

目录

市场表现概览	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

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

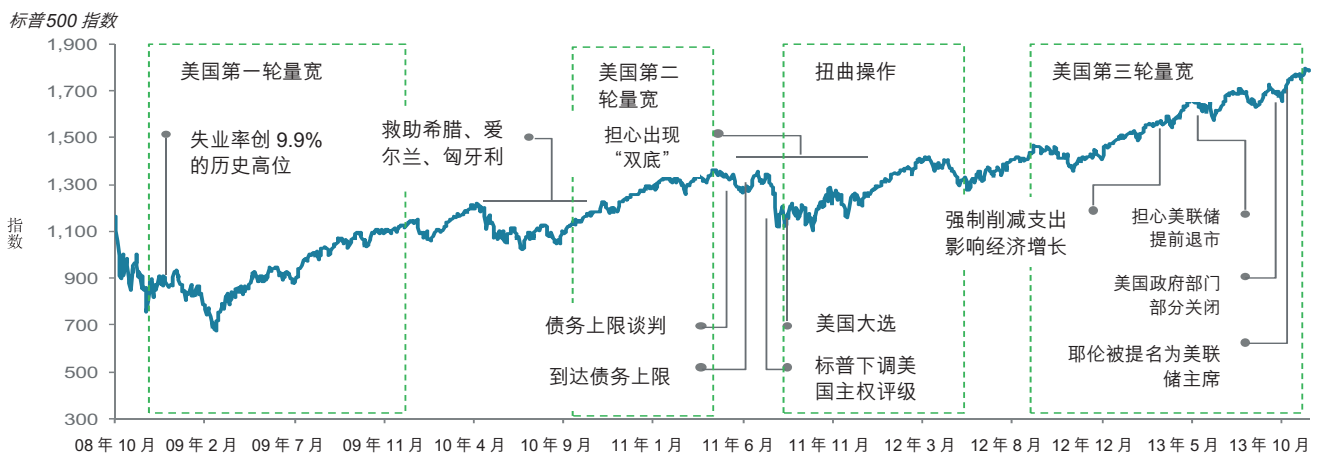
保持投资，坚守既定战略

- **某些技术性指标开始显示股价已经偏高，但有大量资金仍在按兵不动。**一如预期，股市继续攀越“忧虑之墙”。虽然某些市场指标（图1）正亮起黄灯，显示市势可能回调，但有必要注意的是：1) 大量有待投放的资金正等待较佳的入市时机；2) 现在是股市旺季。因此，我们预期全球股市即使回落，为时只会短暂，幅度也会有限（小于5%），今年至今6次回落中有5次都是如此。（图2）
- **我们并不打算在股市回落之前大幅减持——**毕竟升至颇高水平就有可能回落——而是趁回调之际增持。
- **12个月前的经验有指导意义。**去年11月份的《全球市场展望》指出美国股市有下调6-10%的风险。然而，我们又强调，投资者可能会错过跌市所造就的低吸良机。果然，美股下跌约7%（忧虑财政悬崖所致），但很快便回升。我们发现，大多数投资者到了1月才开始增持股票，而当时标普500指数已超越10月的高点。历史往往会重演。
- **我们对易受美联储缩量量化宽松影响的资产仍然审慎，如投资级美元债券、亚洲本币债券及澳元等。**上月，我们重点指出债市从8月份低位回升，正好造就机会减持美元投资级债券、亚洲本币债券及澳元。其后，这三种资产都显著下跌。我们继续看淡这三种资产，因为有关美联储何时开始缩量量化宽松的揣测可能会对长期美元债券收益率构成上升压力，而非美元货币则会承受贬值压力。

图1: 标普500短期技术因素反映现水平略微偏高

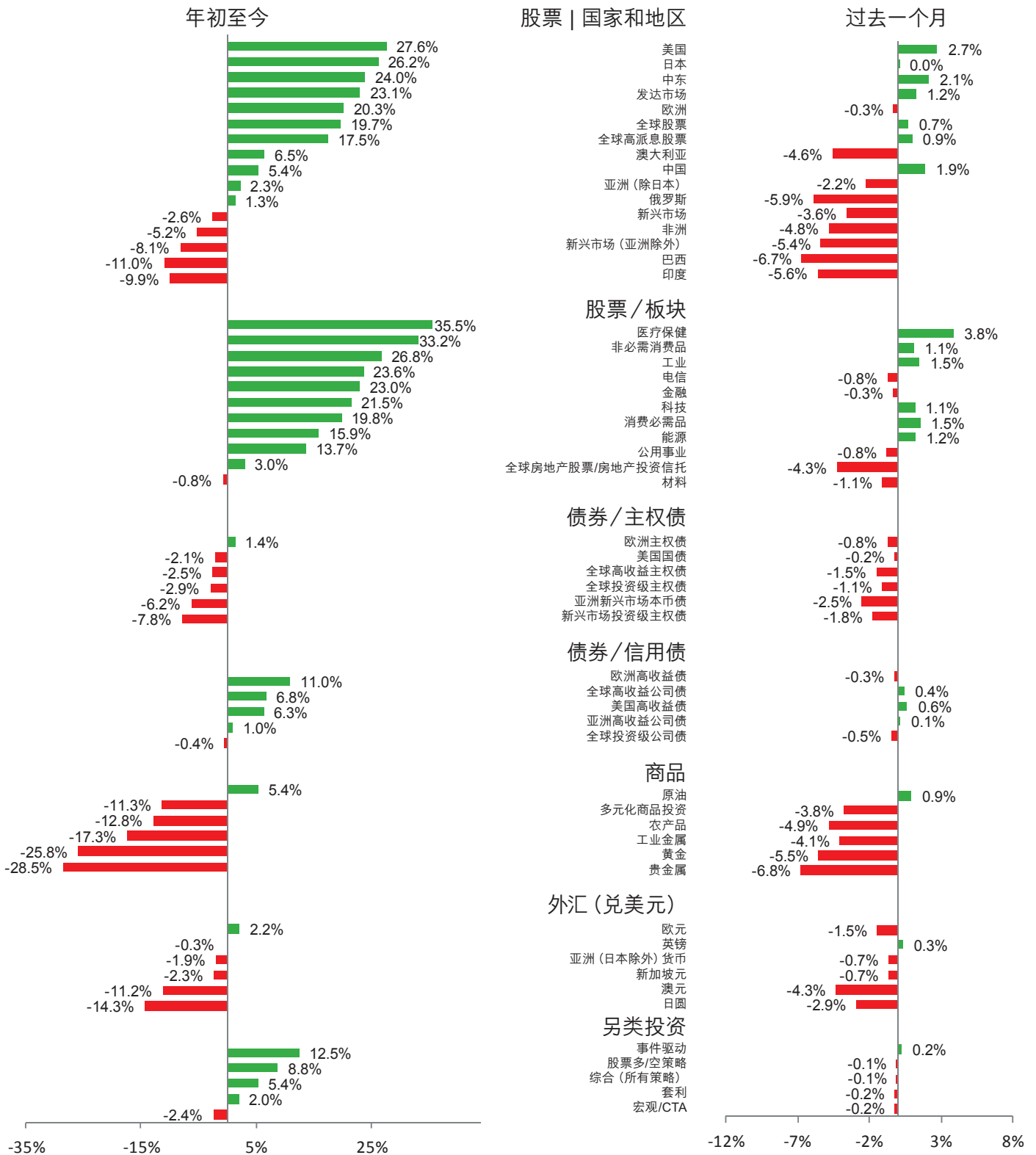
指标	信号
现有水平和200日移动均线	●
MACD（趋势）日线	●
高于200日移动均线的股票占比%	●
相对强弱指数(RSI)	●
波动率指数	●
MACD（趋势）周线	●
上涨/下跌比	●

图2: 发达市场股票继续攀爬“忧虑之墙”



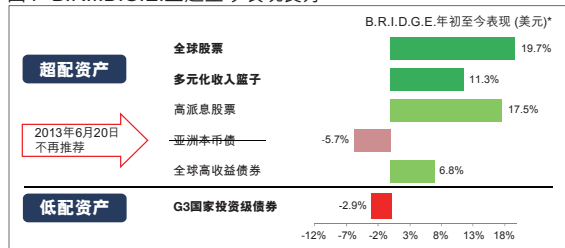
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图3: 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11月21日, 过去1个月表现取自2013年10月21日至11月21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4: B.R.I.D.G.E.主题至今表现良好

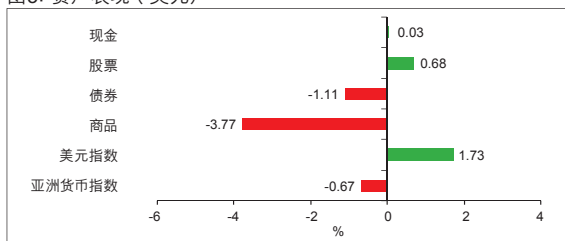


* 2012年12月31日至2013年11月21日期间

* 收入篮子是全球高派息股票 (MSCI全球高派息股票指数、美元)、全球高收益债券 (巴克莱资本全球高收益债券总回报指数、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) 的同权平均

资料来源: 彭博终端、渣打银行

图5: 资产表现 (美元) *



* 2013年10月21日至11月21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: 保持投资 (图4, 5, 6)

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
- 全球股市即使回落, 跌幅亦只限于5%
- 发达市场高收益债券会有温和的正数回报

美国政府关门利好发达市场股票。正如我们在上月所强调, 美国政府关门有利于全球股票, 因为美联储因此推迟缩减量化宽松。全球股票过去一月仅微升, 但话虽如此, 有意思的是, 即使美联储进一步延迟缩减量化宽松左右了市场环境, 发达市场的表现仍再度领先。

我们在6-12个月期内会继续偏重于发达市场股票 (相对于新兴市场)。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减少购买资产, 我们相信对美国股市的冲击也会有限。然而, 随着减少买债重新提上日程, 新兴市场的流动性环境可能相对变得较为不利。此外, 中国正积极着手管控应对全球金融危机而导致的信贷过热。

大部分股市都可望获得正数回报, 尤其是以本币计算。我们预期新兴市场/亚洲 (日本除外) 股市今后6-12个月的表现会落后于发达市场。但话虽如此, 我们认为亚洲 (日本除外) 市场仍会有正数回报, 因为市场对盈利增长的预测仍然合理, 且股息收益率达2.6%。在亚洲区内, 我们相对超配韩国及马来西亚市场。我们对中国市场前景亦抱持正面看法, 因为汇率风险降低。

对亚洲债券市场取态审慎。随着美联储减少买债一事重上日程, 我们相信美元及本地货币债券短期内较易受到冲击。我们认为亚洲本币债的上涨可能已经过度, 事实证明观点准确, 该资产类别过去一月下跌3%。我们对于前景保持审慎。另外, 我们把新兴市场投资级债券的评级下调至低配。

我们仍以发达市场股票为12个月期内的首选资产类别。新兴市场股票的表现预计会持续落后, 因为美联储减少买债的预期开始重现。

图6: 资产配置概要*

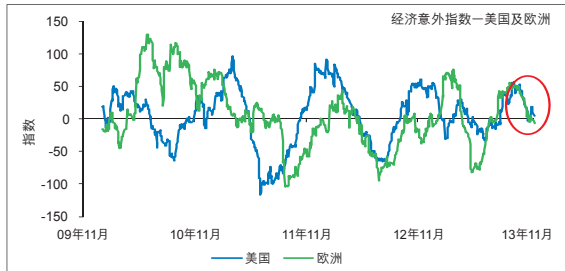
资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	2012年2月
固定收益	低配	2011年1月
股票	↑超配	2012年8月
商品	标配	2013年11月
另类投资	超配	2013年6月

次级资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	2012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	↓低配
	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	↑标配	2013年11月
另类	超配	2013年6月

图例:

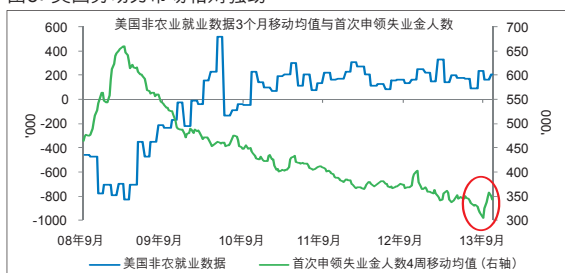
开始日期—是指该战术性部署开始执行的日期

图7: 经济意外指数表现错综



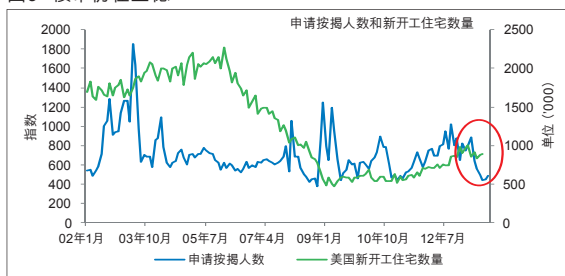
资料来源: 花旗、彭博终端、渣打银行

图8: 美国劳动力市场相对强劲



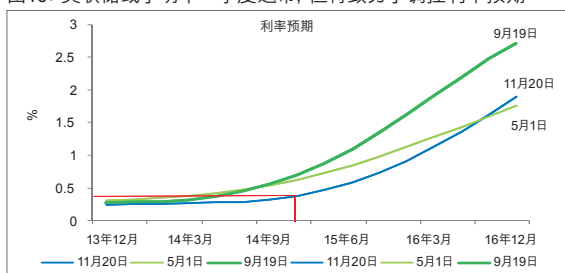
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图9: 楼市仍在企稳



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图10: 美联储或于明年一季度退市, 但将致力于调控利率预期



资料来源: 彭博终端、渣打银行

经济及政策展望

经济数据维持改善趋势 (图7)

- **美国**方面, 我们留意到企业信心保持强稳, 劳动力市场数据有改善迹象。楼市指标好淡不一。
- 在**欧洲及日本**, 数据显示经济复苏持续。企业信心保持稳固。欧洲贷款依然不振, 但有迹象显示情况可能会转变。关键在于银行的压力测试。

- **亚洲**方面, 经济情况趋于稳定, 但我们仍然认为中国政府并不指望反弹力度很强。三中全会确定在今后大力推行改革。

美国: 对经济回升的信心上升, 但正面惊喜的空间不大

- **就业数据反弹**。10月份就业数据明显比预期好, 净新增职位高于预期, 历史数据向上修正。新增职位三个月期净额平均仅高于200,000个。(图8) 平均工资微升2.2%。加上楼价上升, 这将有助促进今后数月的消费支出。

- **楼市数据参差**。楼市指标整体上仍然趋升, 不过自从美联储在5月份开始谈及逐步退出量化宽松以来, 大部分数据都回软。楼价及新屋销售是例外。按揭申请所受打击最重, 但看来正在恢复稳定。(图9) 然而, 长期收益率上升(我们预期这一趋势会持续) 对于楼市的冲击可能会冲淡乐观气氛。

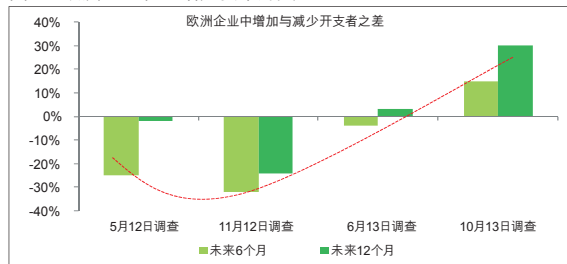
美联储退出量化宽松再度提上日程

- 9月时, 逐步退出量化宽松的日期推迟, 原因是: 1) 经济数据疲弱; 2) 10月份政府关闭/债务上限谈判对经济的影响未定。随着经济数据开始好转, 我们相信美联储极有可能会在明年首季开始逐步缩减量化宽松。

- 平心而论, 这些论点是合理平衡的。鉴于通胀温和, 加之债务上限谈判延至明年进行, 进一步延迟缩减量化宽松是恰当的。美联储候任主席耶伦表示仍须以颇大力度的货币宽松政策来刺激经济, 此番言论即印证了这个观点。因此, 我们认为今年年内开始缩减量化宽松的可能性甚低。

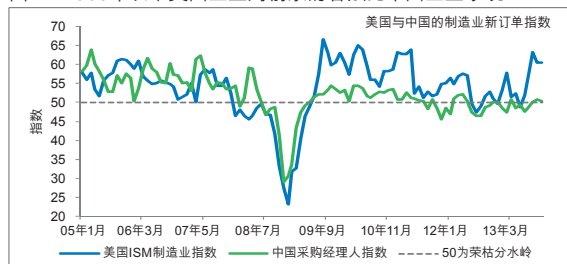
- 然而, 美联储公开市场委员会明年1月改组后, 有投票权的理事中属于鹰派的人数平均比现在多。这样一来, 委员会的注意焦点预计会从延长量化宽松的好处转移至相关的风险之上。
- 为管控过渡过程以营造较为正常的货币政策环境, 我们预期美联储在考虑加息之前会先实施更严格的失业率门槛, 从而把退出量化宽松与加息脱钩。此举旨在表明美联储买债正在逐渐减速, 但在踏进2015年相当一段时间内也肯定不会完全停止。(图10)

图11: 欧洲企业有意增加资本开支



资料来源: 瑞士信贷、渣打银行

图12: 2009年以来美国企业对前景的看法比中国企业乐观



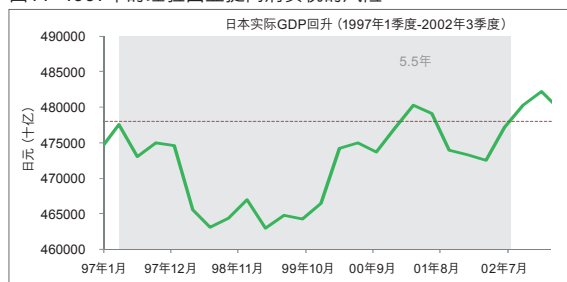
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图13: 中国货币政策呈收紧趋势



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图14: 1997年的经验凸显提高消费税的风险



资料来源: 彭博终端、渣打银行

欧洲: 经济仍处于温和复苏状态, 英国表现超乎预期

- **欧洲经济持续复苏, 不过银行贷款仍然不振。**企业信心数据保持稳定, 与温和复苏的情况相符。(图11) 由于银行资产质量评核以及压力测试进行在即, 银行贷款持续减少。然而, 贷款环境收紧的步伐正在放慢, 这是个好兆头。
- **减息凸显德拉吉意欲支撑经济。**通胀下降至0.7%, 极有可能促成欧洲中央银行再度减息, 把利率降至0.25%, 再一次反映欧洲央行的强烈意愿(尽管德国持异议), 在确保经济持续复苏的同时避免引发通缩效应。当然, 真正的考验在于倘若通胀不断下降时, 欧洲央行可能有必要以非常规的刺激措施来推高通胀。此举显然会招致不少欧洲央行理事较激烈的反弹。
- **英国经济表现超乎英国央行预期。**英国央行把2013及2014年增长预测向上修订, 并表示加息时间可能比原先预计提早9个月, 即2015年, 而非2016年。其所依据的是近几月显著增强的经济数据。

亚洲: 日本经济复苏, 亚洲(日本除外)的正面意外减退

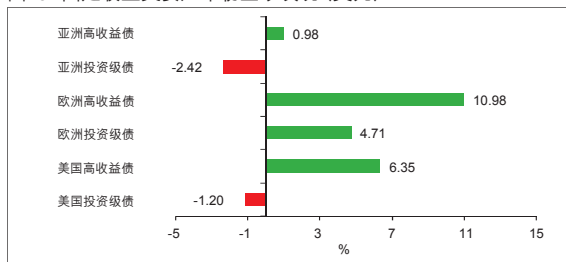
- **日本: 等待提高消费税。**日本经济开始再度带来惊喜, 增长预测的向上趋势维持不变, 关键风险在于2014年4月提高消费税。上次提高消费税(1997年4月)后, 经济重陷衰退, 到2002年实质GDP才可持续地回复到加税前的水平。(图14) 虽然有理由相信今次加税的情况与当年不同——有弥补性的预算支出, 央行也较为积极——但风险仍然非同小可。
- **中国: 蹒跚前行。**我们认为去杠杆化的趋势正由发达市场转移到新兴市场, 包括中国在内。我们相信, 中国经济增长会因此而受限。我们预期官方公布的增长率不会减慢至7%以下, 但可能不时予人转弱之感。(图12)
- **政策: 7天银行同业回购利率再次急升, 而过去12-18个月升势一直持续。**我们相信此情况反映**中国政府正设法抑制信贷增长。**我们预期未来数月的政策会从紧。(图13)

亚洲其他地区:

- **增长仍然不温不火。**近期全球经济上升, 亚洲区整体似乎正初受其益。踏进2014年, 增长可望加快。
- **美联储退市形成挑战。**我们相信个别国家——尤其是印尼、印度、泰国以及一定程度上马来西亚——会承受货币汇率下降压力。随着美联储退市的日期渐近, 虽然情况可能不如5-8月间那么恶劣, 但货币政策或因而倾向收紧。

全球经济可望逐渐回暖, 新兴市场与发达市场之间的增长差距预计会进一步收窄。中国和美国正带头改变以刺激措施为重点的货币政策。

图15: 固定收益类资产年初至今表现 (美元) *



* 2012年12月31日至2013年11月21日期间

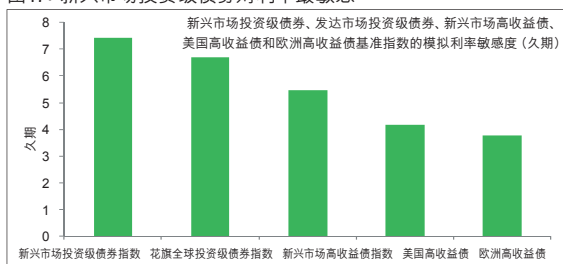
资料来源: 巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信用债指数

图16: 虽然美联储延迟退市, 但收益率仍旧攀升



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图17: 新兴市场投资级债券对利率最敏感



指数: 摩根大通新兴市场投资级债券指数 (EMBI); 花旗全球投资级债券指数、摩根大通新兴市场高收益债券指数、巴克莱美国高收益债指数、巴克莱泛欧高收益债指数

资料来源: 彭博终端、渣打银行

图18: 亚洲本币债持续走低, 符合预期



资料来源: 巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

固定收益—低配 (图15)

我们维持对G3国债的低配评级。我们相信美国国债收益率攀升之势不大可能持久地扭转。

我们把投资级新兴市场主权债券的评级降至低配 (先前为标配)，以进一步减低对利率敏感的资产的投资比重。

在公司债中，发达市场高收益债仍是我们的首选，但我们对新兴市场高收益债不太乐观。

G3与新兴市场的主权债:

- **美联储候任主席耶伦的言论并不会改变国债收益率的升势。** 我们留意到，在相对最近一段时间，10年期与3个月期收益率的历史利差 (10年-3个月期收益率曲线) 已曾多次扩大至360-380基点之多 (图16)。由此可见，即使短期收益率不再大幅上升，预期10年期收益率在12个月期内升至3.5%-3.75% 仍然是颇为切合实际的。

- **长期而言，我们对国债收益率继续看升。** 短期而言，在不明确的技术性因素影响下，上升步伐可能会减慢，甚至可能会出现较短暂的回落。

- **我们把新兴市场投资级主权债券的配置降至低配 (原先为标配)。** 新兴市场投资级资产类别对美元利率的敏感性大于全球投资级债券 (可能是已发行的新兴市场主权债期限较长所致)。(图17) 基于我们对美国国债收益率的较长期走势看升，而且此类别资产的收益率较低，我们并不相信投资于新兴市场投资级债券的回报足以补偿收益率显著上升的风险。

公司债 (美元):

- **我们认为，相对于其他固定收益资产类别，发达市场高收益债仍具吸引力。** 我们的焦点仍是同时分散投资于美国及欧洲的高收益债，不过我们要重申一点，若美国国债收益率上升，总回报水平可能不会太高。

- **新兴市场高收益债券的收益率日益吸引，与上升的信用风险两相抵销。维持标配。** 新兴市场高收益公司债的收益率相对于发达市场持续存在溢价 (就这方面而言主权债情况相同)。然而，我们仍然相信此现象大致上是合理的。平均而言，新兴市场高收益债评级下调的数目持续多于上调，而高收益主权债则持续面对自身的挑战。收益率有升无减，到达某个程度就有可能显得吸引，但我们觉得该资产类别短期内可能还会再转弱一些。

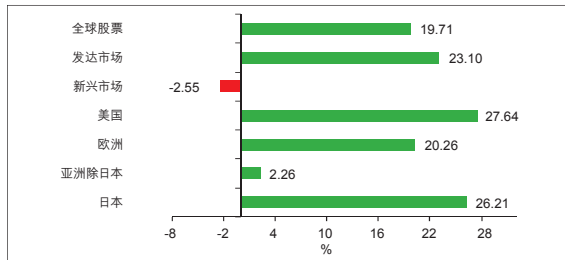
本币债:

- **亚洲本币债券市场的关键风险在于汇率以及信贷 (离岸人民币市场)。** 在现水平我们不会进一步增持，因为我们认为近期弱势尚有延续空间。(图18)

小结: 增持发达市场高收益债。美国国债收益率长线而言可能进一步上升。低配新兴市场投资级主权债。

渣打银行全球市场展望-2013年12月刊

图19: 年初至今股市表现* (美元)



* 2012年12月31日至2013年11月21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

股票一超配 (图19)

全球股票年初至今升势凌厉, 以总回报计升幅超过19.7%。发达市场表现显著领先, 上升约23.1%, 而新兴市场实际上却是微跌。作为我们首选市场的美国及欧洲都有良好表现。

虽然技术性因素反映价位在一定程度上已经偏高, 但我们仍然看好股票12个月期内的前景, 所以主张股票比重偏低的投资者考虑趁市场回调时机增持。“逢低吸纳”的策略今年以来效果极佳, 我们认为即使出现短期回落, 也会是技术性原因多于长期性原因所致。(图20)

我们维持偏重发达市场多于新兴市场, 并略为看好日本, 因为技术性因素显示向上突破的可能性正持续增加。

即使经过今年以来大幅上扬之后, 股票相对于债券及现金仍然显得吸引: (图21, 22)

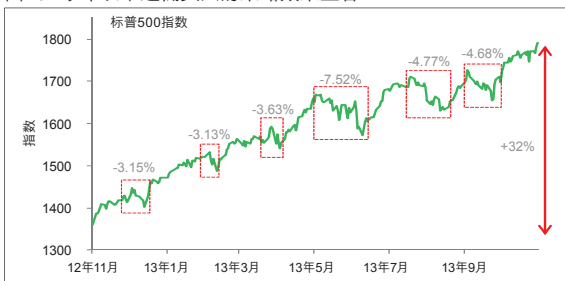
- 就全球层面而言, 股市仍然存在颇大的股权风险溢价 (市场在无风险回报率之上提供的额外回报)。发达市场的情况尤其明显, 因为部分新兴市场的收益率已见上升。
- 虽然估值指标攀升, 但我们认为全球股票市场现水平相对于历史尚属合理价位。不过, 由于大部分发达市场的货币环境宽松, 股票估值仍有进一步上调的潜力。
- 回顾历史, 第四季度往往亦是股票旺季, 所以我们预期股市年底时会略高于现时水平。

与新兴市场相比, 更看好发达市场股票:

- 即使发达市场与新兴市场今年以来的表现有显著差距, 但我们仍然未能相信新兴市场的估值已吸引到足以改变这个观点。若排除中国金融股及韩股不计, 亚洲 (日本除外) 股票并非如第一眼所见那么便宜, 相对于历史如是, 相对于发达市场亦如是。
- 新兴市场的宏观经济预期持续趋降, 而发达市场在这方面却较强韧。
- 美联储缩减量化宽松对新兴市场的不利影响亦可能大于发达市场。值得注意的是, 部分新兴市场的债券收益率高于股票收益率, 可见这方面的风险正反映在债券市场价格之上。
- 最后, 我们对美元抱持乐观看法, 预期美元兑新兴市场货币会呈现强势。

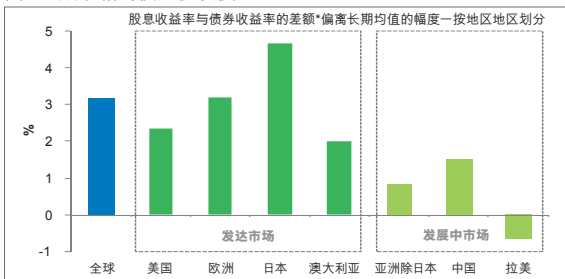
在发达市场中, 我们维持欧洲及美国的超配评级。我们对日本的想法日趋积极, 因为技术性因素显示日股可能向上突破。

图20: 今年以来逢低买入的策略效果显著



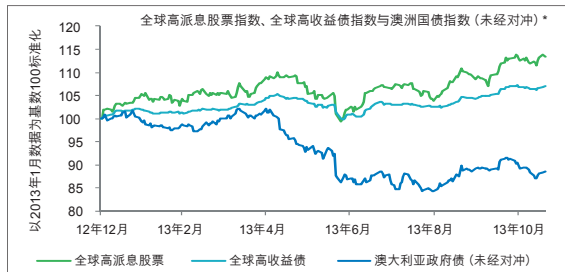
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图21: 股票相对债券仍较便宜



* 股票盈利收益率-10年期主权债收益率
资料来源: MSCI、DataStream、彭博终端、渣打银行

图22: 相对其他常见的收益类资产, 高股息收益的投资主题效果较明显



* 使用指数为MSCI全球高股息股票指数、巴克莱资本全球高收益债 (未经对冲) 指数、花旗5年以上澳大利亚政府债 (都以美元计价)
资料来源: MSCI、巴克莱资本、花旗、彭博终端、渣打银行

渣打银行全球市场展望-2013年12月刊

图23: 东证指数欲向上突破



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图24: 盈利前景展现改善的趋势



盈利修正比率=净利润/（上调数+下调数）*100

资料来源: Datastream、渣打银行

欧洲: 自从我们在7月份将欧洲股市评级定为超配以来，欧洲表现良好，上升超过10%，领先全球基准3.3个百分点。我们继续看好欧股，预期今后12个月期会有偏低的双位数回报，动力来自盈利增长及股息收益。欧股有3.4%以上的股息收益率。

收益主题对于不少投资者仍有其重要性，而在这方面，我们仍然偏重高息股多于债券。不过我们留意到，根据基金经理调查及资金流向，市场对欧洲前景已变得甚为乐观。因此，自从我们在7月份将之定为超配以来，短期逊于预期的可能性已见增加，现在重要的是经济及盈利增长至少须与预期相符。第三季度盈利与预期大致相符，但对第四季度的预期颇为乐观。

美国: 美国仍然是首选市场之一，自2012年4月以来一直获超配评级。虽然公司利润率难以进一步扩大（欧洲则可望提升），但盈利仍具支持作用（继续高于预期），而且美联储仍然非常着力地注入流动性。

从板块角度看，我们已强调偏重早周期股/防御型周期股多于“昂贵的防御类股”，如必需消费品、公用事业及电信等。美国的情况尤其如此，我们在美股中视科技股为重点投资板块之一。虽然全球科技股今年以来表现略微领先，但美国科技股却表现落后。不过，近期的季度盈利予人惊喜，我们已留意到有若干资金流向该板块。鉴于我们预期2014年的公司资本开支（除能源及原材料外）将会上升，我们相信科技股明年会有相对较佳的表现。

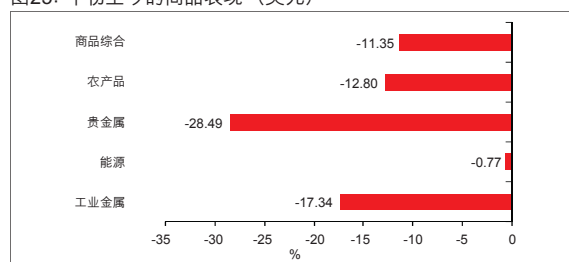
日本: 日股的评级仍是标配，但我们的取态已趋于积极。自6月以来，我们留意到日股的表现一浪高于一浪，并形成一条上升趋势线。东证指数在1,220附近的关键阻力最近已被突破，我们认为短期内应有进一步上升的空间。（图23）鉴于日圆料将进一步下跌，建议对冲所持日股的汇率风险。

亚洲（日本除外）以及其他新兴市场: 我们对此两个地区都维持低配。这并非意味两者会有负数回报，而是其表现可能落后于发达市场。

- 整体而言，不论以市净率或市盈率衡量，亚洲（日本除外）股票的估值相对于历史仍算便宜。相对于债券亦较为便宜，但此情况正在转变，因为本地债券收益率近几月持续攀升。（图24）
- 我们偏重东北亚市场多于南亚/东南亚市场，因为前者的估值较具吸引力。若美联储减少买债导致资金外流，东北亚市场所受的打击也会较轻。
- 短线而言，中国改革所引发的乐观情绪以及美联储暂缓缩减量化宽松都可能利好该地区的表现。然而，不可忘记的是：1) 美联储最终都会减少买债，到时南亚/东南亚的货币环境可能会因此而收紧；2) 政策改革在较长期内利好中国股市，但短线而言可能会拖慢经济增长。

小结: 我们预期股市会继续攀越“忧虑之墙”。我们承认当前环境在很大程度上受到政策左右，但并不认为目前是与美联储/欧洲央行或日本央行对着干的适当时机。我们继续偏重股票多于债券，并建议股票比重偏低的投资者考虑分批布局增持股票，并将焦点放在发达市场。

图25: 年初至今的商品表现* (美元)



2012年12月31日至2013年11月21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

商品一标配 (图25)

我们把商品的评级由低配恢复到标配, 因为我们相信该资产类别长期的弱势现已反映了较大部分的风险。然而, 调整评级的主要理据其实在于下行风险日渐有限。但我们仍然看不到任何因素可令商品价格从现时水平显著上升。

对于各类商品, 我们的观点维持不变。我们维持低配并看淡黄金, 因为尽管美联储发出政策宽松的信号, 金价仍持续转弱。基础金属维持标配, 因为从中共三中全会会后的详细资料中找不到可令需求反弹的理由。(图26) 最后, 我们仍然相信原油的表现会领先于其他商品, 不过受季节性因素所限, 绝对回报可能非常微薄。

维持低配黄金。美联储副主席耶伦的言论, 显示美国仍须实行货币刺激措施, 对黄金理应是短期支持因素。然而, 金价不升反跌, 过去一月跌幅达5.5%, 跌穿1300美元后回升乏力。虽然以技术性因素而论短线反弹不无可能, 但即使反弹, 受制于1,300美元水平的可能性似乎愈来愈高。若跌破长期趋势线(图27), 跌势可能会加剧。

因此, 我们相信对于黄金理应维持低配并看淡的观点:

- 经通胀调整的金价仍然甚高, 与低企的美国通胀及通胀预期不相符
- 股票回报及债券收益率在较长期内看升, 会持续推高持有黄金的机会成本
- 美元的长期强势亦利空金价
- 回顾近期历史, 地缘政治忧虑及避险情绪并无支持作用

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。从中共三中全会会后的详细资料中, 可见多项长期改革措施正在推进, 但从中难以找到可令金属需求短期反弹的因素。

图26: 中国经济增长未能支撑商品价格



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图27: 若跌破长期趋势线, 则将利空金价



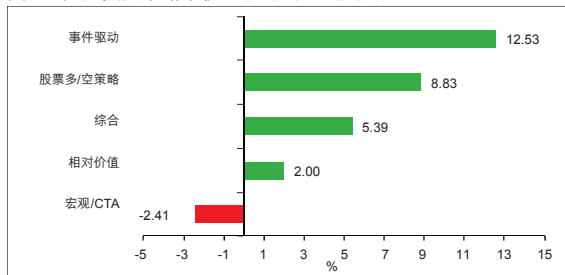
资料来源: 彭博终端、渣打银行

对原油维持超配。美国维持宽松的货币政策, 对油价应有支持作用, 但油市现正处于淡季, 可能会令支持作用减弱。

对农产品维持标配。美国的种植意向小于预期(即种植面积比预期小), 事实证明对于大部分农产品价格产生了初步支持作用。然而, 总需求保持不振, 却有可能抑制农产品价格。

小结: 对商品的评级调整至标配, 是因为下行风险减退, 但商品价格目前仍不大可能显著上升。我们低配的主要仍是黄金。中共三中全会对基础金属无甚支持作用, 我们对之维持标配。

图28: 另类投资策略年初至今的表现* (美元)



* 2012年12月31日至2013年11月21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 (图28)

我们对另类策略维持超配, 因为我们认为该资产类别让我们有机会在投资于我们首选的资产类别时承受较低的波动性。分散的投资方式本身有其吸引力, 但股票多/空策略却可作为投资于我们首选的资产类别——股票——的另类途径。

我们认为以分散方式投资于另类策略仍具吸引力。一篮子的另类策略波动性较低(相对于股票而言), 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, 我们认为这两个特性都具吸引力。投资问题资产以及股票多空策略仍然是年初至今以及10月份全月表现最佳的策略。

对于不愿承受股票净多头较高波幅的投资者, 股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望通过增加股票投资以受益于我们所认为的颇具吸引力的长期趋势, 但又不愿承受净多头必然波动的投资者。

小结: 维持对另类策略的超配观点。倾向同时以分散投资方式以及股票多/空策略作为分散投资组合的工具, 同时亦可将波动性降至低于股票净多头。

中期 6到12个月
短期 3个月以下

外汇市场

美元—适度看好中期前景 (图29)

我们看好美元中期前景，关键因素仍然在于美联储终将停止购买资产、美国国债收益息率上升、对外收支平衡逐渐改善以及长期估值并不昂贵。然而，不少较短期因素亦渐显利好。市场上的仓位部署现在大部分是标配，意味着极端的仓位部署不大可能有碍美元强势。美元指数亦较接近过去2-3年维持的波动区间的底部，意味着美元多头有具吸引力的风险回报组合。

欧元—适度看淡中期前景 (图31)

最新的欧元区通胀数据凸显区内继续存在通缩风险。欧洲央行仍有可能进一步放宽政策，此举利空欧元。经常帐续有盈余，加上欧洲决策者之间对于进一步放宽政策缺乏共识，意味着欧元不大可能一弱到底。然而，我们相信大趋势是向下。

日圆—我们看淡中期前景

值得一提的是，整体通胀可能会短暂地攀升至甚至超越日本央行的目标，原因只有一个，就是提高消费税的效应，因为此举可能令市场怀疑一旦经济增长放缓，政策是否可能再进一步放宽。然而，我们相信日本央行不会计较通胀短暂急升，更重视的是经济增长会否受到阻碍，若然将会利空日圆。

英镑—我们对中期前景抱中立态度 (原先看跌) (图30)

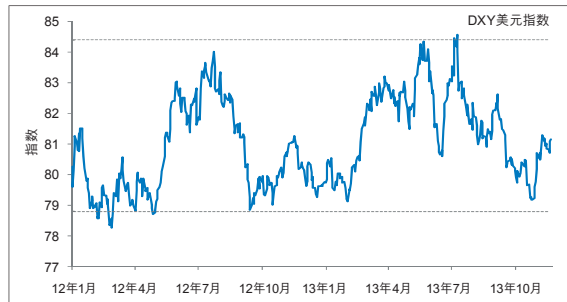
我们对英镑中期前景的看法调升为中立 (原先看跌)，主要是基于英国央行季度通胀报告的基调有变。英国央行调升其经济增长预测，表示更有信心能够把失业率降低至7%门槛，同时把首次调降政策利率的预算时间提前9个月。此等因素均利好英镑。

我们承认，在美元强势下，英镑兑美元大升的可能性不高。然而，我们相信最能体现英镑前景更为看好这一事实的，正是英镑兑欧元 (欧元兑英镑空头) 或者兑瑞士法郎 (瑞郎兑英镑空头) 汇率，因为这两种货币对可以较直接地反映欧洲央行货币政策分歧扩大的情况。

澳元—看淡中期前景

我们看淡澳元仍主要基于商品前景乏善可陈，以及与美元的利率差距可能收窄的因素。虽然澳洲央行已清楚地表明希望澳元显著下跌，但令我们的观点失准的主要风险在于通胀压力持续，可能有碍央行进一步减息。考虑各项因素后，我们认为具吸引力的部署是减持澳元，并相应地增持美元。

图29: 美元徘徊于近期波动区间的靠下位置



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图30: 我们偏重英镑多于瑞郎



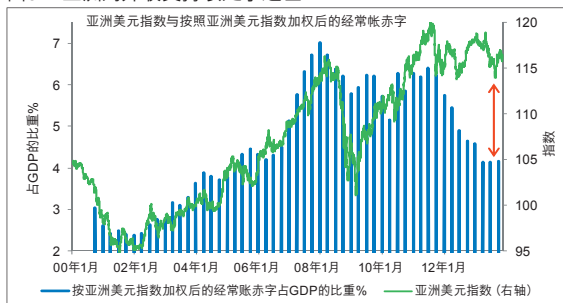
资料来源: 彭博终端、渣打银行

图31: 降息指引利空欧元



资料来源: 彭博终端、渣打银行

图32: 亚洲对外收支持续处于逆差



资料来源: 彭博终端、渣打银行

人民币—对中期前景抱中立态度

我们认为, 在进行政策改革以及开拓离岸人民币市场期间, 中国政府可能会令人民币维持在区间范围内。人民币仍是我们首选的区域性货币。

新加坡元—对中期前景抱中立态度

当局决定采取让新加坡元“适度而渐进地上升”的政策, 符合我们认为新加坡元可能是区域内表现相对稳定的货币的观点。我们维持中期标配新加坡元的观点。

中期看跌亚洲（日本除外）的其他货币（图32）

政策利率上升, 加上印度及印尼的经常帐赤字降低, 理应令下行风险降至某个程度。然而, 我们仍然相信, 一旦美联储决定减少买债, 整个地区内的货币都可能难逃弱势。因此, 我们对中期前景保持看跌。

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跌。我们对英镑前景的看法调升至标配（原先看跌）。

结论

我们对全球股票维持超配，并偏重于发达市场。虽然有迹象显示股市价位开始显得偏高，但我们不要忘记现在是股市旺季，而且有相当大量的现金正按兵不动。因此，我们相信股市即使回落，为时亦只会短暂，幅度也会有限（小于5%）。有鉴于此，我们建议客户密切关注市场，不要错过短线波动可能造就的任何机会。

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