

全球市场展望

2017年3月31日



崭新的转向机遇

欧元区是我们看好的股票市场，该区域经济数据得到改善，盈利预期上调，与范围日渐扩大的通货再膨胀整体情形一致。

我们将转向欧元区与亚洲（日本除外）股票市场，且愈发相信美元进一步大幅走强的可能性较小。同时，「特朗普贸易」或无疾而终，日渐需要诸如税务改革等新的驱动因素，因此我们对美国股票的相对观点更加中立。

我们认为，即便是收益率的微幅回落，也是转向对利率敏感度较低的债券的良机。尽管可能出现波动，美国和欧洲高收益债券仍然存在利差空间，而且我们依然看好浮动利率贷款。

目录

	1	
提要		
转向机遇 01		
	2	策略
		投资策略 03
	3	
观点		资产类别
对于客户重点问题的观点 07		债券 13
宏观概况 10		股票 16
	4	股票衍生工具 20
		商品 21
		另类策略 23
		外汇 24
		多元资产 27
	5	
资产配置		
市场表现回顾 30		
事件日历 31		
	6	表现回顾
		团队 32
		披露附录 33

投资策略

看好欧元区与亚洲股票

- 欧元区是我们看好的股票市场，该区域经济数据得到改善，盈利预期上调，与范围不断扩大的通货再膨胀整体情形一致。
- 我们将转向欧元区与亚洲（日本除外）股票市场，且愈发相信美元进一步大幅走强的可能性较小。同时，「特朗普贸易」或无疾而终，日渐需要诸如税务改革等新的驱动因素，因此我们对美国股票的相对观点更加中立。
- 我们认为，即便是收益率的微幅回落，也是转向对利率敏感度较低的债券的良机。尽管可能出现波动，美国和欧洲高收益债券仍然存在利差空间，而且我们依然看好浮动利率贷款。

通货再膨胀范围不断扩大，而「特朗普贸易」却是日渐黄昏

我们的均衡投资方式和向通货再膨胀倾斜的模式已开始奏效。但是美国和其他主要地区的投资展望从上月开始分化。而在美国，由于美联储声明的鹰派立场未及预期，以及特朗普政治日程在国会遭遇接二连三的挑战，股票和美元纷纷走低。市场终于迎来等待已久的波动，但幅度甚微。

亚洲与欧元区的股票市场与外汇反弹，或由于对美元大幅走强的担忧有所缓解（对亚洲日本除外地区形成利好），以及有数据证明通货再膨胀范围正在进一步拓宽（欧元区大部分如此，亚洲某种程度上同样如此）。货币政策突然收紧后央行对投机行为予以打击，造成主要市场的10年期债券收益率仍维持区间震荡。

我们认为，以上趋势更为有力的说明转向通货再膨胀的观点仍然奏效。但是，区域投资的主导型资产类别可以轮换。欧元区逐渐成为通货再膨胀情境下的「焦点」，而美国的特朗普当选后所造成的市场反弹正在逐渐消逝，期待新的催化剂，主要因为税务改革的谈判可能开始启动。

我们看好股票多于债券

看好欧元区、亚洲（日本除外）股票和发达市场的高收益债券

多元资产收益仍与收益型投资者相关

对投资者的意义



图 1：欧洲、亚洲（日本除外）市场表现优异

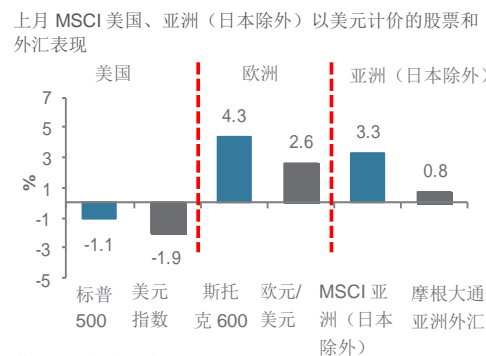


图 2：盈利展望积极



投资策略

在股票之间轮换主导配置

我们继续转向通货再膨胀的观点证明对全球股票的青睐仍然合情合理。但是，区域市场主导配置需予以轮换。

我们继续看好欧元区股票，且认为通货再膨胀下资产市场的「焦点」或转向欧元区---未来增长数据愈发强劲，通货膨胀出现温和上扬迹象，企业盈利预期开始提高，而美联储和美元的影响减小。虽然选举仍存在风险，但近期荷兰选举中「疑欧派」的落选注入积极能量。我们依然认为法国选举会造成一定的市场波动，但相信最终任何因选举忧虑产生的市场回落都是买入良机，如果法国「疑欧派」想要成功取得总统职位和控制议会其困难重重，而只有两者兼得才是「法国脱欧」的必要条件。

我们第二大看好的股票区域为亚洲（日本除外）地区。中国经济日趋稳定，数大以贸易为主的经济体出口增长反弹，印度长期增长前景向好，成为本观点的良好基础要素。同时也是支持我们继续看好印度、日本和「新中国」板块股票的部分原因。

我们认为，美元进一步大幅升值的可能性极低成为主要催化剂。从以往经验来看，美元强势环境令亚洲（日本除外）股票面临挑战。但是，通货再膨胀的环境并非绝对的对美元有利。我们认为美联储年内可能加息至少两次（共 50 个基点），但长期债券的收益率涨幅可能会低于 50 个基点。从外汇角度来看，通货膨胀会吞噬大部分收益率收益，对美元利好程度甚微。因此，亚洲（日本除外）的股票所面临的一大潜在不利因素得以消除。

从另一面来看，我们小幅调整了对美国股票看好的相对观点，我们认为，随着「特朗普贸易」日渐黄昏，市场在等待下一重大催化剂（例如近期瞄准企业税务改革），近期收益为锁定利润提供了契机。

充分把握收益率回落机会

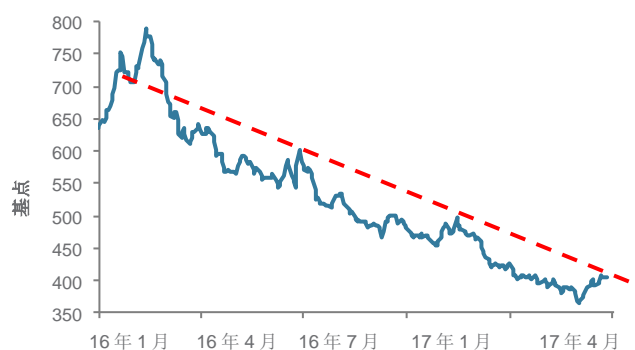
美联储加息决策与市场预期基本相符，但未能支持对周期大幅收紧不断增加的预期，令 10 年期美国国债收益率和德国国债收益率回落至近期区间低端（美国国债 2.30-2.65%，德国国债 0.20-0.50%）。由于美国和欧洲高收益债券估值有所降低，此番回落构成特殊契机。同时我们认为这也正是从高质量、期限长的债券（更易面临利率增加所带来的直接风险）转向高收益率和期限较短的债券（受利率增加所带来的直接风险较小）。

优先浮动利率贷款仍具备吸引力，我们认为该类贷款被以低于市场价赎回的风险较小。

更广泛的来讲，我们认为近期收益率趋势提升了多元资产收益策略对收益型投资者的吸引力。但是，均衡性配置方式（和偏股型方式）仍有可能长期跑赢，原因在于通货再膨胀成为主流市场环境（两者目前齐头并进），我们认为任何收益率收益将会微乎其微，表明多元资产收益策略将继续为收益型投资者提供更为合理可观的长期回报。

图 3: 近期估值有所下降，是转向高收益债券的契机；区域方面我们看好美国和欧洲

巴克莱全球高收益信贷息差



数据源: 彭博、渣打

投资策略

图 4: 我们的战术性资产配置观点 (12个月) 美元

资产类别	子资产类别	相对展望	投资理由
 多元资产策略	多元资产收益	●	低政策利率和低绝对收益率预计仍为利好因素
	多元资产宏观	●	通货再膨胀进一步扩大, 减少对具有保险功能的资产的需要
 股票	美国	●	盈利预期或见顶; 利润率与估值构成风险
	欧元区	●	盈利展望改善; 估值较为温和; 政治局势构成短期风险
	英国	●	英国脱欧笼罩盈利前景; 估值充分; 英国反弹构成风险
	日本	●	日圆走势为盈利关键因素; 估值合理, 但极端变动的风险较高
	亚洲 (日本除外)	●	盈利向上走势利好; 估值合理; 贸易局势紧张构成长期风险
	非亚洲新兴市场	●	商品为盈利关键因素; 估值充分; 资本流动利好
 债券	发达市场政府债券	●	收益率低; 估值充分; 美联储政策和通胀高企构成风险
	新兴市场政府债券 (美元)	●	收益率适中; 估值合理; 贸易政策构成长期风险
	发达市场投资级公司债券	●	收益率适中; 估值充分; 防守型
	发达市场高收益公司债券	●	收益率具有吸引力; 违约率趋于走低; 估值高企
	亚洲公司债券	●	收益率适中; 估值合理; 需求/供应局势较为有利
新兴市场 (本币)	●	收益率具备吸引力; 美元造成的压力减小; 加息构成风险	
 外汇	美元	●	利差企稳; 通胀和政策前景构成主要风险
	欧元	●	利差企稳; 前景改善但选举构成近期风险
	日圆	●	上下行风险共同影响造成区间震荡活动增加
	英镑	●	诸多不利因素被市场消化; 脱欧进程或一路坎坷
	澳元	●	中国企稳成为利好; 铁矿石价格回落, 波动性加大构成风险
	亚洲 (日本除外)	●	资金流与美元前景利好; 贸易局势紧张与估值构成风险

数据源: 渣打银行全球投资委员会

图例: ● 超配 ● 标配 ● 低配

投资策略

图 5: 自《2017 年展望》发布以来#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	↑	公司债券表现优于政府债券 ^[1]	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
	↑	发达市场高收益债券表现将优于其他债券	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
	↑	美国浮动利率优先贷款将提供正回报	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
 股票	↑	美国股票将提供正回报, 表现优于全球股票 (2017 年 3 月 31 日结束)	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	✗	✗
	↑	亚洲 (日本除外) 股票将提供正回报, 表现优于全球股票	2017 年 3 月 30 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	✓	✗
	↑	印度尼西亚股票将提供正回报, 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	✓	✓
	↑	美国小型股将提供正回报, 表现优于美国股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	↑	「新中国」股票将提供正回报 ^[2]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
 商品	↑	布兰特原油 2017 年将走高	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
 另类资产	↑	另类策略配置将产生绝对正回报 ^[3]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
 外汇	↑	看好美元/人民币	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
	↑	巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度尼西亚盾和印度卢比货币篮子 ^[4] 的表现将强于新兴市场外汇指数	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
 多元资产	↑	多元资产收益配置将提供绝对正回报 ^[5]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
	↑	均衡配置的表现将优于多元资产收益配置 ^[6]	2016 年 12 月 15 日	NA	✗

数据源: 彭博、渣打

2016 年 12 月 15 日 (《2017 年展望》的发布日期) 至 2017 年 3 月 30 日期间或该策略观点结束时的表现

^[1] 由 Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD 的 44%和 Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index 的 56%构成的定制组合

✓ - 正确买入判断; ✗ - 错误买入判断; NA - 不适用

超配 (↑) - 预计回报高于相对基准

低配 (↓) - 预计回报低于相对基准

^[2] 「新中国」指数是由 MSCI 中国行业组的市值加权指数, 包括制药、生物科技和生命科学、医疗保健和服务、软件和服务、零售、电讯服务和消费者服务

^[3] 另类策略配置在《2017 年展望: #转向》第 36 页图 13 中予以描述

^[4] 由巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度尼西亚盾和印度卢比等货币构成的权重相同的定制指数

^[5] 收益配置在《2017 年展望: #转向》第 34 页图 11 中予以描述

^[6] 均衡配置由全球股票的 50%与全球固定收益的 50%组合而成

以往业绩并不代表未来业绩。我们不基于任何历史数据对某宗交易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

对于客户重点问题的观点



Q 全球股票近期展望如何？

A 我们认为近期股票市场前景向好，大幅回落（跌幅超过 10%）可能性相对较小。我们认为，全球股票突破历史高位（见图）表明其势头强劲，且拥有有力支撑，令回落可能性较小。

单纯从技术角度来看，该观点在多个区域仍然成立。技术性、仓位以及市场情绪指标距大幅回落的极端迹象甚远。

当然，以上观点并不排除市场仍然会进一步小幅回落的可能性。但是，全球股票指数从主要支撑位下滑了 2.5%（2014 年高位），而重要的 200 日移动均值约下跌 5%。因此，所有这些因素表示股市大幅回落（跌幅大于 10%）的可能性在当前阶段较小。

图 6: 全球股票接近主要支撑位



数据源：彭博、渣打

Q 美元是否已见顶？

A 我们对试图确定衡量美元见顶的时间表示保持谨慎，但目前来看，美元大幅升值的可能性减弱。

首先，货币政策分化的趋势正在减弱。美联储或逐渐收紧货币政策，而其他各大央行下一步有可能收回刺激政策。其次，特朗普近期在国会遭遇的挫折，表明要按照众多业界人士预期兑现其竞选期间的承诺并非易事，或抑制美元升值。其三，关于对贸易冲突的忧虑尚未立竿见影的成为现实，表明新兴市场货币兑美元的需求仍受到良好支撑。

美元由于季节性因素近期可能进一步小幅贬值。欧洲选举和可能推出的边境调整税对美元构成上行风险。但是，除非这些风险一一落实，否则最低阻力位或逐步下行。我们认为欧元和英镑近期可提供最大的短期反弹空间。

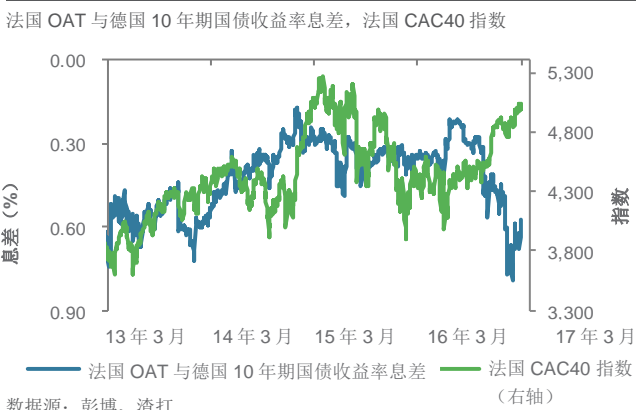
Q 法国总统大选有何意义？

A 法国总统竞选将先后于 4 月 23 日和 5 月 7 日开展首轮和第二轮投票，市场波动性或出现短暂上扬。但我们的基本观点仍然为疑欧派候选人玛丽娜·勒庞会落选总统选举（或者最坏的情形是获得议会多数席位），而只有同时当选总统且获取议会多数席位才是引发「法国脱欧」风险的必要条件。因此，待选举风平浪静之后，我们预计市场关注重点将重新回到结构性改革上面——而实施结构性改革可利好盈利与股市。

也就是说，勒庞获胜（两大领先候选人之一）的威胁会对市场构成风险。如勒庞成功当选，或引发股市产生本能反应，出现类似英国脱欧公投后瞬间发生的抛售现象。但是，如出现以上情境，因为很多法国公司大部分销售来源于海外市场，其盈利或如同英国当时一样受益于欧元贬值。

因此，鉴于该地区增长潜力，未来 12 个月内我们将抓住任何短期股市疲软的机遇超配仓位，将重点瞄准受益于欧元贬值的板块。

图 7：政治风险虽不断增加，但当地股市仍继续上涨



Q 是否依然深信油价将继续走高？

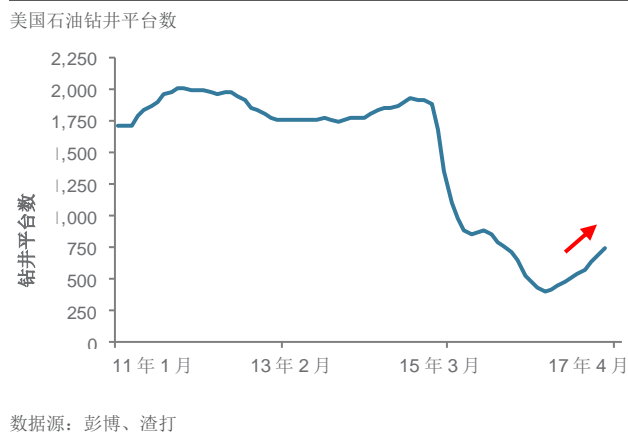
A 我们认为石油市场将继续收紧（即供需逐渐平衡），因此继续看好未来 12 个月油价前景。

近期一系列因素导致油价走低。美国石油产量反弹超出众多业界预期。欧派克是否能够按约定减产再次引发疑问。此外亚洲石油需求量增长是否如最初预期一样强劲同样成为关注点。

我们认为对短期的担忧进行审视较为重要，尤其是如油价上涨 10% 对石油来讲属于「正常」波动。中国的稳定对需求增长形成良好支撑。我们对欧派克石油限产的忧虑应有所缓解。很多石油生产国已接近产能上限，欧派克通过快速提高石油产量以大幅扭转供需平衡的可能性较小。

美国石油产量仍为主要风险。美国今年石油钻井平台数反弹，有报告显示美国页岩油生产商的盈亏平衡点低于每桶 60 美元，或为引发市场忧虑的原因。但是，其他有关盈亏平衡点降低的证据尚未出现。

图 8：美国石油钻井平台构成源于美国的上行石油供应风险



Q 政府债券收益率仍然区间震荡。债券配置依然定位于高收益债券还是利率债？

A 我们认为债券配置需继续定位于高收益债券。

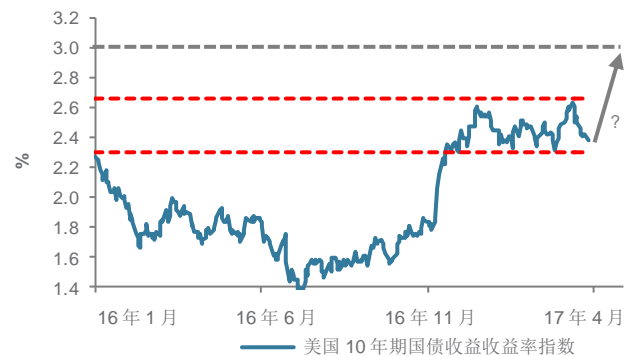
即便收益率出现短暂上扬，我们仍然保持经济将继续转向高增长和通货膨胀的观点。这与国债收益率上扬基本一致，尤其是如果美联储按预期所料至少加息两次的情况下。市场对财政政策的重点关注不断加大，同样支持我们看好收益率偏高的债券的观点。

短期、极端仓位很可能造成 10 年美国国债收益率区间震荡。但是，这种极端仓位正逐渐趋于正常化，引发收益率超出 2.30-2.65% 的区间的风险。另外，欧洲央行和日本央行如削减刺激措施，将对主要地区的债券收益率形成压力。即便如此，我们预计即使出现浮动也会幅度很小，今年美国 10 年期国债收益率最高可能在 3%。

考虑到以上情形，我们继续看好对利率上涨敏感性较低的债券。发达市场的高收益率债券和美国优先浮动利率贷款仍然是我们看好的投资配置。

图 9：国债收益率当前维持区间震荡

美国 10 年期国债收益率 (%)



数据源：彭博、渣打

宏观概况

全面好转

- **核心情境：** 鉴于欧元区与日本增长预测上调，中国增长稳定，以及亚洲出口复苏，我们仍旧确信全球「通货再膨胀」情境，不过，这亦意味着通胀风险已略微增强。
- **关键风险：** a) 特朗普提议的部分财政刺激举措可能推迟实施或削弱力度； b) 欧元区政局，但我们预计勒庞不会赢得法国大选； c) 美国通胀率飙升，尽管长期通胀预期暂时保持稳定。
- **政策前景：** 美联储主动暗示 3 月份加息，使我们相信今年其可能还将至少加息两次。同时，我们预计中国将逐步收紧货币政策。欧央行及日本央行的紧缩政策可能成为 2018 年主题。

通货再膨胀主题延伸至美国以外的地区

在全球制造业与出口呈现复苏迹象之际，经济回升之势蔓延至美国以外地区，使得我们的全球投资委员会对全球「通货再膨胀」主题抱有信心。我们仍旧认为，明年从「泥泞中前行」转向「通货再膨胀」的机会率为 70%。不过，随着美国、欧洲及日本就业市场收紧，通胀下行情境（通胀率上升，但经济并不增长）的风险缓慢上升（机会率 20%）。同时，特朗普提出的减税、放松管制及加大基建支出等主要财政刺激措施的力度减弱或推迟至今年之后实施的风险也在不断增强。该情况可能对通货再膨胀情境造成风险。

美联储今年可能至少加息两次

欧央行今年削减购债计划的机会率不断提高

中国日益致力于通过财政政策控制增长

对投资者的启示



图 10：通货再膨胀主题持续

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	尽管迄今为止一直缺乏财政刺激措施，但增长状况良好。今年美联储处于累计加息三次的轨道之上。
欧元区	●	●	●	●	增长加速及通胀上行表明通货再膨胀情境可能正在确立。今年晚些时候，欧央行可能释放削弱刺激举措的信号。欧元区总统大选是关键风险。
英国	●	●	●	●	英国脱欧路径及其对经济增长的影响仍旧不明朗。英国央行可能容忍通胀短暂上行。
日本	●	●	●	●	在日本央行稳定长期收益率之际，其仍可能实施财政宽松举措。不过，目前疲弱日圆对日本出口的支撑作用不甚明朗。
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	中国有望保持稳定的经济增长，即使在中国央行政策略微收紧的情况下亦是如此。美国贸易政策是该地区面临的关键风险。
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西与俄罗斯正在走出衰退。通胀持续下行，可能支撑央行进一步实施宽松举措。

数据源：彭博、渣打全球投资委员会

图例： ● 利好/降息 ● 标配 ● 利空/加息

宏观概况

美国 – 稳健，但围绕刺激举措的疑虑不断增强

实施刺激举措的可能性减弱：自特朗普去年 11 月赢得大选以来，围绕美国 2017 年经济增长的市场预期首次下调。美国消费者及企业信心保持稳健。不过，有关特朗普一些关键刺激提案（减税、放松管制及加大基建支出）可能推迟实施或削弱力度的风险不断增强。特朗普无力替代「奥巴马医改」，从而引发严重问题并导致市场开始重新评估其推行减税的能力。

美联储转向主动策略：美联储在 3 月份加息之前积极引导市场，暗示其有信心达到失业率与通胀目标。目前，我们预计美联储今年还将加息两次（50 个基点）。

欧元区 – 加快步伐

再通胀情境的适用范围扩大：受借贷成本处于纪录低位及欧元疲弱的支撑，整个欧元区的经济活动加速，进而推动欧元区经济增长及通胀率的市场预期继续向上修正。

政治风险：尽管政治风险犹存，但我们预计反欧盟的候选人勒庞将无法在法国议会中赢得足够席位（即使其赢得总统选举）以颁布宪法改革。

欧央行削减购债计划的风险与日俱增：尽管 2 月份欧元区整体通胀率自 2013 年以来首次达到欧央行 2% 的目标，但核心通胀率仍旧受到抑制。因此，我们认为欧央行在开始退出刺激政策（可能在下半年）之前仍拥有一些时间。

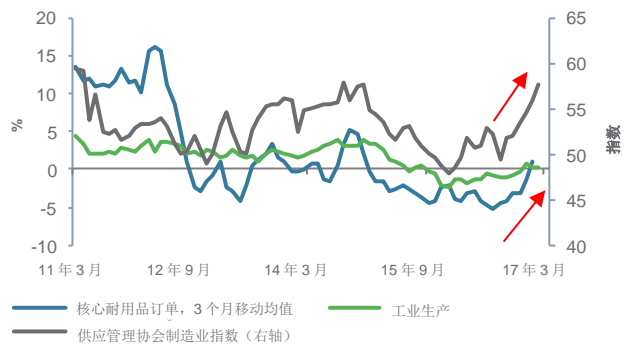
英国 – 脱欧风险上升

英国脱欧谈判是决定前景的关键：英国已经正式启动脱欧进程，为谈判有利交易留出两年时间。我们认为，从现在开始，随之出现的不明朗因素可能削弱企业与消费者信心，源于不断上升的通胀风险削弱消费者的购买力。

英国央行目前仍保有耐心：目前，英国央行可能容忍由进口成本导致的通胀。不过，如通胀率升至 3% 上方，其或将不得不收紧政策。

图 11：美国潜在制造业活动指针仍在改善

美国核心耐用品订单，3 个月移动均值，按年%；工业产值，按年%；供应管理协会（ISM）制造业指数（右轴）



数据源：彭博、渣打

图 12：欧元区增长与通胀预期继续向上修正

欧元区 2017 年增长与通胀率的市场预期，按年%



数据源：彭博、渣打

图 13：由于持续上行的通胀率损害消费者购买力，英国消费增长已经放缓

英国消费者价格通胀率，按年%；零售额，扣除汽车燃料，按年%（右轴）



数据源：彭博、渣打

宏观概况

日本 – 复苏态势逐步形成

增长加速，通胀乏力：2016 年第 3 季度以来，日本经济增长一直高于 1% 的潜在增长率，日圆疲弱及全球贸易提速支撑该国出口。日本政府于去年实施的财政刺激举措有望在今年剩余时间里支撑经济增长。在就业市场收紧之际，进行中的薪资谈判是决定通胀是否加速的关键。

日本央行不大可能很快削减购债：与全球收益率上升的情况相反，日本央行试图将其 10 年期债券收益率维持在零附近，但考虑到低通胀率，我们认为日本央行将在今年放松「收益率曲线控制」措施。

中国 – 维持稳定

政府将 2017 年增长目标定在 6.5%：受房地产销售、投资与工业产值状况改善支撑，以及政策相对调整的带动，中国经济开年增长稳定。随着政府淘汰产能过剩的落后产业，国有部门投资增长放缓，而目前私人投资正在逐步提高。

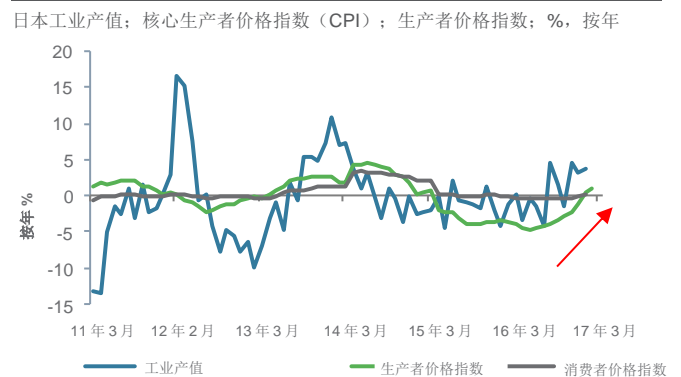
政策焦点是控制金融风险：中国央行实施的资本管制及逐步收紧的货币政策看似已经遏制了资本外流，使得人民币走势趋稳。广义货币（M2）供应量增长目标（12%）略微下调，表明当局仍旧致力于降低企业杠杆。我们预计，财政政策放松将有助在四季度关键十九大召开之前支撑经济增长。

新兴市场 – 印度推行改革的可能性攀升

亚洲经济受到出口提振：该地区更加开放型经济（比如，南韩或台湾）正受益于全球需求改善。在印度，总理莫迪领导的政党在关键地方邦选举中以压倒性优势胜出，从而有望提升其推行强硬经济改革的可能性。

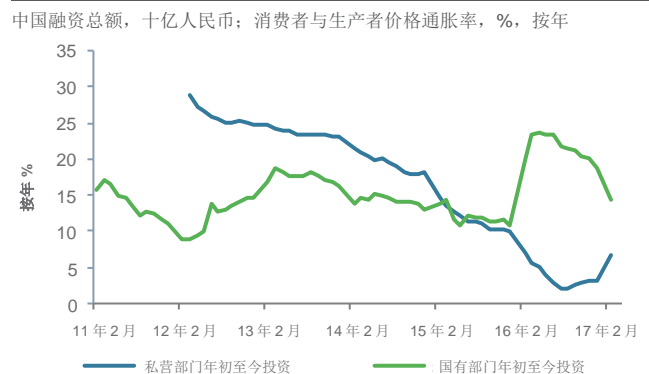
巴西与俄罗斯正在摆脱衰退：市场预期表明，这两个经济体在上半年有望呈现 2014 年以来的首次增长。通胀持续下行，应使该两国央行得以进一步放松政策。

图 14：日本制造业正获益于疲弱日圆与生产者价格回升



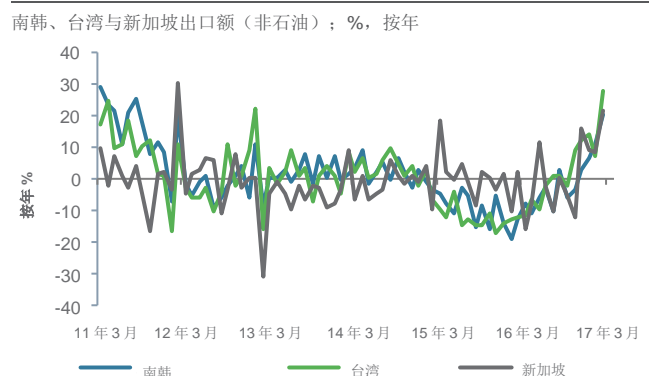
数据源：彭博、渣打

图 15：中国私人投资呈现增长，即使在国有部门削减部分行业过剩产能的情况下亦是如此



数据源：彭博、渣打

图 16：亚洲出口导向型经济体正从全球贸易逐步复苏之中获得提振



数据源：彭博、渣打

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

高收益债券仍受到青睐

- 我们继续看好公司债券多于政府债券，缘于前者的利率敏感性较低且发行收益率较高，从而有望在收益率不断上升的环境下提供更佳回报。
- 近期收益率溢价增加，为投资者提供从高质量债券转投发达市场高收益债券（我们看好的债券子类别）的机会。优先浮动利率贷款是可以替代发达高收益债券的具有吸引力的投资选择。
- 由于美元走强且美国引发贸易中断的风险逐步减退，我们更加看好新兴市场美元政府债券与新兴市场本币政府债券。亚洲美元债券及新兴市场投资级公司债券被视作核心持仓。

图 17：债券子类别 – 按看好程度排列

债券资产类别	青睐程度	收益率	价值	汇率	最低收益率	利率敏感性
发达市场高收益产品	看好（贷款优于债券）	●	●	●	5.56%	4.3
新兴市场美元政府债券	核心持仓	●	●	不适用	5.34%	6.6
新兴市场本币债券	核心持仓	●	●	●	6.44%	5.1
亚洲美元债券	核心持仓（投资级优于高收益债券）	●	●	不适用	3.82%	4.8
发达市场投资级公司债券	核心持仓	●	●	●	2.51%*	6.7
发达市场投资级政府债券	最不看好	●	●	●	1.13%*	7.4

数据源：彭博、花旗、摩根大通、巴克莱、渣打全球投资委员会

交通信号灯指，我们认为该因素发挥利好、标配或利空作用。YTW = 最低收益率；DM = 发达市场，EM = 新兴市场，IR 敏感性 – 利率敏感性

*截至 2017 年 2 月 28 日

发达市场投资级政府债券 – 最看淡

过去几周，美元国债收益率小幅走低（图 9），缘于美联储有关评论的鹰派程度减弱且市场愈发忧虑美国改革与刺激政策实施的步伐，尤其是在医疗法案遭遇挫败之后。尽管近期市场呈现上述动态，但我们预计，短期内美国 10 年期国债收益率将处于 2.30-2.65% 区间，今年晚些时候小幅走高，但可能无法突破 3%。在欧洲，不考虑法国大选结果出人意料的情况，我们预计，更加强劲的增长与通胀率将推升德国国债收益率。

我们看好公司债券多于政府债券

发达市场高收益债券仍旧是我们看好的债券资产类别

愈发看好新兴市场美元债券及本币债券

对投资者的启示



债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

此外，考虑到我们不甚看好美元（见第 25 页）的立场，我们认为欧元与日圆债券的风险已经下降，同时认为没有必要对发达市场投资级债券的持仓继续进行外汇对冲。

新兴市场美元政府债券 – 核心持仓

我们仍旧比较看好新兴市场美元政府债券的配置。我们认为，爆发具有破坏力贸易冲突的风险降低且我们对美元的看好程度减弱（见第 25 页），从而缓解了新兴市场债券面临的阻力。

外部风险减弱，收益率具有吸引力（5.5%）及估值并未偏高，均可能是在过去几周推动投资者资金强劲流入的关键力量。尽管我们承认新兴市场美元政府债券对利率的敏感性相对较高，但如不出现商品价格急剧下跌或地缘政府忧虑情绪突然迸发的情况，该类债券可以持续提供正回报。

图 18: 新兴市场债券获益于稳定流入的资金



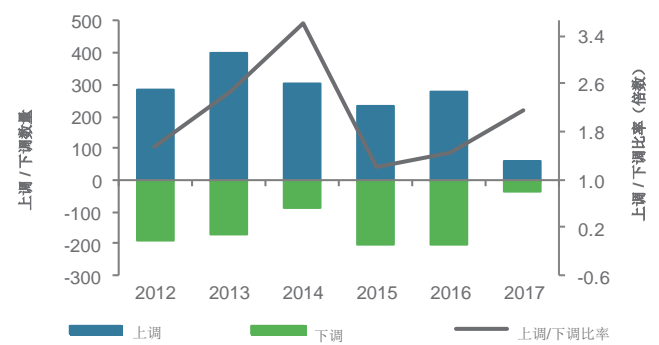
发达市场投资级公司债券 – 核心持仓

我们认为，发达市场投资级公司债券仍旧是进行高质量债券投资的最佳选择。我们的投资观点表现良好，自发布《2017 年展望》以来，投资级公司债券持续跑赢政府债券。

根据多项指标判断，我们发现信用质量呈现触底迹象。在美国，信用评级上调的数量已经超过下调的数量，同时上季度杠杆水平大体保持稳定。我们认为大量债券将集中在 2017 年上半年发行，并预计收益率溢价将大体保持区间震荡走势。

图 19: 评级上调数量已超过下调数量

美国投资级公司债券评级上调、下调数量及上调/下调比率

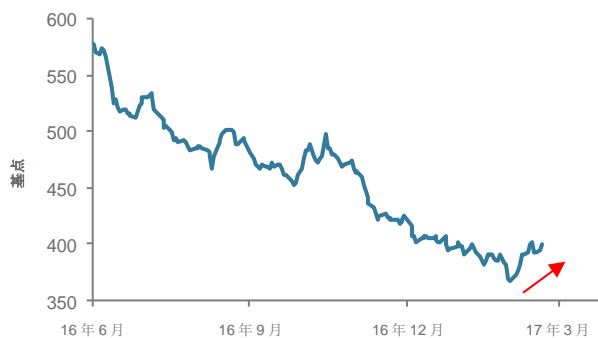


发达市场高收益公司债券 – 最受青睐

发达市场高收益公司债券及优先浮动利率贷款仍旧是我们最看好的子资产类别。我们将近期收益率溢价上升视作转投高收益债券的机会。围绕油价下跌的忧虑情绪及市场对美国改革步伐的质疑是导致此类资产近期价格回落的关键力量。鉴于我们认为油价走软仅为暂时现象，我们倾向于忽略其影响。

图 20: 近期价格回落提供买入机会

发达市场高收益债券利差或收益率溢价



债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

尽管经历近期回调之后，收益率溢价（目前收益率为 6.0%）仍低于过往均值，但考虑到未来预期违约率下降之后，我们认为此类债券提供的收益仍旧充足。

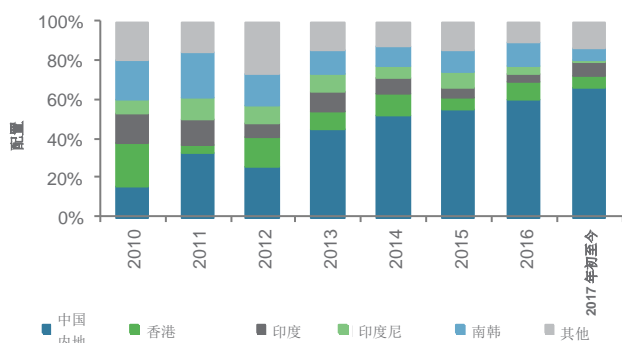
鉴于美国优先浮动利率贷款的利率敏感性极低，我们继续将其视作具有吸引力的高收益债券的替代性投资。在贷款市场，如贷款价格涨至面值上方，发行人可以按面值赎回贷款或对之重新定价。此举削减了资本利得的空间。近期贷款重新定价的活动骤增，对资本升值潜力构成小幅拖累。不过，重新定价活动仍旧低于 2013 年水平，我们预计，该情况将不会对贷款的表现造成重大不利影响。

亚洲美元债券 – 核心持仓

尽管亚洲美元债券估值相对较高，但考虑到其在新兴市场债券中具备防御属性且供需动态有利，我们仍旧将其视作核心持仓。尽管上月供应量较高，但地区内强劲的投资需求成为拉低利差的关键力量。

图 21：中国发行人主导新债券发行

不同国家或地区的债券发行情况（占年发行总额的百分比）



数据源：美银美林、渣打

不过，中国内地与香港公司正日益成为亚洲美元债券市场的主要发行人。这使得投资者承受的集标配风险增强。围绕中国市场或中国投资者资金流减少的忧虑情绪出现任何升温均可能导致市场呈现急剧回落。此外，高收益债券的估值看似偏高，同时鉴于近期该类债券违约率较低，投资者可能对其过于乐观。我们看好投资级债券多于高收益债券，在高收益债券领域，我们青睐质量更高的投资。

新兴市场本币债券 – 核心持仓

此评论反映财富管理部的观点

我们对于新兴市场本币债券转持更加积极的观点，不过目前我们仍将其作为核心持仓。此等更加积极的观点得益于我们对潜在贸易冲突的忧虑减弱，以及更加看涨新兴市场货币（参见第 25 页），此为回报的关键推动力。正如图 18 所示，具有吸引力的收益率及较低的风险有助本币债券在过去几周吸引投资者稳定的资金流入。

在亚洲，中国本币债券成为市场瞩目的焦点，缘于有关将其纳入新兴市场主要债券指数的讨论及中国内地和香港的债券通公告，而债券通将为国际投资者提供更加便捷的入市渠道。

近期，我们认为国际投资者拥有更佳的投资机会，原因如下：

- 2017 年，中国倾向收紧货币政策并两度上调短期利率 10 个基点。进一步潜在加息可能降低投资者回报。
- 近期公司债券违约正在导致投资者重新评估风险。收益率溢价在企稳前可能进一步上升。
- 人民币贬值可能导致国际投资者获得的货币回报为负。

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

股票仍旧受到青睐

- 整体而言，全球股票仍旧是我们看好的资产类别。盈利增长预期稳健，从「泥泞中前行」转向「通货再膨胀」情境表明，上述观点不太可能发生显著变化。不过，随着各国逐步结束极度宽松的货币政策，以及部分地区股票估值高企，表明股市涨幅可能有限。
- 欧元区是我们看好的股市。相对美国而言，欧元区股票估值相对较低，而年初至今，2017 年盈利增长预期已经上调。政治动态仍旧是关键风险，在短期来看尤为如此，但我们预计该风险在未来 6-12 个月将消散。
- 我们更加看好亚洲（日本除外）股票的前景，将其评级上调至看好。经济形势看似正在改善，同时稳定的美元走势（假定可以维持）应发挥利好作用，因为这意味着国内可以维持宽松的政策背景。估值也相对较低，该地区股票仍旧处于低配状态。中国宏观前景及地缘政治紧张局势是我们前景看涨观点面临的关键风险。
- 我们仍旧看好美国股市前景。不过，相对而言，美国不再是我们看好的地区。我们认为，估值偏高、利润率压力及美联储更加鹰派的立场均可能对未来美国股市跑赢大盘构成阻碍作用。2017 年盈利增长预期也似乎于近期见顶。

图 22: 欧元区是我们最看好的地区，其次是亚洲（日本除外）

股市投资的主要考虑因素

地区	估值相对过往				
	水平	盈利增长	流动性	势头	仓位
全球	●	●	●	●	●
美国	●	●	●	●	●
欧元区	●	●	●	●	●
英国	●	●	●	●	●
日本	●	●	●	●	●
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	●
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	●

数据来源：渣打全球投资委员会

图例： ● 利好 ● 大体标配 ● 利空

年初至今全球股票表现良好，涨幅逾 7%

欧元区是我们最看好的市场，其次是亚洲市场

看好美国市场，但认为跑赢大盘的空间缩小

对投资者的启示



股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

欧元区- 可能延续跑赢大盘的表现

欧元区是我们看好的市场。在企业信心持续高涨及成本压力温和的背景之下，盈利预期急剧增强。同时，欧央行继续将支撑经济增长的优先级置于控制通胀之前。

在其他国家，比如德国，有关辩论已经转向加大政府支出。尽管这并不能解决欧元区的所有问题，但无疑将有助支撑地区增长并缓解市场对欧元区周边国家再度陷入衰退的忧虑情绪，进而可以缓解融资忧虑。

主要风险是法国即将进行的总统大选。事实上，我们认为欧元区政治风险可能在未来 6-12 个月减弱。不过，该过程不大可能一帆风顺。

值得庆幸的是，法国投票机制情况与英国或美国不同，选举过程也迥异。同时，即使国民阵线候选人勒庞最终赢得总统大选，其也不大可能赢得随后的议会选举。因此，勒庞就法国欧元区成员国资格要求公投的能力也可能大大削弱。（见第 7 页，全球投资委员会的有关观点）。

因此，未来几个月欧元区股票可能经历几波显著走弱的行情，我们将其视作买入机会（如适合）。

图 23: 欧元区股票相对估值折价处于正常水平



数据源: FactSet、渣打

亚洲（日本除外）- 前景改善

我们已将亚洲（日本除外）的前景上调至看好状态。从估值角度来看，亚洲（日本除外）股票估值仍旧相对低廉，一如近几年的情形。不过，我们愈发看好亚洲的经济前景，此项判断已反映在我们关于亚洲盈利前景改善的观点之中。

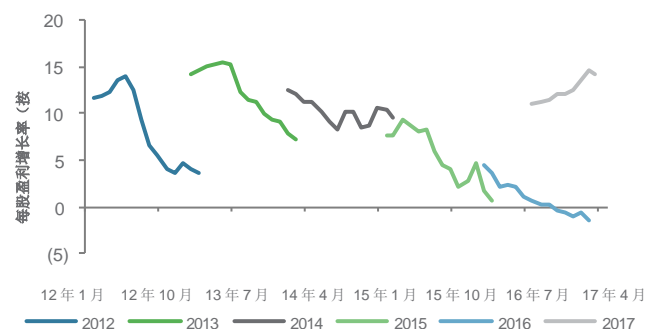
如下图所示，企业盈利已经连续 5 年令市场失望，导致分析师历年下调预期。迄今为止，今年情况不同。过去几年，公司盈利形势的确较为严峻，但有迹象显示前景可能正在改善。

另一项关键因素是美元前景。在我们发布的《2017 年展望》之中，我们指出，受美国利率持续上行的支撑，今年美元将小幅走强。不过，我们对于美元走强前景的忧虑情绪减轻，缘于我们预计全球通货再膨胀趋势将令其他央行承受压力，从而逐步收紧其货币政策。整体而言，更加有利的美元前景对于新兴市场股票前景构成重要利好，其中包括亚洲（日本除外）市场。

关键问题是，亚洲（日本除外）股票尚未最终摆脱过去 5 年一直逊于大盘的趋势，正在接近 2015 年峰值水平。该地区的关键风险包括，美元大幅升值及贸易紧张气氛升级。

图 24: 亚洲（日本除外）股票盈利最终意外上行

过去 5-6 年企业盈利预期趋势



数据源: FactSet、渣打

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

美国 – 仍旧看涨，但阻碍力增强

我们仍旧看涨美国股票的前景，但我们认为其进一步跑赢大盘面临的各项阻力正在增强。首先，美国股票已经持续一段时间的估值问题 – 高于过往及同业市场的水平。

其次，有迹象显示，盈利预期或已见顶，缘于今年早些时候盈利预期已经大幅上修。

再次，相对其他地区而言，投资者均已普遍超配美国股票，从而可能限制投资者向美国股票重新配置持仓的潜力。

最后，过去 3-6 个月美联储已持更加鹰派的立场。通常，在加息周期内美国股票的估值下降。尽管这通常不妨碍市场小幅走高，但通常将限制上涨步伐。

当然，有关前景也经常存在上行风险。我们关于美元或已见顶的观点发挥重要利好作用，因为美元贬值有助提振美国出口商的表现。同时，政策焦点向财政刺激举措的转向可以支撑盈利预期及估值。的确，这是未来几周需要监控的关键因素，特别是在白宫推行的医疗改革在国会遭受挫败的背景之下。

总体而言，我们认为，在上述背景之下，适宜对美国估值做出标配配置。

图 25: 盈利增长或已见顶



亚洲以外的新兴市场 – 美元稳定性发挥支撑

我们日益看好亚洲以外新兴市场的股票前景，主要原因包括以下两点。

首先，我们认为未来 6-12 个月美元不大可能显著走强，缘于美联储可能继续相对逐步地加息。

其次，同期内我们仍旧普遍看好商品价格的前景。

尽管盈利增长强劲，但估值公允，不过投资者可认为新兴市场（亚洲除外）正处于经济周期的早期，因为巴西和俄罗斯仍处于走出衰退的过程。

上述因素应使投资者得以聚焦盈利持续增长的前景，一些初步迹象显示，盈利增长预期或已见顶，处于理想水平（20%左右）。同时，我们预计该地区在未来数月将进一步放松货币政策。

此外，基金经理均普遍低配该地区股票的情况应利好其前景。尽管如此，我们仍旧持略微谨慎的立场，源于我们认为近期商品价格可能进一步走弱。

图 26: 新兴市场（亚洲除外）看似将继续延续反弹之势

新兴市场（亚洲除外）指数的绝对表现及相对 MSCI 所有国家世界指数的表现



数据源: 彭博、渣打

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

日本 – 经济走强发挥利好作用

日本市场看似正在面临拉锯战。从积极方面来看，国内经济继续复苏，围绕经济与盈利增长的市场预期趋于上行。另一方面，美元/日元从 2016 年 4 季度 118 上方的高点降至 111 左右。该情况已经引发市场忧虑盈利回升之路可能颇为波折，特别是在持续面临可能推升通胀与通胀预期的诸项挑战的情况下。

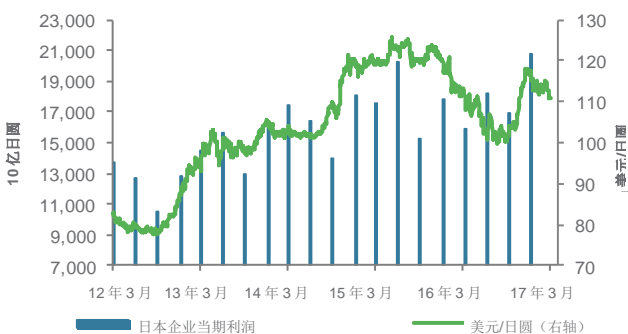
我们仍旧期望日本股市将延续反弹之势。估值几乎不偏高且有迹象显示，经济复苏态势较之过往的持续性更强，其中私营部门的需求超过公共部门。还需要指出的是，尽管日元表现仍旧重要，但其在决定经济前景方面发挥的作用不甚关键。

我们认为，如不出现全球贸易紧张局势和/或避险环境严重升温的情况，在美国逐步加息及日本央行持续实施旨在限制长期债券收益率的「收益率曲线控制」政策的背景下，日本当局将有能力限制日元走强。

整体而言，我们预计日本股市将小幅走高，短期技术前景相对保持良好。不过我们对于未来 12 个月日本股市跑赢全球股市存有质疑。

图 27: 美元/日元对于企业的盈利能力仍发挥重要作用

美元/日元相对日本企业盈利



数据源: 彭博、渣打

英国 – 脱欧不明朗因素犹存

随着英国正式启动脱欧谈判，相关不明朗性仍旧较强。我们对于英国股市仍旧持谨慎立场。利好消息是，近几周英国谈判立场略微缓和。不过，围绕终将达成何种交易（如能达成）的不明朗性仍旧极强。这应使得英国股票的风险溢价相对高企。

就英国股市而言，其表现存在分化。以英镑计价而言，股市飙升，缘于受疲弱英镑支撑，出口商获益于竞争力及海外盈利的汇兑收益双双提升。不过，以美元计价而言，市场表现乏善可陈。

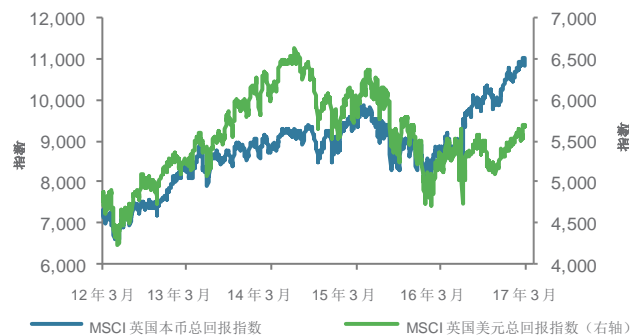
迄今为止，关于盈利的市场预期持续上升。不过，我们认为盈利前景面临两项风险。首先，通胀持续上行正在侵蚀实际收入，从而可能损害消费者支出，同时令英国央行陷入是否加息的两难处境。

其次，我们认为英镑贬值的弱势基本已经过去，至少在未来 12 个月内，英镑日益面临升值的风险。这将削弱对未来企业盈利能力的利好作用。

尽管我们并未明显看空英国股市的前景，但我们认为未来 12 个月其可能跑输全球基准。

图 28: 弱势英镑是回报的关键推动力

MSCI 英国股票总回报指数，以英镑和美元计价



数据源: 彭博、渣打

股票衍生工具



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

欧洲银行：吸引人的基本因素和波动性

欧元区已成为我们青睐的股票投资地区。我们认为，欧洲银行的看跌期权策略对于寻求收益的投资者而言具有吸引力，原因有三：

- **良好的波动性溢价：**6 个月隐含波动性较欧洲斯托克 50 指数高 11 个波动点。相比之下，过去 4 年该溢价的平均数为 8 个波动点。
- **估值支持：**许多欧元区银行大型股的当前股价估值比市账率 10 年最低水平高约 30%。
- **其他利好因素：**由于通胀高于预期以及过去 6 个月欧洲经济意外指数表现跑赢其他地区，利率预期可能上调。

风险在于即将进行的选举存在诸多不明朗因素及诉讼成本导致的潜在融资。因此，投资者可能倾向选择低行权价或敲入期权水平以最小化获得标的资产的机会。

图 29：6 个月已实现波动性高于广义基准 13 点

6 个月隐含波动性息差：欧洲斯托克银行指数对比欧洲斯托克 50 指数-



数据源：彭博、渣打

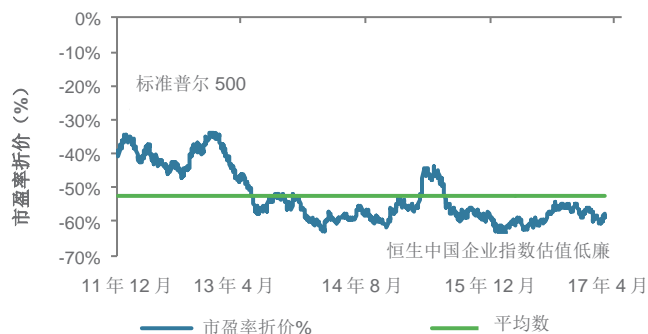
截至 2017 年 3 月 27 日

关注中国保险股和银行股

我们对亚洲（日本除外）股票转而更加看好。在该地区中，我们继续超配中国股票。在美联储鹰派程度弱于预期和国内货币政策收紧之后，经济增长适度加速，同时资本外流减少。

图 30：中国股票估值不高

12 个月预期市盈率折价：恒生中国企业指数（HSCEI）对比标准普尔 500 指数



数据源：彭博、渣打

截至 2017 年 3 月 27 日

- **估值不贵：**我们强调中国股票估值低廉，该优势使其成为理想的备选「看跌期权」。
- **其他利好因素：**中国正侧重财政刺激政策，同时收紧货币政策「控制」资本外流。这种「流动性困境」普遍有利于通货再膨胀行业。例如，银行受益于净息差持续上升，而保险公司亦得益于投资收益率不断提高。

鉴于基本因素稳健、低估值提供技术面支持和交易流动性良好，寻求收益的投资者可能希望侧重这两个行业。

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

上涨之前呈现盘整

- 商品或延续上行趋势，但供应基本因素令短期价格承压。
- 油价可能在年底之前走高，但短期可能进一步走弱。
- 黄金预计基本呈现区间震荡（很可能位于 1,175-1300 美元/盎司之间）；因此，我们青睐在接近当前水平减仓。

寻求多头持仓的更佳机会

在整体层面，我们依然看好商品，因为我们发表《2017 年展望》以来强调的多数利好推动因素依然完好，包括全球经济增长前景更好，中国需求具备韧性，供给面继续调整。然而短期，我们看到一些盘整迹象。

鉴于投机者初期过于乐观和持仓过高，油价近期回落并不令人意外。我们相信，供需缺口可能持续再平衡。然而，美国石油产量和库存居高不下，实现再平衡时点推迟的风险上升。

我们预计黄金将基本呈现区间震荡，因为市场受制于通货膨胀走高（利好）和预期的美联储加息（利空）前景。目前，我们预计黄金上行空间受抑，因为市场关注焦点终将回归美国今年的加息。

上月展望中我们强调的一些短期风险开始体现在工业金属价格之中，铁矿石和铜价下跌。由于库存依然高企，我们认为近期存在有限的下行空间。

图 31：商品；关键推动因素和前景

商品	观点	库存	产量	需求	实际利率		风险情绪	评论
					美元	欧元		
原油	●	●	●	●	不适用	●	●	短期供给阻力可推迟供需平衡时点
黄金	●	●	●	●	●	●	●	实际利率可能依然相对稳定
金属	●	●	●	●	不适用	●	●	供给过剩将令短期价格面临压力

数据来源：彭博、渣打全球投资委员会

图例： ● 支持 ● 标配 ● 不支持

年底油价走高，但先会盘整

黄金基本呈现窄幅上落，但在当前水平减仓

短期铁矿石和铜价下跌

对投资者的启示



商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

原油—超配机会

我们预计油价将在 45-55 美元/桶进一步盘整，然后在年末走高。在美国供给超预期和欧派克减产存在风险之际，油价的短期风险上升。

然而，支撑油价走高的广泛因素依然完好。我们预计欧派克国家将维持其减产承诺（即减产 100-150 万桶）。美国原油产量飙升，距 2015 年最高产量仅差 50 万桶。未来，2017 年全球经济增速提高，夏季利好季节性因素最终会限制油价回落，我们预计原油需求会出现周期性上升。

黄金—寻求减仓

我们相信在利好利空因素的作用下，黄金可能依然区间震荡。我们预计黄金不会超过 1,300 美元/盎司，倾向于在接近当前的水平（高于 1,250 美元）减仓。

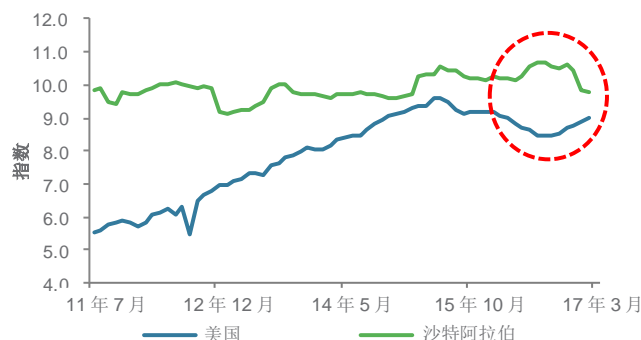
我们认为，黄金价格可能努力寻求方向。黄金近期上扬可能受美国国债收益率下降推动，后者增加了非收益资产的吸引力。然而，鉴于美联储今年仍可能加息两次或者多次，我们预计收益率不会大幅下降。由此，我们乐于对黄金逢高减仓。然而，我们仍认为持有少量黄金具备价值，可抵御不可预测的政策风险。

工业金属—可能继续回落

短期，我们预计铜价和铁矿石价格再度回落。暂时性供给中断和融资需求支撑了铜价。未来，我们预计产量将强劲回升，利空铜价。铁矿石价格走势类似，我们认为产量大量增加使中国铁矿石库存充实，依然接近最高水平。尽管我们看好中国的经济增长和资本支出，但我们认为铁矿石价格将需要进一步调整，以适应当前的供需失衡局面。

图 32: 美国原油产量抵消沙特阿拉伯的减产

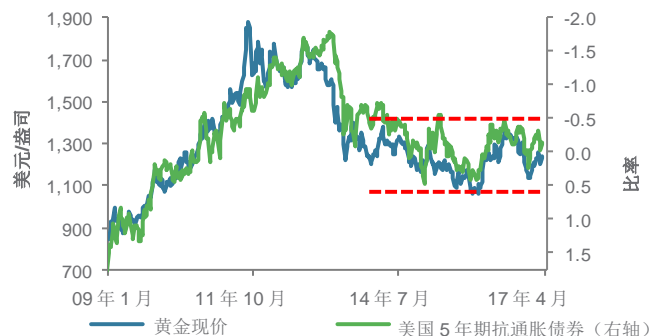
美国和沙特阿拉伯的原油产量（百万桶）



数据源：彭博、渣打

图 33: 黄金将追随区间震荡的实际利率预期

美国 5 年期抗通胀债券收益率（反向）和黄金价格



数据源：彭博、渣打

图 34: 因素变动—原油

因素	近期动向
供给	美国产量继续飙升，而沙特阿拉伯产量急剧下降
需求	需求可能依然强劲
美元前景	美联储加速加息的预期下降之际，美元进一步走弱

数据源：渣打

图 35: 因素变动—黄金

因素	近期动向
利率预期	对美国财政刺激措施的信心减弱之际，美国 10 年期收益率回落
通胀预期	近期美国和欧洲的通胀预期平缓
美元前景	美联储加速加息的预期下降之际，美元进一步走弱

数据源：渣打

另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

股票的上佳替代品

- 通货再膨胀范围扩大，资产配置日益分散，股票的替代品另类策略（股票对冲和事件驱动）依然是首选策略。
- 转向通货再膨胀情境也表明保险类资产需求下降，如全球宏观策略。
- 自我们《2017 年展望》发表以来，我们的另类策略配置收益 1.8%，得益于各资产类别和各市场的配置分散度提高。

加息期间另类策略表现出色

对历史加息期间分析后表明，平均而言，全球另类策略的表现优于全球债券和略微滞后全球股票（请参见图 36）。这证明在通货再膨胀环境下保留另类配置可确保不仅能享受股票的上行空间，而且与传统的「安全资产」（包括债券）相比可更好地保护资本。

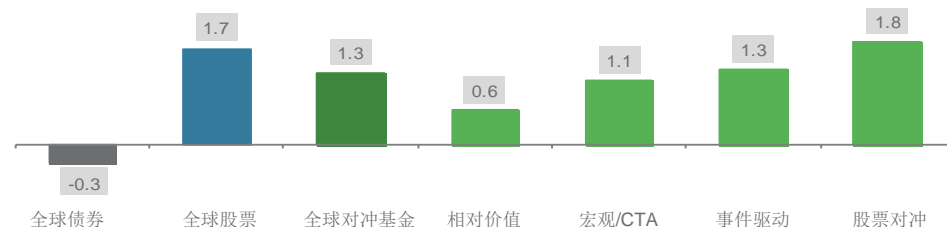
调整我们的配置组合

股票对冲策略依然是首选策略。我们相信，通货再膨胀范围扩大，以及在各股市地区和行业的配置日益分散，应支持该策略。转向通货再膨胀情境降低了全球宏观策略的重要性，后者习惯上是资产配置中的风险分散工具。

我们亦认为相对价值策略的风险下降。利率持续上升可能扩大一些相对价值策略（如可转换套利和精选固定收益策略）的机会，因为公司重新考虑其融资选择。

鉴于上述原因，我们调整了多样的配置以体现最新的投资观点（括号中是先前的配置比例）。我们的配置是：股票对冲 34% (31%)、事件驱动 26% (26%)、全球宏观 16% (21%) 和相对价值 24% (22%)。欲知构建另类配置的更多信息，请参考我们的《2017 年展望》报告。

图 36:1996 年至 2017 年间美联储加息期间的平均月回报*



数据源：对冲基金研究公司、巴克莱、MSCI、彭博、渣打

*业绩(%)是美联储各加息期间的平均回报；这些期间联邦基金期货利率和美国 10 年期国债收益率上升超过 50 个基点，持续超过 4 周。

股票对冲策略依然是首选策略

相对价值策略的风险下降

通货再膨胀范围扩大降低了对全球宏观策略的需求

对投资者的启示



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

欧元上行风险日增

- 我们相信欧元和英镑接近见底，但利好因素出现的时机不明朗。
- 利好利空风险因素交织，日圆将维持区间震荡（107-108 支撑位）。
- 我们预计澳元将在走高之前盘整。
- 目前亚洲（日本除外）货币可能稳定，人民币、新加坡元下行风险有限。

货币政策分化退去

- 我们认为中期美元风险偏向下行。原因有二。首先，货币政策分化主题出现退化的额外证据。我们认为市场价格基本体现美联储渐进加息情境，而欧洲央行和英国央行逆转货币政策并未体现在价格中。其次，新兴市场经济可能继续增长（请参见第 12 页），增加对新兴市场货币的需求，同时降低对美元的需求。
- 中期，我们预计美元依然承受压力，随后进入季节性走弱期间。此后，我们预计美元基本呈现区间震荡。然而，只要欧元区选举不出现重大意外，下行风险可能成为年末更主导美元的力量。

图 37：外汇；关键推动因素和前景

美元指数(DXY) 和 DXY 加权 10 年期实际息差

货币	前景	实际息差	风险情绪	商品价格	美元普遍强势	评论
美元	●	●	●	●	不适用	政策分化程度受限
欧元	●	●	●	不适用	●	欧洲央行转向货币政策正常化，欧盟选举风险下降
日圆	●	●	●	不适用	●	日本央行的收益率曲线控制政策利空，但限制了日圆上行
英镑	●	●	●	不适用	●	英国央行的下一步动作可能推动英镑走高，脱欧风险可能体现在汇率中
澳元、新西兰元	●	●	●	●	●	适度走高的商品价格提供支持
新兴市场外汇	●	●	●	●	●	由于美元走弱、商品价格适度提高，下行风险下降

数据源：彭博、渣打、全球投资委员会

图例：● 支持 ● 标配 ● 不支持

欧元上行风险日增

英镑可能小幅下行

澳元长期看好，但目前缺乏刺激因素

对投资者的启示



外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

欧元—转向更利好

长期而言，我们日益转而看好欧元，虽然在即将进行的法国和德国选举之前，短期欧元波动不已。我们认为支持该观点有两个因素：1) 欧洲央行可能倾向于年末取消刺激政策，2) 美国可能仅会逐渐加息。

欧元区经济势头上升令人鼓舞，可能增加德国国债收益率的额外上行压力，因而收窄与美国国债的息差。同时我们认为，美联储的加息速度不会快于预期，此举可能抑制欧洲与美国的息差进一步扩大。

日元—目前上行空间有限

利好利空风险平衡之际，我们预计日元短期呈现区间震荡。日本央行可能维持当前的收益率曲线控制政策，而美国收益率逐渐上升可能转化为日元走弱。然而，我们不会忽略贸易局势紧张的可能性，而这将强力支撑日元。综合考虑，我们不会采取明确的方向性观点。然而，日元一旦下跌至 107.50 的有力技术支撑位，则表明利用日元作为融资货币有更好的风险回报。

英镑—上行风险日增

我们愈发认为，英镑的多数下行风险已体现在汇率中，长期前景更利好。有关风险定价，我们观察到投机持仓接近历史低位。英国美国的息差接近历史低位，进一步体现过度消极的投资情绪。因此，我们认为，若英镑在当前水平出现改善的适度迹象，或造成英镑升值。一个刺激因素可能是英国央行的利率前景降低鸽派倾向，近期数据亦提供支持。我们认为，资本外流和英国国际收支状况进一步恶化依然是主要风险。

图 38: 变动因素—3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	由于美国国债收益率走低，实际息差变动略微支持美元走弱
风险情绪	近来欧洲选举风险消退，风险资产依然上扬
投机持仓	美元、欧元和日元接近标配，极端做空英镑

数据源：彭博、渣打

图 39: 德国美国国债息差处于欧元创建以来的新低



数据源：彭博、渣打

图 40: 英镑投机净空头处于历史极端水平



数据源：彭博、渣打

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

澳元—缺乏推动因素，呈现区间震荡

尽管我们认为澳元将追随全球通胀趋势最终走高，但短期内我们未看到强劲的推动因素。因此，澳元可能继续区间震荡，很可能位于 0.715-0.785 的区间。我们认为，澳元中期有三个关键的推动变数：1) 铁矿石价格，2) 本土货币政策，3) 美联储利率前景。

鉴于库存高企，我们预计铁矿石价格短期将盘整。我们认为澳洲央行目前可能维持货币政策不变，因为其在支持经济增长和应对住宅市场风险之间均衡有度。然而，我们认为下次利率动向可能是走高。最后，我们预计美联储将渐进加息，限制澳元疲弱。

亚洲（日本除外）货币—目前风险受抑

因为中国继续适度增长，美联储渐进加息，我们的基础情境是亚洲（日本除外）货币依然大体稳定。有关贸易冲突的风险减弱，但依然是年末的主要忧虑。

我们青睐高收益的印度卢比和印度尼西亚盾，鉴于其普遍利好的基本因素和受潜在贸易冲突爆发的影响较小。尽管人民币和新加坡元仍最不被看好，但其下行风险有所缓解。

近期，中国央行在美元普遍走弱之际维持美元/人民币的稳定，意味着当局尚不愿意看到人民币升值。不管怎样，即使人民币强势看似难以捉摸，我们更相信在近期流动性紧缩和资本控制措施出台之后，人民币下行风险可能受抑。鉴于美元前景走弱，我们认为新加坡元的下行风险亦下降。新加坡的货币政策可能维持标配立场。因此，新加坡元（相对主要贸易伙伴货币）可能在-2/+2%的区间波动，表明目前美元/新加坡元前景大体区间震荡。

图 41: 澳元尚未体现铁矿石的主要变动，因此，澳元回落过程中下行空间可能受抑



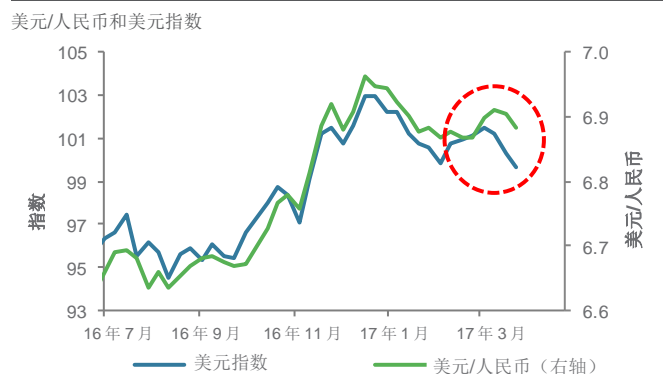
数据源：彭博、渣打

图 42: 亚洲（日本除外）货币的因素变动

因素	近期动向
美元前景	美联储加速加息的预期下降之际，美元进一步走弱
中国风险	中国数据继续显示改善，但与以往相比增量下降
资本流	新兴市场的资本流入依然强劲

数据源：渣打

图 43: 美元/人民币背离美元指数，表明当局不愿意看到人民币升值



数据源：彭博、渣打

多元资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

转为通货再膨胀

- 根据通货再膨胀扩大范围的主题，在均衡配置中低配美国股票，超配欧元区及亚洲（日本除外）股票。
- 在均衡配置中，我们利用收益率的近期下跌，以优先浮动利率贷款取代一些利率敏感型主权债券投资。
- 对于均衡和多元资产收益配置，由于美元强势前景减弱，撤销对发达市场投资级债券和欧洲股票的外汇对冲。

通货再膨胀动向变化

过去一月，通货再膨胀主题依然适用广泛，欧元区证据最为明显。我们的均衡配置策略（最可能受益于通货再膨胀情境），回报 3.9%，追赶上回报 4.1%的多元资产收益配置策略（很可能受益于泥泞中前行情境）。然而，潜在的地区趋势表明通货再膨胀动向可能变化。

在全球股票中，我们看到欧元区股票相比美国股票表现强劲。这与一月前的持仓相反，当时欧元区股票自我们发表《2017 年展望》以来在三个主要地区中表现最差。与欧元区通货再膨胀情境强烈相关的应急可转换资产类别，以及该地区银行过去一月亦表现不错。该趋势可能是（全球）通货再膨胀趋势扩大的初步动向。

图 44: 与转向通货再膨胀情境策略相关的主要资产表现上佳

《2017 年展望》对比上期《全球市场展望》发表以来的资产类别业绩



数据源：巴克莱、花旗、CRISIL、摩根大通、富时集团、标准普尔、MSCI、彭博、渣打

基于情境的方法对多元资产投资仍行之有效

摸索前行情境下多元资产收益策略仍相关

美元强势减弱，外汇对冲策略不再重要

对投资者的启示



多元资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

虽然通胀上升传统上对股息策略产生阻力，但须铭记我们仍在从泥泞中前行情境转向通货再膨胀情境。目前全球高收益股票与传统全球股票的表现并驾齐驱，而年初其表现逊色。尤其在欧洲和亚洲，高收益股票与 10 年期债券收益率的显著息差表明在多元资产收益配置中我们继续青睐这些地区。

欧洲股票的股息收益率最高，为 5.2%，所有行业收益均超过 10 年期德国国债。鉴于高收益和估值合理，我们认为欧洲股息型股票有进一步上扬的空间。

我们认为未来美元走强的可能性下降，我们撤销对欧洲股息型股票的货币对冲。外汇对冲降低表现，过去一月该资产类别对冲版本的表现较未对冲指数的表现低 2%。同样地，我们亦撤销了均衡和多元资产收益配置中发达市场投资级债券的外汇对冲。

轮动主题#1：利用收益率的近期回落

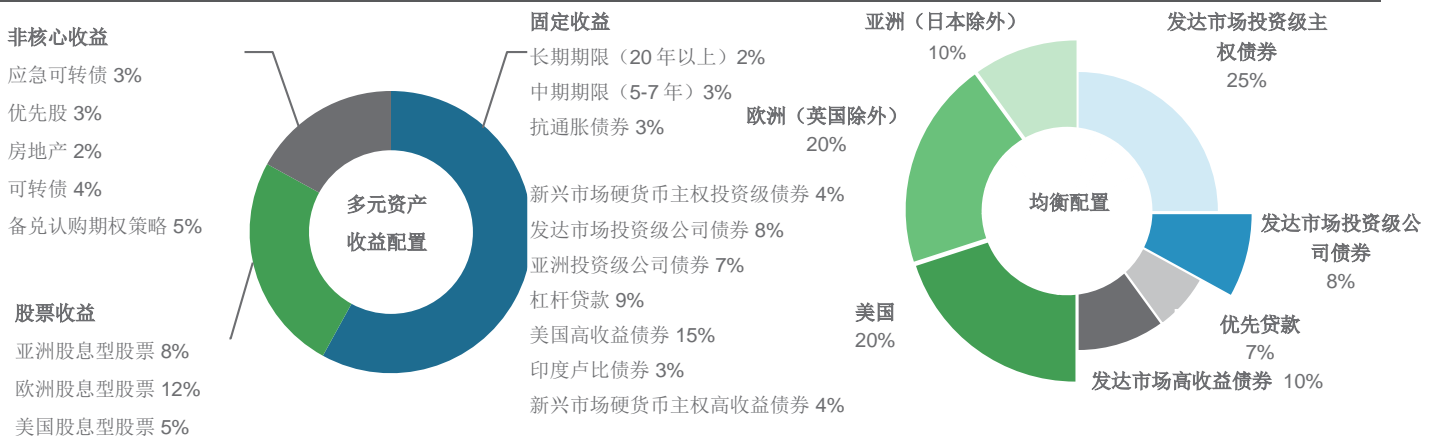
继美联储 3 月中旬的利率决策大体符合市场预期之后，收益率回落至近期区间的低端。我们利用该机会将主权债券（对利率持续上升非常敏感）在均衡配置中的投资比例从 32% 降至 25%。调整收入配置到优先浮动利率贷款上，后者对加息影响不太敏感。

轮动主题#2：利用通货再膨胀范围扩大调整地区股票

正如本刊物投资策略部分所讨论的，通货再膨胀依然是范围不断扩大的主题。欧元区似乎日益成为享受通货再膨胀的「福地」，亚洲（日本除外）地区可能受益，因为我们认为美元似乎不太可能显著升值。

由此，为现该变化，我们在均衡配置中对我们的地区股票进行部分轮动投资。我们增加欧元区和亚洲（日本除外）股票，取代美国股票。我们股票总投资比例依然保持 50% 不变。

图 45：修订后的多元资产收益和均衡配置策略（资产类别权重以%表示）



数据源：巴克莱、摩根大通、标准普尔、MSCI、彭博、渣打

多元资产

债券
 股票
 商品
 另类策略
 外汇
 多元资产

图 46: 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	4.7	●	●	●	投资组合主力, 收益率来源, 但依然存在风险
杠杆贷款	5.2	●	●	●	传统高收益投资具吸引力的替代品; 在资本结构上较高收益债券的求偿权更优先; 回报上有微小的收益损失; 对美国利率变动敏感度较低, 但贷款存在赎回风险
公司债-美国高收益	6.1	●	●	●	估值小幅松动, 但仍相对充分; 收益率具备吸引力; 违约率应趋于走低
新兴市场硬货币主权债券	5.4	●	●	●	鉴于投资级别、高收益债券多元化的风险/回报, 需要精挑细选; 对美国利率上升敏感度高, 构成风险; 商品敞口或为利好; 估值合理
印度卢比债券	7.5	●	●	●	演绎结构性故事; 套利之选; 央行改革可靠; 国外需求是近期风险; 我们认为美元强势风险减小, 外汇稳定性形成利好
投资级债券*	2.6	●	●	●	投资组合主力, 结构性套利; 一些投资理念吸引, 但利率敏感性构成风险
公司债券-发达市场投资级别*	2.6	●	●	●	收益率溢价收窄, 但价格合理; 如美联储加息周期减缓, 公司债券吸引力提升
公司债券-亚洲投资级	3.6	●	●	●	谨慎乐观; 估值公正; 信贷质量略微改善; 主要风险包括中国发行人的集中度高和区域需求减少
抗通胀债券	1.6	●	●	●	作为替代名义主权债券具备投资价值; 加息影响与 3 国集团主权债券类似, 但可抵消美国通胀进一步上升的影响
主权债券	1.4	●	●	●	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。风险包括加息和通胀走高。看好高收益/高质量市场 (美国国债、澳元、新西兰元)
股票收益	4.5	●	●	●	收益主要来源, 资本增长有适度上行空间
北美	3.2	●	●	●	估值公正或略高; 收益率低; 某些板块具备吸引力
欧洲	5.2	●	●	●	估值公正; 收益率可观; 政治风险受全球增长前景影响而得到缓解; 势头增强
亚洲 (日本除外)	4.2	●	●	●	派息较好; 精选个股估值可观, 但中国/美国增长、盈利、美联储和杠杆成为回落风险
非核心收益	4.1	●	●	●	收益和增长多元化配置
优先	5.7	●	●	●	收益率可观, 面向金融行业; 由利率增加带来的风险或不能完全被银行相关信用的改善所抵消
可转债	3.8	●	●	●	适度经济增长和循序渐进的加息对可转债形成利好。风险: 政策失误
房地产	3.9	●	●	●	收益率多元化工具, 房地产市场稳定; 高利率、某些区域估值过高构成风险。可能大幅回落
备兑认购期权	2.3	●	●	●	假设股票上行空间有限, 备兑认购期权是增强收益的有益工具
应急可转债	6.0	●	●	●	由于发行收益率高, 对收益率持续上升的敏感度相对较低, 过去数年银行信贷质量不断改善而吸引力强

数据源: 彭博、渣打银行全球投资委员会

收益率数据截至 2017 年 3 月 27 日; *收益率数据截至 2017 年 2 月 28 日

关于引用指数, 请参阅本部分结尾的附注

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《永久营销限制》。

图例: ● 潜力吸引/低风险 ● 潜力适度/中度风险 ● 潜力不吸引/高风险

市场表现回顾 *

股票	年初至今	1个月
全球股票	7.4%	5.2%
全球高息股收益股票	6.9%	5.7%
发达市场 (DM)	6.7%	4.9%
新兴市场 (EM)	12.7%	7.7%
按国家划分		
美国	6.3%	4.9%
西欧(本币)	6.0%	5.9%
西欧(美元)	7.6%	5.8%
日本(本币)	0.7%	1.0%
日本(美元)	5.6%	2.6%
澳洲	12.3%	8.3%
亚洲(日本除外)	14.0%	8.7%
非洲	9.7%	5.4%
东欧	2.1%	2.5%
拉丁美洲	14.1%	6.0%
中东	0.6%	-0.8%
中国	13.7%	8.2%
印度	16.9%	14.4%
南韩	17.5%	10.1%
台湾	12.5%	7.6%
按板块划分		
非必需消费品	8.0%	4.7%
必需消费品	7.7%	6.1%
能源	-2.8%	-1.5%
金融	6.3%	5.0%
医疗保健	8.8%	8.0%
工业	7.7%	5.2%
信息技术	13.3%	9.0%
物料	8.3%	2.3%
电讯	3.2%	0.5%
公用事业	6.5%	5.9%
全球地产股票/房地产投资信托	3.2%	1.6%
债券		
主权		
全球投资级别主权	1.7%	0.7%
美国主权	0.5%	0.1%
欧洲主权	0.4%	-0.2%
新兴市场主权硬货币	4.1%	2.6%
新兴市场主权本地货币	7.0%	5.5%
亚洲新兴市场本地货币	5.3%	2.7%
信用债		
全球投资级别公司债	1.4%	0.6%
全球高收益公司债	3.2%	1.7%

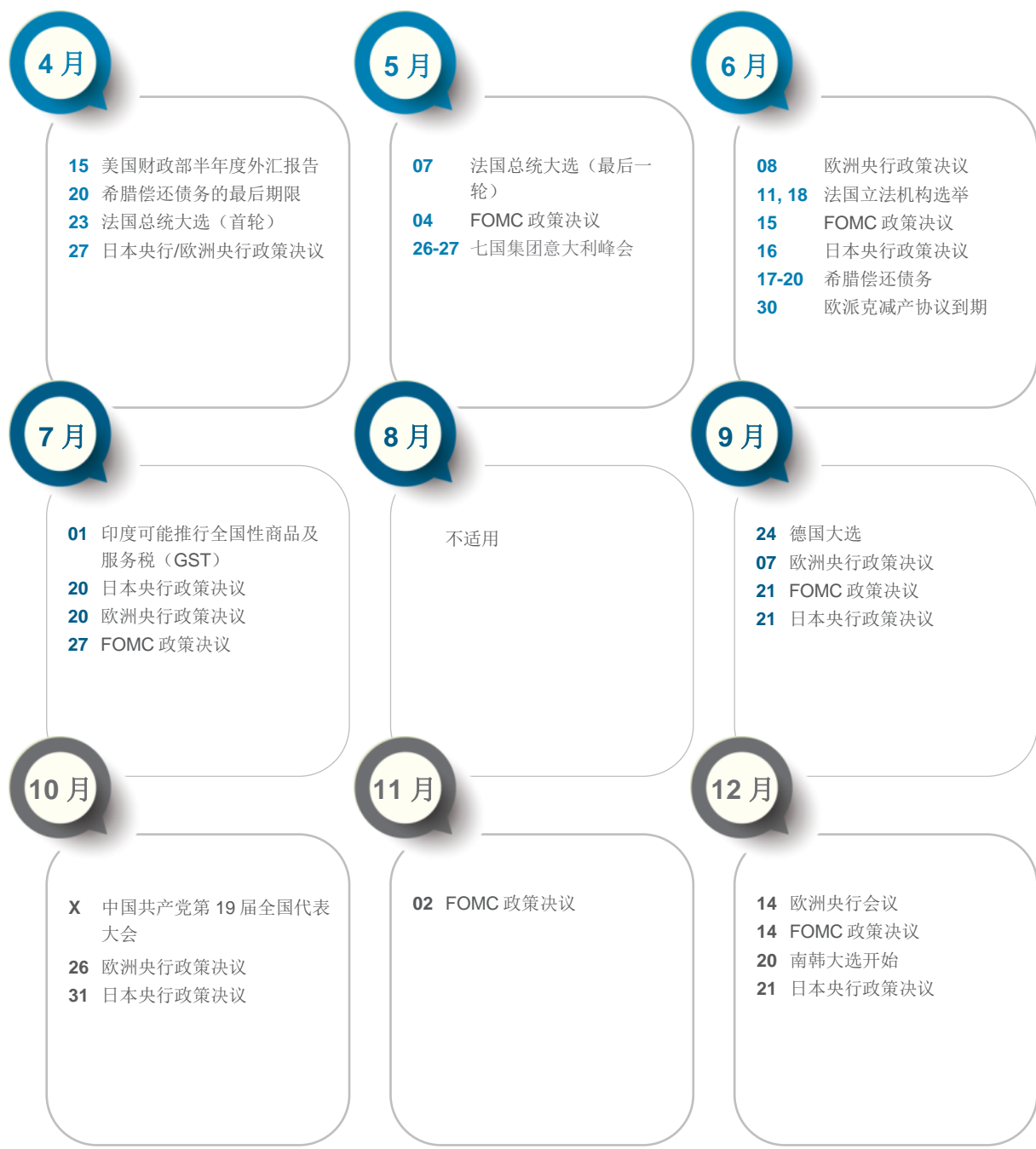
商品	年初至今	1个月
多元化商品	-2.3%	-3.6%
农业	-3.2%	-8.8%
能源	-12.0%	-6.3%
工业金属	8.7%	2.8%
贵金属	9.3%	3.1%
原油	-8.8%	-5.6%
黄金	7.8%	2.0%
外汇(兑美元)		
年初至今		1个月
亚洲(日本除外)	2.4%	0.9%
澳元	6.0%	0.8%
欧元	1.5%	-0.8%
英镑	1.0%	-0.5%
日圆	4.5%	0.7%
新加坡元	3.6%	1.4%
另类策略		
年初至今		1个月
综合(所有策略)	1.6%	1.3%
相对价值	0.9%	0.5%
事件驱动	2.7%	1.9%
股票长短仓	2.6%	1.9%
宏观 CTAs	-0.3%	0.9%

数据源: MSCI、摩根大通、巴克莱、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博、渣打

*除另有说明外, 所有表现均以美元计

*年初至今表现的数据从2016年12月31日至2017年3月30日, 1个月表现的数据从2017年1月23日至2017年3月30日

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。

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

*核心全球投资委员会投票委员

披露附录

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资料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或传播，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，包括参与拟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。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。