

目录

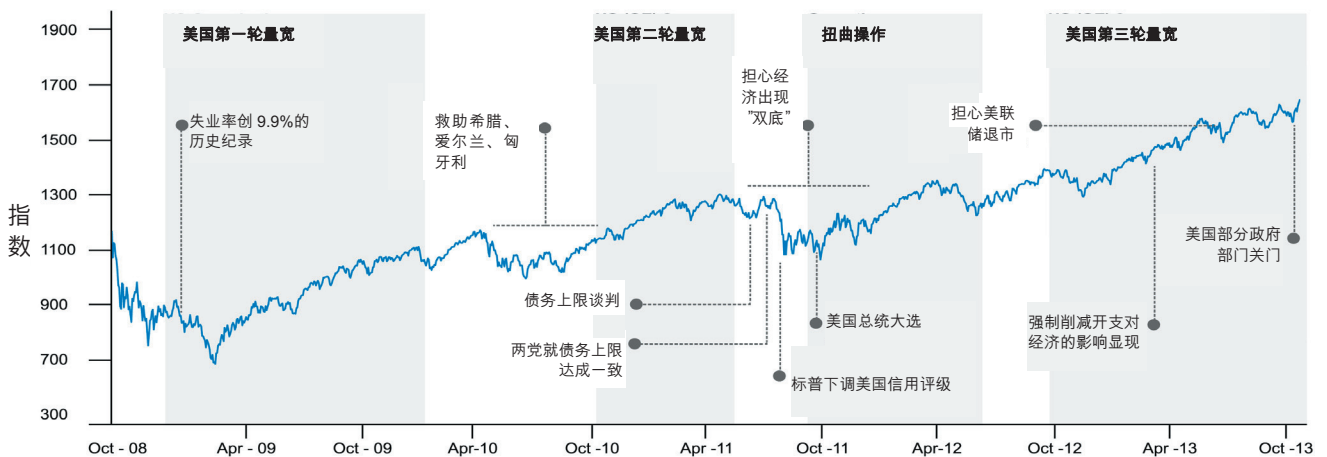
市场表现概要	第02页
投资策略	第03页
经济及政策展望	第04页
资产类别展望	
■ 固定收益	第06页
■ 股票	第07页
■ 商品	第09页
■ 另类策略	第10页
外汇市场	第11页
结论	第13页
免责声明	第14页

攀越“忧虑之墙”

- **全球股票继续攀越“忧虑之墙”。**即使市场忧虑充斥，但股票依然可以展开升势，这是正常现象。的确，不少人相信这是获取最高回报的时候。在忧虑不绝之际却有强劲回报，这种情况有时被喻为“攀越忧虑之墙”。
- **美国股市攀越忧虑之墙已有一段时间。**2012年4月时，我们将美受股评级定为超配。当时，批驳我们观点的理据甚多（见下图）。最新的两大忧虑（债务上限谈判破裂以及政府关门）暂时缓解，美股应声上扬，24小时内即升至历史新高。（图1）
- **虽然我们对美股仍然看升，但我们相信欧洲在今后12个月持续攀越忧虑之墙的空间更大。**近期的经济复苏能否持续，投资者无甚信心，其理据之一是失业率创新高纪录；银行业压力测试提供了另一个忧虑的理由；此外欧元计划在某些核心国家的受欢迎程度下降，不过值得注意的是德国并无此情况。
- **利好因素未受重视。**欧洲周边国家在解决财政及经常帐赤字问题上有长足进步，但不少人忽略了这个事实。此外，在失业率高企的情况下股市理应做好，因为经济增长加快不会引发通胀加剧的忧虑。
- **我们预期欧洲股票今后12个月会带来强劲的正回报，**因为投资者会开始认同经济复苏有望持续，盈利增长亦可望加快，而对于单一货币的政治承诺会保持坚定。

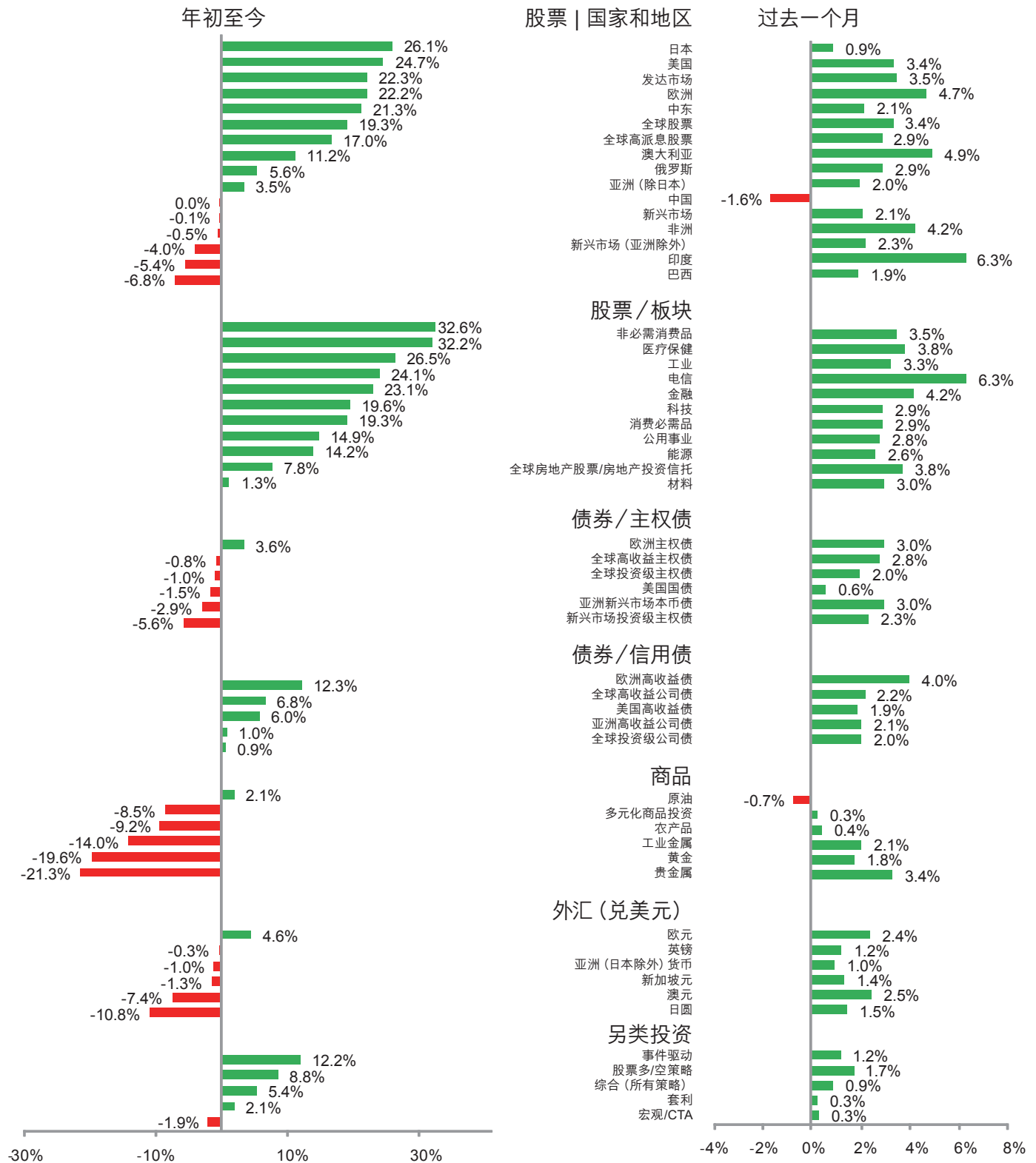
Steve Brice 首席投资策略师
Rob Aspin, CFA 股票投资策略部主管
Manpreet Gill 债券投资策略部主管
Adi Monappa, CFA 资产配置部主管
Audrey Goh 投资策略师
Suren Chelliah 投资策略师
Victor Teo, CFA 投资策略师

图1: 美股仍在攀爬“忧虑之墙”



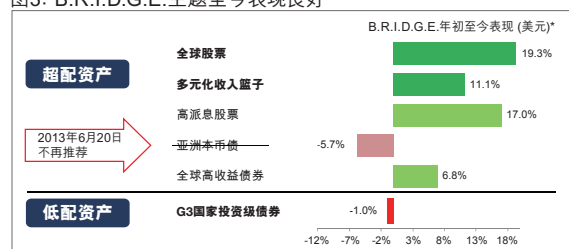
*灰色部分为美联储实行量化宽松的期间
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图2: 市场表现概览 (年初至今及过去一月)*



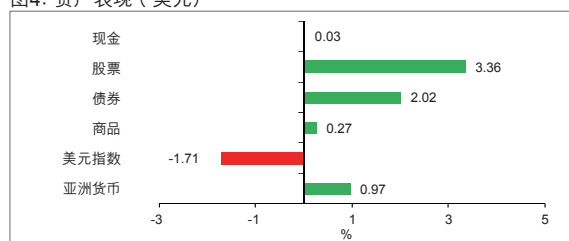
* 除非另有指明, 所有表现均以美元计算
* 年初至今表现数据取自2012年12月31日至2013年10月24日, 过去1个月表现取自2013年9月24日至10月24日
资料来源: MSCI、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、FTSE、彭博终端、渣打银行

图3: B.R.I.D.G.E.主题至今表现良好



* 2012年12月31日至2013年10月24日期间
* 收入篮子是全球高派息股票 (MSCI全球高派息股票指数、美元)、全球高收益债 (巴克莱资本全球高收益债总回报指数、美元) 以及亚洲本币债 (巴克莱资本亚洲本币债总回报指数、美元, 截至6月20日) 的同权重平均
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图4: 资产表现 (美元) *



* 2013年9月24日至10月24日期间
指数为摩根大通美国3个月现金指数、MSCI所有国家全球净回报指数、花旗全球广义投资级债券指数、道琼斯瑞银商品指数、美元指数及亚洲美元指数
资料来源: 彭博终端、渣打银行

投资策略: 风险偏好持续提升

在未来12个月, 我们预期:

- 股市表现良好, 发达市场领先; 亚洲 (日本除外) 可望取得正数回报
- 投资级债券近期表现强劲之势将会逆转, 回报会变为负数
- 美国及欧洲的高收益债券会有正数回报 (图3、图4)

吊诡的是, 最近美国政府关门/债务上限争执所造成的混乱局面, 对全球股市其实应有利好作用。由于近期的经济数据可能欠佳, 美联储或继续将逐步缩减量化宽松的计画暂缓。全球股市有望因此受到支持, 而新兴市场股票短线表现可能领先, 这正是减持亚洲本币债券的机会。

不过, 我们在6-12个月期内继续偏重于发达市场股票。我们预期欧洲及日本的流动性环境会保持宽松, 即使美联储开始逐步缩减量化宽松, 我们相信对于美国股市的冲击也会有限。然而, 新兴市场的流动性环境毕竟有可能趋向紧缩—美联储缩减量化宽松对于区内货币及流动性有何影响, 我们已有些许初步体验。此外, 中国正积极主动地设法管控信贷增长。

新兴市场相对于发达市场表现落后, 但仍有正数回报。我们预期新兴市场/亚洲 (日本除外) 股票未来12个月的表现会落后发达市场。但话虽如此, 基于盈利增长仍然合理、估值便宜、股息率达2.6%等因素, 我们相信亚洲 (日本除外) 股市会有正数回报。因此, 我们倾向分散投资全球股票, 虽然偏重于发达市场, 但肯定不会以此为单一焦点。

美元计价的 投资级债券未来12个月预计会有负数回报。我们相信近期回报为正数的走向可能会逆转, 因为一旦经济数据反弹, 收益率就会再度趋升。因此, 我们倾向集中投资于美国及欧洲高收益债, 因为我们预计其未来12个月的回报虽然较低, 但毕竟是正数。

我们仍以发达市场股票为12个月期内的首选资产类别。新兴市场股票短期表现可能领先, 而未来12个月也可能有正数回报。

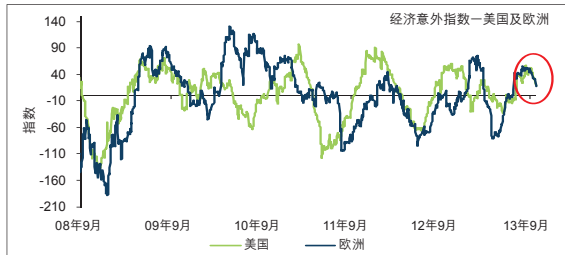
图5: 资产配置概要*

资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	2012年2月
固定收益	低配	2011年1月
股票	超配	2012年8月
商品	低配	2013年6月
另类投资	超配	2013年6月

次级资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	2013年2月
固定收益	发达市场投资级债券	低配
	新兴市场投资级债券	标配
	发达市场高收益债	超配
	新兴市场高收益债	标配
股票	美国	超配
	欧洲	超配
	日本	标配
	亚洲 (日本除外)	低配
	其他新兴市场	低配
商品	低配	2013年6月
另类	超配	2013年6月

图例:
开始日期—是指该战术性部署开始执行的日期
资料来源: 渣打银行 * “开始日期”是指该战术性部署开始实施的日期

图6: 正面的经济意外开始减退



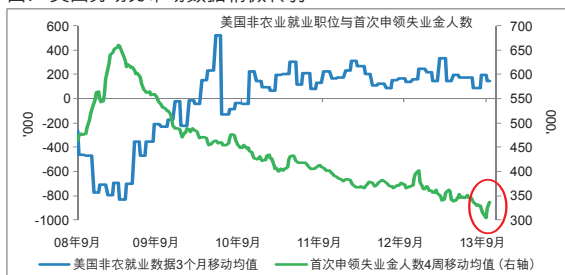
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

经济及政策展望

经济数据趋于参差 (图6)

- **美国**方面, 经济数据已变得较为参差。新订单走势仍然反映往后经济增长强劲, 楼市数据亦已回稳。然而, 就业数据却持续转弱。
- 至于**欧洲及日本**, 经济数据继续显示复苏持续, 商业信心保持稳固。

图7: 美国劳动力市场数据稍微转弱



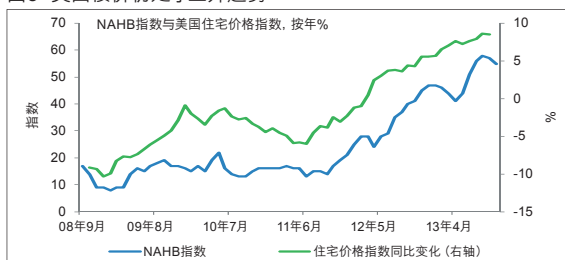
资料来源: 彭博终端、渣打银行

- **亚洲**方面, 经济已见回稳, 但我们仍然相信中国官方并不希望经济反弹力度太强。这个观点可从近期的利率变动以及政策声明得到印证。

美国: 仍处于复苏轨道

虽然经济数据短期可能不振, 但经济仍处于复苏轨道。政府关门、债务上限谈判到最后一刻才勉强达成协议, 都可能对信心及经济产生不利影响。美联储可能因此将逐步减少买债的时间延后至2014年。

图8: 美国楼价仍处于上升趋势

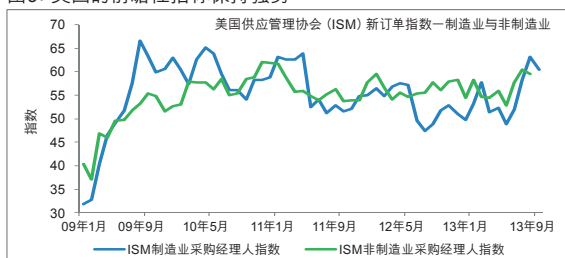


资料来源: 彭博终端、渣打银行

- **就业市场数据转弱。**就业报告已接连三个月转弱。较近期的首次申领失业金人数亦见上升。(图7) 虽然后者是暂时性因素所致, 但却令人更加忧虑近来就业增长放缓之势会延续下去。

- **楼市数据参差。**一段时间的弱势过后, 情况逐渐稳定下来。建筑活动开始增加, 楼价升势持续, 负资产业主的数目相应减少。(图8)

图9: 美国的前瞻性指标保持强势



资料来源: 彭博终端、渣打银行

- **企业信心保持强韧。**制造业及服务的企业信心指数都维持在显著高于50荣枯线的水平之上。(图9) 此外, 两项信心调查都以新订单指数最强。

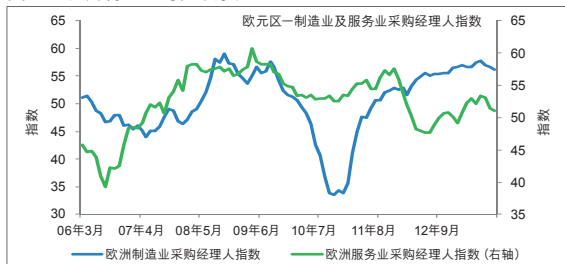
政府无力应变可能有三重后果:

- **经济增长:** 短期内经济数据可能令人失望, 除了受到政府关门影响外, 亦因为围绕着债务上限谈判的不确定性影响经济活动。

- **逐步缩减量化宽松:** 在此背景下, 美联储公开市场委员会可能索性不在今年年内减少资产购买。我们现在预期美联储到明年首季才可能开始缩减量化宽松, 而且推迟的概率高于提前。我们认为, 只有在经济数据予人强烈惊喜的情况下, 缩减量化宽松的时间才有可能提前到12月。不过, 必须留意的是, 公开市场委员会2014年有投票权委员的鹰派色彩更浓。

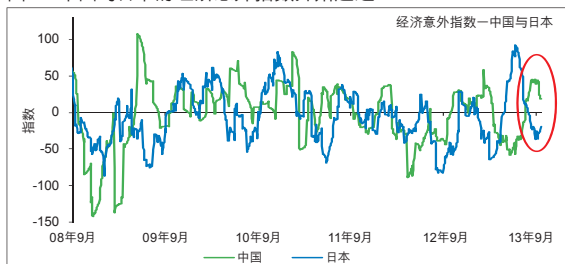
- **达成长期财政协议的机会增加:** 国会两党与总统的不满意度均上升。我们相信在此情况下, 各方会有较大意愿在明年第一/二季再次触及债务上限之前达成协议。关键在于共和党内部各派系能否为此放下分歧。

图10: 欧洲制造业可能转强



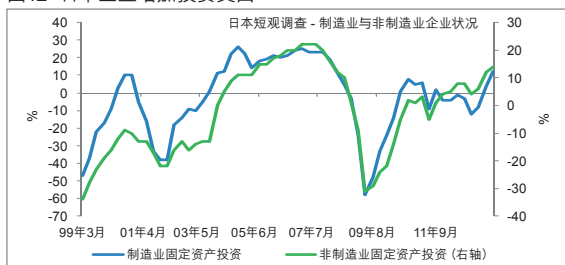
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图11: 中国与日本的经济意外指数开始趋近



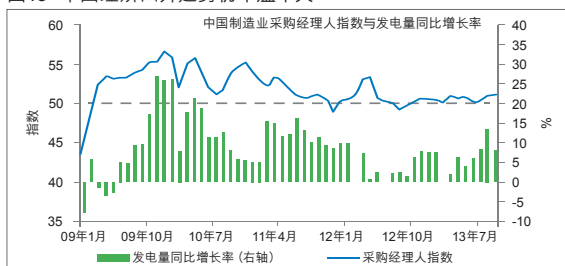
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

图12: 日本企业增加投资支出



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图13: 中国经济回升之势仍不温不火



资料来源: 彭博终端、渣打银行

欧洲: 经济复苏持续

- **欧元区企业信心数据保持坚稳。**企业信心数据持续显示制造业及服务业都在扩张。虽然最新的调查结果稍微回落,但仍显著高于50的水平—即行业扩张与收缩的分界线—而回落可能是美国及德国政局的短期不明朗所致。(图10)
- **经济转强可能持续。**通胀保持低水平,而且趋于下降。失业率高企,意味着工资上升压力今后多月甚至多年都不大可能加剧。欧洲央行官员一直保持鸽派立场,并一度传出可能减息和进一步注入流动性的风声,印证了我们的观点。
- **银行业压力测试事关重要。**欧洲央行定于11月开始检查欧元区银行的健康状况。此举意义重大,因为可能会促使银行业提高资本比率—不论是通过抑制放款还是筹资—并增加存款准备金。这是一个潜在的风险来源。

亚洲: 日本经济回升, 亚洲(日本除外)的惊喜减退(图11)

日本

- **资本支出显露正面迹象。**日本央行的日本企业季度调查显示,企业投资计划正在增加。(图12)工商界领袖对于“安倍经济学”的成效看来日益感到乐观。这种乐观情绪有可能会自我升温,尤其是在工资开始提升的情况下。
- **经济刺激方案纾缓提高消费税的影响。**政府已敲定在2014年4月提高消费税的计划。与此同时,政府又宣布推出一个刺激方案,令经济得以承受加税的冲击。方案公布后,2014年经济增长的一致预测保持稳定,显示分析师愿意暂不质疑政府的政策,预计经济回升之势2014年仍可延续。

中国

- **数据反弹之势可能暂停。**中国经济在政府小规模刺激措施推动下出现的回升之势,有迹象显示可能会暂停。零售销售及工业生产数据略微放慢,发电量亦下降。不过,新增贷款增速加快,意味着中国经济今后数月内明显下行的可能性不大。(图13)

■ **政策:** 我们预期当局会严加管控信贷增长,从而在保持经济增长与避免形成信贷泡沫两者之间取得平衡。一位央行顾问表示由于近期通胀上升,政策将会稍微收紧,印证了这个观点。

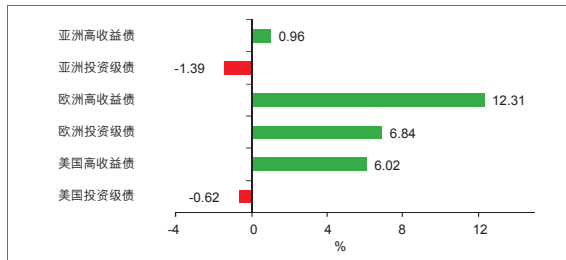
亚洲其他地区:

- **增长保持不温不火。**近期全球经济回升,整个亚洲地区看来正初受其惠。踏入2014年后,增长可望加快。

新兴市场政策: 美联储可能要到明年首季才开始缩减量化宽松,或可纾减新兴市场货币的一些短期压力,缓和有关国家收紧流动性的迫切程度。然而,不少国家正进入选举周期,而且背负沉重的经常帐赤字。因此,我们预期今后6-12个月的流动性总体上仍会趋紧。

总体而言,经济数据符合“过渡至强劲增长”的主题。然而,我们仍然预期前路难免颠簸,尤其是部分新兴市场。

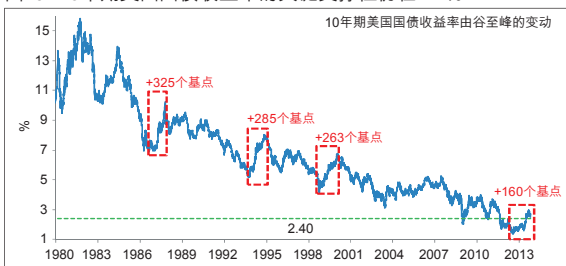
图14: 固定收益类资产年初至今表现 (美元) *



* 2012年12月31日至2013年10月24日期间

资料来源: 巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信用债指数

图15: 10年期美国国债收益率的关键支撑位仍在2.4%

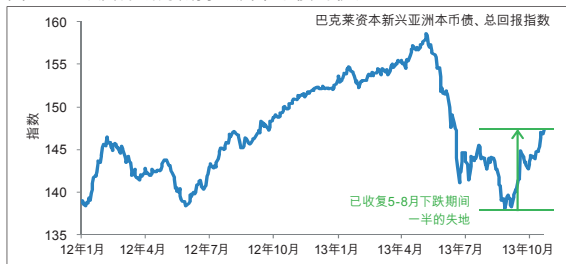


资料来源: 彭博终端、渣打银行

图16: 欧洲高收益债相对美国高收益债的投资价值可能略高



图17: 亚市反弹或为减持亚洲本币债的机会



本地货币债券:

- **获利了结离岸人民币债券。**自从我们将“点心债”定为超配以来，其表现一直相当良好，但我们相信现在已是获利回吐的时机。我们曾经指出，相对于评级上调，评级下调的债券数目正在上升，这是亚洲信贷风险可能趋升的一个迹象。鉴于离岸人民币公司债券（包括无评级的公司债）数量繁多，我们相信趁当前升市获利回吐是合理之举。
- **趁市况反弹减持亚洲本币债券。**一旦美联储缩减量化宽松的预期重现，最终可能导致亚洲货币重陷弱势，正如今年第三季的情况一样。我们认为该资产类别当前反弹，对于尚未依我们早前建议低配的投资者而言，正是一个减持的机会。（图17）

小结: 超配发达市场高收益债; 继续看好公司债多于主权债; 趁当前反弹减持亚洲本币债, 包括获利了结离岸人民币债券; 维持低配G3主权债。

固定收益—低配

我们维持对G3主权债的低配评级。国债收益率上升之势可能延后，但踏入2014年后仍然可望重拾升势。

在发达市场中，美国及欧洲高收益债都是我们在公司信用债中的首选。

我们基于中国信贷问题升温而不再给予离岸人民币债券超配评级。

当前的反弹可视为在较佳的价格降低亚洲本币债仓位的机会。（图14）

G3主权债:

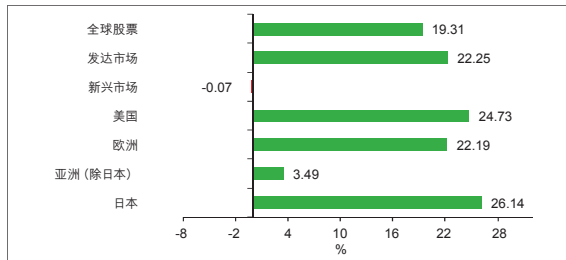
- **美国国债收益率长期走势保持向上，但短期前景目前可能较为看淡。**美联储推迟缩减量化宽松的可能性增加，或阻延国债收益率的上升趋势。虽然这一因素可能已大致反映在价格之上，但在退出量宽一事再次提上日程之前，收益率可能会在目前水平附近徘徊。我们维持既有观点，即10年期国债收益率现阶段可能限于2.4-3.0%的区间内。（图15）

- 不过就较长线而言，我们认为国债收益率趋升的观点并未因此而改变。我们认为美联储逐步缩减量化宽松的计划不过是暂缓，并非无限期搁置。我们仍然相信，在12个月期限内以持有一个期限偏短的投资组合为宜。

公司债 (美元):

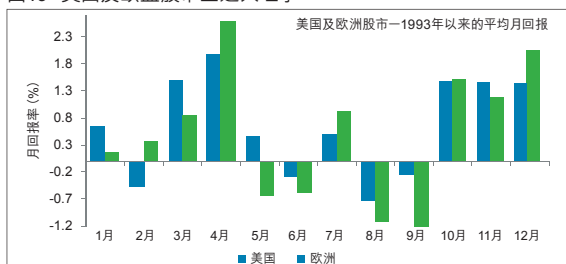
- **我们对于发达市场的高收益信贷仍感放心。**对于美国高收益债的看法维持不变—贷款条件适当，收益率整体上仍相当吸引，违约率保持低企。欧洲高收益债有不少相似之处，估值与美国高收益相若（图16），而经济前景改善，今后的违约风险应会降低。虽然我们相信高收益资产类别的风险正逐渐上升，但我们认为在公司债范畴内，相对价值最为吸引的仍属发达市场（即美国及欧洲）高收益债。不过，正如先前所指出，我们承认总回报可能不会太高。

图18: 年初至今股市表现* (美元)



* 2012年12月31日至2013年10月24日期间
指数为MSCI全球总回报、MSCI新兴市场总回报、MSCI美国总回报、MSCI欧洲总回报 (美元)、MSCI亚洲 (日本除外) 总回报 (美元)、MSCI日本总回报 (美元) 指数
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图19: 美国及欧盟股市正进入旺季



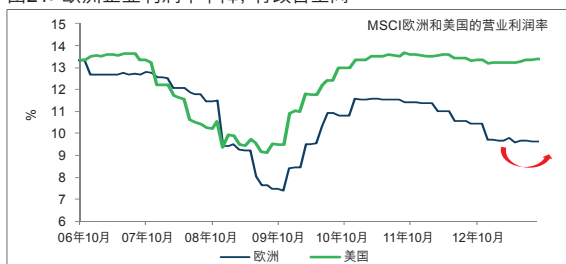
资料来源: MSCI、彭博终端、渣打银行

图20: 发达市场年初至今表现显著领先



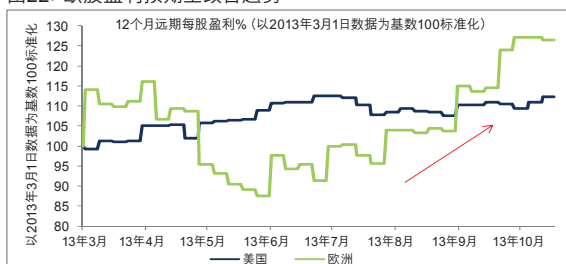
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图21: 欧洲企业利润率下降, 有改善空间



* MSCI全球及MSCI新兴市场指数12个月远期每股盈利预估
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图22: 欧股盈利预期呈改善趋势



资料来源: Datastream、渣打银行

股票一超配

宏观经济环境逐渐改善, 加上通胀温和, 而G3货币政策又保持宽松, 我们相信股票的表现会继续领先于其他资产类别, 年底时或再创新高—尤以欧洲为甚。我们持此观点的理据之一, 是考虑到第四季是股市的传统旺季。(图18, 19)

虽然对股票态度积极, 但我们承认风险仍然存在, 投资者必须认识到: (1) 股票年初至今的升幅已甚大; (2) 股市在很大程度上仍受政策左右。

我们在6-12个月期会继续偏重发达市场股票多于新兴市场。不过, 正如我们上个月所指出, 美联储决定暂缓减买资产对于新兴市场股票有支持作用, 而美国债务上限及联邦预算问题暂时缓解, 令新兴市场股票上月表现略微领先。我们预期新兴市场的升势可能会持续到年底, 至少在美联储缩减量化宽松的忧虑重现之前仍会持续。有鉴于此, 我们主张新兴市场股票比重偏高的投资者考虑将转移部分至发达市场, 并以欧洲为主。(图20)

我们在较长期内继续偏重于发达市场, 原因在于:

- **经济增长势头:** 增长差距正持续收窄。虽然发达市场的宏观经济前景正趋改善, 但新兴市场的情况却正好相反, 增长预期持续向下修订。
- **盈利预期:** 虽然新兴市场估值相对便宜, 但盈利预测持续下调, 而且宏观经济前景转弱, 可能在较长期内形成阻力。至于发达市场的部分地区 (如欧洲等), 由于经营杠杆及利润率都有所改善, 盈利大有提升空间, 虽然这是较长期的预期。
- **流动性趋紧及美元趋升:** 我们认为美联储只是暂缓缩减量化宽松, 政策终会收紧, 对新兴市场的利空影响相对较大。

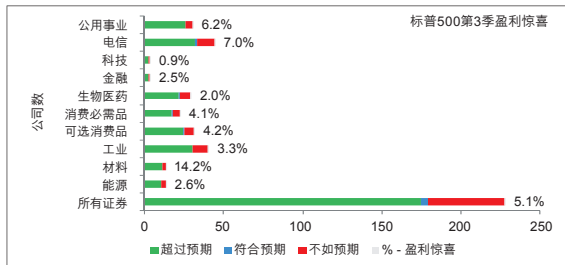
主要地区/国家观点:

欧洲 (超配): 自从7月份将评级定为超配以来, 欧洲表现领先, 我们预期还有进一步上升空间。

- 基本经济数据持续改善。
- 虽然盈利业绩公布期刚刚开始, 但已公布的盈利大都超乎预期, 可能反映利润率正在回稳/改善, 与我们所预期的情况相符。多年来利润率一直在下降, 现已有潜在的上升空间。(图21)
- 虽然估值大致上已回归到10年期平均值, 利润率及前景改善可能会令盈利预测向上修订 (这一趋势已有所显现)。(图22)

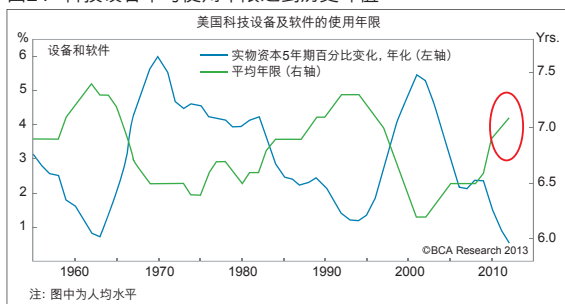
渣打银行全球市场展望-2013年11月刊

图23: 美国企业盈利超预期



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图24: 科技设备平均使用年限达到历史峰值



资料来源: 银行信贷分析师研究、渣打银行

图25: 亚洲 (日本除外) 盈利修订仍为负值, 但趋势改善



盈利修正比率=净上调数/(上调数+下调数)*100

资料来源: Datastream、渣打银行

自从7月份投资气氛好转以来, 我们留意到市场内偏周期性的板块表现领先, 尤其是先前被沽低者。此情况符合我们对“**防御型早周期类股**”的偏好, 我们认为工业以及偏重于国内业务的板块的机会最佳。

美国 (超配): 虽然欧洲是首选, 但美国仍有进一步上升的空间

- 至今为止, 盈利业绩大多超乎预期—在已公布业绩的公司中, 盈利惊喜达到5.1%, 而盈利增长超过6%。(图23)
- 美联储政策仍然利好、基本通胀保持低企、楼市趋于改善、经济增长可能加快、公司进行股份回购, 种种因素都可望对股市构成有力支持。
- 我们认为估值最终会升至偏高的区域。
- 我们认为, 美股的最佳机会在于科技板块。科技股价值较高, 资本回报率高于平均水平, 而科技股资本支出增加亦是利好因素。(图24)

日本 (标配): 日本央行的行动仍有支持作用

- 我们仍然倾向以货币对冲的方式投资日股 (预期日元会进一步下跌) 以及出口企业股。

亚洲 (日本除外) (低配):

亚洲股市仍然可望产生正回报。

- 区内估值甚为参差, 但整体而言相对于历史仍算便宜—从市净率及市盈率角度衡量都是如此—相对于债券亦更为便宜。
- 盈利增长预计可保持相对强稳—盈利增长的一致预测为12%。虽然这一预计可能略为乐观, 但我们相信盈利增长会明显改善。此外再加上约2.6%的股息率, 除非估值显著下降, 否则今后12个月不至于出现负回报。(图25)

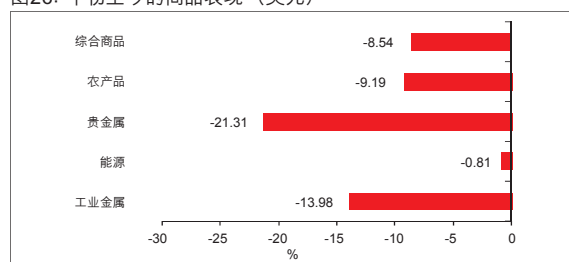
首选主题:

- **高息与优质股:** 由于现金及主权债券的收益即收益过于微薄, 投资者可能仍会着眼于高股息而选择股票。以欧股为例, 股息率约为3.5%。
- **“防御型早周期类股”:** 这一主题特别适用于美国及欧洲。美国方面, 我们主要偏重于科技股, 而在欧洲则看好偏重于国内业务的板块及工业股。

观点失准的风险: 股票持续攀越忧虑之墙。 中国经济硬着陆以及美联储缩减量化宽松的忧虑纾减, 刺激新兴市场股票上升。至于发达市场, 各国央行继续以量化宽松及低利率的方式为股市提供史无前例的支持。美国债务上限问题推迟也产生了支持作用。然而, 倘若基本经济增长令人失望, 及/或货币政策意外收紧, 股票有可能开始表现落后。有鉴于此, 我们主张投资者考虑采取平衡的投资方式, 既保持多元化, 又着重于股票本身的驱动因素, 而非纯粹跟随走势。

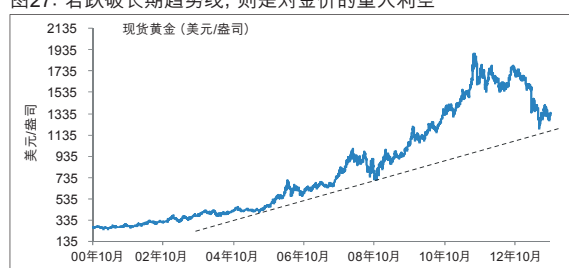
小结: 我们继续看好股票优于债券, 并建议股票比重偏低的投资者考虑分批布局增持股票, 并将重点放在发达市场。

图26: 年初至今的商品表现* (美元)



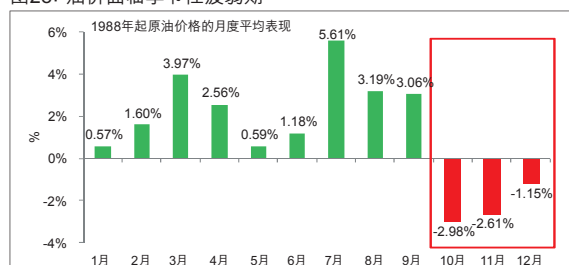
2012年12月31日至2013年10月25日期间
道琼斯-瑞银、道琼斯-瑞银农产品、道琼斯-瑞银贵金属、道琼斯-瑞银能源、道琼斯-瑞银工业金属
资料来源: 道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行

图27: 若跌破长期趋势线, 则是对金价的重大利空



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图28: 油价面临季节性疲弱期



资料来源: 彭博终端、渣打银行

商品—低配

维持低配商品。美联储可能暂缓缩减量化宽松, 对于部分商品或有短期利好作用, 但金价表现令人失望, 尤其在美国债务谈判期间, 令人怀疑商品价格即使转强, 升幅亦不会太大。油价正处于淡季, 可能无力支持整个资产类别。中国前景持续不确定, 始终是利空因素。(图26)

我们维持低配黄金。在美元转弱以及美联储可能暂缓缩减量化宽松的情况下, 金价得到支持, 短线可能上升。然而, 金价升势大致上已经完成, 意味着金价可能受制于1360美元的关键阻力位, 最高在1420美元止步。若跌破长期趋势线(图27), 从技术角度看金价前景将会十分看淡。

较长线而言, 我们对黄金维持低配并看淡的观点:

- 经通胀调整的金价仍然甚高, 与美国的低通胀水平不相称
- 股票回报及债券收益率较长线看升, 可能会持续推高持有黄金的机会成本
- 地缘政治因素至今为止支持作用不大。金价表现令人失望, 在美国债务谈判期间尤甚, 意味着其避险作用可能已不再是重要的支持因素。
- 美元长线看升, 亦利空黄金

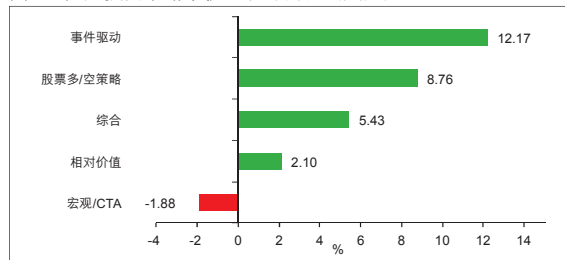
我们对工业金属维持标配。主要风险仍然在于存量甚高, 而最终需求却未见显著回升。美联储暂缓缩减量化宽松可能会有短期支持作用, 但其影响可能相当短暂。

我们对石油维持超配,但预期油价大致上会在3年期范围内波动。需求及供应仍大体相符, 美联储暂缓缩减量化宽松对油价可能有短暂的利好作用, 但要注意, 我们正迈入油价淡季(图28)。两相抵销, 油价前景应较为平衡。

我们对农产品维持标配。美国的种植意向低于预期(即种植面积比预期小), 事实证明对于大部分农业商品价格产生了初步支持作用。印尼有意把若干原棕油产出转用于生产国内使用的生物柴油, 对棕油价格可能产生上升压力。然而, 总需求仍然不振, 却有可能抑制农产品价格。

小结: 美联储暂缓缩减量化宽松, 对于商品价格或有短期利好作用, 但各种利空因素, 如存量仍大(金属)、进入淡季(石油)、经通胀调整的价格甚高(黄金)等, 却可能在较长期内令商品持续受压。

图29: 另类投资策略年初至今的表现* (美元)



* 2012年12月31日至2013年10月24日期间
HFRX全球对冲、HFRX股票对冲、HFRX事件驱动、HFRX相对价值、HFRX宏观/CTA
资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

另类策略一超配

我们对另类策略维持超配, 因为我们认为该类资产让我们有机会在投资首选资产类别时承受较低的波动性。投资于该类资产, 以分散方式较为吸引, 但由于我们首选股票, 倾向以股票多/空策略作为投资股票的另类途径。(图29)

我们认为以分散方式投资另类策略仍具吸引力。一篮子另类策略的波动性较低(相对股票而言), 而对利率上升的敏感性又有限。在利率可能长线趋升以及某些地区股市前景不确定的环境下, 我们认为这两大特性都颇具吸引力。股票多/空及事件驱动策略仍是年初至今以及9月份全月表现最佳的另类策略。

对于不愿承受股票净多头较大波动的投资者, 股票多/空策略有其吸引力。该策略适合希望增加股票投资以把握我们认为具有吸引力的长期趋势, 但又不愿承受净多头难免出现的较大波动的投资者。

小结: 另类策略维持超配。倾向同时以分散投资方式以及股票多/空策略作为投资组合多元化的工具, 同时亦可将波动性降至低于股票净多头的水平。

中期 6到12个月
短期 3个月以下

外汇市场

美元—适度看好美元中期前景

我们仍然适度看好美元前景，但承认其短期走势可能仍会疲弱。美国政府暂时关门影响经济，加上近期经济数据较为令人失望，都可能会令美联储延迟缩减量化宽松。虽然美元汇价可能已大致上反映了上述因素，但我们意识到在走势向淡下，美元短期内可能进一步下跌。（图30）但其后，我们仍然相信美联储会在2014年开始缩减量化宽松。除此以外，我们亦预期国债收益率会逐渐上升，所以我们维持中线看好的观点。

欧元—适度看淡中期前景

欧元强势可能持续，主要是美元短线处于弱势所致。经常账收支强劲、德国国债收益率上升，亦对欧元构成支持。（图31）然而，我们仍然相信美国美联储缩减量化宽松的预期必将重现，而欧洲决策当局希望维持低利率的时间可能比市场预期更长，这两个因素都可能会令欧元受压。因此，我们维持看淡欧元中期前景的观点。

英镑—看淡中期前景

估值不算昂贵，加上美元疲弱，可能对英镑构成短期支持。然而，我们仍然相信，为了达到失业率目标，可能有必要采取持续的货币刺激，而此举不利于英镑的中期前景。主要风险之一仍然在于通胀高企。

日圆—看淡中期前景

市场内的净空头已到极点（图32），加上政府决定提高消费税，意味着日圆短线可能反弹。不过我们仍然相信，如果日圆转强有碍经济增长，日本央行可能会采取行动以达到推高通胀的目标。因此，我们仍然放心地对日圆抱持中期看淡的观点。

澳元—看淡中期前景

澳元近期反弹后，市场上的极端仓位大致上已调整过来。虽然我们相信澳洲央行可能仍然倾向推低澳元，但由于顾虑到通胀压力重现的风险，所以大概不会再度减息。商品价格低迷是另一大顾虑。**我们相信现时的汇率水平正是减持澳元的机会。**

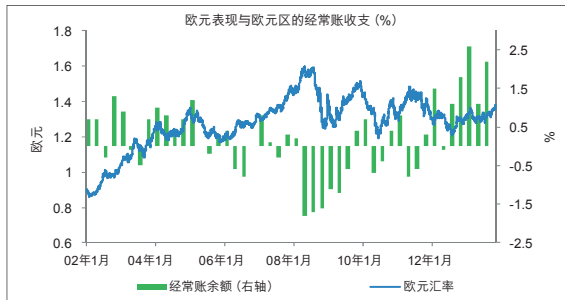
自从今年2月底以来，我们一直偏重组元多于澳元，而这个部署至今效果良好。然而，鉴于澳洲通胀前景看升，纽元利率相对于澳元利率的溢价现在可能已经见顶。（图33）我们倾向现在结束这个部署。

图30: 美元或仍将陷于长期以来的横盘整理之中



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图31: 经常账盈余是支持欧元的主要因素之一



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图32: 市场上充斥着日圆净空头



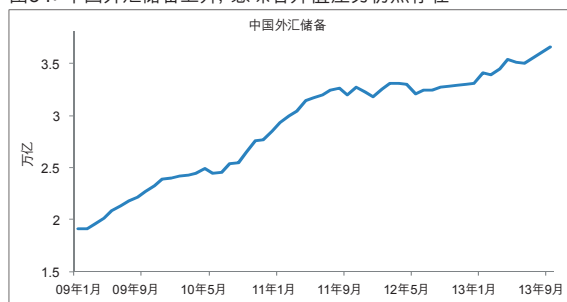
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图33: 纽元表现领先于澳元之势可能已成强弩之末



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图34: 中国外汇储备上升, 意味着升值压力仍然存在



资料来源: 彭博终端、渣打银行

人民币—对中期前景持中立态度

我们相信, 在进行政策改革以及开拓离岸人民币市场期间, 中国当局应会致力维持人民币市场稳定。人民币仍是我们首选的地区货币。(图34)

新加坡元—对中期前景持中立态度

当局决定采取让新加坡元“适度而渐进地升值”的政策, 与我们认为新加坡元可能是区内表现相对稳定的货币这一观点吻合。我们对新加坡元的中期前景保持中立态度。

对亚洲(日本除外)货币中期前景看淡

如果美联储决定延迟缩减量化宽松, 亚洲(日本除外)货币可能是主要的短线受益者之一。然而, 我们不愿在任何价位高追, 因为经过最近上升之后, 该预期已在很大程度上反映在市场价格之上。

就较长线而言, 我们仍然顾虑到个别国家持续存在对外收支支持不平衡以及负债沉重的问题。一旦美联储最终决定缩减量化宽松, 这两方面风险最高的国家货币很可能再度陷入反复波动的局面。因此, 我们对亚币中期前景保持看淡。

小结: 我们对美元中期前景维持看好, 对澳元及亚洲货币维持看淡。

美联储可能延迟缩减量化宽松, 或令美元暂时进一步下跌。不过, 美联储终将重提缩减量化宽松之事, 所以即使汇市的短期形势有变, 我们对于中期前景的观点仍维持不变。

结论

美联储可能延迟缩减量化宽松，为全球股票提供了进一步的支持，投资者亦因此更热衷于寻找收益可观的投资。由于美联储或延迟缩减量化宽松，新兴市场股票短线表现可能领先。不过就较长线而言，随着美联储缩减量化宽松一事再次提上日程，发达市场股票有望重拾领先优势。因此，我们对欧洲及美国股票维持超配。

免责声明

本文件并非研究材料，未按有关促进投资研究独立性的法律要求进行编制，不受制于任何有关在发布投资研究报告前叙作交易的禁止性规定。本文件不代表渣打银行的任何部门，特别是其全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853年英皇制诰》(编号ZC18)在英格兰注册成立的有限责任公司，公司总部位于英国伦敦Basinghall大街1号(EC2V 5DD)。渣打银行由审慎监管局(Prudential Regulation Authority)授权并受金融市场行为监管局(Financial Conduct Authority)和审慎监管局的监管。

在迪拜国际金融中心(DIFC)，由渣打DIFC(Standard Chartered Bank DIFC)代表产品和/或发行人分发所附材料。渣打DIFC由迪拜金融管理局(DFSA)监管并获授权向符合迪拜金融管理局有关资格标准的专业客户提供金融产品及服务，但迪拜国际金融中心或其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。

渣打银行各分支机构、子公司及关联企业(统称“渣打银行”)可根据当地监管要求，在全球范围内开展银行业务。在有任何渣打银行所属实体存在的司法管辖区内，本文件由当地的渣打银行所属实体分发，并归属其所有。由本文件引发或与本文件有关的任何事宜，任何司法管辖区内的收件人均应联络当地的渣打银行所属实体了解详情。渣打银行某些分支机构、子公司及关联企业可能只提供部分产品和服务。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采用任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或建议。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或群体的具体投资目标、财务状况、特定需求等，亦非专为任何特定人士或群体编制。

观点、预测和估计仅为渣打银行编制本文件时的意见，可能不经通知而随时变更。过往业绩并不代表未来表现，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件中对于利率、汇率或价格的未来走势或者未来可能出现的事件或情形的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际走势或者未来实际发生的事件或情形(视情况而定)。

本文件没有也不会任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管机关根据任何法规认可。

渣打银行不以明示、暗示、法定等任何形式针对，包括但不限于，本文件的准确性或其中包含或提及的任何信息的完整性作出陈述或保证。本文件分发时已明示，尽管其所含信息据信可靠，但并未经我行独立核实。如果您因使用本文件而直接或间接地导致损失或损害(包括特殊、偶然或必然的损失或损害)，渣打银行不接受也不承担任何责任，不论该等损失或损害如何产生，包括但不限于，本文件及其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、故障、过失或误差，或者本文件的全部或部分或其中任何内容无效所引发的任何直接或间接损失、损害或支出。

渣打银行和/或关联企业可在任何时间，在适用法律和/或法规许可的范围内，买卖本文件涉及的任何证券、货币或金融工具，在该等证券或相关投资中拥有重大利益，担当该等投资的唯一做市商，或者向该等投资的发行人提供或已提供咨询、投资银行或其他服务。因此，渣打银行及其关联企业和/或子公司可能有利益上的冲突，从而影响本文件的客观性。

未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供其他任何人。

版权声明：渣打银行2013。本文件包含的所有材料、文本、文章和信息的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行授权签字人允许后方可复制。特此认可第三方资料的版权及第三方在该版权项下的权利。其他不属于第三方拥有的资料及相关资料汇编的版权应始终归属渣打银行所有。未经渣打银行授权签字人书面同意，除代表渣打银行用于商业用途外，不得复制或使用。版权所有©渣打银行2013。

本文件不是研究报告，并非由研究单位编制