

## “五月卖出”：莫作指望

全球股票仍是我们首选的资产类别，当中略微偏重于美股及欧股。美国及欧洲的首季公司盈利予人惊喜，今后多季似乎还有加快增长之势。此外，宽松的货币政策至少在今年余下时间可望延续下去。还有必须注意的是，我们预期新兴市场股票在今后 12 个月可产生正数回报。

不少投资者对于“五月卖出”一类行动感到忧虑。我们认为对此要考虑三个方面：会否发生？若然发生，规模会有多大？投资者应该作何准备？

首先，必须注意的是，所谓“五月卖出”放在长期内是不能成立的。过去 80 年间，美国股市一年内的表现平均而言几乎是直线上升的。

美国股市短线可能快将见顶的指标一般只是黄色提示而已，并非红色警报（见表）。因此，期待今年会再有“五月卖出”现象的人，可能会希望落空。

即使市况有所转弱，我们预计程度会有限，亦不会持久。我们相信就算回落幅度也不会超过 5%，出现这种程度的机率是三分之二。

由于估计何时回落涉及复杂因素—还要确保自己能够在下次反弹之前重新入市—所以我们不打算减少我们的股票配置。全球股票比重偏低的投资者大抵必须十分灵活 (A. G. I. L. E.)，才可以趁市况转弱时从中取利。

我们认为境内及离岸人民币债券都有其吸引力，原因是债券收益率具吸引力、人民币应可回稳，以及境内及离岸人民币债券与全球股票之间的相关性不高。

亚洲政治周期利好。印度大选结果比预期好得多。印尼选举结果大概亦会是正面的，只是近期不如先前明确。在此情况下，南亚/东南亚股市长线应可获得支持。

投资级美元债券表现之强劲出乎我们意料之外。然而，我们仍然预期今后收益率会上升，并会偏重于发达市场高收益债券，因为预计其今后 12 个月可以勉强维持正数回报。

### 内容

“五月卖出”：莫作指望	1
市场表现概览	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	12
外汇市场	13
免责声明	15

### 黄灯而已，并非红灯

#### 标普 500 短线风险指标

指标	讯号
现时水平（相对 200 天移动平均线）	●
涨跌比率	●
相对强弱指数	●
波动指数	●
MACD（动能）每周	●
MACD（动能）每日	●

资料来源：标准普尔

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

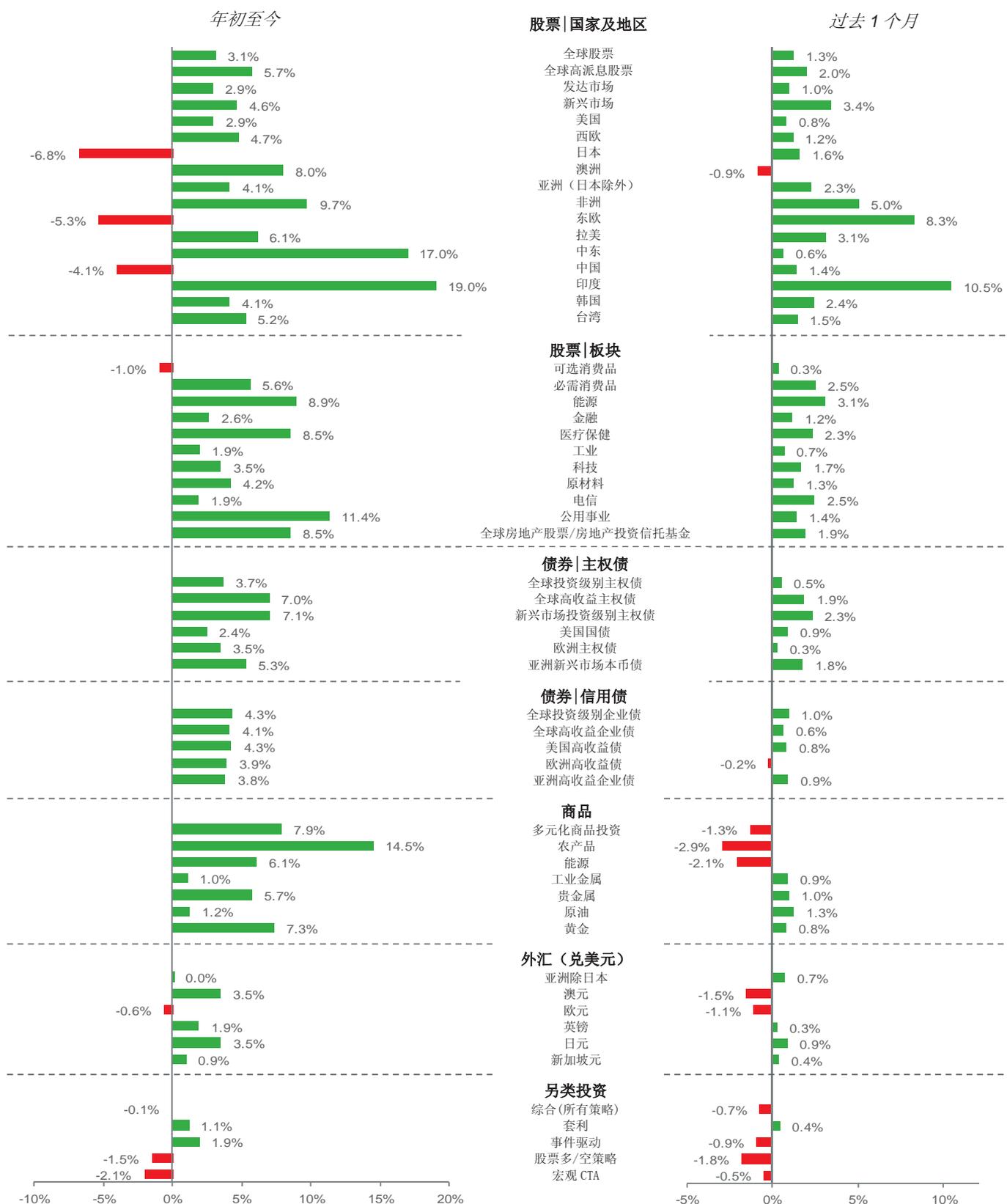
### 趋势一直与你为友：全球股票持续攀升

#### MSCI 全球所有国家股票指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 市场表现概览（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 5 月 22 日，1 月期表现由 2014 年 4 月 22 日至 5 月 22 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

- **准备灵活(A.G.I.L.E.)应对。**全球股票仍是我们今后一年首选的资产类别。我们正步入季节性淡市(至少就近期而言),但仍有大量现金在观望中/基本因素利好,所以即使出现一次回落,幅度亦应有限。投资者可能要十分灵活(A.G.I.L.E.)才有可能趁市况转弱从中取利。
- **看好境内、离岸人民币债券。**我们看好是基于三点理由—收益率具有吸引力、人民币再跌空间有限,以及与其他资产类别的相关性不高。

**仍然偏重全球股票多于全球债券。**欧、美公司首季盈利业绩好于预期,对全球股票产生支持作用。今后多月的货币政策可能会保持宽松—欧洲、日本可能进一步放宽政策。此外,根据历史经验,只要通胀保持温和,美股及欧股的估值就有进一步上调余地。

**新兴市场股票今后12个月可望产生正数回报。**经济/盈利增长预期已降至不太高的水平,对外收支不平衡的情况有所改善,政局发展亦普遍正面。新兴市场股票未获增持评级,主要原因是可能会受到美国加息预期的冲击,而美国加息可推高美元。

**“五月卖出”现象可能不会再现。**我们并不相信今年会再出现“五月卖出”一类行为(详情见首页)。即使有这种情况,我们预期波动亦会较为有限。我们估计全球股市今后3个月下跌不足10%的机率是90%,下跌不足5%的机率是三分之二。基于此等不确定因素,我们不会减低环球股票的比重。若有意增持全球股票,我们建议要设定时限,比方说以往后6个月为限。

**看好境内、离岸人民币债券。理由有三:**

- 短期债券收益率相对于美国国债较为吸引。
- 我们认为货币风险低于其他新兴市场债券。近期美元兑人民币汇率趋于稳定就可印证此一观点。
- 境内、离岸人民币债券的经济动因与环球股票截然不同。故此,两类资产应会保持低相关性。因此,这个资产类别可在投资组合内发挥良好的分散作用。

**美国及欧洲股市因为盈利增长比预期为佳而继续受到支持。只要出现任何季节性弱势,我们认为都可趁机把股票配置比重增至偏高。我们仍然看好境内、离岸人民币债券。**

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

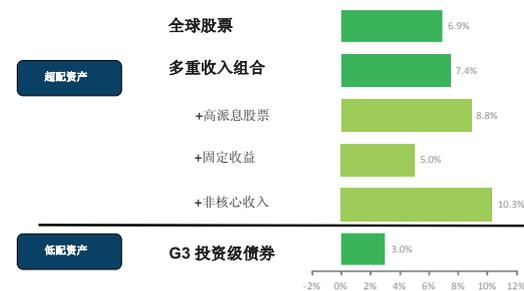
说明

开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期

资料来源: 标准普尔

### A.G.I.L.E. 主题 2014 年初表现平平

AGILE 自 2014 年展望发表以来的表现\*



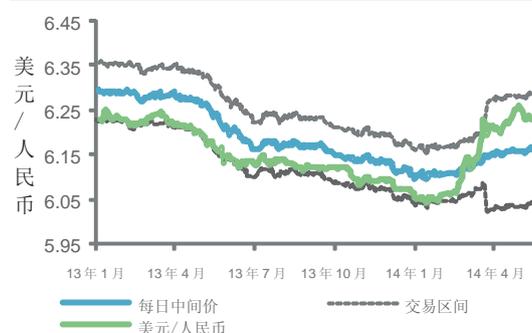
\* 2013 年 12 月 16 日至 2014 年 5 月 22 日期间

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》图 53 所示。

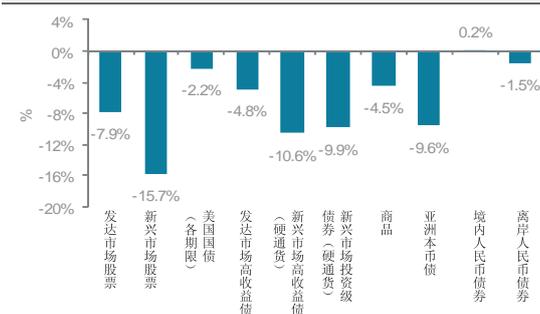
### 人民币弱势不大可能再延续多长时间

美元兑人民币汇率与政府所定美元兑人民币中间价与美元兑人民币汇率的政策区间



资料来源: 彭博终端、渣打银行

**去年美联储“减买资产恐慌”期间各特定资产类别的表现**  
在伯南克引发“减买资产恐慌”期间各特定资产类别的表现 (2013 年 5 月 21 日—6 月 24 日)



资料来源: 彭博终端、渣打银行

资产分类	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)	标配
	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

### 美国数据反映经济增长加快

- **美国**经济数据首季因受严冬影响而短暂回软，其后开始有超乎预期的表现。联储局可能会维持极其宽松的立场，直至通胀压力有升温迹象为止。
- **欧洲**方面，4 月份经济信心出乎意料地下降，而通胀率仍然极低，始终是一大忧虑。欧洲央行行长德拉吉强烈暗示，会在央行 6 月份例会上进一步放宽政策。
- **新兴市场**方面，中国的数据反映内部经济持续放缓。一旦内部经济放缓影响就业创造，我们预期决策当局会出手干预。另一方面，印度 30 年来首次选出一个占有国会极大多数席位的政府，令人憧憬激活增长所需的经济改革终于可以上马。

### 美国：现正处于“金发女郎”经济状态

#### 最理想状态：劳工市场改善，通胀亦低

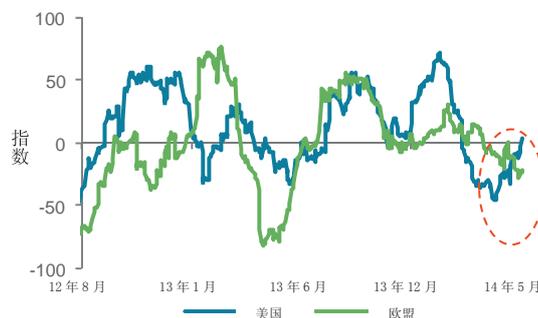
- **美国就业数据强劲**，应可推动消费开支。美国经济 4 月份创造了 288,000 个净新增职位，为两年来最大增幅，令失业率降至 6.3%，是 2008 年 9 月以来最低水平。如此强劲的数据平息了首季就业市道短暂回软所引致的忧虑。此外，消费情绪改善（原因之一是医疗保健开支增加），而 4 月份制造业及小型企业信心又显著增强，凡此都预示今后消费开支会上升。
- **楼市缓步攀升**。楼市经首季转弱后，已有回升的初步迹象，4 月份房屋动工量比前月上升 13%，达到五个月来最高水平，建屋许可证亦上升 8%。楼市若进一步好转，就可以为美联储消除延后加息周期的一大理由。
- **通胀压力增加**：4 月份消费物价上升。过去三个月核心价格的年度化升幅为 2.3%，令通胀升越美联储一向认为可放心的 2% 水平。虽然 4 月份工资通胀放缓，但我们相信工资增长加快的趋势是很明显的。我们认为这是今后几个月的重点注意焦点之一。

### 美联储：方向未变

- **美联储会保持宽松，但会密切注视通胀压力**。美联储主席耶伦强调，在劳工市场供过于求以及工资压力轻微的情况下，美联储今后多月理应维持极其宽松的货币政策。我们预期美联储会继续减低量化宽松（购买债券）力度，每月减买 100 亿美元，到第四季度结束整个计划。接着，美联储可能会在 2015 年首季开始逐步展开加息周期—比市场预期为早—因为我们相信工资上升可能较于一般预期为早，令美联储不得不着手应对。

### 美国经济意外上升，欧洲令人失望

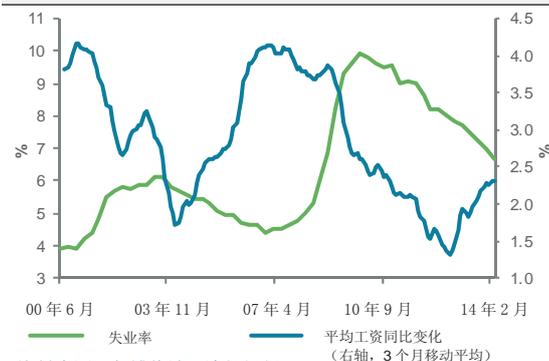
#### 经济意外指数—美国及欧洲



资料来源：花旗银行、彭博终端、渣打银行

### 美国失业率下降，工资通胀趋升

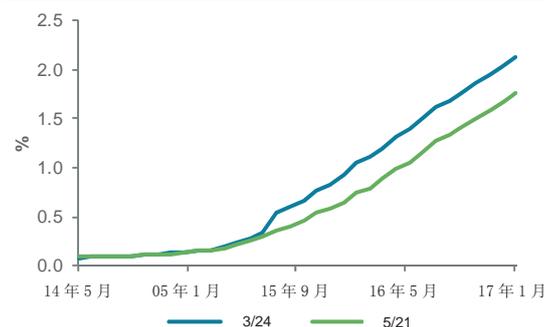
#### 美国失业率及平均盈利增长（同比变化%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 对美国利率预期下降

#### 30 日联邦基金期货（2014 年 5 月 21 日与 3 月 24 日比较）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧洲：进一步放宽政策势在必行

- **经济情绪转弱。**欧洲 4 月份工业及服务业信心转弱。乌克兰问题导致欧洲与俄罗斯间的紧张关系升温，情况令人忧虑，以致德国零售销售亦低于预期。欧元区经济增长的一项指标（ZEW 调查报告）5 月份下跌至九个月来最低水平。数据疲弱，加上通胀预期下降，令欧洲央行更加有理由在 6 月份进一步放宽政策。
- **欧洲央行可能放宽政策。**欧洲央行行长德拉吉作出了至今最强烈的暗示，在下次于 6 月初的例会上会放宽政策，因央行理事会“放心在下次采取行动”。我们相信若减息幅度不大（10-15 个基点），市场会感到失望。虽然正式开展量化宽松计划可能言之尚早，但倘若欧洲央行随时间而推出更进取的放宽政策措施，我们不会感到意外，毕竟目前通缩忧虑大于通胀。

## 新兴市场：政策刺激、改革讨论重上议程

### 中国：增长前景预测进一步下调的空间有限

- **出口回稳可抵销内部经济转弱的影响。**中国 4 月份进出口回升，扭转上月急降之势，为仍然不振的国内制造业提供了支持。政府继续收紧信贷条件，设法令经济不再依赖过度投资。此外，楼市销售下降趋势持续。
- 今年经济增长预测已下调至 7.3%。由于政府的预测为 7.5%，若情况进一步转差，政府可能会以针对性措施扶助某些农村及社会部门——今年较早时已有这种举措。是否采取进一步的刺激措施，虽然规模会颇有限，关键仍在于就业创造是否放缓。若劳动市场指标不差，就意味着不必急于进行大规模的刺激。

### 选举：印度重回投资者考虑之列

- **印度：人民党大胜有利改革前景。**在野人民党赢得国会绝大多数议席——30 年来仅该党能做到——令人对印度中期至较长期前景抱有憧憬。在如此高的支持度下，下届政府应可迎难而上，开展经济改革，以振兴这个亚洲第三大经济体。新政府当前的挑战之一是削减公共支出，以及压抑高通胀。这两方面若能成功，中央银行就有可能开始放宽政策。只有降低借贷成本以及推行更切实的监管政策，才可以令印度企业重新展开大型投资。
- **印尼：**民望领先的印尼总统候选人、雅加达省长佐科威在 7 月大选将遇强大阻力，因为主要对手普拉伯沃与国内第二大党结盟。形势如此变化，意味着佐科威即使在总统选举胜出，亦要应付在国会占大多数的强大反对势力。这样一来，就很难推行艰巨的改革措施来提振经济增长。

### 欧洲面临通缩压力

欧元区通胀率—核心与总体（同比变化%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 中国工业及房地产行业放缓

中国发电量与已售楼面积（同比变化%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 中国劳动力市场保持蓬勃

中国职位空缺与空缺对求职者比率



资料来源：Datastream、渣打银行

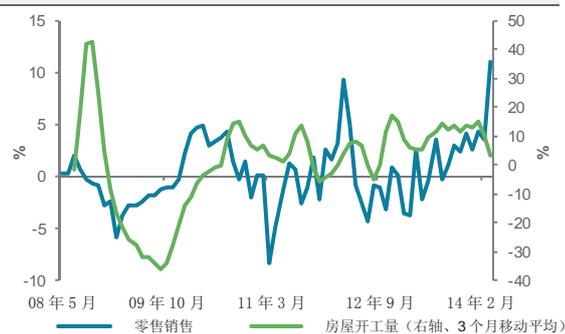
## 日本：加税之后经济转弱

- 4 月份情况一如预期转差，但关键在于随后数月。日本经济数据 4 月份转弱，百货店销售及汽车销售都下跌，可见月初提高消费税的冲击已经显现。我们预期日本央行会暂缓进一步放宽政策至少到第三季为止，以观察提高消费税的中期影响。

美国经济现正处于最理想状态，在就业市道改善的同时，通胀亦不高。今后几季若工资通胀上升，美联储就可能有必要在明年首季开始加息，为时比市场预期为早。欧洲仍然不振，所以欧洲央行可能要在 6 月开会时着手应对。中国亦有可能在不久的将来放宽政策，不过力度可能有限。

## 日本加税前零售销售急增，楼市疲弱

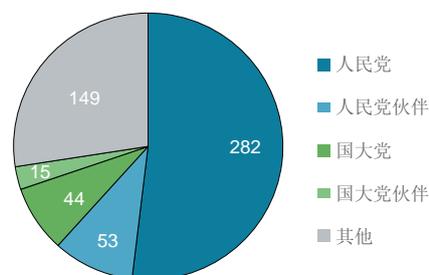
日本零售与房屋开工量（3 个月移动平均）（同比）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 人民党在印度大选大获全胜

印度 2014 年大选结果 - 按席位



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，并相信美国国债收益率正在筑底
- 发达市场高收益维持超配。从我们的评分表可见尚有进一步上升余地，只是升幅不会太大
- 我们继续看好境内及离岸人民币债券，但现阶段不倾向将此观点引伸至其他本地货币市场

### G3 与新兴市场主权债券：

- **长期美国国债收益率仍维持在低得令人意外的水平，我们相信是四个因素造成。**首先，在规则改变下，退休基金对长期债券的需求可能上升。其次，由于有美联储购买，而美国财政赤字缩减又令新增供应显著减少，导致此等债券的供应日益紧绌。第三，近期地缘政治紧张局势升温，导致避险资产的需求增加。最后，市场上国债的空头已甚多。
- **我们相信收益率正在探底。**国债收益率显著下降，但美国增长数据却持续改善，我们实难调和两者的矛盾。我们先前亦指出过，市场对于美国开始加息的时间似乎过于乐观。这两个因素都意味着就基本面而论，收益率理应上升。此外还值得注意的是，收益率虽已降至接近 2.4-2.5% 这个在美国经济前景远不如目前乐观时才见到的水平，但并没有再破位向下。综合此等因素，我们相信 10 年期国债收益率在现水平正蓄势待升。
- **收益率曲线仍有可能趋平，但在短期利率开始上升前应该不会。**收益率曲线趋平（即 10 年期与 2 年期债券收益率的差距缩窄）与增长前景改善相符。然而，这种情况通常是由短期利率逐渐上升造成（因为市场日益消化了美联储加息的因素），而非长期利率下降所致。我们相信年底时出现这种情况的可能性会越来越大。

### 公司信用债（美元）：

- **综合各项风险而论对发达市场高收益作超配部署仍是合理的。**年初时，我们指出必须持续注视贷款条件、预期违约率、还款量、估值等，以衡量对这个资产类别维持超配部署的风险/回报。右表概括说明了我们对此等因素的主观评估。根据对此持续评估，我们相信目前维持对发达市场高收益的超配部署仍是合理的，但我们预期回报不会太高。

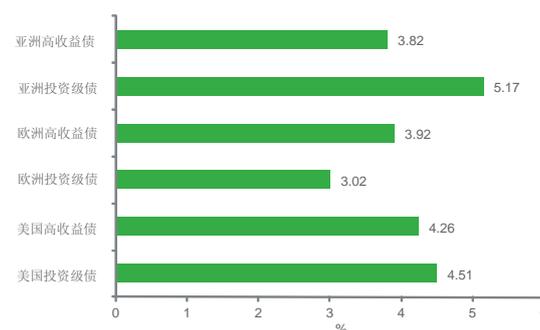
### 本币债：

- **我们看好境内及离岸人民币债券但不倾向把投资范围扩大至区内其他本地货币债券。**我们的顾虑主要在于不少亚洲货币经过近期劲升后大概已不再有吸引的入货点。反观境内及离岸人民币，我们认为既有吸引的入货点，亦有持续吸引的收益率。因此，我们相信境内及离岸人民币的风险/回报组合较为吸引（见第 3 页）。

### 小结

基于美国国债收益率看升，我们对 G3 主权债券维持低配。发达市场高收益维持超配，但须持续注视主要的风险指标。亚洲方面，我们继续看好境内及离岸人民币债券。

### 固定收益年初至今表现\*（美元）



\* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 5 月 22 日期间

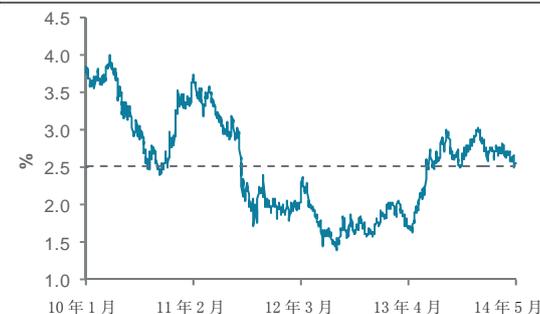
资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行  
指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信贷指数

### 大部分因素仍然利好发达市场高收益债券 高收益债券评分表

	美国	欧洲
借贷条件	✓	✓
预期违约	✓	✓
偿还	✓	✓
估值	✗	✗

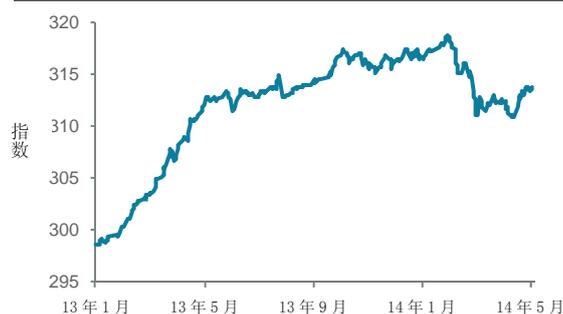
资料来源：彭博终端、渣打银行

### 收益率很可能会从现水平上升 10 年期美国国债收益率 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 我们认为在现水平增持人民币公司债券仍具吸引 中信标普中国公司债券总回报指数（美元）



资料来源：中信标普、彭博终端、渣打银行

## 股票—超配

- 我们对发达市场维持超配，但对新兴市场的看法更加积极，这是基于个别新兴市场国家的政策发展利好以及估值因素。关键在于保持选择性。
- 在亚洲（日本除外）区内，我们对台湾及韩国维持超配，但对印度及东盟的看法更加积极。
- 市场上有轮换到价值股及中至后周期股的迹象。对科技股维持超配，因为可借以掌握发达市场资本开支回升之利。

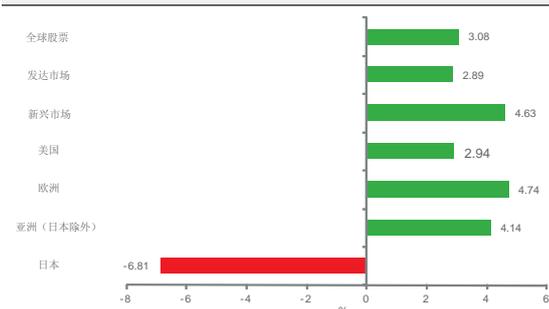
### 偏重发达市场（美股及欧股），但对新兴市场前景趋于乐观

- “五月卖出”现象至今未见出现，全球股票迭创新高。宏观及盈利前景改善，而且欠缺利空因素，令市况得到支持。虽然市场到某个时候可能要消化美国利率预期上升的因素，但我们相信即使回落幅度亦不会大，因为现时有大量闲置现金，而且货币政策设置宽松，基本面亦在增强（见第1页）。
- 我们预期美股及欧股的表现会持续领先。首季盈利比预期为佳，印证了这个观点。美国已公布业绩的公司中，三分之二以上比预期为佳，而欧洲亦终于开始出现惊喜。
- 虽然新兴市场盈利持续令人失望，但预期已降至甚低，而且区内似乎已有零散的盈利回稳状况。

### 对新兴市场的负面情绪减退。标配亚洲（日本除外）。

- 新兴市场股票本月表现再度领先于发达市场。印度、俄罗斯及南非都有良好表现，而中国则受制于增长降速，表现继续落后。我们对台湾及韩国维持超配，而前者今年的表现领先于亚洲（日本除外）整体。由于产能利用率改善，公司盈利健康，发达市场资本开支可望回升，台、韩这两个以科技股占大比重的市场可从中得益。
- 我们对印度及印尼的看法转趋积极。选情利好（尤其是印度），可能促成一个良性循环：对资金流动的信心增强；改革；增长。然而，我们不会高追，因为季风将至，而且近期软谷物价格急涨，都可能在往后提供更佳的入市机会。
- 我们对非亚洲新兴市场维持低配。然而，由于估值便宜、前景预期已显著下调，加上持仓比重偏低，意味着不难出现短线反弹。

年初至今股市表现\*（美元）

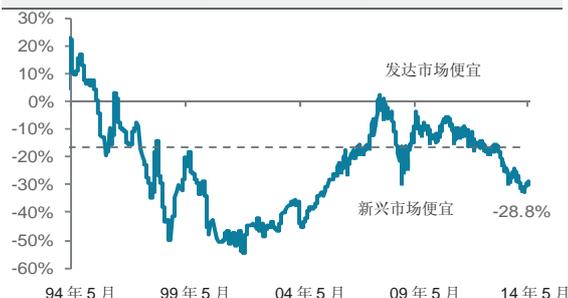


\*2013年12月31日至2014年5月22日期间

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

### 新兴市场股票相对于发达市场折让颇大

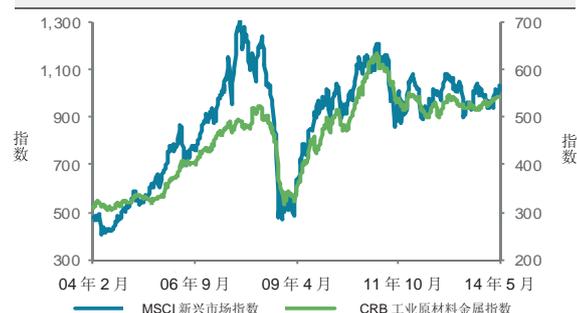
MSCI 新兴市场与发达市场的12个月远期市盈率折溢率



资料来源：IBES、Datastream、渣打银行

### 新兴市场表现与贱金属价格走势息息相关

MSCI 新兴市场与CRB工业原材料金属指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 随着市况成熟轮换到价值股及后周期股

- 去年表现落后的某些板块（能源、公用事业、原材料）正开始表现领先。随着经济回升变得较能自行持续，投资兴趣应会从增长型扩大至价值型的公司，以及开始在资本开支及并购方面展现中/后期行为的企业。
- 我们对科技股维持超配（软件、移动相关），因为可借以掌握资本开支回升之利。我们亦看好具价值及高派息的能源股，焦点是上游的勘探生产公司。

### 小结

我们预期美股及欧股的表现会继续领先。我们仍标配亚洲（日本除外），而对非亚洲新兴市场已不如先前般看淡，因为其前景预期已降至甚低。

### 价值股自年初开始表现领先

MSCI 所有国家全球成长股与价值股指数比率



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

## 商品—标配

- 我们保留对商品的标配观点。农业商品（标配）价格转向以及美元反弹此二趋势可引发短期下行风险。然而，工业金属（标配）可产生一定程度的抵销作用，因为某些主要金属的仓位部署较为极端。
- 原油（超配）价格现已接近波动区间顶部。另外，黄金（低配）持续欠缺支持，即使地缘政治风险上升亦无济于事。

**我们对黄金维持低配。**金价过去一月区间波动，可能是美元并未显著升值所致。然而，我们认为促使金价进一步走弱的任何长期因素并无改变：

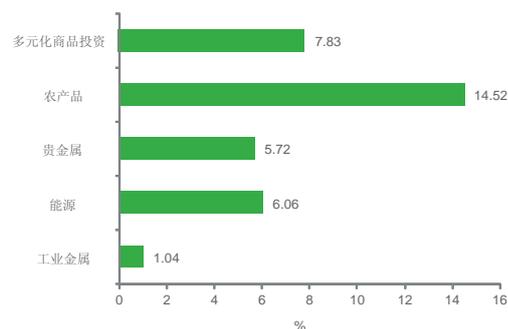
- 经通胀调整的金价仍处于高位。即使通胀一如我们预期般逐渐上升，亦不大可能推升金价。
- 股票回报及债券收益率可望持续上升，持有黄金的机会成本相应增加。
- 我们仍然预期美元会保持温和升势，对于黄金亦属利空。

地缘政治风险往往被指为金价一个潜在的支持来源。然而，近期所见却是未必。正如右图所示，金价并未随地缘政治风险上升，特别是在过去一年。我们并不指望地缘政治风险足以扭转金价的下跌趋势。

**我们对石油维持超配。**布伦特油价持续在相对狭窄的区间内波动，不过过去一月曾经移近区间顶部。仍在支持油价的两个关键因素是：(i) 中国尽管增长数据转弱，但对石油的需求增长未见显著下降；(ii) 油国组织产量水平有所下降。俄罗斯在全球油气生产占有颇大份额，所以一旦与乌克兰相关的紧张局势升温，我们认为亦会对油价构成上行风险。

**我们对工业金属维持标配。**我们认为价格有可能短线反弹。虽然某些金属如镍等已有强劲表现，但我们留意到市场的铜仓位部署仍然甚为看空，构成反弹风险。伦敦金属交易所(LME)数据亦显示，主要金属如铜等的存货水平已开始下降。综合此等因素，我们相信工业金属价格可能会短暂反弹。

### 年初至今的商品表现\*（美元）



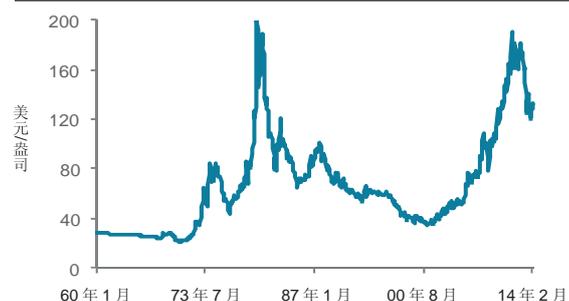
\* 2013年12月31日至2014年5月22日期间

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-瑞银工业金属指数

### 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

### 以黄金对冲地缘政治风险效果参差

全球地缘政治事件发生前后的金价表现

时间单位为事件发生后月数



资料来源：彭博终端、渣打银行

**我们对农业商品维持标配。**我们对于短期前景保持审慎。虽然价格已开始从近期高位回落，但某些农业商品（如玉米）的仓位部署的确仍然颇为极端，意味着价格有进一步下降的风险。

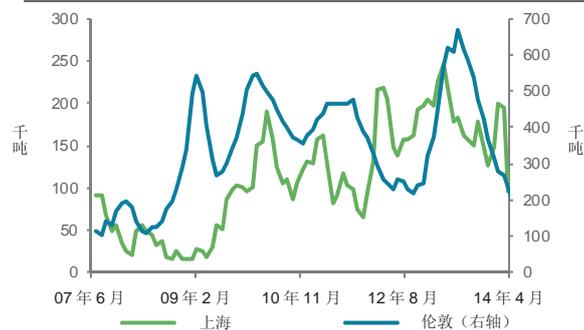
最近有不少疑问是关于今年较后时会出现厄尔尼诺天气，以及由此对农产品价格构成的是什么类型的风险。事实证明对价格的影响不能一概而论，须视乎多方面因素而定。我们相信上行风险最大的是原棕榈油、糖一类商品。

### 小结

我们维持对商品的标配观点。我们仍然认为金价在现水平有进一步下跌的空间。工业金属可能出现短线反弹。有关厄尔尼诺天气现象的影响，事实证明不能一概而论。

### 铜库存终于开始下降

铜库存（伦敦及上海）



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。

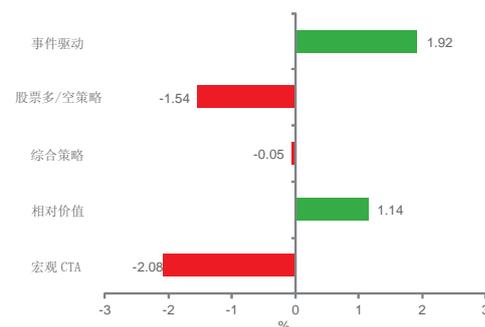
我们仍然认为对于不愿承受股票净多头所涉高波幅的投资者，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以掌握我们认为吸引的长期趋势，但又不愿承受净多头无可避免地涉及的较高波幅的投资者。

另类策略现在可能格外具有吸引力，原因在于季节性因素、相关性及相关收购活动等方面。虽然我们预期股票今后 12 个月会表现领先，但我们相信有两个因素支持对另类策略采取超配部署。第一，股票相关性仍然颇低，这种环境较为利好股票多/空策略。第二，收购合并活动已开始急增。

### 小结

我们对另类策略维持超配。我们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，同时亦可享有此股票净多头为低的波动性。

另类策略年初至今表现\* (美元)



\* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 5 月 22 日期间

资料来源: HFRX、彭博、渣打

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

### 短期

少于 3 个月

中期

6-12 个月

## 外汇市场

### 美元—我们对中期前景维持看好

我们仍然看好美元。我们认为美国经济可能会加快回升，特别是在今年下半年。美国经济首季受到严冬影响，表现令人失望，但现在经济意外已再度转为正面。因此，有关美国会比预期更早加息的揣测可能会增加，尤其是在核心通胀开始上升的情况下。由于其他中央银行大都仍会维持宽松政策一段时间，货币政策的分歧可能会推升美元。因此，我们相信美元可能已经见底（见图），正蓄势回升。

### 欧元—我们对中期前景转为看淡（先前为中立）

我们对欧元转为看淡，因为我们相信欧元中线势将向下。欧洲央行行长德拉吉以更明确的措辞暗示会在下次例会放宽货币政策，意味着利率可能会下调。因此，对欧元形成有力支持的实质利率亦有可能降低（见图）。另外，欧元区经济意外令人失望，亦可能令欧元短线受压。欧元兑美元汇率最近跌破 1.37 的关键支持位。我们预测失准的主要风险是，进一步的放宽可能令欧洲资产价格短线上升，导致更多资金流向欧元区。

### 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，而此举最终又可能会令日圆进一步转弱。

### 英镑—我们对中期前景保持中立（偏淡）

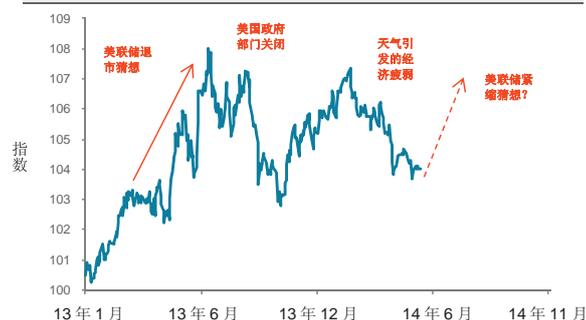
我们维持中期中立的观点，但偏向看淡。英国录得 30 年来最高的经常帐赤字（占 GDP 百分率）。此外，经济惊奇向上之势已放缓，对英镑的支持作用可能会减弱。然而，正利率差（扣除通胀）至今仍能吸引外资流入，对英镑形成支持。另外，市场持仓部署亦维持颇大的净多头，因为一般仍预期英格兰银行的加息周期会先于美联储。我们则认为英国加息周期可能后于美国。因此，我们认为总体环境不利于英镑保持强势。

### 澳元—我们对中期前景保持中立

我们预期澳元中期会保持区间波动。商品价格弱势持续，尤以铁矿石为甚，加上中国经济数据仍然不振，可能会令澳元强势受到抑制。另一方面，澳元在套息交易有需求，而且在经济数据改善下预计利率终将上调，却可能会令澳元不至显著下滑，除非商品价格急挫又当别论。

### 美元短线可能已经见底

均等加权美元指数\*



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

### 利率水平差异若逐渐收窄，可能会对欧元构成压力

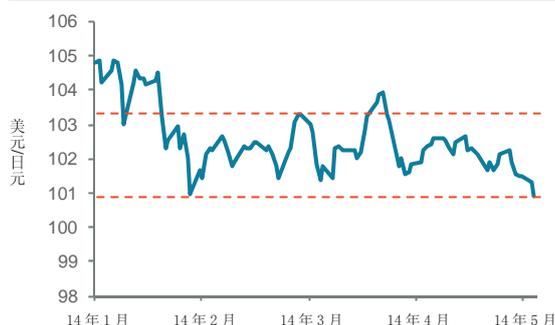
德国—美国 2 年期实际（经通胀调整）利率差与欧元兑美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 日圆短线可能仍将区间波动，然后出现下一段弱势

美元兑日圆走势图



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲（日本除外）货币—我们维持中期标配

亚洲（日本除外）方面，我们整体上维持中期中立，但看好对外收支盈余充裕而且可从全球经济加快增长中得益的国家的货币。

我们对人民币的中期前景维持看好。我们认为，人民币近数月的弱势已近尾声，每日中间价大致上已稳定下来。我们预期人民币在今后 12 个月会逐步回升，不过波动性会较大。

我们预期美元兑新加坡元中线大致上会区间波动。近期数据显示，在同时受到外部及内部因素支持下，新加坡的增长势头保持强劲。我们相信，一旦市场开始充分预计美联储今年较后时加息的因素，再加上美国国债收益率开始上升，新加坡元的强势就会受到抑制。

我们对印尼盾、印度卢比及马来西亚林吉特维持标配观点。我们承认印度选出一个中间派的多数党政府后，政治风险已经减低，推行全面经济改革的可能性提高。我们相信这样可吸引外资流入，但须提醒一点，印度央行为免损害出口竞争力，是不大可能任令卢比大幅度升值的。

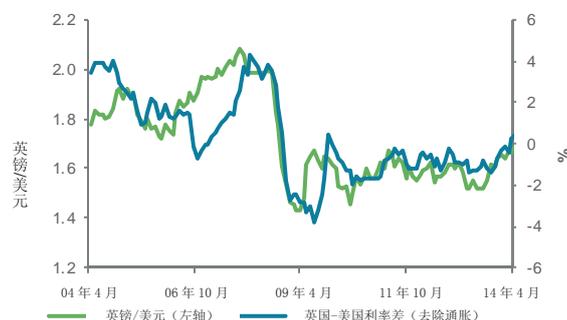
印尼方面，政局不如印度明朗，最有可能发生的情况是出现悬空国会。然而，两国的基本因素都在持续改善，只是通胀始终居高不下。马来西亚中央银行最近发表鹰派声明，加上利率可能再上调，都对马来西亚林吉特形成支持，但林吉特是相对低息货币，而且外资拥有国债量颇大，若美国加息预期上升，不能排除国债被抛售的风险。我们仍然认为泰铢是亚洲（日本除外）区内最易受到冲击的货币，原因在于政局混乱加剧、出口呆滞以及增长前景看淡。

### 小结

我们对美元及人民币中期前景维持看好，对欧元由中立转为看淡，对日元维持看淡。我们对亚洲（日本除外）货币的观点维持中立，并看好当中的韩圆及新台币。

## 英、美利率差（扣除通胀）对英镑前景具关键影响

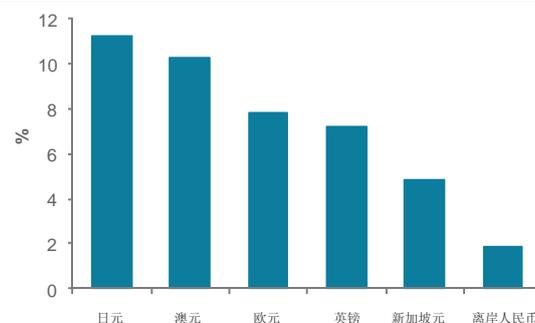
英、美 2 年期实际（经通胀调整）利率差与英镑/美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 人民币的波动性仍显著低于大部分主要货币

1 年期历史波动性



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。