

坚守方向

亚欧经济增长放缓，而美国经济亦有可能受到埃博拉疫情影响，市场波动因而显着扩大。虽然此等因素可主导短线市场情绪，但大环境仍然利好股票及美元，尤其是在美国及欧洲方面。近期形势发展应会令宽松货币政策设置的力度加大，有利于我们的多元收益配置主题。

- **波动剧增。**问题的关键在于，对风险较高的资产如环球股票、高收益债券及套息交易货币而言，此情况是否持续出现亏损的先兆。我们认为虽然短线高波动难免，但会否持续下去却成疑：
 - 1) **波动根源之一可能延后。**往常，每当美联储开始加息前 3 个月左右，市场波动都会增加。美国以外的经济增长近期转弱，商品价格因而下挫，在此情况下，美国开始加息的时间可能会进一步延后，迟于我们现时所预期的 2015 年次季。
 - 2) **欧洲央行及日本央行看来今后都会致力应付通缩忧虑。**欧洲正进入关键时期，欧洲央行所受压力日益增加，势将采取行动。
 - 3) **美国、西班牙的埃博拉疫情可能很快扑灭。**根据尼日利亚的经验。疫情是可以控制的，一旦疫情受控，股市就有可能强力反弹。

对投资者的意义

- **环球股票表现预计仍会领先。**我们就美国股市考虑的各项因素，利好程度与年中时相比有所不及，但当前油价下跌，基金经理人手握大量现金，若再加上第 3 季度业绩公布期有好开始，我们相信都会利好美股。衡量各项因素，股票应会继续表现领先。
- **欧洲需要催化因素。**银行业资产质量评审（10 月 26 日）以及其后的欧洲央行会议（11 月 6 日）都是关键所在。我们相信市场低估了在经济呈现放缓迹象下出现惊喜的可能性。
- **宽松货币政策应有助多元化收入篮子表现强力回升。**虽然「规避风险」的环境短线不利于收益主题，但在宽松货币政策的背景下，我们相信以高息股票加债券的配置中期表现应会领先。

目录

坚守方向	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—减持	6
股票—增持	7
商品—中性	9
另类策略—增持	10
外汇市场	10
资产配置概要	12
经济及市场信息日历	13

美国股市因素清单利好程度减低

12 个短期指标中有 5 个现时亮起红灯

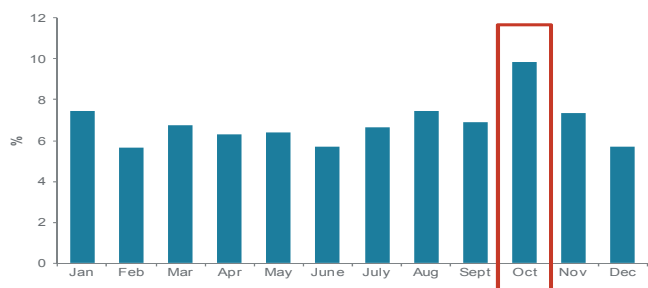
市场指标	6月	10月
远期市盈率估值 17 倍		
升值步伐不可持续		
国内表现超越全球		?
防守性股票表现超越周期性股票		x
国库券上升	x	x
全球指标	6月	10月
欧洲 / 日本负面惊奇		x
新兴市场增长大幅放缓	x	x
制造业复苏逆转		
美国显著强势		x
国内指标	6月	10月
就业势头减弱		
房屋市场复苏停顿		?
意料之外的政策		

数据来源：BCA Research、渣打银行

Steve Brice	首席策略师
Clive McDonnell	股票投资策略主管
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

10 月份市况通常会趋于波动

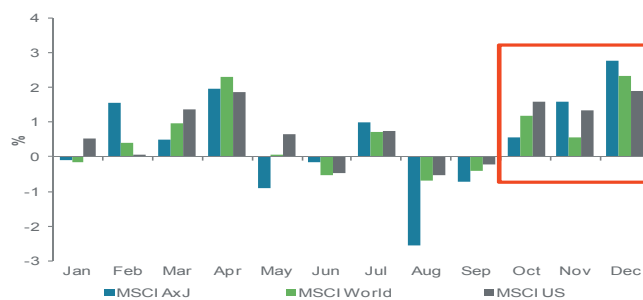
MSCI 所有国家世界指数平均月波幅，自 1970 年起按月，%



数据来源：彭博终端、渣打银行

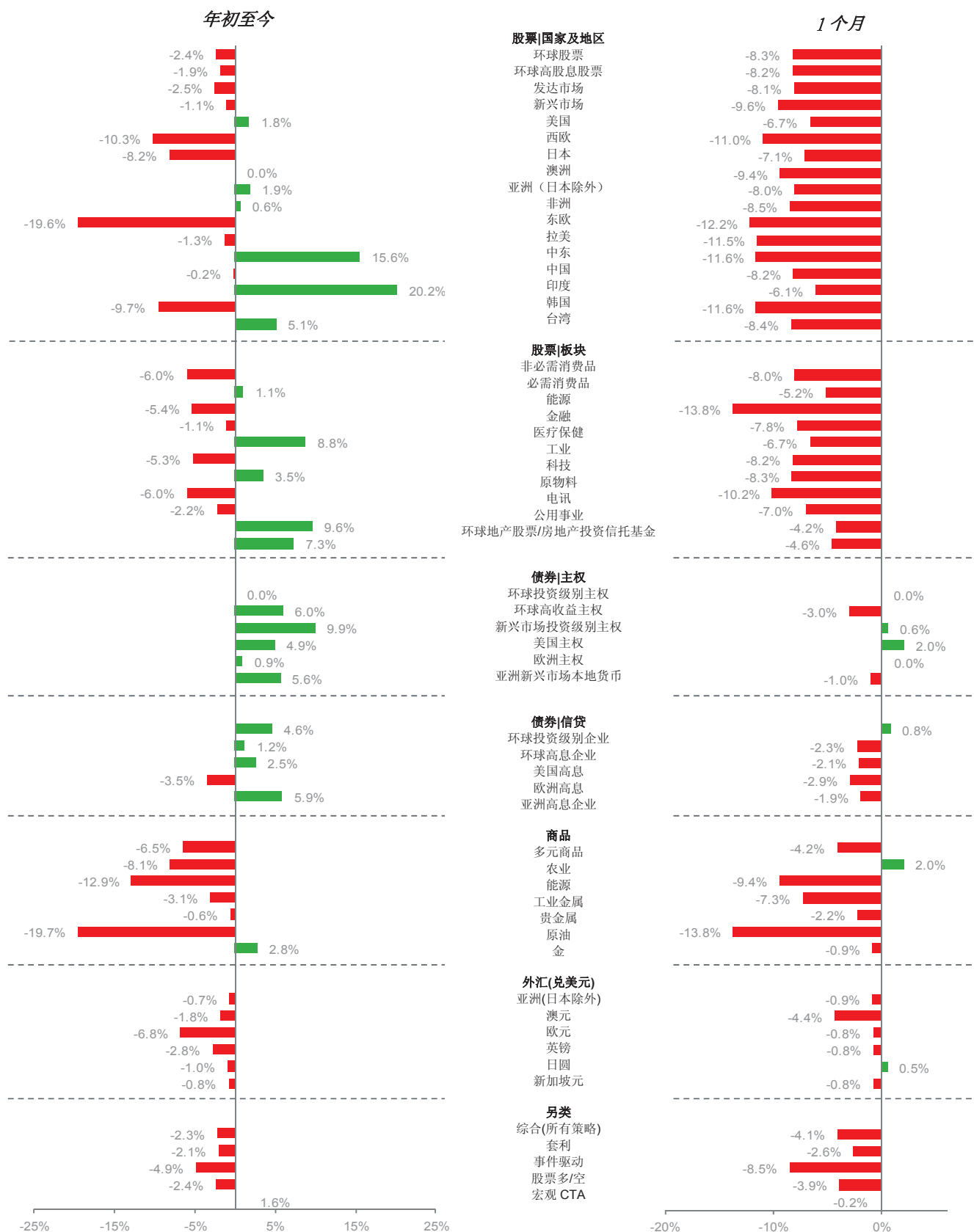
环球股市 10 月份及第 4 季通常都有强劲回报

美国股票平均回报，自 1991 年起按月（亚洲（日本除外）自 1995 年起）



数据来源：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 10 月 16 日, 1 个月期表现由 2014 年 9 月 16 日至 10 月 16 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

- 市场波动加剧，可能是因为投资者担心欧亚经济不振以及埃博拉疫情可能有碍美国经济增长
- 中央银行，特别是欧洲及中国央行的政策行动，将会是当前的规避风险环境会否长期持续的关键所在

波动加剧。中国及欧洲的 2015 年经济增长一致预测都因为经济数据疲弱而向下修订。与此同时，通缩忧虑正在升温，尤其是欧洲，按年通胀率仅得 0.3%。美国发现第二宗埃博拉感染个案，疫情有进一步扩散之虞，以致投资情绪更显低落，亦令人忧虑这个全球经济增长的主引擎可能会陷入困境。

加息预期与 10 年期债券收益率走势分歧。如图显示，虽然市场仍然预期美联储会在明年第 3 季开始加息，但观乎长期债券市场的走势却令人产生怀疑。通常事出必有因，但我们认为收益率趋降的原因不外乎：1) 欧洲收益率下降；2) 过剩的亚洲资金寻找出路；3) 大型投资者到了止蚀点。我们的核心预测情境是美国债券收益率会上升，但加息周期延后的风险正在增加。

对投资者的意义：

- **股市转弱时趁机增持。**我们相信规避风险环境为时可能会较为短暂：
 - 存款利率/债券收益率低企，意味值得持有股票的最起码回报仍然甚低，并有可能在一段长时期内保持低企。
 - 基金经理人已累积大量现金在手。
 - 有初步迹象显示美国盈利业绩公布季度会有良好表现。
 - 过去两年，股市弱势一般限于 5-10% 的跌幅。目前从高位回落的幅度已达 11%。
 - 我们预期西方的医疗系统足以应付任何突发的埃博拉疫情。尼日利亚看来应可达到世界卫生组织订下的六星期无感染个案门坎，不日可宣布脱离埃博拉疫区名单。
 - 季节性因素以及对中期选举后股票回报的历史分析都利好股市。
- **短期关键在于埃博拉及欧洲的形势发展。**今后数周若有关于埃博拉疫情以及欧洲政策设置的负面消息，其影响可能会盖过上述的因素。
- **收益主题得利于宽松的政策设置。**从过去数周的事件可见，货币政策在可见将来都会维持宽松。这样应有利于多元的收益投资配置，亦有助美元迅速收复近期的失地。

资产类别	相对前景	开始日期
现金	UW	Feb-12
固定收益	UW	Jan-11
股票	OW	Aug-12
商品	N	Nov-13
另类投资	OW	Jun-13

说明

开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期

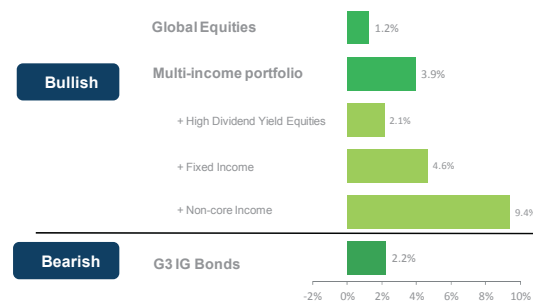
OW - 超配 N - 标配 UW - 低配

DM - 发达市场

EM - 新兴市场

数据来源：渣打银行

看好的 A.G.I.L.E. 主题未因近期市场转弱而跌出正回报区 自 2014 年展望发表以来 AGILE 的表现*

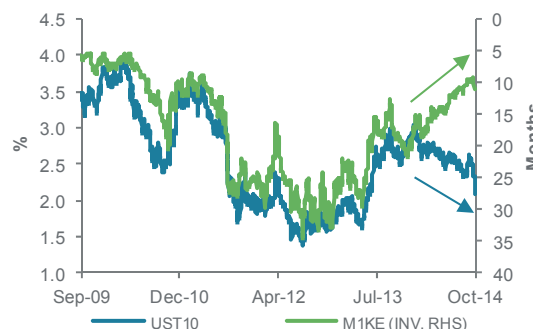


* 2013 年 12 月 16 日至 2014 年 10 月 16 日期间

数据来源：彭博终端、渣打银行

* 收入篮子本如 2014 年展望：以机敏 (A.G.I.L.E.) 行事的一年图 53 所示，其后于 8 月份环球市场展望 (低波幅可能会维持一段时间) 修订

美联储加息预期与美国国库债券收益率背离是关键所在 距首次加息月数与美国 10 年期国库债券收益率



数据来源：摩根士丹利、彭博终端、渣打银行

埃博拉疫情固然是风险，但回顾 2003 年沙士疫情受控后，亚洲股市随即强力反弹

MSCI 亚洲 (日本除外) 指数 2002 年 12 月-2003 年 7 月



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	UW	Feb-12	
固定收益	发达市场投资级别	Jan-11	
	新兴市场投资级别	Feb-14	
	发达市场高息	Jul-14	
	新兴市场高息	June-14	
	美国	OW	Apr-12
股票	欧洲	OW	Jul-13
	日本	N	Apr-13
	亚洲 (日本除外)	N	Apr-14
	其他新兴市场	UW	Aug-12
	商品	N	Nov-13
另类投资	OW	Jun-13	

经济及政策展望

全球经济增长及通胀均放缓，提高政策放宽之望

- **美联储决策者们**对于欧洲及亚洲经济增长放缓日益关注，亦担心美元强势会损及仍然壮实的美国经济。美国的强力回升之势进入第3季度仍然持续。然而，由于劳动市场仍有过剩供应，加上商品价格下跌，通胀压力依然温和。全球增长转弱，通胀预期下降，增加了美联储2015年加息的风险。
- **欧洲央行**进一步放宽政策的压力日益增加，因为尽管先前已作出政策干预，但欧元区经济增长及通胀预期仍然不升反降。10月26日的银行资产质量报告可能会减少若干不确定性，令银行得以马上增加放贷，以应对有回升迹象的贷款需求。然而，鉴于通缩压力上升，欧洲央行可能会扩充其资产购买计划。
- **新兴市场**方面，亚洲及中国的一致增长估计都已下调。中国人民银行采取行动促增长。韩国银行两个月内二度减息。印度通胀持续下降，增加了明年放宽货币政策的成数。巴西在10月26日举行次轮总统选举，胜负难料。投资者属意反对派候选人内维斯，是因为眼见经济无力摆脱衰退。

美国：「金发姑娘经济」主题维持不变

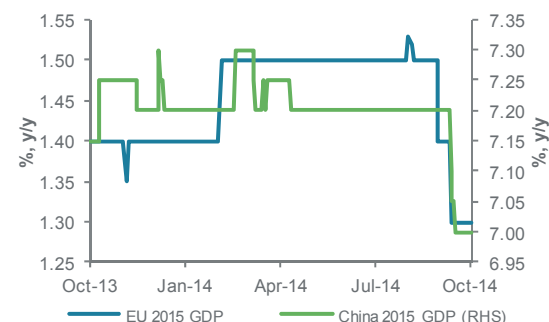
- **就业市道保持蓬勃**。美国招聘步伐经8月份短暂放缓后，9月份再度加快，令1999年以来最快速的招聘步伐得以持续。8月份职位空缺为13年来最高，意味职位创造步伐可持续至第4季度。
- **工资增长受制**。虽然9月份失业率降至5.9%的六年来低位，但平均时薪按月仍无甚变动，显示劳动市场供应过剩。在此情况下，就业不足率高达11.8%，数以百万计的人欠缺全职就业机会，只能部分时间工作。
- **「金发姑娘」经济**。就业增长强劲，而工资增长则受制，令所谓「金发姑娘」的无通胀增长态势得以延续，而这正是近几年美国经济回升的特征所在。美联储8月时表示希望通胀率有1.5%。然而，消费者信心已有动摇迹象，要将其稳住，工资上升至至关重要。
- **强美元及低油价**拖低进口价格，对通胀预期构成下降压力。美元强势持续，可能会削弱出口竞争力。
- **美联储担心全球经济增长放缓**。鉴于欧洲及亚洲增长放缓，而美元上升亦有碍美国增长，美联储官员力主在紧缩政策时必须保持耐心。我们仍然相信，蓬勃的就业市道会形成工资上升压力，为明年次季加息奠下基础。然而，延后加息的风险正在增加。联邦基金期货走势反映投资者预期第3季才是开始加息之时。

欧洲：欧洲央行承受加大放宽力度的压力

- **欧元区增长及通胀俱转弱**。欧元区9月份工业生产收缩，出厂价格持续下跌，失业率居高不下，投资信心减弱，凡此都增加了区内经济在第3季度收缩的成数，而前一季增长本已停滞不前。据制造业及服务业的采购经理调查所得，增长微不足道。

欧元区及中国的 GDP 预期皆下调

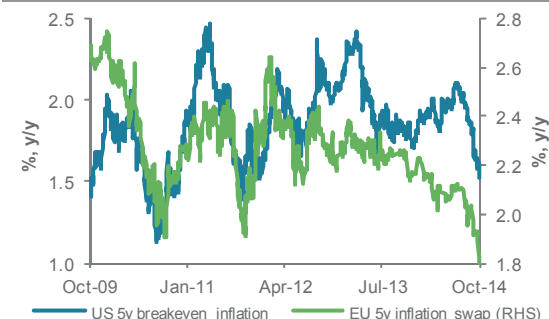
2015 年 GDP 增长一致估计 (按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元区、美国通胀预期下降

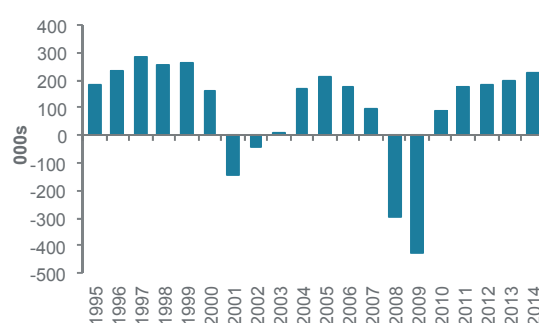
欧元区滚动 5 年期通胀预期、美国 5 年期盈亏平衡通胀率 (按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国招聘步伐维持 1999 年以来最强

平均每月净职位新增('000)



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元区 PMI 反映第 3 季度增长疲弱，投资者预期亦转差

欧元区 PMI、ZEW 调查预期



数据来源：彭博终端、渣打银行

- **德国面临经济衰退。**这个欧元区最大经济体在第3季度可能已连续收缩两季。8月份工业生产录得2009年1月以来最大跌幅，而采购经理调查亦显示9月份制造业收缩。此外，投资信心到10月份已是连挫10个月。
- **通胀预期下降可能逼使欧洲央行加大放宽力度。**尽管欧洲央行将利率降至历来最低水平，又推出低息长期贷款计划，但欧元区的长期通胀预期仍是进一步下降。德国一旦陷入经济衰退，其反对加大货币及财政刺激力度的立场可能会软化。欧洲央行下次开会时间是11月6日。
- **10月26日的银行资产质量报告是关键所在。**该报告可能会扫除有关银行业健康状况的若干不确定性，有助刺激借贷。然而，倘若通胀预期保持低落，我们相信欧洲央行可能有必要在明年扩充其货币刺激措施（购买政府债券）。
- **希腊官员与欧元区财长意见分歧，**提前退出援助计划之议受质疑。欧元区其他周边国家的举债成本可能因此而上升。

中国：以减息、定向政策放宽来促增长

- **第3季度增长预期已降低至7.2%，**2015年预测亦由7.2%降至7.0%，两者都是根据一致估计。9月份贷款额回升，对于末季增长是个好兆头。
- **中国减息，**14日期回购利率自9月起分两次由3.7%减至3.4%，为的是增长及通胀转弱。采购经理调查显示，制造业及服务业增长在9月份进一步放缓。此外，消费价格通胀降至2010年1月以来最低水平。
- **更多刺激措施会陆续出台。**我们相信当局可能会针对重点部门采取更多定向刺激措施。

其他新兴市场：韩国减息，印度通胀降势延续

- **韩国银行（央行）将关键利率减至2010年以来最低水平。**此乃两个月内二度减息，基准利率降至2.0%，旨在回应企划部长的呼吁，在设定货币政策时要与政府的财政政策相「协调」，从而刺激经济增长。9月份通胀率降至1.1%，意味两项政策都会保持宽松。
- **印度消费通胀连续第二月下降，**而出厂价格通胀亦降至五年来最低位，反映中央银行的紧缩货币政策正在发挥遏止物价上涨的作用。消费物价增长已从2013年11月的11%以上高点放缓至9月份的6.5%，令央行有条件在明年某个时间减息。

日本：日本银行（央行）承受加大放宽力度的压力

- **日本央行不大可能达成通胀目标。**从通胀掉期走势可见，央行不大可能在2015年4月前达成消费通胀率2%的目标。4月提高销售税导致经济增长急剧放缓，较长期通胀预期随之而大幅下降。央行行长黑田东彦表示，央行有余力在必时进一步增持政府及公司债券。我们预期央行会在明年首季进一步放宽政策。

小结：

欧元区及亚洲的增长与通胀过去一月均显着转弱。美国增长虽然保持强劲，但美联储官员忧虑全球增长转弱，亦担心强美元会损及美国出口。因此，美联储延后加息的风险提高，欧洲及亚洲加大政策放宽力度的机率亦增加。

欧元区通胀下降，失业率居高不下

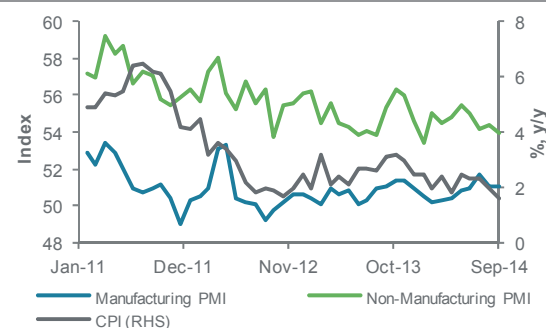
欧元区消费通胀率（按年%）、失业率（%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

中国 PMI 反映增长转弱，而通胀亦进一步下降

制造业及服务 PMI；CPI（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

印度消费通胀锐降

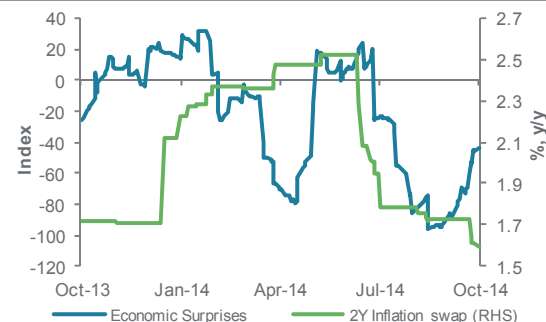
印度消费物价指数（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

日本通胀前景进一步转弱

二年期通胀掉期（按年%），经济惊奇指数



数据来源：花旗、彭博终端、渣打银行

固定收益—减持

- 收益率下降主要是通胀预期及技术性因素所致。G3 政府债券总回报也许略有正数，但从今往后可能都是微不足道
- 我们看好亚洲本地货币债券（特别是境内及离岸人民币、印度卢比）以及新兴市场高收益主权债券。近期弱势令此等债券更具价值
- 关键始终在于控制高收益债券的整体风险配置

G3 及新兴市场（美元）主权债券：

- 增长前景堪忧导致市场波动增加、通胀预期下降、技术性关口突破，都可能是促成政府债券收益率急降的关键因素。在市况波动期间，资金转移到避险资产并不出奇，不过我们认为收益率降幅与经济基本因素不相称。市场亦有可能忧虑欧元区的通缩风险会扩散至美国。
- 低孳息可能令总回报大为削弱。我们仍然预期，随着美联储着手加息之期日近，收益率会拾级而上。然而，即使我们的预期有误，以当前如此低的收益率而论，今后的总回报亦可能会甚为微薄。我们仍然预期 G3 政府债券会表现落后，30 年期与 10 年期美国国库债券的息差会收窄。
- 新兴市场高收益政府债券具价值。近期息差已见扩大，但该资产类别的表现持续领先于发达市场高收益债券。现时息差已略大于长期中位数，支持了我们认为该资产类别具有价值的观点，尤其是在寻求收益的环境下。

亚洲本地货币债券：

- 境内或离岸人民币债券在最近一轮市况波动期间续有不俗表现。以境内人民币债券为例，自 8 月 31 日以来一直有正数回报。反观大部分其他主要的债券及股票资产类别，普遍录得负回报，对比相当强烈。我们继续看好境内、离岸人民币。
- 我们继续看好印度卢比债券。我们认为有表现领先的潜力，是基于当前收益率吸引、放宽政策的空间渐增（因近期通胀放缓）以及印度卢比的风险减低（因油价下跌）。
- 近期市场波动对亚洲本地货币债券整体影响较轻。虽然在美元强势持续下，从汇兑所得的回报可能有限，但以当前收益率而论，我们仍可安心持有该资产类别。

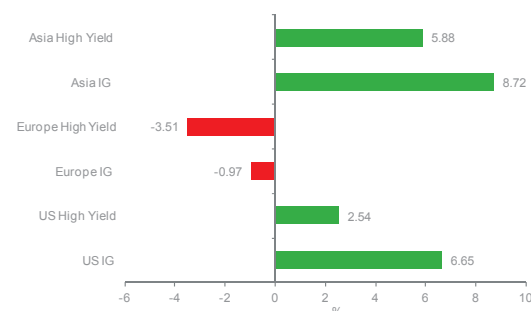
公司债券（美元）：

- 发达市场高收益息差已从今年 6 月时的低位扩大大约 150 基点。尽管如此，息差仍显着低于该资产类别的平均水平，支持了我们认为发达市场高收益欠缺价值的观点。调查亦显示投资者仍把买卖高收益债券视为一窝蜂交易。
- 控制整体风险配置仍是关键所在。我们相信，保持中性立场，同时限制整个投资组合的风险配置，始终是在孳息（现时略高于先前）与估值仍然昂贵所产生的风险之间折衷平衡的最佳做法。我们建议的配置比重见第 12 页。

小结：

亚洲本地货币（境内及离岸人民币、印度卢比）及新兴市场高收益主权债券仍是我们首选的债券资产类别。我们倾向为发达市场及亚洲高收益的整体风险配置受限。

固定收益年初至今表现*（美元）

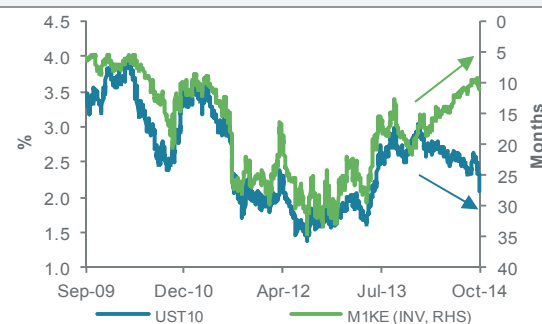


* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 10 月 16 日期间

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

美国国库券收益率降幅与基本因素不相称

美国 10 年期国库债券收益率与市场对距离美联储首次加息月数的预期



数据来源：摩根士丹利、彭博终端、渣打银行

尽管近期弱势毕呈，但环球高收益息差仍低于整个资产类别的平均水平

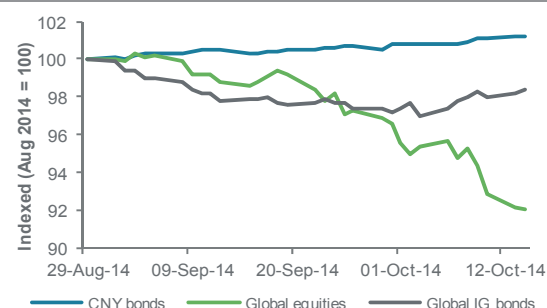
环球高收益息差(%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

在最近一轮市场波动期间，人民币债券有正数回报

人民币债券表现（标普中国公司债券指数）、环球股票（MSCI 所有国家世界）与环球投资级债券（巴克莱资本环球综合指数），2014 年 8 月 29 日=100



数据来源：彭博终端、渣打银行

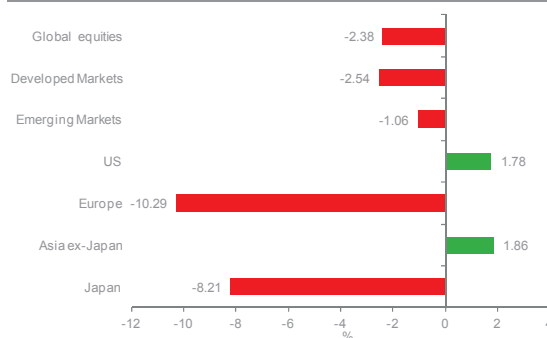
股票—增持

- 我们承认欧洲及新兴市场经济增长放缓对美国构成风险。然而，我们仍然相信美国经济回升可以自行持续，所以建议投资者保持投资。
- 欧盟及新兴市场经济增长放缓，有迹象显示正影响美国的增长前景，有见及此，美联储的口风有所改变。
- 欧洲央行将于 10 月 26 日发布银行业资产质量评审报告，预计有九家银行不合格。市场对此不会感到诧异，但维系信心的关键在于此等银行能否及早宣布集资计划。
- 亚洲股市表现各有不同，意味着国别挑选更为重要。我们对印度及韩国的配置比重偏高。
- 在第 3 季度盈利业绩公布期，预计欧洲的盈利增长趋势会强过美国。据预测，盈利增长最高的是欧洲科技业。
- 商品价格下跌以能源为主。这样虽有利民生，但亚洲消费者更重视的是粮食价格。

环球股票下跌反映对增长的忧虑

- **美联储口风有变。**标普 500 指数过去 30 日下挫 9.5%，原因是全球经济增长放缓影响到美国经济回升前景，投资者对此存有顾虑。美联储副主席费希尔强调「国外增长弱势」对美国构成的风险。他是美联储众理事中第一个就全球增长转弱对美国构成风险发出警示者。
- **增长疲弱的征兆。**标普 500 指数下跌，原因不仅在于对国际经济增长的顾虑。美国经济近几月已呈现放缓征兆；供应管理协会(ISM)指数及消费者信心都下降，凯斯 - 希勒房价指数亦持续出现放缓迹象。不过尽管内部增长指标转弱，毕竟仍处于正区域内，就业数据亦保持强劲。
- **大型股表现与小型股一致。**虽然过去 30 日的表现无甚差别，但我们仍然偏重大型股多于小型股。
- **欧洲央行资产质量评审(AQR)。**欧洲央行将于 10 月 26 日发布 AQR 结果。央行一方面要确保评审严格，另一方面又不可在资产价值回升之际对资产质量过于执着，以免吓怕投资者。
- **预计有九家银行不合格。**根据欧洲银行业分析师的一致估计，有九家银行会通不过评审，因而需要筹集多达 510 亿欧元的新资金。虽然结果到月底时才发布，但银行方面已取得初步结果，所以有机会厘清问题，若有必要亦可制订集资计划。
- **撇开资产评审不谈，**有两个关键因素促成我们看好欧股的立场：1) 欧元区公司有 55%的收入来自区外；2) 欧元转弱有利推高公司盈利。据估计，欧元贸易加权指数每下降 10%，即可把欧元区公司盈利推升 6%。

年初至今股市表现* (美元) 更新

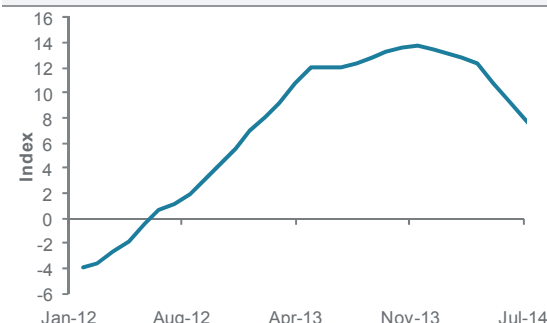


*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 9 月 18 日期间

数据来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

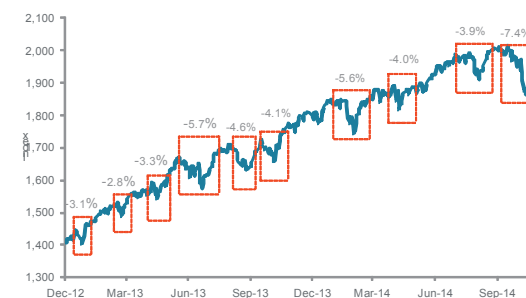
美国楼市转弱

凯斯 - 希勒 20 个城市房价指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

近期标普 500 调查幅度比平均为大，但如此调整并不罕见 标普 500 自 2012 年以来的趋势及调整



数据来源：日本 GPIF、渣打银行

我们对各股票市场的 GIC 观点

美国	OW
欧洲	OW
日本	N
其他新兴市场	UW
亚洲 (日本除外) *	N
南韩	OW
印度	OW
马来西亚	UW

数据来源：渣打

* 中国、台湾、新加坡、香港、菲律宾、印度尼西亚、泰国为中性加权。

- **亚洲股票 – 讯号好坏不一。**亚洲股市过去 30 日的表现略微领先于环球股市。然而，个别国家的表现走势参差。我们给予增持评级的印度表现领先。中国内地股市有 1% 的正回报，但香港上市的中国 H 股却下跌 5%。
- **我们评为增持的韩国**同期下挫 7%，按兵不动多月的央行两度减息亦无济于事。尽管韩股近期萎靡不振，但我们对其前景仍抱乐观态度。这个观点是基于我们一个信念，就是作为韩国最大出口市场的中国可能会进一步放宽政策以刺激需求。

第 3 季度盈利公布期 – 有个好开始

- **根据一致预期**，第 3 季度盈利增长为：标普 500 指数 6.5%，道琼斯 Stoxx 600 指数 12%。标普 500 方面，第 3 季度增长最强的预计是物料板块，而非必需消费板块则最弱。至于道琼斯 Stoxx 600，每股盈利增长最强的预计是科技板块，能源板块最弱。虽然为时尚早，但至今为止两者的平均业绩都予人惊喜。

商品价格下跌

- **CRB 商品价格指数(CPI)**已从今年 5 月时的高位回落近 10%。油价从高位回落了 26%，但粮食价格仅下跌 6%而已。由于亚洲不少经济体都实施能源价格补贴，而粮食在 CPI 篮子所占比重相当高，所以综合商品价格下跌的影响可能不如投资者所预期般大。
- **美国消费力增强。**亚洲的消费价格篮子以粮食为主，但美国及欧盟的消费者则以能源为重。能源价格下跌对于美国的影响甚于欧洲，因为美国汽油税较低。美国油站平均价格自 6 月以来下跌了 50%，降至每加仑 3.18 美元，无形中增加了美国消费者的可支配收入。

风险考虑

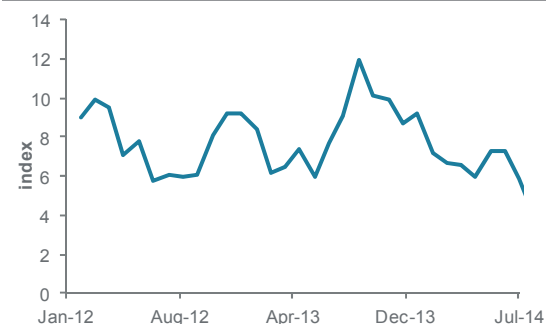
- **增长 –**经济增长放缓的征兆颇为明显。我们对欧洲及中国存有顾虑，但对美国的增长前景仍然看好，现时转弱我们只视之为短暂现象。我们会密切注视欧洲央行行长德拉吉的言论。
- **埃博拉 –**最近一项盖洛普调查显示，22% 的美国家庭对疫情扩散表示关注。目前，投资者保持乐观。然而，倘若西非以外的感染个案增加，我们的确可视为短线风险。
- **产油国组织 –**产油国组织订于 11 月 27 日召开会议，议程很可能包括是否减产以支撑油价。减产有实际意义，因为据国际能源机构预测，2015 年的石油需求会减至每日 20 万桶。
- **中国 –**我们的 Global Investment Council 最近将预期中国当局放宽货币政策的成数由先前的 37% 调高至 44%。这是基于我们日益忧虑 2015 年的增长可能滑落至 7% 以下。

小结：

我们对股票维持看好，预料其今后 12 个月的表现会领先于其他资产类别。近期调整应可视为增持机会，符合我们在第 12 页所建议的资产配置。

中国经济放缓程度超乎预期

反映货运量、耗电量及银行放款量的李克强指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

第 3 季度美国及欧盟公司盈利增长幅度为 8% 至 12%

标普 500 与道琼斯 Stoxx 指数的一致盈利预测



数据来源：IBES、渣打银行

商品价格下跌以油价为主

CRB 综合与粮食价格指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国汽油价格自 7 月以来急挫 50%

美国油站每加仑无铅汽油平均价格



数据来源：彭博终端、渣打银行

商品—中性

- 我们维持对商品的中性观点。
- 在市场波动之际，黄金的表现仍然令人失望。我们维持减持。
- 「价格战」之说甚嚣尘上，可能会令油价弱势再延长一些，但各产油国的预算损益平衡点可能很快就会产生支持作用。我们维持增持。

我们对黄金维持减持并看淡其前景。过去一月，股票、债券及外汇市场的波动同告加剧，对于黄金理应是个重大支持因素。但尽管如此，总回报仍然是负数。其实在先前发生风险事件（例如地缘政治方面）期间，黄金的表现同样乏善足陈，所以有理由认为黄金在现价位不一定是最佳的对冲工具。

就较长线而言，我们的减持观点维持不变。美元上升，而市场注意力再聚焦于美联储可能开始加息的时间，我们认为两者都是利淡黄金的因素。此外，股市投资回报以及上升的收益率亦增加了持有黄金这种非生息资产的机会成本。

我们观点失误的风险主要在于通胀出乎意料地急升，或者美联储延后紧缩政策。

我们对能源维持增持。油价持续下跌之势出乎我们意料之外。根据各方消息，近期下跌可能是多项因素所致：

- 顾虑到需求增长减弱（国际能源机构将增长预测下调）
- 有报道指沙特阿拉伯及伊朗等主要产油国向主要的亚洲耗油国提供折扣价
- 各主要资产类别的波动增加

虽然走势向淡，而且主要产油国之间展开「价格战」之说甚嚣尘上，可能导致油价短暂地进一步下跌，但我们基于两个因素而维持长期增持：

- 首先，油价大致上已接近甚至低于主要产油国的预算损益平衡水平。主要产油国最终都会理所当然地以减少供应来支撑油价。油组在 11 月底召开的下次会议是关键所在。
- 其次，我们仍然认为，倘若决策当局一如我们所料以积极行动支撑经济，需求增长可能会维持在相当强稳的水平。

我们观点失误的风险主要在于亚洲及欧洲经济增长放缓的程度超乎预期。

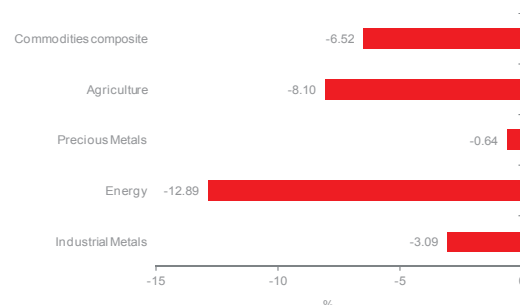
我们对工业金属维持中性。过去一月价格弱势持续，只是步伐比前放缓。我们主要仍是着眼于中国及全球经济增长的风险。中国人民银行的定向放宽有积极作用，但决策当局明显地对于经济增长逐步放缓以及中国房市弱势持续泰然处之，却是主要的风险所在。我们仍然认为目前理应维持中性立场。

我们对农业商品维持中性。10 月份价格开始反弹，皆因市场开始顾虑主要商品如大豆、咖啡等的供应可能会出现短缺。我们相信市场愈来愈有可能把注意焦点转移到下季的种植意向之上，其对价格前景将会有关键影响。

小结：

我们维持对商品的中性观点。能源仍是我们第一首选的资产分类，不过存在短线进一步转弱的风险，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 10 月 16 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

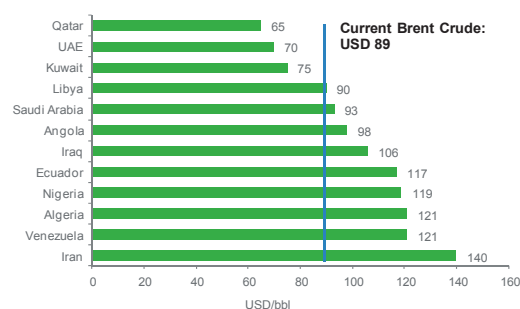
黄金在市场波动期间所发挥的保障作用，近期而言顶多只算是若有若无

黄金现货价、波动率指数



数据来源：MSCI、巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

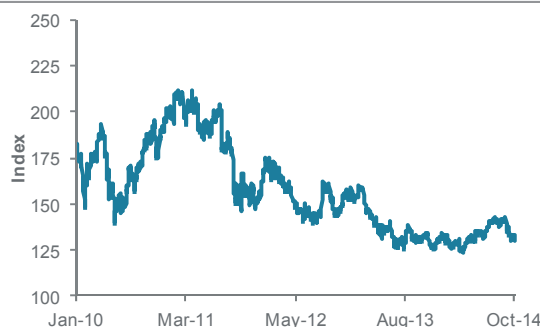
主要产油国的预算损益平衡点可能会对油价形成长期支持估计的预算损益平衡油价（美元）



数据来源：利比亚政府、安哥拉财政部、IMF、阿拉伯石油投资公司、德意志银行、《华尔街日报》、渣打银行

工业金属近期的弱势可能会缓和，因为过去 3 年的价格走势已反映了前景欠佳的因素

彭博终端工业金属指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

另类策略—增持

- 我们对另类策略维持增持，因为可藉以投资于我们首选的资产类别—股票，而波动性可能较低。我们倾向在分散投资于该资产类别的同时兼采该资产类别内的股票好淡仓策略。
- 过去一月的回报证明了另类策略波动性较低确有价值，因为在市场波动加剧期间，其表现大幅领先于环球股票。

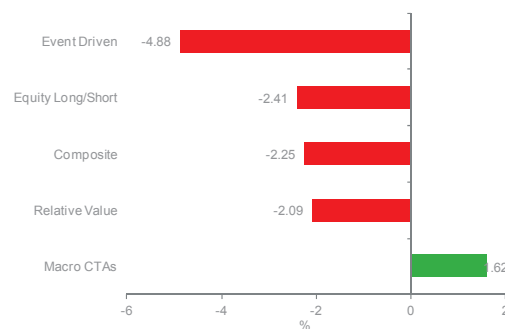
我们仍然认为在当前环境下，另类策略整体特别是好淡仓策略有其吸引力。此等策略既可藉以投资于股票，但波动性又低于净好仓，我们认为这是其吸引之处，尤其是考虑到美联储利率预期往后可能有变的风险以及欧元区政策的不确定性。

最近一轮市场波动证明了另类策略对于一个分散投资组合的价值。在 8 月 31 日至 10 月 15 日期间，环球股票下挫 8.7%，而股票好淡仓的跌幅仅为 3.7%。虽然在此短时期内的绝对回报是负数，但我们相信这足以证明另类策略整体特别是好淡仓策略确实是投资于股票的一个波动性较低的途径。

小结：

我们对另类策略维持增持。我们倾向以分散投资方式以及股票好淡仓策略来确保投资组合的分散性，并确保波动性低于股票净好仓。

另类策略年初至今表现*（美元）



* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 10 月 16 日期间

数据来源：HFRX、彭博终端、渣打银行

HFRX 环球对冲、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：我们中期看涨

我们预期美元在今后 12 个月会持续上升。美元近期转弱，我们认为不算异常，因为自今年 7 月以来升幅毕竟已经甚大。此外，我们并不认为美元至今为止的表现过于强劲。以往美元呈强期间，其升幅还要大得多。若美联储延后加息，对美元可能会有短线利淡影响，但我们仍然预期美元的表现会领先于大部分主要国家的货币，因为后者的经济复苏仍有欠稳定。我们认为在利率息差扩大下，美元中期将持续受到支持。

欧元：我们中期看跌

我们预期欧元弱势会持续，并有充分理由相信会进一步下跌。首先，货币放宽力度加大以及货币供应扩大都可能令欧元下跌。其次，美国加息会进一步削弱欧债的吸引力。第三，欧洲经济数据转弱，意味着维持宽松政策的日子会比美国长，即使美联储押后加息情况亦是一样。另外，欧元自今年 5 月展开的弱势以贸易加权计是颇为温和（见背页图表），而从政策角度看，贸易加权汇率更具重要性。

日圆：我们中期看跌

我们预期日圆弱势会进一步加深。观乎加税后的近期经济数据，我们认为难以令人相信经济可全面复苏。此外，政府坚持明年初再加税，我们认为势必要透过货币措施来缓和其冲击。另外，日本几个主要贸易伙伴的货币亦处于弱势，因此若以贸易加权计日圆跌幅有限。我们相信推低日圆仍会是放宽政策的重要元素之一。

英镑：我们维持中期中性

我们预期英国明年会加息，而欧元区及日本则会加大刺激力度。因此，我们预期英镑兑美元会大致上保持稳定，但兑欧元及日圆则会上升。然而，我们亦须强调，近期通胀转弱对我们的观点构成主要的失误风险。物价持续下降，可能会迫使英伦银行押后加息。当然，美联储近来亦承受着同样的压力。

澳元：我们维持中期看淡

我们预期澳元弱势会持续。我们相信，澳洲出口商品价格不振、中国经济增长放缓、美元上升等都会对澳元形成重大阻力。澳洲储备银行（央行）近期发出的讯息亦反映出这种情绪。尽管澳元近期转弱，但我们相信其汇价仍然大幅偏高，在经济结构性下滑的环境下势将进一步转弱。

新加坡元：我们维持中期中性

我们对坡元的中性立场是衡量过好淡两方面因素而得出的。近期，决策当局维持政策篮子的升值路向不变。这意味着近期通胀数据转弱并不足以令决策当局改变立场。另一方面，美元的广泛强势却可能会限制坡元的任何升势。

短期

指少于 3 个月的时限

中期

指 6-12 个月的时限

美元强势得力于扩大的利率息差

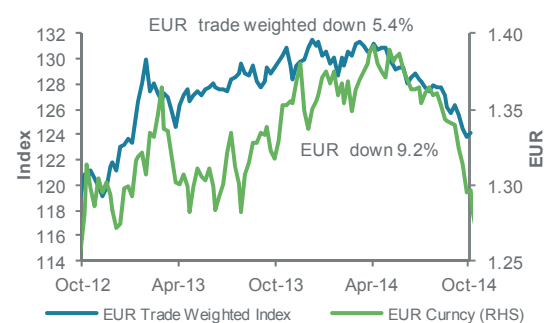
美国利率息差（美元指数加权）与美元指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元：贸易加权指数跌幅小于欧元兑美元汇率

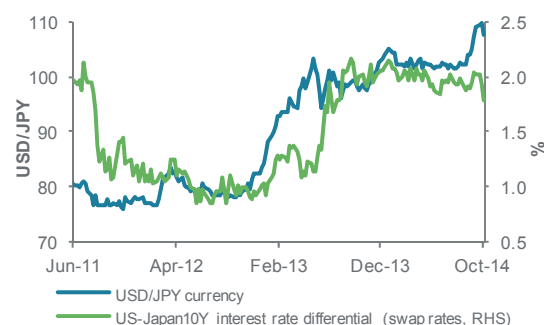
欧元贸易加权指数与欧元兑美元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

日圆：美国 10 年期收益率终必上升，可能会推高美元兑日圆汇率

美国对日本 10 年期利率息差与美元兑日圆汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

人民币：我们维持中期中性

我们预期人民币在 12 个月时限内会上升。虽然经济数据有所转差，但我们看不出有硬着陆的迹象。此外，人民币参考汇率大致上保持稳定，意味决策当局对现水平感到放心。然而，我们必须指出，人民币可能会维持牛皮格局一段时间，然后才会恢复强势。就较长期而言，为了达成政策改革目标，有必要令汇率渐进式上升。

其他亚洲（日本除外）货币：我们维持中期中性

我们对亚洲（日本除外）整体的货币前景保持中性观点，但较为看好韩圆、新台币及印度卢比。我们对印度尼西亚盾及马来西亚元仍然抱有戒心，对泰铢则抱中性态度。

韩圆近期走势疲弱，我们认为原因在于经济增长方面的忧虑以及韩国决策当局就日圆弱势所作的应对。尽管如此，我们仍然预期韩圆及新台币的表现会领先于其他亚洲（日本除外）货币，因为两者都可透过出口渠道受惠于全球经济增长。在以往美联储加息期间，此二货币亦表现强韧。我们对印度卢比抱积极态度，因为印度持续维持高利率以及较健全的收支平衡状况。我们认为高利率息差应可提供一定程度的安全性。

我们对印度尼西亚盾及马来西亚元仍然抱有戒心。对于前者，我们的顾虑主要仍然在于收支平衡及财政状况转差。至于马元，我们认为低利率息差以及高比例的外资拥债权都利淡其汇价。

小结：

我们对美元及人民币维持中期看好，对日圆、欧元及澳元看淡。亚洲方面，我们看好离岸人民币、韩圆、新台币及印度卢比。

澳元：商品价格弱势导致贸易条件大幅下降，对汇价构成压力

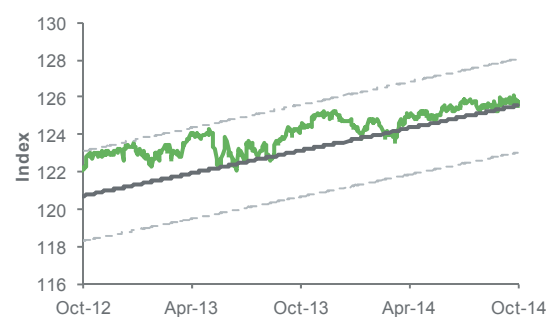
澳洲贸易条件与澳元贸易加权指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

新加坡元：贸易加权汇率接近 NEER 政策区间中部下沿

贸易加权坡元汇率与 NEER 政策交易区间



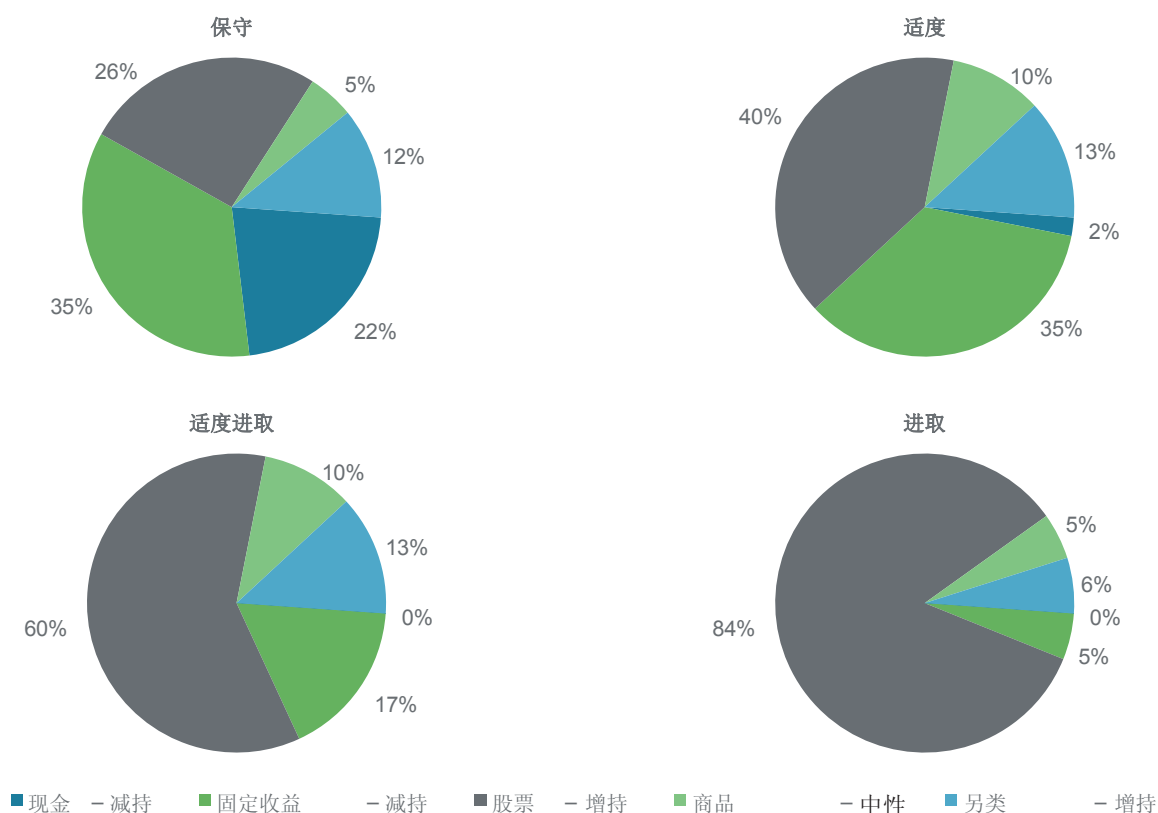
数据来源：彭博终端、渣打银行

资产配置概要

战术性资产配置—2014年11月（12个月期）

所有数字均为百分率

货币：美元



资产类别	地区	相对于 SAA 的观点	适度			
			保守	适度	进取	进取
现金及视同现金	美元现金	低配	22	2	0	0
投资级	投资级成熟世界	低配	23	15	0	0
	投资级新兴世界	标配	5	9	4	0
高收益	高收益成熟世界	标配	2	5	4	2
	高收益新兴世界	超配	5	6	9	3
发达市场股票	北美洲	超配	8	12	17	24
	欧洲	超配	8	11	16	23
	日本	标配	0	2	4	5
	亚洲（日本除外）	标配	8	13	19	26
新兴市场股票	其他新兴市场	低配	2	2	4	6
商品	商品	标配	5	10	10	5
另类		超配	12	13	13	6

数据来源：渣打银行

经济及市场信息日历

下周: 10月20日 - 10月24日

本周: 10月13日 - 10月17日

	事件	期间	预期	前为	事件	期间	实际	前为
MON	英国 Rightmove 房价 m/m	10月	-	0.9%	新西兰 粮食价格 m/m	9月	-0.8%	0.3%
	日本 全国百货店销售 y/y	9月	-	-0.3%	印度 CPI y/y	9月	6.46%	7.73%
	欧元区 欧元区经常帐 SA	8月	-	18.7B	中国 贸易收支	9月	\$30.94B	\$49.84B
	德国 PPI y/y	9月	-	-0.8%	中国 出口 y/y	9月	15.3%	9.4%
	台湾 出口订单 y/y	9月	-	5.2%	中国 进口 y/y	9月	7.0%	-2.4%
	香港 失业率 SA	9月	-	3.3%	德国 批发物价指数 y/y	9月	-0.9%	-0.6%
	菲律宾 BoP Overall	9月	-	\$114M				
TUE	澳洲 RBA 10月份会议记录				日本 PPI m/m	9月	-0.1%	-0.2%
	中国 农村除外国定资产 YTD y/y	9月	16.3%	16.5%	日本 货币存量 M3 y/y	9月	2.5%	2.4%
	中国 零售销售 y/y	9月	11.7%	11.9%	澳洲 NAB 商业信心	9月	5	8
	中国 工业生产 y/y	9月	7.5%	6.9%	南韩 银行家庭贷款 (韩圆)	9月	501.3T	497.0T
	中国 GDP y/y	第3季	7.2%	7.5%	印度 批发物价 y/y	9月	2.38%	3.74%
	香港 CPI 综合 y/y	9月	-	3.9%	英国 CPI m/m	9月	0.0%	0.4%
	美国 成屋销售	9月	5.09M	5.05M	英国 CPI 核心 y/y	9月	1.5%	1.9%
					德国 ZEW 调查预期	10月	-3.6	6.9
					欧元区 ZEW 调查预期	10月	4.1	14.2
					欧元区 工业生产 SA m/m	8月	-1.8%	0.9%
				美国 NFIB 小型企业乐观度	9月	95.3	96.1	
				新加坡 GDP SAAR q/q	第3季 A	1.2%	-0.1%	
WED	澳洲 Westpac 领先指数 m/m	9月	-	-0.1%	澳洲 Westpac 消费者信心指数	10月	94.8	94.0
	日本 经调整贸易收支 (日圆)	9月	-	-924.2B	南韩 韩国银行政策利率	10月15日	2.00%	2.25%
	日本 出口 y/y	9月	-	-1.3%	中国 PPI y/y	9月	-1.8%	-1.2%
	日本 进口 y/y	9月	-	-1.4%	中国 CPI y/y	9月	1.6%	2.0%
	澳洲 CPI y/y	第3季	-	3.0%	日本 工业生产 m/m	8月 F	-1.9%	-1.5%
	英国 英伦银行会议记录				德国 CPI 欧盟协调 m/m	9月 F	0.0%	0.0%
	美国 CPI y/y	9月	1.6%	1.7%	新加坡 零售销售 SA m/m	8月	5.3%	-0.2%
	美国 扣除粮食及能源 CPI y/y	9月	-	1.7%	英国 就业变动 3M/3M	8月	46K	74K
	加拿大 零售销售 m/m	8月	-	-0.1%	美国 Empire 制造业	10月	6.17	27.54
	加拿大 央行议息	10月22日	-	1.0%	美国 零售销售涨幅 m/m	9月	-0.3%	0.6%
				美国 PPI 扣除粮食、能源 m/m	9月	0.0%	0.1%	
				美国 商业存货	8月	0.2%	0.4%	
THUR	新西兰 CPI q/q	第3季	-	0.3%	美国 Fed 褐皮书	-	-	-
	日本 Markit/JMMA 制造业 PMI	10月 P	-	51.7	新西兰 BusinessNZ 制造业 PMI	9月	58.1	57.0
	中国 HSBC 中国制造业 PMI	10月 P	-	50.2	澳洲 消费者通胀预期	10月	3.4%	3.5%
	德国 Markit/BME 德国综合 PMI	10月 P	-	54.1	中国 外来直接投资 y/y	9月	1.9%	-14.0%
	欧元区 Markit 欧元区综合 PMI	10月 P	-	52.0	中国 新增人民币贷款	9月	857.2B	702.5B
	欧元区 Markit 欧元区制造业 PMI	10月 P	-	50.3	中国 人民币融资总额	9月	1050.0B	957.4B
	欧元区 Markit 欧元区服务业 PMI	10月 P	-	52.4	中国 货币供应 M2 y/y	9月	12.9%	12.8%
	英国 扣除汽车销售 m/m	9月	-	0.4%	欧元区 贸易收支	8月	15.8B	12.7B
	英国 BBA 置业贷款	9月	-	41588	欧元区 CPI y/y	9月 F	0.3%	0.3%
	美国 芝加哥联储银行全球活动指数	9月	-	-0.21	美国 工业生产 m/m	9月	1.0%	-0.2%
	美国 Markit 美国制造业 PMI	10月 P	57.5	57.5	美国 费城联储银行商业前景	10月	20.7	22.5
	美国 领先指数	9月	0.7%	0.2%	美国 NAHB 楼市指数	10月	54	59
	欧元区 消费者信心	10月 A	-	-11.4				
	新加坡 CPI y/y	9月	0.8%	0.9%				
	菲律宾 央行决策	10月23日	-	4.0%				
	台湾 工业生产 y/y	9月	-	7.03%				
FRI	新西兰 贸易收支	9月	-	-472M	欧元区 Eurostat 发布首次 GDP 估计			
	新西兰 出口	9月	-	3.52B	加拿大 CPI y/y	9月	-	2.1%
	新西兰 进口	9月	-	4.00B	美国 房屋动工量	9月	-	956K
	南韩 GDP SA q/q	第3季 P	-	0.5%	美国 建筑许可证	9月	-	1003K
	中国 房价	9月	-	-	美国 密歇根大学信心	10月 P	-	84.6
	德国 GfK 消费者信心	11月	-	8.3	新加坡 非石油本地产品出口 m/m	9月	-	7.6%
	英国 GDP q/q	第3季 A	-	0.9%	马来西亚 CPI y/y	9月1	-	3.3%
	美国 新屋销售	9月	473K	504K				
	新加坡 工业生产 SA m/m	9月 Sep	-	-0.2%				
	越南 CPI y/y	10月	-	3.62%				
除另有指明外, 以前数据均为前一段期间数据					除另有指明外, 以前数据均为前一段期间数据			
除另有指明外, 数据为对前一段期间的%变动					除另有指明外, 数据为对前一段期间的%变动			
P - 初步数据, F - 最终数据, SA - 季节性调整					P - 初步数据, F - 最终数据, SA - 季节性调整			
y/y - 按年, m/m - 按月, q/q - 按季					y/y - 按年, m/m - 按月, q/q - 按季			

数据来源: 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。