

## 渣打银行全球市场展望-2014年9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

仍偏重股票多于债券	第01页
市场表现概要	第02页
投资策略	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09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

## 仍偏重股票多于债券

全球股票与债券今年至今都有良好表现。我们本来预期股票表现会好一些，但在经济增长及通胀压力持续上升下，美元债券市场竟然表现强韧，却令我们不无意外之感。然而，这种情况有利全球股票前景，亦有利于我们的多元收益主题。

### 重点主题：

- **美国债券收益率近期下降不足为虑。**每当美国债券收益率下降，人们不期然就会担心这是否美国经济增长将会转弱的先兆。我们却不以为然。较有可能的成因是：1)全球储蓄过剩；2)欧元债券收益率今年急挫，提高了美国债券的相对吸引力。
- **全球股票可能会持续受到支持。**美、欧次季公司盈利都予人惊喜。亚洲经济增长预测正在向上修订。债券收益率下降有利于全球股票前景以及分散的收益投资配置。
- **欧洲股票的弱势可能只是短暂现象。**地缘政治忧虑加深，内部增长转弱，都是利空欧股的因素。然而，由于欧洲公司有50%以上的收入来自海外，在外部环境改善下，加上欧元疲弱，应可推高公司盈利水平。
- **多收益配置偏重于新兴市场，**包括人民币（境内及离岸）、亚洲本地货币及新兴市场美元高收益主权债券。发达市场高收益债券仍值得在配置内占一席位（见第6页）。

### 短期前景：

- **股市回落之势可能已成过去。**我们在上月报告中强调，“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。”高位至低位的回落幅度不足5%，现已收复约4%。根据近期历史经验，可能不久就会再见新高。
- **现金持有量增加令这个前景预测更显得实在。**据近期一项基金经理调查所得，现金持有量正处于2012年6月以来最高水平。这意味着股市存在短线“暴涨”的风险，因为资产管理公司为免表现落后过度，不得不高价追入。

### 风险指标普遍仍是绿灯

BCA Research 的标普 500 风险指标

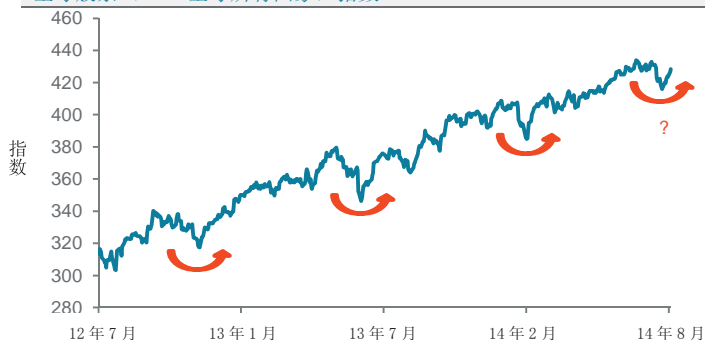
市场指标	7月
远期市盈率估值 17 倍	
升值步伐不可持续	
国内表现超越全球	
防守性股票表现超越周期性股票表现	
国债上涨	x
全球指标	7月
欧洲/日本负面意外	
新兴市场增长大幅放缓	x
制造业复苏逆转	
美国显著强势	
国内指标	7月
就业势头减弱	
楼市复苏停顿	
意料之外的政策	

资料来源：BCA Research、渣打银行

<b>Steve Brice</b>	首席策略师
<b>Manpreet Gill</b>	债券投资策略部主管
<b>Adi Monappa, CFA</b>	资产配置及投资组合构建主管
<b>Audrey Goh, CFA</b>	投资策略师
<b>Victor Teo, CFA</b>	投资策略师
<b>Tariq Ali, CFA</b>	投资策略师

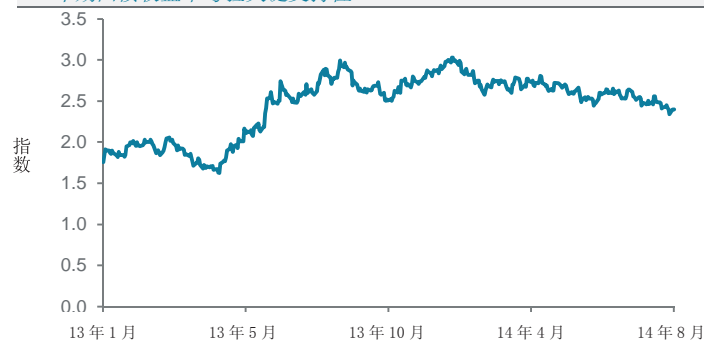
### 又一次回落，又一次反弹

全球股票 (MSCI 全球所有国家) 指数

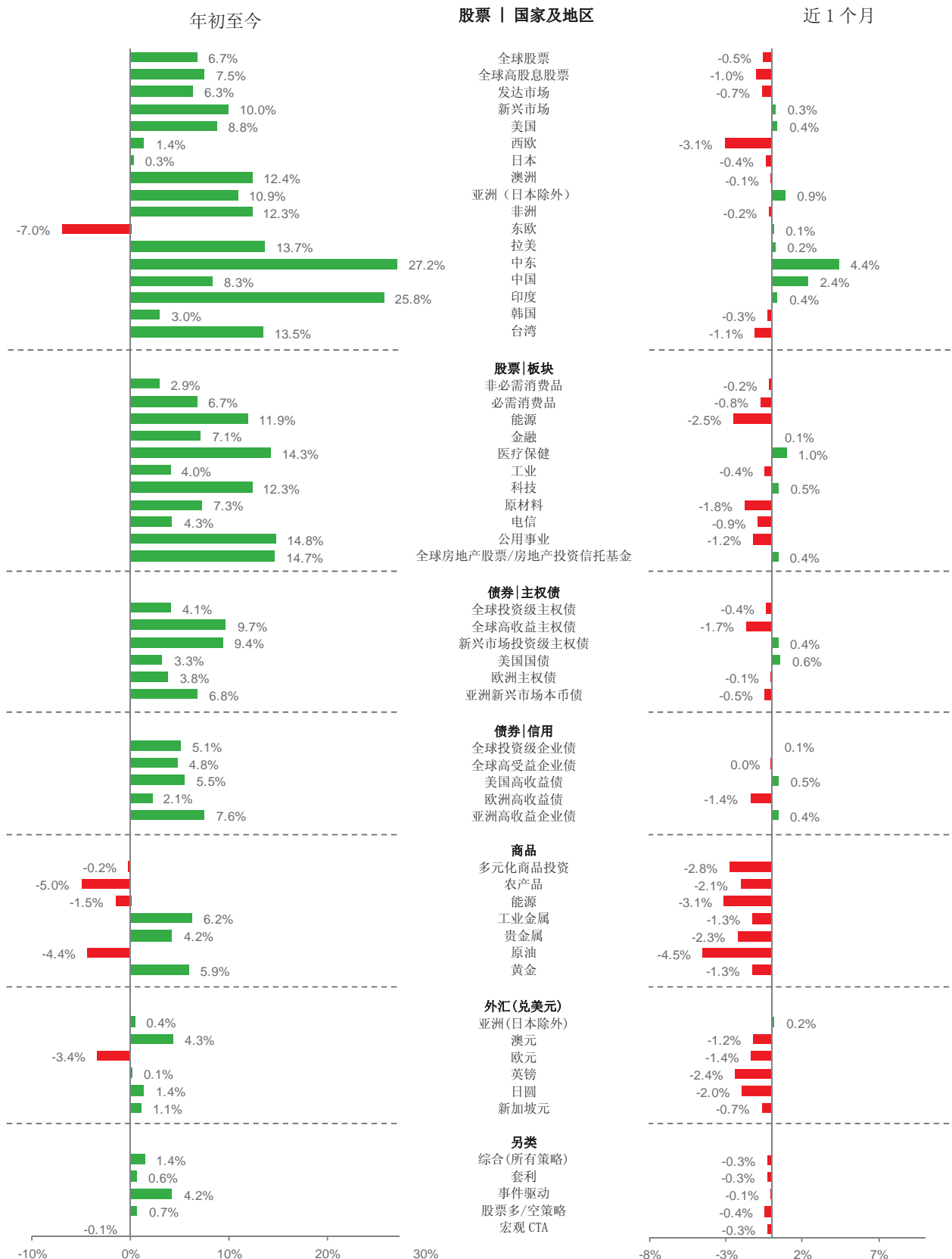


### 美国债券市场在经济增长转强下表现顽强抵抗力

10 年期国债收益率考验关键支持位



## 市场表现概要 (年初至今及近 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 8 月 21 日, 1 月期表现由 2014 年 7 月 24 日至 8 月 21 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

- 基金经理的现金持有量增加，意味着有关地缘政治局势的大量坏消息已反映在市场价格之上。全球股票今后多月可能呈现升势
- 债券市场强势利好股票
- 欧洲股票虽然近期走势疲弱，但今后 6-12 个月可能会有良好表现

波幅扩大是短暂现象。地缘政治忧虑加深导致波幅短线扩大。然而，波幅在一个相对的低水平已经见顶—显著低于今年较早时的高位—现已朝着近期的低位回降（低于 2008 至 2012 年间的低位）。

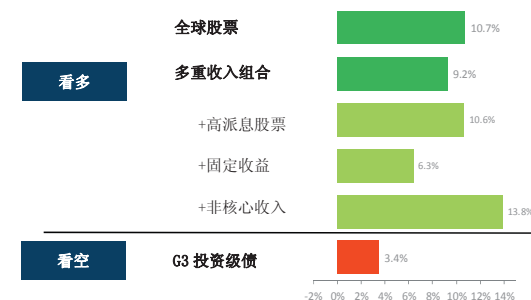
现金持有量、公司盈利增加利好全球股票。据美银美林一项调查所得，基金经理的现金持有量增加至 2012 年 6 月以来的最高水平，原因是地缘政治风险及欧洲经济放缓的忧虑加深。这样意味着全球股市的主要风险可能是“暴涨”，因为基金经理在升市期间为免表现过于落后，不得不买入股票。美、欧公司盈利表现强劲，令这种情况更有可能出现。

### 对于投资者的意涵：

- **短期股市风险已经缓和。**虽然短线回落风险始终存在，但我们相信短期内风险已经大减，市况正摆脱近期弱势回升。我们预期全球股市在今后数周会再创新高（见栏 1 的季节性格局分析）。
- **债市表现不足为虑。**“亮起红灯”的一个重点投资主题是 G3 投资级债券。我们本来预期 2014 年的回报是负数，但至今却是升势持续。我们相信这主要是因为全球某些地区（如亚洲）的过剩储蓄流向美国国债，特别是在欧洲收益率急剧下降之际，而非全球增长前景令人忧虑所致。
- **我们认为 G3 投资级债券今年会有负回报的预期可能会失准，**但由此形成的宽松金融状况应该利好全球股市，我们预计其今后 6-12 个月的表现会领先，而此情况亦利好我们的多元收益主题（见 8 月份《全球市场展望》）。
- **欧洲股票可望反弹。**欧股近期弱势毕呈，是经济增长放缓及地缘政治忧虑加深所致。贷款需求及供应都在增加，欧洲央行亦已决心推动经济复苏。估值下降、盈利回升，加上全球经济回升以及欧元走弱，都平添了利好元素。

### 看好的 A. G. I. L. E. 主题表现良好

自《2014 年全球市场展望》发表以来 AGILE 的表现\*



\* 2013 年 12 月 16 日至 2014 年 8 月 24 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

\* 收入篮子正如《2014 年全球市场展望》，“渣”实进取、灵活应对》图 53 所示，其后于 8 月份《全球市场展望》修订（低波幅可能会维持一段时间）

### 栏 1：季节性效应—9 月

自 1970 年以来，44 个 9 月中有 23 个录得负回报，比掷毫的结果略差一点。

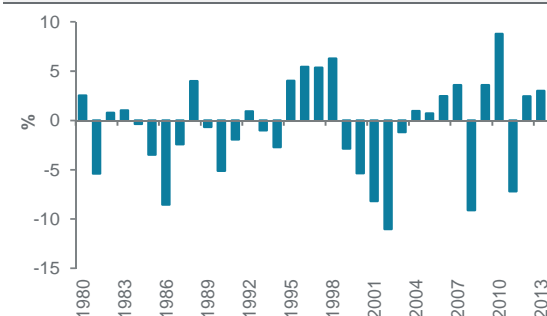
对此分析有两点可能需要当心：

- 1) 市况只是转弱，但很少形成另一次显著回落
- 2) 现在与 1990 年代有不少相似之处—在 1995-1999 年间，9 月的平均表现为+3.5%。

若从全盘角度来看季节性因素，1 月历来都是全年表现最强的月份之一。然而，在 2013 年第 4 季劲升近 10%后，2014 年 1 月却出现负回报。我们对全球股票短线前景的看法保持积极。

### 9 月平均而言是表现差的月份

标普 500 指数的 9 月份表现，按月%



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	标配
	新兴市场高收益	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“金发女孩经济”主题继续发挥；欧洲央行承受放宽政策压力

- 美国公司以 1997 年以来最快的步伐增聘人手，而且盈利业绩高于预期。乐观情绪亦反映在向好的楼市之上。通胀仍然相对温和，让美联储得以继续维持宽松的政策一段时间。我们相信，在就业市道转强下，今后几季的工资应会上升，令美联储不得已要在明年上半年加息，为时早于市场预期。
- 欧元区经济次季停滞不前。不过，采购经理指数所反映的商业信心却保持坚挺，银行贷款亦由低水平回升。我们预期欧洲央行会尝试以降低贷款成本计划（9 月开始实施）来提振经济增长。然而，由于增长数据疲弱，加上通胀下降，失业率居高不下，央行可能不得不在明年著手进行量化宽松。
- 新兴市场方面，中国 7 月份出口因美国需求强劲而加快增长，但服务业则放缓，原因是房市弱势持续。虽然银行贷款剧减，但我们预期政府下半年会增加定向贷款，以达成 7.5% 的经济年增长目标。至于东欧，围绕乌克兰的紧张局势升温，俄罗斯为反击西方的商业制裁，禁止从美国及欧盟的食品进口。

### 美国：就业增长、通胀温和，意味联储局政策可保持宽松

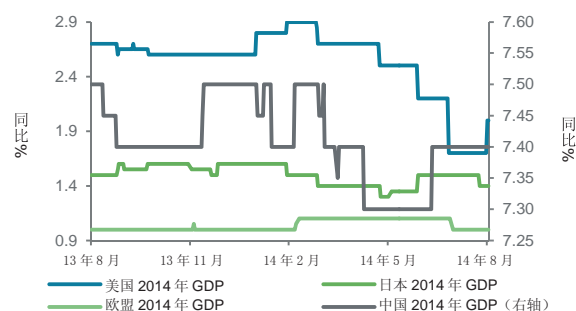
- 自 1997 年以来最快速的招聘步伐。在截至 7 月底的六个月，美国经济创造几近 150 万个职位，反映企业对经济前景抱有信心。乐观情绪上升，反映在超乎预期的次季公司盈利以及楼市反弹之上。7 月份房动工量创下 2008 年以来次高纪录。
- 工资低企令通胀受到制约。尽管招聘步伐加快，但平均工资增幅颇有节制，7 月份按年增长 2%，仍未超出 2009 年以来所见的范围内。工资增长不前，亦压抑了消费需求。7 月份零售销售增长停滞，是连续第四个月放缓。结果，7 月份消费通胀平均为 2%，还低于 6 月时的 2.1%，处于美联储的目标范围内。

### 美联储：现阶段维持宽松立场，明年上半年可能加息

- 工资及通胀压力温和，可能让美联储得以维持现状一段时间。从美联储 7 月份议息记录可见，面对就业市场转旺，过剩的供应比预期减少得更快，某些理事日益感到忧虑。他们指出，美联储若不早至明年首季开始加息，就要冒上通胀加剧的风险。包括主席耶伦在内的另一些理事，则对过早收紧政策存有戒心，理由是失业率仍然高企，劳动参与率仍然甚低。我们认为耶伦的论据目前大抵是成立的，因为通胀仍然温和，不过随着劳动市场转强，工资压力可能会增加，令美联储不得不在明年上半年加息。

### 美国、中国增长预测向上修订，欧元区则下调

2014 年 GDP 增长一致估计（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国招聘数字为 1997 年以来最强，带动楼市上升

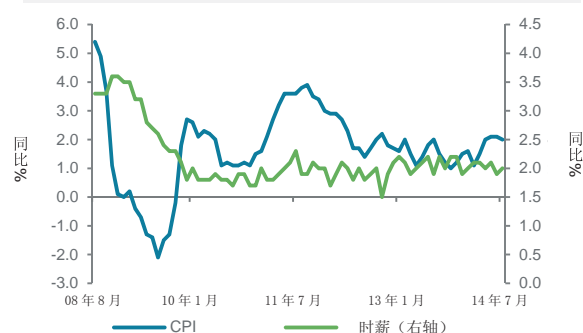
6 个月平均就业职位（千个）、房屋开工数（千间，右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国通胀及工资保持低落

美国 CPI（同比%）、平均时薪（同比%，右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧洲：欧元区经济放缓增添欧洲央行放宽政策的迫切性

- **欧洲经济放缓出乎意料。**欧元区三大经济体次季都放缓：德国收缩，法国停滞，意大利重陷衰退。西班牙经济在改革推动下实现扩张，突显出区内其他国家推行经济改革的必要性。然而，商业信心保持坚挺，尤以服务业为甚，从各项采购经理指数依然强稳就可见一斑。
- **通胀预期下降对欧洲央行形成压力。**欧洲央行把基准利率下调至负水平之后，正著手在9月份开展一项低息贷款计划。虽然银行贷款正从低基数回升，但我们预期欧洲央行会设法进一步刺激贷款，减低企业及消费者的借贷成本。欧元自5月起呈现的弱势，亦应有利于下半年的出口。我们预期欧洲央行决策当局会尝试以此等措施来提振增长。从行长德拉吉在杰克森度假庄园的讲话应可得到一些启示。然而，倘若通胀预期持续下降，欧洲央行就有可能在明年展开量化宽松。

## 新兴市场：亚洲受惠于美国及中国的经济回升

### 中国：定向政策放宽促成转势

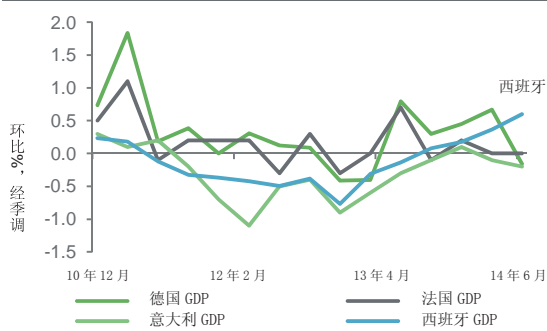
- **中国的定向贷款措施有助抵销房市放缓的影响。**中国政府自今年次季起采取协调行动，为经济体系内的重点部门如社会及农村住房、运输、农业等提供定向贷款，令连续两季放缓的经济得以回升。7月份制造业增长加快至两年来最高，零售销售增长维持在12.2%的健康水平，不过服务业整体放缓，皆因受到房市不景气拖累。
- **7月份贷款下降可能是短暂现象。**虽然7月份银行贷款显著下降——主要是银行业风险管理规则改变所致——我们预期今后多月的贷款将会回升，因为政府决心要达成7.5%的经济年增长目标。消费通胀温和，7月份维持2.3%不变，所以应可继续推行此等定向放宽措施。此外，美国经济回升刺激了外销。中国7月份出口增长加快至14.5%。

### 其他新兴市场：亚洲出口回升；乌克兰打击投资情绪

- **亚洲出口随美国经济反弹而上升。**韩国及台湾的7月份出口均回升，原因是美国及新兴市场的需求上升。我们预期在美国经济持续回升下，亚洲出口的反弹之势应可延长，不过欧洲经济出乎意料地放缓，始终令人忧虑。
- **乌克兰紧张局势打击欧洲投资情绪。**欧元区及德国的投资情绪8月份均下挫，皆因俄罗斯与西方的紧张对峙升温。俄罗斯禁止从美国及欧洲的食品进口，以报复美欧对某些俄国公司实施的禁运。虽然此等措施对东欧的影响可能甚于欧元区，但只要紧张局势升温，就有可能损及区内本已脆弱的商业信心，毕竟经济增长正在放缓。

## 欧元区三大经济体次季放缓

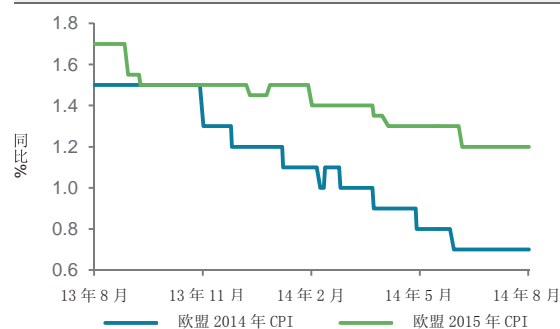
主要经济体次季 GDP 增长（环比%，经季调实际）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧元区通胀预期转弱

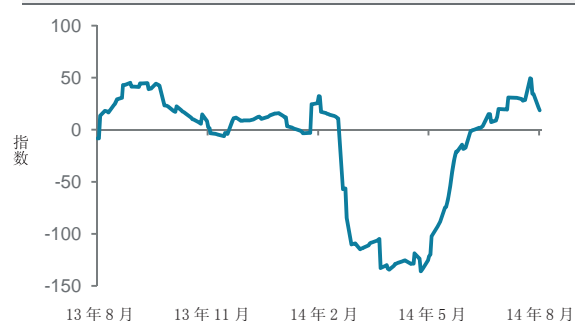
2014、2015年CPI一致估计（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 中国经济惊喜减退

中国经济意外指数



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

## 日本：通胀预期上升，但仍低于日本央行的目标

- 低通胀、弱增长对央行形成更大压力。自日本今年4月提高销售税后，一致通胀预期已见上升。然而，2015年通胀预测仍低于日本央行的2%目标。次季GDP经年度化收缩，令央行承受更大压力，须考虑采取进一步的放宽措施来提振增长。我们预期日本央行会在今后几月评估经济强度，然后才会加大刺激力度。7月份出口上升3.9%，有助经济回升。

### 小结：

美国经济以1997年以来最快速的步伐招聘人手。然而，由于工资增长不振，美联储政策现阶段可能仍会维持宽松。欧元区经济次季出乎意料地放缓，增添了欧洲央行加大放宽力度的压力。中国经济得力于定向刺激措施，出口亦带动经济回升。

## 亚洲出口增长7月份回升

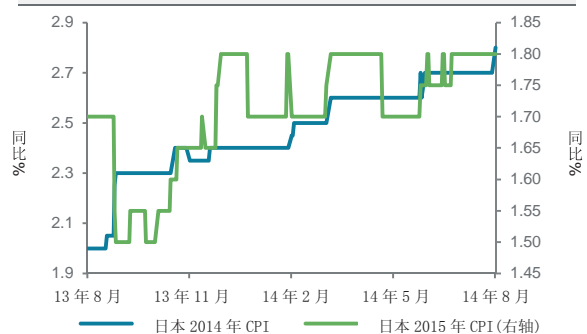
中国、韩国及台湾出口增长（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 日本通胀预测维持在日本央行目标之下

2014、2015年CPI一致估计（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 固定收益—低配

- 美国国债走势之强出季我们意料之外，但我们仍然相信其表现可能会落后于其他资产类别
- 我们首选的债券资产类别是境内或离岸人民币债券、亚洲本币债以及新兴市场高收益主权债
- 我们对发达市场高收益债抱标配观点。每当出现反弹时我们都会趁机将其比重减至适当水平

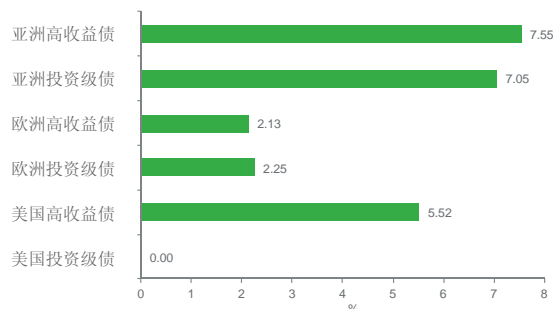
### G3 与新兴市场主权债券：

- **G3 政府债券收益率下降，是我们的意料之外。**对此有多个可能的解释，其中之一是可能出现了一个新的“债券迷思”，就是即使以基本因素而论美国国债收益率理应上升，但强劲的海外需求却产生了压抑作用。我们仍然担心，倘若对美联储政策的预期有变，收益率可能会在短时间内急升。欧洲方面，收益率可能会保持低企一段时间。
- **大部分预测情境（直接陷入衰退除外）仍然显示其表现会落后于其他资产类别。**因此，我们对 G3 政府债券的配置维持低配。此类债券虽然可能会稍稍有正数的总回报，但我们仍然认为其表现会落后于其他债券资产类别及股票。
- **利差扩大可能造就超配新兴市场高收益政府债券的机会。**我们的超配观点是基于某些关键因素，包括：(i) 绝对收益率吸引；(ii) 利差扩大令其价值高于发达市场高收益；(iii) 从信贷风险角度衡量分散投资可持续令人安心。
- **乌克兰、阿根廷的风险备受注目，但我们并不太忧虑。**阿根廷技术性违约后，利差只是短暂扩大，而乌克兰在政治及国基会两方面都受到有力支持。分散投资的另一好处是，任何一国的坏消息都可能会在相当程度上被收益淡化。

### 亚洲本币债：

- **境内或离岸人民币债券持续受到汇价的强力支持。**人民币在浮动区间扩大后一度转弱，但如今已从谷底回升几近 2%。虽然我们相信人民币不大可能会回复直线上升之势，但由于其汇价相对稳定，我们认为当前收益率颇具吸引力。
- **亚洲本币债亦保持吸引力，不过美元强势可能是个短线风险。**收益率吸引（约 4%），汇价前景稳定，亦是关键的利好因素。每当回落我们都会视为超配机会。

固定收益年初至今表现\*（美元）

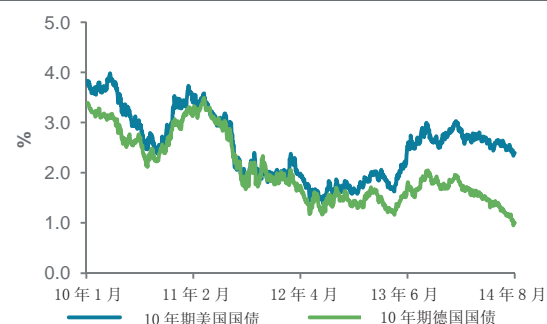


\* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 8 月 21 日期间

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、摩根大通亚洲信用指数

### 德国政府债券急挫可能令资金转移到美国国债，以致其收益率受到压抑

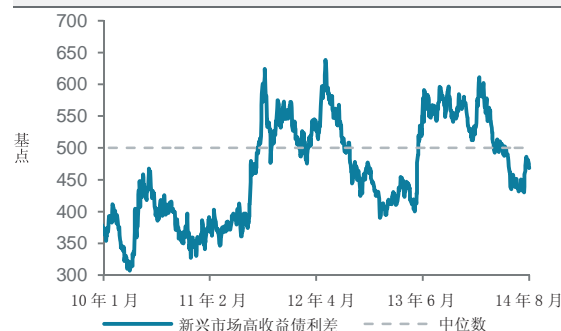
10 年期美国国债与德国政府债券收益率 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 利差稍微扩大可能造就买入新兴市场高收益主权债的机会

新兴市场高收益利差（基点）



资料来源：彭博终端、渣打银行



## 公司信用债（美元）：

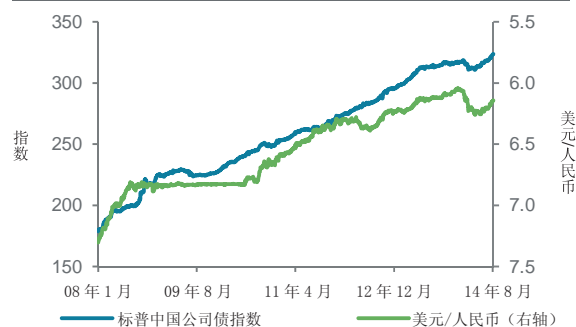
- 对发达市场高收益债券持标配而非低配观点。关键在于管控整体风险。我们在7月份将发达市场高收益的评级下调至标配，是基于其估值昂贵以及信用质量转差。然而，由于政策利率甚低，而且贷款标准仍然宽松，该资产类别应该仍有显著支持。整体配置仍是关键所在—虽然我们相信以风险回报组合而论，已不再适宜给予超配的配置，但保留一个较小的标配仓位仍不失为合适之举。

### 小结：

亚洲本币债（以境内或离岸人民币债券为主）以及新兴市场美元高收益主权债依次仍是我们首选的资产类别。我们相信保留一个发达市场高收益的标配仓位仍不失为合适之举。维持低配G3主权债券。

## 人民币汇率走势利好境内人民币债券

标普中国公司债券指数（美元）与美元兑人民币汇率



资料来源：标普、彭博终端、渣打银行

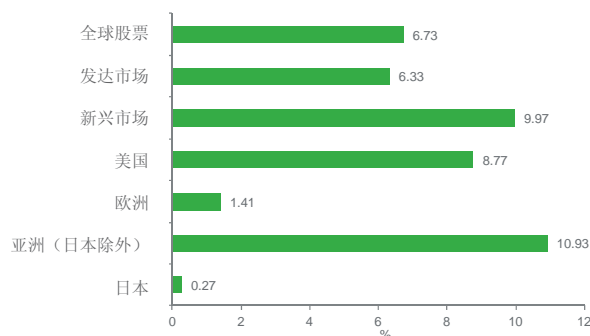
## 股票—超配

- 全球股市过去一月波动增加，原因是欧洲经济数据比预期为差，加上乌克兰紧张局势升温，投资者要盘算其影响。我们认为“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。”（2014年7月25日刊《全球市场展望：低波幅可能会维持一段时间》），这个观点果然中肯。全球股市从高位至低位的回落幅度不足5%，现已收复约4%。
- 我们对美国、欧洲及亚洲股市维持看好的立场。
- 过去一月，投资组合资金流向有利于新兴市场，尤以亚洲为甚。资金流向积极管理基金的分量增加，流向交易所买卖基金的分量相应减少，对于亚洲股市维持升势是个有利发展。
- 美国债券收益率下降，为股票投资者制造了一个迷思，有谓可诠释为未来增长放缓的先兆。然而，我们相信收益率下降与强劲的经济增长及股市表现并无矛盾。
- 香港与中国内地股市间的跨境交易，即所谓股市交易互联互通机制，现已整装待发，本月进行演习，10月正式启动。对于海外投资者而言有一个悬而未决的重要问题，就是中国对股息及资本收益征收的10%预扣税如何处理。

## 全球股票—投资者转战亚洲

- 欧洲经济不稳，但股票基本因素仍然良好。**尽管欧洲经济增长近期有不稳迹象，我们依然看好欧股。就内部而言，银行贷款意愿及信贷成本的状况都在改善。此外，有一点不可忘记，就是欧洲公司收入有一半以上来自海外。因此，全球经济活动回升以及欧元转弱都大为有助提升公司盈利水平。
- 对亚洲抱积极看法。**亚洲股市过去一月表现超卓，上升3%，而领涨的MSCI中国指数更录得7%的升幅。亚股表现改善有多项催化因素，如根据资金流向数据显示，资金有从发达市场转移往新兴市场的迹象；另一因素是投资者察觉到两者的估值差距太大，观乎亚洲的强劲经济增长显得并不合理。
- 中国贷款数据疲弱无碍市况。**投资者对于中国可达成7.5%的GDP增长目标日益抱有信心。这个观点的佐证之一，在于市场对疲弱的银行贷款数据所作的反应。7月份社会融资总额原先预计为1.5万亿元人民币，结果仅得2730亿。然而，投资者似乎把6、7月份合起来看，而非单看7月份的数据，认为政府向重点部门定向提供信贷的政策有助达成2014年的GDP目标。
- 8月份首二周流入新兴市场的股票基金激增，**达到55亿美元，当中亚洲占95%。更重要的是，同期的发达市场资金呈外流趋势，达190亿美元。资金流入新兴市场并流出发达市场的趋势并不寻常。过去两年的格局是两者的资金同时流入/流出，而更常见的是资金流出新兴市场，流入发达市场。

## 年初至今股市表现\*（美元）

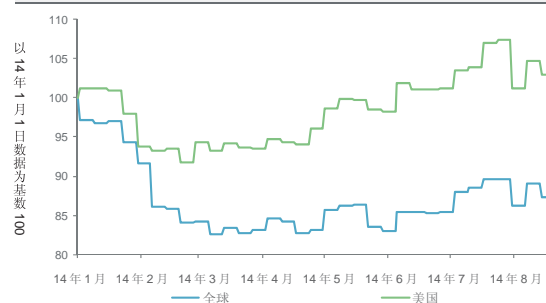


\*2013年12月31日至2014年8月21日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行。MSCI指数均为美元总回报

## 公司盈利正在回升

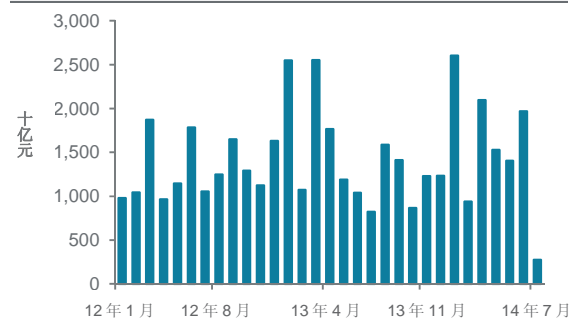
全球与美国的12个月远期按年增长（指数化）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 中国贷款增长

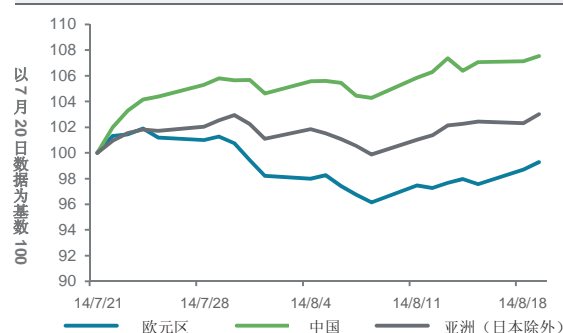
中国社会融资总额



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 股市表现趋势

MSCI 欧洲、亚洲（日本除外）及中国指数表现



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

## 债券市场对股票投资者发出的信号

- 解读债券市场发出的信号。**投资者有个忧虑，是源于美国股市与债券收益率年初至今的分歧趋势。传统上，债券收益率下降都被解读为未来增长放缓及/或通胀下降的先兆。根据历史经验，收益率下降并非利好股票的信号。不过我们却注意到，有多项特殊因素可解释这个关系在现周期破裂的理由：
  - 全球储蓄过剩。就近期而言，这是中国对外（经常帐）收支盈余扩大所致。
  - 国债供应减少，原因是美联储推行量化宽松计划，以致其债券持有量由已发行国债总数的 10% 激增至 25%；另一原因是今年欧元债券收益率急挫，增加了美国债券的相对吸引力。
  - 长期增长预期下降。
- 储蓄过剩以及美联储买债的影响都是无可争议的因素，压抑著美国国债收益率。**长期增长预期下降这个观点存在争议，可能对股票有利空影响。面对这个利空的背景，我们仍对美国股票维持超配立场，理由在于我们知道以往每当美国即将加息时，估值总是会上升的。只有在加息之后估值才会回软，轮到盈利成为影响回报的关键因素。
- 与着眼于长期债券收益率相反，另一个审视债市所发信号的方法是着眼于收益曲线。美国收益曲线年初至今拉平了 60 基点，皆因 10 年期债券收益率下降，而 2 年期收益率却大致上维持不变。我们可将之归类为收益曲线牛市趋平；顾名思义，收益曲线牛市趋平历来都是利好股票的。

## 香港与中国内地的股市交易互联互通机制

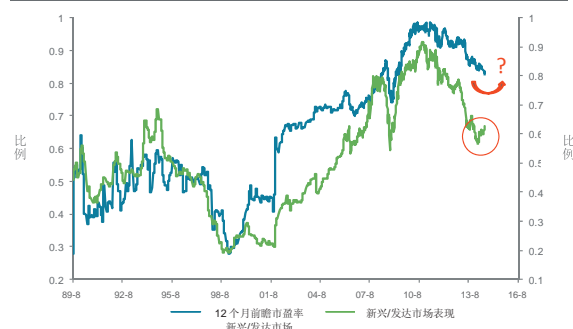
- 香港与中国内地的跨境交易。**香港与上海的股市交易互联互通机制（“沪港通”）订于 10 月正式启动，一般认为对两地都有潜在的利好作用。外资进入内地 A 股市场的限制进一步放宽，在港上市的中资股吸引力增加，都应该利好两地股市。
- 对于所谓资金北上，即外资购买中国 A 股，有多个十分重要的问题尚待解决。当中最主要的是，目前对 A 股股息及资本收益征收的 10% 预扣税是否适用。香港交易所表示正等待内地监管当局确认会否征收。投资者认为此等税项不公平，因为内地投资者购买港股并无同样的征税。
- 北上投资者另一关注的问题是，一旦达到 130 亿元人民币的每日额度之后，余下的沽盘如何处理—具体而言是他们能否沽出持仓。香港交易所的指引明示每日额度是“淨买入额”，准此，虽然投资者不可无限量地买入，但达到额度之后仍可沽出持仓。

### 小结：

我们对股票维持超配。欧洲股市经 8 月份调整后正在回升，中国股市则因投资者态度转趋积极而表现良好。

## 新兴市场与发达市场的盈利趋势

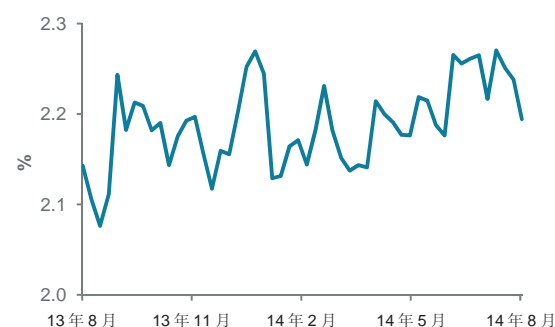
MSCI 新兴市场与发达市场—12 个月远期每股盈利及表现



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

## 美国通胀预期

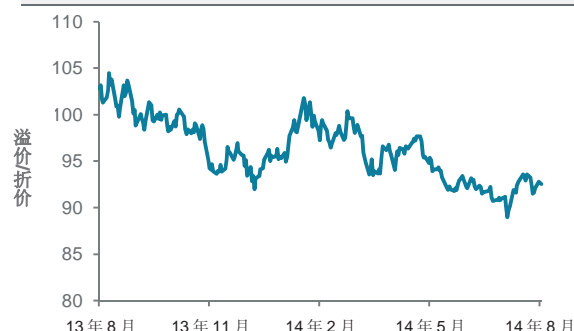
美国损益平衡通胀率（10 年期国债收益率减 10 年期抗通胀债券收益率）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 中港 A-H 股价差

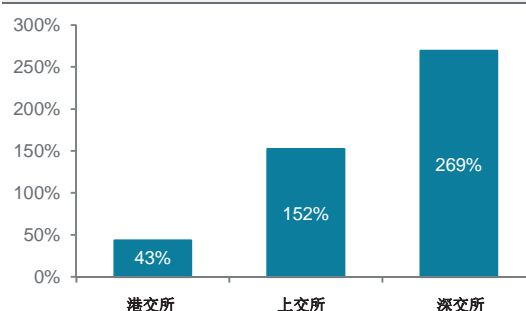
内地与香港 A/H 股溢价



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 内地与香港的交易速率

速率 = 每年成交额 / 市值



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 商品一标配

- 我们保留对商品的标配观点。
- 金价区间波动，并未如我们所料般疲态毕露。但我们相信，若美联储结束量宽买债，而美元又终于转强，都势将会推低金价。
- 能源仍是我们首选的资产分类。油价弱势持续，我们认为已令风险回报取舍显著改善，因为基本的供求平衡状况其实无甚变化。

**我们对黄金维持低配。**金价缺乏方向，对于地缘政治风险升温无甚反应，面对美元强势亦不见得有下行压力。

我们相信，到美联储结束量宽，而市场终于就美联储可能上调政策利率而作出调整时，金价就会承受显著的下行风险。反向的风险主要在于通胀预期上升，但持有黄金（非生息资产）的机会成本亦持续上升，由此形成下行压力，我们始终不相信通胀预期上升足以抵销。

**我们对能源维持超配。**布伦特油价跌势持续，降至贴近每桶 100 美元水平，只是略高于 2013 年 4 月的低位。过去一月影响油价的关键因素，看来就只有美国介入伊拉克后地缘政治风险进一步减低这一点。基本的供求平衡状况无甚变化，况且美国及亚洲的经济数据保持良好。

基于此，我们仍然相信油价从现水平回升的可能性较大。需求增长步伐看来未变，而且并无明显的新增供应。地缘政治忧虑已见缓和，无疑伊拉克正爆发内战，但战区无一接近主要的产区。油价亦已接近 2010 年后区间的底部，意味着油价升势可能一触即发。

**我们对工业金属维持标配。**价格在月初回落后稍微反弹。中国宏观经济数据近期好转，可能是关键因素所在，因为中国始终是不少工业金属的一大需求来源。

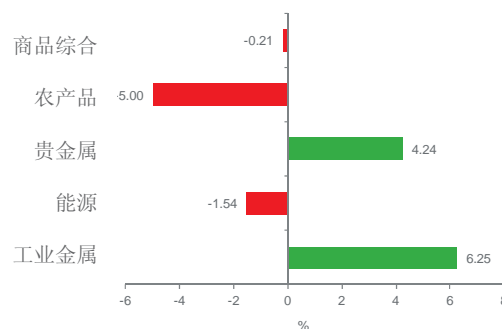
然而，我们基于多项因素而并未乘势跟进。首先，中国房市不振是一大顾虑，因为房地产业是不少金属的主要需求来源之一。其次，中国境内存货量仍然甚高。我们相信既然存在此等抵销因素，目前理应维持对工业金属的标配观点。

**我们对农业商品维持标配。**过去一月价格持续向下，原因是主要作物的产出预测上升，意味供应会增加。我们的注意焦点在于厄尔尼诺天气的潜在影响。印度季风季节前半季令人稍感失望，只是未如某些决策当局原先所忧虑的那么差。我们会继续注视今后几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。能源仍是我们首选的资产分类，特别是由于近期跌幅已相当大，而黄金仍然是我们最为看淡的。

### 年初至今的商品表现\*（美元）



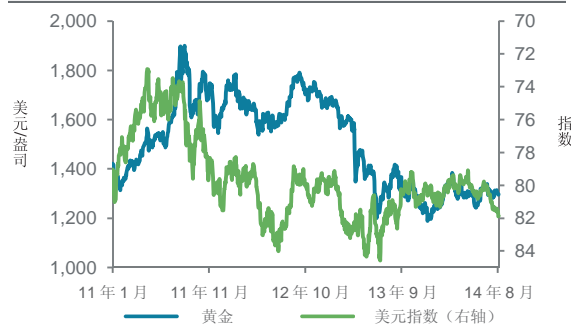
\* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 8 月 21 日期间

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

### 美元强势对黄金构成下行风险

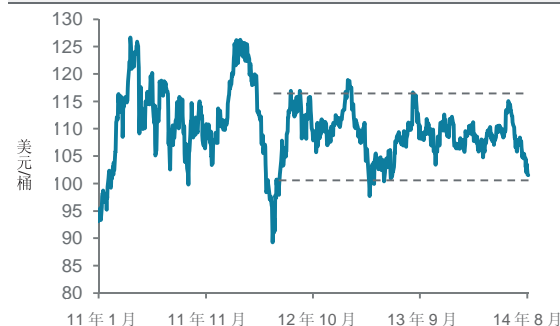
#### 黄金现货价与美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 油价现正处于近期区间的底部

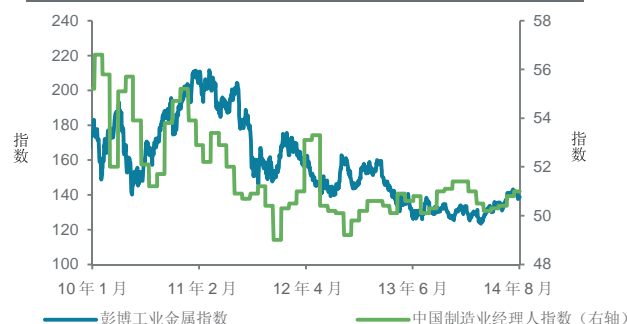
#### 布伦特油价（每桶美元）



资料来源：BP Statistical Review 2014、渣打银行

### 中国宏观经济数据好转对工业金属有一定支持

#### 工业金属指数与中国 PMI 制造业指数



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。

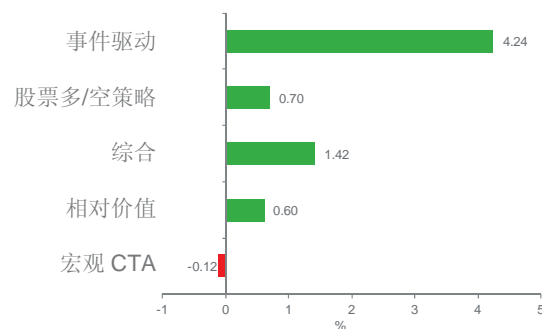
我们仍然认为对于不愿承受股票淨好仓所涉高波幅的投资者，股票多/空策略有其吸引力。此等策略适合希望增加股票投资以掌握我们认为吸引的长期趋势，但又不愿承受净多头无可避免地涉及的较高波幅的投资者。近期表现与预期相符：与全球股票呈正相关，但波幅较低。

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/空头策略。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多头。

另类策略年初至今表现\*（美元）



\* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 8 月 21 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

## 外汇市场

### 美元：我们中期看升

我们预期美元在 6-12 个月的时限内可保持升势。对此，我们认为有两个关键因素。第一，美国经济数据持续改善，尤其是在劳动市场及楼市方面，可能会形成美联储比预期更早加息的依据。第二，其他主要的中央银行依然在盘算是否要加大放宽货币政策的力度，又抑或是否要在更长时期内维持宽松的政策。因此，我们相信美国与其他主要央行间的货币政策分歧可能会持续，从而增加美元资产的相对吸引力。

### 欧元：我们中期看跌

尽管欧元近期已有一定跌幅，但我们预期今后 6-12 个月跌势仍会继续。近期经济数据疲弱，尤以德国为甚，平添了对于通缩风险以及欧洲经济复苏的忧虑。在此情况下，资金外流正开始削弱创纪录的经常帐盈余（见下页图表）。我们认为在此形势下，欧洲央行可能会被迫采取综合性措施来鼓励借贷，以支撑资产价格。此外，由于美联储加息预期正开始反映在市场价格之上，美国与欧洲间的利差预计会进一步扩大，欧洲资产的吸引力因而持续减低。短线而言，我们相信欧元即使在超卖后出现任何反弹，亦可能只会是昙花一现。

### 日圆：我们中期看跌

我们预期日圆在 12 个月时限内会走弱，但就很短期而言可能会窄幅上落。由于缺乏重大催化因素，圆汇大致上保持稳定，但我们相信美国长期收益率上升会促成日圆下跌。另外，我们留意到通胀预期有初步的下降迹象，所以不排除日本央行会采取进一步的放宽措施。

### 英镑：我们维持中期标配

我们对英镑保持中期标配，但预计短线会进一步转弱。我们认为，英镑所以呈现强劲升势，主要是因为市场对于英国经济及加息效应过度乐观。无论如何，随着近期通胀数据回软，我们相信乐观情绪已开始有所降温。另外，极空头已所余无几，亦进一步增加英镑的弱势。我们认为，由于英国经济近期出现制造业等薄弱环节，加上通胀低企，英国央行不大可能会在今年加息。

### 澳元：我们维持中期标配

我们对澳元中期标配，并预期短线会在 0.92-95 区间内波动。支持澳元的主要因素在于澳洲 AAA 级收益率高于同级债券，而且波幅较低，所以需求颇大。前瞻性指标如消费者及商业信心等持续向好。另一方面，低迷的商品价格（尤以铁矿石为甚）以及高企的失业率却令澳元难以大升。整体上，经济数据一直是好坏不一。然而，我们相信澳元的风险偏向下行。

### 短期

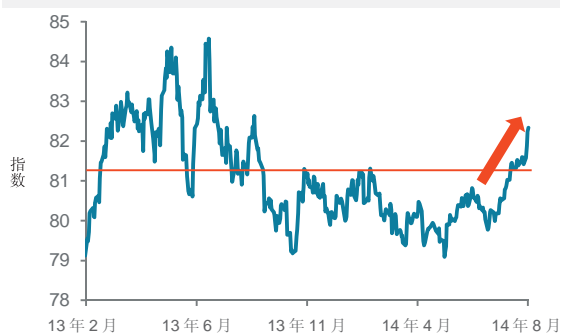
指少于 3 个月的时间

### 中期

指 6-12 个月的时间

### 美元强势开始展现

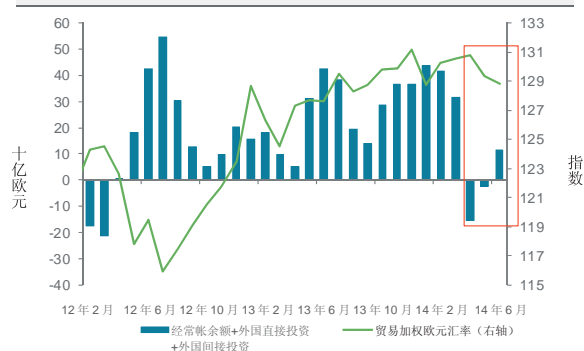
#### 美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 欧元：对外收支状况转差

欧元区收支平衡（经常帐余额+外国直接投资+外国间接投资）与贸易加权欧元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 日圆：美国 10 年期收益率上升可能会推高美元兑日圆汇率、日 10 年期利率利差与美元兑日圆汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 新加坡元：我们中期保持标配

我们对新加坡元保持中期标配。我们预期金融管理局会维持紧缩偏向，贸易加权汇率会适度上升。随着全球经济加快回升，我们预期新加坡经济增长会稳步改善。然而，我们相信坡元的强势只会限于兑美元及人民币以外的其他货币。

### 其他亚洲（日本除外）货币：我们中期保持标配

我们对人民币中期看升。人民银行持续把人民币中间价定在横盘区间内，可见是对现时的汇率水平感到放心。然而，我们认为人民币上升之余，波动也会高于以往，升势中可能会出现一些短暂的回落。

至于亚洲（日本除外）其余部分，我们整体上保持标配，但较看好韩圆及新台币，因为两者与全球工业周期存在正相关。过去一月，即使韩国央行减息，韩圆却能在芸芸亚洲货币中领涨，皆因受惠于美国及中国的增长前景同时改善。随着全球增长前景稳步改善，我们相信新台币亦会展开升势。

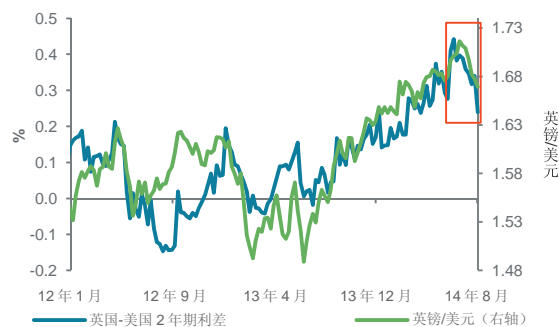
在高息亚洲货币中，我们看好印度卢比多于印尼盾，原因是印度对外收支状况较佳，而且政策改革方面能见度较高。马来西亚的升势可能会随美国收益率开始上升而停顿。泰国政局趋于稳定，我们相信可能会利好泰铢，但有待投资回升的情况更明晰之后，才会采取较为积极的观点。

### 小结：

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

### 英镑：对提前加息的乐观情绪减退导致英镑转弱

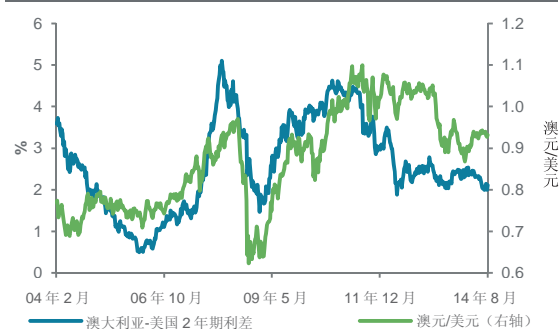
英、美 2 年期利率利差与英镑兑美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 澳元：约 2% 的高利率利差支持澳元

澳、美 2 年期利率利差与澳元兑美元汇率



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）。

本文件没有也不会以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。