

渣打银行全球市场展望-2014年5月刊

此评论反映渣打银行有限公司财富管理部的观点

目录

对亚洲的看法趋于积极	第01页
市场表现概要 (年初至今及最近1个月) *	第02页
投资策略概述	第03页
经济及政策展望	第04页
固定收益 – 低配	第07页
股票 – 超配	第08页
商品 – 标配	第11页
另类策略 – 超配	第12页
外汇市场	第13页
免责声明	第15页

对亚洲的看法趋于积极

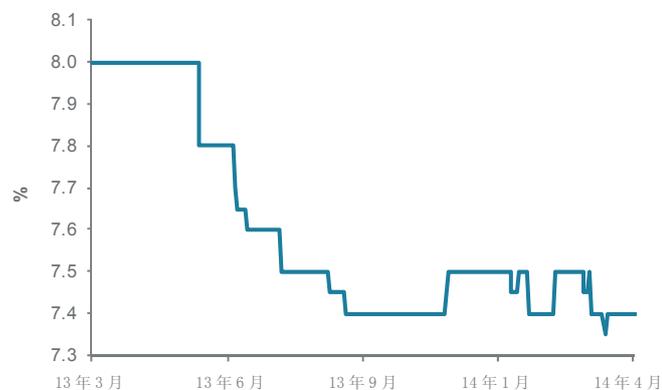
我们向客户介绍情况时，常常会被问及一个问题，就是我们偏重发达市场股票多于新兴市场股票，个中的主要风险何在。我们相信，主要风险在于新兴市场股票可能会在 12 个月期内强力反弹（而非发达市场股票转弱）。虽然现在还未到完全不再偏重于美、欧股市的时候，但我们相信亚洲股市价位正日益反映了大量的坏消息。我们因而将亚洲（日本除外）的评级上调至标配。

- **美国经济回升之势延续，亚洲差于预期的情况可望减退。** 美国经济先前受恶劣天气影响而转弱，现正持续反弹。中国经济数据依然令人失望，但失望程度已到了 2009 年后最甚的水平。增长预期已显著降低。我们怀疑从现水平是否还会再显著下调。
- **注意美联储动向。** 我们留意到美国货币政策的口风已稍微转变。问题主要是关乎美国劳动市场产能过剩的程度。我们相信今后 6-12 个月工资可能会加速上升，以致美国加息的预期时间可能会提前至 2015 年首季。
- **步入季节性淡市。** 临近 5 月，投资者的心情可能会变得紧张。全球股市以技术性因素而论已略见偏高。然而，场外仍有大量现金，而基本因素仍具支持作用，所以只要市况转弱应该都可伺机吸纳。
- **亚洲基本因素改善，美国利率周期是重大考验。** 增长预期已显著下调，贸易赤字已收窄，政局发展已较为平顺。我们对于亚洲资产整体前景的顾虑开始减少，所以将亚洲（日本除外）股票的评级由低配上调至标配。
- **全球债券维持低配。** 我们偏重于发达市场高收益债券多，不过回报大概不会太高。新兴市场高收益债券的吸引力开始增加，但我们目前保持标配。
- **人民币弱势可能只是短期现象。** 我们偏重于短期人民币债券的部署维持不变，但对于离岸人民币债券的看法亦日趋积极。

Steve Brice	首席策略师
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

中国经济增长预测已显著向下调整

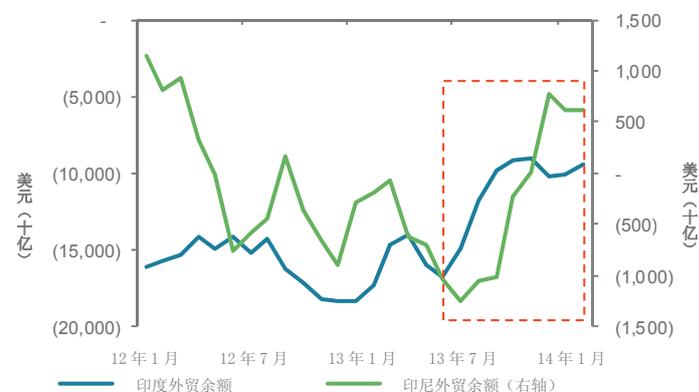
中国 2014 年 GDP 一致预测



资料来源：彭博终端、渣打银行

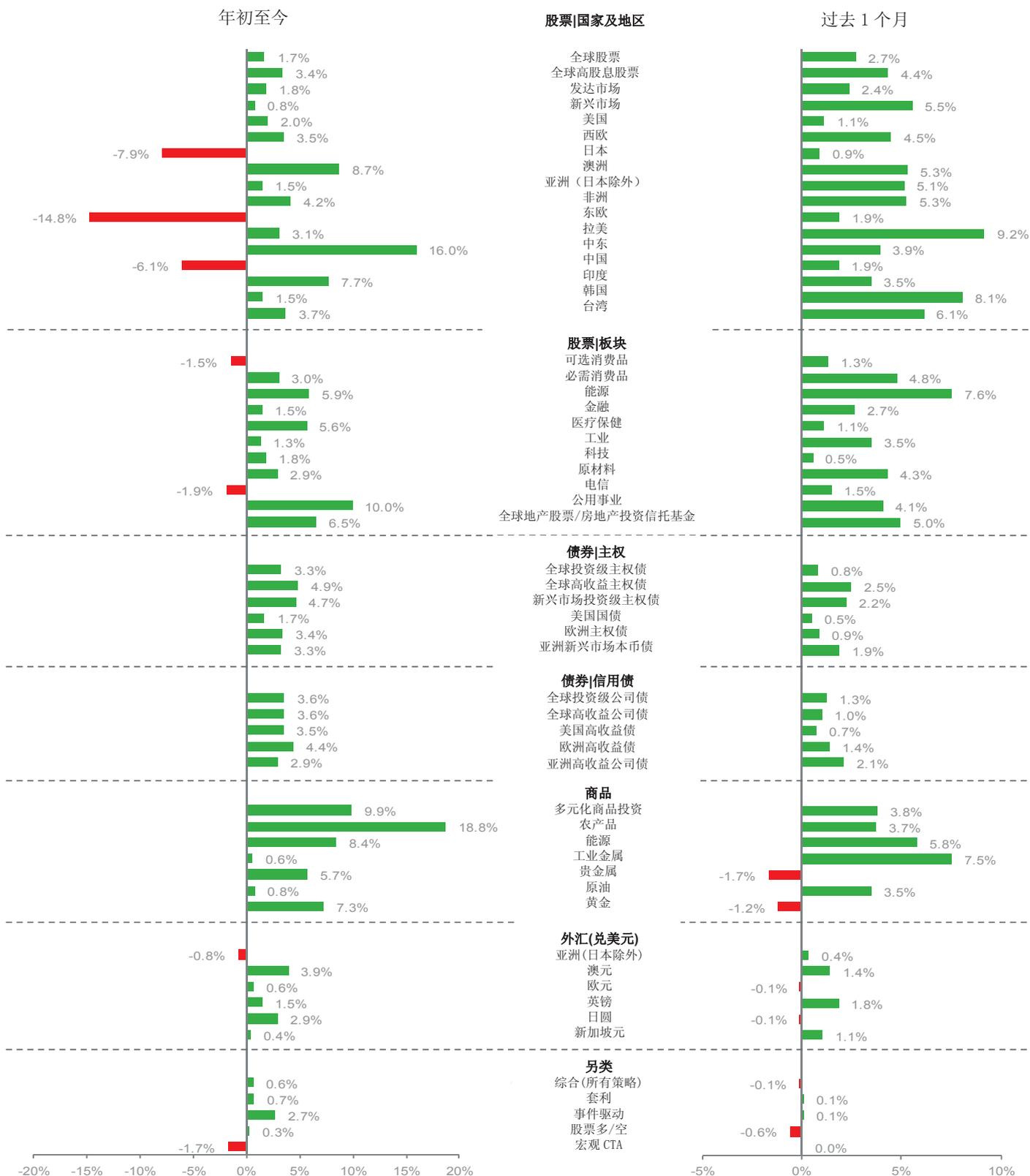
某些亚洲国家的贸易赤字已见收窄

印度及印尼的每月贸易收支（3 个月移动平均）



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要（年初至今及最近 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 4 月 24 日，1 月期表现由 2014 年 3 月 24 日至 4 月 24 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

投资策略概述

- **股票仍是首选的资产类别。**在 12 个月的时限内，全球股票仍是我们首选的资产类别。我们正步入季节性疲弱，但仍有大量现金并未入市，加上基本因素利好，所以即使回落幅度亦应会有限。
- **对亚洲（日本除外）股票看法趋于积极。**亚洲资产价格已反映颇多坏消息，而且基本因素有改善迹象。我们对亚洲（日本除外）股票今后 12 个月期内的评级上调至标配。
- **债券当中，我们继续偏重于发达市场高收益债，**不过我们对新兴市场债券资产类别的看法正趋于积极。

仍然偏重全球股票多于全球债券。我们正步入历来都会出现的一段疲弱期，此中既有季节性因素，亦有美国中期选举年的影响（见图）。技术性因素亦反映短线上升空间有限，意味着短线转弱的可能性超乎寻常。

较长线的基本因素仍然利好。增长正在加快，货币政策很可能保持相对宽松，而根据历史经验，只要通胀保持温和，发达市场股票的估值就有可能上调（详情见上月份报告）。总而言之，我们仍然预期美股及欧股在 12 个月期会有低双位数的回报。因此，我们认为今后数月一旦市况转弱，都会是增持良机。

对亚洲（日本除外）股票看法趋于积极。我们把亚洲（日本除外）股票的评级定为低配，是基于：1) 增长前景转差；2) 贸易赤字颇大；3) 选举期近；及 4) 美国将要进入加息周期。我们留意到这些方面大都有所改善：增长预期已显著降低；贸易赤字已见缩减；近期的政局发展令人安心。

问题主要是在于上述的改善能否缓和美联储紧缩周期对亚洲货币产生的冲击。有一点可以肯定的是，风险已低于一年前伯南克仍在美联储主席任内开始谈及“减少买债”的时候。我们已将亚洲股票 12 个月期内的评级由低配上调至标配，但预见仍有短期波动风险。

境内及离岸人民币的弱势可能是短暂现象。我们偏重于到期时间短的境内债券，但离岸人民币债券收益率上升，意味着这个资产类别已开始再度显现吸引力。

我们调升亚洲（日本除外）股票的评级，与我们主张在 2014 年全年都必须保持灵活应变的精神相符。在今年余下时间，我们的部署应还会有更多调整。

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

A. G. I. L. E. 主题 2014 年初并未奏效 AGILE 年初至今的表现*



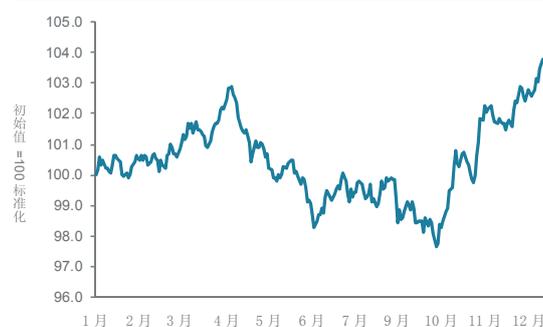
* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 4 月 24 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

* 收入篮子如《2014 年全球市场展望：“渣”实进取、灵活应对 (A. G. I. L. E.)》图 53 所示。

美国中期选举年每每有“五月沽货”现象

标普 500 指数在中期选举年的平均表现 (1930 年以来)



资料来源：彭博终端、渣打银行

亚洲评分有所改善

亚洲（日本除外）股票的风险因素与改善进度*

亚洲（日本除外）评分

- 1 增长预期下降
- 2 庞大的贸易赤字
- 3 即将举行的选举
- 4 美国加息周期

资料来源：渣打银行

*阴影部分是我们就市场价格反映风险的程度所作的主观评估

次级资产类别	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
	美国	超配
股票	欧洲	超配
	日本	标配
	亚洲（日本除外）	标配
	其他新兴市场	低配
	商品	标配
另类投资	超配	

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继续反弹。注意焦点可能会转移到美联储何时开始收紧政策，尤其是倘若工资加快上升时
- **欧洲**数据显示经济将持续复苏，商业信心保持稳固。欧洲银行贷款终于开始扩张。不过**日本**的信心正在动摇，皆因提高消费税的影响浮现。
- 至于**新兴市场**，中国经济数据甚为疲弱，但是否会再显著转差，我们抱怀疑态度。新兴市场政局方面的消息大致上令人安心，尤以亚洲为然。

美国：美联储会细心观察经济增速的情况

近期数据反映经济正在增速。 劳动市场数据，尤其是工资数据，是今后的关键所在。

- **劳动市场正在增强。** 3 月份净职位创造保持强劲，令 3 个月期平均数由 2 月份的 14.2 万个增加至 17.8 万个。2 月份平均每周工时下降，到 3 月份扭转有余，而新增失业救济申报宗数亦减少至 2007 年以来最低。凡此都显示劳动市场颇为蓬勃，应有助推动消费开支。
- **财政政策及企业开支促进经济回升。** 2014 年财政紧缩力度放松，始终是促进增长的一大动力。此外，根据区域性商业信心调查所得，政策前景较为确定，可能会持续推动商业投资。供应管理协会 (ISM) 的调查结果过去几月反弹，亦与这个预测相符。

由减买资产以至紧缩政策

- **美联储预计在 2015 年首季加息。** 对于美国经济回升的关注点，预计会转移到美联储何时会收紧政策，尤其是临近“减买资产”结束之际（量化宽松预计在 10 月结束）。

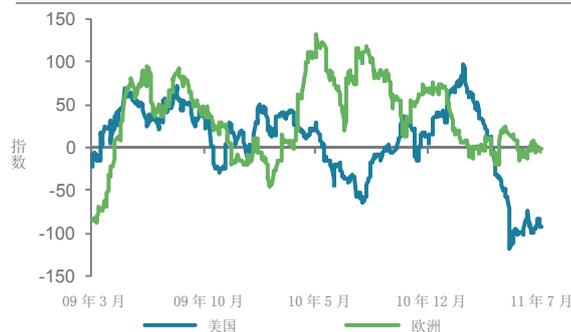
不确定的主要是劳动市场内有多少过剩产能。有人认为劳动市场参与率降低，所以随着经济环境改善，人们将会重返劳动市场。

持相反意见者则指出参与率下降的本质大致上是结构性的，失业率才更能真实地反映劳动市场产能过剩的情况。我们属于后一个阵营，所以我们将对美国首次加息的预期时间由 2015 年次季提前至首季，明显地早于现时市场所预期的 2015 年 9 月。

导致对调整利率预期的一个潜在催化因素是工资通胀。至今为止，工资通胀保持温和。假若工资加快上升，美联储可能会更加警惕对于通胀前景是否过于放心。我们相信，工资压力上升只是迟早问题，因为从调查数据可见，小型企业苦于难以招聘人手填补空缺，并有意提高工资。

美国经济以外可能正走出谷底

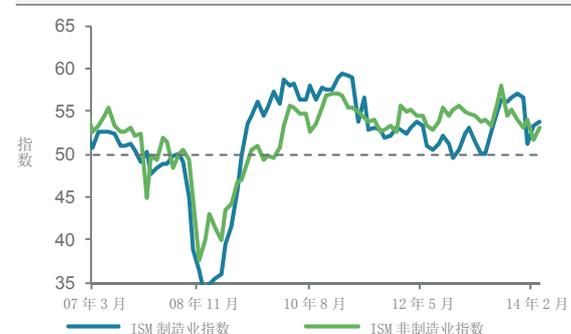
经济意外指数—美国及欧洲



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

商业信心调查结果改善

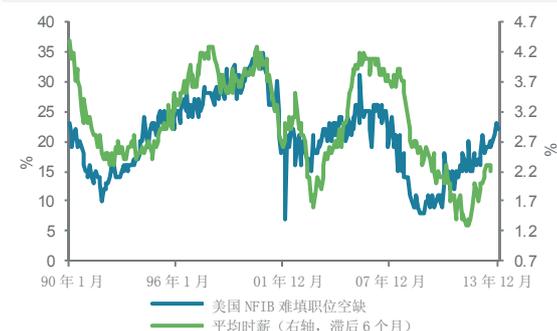
美国 ISM 制造业及非制造业指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

工资可能加快上升

美国 NFIB 难填职位空缺与美国平均工资（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲：静静地朝着正确方向走

- **经济仍然强韧。**经济数据反映复苏持续，只是步履蹒跚，而且各国的步调难言一致。好消息是银行贷款终于开始扩张，可作为对前景合理乐观的理据之一。出口数据至今仍乏善可陈，但我们预期随著美国经济回升的效应向国际扩散，情况应会改善。
- **通胀仍然过低，未许放心。**我们仍然预期 2014 下半年通胀会逐渐上升，商品价格造成的通缩压力会减低。欧洲央行现在已变得不耐烦，尤其是在欧元强势持续的情况下。然而，我们预期任何政策应对都会是有限度的，除非欧元兑美元进入 1.45-1.50 的区间。

日本：静观其变

- **下两月数据具关键性。**市场正摒息以待，看 4 月份数据会差至何等程度，以及经济能否迅速反弹。近数月消费信心大为转弱，而商业信心则参差不齐。
- **政策应对至关重要。**日本央行的评论属合理乐观，不过此举可能旨在制造自我实现的乐观气氛，而非真的相信推出的措施已经做够。我们仍然认为必须有更多的政策及改革才可以令经济持续复苏。从政策角度看，6、7 月份是关键时期。

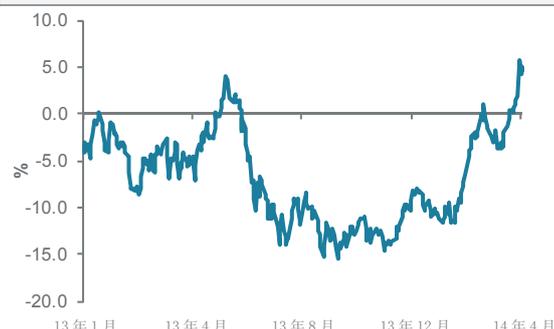
新兴市场：大量坏消息已反映在价格上

中国：

- **数据疲弱，但可能即将见底。**近期数据依然甚为疲弱，经济意外指数处于 2009 年初以来的最低水平。与此同时，从头条图表可见，经济增长预期已显著下调。虽然这个趋势短期内可能仍会继续，但我们相信增长预测下调的周期已近尾声，而非即将展开。往后，中国的经济负面因素可能会减少。
- **政策应对预计会是见步行步。**劳动市场的强劲与大部分其他指标相反，意味着决策者不大可能会作出进取的政策应对。至今为止，我们所见的有一揽子微刺激措施以及对农村金融机构的扶助措施出台。市场揣测货币刺激措施即将出台，这个可能性肯定存在。然而，即使真的如此，也不应将之解读为政府会大力放宽政策的信号，除非增长再显著降速又当别论。

商品从驱动通缩变为驱动通胀的因素

道琼斯-瑞银商品指数 (同比%)



资料来源：道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行

通胀是欧洲央行政策前景的关键所在

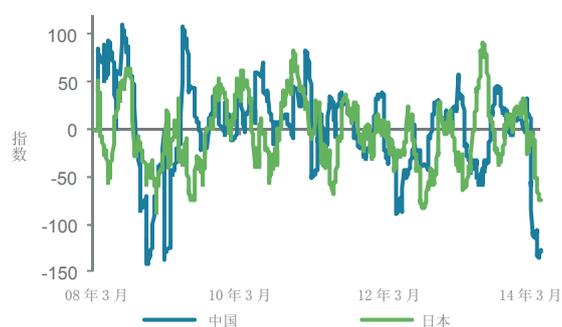
欧元区整体及核心通胀率



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国经济意外可能即将触底

经济意外指数—中国与日本



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

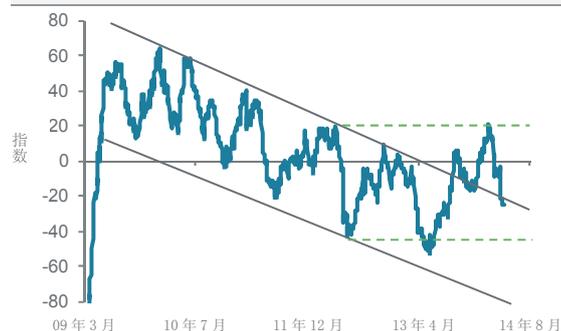
新兴市场选举：大致利好

- **印度：**改革措施可能碍于现实而难以推行。虽然乐观以待亦未尝不可，但改革措施的落实需要颇长时间，而且关键始终在于执政联盟的稳定性。
- **印尼：**民主斗争党与国家民主党联手推举雅加达市长佐科威作为总统候选人。虽然 7 月大选结果未可事先断定，但佐科威民望领先。金融市场对此可能相当受落。
- **土耳其：**埃尔多安通过首次考验。在地方选举中，执政正义与发展党击败反对党。在 8 月总统大选之前，政局一直存在甚高的不确定性。

全球经济持续回升。我们预期市场会将美国加息预期提前。在欧洲及中国而言，任何货币刺激措施都可能是有限度的，但两者的经济从现水平再下行的风险看来亦有限。日本方面，安倍经济学的成败正进入关键时期。

新兴市场经济意外的下降趋势可能已经告一段落

经济意外指数—新兴市场



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

固定收益—低配

- 我们维持对三国集团政府债券的低配评级，并相信今后数月收益率会上升。
- 发达市场高收益债维持超配，但我们相信新兴市场的风险正在降低。
- 我们继续偏重于境内人民币债券，但离岸人民币债券收益率上升，我们对其看法亦趋于积极。

三国集团与新兴市场主权债券：

- **我们相信美元债券收益率今后数月上升的风险正在增加。**尽管美国宏观经济数据改善，而美联储本身又预计联邦基金利率到2015年底时见1%，但市场仍然预期美联储要到2015年9月才会开始加息（见右图）。我们则相信联邦基金利率首次上调的时间会早得多，是在2015年首季。我们认为，随着市场将加息预期提前，收益率将会上升。我们重申对短期债券的偏好。
- **回吐30年期美国国库债券。**正如我们在4月11日出版的《金融市场周报》所指出，我们相信现在已是回吐超长期债券的适当时候。然而，我们仍然预期30年期与10年期债券的利差会收窄（即收益率曲线的10-30年期部分会变平）。收益率曲线的其他部分可能会在多年的期间内趋于平坦，但我们认为此过程即将展开的可能性不大。

公司信用债（美元）：

- **发达市场高收益的超配评级维持不变。**尽管我们对估值存有顾虑，但基于当前的贷款条件、违约率以及公司信用质量，我们维持超配的评级。就较短线而言，我们留意到发达市场高收益债亦不能幸免于“五月沽货”的季节性现象。过去四年，在此季节性疲弱期间，利差拓宽120-438基点（高低差），由此可见今后数月存在短线回落风险。
- **新兴市场债务维持标配，但我们相信风险正在减少。**这一点最明显地见于某些指标，如经常帐及贸易数据等。虽然新兴市场债券（包括投资级及高收益债）价格至少已局部反映了这个因素，但我们相信在现价位以标配（即基准）比重持有新兴市场债有其吸引力。

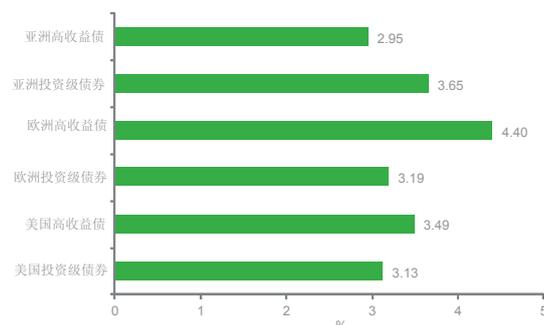
本币债：

- **本币及本地利率的风险都可能有所减退。**在印度、印尼、土耳其等国家，某些特定的贸易及经常帐收支数据日益改善，令新兴市场货币得以从低位反弹。我们相信风险已经减低，但并未完全消退，尤其是考虑到我们对美国加息预期可能提前的看法。
- **我们仍然认为境内人民币公司债是本币债市场中最具吸引力之选。**人民币一直是波动性最低的亚洲货币之一，并可能已经就交易波幅扩大作了调整。我们认为主要风险仍然在于再有政策导致汇率走弱，不过相对较高的收益率足以产生缓冲作用。虽然我们偏重境内人民币债券多于离岸人民币债券，但我们对于持有离岸人民币债券亦日益感到放心。

小结

发达市场高收益债维持超配，但须注视短期季节性风险。中国债券市场存在战术性投资机会。三国集团主权债券维持低配，并维持偏短的到期时间组合。

固定收益类资产年初至今表现*（美元）

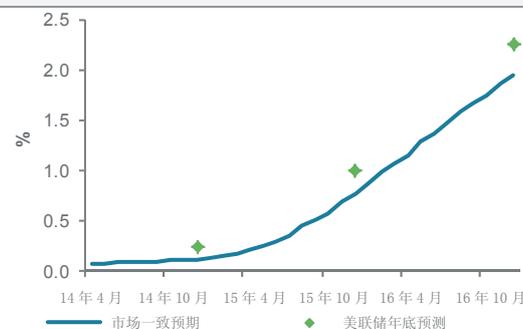


* 2013年12月31日至2014年4月24日期间

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

市场价格未能反映美联储目前对政策利率的预测

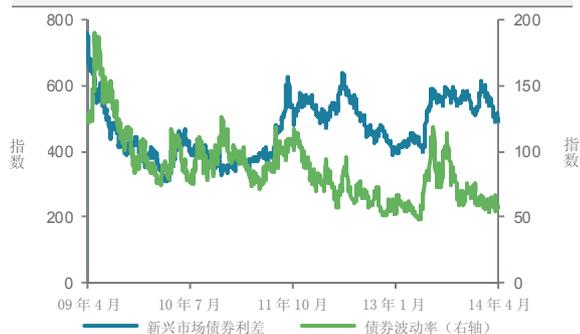
市场（透过联邦基金期货）与公开市场委员会对美国联邦基金利率的预测



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券市场波动性降低意味新兴市场高收益债利差有更大的缩窄空间

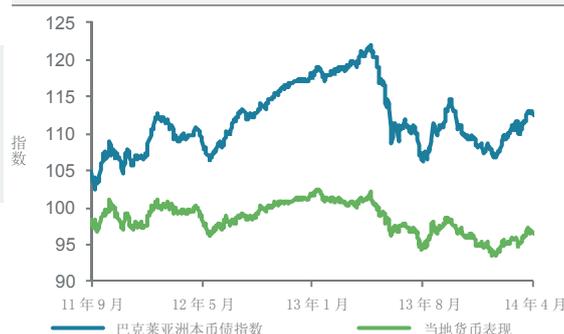
EMBI 高收益债利差与债券市场波动性



资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

本地货币债券的汇兑风险可能正在减退

巴克莱资本亚洲指数与相匹配的亚洲货币篮子



资料来源：巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

股票—超配

- 相对于债券及现金，全球股市持续显得较为吸引，所以一直是我们重点增持的资产类别。今后数月市场波动可能增加，原因是投资者集中注视首季业绩，而且美联储可能会出乎市场意料地作出比市场目前所预期更早紧缩政策的言论，不过我们仍然预期美国及欧洲股票在 12 个月期会有低双位数的回报。
- 我们把亚洲（日本除外）的评级上调至标配（先前为低配）。虽然中国数据持续令人失望，但增长下调之势可能已近尾声。自从我们将其评级定为低配以来，该地区的估值已显著改善。
- 由于亚洲（日本除外）的评级上调，我们对整个新兴市场的观点减少了负面成分。我们认为这是适当的，因为基本因素及估值都已见改善，只是短期内市况波动可能持续。
- 就板块偏向而言，我们仍然非常放心持有科技股。科技股经首季表现领先，近期承受压力，以该板块内估值较高的部分波动最大，如社交媒体类。我们仍以科技股为首选，当中聚焦于应从流动化趋势得益的软件及服务类股份。相对于债券及现金，全球股市持续显得较为吸引，所以一直是我们重点超配的资产类别。今后数月市场波动可能增加，原因是投资者集中注视首季业绩，而且美联储可能会出乎市场意料地作出比市场目前所预期更早紧缩政策的言论，不过我们仍然预期美国及欧洲股票在 12 个月期会有低双位数的回报。

仍然偏重于发达市场，但将亚洲（日本除外）评级上调至标配

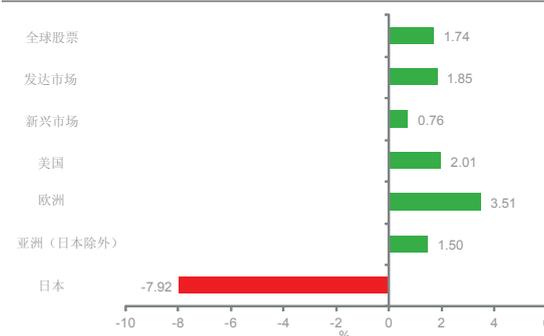
我们在 2012 年 8 月及 2013 年 6 月分别将其他新兴市场（主要是巴西及俄罗斯）及亚洲（日本除外）的评级下调至低配。两者都收到良好效果，因为在其后的时间内发达市场表现领先。到了较近期，我们表示过虽然有短线技术性反弹的可能，但亦有出现最后一轮弱势的可能。我们对后一观点的立场软化，将亚洲（日本除外）股票的评级上调至标配。

我们结束对亚洲（日本除外）的低配立场

- 于 2013 年 6 月 21 日开始采取的部署效果良好，即使近期亚洲货币及区内股市都回升，但累计表现仍落后于全球股市 4.8%。
- 我们认为显著的下行尾端风险已经减退，原因是：1) 各中央银行采取强有力的政策行动；2) 贸易收支改善，令负有经常帐赤字的脆弱亚洲经济体得以减低外部融资风险。另一助因是政局不确定性减少，不过其利好作用可能已日益充分地反映在印度及印尼的股价之上。

非亚洲新兴市场维持低配。俄罗斯股价虽已十分便宜，无奈乌克兰局势保持高度紧张。巴西方面，股市绝非便宜，政局亦难言利好。因此，我们目前维持低配的立场。

年初至今股市表现*（美元）



*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 4 月 24 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

美联储减买资产的负面影响大部分可能已经反映在价格上
摩根大通新兴市场外汇指数



资料来源：摩根大通、彭博终端、渣打银行

科技股仍是我们的重点超配之选—但当中偏重于少数传统的旧经济类股份

关于科技股再现泡沫并有可能大幅度表现落后的言论增加了不少。我们同意该板块某些部分如社交媒体等非常昂贵，但整体而言估值仍然合理。此外，正如我们在最近某期《市场焦点》中所强调，该板块有不少重要的利好因素：

- 整体资产负债表内有正数现金，在沽压沉重期间应可产生相对较强的支持作用。
- 商业投资周期只要有改善，都可从中得益。
- 与结构性需求增长强劲的新兴市场有高度联系。在该板块当中，我们继续看好软件股以及部分服务类个股，还有就是应从移动化趋势中得益的环节。

在亚洲（日本除外）区内，我们继续偏重于台股及韩股

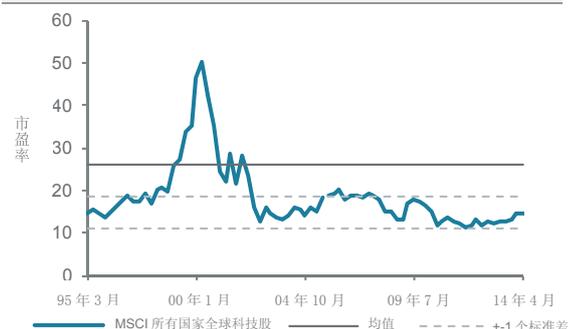
- 这两个市场的超配评级是基于我们预期发达市场尤其是美国的资本开支会回升，应该利好以科技股占大比重的台湾及韩国股市。美国产能利用率提高，加上企业利润可观，在此环境下，我们认为企业开支应会增加。
- 韩股及台股年初至今表现领先于亚洲（日本除外）整体，后者领先幅度较大，原因是科技及消费类公司盈利向上修订。
- 总体而言，两地盈利向下的趋势看来已经终结，以台湾盈利向上修订的情况较为显著；至于韩股，我们认为对其前景的一致预测未过度乐观了一点。

中国仍然是个交易市

- 我们仍然视中国股市（中立）为一个交易市，因为当经济增长显著放缓时，政府就会以政策促增长，而一旦增速恢复又会放慢手脚。
- 近期经济数据疲弱，通胀压力有限，意味着即使去杠杆化正进行当中，目前政策设置的大方向仍是进一步放宽。我们已留意到当局采取选择性放宽的手段（放宽对农村合作社的贷款条件，并为特定行业实行微刺激措施）。货币状况如银行同业拆息、人民币汇价等已显著低于去年，显示货币环境已不如先前紧缩。
- 中国银行股近期表现领先之势可能持续至 4 月底业绩公布期展开时，但我们怀疑在较长期内能否持续。不良贷款上升、物业抵押品价值下降，加上 2014 下半年是财富管理产品到期的高峰期，都形成重大阻力。

科技板块在指数层面不算昂贵

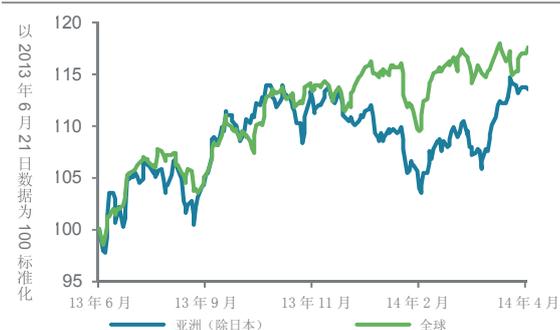
MSCI 所有国家全球科技指数 12 个月前瞻市盈率



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）自我们下调至低配后表现落后—我们现将其上调至标配

MSCI 所有国家全球指数与 MSCI 亚洲（日本除外）指数



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）应从美国经济增速加快中获益

MSCI 亚洲（日本除外）表现（同比%）与美国 ISM 制造业指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

东盟及印度一增长改善才可推动新一轮升市

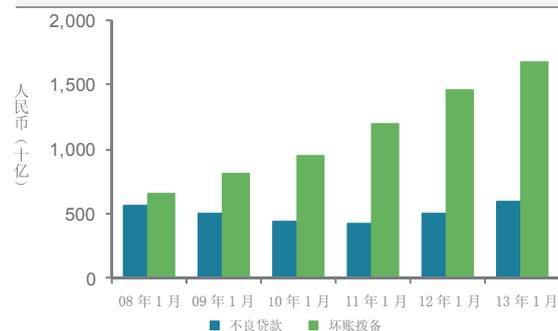
- 首轮估值上调是风险感知度降低所致，要为估值再上调寻找理据恐怕会日益困难，除非在美联储减买资产的情况下增长仍可改善。我们对泰国及印尼抱标配观点，但相对偏重于泰股，因为其估值较便宜，而且中央银行倾向放宽政策，尽管当地政局相持不下。
- 要推动新一轮升市，先决条件是国内增长加快，而且决策当局在改革措施的决策过程中要发挥更大的凝聚力。印度大选及印尼总统选举分别在5月16日及7月9日公布结果，两者都有关键影响。
- 在亚洲（日本除外）当中，马来西亚维持低配。马股的相对吸引力正在减低，因为相对于其他东盟股市而言，其估值较为昂贵，前景又较差。

小结

继续偏重于美股及欧股，但并不排除会出现季节性疲弱。亚洲（日本除外）在估值上存在战术性机会，基本因素亦有尚未确定的改善迹象。

不良贷款激增可期，坏账准备金因而持续增加

中国银行业不良贷款与坏账拨备



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。近期的升势主要是受到农业商品带动。然而，我们不会追赶此轮升势—不少商品现已显得非常超买。美元温和上升，我们预期亦会拖低商品价格。
- 原油（超配）价格维持在近期的波动区间内，而黄金（低配）则持续欠缺支持，因为并无避险需求。基础金属（标配）的需求及存货状况过去一月都无甚变化。

黄金维持减持。一如所料，金价首季反弹为时短暂，未到每盎司 1,400 美元便掉头回落。我们仍然相信金价在年底前会跌至更低位，理由是：

- 经通胀调整的金价仍处于高位。即使通胀一如我们预期般逐渐上升，亦不大可能推升金价。
- 股票回报及债券收益率可望持续上升，持有黄金的机会成本相应增加。
- 我们仍然预期美元会保持长期温和升势，对于黄金亦属利空。

对于此等因素以及金价而言，美联储政策的去向预期影响至大。在本报告的固定收益部分，我们指出倘若美联储（如我们所料）在 2015 年首季开始加息，市场大有调整空间。这样又有可能触发收益率及美元上升，两者对金价都极之不利。

石油维持超配。布伦特油价持续在相对狭窄的区间内波动。虽然油价有可能在短期内跌至此区间的下限，但我们看不出有任何明显的短期催化因素可将其推出区间以外。就较长线而言，我们维持超配立场，因为我们相信石油的风险/回报比相对于黄金或工业金属仍然较为吸引。然而，我们预计除非能源密集型国家的需求激增，否则油价即使上升，升幅亦不会太大。

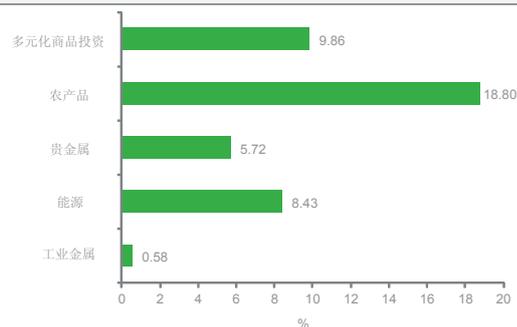
工业金属维持标配。过去一月价格略微反弹，主要是受到少数特殊金属如镍等的带动。然而，作为主要指标的铜价保持呆滞。价格变动日趋轻微，印证了我们的观点，即越来越多的坏消息现已反映在多种不同的工业金属价格之上。然而，由于存货量仍高，而主要国家如中国等的需求增长不振，我们认为仍然欠缺可触发价格持续上升的催化因素。

农业商品维持标配。在商品范畴内，农业商品是年初至今升幅最大之一，当中以咖啡、玉米及小麦为主。可以想见，天气是推升价格的一个关键因素—以巴西为例，近乎干旱的天气是推高咖啡价格的主因。虽然价格上涨最终应会促成产量上升，但耕种面积只可能在其后的季节扩大，所以价格不大可能在短期内回落。

小结

商品维持标配评级。我们仍然认为金价在现水平有进一步下跌的空间。在今后数月，美元前景对商品前景具关键影响。

年初至今的商品表现*（美元）



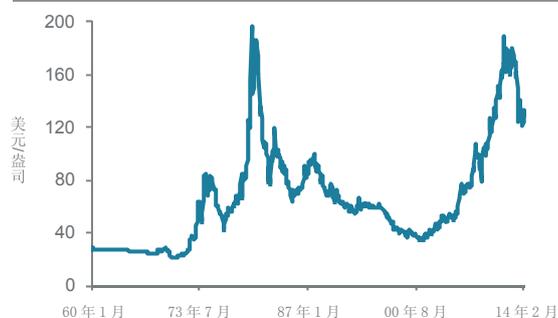
* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 4 月 24 日期间

资料来源：道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行

道琼斯-瑞银、道琼斯-瑞银农业、道琼斯-瑞银贵金属、道琼斯-瑞银能源、道琼斯-瑞银工业金属

经通胀调整的金价仍处于高位

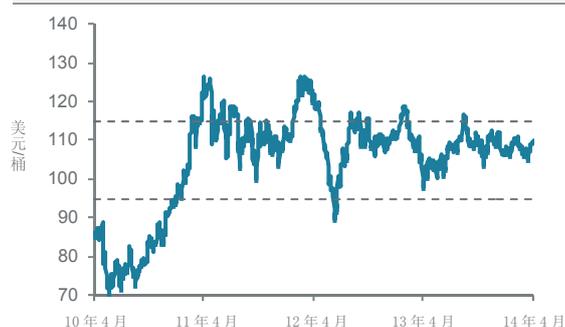
以 2013 年为固定价格基准的金价走势



资料来源：彭博终端、渣打银行

油价目前可能维持区间震荡格局

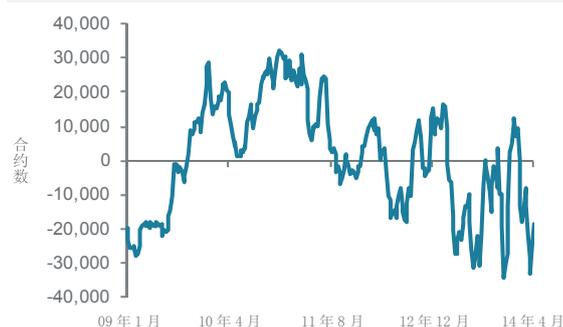
布伦特原油



资料来源：彭博终端、渣打银行

铜市投资气氛甚为向淡

铜市非商业净持仓



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。我们相信，在股市回落风险正在上升的环境下，这个优点别具吸引力。
- 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。

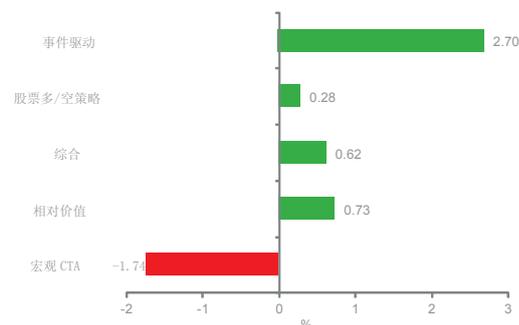
我们仍然认为对于不愿承受股票净多头所涉高波幅的投资者，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以掌握我们认为吸引的长期趋势，但又不愿承受净多头无可避免地涉及的较高波幅的投资者。

股票出现季节性疲弱的风险上升，可能导致另类策略短线表现领先。虽然我们仍然预期股票在未来 12 个月会表现领先，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。股票的季节性疲弱期临近，意味着另类策略有可能短线表现领先。

小结

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

另类策略年初至今的表现* (美元)



* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 4 月 24 日期间

资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

HFRX 全球对冲、HFRX 股票对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/CTA

短期

指少于 3 个月

中期

指 6-12 个月

外汇市场

美元—我们对中期前景维持看好

我们相信美元经过近期回落之后会恢复温和升势。美国利率预期上升，对美元应有支持作用。此外，经常帐赤字显著减少，亦有利于美元前景。

短线而言，由于欧洲及日本的央行对于进一步放宽政策尚存内部分歧，美元可能会维持区间震荡格局。到下半年货币政策差异较为明显时，我们预期美元走势应会增强。

欧元—我们对中期前景维持中立

欧洲央行行长德拉吉最近警告，欧元强势可能会对通胀构成下行风险，为此有可能要进一步放宽货币政策。虽然经常帐盈馀增加、实质利率上升、投资组合资金流入、各国央行增加欧元外汇储备等因素令欧元得以保持高企，但通缩风险尚未完全减退。近几月通胀趋降，若情况持续，就有可能需要进一步放宽政策。

在货币政策方面较为明朗之前，我们预期欧元会维持区间震荡格局。

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。往后的关键在于提高消费税对经济增长的冲击以及日本央行如何应对。我们相信，有必要加大政策刺激力度才可以维持通胀预期，而此举又有可能令日圆进一步转弱。

英镑—我们对中期前景保持中立（偏淡）

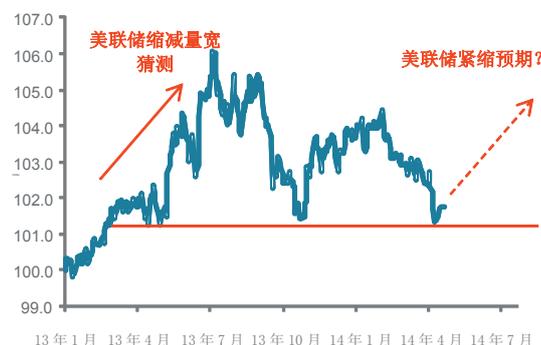
英镑上升，是接踵而至的经济意外以及对美国的实际（即扣除通胀）利率利差扩大所致。然而，由于美国短期收益率看升，而英格兰银行一直专注应付经济不景气，我们认为英镑转弱的风险已经增加。此外，出口增长仍然不振。鉴于通胀持续下降，而失业率仍居高不下，我们并不预期英格兰银行会急于加息。

澳元—我们对中期前景保持中立

我们认为澳元可能会在现水平附近保持区间波动。随着劳动市场出现初步的改善迹象，央行对于澳元上升的容忍度有所增加。然而，无论如何，在通胀减弱下，澳洲储备银行的确有更大的空间可以在更长时间内保持政策宽松。商品价格近期缓步攀升，特别是澳洲的主要出口如铁矿石、煤等，但仍然处于低水平。商品价格若再下跌，就会影响我们认为澳元会区间震荡的观点而形成主要下行风险。

美国短线可能已经见底

同权美元指数*



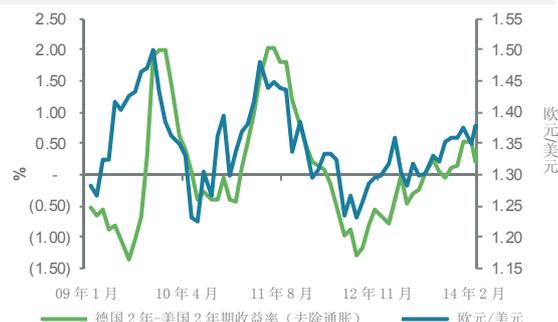
13年1月 13年4月 13年7月 13年10月 14年1月 14年4月 14年7月

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

利好欧元区的利差扩大对欧元形成支撑

德国—美国 2 年期实际（经通胀调整）利差与欧元/美元汇率



09年1月 10年4月 11年8月 12年11月 14年2月

— 德国 2 年-美国 2 年期收益率（去除通胀） — 欧元/美元

资料来源：彭博终端、渣打银行

日本零售业短观调查显示通胀有下行风险

短观小型零售业前景与全国 CPI (同比变化)



04年4月 06年9月 09年3月 11年9月 14年2月

— 短观小型企业状况 — 日本 CPI 同比变化（右轴，滞后 3 个月）

资料来源：彭博终端、渣打银行

人民币—我们对中期前景保持看好

虽然我们明白人民币短线可能再有波动，但我们仍然认为人民币处于上升中。基于其汇价已有一定跌幅，加上我们认为中国经济增长可能快将恢复稳定，我们相信政府不大可能乐于见到汇率再下跌。我们认为，任何扶助经济体系内薄弱环节的措施都会是较具针对性的，不大可能会令人民币进一步转弱。我们以为，中国政府在长远改革上不管如何妥协，也不至于有损自身的信用情况。

新加坡元—我们对中期前景保持中立

金管局透过推高新加坡元的贸易加权汇率来维持紧缩的政策立场。我们预期政策篮子会继续在金管局政策区间的上端波动（见图），一如当前政策立场确立以来的情况。在美联储减买资产的情况下，我们预期新加坡元兑美元会温和下跌，但兑政策篮子内其他一些货币则会上升。

亚洲（日本除外）其他货币—上调至对中期前景中立（先前为看淡）

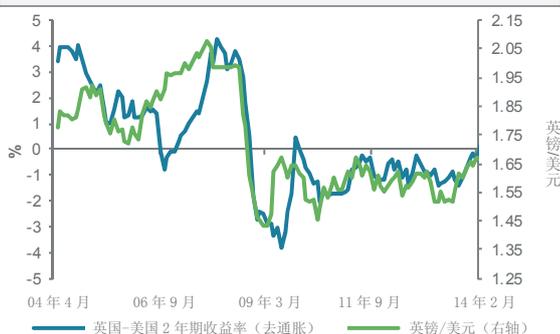
随着亚洲（日本除外）区内某些较脆弱国家的对外收支改善，我们对于汇兑风险的忧虑相应减轻。虽然在全球经济增长回升下，我们仍然看好北亚货币（人民币及离岸人民币、韩圆、新台币），我们对于南亚/东南亚货币的看法也日益乐观。在美联储可能紧缩政策下，我们认为马来西亚林吉特及印尼盾会保持脆弱，皆因外国持有其债务的比重甚高，但我们相信由于经常帐收支改善，而且央行立场渐趋鹰派，风险已经减低。印尼盾的外部基本因素亦已改善。然而，泰国存在政治风险，而且增长前景呆滞，所以泰铢可能持续受压。亚洲（日本除外）概括而言，我们看好韩圆及新台币，对印尼盾、印度卢比及马来西亚林吉特中立，并看淡泰铢。

小结

我们对美元及人民币中线前景看好，对日圆看淡。我们对亚洲（日本除外）货币的观点上调至中立（先前为看淡），并看好当中的韩圆及新台币。

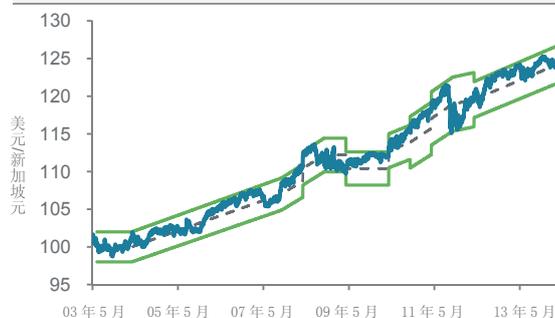
利差扩大推高英镑

英国对美国2年期实际（经通胀调整）利差与英镑/美元汇率



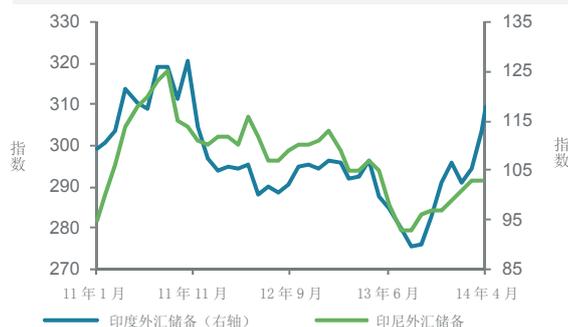
新加坡元贸易加权汇率预计在政策区间的上端波动

新加坡元贸易加权汇率与政策区间



印度及印尼外汇储备上升意味着对外收支失衡情况改善

印度及印尼的净美元外汇储备



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。