

## 保持投资，善用现金

全球股市以强劲走势踏进 5 月。然而，基于各种季节性因素以及事件风险，我们认为在今后数月的某些时候应把握市况波动加剧的机会。

我们的投资主题表现良好。全球股票回报几乎与我们的全年预期完全吻合。在季节性因素以及事件风险上升的影响下，今后数月的波动性可能会增加。何时增加却难以预料。去年股市在 9 月 4 日见顶，比 4 月底水平高 4.4%。

我们建议投资者继续投资于股市，不必在意任何短线的市况波动。对于手持现金的投资者，我们认为可给予备兑认购期权更多配置，并增持包括发达市场高息股票在内的多元收益资产。至于全球股票，我们倾向等候较吸引的入市时机。

### 对投资者的意义：

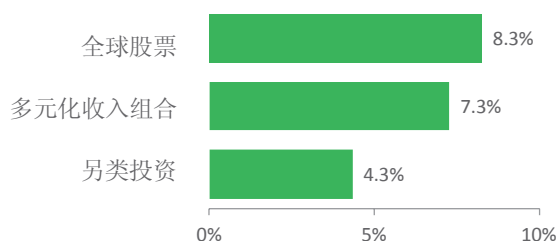
- **全球股票短线可望得到支持。** 全球股票指数迭创新高，按其走势在不久将来应有进一步的领先表现。
- **欧洲及日本股市（有货币对冲）仍是我们的首选地区。** 欧洲看来不让日本专美，将成为仅有一个公司盈利预测上调的地区。
- **为波动加剧作好准备。** 预计波动加剧而沽出股票，是一种高风险的策略。要正确把握离市及再入市的时机极为困难，即使专业投资者亦难以拿捏。因此，我们倾向调整配置比重，增持备兑认购期权以及包括发达市场高息股票在内的多元收益资产。
- **我们倾向透过离岸 H 股市场投资于中国。** 中国国内股市似乎正开始形成泡沫—过去六个月升逾 90%。要预测泡沫何时消散，真是难乎其难。股市颇有可能会上试 2008 年高位（即再上升 28%左右），但投资者若就此而作部署，可能要冒半永久亏损的风险。因此，我们建议长线投资者着眼于离岸市场，因为其水位相对于国内市场存在颇大折让。

### 目录

保持投资，善用现金	1
市场表现概要	2
投资策略	3
经济及政策展望	5
固定收益—低配	8
股票—超配	9
商品—低配	11
另类策略—超配	12
外汇市场	13
免责声明	15

### 2015 年投资主题表现良好

自 2015 年展望发表以来 W. I. D. E. N. 的表现



\* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 4 月 23 日期间

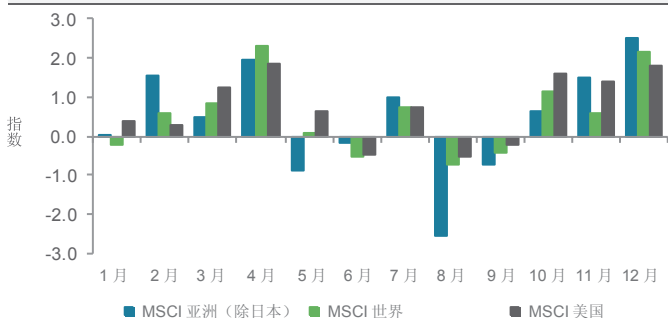
收入篮子如《2015 年展望 W. I. D. E. N. 拓展投资纬度，探索财富新城》图 60 所示

资料来源：彭博终端、渣打银行

- |                         |               |
|-------------------------|---------------|
| <b>Steve Brice</b>      | 首席策略师         |
| <b>Clive McDonnell</b>  | 股票投资策略主管      |
| <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         |
| <b>Abhilash Narayan</b> | 投资策略师         |

### 股票正进入淡季

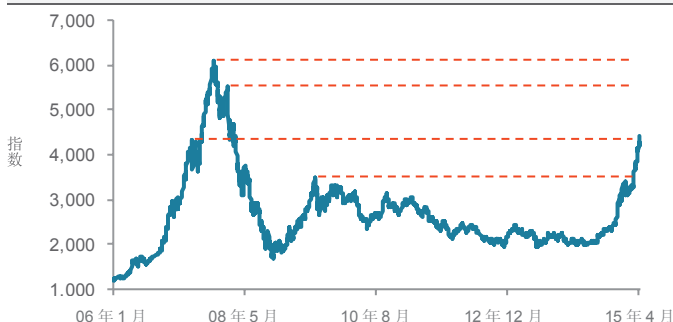
自 1995 年以来的平均美元回报（按月）



资料来源：彭博终端、渣打银行

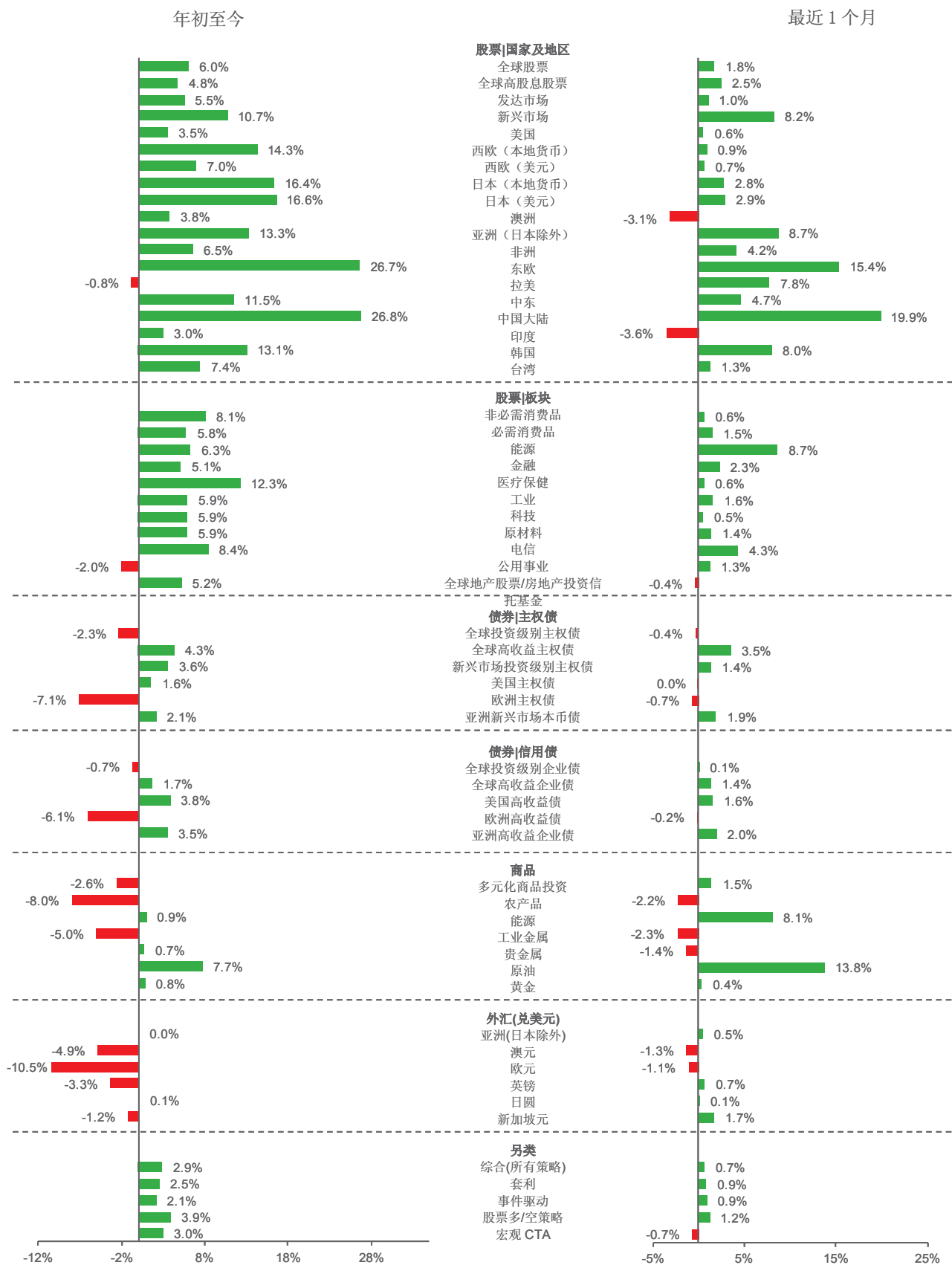
### 中国 A 股市场呈现过热迹象

上证综指



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 市场表现概要 (年初至今及最近 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 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 4 月 23 日, 1 个月期表现由 2015 年 3 月 23 日至 4 月 23 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

- 转眼一年，对“五月沽货”的担忧再现，因5月初高风险事件聚集。然而，每年回报并不一定会按季节性因素而形成固定格局。
- 股票走势保持强劲，全球股票屡创新高。我们会维持超配股票，当中首选欧股及日股。尽管存在季节性及事件风险，我们不打算减低其比重。
- 一旦股市遭遇“气穴”，备兑认购期权以及包括发达市场高息股票在内的多元收益资产可有助减低表现的波动性。

5月初事件风险多。希腊偿还国际货币基金组织贷款、英国大选、澳洲财政预算案等，投资者若要担心就都是可担心的理由。然而，所谓“五月沽货”效应绝非一成不变的。以2014年为例，全球股票在5、6月份上升约3.5%。虽然当年9月市况疲弱，但其后很快便回升。

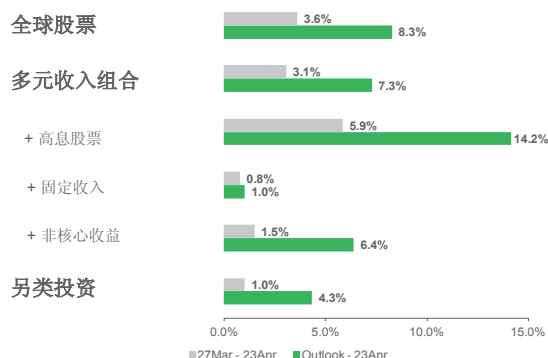
全球股市走势保持强劲。全球股票连破2007及2014年中的高位。我们不愿在此关头减低股票比重，但我们会维持对最看好的地区（欧洲及日本）的外汇对冲。

### 对投资者的意义：

- 不要在股市升势中逆市而行。指数冲破之前的纪录高位、美联储可能延后至9月才开始加息、欧洲盈利修订趋势向上等，仍然是关键的利好因素。
- 多元收益资产及另类策略仍是平衡收益/回报与风险的上佳途径。在某些环境下，例如长期零利率，高收益债券的收益固然不容忽视，但在面临事件及季节性风险时，我们认为值得持有多种不同类型的收益资产，尽可能分散风险。
- 备兑认购期权以及包括高息股票在内的多元收益资产可有助减低波动性。在股票回报微薄甚至呈负数的时期，备兑认购期权的表现一向领先于股票净多头。高息股票对收益有缓冲作用。
- 一旦波动性急增要迅速把握机会。即使波动性真是骤然加剧，我们预计为时亦会很短暂。因此，一旦外汇及股票市场波动性急增，能够迅速把握机会自会取得回报。

### 看好的 W. I. D. E. N. 主题至今表现良好

自2015年展望发表\*以及自上期全球市场展望\*\*以来 W. I. D. E. N. 的表现



\* 2014年12月12日至2015年4月23日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

\*\* 2015年3月27日至2015年4月23日期间

\* 收入篮子如《2015年展望 W. I. D. E. N. 拓展投资纬度，探索财富新域》图60所示

### 全球股票迭创新高凸显走势向好

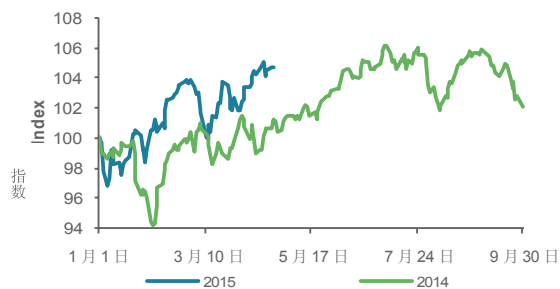
MSCI 世界指数



资料来源：DataStream、渣打银行

### 全球股票2015年首季回报与2014年首季回报相当

MSCI 世界2014与2015年走势，1月1日=100



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	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	发达国家投资级	低配
	新兴市场投资级	超配
	发达国家高收益	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

美国经济数据不振，意味美联储可能要到 9 月或更后才会加息。欧洲经济增长维持上升趋势。然而，由于通缩压力持续，欧洲央行可能要在一段长时期内买债。日本通胀随油价下降，但不大可能会令日本央行加大刺激力度。中国经济放缓，政策势将进一步放宽。

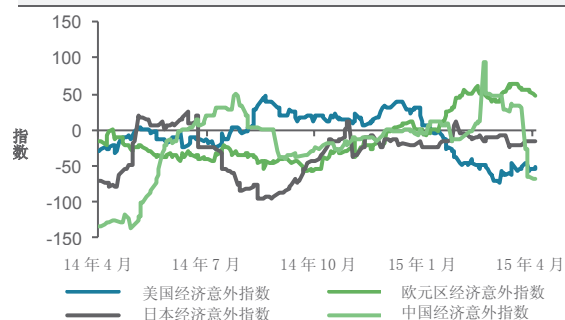
- **美国经济首季放缓，美联储因而延后加息。** 天气恶劣、美元走强、油价低企，都应该有碍首季增长。由于就业及消费市场蓬勃，我们预期今后数月增长会回升。基于劳动市场供应渐紧，我们预期美联储会在 9 月加息。
- **欧元区增长持续加快，但通缩压力持续。** 欧洲央行的量化宽松计划有助提振商业、投资及消费信心。然而，通缩压力挥之不去，加上援助希腊计划的不确定性，意味着量宽将会长期实行（到 2016 年仍会持续相当一段时间）。
- **日本央行现阶段可能暂缓加大刺激力度。** 日本央行去年 10 月出台创纪录的刺激措施，令提高销售税后的经济增长得以重振。虽然今年的通胀可能会因油价下跌而急降，但央行行长黑田表示可望在 2016 年升至 2% 的目标附近。我们预期日本央行现阶段会维持刺激措施不变。
- **中国增长放缓，印度通胀下降，都意味政策会进一步放宽。** 中国经济在 3 月份显著放缓，触发人民银行另一轮放宽行动。印度通胀持续下降，而出口则接连三个月收缩。由于通胀保持低落，我们预期中国、印度以及亚洲其他市场会进一步实施宽松政策。

### 美国：首季增长放缓可能令美联储将加息时间延后至 9 月

- **天气恶劣、美元走强、油价低企都有碍首季增长。** 据一致估计，美国首季增长可能已从去年末季的 2.2% 放缓至 1.35%。这主要是又一个严冬影响零售所致，而强美元又打击了出口，低油价则压抑了能源相关投资。
- **我们预期次季经济及就业市场反弹。** 尽管 3 月份新增职位放缓，但就业市场依然蓬勃，职位空缺源源不绝。由于招聘数字回升，下半年失业率可望降至美联储修订后的 5.0-5.2% 目标（3 月份为 5.5%）。此外，消费信心接近八年来高位。随著招聘活动增加，我们预期消费会反弹，带动经济回升。
- **核心通胀、工资上升。** 虽然首季整体通胀因能源成本急降而收缩，但核心通胀（扣除食品及能源）正逐渐回升（至 3 月份的 1.8%）。随著就业市场供应趋紧，我们预期工资会上升，将核心通胀推上美联储的 2% 目标。
- **经济持续攀升促使美联储在 9 月加息。** 我们相信美联储的倾向是宁愿失诸于谨慎，亦要暂缓加息，直至确信经济的确能够承受为止。我们预期在经济全面回升下，这个条件会在第三季后期成熟，并预期加息时间最早为 9 月。

### 欧元区予人惊喜；美国数据看来已到谷底，而中国则大幅放缓

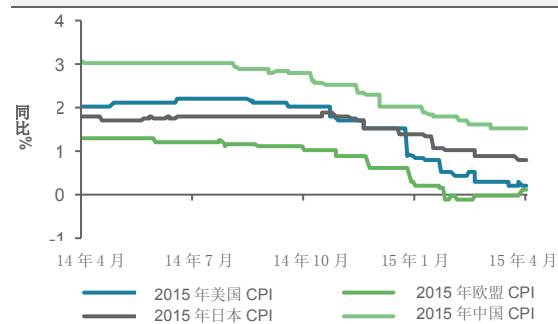
主要经济体的经济意外指数



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

### 全球各地通胀预测持续下调；欧元区通胀可能已到谷底

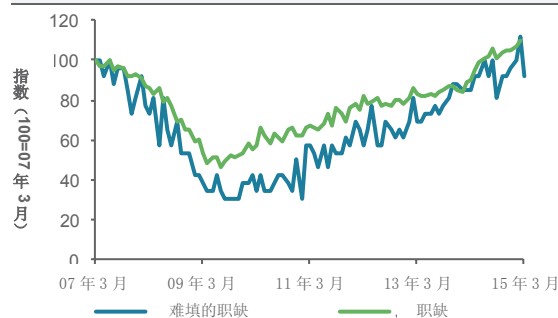
2015 年消费通胀预测 (同比%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国招聘活动源源不绝，意味劳动市场可能向上，带动工资上升

美国职位空缺总额、小型企业难填职位空缺 (指数：100 = 2007 年 3 月)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧洲：增长持续回升，但通缩持续

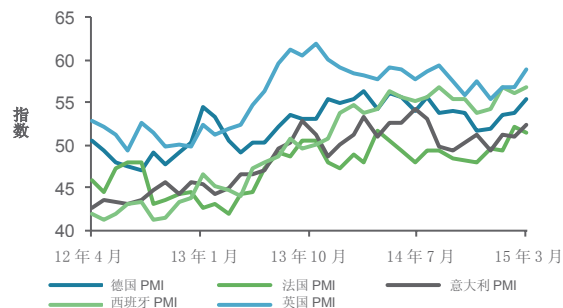
- **一致增长估计上调。**投资、商业及消费信心持续上升，令欧元区2015年增长估计向上修订为1.4%，接近欧洲央行本身预测的1.5%。增长最初是由德国带头，现在范围已扩大至其他市场。
- **通缩压力持续。**欧元区消费物价已连续第四个月收缩，只是近期下降步伐有所放缓，3月份降幅据报为0.1%。此外，反映出厂价格的生产者物价到2月份已是接连19个月收缩。
- **欧洲央行行长德拉吉保证量宽会持续。**德拉吉竭力消除有关量宽会随增长上升而逐步解除的忧虑。若按欧洲央行预测，即2015年通胀为1.5%，2016年为1.8%（属乐观估计），我们认同欧洲央行有关量宽可能至少需要维持至2016年9月的预定结束时间，甚至更久的评估。
- **援助希腊谈判限期临近，不确定性相应提高。**希腊原定在5、6月间向国际货币基金组织偿还逾20亿美元贷款——这个金额可能非其所能承担。因此，若要避免违约，希腊必须在5月前同意接受新的债务方案，并承诺推行改革。
- **希腊违约（最差情境）不大可能阻碍欧元区经济复苏。**我们相信其他周边经济体如西班牙、葡萄牙、爱尔兰等推行过大规模改革后，现已踏上复苏之路。此外，希腊外债大部分是由欧元区内的政府及多边机构持有。因此，即使希腊真的违约，亦不大可能阻碍欧元区的复苏进程。

## 日本：在经济复苏下日本央行应不会加大刺激力度

- **日本央行行长黑田东彦对增长表乐观。**黑田在4月初维持创纪录的刺激措施，其后发表乐观言论，认为在低油价、工资上升、日元走弱等因素支持下，今年经济增长可望持续回升。日本央行去年10月将年度购买资产目标提高至80万亿日元，令去年提高销售税后一蹶不振的经济得以复苏。
- **日本央行可能不计较一时的通胀下降。**虽然次季通胀可能急降，但日本央行可能会视之为油价下跌以及去年加税引致基数效应所造成的短暂影响。黑田预期通胀会在2016年回升至接近央行定下的2%目标。此外由于政治顾虑日增，加上日元走弱拖低实质收入，我们预期日本央行在4月30日仍会维持刺激措施不变。

## 欧洲经济复苏基础扩大，主要经济体今年普遍上升

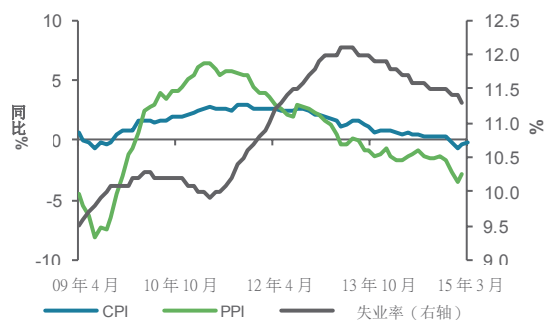
欧元区主要经济体采购经理指数 (PMI)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧元区通胀保持低落，而失业率高企意味着劳动力市场供应过剩

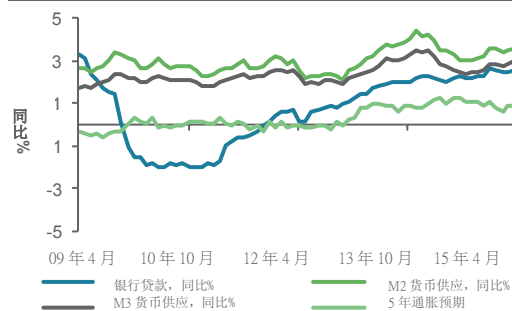
欧元区 CPI 与 PPI (同比%)；失业率 (%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 日本的银行贷款及流动性指标近月有所改善

日本银行贷款、M2、M3 增长、由现在起 5 年的五年期通胀预期 (同比%)



资料来源：彭博终端、渣打银行



## 中国：在增长大幅度放缓下人民银行可能会进一步放宽政策

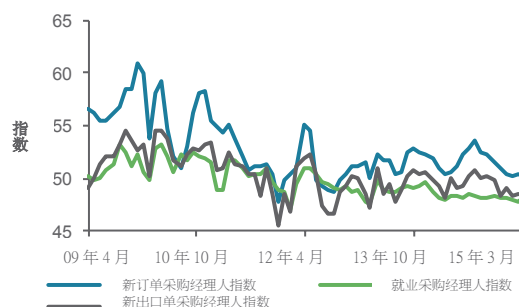
- **增长大幅度放缓促使存款准备金率下调。**中国首季 GDP 按年增长放缓至 7%，为 2009 年以来最慢的步伐，人行因而将存款准备金率下调 100 基点。由于放缓基础广泛，不利投资、出口及工业增长，我们认为放宽力度应会加大，今后数月可能会再一次减息。
- **低通胀、高实质利率为进一步放宽创造巨大空间。**消费通胀只有 1.4%，一直低于政府的 3% 目标。基准利率为 5.35%，推算实质利率为 4%。由此可见，人行有足够能力进一步放宽政策，尤其是针对重点部门。

## 其他新兴市场：印度通胀下降，利率应会再下调

- **印度央行行长拉詹暗示会再减息。**印度 3 月份消费通胀下降至 5.2%，而批发物价亦持续收缩。此外，出口已连跌三个月。我们预期印度央行会在次季实行今年第三度减息。
- **由于通胀低企，出口下降，亚洲货币政策可能进一步放宽。**中国大陆、韩国、台湾以及其他亚洲经济体的 3 月份出口同告收缩，有些更是连月收缩。在低通胀下，我们预期区内中央银行会进一步放宽政策。

## 中国的前瞻性指标仍然不振

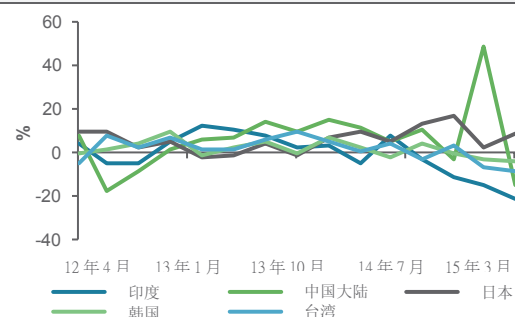
新订单、新出口订单、就业采购经理人指数 (PMI)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 亚洲出口近月收缩

出口增长 (同比%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 固定收益—低配

- 我们继续看好新兴市场政府债券，当中以投资级为首选。
- 我们又继续偏重于全球各地的公司信用债，但倾向将高收益的持有比重限于标配水平，最好是包含在一个分散的多元收益配置之内。

### G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **美国国债收益率可能继续受压。**德国政府债券收益率持续下降，对美国 10 年期国库债券收益率持续造成压力。
- **我们继续倾向为美元债券配置维持适度的到期时间组合。**美国 2 年期与 10 年期收益率差距过去一月扩大。然而，我们相信这只是短暂现象，收益差距收窄之势应会持续，符合以往美联储加息周期的情况。在当前形势下，我们会继续倾向将各个美元计价债券配置的到期时间维持在中期（5-7 年）。
- **我们看好新兴市场政府债券，当中以投资级为首选。**新兴市场投资级债券是 2015 年至今表现最佳的债券资产类别之一。尽管如此，此类债券相对于历史水平仍属于少数不算昂贵之列。我们会对新兴市场高收益债券提高选择性—绝对收益率的确吸引，但主权债券如委内瑞拉等持续存在风险，所以为谨慎起见应提高选择性。

### 公司信用债（美元）

- 我们倾向在一个多元收益投资组合内按基准比重持有发达市场高收益债券。此类债券过去一月反弹。绝对收益率接近 6.0%，在今日的环境下也算正常。然而，我们仍需谨慎，因为：
  - 近来高收益能源公司的集资方式不利于债券持有人，所以风险溢价应较高。
  - 欧洲高收益公司债券仍属昂贵，上行空间不大。
  - 美元走强导致货币环境紧缩，成为阻力之一。
  - 根据观察所得，由于监管环境收紧，近几年的交易流动性减少约 75%。这样增加了价格大幅度波动的风险，在极端情况下可能在亟需买入或沽出时不能如愿。

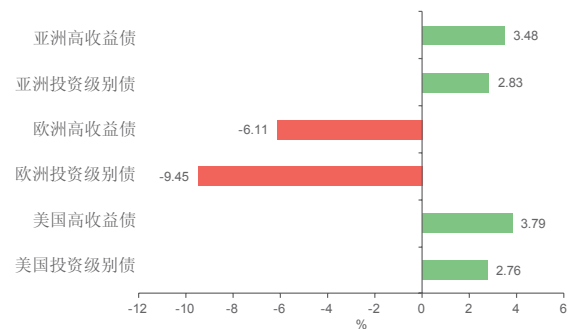
权衡之下，我们认为应给予发达市场高收益债券标配或基准配置，最好是作为多元收益投资组合的一部分，这样就可当前收益率与仍然颇大的风险之间取得最佳平衡。

- **我们仍然放心持有亚洲公司信用债。**亚洲信用债市场因中国信用债问题以及公司治理开题而受压。然而，亚洲信用债估值仍然合理，而且近几年的波动性相对较低。因此，我们继续选择给予基准配置。

### 亚洲本币债券

- 我们继续偏重于境内、离岸人民币以及印度卢比债券。虽然境内、离岸人民币的短期收益率上升，但基于当前的高利差、人民币本身以及货币政策进一步放宽的可能性，我们仍然放心持有。事实上，短期收益率已经开始回落。

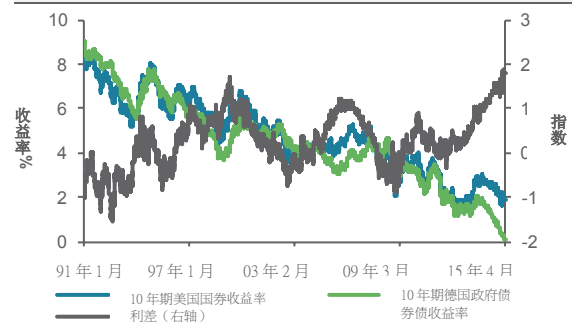
### 固定收益年初至今的表现\*（美元）



\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 4 月 23 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

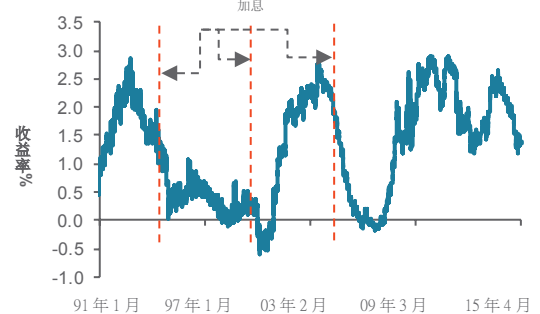
### 10 年期美国国债与德国政府债利差仍然接近历史最高水平 美国国债与德国政府债券 10 年期收益率以及两者利差



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国收益率曲线可能回复趋平

#### 10 年期与 2 年期美国国债利率差（10-2 收益率曲线）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 发达市场高收益债券基本前景好淡不一

#### 高收益积分表

	美国	欧洲
贷款条件	↔	
预期违约数		
还款数		
估值	↔	
公司信用质量		

资料来源：彭博终端、渣打银行



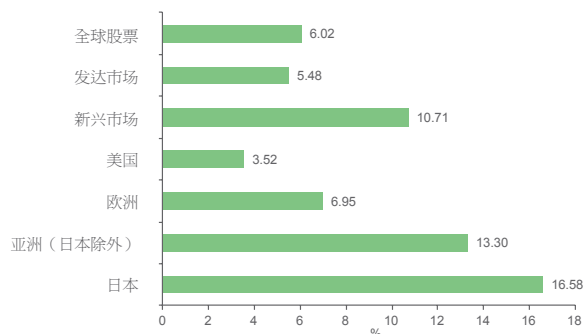
## 股票—超配

- **我们建议投资者保持充分投资**，不必因为全球股票进入淡季而离市。对于手握现金的投资者，我们建议采取以下的配置策略：美国或亚洲的备兑认购期权，以及包括高息发达市场股票在内的多元收益资产。
- **全球股票进入淡季**。自 1991 年以来，全球股票在 5-9 月期间的平均回报为-1%。有多项事件形成股市回落风险，包括希腊偿债问题以及英国大选。然而，要确定市场何时回落可谓困难重重。
- **欧洲及日本维持增持（有货币对冲），香港上调至标配**。我们的国别建议是前瞻 12 个月的。因此，我们不会建议基于短线走弱风险而对我们的国别偏向作出任何变动。我们在有货币对冲基础上对欧洲及日本维持超配，对美国是标配。亚洲方面，我们将 MSCI 香港上调至标配。
- **并购成为重要主题之一**。首季全球并购量为 8,880 亿美元，比 2014 年同期上升 23%，创下全球金融危机以来最高首季纪录。亚洲交易量增幅最大，上升 38%至 2,210 亿美元。科技业并购高居全球各行业榜首。

### 股票淡季

- 一向以来，5 月至 9 月都是全球股票的低回报期，自 1991 年以来的平均回报为-1%。年初至今，发达市场股票上升 4%，新兴市场则上升 10%。因此，即使尚未考虑季节性因素，亦可预料到某个时候会进入整固期。显然，市场回落是需要催化因素的，特别是在全球股票气势如虹，迭创新高之际。无论如何，眼下的确有不少潜在的催化因素，包括：
  - 1) **希腊**：5 月是希腊的偿债月，包括在 5 月 1 日向国际货币基金组织偿还 2.05 亿欧元，5 月 12 日再偿还 7.8 亿欧元。政府必须在 5 月初提交经修订的改革措施清单，让订于 5 月 11 日召开的欧元集团会议审议，其结果至关重要。
  - 2) **英国大选**：投票日是 5 月 7 日。产生执政联盟的可能性颇高，但其成分如何却难以预料。对于投资者而言，若执政联盟由工党领导，对股市并非喜讯，因为工党主张提高银行征费及物业税。若执政联盟由保守党领导，对于投资者亦非理想，因为保守党主张就是否退出欧盟举行公投，若然就会增添不确定性。
  - 3) **中央银行会议**在 4 月底及 5 月召开的有以下国家：美国（4 月 29 日）、英国（5 月 11 日）、澳洲（5 月 5 日）、印尼（5 月 19 日）、韩国（5 月 15 日）。
- 在 5-9 月期间，**我们建议投资者保持充分投资**。对于手握现金的投资者，我们建议采取以下的配置策略：美国或亚洲的备兑认购期权，以及包括高息发达市场股票在内的多元收益资产。这样既可保留股票投资，又可管控市场选时的风险。

### 年初至今股市表现\*（美元）更新

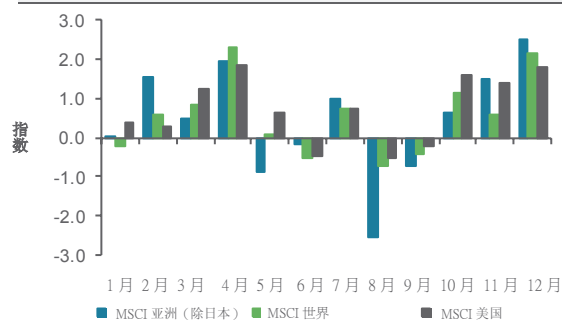


\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 4 月 23 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

### 10-4 月一向是股票旺季，5-9 月则是淡季

#### 股票市场平均月份变动



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 希腊偿债额 5 月激增，到 6 月底才获欧盟发放 72 亿欧元 希腊在 5-6 月的重要日子

5 月初	提交经修订的改革措施清单
5 月 1 日	向国际货币基金组织偿还 2.05 亿欧元
5 月 11 日	欧元集团会议
5 月 12 日	向国际货币基金组织偿还 7.8 亿欧元
6 月 5 日	向国际货币基金组织偿还 3.1 亿欧元
6 月 12 日	向国际货币基金组织偿还 3.5 亿欧元
6 月 16 日	向国际货币基金组织偿还 5.85 亿欧元
6 月 19 日	向国际货币基金组织偿还 3.5 亿欧元
6 月底	获发放 72 亿欧元

资料来源：渣打银行

## 欧洲及日本维持超配

- 日股自 2014 年初起盈利向上修订，促成日经指数急升。欧股同期的盈利修订亦呈改善趋势，加上量宽的作用，将道琼斯 STOXX 指数推升。两市盈利修订向上，关键在于货币走弱。

## 香港上调至标配，欧洲及日本维持超配

- 我们将 MSCI 香港由减持上调至标配。评级上调是基于国内互惠基金开始流入沪港通，以及美联储加息的预期时间延后。中国证券监督管理委员会（中国证监会）在 3 月底宣布国内的公募基金可参与沪港通，交易活动因而激增。赴港交易额于 4 月 9-10 日完全用尽。
- 中国公募基金本来已可透过合格境内机构投资者（QDII）机制购买港股。此等基金获准参与沪港通后，配额随即用尽，不能接受新的认购。香港上市股票的需求受到压抑，一旦配额提高，此等基金再度接受新认购时，估值可能会进一步提升。

## 中国 A 股飙升

- 国内流动性环境改善，原因之一是人民银行在 4 月 19 日调降存款准备金率，国内上市 A 股因而急涨，进而对香港上市中资股产生正面的外溢效应。月初至今，中国 A 股上升 18%，香港上市 H 股上升 17%。我们维持中国超配，并透过香港上市 H 股操作。
- 我们对中国 A 股更为谨慎，皆因市场已呈现类似泡沫征状。观乎市场气氛之炽热，加上国内流动性环境改善，短期内出现转势的可能性不大，但间中调整 5-10% 未尝不可。重要的是，政府致力压抑保证金融资活动初见成效，保证金融资在成交额所占百分比已由 19% 降至 15%。

## 并购成为重要主题之一

- 全球并购量首季高达 8,880 亿美元，比 2014 年同期上升 23%，创下全球金融危机以来最高首季纪录。并购活动激增，美国投资银行盈利水涨船高，首季业绩超乎预期。随着经济周期成熟，并购活动增加是正常现象，因为企业要透过收购来促进有机增长。
- 今年至今宣布的最大宗交易是亨氏以 450 亿美元收购卡夫食品。该宗收购不逊于 2014 年的最大宗交易：Comcast 建议收购时代华纳。周期到顶的可能徵兆之一，是有一宗交易超越上一周期的最大宗交易，即 2007 年由苏皇牵头以 1,000 亿美元收购荷兰银行。尽管牛市正踏进第六年，但我们距离交通灯转红仍有一段路程。
- 按地区与行业比较，首季并购交易量以亚洲增幅最大，上升 38% 至 2,210 亿美元。科技业并购高居全球各行业榜首，交易总额为 1,040 亿美元。（资料来源：Dealogic）

## 港股通交易额在 4 月 9-10 日用尽

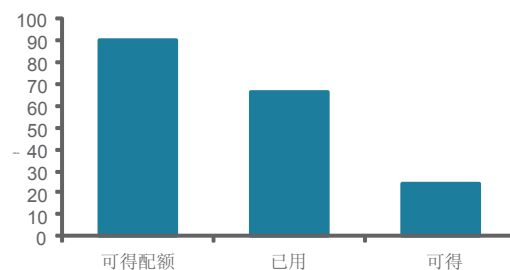
### 沪港通流入香港资金量



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 已分配配额用尽，但仍有可得未分配配额

### 中国 QDII 配额分析



注：国内基金一旦用完要求的配额，必须向中国证监会申请更多配额

资料来源：中国证监会、渣打银行

## 上海及深圳保证金交易占成交额百分比下降

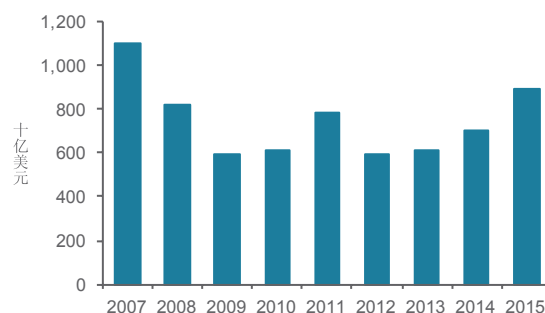
### 中国 A 股保证金交易



资料来源：万得资讯、渣打银行

## 交易量急增至全球金融危机后高峰

### 首季全球并购量



资料来源：Dealogic、渣打银行

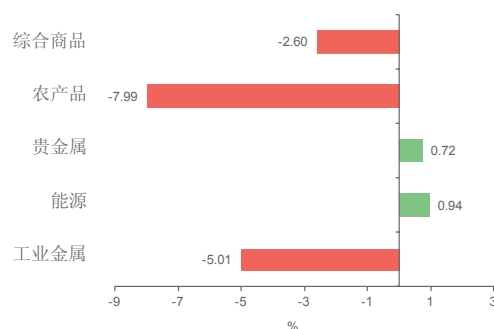
## 商品—低配

- 我们维持低配商品。美元走强以及不利的供求形势可能会令价格受压。
- 石油存量持续上升，现在转为看好油价言之尚早。即将出现的事件风险可能对金价形成短暂支持，但其较长线前景仍然看淡。

**我们对商品维持低配。**我们相信商品整体在中期内可能进一步走弱。美元走强，供求形势不利，都可能会令价格受压。此等因素在整个商品范畴的影响大致相同，所以我们预期各种商品的表现不会有太大差异。

- **我们对能源维持标配。**虽然我们对石油的 12 个月前景抱积极看法，但我们见不到短线弱势已成过去的确证。美国石油存量仍处于创纪录水平，而包括油国组织在内的主要产油国看来都无意减产。另一方面，我们并不预期需求会在短期内显著上升，因为全球经济始终存在几个薄弱点。就较长线而言，我们相信油价终会反弹，但何时反弹是未知之数。美国钻油台数目持续减少，意味着造成供应增加的长期因素正开始减弱。
- **我们对黄金维持标配。**我们预期金价在往后 12 个月会呈现稍为向淡的走势。美元走强，利率上升，风险承担意愿上升，我们认为都是推低金价的主要因素。不过就短线而言，我们并不预期金价会显著下跌。未来一月，希腊要向国际货币基金组织偿债并有可能违约，英国举行大选，而乌克兰及中东的地缘政治局势持续紧张，都可能刺激黄金的短线需求。
- **我们对基础金属维持标配。**概括而言，我们预期基础金属价格会保持低落。我们认为，中国建筑需求下降可能是主要因素之一。相对而言，我们预期锌的表现会优于铜、铁矿石及铝。就供应而言，锌存量仍接近五年低位，现在只是刚开始上升。此外，近来有矿场关闭，亦再无新的大型生产区，所以供应形势限制较大。反观铜、铁矿石及铝存量，相对于五年平均水平仍然高企。
- **我们对农业商品维持标配。**我们并不预期农业商品价格在 2015 年会显著上升。主要商品如棉花、小麦、糖等的存货量相对于历史水平仍然显著高企。2014 年天气较为稳定，而且上半年价格高企，所以产量大致上维持高水平。然而，因为价格整体上维持在几近五年来最低水平附近，我们预期 2015 年消耗量会上升，产量会下降。

### 年初至今的商品表现\* (美元)

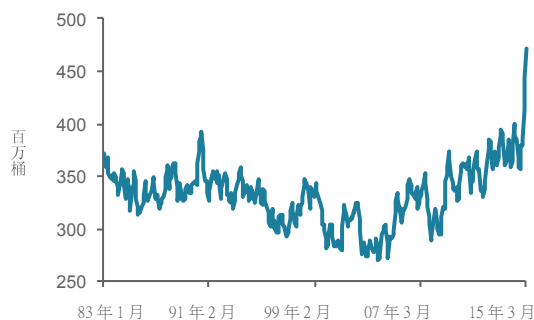


\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 4 月 23 日期间

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

### 美国原油存量持续急增，又一个月创新高水平

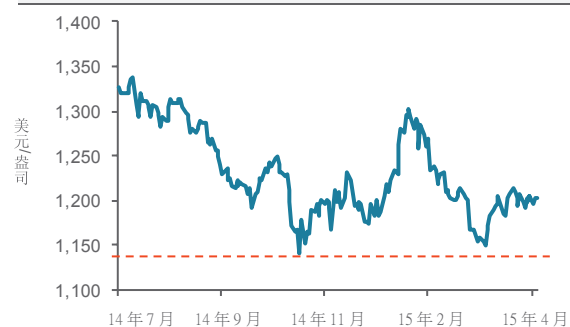
美国原油总存量



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 金价短线受到支持

金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 中国锌存量从低基数上升

上海期货交易所，可交割锌库存



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。利好的主题—中央银行政策分歧、市场趋势较为明晰以及在市况波动中寻求保障的需求—大致上维持不变。
- 宏观策略近期表现不济，皆因与美元及其近期整固有高度相关性。然而，我们预期这只是短暂现象。
- 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。

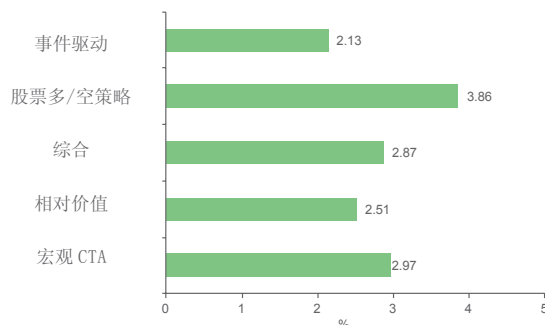
**宏观策略受累于美元整固。**美元近期处于整固阶段，宏观策略亦相应地停滞不前，两者的相关性始终甚高。然而，我们预期这只是短暂现象。我们相信，随着美联储开始加息之期渐近，美元仍有再上升一段的余地。各金融市场的趋势保持清晰，可能是主要的支持因素之一，而在平均回报较低的时期，这是一个可贵的特点。

**我们对另类策略维持超配的主要理据维持不变。**美联储开始加息之期可能延后，我们认为并不影响我们的政策分歧主题。以美国与德国 10 年期债券为例，收益差距仍然接近历来最高水平。由此亦可推论，市场趋势在较长期内越益清晰的主题也可望维持不变，虽则短线回落难免。

### 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、事件驱动以及宏观/CTA 策略。

另类策略年初至今表现\*（美元）



\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 4 月 23 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

## 外汇市场

- 我们预期美元在 12 个月期内可维持温和强势，但短期内会有一段横向整固期。
- 我们预期澳元及新加坡元会进一步下跌，并相信近期回升造就减持机会。

### 美元：我们中期看升

我们预期美元在 12 个月期内可维持温和强势。我们对美元中期前景的看法是基于美国美联储加息以及国债收益率高于欧债及日债。我们并不预期其他主要央行会在此期间减弱刺激力度。

短线而言，美元可能会继续在一个横向区间内浮动（见图）。由于欠缺更多催化因素，加上若干美国数据转差，我们相信美元短线上行空间有限。我们认为，美元指数一旦升穿 100 水平，就是整固期完结的讯号。

### 欧元：我们中期看跌

我们预期欧元中期会进一步走弱。我们认为货币政策分歧仍是欧元走弱的主要因素。我们相信欧洲央行 2015 年全年都会维持现时的放宽立场。虽然更多放宽措施出台的可能性不能排除，但这并非我们看淡欧元的主要假设。

短期而言，我们相信欧元会与美元一样，在 1.10 - 1.05 的区间内整固。然而，一旦对于希腊违约或退出欧元区的忧虑显著加深，欧元可能会大幅波动。5 月上半月就同时存在多项潜在风险事件，包括希腊到期向国际货币基金组织偿债。

### 日圆：我们中期看跌

我们预期日圆中期会下跌，不过短期内可能会维持区间震荡格局。2015 年的政策分歧仍是我们看淡日圆中期前景的关键所在。虽然日本宏观指标在实行量宽后有若干改善，但我们认为并不足以令央行从放宽立场后退。相反，倘若通胀预期下降，日本央行更有可能加大放宽力度。短期而言，由于欠缺任何催化因素，日圆可能会维持区间震荡格局。

### 短期

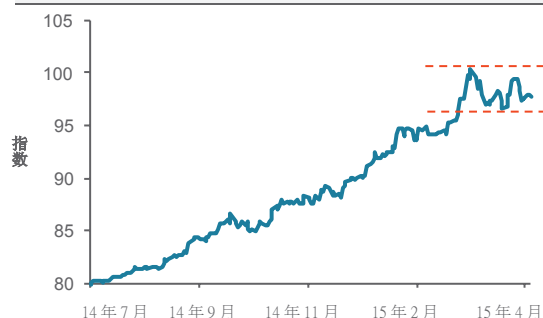
指少于 3 个月的时间

### 中期

指 6-12 个月的时间

#### 美元可能短线整固

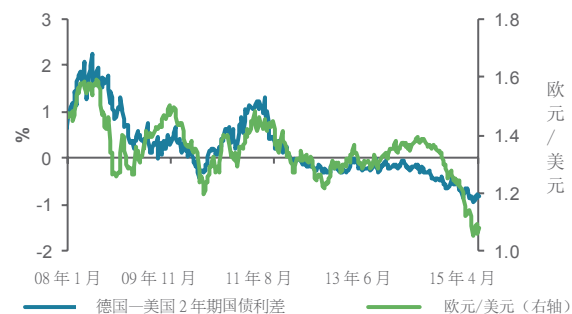
美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

#### 欧元：利率差距对前景仍有关键影响

德国—美国 2 年期国债利差与欧元兑美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行



### 英镑：我们维持中期中性

我们对英镑 12 个月前景的看法维持中性，但强调短线存在下行风险。英国经济前景有进一步改善迹象，英国央行可能会顺势结束高度宽松的货币立场。然而，就短期而言，我们认为主导因素是与大选相关的顾虑，具体而言是忧虑可能出现悬空国会。因此，我们预计大选前波动性会保持高企。

### 澳元：我们维持看淡

我们对澳元 12 个月前景维持看淡。我们相信，主要的阻力仍然在于货币政策进一步放宽以及商品价格走弱。我们相信央行可能会再加息，因为在商品价格低企下，经济活动可能会持续低迷，失业率会居高不下。央行行长最近发表关于澳元偏高的声明，亦印证了我们看淡澳元的观点。因此，我们视澳元最近的反弹为减持机会。

### 新西兰元：我们的看法转为中性（先前为看淡）

我们对新西兰元的看法转为中性（先前为看淡）。自我们发表 2015 年前景展望以来，新西兰经济基本因素有某个程度的改善。乳品价格虽说基数低，毕竟已显著上升，而房屋销售及价格亦持续地缓步攀升（见图）。至于利淡因素，是首季通胀率降至近乎零。权衡之下，我们相信新西兰政策转变的风险已比前接近持平。因此，我们相信大部分利淡因素可能已反映在新西兰元汇价之上。

### 新加坡元：我们维持稍为看淡

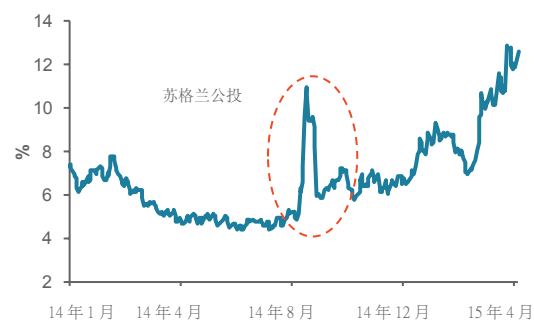
我们预期中期会进一步走弱。虽然金管局维持现时的货币立场，但我们认为至今为止的经济数据并不足以动摇我们对前景的看法。因此，我们仍然预期 2015 年的政策会进一步放宽。楼价持续从高位回落，工业活动保持不振。通胀亦保持低企。

### 其他亚洲（日本除外）货币：我们维持中期中性

我们对全区看法维持中性，并继续看好人民币及印度卢比多于其他货币，又预期马来西亚林吉特会进一步走弱。我们对印度卢比、泰铢、菲律宾披索、韩圆及新台币维持中性立场。

至于人民币，我们留意到政府正为较长期改革排定先后次序，减少利用人民币来应付经济走弱。因此，我们并不认为政府会持续不断地推低人民币。印尼盾方面，我们相信会因利差高以及收支平衡状况改善而得到支持。马来西亚林吉特始终是区内最易受到美联储加息打击的货币，我们预计还有不太大的下行空间。此外，我们并不预期马来西亚商品价格在中期内会显著上升。

### 英镑：英镑现在的波动性显著高于苏格兰公投时的水平 英镑 1 月期隐含波动性



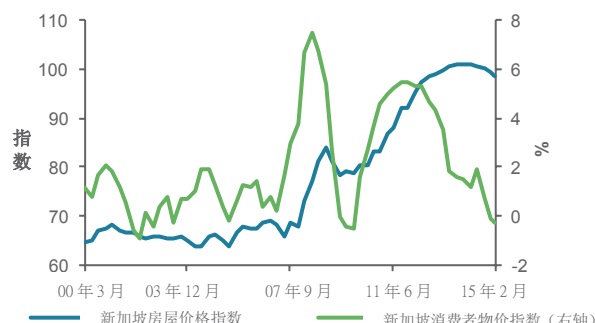
资料来源：彭博终端、渣打银行

### 新西兰元：房屋及乳品价格反弹 央行商品价格指数（乳品）及 REINZ 房屋价格指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 新加坡元：新加坡楼价下跌，通胀保持低企 新加坡楼价指数及消费物价指数（同比）



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 年英皇制诰》（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。**