



#转向？

转向投资新机遇

抓住关键新趋势

2017年
展望

目录





编者的话

04 欢迎阅读《2017年展望》

策略

08 2017年：#转向的一年？

宏观概况

10 宏观概况一览

11 摸索前行模式转向通货复胀模式？

特别主题

20 在长期资产回报减少下进行投资

22 核心投资信念 — 我们与众不同之处

资产类别

24 多元资产

41 债券

48 股票

59 外汇

65 商品

70 另类策略

附录

73 资产配置摘要

74 2017年重要事件

75 2016年回顾

81 2016年表现摘要

87 我们的团队

88 投资观点的产生 — 我们具备强劲而完善的工作流程

89 重要信息



欢迎阅览

《2017年展望》

对投资者而言表现并不差劲

在准备《2017年展望》时，我们首先会回顾过去一年所发生的重要事件，并论断当中的成败得失。

在某程度上，2016年是2015年的延续。2015年，市场荆棘满途，但我们选取的大多数关键投资主题和资产类别均表现不俗，有助提升模式投资配置的表现。

今年，各大市场的表现均较2015年利好。我们的多元资产收益投资方法再度表现优秀（升8.9%）。同时，一如所料，油价和新兴市场股票见底，美元基本上仍然维持在窄幅上落。然而，事后看来，我们于2月和5月减少所建议的全球股票配置是错误的决定。

结果，客户今年应更加满意，因为投资回报大幅改善（对于均衡型的风险状况，我们采取策略性的资产配置模式，这种模式自《2016年展望》发表以来的回报是7.4%，而2015年的回报是下跌1.7%）。

我们错误判断民粹主义崛起的速度，这在英国脱欧公投和美国总统大选中显而易见。事后来看，一年前已有一些迹象显示大众对现状的不满与日俱增，但是鲜有人（包括我们）预测到这种转变势力足以发出这么响亮的需要变革的呼吁。当中吸取的教训是新趋势发展速度之快，超出许多人的预期，在社交媒体时代尤其如此。



.....我们倾向将“转向”定义为“一方面脚踏实地，
另一方面寻找新的投资方向”。

近期投资情绪朝着通货复胀情景快速转变。这种势头是否可持续，取决于支持该情景的财政政策如何实施。



全球局势瞬息万变，正确信息和错误信息在网络空间以越来越快的速度传播

“转向”可定义为“一方面脚踏实地，另一方面寻找新的投资方向”

转向的投资规模和步伐的不确定性程度

这对2017年意味着什么？

鉴于全球经济欠明朗，我们仍然认为投资者在投资时考虑各种情景的可能性至关重要（参见第11页我们概括的主要情景，包括低概率的情景）。当然，这些可能性在未来6至12个月不会改变，但在我们经历2017年并开始展望2018年时将有所变化。

我们通过“# 转向？”主题，试图概括我们的投资思路，包括以下三方面。

首先，“#”这个符号标志着世界瞬息万变，正确信息和错误信息于网络空间以愈来愈快的速度传播，可令趋势加快出现，不管是正面还是负面的趋势。

其次，我们倾向将“转向”定义为“一方面脚踏实地，另一方面寻找新的投资方向”。虽然摸索前行模式不再是主导的中心观点，但仍是构成我们核心观点的两个可能情景之一（另一个是通货复胀或“增长型通胀”情景）。我们建议投资者一方面牢牢抓住可能受益于摸索前行情景的资产类别，同时涉足（转向）可能在通货复胀情景中表现良好的资产。

最后，尽管近期市场情绪高涨，但我们以“？”强调有关潜在转向的不确定性。虽然某些情况下，投资方向看似还算清晰，但投资规模、步伐和影响尚待深入讨论，且市场可能已过度反映，尤其是近期的市况更是如此。

例如，美国将采取何种形式的财政刺激措施尚未可知，一些措施通过立法可能较其他方式能更容易快速地实施。最后，在一个经济增长乏力的世界，易于假设财政刺激措施将利好市场。然而，美国经济已接近全部产能上限，政府支出的增长和减税措施很可能带来通货膨胀，而非经济快速增长。

近期投资情绪快速转向通货复胀情景。这种势头是否可持续，取决于支持这种情景的财政政策如何实施。虽然初步迹象看似不俗，但我们强调这只是游戏的开始。目前尚不清楚转向通货复胀的趋势是否可持续，而即使可持续，过程能否顺利也是不可预知。

因此，我们建议客户维持多元化的资产配置，将大多数资产集中于摸索前行和增长型通胀情景，并对尾部风险进行一些对冲，尤其在通货膨胀加速的范畴（参阅第27页）。

本刊旨在为阁下提供一些真知灼见，希望可以帮助阁下在来年探索新领域。一如概往，我们会定期把新机遇和风险告知阁下。

如何投资

我们务请阁下联络各自的客户经理，充分了解我们的投资观点对阁下的意义，并考虑阁下投资配置的任何变化是否合理。

最后，我祝各位新年快乐，未来一年万事如意！

[Alexis Calla]

2017年: #转向的一年?

[Steve Brice]

美国大选后金融市场风云变色, 业界认为2017年将是关键的一年。

我们认为, 经济增长和通胀预期升温提振了全球经济信心, 有可能结束多年以来市场对持续通缩的看法。以下列举了一些

我们预计2017年全球经济金融局势将发生的变化(或转向)。但是, 我们的看法较为持平, 因为我们认为这些变化不会像大多数人所预计般产生巨大的影响。

货币政策转向财政政策

自1999年以来, 全球经济受到极为宽松的货币政策支持。美国现正率先提高财政政策, 候任总统特朗普声称将通过减税、增加基建投资及国防投资来刺激经济发展, 将令美联储逐渐收紧货币政策。

全球化转向保护主义

全球化数十年以来已成为主要特点。过去一年, 民粹主义盛行, 或引发抵制全球贸易、倾向保护主义的风险。而美国正带领这个转变。现时, 美国仅暂停了进一步全球化, 尚未实行保护主义措施, 《跨太平洋伙伴关系协议》(TPP) 成为了主要受害者。虽然我们预计目前这些保护主义措施的风险是针对性的, 但该风险却在不断增加。

通缩转向通胀

自全球金融危机以来, 在经济增长乏力和负债高企下, 通缩成为关注重点。这种情况或已接近尾声。在美国, 失业率已达到一般可引发工资上涨的水平。此外, 中国生产物价指数继连续五年下降后开始温和上涨, 消除了另一项导致通缩的因素。最后, 预计油价将在未来12个月逐渐形成通胀上升的压力。

美国主导转向多国主导

关于这一主题, 我们有段时间较为担忧, 随着中国的不断崛起, 美国影响力相对下滑, 很可能造成局势愈发紧张, 尤其是在亚洲。中国视美国退出TPP协议的决定为扩大其影响力的机遇。亚洲的焦点从而有可能从美国转向中国。回顾历史经验, 多国主导经常导致出现极端的“黑天鹅”事件。



对投资者的意义

诚然，全球各方面仍然不明朗，包括以上转向的持续时间、发展速度和所产生的影响。但是，我们仍然认为以上转向可在投资者制定投资决策时发挥一定作用。

因此，直至目前为止，市场更为关注通货膨胀这一转向的利好方面。在发达市场的带领下，股市反弹、债券收益率提高及美元走强。

我们预计2017年全球经济增长更为强劲，将形成自2009年以来第二次全球经济加速发展的势头。此外，通胀温和上升及企业税负降低，对股票市场特别是美国股市利好。同时，日元走低有助提高日企盈利，意味着货币对冲的日本股票更具吸引力。美元高企和对保护主义的担忧对新兴市场股票将构成阻力（关于主要股市观点请参阅第47-57页，关于货币展望请参阅第58-63页）。

关于债券，在不断上升的通胀压力下，我们需要寻找机会减少比重，缩短组合年限。我们较为看好的债券为美国高收益债券，因为其收益率较高、对利率敏感度较低、与油价上升有关，以及倘若经济复苏，企业信贷素质可能改善；我们并看好美国杠

杆贷款，因为其利率上升有关（关于我们对债券的主要观点请参阅第40-46页）。

最后，我们依然认为非常成功的多元资产收益策略对收益投资者较为合适，因为我们预计在某种程度上可持续产生4至5%的收益率。但是，关于该策略是否能像过去几年一样表现优于多元资产增长配置，我们对此信心略有不足。因此，我们挑选了投资者可以在2017年考虑增加的资产类别（关于我们对多元资产投资的观点请参阅第24-39页）。

但是，如上所述，世上无绝对之事。美国到底将实施何种政策仍然是未知之数。举例而言，如美国政府重点为富人减税，其对经济的影响很可能小于基建投资。同时，有可能通胀上升的幅度并非如预料般的温和，而是急剧上升，则将迅速推高利率和收益率，令股市受压。

考虑到以上不确定因素会随着经济复苏周期的延长会进一步增加，投资者在进行投资时须因应不同的情境，使投资组合较为平衡。投资组合应包括对市场目前正在消化的较为不利的情境进行对冲，特别是要考虑到较高通胀的风险（关于我们对另类策略的观点请参阅第69-70页）。下表是我们对踏入2017年比较看好的资产类别进行的总结。

主要投资观点

多元资产	债券	股票	商品	另类策略	外汇
多元资产收益配置将产生绝对回报 均衡配置（混合50%全球股票及50%全球固定收益）将优于多元资产收益配置	企业债券优于政府债券 发达市场高收益债券优于广义市场债券 美国浮动利率优先贷款将产生正回报	美国、日本股票（外汇对冲后）优于全球股票 印度、印度尼西亚优于亚洲（日本除外）股票	布兰特原油价格将在2017年底走高	我们的另类策略配置将于2017年产生绝对回报	欧元兑美元下跌 澳元兑美元上升 美元兑人民币上升

宏观概况 一览

[Rajat Bhattacharya]

关键主题

2017 年全球经济增长有望加速，或会是金融危机以来仅第二个加速增长之年，原因是俄罗斯与巴西摆脱了两年的经济衰退且美国经济增长略微加速。亚洲（包括中国在内）仍有望继续对全球经济增长做出最大贡献。

通缩压力正在减退。我们预计全球通胀将上行，尤其是美国，源于就业市场趋紧引发薪资压力且石油与商品价格回升。

发达市场的政策焦点将从货币政策转向财政措施以重振经济并提高通胀。特朗普当选后，提升了市场对美国实施强劲财政刺激方案的预期。各主要经济体系有望维持宽松的货币政策。

我们认为关键的另类情境包括三方面：1) 由于债券收益率 / 利率大幅上升且美元走强，经济增长模式延续摸索前行的模式。2) 滞胀或通货复胀政策导致的通胀大幅上行，但不会产生任何急速增长。3) 回归通缩。

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	▲	▲	▲	▲	增长将获得财政刺激举措的助力。如通胀加速，美联储加息次数可能超过市场预期的两次
欧元区	▼	▲	●	●	增长及通胀将保持疲弱。欧洲央行将继续推行刺激举措。密切关注政治风险
英国	▼	▲	●	●	英国脱欧存在不明朗因素，增长将放缓。英格兰银行可能容忍的通胀上限为 3% 左右
日本	▲	▲	●	●	弱势日元将支持由出口带动的增长。日本央行为了稳定长期收益率，未来有望推出更多财政宽松政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	在全国代表大会举行前，中国市场将保持稳定。美国贸易政策是该区面对的主要风险
新兴市场（亚洲除外）	▲	▼	▼	▼	受商品价格支持，巴西及俄罗斯摆脱衰退。美国政策使得墨西哥的发展蒙上阴影

数据源：彭博（基于 2017 年市场预期）、渣打

图例：▲ 表示增长 / 通胀 / 基准利率 / 财政赤字上升 | ▼ 表示增长 / 通胀 / 基准利率 / 财政赤字下降 | ● 变动轻微

关键驱动因素

关键图表

在发达市场之中，美国有望为全球增长带来最大贡献，而在新兴市场之中，巴西与俄罗斯有望为全球增长提供最大助力。

	国内生产总值(%)		消费价格指数(%)		预算（占国内生产总值 %）			关键利率 (%)	
	2016	2017	2016	2017	2015	2016	2017	2016	2017
美国	1.60	2.20	1.30	2.30	-2.60	-3.20	-3.20	0.75	1.25
欧元区	1.60	1.30	0.20	1.30	-2.10	-1.90	-1.70	0.00	0.00
中国	6.70	6.40	2.00	2.10	-3.40	-3.10	-3.50	4.35	4.20
日本	0.60	0.80	-0.20	0.50	-6.70	-5.80	-5.30	0.00	-0.10
英国	2.00	1.00	0.70	2.40	-4.30	-3.70	-3.50	0.25	0.25
印度	7.30	7.60	4.80	5.00	-3.50	-3.50	-3.30	6.25	6.00
巴西	-3.30	1.00	8.70	5.40	-8.20	-9.10	-8.90	13.75	10.75
加拿大	1.30	1.80	1.50	1.90	0.10	-1.30	-1.50	0.50	0.50
韩国	2.70	2.60	1.00	1.70	0.00	0.10	0.30	1.25	1.05
澳洲	2.90	2.70	1.30	2.00	-1.90	-2.40	-2.00	1.50	1.35
俄罗斯	-0.60	1.30	7.10	5.20	-2.80	-3.80	-3.00	10.00	8.25
墨西哥	2.10	1.80	2.80	3.70	-3.50	-3.00	-2.50	5.50	6.10

数据源：彭博调查得到的市场对全球 12 大经济体的普遍预期，渣打银行

摸索前行模式转向通货复胀模式？

核心情境

世界经济处于十字路口。一条道路是在各国政府及央行奉行的通货复胀政策的支撑之下，通往增长与通胀可控回升的局面（即**通货复胀上行**情境）。另一条道路是在增长结构性放缓及自全球金融危机以来低通胀一直持续的环境之下，继续呈现全球经济**摸索前行**的局面。

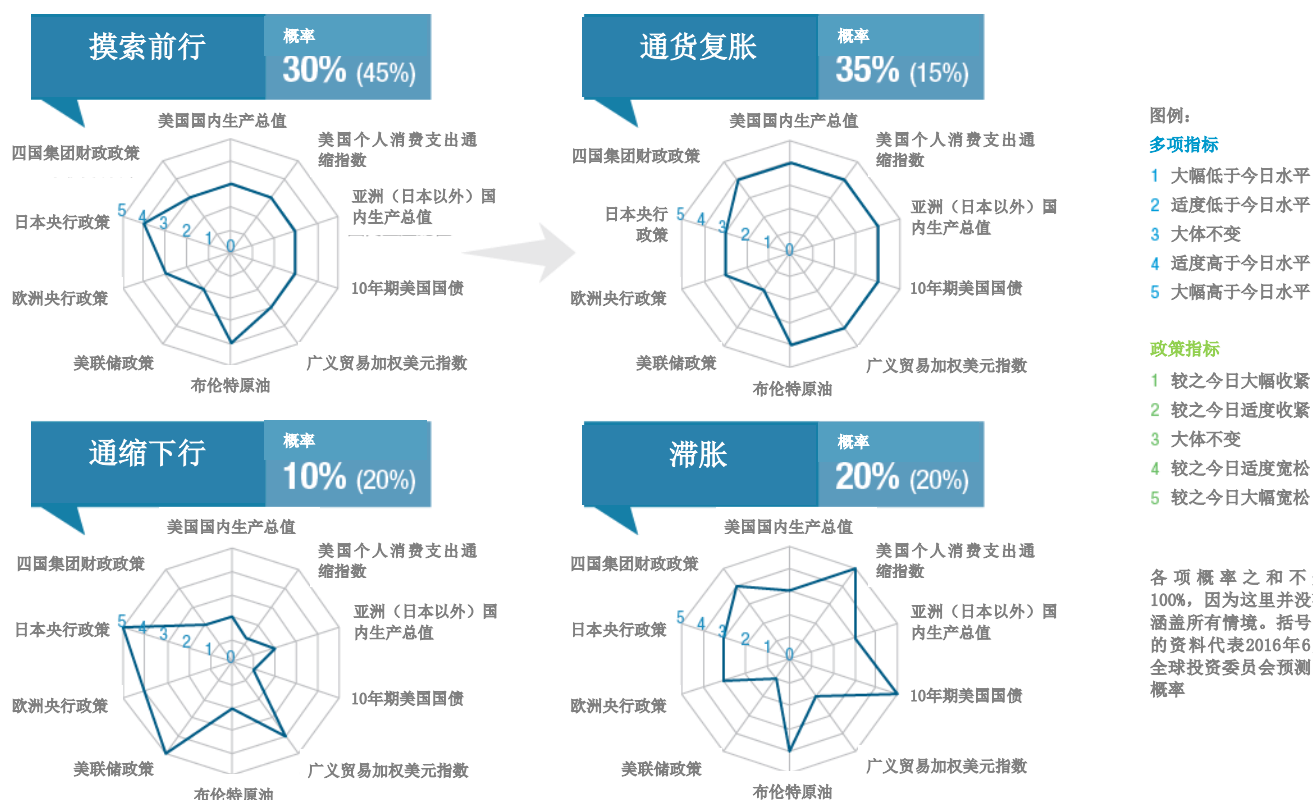
在此当口，我们的全球投资委员会（GIC）认为上述两种情境发生的概率大致相同，决定性因素是发达市场政府（特别是美国）可用以推动其经济增长及生产率的预算刺激的规模。该状况较之一年前呈现彻底好转，而当时全球经济难以摆脱通缩恐慌，有赖国内消费者创造平庸增长。

复苏主题存在如下风险：首先，在一些主要经济体系（特别

是美国）的就业市场业已趋紧之时颁布的通货复胀政策可能导致通胀率急速飙升，但不会创造显著增长（**滞胀**情境）。通货复胀政策也可能引发商品价格的持续回升，增强所谓“**滞胀**”风险。美元近期的强劲走势应可以抑制通胀，但可能不足以停止薪资上行的趋势。

我们认为可能性最低的另一情境是陷入全面**通缩**。一项可能的原因在于欧元区紧张局势升级，该状况可能源于明年选举中民粹主义政党的崛起或银行业出现任何重大危机。因此，市场可能仍旧聚焦于英国脱欧谈判、意大利银行业重组的进展、法国与德国即将到来的选举。另一项推动因素可能是贸易保护主义政策的抬头。关于我们预期在不同情境下均表现良好的资产，请参阅第27页。

图1：市场认为通货复胀及摸索前行情境最大可能会发生，滞胀及通缩情境仍旧是外部风险
四项主要情境及全球投资委员会认为四项主要情境发生的概率



数据源：渣打全球投资委员会

财政政策放宽支持全球前景改善

在拟备本刊物之时，全球经济前景看俏。市场预期显示，2017年全球增长预计将从2016年预期的2.9%加速至3.2%，从而实现全球金融危机以来仅第二个加速增长之年。

一些新兴经济体系有望牵头此项逆转之势，源于受商品价格从几十年低位反弹的支撑，巴西与俄罗斯摆脱为期几年的衰退回归增长轨道。在此基准通货复胀情境之下，中国在过去几年实施的财政与信贷刺激政策除维持商品价格回升之势外，还持续稳定新兴市场。2017年，亚州对全球经济的贡献有望达到60%。

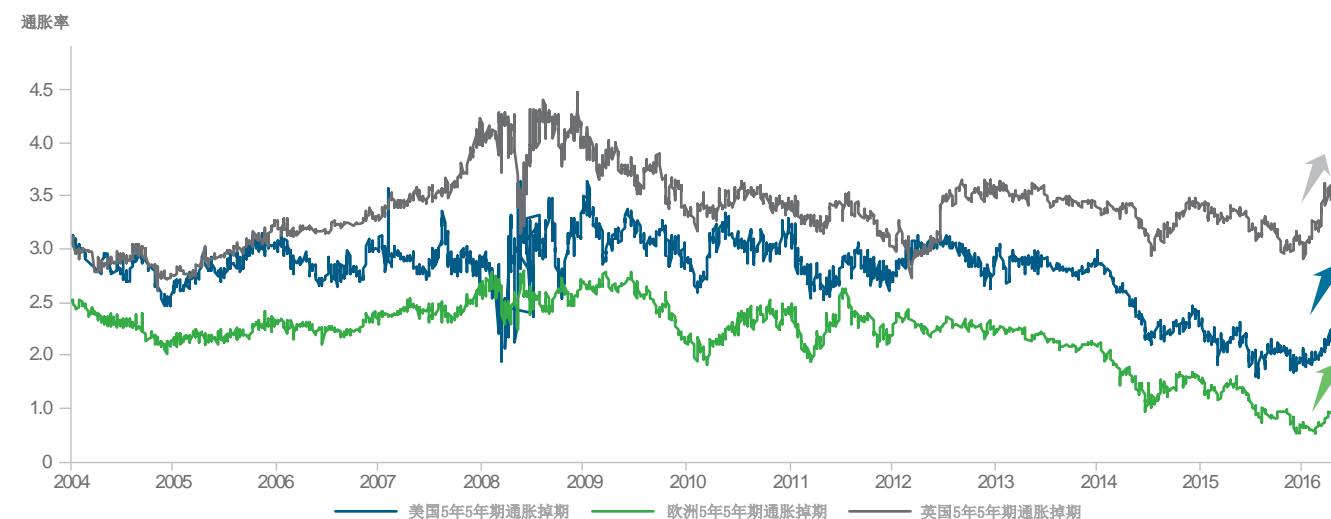
发达市场的财政政策具备积极提振全球增长的潜力。在货币政策仍旧利好（以及实际利率为负），甚至美联储在未来12个月有望上调基准利率约50个基点之时，该政策尤为重要。我们预计，欧洲央行、日本央行及中国央行将在整个2017年维持其已经实施的宽松货币政策。

多个经济体系已经开始放宽财政政策—2016年美国财政赤字自2009年以来首次上升。税收政策简化（或减税）及基建支出加大带来的进一步宽松空间可能将美国经济增长提升超过近期趋势增长率（2%左右）。不过，此举可能引发通胀，迫使美联储的加息速度远超出预期中的两次并提振美元。更高的利率与更加强势的美元可能是该情境下两项强有力的制动因素。

英国与加拿大新政府已经放弃之前实现预算盈余的计划并转而提议减税并加大基础建设投资。同时，日本控制长期政府债券收益率的政策有望使政府出售长期债券，为基础建设支出融资，同时更加弱势的日圆对于其出口商带来支持。中国于两年前开始推行财政刺激政策，在该国于2017年第4季召开五年一届的至关重要的中国共产党全国代表大会（选举下一届领导人）之前，需要稳定经济增长，从而有望维持刺激政策。仅有欧洲看似将避免扩张财政政策，德国由于政治原因，不愿意采取扩张性财政政策，而南欧给市场的戴党则是在实施财政紧缩。

图2：在就业市场趋紧及商品价格上涨之际，通胀预期不断升温

美国、英国及欧元区基于市场的长期通胀预期（5年、5年期通胀掉期利率）



美国：转向财政政策

- 1 美国经济有望连续第八年实现增长，在宽松的财政政策下消费和商业投资将加速增长
- 2 我们预计候任总统特朗普至少兑现其部分削减税收、放宽商业法规、增加基建投资的承诺，从而进一步扩阔已经延长的商业周期
- 3 通胀骤升是主要风险，特朗普推出的经济刺激措施会使就业市场进一步趋紧，加大薪酬上涨压力。这或将推高收益率，并推动美元走高，最终抑制增长
- 4 2017年随着通胀压力增加，预计美联储将至少加息两次，但美元走高的势头意味着加息的幅度将比较平缓

特朗普政策重点

关于美国总统选举的影响仍然存在争议，但在竞选前期就采取财政政策方面的工具双方都比较认可，包括在基建方面加大投资，推动经济增长，提高生产力。市场对支持增长的政策已充分消化，意味着对2017-2018年的期望较高。

候任总统特朗普在其参选时所做的第一次公开演讲中重点提到几大优先发展领域，全部旨在提振美国的制造业及增加就业机会，其中包括：放弃《跨太平洋伙伴关系协议》（美国与11个其他环太平洋经济体之间的协议，包括日本、澳洲、加拿大、墨西哥等），松绑能源板块环保限制以恢复美国页岩油、天然气和清洁能源产量；加大基建和国防开支（包括网络安全），收紧移民政策等。

美国经济前景取决于特朗普政府将如何重点发展以上政策。例如，倘若刚刚上任就将重点放在贸易纠纷上（如对其在竞选期间提到的中国和其他贸易伙伴征收惩罚性关税），将不利于经济增长，反而推升通胀压力。同样，收紧移民政策将对建筑、能源和零售行业产生影响。

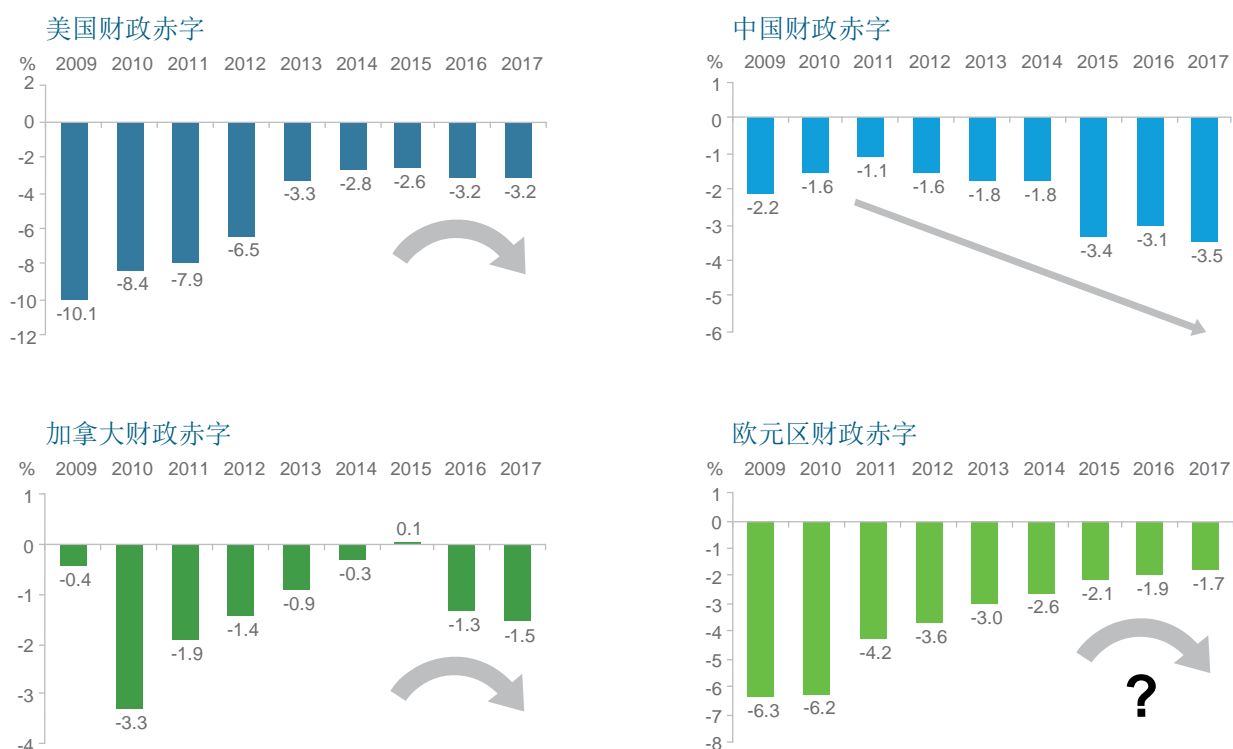
共和党对国会两院的控制有助于特朗普政府通过其多项重点政策。但是，我们做的基本预测是新届政府最初会侧重于两党更容易达成一致的领域。这些领域包括改革税法、降低企业和个人税赋、鼓励公司调回在海外持有的资金并在美国进行投资；以及实施提高基建的方案（特朗普在竞选活动中提到在10年内投资1万亿美元用于基建）。

即将上任政府对减税计划和基建投资采取的融资方式，对金融市场有可能产生重大影响。特朗普提到采取赤字中性方案，如有任何下滑，将可能提高借款成本。

总而言之，我们预计美国就业市场持续强劲发展，工资水平不断提高，美国经济有望在消费持续增长的带动下实现增长。特朗普政府提到削减个人税赋，有望进一步增加消费，而削减企业税赋有望至少在某种程度上提振企业投资，从长期来看可提高生产力。住宅市场有望继续推动经济增长，随着就业市场的复苏，被抑制的住宅需求处于高位。但是，长期利率最近出现反弹，产生按揭贷款成本增加的风险，或对住宅板块的扩张形成阻力。



图3：自2012年以来，中国率先实行宽松财政政策；美国和加拿大紧随其后，扭转多年以来收紧预算的局面
美国、中国、加拿大和欧元区财政赤字（占国内生产总值%）；2016年和2017年的资料为彭博的市场估计



监测通胀

我们同样将监测特朗普政策对通胀的影响。自特朗普大选获胜以来，长期通胀预期升温，一部分原因是因为预计财政刺激和移民政策收紧时，恰好是美国当前的失业率水平达到美联储最佳目标时，由此可能加大薪资上涨压力。因此，供应紧缩令通胀压力急升，依然是美国经济未来展望的主要风险，不过需要注意的是工资和通胀的关系并非泾渭分明。

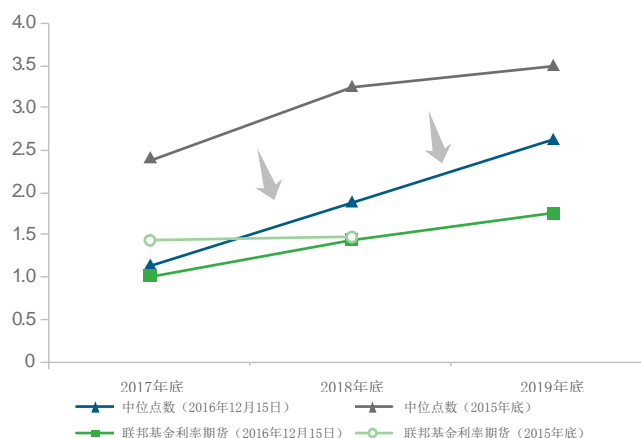
考虑到较低的就业市场参与率和大量的兼职劳动人口，或许还存在大量“隐藏的”富余劳动力，从而消化未来几年开展的基建项目劳动力需求。

鹰派美联储？

因此，我们认为美联储将在2017年至少加息两次。但是，美联储政策利率制定委员会的人员变动（成员轮换）预计将增加更多倾向加息的成员。特朗普政府预计亦会向美联储提名两名略微偏向鹰派的成员。因此，与通胀风险类似，2017年加息风险预计上行。

图4：美联储加息预测已移近2016年的市场预期

市场基于美联储基金利率期货对美联储加息进行的预测；美联储加息预测（中值点）



数据源：彭博终端、渣打银行

欧州：政局成为焦点

- 1 欧元区2017年经济增长预计将有所放缓，政治不确定性和产能过剩将拖累商业投资，抵消欧元疲软对出口的提振效应。英国面临与脱欧相关的不确定性
- 2 欧州商品价格上涨，特别是在英镑大幅贬值的英国更为如此，造成通胀预期上升。但是，欧元区通胀水平依然低于欧州央行的2%目标
- 3 欧元区最大的风险在于未来的大选中民粹主义和反体制政党的盛行。如果欧元区拒绝向英国开放其共同市场，英国则面临「硬脱欧」的风险
- 4 只要能将通胀控制在目标以下，欧州央行有望持续采取刺激措施。英格兰银行可能会在一定程度上允许通胀超出其2%的目标，以刺激经济增长。但是，一旦通胀超过3%，或面临提高利率的压力

关注选举

虽然美国经济有上行的潜力（优于预期），但欧元区却面临下行风险。主要的不确定性源于欧州明年繁忙的政治日程。意大利公投反对政府宪法改革，造成总理伦齐下台，凸显2017年法国、荷兰和德国即将举行大选所带来的潜在风险。

德国总理默克尔谋求第四次连任，本月奥地利右翼党派遭到反对，对欧元区的政治稳定和政策的连贯性属利好因素。但是，法国极右翼党派候选人玛琳·勒庞（Marine Le Pen）或会进入法国总统大选最后一轮，可能再度引发类似英国脱欧公投和特朗普当选美国总统造成的选举混乱。勒庞在民意调查中大幅落后于共和党候选人，但投资者需对过去12个月的民意调查结果保持怀疑态度，尤其是现在距离大选尚有数月之遥。

当前，数据显示欧元区的经济已平安度过英国脱欧公投后经济放缓造成的影响。商业和投资者信心指数在第三季下挫后开始反弹。欧元疲软继续提振出口，但尚不足以支撑欧元区经济增长意外上行，而贷款成本创历史新低，对消费者和企业产生了一定的辅助作用。

欧州央行持续宽松政策

欧州制造业产能过剩，以及就业市场劳动力过剩，后者主要由于欧州南部居高不下的失业率造成，构成欧州央行继续抑制通胀预期的一大挑战。虽然生产价格指数通缩似乎有所放缓（受油价复苏影响）及消费价格已开始回升，通胀依然低于欧州央行的2%目标。欧州央行考虑到该风险，将购债计划延长至2017年底，但减少了每月的购债规模。

英国：做好脱欧准备

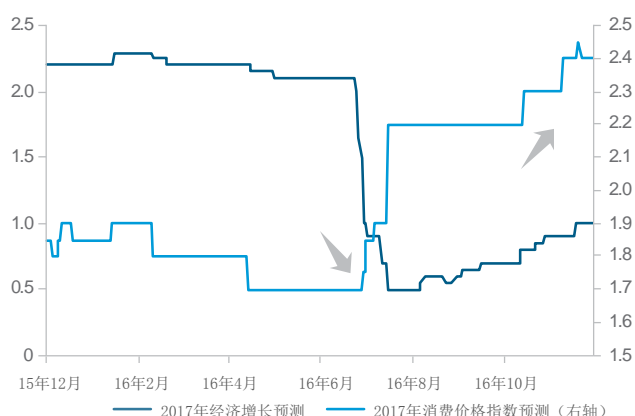
英国经济自脱欧公投后表现强韧，商业信心指数最初遭受重创后强劲反弹。但是，2017年英国面临重重挑战，脱欧谈判的不明朗因素最终会对其商业投资造成影响，英镑疲软亦将推高通胀水平，对实际收入和消费造成负面影响。英国政府将2017年的增长预测从脱欧前的2.1%下调至1.4%，但依然高于市场预期的0.9%增长率，该市场预期亦是自2009年金融危机以来的最低位。



英国脱欧公投后受牵连的的一大主要事项是政府的财政紧缩计划。英国政府在脱欧公投后发布的首个半年度预算声明中，放弃到2021年消除预算赤字的计划，而是预测未来5年额外增加赤字1,220亿英镑，半数原因是英国脱欧相关成本增加。政府将继续推行公司税减税措施计划，税率降至17%，成为20国集团经济体中最低税赋。英国政府还提高了减税的收入门槛，并宣布计划刺激住房、交通和宽带网络支出，以提高生产力。

英国与欧元区决策者即将举行谈判，旨在保留英国货物和服务对欧洲共同市场的进入权，我们将密切关注谈判进展。欧洲脱欧谈判对就业市场的影响依然是我们的关注焦点，失业救济人数开始上升。失业率上升结合通货膨胀率上涨（英镑走弱导致进口成本上升），或有损消费，而消费几乎占英国经济70%。英格兰银行已将利率下调至纪录新低，或允许通货膨胀率超出其2%的目标。然而，如果通货膨胀率超过3%，则可能面临加息压力。

图5：英国2017年经济增长预测自英国脱欧公投以来一直在下调，通货膨胀率预期随着英镑走弱提升进口成本而上涨
市场预期2017年英国国内生产总值和消费物价指数预测，同比%



数据源：彭博终端、渣打银行

日本：日元疲弱助力日本经济

- 1 在主要发达市场经济体系中，日本经济依然最萧条。然而，如果日元持续走弱，可能有助于提振出口，适度提升经济增长
- 2 由于商业投资和消费仍乏力，政府支出仍是一项重要的经济推动力
- 3 首相安倍为期四年的通货复胀政策（“安倍经济学”）由于未能实施改革，特别是未对就业市场进行改革，受到越来越多的质疑
- 4 同时，美国候任总统特朗普决定放弃《跨太平洋伙伴关系协议》，这不利于日本的出口行业；还可能推迟经济开放的改革进展

2017年，日本经济预计增长不到1%，而通货膨胀率预计平均约为0.5%，体现该经济体面临持续的通货紧缩挑战。经济存在一丝希望，自从日本央行于9月将政策从通货膨胀目标转向限制10年期国债收益率接近0%，日元贬值幅度超过12%。此举可能在美元普遍强劲的环境下令日元承受进一步下行压力。

而日元进一步贬值，或将刺激出口行业，提升2017年的通货膨胀压力。然而，日元显著走弱或提升原材料进口成本，特别是日本关闭核能反应堆之后，消耗量飙升的能源产品。

我们认为，日本央行稳定长期收益率有利于政府发行长期债券为基建进行融资，特别是有关2020年奥林匹克运动会的基建。此举或额外提振经济增长。



新兴市场正处于复苏

- 1 在五年一届的中共全国代表大会召开之前，中国经济或能保持约6.5%的稳定增长，支撑该地区的经济增长
- 2 经济主要受宽松货币政策和稳健消费的推动，尤其在印度和印度尼西亚等以内需为重心的经济体系，因而亚州可能依然对全球经济增长做出最大贡献
- 3 在其他新兴市场，在石油和商品价格回升的支撑下，巴西和俄罗斯预计走出为期两年的衰退。两个经济体系通货膨胀率均出现下降，便于中央银行下调利率，带动经济增长
- 4 新兴市场最大的风险来源可能是外部风险，尤其是即将出台的美国政府实施的任何贸易保护措施或惩罚性贸易措施或美元走强

亚州：中国为经济稳定保驾护航

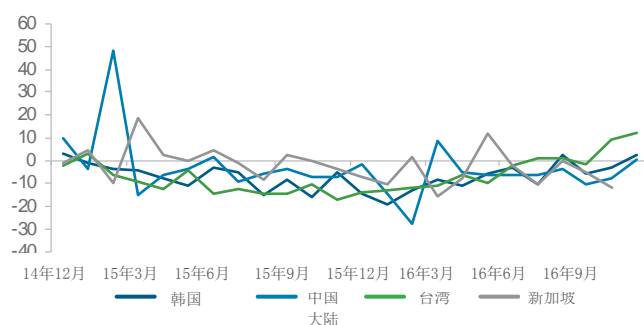
亚州（日本除外）可能依然是对全球经济增长贡献最大的地区，市场普遍预测该地区2017年增长5.8%，而今年增长5.7%。由于中国的财政和信贷刺激措施帮助经济企稳，过去一年该地区的前景从“不明朗”转向“稳定”。而中国经济的稳定亦有助于支持亚州其他地区和其他新兴市场，使全球贸易保持在一定水平，并提振商品价格走出数十年来的谷底。

在2017年第4届中共全国代表大会选出新一代领导人之前，我们预期中国将维持刺激政策，寻求经济稳定。近期政府推出抑制房地产价格飙升的措施，表明当局承认，房地产行业的急剧扩张和高债务水平威胁金融稳定。改善地方政府财政问题和处理银行不良贷款的措施积极有效，同样将经济增长动力转向国内消费的举措亦形成利好。

亚州最大的风险之一是外部风险。特朗普在美国总统竞选活动中主张重新谈判贸易协议，并对中国和其他贸易伙伴征收惩罚性关税。尽管特朗普在当选后对一些问题的态度有所缓和，但他重申要放弃《跨太平洋伙伴关系协议》的计划。重新进行贸易谈判的任何举措可能增加亚州地区的不确定性，特别是包括韩国、台湾、香港、新加坡和马来西亚等以出口为导向的经济体系，出口疲弱会令其处境艰难。印度和印度尼西亚等以国内需求为主导的经济体系则不易受这些政策风险的影响。

美元近期走强增加了该地区的资本外流。中国央行和其他区的央行可能乐见货币适度走弱，以支撑过去数年一直萎缩的出口。然而，鉴于过去十年该地区债务负担大幅增加，货币大幅走弱和全球利率上升或破坏金融稳定性。因此，近期中国加强资本控制，遏制资本外流加剧。

图6：亚州出口过去两年一直承受压力，但呈现初步好转迹象
亚州主要出口国的出口增长趋势，同比%



数据源：彭博终端、渣打银行

图7：新兴市场经济增长表现一直超越发达市场，其差距自全球金融危机以来可能首次扩大
2017
年新兴市场和发达市场经济增长趋势和市场预期（%）；新兴市场和发达市场之间的增长差距（%）



数据源：彭博终端、渣打银行

其他新兴市场：俄罗斯、巴西走出衰退

近年，由于商品价格走低，亚州以外的一些大型新兴市场经济下滑，目前走向复苏，可能对2017年全球经济增长做出最大贡献。年初以来，油价和矿产品价格从数十年来的低位回升，帮助提振主要新兴市场的出口收入。同时，年初以来其货币升值（尽管近期下跌）正帮助抑制通货膨胀压力，借此机会各国央行开始下调利率。

特别是俄罗斯和巴西从为期两年的衰退中复苏，可能对预期的全球经济加速增长贡献最大。俄罗斯货币的反弹有助于将通货膨胀率从2015年约17%的13年高位降至约6%，而巴西货币的回升造成通货膨胀率从12年高位约11%降至约7%。通货膨胀率下降使俄罗斯央行能继续降息；巴西央行于10月开始在本周期中首次将利率自10年高位下调。然而，两个经济体系的基准利率依然远高于通货膨胀率，有进一步降息空间。

政治依然是巴西的关键风险。特梅尔（Michel Temer）总统在一场政治丑闻中将六名部长撤职，但仍成功获得参议院批准限制公共开支的紧缩方案。然而，包括那些有关养老金和地方政府债务的几项其他改革依然是艰巨的挑战。

同时，土耳其着力抑制货币疲弱可能引起的通货膨胀压力。11月央行将利率上调至8%，可能令经济增长承压。

美元最近升值，主要造成非亚州新兴市场货币贬值，是新兴市场更广泛的风险因素。市场预期美联储多次加息或推动美元和全球债券收益率走高，紧缩新兴市场融资条件。然而，我们认为尤其是亚州新兴市场可能消化走高的美国利率，前提是美联储的加息步伐循序渐进且体现美国经济不断增长。

然而，候任总统特朗普主张重新谈判贸易协议并对美国进口商品征收惩罚性关税的竞选提案仍是关键风险。墨西哥面临的巨大风险是谈判北美自由贸易协议。特朗普对移民的强硬立场可能亦对墨西哥影响最大。自特朗普当选以来，在主要新兴市场货币中，墨西哥披索贬值幅度最大，迫使央行过去一年加息5次。因此，政策风险（特别是来自美国的政策风险）将是未来数月的核心焦点。



主要风险

滞胀。该情况包括通胀急剧上行，同时受人口结构老化及生产率不断下降等结构性供应限制因素的影响，增长未呈现任何显著改善。该情境尤为适用美国，该国特朗普政府通过加大基础设施建设支出与减税刺激经济增长的计划与其经济现状存在冲突，因为美国经济已连续八年处于扩张状态且面临就业市场日益趋紧的状况。滞胀情境可能迫使美联储的加息步伐快于预期，从而进一步损害增长。

欧洲政局欠明朗。反体制政党可能在即将到来的欧元区大选之中赢得支持，或将引发投资者对于共同市场的稳定性及欧元这一共同货币未来前景的质疑。在英国脱欧公投及意大利公投之后，该等担忧已经加剧，从而抑制商业投资。（比如，在英国，固定投资预期将在2017年减少2.1%，为金融危机以来最大跌幅）。因此导致的欧洲增长大幅下滑或回到通缩的情况可能令欧洲各家银行进一步承压，从而引发全面的银行业危机。

贸易保护主义。特朗普的竞选主张包括，对于从中国及墨西哥进口的商品征收惩罚性关税，放弃《跨太平洋伙伴关系协议》（TPP）及重新协商《北美自由贸易协议》（NAFTA）等现有贸易协议。如上述政策得以实施，可能抑制已经遭遇多年下滑的全球贸易的前景。新兴市场面临该等后果的风险最大。

美元持续升值或会损害美国出口商，同时鼓励资本进一步流出新兴市场。这可能拖累全球增长。我们认为美元升值将自我限制，原因是美元过度升值令美国经济放缓，导致美元升幅蒸发。自我调节机制于2015年及2016年上半年发挥的效用显著。

因中国经济硬着陆而导致的**新兴市场危机**，仍然是一项风险。然而，鉴于中国近期实施改革，加上政府经证实有意且有能力（见过去的表现）稳定增长，有关风险与一年前相比看来已大幅减低。我们预期中国在2017年第4季召开重要的中国共产党全国代表大会之前将继续支持增长。

在长期资产回报减少下进行投资

[Arun Kelshiker, CFA | Trang Nguyen]

- 我们正转向长期（7年）投资回报下降的环境
- 投资者应调整其回报预期以适应此新模式
- 有选择性地投资另类策略，杠杆固定收益与新兴市场可能获益分散配置

重要历史事件

在过去20年，重要事件包括1998年新兴市场危机、2000年股市崩盘及2008年全球金融危机，正是2008年危机使得各国央行纷纷采取超常规模化宽松举措。

尽管市场经历上述重大事件，但我们仍从这一股票和固定收益回报与长期历史均值保持一致的时期中获益。推动上述回报的

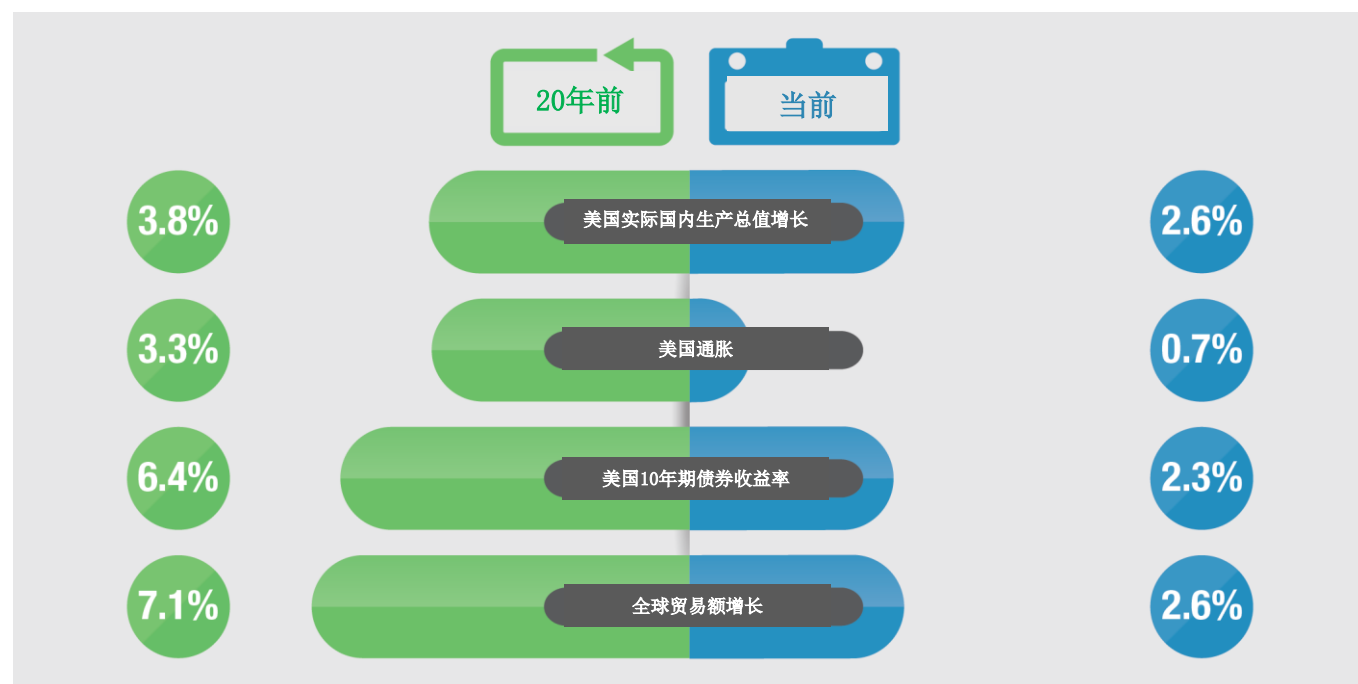
是长期健康的经济与商业趋势。过去20年，通胀率与利率一直处于下行轨道（图1）。强劲的全球国内生产总值增长受包括中国在内的新兴经济体系迅速增长的带动。

现状已偏离之前的趋势

不过，有迹象显示情况可能正在转变。通胀预期正从极低水平升温，全球贸易协议受压，中国劳动生产率及该国对全球增长的增量贡献一直放缓。因为多数指标估值有所攀升，各资产类别的价格普遍变得更加昂贵。资产价值高估受到超低利率环境的带动。传统安全资产几无收益率，投资者为寻求较大回报被迫进一步关注风险较高的资产。不甚利好的趋势及估值偏高的金融资产表明，未来回报有望下降（如第21页图2所示）。

图1：过去20年增长一直受到强劲长期趋势的带动

20年前（1996年底）宏观经济指标与当前（2015年底）指标对比



数据源：彭博终端、渣打银行

对投资配置有何意义？

我们看到“有效前沿（efficient frontier）”（即按各种比例搭配的传统股票和固定收益的投资组合）大幅下滑（如图3所示）。这意味着与之前的周期相比，在同样（或更高）的风险水平下，投资配置回报走低。有效前沿下滑，表明投资者如希望产生与之前周期相近的回报，需沿着投资前沿增加持仓。

为应对以上情况，投资者已采用多元资产收益策略，对投资回报进行补充，多年回报表现不俗。

另类策略作用凸显

另类策略在资产配置中可发挥分散作用，过去十年广受追捧，源于投资者管道增加、透明度提高、成本结构改善等。许多另类策略可产生较高的风险调整回报，但相应其流动性溢价会受到影响，投资者较长时间后方可动用投资资本，如私募股权基金。

基于股票和外汇等传统相关资产的衍生工具策略，同样可以成为另类策略的投资管道。衍生工具策略投资者可以在交易结构触发时，以低价买入相关资产获取相应收益。

固定收益杠杆

由于传统固定收益回报甚微，投资者可审慎增加适当杠杆，以增加收益率，提高有效前沿。采用杠杆有一定成本，但考虑到高质素债券的票息回报和目前的借款成本，可以覆盖及超出杠杆成本，惟也要谨记利率和借款成本都会产生变动，债券违约现象也会时有发生。

新兴市场或提供结构性增长机遇

如投资者不拘泥于短期市场起伏，能放眼人口充满活力的新兴市场，后者亦不失为良好的投资胜地。这些新兴市场经济体系增长稳健，财富水平不断提高，同时其市场消费和工业化进程形成长期发展动力。其中一大投资策略为选择性的投资新兴市场固定收益；该类市场诸多债券票息吸引力强，且信用质量较高。

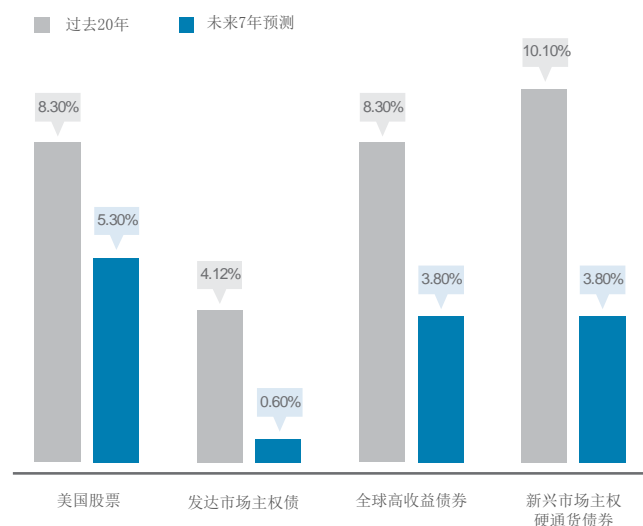
结论

当今市场回报率降低、市场波动性加强，虽挑战重重，但依然充满机遇。投资者在对其资产配置风险回报做出期望值时，需充分了解资产类别回报降低的动态因素。在这种情况下，需要投资者作出一定的行为改变，防止过去的回报表现对未来的投资期望产生影响（事后偏差）。

采用新的投资策略和选择新的资产类别可提高回报率、分散投资配置。投资者可受益于日益发展的另类策略市场，将另类策略视为追求投资回报时的有价值盟友。

图2：未来资产类别回报或低于历史平均值

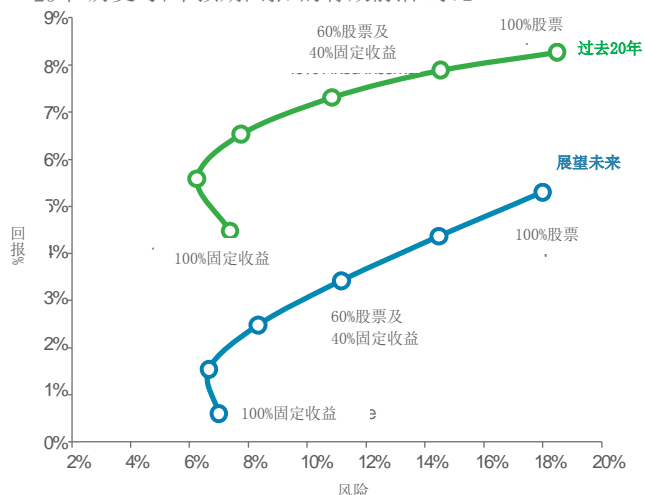
过去20年¹不同资产类别总回报（年化）与未来7年预测²对比



数据源：彭博终端、渣打银行

图3：“有效前沿”崩盘：在相似的风险水平下，投资配置回报率或降低

20年¹历史与7年预期回报²的有效前沿³对比



数据源：彭博终端、渣打银行

1 从1996年1月至2016年11月的20年

2 由美世（Mercer）为渣打银行编制的未来7年资产类别预测

3 不同风险水平的股票和固定收益的组合

核心投资信念 我们与众不同之处

[Alexis Calla | Steve Brice]

五年之前我们优化修订现有投资流程时，设计一套可以应对以下客户面临的三大挑战的流程，成为我们的出发点。

首先，客户获取的信息和市场观点愈来愈多，且出自多家渠道。因此，这些观点并不一定能说明客户形成恰到好处且与其息息相关的观点。而我们在选择信息和观点时，也很可能基于自我偏好，例如确认偏好。

其次，接收到的信息从本质上讲一般站在全球角度而言，在很大程度上，未考虑到投资者的本国偏好。

其三，任何人都容易受行为偏见影响，从而影响我们做出恰当决策的能力。

鉴于此，我们设计了以下投资流程：

- 广泛收集吸收主要资产类别不同管道的意见
- 响应客户关键问题，包括与其本地资产类别相关的问题
- 解决行为偏见，目的在于提供更佳的投资决策

我们对在欠明朗的环境下作出决策所面临的挑战做了广泛的研究，并形成了以下核心信念，从而制定投资流程。关于我们的投资流程框架请参阅第86页。

“我从来不看所谓的预测或预计。它们造成看似准确无误的假象。这些预测做得越是滴水不漏，你愈是要加倍注意。我们从来不去看预测……”

巴菲特（Warren Buffett）

“麦肯锡研究发现，成功（和失败）的投资结果大部分与投资前所做的分析无关，而在于投资流程的质素和遵守稳健客观的投资决策标准。”

麦肯锡（McKinsey）



分散胜过决策专业

专家往往不是其专业领域的最佳决策者，特别是在市场环境充满不确定性以及基于概率的投资情形下。这种说法让人难以接受，但我们可以举例说明。

在充满自相矛盾和相辅相成的证据的大环境下，有位策略师为其住宅市场观点辩护已有一月之久。次日在投资委员会上她被问到，这个月她一直声称的情境出现的概率有多少。那么想要冷静的给出结果到底有多难？



谈到分散度，形形色色的人是分散度的一方面，但信息和思考过程的分散度也同样重要。拥有大量的信息并不代表达到分散，特别是在形成市场预期时。当然，这并非说市场预期会发生错误，但我们认为真正了解为什么会出错，对投资流程很重要。



情境胜过点预测

预测看上去很有把握，比较有诱惑力。但是，无人知晓事情将会如何演变。因此我们认为，面临瞬息万变的概率，基于不同的情境微调投资配置，要比大幅调整更重要。

我们一直尝试以“局外人”的角度来看待问题，并作为调整概率的出发点。举例而言，自1967年以来，美国股市在73%的年份中产生了正回报。我们以此为出发点，来研究在未来12个月会引起正回报概率上下变动的信息。



决策流程较信息重要

在现实情况中，因为我们会接触到关于主要资产类别的方方面面各个角度的看法，所以我们认为决策流程和信息二者并非此消彼长。但是我们认为，不管我们认为自身是否存在行为偏好，都要尽量避免或管理这种偏好，这对于产生不同凡响的投资成果绝对至关重要。



提供相关的投资观点需对当地市场有一定认识

很多投资委员会在投资时非常侧重以美国 / 西方为中心的投资方式，而我们认为这种方式忽略了世界其他地区投资者的需求。因此，我们希望提供与阁下的需求息息相关的投资观点，而非提供与阁下无关痛痒的相关观点。

多元资产 一览

[Aditya Monappa, CFA | Audrey Goh, CFA | Trang Nguyen]

关键主题

转向增长型投资对注重总回报的投资者更为合适。三年以来，我们一直建议不管是收益型还是总回报型投资者采取多元资产投资策略。业界讨论重点从货币政策转移至财政政策，以及通货复胀情境的发生概率加大。鉴于以上转变，偏向增长型投资，对注重总回报的投资者而言更为合适。

逐渐转向增长型资产是首选投资方法。随着多元资产策略回吐美国总统选举后的最初涨幅，对特朗普政策和美联储的应对政策有了更清晰的解读，未来数月或是配置增长型资产的绝佳机遇。在我们提供的投资分析图中（请参阅第 27 页图 3），对通货复胀的情境中我们看好的增长型资产进行了介绍。

多元资产收益策略对收益型投资者仍然奏效。我们收益策略中资产可达到的收益率，仍与 2015 年底的水平旗鼓相当，为我们达到目标收益率提供了一定信心。管理大幅下跌的风险是我们调整方式的主要驱动因素。因此，在收益资产配置方面，我们依然维持保守立场。

寻求减少收益配置中的利率敏感型资产。收益率回落，作为技术性指针显示已过度抛售。我们将寻找契机，降低新兴市场美元主权债券和发达市场公司债券的比重。

关键驱动因素

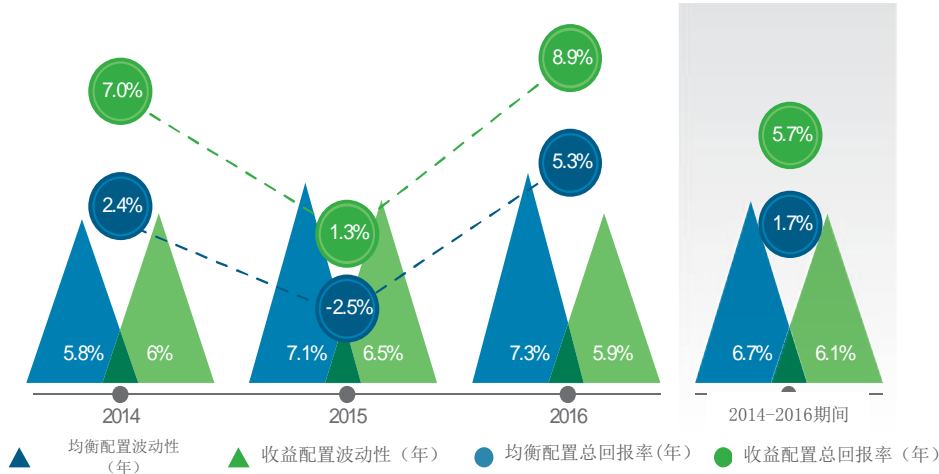
收益型资产类别	权重	收益率	收益潜力	资本增长	回落风险	评论
固定收益	58%	4.8	●	●	●	投资组合的支柱；收益来源；收益率大幅变动风险
股票收益	25%	4.6	●	●	●	重要收益来源，资本增长温和上行，可能大幅回落
非核心收益	17%	4.7	●	●	●	有效分散工具以获取收益与增长

数据源：彭博终端、渣打银行。非核心收益包括优先股、全球房地产投资信托、可转换债券和备兑认购期权。

图例：● 潜力吸引 / 低风险 | ● 潜力中等 / 中度风险 | ● 潜力不吸引 / 高风险

关键图表

2014 年至 2016 年均衡收益配置表现比较



数据源：彭博终端、渣打银行。关于所采用的指数，请参阅本部分结论尾注。

*均衡配置为 50% 全球股票和 50% 全球固定收益的组合。

锦上添花



总回报型投资者应为增长型资产腾出空间

多元资产投资者在进行资产配置时，经常面临如何搭配收益型资产和增长型资产的抉择。在多数情况下，该抉择主要受投资偏好驱动。喜欢源源不断产生现金流的投资者（出于生活方式或负债等原因）可能会选择偏重收益型配置，而看重投资增值的投资者则倾向于增长型配置。过去几年中，该区别已愈发受央行政策而非投资者偏好主导（请参阅26页图2）。

在货币政策刺激的大形势下，要使传统固定收益型配置产生持续收益难上加难。因此，囊括股票、固定收益、非核心收益等生息资产的多元资产收益策略，成为收益型投资者的不二之

选。自我们将多元资产收益策略纳入年度展望中，迄今为止已有三年之久，从始至终我们一直向投资者建议，收益型策略无论对收益型投资者还是总回报型投资者而言，都是恰当之选。再者，该立场得到充分验证，我们对2014年至2016年收益型策略和传统均衡性配置进行了比较（请参阅24页图1），结果显示侧重收益型的策略表现跑赢传统策略，无论从绝对值角度还是基于风险调整的角度均亦如此。

展望未来，通货复胀发生概率与日俱增，充分说明总回报型投资者可增加增长型资产配置。

在愈发注重财政政策的大背景下，我们建议总回报型投资者逐渐将一部分资产配置，从多元资产收益型资产转移至增长型资产，以达到再均衡（见图2）。我们要重点强调“逐渐”二字，因为自美国大选以来，市场变化显著，我们还不能完全了解美国候任总统特朗普的政策。随着多元资产部分回吐美国总统选举后的最初涨幅，以及对央行的应对措施有了更清晰的解读，未来数月或为配置我们看好的增长型资产提供良好的入市良机。

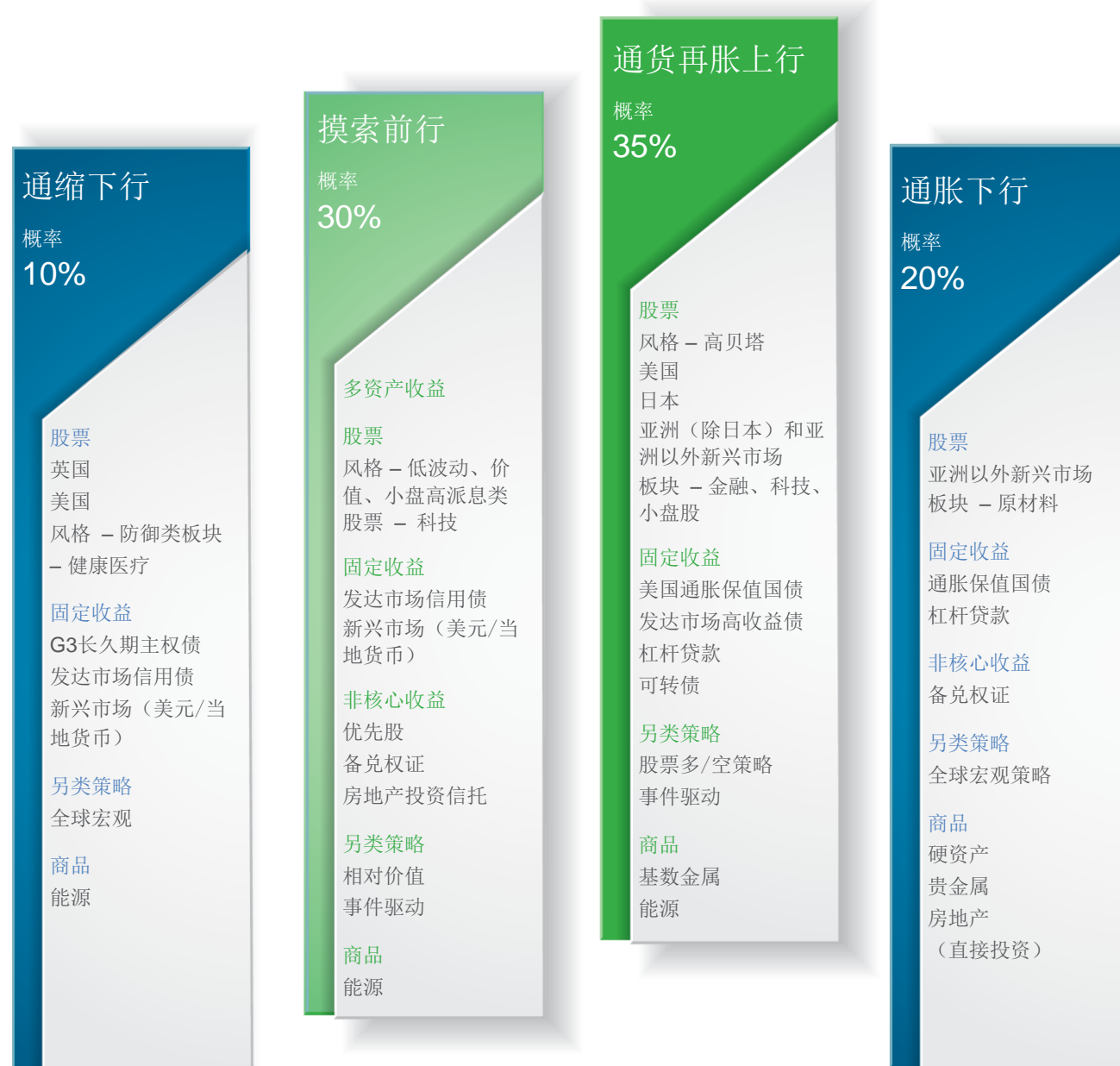
图2：多元资产投资趋势 (2009年至今)



数据源：渣打银行

图3中的投资分析图列举了总回报型投资者可以在通货复胀的环境中获益的一些具体领域。随着我们跟随周期的进一步发展，愈发认识到投资情境的重要性，因此我们在图中同时提供了与多个经济情境相关的投资机遇。

图3：不同经济情境中潜在投资机遇的分析图



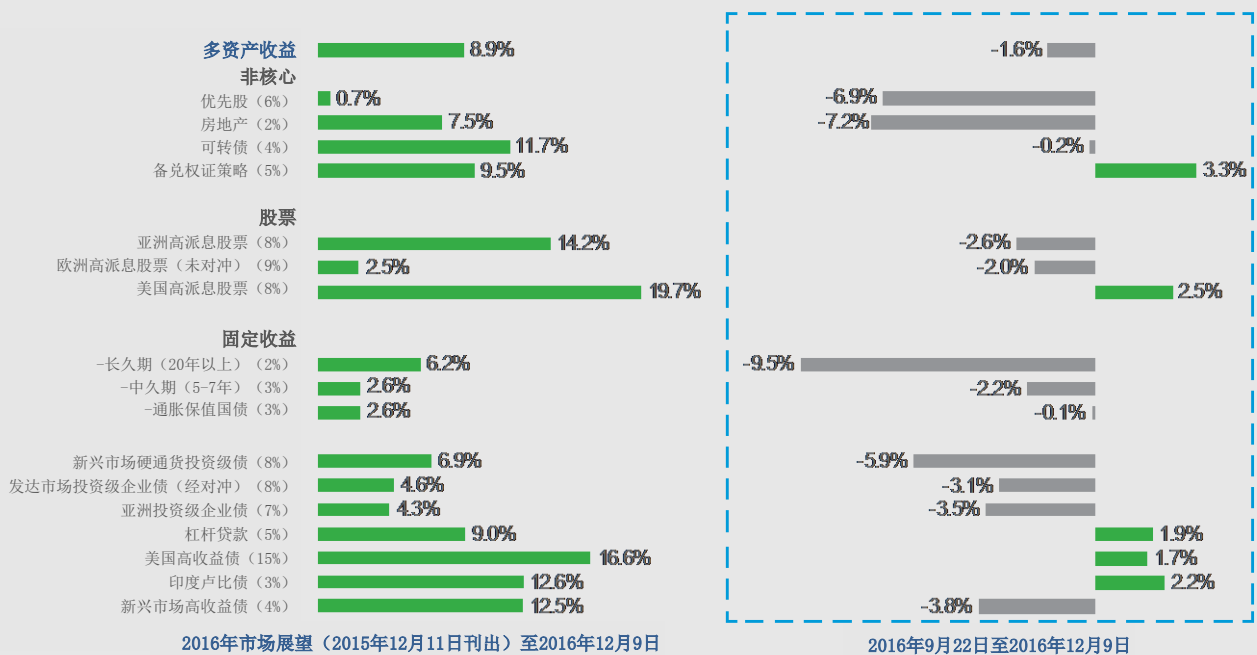
数据源：彭博终端、渣打银行

回顾2016年多元资产收益配置的表现

在过去一年，自2015年12月发布年度展望后，我们2016年多元资产收益配置回报率达到8.9%。美国资产如高息股、高收益债券、可转换债券和备兑认购期权策略是主要回报来源。新兴市场资产的固定收益和高息股也表现颇佳。但是，近期受美国总统大选影响，该形势受到一定影响。

尽管去年产生了正回报，近期我们收益资产配置趋势已开始发生转变。在过去三个月内（2016年 9月22日至12月9日），回报率为负1.6%。近期趋势值得进一步研究，有助于未来进行定位。近期表现主要由三大因素促成：

图4：多元资产收益配置的表现



数据源：彭博终端、渣打银行。关于所采用指数，请参阅本部分结论尾注。

1 美国国债收益率大幅上升（2016年9月22日至12月9日上涨85个基点）—在收益型资产配置中，以下利率敏感型资产受到了影响：主权债券（发达市场和新兴市场），投资级别公司债券（发达市场和亚洲）、房地产投资信托、优先股。

2 美国大选后，美元走强，贸易政策前景不明朗，令业界对新兴市场产生了普遍怀疑，对新兴市场资产造成了影响。尤其收益配置中，新兴市场硬货币主权债券、亚洲高息股票在该期间表现欠佳。而印度卢比债券一枝独秀，该期间表现不俗，源于印度政府废除旧钞后收益率缩减。

3 经济增长和通货复胀关注度加强—美国候任总统在其政策展望中倾向于提振国内经济增长，受此影响，增长型和通胀敏感型资产近期走势凌厉。收益配置中受益的资产包括美国高息股、可转换债券（由于其内含的可转股选择性）和美国高收益债券。

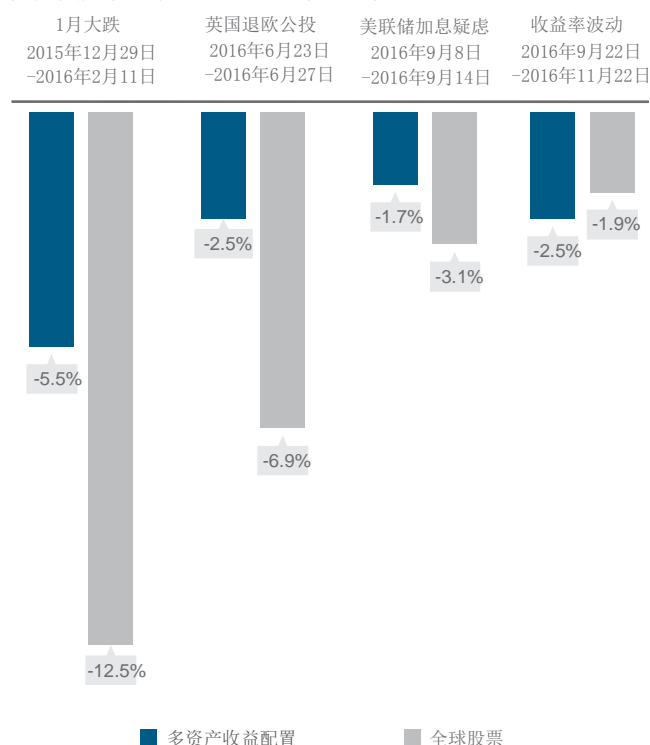
除小幅调整外，多元资产对收益型投资者依然行之有效

支撑收益主题的两大基本推论为宽松的货币政策环境与传统固定收益资产的低收益率。在上文就宏观经济情境的讨论中，提到从货币政策向财政政策的转移。此外，我们看到在宏观经济资料改善的形势下，美国政府债券的收益率不断走高。

在此背景下，有人可能会产生多元资产收益策略是否可行的疑问。对于侧重产生持续现金流的投资者来讲，我们认为多元资产收益方式依然奏效。全球政府债券中的大部分债券，传统来讲也是收益配置中的主体，产生收益率较低或为负值。传统固定收益收益率偏低，可继续支撑多元资产收益配置，多数资产可产生的收益率预计依然可与2015年底的水平相比拟。因此我们对2017年达到目标收益率（4-5%）有一定信心。我们仍然采用交通信号灯框架（见第33页图10），通过三大主练来评估收益资产，即收益潜力、资本升值潜力、回落风险。我们提高了收益率范围，对收益潜力按区域进行了分析。除对现有资产进行再评估以外，我们对同时期的新资产类别也进行了审视。

图5：股票回落时收益策略下跌有限

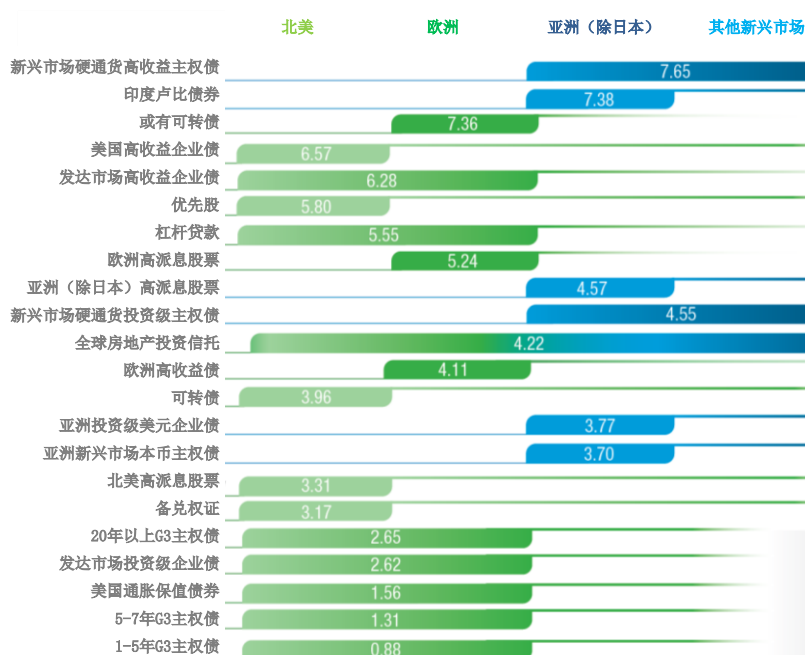
多元资产收益设置与全球股票总回报对比



数据源：彭博终端、渣打银行
关于所采用指数，请参阅本部分结论部分尾注。

图6：收益资产收益率范围按区域划分

截止至2016年11月30日到期收益率 / 股息率 (%)



数据源：彭博终端、渣打银行。关于所采用指数，请参阅本部分结论尾注。

58%

核心固定收益

核心固定收益依然在我们收益配置中占最大比例。我们在去年年底（2015年12月）加大了该类资产类别的配置，目的在于采取更为保守的倾斜策略，管理该策略中大幅下跌的风险。调整后，2016年表现向好，整体配置自2016年初以来出现的最大跌幅为5.5%（请参阅第29页图5）。

寻求降低核心固定收益的利率敏感性

我们对核心固定收益的整体表现比较满意——这与我们多元资产收益的保守风险立场基本一致。我们避免现时调整固定收益。如前文所述，我们预计收益率回落，技术指针显示已过度抛售。图7中的利率敏感性为我们在收益率变动的情况下寻找存在的相对机遇提供了指引。

我们在以下领域中寻找潜在的再均衡机遇：

- 寻求降低新兴市场美元主权债券持仓。尤其是，投资级别部分的收益率约为4%，对美元利率的敏感性高，在业界普遍对新兴市场产生疑问的形势下将受到影响。再均衡获取的收益将投入杠杆贷款中，该类贷款收益率较高、对利率敏感性低，在美国促增长的形势下前景看好。
- 寻求降低我们在发达市场投资级别公司债券的配置。重新配置收益将逐渐增加我们在通胀保值债券的配置，该类投资在通胀预期升温的形势下风险回报较高。

图7：固定收益资产不同收益率变动下总回报率

截至2016年11月30日固定收入资产到期收益率和存续期*

	新兴市场硬 通货高收益 主权债	印度卢比 债券	美国高收益 企业债	杠杆贷款	新兴市场投 资级硬通货 主权债	亚洲投资级 美元企业债	20年以上G3 主权债	发达市场 投资级企业债	美国通 胀保值 国债	5-7年 G3国家主权债
到期收益率	7.65%	7.38%	6.57%	5.55%	4.55%	3.77%	2.65%	2.62%	1.56%	1.31%
久期*	5.61	5.31	4.20	0.25	7.36	5.30	18.04	6.62	1.58	5.55
-1.50%	16.1%	15.3%	12.9%	5.9%	15.6%	11.7%	29.7%	12.6%	3.9%	9.6%
-1.00%	13.3%	12.7%	10.8%	5.8%	11.9%	9.1%	20.7%	9.2%	3.1%	6.9%
-0.50%	10.5%	10.0%	8.7%	5.7%	8.2%	6.4%	11.7%	5.9%	2.4%	4.1%
0.00%	7.7%	7.4%	6.6%	5.6%	4.6%	3.8%	2.7%	2.6%	1.6%	1.3%
0.50%	4.8%	4.7%	4.5%	5.4%	0.9%	1.1%	-6.4%	-0.7%	0.8%	-1.5%
1.00%	2.0%	2.1%	2.4%	5.3%	-2.8%	-1.5%	-15.4%	-4.0%	0.0%	-4.2%
1.50%	-0.8%	-0.6%	0.3%	5.2%	-6.5%	-4.2%	-24.4%	-7.3%	-0.8%	-7.0%

数据源：彭博终端、渣打银行。关于所采用指数，请参阅本部分结论尾注。

* 存续期用来衡量固定收益投资价格对利率变动的敏感程度。存续期单位为年。

25%

核心股票

高息股仍旧是多元资产收益的重要组成部分。该资产类别提供的收益率具有吸引力，位于3-5.5%之间，同时在数个行业具备资本增值潜力。尽管在高息股领域，大幅回落仍旧挑战重重，但强而有力的风险管理（倾向采取地区与行业分散的策略而非一味追逐最高收益率）应能纾缓此风险。在我们的交通信号灯框架下，我们决定减少美国高息股配置，理由是其收益率有限、相对估值较高且对加息较为敏感。我们增加欧州高息股的配置，同时维持亚州（日本除外）高息股的配置。

减少美国高息股的配置

我们减少美国高息股的配置 — 收益率低于其他地区且估值与美国传统股票相当，即12个月预估市盈率为16.5倍。该类股票具备防守属性且在金融行业的比重有限，表明与传统美国股票相比，其可能从加息中获益较少。不过，由于美国高息股的跌幅通常低于其他地区高息股，理应对其进行小规模配置。

政策分歧短期将支持欧州高息股

在宽松的政策下，欧州投资者理应会继续“追求收益率”。70%以上欧州高息股提供的收益率高于各自的公司债券。此外，该资产类别可以从全球利率政策分歧中获得更多支持。美国预期2017年将加息两次，而欧州央行相对美国应维持非常宽松的货币政策。此外，基于我们认为欧元与英镑可能贬值，相信目前对冲欧州高息股的货币比重为审慎之举。

我们认为欧州高息股可针对美国加息提供不错的通货复胀对冲。金融业（多数为保险公司）这一最大行业与美国10年期国债收益率存在的正向相关性最强。该行业提供的收益率高达5.6%，市账率倍数低至1倍。尽管回软的可能性较大，但欧州保险公司不断改善的增长前景与资本偿债能力应有助提升股息增长率 — 近年该行业的表现突出。

图8：三重评估股票收益

收益潜力、资本增长与回落风险

资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	回落风险	评论
北美	3.3	●	●	●	估值合理至略微偏高；销售 / 利润增长低落，所以回报低于平均；某些行业吸引
欧州	5.2	●	●	●	估值合理；有欧州央行支持；收益率吸引；受制于全球增长；外汇市场及2017年密集的选举是不确定因素
亚州（日本除外）	4.6	●	●	●	派息可观；个别估值吸引，但中国 / 美国增长、盈利、美联储动向及杠杆率都可引发高位回落风险

数据源：彭博终端、渣打银行

图例：● 潜力吸引 / 低风险 | ● 潜力中等 / 中度风险 | ● 潜力不吸引 / 高风险

我们认为欧洲高息股可以针对美国收益率上升提供上佳的通货复胀对冲。

坚定持有亚州高息股票

关于亚洲高息股票，我们选择维持其配置。继美国10年期国债收益率于2016年9月22日跌至低谷后，该资产类别回吐年初至今大部分的涨幅——这一点并不令人感到意外，因为受美国加息及亚洲货币贬值担忧的影响，该地区股市通常高位回落风险更大。

在亚洲银行股之中，金融股贡献了大部分股息收益，该情况在中国与新加坡尤为如此。近期该行业一直表现强韧，得益于其聚焦国内市场、股息收益率高且估值便宜。我们普遍看好亚洲高息金融股。

科技与电讯分别是亚洲第二、三大行业。该两类行业均提供超过5%的高收益率。该高收益率得益于美国持续改善的消费状况，理应可为科技产品需求带来支持。当然，美国不断变化的贸易政策前景及上行的收益率仍旧是上述行业面临的风险因素。

图9：欧洲高息股近期密切跟随美国债券收益率的走势——但目前开始出现偏离

MSCI欧洲高息股相对MSCI全球指数的表现对比美国10年期国债收益率



数据源：MSCI、彭博终端、渣打银行
有关所用的指数，请参阅本节结论的尾注。

17%

非核心收益

在非核心收益中，继续对利率不敏感的资产维持较低比重

非核心收益的主要益处是，通过与股票和固定收益资产（提供合理收益率）较低的相关性实现分散配置。对于可转换债券及备兑认购期权，上述效益仍旧适用。可转换债券为步入股市提供更多选择（在通货复胀情境下应为利好因素），同时还提供下行缓冲。此外，我们的可转换债券基准包括对科技行业的大规模配置，该行业可以获益于美国新一届政府提出的税改计划。备兑认购期权策略应能提供收益，同时有助减低部分波动性。对于我们预期将提供正面但窄幅上落回报的市场或行业，可能是最有效的策略。

关于房地产行业，我们选择不增加配置，理由是其收益率适中、高位回落风险较大且其对加息的敏感性较高。这一点从2016年可见一斑，当时美联储政策基调从年初的温和随后转为强硬，从而造成房地产行业的业绩大幅波动。

我们的优先股持仓在过去几年一直表现领先。尽管该资产类别的子类别已经规定到期日（因此对加息的敏感性降低），但大部分比重为永续优先股（没有述明到期日），从而面临最强的利率风险。基于这一点，我们减少美国优先股的配置以配备或有可转换债券。我们认为，或有可转换债券具吸引力，理由是其收益率较高，对加息的敏感性相对较低，且过去几年银行信贷质素不断改善。请注意：英国金融市场行为监管局（FSA）已针对向欧洲经济区（EEA）居民出售或有可转换债券推出《永久营销限制》。

图10：三重评估股票收益
收益潜力、资本增长与回落风险

资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	回落风险	点评
固定收益	4.8	●	●	●	投资组合的基石；收益的来源；有一些有意思的投资机会，但并非没有风险
杠杆贷款	5.6	●	●	●	对于传统高收益类投资而言，这是具有吸引力的替代品；在资本结构中，相对高收益债更优先；而收益率略低；对美国利率变化的敏感度低
企业债—发达市场高收益级	6.3	●	●	●	收益率具有吸引力；高票息、利率敏感度低；能源和原材料板块的违约高峰可能已经过去了
新兴市场硬通货主权债	5.9	●	●	●	因为投资级和高收益债券的风险/回报多样化，需要甄别对待；对美国利率水平上升高度敏感，是一大风险；对商品的曝险部位可能支持其表现；估值合理
亚洲新兴市场本币主权债	3.7	●	●	●	整体风险/回报缺乏吸引力；本地经济前景稳定，降息周期相当成熟；汇率、资本流出是主要风险所在；只有个别投资机会
印度卢比债券	6.9	●	●	●	结构性机会已消耗殆尽；央行能力、经济改革务实可靠；近期风险在于外部需求；汇率有待稳定
投资级债券	2.7	●	●	●	投资组合的基石，结构性息差；有一些有趣的投资机会，但风险在与对于利率的敏感性
企业债—发达市场投资级	2.6	●	●	●	估值依旧合理；对利率变化敏感使一大风险，但收益溢价提供了缓冲
企业债—亚洲投资级	3.8	●	●	●	估值公允、信用稳定、中国增长企稳和强劲的地区需求是支持因素；风险在于人民币汇率走势和中国发行人集中度
通胀保值国债	1.6	●	●	●	作为主权债的替代品，具有投资价值；加息对其的影响类似对G3主权债的影响，但美国通胀最终回升时会受益
主权债	1.4	●	●	●	通货再膨胀的情境下鲜有投资价值；风险在于美国财政刺激、美联储释放的信息；通缩风险的情境下将受益；看好较高收益/高信用的市场（美国国债、澳大利亚国债、新西兰国债）
股票收益	4.6	●	●	●	重要的收益来源，资本增长会带来温和的上升空间
北美	3.3	●	●	●	估值公允乃至略为偏高；销售/盈利增长乏力，意味着回报将低于均值；一些板块具有吸引力
欧洲	5.2	●	●	●	估值公允；欧洲央行政策利好其表现；收益率具有吸引力；全球增长带来挑战；2017年的不可预知因素在于汇率和密集的选举
亚洲（除日本）	4.6	●	●	●	派息丰厚；部分股票估值具有吸引力，但若中国/美国经济增长、企业盈利、美联储政策、以及杠杆率带来挑战，则该地区股票将面临回落风险
非核心收益	4.7	●	●	●	对于收益和增长而言，是实用的多元化工具
优先股	5.8	●	●	●	收益率具有吸引力，提供了金融业的曝险部位；利率水平升高带来的风险可能无法被银行潜在信用的改善所完全抵消
或有可转换债券	7.4	●	●	●	因其收益高、对加息的敏感度较低，以及过去数年银行信用质量的逐步改善而具有吸引力
可转债	4	●	●	●	温和的经济扩张和渐进的加息步伐应有利于可转债。风险：美国利率政策失误

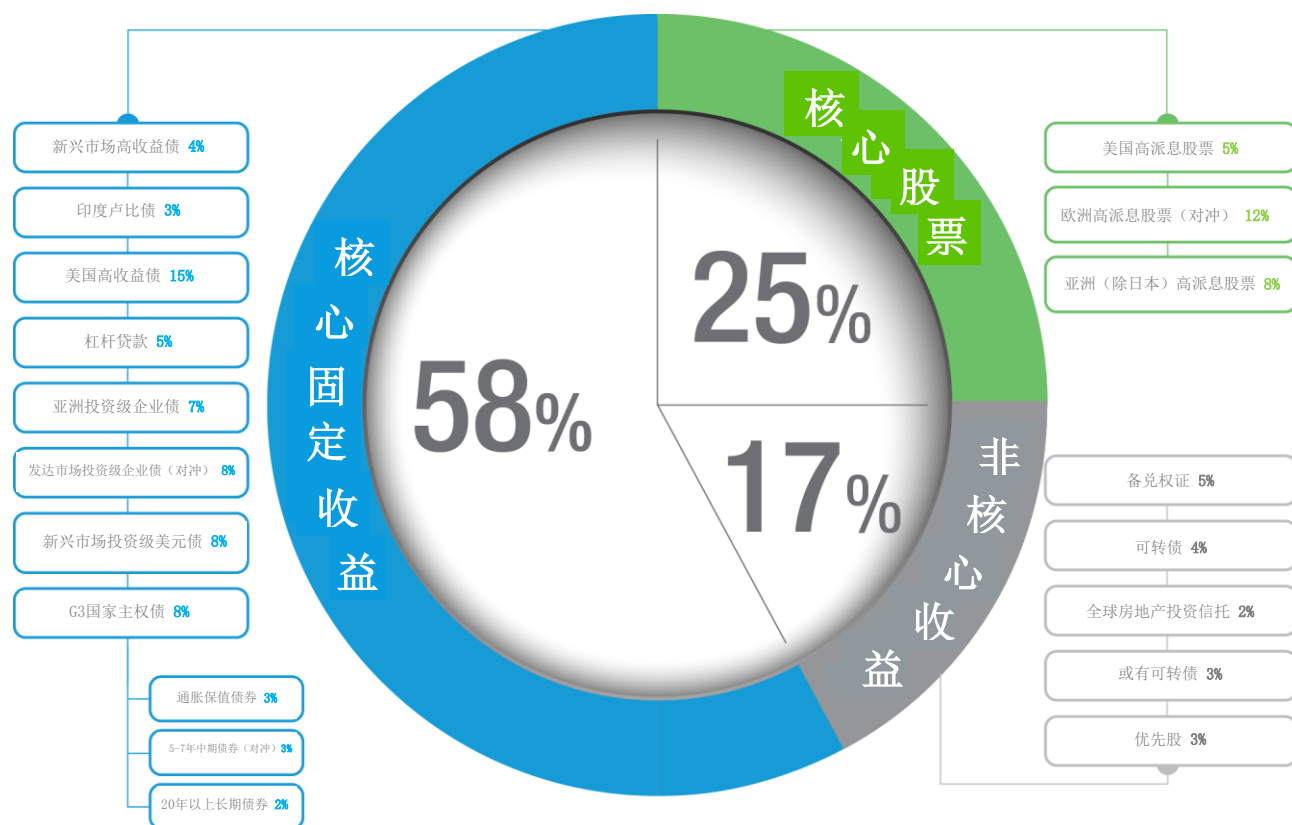
全球房地产投资 信托	4.2	●	●	●	收益多元化的工具；房地产市场稳定；风险源于加息，和一些地区的高估值。存在大幅回落可能。
备兑权证	3.2	●	●	●	若股市上行空间有限，则能有效提高收益

资料来源：彭博终端、渣打银行

上述用到指数的详情，请见本节小结部分的尾注

图释： ● 潜力具有吸引力/低风险 ● 潜力一般/中度风险 ● 潜力缺乏吸引力/高风险

图11：2017年已修订多元资产收益配置



数据源：彭博终端、渣打银行
有关所用的指数，请参阅本节结论的尾注。

结论

自2014年以来，我们首次建议总回报投资者与收益型投资者采用不同的投资方法。过去三年里，多元资产收益配置一直是我們向收益型及总回报型投资者重点强调的主题。该主题近三年的表现不负众望——相对同期平衡配置提供的风险调整后总回报更高。

接近2016年底时，我们注意到部分支持多元资产收益主题的基本条件开始消失。货币政策收缩或可能达到其效力的极限。政府债券收益率已经步入上行轨道，在美国尤为如此。尽管须避免对短期指标做出机械反应，但多项因素显示，宏观经济形势普遍转变。在此背景之下，我们建议总回报型投资者逐步将部分多元资产收益配置重新调整至增长型资产。为推助此过程，我们提供一份裨益良多的投资地图，强调指出我们认为应能从通货复胀情境中获益的增长型资产。

对于寻求实现4-5%可持续收益率的收益型投资者，多元资产收益投资方法在步入2017年之后仍旧有效。我们收益配置中多数资产提供的收益率依旧与2015年底的水平相若，以致我们坚信其可以达到目标收益率水平。鉴于对大幅高位回落风险的管理已经成为主导我们策略的重要力量，我们在收益配置中维持保守立场。我们注意到利率敏感性资产的回软幅度增加。鉴于这种情况，我们寻求机会将收益重新配置至可以从加息中获益的领域，并削减利率敏感性资产的持仓。我们认为此调整应使得寻求收益率的投资者能够在2017年获得稳定现金流。

尾注：

各项指数包括CRISIL综合债券基金美元、巴克莱美国企业高收益债总回报、摩根大通EMBI全球分散高收益、巴克莱全球高收益债总回报、JACI非投资级总回报、标普杠杆贷款总回报、MSCI所有国家欧洲高股息、SPDR富国优先股ETF、MSCI新兴亚洲高股息、摩根大通EMBI全球多元化投资级债券、巴克莱泛欧高收益债、富时EPRA / NAREIT亚洲REIT总回报、芝加哥期权交易所标普500 BuyWrite、富时EPRA / NAREIT已发展北美REIT总回报、标普中国企业债券、JACI投资级债券回报、富时EPRA / NAREIT欧洲REIT总回报、MSCI北美高股息、花旗非按揭抵押证券世界广泛投资级别20年十、花旗世界广泛投资级别企业、巴克莱美国可转换债券5亿美元面值流动性限制总回报、花旗非按揭抵押证券世界广泛投资级别5至7年、花旗非按揭抵押证券世界广泛投资级别1至5年、巴克莱美国国库通胀债券0至5年总回报、MSCI欧洲货币联盟高股息净额本地、MSCI所有国家世界指数高股息净额总回报、MSCI每日总回报净额美国、MSCI每日净额总回报欧洲欧元、MSCI所有国家每日总回报净额亚洲（日本除外）、MSCI所有国家每日总回报净额、巴克莱全球或有资本总回报指数价值为美元未对冲

衍生工具

加息 = 更多卖出期权的机会

宽松货币政策及超低利率是近几年波动性低企的主要原因。该环境迫使投资者追求收益率，其中许多人寻求卖出期权获得收益，从而导致波动性在此过程得到抑制。

在可能推高收益率并导致进一步加息的通货复胀情境下，波动性的下行压力应能逐步得到纾解。自1990年编制VIX（美国股市波幅指数）以来，美国经历两个加息周期。在两个周期内，VIX均与利率同步上行。

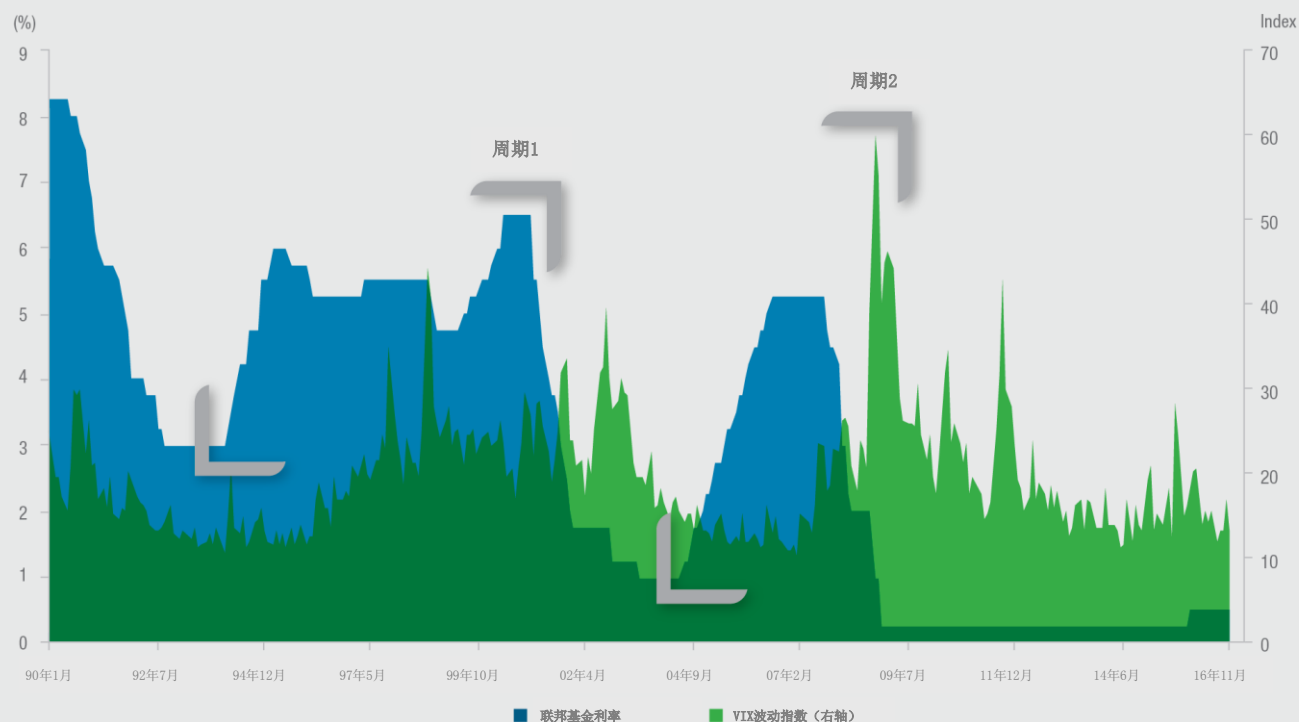
在同等条件下，波动性水平愈高，期权卖家获得的收益愈多。如投资者在卖出认沽期权时，期权价格跌至届满行权价下方，则投资者可能面临接收标的股票的风险。不过，正如股票章节所述，我们看好2017年股票走势。因此，我们认为投资者将发现股票期权卖出策略在2017年的吸引力将超过2016年。为提出2017年期权主题观点，我们将衍生工具市场与基本数据进行对比，并指出期权卖家可能关注的几个领域。

首先，在货币领域，分析师对澳元 / 美元及新西兰元 / 美元的预测区间较之期权市场隐含的区间收窄。因此，卖出澳元 / 美元和新西兰元 / 美元期权将实现盈亏平衡，覆盖分析师对该两种货币预测范围的90%以上。请注意，我们看好上述两种货币。

对于股票指数，期权观点更难发现。在很大程度上，这归因于2017年大体看涨股票的市场预期。因此，为谨慎起见，我们采用另一种投资方法并将标普500指数、EuroStoxx 50指数、富时100指数及恒生指数的12个月远期市盈率倍数与其各自的10年市盈率均值进行对比。通过卖出恒生指数的认沽期权，投资者能够以较之过往更具吸引力的估值投资于香港股票，从而获得合理收益。步入2017年之后，我们将在其他股票市场寻求类似投资机会。

图12：在美国最近两个加息周期，波动性均上升

1990年以来波幅指数与联邦基金利率对比



数据源：彭博终端、渣打银行

多元资产 结合另类策略

[Arun Kelshiker, CFA | Trang Nguyen]

- 投资者已经开始质疑另类策略的优势，理由是该策略今年表现乏善可陈；但我们依旧建议在多元配置中采用该策略
- 另类策略提供独特的回报状况。在配置中该策略结合其他4项广泛的子策略（参阅图13）可以提供一些全天候效益；从而对传统股票与固定收益构成绝佳补充
- 近期名为“流动性策略”的新型另类策略可提供投资此资产类别的更便捷途径

尽管2016年表现乏善可陈，但配置另类策略仍行之有效

尽管2016年整个资产类别一直提供小幅正回报，但全球宏观等特定另类子策略却整体表现差劲（正如我们在另类策略章节所述（参阅第69页））。这些策略具有保险功能并未发挥作用，因为其普遍适用的通缩或避险情境在2016年并未出现。尽管2016年表现不佳，但我们仍旧建议在多元配置中采用另类策略。

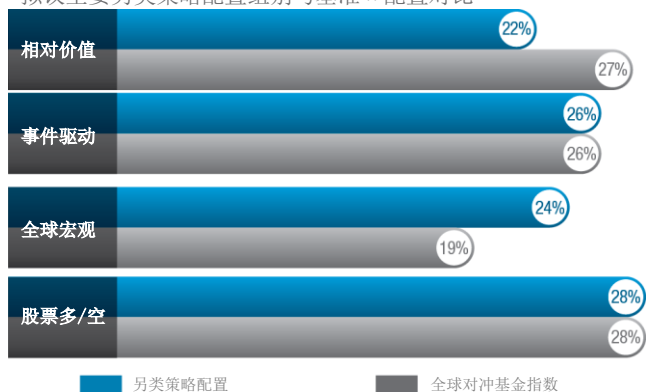
尽管投资者愈发相信2017年全球将呈现通货复胀情境（正如我们在宏观章节所述），但多项其他情境仍将继续存在。在此背景之下，考虑到另类策略具有保险功能，我们在配置中维持另类策略。

投资者愈发渴求另类策略

与过去相比，私人投资者更加方便利用一系列另类策略。这些策略跟随的趋势是透明度更高且流动性更强。主要的作用是分散传统股票与固定收益比重并提升整体风险调整后回报。另类策略投资可以使得我们更加专注于绝对回报。通常该策略还使用杠杆，使投资经理得以“放大”资产误定价创造的投资回报。

图13：相对看好全球宏观策略

拟议主要另类策略配置组别与基准*配置对比



数据源：对冲基金研究、瑞银、渣打银行

*HFRX对冲基金指数是用以反映所有主要对冲基金策略的常见基准。基准的组成以瑞银HFRX全球对冲基金指数 ETF（2016年10月31日）为代表

流动性另类投资是传统另类策略最新衍生出的投资策略。其可在投资者提供获得另类资产的途径，与此同时还具备最佳的流动性，从而有效消除投资者对传统另类策略的一项担忧。从定性角度，通常他们的杠杆低于传统策略，考虑到其更加关注流动性，该策略可能会精挑细选标的资产。

在配置中加入另类策略之后可以提供全天候效益

在我们于2016年的年中展望“逆风而行”中，我们讨论了另类策略如何与传统配置互补不足。现在我们将讨论如何在“独立配置之中将两者结合”，进而探讨私人投资者如何提高这些策略的效益。另类策略配置是保本的最佳方法。

图14：另类策略子群组

	描述	可能利好的情形
股票	实质就是买入价值低估的股票并卖出价值高估的股票；具体例子包括基于全球、地区和具体板块基本面的股票多/空和股市中性策略	股票对冲策略，包括股票多/空策略，该策略通常在大盘或板块走势出现分化时，会有较大几率表现出色
事件驱动	基于事件而建仓；具体例子包括合并套利、特殊情形和信用套利策略	当企业积极寻求分拆业务或回购股票等可以提升价值的行为时，事件驱动策略往往表现出色
宏观策略	期待在全球层面利用投资主题、趋势和各类资产之间的关系（关联度）进行操作，通常运用杠杆；具体例子包括全权委托主体性全球宏观和系统性宏观趋势跟随策略	市场鲜见短平快的上下波动时，趋势跟随策略便会奏效；全权委托策略在很大程度上取决于特定投资主题的成败
相对价值	期待利用相关金融工具之间的定价差异牟利；具体例子包括固定收益主权债、企业债和可转债套利策略	信用债的暴涨暴跌可以增加相对价值策略之中信用多/空策略的投资机会

数据源：对冲基金研究、渣打银行

通过借助对冲基金研究机构（HFR）提供的最流行另类策略基准，我们可以将上述策略归为四大类（如上所示）。

全球宏观策略与股票及其他三种另类策略的相关性较低（图15），其重点强调在整体配置中多元化效益。股票对冲和事件主导策略与股票存在较高的相关性，因此可以有效替代传统股票。相对价值策略的定位介于全球宏观策略（分散型）与股票对冲和事件主导（股票替代型）策略之间。

在构建”另类策略最佳组合”之时，我们保留重要的多元化观点，并维持各群组合理的权重。正如我们在另类策略章节中所分享，全球宏观策略依托其具保险功能的特性在配置中提供价值。相对价值是我们最不看好的投资策略。在此背景之下，我们的配置将基于基准确定基本权重，并随后做出调整反映我们偏好全球宏观策略多于相对价值。其他两项投资策略的权重与基准一致（如第36页图13所示）。

我们利用历史数据对拟议配置做出评估后，印证出此配置的效益。2000年以来，另类策略配置的年回报率为3.1%，与全球股票持平，但其下行捕获率仅为21%（平均而言，另类策略配置在全球股票跌幅的占21%），正如第38页图16和17所示。

传统固定收益在回报与下跌方面来看可能具备同等吸引力，须重点铭记在此期间债券收益率的跌幅（将近400个基点）。在此背景之下，未来传统固定收益的回报前景相对低迷。同时，另类策略与固定收益的负相关性应被视为利好因素。

图15：全球宏观策略显示整体配置收益多元化

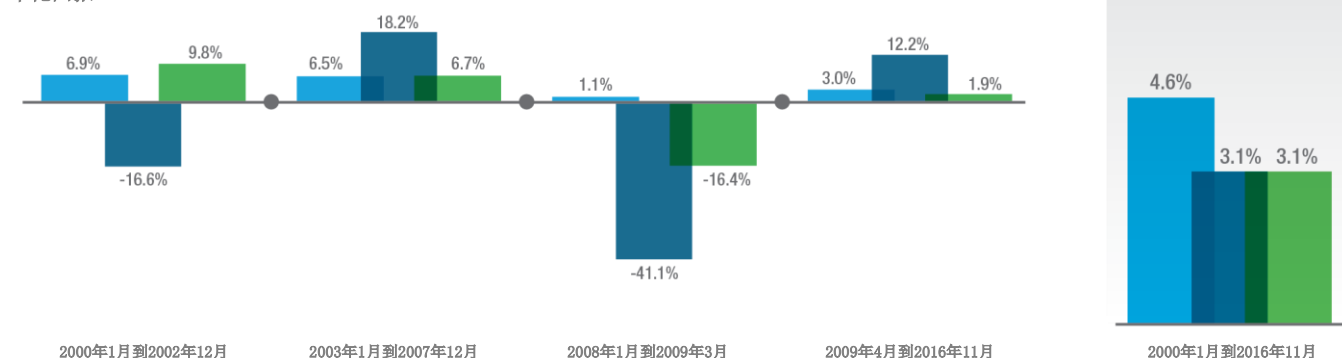
传统资产类别与另类策略之间的长期相关性（1999年12月31日至2016年11月30日）

	股票	固定收益	股票对冲	全球宏观	事件驱动	相对价值
股票	1.00					
固定收益	0.02	1.00				
股票对冲	0.85	-0.18	1.00			
全球宏观	0.23	-0.11	0.32	1.00		
事件驱动	0.73	-0.18	0.77	0.21	1.00	
相对价值	0.43	-0.15	0.43	0.12	0.46	1.00

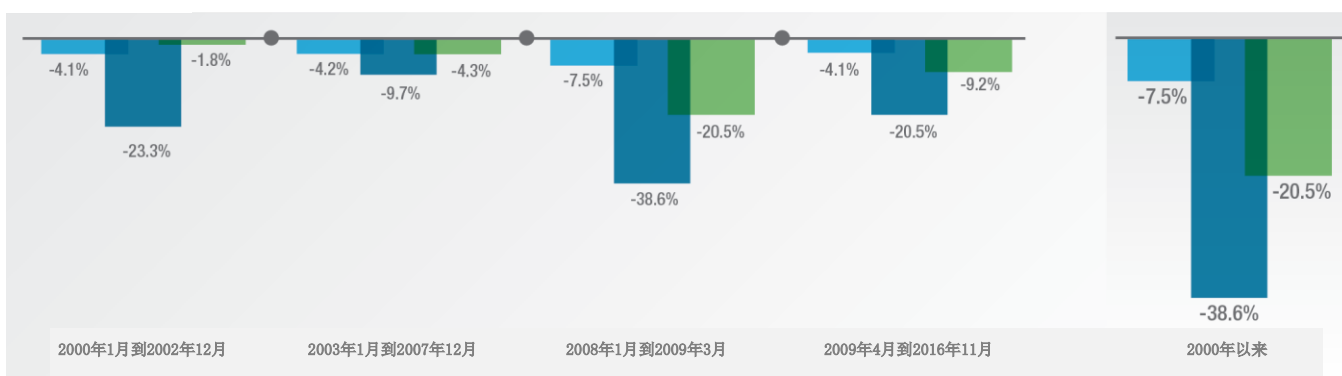
数据源：对冲基金研究、彭博终端、渣打银行

图16：另类策略配置的年化回报与全球股票相若，但2000年以来保本效果更佳

不同时期传统资产与另类策略配置的总回报与最大跌幅
年化回报



最大回撤

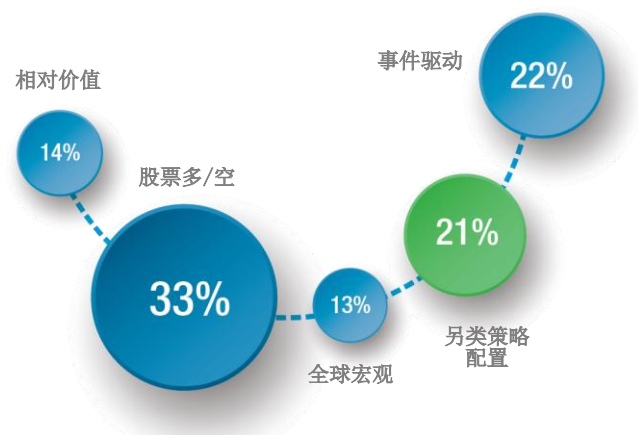


全球固定收益 全球股票 另类策略配置

数据源：对冲基金研究、彭博终端、渣打银行

图17：相对全球股票，另类策略配置具备的下行捕获率*有限

另类策略下行捕获率与全球股票对比
(2000年1月至2016年10月)



数据源：对冲基金研究、彭博终端、渣打银行

* 下行捕获率指一项资产在指数下跌期间相对该指数的表现。其以百分比表示。

结论

另类策略为私人投资者提供了非传统的投资途径，从而增加了可最终改善投资配置长期风险回报状况的系列投资工具。各项策略可呈现显著差异，表明另类策略配置通过保本（具保险属性）可以大幅提升价值，同时还使其在市场涨跌期间均呈现上佳表现。



重要投资主题一览

- 1 多元资产收益配置提供绝对正回报
- 2 均衡配置（全球股票与全球固定收益分别占50%）的表现优于多元资产收益配置
- 3 2017年另类策略配置将提供绝对正回报

债券一览

[Manpreet Gill | Abhilash Narayan]

关键主题

通胀上行的可能性不断增强，导致我们寻求削低配仓的机会并致力于下调利率敏感性。我们预期，假定通货膨胀情境得到证实，则美国 10 年期国债收益率将稍微上升，于 2017 年底处于 2.5%-3.0% 的区间。

我们看好公司债券多于主权债券。我们看好美国和欧洲高收益率债券，但对于亚洲高收益率债券持谨慎观点。我们将美国浮动利率优先贷款视作美国高收益债券具吸引力的替代品。

近期，我们预期收益率将从高位回落，理由是技术指针显示当前抛售可能过度。我们将利用此次回落作为削减发达市场投资级债券及新兴市场美元政府债券比重的机会。

步入 2017 年之后，我们维持美元债券配置平均期限组合约为 5 年的观点，旨在控制对加息的敏感性。

资产配置	观点	利率政策	宏观因素	信贷息差	货币	评论	2016 年* 回报
发达市场高收益公司	▲	●	●	●	●	利率敏感性较低。信用质素的恶化之势可能逆转	13.0%
亚洲美元债券	◆	●	●	●	不适用	防守型。中国稳定的经济增速及强劲的当地需求构成利好	5.6%
发达市场投资级企业	◆	●	●	●	●	获得高质素债券的最佳途径	4.6%
新兴市场美元主权债券	◆	●	●	●	不适用	息差便宜，但不断上行的美国国债收益率及美国贸易政策存在风险	9.4%
新兴市场本地货币	◆	●	●	不适用	●	套利具吸引力，但其积极影响为美元升值及投资者资金流出的风险所抵消	9.6%
发达市场投资级政府债券	▼	●	●	不适用	●	财政刺激举措与美联储加息导致收益率上升及价格下跌	3.0%

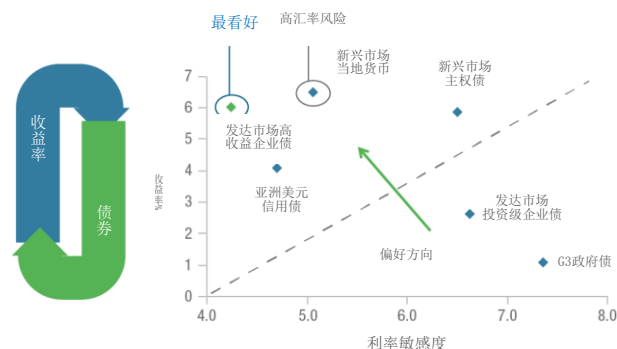
数据源：彭博终端、渣打银行；* 总回报计算周期为之前《年度展望》发布时间（2015 年 12 月 11 日）至 2016 年 12 月 9 日

图例：▲ 最看好 | ▼ 最看淡 | ◆ 核心 | ● 利淡 | ● 中性 | ● 利好

关键驱动因素

关键图表

图 1：收益率不断上行之际的债券偏好



数据源：渣打银行

公司债券表现将优于政府债券



历史重演—演绎2016年故事

在我们展望2017年时，发现与我们撰写《2016年展望》时有许多相似之处，有种似曾相识的戴觉。

我们步入2016年时，将债券视为均衡投资资产配置不可分割的一部分，对冲下跌风险。年中，鉴于风险不断攀升，我们将债券升级为我们最青睐的资产类别。该投资观点支撑的投资表现优秀，美国10年期国债收益率自1月的2.27%降至7月初的1.36%，下降近90个基点，债券取得不错的回报率：从高单位数字至双位。

然而，在美国总统大选之后，市场预期推出财政刺激政策，或造成国债供应增加，经济增长率上升和通货膨胀上涨，因而美国国债收益率飙升。尽管近期收益率飙升，我们青睐的债券子资产类别——发达市场高收益债券、发达市场投资级别公司债券和新兴市场美元计价政府债券表现出色（参阅第79页）。

展望2017年，存在通货膨胀率上涨和美联储加息风险，我们再度建议将债券作为均衡投资配置的一个重要部分，而考虑因素并非将其视为青睐的资产类别。

政府债券—发达市场

发达市场投资级别政府债券是我们最不看好的债券子资产类别；我们青睐通过发达市场投资级别公司债券，持有较高质素的债券比重。

我们认为，市场大体重新调整，消化预期财政刺激政策的影响。然而，在经济增长率和通货膨胀率上升的情况下，由于收益率攀升导致债券票面价格下跌，跌破相对较低的发行收益率所体现的水平，发达市场投资级别政府债券是受负面影响最严重的金融资产。

2017年，美国国债在通货复胀和通货膨胀情境中存在下跌风险（参阅第11页），很可能导致美国国债收益率攀升。相反，经济摸索前行情境和通货紧缩情境更有利于债券资产，因为收益率或将维持窄幅震荡或略为走低。

鉴于我们认为通货膨胀率上涨超过目前水平的概率为55%，且美联储收紧的货币政策，我们预计美国10年期收益率适度攀升，假设通货复胀情境成现实，2017年结束时年底前或收于2.5%- 3.0%。10年期债券对利率的敏感性较高，收益率上升时，价格下跌的幅度超过短期债券的跌幅。因此，步入2017年，我们青睐将期限组合集中于5年左右的美元计价债券，因为该期限债券对利率的敏感性较低且收益率水平适中，在二者之间取得较好的平衡。

继续观察其他发达市场投资级债券，我们认为日本银行可能将日本10年期国债收益率的目标稳定维持在0%左右，而其回报率可能受汇价变动所推动。在欧洲，欧洲央行近期可能继续实施宽松货币政策。

鉴于我们近期在通货复胀情境中看好美元（参阅第58页），我们青睐以经过外汇对冲后的发达市场投资级政府债券。

政府债券—新兴市场美元政府债券

我们再度青睐新兴市场美元政府债券，将其归为核心持有资产。

一些关键利好因素依然存在

- 超过5.5%的诱人收益率
- 估值并不昂贵，依然接近长期均值

然而，该资产类别对美国国债收益率不断攀升有较高的敏感性。在新兴市场美元政府债券中，高收益债券与投资级债券相比对利率的敏感性较低。鉴于美国国债收益率攀升风险，预期的美元走强或对未来商品价格构成逆风风险，加上投资者资金流向，我们采取更谨慎立场。

如前所述（参阅第17页），我们相信新兴市场经济增长企稳，可缓解信贷质素的下行压力。

虽然如此，市场愈发忧虑任何潜在的贸易限制对新兴市场经济增长率的影响。风险上升使我们认为风险 / 回报状况变得更加平衡。我们倾向维持对新兴市场美元政府债券采取多元化策略。

新兴市场本币政府债券

我们对新兴市场资产的乐观程度略微降低，与此一致的是，我们降低对新兴市场本币政府债券的青睐程度。

正如前面所强调的，目前经济增长率提高和商品价格上涨倾向是利好因素。然而，美元走强对于国际投资者而言是关键阻力，其影响通过以下三个管道传递：

- 由于债券以本币计价，美元走强降低了国际投资者的总回报

图2：新兴市场美元政府债券与10年期均值相比略低新兴市场美元政府债券息差（收益率溢价）



数据源：彭博终端、渣打银行

新兴市场美元政府债券对新兴市场债务持有最多多元化的比重。

- 本币疲弱可能促使中央银行收缩宽松政策，在极端情况下，甚至提高政策利率。债券收益率上升等同于债券票面价格下跌。
- 对上述两个因素的预期可能导致外国投资者出售新兴市场本币债券，使本币债券价格进一步下跌。

对于国际投资者而言，如果美元兑新兴市场货币走强6%-6.5%，则可能抵消赚取的债券息票（参阅第40页图1）。

与收益率较高的国家相比，外国投资者参与投资比例较高且收益率较低的国家债券市场可能更易受冲击。在亚洲，印度尼西亚（37%）和马来西亚（51%）是外国投资者参与本币政府债券投资比例较高的国家。

印度尼西亚盾债券易受美元走强和外国参与投资比例高的影响。此外，今年六次降息

（总共150个基点）意味着我们接近印度尼西亚宽松周期的结束，即使是按本币计算，也降低了资本进一步获利的潜力。我们认为这种风险 / 回报状况不再吸引。

公司债券—发达市场投资级别公司债券

鉴于发达市场投资级别公司债券对利率上升的敏感性较高，我们不再强烈推荐该资产类别。然而，他们依然是我们在高质素债券范畴所青睐的资产。在发达市场投资级别公司债券中，由于美国投资级别公司债券提供约2%的更高收益率，我们对其青睐程度胜过欧洲投资级别公司债券。



美国投资级公司债券的回报率受美国国债收益率和债券发行时的收益率溢价变动的推动。发达市场投资级别公司债券收益率溢价今年有所下降，导致其进一步下降的空间缩小。例如，收益率仅上升50个基点，就能抵消3.3%的发行收益率。

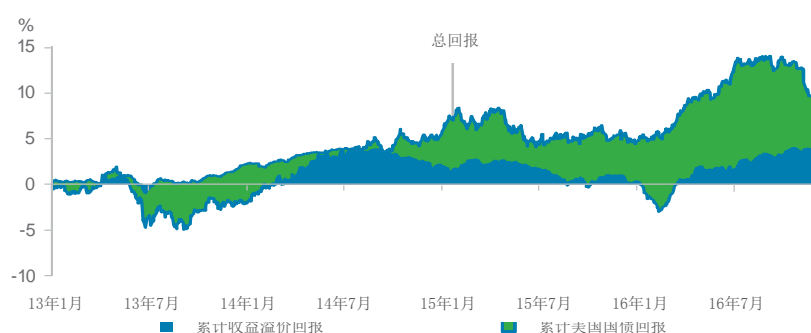
我们所预期的经济增长率上升，可能增加公司收入，提高公司的债务偿付能力，因而改善信贷质素。然而，这也会带来债券收益率攀升，抵消收益率溢价下降的部分裨益。

力，因而改善信贷质素。然而，这也会带来债券收益率攀升，抵消收益率溢价下降的部分裨益。

总之，我们认为相比2016年中期，通货膨胀上涨和收益率溢价下降的风险会降低发达市场投资级别公司债券的相对吸引力，因此我们不再青睐该资产。

* 信贷收益率溢价是公司债券与美国政府债券收益率相比提供的额外收益率。

图3：美国投资级公司债券回报受国债和息差（收益率溢价）的推动
美国投资级公司债券的总回报细分



数据源：巴克莱银行、彭博终端、渣打银行



公司债券—发达市场高收益公司债券

发达市场高收益公司债券和美国浮动利率贷款目前是我们最青睐的子资产类别，因为我们相信他们在通货复胀的环境下最具投资价值。我们青睐他们的：

- 低利率敏感性
- 可控的违约风险
- 受全球经济增长前景持续改善影响
- 与股票资产息息相关

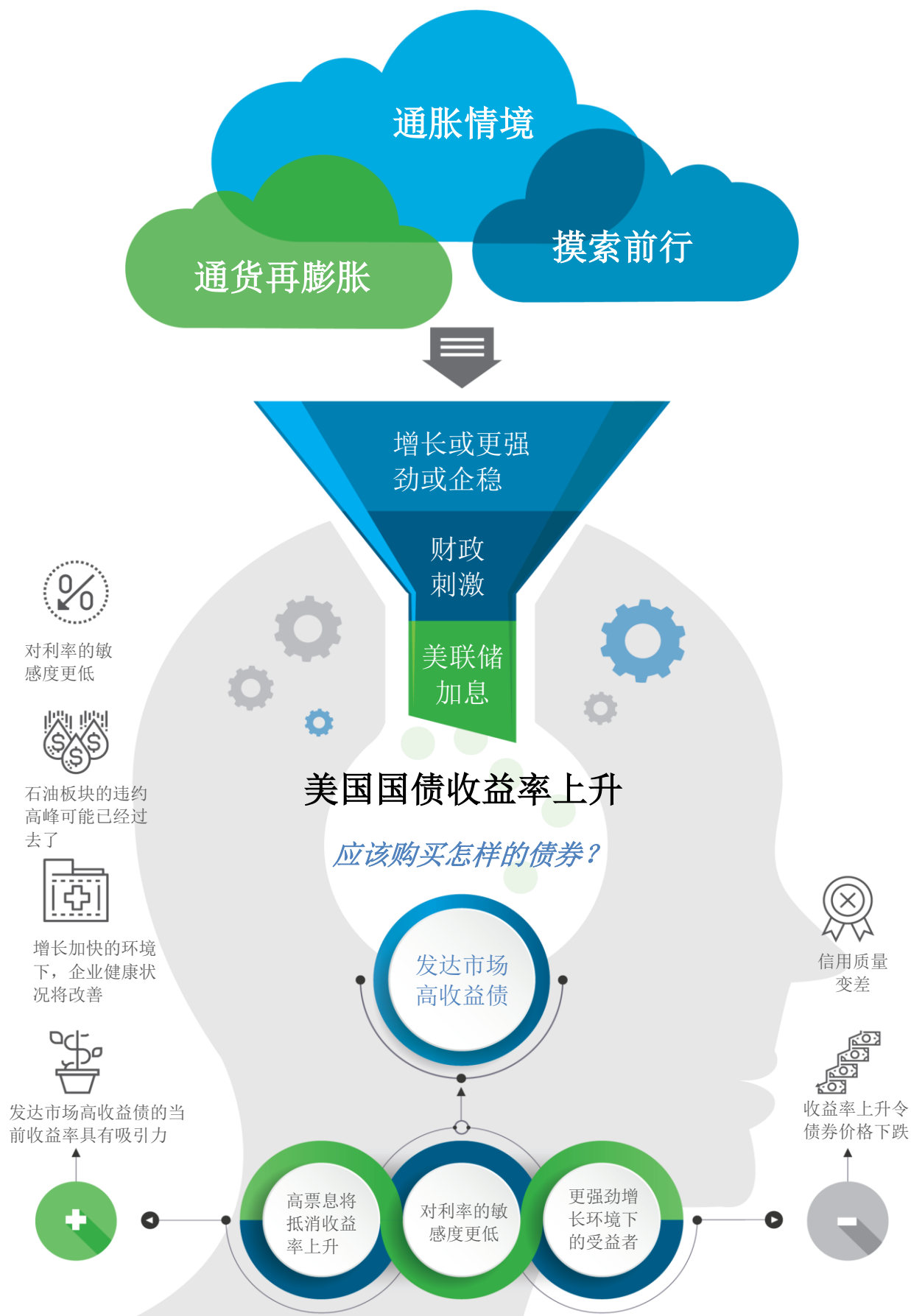
虽然两者我们均看好，但我们更青睐美国浮动利率优先贷款，相对于发达市场公司债券，因为前者以可观收益和较低风险获得高收益公司的债务。由于其提供的票息与短期利率挂钩，利率敏感性非常低。票息每3个月重新设定一次，如果利率上升，票息将增加。因此，尽管他们收益率略低，但在利率上升的环境下倾向于更具韧性，而波动性更低。他们在信贷周期临近结束时可能更具韧性，这种安全性使我们更加安心。

在高收益债券中，我们青睐美国高收益债券胜过欧元高收益债券，因为前者的收益率更高（美国高收益债券收益率：6.5%，欧元高收益债券收益率：4.1%），可能受益于美国经济增长率上升。我们看好油价，因此认为能源公司的违约率高峰期基本过去。尽管其他行业的违约率可能上升，但我们认为如果不遭受经济冲击，整体违约率可能趋于走低；主要评级机构的预测表明违约率可能趋于走低，从2016年近6%降至2017年低于4%。

我们承认，随着公司逐渐承担更多债务，提高杠杆率，主要信贷质素仍处于下行趋势。然而，低利率意味着其债务偿付能力并未急剧恶化。美国经济增长率上升可能增加收入和提高债务偿付能力，抵消收益率走高情况下融资成本上升的影响。

如经济增长率未能上升，且伴随通货膨胀上涨（即出现滞胀，概率为20%）是美国高收益债券的主要下行风险。这种情境将提高融资成本，降低盈利能力，可能恶化信贷质素。

为何我们青睐发达市场高收益债券？



公司债券—亚州债券

亚州美元债券在新兴市场债券中具备防御特性，因此我们对持有该债券依然感到满意。在该类别中，平衡潜在回报和风险之后，我们青睐投资级公司债券胜过高收益公司债券。

亚州公司债券受益于庞大的地区投资者群，因而过去数年与其他新兴市场甚至发达市场投资级政府债券相比波动性低。虽然该趋势一直是亚州美元债券的一项主要利好因素，但可能在某个时刻情况出现逆转。由此我们对该资产类别的热情略微下降。

地区投资者参与度日增以及报导显示国际投资者低配亚州美元债券是利好因素。人民币贬值造成中国投资者对美元计价资产需求增加。我们的关键假设是该趋势将保持不变（参阅第62页）。

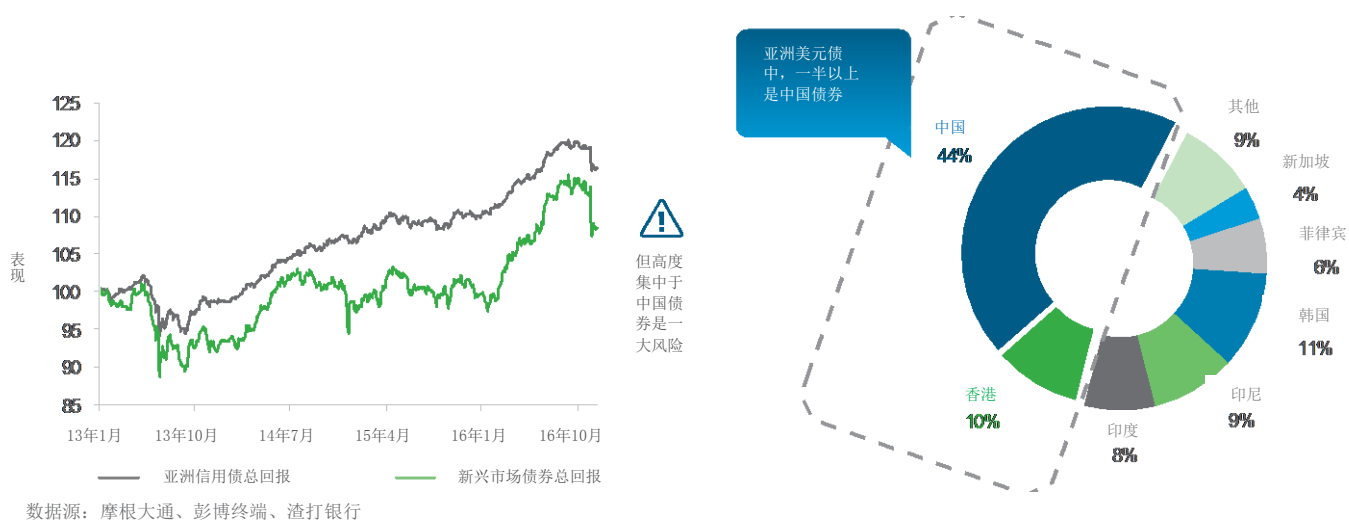
由于债券发行人对大量即将于2017年到期的债券进行再融资，债券供应预计依然高企。中国发行人可能成为该领域更主导的力量，导致集中度风险增加。来自中国大陆和香港的发行人的债券目前占亚州所有美元债券的近54%，该数字2017年可能上升。

中国无疑面临支持经济增长和管理巨额债务的艰巨任务。鉴于我们认为中国未来12个月基本因素稳定（参阅第17页），我们认为经济硬着陆忧虑致使风险持续飙升的可能性较低。然而，鉴于中国发行人集中度较高，这种最终性或导致对亚州美元债券产生更多负面影响。

债券基本因素亦存在显著差异。投资级公司债的信贷质素一直在微幅改善，而高收益公司债券的信贷质素处于恶化趋势。收益率溢价较低和信贷质素恶化为高收益公司债券带来不利的风险/回报状况。

图4：亚州美元债券与整体新兴市场美元政府债券相比更具防御性

亚州债券和新市场债券指数累计总回报。2013年1月1日重新把参考基准定为 100



重要投资主题一览

- 1 公司债券表现优于政府债券
- 2 发达市场高收益债券表现优于整体债券类别
- 3 美国浮动利率优先贷款将提供正回报

股票 一览

[Clive McDonnell]

关键主题

步入2017年，我们更看好股票市场前景。相比较，受公司盈利复苏预期的推动，美国是我们最青睐的股票市场。

英国是我们最不看好的股票市场，因为公司的前景非常不稳定，市场忧虑公司利润率低企和估值昂贵。

我们基于情境的分析预示通货复胀和摸索前行是我们步入2017年最可能的情境，这较我们先前投资专注于摸索前行环境有所改变。

虽然通胀可能上涨近来成为投资者的隐忧，但并不一定会对股市构成威胁。我们观察到，通货膨胀率上涨与公司利润率上升息息相关。

股票	美国	欧元区*	英国	日本*	亚洲（日本除外）	非亚洲新兴市场	评论
观点	▲	◆	▼	▲	◆	◆	
盈利修正	●	●	●	●	●	●	盈利修正是推动股市的短期动力指标
盈利	●	●	●	●	●	●	盈利是股市的主要推动力
股权收益率	●	●	●	●	●	●	股权收益率是股东价值的长期推动力
美国经济数据	●	●	●	●	●	●	根据经济联系，美国和其他市场对美国经济数据做出反映
当地经济数据	●	●	●	●	●	●	当地经济数据是股市的推动力，欧元区除外
债券收益率	●	●	●	●	●	●	债券收益率是股市的主要推动力，日本除外
流动性	●	●	●	●	●	●	流动性是股市的主要推动力，日本除外

数据源：渣打。* 外汇对冲

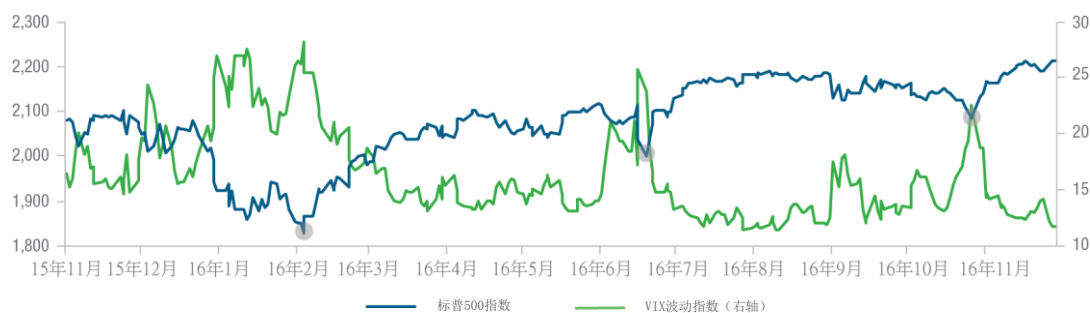
图例：▲ 最看好 | ▼ 不看好 | ◆ 中性 | ● 非推动力 | ● 有时是推动力 | ● 经常是推动力

注：各图标颜色代表其相对于当前正向 / 中性 / 负向状况而言，作为驱动力的相关性

关键驱动因素

关键图表

图 1：2016 年逢低买入策略行之有效，2017 年可能依然奏效



数据源：渣打银行

经济周期末段但并非终结



盈利反弹、财政刺激政策、公司税下调、欧元和日圆走弱均是步入2017年股市的利好因素。

全球股市推动因素：

- 盈利反弹：2017年发达市场的盈利增长率市场预期是12%，较2016年录得的1%大幅增长。
- 财政刺激政策和投资回升：候任总统特朗普看似将于2017年开始提振基建支出并削减公司税。
- 2017年欧元和日圆走弱：欧元区和日本股市的潜在利好因素，注意需要对冲外汇。

全球股票市场的风险：

- 利率持续上升和强势美元：美国利率持续上升和强势美元是新兴市场的风险，尤其是亚洲除日本外地区，美国收紧融资条件并从该地区撤回流动性。
- 特朗普当选效应消减：由于投资者解读候任总统特朗普的政策议程，美国股市上扬且债券暴跌。如果特朗普与共和党达成妥协，显著淡化他的竞选主张，预期股市和债市投资将重新聚焦摸索前行情境。
- 欧洲政治日程：2017年德国、法国和荷兰选举，欧洲选民投票决定政局走向。

美国公司盈利增长率可能从2016年的1%反弹至2017年的12%，我们更加确信该情境的可能性，因而上调了美国股票前景。公司盈利反弹预示经济周期延长，可能接近1991年-2001年所观察到的10年期经济周期，而1970年以来观察到的平均周期是7年。

我们的核心情境是美元适度强势，结合过去22年全球化的减弱风险是新兴市场经济增长的阻力。

步入2017年，我们最青睐的市场包括美国、日本（经外汇对冲）以及亚洲的印度和印度尼西亚。



双驱动因素—盈利和债券收益率

形成我们观点的主要推动因素包括：

- 步入2017年，美国是我们最青睐的股票市场。受公司盈利预期变化推动，我们对美国股市前景的评估有所提高。
- 支持我们看好美国股市的额外因素是公司利润率前景改善。
- 美国利率上升对经济复苏构成风险，但假设盈利预期继续以与资本成本同步或更快地速度上修，则股市可继续表现不俗。

美国股市：步入2017年我们最青睐的股市

受公司盈利预期变化推动，股市前景有所改善。以往，我们专注于公司盈利可能受能源这一单一行业的推动而反弹。然而我们近期观察到，市场盈利前景普遍改善。通过2016年9月以来显著改善的盈利修正指数可见一斑。

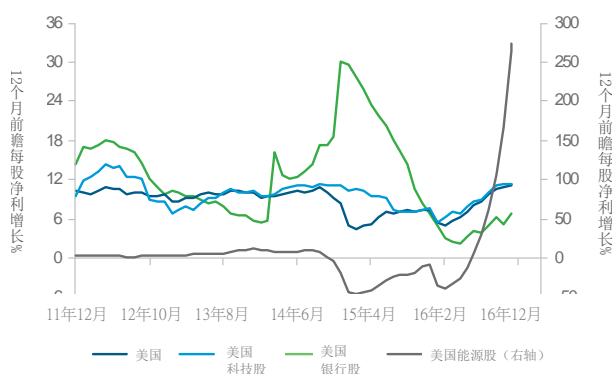
受债券收益率攀升对净息差产生的利好影响推动，分析师上调了盈利预期，尤其是银行业盈利预期有所改善。2016年银行业盈利下降1%之后，2017年预计增长7%。

美国公司盈利2016年增长1%之后，预计2017年增长12%

支持更看好美国股市的额外因素是公司利润率前景改善。

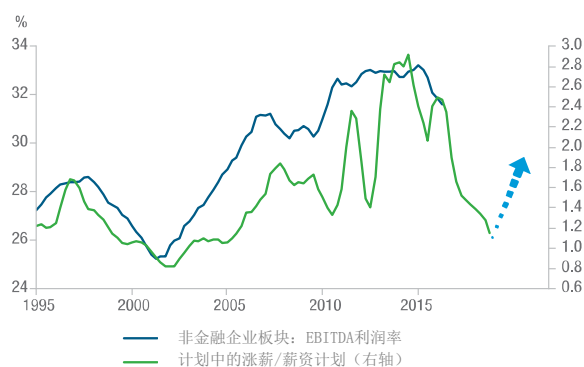
由于需求疲弱，竞争激烈使价格受抑，美国公司利润率一直承压。然而，近几个月价格前景发生变化，体现在通货膨胀预期上升。如图3所示，由于公司利润率和计划的价格涨幅 / 工人薪酬比之间存在关系，这可能是显著的变化。

图2：受能源行业推动，美国公司盈利反弹
美国公司盈利增长率预期



数据源：渣打银行、彭博终端

图3：美国公司利润率和计划的价格涨幅
如果价格涨幅超过工资涨幅，利润率可增长



数据源：经济分析局；彭博终端、渣打银行

注：非金融公司行业：EBITDA利润率（4季度移动均值）/ 计划的价格涨幅 / 薪酬计划（12个月移动均值），提前3年

美国利润率提高或帮助推升股权收益率，支撑我们所描述的上涨但并非估值过高的股市，2017年预期市盈率是17倍。反之，这会令市场周期延长，前提是利率持续上升不会压制经济增长上升的预期。

我们对经济周期和周期时间的长短所持有的看法，对于投资回报意义重大。上次周期谷底是8年前。如果我们假设当前经济周期将类似于1991-2001年的10年周期，则未来两年的潜在平均年回报率是10%。相比之下，1970年以来所观察到的平均经济周期是7年（不包括1980-1981年的短暂周期）。

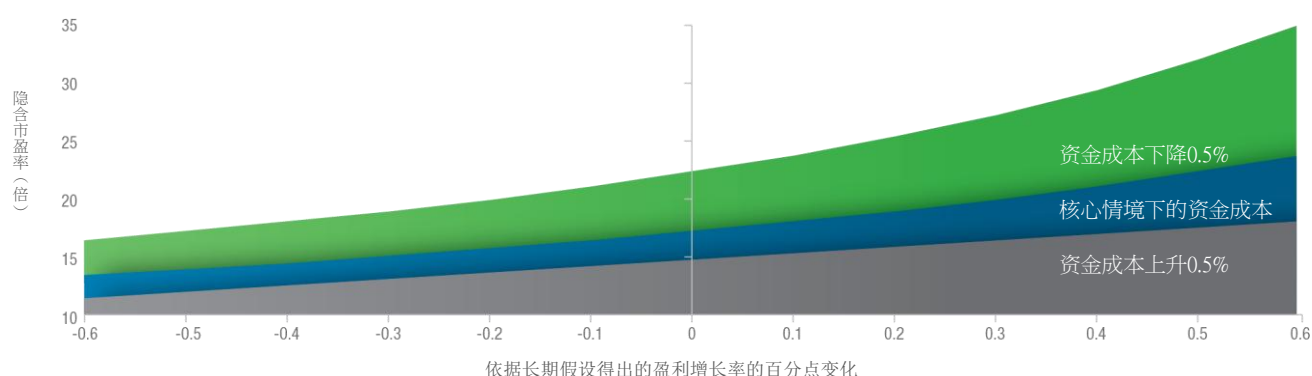
美国股市的另一利好因素是可能减税

美国联邦公司税的最高税率目前是35%，有效税率是25%。如果该税率下降，且新政府鼓励美国企业目前留存于海外的估计2.6万亿美元的盈利回流国内，或会促使股票回购、股息和投资增加，这些均利好公司盈利。

美国债券收益率持续攀升是股市反弹的风险

只要预期长期盈利增长率依然高于预估长期资本成本，股市就能继续表现不俗。当前美国长期隐含盈利增长率是4.3%。假设资本成本升至7.4%，美国股市要保持当前估值，隐含长期盈利增长率需要升至5.2%。

图4：根据不同的盈利增长率假设，低资本成本提振股市估值，反之亦然
美国股市估值对长期经济增长率的敏感性



数据源：彭博终端、渣打银行



收益率曲线和日元是关键所在

形成我们观点的关键推动因素包括：

- 日本股市具吸引力，2017年盈利增长率接近两位数，估值与历史相比处于合理水平。
- 我们见证股权收益率从2015年的8%升至2017年（预测）的9%，体现日本市场更注重提高股东回报和增加派息。
- 日元是日本股市的关键驱动因素。日元疲弱是工业和非必需消费品等行业的利好推动力。

日本股市：全球股市中我们第二青睐的股市（经外汇对冲后）
基于2017年盈利增长率接近两位数和估值与历史相比处于合理水平，日本股市具吸引力。然而，日本央行先前的政策失误和银行业前景不明朗令投资者印象深刻，并产生不确定性。

自日本央行宣布控制收益率曲线以来，日本银行业表现有所改善，但盈利尚未赶上。当前预期是日本银行业盈利2017年下降6%。

日本工业行业是日元疲弱和全球启动财政刺激政策的主要受益者。市场预期工业行业2017年盈利增长率为19%，几乎占标普指数盈利增长率的三分之一。

我们见证股票回报率从2015年的8%升至2017年预测的9%，体现日本更注重提高股东回报和增加股息支付。

投资者应关注受益于疲弱日元的工业和非必需消费品等行业。鉴于2016年日本央行实施的包括收益率曲线控制的政策，盈利存在意外上行潜力，可持有部分银行业比重。

图5：日经指数跟随美元 / 日元汇率涨跌
日经指数和美元 / 日元汇率



数据源：彭博终端、渣打银行



亚州
(日本除外)

关注美元走势和资本流动

形成我们观点的关键驱动因素包括：

- 我们预期中国出现经济企稳迹象之际，盈利增长率将反弹。然而，美元强势的影响仍是一大风险。
- 亚州除日本外地区的盈利增长率预期从2016年的2%增加至2017年的12%。
- 步入2017年，印度和印度尼西亚是我们在亚州除日本外地区最青睐的市场；马来西亚和新加坡是我们最不看好的股票市场。

步入2017年，我们对亚州除日本外地区持中性观点

利好因素包括周期性行业相对防御性行业有所复苏，中国银行业表现强于大盘。利淡因素包括美元强势和全球贸易持续增长面临威胁。

受中国和台湾经济复苏推动，2016年亚州（日本除外）地区盈利增长率预计从2016年的2%增长至2017年的12%。虽然这是明显的利好趋势，但我们注意到与发达市场相比，亚州除日本外地区盈利修正虽然从低位反弹，但依然为负值。

限制分析师盈利预测的最可能因素是对强势美元的忧虑，后者受到美元债券收益率持续攀升推动。虽然亚州基本因素较2013年显著改善，但在我们上次目睹美元债券收益率上升时，仍有包括印度尼西亚和马来西亚在内的个别经济体易受冲击。尤其是我们发现，外币债务水平高企，本币债券市场中外国投资者持有水平较高。

美元强势对亚州吸引外国投资组合资金流构成拖累

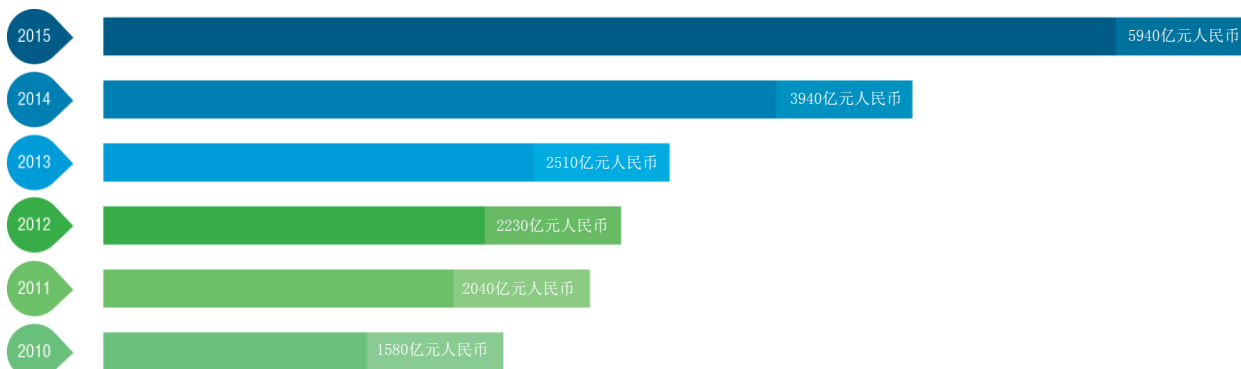
年初至今，该地区股票基金外流资金210亿美元，意味着2016年是该地区连续第四年出现资本外流。

我们看好系统性风险在中国有所下降，鉴于业界对银行业不良贷款问题风险重视程度增加。如图6所示，上市银行通过核销债务解决该问题，债务核销金额从2010年的1,580亿元人民币飙升近4倍，达到5,940亿元人民币。

虽然此举降低了不良贷款比率并对银行盈利产生负面影响，但由于银行业最终应对挑战，勇于确认不良贷款，投资者对此颇戴欣慰，该行业价值实际已进行重估。

图6：银行大幅增加准备金

中国银行业为贷款损失而作出的准备金



数据源：彭博终端、渣打银行

注：在A股市场上市的16家商业银行的总计



印度—废钞对股市产生冲击

虽然印度停止流通部分货币对市场造成冲击，但印度依然是我们步入2017年最青睐的市场之一。2017年市场预期盈利增长率是17%。市盈率估值近期有所下降，2017年预期市盈率从超过18倍降至刚超过16倍。

印度尼西亚—美元强势令人忧虑

印度尼西亚亦是我们最青睐的股市之一。15%的盈利增长率和基建投资增加均是利好因素。由于投资者忧虑外国债务偿付成本持续攀升的影响，美元强势近期对印度尼西亚股市产生负面影响。我们预计该影响将是昙花一现。

马来西亚—前景依然荆棘密布

马来西亚是我们步入2017年最不看好的股市之一。由于政治环境不明朗造成投资和消费疲弱，盈利增长率持续下降且整体经济增长率急剧下滑，股市深受影响。我们继续观察是否出现任何复苏迹象，包括政局消除不确定性和 / 或公司增加投资。

新加坡—贸易表现疲弱

新加坡亦是我們最不看好的股市之一。作为亚洲最开放的经济体系，全球贸易乏力令其经济增长严重受压。石油和天然气行业疲弱亦为市场构成阻力。债券收益率上升利好银行业，而且与马来西亚类似，我们依然关注经济复苏迹象，包括油气行业新订单增加及 / 或银行净息差反弹。



疲弱欧元将提振工业行业

形成我们观点的关键驱动因素包括：

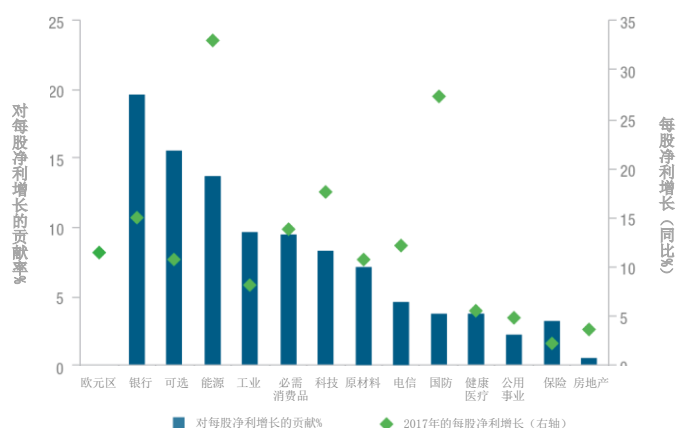
- 欧元贬值及其对公司盈利产生的利好效应。市场预期2017年欧元区盈利增长率为12%。
- 我们希望银行业能摆脱近期困境，但该行依然存在风险。
- 2017年欧元区股票投资者需要警惕法国和德国的议会和总统选举以及荷兰大选。

步入2017年，我们对欧元区股票持中性观点（经外汇对冲后）
欧元区经济增长前景依然荆棘密布。然而，我们注意到欧元贬值对公司盈利产生利好效应。这些因素共同作用，促使我们相比其他市场对欧元区持中性观点。

市场预期2017年欧元区盈利增长率为12%

欧元区五分之一的盈利增长集中于银行业。但债券收益率低对欧元区银行业的盈利造成一定风险。此外，虽然欧元贬值，但银行业受益有限。

图7：2017年银行业为欧元区每股盈利贡献五分之一
欧元区盈利细分



数据源：彭博终端、渣打银行

因为投资者消化美国财政刺激政策和欧元贬值的利好影响，我们对工业行业价值重估更具信心。工业行业是市场资本重组的第二大行业，是该双重趋势的主要受益者。

盈利修正指数近期飙升，体现欧元贬值所推动的欧元区盈利前景改善。此领先指标目前预示未来一年盈利前景改善。如果此趋势延续，则代表令市场承压的长达15个月期的盈利下修出现转折点。

欧元区公司利润率指标和股权收益率依然乏善可陈，预示当前市场估值上行有限。目前，股价是2017年市场预期盈利的14倍，高于长期均值。

2017年欧元区股票面临的重大风险之一集中于选举日程。法国和德国议会和总统选举以及荷兰大选是潜在的不安定因素，投资者需要予以密切关注。

政治日程对欧元区以国内为导向的行业的盈利增长构成下行风险。然而，由于逾50%的销售收入来自欧元区以外，该地区股市主要受外部需求推动。因此，即使国内需求疲弱，欧元贬值亦可提振销售收入，进而可能提高利润。

非亚州 新兴市场

留意商品价格

形成我们观点的重要推动因素包括：

- 非亚州新兴市场前景受商品价格影响严重。步入2017年，我们对商品价格持中性观点，进而严重影响我们的股票观点。
- 尽管2016年非亚州新兴市场盈利增长基数较高，但2017年将放缓。
- 中国经济增长前景和固定资产投资回升程度将对巴西前景产生重要影响。

步入2017年，我们对非亚州新兴市场保持中性

我们看好观点的驱动因素包括在我们的核心情境中，即商品指数12个月回报率为0-5%，油价趋于从当前价格逐渐走高，上限是60-65美元。

美元强势不再是非亚州新兴市场的风险，因为巴西和俄罗斯的货币价格偏低，两国或可受益于商品价格反弹。

2017年非亚州新兴市场盈利增长将放缓 — 这将发生在两个地区或市场之一。市场预期2017年盈利增长率为13%，而2016年为25%。

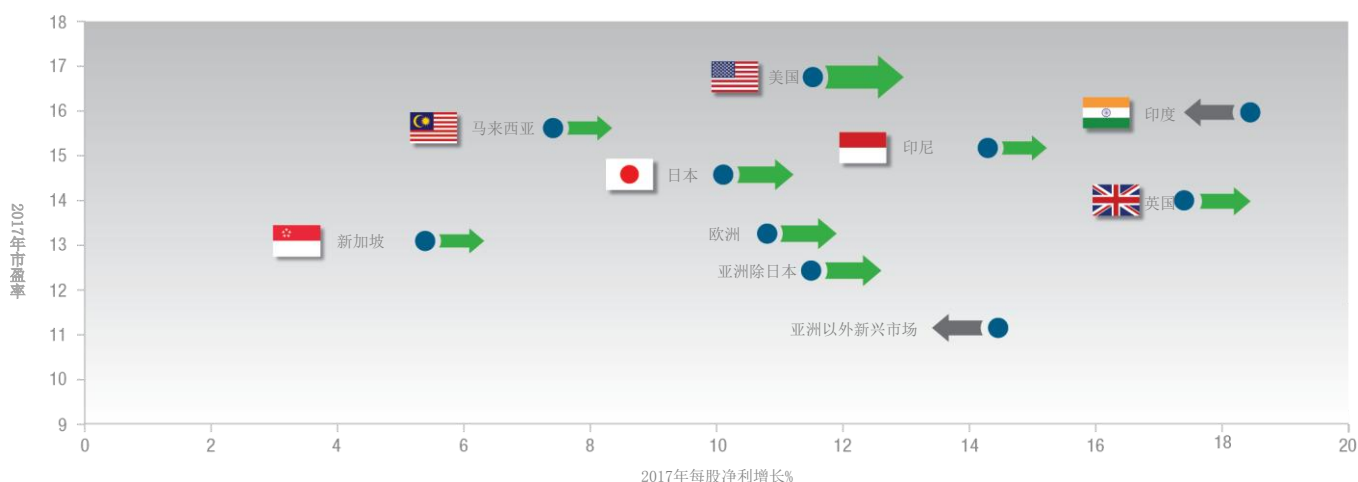
无可否认，非亚州新兴市场盈利放缓的主要原因与巴西经济疲弱相关。反之，2016年商品价格反弹引致的股市飙升带来盈利增长率正常化。

中国经济增长前景对于巴西至关重要

基准利率自当前的14%下调以及巴西雷阿尔回升将有助于提振收入，进而刺激消费。如以上两大因素成为利好催化剂，银行业作为巴西市场最大的单一行业，将大大受益。目前股价是2017年市场预期盈利的11倍，非亚州新兴市场估值提高。然而，受商品价格反弹推动，盈利增长率看似势将向上修订，高估值并非主要忧虑。

图8：非亚州新兴市场是见证盈利增长率放缓的两个地区 / 市场之一

全球市场2017年盈利增长率和估值



数据源：彭博终端、渣打银行

注：中间点：2017年每股盈利比率10% | 箭头大小：箭头愈大，市值愈大
箭头颜色：与上年相比，→ = 走高；← = 走低



英国

触发第50条前景不明

形成我们观点的关键驱动因素包括：

- 英国或启动脱欧谈判，或触发执行《里斯本条约》第50条，对于股市是一项风险。
- 与欧元区类似，相比国内需求，英国股市受海外趋势左右更为严重，尤其是商品市场趋势。
- 英国公投赞成离开欧盟时，英国股市估值过高，随后公司利润率急剧下滑，这些预示着2017年英国股市前景挑战重重。

步入2017年，英国是我们最不看好的股市

英国或启动脱欧谈判，或触发《里斯本条约》第50条，是股市的一项悬而未决的风险。然而，与欧元区类似，相比国内需求，英国股市严重依赖海外趋势，尤其是商品市场。

因此，虽然脱欧谈判的不确定性或拖累国内消费，但并不必然转化为股市疲弱。

尽管存在这些潜在缓解因素，但英国公投支持离开欧盟时，英国股市估值过高，以及随后公司利润率急剧下滑，这些预示着2017年英国股市前景十分艰困。

2016年公司盈利增长3%，虽然2017年预期增长20%，但主要原因是英国脱欧公投以来，英镑下跌17%和商品价格上涨。能源和原材料行业占指数市场资本额的五分之一，但占2017年预期盈利增长的近三分之二。

英国非金融公司利润率更体现公司是否稳健，该指标已跌至3.6%。而美国是8.5%，欧元区是5%。

英国投资者应关注外部和商品相关行业，包括能源、原材料和非必需消费品。随着英国脱离欧盟，投资者应对冲与国内疲弱需求相关的经济增长放缓风险。

图9：英国股市与历史相比昂贵



数据源：彭博终端、渣打银行

主题

迈入2017年，我们看好三个主题：美国科技股，美国小盘股和中国新经济板块。

美国



美国小盘股

强势美元的受益者

迈入2017年，美国小盘股是我们最新看好的板块。下面对其驱动因素有重点阐述，并且对其当前状况与12个月之前作比较。小盘股也是税制改革——尤其是降低企业主要税率的计划——的潜在受益者。由于小型企业的业务更加集中在国内，因此强势美元对小盘股的好处要甚于对大盘股的裨益。

美国小盘股的驱动因素

亮绿灯的驱动因素较 2016 年有所增加

	2017	2016
企业盈利	●	●
销售增长	●	●
并购	●	●
企业治理	●	●
利率	●	●

税制改革的受益者

迈入2017年，美国科技股是我们看好的板块之一。其利好因素包括：对云服务的需求增长会驱动大型科技企业的盈利。该板块可能会成为美国正在酝酿的税制改革的主要受益者，尤其是企业海外盈利的税务处理有所变化的话。如果这些盈利被输送回国内，则可能会被用来回购本公司股票以及分红，此外还可能被用来增加资本支出。

中国：新经济



专注电子商务

迈入2017年，中国新经济板块是我们最新看好的板块之一。我们相信人口结构的变化、城市化以及移动互联网的普及是驱动新经济板块加速发展的动力。该板块包括科技和服务业。想比大市，这些板块的盈利增长和估值更高。我们认为，企业利润率的提升也支持估值抬高。

重要投资主题一览

1. 美国股票：迈入2017年之际，我们最有信心的市场
2. 日本（外汇对冲）是我们在2017年看好的市场之一
3. 印度和印尼是2017年我们看好的亚洲市场
4. 迈入2017年之际，我们对三类主题抱有信心：美国科技股、美国小盘股、中国新经济板块



外汇 一览

[Tariq Ali, CFA | Manpreet Gill]

关键主题

步入 2017 年，我们预计美元适度走强。美国利率预期上升和各中央银行继续放松政策之际，我们预计欧元、日元、英镑和人民币步入 2017 年将走弱。我们的精选观点是做空欧元/美元和做多美元/人民币。

我们预期 2017 年澳元和新西兰元将继续走强。在通货膨胀率持续上涨、商品价格走高和本土央行可能不再实施额外宽松政策的背景下，我们预期澳元和新西兰元走强。我们的精选观点是做多澳元/美元。

新兴市场精选货币的表现。由于国际收支基本因素改善和高利率（俄罗斯卢布、巴西雷亚尔、印度尼西亚盾和印度卢比），我们预期商品相关货币兑美元表现将超过其他新兴市场货币。

关键驱动因素

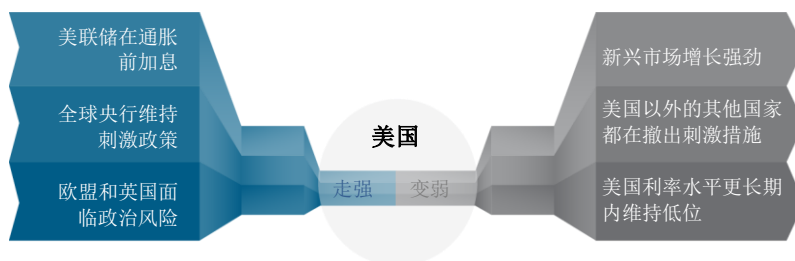
货币	前景	实际利率 利差	风险情绪	商品价格	美元普遍 走强	评论
美元	▲	●	●	●	不适用	美国利率上升，同时主要经济体维持宽松政策
欧元	▼	●	●	不适用	不适用	欧洲央行维持宽松政策背景下，利差不断扩大
日元	▼	●	●	不适用	不适用	日本央行实施控制收益率曲线政策之际，利差不断扩大
英镑	▼	●	●	不适用	不适用	英国脱欧前景不明朗和国际收支基本因素疲弱之际，投资情绪低落
澳元、新西兰元	▲	●	●	●	●	宽松周期可能见底之际，适度上涨的商品价格将提供支持
新兴市场 外汇	◆	●	●	●	●	适度走强的美元是阻力，但适度上涨的商品价格和中国稳定的经济增长将限制下跌

数据源：彭博终端、渣打银行

图例： ▲ 看好 | ▼ 看淡 | ◆ 中性 | ● 不支持 | ● 中性 | ● 支持

关键图表

综合各项因素，仍支持美元强势。然而，这主要取决于美联储对上升的通货膨胀压力如何做出回应



数据源：渣打银行

美联储前景至关重要

美元：受美元利率上升预期提振

2016年，由于美国经济增长乏力和通货膨胀预期低迷，美联储加息预期下降，令美元（贸易加权）汇率指数表现疲弱。近来，美国大选之后，财政刺激预期提高且美国收益率飙升，因而美元再度升值。只要美联储加息不会与市场预期背道而驰，则通货复胀或高通货膨胀率情境（概率为55%，参阅第11页）将利好美元。我们预期在摸索前行情境中，美元呈现窄幅上落。

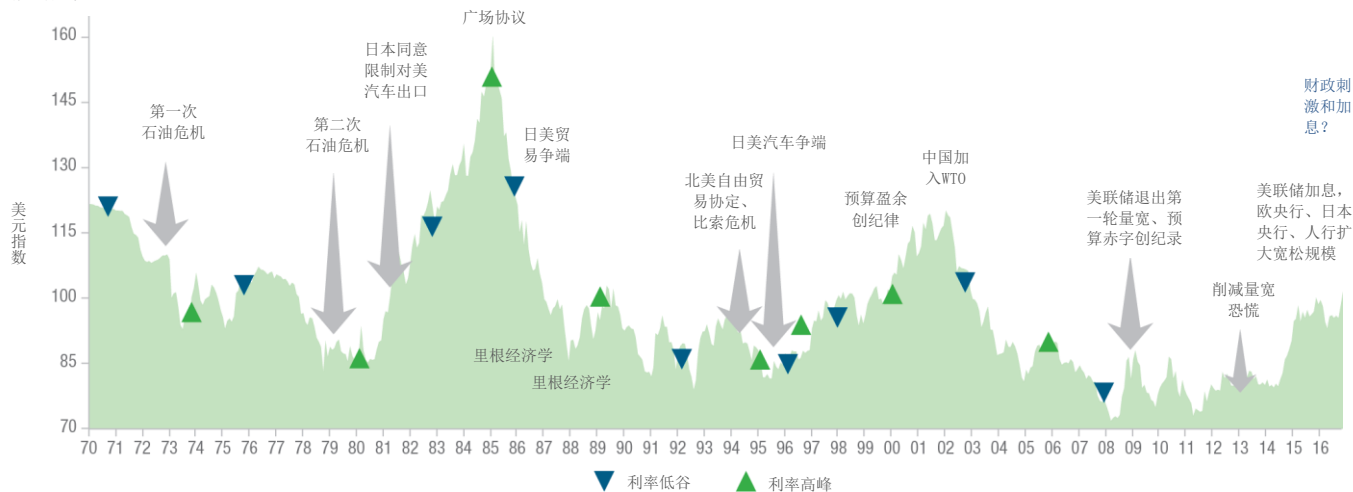
我们相信，步入2017年，我们的基础情境是美元或适度走强，基于如下两项假设。首先，为响应高通胀压力，美联储主动加息，而多数其他央行，特别是日本央行、欧州央行、英格兰银行以及至少中国央行，将至少维持当前宽松政策。这将可能扩大扣除通货膨胀率的实际利差，利好美元。其次，虽然我们预期新兴市场经济增长率将企稳，但汇价依然不太可能强劲反弹，因此，对这些货币的投资情绪保持谨慎。美元贸易加权指数的一个重要部分由新兴市场货币组成。

我们发现，2017年美元适度强势的前景存在两大风险。首先，美联储采取的目标可能是在一定期间内允许通货膨胀率超过目标（有时被称作“过热”经济）。这将收窄利差和削弱美元。其次，新兴市场开始强劲反弹，吸引资本流入并削弱美元。

只要美联储行动仍至少与加息预期相符，则通货复胀或高通胀情境将利好美元。预计在摸索前行情境中，美元呈现窄幅上落。

图1：透过美国利率周期、贸易事件、金融危机和财政扩张，从历史角度检视美元的走势

美元指数



数据源：彭博终端、渣打银行



欧元



短期



中期

欧元：政治风险主导走势

过去两年欧元 / 美元相对窄幅上落（基本上处于1.05-1.15）。然而，我们认为欧元2017年可能走低。

除美元的普遍走势外，欧元前景有两个关键影响因素。首先，欧洲央行货币政策，其次，欧元区政治风险。在第一点中，我们的基础情境是欧洲央行为巩固通胀预期，将维持宽松政策。这可能将欧元实际收益率维持在低位，同时美国实际收益率继续上升。在第二点中，英国脱欧和美国大选之后，市场可能愈来愈关注欧元区民粹主义 / 欧元怀疑论政党的风险。我们欧元贬值观点的主要风险是欧洲央行将政策转向略微收紧的立场，开始大幅缩减资产购买规模。2017年如果通货膨胀在全球蔓延，则此风险可能增加。



日元



短期



中期

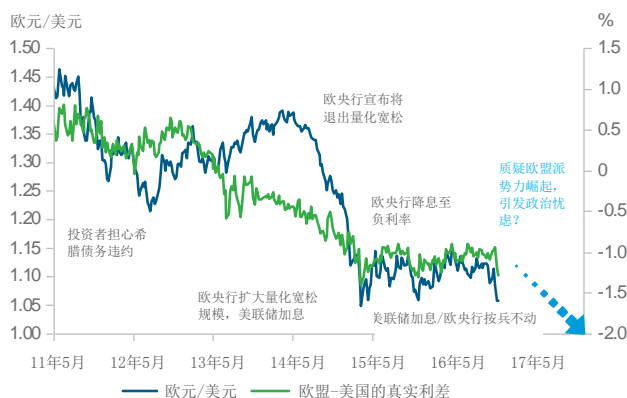
日元：美元利率前景至关重要

2016年，日本央行降低日元利率（扣除通货膨胀率）取得一定成效，日元显著走强。然而，在美元接近年底飙升之后，日元回吐一半涨幅。我们认为，2017年日元能进一步适度下跌。

随着日本央行限制10年期国债收益率，2017年日元前景很大程度上取决于美国收益率前景。随着美联储可能于2017年至少加息2次，美国-日本实际利差不断扩大或加剧日本的资本外流并削弱日元。我们看到该前景存在两大风险。首先，一旦日本通货膨胀率继续下降，或增加实际利率，将有利于日元走强。其次，由于日本依然是全球其他地区的重要净贷款人，全球风险规避情绪高涨或贸易争端严重升级将支撑日元。

图2：目前欧洲央行可能维持当前宽松政策，美国加息之际实际利差预计进一步下降

欧元-美元10年期实际利差和欧元 / 美元



数据源：彭博终端、渣打银行

图3：日本限制10年期收益率的政策意味着美国利率目前是拖累美元 / 日圆的关键

美国-日本10年期实际利率利差和美元 / 日元



数据源：彭博终端、渣打银行



英镑: 困境犹存

英镑自英国脱欧公投后暴跌。尽管如此，我们依然维持对英镑的中期负面展望，原因有三大方面：

首先，在主要已发展经济体系中，英国的经常项目逆差最高，根据以往经验，其调整速度要滞后于英镑贬值速度。其二，英镑与美元实际收益率息差收窄引发债券持有者抛售，或造成资本加速外流。其三，英国与欧盟未来关系阴晴不定，将继续影响投资者的情绪，并降低英国资产的吸引力。以上观点的主要风险在于英国政府对保留与欧盟现有经济协议的意愿不断加强。另外，如英国最高法院要求就脱欧展开议会辩论，英国立法机关或同意留在欧盟，但我们认为此可能性较低。



澳元、新西兰元和加元：在通胀复胀中乘势上行

如发生通胀加剧情境（累计概率为55%，参阅第11页），会对商品货币形成利好，因此我们预计澳元2017年将持续走高。

在我们看来，主导澳元走势的原因有两方面：商品价格和央行政策。我们认为，2016年铁矿石价格已见底，可继续企稳，或在中国政府继续实施刺激措施的推动下逐渐走高。另外，我们认为降息周期或已结束，原因是全球通货膨胀蔓延至澳洲，以及澳洲联储（RBA）对汇价的关注度降低。

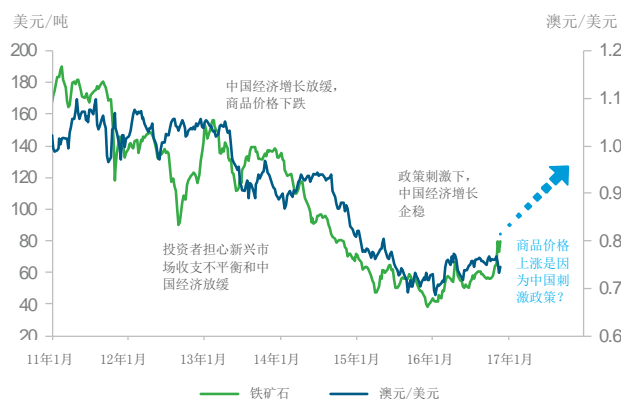
与澳元相似，影响新西兰元和加元走势的主要原因有两方面：主要商品价格和与美国的利率息差。主要商品前景改善（乳品支持新西兰元和石油支持加元），可能支持两国货币。

另外，我们预计新西兰联储（RBNZ）和加拿大中央银行（BoC）不会进一步放宽货币政策，如放宽则扩大息差并利好美元。全球通缩威胁是我们以上观点的主要风险。

新兴市场货币

我们预计步入2017年，新兴市场货币将继续受压，主要受美国加息和美元走强影响。但是，商品价格高企和发达市场前景看好，或造成通货复胀，对新兴市场货币形成利好。鉴于此，我们相信新兴市场货币不会像2014年至2015年一样全面下跌（请参阅第63页图6）。同时，我们认为新兴市场货币存在息差扩大的空间。

图4：中国增长稳定，商品价格高企，或推高澳元 / 美元汇率
中国铁矿石价格和澳元 / 美元汇率



数据源：彭博终端、渣打银行



中期

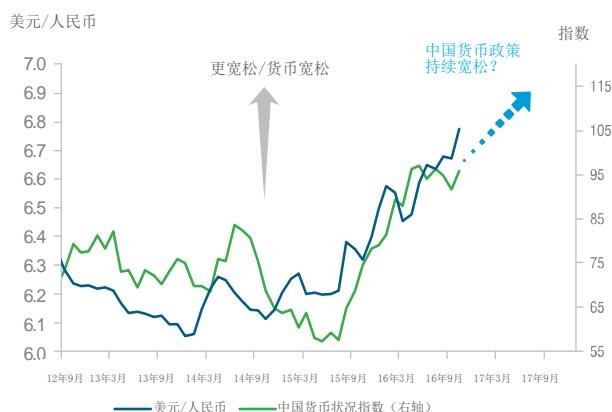
人民币：预计将继续贬值

我们维持对人民币2017年的负面展望。

首先，美国利率高企和美元走高对人民币产生不利影响。美国高利率或继续引发企业降杠杆或资本从中国外逃，进而令人民币受压。其次，我们认为中国或维持其广泛宽松的政策，意味着允许人民币一篮子货币贬值程度符合市场预期。我们对人民币展望的上行风险是中国宽松政策立场的转变或者是美元普遍走弱。

图5：中国延续宽松货币政策推高美元 / 人民币汇率

中国货币状况指数和美元 / 人民币汇率



数据源：彭博终端、渣打银行



中期

韩元：外界因素主导

我们预计2017年韩元受美元走强影响，将呈现疲软态势，但一旦市场消化最利好美元走高的因素（如美国利率走高）之后，韩元有望企稳。

就当前来看，美国有可能实施贸易保护主义政策的消极影响、韩国央行（BoK）放松银根的倾向以及日元预期走软等担忧，均对韩元形成不利影响。随着时间推移，我们预计一旦以上提及的最利好美元的因素被市场充分消化，投资者对新兴市场的情绪得到改善，韩元将有望进一步企稳。我们上述观点的上行风险为美元走弱或日元走强，以及韩国货币政策收紧造成韩元走高等。



中期

新加坡元：未来持续下行

同整个地区相似，我们认为美联储加息或造成新加坡元贬值。此外我们认为，新加坡国内经济增长前景看淡、房地产市场价格疲软以及通胀持续低企，新加坡金融监管局（MAS）进一步放宽政策的预期增加，加大了新加坡元的下行风险。



中期



中期



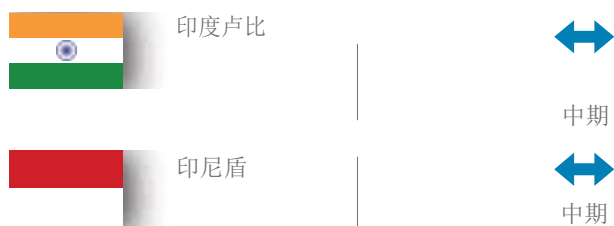
中期

马来西亚林吉特、泰铢、菲律宾披索：保持谨慎

我们预计马来西亚林吉特2017年继续延续疲软态势，该货币是对美元强度、贸易流动、商品价格最为敏感的区域货币之一。因此，马来西亚林吉特一旦面临区域货币抛售则不堪一击，主要原因包括往来帐户顺差规模较小、本地债券外国投资者持有比例高以及外汇储备水平低。但是从中期来看，如商品价格攀升，马来西亚林吉特贬值势头将受限。

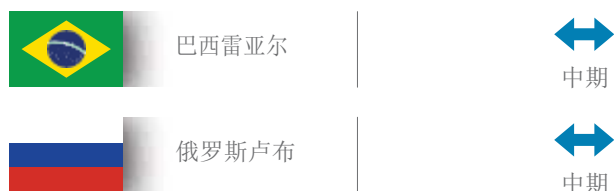
我们预计泰铢同该区域内其他货币一样，泰铢兑美元汇率也会走低。此趋势主要受泰国以出口为导向的经济性质和资本可能外流影响。但是泰国的国际收支状况与马来西亚相比更为强劲，与马来西亚林吉特相比该国货币可能表现更为强韧。

菲律宾披索对外界因素比重较小。但是，该国当前贸易状况恶化，外国投资前景欠佳。然而，菲律宾国内经济增长前景或较为向好。



印度尼西亚盾和印度卢比：以国内经济为导向，具有高套利空间

印度卢比和印度尼西亚盾与该区域内其他货币相比，预计更具韧性，原因有三个方面。首先，两国都推行高利率，如该区域货币贬值，可提供一定下行缓冲空间。其二，两国货币对国际贸易比重较小，其国际贸易占国内生产总值比重较低。其三，两国都进行了适度的国内改革，其增长前景较佳，提升了两国资产的吸引力。



巴西雷亚尔和俄罗斯卢布：商品比重利好

我们预计巴西雷亚尔和俄罗斯卢布与其他新兴市场国家相比韧性更强，主要基于三大原因。首先，巴西雷亚尔和俄罗斯卢布对商品比重较大。我们预计2017年商品价格前景看好。其次，市场对大部分政治和经济风险情境已充分体现。第三，两国货币收益率具有吸引力，可抵御一定下行风险。



南非兰特和土耳其里拉：持续下行

我们对南非兰特和土耳其里拉保持谨慎，主要基于以下两大原因。首先，两国国际收支状况与其他主要国家相比略显弱势，更容易受到美国升值的影响。其次，政治风险（南非）和安全风险（土耳其）或进一步抑制投资者的承担能力。

图6：新兴市场货币紧随美元走势

贸易加权美元指数与摩根大通新兴市场外汇指数



数据源：彭博终端、渣打银行

重要投资主题一览

- 1 欧元/美元下跌
- 2 澳元/美元上升
- 3 美元/人民币上升
- 4 我们预计含印度尼西亚盾、印度卢比、俄罗斯卢布和巴西雷亚尔平均加权（权重相同）的一篮子货币会跑赢新兴市场货币指数大市

短期 = 3个月以下
中期 = 3-12个月

商品 一览

[Tariq Ali, CFA | Manpreet Gill]

关键主题

2017年商品价格有望延续温和上行趋势。通胀前景以及全球资本支出周期改善是背后因素。

油价有望继续走高。供应基本因素的改善表明油价在2017年有望走高，但价格上限预计会在每桶60-65美元。

黄金或维持窄幅上落。黄金配置极其有限，在通胀下行情境下作为对冲工具较为合理。

工业金属2017年继续维持缓和上涨，主要受通货复胀环境影响，但供需关系严重失衡，难以支持强劲利好观点。

关键驱动因素

商品	观点	库存	生产量	需求量	实际利率	美元	风险情绪	评论
原油	◆	●	●	●	不适用	●	●	库存水平居高不下；供需缺口将缩小
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	美国加息步伐预计与通胀保持一致
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	中国需求支持金属价格；市场依然供应过度

数据源：彭博终端、渣打银行

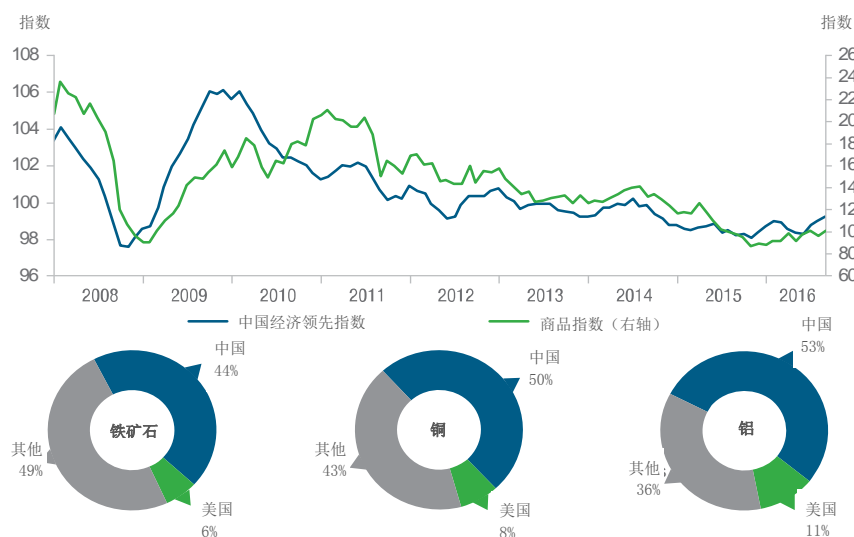
图例：◆ 中性 | ● 不支持 | ● 中性 | ● 支持

关键图表

中国是众多主要商品的最大消费国之一，其稳定性对商品维持上行势头至关重要。

图 1：中国经济增长改善商品预期

中国领先经济指标，彭博商品工业金属子指标，主要工业金属中国消费比例（下图）



数据源：彭博终端、渣打银行

通货复胀和中国经济稳定

商品市场总体展望

商品价格经历数年以来持续下跌后，在2016年开始走高，供需不均衡的严峻局面有所改善以及中国实施刺激政策（财政和货币政策）是背后原因。2017年，我们对商品较2016年更看好。

我们重点突出以下三大稍微看好商品前景的原因。首先，在我们对通胀走高的情境预期（累计概率为55%，请参阅第11页）下商品前景向好。一般在此情境下，会伴随公司加大资本性支出从而提振商品需求。其次，供需失衡局面有望进一步缓解，尤其是原油。其三，中国可能持续实施货币和财政扩张政策以保持稳定。

我们上述展望的主要风险，包括通缩风险再现，石油输出国组织国家未能按协议目标有效削减石油产量，以及中国增长前景大幅恶化。

供应量放缓是我们预期明年原油价格高企的主要原因。石油输出国组织国家达成的协议非常重要。主要成员国与俄罗斯已达成协议削减原油产量。同时，美国原油产量增长步伐持续放缓，而库存量在2016年企稳。在此形势下，我们预计供需缺口将于明年中期出现，到2017年年底油价上涨幅度加速。

尽管如此，我们认为油价逐渐走高的过程不会一帆风顺，主要有三方面原因。首先，石油输出国组织成员国之间削减石油产量计划的顺利实施存在诸多阻挠因素，成为原油市场波动起伏的主要原因。其二，我们认为倘若石油价格突破每桶60-65美元，石油产出成本比较高的国家将会增加供应量（包括美国的页岩油），对石油突破该区间继续上涨明显形成抑制作用。其三，美元适度强势或称为额外阻力，但该效应的影响可能适中。

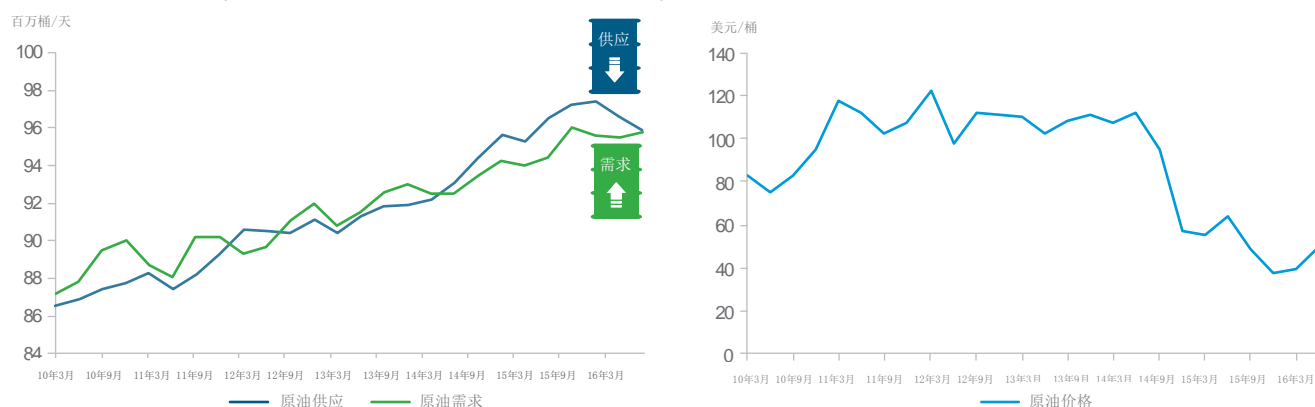
我们预计原油需求将在2017年支持原油价格上涨。新产生的需求大部分源于亚洲经济大国，包括我们预计2017年经济强劲增长的中国、印度和印度尼西亚等国家。此外，美国增长有望2017年加快步伐，将额外增加原油需求。



能源：市场最终会收紧

原油价格在2014年-2015年大部分时间下跌后，于2016年首季开始复苏。自此以后原油价格逐步回升，但依然存在回落风险。2017年，我们预期油价高企的利好因素将占据上风，虽然我们认为油价将不会上穿每桶60-65美元的区间。

图2：供求缺口加大，供应短缺将最终导致油价承上行压力
国际能源组织（IEA）原油供求总量和布兰特原油价格（右表）



数据源：彭博终端、渣打银行





原油供求失衡局面改善速度领先于工业金属。



工业金属：聚焦中国，而非美国

工业金属2016年强劲反弹。中国增长企稳，房地产市场受政府政策刺激升温，带动了基础金属的价格。我们预计基础金属将温和上涨，但不会出现大幅飙升。

根据我们观点，基础金属价格或持续受到中国为扩大国内需求实施的宽松政策措施的带动。尽管近期局面比较乐观，我们依然认为即使美国出台财政刺激计划，也不会对工业金属的需求产生极其重大的影响。美国对工业金属的需求量不足10%，而中国则达到50%，仍然是最大的工业金属需求国。

我们认为两大变量将可能制约工业金属价格的上涨势头。首先，主要生产国的成本依然远低于市场价，产量增加存在一定空间。澳州生产商的生产成本仍然低于当前价格约50%，主要原因为生产效率大幅提高。其次，几大主要金属库存量居高不下，市场需求不可能造成库存大幅回落。举例而言，2017年铜的供应量将会过剩，而明年全年市场预计会处于供大于求状态。

对我们上述观点形成上行风险的原因包括中国增长反弹幅度超出预期，中国政府支出计划加速，金属生产方快速削减产量。下行风险源于通缩压力继续，或中国经济增长预期显著恶化。



黄金：光芒减弱

金价在2012年-2015年期间走低，但2016年反弹，主要原因为美联储调低了加息预期。此前我们在2016年中期转为看好黄金，预期会出现美联储不愿加息情境，美元对黄金的阻力受限，以及全球经济增长某些领域风险持续不散。展望2017，我们认为利好利淡因素已形成比较均衡的局面。

我们认为影响黄金2017年展望的因素有三方面：

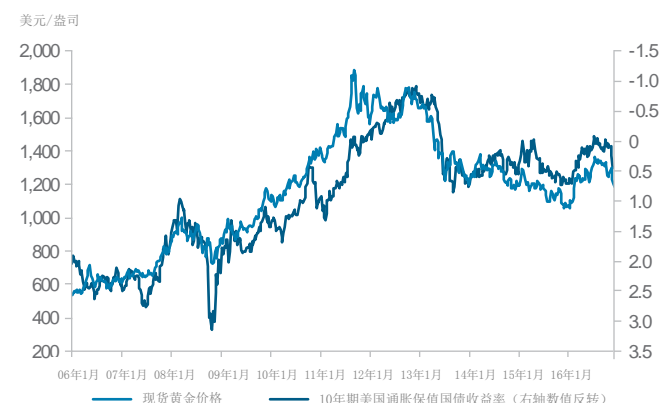
- 扣除通胀率后的利率
- 美元前景，以及
- 政治和金融市场动荡环境下的避险需求

我们认为2017年美国利率将与通胀预期保持一致，对黄金走势影响中性。我们对美元走高的预期或成为黄金走势的压力。最后，我们认为2017年几大政局紧张的地区将增加黄金避险需求，包括可能出现的贸易紧张局面和欧元区的政局。考虑到以上风险之间的均衡关系，我们对2017年黄金的预期为中性，在全年可策略性地寻找机遇。

黄金下行风险包括与通胀相比利率增幅加快，造成抗通胀国库债券收益率升高，以及政治压力缓解。黄金上行风险包括与通胀预期相比利率大幅下滑，美元普遍走软，政治和银行业压力骤增。

图3：近期黄金价格与10年期通胀保值国债收益率（可反映实际利率预期）走势正好相反

美国10年期通胀保值国债收益率、黄金现货价格



美国10年期收益率和10年通胀预期



数据源：彭博终端、渣打银行

重要投资主题一览

布伦特原油2017年底前
将走高

另类策略 一览

[Manpreet Gill]

关键主题

我们认为另类策略将继续提供投资分散度，同时不失为合适的资产类别替代工具。在当今投资环境下多种投资情境中对一篮子策略进行分散化配置，仍具有吸引力。关于另类策略分散化配置的详细内容请参阅第36页。

我们认为全球宏观策略具备的类保险特性可继续提供价值。尽管2016年年初至今另类策略的总回报不尽人意，但其表现与类保险资产表现仍然一致，且2017年此相关性依然存在。

在股市波动期间，股票对冲策略作为全长仓配置的替代策略，仍具有吸引力。这一点特别是在经济周期末段存在大量市场回落风险时更为难能可贵。

关键驱动因素

资产配置	观点	资产类别替代?	分散来源?	评论
另类策略	◆	●	●	分散度重要来源
股票对冲	◆	●	●	全长仓股票策略另类策略
相对价值：债券	◆	●	●	违约风险
相对价值：与保险相连证券	▼	●	●	平均由灾难引致的损失可能上升
相对价值：其他	◆	●	●	流动性面临挑战
事件驱动	◆	●	●	并购活动具吸引的交易差价
全球宏观：商品	◆	●	●	油价高企成为支持
全球宏观：商品	▲	●	●	提供保险价值

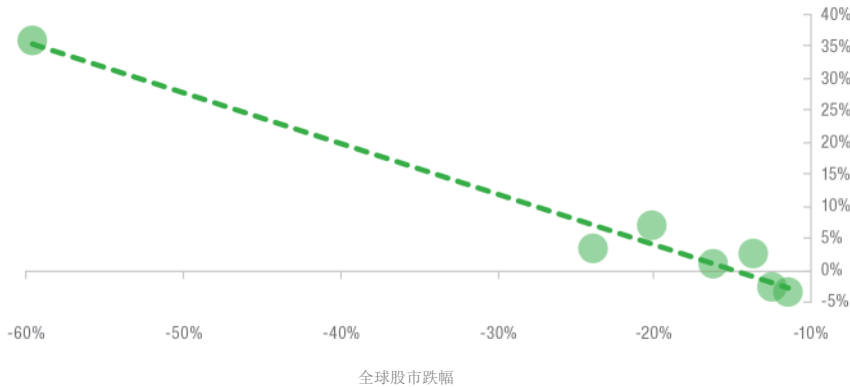
数据源：彭博终端、渣打银行

图例：▲ 最看好 | ▼ 最不看 | ◆ 中性 | ● 不支持 | ● 中性 | ● 支持

关键图表

追随趋势策略回报（一种全球宏观策略）在股市调整大于10%时，与股市回报成反比

图 4：追随趋势策略回报与股市调整相比
2005 年 1 月至今（虚线呈现最适合的趋势）



数据源：彭博终端、渣打银行

物色具保险功能的资产

概要

另类策略2016年表现参差。今年市场主要受政策驱动，一季度股市大幅回落，债券相对跑赢股市，均对另类策略造成不利影响。但是该资产类别依然突破阻力实现了全年正回报，主要受益于事件驱动策略。

因此，宏观策略作为一种保障来源，确实产生了一定溢价，当然因为股市产生了正回报，这也不足为怪。

分散型配置和资产类别替代

尽管另类策略表现不一，我们依然相信一篮子另类策略在多个宏观经济情境下具有一定吸引力。关于构建分散型另类策略配置的更多细节请参阅第36页，关于我们预设情境的细节请参阅第11页。

很多子策略可作为全长仓配置的绝佳替代策略（如股票对冲作为股票的另一选

择），也有很多子策略可提供分散价值（如宏观策略，与股市的关联性较低）。

在此框架下，我们认为股票对冲策略仍然是全长仓股票配置的绝佳替代策略。举例而言，该情形在2016年早期便已上演，当时在股市大幅回落时该策略跑赢股市。精选事件驱动型策略通常受益于连续不断的并购活动，尤其是在美国公司加速调回资金的情况下。

看好全球宏观策略

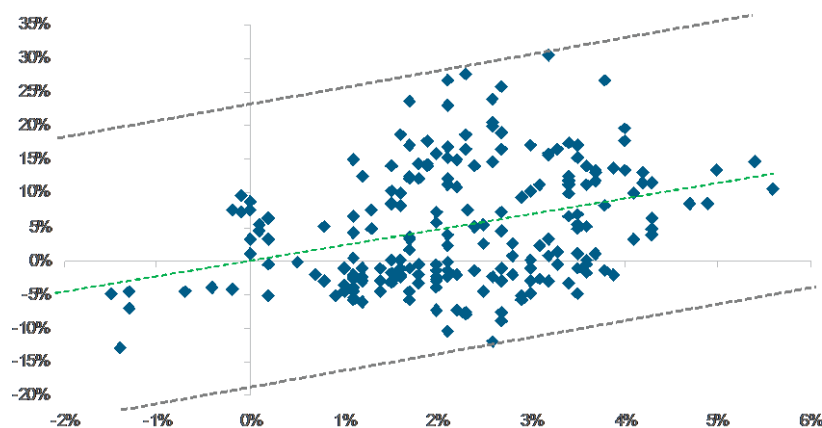
在分散性方面，我们认为宏观策略在提供“具保险功能”特性方面要优于其他策略。宏观策略作为类保险资产方面有一定的成功经验；如第69页表格所示，在大多数股市调整的情况下（如全球股市回落10%及以上），追随趋势策略（全球宏观策略的子策略）在大多数情况下，对股市回落可起到一定缓冲作用。另类策略与债券走势长期负相关（请参阅第

37页），其类保险的特点亦可对债券收益率上升的风险形成对冲。

此特点是我们考虑会出现的情境时大有裨益。通货复胀情形可缓和或降低股市大幅回落的发生频率，但是我们从2016年股市出现调整的情形和经济周期末期的经验来看，股市大幅整固的情况依然可能发生。

如不可控的通货膨胀情境发生（细节请参阅宏观部分），即对股市和债市均会不利，意味着宏观策略提供的分散配置更为有用。左图显示宏观策略与通胀成正比。宏观策略作为一种风险保障来源，这一特点在美国通胀意外走高的情形下，更能彰显其吸引力。宏观策略与债券的负相关特点，随着时间的推移，或发挥一定作用。

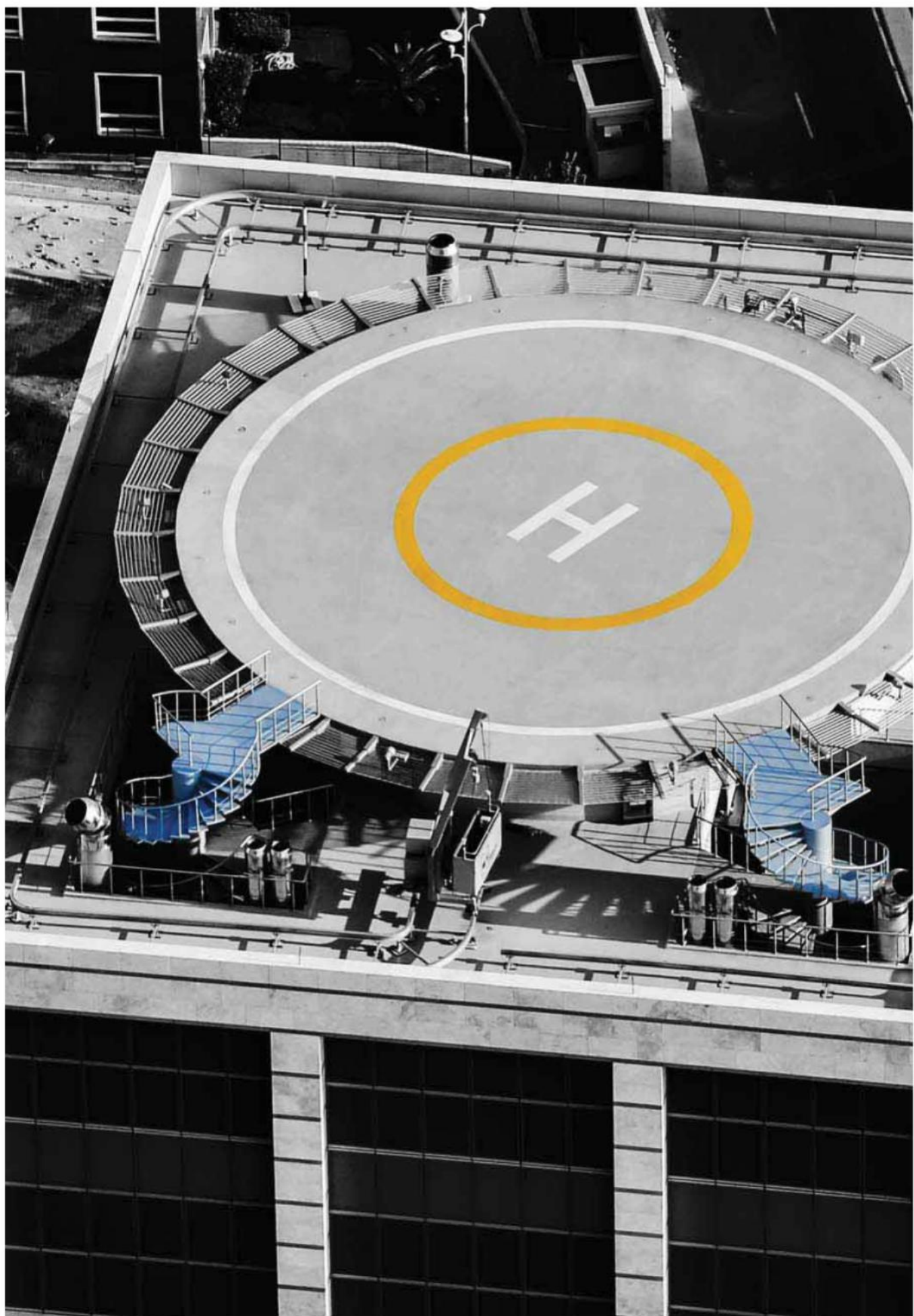
图2：宏观策略回报随美国通胀走高而上涨，但在相对较宽的范围内
HFRX宏观指数回报（较上年变化）与美国消费价格指数通胀（同比）对比，月度数据。绿色虚线为最适合的趋势，灰色虚线显示区间



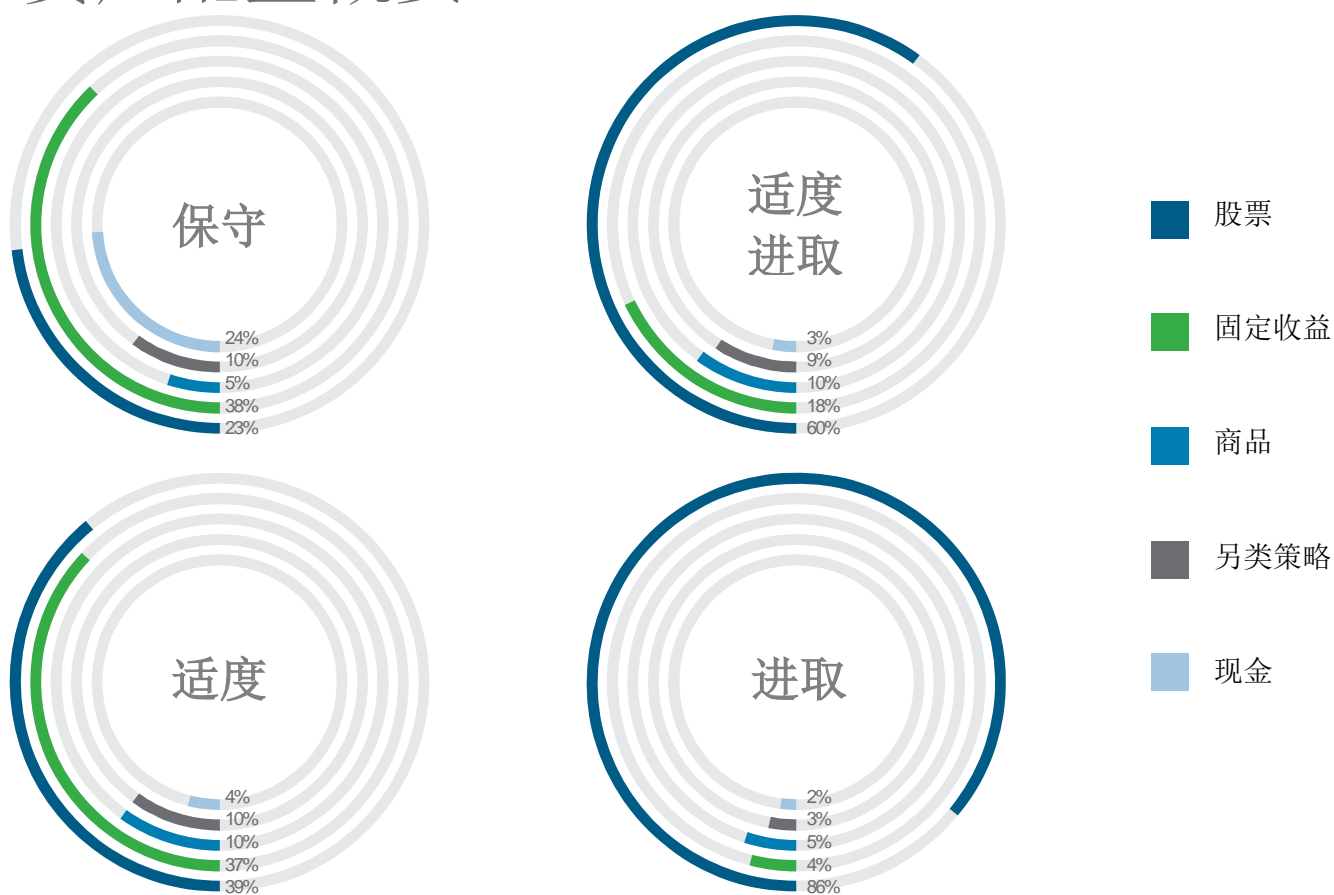
数据源：彭博终端、渣打银行

重要投资主题一览

我们的另类策略配置预计2017年产生绝对正回报（参阅第36页）



资产配置概要



		相对战略 投资模型 的观点	保守	适度	适度进取	进取
现金		低配	24	4	3	2
固定收益		低配	38	37	18	4
股票		超配	23	39	60	86
商品		标配	5	10	10	5
另类策略		标配	10	10	9	3
资产类别	地区					
现金及现金等价物	美元现金	低配	24	4	3	2
发达市场投资 级债券	发达市场政府债券*	低配	20	12	0	0
	发达市场投资级公司债券*	标配	6	4	2	0
发达市场高收益率债券	发达市场高收益公司债券	超配	2	7	6	2
新兴市场债券	新兴市场美元主权债券	标配	4	5	3	0
	新兴市场本地货币主权债券	标配	2	4	3	0
	亚州美元公司债券	标配	4	5	4	2
发达市场股票	北美州	超配	8	13	20	28
	欧州（英国除外）*	标配	4	7	9	15
	英国	低配	0	0	2	3
	日本*	超配	2	4	6	8
新兴市场股票	亚州（日本除外）	标配	7	13	19	26
	新兴市场（亚州除外）	标配	2	2	4	6
商品	商品	标配	5	10	10	5
另类策略		标配	10	10	9	3

* 外汇对冲比重。所有数字均为百分比。仅供说明之用。进一步详情请参阅本文件结尾重要数据一节。
数据源：渣打银行

2017年重要事件



图例： X—日期待定 | 欧洲央行—欧洲中央银行 | FOMC—联邦公开市场委员会 | 日本央行—日本中央银行

2016年回顾

[Manpreet Gill]

重点主题的表现

我们针对2016年投资环境采用的关键框架是，考虑一系列潜在情境及其对投资决策的意义所在。在宏观层面上，我们的情境经证实判断准确，美国经济扩张之势延长一年，我们核心的”摸索前行”情境与事实大致相符。

不过，两点情况不尽人意。首先，政局转向愈演愈烈的民粹主义未在我们的监测范围内。其次是财政政策成为主角的速度。尽管上述情况并未实际导致政府支出攀升，但市场已对未来支出可能增加的情况做出反应（比如，美国国债收益率上行）。尽管年初时我们一直在重点监测美国经济是否会陷入衰退，但现在在许多经济与周期指标表明，目前担忧的情况并非迫在眉睫。

这种喜忧参半也贯穿了我们资产配置决策的最终结果。相对2015年而言，我们在捕捉跑赢大盘的机遇方面不甚成功。事后看来，我们可能过于保守。尽管如此，2016年我们策略性资产配置决策的绝对回报（发布《2016年展望》至今高达7.4%，均衡型的风险状况）仍旧高于上年（从发布《2015年展望》至

《2016年展望》，损失1.7%，均衡型的风险状况），源于市场势头利好及我们于5月份成功转至固定收益策略。



A

发达经济体各处于经济周期的不同阶段。股市牛市行情有望延续；欧元区（经外汇对冲）及日本是我们最看好的市场。

Advanced economies at different stages of the economic cycle.



D

发达市场的通缩压力将会减退。首季金价趋稳，并预期美国高收益债券表现良好。

Deflationary pressures to abate in developed markets. Gold to stabilize in Q1 and US high yield bonds expected to perform well.



A

亚州与新兴市场仍旧依赖中国。中国依然是我们在亚州最看好的市场。新兴市场（亚州除外）可能于2016年触底。

Asia and Emerging Markets still dependent on China.



P

中央银行政策会继续支撑增长。美元债券有望提供小幅正回报。收益投资仍然有效。美元不再维持全面强势。

Policies of central banks to remain supportive of growth.



T

过渡至周期末段可能会令波动性增加。投资者需要考虑回落风险。增加债券与另类策略的配置。

Transition to late cycle likely to lead to higher volatility.

A

我们关于全球股票牛市行情延长的观点直至今日仍旧表现良好（自2016年展望发布以来涨幅高达10.3%），但该观点在2016年经受了两次考验，一次在年初（股市大幅回落10%以上），另一次在夏季期间（暂时性回落）。我们于年初超配欧元区股票（在外汇对冲基础上）及日本股票。不过，我们在2016年初市场波动之际亏损平仓——事后认识到此举操之过急——但当时主要基于风险管理考虑才做出如此决策。

D

继2015年仅实现0.1%的平均同比增长之后，2016年美国消费价格指数（CPI）通胀率加速，年初至今均值为1.1%。不过，欧元区通缩纾缓的程度不太显著，而日本则根本未呈现减轻的现象。在股市波动且美国实际（扣除通胀影响）收益率不断降低之际，首季金价大幅上扬（16.1%）。同时，美国高收益债券于2月中旬结束连续8个多月的跌势，从展望发布至今涨幅为16.6%。

A

新兴市场股票与硬货币债券在2016全年呈现大幅回升，得益于中国经济增长及商品价格趋稳，同时年初至今新兴市场股票跑赢发达市场6.5%。新兴市场（亚州除外）股票触底。

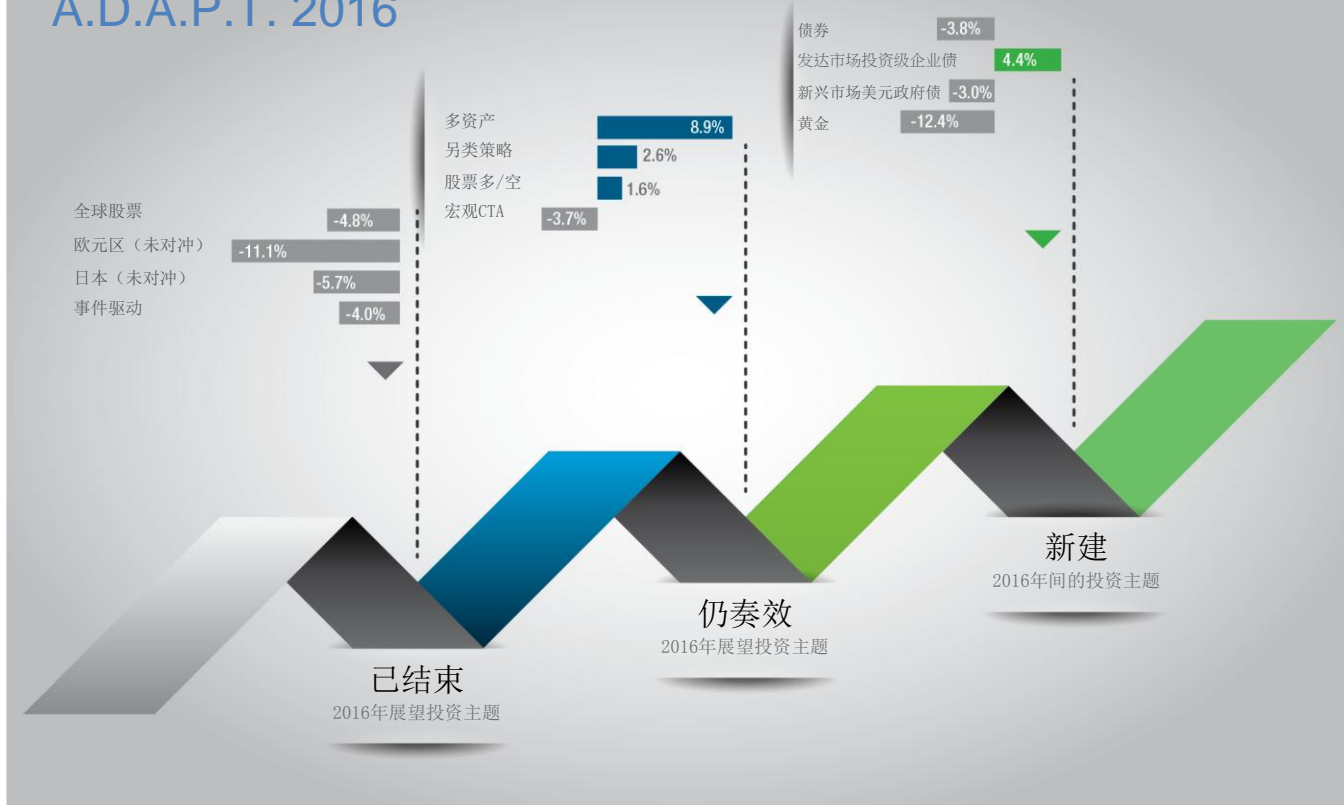
P

美联储2016年仅加息一次，日本央行进一步放松货币政策，而欧州央行延长购债时间。多数新兴市场的央行或降息或维持利率不变。上半年美元计价债券普遍强劲上涨，不过投资级别债券在下半年部分回落。多元资产收益策略自《2016年展望》发布以来一度上涨10%，此后在最近3个月回落。美元指数（DXY）维持窄幅上落，在美国大选之后上行压力浮现。

T

2016年股市出现两轮重大波动行情——第一次出现在1月-2月（导致股市回调幅度超过10%），第二次为英国脱欧之时（不过此次跌幅较小）。第三次波动出现在11月份特朗普意外胜选之后，但此次波动的特点是债券而非股票回落。这导致今年债券的表现逊于股票。

A.D.A.P.T. 2016



A.D.A.P.T.三大重要主题的表现



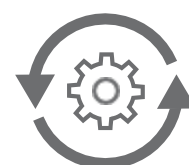
全球股票

-4.8%



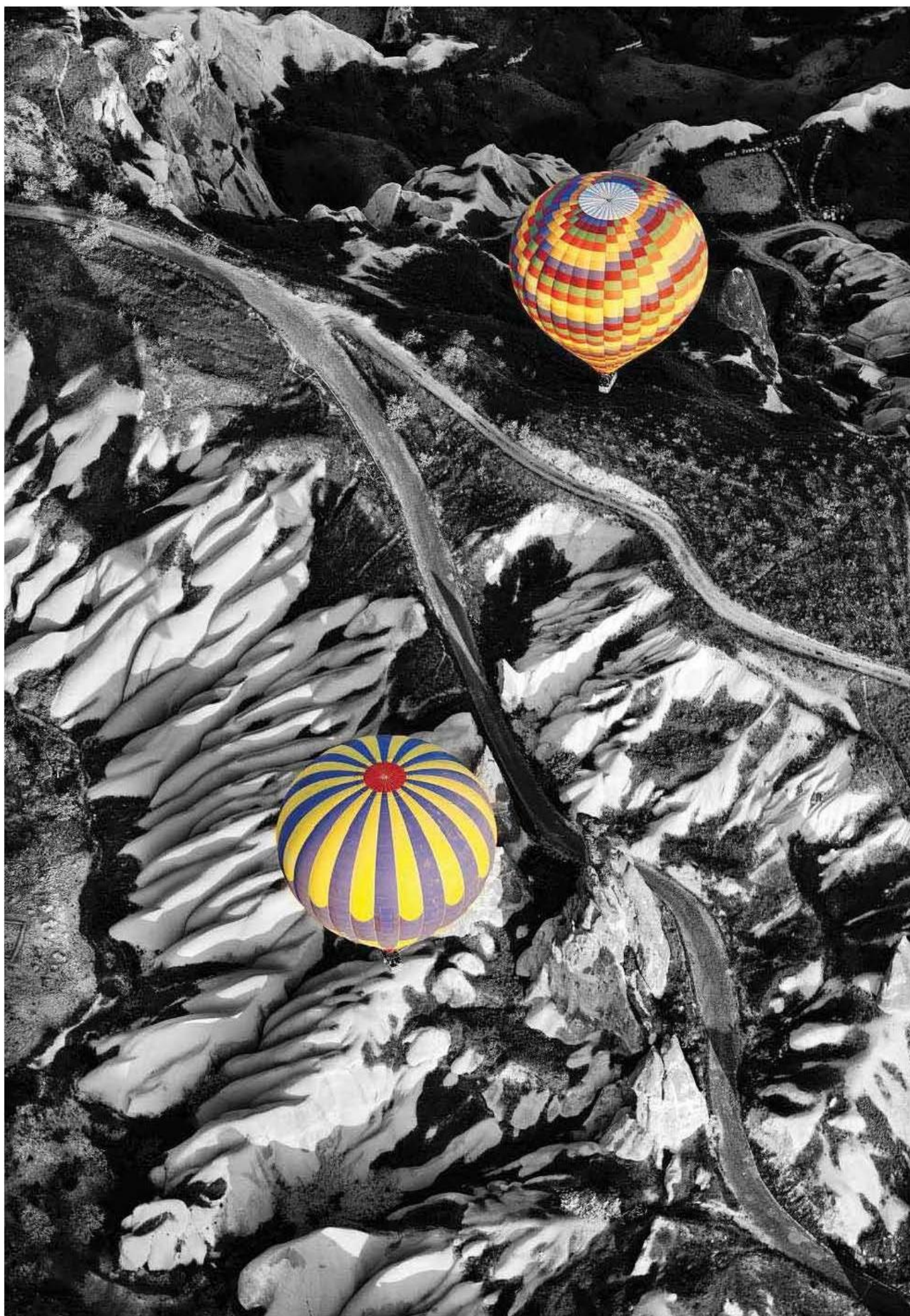
多元资产
收益配置

+8.9%



另类策略

+2.6%



投资主题的表现



多元资产收益

多元资产收益策略2016年表现强劲，在我们推荐的投资主题中表现最佳，从发布展望至今回报率高达8.9%，不过该策略在过去3个月里遭遇回落。

在多元资产收益策略中，表现最为突出的资产包括美国高息股、美国高收益债券及可转换债券。表现不佳的资产包括欧洲高息股票、美国优先股及美国通胀保值债券，不过其中许多表现不佳的资产仍提供绝对正回报。



债券

我们年初提出的债券表现将优于现金与商品的观点进展良好（分别跑赢7.6%和2.8%）。我们看好的债券——投资级公司债券、美国高收益债券及新兴市场美元债券也跑赢大盘。不过，在政府债券领域，日本政府债券的优秀表现出乎我们的预料（在我们不再抱持该项观点之前，其跑赢美国国债24%），正如拉丁美洲与欧洲新兴市场本地货币计价债券较之亚洲新兴市场呈现出的优秀表现。我们看好的印度卢比本地货币计价债券提供的绝对回报率为3.7%，不过我们曾同样看好的印度尼西亚盾计价债券下跌2.9%。



股票

在2016年上半年多数时间里，我们看好股票多于债券，但其实际表现却与我们的判断相悖（跑输3.2%），不过考虑到此后股票反弹的幅度，我们在年内不再抱持该项观点的时间过早。在股票领域，发达市场的表现优于新兴市场（1.3%），同时我们关于日本、英国、新加坡及马来西亚股票表现不佳的预期最终得到证实，而针对日本的预期推翻了我们此前于年初做出的其表现优越的观点- 详情请参阅第80页的图表。

我们的行业观点不甚奏效；在美国上市的科技行业逊于大盘0.6%，多数发生在美国大选之后，同时到我们于2016年6月结束该项观点时美国银行业行业逊于大盘7.8%。



商品

2016年商品的强劲表现超出预期（自发布展望至今回报率为12.4%）。工业金属大幅反弹（跑赢整体商品大类16.5%），着实出乎我们的意料。我们对于石油（45-55美元）及黄金（1,250-1,400美元）的预期价格区间大体得以维持，但在特朗普胜选之后金价跌破该区间。”消费型”商品跑赢”投资型”商品11.2%，与我们的预期相符。



货币

我们之前提出美元将在2016年呈现区间走势的观点。尽管美元在美国大选之后美元走势出现暂时性上行突破，但目前看来与我们的预期大体相符。我们关于英镑、日圆及瑞士法郎的观点同样成绩斐然，但关于澳元、新西兰元及欧元的投资观点遭遇滑铁卢——详情请参阅第82-83页的表格。

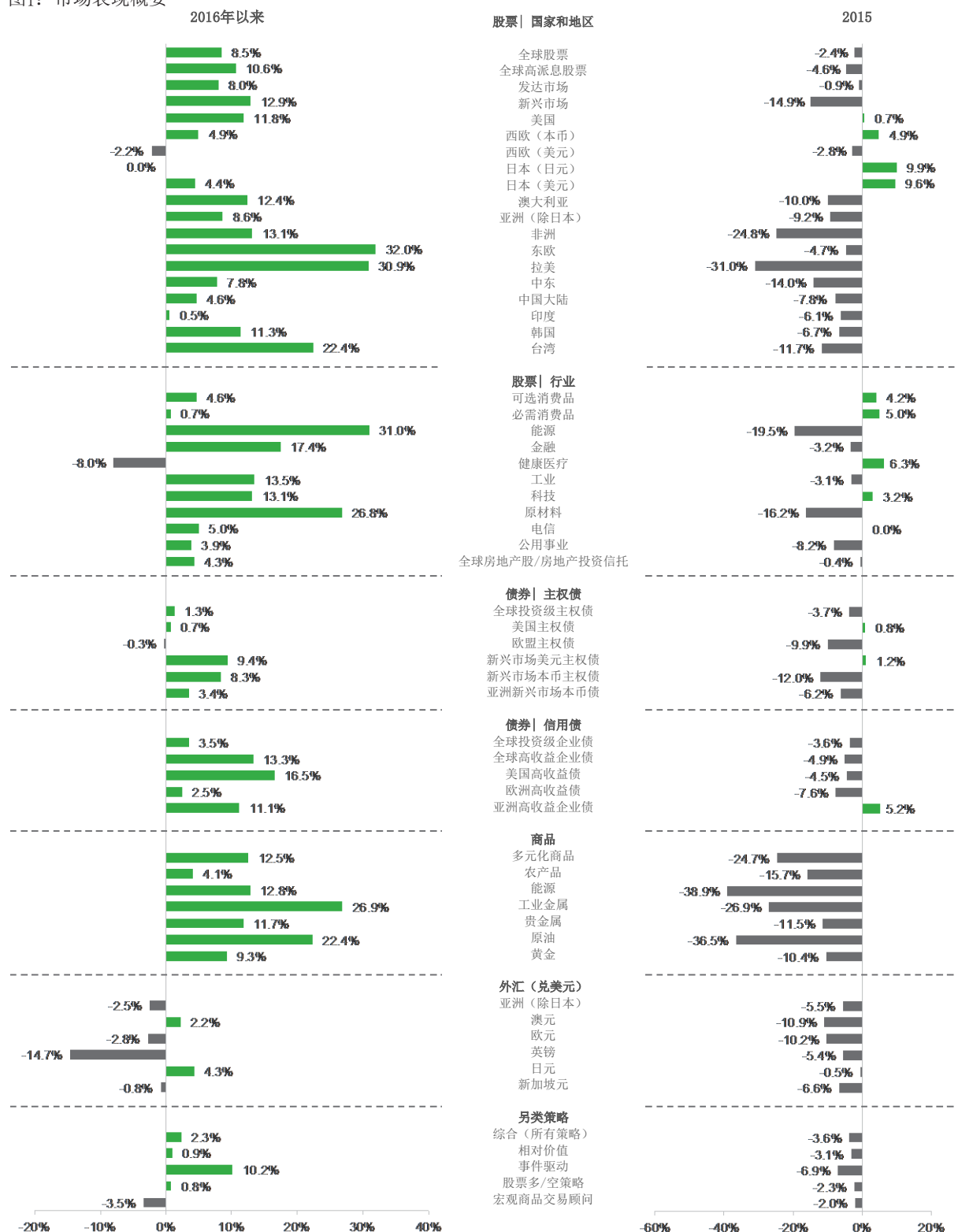
我们对于亚洲货币的投资观点取得巨大成功，从发布展望迄今，印度卢比、印度尼西亚盾、马来西亚林吉特和泰铢的表现优于区内货币，新加坡元表现逊于区内货币。详情请参阅第83-84页的表格。



另类策略

该资产类别实现正回报，从《2016年展望》发布至今回报率高达2.6%，与预期相符。在此期间股票长短仓策略实现正回报（1.6%）。全球宏观策略的表现令人失望，年初至今损失3.7%，不过该策略确实有助降低波动期内的回落风险。

图1：市场表现概要



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

* 除另有指明外，所有表现以美元计价。

“2016年至今” 一列指2015年12月31日至2016年12月9日的表现。

“2015年” 一列指2014年12月31日至2015年12月31日的表现。

2016年表现摘要

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ###	相对回报 ####
债券						
📈 美国10年-2年期收益率曲线将变平	US Treasury 10-2 yield spread		2015年12月11日	2016年6月21日	✓	不适用
📈 债券将跑赢商品（债券经外汇对冲）	Bond Blended Benchmark Index ¹	Bloomberg Commodity Index	2015年12月11日	2016年3月25日	✓	✓
📈 债券将跑赢现金（债券经外汇对冲）	Bond Blended Benchmark Index ¹	JP Morgan Global Cash Index 3M	2015年12月11日	09 Dec 2016	✓	✓
📈 相对德国国债更看好美国国债	Citi US GBI LCL	Citi Germany GBI USD	2015年12月11日	2016年8月25日	✓	✗
📈 相对日本国债更看好美国国债	Citi US GBI LCL	Citi Japan GBI USD	2015年12月11日	2016年8月25日	✓	✗
📈 相对主权债更看好发达市场投资级企业债	Citi World BIG Corp Index Hedged USD	Citi WorldBIG Govt/Govt Sponsored Index USD	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✓
📈 相对全球债券更看好美国高收益债	Barclays US Corporate High Yield TR Index Unhedged USD	Citi WorldBIG Index USD	2015年12月11日	2016年4月28日	✓	✓
📈 相对全球债券更看好美国投资级企业信用债	Barclays US Agg Credit TR Value Unhedged USD	Citi WorldBIG Index USD	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✓
📈 相对欧洲投资级企业信用债更看好美国投资级企业信用债	Barclays US Agg Credit TR Value Unhedged USD	Barclays Euro Agg Corporate TR	2016年6月27日	2016年12月9日	✗	✓
📈 相对新兴市场本币债更看好新兴市场美元债	JPMorgan EMBI Global TR Index	JPMorgan GBI-EM Broad Diversified Unhedged USD	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✗
📈 相对新兴市场美元债更看好新兴市场投资级债	JPMorgan EMBI Global Diversified IG	JPMorgan EMBI Global TR	2016年6月27日	2016年12月9日	✗	✗
📈 相对发达市场美元政府债更看好新兴市场美元政府债	JPMorgan EMBI Global TR Index	Citi WorldBIG Govt/Govt Sponsored Index USD	2016年6月27日	2016年12月9日	✓	✓
📈 相对EMEA本币债更看好亚洲本币债	JPMorgan GBI-EM Diversified Asia USD Unhedged	JPMorgan GBI-EM Global Diversified EMEA Unhedged USD	2015年12月11日	2016年12月9日	✗	✗
📈 相对拉美本币债更看好亚洲本币债	JPMorgan GBI-EM Diversified Asia USD Unhedged	JPMorgan GBI-EM Global Diversified LATAM Unhedged USD	2015年12月11日	2016年12月9日	✗	✗
📈 相对亚洲高收益债更看好亚洲投资级债券	JPMorgan JACI IG TR	JPMorgan JACI Non-IG Corporates TR	2016年6月27日	2016年12月9日	✗	✗
📈 看好印度本币政府债	CRISIL Composite Bond Fund Index (USD)		2015年12月11日	2016年6月21日	✓	不适用
📈 看好印尼本币政府债	Iboxx ABF Indonesia TR Index (USD)		2016年7月22日	2016年12月9日	✗	不适用

股票						
📈 相对债券更看好股票	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	Citi WorldBIG Index USD	2015年12月11日	2016年6月21日	✓	✗
📉 低配全球股票	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	Contribution to TAA ⁵	2016年6月27日	2016年12月9日	✗	✗
📈 相对新兴市场更看好发达市场	MSCI World TR Net USD Index	MSCI Emerging Markets TR Net USD	2016年6月27日	2016年12月9日	✓	✓

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ^{###}	相对回报 ^{####}
 超配美国股票	MSCI USA TR Net Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2016年7月21日	2016年9月22日	✓	✗

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ^{###}	相对回报 ^{####}
股票						
📈 超配欧元区股票（经对冲）	MSCI EMU Index Hedged to USD	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2015年12月11日	2016年2月25日	✗	✓
📈 超配欧元区股票（未对冲）	MSCI EMU TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2016年2月26日	2016年6月21日	✓	✗
📉 低配欧元区股票（未对冲）	MSCI EMU TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2016年7月22日	2016年9月22日	✗	✗
📉 低配英国股票	MSCI UK TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2015年12月11日	2016年4月28日	✗	✓
📈 超配日本股票	MSCI Japan Local TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2015年12月11日	2016年3月25日	✗	✗
📉 低配日本股票	MSCI Japan Local TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2016年9月23日	2016年12月9日	✗	✓
📈 超配亚洲（除日本）股票	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2016年8月26日	2016年12月9日	✗	✗
📉 低配亚洲以外新兴市场股票	MSCI EM ex Asia TR Net USD Index	MSCI All-Country World Daily TR Net USD	2015年12月11日	2016年7月21日	✗	✗
📈 相对周期性股票更看好防御类个股	Composite of Global Defensive sectors ²	Composite of Global Cyclical sectors ³	2016年6月27日	2016年11月24日	✗	✗
📈 相对欧洲大盘股更看好小盘/中盘股	MSCI Europe Mid and Small Cap TR Index (Blended)	MSCI Europe Large Cap TR Index	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✗
📈 超配美国上市科技股	US Listed Technology Sector Index (Price returns) ⁴	MSCI United States Index (Price returns)	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✗
📈 超配美国银行股	MSCI USA Banks TR Index	MSCI United States TR Index	2015年12月11日	2016年4月28日	✗	✗
📈 超配中国股票	MSCI China TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2015年12月11日	2016年5月25日	✗	✗
📈 相对A股更看好明晟中国指数	MSCI China TR Net USD Index	Shanghai Composite Index (USD)	2016年2月26日	2016年12月9日	✓	✓
📈 新兴市场中较看好印度股票	MSCI India TR Net USD Index	MSCI Emerging Markets TR Net USD	2016年4月29日	2016年10月20日	✓	✗
📉 低配新加坡	MSCI Singapore TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年4月29日	2016年12月9日	✓	✓
📈 超配台湾	MSCI Taiwan TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年4月29日	2016年6月21日	✓	✓
📈 超配印度	MSCI India TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年5月27日	2016年12月9日	✓	✗
📈 超配韩国	MSCI Korea TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年5月27日	2016年12月9日	✓	✓
📉 超配香港	MSCI Hong Kong TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年5月27日	2016年9月22日	✗	✗
📈 超配印尼	MSCI Indonesia TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年9月23日	2016年12月9日	✗	✗
📉 低配马来西亚	MSCI Malaysia TR Net USD Index	MSCI AC Asia ex-Japan TR Net Index	2016年9月23日	2016年12月9日	✓	✓

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ^{###}	相对回报 ^{####}
商品						
低配商品	Bloomberg Commodity TR Index	Contribution to TAA ⁵	2015年12月11日	2016年3月25日	✗	✗
低配商品	Bloomberg Commodity ex-Agriculture & Livestock TR Index	Contribution to TAA ⁵	2016年5月27日	2016年7月21日	✗	✗
原油的季度均价不超过65美元/桶	Brent Crude Spot		2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用
未来3-6个月，原油在25-30美元/桶区域将触底反弹	Brent Crude Spot		2016年2月26日	2016年8月26日	✗	不适用
未来3个月，原油将在45-55美元/桶区间内波动	Brent Crude Spot		2016年6月27日	2016年7月25日	✗	不适用
年初前原油在44-55美元区间内波动	Brent Crude Spot		2016年3月28日	2016年7月25日	✗	不适用
2016年油价上限或为60-65美元/桶	Brent Crude Spot		2016年6月27日	2016年12月9日	✓	不适用
2016年金价将维持在1,000-1,200美元/盎司	Gold spot		2015年12月11日	2016年2月11日	✗	不适用
未来3个月金价将维持在1,150-1,250美元/盎司	Gold spot		2016年2月26日	2016年3月3日	✗	不适用
未来3个月金价将维持在1,250-1,400美元/盎司	Gold spot		2016年7月22日	2016年10月22日	✓	不适用
年底以前金价维持在\$1,250-1,400	Gold spot		2016年6月27日	2016年11月11日	✗	不适用
看空工业类商品	Bloomberg Industrial Metals Index	Bloomberg Commodity Index	2015年12月11日	2016年12月9日	✗	✗
相对铁矿石/铜更看好锌/铝/镍	Zinc/Aluminium/Nickel Blend Index ⁶	Iron Ore/ Copper Blend Index ⁷	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✓

另类策略						
超配另类策略	HFRX Global Hedge Fund Index	Contribution to TAA ⁵	2015年12月11日	2016年12月8日	✓	✓
超配股票多/空策略	HFRX Equity Hedge Index	HFRX Global Hedge Fund Index	2015年12月11日	2016年12月8日	✓	✗
超配事件驱动策略	HFRX Event Driven Index	HFRX Global Hedge Fund Index	2015年12月11日	2016年2月25日	✗	✗
超配全球宏观策略	HFRX Macro/CTA Index	HFRX Global Hedge Fund Index	2015年12月11日	2016年12月8日	✗	✗
低配保险连结策略	Eurekahedge ILS Advisers Index ⁸	HFRX Global Hedge Fund Index	2016年2月26日	2016年11月30日	✗	✗

外汇						
未来12个月，美元将保持大体稳定（116-126区间）	USD Broad Trade Weighted Index		2016年6月27日	2016年11月14日	✗	不适用
英镑/美元将维持在1.45-1.60区间内	GBP/USD		2015年12月11日	2016年1月11日	✗	不适用
看空英镑/美元	GBP/USD		2016年6月27日	2016年12月9日	✓	不适用

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ^{###}	相对回报 ^{####}
外汇						
📉 看空欧元/美元	EUR/USD		2015年12月11日	2016年4月28日	✗	不适用
⚖️ 未来12个月，欧元/美元将维持在1.05-1.15	EUR/USD		2016年4月29日	2016年5月2日	✗	不适用
⚖️ 未来3个月，欧元/美元将维持在1.10-1.15区间内	EUR/USD		2016年7月22日	2016年10月14日	✗	不适用
⚖️ 未来12个月，欧元/美元将维持在1.05-1.15区间内	EUR/USD		2016年10月21日	2016年12月9日	✓	不适用
📈 看多美元/瑞郎	USD/CHF		2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用
⚖️ 2016年1季度，美元/日元将维持在116-126区间内	USD/JPY		2015年12月11日	2016年2月8日	✗	不适用
⚖️ 未来3个月，美元/日元将维持在110-115区间内	USD/JPY		2016年5月27日	2016年6月1日	✗	不适用
📈 看多美元/日元	USD/JPY		2016年6月27日	2016年7月21日	✓	不适用
⚖️ 美元/加拿大元将维持在1.28-1.40区间内	USD/CAD		2015年12月11日	2016年1月6日	✗	不适用
📉 看空澳元/美元	AUD/USD		2015年12月11日	2016年4月28日	✗	不适用
📉 看空澳元/美元	AUD/USD		2016年5月27日	2016年9月22日	✗	不适用
📈 看多澳元/美元	AUD/USD		2016年10月21日	2016年12月9日	✗	不适用
📈 看多澳元/新西兰元	AUD/NZD		2016年4月29日	2016年12月9日	✗	不适用
📉 看空新西兰元/美元	NZD/USD		2015年12月11日	2016年12月9日	✗	不适用
📉 看空亚洲美元指数	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index		2016年5月27日	2016年6月21日	✗	不适用
📈 看多美元/日元	USD/CNY		2016年4月29日	2016年12月9日	✓	不适用
📉 人民币将跑输贸易加权货币篮	China CFETS		2016年8月26日	2016年12月9日	✗	不适用
📈 相对亚洲美元指数更加看好马来西亚林吉特	MYR Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2015年12月11日	2016年4月28日	✓	✓
📈 相对亚洲美元指数更看好印尼盾	IDR Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2015年12月11日	2016年12月9日	✓	✓
📈 相对亚洲美元指数更看好印度卢比	INR Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2015年12月11日	2016年3月25日	✓	✗
📈 相对亚洲美元指数更看好印度卢比	INR Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2016年5月27日	2016年12月9日	✗	✓
📈 相对亚洲美元指数更看好菲律宾比索	PHP Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2016年6月27日	2016年9月22日	✗	✗
📈 相对亚洲美元更看好泰铢	THB Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2016年6月27日	2016年7月21日	✓	✓
📈 看多美元/新加坡元	USD/SGD		2016年2月26日	2016年6月21日	✗	不适用

主题	指数名称 [#]	相对基准 ^{##}	开始日期	结束日期	绝对回报 ^{###}	相对回报 ^{####}
外汇						
↓ 新加坡元将跑输亚洲美元指数	SGD Currency	Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index	2016年9月23日	2016年10月20日	✓	✓
↓ 看空新加坡元/马来西亚林吉特	SGD/MYR		2015年12月11日	2016年12月9日	✗	不适用

多资产收益 ⁹						
↑ 多资产收益			2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用
↑ - 固定收益			2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用
↑ - 股票收益			2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用
↑ - 非核心收益			2015年12月11日	2016年12月9日	✓	不适用

数据源：彭博终端、渣打银行

由2015 年12 月11 日（我们的《2016 年展望》发表日期）至2016 年12 月9 日或结束该观点时所量度的表现。除非另作说明外，总回报用以量度股市表

现。注释：

¹ Bond Blended Benchmark为综合指数，其构成为50% Citi Non-MBS WorldBIG index USD Hedged、25% JPM EMBI Global Diversified IG、12.5% Barclays Global HY TR、12.5% JPM EMBI Global Diversified HY

² 防守指数为市值加权综合指数，其构成行业为必需消费品、医疗保健、电讯、公用事业

³ 周期指数为市值加权综合指数，其构成行业为非必需消费品、科技、物料、工业

⁴ US Listed Technology sector为综合指数，其构成为83% MSCI USA Tech index及17% Bloomberg China ADR Index

⁵ 相对价值指对我们策略资产配置（TAA）的正面或负面贡献。

⁶ Zinc / Aluminium / Nickel Blend Index为均等加权综合指数，其构成为锌、铝、镍的3 个月LME 滚动期货价格

⁷ Iron Ore / Copper Blend Index为均等加权综合指数，其构成为铁矿石价格（中国青岛62% Fe）及铜3个月LME 滚动期货价格

⁸ 低配保险相连策略的有效期为2016年2月26日 — 2016年12月9日。 该等计算基于月度指数数据（截至2016年11月30日）。

⁹ 详情请参阅第24页内容。

注释：

✓ — 正确决定； ✗ — 错误决定；

— 用以量度表现的市场指数

— 指数的简单绝对回报

图例：

↑ 超配 — 预期回报超过相对基准

↓ 低配 — 预期回报低于相对基准

看涨 / 看好 / 确信 — 预期提供正回报

趋平 — 长期与短期收益率之间的差距收窄

过去表现并不预示未来表现。基于任何历史数据所作的一项交易实际所得的任何结果或回报并未作任何保证、陈述或预测。

我们的团队



Alexis Calla*

投资顾问及策略部
董事总经理、全球主管

Steve Brice*

董事总经理
首席投资策略师

Clive McDonnell*

股票投资策略部
董事总经理、主管

Aditya Monappa, CFA*

资产配置及投资组合方案部
主管

Christian Abuide

全权委托投资组织者部
主管

Manpreet Gill*

固定收益、货币及商品投资策略部
执行董事、主管

Arun Kelshiker, CFA*

资产配置及投资组合方案部
执行董事

Rajat Bhattacharya*

董事
投资策略师

Ajay Saratchandran

董事
全权委托投资组合经理

Audrey Goh, CFA*

资产配置及投资组合方案部
董事

TuVi Nguyen*

副董事
投资策略师

Victor Teo, CFA*

副董事
投资策略师

Tariq Ali, CFA*

副董事
投资策略师

Abhilash Narayan*

投资策略师

Trang Nguyen*

资产配置及投资组合方案部
分析师

Jeff Chen

资产配置及投资组合方案部
分析师

DJ Cheong

投资策略师

Audrey Tan

投资策略师

*《2017年展望》作者

投资观点的产生

我们具备强劲而完善的工作流程

我们拥有稳健的投资顾问流程，确保我们向客户提供高质素的投资观点和解决方案。



重要信息

本档并非研究材料，内容没有按旨在促进投资研究的独立性的法律要求拟备，且不受投资研究发布前禁止交易的约束。本档不代表渣打银行的任何部门，特别是全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V 5DD）。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局所规管。

英国：渣打银行（以渣打私人银行之名营业）根据南非的《2002年金融顾问和中介机构服务法》（South African Financial Advisory and Intermediary Services Act, 2002）是获认可的金融服务提供商（牌照号码45747）。

在迪拜国际金融中心（DIFC），夹附材料由渣打银行DIFC（Standard Chartered Bank DIFC）代表产品和 / 或发行人分发。渣打银行 DIFC 由迪拜金融服务局（DFSA）规管，并获认可向符合迪拜金融服务局的规则下专业客户合格准则的人士提供金融产品及服务，但迪拜国际金融中心或其他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。

渣打银行各分行、子公司及关联企业（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求，在全球开展银行业务。就渣打银行实体所处的司法管辖区而言，本档由该当地渣打银行实体在该司法管辖区分发，并归属该当地渣打银行实体。任何司法管辖区的收件人均应就本文件所引发或与本文件有关的任何事宜，联络当地渣打银行实体，并非全部产品及服务均由所有渣打银行实体提供。

本档仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或招揽行为。本档只作一般评估，并未考虑任何特定人士或类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或类别人士拟备。

意见、预测和估计仅为渣打银行发表本文件时的意见、预测和估计，渣打银行可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。本文件对利率或价格的未来可能移动或未来可能发生的事件或事故的任何预测仅为参考意见，并不代表利率或价格的未来实际移动或未来实际发生的事件或事故（视属何情况而定）的指标。

本档没有也不会任何司法管辖区注册为发售章程，且未经任何监管当局根据任何法规获认可。

渣打银行不对（包括但不限于）本档的准确性或本档所载或提述的任何数据的完整性，作出任何种类的明示、暗示、法定的陈述或保证。本档的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载数据相信是可靠的，但却未经我们独立核实。渣打银行概不负责，亦不会承担阁下因使用本档而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害），不论该等损失或损害如何产生，包括因本档、其内容或相关服务的任何（但不限于）缺陷、错误、瑕疵、误差、出错或不准确，或因不能获到本档或其任何部分或任何内容所产生的损失、损害或支出。

渣打银行及 / 或有连系公司可于任何时间，在适用法律及 / 或法规允许的范围内，买卖本档所提述的任何证券、货币或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益，或可能是该等投资的唯一庄家，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其关联企业及 / 或子公司可能有利益冲突，从而可能影响本档的客观性。在未经渣打银行明确的书面同意前，本档不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

注释一 1. 图11（第34页）显示仅中度风险的多元资产收益资产配置，不同风险状况可能产生显著不同的资产配置结果。图11（第34页）及资产配置图（第72页）仅为举例，只作一般参考，并不构成投资意见、要约、建议或招揽行为，亦无计及个别或类别人士的特定投资目标、需要或风险承受能力，以及并非为任何个别或类别人士而编制。

2. 或有可转换证券不拟售予及不应售予欧洲经济区（EEA）的零售客户（各自定义见英国金融市场行为监管局于2015年6月刊发的监管资本工具分销限制的政策声明（CP14 / 23响应及最终规则）（“政策声明”），以及2015年产品干预（或有可转换工具及互助合作社股票）工具（“工具”，此与政策声明统称为“永久营销限制”），惟在不会导致违反永久营销限制的情况下除外。

版权声明：2017年渣打银行。本档包含的所有材料、文本、文章和数据的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行的获授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方产生的资料的版权及有关方面的版权下的权利。其他不属于第三方的所有其他材料的版权及汇编这些材料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或使

本档并非研究报告，亦非由研究部门编制。

Here for good