

考虑重组投资组合

- 一个月前，我们重点指出股市可能会从超卖水平反弹。现在，我们相信这个升势已渐近尾声，所以会伺机进行投资组合重组，把配置从股票转移到较具防守性的资产。
- 总体而言，我们会增加另类资产及公司信用债（投资级与高收益并重）的配置，而多资产收益配置亦会采取相同部署。
- 股票方面，我们相信欧元区表现领先的潜力最大，而我们看好日股前景的风险已显著增加。美国已取代日本成为我们的次选地区。由于商品价格反弹，令我们看淡非亚洲新兴市场股票的程度有所减低，不过我们对该地区及英国的配置维持低配。

目录

02 全球投资委员会的观点	22 外汇市场
04 市场表现概要	19 商品
05 投资策略	21 另类策略
07 经济及政策展望	22 外汇市场
11 债券	26 在当前环境下的多资产投资
14 股票	28 免责声明

全球投资委员会的观点

全球投资委员会在最近一次会议中，就一些影响金融市场的重要问题进行了讨论，摘要如下。

1

过去一月股市升势凌厉。你们认为可以持续吗，若然则可持续多久？

我们 2 月底时预期股票市场会从超卖水平回升，现在却担心升势不会延续太久。可喜的是，各国中央银行的政策有所软化，盈利预测有若干回稳迹象，而股市势头也正在改善。然而，美国标普指数距离关键阻力位只有 4.6% 左右。由于美股在全球基准所占比重略高于 50%，这意味着上行空间可能有限，除非基本因素显著改善（第 14-18 页就我们对股市的关键观点，有较详细说明）。

2

在此情况下，投资者应如何应对？

我们会趁风险资产的此轮升势重新调整投资组合，把部分配置从股票转移到债券及另类策略（如有）。债券方面，我们以公司债券为首选，尤其是美国投资级及高收益债券。至于另类策略，我们仍是看好股票多/空策略以及全球宏观策略—后者用来对冲极端经济情况。多资产收益方面，我们亦打算减少股票的配置比重。

3

美元近期走弱。美元强势是否已告一段落？

我们去年指出，美元在 2016 年不大可能大幅上升。然而，现在排除此可能性言之尚早，因为美国与欧/日的货币政策毕竟仍存分歧，我们仍预期美国年内会加一次息。美元近期反弹，我们相信短线可望从现水平持续回升。我们预期欧元今后几个月会再下试 1.08 附近水平。另外，若铁矿石价格一如我们所料下挫，澳元可能会在目前水平附近见顶回落（见第 24 页“外汇市场”的图表）。

4

中国经济硬着陆及/或人民币贬值的风险何在？

中国决策当局面临既要支持短期增长，又要推进改革以维持长期增长的两难局面。近期的重点较为偏向短期，而有若干迹象显示今后 2-3 个月经济可能略为回升。人民银行已开始利用人民币来提高政策灵活性。美元走弱背景下，决策当局趁着人民币兑美元升值，把人民币的贸易加权汇率引导向较低水平。若美元今后数周如我们所料反弹，情况就可能变得较为棘手。决策当局如何应对，将会是 2 月份出现的资金外流放缓的趋势会否扭转的关键所在。若资金外流再度抬头，可能会挫伤对股票和其他风险资产的风险偏好。

5

商品价格近期回升。你认为这个趋势可以持续吗？

上月，我们对油价的短期前景抱审慎观点。虽然近期油价回升，但我们相信短期内供应仍然过剩。若要显著推高油价，先决条件是美国减产及/或全球需求增加。这种情况可能需时数月才能实现。至于其他商品，尤其工业金属，我们仍取态审慎。

研究团队

Alexis Calla
投资顾问及策略全球主管
Steve Brice
首席投资策略师

Aditya Monappa, CFA
资产配置及投资组合构建主管

Clive McDonnell
股票投资策略主管

Audrey Goh, CFA
资产配置及投资组合构建董事

Manpreet Gill
固定收益、外汇和商品投资策略主管

Rajat Bhattacharya
投资策略师

Victor Teo, CFA
投资策略师

Tariq Ali, CFA
投资策略师

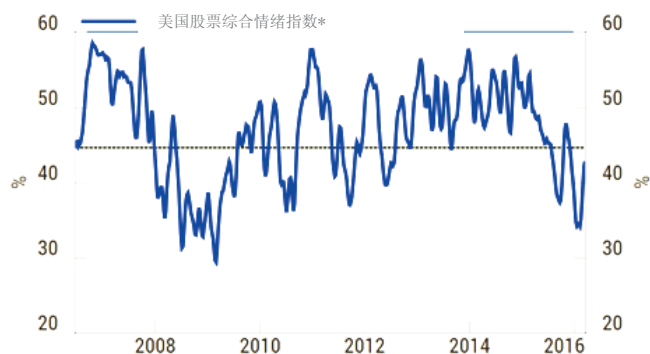
Abhilash Narayan
投资策略师

Trang Nguyen
资产配置及投资组合构建分析师

全球投资委员会的观点（续）

股市情绪从极度低迷状态回升

BCA 股票综合情绪指数



资料来源：美国银行研究、渣打银行

美国股市距历史高位仅4.6%

标准普尔 500 股票指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

美元从12个月低位附近反弹

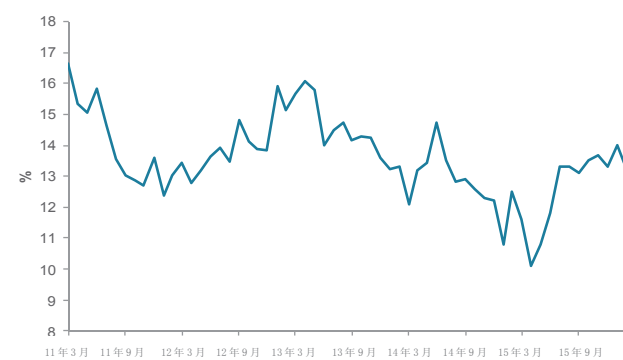
美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国决策者更加关注于支持经济增长

中国 M2 货币供应年同比 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

美元走弱使人民币贸易加权汇率走软，兑美元却升值

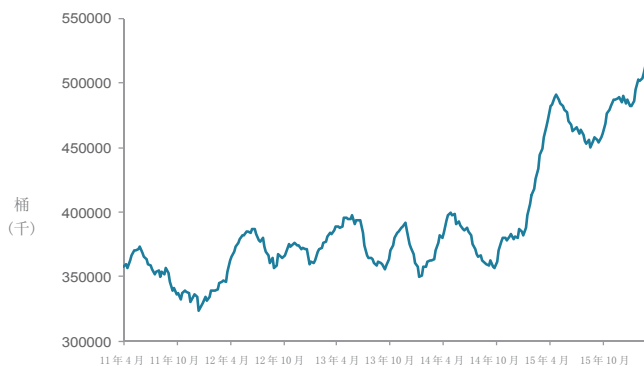
人民币 CFETS 指数与美元/人民币（反转）



资料来源：彭博终端、渣打银行

原油仍然供应过剩

美国能源部原油库存



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要*

股票	年初至今	1个月
全球股票	-1.5%	5.2%
全球高派息股票	2.0%	4.8%
发达市场	-1.9%	4.7%
新兴市场	2.6%	10.6%

国家/地区	年初至今	1个月
美国	-0.5%	4.5%
西欧（欧元）	-5.7%	2.8%
西欧（美元）	-5.2%	4.2%
日本（日元）	-12.0%	4.2%
日本（美元）	-6.1%	4.2%
澳大利亚	-0.1%	9.5%
亚洲（日本除外）	-0.5%	9.4%
非洲	5.6%	10.6%
东欧	10.2%	12.5%
拉美	14.3%	16.6%
中东	-2.9%	5.4%
中国大陆	-7.3%	10.0%
印度	-3.1%	12.6%
韩国	2.2%	10.6%
台湾	5.2%	6.4%

行业	年初至今	1个月
非必需消费品	-2.5%	5.1%
必需消费品	3.1%	2.9%
能源	5.7%	9.4%
金融	-6.2%	7.3%
医疗保健	-7.6%	0.2%
工业	1.9%	5.8%
科技	-0.5%	6.5%
原材料	3.8%	8.9%
电信	5.3%	4.0%
公用事业	6.3%	4.0%
全球地产股 / 房地产投资信托	1.9%	7.4%

债券	年初至今	1个月
主权债		
全球投资级主权	5.5%	0.8%
全球高收益主权	3.4%	3.6%
新兴市场投资级主权	4.9%	2.6%
美国主权	2.5%	-0.8%
欧盟主权	6.5%	1.2%
新兴市场本币	6.9%	4.8%

信用债	年初至今	1个月
全球投资级企业债	3.3%	2.2%
全球高收益企业债	3.1%	5.2%
美国高收益债	3.0%	5.4%
欧洲高收益债	3.1%	5.3%
亚洲高收益公司债	2.8%	3.1%

商品	年初至今	1个月
多元商品	1.0%	4.7%
农产品	1.8%	5.2%
能源	-8.5%	9.7%
工业金属	2.4%	2.7%
贵金属	13.8%	-1.0%
原油	5.0%	13.3%
黄金	14.6%	-1.3%

外汇（兑美元）	年初至今	1个月
亚洲（日本除外）	0.7%	1.8%
澳元	3.0%	3.7%
欧元	2.8%	1.4%
英镑	-4.1%	1.2%
日元	6.3%	-0.1%
新加坡元	3.4%	2.2%

另类投资	年初至今	1个月
综合（所有策略）	-2.1%	1.2%
套利	-2.7%	0.3%
事件驱动	-1.6%	2.6%
股票多/空策略	-3.6%	2.5%
宏观 CTAs	0.1%	-1.4%

* 除另有指明外，所有表现均以美元计。

*年初至今表现数据由 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 3 月 25 日，1 个月期表现由 2016 年 2 月 25 日至 3 月 25 日

资料来源：明晟、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

投资策略

- 股票及高收益债过去一月强力反弹。在我们的 A.D.A.P.T 主题中，多重资产收益配置的表现最佳。
- 股市反弹可能已近尾声。我们会趁此机会减低股票的配置比重，转而增加绝对回报策略及公司债的配置比重。
- 对于日股面临的阻力，我们的顾虑有所增加。
- 我们成功结束了长期（2014 年 12 月）以来看跌商品的观点。

技术性因素让位于基本面因素

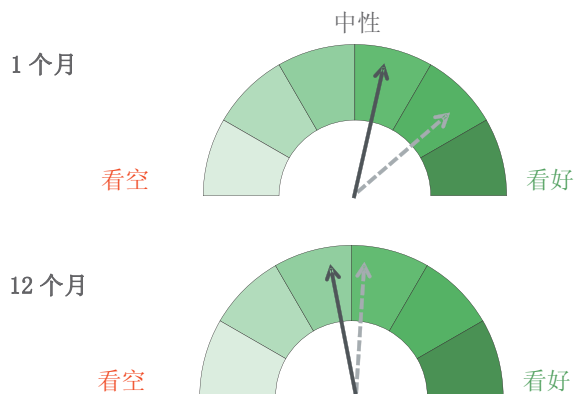
全球股票过去一月上升约 5.2%。然而，由于反弹来得迅猛，纯技术性反弹之势可能已走到尾声。

- 美国股市情绪指标强力反弹，意味着现在的市场气氛已较为平稳。
- 对基金经理的调研显示，他们已经开始动用现金头寸，预示配置更为均衡。
- 大部分地区的趋势仍较正面，但某些股市开始显得超买，逐渐逼近主要阻力关口。

就较长线而言，不确定性仍然颇高。集团投资委员会认为，美联储紧缩政策的力度不大可能超乎预期，中国经济亦不大可能硬着陆。对公司盈利的一致估计开始回稳，对股市而言是暂时的利好讯号。详情见全球投资委员会的“主要观点”一节（第 2-3 页）。

随着时间的推移，我们对风险资产的积极观点有所降温

集团投资委员会对风险资产的观点
(粗线表示当月，虚线表示过去一月)



数据截至 2016 年 3 月 23 日

资料来源：美国银行研究、渣打银行

均衡投资策略仍具意义

年初时，我们指出确定美国经济处于周期的哪个阶段至关重要。毫无疑问，现在正处于周期的后段，但对于投资者而言，历史经验显示周期后段与周末的区别可决定股票或高收益债券的回报是正是负。

我们认为美国今后 12 个月经济衰退的风险过去一月只是微降。全球增长大环境仍然好坏不一，服务业数据日趋疲弱。然而，美国劳动市场保持蓬勃，加上美联储自身对 2016 年加息的预期降温，增添了政策支持力度。此外，一个月前亮起黄灯的多项金融市场指标（股市、公司债利差、商品等）已显著改善。

我们预期美元兑日元大致上会区间震荡

集团投资委员会对美元兑日元汇率的 3 个月期观点

%为处于特定区间的机率



资料来源：彭博终端、渣打银行

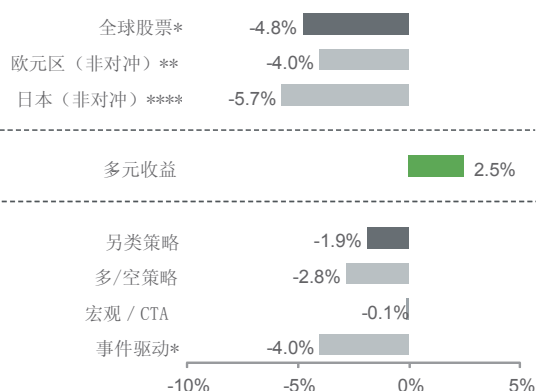
在此情况下，我们认为理应维持均衡的投资方式。另类策略仍是我们首选的资产类别，因其在乐观情境下有取得正数绝对回报的空间，在负面情境下亦可望有相对领先的表现。我们对公司信用债（以美债为主）的信心不变，视之为投资于公司的上佳途径，而股票方面则仍以欧元区作为我们的首选地区。对于

日本股市前景，我们的看法转趋审慎，因为日元及日本经济所承受的阻力正日益增强。

商品是我们取态稍趋积极的一类投资。美元走势趋于平缓（因美联储态度软化）是对商品整体形成支持的一个因素，尤其是对黄金而言。石油的 12 个月前景可以看好一些，若美国产量持续下降就更为有利。然而，工业金属不在看好之列，其弱势可能进一步加深。

多元收益维持强劲表现

A. D. A. P. T. 自 2016 展望发表以来的表现***



* 于 2016 年 2 月 25 日平仓

**2016 年 2 月 25 日起解除汇率对冲

***2015 年 12 月 11 日至 2016 年 3 月 25 日期间。收益篮子如《2016 年展望 A. D. A. P. T. 适应瞬息万变的环境》第 60 页图 38 所示

****于 2016 年 3 月 25 日平仓

资料来源：彭博终端、渣打银行

对投资者的意义

- **绝对回报：另类策略。**果如所料，近期市场反弹之际，该策略表现落后于净多头策略。然而，正是其波动较低的特质，让我们相信有必要保持对另类策略的配置。比如：不确定性升高的情况下，股票或债券多/空策略，相比股票/债券净多头而言，在投资到相应资产的同时，波动性也更低，因此颇具吸引力。
- **绝对回报：多重资产收益—减少股票配置。**我们会趁近期全球股票上涨之机调整投资组合，以增加更具防守性的收益来源，如美国公司债。
- **伺机增加公司债券配置。**由于估值仍然吸引，同时持有美国投资级及高收益债，不论在正面抑或负面的情境下，都是具有吸引力的选择。投资者获得的债券收益也能助其安然渡过任何短线超买的情况。
- **继续聚焦于欧元区股票。**经济数据及公司盈利预期看来正趋于稳定，欧洲央行近期的刺激措施持续发挥政策支持作用，而欧元仍有空间凭借小幅贬值来发挥支持作用。
- **减少日本股票配置。**虽然盈利增长向好，但日圆强势持续，而工资增长又低于预期，都形成阻力。在此情况下，日股表现可能不如我们预期。对其观点转为标配。

资产类别	资产分类	相对前景	开始日期*
现金		低配	2012 年 2 月
	发达市场投资级政府债	低配	2011 年 1 月
固定收益*	发达市场投资级企业债	超配	2015 年 12 月
	发达市场高收益级企业债	超配	2015 年 8 月
	新兴市场美元政府债	标配	2015 年 12 月
	新兴市场本币政府债	低配	2015 年 12 月
	亚洲美元企业债	标配	2016 年 2 月
	美国	标配	2015 年 2 月
股票	欧元区	超配	2013 年 7 月
	英国	低配	2015 年 8 月
	日本	标配↓	2016 年 3 月
	亚洲（日本除外）	标配	2015 年 7 月
	其他新兴市场	低配	2012 年 8 月
商品		标配↑	2016 年 3 月
另类投资		超配	2013 年 6 月

*开始日期- 开始采用该战术性配置的日期

资料来源：渣打银行

经济及政策展望

- 全球经济前景持续走弱，各地区都有增长预测下调的情况，而美国、欧洲、日本及中国的通胀率依然低于政策目标。
- 美联储以全球风险上升为由，在 3 月份并未加息—我们现在预期今年只会再加息一次。一如所料，欧洲央行出台了新一轮激进的政策刺激，而中国决策当局则将重点转移至保增长。日本方面，政府面临越来越大的压力，将提高销售税的时间延后至 2017 年。
- 我行全球投资委员会对未来 12 个月的增长前景保持乐观。美元近期的弱势纾缓了美国的财政状况，商品复苏苗头初现，而中国又出台稳增长的措施，都提振了短期情绪。我们亦相信货币政策仍然有效，对增长有支持作用。

我们对今后 12 个月的增长前景
维持积极观点。

全球经济增长走弱。全球贸易持续收缩，增长预测自年初起下调，由此可见一斑。推动增长的主要仍是美国、欧洲及中国，动力源于支持性货币政策以及（就中国而言）宽松的财政政策。

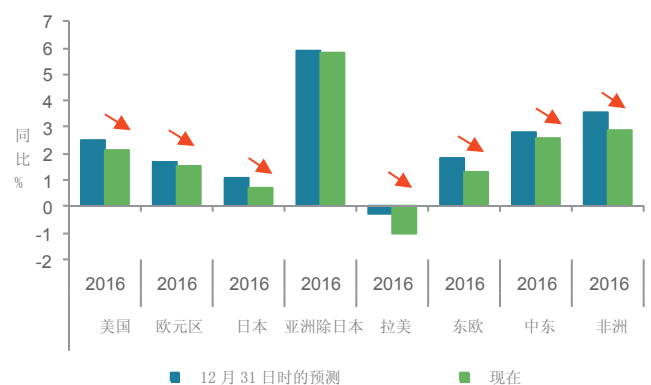
商品反弹纾减了目前的通缩压力。美元自年初起走弱，亦有助纾缓美国的财政状况，减轻了新兴市场的货币贬值压力。然而，美国、欧洲、日本及中国的通胀率仍显著低于中央银行目标。

货币政策维持支持性。继日本开始实行负利率之后，欧洲央行出台新一批货币刺激措施，凸显各中央银行持续宽松的立场。我们预期美联储今年只会加息一次，以免妨碍经济增长。此外，各主要经济体过去一年的财政政策亦趋于宽松，尤以美国为甚，欧洲、日本及中国也在其内。

我们对增长前景维持积极观点。我们的全球投资委员会注意到财政状况纾缓，货币政策日益宽松。我们亦预期中国的政策重点会转移向促增长，从而避免经济硬着陆。基于此等措施，我们对今后 12 个月的增长前景抱积极观点。

虽然一致预测近期遭遇下调，我们对全球增长前景仍然乐观

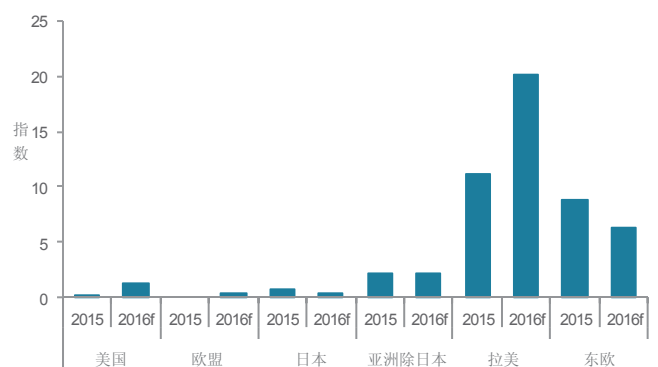
一致的 GDP 增长预测（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

发达市场通胀率虽逐渐回升，但仍低于央行目标

2015 年消费通胀与 2016 年预测（按年%）



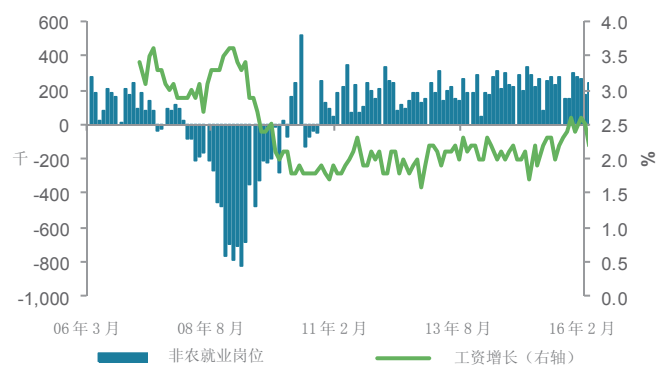
资料来源：彭博终端、渣打银行

美国：“金发女郎”经济，全球性风险为美联储争取时间

- **美国经济放缓两季后回升。**根据一致预测，首季经济年化增长率为 2.0%，比去年末季倍增，原因是美元走弱纾缓了财政状况，而石油及商品价格回升又减轻了资源业的压力。汽车及住宅旺销，仍然是促进增长的主要因素之一，因为就业市场繁荣拉动了消费。
- **工资增长不前。**尽管美国失业率降至八年来低位，令冷热适中的“金发女郎”经济状态得以持续，但工资依然增长不前。无论如何，制造业仍在收缩，服务业商业信心亦已连降四个月。因此，2016 年增长预测下调至 2.1%，低于过去两年 2.4% 的平均水平。
- **美联储对全球风险上升抱有戒心。**美联储以全球不确定性升高为由，3 月份并未加息。我们现在预期美联储今年会加息一次，可能是在下半年。然而，某些美联储委员近期发表的强硬言论，却增加了更早加息的风险，尤其是在核心消费通胀上升的情况下。

美国就业市场繁荣，但工资仍然增长不前。

美国非农业就业职位月均净额（千个）；平均时薪增长（%）（右轴）



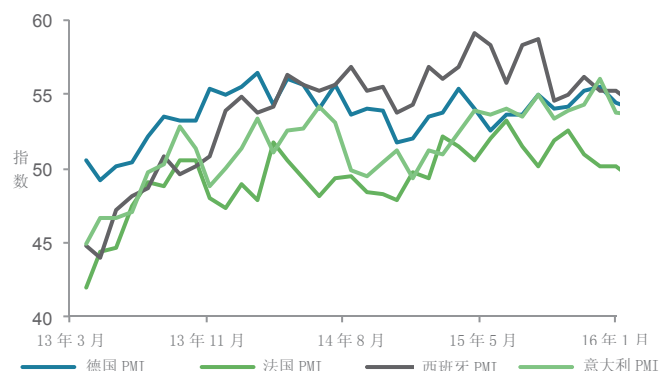
资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元区：欧洲央行因通胀显著低于目标而出台更多刺激措施

- **在全球经济走弱之际，欧元区增长保持稳定。**虽然欧元区 2016 年的一致增长预测从年初时的 1.7% 稍微下调至 1.5%，但与去年的 1.6% 增长率仍相去不远。区内各地（法国除外）的商业信心未因全球特别是中国的增长放缓而动摇。此外，即使英国在 6 月公投后决定脱离欧盟，我们预计对欧元区前景亦不会有持久影响。
- **通胀仍然远低于欧洲央行的目标。**2 月份消费物价下降 0.2%，而核心通胀（扣除食品及能源）亦放缓至 0.8%。
- **欧洲央行防患于未然。**鉴于通胀仍显著低于其 2% 的目标，加上全球风险上升，欧洲央行进一步减息至负利率，又增加计划买债额，同时首度承诺购买公司债。该行又加大力度激励银行放贷。因此，最新一批刺激措施是着重于促进信用债增长（已在回升），而非透过推低欧元来提高对外竞争力，而此举对经济可能有利。

在全球不确定性上升的情况下，欧元区商业信心指标保持坚挺

欧元区主要经济体的采购经理指数 (PMI)



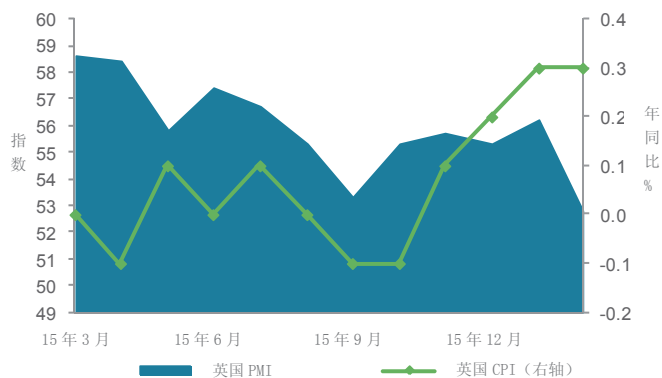
资料来源：彭博终端、渣打银行

英国：“脱欧”忧虑有损商业信心

- “脱欧”结果难料，导致增长及通胀预测下调。英国2016年增长估计由年初时的2.3%下调至2.0%，而一致的通胀预测亦由1.3%降低至0.7%。过去一月商业信心亦下降，英镑汇率则降至金融危机以来的最低水平，皆因执政保守党内支持英国脱离欧盟的声音日益壮大。
- “脱欧”可能令英格兰银行推迟加息。英国央行行长卡尼已公开表示，6月23日的公投若通过脱离欧盟，可能会打击英国企业。虽然这场公投多半是有惊无险，但由此产生的不确定性却增加了增长及通胀预测进一步下调的可能性，英国央行的加息之期可能相应地再推迟。

英国商业信心因“脱欧”结果难料而受挫，而通胀仍显著低于英格兰银行的目标

英国零售销售（扣除汽油）（年同比%）；失业率（右轴）



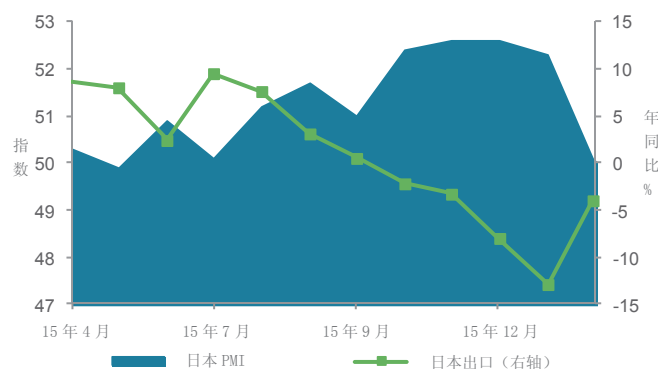
资料来源：彭博终端、渣打银行

日本：日圆走强、增长走弱，令人质疑央行政策及安倍经济学的成效

- 日本的增长及通胀预测均下调。根据一致预测，日本经济经去年末季收缩之后，今年首季可望在强劲的商业支出拉动下恢复增长，但全年的增长及通胀估计却分别下调至0.7%及0.3%。年度工资谈判得出的制造业工资增长微不足道。不过服务业的加薪幅度估计较大，拉动消费的期望尚未至于完全落空。
- 进一步宽松货币政策的效果受到质疑，焦点转向财政政策。日本核心通胀指标（扣除新鲜食品及能源）过去几年一直上升，并维持在1.0%以上。然而，日圆回升不利出口，而内部增长不振又令人质疑央行货币政策的成效。在此情况下，我们相信重点会转向财政政策，本来建议明年4月提高销售税（由8%增至10%）之期更有可能进一步延后。

日本制造业商业信心因出口持续收缩而下挫

日本制造业采购经理人指数(PMI)；出口（年同比%）（右轴）



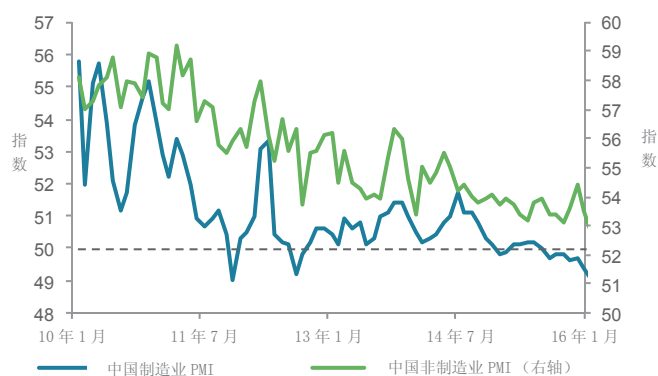
资料来源：彭博终端、渣打银行

中国：政府增加财政开支以支撑经济

- 中国决策者将增长目标定于 6.5% 以上。决策者把 2016 年增长目标定于 6.5%–7.0%，同时承诺连续第二年增加财政支出，以抵销制造业及出口不振以及若干行业的重组计划对经济产生的不利影响。近期数据亦显示服务业情况转差。在人大会议提出的此等建议，反映当局决定把政策重点转向促增长，虽然效果成疑。
- 银行存款准备金率可能进一步下调。碍于资金加速外流以及今年早前人民币贬值压力升高，人民银行今年一直不愿降息。决策当局干预汇市，并承诺会维持人民币兑主要贸易伙伴货币的汇率大致稳定，人民币的贬值压力才得以纾减。随着人民币回稳，我们预期银行存款准备金率会进一步降低，对特定行业的贷款会增加。总的说来，我们相信此等措施有助稳定增长，避免经济硬着陆。

中国服务业信心近期转差，而制造业则持续收缩

中国的制造业及服务业采购经理人 (PMI) 指数



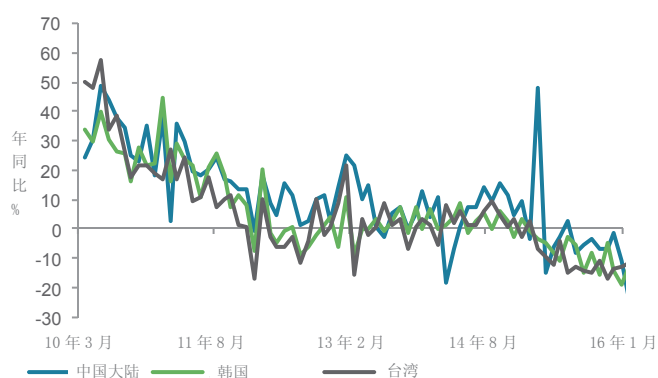
资料来源：彭博终端、渣打银行

其他新兴市场：出口持续下挫，增长承受更大阻力

- 亚洲出口收缩，以致前景持续转差，增加了放宽政策的机会。全球贸易下挫，导致亚洲各地出口连续第二年持续收缩。中国出口今年首二月下挫 17%，意味着全球贸易广泛下跌，而非只是中国的需求放缓而已。印度中央银行本月降息，皆因美元走弱，纾减了亚洲区货币的下降压力。只要美元保持稳定，我们预计其他央行随后亦会减息。
- 印度财政预算案开启了印度央行降息的机会。印度财政部长按其计划把下一财政年度的财赤目标缩减至 3.5% 的九年来最低水平。由于通胀维持在政策目标范围内，我们相信这个预算增添了央行在 4 月 5 日降息的机会，甚至可能更早。
- 巴西、俄罗斯、墨西哥受惠于商品价格回升。我们相信商品价格短期内再升的余地有限。此外，巴西总统罗塞夫可能面临弹核，为该国内带来不确定性。另外，通胀继续急升至 10% 以上，亦令经济承受更大阻力。

亚洲出口持续收缩，反映全球贸易长期下挫；区内经济增长因而承受更大阻力。

亚洲主要经济体—中国大陆、韩国、台湾的出口增长(年同比%)



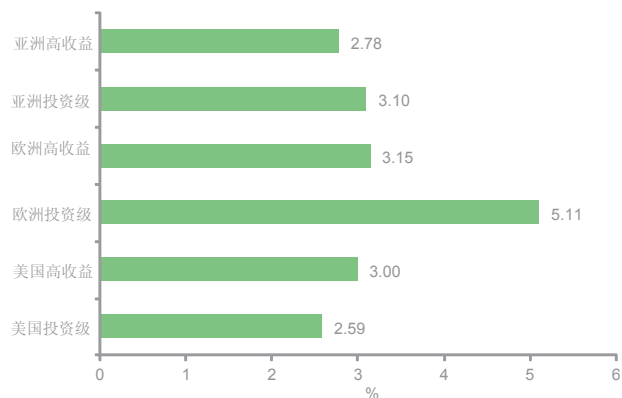
资料来源：彭博终端、渣打银行

债券

- 我们仍然认为有必要增加债券配置。
- 我们看好公司债券多于政府债券。地域而言，我们首选美国（投资级及高收益债并重）。
- 新兴市场美元政府债券受益于美联储加息预期降温。

我们继续偏重于公司债券，尤其是美国投资级及高收益公司债。

固定收益年初至今表现*（美元）



2015年12月31日至2016年3月25日期间

资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。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 及新兴市场（美元）主权债券

- **央行支撑 G3 政府债券。**在近期这种追逐风险的市况下，优质政府债券通常会录得负回报或者表现落后。然而，各主要中央银行过去一月的行动却减轻了这个冲击。
- 美国美联储将今年加息的预计次数由四次减至两次。此举明显有利于美国国库债券。虽然联储局的预计仍高于市场预期，但两者差距缩小，债券急挫的风险亦相应减低。欧洲方面，欧洲央行扩大量化宽松规模，亦有利于欧洲政府债券。
- 然而，近期油价回升，通胀预期升温，可能会形成较大的顾虑。市场对通胀的忧虑增加，可能导致收益率上升，债券价格相应下降。因此，为了平衡风险回报，我们继续偏向对美元计价债券整体维持 5-7 年的到期时间组合。
- **新兴市场美元政府债券风险起伏不断。**新兴市场美元政府债券今年的 4-5% 回报不可谓不骄人。由于不少新兴市场国家是商品出口国，商品价格回稳当然利好。美联储加息预期降温亦属有利，因为由此可减轻新兴市场货币所受压力以及再融资方面的顾虑。然而，巴西的政治噪音、委内瑞拉的债信问题以及信用债评级持续下调都令估值难以显著上升。我们预期可取得正数回报，并以此类债券作为一个适当分散的配置的重要成分之一。

各项关键因素自2015年底以来的转变

因素	自 2015 年 12 月以来有何转变
美联储利率前景	加息预期降温有利于 G3 政府、公司及新兴国家发行的美元计价投资级债券
美元强势	美元回软有利于 G3 债券，对新兴市场本币债券的不利影响亦减低
信用质量	新兴市场美元债券及发达市场公司债券信用债质量转差的风险正在升高。亚洲美元公司债券质量转差的情况较为有限
估值	发达市场公司、亚洲公司及新兴市场主权债券的估值已略嫌昂贵，而亚洲公司债券的估值则更见便宜
绝对收益率	稍微降低，原因是政府债券收益率下降以及估值上升
商品价格	前景不如先前般看淡，有利于新兴市场美元及发达市场高收益公司债券

资料来源：渣打银行

公司信用债（美元）

- 我们维持对公司债券的偏好。美元计价公司债券仍是我们心目中优于政府债券及本地货币债券之选。如附表所示，虽然大部分地区的收益率溢价已接近长期平均水平，但其收益率升幅的确可观，在今日的低息环境下显得额外吸引。在公司信用债当中，我们仍以美国投资级以及美国高收益债券为首选。
- 美国投资级与美国高收益信用债的吸引之处基本上互不相同。虽然美国高收益债券收益率已由上月的 9.5% 降至 8.1%，但在今日的低息环境下仍然显得额外吸引。近期油价上升，肯定有利于能源类债券。然而，由于过去一月升幅颇大，而信用债基本因素又持续转差，短期内资本增值潜力的确有限，尤其是在油价经近期上升后出现回调的情况下。

美国投资级公司债券是上上之选，因为既有投资级信用债质量，又有 3.3% 的收益。我们认为不论美国增长是强是弱，美国投资级债券都格外吸引。若美国面临衰退环境，信用利差可能扩大，但美国国债收益率下降却可产生抵销作用，结果是有较低的正回报或只是些微的负回报。若美国经济保持增长，信用利差可能减低，在某个程度上抵销美国国债收益率上升的影响。
- 亚洲信用债可能仍是着重其防守性。中国仍是亚洲信用债的一大动力，主要因为中国债券占市场一大部分。中国信用债尽管有诸多不利因素，如货币走弱、增长放缓、穆迪将中国主权信用债评级展望降至负面等，但毕竟其回报稳定。我们仍然相信中国可避过硬着陆，其增长虽可能持续放缓，但仍可相对稳定地维持在 6.0-6.5% 左右。基于估值合理，我们认为不必特别偏重亚洲信用债，但仍会以之作为一个适当分散的配置的重要成分之一。

各类公司信用债市场的利差（相对政府债的风险溢价）（%）

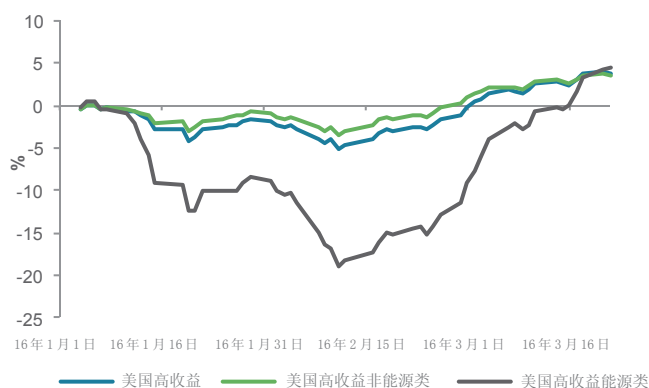
	当前	52 周高位	52 周低位	长期平均*
美国投资级	1.88	2.33	1.45	1.98
美国高收益	6.24	8.39	4.23	5.79
欧洲投资级	1.33	1.67	0.94	1.34
欧洲高收益	4.60	5.81	3.42	6.28
亚洲投资级**	2.31	2.60	1.94	2.52
亚洲高收益**	6.04	6.97	5.05	6.77

*2001 年往后的长期息差平均。 **2006 年往后的长期息差平均。

资料来源：摩根大通、巴克莱、彭博终端、渣打银行

美国高收益债表现领先，能源及非能源类债券均录得强劲回报

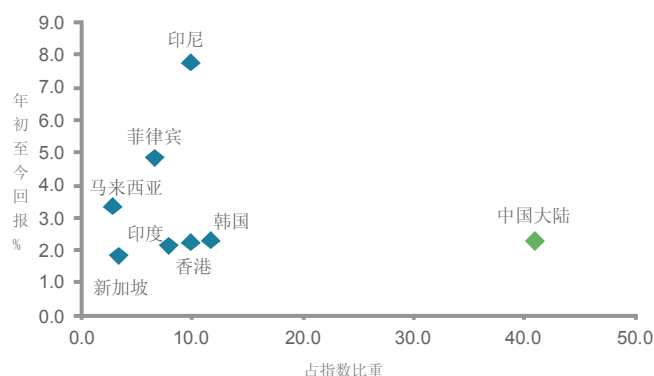
美国高收益债、能源类美国高收益债与非能源类美国高收益债的总回报



资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

中国债券的正回报将亚洲信用债回报推进正区域

按国家以及按在亚洲信用债指数各占比重的年初至今回报



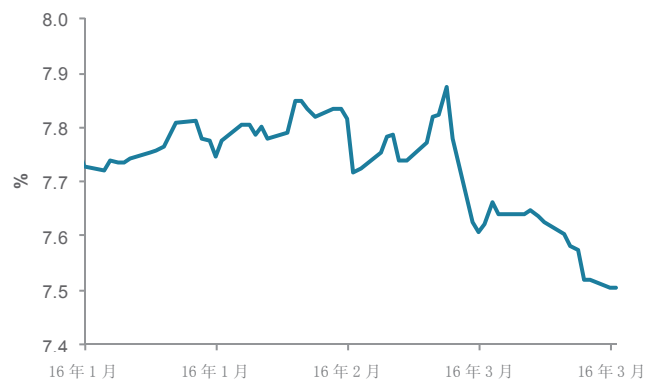
资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

亚洲本币债券

- **汇率压力可能缓和。**我们近期的主要顾虑在于汇率脆弱。随着美联储加息预期降温，亚洲货币所受压力可望减轻。在此情况下，本地货币债券可从两方面得益—首先是亚洲货币跌幅可能收窄，其次是亚洲各央行有空间可透过降息来刺激增长。
- **继续偏重印度卢比债券。**在亚洲本地货币债券当中，我们继续看好印度卢比债券。最近公布的印度财政预算案对印度卢比债券是一大利好因素，因为政府重申会致力将财赤减至 3.5%。债券总供应量可能因此而受到限制，而印度储备银行（央行）亦可放心再度降息，都有助债券价格上升。

利好的预算案公布后印度卢比债券收益率下降

10 年期印度政府债券收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票

- 我们对全球股市前景仍抱审慎态度。
- 我们相信技术性反弹已进入尾声。然而，倘若分析师有见于商品价格回升而开始调高公司盈利，股票可能会再获刺激。我们留意到盈利预测下调的步伐正在减慢，若趋势转为上调，投资者应会有利好反应。
- 欧元区是我们的首选市场，其次是美国、亚洲（日本除外）、日本、非亚洲新兴市场及英国。我们对日本的信心过去一月显著减低。

若分析师开始上调盈利预测，股票可能会再获刺激。

不同方法预测的潜在市场回报

	一致的回 报预期 ¹	一致的回 报预期 ²	期权隐含 回报预期 ³	三种回报预 期平均值
美国	10%	8%	7%	8%
日本	26%	14%	8%	16%
欧元区	12%	10%	10%	11%
英国	8%	6%	9%	7%
亚洲（日 本除外）	13%	8%	11%	11%
新兴市场	11%	15%	9%	12%
发达市场	11%	10%	8%	10%

1 一致估计是基于分析员由下而上的价格预测

2 利用一致盈利及股息预测并假设历史市盈率不变所作出的估计

3 期权潜在回报的估计是基于在现价位卖出一项 12 个月期的认沽期权，并利用所赚取溢价占现价位的%来表达潜在回报。

该等预期应视作最佳情况，概率为<50%。

FXI 中国 ETF 用作代表亚洲（日本除外）

资料来源：彭博终端、渣打银行

关键因素及近期趋势

因素	子年初及月初以来有何变化
盈利增长	<p>年初至今： 2016 年盈利增长预测以日本最高 12%，其次是欧元区：5%、美国：3%及亚洲（日本外）：3%</p> <p>月初至今： 分析员盈利预测下调的情况过去一月为减少。</p>
发达市场估值	<p>年初至今： 美国及欧元区的估值被视为过高，日则偏低。</p> <p>月初至今： 过去 30 日市况上扬，估值随之而弹。按一致盈利预测计，标普 500 的 2016 年市盈率为 17 倍。</p>
新兴市场估值	<p>年初至今： 新兴市场估值被视为偏低，亚洲（日本除外）属合理</p> <p>月初至今： 新兴市场估值过去一月攀升，主要是巴西的 26%升幅拉抬。</p>
公司利润	<p>年初至今： 美国公司利润率已见顶，并如预期一回落，原因是包括工资在内的成本上升。欧元区利率仍低于美国，但预计会上升。</p> <p>月初至今： 欧元区银行业的利润率得力于欧洲央就获取融资所提的新建议，即银行向央行借入资金收取利息。</p>
油价	<p>年初至今： 油价反弹，原因是预期油国组织及俄罗斯会冻产，而美国页岩油产量又下降。</p> <p>月初至今： 布兰特油价过去一月反弹 17.5%。分员盈利预测下调之势因而放缓，能源业盈利预测订在 2 月份更扭负为正。</p>
美元	<p>年初至今： 尽管美国利率环境应该较有利于持有元，但美元兑欧元以及个别新兴市场货币年初至走弱。</p> <p>月初至今： 尽管欧洲央行开会后的取态甚为温和而联储局发出的信息则鹰鸽不一，但美元兑欧元去一月进一步走弱。</p>

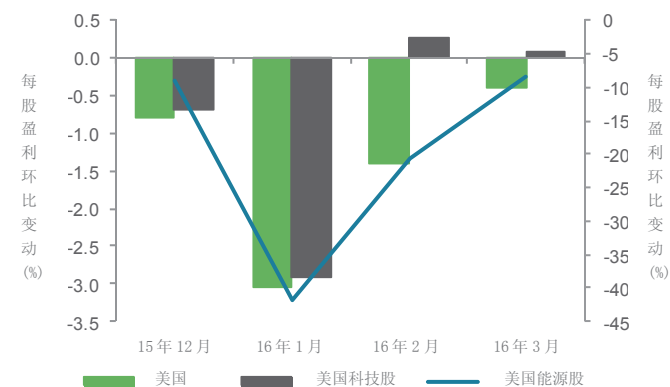
资料来源：彭博终端、渣打银行

美国：态度审慎，但盈利前景趋于稳定

- 我们对美国股市前景抱审慎态度，但承认一个值得乐观的重要理由—盈利。虽然整体盈利增长持续走弱，但据一致预期，2016 年的每股盈利会有 3% 增长。按月比较，我们留意到盈利预测下调的步伐已大为减慢，而对于某些行业如科技业等，分析师甚至将盈利预测上调。盈利修订趋势见底，往往是市场表现好转的先兆。
- 美元走弱，毫无疑问有助提高科技业的盈利，因为该行业的收入最大部分来自海外。商品价格回升，对于能源业盈利也是个有利因素。虽然能源业盈利的按月变动仍是向下，但这个趋势显然正在减弱。假如商品价格持续回升，今后数月未尝不可能扭负为正。我们看好美国能源股前景。
- 年初至今美国并购活动急增，尤其是在酒店及休闲业方面；这是典型的后周期现象。我们亦留意到能源业并购活动增加。对于商品，我们已不如先前般看空，并相信布伦特油价已经见底。

盈利预期开始趋于稳定

一致盈利预期的变动



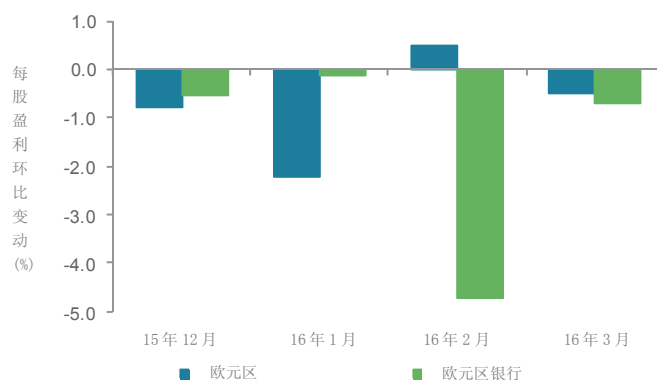
资料来源：明晟、FactSet、渣打银行 注：3月份为月初至今

欧洲：看好欧元区，看空英国

- 我们看好欧元区股票；第 14 页所示的三种市场回报预期的平均值为 11%。虽然投资者对于欧洲政局动荡可能感到厌烦，但值得注意的是，实际的增长动因如银行贷款标准、信用债需求等正呈现增长改善的讯号。
- 与美股一样，我们留意到欧元区股票过去两月的盈利预测下调步伐有所放缓。欧元区银行业在 2 月份颇受关注，主要因为央行建议改变银行资本充足比率可能影响其盈利能力，派息能力亦受质疑。然而，欧洲央行 3 月份政策会议的结果却被视为有利于银行业，所以盈利预测下调步伐亦大为减慢。

欧洲盈利亦有所回稳，尤其是银行业盈利

一致盈利估计的变动

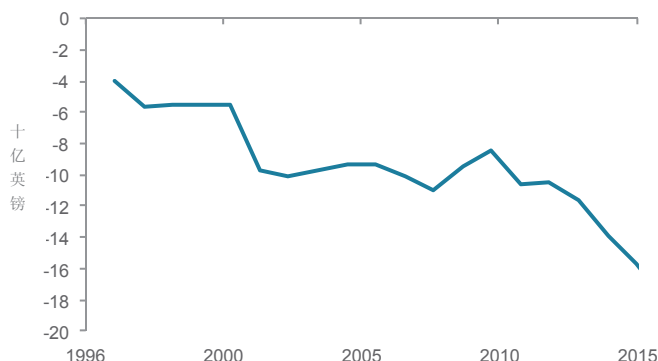


资料来源：彭博终端、渣打银行

- 英镑弱势刺激英国股市富时 100 指数从 2 月份低位回升 10%，皆因海外收入是英国公司利润的一大来源。升市之际难免有高追的念头，但我们认为“脱欧”始终是个风险，而非只是不确定因素，所以我们不会高追。
- 英国留在欧盟的经济理据最终可能打动选民。汽车业就是一例——虽然英国是汽车净进口国，但汽车业雇员众多，而且有引擎出口。若“脱欧”成真，现时免关税的英国汽车出口可能要被征收 10% 进口税。欧盟占了英国总出口 45% 之多。

“脱欧”后英国汽车出口可能要被加征10%进口关税

英国汽车净进口



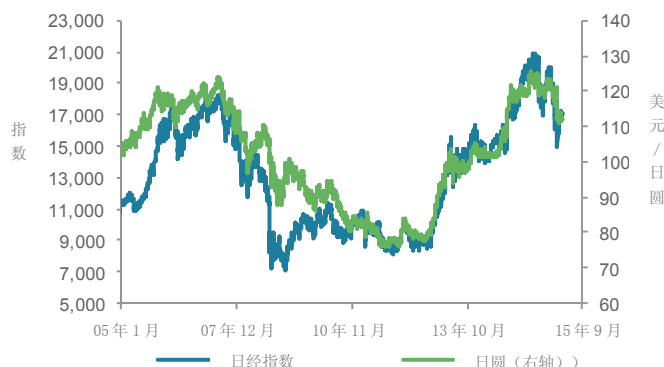
资料来源：明晟、彭博终端、渣打银行

日本：对前景转为审慎

- 我们对日本的取态转为审慎，是基于三点理由：
 - 1) 日圆强势会对公司利润产生不利影响
 - 2) 我们对经济前景的忧虑加深
 - 3) 最新一轮工资谈判的结果令人失望，大公司公布的 2016 年加薪幅度低于 2015 年
- 我们得承认日股仍存在若干吸引之处，具体而言是：
 - 1) 在同级大型股市中现时盈利增长最高，达 12%，不过我们预期日圆强势会对此构成风险
 - 2) 年初至今的股份回购量为 2015 年全年的四倍以上
- 日本央行仍是各大央行中唯一积极干预股市者。该行计划今年购买 26 亿美元的交易所买卖基金，而其手头持有量本已达 620 亿美元。
- 我们建议有日本投资的客户考虑进行组合重整，把配置比重转移至绝对回报策略及公司信用债。

日股表现与日元走势相关

日经 225 指数与日元



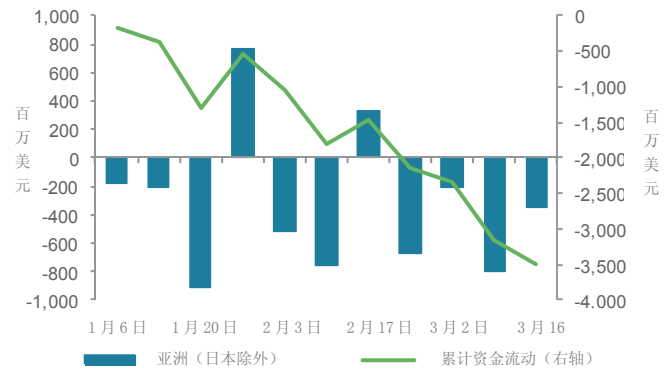
资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）：仍然看好中国大陆，台湾吸引力增加，新加坡吸引力降低

- 亚洲股市过去一月上升 9%，因为投资者消化了联储局加息步伐放缓的因素，而美元走弱亦令投资者增加了风险偏好。
- 在我们的国别偏好程度排序中，亚洲位列中间，与日本相若，但高于非亚洲新兴市场及英国。在亚洲区内，我们首选中国，重点是新经济板块，包括科技及消费性服务。因此，我们会避免投资于境内市场，倾向把资金配置到 MSCI 中国成分股。
- 中国近几月有多项正面发展，更加坚定了我们看好的观点。此等发展包括房市活动回温、保证金贷款限制放宽，以及狭义货币供应增长加快。凡此都是利好股市的发展。
- 在我们对亚洲股市的偏重程度排序中，台湾因科技股前景好转而上升，而新加坡则下降，原因是全球贸易放缓可能会影响经济增长及银行业盈利。
- 尽管新兴市场的股票资金流动情况改善，但亚洲的股票资金流向仍是负数。我们留意到流向新兴市场的资金增加可能与商品价格回升有关。不过我们认为流向亚洲的资金有可能增加，皆因投资者对中国的观感改善。

亚洲股市仍面临资金净流出

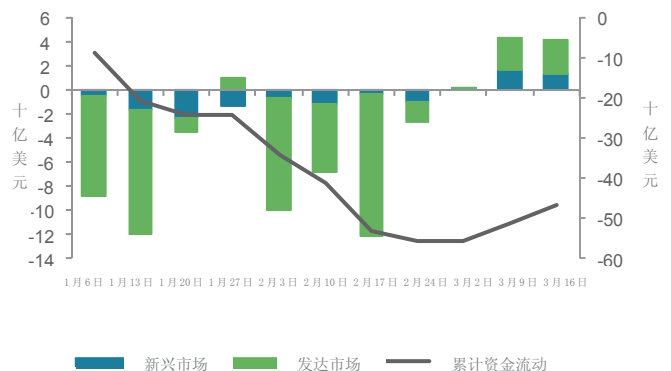
股市资金每周及累计流动—亚洲（日本除外）



资料来源：EPFR、渣打银行

新兴市场股票资金流动已扭负为正

每周及累积股票资金流动—新兴市场与发达市场



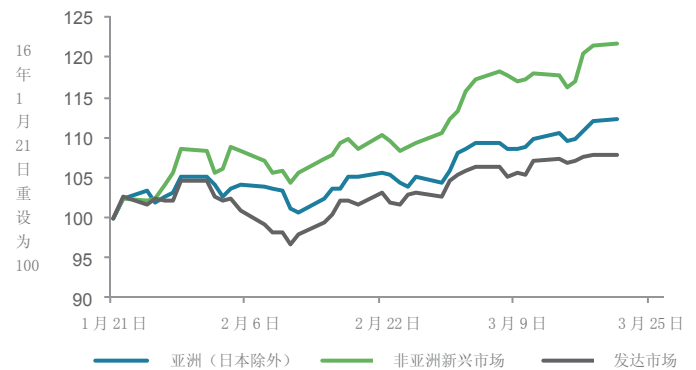
资料来源：EPFR、渣打银行

亚洲之外的新兴市场：随商品价格回升而反弹

- 非亚洲新兴市场年初至今上升 22%，因为投资者着眼于能源价格回升。此外还有其他利好因素，如巴西的不确定性可能已充分反映在股价之上，换个新政府会有助改善市场情绪，正如阿根廷最近的情况。
- 然而，我们对非亚洲新兴市场仍抱审慎态度—在我们按国家/地区的偏重程度排序中，其排名是次低。虽然我们确信商品价格可能正走出谷底，但对近期趋势我们只能作审慎推断。必须指出的是，商品价格见底并不等于一个新趋势已经展开。
- 我们对非亚洲新兴市场的审慎取态，过去一月因近期商品价格回升而被打乱。设若我们的取态转趋积极，主要的因素应该是重点商品如铁矿石、石油等的供应减少。美国页岩油产量正在下降，但沙特阿拉伯及俄罗斯的产油量正处于历来新高。我们亦留心发达市场及/或新兴市场需求是否有回升迹象，但目前还见不到。

MSCI新兴市场指数年初至今表现在最佳之列

MSCI 新兴市场、发达市场与亚洲（日本除外）



资料来源：明晟、彭博终端、渣打银行

小结

我们对股市前景抱审慎态度，所以我们上月将其配置调整为标配。我们留意到盈利下调的步伐正在减慢，已呈若干衰歇之象的当前升势可能因此而得以延续。虽然我们承认商品价格看来已经见底，但并不认为这等同周期下一阶段会是上升趋势。我们看好欧元区股票，对美国、日本及亚洲（日本除外）抱审慎态度，最不偏重的市场/地区是非亚洲新兴市场及英国。

我们对重点国家的偏好次序

- 第一名 欧元区
- 第二名 美国
- 第三名 亚洲（日本除外）
- 第四名 日本
- 第五名 亚洲之外的新兴市场
- 第六名 英国



资料来源：渣打银行

商品

- 我们预期今后 12 个月的油价走势是平稳至向上，但短线不会高追。
- 我们认为金价不大可能强力反弹，而工业金属亦欠缺支持其持续上升的基本因素。

我们相信商品近期的升势至少部分是由风险资产整体反弹以及美元走弱所促成。我们已不如先前般看空，但基本因素并非全然改善。对石油前景的看法可以比前积极一些，但对工业金属却是另一回事。

石油

近期的油价升势可能来得太早一些。我们仍然预期油市在较接近年底时会出现调整，平均价格会在 45-55 美元的较高区间内，不过我们并不认为过程会一帆风顺。因此，油价短线再升的机会不大，我们不排除回落的可能性。

中期而言，供求失衡的情况不大可能显著改善。虽然生产有放缓迹象，尤以美国为甚，但库存水平仍然非常高，难以对油价产生显著的上行压力。另一方面，尽管石油需求大致上保持强劲，但即使价格下跌，消费并未见有较为显著的增加。

因此，我们相信近期升势可能含有颇大的炒作元素。先前过度的净短仓部署已开始正常化。近期有关伊拉克及尼日利亚石油供应暂时中断的消息，还有较早时沙特阿拉伯与俄罗斯之间的磋商，都可能助长了这种情绪。

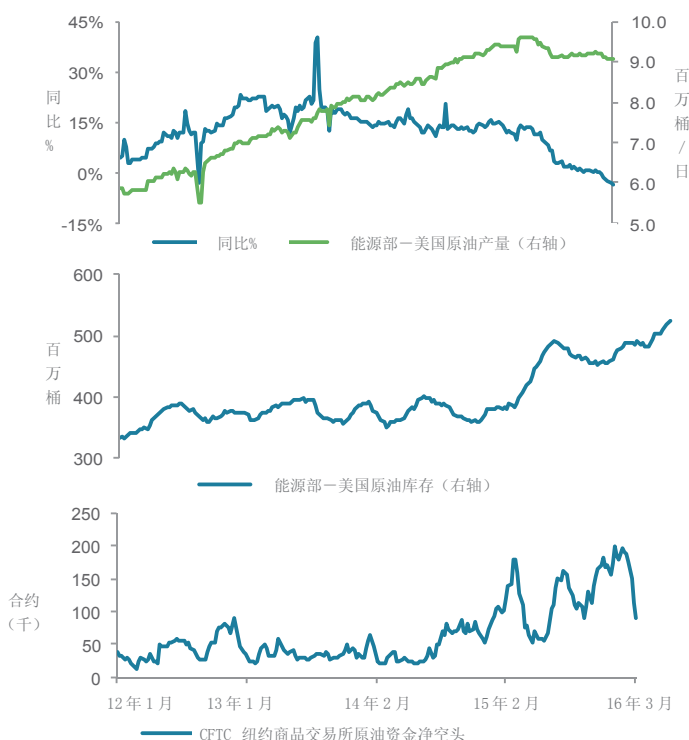
关键因素自2015年底以来的转变

因素	自 2015 年 12 月以来有何改变
需求	石油需求增长预测略微下调。黄金需求略超预期为高，但金属需求前景依然黯淡
供应	石油及金属供应过剩的前景维持不变，但美国产油量下降的步伐已略微加快。库存量仍然高企
情绪	商品市场情绪摆脱早前的过度消极状态，近期显著改善
美元	美元回软对商品整体略有支持

资料来源：彭博终端、渣打银行

欧佩克从成员国供应坚挺，而非欧佩克出现加大减产的信号

欧佩克与非欧佩克成员国钻井数



资料来源：彭博终端、渣打银行

黄金

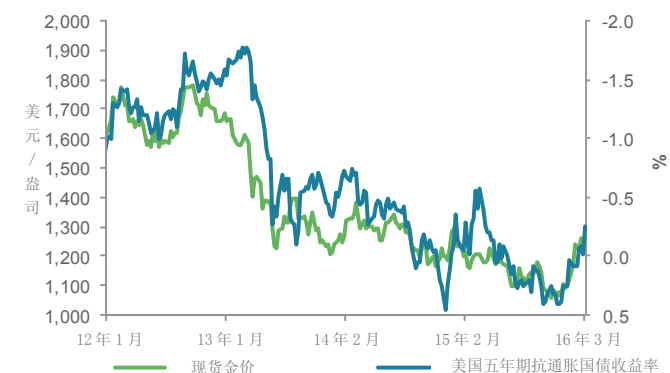
金价可能需要从通胀上升以及美元走弱得到更多支持才可以维持升势。我们相信两者目前实现的机会较低，所以并不预期金价升势可以从现水平显著延续，不过进一步下跌的可能性亦不大。

我们相信金价近期的升势主要是加息预期降温以及美元走弱所促成。主要中央银行实行负利率，引发了一场争议，就是加大放宽力度是否导致黄金这种非生息资产的需求改善。另外，美元走弱亦支持金价上升。央行近期买入黄金，尤以俄罗斯为甚，是另一支持金价的因素。

然而，我们并不认为以上因素可以支撑金价的中期走势。首先，我们相信在零售层面实行负利率的空间极为有限。此外，我们认为金价维持升势的先决条件在于全球增长更为明显地转差、金融业承受显著压力，或者美联储加息预期完全扭转。

实际利率预期下降促成金价上升

五年期抗通胀国债收益率与金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

工业金属

工业金属并无扭转劣势迹象。我们并不预期工业金属的升势可以持续下去。虽然就技术层面而言，反弹幅度似乎相当不俗，但可能不过是对今年较早时情绪过于消极的一次反弹而已。

各主要供求指标并未显示价格会上升。主要的工业金属如铜、铁矿石等的库存量仍然颇为偏高。此外，我们看不到生产商有明显的减产迹象。中国的建筑活动回复活跃，但由此产生的需求亦难望大幅度增加。

另一方面，从极低水平产生的炒作性好仓显著增加，令我们更加确信当前升势多属短暂性质。

铜库存量仍然高企，意味着近期价格反弹之势未必能持续

铜价与铜库存



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略

- 另类策略仍是我们首选的资产类别。波动性上升、市场分歧、趋势市、政策持续分歧等，仍是有利因素。多/空策略及宏观都是我们首选的子策略。
- 宏观策略过去一月稍为回软，原因是风险偏好回升，令市场焦点重投股票多/空策略策略。

股票多/空策略看来正
重获优势。

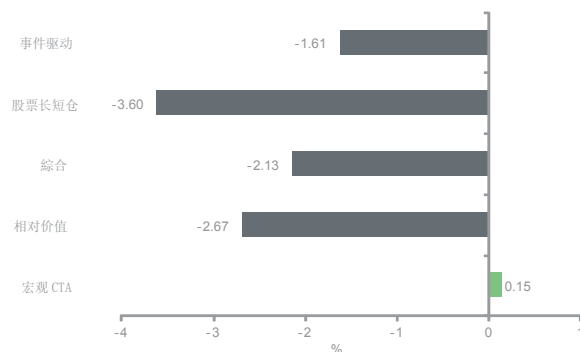
风险偏好回升，意味着股票多/空策略一类策略表现领先，而宏观策略的气势嘎然而止。另类策略作为资产类别整体过去一月随着股市反弹那上升。在此向好的背景下，宏观策略却稍为回落。

关键动因大致维持不变。波动性短线回落，与风险资产反弹的走势一致，但我们预计只是短暂现象，因为就长线而言，波动性大体上是趋升的。联储局降低 2016 年的加息预测，政策分歧扩大的可能性理应减低，但联储局与其他主要央行的利率走向基本上仍是背道而驰的。其他关键动因—市场离散、趋势市等—我们认为并无变化。

短线关键在于股市反弹的时间长度及幅度。我们上月指出，若股市强力反弹，另类策略的表现可能会短暂落后，因为每当股市急升时，另类策略特别是股票多/空策略的表现往往会落后于净长仓策略。过去一月大致上就是这种情况，不过股票净长仓与股票多/空策略策略都有正数回报。然而，我们始终认为波动性长线是趋升的；在此环境下，多/空策略策略的风险回报特性往往吸引得多，因为既可投资于股票，但一般而言波动水平较低。

宏观策略今年早段表现领先，但股票多/空策略正重获优势

HFRX 子策略指数



2015 年 12 月 31 日至 2016 年 3 月 25 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

我们对主要子策略的观点

子策略	我们的观点
股票多/空策略	看好： 可作为股票投资工具，但波动性可以说低于净长仓
相对价值	标配： 市况波动令机会增加，但流通性可能不足
事件驱动	标配： 并购活动是利好因素，但大市波动对该策略有不利影响
信用债	标配： 市况波动 / 板块受压有利于信用债好淡策略；风险仍然在于违约
宏观	看好： 近期市况波动之际表现领先，凸显其分散投资价值
商品	标配： 商品价格是风险所在，不过油价若最终回升可能有支持作用
保险连结策略	看空： 2015 年保险策略的损失低于历年平均水平，2016 年情况可能扭转

资料来源：渣打银行

外汇市场

- 美元 2016 年的升幅预计有限。欧元可能再稍为走弱。至于日圆，大概会继续窄幅上落
- 不可在现水位高追澳元；马来西亚林吉特及印度卢比的表现会领先于其他亚洲货币，而新加坡元却有可能落后

美国及英国的加息预期降温，美元及英镑兑大部分主要货币因而下跌。“退欧”的忧虑亦显著打击了英镑的市场情绪。然而，我们对欧元及日圆的可观升幅一直抱有戒心，因为美联储加息令政策分歧加剧的风险始终存在。人民币有贬值担忧，我们认为可能会限制包括澳元在内的大部分亚洲货币的升幅。

短期：指少于 3 个月的时限

中期：指 6-12 个月的时限

市场可能已变得
过于悲观。

美元：区间震荡

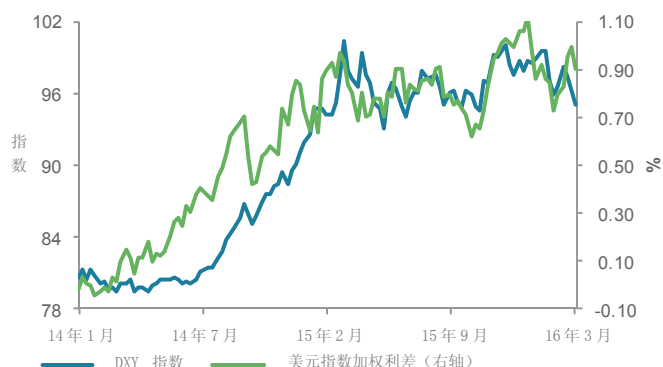
我们预期美元可收复近期的一些失地；然而，我们并不预期可突破去年的高位。中线而言，美元看来正处于其上落区间的底部；因此，我们预期会有反弹。

我们认为美元中线大升的机会不高，理由有二。首先，美联储的加息步伐应会是审慎而渐进的，对于美元强势特别敏感。其次，美国增长前景平平，可能会局限美国经济相对于其他国家的优势。

同样，我们并不预期美元会大跌。第一，货币政策分歧的影响虽已减低，但此因素依然存在。美国仍有可能适度加息，而大部分其他央行却较有可能加大刺激措施的力度。第二，由于新兴市场的增长有欠强劲，流向非美元资产的资金可能有限。

美国加息预期降温导致美元走弱

美元指数加权利率息差、美元指数与市场隐含政策利率预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元：货币政策分歧始终存在

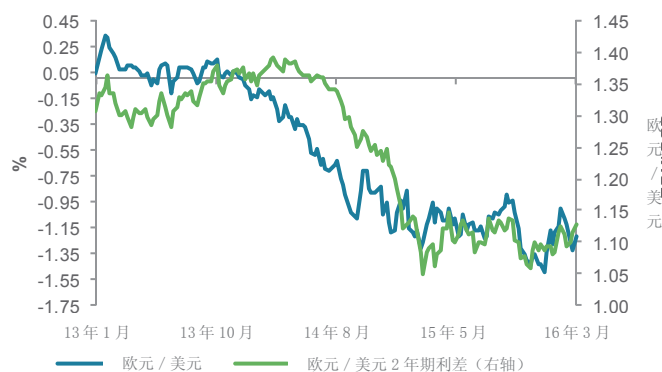
我们预期欧元会从现水平稍为下跌。我们认为，随着美联储的加息预测软化，货币政策分歧的影响已经减低。然而，我们相信某个程度的影响仍然存在，因为联储局仍有加息打算（而欧洲央行则维持甚为宽松的政策），只是不如先前般高调。我们仍然预期联储局 2016 年会加息一次，而欧元区则会维持甚为宽松的立场。因此，我们相信欧元对美元的利率息差可能会从现水平进一步扩大。

“脱欧”争议短线可能会引发一些波动，但我们并不认为这会是持续利空欧元的一大因素，因为即使英国「脱欧」成为事实，欧元区（货币联盟）还是完整无缺一与几年前的希腊危机不可同日而语。

欧元急挫后，在 1.05-1.15 这个广阔区间内震荡已近一年，皆因欠缺强力的催化因素。我们相信风险仍倾向下行，可能的催化因素是美联储态度转趋强硬。

欧元持续在1.05-1.15区间内整固，但风险倾向下行

欧元兑美元汇率与欧元区对美国 2 年期政府债券利差



资料来源：彭博终端、渣打银行

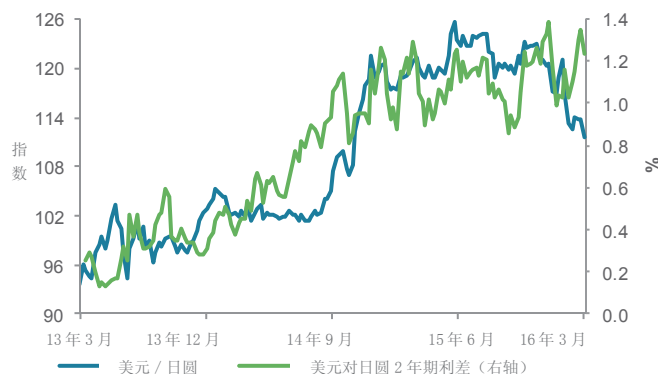
日圆：日本央行可能限制上行空间

我们预期日圆 2016 年大致上会窄幅震荡，只是短线有稍为走弱的风险，因为炒作性的净长仓数量颇多。

我们相信日本央行有可能透过加大量宽力度来显著推低日圆，而将负利率再降低的余地有限。另外，由于美联储会采用适度而渐进的加息步伐，日圆的下行空间不会太大，何况日圆汇价大幅偏低，在增长缓慢而不确定的全球经济环境中需求也见增加。与此同时，我们亦不认为日圆会显著走强。日圆走弱是首相安倍晋三的重振经济政策的重要一环，所以干预汇市之举虽会惹来争议，却不能完全排除。。

美元兑日圆跌幅超过以利率息差计应有的程度

美元对日圆 2 年期利差与美元兑日圆汇率



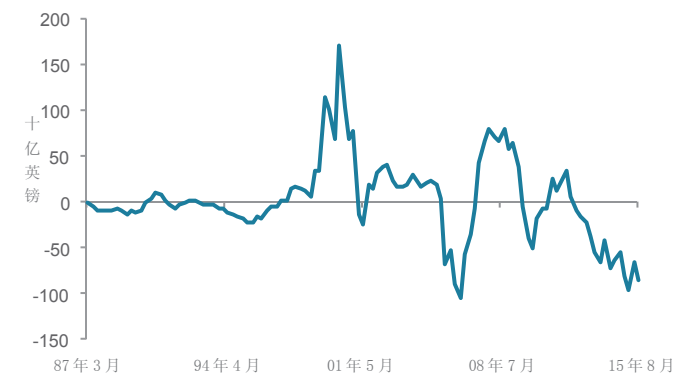
资料来源：彭博终端、渣打银行

英镑：涨跌风险并存

我们认为英镑上行与下行的风险同时存在，因为“脱欧”问题主导着短线走势。下行方面，若公投通过脱离欧盟，英镑可能会进一步显著下跌。这是因为英国有巨额的经常性赤字，在资金外流的情况下难以弥补。至于上行方面，若公投通过留在欧盟，英镑可能会大幅反弹至上年高位，然后在 1.50-1.60 区间内稳定下来。总的说来，经济仍处于合理的回升轨上，而英伦银行已强调下次利率变动可能是上调。

庞大的经常帐赤字令英国收支平衡承受显著风险

英国核心国际收支平衡



资料来源：彭博终端、渣打银行

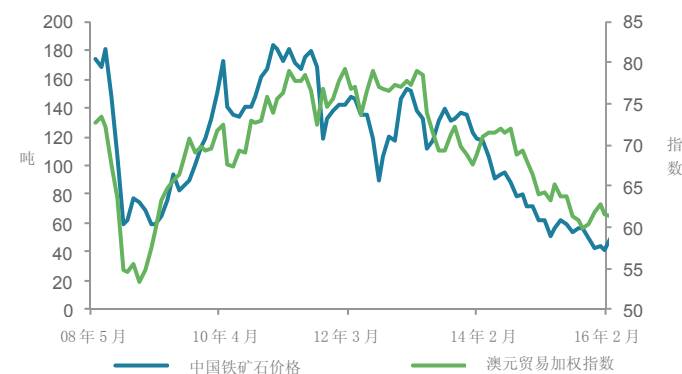
澳元及新西兰元：跟随铁矿石及乳品价格走势

我们预期澳元在 2016 年全年会稍为走弱。我们虽然上调了商品前景预测，但仍然预期包括铁矿石在内的工业金属价格会走弱（请参阅第 19-20 页商品部分的较详细说明）。

因此，我们并不预期澳元的基本因素会显著改善。此外，倘若澳元升势持续，我们相信澳洲央行可能会再减息。澳元去年的弱势也可能有利于澳大利亚国内经济，若澳元走强反而不利。

澳元的基本因素主要仍是基于铁矿石价格；我们尚未能转持积极观点

澳元贸易加权汇率与铁矿石价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）：马来西亚林吉特及印度卢比仍然表现突出

我们相信亚洲货币已渡过最坏的时刻。然而，倘若区内增长前景未见显著改善，我们认为不可能会出现显著升势。

我们相信人民币兑其参考篮子可保持大致稳定，但兑美元会走弱。然而，我们认为人民币只会以过去几年的温和步伐持续走弱，而不会直接贬值。首先，我们并不预期中国经济会“硬着陆”；较有可能出现的情况是增长不温不火。其次，大幅度贬值可能会令资金外流情况恶化，亦会招致区内及西方的决策者同声非议。

我们预期新加坡元兑美元会从现水平再稍为下跌，并预计其表现会落后于区内其他货币。新加坡经济欠缺活力，而且受制于全球及中国的缓慢增长，所以须谨慎应对。

我们仍然预期马来西亚林吉特及印度卢比会进一步上升，兑美元的表现会领先于区内其他货币。就马币而言，除了汇价偏低过甚外，某些主要商品的价格前景改善亦有支持作用，尤其是兑美元及新加坡元。至于印度卢比，近期的改革加上政策的进一步放宽令人对增长重拾信心，对汇率可产生支持作用。

我们对印度卢比的看法不如先前积极。我们认为，印度公司资产负债情况欠佳，银行放款范围有限，至少就短期而言都可能碍内部改革。此外，印度货币政策取态审慎，财政政策亦受节制，刺激作用可能有限。另外，印度卢比汇价相对于历史水平属偏高，若显著上升可能会受到中央银行压抑。

股票资金转向流入亚洲的同时，亚洲货币兑美元回升

亚洲货币与亚洲股票资金流入



资料来源：彭博终端、渣打银行

在当前环境下的多重资产投资

- 我们的多重收益配置得利于风险资产近期的升势。
- 我们认为应趁此机会把多重资产配置的风险特性调整至较为保守，尤其是对于未能采用另类策略的投资者而言。
- 至于能够采用另类策略的投资者，我们亦主张以多资产绝对回报策略取代单边市场挂钩的配置

近几星期，多央行发出鸽派言论，刺激风险资产上升。美联储降低加息预期，欧洲央行放宽政策，中国则采取促增长的措施。然而，鉴于盈利预期仍然欠佳，加上经济增长放缓，我们对 12 个月期的前景保持审慎态度。

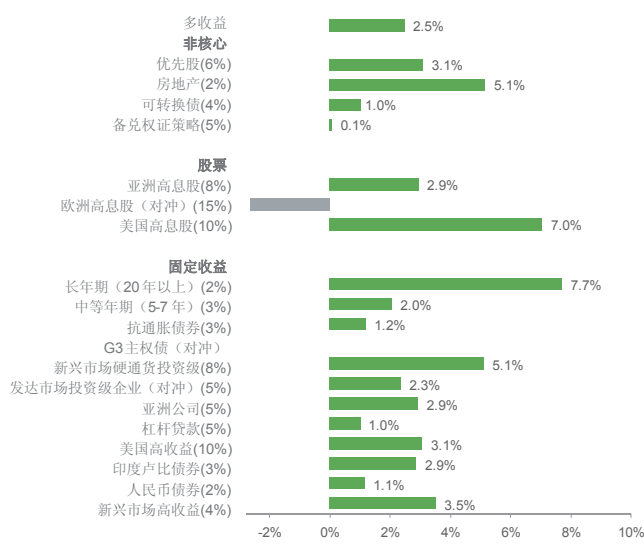
我们的多收益配置得利于风险资产近期的这轮升势，自 2016 年展望发表以来取得 2.5% 的总回报（过去一月回报为 3.4%）。表现广泛提升，股票及固定收益资产都有贡献。高息股票当中，以美国贡献最大，其次是亚洲，欧洲落在最后。至于固定收益，新兴市场美元主权（投资级与高收益）债券与美国高收益债券都有可观贡献。

我们认为近期这一轮升势让我们可趁机把多收益配置的风险特性局部调整至较为保守一些，以配合我们认为股票与债券的配置应调整至较为平衡的观点。在 2016 年展望中，我们强调在 2016 年管理多资产配置时，须以积极的风险管控作为主要特点。因此，

我们把股票配置的总比重由 33% 减低至 25%。虽然股票资产可带来正数回报，但问题是获取此等回报必须承担一定程度的风险。换句话说，我们有机会可在固定收益范围内获取相若程度的收益及回报，同时减低投资组合的整体风险水平。

多收益配置自 2016 年展望发表以来表现良好

多收益配置的表现*



2015 年 12 月 11 日至 2016 年 3 月 25 日

资料来源：彭博终端、渣打银行

多收益资产的收益、资本增长及提取潜力

资产配置 (多资产收益)	收益潜力	资本增长	提取潜力	评论
固定收益	●	●	●	投资组合主力；收益来源；某些方面值得留意，并非全无风险
股票收益	●	●	●	收益主要来源，温和的资本增长潜力
非核心收益	●	●	●	有用的收益及增长分散工具；收益媲美股票低提取潜力较低

资料来源：彭博终端、渣打银行

我们把减少持有股票所套取的收益分配到公司信用债。部分收益投向美国高收益债券，那是除了股票之外投资于美国公司的一个波动性较低的另类途径。虽然该资产类别会因油价变动而走弱，但我们认为其当前收益率足以弥补此等风险。另外，正如我们在以往的报告所强调，我们主张公司信用债方面应兼容投资级及高收益。余下的收益我们用于增加发达市场投资级公司信用债的配置。

本地货币债券方面，我们结束了人民币仓位，因为潜在的贬值因素令当前收益率无吸引力可言。我们略微增加亚洲美元投资级公司债券的配置。我们对此资产类别仍然感到放心，因为亚洲经济状况比其他地区好些，受商品走势影响较少，而且有强大的本地需求支持。但话虽如此，我们承认中国经济放缓对信用债质量可能有不利影响，所以倾向持有投资级债券。

随着我们步向经济周期的较后阶段，要透过一连串市场挂钩（方向性）策略来分散股票及固定收益投资的风险，难度愈来愈高。明乎此，我们建议着眼于收益的投资者对收益配置要采取较为保守的立场，尤其是未能利用另类策略的投资者。至于能够采用另类策略的投资者，我们亦主张以多资产绝对回报策略取代某干走势性或与市场挂钩的配置。今年市场震荡的期间可能较频繁，投资者若能透过投资于与传统资产相关性（相对价值、对冲）不高的资产来分散风险，应可得到一定保障。

2016年多收益配置（美元）的最新比重分布

资产类别	权重
固定收益	58.0%
新兴市场高收益	4.0%
印度卢比债券	3.0%
美国高收益	15.0%
杠杆贷款	5.0%
亚洲公司	7.0%
发达市场投资级企业债	8.0%
新兴市场本币投资级	8.0%
G3 主权债（对冲）	
- 通胀保值债券	3.0%
- 中等期限（5-7 年）	3.0%
- 长期限（20 年以上）	2.0%
股票	25.0%
美国高派息股	8.0%
欧洲高派息股	12.0%
亚洲高派息股	5.0%
非核心	17.0%
备兑认购权证	5.0%
可转债	4.0%
房地产	2.0%
优先股	6.0%
总计	100.0%

资料来源：渣打银行

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 年英皇制造》（编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司总部位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V5DD）。渣打银行由审慎监管局（Prudential Regulation Authority）授权并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局的监管。

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它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它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、投资银行或其它服务。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它方式提供其它任何人。

版权声明：渣打银行 2016。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。其它不属于第三方拥有的数据及相关数据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 2016。