

# 全球市场展望

2017年2月24日



## 持续转向通货复胀情境

**持续转向通货复胀情境。**近月市场的全球经济增长预测和通货膨胀预期有所上升。对政府将从依赖货币政策转向更具支持性的财政政策的预期依然强烈，市场等待特朗普总统澄清实施其支持增长的议程难度如何。新兴市场经济体呈现增长见底，中国经济增长趋稳，巴西大幅放宽货币政策。

**股市创下新高，欧元区前景改善。**由于盈利增长预测上调，我们青睐的资产类别，全球股票 2 月创下新高。我们相信，股市的任何跌幅可能都是有限的。我们增加欧元区，与美国股市一起归为我们青睐的股市，因为我们预期未来 12 个月欧元区盈利增长将加速，政治风险最终将下降。我们将利用欧元区股票预计的波动来增加持仓。我们依然相信，基于情境的投资至关重要，特别是在我们临近全球经济周期末端之际。

**管控利率风险至关重要。**我们青睐美国优先级贷款和发达市场高收益债券，因为他们对美国不断攀升的利率不太敏感。从货币的角度看，美国利率攀升可能近期在一定程度上支持美元。上周我们结束看好澳元和看淡欧元的判断（请参见第 24-26 页）。

## 目录

### 1 提要

持续转向通货复胀情境 01

### 2 策略

投资策略 03

### 3 观点

对于客户重点问题的观点 07

宏观概况 10

### 4 资产类别

债券 13

股票 16

股票衍生工具 20

商品 21

另类策略 23

外汇 24

多资产 27

### 5 表现回顾

市场表现概要 30

事件日历 31

### 6 重要资讯

团队 32

免责声明 33

# 投资策略

## 追随通货复胀趋势

- 自我们 12 月中旬发表《2017 年全球市场展望》以来，股票市场和高收益债券继续提供正收益。然而，政府债券收益率和美元呈现窄幅波动。
- 一些技术性和持仓指标表明“特朗普式上扬”可能暂作停歇。然而，我们警惕过度紧跟市场做法，因为任何回落可能均是相对微弱的。
- 我们将继续转向增加股市投资，特别是在美国和欧元区。我们继续青睐优先级浮息贷款，但我们会寻求美国和欧洲高收益债券的更佳进入点。

### 通货复胀支持风险资产上扬的证据

近期经济数据使我们愈发相信我们正转向通货复胀的经济环境。在美国尤其如此，消费者和商业信心调查结果显著改善，近期财报季业绩优良。欧元区似乎紧随其后，日本表现略微逊色。亚洲多数经济体正出现通货膨胀抬头现象，但经济增长却表现不一。

虽然经济增速和盈利提高利好股票，但主要问题是各国央行是否会降低支持力度。我们认为，美联储依然处于今年加息两次的轨道上，而日本央行将力争收紧政策。尽管欧洲央行目前未给出变化的信号，但我们将密切关注即将出台的数据变化。在亚洲，各国央行（最近是印度央行）似乎已结束宽松货币周期。

最后，美国新政府的政策将举足轻重，侧重三大方面：(1) 企业税务改革，(2) 财政支出扩大和 (3) 贸易政策。

我们青睐股票胜过债券

我们仍预计多资产配置将产生正回报

多元化的另类策略将产生正回报

对投资者的启示

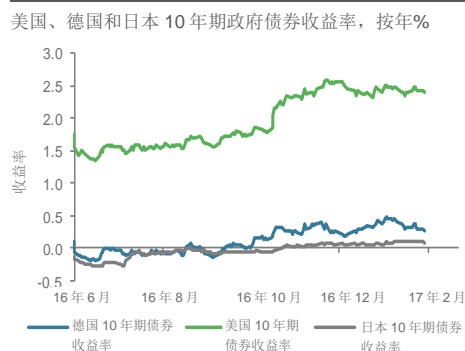


图 1: 全球股市基准突破 2015 年高位



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 2: 过去 6 个月受美国收益率推动，政府债券收益率攀升



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 投资策略

### 大力推进股票投资，对高收益债券保持耐心

我们愈发相信通货复胀情境的出现，这意味着股票整体依然是我们最青睐的资产类别。美国和欧元区是我们最青睐的股市，毕竟那里的通货复胀趋势似乎最强劲。虽然我们预计全球股市的任何跌幅本质上相对有限，但随着我们临近一些关键的选举，欧洲股市很可能波动率飙升。

但是我们对未来 12 个月日本股市的信心有所下降。股市正回报依然高度依赖日圆进一步走弱的观点，但我们认为该观点面临两个方面的风险。首先是避险需求（日圆），其次，因为通货膨胀率未能坚挺，通货膨胀调整后收益率上升。虽然如此，短期内，在盈利预测大幅上调的背景下，日本股市看似注定突破走高。

在商品价格持续攀升且美元稳定的背景下，新兴市场股市过去两个月表现上佳。虽然我们依然对未来一两年相对经济增长差异利好新兴市场持乐观态度，但我们相信，铁矿石、铜和石油（至少在短期内）等商品价格可能上涨过猛。同时我们认为，由于临近下次加息，未来数月美元可能小幅走强。因此，我们保留包括亚洲（日本除外）股票在内的新兴市场股票作为目前的核心持仓。

债券方面，我们精选的通货复胀债券资产类别依然不变，他们对美国国债收益率攀升不太敏感。这意味着，我们继续青睐优先级浮息贷款和美国和欧洲高收益债券，但鉴于后者上扬的幅度，我们将等待更好的时机进一步增加投资。而收益型投资者可在短期内寻求多资产收益解决方案。

### 锁定部分利润

第 6 页上的图说明尽管有个别例外，但我们多数关键的“#转向？”投资主题普遍表现上佳。

鉴于我们不断改进观点和近期的市场表现，我们认为应结束两个投资策略。上周我们对看好澳元/美元的策略获利了结，因为该汇率可能已反映日益增强的通货复胀环境。我们还结束看淡欧元/美元前景的策略，因为我们忧虑欧洲政治风险溢价并未大幅攀升，欧洲央行或在今年某个时点缩减量化宽松计划的规模。

## 投资策略

图 3: 我们的短期资产配置观点 (12个月) 美元

资产类别	子资产类别	相对前景	投资理由
<p>多资产策略</p>	多资产收益	●	低政策利率、低/负收益率料将依然是利好因素
	多资产宏观	●	此策略具有保险特质，能抵御收益率骤升或美国经济周期戛然而止的意外状况
<p>股票</p>	美国	●	盈利复苏中；估值充分；美联储加息是风险
	欧元区	●	经济增长复苏；欧元疲弱利好；欧洲政局令人忧虑
	英国	●	英国脱欧公投不利于盈利前景；估值充分；英镑疲弱利好股市
	日本	●	估值不昂贵；出现极端结果（涨或跌）的风险较高
	亚洲（日本除外）	●	盈利上升利好；估值合理；美元走强令人忧虑
	亚洲以外的新兴市场	●	商品对盈利至关重要；估值处于高位；资金流利好
<p>债券</p>	发达市场政府债券	●	收益率低；估值充分；美联储政策和高通胀构成风险
	新兴市场政府债券（美元）	●	收益率引入注目；估值合理；贸易政策构成风险
	发达市场投资级公司债券	●	收益率合理；估值充分；防守型
	发达市场高收益公司债券	●	收益率引入注目；估值昂贵；违约率应趋于走低
	亚洲公司债券	●	收益率适中；估值合理；需求/供给情况利好债市
	新兴市场（本币）	●	收益率引入注目；估值合理；美元走强构成风险
<p>外汇</p>	美元	●	利差企稳；美联储利率路径是美元进一步走强的关键
	欧元	●	近期政局将影响市场，然而，长期前景不断改善
	日圆	●	涨跌风险互现之际，更多呈现窄幅波动
	英镑	●	近期政局将限制上行空间，然而，汇率可能反映许多利淡因素
	澳元	●	铁矿石价格飙升不太可能持续；波动率可能上升利淡澳元
	亚洲（日本除外）	●	资金流利好，然而，美元强势和贸易紧张局面是关键风险

图例： ● 增持      ● 中性      ● 减持

资料来源：渣打银行

# 投资策略

图 4: #转向?是 2017 年投资的关键

自《2017 年全球市场展望》发表以来#转向?主题的表现

资产类别	观点 主题	开立日期	绝对	相对
 债券	公司债券的表现优于政府债券 <sup>[1]</sup>	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
	发达市场高收益债券的表现将优于其他债券	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
	美国浮动优先级贷款将提供正回报	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
 股票	美国股票将提供正回报, 表现优于全球股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	日本股票 (经外汇对冲) 将提供正回报, 表现优于全球股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	欧洲 (英国除外) 股票将提供正回报, 表现优于全球股票	2017 年 2 月 24 日	---	---
	印度股票将提供正回报, 表现优于亚洲 (日本除外) 股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	中国股票将提供正回报, 表现优于亚洲 (日本除外) 股票	2017 年 2 月 24 日	---	---
	印尼股票将提供正回报, 表现优于亚洲 (日本除外) 股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	美国科技股将提供正回报, 表现优于美国股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	美国小盘股将提供正回报, 表现优于美国股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
 商品	布伦特原油 2017 年将走高	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
 另类资产	另类资产策略配置将提供正绝对回报 <sup>[3]</sup>	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
 外汇	看淡欧元/美元 (2017 年 2 月 17 日结束)	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
	看好澳元/美元 (2017 年 2 月 17 日结束)	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
	看好美元/人民币	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
	巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾和印度卢比货币篮子 <sup>[4]</sup> 的表现将强于新兴市场外汇指数	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
 多资产	多资产收益配置将提供正绝对回报 <sup>[5]</sup>	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
	均衡配置的表现将优于多资产收益配置 <sup>[6]</sup>	2016 年 12 月 15 日	不适用	✗

资料来源: 彭博终端、渣打银行。2016 年 12 月 15 日 (《2017 年全球市场展望》的发表日) 至 2017 年 2 月 23 日期间或该策略结束时衡量的表现

<sup>[1]</sup> 定制的组合, 构成是 44% 的花旗全球投资级公司债 (美元对冲) 指数 (Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD) 和 56% 的彭博巴克莱全球高收益债总回报指数 (Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index)   
 ✓ - 正确买入判断; ✗ - 错误买入判断  
 增持 (⬆) - 预计较相对基准的回报更大  
 减持 (⬇) - 预计较相对基准的回报更少

<sup>[2]</sup> “新中国” 指数是定制的下列明晟中国行业组的市值加权指数, 包括制药、生物技术和生命科学、医疗设备和服务、软体和服务、零售、电信服务和消费者服务

<sup>[3]</sup> 另类策略配置在《2017 年全球市场展望: #转向》第 36 页中的图 13 中予以描述

<sup>[4]</sup> 定制的同权重巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾和印度卢比外汇指数

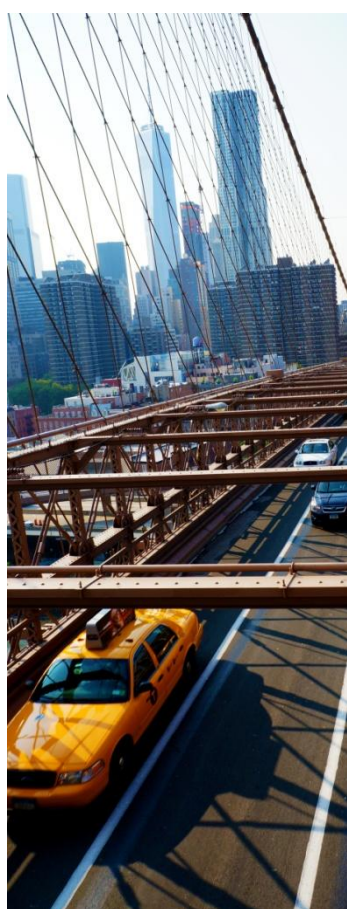
<sup>[5]</sup> 收益配置在《2017 年全球市场展望: #转向》第 34 页中的图 11 中予以描述

<sup>[6]</sup> 均衡配置是 50% 的全球股票和 50% 的全球固定收益的组合

以往业绩并不指示未来业绩。我们不基于任何历史数据对实际实现的任何结果或回报做出任何保证、陈述或预测。

观点

客户最关心的问题



**Q** 《2017 年全球市场展望》发表已有两个月。这两个月有什么变化？

**A** 现实继续演绎我们在《2017 年全球市场展望》中所强调的情境，经济继续转向通货复涨或“增长型通胀”。全球经济增长数据普遍意外上行，通胀压力并未失控，但在上升。

一个轻微的警告是诸如商业和消费者信心指数等软数据一直强于工业产值和商业投资等硬数据。我们相信这可能是未来经济活动的领先指标。

在此背景下，美国政府有关减税、监管改革、奥巴马医保法案和贸易政策的提案将举足轻重。迄今，我们对此知之甚少，但我们预计未来数月这些方面会更加明朗。

**Q** 青睐全球股票的策略迄今表现上佳。

您预计该策略将继续吗？目前是投资的良机吗？

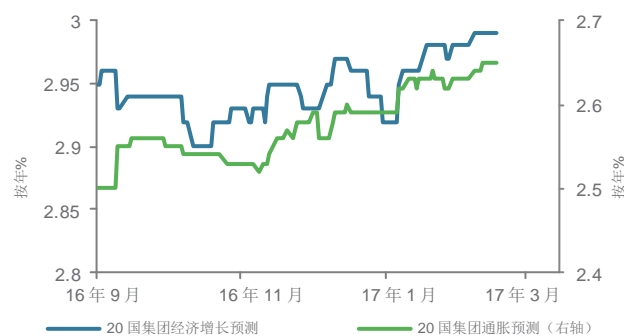
**A** 展望未来 12 个月，我们仍认为全球股票将是表现最佳的资产类别。通常，年初是分析师开始下调经济和盈利增长预期的时刻。然而，因为上调了经济增长预测，今年年初并非如此。

诚然，盈利前景仍有大量不明朗因素。然而，有许多看好的理由，包括全球经济增长加速、美国可能下调企业税和改革金融行业。

短期前景总是难以判断。一些指标表明市场可能自鸣得意。然而，基金经理的现金持仓量仍高于正常量，有愈来愈多的迹象表明投资者正对冲下行风险（鲜有自满迹象）。因此，虽然总是存在短期回落风险，但我们认为任何此等跌幅将可能限于从目前水平下跌 5% 左右。

图 5: 增长与通胀预期上行

20 国集团国内生产总值增长及消费者价格通胀市场预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

**Q** 就青睐程度而言，欧元区股票目前与美国股票并驾齐驱。您不忧虑政治前景吗？

**A** 从 12 个月的角度看，我们并不过度忧虑政治前景。的确，随着我们经过荷兰、法国和德国的重要选举，我们预期政治风险将下降。

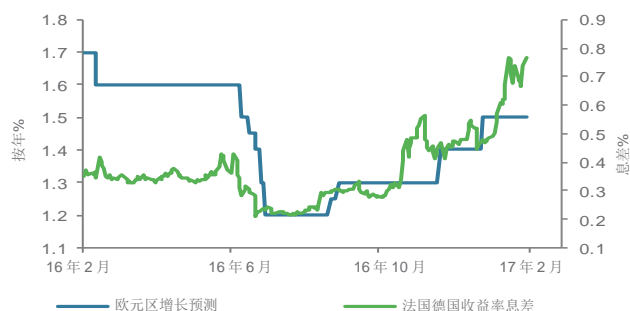
虽然如此，降低不明朗因素的路途可能崎岖不平。法国似乎是最可能引起忧虑的国家，弗朗索瓦·菲永支持率的下降日渐增加国民阵线党候选人玛丽娜·勒庞甚至当选总统的风险。

然而，这并非核心情境。即使她当选，勒庞可能需要应对反对党占主导的国民议会，这将严重限制她促使法国脱离欧元区的能力。

因此，在 12 个月的时间内，我们相信通货复胀故事将主导市场情绪，支持盈利和股市。因此，我们将利用短期内股市回落的任何合适时机增加持仓。

图 6：欧元区经济增长预期持续上调，但政治忧虑亦上升

市场对欧元区国内生产总值的增长预期和法国与德国 10 年期政府债券之间的收益率息差



资料来源：彭博终端、渣打银行

**Q** 您对新兴市场资产有什么最新思考？

**A** 我们相信新兴市场有三个主要因素：经济增长差异、美元和商品价格前景。

正如我们在《2017 年全球市场展望》中所提到的，新兴市场 and 发达市场的经济增长差异料将扩大，利好新兴市场资产。同时，商品价格有望相对稳定。

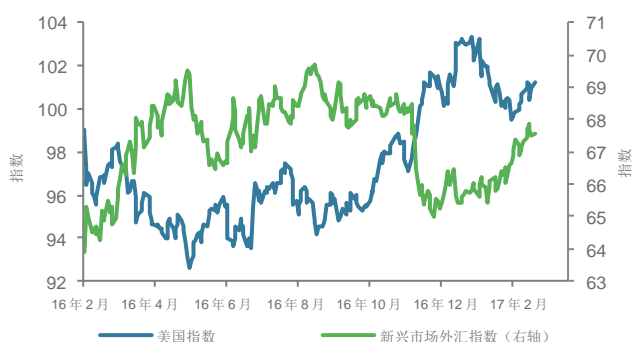
主要不明朗因素是美元前景。虽然我们一直认为美元不太可能急剧上升，但该观点的风险显著。特别是，一旦美国采取激进的贸易保护主义立场，可大幅削弱新兴市场货币。

利好消息是近期贸易政策措辞似乎显著软化，但我们依然不清楚美国对中国的明确政策立场。

总之，我们对新兴市场资产前景变得更乐观。然而，关于美元和美国贸易政策前景存在显著风险，目前我们倾向于仍将其作为“核心持仓”。

图 7：新兴市场货币今年至今表现上佳

美元 (DXY) 指数和摩根大通新兴市场外汇指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

**Q** 您仍预期美国国债收益率攀升。背后的原因是什么，他们可能升至什么水平？

**A** 我们相信，略微强劲的经济增长率和持续上升的通胀压力符合美国国债收益率走高逻辑。我们预期美联储将逐渐紧缩货币政策，2017 年预计再加息两次。因此，我们预计美国 10 年期国债收益率将在 2017 年上升。我们的核心预期是未来 12 个月该收益率将攀升至 2.50-2.75%。然而，我们认为收益率有三分之一的概率升至更高。

在此背景下，我们青睐侧重不太受利率持续上升影响的领域。发达市场高收益债券依然是关键之选。虽然如此，这些债券的收益率溢价已显著下降，表明投资者可能希望等待更好的时机，再配置该类债券。

第二个青睐的领域是美国优先级贷款，其性质上普遍更具防守性。他们也享有浮息资产的好处。这意味着高利率实际上有利于投资者，这亦是青睐该资产类别的另一个原因。

在新兴市场债券中，由于上述外汇风险，我们继续青睐美元计价债券。

## 宏观概况

# “通货复胀”主题获得动力

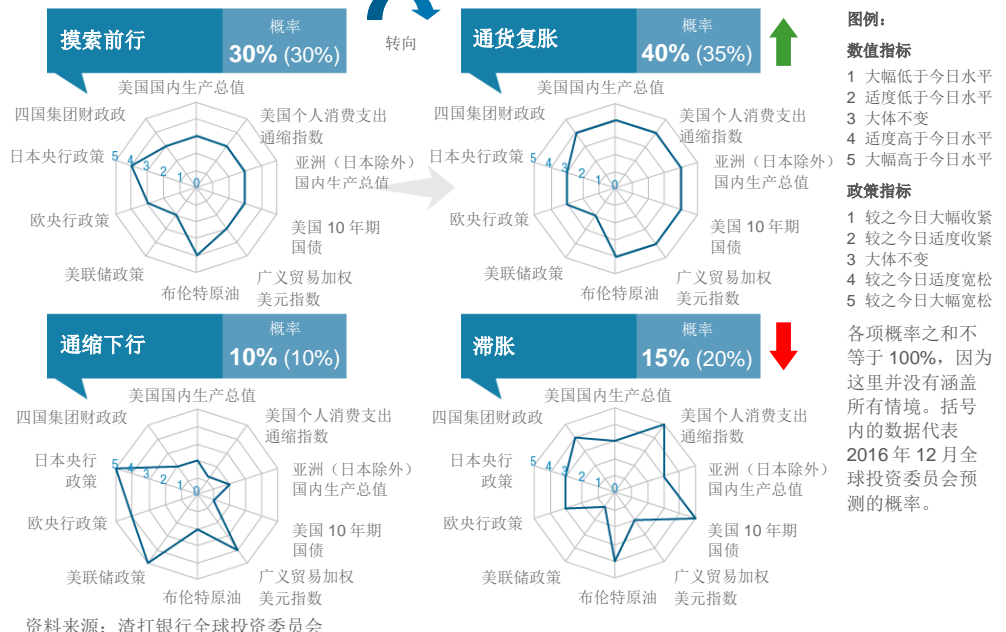
- **核心情境：** 经历多年增长放缓与通胀低落的摸索前行环境之后，全球经济看似继续转向通货复胀情境。欧元区增长预期升温，亦为上述论断提供一项新的佐证。
- **关键风险：** 通胀急剧上行，对通货复胀的可持续性构成潜在风险。不过，我们认为欧元区和中国的过剩产能可能抑制价格上涨。欧洲政治形势及美国贸易争端也可能使得情况愈发不明朗。
- **政策影响：** 美国经济增长与通胀加速，就业市场持续收紧，表明今年美联储将至少加息两次。同时，市场围绕欧央行与中国央行将削减量化宽松政策力度的预期不断升温。

### 欧元区加入通货复胀行列

我们的全球投资委员会（GIC）愈发确信，全球经济可以持续转向通货复胀情境。受欧元区增长加速及通缩预期减弱的支持，我们目前认为今年呈现通货复胀或摸索前行情境的概率为 70%。随着全球增长范围扩大，增长放缓/通胀上行（滞胀）情境出现的风险下滑。通缩仍旧是尾部风险，特别是在特朗普刺激计划未能获得国会支持，中国经济增长急剧放缓，以及欧洲反欧元区政府胜选的情况下。

图 8：继续转向通货复胀情境

全球投资委员会情境



今年美联储可能至少加息两次

今年欧央行削减购债计划的概率上升

中国日益致力于通过财政政策控制增长

对投资者的启示



## 宏观概况

### 美国 – 特朗普刺激政策是维持经济增长的关键所在

**提振信心：**随着就业市场收紧拉动消费，美国经济增长步伐继续加快，同时油价反弹提振能源与制造行业。尽管特朗普胜选提振了企业与消费者信心，但延续成熟经济周期的关键是，通过企业支出提高生产率。特朗普实施刺激计划（包括减税与放松管制）的能力将发挥关键作用。

**美联储收紧政策：**尽管整体通胀率上行，但美联储的首选通胀指标（1.7%）仍低于2%的目标，且薪资水平仍旧受到抑制。我们认为，美联储可能将逐步加息（今年大概加息两次）。美联储主席耶伦近期有关“等待太久”的警告表明美国有望于上半年加息。

### 欧元区 – 增长加速

**持续高涨的信心掩盖了政治风险：**欧元区企业信心已经跃升至6年来的高位，延续英国脱欧公投以来的回升之势。借贷成本处于纪录低位，欧元疲弱以及就业市场持续改善，有助抵消围绕即将到来的法国大选的政治风险。在法国，反欧元区候选人在民调中处于领先地位。

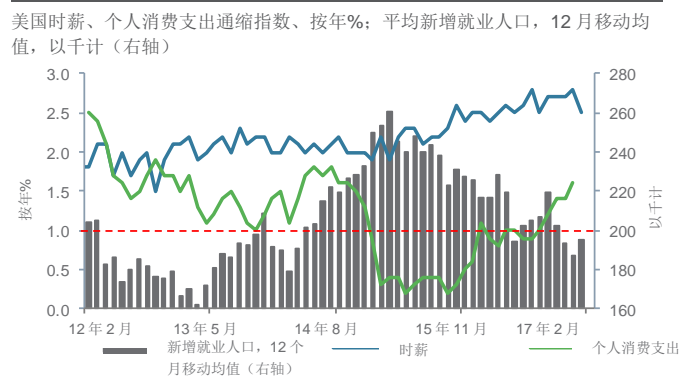
**欧央行量化宽松政策的力度削弱？**由于油价上涨，欧元区整体通胀率加速，不过核心通胀率（0.9%）仍远低于欧央行2%的通胀目标。我们预计，反欧元区政党将无法组建政府。因此，一旦到四季度围绕即将到来的民调不明朗因素消散，欧央行取消刺激计划的风险将不断增强。

### 英国 – 随着脱欧谈判临近，消费增长放缓

**英国脱欧谈判令其前景蒙上阴云：**尽管英国消费带动了6月份英国脱欧投票以来的一波反弹行情，但其增长已经急剧放缓。通胀上行进一步削弱了几近停滞的工资增长，损害了实际收入。我们预计，随着英国启动脱欧谈判（有望于4月份开始），消费者与企业信心将减弱。

**英国央行保持克制：**我们预计，英国央行目前将选择忽略能源与进口价格上涨引发的通胀。不过，英国央行可能难以容忍通胀率攀升至3%以上。

图9：美国就业岗位平均每月稳步增加20万个职位左右，但工资增长仍旧受到抑制，美联储首选通胀指标仍位于2%的目标下方



资料来源：彭博终端、渣打银行

图10：近几个月欧元区企业信心飙升，而受商品价格影响，通胀率转为上行

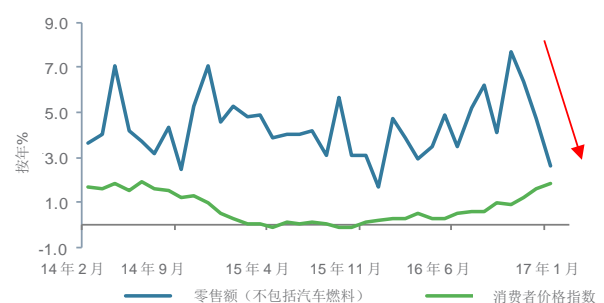
欧元区生产者与消费者价格通胀率，按年%；制造业采购经理人指数（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

图11：由于实际收入受到通胀上行的冲击，近几个月英国消费增长急剧放缓

英国零售额（不包括汽车燃料），按年%；消费者价格通胀率，按年%



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 宏观概况

### 日本 – 增长强劲，通胀疲弱

**疲弱日圆提振制造业表现：**继日本央行采取政策将 10 年期政府债券收益率稳定在 0% 左右之后，日圆自 11 月份以来一直表现疲弱，此走势有助出口并提振制造业。不过，在实际收入增长疲弱之际，消费仍旧低迷，市场焦点转向即将于 3 月份召开的年度薪资谈判。

**目前忧虑日本央行削减购债为时尚早：**尽管增长预期升温，但由于通胀持续下滑，可能使得日本央行更难立即削减购债。不过，长期通胀预期及全球收益率不断上行，增强了日本央行于今年晚些时候削减购债的风险。但是，我们认为该情况发生的概率较低。

### 中国 – 通过财政刺激举措维持增长

**稳增长：**随着中国经济向国内消费主导转型，其增长保持稳定。服务业增长速度继续超越制造业。我们认为，在 4 季度召开共产党代表大会之前，中国政府将致力于维持经济与财政稳定，所以其增长目标可能锁定 6.5% 左右，与之同时还将控制杠杆水平。

**放松财政政策，收紧货币政策：**历经多年的宽松立场之后，中国央行已于今年开始收紧货币政策，缘于受生产者价格上涨带动，通胀压力上升以及仍旧稳健的信贷增长提高了金融风险。随着中国央行收紧货币政策，同时中国政府试图稳增长，我们预计其焦点将进一步转向财政政策。

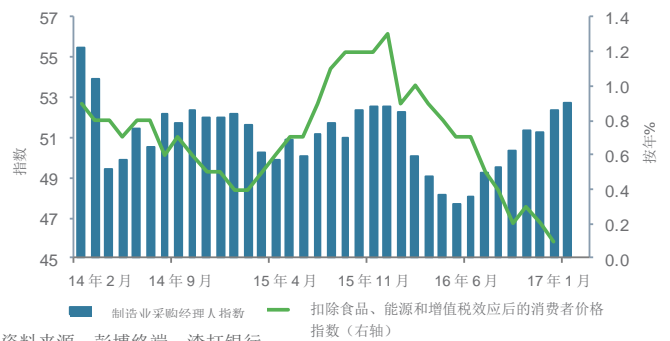
### 新兴市场 – 印度转向中性立场

**亚洲转向中性/收紧立场：**受美国加息影响，亚洲通胀率及资本外流风险不断攀升，表明亚洲各国央行的货币宽松周期或将结束。近期，印度央行出人意料地将立场从之前的鸽派转为中性，而菲律宾央行也准备收紧政策。

**巴西与俄罗斯可能放松政策：**俄罗斯与巴西通胀率进一步下滑，从而为货币政策进一步放松留出空间。在巴西，缩减财政赤字是在更长时期内维持货币稳定及货币政策宽松的关键。

图 12: 受出口走强支撑，日本制造业继续复苏，但通缩压力犹存

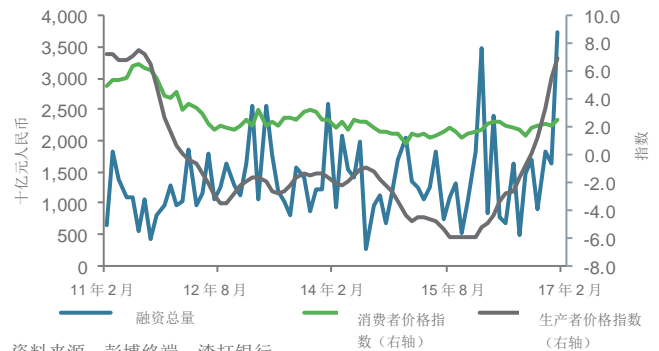
日本制造业采购经理人指数；扣除食品、能源和增值税效应后的消费者价格指数，按年%（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 13: 中国信贷增长飙升且通胀压力持续加大，可能导致中国央行收紧货币政策

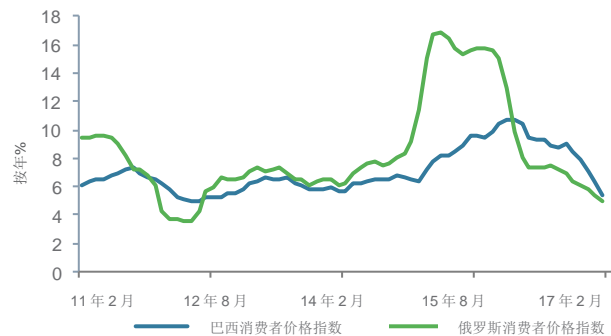
中国融资总量，十亿元人民币；消费者价格与生产者价格通胀率，按年%



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 14: 巴西与俄罗斯通胀率继续下滑，使其央行得以放松货币政策

巴西与俄罗斯消费者价格通胀率，按年%



资料来源：彭博终端、渣打银行

# 债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 对新兴市场债券的忧虑情绪减弱

- 我们维持看好企业债券多于政府债券的观点。我们围绕大部分已发展经济体政府债券收益率走高的预期成为政府债券回报的阻力因素。企业债券提供的收益率溢价创造更高的收入并可能缓解收益率不断上升的影响。
- 发达市场高收益债券仍旧是我们最为看好的债券子资产类别。不过，略显偏高的估值促使我们寻求最佳的买入点。优先级浮息贷款对于发达市场高收益资产是具有吸引力的替代性投资。
- 由于全面贸易战爆发的风险可能已经推迟，我们转持更加看好新兴市场美元政府债券的观点。我们仍旧认为亚洲美元债券及发达市场投资级企业债券应为核心持仓。

图 15: 我们看好的债券领域

债券资产类别	看好程度	收益率	价值	汇率	最低收益率
发达市场高收益企业债券	看好 (贷款优于债券)	●	●	●	5.43%
新兴市场美元政府债券	核心持仓	●	●	不适用	5.45%
亚洲美元信用债	核心持仓 (投资级优于高收益债券)	●	●	不适用	3.86%
发达市场投资级企业债券	看好	●	●	●	2.62%*
新兴市场本币政府债券	核心持仓	●	●	●	6.44%
发达市场投资级政府债券	最不看好	●	●	●	1.19%*

交通信号灯指，我们认为针对各资产类别而言，该因素发挥何种作用（积极、中性或消极）

\*截至 2017 年 1 月 31 日。

资料来源：渣打银行

### 政府债券 – 发达市场

自我们发布《2017 年全球市场展望》以来，发达市场投资级（IG）政府债券收益率大体保持窄幅波动走势。不过，更长期来看，我们预计美国和欧洲政府债券收益率将小幅走高。在美国，鉴于美联储加息前景，通胀上行及由于财政刺激举措可能引发的债券供应增加，我们预计到 2017 年底，10 年期国债收益率将上升至 2.50-2.75%。在欧洲，通胀上行及削减量化宽松计划下购债规模或结束购债的前景可能改变供需动态并导致债券收益率上升。

不过，近期来看，政府债券仍旧处于超卖状态，欧洲政治风险或全球增长风险增强，可能导致收益率短期内回落。我们认为，任何此类回落均是我们削减 G3 政府债券持仓并向我们看好的股票与企业债券领域配置仓位的机会。我们看好通过发达市场投资级企业债持仓优质债券的策略。

我们看好企业债券多于政府债券

发达市场高收益债券仍旧是我们最看好的债券类别

对于新兴市场债券的忧虑情绪减弱，仍将其视为核心持仓

对投资者的启示



## 债券



债券



股票



商品



另类策略



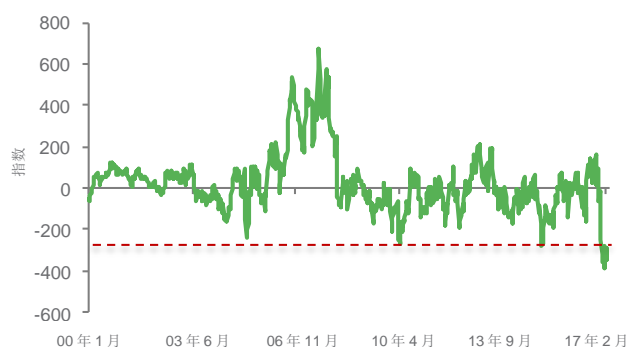
外汇



多资产

图 16: 投资者仍旧极度看跌美国国债

CFTC 美国 10 年期国债合并后非商业净持仓



资料来源: 彭博终端、渣打银行

鉴于我们预期收益率将上行, 我们建议将美元计价债券的期限维持在 5 年期左右。此外, 考虑到我们近期看涨美元的立场 (请参见第 24-26 页), 我们倾向维持以发达市场投资级政府债券对冲的外汇仓位。

### 政府债券 – 新兴市场美元政府债券

由于部分阻力因素已经减弱, 我们转为看涨新兴市场美元政府债券。正如我们过去强调的那样, 我们仍旧认为 5.5% 的发行收益率具有吸引力且估值与历史均值相比偏低。事实上, 近期美国企业债券的强劲表现意味着, 新兴市场美元政府债券的估值相对更低。

图 17: 新兴市场美元政府债券估值并不高

新兴市场美元政府债券息差或收益率溢价



资料来源: 摩根大通、彭博终端、渣打银行

在我们发布《2017 年全球市场展望》之时, 我们已经强调指出国债收益率上行及交易限制是关键风险。我们认为, 过去两个月中美爆发全面贸易战的风险已经下降, 该情况利好新兴市场。

新兴市场经济增长趋稳及商品价格更加利好, 应能缓解信贷评级的下行压力。因此, 我们认为新兴市场美元政府债券提供正回报的可能性较高。

### 企业债券 – 发达市场投资级企业债券

正如我们之前强调指出的那样, 我们建议通过发达市场投资级企业债券持仓高质量债券并将其作为核心仓位。

除却较之政府债券提供较高的收益率之外, 投资级企业债券还可能获益于不断改善的基本因素。我们仍旧看好美国投资级企业债券多于欧洲投资级企业债券, 缘于美国债券发行收益率较高且一旦欧央行结束企业债券购买计划, 欧洲收益率溢价 (债券价格下降) 可能上升。

在美国, 有关债券利息费用抵扣可能取消的风险导致债券集中在今年上半年发行。不过, 具体情况有赖准确的细节信息, 此举可能构成利好, 因为其可能导致未来债券发行量降低, 信用指标改善及依靠发债回购股票的热情下降。

### 企业债券 – 发达市场高收益企业债券

发达市场高收益企业债券及美国浮息优先级贷款仍旧是我们最看好的子资产类别。受市场对短期高收益债券需求强劲的支持, 发达市场高收益债券提供的回报优于预期。

高收益债券也受到油价上涨的支撑, 同时油价上涨也导致页岩油生产商增加钻井活动。该情况可能导致 2017 年利润上行及违约风险下降。此外, 高收益债券与股票的关联度较高, 应能获益于美国强劲的经济增长, 从而应能导致企业营业收入增加并改善偿债能力。

# 债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

不过，近期反弹表明息差或收益率溢价接近 2014 年低位。尽管我们继续看好高收益企业债券，但我们认为可以寻求更好的买入点。

图 18: 发达市场高收益债券息差显著下降

发达市场高收益债券息差或收益率溢价



资料来源: 彭博终端、渣打银行

我们仍旧看好美国优先级浮息贷款，其对于高收益债券是有吸引力的替代投资。尽管近期强劲表现限制其价格上涨潜力，但其仍旧是稳定息差的上佳来源。

## 企业债券 – 亚洲信用债

鉴于亚洲美元债券在新兴市场债券内具有的防御属性，我们仍旧看好该类债券。该资产类别依旧受到净供应量可能下降及当地持续性需求的支撑，特别是中国需求的支撑。

尽管由于信用质量超出其他地区，使得其相对较高的估值具有一定合理性，但我们认为该类债券并未完全反映地缘政治风险、交易相关风险以及由于中国进一步实施资本管制导致中国需求下降的风险。尽管我们预计 2017 年亚洲美元债券将提供正回报，但如与此同时其亦呈现较高的波动性，也是我们意料之中的情况。

就亚洲债券而言，高收益债券价格大幅反弹，目前其较之投资级债券的溢价接近多年来的低位。我们看好投资级债券，仍建议精选高收益债券。

图 19: 亚洲高收益债券提供的收益率溢价处于多年来的低位

亚洲高收益债券与亚洲投资级企业债券之间的息差



资料来源: 摩根大通、彭博终端、渣打银行

## 新兴市场本币债券

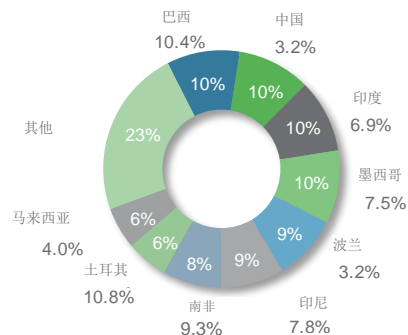
我们转持略微看涨新兴市场本币债券的观点，驱动因素为，考虑到爆发破坏性贸易战的风险下降，我们更加看涨新兴市场资产。不过，由于货币风险下降，我们仍旧建议投资以美元计价的新兴市场债券。

尽管我们预计新兴市场货币兑美元将走弱（请参见第 26 页），但较高的发行收益率应能在一定程度上抵消货币疲弱的影响。不过，我们认为，除巴西和俄罗斯等少数高收益率国家之外，降息周期已经暂停或结束，从而削弱了价格进一步上涨的空间。

我们看好拉丁美洲与亚洲本币债券多于欧洲与中东本币债券。

图 20: 新兴市场本币债券组合的构成

GBI 广泛多元化指数国家权重（内部）与收益率（外部）



资料来源: 摩根大通、彭博终端、渣打银行

# 股票

债券    
 股票    
 商品    
 另类策略    
 外汇    
 多资产

## 2017年开局强劲

- 自我们于 12 月 15 日发布《2017 年全球市场展望》以来，全球股市表现良好，涨幅达 4.5%，其中新兴市场领涨，涨幅接近 6%。我们最为看好的美国股市上涨 5%。在我们的关键主题之中，中国新经济主题一路领先，涨幅为 12%。
- 我们仍旧看涨全球股市前景，而全球股票是我们最看好的资产类别。受正盈利趋势的支持，围绕市场估值的忧虑情绪减弱。不过，股票相对债券低估的程度已经下降，缘于债券收益率攀升且股市反弹。由于经济周期看似拉长，估值具备在更长时间内维持高位的空间。我们建议投资者保持股票仓位，转向成长型股票，同时维持部分收益型股票的仓位。
- 美国股票是我们在全球范围内最为看好的资产类别。2016 年后期，考虑到市场估值水平较高，我们强调美国股市盈利需要持续增长。而 2016 年 4 季度美国上市公司盈利已经开始实现增长，净利润预计增长率接近 8%（关于 2017 年盈利增长的市场预期为 11%）。
- 在我们的股票配置之中，我们对看好的类别做出一定调整。我们将欧元区与中国股票评级从中性上调至看好，将日本与印尼股票评级从看好下调为中性。在我们的全球市场偏好列表之中，欧元区股票的排位仅次于美国，在亚洲市场，中国股票的排位仅次于印度。
- 自发布《2017 年全球市场展望》以来，我们愈发看好新兴市场股票。不过，由于忧虑美元走强及商品价格涨势可能放缓（年初至今，商品价格出人意料地上涨），我们对其维持中性观点，这意味着包括亚洲（日本除外）在内的新兴市场股票将难以跑赢全球股市。

我们看涨环球股票，其中美国领涨

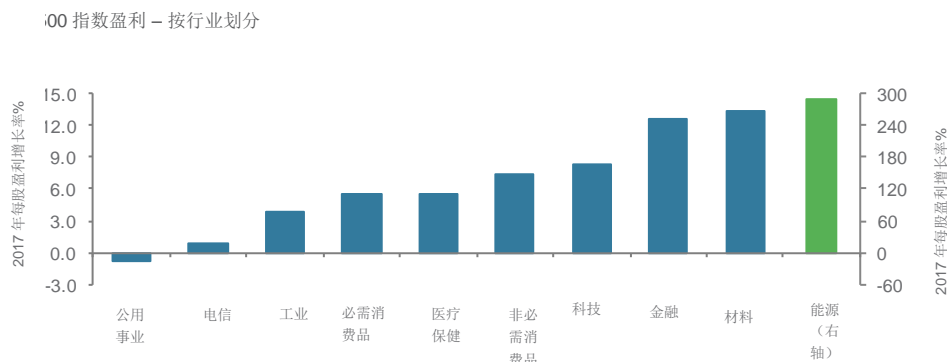
美国企业盈利呈现正面惊喜

中国与欧元区股票评级上调至看好状态

对投资者的启示



图 21: 受能源行业带动，美国企业盈利处于稳步上行趋势



资料来源: FactSet、渣打银行

# 股票

- 债券
- 股票
- 商品
- 另类策略
- 外汇
- 多资产

## 美国 – 达到盈利增长预期

美国是我们最看好的股票市场之一，过去一个月的最大驱动因素是其盈利状况。4 季度盈利大幅超出预期，市场增长预期从年初的 6% 提高至当前的 8%。公布 4 季度业绩的企业中，有将近 70% 的盈利超出预期，其中科技企业盈利状况最佳。

美国股市上佳业绩的另一项推动因素是潜在的税收改革。如企业的企业所得税税率从 35% 降至 20%，那么美国企业盈利每年可增长 5 个百分点。

继总统特朗普要求在 120 天之内重新审核《多德-弗兰克法案》之后，美国银行业前景改善。由于该法案导致银行交易成本增加，废除（或削弱（可能性更大））该法案可能对银行业发挥积极影响。自我们发布《2017 年全球市场展望》报告以来，银行业股票价格上涨 6%。

我们认为，美国股市面临两项关键风险：估值与债券收益率。目前，标普 500 指数的 2017 年预期市盈率为 18 倍，任何盈利不及预期的情况均会对其构成影响。同时，通货膨胀环境下，债券收益率大幅上升可能损害股票行情，而如果债券收益率上行主要缘于通胀加速的推动，那么股票所受影响尤甚。

图 22: 美国股市估值较高

明晟美国股票市盈率



资料来源: 明晟、FactSet、渣打银行

## 欧元区 – 前景改善

我们已将欧元区与美国股票评级同时上调至看好。此番上调反映出领先经济指标和企业盈利持续改善的趋势。市场预期，2017 年欧元区企业盈利将增长 19%。

银行业这一市场权重最大（21%）的行业获益于美国利率走高的趋势。利率走高可支持银行利息收入，对于国际业务比重较大的银行尤为如此。对于区域性银行而言，欧元区收益率预计将维持低位，持续拖累利息收入的表现。

另一项积极因素是欧元依旧疲弱，不仅利好该地区的出口商，还导致 2017 年欧元区并购活动增加，缘于现金充裕的美国公司试图通过收购实现增长，以弥补之前投资低迷的情况。资本商品与运输行业的出口型公司可能是潜在买方。

欧元区股票估值相对高于历史水平，尽管其 2017 年预期市盈率为 14 倍，较全球股票折价 11%（而 2015 年与之持平）。我们认为，欧元区面临两项关键风险：政治形势与盈利。法国民调的最新进展令部分投资者不安（请参见第 11 页）。同时，在即将到来的 4 季度财报季，盈利情况可能令人失望。

图 23: 欧元区盈利预测急剧上行

欧元区盈利预测与盈利修订



资料来源: FactSet、渣打银行

# 股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 亚洲（日本除外）- 中国股票评级上调至看好

受中国股票前景持续改善的支持，亚洲（日本除外）股票前景改善。不过，从未来 12 个月来看，我们预计美元将小幅升值，特朗普贸易政策持续不明朗。该两项因素均可能使经济增长及股市表现承受压力。我们仍旧将亚洲（日本除外）股票作为核心持仓。

鉴于上述忧虑，我们更加看涨聚焦国内需求的亚洲股市，包括印度和中国，其中印度是我们最看好的亚洲市场，而近期中国股市评级从中性上调至看好。

我们上调中国股市评级，反映出我们对房地产行业的前景及新中国经济主题的成功抱有的信心与日俱增，而该主题自《2017 年全球市场展望》发布以来一直表现良好。尽管中国房地产行业的交易量及价格涨势放缓，但库存水平锐减且销售率（项目启动后售出的比例）已从 60% 提高至 80%。

印度股市的前景仍旧向好。自我们发布《2017 年全球市场展望》以来，市场涨幅高达 8%，且印度股市仍旧是我们在该地区最看好的市场。相对该地区其他市场而言，印度在国内需求主题的投资比重较大，除科技行业外，其可在美国贸易政策变化时为投资者提供一定保护。

图 24: 亚洲（日本除外）股票指数与美元反向关联



## 亚洲以外新兴市场- 石油以外的商品价格攀升

我们对于亚洲以外新兴市场持中性观点，自我们发布《2017 年全球市场展望》以来，其一直是表现最佳的地区之一，涨幅高达 7%。亚洲以外新兴市场股票反弹的一项关键驱动因素是非能源商品价格上涨，特别是铁矿石价格的涨幅高达 20%。该状况推升了与铁矿石价格关联的市场：巴西股市上涨 15%。

铁矿石价格走强部分反映出中国增长复苏且市场对全球增长抱有的乐观情绪增强。铁矿石价格飙升，促使矿商提议依据矿石的不同品位实行分级定价，此举引发的冲突与之前导致铁矿石从年度定价转向季度定价的冲突相似。如该情况导致矿商将减产作为谈判筹码，那么铁矿石价格及巴西股市均可能进一步上涨。

市场对于特朗普贸易立场可能引发的地缘政治影响存有忧虑，该等忧虑已经使得市场对于墨西哥抱有的情绪面临压力。不过，与依赖贸易的亚洲市场相似，该情况未必会引发看跌的股市观点。墨西哥市场最大的行业是食品、饮料与烟草，其权重高达 20%。

与其他地区相似，亚洲以外新兴市场估值较高，2017 年市场预期市盈率为 12 倍。2017 年盈利增长预计将达到 18%，其中巴西与墨西哥股市领涨，墨西哥以本币计算的盈利增长将接近 30%。

图 25: 亚洲以外新兴市场的表现与 CRB 指数关联



# 股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 日本 – 转持更加谨慎的立场

我们已将日本评级从看好下调为核心，反映出我们对其增长前景抱有的信心减弱及盈利向上修订的情形减少。不过，我们维持对日本股市（经货币对冲）的主题看涨观点，缘于我们认为其短期（1-3 个月）前景向好。

近几年，受日元疲弱支持，日本企业得以大幅提升盈利。展望未来，我们对美元/日元的看涨程度降低，同时对未来 12 个月企业盈利前景的信心减弱。

另一项使得未来 12 个月日本股市前景面临压力的因素是美国贸易政策，而汽车与资本商品行业的上市企业面临的风险尤其甚。尽管在上世纪 80 年代中期至 90 年中期日元大幅升值之后，日本本土化生产实现重大进展，但美国仍旧是其重要的出口市场。

自特朗普当选总统以来，日本股市一致表现积极，涨幅高达 11%，可能反映出市场对于全球增长抱有的乐观情绪超越其对特朗普贸易政策存有的忧虑情绪。

与历史水平相比，日本股市估值合理，2017 年市盈率的市场预期为 15 倍。

图 26: 受日元贬值支持，日本企业盈利飙升，但资本支出滞后



资料来源: 明晟、彭博终端、渣打银行

## 英国 – 脱欧不明朗因素犹存

英国股市仍旧是我们最不看好的市场，反映出市场持续忧虑英国脱欧将影响国内需求与英镑。首相特蕾莎·梅已经表明将触发第 50 条，从而将在 3 月底前正式启动脱欧的谈判程序。

我们认为英国启动第 50 条展开谈判程序之后，将通过以下两个途径影响股市表现：

- 1) 其可能导致英镑贬值，从而利好以本币计价的富时 100 指数的表现，缘于该指数海外盈利所占的比重较高。
- 2) 脱欧路径不明，特别是其对金融行业的影响无法确定，可能导致投资决策推迟及依赖欧盟开放性的工作岗位转移。

自脱欧公投以来，英国经济增长出人意料地呈现增长。不过，未来其仍面临重大不明朗因素，同时鉴于股价走弱及英镑贬值引发的不利影响，英国股市可能受到冲击。

英国脱欧公投过后，市场估值初步下调，此后市场对英国 2017 年市盈率倍数的预期已经跃升至 15 倍，我们认为该估值水平较高，尤其是考虑到第 50 条谈判程序启动将引发的诸项不明朗因素。

图 27: 以英镑与美元计价的富时 100 指数的走势分化



资料来源: FactSet、渣打银行

## 股票衍生工具



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

### 期权市场活动表明股市并未自鸣得意

投资者继续斟酌低波动率是否意味着市场自鸣得意。的确，波动率继续受抑于股指水平，波动指数徘徊在 2007 年和 2014 年曾出现的低位。低指数波动率的一个关键因素是指数成分股的高分散性或低相关性。自 2016 年 11 月特朗普获胜以来，投资者开始侧重通货复胀行业，回避防守性行业，低波动率尤其明显。如果股票向不同方向移动，即股票的相关性较低，在指数水平他们的移动可「彼此抵消」，降低指数的整体波动率。

然而，深究细查，我们注意到标准普尔 500 指数看跌期权相对指数看涨期权昂贵（图 28）。实际上，标准 500 指数期权的偏斜（90%看跌期权和平价看涨期权之间的 6 个月隐含波动率差）一直高于 2014 年 9 月以来的高水平 4.5%。过去 10 年有三个时期标准普尔 500 指数的偏斜高于该水平。任何 6 个月滚动期中的最大跌幅是 16%，发生在 2011 年 8 月美国主权评级下调期间。

图 28：标准普尔 500 指数看跌期权相对看涨期权昂贵。保护措施限制美国股票的下行空间

标准普尔 500 指数，90%看跌期权和平价看涨期权之间的 6 个月隐含波动率差



资料来源：彭博终端、渣打银行  
截至 2017 年 2 月 20 日

我们认为，这么高的偏斜，或标准普尔 500 指数看跌期权相对看涨期权昂贵，意味着市场参与者对股票可能急剧下跌采取了得力的保护措施。这应缓冲股票的回落，避免演变成大规模抛售，因为出现恐慌性抛售的可能性降低。这对于我们增持美国股票的立场增加了“技术性支持”。

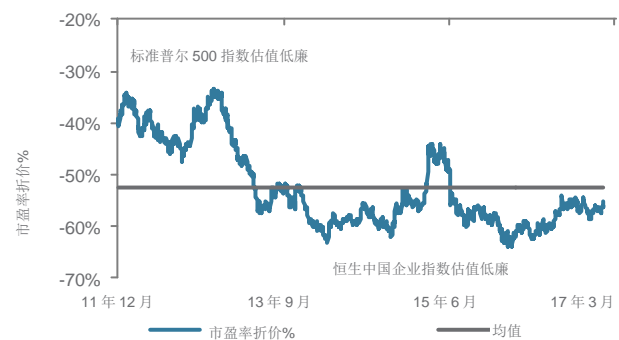
此外，寻求收益的投资者可能通过卖出看跌期权利用偏斜的陡峭程度，特别是有良好基本因素的行业。我们认为，随着税改政策出台和海外现金回流，卖出美国科技股的收益波动率仍具吸引力。

### 通过卖出看跌香港/中国股票期权实现上佳进入点

其他地区，因为我们在亚洲（日本除外）地区将中国股票上调至青睐的市场地位，我们希望重申中国股票相对全球股票的低廉估值（图 29）。随着经济数据持续改善，中国政府的财政刺激措施和系统内的「流动性困境」，我们相信这些因素将利好中国股票。卖出中国股票的看跌期权可使投资者获得上佳收益，我们看到有可能在较低廉估值甚至更吸引人的进入点拥有股票。

图 29：中国股票相比全球股票估值低廉

恒生中国企业指数 12 个月预期市盈率较标准普尔 500 指数存在折价



资料来源：彭博终端、渣打银行  
截至 2017 年 2 月 20 日

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 短期可能回落

- 我们认为商品中期内或延续适度上行趋势，符合我们的主要通货复胀情境。
- 尽管我们预期年底前油价走高，但油价可能回落的迹象增加，我们下调我们的短期观点。
- 黄金料将主要呈现窄幅波动。然而，我们青睐在 1,250 美元/盎司的水平附近减少投资。

### 长期前景依然利好

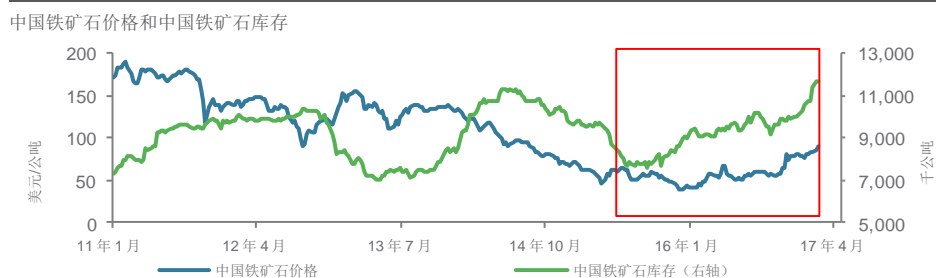
在广义指数水平，商品价格中期内或延续上行趋势。许多因素，包括中国增长前景稳定和美国和欧元区经济进一步复苏，是普遍的支持因素。此外，截至目前特朗普总统暗示采取更缓和的贸易政策方法，尚未形成重大贸易冲突前景。

2017 年油价可能继续回升。尽管我们并不相信油价会直线上升。我们认为，从投机者过高的持仓判断，欧佩克石油输出国组织削减原油产量之后的积极进展短期内可能已体现在油价之中。同时，美国原油产量意外上行。长期而言，我们认为市场可能继续转向供应趋紧。然而，短期油价可能回落。

利好利淡因素互现之际，黄金可能依然窄幅波动。欧洲政治忧虑持续和贸易冲突前景挥之不去是利好因素。相反，美联储继续温和加息将限制黄金的上行空间。加息快于预期显然是黄金的利淡因素。

我们认为，自我们发表《2017 年全球市场展望》以来，工业金属的下行风险有所增加。首先，我们认为，许多主要金属的价格已强劲上扬，但库存累增，与 2017 年相比，隐约可见供给扩大、需求下降。因此，我们目前减少该资产的投资。

图 30：中国铁矿石库存飙升或阻碍价格上扬



资料来源：彭博终端、渣打银行

年底油价走高，但可能先回落

减少黄金配置，在低价位买入

减少铁矿石和铜的投资

对投资者的启示



# 商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 原油—呈回落态势

尽管我们预计原油中期将保持上行趋势，走向 60-65 美元/桶，但我们认为近期回落风险增加。我们认为两个原因。首先，投机者持仓依然接近极端高的水平，表明欧佩克减产行动已大体反映在油价中。其次，美国原油产量上升速度快于我们的预期，同时美国原油和天然气库存上升。

除了短期动态，我们认为，更大范围内继续演绎原油的供需再均衡故事。欧佩克减产所减少的原油供给可能超过美国原油的增产量。搭配发达市场和新兴市场的强劲需求，可能造成供给缺口，形成油价的上行压力。

## 黄金—窄幅波动短期机会

我们认为，利好利淡因素互现之际，黄金可能维持窄幅波动。在 1,250 美元/盎司附近的水平，我们青睐减少投资，预期黄金下行空间止于 1,140 美元/盎司左右。

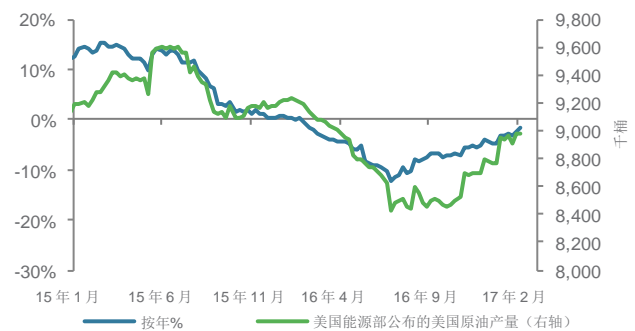
扣除通胀率的（实际）利率依然是黄金始终如一的推动力。美联储加息周期快于预期或推高实际利率，利淡黄金。然而，通胀率大幅上升将抑制实际利率并推动黄金上扬。目前，我们 2017 年的基础情景预计实际利率大体维持窄幅波动，因为通货复胀和利率上升的影响相互抵消。短期之后，我们青睐将黄金作为长期投资组合对冲周期末端动态和贸易冲突大幅升级的工具。

## 工业金属—强劲上扬不可持续

我们认为，尤其是铜和铁矿石这些工业金属的上扬已经脱离基本因素。库存累增发出警告。此外，中国房地产市场放缓，铁矿石和铜的需求可能下降。另外，生产商削减了成本，今年供给可能飙升。长期而言，资本支出抬头之际，我们的核心通货复胀情境利好工业金属。短期而言，我们青睐减少投资。

图 31：美国原油产量回升速度快于预期

美国能源部公布的美国原油产量和按年变化



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 32：黄金将追随大体窄幅波动的实际利率预期（以通胀保值国债代表）

美国 5 年期通胀保值国债收益率（反向）和黄金价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 33：发生什么变化—原油

因素	近期动向
供给	欧佩克继续减产，但美国供给强劲增加
需求	需求增长受新兴市场推动
美元前景	美元近期回落之后呈现窄幅波动

资料来源：渣打银行

图 34：发生什么变化—黄金

因素	近期动向
利率预期	美国 10 年期收益率触及 2.6% 的高位后呈现窄幅波动
通胀预期	美国和欧元区通胀预期近期趋缓
美元前景	美元近期回落之后呈现窄幅波动

资料来源：渣打银行

## 另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 另类策略表现出色

- 另类策略，可视为股票投资的替代策略（股票对冲和事件驱动策略），与传统股票高度相关，近期伴随持续的通货复胀主题，随着股票市场创下新高而表现出色。
- 我们继续青睐全球宏观策略并在我们青睐的策略中增加股票对冲。
- 跨资产相关性，个股和外汇相关性，以及地区相关性均在下降，为受益于高分散性的策略提供更多机会。

### 事件驱动和股票对冲策略受益于股市上涨

事件驱动和股票对冲策略与股票高度相关，近期股票表现实际帮助二者表现出色，自从我们发表《2017 年全球市场展望》以来，二者分别提供 3.6%和 2.1%的收益。因为利好经济情境和股票分散性扩大的概率增加，我们在青睐的策略中增加股票对冲。

### 另类策略配置的益处

正如我们《2017 年全球市场展望》中所提到的，在投资配置中使用多样化的另类策略组合大有裨益。我们的结论是，2000 年至 2016 年，优化的另类配置与全球股票有类似的年化业绩 3.1%，同时具备更佳的保本特性。

我们增加股票对冲投资，与全球宏观策略一起是我们青睐的两个领域。我们的配置是：股票对冲(31%)、事件驱动(26%)、全球宏观(21%)和相对价值(22%)。详情请参见我们的《2017 年全球市场展望》。

图 35：支持单个另类策略的因素

可能有利的条件	
股票对冲	在股票领域，股票和行业的业绩分散性较高时，股票对冲策略普遍表现出色
事件驱动	若公司追求增值活动，包括分拆和回购，事件驱动策略行之有效
全球宏观	若市场缺乏短暂频繁的价格波动，全球宏观策略表现上佳。全球宏观策略高度依赖特定的全权委托主题
相对价值	信贷产品价格急剧下降和飙升可为相对价值法中的信用多空策略提供机会

资料来源：渣打银行、对冲基金研究公司 (Hedge Fund Research Inc)、彭博终端

全球宏观策略提供多样性

股票对冲和事件驱动策略是股票投资的替代策略

另类配置可提供风险调整后收益

对投资者的启示



# 外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 短期美元可能上升

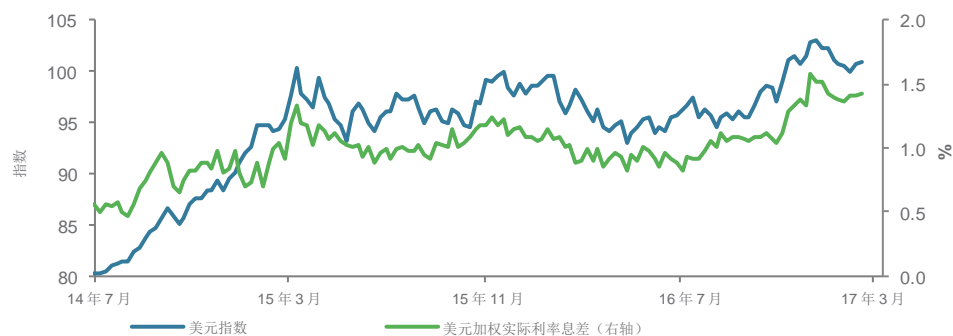
- 我们预期欧元将面临偶然压力，但开始注意到长期基本因素改善。日元可能维持窄幅波动，因为货币政策与美国分道扬镳让位于部分避险需求。
- 在英国脱欧谈判进行之前，英镑短期面临下行风险。然而，长期而言，我们深知许多因素可能体现在英镑汇率中。
- 我们认为，铁矿石价格过度上涨之际，澳元短期回落风险上升。我们预计新兴市场货币普遍维持稳定，但投资者应习惯应对贸易紧张态势升级的任何迹象。

### 中期美元升幅可能有限

- 美国大选之后美元回吐多数涨幅。我们认为有两个原因。首先，市场可能过高估计美国出台大规模财政刺激计划的概率，因为达成政策共识依然充满挑战。其次，其他地区来看，最值得一提的是欧元区，经济进一步改善，表明未来货币政策分化的空间缩小。
- 未来，我们的基础情景是短期内美元适度走强，随着美国加息体现在美元汇率中，最终美元会稳定。短期而言，欧元区英国的政治忧虑将可能使其各自货币面临压力。长期而言，其核心基本因素的改善可能体现在刺激措施的取消和货币政策分化程度下降。
- 特朗普总统在税改和国际贸易这些关键领域的政策依然是主要的不明朗因素。我们看到可导致美元涨跌的情境。例如边境调节税可促使美元普遍走强，而类似贸易战的情境可导致避险情绪，利好欧元、瑞士法郎和日元兑美元，但进一步利空新兴市场货币。

图 36: 美国实际利率息差适度上升将支持美元

美元指数(DXY) 和 10 年期美元指数加权实际利率息差



资料来源: 彭博终端、渣打银行

短期欧元面临风险，长期利好

美元/日元将窄幅波动

短期澳元可能回落

对投资者的启示



# 外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 欧元—调整我们看淡 12 个月前景的观点

尽管我们预期欧元短期面临压力，但我们长期更看好欧元。我们认为目前有两个因素推动欧元：1) 有关欧元怀疑主义政党崛起的政治忧虑和 2) 经济持续复苏之际欧洲央行可能缩减刺激措施。

我们认为，法国极右派候选人勒庞赢得大选并拥有实施极右政策的政治资本的概率仍然较低。不管怎样，我们认为，在选举之前，欧元或维持受抑状态。长期而言，欧元区经济的改善可促使欧洲央行取消刺激措施。尽管目前欧洲央行青睐维持现有政策，但经济逐渐复苏可能导致刺激措施的取消。

## 日圆—极端波动的风险上升

货币政策分化依然是近日期圆的主要动力，因为日本央行可能在美联储逐渐加息之际，维持其当前控制收益率曲线的政策。然而，在美国可能税改和贸易紧张态势的背景下，近期风险增加。该情境下产生的大量避险需求促使日圆可能仍会走强。如果边境调节税出台，可导致美元条件反射式走强，削弱日圆。因此，考虑到上述风险因素的共同影响，我们预计近日期圆基本上呈现窄幅波动（112.00-119.00）。

## 英镑—价位合适吗？

英镑近期企稳，呈现窄幅波动。然而，我们认为短期风险偏向下行，因为第 50 条被触发且英国脱欧后的谈判启动。然而，长期而言，我们认为我们先前强调的一些风险（如英国经济急剧放缓）并未出现。就此而言，我们亦预期英国央行今年将维持现有政策不变。虽然存在结构性问题，如巨额经常帐户赤字和资本可能外流，但我们愈来愈多地看到这些已体现在英镑汇率中。

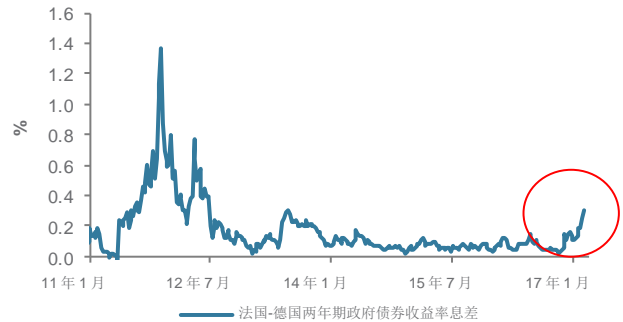
图 37：发生什么变化—3 国集团货币

因素	近期动向
实际利率息差	实际利率息差适度收窄有利于美元兑 3 国集团货币走弱
风险情绪	欧元区风险情绪上升，但其他地区波动率普遍依然较低
投机者持仓	美元净多头投机者持仓有所下降，但仓位依然较高

资料来源：彭博终端、渣打银行

图 38：体现政治风险或继续令欧元短期内面临压力

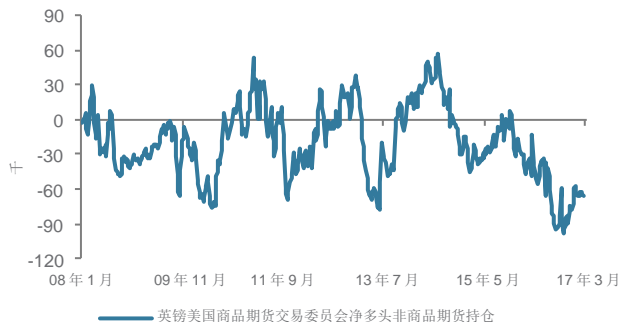
法国-德国政府债券收益率息差



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 39：英镑投机净空头持仓依然较高，表明许多因素已体现在英镑汇率中。

英镑美国商品期货交易委员会净多头非商品期货持仓



资料来源：彭博终端、渣打银行

# 外汇



## 澳元和新西兰元—面临短期阵痛

我们将对澳元的观点下调至中性。三大考量形成我们的观点：1) 铁矿石价格短期内基本不可持续（请参见第 24 页），2) 澳洲通胀数据近期弱于预期开始挑战我们对澳洲央行保持政策不变的预期，以及 3) 鉴于近期风险和任何上涨可威胁套利货币，金融市场波动率较低。

与我们的澳元观点类似，我们认为新西兰元风险偏向下行，波动率可能上升。此外，我们认为尽管新西兰国内经济增长强劲，但新西兰元贸易加权汇率的显著强势可能抑制新西兰央行加息。长期而言，我们的核心全球通胀复胀情境依然利好顺周期和存在高套利机会的澳元和新西兰元。

## 亚洲（日本除外）—贸易紧张态势是主要风险

因为中国经济继续适度增长，我们的基础情景是亚洲（日本除外）货币依然普遍稳定。然而，我们亦强调重大贸易冲突和美国税务政策产生的风险。我们预计在该地区印度卢比和印尼盾由于存在高套利机会和良好的基本因素将跑赢该地区货币，而人民币可能依然易受冲击。

人民币贸易加权汇率不走弱背景下，美元/人民币前景可能受广义美元指数前景的推动。我们认为有两个原因可预期人民币货币篮子的稳定。首先，当局一直致力于阻止人民币过度贬值预期和随之而来的资本外流。其次，人民币货币篮子贬值可能进一步加剧与美国的贸易紧张局势。因此，我们预计在美元适度普遍升值的背景下，人民币适度走弱。

我们预计短期内新加坡元适度疲弱，主要与关键交易伙伴货币走势一致，包括人民币和马来西亚币。长期而言，新加坡元或伴随广义美元前景而稳定。

## 其他新兴市场货币—商品举足轻重

新兴市场的多数主要货币对商品价格和波动率敏感，二者至今亦提供支撑。然而，鉴于近期风险，商品价格回落并非比寻常。因为国际收支基本因素强劲，我们预计俄罗斯卢布和巴西雷亚尔将继续跑赢其他新兴市场货币。

图 40: 澳元与实际利率息差变动方向一致；澳洲央行维持现有政策依然是限制澳元下行的关键



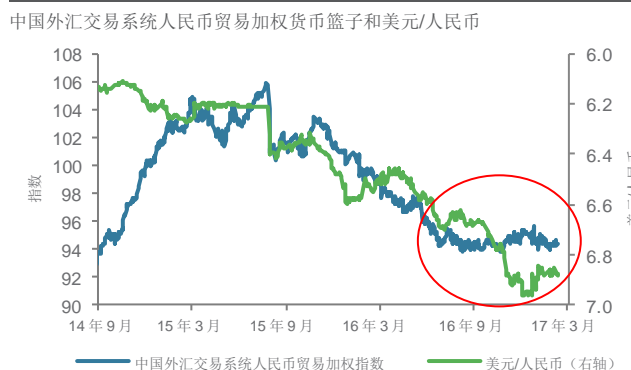
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 41: 新兴市场货币有什么变化

因素	近期动向
美元前景	美元近期呈现窄幅波动
中国风险	中国数据继续改善，降低风险
资金流	新兴市场资金流入强劲增长

资料来源：渣打银行

图 42: 需要人民币贸易加权汇率稳定以限制人民币下行空间



资料来源：彭博终端、渣打银行

# 多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 继续采用情境投资法

- 均衡配置（通货复胀情境下受益）和多资产收益（摸索前行情境下受益）策略就业绩而言并驾齐驱。
- 调整均衡配置以更好地体现世界的通货复胀状况和我们对固定收益的短期观点—减少对政府债券的大量投资，青睐公司债券。
- 对于多资产收益配置，通过增加对杠杆贷款的配置，降低对利率持续上升的敏感性。

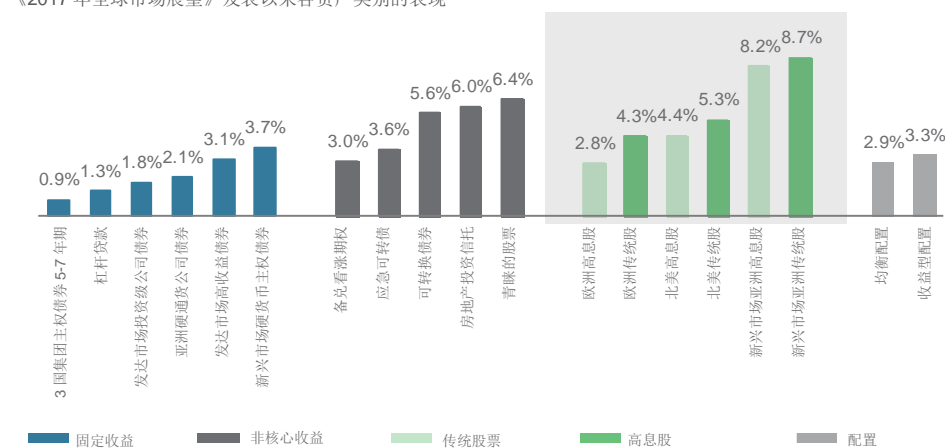
### 通货复胀和摸索前行—目前是双马竞赛局面

在我们《2017 年全球市场展望》中，我们强调 2017 年可能出现的两个经济情境—通货复胀和摸索前行—概率几乎相同。对于多资产投资者，我们建议总回报法可能适合从转向通货复胀情境中获益。我们采用均衡配置跟踪该类投资者的业绩。鉴于摸索前行得到近乎同等的概率，我们建议收益型投资者继续采用多资产收益法进行配置，可能在经济增长疲弱和收益率微薄的环境下表现不错。

在这个关口，两种配置的表现并驾齐驱（多资产收益略强于均衡配置）。均衡配置一直受全球股票的强劲表现推动（我们年度展望发表以来上升 5.4%），多资产收益从信用、新兴市场债券和非核心资产（青睐的股票和可转债）同样获得强劲业绩。

图 43: 与转向通货复胀相关的主要资产表现出色

《2017 年全球市场展望》发表以来各资产类别的表现



2016 年 12 月 15 日至 2017 年 2 月 23 日期间的业绩

资料来源：巴克莱、花旗、CRISIL、摩根大通、标准普尔、明晟、彭博终端、渣打银行

多资产投资的情境法依然行之有效

寻找转向通货复胀资产的机会

降低多资产收益的利率敏感性

对投资者的启示



## 多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

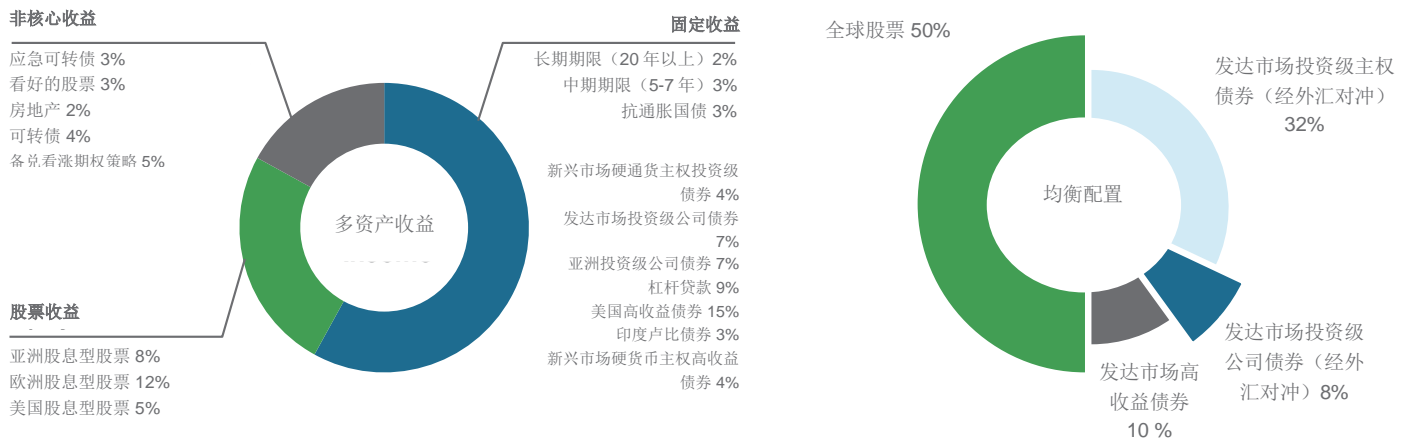
自从我们《2017 年全球市场展望》发表以来，因为更侧重增长和通货复胀，全球股票表现强于高息股票。这使均衡配置获益。这一普遍趋势的一个例外是亚洲高息股票。由于他们更具周期倾向，其表现跑赢亚洲和全球传统股票，推动了我们多资产收益配置的业绩。然而，我们的欧洲高息股配置并未同样成功。由于欧洲政治风险日增，欧洲高息股跑输其他区域的高息股，令欧洲高息股中配置最多的金融股面临压力。

应提到的一点是新兴市场硬货币主权债券投资级和非核心资产（特别是优先股和房地产投资信托）的业绩仅仅是收复 2016 年最后一个季度的失地。未来，在利率持续上升的环境下，我们预计这些资产类别将提供更趋缓的表现。此外，鉴于在多资产收益中大量配置固定收益，利率上升环境亦或表明该策略未来表现跑输均衡配置策略。

### 为通货复胀情境调整我们的配置

我们调整均衡配置以更好地体现我们青睐公司债券胜过政府债券。先前配置以巴克莱资本全球综合债券指数（Barclays Capital Global Aggregate Bond index）为基础，取而代之，我们引入一个定义良好的政府债券和公司债券配置。修订后的配置在图 44 中予以说明。此外，我们亦调整多资产配置以降低利率敏感性。我们减少新兴市场硬货币主权债券投资，而青睐杠杆贷款。此举使我们的收益率上升 100 个基点，在利率上升环境下提供更好的防守特性。

图 44: 修订后的多资产收益和均衡配置策略（资产类别权重以%表示）



资料来源：巴克莱、摩根大通、标准普尔、明晟、彭博终端、渣打银行

多资产

债券

股票

商品

另类策略

外汇

多资产

图 45: 从三方面评估收益型资产的方法

收益潜力、资本增长和下跌风险

资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	下跌风险	评论
固定收益	4.6	●	●	●	投资组合关键主力；收益率来源；一些吸引人的投资理念但并非没有风险
杠杆贷款	5.4	●	●	●	传统高收益投资的具吸引力的替代投资；在资本结构上较简单高收益债券的求偿权更优先；回报上有微小的收益损失；对美国利率变化的敏感性低
公司—美国高收益	5.5	●	●	●	估值近期收紧；收益率具吸引力；违约率应趋于走低
新兴市场硬货币主权债券	5.7	●	●	●	鉴于投资级、高收益债券多样的风险/回报状况，需要精挑细选；美国利率和商品投资是主要推动力；估值合理
印度卢比债券	7.1	●	●	●	演绎结构性故事；套利之选；可靠的央行，改革；国外需求是近期风险。外汇稳定是利好因素
投资级	2.6	●	●	●	投资组合关键主力，结构性套利；一些吸引人的投资理念但利率敏感性是风险
公司债券—发达市场投资级	2.6	●	●	●	收益率溢价已收窄，但估值合理；如果美联储加息周期趋缓，长期美国公司债看似吸引
公司债券—亚洲投资级	3.8	●	●	●	谨慎看好。估值公正，信用评级小幅改善；主要风险包括中国发行人集中的风险和地区需求低的风险
通胀保值国债	1.1	●	●	●	作为通常主权债券的替代品提供价值；加息影响与 3 国集团主权债券类似但可抵消美国通胀最终跳升
主权债券	1.5	●	●	●	量化宽松计划为主权债券收益率提供强劲的稳定之锚，但即使有剩余价值，也很少。风险包括加息和高通胀。青睐高收益/高级别市场（美国国债、澳元、新西兰元）
股票收益	4.6	●	●	●	收益的主要来源，资本有适度增长空间
北美	3.3	●	●	●	估值公正至略高；收益率低；一些行业具吸引力
欧洲	5.3	●	●	●	估值公正；收益率吸引；政治风险突显，被全球经济增长前景改善缓解；动能疲弱。外汇是致胜王牌
亚洲（日本除外）	4.5	●	●	●	股息支付良好；精选个股估值吸引，但来自中国/美国增长、盈利、美联储和杠杆的挑战是下跌风险
非核心收益	4.2	●	●	●	多样化收益和增长的有益资产
青睐的资产	5.7	●	●	●	收益率吸引，面向金融行业；高利率风险可能无法被银行相关信用的改善所完全抵消
可转债	3.8	●	●	●	适度的经济扩张 + 渐进加息应利好可转债。风险：政策失误
房地产	4.0	●	●	●	多样化收益率的工具；房地产市场稳定；一些地区利率上升、过高估值是风险。可能大幅下跌
备兑看涨期权	2.5	●	●	●	假设股票上行空间有限，是增强收益的有益工具
应急可转债	6.4	●	●	●	由于发行收益率高而吸引，对收益率持续上升的敏感性相对较低，过去数年银行信用评级不断改善

收益率数据截至 2017 年 1 月 31 日。

资料来源：彭博终端、渣打银行

请注意：金融行为监管局 (FCA) 对向欧洲经济区居民销售应急可转债推出《永久行销限制》。

图例： ● 潜力吸引/低风险      ● 潜力适度/中度风险      ● 潜力无吸引/高风险

## 市场表现概要 \*

股票	年初至今	1个月
全球股票	6.1% ↑	4.0% ↑
全球高股息股票	5.2% ↑	4.1% ↑
发达市场 (DM)	5.6% ↑	3.8% ↑
新兴市场 (EM)	10.5% ↑	5.6% ↑
<b>按国家划分</b>		
美国	6.0% ↑	4.5% ↑
西欧 (本币)	2.8% ↑	2.7% ↑
西欧 (美元)	3.7% ↑	1.9% ↑
日本 (本币)	2.1% ↑	2.4% ↑
日本 (美元)	5.7% ↑	2.7% ↑
澳洲	10.1% ↑	6.1% ↑
亚洲 (日本除外)	10.8% ↑	5.6% ↑
非洲	8.1% ↑	3.9% ↑
东欧	3.0% ↑	3.4% ↑
拉丁美洲	14.4% ↑	6.2% ↑
中东	2.1% ↑	0.8% ↑
中国	12.7% ↑	7.3% ↑
印度	10.7% ↑	8.4% ↑
韩国	11.8% ↑	4.7% ↑
台湾	10.0% ↑	5.2% ↑
<b>按行业划分</b>		
非必需消费品	5.7% ↑	2.5% ↑
必需消费品	6.3% ↑	4.7% ↑
能源	-2.8% ↓	-1.5% ↓
金融	6.6% ↑	5.3% ↑
医疗保健	7.6% ↑	6.7% ↑
工业	5.7% ↑	3.3% ↑
资讯科技	10.4% ↑	6.1% ↑
原材料	8.5% ↑	2.4% ↑
电信	2.2% ↑	-0.4% ↓
公用事业	4.0% ↑	3.4% ↑
全球地产股票/房地产投资信托	4.6% ↑	3.0% ↑
<b>债券</b>		
<b>主权</b>		
全球投资级主权	0.8% ↑	-0.2% ↓
美国主权	0.4% ↑	-0.1% ↓
欧洲主权	-0.6% ↓	-1.2% ↓
新兴市场主权硬货币	3.2% ↑	1.7% ↑
新兴市场主权本地货币	4.4% ↑	3.0% ↑
亚洲新兴市场本地货币	3.7% ↑	1.2% ↑
<b>信用</b>		
全球投资级公司债	1.3% ↑	0.4% ↑
全球高收益公司债	2.7% ↑	1.3% ↑
美国高收益债	2.5% ↑	1.4% ↑
欧洲高收益债	2.3% ↑	-0.2% ↓
亚洲高收益公司债	2.9% ↑	1.6% ↑

商品	年初至今	1个月
多元商品	-0.1% ↓	-1.3% ↓
农业	3.4% ↑	-2.5% ↓
能源	-10.0% ↓	-4.2% ↓
工业金属	7.1% ↑	1.3% ↑
贵金属	9.7% ↑	3.4% ↑
原油	-0.4% ↓	1.7% ↑
黄金	8.5% ↑	2.6% ↑
<b>外汇 (兑美元)</b>		
亚洲 (日本除外)	2.0% ↑	0.5% ↑
澳元	7.0% ↑	1.7% ↑
欧元	0.6% ↑	-1.7% ↓
英镑	1.8% ↑	0.2% ↑
日圆	3.9% ↑	0.1% ↑
新加坡元	3.0% ↑	0.8% ↑
<b>另类策略</b>		
综合 (所有策略)	1.8% ↑	1.5% ↑
相对价值	1.3% ↑	0.8% ↑
事件驱动	2.6% ↑	1.8% ↑
股票多/空策略	2.4% ↑	1.7% ↑
宏观 CTA	0.5% ↑	1.7% ↑

\* 除另有指明外, 所有表现均以美元计。

\* 年初至今表现数据由 2016年12月31日至2017年2月23日, 1个月期表现由 2017年1月23日至2017年2月23日

资料来源: 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



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

## 团队

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。

	<b>Alexis Calla*</b> 投资顾问及策略部全球主管、 全球投资委员会主席		<b>Steve Brice*</b> 首席投资策略师		<b>Aditya Monappa*, CFA</b> 资产配置及投资组合方案部主 管
	<b>Clive McDonnell*</b> 股票投资策略部主管		<b>Audrey Goh, CFA</b> 资产配置及投资组合方案部 董事		<b>Manpreet Gill*</b> 固定收益、货币及商品投资策 略部主管
	<b>Rajat Bhattacharya</b> 投资策略师		<b>Arun Kelshiker, CFA</b> 资产配置及投资组合方案部 执行董事		<b>TuVi Nguyen</b> 投资策略师
	<b>Tariq Ali, CFA</b> 投资策略师		<b>Abhilashnarayan</b> 投资策略师		<b>Trang Nguyen</b> 资产配置及投资组合方案部 分析师
	<b>DJ Cheong</b> 投资策略师		<b>Jeff Chen</b> 资产配置及投资组合方案部 分析师		<b>Audrey Tan</b> 投资策略师

\*全球投资委员会核心投票委员

## 免责声明

### 本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。

本文件并非研究材料，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任何禁止交易的约束。本文件并不必然代表渣打银行的所有部门，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，公司的主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V 5DD）。渣打银行获英国审慎监管局（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（Prudential Regulation Authority）所规管。

渣打银行各分行、子公司及附属公司（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任何司法管辖区而言，本文件由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。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其它金融工具订立任何交易或采用任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或招揽行为。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定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特定类别人士拟备。

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，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者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、汇率或价格的未来实际变动或者未来实际发生的事件或事故（视情况而定）的指标。

本文件没有且不会在任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管当局根据任何法规认可。渣打银行不对（包括但不限于）本文件的准确性或本文件所载或提述的任何信息的完整性，作出任何种类的明示、暗示、法定的陈述或保证。

本文件的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载信息相信是可靠的，但未经我们独立核实。渣打银行概不负责，亦不会承担阁下因使用本文件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），包括但不限于（不论如何产生的）因本文件、其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、失误、过失或不准确，或因不能获得本文件或其任何部分或任何内容或相关服务所产生的任何损失、损害或支出。

渣打银行及 / 或与其有联系之公司可于任何时间，在适用法律及 / 或法规允许的范围内，买卖本文件所提述的任何证券、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做市商，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其它服务。因此，渣打银行、其关联企业及 / 或子公司可能有利益冲突，从而影响本文件的客观性。

未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其它方式提供予任何其它人士。

版权声明：2017 年渣打银行。本文件包含的所有材料、文本、文章和信息的版权均均为渣打银行的财产，经渣打银行的授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方创设的资料及有关的版权下的权利。其它不属于第三方的所有其它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使用，但代表渣打银行用作业务用途或事先取得渣打银行的授权签署人明确的书面同意则除外。版权所有。©2017 年渣打银行。

本文件在中国由渣打银行（中国）有限公司分发，并归属于该单位。渣打银行（中国）有限公司主要受中国银行业监督管理委员会，国家外汇管理局和中国人民银行规管。

## 市场滥用法规声明（2017 年）

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，公司的主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V5DD）。渣打银行获英国审慎监管局（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（Prudential Regulation Authority）所规管。渣打银行各分行、子公司及附属公司（统称「渣打银行」）可根据当地监管要求在全球开展银行业务。

意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他观点。上述意见的有效期间取决于当前市况，且对更新本意见的频率没有计划。本意见并非独立于渣打银行本身的交易策略或部署。渣打银行及 / 或其附属公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与筹备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打银行可能且您应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具中有重大利益。若本通讯提及任何特定公司，请注意渣打银行可不时与本通讯报导的公司从事业务往来或寻求从事业务往来；对该等公司持有股份或在经济上受该等公司的影响；且 / 或投资于由该等公司发行的金融产品。另外，渣打银行可能涉及各项活动，如为本通讯提述的任何产品进行交易、持有、担任做市商或流通量提供者，或提供金融或顾问服务，包括但不限于提供牵头经办人或联席牵头经办人服务。渣打银行可能已因上述服务和活动收到补偿，因此渣打银行可能会有影响本通讯的客观性的利益冲突。渣打银行已制订政策和程序、合理存取控制和实体信息墙，帮助确保包括重大非公开或内部信息在内的机密信息不会被披露，除非有关披露符合其政策、程序及监管机构的规则。

请参阅 <https://www.sc.com/en/banking-services/market-disclaimer.html>，以了解更详细的披露说明，包括过去 12 个月的观点、利益冲突及免责声明。