

低波幅可能维持一段时间

我们预期今后几月的市况会维持低波幅，原因是经济增长、盈利增长（特别是美国）以及通胀都有较高的能见度。美国通胀及利率预期上升到某个程度时，可能会导致市场波幅短暂扩大，但这种情况大概在几个月后才会出现。不论就短线（往后3个月）或中线（12个月）而言，全球股票仍是我们首选的资产类别。

看好的资产类别：

- 各主要地区股市都可望产生正数回报。我们相信所有主要地区的股市（欧洲、美国、亚洲（日本除外）、日本及非亚洲新兴市场）在今后12个月都会带来正数回报。我们略微偏重于欧股及美股，但倾向采取分散的全球股票配置。
- 亚洲动力增强。影响亚洲股票潜在回报的三个关键因素（经济动力、货币政策及估值）都有所改善，当中以中国为主。最明显的转变莫过于经济增长预期，过去两年来的下调趋势现已开始扭转。
- 新兴市场债券可以看好。我们仍然认为亚洲债券市场有较大价值。以本地货币而论，我们看好境内、离岸人民币，并主张分散投资于亚洲本地货币债券。至于美元债券市场，我们看好新兴市场高收益政府债券，因为其估值不如发达市场公司高收益债券般偏高（见下文）。

相对于上一月的变动：

- 发达市场高收益由超配下调至标配：自从我们将发达市场高收益的配置上调至超配（2011年9月）以来，该资产类别已带来约41%的绝对回报，表现领先于全球债券约35.4%。然而，随着企业杠杆率提高，我们认为债信已相应地转差。基于估值已经偏高，我们相信现在已是低配的适当时机。在一个收益投资组合内，我们会增加境内及离岸人民币债券以及杠杆贷款的配置比重（见第12页）。
- 印度股票配置上调至超配，是基于我们作配置决定所依据的三项准则中有两项亮起绿灯（见第7页）。

内容

| | |
|----------------|----|
| 低波幅可能维持一段时间 | 1 |
| 市场表现概要 | 2 |
| 投资策略： | 3 |
| 经济及政策展望 | 4 |
| 固定收益—低配 | 6 |
| 股票—超配 | 7 |
| 商品—标配 | 9 |
| 另类策略—超配 | 10 |
| 外汇市场 | 11 |
| 投资生息：多收益投资组合近况 | 13 |

风险指针仍然显示股市会进一步上升

标普500信号审核表

市场指标 6月 → 7月

| | | |
|----------------|---|---|
| 远期市盈率估值17倍 | | |
| 升值步伐不可持续 | | |
| 国内表现超越全球 | | |
| 防守性股票表现超越周期性股票 | | |
| 国债上升 | X | X |

全球指标 6月 7月

| | | |
|------------|---|---|
| 欧洲/日本负面意外 | | X |
| 新兴市场增长大幅放缓 | X | |
| 制造业后苏逆转 | | |
| 美国显著强势 | | |

国内指标 6月 7月

| | | |
|----------|--|--|
| 就业势头减弱 | | |
| 房屋市场复苏停顿 | | |
| 意料之外的政策 | | |

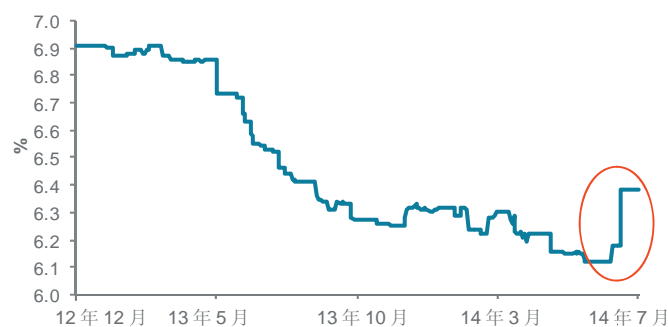
数据来源：BCA Research（指标）、渣打银行（观点）

注：X指已发生或可能即将发生的事件

| | |
|------------------|---------------|
| 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 |

亚洲经济增长动力正在增强

亚洲（日本除外）2014年GDP增长一致预测



数据来源：彭博终端、渣打银行

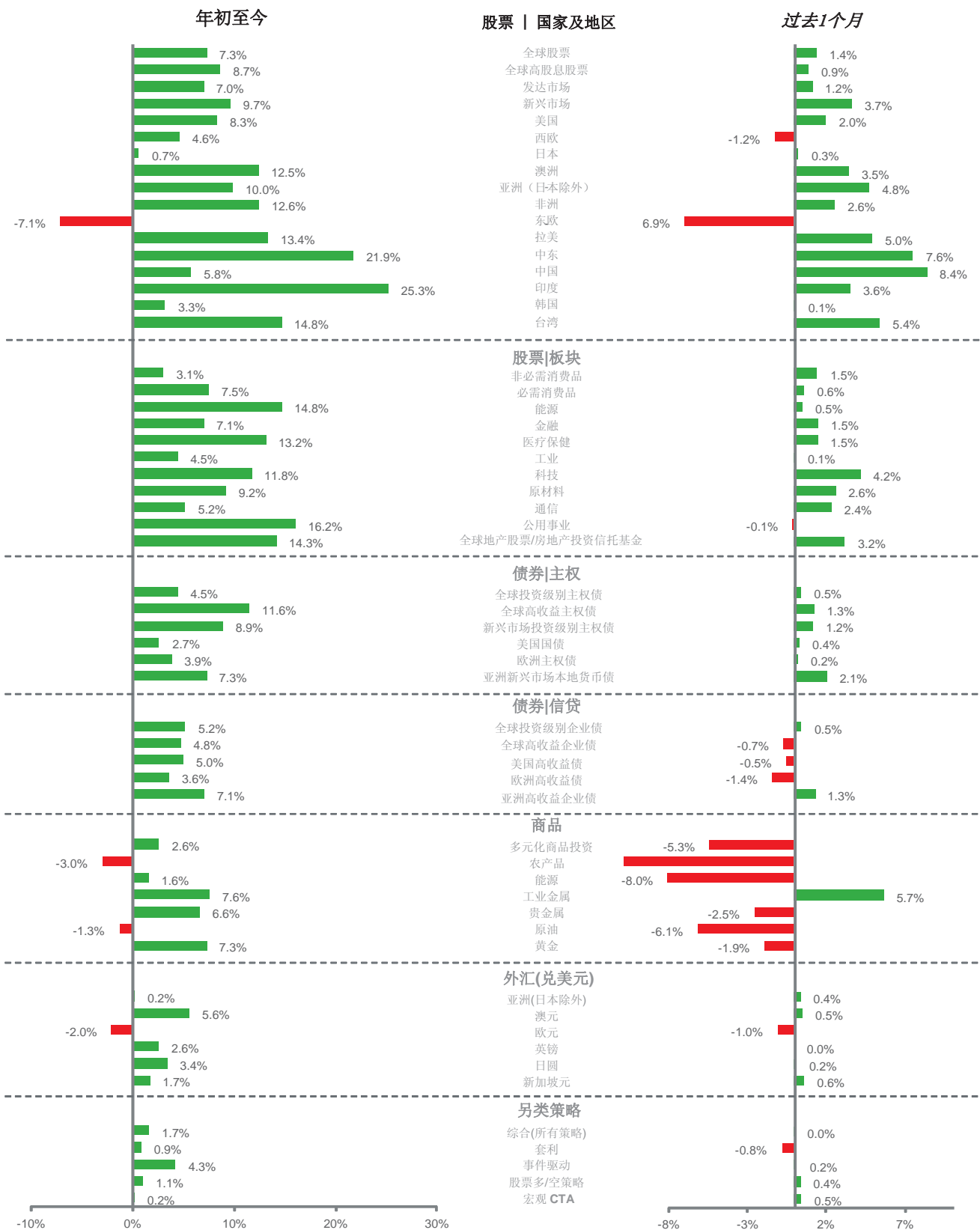
对发达市场高收益债券不再抱超配观点

发达市场高收益自我们上调至超配以来相对于全球债券的表现



数据来源：巴克莱资本、花旗、彭博终端、渣打银行

市场表现概要（年初至今及1月期）*



* 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7月24日，1月期表现由2014年6月24日至7月24日

数据来源：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：

- 短线波幅扩大的理由不多
- 对全球股票的短、中期前景都是看升
- 我们将发达市场高收益由超配下调至标配，相应地增加境内及离岸人民币债券以及杠杆债券在收益投资组合中的配置

今后数月有望维持低波幅。越来越多的市场评论员预计市场波幅会扩大（解读为：股市转弱）。股票大体上就是个波动性较高的资产类别，所以出现短线弱势的可能性始终存在。然而，我们要指出三点：

- 即使转弱预计都会是短期现象，任何失地预计都可迅速收复。
- 波幅扩大不一定意味着股市转弱。波幅可随股市上升而扩大，正如1995-97年间的情况。
- 低波幅市况可能延续。波幅扩大通常是经济、盈利或通胀前景日趋不确定所致。不确定性短线骤增的原因并不清楚。美国通胀压力加剧至某个程度，就有可能导致不确定性增加，但看来要再过几个月后才会出现这种情况。

对投资者的启示：

- 维持既定方针。我们并不认为应在市况短线转弱时沽出手头股票。我们反而主张股票配置未达超配者趁机上调至超配。我们倾向采取分散的股票配置，而非集中于一、两个地区或板块。
- 短线获取前期溢价的难度仍然颇高。不少投资者爱用的一个策略是透过沽出外汇或股票认沽期权来获取前期溢价。虽然我们相信这种策略绝对有效，但在当前的低波幅环境下，很难借以获取吸引的回报。

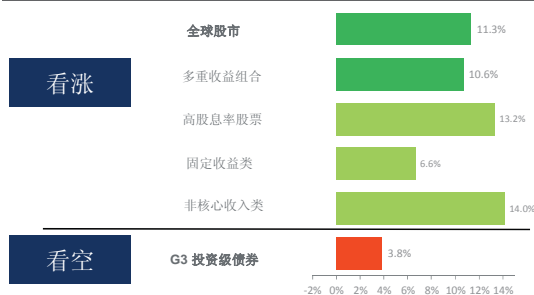
发达市场高收益债券下调至标配。我们结束了其中一个为时最久的超配配置，就是发达市场高收益债券。自从超配部署展开（2011年9月）以来，该资产类别带来了约41%的回报。然而，基于企业资产负债表状况略微转差，而且估值偏高，我们认为已到了结束这个部署的适当时候（详情见第6页）。

| 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 |

数据来源：渣打银行

A.G.I.L.E.主题表现相当良好

自展望2014发表以来AGILE的表现*



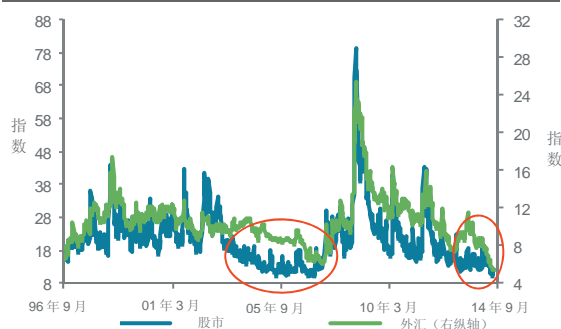
*2013年12月16日至2014年7月24日期间

数据来源：彭博终端、渣打银行

*收入篮子如 Outlook 2014: A Year to be A.G.I.L.E.图 53 所示。

波幅低并有可能长时期维持低企

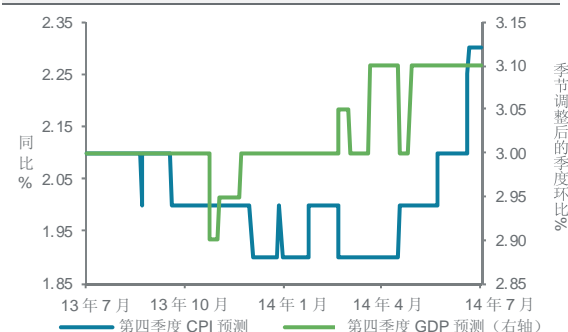
股票及外汇波动性指标



数据来源：VIX、摩根大通、彭博终端、渣打银行

经济不确定性受制：增长预期上升，但通胀预期亦然

美国2014年第4季增长及通胀一致预测



数据来源：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 投资级债券 | 低配 |
| | 新兴市场 投资级债券 | 标配 |
| | 发达市场 高收益债券 | 标配 |
| | 新兴市场 高收益债券 | 超配 |
| 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

美国招聘数字随经济增长反弹而上升；中国趋于稳定

- **美国**公司招聘数字录得 1999 年以来最快增速，皆因寒冬过后经济回升。就业市道转强，刺激了高价货品如住宅及汽车的消费。然而，美联储决策者对于通胀会否复炽仍存意见分歧。我们相信，在就业市场蓬勃下，年底前工资可能上升，以致美联储不得不在明年上半年加息，为时早于市场预期。
- **欧洲**经济指标过去一月好坏不一。德国工业生产及投资信心下降，制造业亦继续承受通缩压力。但另一方面，最新的泛欧商业信心调查却呈现显著改善。
- **新兴市场**方面，中国经济增长次季微升至 7.5%，可见即使政府推行广泛的改革措施，借着定向宽松政策仍可促进增长稳定。**印度**通胀降势持续，增加了全力放宽政策的可能性。**印度尼西亚**的佐科·维多多当选下任总统，不过国会却是壁垒分明。

美国：就业市道转强意味工资上升压力增加

- **1999 年以来最快招聘增速。** 美国经济上半年有近 140 万个净新增非农业职位，是 99 年下半年以来最高增速。就业市道好转的同时，一项小型企业调查亦显示职位空缺日益难以填补。
- **就业市场蓬勃刺激高价货品消费。** 6 月份现成住宅销售上升至八年来高位。我们相信这是又一个征兆，反映减债多年的消费者对经济前景的信心正在增强。
- **就业数字回升可能刺激工资通胀。** 消费物价指数连升三个月后，到 6 月份维持 2.1% 不变。虽然劳动参与率仍然甚低，但我们相信在企业尤其是小型企业持续招聘下，劳动市场的过剩情况可能会减少，以致企业不得不在年底前提高工资，从而刺激通胀上升。

美联储：对通胀前景意见分歧

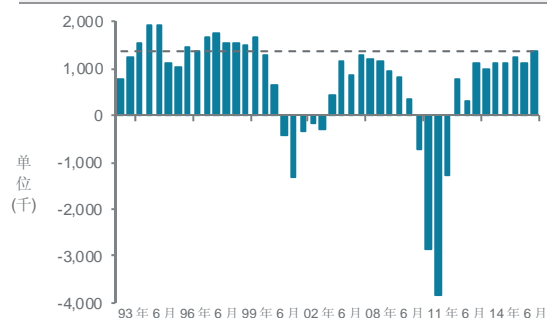
- 虽然美联储的会议记录显示理事们同意在 10 月前结束量化宽松，但对于局方何时开始以加息来避过通胀却是莫衷一是。主席耶伦坚持劳动市场仍然存在“显著过剩”，工资增长因而受制，但地方联储银行行长费舍尔及布拉德却主张早至明年首季加息，甚至更早。我们相信随着工资上升，美联储可能不得不在明年上半年加息，为时早于市场预期。

欧洲：德国步履不稳，增加了进一步放宽政策的成数

- **欧洲经济指标正在转弱。** 欧洲最大经济体德国本来一直表现强稳。然而，近期数据显示 5 月份工业生产及工厂订单低于上月，7 月份投资信心连续第七个月下跌。但话虽如此，欧元区各地的消费者信心呈上升趋势，而最新的欧元区商业信心亦向上。

美国上半年招聘数据为 1999 年以来最强

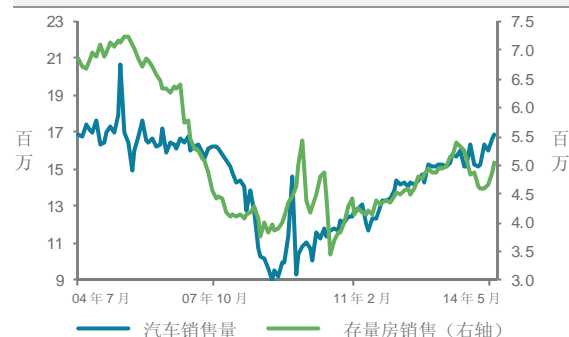
美国半年度非农业就业总人数(千)



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国汽车及住宅销售回复升势

美国汽车销售、现成住宅销售(百万, 季节性调整年率)



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国通胀及工资上升压力至今仍然温和

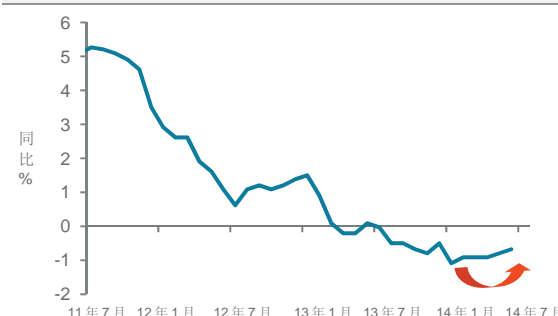
美国 CPI (按年%)、私营部门时薪(按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

德国企业面对持续不断的通缩压力

德国生产物价指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

- **欧洲央行可能有必要进一步放宽政策。**欧洲央行已将基准利率降至历来最低水平，并将存款利率降至负数，现在更计划在9月推出一项长期银行贷款计划。由于欧洲各地失业率高企，我们相信在今后12个月可能有必要采取更强力的行动，才能够扭转当前弱势以及激发通胀。措施之一可能是以量化宽松来推低欧元，从而刺激出口。德国近期经济放缓，其决策当局可能因此而赞同这种计划。

新兴市场：亚洲看来已扭转形势

中国：实行定向政策宽松后经济回复稳定

- **定向措施将中国次季增长推高至 7.5%。**中国经济增长连续两季放缓之后，次季略微上升，显示针对农村及某些重点行业的定向措施有助经济恢复稳定。一个制造业活动指针7月份上升至18个月来高位，而6月份零售销售增长维持在12.4%的强稳水平。
- **通胀缓和为进一步放宽创造空间。**我们并不期望会有广泛的放宽措施，因为政府目前正致力将经济动力来源由投资转移到消费方面。然而，由于消费通胀温和，制造业更面对通缩压力，决策层应可继续推行定向宽松措施。6月份新增银行贷款连续第二个月趋升，反映了当局保增长的意愿。

亚洲其他地区：印度通胀下降；佐科威当选印度尼西亚总统

- **印度6月份消费物价通胀降至7.3%，**是承接从去年11月的11.2%高位回落之势。季风不足可能令粮食价格通胀重燃。不过我们相信大概只是短暂现象。通胀下降，加上新政府承诺在今后几年削减预算赤字，都可以为中央银行考虑放宽货币政策创造条件。要扭转三年来经济增长放缓之势，有必要降低借贷成本。印度贸易赤字6月份扩大，必须密切注视。
- **印度尼西亚的佐科·维多多（佐科威）必须争取壁垒分明的国会支持。**虽然竞选对手就佐科威当选总统提出质疑，但我们相信以其获胜比数之大，应足以令法庭否决是项提诉。佐科威的主要考验是争取由反对派控制的国会支持，以推行艰巨的改革措施，如削减补贴等。投资者亦希望了解佐科威对矿物出口的立场以及他吸引外资的能力。

日本：4月加税过后经济恢复稳定

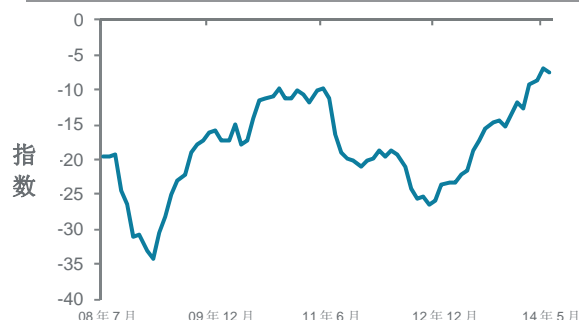
- **日本经济增长看来已恢复稳定，**摆脱了4月份提高销售税所引发的急降之势。官方的短观调查显示大型制造商及服务提供商对经济前景感到乐观（只是小型企业的乐观程度有所不如）。6月份银行贷款连续第二个月加快增长，而经常帐盈余亦上升。我们相信中央银行可能会评估今后几月的增长及通胀趋势，然后才决定进一步的政策行动。

小结：

美国招聘数字劲升，若情况持续可能会令劳动市场的过剩减少，并引发工资上升压力，以致美联储不得不在明年上半年加息。欧元区数据参差，可能促成欧洲央行在往后12个月着手进行量化宽松。中国实施定向政策宽松后，经济看来已恢复稳定。

欧元区服务业保持健康，令消费者信心得以回升

欧元区消费者信心指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

中国经济扭转形势

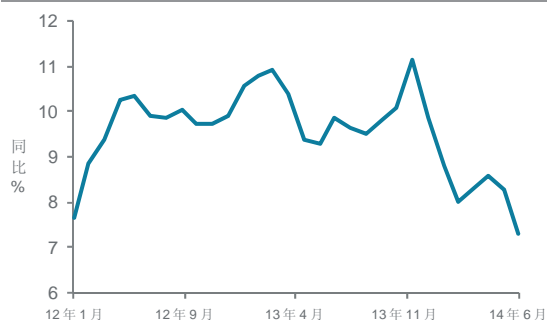
中国经济惊奇指数



数据来源：花旗、彭博终端、渣打银行

印度消费通胀锐降

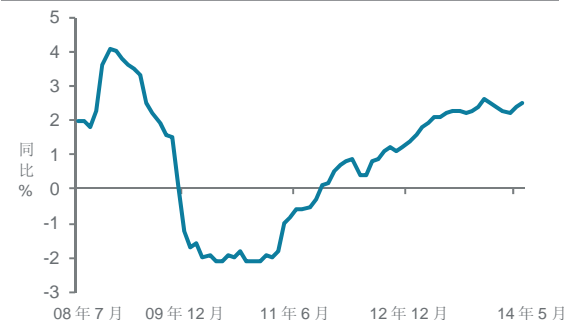
印度CPI（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

日本银行贷款连续第二个月加快增长

日本银行贷款（信托银行除外）（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

固定收益—低配

- 美联储有可能改变立场，这个风险始终是我们对 G3 政府债券维持低配的一个关键因素
- 我们首选的债券资产类别是境内或离岸人民币、亚洲本地货币以及新兴市场高收益主权
- 我们将发达市场高收益下调至标配（先前为超配），原因是风险回报率状况转差

G3 与新兴市场主权债券：

- **美国国债收益率仍然受制。**可能的原因之一是德国政府债券收益率下降，导致相对吸引的美国国债的需求增加。然而，我们相信低收益率可能只是暂时现象。在经济周期的这个阶段，若收益曲线趋向平坦，通常是短期收益率上升所致。今日则不然，我们所见的是长期收益率下降。我们认为，在经济增长与通胀风险同时上升的环境下，有此现象显得格格不入。
- **关键仍然在于美联储何时开始加息。**市场价格充分反映联邦基金利率只会到明年 10 月才上调，若预期正确，则收益率上升步伐可能比我们所预计缓慢得多。然而，倘若美联储加息的时间的确如我们所料比市场预期为早，则收益率的上升步伐可能会较为迅速。
- **新兴市场高收益政府债券维持超配。**支持这个观点的关键因素包括：(i)绝对收益率吸引（刚低于 7%）；(ii)相对于发达市场高收益的价值吸引，因为利差远不如其狭窄；(iii)从信贷风险角度衡量分散投资可持续令人安心。关键风险在于乌克兰（虽然国基会的援助计划进展顺利）及阿根廷（风险何在众所周知）。

亚洲本地货币债券：

- **境内或离岸人民币债券以及亚洲本地货币债券仍然吸引。**过去一月最大的惊喜是亚洲货币反弹，推高了亚洲本地货币债券的回报。尽管如此，我们仍然相信中国以及整个地区内的本地货币债券仍具吸引力，原因是收益率具吸引力（约 4%）、货币前景稳定，以及区内可能不会出现广泛的政策紧缩。

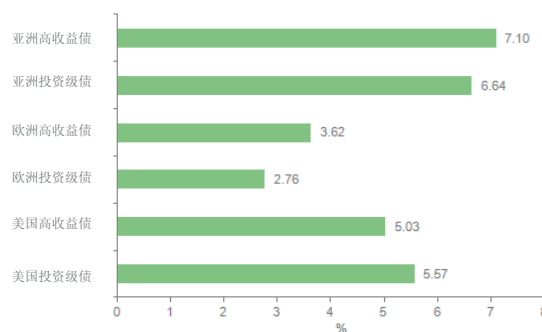
公司信用债（美元）：

- **发达市场高收益下调至标配（原先为超配）。**利差狭窄程度与历史性水平相去不远，由此可见该资产类别是何等昂贵，而公司信用整体的质量正在下降，据观察所得违约率可能轻微上升。虽然在贷款条件仍然宽松下，利差应不会显著扩大，但我们相信现时的风险回报比已不足以支持超配的观点。
- **发达市场高收益的超配部署自展开以来表现强劲。**自从我们在 2011 年 9 月开始作超配配置以来，所得总回报甚为强劲（约 41%），而全球债券仅得 5.6% 而已。

小结

我们将发达市场高收益下调至标配，原因是风险回报特性转差。境内及离岸人民币债券、亚洲本地货币债券以及新兴市场美元高收益主权债券依次仍是我们首选的资产类别。我们对 G3 主权债券维持低配，因为预期美国国债收益率今年下半年会上升。

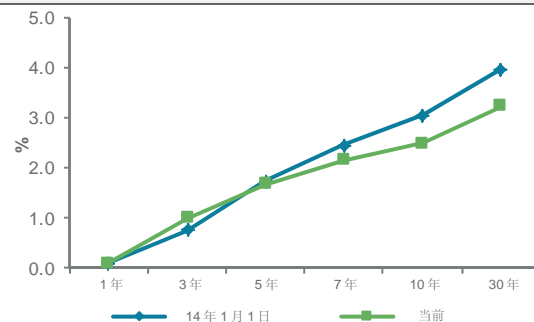
固定收益年初至今表现*（美元）



*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 7 月 24 日期间

数据来源：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

美国收益曲线趋向平坦，主要是长期收益率下降所致 美国国债收益率（今日与 2014 年 1 月比较）



数据来源：彭博终端、渣打银行

发达市场高收益债券的风险回报特性转差 发达市场高收益评分表

| | 美国 | 欧洲 |
|--------|----|----|
| 贷款条件 | ✓ | ✓ |
| 预期违约率 | ✓ | ✓ |
| 还款量 | ✓ | ✓ |
| 估值 | ✗ | ✗ |
| 公司信用质量 | ✗ | ✗ |

数据来源：彭博终端、渣打银行

离岸人民币债券续有良好表现

标普中国公司债券指数（美元）



数据来源：标普、彭博终端、渣打银行

股票—超配

- 我们对股票维持超配，以欧洲作为各地区中的首选。我们预期股市会随时间而稳步上升，并预期今后几月的市况会维持低波幅。
- 美国及欧洲的盈利业绩公布季度初步正面，对这个资产类别有一定的利好作用。我们预期所有地区今后 12 个月都有正数回报，并建议投资者分散投资组合配置，一旦个别市场出现短线弱势便可将冲击减至最低。
- 对亚洲（日本除外）的看法更为积极，原因是中国经济数据回稳，而且区内选举结果利好。
- 我们将印度股市的评级由标配上调至超配，因为我们在上月指出的三个催化因素中，有两个导致印股出现预期的整固。我们将台湾下调至标配。
- 我们维持对美国大型股的偏向。美国小型股应会持续表现落后，原因是估值吸引力较低，亦会受到往后 12 个月的货币状况影响。
- 亚洲政局的不确定性正在减低，而全球政局的不确定性却依然颇高。

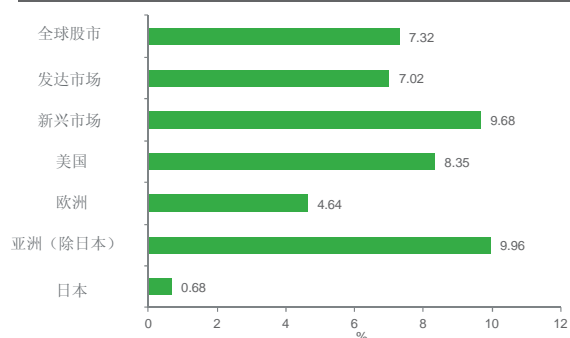
发达市场—欧盟/美国盈利业绩公布季度利好

- 欧股及美股维持超配。**我们对欧股及美股维持超配，是基于我们对欧美两地的回报估计。欧洲仍是我们的首选地区，回报最高。亚洲（日本除外）的部署是标配，不过我们对于该地区的看法正日趋积极。
- 美国及欧洲次季盈利初步利好。**在已公布次季盈利业绩的 217 家美国公司中，近 80% 盈利高于预期。在盈利公布季度的这个早期阶段，各类行业都可以见到这个趋势，只有必需消费品例外。至于欧洲公司盈利，虽然没有明显的格局，但我们留意到一致的盈利预期较为乐观，12 个月远期每股盈利增长预测为 14.5%，高于美国的 10.5%。
- 我们仍然偏重于美国大型股。**相对于大型股，小型股的绝对及相对估值都仍然甚高。在低波幅期间，小型股一向总是表现领先的。虽然要判定小型股的领先优势是否已到尽头可能言之尚早，但小型股相对于大型股的估值稳步上升，意味着其风险回报特性已有欠缺吸引。

新兴市场—中国经济数据转趋利好

- 我们对亚洲（日本除外）的看法日趋积极，**而这是估值仍属吸引的少数地区之一。全球增长改善，对于过去三年表现差劲的亚洲出口及盈利应有支持作用。新兴市场与发达市场间的相对盈利趋于稳定（亚洲约为 70%），对于亚洲近期的领先表现可能继续产生支持作用。中国企业今年上半年盈利业绩将于 8 月公布，其影响至关重要。
- 亚洲的经济惊奇指数反映的是数据出乎市场意料的程度，**这个月的走势持续改善。该指数已显著回升至濒临扭负为正的地步，皆因亚洲的贸易数据以及中国的经济数据同告改善。

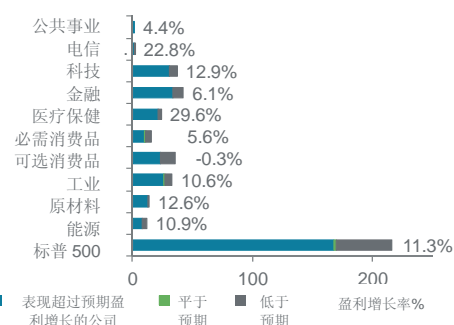
年初至今股市表现* (美元)



*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 7 月 24 日期间
数据来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

美国次季盈利至今都是超乎预期

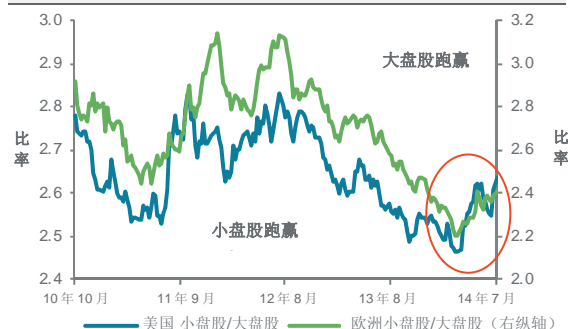
标普 500 次季盈利惊喜 (按公司数目) 与盈利增长 (按行业类别)



数据来源：彭博终端、渣打银行

大型股年初至今表现领先

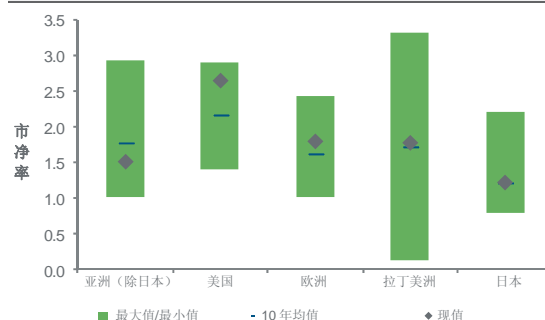
MSCI 美国与欧洲指数内的大型股与小型股比率



数据来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

亚洲（日本除外）的估值比其他地区吸引

按地区的远期市净率 (现时与中位数)



数据来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

- **印度上调至超配。**在上一期报告中，我们表示印度的标配配置将来可能会有变。我们提出了三个可导致我们检讨这个配置的催化因素：油价上涨；财政预算令人失望；本地资金有净买入迹象。后两个因素已成事实，我们因此而将印股配置上调至超配。
- **台湾下调至标配。**我们把台股配置由超配下调至标配，是为了补偿超配印度股所需。自今年2月中我们开始超配台股以来，台股领先亚洲（日本除外）约4.5%。我们继续看好台股，尤其是科技板块。然而，台股估值已显得偏高，投资者可能会减少对台股的配置，转投相对估值更为吸引的其他市场。此等市场的相对表现今年下半年可能会迎头赶上。
- **亚洲政局的不确定性正在减低。**印度尼西亚选举委员会宣布佐科·维多多在总统选举中完胜，取得53%选票，而对手普拉博沃·苏比安托只得47%，这样应有助减少该国的不确定因素。此外，印度大选胜果归于人民党，亦平添了利好气氛，区内政区的不确定性显著减低。
- **全球政局的不确定性仍然颇高。**虽然亚洲的不确定性减低，但全球层面的不确定性依然颇高。乌克兰及叙利亚/伊拉克的局势发展仍然有可能增添全球的不确定性，导致避险意识高涨。此外，新兴市场今后12个月会有主要国家的选举：如土耳其在8月10日，巴西在今年10月。政治因素显然持续有可能左右市况。在我们监察的四项事件中，伊拉克和大叙利亚伊斯兰国(ISIS)最有可能扰乱市况。俄罗斯可能出于顾忌制裁力度增大，所以表现得比前更愿意为乌克兰问题寻求解决方案，相形之下，国际社会对于ISIS是一筹莫展。

小结

股票维持超配，当中欧股预计可在今后12个月产生全球最高的回报。我们对亚洲（日本除外）保持标配，不过看法日趋积极。在亚洲区内，我们将印度由标配上调至超配，台湾下调至标配。

发达市场与新兴市场的盈利增长差距看来正趋于稳定

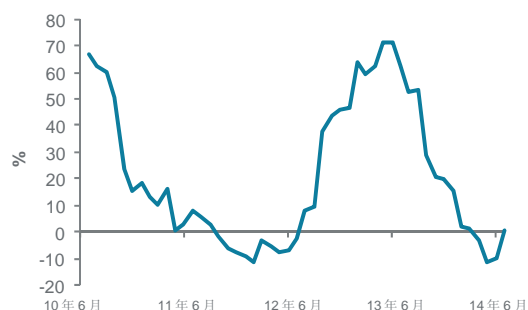
MSCI 新兴与发达市场—12个月远期每股盈利增长与表现



数据来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

信贷正增长可能利好中资股

中国社会融资总额（按年%）（12个月移动平均）



数据来源：彭博终端、渣打银行

盈利修正扭负为正

MSCI 印度盈利修订指数与12个月每股盈利增长



数据来源：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。
- 虽然我们始终明白金价有上涨风险，但我们相信，若美联储结束量宽买债，而美元又终于转强，都会利空金价。
- 能源仍是我们首选的资产分类。油价已跌至近期区间的底部，风险回报比相应改善。

我们对黄金维持低配。在股市波幅扩大以及地缘政治风险升温期间，该贵金属的反应依然令人失望。虽然右图显示金价与波动性上升有若干相关迹象，但我们相信，在股、债持续有正数回报的情况下，持有黄金（非生息资产）的机会成本上升，可能才是主导金价走势的因素。

我们正在较为密切关注的风险之一是通胀上升。正如我们上月所重点指出，有若干迹象显示通胀预期上升可能会对金价构成上行风险。我们并不认为这种风险大得足以令人忧虑，但也不会掉以轻心。

我们对能源维持超配。由于主要的地缘政治风险未见升级，布伦特油价已大幅回落至 104-111 美元横行区间的底部。伊拉克的暴乱至今并未蔓延至南部产油区，而利比亚则作出令人惊喜之举，重开一些能源出口港。能源价格回落，我们认为意味着风险回报特性现已改善。下行风险可能限于区间底部，而需求增长持续，加上不少主要产油区存在不确定性（包括涉及乌克兰相关风险的俄罗斯），意味着仍然存在上行风险。我们认为现时价格处于吸引水平，可增加持仓。

我们对工业金属维持标配。不少主要金属的市场持仓部署现已回复正常，可能导致净好仓数目显著上升。我们相信这样可能会在短期内构成价格上涨过急的风险；然而，由于现时的持仓部署与通常快将见顶的水平相对不远，我们相信进一步上升的空间可能有限。

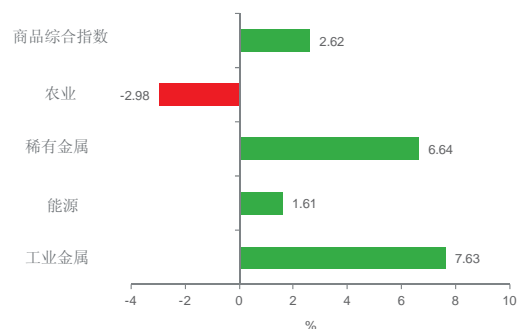
就较长线而言，我们的注意焦点仍然在于需求是否有增强迹象，特别是中国（现时大致上仍然缺乏需求）以及离岸的中国存货（仍然高企）方面，两者都支持我们保持标配。

我们对农业商品维持标配。过去一月，由于欠缺触发上升的因素，价格持续下挫。我们的注意焦点仍然放在厄尔尼诺天气的潜在影响之上。初步迹象令人稍感鼓舞，例如印度次大陆有季候雨到来，但我们会继续注视今后数月的农产品价格波幅是否会扩大。

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。油价现时处于风险回报比相当吸引的水平。中国的政策及离岸存货对工业金属前景仍具关键影响。

年初至今的商品表现*（美元）



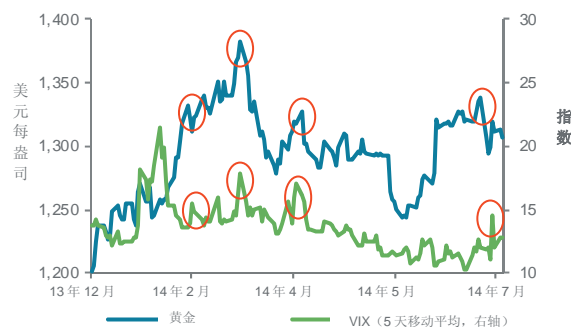
*2013年12月31日至2014年7月24日期间

数据来源：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

股市波动性上升对金价帮助不大

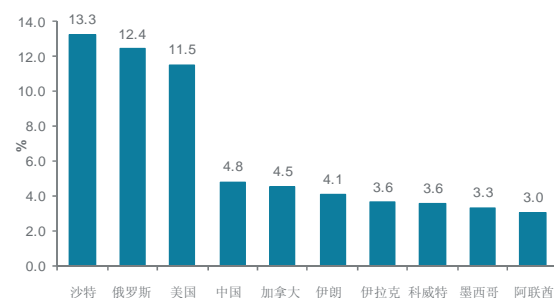
黄金现货价与 VIX 指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

伊拉克仍是全球主要产油国之一

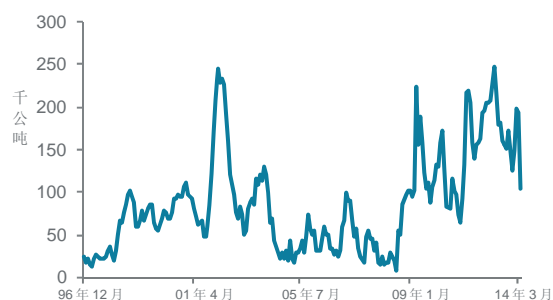
10大原油生产国（占全球产量%）



数据来源：BP Statistical Review 2014、渣打银行

中国的离岸铜存量已稍为减少，但仍然颇高

上海铜存量，千公吨



数据来源：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，因为可借以投资于我们首选的资产类别—股票。
- 我们相信，在现时股市波幅低而且经过长时间上升而未见任何显著回落的环境下，另类策略别具吸引力。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。

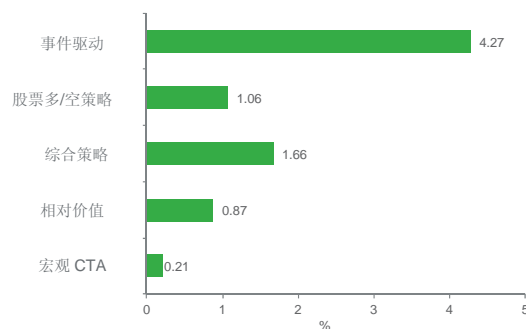
我们仍然认为对于不愿承受股票净好仓所涉高波幅的投资者，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以掌握我们认为吸引的长期趋势，但又不愿承受净好仓无可避免地涉及的较高波幅的投资者。近期表现与预期相符：与全球股票呈正相关，但波幅较低。

我们对另类策略的超配部署，是基于其在股市波动时的保障作用、股票相关性以及收购活动等关键因素。我们仍然预期股票今后 12 个月会表现领先。然而，我们相信另类策略在出现短线波动时可提供一定的保障。我们亦留意到股票相关性仍然颇低，这种环境较为利好股票多/空策略。合并收购活动激增，整体上利好另类策略，特别是利好股票多/空策略。

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，同时亦可将波动性降至低于股票净好仓。

另类策略年初至今表现* (美元)



*2013年12月31日至2014年7月24日期间

数据来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

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

外汇市场

美元：我们中线看涨

我们预期美元可持续上升，不过升势主要在于兑欧元及日圆。美国劳动市场数据续有改善，我们认为可能会迫使美联储比当前市场所预期更早加息。促成美元强势的因素之一是利率利差，而此因素只是刚开始转为利好美元而已，我们相信一旦连美元收益率上升的预期也反映在汇价之上，这这个因素的作用会更为明显。另外，美元兑大部分主要货币估值偏低，亦有可能促成有利的态势。

欧元：我们中线看跌

由于欧、美货币政策存在分歧，我们预期欧元会持续趋跌。近期经济数据显示，经济活动顶多只能算是不过不失，只是最近经欧洲央行一轮放宽之后，商业信心已见回升。有见及此，欧洲央行可能会加大放宽力度，我们相信成数相当高。欧元汇价持续高于与利率利差相称的水平，原因在于资金流以及对外收支。我们预期此二因素今后的利好作用会减低，因为欧债的吸引力已不如前。

日圆：我们中线看跌

日圆过去几月的波动区间一直极为狭窄。我们认为由此产生一个风险，就是一旦突破此区间，不论升跌其幅度都会不成比例。我们相信跌破的可能性较大。美、日 10 年期收益差距近几月大致持平。然而，倘若美息上升，利差就可能变成利好美元，关键是日圆弱势并非单单由日本央行进一步放宽政策所致，亦源于两国货币政策的分歧仍有可能显著扩大。

英镑：我们维持标配

我们对英镑保持标配，因为我们相信大部分利好因素已反映在其近期的升势之上。英国经济指标过去一年普遍予人惊喜，而英国央行行长近期的声明亦表现出考虑收紧政策的意愿。然而，倘若美国亦同时加息，我们并不认为利率利差可推动英镑进一步上升。我们认为 8 月份通胀报告是关键所在。

基于上述风险，我们倾向持有英镑兑欧元的仓位，因为两者的货币政策分歧较清楚显现在相对利率之上（见下图）。

澳元：我们中线保持标配

我们中线保持标配，并预期澳元波动区间会颇大。虽然澳元汇价持续高于与利率利差及商品价格相称的水平，但澳洲 AAA 级债券有需求，而且波幅低，都持续产生支持作用。因此，投资组合资金流入大概可抵销直接投资下降所造成的资金外流。然而，从澳洲储备银行（央行）决策者近期的声明可见，行方对于汇价高企的容忍度颇低，不过除非澳元再显著上升，否则央行可能还不会采取具体行动。

短期

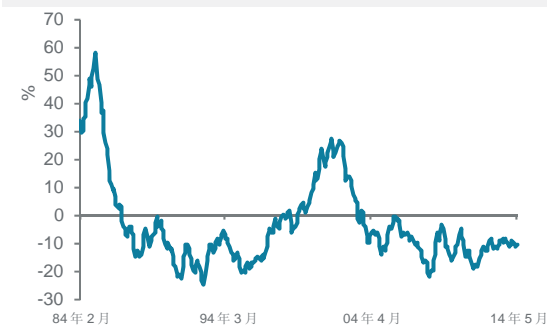
指少于 3 个月的期限

中期

指 6-12 个月的期限

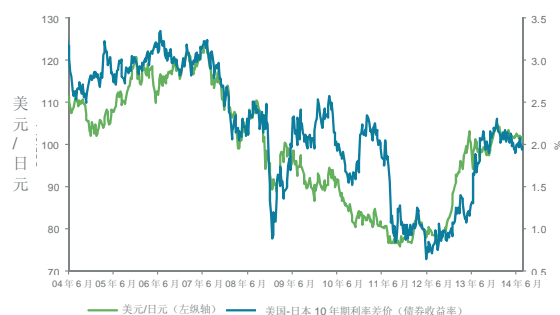
美元兑美元指数成分货币的估值偏低约 10%

美元估值偏高/偏低



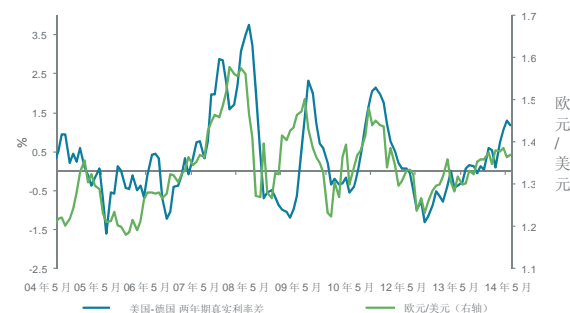
数据来源：彭博终端、渣打银行

日圆：美国 10 年期收益率上升可能推高美元兑日圆汇价 美、日 10 年期利率差



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元：实际利率利差随美国收益率上升而下降 美、德 2 年期实质利率利差及欧元兑美元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

新加坡：我们中线保持标配

我们预期新加坡元中线会维持牛皮局面。近期的经济活动及通胀看来已稍为降温。然而，在全球经济及贸易回升下，我们看不出有显著的下行风险。货币当局可能会维持紧缩偏向，不过我们预期坡元的强势大部分会来自兑新加坡贸易篮子内的非美元货币。

其他亚洲（日本除外）货币：我们中线保持标配

我们预期人民币会进一步上升。中国决策当局对于汇价逐渐上升可能会日益感到放心，原因是：(i)波动区间扩大后，波幅提高，炒作收敛；(ii)经济数据改善。出口及外汇储备积累持续上升，我们认为对汇价应有支持作用。

至于亚洲（日本除外）其余部分，我们保持标配，但较看好能显著受惠于全球经济增长改善以及对外收支基本因素良好的货币。以此而论，韩圆及新台币仍是凸出之选。中国增长前景改善，亦为两者造就有利形势。印度尼西亚对外收支及外汇储备大幅改善，所以我们对印度尼西亚盾的看法亦日趋积极。维多多当选总统亦有利推行改革，但利淡因素仍存，如将会出现悬空国会、外资持债量庞大、经常帐赤字沉重等，意味着一旦新兴市场货币出现抛售潮，印度尼西亚盾就较有可能首当其冲。

小结

我们对美元及人民币中线维持看升，对日圆及欧元维持看淡。亚洲方面我们看好韩圆及新台币。

英镑：英国与欧盟的货币政策分歧反映在英镑兑欧元的强势之上

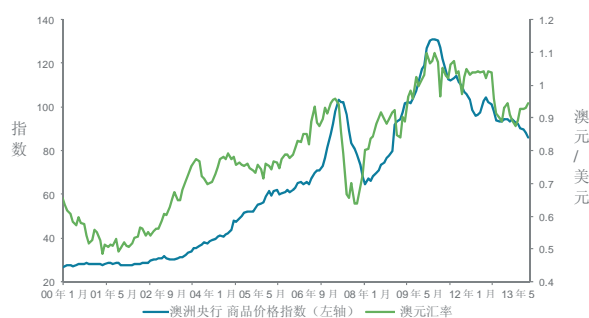
英国、欧盟 2 年期利率差与英镑兑欧元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

澳元：商品价格下降令澳元强势受制

澳洲央行商品价格指数与澳元兑美元汇价



数据来源：彭博终端、渣打银行

投资生息：多重收益投资组合近况

- 我们仍然相信，以分散方式进行收益投资始终是个重点主题
- 收益投资者应对利率风险保持警觉，因为美联储何时开始加息是当前讨论焦点
- 我们的收益投资组合坚守 A.G.I.L.E 方针，减少对发达市场高收益的配置，相应地增加人民币公司债券及杠杆贷款的比重

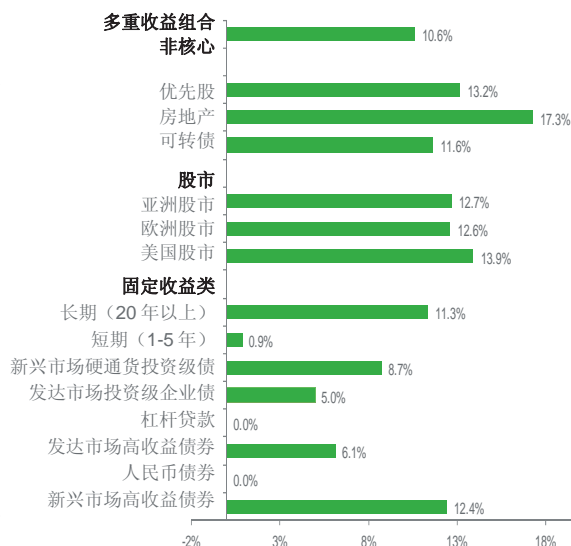
在 2014 Outlook 报告中，我们强调以多重收益投资作为重点主题之一。在低利率环境下，投资者应该建立一个分散的生息资产投资组合，当中应包括不属于传统固定收益的投资。从多个来源获取收益有助保持收益稳定性，而这正是此类投资者甚为重视的。我们亦强调对收益相关资产坚守 A.G.I.L.E 方针的重要性。今年已过一半，现在是适当时候评估收益投资组合内各成分资产的相对吸引力，进行必要的调整。

多收益投资组合开局甚佳

在讨论如何调整投资组合之前，理应检讨投资组合的表现。自 2014 Outlook 发表以来，投资组合总体上升 10.6%。组合内所有三大部分都有强劲表现——高收益股票、多元固定收益、非核心收益。虽然纳入非核心收益是着眼于其分散效益以及吸引的收益率，但实际上其资本收益亦甚为可观，为整体表现作出可喜贡献。全球房地产是非核心收益中表现出色的资产类别，开始至今带来 17.3% 的回报。

从股票及固定收益表现的检讨中，可发现一些有意思的趋势。高收益股票有正数的绝对回报，当中发达市场表现领先于新兴市场，与我们的观点相符。发达市场高收益及发达市场投资级公司（相对于 G3 主权）亦表现强劲，而两者都是我们在固定收益投资中首选的板块。特别予人惊喜的是新兴市场资产类别的强劲表现，胜过投资组合内的其他固定收益资产。价格上升可能是风险降低所致，关键在于宏观经济指标改善，如经常帐、贸易数据等。

多重收益投资组合表现



数据来源：标普、摩根大通、巴克莱资本、花旗、MSCI、SPDR、富时、安硕、彭博终端、渣打银行

由 2013 年 12 月 16 日 (Outlook 2014 发表日期) 至 2014 年 7 月 24 日的表现

指数为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高收益、花旗 WBIG 公司美元、摩根大通新兴市场债券指数投资级、花旗 WBIG 主权、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 环球指数总回报美元、安硕优先股 ETF、中信标普中国公司债券、标普 LSTA 美国杠杆贷款 100 指数

固定收益资产的估计利率敏感性

基于收益率变动(%)的预期总回报 (12 个月)

| | 亚洲本地货币 | 亚洲高收益企业债 | 全球高收益企业债 | 新兴市场硬货币 | 高收益债 | G3 主权债 | 发达市场投资级企业债 | 人民币企业债 | 离岸人民币债 |
|--------|--------|----------|----------|---------|-------|--------|------------|--------|--------|
| 到期收益率 | 3.8% | 7.1% | 5.4% | 8.1% | 4.8% | 1.3% | 2.9% | 5.9% | 4.0% |
| 久期 | 6.5 | 4.6 | 4.1 | 5.5 | 7.7 | 6.9 | 7.1 | 3.5 | 2.7 |
| 收益率变化 | | | | | | | | | |
| -1.50% | 13.6% | 14.0% | 11.5% | 16.3% | 16.3% | 11.7% | 13.5% | 11.0% | 8.0% |
| -1.00% | 10.4% | 11.7% | 9.4% | 13.6% | 12.5% | 8.2% | 10.0% | 9.3% | 6.7% |
| -0.50% | 7.1% | 9.4% | 7.4% | 10.8% | 8.6% | 4.8% | 6.4% | 7.6% | 5.4% |
| 0.0% | 3.8% | 7.1% | 5.4% | 8.1% | 4.8% | 1.3% | 2.9% | 5.9% | 4.0% |
| 0.50% | 0.6% | 4.8% | 3.3% | 5.3% | 0.9% | -2.2% | -0.7% | 4.1% | 2.7% |
| 1.00% | -2.7% | 2.5% | 1.3% | 2.6% | -2.9% | -5.6% | -4.2% | 2.4% | 1.4% |
| 1.50% | -6.0% | 0.2% | -0.7% | -0.2% | -6.8% | -9.1% | -7.7% | 0.7% | 0.1% |

数据来源：摩根大通、巴克莱资本、花旗、彭博终端、渣打银行

*存续期为量度利率敏感性的约近标准。

对固定收益坚守 A.G.I.L.E. 方针

正如在“固定收益”部分所指出，我们将发达市场高收益的超配评级下调，是基于其风险回报特性转差。根据这个观点，我们减少了这个资产类别在收益投资组合内的配置。我们将套回的资金再配置到人民币公司债券及杠杆贷款。人民币债券一直是我们的资产类别之一，原因是收益率吸引（到期收益率约为 5.9%），而且币值有可能上升。在以往出现规险风险的环境时，如 2013 年 5 月“退市恐慌”期间，可清楚见到此类债券与全球股票相关性不高，意味着其分散风险的效果亦颇为显著。

我们又为杠杆贷款建立了一个小型配置。该资产类别与发达市场高收益有不少相近的特性。然而，相对于发达市场高收益而言，杠杆贷款在发生违约事件时可给予投资者递增保障，而且是浮息贷款，理论上可以令收益投资组合的风险特性更具防守性。

利率风险是个关键论题

随着美国的量化宽松接近尾声，美联储何时开始加息可能会成为讨论焦点。市场价格充分反映联邦基金利率只会到明年 10 月才上调，若预期正确，则收益率上升步伐可能比我们所预计缓慢得多。然而，倘若美联储加息的时间的确如我们所料比市场预期为早，则收益率的上升步伐可能会较为迅速。利率敏感性这个问题是不容忽视的。收益率变动对于我们的多收益投资组合内的各类资产究竟有何影响，是有必要加以测量的。

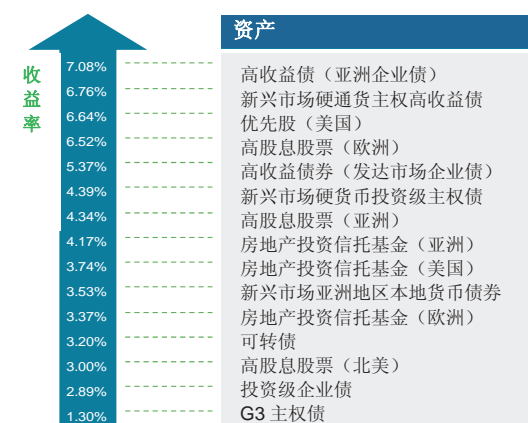
我们利用一个简单的分析，同时从到期收益率及利率敏感性两方面来了解这个影响。第 12 页表内的阴影部分范围内是我们认为各种可能出现的结果。从多个资产类别所得的收益不一定足以抵销收益率上升所引致的资本亏损，因而令总回报呈负数。

G3 主权债券方面，按市价计值的亏损可能少一些。然而，由于其当前收益率较低，对资本亏损的缓冲作用亦可能不足。另一些资产类别如新兴市场硬通货及人民币债券等，由于票息高于平均，可局部消减收益率上升的影响。基于有此收益缓冲作用，加上信贷风险持续令人安心，我们给予此等资产类别超配的评级。

我们仍然认为，投资者可透过一个分散的生息资产投资组合取得正数的总回报。投资方法须集中于各主要方面的多重收益来源，如高收益股票、多元固定收益、非核心资产等，收益投资者应可借此持续取得稳定的收益。

扩大组合范围—固定收益以外的一系列收益

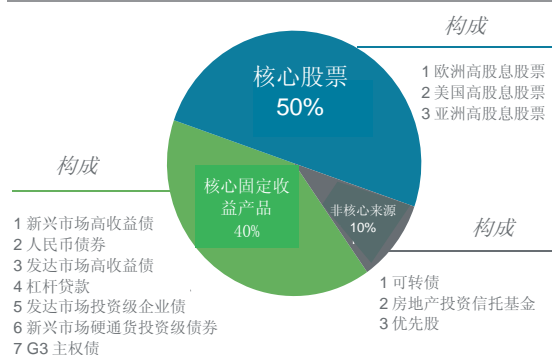
到期收益率/股收益率(%)



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

集中于多元收益来源

核心与非核心收益资产兼收并蓄



数据来源：彭博终端、渣打银行

截至 2014 年 7 月 24 日

仅供示例之用。上图所示为一多资产收益资产配置，仅适合中度风险特性。不同的风险特性可产生明显不同的资产配置结果。本例子仅作参考之用，并不构成投资建议、要约、建议或招揽。本例子并未考虑特定人士或特定类别人士的具体投资目标、需要或风险承受度，亦非为任何特定人士或特定类别人士拟备。

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。