

多国中央银行撑起股市

自 2015 展望发布以来的两个月，新春变成多事之秋，主要是多个国家出乎意料地放宽政策，而美国经济数据则保持强劲。

此等事件令我们对股票及收益资产的信念更为坚定。尤其是欧洲股票，在欧洲中央银行的量化宽松计划下可能会大受其益。收益资产亦可能继续得到有力支持，特别是高息股以及中国、印度的本地货币债券。

- **央行放松银根，政策分歧扩大。** 欧洲央行实行量宽长线而言利好美元，但对于环球及欧洲股票却别具支持作用。美国就业数据强劲，所以市场注意焦点现已转移到美联储何时加息之上——我们相信可能就在今夏，但市场不以为然。希腊方面的谈判是风险之一，但看来达成折衷协议的可能性日益增加。
- **市况波动可能持续更长时间。** 自去年底以来，股票、债券及外汇市场的波动性都呈现上升趋势。然而，(a) 在美联储行将加息之际这并非异常现象；(b) 这种情况不一定利淡资产市场。我们反而相信市况波动可以产生其特有的一类投资机会，如备兑认购期权。

对投资者的意义

- **股票可能持续受到有力支持。** 我们仍然处于股票旺季，而源源不绝的全球流动性是主要的支持因素之一。欧洲股票（有外汇对冲）现时得力于最强的催化因素。我们继续看好美国股票今后 12 个月的前景，但认为利好因素不如欧股，因为美国公司盈利增长是个短线顾虑，而美国货币政策设置的支持作用亦可能会减低。我们预期亚洲股票会有正数回报，并看好四个市场：中国、印度、台湾、泰国。
- **可趁市况波动从中获利。** 对于股票投资者而言就是在市况回落时趁低吸纳，而股票及外汇投资者都可以趁市场对未来波动性的隐含估计上升而从中获取可观收益。
- **收益篮子的表现可能维持不变。** 备兑认购期权、高息股票以及中国、印度本地货币债券目前都显得特别吸引。

目录

| | |
|------------|----|
| 多国中央银行撑起股市 | 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 | 8 |
| 商品—低配 | 11 |
| 另类策略—超配 | 12 |
| 外汇市场 | 13 |
| 免责声明 | 15 |

欧股在欧洲央行实施量宽后升破交易区间

欧元区 Stoxx 50 指数

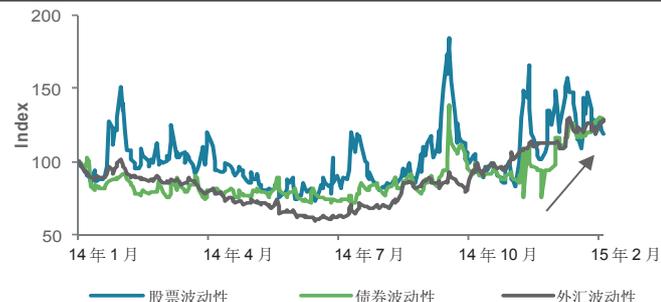


资料来源：BCA Research、渣打银行

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

各资产类别的波动性趋升

VIX、MOVE 及摩根大通环球外汇波动性指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

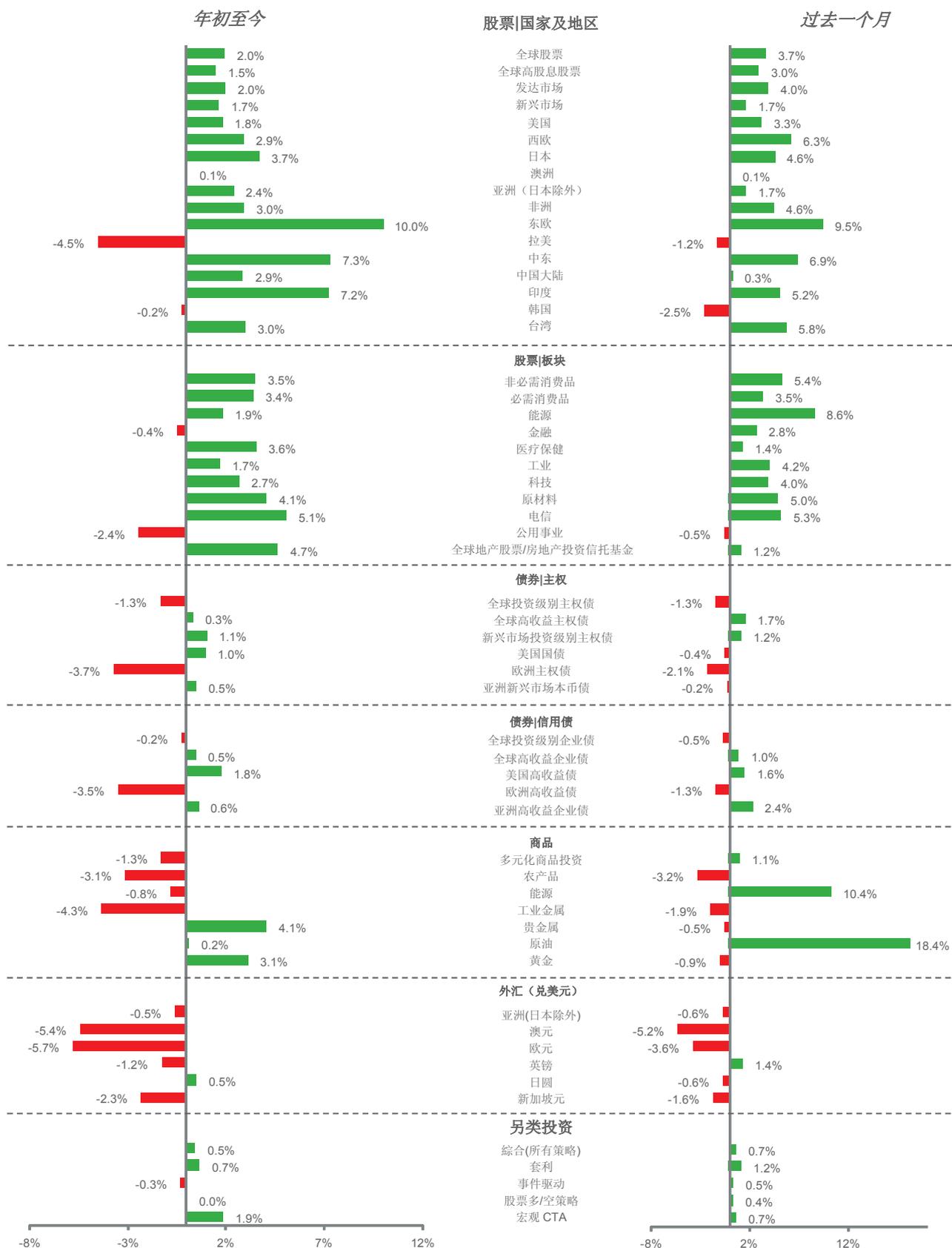
美股自获我们的超配评级后一直表现领先

美股与全球股票（美股除外）比较（指数化总回报）



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概要（年初至今及过去一个月）*



* 除另有指明外，所有表现均以美元计。

*年初至今表现数据由2014年12月31日至2015年2月12日，1个月期表现由2015年1月12日至2月12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、渣打

投资策略

- 美国以外的不少中央银行出乎意料地放宽政策。我们相信此举有利于普遍的风险资产，但特别利好欧股。
- 有关美联储加息的议论日趋热络，预计会导致市况波动加剧，政策分歧可能会因此而扩大。在此情况下，可能会产生趁低吸纳股票的机会，亦可采取某些策略，趁波动加剧之际在股市及汇市获取更大收益。
- 政策分歧中线亦可能推高美元，不过就短线而言升幅已经过大。

中央银行放宽政策，特别是期待已久的欧洲央行量化宽松，对于风险资产是一大利好因素。此消息可能成为欧股表现领先的催化因素，尤其是在欧元走弱大为促进公司盈利的情况下。此外，由于日本央行与欧洲央行同时实行量宽，即使美联储开始加息，全球流动性亦可望保持充裕，对于欧洲以外的环球股市亦是一大利好因素。

央行行动导致政策分歧扩大，利好美元。自今年初以来，美国以外的多国央行出乎意料地放宽政策。此举势将导致政策分歧扩大，因为市场注意焦点正日益转移到美联储可能在何时加息之上。美元可能会受惠，但难免出现短线回落。

对投资者的意义：

- **股票仍处于旺季。**我们注意到显示美股承受短线压力的某些指标增强；然而，另一方面我们考虑到股票仍处于旺季，而出现市况波动的时间往往难以捉摸，为时又可以很短暂。季节性及流动性因素亦可能对亚洲股票产生支持作用，当中我们看好四个市场：中国、印度、台湾、泰国。
- **欧股吸引。**虽然支持欧股的长期因素一直存在，但我们认为还需以欧洲央行量宽来产生催化作用。我们在有货币对冲的基础上维持超配。我们亦继续看好美股，但认为其利好因素不如欧股之多。
- **政策分歧以及宽松的货币政策造就创造收益机会。**在近期的市场及政策行动中，得益者主要包括备兑认购期权、高息股票以及中国、印度的本地货币债券。
- **可趁市况波动从中获利。**股票投资者可在市况回落时趁低吸纳，而股票及外汇投资者都可以在波动加剧时趁机获取更大收益。

| 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 | 低配 | 14年12月 |
| 另类投资 | 超配 | 13年6月 |

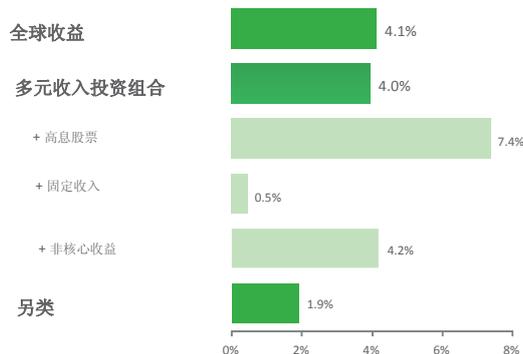
说明

开始日期 - 开始采取该战略性部署的日期

资料来源：渣打银行

看好的 W. I. D. E. N. 主题 2015 年开局良好

自《2015 年全球市场展望》发表以来 W. I. D. E. N. 的表现*



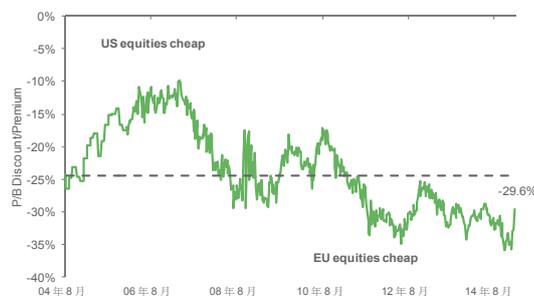
* 2014年12月12日至2015年2月12日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

* 收入篮子本如《2015 年全球市场展望》图 60 所示

欧股相对于美股仍具颇大价值。欧洲央行实行量宽可能成为催化因素

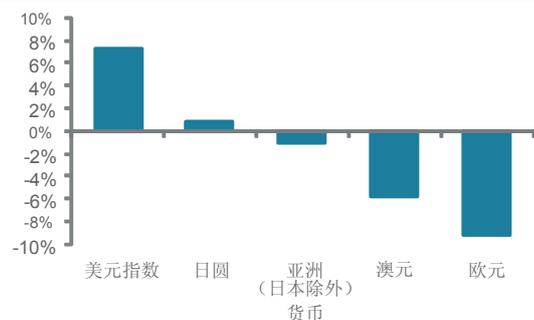
美股与欧洲相对估值



资料来源：DataStream、渣打银行

自《2015 年全球市场展望》发表以来美元显著走强

主要货币兑美元



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12月 |
| 固定收益 | 发达市场投资级 | 低配 |
| | 新兴市场投资级 | 超配 |
| | 发达市场高收益 | 标配 |
| | 新兴市场高收益 | 标配 |
| 股票 | 美国 | 标配 |
| | 欧洲 | 超配* |
| | 日本 | 超配* |
| | 亚洲 (日本除外) | 低配 |
| | 其他新兴市场 | 低配 |
| 商品 | 低配 | 14年12月 |
| 另类投资 | 超配 | 13年6月 |

*有货币对冲

经济及政策展望

今年已有十多家中央银行放宽政策。欧洲中央银行会从3月起实行史无前例的四债计划。我们预期中国、日本、印度甚至可能还有加拿大、澳洲等都会加大放宽力度。美联储却特立独行——我们预期局方会在今夏开始加息。

- **欧洲央行的刺激计划有助恢复信心。**欧洲央行在3月起实行的购买政府债券计划，是可以持续购买政府及私营部门债券，直至通胀率回升至接近2%的央行目标为止。我们相信该计划会进一步削弱欧元，从而提振出口及通胀预期，后者是透过推高进口成本达致。
- **日本通胀预期仍然低落，刺激力度可能加大。**虽然2014年末季经济可能已恢复增长，名义工资亦上升，但去年经通胀调整的实质工资却下降。由于通胀预期保持低落，我们预期日本中央银行会增加买债对象。
- **通胀下降令新兴市场得以放宽政策。**中国、印度、俄罗斯、土耳其、新加坡等今年都步欧元区、加拿大、澳洲后尘，放宽货币政策。我们预期大部分新兴市场会进一步放宽，因为在低通胀下，中央银行可集中全力促进增长。
- **美联储可能会在今夏开始加息。**职位创造步伐保持强稳，意味着美联储所受压力正在增加，要着手将利率从历来最低水平调升。虽然强美元不利出口，但就业前景改善以及能源成本下降都有利消费。我们预期美联储会在9月前开始加息。

美国：强劲的就就业市场、低廉的能源成本促进消费

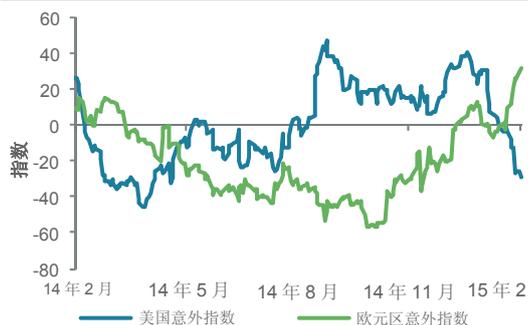
- **美国1月份招聘数字强劲。**美国公司在1月份新增257,000个职位，过去三个月共计增加100万个，延续去年招聘步伐创1999年以来最快纪录之势。职位空缺数目为14年来最高，意味着2015年首季就业创造数字会相当可观。
- **工资增长加快。**虽然1月份失业率从6年半以来低位略微回升，但平均时薪反弹，可见劳动市场趋向紧张。由于工资上升，更多美国人愿意重投就业市场，所以工资进一步上升的压力目前尚算有限。
- **消费者信心为2007年以来最强。**就业市场蓬勃，加上能源价格下降，提高了家庭收入及消费者信心。高价货品如汽车、住宅等的销量因而增加至多年来高位。
- **强美元不利制造业。**根据一项制造业采购经理调查，资本货物订单减少，制造业信心下降，虽说基数较高，但却反映美元强势可能开始打击出口。
- **美联储在工资上升压力下可能会在今夏加息。**我们相信蓬勃的就业市场会令工资上升压力增强，为9月前加息创造条件。

欧洲：欧洲央行的刺激方案有助促进增长、通胀

- **欧元区气氛改善。**服务业的投资情绪、商业信心及采购经理信心已从去年下半年的低迷状态开始好转。消费者情绪亦见改善——欧元区12月份零售销售创下2007年以来最快速的上升步伐。然而，制造业信心依然低落，是产能过剩以及生产价格下降所致。

欧元区经济数据予人惊喜，美国数据则降至低于预期

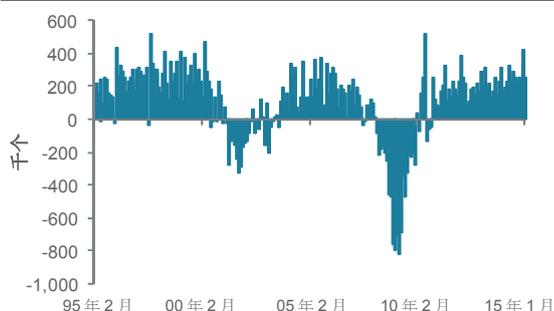
美国与欧元区的花旗意外指数



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

美国职位创造保持较强步伐

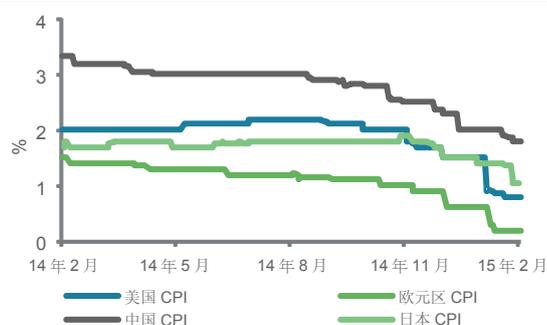
美国非农就业职位月度净额（千个）



资料来源：彭博终端、渣打银行

消费者通胀预期全球普遍下降

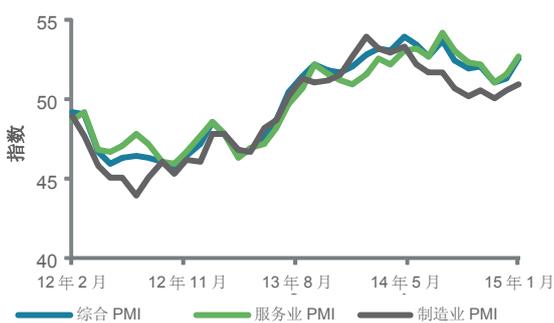
2015年CPI一致预测（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元区采购经理指数(PMI)正扭转跌势

欧元区综合、制造业及服务PMI



资料来源：彭博终端、渣打银行

- **德国推动欧元区复苏。**这个欧元区最大经济体 2014 年的经常帐盈利创新纪录，主要因为欧元急挫刺激出口。强劲的经济增长推升德国工资，从而提振当地消费。然而，欧元区其他主要经济体如法国、意大利等的商业信心却依然消沉。
- **通胀持续下降。**欧元区消费物价自 2009 年以来首次出现收缩，而生产价格则自 2013 年开始收缩，原因是商品价格下降、失业率高企以及产能过剩。
- **欧洲央行的刺激措施可望提振通胀、增长。**3 月开始实行的政府债券购买计划容许欧洲央行无限度买债，直至通胀率上升至接近央行所定的 2% 目标为止。我们相信关键在于令欧元走弱，因为这样进口价格会上升。欧元走弱亦可刺激出口。出口强劲，加上举债成本处于历来最低水平，预计可令欧元区经济恢复增长。
- **希腊援助计划可望延期。**欧元区的决策当局可能会延长希腊援助计划，容许希腊延迟还债。布鲁塞尔谈判的结果应是德国决策者作出妥协，而希腊则愿意遵守大部分援助条件。

日本：中央银行可能在上半年进一步放宽政策

- **实质工资下降遏抑通胀预期。**虽然日本去年的名义工资上升，但实质工资（经通胀调整）却下降 2.5%。实质工资下降有碍家庭消费，亦遏抑了通胀预期。
- **我们预期日本央行进一步放宽政策会令日圆跌至更低位，有助刺激出口以及提振通胀预期。**行长黑田东彦表示过，若有必要，央行有加码购买政府及公司债券的空间。

中国：在增长、通胀放缓下预计会加大政策放宽力度

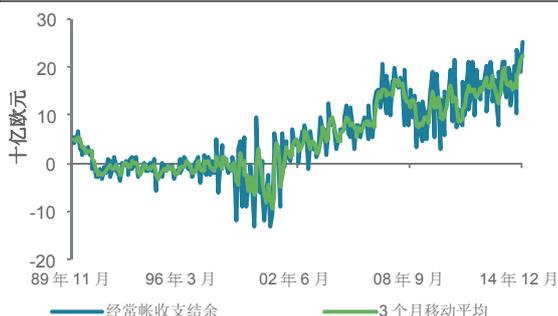
- **进口锐减预示首季增长会进一步放缓。**中国 1 月份进口收缩几近 20%，令制造业及服务业进一步放缓。此外，由于商品价格下降，消费物价通胀降至五年来最低水平。生产价格自 2012 年起已持续下降。
- **我们预期上半年会有更多政策放宽举措。**由于 2015 年增长可能放缓至 7%，除了去年 9 月起实施的放宽措施外，应会有更多措施出台，当中可能包括进一步调降银行存款准备金率以及减息。

其他新兴市场：印度会否进一步减息取决于财政预期、通胀率

- **印度聚焦于 2 月 28 日财政预算。**中央银行虽然在 1 月份减息，但却重申会否再减取决于政府是否能够节制对基建开支的补贴，从而减少预算赤字。新政府已批出共值 1,000 亿美元的基建及采矿项目，此等项目以往都因环保理由而搁置。
- **新兴市场及商品生产国放宽政策。**中国、印度、俄罗斯及新加坡的央行步加拿大及澳洲后尘，今年相继放宽政策。由于通胀下降，我们预期各央行今年可进一步放宽政策。
- **巴西以加息对抗通胀。**巴西是个例外，为了应对升破 7% 的通胀而须调升关键利率，为 2011 年 10 月以来第三度加息。由于经济停滞不前，而处于 10 年来低位的货币汇价又增加了进口成本，我们预期通胀会进一步上升。

德国录得创纪录的经常帐盈余

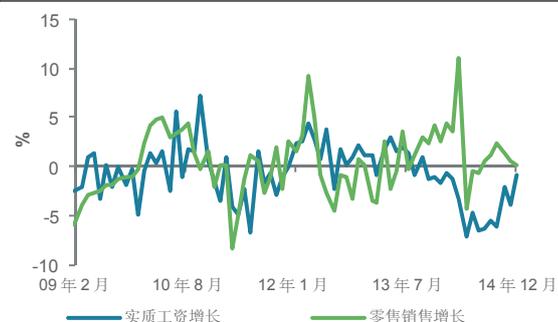
德国经常帐收支结余（十亿欧元）



资料来源：彭博终端、渣打银行

日本去年实质工资收缩拖低销售

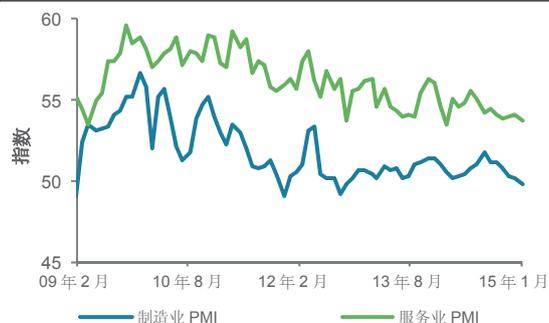
日本实质工资（按年%）；零售销售（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国制造业收缩，服务业亦持续放缓

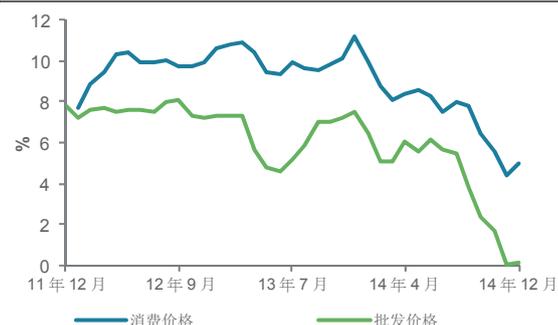
中国制造业及服务业 PMI



资料来源：彭博终端、渣打银行

印度通胀自去年起显著放缓

印度的消费及批发价格指数（按年%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

固定收益—低配

- 我们仍是偏重公司债券多于主权信贷，并倾向以无制约的方式投资于债券。
- 我们首选的债券资产类别仍是境内及离岸人民币、印度卢比本地货币以及新兴市场投资级主权债券。近期人民币汇率走弱，正好趁机超配境内及离岸人民币债券。
- 通胀预期上升，可能拉高美国国债收益率。尽管欧洲央行实行量化宽松，但美国国债总回报可能有限。

G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **美国通胀预期回升拉高国债收益率。**商品价格尤其是油价上升，加上美国就业数据强劲，导致通胀预期上升。过去一月，市场亦开始反映美联储早于预期加息的成数有所提高。凡此都是推高收益率的因素。
- **欧洲央行购买主权债券之举可能令美国国债收益率升势受制。**虽然美联储加息的成数上升可能会对美国国债收益率构成上升压力，但由于欧洲收益率甚低，而债券的潜在需求颇大，美国国债收益率显得相对吸引，所以其升幅可能有限。
- **美元债券方面，我们继续偏重新兴市场投资级政府债券多于新兴市场高收益政府债券。**新兴市场投资级政府债券是年初至今表现最佳的债券资产类别之一，以现时利差而论，我们认为仍具价值。新兴市场高收益看来亦不算昂贵，但我们仍存戒心，因为其集中风险较高，而且此等国家在很大程度上承受商品价格风险以及委内瑞拉、乌克兰方面的特殊风险。

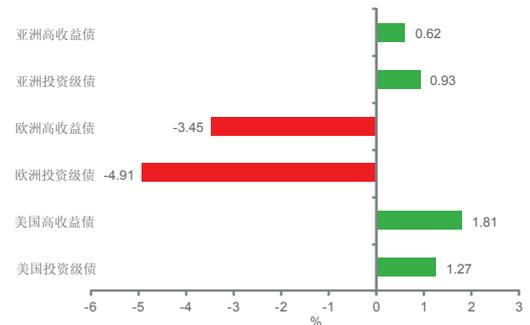
亚洲本地货币债券

- **境内及离岸人民币债券的良机。**由于我们并不预期人民币会再显著走弱（请参阅第 11 页的外汇市场观点），我们认为人民币近期的弱势正好造就吸纳境内及离岸人民币债券的机会。两者都有吸引的收益率，而倘若中国进一步放宽货币政策更有机会获取资本收益。
- **我们继续看好印度卢比债券。**此类债券收益率保持吸引，而且因政策放宽而具有资本收益潜力。虽然自我们推介以来债券价格已有一定升幅，但我们认为仍有进一步上升的空间。我们预期大量的资金流入以及可观的储备状况对印度卢比都有支持作用。

公司信用债（美元）

- **发达市场高收益利差持续扩阔。**美国能源类债券收益率急升，而美国国库债券收益率则下降，是利差扩阔的两个主要因素。然而，现时估值只是处于长期平均附近。
- **高收益债券总持有量限制于基准水平。**我们认为把总持有量限制在总配置的大约 10%（对“中度风险”投资者级别而言）是平衡风险回报的最佳做法。然而，我们会继续密切注视高收益债券市况，留心是否有吸引的入市点出现。

固定收益年初至今表现*（美元）

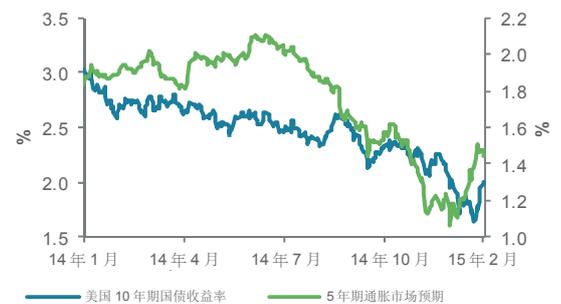


* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 2 月 12 日期间

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、摩根大通亚洲信用债指数

通胀预期可能拉高收益率

美国 10 年期国债收益率与 5 年期通胀市场预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场投资级主权债券持续显得吸引

新兴市场投资级利差仍然高于长期平均

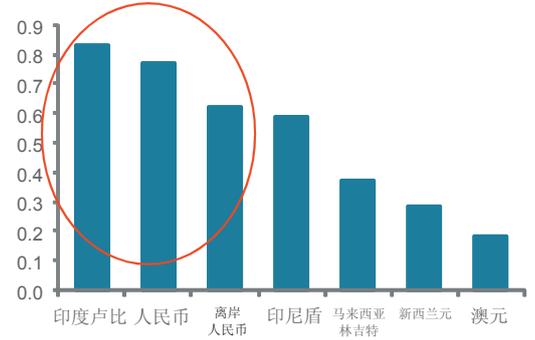


资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

小结:

首选亚洲本地货币债券（境内及离岸人民币、印度卢比）及新兴市场投资级主权债券。对发达市场及亚洲高收益的总持有量受限。

境内及离岸人民币、印度卢比经波动性调整的回报仍优越
尽管近期人民币波动性上升，但相对于其他货币仍然较低



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票—超配

- **我们仍然看好股票，但领先形势可能有变。**我们仍然看好美股，预期 2015 年的总回报为 6%。然而，我们相信欧股表现领先的潜力更大，皆因欧洲央行的货币政策应对比预期更强，而且公司盈利增长加快。
- **看好欧洲、日本。**在有货币对冲的基础上，我们仍然看好欧股及日股。该策略在 1 月份效果良好，两者的表现都领先于美股。
- **亚洲（日本除外）维持低配。**我们对亚洲的低配观点维持不变。不过有一点必须说明，我们预期该地区有正数回报，并看好四个市场：中国大陆、印度、台湾、泰国。

我们对美的 12 个月前景维持看好

- **我们仍然看好美国。**我们对于美国经济及股市基本上维持看好。看好美国的观点是基于三个因素：
 - 1) **盈利：**撇除油价下挫对能源板块的不利影响不计，标普 500 指数末季上升 9%。
 - 2) **估值：**2015 年市盈率预测为 17 倍，目前看来显得偏高，但与过往同样处于低通胀的时期比较则属偏低。
 - 3) **增长：**美国经济动力持续增强，从 1 月份就业报告可见一斑。

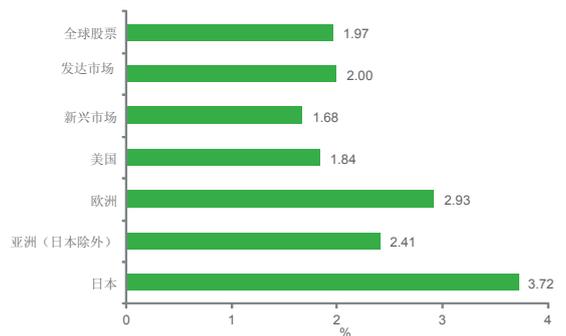
美元强势有碍盈利增长

- **扣除汇价影响后美股末季每股盈利增长 10%。**美元强势是压抑美股末季盈利的因素之一。据估计，美元全年每升值 1%，每股盈利增长就会减低 0.4 个百分点。按此计算，倘若撇除美元强势的影响，美股末季增长本应是 10%，而非报告的 6.4%。
- **对冲缓和负面影响。**美元强势的负面影响因金融与自然两方面的对冲而得以缓和，即透过海外的销售额提高及成本下降而达致。对冲缓和了美元强势对科技板块盈利的冲击—末季每股盈利增长 14%。

油价下挫损及短期盈利前景

- **能源板块末季盈利下挫 52%。**据一致预测，能源板块去年 10 月至今年 1 月间末季盈利下挫 52%。这个降幅可以理解，因为油价从高至低下跌了 60%，不过分析员尚未计算能源价格下降对其他板块可望产生的利效应。
- **美国消费者因油价下跌而获得 833 美元的意外之财。**美国汽油价格由 2014 年的平均 3.34 美元下跌至现时的 2.20 美元，等于每个美国家庭获得一笔 833 美元的意外之财。
- **消费支出上升。**这笔意外之财已开始注入美国经济，如一家度假短假、上馆子的情况增加，以及轻型货车需求上升。

年初至今股市表现*（美元）更新



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 2 月 12 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

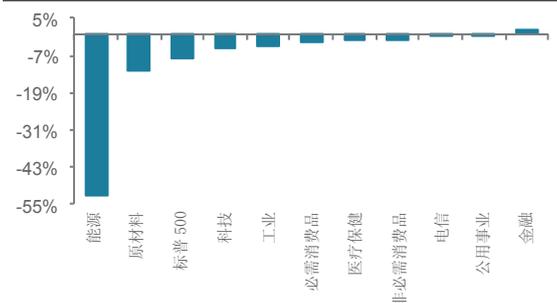
GIC 对于各股票市场的观点



资料来源：渣打银行

分析员下调能源板块的盈利增长估计，但对于可从油价下降得益的板块的预测并未上调

标普 500 指数各板块盈利增长估计的变动



资料来源：BCA Research、渣打银行

欧股飙升

- **欧股 1 月份上升 8%。**升势如此强劲不免令人有意外之感，因为属于疑欧派的希腊激进左翼联盟(Syriza)是月赢得大选。市场能够不计较希腊的形势发展，反映投资者相信，即使希腊退出欧元区，亦不大可能产生广泛的传染效应。
- **量宽规模超预期为大。**欧洲中央银行 1 月公布一揽子总值 1.1 万亿欧元的量化宽松措施，加上负存款利率，令人更有信心欧洲可以摆脱当前困局。
- **欧洲盈利公布期有好开始。**欧洲盈利公布期后于美国，但有一个好开始，已公布的公司中 58% 的盈利高于分析员预期。未盈每股盈利增长的一致预测为 24%。

亚洲（日本除外）处于放宽状态

- **亚洲（日本除外）回报预测为正数。**我们预期该地区 2015 年以美元计的总回报为正数。然而，美国行将开始加息，而加息后必有即时影响，所以市况波动可能会加剧。
- **亚洲各地决策当局放宽政策。**年初至今，中国、印度、新加坡的决策当局都着手放宽政策。印度减息来得比预期早，而中国 1 月份经济数据不济，调降存款准备金率无可避免。
- **看好印度。**印股 1 月份表现良好，上升 7%。然而，由于执政人民党在新德里邦选举失利，短线可能会出现整固。
- **中国、台湾、泰国亦可另眼相看。**我们亦看好此三市场，理由是：
1) 中国可能加大放宽力度；2) 美国对台湾製科技硬件的需求回升；3) 泰国投资回升。
- **仍存挑战。**我们对亚洲（日本除外）保留低配立场，原因之一是区内公司杠杆率过高，在美联储行将开始加息之际可能影响表现。

风险考虑

- **希腊** - 该市场对于希腊要求撤除外债充满憧憬。倘若希腊与欧元区其他成员国谈判破裂，希腊退出欧元区，投资者如何衡量利害得失就是一大考验。
- **石油** - 德州油价从 1 月份的 44 美元低位反弹。据一致估计，2015 上半年的价格区间是 40-60 美元。这要取决于油国组织会否维持产量。若油国组织减产，油价就会飙涨，不少市场板块的复甦苗头就会有被扼杀之虞，包括航空股在内。
- **美联储** - 美联储已表明对于加息会保持「耐心」。然而，1 月份就业数据强劲，加上欧元区领先指标改善，可能会令这种耐心在今后数月受到考验。对于加息时间的预期一旦有变，市况波动就会加剧。
- **中国** - 中国的反贪工作扩大至银行业，近期有民生银行行长辞职。反贪针对银行业，风险在于银行贷款部门在审批时会更为谨慎，信贷供应因而放缓。这样又可能会导致中国 2015 年增长前景要重新估计。

Stoxx 指数全年盈利增长

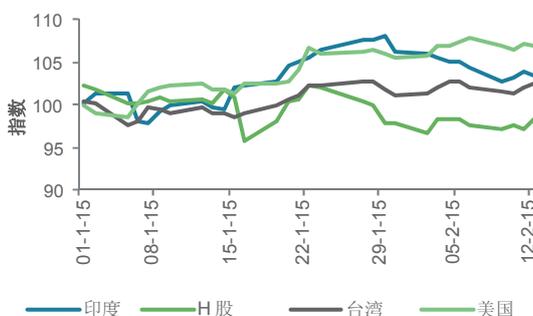
2014 年增长一致预测为 2%，2015 年为 9%



资料来源：路透社、渣打银行

泰国是我们在亚洲的超配对象年初至今表现最佳者之一

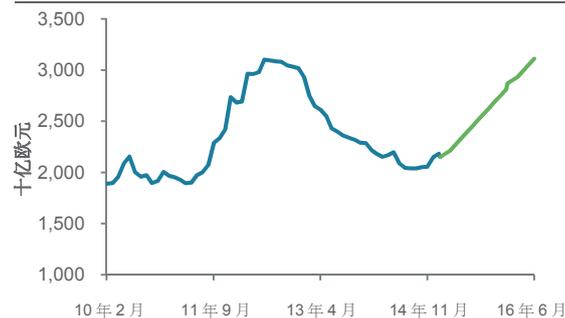
我们各超配对象的表现：2015 年 1 月 1 日 = 100



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧洲央行资产负债表预计会扩大至 3 万亿欧元

欧洲央行资产负债表



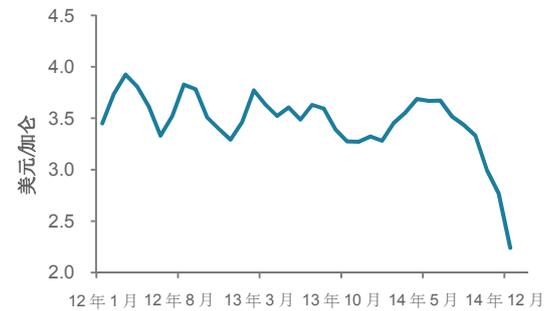
资料来源：彭博终端、渣打银行

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。美元强势的影响固然不可忽视，但亦须考虑油价下降的正面效应。短线调整的风险已见增加，因为股市已升至 52 周高位，而市况波动亦升高。我们会在市况走弱时在个别特别市场进行吸纳。

美国汽油价格自 7 月以来下降 50%

美国油站每加仑无铅汽油平均价格



资料来源: 彭博终端、渣打银行

商品—低配

- 我们对商品维持低配，是基于美元强势以及中国经济不振这两大不利因素。在美国加息以及美元走强之际，我们预期金价会稍为走弱。然而，与欧洲相关的顾虑可能会限制下行空间。
- 油价弱势可能大致上已完全呈现，但产油国各有不同的减产动机，可能会令油价的短线走势持续显著波动。

我们对黄金转为中性（先前为低配）。虽然我们对黄金看得稍淡，但我们相信，尽管美元走强，在多种因素影响下，金价不会显著下跌。希腊可能退出欧元区，还有乌克兰方面的地缘政治顾虑，大体上对金价有支持作用。我们认为从现价位再下跌的步伐可能会较为和缓。

我们亦相信全球宏观环境不利于金价上升。首先，通缩风险近期显著上升，以黄金对冲通胀的需求因而减少。其次，美联储加息预期导致美债收益率上升，可能会拉高持有黄金的成本。第三，最新一轮放宽措施，尤其是欧洲央行的量宽，可能会提振风险承担意愿，对避险资产的需求会相应减低。最后，强美元亦可能是有碍金价上升的另一因素。

我们对能源维持中性。布伦特油价短暂跌至每桶 47-48 美元后已见回升。然而，我们不能就此断定近期油价好转反映大规模回升之势开始形成。我们认为，油价自 2014 年中急挫，总的说来是供方因素所致。由于各产油国调整产量的能力及意愿可能有很大差异，供求失衡的局面何时才能纠正过来始终难以确定。我们相信供应过剩的情况不大可能即时纠正，尤其是正当油国组织要从美国页岩油生产商以及其他非油组产油国夺回市场占有率之际。

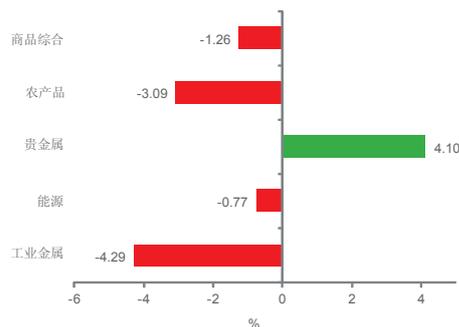
以往在相同情况下，油价可以保持低沉一段时期。如图表所示，在 1986-1989 年间，由于油组国可能为了夺取市占率而不愿减产，油价弱势持续。我们相信油市会保持高度波动，亦不排除进一步走弱的可能性。与此同时，我们承认需求有可能会转强，尤其是就短线而言。

我们对工业金属转为中性（先前为超配）。由于其弱势可能已大部分呈现，而市场大体上供应过剩，又缺乏显着的需求催化因素，我们相信价格难以大升。中国房市呆滞，投资下降，所以需求基本因素仍然欠佳。供应方面，存货充斥以及产能扩充都可能会令价格保持低沉，尤其是铁矿石价。

就较长线而言，我们仍会集中注视需求是否有转强迹象，尤其是中国的需求，以及其他地方的投资周期是否有振兴迹象。在还未有此等迹象而存货又普遍高企的情况下，我们选择转为中性。

我们对农业商品维持中性。就天气相关的事件而言，2014 年是相对安宁的一年，我们又留意到存量仍处于高水平。然而，我们预期今年的价格会稍微上升，因为低价位会刺激消费上升。升幅较大的会是供应较紧张者（糖），而软商品（咖啡）仍会较易受到天气状况影响。

年初至今的商品表现*（美元）



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 2 月 12 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

以史为鉴：油价可以长时期低位徘徊 德州原油价格



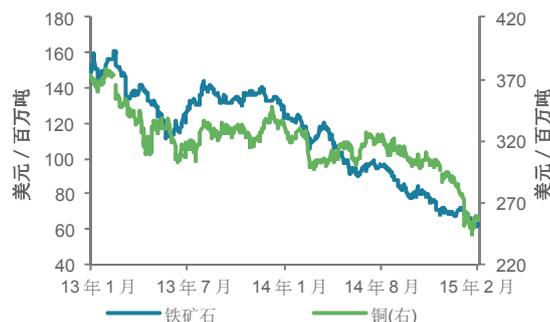
资料来源：彭博终端、渣打银行

金价可能缓步下跌，但其弱势可能已大部分呈现 金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

工业金属价格跌势持续 铁矿石价及铜价



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，是基于中央银行政策存在分歧、宏观及市场趋势较为明晰以及在市况波动中寻求保障的需求上升等支持因素。
- 我们倾向采用的策略仍是股票多空策略、宏观/CTA 以及事件驱动策略。
- 自我们发布 2015 展望以来，该资产类别的回报令人鼓舞。然而，另类策略中以宏观策略表现领先，股票多空策略则落后。

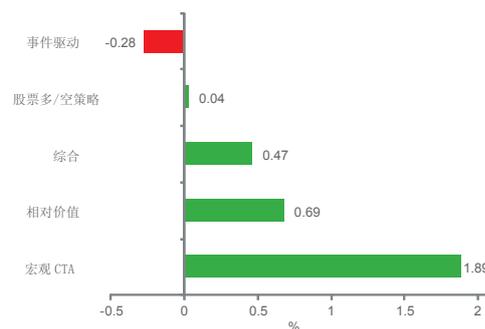
宏观策略表现领先之势可能持续。 该类资产可能受惠于美元自去年底展开的长期升势。我们预期美国以外的中央银行放宽政策会对该类资产构成直接支持，因为政策分歧因此而扩大，而这正是影响宏观策略表现的关键因素之一。我们预期表现会持续领先，特别是在美联储仍在盘算何时加息的情况下。短线风险之一是各资产类别的相关性上升。

股票多空策略及事件驱动策略表现落后。 美国股市内的价值离散度缩小，可能对好淡仓策略产生不利影响。然而，板块表现离散度仍然颇高，意味着该策略的表现有上升空间。此外，该策略波动性较低，我们认为可作为美股升市时的短期压力指标。事件驱动策略至今的回报亦较为逊色，但可喜的是全球合并收购量正在上升。

小结：

另类策略维持超配，倾向分散持有。在该资产类别中，我们倾向采用股票多空策略、宏观/CTA 以及事件驱动策略。

另类策略年初至今表现*（美元）



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 2 月 12 日期间

资料来源：HFRX、彭博终端、渣打银行

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

短期

指少于 3 个月的期限

中期

指 6-12 个月的期限

外汇市场

- 我们仍然看好美元，并预期欧洲及日圆会进一步走弱。我们亦预期澳元及新西兰元会进一步走弱。我们预期英镑会大致上保持稳定。
- 我们对亚洲（日本除外）货币整体抱中性立场，但偏重人民币、印度卢比、印尼盾、泰铢、菲律宾披索多于韩圆、新台币、马来西亚林吉特。

美元：我们中期看涨

在美联储走向紧缩以及货币政策分歧下，我们预期美元强势会持续。由于其他主要中央银行的政策放宽可能已大致上反映在市场价格之上，我们相信美联储加息预期会是下一个令美元强上加强的关键催化因素。美债收益率上升会令利率利差进一步扩大，我们认为有利美元。

然而，由于美元在短时间内升幅颇大，我们对短线回落保持戒心。美元投机性仓位现已接近极度水平，一旦传出任何利淡消息，有可能急剧调整。至今为止，美元势头不减，我们承认其步伐之快超乎我们预期。就较长线而言，我们看好美元的风险主要在于美联储加息时间明显推迟，或者欧洲或日本出现重大的经济意外。

欧元：我们中期看跌

我们预期欧元跌势中线持续。由于政策进一步放宽的影响可能已反映在市场价格之上，我们认为是否会进一步走弱将取决于美国强势会否再增强。然而，我们相信有三个因素可能会令欧元保持弱势：

1) 市场增加利用欧元作为融资货币；2) 中央银行储备重新配置，低配欧元；3) 投资组合资金外流以寻求较高收益。不过我们要提出一点告诫，欧元的投机性淡仓已接近 2012 年欧元危机时的水平，一旦传出任何利好消息，可能会出现急剧反弹，即使为时只是相对短暂。

日圆：我们中期看跌

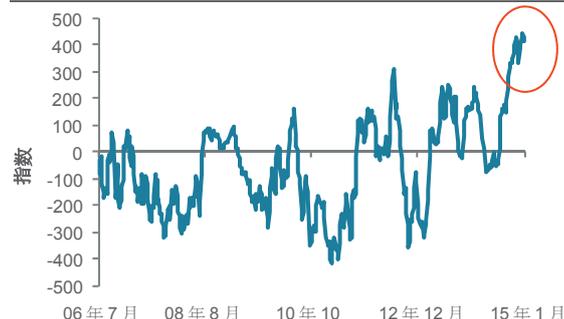
我们仍然看淡日圆 12 个月的前景。然而，我们相信美元兑日圆短线可能会急升，然后在 116-120 的宽阔区间内整固。2013 及 2014 年亦见过类似的整固期（见图）。随着日本央行进一步放宽政策的可能性日增，我们预期美元兑日圆终会向上突破。我们相信，只要通胀预期持续下降，日本央行就有可能采取更多宽松措施。然而，日圆进一步走弱的关键始终在于美联储加息。

英镑：我们维持中期中性

我们相信英镑再跌的空间可能有限，因为近期已有一定跌幅。我们对经济前景的看法比前积极，并预计英国的通缩压力低于欧元区及日本，所以有可能会在 2015 年底或者 2016 年加息。然而，在 5 月份国会选举前一段时间，英镑可能会持续波动。

美元多头部署过剩，短线可能回落

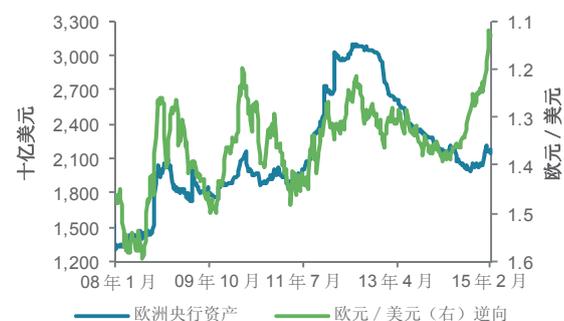
美元非商业期货净持仓



资料来源：彭博终端、渣打银行

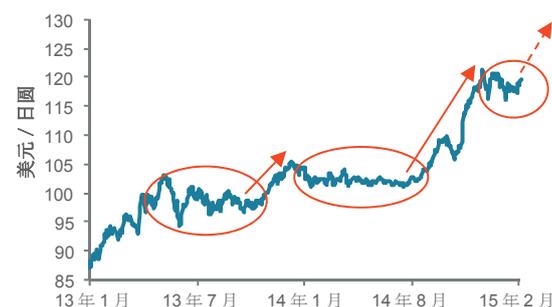
欧元：欧洲央行资产负债表扩大的因素可能已反映在市场价格上；欧元进一步下跌的关键在于美联储加息

欧洲央行资产与欧元兑美元



日圆：短线可能整固，但美元兑日圆终会借美联储加息预期而向上突破

美元兑日圆走势图



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品货币：我们对澳元及新西兰元维持看淡

我们对澳元中线看跌。我们认为有三个因素可能会令澳元持续承压。第一，市场预期澳洲储备银行（央行）会加大放宽政策力度，澳元先前享有的利差优势将进一步削弱。第二，商品价格走弱的传递效应可能会削弱贸易条件。第三，汇率波动增加会进一步压抑利好澳元的套息交易。

我们预期新西兰元跌势会持续。与澳元的处境一样，我们认为商品价格走弱、利率利差下降以及汇市波动增加都是不利新西兰元的因素。

新加坡元：我们维持中期中性

我们维持中期中性。然而，由于新加坡金融管理局放宽货币政策，我们相信坡元比前更易受到美元强势冲击。若政策进一步放宽，坡元的下行空间可能会更大。

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，但预期人民币、印度卢比、印尼盾、泰铢及菲律宾披索的中期表现会领先于韩圆、新台币及马来西亚林吉特。

目前而言，我们并不预期中国人民银行会扩大人民币交易区间，亦不会持续地推高每日厘定的汇率。因此，我们认为人民币会继续在一个宽阔区间内上落。印度卢比方面，我们预期大量流入的资金以及可观的储备状况会产生支持作用。至于泰铢、菲律宾披索及印尼盾，我们预期会在现水平以上的宽阔区间内上落，因为三国都实行利好的货币政策，而且增长前景胜过韩国及台湾。

我们认为，韩圆及新台币近期的升势不大可能在中期内持续。在日圆进一步走弱下，我们预期决策当局会设法压抑本国货币，以应对本国增长形势欠佳的局面。至于马来西亚林吉特，我们认为在美元强势以及商品价格低企下会保持弱势。

澳元：利率利差下降进一步削弱兑美元汇率

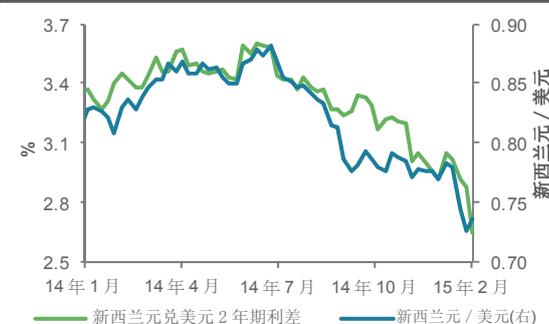
澳元兑美元 2 年期利率利差（掉期利率）



资料来源：彭博终端、渣打银行

新西兰元：加息预期下降令利率利差大幅收窄

新西兰元兑美元 2 年期利率利差（掉期利率）



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2015。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2015。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。