

全球市场展望

2016 年 9 月



逐步转向新兴市场

英国脱欧公投后，因压力暂缓市场反弹，但我们仍感谨慎。股票市场强劲反弹，因为围绕着英国脱欧的公投决定的恐慌暂时得到缓解，油价回升。未来 2-3 个月我们将保持谨慎，因为美国存在加息预期升温的可能和政治风险。12 个月来看，我们倾向于略偏防守的态势，因为美国增长趋势发生逆转的可能性随着时间的推移也许会加大，并且目前尚不清楚中国能否成功应对去杠杆周期。

重心转向新兴市场资产。我们继续建议逐步加仓新兴市场资产。上个月，我们提高了对新兴市场投资级政府债的建议配置比例。本月，我们对亚洲（除日本）股票市场更加乐观，因为企业盈利前景有所改善且流入该区域的资金净额有所增加，由于美元汇率预计会保持相对稳定，所以我们相信资金净流入该区域是可持续的。尽管如此，短期风险在于全球股票市场回调。

基于情景假设的研究预示应当采取均衡的投资配置。股票最近的表现突出了保持对该类资产配置的重要性。不过，坚定相信宏观经济前景风险更高。这要求投资者采取均衡的手段。我们仍旧认为，投资是偏向多资产收益策略是必要的，但是也想强调配置多资产宏观策略是既合理又不贵的对冲下行风险的手段。

目录

重点

重心转向新兴市场 01

策略

投资策略 03

观点

针对主要客户问题的观点 06

宏观概览 08

资产类别

债券 13

股票 16

商品 20

另类策略 22

外汇 23

表现回顾

市场表现概览 27

重要事件日历 28

免责声明

免责声明 29

投资策略

A

发达经济体处于经济周期的不同阶段。美国的经济扩张已经成熟，但消费支出将驱动2016年经济增长

D

发达市场的通缩压力将缓解，因为劳动力市场趋紧且油价触底反弹

A

亚洲和新兴市场仍旧倚赖中国，后者正向消费导向型增长转型。油价走势很关键。

P

各大央行的政策仍旧促进经济增长，不过美联储料将紧缩。

T

向经济周期尾部过渡的过程中，市场波动可能会加剧。

重心转向新兴市场

- 过去一个月，全球股票和债券市场因技术形态积极、搜寻收益的现象升温以及大量资金涌入新兴市场，而受到强力支撑。这些助力将至少再支持市场走稳一个月乃至更久。
- 不过，正面的短期前景并不能改变长期风险。最有可能出现的情景，是经济持续艰难前行，但不应忽视出现意外通胀或通缩的风险。
- 这点符合我们偏好多收益资产，但须以多资产宏观策略加以平衡的建议。在此之内，我们对于新兴市场资产的看法日趋向好。

考虑不同情景

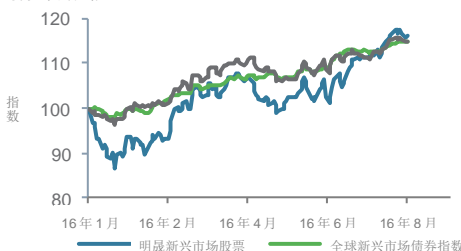
绝大多数资产过去一个月表现出色，考虑到市场动能、投资者追逐收益，以及资金流入新兴市场这些因素，市场或将延续出色表现。但是，我们仍须牢记以下三点 (1) 我们对于美国经济处于周期尾声的判断，(2) 仓位过重的风险，以及 (3) 波动率已经接近2009年之后的谷底这一事实。

我们仍旧相信，将各类可能发生的情景纳入考量，是周期尾声的恰当投资方略（我们曾在《2016下半年全球投资展望》中首度提及此方略）。我们认为，最有可能发生的情景是目前艰难前行的大环境仍将持续下去。这意味着绝大多数地区仍将实现正增长，虽然速度温吞，伴之以宽松的货币政策—这样的大环境下收益类资产应会表现出色。

不过，我们仍旧相信出现更具挑战性的情景的风险很大。若美国出现意外的高通胀则可能引发这样的情景，后果是股票和债券都将受到冲击，而黄金之类的实物资产则将表现出色。若美国出现意外的通缩，同样也可能引发类似情景，而此时债券将受益，但股票却将受不利影响。我们认为，艰难前行的大环境持续下去的可能性略高于经济下行的情景（约45%的可能性相对于35%的可能性）。

图1：新兴市场股票和债券表现出色

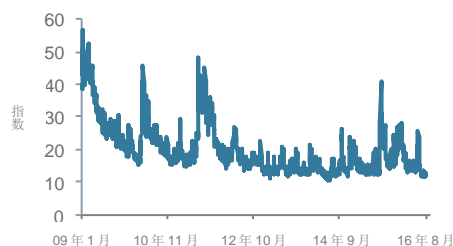
明晟新兴市场股票、全球新兴市场债券指数、新兴市场政府债指数年初以来的回报



资料来源：彭博终端、渣打银行

图2：波动率接近区间底部

标普500指数隐含波动率指数



资料来源：渣打银行

投资策略

延续既有投资主题，略作调整

投资的角度而言，我们对于各类情景的展望，使我们有必要延续对各类资产的既有观点，不过在这里需要做些微调。我们认为，维持对多资产收益策略的曝险部位，但须以带巨灾险特质的多资产宏观策略加以平衡，这样的策略依然奏效。艰难前行的情景有利于收益类资产，而风险资产也许会继续“攀越忧虑之墙”。

目前为止，尚无须运用到多资产宏观策略的巨灾险特质，我们也不希望以后有这个必要。然而，由于各种下行情景的总体发生概率较大，我们不能忽视获得保障措施的重要性，以此应对回撤风险。历史经验证明，多资产宏观策略在市场波动时—不论是短期波动还是较长期的回撤—都展现出其价值所在。

青睐新兴市场美元政府债

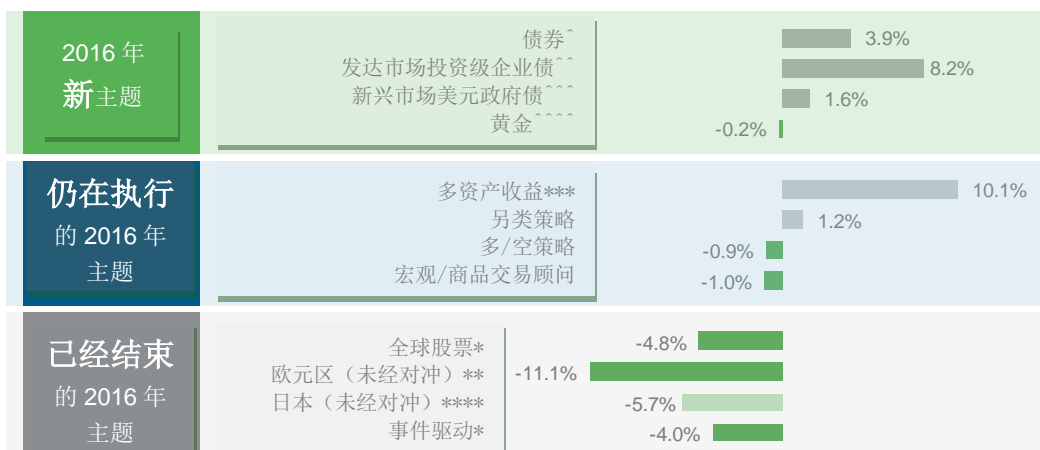
对于新兴市场我们日趋乐观，因为商品价格回暖、大量资金涌入新兴市场，并且该地区特定领域不乏增长亮点。然而，对于通过其获得新兴市场曝险部位的资产类别，我们相信有所甄选会带来回报。我们认为，新兴市场美元政府债仍然是获得新兴市场曝险部位的最佳途径，因为其收益率、估值具有吸引力，并且以美元计价，这降低了短期内的汇率风险。不过，由于我们日渐看好亚洲（除日本）股票的中期表现—针对特定部分的股票配置而言—我们将在未来 2-3 个月内将伺机减持一部分发达市场的头寸，并转移到新兴市场中来。亚洲（除日本）股市和美国股市是我们目前最为看好的两个市场。

虽然，由于新兴市场汇率波动降低，让人忍不住想要增持新兴市场本币债，但我们依然建议对其采取更加严格的甄选（见第 15 页）。

图 3: 收益主题再度表现抢眼

《2016 年全球市场展望》发布以来 A.D.A.P.T.主题的表现***

“2016 年的投资主题”由我们建议超配的子资产组成，并且我们对于这些子资产对应的上一级资产持超配或标配的建议



* 2016年2月25日结束了该建议

**2016年2月25日结束了外汇对冲的建议。2016年6月27日结束了对该投资主题的建议。

*** 2015年12月11日至2016年8月25日期间。收入篮子的描述见《2016年全球市场展望：识微见远，应机而赢》第60页图38，2016年3月28日刊的《全球市场展望》对此有所修改；

**** 2016年3月25日结束了该建议

[^] 2016年5月25日至8月25日期间的回报；^{^^} 2016年2月25日至8月25日期间的回报；^{^^^} 2016年7月21日至8月25日期间的回报

^{^^^^} 2016年6月27日至8月25日期间的回报

资料来源：彭博终端、渣打银行

投资策略

图 4: 战术资产配置模型 (12 个月) 美元计价

资产类别	子资产类别	相对展望	理由
 多重资产策略	多资产收入	↑	政策利率低企、负收益率仍是支撑因素
	多资产宏观	↑	对抗收益率飙升或周期结束的保险策略
 股票	美国	↑	企业盈利料将增长；估值不便宜；美国大选是一大因素
	欧元区	↓	企业盈利能见度差；估值合理；英国退欧的影响仍然让人忧心
	英国	↔	英国退欧公投为盈利前景投上阴影；高估值、弱势英镑有助于其表现
	日本	↔	估值不算昂贵；出现极端情况的风险较高
	亚洲除日本	↑	积极因素在于企业盈利/分红向好；估值合理；资金流动利好
	亚洲之外新兴市场	↔	商品价格对于盈利较为关键；估值高；资金流动利好
 债券	发达市场政府债	↓	收益率低；估值高；风险在于美联储政策和通胀
	新兴市场政府债 (美元)	↑	收益率有吸引力 (约 5.0%)；估值不昂贵；资金流动利好
	新兴市场投资级企业债	↑	收益率合理；估值公允；是我们较青睐的获得投资级债券曝险部位的途径
	发达市场高收益债	↔	收益率有吸引力 (约 6.6%)；估值公允；风险在于美国收紧信贷标准
	亚洲企业债	↔	收益率合理；估值公允；供需面利好其表现，但更看好投资级
	新兴市场本币债	↔	收益率合理；汇率风险降低；倾向于选择性的曝险部位
 货币	美元	↔	利差企稳；市场对于加息可能愈发无所谓
	欧元	↔	利差企稳；美联储行动也许成为关键驱动因素
	日元	↔	发生极端情况的风险上升；日本央行的努力很关键
	英镑	↓	因英国央行宽松，利差缩小；风险在于经常项目和政治局势紧张
	澳元	↔	利率溢价缩小；中国经济企稳乃一大利好，但金属价格仍存风险
	亚洲除日本	↔	相对 G3 货币存在利率溢价；各央行行动可能会限制其涨幅

标识: ↑ 超配 ↔ 标配 ↓ 低配

资料来源: 渣打银行

观点

针对主要客户问题



Q 是否同意这样的判断，即美国利率水平“将在更长时间内走低”？

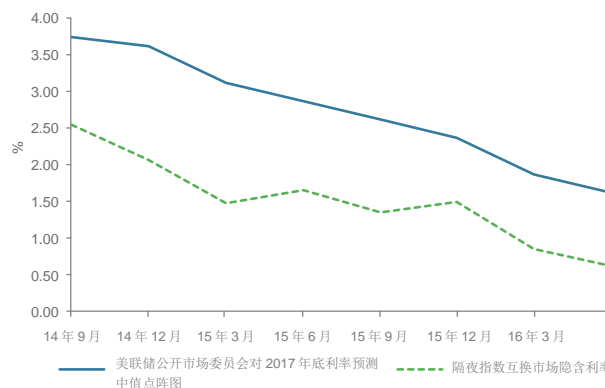
A 总体上同意。这不妨碍美联储在12月份再度加息的可能——事实上我们认为市场也许低估了美联储年内加息的可能，而通胀压力甚小恰恰为加息提供了条件。

不过，这仍然意味着利率会比美联储所预测的长期“中性”水平低得多。由于生产力下降、劳动力市场增长放缓，经济增长潜力近年来可能已有下滑。这意味着中性水平的利率——与经济增长加速或减速皆不相称的水平——近年来可能已经大幅下滑。美联储目前预测的中性利率水平在3%左右，但该预测有可能会继续下降。

考虑到这样的大环境以及高企的债务水平（全球和美国都如此），预计美联储可能会较以往更能够容忍通胀水平的上升。因此，只要通胀不大幅回升，那么我们认为任何加息周期的效用都将有限，其结果是我们讲维持对多资产收益投资的青睐，因为投资者继续“搜寻收益”。

图5：美联储和市场对2017年底联邦基金利率水平的预期一路调低

美联储公开市场委员会预测利率的中位数（中位数点状图）；隔夜指数互换市场隐含利率，两者皆针对2017年底



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 对于股票前景是否更加乐观？

A 英国决定退出欧盟之后，股市的反弹确实令人印象深刻，这可能反映出有大量资金等待上佳的入市点，以及投资者意识到英国退欧公投所带来的挑战须假以时日方能逐步显现出来。

诚然，目前仍存在一些风险。正如上面强调的那样，短期内美国利率预期可能上调。与此同时，美国大选正在进入关键阶段（见第11-12页）。

由于发达市场股票总体而言已经十分昂贵，这预示着未来2-3个月股市有回撤风险。不过，由于美国企业盈利衰退的风潮也许已经过去了，下行空间不会超过5-10%。

股票当中，我们对于亚洲（除日本）股票日益乐观。相信企业盈利在让人失望了 2-3 年之后，前景终获改善，此外，派息逐渐增加，以及大量资金涌入新兴市场资产，将有助于未来 12 个月该地区股票表现领先。股市而言，我们目前最青睐亚洲（除日本）和美国股市。

图 6: 日益看好新兴市场股票，尤其是亚洲除日本股票

指标	信号	注释
盈利增长	●	改善
企业利润率	●	改善
美元	●	走弱
技术形态	●	改善
市场估值	●	提升
资金流	●	企稳，年初以来一度减少

资料来源：渣打银行

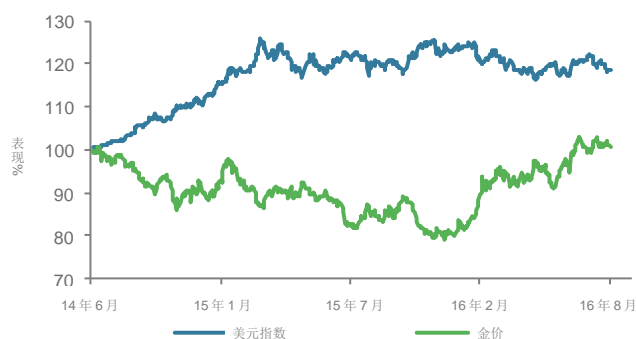
Q 美元是否会反弹，如若反弹，对黄金影响几何？

A 美国利率预期上升也许会在短期内支持美元汇率，而这对于黄金而言不啻为阻力。然而，由于我们预计加息的步伐会十分缓慢，我们认为贸易加权后的美元汇率不太可能创出新高。因此，我们看多黄金在未来 6-12 个月的表现，相信金价可能会重新试探并有可能突破 1400 美元/盎司。

不过多配置包括黄金在内的任何一类资产，这点很重要。历史经验来看，最佳的配置比例通常在 2-4%。由于全球多地的债券收益率为负值，是否可以适当调高该区间，有待论证。我们认为，对于黄金的配置，包括黄金股票在内，不应超过 5-8%。

图 7: 美元不太可能创新高，但预计黄金将在未来 6-12 个月至少试探 1400 美元/盎司

美元指数和黄金价格（美元/盎司）



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 是否更加青睐新兴市场债券或股票？

A 对于新兴市场股票的前景我们日趋乐观，不过从风险-回报的角度而言，我们仍旧更加青睐新兴市场美元股票。虽然预计新兴市场股票在核心情景下可能会产生更高的回报，但该观点失准的风险要大大高于我们认为新兴市场债券将带来正回报的观点。

与此同时，全球收益率普遍低企的大环境下，新兴市场债券收益率相对更具吸引力，这会令新兴市场美元政府债或亚洲（除日本）投资级企业债的需求受到相对支撑。

宏观概览

前途仍将泥泞

- **全球增长**依旧低徊但稳定，日本例外。目前为止英国脱欧公投对于欧元区和英国本身的影响并不显著。中国经济依旧稳固，从而托底亚洲和其他新兴市场。未来12个月美国出现经济衰退的可能性已略有下降，为30%。
- 大多数主要经济体的**通胀**依旧低于央行目标，令决策当局保持高度宽松的政策立场。
- **政策**— 预计美联储年内将仅加息一次，时点可能在大选之后，但其后或将保持渐进的加息步伐。欧洲央行和英国央行在进一步宽松之前，可能会衡量英国脱欧的风险。日本需要财政和货币刺激重振经济。中国也许会依赖财政刺激保增长。

增长缓慢而稳定

最近几周，市场对于美国、欧元区和英国的增长预期趋于一致，普遍普测这些经济体2016年将各自增长1.5%。迄今为止最让人惊喜的要算欧元区和英国在脱欧公投之后展现出的韧性。不过，考虑到其政治不确定性，我们相信欧元区的增长可能已经见顶。美国、亚洲和其他新兴市场的经济增长则可能会超出预期，因为美国就业市场强劲，中国经济企稳，并且商品价格回升。

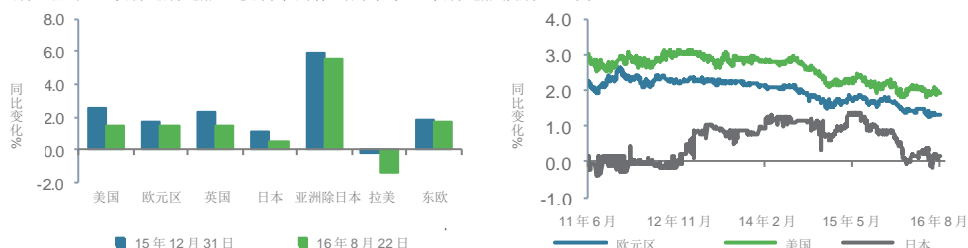
通胀依旧低徊，令各大央行得以维持宽松的货币政策。有迹象表明，财政政策可能会在全球普遍放宽。

有鉴于此，我们预见到下列可能的政策影响：

- 美联储年内可能会加息，不过会维持缓慢的加息节奏。
- 英国央行和欧洲央行也许会搁置政策宽松，待更多数据出炉之后再作打算。
- 日本需要财政和货币宽松双管齐下；中国也许会维持定向宽松措施。

图8：全球增长预测今年以来一路被下调，但亚洲除日本地区的经济增长却跑赢大势；长期通胀预期仍旧低企，日本尤其如此

目前和2015年12月份时市场对于2016年主要经济体GDP增长的普遍预测，同比%；对于主要经济体的长期通胀预期（基于5年期远期通胀互换利率而作出的未来5年期通胀预期），同比%



资料来源：彭博终端、渣打银行

资料来源：彭博终端、渣打银行

美联储或将保持谨慎

欧洲央行和英国央行可能暂时按兵不动；日本需要更多财政和宽松政策

中国或将维持定向宽松政策

对投资者的影响



宏观概览

美联储预备 12 月底前加息

过去一个月，美国经济数据好坏不一，新增就业和房屋市场依旧强劲，而消费增长 4 月份见顶后有所放缓。年初以来，油价和资源价格回升、美元走弱，帮助能源、原材料和广泛制造业在近几个月复苏。

就业市场强劲，促使美联储的一些决策官员呼吁年内加息（期货市场预计年内加息的概率为 54%）。我们认为 12 月份加息的可能性要大于 9 月份，因为美联储要视数据而行动，并且大选之前存在诸多不确定性。不过，温和通胀的通胀前景预示未来加息的节奏会十分缓慢。温和前景面临的关键风险在于薪资驱动通胀飙升。

英国脱欧公投之后，欧元区仍旧坚韧

欧元区数据显示，英国脱欧并没有像此前忧虑的那样会出现不良后果。企业信心和增长指标依旧坚韧。也有迹象表明，财政撙节已经逐步放松（针对西班牙和葡萄牙财政赤字超过目标的情况，当局暂缓处罚）。

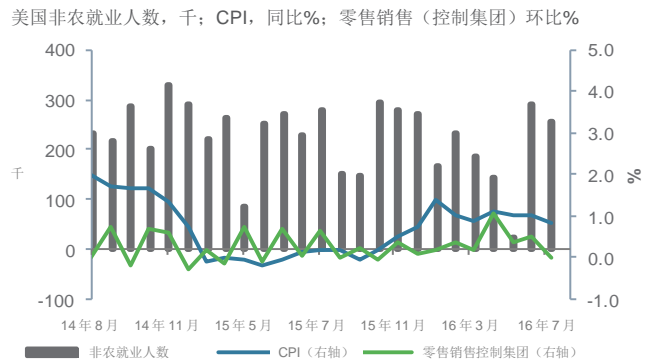
英国脱欧公投之后，经济的坚韧表现为欧洲央行疏解了一些压力。然而，欧元区通胀仍旧接近于 0%，令通缩风险持续，而难民潮和安保问题加剧了政治风险。我们将密切观察其对经济增长的影响。10 月份的意大利公投将是下一个引爆点。

英国数据看不出脱欧公投有损经济的迹象

英国公投之后出炉的实体数据显示英国经济依旧强劲，不过初步调查显示企业信心显著恶化。就业市场和消费则保持稳定。

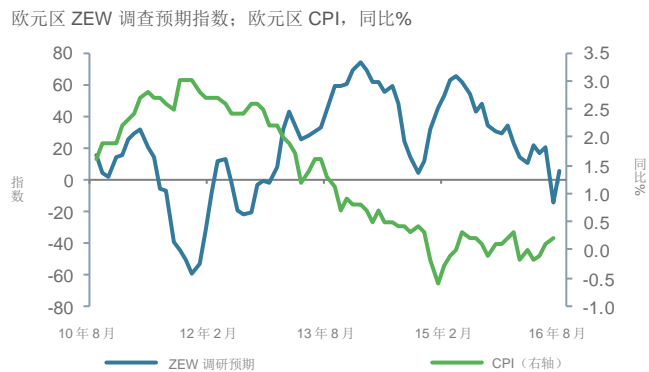
英国央行降息并重启购债也许会为投资者信心提供支持，而英镑走低则有助于提振出口。虽然英镑贬值可能会令通胀抬头，但英国央行看得应该会比短期利益更远。

图 9：美国新增岗位势头仍强劲，但最近数月，消费放缓且通胀低企



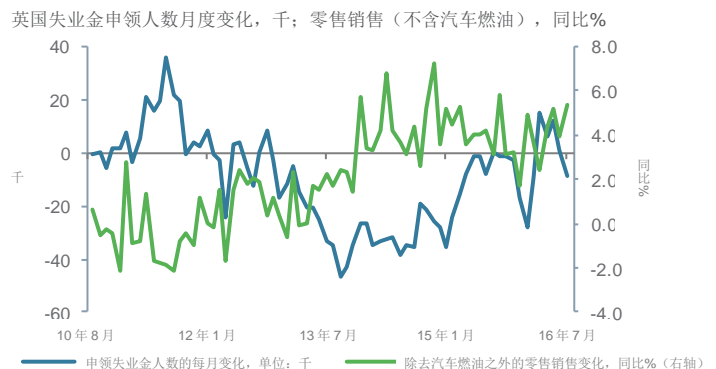
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 10：欧元区增长预期在英国脱欧公投后一度骤跌，现有所恢复，但通胀仍远低于欧洲央行目标



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 11：脱欧公投后，英国就业市场和消费趋势仍坚韧



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览

数据变差，日本央行面临宽松压力

日本经济持续变差，因日元升值冲击出口。2 季度企业支出连续第二个季度出现收缩，国内消费放缓，导致当季经济几乎没有增长。

安倍首相重振经济增长的财政新方案力度不及预期。长期通胀预期仍旧远远落后目标，日本央行对其货币政策及其有效性的回顾—定于 9 月—将受到密切关注。只有采取协调一致的财政和货币激励措施，才能推低日元汇率并重新燃通胀压力。

投资放缓，中国经济企稳

中国经济虽历经连续数轮的货币和财政刺激，以及人民币贬值，但仍相对稳定。经济增长驱动力继续从固定投资转向国内消费，而后者仍旧强劲。最近数月，决策当局似乎已经阻止一些放贷冲动。

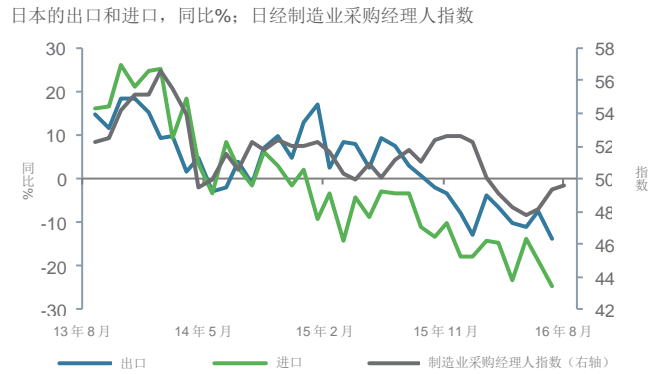
7 月份以来资本持续流出，人民币汇率企稳，焦点转移到产能过剩行业（比如钢铁和水泥）的结构调整和银行业坏账处置上来。我们相信决策当局将继续采取财政激励和定向货币宽松的措施，确保 6.5% 的经济增长目标。

亚洲低通胀，政策将维持宽松

南亚和东南亚那些国内导向性的经济体的增速继续跑赢其他新兴市场。不过，出口疲弱依旧是拖累韩国、台湾和新加坡等外贸导向型经济体的不利因素。

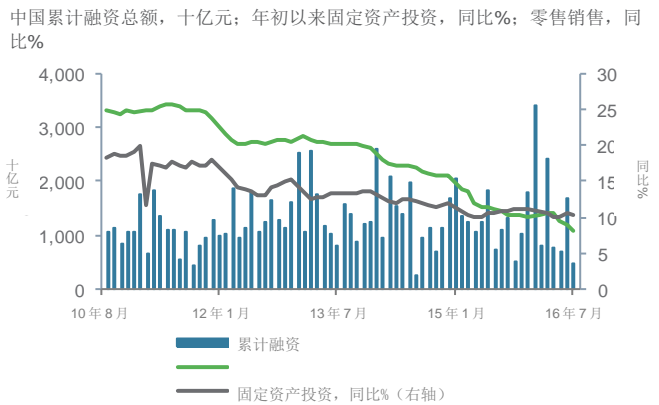
通胀依然远低于该地区各大央行的目标，这也许会令政策面维持宽松。印尼有进一步降息空间，因为通胀低，本币坚挺。不过我们将密切关注印度的通胀水平，以期发现通胀继续抬头的迹象。预计印度央行新任行长在通胀回落前将维持现行基准利率不变。

图 12：日本外部和国内指标持续恶化



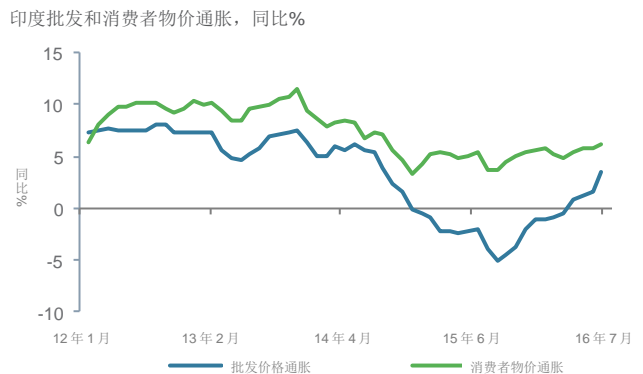
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 13：中国的投资增长随着近几个月的信贷数据下降而放缓，但消费增长仍旧强劲



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 14：印度通胀近几个月呈上升趋势



资料来源：彭博终端、渣打银行

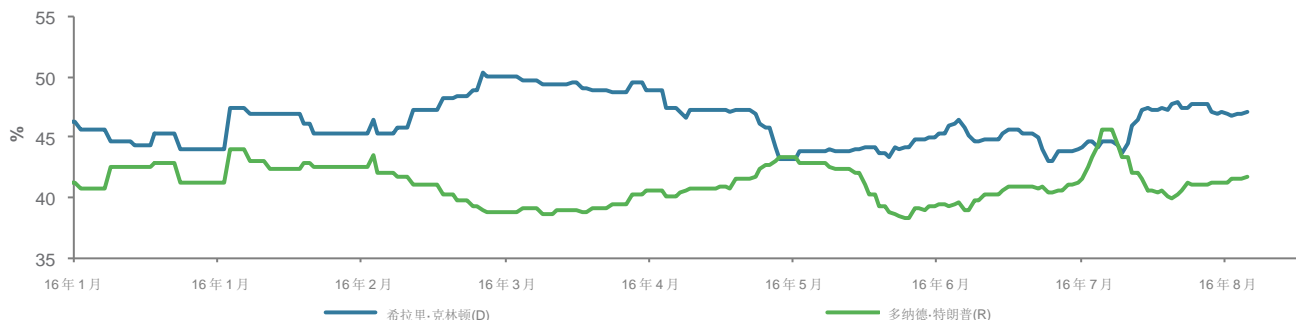
宏观概览

美国总统选举

民主党候选人希拉里·克林顿在民调中大幅领先（图 15），即便是这个结果也可能低估了其实际领先优势，而后者是基于“摇摆州”分析而得到的。不过，以往经验表明共和党候选人多纳德·特朗普也曾在类似情况下扭转劣势。在此，我们从政策和市场的角度出发，罗列出这两位候选人若各自当选所可能产生的影响。投资者须注意：1) 政策导向在大选前后可能会发生变化，以及 2) 潜在影响是单就政策声明而做出的，并且不构成单独的推荐建议。在我们的投资建议中，其他因素所占的权重也许更大。

图 15: 克林顿再获明显领先优势，但特朗普此前在类似状况下曾成功弥合差距

全美大选民调结果显示的两位候选人各自的支持率，%



资料来源: Real Clear Politics、彭博终端、渣打银行

图 16: 两位美国总统候选人各自当选对政策和金融市场的可能影响

	特朗普	克林顿
政策		
财政支出	<ul style="list-style-type: none"> 大手笔的财政刺激，包括基础设施开支计划（5000 亿美元）； 增加军事开支 	<ul style="list-style-type: none"> 专注于基础设施和就业。其言论预示未来 5 年总支出或将达到最多 5000 亿美元
征税	<ul style="list-style-type: none"> 降低、简化企业和个人的税负 对外国企业收入征税 就外国子公司汇回母国的累计收入征收遣返税 	<ul style="list-style-type: none"> 对以税务转移为目的的公司合并行为征税 废除对化石燃油生产的税务优惠 维持现有的封顶个税税率，且对高收入人群征收额外费用，并限制该人群享受的个税免征项目
最低工资	<ul style="list-style-type: none"> 让各州自行决定如何提高最低工资标准 	<ul style="list-style-type: none"> 将联邦最低工资标准提升至每小时 12 美元（目前为 7.25 美元）
全球贸易	<ul style="list-style-type: none"> 退出 WTO、TPP（甚至若其已经存在） 重新与中国和墨西哥进行贸易谈判 对汇率“操纵国”采取报复性措施 	<ul style="list-style-type: none"> 如果 TPP 谈判尚未结束，则不太可能推动 TPP 就北美自由贸易协定重新谈判；对俄罗斯和中国采取更为强硬的立场 反对 WTO 给予中国“市场经济”地位
医疗保健	<ul style="list-style-type: none"> 废除“平价医疗法案”（又称“奥巴马医改”），在没有保险的人群中拓展医疗保险；降低药价，途经包括进口药品 	<ul style="list-style-type: none"> 增加“奥巴马医改”的津贴；允许 55 周岁及以上人士购买联邦医疗保险；协商降低药价并允许进口药品
移民	<ul style="list-style-type: none"> 对待移民问题（尤其是墨西哥）采取强硬立场；途径可能是加强执法 	<ul style="list-style-type: none"> 移民改革，包括为已经定居美国的非法移民设立获得美国公民身份的途径

宏观概览

	特朗普	克林顿
能源	<ul style="list-style-type: none"> 放宽原油板块的规定；批准“拱心石”（Keystone）输油管道项目 	<ul style="list-style-type: none"> 禁止海外钻井，收紧液压开采规定
金融服务	<ul style="list-style-type: none"> 废除多德·弗兰克法案，重新起用格拉斯·斯蒂格尔法案 	<ul style="list-style-type: none"> 对于大型银行和高频交易提供税务和资本方面的激励
美联储	<ul style="list-style-type: none"> 耶伦任职期满时将其替换 	<ul style="list-style-type: none"> 美联储区域性分支机构实行改革
可能利好	<ul style="list-style-type: none"> 原油、天然气和煤 原材料 航空和国防 可选消费品 黄金（因政策不决定）/通胀保值国债 金融业 	<ul style="list-style-type: none"> 太阳能和风能 原材料 航空和国防 必需消费品 通胀保值国债（因为通胀） 医疗保健设施和服务 技术和电信服务
可能利淡	<ul style="list-style-type: none"> 美国国债，如果刺激通胀的政策奏效 企业盈利，因为税负增加 住宅地产 房地产投资信托（因利率上升而丧失部分吸引力） 必需消费品 医疗保健设施 中国和墨西哥（因为贸易壁垒） 	<ul style="list-style-type: none"> 美国国债，如果刺激通胀的政策奏效 企业盈利，因为税负增加 可选消费品、零售 原油、天然气和煤炭 大型银行 医药/生物科技 中国（因为贸易壁垒）

资料来源：渣打银行

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

新兴市场债券迎来东风

- 我们继续看好债券胜过其他资产。虽然债券上个月涨幅较大，且今年以来的反弹力度之大也较为罕见，但我们相信固定收益在“利率势将在更长时间内走低”的大环境下，提供收益和相对稳定性的颇具价值的投资品。
- 新兴市场美元政府债是我们目前最为看好的子类资产（也是我们认为获得新兴市场曝险敞口的最佳途径），美国投资级企业债次之。
- 我们认为仍可安心将亚洲企业债、发达市场高收益债和新兴市场本币债作为核心持仓。搜寻收益的现象可能会持续推动天平向有利于这些资产回报的方向倾斜。

政府债—发达市场

G3 政府债继续背离地心引力。不过，其反弹也将整体收益率推至几十年来的谷底。正如我们从前强调的那样，这几乎没给投资者留任何缓冲—收益率即便发生微幅上扬，不论其是由通胀上升、美联储加息，还是财政激励触发的，都可能导致债券价格的跌幅超过票息。

年初以来，我们一直看好美国国债多于德国和日本国债，因为前者的收益率更具吸引力。然而，若计入对冲汇率风险的成本，其吸引力就大打折扣，因此我们结束了该建议。此外，还存在市场低估美联储加息，以及预期再调整或令美国国债价格下跌的风险。而我们关于美元汇率将区间波动的判断，意味着有必要结束汇率对冲的建议，不过考虑到美元近期走弱，需要假以时日，等待更好的时点再行结束。

若想配置安全和高品质的债券，不妨通过购买投资级企业债。总体而言，我们仍旧倾向于将美元政府债的组合久期，维持在 5-7 年。

图 17: 我们对各类债券的偏好度

债券资产类别	青睐程度	收益	价值	汇率
新兴市场美元政府债	看好	●	●	●
发达市场投资级企业债	看好 (美国甚于欧洲)	●	●	●
亚洲美元企业债	核心持仓	●	●	●
发达市场高收益企业债	核心持仓 (美国甚于欧洲)	●	●	●
新兴市场本币政府债	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的影响是积极、中性，还是负面的。

资料来源：渣打银行

看好新兴市场美元政府债和投资级美元企业债

留待高收益债的曝险部位产出收益

通过美元债券获得新兴市场曝险部位

对投资者的影响



债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



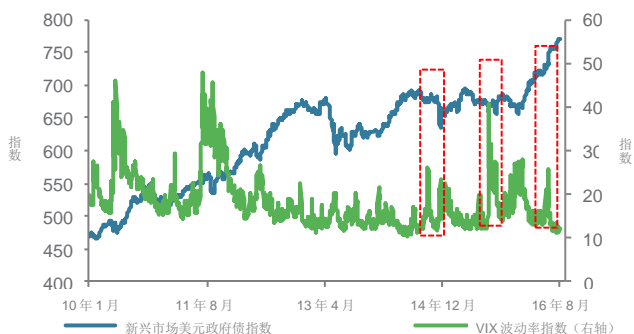
多资产

政府债—新兴市场美元政府债

新兴市场不断迎来东风—G3 国家宽松的货币政策、商品价格反弹和搜寻收益的现象令我们对新兴市场更加乐观。我们尤其喜欢新兴市场美元政府债，这是我们最青睐的一类债券，其收益率约为 5.0%，颇具吸引力。

图 18: 新兴市场美元政府债顶住了多轮市场波动，因其对于美国国债收益率较为敏感

新兴市场债券指数相对 VIX 波动率指数，2010 年 1 月 1 日起，波动上升的期间用红圈划出

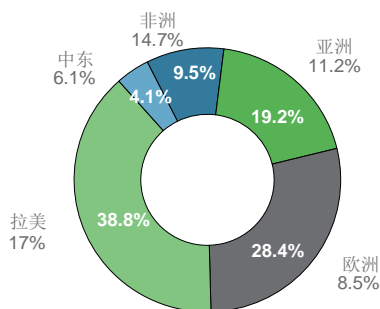


资料来源: 彭博终端、渣打银行

新兴市场信用风险之外，美国国债也是驱动新兴市场美元政府债回报的重要因素。市场波动时，其可帮助提供稳定性。

图 19: 拉美和亚洲年初以来正回报显著

新兴市场债券指数全球各地权重 (内圈) 及年初以来回报 (外圈)



资料来源: EPFR、渣打银行

由于商品价格上涨和资金持续涌入，拉美和亚洲表现出色。不过，关键风险仍然是商品价格暴跌、资金外流、或美联储加息节奏快于预期。我们倾向于多元配置新兴市场美元政府债。

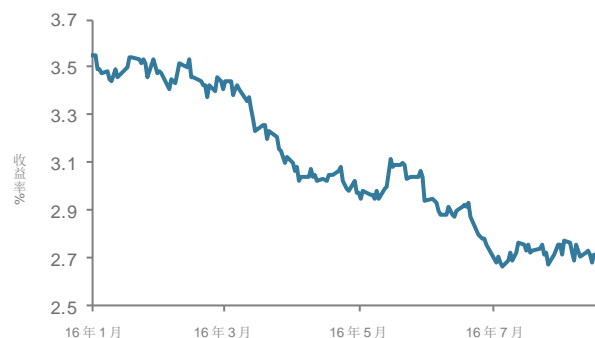
企业债—发达市场投资级企业债

美国投资级企业债仍是我们最为青睐的领域之一。正如之前所说，相对政府债而言，企业债不啻为获得高品质曝险部位的上佳途径。

年初以来，企业债表现出色，故其收益率溢价有所减少。虽然这在某种程度上会削弱其吸引力，但我们仍然青睐其所提供的曝险敞口。话虽如此，我们仍然认为 10 年期美国国债收益率突破 1.60% 后 (目前水平为 1.55%)，买入的时点会好得多。

图 20: 美国投资级企业债今年以来表现出色，故收益率一路走低

美国投资级企业债指数收益率水平



资料来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

企业债—发达市场高收益企业债

我们认为，美国高收益企业债在多元化的固定收益配置组合中，仍属核心持仓，因为其收益率在 6.3% 左右，颇具吸引力。虽然年初以来表现不错，但我们将重点关注两个风险。

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇

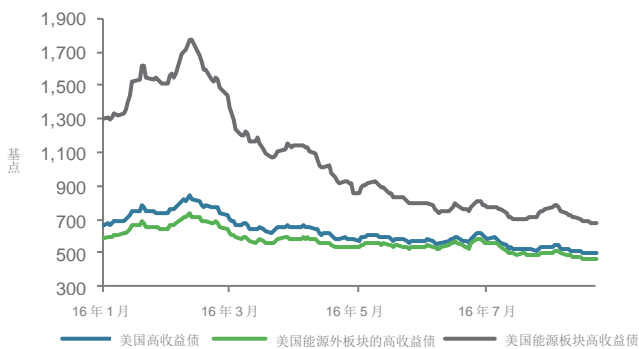


多资产

其一，过去数月美国收紧了信贷标准，历史经验来看这种现象过后高收益债违约率往往会上升。其二，能源板块债券的强劲反弹促进了年初以来的整体回报，因此油价回落仍然是一个重要风险。为了平衡具有吸引力的收益率和相应的风险，我们建议对美国高收益债维持基准的配置比例（见第 26 页）。

图 21：能源板块债券利差大幅反弹

美国高收益债、美国能源之外板块的高收益债和美国能源板块高收益债的利差



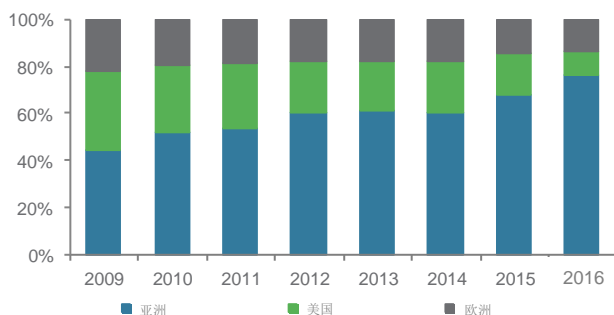
资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

企业债—亚洲信用债

亚洲企业债收益率持续走低，受益于涌入新兴市场债市的资金、强劲的区内需求和波动率下降。我们认为，区域内的强劲需求是亚洲信用债区别于其他新兴市场债市的主要一点。

图 22：本地固有购买群利于亚洲信用债保持稳定

新发行的亚洲信用债在各地区的配售情况



资料来源：彭博终端、巴克莱、渣打银行

最近几年，亚洲投资者—尤其是中国投资者—是购买亚洲美元企业债的主力。这个趋势也许可以持续，因为中国国内债券市场的收益率水平持续走低，且人民币可能会继续兑美元贬值。

不过，总体信用质量依旧在缓慢下滑。因此，我们预计总体信用利差将会维持区间震荡。相对高收益债，我们仍旧更看好投资级债券。

新兴市场本币债券

各类债券之间，相对本币债，我们更倾向于通过美元政府债，来获得对于新兴市场的曝险部位。诚然，最近商品价格回升，以及搜寻收益的现象，缓解了新兴市场货币的贬值压力（见第 25 页）。尽管如此，汇率波动仍是驱动本币债回报的关键因素，同时也是波动的源头，而对于本币风险的偏好较以往有所上升。

图 23：本币债的收益率对于大多数当地投资者而言具有吸引力

国家	10 年期收益率		
	当前水平	当前观点*	资金流向**
印尼	7.00%	●	●
印度	7.16%	●	●
马来西亚	3.53%	●	●
菲律宾	3.02%	●	●
韩国	1.41%	●	●
泰国	2.06%	●	●

*渣打银行财富管理部对于外汇的观点。**彭博外国资本投资资金流动，过去 1 个月大于 1 亿美金的资金流动。

交通信号灯表示该因素对于每一个国家而言是正面、中性还是负面的。

资料来源：彭博终端、渣打银行

搜寻收益的现象以及商品价格的回升让我们相信亚洲、拉美、欧洲和中东的本币债拥有类似的风险/回报比。我们继续寻求各国具有吸引力的投资机会，目前我们在亚洲范围内仍旧看好印尼盾债券。

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

重大转变

- 年初以来全球股票上涨了 5%，新兴市场领先发达市场近 10%。
- 最近数月，股票市场的重大趋势是投资者纷纷转向新兴市场股票，尤其是亚洲以外的新兴市场股票。商品价格复苏、美元走弱和发达市场股票估值上升，促使投资者青睐新兴市场。
- 我们对单个股市的信心逐步减少，这可能反映出市场波动的下降。尽管如此，亚洲（除日本）股市是我们目前最为乐观的地区，超越了之前列居首位的美国。
- 美国盈利复苏的时点从 3 季度延后到 4 季度令人忧虑，但驱动复苏的基本面因素——稳中有升的油价和美元汇率走平乃至下跌——依然保持正轨。
- 日本正在经历一种特殊现象，即日元升值并未导致日经 225 指数走低。这一违背常理的现象可能反映出市场对更加激进的财政和货币激励的预期，投资者相信两着有利于股票走势。

五个因素驱动重心由发达市场向新兴市场转移

- 1) 新兴市场拉开和发达市场间的增长差距（见下图）
- 2) 油价回升
- 3) 美元走低引发资金涌入新兴市场
- 4) 新兴市场相对估值具有吸引力
- 5) 投资者仓位布局——严重低配新兴市场而超配发达市场

图 24：2016 年新兴市场和发达市场的增长差距料将自 2011 年来首次朝有利于新兴市场的方向扩大

新兴市场和发达市场 GDP 增长差异



资料来源：国际货币基金组织、渣打银行

我们对全球股票持谨慎态度

我们对各个股市的信心有所下降

美国盈利复苏有所延迟，但并未偏离正轨

对投资者的影响



股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

美国—盈利复苏暂时延后

各类股票之间，美国仍是我们未来 12 个月相对看好的市场。过去一个月，标普 500 反复创新高。面对企业盈利在 2 季度连续第 4 个季度收缩的不利局面，市场仍能创新高，反映出市场对于企业盈利前景的乐观。

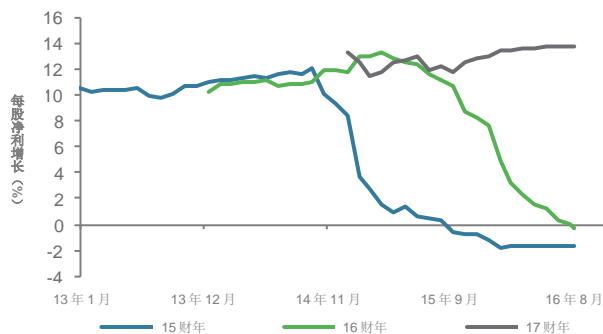
商品价格回升和美元贬值支持市场普遍预期能源和科技板块盈利复苏。由于 7 月份油价疲弱，能源板块盈利复苏的一致预期时点延后一季到 2016 年 4 季度。尽管如此，布伦特油价处于我们所预计的 45-55 美元/每桶的区间中部，我们相信油价有望实现复苏，从而支撑股市表现。

持续反弹的美国市场所面临的关键风险在于美联储加息节奏快于预期。我们对此抱有信心，因为我们相信美联储愿意为确保当前复苏的基础不受影响而忽略通胀的小幅上扬。

我们认为，企业利润率和估值也是美国市场所面临的风险。2015 年非金融企业的利润率见顶，并且跌倒了当前 8.3% 的水平。美国标普 500 指数基于未来 12 个月预期盈利的动态市盈率在 17 倍，该水平较高，但是考虑到当前通胀和未来盈利增长的前景，并不算过分高估。

图 25: 2017 年标普 500 的盈利增长是市场的关键支撑因素

标普 500 指数 2015-17 年盈利增长



资料来源: FactSet、渣打银行

欧元区—银行业依旧令人忧心

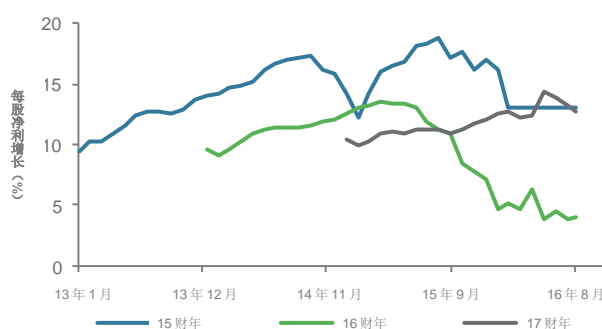
我们对于欧元区股票持谨慎态度。虽然英国脱欧公投的后果并不如投资者预期的那样坏，但欧元区银行业的前景堪忧，符合之前担心的状况。意大利一度占据报纸头条，当时该国一家银行在欧洲银行业压力测试中被发现资不抵债。此次测试还发现了爱尔兰银行业的软肋。

分析师目前普遍预期 2017 年欧元区企业盈利将复苏。不过，我们需要区分美国复苏预测和欧元区复苏预测之间的差异。我们固然可以罗列出美国的催化因素，但欧元区复苏的催化因素则更加笼统：GDP 增速反弹，消费复苏以及企业海外盈利改善。除了最后一点，各种驱动盈利复苏的因素力度并不大，而一旦欧元升值，上述三种因素都可以被轻易破坏掉。

财政宽松的传闻开始引发关注，若得兑现则可能提振盈利。虽然投资者熟悉宽松货币政策这帖良药，其对于欧元区的疗效乏善可陈。财政政策在绝大多数情况下呈收缩状态，不过越来越多人预计这会发生逆转。宽松财政政策对市场的影响取决于政策的具体形式—比如：划转现金/降低家庭税负或基础设施支出。

图 26: 由于欧元走强，2017 年欧元区盈利增长似显乐观

欧元区 2015-17 年盈利增长



资料来源: FactSet、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



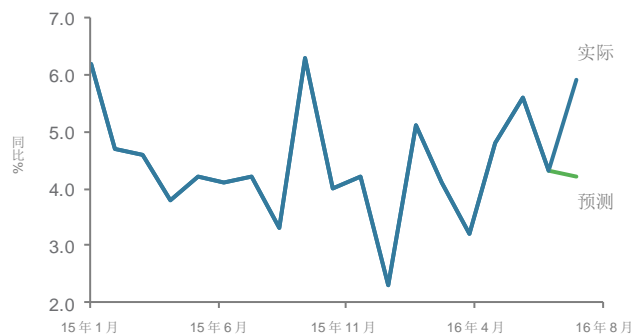
多资产

英国—显露牛市早期迹象

对于英国市场的前景我们谨慎乐观。距离英国脱欧公投，已经过去两个月了，我们注意到一些研究机构开始对英国股市和英镑变得乐观。他们引用商品价格复苏，以及经济数据并不像之前忧虑的那样糟糕，作为利好因素。能源和原材料板块在富时 100 指数中的权重合计 20%，突显出商品价格和英镑汇率对该指数后市的重大影响。

图 27: 脱欧公投后，英国零售销售表现好于预期

英国零售销售趋势—7 月份预测和实际表现



资料来源: FactSet、渣打银行

亚洲之外的新兴市场—估值和增长预期逆转

我们对于亚洲以外的新兴市场谨慎乐观。商品价格回升是该观点的重要驱动因素。即便如此，搜寻收益的现象、当前低配新兴市场的仓位布局，以及新兴市场改善和发达市场间的增长差距是令投资者改善对亚洲以外的新兴市场情绪的重要基本面支持因素。

情绪的转变反映在资金涌入流入亚洲以外新兴股市：年初以来的资金净流入量已达 260 亿美元以上。与之对比，亚洲（除日本）地区同期净流出资金达 80 亿美元—不过，我们注意到该地区资金外流的现象已经开始逆转。

虽然商品复苏的主题广为人知，不过风险偏好上升已经让投资者开始在新兴股市寻找高收益机会，而新兴市场将拉开与发达市场间的增速差距的这项预测则是新的。图 24 强调 2016

年将是 2011 年以来新兴市场增速首次超过发达市场。虽然这一预测包括所有新兴市场，但中国经济增速预计仍将低落，引领扩大差距的也许将是亚洲之外的新兴市场。

对于亚洲以外的新兴市场而言，相对估值具有吸引力，是另一个重要支持因素。虽然相对估值低不是最近才出现的—并且单单低估值并不足以导致股票短期表现领先—但已经发生的改变在于出现了催化因素，即商品价格复苏。这帮助提振了盈利预期，继而形成了对亚洲以外新兴股市感到乐观的良性循环。

话虽如此，但我们承认，若油价和铁矿石价格回升的趋势发生逆转，则可能引发对于亚洲以外新兴市场的乐观情绪也发生逆转。尽管这样，但油价的复苏是建立在供应减少和需求持续增加的基础之上的，而我们认为供需面将支持油价的后续走势。对于铁矿石价格上涨的相应基本面，我们则不那么有信心。

图 28: 亚洲之外的新兴市场估值较发达市场更具吸引力，这点正逐渐被认可

亚洲之外新兴市场与发达市场间的市盈率之比较



资料来源: 明晟、彭博终端、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

日本—预期发生改变

我们对日本股市前景持谨慎态度，关注近期日元升值和其对企业盈利的潜在不利影响。此外，我们也担心更多必要的财政/货币宽松措施将因故延宕。

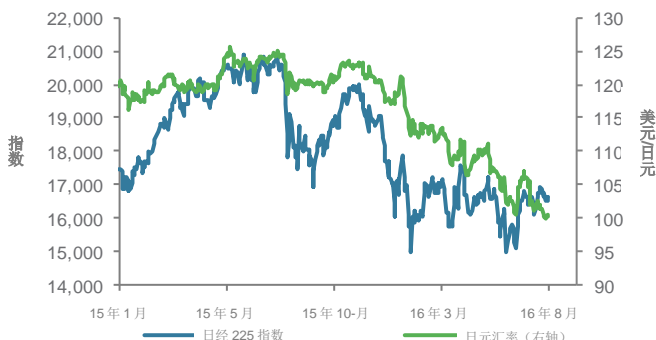
一方面是需要谨慎行事，另一方面，也须看到美元/日元汇率自 7 月 20 日 107 高位回落后，股市的变动情况。通常，日元升值会在短期内打压股市。不过，虽然日元自 7 月 20 日以来已经升值了 7%，如下图所示，日经 225 指数却持平。

我们认为，股市表现坚韧，而债市同期疲弱，反映出市场预期未来将会出台更加激进的货币和财政应对措施。由于这样的预期过去并未完全兑现过，因此我们也不敢抱以太大期望，而建议投资者投向那些我们有更大把握确定复苏已经开始的地区。

2015 年日本盈利增长预期改善之后，我们见证了惊天大逆转。由于分析师专注于日元升值对企业盈利的潜在冲击，2016 年普遍盈利增长预测恶化。该市场的估值依旧具有吸引力，但目前尚无市场重新估值的催化因素。

图 29: 近期日元升值并未像以往那样拖累股票市场表现

美元/日元汇率和日经 225 指数年初以来的走势



资料来源: FactSet、明晟、渣打银行

亚洲（除日本）—搜寻收益的现象引发关注

亚洲（除日本）目前是我们全球最为看好的股市。偏好程度略高于美国。不过，我们注意到对于单个股市的信心正在逐步降低，这反映出市场波动率的下降。尽管如此，我们认为该区域有几大驱动因素使其成为我们“最青睐”的市场。

亚洲企业的盈利修正开始复苏，因为此前该区域内多个市场都采取了货币宽松，从而令分析师对国内需求的看法日趋乐观。随着

由于该地区相比发达市场和亚洲以外的新兴市场，估值较以往更具吸引力，因此我们预计其迎来的资本流入将回升，并推动亚洲（除日本）股市赶上亚洲以外新兴市场股市的上涨步伐。

部分亚洲（除日本）市场，尤其是台湾和新加坡，总是吸引以收益率为导向的投资者。我们访问过的基金经理强调，亚洲范围内搜寻收益的现象正从这两处蔓延扩散开来，因为诸如香港和泰国之类的市场也出现了搜寻收益的现象。

图 30: 香港和泰国正因收益率具有吸引力而引起投资者兴趣，台湾和新加坡情况类似

亚洲各市场派息收益率和派息比率



资料来源: 明晟、渣打银行

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

表现强韧，但上行空间有限

- 全球利率走低的情况下，预计金价短期内（未来3个月）将在 1,250 到 1,400 美元/盎司的区间内波动。
- 我们认为油价已经触底，短期内或将在 45-55 美元/桶的区间内波动，之后终将再走高。

商品之中青睐黄金

随着包括中国增长风险、大量过剩产能以及美元升值在内的一些利好因素有所消退，预计未来数月商品价格将持续盘整。具体来看，预计黄金和能源的价格将跑赢工业金属价格。

我们对于黄金的观点较为乐观，这是因为全球利率低企，黄金在经济周期尾声往往发挥对冲作用，并且可以用来抵御难以预见的经济和政治的负面进程。未来可能令黄金价格下行的主要风险在于美联储加息的节奏大大超出当前预期，以及英国脱欧公投后的隐忧迅速得到解决。

能源方面，由于库存仍旧高企，预计再平衡的过程将持续。由于美国产油速率下降，预计下半年油价将逐步回升，但年内不会超过 60-65 美元/桶上限。与之对比，工业金属尚无供应持续下降之虞，因为其利润率仍旧具有吸引力且闲置产能充足。

令商品价格上行的主要风险在于生产企业减产幅度超出预期以及美元走弱。令其下行的风险则包括中国增长前景恶化、美联储采取更为激进的加息路径以及欧洲政治不确定引发市场波动加剧。

图 31：中国未来的经济增长状况对于商品市场的整体前景而言至关重要

中国的领先经济指数和彭博商品指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

油价短期内或在 45-55 美元/桶区间内波动

短期内黄金上行空间也许会拓展至 1,400 美元/盎司

预计基础金属短期内将面临回调

对投资者的影响



商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

原油—价格逐步走高

预计年内油价将逐步回升，但上限仍旧不会超过 60-65 美元/桶。最近的回落在意料之中，并且可能是由之前极端的短期反弹所导致的。美元走弱、难以预料的生产中断以及市场有关欧佩克将限产的猜测，可能会将油价推升至超越目前基本面的价格水平。尽管如此，随着越来越多的证据显示美国原油产量减少，再平衡的过程将持续下去。库存水平也已经开始下滑，不过起点高。包括资本支出在内的更长期供应指标下降更为显著，预示中长期内生产将面临潜在阻力。

面对温吞的经济增长，原油需求继续展现韧性。美国、欧洲和日本的需求增长虽有放缓，却被中国、印度和其他市场较为坚韧的需求所弥补。

黄金—前景更加乐观

未来 3 个月，预计黄金价格将在 1,250-1,400 美元/盎司的区间内波动；因此存在从目前位置开始的短期反弹。预计金价将受到三重因素的支撑，即利率走低（美国以外）、美国通胀略有回升，以及欧洲政治风险。金价可以突破该区间上限的情景包括，美国加息周期逆转、欧洲政治紧张局势或对于金融稳定的忧虑甚于预期。与之相似，金价下行的情景包括全球增长超预期以及美联储加快加息步伐。

工业金属—反弹难以持续

预计工业金属即便普涨幅度也仍将有限。中国的经济数据，尤其是固定资产投资和房地产市场的数据，出现了疲软迹象，相信这有可能最终反映在工业金属价格之上。此外，投机仓位、尤其是铁矿石，有大量净多头，这可能会加剧抛售。除此之外，库存增加，这点在铁矿石和铜上表现得尤为明显，可能会弱化价格动能。

图 32：重要商品的前景

商品	重要观点概述
原油	价格上限约在 60-65 美元/桶
黄金	看多，短期波动区间 1,250-1,400 美元/盎司
工业金属	料将跑输能源和贵金属；预计铝、锌、镍将跑赢铜和铁矿石

资料来源：渣打银行

图 33：已经发生的改变—原油

因素	近期变化
供应	非欧佩克地区产量加速下跌，欧佩克情况则略好
需求	需求依旧强劲，尤其是来自新兴市场的需求
美元前景	美元汇率仍在盘整

资料来源：渣打银行

图 34：已经发生的改变—黄金

因素	近期变化
利率预期	2016 年美联储加息的市场隐含概率仍在 50%左右
通胀预期	美国之外持续下降
美元前景	美元汇率仍在盘整

资料来源：渣打银行

图 35：因通胀调整后的债券收益率下跌，今年黄金价格反弹



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

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。过去一个月的正回报，主要由股市上涨所带动，因为作为我们最看好的投资方式之一的股票多/空策略伴随全球股市一同上涨。
- 全球宏观策略表现略为落后。系统性（商品交易顾问）策略较自主决策策略表现略好，不过两者都仍能产生正回报。
- 我们继续偏爱股票多/空策略和多资产宏观策略。

上个月股票替代品表现亮眼

过去一个月另类策略的上涨由股票相关资产所带动。虽然绝对回报仍旧低于净多头的曝险部位，但我们从前强调过，其相对净多头的较低波动率是我们在经济周期尾声偏爱股票多/空策略的一个关键因素；虽然另类策略在股市大涨的时候会跑输大盘，但我们相信市场波动时期其表现将跑赢大市。

虽然事件驱动策略也曾受益于其与股市的正相关性，但我们仍旧倾向于以股票多/空策略替代净多头。

系统性策略跑赢自主决策的宏观策略

自主决策和系统性（商品交易顾问）宏观策略都能将 7 月末的赢利与 8 月初的亏损两相抵消。这并不令人意外，因为随着波动不断下降，市场需要就近期反弹暂作喘歇——英国公投之后，市场一度哀鸿遍野，此后又一路反弹。

不过，我们维持对多资产宏观策略的强烈偏好。正如我们在策略部分所提到的那样，由于当前波动率接近 2009 年以来的低谷，因此未来数月波动率突然飙升的风险有所加大。我们相信，获得对抗波动率的保障至关重要，而多资产宏观策略是能实现该目的上佳途径。

图 36: 我行对各种另类策略的观点

子策略	我行观点
股票多/空策略	正面: 市场波动中，是股票净多头具有吸引力的替代品
相对价值	中性: 市场波动中可以增加机会，但流动性不好
事件驱动	中性: 并购活动是利好因素，但容易受到大市波动影响
信用债	中性: 波动/个别板块面临压力有利于多/空策略，但有违约风险
全球宏观	正面: 我们最为看好的子策略，因其在市场波动中提供了多元化的机会
商品	中性: 油价上升可能会支撑商品价格
巨灾险	负面: 2015 年保险损失低于均值，这可能会发生逆转

资料来源：渣打银行

全球宏观策略提供了多元化途径

股票多/空策略是股票净多头的替代

主要焦点在于管控波动

对投资者的影响



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

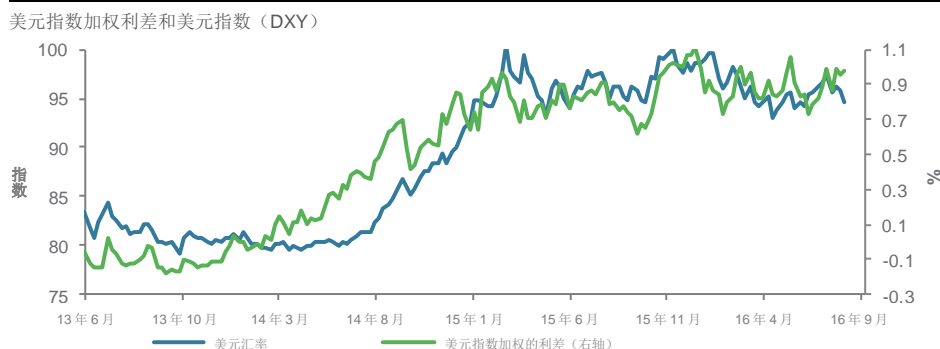
主题的战术性更强

- 由于美联储继续寻求十分缓慢的加息路径，预计美元总体将维持区间波动。欧元兑美元可能会维持在 1.10-1.15 区间内，而英镑下行的风险短期内则已经反映在汇价之中。我们相信，日元的风险-回报比并无趋势性指征。
- 预计澳元和新西兰元将保持坚韧，不过我们认为其各自的反弹不太可能大规模延续下去。总体而言，预计美元兑亚洲（除日本）汇率将维持在 2016 年的区间内，不过人民币和新加坡元则可能兑美元贬值。

美元将继续横盘整理

- 预计未来 12 个月美元将总体保持稳定，在 2016 年区间内运行（美元指数保持在 92-100 区间内）。今年以来美元汇率稳定，因为利差变化不大，这得益于发达市场利率水平几乎同步下跌。
- 展望后市，我们认为至少需要两大变化，才能够令我们转而对美元持乐观态度。其一，美联储需要变得更加鹰派，并采取较目前市场预期陡峭得多的加息路径。其二，中国的经济增长须大幅落后预期，并导致新兴市场表现大幅落后，从而增加对美元的需求。
- 与之类似，我们也需要两大变化，才能够转而看空美元。其一，诸如日本央行和欧洲央行之类的主要央行改变货币政策，转而撤销激励措施。其二，美国经济大幅放缓，迫使美联储出台激励措施。
- 上述两种情景目前来看可能性不大。因此，我们仍旧预计美元将横盘整理。

图 37：美国利差并未显著上升，故美元升值空间有限



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元汇率将大致维持在 1.10-1.15 美元区间内

倾向于技术性回补英镑空头

澳元汇率区间波动，但接近短期顶部

对投资者的影响



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

欧元——料将维持现有区间

未来3个月，预计欧元将总体维持在1.10-1.15美元的区间内。我们认为只有当两个因素发生变化以后，欧元才有望突破现有区间。其一，美联储需要改变其政策路径。加息更加紧凑的情况下，欧元将走弱，而一旦美联储调头宽松，则欧元可能会突破现有区间。其二，欧元区政治压力超出预期，对欧元区汇率稳定性的忧虑重燃，无疑将不利欧元汇率。不过，由于各类风险因素势均力敌，最有可能出现的情况还是欧元作区间波动。

日元——须谨慎以待

虽然预计日元短期内会在窄幅波动，但其向任何一边大幅波动的风险有所上升。向上看，一旦日本央行像某些人猜测的那样，放弃当前2%的通胀目标，则可能导致日元新一轮升值。向下看，若日本推出大力度的政策宽松措施，尤其是当其囊括非常规手段时，则可能令日元在短期内贬值。因此，当前的风险-回报比缺乏显著的方向性指征，因为英镑面临或上或下大幅波动的风险。

英镑——当前风险可能已经反映在汇价中

英国决定退出欧盟以及随即引发英镑下跌之后，经济数据并不像多数人预计的那样糟糕。事实上，脱欧公投至今，经济数据一直好于预期。在此背景下，可以预见在经济状况更为明朗以及政策路径更加清晰之前，英镑仍有盘整空间，仍可能作区间波动。尽管如此，这并没有排除英镑在更长期内面临的风险。大量的经常帐赤字，目前低企的利差，以及英国和欧盟间关系的巨大不确定性，都是横亘在英镑面前的不利因素。

图 38：已经发生的改变——G3 货币

因素	近期变化
利差	近期利差的变化略有利于美元，美国利率水平小幅回升之际，欧洲和日本的利率水平基本持稳乃至略有下降
经济面差异	美国的经济惊喜程度有所收敛，但英国的情况有所回升。欧元区日本的该指标则持平
投机仓位	美元仓位仍中性；日元仍有大量净多头

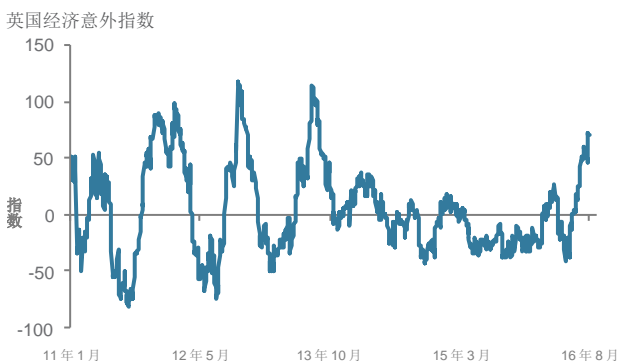
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 39：实际（除去通胀之后）的利差已经成为驱动美元/日元汇率走低的主要因素；只有当日本通胀大幅走高或日本国债收益率显著走低时，该趋势才有望逆转



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 40：英国经济数据并不像先前预计得那么差



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

澳元—表现强韧，达某种程度

预计澳元将总体维持区间震荡，但我们相信存在从当前位置回落的可能，因为当前位置已经接近区间顶部。我们认为，澳元走势仍将取决于三个因素：与美国之间的利差、铁矿石价格，和全球金融市场波动。虽然澳大利亚降息缩小了利差，但其它两重因素则为澳元汇率提供了强大的支撑。展望后市，我们对铁矿石价格（见商品部分）能否继续大幅反弹表示怀疑，不过只要中国不出现“硬着陆”，下行风险或许有限。总体而言，由于各大央行采取宽松措施，以及美联储坚持渐进式的加息路径，波动也许将维持较低水平。综上，预计澳元汇率将维持在 2016 年的区间内。

亚洲（除日本）—政策将限制上行空间

我们依然预计亚洲（除日本）货币将总体上区间波动，与美元的总体走势一致。虽然大量资本涌入和全球低利率有利于该地区货币升值，但由于该区域增长前景黯淡，我们相信各央行将力阻本币大幅升值。

预计美元/新加坡元整体维持在 2016 年以来的波动区间内。由于该货币对目前接近区间底部，其自目前水平上涨的可能性较大。新加坡金管局采取进一步政策宽松（如下调汇率波动的政策区间）的风险在加大，而这也可能会成为短期内的催化因素。虽然这样的情况从历史上来看仅仅发生在经济衰退之际，但自从政策宽松以来，贸易加权后的新加坡元汇率不断升值，可能会促使当局采取更加极端的措施。我们认为人民币有可能会继续下跌，因为中国有可能会为了宽松国内货币状况而允许人民币对一篮子贸易伙伴的货币贬值。

外部风险敞口较小的货币，即印度卢比、印尼盾和菲律宾披索，其表现也许会更加坚韧，因为这些市场主要受国内增长的基本面影响。不过，我们相信决策当局的干预会阻止这些货币出现大幅升值。

图 41：澳元汇率与铁矿石价格之间仍旧高度相关



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 42：亚洲除日本汇率已经发生的变化

因素	近期变化
美元前景	美元仍在 2016 年波动区间内，但已移至更接近区间下限的位置
中国风险	近期中国经济数据令人略感失望；房地产市场似乎在降温
资本流动	流入该地区的资本开始强劲反弹，流入股市的资金量反弹尤为明显

资料来源：渣打银行

图 43：流入亚洲（日本和中国除外）股市的资金增幅显著超越流入其他新兴股市的资金

亚洲除日本（韩国、台湾、印度、印尼、泰国、菲律宾）和其他新兴市场（巴西、南非、土耳其）股市的资金流入



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	6.4% ↑	1.8% ↑
全球高派息股票	10.8% ↑	1.2% ↑
发达市场	5.4% ↑	1.6% ↑
新兴市场	15.1% ↑	3.5% ↑
按国别		
美国	7.2% ↑	0.4% ↑
西欧(本币)	0.9% ↑	1.2% ↑
西欧(美元)	-0.1% ↓	3.3% ↑
日本(日元)	-15.0% ↓	-1.1% ↓
日本(美元)	1.7% ↑	4.4% ↑
澳大利亚	11.5% ↑	2.8% ↑
亚洲除日本	10.7% ↑	3.5% ↑
非洲	19.5% ↑	0.3% ↑
东欧	19.5% ↑	2.5% ↑
拉美	34.5% ↑	2.5% ↑
中东	-0.8% ↓	-2.4% ↓
中国大陆	5.1% ↑	5.5% ↑
印度	6.1% ↑	0.2% ↑
韩国	13.7% ↑	5.1% ↑
台湾	19.0% ↑	3.7% ↑
按行业		
可选消费品	2.6% ↑	1.9% ↑
必需消费品	10.3% ↑	0.2% ↑
能源	19.9% ↑	2.4% ↑
金融	2.2% ↑	3.7% ↑
医疗保健	-0.6% ↓	-2.4% ↓
工业	10.4% ↑	3.0% ↑
科技	10.1% ↑	4.1% ↑
原材料	19.3% ↑	4.4% ↑
电信	11.4% ↑	-0.5% ↓
公用事业	10.8% ↑	-3.1% ↓
全球房地产股票/房地产投资信托	12.8% ↑	0.0% ↑
债券		
政府债		
全球投资级政府债	11.2% ↑	2.5% ↑
美国政府债	5.3% ↑	0.2% ↑
欧盟政府债	11.0% ↑	2.9% ↑
新兴市场硬通货政府债	14.3% ↑	1.6% ↑
新兴市场本币政府债	13.8% ↑	2.5% ↑
亚洲新兴市场本币政府债	12.9% ↑	1.5% ↑
信用债		
全球投资级企业债	9.3% ↑	1.6% ↑
全球高收益企业债	12.9% ↑	2.0% ↑
美国高收益债	14.2% ↑	1.6% ↑
欧洲高收益债	8.7% ↑	4.2% ↑
亚洲高收益企业债	11.1% ↑	0.9% ↑

商品	年初以来	过去1个月
多元化商品	8.5% ↑	1.4% ↑
农产品	3.5% ↑	-0.7% ↓
能源	5.4% ↑	7.6% ↑
工业金属	7.9% ↑	-2.6% ↓
贵金属	26.5% ↑	-1.9% ↓
原油	15.1% ↑	10.1% ↑
黄金	24.5% ↑	0.5% ↑
外汇(兑美元)		
亚洲除日本	0.7% ↑	0.7% ↑
澳元	4.6% ↑	2.0% ↑
欧元	3.9% ↑	2.6% ↑
英镑	-10.5% ↓	0.4% ↑
日元	19.6% ↑	5.3% ↑
新加坡元	4.8% ↑	0.6% ↑
另类策略		
综合(所有策略)	0.9% ↑	0.4% ↑
相对价值	-0.8% ↓	-0.1% ↓
事件驱动	6.9% ↑	1.2% ↑
股票多/空策略	-1.7% ↓	0.8% ↑
宏观商品交易顾问	-0.7% ↓	-0.3% ↓

*除非特别说明, 否则所有表现均以美元计价。

*“年初以来”指2015年12月31日至2016年8月25日期间, “过去1个月”指2016年7月25日至8月25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

下半年重要事件日历



编委

	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

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。