

全球市场展望

2016年8月

保持均衡投资

短期内股市或将持续反弹，但长期来看仍需多加选择。英国脱欧公投引发市场大跌之后，股市出现了近乎完美的 V 型反弹。强劲的动能和宽松的政策预示，短期内全球股票可能会继续反弹，但在这以外我们仍需要更具选择性。虽然美国企业盈利更具可预见性，而中国经济相对稳定利好股市表现，但英国脱欧公投加剧了英国和欧元区股市面临的不确定性，而这种状况可能会持续一段时间。

经济和政治环境预示未来会有更多波动。英国公投的意外结果令欧洲的前景蒙上阴影。虽然美国的情况有所改善，但全球经济增长预测再遭下调。土耳其最近的动荡，凸显了对新兴市场加以甄选的必要性。这些事件合在一起，说明保持均衡投资十分必要，即用收益型策略和另类策略调和风险资产，从而在市场动荡获得保护。

“搜寻收益”的投资主题仍旧适用且奏效。债券收益率仍坚定下行，因为市场预期决策当局可能会进一步放宽政策。虽然通胀风险依然存在，但由于收益率看来会下跌更久，债券和大多数收益类资产将继续受益。这样的背景不仅大大利好我们所提倡的多资产收益策略，并且也为我们提供了另一个理由，来建议投资者通过美元计价的政府债来获得新兴市场的部位。

目录

重点
保持均衡 01

1
2

视角
全球投资委员会的观点 03

情境
交易建议 06
投资策略 07
宏观概览 09

3
4

资产类别
债券 13
股票 16
商品 20
另类策略 22
外汇 23

资产配置
资产配置摘要 26

5
6

表现回顾
市场表现概览 26
事件日历 27
编委 28
免责声明 29

视角

全球投资委员会的观点



Q 股市回调是否已经结束？

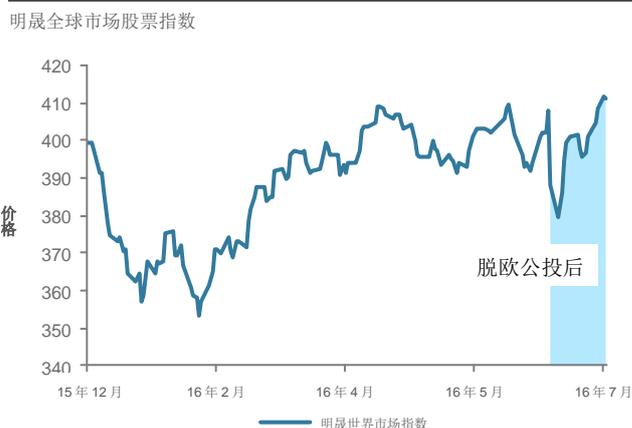
A 虽然全球股市在英国脱欧公投之后的短时间内下跌近 7%，但已经以近乎完美的 V 字型反弹。这提出了一个问题——一度让人担心的夏季回调是否已经以迅雷不及掩耳之势一笔带过了。

动能改善以及标普 500 指数创新高预示着股市的短期前景已有改善。也就是说，如果股票在今夏剩余的日子里表现好于之前所担心的情况，那也不足为怪。

不过，在这之后，我们仍旧坚信在经济周期的末段需要保持选择性。美国仍是我们最为看好的区域，当前所处的财报季的进展是市场反弹能否持续的关键所在。

但对于欧洲，我们目前仍持谨慎态度。有关英国和欧盟之间新型关系的谈判也许旷日持久，这可能会给欧元区股票蒙上一层阴霾。意大利国内就援助银行业正在进行的讨论是另一痛点。在需要对股票风险持选择性的环境中，我们认为美国和部分新兴市场的风险/回报比更具吸引力。

图 1: 全球股票过去一个月 V 型反弹



资料来源：彭博终端、渣打银行

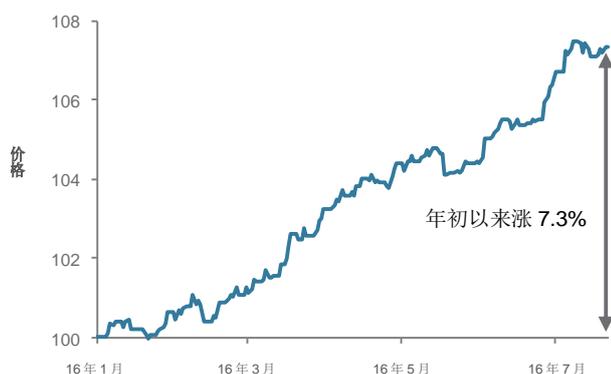
Q 债券还有投资价值吗？

A 我们认为在多元化的配置中保持均衡，对于债券投资而言尤为重要。我们偏好的领域——美国投资级企业债——已经有较大涨幅，这全依赖于美国国债收益率的大幅下滑。虽然其仍是我们最为偏好的资产类别之一，但鉴于收益率的骤然变化，加之本已紧拙的美国国债的头寸有可能进一步打开，建议等待更好的入市点位，再考虑继续加仓。

均衡配置的另一方面，尤其是新兴市场美元政府债，似乎有些许价值，并且针对美国国债收益率反弹风险也有合理的缓冲空间。其绝对收益率刚好在 5% 以上，具有吸引力，并且估值仍不算贵。

图 2: 美国投资级企业债年初以来回报率 7.3%；建议等待更好时机再加仓

巴克莱美国累计 144A 投资级债券总回报指数



资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

话虽如此，我们仍旧认为多资产收益是目前获取收益的最佳途径。虽然债券仍是该策略的一部分，但我们相信，在当前搜寻收益的环境下，大范围持有收益类资产，具有吸引力。

Q 对于新兴市场是否更乐观了？

A 我们相信其前景在改善，但过程非一蹴而就。亚洲方面，决策当局继续降息，而中国经济增长有所企稳。商品价格持续反弹有利于亚洲之外的新兴市场。原油市场供需状况日益改善，近期的风险事件令大环境利好黄金。不过，对于基础金属能否持续反弹，我们仍旧不那么有信心。

追逐流入新兴市场资产的资金时，须认识到其间仍存在的风险，并在两者之间取得平衡。我们所青睐的增加新兴市场曝险部位的途径，仍然是通过新兴市场美元政府债，本月我们将其提升为最看好的债券类资产之一。新兴市场本币债券可能也值得浅尝，但此处我们须愈加甄选。新兴市场股票之中，我们显然更为偏好亚洲（除日本）地区，胜于其他新兴市场区域，这是因为亚洲对于商品价格的敏感程度更低，国内需求在其主要经济体中仍占主导地位，以及区内各大央行的宽松姿态。

图 3: 新兴市场美元政府债仍是我们青睐的当前增仓新兴市场的途径

新兴市场美元政府债（新兴市场广泛债券指数）和新兴市场股票（明晟新兴市场股票指数）



资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

Q 应该如何看待地缘政治风险？

A 我们相信地缘政治风险持续，凸显出应对回撤风险的需求。英国脱欧公投以及土耳其的未遂政变导致金融市场出现短期但剧烈的波动；未来诸如欧洲就拯救意大利银行业开展的谈判及美国大选也许会引发类似的市场回撤。

英国脱欧公投的投票结果或许另市场感到意外，但是就像其立刻引发的市场反应那样，预计公投结果的影响仍将主要集中在英国和欧洲资产。从今而后的脱欧谈判的路径较为关键——我们认为英镑仍然面临下行风险。

土耳其近期发生的事件对于新兴市场的资金流向而言是一大风险。我们主要的忧虑仍在于汇率，因为土耳其收支状况较为脆弱，且外汇储备少。一旦资金流向发生逆转，不管是因为政治局势愈加扑朔还是因为本币汇率大幅贬值，都可能令新兴市场资产的风险上升。



新兴市场美元政府债仍是我们所青睐的加仓新兴市场的途径

交易建议

战术性机会

面对金融市场的波动，全球投资委员会的一大目标就是发现暂时性的错位，这样的错位可能提供短时的交易机会。本月，我们便从一个潜在的交易机会开始，我们认为其将表现良好，不过这相对于我们通常 12 个月的时间轴而言期限更短。

交易建议—买入印尼本币债券（未来 3 个月）

投资实例：

- 绝对收益率仍旧具有吸引力（比如：5 年期国债收益率 7%）
- 政策取态仍宽松，通胀有望走低可能引来进一步降息
- 印尼债券应能从资金持续流入新兴市场的趋势中受益，该趋势或将支持新兴市场货币走高

风险：

- 本币大幅贬值、新兴市场资金流入的状况发生逆转、通胀走高

图 4：印尼本币政府债应是新兴市场资金持续流入的主要受益者



资料来源：彭博终端、渣打银行



投资策略



发达市场处于经济周期的不同阶段。美国经济扩张行将结束，但消费支出将驱动 2016 年经济增长。



由于劳动力市场逐步趋紧且油价触底，发达市场通缩压力将消退



亚洲和新兴市场仍旧倚赖中国，后者正朝消费驱动型增长转型。油价表现也很关键。



各国央行政策仍旧支持经济增长，不过美国势将紧缩



向经济周期尾声过渡可能会引发波动加剧

保持均衡投资

- 英国脱欧公投结果公布后股票大跌，但随后同等迅速地反弹至新高，尽管同期债券收益率走低。不过，我们须提防，勿把短期的积极动能和更为谨慎的长期观点混为一谈。
- 短期内股票或将持续反弹。不过，我们将保持选择性，偏好美国股票。我们认为欧元区股票的风险有所上升，但部分新兴市场股票的风险可能在降低。
- 我们认为，新兴市场美元政府债是增加新兴市场曝险部位的最佳途径。我们仍旧偏好美国投资级企业债，但建议等待更好的点位再入市。我们相信，在持续“搜寻收益”的大环境下，多资产收益策略仍是串联起并实践上述观点的最佳途径。

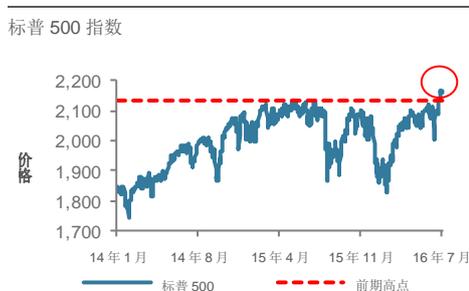
股票短期内或将持续反弹

脱欧公投后股市的暴跌迅速演变成全球股市的反弹，期间包括标普 500 在内的主要股指纷纷创出新高。这连同企业盈利将在未来数季复苏的预期一道，预示着股市的反弹在短期内或将延续。

不过，我们认为应对股票长期保持选择性。美国股市是我们关注的焦点，因为美国企业盈利最有可能恢复正增长。新兴市场的风险可能也在降低，不过我们仍将专注于亚洲区内我们所青睐的市场，譬如印度，其国内增长引擎起着主导作用。对于欧元区股票我们愈发谨慎，因为英国脱欧公投后政治风险可能会在一段时间内高企，而新的风险（比如意大利救助银行业）站到前台。

通过美元计价政府债券获得新兴市场的部位

图 5: 标普 500 创新高预示短期股票上涨或加速



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 6: 不过 12 个月来看，我们仍须更为谨慎



资料来源：渣打银行

投资策略

追涨新兴市场股票具有诱惑力，尤其是许多商品价格仍旧受到很好的支撑。虽然我们承认风险有所降低，但考虑到风险因素，我们仍旧相信债券是获取新兴市场曝险部位的更好途径。我们认为新兴市场美元政府债在此处是最具吸引力的选择；其收益率在 5%左右，仍有吸引力，并且估值仍然不贵。当然，本币政府债是另一个选项，但我们认为其额外的直接汇率风险令偏好的天平向美元债券的方向倾斜。

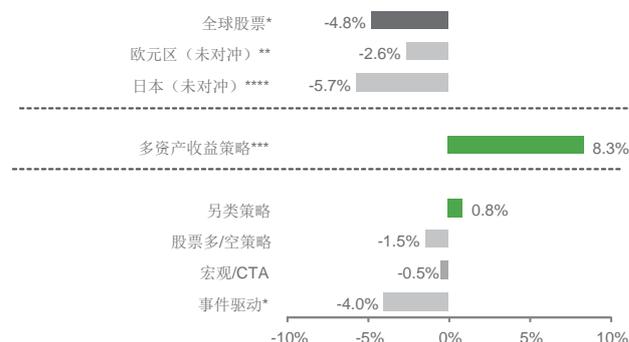
多资产宏观策略亮出成绩单

我们仍旧相信多资产收益篮子可以串联起上述主题，且具有吸引力。债券收益率下行意味着“搜寻收益”的渴求变得更为强烈，这样的环境有利于收益类资产。

不过，英国脱欧公投之后的短暂回调也说明了将多资产宏观策略作为多资产收益配置补充的价值。多资产宏观策略有助于缓冲收益类资产的波动。我们相信这一特性在年内仍有价值，因为经济周期的末段市场往往反复动荡。

图 7：多收益策略仍表现出色

2016 年全球市场展望发布以来，A.D.A.P.T.框架的表现***



* 2016 年 2 月 25 日结束交易建议；**2016 年 2 月 25 日开始不再建议汇率对冲
 *** 2015 年 12 月 11 日至 2016 年 7 月 21 日期间。收入篮子描述见《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 日结束该交易建议
 资料来源：彭博终端、渣打银行

图 8：战术资产配置模型（12 个月）美元计价

资产类别	资产子类别	相对前景	开始日期*
现金		低配↓	2016 年 7 月
固定收益	发达国家投资级政府债	低配	2011 年 1 月
	发达国家投资级企业债	超配	2015 年 12 月
	发达国家高收益企业债	标配	2016 年 4 月
	新兴市场美元计价政府债	超配↑	2016 年 7 月
	新兴市场本币计价政府债	标配↑	2016 年 7 月
	亚洲美元计价企业债	标配	2016 年 2 月
股票	美国	超配	2016 年 6 月
	欧元区	低配↓	2016 年 7 月
	英国	标配	2016 年 4 月
	日本	标配	2016 年 3 月
	亚洲（除日本）	标配	2015 年 7 月
	其他新兴市场	标配↑	2016 年 7 月
商品		标配↑	2016 年 7 月
另类策略		超配	2013 年 6 月

*开始日期：提出该战术性建议的日期
 资料来源：渣打银行

宏观概览

重要观点

英国脱欧的公投结果另本已扑朔的前景更加不确定。虽然英国国内会感受到其直接影响，但欧洲其他地方也可能受到影响。

美联储可能会保持谨慎

欧洲央行和英国央行或将加码刺激措施；日本可能会采取更为大胆的财政刺激

中国可能会坚持既定的微调政策来保增长

对投资者的影响



美国企稳；英国脱欧困扰欧洲

- 美国经济 1 季度放缓之后，扭转颓势反弹，而欧洲经济虽然保持增长，却看似会受到英国意外的脱欧结果引发的不确定性所拖累。
- 亚洲方面，日本的经济前景因为强势日元和全球需求疲弱而仍旧扑朔。中国经济历经数月刺激措施之后似已企稳。拉美方面，巴西似乎将在明年初之前摆脱衰退。
- 预计美联储将暂时保持谨慎，决策当局需要研究英国脱欧公投后美国即将公布的经济数据。不过，欧洲央行和英国央行则可能在未来数周推出宽松政策，因为投资者信心已经受到打击。日本方面，安倍在上院选举中取得大胜之后，市场对其将推出大刀阔斧的财政措施预期升温。

为欧洲和日本更为激进的刺激措施做好准备

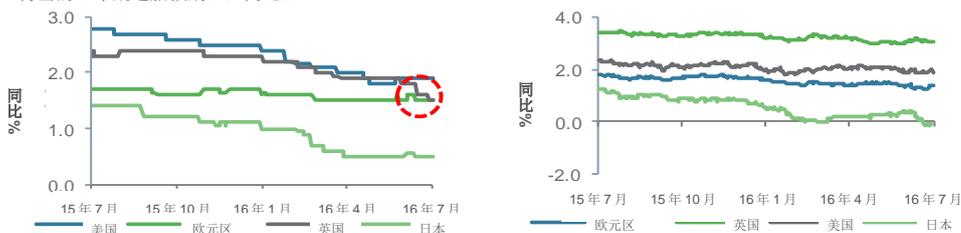
英国脱欧公投令本来已经扑朔迷离的全球前景更加不确定。虽然其直接影响可能在英国国内才会感受到，正如英镑急挫和英国增长预测遭遇下调所反映的那样，但是欧洲其他地方也可能受到负面影响，正如投资者信心受创所反映的那样。日本已经受到全球增长和通胀放缓的不利影响，其可能进一步受累于英国脱欧引发的不确定性。

在不确定性日增的背景下，美国经济看似相对稳定。消费引领的经济复苏，进一步受到 6 月份就业市场强劲反弹的提振。不过，需要密切关注即将公布的数据，观察其是否受到欧洲蔓延而来的影响。中国经济历经数轮刺激之后，似乎也展现企稳迹象，这为亚洲和其他新兴市场的增长前景打了铺垫。有鉴于此，我们预计政策影响如下：

- 美联储或将保持谨慎，等待数据确认经济持续复苏。
- 欧洲央行和英国央行可能加码刺激力度，而日本将采取大刀阔斧的财政措施。
- 中国可能会继续坚持政策微调，以确保 6.5% 以上的经济增速。

图 9：英国脱欧公投以后，其经济增长预测遭下调，而日本长期通胀预期跌破 0%，通缩风险日益凸现

主要经济体 2016 年 GDP 增长的普遍预测，同比%；主要经济体的长期通胀预期（根据 5 年期远期通胀互换利率计算得出的 5 年期通胀预期），同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

美国露出复苏萌芽？

最近数周，美国经济数据好于预期，主要反映在 6 月份新增就业的强劲反弹，以及制造业和服务业企业信心复苏。与此同时，薪资增长进一步加速，这将有助于消费引领的复苏持续至 3 季度。房地产业仍是增长引擎。

今年油价复苏帮助缓解了能源和制造业面临的压力。然而，6 月份以来美元的反弹可能再一次令金融环境收紧，限制国内的价格压力，并且损害出口竞争力，英国公投之后这点尤为明显，而这将抑制来自欧洲的需求。

虽然美国经济数据改善以及薪资持续上涨重燃了美联储加息预期（联邦基金利率期货暗示年内加息概率为 47%），但我们认为美联储可能会保持谨慎，这是基于对 11 月份大选之前国内不确定性和地缘政治不确定性的考虑。如此温和的展望失准的风险，仍然在于薪资驱动的通胀飙升。

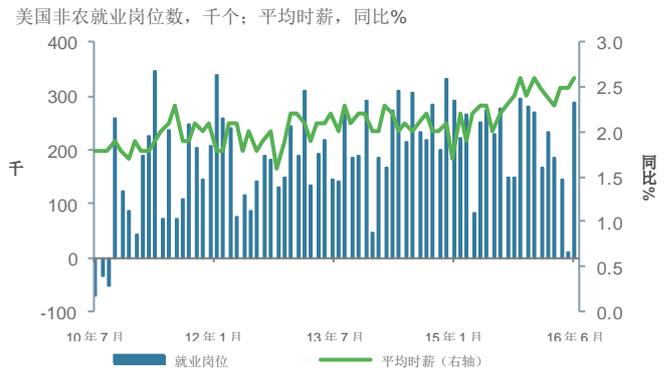
欧元区指望欧洲央行采取措施降低英国脱欧损害

虽然欧元区前景在上半年全球不确定性中较为坚韧，但自从英国脱欧公投之后似乎受到了打击。英国脱欧公投之后最先公布的前瞻性数据（Sentix 投资者信心指数和欧洲经济研究中心调研预期）显示投资者情绪受到了打击。下一关注焦点在于 7 月份的采购经理人指数。

围绕英国脱欧对政治和贸易相关影响的不确定性加剧了该区域面临的挑战，此时欧洲正努力应对移民危机。如果企业信心下行影响到经济增长，则通胀下行的压力可能会加剧。在此背景下，我们相信欧洲央行可能会在未来数月进一步宽松政策。

与此同时，意大利银行业危机持续打击该国的企业信心。欧洲央行行长马里奥·德拉吉支持用公共资金援助受坏账困扰的银行业，提振了救助意大利银行业的预期。

图 10：6 月份美国就业增长强力反弹，工资增速则进一步加快



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 11：最近几个月，美国制造业和服务业企业信心指数反弹



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 12：欧元区投资者信心因英国脱欧受到打击



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

英国信心受到脱欧公投结果打击

英国经济甚至在脱欧公投之前就已经不稳。公投之后的早期指标显示企业信心受到影响。投票之后英镑贬值显示出英国经济对源源不断的资金流入的依赖性，因为英国需要资金流入来抵消结构性贸易逆差。

特雷莎·梅超乎预期地迅速就任并组阁，缓解了国内政治不确定性。当前的焦点可能会转到新政府打算何时开始与欧盟就新贸易协定举行磋商。此类磋商可能会持续至少两年，从而延长不确定性。英国和其他主要经济体的贸易协定也将受到关注。

为了等待更多数据出炉，英国央行在7月14日的政策会议上没有推出宽松政策。预计未来数月英国央行将降息并开始买债。英镑疲弱引起的通胀压力可能只是暂时的。

日本通缩风险令安倍政府面临压力

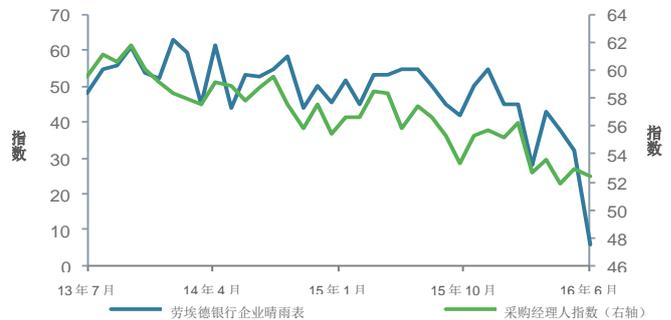
由于强势日元继续冲击出口和制造业，并且抑制国内价格压力，日本的经济增长和通胀数据进一步走弱。英国脱欧公投引发的不确定性可能进一步影响日本对外的行业。对日本企业的短观调查结果显示小型企业的前景进一步恶化，而长期通胀预期则跌至0以下。

由于已经用足了货币政策，市场对于大力度财政刺激的预期正在升温。安倍晋三首相在上院选举中大获全胜，可能会令其更加安心地采取大刀阔斧的措施来提振经济增长和通胀。对于日本央行将撒钱或者核销政府债务的预期在升温；不过只有在经济继续恶化的情况下才可能运用如此极端的措施。

暂时来看，日本政府可能会公布一整套财政支出方案。日本央行可能会扩大资产购买计划，囊括进诸如更多股票和房地产投资信托在内的其他资产。

图 13: 英国脱欧公投后英国企业信心指数暴跌

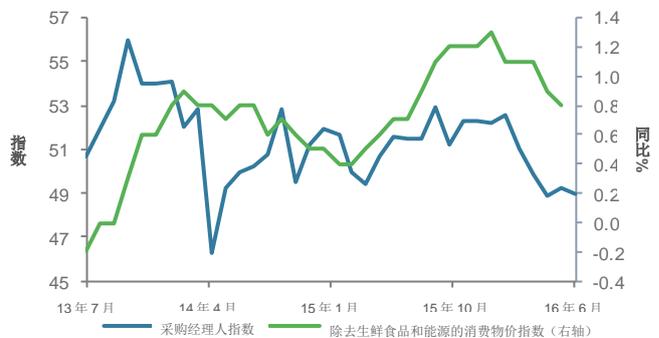
劳埃德银行企业晴雨表；英国采购经理人指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 14: 日本企业信心指数预示增长疲弱、而核心通胀进一步恶化

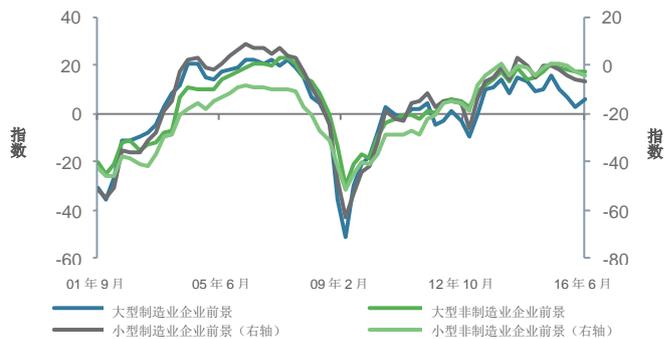
日本采购经理人指数；除去生鲜食品和能源的消费物价指数，同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 15: 日本短观调查显示小公司的企业前景继续恶化

日本大、小型制造业和服务业企业3季度商业前景的短观调查结果



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

亚洲—中国采取刺激措施后经济企稳

作为亚洲经济增长的主要驱动力，中国经济仍旧稳固，2季度经济年化增速与1季度6.7%的增速相当。6月份数据显示，历经数月的财政和信贷刺激之后，制造业和服务业持续企稳。不过，不动产投资增速继续放缓，反映出政府对过剩产能持续增加的谨慎态度，尤其在今年房地产价格飙升的情形下。与此同时，由于全球需求疲弱，出口持续收缩。预计下半年决策当局将微调刺激措施，将今年的经济增速维持在6.5-7.0%的目标区间内。

印度经济可能会受益于季风时节较历史均值更多的降雨，因为食品生产的增加可以增加农村收入，帮助限制通胀水平（最近一个月一直在上涨）。不过，季风时节持续进展非常关键，因为过多的降雨可能损害农作物。通胀低企将令9月份就职的新任印度央行行长得以继续降息。

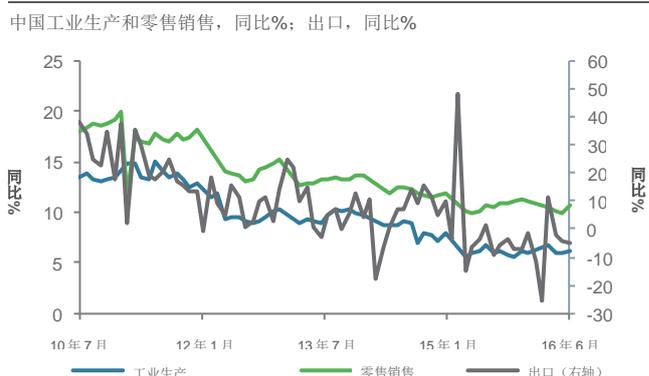
亚洲其他地方，印尼因为低通胀和印尼盾持续强势，有继续降息的空间。韩国和台湾今年曾降息，未来也可能采取进一步的政策宽松，因为出口持续收缩加剧了其国内/区域内通胀下行的压力。

巴西继续从衰退中复苏

巴西经济显示出企稳迹象，在以米歇尔·特梅尔为代总统的新政府的领导下，信心逐步恢复。企业信心似乎已经触底反弹，而通胀在1月份触及10.7%的顶部后持续下跌。调查显示，巴西人对于本国经济的前景变得更有信心。

虽然8月份迪尔玛·罗塞夫总统面临的弹劾案审判，结果如何仍然是个未知数，但代总统特梅尔日益受到拥戴（其同盟赢得了成为下院发言人的关键选举）有利于投资者情绪。市场普遍预期显示巴西经济可能在年底前企稳，并在明年初开始再度增长。通胀下跌则可能会让央行继续降息。

图 16: 中国工业生产和零售销售企稳，但出口持续收缩



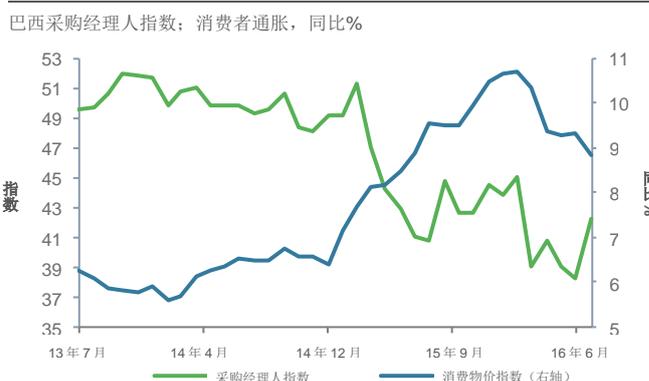
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 17: 印度通胀压力再度抬头，但若季风时节风调雨顺，则有助限制价格涨幅



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 18: 巴西通胀似乎已经见顶，企业信心复苏迹象初现



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券



重要观点

美国投资级企业债和新兴市场美元政府债是我们最为看好的子资产类别

美国投资级企业债和新兴市场美元政府债是我们最青睐的投资选择

保持对高收益债的曝险部位以获得收益

通过美元计价债券获得新兴市场的曝险部位

对投资者的影响



继续搜寻收益

- 债券仍是我们最为看好的资产类别之一。虽然年初以来涨幅显著，但我们仍旧对其青睐有加，因为债券既可以作为收益来源，也具有防御的特性。
- 我们总体上偏好企业债胜过政府债，前者之中最看好美国投资级企业债。我们也倾向于将新兴市场美元政府债作为美国投资级企业债的替代品，在品质和收益间取得平衡。
- 虽然我们仍旧倾向于通过美元债券取得新兴市场的曝险部位，然而新兴市场面临的阻力减小，意味着新兴市场本币债券面临的风险也随之下降。

政府债—发达市场

G3 政府债强劲反弹，压低其收益率至数十年来的低位。英国脱欧公投之后，市场预计主要央行将继续宽松以支持本国经济。虽然这可能会进一步推高债券价格，但我们觉得政府债券的风险/回报比已经不具备吸引力。绝对收益率低，令缓冲空间甚小；即便收益率微升，也可能导致债券价格的跌幅甚于票息。通胀抬头仍旧是主要风险，因为在此情况下，政策取向不会像以往一样宽松，债券收益率也会随之提高。

另外，对于政府会否采取财政刺激措施，市场开始出现分歧。这将不利于债券价格，因为政府为了筹集财政刺激所需资金会增加发债量，即便央行会购买债券，债券价格还是有可能下跌。因此，我们仍旧倾向于通过投资级别的企业债获取对高品质债券的曝险部位—详情见企业债部分。总体而言，对于美元计价的政府债券，我们仍倾向于维持 5-7 年的债券组合久期。

图 19: 我们青睐的债券品种

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	看好 (美国胜过欧洲)	●	●	●
新兴市场美元计价政府债	看好	●	●	●
亚洲美元计价企业债	核心持仓	●	●	●
发达市场高收益企业债	核心持仓 (美国胜过欧洲)	●	●	●
新兴市场本币计价政府债	核心持仓	●	●	●
发达市场投资级政府债	最不看好	●	●	●

交通信号灯表示该因素对于每类资产是正面、中性还是负面的。资料来源：渣打银行

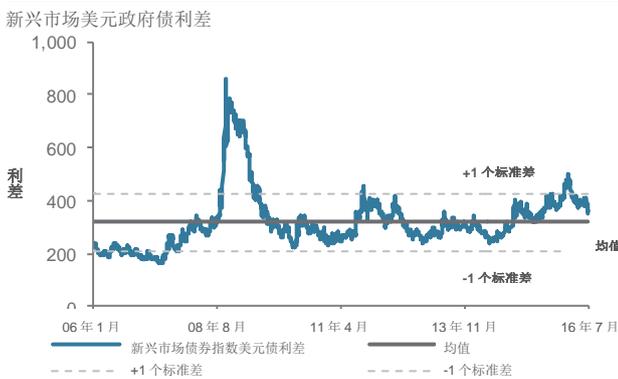
债券



政府债—新兴市场美元政府债

新兴市场美元政府债是目前我们在债券中最为看好的品种之一。在政府债中，我们仍最看好此类债券，我们相信其表现或将跑赢 G3 政府债。

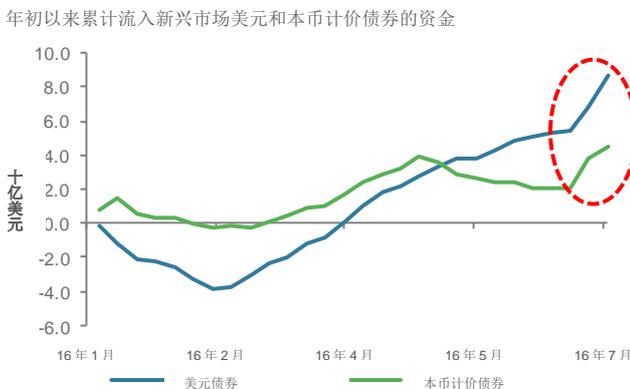
图 20: 新兴市场美元政府债仍旧不贵



资料来源: 彭博终端、渣打银行

英国脱欧公投之后，发达市场债券收益率暴跌，这可能会进一步强化目前“搜寻收益”的潮流。我们认为，新兴市场美元政府债可能会从中受益，因为其收益率仍旧具有吸引力，在 5.1% 左右——这和日本以及欧洲部分地区的负利率形成了鲜明的对比。

图 21: 对收益率的需求促使大量资金流入新兴市场债券



资料来源: 新兴市场投资基金研究公司、渣打银行

此外，美联储加息预期的延迟也有利于新兴市场，后者将因美元强势消退而受益。事实上，英国脱欧公投结果公布后，资金加速流入新兴市场债券。

最后，新兴市场美元政府债仍是为数不多的估值还不算昂贵的资产类别之一。尽管如此，商品价格大幅下跌以及本币贬值仍

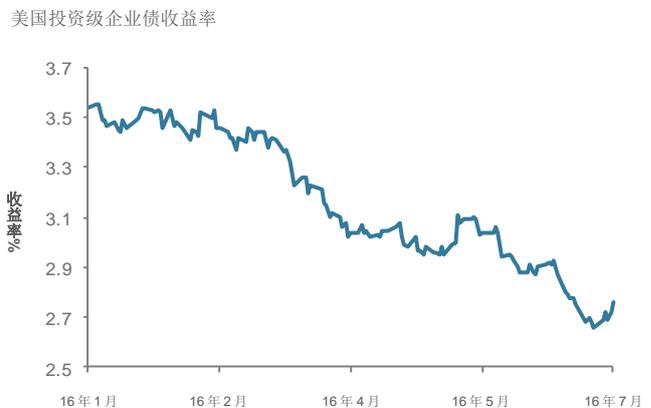
是主要风险所在。此外，新兴市场国家所面临的结构性问题以及信用质量下降的状况仍旧令人忧虑。我们倾向于在新兴市场美元政府债之间保持多元化的曝险部位。

企业债—发达市场投资级企业债

美国投资级企业债仍是我们最为青睐的领域之一。我们倾向于在其间获得高品质的债券曝险部位，并继续青睐其相对美国国债的收益率溢价。

美国投资级企业债近期的强劲表现得益于估值的提升以及美国国债收益率下滑，美国投资级债券收益率因此跌破 3%。我们仍旧喜欢其在波动的市场中类似政府债的表现，但建议投资者等待更好的入市时机再行加仓。

图 22: 美国投资级企业债今年强劲表现，导致收益率走低



资料来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

债券



企业债—发达市场高收益企业债

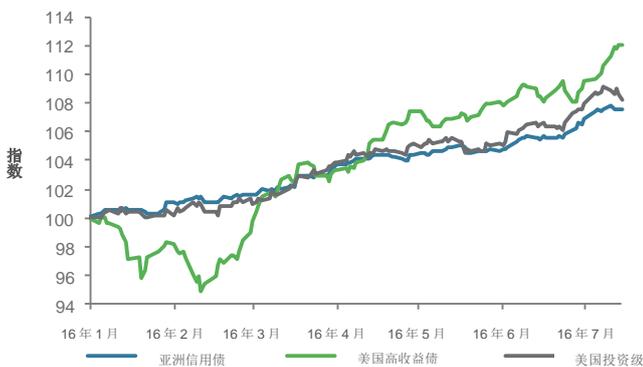
我们仍旧认为应当将美国高收益企业债作为多元化配置中的核心持仓。虽然其收益率高达 6.6% 左右，颇具吸引力，但是历经近期的上涨后其估值已经有所抬高。其主要风险仍旧在于油价回撤。

企业债—亚洲信用债

2016 年以来，亚洲企业债异常坚韧，我们相信这样的情况未来将会持续。虽然估值略嫌昂贵，但我们仍旧预计亚洲企业债会受到下列因素支撑，(i) 相对其他新兴市场企业债，信用评级更高，(ii) 有利的供需状况，以及 (iii) 来自本地购买者的强劲需求。虽然技术层面的因素在短期内占主导地位，但中期来看，我们认为回报仍旧取决于基本面。总体信用质量仍在缓慢下滑，因此，相对高收益债，我们仍旧更加看好投资级债券。

图 23: 今年亚洲信用债的回报稳定

亚洲信用债、美国投资级企业债、美国高收益企业债的累计总回报。以 2016 年 1 月 1 日数据为基数 100 指数化



资料来源: 彭博终端、巴克莱、渣打银行

新兴市场本币债券

由于新兴市场货币的前景更为乐观，我们将新兴市场本币债提升到了核心持仓。此外，发达市场普遍采取宽松的货币政策，

令新兴市场决策当局有机会降息以提振经济增长。这对于新兴市场本币债而言将是一个利好。不过，我们倾向于具有选择性地获得新兴市场本币债曝险部位（见第 6 页有关印尼盾债券的部分）。

正如我们一贯强调的那样，汇率是影响新兴市场本币债回报的一个重要因素。不过，我们相信汇率前景在英国脱欧公投后已经变得更为积极，原因有三：

- 发达市场的货币政策可能会在更长的时间内保持宽松。这可能削弱美元的强势。我们认为，这降低了新兴市场货币大幅贬值的风险。
- 许多新兴市场央行趁近期本币走强之机增加外汇储备，并且避免了本币大幅升值。更多储备意味着新兴市场货币汇率将更能够抵御资金流动的影响。
- 正如上页图表所示，搜寻收益导致大量资金涌入新兴市场债券，这既有利于债券价格也有利于当地货币。

不过，直接的货币曝险是一个重要风险，也是我们没有更加看好新兴市场本币债的原因所在。

图 24: 本币债券为大多本币投资者提供具有吸引力的收益率

国家	10年期债券当前收益率	汇率观点*	资金流向**
印度	7.28%	●	●
印尼	7.07%	●	●
马来西亚	3.53%	●	●
菲律宾	3.23%	●	●
韩国	1.40%	●	●
泰国	1.92%	●	●

*渣打财富管理汇率观点。 **彭博外国资本投资资金流向，1 个月内大于 1 亿美金的流动。

交通信号灯表示该因素对每个国家而言是正面、中性还是负面的。

资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票



重要观点

美国股票可能会跑赢其他发达市场股票。亚洲区域内，看好印度和韩国

对全球股票持谨慎态度

年初以来亚洲之外的新兴市场跑赢大势，这种情况可能会持续

2016年美国能源板块盈利可能会转正

对投资者的影响



准备好应对不确定性

- 全球股票年初以来上涨 5%，新兴市场持续跑赢发达市场。
- 虽然刺激的努力令中国相关的风险暂时消退，但即将来临的一些风险，诸如美国大选、美联储加息周期和欧盟政治不确定性，预示未来可能又会有动荡。在这样的环境下，我们对股票保持谨慎，相对周期性板块更加看好防御性板块。
- 股票之间，我们仍旧看好美国股票，因为其相对稳定且企业盈利可能恢复正增长。英国脱欧对企业盈利和利润率的全部影响尚不清楚；不确定性持续可能会令英国和欧元区股市都蒙上阴影。
- 亚洲（除日本）区域内，我们看好印度和韩国。印度展现出正面的盈利趋势，这应当会受到财政刺激措施的进一步支持，而韩国则持续表现强，尽管其最大的出口市场中国经济不振。

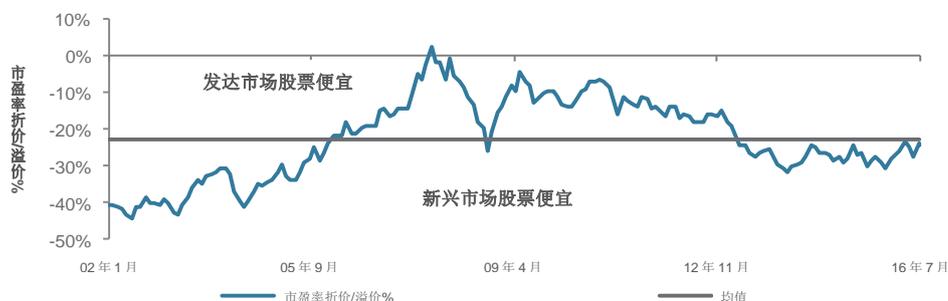
低增长环境中投资

考虑到相关风险，随着经济周期走过末段，股票投资回报仍旧可以为正数，但因为市场波动，可能不值得承担这个风险。全球股市过去一个月波动性增加，强化了我们的谨慎立场。

展望后市，美国企业盈利预计将改善，但欧洲和日本的盈利修正依旧负面。新兴市场企业盈利可能受到商品价格持续复苏和/或企稳的支撑。短期技术形态预示市场反弹可能持续；但长期来看，我们需要更具选择性。

图 25: 虽然新兴市场股票表现领先大势，但其估值较发达市场股票仍有相当的折价

明晟新兴市场 12 个月动态市盈率/明晟发达市场 12 个月动态市盈率



资料来源: FactSet、渣打银行

股票



美国—企业盈利料将恢复增长

我们仍旧积极看待美国股票，同时注意到标普 500 指数已经突破关键阻力位，并持续创新高。随着市场对企业盈利将于下半年恢复正增长的预期日盛，投资者情绪有所改善。预计 16 年 2 季度的企业盈利同比下跌了 5%，从而使盈利连续第四个季度下跌，能源板块首当其冲。不过，企业盈利预计会在 3 季度复苏，实现同比 2% 的增长。总体来看，预计美国企业 2016 年将实现温和的盈利增长，而这已帮助市场受到支撑。

对于美联储年内只会温和加息一次的预期，持续拖累金融行业盈利，美国债券收益率过去一个月跌至历史低位。低利率不利银行利润率，并且减少了诸如保险公司之类的其他金融机构的投资收益。然而，不是所有的行业都会受累；随着其他类投资的收益减少，红利收入和房地产投资信托的前景将得到改善。

美元走强对科技类企业盈利的负面影响似乎有所消退，科技板块势将在 3 季度录得创纪录的 2% 的盈利增长，而 2 季度该板块盈利同比下滑 6%。我们仍对该板块持积极态度，因为大量的现金头寸和强劲的资产负债表，有利于企业进行股票回购、分红以及提升价值的并购活动，从而增加股东回报。

图 26: 美国股市继续上涨

标普 500 指数突破关键阻力位创新高



资料来源：彭博终端、Trading Central、渣打银行

欧元区—不确定性溢价仍将存在

我们对欧元区股票日趋谨慎。随着投资者开始消化英国脱欧公投的影响，对于其将如何影响欧元区企业盈利的担心日甚，因为市场预期经济增长将放缓，不过后者将由于货币贬值而得到纾解。今年另一个让人焦虑的事件是意大利潜在的银行业危机，这些事件连同对于欧盟稳定性的担忧一道，令股票市场受到了

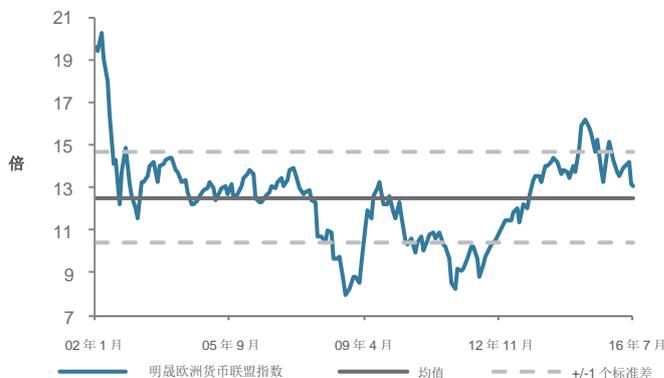
下行压力。这些事件所引发的不确定性近期不太可能消退，并且有可能对股市产生不利影响。

预计 16 年 2 季度企业盈利同比下跌了 5%，不过我们相信盈利增长预估尚未反应上述列举的已然上升的风险。目前市场仍普遍预测 2016 年企业盈利将同比上升 4% 以上，略高于过去 5 年的历史均值，不过市场普遍预计 2017 年盈利增速将高达近 14%。尽管如此，目前盈利修正趋势仍旧为负。我们认为市场当前的普遍预测过于乐观。

2015 年以来，欧元区股票估值一直在下跌，12 个月动态市盈率为 13.1 倍，不过仍高于长期均值 12.5 倍。考虑到风险已经上升，我们预计随着投资者要求更高的风险溢价，股票估值可能还会下移。

图 27: 欧元区估值下滑向历史均值靠拢

明晟欧洲货币联盟 12 个月动态市盈率



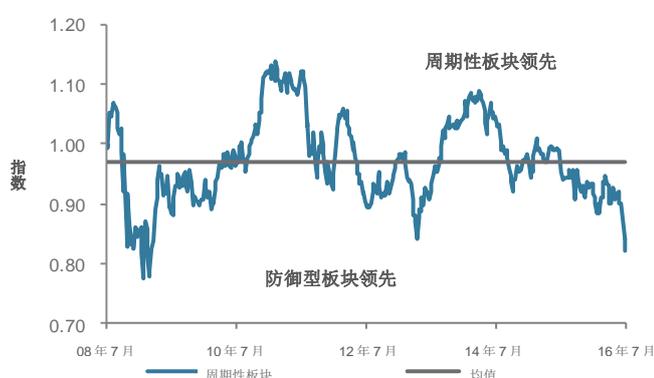
资料来源：FactSet、渣打银行

股票



图 28: 欧元区防御型板块跑赢周期性板块

明晟欧洲货币联盟指数周期性板块表现/防御型板块表现



资料来源: FactSet、渣打银行

由于环境日益严峻, 我们坚持重点看好防御型板块胜过周期性板块。过去一个季度, 必需消费品的表现尤其出色。许多大型消费类企业跨国经营, 其收入来自欧元区以外, 这些企业的盈利或许能够从欧元下跌中获益。

亚洲之外新兴市场—商品故事

我们谨慎看好亚洲之外的新兴市场, 因为我们对于商品前景不再那么看空。尤其拉美和俄罗斯, 随着原油和工业金属从 2015 年低点回升, 这两个市场的股票也强劲反弹。年初以来, 全球能源板块上涨了 16%, 而同期金属和矿业板块则飙升了逾 40%, 帮助俄罗斯和巴西显著跑赢大市。今年以来这两个市场是全球表现最好的市场, 以本币计都上涨了 23%。

原油和金属价格的复苏提升了利润率和盈利预期。俄罗斯是原油和天然气的主要出口国, 原油和天然气价格在过去一个季度

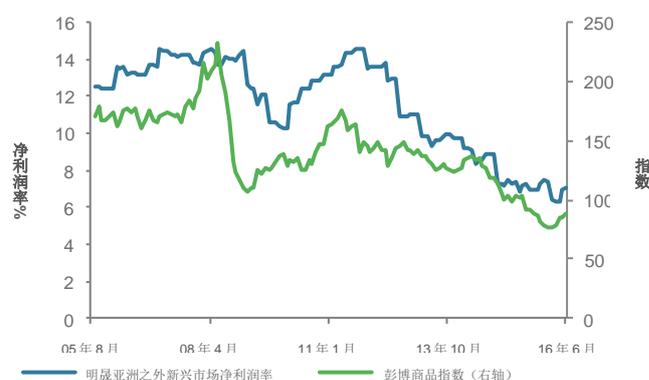
企稳, 帮助提振了其股市。巴西则因为铁矿石价格年初以来上涨 29% 而受到提振, 铁矿石是巴西的主要出口商品, 其价格从今年早些时候的 40 美元/吨涨到了 50 美元/吨以上。

随着拉美和其他各国的企业盈利修正趋势转至正值区域, 普遍盈利增长预期飙升, 驱动了亚洲之外新兴市场股票的反弹。这加速了市盈率的大幅攀升, 拉美市场基于未来 12 个月普遍盈利预测的动态市盈率达到了 14.5 倍, 比 2009 年商品价格蓬勃的时期还要高。

我们认为能源价格继续上涨的空间有限, 因为目前的库存水平已经较高。考虑到全球经济增长的前景放缓, 我们对于工业金属也不如之前乐观。这意味着, 虽然我们对亚洲之外的新兴市场感到越来越乐观, 但只有等到商品需求进一步改善之后, 我们才会更加看好。

图 29: 亚洲之外新兴市场的净利润率变化基本跟随商品价格变动

明晟亚洲之外新兴市场净利润率相对 CRB 指数



资料来源: 彭博终端、渣打银行

股票



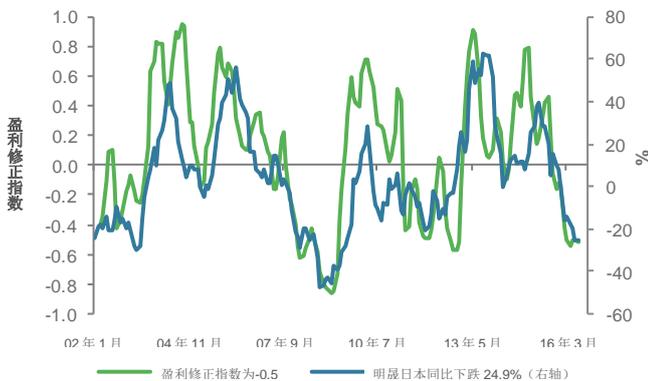
日本—企业盈利修正正在下滑

年初至今，日本是表现最糟糕的股市，以本币计同期下跌了22%。我们对日本股票保持谨慎。虽然市场预计日本央行将继续宽松政策，但经济增长的大环境依旧不振，日元年初以来兑美元升值了13%，强势日元令情况雪上加霜。

这反过来拉低了日本企业普遍盈利预期的修正，令大盘股表现落后，这些企业来自境外的收入相对更多，因此受到汇兑损失的影响更大。与之相反，小盘股企业的汇率风险耕地，因为其曝险更多在于本国经济。

图 30: 日本股市表现和盈利下修的状况一致

明晟日本指数同比变化和盈利修正状况



资料来源: FactSet、明晟、渣打银行

日本股市的12个月动态市盈率为12.3倍，在发达市场中最低，相对17.2倍的历史平均水平也有相当大的折价。然而，其后市对于投资者而言仍旧严峻，因为当前不确定的全球大环境下，日元作为避险货币，不能排除有继续升值的可能。日本股票的风险/回报比不佳，虽然日元下跌利好股市，但是股市反弹引来的资金流入也许会导致日元升值。

亚洲（除日本）--新经济驱动中国企业盈利预期

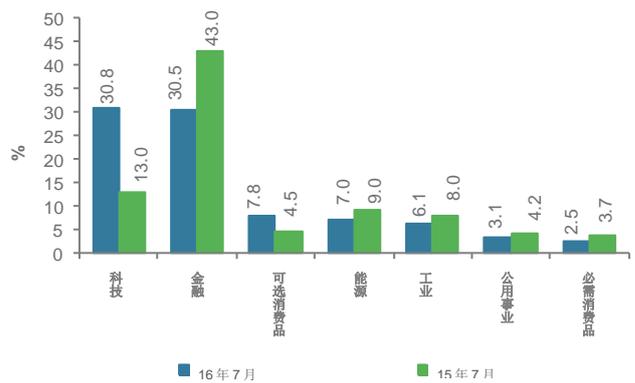
我们对亚洲（除日本）股票仍感积极。该区域内的一些国家，比如印尼和马来西亚，是净商品生产国，能够从商品和原油价格的上涨中受益。随着商品价格企稳，其汇率也亦步亦趋，美元没有反弹的情况下，这些国家的本币汇率似乎已经触底。汇率稳定应当能够抑制资本流出该区域，令企业的资产负债表得以复苏。

过去一个季度，亚洲（除日本）地区的盈利修正有所上升，尤其是中国和印度，这两个国家5月份以来盈利大幅上修。中国的盈利增长预期主要由诸如科技之类的“新经济”板块的强劲预期增长而驱动，科技在明晟中国指数中的权重高于以往。

印度方面，宏观经济前景改善，令普遍盈利预测上升。印度经济和股市专注于国内，这个特点能帮助其缓解全球经济增长放缓的前景带来的冲击；进一步的财政刺激，尤其是鼓励私营部门投资的措施，应当会提供额外的助力。印度仍是亚洲区域内我们最为青睐的市场；虽然估值看来较高，但相对亚洲区域内其他国家，预计将提供给投资者更好的股本回报率。

图 31: 明晟中国指数中新经济板块的权重有所增加

明晟中国指数中各板块的权重变化



资料来源: 明晟、渣打银行

商品



重要观点

黄金可能继续上涨；
油价将缓慢复苏；工业金属持续面临来自供应面的不利因素

我们对油价略感乐观

短期内黄金可能朝
1400 美元/盎司目标移动

不建议大范围持有各类工业金属

对投资者的影响



中国的稳定尤为关键

- 预计金价将移步新的运行区间，由于全球利率水平走低，金价短期内（3 个月）或将在 1250-1400 美元/盎司区间内波动。
- 我们认为油价已经触底，短期内可能在 45-55 美元/桶的区间内运行，并最终走高。

黄金重返流行趋势

由于包括中国经济增长风险、产能严重过剩以及美元走强在内的主要阻力有所消退，预计未来数月商品价格将继续盘整。具体而言，预计黄金和能源价格的表现将跑赢工业金属。

由于全球收益率低企，我们对于黄金日趋乐观，喜欢将其作为在当前经济周期末端中的对冲工具，用来应对无法预知的经济和政治层面的不利进展。令我们对黄金预期受挫的主要风险在于美联储加息幅度大大超越目前的市场预期，以及英国脱欧公投后令人忧虑的因素得到迅速解决。

能源方面，虽然库存仍旧高企，但我们预计再平衡的过程将持续。考虑到美国原油产量当前的下跌速度，相信油价在 16 年下半年可能会逐步走高，但年内的价格上限定格在 60-65 美元/桶左右。与之对比的是，工业金属方面还没有出现持续的供应下滑，因为其利润率仍旧具有吸引力，并且还有很多闲置产能。

令商品价格超越我们预期的风险在于生产商超预期削减产能以及美元下跌。令其不及我们预期的风险则在于中国经济增长前景恶化，美联储加息强度更为激进，以及欧洲政治不明朗之际，金融市场波动加剧。

图 32: 中国经济增长前景企稳限制了商品价格的下行空间



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品



原油：缓慢上涨

预计年内原油价格将缓慢复苏，但止步于 60-65 美元/桶。建议逢低吸纳原油曝险部位。我们认为，供需之间的鸿沟日益弥合，可能会令油价在 16 年下半年走高。美国原油产量持续下跌，不过库存水平仍旧高企。尽管如此，我们认为再平衡的过程不会一帆风顺。比如，最近由于美国汽油库存高于预期，且加拿大和尼日利亚之前停产的设施恢复生产且其产品流入市场，原油价格遭遇一些压力。

另一方面，面对温和的经济增长，原油需求仍然坚韧。国际能源机构最近数月将原油需求持续调高。

黄金：更为看好

预计 3 个月内黄金将在 1250-1400 美元/盎司区间内运行。预计（美国之外）利率水平下跌、美国通胀略微升高、欧洲政治不明朗之际避险需求的增加，将对金价形成支撑。我们认为，一种情形下金价也许会持续上涨，即美国经济大幅放缓，令美联储转向中性或宽松的政策取向。此外，近期英国脱欧公投的持续负面影响，也可能让金价大幅反弹。

然而，美联储缓慢的加息步伐可能会限制金价上行空间。当然，若美联储加息步伐更为激进，则将利空金价。

工业金属：反弹或难以持续

预计工业金属普涨的空间仍有限。虽然中国经济增长依然稳固，但同工业金属需求相关的领域，比如固定资产投资，已经出现进一步恶化的迹象。这可能令诸如铜之类的金属价格面临压力。虽然铝、锌、镍的供需状况略好，但我们发现一旦价格上涨，产量也会迅速跟上，这是因为这些行业的利润率仍旧健康，且有大量闲置产能。

主要商品的前景

商品	主要观点概述
原油	上限可能受制于 60-65 美元/桶
黄金	在商品中属于看好品种；短期内或将在 1250-1400 美元/盎司区间内运行
工业金属	在商品中属于看空品种；预计铝、锌、镍将跑赢铜和铁矿石

已经发生的改变—原油

因素	近期变动
供应	美国汽油库存超预期，加拿大和尼日利亚之前关闭的设施恢复生产令原油供应有所增加
需求	需求仍旧坚韧
美元前景	美元仍处于盘整状态

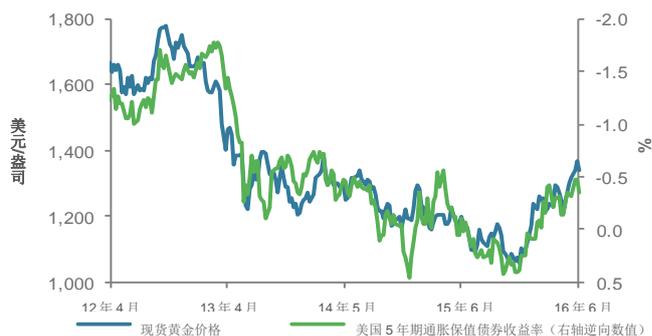
已经发生的改变—黄金

因素	近期变动
利率预期	美联储加息预期有所降温—英国脱欧公投之后，全球名义利率普遍下跌
通胀预期	美国之外的通胀预期持续下跌
美元前景	美元仍处于盘整状态

资料来源：渣打银行

图 33：因通胀调整后的债券收益率下跌（用美国通胀保值债券收益率作为近似值），今年黄金价格反弹

5 年期美国通胀保值债券收益率（反转）和黄金价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略



重要观点

全球宏观策略和多/空策略在最近的波动中显现了其价值。我们仍对其感到乐观。

全球宏观策略提供了多元化途径

股票多/空策略是净多头的一种替代品

关键在于管控波动

对投资者的影响



实用的多元化工具

- 另类策略仍是我们最为看好的资产类别之一。英国脱欧公投之后的市场波动中，其表现凸显了其作为多元化工具的价值所在。
- 主要贡献来自于全球宏观策略；我们仍旧相信该策略将是今年内控制回撤风险的重要工具。
- 我们依旧青睐股票多/空策略，尤其是其作为净多头策略的替代品而言。

全球宏观策略显示其价值所在

英国脱欧公投之后的股市波动，是全球宏观策略展现其作为多元化工具的价值的另一良机。全球股票在短暂的市场抛售中下跌了近 7%，但全球宏观策略则基本持平。商品交易顾问策略具有跟踪趋势的特点，该策略自脱欧公投以来提供了约 3.9% 的回报。

我们依旧相信，在构造精巧的投资配置中，作为多元化工具的宏观策略为整个组合提供了颇有吸引力的定位。如此定位既可能源于主动策略，也可能源于跟随趋势的商品交易顾问策略。

多/空策略是股票曝险的一种替代品

股票多/空策略是股票净多头曝险部位的一项实用的替代品。该策略在英国脱欧公投后的市场波动中再次大展魅力--该策略相对英国脱欧公投之前的水平，提供了正回报，虽然英国公投之后曾一度回撤 3.1%（但相比全球股票近 7% 的下跌，3.1% 的回撤幅度甚小）。

虽然，如果市场短期内持续上涨，该策略表现也许会落后净多头，但是由于更长时间内我们的立场日趋谨慎，我们情愿将股票多/空策略作为净多头曝险部位的替代品。

我们对各类另类策略的偏好

子策略	我行观点
股票多/空策略	正面： 波动的市况中是股票净多头的上佳替代品
相对价值	中性： 波动增加了机会，但挑战在于流动性
事件驱动	中性： 并购活动是利好因素，但易受大市波动影响
信用	中性： 波动/板块面临的压力有利于多/空策略，但违约是一大风险
全球宏观	正面： 最为看好的子策略，因为其在波动的市况中提供了多元化的机会
商品	中性： 油价上涨可能有利
巨灾保险	负面： 保险损失低于 2015 年均值，这种状况可能会逆转

资料来源：渣打银行

外汇



重要观点

若没有来自美联储或中国的重大催化因素，则美元可能会继续呆在 2016 年的运行区间内

欧元基本上维持在 1.05-1.15 的区间内运行

由于政治和经济的不确定性，英镑可能会继续下跌

若中国经济稳定，澳元可能会维持在 2016 年低点上方

对投资者的影响



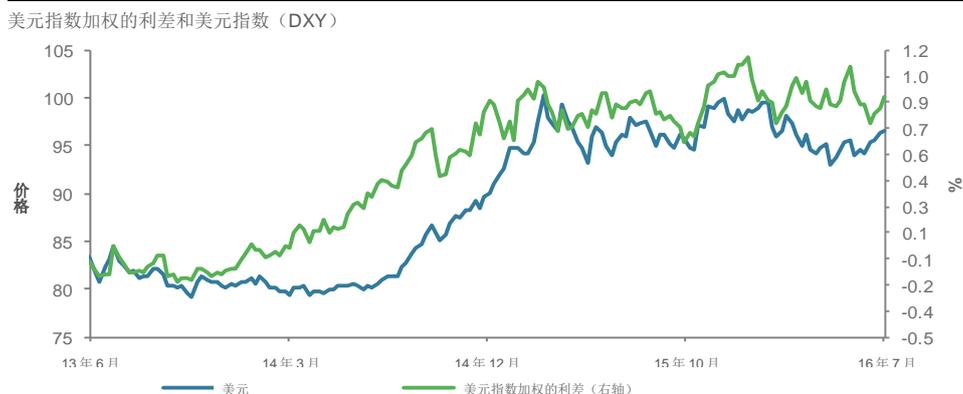
显现一些差异

- 虽然美联储加息预期大大降温，但预计美元总体上将区间运行。然而，我们预计美元会继续兑英镑升值。欧元兑美元可能会停留在 1.05-1.15 的区间内。预计日元不会较现有水平大幅升值。
- 美元可能会兑澳元、人民币和新加坡元温和升值，但是兑大多数其他亚洲（除日本）货币可能会区间波动。总体上，我们预计美元兑亚洲（除日本）货币将维持在 2016 年的区间内，不过人民币预计会创新低。

美元将持续横盘整理

- 12 个月来看，预计美元汇率将总体保持稳定，维持在 2016 年的区间内。美元汇率今年以来较为稳定，这主要是因为发达市场利率水平的跌幅较为同步，所以利差变化不大。
- 展望后市，基于两个因素，预计美元将不会持续走强。其一，美元强势可能会从其内部瓦解；如果美元持续反弹，那么美联储延迟加息的可能性会上升。其二，英国脱欧公投也许会令美联储更趋谨慎，从而可能继续延后加息。这将限制利差的涨幅，令美元走强失去合理的基础。
- 同样基于两点因素，我们还认为美元不太可能持续走弱。其一，包括欧洲央行、日本央行和中国央行在内的大多数主要央行仍在靠考虑采取更多宽松措施。其二，如果中国和新兴市场的经济增长无法大幅超越预期，则资本不会大量涌入新兴市场，美元汇率将因此受到持续支撑。

图 34: 美国利差并未大幅上升，从而限制了美元涨幅



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



欧元：或将维持现有区间

未来3个月预计欧元将总体上维持在1.05-1.15美元区间内；考虑到当前的趋势，可以预见其将向区间下限运行。三个因素可能会限制欧元上行空间。其一，美联储可能仍将保持缓慢的升息步伐。其二，欧洲央行仍专注于货币宽松。其三，政治层面的忧虑和英国脱欧公投后的不确定性可能会促使更多资金流出欧元区。话虽如此，由于美联储取态谨慎并且美元汇率区间运行，欧元不太可能跌破2015年的低点。如果欧元区政治紧张局势超过预期，则将是重大风险所在。

日元：继续升值空间有限

我们认为就风险/回报比来看，日元缺乏继续上涨的动力。英国脱欧公投后，日元已经受到了避险需求的大力推升。不过，我们相信日本的决策层对日元升值的忧虑或将日益严重，也可能会采取大力度的非常规宽松措施（财政和货币双管齐下）。虽然政策宽松也许会限制日元升幅，但或许不足以令日元下跌并回到2015年的水平。只有当日本的通胀预期大幅回升之后，日元才可能会出现具有实际意义的贬值。

英镑：底部尚未显现

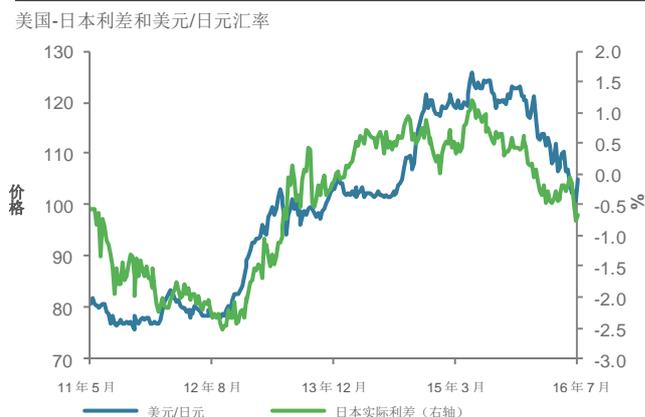
英国决定脱离欧盟之后，出现了一系列可能促使英镑继续下跌的风险。其一，经济放缓可能促使英国央行采取政策宽松，从而缩窄利差。其二，对于英国创纪录的经常帐赤字的担忧可能会重新浮出水面，因为存在大量资本外逃的风险。其三，政治局势再度紧张可能令市场情绪更加羸弱。建议等待下列因素更趋明朗之后，再作出英镑触底的结论：第一，与欧盟之间的新型经济关系得以明确；第二，英国央行就其政策方向提供指引；第三，英国脱欧公投的经济影响几何。

已经发生的改变—G3 货币

因素	最近变动
利差	主要经济体的利率水平随着美国国债收益率下跌，故利差几乎不变
经济差异	同欧元区和日本相比，美国经济好于预期的程度近期大幅提升
投资仓位	美元仓位渐趋平整；日元净多头仓位仍过重

资料来源：彭博终端、渣打银行

图 35：实际（扣除通胀）利差是驱动美元/日元汇率走低的主要因素；只有当日本通胀抬头才能扭转趋势



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 36：通胀调整后来看，英镑在历史上曾有更大跌幅



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



澳元：或将维持在年内低点上方

一如预期，英国脱欧之后澳元所有的影响有限，这是因为澳大利亚和欧洲以及英国的贸易联系有限。中国是决定澳元未来走势的关键因素。限制澳元下行风险的关键因素在于中国经济的稳定--或至少是不会出现“硬着陆”。此外，对于澳大利亚评级为 AAA，且收益率更高的政府债的需求，也是支撑澳元汇率的关键因素。尽管如此，有两个因素仍旧让我们预计澳元的上行空间有限。其一，由于铁矿石价格的反弹受挫，预计澳大利亚央行会限制澳元的强势。其二，如果商品价格没有大涨或中国经济没有大幅增长，那么澳元升至便不太可能持续。

亚洲（除日本）：稳定与否系于中国

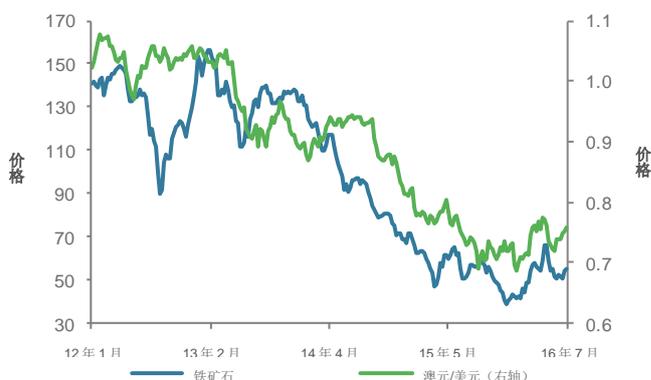
预计亚洲（除日本）货币总体上仍将区间运行，跟随美元的总体走势。虽然更多资金流入该区域且全球利率水平普遍走低，有利于当地货币的汇率，但我们预计区域内各大央行可能会限制本币大幅升值，这是因为该区域的经济增长形势不佳。

预计美元/新加坡元汇率将总体上维持在 2016 年的区间。该汇率目前接近区间下限，因此有可能从当前位置有所上涨。新加坡金管局又进一步宽松（比如：下调新元波动的政策区间）的风险在增加，这可能成为近期的催化因素。随着中国容忍人民币兑一篮子贸易伙伴货币贬值，以宽松国内的货币状况，预计人民币可能会继续走弱。

受外部风险影响较小的货币，即印度卢比、印尼盾和菲律宾披索，可能会更加坚韧，因为影响这些货币的因素更加集中在国内经济增长的基本面。不过，我们相信由于决策当局的干预，这些货币不太会出现大幅升值。

图 37：铁矿石价格继续支持澳元表现

铁矿石价格和澳元/美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

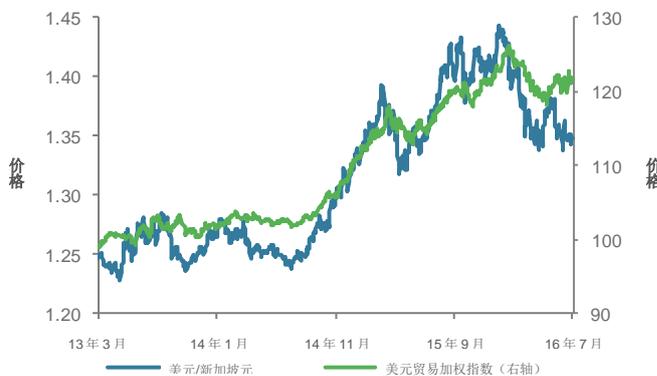
亚洲（除日本）货币已经发生的改变

因素	近期变动
美元前景	美元仍处于近期区间内
中国风险	中国近期的经济数据继续显示改善迹象，突出即刻发生“硬着陆”的风险不大
资本流动	流入该区域的资金开始回升，尤其是印尼和泰国

资料来源：渣打银行

图 38：新加坡元基本跟随美元大势；从当前位置可能会有少许反弹

美元广泛贸易加权指数和美元/新加坡元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概览*

股票	年初以来	过去1个月
全球股票	4.6% ↑	2.7% ↑
全球高派息股票	9.5% ↑	2.4% ↑
发达市场	3.9% ↑	2.3% ↑
新兴市场	11.4% ↑	6.3% ↑
按国别		
美国	6.6% ↑	3.8% ↑
西欧(本币)	-0.5% ↓	3.3% ↑
西欧(美元)	-3.1% ↓	-1.8% ↓
日本(日元)	-13.1% ↓	3.6% ↑
日本(美元)	-1.7% ↓	1.9% ↑
澳大利亚	8.6% ↑	5.2% ↑
亚洲(除日本)	7.0% ↑	6.1% ↑
非洲	19.6% ↑	6.9% ↑
东欧	17.9% ↑	3.5% ↑
拉美	32.5% ↑	10.9% ↑
中东	2.1% ↑	2.2% ↑
中国大陆	-0.2% ↓	7.0% ↑
印度	4.3% ↑	3.8% ↑
韩国	8.3% ↑	4.4% ↑
台湾	15.8% ↑	7.6% ↑
按行业		
可选消费品	0.5% ↑	2.1% ↑
必需消费品	9.9% ↑	2.1% ↑
能源	19.5% ↑	1.6% ↑
金融	-1.4% ↓	1.0% ↑
医疗保健	1.7% ↑	5.5% ↑
工业	7.6% ↑	2.3% ↑
科技	5.6% ↑	4.8% ↑
原材料	14.8% ↑	3.9% ↑
电信	11.4% ↑	2.4% ↑
公用事业	13.6% ↑	2.8% ↑
全球房地产股票/房地产投资信托	12.4% ↑	4.8% ↑
债券		
主权债		
全球投资级主权债	8.5% ↑	-0.6% ↓
全球高收益主权债	13.1% ↑	4.1% ↑
新兴市场投资级主权债	11.7% ↑	3.3% ↑
美国政府债	5.1% ↑	0.9% ↑
欧盟主权债	7.7% ↑	-1.3% ↓
亚洲新兴市场本币债	11.7% ↑	2.4% ↑
信用债		
全球投资级企业债	7.6% ↑	0.8% ↑
全球高收益企业债	10.6% ↑	1.8% ↑
美国高收益债	12.3% ↑	3.1% ↑
欧洲高收益债	4.5% ↑	-2.5% ↓
亚洲高收益企业债	9.9% ↑	2.6% ↑

商品	年初以来	过去1个月
多元化商品策略	8.3% ↑	-4.1% ↓
农产品	5.8% ↑	-7.4% ↓
能源	-0.2% ↓	-9.8% ↓
工业金属	12.1% ↑	6.4% ↑
贵金属	30.0% ↑	7.3% ↑
原油	8.7% ↑	-9.9% ↓
黄金	25.4% ↑	5.0% ↑
外汇(兑美元)		
亚洲(除日本)	0.3% ↑	-0.3% ↓
澳元	2.9% ↑	0.6% ↑
欧元	1.5% ↑	-1.9% ↓
英镑	-10.2% ↓	-9.7% ↓
日元	13.6% ↑	-1.0% ↓
新加坡元	4.7% ↑	-0.9% ↓
另类策略		
综合(所有策略)	0.5% ↑	1.5% ↑
套利	-0.9% ↓	0.7% ↑
事件驱动	5.7% ↑	2.5% ↑
股票多/空策略	-2.2% ↓	1.6% ↑
宏观商品交易顾问	-0.2% ↓	1.4% ↑

*除非特别说明, 否则所有表现均以美元计价。

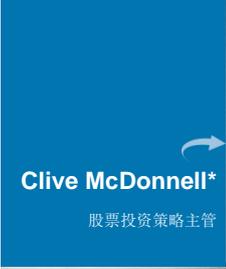
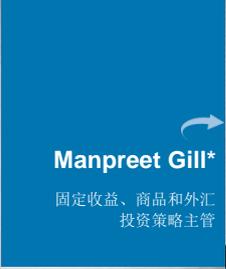
*“年初以来”的表现指 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 7 月 21 日期间的表现, “过去 1 个月”的表现指 2016 年 6 月 21 日至 7 月 21 日期间的表现。

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

事件日历



编委

 <p>Alexis Calla* 投资建议和策略全球主管 全球投资委员会主席</p>	 <p>Steve Brice* 首席投资策略师</p>	 <p>Aditya Monappa*, CFA 资产配置和组合方案主管</p>
 <p>Clive McDonnell* 股票投资策略主管</p>	 <p>Audrey Goh, CFA 资产配置和组合方案总监</p>	 <p>Manpreet Gill* 固定收益、商品和外汇 投资策略主管</p>
 <p>Rajat Bhattacharya 投资策略师</p>	 <p>Arun Kelshiker, CFA 资产配置和组合方案执行总监</p>	 <p>TuVi Nguyen 投资策略师</p>
 <p>Victor Teo, CFA 投资策略师</p>	 <p>Tariq Ali, CFA 投资策略师</p>	
 <p>Abhilash Narayan 投资策略师</p>	 <p>Trang Nguyen 资产配置和组合方案分析师</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。

* 投资委员会的核心投票委员

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。