

全球市场展望

2016 年 7 月



2016 下半年展望： 砥砺前行

寻找价值投资更具挑战性。过去 18 个月对于投资者而言十分艰难。2015 年，几乎所有的资产类别表现都差强人意。2016 上半年，去年表现强于大势的资产（如：发达市场股票）表现落后新兴市场股票、债券和商品。这说明，对于我们推荐的持仓布局，我们需要较年初的预期作更多的灵活调整。

后市展望的变化？ 我们对于股市变得更为谨慎。英国公投之前，欧洲的政治风险就已上升，美国经济扩张可能出于周期后段，而中国努力避免硬着陆。传统的资产类别并不便宜，所以要满怀信心地预言其未来 12 个月的走势越来越困难。话虽如此，我们仍旧偏好多资产收入策略。

多元化配置或者保持活跃。在此背景下，我们认为有两种有效的做法。第一，较以往而言，根据假定的情境来决定投资方向变得十分重要。这自然而然的会指向更为均衡的配置 – 《2016 年全球市场展望》发布以来，我们为“稳健型”风险偏好投资者推荐的配置模型带来了低个位数的投资回报。或者，投资者也可以选择变得更为活跃，并专注于短期战术性机会，每当资产遭遇超卖时，这样的机会便会显现。

本期《全球市场展望》展现了我们重要的长期以及战术性投资观点，这些观点或许会帮助投资者安然度过很可能极富挑战的下半年。

我们的团队

	Alexis Calla* 投资建议和策略全球主管 全球投资委员会主席		Steve Brice* 首席投资策略师		Aditya Monappa*, CFA 资产配置和组合方案主管
	Clive McDonnell* 股票投资策略主管		Audrey Goh, CFA 资产配置和组合方案总监		Manpreet Gill* 固定收益、商品和外汇 投资策略主管
	Rajat Bhattacharya 投资策略师		Arun Kelshiker, CFA 资产配置和组合方案执行总监		TuVi Nguyen 投资策略师
	Victor Teo, CFA 投资策略师		Tariq Ali, CFA 投资策略师	<p>凭借经验和专业知识，我们助您驰骋市场，为您提供真知灼见和行动方案，助您实现投资目标。</p>	
	Abhilash Narayan 投资策略师		Trang Nguyen 资产配置和组合方案分析师		

* 投资委员会的核心投票委员

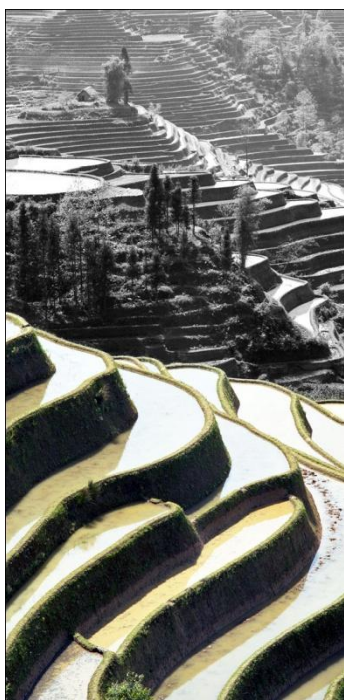
目录



重点		
01 砥砺前行		
		观点 由全球委员会提供 04
情境		
下半年可能出现的情境 08		
投资策略 11		
宏观概览 13		
		各类资产
		18 债券
		22 股票
		27 商品
		29 另类策略
		30 外汇
多重资产		
多重资产 33		
杠杆 39		
		观点回顾
		上半年表现回顾 41
		市场表现概览 43
		2016 财年表现主题 44
		事件日历 47
		免责声明 48

观点

由全球投资委员会提供



Q 投资者面临怎样的重大挑战？

A 在全球普遍低利率甚至负利率，并且大多数股票估值也已完全反映其基本面的环境中，投资者面临的重大挑战是寻找可以提供潜在强劲回报的来源。

鉴于美国经济步入周期尾声，欧洲政治压力与日俱增，而中国正努力避免硬着陆，这一点变得更加重要。

在此背景下，我们认为确定下可能发生的各类具体情境，显得尤为重要。目前缓慢增长、通胀压力有限的经济环境可能会持续较长时间，但我们认为这样的前景正面临日益上升的风险，不管是上行还是下行风险。

第 8-10 页描述了四种可能的情景以及其对不同资产类别的潜在影响。最基本的一条就是专注于一类资产——不管是债券还是股票——是危险的。投资者需要均衡配置资产，包括持有一些通胀对冲工具。

举例而言，从多重资产投资的角度来看，可以用全球宏观策略作为对收益类资产的补充，以此缓冲宏观经济可能出现的极端情境。

Q 对于股市的前景是否看得过于谨慎了？

A 我们认为全球股票未来面临巨大的上行或者下行风险，下一章节中我们罗列了几种潜在的情境。

积极的一面是，企业盈利衰退最差的阶段似乎已经过去了，基金经理的现金头寸仍然过多。后者意味着基金经理已对疲弱的市况有所准备，而这将限制短期内回调的幅度。

不过，由于股市已充分估值，而市场的价格水平已经考虑进企业盈利强劲反弹以及美国经济可能出于扩张周期的尾声，我们情愿谨慎行事，即在必要时减持股票，并专注于更具防御性的领域。

话虽如此，我们仍然建议持有一定量的股票，以应对“抢货恐慌”的情景下的风险——在这种情境下，基金经理在股票上向上突破时被迫买入股票——以及企业盈利超预期的风险。

股票期权市场的价格水平反映出，市场未来越来越有可能出现大于往常的涨/跌，而这种涨跌指向潜在结果的不确定性有所增加，日本股票期权市场的定价对此的反映尤为明显，欧洲某种程度上也是如此。因此，对于可能出现的上涨情境，不对期权价格仅作小幅折让。

Q 面对英国脱欧，市场展望有何改变？

A 英国公投脱欧的结果出人意料，反映出公众对于政治和经济精英愈发不信任的全球趋势，以及其对于全球化好处的质疑。

美国和欧洲其他地方的政治进程也出现类似的情况。我们认为这对于风险资产而言是一股强劲的阻力。

当然，如果者能够激发欧洲投票者觉醒，那就再好不过了——我们注意到英国脱欧公投仅限于其本身，远未形成一股潮流。不过，最近的历史经验让我们相信，这些趋势的根本原因太过深层，尚无法一力扭转。

过去 6 个月，我们一直大幅收紧风险偏好，并且我们认为市场尚未被充分低估从而足以扭转现有趋势。

当然，我们对欧元区股票的偏好正面临日益严苛的检视。预计欧洲决策当局将会警惕金融市场的压力迹象，限制英国脱欧公投风险在短期内的蔓延。不过，不确定性上升可能会导致持有欧元区股票的风险溢价上升，降低其相对其他市场价值重估的幅度。

Q 新兴市场资产的前景是否有所改善？

A 美国加息预期下降，以及美元今年以来相应走弱，显然提振了新兴市场情绪。展望后市，我们相信发达市场和新兴市场间 GDP 的相对增长和相对盈利增长预期是左右两者股市相对表现的重要因素。

我们认为扭转趋势的条件尚不存在，因为中国正迅速收回年初实施的经济刺激措施。不过，我们看到新兴市场的其他国家出现了有趣的进展。巴西可能是最好的代表，其经济改革的承诺成功帮助其本币升值，债券收益率大幅下跌，股市反弹。企业盈利预期也飙升，不过原先的企业盈利过低。

目前我们还没准备好全力拥抱新兴市场资产。话虽如此，全球投资委员会对于未来 12 个月发达市场跑赢新兴市场的信心有所下降。这说明在股票之间采取更为均衡的配置是谨慎之举。



寻找价值投资是投资者面临的重大挑战。追逐新兴市场资产为时过早。

Q 人民币前景如何，其对全球金融市场的影响几何？**A** 中国决策当局试图减轻国民经济对于债务融资的依赖。虽然，经济的实际增长（去除通胀因素）对于增加收入和财富至关重要，但名义经济增长（含通胀）对于管理债务水平而言十分重要。

在此背景下，我们认为有理由让本币贬值。因为本币贬值不仅可以刺激出口从而助力 GDP 实际增长，更可以提升通胀。

因此，我们相信决策当局会继续推动人民币走弱。这一观点近期有所强化，因为决策当局总会趁美元贬值，允许人民币兑一篮子重要贸易伙伴的货币大幅贬值，然后只是部分对冲美元反弹带来的影响（见下页第 6 幅图）。

这项政策的主要局限在与，面临资本再度外逃的风险，一旦该风险兑现，则国内流动性状况将收紧，并伤及国民经济。因此，预计决策当局将允许人民币缓慢贬值。

从国际投资者的视角出发，2015 年 8 月和今年初美元/人民币试探新高时，我们便预见全球股市可能会大幅回调。近期，随着美元/人民币突破 2016 年 1 月高点，股票市场也不寒而栗，不过股事的震荡主要源于对英国脱欧的恐慌。

随着市场日益适应英国脱欧的影响，美元/人民币汇率可能会重受关注，尤其如果美元反弹的话。话虽如此，决策当局围绕其汇率政策而开展的沟通有所改善，这或许可以略微减轻风险。



图 1: 因美国处于周期尾声, 我们倾向于谨慎行事, 哪怕过于谨慎

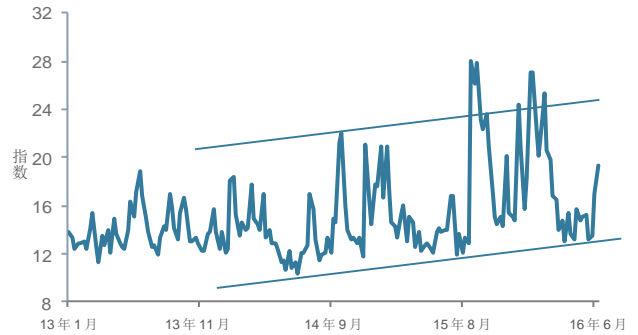
美国经济衰退过去两轮衰退前, 不同资产类别的平均表现



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图 2: 波动率加大; 大幅飙升更为频繁

标普 500 的 VIX 波动率指数



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图 3: 英国脱欧公投后, 不确定性加大, 或将减少欧元区股票价值重估的可能性

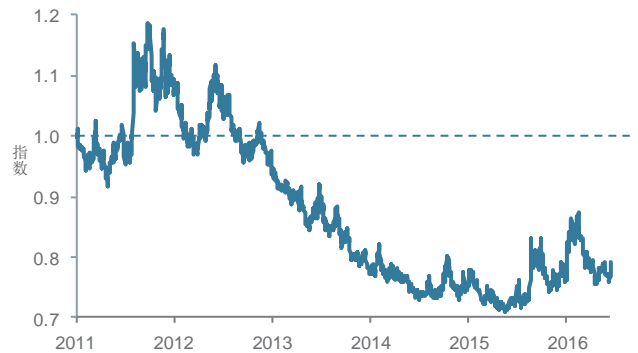
欧元区股票相对美国市场的估值 (按动态市盈率)



资料来源: Factset、渣打银行

图 4: 新兴市场股票收复了部分之前落后的表现

明晟新兴市场股票相对明晟发达股市的表现



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图 5: 新兴市场相对增长前景触底反弹, 对于新兴市场能否持续领先至关重要

新兴市场 and 全球 GDP 增长差异以及新兴市场和发达市场的相对股票表现



资料来源: 国际货币基金组织、渣打银行

图 6: 中国决策当局继续推动人民币走弱

美元/人民币汇率和人民币外汇交易中心贸易加权汇率



资料来源: 彭博终端、渣打银行

下半年可能出现的情境



全球经济前景愈发不确定。有鉴于此，建议基于情境假设和经济数据来作投资决定。这种方式包括确定可能出现的具体情境，了解不同情境对目前的投资配置的影响，然后采取措施最大化投资回报并降低风险，与此同时考虑进各种情境的发生概率和其预期影响。

自然，任何这样的流程都会鼓励投资者采取更加均衡的投资策略，而非专注于一类资产。

大凡预设情境都需要进行极大程度的简化，因为现实中可能出现的情境是无穷无尽的。我们的方法是认定我们相信具关键性的宏观变数，然后以之勾画出四个我们认为投资者不容忽视的可能情境。

我们为此认定了九个宏观变量。下表列出这些变量在不同情境下对风险偏好的影响。我们假设增长放缓、通胀下降、货币政策收紧、债券价格上升以及美元走强都是不利于风险资产的因素。虽然这些假设未尝没有可议之处，但我们相信与市场目前的思路是一致的。

对油价走势的解读较具争议性。近期以来，油价上涨一般被视为有利于风险胃纳，因为公司盈利会因而上升，通缩压力会因而下降。然而，我们留意到这种相关性正开始破裂，所以我们认为油价急涨或急挫都会对风险胃纳产生不利影响。

蜘蛛网图内有每一情境的简述。我们的目的是要了解每一情境对每一资产类别的意义，也就是对投资者的意义。

因素	有利于风险偏好
美国经济增长（GDP）	更高
美国通胀（个人消费支出平减指数）	更高
中国经济增长（采购经理人指数）	更高
10年期美国国债收益率	更低
美元（贸易加权指数）	更低
油价（布伦特）	没有极端变化
美联储政策	更容易
欧洲央行政策	更容易
日本央行政策	更容易

核心情境 – 45%概率

蹒跚前行的经济局面持续，与此同时美联储则仍非常缓慢地收紧政策；中国经济放缓（但硬着陆得以避免），欧洲央行和日本央行继续宽松货币政策以应对通缩压力。最近此情境发生的概率可能已经大幅下降。

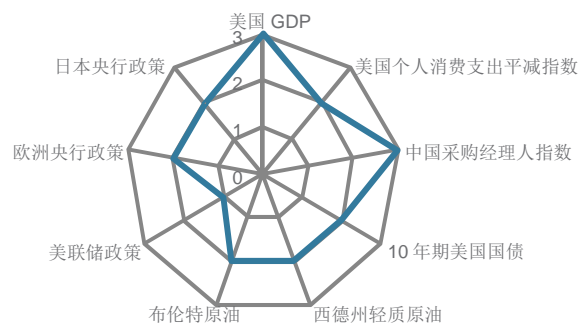
上行情境 – 15%概率

美国和中国经济略有加速，但由于全球产能过剩，通胀压力仍温和。美联储继续非常缓慢地紧缩货币政策，而全球需求复苏疏解了欧洲央行和日本央行宽松货币政策的压力。

核心情境



上行情境



1- 最不利风险资产；2- 中性；3- 最利于风险资产

资料来源：渣打银行全球投资委员会

资料来源：渣打银行全球投资委员会

经济并未衰退，这意味着虽然金融市场反复波动，但股票没有进入熊市。这给了投资者在下跌时买入股票的机会。

债券收益率缓慢上升，这使得 G3 国家国债以外的债券得以提供正回报。

美国货币政策缓慢紧缩，而日本则进一步宽松货币政策，欧洲或许也如此，这推升美元至近期汇率的上限。

这和中国经济增速再度放缓（虽然避免了硬着陆）一道，足以让投资者对于追涨新兴市场股市反弹望而生畏。

话虽如此，商品价格触底反弹以及一些国家可能实施经济改革，可能为新兴市场未来的领先表现种下契机。

这即是真正的“金发女郎”环境（即冷热适度的环境），在此环境下全球经济增速略有提升，但全球范围的产能过剩又令通胀压力保持温和。

美联储可能会加息，但步伐仍缓慢到足以避免债市出现动荡；全球股票强劲反弹，其推动力在于盈利预期复苏以及基金经理将过剩的现金头寸布局到股市之中。

全球复苏提振了欧洲和日本的经济以及通胀预期，预示欧洲和日本央行暂时无需加码宽松政策。美元企稳，缓和了新兴市场货币的压力，使得新兴市场央行得以采取保增长的措施。

这连同经济改革和商品价格反弹一道，令新兴市场股票表现大幅领先大势。

通胀情境- 20%概率

美国通胀压力回升，因为尽管经济增长温吞，但产能已充分发挥。美联储被迫采取较预期更为激进的紧缩措施。中国、欧洲和日本对美国经济增长的顾虑加深，于是宽松政策以刺激国内增长。

通胀下行



1- 最不利风险资产；2- 中性；3- 最利于风险资产

资料来源：渣打银行全球投资委员会

对于传统的股债平衡型配置而言，这样的环境颇具挑战性。美国通胀加速上扬，由于生产力低下以及劳动力市场的过剩供应不足，美国经济遭遇供给端制约。

结果是滞胀，抑或衰退，另外美国会在增长并未加速的情况下，不得以收紧货币政策，导致美元升值，从而使得全球股市，尤其是新兴市场股市失去支撑。

债券收益率飙升，至少暂时如此，而信用利差扩大，债券投资者因而遭遇负回报。

在此环境下，商品和商品生产企业会表现领先。

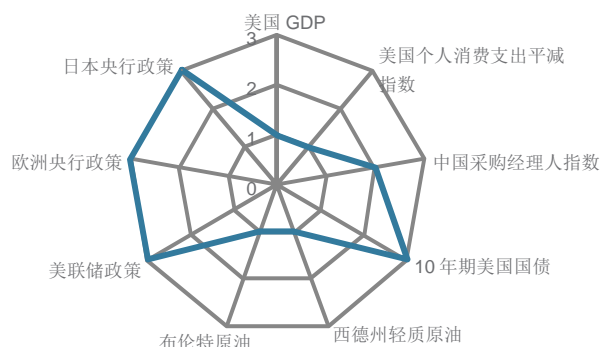
全球宏观策略和跟踪趋势的策略（商品交易顾问）也有可能提供强劲正回报。

在此环境下，房地产也可能表现良好。

通缩- 20%概率

随着美国经济开始转弱，通缩压力加剧。这导致各国采取新一轮协调一致的货币乃至财政宽松。随着风险偏好下降以及油价下跌，美元走强。中国的政策回应当于全球经济增长前景和未来商品需求尤为关键。

通缩下行



资料来源：渣打银行全球投资委员会

在此情景下，美国经济可能会转弱，严重到通缩忧虑大幅上升的程度。

协调一致的货币宽松并不足以抵消全球范围内的通缩压力，但日本会率先实行“直升机撒钱”，通过大量印钞为增加的财政支出提供直接的资金支持。在此情境下，日本股市可能会大幅领先。

随着企业违约预期上升，信用利差大幅扩大，但美国投资级债券因为美联储降息和再度采取量化宽松而表现遥遥领先。

其他地方，全球宏观策略和商品交易顾问有可能提供客观的正回报，而虽然美元走强，黄金价格却可能上升。

投资策略



发达经济体处于经济周期的不同阶段。美国经济扩张已趋成熟，但 2016 年消费支出仍会驱动经济增长。欧洲和日本处于周期中部。



由于劳动力市场趋紧，油价触底反弹，发达市场通缩压力会消退。



亚洲和新兴市场仍旧倚赖中国情况，后者正向消费主导型增长转型。油价表现很关键。



各国央行的政策取向仍旧是支持经济增长，不过美联储有意紧缩。



向周期尾部的过渡可能会导致波动加剧。

因应周期而作平衡调整

- 2016 年初，我们提出美国经济扩张可能还能持续一段时间，而中国将能避免即刻出现硬着陆。这意味着我们仍旧对股票持积极态度，但倾向于增加对债券的配置加以平衡。
- 如今，周期又走过了 6 个月，面对上升的风险，我们更为谨慎。我们仍旧相信均衡配置的重要性，这也符合我们的核心情境，但是我们对于债券的偏好更甚于以往，对于股票则更趋选择性。
- 我们相信多资产收益策略仍旧具有吸引力，但英国退欧公投之后其表现出的波动性将是下半年的一大风险；可以多资产宏观策略加以补充，来管控出现大幅回调的风险。

美国和中国经济周期仍旧很关键

年初，我们提出美国和中国在本轮周期中所处的位置，对于 2016 年的投资决策具有重大意义。我们相信这种取舍——在可能出现的经济持续增长，抑或陷入通胀或通缩的情境之间把握平衡——仍是我们确立投资偏好的关键所在。

通胀抬头的风险仍是关键的考量因素；油价触底反弹，美国薪资水平上升意味着我们有陷入通胀情境的风险。

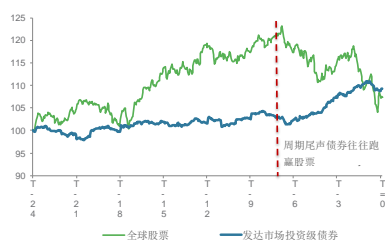
最后，人民币继续贬值或者突发事件也是风险所在。如果英国退欧公投之后，市场动荡持续，与此同时人民币持续贬值，我们也不会感到意外。

青睐债券，既能对冲风险又能获得回报

上半年，我们对于债券的青睐度一直上升。债券通常只被看作对冲波动的工具；的确，我们所看好的子类——美国投资级企业债——在年初以及英国退欧公投之后的市场波动中表现出色。

图 7：美国经济周期很关键；衰退前 6-9 个月投资级债券开始表现领先

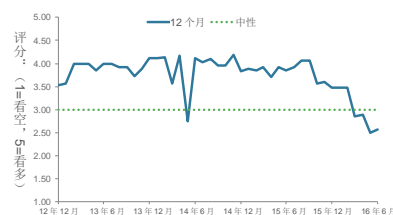
股票和投资级债券——美国经济衰退前的平均总回报



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 8：对于风险资产，全球投资委员会的态度日益谨慎

渣打投资委员会对于风险资产的观点（分数越高表示越看好）



资料来源：渣打银行

投资策略

- 不过，我们相信债券在更温和的情境中可能会积极提供回报，在此情境下
 - 高收益债
 - 新兴市场美元主权债
 - 亚洲企业债
 可能表现出色。鉴于 2016 年下半年前景不确定，我们相信持有投资级和风险级别更高的债券的组合是明智之举。债券投资建议详情请见第 18 页。

对于股票谨慎为上

- 相比年初，我们对于股票的选择性大大加强。所谓“周期尾部”，在目前的环境下可能表现为美国企业利润率下滑，美联储紧缩，以及/或者商品价格波动并威胁到新兴市场股票表现。诸如美国大选之类的风险事件也是风险所在。这意味着可以保持股票头寸，但须大大加强选择性。由于估值高企，所以企业盈利很关键。
- 偏好美国股票。虽然从盈利和利润率这些基本面指标来看，欧洲股票更胜一筹，但市场回调之际美国股票可能会表现领先。亚洲方面，我们看好印度和韩国。不过，放眼全球各行业，下半年我们愈加青睐防御性板块。详情见第 22 页。

仍青睐多资产收益策略，但关注回调风险

- 综合我们对市场关键驱动因素、债券和股票的观点，重点是在下半年保持谨慎和均衡的投资方式。这不仅符合我们基于情境考虑投资建议的建议—历史经验表明经济周期尾声市场面临一系列回撤风险。因此，我们对于管控回撤风险也给予同等关注。
- 多资产收入策略仍是在此基础上，我们在 A.D.A.P.T. 框架下最青睐的策略。不过，我们倾向于用多资产宏观策略来平衡多资产收益类投资。详情见第 33 页。

图 9：多重资产收入和多资产宏观策略间相关性低，故可混合持有

多重资产收入配置相对 HFRX 全球宏观策略指数的表现，3 个月滚动回报率%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 10：战术资产配置观点（12 个月），美元计价

资产类别	次级资产类别	展望
现金	发达市场投资级国债	标配
	发达市场投资级企业债	低配
固定收益（超配）	发达市场高收益企业债	超配
	新兴市场美元国债	标配
	新兴市场本币国债	低配
	亚洲美元企业债	标配
	美国	超配
	欧元区	标配
股票（低配）	英国	标配
	日本	标配
	亚洲（日本除外）	标配
	其他新兴市场	低配
	商品	标配
另类策略	超配	

资料来源：渣打银行

宏观概览

重要观点

金融危机之后，全球经济增长已经低于历史水平，目前还在放缓。英国脱欧可能冲击经济增长。

美国出现衰退的风险在增加

欧元区和日本面临持续通缩压力

中国经济可能进一步放缓，但应可避免硬着陆

对投资者的影响



增长放缓，通胀上升

- 全球正设法扭转增长放缓之势，但面临的挑战日益增加。我们相信美国经济周期已到了后阶段。英国脱欧震荡可能有损欧洲经济复苏。日本的扩张可能已见顶。中国可能进一步放缓，不过仍可避免硬着陆—新兴市场应可舒一口气。
- 美国通胀看来已经见底，是劳动市场趋紧以及油价上升所致。
- 我们预期美联储会保持谨慎，今年只会加息一次。欧洲央行及日本央行下半年可能会加大刺激力度，以应对上升的通缩压力。中国可能出台定向刺激措施，以防经济急剧下滑。

决策者进退维谷

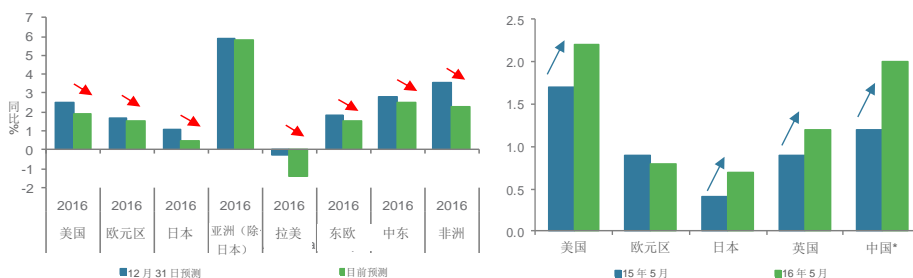
自全球金融危机以来，全球经济增长本已低于趋势，现在更呈放缓。根据一致估计，2016年的增长步伐可能放缓，是六年来第五次，上一个高峰是在2010年。而通胀则自2011年以来首次上升，部分是油价上升以及劳动市场趋紧导致工资压力上升所致，不过英国脱欧可能有碍增长，令通缩压力重现。

增长放缓与通胀上升令决策当局陷入一个罕见的两难处境。我们的全球投资委员会考虑了一些政策含义：

- 美国经济可能维持低于趋势的增长，12-18个月内陷入衰退的风险正在增加。不过由于工资压力上升，美联储可能不得不加息，只是步伐相当慢—我们预期今年只会加25基点一次。
- 欧洲及日本面对的是通缩压力上升。由于基准利率已低于零，欧洲央行及日本央行可能要更为进取。英国央行可能减息。中国也需要加大刺激力度才可达到每年至少增长6.5%的目标。
- 对于以上缺乏趋势的情境，我们给予45%机率。通胀急升或通缩加剧导致经济下滑的机率是40%。

图 11: 全球增长普遍放缓，不过主要经济体通胀反弹

2015年12月31日和2016年6月17日分别作出的对GDP增长的普遍预测，同比%；2015年5月和2016年5月核心CPI，同比% (*中国的CPI)



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

美国是否面临滞胀风险？

美国经济去年末季以来的增长一直低于金融危机后的趋势（约 2.5%）。制造及出口部门保持不振，原因是能源及资源行业持续受压，而且美元仍处于强势。英国脱欧导致形势不确定，在此情况下全球增长放缓，可能会令出口前景变得更差。国内消费依然是经济扩张的基石，首季停滞不前的零售销售在 4、5 月份上升，是劳动市场趋紧所致。房地产业仍然是影响增长的另一关键动因。

尽管有碍经济增长，通胀亦终于缓步上升。由于就业市场趋紧，薪资开始上升，而住宅租金亦急涨，皆因千禧一代对多户住宅的需求增加。在增长放缓之际通胀上升，生产力下降，我们相信对于美国经济是一大风险。

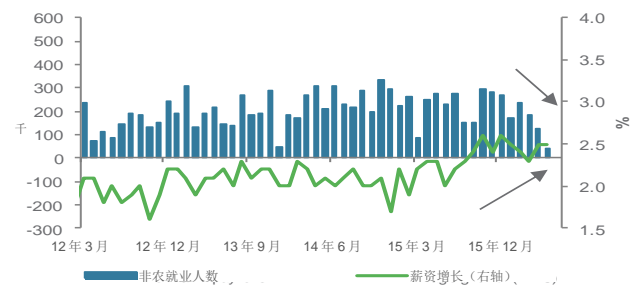
我们的核心情境是美国经济今后 12-18 个月会维持低于趋势的增长，其步伐仅足以创造有限的新职位，不至于令工资压力或通胀急升。今年至今美国就业市场放缓正好切合这个情境，因为这样会限制今后数月的工资升幅，缓解一些通胀压力。在此情况下，美联联储才得以维持非常缓慢的紧缩步伐。

然而，就业创造不断放缓，对美国经济始终是一大风险，特别是因为美国将于 11 月举行总统选举，与英国脱欧一样都会增加政策的不确定性。另一风险情境是国内薪资压力上升，加上油价及住宅租金上涨，导致通胀压力加剧，以致美联联储不得不以早于及快于市场预期的步伐加息。

在 6 月份政策会议上，美联联储决策官员鉴于就业市场转弱以及全球不确定性上升，于是将今年加息的预期往后推。根据最新的美联联储数据，现在有更多决策官员预期今年只会加息一次，而联邦基金期货价格走势反映市场预期今年加息的机会低于 20%。总而言之，由于增长存在阻力，我们仍相信 2016 年美联联储将加息一次。

图 12：美国就业增长有所放缓，但薪资上涨

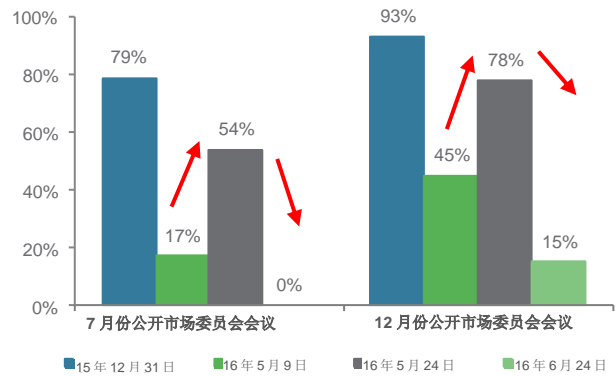
美国非农就业，单位：千；平均时薪，同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 13：美联联储加息预期过去一个月骤跌

美联联储在 7 月份和 12 月份议息会议后加息的概率



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 14：美国制造业去年以来大幅放缓

美国 ISM 制造业指数和美国 Markit 制造业采购经理人指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

英国意外脱欧令欧洲面临的风险上升

欧元区近来的增长高于预期，原因是区域内消费上升。主要经济体的商业信心保持坚稳。然而，英国脱欧公投结果出乎意料，可能有碍经济复甦。英国经济自今年初起本已显著放缓，随着脱欧谈判展开，不确定性相应增加。

英国脱欧公投之后，通胀下降压力可能上升，为欧元区前景蒙上阴影。欧元今年的强势亦削弱了企业的定价能力，因为要面对更剧烈的进口竞争。周边经济体的失业率仍然高企，以致产能过剩，工资有下降压力，始终是一大挑战。英国方面，英镑急挫可能引发短期通胀压力，不过由于增长放缓，物价上涨压力中期可能缓和。

由于长期通胀预期仍然低落，欧洲央行及英国央行承受的压力日益增加，必须采取应对行动。我们预期两行会在下半年加大刺激力度。欧洲央行可能会把当前的量宽计划的规模扩大，并延长时限，而英国央行则会降息并增加买债。

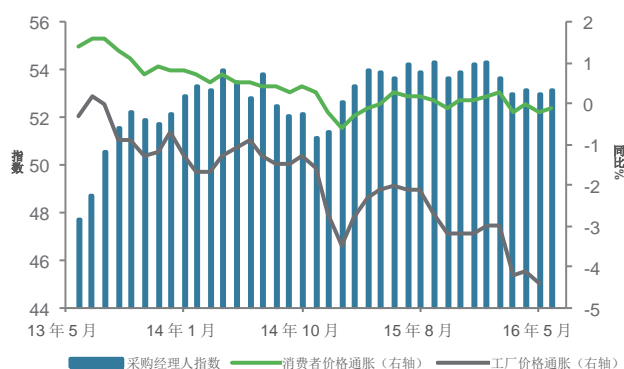
日本的通缩风险上升

日本经济扭转去年底的收缩之势，今年首季大幅反弹。然而，由于日圆急升，加上英国脱欧导致的不确定性，日本的出口及制造部门处于逆境，以致经济可能再度放缓。

尽管连年实施极其宽松的货币政策，但通缩风险依然挥之不去，令人质疑中央银行提振增长及通胀的成效。由于日本的长期通胀预期一直徘徊于 0.5% 附近，有关日本央行把政府债务核销或货币化的谈论正在增加，不过此举所涉风险甚高，若非经济下滑转急，当局不会轻率为之。政府决定将提高销售税之期延后至 2019 年，消除了一大不确定因素。我们亦预期下半年推出的财政刺激方案会令日益沉重的货币政策负担雪上加霜。

图 15: 欧元区企业信心指数在英国脱欧公投前强劲，不过通胀放缓的压力似乎在增加

欧元区采购经理人指数，消费者和工厂价格通胀，同比%



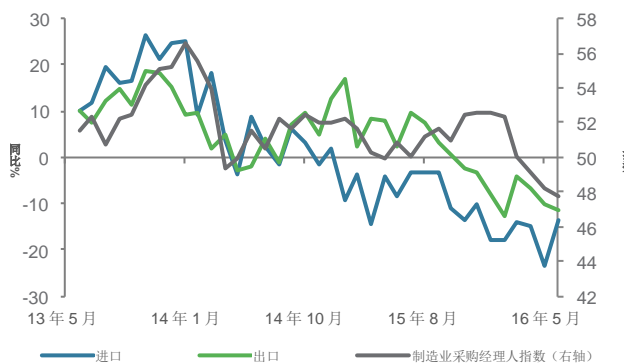
资料来源：彭博终端、渣打银行

需要关注的重要因素

经济指标	需要观察的点
企业信心	欧元区采购经理人指数迄今表现坚韧
银行信贷	欧元区消费信贷需求有所反弹；企业信贷依然不振
通胀	欧元区工厂物价下滑需要终止；消费物价低企

图 16: 日本出口持续收缩，制造业信心大幅下滑

日本的出口和进口，同比%；制造业采购经理人指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

亚洲—贸易持续大幅下滑令前景蒙上阴影

全球贸易下滑，持续不利于亚洲区内出口导向的经济体。英国脱欧引发的不确定性可能令放缓情况变得更差。亚洲出口已连续第二年收缩。除此以外，主要出口地如韩国、台湾、香港、新加坡以及中国大陆的制造业也正面临产能过剩、通胀下降压力增加等问题。然而，较为依赖内需的经济体如印度、印尼等，经济增长可能继续领先。

中国仍是区内主要增长动力来源，但现正面对一大挑战—既要达成年增长 6.5-7.0% 的目标，又要持续推行经济改革，以降低过剩产能及债务水平。这样要求很细致的平衡技巧—增长放缓时（如首季情况）须出台定向刺激措施，增长回升时（如次季情况）又要逐步撤回。

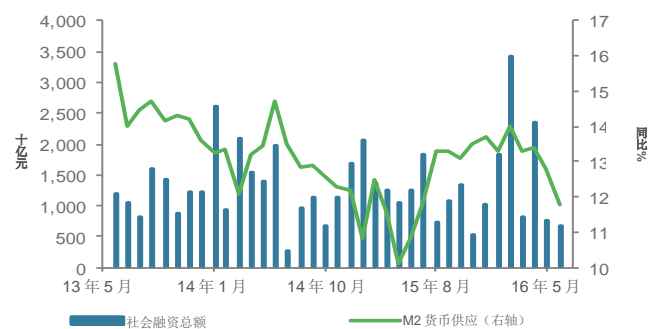
我们相信决策当局年内会继续采取这种策略，令经济得以避免硬着陆。然而，企业债务水平过高仍是一大风险。不过尽管制造业处境艰难，数据显示以消费推动的服务业仍持续扩张，只是步伐比往年缓慢。

至于亚洲其他地方，印度仍是经济亮点，以内需带动的经济增长高于 7%。印度的双赤—财政及经常帐赤字—近年随平均油价下跌而显著下降；外汇储备亦因外来投资增加而上升。

然而，印度央行行长詹决定在 9 月离任，令人质疑拉詹在任内为了清理银行业坏帐而推出的若干改革能否持续。另一注意焦点是马上来临的季风时节，因为降雨量已连续两年低于平均。若季风时节风调雨顺，农村消费可望上升，通胀压力会受控，让央行得以再降息。

图 17：中国继 1 季度密集推出信贷刺激后有所收敛

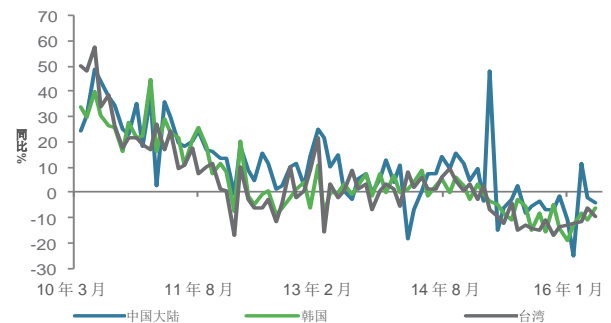
中国社会融资总额，十亿元人民币；M2 货币供应增长，同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 18：亚洲出口持续收缩

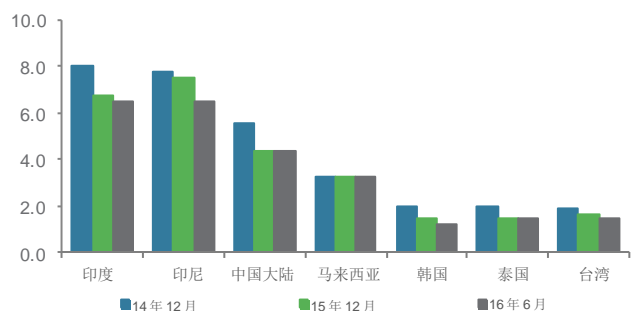
中国大陆、韩国和台湾的出口增长，同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 19：印度、台湾、韩国和印尼的央行今年已经降息；如果美元和油价不大幅则上涨，则可能进一步降息

主要亚洲经济体的央行的政策利率水平，%



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

巴西和俄罗斯或将迎来拐点

巴西作为拉美最大的经济体可能连续第二年遭遇经济收缩。然而，经济下滑的最坏时刻可能已成过去，据一致估计，年内收缩步伐会减慢，明年次季可望恢复增长。

接替总统罗塞夫出任代理总统的特梅尔，其领导的新政府为重振商业及投资信心而建议的主要改革措施已获国会通过。

该等措施提振了消费者信心，股、债、汇齐告反弹。然而，我们还要留意是否会有进一步的措施抑制公共支出、削减财政赤字（目前相当于GDP几近10%）以及压抑通胀（目前高于9%）。这些措施如果奏效，央行就可著手把利率从目前的10年来高位14.25%下调。

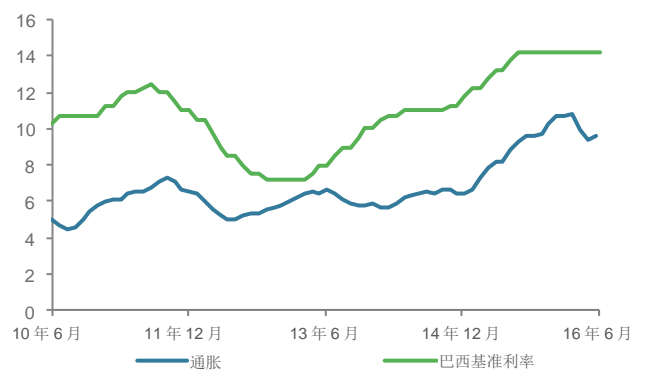
商品价格回升亦有助巴西以及俄罗斯等依靠资源推动的其他新兴市场扭转两年来的下滑之势。尤其是俄罗斯，因原油价格自2月起大幅反弹而得益不少，据一致估计到今年末季应可恢复增长。然而，倘若英国脱欧导致商品价格再度下滑，就会有碍复苏进程。

虽然俄罗斯制造业持续收缩，但服务业已恢复增长。通胀已由去年的16%以上高位急降至仅高于7%，因为去年汇价下挫的冲击减退（卢布已从2月份的历来最低位回升近20%），而经济衰退又减低了需求压力。

虽然俄罗斯的通胀率仍显著高于当局的4%目标，但中央银行在6月份实行一年来首度降息，幅度为50个基点。关键利率现为10.5%，意味着俄罗斯的实质（经通胀调整）利率仍然是各主要新兴市场中最高的，还有再降息余地，特别是当消费通胀持续下降之际。

图 20：巴西的通胀率最近下跌；若此趋势持续，则央行可能会降息

巴西的消费物价通胀，同比%；央行的基准利率，%



资料来源：彭博终端、渣打银行

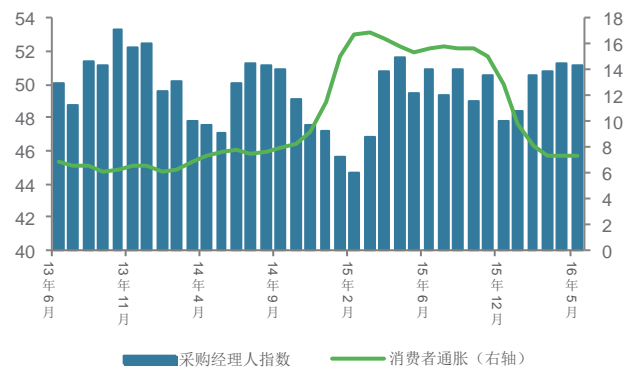
需要关注的重要因素

经济指标	需要关注的点
巴西财政赤字和通胀	为削减赤字而采取的措施对于遏制通胀至关重要
商品价格	商品价格反弹帮助了新兴市场复苏，但商品价格在英国脱欧风险之下可能涨势暂歇
俄罗斯通胀	虽然去年以来俄罗斯通胀有所下降，但仍然远高于央行目标

资料来源：彭博终端、渣打银行

图 21：俄罗斯通胀继去年大幅下滑后最近有所企稳，而企业信心有所上升

俄罗斯的采购经理人指数；消费者物价通胀，同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券



重要观点

相对主权债更看好企业债。平衡配置高评级债和高收益债可以在获得收益的同时对冲市场波动的风险。

美国投资级企业债是我们最青睐的品种

维持对高收益债的配置以获得收益

通过购买美元债实现对新兴市场的配置

对投资者的影响



看好债券

- 债券仍是我们首选的资产类别之一。在今日不确定性日增的环境下，我们继续预期债券可带来正数的绝对回报，而且可提供优于股票及商品的风险回报组合。
- 以高评级债券及较高收益债券建立一个平衡的配置，应该既可对冲波动性，又可作为回报来源，这一点从最近英国脱欧公投后以及今年初大跌市时的情况就可以得到证明。
- 我们偏重公司债券多于政府债券。美国投资级公司债券是我们的首选，因为有一定的质量，而且收益率合理，是个具有吸引力的组合。亚洲美元债券是我们在公司债券中的次选，其次是发达市场高收益债券。
- 我们倾向于透过美元计价政府债券来建立新兴市场配置，因为我们认为货币走弱是本地货币债券的风险之一。

青睐债券，既可对冲波动也可获得收益

债券在 2016 年提供了稳定的高单位数回报，我们继续看好该资产类别，因为既可对冲经济增长忧虑，而从总回报的角度看，其风险回报组合亦颇具吸引力。债券在波动市中可发挥对冲作用，在英国脱欧公投后以及今年初大跌市时都证明了其价值。

我们承认，近期价格上升压低了债券收益率，使之不及年初。然而，我们相信投资形势已发生变化，如增长预期下降、地缘政治风险增加、货币政策趋向宽松等，可能有利于全球债券，令收益率维持在当前水平附近。经过近期高评级政府债券上涨之后，新兴市场美元政府债券及高收益债券只要显著走弱，就有可能为有意调整头寸以平衡配置的投资者提供具有吸引力的入市点位。

图 22: 我们看好的债券类型

债券类资产	偏好程度	收益率	价值	汇率
发达市场投资级企业债	强烈看好 (美国胜于欧洲)	●	●	●
新兴市场美元政府债	核心持有	●	●	●
亚洲美元企业债	核心持有	●	●	●
发达市场高收益企业债	核心持有 (美国胜于欧洲)	●	●	●
发达市场投资级政府债	最不好看	●	●	●
新兴市场本币政府债	最不好看	●	●	●

交通信号灯表示对于该类资产，此因素是正面、中性还是负面的
资料来源：渣打银行

债券



我们偏重公司债券多于政府债券，是因为其就附加风险提供的当前收益率较高较具吸引力。当中我们看好美国投资级公司债券，是着眼于其品质。我们亦看好新兴市场美元政府债券、美国高收益债券以及亚洲债券，是以之作为回报及收益来源。

我们这个观点的失准风险主要在于通胀骤然上升（见第 8-10 页对不同宏观情境的分析）。这样可能会令人预期各主要央行的政策会减码支持力度，又或者会加息。这样又可能会导致债券回报转负。我们对公司债券的青睐（以及这类债券相对国债的利差）应有助缓和这个风险，但不能完全消除。

长期债券收益率较高，但其价格对收益率变化的敏感性甚高。另一方面，较短期债券的价格对收益率变化的敏感性较低，但收益率也较低。总的说来，我们认为把美元计价债券的平均到期时间组合定于 5-7 年左右，就可优化风险回报。然而，由于 10 年期与 2 年期利差缩小，我们已不再预期 10-2 年收益率曲线会趋平。

政府债—发达市场

G3 政府表现好于预期—回报达高单位数，而波动性又低于不少其他资产类别。然而，近期价格上升却导致收益率全面下降。事实上，日本及德国政府债现已处于负利率水平。无可否认，当前的低收益率很难说得上有吸引力。然而，我们仍然相信，在市场受压期间，高评级债券可发挥分散效益以及对冲作用。投资级企业债券也许是建立这种配置的最佳途径—见公司债券部分。

在 G3 政府债券当中，我们继续偏重美国多于欧洲及日本。美国国债的收益率比德国及日本政府债更有吸引力。另外，美联储最新发出的讯息反映加息预期降温，加上英国脱欧公投结果公布后金融市场反复波动，看来加息预期的不利影响已经减退。

图 23: 国债负利率刺激了对企业信用债的需求

不同久期的国债提供或正或负的收益率

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

红色表示债券收益率为负。绿色表示收益率为正。截止 2016 年 6 月 20 日。

资料来源：彭博终端、渣打银行

政府债—新兴市场美元政府债

新兴市场美元政府债券是我们在政府债券当中的首选。我们相信新兴市场美元政府债券的表现可能会领先于发达市场政府债券。尽管今年以来已有相当出色的表现（2016 年回报已超过 8%），但这类债券的收益率仍接近 5.6% 的吸引水平，相对于历史水平估值仍属便宜。

过去 6 个月的各项支持因素可能会维持不变。我们相信美元利率水平可能会维持区间波动。主要风险仍然在于商品价格急挫以及相关货币走弱。另外，新兴市场仍面对结构性挑战，而中国经济放缓也可能影响多个国家。因此，我们在新兴市场美元政府债券当中青睐投资级债券。

债券

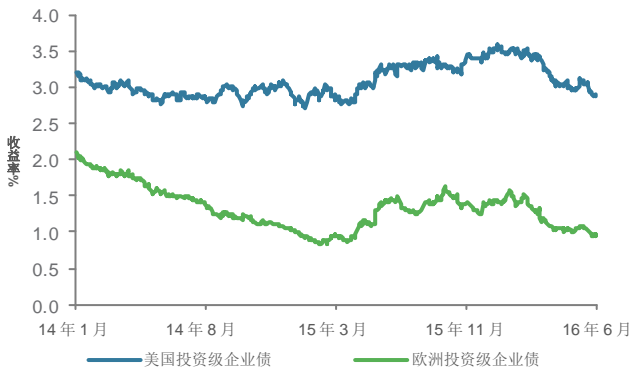


企业债券—发达市场投资级企业债

债券之内我们仍旧最青睐投资级企业债，因为我们认为其风险回报比最佳。我们倾向于通过投资级企业债券来配置高评级债券，因为其不仅信用质量好，并且由于存在信用利差，其收益率也略高于政府债，并且在市场波动中其表现也类似政府债。

图 24: 美国投资级企业债的收益率高于欧洲投资级企业债收益率

美国投资级企业债和欧洲投资级企业债的收益率



资料来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

发达市场投资级企业债当中，我们对美国投资级企业债的偏好仍旧高过欧元计价的债券，因为前者的收益率持续高于后者。我们也相信欧洲央行宽松的利好作用已经基本反映在欧洲债券的定价中。

美国投资级企业债的收益率溢价年初以来有所缩窄；不过，其收益率仍旧接近 3%，在目前的低利率环境下颇具吸引力。估值较历史均值略嫌昂贵，但由于市场追求收益率，且寻求防御性和波动较小的高评级债券，可能驱使此类债券估值变得更为昂贵。因果退欧只不过强化了这种趋势。

图 25: 企业债相对于国债的收益率溢价

	目前	52 周高点	52 周低点	长期均值*
美国投资级	1.85	2.33	1.52	1.98
美国高收益	5.98	8.39	4.45	5.79
欧洲投资级	1.34	1.67	1.12	1.34
欧洲高收益	4.61	5.81	3.68	6.25
亚洲投资级**	2.34	2.60	1.95	2.52
亚洲高收益**	5.65	6.97	5.12	6.74

注释: 美国和亚洲的政府债指美国国债，欧洲指德国国债。*长期平均利差指 2001 年以来的均值。**长期利差均值指 2006 年以来的数据。

数据截止 2016 年 6 月 16 日。资料来源: 摩根大通、巴克莱、彭博终端、渣打银行

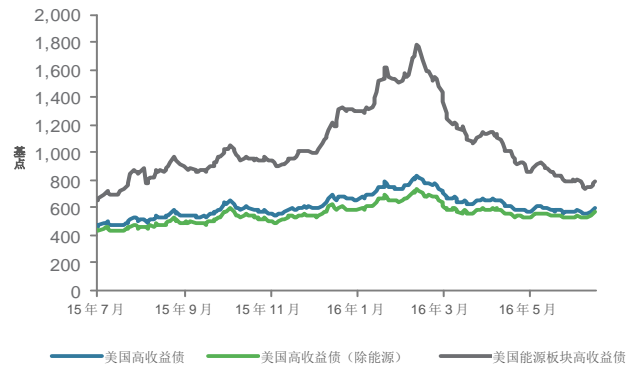
企业债—发达市场高收益企业债

年初时我们曾最为看好的美国高收益企业债，其在我们的青睐排名中已遭下移。虽然美国高收益债仍提供高达 7.2% 这般颇具吸引力的收益率水平，但我们觉得此类债券已经不再便宜，因为其估值鸿沟已被弥补。尽管如此，我们仍旧相信应将其作为多元化投资组合中的核心仓位。

利好因素方面，油价最近的反弹利于能源板块的债券，后者年初以来的回报约 21%。油价回落仍是一大风险，因为一旦如此，能源板块债券将表现落后。

图 26: 美国高收益债提供强劲回报，能源板块回报领先

美国高收益债、美国能源板块高收益债和美国除能源板块之外的高收益债利差



资料来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

债券



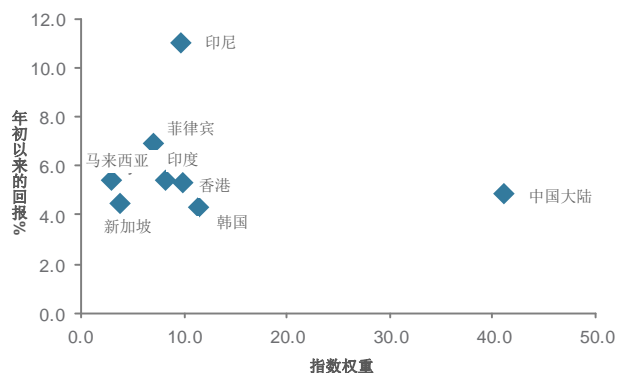
企业债—亚洲信用债

亚洲企业债仍是防御性品种，并在 2016 年出色地演绎了这一角色。虽然估值略高，但我们相信其低波动的特点使得其估值显得合理。其强劲表现也受益于技术面的支持，因为供应减少加之区内需求强劲导致亚洲债券的估值日益升高。

尽管如此，亚洲信用债仍旧以中国发债方为主。虽然我们相信未来 12-18 个月中国经济不太会发生硬着陆，但中国情况的发展会是驱动亚洲信用债估值的重要因素。国内违约率上升仍是个风险，可能会顺带拖累亚洲美元债。这可能令此类资产波动率骤升。因此，我们相信较区内高收益债更为看好投资级债券，将是谨慎的做法。

图 27: 中国队亚洲信用债回报有重大影响

各国年初以来的回报以及其在亚洲信用债指数中的权重



资料来源: 彭博终端、摩根大通、渣打银行

新兴市场本币债

新兴市场方面，相对本币债我们更偏好美元计价债券，原因是我们对汇率风险一直存有顾虑，而汇率风险终究是影响国际投资者回报的一个重要因素。

虽然本币债表现领先于新兴市场美元政府债，但这主要源于汇兑收益。巴西债券表现强劲，对总体回报有重大贡献。巴西新政府推行的改革措施，我们相信有可能促成巴西资产在中期内带来可观的正数回报。然而，我们在短期内倾向静观其变，等到有具体的正面发展才对巴西资产转而看好。

在本币债券中，我们仍是偏重亚洲多于其他新兴市场，这都是因为亚洲债券具防守特性、受商品影响较少、区内经济增长较强，而且货币前景较佳。我们回吐了所持有的印度卢比债券。这个决定是基于中央银行领导层有变、近期通胀上升，以及通

胀有可能随油价进一步上升。我们相信大量好消息已反映在价格之上，并相信这是获利回吐的良机。然而，我们基本上对印度仍抱积极观点，并会继续留意是否有最佳的入市点位。

图 28: 对于大多数本地投资者而言，本币债的收益率具有吸引力，但我们担心美元投资者所面临的汇率风险

国家	目前的 10 年期收益率	当前观点*	资金流向**
印度	7.51%	● (Green)	● (Red)
印尼	7.54%	● (Green)	● (Green)
马来西亚	3.86%	● (Red)	● (Green)
菲律宾	3.49%	● (Yellow)	● (Green)
韩国	1.58%	● (Yellow)	● (Green)
泰国	2.07%	● (Yellow)	● (Green)

*渣打财富管理对汇率的观点。 **彭博外国资本项目资金流向，过去 1 个月内大于 1 亿美元的资金流动。

交通信号灯表示对于每个国家，该因素是正面、中性或负面的。

资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票



重要观点

美国股票可能在大盘回落时表现领先。亚洲方面，我们青睐印度和韩国。

我们对全球股票持谨慎态度

年初以来亚洲之外的新兴市场表现良好，但下半年可能暂作喘歇

美国能源企业净利今年可能扭亏为盈

对投资者的影响



审慎为上，即便矫枉过正

- 全球股票年初至今下跌 1.6%，新兴市场表现领先发达市场。在我们的投资范畴内，新兴市场以巴西表现最佳，发达市场则以美国为最。
- 当前环境本已日趋不确定，英国公投脱欧令情况更形恶劣，今后几个月的股市可能剧烈波动，所以我们倾向以审慎为上，哪怕矫枉过正。我们偏重发达市场多于新兴市场，亦偏重防守性板块多于周期股。
- 股票当中，我们偏重美股。虽然以盈利及利润率等基本因素而论理应看好欧元区股票，但在市场回落期间美股可能会表现领先。亚洲方面，我们首选印度及韩国。
- 除亚洲区外，各主要市场的估值保持高企。由于增长前景不振，今年余下时间若要获取收益，可能须依靠盈利预测向上修订，而非市盈率上调。

周期尾部的投资策略

我们相信当前环境已进入周期尾部，这是我们对股票取态审慎的最重要原因。周期尾部的特征包括公司利润下降（可导致并购活动增加）、估值高企、盈利增长令人失望等。这些因素在目前的发达市场一应俱全。商品价格回升对新兴市场产生了提振作用。然而，我们不想轻率地根据近期商品价格回升及其促成的新兴市场表现作出推断。

我们对个别特定的股票主题抱积极观点，包括美国科技股。除此以外，我们相信全球股票的回报可能会低于其他资产类别，而经风险调整之后，也可能低于固定收益。

图 29: 使用不同投资方法获得的 12 个月市场回报的预估



B-up: 基于分析师价格预测而得的普遍预测：自下而上的方法。2. **T-down:** 使用普遍盈利预测和预估的市盈率涨/跌而得的预测结果：自上而下的方法。3. **Option implied (期权隐含)**：期权的潜在回报预估是基于在目前价位卖出 12 个月看跌期权，并以期权费占目前价格的百分比表示潜在回报。预测应被视为对最佳情况的反映，其概率小于 50%。

资料来源：彭博终端、渣打银行

股票



美国—能源板块前景改善

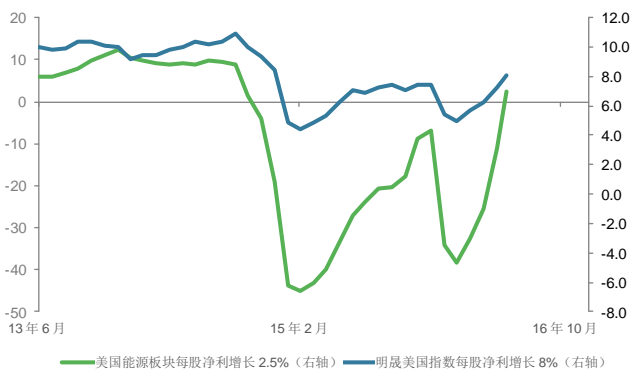
我们仍旧审慎看好美股，因为标普 500 在 6 月初突破了关键阻力位。虽然其后指数回落，但仍处于较高的交易区间内，而且气氛开始改善。除了对美联储加息步伐的预期降温外，还有一个支持美股的关键基本因素，就是公司盈利有可能在今年第三季度恢复增长。

我们对盈利前景稍为审慎一些，认为要到今年末季才会扭负为正。银行业的盈利预测在第二至第四季度预计会持续承受下降压力。美联储延后加息导致债券收益率下降，削弱了推进银行盈利的一个主要因素。展望前景，银行股可能会持续受压，因为投资者根据美联储指引预计了利率走势会在较低水平形成。

至于较为看好者，有前景已见改善的能源板块。标普 500 的能源板块一向占指数盈利近 10%，但今年首季却降至零。因此，能源板块前景的一致预期比其他板块为佳。该板块在第二至第四季度可望为标普 500 的盈利贡献 5%。上行空间可源于止损停止，以及分析员因应油价上升而调整预测，令一致盈利估计进一步上调。

图 30: 美国能源板块盈利增长骤然提速

明晟美国能源板块和明晟美国指数未来 12 个月的盈利增长



资料来源: Factset、渣打银行

欧元区—短期内面临下行风险

至少就短期而言，我们不再相信欧元区股票可表现领先，因为市场预计了英国脱欧在全球造成的反响。就较长期而言，我们相信欧元区股票会得力于公司利润率提升以及因而加快的盈利增长。欧元区 2016 年盈利增长的一致预期为 5%。领先指标改善促进了增长步伐，如信贷标准放宽、贷款需求增加等。

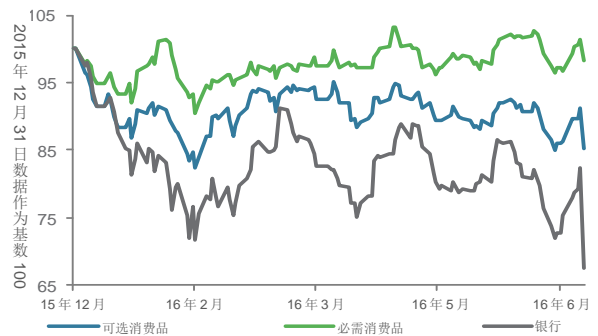
欧元区股票的 12 个月远期市盈率为 12.8 倍，略高于 12.5 倍的长期平均水平。因此，我们认为其估值短线有下行风险，毕

竟在英国决定脱欧之后，投资者要求较高的风险溢价。然而，我们相信在今后几季只要有任何惊喜，都应可限制表现进一步下行。

欧元区股市的重点主题之一，是防御性板块相对于周期股的表现，我们相信这个主题今后会成为注意焦点。特别值得注意的是，消费必需品板块表现向好，与可选消费品板块的向淡走势形成对比。

图 31: 年初以来欧元区必需消费品表现最佳，同期银行表现最差

欧元区必需消费品和可选消费品板块的表现



资料来源: Factset、渣打银行

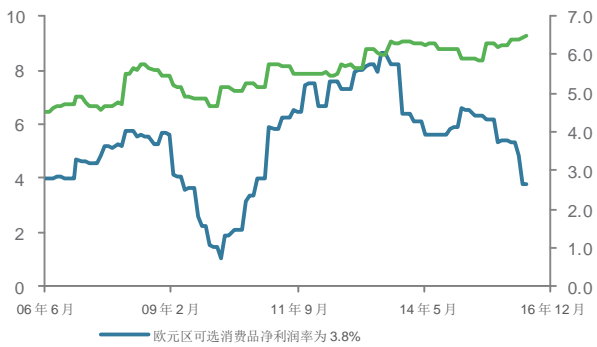
股票



消费必需品板块韧性强于可选消费品，原因之一是利润率提高。消费必需品公司的利润率自 2013 年以来提高近 1 个百分点，而可选消费品公司则由 8% 减半至 4%。

图 32: 欧元区必需消费品板块的利润率在提高; 可选消费品板块的利润率则面临下行压力

欧元区可选消费品和必需消费品板块利润率



资料来源: Factset、渣打银行

欧洲央行的负利率政策令欧元区银行板块承受沉重压力，以致年初至今下挫了 30%。我们预期银行板块短线表现仍会落后，因为投资者会计入英国脱欧对金融业的不利影响。

我们并未低估欧元区所面临的挑战。然而，我们认为投资者只要继续着眼于防守性股票或者从区外获取大部分收入的公司股，应有更大把握可面对前面的不确定局面。

英国—公投结果令前景更不明朗

英国公投通过脱离欧盟，触发全球风险资产价格急挫。英国股市可能会持续受压，因为脱欧对英国公司的不利政经影响令人忧虑。

因脱欧而受损的主要是国内消费及投资，因为消费者及工商企业都会撙节支出，经济增长及公司盈利可能会因此而被拖低。

受创最深的可能是银行业，其所面对的风险升高，是因为融资成本上升、贷款增长下降以及资产质量可能转差，特别是在公投结果导致经济衰退的情境下。倘若英国央行再降息以支撑经济，也可能会削弱银行业的净息差。然而，我们相信各主要英国银行都有充足的资本存底，可应付未来的挑战，但其股价却难免要反映增加的风险溢价。

面向国内的板块，表现可能落后于较着重海外收入者，因为英镑走弱，后者的盈利会被汇兑收益垫高。我们显著偏重于防守性板块，因为我们相信英国脱欧所引发的不确定性可能会促使资金撤离波动较大的周期性板块。

图 33: 估值上移令英国股票在脱欧公投后面临风险

明晟英国前瞻市盈率



资料来源: Factset、渣打银行

股票



日本—日元汇率系关键所在

我们对日本股市前景保持审慎。在增长不振的环境下，日圆成为表现好坏的关键。我们预期日本央行在今后几季会进一步放宽政策，最有可能是在今年第三季。然而，央行把负利率进一步推低的能力有限，而且量化宽松的规模已经颇大。日本央行的负利率政策对当地银行打击甚深，年初至今以银行股表现最差，下挫了 36%。

图 34: 日本股市的技术形态不佳

日经 225 指数



资料来源: Trading Central、彭博终端、渣打银行

日圆的重要性可从 2016 财政年度经常性盈利增长分析反映出来。日圆强势产生的汇兑效应令盈利增长减少 17%。利润率的双位数增长以及销售增长有助抵销日圆的拖累—但作用轻微，从盈利增长仅得 1%就可见一斑。

对于投资者而言，日股前景愈来愈显得模棱两可。若当局推出一套强力放宽措施，如包括直接为增加财政支出提供资金，日圆可能会转弱，日股会上升。然而，倘若加大量宽力度的成绩令人失望，就有可能产生反效果。如此二元结果意味着风险甚高，在现阶段持有超大仓位实非明智之举。

亚洲除日本—看好印度

我们对亚洲的取态保持审慎，其在主要市场/地区的偏重次序居于欧洲及美国之下。韩国、台湾及印尼过去一月都降息，反映决策当局有信心与美联储各行各路。所以能采取这种策略，皆因基本因素改善，如通胀低企。

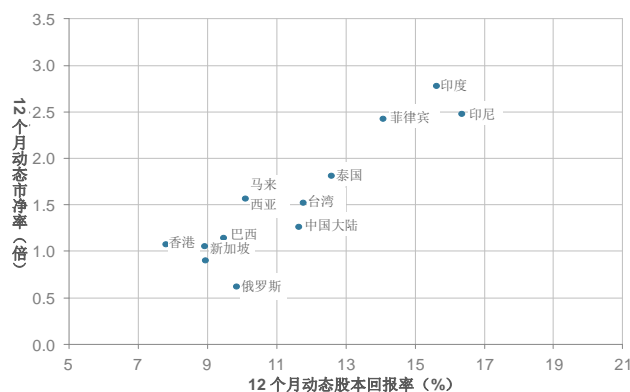
印度仍是我们在亚洲区内最为偏重的市场。我们相信持续的结构改革可压低通胀，加上财政政策改善，在全球不确定性增

加的时势下应可减低风险。此外，印度的经济及股市都较为面向国内，而表现领先的元素亦已具备。我们明白投资者对估值存有顾虑，但如图 36 所示，印度的股本回报率足以支持较高的估值。

印度央行行长拉詹最近宣布离任是个短期风险，因为这样一来针对通胀的政策能否延续便未能确定。然而，我们相信央行有稳固的架构，成立货币政策委员会也是积极之举。

图 35: 印度股票市净率高但合理，因其股本回报率高

亚洲市场的市净率和股本回报率



资料来源: Factset、渣打银行

股票



韩国是我们在区内第二偏重的市场。我们的看好观点是基于：

- 1) 股东回报日益受到重视，派息相应提高。
- 2) 家庭偿债比率随利率下降。
- 3) 国家养老储备基金增购国内股票。

韩股年初至今表现比预期为佳，原因是游客入境数字回升，内部需求强韧。这样便抵销了受成熟市场及中国影响的周期性板块的弱势。

中国已跌出我们的首选市场排名之外，因为决策当局已撤回早前的财政及信贷放宽措施，我们担心增长会再度放缓。

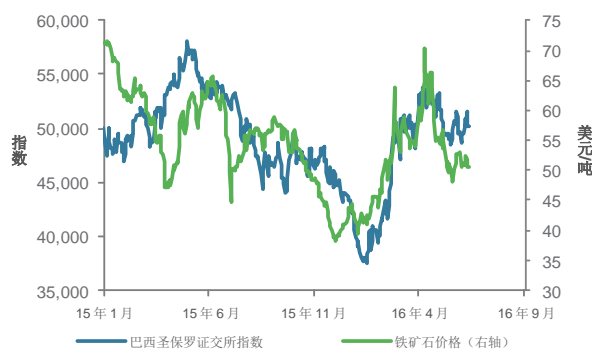
亚洲之外新兴市场—巴西正在崛起

亚洲之外的新兴市场年初至今表现最佳，主要因为巴西股市以美元计上升了 35%。不过我们对该区前景抱审慎态度，因为我们认为油价不大可能如看好者所料在今后几月大幅上升至 55 美元以上。铁矿石价格经首季急升后亦已回落，并可能会保持疲软，皆因中国固定资产投资趋势转弱。

虽然商品价格并非影响非亚洲新兴市场的唯一因素，但却是主要因素，从一致盈利预期急升就可反映出来：2016 年增长 21%。

图 36: 铁矿石价格反弹提振巴西市场

铁矿石价格（美元）和巴西圣保罗证交所指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品



重要观点

黄金可能在更高价格区间运行。油价将因再平衡而缓慢复苏；工业金属继续面临供给面阻力

对油价转为谨慎乐观

3季度，金价预计会在1,250-1,400美元/盎司区间内波动

不主张广泛持有工业金属

对投资者的影响



选择性机会

- 我们相信油价可能已经见底，短期可能会在 45-55 美元/桶之间波动，然后逐步上升。
- 我们预期金价会移进一个新的区间，短期（3个月）在 1,250-1,400 美元/盎司之间波动，因为英国脱欧公投之后避险需求增加。

能源供需平衡改善

我们预期商品价格今后几个月会持续整固，因为某些主要的不利因素如中国增长风险、产能显著过剩、美元走强等已有所减退。我们预期黄金及石油的表现会优于贱金属，金价短线上升可期。

就商品整体而言，虽然存货量大体上仍然偏高，但我们留意到平衡调整过程正在展开。这种情况已石油最为明显。由于美国生产速度正在下降，我们相信油价今年下半年会逐步上升，但今年内仍会受制于 60-65 美元/桶附近。反观工业金属，供应未见持续下降，皆因存在大量剩余产能，利润仍然吸引。

需求方面，经合组织与新兴市场的石油需求都有若干回升迹象。虽然中国财政支出增加可能会拉高贱金属需求，但我们相信现有产能已可完全吸收。

由于美元强势产生显著不利影响的可能性已经减低，我们相信现在大概应该着眼于基本因素。我们对商品前景的看法如有失准，上行风险主要在于减产规模大于预期以及美元转弱；下行风险包括中国增长前景转差、美联储加息力度大于预期，以及欧洲政局日趋不确定导致金融市场波动加剧。

图 37：中国经济前景企稳限制了商品价格的下跌幅度

中国的经济领先指数和彭博商品指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品



原油：缓慢上涨

我们预期原油价格今年会逐渐回升，但仍受制于每桶 60-65 美元。我们认为，供求形势已开始有利价格上升。美国产量持续稳步下降，而加拿大及尼日利亚的暂时停产令油市供应进一步紧缩。虽然库存量仍然偏高，但有若干迹象显示美国库存量可能已经见顶。

与此同时，需求持续表现出韧性。只要没有大型经济震荡，美国、中国及印度的汽油需求都可望保持稳固。最后，美元已稳定下来，今后对商品产生不利影响的可能性已经降低（详情见第 30-32 页）。

黄金：暂作横盘整理

金价在三个月期内预计会在 1,250-1,400 美元区间波动。在主要动因中，我们认为利好黄金者包括利率下降（美国以外）、美国通胀终于上升、欧洲政局再呈不稳导致避险需求增加等。然而，美联储渐进加息对金价终究有抑制作用。

我们认为，金价持续上升的情境之一可能是美国经济显著放缓，以致美联储要转向中立甚至放宽政策的立场。此外，英国脱欧公投的政治余波比预期为大，金价亦可能会显著上升。

工业金属：不太可能继续反弹

我们大致上预期工业金属即使再升幅度亦会有限。虽然中国的需求至今仍然较为强韧，但某些方面仍然存在供给侧挑战。特别是中国的铜产量，增长速度远高于预期，以至存货量有增无已，可能会限制价格的上行空间。铝、锌、镍方面，虽然供求形势略好一些，但我们观察到每当价格上升，产量便会迅速增加，皆因利润仍然可观，而且有相当多的剩余产能。总括而言，我们仍然预期与消费相关的金属（铝、锌、镍）表现会领先于与投资相关的金属（铜、铁矿石）。

商品	重要观点概述
原油	60-65 美元/桶可能是价格上限
黄金	在商品大类中属于中性，短期或在 1,250-1,400 美元/盎司区间内运行
工业金属	在商品大类中属于负面，预计铝、锌、镍将跑赢铜和铁矿石

变化—原油

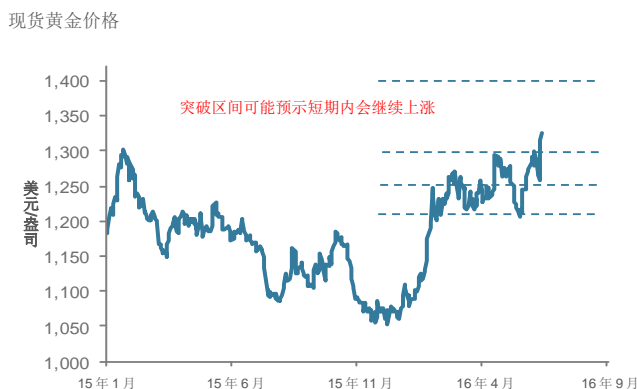
因素	近期变化
供应	供应面继续逐步恶化
需求	需求仍强劲
美元展望	美元仍处于盘整状态

变化—黄金

因素	近期变化
利率预期	美联储加息预期有所收敛
通胀预期	通胀预期一定程度上有所抬头
美元前景	美元汇率仍处于盘整状态

资料来源：渣打银行

图 38：黄金价格可能会攀升到更高的区间内（1250 – 1400）



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略



重要观点

专注于管控波动的同时，我们依旧看好另类策略

全球宏观策略是一项多元化途径

股票多/空策略可作为净多头的替代

管控波动是一大焦点

对投资者的影响



下半年仍坚定看好另类策略

- 我们对前景抱审慎观点，所以我们保持对另类策略的信念。
- 我们着眼于管控波动性，特别是在采用多资产收益策略时，所以我们偏重于全球宏观策略。详情见第 33-42 页
- 我们亦看好股票多/空策略，尤其倾向以之取代净多头。

将全球宏观策略作为多元化工具

今年下半年多个不同情境都有可能出现，市场难以捉摸，所以我们相信具分散作用的策略在一个投资配置中有其吸引力。以宏观及商品交易顾问在 2008 年金融危机、今年初市场波动期间以及最近英国脱欧公投之后的往绩记录，抑或以其对于降低一个多资产收益策略的波动性的作用，都可以证明此等策略在不确定时势下作为分散工具的价值。

尽管金融市场近期缺乏明显趋势，但商品交易顾问仍取得一般为佳的成绩。我们仍然认为自主宏观策略仍有其吸引之处。

股票多/空策略可替代股票净多头

我们一直强调在今日环境下衡量各种风险之后维持股票投资的重要性，只是要多加审慎。由于今年下半年市况势将接二连三地出现波动，我们认为股票多/空策略不失为净多头的的一个具有吸引力的替代之选。

虽然这种策略在股市劲升期间的表现的确及不上股票指数，但我们预期下半年股市升幅不会太大，而且会时有波动。在股市从高位回落期间，多/空策略往往表现领先，我们认为在下半年应会发挥可贵的作用。

对于各种另类策略的偏好

子策略	我行观点
股票多/空	正面： 市场波动中，作为净股票多头的替代品，颇具吸引力
相对价值	中性： 波动带来更多机会，但流动性是一大挑战
事件驱动	中性： 并购是利好事件，但易受大市波动冲击
信用	中性： 波动/板块压力利好多/空策略，但存在违约风险
全球宏观	正面： 最青睐的子策略，因其在市场波动中提供多元化选择
商品	中性： 油价上涨带来利好
巨灾保险	负面： 2015 年保险损失低于均值，趋势或将逆转

资料来源：渣打银行

外汇



重要观点

美元或仍将在 2016 年区间内运行，因为缺乏从美联储或中国来的重大催化因素。

欧元将总体在 1.05-1.15 区间内运行

如果中国经济企稳，澳元可能不会跌破 2016 年低点。

美元/人民币可能会继续走高

对投资者的影响



暂作横盘整理

- 我们预期美国会保持相对稳定，大致上在 2016 年区间内波动。短期而言，美元可能不时走强，但不大可能升越 2016 年高位。
- 若各国中央银行无大出意料之举，我们预期欧元大致上会呈横向走势。英镑弱势可能持续，原因是政局不确定，英伦银行又有可能放宽政策。

美元将维持横盘走势

- 我们预期美元在今后 12 个月期大致上会保持稳定，主要是在 2016 年区间内波动（美元广义贸易加权指数 116-126 之间）。不过短期而言，若出现避险情境，或者美联储对加息的取态趋于积极，则美元有可能走强。
- 我们相信美元升势不会持久，理由有二。第一，美元强势可能会自我终止；一旦美元持续上升，美联储就更有可能会延后加息。第二，我们预期今年只会加息一次，只是经过英国脱欧公投之后，这个观点失准的风险已显著增加。单单一次加息不一定能将利差扩大至足以令美元重现升势。
- 我们亦不认为美元会长时间走弱，理由也有二。第一，大部分中央银行如欧洲央行、日本央行、人民银行等仍在考虑增加放宽措施。第二，只要中国及新兴市场的增长无大惊喜，在新兴市场资本外流有限的情况下，美元可能会持续受到支持。

图 39: 面对各种正、负面因素的汇集，美元汇率将维持区间运行

美元普遍贸易加权指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



欧元：维持现有区间

欧元今后三个月预计大致上在 1.05-1.15 区间内波动，不过短期可能会跌至下限。对欧元中期前景的看法是基于两个假设。第一，美联储 2016 年至多加一次息，有助限制欧元的下行空间。第二，欧洲通胀预期可能保持低落，所以欧洲央行可能会继续专注于宽松政策。失准风险主要在于美联储政策显著转变，或者英国脱欧公投过后欧元区承受极大政治压力。

日元：波动难免

日元走势的关键可能在于日本央行的政策行动。若央行不能大力放宽货币政策，日元强势可能会延续，特别是在英国脱欧公投之后。然而，倘若央行实行非常规的政策放宽措施，特别是正当日元投机性多头充斥之际，日元可能会被推低。在日元强势下，央行极有可能在今后数月加大政策放宽力度，最终将日元推低。

英镑：可能会继续下跌

英国公投通过脱欧后，我们留意到有多项风险可令英镑弱势加深。首先，英伦银行可能因经济放缓而转向放宽政策，利率差距因而收窄。其次，由于存在大量资金外逃的风险，英国创纪录的经常帐赤字可能再度引发忧虑。第三，政治压力加剧，如苏格兰举行第二次独立公投，可能进一步打击投资情绪。因此，我们预期英镑经过近期走弱后会反复下跌。

澳元：可能会在年内低位以上运行

尽管英国脱欧公投后澳元可能会短线走弱，但我们预计应可维持在 2016 年低位之上。我们相信，只要美联储维持渐进加息之势，中国就会大致保持稳定，在此情况下澳元不大可能会显著走弱。另一方面，由于铁矿石价格难望上升，我们相信澳洲储备银行可能会压抑澳元强势。我们的前景预测若有失准，主要的上行风险在于商品价格显著上升，而下行风险主要在于中国情况显著转差。

变化—G3 货币

因素	近期变化
利率差	主要经济体的利率水平随着美国国债收益率的下跌而下跌，导致利差鲜有变化
经济面差异	英国和日本经济超预期的幅度相对美国有所扩大
投机仓位	美元头寸趋于平衡；日元净多头规模仍十分可观

图 40：不确定的市场背景下，英镑可能继续下跌



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 41：欧元-美元利差仍总体上区间运行，支持欧元横盘整理



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



新西兰元：年内可能继续下跌

我们相信新西兰元可能会再下跌一些，因为央行的8月份政策会议仍有可能决定再降一次息。然而，与我们对澳元的观点一样，只要中国硬着陆的机率没有增加，美元没有显著走强，新西兰元就不会持续走弱。

亚洲（除日本）：人民币是影响稳定的主要风险

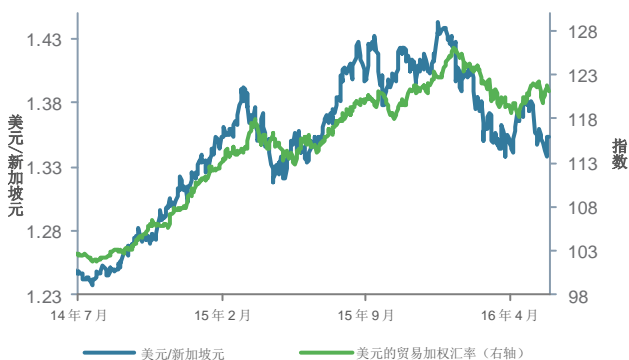
尽管亚洲（日本除外）货币在英国脱欧公投过后短期走弱，但往后大致上应会窄幅波动，与广义美元的走势一致。

新加坡元受政策所限，与广义美元的走势高度相关。因此，我们预期坡元兑美元大致上会在2016年的区间内波动。我们相信人民币会进一步走弱，因为中国为了放宽国内货币环境而推低兑一篮子货币的贸易加权汇率。较受中国影响的货币，即韩元、新台币、马来西亚元等，可能会因此而走弱，不过不大可能跌破2016年低点。

受全球增长及中国因素影响较少的货币，即印度卢比、印尼盾、菲律宾披索等，表现可能会较为强韧，因为其走势主要取决于国内增长的基本因素。

图 42：新加坡元基本跟随美元走势

美元/新加坡元汇率和美元贸易加权指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲（除日本）货币发生的变化

因素	近期变化
美元前景	美元兑亚洲（除日本）货币收复部分失地，但仍安然处于近期区间中
中国风险	中国经济数据略微变差，令人更为忧虑
资本流动	流入亚洲的资金并未被善加利用于当地

图 43：中国决策当局让人民币继续贬值

美元/人民币汇率和外汇交易中心人民币贸易加权指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

货币	重要观点概述
美元	仍在 2016 年区间内运行
欧元	仍在 1.05-1.15 的宽阔区间内运行
日元	预计暂时波动，日本央行行动很关键
英镑	经济和政治持续不确定背景下，或将继续贬值
澳元、新西兰元	仍然高于 2016 年低点
人民币	可能继续贬值
新加坡元	仍在 2016 年区间内运行
韩元、台币、马来西亚林吉特	汇率受中国影响大—最低不会跌破 2016 年低点
印度卢比、印尼盾、菲律宾披索、泰铢	其他亚洲（除日本）货币—坚韧；可能会跑赢其他区域性货币

资料来源：彭博终端、渣打银行

多重资产



重要观点

另类策略—潜在的市场动荡环境中，多资产收益类投资者的最佳新拍档。

收益类投资的最佳新拍档

- 在低利率环境下，仍然应该以分散方式进行收益投资。
- 在波动市况下适当采取保守的多资产收益配置。
- 投资者可利用杠杆来产生额外收益。
- 另类策略是多资产收益投资者的最佳新拍档；这个策略在生息资产从高位回落时可起到缓冲作用。

收益策略仍然奏效—风险管理尤为关键

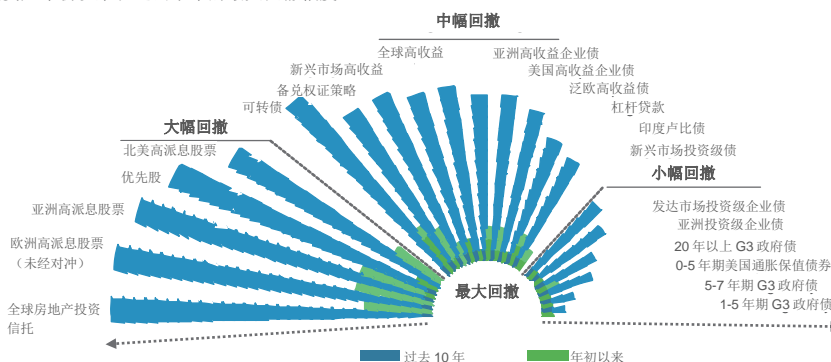
过去几年，在低利率以至负利率环境下，我们专注于为我们的多资产收益配置寻找多元收益来源。虽然我们现在仍然专注于此，但今年更为着重的是管控从高位回落的风险。在本部分，我们会讨论两个课题，让以收益为导向的投资者不仅可以**管控波动性**，也有可能**从中得益**：

- 以另类策略作为配置的缓冲—由于与传统资产相关性低，另类策略（偏重于全球宏观）可以为收益投资者提供某个程度的保障，而一旦出现高位回落情况时又可为配置提供缓冲作用。
- 用杠杆来增强收益—利用杠杆就有机会增强投资回报。投资者利用杠杆时须保持谨慎，因为杠杆仓位可能承担更多的波动性及高位回落风险。

我们维持审慎的投资立场，在多资产方面我们特别注意高位回落风险。1月及7月份的市场事件可让我们一窥不同的资产类别在波动性升高期间的可能反应。

图 44：我行多重资产收入配置模型目前倾向于小/中幅回撤的资产类型

收入类资产年初以来和过去十年的最大回撤幅度



资料来源：巴克莱、花旗、Crisil、摩根大通、富时、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

多元化配置多资产收益类投资的策略仍旧奏效

收益类配置向中低幅回撤类资产倾斜

谨慎使用杠杆以加强收益

对投资者的影响



多重资产



收益资产可按高位回撤程度大致上分为三个组别：

1. 高回撤幅度—高派息股票、优先股、房产信托
2. 中等回撤幅度—高收益债券、杠杆贷款、新兴市场债券、可转换债券、备兑认购期权策略
3. 低回撤幅度—主权债券、投资级企业信用债

这个框架虽然粗略，但的确有助说明收益配置可能出现的各种高位回撤状况的特征。顺便一提，我们经首季平衡调整之后，有 67% 的资产放在低至中幅度组别，约有 33%（先前为 41%）放在高回撤幅度组别。我们持续监察我们的交通信号灯表格（见第 37 页），留心高回撤幅度组别是否有受压迹象。随着市场周期发展，把资产配置到高回撤幅度组别的标杆相应提高。

多资产收益投资者应要知道，低、中等回撤幅度并不意味不会从高位回撤。回顾历史上各个回撤幅度最大的资产类别，可知收益配置在大市急跌时从高位回落的幅度可达 10-15%，在市场危机期间幅度更可能倍增。虽然资产多元化可减少回撤的幅度，但不可能完全加以杜绝。

明乎此，我们建议多资产收益投资者以另类策略作为最佳新拍档—他们可以依靠这种策略分散风险，并在高位回落时发挥一定的缓冲作用（见第 36 页的下一部分）。

我们谨慎的倾向部署保证了表现

本着 A.D.A.P.T. 精神，我们在今年首季末风险资产上升之际趁机把多收益配置转移到较保守的部署。我们为此把股票比重由 33% 减少至 25%。

此举收到理想效果。自展望发表以来，该配置取得 6.1% 回报。我们的平衡调整是降低股票比重，相应地增加企业信用债的比重。比较过股票与美国高收益债及发达市场投资级企业信用债的回报后，我们的理由比数月前显得更充分。信用债整体表现与股票一致，甚至犹有过之，而风险度却较低。

图 45：事实证明，1 季度末若按我行建议再平衡配置则有获利

再平衡配置之后，各类资产的回报和风险比较

2016年3月25日到2016年6月21日期间

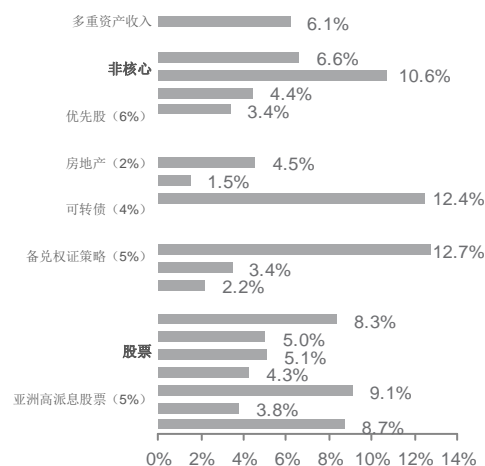
	回报	波动	回撤
美国高派息股票	4.1%	8.5%	-2.6%
欧洲高派息股票（经外汇对冲）	2.9%	19.2%	-9.2%
亚洲高派息股票	0.4%	14.7%	-9.0%
美国高收益债	5.9%	4.2%	-1.1%
发达市场投资级企业债	3.0%	3.8%	-1.4%
人民币债券	-1.2%	3.3%	-2.2%
亚洲投资级企业债	2.2%	2.3%	-0.7%

2016年3月25日降低了头寸

资料来源：巴克莱、摩根大通、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

图 46：虽然开局不利，但多重资产收入主题表现良好

多重资产收入配置年初以来的表现



表现截止 2016 年 6 月 21 日

资料来源：巴克莱、花旗、Crisil、摩根大通、富时、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

收入篮子是全球高派息股票、固定收益和非核心收入资产的加权表现，该篮子定义初见《2016 年全球市场展望》，后在 2016 年 4 月展望中修改。详情见第 52 页第一条注释。

多重资产



资产配置 (多重资产收入)	收益率	潜在收入	资本增值	潜在回撤	评论
股票收入	4.8	●	●	●	是收入的重要来源，并且资本增值还会带来些许向上空间
北美	3.4	●	●	●	估值公允或略微偏高；销售/利润增长不振，意味着回报低于平均水平；一些板块具有吸引力
欧洲（除英国）	5.4	●	●	●	估值公允；欧洲央行政策立场支持其表现；收益率具有吸引力；来自全球增长放缓的挑战；仍在共识基础上交易；动能差。汇率风险难以预知。
亚洲（除日本）	5.5	●	●	●	分红多；一些股票的估值具有吸引力，但因面临中国/美国经济放缓、企业盈利不佳、美联储政策取向和杠杆的重重挑战，有回撤风险 (投资主题) 市场
非核心收入	4.9	●	●	●	是收益和增长之外，实用的多元化工具
优先股	5.3	●	●	●	受益于“全球范围内对收益的追逐”，受到金融业强劲的资产负债表的支持。来自利率上行的潜在利好在逐步消退；对资本流动高度敏感
可转债	4.1	●	●	●	经济温和扩张+加息步伐缓慢利好可转债。风险：政策失误
房地产	3.9	●	●	●	收益率的多元化工具；房地产市场稳定；利率水平上升的风险消退，但估值（大多数情况下）过头。非对称的风险状况
备兑策略	5.3	●	●	●	若股市上行空间有限，则是实用的收入提升工具
固定收益	4.9	●	●	●	投资组合的定海神针；收益之源，但并非无风险
企业债—发达市场高收益	6.9	●	●	●	估值近期有所收紧；收益率具有吸引力；最大的障碍在于资金流动、油价和违约周期的运行速度（美国信用质量在下降）
新兴市场美元主权债	5.7	●	●	●	需要加以甄别，因为各种投资级、高收益债券的风险/回报比并不相同。美国利率敞口，商品敞口，估值公允
亚洲本币债	3.8	●	●	●	总体风险/回报比不具吸引力。本地展望稳定，降息周期顺利推进，汇率是主要风险。只是特例
印度卢比债	8.2	●	●	●	结构性投资运行良好；套息交易奏效；央行政策可靠，国内推进改革；国外需求是近期凸现的风险。需要汇率稳定
投资级		●	●	●	投资组合的定海神针，结构性套息奏效；一些领域有意思
企业债—发达市场投资级	2.4	●	●	●	收益率溢价有所收窄但价格公允，并不昂贵；如果联储暂歇加息周期，则长期美国企业债吸引力凸显
企业债—亚洲投资级	3.6	●	●	●	谨慎乐观。估值公允、信用质量稳定，但中国发债企业面临经济增长阻力。风险：中国、资金流向逆转
通胀保值债券	0.8	●	●	●	作为名义政府债的替代品具有吸引力；加息对其影响类似于对 G3 政府债的影响，但其提供了对应美国通胀最终跳升的敞口
主权债	1.3	●	●	●	去风险趋势、通胀放缓、量化宽松为主权债收益率提供了强劲的保障，但该类投资所剩的价值寥寥。偏好收益更高/高质量的市场（美国国债、澳大利亚、新西兰）

多重资产



重要观点

另类策略可以改善总体的风险回报比，并可能降低投资组合的回撤幅度

另类策略已在私人投资者中间流行

根据历史经验，另类策略有助于资本保值

另类策略可以帮助投资者从市场起伏中获益

对投资者影响



另类策略适合各类市场情境

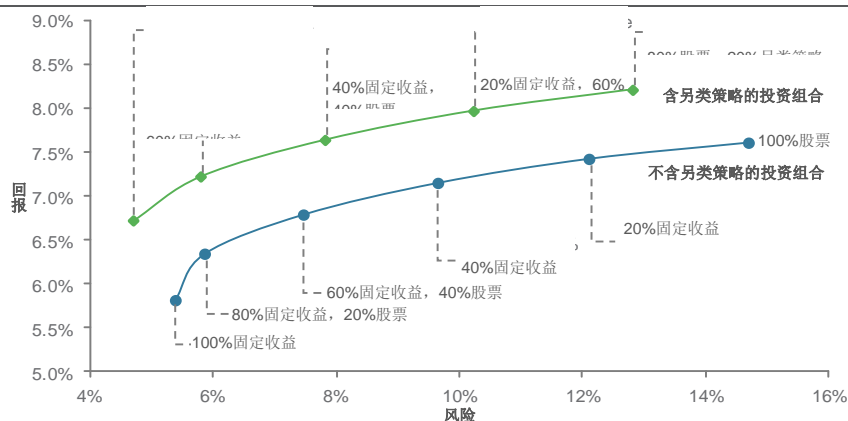
- 另类投资现今已变得更为透明，流动性更高，退场条件也更合理—所以更加便于私人投资者采用。
- 与传统的股票及债券比较，另类策略相关性可能较低，高位回撤幅度亦较低。
- 在不确定的市场环境及可能情境下，需要有一种策略来保障资本，降低波动性—另类策略，包括“分散型”及“替代型”，可以为股票及固定收益投资配置发挥有利的补充作用。

多资产投资中另类策略的角色

投资者往往会因应本身的投资目标把较高风险的资产（如股票）与较低风险的资产（如债券）组合起来。如果配置内以风险资产占较大比例，投资者会要求较高的回报，以补偿所可能要承受的较高风险。图 48 的蓝色曲线可说明这一点。

与只是包含传统的股票及债券的配置相比，加进另类策略的配置有机会以同等的风险度获取更大回报。我们的投资组合实际上有了更佳的风险回报特性（如下图 48 中的绿色曲线所示）。在波动性上升可导致股票与固定收益资产增加相关性的环境下，纳入与股票及某些固定收益资产都低度相关的另类策略，其缓冲作用也许正是投资者所寻求的。

图 47: 根据历史经验，加入另类策略可以提高同样风险水平下的投资组合的回报率



资料来源: HRFX、明晟、巴克莱、彭博终端、渣打银行

多重资产



分散型和替代型—在资产配置中加入另类策略的框架

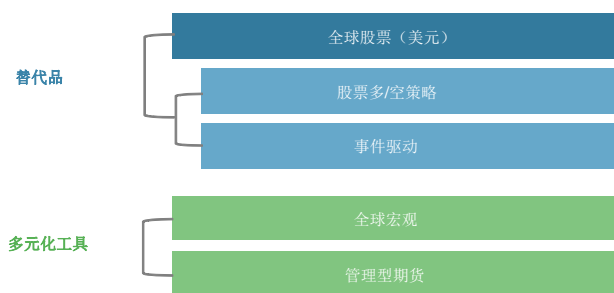
我们可以从历史中得到有限的见识，以推断哪种另类资产往后可表现领先。市场模式有变，各种策略也随之而有不同的表现。策略的创新令情况更形复杂。例证之一是新型的高流动性另类投资—新近推出的此类产品让投资者更便于利用另类策略，其面世意味着未来作配置决定时已很难以历史记录作为依据。

在此情况下，采用结构性方法进行另类配置有其好处，我们会探讨一个“分散型”与“替代型”架构。传统的方法是把另类策略视为独立的配置，与股票及固定收益一起各有固定比重（如 20%）。

我们可考虑两类另类投资。第一类是“分散型”，一般与其他资产低度相关，因而有助改善一个配置的风险回报特性。其主要作用是在市况波动时缓和整个配置所受的冲击，在我们先前介绍的市场情境大都可以发挥功效。

随着高流动性另类策略衍生出的第二类产品（“替代型”）别有一功，就是可在特定市场情境下取代传统资产。“替代型”具有高度相关性，但策略集合大于传统资产—以股票多/空策略替代股票净多头就是一个好例子。这类产品虽然与传统股票相关（所以才可用作替代品），但不论股市升跌都可从中得益，可提供较佳的经风险调整回报。

图 48：“替代品”和“多元化工具”归类

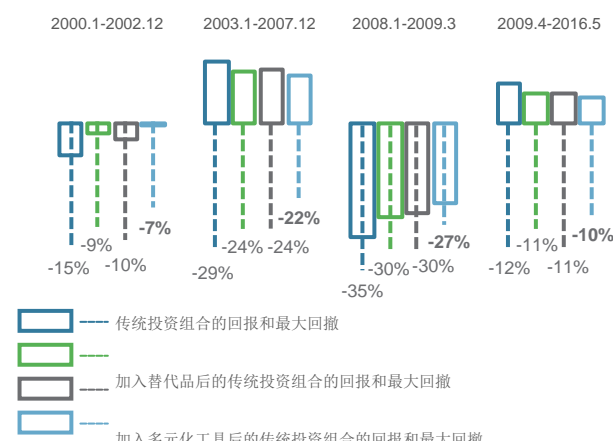


资料来源：另类投资协会、特许另类投资分析师协会、渣打银行

要衡量这个策略的效益，最佳方法就是将一个“传统”的 60% 股票与 40% 债券（60:40）投资配置与兼有另类策略的配置的表现作一比较—有关比较并按不同时期进行。

图 49：平均来看，加入另类策略的组合的回报相当而回撤幅度更低

比较不同时期各类投资组合的回报和回撤



资料来源：HRFX、明晟、巴克莱、彭博终端、渣打银行

多重资产



我们的配置若只用“分散型”，整段期间的回报差不多（两个配置都是 4% 左右）。平均高位回撤幅度较低，只包含“分散型”的配置在所有期间的回撤幅度都是整个高位回撤幅度的 81%。

若同时纳入“分散型”及“替代型”，整段期间的表现仍然差不多（两个配置都是 4% 左右）。同样，平均高位回撤幅度也较低，包含另类策略的配置在所有期间的回撤幅度都只是整个高位回撤幅度的 71%。

利用另类策略当然有所取舍，其中一点是在大升市时表现不一定跟得上，例如在两次升市期间（2003 年 1 月至 2007 年 12 月与 2009 年 4 月至 2016 年 5 月），60:40 配置的表现都领先于包含另类策略的配置。至于在我们所介绍的市场情境下，我们目前预计出现这种情况的可能性较低。

在今日不确定的市场环境下，有必要在资产配置纳入一种可保障资本以及缓和波动性的策略。同时包含“分散型”及“替代型”另类策略的投资配置，在市场波动期间都获得最佳成绩，突显出另类策略对于达成投资目标的关键作用。



杠杆

使用杠杆以优化结果

- 在当前环境下，杠杆可以作为增强投资回报的另一途径。
- 由于利率前景温和，适度利用杠杆的收穫可盖过因此而放大的风险。
- 投资者须知，杠杆固然有助增强回报，但也会放大风险。
- 谨慎之道是把杠杆用于价格波动较低的投资（或者用于多元配置）。

今天，投资者设法获取回报时须面对一个矛盾局面。一方面，经济增长了无生气，可能会限制股票的潜在回报。另一方面，全球债券收益率普遍低落，更有相当一部分发达市场主权债正处于负利率区域。在此形势下，投资者要借助本身的配置获取可观回报实在谈何容易。

- 对多资产投资者而言，选择之一是（在自己的风险承受限度之内）把配置集中于上行潜力最高的资产，如股票或较高风险的债券，希望可借此取得较高回报。这样可能会对配置构成集中风险，削弱了这类投资者传统上享有的分散效益。
- 对偏向纯债券组合的投资者而言，选择之一是投资于一种到期时间较长的债券。这样可增加收益，但代价是债券价格对利率的敏感性较高。另一选择是考虑投资于债券市场内较高息但险在风险较高的环节。不过这样可能会导致配置质量降低，而且可能会因违约而招致亏损。因此，投资者面对的是质量与收益水平之间的取舍。

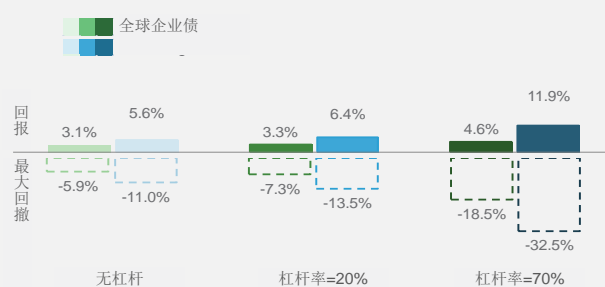
然而，随着我们步入经济周期的较后阶段，我们的核心情境要求我们采取较审慎的方法，建立较平衡的配置。以上简述的方法会令投资者承受颇大风险。投资者可考虑的另一策略是利用杠杆—即借入资金来增加投资的策略。

增强回报的选项之一是使用杠杆

投资者若能慎用杠杆，应可增强其所投资的资产的回报。然而，在增强回报的同时，杠杆也会扩大高位回落及波动的程度。图 50 是从债券投资者的角度说明这一点。把杠杆用于较高风险的资产（如高收益债券），会加大这类资产所固有而本已较高的波动性及高位回撤风险。

图 50: 杠杆可以增加回报，但添加杠杆后的资产也会面临更大的波动和回撤风险

不同杠杆水平下，全球投资级企业债和高收益债过去五年的最大回撤和回报*



注意：*指月回报。假设贷款成本为 2%。

资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

杠杆

因此，明智的做法也许是把杠杆用于价格波动性较低的投资，或者用于多元配置。这样应有助管控高位回落风险，同时适度增强回报。

目前环境下，杠杆依然有效

在当前环境下考量杠杆的作用，我们可以勾画出四个情境示例（图 51）。这类情境旨在说明杠杆投资级及高收益固定收益资产对于信贷息差及利率变动的敏感性。在熊市情境中，美联储大举加息以对抗通胀，不同杠杆水平的高收益及投资级资产都会产生负数回报。

然而，高收益债券的表现较近似股票，所以若杠杆水平较高，其下行空间会大于杠杆水平相似的投资级债券。较可能出现的情境是美联储适度加息，收益率逐渐上升，利差有所收窄。此情形下适合利用水平不太高的杠杆来增强回报。

由于全球收益率预计会保持低企，若某项资产的风险特性合理，则利用杠杆来增加的回报可能会盖过投资者因此而须承担的额外风险。

图 51：利率低企或缓慢上升的环境下，运用杠杆是一项具有吸引力的提升回报的策略

不同利率情境下，投资级和高收益债对利率的敏感程度预测

	全球高收益债			全球投资级债券		
	0%	20%	70%	0%	20%	70%
杠杆率	0%	20%	70%	0%	20%	70%
到期收益率	6.9%	8.1%	18.3%	2.6%	2.8%	4.0%
久期	4.3	5.4	14.3	6.6	8.2	21.8
预计总回报						
1. 风险厌恶	-5%	-7%	-21%	-2%	-3%	-12%
2. 美联储着力压制通胀	-8%	-11%	-32%	-7%	-10%	-29%
3. 央行推出更多政策宽松	14%	17%	43%	8%	9%	20%
4. 经济增长和通胀温和反弹	11%	13%	33%	3%	3%	4%

情境预设：假设 (1) 降息 25 个基点，但投资级债利差扩大 100 个基点和高收益债利差扩大 300 个基点。(2) 升息 50 个基点，且投资级债券利差扩大 100 个基点，高收益债利差扩大 300 个基点。(3) 降息 25 个基点，投资级债券收窄 50 个基点，高收益债利差收窄 150 个基点。(4) 升息 50 个基点，但投资级债利差收窄 50 个基点，高收益债利差收窄 150 个基点。

资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

回顾



上半年表现回顾

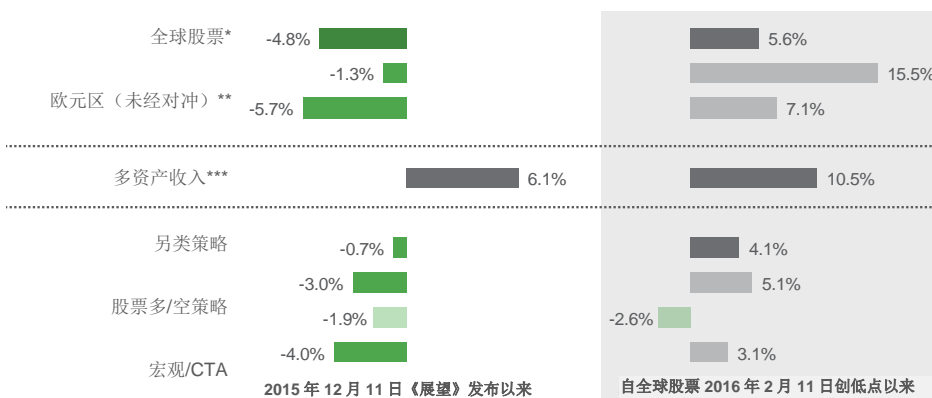
- 2016 上半年市场波动，所以债券相关的主题带来正数回报，而股票相关的主题则表现参差。
- 多资产收益策略 2016 上半年表现领先于股票及另类策略主题。另类策略有助降低波动性，但我们若干股票主题尚未到结束时候。

回顾我们的投资主题在上半年市场动荡中的表现

上半年一轮剧烈波动，产生一个极具挑战性的投资环境。在此形势下，广泛资产类别的回报主导了我们的重点主题的表现—大部分债券主题带来正数回报，而股票相关主题的表现则较为参差。尽管如此，我们的战术性资产配置决定自 2015 年 12 月 11 日发表《2016 全球市场展望》（英文版）发表以来仍能取得正数的绝对回报。

图 52: 多重资产收入表现强劲

《2016 年全球市场展望》发布以来, A.D.A.P.T. 投资框架的表现***



*2016 年 2 月 25 日关闭该交易建议

**2016 年 2 月 25 日去除外汇对冲建议

***指 2015 年 12 月 11 日至 2016 年 6 月 21 日期间。收入篮子定义见《2016 年全球市场展望：识微见远，应变聚财》第 60 页图 38，2016 年 4 月刊《全球市场展望》对此有所修订。

****2016 年 3 月 25 日关闭该交易建议；资料来源：彭博终端、渣打银行

回顾

上半年市场动荡中，A.D.A.P.T. 投资框架的表现

我们在 A.D.A.P.T. 架构内的三个重点主题中，以多重资产收益的表现最为突出。投资者持续追逐收益率、宽松的政策立场、在各类资产广泛分散等，都促进了该策略的表现。我们在 2016 年 3 月底决定降低股票比重，相应地增持固定收益类资产，亦有利于表现。

相形之下，由于首季市况波动剧烈，股票表现令人失望。虽然全球股票上半年回升，总算略有正数回报，但事后检讨，我们在 2 月底结束股票的超配建议未免过于轻率（虽然我们在其后反弹时主张短线买入）。

最后，另类策略适当地发挥了缓和波动的作用（想比股票，波动性减半），不过整个上半年表现几乎只是持平。

不同资产类别表现迥异

我们的 11 个**债券主题**整体带来正数的绝对回报，与该资产类别的强劲表现相符。欧洲及日本债券相对于美国国债及全球企业债的强势超乎我们预期，而新兴市场硬通货计价债券的落后表现亦非我们所料。然而，我们偏重亚洲多于其他新兴市场地区以及掌握美国收益率曲线趋平的部署一不出所料取得成果。

我们的 12 个**股票主题**在波动市场下的处境较为艰难。新兴市场大幅反弹出乎意料，令我们偏重于欧元区及日本的部署显得失当，不过亚洲（日本除外）股票一如预期带来正数回报。解除对欧元区股票的货币对冲是适当之举，因为对冲解除后欧元汇率上涨。事实证明，我们对日本止损的决定是正确的，因为日股未见反弹。我们对美国科技及银行板块的信念则落空。

我们的 6 个**商品主题**胜负分明。油价上升，而消费相关的金属表现领先于投资相关的金属，都符合我们的预期。然而，商品价格整体反弹强劲，尤以黄金为甚，却出乎我们所料。

我们的 4 个**另类策略主题**在首季恰如其分地发挥了缓和波动性的作用，但上半年表现令人失望，当期总体略微下跌。

最后是**货币**方面，我们认为马来西亚林吉特、印尼盾及印度卢比会表现领先，今年早段情况的确如此。然而，欧元、日元及澳元反弹却出乎意料，而且除欧元外另两者都向上突破我们的预期区间。

市场表现概览*

股票	年初以来	过去一月
全球股票	-1.6% ↓	-2.1% ↓
全球高派息股票	3.7% ↑	-0.8% ↓
发达市场	-2.1% ↓	-2.6% ↓
新兴市场	2.5% ↑	2.7% ↑
按国家		
美国	0.2% ↑	-1.7% ↓
西欧 (欧元)	-6.9% ↓	-4.2% ↓
西欧 (美元)	-7.6% ↓	-6.1% ↓
日本 (日元)	-22.1% ↓	-9.0% ↓
日元 (美元)	-8.2% ↓	-2.1% ↓
澳大利亚	0.5% ↑	0.3% ↑
亚洲 (除日本)	-1.4% ↓	2.8% ↑
亚洲	9.6% ↑	4.0% ↑
东欧	10.9% ↑	0.0% ↑
拉美	18.1% ↑	2.9% ↑
中东	-0.1% ↓	1.2% ↑
中国大陆	-7.9% ↓	2.3% ↑
印度	-1.7% ↓	3.6% ↑
韩国	-0.6% ↓	2.5% ↑
台湾	4.4% ↑	4.4% ↑
按行业		
可选消费品	-5.7% ↓	-3.1% ↓
必需消费品	5.1% ↑	-0.1% ↓
能源	14.1% ↑	1.6% ↑
金融	-7.0% ↓	-4.8% ↓
医疗保健	-5.4% ↓	-1.8% ↓
工业	1.1% ↑	-2.1% ↓
科技	-2.6% ↓	-2.0% ↓
原材料	7.0% ↑	-0.7% ↓
电信	5.8% ↑	0.5% ↑
公用事业	7.3% ↑	1.2% ↑
全球房地产股票/房地产投资信托	4.7% ↑	0.7% ↑
债券	年初以来	过去一月
政府债		
全球投资级政府债	9.3% ↑	2.7% ↑
全球高收益政府债	8.9% ↑	2.2% ↑
新兴市场投资级政府债	8.2% ↑	1.9% ↑
美国政府债	4.8% ↑	1.8% ↑
欧盟政府债	8.3% ↑	1.6% ↑
亚洲新兴市场本币债	8.3% ↑	2.4% ↑
信用债		
全球投资级企业债	6.2% ↑	1.2% ↑
全球高收益企业债	7.6% ↑	0.6% ↑
美国高收益债	8.9% ↑	1.3% ↑
欧洲高收益债	3.2% ↑	-2.1% ↓
亚洲高收益企业债	7.0% ↑	1.0% ↑

商品	年初以来	过去一月
多元化商品	10.8% ↑	3.3% ↑
农业	11.4% ↑	2.2% ↑
能源	6.2% ↑	1.9% ↑
工业金属	4.7% ↑	4.7% ↑
贵金属	25.5% ↑	7.9% ↑
原油	15.8% ↑	-1.6% ↓
黄金	23.9% ↑	7.2% ↑
外汇 (兑美元)		
亚洲 (除日本)	-0.1% ↓	0.1% ↑
澳元	2.5% ↑	3.9% ↑
欧元	2.3% ↑	-0.2% ↓
英镑	-7.2% ↓	-6.5% ↓
日元	17.7% ↑	7.6% ↑
新加坡元	4.7% ↑	2.0% ↑
另类策略		
综合 (所有策略)	-0.6% ↓	1.0% ↑
套利	-1.5% ↓	0.8% ↑
事件驱动	3.6% ↑	2.7% ↑
股票多/空策略	-3.1% ↓	0.2% ↑
宏观 CTA	-1.5% ↓	0.0% ↑

*除非另有说明, 否则所有表现均以美元计价。

*“年初以来”指年初至2016年6月24日期间, “过去一月”指2016年5月24日至2016年6月24日期间

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

2016财年表现主题

主题	指数	比较基准	状态	开启日期	关闭日期	绝对表现 [#]	相对表现 ^{##}
债券							
↑ 债券将跑赢商品 (债券经外汇对冲)	SAA 混合基准指数 ¹	彭博商品指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 债券将跑赢现金 (债券经外汇对冲)	SAA 混合基准指数 ¹	摩根大通全球现金指数 3 个月期	开启	2015-12-11		✓	✓
↑ 看好美国国债多于德国国债	花旗美国国债指数 LCL	花旗德国国债 (美元) 指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 看好美国国债多于日本国债	花旗美国国债指数 LCL	花旗日本国债 (美元) 指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 看好发达市场企业债多于发达市场政府债	巴克莱全球企业债累积总回报 (未对冲美元) 指数	花旗全球广泛投资级政府债/政府赞助 (美元) 债券指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 看好美国高收益债多于全球债券	巴克莱美国高收益企业债 (未对冲美元) 总回报指数	花旗全球广泛投资级 (美元) 债券指数	关闭	2015-12-11	2016-4-28	✓	✓
↑ 看好美国投资级企业信用债多于全球债券	巴克莱美国信用债 (未对冲美元) 累积总回报指数	花旗全球广泛投资级债券 (美元) 指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 看好新兴市场美元债多于新兴市场本币债	摩根大通全球新兴市场债券总回报指数	摩根大通新兴市场广泛多元化 (未对冲美元) 债券指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 本币债中, 看好亚洲多于欧洲、中东和非洲	摩根大通新兴市场多元化亚洲 (未对冲美元) 债券指数	摩根大通新兴市场全球多元化欧洲、中东、非洲 (未对冲美元) 债券指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 本币债中, 看好亚洲多于拉美	摩根大通新兴市场多元化亚洲 (未对冲美元) 债券指数	摩根大通新兴市场全球多元化拉美 (未对冲美元) 债券指数	开启	2015-12-11		✓	✗
↑ 美国 10 年-2 年期国债收益率曲线将变平*	10-2 年期美国国债利差	不适用	关闭	2015-12-11	2016-6-21	✓	不适用
股票							
↑ 看好股票多于债券	明晟全球市场每日净美元总回报指数	花旗全球广泛投资级 (美元) 债券指数	关闭	2015-12-11	2016-5-25	✓	✗
↑ 超配欧元区 (经外汇对冲)	明晟欧洲货币联盟 (对冲美元) 指数	明晟全球市场每日净美元总回报指数	关闭	2015-12-11	2016-2-25	✗	✓
↑ 超配欧元区 (未经外汇对冲)	明晟欧洲货币联盟净总回报指数	明晟全球市场每日净总回报指数 (美元计价)	开启	2016-2-26		✓	✗
↑ 超配日本	明晟日本当地净指数	明晟全球市场每日净美元总回报指数	关闭	2015-12-11	2016-3-25	✗	✗
↑ 看好欧洲小/中盘股票多于欧洲大盘股	明晟欧洲中小盘股票总回报 (混合) 指数	明晟欧洲大盘股总回报指数	开启	2015-12-11		不适用	✓

主题	指数	比较基准	状态	开启日期	关闭日期	绝对表现 [#]	相对表现 ^{##}
↑ 对美国谨慎乐观	明晟美国每日净美元总回报指数	明晟全球市场每日净美元总回报指数	开启	2015-12-11		✓	✓
↑ 对亚洲（除日本）谨慎积极	明晟亚洲（除日本）每日净美元总回报指数	不适用	开启	2015-12-11		✓	不适用
↑ 看好美国科技股	美国上市科技板块指数 ²	明晟美国指数	开启	2015-12-11		✗	✗
↑ 看好美国银行股	明晟美国银行业指数	明晟美国指数	关闭	2015-12-11	2016-4-28	✗	✗
↑ 亚洲（除日本）区域内，看好中国	明晟中国净美元总回报指数	明晟亚洲（除日本）净总回报指数	关闭	2015-12-11	2016-5-25	✗	✗
↑ 亚洲（除日本）区域内，看好印度	明晟印度净美元总回报指数	明晟亚洲（除日本）所有国家净总回报指数	开启	2016-5-27		✓	✗
↓ 低配亚洲之外的新兴市场	明晟亚洲之外的新兴市场净美元总回报指数	明晟新兴市场净总回报指数	开启	2015-12-11		✗	✗
商品							
↓ 低配商品	彭博商品指数	明晟全球市场每日净美元总回报指数	关闭	2015-12-11	2016-3-25	✗	✗
↓ 低配商品	彭博商品指数	明晟全球市场每日净美元总回报指数	开启	2016-5-27		✗	✗
↑ 年内油价将上涨	布伦特原油现货	不适用	开启	2015-12-11		✓	不适用
↔ 16年1季度黄金会在1000-1200美元/盎司区间内波动	现货黄金	不适用	关闭	2015-12-11	2016-3-31	✗	不适用
↓ 对工业商品悲观	彭博工业金属指数	不适用	开启	2015-12-11		✗	不适用
↑ 看好锌、铝、镍多于铁矿石/铜	锌、铝、镍混合指数 ³	铁矿石/铜混合指数 ⁴	开启	2015-12-11		✓	✓
另类策略							
↑ 超配另类策略	HFRX 全球对冲基金指数		开启			✗	不适用
↑ 股票多/空策略	HFRX 股票对冲指数	HFRX 全球对冲基金指数	开启	2015-12-11		✗	✗
↑ 事件驱动策略	HFRX 事件驱动指数	HFRX 全球对冲基金指数	关闭	2015-12-11	2016-2-25	✗	✗
↑ 宏观/商品交易顾问	HFRX 宏观/商品交易顾问指数	HFRX 全球对冲基金指数	开启	2015-12-11		✗	✗
外汇							
↓ 看空欧元/美元	欧元/美元	不适用	关闭	2015-12-11	2016-4-28	✗	不适用
↔ 欧元/美元汇率将在1.05-1.15区间内运行	欧元/美元	不适用	开启	2016-4-29		✓	不适用
↑ 看多美元/瑞郎	美元/瑞郎	不适用	开启	2015-12-11		✗	不适用
↓ 看空澳元/美元	澳元/美元	不适用	关闭	2015-12-11	2016-4-28	✗	不适用
↓ 看跌澳元/美元	澳元/美元	不适用	开启	2016-5-27		✗	不适用
↓ 看跌新西兰元/美元	新西兰元/美元	不适用	开启	2015-12-11		✗	不适用

主题	指数	比较基准	状态	开启日期	关闭日期	绝对表现 [#]	相对表现 ^{##}
➡ 2016年1季度, 美元/日元汇率会在116-126区间内波动	美元/日元	不适用	关闭	2015-12-11	2016-1-20	✗	不适用
➡ 美元/日元汇率会在110-115区间内波动	美元/日元	不适用	关闭	2016-5-27	2016-6-1	✗	不适用
➡ 英镑/美元会在1.45-1.60区间内波动	英镑/美元	不适用	关闭	2015-12-11	2016-1-11	✗	不适用
➡ 美元/加元会在1.28-1.40区间内波动	美元/加元	不适用	关闭	2015-12-11	2016-4-12	✗	不适用
➡ 亚洲美元指数会在2016年触底反弹	彭博摩根大通亚洲美元指数	不适用	开启	2015-12-11		✓	不适用
⬆ 相对亚洲美元指数更看好马来西亚林吉特	马来西亚林吉特	彭博摩根大通亚洲美元指数	关闭	2015-12-11	2016-4-28	✓	✓
⬆ 相对亚洲美元指数更看好印尼盾	印尼盾	彭博摩根大通亚洲美元指数	开启	2015-12-11		✓	✓
⬆ 相对亚洲美元指数更看好印度卢比	印度卢比	彭博摩根大通亚洲美元指数	关闭	2015-12-11	2016-3-25	✓	✗
⬆ 相对亚洲美元指数更看好印度卢比	印度卢比	彭博摩根大通亚洲美元指数	开启	2015-5-27		✗	✗
⬆ 看涨新加坡元/马来西亚林吉特	新加坡元/马来西亚林吉特	彭博摩根大通亚洲美元指数	开启	2015-12-11		✓	✓
⬆ 看跌美元/新加坡元	美元/新加坡元	彭博摩根大通亚洲美元指数	开启	2016-6-26		✓	✓
⬆ 看跌美元/人民币	美元/人民币	彭博摩根大通亚洲美元指数	开启	2016-3-28		✗	✗
多重资产收入							
⬆ 多重资产收入			开启	2015-12-11		✓	不适用
⬆ - 固定收益 ⁵			开启	2015-12-11		✓	不适用
⬆ - 股票收入 ⁶			开启	2015-12-11		✓	不适用
⬆ - 非核心收入 ⁷			开启	2015-12-11		✓	不适用

资料来源: 彭博终端、渣打银行

表现期间为 2015 年 12 月 11 日 (《2016 年全球市场展望》英文版发布之日) 至 2016 年 6 月 21 日或我们结束该观点之日

1: SAA 混合基准指数包含了 50%花旗非按揭支持证券全球广泛投资级债券美国指数、25%摩根大通新兴市场全球多元化投资级债券指数、12.5%巴克莱资本全球高收益总回报指数、12.5%摩根大通新兴市场全球多元化高收益债指数

2: 美国上市科技板块包括 83%的明晟美国科技板块指数和 17%的彭博中国 ADR (美国存托凭证) 指数

3: 锌/铝/镍混合指数是伦敦商品交易所锌、铝和镍 3 个月远期滚动合约的均权价格指数

4: 铁矿石/铜混合指数是铁矿石价格 (中国青岛港 62%含铁量铁矿石) 和伦敦商品交易所 3 个月滚动远期铜合约的均权价格指数

5,6,7: 各种收入篮子的构成见第 34 页描述

详细注释:

✓ - 建议正确; ✗ - 建议错误

- 该指数的简单绝对收益

- 相对回报 = 绝对回报减去基准回报

*变平 - 长端和短端利差收窄

过去表现并不代表未来走势。历史数据不能保证、代表、或预测未来基于这些数据所作交易的实际结果和回报。

事件日历



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，不得复制或使用权。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