

仍处于复苏状态

- 尽管年初表现令人失望，但全球经济及股票仍处于复苏状态。
- 美国及中国的经济数据转弱，前者是受恶劣天气影响，后者是货币政策紧缩所致。2013 年底强势毕呈（四季度升 8%）的发达市场股票表现暂歇。新兴市场股票下跌，因市场恐惧土耳其局势恶化会产生传染效应，亦忧虑中国经济会硬着陆。
- 尽管如此，仍有充分理由看好发达市场股票。其经济增长可望加快，货币政策保持宽松，估值亦不算过高。
- 我们为 2014 年订下的三个重点投资主题不变：
 - 全球股票在 2014 年预计有良好表现。我们把 2014 年的标签定为盈利表现“付诸实现之时”。美国及欧洲上市公司四季报纷纷展现正面惊喜。
 - 12 个月来看，以创收为重的配置仍可带来正回报。
 - G3 美元投资级债券预计会产生负回报，尽管年初以来其表现强劲。
- 本月的三大变动（本着“渣”实进取，灵活应变*的精神，顺势而为）：
 - 境内人民币债券出现战术性机会。境内人民币债券收益率显著高于离岸人民币债券。以保持偏短的期限为佳。
 - 我们将新兴市场投资级债券的配置上调至标配，因其利差趋于稳定。
 - 我们将台湾股票的评级上调至超配（先前为标配），印尼调为标配（先前为低配），马来西亚则下调至低配（先前为超配）。

目录

仍处于复苏状态	1
市场表现概要（年初至今及过去一个月）*	2
投资策略：维持不变	3
经济及政策展望	4
固定收益 - 低配	7
股票 - 超配	8
商品 - 标配	10
另类策略 - 超配	11
外汇市场	12
总结	14
免责声明	15

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	资产配置及投资组合构建主管
Audrey Goh, CFA	投资策略师
Victor Teo, CFA	投资策略师
Tariq Ali, CFA	投资策略师

牛市持续

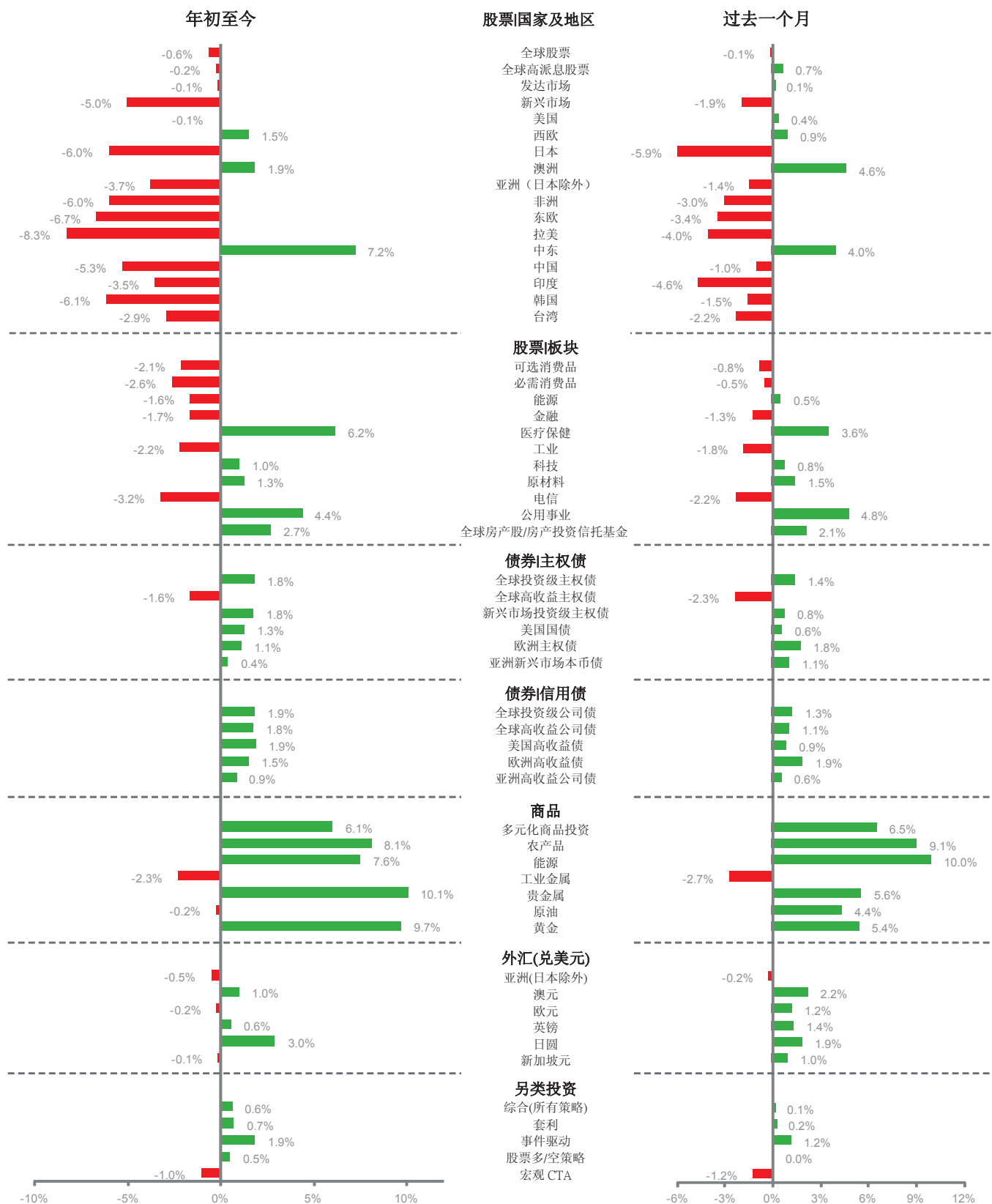
标普 500 指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

* 见《2014 年全球市场展望：“渣”实进取，灵活应对》

市场表现概要 (年初至今及过去一个月)*



* 除另有指明外, 所有表现均以美元计。

*年初至今表现数据由 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 2 月 20 日, 1 月期表现由 2014 年 1 月 20 日至 2 月 20 日

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

投资策略：维持不变

- 股票风险溢价仍然颇高，意味着全球股市的表现会持续领先于全球债券
- 股票方面，鉴于相对增长前景以及货币政策分歧，我们仍旧青睐发达市场
- 债券当中，我们看好发达市场高收益债多于投资级债。然而，相对高收益债，我们强烈偏重发达市场股票

股票风险溢价仍然颇高。 股票市场一反去年 12 月的强劲走势，2014 年初表现欠佳。然而，股票盈利收益率（每股净收益占股价的百分比）与美国 10 年期国债收益率之间的差距仍然高于正常水平。因此，股票相对于债券而言仍属便宜。在美国经济带动下，全球增长可望加快，我们相信这将有助发达市场股票表现领先。发达市场正处于财报期，企业盈利普遍超预期，更印证了这个前景预测。

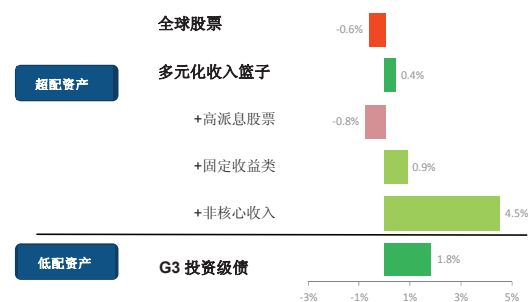
相对发达市场高收益债，我们更看好发达市场股票。 在债券当中，我们仍看好发达市场高收益债，预计其今后 12 个月内可产生低至中的单位数回报，而投资级债券整体上则会有负回报。然而，我们必须承认高收益债总体上比股票昂贵。因此，相对于高收益债，我们强烈偏好发达市场股票。

发达市场股票料将持续领先于新兴市场股票。 新兴市场的增长预测仍在下调，令盈利预测面临下行风险。此外，虽然新兴市场股票明显地比发达市场股票便宜，但并非到了绝对的程度。我们仍旧预计未来 6-12 个月新兴市场股票表现会落后。只有在相对增长格局及盈利前景变化的情况下，我们才会改变观点。眼下这不太可能。

境内人民币债值得留意。 鉴于信用风险上升，我们已建议了结离岸人民币债券。然而，我们留意到近几个月来境内人民币债券收益率显著上升。我们相信价值正由此产生，并预期该类资产 12 个月内会有正回报，尤其是以美元计。基于信用风险可能有传染效应，我们倾向以持有短期债券为主。

12 个月来看，我们继续青睐发达市场股票。新兴市场股票的表现料仍将落后，对土耳其及中国的忧虑短期内将持续。

“渣”实进取，灵活应变”主题收复先前失地 “渣”实进取，灵活应变”年初至今的表现*



* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 2 月 20 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

* 收入篮子如《2014 全球经济展望：“渣”实进取，灵活应对》图 53 所示。

发达市场高收益债比发达市场股票昂贵

发达市场股票盈利收益率减去发达市场高收益债的收益率



资料来源：MSCI、巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

境内人民币债券比离岸人民币债券更具吸引力

中国境内人民币债券与离岸人民币债券



资料来源：汇丰、巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	12 年 2 月
固定收益	低配	11 年 1 月
股票	超配	12 年 8 月
商品	标配	13 年 11 月
另类投资	超配	13 年 6 月

资料来源：渣打银行

说明

*开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期

资产类别	相对前景	开始日期
现金	低配	12 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	标配	13 年 11 月
另类投资	超配	13 年 6 月

经济及政策展望

数据仍反映全球经济在美国带动下回升

- **美国**经济数据近几周稍为转弱，但我们预期只属短暂现象。债务上限谈判达成协议减轻了财政拖累，加上资本开支上升，预计可推动2014年经济加快增长。
- **欧洲及日本**方面，数据显示经济可持续复苏，商业信心保持稳固。然而，我们正密切注视欧洲银行的贷款条件。
- 至于**亚洲**，我们仍然相信中国政府不希望经济反弹力度过强。这从短期利率屡屡飙升就可见一斑。

美国：数据令人失望，但复苏之势未变

劳动市场数据转弱，但可能只是季节性及相关因素所致。经济数据大都显示复苏之势持续。

- **寒冷天气打击经济**。受严寒影响，最近两次就业报告以及最新的制造业供应管理协会(ISM)调查结果都令人失望。然而，服务业调查结果保持强稳，一项小型企业调查亦显示招聘意向保持高企。因此，我们仍旧预计2014年美国的经济会随着劳动市场转强而加快增长。

两大政策障碍安然跨过

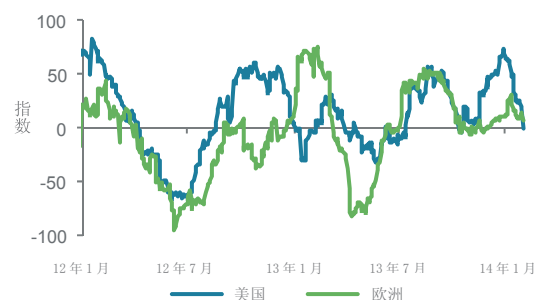
- **美联储逐步缩减量化宽松惹人忧虑，但实行起来波澜不惊**。市场已作好准备，面对减买资产这个无可避免的事实。美联储主席耶伦对国会的证辞凸显出她倾向采取与前任相近的政策架构。我们相信这意味着只要经济活动没有严重而持续地放缓，美联储就会在每次开会时都继续逐步缩减量宽。
- **美国的第二道障碍是延长债务上限，结果亦顺利跨过**，因为共和党人显然认为再搞边缘政策只会令他们在11月份的中期选举失分更多。

注意焦点会转移到短期利率将何时上调

- **注意焦点会转移到短期利率将何时上调**。虽然耶伦目前刻意淡化这种预测，但工资上涨的前景不容忽视。我们相信，结构性因素——如婴儿潮一代退休——是劳动力市场参与率下降的主因。由此可见，劳动市场的供应过剩情况并不如某些人所想般严重。因此，**工资上涨的风险在增加**。佐证之一是有一项调查显示，小型企业招聘人手填补空缺日益困难，所以正打算加薪。这样可能会在2014年的稍后时间令通胀压力加剧。有鉴于此，我们认为美联储于2015年6月前第一次加息的可能为50%。

经济意外指数暂回落

经济意外指数—美国及欧洲



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

严寒天气打击制造业信心。服务业保持强稳

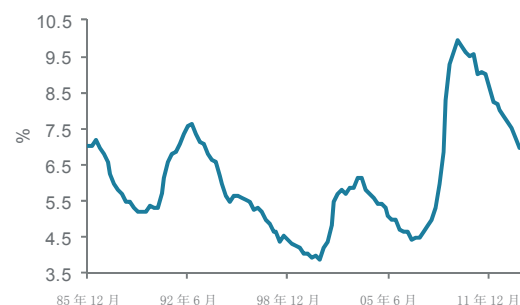
美国 ISM 制造业及非制造业指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

过剩产能正迅速下降

美国失业率



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲：忧虑上升，但复苏之势未变

- **商业信心保持强稳。**商业及消费者信心仍然反映经济温和复苏。然而，由于美国经济复苏对欧洲经济前景有一定重要性，今后数月欧洲的复苏力度很可能会稍微减弱。
- **关键在于银行信贷。**在我们发表的《2014 年全球经济展望》中，我们强调虽然银行贷款仍在收缩，但多项调查仍显示贷款需求及供应都在上升。从最新的银行信贷数据判断，最差的时刻可能已经过去了。我们预期具关键影响的银行压力测试及资产质量审核应可顺利通过，不过显然仍不能不对此加以注视。
- **通胀可能快将见底。**美国与欧洲的通胀息息相关，因此我们相信通缩忧虑会在今后 3-6 个月减退。与此同时，欧洲央行将面临日益沉重的压力，迫使其进一步放宽政策。3 月份政策利率的决议声明及其月报都会受到密切注视，看是否有放宽政策的迹象。
- **中国风险言过其实。**有一种担忧始终挥之不去，即新兴市场的弱势可能会透过贸易及金传染至欧洲经济。我们认为，只有在中国出现政策失误而令其增长遭受重创的情况下，欧洲的经济复苏才会受影响。但这个风险很低。
- **新兴市场的主要风险在于土耳其。**虽然乌克兰局势成为媒体报道焦点，但我们认为该国经济总量尚不足以殃及较大范围。而土耳其才是引发对欧洲和新兴市场传染效应的最大风险所在。外汇储备流失、高度依赖外债、经常帐赤字庞大、大选在即等种种因素都叫人感到忧虑，尤其考虑到 3 月底地方选举在即。希腊经济及银行业都与土耳其息息相关，鉴于 5 月份希腊面临 110 亿欧元的到期债务，欧元区或将难得安宁。

亚洲：日本经济复苏，亚洲（日本除外）的正面惊喜逐渐消退

日本：

- **主动出击。**4 月 1 日提高消费税在即，市场正摒息以待，日本中央银行最近再度强调愿意尽其所能，以扩大银行信贷规模来确保经济复苏得以持续。政府亦呼吁企业加薪，以确保经济能稳定复苏。我们的核心预测情境是经济可避免长期衰退，不过这个预测可能更多是是基于希望，而非经验。

中国：

- **新常态。**我们预期政府会把 2014 年经济增长维持在 7%以上，但却不大可能容许加快到接近 8%。虽然 1 月份银行信贷激增，但这主要是银行为了推高利润而在年初集中放贷。预计政府会保持对新增信贷的严格控制。

近期的政策声明便印证了这个预测，人民银行暗示借贷成本会上升。与此同时，国家主席习近平表示政府将减少对地方经济增长数据的关注度。话虽然此，政府仍会密切关注就业状况，以确定是否有必要采取刺激措施。

工资上升压力开始增加

美国（难填职位空缺）与平均时薪



资料来源：彭博终端、渣打银行

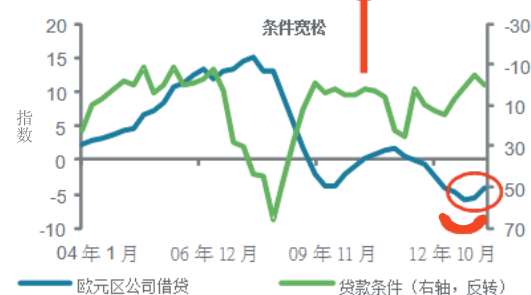
欧元区制造业及服务 PMI



资料来源：彭博终端、渣打银行

银行贷款意愿增加

欧元区公司借贷与贷款条件



资料来源：彭博终端、渣打银行

“安倍经济学”见效，但消费税提高在即，最大考验近在眼前

日本短观商业环境与消费物价指数，同比变化%



资料来源：彭博终端、渣打银行

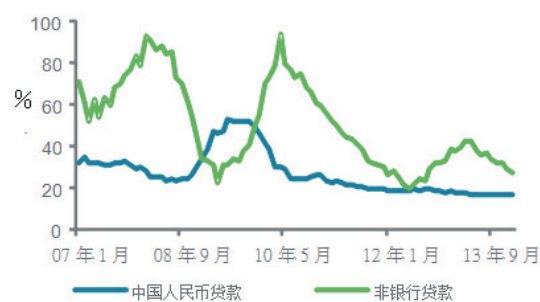
亚洲其余地区：

- **逐渐复苏之势未变。**大部分国家的经济活动都在温和回升。随着美国经济转弱，区内经济短期内可能会略微放软（台湾及韩国 1 月份的出口数据已转软），但我们预计这种情况不会持久。中国经济未见强力反弹，或将限制亚洲其余地区的复苏。

总体而言，过去一月的经济数据不如人意，尤以美国及中国为甚。然而，我们仍然预期美国会是 2014 年经济加快增长的主要动力来源。这样应会令通胀下降趋势在今后几月扭转。

中国仍在控制信贷增长

中国人民银行贷款与非银行贷款，同比变化%



资料来源：彭博终端、渣打银行

固定收益 - 低配

- 我们维持对 G3 政府债券的低配评级。美国国债收益率近期下降，可能只是短暂现象。
- 鉴于利差趋于稳定，我们把投资级新兴市场主权债券的评级调升至标配（先前为低配）。
- 维持发达市场高收益债的超配评级。该类资产仍然昂贵，但宏观催化因素仍有利。

G3 与新兴市场主权债：

- 我们认为 10 年期美国国债收益率的基本面仍颇为利好。若收益率逐渐回升到 3.0-3.1% 的近期高位，我们不会感到意外。然而，近期经验以及技术性因素显示，可能必须有强力催化因素才能令收益率保持在该水平之上。目前须保持偏短期限的债券组合。
- 调升新兴市场投资级主权债的评级至标配（先前为低配）。1 月底的下跌中，利差扩大了约 47 个基点，但其后便趋于稳定。因此，我们相信现在的风险/回报比已变得较为积极。

公司债（美元）：

- 我们相信，尽管发达市场高收益债估值不低，但宏观背景仍有支持作用。众所周知，发达市场高收益债并不便宜。尽管如此，我们相信宏观催化因素（低利率、宽松的贷款条件、低违约率）仍然利好发达市场高收益债。1 月底利差扩大，可能造就了一个亟需的喘息空间。
- 浮息贷款的风险/回报组合与高收益债相近。浮息贷款面临高收益债信用风险。然而，贷款的绝对收益率低于高收益债券，原因是其优先级较高（即发生违约时可先于债券持有人受偿），而且收益率是浮动的。因此，可能要在收益率大幅上升的情况下，贷款的表现才会领先于高收益债。
- 在整体投资组合中配置高收益债与贷款仍很重要。我们并不回避浮息贷款。但我们认为若要配置浮息贷款，则其必须作为高收益债券的一部分（而不是另外配置），因为说到底，两者都面临高收益债信用风险。

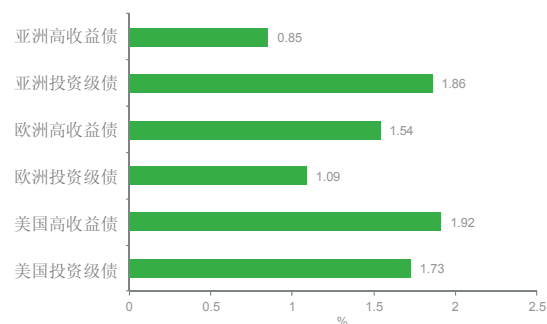
本币债：

- 中国境内信用债市场存在战术性投资机会。短期限政府债收益率合理，信用利差宽，且人民币可望保持稳定。因此，我们认为现在是投资于短期限优质境内信用债的适当时机。
- 新兴市场本币债风险仍然颇高，但持续的弱势意味着更多的风险现已反映在价格之上。目前收益率接近 7%，目前的汇率必须大幅波动且导致很大的汇兑亏损，总回报才会转为负数。短期内可能会出现更大波动，但我们认为这个资产类别值得留意。

小结

维持超配发达市场高收益债。中国本地债券市场存在战术性投资机会。仍旧低配三大工业国主权债，并维持较短的期限组合。

固定收益年初至今的表现*（美元）

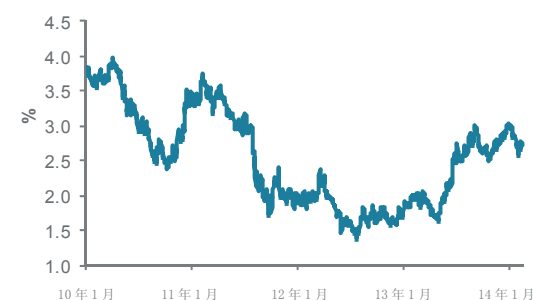


* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 2 月 20 日期间

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、摩根大通亚洲信贷指数

10 年期国债收益率可能重见 3.0-3.1%

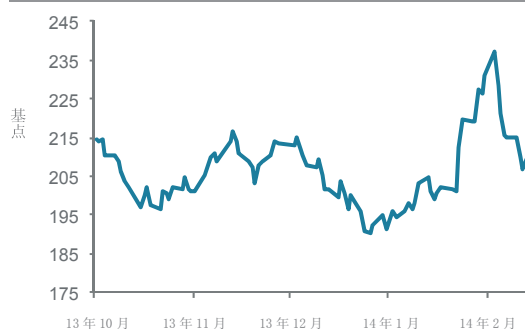
美国 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场投资级债券利差目前可能已趋于稳定

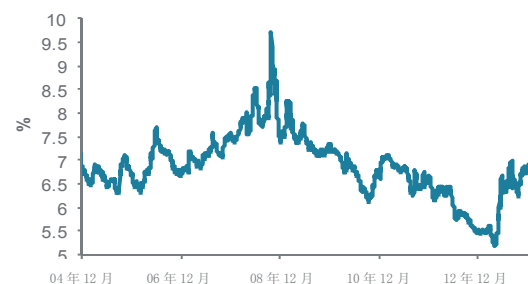
新兴市场投资级债券广泛分散指数利差



资料来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场本币债利差将见顶？

摩根大通全球新兴市场广泛多元化债券指数，到期收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票 - 超配

- 我们就发达市场股票所定的“逢低吸纳”策略很快便受到考验。发达市场股票下跌约 6% 后旋即回升。2013 年曾发生类似状况。
- 发达市场股票相对于债券及现金仍然具有吸引力。然而，回报可能日益取决于盈利增长及股息率，而非估值上升。可幸的是，近期公布的美国/欧洲盈利业绩普遍带来惊喜。
- 新兴市场股票仍然易受打击，因中国影子银行体系所引发的忧虑持续困扰金融市场，而美国货币政策的宽松程度降低之际，土耳其又面临结构性疲弱的挑战。
- 我们继续偏重“防御类周期股”（科技、能源及工业）多于“昂贵的防御类”板块（必需消费品、公用事业及电信）。

股市升势可持续吗？

我们相信全球股票仍有进一步上升空间，并预计今后 12 个月可在“周期中部”取得高个位数，抑或低双位数的回报。这个回报仍然显著高于我们预计大部分其他资产类别可取得的回报。

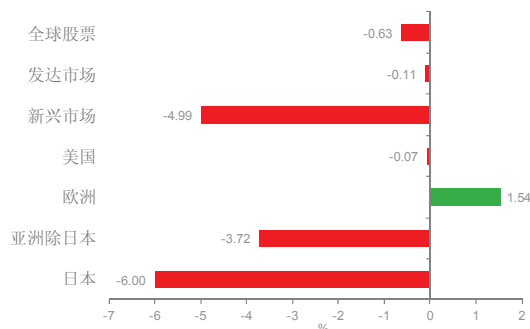
- 估值合理而且未算昂贵。发达市场股票相对于债券而言仍显得便宜，不论是投资级债还是高收益债。
- 经济增长、低通胀以及中央银行注资都有助支持股票回报。
- 盈利预期已向下修订，预计会开始趋向平稳。近期的发达市场盈利业绩普遍带来惊喜。
- 虽然基金经理超配股票仓位，但现金头寸仍然较充裕，所以有能力逢低吸纳。
- 股份回购可能会继续支持股价。
- 我们在金融危机期间见到的不少过度现象，如消费者及银行业槓杆度过高等，现在大致上已纠正过来，美国尤其明显；不过欧元区在这方面仍然任重道远。
- 美国上市公司盈利的主要风险在于工资上升导致利润率下降。今年这不大可能是个大问题。欧洲方面，注意焦点在于银行信贷数据。

偏重发达市场（美国及欧洲）多于新兴市场：

踏进新一年，市场主要有两个忧虑：a) 美国减买资产对于负有经常帐赤字的影响；b) 中国信托市场乃至其经济的风险。我们预期此等忧虑在今后几个月会持续形成阻力。我们的偏好还基于其他多项因素：

- 发达市场的增长前景相对于新兴市场而言正在改善。
- 美元转强预计会对新兴市场回报构成不利影响。
- 某些新兴市场正处于加息环境下，不利于取得高的股票投资回报。相形之下，发达市场的央行大都仍在提供可观的流动性。
- 新兴市场的估值尚不算诱人。当然，倘若新兴市场危机扩大（不过这并非我们的基本预期），估值或将显著下降。

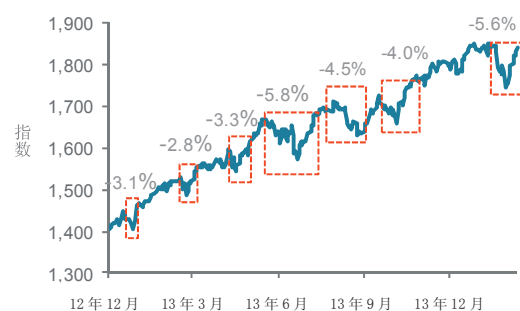
年初至今股市表现*（美元）



*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 2 月 20 日期间

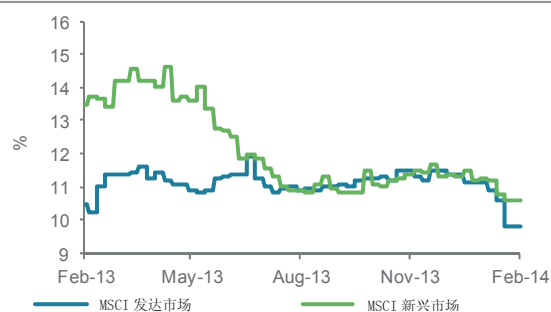
资料来源：彭博终端、渣打银行。指数为 MSCI 世界总回报、MSCI 新兴市场总回报、MSCI 美国总回报、MSCI 欧洲总回报美元、MSCI 亚洲（日本除外）总回报美元、MSCI 日本总回报美元

“逢低吸纳”在 2014 年 2 月再度奏效 标普 500 指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

盈利增长预期已向下修订，新兴市场幅度尤大 12 个月远期每股盈利增长



资料来源：IBES、Datastream、渣打银行

发达市场当中我们的首选仍然是美国及欧盟：

我们相信美国及欧盟仍然是各股市中上升空间最大者。在美、欧股市内，我们首选的板块是科技、能源及工业。我们亦看好部分金融股、非必需消费股及医疗保健股。

在欧盟区内，我们留意到边缘国家的银行股以及市场内某些薄弱环节（部分汽车股及电信股）因为经济增长可望改善而表现较佳。我们认为投资核心与边缘市场时不应泾渭分明，而是要在两者中同时寻找机会，话虽如此，我们仍青睐法国，并日益看好意大利及西班牙，因其投资气氛已明显改善。虽然我们认为这些市场有望进一步上涨，但风险也相应较高，所以我们主张投资者须审慎行事：

- 边缘市场的银行业历经欧洲央行压力测试后若需融资，则其股份将面临摊薄风险。
- 欧洲的“深度价值股”开始有所表现。不少板块虽然潜在上升空间颇大，但基本面仍然甚差，而且负债水平高。

由于市场憧憬日本央行可能会提供更多流动性，日股似有看头，但4月份提高消费税的因素却加剧了市场的风险。日本央行最近采取行动促进贷款增长，对日股应有短线支持作用。

维持低配亚洲（日本除外）股票：

我们预计 MSCI 亚洲（日本除外）指数会持续落后于发达市场。由于2013年四季报令人甚感失望，公司盈利预测自去年12月起向下修订。此外，虽然发达市场经济增长有所改善，可能支撑亚洲股票，但这却可能被流动性趋紧以及国内增长放缓所抵销。

亚洲区内，台湾的评级上调至超配。近期经济数据向好，外部及内部指标均见改善。台股年初以来表现领先于亚洲（日本除外）市场，我们相信该趋势或将持续。

- 国内增长可能已见底，并有回稳迹象。
- 两岸关系进一步改善，可能会带来更大上升空间。
- 估值并不昂贵，市盈率约为14倍，而我们相信新台币的波动性可能会低于大部分其他新兴市场货币。

印尼上调至标配。我们了结了低配评级。自从我们采取该立场（2013年8月）以来，该市场已下跌了18%。

- 印尼股已不再昂贵，12个月远期市盈率约为13.6倍，与长期均值一致。
- 我们相信印尼的货币政策可能已接近加息周期的尾端。

马来西亚评级下调至低配，是基于对马来西亚林吉特可能进一步下跌的忧虑。虽然贸易收支自2013年5月以来有所改善，但投资组合资金流向成问题，而这往往是影响收支平衡一个较大的不确定因素。

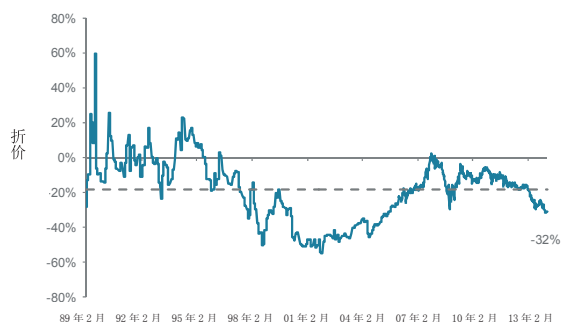
密切关注新加坡和印度，可能下调至低配。要观察的关键因素是选举（印度）及国内工资上涨压力（新加坡）。

小结

我们预期发达市场股票会继续表现领先。虽然当前环境甚受政策左右，而且持续存在风险，但去年四季度盈利增长却令人惊喜，这将支持估值。

新兴市场估值日渐具有吸引力，但海底寻宝言之尚早

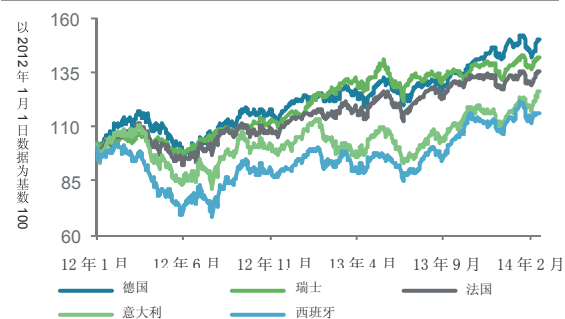
新兴市场估值对发达市场的折价（12个月远期市盈率）



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

西班牙和意大利开始迎头赶上

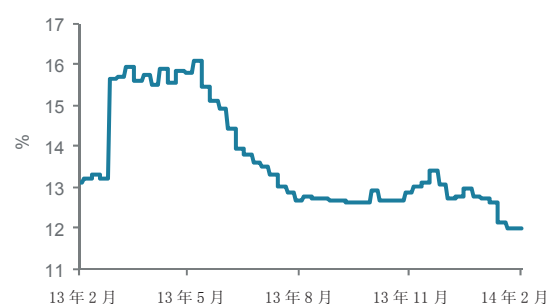
欧洲国家的表现（2012年起）



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

亚洲盈利预期持续下调

MSCI 亚洲（日本除外）12个月远期每股盈利增长



资料来源：彭博终端、渣打银行

台湾科技股应随 PMI 上升而有良好表现

全球 PMI 与 MSCI 台湾科技指数



资料来源：摩根大通、MSCI、彭博终端、渣打银行

商品 - 标配

- 我们维持对商品的标配观点。下行风险越发有限，仍然是重点主题之一，不过黄金例外。过去一年工业金属价格持续不振，意味着中国经济转弱的忧虑可能已在更大程度上反映在价格之上。最近需求回升也是可喜现象。油价小幅反弹，我们认为需求增加所致，但我们对于油价是否会因此而突破近期波动区间不抱厚望。
- 至于黄金，我们依旧看跌。近期金价反弹之势短线可进一步延续，但我们认为长期基本因素大致上维持不变。

维持低配黄金。我们认为金价近期反弹是由多项因素促成的：风险规避情绪（股市疲弱）、美元转弱以及技术性因素（200 天移动均线被突破）。最后一项因素尤其可以作为金价可在今后 1-2 个月内再略微延续反弹之势的理由。

然而，我们只是把当前反弹视为进一步减持黄金的另一机会。我们对金价前景仍就看跌，是因为我们认为长期基本面因素实际上并无改变：

- 经通胀调整的金价仍然甚高，与美国的低通胀水平及低通胀预期并不相符。
- 股票回报及债券收益率进一步上升，预计会持续推高持有黄金的机会成本。
- 我们仍预期美元将长期温和升值，这也将利空黄金。
- 回顾近期历史，地缘政治忧虑以及广泛的避险意识并未能支撑金价。

石油评级维持超配。我们仍然相信布伦特原油不大可能突破 2013 年年中形成的较广阔的 99-112 美元的波动区间。然而，我们相信近期需求回升可能有助将油价推高至接近该区间的上限。

工业金属评级维持标配。需求指标呈现可喜的回升。虽然我们不会对单个数据过份解读，但需求上升符合我们认为更多风险可能已反映在价格之上的观点。

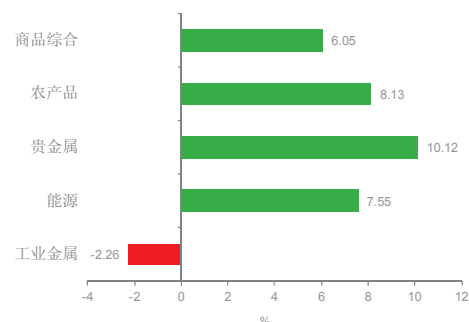
然而，存货水平仍然很高（铜例外，其库存已经开始减少），且缺乏理由支持金属需求的增长率马上反弹。

农产品评级维持标配。在美国，大部分农产品的种植意向低于预期（即种植面积不及预期），加之季节性强势，令大部分农产品价格出现了初步的上扬。但总需求仍不振，这或将限制农产品价格的涨幅。

小结

维持标配商品，因下行风险更为有限，但商品价格目前仍然不大可能强力上升。我们建议低配的主要对象依然是黄金，近期金价的反弹主要是技术性因素所致。工业金属需求回升的确可喜，但我们认为并不足以对价格产生显著影响。

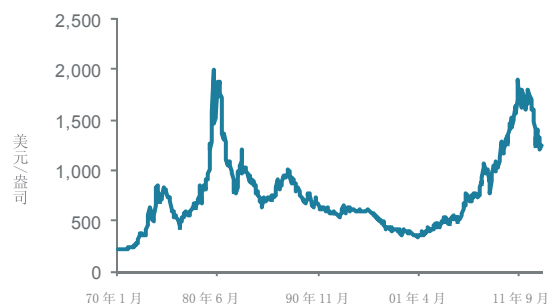
年初至今的商品表现*（美元计价）



* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 2 月 20 日期间

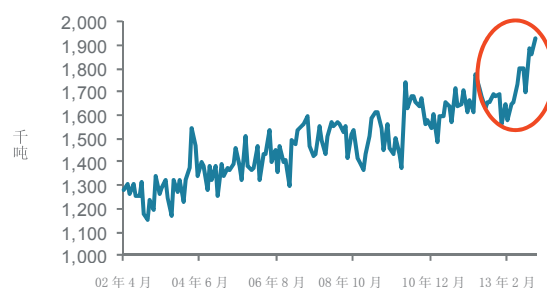
资料来源：DJUBS、彭博终端、渣打银行、DJUBS、DJUBS 农业、DJUBS 贵金属、DJUBS 能源、DJUBS 工业金属

黄金仍然昂贵，所以风险仍然倾向下行 经 CPI 通胀调整的金价（美元/盎司）



资料来源：彭博终端、渣打银行

铜需求增长近期拾级上升 铜需求（千吨）



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略—超配

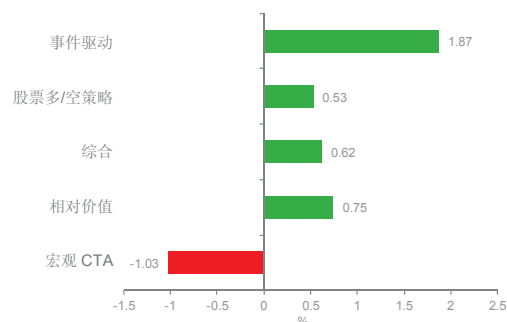
- 我们仍然建议超配另类策略，因为我们认为它能提供投资于我们首选资产类别的机会，同时其潜在的波动性较低。
- 分散的投资方式本身具有吸引力，但股票多/空策略却可作为投资于我们首选的资产类别—股票—的另类途径。

我们仍然认为对于不愿承受股票净多头所伴有的波动的投资者而言，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以从我们所预期的长期趋势中获益，但又不愿承受淨多头所无可避免地涉及的较高波幅的投资者。1月底/2月初的最近一轮波动就是个极佳的例子，说明该策略在何种环境下会表现领先。与此同时，我们留意到股票回报的离散性有所扩大，为该策略造就更多表现良好的机会。

小结

维持超配另类策略。倾向于同时以多元化投资和股票多/空策略作为投资组合的分散工具，从而可将其波动性降至低于股票净多头的水平。

另类策略年初至今的表现* (美元)



* 2013年12月31日至2014年2月20日期间

资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行、HFRX 环球对冲、HFRX 股票对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/CTA

中期

指 6-12 个月的时限

短期

指少于 3 个月的时限

外汇市场

美元—中期看涨

我们相信美元近期的弱势是源于经济数据短暂回软以及避险交易（新兴市场波动所致）。然而，我们认为美国的增长势头并未改变，并预期今后几月的数据会好转，显示美国经济持续加快增长。同时，我们预期美联储会继续缩减购买资产规模，并且基本忽略零散的数据。由于 10 年期收益率可能会从现水平上升，而通胀预期又保持低落，我们预期当前环境会持续利好美元资产。

我们认为美元兑大部分主要货币汇率会较现行水平温和升值，并预期该趋势中期会持续。

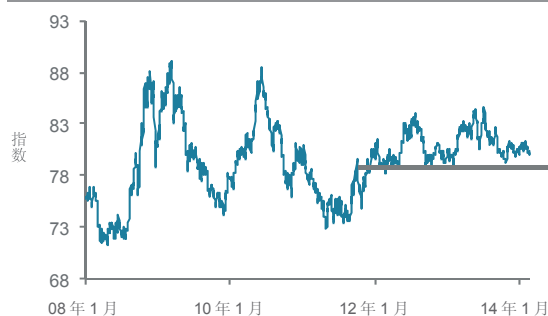
欧元—中期看跌

今年以来，欧盟经济数据强劲、实际利率上升、投资组合资金流向有利，在此背景下，欧元兑美元温和贬值。欧洲央行在最近的货币政策声明中称将进一步放宽政策之期延后，直至有更多经济数据发布为止。基于通胀预期持续下降，加上实际利率上升，我们预期欧洲央行会持续承受需在今后 1-3 个月进一步放宽政策的压力。

短线而言，由于预期政策会进一步放宽，我们预计欧元会小幅贬值。美元强势背景下，我们预计欧元的跌势会在 12 个月时期内温和地展开。

美元指数接近关键支持水位

美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

通胀预期与利率走势分歧

1 年期 EQNIA 掉期与 1 年期通胀掉期



资料来源：彭博终端、渣打银行

日圆—中期看跌

日圆年初至今的强势，可能主要源于日圆大量净空头回补，还有便是因担忧中国增长放缓以及土耳其风险扩散而引发的避险交易。虽然新兴市场仍不时出现多轮避险风潮，但我们相信日圆贬值的趋势仍在。鉴于近期 GDP 增长数据令人失望，而围绕着提高消费税又会有风险，我们认为日本央行很可能在 3 季度前加快购买资产。该观点从下面两点得到印证，即日本央行正采取行动支持银行放贷，并表示必要时会透过进一步扩大货币基础来达成通胀目标。

短线而言，若新兴市场仍面临高波动率，则日圆强势可能得以持续。12 个月内，受放宽货币政策的影响，我们预期日圆会进一步大幅贬值。

英镑—英镑兑美元前景保持中立，看涨英镑兑欧元及瑞士法郎后市

英国央行最近将其前瞻指引由单单针对失业率门槛转为反映经济持续回升的较广泛指标。虽然市场对英国央行将增长预测向上修订解读为利好英镑，但我们相信英国央行仍然是将焦点放在更大的目标之上，就是在危机过后恢复产出。此外，英国央行亦将英镑升值视为经济调整的一大阻力。因此，我们认为英镑兑美元进一步上升的空间有限。

我们继续偏重英镑多于欧元及瑞士法郎，因为英国与欧洲的货币政策走向可能会出现分歧。

澳元—我们对澳元中期看法转为中立（先前为看跌）

我们认为，领先经济指标持续改善，通胀逐步上升，加上去年初以来澳元已显著调整，令澳洲银行在立场上不如以往温和。澳洲央行在维持现利率不变的同时，预测往后利率会保持稳定。虽然我们预计矿业投资可能会减少，伴之以失业率的持续攀升，但近期诸如贸易条件改善、出口和消费开支增加，以及企业情绪乐观这些经济上的调整，却限制了总体经济活动的下行风险。

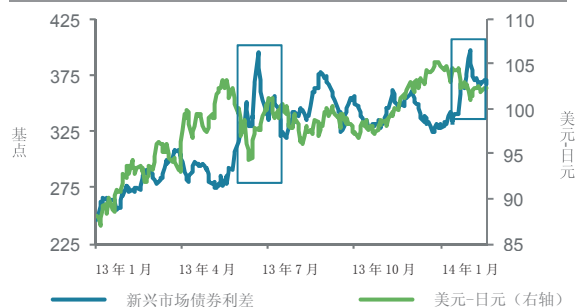
然而，我们亦预期澳元兑美元的升幅有限，主要是基于商品价格前景不温不火、中国经济增长放缓，以及澳洲央行对于本币升值抱有戒心。在此背景下，我们偏重澳元多于欧元及日圆，因为欧元区及日本仍有可能进一步放宽政策。

人民币—我们对人民币中期看法中立，略为向好

中国的对外收支盈馀、强劲的资金流入以及政策改革都可支持人民币在未来升值。外部增长环境仍具支持作用，2014 年美国及欧洲经济都可望加快增长。在此背景下，我们继续预期人民币在今年余下时间会逐步升值。任何回落，就像我们最近见到的有限的贬值，都可能是买入机会。

新兴市场的焦虑气氛导致美元兑日圆转弱

美元/日圆



资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

英镑接近危机后高位

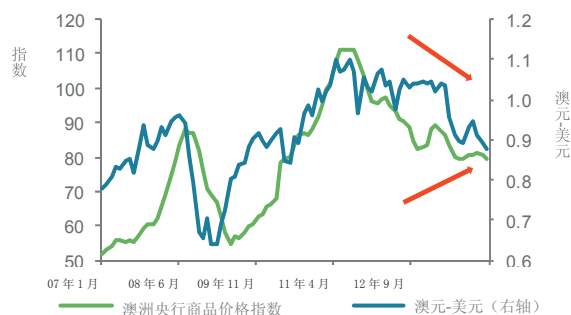
英镑/美元



资料来源：彭博终端、渣打银行

澳元汇率与商品价格的走势差距已收窄

澳元/美元与澳洲央行商品价格指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

新加坡元—我们对坡元中期看法仍为中立

新加坡元上月兑美元升值，是在新兴市场波动加剧的情况下发挥地区性避险作用所致。与此同时，近期的经济数据却大都令人失望：出口、采购经理人指数以及零售销售都低于市场预期。尽管如此，我们认为在美国及欧洲增长前景改善下，新加坡经济的下行风险有限。若美联储维持减少购买资产的步伐，则新加坡今后的通胀压力亦可能减低。短线而言，美元兑新加坡元的汇率可能会在新兴市场波动过后收复部分失地。然而，就中线而言，新加坡国内经济活动改善可能会大大限制美元兑新加坡元的上升空间。

中期仍看跌亚洲（日本除外）地区的其他货币

我们认为，亚洲（日本除外）地区的基本面相比起去年新兴市场货币遭到抛售期间已有所改善。印度及印尼的经常帐赤字改善，马来西亚的经济增长也有所回升。与此同时，我们相信美联储缩量宽松的因素已大致反映在汇价上，再出现大规模抛售的可能性甚低。因此，不排除短线反弹的可能，尤其对基本面改善的国家而言。不过，中国增长料将放缓、地方政治及选举、新兴市场转弱引发的传染效应、市场对美联储何时开始加息的疑虑，都可能会令6-12个月期内的焦虑气氛凝聚不散。

总而言之，由于波动风险仍然甚高，我们相信现时的风险/回报比并不利好新兴市场货币。我们倾向于按兵不动，以待进一步调整。此外，若美元走强，加上美国及欧洲经济前景改善，会抑制新兴市场的淨资金流。

小结

中期看涨美元，看跌日圆、欧元及亚洲（日本除外）货币。上调澳元评级至中性（先前为看跌）。

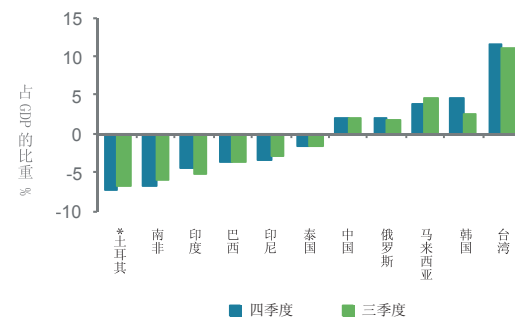
总结

风险资产年初处境艰难。发达市场方面，这主要是因为经济去年四季度表现非常强劲，需要喘歇，而美国经济数据则转弱。至于新兴市场，对中国经济硬着陆，以及若干新兴市场国家（尤其是土耳其）经济脆弱的忧虑，导致其表现持续落后。

预计发达市场股票会从现水平回升，原因是经济增长会再度加快，而发达市场央行则持续提供大量流动性，企业盈利亦回升。对于新兴市场股票的前景，我们则较为谨慎，因为新兴市场央行大多保持防御姿态，经济增长预测持续向下修订，而且对于传染效应的恐惧仍然很深。

新兴市场经常帐赤字庞大仍然堪忧

主要新兴市场的经常帐收支



资料来源：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）。

本文件没有也不会会在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。

版权声明：渣打银行2014。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2014。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。