

# 骤然紧缩？

- 五月份市场表现不冷不热，可能是夏季市况不稳的先兆。我们担心一旦美联储比预期更早加息，可能会触发美元持续反弹，令人民币弱势重现。在此形势下，加上美国经济扩张能维持多久难以确定，我们倾向以审慎为上。
- 我们的 A.D.A.P.T.架构主张以多资产收益与全球宏观绝对回报策略兼收并蓄；我们认为这是可取之道，既可长期均衡地投资于股票及债券市场，又可缓和夏季跌市的风险。
- 我们对债券的偏向正在增加。我们认为美国投资级公司债券最为吸引，但新兴市场美元政府、美国高收益以及亚洲美元债券也不遑多让。股票方面，我们首选欧元区。

## 目录

02 全球投资委员会的观点	15 股票
04 市场表现概要	21 商品
05 投资策略	23 另类策略
07 多资产收益	24 外汇市场
08 经济及政策展望	28 免责声明
12 债券	

# 全球投资委员会的观点

1

**全球投资委员会的前景预测近期趋向如何？**

委员会过去六个月的趋向是对其投资偏向变得较为审慎。关键在于美国经济及通胀周期正处于三阶段。我们的核心预测情境是处于周期末段，通胀可能会加剧。我们预测美国到 2017 年中时经济衰退的机率约 30%。

我们该如何自处呢？多资产收益仍然是我们看好的主题，相信在较长期内可维持良好表现（其他重点主题见第 6 页）。至于首选资产类别的排序，股票已跌落第四位，退居债券、另类策略及现金之后；排序低于股票的只有商品。

2

**现金位于股票之上有何理据？你们预期股票会进入熊市吗？**

按今后 12 个月的核心预测情境，股票表现仍会领先于现金。然而，我们相信风险已经增加。股市短期内可能会显著走弱（见第 5 页所列的潜在催化因素）。另外，我们已不如一年前般愿意冒此风险，因为我们相信：1) 从现水平可能只有低单位数上升空间；2) 跌市的情况可能会变得较为频密；3) 我们相信现已日益接近周期末段。因此，我们倾向以审慎为上，今年较后时再作检讨。

我们不会把股票持仓全数沽出，因为现时上行与下行风险并存（见第 5 页），不如采取保守的平衡配置（见第 6 页）。

3

**你们今后数月会如何管理资产配置？**

去年 12 月，我们较为注意跌市风险。随着美国经济周期日渐接近终结，我们相信这样仍是适当之举。这也是我们建议增加美国投资级债券及多资产全球宏观策略的配置的原因之一，尽管前者的当前收益率低企。

此外，假设风险资产夏季走弱，我们会伺机增加多资产收益策略的比重，并在横盘运行的市场上趁期权溢价上升获取直接收益。

4

**新兴市场方面，你们偏重于什么资产类别？**

我们偏重美元计价政府债券多于本地货币债券或股票。然而，中国经济数据近期已趋于稳定，而巴西政局及政策的情况发展亦值得注视。因此，我们对新兴市场风险资产的取态今年较后时可能会变得较为积极。

5

**美元及金价近期的升势是否可持续？**

短线而言，我们相信美元近期的升势会持续，因为有美国加息预期升温的因素支持。此外再加上投机性黄金多头已极多，可能会对短线金价构成显著阻力。就较长线而言，美国通胀预期升温，而不少债市又存在负收益，却可能对金价有支持作用。我们预期短线金价会受到受制于 1300 美元水平。

## 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建构主管

### 投资策略

Clive McDonnell  
股票投资策略主管

Manpreet Gill  
固定收益、商品和外  
汇投资策略主管

Rajat Bhattacharya

TuVi Nguyen

Victor Teo, CFA

Tariq Ali, CFA

Abhilash Narayan

### 资产配置及投资组合建构

Arun Kelshiker, CFA

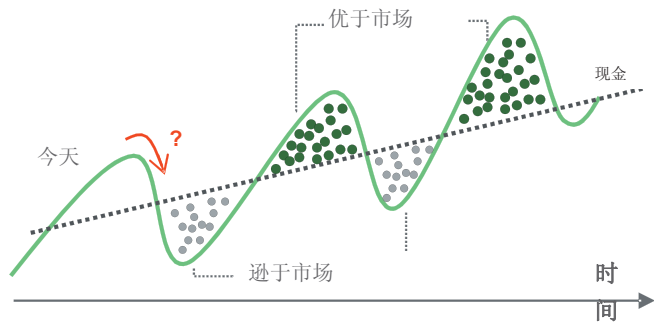
Audrey Goh, CFA

Trang Nguyen

# 全球投资委员会的观点（续）

## 股票的风险回报比已不如先前吸引

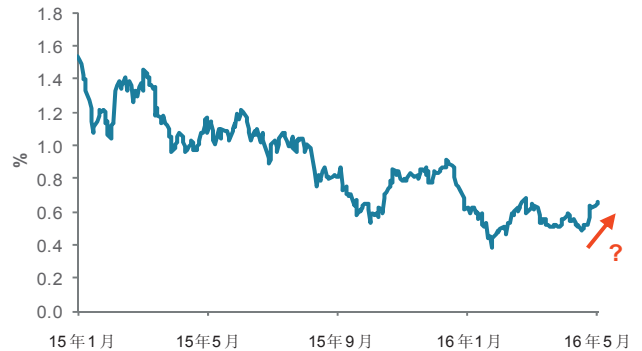
不同投资风格在不同的可能市况情境下的表现说明



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 美联储立场已趋于强硬

联邦基金利率 2016 年底上调的市场预期



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 中国已经引导人民币兑美元汇率走弱

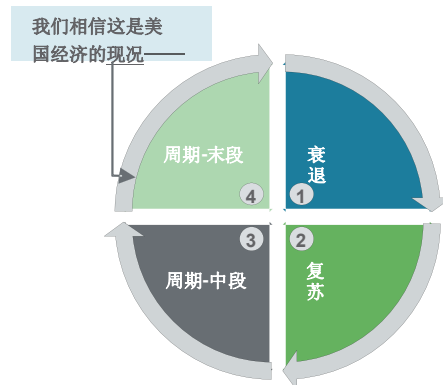
CFETS 人民币汇率指数与美元兑人民币汇率（反向）



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 美国经济周期日渐接近终结

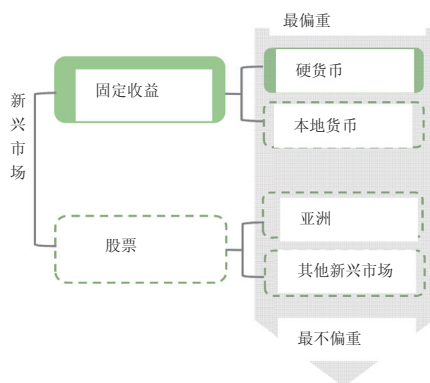
不同阶段的经济周期



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 偏重新兴市场美元债券多于其他新兴市场资产类别

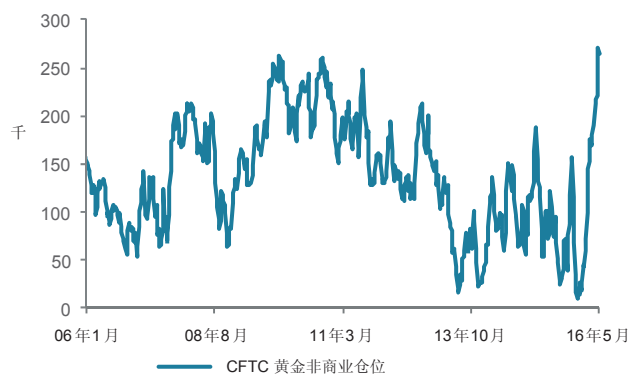
我们对新兴市场资产类别的偏向



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 金价短期面对阻力

投机性多头已经甚多



数据来源：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	1.6% ↑	-0.9% ↓
全球高息股票	5.9% ↑	-0.3% ↓
发达市场(DM)	1.6% ↑	-0.4% ↓
新兴市场(EM)	1.7% ↑	-4.6% ↓

### 按国家

美国	2.6% ↑	0.1% ↑
西欧(本地)	-1.5% ↓	0.7% ↑
西欧(美元)	0.2% ↑	0.0% ↑
日本(本地)	-13.2% ↓	-4.3% ↓
日本(美元)	-4.8% ↓	-3.0% ↓
澳洲	2.4% ↑	-3.4% ↓
亚洲(日本除外)	-1.9% ↓	-4.1% ↓
非洲	7.6% ↑	-6.2% ↓
东欧	13.7% ↑	-2.7% ↓
拉美	14.7% ↑	-6.4% ↓
中东	-0.8% ↓	-3.8% ↓
中国大陆	-8.2% ↓	-4.6% ↓
印度	-1.2% ↓	-0.4% ↓
韩国	-0.6% ↓	-5.8% ↓
台湾	1.8% ↑	-2.8% ↓

### 按板块

非必需消费品	-1.6% ↓	-1.6% ↓
消费必需品	6.1% ↑	1.1% ↑
能源	14.3% ↑	-0.8% ↓
金融	-1.0% ↓	-1.1% ↓
医疗保健	-2.9% ↓	-0.9% ↓
工业	4.2% ↑	-1.6% ↓
信息科技	0.5% ↑	0.7% ↑
物料	9.3% ↑	-2.7% ↓
通信	7.0% ↑	-0.5% ↓
公用	7.2% ↑	0.6% ↑
全球地产股/房产信托	4.5% ↑	-1.4% ↓

### 债券

主权	年初至今	1个月
全球投资级主权	6.9% ↑	0.5% ↑
全球高收益主权	6.8% ↑	1.2% ↑
新兴市场投资级主权	6.4% ↑	0.0% ↑
美国主权	3.1% ↑	0.7% ↑
欧盟主权	7.1% ↑	0.1% ↑
亚洲新兴市场货币	6.5% ↑	-2.3% ↓

### 信贷

全球投资级公司	5.4% ↑	0.4% ↑
全球高收益公司	7.5% ↑	0.7% ↑
美国高收益	7.9% ↑	1.2% ↑
欧洲高收益	6.2% ↑	-0.8% ↓
亚洲高收益公司	6.2% ↑	1.4% ↑

商品	年初至今	1个月
多元商品	8.8% ↑	1.8% ↑
农业	12.3% ↑	4.5% ↑
能源	5.1% ↑	5.3% ↑
工业金属	1.2% ↑	-5.8% ↓
贵金属	15.8% ↑	-2.7% ↓
原油	23.2% ↑	8.8% ↑
黄金	14.9% ↑	-1.9% ↓

外汇(兑美元)	年初至今	1个月
亚洲(日本除外)	0.2% ↑	-1.3% ↓
澳元	-0.8% ↓	-6.7% ↓
欧元	3.1% ↑	-0.9% ↓
英镑	-0.4% ↓	0.6% ↑
日圆	9.5% ↑	1.4% ↑
新加坡元	3.3% ↑	-1.6% ↓

另类投资	年初至今	1个月
综合(所有策略)	-1.2% ↓	0.2% ↑
套利	-2.1% ↓	0.0% ↑
事件驱动	1.4% ↑	2.0% ↑
股票多/空策略	-2.9% ↓	-0.4% ↓
宏观 CTAs	-1.2% ↓	-1.3% ↓

\* 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 5 月 26 日, 1 个月期表现由 2016 年 4 月 26 日至 5 月 26 日

数据源: MSCI、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打银行

## 投资策略

- 股票及多资产全球宏观策略上月稍微走弱，多资产收益策略亦然。债券表现持平，美元则反弹。
- 我们仍然预期夏季是淡季。这是我们日益看好债券并看淡商品的原因之一。然而，根据历史经验，这种情况绝不肯定。因此，我们认为关键仍在于维持平衡的投资方法。
- 多资产收益及多资产全球宏观策略是我们最为偏重的两个资产类别。后者可在周期末段提供一定的保障，前者则着眼于在今日的低息环境下应可持续表现领先的策略。

### 夏季涨跌风险并存

我们预期今夏市况会走弱。不过根据历史经验，这种情况绝不肯定；我们重申必须维持平衡的配置才可管控风险。

面对前面种种风险，令人难免感到心灰—美联储加息力度可能更大，美元上升可能触发人民币弱势重现，地缘政治风险（特别是欧洲方面）可能重新引发令人不安的问题。美元兑人民币汇率因政策调整而升至新高，情况值得密切注视。过去数月，我们亦曾一再强调美国增长周期接近尾声的风险正在升高。

### 今日的投资环境有点儿不同往日

表 – 关键市场因素：2016 年与往年比较

	2014 年 4 月	2015 年 4 月	2016 年 4 月
全球 GDP 修订	持平 (3.6%)	下跌 (3.5%)	下跌 (3%)
MSCI 世界盈利趋势	上升	上升	下跌
MSCI 世界盈利修订趋势	上升	上升	上升
发达市场高收益信用利差	下跌 (2.4%)	下跌 (3.9%)	下跌 (5.7%)
美元指数	持平 (80)	下跌 (95)	下跌 (94)
油价	持平 (\$100)	上升 (\$60)	上升 (\$45)
联邦基金利率预期	持平 (0.175%)	上升 (0.175%)	持平 (0.375%)
投资情绪 (全球股本流向)	上升 (\$50bn)	下跌 (\$-1bn)	下跌 (\$-59bn)
美国财政状况	放宽	紧缩	维持不变
市场风险 (波动指数)	下降 (14)	上升 (15)	下降 (15)
风险	欧元区银行压力测试 俄罗斯进侵克里米亚 新兴市场公司债务	银行资本筹集 中国经济放缓	美元兑人民币上升 英国脱欧与西班牙 美联储前景展望
GIC 的 12 个月期展望	看好	看好	审慎

截至 2016 年 5 月 25 日数据  
发达市场高收益信用利差指巴克莱美国公司 10 年期  
数据来源：彭博终端、渣打银行

然而，我们不能忽视夏季市况未如预期般走弱的风险。在下表中，我们比较了关键市场因素相对于往年的情况；某些因素维持不变

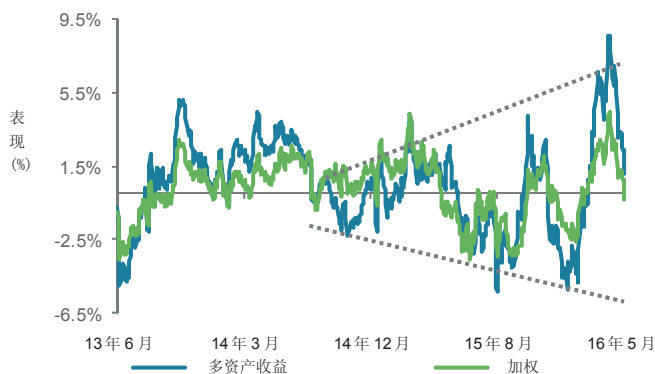
（盈利修订、信用利差、风险性质），但更多因素已不一样（尤其是盈利趋势以及我们本身对风险的观点）。

此外，“平均而言”并不表示每年都一定会出现这种效应。过去 20 年中，全球股票只有 10 年是在 5-9 月期间下跌的，而就更长时期所作的研究亦显示涨跌机率相若。

### 保持投资，但须保险

我们最偏重的两个资产类别在涨跌波动性同时升高的情况下发挥互补作用

多资产收益配置\*加上 HRFX 全球宏观策略指数的 50/50 配置，3 个月期滚动回报率%



截至 2016 年 5 月 25 日数据  
数据来源：渣打银行 \* 见《全球市场展望：伺机再平衡》

我们仍然认为，在当前环境下，多资产收益策略非常吸引。美联储加息以及仓位部署都构成风险，但全球息口仍然甚低，基金经理则手持大量现金，而欧洲及日本都可能进一步放宽政策。我们认为这个环境对着眼于收益的资产十分有利。

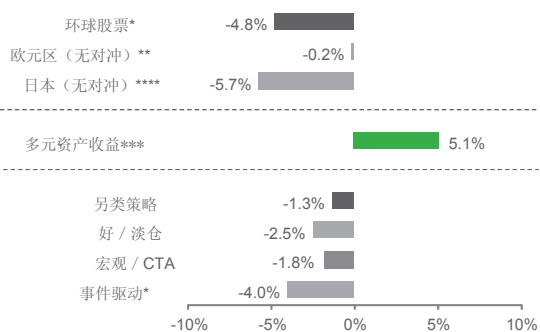
多资产收益策略也可适当地同时投资于债券（有助缓和下行风险）与股票（一旦夏季市况出乎我们意料之外并未走弱）。

同样，我们亦相信多资产收益策略与多资产全球宏观策略应有互补作用。这方面近期的回报不过不失，但其吸引我们之处在于其回报历来都有类似保险的特性（在避险意识升高期间屡有强劲表现）。若“五月卖出”效应真的出现，我们相信这个

可贵的特性有助弥补多资产收益策略一旦下跌所带来的损失。就较长线而言，该策略在以往美国经济衰退临近时的表现都显著领先，所以当美国经济周期成熟时，这个资产类别就愈见可贵。

### 多收益的表现保持强劲

#### A.D.A.P.T.自 2016 展望发表以来的表现\*\*\*



\* 于 2016 年 2 月 25 日收市；\*\*2016 年 2 月 25 日起解除外汇对冲

\*\*\*2015 年 12 月 11 日至 2016 年 5 月 25 日期间。收益篮子如《2016 年全球市场展望 A.D.A.P.T. 适应瞬息万变的环境》第 60 页图 38 所示，并经 2016 年 3 月 28 日刊《全球市场展望》修订；\*\*\*\*于 2016 年 3 月 25 日收市；数据源：彭博终端、渣打银行

### 对投资者的意义

- ▶ **全球宏观策略 – 增持。**此等策略在以往市况波动以及美国经济周期终结时都有良好表现。若夏季市况因“五月卖出”而走弱，此等策略可望成为可贵的回报来源（见第 23 页）。
- ▶ **多资产收益 – 趁低增持，但须与全球宏观策略互补，以管控风险。**在低息环境下，多资产收益始终是我们最为偏重的策略（见第 7 页）。
- ▶ **维持平衡的配置，偏重于欧元区股票及美国投资级债券。**夏季有市况走弱风险，而美国经济周期可能亦已进入末段，所以我们对债券的偏向上升（偏重于美国投资级公司债券 – 见第 12-14 页）。然而，夏季市况走弱的程度可能不如预期严重，所以有必须继续持有股票。我们仍是看好欧元区股票（见第 15-20 页）。

### 我们在债券当中偏重的部分

发达市场投资级公司债券	大幅度偏重 (美国多于欧洲)
发达市场高收益公司债券	核心持有 (美国多于欧洲)
新兴市场美元政府债券	核心持有
亚洲美元公司债券	核心持有
发达市场投资级政府债券	不偏重
新兴市场本地货币政府债券	不偏重

资产类别	资产分类	相对前景	开始日期*
现金		标配 ↑	2016 年 5 月
	发达市场投资级政府债券	低配	2011 年 1 月
固定收益	发达市场投资级公司债券	超配	2015 年 12 月
	发达市场高收益公司债券	标配	2016 年 4 月
	新兴市场美元政府债券	标配	2015 年 12 月
	新兴市场本地货币政府债券	低配	2015 年 12 月
	亚洲美元公司债券	标配	2016 年 2 月
	美国	标配	2015 年 5 月
股票	欧元区	超配	2013 年 7 月
	英国	标配	2016 年 4 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		低配 ↓
另类投资		超配	2013 年 6 月

\*开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期  
数据来源：渣打银行

## 多资产收益

在我们的年度《全球市场展望》中，我们预期 2016 年的市况波动会增加，所以将多收益架构更新，除了收益及资本增值潜力外，亦着眼于下跌可能性。虽然高息股票年初至今表现良好（某些方面的收益仍然吸引），但由于下跌的可能性增加，我们最近将配置向固定收益转移。固定收益的收益率不如股票吸引，而加息亦构成中度风险。然而，由于其下跌可能性较低，我们认为对于收益投资者来说有较佳的风险回报前景。最后，非核心收益仍然是个重要的收益来源，而且对投资组合有分散风险的作用。

资产配置 (多资产收益)	收益率	收益潜力	资本增长	下跌可能性	评语
<b>股票收益</b>	<b>4.8</b>	●	●	●	<b>重要的收益来源，并有源于资本增长的不太大的上行空间</b>
北美洲	3.4	●	●	●	估值合理至略微偏高；销售 / 利润增长低落，所以回报低于平均；某些板块吸引
欧洲（英国除外）	5.4	●	●	●	估值合理；有欧洲央行及汇价方面的支持；收益率吸引；受制于全球增长；一致买卖对象；势头欠佳
亚洲（日本除外）	5.5	●	●	●	派息可观；个别估值吸引，但全球增长、盈利、美联储动向及杠杆率都可引发下跌风险
<b>非核心收益</b>	<b>4.9</b>	●	●	●	<b>对收益及增长有分散作用</b>
优先	5.3	●	●	●	利率看升有利于金融类；对投资资金流动有高度敏感性
可转换	4.1	●	●	●	中度经济扩张以及渐进的加息步伐应有利于可转换证券。风险：政策失误
物业	3.9	●	●	●	分散收益作用；房地产市场稳定；承受加息及资金外流风险。风险特性不对称
备兑认购期权	5.3	●	●	●	若股票上行空间有限可发挥增强收益作用
<b>固定收益</b>	<b>4.9</b>	●	●	●	<b>对投资组合有稳定作用；收益来源，但并非全无风险</b>
公司 - 发达市场高收益	6.9	●	●	●	近期估值紧缩；收益率吸引；最大障碍在于资金流动、美联储动向、油价及美国信用质量下降
新兴市场硬货币主权债务	5.7	●	●	●	由于投资级、高收益债券的风险回报特性不一，必须保持选择性。受美国利率影响者看好，受商品价格影响者看淡，估值合理
新兴市场本地货币	3.8	●	●	●	风险回报特性普遍有欠吸引。本地前景稳定；主要风险：汇兑
印度卢比债券	8.2	●	●	●	结构性概念已发挥殆尽；套息交易；中央银行、改革务实可靠；近期风险在于外国需求。需要维持汇率稳定
投资级		●	●	●	对投资组合有稳定作用、收益有保障；某些方面值得留意
公司 - 发达市场投资级	2.4	●	●	●	收益溢价收窄，但价格合理，不算昂贵；若美联储加息周期暂缓，长期美国债券前景便显得吸引
公司 - 亚洲投资级	3.6	●	●	●	审慎看好。估值合理，评级稳定，但中国债券面对经济增长方面的阻力
通胀保值国债	0.8	●	●	●	估值偏低，也是名义主权债券之外的另一良好选择；受加息的影响与 G3 主权相若；受美国通胀急升影响
主权债	1.3	●	●	●	势头、量宽对欧盟有强力稳定作用，但价值不大；长期美国国债；澳洲、新西兰受到有力支持。美国国债相对于欧洲、日本有收益溢价

数据来源：渣打银行

## 经济及政策展望

- 在全球投资委员会(GIC)的月会上，我们的宏观经济讨论主要集中于美国今后数月加息的可能性重现。基于几位美联储决策官员的鹰派言论，我们认为第三季加息的机会已见增加。然而，我们仍然相信美联储加息后应该难以在今年内再加一次。
- 我们对欧元区的增长前景保持积极态度。美国增长经首季下挫后，次季可望回升。我们认为英国“脱欧”的机率甚低，应有助欧元区经济复苏。对于中国能否避过经济硬着陆，我们亦增添了信心。
- 然而，通缩压力仍是各主要经济体（特别是日本及欧元区）面对的一大挑战，所以全球各地应会继续推行支持性的货币政策。商品价格见底回升，对新兴市场应有一定支持，但风险仍然存在。

通胀及工资逐渐上升拉高了  
美联储第三季度加息的机会。

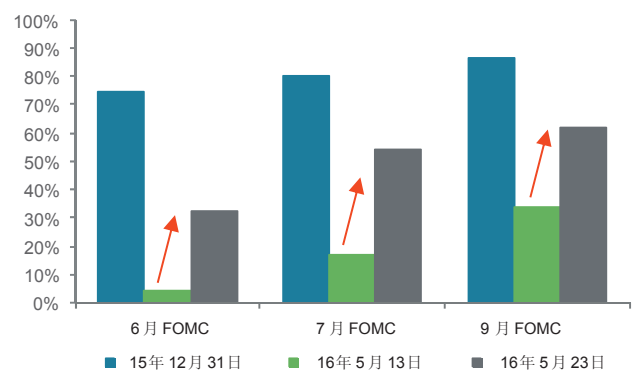
**美联储加息预期再成注意焦点。**美联储 4 月份议息记录采取积极，加上几位决策官员发表鹰派言论，令今后数月内加息的议论重燃。我们认为，由于整体通胀及工资逐渐上升，今年加息一次是合理之举，时间可能在第三季内。然而，美联储势难在 2016 年内二度加息，因为全球正面临通缩阻力（见下文）。

**对欧元区及中国抱积极观点。**虽然今年全球需求放缓及欧元反弹，欧元区增长仍保持坚稳。我们相信欧洲央行的政策有助增强对民歌的信贷，令经济得以在内需推动下持续复苏。中国方面，经过连月的政策刺激，增长指标呈现回稳迹象，令我们更有信心中国经济今后 12-18 个月可避过硬着陆。另外，全球各地的财政政策趋向宽松，有利于全球增长。

**通缩压力下必须维持宽松的货币政策。**虽然近来大部分主要经济体的经济数据回升，但过剩的产能（特别是在亚洲及欧洲）以及欧洲的高失业率持续令全球各地承受通缩压力。近期商品价格回升的确消除了一个引致通缩的因素，令不少依靠资源的新兴市场寻得谷底。然而，由于美元强势重现，加上负债水平高，而且全球需求依然不振，都可能给新兴市场的短期前景蒙上阴影。

### 美联储加息预期于5月急剧升温，皆因决策官员发表鹰派言论

对美联储在 6 月、7 月、9 月加息的市场预期



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 大部分主要经济体近来的经济数据比预期为佳，但美国属例外

主要经济体的经济惊奇指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

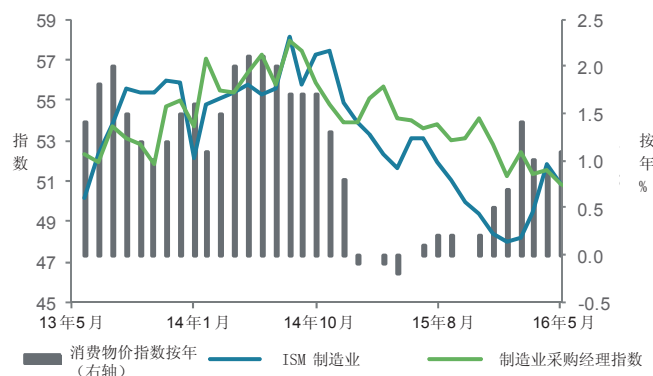


## 美国：美联储加息预期随消费、通胀上升而重燃

- **美国消费经首季放缓后回升。**在美国经济所占比重超过三分之二的零售销售在 4 月份强力反弹，皆因就业市道强韧，令个人收入持续上升。消费回升，加上服务业好景，抵销了制造业不振的影响。结果，美国增长年率经首季下挫后有望在次季回升至 0.5%。
- **通胀逐渐趋升。**随着原油价格回升，美国通胀自去年底开始缓慢而稳定地趋升，而就业市道及楼市趋紧则推升了工资及租金。尽管存在此等供给侧的制约，但财政状况保持宽松，及美元强势重现亦可能在今后数月产生抑制通胀的作用。
- **美联储第三季加息可期。**某些美联储决策官员基于消费旺盛以及工资压力上升而发表鹰派言论，触发了早至 6 月加息的预期。我们相信 7 月或 9 月加息的可能性较大，因为英国在 6 月 23 日举行“脱欧”公投，正值美联储 6 月份议息之后。然而，美联储今年内势难二度加息，因为增长存在外来阻力。

### 尽管制造业不振，但美国通胀趋升

美国 ISM 制造与 Markit 制造业采购经理指数；美国消费物价指数（按年%）（右轴）



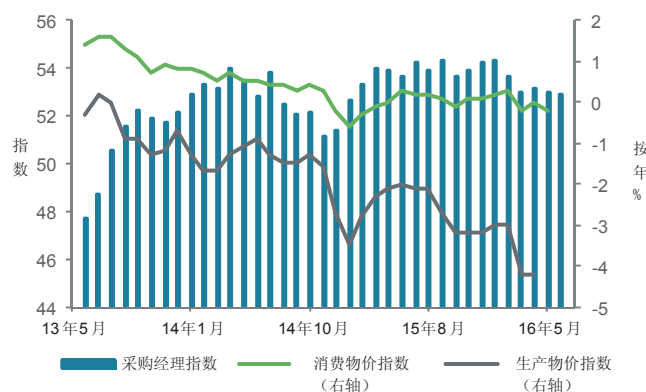
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 欧元区：扩张持续，但通缩压力挥之不去

- **欧元区商业信心稳固。**德国、意大利及西班牙 5 月份商业信心指标坚稳，加上法国商业信心连升三月，有助促进欧元区增长。举债成本空前低微，信贷渠道比前畅通，即使欧元强势重现有损出口，但经济仍得以持续增长。此外，希腊与债权方达成债务协议，亦减低了当前的一大风险。
- **通缩压力挥之不去。**4 月份消费物价按年下降 0.2%，3 月份生产物价收缩 4.2%，反映自去年起一直纠缠经济不休的通缩压力仍然存在。虽然区内失业率自 2013 年到顶后已见回落，但仍显著高于 2008 年金融危机前的水平，令工资压力持续受到抑制。
- **欧洲央行政策有助促进借贷。**欧洲央行调减利率，并激励银行增加放款，促成欧元区家庭及公司贷款持续上升。然而，由于通胀持续低企，欧洲央行在今后数月进一步放宽政策的机会相应增加。

### 欧元区商业信心保持坚稳，但通胀下降压力挥之不去

欧元区采购经理指数；消费及生产物价通胀（按年%）



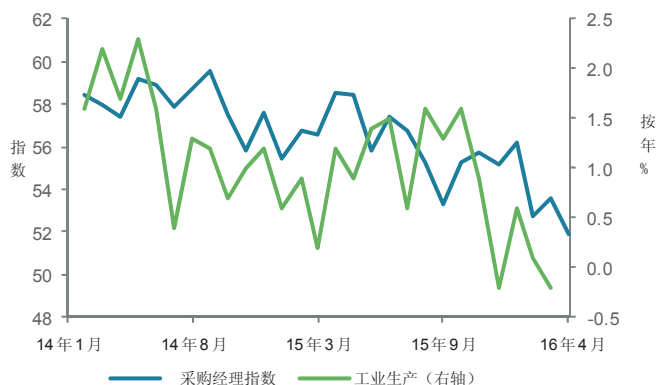
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 英国：“脱欧”悬念有损增长前景

- **英国增长持续放缓。**商业信心指标、工业生产以及就业创造持续受制于 6 月 23 日决定是否留欧的公投所引发的不确定性。然而，4 月份零售销售反弹，对次季增长估计提供了若干支持。民意调查及博彩市场都反映赞成英国留在欧盟内的“留欧”阵营过去一月有所壮大。
- **英伦银行就“脱欧”风险作出警告。**英国央行行长卡尼作出警告，指一旦英国“脱欧”，将会引发衰退风险以及英镑急挫。虽然在此情况下理应降息并增购债券，但英伦银行却有可能维持利率不变，因为汇价下跌会导致通胀压力重燃（4 月份通胀在“脱欧”悬念下下降）。我们认为英国有三分之二的机率留在欧盟内。据行长表示，若然如此加息机会可能会提高。我们预期英伦银行在此情况下会早至明年首季加息。

### 英国商业信心及工业生产近月受“脱欧”悬念影响而呈现不稳

英国采购经理指数：工业生产增长（按年%）（右轴）



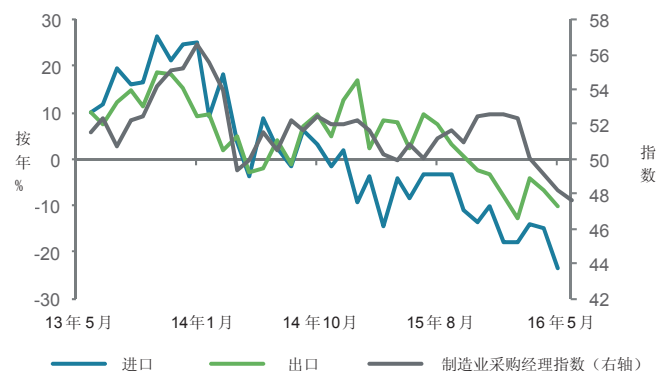
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 日本：强日圆有损出口，触发通缩忧虑

- **日本经济指标转差。**日本 5 月份制造业商业信心进一步下跌至收缩区域内，而 4 月份出口亦急挫，反映强日圆对面向国外的行业持续产生冲击。4 月份进口急挫 23%，百货店销售持续收缩，意味着推动增长的内部因素亦可能正在转弱，只是国内私人消费保持强韧，才令日本的年化 GDP 经去年末季收缩 1.7% 后得以在今年首季恢复 1.7% 增长，免于陷入技术性经济衰退。
- **财政、货币政策可能进一步放宽。**近月经济转差，令政府及央行承受更大压力，必须推出更多刺激措施。首相安倍晋三再度受压，要将原订明年实施的提高销售税计划（由 8% 增至 10%）押后，尽管某些顾问认为按原定计划加税可确保财政稳定，同时可补给加大财政刺激力度所需。整体通胀自 2013 年以来首度收缩，日本央行上月亦调降了增长及通胀前景预测，有见及此，我们相信在第三季加大货币放宽力度的基础已经奠下。

### 日本制造业信心因出口持续收缩而急挫；进口放缓可能是内需转弱的先兆

日本出口及进口（按年%）；制造业采购经理指数（右轴）



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 中国：信贷刺激随着经济回稳而减退

- 政策重点重归稳增长，银行贷款随之而下降。银行贷款经首季激增后，4月份大幅下降，因为数据显示经过连月的财政及货币刺激之后，经济已趋于稳定。官方的制造业信心指数经八个月收缩之后，已连续第二个月扩张，而服务业则保持健康的扩张步伐。然而，零售销售、工业生产及固定资产投资增长在4月份均见放缓，反映刺激力度减弱，政策重点重归改革。
- 出台更多广泛刺激措施的机会减退。一名“权威”人士在《人民日报》头版发表社论，指以债务促增长会对财政稳定构成风险。我们相信这些评论反映北京决策阶层的观点，可见当局对于以长期稳定作为刺激增长的代价日益感到不安。硬着陆既已避过，我们预计当局今后数月会以更多定向刺激措施支撑年增长6.5%的目标。政策重点可能重归改革，包括对产能过剩的行业进行结构性重组。

首季贷款激增之后，于4月中国决策当局看来已对过度的信贷刺激加以抑制

中国的融资总量（十亿人民币）；M2货币供应增长（按年%）（右轴）



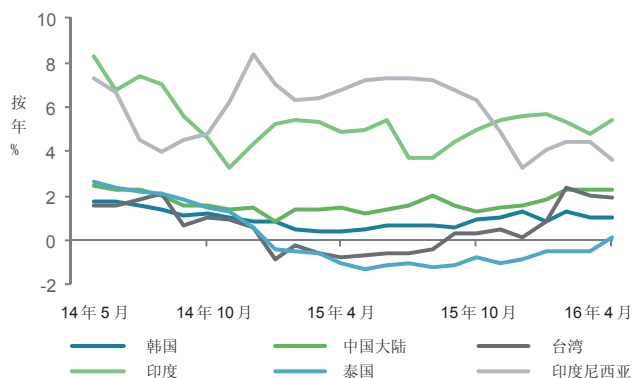
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 其他新兴市场：对外部门不振持续拖累前景

- 亚洲出口持续下滑。亚洲各地出口持续收缩，中国经过一个月的扩张后亦加入收缩阵营。区内负债本已高企，而对外部门不济又令产能过剩的情况更形恶劣。在此等压力下，国内通胀持续低于央行目标。因此，我们预期区内的决策当局会倾向放宽，就印度而言，若季风正常就有可能再减一次息。印度尼西亚、马来西亚及韩国亦可能会再降息。
- 巴西新政府在恢复信心的路上举步惟艰。接替罗塞夫担任总统的原副总统特梅尔，已委任两名亲市场的决策官员分别执掌财政部及中央银行。我们相信这是展开改革的正确一步，唯有如此才可挽回投资者的信心。我们会观察当局会以什么财政措施将相当于国内生产总值9.7%的预算赤字减抵。削减赤字对于压抑通胀（现时高于9.0%）至关重要。此举亦可为中央银行创造开始降息的空间（现时处于14.25%的10年来高位）。

亚洲通胀率普遍逐渐趋升，但仍低于中央银行目标，所以日后利率可能会进一步下调

亚洲各主要经济体的消费物价通胀（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

# 债券

- 债券是我们目前最为偏重的资产类别，原因是股市有季节性走弱风险，亦因为美国经济周期可能正接近尾声。
- 我们看好公司债券多于政府债券。当中我们以美国投资级债券为首选。
- 新兴市场方面，我们看好美元计价主权债券多于存在汇兑风险的本地货币债券。

债券是我们现时最为偏重的资产类别。我们以优质公司信贷为首选。

## 各项关键因素上月的转变

因素	自 2015 年 12 月以来有何转变
美联储利率前景	↓ 加息预期升温利空美元计价债券
美元强势	↓ 美元转强利空 G3 及新兴市场本地货币债券
信用质量	↓ 新兴市场美元及发达市场公司债券信用质量转差的风险正在上升。亚洲美元公司债券质量转差的情况相对有限
估值	↑ 新兴市场美元政府债券的估值普遍下降，而发达市场公司及亚洲公司债券的估值几乎维持不变
绝对收益率	↑ 因政府债券收益率微升而上升
商品价格	■ 油价上升利好发达市场高收益及新兴市场美元债券。金属价格走弱则属利空

注：箭头表示该因素对潜在债券回报的影响。

数据来源：渣打银行

## G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **美联储加息及通胀的预期升温形成新的风险。**随着通胀预期随着油价回升而升温，而美国工资压力加剧又对收益率形成上升压力，我们相信 G3 政府债券的强力升势可能已经停顿。另外，近期的讯号似乎显示美联储加息的力度可能大于市场预期。我们仍然看好美国国债多于其他 G3 政府债券，这是着眼于其防守性，并相信一个适当分散的投资配置可以为之作为对冲工具。然而，鉴于加息风险增加，我们对此等债券的偏重程度已稍为减低。

若美联储的加息力度超乎预期，我们相信短期收益率的升幅可能会大于长期收益率。然而，日本及欧洲的收益率处于负水平，意味着美国国债的需求有限，可能会令 10 年期美国收益率窄幅波动(1.75-2.25%)。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收益吸引。**新兴市场美元政府债券仍是我们在政府债券范畴内最为偏重的。尽管今年至今的回报已超过 6%，但此等债券的收益率仍接近 5.8% 的吸引水平，在今日的低息环境下实在不容忽视。除了收益因素外，我们另一看好之处是此等债券既可投资于新兴市场主权债券，但又没有明显的汇兑风险。

然而，由于其对美国收益率敏感，美国加息力度大于预期是风险之一，但其当前收益率有显著的缓冲作用。另外，商品

价格下跌的风险以及美元走强都是阻力，可能会令估值不能进一步紧缩。因此，我们倾向在新兴市场内以投资级债券作为避险之选（收益率达 4.4%）。我们相信此等债券可带来正数回报，至于新兴市场美元政府债券，我们倾向维持基准配置（见第 6 页）。

## 公司债券相对于相关基准的利差\*

	现时	52 周高位	52 周低位	长期平均*
美国投资级	1.75	2.33	1.47	1.98
美国高收益	5.63	8.39	4.23	5.79
欧洲投资级	1.30	1.67	0.97	1.34
欧洲高收益	4.28	5.81	3.44	6.26
亚洲投资级**	2.21	2.60	1.94	2.52
亚洲高收益**	5.53	6.97	5.06	6.75

\*美国及亚洲的相关基准为美国国债，欧洲为德国政府债券

\*\*2001 年往后的长期利差平均。

\*\*2006 年往后的长期利差平均。

数据来源：摩根大通、巴克莱、彭博、渣打银行

## 公司信用债（美元）

- **美国投资级公司债券仍是我们的首选。**我们的着眼点仍是在于其对美国国债的收益溢价。在市场存在大量负收益政府债券的环境下，我们相信追求收益可能会成为公司债券的支持因素，并有助推升估值。
- 美国投资级公司债券既具有投资级信贷的保障作用，而收益率又高于美国国债，我们认为是恰到好处之选。如右上图表所示，美国国债是影响美国投资级信贷回报的主要因素。虽然当前收益率较诸年初时已显著下降，但其估值仍与长期平均一致。
- **美国高收益公司债券 – 吸引的套息工具。**虽然我们减低对发达市场高收益公司债券的偏重程度，但此等债券仍是我们全球债券当中的次选。近期油价上升有利于美国高收益债券，因为能源公司所受压力可能因而有所纾缓。但话虽如此，信用质量下降以及季节性走弱仍是主要风险所在。
- **我们偏重美国公司债券多于欧洲债券。**在上月展望中，我们强调我们偏重美国投资级债券多于欧洲投资级债券，其后我们往往被问及欧洲高收益公司债券的吸引力是否高于美国高收益债券。我们同意欧洲高收益公司债券的信用质量高于美国高收益公司债券，而且与能源的相关性较低。然而，我们相信大部分的好消息已反映在价格之上。美国高收益的当前收益率约为 7.4%，显著高于欧洲高收益公司的 4.5%。我们相信如此大的利差足以弥补上述的不利因素，所以我们偏重于美国高收益公司债券。另外，倘若美元上升，美国高收益债券的回报可能更佳。
- **在亚洲信用债中首选投资级债券。**亚洲公司债券仍是新兴市场公司债券范畴内的防守之选，过去几年的回报甚为稳定。虽然利差已收窄，但估值仍然接近长期平均水平。虽然我们仍然相信中国可望在今后 12-18 个月内避过经济硬着陆，但国内违约率上升，可能对亚洲美元债券产生短暂的外溢效应。因此，我们在亚洲信用债中偏重于投资级债券的质量。

### 政府债券负收益促进对公司债券的需求

#### 不同到期时间的政府债券的正、负收益

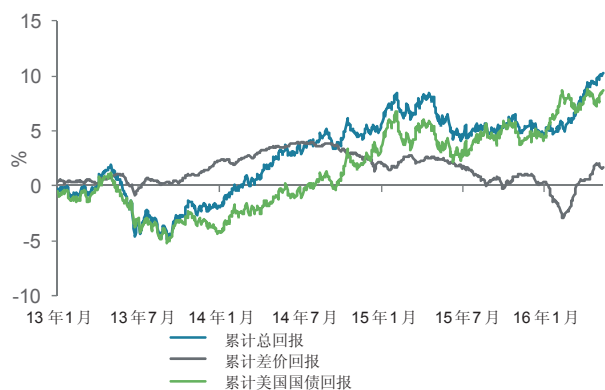
	1年	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年
美国	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿
德国	红	红	红	红	红	红	红	红	绿	绿
法国	红	红	红	红	红	红	红	绿	绿	绿
意大利	红	红	红	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿
西班牙	红	红	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿
瑞士	红	红	红	红	红	红	红	红	红	红
英国	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿	绿
日本	红	红	红	红	红	红	红	红	红	红

红色代表债券收益为负数。绿色代表债券收益为正数

数据来源：彭博终端、渣打银行

### 美国国债收益率是影响美国投资级信贷回报的主要因素

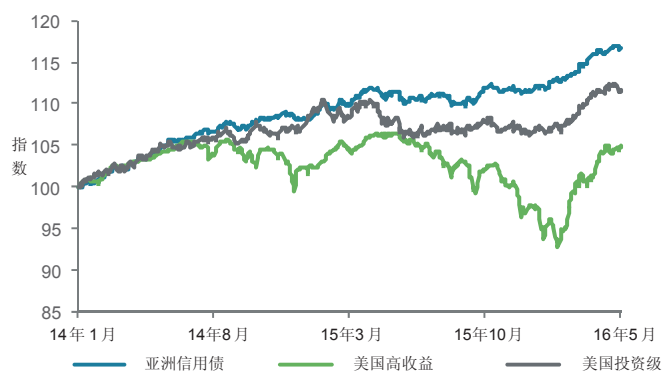
#### 2013年1月起的累计回报



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 亚洲信用债在低波动下提供回报

#### 各个债券类别的总回报（2014年1月1日起调整基数为100）



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲本地货币债券

- **我们仍然偏重美元计价债券多于本地货币债券。**我们相信，倘若商品价格回落以及美国加息导致美元走强，本地货币债券回报可能会受到不利影响。
- 在本地货币当中，我们继续偏重亚洲多于其他新兴市场，皆因其受商品影响较少、增长较强，而相对于其他新兴市场亦较具防守性。虽然拉美债券特别是巴西债券收益吸引，但我们相信大量好消息已反映在价格之上，投资者大可等待较佳的入市点。
- **印度卢比债券仍是我们的第一首选。**在亚洲本地货币债券当中，我们认为印度卢比仍是国际投资者的第一首选。虽然近期通胀缓步上升，降息的可能性的确降低，但我们对当前收益率仍感满意。虽然印度卢比兑美元可能走弱，但比起其他亚洲货币相信仍会有较佳表现（详情见第 27 页）。
- **在岸及离岸人民币债券继续面对挑战。**我们相信在岸及离岸人民币明年可能会走弱（见第 27 页），所以预期国际投资者可能会到别处寻找更佳的风险回报组合。至于本地投资者，风险回报组合的重要性较低。我们相信货币政策会维持放宽偏向，若然应利好政府债券。公司债券方面，境况已不如前。

**在岸人民币公司债券市场**今年备受注目，原因是民营企业及国有企业违约的数目增加。尽管如此，据报道违约率仍然不到 1%。但尽管违约率还不算高，投资者却可能会以违约增加为由要求更高的风险溢价，因而导致债券价格下跌。信用差别可能会变得更为重要，投资者可能不只考虑本地的信贷评级。特别值得注意的是，由中央政府支持而具重要战略意义的国有企业，与国家支持的企业之间的差别可能扩大。

**离岸人民币公司债券市场**由中国发行者主导，所以上述因素亦适用于此。另外，近期出现的流动性忧虑导致新发行活动放缓，市场规模因而缩小。若情况持续，对于市场流动性可能会有不利影响——对本地投资者是潜在风险。

### 本地货币债券利差吸引

国家	现时 10 年期息率	货币观点*	投资资金流量**
印度	7.46%	●	●
印度尼西亚	7.87%	●	●
马来西亚	3.90%	●	●
菲律宾	3.61%	●	●
韩国	1.78%	●	●
泰国	1.99%	●	●

\*渣打财富管理的货币观点。

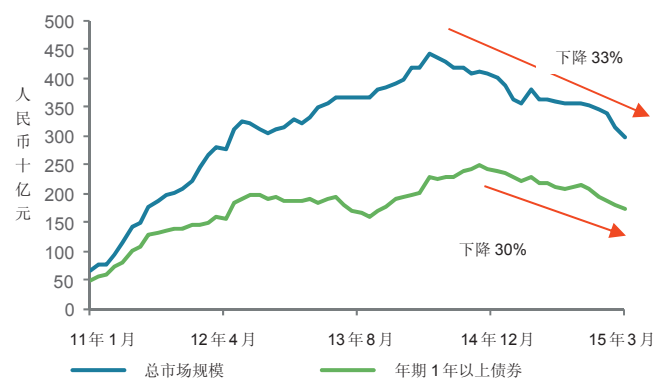
\*\*彭博外资组合流量，大于 1 亿美元。

交通灯号代表该因素对每一国家属正面、中性抑或负面

数据来源：彭博终端、渣打银行

### 离岸人民币债券市场规模缩小可能影响流动性

#### 香港已发行离岸人民币债券总额



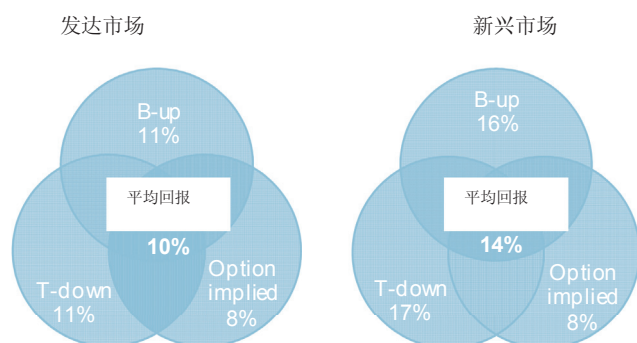
数据源：香港金管局、渣打银行

## 股票

- 美国公司盈利已接近拐点。据一致预期，美国盈利应可在第三季度扭负为正，甚至可能更早。
- 我们对股票短期前景（1-3 个月）的核心预测仍然是夏季走弱。然而，我们认为跌市正好为增持欧元区股票造就机会。在亚洲（日本除外）区内，我们看好印度股市。
- 英国就是否保留欧盟会籍的公投，看来”留欧”阵营已稳占上风。若公投决定留欧，主要受益者会是中、小型企业。

美国公司盈利  
已近拐点。

### 利用不同方法估计的12个月期潜在市场回报结果乐观



1. **B-up:** 基于分析员价格预测的一致估计：由下而上方法。

2. **T-down:** 利用一致盈利预测及估计市盈率扩张 / 收缩所作的估计：由上而下方法。

3. **Option implied:** 期权潜在回报的估计是基于在现价位沽出一项 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。该等估计应视作最佳情况，概率为<50%。

数据来源：彭博终端、FactSet、渣打银行

### 关键动因及近期趋势

因素	自 2015 年 12 月以来有何转变
盈利增长	↑ 年初至今：经过连续三季的小增长后，美国盈利预计可在第三季度扭负为正，甚至可能更早
发达市场估值	↓ 年初至今：美国、欧元区、日本及英国的估值年初至今计算下跌，但全部维持在长期平均以上（日本除外）
新兴市场估值	↑ 年初至今：亚洲之外的新兴市场的估值年初至今计算急升，主要是受巴西带动，而巴西估值现已显得昂贵。亚洲估值仍属吸引，但欠缺催化因素
公司利润	↓ 年初至今：公司利润率承受下降压力，原因是包括工资在内的成本上升
油价	↑ 年初至今：油价反弹，原因是美国页岩油产量下降，导致供过于求的预测下调
美元	↑ 年初至今：美元自 5 月初起强力反弹。先前在 1-4 月期间美元走弱

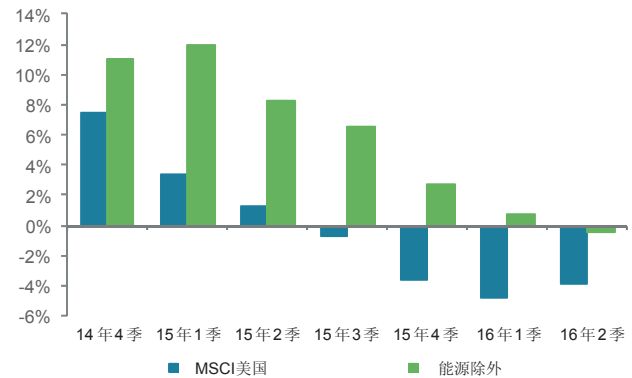
数据来源：渣打银行

## 美国：盈利拐点将临

- 我们对美国股市从现水平的 12 个月期前景中看好，其在我们对各重点市场 / 地区的偏重次序中名列第二。由于商品价格回升，股票分析员对于美国公司盈利前景日益看好，盈利修订转为正向。若美联储在今后数月加息，这个趋势可望持续，因为加息应有助提升银行业组别的盈利预测。
- 公司盈利经首季收缩 5% 后，分析员一致预测次季收缩幅度降低(3%)，第三季恢复增长(2.5%)。美国盈利增长前景改善是两个因素所致：商品价格回升以及加息预期升温，能源业及银行业的盈利预测因而上调。
- 虽然季度盈利增长前景看好，但我们基于多项因素而对美国股票保持审慎，包括：
  - 利润率下降：美国公司利润于 2015 年见顶，因成本上升而承受下降压力。
  - 估值高企：美股市盈率接近 18 倍，虽然估值不算偏高，但被视为昂贵。
  - 经济周期：我们相信经济周期已进入末段。根据历史经验，到了这个周期阶段，减持股票是适当之举。

### 美国盈利拐点将临

美国季度盈利预测（整体与扣除能源业）



数据源：FactSet、渣打银行

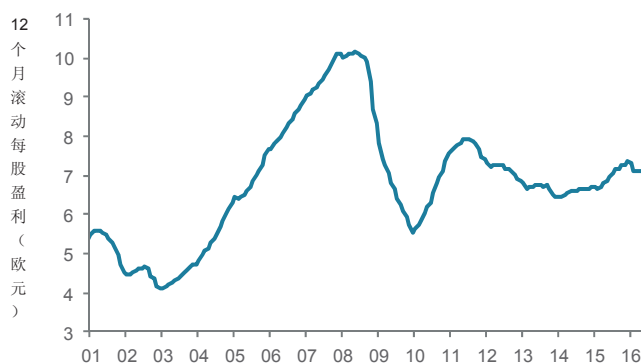


## 欧洲：看好欧元区，看淡英国

- 我们看好欧元区股市前景，其在我们对各重点市场/地区的偏重次序中排于首位。我们的乐观看法是基于多项因素，如欧元兑美元弱势重现，此情况一向有利于面向出口的行业组别，如运输业及汽车业。欧洲央行透过定向长期再融资操作以及其他措施提供的大量流动资金亦利好股市。
- 希腊问导导致今后数月股市不稳的可能性，现在应可排除，因为该国最近与欧元集团财长达成协议，获发放另一笔 100 亿欧元的救援资金。重要的是，欧元集团亦同意最终向希腊提供债务减免。此举意义重大，意味着承认希腊高达 180% 的负债对 GDP 比率不可持续。
- 欧元区盈利一直被表现不振的能源业及金融业拖低，但在去年末季降至低谷后，今年首季回升—这个趋势在次季可望持续。
- 英国在我们对各重点市场/地区的偏重次序中名列第三。
- 还有不到一个月，英国就会举行公投，决定是否留在欧盟，从经济角度出发的论点看来赢得民心。决策当局以就业及经济增长所承受的风险为由，强调必须留欧。英国脱欧对欧元区的影响也是注意焦点所在。一致意见认为欧元短期会下跌，市场情绪亦会受到不利影响。
- 脱欧公投不论结果如何，都会有明显的赢家及输家。若公投结果是留在欧盟，富时 250 指数内的中、小型公司可能会表现领先。若通过脱欧，则表现领先的可能会是富时 100 指数内的大型公司。所以有这两种表现趋势，主要源于英镑的相对强弱及其对富时 250 及富时 100 两指数成分公司的盈利的影响。英镑走强被视为利好富时 250 指数成分公司，是因为此等公司的收入大部分来自国内，英镑强弱对其影响较少。

### 欧元区盈利较2008年高位仍低30%

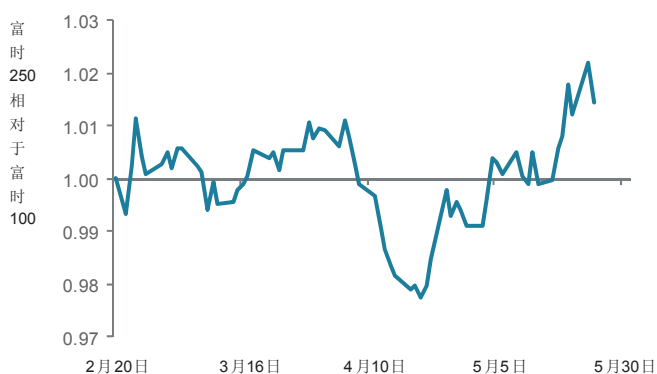
#### 欧元区 12 个月期历史每股盈利



数据源：FactSet、渣打银行

### 富时250指数表现随英镑转强而回升

#### 富时 100 与富时 250 指数年初至今表现 (重订基准)



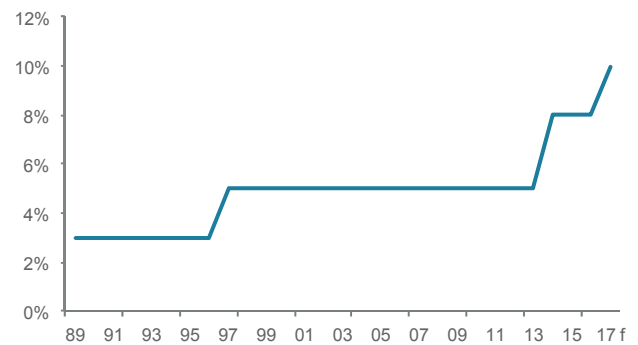
数据来源：FactSet、渣打银行

## 日本：盈利压力在前面

- 我们对日本股市抱审慎态度，其在我们对各重点市场 / 地区的偏重次序中名列倒数第二。据一致预测，今年的公司盈利增长有低双位数。然而，这不过反映先前日圆走弱的有利效应，但日圆现正上升，而市场是向前看的，所以我们预期踏进 2017 年后盈利会承受下降压力。
- 另一对日股构成压力的因素是提高销售税，定于 2017 年 4 月由 8% 增至 10%。首相安倍晋三已就实施与否定下具体条件。加税之期究竟会否押后，现在判断言之尚早，但对股市显然是个不确定因素。
- 日本央行何时会进一步放宽政策，看来取决于经济数据。我们相信央行可能会在第三季度再放宽政策。无论要作何变动，适当地传达讯息是至关重要的，如 1 月时宣布实施负利率政策的举动就过于仓卒。负利率进一步增减对于银行业的影响亦是关键考虑。年初至今，MSCI 日本指数以银行板块表现最差，反映负利率对银行盈利的不利影响。

### 销售税定于2017年提高至10%

#### 日本销售税趋势



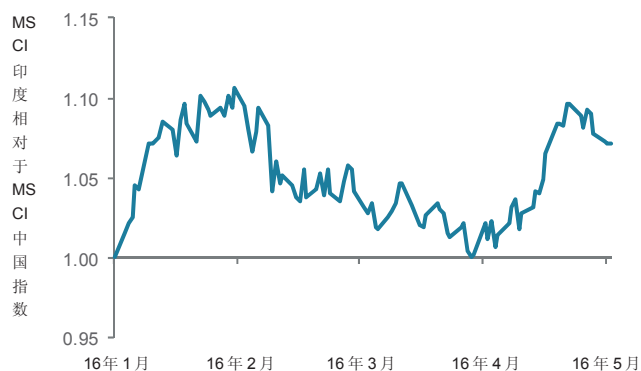
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲（日本除外）：中印易位

- 我们将亚洲市场的排名首位由中国转为印度。中国现在成为我们在亚洲市场的第三选择，次选是韩国。由于美国可能在夏季加息，而每当美联储加息期间，印度在新兴市场中一向都表现得格外强韧。在 2013 年退市恐慌期间，印度的确承受沽压，但其后基本因素大为改善。
- 全球投资委员会(GIC)认为以增长前景而论，中国股票估值合理。若单纯以市盈率衡量，作为我们首选指数的 MSCI 中国可算估值吸引，按一致盈利预测计算的 12 个月远期市盈率为 11.5 倍，低于长期平均的 12 倍。恒生国企指数以银行股占甚高比重，是我们最不倾向选用的中国指数，按一致盈利预测计算的市盈率只有 7 倍。这种情况反映投资者对银行业的不良贷款存有顾虑，而我们认为顾虑有理。因此，投资者应避免这个指数。
- 投资者的挑战在于需要见到增长加快的证据才可确定中国的投资价值。虽然决策当局今年首季的确采取了以信贷促增长的手段，但接着即反其道而行。增长状况转差，是导致以往多月一直是我们的首选市场的中国如今跌至第三位的原因之一。
- 韩国是我们在区内的次选市场。中国是韩国第一大出口市场，所以中国经济不振往往会拖累韩股，但尽管如此，韩股年初至今的表现领先于区内其他股市。由于内需强韧，出口转内销增加，消减了对外出口的拖累。
- 新加坡及香港是我们目前最不偏重的市场，主要因为两者对美联储加息都有高度敏感性。随着美国加息之期渐近，两者都可能会承受压力，因为债券收益率会上升，而未来楼价预测亦会下调。

### 印度年初至今表现领先中国

#### 印度与中国股票的相对表现



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 中国股票估值吸引，但欠缺增长催化因素

#### MSCI 中国指数远期市盈率



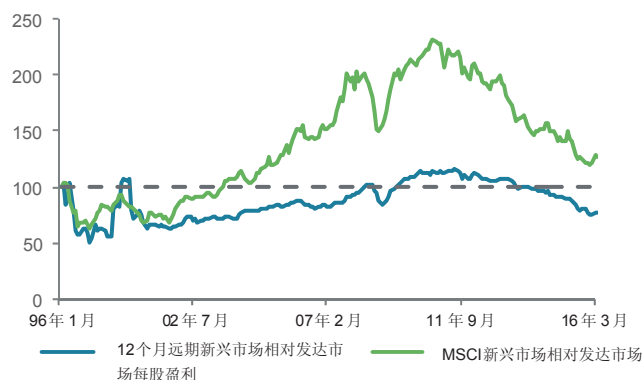
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲之外的新兴市场：商品价格上升拉高表现

- 我们对亚洲之外的新兴市场保持审慎。区内股市首季有可观升幅，但自 4 月起承受沽压，皆因石油及铁矿石等商品价格回升之势开始扭转。
- 新兴市场过去 12 个月的表现落后于发达市场，年初至今距离开始拉近。这种情况可能反映市场对每一地区相对盈利增长前景的预期有变。从右图可见，相对盈利增长与相对股市表现有着明显的关连。
- 巴西股市自 4 月底升至周期性高位后即持续承受沽压。此情况反映市场未能确定新署任总统特梅尔是否有能力推动其所建议的改革措施。由于股市从 1 月份低位已回升 45%，进入整固期应不足为奇。对于巴西资产市场今后六个月的前景，全球投资委员会成员的看法是好淡参半，但比起前一月大部分成员预测持平或下跌已有所改善。

### 新兴市场与发达市场的相对表现与相对盈利增长息息相关

#### 新兴市场与发达市场的相对盈利及相对表现



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 小结

我们对股市前景保持审慎，以我们对五个重点资产类别的信心衡量，股票排名仅高于商品。虽然我们的确认为美国盈利有可能在次季出现拐点，但较长期前景仍难看好，因为我们正处于周期末段环境。我们对股市短期前景（1-3 个月）的核心预测仍然是夏季走弱。然而，我们承认情况可能不如我们预计之差，所以会在跌市时趁机增持欧元区股票。在亚洲（日本除外）区内，我们看好印度股市。英国公投通过脱离欧盟的可能性看来正在减低，若英国留在欧盟的成数持续上升，我们倾向买入富时 250 指数内的中小型股。

### 我们对重点国家的偏重次序

1号 欧元区

2号 美国

3号 英国

4号 亚洲（日本除外）

5号 日本

6号 亚洲之外的新兴市场

最偏重



最不偏重

数据来源：渣打银行

## 商品

- 美元短线走强，加上供求失衡再成为注意焦点，我们预期商品价格会重现弱势。
- 我们相信油价近期的升势可能已超过基本因素所能支持的程度，预计价格会回落。
- 在美元走强之际，金价不大可能再创新高，但倘若承担风险意欲转弱，金价可能会保持强韧。

近期的商品价格升势  
开始遇到阻力。

### 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
需求	石油的增长率预测稍微下调。黄金需求出乎意料地微升，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，美国库存持续上升。然而，近期石油生产短暂中断可能掩盖了这种情况
情绪	近数月对商品过度看好的情绪可能正在扭转
美元	美元 3-4 月期间转软对商品产生支持作用，但近期美元走强又变为阻力

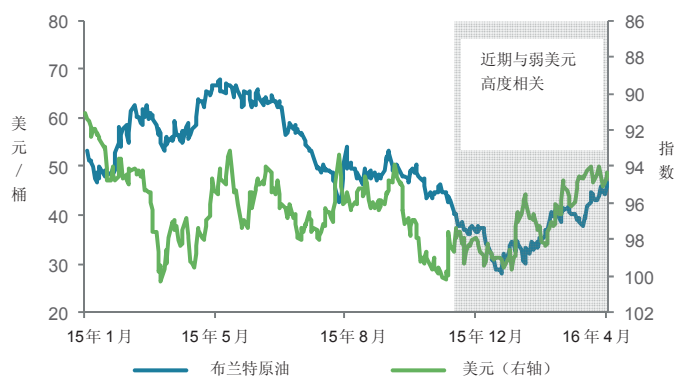
数据来源：彭博终端、渣打银行

## 石油

- **油价短期出现调整的可能性。**我们相信有两个因素可导致油价短期出现调整，所以我们不会在现水平高追。首先，在季节性利好因素加上美联储加息预期升温下，美元强势重现。其次，暂时停产供应恢复，注意焦点重投于供求基本因素之上。
- 近期油价走势与美元的弱势一致（见图）。随着美元强势重现，我们相信这个关键的有利因素可能会变为阻力。
- 尽管从 2016 年低位回升之势甚为强劲，但供应过剩的情况依然。事实上，在油价上升的同时，石油库存仍继续增加。以美国为例，尽管近期美国原油产量减低，但库存继续增多。近期油价上升亦可能与加拿大及阿尔及利亚颇大规模的停产有关，而我们相信情况很快会扭转。
- 就较长远而言，我们预期油市会出现平衡调整，而美元强势会逐渐减退。然而，由于现价水平较高，调整过程可能会是渐进的，为时 12-18 个月才会完成。因此，若油价在此期间回落至每桶 45 美元以下，我们不会感到意外。

### 美元走弱有利油价

#### 布兰特原油价格与美元指数（反向）



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 黄金

- **金价可能维持窄幅波动格局。**金价与实质利率（即扣除通胀率的利率）预期及美元弱势都是高度相关的。由于我们预期美元短线会随着美国加息而重现强势，金价短线可能会下跌。
- 近期的升势除与美元走弱有关外，亦得力于利率预期下调，欧洲及日本更实行负利率。但在政策限制下，不少市场的利率已再无多大的下调余地。另一方面，美国加息会推高美国的实质利率，对金价形成压力。另外，近期金价上升令投机性多头激增，存货量亦上升，对金价亦构成下行风险。
- 但话虽如此，我们认为有某些因素可能利好黄金。若投资气氛变得审慎，或者出现避险环境，可能会导致避险资产的需求增加，对金价的下行空间可能形成一定程度的限制。因此，虽然我们避免以美元计价的方式持有黄金，但如并非以美元作为基准货币我们会较为放心，特别是亚洲（日本除外）货币。

### 美国短期内加息可能意味金价上行空间有限

#### 金价与 5 年期抗通胀国债收益率



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 工业金属

- **基本因素仍然欠佳；中国及美元的利好作用可能正在减退。**工业金属的升势可能已成强弩之末。近期中国数据转弱，可能已令某些乐观情绪降温。我们相信，美元转强以及存货上升都会成为工业金属价格转弱的短期因素。
- 除铝之外，主要工业金属（锌、铜、铁矿石）的存货相对于历史水平都处于高位，并持续增加。我们认为，主要供货商可能会趁现时价位较高增产。此外，虽然中国的硬商品交易活动正在增加，但我们并不相信是基本需求上升所致，其性质应以投机居多。以目前的需求水平能否吸收目前的供应，我们抱有怀疑。最后，美元转强预计会形成阻力，可能令压力加重。

### 工业金属存货趋升

#### 铜、锌存货



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 另类策略

- 股市夏季走弱的风险将临，加上较长期而言存在美国经济周期终结的风险，在此形势下，全球宏观策略的风险回报组合显得最为吸引。
- 另类策略仍是我们在 A.D.A.P.T.架构内最为偏重的资产类别之一。
- 另类策略上月表现领先于股票，不过两者整体都是微跌。

宏观策略是我们在入夏之际最为偏重的子策略。

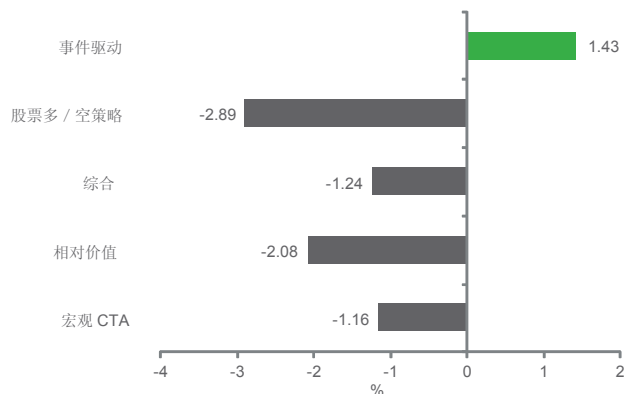
另类策略过去一月的表现领先股票，不过两者整体都是微跌。宏观策略过去一月走弱，表现不如人意。另一边厢，事件驱动策略却反弹。

**宏观策略是我们目前聚焦的子策略。** 该子策略近几年的表现较为平淡，难免令人有所疑虑。然而，我们特别在意的是，该子策略在市况波动加剧的时期往往有连番的强劲表现，尤其是在美国经济周期接近尾声之际。我们相信，这个特性在夏季将临时可能会变得日益可贵；在第 5-6 页，我们讨论了夏季时再出现“五月卖出”效应的可能性。我们认为这正是该策略最能发挥其价值的时刻，尤其是若能与多资产收益这类策略配合运用。

**股票多/空策略仍受偏重，但有短暂下跌的风险。** 该等策略与股票存在正关连作用，所以一旦夏季市况趋于波动，就会有短暂下跌的风险。然而，由于是多空并用，所以波动性应会低于净多头。在今日不确定的环境下，我们认为该等策略是投资于股票的一个吸引途径。

### 宏观策略今年早段表现领先；今后数月可能再有好表现

#### HFRX 子策略指数表现（年初至今%）



2015 年 12 月 31 日至 2016 年 5 月 26 日期间。

数据来源：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	<b>看好：</b> 投资于股票，但波动性可能低于净多头
相对价值	<b>中性：</b> 市况波动令机会增加，但流通性可能不足
事件驱动	<b>中性：</b> 并购活动有利好作用，但该策略易受大市波动影响
信贷	<b>中性：</b> 市况波动 / 板块受压有利于信贷好淡策略；风险在于违约
宏观	<b>看好：</b> 市况波动之际每每表现领先，所以成为我们在入夏时最为偏重的子资产类别
商品	<b>中性：</b> 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
巨灾保险	<b>看淡：</b> 2015 年保险亏损低于平均，2016 年情况可能扭转

数据来源：渣打银行

## 外汇市场

- 美元短线可望进一步回升，但兑欧元会维持在 1.05-1.15 区间内，兑日圆则维持在 110-115 区间内。英国公投若通过留在欧盟，英镑短期应会有强劲的领先表现。
- 澳元、新西兰元及亚洲（日本除外）货币会进一步走弱。印度卢比及印度尼西亚盾在美元强势下会比区内其他货币表现得更为强韧。

展望前景，美元可收复近期的一些失地，但不大可能突破新高。欧元及日圆中线可能走低，但兑其他 G10 货币及亚洲（日本除外）货币会保持强韧。在美元强势下，亚洲（日本除外）货币的下行空间可能扩大。

二度加息的可能性  
主导外汇市场。

短期：指少于 3 个月的时限

中期：指 6-12 个月的时限

### 美元：夏季走强在望

我们预期美元大致上会窄幅波动（即广义贸易加权指数的 118-126 区间内），不过短线而言近期的升势可能会延续。美联储近期发出的讯息显示 6-7 月间加息的可能性已经提高，而汇价尚未有充分反映。此外，美元的投机性持仓部署已转为净空头。回补空头可成为美元另一利好因素。

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是审慎而渐进的，对于美元强势特别敏感。其次，由于美国增长预期放缓，美国资产的吸引力相应减弱。

同样，我们并不预期美元会大跌。第一，货币政策分歧虽已缩小，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放宽政策。第二，由于新兴市场的增长未见增强，流向非美元资产的资金可能有限。

因素	自 2015 年 12 月以来有何转变
利率利差	较早时的利率利差走向不利美元，因为市场对美联储加息的预期降温。近来的差距走向又再利好美元，因为市场再度关注美联储会否二度加息
商品价格	经过一轮强劲走势之后，商品价格开始再放缓，对澳元、新西兰元一类货币构成压力
相对经济表现	2016 年美国国外的经济数据续有改善；然而，情况正开始转变。美国的核心通胀指标有向上之势，意味着经济周期可能已进入末段
持仓部署	美元持仓转为净空头。较早时过度的净多头部署令美元强势未能进一步延续

数据来源：彭博终端、渣打银行

### 美元的投机性持仓部署已转为净空头

#### 美元的非商业净持仓



数据来源：彭博终端、渣打银行



## 欧元：政治因素及欧洲央行令压力增加

我们预期欧元在中期内大致会在 1.05-1.15 区间内波动。然而，就短线而言，欧元可能会进一步走弱，理由有三：

首先，美联储会否二度加息再受关注，而此举会令美国国债与欧元区债券收益率的差距扩大。其次，欧洲央行可能正计划进行另一轮资产负债表扩充，以应对核心通胀不振导致通缩忧虑重燃的情况。第三，政治事件如英国“脱欧”公投及西班牙大选等可能会导致欧元在夏季期间出现一些波动。

然而，从较长远角度看，欧元弱势不大可能持续。欧元区已累积了庞大的经常帐盈余，现在已可大体上弥补从欧元区债务流走的资金。此外，金融市场不时出现剧烈波动或者“避险”的情况，拥有经常帐盈余的国家的货币于是表现领先。在此形势下，欧元仍然显得便宜。

## 日圆：日本央行可能要采取行动

我们预期日圆短线会在 110 与 115 之间波动，并偏向此区间的上限。日本通胀预期下降，是支持日圆近期走强的一个关键因素（详情见图表）。现在日圆有可能短线走弱，是以下因素所致：

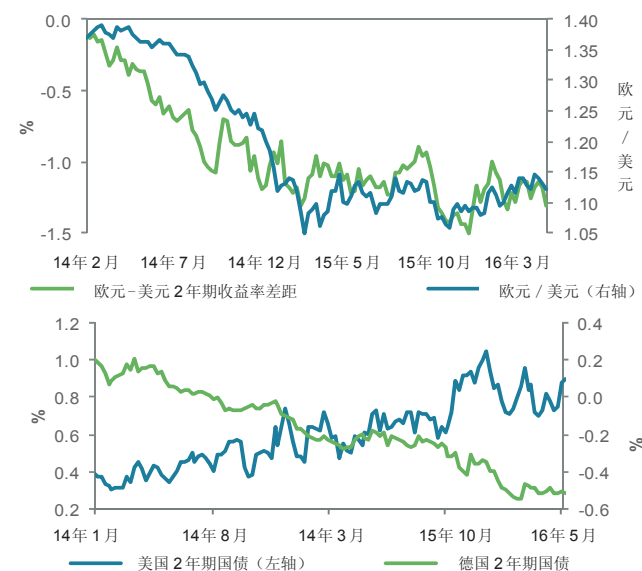
首先，美联储若倾向二度加息，美元会走强。其次，日本央行再度扩充资产负债表的可能性增加一规模大于市场预期。第三，投机性净多头极多，若其中一些平仓就会增加日圆所受压力。

然而，从中期角度看，我们认为日本央行未必能够透过加大量宽力度以及进一步降低负利率来显著推低日圆。理由之一是日本养老基金外流向国外资产的情况可能已到极限。另一原因是较长期的基本因素（即汇价大幅偏低以及庞大的经常帐赤字）理应利好日圆。

短线而言，我们认为日本央行直接干预汇市的机率不高，尤其是正值美国当局高调地谴责反竞争行为之际。

## 利率利差影响欧元走势；2年期收益率在美国上升，在欧洲则下降

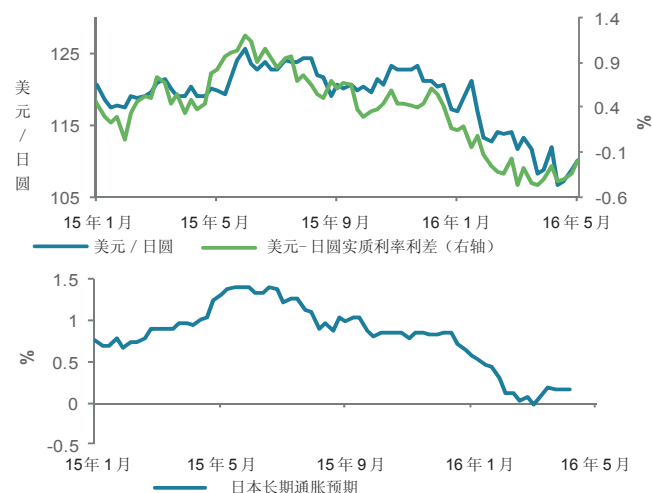
### 欧元兑美元汇率与欧洲对美国 2 年期政府债券利差



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 美元兑日圆汇率近期跟随实质利率利差走势，凸显日本国内通胀下降的重要性（最下图）

### 日本 10 年期实质利率利差\*与美元兑日圆汇率、日本长期通胀预期\*\*



\* 扣除通胀率的利率

\*\* 根据未来 5 年的 5 年期损益平衡通胀率

数据来源：彭博终端、渣打银行

## 英镑：“脱欧”可能性低，但升势只会短暂

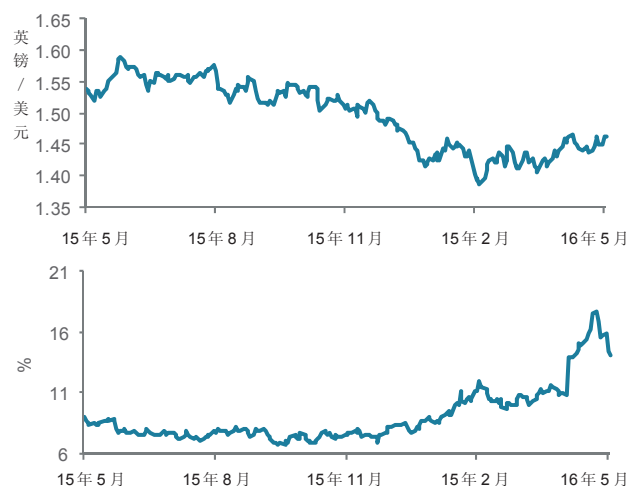
虽然英镑在6月公投前可能会保持波动，但我们相信英国最终会留在欧盟。

近期的民意调查显示国民多数赞成留欧，而内阁及英伦银行亦强调脱欧会带来严重负面经济效应。因此，若舆论倾向支持留欧，我们预期英镑兑大部分货币会显著上升，即使是在美元看升之际。

即使“脱欧”成为过去，我们也须强调英镑的强势可能有限。这场英国公投近六个月来所引发的不确定性可能已大大挫伤了企业经营情绪，从几方面的经济数据不振就可反映出来。英伦银行也可能因此而押后加息，让经济在此番折腾后得到一些休养生息的空间。最后，英国的经常帐赤字异常庞大，今后可能会继续造成融资困难。

## “脱欧”忧虑最近应已纾减，英镑拾级而上，波动性亦降低

### 英镑兑美元汇率与2年期隐含波动性



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 商品货币：短期弱势有余未尽

澳元短线可能会从现水平进一步走弱，不过我们仍然认为未至于会跌破今年低位。

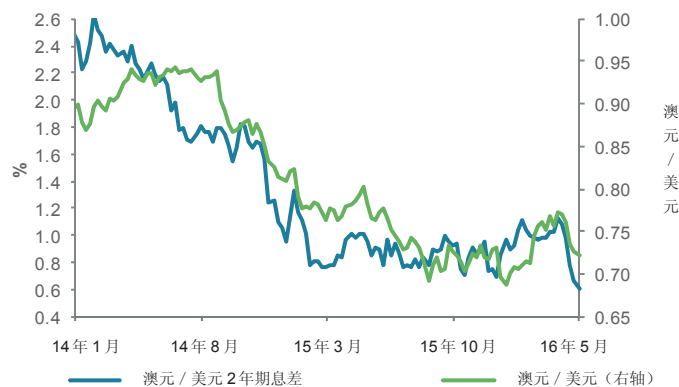
澳元的短线弱势可能源于两方面。首先，澳洲储备银行（央行）预计会再降息。其次，股市及风险资产沽压加重，可能损及顺周期的澳元。

就较长期而言，我们相信澳元的下行空间可能有限，理由有三。首先，虽然铁矿石价格短线可能进一步下跌，但可能已见今年低位，除非中国经济增长有任何大差池。其次，澳洲相对高息的债务资产可能会吸引到投资兴趣，对澳元有支持作用。第三，有见于澳洲的国内增长及劳动市场改善，央行可能会维持政策不变。主要的下行风险在于商品价格显著走弱及/或央行再降息。

我们预期新西兰元会进一步走弱，理由有二。第一，我们相信新西兰储备银行（央行）可能会再降息，以应对商品价格不振以及新西兰元贸易加权汇率走强的情况。第二，美元走强或者避险环境都可能会导致顺周期的新西兰元走弱。这个预测的失准风险主要在于央行可能会维持政策不变，以纾缓楼价上升压力。

## 澳洲调降政策利率后利率利差收窄，导致澳元下跌

### 澳元兑美元汇率与中国铁矿石价格



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲（日本除外）：在美元强势下将进一步走弱

亚洲（日本除外）货币经过 3-4 月份劲升之后，我们预期会稍为回落。我们相信这可能是两个主要理由所致：1) 由于美联储考虑二度加息，美元的季节性强势可能更为明显；2) 市场对于中国及新兴市场的增长可能已过于乐观，实际上经济转强的迹象不多。亚洲（日本除外）货币当中，我们认为印度卢比及印度尼西亚盾可能最有韧力。

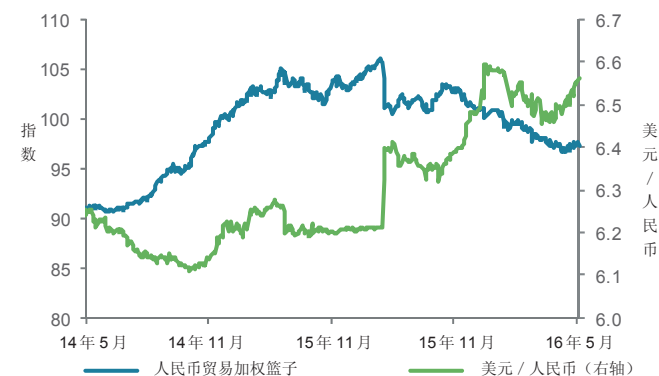
人民币兑一篮子货币已趋稳，但兑美元继续走弱。我们相信这种情况在夏季仍会持续。美元兑人民币定盘价可能会推高美元的整体走势，而当局目前只是保持人民币贸易加权汇率稳定。至今为止，当局看来是每当美元走弱时便趁机推低贸易加权篮子汇率，目的也许是要纾缓国内货币环境。然而，我们相信中国当局会继续利用这种方法，而不会一次过地猛力推低汇率。

我们对新加坡元维持看淡，并预期夏季期间进一步走弱。美联储加息成为注意焦点，坡元跌势因而加剧。坡元的短线走势终究可能要取决于主要贸易伙伴的货币（人民币、马来西亚元、欧元）的表现。在政策区间内，坡元现已跌至区间的下半部分，我们认为有可能会再跌至下限（见右图）。

在区内货币对中，我们最为看好印度卢比及印度尼西亚盾。虽然两者兑美元可能会再微跌，但表现会大幅领先于其他亚洲（日本除外）货币。我们相信两者所以表现领先，可能是因为印度及印度尼西亚的经济都是较为内向型的，并持续致力改革。另外，即使流向该地区的资金仍然有限，但在高利率下，加上政策有可能进一步放宽，其债务资产吸引到大量资金流入。

### 人民币篮子汇率趋稳，美元兑人民币汇率则走高

CEFTS 人民币篮子汇率与美元兑人民币汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 新加坡元名义有效汇率(NEER)可能进一步跌至\*政策区间底部

坡元 NEER 与政策区间



\* 坡元 NEER 走弱意味坡元兑贸易伙伴的货币走弱

数据来源：彭博终端、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。

**本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。**