

全球市场展望

2016年11月



市场持续角力

切勿只见树木不见森林。即使是我们这样的专业投资者，有时都会过度着眼于小节而忽略了全局。检视成绩，我们按中度风险特性而设计的战术性资产配置模型经过今年间种种调整之后，自《2016年全球市场展望》发布以来的名义回报为7.7%。过去一月的回报为1.2%。

多空角力局面持续。股市持续处于多空角力局面：一方面是充斥于第四季度的事件风险（美国大选、意大利公投、美国可能加息）；另一方面是大量现金有待投放（见第3-4页）。我们认为，在此情况下股市今后三个月即使回落，幅度亦会颇为有限，反而迭创新高的可能性不能排除。

分散，分散，再分散。基于政经前景存在高度不确定性，我们相信投资者务须保持投资，但同时要就不同的情境做好对冲。在此形势下，我们维持长期以来对多资产收益投资的偏向。我们亦留意到全球增长前景已稍有改善，对股票可能继有支持作用，尤其是对亚洲（日本除外）区内的股市。然而，由于全球环境有显著的下行风险，我们认为理应给予美元投资级债券（发达与新兴市场兼有）以及全球多资产宏观策略比正常水平为高的配置。

目录

	1	
提要		
好淡角力局面持续 01		
	2	策略
		投资策略 03
	3	
观点		资产类别
对于客户重点问题的观点 06		债券 11
宏观概况 08		股票 14
	4	商品 18
		另类策略 20
		外汇 21
		多资产 24
	5	
表现回顾		
市场表现概要 26		
事件日历 27		
团队 28		
	6	表现回顾
		重要信息 29

投资策略

A

先进经济体各处于经济周期的不同阶段。美国扩张已届成熟，但消费支出可推动 2016 年增长

D

发达市场通胀压力减退，原因是劳动市场渐趋紧张以及油价见底

A

亚洲及新兴市场仍然依赖中国，而中国经济正朝向以消费带动增长转型。油价亦是关键因素

P

央行政策仍倾向支撑增长，只有美联储倾向紧缩

T

过渡至后期周期可能会导致波动升高

我们会在不久之后发布的《2017 年展望》中检视这个架构

应对多空张力

- 在各主要市场政府债券收益率上升以及美元走强下，各地区股市稍为转弱（见第 27 页），反映投资者忧虑央行可能减低支撑增长的力度，亦担心美国通胀上升。
- 当前存在可令股市大幅回落的因素，亦存在可令股市持续上升的因素，两者一直在猛烈角力。因应过去一个月的局势发展，我们认为应维持既定的平衡投资方针，保留股票及类近股票的配置，但同时以防范高位回落的工具来加以平衡。
- 债券收益率升幅至今仍相当有节制，对我们的多资产收益主题无大影响，但我们相信防范市势回落的重要性正有增无己。

我们预期债券收益率升势会继续受制，但通胀是风险之一

市场上月忧虑美国以外的主要央行会从宽松立场后退，我们对此不以为然。以日本央行为例，要巩固通胀预期仍然任重道远，而美联储延至 12 月才加息亦不足为奇。我们认为此等因素应可限制债券收益率升势。

通胀高于预期当然是个风险，上月的工资增长及整体消费物价指数数据(CPI)数据就给我们提醒了这一点。过去一个月股、债相关性异常升高，亦意味着简单的分散投资方法已不足以像往常一样防范市况走弱。前面的事件风险，如美国大选、意大利公投、英国脱欧谈判等，影响如何仍是未知之数。

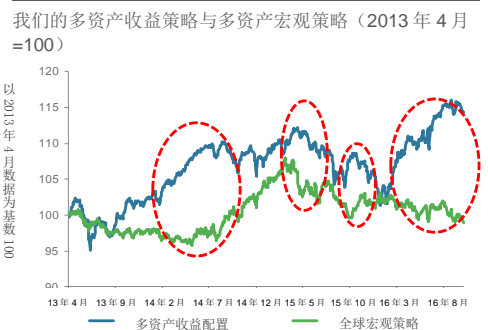
不过尽管存在此等风险，我们对新兴市场增长保持信心，原因是商品价格回稳、若干内部消费环节保持强劲，以及资金持续流入。综合考虑此等因素后，我们得出两个投资结论。

图 1：美国通胀预期上升，但并不算高



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 2：收益与宏观策略很多时会表现相反



数据来源：彭博终端、渣打银行

投资策略

#1. 不论市况会否调整，都应保持平衡

除了前面谈及的债券收益率及通胀风险外，某些主要股市的技术性因素亦向淡，而美国及亚洲信用债的估值正升近 2008 年后的高位。标普 500 指数现已连续八个月未见有 10% 以上的回落，虽说以往曾有更长时间出现过这种情况。

尽管我们对此存有忧虑，但基金经理调查却显示其现金持有水平极高，而股票配置比重只属中等。显然忧虑大幅调整者不只我们而已，而这往往是个反向讯号，意味着实际的市况可能会不跌反升。

我们相信，错过股票及信用债持续上升的机会成本，比起避不过潜在调整的成本是不遑多让的。因此，面对当前这种多空角力的局面，最佳的应对之道仍是平衡投资。要维持分散的股票及公司债券配置，但亦须以多资产宏观策略及高评级债券来发挥保障作用。

#2. 保障多资产收益策略的收获

由于年初至今的升幅已相当可观，不禁令人会萌生减少持有量以锁定利润的念头。我们对此不敢苟同。

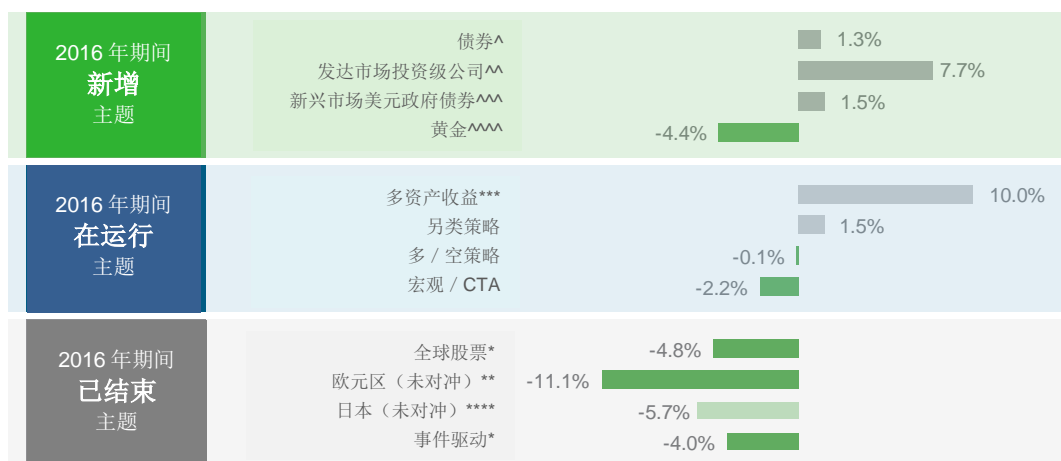
除非通胀显著加剧，否则我们认为只要加大政策力度便可抑制收益率升势。因此，收益资产应会继续处于有利的环境。然而，我们相信较为稳妥的做法是利用多资产宏观策略来保障收益；相对于完全离市然后伺机再入市，这个方法的市场选时风险较低。

股市持续上升，通胀升势日渐形成，亦开始令人质疑收益型投资相对于较为平衡或纯属增长型的资产的吸引力。对此我们不会掉以轻心，但现在便有所行动未免言之尚早，毕竟全球经济增长乏力，盈利前景未见起色，而且我们认为美国经济周期已颇近尾声。

图 3: 懂得 A.D.A.P.T. 之道对 2016 年投资至关重要；我们会加以检视，并开始考虑 2017 年的前景展望

A.D.A.P.T. 自《2016 年全球市场展望》发表以来的表现***

“2016 年期间主题”所包含的资产分类，所属总资产类别的配置为增持或中性，资产分类的配置为增持



* 2016 年 2 月 25 日结束

**2016 年 2 月 25 日起解除外汇对冲。主题于 2016 年 6 月 27 日结束。

***2015 年 12 月 11 日至 2016 年 10 月 20 日期间。收益篮子如《2016 年全球市场展望 A.D.A.P.T. 适应瞬息万变的环境》第 60 页图 38 所示，并于 2016 年 3 月 28 日《全球市场展望》修订；

****于 2016 年 3 月 25 日结束

[^] 2016 年 5 月 25 日至 2016 年 10 月 20 日回报；^{^^} 2016 年 2 月 25 日至 2016 年 10 月 20 日回报；^{^^^} 2016 年 7 月 21 日至 2016 年 10 月 20 日回报；^{^^^^} 2016 年 6 月 27 日至 2016 年 10 月 20 日回报。

数据来源：彭博终端、渣打银行

投资策略

图 4：我们对战术性资产配置的观点（12 个月期）美元

资产类别	资产分类	相对前景	理由
 多资产策略	多资产收益	↑	政策利率低，低 / 负收益应该仍具支持作用
	多资产宏观	↑	一旦收益急升或者美国周期骤然结束时可作为类似保险的资产
 股票	美国	↔	盈利可望有增长；估值充分；美联储加息是风险所在
	欧元区	↔	盈利能见度欠佳；估值高企；欧洲政局是风险所在
	英国	↔	脱欧公投令盈利前景蒙上阴影；估值充分；英镑走弱有利好作用
	日本	↓	估值不算昂贵；出现极端情况（升或跌）的风险颇高
	亚洲（日本除外）	↑	盈利上升有利好作用；估值合理；资金流动有利
	非亚洲新兴市场	↔	商品价格对盈利影响关键；估值充分；资金流动有利
 债券	发达市场政府	↓	收益低；估值充分；美联储政策及通胀是风险所在
	新兴市场政府（美元）	↑	收益吸引；估值合理；资金流动有利
	发达市场投资级公司	↑	估值充分；具良好防守特性
	发达市场高收益公司	↔	收益吸引；估值充分；信用债质量仍在转差
	亚洲公司	↔	估值合理；供求形势有利；首选投资级
	新兴市场（本地货币）	↔	收益合理；汇率风险减低；倾向选择性持有
 货币	美元	↔	利率利差趋于稳定；主要风险因素在于美国通胀
	欧元	↔	利率利差保持稳定；欧元区政局是主要忧虑所在
	日圆	↔	走势更趋牛皮，因为日圆的利好因素可能已反映在汇价之上
	英镑	↓	利率利差因英国央行放宽政策而下降；经常项目、政治因素是主要风险所在
	澳元	↔	利率利差及铁矿石价格已趋稳，但大幅上升机会不高
	亚洲（日本除外）	↔	对 G3 货币存在利率溢价；央行举措可能限制升幅

图例： ↑ 增持 ↔ 中性 ↓ 减持

数据来源：渣打

观点

关于客户的重点问题



Q 几个月来你们一直有谈及股市存在短期风险。现在还有这种忧虑吗？

A 过去一个月股市略微走弱，但与近期高位相距仅约 3%而已。这是多空因素角力所致，一方面是第四季度的事件风险，另一方面是大量现金有待投放。已知的事件风险包括美国总统选举、欧洲银行业问题（特别是德国及意大利）、意大利宪法公投，以及美国可能加息。

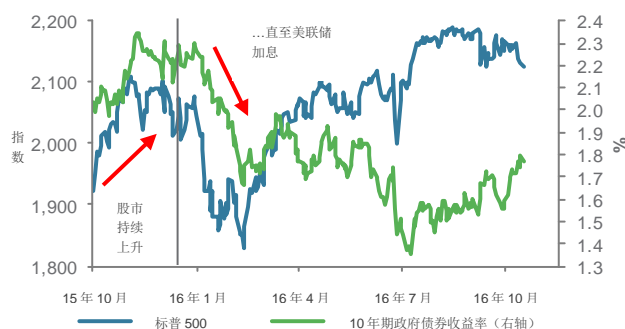
无论如何，目前股票配置比重相对较低。从我们观察客户行为所得，客户非常放心地增加债券配置。基金经理的股票比重亦显著偏低，现金比重则偏高。以往，这种情况是股市行将展开升势的一个好兆头。

对此投资者该如何自处呢？一年前，尽管美国利率看升（见图 5），股票却表现坚稳。其后全球股票回落近 15%。然而，我们相信今次股市可能得到更有力的支持。两个最有可能出现的情境是：1) 股市回落，但幅度相对有限；或 2) 股市破位上升。

在这两个情境下，客户都应该保持投资于股票，或许在今后数月伺机增加持有量。然而，在保留股票配置的同时，亦应该投资于其他资产类别，以管控短期波动风险（见下一问题）。

图 5：现在与一年前的某些相似之处

标普 500 指数表现与 10 年期美国国债收益率



数据来源：Bank Credit Analyst、渣打银行

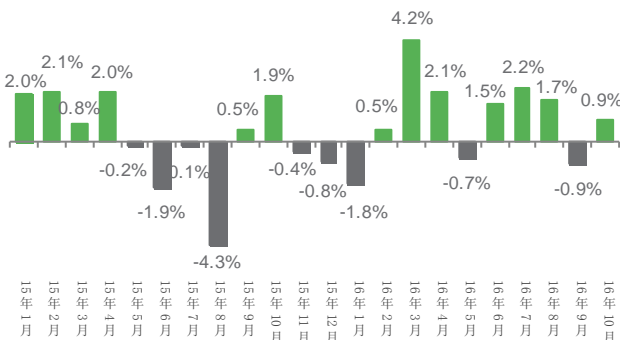
Q 多资产收益投资效果良好。你们预期如此强劲的表现可以延续下去吗？

A 我们的收益配置主题持续有良好表现（自《2016 年全球市场展望》发布以来上升了 10%）。这就带来了一个问题：我们应否减少这个主题的配置—收益 / 利润不用于再投资，或者直接减少持有量—从而把投资偏向朝向增长型转移。若考虑到某些全球增长指标（尤其是新兴市场方面）正在改善，这样做更显得恰当。

以 12 个月期而论，我们预期全球利率及收益率会保持低企。因此，我们估计收益主题会继续有良好表现。然而，短期走弱的风险不能排除（如前一问题所述）。就目前而言，为了对冲此等风险，我们倾向以颇高的配置比重持有全球多资产宏观策略（不论不同的资产类别是升是跌都可从中得益）以及高评级美元债券。此配置可透过注入现金来建立，亦可透过对累积收入或资本收益进行平衡调整。这两种方式都可能会令有效收益率减低，但我们相信所得效益会高于此代价。

图 6：我们的多资产收益配置今年至今表现强劲，而且相当一贯

我们建议的收益配置自《2016 年全球市场展望》以来的按月表现*



数据来源：彭博终端、渣打银行

* 请注意本配置的构成随时间而调整，如我们在《全球市场展望》以及《年度展望报告》中所概述。

Q 金价已跌至你们所预测区间的底部。你们会在这个价位买入吗？

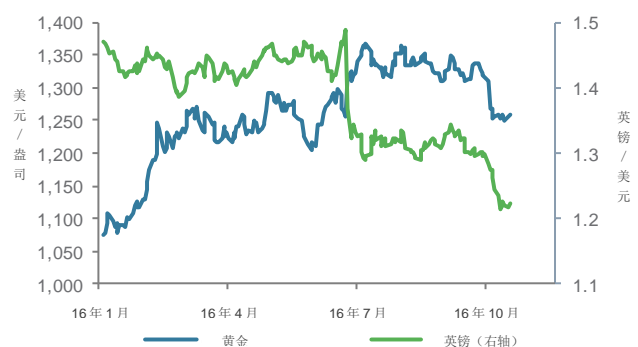
A 我们继续看好黄金，是基于其绝对回报前景以及这个资产类别在整个投资配置中的分散作用。

短线顾虑主要在于黄金期货的投机盘一直是净多头，当金价跌近每盎司 1,250 美元的关键技术性支持位时可能有进一步短线下行的风险。若跌破此关口，短线前景可能会大打折扣。就较长线而言，我们认为金价前景的关键在于实际收益率（见第 19 页）。

至于可能的配置，即使在全球政府债券以及若干公司债券为负收益的环境下，我们纵然持有黄金及黄金股，其综合配置也只会限于 5-7%。

图 7：英镑与黄金近期同受压力

英镑兑美元汇率与金价（每盎司美元）



数据来源：彭博终端、渣打银行

Q 英镑近来大幅走弱。你们认为情况会否持续下去？

A 自英国脱欧公投后，英镑备受沽压，10 月 7 日二度出现“闪崩”。英镑跌势伊于胡底尚难论定，但兑美元跌破 1.20 算却已是铁一般的事实（相对于脱欧公投结果公布当日早上的 1.50 算）。

以名义利率利差衡量，英镑已下跌过度，其估值已接近 2008 年的低位。由此可见，英镑估值显著偏低，正处于多年难得一见的便宜水平。

然而，英国脱欧引发不确定性（兼就短期经济及长期竞争形势而言），加上英国国际收支状况欠佳，所以英镑短线进一步走弱的可能性不能排除。

短线关键支持位是 1.21，关键阻力位是仅低于 1.30。

请参阅第 3-5 页的主要资产类别观点概要。

宏观概况

依旧是艰难前行

- **核心情境** – “艰难前行”仍是我们所预测的核心经济情境，当中全球经济增长以低于危机前趋势的步伐蠕动，通胀保持温和，令决策当局得以维持宽松立场。
- **主要风险** – 欧元区及日本的通胀维持在目标以下，但美国及英国通胀上升的风险却日益增加。中国生产价格亦开始摆脱五年来的通缩状态，可能令全球通胀预期回升。
- **政策启示** – 美国通胀上升意味着美联储可能会在 12 月加息。日本央行可能进一步放宽政策，而欧洲央行及中国央行会保持政策宽松。美国、英国及日本的财政刺激预期升温，因为当局认识到货币刺激的局限性。这种情况应有助促进增长。

核心情境

全球增长今年度过一大难关，英国公投出乎意料地通过脱欧后，欧洲经济保持强韧，英国经济亦未见收缩。美国经济自上一冬季放缓后回升，是得力于保持蓬勃的消费开支。亚洲方面，虽然日本增长仍然乏力，但其他地方则持续推动全球增长，当中中国实施强力的财政及信用债刺激，得以连续第三季达到年增长 6.5-7.0% 的目标。通胀保持低落，尤以欧元区及日本为甚，所以全球货币政策保持宽松。

当前这个“艰难前行”的经济周期本已是历来最长之一，我们的全球投资委员会(GIC)估计，再延续几季的机率是 50%。不论发达市场抑或新兴市场，衰退风险看来已稍微减退，后者更得力于石油及商品价格的逐渐回升。日本、美国及英国来年效法中国放宽财政政策的预期的确在升温，因为即使再加大货币政策刺激的力度，成效如何亦颇成疑问。此举可能有助促进增长。

主要风险

这是个相当具积极性的宏观经济情境，失准风险主要在于通胀上升（其他风险包括通缩重现，或者回复到更具积极性的所谓“金发姑娘”环境（即经济活动冷热适中）。美国劳动市场日趋紧张，最终推升工资压力的可能性日益增加，而英镑急挫则加剧了英国的进口通胀。此外，中国长期以来的生产价格通缩告一段落，可能会增加全球价格上涨压力（见第 10 页图表）。

我们预期美联储为防通胀加剧而会在 12 月加息，其后则维持渐进的加息步伐。若通胀加快上升，加息步伐亦可能会相应加快。

美联储可能保持审慎

日本需要加大财政及货币放宽力度；欧洲央行可能延长刺激期限

中国可能针对性放宽信贷，并持续实施财政刺激

对投资者的意义



宏观概况

美国 – 12 月加息预期升温

经济回升之势不变：美国经济自上一冬季放缓后持续回升，主要因为就业市道蓬勃带动消费。制造业及服务业信心经 7-8 月份急挫后亦回升。然而，通胀持续上升，是租金及医疗费用上升所致。

12 月加息：按市场走势推测，美联储 12 月加息的机率已上升至 60% 以上。这个预期看来得到美联储决策官员附和，当中几位理事表示担心货币政策可能过于宽松。我们认为通胀持续趋升是 12 月加息的另一理由。然而，其后的加息步伐应是渐进的，美联储会不计较通胀稍高于目标。

欧元区 – 欧洲央行现阶段会保持政策宽松

经济强韧：英国公投通过脱欧后，欧元区的经济增长及投资信心一度急挫，但随即回升，充分表现其韧力。借贷成本之低前所未见，持续支持对消费者及公司的贷款。然而，德国服务业信心不稳，是受到当地银行业的问题影响。

宽松政策：欧洲央行重申其计划，至少到明年 3 月都会保持货币政策宽松，甚至可能进一步延长，因为通胀仍显著低于 2% 的目标。在工业产能仍然过剩以及失业率高企的情况下，我们预期政策会长时期维持超宽松状态。

英国 – 英国央行可能面对通胀上升的挑战

通胀预期急升：自脱欧公投出乎意料地通过后，虽然英国经济在第三季度应可免于收缩，但英镑急挫却导致进口成本上升，推高了通胀预期。

英国央行进退两难：我们预期今后多季的企业支出会保持低落，因为期间英国要与欧盟谈判脱欧条件。此情况可能不利增长，而通胀却上升，令英国央行决策官员进退两难。

图 8：过去一年美国通胀压力增加，而利率则保持宽松

核心消费物价指数与平均周薪（同比%）；联邦基金有效利率(%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 9：欧元区增长前景及投资者信心已见好转，不过服务业信心不稳

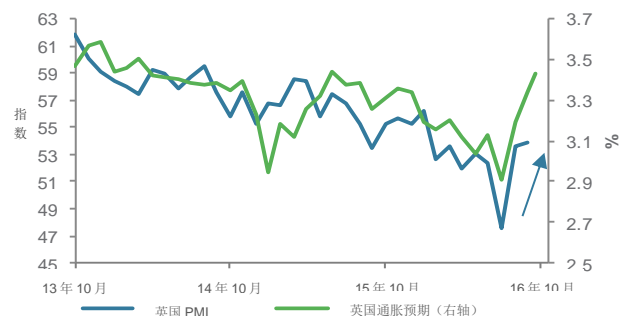
欧元区 Sentix 投资者信心指数与 Zew 调查预期；PMI



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 10：英国商业信心在脱欧公投后回升，但在英镑急挫下通胀预期亦上升

英国综合 PMI；英国长期（按 5 年期比较）通胀预期(%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

宏观概况

日本 – 可能加大财政及货币刺激力度

通胀不前：日本经济因日圆走强而持续振兴乏力，通胀下降压力因而增加。好几轮的货币及财政刺激并未能提振通胀预期，令人对政策的一贯性及局限性存有疑问，凸显扩大改革层面的必要性。

加大刺激力度：10 年期政府债券收益率维持在 0% 附近，我们相信是为进一步放宽政策创造条件。此举亦可能是为政府发行长期债券以增加公共支出铺路。然而，关键在于能否贯彻，所以前景仍是不确定。

中国 – 财政刺激促成经济回升

经济趋稳：过去数年，中国以货币、财政及信用债刺激三管齐下稳经济，终于令今年首三季增长得以维持在 6.5-7.0% 的全年目标范围内。此等措施近来带旺了房地产业，令人对其短期的财务稳定性存有顾虑。

针对性政策：随着经济趋稳以及通胀回升，我们预期当局会针对优先部门（如农村住房）放宽政策，同时致力改革“旧经济”部门。中共十九大定于 2017 年下半年召开，到时选出下一届领导班子；预计新班子会更为着重经济稳定。

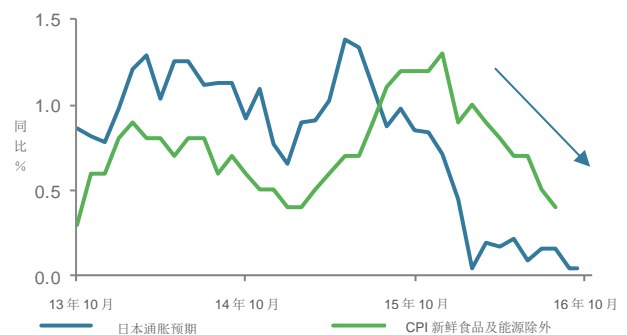
新兴市场 – 政策有放宽余地

亚洲表现领先：亚洲第三季经济增长仍然领先于其他新兴市场，这是得力于中国经济趋稳以及印度、印度尼西亚等以消费带动的经济体的强劲需求。区内各地通胀保持低落，令央行得以进一步降息，尤其是印度、印度尼西亚及马来西亚。

巴西：经济可望在明年恢复增长。通胀创 12 年新高后持续回落，令央行得以在本月开始降息。然而，由于财政赤字高企，降息空间可能很有限。

图 11：日本消费通胀持续下降，而长期通胀预期仍接近历来最低

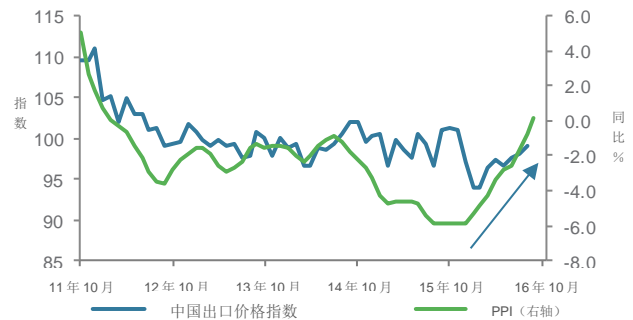
核心 CPI；2012 年起的市场隐含 5 年期通胀预期（同比%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 12：中国生产价格可能已摆脱五年来的通缩；影响可能及于出口价格及全球通胀

中国生产价格通胀（同比%）；出口价格指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 13：由于通胀保持低落，亚洲决策当局有进一步降息的空间

亚洲基准政策利率，%

	基准	政策利率	下次议息	上次变动	
				日期	行动基点
中国大陆	1 年期存款利率	1.50	未定	15 年 10 月 21 日	-25
印度	回购利率	6.25	16 年 12 月 7 日	16 年 10 月 4 日	-25
印度尼西亚	7 日期逆回购利率	4.75	16 年 11 月 16 日	16 年 10 月 20 日	-25
马来西亚	隔夜利率	3.00	16 年 11 月 23 日	16 年 7 月 13 日	-25
巴基斯坦	SBP 目标利率	5.75	16 年 11 月 26 日	16 年 5 月 1 日	-25
菲律宾	逆回购利率	3.00	16 年 11 月 10 日	16 年 5 月 16 日	-100
韩国	基准利率	1.25	16 年 11 月 11 日	16 年 6 月 9 日	-25
台湾	重贴现率	1.38	16 年 12 月 30 日	16 年 6 月 30 日	-12
泰国	1 日期回购利率	1.50	16 年 11 月 9 日	15 年 4 月 29 日	-25
越南	再融资利率	6.50	未定	14 年 3 月 18 日	-50

数据来源：彭博终端、渣打银行

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

估值吸引力降低

- 债券（G3 政府债券除外）仍是我们首选的资产类别之一。我们看重债券，是因为既可作为收益来源，又有下行对冲作用。然而，经过今年的强劲表现后，某些债券的估值已不如先前吸引。
- 我们继续偏重于新兴市场美元主权债券，是因为其收益吸引，而估值正处于历史平均水平。我们倾向持有高评级的发达市场投资级公司债券。
- 我们继续以亚洲公司债券、新兴市场本地货币政府债券以及发达市场高收益债券作为核心持仓。我们相信浮息优先贷款是投资于发达市场高收益债务的一个吸引之选。

图 14: 我们在债券当中偏重的部分

债券资产类别	偏重程度	收益	价值	外汇
新兴市场美元政府债券	偏重	●	●	不适用
发达市场投资级公司债券	偏重 (美国多于欧洲)	●	●	●
亚洲美元公司债券	核心持有	●	●	不适用
新兴市场本地货币政府债券	核心持有	●	●	●
发达市场高收益公司债券	核心持有 (美国多于欧洲)	●	●	●
发达市场投资级政府债券	最不偏重	●	●	●

交通灯号代表该因素对每一资产类别属正面、中性抑或负面。
数据来源：渣打银行

我们看好新兴市场美元政府债券及美国投资级公司债券

高收益仍是核心持仓，但至今升幅已颇大，宜审慎处之

优先贷款是可取代高收益债券的吸引之选

对投资者的意义



政府债券 – 发达市场

G3 政府债券收益率过去一个月显著上升，尤以美国及德国为甚。如前所述（见第 8 页），我们相信通胀有高于预期的潜在风险，而以美国所面对的风险最大。另外，市场反映美联储 12 月加息的机率甚高。虽然此等因素可对收益率形成上升压力，但全球高评级债券供应不多，所以美国国债收益率大概不会持久急升。我们认为 10 年期收益率在今后三个月很可能会窄幅波动 (1.75-2.0%)。

我们倾向透过投资级公司债券建立高评级债券配置，也不反对透过美国按揭抵押证券建立投资级配置。基于通胀上升以及美国加息步伐加快的风险增加，我们认为以五年左右的到期时间组合的风险回报特性最佳。若通胀高于预期，较短期债券 (3-5 年) 会有较佳的下行保障，因为其价格跌幅应该会比较小。

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

图 15: 通胀预期带动美国国债收益率上升



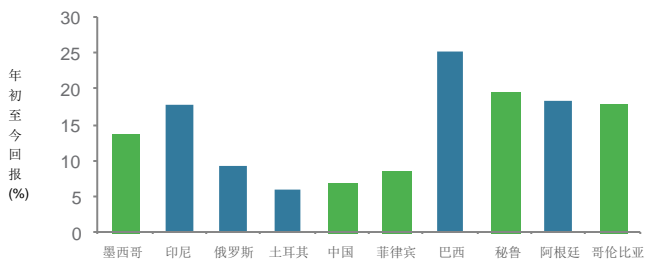
数据来源: 彭博终端、渣打银行

政府债券 – 新兴市场美元政府债券

新兴市场美元政府债券仍是我们看好的债券资产分类, 相信在今后 12 个月应可带来正数回报。以利差衡量, 其估值现已接近历史平均, 但收益率仍相对吸引, 达 5%左右。美联储政策以及商品价格前景都可能是影响新兴市场债券表现的关键因素, 而主要风险在于美元走强及 / 或商品价格走弱。

图 16: 巴西、阿根廷及印尼的特殊表现促成高收益环节表现领先

EMBI 全球多元指数内 10 个最大国家的债券的年初至今回报。绿条线代表投资级国家, 蓝条线代表高收益国家



数据来源: 摩根大通、渣打

年初至今, 高收益环节的表现领先于投资级环节。然而, 表现强劲者其实只是少数国家, 如巴西、阿根廷等 (见图), 而且都是受惠于特殊因素。此等因素会否重现殊难逆料, 所以我们倾向建立一个分散的新兴市场美元政府债券配置。

公司债券 – 发达市场投资级公司债券

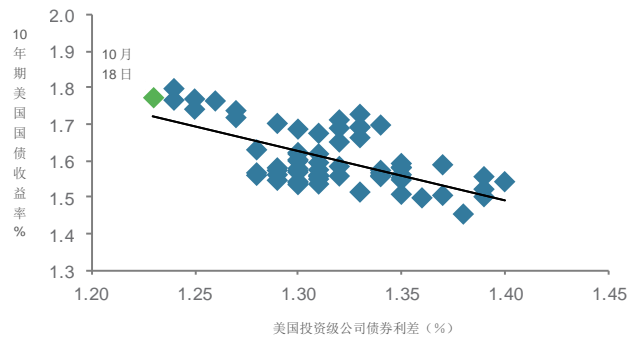
正如我们先前所强调, 我们倾向透过美国投资级公司债券建立高评级债券配置。

在收益率趋升的环境下, 美国投资级公司债券的表现一如预期。过去一个月, 利差下降抵销了美国国债收益率上升的部分影响。然而, 强劲的相对表现亦令利差处于一年来低位, 缩减了利差进一步收窄的空间, 局限了未来上行潜力。

不过, 我们继续看重美国投资级债券的防守特性, 视之为对冲工具之一。

图 17: 美国投资级债券利差局部抵销了收益率上升的影响

过去 3 个月的美投资级公司债券利差与 10 年期美国国债收益率



数据来源: 巴克莱、彭博终端、渣打银行

公司债券 – 发达市场高收益公司债券

发达市场及美国高收益债券上月表现强劲, 原因是风险情绪积极, 以及追寻收益之风持续。油国组织达成协议后油价反弹, 利好美国高收益债券。然而, 能源类债券今年已有甚为强劲的表现 (回报 > 30%), 一旦对油价的顾虑重现就有回落风险。

我们继续以美国高收益债券作为核心持仓之一, 是因为其收益率仍属吸引, 尽管基本因素转差, 而且估值已略嫌昂贵。

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场

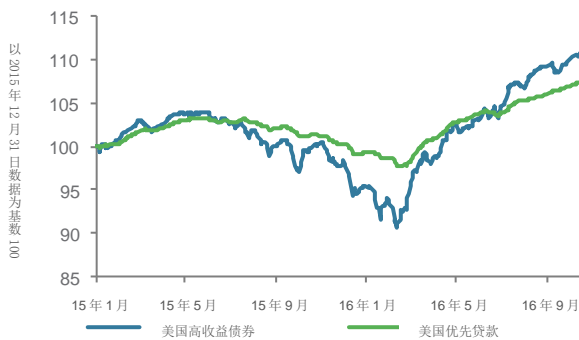


多资产

基于上述的顾虑，我们认为杠杆或浮息优先贷款是个值得考虑的选择。此等贷款的好处在于有担保，其票息与伦敦银行同业拆借利率挂钩，而且相对于高收益债券波动性较低。优先贷款今年表现落后于美国高收益，现在相信可作为取代高收益债券的一个吸引之选。

图 18: 优先贷款*的波动性低于高收益类投资

美国高收益与浮息优先贷款年初至今的表现*



数据来源: 彭博终端、渣打银行

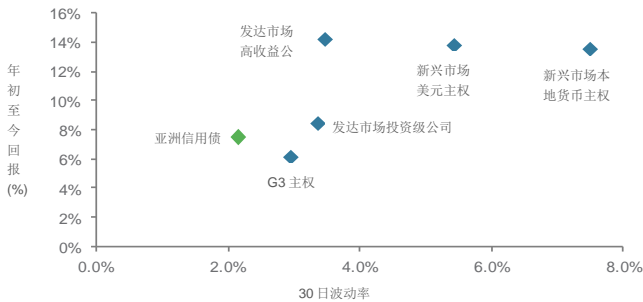
*优先贷款是指向高收益公司发放的担保贷款，并采用浮动利率

公司债券 – 亚洲信用债

亚洲公司债券 10 月份回报略呈负数，主要是美国国债收益率上升所致。新供应近期激增，亦有可能影响表现。我们继续以之为核心持仓之一，是因为其波动性低，并有中等回报。

图 19: 亚洲信用债回报稳定

每一债券资产类别的年初至今回报与 30 日期波动性比较



数据来源: 摩根大通、彭博终端、渣打银行

虽然亚洲信用债仍然受到区内需求的有力支持，但其信用债基本因素持续转差，尤其是高收益环节方面。因此，我们偏重投资级债券多于高收益债券，并对后者保持高度选择性。

新兴市场本地货币债券

对国内投资者而言，新兴市场本地货币政府债券一般有吸引的收益率，而且具有资本增值潜力，因为货币政策偏向宽松，利率可能进一步下调。然而，美元近期的强势影响了国际投资者的总回报，若美联储展开加息周期更有可能成为短期利淡因素。

图 20: 本地货币债券的收益率对大部分本地投资者具吸引力

国家	10 年期国债当前收益率	汇率观点*	投资资金流量**
印度尼西亚	7.05%	●	●
印度	6.72%	●	●
马来西亚	3.60%	●	●
菲律宾	3.80%	●	●
韩国	1.58%	●	●
泰国	2.10%	●	●

*渣打财富管理汇率观点。 **彭博月初至今外投资组合流量，大于 1 亿美元。交通灯号代表该因素对每一国家属正面、中性抑或负面。数据来源: 彭博终端、渣打银行

整体而言，我们相信新兴市场本地货币债券值得作为核心持仓之一。在本地货币债券当中，我们首选较高收益国家的债券，理由有二: (i) 当前的高利率为央行留下较大的降息余地，此等债券因而具有价格上升潜力; (ii) 此等债券票息高，收益吸引，对汇价下跌有较大的缓冲作用。

在亚洲区内，我们继续看好印尼盾债券，原因是利差吸引，而且汇价前景向好，不过频繁降息的情况可能已告一段落。我们相信债券印度尼西亚盾债券今后三个月可带来正数回报。

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



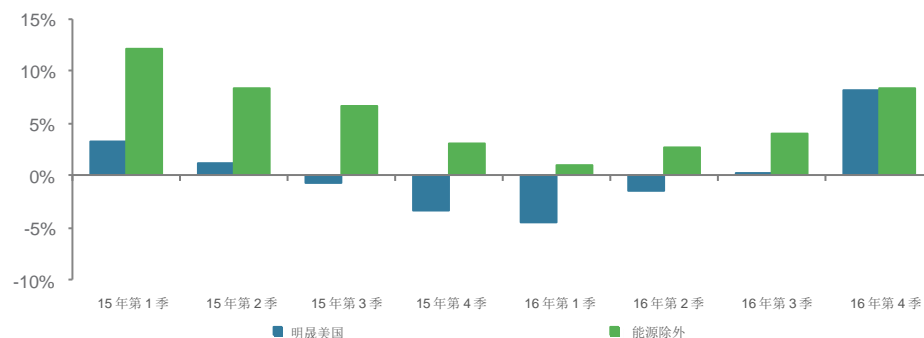
多资产

拿出盈利来

- 全球股票过去 30 日走势牛皮，以非亚洲新兴市场表现最佳，升幅刚高于 4%。年初至今，全球股票上升 5.6%，亦以非亚洲新兴市场表现最佳。
- 我们对全球股票前景保持审慎取态，皆因 2017 年盈利增长前景不确定。我们相信盈利应可回升，但很大程度取决于能源业。
- 我们预测的核心情境是全球股市今后 3 个月会继续在第三季初形成的区间内波动。在可见将来有多项重大事件不可掉以轻心，包括美国大选、意大利公投，以及美联储可能在 12 月加息。
- 11 月 8 日举行的美国总统选举，不论胜果谁属，受影响最大的都可能是美国的医疗业及科技业。我们这个观点是基于两名候选人的政策宣示对此二行业的潜在影响。
- 英镑下跌，在英国上市而盈利大部分来自海外的公司股价因而上升。我们担心这样的上升只是一次过，未来表现可能会被利润下降压力拖低。
- 美国第三季盈利公布期已展开，分析员一致估计增长持平。投资者期望第四季度盈利会在能源板块带动下回升。回升预期集中于某一板块，这本身就是个风险，所以投资者共同的心声是：拿出盈利来。由于盈利已连续四季收缩，而市场估值却高企，市况因盈利未见回升而回调的风险正在增加。

图 21：能源类除外的美国公司盈利：首季见底后回升

明晟 美国指数整体与能源类除外的盈利趋势



数据来源：明晟、彭博、渣打

我们对环球股票保持审慎

非亚洲新兴市场年初至今表现最佳

2017 年盈利能否回升取决于能源板块

对投资者的意义



股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

亚洲（日本除外） – 高息股票成注意焦点

我们继续看好亚洲（日本除外）股票，并以之作为首选地区。该区过去一月表现与全球股票一致，原因是投资者消化近期升幅，亦对美元债券收益率上升的影响存有顾虑。

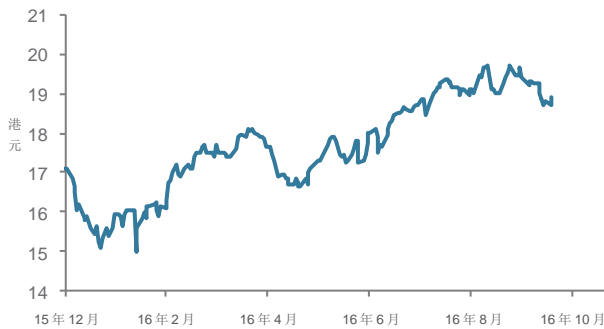
与美国一样，亚洲（日本除外）公司盈利回升须由能源板块带动，尤其是中国能源股。据一致预测，2017 年盈利增长为 12%。估值属公允，按一致盈利预测计市盈率为 13 倍，与平均水平一致。

亚洲股市年初至今表现最佳的题材之一是高息股票。在第一至三季，亚洲高息股票上升 14%，超过明晟亚洲（日本除外）指数整体的 10% 升幅。

然而，自第四季开始以来，亚洲高息股票指数不升反跌，皆因市场忧虑美国债券收益率上升的影响。我们预测今后三个月的核心情境是 10 年期债券收益率处于 1.75-2.0% 区间内。这个区间应无碍该指数取得正数回报。因此，我们建议在目前形势不确定时趁机增加持有量。

图 22: 高息股票受压

领航富时亚洲（日本除外）高股息率指数 ETF



数据来源: Vanguard、彭博、渣打

非亚洲新兴市场 – 利润正在改善

我们对非亚洲新兴市场前景的看法正日趋积极。近期商品价格上升，以油价升幅最大，而铜价亦在其内，刺激起投资情绪及盈利预期。另一利好因素是对于美国大选结果及其对墨西哥一类市场的影响的顾虑减退。

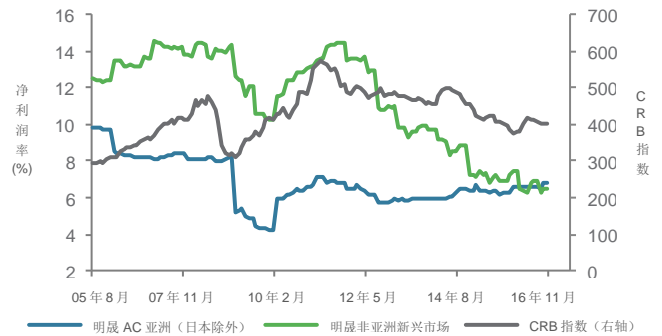
支撑非亚洲新兴市场的大主题之一，是公司利润可望改善。我们预测的核心情境是今后 12 个月的公司利润率会高于一致预期。商品价格上涨以及新兴市场货币回升是其中两个因素。

我们预期 2017 年公司盈利会与一致预期相符，即在能源板块带动下上升 16%。非亚洲新兴市场估值正处于历史性高水平，但由于盈利可望回升，我们感到放心。

基于商品价格前景看好，我们预期俄罗斯及巴西会是大型非亚洲新兴市场中今后 12 个月总回报最高者。投资者应注意，俄罗斯股市的风险显著高于其他新兴市场，与美股相比高出几近一倍。顺带一提，俄罗斯及巴西在一个全球股票配置内的中性配置比重分别为 0.5% 及 1%。

图 23: 新兴市场利润呈现回稳迹象

明晟新兴市场非金融类公司利润率



数据来源: FactSet、渣打

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

美国 – 选举风险短线堪忧

我们对美国股票保持审慎看好。年初至今，标普 500 指数上升 5%，表现胜过仅升 2% 的全球股票。在美元走强下，美股下半年表现可算坚稳。美元走强，对于占指数最大比重的科技股的盈利通常会形成压力。

据一致预期，标普 500 的第三季盈利增长持平，第四季回升 8%。按 2017 年盈利预测计算，标普 500 市盈率维持在 17 倍高位。

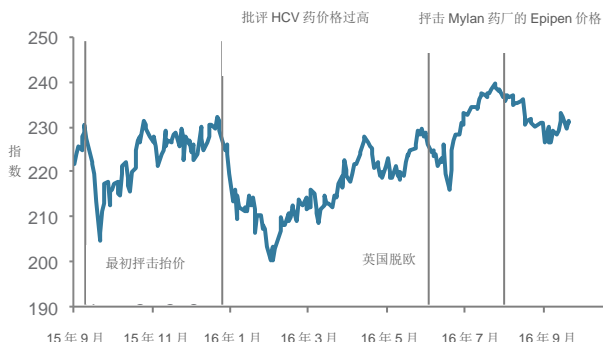
美股短线的最大风险事件之一是 11 月 8 日美国总统选举的结果。投资者着眼于医疗及科技板块所受影响，因为从两名候选人的政纲看来，该二板块承受风险最大。

医疗板块承受风险，是因为共和党候选人特朗普主张撤销《可负担健保法案》。至于民主党候选大希拉里则提出要规管药物价格。该两项政策尚未落实，但都已令医疗板块的表现受压。在 2017 年 1 月总统就职前，情况可能会持续不确定。

科技板块承受风险，是因为两名候选人都提出要对在海外保留的利润征税。任何对科技公司在海外所保留利润征税之举，加上对避税交易的限制，都有可能令科技板块以至美股整体受压。

图 24: 希拉里就医疗业所发表言论的影响

明晟医疗指数走势与希拉里言论时序



数据来源：明晟、彭博、渣打

欧元区 – 欧元走弱令利润提高

我们对欧元区股票保持审慎。欧元区 Stoxx 指数年初至今下跌 7%。该指数 10 月至今上升 2%，皆因欧元汇价走弱，投资者认为应有助提高公司利润。

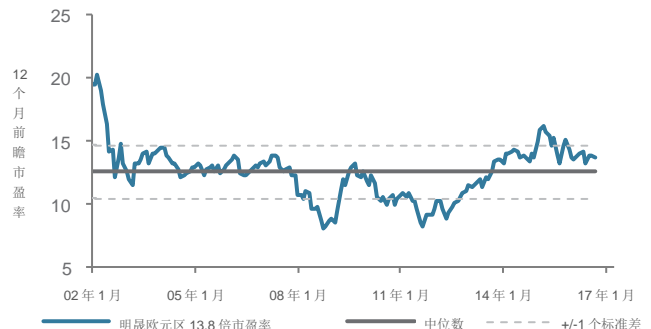
欧元兑美元汇率在 2014/15 年间由 1.40 急挫至 1.05 后，自 2015 年初以来，一直处于 1.05-1.15 的相对狭窄区间内。近期弱势拉抬了对出口敏感板块的表现，而中国增长趋稳以及财政刺激力度有望加大亦属利好因素。

欧洲银行股年初至今下跌 23%，对欧股 2016 年的整体表现造成沉重拖累。过百亿美元计的罚款，相当于欧洲银行业 2016 年利润高达 40%，是拖低表现的主要因素。不过此等罚款被视为一次过的法律问题，银行业 2017 年盈利可望回升 18%。

按 2017 年一致盈利预测计算，欧股估值高企，市盈率为 14 倍。美国能源业盈利在 2017 年可望回升，欧元区银行业则不同，我们没有信心其盈利可如一致预测般在明年上半年回升。盈利低于预期，而估值则高企，对股市并非好事。

图 25: 欧元区股票估值高企

明晟欧元区市盈率



数据来源：FactSet、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

英国 – 英镑走弱未必能令利润提高

我们对英国股市前景保持审慎。以本地货币计，年初至今表现不俗，富时 100 指数上升 12%。但若以美元计，英股同期下跌了 6%。

富时 100 指数内出口类公司所占比重甚高，所以在海外收入的正汇兑效应下，公司盈利预测显著上调。据一致预期，2017 年盈利增长为 20%。增长最高的预计为能源板块，占预测盈利增长几近一半。

且不谈 2017 年公司盈利因汇兑效应而激增，我们留意到英国公司利润率受压已有一段时间。

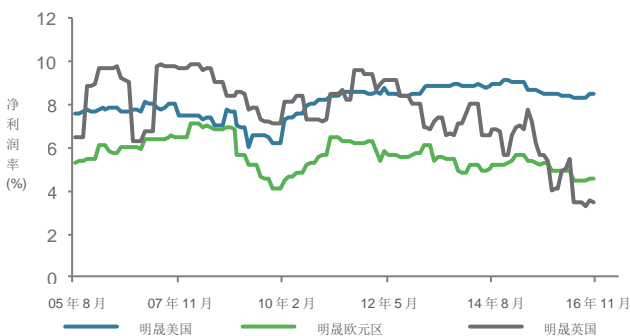
若分析过英镑以往走弱对出口的影响，当可发现影响相对有限。这主要是因为服务出口占总出口近半，而当中又以金融及商业服务为主。

对此等行业进行分析，就可发现其对价格变动不太敏感。具体而言，若某一服务公司可因应英镑走弱的正汇兑效应而对外国客户减价，此等服务的需求不一定会增加。

以历史估值衡量，英股是最昂贵的市场之一，所以我们的审慎立场更为坚定。

图 26: 英国公司利润率自 2012 年以来已下降一半

英国、美国及欧元区的非金融类股市



数据来源: 明晟、彭博终端、渣打银行

日本 – 日元走弱促进盈利增长

我们对日股前景保持审慎。自日本央行宣布将 10 年期债券收益率维持在 0% 以下亦即控制收益曲线的当月以来，日圆缓步走弱，日经 225 指数上升 1%，一定程度上扭转了年初至今下跌 10% 的劣势。

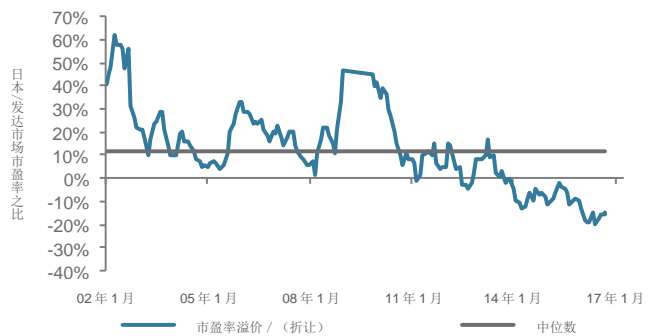
虽然理论上可行，但控制收益曲线所依靠的手段之一是推高通胀预期，日本央行是否有能力落实这项政策颇成疑问。投资者因此而采取观望态度。

据一致预期，日本 2017 年盈利增长仍然不离 7%，与今年盈利增长的预测一样。日元走弱有利于对出口敏感的板块，包括工业股，其 2017 年盈利增长预测为 17%，是对预测的整体盈利增长贡献最大的板块。

维持日股配置的最有力理由之一是相对估值。日股相对于全球股票有 13% 折让。这有部分是近年经济增长乏力所致。不过假若收益曲线控制政策奏效，又或者日本央行采取更为进取的政策措施，日股有可能回归平均，到时估值会显著上调。

图 27: 明晟日本相对于明晟全球股票指数的估值

明晟日本和明晟全球股票指数的市盈率之比



数据来源: FactSet、明晟、渣打银行

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

稳步向前

- 我们相信商品中线可维持温和上升趋势。
- 我们对黄金的看法保持积极，认为近期金价调整造就买入良机。我们预期金价短线会在每盎司 1,250-1,400 美元区间内波动。
- 我们对油价维持中线看好的观点，但须强调升势不一定平顺。我们预期短在线落区间为每桶 45-55 美元。

价格回落时应趁机选择性吸入

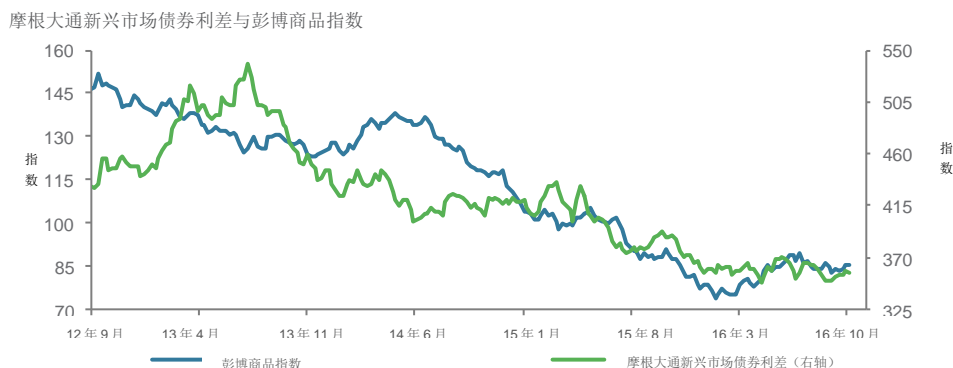
就整体指数层面而言，商品价格升势持续。我们相信，中国放宽货币及财政政策至今为止大致奏效，抑止了增长前景下降之势。虽然在某些情况下供求差距比预期更早拉近，但存货积压量仍很大，意味着可能还需经过一段时间之后才会出现显著的涨价压力。

金价近期大幅回落。我们对其较长线前景保持积极观点，因为我们认为关键的基本因素利好，如债券收益率低企。在我们预测的主要情境中，我们认为应以艰难前行这个核心情境较为有利于金价表现，但一旦实际收益率上升，金价可能会受到严峻考验。

能源方面，近期来自主要产油国的消息显示，各方合作限产的意愿增强。因此，尽管美元上升，油价仍能保持强韧。这印证了我们对油价中期前景适度看升的观点，不过短线回落的可能性不能排除。

基础金属仍是我们在商品范畴内信心度最低的环节。无论如何，只有通胀情境或“金发姑娘”（即经济状况冷热适度）情境才会有利于基础金属，但两者都并非我们预测的核心情境。

图 28：新兴市场信心是商品价格普遍趋升的关键所在



数据来源：彭博终端、渣打银行

温和升势持续，
短线区间每桶
45-55 美元

黄金现价造就
建仓机会

对工业金属
保持审慎

对投资者
的意义



商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

原油 – 逐步上升

近期有迹象显示主要产油国正在协商，减产机会增加，促成油价上升。不过根据历史经验，实行减产谈何容易。

短线而言，高企的存货量可能不利油价，而平衡调整之路不可能平坦。然而，我们仍然相信回落幅度应会有限，并可能会增加某些与油价相关的投资的吸引力。短线而言，油价可能会维持在每桶 45-55 美元区间内。

黄金 – 回落时趁机增持

近期美国加息预期升温，美元走强，令金价承受一定压力。金价回落的另一理由可能与投机性的净多头过多有关。

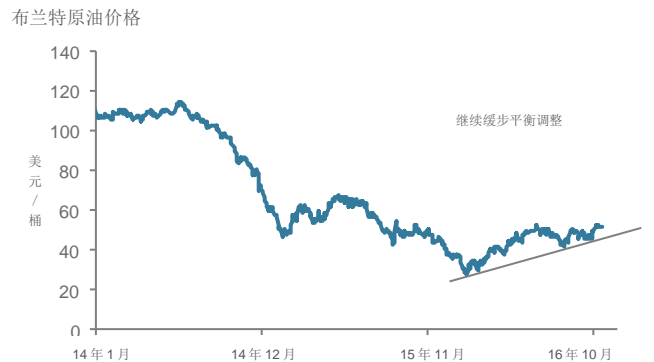
中线而言，我们对黄金维持积极观点，因为我们仍然预期央行会保持政策宽松，并在较大程度上容忍通胀适度上升。即使利率上调，只要幅度低于通胀预期升幅，实质利率（影响金价的关键因素之一）应会维持负水平（见图）。因此，我们会在近期金价回落时趁机增持黄金。1250 是金价的技术性支持关口。

工业金属 – 略有改善

工业金属价格今年大幅上升，原因是中国及其他新兴市场的需求增加。以铁矿石为例，来自澳洲及巴西的供应增加，但中国产量减少，产生了抵销作用，而钢材需求高于预期，存货因而减少，令市场有更大机会在 2018 年大致供求平衡。

尽管如此，我们对基础金属的观点尚未谈得上转趋积极，原因是不同程度的供求差距仍然存在，而全球经济增长仍然乏力。我们会密切注视这个商品环节，留心基本因素有否比预期更快好转。

图 29：油价的温和升势可望持续



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 30：通胀上升步伐若超过加息即利好金价



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 31：有何转变—石油

因素	近期变动
供应	非油组地区产量增速加快，但美国保持稳定
需求	新兴市场需求保持强劲，但美国库存量仍然高企
美元前景	近期微升，但就较长线而言大致会上窄幅波动

数据来源：渣打

图 32：有何转变—黄金

因素	近期变动
利率预期	全球收益率微升，但美联储 2016 年加息的预期升温
通胀预期	有不同程度的上升
美元前景	近期微升，但就较长线而言大致会上窄幅波动

数据来源：渣打银行

另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

相关性提高有损表现

- 另类策略过去一月表现较差，各类子策略普遍回落。跨资产相关性提高，可能是过去一月表现较差的原因之一（例如图 25 所示），不过年初至今的回报仍是正数。
- 然而，我们对多资产宏观及股票多空策略的偏重维持不变。特别是我们相信多资产宏观策略类似保险的特性，对于风险资产投资仍具可贵的平衡作用。

表现不济的一个月

过去一月各另类子策略与股市的相关性普遍提高。虽然我们相信这个现象不会持久，但股票多空策略一类子策略过去一月确因此而略微转差。可喜的是，多资产宏观策略与股票仍维持低度相关（低于 30%），有别于 2015 时高于 50% 的情况。

维持类似保险的资产类别配置

虽然这个月表现不济，但我们仍然认为多资产宏观策略类似保险的特性在当前环境下有其价值。正如我们在投资策略一节所述，与其伺机沽清风险资产然后在较低位伺机再买入，我们相信持有跌市保险是较佳的选择。若考虑到股票以及其他风险资产类别不一定会显著回落，这个选择就更形重要。

图 33: 我们在另类策略当中的偏向

子策略	我们的观点
股票多空仓	看好: 在市况波动期间是取代股票净多头的吸引之选
相对价值	中性: 市况波动令机会增加，但流通性可能不足
事件驱动	中性: 并购活动有利好作用，但该策略易受大市波动影响
信用债	中性: 市况波动 / 板块受压有利于信用债多空策略；风险在于违约
全球宏观	看好: 最为偏重的子策略，因为市况波动期间可发挥分散作用
商品	中性: 油价上升可能有支持作用
巨灾险	看淡: 2015 年保险亏损低于平均，情况可能会逆转

数据来源：渣打银行

全球宏观策略
具分散作用

股票多空策略可
取代净多头

管控波动性是
关键焦点之一

对投资者的
意义



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

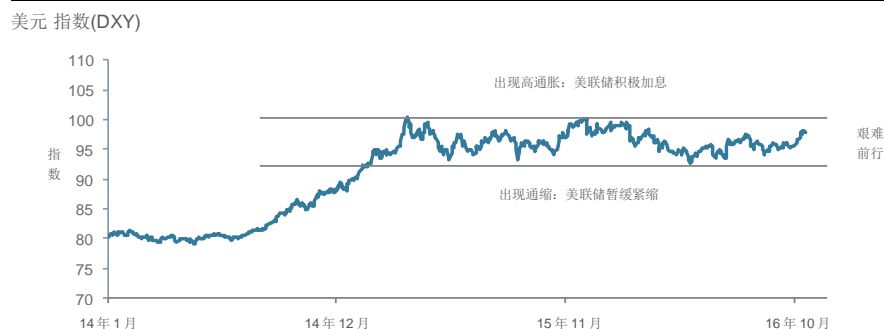
切勿高追美元

- 我们并不认为欧元近期的弱势会持续，并相信 1.05-1.15 的波动区间会维持不变。我们预期日圆短线会呈现相若的稳定性。
- 我们不放心在现水平买入英镑。
- 我们相信澳元及新加坡元从现水平再下行的空间有限，不过亦不预期两者可大幅回升。我们仍然预期人民币会温和走弱。印度卢比及印度尼西亚盾可望保持稳定。

美元大升的理由仍有欠充分

- 美元近期上升，是市场对美国 12 月加息的预期升温所致。然而，从较宏观的角度看，美元大致上仍处于窄幅波动格局（见下图）。我们认为，大致呈横向的走势中线可能会持续。美元汇价看来已反映美联储加息温和的情境，亦反映其他主要央行普遍会加大宽松力度。
- 我们相信只有在美联储加大加息力度及 / 或其他央行收敛刺激措施的机率高涨时，美元的走势才可能改变。
- 特殊风险正在升高。在本报告撰写时，特朗普胜选的机会甚微，但万一此人当选，就有可能为亚洲（日本除外）以及其他新兴市场的贸易导向货币增添不确定性。另一方面，高盈余国家的货币如欧元、日圆、瑞士法郎等在不确定形势下可能会上升。
- 美国加大财政放宽力度可能会透过利率渠道对美元产生利好作用。然而，我们应要明白，考虑增加政府支出的国家不仅美国而已。
- 此外，欧洲政治环境始终多变，意大利宪法公投以及欧盟对英国的脱欧谈判都可能显著影响汇市情绪。

图 34：美元升近区间上沿，我们并不预期可以升破



数据来源：彭博终端、渣打银行

对英镑较长线前景
维持看淡

澳元可主保持强韧

新加坡元应无
进一步下行之虞

对投资者
的意义



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

欧元 – 大幅下行可能性低

欧元近期走弱，但并未脱离过去 18 个月以来的横向区间 (1.05-1.15)。欧元走弱主要可能因为对美元的利率利差有所收窄，而美联储加息的机率又正在上升。我们仍然预期窄幅波动格局持续，直至相对货币政策态势明显转变或者政治忧虑大增为止。

这个核心情境的失准风险主要如下。欧洲央行若表示会减小乃至撤出货币刺激，就有可能刺激欧元走强。下行方面，倘若美联储加大加息力度，又倘若欧元区的稳定性引起高度忧虑，都有可能令欧元显著走弱。就后者而言，意大利公投看来是最明显的短期风险事件，因为有可能令意大利脱离欧元区的机率显著上升。

日元 – 稳定性高于长期趋势

日元今年大部分时间走强，近期已趋于稳定。我们相信，大部分利好日圆的因素现在大致上已反映在汇价之上。我们认为日元大升大跌的可能性已减低。只有在美联储加息力度大于预期或者日本央行的放宽力度大为增强的情况下，日元才会显著走弱。导致日元走强的最大风险在于通胀持续下降。这样会进一步推高日本的实质（扣除通胀率）利率，而这是影响日元走势的一个重要因素。

英镑 – 下行空间尚有几何？

英国首相特雷莎·梅公布脱欧时间表后，英镑大幅急挫。脱欧对英国经济构成中期风险相当大。在英国经常帐赤字处于新高之际，资金外流的风险正在增加。以英国政府债券的外资持有量为例，以历史标准衡一直数额甚巨。因此，我们并不急于在英镑回落时趁低吸纳。我们看淡英镑前景的失准风险主要在于英国脱欧谈判双方的立场软化及 / 或资金持续流向英国资产。

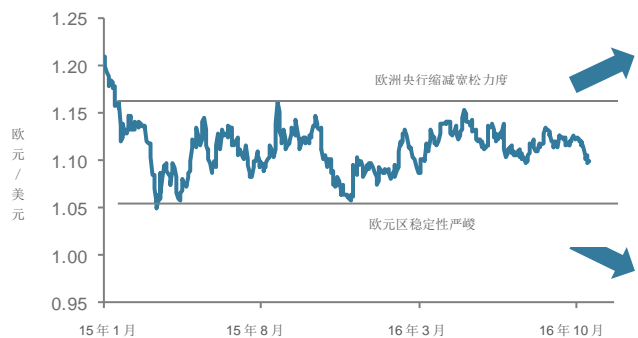
图 35: 有何转变—G3 货币

因素	近期变动
利率利差	利率利差向利好美元的方向稍微倾斜，因为美债收益率稍为上升，而欧元区及日本的收益率则持平甚至微降
经济差距	近期美国经济数据转弱；英国的惊喜开始缓和，而欧元区及日本的数据则与预期相符
投机性持仓	美元持仓维持中性；日元仍是净多头过多

数据来源：彭博终端、渣打银行

图 36: 可能维持窄幅波动—除非政策刺激告终或者欧元区有分裂之虞

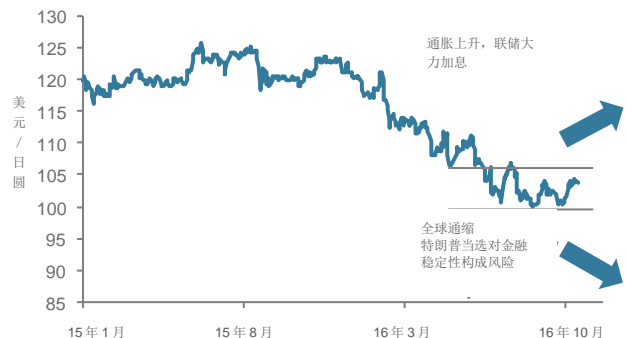
欧元兑美元即期汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 37: 日元目前可能趋稳；通胀预期若大变方会影响走势

美元兑日元即期汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

澳元 – 中国数据始终是主要的稳定因素

在美元近期走强之际，澳元保持强韧。我们相信这是因为影响澳元走势的主要因素仍属利好，即对美国的利率利差以及铁矿石价格。

我们并不预期澳洲央行今年会进一步放宽政策，若然则可限制澳洲对美国的利率利差进一步收窄。我们亦预期在中国增长趋稳下，商品价格中线会逐步上升（见“商品”一节）。

因此，我们对澳元的观点正转趋积极，不过亦不期望会大幅上升。只有在较接近“金发姑娘”型的情境（即增长强劲而通胀温和）出现时，才能有显著上行的空间，但我们认为不大可能。

亚洲（日本除外） – 不太担心

亚洲（日本除外）货币近期走弱，是美元走强以及美国 12 月加息机会上升所致。然而，由于这种情况现已大致反映在汇价之上，按我们预测的艰难前行的核心情境，亚洲（日本除外）货币的弱势应不会持续，中线可望保持稳定。我们认为，外部宏观因素—即广义美元与中国风险—主导着亚洲（日本除外）货币的前景，而此观点是建基于资金流向对该地区的重要性。

美元兑人民币汇率近期创新高，不过我们并不为此而特别担忧。一来，市场对于中国当局逐步推低人民币的做法已习以为常。再者，近期走弱已反映了美元的强势，而贸易加权汇率篮子大致上仍保持稳定。但话虽如此，人民币进一步温和走弱仍是意料中事，因为中国维持大体上宽松的货币政策。

我们相信新加坡元近期走弱是恰如其分地反映了短期基本因素。由于新加坡元是兑一篮子货币管理，我们认为其前景主要系于我们对美元的观点。因此，我们仍然认为新加坡元大致上会维持横向格局，而不会出现明显的升势或跌势。

图 38: 铁矿石价格支撑澳元今年至今的升势



数据来源：彭博终端、渣打银行

图 39: 亚洲（日本除外）货币有何转变

因素	近期变动
美元前景	美元近期微升，对亚洲（日本除外）货币构成若干压力
中国风险	近期中国 GDP 数据走强，印证了我们认为增长可大致保持稳定的观点
资金流	流向区内的资金近期有所减少，但总体上仍然可观

数据来源：渣打银行

图 40: 亚洲（日本除外）货币紧贴广义美元走势；我们并不预期区内货币会显著走弱



数据来源：彭博终端、渣打银行

多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

相关性成为注意焦点

- 收益资产近期遭遇挫折，是美国利率预期上升所致。
- 相关性上升导致该策略高位回落的幅度扩大。
- 虽然我们并不认为现已到了响起警钟的时候，但我们密切注视相关性的状况，以确定这是暂时性抑或结构性现象。
- 相关性的变动凸显了利用另类策略管控风险的必要性。
- 利用多资产宏观策略保障收益策略所得收益；相对于完全离市然后再伺机回市，这个方法的市场选时风险较低

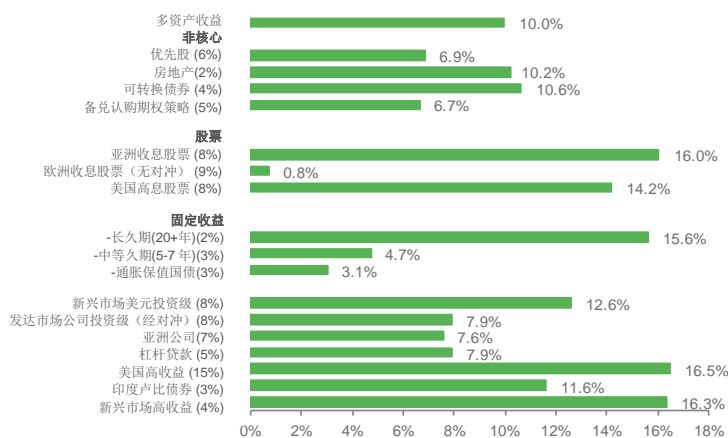
收益资产过去一月遭遇挫折

虽然多资产收益策略一直表现强劲（自年度展望发布以来上升 10%），但过去一月却遭遇挫折，皆因受制于美国利率走向。收益资产包括传统的固定收益及非核心收益资产，如房产信托、可转换债券等，过去一月录得负回报。表现较强韧的有美国高收益、杠杆贷款以及本地货币的印度卢比债券，回报仍能保持正数。此等资产一般都是利率敏感性较低的。在跨资产类别相关性普遍提高之际（下一节有所论述），此等资产能独善其身，令人感到振奋。

股票收益的特性类似债券，所以在过去一月所有地区都录得负回报之际并未能幸免。然而，在股票收益配置中，我们透过平衡调整从欧洲高息股票转移到亚洲高息股票之举取得成果，因为后者过去一月表现领先 170 基点。

图 41：尽管收益资产 10 月份遭遇挫折，整体表现保持强劲

自 2016 年全球市场展望（截至 2016 年 10 月 20 日）以来多收益配置的表现



数据来源：巴克莱、花旗、CRISIL、摩根大通、富时、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

相关性提高削弱收益策略的分散性

风险可能是短暂的，但由于今年末季是多事之秋，不宜掉以轻心

利用特定板块的期权策略提高收益

对投资者的意义



多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇市场



多资产

相关性上升 – 就此停留不去？

正如我们在以往的报告所几次提及，我们的多收益配置是着眼于管控高位回落风险。高位回落是投资组合行为整体的一部分，是难以完全避免的。只要配置有足够的分散性，即并非所有资产都在同一时间从高位回落，那么配置的总体风险应可维持在合理水平。

然而，倘若不同资产的相关性开始上升，高位回落对配置的冲击就可能变得较为沉重，因为在规避风险的情境下，配置内大部分资产可能会同受影响。过去一月，我们见到不同资产类别间的相关性相当明显地上升。特别值得注意的是安全资产（主要是政府债券及投资级信用债）与风险资产间的相关性上升。安全资产在市场受压期间一向会发挥一定程度的保障作用，但现在却与风险资产朝同一方向变动。

虽然我们并不认为现已到了响起警钟的时候，但我们密切注视相关性的状况，以确定这个趋势属于暂时性抑或结构性。若通胀升势超乎预期，以致美联储要强力应对，在相关性高的情况下，收益资产的价格就会全面下跌。虽然这并非我们预测的核心宏观情境，但一旦出现，透过一个多资产全球宏观策略配置就可以减轻冲击。

图 42: 不同收益资产分类间的相关性

箭头所示为收益资产分类之内与之间的短期（30 日期）平均相关性相对于其 2 年期平均水平是否有增高或减低。箭头大小显示相对变动量*

	高收益债券	避险债券 (中-低收益)	股息	非核心
高收益债券	▼			
避险债券 (中-低收益)	▲	▲		
股息	▼	▲	▼	
非核心	▼	▲	▼	▼

*高收益债券包括印度卢比、新兴市场投资级及高收益、美国高收益以及全球杠杆贷款。中低收益债券包括债券范畴的其余部分，如第 24 页表现图表所概括说明

数据来源：明晟、彭博终端、渣打银行

特定板块存在可透过股票期权掌握的机会

全球波动性过去数周上升轻微，仍处于年初至今的平均水平以下。在此情况下，只要一切因素相等，在波动性上升时沽出股票期权就可取得较高收益，但透过沽出股票期权获取高收益并不容易。

然而，零散的机会的确存在。中国地产股就是一个值得留意的例子，因为不论按绝对标准抑或相对于香港股市其他环节，其波动性近期都见上升。

我们一段时间以来都在强调中国高息地产股的信用债状况正在转差。此等股票近期已有颇大升幅，我们会考虑沽出。与此同时，投资者可考虑趁该板块的波动性回升沽出股票期权，以获取可观收益。我们会着眼于该板块内较优质的股票。

图 43: 中国地产股指数波动性正在上升

中国地产股指数按绝对标准与相对于恒生指数波动性的 30 日期历史波动性



数据来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要 *

股票	年初至今	1 个月
全球股票	5.6% ↑	0.4% ↑
全球高息股票	8.8% ↑	-0.7% ↓
发达市场	4.3% ↑	0.2% ↑
新兴市场	17.3% ↑	1.7% ↑

按国家(地区)		
美国	5.9% ↑	0.1% ↑
西欧(本地)	3.2% ↑	2.3% ↑
西欧(美元)	-2.1% ↓	-0.8% ↓
日本(本地)	-10.7% ↓	4.3% ↑
日本(美元)	3.3% ↑	2.0% ↑
澳洲	11.0% ↑	4.2% ↑
亚洲(日本除外)	12.6% ↑	0.3% ↑
非洲	16.5% ↑	-1.8% ↓
东欧	21.6% ↑	1.8% ↑
拉美	44.0% ↑	10.6% ↑
中东	-3.3% ↓	-1.0% ↓
中国大陆	9.0% ↑	0.0% ↑
印度	7.8% ↑	0.1% ↑
韩国	13.3% ↑	0.8% ↑
台湾	23.4% ↑	1.8% ↑

按板块		
可选消费品	1.3% ↑	0.7% ↑
必需消费品	4.8% ↑	-2.0% ↓
能源	24.1% ↑	7.1% ↑
金融	4.3% ↑	2.2% ↑
医疗保健	-4.3% ↓	-3.4% ↓
工业	8.4% ↑	0.3% ↑
信息技术	12.4% ↑	0.9% ↑
原材料	19.2% ↑	2.9% ↑
电信	6.2% ↑	-1.7% ↓
公用事业	7.5% ↑	-2.3% ↓
全球房地产/房地产信托	6.9% ↑	-2.6% ↓

债券	年初至今	1 个月
主权		
全球投资级主权债	7.7% ↑	-1.7% ↓
美国政府债	4.3% ↑	-0.2% ↓
欧盟主权债	6.8% ↑	-2.2% ↓
新兴市场主权美元债	14.2% ↑	0.6% ↑
新兴市场主权本地货币债	14.4% ↑	0.9% ↑
亚洲新兴市场货币债	10.5% ↑	-0.9% ↓

信用债		
全球投资级公司债	7.5% ↑	-0.5% ↓
全球高收益公司债	13.8% ↑	1.3% ↑
美国高收益债	16.4% ↑	2.2% ↑
欧洲高收益债	5.3% ↑	-1.6% ↓
亚洲高收益公司债	11.7% ↑	0.7% ↑

商品	年初至今	1 个月
多元商品	9.8% ↑	2.1% ↑
农业	6.5% ↑	0.5% ↑
能源	10.3% ↑	10.0% ↑
工业金属	7.7% ↑	-1.2% ↓
贵金属	20.5% ↑	-5.4% ↓
原油	15.7% ↑	10.8% ↑
黄金	19.3% ↑	-3.7% ↓

外汇(兑美元)	年初至今	1 个月
亚洲(日本除外)	-0.3% ↓	-0.8% ↓
澳元	4.7% ↑	0.9% ↑
欧元	0.6% ↑	-2.0% ↓
英镑	-16.8% ↓	-5.7% ↓
日圆	15.7% ↑	-2.2% ↓
新加坡元	1.9% ↑	-2.2% ↓

另类投资	年初至今	1 个月
综合(所有策略)	1.2% ↑	0.4% ↑
相对价值	-0.1% ↓	0.9% ↑
事件驱动	7.2% ↑	-0.1% ↓
股票多/空策略	-0.9% ↓	0.7% ↑
宏观 CTAs	-1.9% ↓	0.1% ↑

* 除另有指明外, 所有表现均以美元计。
 * 年初至今表现数据由 2015 年 12 月 31 日至 2016 年 10 月 20 日, 1 个月期表现由 2016 年 9 月 20 日至 10 月 20 日
 数据来源: 明晟、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

事件日历



团队

	Alexis Calla* 投资顾问及策略全球主管 全球投资委员会主席 Alexis.Calla@sc.com		Steve Brice* 首席投资策略师 Steve.Brice@sc.com		Aditya Monappa*, CFA 资产配置及投资组合建构主管 Aditya.Monappa@sc.com
	Clive McDonnell* 股票投资策略主管 Clive.McDonnell@sc.com		Audrey Goh, CFA 资产配置及投资组合建构董事 Audrey.Goh@sc.com		Manpreet Gill* FICC 投资策略主管 Manpreet.Gill@sc.com
	Rajat Bhattacharya 投资策略师 Rajat.Bhattacharya@sc.com		Arun Kelshiker, CFA 资产配置及投资组合建构 执行董事 Arun.Kelshiker@sc.com		TuVi Nguyen 投资策略师 TuVi.Nguyen@sc.com
	Victor Teo, CFA 投资策略师 Victor.Teo@sc.com		Tariq Ali, CFA 投资策略师 Tariq.Ali@sc.com	<p>我们以经验和专长助您应付不同市况，并以切实可行的见解助您达成投资目标。</p>	
	Abhilash Narayan 投资策略师 Abhilash.Narayan@sc.com		Trang Nguyen 资产配置及投资组合建构 分析员 Trang.Nguyen@sc.com		

* 核心全球投资委员会投票委员

重要信息

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。

本文件并非研究资料，亦非根据旨在促进投资研究之独立性之法律规定而编制，且在分发投资研究资料前毋须受禁止股份买卖规定所限。本文件并不代表渣打银行内每一个分部之观点，尤其是全球研究部之观点。

渣打银行是循《1853 年皇家特许令》(编号 ZC18) 在英格兰及韦尔斯注册成立之有限责任公司，主要办事处位于 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行由审慎监管局授权，并由金融市场行为监管局及审慎监管局规管。

各间渣打银行分行、附属公司及联属公司（统称“渣打银行”）可在全球范围内依据当地监管规定开展银行业务。就渣打银行实体所处之任何司法权区而言，本文件可由该当地渣打银行实体于该司法权区分发，并归属于该当地渣打银行实体。任何司法权区之收件人须就因本文件所产生或与之有关的任何事宜联络当地渣打银行实体。各间渣打银行实体并非提供全部产品及服务。

本文件的分发只作一般参考之用，并不构成任何证券或其他金融工具进行任何交易或采纳任何对冲、买卖或投资策略之要约、建议、招揽。本文件只用作一般评估，并无涉及特定投资目标、财务状况、任何个别或类别人士之特定需要，且亦非为任何个别或类别人士编制。

有关意见、预测及估计仅属渣打银行于本文件发表日之意见、预测及估计，渣打银行可随时修改而毋须另行通知。过往表现并非未来业绩之指标，而渣打银行并无就未来表现作出任何声明或保证。本文件所包含对利率或价格的将来走势或未来发生之事件之任何预测均纯属渣打银行意见，并非对利率或价格的将来实际走势或未来实际发生之事件的指标（视情况而定）。

本文件并无亦将不会于任何司法权区以发售章程形式注册，且毋须经任何监管机构根据任何监管规定核准。

渣打银行并无就（包括但不限于）本文件之准确性或本文件所包含或所述之任何数据的完整性作出任何明示、暗示或法定声明或保证。在分发本文件时须确悉，虽然当中所载数据被认为可靠，但并无经本行独立核证。渣打银行概无并将不会对因阁下使用本文件而直接或间接产生之任何损失或损害赔偿（包括特别的、附带的或相应的损失或损害赔偿）、因其他任何原因所产生之任何损失或损害赔偿及包括因（但不限于）本文件、其内容或相关服务之任何缺陷、误差、缺点、错失、错误或不准确或由于无法提供本文件或其任何部分或任何内容而产生之任何损失、损害赔偿或费用承担责任。

渣打银行及 / 或其关连公司，可在适用法律及 / 或法规允许之范围内随时买空或沽空本文件所述之任何证券、货币或金融工具或者于任何该等证券或相关投资中拥有重大权益，或担任该等投资之唯一庄家，或向该等投资之发行人提供或已提供建议、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其联属公司及 / 或附属公司可能产生会影响本文件客观性之利益冲突。未取得渣打银行之明确书面同意前，本文件不得呈递或另行提供予任何其他人士。

版权：渣打银行 2016。本文件所包含所有材料、文本、文章及数据之版权归渣打银行所有，须经渣打银行之授权签名许可后方可转载。本行谨此承认来自第三方材料之版权及该等人士之版权下的权利。所有不属于第三方之其他材料之版权及该等数据作为编制本之权利归渣打银行所有，并将一直属于渣打银行之版权，且不得转载或使用，惟代表渣打银行作商业用途或事先取得渣打银行之授权签名之明确书面同意除外。版权所有。©渣打银行 2016。

中国：本文件在中国由主要受中国银行业监督管理委员会（“中国银监会”）、国家外汇管理局（“外管局”）及中国人民银行（“人行”）监管的渣打银行（中国）有限公司派发并归属于该公司。

在迪拜国际金融中心（“DIFC”）：随附的资料由渣打银行 DIFC 代表产品及 / 或发行人派发。渣打银行 DIFC 受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，并且根据 DFSA 规则获准向符合专业客户资格的人士提供金融产品及服务。DIFC 或其他司法权区一般适用于零售客户的保障及赔偿权利将不适用于 DIFC 的专业客户。

市场滥用监管免责声明（2016）

渣打银行于 1853 年承《皇家宪章》御准在英国成立，参考编号 ZC18。本公司总部位于英国 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行经审慎监管局认可，并受金融行为监管局及审慎监管局监管。银行业务在国际上可由不同的渣打银行分行、附属公司及联属公司（统称“渣打”）遵照当地监管规定经营。

意见可包括直接的“买入”、“卖出”、“持有”或其他意见。该意见的适用时限取决于当时市场情况，并无既定的更新频率。

该意见并不取决于渣打本身的交易策略或立场。渣打及 / 或其联属公司或其各自的职员、董事、雇员福利计划或雇主（包括参与拟备或发行本文件的人士）可在适用法律及 / 或条例许可的情况下随时买空或卖空本文件所提及的任何证券或金融票券或者在于此提及的金融票券持有实质权益。因此，渣打有可能在于此提及的一种或多种金融票券持有实质权益，而阁下亦应作此假定。若本通讯提及某些公司，请注意渣打可不时与本通讯所提及的公司有业务往来或者寻求业务往来；持有该等公司的股份或者与之有经济联系；及 / 或投资于此等公司发行的金融产品。此外，渣打可参与与本通讯所提及的任何产品相关的业务，如买卖、持有、开价盘或提供流动性，或者提供财务及顾问服务，包括但不限于担任牵头经理人或联席牵头经理人。渣打或曾就此等服务或业务活动收取报酬。因此，渣打可能存在可影响本通讯客观性的利益冲突。

渣打有既定的政策程序、合理的访问控制以及实质信息防护墙，以确保机密数据（包括重大的非公开或内部数据）只有在符合政策及程序规定以及监管机构规则的情况下才可披露。

请在 <http://www.sc.com/en/banking-services/market-disclaimer.html> 查阅更详细的披露数据，包括最近 12 个月的过往意见及利益冲突，以及免责声明。

本文件在未经渣打明确书面同意下不可转交或以其他方式交予任何其他人士。

本文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。