

2014 年展望

A.G.I.L.E. – “渣”实进取，灵活应变



目录

03 编者寄语

策略

04 2014 年投资策略 - A.G.I.L.E. 架构

05 2013 年回顾: B.R.I.D.G.E. 功成身退

宏观概览

07 2014 年: 发达市场兑现增长、新兴市场实施改革

资产类别

13 固定收益: 灵活应对

17 股票: 仍是首选

22 商品: 缺乏亮点

24 另类投资: 多空对冲策略日益重要

25 外汇: 关键在于货币政策

28 专题: 为创收而投资

33 资产配置概要

34 市场预测

35 2014 年重要事件

36 免责声明

*全球投资委员会核心投票成员

本文件内所有表现回报均截至 2013 年 12 月 5 日

团队



Alexis Calla*

顾问及投资部全球主管、
全球投资部主管



Steve Brice*

首席投资策略师



Robert Aspin, CFA*

股票投资策略部主管



Audrey Goh, CFA

投资策略师



Victor Teo, CFA

投资策略师



Manpreet Gill*

债券投资策略部主管



Aditya Monappa, CFA

资产配置及组合构建部主管



编者寄语

| Alexis Calla |

欢迎阅读《渣打银行 2014 年展望》报告。

我们视编辑本刊为全年最重要的任务之一。我们尽心竭力，为的就是确定今后 12 个月的重点主题以及投资机会。

然而，对于我们来说，这不仅关乎我们对来年世界局势的看法。我们还可以借此机会为您回顾过去建议的成效，以及这些建议对您的投资有何影响。

我们的投资理念的重要一环，是审视我们一年来发表过的见解。通过分析找出可圈可点的地方（及其原因），并检讨失误之处，从而在研究工作上实现精益求精，最终助您——我们最珍视的客户——在机遇和风险瞬息万变的环境下从自己的需求出发管理好资产配置。

总体而言，我们对于 2013 年 B.R.I.D.G.E 策略框架要点的成效感到满意。回想 2012 年 12 月时，我们认为 2013 年的形势大体上会被强大的政策动向所左右，投资者最佳的应对之道是保持投资，坚持既定路线。常言道一图胜千言，我们相信 B.R.I.D.G.E. 的意象恰是印证。

迈入 2014 年之际，我们认为部分宏观形势会有所变化，同一资产类别内涨跌互见的情况亦不容忽视，即使收盘仍是胜局，但投资过程中会有更多起伏，我们认为 A.G.I.L.E.（“渣”实投资，灵活应变）可恰如其份地反映出来。一如 2013 年的“B.R.I.D.G.E.”策略架构，“A.G.I.L.E.”可视为今后一年的投资取向，表明了我们的部分重要观点，本刊后文将详述。

对于股市的看法可谓最佳示例。我们仍然认为股票的短期乃至长期表现都会领先。不过，我们也相信 2014 年出现调整的幅度会比过去 18 个月大，原因之一可能是债券收益率的吸引力提升所致，不过说到底，在持续低通胀的环境下，经济增长转强理应收利好股票。实际上，美债收益率整体转向可说是促成了一个多年利好股票的环境，我们对此颇感欣慰。

在股票范畴内，当前的争议莫过于发达市场与新兴市场胜负谁属。在现阶段，我们并无理由改变目前偏重于发达市场的立场，但 2014 年某个时点这一立场可能有变，因为届时新兴市场各项改革业已上马，而发达市场的升势可能开到荼靡。

我们关注的另一焦点是收入主题。创收是我们在 2012 及 2013 年的核心投资主题之一，事实证明，在这段时期内采取多元收益资产配置是成效卓著的投资方案。在现阶段，某些创收型投资已略显昂贵，不少人对未来举棋不定。我们分析了可供选择的创收型资产类别，讨论了各种预测情况，得出的结论是，多元资产收益策略在 2014 年仍能产生不俗的收益，带来正回报。不过，根据 A.G.I.L.E. 投资策略架构，该配置在年内可能需要根据具体情况作若干调整。

最后，对于固定收益类资产，2014 年与我们迈入 2013 年时一样，低配并看淡投资级债券。当然，若收益率一如预期继续上升，我们也可能在年中时重新审视债券投资方向。因此，超配高收益债券的阶段相信也已接近尾声。时间会证明一切。

这份 2014 年展望详尽地探讨了上述及其他各类主题。希望您拨冗阅读，也欢迎您与客户经理进行更深入的沟通。更重要的是，我们希望这些观点助您一臂之力，在今后数月向着既定目标继续前进。

祝您节日快乐，2014 年得心应手...



2014 年投资策略 - A.G.I.L.E.架构

| Steve Brice |

A.G.I.L.E.投资策略架构

我们继 B.R.I.D.G.E.投资策略取得圆满成绩之后，再接再厉推出 A.G.I.L.E. 宏观架构。

我们相信 A.G.I.L.E.能充分把握投资者在 2014 年作出投资决定时应有的心态。过去两年，增持股票以及固定收益类中的高收益债券的投资者，资产配置都有相对较佳的表现。在 2014 年，我们预期这两大资产类别都会面临更多的波动。不过，如果在资产管理上保持一定的灵活性，投资者有望迎来另一个丰收年。

A	A 发达经济体引领全球经济复苏
G	G 成长和盈利对股票投资回报尤为关键
I	I 对于创收的需求仍然旺盛
L	L 虽然美联储势将退市，但流动性仍将充裕
E	E 新兴经济体着手改革

A. **发达经济体引领全球经济复苏。** 发达市场 2014 年的经济增长须转强才能推动全球经济加速。这一点之所以特别重要，是因为新兴市场既要保持可接受的经济增速，又要减慢信贷增长步伐并进行结构性改革，必须在两者之间折衷平衡。

G. **成长和盈利对股票投资回报尤为关键。** 股票市场过去两年的表现大致取决于发达市场股市的估值上调以及新兴市场的下调。随着发达市场股市逐渐接近合理估值，市场在今后 12-18 个月可能更着重于以盈利增长支撑回报。

I. **对于创收的需求仍然旺盛。** 在持续的低利率环境下，我们预期能够创造收益的资产仍可吸引投资者。传统上，投资者主要依靠固定收益类资产满足这方面的需求。然而，由于现时的收益率实在太低，我们仍然认为必须采取较为多元化的投资方式，才能满足大部分投资者的创收需要，而高息股所占比重应明显偏高。这是 2014 年股市的另一利好因素。

L. **虽然美联储势将退市，但流动性仍将充裕。** 市场注意力显然集中于美联储是否开始减少注入流动性的规模，也关心何时开始和减多少。但必须注意的是，整个发达市场的通胀或仍保持温和，有望令央行得以放心地继续专注于支持经济增长。此外，即使美联储开始缩减量化宽松，也并不等于停止注入流动性，只是步伐减慢而已。为维持宽松的货币政策立场，美联储可能利用“前瞻指引”的方式来缓和加息预期。与此同时，我们预期日本会在 2014 年次季加快注入流动性。另外，倘若欧洲通胀一如我们所预期在年初下降，欧洲央行也可能会进一步放宽货币政策。因此，我们预期全球流动性会保持充裕且低廉的格局。

E. **新兴经济体着手改革。** 我们预期新兴市场会在今后数年加快改革步伐。中国召开十八届三中全会后，这种情况最为明显，当局表示有必要提高私营部门的参与度，亦有必要利用市场更有效地配置资本。然而，不少其他新兴国家，如巴西、印度、乌克兰等，正面临压力，必须加快改革来提振经济增长。

我们希望新的 A.G.I.L.E. 投资架构能像 2013 年的 B.R.I.D.G.E.架构一样，在 2014 年帮助客户再创佳绩（下一页列示了 2013 年重点投资主题的表现）。

2014 年的重点投资主题

全球股票	<ul style="list-style-type: none"> 全球性多元化股票配置
多元化收入*	<ul style="list-style-type: none"> 高息股票 (50%) 固定收益 (40%) 非核心收益 (10%)
低配债券	<ul style="list-style-type: none"> 低配 G3 投资级债券

资料来源：渣打银行
*详情见第 28-32 页

2013年回顾：B.R.I.D.G.E.功成身退

| Steve Brice |

2013年回顾 — 重点投资主题的表现

经济

年初时，我们提出 2013 年可能是“过渡至较强增长”的一年。事实证明的确如此。

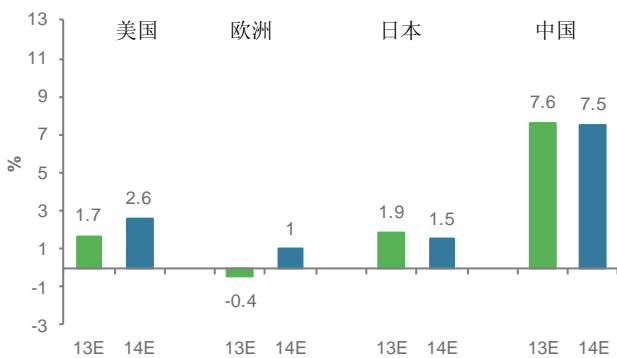
- **美国经济**已经捱过了大刀阔斧的财政紧缩，2013 年经济增长估计因此减少 0.7 个百分点。
- **欧洲**已摆脱经济衰退，受益于宽松的货币政策，紧缩的财政政策亦有所松动。
- **日本经济**在新政策架构下强力复苏。
- 令人失望之处主要来自**中国**，2012 年末季转强的经济增长势头无以为继，增速略有放缓。

第二项宏观主题是“**尾部风险减退**”。2013 年展望所强调的主要风险是：1) 美国经济因财政悬崖而陷入衰退；2) 欧元区解体；3) 中国经济硬着陆；以及 4) 地缘政治紧张局势升温。

除最后一项外，其他风险在 2013 年皆有所减退。中东的地缘政治紧张气氛缓和，但中国东海的局势升温。

图 1：2013 年经济环境整体上令人失望，但 2014 年前景较为光明

2013 与 2014 年市场对增长的预测



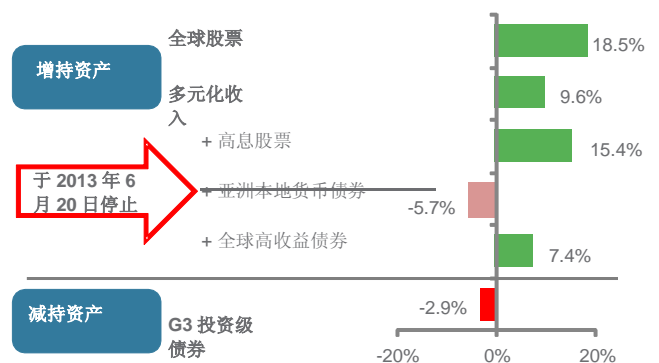
资料来源：彭博终端、渣打银行

2013 年 B.R.I.D.G.E. 投资主题的表现

我们按 B.R.I.D.G.E. 投资架构作出三项重点投资决策 — 大幅偏重全球股票、多元化的收入篮子、G3 投资级债券料有负数回报 — 事实证明全部正确（详见 2013 Outlook: A Year of Transition – From V.I.P. to B.R.I.D.G.E., December 2012）。

- **全球股票** – 2013 年再有非常强劲的表现，年初至今上升 18.5%。
- **多元化收入篮子** – 我们在这个主题中着重三个方面（高息股票、亚洲本地货币债券以及全球高收益债券）。假定三者都是在 2013 年 1 月 1 日起均等投资，回报就有 8.8%。我们在 2013 年 6 月改弦更张，如果投资者当时进行调整，从收益类资产配置中剔除亚洲本地货币债券，则表现可提升至 9.6%。
- **低配 G3 投资级债券** – 此类债券不仅表现落后于其他类别债券，而且录得负数回报 (-2.9%)。

图 2：2013 年的重点主题至今效果良好
2013 年展望中三大重点主题的表现*



资料来源：花旗、MSCI、巴克莱、彭博终端、渣打银行
*收入篮子代表全球高派息股票（MSCI ACWI 高息美元）、全球高收益债券（巴克莱资本全球高收益净回报美元）、及亚洲本地货币债券（巴克莱资本亚洲本地货币净回报美元，截至 6 月 20 日止）的同权表现；其他指数包括 MSCI 全球所有国家总回报及花旗全球广义投资级债券美元指数

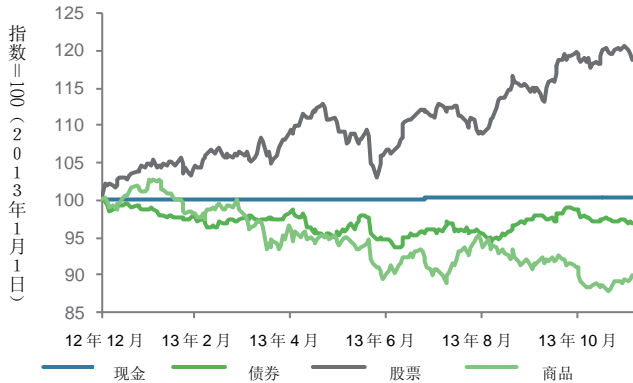
2013年回顾：B.R.I.D.G.E.功成身退（续）

各资产类别的表现

以上介绍了我们 2013 年的重点投资主题。除此以外，我们在年初时超配全球股票，低配全球固定收益类资产，全年表现明显超越基准。

图 3：全球股票表现良好，债券及商品表现不佳

第一层次资产类别表现

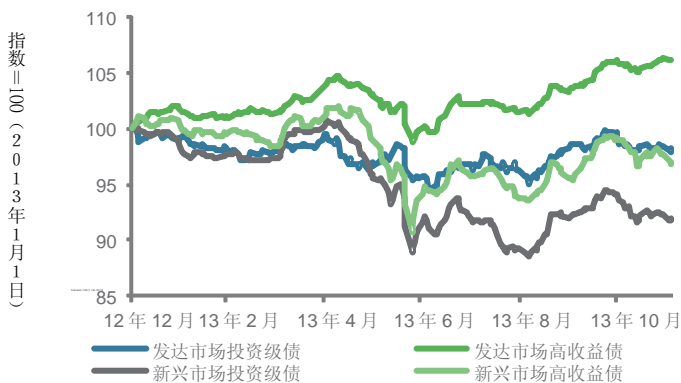


资料来源：摩根大通、MSCI、道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行
 指数为摩根大通美国 3 月期现金指数、花旗全球广义投资级债券指数、MSCI 全区所有国家总回报指数、道琼斯-瑞银商品指数

债券：发达市场高收益债的评级为超配，发达市场投资级债为低配，这两个观点全年维持不变。该配置效果良好，因为发达市场高收益债录得 6.3%的正数回报，而发达市场投资级债则录得-1.9%的亏损。

图 4：高收益债券表现领先投资级债券

第二层次（债券类）表现

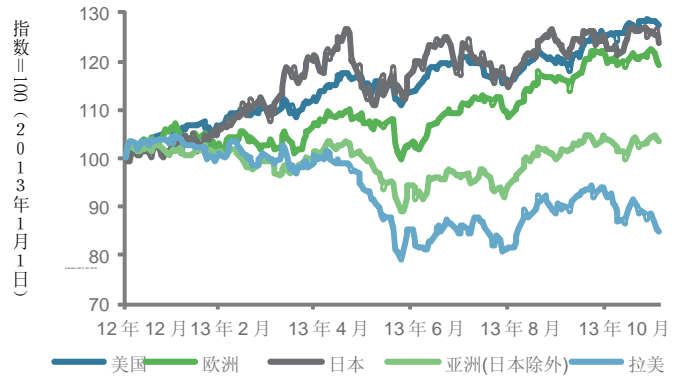


资料来源：花旗、巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行
 指数为花旗全球广义投资级债券美元、巴克莱全球高收益总回报无对冲美元、摩根大通新兴市场债券指数全球投资级、摩根大通新兴市场债券指数全球高收益

股票：我们对全球股票的评级是超配，虽然事实证明这一立场完全正确，但各地区股表现参差。超配美国的部署（全年维持不变）成效显著，但超配亚洲（日本除外）的部署（6月起改为低配）和低配日本的部署（4月起上调至标配）却成绩不佳，至少年初时如此。

图 5：发达市场股票表现领先于新兴市场股票

第二层次（股票类）表现（美元）

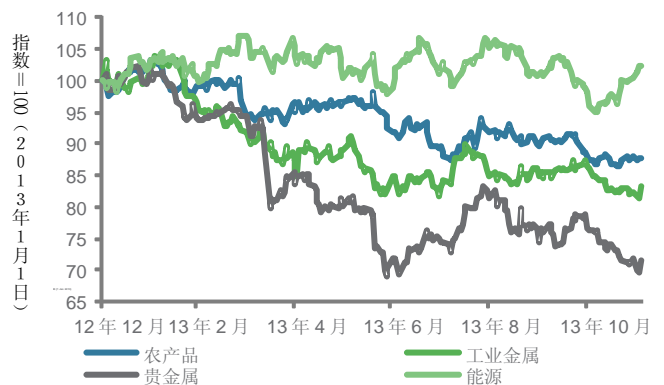


资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行
 指数为 MSCI 全球总回报、MSCI 欧洲总回报美元、MSCI 日本总回报美元、MSCI 亚洲（日本除外）总回报、MSCI 拉美总回报指数

商品：2013 年表现较差。踏进 2013 年之初，我们曾强调虽然有短期利空因素，但下半年经济增长有望转强，最终或对商品产生支持作用。然而，中国经济增速令人失望，有见及此，6月起我们将商品的部署下调至低配，到 11 月底才重新上调至标配。在各类商品子类别中，年初时的部署是一概标配，但 2 月时即将黄金的配置修订为低配，不久之后金价果然出现沉重沽压。

图 6：我们在黄金沽压涌现前刚好将其配置下调至低配

第二层次（商品类）表现



资料来源：道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行
 指数为道琼斯-瑞银农产品、道琼斯-瑞银工业金属、道琼斯-瑞银贵金属、道琼斯-瑞银能源指数

结论：总括而言，我们在 2013 年展望中所强调的重点主题及资产类别整体上表现良好。个别而言，可谓瑕瑜互见，但我们相信几项重大决定方向正确。无论如何，我们视 2014 年为经济复苏进程的新阶段。此中存在若干挑战，但也蕴含不少机遇。在 2014 年，我们认为投资者或有必要提高灵活性 (A.G.I.L.E.)，以应对瞬息万变的投资环境。

宏观概览—2014年：发达市场兑现增长、新兴市场实施改革

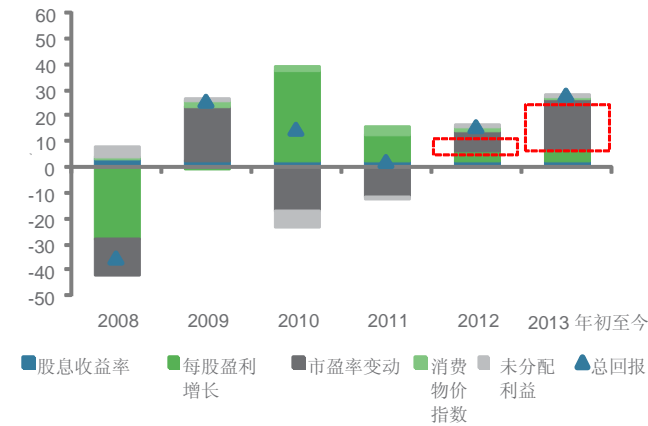
Steve Brice |

宏观因素为何重要

发达市场股票 2013 年走势强劲（上升 21.8%）。动力主要来自股票估值上调，而非盈利或股息收益率增加。当然，这种情况势难持久，我们相信 2014 年会是增长与盈利同时“兑现”之时。若非如此，2014 年年中某个时点，股票走势可能不稳。

图 7：宏观因素为何重要 – 股票表现至今皆受估值上调所促，而非盈利增长

标普 500 指数历史表现解析



资料来源：彭博终端、渣打银行

“兑现之年”

如果说 2013 年是步向增长转强的“过渡之年”，我们认为 2014 年就应是发达市场经济兑现更强劲增长之时。新兴市场既要保持合理增长，又要抑制信贷扩张步伐并进行经济改革，须在两者之间求取平衡。

两大目标均面临挑战。美国方面，超宽松的货币政策在 2014 年可能会逐步缩减。欧洲方面，经济复苏能否在较长期内持续，关键在于银行业的资产质量审查及压力测试结果。日本的经济复苏面临最大一道障碍，就是提高消费税的影响。新兴市场则可能因美联储逐步缩减量化宽松而承受阻力。

不过，尽管存在上述挑战，我们仍预期发达市场 2014 年的经济增长会显著加快。货币政策应会维持极为宽松的状态，某些市场，如日本等，可能会进一步放宽政策，甚至欧洲也有此可能。另外，美国及欧洲的财政紧缩状况在 2014 年预计会有所缓和。

发达市场经济回升有望令新兴市场在增长和改革间求取平衡的难度大减。

韩国和台湾这两个较为依赖出口的市场有望直接从中得益。不过，我们对于新兴市场 2014 年整体经济增速会否显著加快仍然存疑。中国可能把握出口回暖的时机来抑制国内信贷增长。此外，虽然各国对美联储缩减量化宽松已早作防范，但经常账呈现赤字的国家，如印度、印尼、巴西等，仍然易受汇率下跌的冲击，有可能因此而收紧货币政策。

预测情景

- 经济衰退的可能性由 2012 年 12 月的 20% 下降至 5%
- 过渡至较强经济增长的可能性由 40% 上升至 55%
- 我们为 2014 年拟出四个主要的宏观情景预测。预测情景与 2013 年相近，但机率明显有变，全球经济衰退的概率下降（由 20% 降至 5%），过渡至较强增长的概率增加（由 40% 升至 55%）。我们在思路方面的明显转变关键在于对中国前景的看法。我们相信中国政府正致力于改革经济体制。虽然外部前景有利于经济增长，但我们相信中国政府会把握时机控制国内信贷增长，以确保今后的资本配置更有效率。因此，我们对经济增长重回 8% 以上存疑。

强劲增长：15% 机率（与 2012 年 12 月时的 15% 机率相同）

在此情景下，美国消费及资本开支上升，后者尤其明显。欧洲经济增长加快，动力来自银行贷款及内部需求增加。日本经济在提高消费税的影响后迅速复苏，而净出口提振亚洲地区的经济增长。中国借出口回升之机，助推经济增速重回 8% 以上。

过渡至较强增长：55% 机率（2013 年为 40%）

全球经济增长加快，主要由美国带动。欧洲经济复苏持续，但银行贷款仍受抑制。亚洲维持蹒跚前行的局面，因策略略有收紧，中国欲控制信贷增长，而印尼和印度则欲应对市场担忧美联储缩减量化宽松导致的货币贬值。

蹒跚前行：25% 机率（2013 年为 25%）

增长持续，但投资者及企业主对于经济重陷衰退/危机的可能性仍存顾虑。在此环境下，政府可能持续出台政策措施，以稳定周期性的市场波动及信心下降。

全球衰退：5% 机率（2013 年为 20%）

发达市场和新兴市场皆债台高筑，债务风险难以消除。另一大风险则是各国央行未能成功退出超宽松的货币政策。

宏观概览—2014年：发达市场兑现增长、新兴市场实施改革（续）

经济增长

- 美国经济可望加快增长
- 欧洲经济持续扩张
- 日本能否安然度过提高消费税的冲击至关重要
- 新兴市场经济状况料将蹒跚前行

我们预期全球经济会在发达市场带动下加快增长。这一前景预测的关键始终在于美国经济的表现。

图 8：发达市场经济增长可望加快，通胀保持温和
市场对美国与欧洲经济增长及通胀的预测

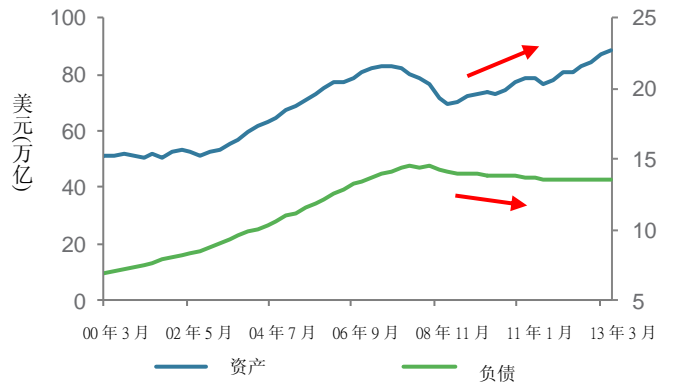
	GDP(按年)		消费物价指数(按年)	
	美国	欧洲	美国	欧洲
2012	2.8	-0.7	2.1	2.5
2013 预计	1.7	-0.4	1.5	1.4
2014 预计	2.6	1	1.9	1.3
2015 预计	3	1.4	2.1	1.5

资料来源：彭博终端、渣打银行

美国经济基本面稳健。在预测 2014 年前景时，我们留意到三大关键利好因素—财政政策、企业投资、消费支出。

- 1) 财政紧缩力度和政策不确定性降低，对经济应有支持作用。2013 年财政紧缩程度大于预期，原因在于 1 月份薪俸税提高、自动削赤机制生效以及 10 月份联邦政府关门。2013 年 GDP 可能因此减少约 0.7 个百分点。我们认为同样情况 2014 年不太可能重现，有望极大地促进经济增长。
- 2) 美国企业投资有显著加快增长的余地。企业投资可能增加，原因在于实物资本老化、企业信心提高以及新订单走势转强。政府的中期开支及税收政策较为确定，对于企业投资也是一大推动力。
- 3) 美国消费开支仍受支持。消费开支占美国 GDP 约 70%，所以对经济极为重要。劳动力市场转况看来正在改善，2013 年的净职位增长已略有加快，近来工资增长速度亦稍有提高。此外，楼价升幅持续扩大，加上股市上扬，形成明显的正面财富效应，同时偿债负担减轻。我们预期楼市及股市在 2014 年会进一步上升，对消费开支应有支持作用。

图 9：财富效应对消费开支应有支持作用
美国家庭及非营利性机构，资产负债总额

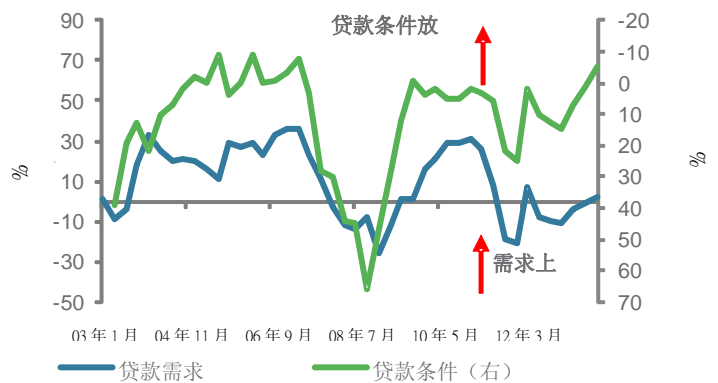


资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲经济已见复苏征兆。过去一年，最具争议性的预测是欧元区不仅可保持完整，甚至会出现经济复苏。诚然，现在欧洲仍面临不少问题令人忧虑 2014 年会重陷衰退。但我们认为这种可能性不大，理由有三。

图 10：欧洲银行贷款持续下降，但展望前景有望回升，关键在于监管当局对银行业的测试结果

欧洲央行的银行贷款调查，贷款需求及对企业净放款的预期变动



资料来源：欧洲央行、彭博终端、渣打银行

- 1) 欧洲资本开支可能回升。虽然各周边国家的主权债举债成本过去 12-18 个月显著下降，但企业举债成本直到近期才开始降低，进一步显示企业的贷款条件放宽，而企业的融资需求开始增加。监管当局对银行业的压力测试及其对银行业放款意愿的影响亦至关重要。
- 2) 财政紧缩程度可能减轻。必要的财政调整大都已达成目标，随着税收增加，恢复增长可能会是水到渠成之事。除此之外，周边国家经过痛苦的经济结构调整之后，竞争力有所增强，今后数月可望持续复苏。

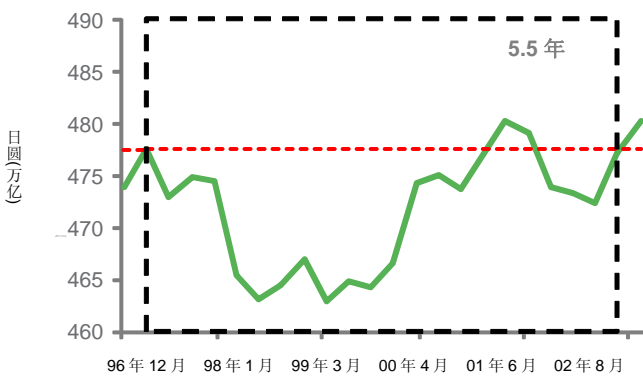
宏观概览—2014 年: 发达市场兑现增长、新兴市场实施改革 (续)

3) 美国经济回暖对欧盟出口应有支持作用。这一点明显有利于整个欧元区，不过亚洲经济回升步伐较为迟滞，可能会令这方面对 2014 年经济的支持程度受限。

日本方面，首相安倍晋三的新经济政策架构（俗称“安倍经济学”）将要面临第一次严峻考验。日本是 2013 年唯一经济呈现正面意外的主要经济体。年初时，市场对 2013 年 GDP 增长的预测是 0.65%。本文撰写时，预测已上调至 1.9%。2014 年的增长预期同一时段亦由 1% 上调至 1.55%。这显然是非常可喜的现象。

图 11: 日本 1997 年提高消费税后，经过 5 年半时间经济才得以复苏

日本实际 GDP 复苏过程 (1997 年第 1 季 - 2002 年第 3 季)



资料来源: 彭博终端、渣打银行

不过，2014 年 4 月间消费税会由现时的 5% 提高至 8%，对日本是一项重大考验。上次日本提高消费税（1997 年 4 月由 3% 调升至 5%）曾导致经济陷入衰退（见图 11），到 5 年半之后 GDP 才稳定重返 1997 年首季的水平以上（经通胀调整）。政府和央行都知道有此前车可鉴。为缓和加税的冲击，政府制订了一份补充预算案，央行亦承诺一旦经济转弱会采取“适当”的行动。然而，这对于“安倍经济学”的成败显然是一项关键考验。另一点很重要但迫切性较低的是，这关乎政府能否射出“安倍经济学”的第三枝箭，即结构性改革。

发达市场经济回升可能对新兴市场/亚洲产生支持作用。我们把新兴市场/亚洲划分为三个组别—出口导向型经济体、中国，以及侧重国内市场且经常账赤字通常较高的大型经济体。

出口导向型国家/地区（新加坡、台湾、韩国）自然最受惠于发达市场的增长加快，尤其是在企业投资明显提速的情况下。此外，由于这些国家/地区享有经常账盈余，对外资流动的依赖亦较低，所以即使美联储开始缩减量化宽松，所受影响亦会较轻。

中国亦可望受惠于发达市场经济回升，而美联储开始缩减量化宽松对其冲击亦相对有限。然而，当局所顾虑的显然是国内信贷激增，所以正致力于将经济增长动力从借贷投资转向更为可持续的消费活动。因此，我们预期当局会把握出口增回升的时机，进一步收紧国内货币政策，防抑国内的信贷过热。我们预计 2014 年中国的经济增长目标为 7.0-7.5%。

图 12: 中国可能更专注于控制信贷增长

中国金融机构贷款总额同比增长率



资料来源: 彭博终端、渣打银行

改革方面，政府似乎力图让私营部门在经济体系内发挥更大作用，并在更大程度上由市场将资源分配到效益最大的地方。这些政策究竟如何实施，时限有多长，细节仍有待厘清。我们预期改革的过程会循序渐进，以免引致意料之外的后果。

至于侧重国内市场且负有经常账赤字的国家（如印度、印尼、巴西、土耳其、南非等），收紧货币政策在本质上可能更多是被动应对而非主动预防。随着美联储开始减少买债的风险再现，我们预期这些国家因较为依赖国外资金投资，货币更有可能受其影响而走贬，应对措施可能是进一步加息。某些国家如印尼、巴西等已大幅调升政策利率，而其他国家则有所顾忌，以土耳其最为明显。如此紧缩政策下，新兴市场经济增长即使加快亦可能有限。

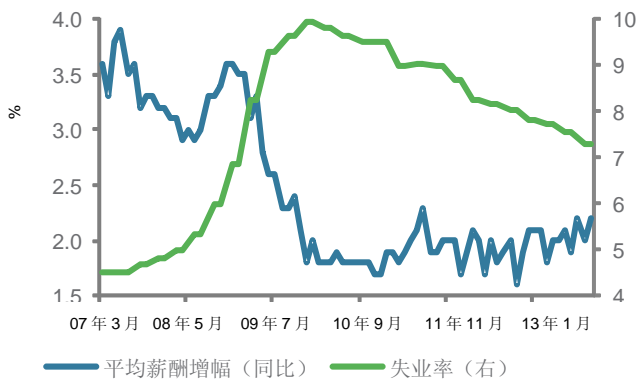
宏观概览—2014年：发达市场兑现增长、新兴市场实施改革（续）

通胀

- 产出缺口仍大，表明美国及欧洲的通胀仍将保持温和
- 欧洲通胀料将濒于通缩边缘，2014年稍后才会开始上升
- 亚洲通胀料将缓慢上升

我们预期通胀维持低企，尤其是发达市场。产出缺口（即潜在与实际经济活动之间的差异）仍然颇大，意味着需求推动物价上涨的可能性不大。另一理由是美国及欧洲的失业率仍然高企。我们留意到美国工资增长开始微幅加速，但现时的2.2%仍显著低于令人担忧引发通胀的水平。近期通胀确实在下降，如果经济不加快增长，有必要关注这一趋势。

图 13：仍然高企的失业率意味着美国通胀压力可能保持温和
美国平均薪酬同比增长率与失业率

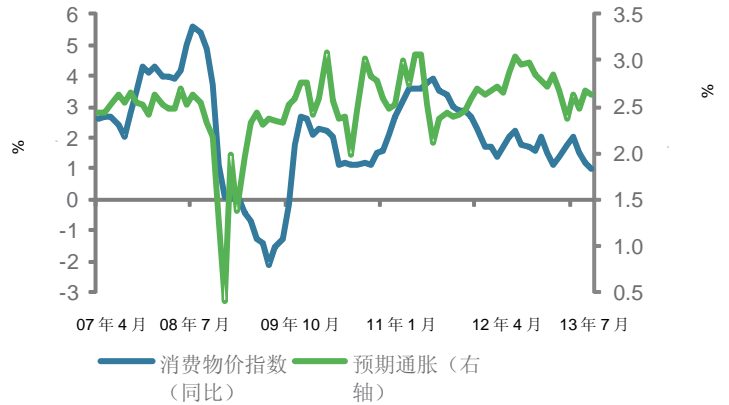


资料来源：彭博终端、渣打银行

在欧元区，不少周边国家的单位劳动成本已显著下降，因为这些国家正着手进行结构性改革，有助抑制通胀压力。若说有何风险，就是短期内通胀会进一步下降，据我们预期在 2-3 个月内会短暂降至 0.5%左右，然后逐渐上升。虽然变为实际通缩的可能性看来不大，但不能完全排除，央行对此也会保持警觉。

图 14：欧洲通缩压力仍存

欧元区名义劳动成本同比增长率与失业率



资料来源：彭博终端、渣打银行

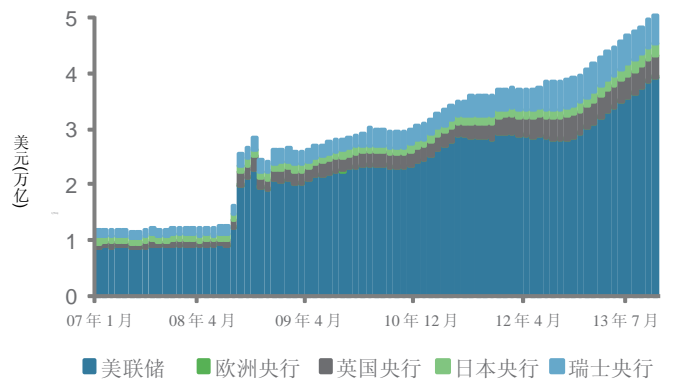
亚洲方面，我们预期整个地区的通胀会略有上升。某种程度上，这是全球经济增长回升所致。然而，美联储若开始缩量化宽松，某些国家货币所受压力可能会日益增加，通胀上升的几率亦会相应增加。

货币政策

- 尽管美联储缩量化宽松，货币政策仍保持宽松
- 欧洲及日本货币政策的宽松现阶段倾向维持不变
- 新兴市场的货币政策保持收紧倾向

图 15：央行持续巨额注资刺激全球经济

央行资产（美元）



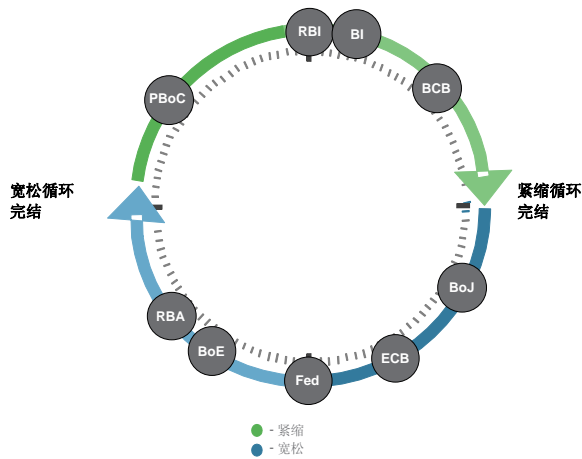
资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览—2014年：发达市场兑现增长、新兴市场实施改革（续）

美国方面，焦点在于美联储何时以及会否开始逐步缩减量化宽松，缩减退度又有多大。我们相信有以下三大因素可作为2014年上半年开始缩减量化宽松的依据，以首季的可能性最大。

- 经济数据正趋转强。
- 虽然属于鸽派的耶伦获委任接掌美联储主席一职，但美联储的投票理事亦须轮换，一般认为美联储2014年的取态会比过去两年更偏鹰派。
- 美联储理事似乎愈加关注持有资产的规模及其今后可能对经济和通胀构成的潜在风险。

图 16：货币政策时钟
全球央行的宽松/紧缩倾向



资料来源：渣打银行
RBA-澳洲央行、BCB-巴西央行、PBoC-中国央行、ECB-欧元央行、RBI-印度央行、BI-印尼央行、BoJ-日本央行、BoE-英国央行、Fed-美联储

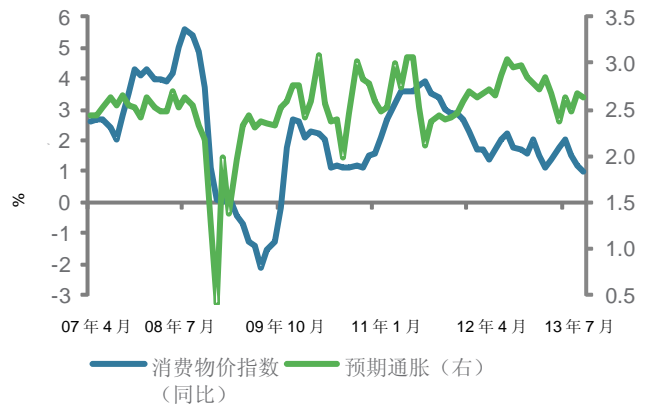
留意劳动力/房屋市场、通胀以及国会动向。美联储一直强调任何有关缩减量化宽松的决定都取决于经济数据，焦点之一就是劳动力市场。当然，我们认为楼市亦有其重要性。当美联储主席伯南克2013年5月提及缩减量化宽松的可能性时，楼市回升之势大体上停顿下来。美联储可能希望楼市出现再度转强的确实迹象之后，才开始缩减量化宽松。

通胀亦须留意。一向以来，通胀预期都是预测潜在货币政策动向的一项有效指标，而这一指标近来局限于区间之内。如果中期通胀预期显著下降是近期实际通胀率下降所致，则美联储在缩减量化宽松前可能会再三思。

最后一个令美联储较为放心的因素，是国会两党达成一项平衡经济短期与长期需求的长期财政协议。

我们预期在缩减量化宽松的同时，美联储会发出更有力的“前瞻指引”。这种指引极有可能暗示在失业率降低之前不会考虑加息。此举旨在减低缩减量化宽松对利率预期及经济体系的影响。

图 17：通胀预期亦是重要因素
美国消费物价指数（同比）与5年远期平衡通胀率



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲方面，宽松倾向维持不变。欧洲央行已非常清楚地表明希望促进经济复苏，并避免因此而导致通缩。然而，对于2013年的第二次减息，欧元区内的意见绝非一致。因此，主要风险在于一旦通胀进一步下降甚至濒临负值区域，会有甚么情况发生。银行存放于欧洲央行的现金利率真的会将至负数吗？又抑或央行会决定一反2013年全年收缩资产负债表的做法，实行某种形式的扩张？

现在看来相当清楚的是，紧缩政策并不在2014年的日程之内。我们对经济及通胀数据的核心预测是，欧洲央行不必进一步放宽政策，但在必要时仍有放宽意愿。有关放宽政策的揣测在上半年可能升温。

图 18：政策立场分歧明显
彭博财政状况指数



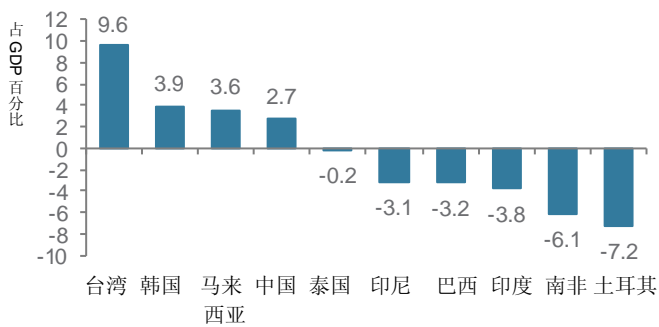
资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概览—2014 年：发达市场兑现增长、新兴市场实施改革（续）

新兴市场方面，我们预期 2014 年的货币政策会保持收紧倾向。对于中国，应对政策旨在抑制信贷增长；对于经常账赤字较大的国家而言，收紧政策是因为货币可能重归弱势，正如伯南克提及可能在 2013 年稍晚时开始缩减量化宽松之后 5-8 月期间所出现的情况。如果真的出现这种情况，央行可能需要采取措施，缓解因此而产生的通胀压力。

图 19：经常账赤字较大的国家在美国缩减量化宽松期间会倾向收紧政策

经常账收支，国际货币基金组织 2014 年预测



资料来源：国际货币基金组织、渣打银行

风险

一如以往，我们的前景展望存在几项失准风险。

上行

- **美国国会的动向。**预测失准的上行风险主要在于美国国会制定出一项长期财政方案。理论上，这应该是不难做到的，因为让中期政府财政走上可持续轨道所需的财政紧缩大都已经实施，而政客们都希望避免重蹈上次债务上限谈判触礁的覆辙。不过，对此我们已惯于不抱任何希望。

下行

- **美联储失策。**2014 看来会是美联储开启今后数年正常化政策的一年。若美联储步伐过快，整个过程会面临风险；但如果步伐过慢，通胀加剧的风险就会大增。
- **欧洲政局。**核心国家反对单一货币的政党羽翼已丰。与此同时，周边国家财政改善之后，继续留在欧元区实际需要亦相应减少。欧洲央行承诺会“尽其所能”保持欧元区完整，目前尚能足以控制市场波动。万一情况有变，明显不利于增长前景。
- **日本提高消费税。**提高消费税可能会令日本重陷经济衰退，一如 1997 年的情况。政府和央行都已准备好应对任何不利后果，但临近 2014 年次季时，市场气氛可能会趋于紧张。

- **中国经济硬着陆。**我们是对中国 GDP 增长抱有较审慎看法的投资机构之一。然而，倘若经济明显转弱，我们预计当局会根据需要同时放宽财政及货币政策，以免经济硬着陆。
- **地缘政治紧张局势升级。**伊朗似乎有可能逐步重新融入世界贸易体系。虽然这样可以消除若干紧张因素，但又增加了另外一些不安情绪，从以色列和沙特阿拉伯的反应就可见一斑。此外，伊拉克局势持续恶化，暴力事件再度升温。

当前较现实的担忧是亚洲紧张气氛升温，具体而言就是中国与日本之间的龃龉。直接冲突看来不大可能，但双方无甚妥协迹象。万一亚洲航道封闭，全球经济将会受到灾难性打击，因为全世界都要依赖这个地区的供应链。

结论

我们视 2014 年为“兑现之年”。美国需要在财政压力减低但长期债券收益率趋升的环境下实现增长转强。

欧洲需要实现更为可持续的增长。监管当局对银行业的审查以及欧洲央行对短期通缩压力的应对举措都对市场信心有关键影响。

日本需要在提高消费税的同时保持经济增长。如果做得到，对“安倍经济学”的信心就会大为增强。与此同时，中国需要管控信贷，可能趁出口增长加快之际收紧国内信贷。因此，2014 年的增长可能会维持相对平淡的局面。

总括而言，我们预期 2014 年全球经济年底时的状况会比年初好。不过，我们认为这一过程不太可能一帆风顺，沿途颠簸的风险始终存在。

对于我们偏爱的资产类别（股票）来说，若要在 2014 年保持领先表现，先决条件是我们的看法准确无误，这一点日益重要，因为来自投资级债券的竞争正日益增强。下文将会分析各资产类别的前景展望。不过，我们对于预测今后 12 个月各种动因及趋势愈来愈感到欠缺把握。因此，我们认为投资者在确定其战术配置时有必要提高灵活性。

固定收益—灵活应对

| Manpreet Gill |

重点主题

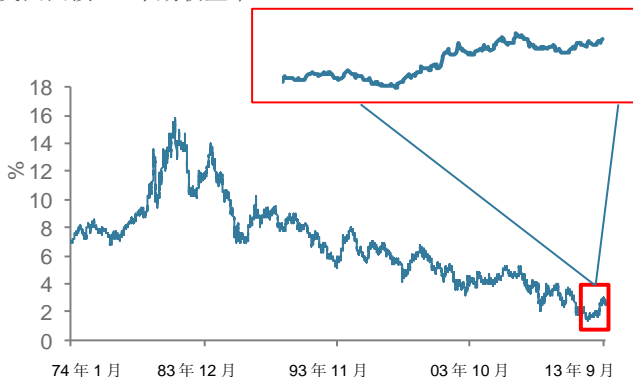
- **固定收益维持低配。** 超配发达市场高收益债，标配新兴市场高收益债，低配发达市场及新兴市场投资级债。
- **踏进2014年之际继续超配发达市场高收益债。** 由于收益率上升，投资级债在年内稍晚时吸引力可能渐增。建议灵活应对。
- **以杠铃式投资法应对美债收益率曲线。** 债券组合期限整体上维持偏短，30 年期与 10 年期债券的利差可能收窄。
- **看好发达市场优于新兴市场，** 不论投资级或高收益债皆如此。

2014 年上半年的情况可能大致相同。固定收益类整体维持低配。我们认为，尽管收益率上升至今，但固定收益仍然无甚价值可言。美国及欧洲的实质（经通胀调整）收益率仅略高于零。高收益债利差与历史平均水平相比仍明显收窄，这种情况再持续一段时间也有可能，但难言有多少价值存在。以现时的收益率为例，如果 10 年期国债收益率一如预期升至 3.50-3.75%，对收益为导向的投资者而言，该资产类别可能仍有若干机会（见第 28-32 页的论述），但其表现现阶段有可能进一步落后于股票、商品及另类策略。

主要观点—资产配置

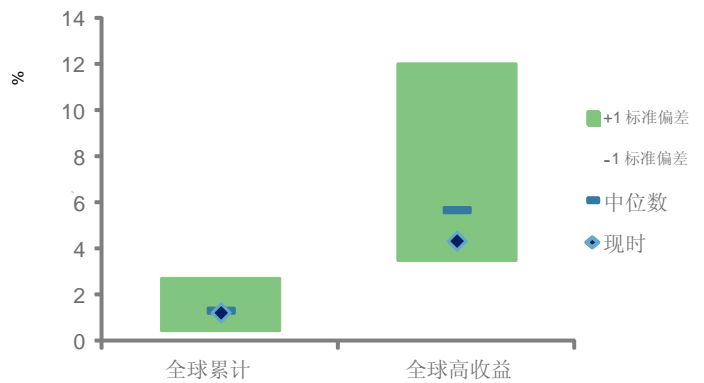
收益率上升、收益率曲线渐陡、信贷利差趋紧等，是 2013 年美国债券市场的特点。10 年期国债收益率上升逾 100 基点，大部分升幅集中于 5-9 月期间，当时美联储较为明显地考虑减慢货币刺激的步伐，同期内收益率曲线（10 年期及以下）趋陡。可想而知，政府债券与全球投资级公司债券年初至今的表现同告亏蚀。不过，全球高收益债表现领先，总回报达到不俗的中间个位数，原因是利差收窄以及对收益率上升的敏感性较低，产生了缓冲作用。

图 20：30 年国债牛市可能告终
美国国债 10 年期收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

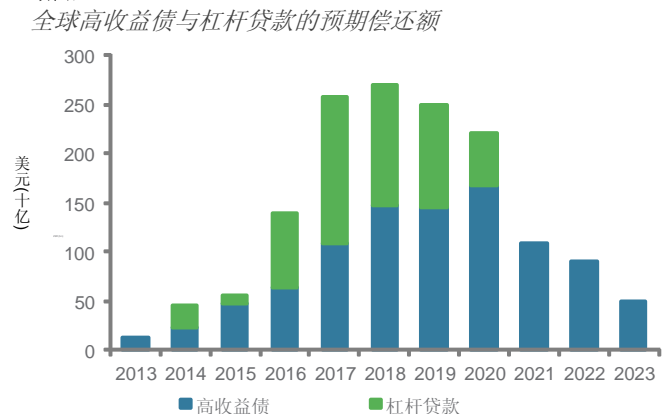
图 21：高收益债相对历史显得昂贵，投资级债则不然
相对历史水平的信贷利差



资料来源：巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

发达市场高收益债在 2014 年早段可能变得更为昂贵。自我们从 2011 年 9 月将美国高收益的配置定为超配以来，其回报已接近 28%。美国的放贷条件较为宽松，欧洲的放贷条件亦日趋宽松，我们认为这仍将是高收益债在 2014 年早段得到支持的主要来源。

图 22：高收益债偿付额 2014 年开始微增，2016 年起将明显增加
全球高收益债与杠杆贷款的预期偿还额



资料来源：国际货币基金组织、渣打银行

固定收益—灵活应对（续）

然而，过去几年支持高收益债的其他重要因素，明显正趋减弱。利差已收窄至明显偏离历史平均水平，令人对其估值存有顾虑。收益率看升，会降低这个资产类别在收益上的吸引力，削弱总回报。最后，债券偿还额将自 2016 年开始明显增加，这种情况历来总是与违约率上升关联。

我们相信发达市场高收益债在 2014 年早段仍有进一步上升的余地。不过其后我们要当心，这项投资可能会愈来愈像众所周知的寓言那样——在压路机前捡拾钱币，危险境地地下仍有收益，直到最前面的人被压死为止。

下图 23 可说明这一点。过去两个周期，直至周期结束时利差总是相当稳定，其后就在极短的一段时期内显著扩大。作为投资者，最佳的做法可能是在周期结束前一段时间减持，而非妄图预测准确的触底时间。

图 23: 信贷利差扩大一向是骤然而剧烈的
美国高收益信贷利差



资料来源：巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

2014 年我们对全球高收益债的取态可能日趋审慎，主要因素包括：

- 信用质量趋于恶化（如评级下调多于上调）
- 未来偿付额愈来愈大
- 放款条件有收紧迹象
- 利差正接近 2007 年低位
- 收益率上升会令投资级与高收益之间的相对吸引力发生变化

10 年期国债收益率升至明显高于 3%，可能会增强投资级债券的吸引力。我们预期 10 年期美国国债收益率在 12 个月期

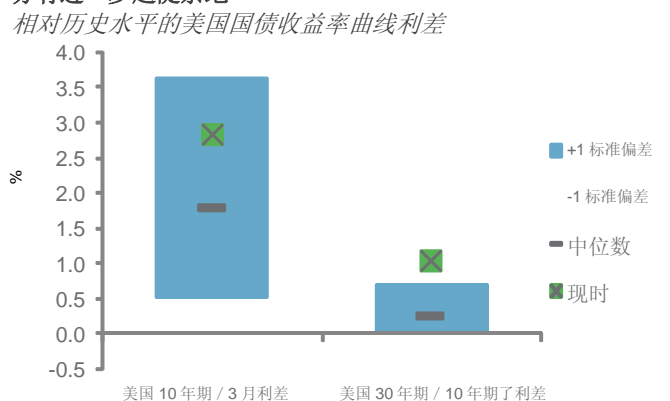
间会升至大约 3.50-3.75%。至此，年度收益等于甚至超过因债券价格进一步下跌而导致潜在资本亏损的机会大增。这个“起码可回本”的可能性，与过去一年的境况形成强烈对比，当时的总回报是负数，因为收益率急升导致资本迅速亏损，盖过了低利差带来的回报。收益率上升可能令投资级债再度显得吸引，皆因高收益债券风险上升。现在还没到这个地步，但我们认为必须灵活应变。

收益率曲线上的机会

美国国债收益率曲线可能趋陡（低于10年期者）及趋平（高于10年期者）。换言之，我们预期10年期与3月期债券之间的利差会扩大，而10年期与30年期债券的利差会缩窄。

3月期/10年期收益率曲线可能趋陡。在曲线第一段，我们留意到3月期至10年期这一段已经相当陡峭，约为260基点。然而，这一段以往亦曾多次变陡至360-380基点。若美联储开始缩减量化宽松，包括减买资产以及利率指引，短期（3个月）收益率可能会维持现时的低水平，而长期（10年）收益率则会进一步上升（至3.50-3.75%）。这与3月期/10年期收益率曲线进一步趋陡但并未超出历史范围的情况完全一致。

图 24: 30 年期/10 年期曲线格外陡峭，而 10 年期/3 月期部分有进一步趋陡余地



资料来源：彭博终端、渣打银行

10年期/30年期曲线可能趋平。无论如何，曲线的这个部分自 2009-2010 年以来一直维持异常陡峭的水平（即高于历史中位数 1 个标准差）。美联储的超宽松政策最终结束后，继而展开的债券市场“正常化”过程都会导致 30 年期与 10 年期债券之间的利差收窄。这意味着 30 年期债券相对于收益率曲线其他部分而言存在若干价值。

固定收益—灵活应对（续）

从美联储的角度看，这个结果也是理想的，因为其允许收益率开始上升，且对可变按揭贷款利率（大部分与30年期国债收益率挂钩）的影响微乎其微。

我们相信对于10年期/30年期曲线的上述观点可以两种形式落实：

- 卖空30年期与10年期债券利差
- 在适当分散的投资配置中持有极少量30年期债券（建议比重见第29页图53）。

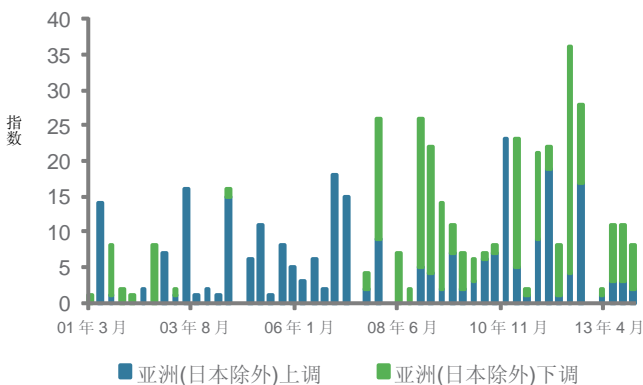
发达市场与新兴市场债市

维持偏重发达市场多于新兴市场。上述有关资产配置的观点，大都同时适用于发达市场及新兴市场的美元计价债券。

但从战术角度看，我们相信有充分理由预期发达市场债券的表现会领先于新兴市场债券：

- 投资级债方面，新兴市场债券的利率风险（久期）大于发达市场债券，因此若美国债券收益率上升，前者可能会表现落后。
- 高收益债方面，信用质量持续恶化，预示着短期内利差可能会进一步扩大。新兴市场高收益债的绝对收益率相对于其他资产类别显得吸引，但鉴于风险持续上升，我们宁愿等待利差进一步扩大之后再增持该资产类别。

图 25：亚洲 2013 年评级下调的数目显著高于上调
亚洲（日本除外）评级上调与下调



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们对中东地区公司债持标配观点。有迹象显示美元计价的 中东公司债与亚洲（日本除外）公司债券的相关性低于其他新兴市场债券。因此，从分散投资的角度看，此类债券有其价值。不过，此类债券对美国国债收益率的变动的敏感性较高，意味着当收益率（一如预期）上升时可能受压。有若干迹象显示伊斯兰债券的波动性比一般的非伊斯兰债券要低一些，原因可能是债券持有者大部分放眼于较长线。该资产类别虽然具有这一吸引的特点，但由于其历史较短，很难说这样较低的波动性长线而言能否维持。

本币债市

新兴市场本币债券可能因为货币风险而持续受压。除了少数主要国家属于例外，我们从收益角度出发对新兴市场本币债券抱有若干顾虑，但政策利率大幅上调的可能性不大。不过，我们的顾虑主要在于货币风险。正如下文“外汇”一节所述（第 25-27 页），我们相信在美联储开始减买资产、国债收益率上升时，新兴市场货币会承受下跌风险。跌幅之大可能会超过目前所提供的收益水平。我们认为现时不宜沾手，直至价格较为充分地反映这种风险时再做行动。

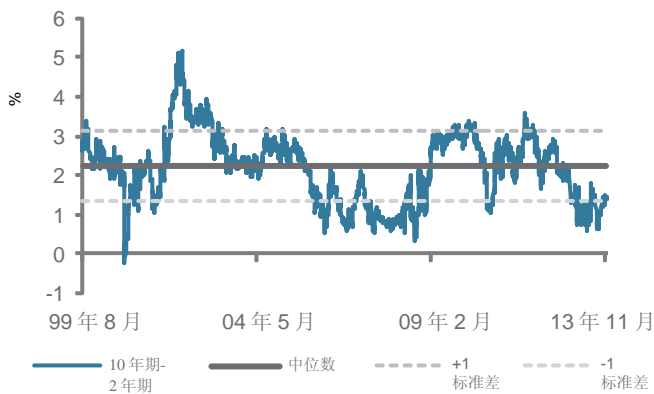
我们对于亚洲本币债券的观点大致相同，另加一点说明。我们认为，南亚及东南亚的风险较高，因为货币风险较大，政策利率有可能进一步上调。另一方面，我们认为离岸人民币（点心）债券市场的外汇风险小得多。由于对公司信用风险存有顾虑，我们仍然不愿广泛持有离岸人民币债券，但对于持有这个市场内的短期（少于五年）政府债券完全放心。



固定收益—灵活应对（续）

图 26：中国的收益率曲线仍然非常平坦，所以投资者理应把组合期限保持偏短

中国国内收益率曲线（10 年期-2 年期利差）



资料来源：彭博终端、渣打银行

次级与永久债券

次级债：可能仍有零散的价值。 这个资产类别的吸引之处，主要在于不符合巴塞尔 III 规定的“旧式”后偿票据供应有限，因银行已不再发行，并需要分阶段逐渐淘汰。整体而言，利差自然很窄，但由于风险回报特性吸引，可能仍然存在零散的价值。

永久债：期限可能至关重要。 顾名思义，永久债券理论上可以永不到期。但实际上，发行人一般（虽然并非一定）倾向在某个预先公布的赎回日回购，以维持投资者对未来债券发行的兴趣。

永久债券价格可能对美国国债收益率变动甚为敏感，不过敏感程度高低不一。赎回日颇为久远的债券，动向可能与长期债券甚为相似——即对国债收益率变动极为敏感。相反，很有可能在较短时间内赎回的债券，动向可能与短期债券相近——即对国债收益率变动可能不太敏感。我们认为这一点差异对于目前环境下投资永久债券具有关键意义。

我们对于这个资产类别强烈倾向保持高度选择性，看好有效期限较短的永久债券。鉴于我们预期国债收益率会从现水平进一步上升，我们大幅偏重于有效期限偏短的永久债券（即很有可能在较短时期内赎回的债券）。我们强烈倾向避开不大可能在较短时期内赎回的债券。

风险

上行

- 经济状况令人失望对固定收益构成上行风险，因为在此情况下，货币刺激力度可能会加大。若然则可能导致收益率下降、利差收窄以及新兴市场货币升值（后者是新兴市场本币债券获得支持的主要来源）。

下行

- 收益率上升幅度超乎我们预期，美元债券配置有资本亏损风险。将期限保持偏短，并偏重公司债多于主权债，可能有助缓和这方面风险。
- 虽然高收益债相对而言仍属吸引，但由于估值日益偏高，下行风险相应上升。
- 亚洲货币的弱势或通胀冲击均可能构成亚洲本币债券的下行风险。

结论

我们相信，踏进 2014 年之际应将固定收益资产类别的整体配置定为低配，而其中的发达市场高收益定为超配。无论如何，我们认为应以灵活应变为上，预备好在宏观经济状况及估值有变时改变资产配置。我们亦倾向采取杠铃式投资法，整体上偏重于短期债券，但同时持有极少量的超长期债券以平衡风险。

股票一仍是首选

Robert Aspin, CFA | Audrey Goh, CFA | Victor Teo, CFA |

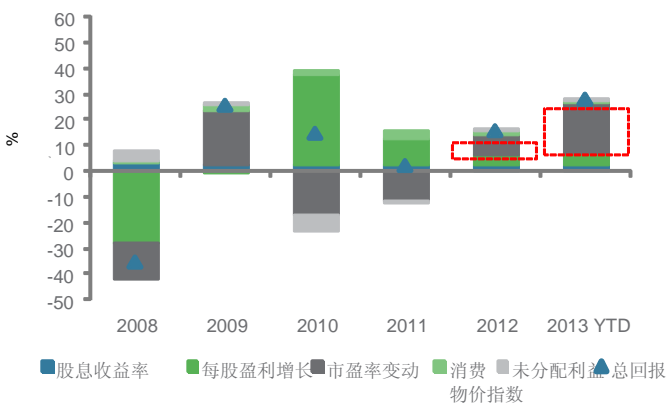
- 2014 年重点主题**
- **股票维持超配**，因其相对于债券仍有价值
 - **偏重于美国及欧洲**，但要保持灵活性，以应对基本面及估值的变动
 - **逢低吸纳奏效**，并可能继续坚持，但市场波动可能会增加
 - **偏重周期类股多于昂贵的防御类股**

概要 – “亮出盈利来”

股票市场在 2013 年攀爬“忧虑之墙”，升势强劲，尤以发达世界为甚。投资者表现领先的关键，在于持有全球股票，包括我们在 2013 年首选的美股。

2014 年，我们预期股票会再度带来正回报，表现同时领先于现金及固定收益。不过环境已有显著变化。去年，盈利修订大多向下，股票回报强劲是估值上调所致，估值基准如市净率、市盈率等皆上升。这种情况在发达市场尤其明显。

图 27：股票表现至今一直是估值上调所致
标普 500 指数历史表现解析



资料来源：彭博终端、渣打银行

2014 年的情况可能截然不同。现在预计美联储会在 2014 年首季开始缩减量化宽松，而股票估值上调所产生的利好作用已大致得到反映，以市净率或市盈率衡量的市场估值都处于中位数附近。波动性可能不时升高，因为市场对于美联储缩减量化宽松存有忧虑，注意力会集中于其影响以及利率上升的可能性。在此背景下，预计盈利及股息都会有所增长。

图 28：估算 2014 股票总回报时的基本假设
MSCI 全球所有国家指数 - 盈利增长与股息

目标回报 (假设无估值上调 / 估值下调)	我们的偏向
市场预测盈利增长	11.30% ↓
过往股息收益率	2.80% →
总回报	14.10% ↓

资料来源：IBES、MSCI、Datastream、渣打银行

图例：▲明显上升偏向；▲适度上升偏向；→无明显偏向；▼适度下降偏向；▼明显下降偏向

即使假设全球层面的每股盈利增长在 8% 与 10% 之间这个市场预测范围内的偏低水平，我们认为也可产生相对强劲的回

基于上述观点，我们主张投资者考虑在 2014 年作如下部署：

- 偏重股票多于其他资产类别。
- 分散股票投资，但基本上侧重于美国及欧洲。不过，我们现时对美国及欧洲的偏好，年内可能有变。
- 看好周期类板块，如科技、能源、工业等，因为我们的基本预测是经济增长改善，此类板块可望表现领先。

股票 – 配置中比重最高

2013 年看好股票的理由，不少仍适用于 2014 年。

- **经济前景仍然利好**：我们预期 2014 年经济会在发达市场带动下改善。市场评级已因这一预期上调，所以基本面数据须有实质改善并转化为企业盈利增长，这一点日益重要。
- **货币政策及过剩的流动性具支持作用**：虽然我们预期美联储会在 2014 年首季开始缩减量化宽松，但发达市场的央行仍在注入数量庞大的流动性，而基准利率仍维持在历来最低位。美国缩减量化宽松，新兴市场如印度、印尼等可能最受冲击。
- **债务成本低**：企业继续取得“低廉”的融资，既可提高利润，又有助实行股份回购。
- **低通胀**：通胀可望保持温和，某些市场如美国、欧洲等近期更趋降。我们相信目前通缩风险较低，一旦其威胁性增加，央行会加大刺激力度来应对。踏进 2014 年之际，我们认为新兴市场的通胀压力相对较大。
- **股票相对于债券及现金而言仍算便宜**：发达市场的情况特别明显，但新兴市场比起先前已有所不如。虽然我们预期美国主权债券收益率今后 12 个月会上升，但即使如此，股票仍具相对价值。

股票一仍是首选（续）

2014年重点主题

这里列出的主题，我们必须说明2014年年内可能需要修订。因此，投资者要比2012/13年时更为灵活。

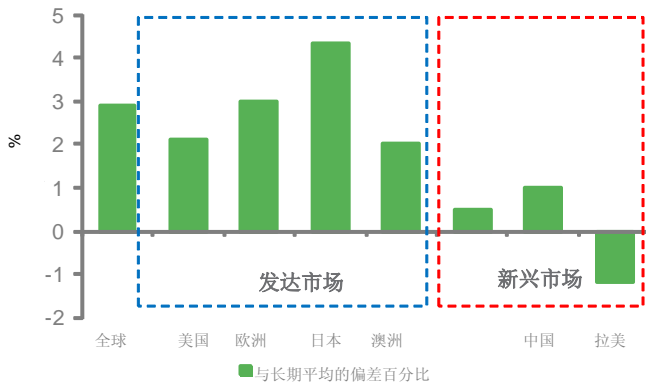
我们在2014年的重点主题是：

- 股票估值合理，但相对于债券仍算便宜
- 盈利增长、股息收益率以及股份回购将成为影响回报的关键因素
- 逢低吸纳奏效，可能继续坚持，但回调幅度可能较大
- 偏重周期类股多于“昂贵的防御类股”

股票相对于债券仍算便宜：在资产配置架构内，我们仍明显地偏重全球股票多于债券，因为我们认为后者更贵。我们大致上预期债券收益率会上升（见第13-16页），而股票风险溢价会继续收窄。发达市场的情况尤其明显。

从债券转移到股票的大轮换在2013年并不彻底，我们认为30年的债券牛市（美国国债收益率由1980年的15%左右降至不足2%）已经告终。在2014年，从现金（也许还有债券）转移到股票的趋势会日益明显。虽然这并非我们假设的基本情况，但这种转移一旦开始，将会非常利好股市。

图 29：股票相对于债券仍算便宜
不同地区盈利率与债券收益率的差额



资料来源：Datastream、MSCI、渣打银行

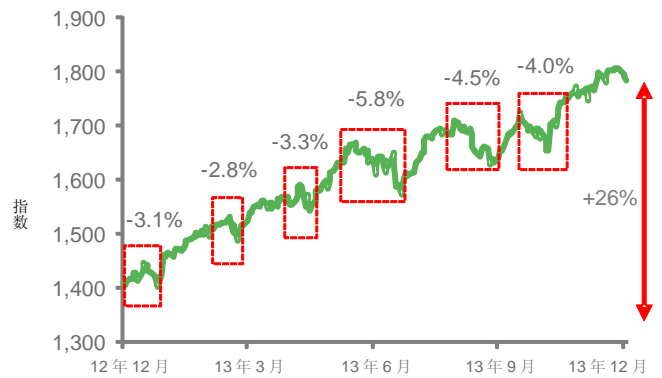
盈利增长、股息收益率以及股份回购将成为影响回报的关键因素：我们相信股票评级上调之势大抵已成过去，2014年的股票回报将会日益取决于盈利增长、股息以及股份回购。但这并不等于说市场评级不会再上调，因为估值仍然不算过高。更确切地说，即使评级再上调，其作用也可能不及以往，因为盈利增长正开始改善，经济基本面亦趋转强。

- **基本假设：**如果对每股盈利增长采取相对保守的看法，全球股市2014年可能会有大约10%的正数回报（见第17页方框）。只要估值再上调，就有可能把总回报推至更高水平。
- **牛市假设：**如果经济增长好于预期，美联储又没有减买资产，而发达市场部分地区的财政政策放宽，则市场有可能大幅上升。在这种情景下，股票估值可能会更上一层楼。
- **熊市假设：**若美联储过急地缩减量化宽松，而其他央行收紧政策的步伐又过快，美国楼市及经济前景就会明显转差，可能导致股市大幅回落。各地股市或因此而承受沉重积压，而现时甚高的保证金债务会令情况变得更糟。

逢低吸纳奏效，可能继续坚持：我们自2012年以来的成功策略之一是“逢低吸纳”，因为我们预期任何回落的幅度都会有限，而且会很快止跌回升。我们预计2014年的情况大致相同，不过有几点主要区别：

- 回落幅度终究比2013年时更大
- 上半年可能受制于美联储缩减量化宽松以及其后实际执行所引发的忧虑
- 下半年可能受制于对2015年或收紧政策的忧虑

图 30：逢低吸纳 2013 年奏效
标普 500 指数 12 个月期表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

偏重周期类股多于“昂贵的防御类股”：鉴于我们预期全球经济改善，周期类股领先于防御性板块（如必需消费品、电信、公用事业等）的走势应可延续。周期股包括科技、能源、工业、非必需消费品及金融股。一向以来，每当经济增长加快，处于经济周期的扩张阶段时，股市内偏向周期性的板块总是表现领先。我们相信美国及亚洲目前均处于周期中间，而欧洲则处于周期的较早阶段。

股票—仍是首选（续）

图 31：经济增长加快时周期股表现领先
全球周期类股与防御类股表现比较*



资料来源：彭博终端、渣打银行
*防御类股—必需消费品、医疗保健、公用事业、电讯；周期类股—非必需消费品、工业、科技、材料

现阶段看好的市场及板块

必须说明，我们看好的市场及板块在2014年年内可能需要修订。因此，投资者要比2012/13年时更为灵活。我们在2014年看好的市场及板块：

发达市场与新兴市场：2013年初，我们强调对发达市场的偏向，事实证明效果良好。我们预期这个趋势在2014年仍会持续，不过倘若基于基本面或者估值上的需要，可能会重新审视我们的偏好。必须注意，我们并不预期新兴市场会出现负数回报，只是认为新兴市场的表现会落后于发达市场。

在确定我们对美国及欧洲的偏好时，经济前景是个重要的考虑因素。新兴市场的经济预期持续向下修订，而我们预计美联储缩减量化宽松并而导致美元转强这个因素亦有利于我们对美国的偏好。目前，我们预计美联储会在2014年首季开始缩减量化宽松。倘若美联储缩减量化宽松的步伐比市场价格现时所反映的更快，我们认为新兴市场部分地区的表现可能会明显落后。

图 32：发达市场 2013 年表现明显领先新兴市场
发达市场与新兴市场表现比较



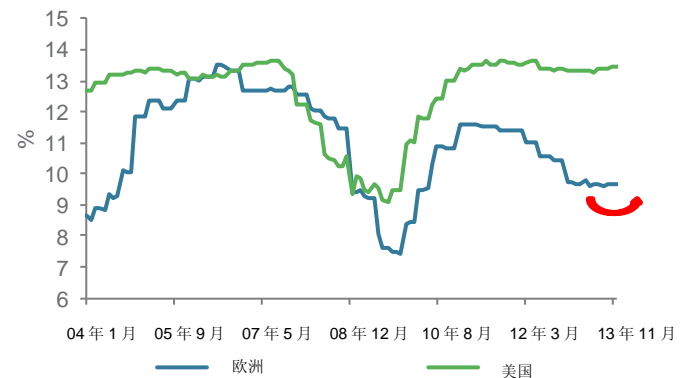
资料来源：彭博终端、渣打银行

鉴于我们对美国及欧洲的偏向（我们对两者的配置都是超配），我们主张投资者考虑给予以下地区/国家较大比重的配置：

美国及欧洲 – 超配：投资于欧美市场，是去年表现领先的关键，迈入新的一年，我们对两者的配置维持超配。

倘若欧洲经济增长符合甚至超乎市场预期，对经营杠杆/公司利润率会有正面影响，盈利水平因而上升，届时回报潜力最大的就是欧洲市场。不过，同样地，如果经济增长未见改善，市场表现令人失望的风险也越大。

图 33：随着经济转强，欧洲企业利润率有望趋稳并有所改善
MSCI 美国及欧洲指数 – 营业利润率



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

美国股市已不如2013年初般便宜，不过即使经过大升之后，现在仍不算昂贵。在经济前景及盈利增长改善下，我们预期美股可望保持强劲表现。今后12个月盈利增长的市场预期为9.8%。虽然我们预计美联储会在2014年首季开始缩减量化宽松，但我们认为如有实际需要，美联储仍会不遗余力地提供流动性。



股票—仍是首选（续）

日本：投资者往往很少甚至完全不持有日本股票，我们主张投资者考虑以有货币对冲的形式投资于日股。

我们相信日股会有良好表现，原因在于财政刺激、日圆下跌，以及本文撰写时仍然吸引的技术性因素。此外，如有需要，日本央行也会非常乐意增加更多流动性，而这种情况很有可能因消费税如期提高而出现。我们的核心预测是日股2014年全年表现会相对强劲。不过我们对日本的配置并非超配，因为我们认为政策失误的风险较大。

亚洲（日本除外）：投资者亦应持有亚洲（日本除外）股票。虽然这个市场的表现可能落后于发达市场，但我们预计其回报仍会是高于现金的正数水平。

在亚洲（日本除外）当中，我们继续看好北亚多于南亚，除了估值因素外，亦因为美联储缩减量化宽松可能会对后者造成冲击。发达市场的经济前景改善，而我们预期迈入2014年后科技企业资本支出周期亦会好转，从中受惠较多的是韩国、台湾等市场。这两大市场相对自身的历史水平均显得吸引，不过我们整体上偏向韩国，原因在于经济改善以及估值吸引。我们亦看好马来西亚，是着眼于这个市场较具抗跌力，而且估值合理。

至于中国（我们的配置是标配），我们对三中全会的决议以及增强市场作用的决策抱持积极态度。不过，这都是放眼于较长期的政策，如何实施仍不清楚，尤其是与国企相关的政策。

虽然我们列举出以上一些相对偏好，但我们仍然主张投资者考虑对区域内其他市场作一定投资，其中包括印度、新加坡、香港等。对于印尼，我们基本上是取态更趋审慎，原因不外是美联储缩减量化宽松的影响。

其他新兴市场：在新兴市场其他主要经济体中，我们偏重于俄罗斯。我们认为俄股十分便宜，上升潜力颇大。然而，投资者必须小心的是，当地的公司管治颇成问题。此外，俄罗斯经济相对较弱（2013年第3季GDP增长只有约1.2%），且零售销售持续趋降。我们对南非及巴西的取态都较为审慎，是基于估值及货币风险等原因。

板块方面，我们有以下偏向：

全球科技股：这是我们在2013年的首选板块之一，2014年也是一样。这个板块在2013年至今一直表现领先，我们认为有充分条件可再接再厉。

有些人可能对此感到奇怪，因为有些新闻将现在与1999年科网泡沫时作比较。虽然近期连串新股上市大受注目，但相关的科

技股指数仍然显著低于其历史估值，至少在美国，科技股的估值亦略低于大市水平。我们看好这个板块是基于以下理由：

- 估值吸引，现时低于历史平均水平。
- 净现金为正数，可用于回购股份以及增加派息。
- 股本回报率及自由现金流都高于平均。
- 随着经济转强，我们预期资本开支周期亦会改善，科技股有充分条件可从中受益。

图 34：科技板块有吸引的估值及基本面因素
MSCI 全球所有国家科技指数 12 个月远期市盈率



资料来源：IBES、Datastream、渣打银行

全球能源股：仍是我们增持的主要板块之一，特别集中于勘探及生产以及服务环节。

- 估值吸引，整个板块大幅度低于历史平均水平。
- 我们偏重于勘探及生产以及能源服务板块。页岩气及深海钻探业务增加，促进了这类公司的盈利。我们预期这种情况会在2014年持续。
- 中国的燃料价格改革有利于下游行业。当局致力减少空气污染，亦有利于天然气行业内的多数企业，包括服务及运输业务经营者。



股票—仍是首选（续）

图 35：能源板块的估值相对于大市及历史平均水平仍然吸引
MSCI 全球所有国家能源指数 12 个月远期市盈率



资料来源：IBES、Datastream、渣打银行

全球工业股：在经济改善下应该亦会表现领先。

工业股板块与基本经济增长有高度相关性，消费上升会推高贸易、旅游及设备等方面的工业产出需求。

风险

上行

- 经济基本面及盈利改善的情况好于预期。
- 盈利修订趋势改善。
- 通胀预期上升。
- 从债券转移到股票的轮换。此次大规模“轮换”在2013年并不彻底；若经济一如预期改善，2014年可能会是另一番景象。

下行

- 生产价格上升导致利润率下降。
- 政策失误导致增长不稳：美联储过早紧缩政策、欧洲银行业压力测试以及日本提高消费税。
- 骨牌效应风险：新兴市场增长因信贷紧缩而显著放缓。
- 欧元区解体：失业率高企，加上厉行财政紧缩，令反欧盟的政治运动得以壮大。
- 日本与中国之间的紧张气氛升级。

结论

总而言之，我们预期股票会继续“攀爬忧虑之墙”。虽然我们仍然处于一个很受政策左右的环境（至少目前如此），但这些政策大体上仍然利好股票。

我们在年内可能改变的观点：

偏重美国及欧盟多于新兴市场以及偏重北亚多于南亚：

倘若美联储缩减量化宽松的时间推迟至2014年之后，我们对于新兴市场及南亚的看法就会变得较为积极。新兴市场受惠于美联储的量化宽松，若决定暂不缩减量化宽松，流向此类市场的资金可能增加。同样，暂不缩减量化宽松的决定可能会影响我们对汇市的预测，令我们对美元前景的看法不如时积极。

倘若发达市场的经济前景不如我们所预期，新兴市场的公司盈利可能会明显向下修订，幅度会比新兴市场大。南亚表现也会相对较佳，因为发达市场经济回升对南亚的帮助较小。

偏重周期类股多于防御类股？

倘若经济表现令人失望，我们对“周期类股”的偏向就会受到质疑。正如我们在2013年早段所见，投资者为寻找资金避难所可能推高必需消费品、医疗保健等防御类板块的估值，同时抛售股市内偏向周期类的板块。

由于经济前景持续不确定，我们主张投资者考虑分散投资，其中侧重于偏向周期性的板块，以把握改善中的增长势头。

商品：缺乏亮点

| Manpreet Gill |

重点主题

- **标配商品。**进一步下跌的风险可能有限，但大体上仍缺乏上升的催化因素。
- **低配黄金。**价格仍未跌到支撑位，50年平均通胀调整价格为660美元。

主要观点

我们对商品的立场保持**标配**。商品价格已从 2011 年中的最近期高位下跌约 28.6%。从目前水平再度下跌的风险应较为有限。

但**商品价格仍缺乏上行动力**。美联储缩减量化宽松以及美元强势均可能令商品受压，贵金属所受冲击尤其大。我们预期全球经济会加快增长，但预计主要是受商品交易密集度较低的地区所带动。现在仍然很难为商品找到正面推动因素。

黄金 – 低配。仍有可能进一步转弱。以影响金价走势的主要因素而论，新一年的前景看淡。美联储缩减量化宽松政策、美元强势以及债券收益率上升均持续给黄金价格带来压力。通胀调整价格仍然显著高于长期平均水平，可见金价仍有进一步下跌的空间。

图 36：经通胀调整后，金价相对于历史仍处于甚高水平
金价，经通胀调整

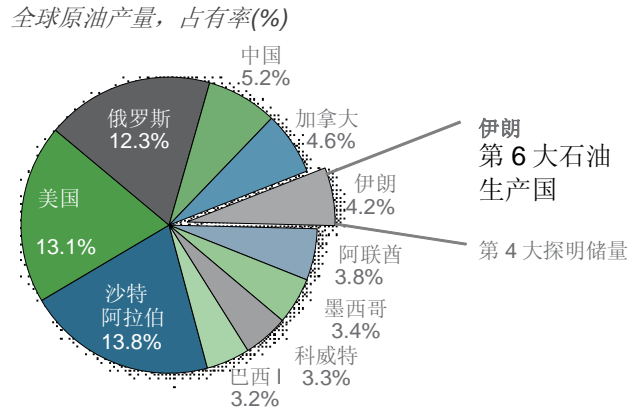


资料来源：Datastream、渣打银行

黄金价格的主要风险之一是通胀。黄金对冲长期通胀的作用尚难确定，但近期金价与通胀预期呈现很大的相关性。美国通胀预期上升可能对金价构成上行风险。地缘政治风险传统上亦利好黄金，但近来中日关系紧张，金价走势疲弱，意味着这个因素不大可能对 2014 年的金价构成上行风险，除非紧张局势急剧升温。

能源 – 超配。可能会呈区间波动格局，但我们倾向看好。全球供求大致上保持平衡。不过我们认为 2014 年的地缘政治问题会比现时突出得多。具试探性的伊朗核协议有望为该国的全球能源供应上发挥更大作用铺路。这需要一段时间才能实现，所以究竟会有何影响，可能要到多年后才能显现，今后 12 个月内难以判断。更为重要的可能是其他石油生产大国对伊朗核协议的反应。今后 12 个月的波动性可能会增加。

图 37：伊朗已是石油生产大国；紧张局势缓和或令其占有率显著增加



资料来源：国际能源署、渣打银行

工业金属 – 标配。我们认为来自中国的需求不大可能刺激价格上升。工业金属所面临的挑战，与 12 个月前大致相同。中国需求仍然不振，而当局致力推行经济结构改革，需求增长不大可能回升至危机前的水平。存货水平亦继续高企，所以最终需求即使上升，也可能需要一段时间才会对价格产生推升作用。

风险

上行

- 美联储缩减量化宽松政策的意愿一旦有变，可能会利好商品，尤其是黄金。
- 地缘政治风险上升，特别是在中东或者任何主要的石油供应路线，会对油价构成上行风险。

下行

- 中国经济增长放缓对基础金属构成下行风险。

商品：缺乏亮点（续）

以股票作为投资商品的途径

股票是投资商品的较常用途径，主要因为执行起来较为方便。不过，我们认为利用这一途径时必须注意以下一些问题：

1. 商品价格与商品相关股票之间理所当然有高度相关性，但这只是就长期而言。投资商品类股并不一定能够准确贯彻对于商品本身的观点。商品类股的价格往往会在较短期内偏离商品本身的价格（近两年来的确有此情况）。

图 38：商品与商品类股之间有高度相关性，但远未达到完全相关

标普全球矿业指数与道琼斯-瑞银商品指数之间的滚动 3 年期相关性



资料来源：标准普尔、道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行

2. 商品相关股票对于投资某些商品可以提供更多选择，但对另一些商品而言却不然。通过矿业股可投资于基础金属及贵金属，而通过能源股可投资于油气业。然而，商品类股指数内的商品组合可能明显有别于持有与某项商品指数（如道琼斯-瑞银商品价格指数）直接挂钩的投资组合。

我们对商品相关股票前景的看法

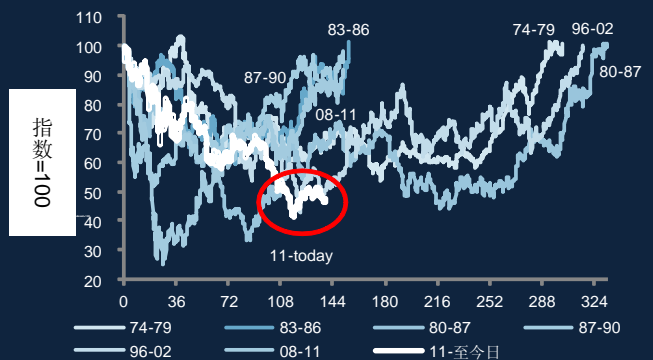
我们认为目前商品类股范畴内有某些类别具有吸引力，其他类别则不然。

正如我们在第 20 页所详述，我们相信能源股颇具吸引力，所以将之定为重点超配者之一，因其估值吸引，尤其是勘探及生产业。我们亦看好能源服务板块，页岩气及深海钻探业务增加，促进了该类别公司的盈利。中国的燃料价格改革有利于下游行业。当局致力减少空气污染，亦有利于天然气行业内的多家企业。

然而，我们认为现在开始超配矿业股也许言之尚早。随着时间推移，估值无疑日渐吸引，但风险在于没有更进一步的可能性。我们对于商品前景的看法并不积极，尤其是贵金属，意味着该板块内的企业可能要持续承受商品价格趋跌的压力。至于相关商品本身，目前仍难见任何正面推动因素。

图 39：寻找推动因素与趋势变化

DataStream 全球矿业股历史上的 V 形回升（由 1985 年起）



资料来源：DataStream、渣打银行

*高低落差超过 35%，然后才收复 100% 失地（2008-2011 年除外）

另类投资：多空对冲策略日益重要

Manpreet Gill |

重点主题

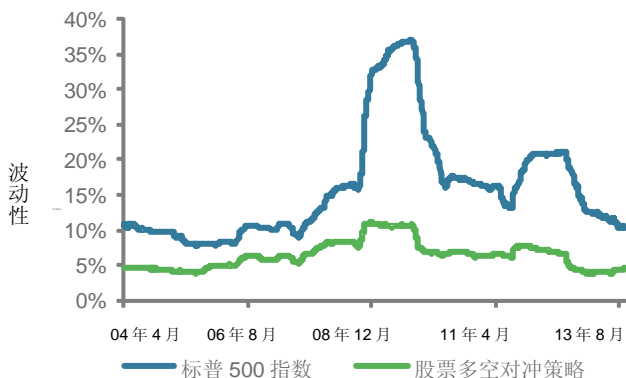
- 超配另类策略。
- 超配股票多空对冲策略。这是投资于股票时颇具吸引力的另类途径。
- 标配宏观/CTA 策略。与股票长期保持低度相关，但短期相关性不一定低。
- 卖出波动性以赚取收益的做法在波动性较高的时期是适当的策略，但在今日如此低波动的环境下不一定合宜。

主要观点

另类策略的表现可能领先于固定收益及商品，维持超配。在“宏观前景”一节，我们提出我们的基本前景预测是继续过渡至较强的经济增长。在此环境下，另类策略可能取得正数的绝对回报，而且波动程度则较低，意味着其表现有机会领先于现金、固定收益及商品。

超配股票多空对冲策略 – 作为投资股票的另类途径。虽然在股市表现强劲期间，持有股票净多仓可取得领先表现，但单纯持有净多仓不可避免地面临较大波动性，并非所有投资者都能安于接受。对于此类投资者而言，股票多空对冲策略是个颇具吸引力的另类途径，既可投资于股票，而波动性又较低。

图 40：股票多空对冲策略的波动性低于股票净多仓
MSCI 全球所有国家指数与 HFRX 股票对冲指数的波动性



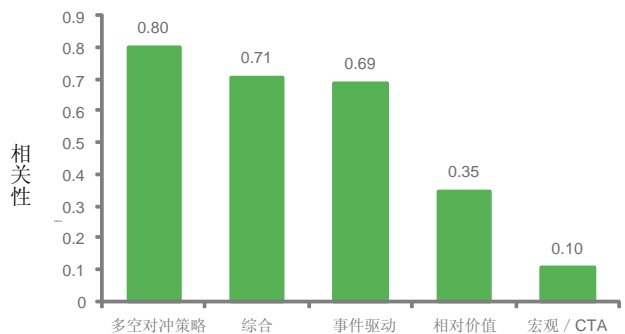
资料来源：MSCI、HFRX、彭博终端、渣打银行

因此，我们认为该策略可作为资产配置中的一个有意义的附加或另类成分，尤其是当股市骤然回调的时候。

宏观/CTA 策略标配 – 长线而言是重要的分散投资工具，但在较短期内可能表现落后。从多年来看，宏观/CTA 策略与股票的相关性较低，因此，若从分散投资的角度出发，始终是适当多元化的资产配置中的一个重要组成部分。不过就短线而言，风险在于即使股票转弱，该策略亦可能会表现落后。今日股市正处于强势，宏观/CTA 策略可能大多持有股票多仓，倘若市况转弱，转持淡仓就需要一段时间。

图 41：宏观/CTA 是唯一始终与全球股票保持低相关度的另类策略

各种另类策略与全球股票的 10 年期相关性*



资料来源：MSCI、HFRX、彭博终端、渣打银行

*指数为 MSCI 全球所有国家、HFRX 全球对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/CTA 指数

决定买入波动性（买保险）或卖出波动性（赚收益）时应保持选择性。另类策略说到底不过是选择买入或卖出波动性而已。“保险”策略（如宏观/CTA 等）本质上是买入波动性（即风险资产波动性上升时便可赚取回报）。另一方面，常见的增强收益策略则卖出波动性。两者都可成为吸引之选，关键在于适时运用，但不可能同时奏效。

风险

下行

- 多空对冲策略在事件驱动市场持续上扬时表现可能落后于净多仓策略。
- 并购活动增加可能会令事件驱动策略的表现领先于股票多空对冲策略。

上行

- 股市波动性大于预期，可能会提高股票多空对冲策略领先净多仓策略的潜力。



外汇：关键在于货币政策

Manpreet Gill |

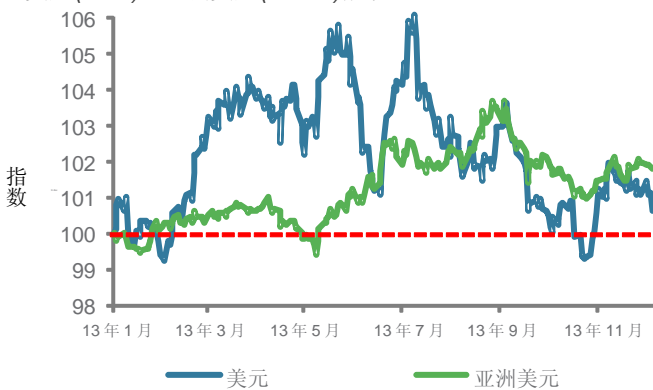
重点主题

- **美元强势或有助稳定外汇市场。**我们预期兑美元欧洲货币的强势较温和，兑新兴市场货币的强势更明显。
- **货币政策分歧可能成为关键影响因素。**美联储和英国央行可能减慢宽松步伐，欧洲央行可能需要保持宽松政策更长一段时间，而日本央行甚至可能进一步放宽政策。
- **亚洲货币走势不一。**人民币可能大体上持稳，而印尼盾及印度卢比则可能会在美国缩减量化宽松后首当其冲受到资金外流冲击。
- **看淡澳元，风险回报水平仍有欠缺吸引。**美联储缩减量化宽松可能触发澳元下挫。

主要观点

2013年，美元上半年转强，其后有所回落，原因是美联储决定推迟缩减量化宽松。结果，美元指数年中时曾上升超过6%，但年初至今的升幅仅略高于1%。新兴市场货币跌幅甚大，而欧洲货币则一直相对强韧。

图 42：美元 2013 年初至今微升
美元(DXY)、亚洲美元(ADXY)指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们预期美元未来多年维持强势。美联储缩减量化宽松始终是支持这一观点的关键因素。在缩减量化宽松政策的同时，美联储可能会发布利率指引，目的是将利率控制在低于预期的水平，这两者确实都存在失准的风险。不过经全盘考虑之后，我们相信美联储开始逐步减买资产的机率高于暂缓。减买以至最终转而出售资产，意味着扩张货币基础（即货币供应）的步伐可能减慢。收益率（名义与实际）上升、对外收

支赤字逐步缩减、资金加快流入等，可能成为支持美元的关键因素。

图 43：美国双赤字正在改善
美国经常账、财政预算收支



资料来源：彭博终端、渣打银行

美元强势可能成为2014年外汇市场保持稳定的关键因素。回顾历史，在美元强势时期，其影响范围往往较为广泛，鲜少例外。比方说，美元强势不大可能仅限于兑新兴市场货币，而不涉及主要货币。

美元强势的程度可能因币种而异。我们预期美元兑新兴市场货币的强势程度更明显，尤其是对外收支欠佳的货币，以及收益吸引力可能降低的商品货币。另一方面，美元兑欧洲货币的强势可能较为温和，因为虽然欧洲央行面临进一步放宽货币政策的必要，但英国经济已见更多改善迹象。

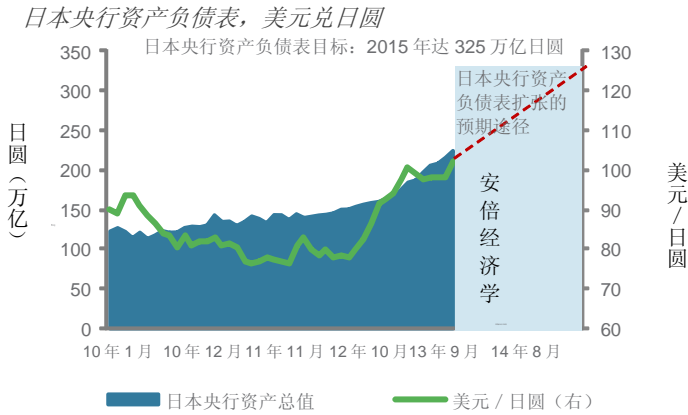
我们认为欧洲货币有意外表现的可能性最大。尽管美元强势广泛，但若英国经济增长持续优于预期，英镑转强的风险最大。另一方面，若欧元区决策者采取行动的速度比市场目前的预期更快，欧元就最有可能显现意料之外的跌势。

主要货币（欧元、英镑、日圆）－ 货币政策差异可能成为主要影响因素

- **看淡日圆。**在各主要央行中，日本央行显然最愿意进一步增购资产，而此举可能利淡日圆。不过，我们预期日圆并不会直线下跌——因为市场对日本央行采取行动的意愿仍有疑虑，日圆很有可能在年中时出现短暂的强势。不过我们相信，日本央行在有需要时必定会采取进一步行动。

外汇：关键在于货币政策（续）

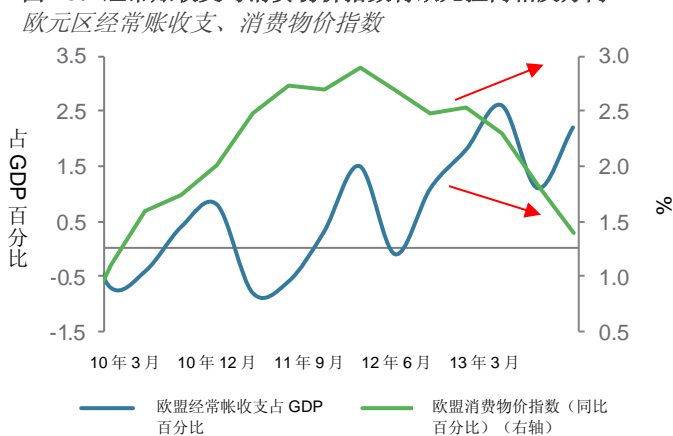
图 44：日本央行扩张资产负债表意味着日元前景看淡



资料来源：彭博终端、渣打银行

- 看淡欧元。由于通胀数据疲弱，我们认为欧洲央行需要保持宽松货币政策的时间会长过英国以及欧洲其他国家（如瑞士）。我们预测失准的主要风险在于对欧元区的经常账盈余。

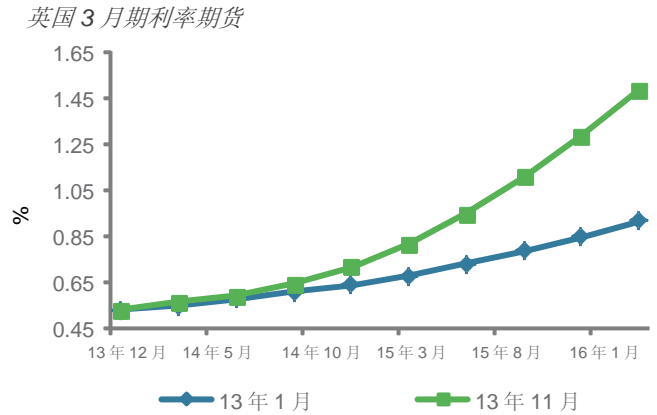
图 45：经常账收支与消费物价指数将欧元拉向相反方向



资料来源：彭博终端、渣打银行

- 标配英镑。正如英国央行最新发表的通胀季报所显示，该行的立场正日趋积极，意味着超宽松货币政策结束之时可能早于市场目前预期。我们认为这会利好英镑。在美元强势下，英镑兑美元汇率在一定程度上仍会受压；因此，我们倾向持有英镑而非其他欧洲货币（即欧元兑英镑空仓或瑞郎兑英镑空仓）。

图 46：英国央行的鸽派语调转淡，英国利率期货有所反应



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品货币（澳元、纽元、加元）－ 风险回报水平下降

- 看淡澳元。我们认为澳元的风险回报水平的吸引力不大。在澳元上升期间，主要动力来自收益，而变动最大的正是这个因素。澳洲央行已数次调降利率，而且仍有可能再降。另一方面，美元收益可能进一步上升。因此澳元的收益吸引力可能会持续减退。

图 47：澳元对美元收益溢价回落，减低澳元的套利吸引力

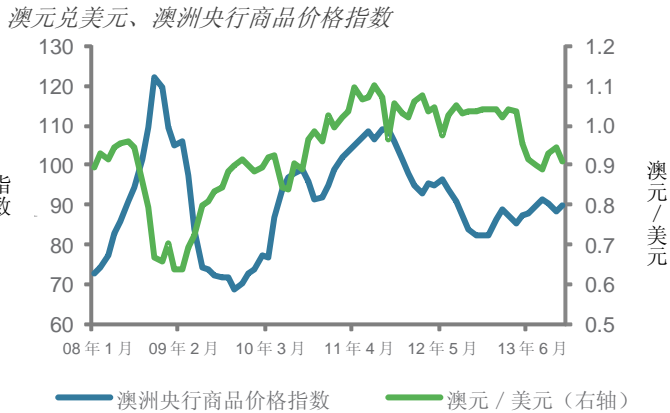


资料来源：彭博终端、渣打银行

- 澳元的另一大动力来自商品，而这方面前景亦未见利好，因为中国致力于结构性改革。除这两点以外，澳元估值亦（可说是）偏高。我们认为，央行的态度是对澳元的致命一击——央行曾多次非常清楚地表明希望澳元明显走弱的偏向，近期甚至不排除会干预汇市。

外汇：关键在于货币政策（续）

图 48：商品价格不振亦是澳元下跌的原因之一



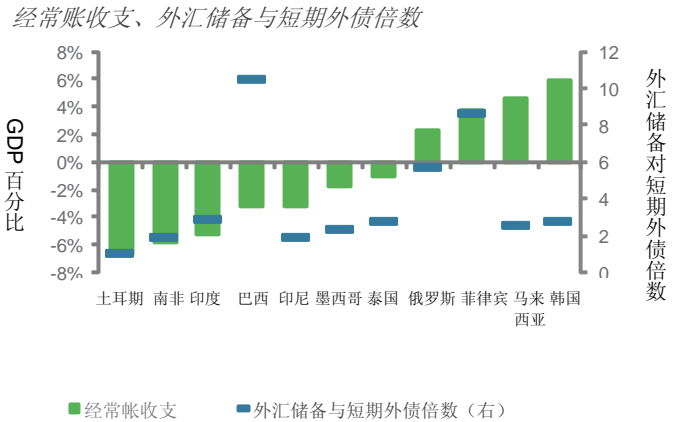
资料来源：彭博终端、渣打银行

- 我们承认预测存在失准风险——澳洲央行可能碍于通胀而不再进一步降息；美联储维持低利率的时间可能更长；商品价格可能上升。然而，我们并不认为这些因素会改变澳元风险回报水平前景不具吸引力的事实。即使在最乐观的预测情景下，这些因素都只会令澳元持平或者极微幅升值。因此，在我们的基本预测中，澳元料将出现相当幅度的贬值，其风险回报水平无甚吸引力。
- 温和看淡纽元。**与澳元一样，纽元因商品价格下跌而承受压力，不过新西兰出口商品（以农产品为主）不像澳洲出口商品受中国经济增长的影响那么大，所以利空因素较少。不过，新西兰利率有可能上调，我们认为这是令纽元相对于澳元前景稍好的一个因素。
- 标配加元。**影响加元的主要因素仍然是油价，而我们较倾向看好油价前景。我们认为美元强势在很大程度上抵消了这一利好因素，所以我们对加元持标配观点。

亚洲（日本除外）及其他新兴市场货币 – 美联储缩减量化宽松的风险

- 看淡亚洲（日本除外）货币。**我们的主要顾虑在于美联储缩减量化宽松所引发的资金外流风险。美元的预期收益水平上升，可能导致区内更多资金外流。

图 49：对外收支仍是部分新兴市场货币面临的风险



资料来源：国际货币基金组织、彭博终端、渣打银行

- 但区内各货币所受影响可能不同。由于外部基本面转差，印度卢比及印尼盾的表现可能再度落后于区内其他货币。不过我们预计两者的贬值幅度不会像2013年时那么大，因为当局在年内几个月采取了一些应对措施。然而，市场可能会特别关注亚洲（日本除外）乃至整个新兴市场范围内负有经常账赤字的国家货币。另一方面，我们相信人民币和新加坡元有望大体持稳，中国决策当局仍有动力维持货币稳定。
- 主要新兴市场货币（如巴西里亚尔、土耳其里拉等）正承受资金流向逆转的风险。**土耳其的对外收支状况仍相对较差，对货币构成进一步下跌的风险。巴西经常账赤字占GDP比例相对较小，但其货币近期吸引追求收益的资金（因利率较高），意味着一旦资金流向逆转，汇价就很容易下跌。

风险

- 美联储若出乎意料地暂缓逐步减买资产，甚至反而增加购买，对我们的美元前景预测会构成一大风险。
- 欧洲央行进一步放宽政策之议若意外受到内部的强力反对，对欧元会构成上行风险。

专题：为创收而投资

重点主题

- 不少投资者的目标仍然是在2014年创造收入。由于在可见的将来低息环境仍将维持，投资者应继续在传统的固定收益以外探索其他创收型资产。
- 关注多元化的创收型资产配置。我们认为，关注多个收益来源（而非少数几个）是实现收入稳定的最佳途径。
- 创收型资产配置可能创造正数但较低的回报。年内收益率上升可能侵蚀总回报。
- 灵活处理收入相关资产。在2014年内，各类创收型资产的相对吸引力可能有变，所以投资者在配置上必须保持灵活性。

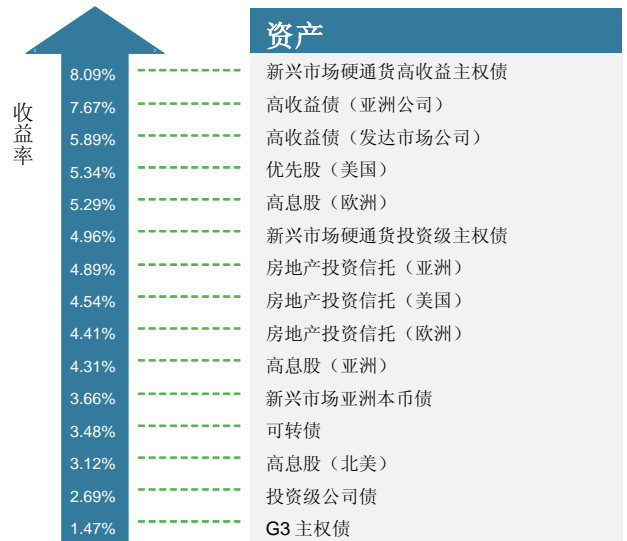
主要观点

采取多元资产收入型投资法是谨慎之道。在后金融危机时代，各国央行在制订货币政策时都着眼于维持低利率，目的在于刺激经济增长，包括2008年危机后的美国以及不久之后陷入债务危机的欧洲。事实上，央行采用了一种名为“前瞻指引”的方法来传达它们未来可能采取的政策立场，从而暗示低利率会持续较长一段时期。

政策环境对收入敏感型投资者构成挑战。债券收益率低落，令收入敏感型投资者难以像以往一般依靠传统的固定收益投资工具作为稳定的收入来源。再向前看，收益率终究会上升，可能导致固定收益投资出现资本亏损，降低该资产类别的总回报（某些资产子类别的总回报甚至可能是负数）。

现时收益率较低，利率上升又会有影响，作为创收型投资者应当关注这一双重挑战。把投资范畴扩大到传统的固定收益以外，对于克服创收障碍至关重要。

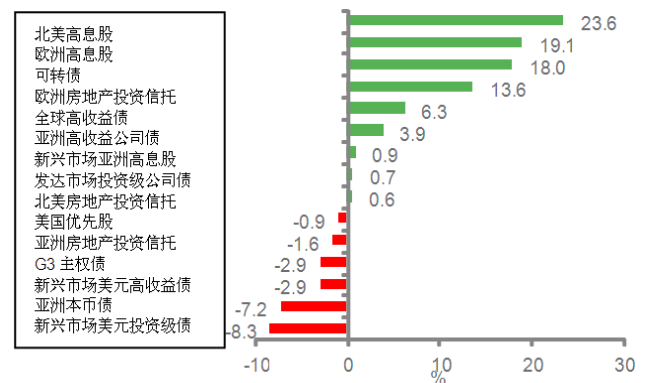
图 50：扩大投资范围：核心固定收益以外的一系列收益来源
到期收益率/股息收益率 (%)



资料来源：摩根大通、巴克莱资本、花旗、富时、安硕、MSCI、彭博终端、渣打银行

追逐最高收益并非2013年的最佳策略。倾向于着眼于收益而忽视总回报的投资者在2013年已尝到苦果。虽然新兴市场硬通货（美元）高收益债的收益率颇为吸引，但2013年的总回报却下跌2.9%。同样，以收益而论优先股显得吸引，却出现5.4%的资本亏损，结果年初至今的总回报仅为-0.9%。

图 51：创收型资产的表现
年初至今的总回报表现 (%)



资料来源：摩根大通、SPDR、巴克莱资本、花旗、富时、安硕、MSCI、彭博终端、渣打银行
*有关所采用的指数，请参阅本节结论的尾注 1。

专题：为创收而投资（续）

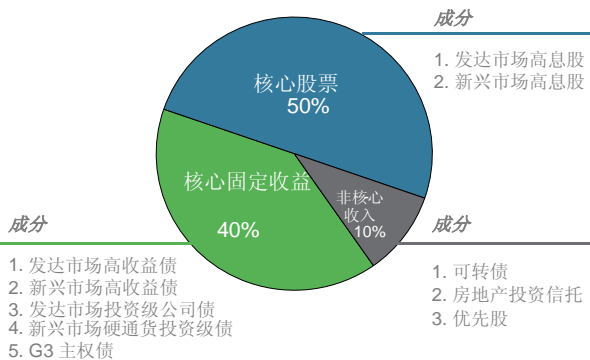
多元收入投资方法

欲建立一个多元资产收入篮子，最好采用平衡兼顾的方法。

单单聚焦于收益最大化，会导致持有的投资过于集中，承担高度风险。为避免单纯着眼于收益的倾向，我们的样本配置将焦点分散至股票、固定收益以及混合资产类别等各类资产之上。该美元资产配置旨在把握目前最具吸引力的机会（而不会牺牲总回报），同时降低整体波动性。

图 52：多元资产收入配置样本

核心与非核心资产兼收并蓄



资料来源：渣打银行

仅供示例之用。更详细说明请参阅本文件末尾的“免责声明”。

- **核心固定收益 (40%)**。我们在固定收益中偏重发达市场多于新兴市场，偏重公司债多于主权债。在组建一个固定收益篮子时，我们会按以下的优先次序来审视投资范畴：1) 发达市场高收益债；2) 新兴市场高收益债；3) 发达市场投资级公司债；4) 新兴市场硬通货投资级债；5) G3 主权债。

若收益率升幅大于预期，固定收益配置就有可能亏损资本。把组合期限保持偏短，同时偏重公司债多于主权债，有助缓和这一风险。不过，这样也会降低收益水平，且在一定程度上削弱多元化的效益。

欲应对风险管理和分散投资的双重挑战，选择之一是采取“杠铃投资法”，即整体上维持偏短的期限，但同时持有甚少量的超长期债券（20年期以上）作为平衡。

- **核心股票 (50%)**。多元收入投资法的主要目标之一是扩大机会。投资高息股即可满足这个目标。我们预期股票表现会领先现金及固定收益。这一回报预期，再加上合理的收益，巩固了高息股在收入篮子内的地位。在股票配置中，我们现时偏重发达市场多于新兴市场，首选欧洲及美国。

虽然美联储宣布开始缩减量化宽松可能会对股票配置造成风险，但全球特别是发达市场的增长形势改善，长线而言应利好这一资产类别。

- **非核心收入 (10%)**。该配置包括可转债、房地产投资信托及优先股。由于此类资产类别的估值合理，我们并不建议对单一类别作超配置。尽管如此，由于现时收益水平吸引，给予非核心收入资产 10% 的配置较为妥当。

另外，倘若股市转弱，可转债所提供的下行保护可能大于股票，不过亏损就势所难免。

图 53：多元收入配置的建议比重分布

所有数字均为百分比

资产类别	次级资产类别	比重
固定收益	发达市场高收益债	10.00%
	新兴市场高收益债	7.50%
	发达市场投资级公司债	7.50%
	新兴市场硬通货投资级债	5.00%
	G3 主权债（杠铃式）	10.00%
	- 短期（1-5 年）	8%
	- 长期（20 年以上）	2%
小计		40.00%
股票	美国高息股	18.00%
	欧洲高息股	20.00%
	亚洲高息股	12.00%
小计		50.00%
非核心	可转债	3.33%
	房地产	3.33%
	优先股	3.33%
小计		10.00%
总计		100%

资料来源：渣打银行

*有关所采用的指数，请参阅本节结论的尾注。

投资者应灵活选择创收型资产。必须强调的是，收入篮子样本反映了我们现时对各资产类别的态度。在 2014 年内，这些资产的相对吸引力可能有变，不论股票或固定收益皆然。例如，收益率上升可能令投资级债再度显得吸引，因为高收益债的风险有所上升。我们可能会因此重新考虑应否维持固定收益的低配立场。

此外亦必须指出的是，这是一般性的资产配置，投资者可能需要根据个人的偏好及风险承受能力作出不同的配置。

专题：为创收而投资（续）

2014年的创收型资产类别

在建立资产配置时，有必要清楚地了解各种不同的创收型资产类别的风险回报水平。逐一探讨各个资产类别，就能充分了解其风险特性及回报因素。这不仅对于设定今日的战术性配置至关重要，当年内风险状况有变时，也有助于进行必要的调整。

核心固定收益

传统的固定收益始终是多元资产收入的一个主要组成部分。其主要作用是提供定时性收入，同时平衡篮子的总体风险。2014年固定收益投资的关键在于建立一个可降低美元利率敏感度并平滑波动性的配置。

- **核心固定收益中的低配类别。**我们预期今后 12 个月国债收益率会上升。在此预测情景下，我们将 G3 国债及新兴市场投资级主权债的配置定为低配。虽然新兴市场投资级债的收益率明显更高，但此类债券对美元利率的敏感性亦高于其他全球投资级债券资产类别。
- **高收益资产类别的收益率吸引；偏重发达市场多于新兴市场。**发达市场高收益债券过去几年表现良好。我们相信 2014 年初的宽松放贷标准会继续支持此类债券。然而，如果利差收窄至明显超出历史平均水平以外，而收益率又上升，年内稍晚时可能会对总回报产生不利影响。就目前而言，我们会将收入篮子内的发达市场高收益债维持超配。

虽然新兴市场高收益债的收益率吸引，但我们认为发达市场

高收益债可能表现领先。新兴市场的主要问题是持续存在信贷质量风险，意味着利差可能在短期内进一步扩大。不过，一旦信贷评级稳定下来，新兴市场高收益债可能会提供值得留意的套利机会，但我们相信届时利差可能会远大于目前水平。

- **低配新兴市场本币债，因外汇市场的压力所致。**新兴市场本币债虽然提供合理的收益，但对其回报的主要威胁来自美联储缩减量化宽松。正如我们在“外汇”一节所强调，当美联储开始逐步减买资产时，新兴市场货币可能会转弱，汇市变动可能会令该资产类别的回报化为乌有。在 2013 年 5 月伯南克提及缩减量化宽松政策之后，我们曾对其影响进行过概述。

利率风险 - 利息回报不一定能弥补资本亏损。利率敏感性是个不容忽视的问题。测算收益率变动对于各固定收益资产类别的影响有一定用处。下面我们通过一个结合到期收益率与利率敏感性的简化分析来了解其影响。下图 54 的阴影部分代表根据我们的意见得出的各种可能后果。对于多个资产类别而言，可得收益不一定足以弥补收益率上升导致的资本亏损，因而产生负数回报。这对于倾向追求名义收益的投资者而言亦是警示。

图 54：固定收益资产的估计利率敏感性

根据收益率变动测算的预期总回报（12 个月）

	亚洲本币债	亚洲高收益公司债	全球高收益债	新兴市场硬通货高收益债	新兴市场硬通货投资级债	G3 主权债	发达市场投资级公司债
到期收益率	3.9%	7.7%	5.6%	8.1%	5.0%	1.4%	3.1%
期限	6.43	4.33	4.2	5.46	7.42	6.7	6.81
利息变动	-1.50%	13.6%	14.2%	11.9%	16.3%	16.1%	11.5%
	-1.00%	10.4%	12.0%	9.8%	13.6%	12.4%	8.1%
	-0.50%	7.2%	9.8%	7.7%	10.8%	8.7%	4.8%
	0.0%	3.9%	7.7%	5.6%	8.1%	5.0%	1.4%
	0.50%	0.7%	5.5%	3.5%	5.4%	1.3%	-1.9%
	1.00%	-2.5%	3.3%	1.4%	2.6%	-2.5%	-5.3%
	1.50%	-5.7%	1.2%	-0.7%	-0.1%	-6.2%	-8.6%

资料来源：摩根大通、巴克莱资本、花旗、彭博终端、渣打银行
*久期是量度利率敏感性的近似标准



专题：为创收而投资（续）

另一个了解固定收益资产所涉利率风险的角度，是利用其在2013年5、6月期间的表现。伯南克就是在这段时间内初步勾画了美联储对缩减量化宽松的预期。我们发现其中部分最大的亏损出现在新兴市场固定收益方面。在2014年类近的预测情景下，高票息不一定能弥补按市价计算的大额亏损。G3主权债方面，按市价计算的亏损可能较少，但由于提供的收益率较低，所以不一定足以弥补资本亏损。发达市场高收益债的票息高于平均，部分抵御了收益率上升的影响。

高息股

股息是多元化收入的来源之一。由于通过固定收益资产来获取收益涉及不少问题，另一个可行（但风险较高）的选择是利用高息股来达到这一目标。以下是投资高息股的要点：

- **股息收益比得上（甚至超过）现时的债券收益。**以往，债券收益一般高于股票所提供的收益。然而，当前的宏观环境形成了一个股息收益在很多情况下高于债券收益的局面。此类收益再加上资本增值潜力，就令高息股成为一个颇具吸引力的投资选择。
- **公司财务状况良好**，显示公司有潜力派发股息。部分现金用于股份回购及并购，部分用于派息。
- **高息股的波动特性一般低于其他股票**，所以较合追求收入的投资者的胃口。
- **当前“寻求收益”之风意味着估值有其重要性。**投资者在投资创收型股票之前应注意估值。由于投资者近期对此类股票颇感兴趣，部分地区及板块的高息股估值可能已略有偏高。就全球层面而言，必需消费品和电信板块相对于历史水平和其他板块均较为昂贵。

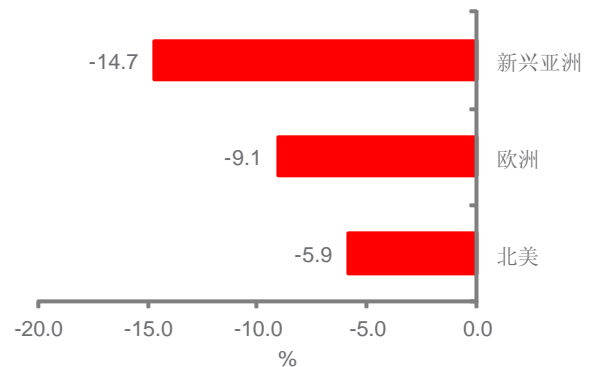
作为首选板块的科技股，在高息股基准指数中所占比重有限，皆因其股息收益率较低。不过，该行业现金流极为充裕，因此有能力增派股息或进行更多的股份回购。

- **收益与可持续性同等重要。**投资者与其单单着眼于提供的收益，不如专注于有一贯的派息记录且能够维持并在未来增加派息的股票。这样可确保收入源流的稳定性。
- **股息可提供一定的通胀保障。**通胀可能侵蚀低息固定收益资产的购买力，而股票既有资本增值，某些公司又能把上涨的物价转嫁给顾客，因而可发挥对冲通胀的作用。必须指出的是，通胀对冲效果在通胀温和的时期最佳，而非通胀极低或极高的时期。

股票风险高于固定收益。虽然股票可以作为收入来源，但必须承认，股票的风险（波动性）不可与固定收益相提并论。股票投资一般涉及较高风险。前文讨论固定收益类表现时提及的2013年5、6月间，高息股指数的跌幅一度达6-15%（视地区而定）。这一额外风险更加凸显出有必要把收入篮子分散于不同的资产类别。

为创收型资产配置增加对经济增长的偏向。美联储终将缩减量化宽松，虽然股票回报可能受到影响，但全球尤其是发达市场的增长前景改善，长线而言应会利好股票资产。

图 55：高息股指数在 2013 年 5、6 月“退市恐慌”期间的表现
2013 年 5 月 2 日至 6 月 25 日的指数回报*



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行
*指数为 MSCI 北美高息股总回报、MSCI 欧洲高息股总回报美元、MSCI 新兴市场亚洲高息股总回报美元指数

非核心资产

放眼核心资产之外以寻求收入。可转债、房地产投资信托、优先股等均可作为其他收入来源，可在多元资产收入投资方法中发挥分散作用。

- **可转债是横跨股票与债券的有利机会。**这种债券是混合证券，与传统的固定收益工有不少相同的特征，但又具有可转换为发行公司的股票的期权。与债券相似的特点可提供一定程度的价格下跌保障，而内含的换股选择权则可提供升值潜力。该资产类别具有不少我们认为在当前环境下颇具吸引力的属性：
 - 回顾历史，该资产类别在利率上升期间的表现往往领先于全球债券。例如2003年6月至2004年6月以及2010年10月至2011年2月期间，可转债有高于12%的回报，而10年期国债收益率仅升100基点有余。
 - 现时，可转债的股票参与度颇高，意即投资者可在潜在风险较低的情况下利用该资产类别来分享股票回报。



专题：为创收而投资（续）

- 下行风险有限。若股市转弱，可转债所提供的下行保护可能大于股票，不过亏损势所难免。

虽然以传统估值衡量可转债不算便宜，但我们相信，如果投资者有意提高股票投资比重，但又不愿全部承受净多仓所涉及的波动性，这应该是个不错的选择。

- 房地产投资信托 (REIT) 是一种上市投资工具，通常投资于创收型物业组合。**投资者可借以投资于地产市场，但又无须牺牲流动性。REIT 的收益一般高于股票，同时可多元化收入篮子。以下是对于全球各地各种不同的 REIT 市场的几点观察：

- 发达市场REIT的收益相对于政府债而言持续显得吸引。不过，若与历史比较其价位已达合理水平。
- 在亚太地区，日本及澳洲的REIT相对于历史水平而言显得昂贵。
- 亚洲的REIT对于美联储缩减量化宽松政策的敏感性可能最高。从估值角度衡量，此类REIT先前应属昂贵，现在的价位显得较为合理。

以现时的估值而论，我们并不建议持有过大的REIT仓位。不过，由于收益相对吸引，在一个收入篮子内持有规模不大的战术性仓位也是适当之举。

- 优先股是一种混合证券，兼具股票与债券的特征。**优先股是派息的，但持有人没有投票权。在资本结构内，在取得公司资产作为赔偿时，其地位次于债券，但先于普通股。在配置上建议采取标配偏审慎的做法：
- 优先股收益具有吸引力，但该资产类别与普通股一样具有波动性。
- 优先股指数的一大成分是金融股，以致投资集中于单一板块，所以波动性可能较高。

结论

当前环境对着眼于收入的投资者具有挑战性。现在传统固定收益类的收益率很低，而未来收益率上升可能会导致资本亏损，面对这种情况，投资者可说是左右为难。因此，审慎之举是把投资范畴从核心固定收益扩大到高息股、混合投资工具（可转债及优先股）、REIT等。无论如何，在策略上单纯追求最高收益，得出的可能会是一个相当集中且风险较高的资产配置。若能以分散方式来挑选资产，既平衡兼顾投资者对收入的需要，又不会忽略总回报，应能达到此类型投资者所渴求的收益稳定性。

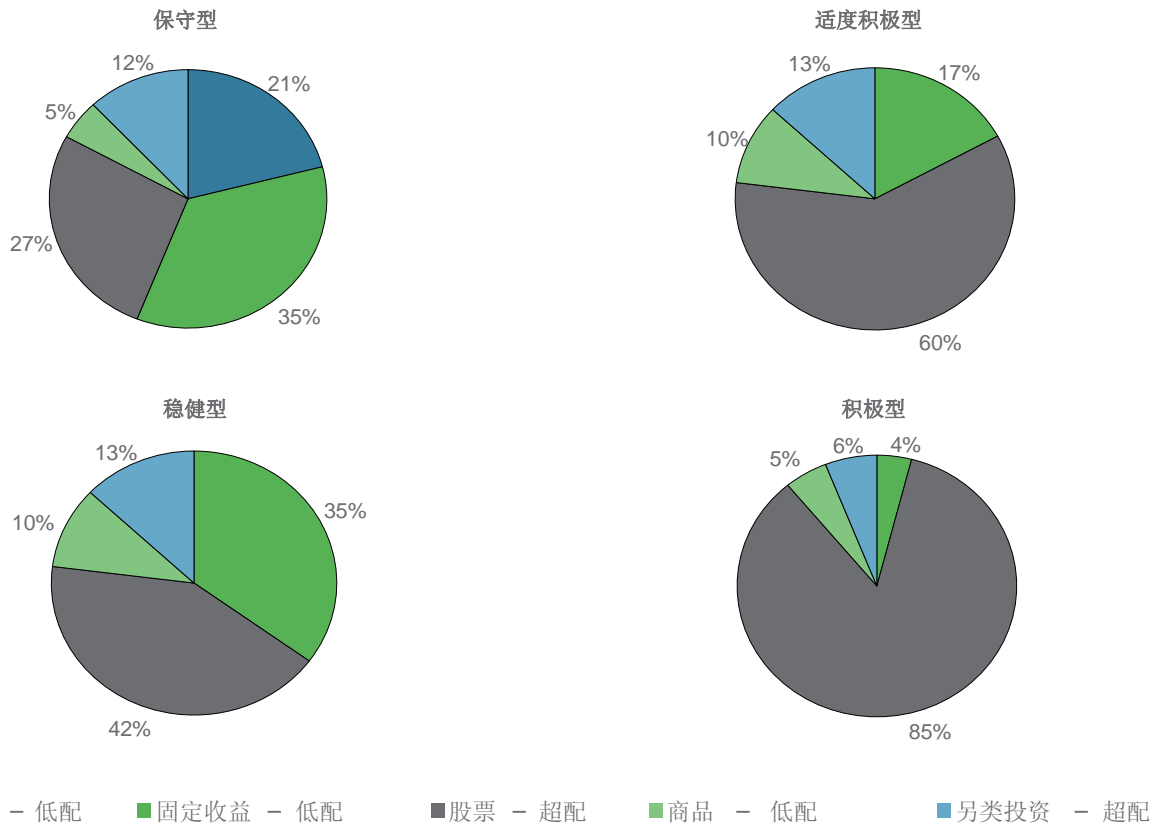
尾注：

¹ 指数为 MSCI 北美洲高息股总回报、MSCI 欧洲高息股美元、SPDR 巴克莱可转换 ETF、富时欧洲 REIT 总回报美元、巴克莱全球高收益债总回报美元、JACI 非投资级公司债、MSCI 新兴市场亚洲高息股总回报美元、花旗 WBIG 公司债美元、富时北美洲 REIT 总回报、安硕优先股 ETF、富时亚洲 REIT 总回报美元、花旗 WBIG 主权债、摩根大通新兴市场高收益债、巴克莱资本亚洲本币总回报（非对冲美元）、摩根大通新兴市场投资级债指数

² 指数为巴克莱全球高收益债总回报（非对冲美元）、摩根大通新兴市场高收益债、花旗 WBIG 公司债美元、摩根大通新兴市场投资级债、花旗 WBIG 主权债、花旗 WBIG 1-5 年期美元、花旗 WBIG 20 年期以上美元、MSCI 北美洲高息股总回报、MSCI 欧洲高息股美元、MSCI 新兴市场亚洲高息股总回报、SPDR 巴克莱可转换 ETF、富时 NAREIT 全球指数总回报美元、安硕优先股 ETF 指数

资产配置概要

| Aditya Monappa, CFA |



			保守型	稳健型	适度积极型	积极型
现金 - 低配			21	0	0	0
固定收益 - 低配			35	35	17	4
股票 - 超配			27	42	60	85
商品 - 低配			5	10	10	5
另类投资 - 超配			12	13	13	6

资产类别	地区	相对于 SAA 的观点	适度积极型			
			保守型	稳健型	积极型	积极型
现金和现金等价物	美元现金	低配	21	0	0	0
投资级债	发达市场投资级债	低配	24	15	0	0
	新兴市场投资级债	低配	4	9	3	0
高收益债	发达市场高收益债	超配	2	6	6	2
	新兴市场高收益债	标配	5	5	8	2
发达市场股票	北美	超配	8	12	17	23
	欧洲	超配	9	12	17	25
	日本	标配	0	2	2	3
	亚洲（日本除外）	低配	8	13	20	27
新兴市场股票	其他新兴市场	低配	2	3	4	7
商品	商品	标配	5	10	10	5
Hedge FoF/CTA		超配	12	13	13	6

所有数字均为百分率
 仅供示例之用。更详细说明请参阅本文件末的「重要信息」。
 资料来源：渣打银行

市场预测

市场预测

实质 GDP (按年%)	2013 年预计	我们的偏向	2014 年预计	我们的偏向
美国	1.70	→	2.60	→
欧元区	-0.40	→	1.00	↗
日本	1.80	→	1.50	→
中国	7.60	→	7.50	→

通胀率 (按年%)	2013 年预计	我们的偏向	2014 年预计	我们的偏向
美国	1.50	↘	1.90	↘
欧元区	1.40	↘	1.30	↓
日本	0.30	↘	2.40	↑
中国	2.70	→	3.20	→

政策利率 (%)	2014 年上半年	我们的偏向	2014 年下半年	我们的偏向
美国	0-0.25	→	0-0.25	→
欧元区	0.25	→	0.25	→
日本	0.10	→	0.10	→
中国	6.00	→	6.00	→

外汇	2014 年上半年	我们的偏向	2014 年下半年	我们的偏向
欧元/美元	1.30	↘	1.28	↘
英镑/美元	1.58	↗	1.58	↗
美元/瑞士法郎	0.96	↗	0.99	↗
澳元/美元	0.89	↘	0.89	↘
纽元/美元	0.80	↘	0.80	↘
美元/加元	1.07	→	1.08	→
美元/日圆	104	→	108	→
美元/人民币	6.05	→	6.01	→
美元/新加坡元	1.26	→	1.25	→
美元/印尼盾	63.0	↗	62.0	↗
美元/印度卢比	11750	↗	11645	↗
美元/巴西里亚尔	2.32	↗	2.35	↗
美元/土耳其里拉	2.06	↗	2.05	↗

图例

↑明显上升偏向；↗适度上升偏向；→无明显偏向；↘适度下降偏向；↓明显下降偏向

资料来源：彭博终端、渣打银行



2014 年主要事件

月份	国家/地区	事件
12月13日-1月14日	美国	总统贸易快速审批权再授权
1-3月	埃及	大选
1月	日本	国会会期开始
1月	美国	公开市场委员会会议
3月	土耳其	地方选举
3月	法国	市政选举
3月	美国	公开市场委员会会议
4-5月	日本	劳资双方年度工资谈判
4-7月	南非	国会选举及省级选举
4月	日本	增值税从 5%提高至 8%
4月	印尼	国会选举
4月	美国	公开市场委员会会议
5月	印度	国会选举
5月	伊朗	中期核协议届满
5-8月	美国	重要的共和党初选
5月	葡萄牙	国际货币基金组织 / 欧元区计划期满
5月	欧盟	欧盟议会选举
6月	油国组织	油国组织会议
6月(17-18日)	美国	公开市场委员会会议
7月	印尼	总统选举
7月(29-30日)	美国	公开市场委员会会议
8月	土耳其	总统选举
9月(16-17日)	美国	公开市场委员会会议
9月	苏格兰	独立公投
10月	欧盟	资产质量审查 (AQR) 截止日期
10月	巴西	大选
10月(28-29日)	美国	公开市场委员会会议
11月	美国	中期选举
12月(16-17日)	美国	公开市场委员会会议

资料来源：银行信贷分析师、彭博终端、渣打银行



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 年英皇制造》（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它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、投资银行或其它服务。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它方式提供其它任何人。

附注-图 52（第 29 页）所列的多元收入资产配置样本仅按适度风险编制，不同风险对应的资产配置结果或有明显差异。图 52 及资产配置图表（第 33 页）仅作示例，供一般参考之用，并不构成投资意见、建议或推荐，并未考虑特定人士或群体的具体投资目标、需求或风险承受能力，并非为任何特定人士或群体所编制。

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。其它不属于第三方拥有的数据及相关数据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，不得复制或传播。版权所有©渣打银行 2013。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制