

美国股市估值仍有望上调

虽然不少人已嫌美国股票昂贵，但我们相信美股的估值顶多只是合理而已。相对于投资级及高收益债券而言，美股显然较为便宜。此外，若考虑到通胀环境，美股相对于历史亦较为便宜。只要通胀维持在4%以下，根据历史经验，估值上调之势可望持续。因此，发达市场股票仍然是我们第一首选的资产类别。

- **美国经济忧虑减退，中国则增加。**一个月之前，全世界都对美国经济弱势存有忧虑。随着美国经济数据回升，忧虑已转移到中国方面。虽然我们相信中国经济可免于硬着陆，但这始终是全球经济所面临的重大风险。
- **货币政策前景不一。**日本经济受到提高消费税的冲击，所以政策可能进一步放宽。欧洲及中国看来都不会在短期内放宽政策。至于美国，我们相信会比市场当前所预期更早收紧政策，只是亦早不过明年上半年。
- **看好发达市场股票的理据仍然有力。**经济增长可望加快，货币政策保持宽松，而且估值亦未算过高。今后12个月估值可望上调。
- **新兴市场股票表现落后之势应会持续。**新兴市场的政局不确定性提高，中国经济数据疲弱，加上美联储可能收紧政策，都意味着新兴市场的落后表现在今后6-12个月可能会延续下去。
- **全球债券维持低配，当中偏重于发达市场高收益债，**不过即使是后者，回报大概亦不会太高。
- **人民币弱势可能只是短期现象。**虽然人民币短线可能会进一步下跌，但我们相信近期的政策转变并未影响人民币在较长时期的升值趋势。
- **欧元强势短线可能延续。**欧洲中央银行对于欧元强势看来并不介怀。因此，欧元兑美元可能会拾级上升至1.45甚至1.50，直至美国加息预期上升才会逆势。

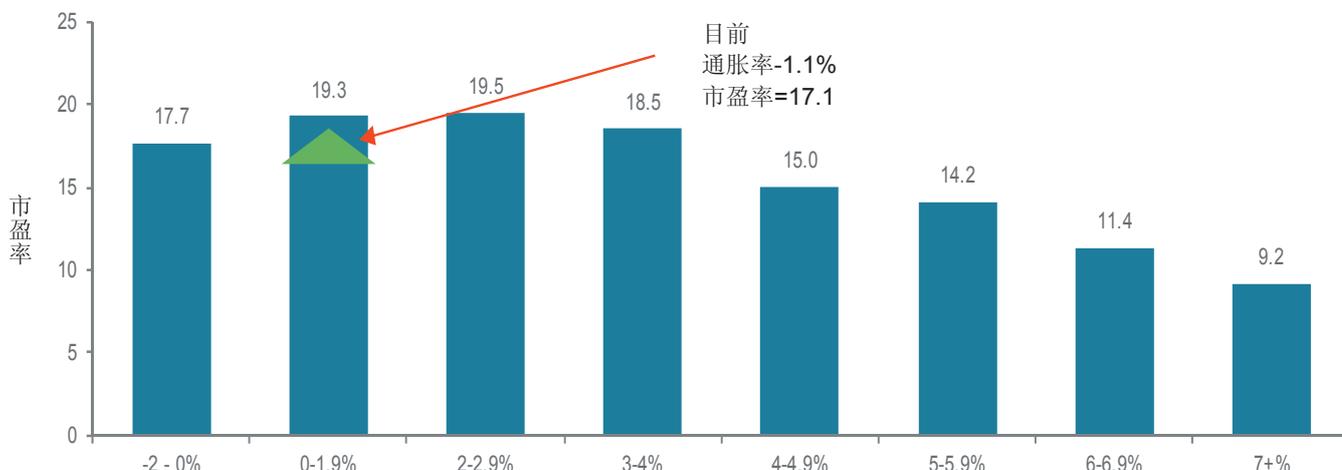
内容

美国股市估值仍有望上调	1
市场表现概要（年初至今及过去1个月）*	2
投资策略概述	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
免责声明	15

Steve Brice	首席策略师
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

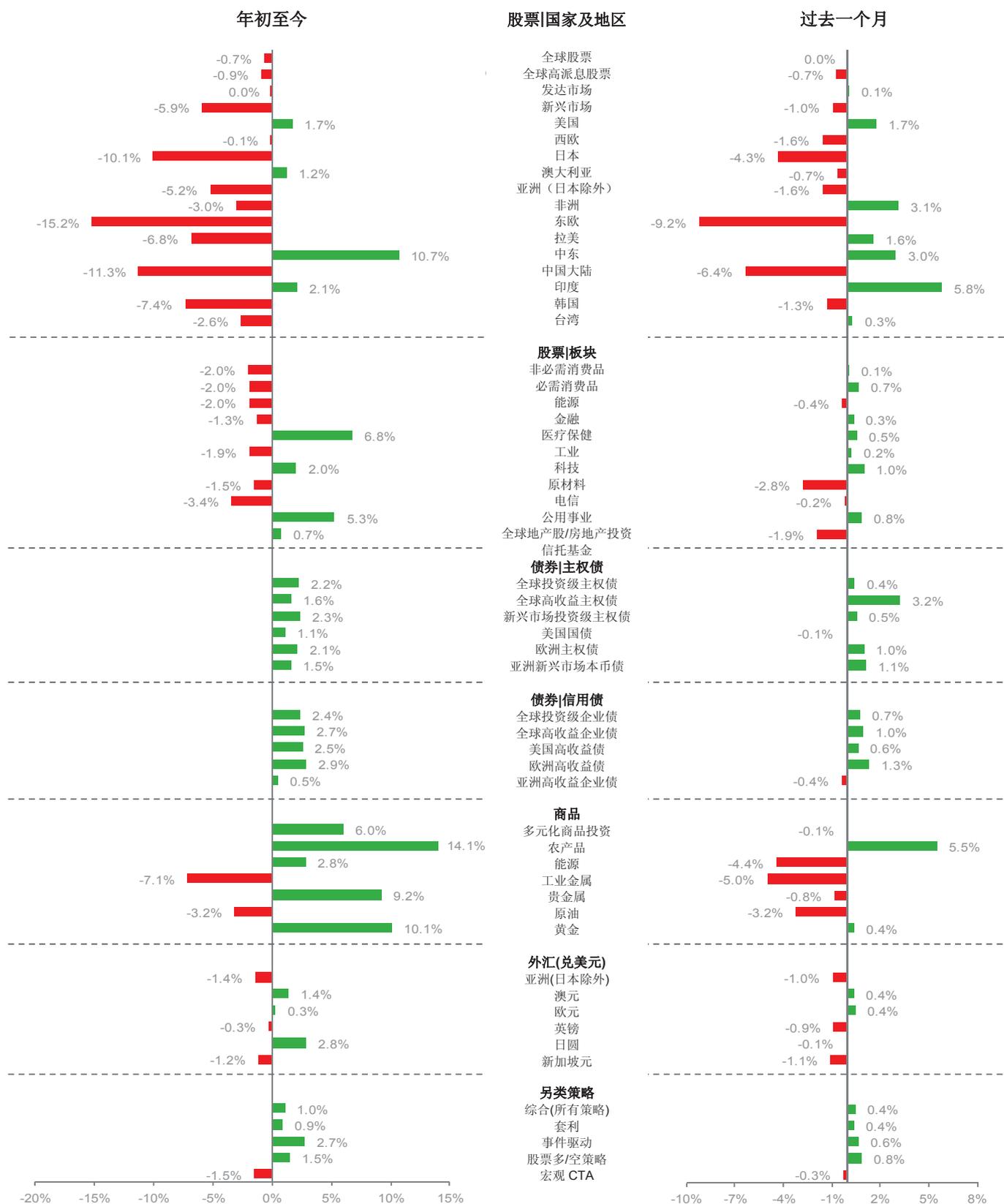
通胀低位运行，意味着美国股市的估值仍有上调余地

标普500指数在美国通胀率的不同区间的平均历史市盈率（1970年起的每月数据）



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要 (年初至今及过去 1 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 3 月 20 日, 1 月期表现由 2014 年 2 月 20 日至 3 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、渣打

投资策略概述

- **股票仍是首选的资产类别。**以目前及预期的通胀水平而论，股票相对于历史及其他资产类别仍较有投资价值。
- **改变发达与新兴市场股票的投资定位言之尚早。**我们继续强烈偏重于发达市场股票。新兴市场存某些弱点，如政局不确定、中国宏观经济前景欠佳，并会因美联储终将收紧政策而受到冲击。
- **人民币弱势可能是暂时性的。**人民币被抛售，大可趁机建立境内人民币债券仓位。

仍然偏重全球股票多于全球债券。大体而言，我们对于股票的短期一即12个月一前景仍然看升。一如既往，期中回落的可能性总是存在的。在现阶段，我们借以观察回落信号的指标尚未值得忧虑，但随着5-9月这段时期渐近，我们会对这种风险提高警觉。

我们仍然预期发达市场股票的估值会进一步上调。不少人认为美股已嫌昂贵。美股固然有零散部分是昂贵的（如抗跌类），但我们预期美股整体估值仍会上调，理由有二。首先，股票相对于债券仍算便宜—相对于投资级及高收益债皆然。其次，只要你考虑现时的通胀水平，就会发觉股票其实并不昂贵（见第一页图表）。而且的确，只要你预期通胀会维持在0-4%范围内（我们就是如此），理所当然就会预期市盈率会进一步上升。

发达市场与新兴市场股票。新兴市场的政局不确定性提高，中国经济数据疲弱，加上美联储可能收紧政策，都意味着新兴市场的落后表现在今后6-12个月可能会延续下去。在新兴市场当中，我们偏重于亚洲（日本除外）股票，但其比重相对于发达市场仍然偏低。拉美股市易受打击，原因在于经济背景仍然不振。俄罗斯股市则受到乌克兰的乱局波及，遭到沉重打击。虽然俄股显得十分便宜，但短线投资情绪仍会保持脆弱。

发达市场高收益债券仍是固定收益类别内的首选。然而，我们预期回报不会太高，所以继续偏重发达市场股票多于发达市场债券。

人民币弱势可能是短期现象。我们看好人民币本地货币债券的时间掌握难以理想。然而，虽然人民币短线可能会进一步下跌，但我们相信近期的政策转变并未影响人民币在较长期内的升值趋势。基于利率及信用风险，我们倾向以持有短期债券为主。

对于去年12月所勾画的2014年重点主题，我们仍然感到放心。然而，要灵活应对(A.G.I.L.E.)的日子可能正日渐迫近。

A. G. I. L. E. 主题 2014 年初未见奏效

AGILE 年初至今的表现*



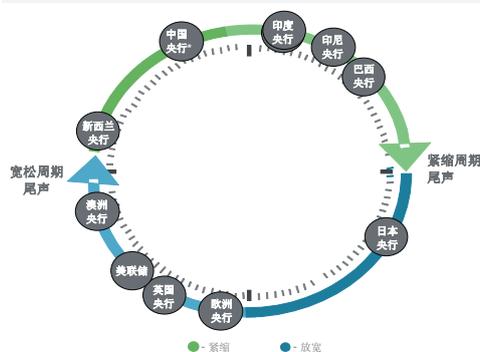
* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 3 月 20 日期间

资料来源: 彭博、渣打

* 收入篮子如《2014 年展望: 灵活应变 (A.G.I.L.E.) 的一年》图 53 所示。

发达市场的宽松政策周期更接近尾声

货币政策时钟

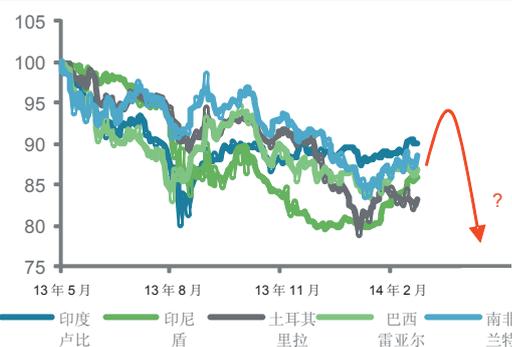


资料来源: 渣打银行

* 正经历去杠杆化及抑制信贷增长阶段

新兴市场货币会因美联储紧缩政策而受到打击

自对减少购买资产的恐慌泛起 (13 年 5 月) 以来新兴市场货币表现



资料来源: 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

说明
开始日期- 开始采取该战术性部署的日期
资料来源: 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	发达市场投资级	低配
	新兴市场投资级	标配
	发达市场高收益	超配
	新兴市场高收益	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会在美国带动下回升

- **美国**方面，先前因受恶劣天气影响而转弱的经济数据反弹。财政政策及企业投资带动数据回升，不过存货累积在短线值得忧虑。
- **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。欧洲银行贷款可能正开始回升。日本正步向关键时刻，因为 4 月 1 日便要提高消费税。
- 至于**新兴市场**，中国经济数据甚差，加深了硬着陆的忧虑。硬着陆固然并非核心预测情境，但关键在于政策应对。不少新兴市场国家正进入选举期。

美国：冬尽春来

最新的就业数据比预期为佳。大部分经济数据都显示经济会持续回升。

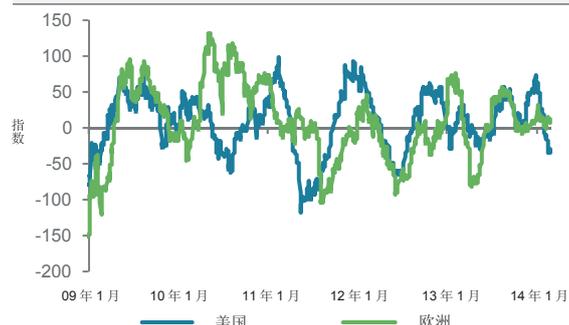
- **春回征兆。**对于忧虑近期数据转弱并非单纯因天气所致的人来说，见到最新的劳动市场数据应可舒一口气。2 月份净职位增长上升至 17.5 万个，而 12 月-1 月份的数据则向上修订。工资增长亦加快。
- 一如既往，数据难免有瑕疵。平均工作时数稍微下降。然而，这可能是天气仍未好转所致—不能上班报到的人数比往常的 2 月份多出一倍以上。因此，3 月份平均工作周数据应要密切注视。
- **财政政策及企业开支可能增强经济动力。**尽管美国总统奥巴马尚未发表财政预算演说，但已可断言 2013 年财政政策收紧的情况在 2014 年不会重现，这一点有利于美国增长前景。此外，美国公司似乎正在回应股东们要求增加投资的呼声。在此等因素下，加上经济背景有利消费，2014 年全年经济增长应可持续上升。
- **短线忧虑主要在于存货。**虽然经济势将摆脱与天气相关的短暂弱势，但仍有一个忧虑存在，就是近几个月存货量迅速增加。因此，虽然最终需求可能回升，但其提振经济的效果在今后 2-3 个月可能不会太明显。

注意焦点将会转移至短期利率何时上升

- **市场可能会在今年较后时试探美联储的取态。**正如我们在上月所述，由于劳动市场供应紧张程度超乎一般所想，2014 年工资通胀预计会加快。虽然最近的小型企业信心调查反映经营环境在某个程度上转差，但“难填职位空缺”及“薪酬计划”两个指数保持坚挺，与工资压力向上的情况相符。另一方面，商品价格前景仍然看淡，产生了某个程度的抵销作用。
- 因此，**我们预期美联储会在 2015 年上半年加息**，而市场可能会在 2014 年第 3 季末/第 4 季初开始集中注视这方面，因为到时美联储减买资产已渐近尾声。这个时间早于现时市场的一致预测，即 2015 年 9 月才会加息，但却与美联储最近一次议息后发布的最新指引相一致。

美国经济意外指数目前好坏不定

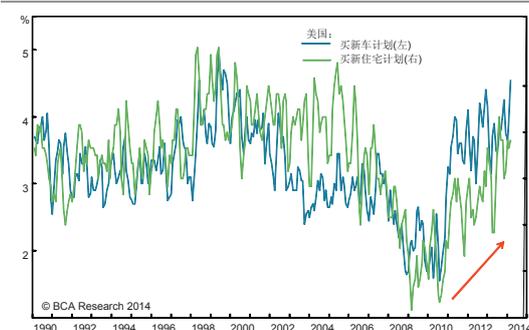
经济意外指数—美国及欧洲



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

计划买车及置业的美国家庭

美国消费者信心—买新车及买新住宅的计划 (%)



资料来源：加拿大研究、渣打银行

存取代天气成为短期内对于数据的主要风险

美国私人部门实际存货的每季变动



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲：静静地朝着正确方向走

- **欧洲仍然强韧。**虽然近期数据并不令人鼓舞，但却与经济逐渐复苏的趋势一致。
工业订单保持相对强稳，而美国经济可望回升，对其前景应有支持作用。
- **银行贷款呈回升迹象。**好几个月以来，我们一直认为经济强韧的关键在于银行贷款的前景。虽然为时尚早，但近期的迹象相当可喜，最新数据显示对企业贷款开始回升。
- **通胀见底在望。**我们预期今年下半年通胀会逐渐上升，但除非这个趋势变得较为明显，否则欧洲央行仍会承受进一步放宽政策的压力。不过央行对此亦可能只是作有限度的应对。

日本：消费税提高

- **关键时刻近在眼前。**消费税在4月1日便要提高，对经济有何影响至关重要。次季经济收缩的可能性甚高。市场会注视经济收缩后回升的速度会有多快。
- **货币及财政政策对于维系信心会起到关键作用。**我们预期日本中央银行到某个阶段会加紧推行量化宽松计划。此外，政府刚通过一份创纪录的财政预算，目的是缓和和提高消费税的冲击。

新兴市场：中国经济数据及新兴市场国家选举众所瞩目

中国：

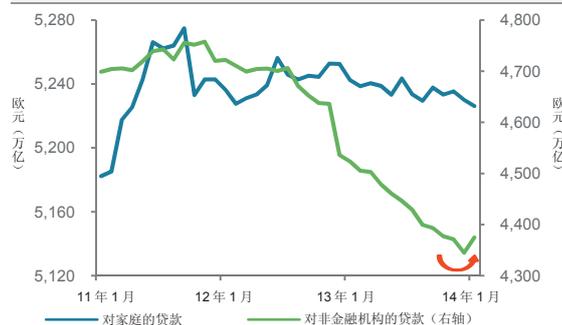
- **硬着陆忧虑加深。**近期数据甚差，增添了经济硬着陆的忧虑。虽然我们相信某些数据差是数据扭曲所致，但中国当局既要设法抑制信贷增长，又要维持经济及劳动市场稳定，在两者之间折衷平衡的确十分困难。
- **不少市场观察者要求政府放宽政策，**以支撑经济活动。然而，由于劳动市场指标参差（商业信心及就业指数不振，但劳动市场显得供应紧张，工资压力呈上升迹象），当局可能有所顾忌。因此，我们预计近期一致增长估计回升之势会停歇，甚至可能逆转。

新兴市场国家选举：聚焦于土耳其、印尼、印度

- **土耳其：埃尔多安面严重考验。**注意焦点在于地方选举，从中应可多少了解到执政的正义与发展党受贪污调查的影响有多严峻。在8月份总统选举前，市场希望形势会变得明晰一些。总理埃尔多安仍然希望以强势参选总统。由于该国易受外部因素打击，选举结果会有关键影响。
- **印度：梅加瓦蒂众所瞩目。**关键在于前总统梅加瓦蒂会否获得民主斗争党的总统候选人提名。同属该党的雅加达省长佐科威，如果可以参选的话应是首选人。梅加瓦蒂已表示会在4月9日地方选举过后作出决定。
- **印度：关键在于执政联盟的稳定性。**印度方面，仍有可能产生一个联合政府。这个倾向改革的执政联盟能否维持稳定，对前景至关重要。

银行对企业的贷款止跌回升？

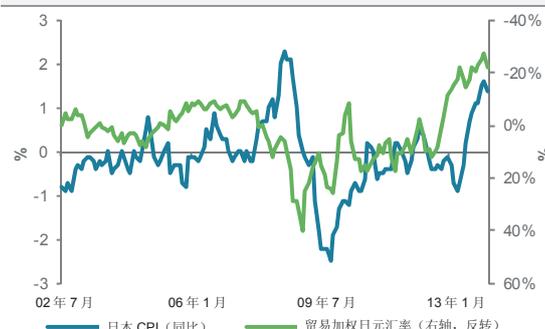
欧洲银行对家庭和企业的贷款（尚未偿还的金额）



资料来源：彭博终端、渣打银行

日元仍须进一步下跌才可达成通胀目标

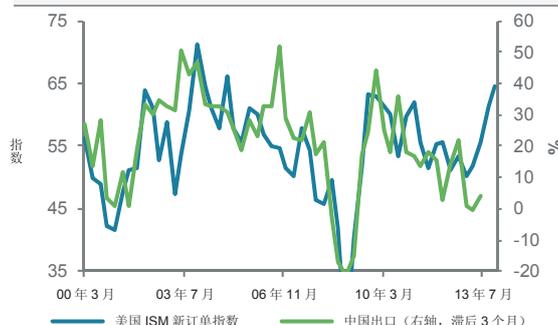
日本CPI(同比变化%)与贸易加权日元汇价(同比变化%)



资料来源：德意志银行、彭博终端、渣打银行

中国应从美国经济回升中获益

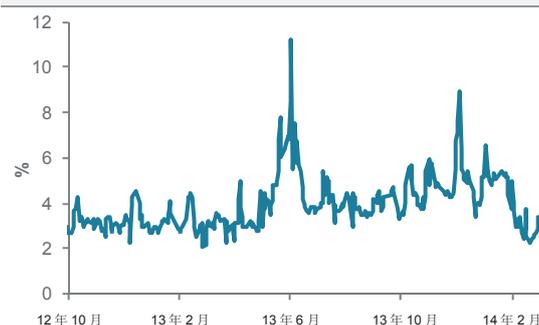
美国ISM新订单与中国出口(同比变化%) (季度)



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国政府可能会采取弹性政策方针

中国7天回购利率



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国经济数据过去一月有所改善，而欧洲数据与持续复苏之势保持一致。中国数据过去两月进一步转差；虽然我们相信硬着陆可免，但对于最近增长预测向上修订之势能否延续抱有怀疑，甚至恐怕会逆转。新兴市场其他国家的选举对前景会有关键影响。

新兴市场进入紧密的选举周期

新兴市场经济体选举日程表

日期	国家	选举类型
3月30日	土耳其	当地
4月	匈牙利	议会
4月	印尼	议会
4月	伊拉克	议会
4月/5月	印度	国家
5月	乌克兰	总统
5月7日	南非	议会
5月25日	哥伦比亚	总统
上半年末	埃及	议会
7月	印尼	总统
8月	土耳其	总统
10月	巴西	当地、总统、议会
11月	罗马尼亚	总统
11月29日	台湾	当地

资料来源：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。收益率仍然太低，不足以补偿收益率反弹所造成的损失。
- 发达市场高收益债维持超配。该资产类别仍然昂贵，但宏观催化因素保持利好。
- 我们偏重人民币（境内）债券多于整体的亚洲本地货币债券，并相信人民币近期的弱势造就了入市良机。

G3 与新兴市场主权债券：

- 美国国债收益率区间盘整，但仍处于大的向上趋势中。由于缺乏催化因素一例如不受异常严寒天气影响的经济数据一国债收益率大致上是区间波动。然而，我们会当心一旦美国数据改善、通胀升温或者市场对联邦基金利率终于上调的预期上升，就有可能推升收益率。
- 由于收益率太低，收益率上升所造成的资本亏损可以很快超过票息收益。以 G3 政府债券整体为例，收益率只要上升约 20 基点，由此产生的资金亏损就足以令 12 个月期内的利差收益化为乌有。

公司信用债（美元）：

- 有助准确评定发达市场高收益债的估值。全球高收益债的利差正处于2008年金融危机以来最紧窄的水平。然而，与历来最紧窄的水平相比，现时利差仍相距几近 200 基点。该资产类别并不便宜，但只要宏观环境（低利率、宽松的借贷条件、低违约率）利好，我们相信增持仍不失为合理。
- 然而，总体投资组合配置始终是关键所在。若利差进一步收窄，原因可能在于国债收益率上升，而非高收益债券价格下降，这样就可能会限制当前收益率所产生的总回报。目前的估值亦意味着只要有下行风险出现，就可能会引发不成比例的过度反应。要管控这种风险，我们认为最佳的做法仍是确保投资组合包含有适当配置的高收益债券。

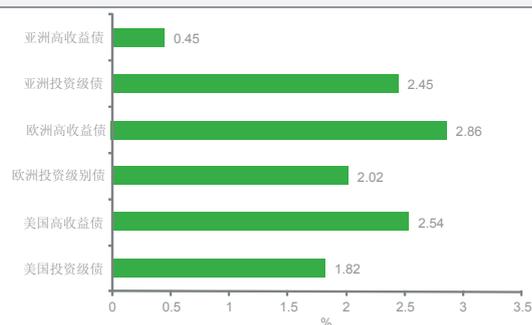
本币债券：

- 我们继续偏重中国境内信用债市场多于整体的亚洲本地货币债券。虽然人民币短线仍有进一步下跌的风险，但人民币上下波幅扩大后所引致的总汇兑亏损相对于当前票息收益仍然甚为轻微。至于亚洲本地货币债券，情况却截然不同，收益率下降之得可能很快会被汇率波动之失所盖过。
- 我们相信人民币近期的弱势造就了增持人民币境内公司债券的良机。当前的收益率比离岸人民币债券市场更具吸引，而且经过近期的违约事件后，信用利差一直保持宽阔。汇率波动的影响亦有限一以即期汇率为例，现时与交易波幅上限相差不到百分之一。

小结

发达市场高收益债维持超配。中国本地债券市场存在战术性投资机会。G3主权债券低配，并维持偏短的到期时间组合。

固定收益年初至今的表现*（美元）

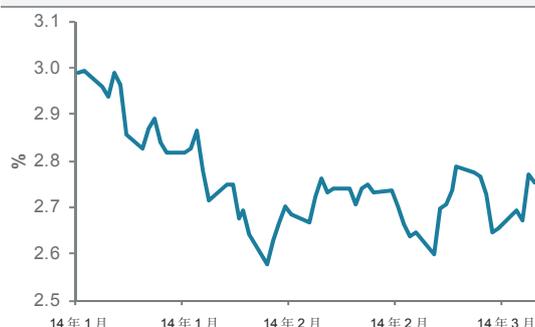


* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 3 月 20 日期间

资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打。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

当前的票息收益或不因收益率上升而导致的资金损失

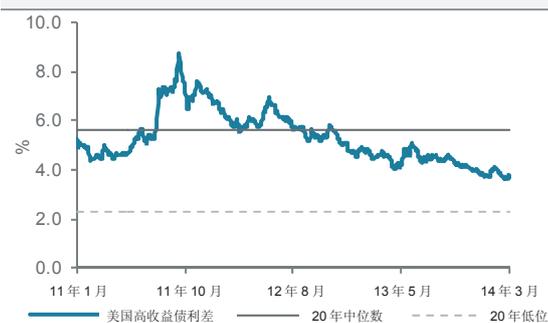
美国 10 年期国债收益率 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

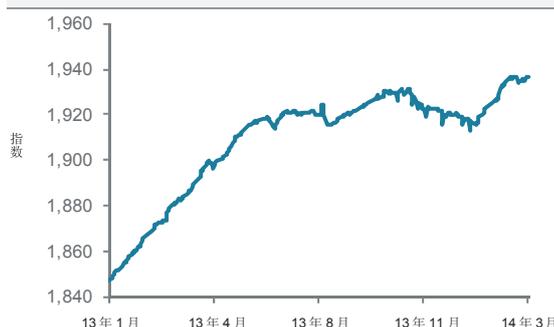
高收益债并不便宜，但在触及历史极端水平之前仍有若干上升空间

美国高收益息差



资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

中国本地公司债的收益局部抵消了过去一个月的汇兑亏损 中信标普公司债券指数（人民币）



资料来源：中信标普、彭博终端、渣打银行

股票 - 超配

- 我们偏重于股票这个资产类别。股票投资价值高于债券，发达市场尤其如此，因为当地通胀低，意味着估值仍有可能上调。
- 发达市场股票的表现持续领先于新兴市场股票，年初至今的表现差距现已达到 5.6% 左右。虽然我们预期新兴市场的落后之势仍会持续一段时间，但我们正等待适当时机扭转这个观点——可能要在该资产类别出现投降式抛售之后才会。目前还没到这个地步。
- 有关中国影子银行体系以及政策失误风险的忧虑继续对新兴市场构成阻力。我们预期今年内会有不少违约，但估计此等事件应会相对上“受控”，对整个体系的传染效应有限。
- 我们在全球股票的首选板块仍是科技。科技股估值相对吸引，科技业现金流充裕，而我们认为亦应从资本开支回升中得益。

继续偏重于发达市场——尤其是美国及欧盟

我们预期全球股票在今后 12 个月可带来高单位数甚至低双位数的“周期中”回报。当中，我们预期发达市场会继续表现领先。美国及日本的末季盈利业绩比预期为佳（欧洲则较为参差），而新兴市场却令人失望，就可以印证这个观点。

虽然大部分回报预计会来自盈利增长以及股息，但我们亦预期估值会温和上调。以美股为例，在低通胀环境下可能会逐步升向估值水平（见第 1 页图表）。

投资情绪显然正在改善，原因之一是合并收购（并购）之类的交易流量增加。交易流量已显著回升，但与 2000 年及 2006-7 年等市场高峰期的畅旺程度相比仍有一段距离。此外值得注意的是，虽然交易量高，但平均交易规模小于以往的周期，有利于小型股的表现。

科技业有颇多瞩目的交易公布，当中一些估值甚高。然而，这是特例多于常态，我们仍然认为科技股价值最高，上升潜力最大。

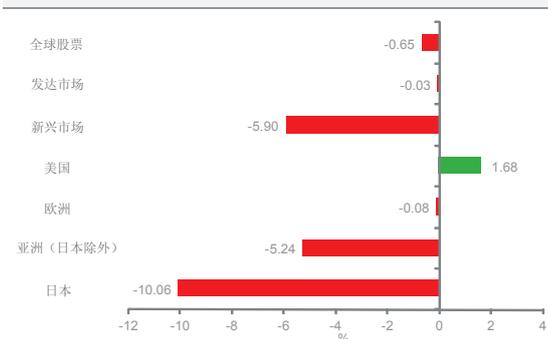
新兴市场落后之势可能要持续至出现投降式抛售——还未到此地步

正如我们上月所强调，新兴市场股票的估值还不算甚为吸引，所以有可能进一步下跌。新兴市场自 2011 起持续趋跌。

我们不会轻率地推断跌势会无限期持续，但亦质疑有何催化因素可促成转势。新兴市场一直面对多方面阻力：

- 美联储逐步减买资产，加上收紧政策之说可能日增，有可能令经常帐赤字沉重的国家在年内承受压力。
- 对于中国影子银行体系/政策失误的忧虑。
- 不少新兴市场国家正步向选举期，政局不确定性显著增加。
- 新兴市场表现往往与商品价格走势相关，尤以巴西及俄罗斯为甚。由于中国经济增长放缓，铁矿石及铜等商品预计会持续受压。此外，巴西及俄罗斯亦处于经济放缓状态。

年初至今股票表现* (美元)



*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 3 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

发达市场领先幅度颇大，但领先之势料会持续至新兴市场出现投降式抛售为止

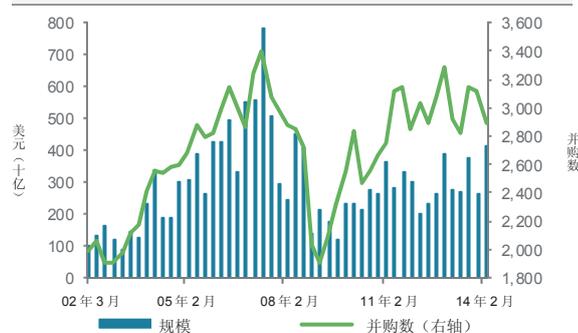
MSCI 全球与 MSCI 新兴市场



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

美国并购活动增加

美国合并收购数量 (季度)



资料来源：彭博终端、渣打银行

- 在乌克兰局势影响下，在新兴市场占5%比重的俄罗斯股票显著下跌。虽然俄股存在不少较长期价值，但我们相信吸纳为时尚早。投资情绪甚差，克里米亚引发的紧张气氛可能会缠绕一段时间。另外，俄国政府在不少较大型企业持有可观股权，可能有碍投资情绪显著改善。不过就较长线而言，俄股值得重视，因为以大部分估值标准衡量，俄股都属便宜之选。

在新兴市场当中，我们偏重于亚洲（日本除外）股票，但其比重相对于发达市场仍然偏低：

- 我们相信亚洲（日本除外）地区仍应维持低配的部署。除了估值便宜、表现显著落后之外，我们再难以找到在现阶段超配的理由。
- 虽然从超卖出技术性反弹的可能性不能排除，但若与发达市场相比，亚洲（日本除外）仍然乏善可陈：国内流动性较紧；经济增长令人失望；盈利走势疲弱。

在亚洲区内，我们维持台股及韩股的超配评级

- 发达市场企业投资回升，我们预计对两地侧重于科技股的指数都有支持作用。企业资本存货老化、坐拥大量现金、盈利水平提高等，都是利好因素。北美洲半导体订单出货比率上升进一步印证了我们的观点，我们认为应可推动两地的出口增长。
- 两地股市的银行股在当地指数所占比重都较低，而且近几年的信贷增长亦相对较低。因此，我们认为信贷周期转向不会引发太大的资产质量问题。

对中国股票保持选择性

- 虽然中股估值已接近 2008 年低位，但这是受到银行股扭曲所致，因为相对于由人为地压低的不良贷款水平，银行股估值甚为偏低。
- 在债券违约增加以及经济增长放缓下，不良贷款可能会回升。近期人民币及基本金属的弱势可能平添投资者的忧虑，不过我们所预测的基本情境并无系统性危机。
- 政府在进行结构性改革的同时要兼顾增长及稳定，折衷平衡实不容易。我们会保持选择性，集中于应从改革中得益的板块，如优质小型股、科技、清洁、能源以及医疗保健等。

亚洲（日本除外）金融股评级下调至低配

自我们把其评级下调至标配后（参阅 Asia Top30 - 21 January 2014），该板块的表现持续落后于 MSCI 亚洲（日本除外）指数。尽管估值甚低，我们不为所动，因为：

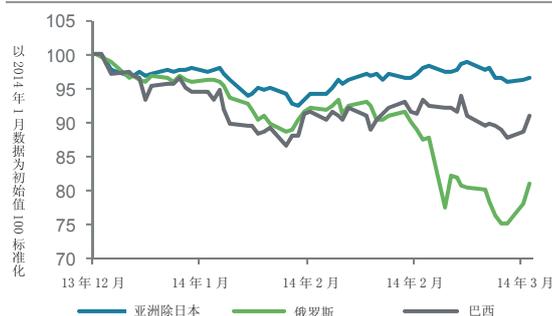
- 对于中国信贷风险及违约的忧虑上升，以及亚洲部分地方经过多年来的强劲信贷增长之后资产质量转差；
- 香港、新加坡及中国的住宅楼价缓和。宁选保险股及个别的房地产投资信托。长线而言，我们对中国银行股保持审慎。

小结

我们预期发达市场股票会继续表现领先。发达市场盈利增长上升，而且交易流量增加，应有利于投资情绪以及整体估值。此外，通胀前景大致温和，意味着估值有机会上调。

巴西及俄罗斯的表现都显著落后

MSCI 亚洲（除日本）、MSCI 俄罗斯、MSCI 巴西（总回报，美元）



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

科技资本支出显著回升

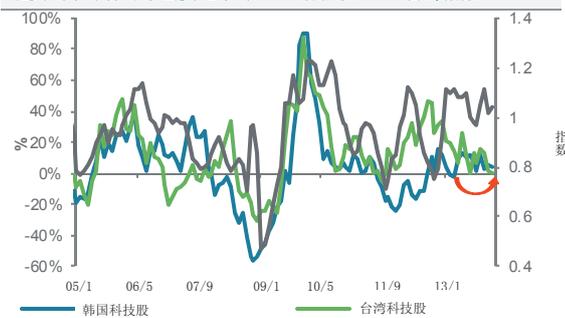
美国科技业—新订单及工业生产



资料来源：BCA research、渣打银行

半导体需求回升—科技支出的领先指标

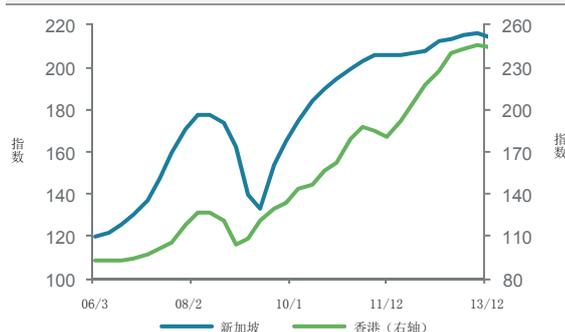
北美洲半导体订单出货比率与 MSCI 韩国及 MSCI 台湾指数



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

香港及新加坡楼价增长预计会缓和

香港及新加坡地产价格指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品 - 标配

- 我们保留对商品的标配观点。地缘政治局势紧张，刺激油价短暂急升，但其后即回落至每桶 100-110 美元，我们预计现阶段会维持在这个范围内。中国相关的忧虑仍是基础金属的重要阻力之一。
- 黄金反弹之势过去一月延续，但要升越每盎司 1,400 美元关口并不容易。我们维持低配。

黄金维持低配。黄金反弹之势过去一月延续。然而，我们仍然相信金价反弹是由短暂因素促成（技术性因素、美元转弱、美国通胀预期上升等）。此外也值得说明的是，金价如此回升并非罕见。在 2013 年 1-8 月期间，金价从 1,200 美元反弹至 1,400 美元，其后便掉头向下。即使在 1980 年代初，金价亦曾多次在大势跌期间短暂上升。但话虽如此，从 1980 年代的经验的确可以推测金价急挫的初段已成过去，往后金价的跌势可能较慢，而且上下波动会增加。

我们仍然认为，以基本因素而论，金价理应下跌：

- 经通胀调整的金价仍然颇高，与低企的美国通胀水平及通胀预期并不相符。
- 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。
- 我们继续预期美元长线可保持温和强势，若然亦利淡黄金。

石油维持超配。地缘政治风险可能是促成油价在 2 月底 3 月初急升的主要因素之一。俄罗斯与美/欧关系紧张，市场忧虑制裁行动会直接影响来自全球其中一个最大产油国的供应。然而，油价其后却回落，原因可能是供应一直没有中断，而且美国决定“试探”性释出其石油储备。从金融市场的角度看，值得注意的是此等举措如何令布伦特原油价格稳站于每桶 100-110 美元范围内。我们相信，如果紧张局势进一步降温，油价可能会在短期内重返这个范围，然后稳定下来。

工业金属维持标配。中国经济增长前景以及居高不下的存货水平，都是金属价格过去数周表现疲弱的主要因素。

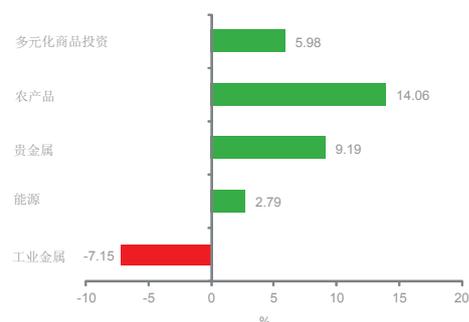
我们维持标配观点，因此我们认为经过近期的弱势之后，不少坏消息已反映在价格之上。然而，我们目前尚未能找到可刺激价格上升的催化因素。

农产品维持标配。总需求保持低落，农产品价格可能因此而受到压抑。无论如何，近期所获支持主要源于对拉丁美洲天旱的忧虑。

小结

商品的标配部署是基于下行风险有限，但商品价格目前仍然不大可能强力上升。我们仍然认为金价在现水平有掉头下跌的空间。

年初至今的商品表现* (美元)



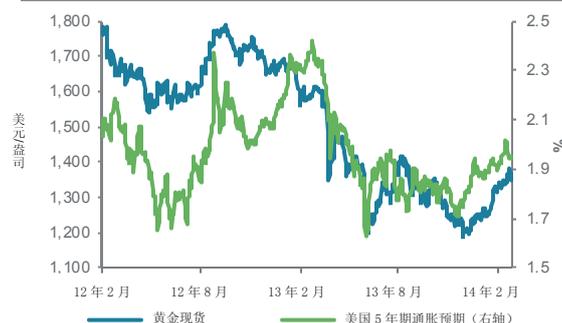
* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 3 月 20 日期间

资料来源：道琼斯瑞银、彭博终端、渣打银行

道琼斯瑞银商品指数、道琼斯瑞银农产品指数、道琼斯瑞银贵金属指数、道琼斯瑞银能源指数、道琼斯瑞银工业金属指数

通胀预期微升亦是金价近期回升的原因之一

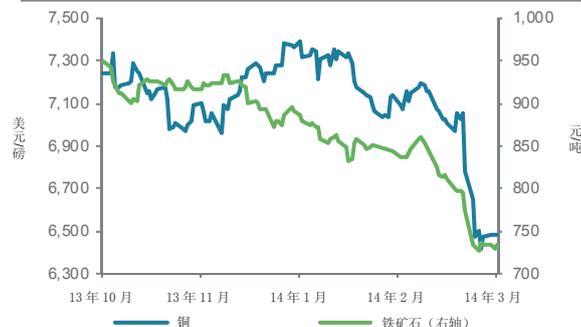
现货金价与美国 5 年期通胀预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

基础金属价格在中国相关忧虑的影响下显著转弱

3 个月伦敦铜和 LME 铁矿石主力合约



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略—超配

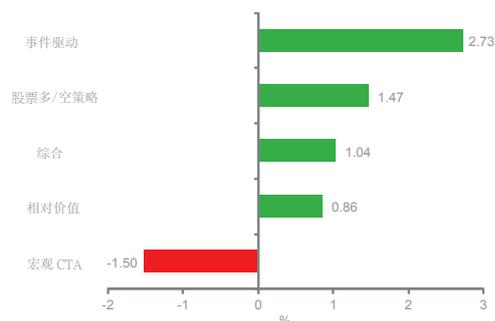
- 我们对另类策略维持超配，因为我们认为该资产类别让我们可投资于我们首选的资产类别，但潜在的波动性较低。
- 分散的投资方式本身有其吸引力，但股票多/空策略却可作为投资于我们首选的资产类别—股票—的另类途径。

我们仍然认为对于不愿承受股票净多头所涉高波幅的投资者，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以掌握我们认为吸引的长期趋势，但又不愿承受净多头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，说明该等策略在何种环境下会表现领先。虽然我们仍然预期股票在2014年会表现领先，但亦预期在表现领先的同时，回落的频密度及幅度会超过2013年。此外，我们留意到股票回报的离散性扩大。我们认为此二因素都可以为该等策略造就更多发挥良好表现的机会。

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的分散工具，同时亦可将波动性降至低于股票净多头。

另类策略年初至今表现* (美元)



* 2013年12月31日至2014年3月20日期间

资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

HFRX 股票对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/C 台湾

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—我们对中期前景维持看好

美国经济数据好转，增强了对经济回升的信心，并可能对美元形成支持，而地缘政治局势紧张所引发的避险交易亦可能产生短暂的支持作用。长线而言，我们相信大部分主要中央银行会在美联储带头下加息。因此，当前环境仍有利于美元保持强势。

欧元—我们对中期前景转向中立（先前为看淡）

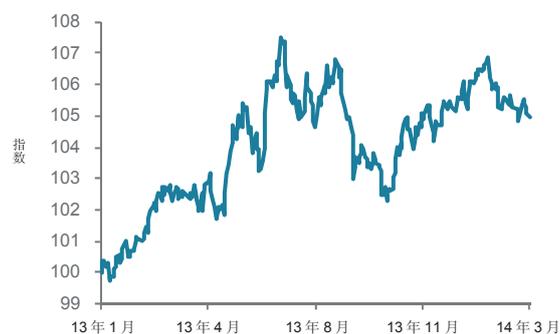
欧元兑美元及英镑本月显著上升，原因是欧元区气氛改善、经常帐盈余增加，以及实质利率（即减除通胀率）上升。中线而言，我们并不认为欧元表现可以领先美元，主要基于三点理由：1) 实际利率不大可能再上升。若通胀进一步下降，欧洲央行可能会进一步放宽货币政策；2) 资金流规模可能不久之后就会反映在欧元汇价之上；3) 美元利率看升，利差可能会朝着有利美元的方向扩大。不过就短线而言，资金回流可能令欧元兑美元得以升上 1.45（甚至 1.50）水位，然后随时间终于回落或者进入持平状态。

日圆—我们对中期前景维持看淡

由于避险货币有需求，日圆大致上区间波动。消费税提高在即，可能影响往后的增长及通胀预期，而日本央行不大可能会冒打乱经济复苏步伐的风险。因此，我们预期今后数月会有进一步的货币刺激措施。在下半年日本央行评估过提高消费税的影响之后，我们预期日圆会出现新一轮弱势。

参差的数据以及避险交易导致美元下跌

同等权重美元指数*



资料来源：彭博终端、渣打银行

*欧元，日元，加元，英镑，瑞士法郎，离岸人民币，韩圆，巴西雷亚尔，墨西哥披索，澳元

利差扩大利好欧元区且支持欧元汇率

德国-美国 2 年期实际（经通胀调整）利差与欧元对美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

英镑—我们对英镑兑美元前景保持中立

英镑近期从接近多年高位回落。虽然经济数据仍然向好，但经济惊喜的程度已有所减低。现在的货币政策已兼顾经济增长的各大方面，已非像先前般聚焦于失业率门槛，所以我们相信可能加息的时序已较难确定。此外，出口仍然不振，我们认为可能会令欧洲央行不得不保持审慎。

在经济数据支持下，虽然英镑可能会保持高企，但倘若从现水平持续上升，可能会促使英国央行采取较为宽松的货币政策立场。

澳元—我们对澳元中期前景保持中立

短期因素（澳洲债券市场资金流入增加、大型净空头逆转）令澳元得以收复较早时的部分失地。虽然这种情况短线可能持续，但我们认为澳元进一步上升之路正遇到更大风险。近期铁矿石价格及煤价下跌，加上中国经济增长存在放缓风险，都可能对澳元构成阻力。

在此背景下，我们仍维持中期中立的观点，因为在利淡因素尚未较为明确之前，澳元可能会区间波动。

人民币—我们对中期前景转为看好（先前为中立）

人民银行最近将人民币上下波幅由距中间价1%扩大至2%，可能会令人民币的波动增加，但不大可能改变其中期趋势。人民币汇价若再大跌，可能会触发资金外流，从政策角度看并不可取。中国亦有颇为庞大的外贸盈余，对人民币中线走势应有支持作用。

短线而言，根据历史经验，人民币兑美元可能会向政策区间的上端再贬值一些。较长线而言，我们仍然预期人民币会升值。

新加坡元—我们对中期前景保持中立

近期的消费物价指数(CPI)数据显示通胀压力已变得较为温和，新加坡元的贸易加权汇率在估计政策区间的中间位以下。对于决策当局会否在4月份改变紧缩的政策立场，我们抱有怀疑。近期的经济数据已见改善，各项采购经理指数以及零售销售均比市场预期为佳。另一方面，美联储开始减买资产，而新兴市场存在广泛忧虑，都将会令新加坡元潜在升幅受到限制。

衡量各种因素后，我们并不预期新加坡元会大升或者大跌，所以保持中立。

英国的经济惊喜减退，压抑了对英镑的投资情绪

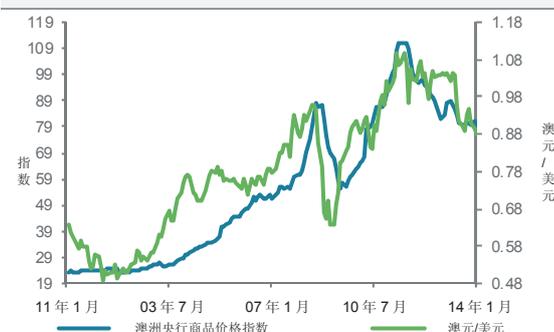
英国经济意外指数与英镑兑美元汇率



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

商品价格对澳元构成风险

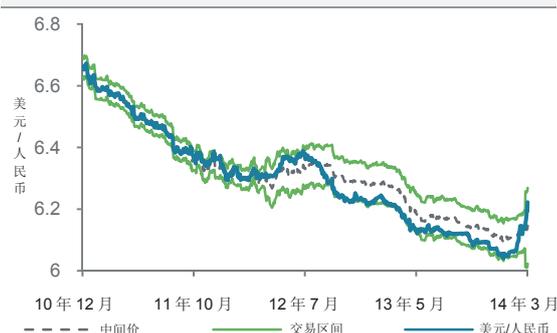
澳洲央行商品价格指数与澳元兑美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

人民币可能会逼近最近经修订的政策区间的上端

美元兑人民币汇率、央行中间价及政策区间



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们对亚洲（日本除外）其他货币的中期前景保持看淡

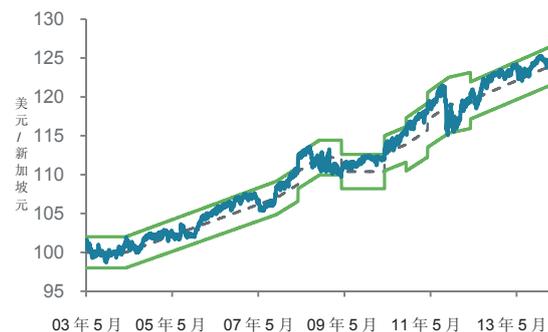
某些国家如印度、印尼等的基本因素改善（GDP 增长、通胀、对外收支等），其货币亦表现领先。尽管如此，我们仍对 12 个月期前景保持看淡，原因是政局不确定、中国增长前景不确定，以及美国加息预期势将上升。

在此环境下，虽然我们认为新兴市场货币短线可望保持稳定，但由于各项风险始终甚高，我们对中期前景保持看淡。

小结

我们对美元中线前景看好，对日圆及亚洲（日本除外）货币中线前景看淡。我们对欧元前景的观点上调至中立（先前为看淡），对人民币上调至看好（先前为中立）。

通胀温和令新加坡元贸易加权汇率下降，但降幅可能有限 新加坡元贸易加权汇率与政策区间



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。