

仍在攀登” 忧虑之墙”

尽管债券收益率突然小幅上升，美元又反复下跌，股市表现却相当稳固。我们会保持投资，每当市场波动时会趁机增持摊低成本，并将剩余的手头现金调配到备兑认购期权策略、人民币债券以及不受限固定收益投资方面。

德国政府债券收益率急升，加上美元回落，导致市场波动。然而，全球股市的跌幅只不过稍高于 2%（峰谷落幅）。中国股市更是大致持平。我们相信，尽管存在希腊债务、“五月沽货”忧虑、美国数据近况不振等不利因素，股票市场可能仍会继续攀登“忧虑之墙”。

对于所谓“五月沽货”效应，我们不会太过担心。虽然这种季节性波动有可能出现，但若要做波段可能得不偿失，第 4 页会有详细论述。

对投资者的意义：

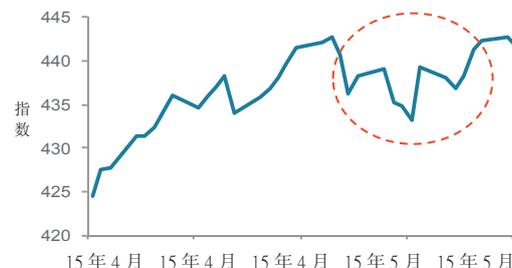
- 我们对 9-12 个月前景的观点维持不变。我们预期股市表现会领先于债券，多元收益可产生正回报，而另类策略会带来可观的分散效益。
- 为短线波动加剧做好准备。要保持投资，但亦须做好准备，每当市场出现短暂波动时趁机增持摊低成本。剩余的手头现金可调配到备兑认购期权、人民币债券以及不受限固定收益，因为这些投资与股票的相关性一般较低。
- 维持区域性股市偏好。欧洲及日本经济增长势头改善，可能对股市产生有力的支持作用。中国方面，A 股有望纳入 MSCI 指数短线利好股市。
- 投资创收类资产仍是可取之道。虽然美国加息因素可能会在夏季某段时间形成阻力，但债券收益率相对于长期历史平均仍然偏低，所以追求收益的趋势可能会维持不变。我们建议增加人民币债券及备兑认购期权的配置比重，相应地减持房产投资信托及发达市场投资级美元债券。
- 美元可能已近谷底。这方面的关键在于利差的前景。由于欧洲收益率差不多已低无可低，美国利率预期成了关键因素。

目录

仍在攀登” 忧虑之墙”	1
市场表现概要	2
投资策略	3
波动加剧前便应投资	4
多元收益投资近况	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

5 月初的股市弱势非常短暂

MSCI 世界指数



15年4月 15年4月 15年4月 15年5月 15年5月

数据源：彭博终端、渣打银行

- | | |
|------------------|---------------|
| Steve Brice | 首席投资策略师 |
| 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 | 高级投资策略师 |
| Victor Teo, CFA | 投资策略师 |
| Tariq Ali, CFA | 投资策略师 |
| Abhilash Narayan | 投资策略师 |

历史不一定重演，但似乎有异曲同工之处

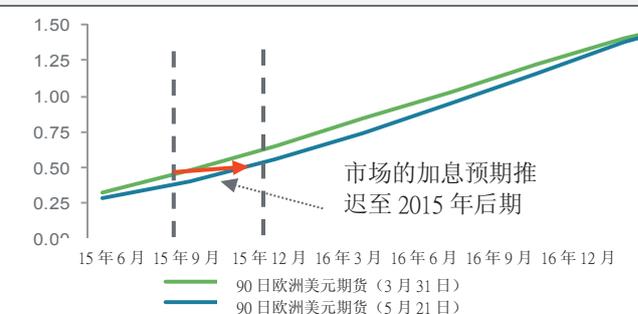
自 1995 年以来的平均美元回报率（环比）



数据源：彭博终端、渣打银行

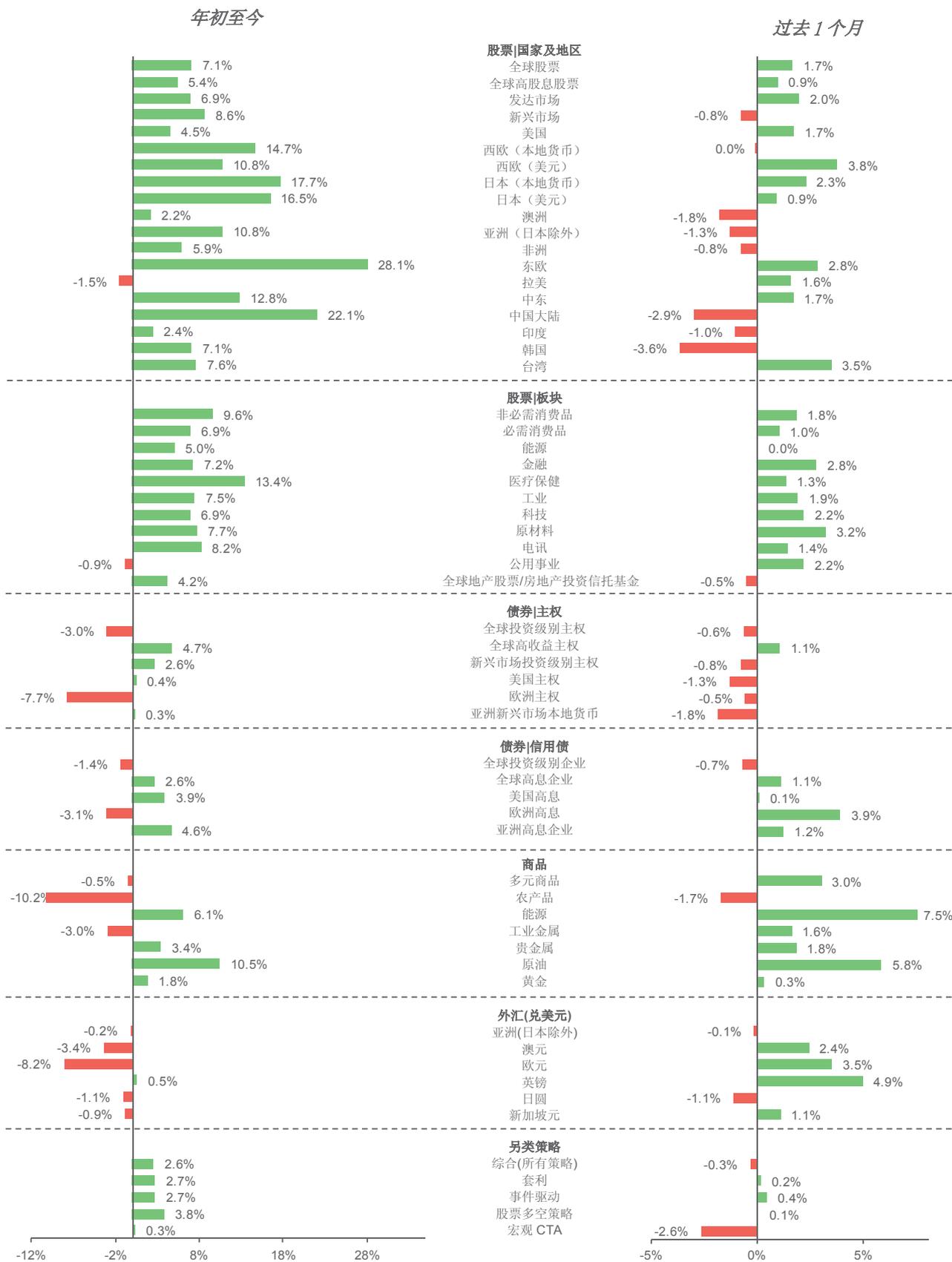
市场对美联储开始加息的预期时间推迟到年底

对美联储政策利率的市场预期



数据源：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 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 5 月 21 日, 1 个月期表现由 2015 年 4 月 21 日至 5 月 21 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

- 5月初，事件风险频出、债券收益率急升之际，股市安然度过。说明始终专注于长线投资是何等重要，决不可过于介意一时的市场波动。
- 美联储又再放出加息风声，所以今后几月的市场波动可能增加。我们认为，面对这种情况，较恰当的应对之道是增持风险较低或与股票相关性较低的资产，而非设法捉摸抛售再拾回股票的适当时机。详情见第4页。
- 在W.I.D.E.N.框架下保持投资，该框架看好股票、多元收益及另类策略的主题，因为各主要经济体的增长前景正在改善，而且欧洲及中国亦或将出台进一步的支持政策。

尽管债券收益率急升，股市回落时机转瞬即逝。欧洲通胀预期上升、流动性偏低、极端的仓位部署等因素，可能促成了长期债券收益率急升以及美元下跌。尽管如此，股市回落其实甚为短暂。我们认为，这说明了始终专注于长线投资是何等重要，决不可过于介意应该为时短暂的市场波动。

美联储利率讯号以及美国以外的政策支持是前景的关键所在。市场已将对美联储开始加息的预期时间推迟至年底。这个预期也许太迟了一些，一旦美联储更早加息，就有可能引发短暂的市场波动。不过欧洲及日本的增长前景都正在改善，欧洲央行在量化宽松（“量宽”）之初即大举购买资产，而中国亦有可能进一步放宽政策。既有此等利好因素，每当市场短暂波动时就应该趁势增加投资于W.I.D.E.N.主题看好的资产。

对投资者的意义：

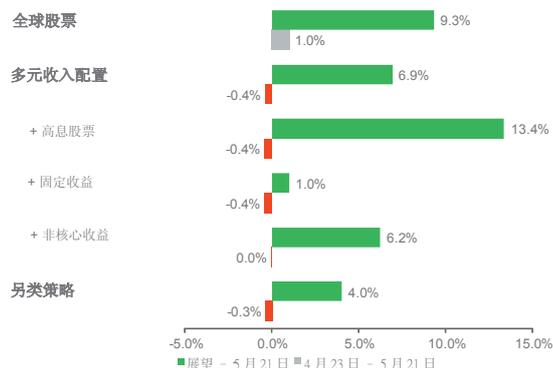
- 保持投资。**根据历史经验，企图通过做短时波段获利并非明智之举。股市走势强劲是短期利好因素，而政策支持及经济增长则是长期利好因素。因此，每当市场转弱时应当增加投资于我们的W.I.D.E.N.主题，或者利用剩余的现金增持风险较低的资产。（详情见第4页）。
- 对欧股及日股保留货币对冲。**美元的暂时回落之势看来已近尾声。利率差距持续有利于美元。我们不会解除货币对冲，特别是在当前水平之下。
- 亚洲区内看好离岸中国股票（H股）。**政策进一步放宽、与境内股票（A股）的差价仍大、中国有望纳入MSCI指数等，都可能成为关键支持因素。
- 美元恢复强势、收益率升势受制都利好另类策略。**近期弱势可能只是暂时现象，因为收益率升势减退，而美元回落之势亦近尾声。

资产类别	相对前景	开始日期	SI	资产分类	相对前景	开始日期
现金	低配	12年2月	现金	现金	低配	12年2月
固定收益	低配	11年1月		发达市场投资级	低配	11年1月
股票	超配	12年8月	固定收益	新兴市场投资级	超配	14年12月
商品	低配	14年12月		发达市场高收益	标配	14年7月
另类投资	超配	13年6月		新兴市场高收益	标配	14年12月
				美国	标配	15年2月
			股票	欧洲	超配*	13年7月
				日本	超配*	14年11月
				亚洲（日本除外）	低配	14年12月
				其他新兴市场	低配	12年8月
			商品	低配	14年12月	
			另类投资	超配	13年6月	

数据源：渣打银行
*有货币对冲

看好的W.I.D.E.N.主题至今效果良好

自2015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5月21日期间

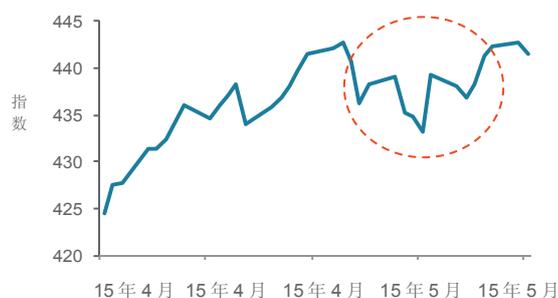
数据源：彭博终端、渣打银行

** 2015年4月23日至2015年5月21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

5月初的股市弱势非常短暂

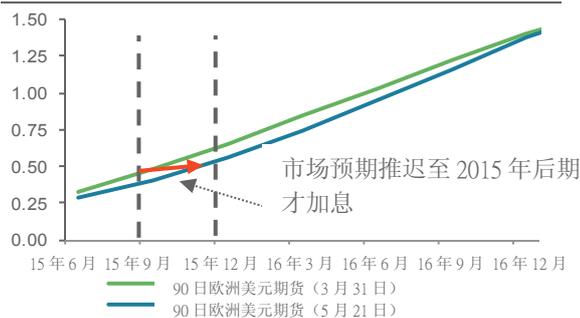
MSCI 世界指数



数据源：彭博终端、渣打银行

市场对美联储开始加息的预期时间推迟到年底，可能太迟

对美联储政策利率的市场预期



数据源：彭博终端、渣打银行

波动加剧前便应投资

- 股市走势盖过了对季节性因素的顾虑。我们预期这种情况在甚短期内会持续，全球股票会迭创新高。对于坐拥可观现金者，我们认为首选的投资对象是备兑认购期权、人民币债券及不受限固定收益。
- 另一可行之道是等待市场回落，然后投资于全球股票及多元收益。

“五月沽货”的疑虑

只要打开 CNBC、彭博或本地的财经新闻台，就不难听到有分析员谈及市场波动可能会加剧。应该如何应对，听众当然有不少选择，但在此情况下很容易就会倾向减持股票，更甚者是悉数沽清。我们对此不以为然。

我们认为这种策略存在几项风险：

- 1) 市场并未回落，你便错过随后的升势
- 2) 你过早或过迟沽出
- 3) 你过早或过迟买回

值得注意的是，金融市场上其中一个最大的共识是往后数月市场波动会加剧。逆势操作者却认为这意味着股市较有可能会拾级攀升。

即使你的观点的确正确，但这种策略的成败绝对系于时间掌握。况且观点正确也是极难做到的，即使整天观察市场指标的专业投资者亦很难。去年，如果你在 4 月 30 日收市前沽出全球股票（遵从“五月沽货”魔咒），然后以 9 月 30 日的收市价买回（10 月是旺季开端），则扣除交易成本后，你比起在夏季期间按兵不动还差了 1.7%。

对于有意于市场选时的投资者，有一点值得注意的是，全球股票在 10 月 6 日与 10 月 16 日期间下跌了 5%，但到 10 月底已收复失地有余（从低位回升 7%）。我们由此得出的结论是，倘若连专业投资者都难以做到一贯正确，散户投资者亦很难做到。

那么，我们在夏季应如何自处呢？

- 1) **保持投资。**投资者应避免在自以为适当的时间沽出全球股票，然后再伺机买回，个中难处如上所述。
- 2) **把握市场波动之机：**投资者应在今后数月趁机增持全球股票及多元化收益投资。这样既有趁低吸纳之利，又可在市场并未转弱的情况下确保能分享升势。
- 3) **把剩余现金调配到风险较低或与股票相关性较低的资产：**坐拥可观现金的投资者可考虑投资于风险特性较低或与股票相关性低的资产类别：
 - 股票备兑认购期权（须放弃若干上行空间，但却可抵销若干下行风险）
 - 人民币债券，其与股票一向相关性低，并在 2013 年“缩量宽松恐慌”之际发挥了保本作用
 - 不受限固定收益（对加息的敏感性可能较低）

“五月沽货”以往得失互现

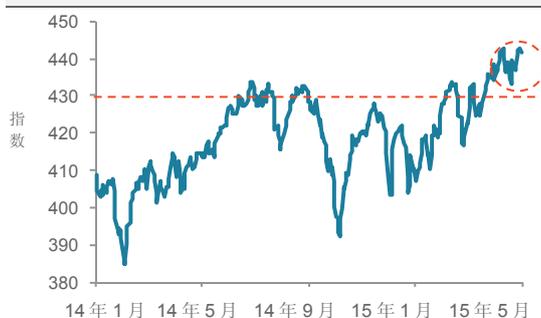
5-9 月期间的回报及最大跌幅(%)

年份	五月沽货的回报	高低位差幅
2000	-4.8	-8.0
2001	-18.4	-26.4
2002	-23.3	-25.7
2003	13.3	-3.8
2004	2.2	-5.9
2005	10.8	-2.5
2006	0.3	-12.3
2007	6.2	-11.3
2008	-22.3	-26.3
2009	28.9	-7.6
2010	0.3	-13.0
2011	-20.5	-21.7
2012	2.1	-11.2
2013	4.5	-8.6
2014	1.7	-5.2
平均	-1.3	-12.6
中值	1.7	-11.2

数据来源：彭博终端、渣打银行

股市动力盖过了对季节性因素的顾虑

MSCI 所有国家世界指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

多元收益投资近况

- 多元收益投资配置年初至今表现良好。该配置的双重目标（产生稳定的收益源流、考虑总回报潜力以保障收益）维持不变。
- 基于这两个目标，我们在月内对该配置作了微调，以因应今后几个月预计会有较大波动的市场环境。
- 具体而言，我们要减持利率敏感性资产、提高投资组合的分散性以及将股市波动货币化。我们的做法是减持发达市场投资级债券及房地产投资信托，相应地增持杠杆贷款、人民币债券、备兑认购期权以及房地产投资信托以外的非核心资产。

自我们发表 2015 年展望以来，多元收益投资配置表现良好（上升 6.9%），当中以高息股票表现最佳。如 2015 年展望所述，我们的多元收益投资配置有两项指导原则，至今维持不变：1) 产生稳定的收益源流；2) 考虑各资产类别的总回报潜力以保障收益。此双重目标一直行之有效。

如第 4 页所述，我们并未忽视短线波动风险。基于这两个目标（特别是第二个），我们作了平衡调整，增持的资产可在利率上升时提供保障、具有分散投资作用以及可将波动货币化，但又不会显著削弱收益成分。

1. **减持利率敏感资产**—我们减持发达市场投资级资产（收益率低微并有利率风险）及房地产投资信托，因为两者在加息环境下都可能会受挫。至于取而代之的，我们着眼于以下两点：

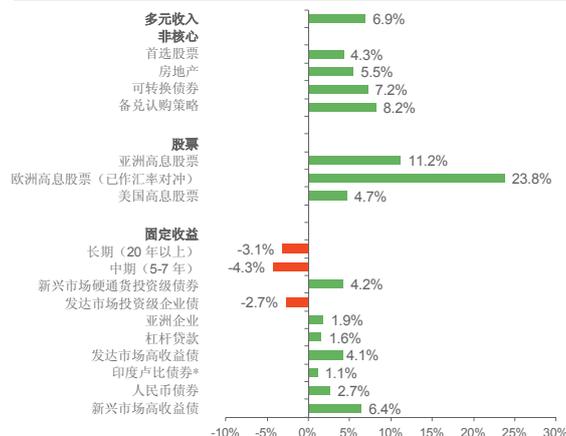
- **增持杠杆贷款**：该资产类别收益率吸引，约有 4.76%。在违约情况下投资者会得到递增的保障，加上采用浮息（利率风险较低），理应能够为收益投资组合的风险特性增强防守性。
- **在非核心收益投资当中轮换**：我们减持房地产投资信托，相应地增持其他非核心收益资产，如可换股债券及优先股。在非核心收益篮子中，房产信托一向表现稳定。然而，当市场环境变为以利率上升为导向时，该资产类别有可能会受压。在 2013 年“缩量宽恐慌”期间，该资产类别下跌了 15.88%。

2. **增持人民币债券以提高投资组合的分散性**—中国境内债券收益率吸引，约有 4.71%，而且与其他资产类别相关性低。因此，投资者在不确定性升高期间仍可继续取得收益。风险之一在于人民币可能会贬值，但我们相信幅度有限，因为中国希望人民币能够被纳入国际货币基金组织特别提款权的货币篮子内。

3. **透过增持备兑认购期权将市场波动货币化**—股市年初表现强劲。虽然我们仍然预期该资产类别往后会有正数回报，但在回报递增的同时市场也会更为波动。在此等环境下，我们倾向增持备兑认购期权，因为既可投资于股市，又可稍微减低下行风险。

多收益投资配置 2015 年表现

开始至今的总回报表现* (%)



* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 5 月 21 日期间

数据来源：彭博终端、巴克莱、摩根大通、花旗集团、MSCI、富时、CRISIL、渣打银行

2015 年多收益投资配置经调整后的比重分布

所有数字均为百分率

资产类别	子资产类别	比重
固定收益	新兴市场高收益债	4.0%
	人民币债券	5.0%
	印度卢比债券	3.0%
	发达市场高收益债	5.0%
	杠杆贷款	5.0%
	亚洲企业债	2.0%
	发达市场投资级企业债	5.0%
	新兴市场硬通货投资级债	8.0%
	G3 主权债	7.0%
	- 中期 (5-7 年)	5.0%
- 长期 (20 年以上)	2.0%	
小计		44.0%
股票	美国高息股票	12.0%
	欧洲高息股票 (已对冲)	15.0%
	亚洲高息股票	11.0%
小计		38.0%
非核心	备兑认购策略	6.0%
	可转换债券	5.0%
	房地产	2.0%
	首选股票	5.0%
小计		18.0%
总计	多元收入	100%

数据来源：渣打银行

指数为巴克莱全球高收益总回报无对冲美元、摩根大通新兴市场债券指数高收益、花旗 WBIG 公司美元、摩根大通新兴市场债券指数投资级、花旗 WBIG 主权、花旗 WBIG 1-5 年期美元、花旗 WBIG 20 年期以上美元、MSCI 北美洲高息股总回报、MSCI 欧洲高息股美元、MSCI 新兴市场亚洲高息股总回报、SPDR 巴克莱可转换 ETF、富时 NAREIT 全球指数总回报美元、安硕优先股 ETF、标普/中信泰富中国公司债券、标普/LSTA 美国杠杆贷款 100 指数、标准普尔 500 指数备兑认购期权指数、CRISIL 综合债券基金指数、摩根大通 EMBI 全球多元、富时 EPRA/ NAREIT 发达北美房产信托总回报指数、富时 EPRA/ NAREIT 欧洲房产信托总回报指数、富时 EPRA/ NAREIT 房产信托亚洲指数总回报、JACI 投资级公司债券、JACI 非投资级公司债券、巴克莱新兴市场本地政府亚洲

经济及政策展望

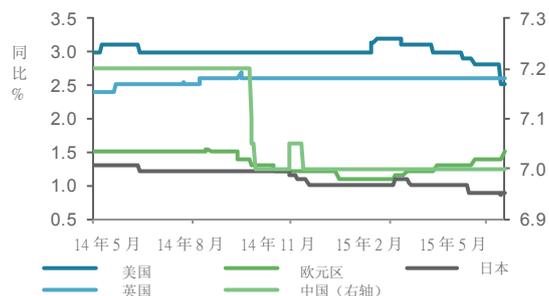
美国经济暂时放缓，可能会令美联储将加息延至9月甚至更后时间。欧洲增长基础正在扩大，但通胀率极低，意味着欧洲央行的买债行动到2016年好一段时间仍有可能持续。日本增长正在加快，而中国则持续放缓，令人憧憬会有更多刺激措施出台。

- 经济回升乏力可能会令美联储押后加息，最早也要到9月。由于首季经济表现令人失望，经济师已下调次季增长预测。虽然4月份就业市场增长加快，但消费情绪保持低落。倘若次季经济回升力度比预期为弱，美联储可能会将加息延至9月甚至更后时间。
- 尽管欧洲经济普遍复苏，但低通胀意味欧洲央行将持续买债。法国、西班牙及意大利经济增长加快，抵消了德国经济放缓的影响，令为时四个月的消费物价下降趋势告一段落。然而，低通胀意味着欧洲央行的买债行动到2016年好一段时间仍有可能持续。
- 希腊是接受援助协议抑或违约，数周便有分晓。希腊与欧盟在里加就发放援助贷款进行的谈判并未取得进展。然而，欧洲央行至今仍继续向希腊提供紧急贷款。德国总理默克尔表示，希腊必须在5月底前达成协议。
- 日本增长加快，对央行加大放宽力度构成阻力。首季年度化增长为2.4%，高于去年末季的1.1%，主要得力于企业增加投资。随着增长加快，日本央行将达成通胀目标的限期由明年3月延后至第三季。虽然通胀仍然低企，但经济增长加快，加大政策放宽力度的机会相应减低。
- 中国经济持续放缓，政策放宽力度应会加大。次季经济连续第二季放缓。我们预期政策放宽力度会加大，包括调降银行存款准备金率及利率。印度受制于油价反弹，重大政策改革亦有延宕。由于出口不振，亚洲各地中央银行可能会维持宽松立场。

美国：经济回升乏力，意味美联储不一定会在9月前加息

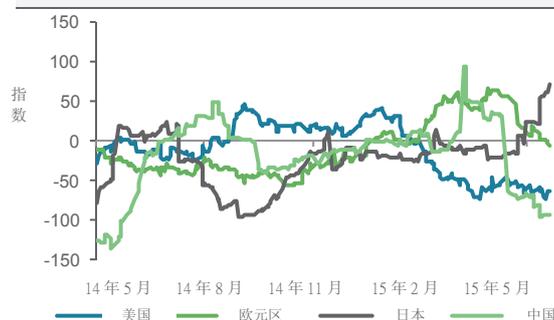
- 次季增长预测下调。过去一周，次季年度化增长的一致估计下调至2.7%（先前为3.1%）。首季增长本已大幅放缓至0.2%，原因是另一场严冬天气打击零售市道，而美元升值及油价下跌则有损出口及能源业投资。
- 就业市场回升，但消费者抱观望态度。美国新增职位经3月份锐减后，到4月份回升。然而，零售销售经3月份回升后，到4月份却停滞不前，5月份消费情绪降至六个月来最低。消费占整体经济70%，所以消费回升对于经济持续增长至关重要。4月份房屋动工量上升至七年来最高，是经过冬季低迷期后的一个可喜现象。
- 工资增长开始加快。4月份平均薪酬增长上升至2.2%，而较广义的劳动成本指标首季升幅更大。由此可见，随着失业率日益接近美联储的5.0-5.2%目标，工资上涨压力正在增强。由于工资上升，我们预期下半年经济会在消费带动下回升。
- 美联储为谨慎起见可能会将加息延至9月或更后时间。美联储主席耶伦表明对于可能形成金融泡沫感到不安，又提醒一旦美联储加息，“债券收益率可能会大幅上升”。然而，其他官员却强调过早收紧政策的风险。我们相信，倘若次季经济回升力度比预期为弱，加息可能会押后至9月甚至更后时间。

过去一月美国增长预测降低，欧元区则上调
2015年GDP增长一致预测(%)



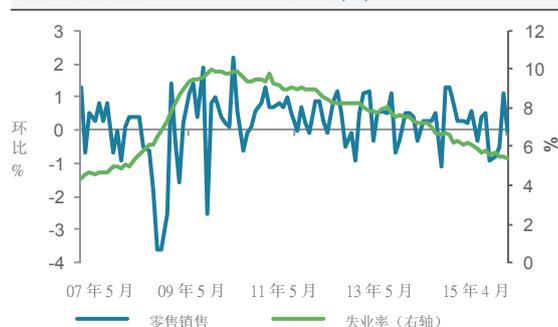
数据源：彭博终端、渣打银行

日本数据予人惊喜，而中国及美国的数据却持续令人失望
主要经济体的经济意外指数



数据源：花旗、彭博终端、渣打银行

美国4月份就业市道回升，失业率下降，但消费保持低落
美国零售销售(环比%)；失业率(%)



数据源：彭博终端、渣打银行

欧洲复苏基础扩大，有助抵消德国经济放缓的影响
欧元区主要经济体采购经理指数(PMI)



数据源：彭博终端、渣打银行

欧洲：增长基础扩大，但低通胀意味量宽必须持续

- **法国、西班牙、意大利加入复苏行列。**欧元区四个最大经济体中的三个首季增长加快，抵销了德国放缓的影响。基于增长基础扩大，经济师将欧元区 2015 年的一致增长预测上调至 1.5%（2 月份为 1.1%），与欧洲央行修订后的目标相符。
- **通缩忧虑减退，但通胀仍然低企。**欧元经消费物价连续四个月录得同比降幅后，4 月份维持不变，缓和了对于长期持续通缩的忧虑。然而，对 2015 年通胀的一致估计(0.15%)仍然显著低于欧洲央行的 2% 目标。
- **低通胀意味欧洲央行须持续买债。**欧洲央行的通胀目标看来在 2016 年也很难达成，皆因经济存在大量过剩产能。由于通胀持续低企，欧洲央行到 2016 年好一段时间可能仍会继续买债。欧洲央行在今夏实行量宽之初即大举买债，表明决心推行史无前例的刺激计划。
- **欧洲央行保底加上经济复苏可能令欧元区免于受到希腊违约拖累。**我们相信，欧元区其他周边国家两年来厉行改革，现在即使希腊真的违约，所受拖累应该相对有限。欧洲央行亦已设立几项流动性保底安排，以防受到此等不确定因素波及。

日本：增长加快对央行加大放宽力度构成阻力

- **首季增长加快。**增长加快，经年度化由上季的 1.1% 上升至 2.4%，高于预期，反映经济正在摆脱去年提高销售税的影响，稳步复苏。至今为止，复苏动力主要来自企业投资增加以及贸易收支改善，但日本央行预期工资会适度上升，加上能源价格下跌，应会触发消费开支反弹。
- **增长加快对央行加大放宽力度构成阻力。**日本央行已将达到 2% 通胀目标的限期推迟六个月至 2016 年 9 月。虽然通胀仍显著低于目标，但增长加快却可作为日本央行押后进一步放宽政策的另一理由。

中国：增长降速下预计会有更多宽松政策

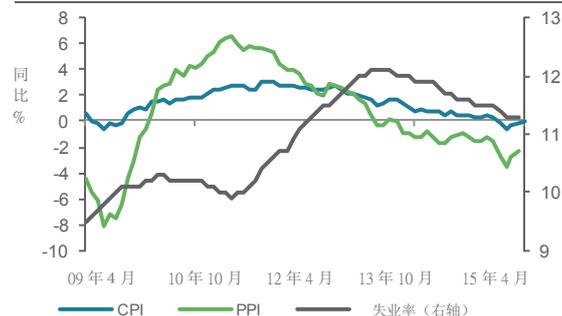
- **增长可能连续第二季放缓。**4 月份经济数据持续不振，意味着中国次季经济可能会连续第二季放缓，即使经过几轮降息、降准及定向宽松亦无济于事。由于前瞻性指标依然疲弱，我们预期银行存款准备金率及利率会进一步下调。
- **进一步放宽大有余地。**虽然人民银行在 5 月份作了六个月内第三度降息，但基准贷款利率仍高踞于 5.1%，远超过 1.5% 的消费通胀率。由于政府的通胀目标是 3%，央行大可进一步降息。

其他新兴市场：印度受制于油价反弹、改革延宕

- **印度央行因油价反弹而未能放手降息。**虽然印度消费通胀已下降至低于央行目标，但由于油价反弹，若再加上季风不调，通胀预期可能会回升。此外，重大的税收改革以及征地法案在国会都遭到抵制。
- **亚洲各地中央银行可能会因出口下挫而保持宽松立场。**亚洲经济体的 4 月份出口普遍持续收缩。出口行业不振，加上通胀低企，都可能会令货币政策保持宽松。

欧元区经济仍甚缓滞，宽松货币政策理应长期推行

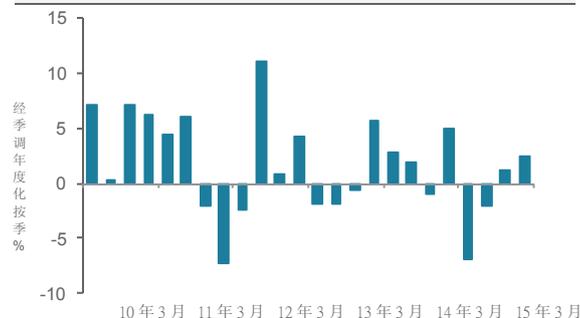
欧元区 CPI 及 PPI (同比%)；失业率(%)



数据源：彭博终端、渣打银行

日本首季经济在企业投资及贸易盈余支持下加快增长

日本 GDP 增长 (经季调年度化按季%)



数据源：彭博终端、渣打银行

中国经济数据保持不振，意味会有更多政策放宽措施出台

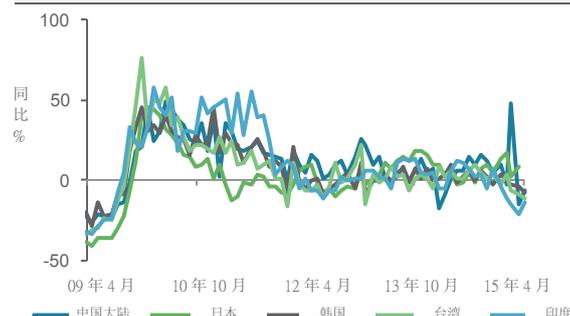
新订单、新出口订单及就业采购经理指数(PMI)



数据源：彭博终端、渣打银行

亚洲 4 月份出口普遍持续收缩

出口增长 (同比%)



数据源：彭博终端、渣打银行

固定收益—低配

- 我们预期收益率升幅会持续受到限制。我们继续看好公司债券多于主权债务，并对亚洲及发达市场公司信用债有均等的偏好。
- 境内、离岸人民币及印度卢比债券以及新兴市场投资级主权美元债券仍是我们的首选的债券资产类别。

G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **德国政府债券带动美国国债收益率上升。**美国国债收益率急升，是德国收益率急升、通胀预期上升、市场流动性偏低三者叠加所致。然而，我们相信收益率升幅会持续受到限制，而近期 2 年及 10 年期利差扩大的情况应会扭转。因此，我们继续倾向为美元债券投资组合维持中度的到期时间组合。
- **我们继续看好新兴市场美元政府债券，当中以投资级为首选。**我们相信过去一月情况无甚改变，而对于近期表现回软，我们认为不过是拉近与其他债券资产类别的走势。

亚洲本地货币债券

- **我们继续偏好印度卢比债券。**近期卢比汇价下跌并不意外，因为其他亚洲货币年初至今普遍走弱，在此环境下要求卢比一直保持稳定是不切实际。然而，以当前的高收益以及资本收益而论，债券回报应可抵销币值下跌之失有余。近期收益率上升是忧虑季风不调与油价上涨所致，我们相信升幅已经过大。我们仍然放心持有印度卢比债券，因为利好的基本因素大致上仍维持不变。
- **我们继续看好境内、离岸人民币债券。**这特别是因为境内、离岸人民币债券与其他资产类别相关性低，所以一直是分散投资的突出之选。

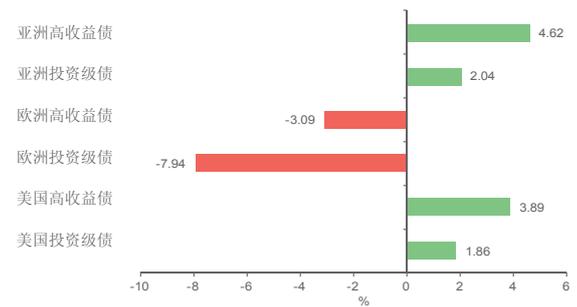
公司信用债（美元）

- **我们对亚洲公司信用债给予基准配置。**虽然该区债券当前收益率低于其他主要新兴市场，但我们认为相对于非亚洲新兴市场及发达市场公司信用债，给予其中性配置是合理的：
 - 估值合理，一直处于历史平均水平附近。相对于其他主要地区信用债市场，其价值亦处于往常范围内。
 - 亚洲增长预期似优于新兴市场其他地区。
 - 亚洲信用债波动性低于其他新兴市场。
 - 亚洲公司违约率预计应低于新兴市场整体，所以收益溢价理应较低。

虽然形势相对利好，但在宏观顾虑下，加上中国货币环境仍然紧缩，我们未能看得更为利好。因此，我们倾向给予亚洲投资级及高收益公司信用债中性配置。

- **切勿高追发达市场高收益。**我们相信近期的升势主要是形势使然，是今年较早时走软后追赶落后所致。然而，基本因素仍处于恶化趋势。我们仍然认为，基准配置可在收益与风险间取得最佳平衡，符合我们看好公司信贷多于主权债券的偏向。

固定收益年初至今表现*（美元）

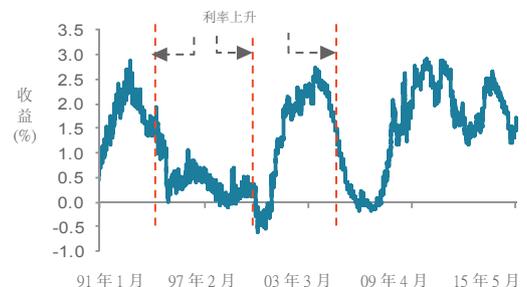


*2014 年 12 月 31 日至 2015 年 5 月 21 日期间

数据源：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

美国收益曲线可能回复趋平

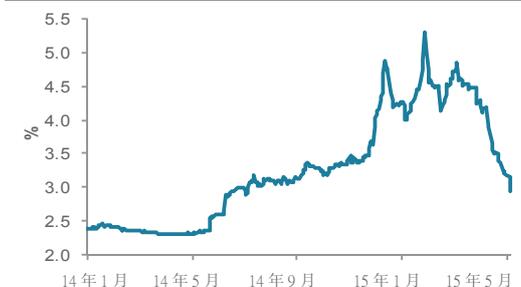
10 年期与 2 年期美国国债利差（10-2 收益曲线）



91 年 1 月 97 年 2 月 03 年 3 月 09 年 4 月 15 年 5 月
数据源：彭博终端、渣打银行

离岸人民币流动性正在改善

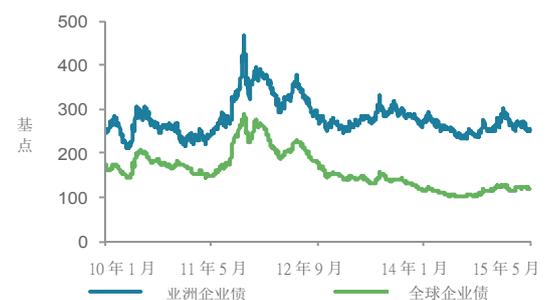
3 个月期离岸人民币伦敦银行同业



数据源：彭博终端、渣打银行

亚洲公司信用债相对于全球公司信用债存在溢价

巴克莱资本全球综合公司、摩根大通亚洲信用债指数利差



数据源：彭博终端、渣打银行

股票—超配

- 由于欧洲央行提供流动性保底，股市今后数周可望保持向好。中国 A 股可能被纳入 MSCI 新兴市场指数，若然对于中国股市是利好消息。
- 欧洲央行在夏季实行量化宽松之初即大举买债，虽然不利欧元，但却有利于欧洲以出口为主的行业，如汽车、资本品、必需消费品等。
- MSCI 订于 6 月 9 日宣布是否将中国境内股票纳入其指数内。若被纳入 MSCI 新兴市场指数，我们相信所占比重会介乎 2-5% 之间。
- 对于印度及泰国的短期前景，我们的态度趋于审慎。近期表现落后是因为市场顾虑估值过高、盈利业绩令人失望以及印度方面的施政挫折。

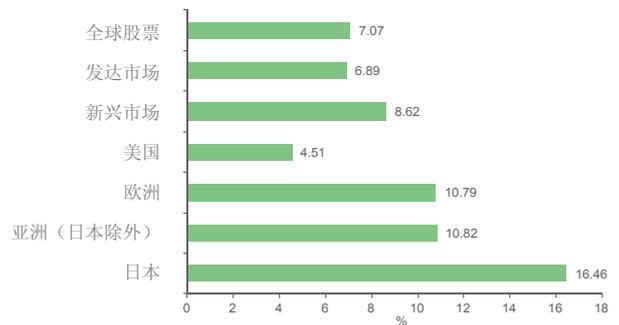
攀登忧虑之墙

- 股票投资者过去一月须应付连串利空的事态发展，包括：
 - 1) 美国盈利预亏以及欧洲盈利零增长
 - 2) 美国首季 GDP 增长令人失望，按季年度化平均仅得 0.2%，显著低于预测的 1% 增长。
 - 3) 希腊现金紧绌，令人揣测该国有可能早至 6 月便会退出欧元区
- 面对此等利空的事态发展，加上债券收益率上升、汇率波动，股市却表现坚稳，反映投资者有能力成功攀登“忧虑之墙”。这种特别的市场情绪通常会有两个结果，其中之一是：利空消息充斥至不能忽视的地步，投资信心涣散，终至出现大幅度调整。另一结果是，连串消息由利空转为利好，证明投资者乐观有理。
- 欧洲及日本央行愿意为金融体系提供流动性，意味着市场在中期内可能会维持看好的偏向。回落是难免的，可能关乎希腊危机在往下一月如何收场，亦可能是美联储在今后六个月内开始加息所致。然而，由于盈利可望稳步回升，所以股市即使回落，反弹的机会也很大，并会迈向新高。
- 要掌握市场调整的时间绝非容易，我们建议投资者在有货币对冲的基础上逢低吸纳欧股及日股，因为我们相信两者进一步上升的潜力最大。至于美股，我们维持标配立场。

欧洲央行量宽之初即大举买债

- 欧洲央行预早应对欧洲资产市场夏季波动加剧的风险，宣布在实施每月 600 亿欧元买债计划之初即大举买债（即在 5、6 月份超额购买）。欧洲央行决定增加买债量，显示一旦市场受到希腊事件打击，也会有流动性保底。
- 欧洲央行的宣布对欧洲政府债券产生了实时的利好影响，局部扭转了 4 月中开始的跌势。债券收益率下降拖低了欧元兑美元汇价，而后者与美国、德国两年期利差紧密相关。

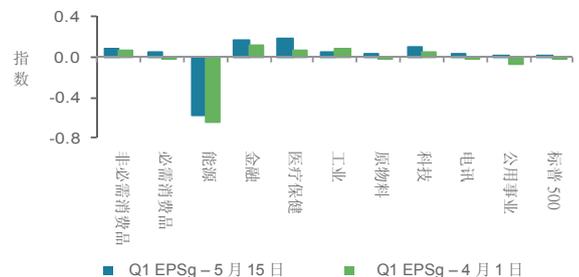
年初至今股市表现*（美元）最新近况



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 5 月 21 日期间
数据源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

标普 500 首季盈利进入正数区域

标普 500 各板块于 4 月 1 日与 5 月 15 日的首季盈利预测



数据源：Datastream、IBES、渣打银行

STOXX 600 能源板块首季盈利预测在 4 至 5 月间回升

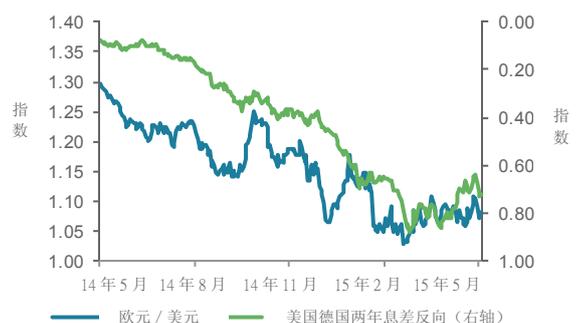
STOXX 600 各板块于 4 月 1 日与 5 月 15 日的首季盈利预测



数据源：Datastream、IBES、渣打银行

美国、德国利差向有利欧元的方向恢复

美国、德国利差（翻转）与欧元兑美元汇率



数据源：彭博终端、渣打银行

- 欧元下跌刺激了欧洲以出口为主的行业，如汽车、资本品、必需消费品等。虽然此等行业首季表现良好，但自4月中欧元回升后走势转弱。在4月中至5月18日欧洲央行作出宣布期间，泛欧600指数表现落后标普500指数7%。若欧元近期转向是新趋势的开始，则欧洲股市就有可能开始再度领先美股。

MSCI 将决定是否将中国 A 股纳入其指数内

- MSCI 订于6月9日宣布是否将中国 A 股纳入其指数内。MSCI 管理的指数获全球积极型（互惠基金）及消极型（交易所买卖基金）管理公司广泛采用。全球各地以 MSCI 指数为管理基准的资产总值估计达 9.5 万亿美元。
- 目前，MSCI 指数只纳入了海外上市的中国股票以及深圳、上海上市的 B 股。其实，中国国内上市股票即 A 股已占全球总市值 11%。
- 投资 A 股的限制已慢慢解除，境外机构投资者可获分配买卖 A 股额度。2014 年 11 月开通的“股市交易互联互通机制”让散户亦可买卖 A 股。该机制的设立可能改变了游戏规则，提高了 MSCI 在 6 月 9 日作出正面决定的机会。
- 据市场预期，中国在 MSCI 新兴市场指数初期所占比重会介乎 2% 与 5% 之间。若中国 A 股被纳入，也只会由 2016 年 2 月开始，而最终比重只会在两年期内逐步递增，可能是每六个月增加 0.5-1%。这种递增方式旨在让机构投资者有时间调整持仓比重。随着 A 股买卖额度增加，我们预期中国在新兴市场所占比重也会相应提高。假设明日就撤除所有配额限制，则 A 股在 MSCI 新兴市场指数所占比重应会是 16%。

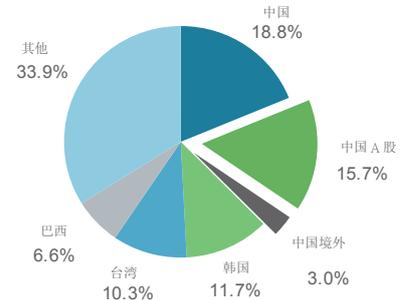
将泰国及印度配置减至标配

对于印度及泰国两地股市的短期前景，我们已不如先前般看好。这主要是基于对两市估值的顾虑——按一致盈利预测计算，两市的长期平均估计分别为 15 倍及 11 倍，而现时估值高出近 15%。两市的盈利修订都在区内最低之列，印度更有施政挫折，都令投资者感到失望。我们对两市的长期前景仍抱积极看法，但相信短期上行空间有限。降低两市评级后，我们首选的超配对象是中国及台湾。

小结：

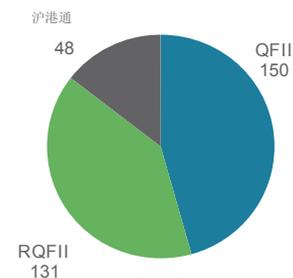
投资者过去一月成功攀登忧虑之墙。展望前景，欧洲央行提供流动性保底以及中国 A 股可能被纳入 MSCI 新兴市场指数都可成为将指数推上新的因素。美国增长令人失望，希腊与欧盟的谈判之路快到尽头，却可能成为利空的催化因素。

中国 A 股在 MSCI 新兴市场指数的假设性比重
MSCI 新兴市场指数的备考国别比重



数据源：MSCI、渣打银行

投资中国 A 股受到限制
中国 A 股额度分析



数据源：MSCI、渣打银行

商品—低配

- 我们预期金价短线区间震荡，但较长线会走弱
- 石油及工业金属价格近期的升势，我们认为难以持续

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。虽然近几月商品价格显著上升，尤以能源及基础金属价格为甚，但我们认为这主要是短期因素所致，对较长期的基本前景并无影响。

- **我们对能源维持标配。**我们相信油价现时的升势不大可能持续。我们认为，就供求两方面而论，基本前景都显示价格不会显著上升。供应方面，石油输出国组织成员国产量持续增加，而非成员国产量只是略微减少，因为各主要产油国都没有大幅度减产。与此同时，美国及石油输出国组织成员国的原油及石油产品库存却持续增加。此外，据我们估计，只要油价处于每桶 60-65 美元，众多的页岩油生产商就会有有利可图。因此，一旦油价升至此等水平就会刺激产量增加，最终令价格承受更大压力。

需求方面，我们相信近期需求急升是季节性因素所致，亦因为中国要增加若干战略性储备。然而，从较为基本的层面看，需求增长始终不振。因此，即使油价在较长期内有可能升至高于现水平，但短期而言的确会调头向下。

- **我们对黄金维持标配。**我们预期以美元计金价短期会走弱，波动区间颇大。从供求角度看，我们认为两方面都不会有大变化。供应方面，投资者对黄金的兴趣持续减退。从黄金 ETF 的持仓可见，投资者在 5 月份的持有量锐减。供应方面，黄金存货量大致上维持不变。

从宏观经济角度看，整体环境持续有利于高风险资产。美联储可能加息，美元走强，仍是金价的主要阻力所在。短期而言，希腊债务问题可能会在欧洲引起一些买意。然而，我们相信其溢出效应有限，因为决策当局可能已准备好有效的应对。

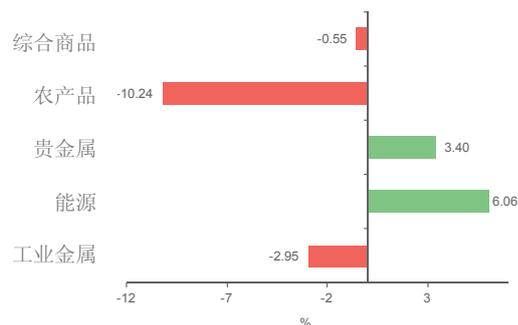
- **我们对基础金属维持标配。**我们预期基础金属价格近期的升势不可持续。中国的需求可能保持低落，因为住房及商业投资仍然不振，而供应则保持高企。

我们认为，近期价格上升主要是因为美元下跌、中国放宽政策以及再生铜暂时缺货。我们相信，此等因素无一能对铜价产生较长期的支持作用。

同样，我们认为近期铁矿石价格上升是短期因素所致，其中之一是季节性需求，但我们认为较长期因素未见有显著改善。

至于铝及锌，据近期数据显示中国的精炼产量显著增加，可能会令供应更加过剩，对价格构成压力。

商品市场年初至今表现* (美元)

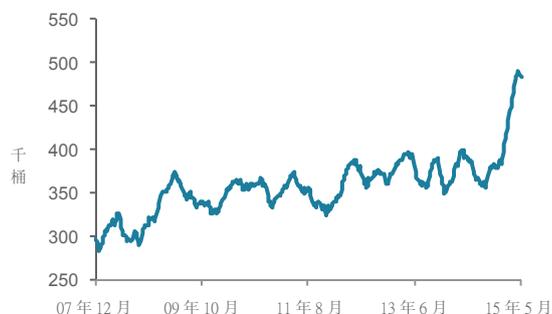


2014 年 12 月 31 日至 2015 年 5 月 21

数据来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数为美元总回报指数

美国原油存量仅略低于纪录水平

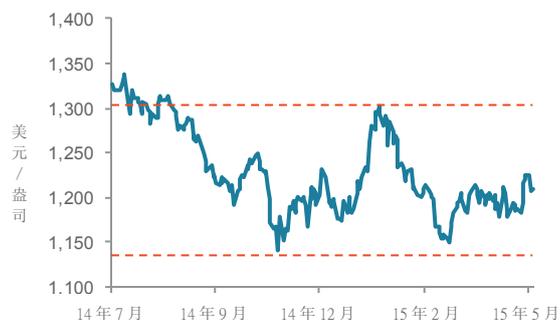
美国总原油存量



数据来源：彭博终端、渣打银行

金价短线可能呈震荡格局

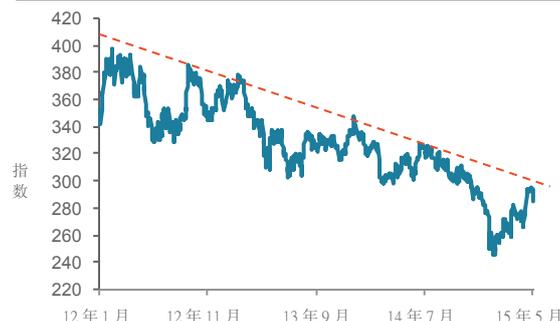
金价



数据来源：彭博终端、渣打银行

近期铜价上升可能是暂时现象

铜价



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。利好的主题—中央银行政策分歧、市场趋势较为明晰以及市场波动中寻求保障的需求—大致上维持不变。
- 过去一月宏观策略表现欠佳，主要原因可能在于美元与债券收益率走势背驰。然而，情况已有扭转迹象。
- 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。

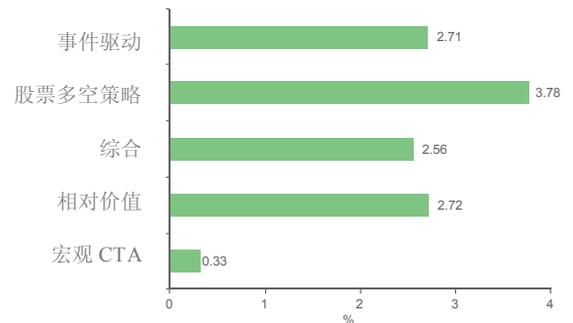
美元震荡及债券收益率急升损及宏观策略。两者背驰步伐之快，可能不利于该策略着重离散性及跟踪趋势的本质。然而，我们相信这阵弱势是暂时性的。美元已有转势迹象，而我们预期债券收益率会持续受到限制。跟踪趋势的策略可能需要时间调整。在极端仓位部署开始正常化后，只要基本因素重获主导地位，分歧就有可能重现。

我们对另类策略维持超配的主要理据维持不变。有关美联储加息的议论再现，可能会令市场注意焦点再放回政策分歧之上，有利宏观策略。同时，在短期市场波动下，多/空策略应会表现领先。

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 5 月 21 日期间

数据源：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 个月的时限

中期

指 6-12 个月的时限

外汇市场

- 美元近期回落，我们视之为兑欧元、日圆、澳元及新加坡元的吸纳良机
- 我们看好英镑兑非美元货币，包括欧元、日圆、澳元及新加坡元

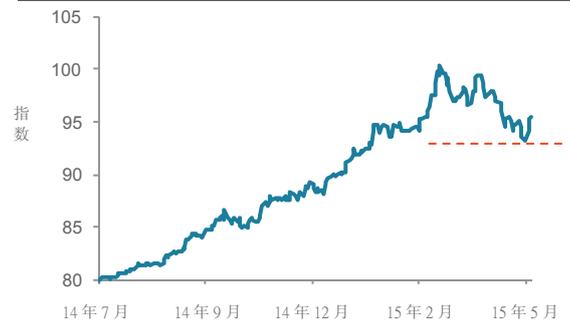
美元：我们中期适度看升

我们预期美元中期走强，并相信近期回落之势已告一段落。此外，我们认为美国经济数据近期的弱势只是暂时性的，并预期美国经济今后几季会加快增加。另外，我们预期美联储会在 9 月加息，进一步增强美债资产的利差优势，亦会刺激美元需求。我们对美元的观点主要的失准风险在于经济基本因素持续走弱，以致美联储加息之期大为押后。

欧元：我们中期看跌

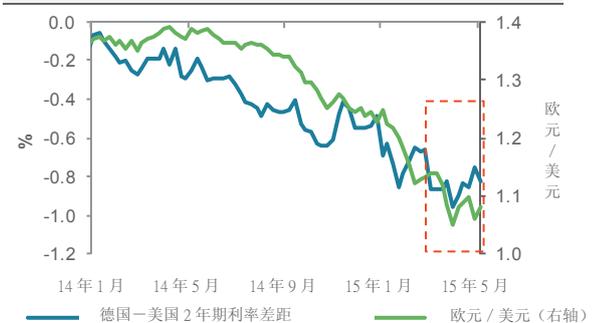
我们预期欧元中期会走弱。我们认为，虽然近期欧元区的增长及通胀上升，但不大可能改变现行政策方向。我们相信欧洲央行会继续推行极为宽松的政策，直至重振长期通胀预期的工作有长足进展为止。因此，我们相信投资者可能会继续在欧元区外寻求较高收益的资产。这种情况可能会进一步恶化，因为一旦美联储加息，美债资产的利差优势会进一步扩大。我们预期，尽管经常帐盈余可观，而经济数据又略现改善，但主导欧元中期走势的因素仍会是利差。

美元短期内可能见底
美元指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

欧元：近期德国—美国利率利差上升之势可能持续
德国—美国 2 年期利率利差与欧元兑美元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

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震荡格局。我们预期日圆中期会下跌，不过短期内可能会维持震荡格局。2015 年的政策分歧仍是我们看空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，日圆可能会维持震荡格局。

英镑：我们维持中期中性。经过近期上升后，我们认为英镑已无甚再上升余地。我们相信美联储加息会令英镑受压，因为美债及英债的收益差距正持续扩大。同时，我们相信各大央行中英格银行会是第一家跟随美联储加息。最近的通胀报告强调调时的低通胀是暂时现象，经济体系的过剩可望在大约一年内消除。以此而论，我们认为英国的基本因素比别国为佳，所以预期英镑兑欧元、日圆、瑞士法郎及澳元中期上升，但兑美元不在此列。

澳元：我们维持看空

我们预期澳元中期会进一步走弱。我们认为澳元近期反弹只是暂时现象，应趁机沽出。铁矿石价格近期的上升之势相信难以持续，若然即有损澳洲的出口竞争力及矿业投资。另外，倘若当地经济环境进一步恶化，我们预期澳洲央行会再降息。我们此认为这样会进一步削弱澳洲相对于其他 G10 国家的利差优势。到美联储将近加息时，我们预期汇率波动会加剧，可能进一步减低澳元套利交易的吸引力。

新加坡元：我们中期稍为看空

我们预期在 12 个月期的中期会稍为走弱。一旦美联储加息，新加坡主要贸易伙伴的货币会相应下跌，而以之作为汇率基准的新加坡元自然亦会被略微拖低。另外，国内经济前景可说毫无生气。我们认为，倘若国内通胀情况及楼市进一步恶化，决策当局可能不得已要放宽货币政策。

其他亚洲（日本除外）货币：我们维持中期中性

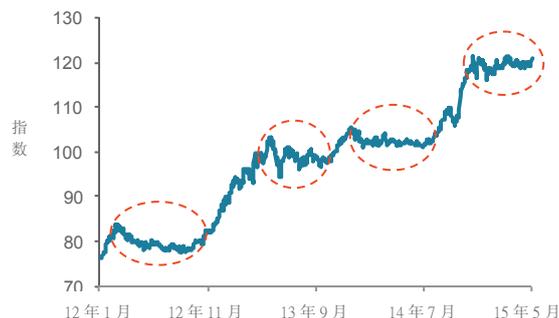
我们对亚洲（日本除外）货币整体的看法维持中性，但相对偏重于人民币及印度卢比。我们预期泰铢及韩圆的表现会相对落后，因为其估值过高，可能会遭到政策打压。我们对印度卢比、马来西亚林吉特及新台币维持中性立场。

至于人民币，我们相信政府可能重视长期改革多于汇率走弱所产生的短期利益。我们认为，由于中国要提高人民币的国际化程度（如将之纳入国际货币基金组织的特别提款权货币篮子），政府会继续倾向维持人民币汇率稳定。在双向资金流受到限制的情况下，我们并不认为近期宏观经济数据走弱以及货币政策放宽对人民币有不利影响。印度卢比方面，我们预计其汇价不会从现水平显著下跌。一旦出现大手抛售，我们认为印度央行可能会出手干预，支撑汇价。不过就较长期而言，印度央行可能倾向让印度卢比汇率渐进地下降，以增强出口竞争力。

我们亦已将泰铢及韩圆的观点向下修订。相对于历史水平，两者的贸易加权汇率都显著偏高。虽然决策当局已出人意外地进一步放宽货币政策，但倘若汇率进一步走强，我们相信这两个倚重出口的经济体会再加大放宽力度，甚至采取直接干预手段。

美元兑日圆：若美联储加息可能会突破高位

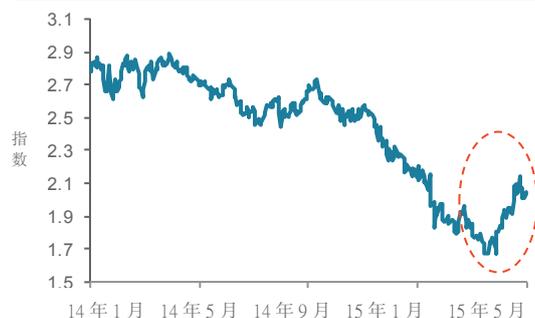
美元兑日圆



数据来源：彭博终端、渣打银行

澳元：市场低估澳洲央行再降息的可能性

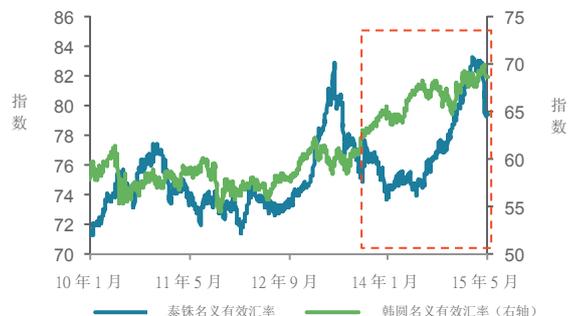
澳洲 2 年期政府债券收益率



数据来源：彭博终端、渣打银行

韩圆及泰铢：此出口导向的两种货币（贸易加权）都有显著升幅

韩圆及泰铢的名义有效汇率



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。