

渣打银行全球市场展望-2014年10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

两极化产生机会	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06页
股票 – 超配	第07页
商品 – 中性	第09页
另类策略 – 超配	第10页
外汇市场	第11页
资产配置概要	第13页
经济及市场信息日历	第14页
免责声明	第15页

两极化产生机会

全球宏观环境及政策的发展一如我们在 6 月份的半年度回顾中所述。由于经济回升步伐有加快迹象，美联储的着眼点日益放在何时需要加息之上。另一方面，欧洲、日本及中国却正在放宽政策。我们相信，与美国加息相关的风险未免被看得过重了。注意焦点反而应该在于各国中央银行政策两极化所产生的各种机会。

重点主题：

- 两极化概念的其中一环是美国加息，在紧缩周期之初通常利好股票。在此背景下，有两个关键之处必须注意：
 - 1) 在加息周期开始前、后不久市况波动通常会显著增加。由于预计美联储最快到 2015 年次季才会加息，所以市况开始波动时市场可能已升至显著高于现时的水平。这个观点是基于基金经理人仍有大量现金在手。
 - 2) 在上述的市况波动过后，股市通常会强力回升。弱势持续一般是由于当局把政策重点由促进增长转移到对抗通胀，但今后两年不大可能出现这种情况。

对投资者的意涵

- 环球股票仍是首选的资产类别。虽然到某个阶段市况波动可能会增加，但我们相信到时环球股市可能已升至显著高于现时的水平（见下图所示可能出现的走向）。
- 切勿放弃欧洲股票。欧洲仍是我们首选的地区，原因是货币政策较宽松，而且弱欧元可能产生刺激作用。美股预计亦会有好表现。至于新兴市场，自 3 月份展开的领先之势是否合理，须视乎相对盈利有否加快增长。
- 美元情绪改善。一如预期，美元兑主要货币破位上升。亚洲经济基本因素参差不齐，意味着在美元强势下，某些货币所受压力会比其他货币沉重，但整体而言，我们预期亚洲货币在美元强势下的表现会相对强韧。

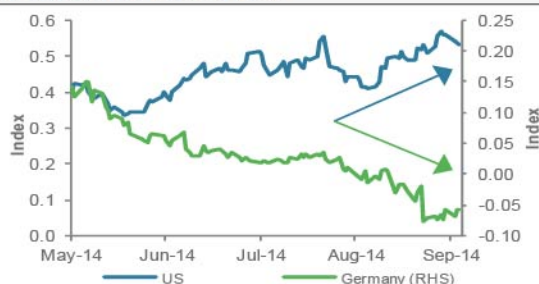
两极化—我们指的是甚么

今日的两极化最明显是表现在中央银行政策之上。欧洲央行、日本央行及中国人民银行都已在放宽政策，而美联储则开始减慢放宽步伐，并预计会在 2015 年开始收紧政策。

虽然大部分中央银行仍然坚守促进增长的立场，但这个政策两极化可能反映了一个事实，就是不同的经济体正处于不同的增长回升阶段。我们认为，相对而言美国正处于最前的阶段。

这种情况在债券市场最为清晰可见：美国收益率上升，而其他国家的收益率则下降。

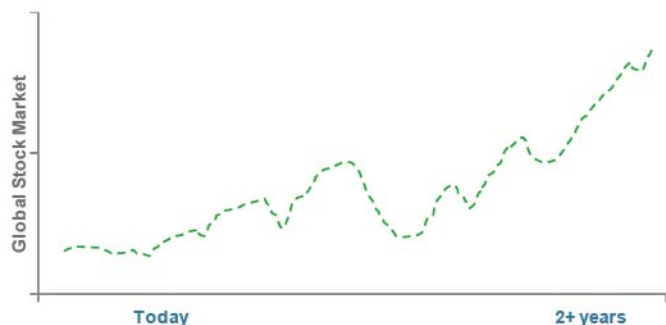
美国与欧洲的 2 年期债券收益率



数据来源：彭博终端、渣打银行

股市波动增加的日子可能还相当远

环球股票未来可能出现的典型走向



数据来源：彭博终端、渣打银行

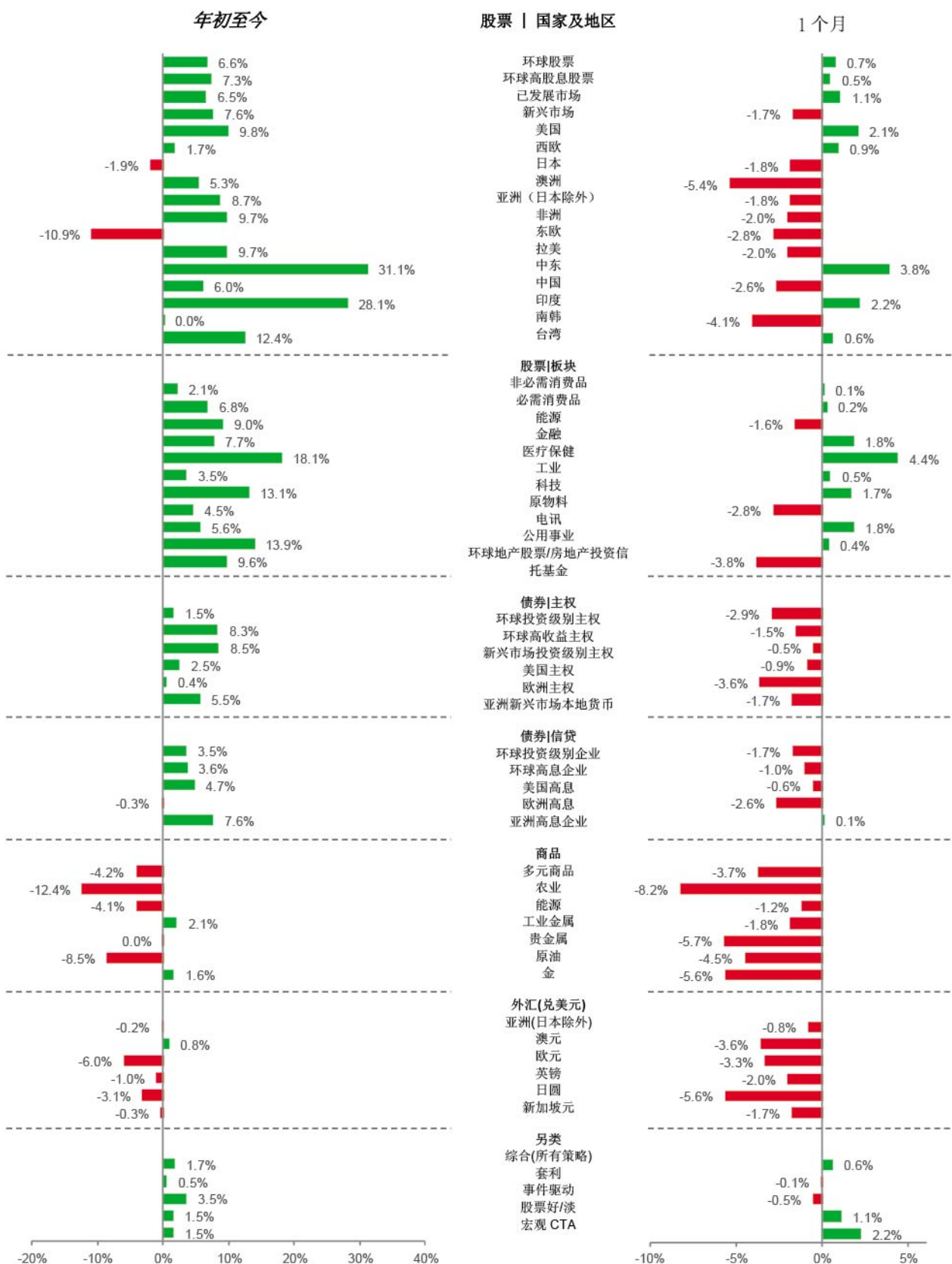
自我们给予超配评级以来，欧洲表现良好，但年初至今仅略微上升

MSCI 欧洲总回报（美元）指数



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 9 月 18 日, 1 月期表现由 2014 年 8 月 18 日至 9 月 18 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

- 货币政策势将出现两极化，但即使是美国，亦会继续致力促进增长
- 风险资产，尤其是股票，短线可能继续得到支持，而波幅大概要到美联储加息之期临近时才会上升
- 股市间的领先优势往后 6-12 个月可能有变。欧洲仍是我们首选的股票市场

货币政策两极化之下产生的会是机会而非风险。美国何时开始加息，有关揣测过去一月甚嚣尘上。另一方面，注意焦点却在于欧洲、中国及日本放宽政策的力度会有多大。然而，政策意向尚未出现两极化，肯定仍是以促进经济活动为先。

这种情况对风险资产整体有利，尤以股票为甚。美国开始加息之期临近时，股市波动增加是正常现象。然而，由于预计到明年次季才会首次加息，低波动的市况可望维持至今年底以及 2015 年初。

保持机敏(A.G.I.L.E.)可能日益重要。年初时，我们提出理据，认为随着美国收紧政策的时间日渐接近，投资者可能有必要保持机敏(A.G.I.L.E.)。至今为止，我们所作的主要变动是增加亚洲（日本除外）的配置比重，而美股及欧股的超配配置维持不变。展望前景，股市间的领先优势可能有变。就目前而言，我们看好的是欧洲，其次是美国。亚洲则在观察之中，须视乎盈利业绩是否与 3 月初展开的领先表现相称才可决定应否再调升评级。

对投资者的意涵：

- 股票：切勿放弃欧洲。自从我们去年 7 月将其评级上调至超配以来，欧股的美元总回报上升超过 15%。近期回报平平——年初至今只有微利。欧元下跌显然削弱了美元回报，但对于往后的盈利应有颇大的提振作用，因为海外收入所占比重颇大（超过 50%）。欧洲仍是我们首选的市场。
- 勿对债券过于看淡。虽然美国加息预期近来升温，但商品价格下跌可在一定程度上纾减通胀压力。因此，高增长低通胀的前景预测失准的风险已有所减低。
- 美元可能会进一步增强。虽然美元有短线超买迹象，但我们相信美元兑欧元及澳元的强势今后多月应会持续。亚洲货币整体可能会表现强韧，但某些货币如印度尼西亚盾等可能会受压。境内及离岸人民币可望保持强韧。

资产类别	相对前景	开始日期
现金	UW	12 年 2 月
固定收益	UW	11 年 1 月
股票	OW	12 年 8 月
商品	N	13 年 11 月
另类投资	OW	13 年 6 月

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

看好的 A.G.I.L.E.主题表现良好

自环球展望 2014 发表以来 AGILE 的表现*



* 2013 年 12 月 16 日至 2014 年 9 月 18 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

股市间的领先优势会否转变？

美国股市相对于 MSCI 所有国家世界指数（总回报）的表现



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	12 年 2 月
固定收益	发达市场投资级别	UW
	新兴市场投资级别	N
	发达市场高息	N
	新兴市场高息	OW
股票	美国	OW
	欧洲	OW
	日本	N
	亚洲（日本除外）	N
	其他新兴市场	UW
商品	N	13 年 11 月
另类投资	OW	13 年 6 月

经济及政策展望

美国美联储政策孤身独行；中国加大刺激力度

- 美国联邦储备局暗示会在 10 月前结束购买资产计划，并重申决意要维持接近零的利率一段「颇长时间」。然而，局方又调高了对 2015 年底及 2016 年利率的预测。虽然 8 月份新职位增长放缓，但职位空缺、房屋、零售、消费者及商业信心等数据均见改善，显示整体经济动力正在增强。我们预期今后数月工资会上升，以致美联储不得不在明年上半年加息。
- 欧洲央行着手推出新一轮刺激措施，以提振增长及推高通胀。央行低息贷款计划的效果不如分析员预期，首次拍卖仅向银行借出 820 亿欧元。央行低息贷款承借额低，令欧洲央行承受更大压力，必须采取进一步行动。英国方面，苏格兰公投结果否决独立，为明年上半年加息奠下基础。
- 新兴市场方面，中国加大定向刺激措施力度，原因是工业生产、投资增长、进口及通胀都降速，反映内部经济放缓。

美国：几乎火力全开

- 就业市场 8 月份受到短暂挫折，但走势依然强劲。美国新增职位 8 月份走势回落，净新增就业职位减至 20 万以下，为 1 月以来首次。然而，职位空缺维持在接近 13 年高位水平，今年以来的每月平均新增职位为 1999 年以来最高，反映出经济体系的潜在强势。就业不足率下降至六年来最低，但仍然处于 12% 的高水平。
- 乐观的消费者。就业前景改善，消费者信心上升至七年来最高，人们又再愿意借钱置业买车。8 月份零售增长加快至四个月来最高水平。需求好转，工厂及建筑活动随之而增加—ISM 制造业指数上升至三年半以来最高，服务业指数更升至九年来最高位。
- 工资受控，「金发姑娘经济」主题持续发挥。就业市道改善，但尚未反映在工资之上。8 月份时薪按年上升 2.1%，只是略高于 7 月份的 2% 升幅。通胀因而受到抑制—8 月份年消费通胀率降至 1.7%，仍低于美联储的 2% 目标。

美联储：结束量宽事在必行

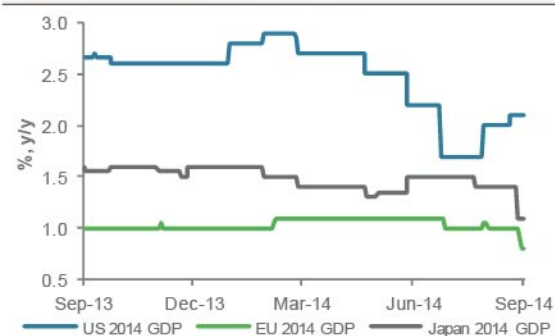
- 10 月前结束购买资产。美联储已将每月资产购买额逐步减至 150 亿美元。在美联储诸公日益高调主张明年便应加息之际，主席耶伦重申在一段「颇长时间」内维持低利率的承诺。美联储将 2015 年底利率预测由 1.13% 上调至 1.35%，2016 年底预测由 2.50% 上调至 2.85%。我们相信，倘若工资增长加快，美联储可能会在明年 6 月前开始加息。

欧洲：欧洲央行以增加贷款来促进增长；苏格兰留在联合王国

- 欧洲央行的低息长期贷款计划效果不彰，银行业仅承借 820 亿欧元贷款。欧洲央行将利率减至 0.05% 的历来最低水平，加上欧元走弱，对经济应可产生颇大刺激作用，并可纾减通胀压力。然而，低息贷款承借额不高，势将令欧洲央行承受更大压力，必须实施基础更广泛的量化宽松措施。

美国增长估计向上修订，欧盟、日本则下调

2014 年 GDP 增长一致估计 (按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国招聘数字经 8 月份短挫后创 1999 年以来新高

平均每月净新增职位('000)



数据来源：彭博终端、渣打银行

美国制造业及服务业走势向上

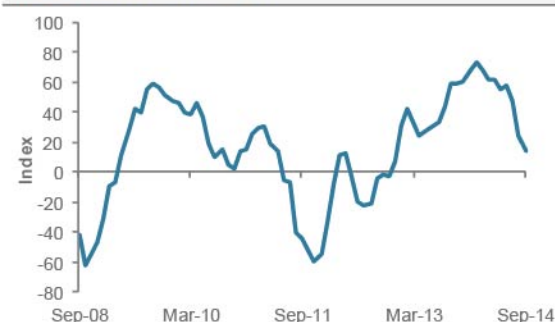
美国 ISM 制造业及非制造业采购经理指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元区投资信心转弱

ZEW 欧元区投资者预期调查



数据来源：彭博终端、渣打银行

- 乌克兰紧张局势打击了欧元区经济情绪。虽然欧元区 7 月份工业生产微升，但 8 月份的行政人员及消费者信心降至今年以来最低位，而根据德国 ZEW 的 9 月份投资者预期调查，欧元区经济短期内会保持疲弱。
- 失业率维持在 11.5%，消费通胀率只有 0.4%，不到欧洲央行目标的四分之一，在此情况下，我们预期中央银行会加大刺激经济力度——甚至会不理德国反对，明年扩大资产购买计划范畴至私营机构债券。
- 苏格兰公投否决独立，为英国经济前景消除了一大不确定因素。英国经济数据自去年起好转，就业人数增加——截至 7 月止三个月的失业率降至 6.2% 的六年来最低水平。然而，工资增长仍然不振，令英伦银行得以有更多时间可以考虑是否加息。

新兴市场：中国加大刺激力度以应对经济放缓

中国：对五大银行注入流动性以提振增长

- 据新闻报道，中国人民银行向全国五家最大银行提供 5,000 亿元人民币的三个月期贷款，可见在增长不振下，人行已加大定向贷款措施力度。尽管人行较早时已向重点部门如农业、农村住房、运输等提供定向贷款，但近来连串经济数据反映内部经济放缓，所以才有此举。
- 8 月份工业产出为全球金融危机以来最弱；固定资产投资及零售都放缓；出口连续第二月按年收缩；最广义的新信贷指标按年下降 40%。
- 预计会有更多刺激措施出台。虽然总理李克强说过不能依靠货币刺激措施来促增长，而应该更着重于改革，但我们预期当局会出台更多刺激措施，以达成 7.5% 的年增长目标。在低通胀下，当局应有出台更多刺激措施的余地。8 月份消费通胀降至 2% 的四个月来低位，出厂价格亦已连续第 30 个月收缩。

其他新兴市场：印度工业增长、出口放缓

- 印度工业生产增长在 7 月份几乎完全停滞，已是连续第二个月失去动力。8 月份出口增长亦连续第二个月放缓。新政府正致力消除官僚瓶颈，并实施吸引本地及外来直接投资的措施，我们相信可令增长反弹。由于通胀持续下降——8 月份消费物价增长已从 11% 以上的高位回落至 7.8%——中央银行应有条件减息。

日本：经济转弱，日本央行势将出手刺激

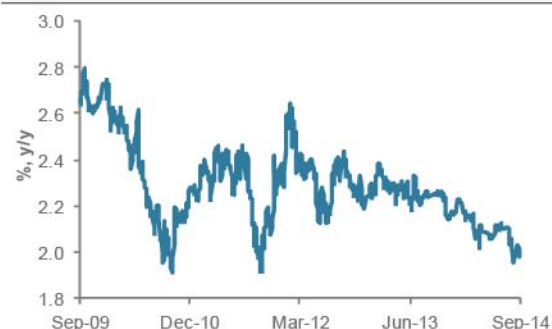
- 日本经济自 4 月份提高销售税后持续不振。次季经济经年度化收缩 7.1%，放缓之势延续至第三季度。7 月份零售及家庭开支下跌，经常帐盈余按年下挫 31%。倘若增长进一步转弱，而通胀预期又下降，我们预期政府及央行会出手刺激经济。

小结：

美国经济呈现广泛回升迹象，所以美联储结束量化宽松计划事在必行。其他主要经济体的境况却截然不同：欧元区及中国已着手实行新的刺激措施，而日本则承受日益沉重的压力，必须提振经济增长及通胀预期。

欧元区通胀预期保持低落

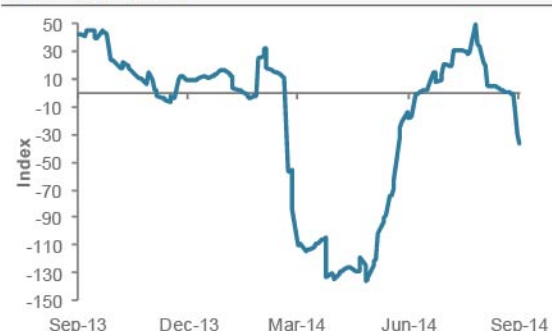
欧元区滚动 5 年期通胀预期（按年%）*



数据来源：彭博终端、渣打银行

中国经济意外指数由正转负

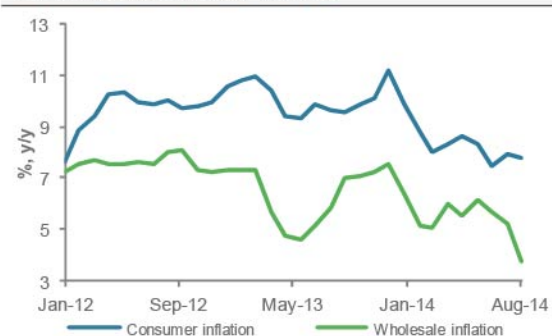
中国经济意外指数



数据来源：花旗、彭博终端、渣打银行

印度通胀趋降

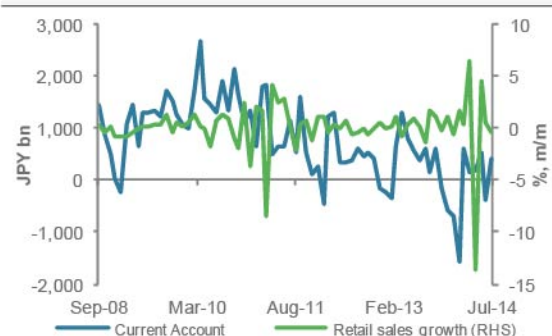
印度消费及批发物价指数（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

日本经常帐盈余、零售放缓

经常帐结余（十亿日圆）、零售（按月%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

固定收益—低配

- 随着德国政府债券收益率下降之势开始扭转，美国国库债券收益率可能会持续反弹
- 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
- 我们对发达市场高收益及亚洲公司高收益抱中性观点，并相信关键在于控制整体持有量

G3 及新兴市场（美元）主权债券：

- 德国政府债券收益率反弹为美国国库债券收益率创造上升空间。美国债券收益率下降，关键原因之一可能是德国政府债券收益率下跌，因为这样增加了美元债券收益率的相对吸引力。然而，德国政府债券收益率看来已到谷底，美国国库债券收益率会相应反弹。
- 我们仍然预期美国国库债券收益率会拾级而上，因为市场价格正逐渐反映了美联储可能加息的因素。美联储公开市场委员会最新的会议记录印证了我们的观点：政策利率可能在 2015 年上半年开始上调。
- 新兴市场高收益政府债券的表现已领先于发达市场高收益，并未受制于个别国家风险以及来自乌克兰、阿根廷以及最近的委内瑞拉的负面消息。由此印证了我们的观点：新兴市场高收益政府债券有较大的估值缓冲作用。我们给予新兴市场高收益政府债券超配评级，是基于绝对收益率吸引、相对于发达市场高收益的价值以及主权信贷风险分散等关键因素。

亚洲本地货币债券：

- 我们认为亚洲本地货币债券依然具有吸引力。最近走势回落，美元强势是原因之一，不过在美元如此强势下，亚洲货币显然表现得相当强韧。以当前收益率而论，我们对该资产类别仍感到放心。
- 境内或离岸人民币在近期市场波动期间一如预期发挥了保障作用。在 9 月上半月，境内人民币债券略有正数回报，反观环球股票及发达市场高收益债券，都录得负数回报。这与 2013 年「退市恐慌」的经历差不多，令我们更加放心在投资组合加入人民币债券，以期当市场调整对美国利率的观点时发挥有力的对冲作用。
- 印度卢比债券表现亦有可能领先于区内其他债券。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以及印度卢比的风险减低。

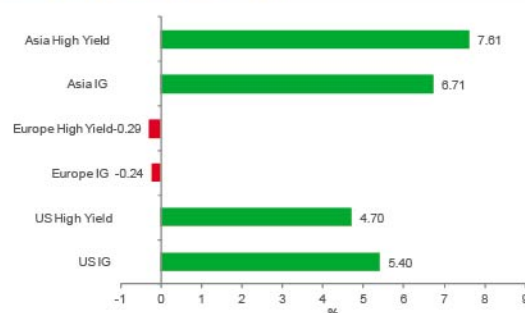
公司债券（美元）：

- 控制高收益信贷的整体持有量仍是关键所在。发达市场及亚洲的高收益债券都欠缺价值，所以不值得大量持有，但当前收益率相当吸引，在别处收益率较低的情况下，此类信贷可能仍有需求。我们相信，在一个多元投资组合内将其持有量限定在基准水平，始终是在相反因素间折冲平衡的最适当做法。见第 12 页我们建议的配置比重。

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。我们对 G3 政府债券维持低配，并预期收益率会上升。我们倾向为发达市场及亚洲高收益的整体持有量受限。

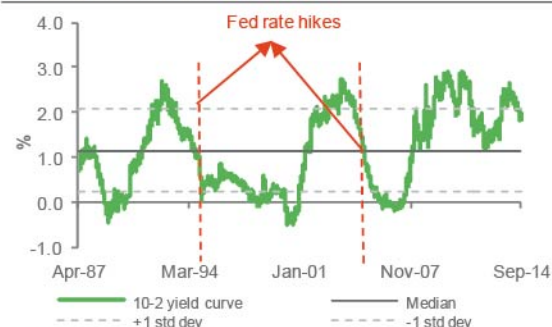
固定收益年初至今表现*（美元）



* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 9 月 18 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

以往美联储加息前好一段时间美国零息曲线都会趋平
10 年与 2 年期国库债券收益率差距



数据来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场高收益主权债券自年中起表现领先于发达市场高收益

新兴市场高收益主权、发达市场高收益总回报：6 月 20 日=100



数据来源：彭博终端、渣打银行

退市恐慌对人民币债券影响不大

在伯南克引发「退市恐慌」期间各特定资产类别的表现（2013 年 5 月 21 日至 6 月 24 日）



数据来源：彭博终端、渣打银行

股票—超配

- 外汇市场波动增加，尚未引致股票市场显著波动。我们认为，今后 2-3 个月若无外部震荡，情况不会有太大变化。基金经理人手头仍有大量现金，对股票应有支持作用。
- 欧洲仍是我们在 12 个月时限内看好的地区。货币刺激以及弱欧元应可推升公司盈利。以市盈率衡量，欧洲股价相对于美股接近极端折让水平。
- 盈利前景改善，对于确认新兴市场 3-8 月份的领先表现是否合理至关重要。
- 沪港股市交易互联互通机制（「沪港通」）将于 10 月 13 日开通。有迹象显示投资者正透过 RQFII 交易所上市基金增加投资于 A 股。此情况符合我们认为 A-H 股差价会收窄的观点。
- 我们现在对韩股的评级是超配，并注意到投资者担心日圆下跌会削弱韩国的出口竞争力。对此问题的分析结果是，短期负面影响难免，但长期影响有限。

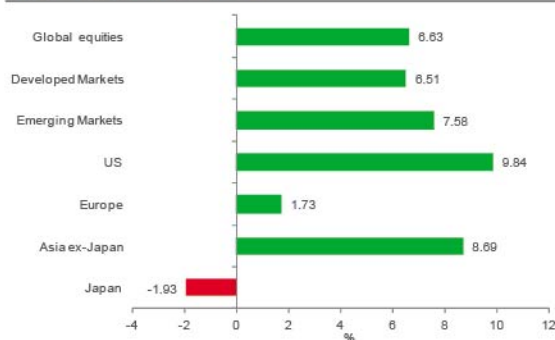
环球股票—发达市场与新兴市场

- 发达市场过去一月表现领先于新兴市场，原因之一是发达市场从 7、8 月份弱势中反弹。欧股上升是由欧洲央行放宽货币政策以及欧元下跌所促成。美国股市亦上升，未受外汇市况波动以及非农业就业数据不如预期所影响。投资者对美国数据的噪音淡然处之，着眼于低通胀环境下逐步改善的经济增长。
- 我们对美股及欧洲维持超配，预期两个市场的增长及盈利都会逐步改善。由于欧洲中央银行扩大货币刺激计划规模，而美国美联储则逐渐转向较紧缩的货币政策设置，所以欧股回报可能会较高。
- 日经 225 指数过去 30 天飙升约 5%，不过若以美元计则稍微下跌（近期日圆急挫所致）。指数飙升有两重催化因素。首先，日本央行在负利率水平买入债券，加剧日圆跌势。第二，首相安倍晋三宣布改组内阁，令人憧憬安倍经济学的第三箭即改革终于发动。
- 行将上马的改革项目之一，是即将公布修改年金积立金管理运用独立行政法人(GPIF)的资产配置指引，超配风险资产。GPIF 是全球最大退休基金，所管理资金超过 127 万亿日圆（1.2 万亿美元）。
- 我们对以美元计价的日股评级是中性，但对于其前景日感乐观，以日圆计尤甚。须注视的关键因素之一是私营机构工资是否有上升迹象，又企业投资步伐是否有加快迹象。

德拉吉出乎市场意料

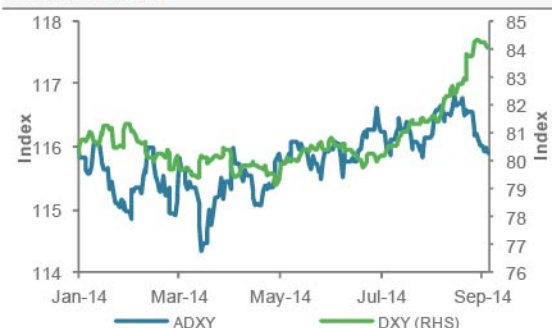
- 欧洲股市上升，欧元跌势持续，皆因欧洲央行证实会购买资产抵押证券。按这项非常措施所购买的资产抵押证券以及其他资产，总额可达 7,000 亿欧元之多。欧洲央行的资产负债表规模会因而扩大 35%至 2.7 万亿欧元，但亦只不过是回到 2012 年的水平而已。

年初至今股市表现* (美元)



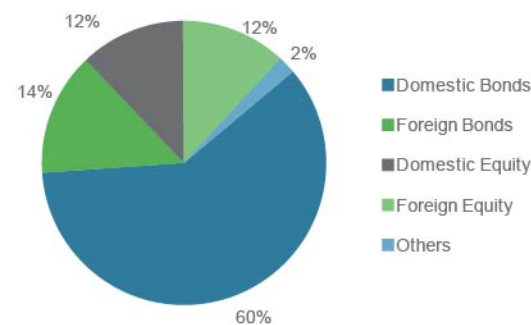
*2013 年 12 月 31 日至 2014 年 9 月 18 日期间
数据来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

兑发达市场货币上升；兑新兴市场货币持平
美元兑其他货币



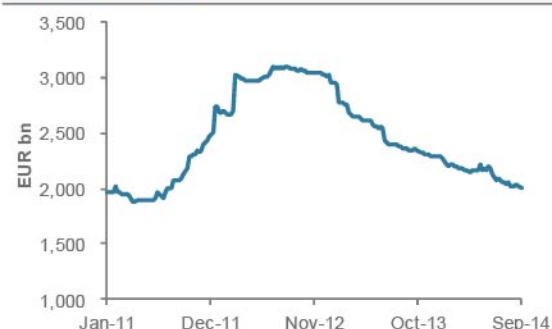
数据来源：彭博终端、渣打银行

投资者预期全球最大的退休基金会超配股票
日本年金积立金管理运用独立行政法人



数据来源：日本 GPIF、渣打银行

欧洲央行致力将资产负债表规模增至 2012 年的高水平
欧洲央行资产负债表



数据来源：彭博终端、渣打银行

- 我们对于欧洲央行这项货币放宽的新举措乐观其成。欧元下跌，而欧元区公司有 55% 以上的收入来自区外，所以公司盈利可望前景改善。此外，我们注意到欧股现价相对于美股仍处于极端折让水平，所以相对估值便宜。

沪港股市交易互联互通机制

- 沪港股市交易互联互通机制（「沪港通」）订于 10 月 13 日开通。我们在 9 月 15 日发表的投资简报就该机制对两地股市有何影响重点阐述了我们的观点。我们特别着重于稀缺价值概念，指的是在香港有公司上市但在内地分量甚少甚至不存在的板块。此等板块包括博彩、电讯、科技、能源等。
- 近期有一些正面发展我们认为是有利于沪港通启动的，包括：香港金管局宣布与本地银行达成一项 100 亿元人民币额度的「日间流动资金回购安排」，为银行业提供流动性，以确保结算能顺利进行；每日 20,000 元人民币的外币兑换人民币限额可望取消—若确定属实，可注入银行体系的流动性会更大，亦有利于沪港通。
- 德意志银行及南华证券的 RQFII 基金最近停止接受新投资者，原因是已经额满，可见投资者在沪港通启动前已在增加投资于 A 股。投资者认购此等交易所买卖基金，是因为预期 A、B 股间的折让会收窄。我们估计，A-H 股折让可能会变为溢价，今后六个月平均可达 7%。
- 令人看好中国的另一发展是，人民银行最近公布向全国五大银行提供 5,000 亿元人民币的三个月期贷款。经济师预期，当局仍然倾向以较为递进的方式放宽政策，如降低存款准备金率。然而，看来放宽仍会是定向的，对象是特定行业、基建、环保等，而非全面放宽。

日圆弱势拖低韩股

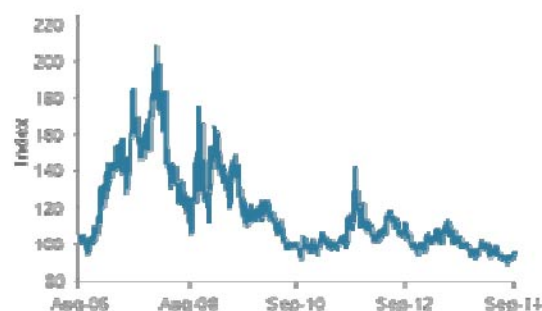
- 过去 30 日，韩圆兑日圆汇率上升 4%，意味韩国出口公司相对于日本同业的竞争力可能减弱。韩圆兑日圆汇率可影响个别股份的短线表现，但我们要指出，就中线而言，韩圆走强是无碍韩股综合指数上升的。具体例子是 2012 年下半年，韩圆兑日圆处于强势期间，韩圆急升 17%，综合指数以本地货币计亦上涨 12%。正是基于这个背景，我们维持对韩股的超配立场。

小结：

我们对股票维持超配，预期发达市场及新兴市场都会有正数回报。我们对美国及欧洲的部署是超配，对日本及亚洲（日本除外）是中性。在某些市场，特别是欧洲及日本，投资者大可借着对冲货币风险来提高市场回报。

中国 A 股相对于香港 H 股存在折让

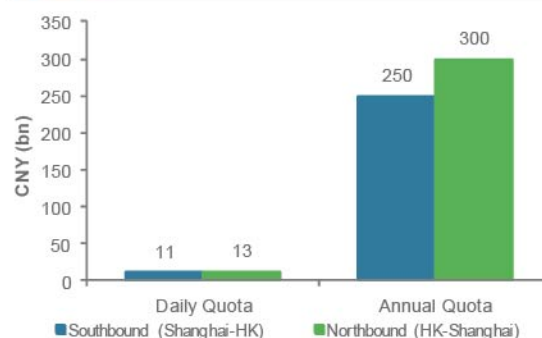
我们预期直至年底 A 股折让会持续收窄



数据来源：彭博终端、渣打银行

投资者预期交易额度会随时间而扩大

沪港通额度



数据来源：香港金管局、渣打银行

商品—标配

- 我们保留对商品的标配观点。
- 美联储结束量宽、市场预期美联储会加息、美元上升等，都利空黄金。我们低配并看淡黄金。
- 产油国的动向可能有支持、欧洲及中国放宽政策以及各种技术性因素都利好石油。我们维持超配。

我们对黄金维持低配并看淡其前景。美元上升，而市场又再着眼于美联储何时开始加息，我们认为都是利空黄金的因素，亦可能是金价过去一月弱势重现的关键原因。股市强势持续，加上收益率上升，亦增加了持有黄金这种非生息资产的机会成本。

通胀始终是对黄金的关键上行风险所在。然而，即使对此因素我们亦抱有戒心。相对于 1970 年代末物价飞涨时，经通胀调整的物价仍然甚高，意味着通胀必须大幅上升（比方说达到双位数），才足以成为金价上升的理据。此外，其他商品价格近期下跌，亦可能减低短期通胀压力。

我们对能源维持超配。我们相信美元上升是布兰特油价跌穿每桶 100 美元的一个关键因素（见右图），因为美元升势出现的时间及幅度都与油价跌势相当吻合。

然而，我们基于两个因素而对石油维持超配。首先，油价正日益接近油国组织主要成员国所预算的损益平衡水平，此等国家可能因此而减产以支撑油价。第二，数据反映全球需求仍然旺盛，而欧洲及中国最近放宽政策，可能提供进一步的支持。事实上目前价格正处于 2010 年后区间的底部，亦有技术性支持作用。

我们的观点主要的失准风险在于亚洲增长放缓的程度大于预期，因为亚洲是个愈来愈大的需求来源。然而，这并非我们的基本预测情况。

我们对工业金属维持中性。由于中国经济数据疲弱，9 月份价格进一步下跌。少量的刺激措施可提供若干有限的支持，但我们认为价格前景仍然参差：

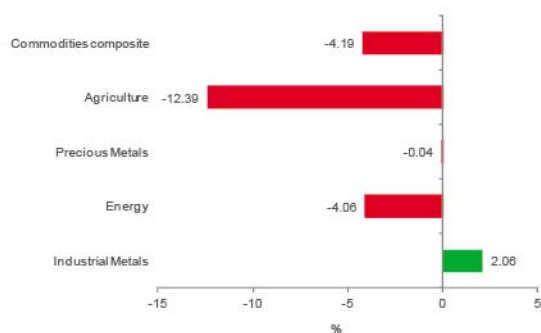
- 中国房市仍然至关重要，因为是不少商品如铜等的一大需求来源。当前的房市弱势固然不利，但定向放宽措施可能会在某个程度上产生抵销作用。
- 中国存量仍然高企，意味着即使需求反弹，亦可能需要一段时间才可推升价格。全球存量（伦敦金属交易所）亦已开始回升。

我们对农业商品维持中性。9 月份价格跌势再度加剧，今番是供应增长强劲所致，尤以小麦等谷物为甚。由于没有干扰生产的恶劣天气，价格可能持续受压，直至下一季度种植意向调整为止。

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，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）



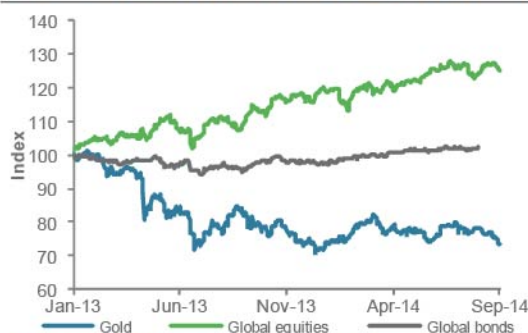
* 2013 年 12 月 31 日至 2014 年 9 月 18 日期间

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

股票及债券的表现提高了持有黄金的机会成本

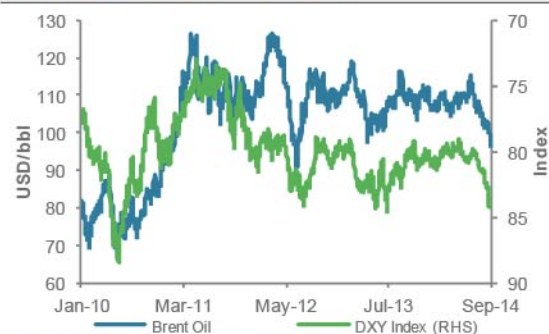
黄金现货价、MSCI 所有国家世界与巴克莱资本全球综合



数据来源：MSCI、巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

美元强势是近期油价疲弱的关键因素之一

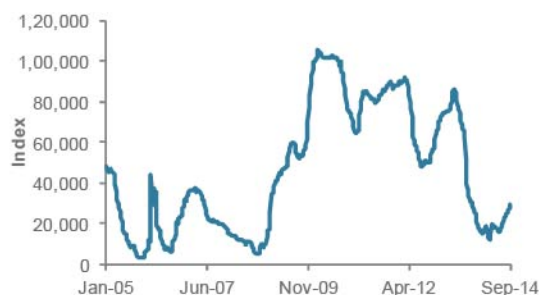
布兰特油价（每桶美元）与美元指数



数据来源：BP Statistical Review 2014、渣打银行

铜存量再度上升

伦敦金属交易所铜存货



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，因为可藉以投资于我们首选的资产类别—股票。
- 我们相信，在政策两极化扩大以及美联储开始加息的时间不确定的环境下，另类策略别具吸引力。分散的投资方式本身有其吸引力，但股票好/淡仓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。

另类策略的回报与股票大致相关，但波动性较低。该策略的回报随环球股票起伏，而总波幅较低，在预期范围之内。

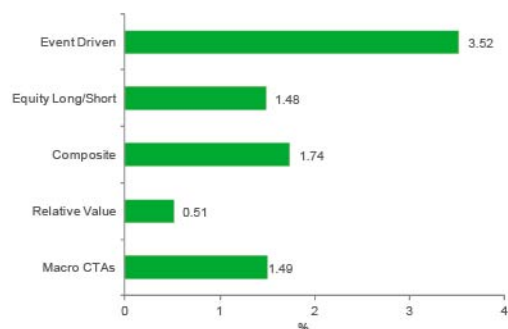
表现领先的主要是事件驱动策略，原因是合并收购活动回升。相形之下，股票多空仓策略的表现因股票离差降低而受制，而造股票多空仓的机会亦因而减少。

在现时环境下，我们仍然认为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，但波动性又低于净多头，我们认为其吸引之处，尤其是考虑到美联储利率预期往后可能有变的风险以及今日低于往常的波动水平。

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，而波动性则低于股票净多头。

另类策略年初至今表现*（美元）



* 2013年12月31日至2014年9月18日期间
数据来源：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：我们中期看涨

在美联储转向紧缩以及货币政策两极化的情况下，我们预期美元升势会进一步增强。我们的观点主要是基于短期收益率上升。一旦美联储在10月退出量化宽松计划，注意焦点肯定会更加集中于加息的时间及步伐。在此情况下，美国收益率可能会上升，与大部分其他国家的利率息差势将扩大。此外，各主要中央银行正继续进一步放宽或者维持宽松的货币政策，反映美国与其他地区的政策两极化正在扩大。

欧元：我们中期看跌

我们预期欧元跌势中期会进一步延续。我们认为主要成因在于市场预期货币放宽力度会加大，以及与美国的利率政策两极化进一步扩大。虽然欧洲央行公布了多项新的政策措施，但大部分尚未落实。我们相信此等措施可能会扩大，也许包括更全面地购买资产，以免欧洲经济持续不振。这样可能会令欧洲利率维持在接近历来最低的水平。美联储加息可能会令利率息差进一步扩大，并减低欧洲收益率的吸引力。

日圆：我们中期看跌

日圆跌穿狭窄的上落区间后，我们预计近期的弱势会延续。我们认为，日本央行加大放宽力度以及美联储加息都会是推低日圆的关键因素。我们相信，由于2015年4月是两年内将货币基础扩大一倍的最后期限，随着这个日子日渐接近，对于日本央行加大放宽力度的预期会相应增加。虽然日本经济有若干改善，但我们并不认为足以令长期通胀预期稳定下来。此外，当局似乎急于实行第二次加税，这样可能会令日本央行承受更大压力，必须考虑加大放宽力度。美国收益率上升是促成利率息差扩大以及日圆下跌的另一因素。

英镑：我们维持中期中性

我们维持中期中性。英镑近期的弱势主要源于对苏格兰独立公投的忧虑，但现在已成过去。我们预期注意焦点会再投放在英国的基本因素之上。虽然我们预期英伦银行会在明年加息，但可能会循序渐进，而且加幅有限。我们认为英镑可收复近期的一些失地，但在美元强势下，再上试近期高位的可能性不大。

商品货币：我们对澳元及纽元的中期前景转为看淡：（先前为中性）

我们预期澳元中期会下跌。我们将其评级下调是基于两个主要考虑。首先，作为澳洲主要出口的铁矿石及煤，因中国需求下降而持续跌价。第二，澳洲与美国的利率息差可能收窄。美联储收紧政策可能会推高美国收益率，而澳洲央行则碍于失业率一直处于接近危机时的高位，而将利率维持在接近历来最低水平。我们认为利率息差缩窄会大大削弱澳洲债务的吸引力。另外，澳元波动增加可能会进一步减低套息交易的吸引力。我们预期纽元跌势会持续。乳品价格急挫，已开始令贸易收支平衡恶化，而近期数据显示增长前景正在转差。新西兰央行已表示在现阶段暂停加息，我们认为可能会进一步压抑纽元情绪。

我们对加元维持中性。我们认为利好与利空的因素大致相抵。

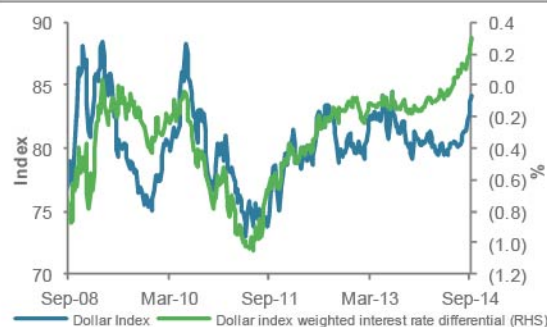
短期

指少于3个月的时限

中期

指6-12个月的时限

美国与其他地区的政策两极化支持美元上升
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：利率息差推低欧元

德国对美国2年期利率息差



数据来源：彭博终端、渣打银行

日圆：美国10年期收益率最终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

新加坡元：我们维持中期中性

我们预期坡元会继续在广阔区间内上落。虽然近期经济数据令人失望，但我们预期新加坡金管局会维持紧缩偏向。然而，由于坡元汇率（贸易加权）现正处于上落区间的上半部分的底部附近（见相邻图表），坡元出现短线强势的可能性不能排除。

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）整体保持中性观点，但大致上较为看好北亚货币（人民币、韩圆、新台币）。人民币方面，当局将每日固定汇率维持在狭窄区间内，意味着人民币短线可望保持稳定。就较长线而言，我们预期人民币会在中国基本改革的推动下上升。

我们对韩圆及新台币维持积极看法，原因是全球增长前景改善以及收支平衡的基本因素良好。我们对印度卢比亦抱积极观点，因为资金流入增加，令中央银行得以累积外汇储备。

我们对印度尼西亚盾及马来西亚元抱有戒心。印度尼西亚收支平衡恶化，较易出现资金外流。近期上升的马元可能较易受到美国加息影响，因为利率息差较低。

小结：

我们对美元及人民币维持中期看好，对澳元及纽元转为看淡，对日元及欧元维持看淡。亚洲方面，我们看好离岸人民币、韩圆及新台币。

澳元：商品价格弱势令汇率受压

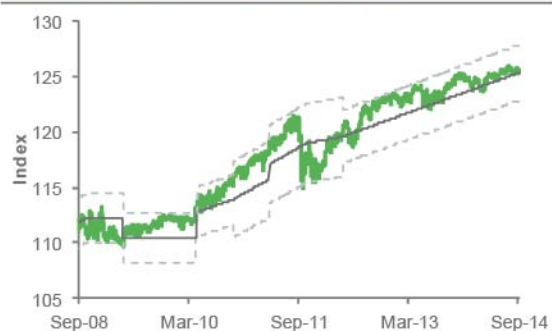
RBA 商品指数与澳元兑美元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

新加坡元：贸易加权坡元汇率处于 NEER 政策区间中间的下缘附近

贸易加权坡元汇率与 NEER 政策交易区间



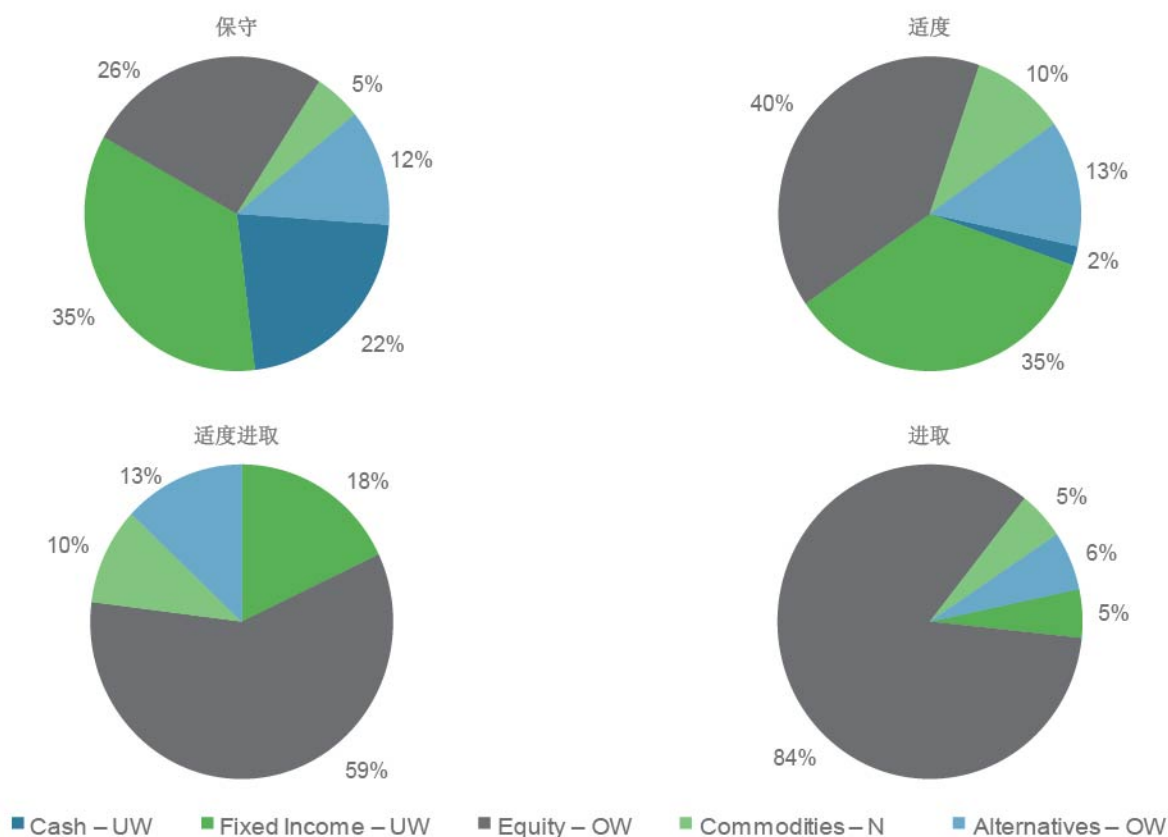
数据来源：彭博终端、渣打银行

资产配置概要

战术性资产配置—2014年10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	UW	22	2	0	0
投资级	投资级已发展世界	UW	23	15	0	0
	投资级新兴世界	N	5	9	4	0
高收益	高收益已发展世界	N	2	5	4	2
	高收益新兴世界	OW	5	6	9	3
发达市场股票	北美洲	OW	8	12	17	24
	欧洲	OW	8	11	17	24
	日本	N	0	2	3	4
新兴市场股票	亚洲（日本除外）	N	8	13	19	26
	其他新兴市场	UW	2	2	4	6
商品	商品	N	5	10	10	5
另类	另类	OW	12	13	13	6

数据来源：渣打

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

经济及市场信息日历

下周: 9月22日 - 9月26日					本周: 9月15日 - 9月19日					
事件	期间	预期	前为	事件	期间	实际	前为			
一 限	日本 超市销售 y/y	Aug	-	-2.1%	英国 Rightmove 楼价 m/m	Sep	0.9%	-2.9%		
	美国 成屋销售	Aug	5.19M	5.15M	印度 批发物价 y/y	Aug	3.74%	5.19%		
	欧元区 消费者信心	Sep A	-	-10.0	欧元区 贸易收支 SA	Jul	12.2B	13.8B		
	新西兰 Westpac 消费者信心	Q3	-	121.2	印度 出口 y/y	Aug	2.4%	7.3%		
	台湾 出口订单 y/y	Aug	6.8%	5.7%	印度 进口 y/y	Aug	2.1%	4.3%		
	香港 CPI 综合 y/y	Aug	-	4.0%	美国 工业生产 m/m	Aug	-0.1%	0.2%		
				美国 Empire 制造业	Sep	27.54	14.69			
				新加坡 零售销售 SA m/m	Jul	-0.2%	-1.1%			
二 限	中国 HSBC 中国制造业 PMI	Sep P	50.2	50.2	澳洲 RBA 会议记录	Sep	-	-		
	法国 商业信心	Sep	-	91	英国 CPI y/y	Aug	1.5%	1.6%		
	德国 Markit/BME 德国综合 PMI	Sep P	-	53.7	德国 ZEW 调查预期	Sep	6.9	8.6		
	欧元区 Markit Eurozone 综合 PMI	Sep P	-	52.5	欧元区 ZEW 调查预期	Sep	14.2	23.7		
	欧元区 Markit Eurozone 服务业 PMI	Sep P	-	53.1	美国 PPI 最终需求 m/m	Aug	0.0%	0.1%		
	欧元区 Markit Eurozone 制造业 PMI	Sep P	-	50.7	中国 外来直接投资 y/y	Aug	-14.0%	-16.9%		
	加拿大 零售销售 m/m	Jul	-	1.1%	加拿大 制造业销售 m/m	Jul	2.5%	0.9%		
	美国 Markit 美国制造业 PMI	Sep P	-	57.9						
	美国 列治文联储银行制造业指数	Sep	10	12						
	新加坡 CPI y/y	Aug	-	1.2%						
三 限	日本 Markit/JMMA 日本制造业 PMI	Sep P	-	52.2	欧元区 EU27 新车登记	Aug	2.1%	5.6%		
	德国 IFO 商业景气	Sep	-	106.3	英国 英伦银行会议记录	-	-	-		
	德国 IFO 现时估计	Sep	-	111.1	英国 ILO 失业率	Jul	6.2%	6.4%		
	德国 IFO 预期	Sep	-	101.7	欧元区 CPI y/y	Aug F	0.4%	0.3%		
	美国 新屋销售 m/m	Aug	429K	412K	美国 CPI m/m	Aug	-0.2%	0.1%		
	新西兰 贸易收支	Aug	-	-692M	美国 经常帐收支	Q2	-98.5B	-111.2B		
	越南 CPI y/y	Sep	-	4.31%	美国 NAHB 楼市指数	Sep	59	55		
					新西兰 BoP 经常帐收支	Q2	-1.065B	1.468B		
					新加坡 非石油本地产品出口 SA m/m	Aug	7.6%	2.5%		
				泰国 BoT 政策会议	Sep17	2.00%	2.00%			
				马来西亚 CPI y/y	Aug	3.3%	3.2%			
四 限	澳洲 职位空缺	Aug	-	2.5%	新西兰 GDP SA q/q	Q2	0.7%	1.0%		
	欧元区 M3 货币供应 y/y	Aug	-	1.8%	日本 贸易收支 (日圆)	Aug	-948.5B	-962.1B		
	美国 扣除空运非国防资本货物订单	Aug	0.4%	-0.7%	日本 出口 y/y	Aug	-1.3%	3.9%		
	美国 Markit 美国服务业 PMI	Sep P	-	59.5	日本 进口 y/y	Aug	-1.5%	2.3%		
	美国 Markit 美国综合 PMI	Sep P	-	59.7	马来西亚 BNM 政策	Sep18	3.25%	3.25%		
	美国 堪萨斯城联储银行制造业活动	Sep	-	3	美国 FOMC QE3 步伐	Sep18	\$15B	\$25B		
	英国 全国楼价 m/m	Sep	-	0.8%	英国 扣除汽车销售 m/m	Aug	0.4%	0.0%		
	台湾 中央银行决策	Sep25	-	1.875%	英国 苏格兰独立公投					
	香港 出口 y/y	Aug	-	6.8%	美国 房屋动工量	Aug	956K	1117K		
					美国 建筑许可证	Aug	998K	1057K		
					美国 费城联储银行商业展望	Sep	22.5	28.0		
				欧元区 TLTRO 首轮贷款承诺额	Sep	82B				
五 限	英国 全国楼价 m/m	Sep	-	0.8%	日本 所有工业活动指数 m/m	Jul	-	-0.4%		
	南韩 消费者信心	Sep	-	107	日本 全国百货店销售 y/y	Aug	-	-2.5%		
	日本 全国 CPI y/y	Aug	-	3.4%	德国 PPI m/m	Aug	-	-		
	德国 GfK 消费者信心	Oct	-	8.6	欧元区 欧洲央行经常帐 SA	Jul	-	13.1B		
	法国 消费者信心	Sep	-	86	加拿大 批发贸易销售 m/m	Jul	-	0.6%		
	意大利 商业信心	Sep	-	95.7	加拿大 CPI y/y	Aug	-	2.1%		
	美国 GDP 年度化 q/q	Q2 T	4.5%	4.2%	新西兰 ANZ 消费者信心 m/m	Sep	-	-5.4%		
	BZ 未偿还贷款 m/m	Aug	-	0.2%						
	美国 密歇根大学信心	Sep F	85.0	84.6						
	泰国 海关贸易收支	Aug	-	-\$1.10B						
	新加坡 工业生产 SA m/m	Aug	-1.5%	2.7%						
	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					y/y - 按年, m/m - 按月					

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。