

各项投资主题奏效，但波动性会上升

值此年中之际，本集团的投资委员会用了两天时间进行反思，结果是喜忧参半—可喜的是我们各项观点今年以来普遍收到成效，可虑的是未来两三个月投资者可能会遇到更大挑战。这份半年度报告旨在帮助大家应付未来可能出现的艰难时刻。

回顾过去…

我们 2015 年 W. I. D. E. N. 主题的三大信念—看好全球股市、全球性分散的收益篮子、另类策略—以及我们大部分较细微的投资决定，至今一直表现良好。欧洲及日本股市在有货币对冲的基础上表现领先，尤其令人欣慰。此外值得高兴的是，我们的买入决定无一招致显著的绝对亏损。（见第 4-6 页）

展望未来…

在全球投资委员会(GIC)会议上，我们注意到不少可喜的宏观发展。美国经济看来已摆脱短暂回软期，重拾升轨。欧洲及日本的经济数据比预期为佳。通缩忧虑看来已显著缓和。因此，货币政策保持宽松。中国经济前景令人担忧，但毕竟政府已在放宽政策。总的说来，基于此等发展，我们三个重点投资主题在 6-12 个月期内的前景应可看好。（见第 7-9 页）

然而，短期而言亦有阴霾正在形成。我们用了大量时间讨论短期前景，对于短线市况可能回落日感担忧（见第 3 页）

留意希腊、美联储、中国以及天气变化。希腊与其债权方的关系正在恶化。违约风险正在上升（第 9 页）。我们认为“希腊脱欧”的可能性仍然不高，但对此的忧虑可能会上升。另外，美联储预计会开始收紧政策，往常总会导致短期波动增加（第 3 页）。中国方面，由于其股市波动甚大，我们会继续密切注视市况（第 13 页）。最后是本质上难以捉摸的厄尔尼诺现象，一旦来临可能会增加不确定性，尤其是在新兴市场方面（第 15 页）。

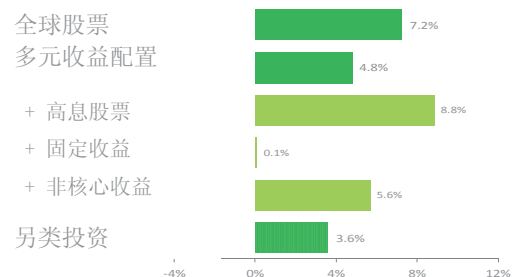
在这种形势下，要预测资产市场的未来走势难度甚高。我们撰写本报告的目的就在于此，希望能够引导大家安然度过今后的 6-12 个月。

目录

各项投资主题奏效，但波动性会上升	1
投资策略	3
2015 上半年表现	4
我们的重点主题表现	5
多元收益近况	10
债券—低配	12
股票—超配	13
外汇市场	17
免责声明	19

2015 年各主要看好资产的表现

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 6 月 18 日期间

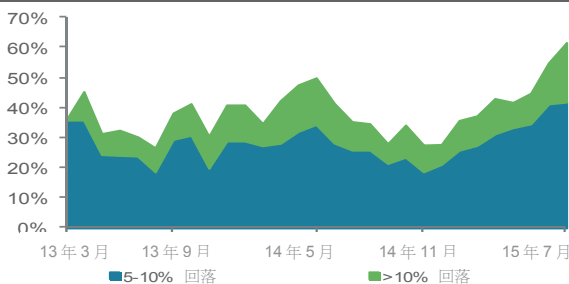
资料来源：彭博终端、渣打银行

* 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

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

我们对于全球股票回落的忧虑日增

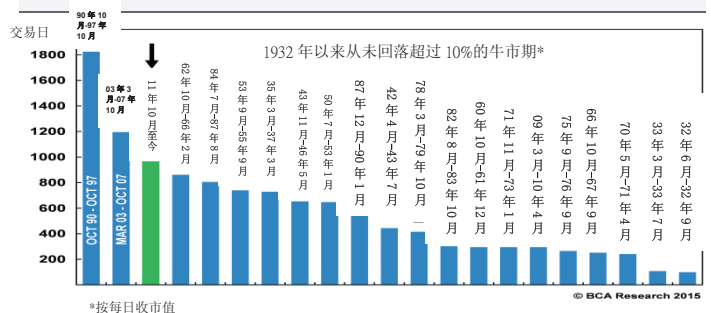
渣打全球投资委员会对全球股票在往后三个月回落 5-10% 与 >10% 的可能性意见



资料来源：渣打银行

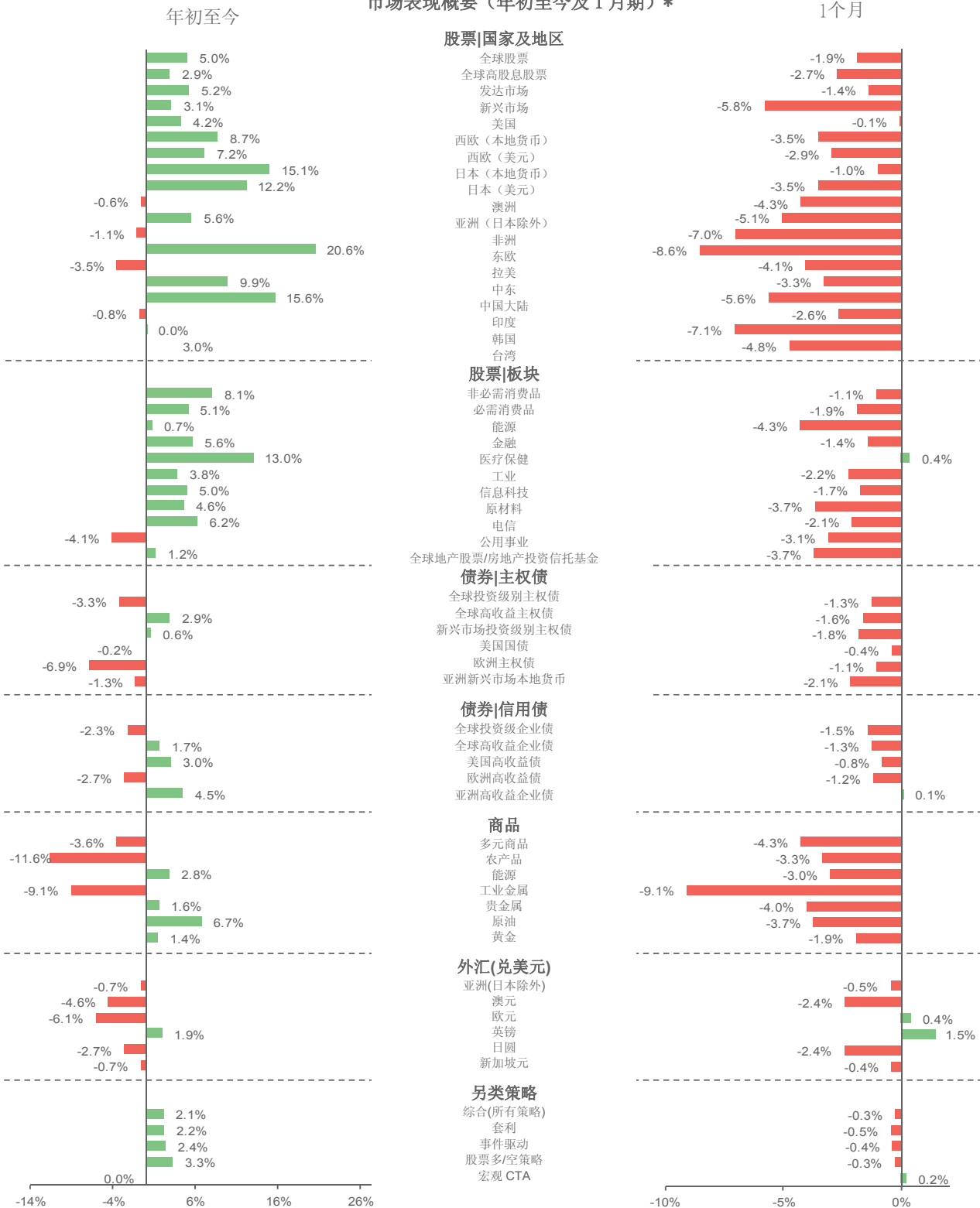
美国股市现正处于 1932 年以来从未回落超过 10% 的第三长升势

每次调整不超过 10% 的牛市期



*按每日收市值
资料来源：BCA、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 6 月 18 日, 1 个月期表现由 2015 年 5 月 18 日至 6 月 18 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

- 我们相信 W. I. D. E. N. 各项主题今年下半年仍然有效。看好全球股票、多元收益及另类策略。
- 根据历史经验，全球股票今后数月回落的风险正在上升。最佳的应对之道可能是切换到风险较低的资产类别（而非套回现金）。

W. I. D. E. N. 各项主题今年下半年仍然有效。 美国经济经过首季回软后，看来已重新加快步伐，而大部分地区的通胀看来亦受到充分压抑。美联储若加息，政策分歧势将扩大，可能导致短线波动。新兴市场继续推行改革。综合此等因素可见，基于 W. I. D. E. N. 的三项投资主题——全球股票、多元收益、另类策略——应会继续有好表现。

美联储加息后各资产类别走向如何，可以史为鉴。 自 1970 年以来有关美联储加息周期的数据显示：(a) 美联储加息后市场波动上升，只是为时短暂；(b) 股票、高收益及新兴市场主权债务（美元计价）在加息后 12 个月表现良好；(c) 2 年期美国国债收益率总会在开始加息前后急升，但较长期债券受影响较轻微。

我们日益忧虑全球股票今后数月可能会以大于往常的幅度回落。 根据历史经验，美联储加息可导致市况短线走弱。然而，此等回落一般都是短暂的，意味着我们可趁机超配我们首选的资产类别。

对投资者的意义：

- W. I. D. E. N. 主题——全球股票、多元收益、另类策略——在 6-12 个月期内仍然有效。** 具体点说，我们趁市况波动超配欧洲及日本股票、多元收益资产以及股票多/空策略、宏观及事件驱动另类策略。2 年期美国国债收益率上升，亦可能会在现在至美联储开始加息这段期间推升美元。
- 我们对短线回落的担忧日增，意味着应切换到风险较低一些的资产。** 我们相信，要在回落风险上升之际保持充分投资，最佳的做法是在夏季期间把部分资金转移到风险较低的资产类别。较诸单单套回现金，这样做的好处在于不会完全离市，一旦回落幅度比预期为小甚至根本没有回落时，亦不致完全错失机会。我们认为杠杆贷款、备兑认购期权、人民币债券、另类策略等资产都是具有吸引力的轮换对象。
- 现阶段对欧洲（英国除外）及日本股票维持货币对冲。** 我们会否维持此等对冲，会否在某个时间考虑将之撤除，关键就在于美元今年下半年的走向。

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

W. I. D. E. N. 主题今年下半年仍然有效

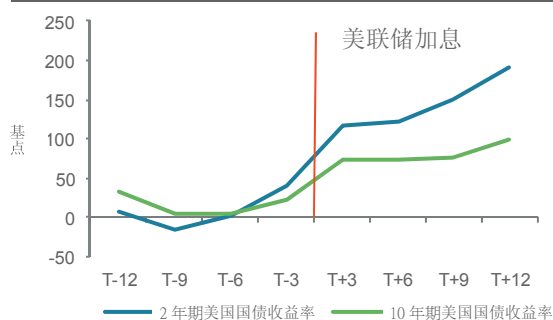
W. I. D. E. N. 主题

W	全球经济在美国增速带动下维持扩张之势 风险资产维持超配，尤其是 发达国家股票
I	通胀维持低水平 保留多元收益配置
D	货币政策分歧造就多样化的投资机会 须因应美元走强而作部署 要保持警觉，留心是否有本地机会
E	美国零利率告终，将导致不少资产类别出现短线波动 为波动加剧作好准备，伺机从中得益
N	改革的必要性对新兴市场回报有关键影响 目前保持选择性立场

资料来源：彭博终端、渣打银行

每当美联储启动加息周期时，变动最大的总是短期收益率

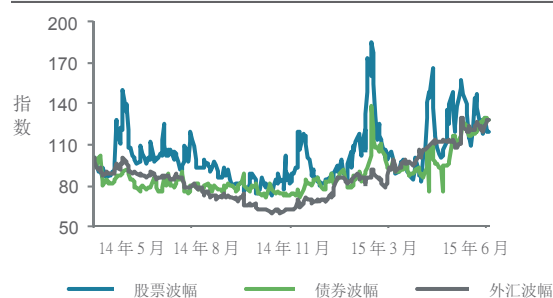
美联储以往六次启动加息周期时的 2 年期美国国债收益率。T=距美联储开始加息月数



资料来源：彭博终端、渣打银行

各资产类别的波动性普遍趋升

VIX、MOVE 与摩根大通全球外汇波动性指数



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 2 月
固定收益	发达国家投资级债	低配
	新兴市场投资级债	超配
	发达国家高收益债	标配
	新兴市场高收益债	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

2015 上半年表现

下表总结我们在《2015 年展望》文件（2014 年 12 月 12 日发布）所提出的主要投资决定，以及每项决定在 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 6 月 18 日期间的表现是否与我们的预期相符。

主题	指数名称*	相对基准**	状况	平仓日期	绝对***	相对****
债券						
低配债券	花旗全球投资级债券指数美元	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		不适用	✓
超配新兴市场投资级债券	摩根大通 EMBI 全球多元指数	花旗投资级债券指数美元	未平仓		✓	✓
超配全球公司信用债	花旗投资级债券公司指数美元	花旗投资级债券政府 / 政府保荐指数美元	未平仓		X	✓
看好境内人民币本地债券（美元）	标普中国公司债券指数		未平仓		✓	不适用
看好离岸人民币本地债券（美元）	巴克莱离岸人民币指数		未平仓		✓	不适用
看好印度卢比本地债券（美元）	CRISIL 综合债券基金美元指数		未平仓		✓	不适用
30-10 年期美国国债利差趋平	美国国债 30-10 年期收益利差		未平仓		X	不适用
10-2 年期美国国债利差趋平	美国国债 10-2 年期收益利差		未平仓		X	不适用
股票						
偏重股票多于债券	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	花旗投资级债券指数美元	未平仓		✓	✓
超配美国	MSCI 每日净总回报 USA USD	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	已平仓	2 月 12 日	✓	✓
超配欧元区（经对冲）	MSCI 欧洲指数美元对冲	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		✓	✓
超配日本（经对冲）	MSCI 日本美元对冲净指数	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		✓	✓
低配亚洲（日本除外）*	MSCI 所有国家每日净总回报亚洲（日本除外）美元	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		✓	✓
超配印度	MSCI 新兴市场印度净总回报 USD	MSCI 所有国家每日净总回报亚洲（日本除外）美元	已平仓	5 月 19 日	✓	X
超配全球科技	MSCI 所有国家全球每日净总回报科技美元	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		✓	X
超配美国食品及饮料类消费品	MSCI 美国食品饮料及烟草指数	MSCI 每日净总回报美国美元	已平仓	5 月 21 日	✓	X
商品						
低配商品	彭博商品指数	MSCI 所有国家全球每日净总回报美元	未平仓		✓	✓
低配黄金	现货金价每金衡盎司美元	彭博商品指数	已平仓	2 月 13 日	X	X
另类投资						
超配另类策略	HFRX 全球对冲基金指数	花旗投资级债券指数美元	未平仓		✓	✓
超配股票多/空策略策略	HFRX 股票对冲指数	HFRX 全球对冲基金指数	未平仓		✓	✓
超配宏观 / 商品交易顾问	HFRX 宏观/CTA 指数	HFRX 全球对冲基金指数	未平仓		✓	X
事件驱动策略	HFRX 事件驱动指数	HFRX 全球对冲基金指数	未平仓		✓	✓
外汇						
看好美元	美元指数		未平仓		✓	不适用
中度看淡澳元	澳元 / 美元交叉汇率		未平仓		✓	不适用
中度看淡新西兰元	新西兰元 / 美元交叉汇率		已平仓	4 月 24 日	✓	不适用
人民币表现将领先于亚洲（日本除外）货币	人民币 / 美元交叉汇率	彭博摩根大通亚元指数	未平仓		不适用	✓
印度卢比表现将领先于亚洲（日本除外）货币	印度卢比 / 美元交叉汇率	彭博摩根大通亚元指数	未平仓		不适用	X
中度看淡韩圆	韩圆 / 美元交叉汇率		已平仓	3 月 27 日	X	不适用
中度看淡新台币	新台币 / 美元交叉汇率		已平仓	3 月 27 日	X	不适用
多元资产收益						
灵活配置**固定收益			未平仓		不适用	不适用
对股票收益 / 股票利息的信念			未平仓		✓	不适用
非核心收益			未平仓		✓	不适用

*就亚洲（日本除外）股票而言，我们是低配，但须强调我们预期会有正数回报，并预期上、下半年情况有别：上半年有正数回报，下半年则表现转差

** 倾向采取无约束固定收益策略

资料来源：彭博终端、渣打银行。表现量度期间为 2014 年 12 月 12 日起至 2015 年 6 月 18 日止或至有关观点平仓日止

解释说明：

✓ - 带来正数回报的决定； X - 带来负数回报的决定；

- 用以量度表现的市场指数或参考对照

- 市场指数的简单绝对回报

低配 - 预期回报少于相对基准

看升 / 看好 / 信念 - 预期可取得正数回报

趋平 - 长期与短期收益率的差距收窄

- 用以量度相对表现的市场指数或参考对照

- 用以量度表现的市场指数与相对基准的表现比较

超配 / 首选 / 表现领先 - 预期回报多于相对基准

看淡 - 预期会带来负数回报

以往表现并不预示未来表现。基于任何历史数据进行的某一交易实际所得的任何结果或回报于此并未提供保证、表述或预测。

我们的重点主题表现

我们的 W. I. D. E. N. 投资架构包含三个重点看好的投资主题—全球股票、多元收益及另类策略。这三个主题应可充分体现我们在踏进 2015 年之际对经济、政策及金融市场环境前景的看法。至今为止，这三个信念都收到良好效果：

全球股票—自 2014 年 12 月 12 日（我们发布《2015 年展望》当日）以来，上升了 7.2%。

多元多元收益投资组合—这方面有显著良好表现，只是在最近期因利率预期上升而有所转弱。这个配置在 5 月份稍经调整，至今回报约为 4.8%。一如预期，回报主要来自高息股票，其次是非核心收益资产的合理表现。

另类策略—我们的 W. I. D. E. N 架构与 2014 年 A. G. I. L. E 架构的最大不同之处，在于引进了看好另类策略的信念。这个主题效果良好，另类策略过去六个月取得 3.6% 回报。

较细微主题的表现

除了上述三个重点信念外，我们也提出了一些较细微的观点。以下是此等观点的表现总结。

债券

概括而言，我们年初的立场是低配债券。债券表现不仅及不上我们首选的资产类别（股票及另类策略），绝对回报更呈负数。

美元债券方面，我们倾向持有新兴市场投资级债券及全球公司债券。前者的绝对回报为正数（2.2%），表现领先于全球债券基准。相对而言，全球公司信用债亦表现领先，无奈绝对回报却是负数，原因之一是欧元及日圆走弱。

我们亦建议投资者考虑三个亚洲本地货币债券市场—境内及离岸人民币、印度卢比。三者至今都带来正数回报，不过我们须承认，我们对于印度卢比债券的表现感到失望。我们预期印度卢比汇价会稍为走弱，但亦预期政策放宽会令债券收益率显著下降。利率的确下调了，但收益率反而急升，皆因预期季风不调，通胀会因而上升，令中央银行难以再进一步减息。

我们的观点中，最为失准的在美元收益率曲线方面（即长、短期政府债券息差）。我们预计，随着开始加息之期渐近，美元曲线应会趋平（息差收窄），但在撰写本报告之时，曲线的两个凸显部分实际上却是趋陡。

股票

如前强调，股票是我们首选的资产类别，事实再一次证明这个观点正确。踏进 2015 年之际，我们是超配美股，以及在有货币对冲基础上超配欧股及日股。我们在 2 月 12 日结束对美股的超配部署（当时绝对回报为 4.8%，表现领先于全球基准）。另外，欧股及日股亦表现领先，而货币对冲更增强了两者的回报，分别为 11.5% 及 15.5%。

我们在年初时低配亚洲（日本除外），但预期由于上半年表现强劲，下半年相对会较弱，全年回报应为正数。上半年表现良好，指数走势强劲（上升 6.9%）。亚洲（日本除外）股票一度表现领先于全球基准，但期相对表现走弱，反而变成稍微落后。该地区虽然不属于重点主题，但相对而言我们是超配中国，而这个决定的确效果良好（见《投资摘要：中国—尾盘风险下降，政策宽松将刺激股票》，2014 年 12 月 30 日刊）。

股票及另类策略表现先于债券、商品及现金

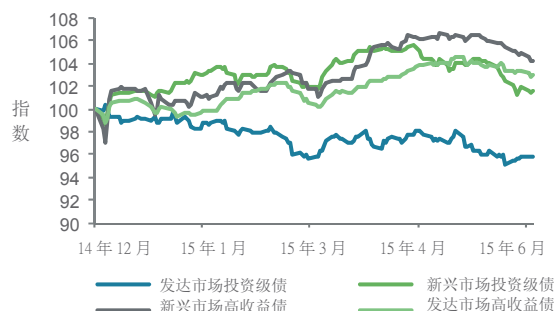
一级资产类别表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

高收益债券表现领先

二级债券表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：花旗、巴克莱、摩根大通、彭博终端、渣打银行

日股表现领先，拉丁美洲股票则落后

二级股票表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们在 2015 年的首选板块是全球科技（升 7.1%）及美国食品饮料（5 月中平仓时有 5.6% 回报）。两者的绝对表现俱佳，但却落后于各自的相关基准。

商品

踏进 2015 年之际，我们对商品抱看淡观点，其表现亦一如预期。然而，我们在商品方面不太如意。年初时，我们认定黄金表现会较差，于是以之为重点低配对象，但到 2 月中我们结束其低配部署时，黄金录得正数的绝对回报（0.6%），表现领先于全球商品基准。雪上加霜的是，黄金其后下跌了 2.2%。

另类策略

按照我们的 W.I.D.E.N 架构，我们认为值得把另类策略加入配置之内。此举效果良好，另类策略基准指数表现领先于现金、债券及商品。

在另类策略中，建议采取的三个部分都带来正数回报，其中两个（股票多/空策略及事件驱动策略）表现领先于另类策略指数整体。

多元资产收益

如前所述，我们的收益投资配置表现良好，上升 4.8%。在这方面，我们表示有必要对固定收益采取灵活态度，因为我们相信收益率上升会形成一个严峻的环境，尤其是就美元债券而言。美元及欧元债券收益率近期急升，便印证了此等顾虑。

我们对高息股票的信念带来可观回报，尤其是在欧股方面。我们聚焦于非核心收益（亦是 2014 年回报的主要来源之一），近六个月来亦取得不俗回报。

外汇

我们持续看好美元的立场今年早段收到良好效果，但其后美国经济数据欠佳，而欧洲数据以及较近期的日本数据则转强，终令美元整固。尽管如此，美元指数近六个月仍上升了 6.4%。

我们强调我们看淡澳元及新西兰元这两种商品货币，这个观点果然正确。自《2015 年展望》发布以来，两者分别下跌了 5.4% 及 2.3%（截至 2015 年 4 月 24 日我们结束对新西兰元的看淡观点时一事证明过早结束）。

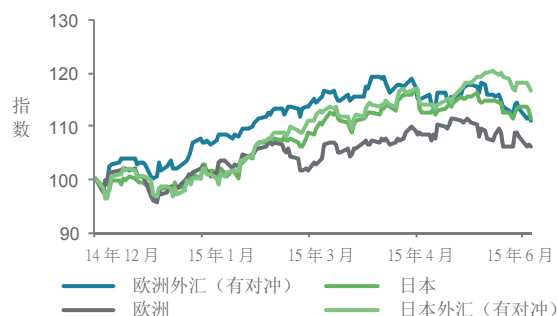
在亚洲（日本除外）区内，我们预期人民币及印度卢比的表现会领先于作为基准的彭博—摩根大通亚洲货币指数。这个观点部分正确，因为人民币表现的确比亚洲货币指数领先 0.7%。然而，印度卢比却落后 1.2%。

至于其他亚洲货币，我们中度看淡韩圆及新台币。我们在 3 月 27 日结束对两者的部署，但两者表现均与我们的预测不符。

总而言之，对于我们的观点在今年上半年的成绩，我们感到满意。然而，我们预期下半年形势会较为严峻。

欧股及日股的货币对冲产生增值作用

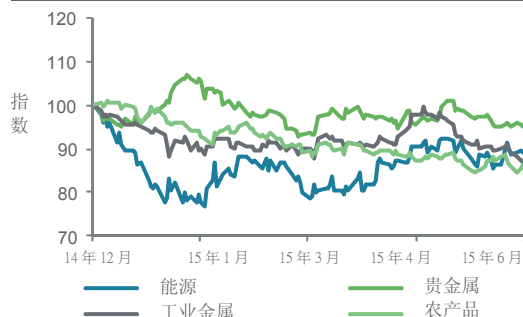
二级股票表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：彭博终端、渣打银行

商品中贵金属表现领先

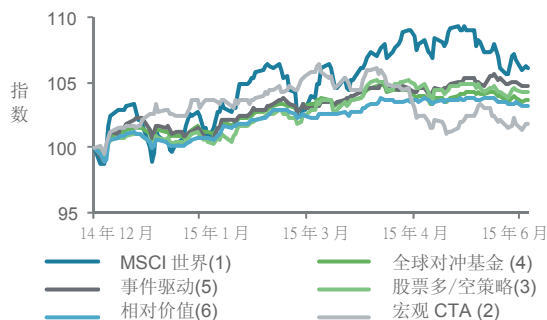
二级商品表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：彭博终端、渣打银行

主要另类策略的表现同步进退

二级另类策略表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：彭博终端、渣打银行

美元走强

二级货币表现（100 = 2014 年 12 月 12 日）



资料来源：彭博终端、渣打银行

经济及政策展望

希腊债务谈判占据头条，但美联储政策动向对于市场同样重要。9月加息的成数仍然最高，但加息步伐可能颇慢。欧洲央行的量化宽松到2016年仍可能会维持一段时间，尽管通胀呈上升势头。另外，日本央行的宽松立场可能因增长回升而动摇。中国可能会加大刺激力度，以保住7%的增长目标。

- **希腊违约风险上升，但其传染效应可能为时短暂。** 希腊与债权方的谈判陷入僵局，增加了希腊债务违约的风险。然而，希腊不大可能会因此而脱离欧元区。欧元区承受的传染风险远比2011年时为低，因为区内基本因素条件（尤其是银行借贷）改善，而且有欧洲央行保底。
- **美国步出寒冬，9月加息大有可能。** 5月份就业创造及消费上升，应足以令美联储感到放心，相信首季经济回落只是短暂现象。随著劳动市场趋向紧张，工资上升步伐开始加快，美联储很可能会在9月开始加息。然而，由于通胀保持温和，紧缩步伐可能会颇慢。
- **日本经济反弹、日圆走弱不利日本央行放宽政策。** 首季经济在商业开支及出口带动下强力回升。随著刺激重点转移到内部消费，日本央行不大可能进一步加快买债步伐，因为倘若日圆进一步走弱，就有可能损及小型企业及实质收入。
- **中国、新兴市场仍然因出口放缓、商品价格低企而受压。** 商品价格不振，令新兴市场经济体持续承受压力。印度、韩国及新西兰过去一月均减息。厄尔尼诺现象的冲击（见第16页）以及美联储的加息周期可能主导新兴市场下半年的利率前景。

美国：美联储可能从9月起展开有节制的加息步伐

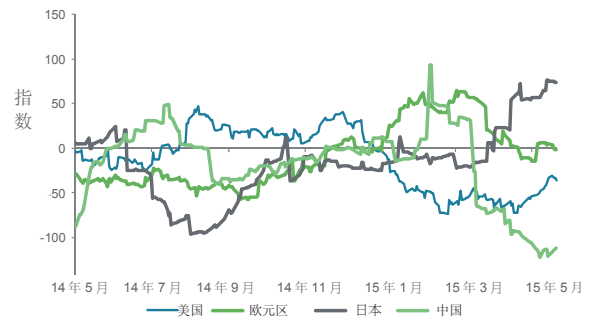
- **就业职位强力反弹，失业率相应下降。** 5月份就业创造强力回升，印证了我们认为首季弱势主要是暂时性因素所致的观点。职位空缺创新高，意味着下半年招聘步伐会显著加快。因此，现时5.5%的失业率可能会在今年较后时降至接近美联储认为最合适的5.0-5.2%水平。
- **招聘强劲支撑消费者信心、零售销售。** 美国消费者信心上升至接近2008年以来最高水平。此情况反映在汽车销售（5月份达10年来高位）及住宅销售之上。由于消费占经济70%，我们预期消费增长有助抵销矿业投资放缓以及美元走强打击出口的影响。
- **工资上升可能触发美联储在9月加息。** 5月份平均工资上升2.3%，高于自2009年以来2%的平均升幅。随着工资上升，我们预期美联储将在9月开始加息。然而，由于扣除食品及能源项目的通胀仍显著低于美联储的2%目标，我们预期加息步伐会有节制，每季25基点左右。此外亦存在美联储到12月才开始加息的风险。这种情况与美联储的最新估计相符。

欧元区：希债僵局令复苏苗头蒙污

- **希债谈判破裂，违约风险上升。** 希腊拒绝按国际货币基金组织及欧洲机构的要求推行改革。虽然此举可能只是讨价还价的伎俩，但（技术性）违约风险却因而上升。然而，我们认为即使违约，希腊亦不大可能因此而脱离欧元区（见第9页）。

日本数据持续予人惊喜，中国平平无奇，而美国数据看来正趋于稳定

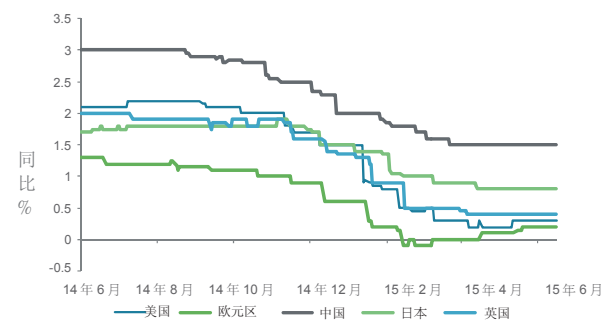
主要经济体的花旗经济意外指数



资料来源：花旗、彭博终端、渣打银行

全球各地通胀似乎已见底，主要因为欧元区经济复苏以及油价回稳

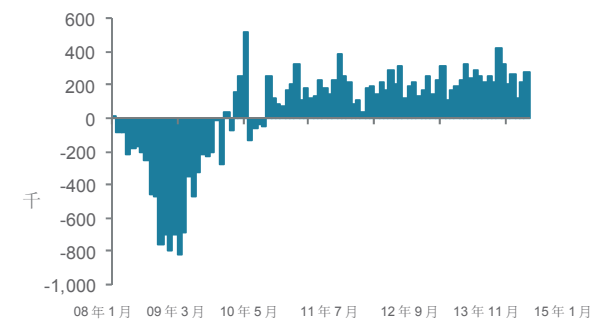
2015年整体消费物价指数(CPI)一致预测 (同比%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国就业创造经冬季短暂下挫后强力反弹

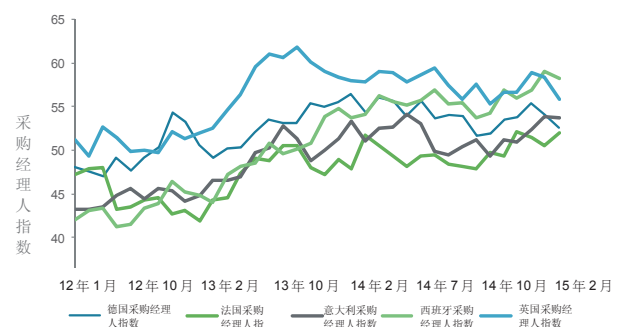
美国非农业就业职位月净额 (千个)



资料来源：彭博终端、渣打银行

德国及英国5月份采购经理人指数转弱，不过全欧元区指数仍属扩张性

主要欧洲经济体的综合采购经理人指数



- **希腊的不确定因素有损投资信心。**欧元区 6 月份投资信心接连第二个月下降，而德国 5 月份商业信心亦降至五个月来低位。然而，主要经济体（德国、法国、西班牙）持续扩张。
- **传染风险低于 2011 年时。**欧元区今日的基本因素比当年强得多，增长可望连续第三年加快，复苏层面遍及大部分周边国家。此外，欧洲央行建立了几个机制，可在发生危机期间维持流动性。此等措施可能有助周边国家债券收益率不至于急剧上升。
- **通缩风险减退，但欧洲央行会在低通胀下坚持量宽。**欧元区 5 月份消费物价上升，为六个月来首次，短暂的一轮通缩告一段落。然而，至少在 2017 年之前，预计通胀都会显著低于欧洲央行的 2% 目标，所以我们预期央行会继续执行买债计划，直至 2016 年 9 月计划如期结束为止。

英国：英伦银行预期通胀会随着工资加快增长而上升

- **日趋紧张的就市场可能会推升通胀，但短期内加息机会不大。**英国失业率现正处于 2008 年以来最低，工资上升步伐为 2011 年以来最快，消费增长因而得以持续。英伦银行预期，年底前通胀会由 5 月份的 0.1% “明显地” 上升。然而，楼价上升步伐自去年起大幅放缓，商业信心亦连续第二个月下降，缓和了英伦银行所受压力，不必在短期内考虑加息。

日本：增长反弹、日圆走弱下日本央行放宽机会减低

- **商业开支、出口推动增长反弹。**日本首季 GDP 增长加快至 3.9%，比预期为高，是商业投资及出口上升所致。然而，消费仍然不振，因为日圆下跌拖低了实质收入。
- **黑田东彦对弱日圆感到不安，意味着进一步放宽政策的机会不大。**日本央行的黑田行长表示，日圆贸易加权汇率不可进一步走弱，反映日本决策当局对于日圆进一步走弱对国内小型企业及家庭所造成的冲击日益感到不安。我们相信，至少就第三季而言，日本央行进一步放宽政策的障碍会因此而提高。

中国：经济回稳迹象初现，刺激力度可能加大

- **服务业放缓，制造业不振。**服务业 5 月份增长放缓至六年来最低水平，而制造业只是勉强有增长。出口连续第三个月下跌，商业投资放缓至 14 年来最低水平。然而，零售销售及工业生产呈现回稳迹象。
- **我们预期下半年政策会进一步放宽。**虽然 5 月份银行贷款上升，但我们预期利率会进一步下调，对重点行业的定向贷款会增加，令去年 9 月开始采取的步骤更为巩固，以达成政府定下的 7% 增长目标。

其他新兴市场：厄尔尼诺现象可能主导印度利率的短期前景

- **印度、韩国减息。**印度中央银行表示，是否进一步减息须视乎季风对通胀的影响而定。印度及印尼都是亚洲区内最易受厄尔尼诺现象打击的国家之一，但我们相信，政府若能够维持粮食供应，就可抵销作物受损对通胀的影响。韩国减息是要应对中东呼吸综合症爆发，而疫情高峰期看来已过，当局希望借减息提振消费。
- **巴西通胀急升，利率可能进一步上调。**巴西自去年 10 月以来已第六度加息，但在现周期未必是最后一次。通胀升至 11 年来最高水平（升势有余未尽），增加了进一步紧缩的成数。

欧洲央行持续放宽货币政策，令欧元区采购经理人指数形成上升趋势，到最近才短暂回落

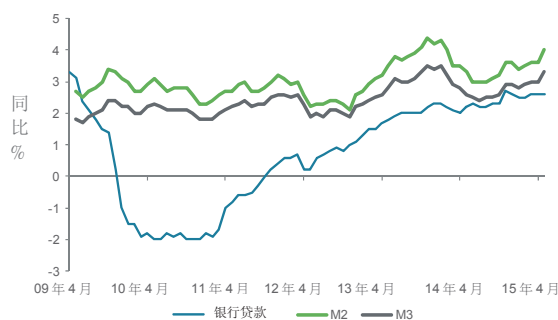
欧元区 9 个月远期 M1 货币供应增长（同比%）；欧元区综合采购经理人指数（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

日本银行贷款及货币供应趋升，支撑增长反弹

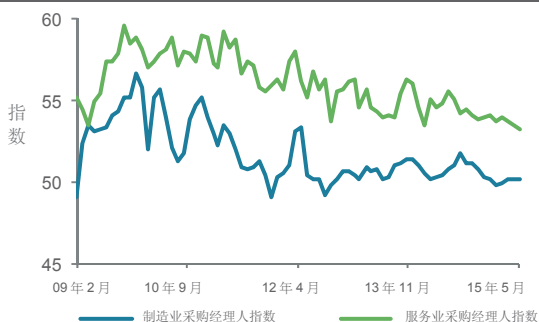
日本银行贷款、M2 及 M3 货币供应（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国服务业 5 月份持续放缓，而制造业只是勉强扩张

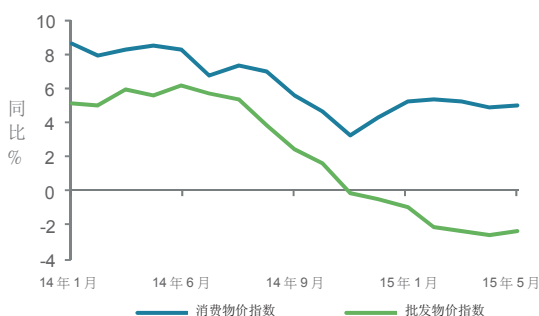
中国的制造业及非制造业采购经理人指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

印度通胀过去一年显著放缓，为中央银行减息创造条件

印度的消费及批发物价指数（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

希腊可能违约，但会留在欧元区内

与债权方的谈判破裂后，违约的风险上升。希腊的债务大部分是由国际货币基金组织及欧洲机构持有，所以传染风险远低于 2011 年时。欧洲央行流动性保底机制应该亦有帮助。即使违约，希腊也不大可能因此而退出欧元区。

谈判破裂的原因

- **希腊的理由。**新政府指出，以往的援助条件导致希腊经济自 2007 年以来收缩了四分之一，而不见得有任何复兴迹象。此外，债务负担相当于 GDP 的 175%，势难长期持续，即使援助期延长并获发放余下的 72 亿欧元援助款项，亦有必要重组（由债权方撤销债务）。
- **希腊的债务重组建议。**重组计划涉及大规模撤销，并延长还款期限，目的是将希腊公债对 GDP 的比率由 175%降低至约 100%（接近意大利、葡萄牙、爱尔兰的水平）。若接受大规模“削债”（20%以上），欧洲纳税人就须承担沉重代价，对于欧盟政府而言是一道政治难题。
- **债权方的理由。**主要债权方的立场不尽相同。虽然欧盟机构及国际货币基金组织都坚持希腊要答应制订一个可行的计划，透过私有化、撙节支出以及税收改革来达致基本盈余（希腊官员已同意），但国际货币基金组织还坚持希腊要削减退休金以及加税（希腊谈判人员拒绝）。

未来的各个期限

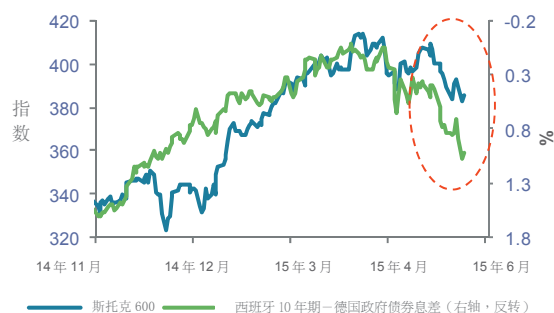
- **未来最近的一个期限是偿还对国际货币基金组织的欠债。**向国际货币基金组织偿还 16 亿欧元的最后期限是 6 月 30 日。希腊可能不会如期还款，并实行资金管制，也许这只不过是讨价还价的伎俩，目的就在于要对方割更多债，在援助条件上作更多让步。希腊可能会得到一段宽限期，期间可设法争取更有利的条件。然而，国际货币基金组织总裁拉加德已排除这个选项。
- **下一笔款项是偿还给欧洲央行的。**另一笔 67 亿欧元款项须在 7、8 月间偿还给欧洲央行。希腊建议由另一欧洲机构（欧洲稳定机制）购买此等债券，然后延长其到期时间。这样可免对欧洲央行违约（确保欧洲央行向希腊银行提供的流动性），但却把风险转嫁给欧元区各国政府。
- **国债及私债违约的可能性较低。**国债占希腊债务不足 5%。此外，希腊银行须以国债作为抵押以取得欧洲央行的流动性。希腊另有五分之一的债务是由私营投资者持有。然而，希腊已排除对此种债务违约，因为撤债会损害希腊的银行。

可能出现的情况

- **若对国际货币基金组织欠债违约，注意力可能会聚焦于另一债权方，令决策双方更有意愿达成妥协。**这裡有个关键的假设，就是欧洲央行继续向希腊银行体系提供流动性，让政界有时间可以解决彼此间的分歧。
- **达成双赢协定。**债权方应该了解，到了某个地步撤债是无可避免的。希腊应该明白，必须推行改革才可恢复增长，减低债负。因此，达成某种协定符合双方的利益。
- **关键在于希腊国内对保留欧元区会籍有强大支持。**执政的激进左翼联盟可能会为此而妥协，设法达成协议，也许是透过公投

传染效应至今有限，但倘若达不成协议，今后的效应可能会增强

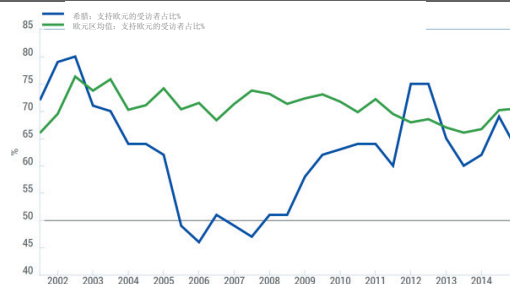
欧元区 stoxx 600 指数与西班牙 10 年期政府债券相对于德国政府债券的收益率溢价（反转）



资料来源：彭博终端、渣打银行

希腊及欧盟整体对于单一货币仍然高度支持

希腊及欧元区国民意见调查，倾向采用欧元的占比%



资料来源：BCA Research、渣打银行

希腊的重组建议旨在将债务对 GDP 比率减低至较可持续的水平

希腊债务分析表与可能的撤销

债务类型	规模 (十亿欧元)	相当于 GDP%	到期时间	利率 (%)	撤债 50%对债务比率的影响 (%)
国债	14.8	8.2	2015	2.3	-4.1
国际货币基金组织	24.3	13.5	2015 - 2025	3 to 4	-6.8
欧洲央行	27	15	2015 - 2026	4.9	-7.5
GLF	52.9	29.4	2020 - 2041	0.52	-14.7
私人机构	55.1	30.6	2017 - 2042	4.9	-15.3
资金成本					
EFSF	141.8	78.8	2022 - 2054	+ 1 个基点	-39.4
总计	315	175	2015-2054		-88

资料来源：Capital Economics、渣打银行

来平息党内的强硬派。另一可能出现的情况是左翼联盟失去广泛支持，新的过渡政府成立，对进一步的改革可能抱较为开放的态度。不论是哪种情况，我们相信都会达成某种协议，但过程会否顺利则颇成疑问。

多元收益近况

尽管近期波动频仍，多元收益配置自我们发布《2015 年展望》以来仍有良好表现（上升 4.8%），主要得力于高息股票（上升 8.0%）及非核心收益（上升 5.6%）。虽然美国加息可能会在夏季某个时候构成阻力，但债券收益率低于长期历史水平，所以寻求收益的趋势可能维持不变。

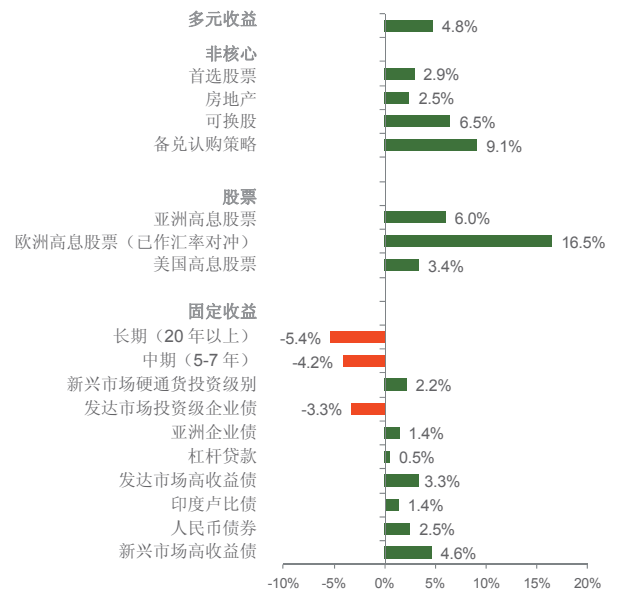
短线而言，由于美联储可能加息，波动性可能会升高。因此，我们最近调整投资组合时考虑了两个主要目标。

1. **应对波动性** - 如本报告前面所指出，我们倾向保持投资，而非设法捉摸短线波动的时间。然而，为了尽量减低市况波动对投资组合的影响，我们以美元对冲 G3 主权及发达市场投资级公司债券仓位的货币风险。由于此等资产的当前收益率无甚缓冲作用，我们认为对冲是适当的。这样亦符合我们认为美元今后会走强的观点。另外，我们在前几月作了某些调整，以应付可能出现的波动，同时又可产生可持续的收益。下表重点列出我们发布《2015 年展望》以来所作的变动（有关理由见《2015 年 6 月全球市场展望》）：

- **增加杠杆贷款的比重：**吸引的总收益率(4.81%)、一旦违约时对投资者递增的保障、采用浮动利率等，在在可令收益投资组合的风险特性更具防守性。
- **非核心收益范畴内的轮换：**减低对利率敏感的房地产信托的配置，相应地超配其他非核心资产，如可换股债券及优先股。
- **超配境内人民币债券以提高分散性：**中国境内债券收益吸引，而且与其他资产类别相关性低。这样，投资者在波动性升高期间亦可继续获得收益。

多元收益投资配置 2015 年表现

开始至今的总回报表现* (%)



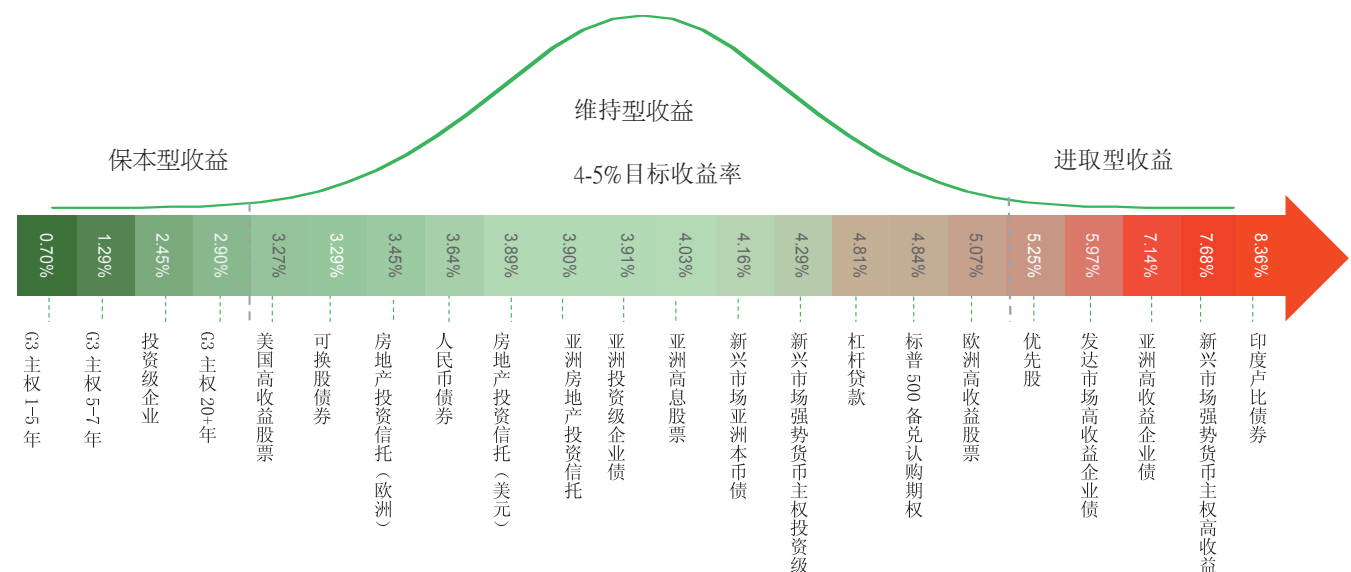
* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 6 月 18 日期间

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

指数为安硕优先股 ETF、富时 NAREIT 全球指数总回报美元、SPDR 巴克莱可转换 ETF、标普 500 指数备兑认购期权指数、MSCI 新兴市场亚洲高息股总回报、MSCI 欧洲高息股美元、MSCI 北美洲高息股总回报、花旗 WBIG 20 年期以上美元、花旗 WBIG 5-7 年期美元、摩根大通新兴市场债券指数投资级、花旗 WBIG 公司美元、标普 / LSTA 美国杠杆贷款 100 指数、巴克莱全球高收益总回报美元、CRISIL 综合债券基金指数、标普中国公司债券、摩根大通新兴市场债券指数高收益

扩大搭配组合—核心固定收益以外一系列当前提供的收益

到期收益率 / 股息率 (%)



资料来源：标普、摩根大通、巴克莱资本、花旗、MSCI、SPDR、富时、安硕、彭博、CRISIL、渣打银行

- **股市波动货币化**：增加备兑认购期权的配置，借以保持股市投资，同时可略微减低下行风险并增强收益。
2. **收益保障** - 在《2015 年展望》中，我们阐述了三个类型的收益，作为收益投资组合的主要成分—保本型、维持型、进取型。收益投资组合的资产大部分属于维持型，保本型及进取型的配置属中度。自展望报告发布以来，我们对各类型收益的配置作了如下调整：
- **减少保本型（自《展望》发布以来-6%）**：惯常以言，在波动性升高期间，保本型（包含传统固定收益）是投资组合主要的保障来源。然而，考虑利率可能上调，若收益率上升，受到不利影响的可能正正就是这个类型。另外，这个类型的当前收益率不高（0-3%），对于资本亏损无甚缓冲作用。因此，我们对保本型维持低于正常的配置。
 - **增加维持型（自《展望》发布以来+6%）**：我们将此部分的配置调整至大于正常，相应地减低保本型的配置。具体而言，增加配置的是杠杆贷款、备兑认购期权、人民币债券等资产，因为我们顾虑波动性升高，所以着眼于其吸引的风险回报特性。
 - **进取型维持不变**：我们对进取型收益型的资产配置感到放心。

2015 年的多元收益配置

核心与非核心收益资产兼收并蓄

	保本型 (0 - 3%)*	维持型 (3 - 5%)*	进取型 (5 - 8%)*
核心 固定收益 44%	发达市场投资级 公司债 (外汇对冲)	人民币债券	印度卢比债券
	G3 主权 (外汇对冲)	新兴市场强势货币 投资级 杠杆贷款 亚洲公司	发达市场高收益 新兴市场高收益
核心股票 38%		发达市场高收益 新兴市场高收益	
非核心收益 18%		房地产信托	优先股
		可转换债券 备兑认购期权	

*每一收益篮子的收益区间

资料来源：彭博终端、渣打银行

债券—低配

- 美元债券配置平均到期时间为五年的部署仍然有效。收益率上升之势可能会日渐减弱。
- 我们继续看好境内、离岸人民币及印度卢比本地货币债券以及新兴市场投资级主权美元债券。

G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **G3 主权债券上半年境况艰难。**在《2015 年展望》报告中，我们强调对 G3 债券的低配观点是基于我们预期收益率上升会抹杀从债券息票所得的收益。虽然收益率升幅较小（美国 10 年期国债收益率年初至今仅上升约 20 基点），但今年至今仍有颇大亏损，主要是汇率因素（欧元及日圆）所致。过去两月的境况尤其艰难。
- **我们对于债券收益率可能走向的观点维持不变。**除非通胀出乎意料地急升，否则我们相信国债收益率今年余下时间可能会逐渐上升，因为市场要因应美联储加息而作调整。根据历史经验，短期收益率的升幅可能大于长期。基于这点预测，我们倾向对美元债券配置维持中等的到期时间组合（五年左右）。
- **我们继续看好新兴市场主权债券，当中以投资级为首选。**新兴市场投资级主权债券对收益率变动的敏感性较高。因此，倘若过去一月的疲弱表现主要是收益率急升所致，其实并不意外。然而，基于我们预测美国收益率可能只会逐渐上升，我们继续偏重于新兴市场投资级主权债券，因为我们相信此等债券正处于最佳状态，兼具投资级信用评级、对美国国债有利差缓冲空间、估值合理等优点。

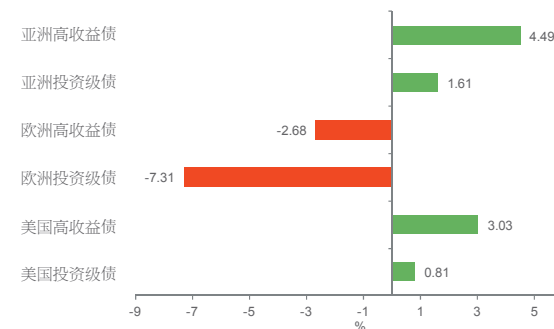
亚洲本币债

- **放心长线持有印度卢比债券。**尽管印度央行调降基准利率 25 基点，印度卢比债券却承受双重打击：汇价走弱，以及通胀预期上升拉高收益率。然而，我们相信有关顾虑已嫌过份。因此，在美联储加息前后印度卢比债券走势可能会较为波动，但就较长线而言，我们仍可放心持有，作为一个分散投资组合的一环。
- **看好境内及离岸人民币债券。**虽然存在汇率意外变动此一重要风险，但人债与其他资产类别的相关性低，我们相信权衡风险回报之下仍应维持原有配置，特别是因为我们正步向一段市况趋于波动时期。

公司信用债（美元）

- **我们继续同时偏重于发达市场及亚洲的公司信用债。**正如我们在《2015 年展望》所预期，公司信用债 2015 年的表现领先政府债券。近期市况波动，凸显了公司信用债对国债利差在收益率上升时发挥的缓冲作用。
- **对全球高收益信用债维持基准配置。**高收益债券是 2015 年表现最佳的债券资产类别之一。看好此等债券固然有一定理由，但根据历史经验，在美联储开始加息前几月，此等债券是可以表现落后的。因此，鉴于其估值已稍嫌昂贵，加上信用债基本面转差，我们倾向维持基准配置（详情见第 19 页），再等候较佳的买入点。

固定收益年初至今表现*（美元）



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 6 月 18 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

尽管经过急剧波动，10 年期美国国债收益率 2015 年至今只是微升

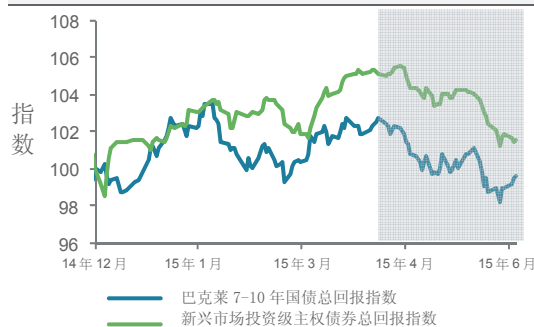
2015 年美国 10 年期国债收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场投资级债券走弱几乎完全是 G3 政府债券收益率上升所致

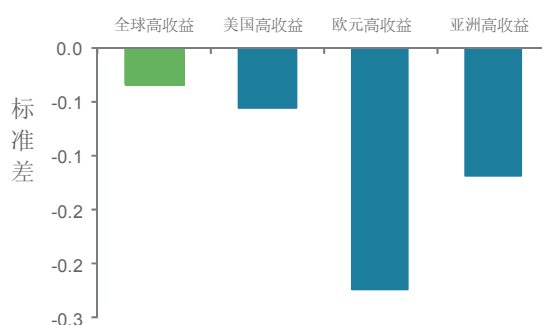
新兴市场投资级债券、美国 7-10 年期国债（总回报）



资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

高收益债券相对于历史水平估值昂贵

与历史估值偏差。负数值愈高反映估值愈昂贵



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票—超配

- 我们对今年下半年的股票看好，但预期波动性会上升。随着美联储加息之期渐近（我们估计 9 月的可能性最高），风险规避意识可能会上升。我们估计股市今后数月调整 5% 或以上的机率是 65%。
- 我们在《2015 年展望》报告所概述的八项主要观点带来正数回报。八项观点中有三项已经结束：看好美国、印度及美国食品饮料。另外五项观点仍然有效：股票表现领先债券、看好经货币对冲的欧股及日股、看好科技股，以及看好（不过低配）亚洲（日本除外）。我们对三个主题的信念—日本公司利润率上升、油价下跌的影响以及美国加息对亚洲的影响—维持不变。
- 按偏重程度排列，我们首选欧洲股市，次选日本（两者都要有货币对冲），再其次是美国。我们在有货币对冲的基础上看好欧股及日股的观点，今年上半年效果良好，而基于流动性及盈利修订都是向上，我们的观点维持不变。我们仍然看好美股，但对于其表现领先的信心已有所降低。我们的顾虑主要在于现时公司利润偏高以及企业投资偏低。
- 对亚洲（日本除外）保持审慎，仍然预期上、下半年表现迥异。我们预期亚洲（日本除外）股市下半年会走弱，因为随著美联储开始加息之期渐近，风险规避意识会上升。加息周期展开后，中国及台湾股市可能会表现较强韧性。

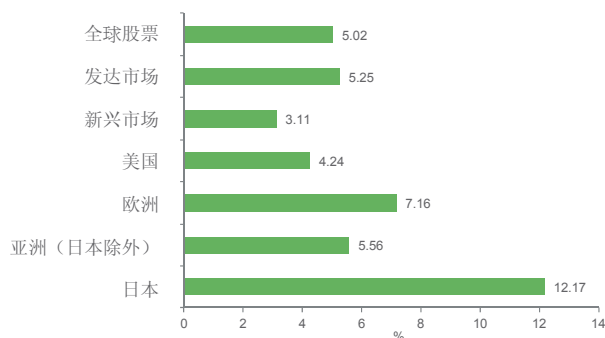
看好股票，但预期往后波动会增加

- 美联储加息后，股市表现可能会向淡。分析以往的加息周期，可以清楚见到，在加息前 3、6、9 及 12 个月，市场表现是向好的，开始加息后三个月则向淡，其后会有所反弹。这个表现趋势在美国、欧洲、日本及亚洲（日本除外）是一致的。

重温我们对 2015 年的八项观点及三项主题

- 2014 年 12 月概述的八项观点中，有五项仍然有效。所有八项观点在今年上半年有效期间都录得正数回报。我们维持八项观点中的五项：股票表现领先债券、看好经货币对冲的欧股及日股、看好科技股，以及审慎对待亚洲（日本除外）。我们已不再偏重于美股、美国食品饮料板块及印度股。
- 我们坚持三项主题—日本公司利润上升、油价下跌的有利影响以及美国加息对亚洲的打击。
- 日本公司利润回升。我们超配日股，原因之一是我们对日本公司利润看升，而这正是我们的重点主题之一。从右图可见，自从我们去年 12 月发表这项观点以来，日本公司利润一直稳步改善。利润上升是因为消费支出有初步的复苏迹象，而日圆走弱亦产生有利作用。
- 油价下跌的影响。我们仍然相信，油价下跌最终会对美国消费产生有利影响。这种影响至今比预期为小，因为消费者虽然无形中获得一笔意外之财，但将之用作储蓄的份额却比预期为多。

年初至今股市表现*（美元计价）更新



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 6 月 18 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

我们坚信的股市主题及观点

观点

1. 偏重股票多于债券
2. 看好欧元区股票（经外汇对冲）
3. 看好日本股票（经外汇对冲）
4. 对亚洲（日本除外）保持审慎，但预期有正数回报
5. 看好全球科技股

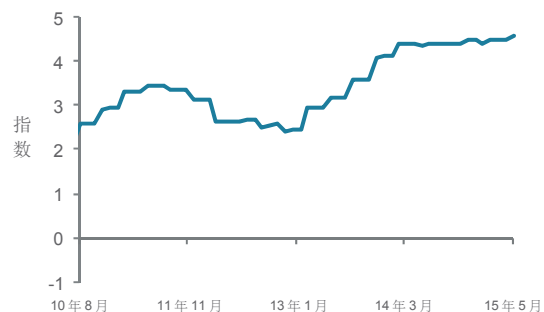
主题

- A. 日本公司利润看升
- B. 油价下跌—对美国消费的影响
- C. 利率上升—对亚洲的影响

资料来源：渣打银行

日本公司利润趋升

MSCI 日本（金融类除外）公司利润



资料来源：FactSet、渣打银行

- 不过，随着工资增长上升，我们预期美国家庭会更有信心**减低储蓄比率**。这一点从调查数据已可看出端倪：23%的美国家庭打算把从油价下跌省回的钱用作储蓄，低于1月份的32%。
- **美国加息对亚洲的打击**。相对于我们在12月所作的预期，美联储开始加息的时间已由6月延后至9月。亚洲（日本除外）股市因此而表现得比预期为佳。然而，正在我们在12月的报告所强调，我们预期亚洲（日本除外）的表现会是上、下半年迥异。因此，我们仍然预期亚洲（日本除外）股市下半年走弱。

欧洲及日本走势向好

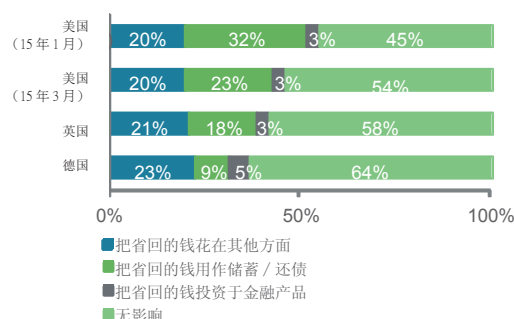
- **MSCI 欧元区指数及日本指数年初至今上升 12-16%**。在流动性改善以及盈利修订向上的双重利好影响下，欧洲及日本股市自年初起持续急升。欧洲央行决定在夏季实行量化宽松之初即大举买债，加上通缩忧虑看来已成过去，令我们的观点更为坚定。日圆走弱，实际工资几近两年来首之上升，亦对日股构成支持。
- **盈利修订的影响短线而言盖过估值**。投资者对于欧股的估值水平表达了若干顾虑。欧元区的12个月远期市盈率为15倍，高于长期平均的12倍。我们认为，盈利修订向上的趋势可盖过此等忧虑。欧元区的盈利预测变动有52%是上调，超过美国的49%及亚洲（日本除外）的42%。欧元区的上调百分比仅次于日本的59%。
- **审慎对待英股**。在欧洲区内，我们看好欧元区股票，但对英国的取态较为审慎。这是基于货币政策路向分歧，亦因为欧盟会借公投所造成的不确定因素对商业投资有负面影响。

看好美股，但表现领先的机会不大

- **我们看好美股，但相信表现领先的机会不大**。我们的顾虑主要在于公司利润前景，因为现时已达周期性高点。能源业投资放缓，令盈利修订以及盈利增长持续受到限制。我们正在留意经济体系其他方面的投资是否有上升迹象，但至今仍未见到。
- **标普 500 指数 2015 年盈利增长的一致预测为 1.3%**。分析师对于今年的盈利增长前景保持审慎，预测只有 1.3%。预测如此低，是因为受累于能源业盈利增长倒退 56%。2016 年增长预测可反弹 12%。

美国消费者从汽油价下跌所得的意外之财有较大份额用作储蓄

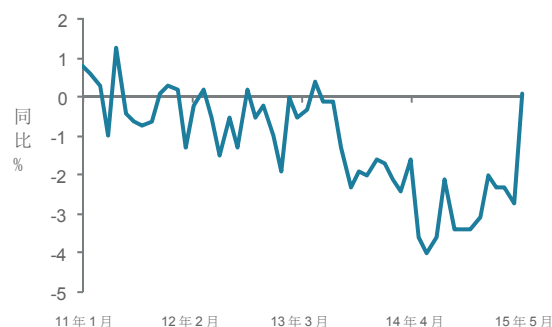
油价下跌后的消费者偏好调查



资料来源: BCA、渣打银行

日本实际工资正在上升

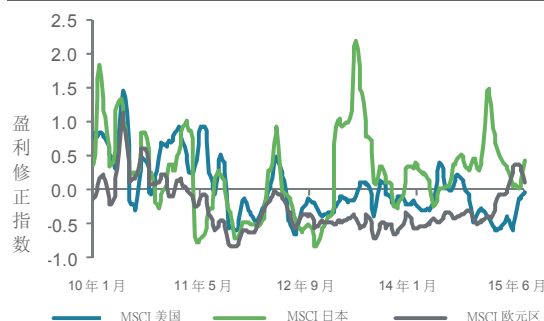
日本实际工资趋势



资料来源: 彭博终端、渣打银行

欧元区及日本的盈利修订向上

美国 / 欧元区及日本的盈利修订



资料来源: 彭博终端、渣打银行

对亚洲（日本除外）审慎，看好中国股票及台湾地区股票

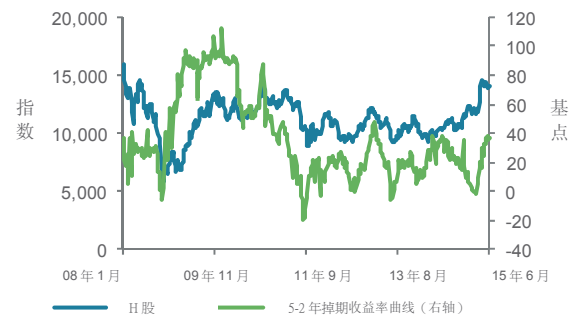
- **亚洲（日本除外）上、下半年表现迥异。**亚洲（日本除外）年初至今上升 5%，表现略微领先 MSCI 世界及 MSCI 新兴市场指数。我们预期在美联储开始加息后，回报会扭正为负，为时可能早在 9 月。利率周期转变下，中国股票及台湾地区股票应会是较具韧性的市场之一。
- **中国前景改善。**中国股市年初至今表现甚佳，国内 A 股飙涨 43%。香港上市 H 股亦表现不俗，上升 11%，只是气势难及 A 股。
- **我们仍然看好 H 股，对 A 股则趋于审慎。**我们对中国取态乐观，主要是因为当局可能进一步放宽政策。固定收益市场目前走势正在反映这个可能性：年初至今收益率下降，与 H 股指数呈正相关的收益率曲线趋陡。我们会密切注视中国股市的发展，看 A 股是否有不理性疯涨迹象。
- **看好科技股的观点维持不变。**我们仍然看好全球科技板块，理由是国际数据公司 (IDC) 预测 2015 年科技开支增长 3.8%。这个增长略低于去年，但不外是今年手机支出由去年的 27% 放缓至 11% 所致。若不计此一环，其他科技环节的支出一律有增长。

小结：

我们仍然看好下半年的股票，主要集中于经货币对冲的欧洲及日本，以及亚洲（日本除外）的中国大陆及台湾。我们在既有的市场观点中新增一个视点：看好新加坡银行股。每当美联储展开加息周期后的 12 个月，这个板块平均总有 11% 的回报。

在中国收益率曲线趋陡之际，股票乘看涨气氛上升

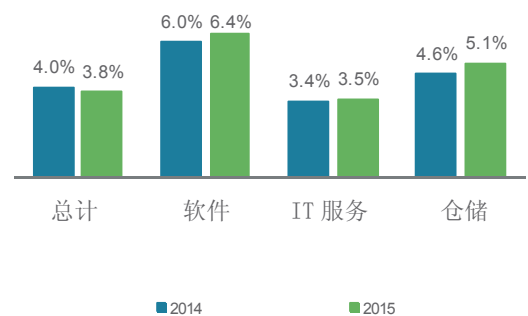
中国收益率曲线与 H 股



资料来源：彭博终端、渣打银行

全球科技开支若不计手机环节预计将上升

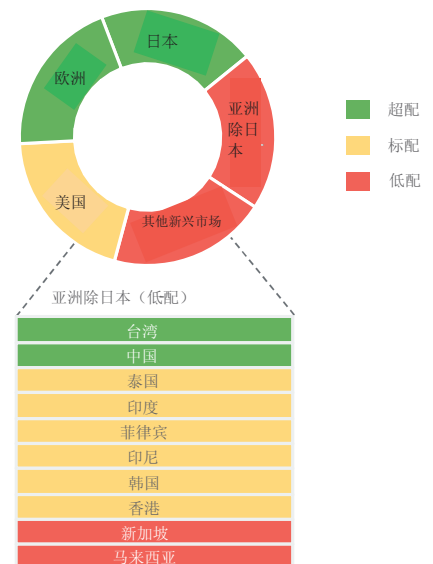
IDC 对全球科技开支的预测



资料来源：IDC、渣打银行

看好欧洲及日本（外汇对冲）、中国及台湾

全球及亚洲市场偏好



资料来源：渣打银行

商品—低配

- 我们预期油价会在现水平附近维持区间波动格局，但短线调整的可能性仍然存在。
- 我们预期金价短线区间波动，长线走弱。

我们对商品维持低配。由于供求持续失衡，加上美元走强，我们预期商品价格会稍为走弱。自3月中开始上扬后，商品价格近期回落，然后进入区间波动状态，情况可能持续。然而，一旦厄尔尼诺现象成灾，农业商品价格到某个时候可能会表现领先。我们正密切注视情况发展。

我们对能源维持标配。我们预期油价会保持区间波动格局，但认为有可能出现短线调整。这个观点是基于油国组织及俄罗斯增产，令油市持续供过于求。我们相信传统产油国在现价位是有增产诱因的。此外，美国传统油产亦增加，抵销了页岩油减产的影响。美国石油存量虽然从高峰下降，但降幅轻微。

需求方面，新兴市场国家经济增长普遍放缓，发达市场的增长亦平平，可能令油价难以大升。这个观点的失准风险主要是在地缘政治方面：设若中东各方冲突加剧，对油产会构成直接威胁。

我们对黄金维持标配。我们预期金价短线维持区间波动格局，但在12个月期会缓步下跌。美联储加息导致利率上升（减除通胀率）、通胀受压抑、美元走强、新兴市场经济放缓限制需求增长等，我们认为都是利淡黄金的因素。虽然大多数地方的通胀已开始上升，但并未见有加快迹象。此外再加上利率上升的因素，可能会增加持有黄金的机会成本。

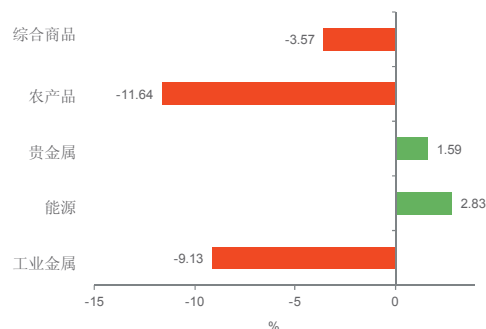
从近期数据可见，黄金的投资气氛仍然欠佳。各ETF的总持有量持续下降（见图），而炒作仓位部署大致保持稳定。万一希腊债务问题导致危机全面爆发，黄金的投资气氛就会显著改善，但我们认为发生机率甚低（见第9页）。

我们对基础金属维持标配。我们并不预期基础金属价格会形成升势。我们认为，中国住房及非住房物业市道结构性下滑、新兴市场经济增长转弱、美元走强、市场供过于求的局面大致不变等，都可能是基础金属价格上升的主要障碍。

铜价因存货上升而下跌。我们上月已强调铜价近期的升势难以持续。尽管中国房地产销情最近短线回升，但供求形势基本上仍是欠佳。我们亦相信，铁矿石近期的升势难以持续。钢需求进入淡季、澳洲及中国的小型矿场复产产量上升等，都有可能供应更为过剩。

我们对农业商品维持标配。如早前所强调，根据政府机构预测，2015年发生厄尔尼诺现象的机率大于90%。我们承认，农产品价格中线上升的成数会因此而上升，不过实际影响如何可能须视乎季节性因素而定。另一方面，主要商品的存量普遍颇高，可能有助缓和价格急涨的冲击。

商品市场年初至今表现*（美元）



* 2014年12月31日至2015年6月18日期间

资料来源：道琼斯-瑞银、彭博、渣打
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

商品价格短线上升后呈现整固

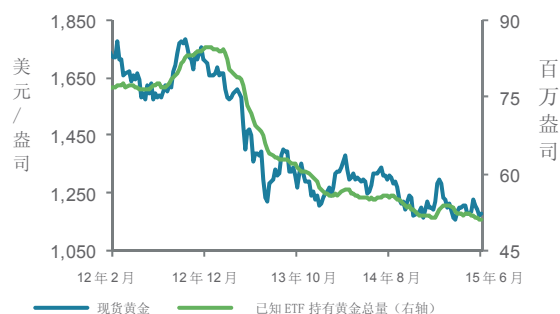
彭博商品指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

黄金ETF持有量拾级而下

金价与已知的黄金ETF总持有量



资料来源：彭博终端、渣打银行

何谓厄尔尼诺现象？

太平洋水温长时间变暖，周期不规则，为时9个月至两年。美国、南美洲、澳洲、南亚及东南亚都是普遍受厄尔尼诺影响的地区。

资料来源：美国气候预测中心、国家海洋及大气管理局

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—今年下半年维持不变。
- 我们继续倾向采用股票多/空策略、宏观/CTA 以及事件驱动策略多于相对价值策略。
- 上月的回报凸显了该资产类别作为分散投资工具的价值，因为在股市及债市同时走弱之际，其表现依然坚挺。

股市走弱拖低总回报。 股票多/空策略及事件驱动策略与股票呈正相关，受其拖累是意料中事。然而，两者的表现仍领先全球股票，凸显出其在多元配置中的价值。宏观策略稍微回升，美元反弹可能有助今后几月的表现。

影响另类策略表现的主要因素今年下半年维持不变。 美联储加息可能令政策分歧扩大，有利宏观策略。全球并购活动增加，可能持续对事件驱动策略产生支持作用。最后，在美联储开始加息前日趋不确定的环境下，股票多/空策略策略可能确有其可取之处。此等策略波动性较低（相对于全球股票而言），在股市真的出现大幅度调整时可发挥缓和作用。另一方面，倘若回调并未发生，又可透过此等策略维持一定的股票投资。

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。

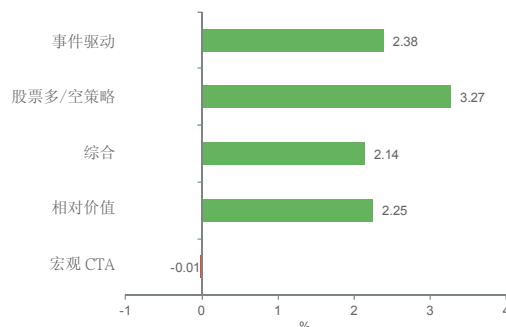
外汇市场

- 我们认为美元兑欧元、日圆及澳元在现水平是买入良机。
- 我们对亚洲（日本除外）货币抱中性态度，但预期人民币及印度卢比的表现会领先，新加坡元及韩圆则落后。

美元：我们中期看升。 我们预期美元在 12 个月期会走强。我们相信美联储加息以及货币政策分歧仍是美元走强的主要推动因素。我们认为，美国会在 9 月开始加息，而大部分主要中央银行会继续维持放宽立场。我们观察过美国开始加息前后市场就往后加息作调整的情况。我们认为利率息差可能进一步扩大，吸引资金流向美国资产。如图所示，利率息差与美元的相关性近期甚为紧密。基于我们预期利率息差会扩大，倘若美元今后几月兑其他主要货币出现高单位数的升幅，我们不会感到意外。虽然美元从今年较早时的高位回调，但我们并不预期会再显著下跌。较早时，由于极端好仓充斥，美元升至超乎与利率息差一致的水平。不过经过近期回落后，美元与利率息差重归一致，而仓位部署已逐渐从极端水平后退。因此，我们以此为建立美元兑欧元、日圆及澳元好仓的良机。

欧元及日圆：我们中期看跌。 欧元近期获得支持，是因为过度的淡仓平仓，加上德国收益率从低位急升。然而，由于欧洲央行持续购买债券，欧债收益率显著上行的空间可能有限。除了政策分歧，希腊债务僵局亦可能持续令情况不确定，以致欧元区投资气氛持续低迷。

另类策略年初至今表现* (美元)



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 6 月 18 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

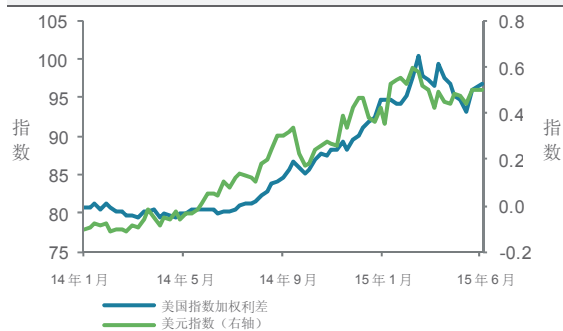
短期

指少于 3 个月的期限

中期

指 6-12 个月的期限

自 2014 年中以来美元指数与利差的相关性颇为紧密
美元指数加权利差与美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们预期日圆中线走弱。这个观点主要是基于美元因利率息差扩大而走强，日本持续有资金净流出。日本央行行长黑田东彦近期的声明反映其预期日圆可能会兑一篮子主要贸易伙伴的货币显著走弱。然而，我们认为即使日圆兑其他主要货币走强，兑美元仍可以进一步走弱。特别值得一提的是，我们预期日圆兑欧元会走强。

英镑：我们维持中期中性。我们仍然认为好淡因素并存。利好方面，我们预期英伦银行会是首家跟随美联储加息的主要央行。英伦银行的12个月期通胀预测经初步下降后，现已回升至2%的目标通胀率以上。英伦银行最近又强调，该行预期经济过剩会在约一年时间内完全消除，我们认为这是为开始加息铺路。至于利淡因素，经常帐赤字激增可能会更易造成震荡，而削减财政赤字则可能拖低经济增长。此二因素都有可能令英镑受压。

澳元：我们维持中度看淡。我们认为，商品价格不振的次轮影响、政策可能进一步放宽、波动性增加等，都是这个观点的主要理由。虽然铁矿石价格急挫后已见反弹，但仍然显著低于去年的平均水平。出口价格因而锐降，相对于进口价格现正处于逾十年来最低水平（见图）。对于商品价格不振以及汇率偏高，澳洲央行已不断表示关切。我们认为，央行下半年可能会再减息，澳元的息差优势因而会减低。此外，在美联储加息前后，我们预期汇率波动会增加，持有澳元赚息的吸引力会进一步减低。

其他商品货币：对新西兰元及加元抱中性立场。虽然我们本来并不预期新西兰央行会减息，但我们相信此举现已大致反映在新西兰元汇价之上。衡量风险回报，我们倾向在现水平维持中性。至于加元，虽然我们并不预期油价会从现水平显著上升，但美国经济增长加快可能会对加拿大经济产生支持作用。因此，我们维持中性。

亚洲（日本除外）：我们维持中期中性

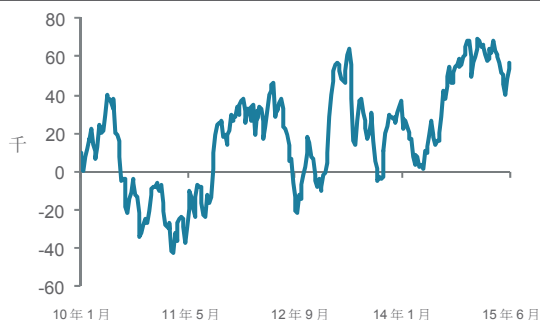
我们对亚洲（日本除外）货币整体的看法维持中性，但预期人民币及印度卢比会表现领先，新加坡元及韩圆则落后。

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），决策层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。汇率浮动区间可能进一步扩大，虽然波动性可能会因而增加，但我们认为对于人民币不一定是利淡因素。在美元走强之际，我们相信印度卢比的韧性会强过区内其他货币，原因在于利率息差扩大，而且对外收支情况理想。

我们仍然预期新加坡元中线会稍为走弱。韩国方面，由于国内经济进一步放缓，中央银行持续出乎意料地加大货币放宽力度。我们相信当局可能继续倾向以推低汇率来支撑出口。

美元的净多头部署近期减少

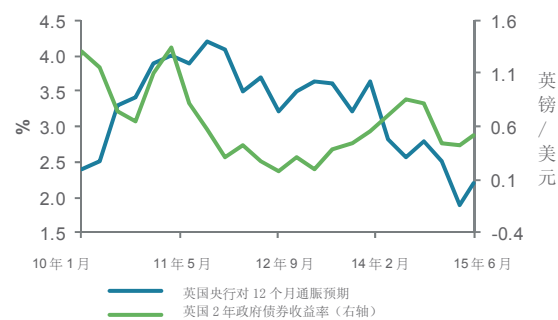
CFTC 美元净多头期货合约（兑欧元、日圆、英镑、瑞郎及加元平均数）



资料来源：彭博终端、渣打银行

英镑：英国央行向上修订通胀预期后英国2年期政府债收益率上升

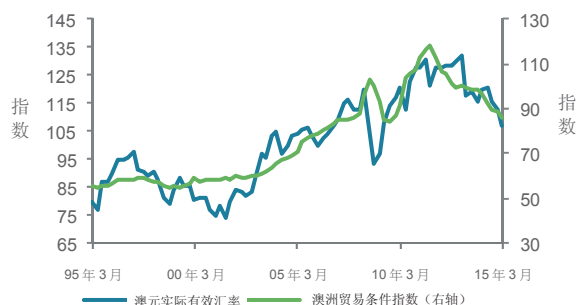
英国央行12个月期通胀预期与英国2年期政府债收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

澳元：相对于贸易条件（出口价格/进口价格）下降，贸易加权澳元汇率（经通胀调整）仍然高企

澳元实际有效汇率与澳洲贸易条件指数



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（EC2V5DD）。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。