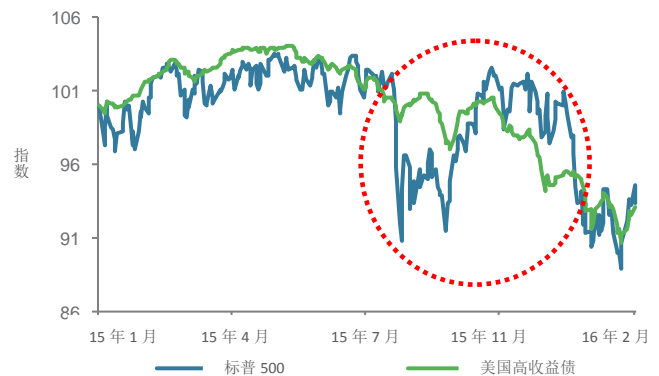
资料来源：渣打银行

## 公司信用债（美元）

- 美国公司信用债仍是我们的首选。**诚然，我们对于美国高收益债券的偏好建议未如预期一般奏效。油价下跌，加上对美国陷入衰退的忧虑日增，推低了高收益债价格。然而，美国高收益债的收益率已接近 9.5%，若撇除能源类不计，当前利差所反映出的违约预期和经济衰退时的普遍违约率相若。我们相信，美国高收益债券是股票以外的投资于美国公司的另一选择，而且波动较低。虽然，我们不能排除其短线价格可能随油价进一步下跌的可能性，但我们认为目前 9.5% 的收益率足以补偿风险。
- 美国投资级公司信用债可能正处于最佳投资窗口期。**虽然美国经济衰退的风险在增加，但未来 12 个月发生衰退并非大概率事件。然而，由于准确预测衰退难度颇高，我们仍建议均衡配置投资级和高收益公司债。目前的低利率环境下，美国投资级公司债券可能处于最佳投资窗口期，因为其既是投资级，收益率又有 3.5%，后者在低利率环境中颇具吸引力。如附图所示，均衡配置美国投资级和高收益债券有助于降低回报的波动。
- 亚洲美元信用债被视为防守之选。**亚洲信用债近几月表现较为稳定，相对于其他新兴市场信用债显得昂贵。然而，我们对于亚洲美元公司债券的配置仍然感到放心，因为该地区经济状况比其他地区好，而且对商品的依赖较低，又有强劲的本地需求支持。有数据表明，投资于新兴市场的国际投资者对亚洲的配置比重普遍偏低，这可能会减少资金急剧外流的风险。话虽如此，我们必须承认中国经济放缓可能会影响信用质量，因此更偏好投资级债券。

### 美国高收益债提供了类似投资于美国公司的途径，不过波动略小

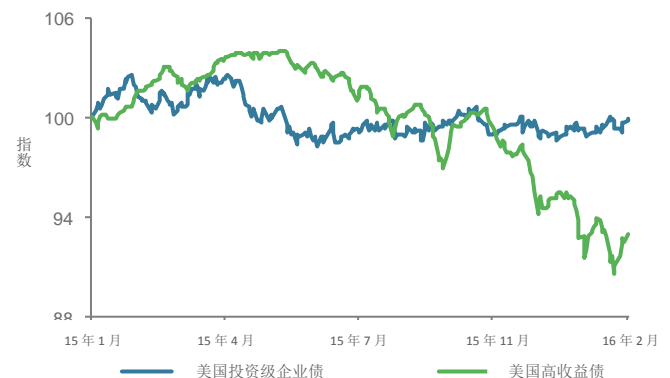
美国高收益债总回报和标普 500 指数，（2015 年 1 月 1 日数据重置为 100）指数化



资料来源：巴克莱银行、彭博终端、渣打银行

### 美国投资级公司债提供的回报比美国高收益债的更稳健

美国投资级公司债券和美国高收益债的总回报，（2015 年 1 月 1 日数据重置为 100）指数化



资料来源：巴克莱银行、彭博终端、渣打银行

## 亚洲本币债券

- 我们谨慎看待亚洲本币债券。**和以往一样，我们最为忧虑的仍是汇率波动，这是从美元计价的角度看问题。虽然亚洲本币债受政策扶持，但新兴市场货币的关键驱动因素仍旧脆弱。

虽然相比其他新兴市场地区，我们对亚洲本币债券感觉更为宽慰，但较之本币债我们仍旧更看好美元债券。

# 股票

- 我们对股票前景趋于谨慎，但仍预计 2016 年会有正回报。商品价格下跌导致美国和欧元区的普遍盈利预测有所下降。日本的盈利预测则较为坚韧。
- 欧元区是我们最看好的市场，其后依次为日本、美国、亚洲除日本、英国和亚洲之外的新兴市场。
- 发达市场股票估值合理。普遍预测发达市场的回报为 13%，该数值来自三种计算方法得到的结果的平均值。这个预测较高，预计会下调。

最看好欧元区股票，因为其具有经济增长和盈利上升潜力。

## 用不同方式计算的预期市场收益

	一致预估 1*	一致预估 2**	期权潜在回报预估	三种预估的平均值
美国	18%	8%	8%	13%
日本	36%	14%	9%	25%
欧元区	20%	10%	11%	15%
英国	13%	4%	11%	9%
亚洲除日本	23%	8%	12%	16%
新兴市场	22%	14%	11%	18%
发达市场	18%	8%	9%	13%

\* 一致预估是基于分析员由下而上的价格预测

\*\* 基于一致的盈利及股息预测，以及假设历史市盈率不变，所作出的预估期权潜在回报预估的计算基础，是在现价位沽出一个 12 个月期的认沽期权，并用所期权金占现价位的%来表示潜在回报率。该预估应视作最佳情况，概率<50%。

资料来源：彭博终端、渣打银行

## 市场主要驱动因素和近期趋势

因素	2015 年 12 月以来发生的改变
盈利增长	2016 年盈利增长预测下调，主要发生在能源及原材料板块，美国及欧元区皆如此。美国的下调幅度大于欧元区，凸显出我们对后者的偏好。
发达市场估值	鉴于盈利预估有所下调，投资者随之调整增长预期，股票估值因而亦下调。投资者由此获得了加仓我们偏好的欧元区和日本市场的机会。
新兴市场估值	新兴市场估值较低，并且跌势未止，皆因一直未有催化估值上调的因素出现。我们会聚焦于中国的新经济板块，因为其估值虽高于市场平均，却已有所下降。
公司利润率	美国公司利润率已见顶，并一如预期回落。欧元区公司利润率仍低于美国，但随着增长复苏，我们认为有上调空间。
油价	油价跌幅超预期大，导致能源业的盈利增长预测下调。重估该行业前景之前，须等待减产。
美元	美元兑欧元走弱，兑人民币则走强——此情况对两地股市都有拖累。

资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

## 美国：衰退的风险上升，但衰退并非核心情景

- 我们对美股前景取态审慎。年初至今，估值因增长预期作出迅速调整，表现为市盈率降低以及盈利预估下调。我们认为，市盈率下降只不过是回归合理水平，而非经济衰退的先兆——我们认为衰退的机率是三分之一。
- 有理由对美股保持积极态度，我们认为当前股市走弱与其说是反映经济将会衰退，不如说是反映利润将下滑。此外，盈利增长虽然转弱，但并未落入衰退区域（一般指连续三个季度或更久时间内出现双位数盈利下滑）。
- 支撑美国增长的一个关键利好是消费支出。劳动力市场趋势非常正面，而近期工资增长加速亦是可喜现象。迄今为止，我们未见油价下跌对汽车业以外的其他行业有何正面影响，但我们仍然相信渗出效应终会显现。

### 由于经济和盈利增长预测变弱，美国股票估值下移

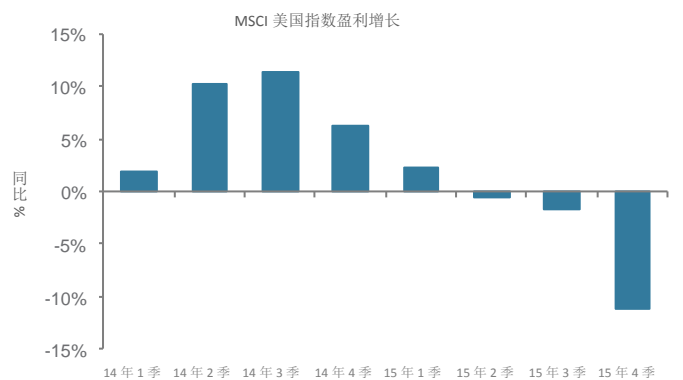
#### 标普 500 指数



- 我们仍然看好美国银行股及美国上市的科技股。诚然，我们对银行股的观点自年初以来便连遭挫折，因美国加息预期降温并延后至今年较晚时刻。尽管如此，就银行股的估值和表现而言，如若我们现在就结束对其的偏好，就可能要冒低点卖出的风险。美国上市的科技股表现亦不振，但基本因素并未改变，所以我们保留看好的立场。

### 盈利增长还未陷入衰退境地

#### 美国盈利增长趋势



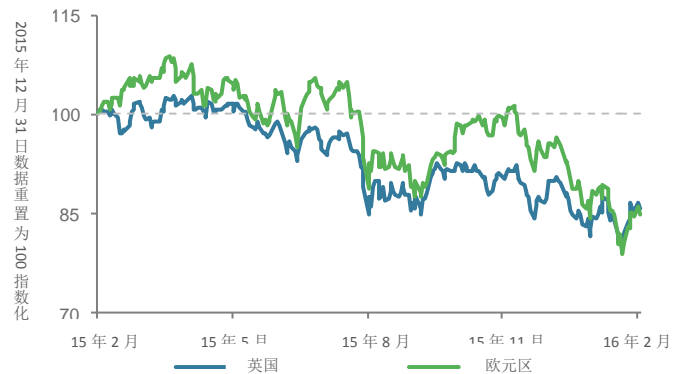
## 欧洲：看好欧元区；看淡英国

- 我们看好欧元区股票，预期 2016 年会有 0-5% 的盈利增长，并相信目前接近长期平均水平的估值有上调空间。
- 重要的是，我们预计欧元区银行业不会如当前估值所暗示的那样将陷入危机。我们认为，与其说银行股当前的跌势是对银行业资本要求的前景的重估，不如说是对其利润前景的重估。这预示着，银行股股东享有的分红派息或将减少，该趋势业已存在。
- 欧元近期走强，不利于公司盈利回升。不过我们相信欧洲央行可能会延长其量化宽松计划，并把处于负值的存款利率降得更低。此等行动可能会稍微削弱欧元。
- 分析了欧元区、日本及美国的经济趋势和衰退风险之后，我们对欧元区前景最为放心。这为我们看好欧股的立场提供了进一步的支持。

- 我们仍然看淡英国股市前景，对其盈利增长的一致预估为-5%，是全球各主要市场 / 地区中最差的。拖累为盈利下降的主要因素是商品价格。商品板块占英国股市的比重甚高，由于油价不断下跌，这些板块持续受压。
- 另一利淡英股的因素是 6 月 23 日英国将就是否继续留在欧盟进行公投。公投结果难料，可能会令英股持续承受下降的压力。

### “脱欧”公投结果的不确定性将压制英国市场的表现

#### 欧元区股票和英国股票走势



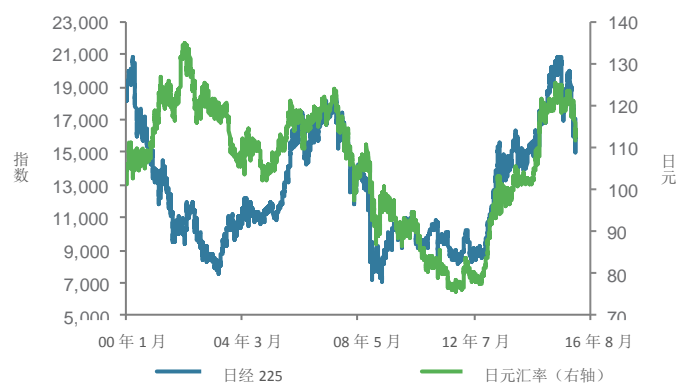
资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

## 日本：虽然近期下跌仍对其乐观

- 我们仍然看好日股，但我们亦须承认日股年初至今是下跌的。日股下跌似乎是避险需求推动日元走强所致，而非反映基本面恶化——我们估计 2016 年日本上市企业盈利将增长 5-10%。
- 虽然经济数据转差，雇员薪资能否上涨仍是未知之数，但我们相信个别领先指标走弱是日元走强所致，而日本央行不大可能放任日元持续升值。我们认为薪资是否会上升取决于全球经济增速能否超过 3%。国际货币基金组织对 2016 年全球增长的最新预测是 3.4%；因此，涨薪仍有希望。然而，由于日元近期急升，薪资上涨的时间点可能会推迟。
- 全球投资者仍超配日本，而日本是继欧元区之后，我们最为看好的股市。尽管如此，由于不确定性上升，我们对超配立场的信心逐月下降。

### 日本股市和日元走势密切相关

#### 日经 225 指数和日元汇率



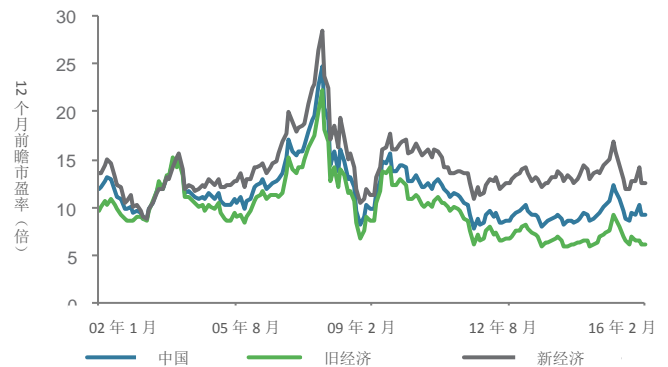
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲除日本：谨慎、专注于发掘中国市场的优质板块

- 我们对亚洲前景的看法保持审慎，既承认该区域的市场具有投资价值，但又缺乏催化因素。经济增长正在放缓，决策当局则以降息来作应对：印尼今年降息，预计其他国家会步其后尘。然而，经济放缓仍可能是短期内的主旋律，预计 2016 年的盈利增长为 0-5%。
- 亚洲区内，我们最青睐中国，其中重点看好新经济板块，包括科技和消费服务。相对 A 股，又更偏重 MSCI 中国成分股。虽然亚洲（日本除外）区域内我们较为看好中国，但若将所有我们看好的主要市场排序，亚洲（日本除外）在六个市场中名列第四，排在美国之后，在英国及非亚洲新兴市场之前。
- 对于客户和我们自身而言，中国仍是一个重要的市场。由于其汇率政策不确定，信贷增长释放的信号好坏不一，财政政策大幅放宽，用来判断中国市场前景的信号彼此间互相矛盾。
- 我们曾经强调偏好以科技及消费服务为主的新经济板块。由于增长预期被下调，这些板块的高估值令其面临下行风险。然而，这些板块的利好因素并无变化，我们仍对其前景抱持信心。

### 新经济和旧经济板块之间的差距扩大

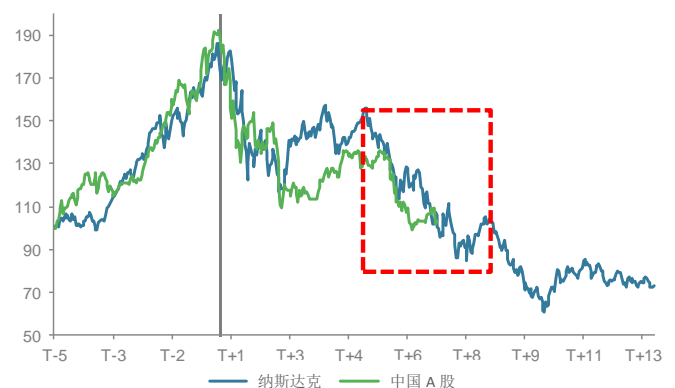
#### 中国市场估值



资料来源：FactSet、渣打银行

### 中国A股在2000-01年跌市期间跟随纳斯达克走势

#### 中国 A 股和纳斯达克



T = 高位, T+1 = 高位后一个月

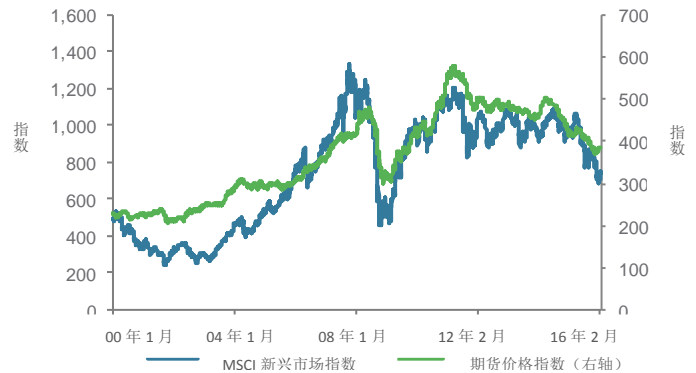
资料来源：FactSet、渣打银行

## 亚洲以外的新兴市场：负面，但保持增长趋势

- 我们仍旧看淡亚洲之外的新兴市场，专注于油价的持续跌势。虽然近期非能源类商品价格反弹，但可持续性令人质疑，因为供应过剩以及全球需求略有下降的情况并无改变。
- 最能令投资者看好新兴市场股票的因素莫过于增长及 / 或出口的意外复苏。虽然这种情况目前看似不可能，但值得注意的是，新兴市场在经济调整进程中所处的阶段较发达市场更为后期。历史经验来看，发达市场增长放缓时，新兴市场的增长已经开始艰难提速。然而，近年来新兴市场增长已同发达市场脱钩，所以即使发达市场增长仍旧乏力，新兴市场的增长也有可能复苏。

### MSCI新兴市场指数与期货价格指数密切相关

#### MSCI 新兴市场指数和期货价格指数



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

### 小结

我们对股票市场前景的看法趋于谨慎，但仍然预期有正回报。由于经济及盈利增长预估下调，估值相应回落。我们仍然看好欧元区及日本股市，对美国及亚洲（日本除外）股市持谨慎态度，并看淡亚洲之外的新兴市场 and 英国。

## 我们对重点市场的偏好排序

### 关键国家偏好排序

第一名	欧洲地区
第二名	日本
第三名	美国
第四名	亚洲除日本
第五名	除亚洲外的新兴市场
第六名	英国



来源：渣打银行

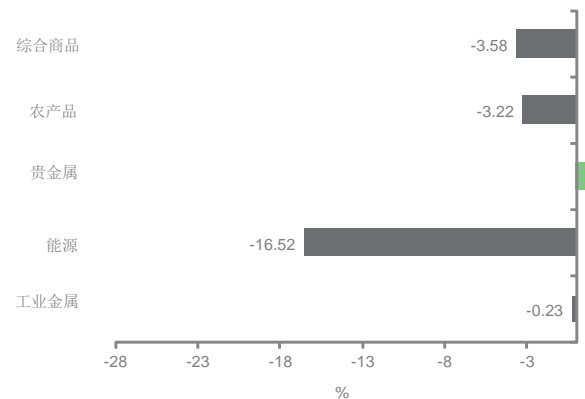


## 商品

- 油价将触底并且逐步反弹，但再平衡需要更长的时间。
- 黄金上行空间有限，不过预计黄金将跑赢基础金属。

我们仍看淡商品的短期前景。供应增长进一步加快，加上美元走强，意味着商品价格进一步下行的空间，而倘若减产幅度大于预期，则会构成上行风险。我们预期原油的表现会优于黄金及工业金属。

商品从年初至今表现\* (美元)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 原油

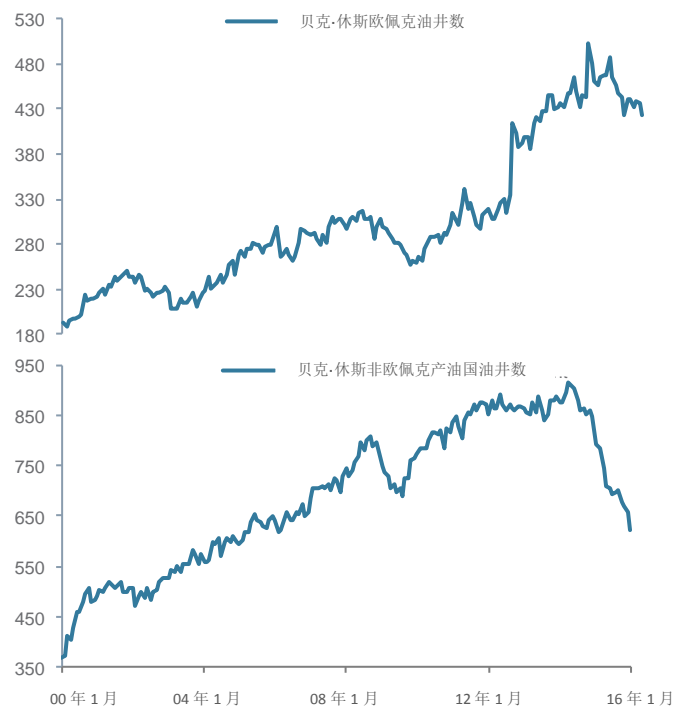
我们短线看淡油价，但预计布伦特油价未来 3-6 个月内会在 25-30 美元的区间内触底回升。不过，油价的复苏可能会使渐进和曲折的。

我们仍然认为供应是推低油价的主要因素。欧佩克组织原油产量仍旧坚挺，而美国则有产量下降的迹象。油井数量也对此有所反映：美国的油井数去年锐减，而欧佩克的油井数仍接近顶峰水平。俄罗斯与沙特阿拉伯最近达成的限产协议不大可能有太大影响，因为其成效如何取决于其他产油国会否跟随，而且产量本已很高。

另一方面，原油需求则更为坚韧。根据国际能源机构数据，原油总需求持续攀升，其中美国原油需求呈现上升势头。总而言之，我们相信市场有可能在年底时恢复供求平衡，对油价形成上行压力。自从《2016 年全球市场展望》发布以来，我们对原油市场将逐步再平衡的看法维持不变，但可能还需要 3-6 个月时间。关键的下行风险在于减产进程明显慢于比我们目前的预期。

### 欧佩克供应指标坚挺，但非欧佩克国出现更多减产信号

欧佩克和非欧佩克国家的油井数目



资料来源：彭博终端、渣打银行

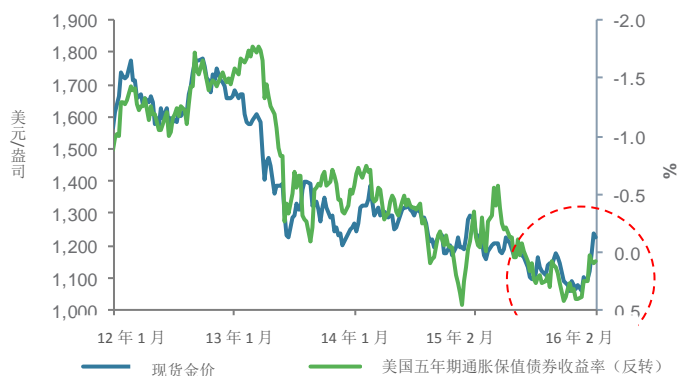
## 黄金

预计金价短期内会在 1,150-1,250 美元/盎司区间内波动。随着全球股票下挫和美联储加息预期降温，黄金的避险需求增加。美国利率下降也推低了实际（经通胀调整）利率预期。反映实际利率预期的美国通胀保值债券的收益率仍然紧贴金价走势（见图）。另一方面，通胀预期持续下降。我们认为，实际利率应不会从现有水平显著下降，因为我们预计美联储年内只会加一次息。因此，预计金价不会从现水平显著上升，不过其表现应会胜过工业金属。

黄金情绪指标反映投资者对这种避险工具趋于乐观。流入黄金交易所买卖基金(ETF)的资金增加，市场仓位部署显示净多头有所增加。倘若经济进一步放缓甚至衰退，又或者银行业出现危机，都会对金价构成显著的上行风险。至于下行风险，就是美联储的立场趋于强硬。

### 金价走强反映出真实利率预期的下降

#### 五年期通胀保值债券收益率和黄金价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

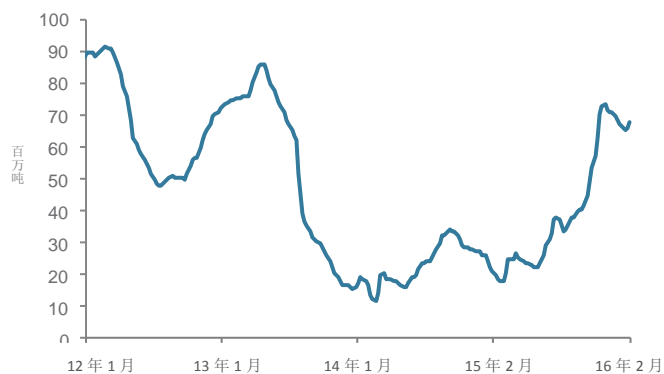
## 工业金属

我们认为工业金属近期回升并不预示更广泛的回升。主要工业金属，如铜、锌、铁矿石等的存货水平仍然高企，并持续上升。不过铝库存却持续下降。

需求方面，全球工业生产情况以及中国制造业采购经理指数仍然显示工业金属需求低迷。此外，我们认为美元不太会从现水平显著走弱，工业金属价格升幅可能因此而受到限制。

### 铜库存仍处于高位

#### 铜库存



资料来源：BCA、渣打银行

## 另类策略

- 我们将另类策略作为关键投资主题——波动加剧、市场分化、市场趋势明显和政策分化——这些都利好另类策略。我们看好的二级策略是股票多/空策略和宏观策略。
- 宏观策略年初以来提供绝对正收益，显示出其在波动的市场中的价值，而股票多/空策略则跑赢全球股票。这样的表现更加彰显了投资另类策略的必要，因为今年的特点预计就是反复振荡。

*年初以来，宏观策略提供了正回报，在市场动荡中显示出价值。*

2016 年伊始另类策略即受到考验，而结果还算正面。表现领先的主要是宏观策略，年初至今带来正回报。至于我们看好的其他子策略，即股票多/空策略，其表现领先于全球股票，但未能带来绝对正回报。我们认为另类策略年初以来的表现凸现了其在波动的市场中的价值，预计今年市场还会有多轮反复。

关键驱动因素不变，支持我们对这类资产的正面看法。我们认为另类策略的关键驱动因素，即波动加剧、市场离散、市场呈现明显趋势、政策分歧，大体上仍然存在。这一点以及这些策略的近期表现，足可说明为什么仍旧将另类策略视作多元化配置的重要一环。

如果股市持续反弹，另类策略可能会暂时落后。股市大涨的时候，股票多/空策略尤其会表现落后。然而，即便表现落后，也可能只是暂时的。

股票多/空策略及宏观策略仍是我们首选的子策略。不确定性日益上升的环境下，股票多/空策略是具有吸引力的股票投资途径，因为其波动性不仅相对股票净多头要小，而且还会从估值离散

度上升或者高企中受益。我们也将宏观策略看作是管控波动的上佳工具，而今年全年可能还会有多轮波动。

事件驱动策略的处境较为复杂。合并收购仍然活跃，有利于该类资产，但大市波动却不利于事件驱动策略。近期经验表明，这种情况可令该子策略短线受压。

### 我们对于主要子策略的观点

子策略	我们的观点
股票多/空策略	正面 – 可作为股票投资工具，但波动性可以说低于净多头
相对价值	中性 – 市场波动增加了机会，但流动性会是一大挑战
事件驱动	中性 – 并购活跃是利好因素，但大市波动对该策略有不利影响
信用	中性 – 市场波动及所属板块受压有利于信用多/空策略，但违约可能增加是一大风险
宏观	正面 – 近期市场波动中表现领先，凸显其分散投资价值
商品	中性 – 风险在于商品价格持续受压，不过油价若最终回升（12 个月内）会有支持作用
保险策略连结	负面 - 2015 年保险策略的亏损低于均值，所以今年面临亏损增加的风险

资料来源：渣打银行

# 外汇

- 美元走势或将趋平，但预计会兑欧元、澳元、新西兰元和新加坡元小幅升值。预计日元近期的强势将难以延续。
- 对亚洲除日本货币持中性观点，但如果人民币大幅贬值，则这些货币将面临下行风险。

美国及英国的加息预期降温，导致美元及英镑兑大部分主要货币走弱。“脱欧”的顾虑亦令人对英镑的信心大减。然而，我们仍警惕可能出现的欧元及日元的大幅升值，因为其各自央行采取进一步非常规货币政策的几率在增加。对人民币贬值的忧虑可能令包括澳元在内的大部分亚洲货币的升值空间受限，

市场可能过度悲观。

短期：不超过 3 个月  
中期：指 6-12 个月

## 美元：普遍反弹或已终结

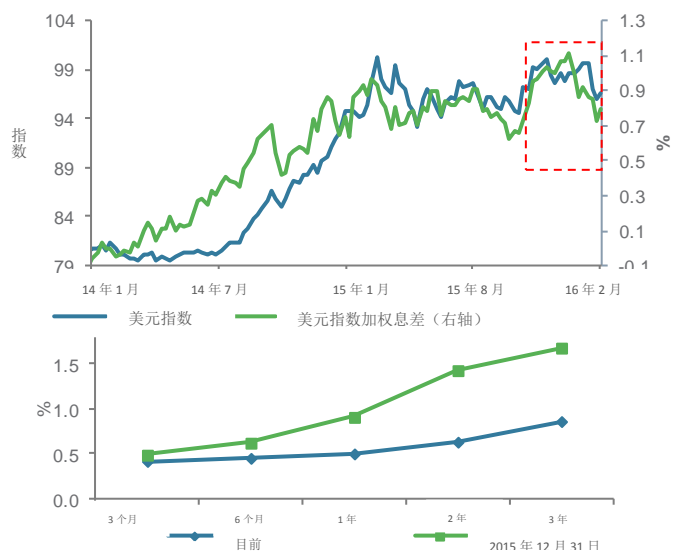
我们在《2016 年全球市场展望》中软化了对美元 12 个月前景的看法，现在仍然保持该立场。促使我们持观点的原因是美国加息预期降温。然而，由于我们相信美联储仍有可能在 2016 年再加一次息，所以市场情绪可能已变得过于悲观。美元年内可能会有所回升，但预计不会超过去年高位。个别货币对而言，预计美元会兑欧元、澳元、新西兰元和新加坡元小幅升值。投机情绪未退，市场上的部署仍为美元净多头，不过近几月已显著减少。

美元的上行风险包括美联储加息力度大于我们目前的预期，欧洲央行及日本央行大力放宽政策以及人民币政策性贬值。

下行风险包括美国加息预期因经济衰退和大幅放缓的可能性而进一步降温。

### 美国加息预期降温，美元走弱

美元指数加权的利差，美元指数和市场隐含的政策利率预期（下图）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧元：进一步政策宽松预示还可能下行

我们仍预期欧元在 2016 年小幅走弱。欧元近期走强，是受益于弥漫在金融市场上的避险情绪。资金持续流出欧元区以寻找更高回报，意味着当时局变得混乱时资金回流的可能性更大，如若这般则利好欧元。然而，考虑到欧元区数据整体转弱，而欧元近期

走强，欧洲央行更有可能加大政策放宽力度。除此以外，投机情绪仍趋于净空头，但较去年欧元低位时已显著减少。两个因素都意味着欧元有进一步下行的空间。

## 日元：受到避险需求支持

我们对日元 2016 年的前景维持中性看法，预期日元短线会在 116-120 区间内上落。相信日元近期走强是由避险需求增加、金融市场波动加剧，以及对日本央行政策是否奏效的疑虑所致。现在开始，考虑到日元的贸易加权汇率已大幅上升，我们相信日本央行势将采取进一步的宽松政策。虽然此举可能会令日元从现水平下跌，但由于日元长期估值偏低，我们相信跌幅应会有限。

日元走强的主要风险在于全球经济显著放缓甚至衰退。我们亦要强调，净多头的投机仓位已接近极端水平。若集中平盘，有可能会令日元走弱。

### 相比利差，美元/日元的近期走势更贴近全球股市的下跌

美元/日元两年利率差，美元/日元 和 MSCI 世界指数



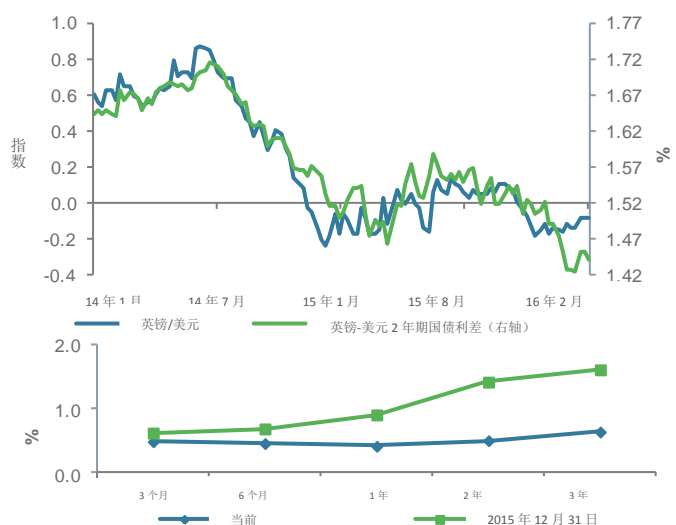
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 英镑：“英国脱欧”的顾虑主导短期市场情绪

我们对英镑 2016 年前景的看法维持中性。我们相信近期的弱势主要是“脱欧”顾虑加上英格兰银行加息预期显著降温所致。就“脱欧”问题而言，近期消息面可能会令英镑的短期投资情绪持续消沉，而脱离其长期基本面。此外，即使经济数据并未显著转差，我们相信英格兰银行已积极主动地为持续推行宽松的货币政策留下余地。英镑的主要上行风险在于英国留在欧盟以及提早加息。

### 英格兰银行加息预期降温是英镑走弱的原因之一

英国 / 美国 2 年期利率预期与隐含英伦银行 政策利率 (下)



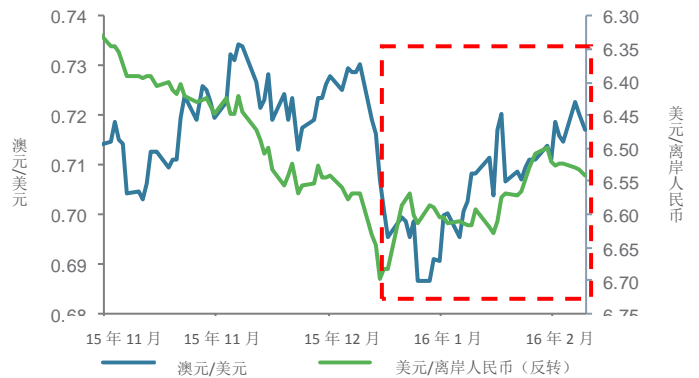
资料来源：彭博终端、渣打银行

## 澳元和新西兰元：仍受中国风险影响

我们对澳元及新西兰元 2016 年的前景维持负面观点。需要多加小心两点—商品价格强力反弹的催化因素，和人民币贬值风险的持续影响。除此以外，澳大利亚、新西兰两国央行都没有排除进一步降息的可能性。积极的一面是两国的国内经济数据都已有所改善。另一利好因素可能会是日本央行进一步宽松政策，因为这会增加对澳大利亚及新西兰资产的需求。而另一方面，在商品价格明显触底之前，我们倾向于维持看淡商品的立场。

### 易受人民币贬值影响；澳元与离岸人民币的相关性加大

澳元/美元和美元/离岸人民币（即期）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲除日本：人民币汇率至关重要

我们总体上维持对亚洲（日本除外）货币的中性立场。然而，令这个观点失准的主要风险在于人民币走弱。我们认为最可能发生的情境是美元兑人民币汇率大致保持稳定，但其下行风险确实在增加。中国央行将人民币汇率与一篮子货币挂钩的新政策预示着汇率波幅会加大。我们认为发生下行风险的主要情境会是更多资本流出中国，并在某个时点迫使货币当局让人民币大幅贬值。

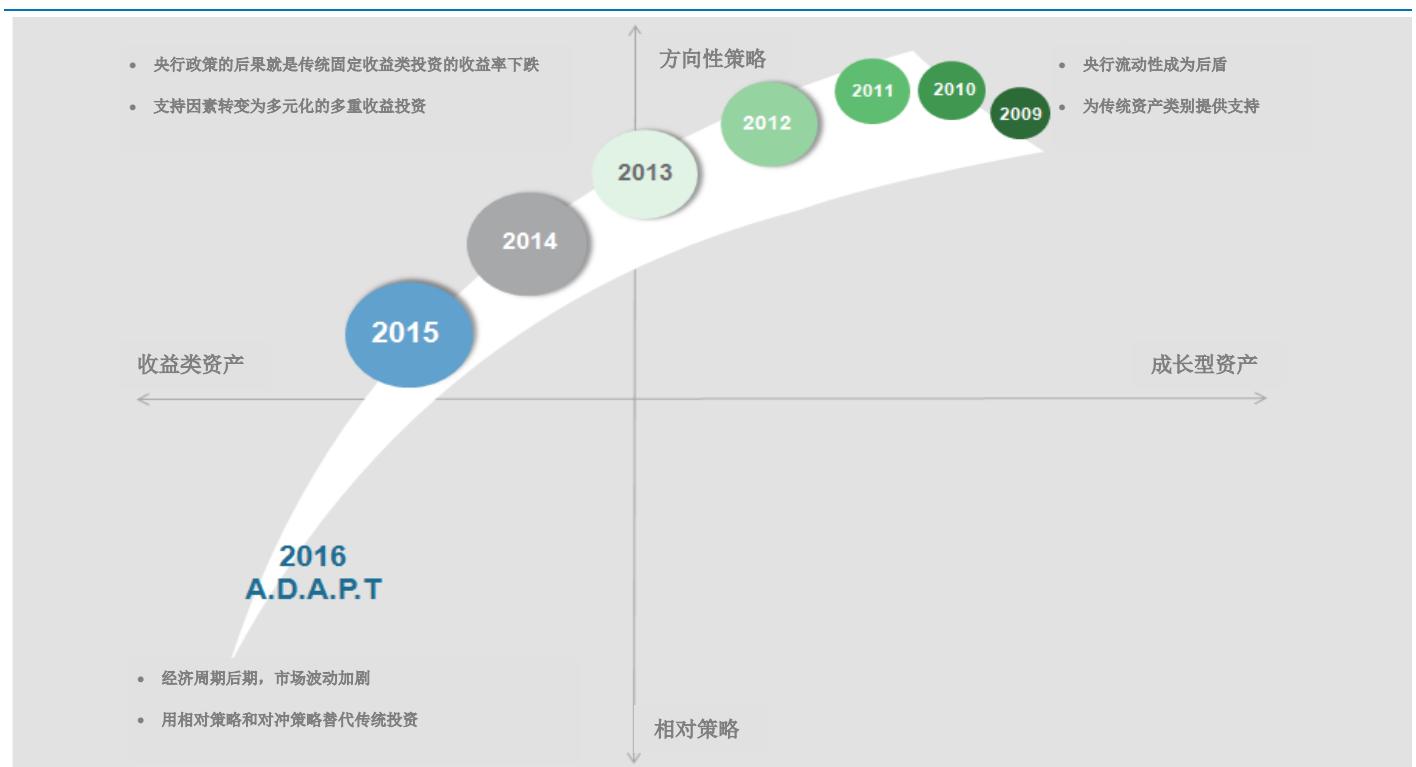
预计新加坡元 2016 全年会小幅贬值。经济数据普遍转弱、楼价下跌、通缩压力持续等因素，可能迫使新加坡金管局进一步放宽政策，不过我们认为这并非最可能发生的情况。新加坡元的上行风险包括美元比预期弱，或者主要贸易伙伴的货币进一步走强。

# 当前环境中的多重资产投资

多重资产投资者在当前市场环境下考虑投资组合时，有必要回顾历史，了解一下 2009 年以来跨资产投资的演变。在此期间内的趋势变化，可谓今后的投资方略提供些许借鉴。

2008 年金融危机过后，中央银行的流动性成为市场后盾，支撑着方向性策略的表现——即股票及固定收益范围内传统资产类别的市场联动回报。即使是在均衡投资组合内，欧洲事件策略在 2009–2012 年期间以总回报计应有相当不错的表现。

## 多资产投资趋势（2009年至今）



资料来源：渣打银行

央行宽松政策的连锁效应导致传统固定收益类投资中的债券收益率持续受压。在此情况下，多重资产投资者主要着眼于寻找收益。2013 至 2015 年期间，我们一度强调专注于配置多重收益类资产的重要性。我们的着眼点在于多元化的收益来源，这是基于两个主要原因：1) 扩大资产范畴以获取收益；2) 引进互不相关的资产以控制投资组合的整体风险。前者拓展了固定收益类资产的范畴，后者则非核心资产（优先股、可换债、房地产投资信托）加入选项行列。

展望后市，随着市场思索经济周期进入最后阶段的含义，预计波动会加剧。虽然我们在《2016 年全球市场展望》中表示收益目标仍然可达，但也同时强调了年内市场出现更大幅度回落的风险。2016 年头两个月可作为全年境况的前瞻。

透过一连串股票及固定收益市场联动（方向性）策略来分散投资的难度正日益增加。有见及此，我们主张让那些专注于收益的投资者用多重资产绝对回报策略取代若干方向性或市场连动的配置。利用与传统资产相关性较低的资产（相对价值、对冲策略）来分散投资，可帮助投资者在今年可能会发生的更为频繁的回撤中获得保障。

# 免责声明

本文件并非研究资料，亦非根据旨在促进投资研究之独立性之法律规定而编制，且在分发投资研究资料前毋须受禁止股份买卖规定所限。本文件并不代表渣打银行内每一个分部之观点，尤其是环球研究部之观点。

渣打银行是循《1853年皇家特许令》(编号 ZC18)在英格兰及威尔斯注册成立的有限责任公司，主要办事处位于 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行由审慎监管局授权，并由金融市场行为监管局及审慎监管局规管。

在迪拜国际金融中心（“DIFC”），随附的资料由渣打银行 DIFC 代表产品及 / 或发行人派发。渣打银行 DIFC 受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，并且根据 DFSA 规则获准向符合专业客户资格的人士提供金融产品及服务。DIFC 或其他司法权区一般适用于零售客户的保障及赔偿权利将不适用于 DIFC 的专业客户。

各间渣打银行分行、附属公司及附属公司（统称“渣打银行”）可在全球范围内依据当地监管规定开展银行业务。就渣打银行实体所处之任何司法权区而言，本文件可由该当地渣打银行实体于该司法权区分发，并归属于该当地渣打银行实体。任何司法权区之收件人须就因本文件所产生或与之有关的任何事宜联络当地渣打银行实体。各间渣打银行实体并非提供全部产品及服务。

本文件的分发只作一般参考之用，并不构成任何证券或其他金融工具进行任何交易或采纳任何对冲、买卖或投资策略之要约、建议、招揽。本文件只用作一般评估，并无计及特定投资目标、财务状况、任何个别或类别人士之特定需要，且亦非为任何个别或类别人士编制。

有关意见、预测及估计仅属渣打银行于本文件发表日之意见、预测及估计，渣打银行可随时修改而毋须另行通知。过往表现并非未来业绩之指标，而渣打银行并无就未来表现作出任何声明或保证。本文件所包含对利率或价格的将来走势或未来发生之事件的任何预测均纯属渣打银行意见，并非对利率或价格的将来实际走势或未来实际发生之事件的指标（视情况而定）。

本文件并无亦将不会于任何司法权区以发售章程形式注册，且毋须经任何监管机构根据任何监管规定核准。

渣打银行并无就（包括但不限于）本文件之准确性或本文件所包含或所提述之任何资料的完整性作出任何明示、暗示或法定声明或保证。在分发本文件时须确悉，虽然当中所载资料被认为可靠，但并无经本行独立核证。渣打银行概无并将不会对因阁下使用本文件而直接或间接产生之任何损失或损害赔偿（包括特别的、附带的或相应的损失或损害赔偿）、因其他任何原因所产生之任何损失或损害赔偿及包括因（但不限于）本文件、其内容或相关服务之任何缺陷、误差、缺点、错失、错误或不准确或由于无法提供本文件或其任何部分或任何内容而产生之任何损失、损害赔偿或费用承担责任。

渣打银行及 / 或其关连公司，可在适用法律及 / 或法规允许之范围内随时买空或沽空本文件所述之任何证券、货币或金融工具或者于任何该等证券或相关投资中拥有重大权益，或担任该等投资之唯一庄家，或向该等投资之发行人提供或已提供建议、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其附属公司及 / 或附属公司可能产生会影响本文件客观性之利益冲突。

未取得渣打银行之明确书面同意前，本文件不得呈递或另行提供予任何其他人士。

版权：渣打银行 2016。本文件所包含所有材料、文本、文章及资料之版权归渣打银行所有，须经渣打银行之授权签名许可后方可转载。本行谨此承认来自协力厂商材料之版权及该等人士之版权下的权利。所有不属于协力厂商之其他材料之版权及该等资料作为编製本之权利归渣打银行所有，并将一直属于渣打银行之版权，且不得转载或使用，惟代表渣打银行作商业用途或事先取得渣打银行之授权签名之明确书面同意除外。版权所有。©渣打银行 2016。

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。