

风险正在减退

一个月前，我们强调全球股票存在大幅回调的风险。这个风险现在看来正在减退，因为希腊困局至少暂时得到缓解，而中国股市正企稳。与此同时，基金经理现在手握现金之多，即使与全球金融危机时相比亦有过之而无不及。

由此可见，全球股票（尤其是有货币对冲的欧股及日股）以及收益类资产都有机会从现有水平开始重拾升势。我们对于亚洲（日本除外）股票的看法亦比前略为积极一些。最后，我们对美元仍然看升，皆因美联储今年会加息。

回顾过去...

阴霾渐散。上月提出的四项忧虑中，有两项已迎刃而解。一如我们所料，希腊没有脱欧，而中国股市经过一段极度波动的时期后，最近已平静下来。至今仍悬而未决的两项风险就是美联储加息以及厄尔尼诺现象的影响。

展望未来...

不乏利好因素。在此形势下，全球投资委员会(GIC)得以专注于美国经济回升、欧元区及日本经济增长普遍预测的上调、全球货币政策宽松等因素。美国脱离零利率仍有可能导致一定程度的市场波动。然而，美联储主席耶伦明示加息周期会循序渐进，能在某种程度上缓和波动。

市场有望从现水平进一步上升。任何回调的幅度都将有限。基本面利好之外，据一项调查所得，基金经理现时的现金持有量至少是 2002 年以来最高的（值得注意的是期间还包括 2008-2009 年全球金融危机时的持有量高峰）。这被视为反向指标，因为有大笔现金可以投入股市。因此，与上月相比，我们对于全球股票再度大跌（即跌幅大于 5%）的忧虑已经大减（见下图）。

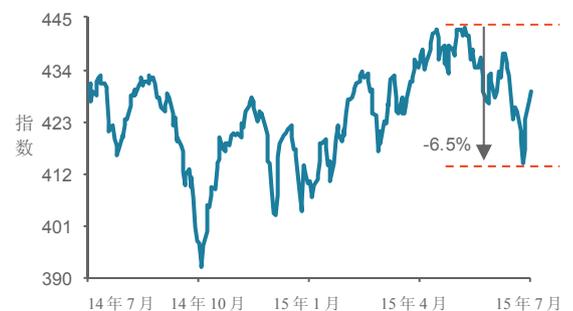
再度向追逐风险的主题倾斜。股票方面，我们首选欧元区及日本（两者都须有汇率对冲）。我们对亚洲（日本除外）股票的看法亦日趋积极，其中看好中国（离岸）市场。就板块而言，我们继续看好全球科技股及全球银行股。与此同时，多元收益配置在近期市场波动中表现相对稳定，我们预计其应会再度开始产生正回报。美联储开始加息前，美元前景仍然积极。

目录

风险正在减退	1
市场表现概要	2
投资策略	3
经济及政策展望	5
债券 — 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

全球股票已经历 6.5% 的峰谷落差

MSCI 所有国家世界股票指数



资料来源: 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 | 固定收益类投资策略主管 |
| Adi Monappa, CFA | 资产配置及投资组合方案主管 |
| 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 |

股票表现可望维持，直至通胀开始令人担忧

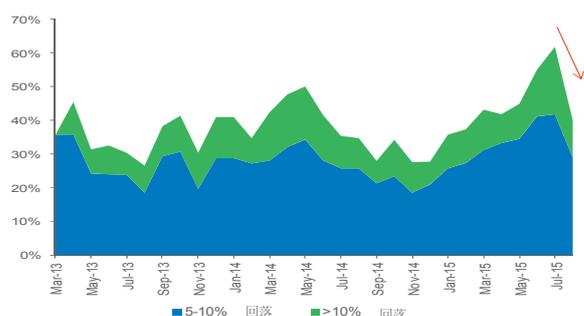
美国标普 500 指数在不同通胀环境下的平均估值 (自 1970 年以来)



资料来源: 渣打银行

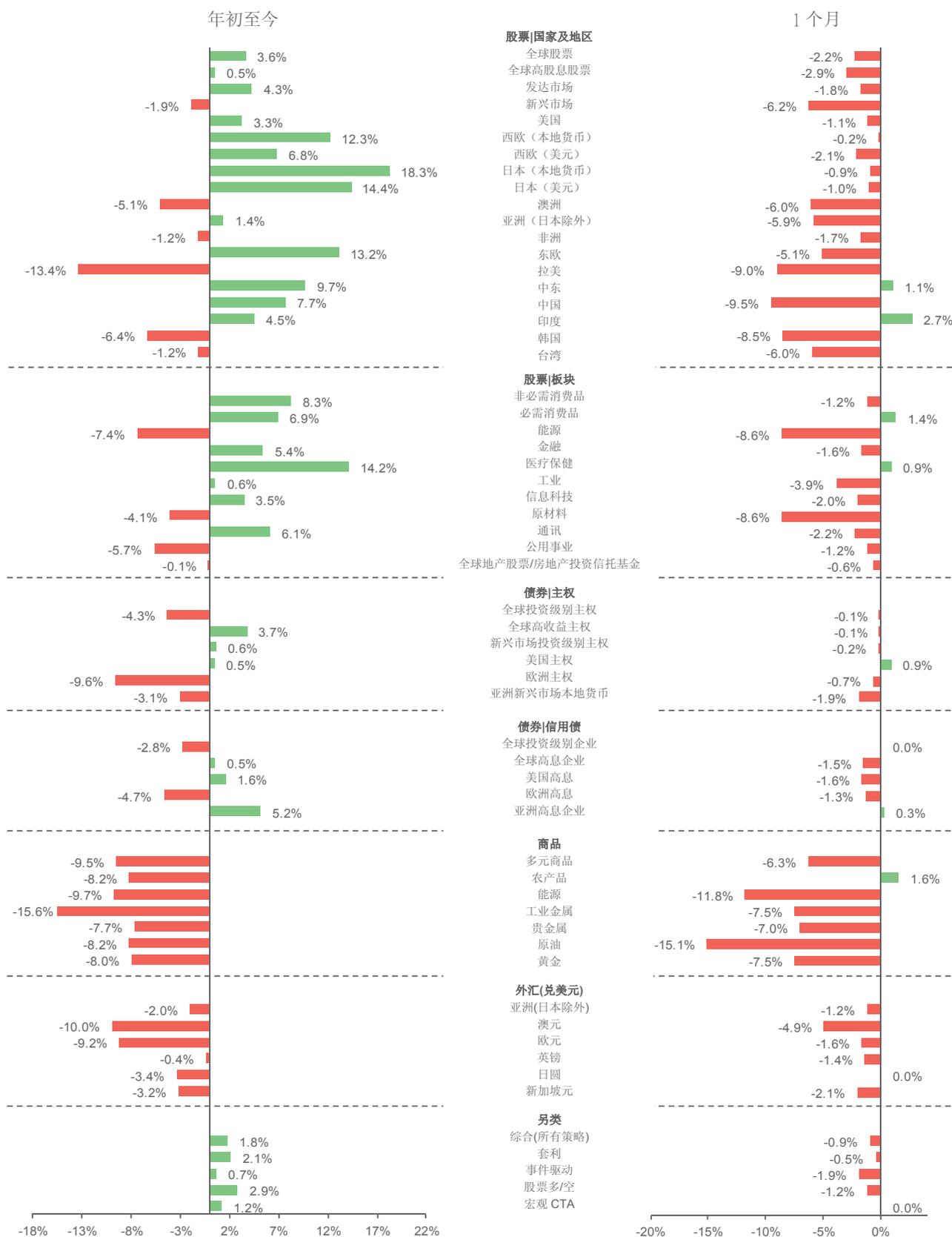
我们已不如上月般忧虑股市回落

渣打 GIC 对全球股票在往后三个月回落 5-10% 与 >10% 的机率预期



资料来源: 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 7 月 23 日，1 个月期表现由 2015 年 6 月 23 日至 7 月 23 日

数据源：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

- 全球股票自 5 月中开始向下调整 6.5% 之后，我们对于市场下行风险的顾虑相应减低。我们会考虑将资金调回全球股票及多元收益。
- 股票方面，随着希腊危机减退，欧元区（经外汇对冲）显得颇具吸引力。美联储今年可能加息，在这之前美元仍然具有吸引力。
- 中国风险减退，经济意外数据见底，意味着我们对亚洲（日本除外）股票的看法趋于积极。

风险资产境况改善。过去两月，我们倾向持有较具防守性的资产（备兑认购期权、杠杆贷款、人民币债券），在全球股市下挫 6.5% 期间收到良好效果。

然而，最近数周随着希腊及中国的风险减退，我们相信重返 W.I.D.E.N. 主题，特别是全球股票及多元收益，的时机已到。全球股票方面，我们最看好的仍是欧元区及日本股票（经汇率对冲），亚洲区域内则以中国（H 股）及台湾股市为首选。

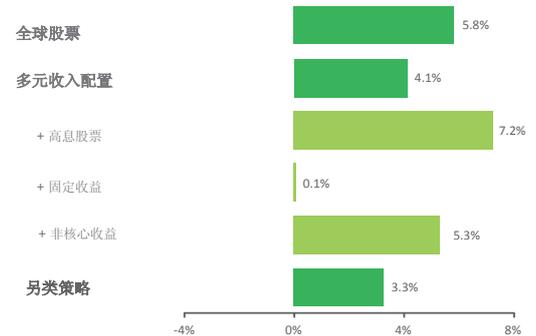
美联储的举措仍有可能引发波动，但我们不会过于担心。根据历史经验，美联储开始加息确有可能会令市场波动加剧。然而，任何波动的时间和规模都将是有限的，因为美联储加息之际往往亦是经济改善之时，而且加息周期可能会是渐进的，至少期初如此。股市起点亦低于 5 月中的高位。最后，多元收益及另类策略应有助于控制波动。

对投资者的意义：

- 目前水平上可趁机加仓全球股票及多元收益。**随着希腊债务危机逐渐远离新闻焦点，欧元区股票特别具有吸引力。日股亦依然是重点看好的对象。然而，现阶段我们会维持对两市的汇率对冲建议。
- 小幅提高亚洲（日本除外）股票的配置比重。**中国经济意外数据见底、救市政策、全球风险偏好上升，都有可能成为关键的支持因素。
- 美元前景仍然积极。**我们仍然认为，倘若美联储加息，得益最大的应是美元。
- 商品价格继续承压。**美联储加息会恶化黄金价格的前景，因为加息将推高持有零息资产的机会成本。与此同时，伊朗的石油供应可能增加，也将令本已供应过剩的油市前景进一步恶化。

W.I.D.E.N. 主题年初至今表现良好

W.I.D.E.N. 自《2015 年全球市场展望》发表以来的表现*



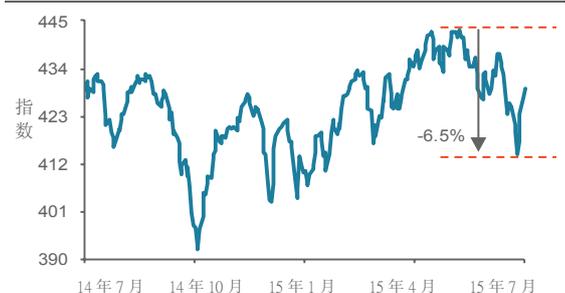
* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 7 月 23 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

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

全球股票先前回落期间高位落差已达 6.5%

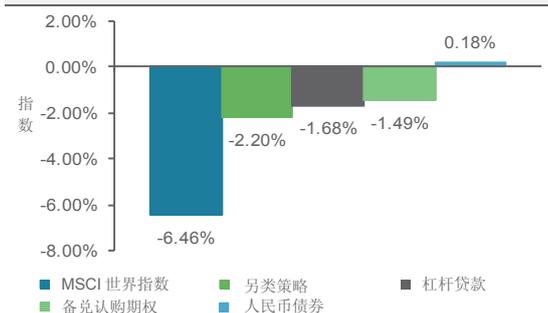
MSCI 所有国家世界指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

夏季股市回落期间防御性资产表现稳定

股市调整期间各资产类别的回报（2015 年 5 月 21 日至 7 月 8 日）



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
另类策略	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	发达市场投资级	11年1月
	新兴市场投资级	14年12月
	发达市场高收益	14年7月
	新兴市场高收益	14年12月
股票	美国	15年2月
	欧洲	超配*
	日本	超配*
	亚洲 (日本除外)	标配↑
	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

*基于汇率对冲

经济及政策展望

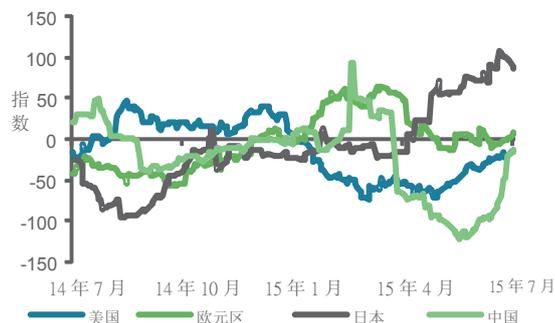
各主要经济体第二季度增长回升，尤其是美国，走出了一季度的短暂回软。劳动市场改善，可能推动下半年美国工资水平温和上升，为美联储年底前开始加息奠定基础。欧洲央行及日本央行都可能会维持创纪录的买债量，因为毕竟通胀仍然低企。中国 6 月份经济数据回稳。经济回升可对新兴市场产生支撑作用。

- **美联储准备下半年加息。** 第二季度就业市场回升，帮助提振了整体经济—从房地产业乃至制造业都从中受惠。随着劳动市场趋紧，下半年工资增长可能稍为加快，为美联储开始加息提供充分理由，最早可能 9 月加息。然而，加息的步伐可能是渐进的，因为美元走强以及能源价格低企都会令通胀持续受压。
- **希腊困局暂时得到解决，欧洲前景随之而改善。** 希腊国会同意债权人提出的严苛条件，以求取得第三笔救助贷款，令多月来的不确定局面告一段落，整个欧元区的经济复苏得以持续。低通胀环境下，欧洲央行可能会维持刺激措施到 2016 年，令经济持续复苏。英国工资压力上升，可能会令英国央行步美联储后尘，在 2016 年上半年或者更早加息。
- **日本经济数据惊喜频传，央行可能会维持刺激措施。** 日本过去几月的经济数据超乎预期，令日本央行有信心在 2016 年前达成通胀目标。虽然第二季度增长放缓，但企业投资计划仍较强劲。由于增长前景改善，我们预期日本央行在第三季仍会维持刺激措施。
- **中国经济放缓之势打住，提高了新兴市场经济复苏的机会。** 为期数月的政策宽松似乎已令中国经济放缓之势止住。6 月份工业生产和零售销售及出口皆复苏，令第二季度经济增长得以达成“保七”目标。中国经济每一次好转都可能惠及亚洲及其他新兴市场。

美国：经济回升为美联储年底前加息奠定基础

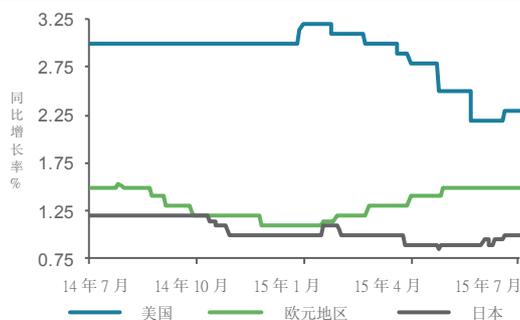
- **经济摆脱首季的短暂回软，恢复上升之势。** 根据一致估计，美国经济经首季收缩 0.2% 之后，第二季度年化增长 2.7%。带动经济回升的是首季的某些落后板块，比如房地产业及制造业。然而，消费未能明显回升，可能是工资增长不前所致。
- **就业市场强力回升，可能推高下半年工资。** 第二季度招聘步伐加快，拉高了某些雇员薪酬指标，同时令失业率降至七年来最低的 5.3%。美国职位空缺仍处于纪录高位，意味着下半年招聘步伐会持续。随着劳动市场趋紧，预期今后数季的工资增长将加快。
- **劳动市场趋紧为美联储下半年加息奠定基础。** 美国下半年失业率可能会下降至美联储所定的 5.0-5.2% 目标。这主要收益于经济的广泛复苏。据此，美联储将有足够信心在年内实行 2006 年以来的首度加息。美联储主席耶伦最近向美国国会表示，及早加息，以后就可以采取渐进的步伐。这增加了 9 月份加息的机会。

日本数据持续令人惊喜，而美国及中国的数据亦强力反弹 主要经济体的花旗经济意外指数



资料来源：花旗集团、彭博终端、渣打银行

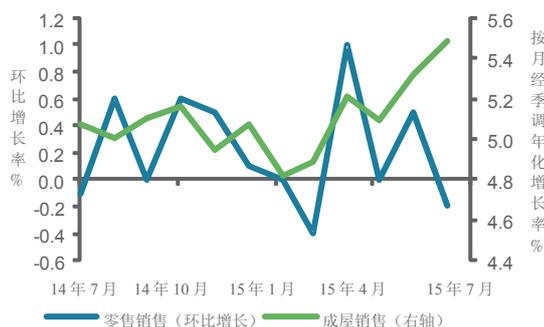
上个月美国及日本的一致增长预测上调 2015 年 GDP 一致预测（同比增长率%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国 6 月份成屋销售上升至八年高位，但近期的零售销售令人失望

美国零售销售（环比增长率%）；成屋销售（按月经季调年化增长率）



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元区：希腊接受救助条件，消除了不确定因素，欧元区前景因而改善

- **增长势将加快。**根据一致估计，欧元区增长在第三季度可能会加快至 1.6%，第四季加快至 1.7%，该地区第二季度的增长率为 1.4%。希腊国会接受苛刻的条件，为取得第三轮救助铺平道路，暂时消除了一项关键的不确定因素。
- **在希腊情况不确定期间商业信心持稳。**尽管当时希腊问题悬而未决，整个二季度欧元区商业信心始终保持坚挺，其中德国商业信心在 6 月份回升。然而，根据 ZEW 最近的一项调查所得，由于投资者忧虑希腊能否长期留在欧元区，其对欧元区经济增长的展望开始恶化。
- **低通胀下欧洲央行的宽松政策可持续至 2016 年。**虽然欧元区 6 月份消费物价连续第二月上升，结束了连降五月之势，但我们预计区内通胀到 2016 年甚至更晚都将远低于欧洲央行 2% 的目标。油价再度下跌，生产物价通缩持续，都会令消费物价受到抑制。在据此，欧洲央行可继续履行买债计划，直至 2016 年 9 月计划结束或更久为止。

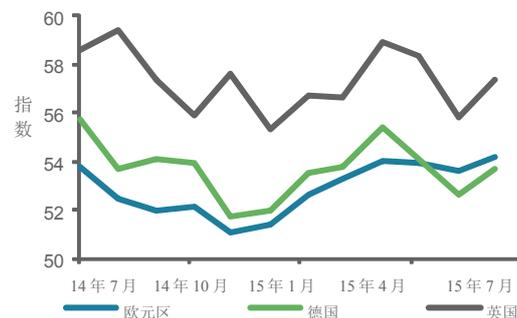
英国：工资上升或令央行步美联储后尘加息

- **就业市场趋紧会推高工资、刺激通胀。**英国工资在 3 月-5 月期间升 3.2%，速度为 2010 年以来最快。由于失业率接近 2008 年以来最低水平，今后数月的工资压力可能会进一步加剧，令整体消费通胀从 6 月份的 0% 大幅上升。
- **英国央行决策当局对通胀存有忧虑。**虽然行长卡尼表示何时加息在年底前会变得较为明确，但从英国央行 7 月份会议记录可见，更多理事开始担心通胀上升的风险。明年初加息的机会因而增加。

日本：经济数据惊喜频传，央行会维持刺激措施

- **经济数据持续予人惊喜。**二季度，虽然日本经济增长在一季度的急升之后，很可能由于当季对中国出口的放缓而放缓，但各项数据仍然超乎预期。据日本央行的季度短观调查所得，大型制造商的投资意愿是 2007 年以来最强的。这将支持未来数季的经济增长。
- **由于数据改善，日本央行可能会暂缓加大放宽力度。**行长黑田东彦表示，决策者可能不会计较油价下跌所引致的短期通胀下降。经济数据改善、大规模的企业投资计划以及通胀预期上升，将令日本央行暂缓加大刺激力度。

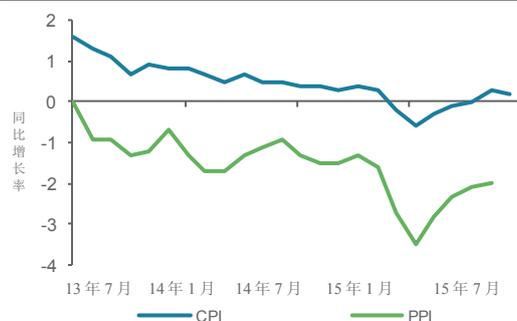
虽然希腊存不确定性，欧元区及英国 6 月份商业信心反弹 主要欧洲经济体的综合 PMI



资料来源：彭博终端、渣打银行

消费通胀低企，生产物价通缩持续，意味着欧洲央行会维持政策宽松

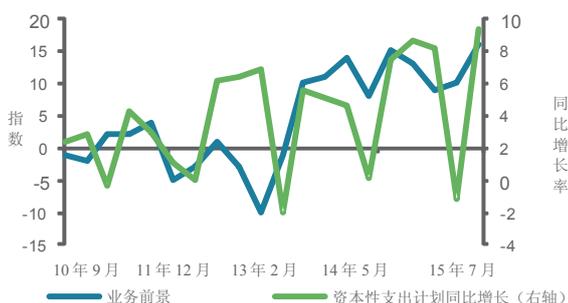
欧元区 CPI 及 PPI (同比增长率)



资料来源：彭博终端、渣打银行

由于业务前景改善，日本的最大型企业纷纷制订强劲的投资计划

对大型制造商业务前景及固定资产投资计划的短观调查 (右轴)



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国：持续的刺激措施令经济增长企稳

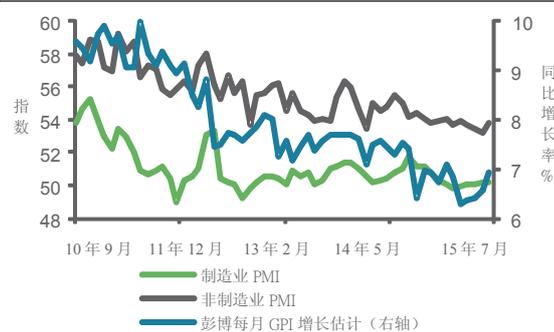
- **6 月份经济复苏令第二季度增长得以“保七”。**6 月份零售销售及工业生产增长加快，加上总体融资及出口回升，显示经济可能已走出谷底。6 月份的复苏令第二季度经济得以达到 7% 的增长目标。若经济持续回升，将会惠及亚洲及拉丁美洲的其他新兴市场。
- **下半年政策放宽力度可能加大。**经济回升迄今有赖于各种各样的政策放宽手段，包括降息、降准。我们预期下半年会有更多定向放宽措施，原因之一是要抵销本月股市急挫的影响。低通胀和仍旧相对偏紧的政策环境令央行有很大余地来进一步放宽政策。

其他新兴市场：印度通胀走势有悖于央行减息预期

- **印度通胀连续第二个月上升。**6 月份通胀反弹至 5.4%，已接近印度央行目标的上限(6%)。然而，6 月份及 7 月初的季风近乎平常，对于粮食价格上涨的忧虑因之而减退。虽然工业生产及出口持续放缓都可成为央行进一步降息的理由，但短期利率前景的关键可能取决于季风的情况变化。

中国服务业 6 月份回升，经济看来已到谷底

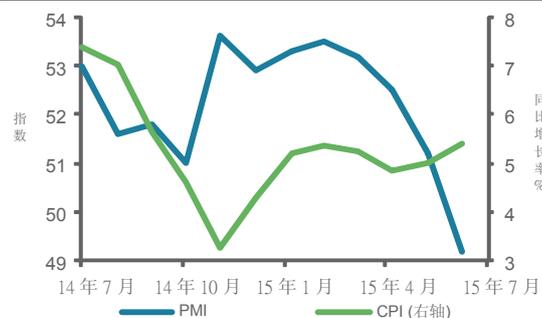
中国制造业及非制造业 PMI；彭博每月 GDP 增长估计（同比增长率%）（右轴）



资料来源：彭博终端、渣打银行

印度通胀过去两月加快上升，但其他经济部门却在放缓

印度的 PMI 及 CPI (同比增长率) (右轴)



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券—低配

- 我们对风险资产前景的看法改善，所以继续看好新兴市场美元主权债券、境内和离岸人民币债券以及印度卢比债券，可能将之纳入一个多元收益的配置之内。
- 高收益债收益率仍然具有吸引力，但以风险回报衡量，仍需限制持有比重。

G3 及新兴市场（美元）主权债券

- 不要畏惧美联储。**近期的希腊危机如今已成过去，注意焦点重回美联储。虽然我们仍然相信美联储会在今年内加息，但我们对此不会过于担心，因为金融市场不大可能会为此感到意外。长期收益率正逐步反映出 2017 年前多次加息的可能，不过对此市场仍存争议。因此，除非通胀或工资出乎意料地急升，否则长期美国债券收益率应会上升，不过过程会是缓慢的。

我们相信最大的调整可能在于短期收益率。回顾过去几十年美联储加息的历史，短期利率（如二年期）往往会在加息初期显著上升。我们预期这一次也会有类似的反应。这亦印证了我们的观点，就是 10 年期与 2 年期收益率差距会继续收窄，我们因此建议把各个美元债券配置的到期时间组合维持在温和水平（五年左右）。

- 我们继续看好新兴市场美元政府债，以投资级为首选。**美元新兴市场投资级政府债仍然处于最佳状态，兼具信用质量、对美国国债有利差缓冲空间以及估值便宜的优点。我们维持对投资级新兴市场政府债券的偏好，因为这类债券受商品价格影响较小。

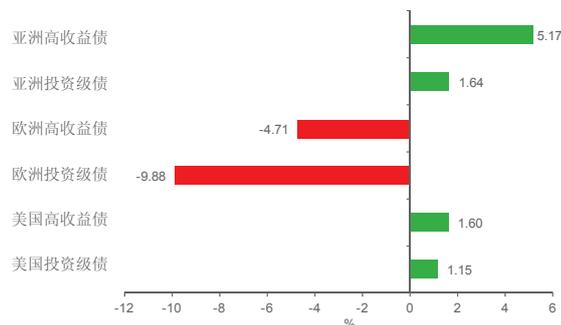
亚洲本地货币债券

- 境内及离岸人民币债券继续发挥“压舱石”的稳定作用。**尽管中国股市动荡不定，但两者的回报仍保持稳定。我们继续看好这两者，因为降息可能还会持续，其绝对收益率也较具吸引力，且这两者与其它主要资产类别波动的相关性也很低。其主要风险仍然在于人民币汇率浮动区间可能进一步扩大。然而，我们相信这种情况在不久的将来发生的可能性甚低。
- 我们继续看好印度卢比债券。**尽管市场忧虑弱季风可能导致通胀上升，对债券产生不利影响，但印度卢比债券过去一月仍有可观回报。虽然印度气象局预报会有弱季风，但以往预测颇准的私营机构 Skymet 却预测降雨接近正常。其实，即使真的降雨不足，压抑通胀的关键始终在于政府对粮食供应限制的管理。衡量各项因素后，我们仍然看好印度卢比债券的中期前景。

公司信用债券（美元）

- 维持对发达市场高收益债的基准配置。**虽然美国高收益已略显便宜，亦可能存在有限度的加仓机会，但我们相信谨慎起见仍应将其配置比重维持在基准水平（各可能水平见第 13 页）。当前收益率虽然具吸引力，但另一方面公司信用状况持续恶化，增加了违约率缓步攀升的机率。另外，油价跌势重现，可能令美国能源类债券再度承受压力。

固定收益年初至今表现*（美元）

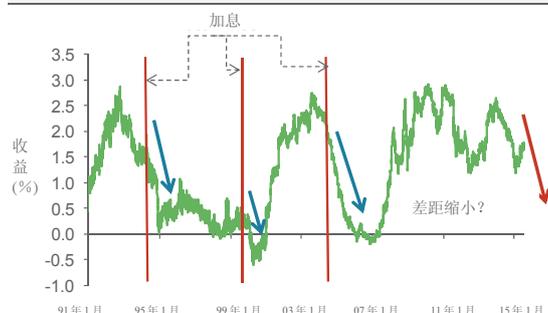


* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 7 月 23 日期间

数据来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信用指数

美国国债收益率差距可能缩小

10 年期与 2 年期美国国债收益率差距（10-2 收益率曲线）



资料来源：彭博终端、渣打银行

人民币债券回报全年保持稳定，包括近期的股票下跌

巴克莱总回报指数（2015 年 1 月 = 100）



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国整体公司信贷质量正在转差

BCA 美国公司健康指标



资料来源：BCA、渣打

股票—超配

- 我们仍然看好股票，对亚洲（日本除外）更具信心。在趁低吸纳买盘支持下，全球股票从 7 月 8 日低位反弹。我们最有信心的股市依次是欧元区、日本，两者都基于汇率对冲。我们已建议减少现金头寸，以反映我们对亚洲（日本除外）的信心增强。我们对美股的看法仍较积极，对其他新兴市场则保持谨慎。
- 对中国、美联储及公司盈利的忧虑减低。经过近期股市调整后，这三点对投资者的风险有所减低。以下我们将重点阐述投资者的忧虑以及我们得出的结论：
 - 1) 中国股市的调整是否创造了买入机会？我们对中国上市的 A 股与香港上市的 H 股的看法如何？
 - 2) 美联储信心日增，暗示年内将加息，这是否意味着未来的加息周期会近似 2004 年的周期？当时美联储也发出了明确的加息信号。亚洲股市近期的表现与 2004 年加息周期时的表现也相似。
 - 3) 欧洲、中国及英国的盈利修订转差。这是否预示这些市场的上升周期已近尾声？

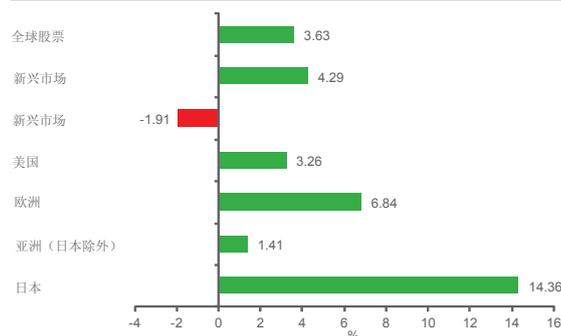
中国—A 股见底，H 股具投资价值

- 对 H 股维持看好。中国 A 股市场调整，不少投资者感到担忧。然而，在政府出手稳市场、稳经济后，A 股看来已形成底部。政府既然构筑了底部，对上行空间自然亦会设限。因此，我们建议投资者应以 H 股作为更佳的机会之源。H 股既没有底部，也没有顶部，因为左右市况的是基本因素而非政策因素。
- AH 股差价将会减少。A 股对 H 的溢价，即所谓 AH 股差价，现已增加至 44%。我们相信假以时日，这个差价应会减少。我们认为 H 股现时的价位水平具投资价值，其 12 个月远期市盈率只有 9.5 倍，而长期平均是 10 倍。

美联储与股市—借鉴以往利率周期的经验

- 2015 年与 2004 年的相似之处。投资者一直在争论美联储展开加息周期之后会以什么形态加息。美联储近期的暗示表现出其对经济前景的信心增强，有可能在下半年加息。基于全球股市自第二季度开始走弱，加上美联储的暗示（日后有可能被再诠释为明示），可以推论下一个加息周期与 2004 年周期会极为相似。
- 与以往加息周期的相似之处对亚洲（日本除外）尤其重要。区内市场在前三个周期的平均表现相当平稳。然而，各个周期的表现其实有颇大差异：1994 年开始加息后六个月，股市下跌了 7%，而在 2004 年加息周期展开后的同一段期间，股市却上升了 19%。
- 2004 年周期：利好欧洲。2004 年加息周期展开后的六个月，欧洲股市有同样可观的升幅，而美国同期只录得中单位数的回报。日本是少数下跌的股市之一，在 2004 年开始加息后的六个月下跌了 3%。然而，应要注意的是，在 2004 年这段期间日圆是走强的，而现时的日圆却是走弱，对公司盈利及股市应有重大支持作用。

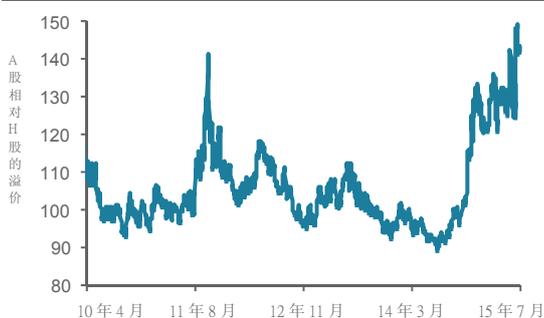
年初至今股市表现*（美元计价）更新



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 7 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

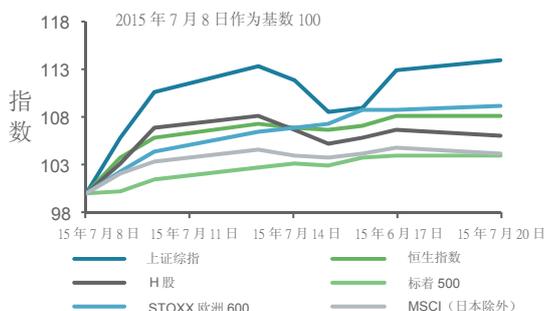
A、H 股差价



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国 A 股领先反弹

2015 年市场表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

港股在 2004 年开始加息后带动亚洲股市上升

2014 年市场表现



数据来源：彭博终端、渣打银行

盈利修订由正转负

- **中国及欧洲的盈利修正由正转负。**全球大部分市场过去一个月修正盈利由正转负。美国和日本则独善其身，盈利修订继续向好。
- **中国将继续承受压力。**中国的盈利修订短期内可能会持续受压，原因在于股市调整及其连带对个别行业产生的不利影响。不过，我们亦注意到中国的经济意外指数回升，反映政府的刺激需求措施可能开始见效。欧元弱势重现，对欧元区公司盈利可能有支持作用。

欧洲—对欧元区看好，对英国谨慎

- **我们对有汇率对冲的欧元区股票维持看好。**我们认为对于近期盈利修订由正转负无须担忧，反而应该重视欧元弱势重现对于促进公司盈利以及持续的并购活动的有利作用。
- **我们对英股谨慎。**部分是由于同利好欧元区股市因素相反的原因：英镑走强。对中等收入者加税、对低收入家庭减少福利发放、以及政府强制加薪，都可能对盈利预期及投资情绪造成短期压抑。

日本—安倍经济学奏效

- **我们维持看好汇率对冲基础上的日股。**日本是我们仅次于欧元区看好的市场。工资增长加速，投资有增加迹象，加上日圆走弱，都对日股有拉抬作用，而以历史标准衡量，日股估值仍然合理。

美国—正值财报季

- 美国盈利业绩可能令人惊喜。标普 500 指数 2015 年初表现平平无奇，上半年仅上升 1%。盈利增长不振，第一季度只有 2%，是股市上升乏力的原因之一。展望前景，预计第二季度盈利将倒退 2%。然而，看多者预期盈利增长预测将在财报季结束前扭负为正，不过美元走强及油价下跌都会产生不利影响。

亚洲（日本除外）及新兴市场（亚洲除外）—重新部署现金

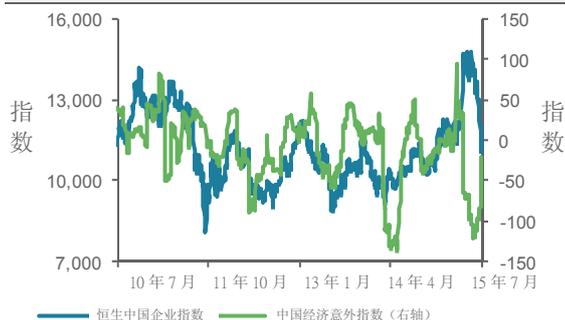
- 我们对亚洲（日本除外）日益看好。这个观点是在 5 月初至 7 月 8 日期间股市大幅下调 14% 之后形成的。为了体现这个日益看好的立场，我们建议持有的现金比重有所降低。
- 我们对其他新兴市场保持谨慎，因为这些市场倚重商品价格，而商品价格因为需求放缓和供应增加而持续受压。
- 我们对韩股维持标配观点；6-7 月全球跌市期间，韩股之所以表现领先，部分是因为早前受到 MERS（中东呼吸综合症）疫情打击股市已经有所回暖。

小结

对于那些因预期股市调整而于 5 月份减仓，或者坐拥现金的投资者而言，目前正是利用市场回调将现金投入欧洲、日本和亚洲其他市场的良机。

近期经济数据开始改善

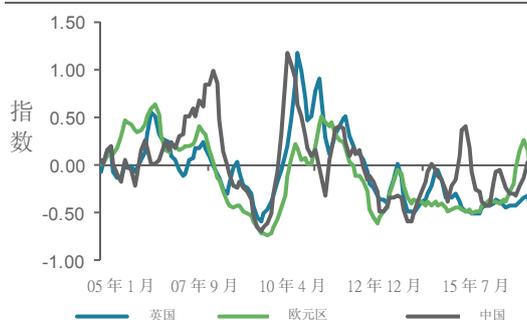
中国经济意外指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国及欧元区盈利修订扭正为负

中国、欧元区及英国的盈利修订



资料来源：FactSet、渣打银行

看好欧洲和日本（经汇率对冲）、及中国大陆和台湾股市 对全球与亚洲各国的好恶



资料来源：渣打银行

商品—低配

- 在供求失衡下，我们预期油价上限仍将受制。
- 我们预期金价会因美联储加息而进一步下跌。

对商品整体维持看跌。虽然商品价格近期已有下跌，但供求持续失衡，以及美元走强都可能导致商品价格进一步走弱。此外，我们仍然预期各类商品的价格前景不会有太大差异。

预期油价会持续受压。预期油价不会从现有水平显著上扬，价格上限可能限于每桶 60-65 美元。来自石油输出国组织成员国和该组织之外的产油国的原油产量持续增加。尤其是美国，能源信息署将其产油量向上修订至历史最高水平。美国的原油库存仍然显著高于历史均值。此外，最近达成的伊朗限核协议一旦获美国国会通过，原油供应可能进一步增加。需求方面，大多数新兴市场国家仍没有增速明显反弹的迹象。发达市场需求增长温和，令价格难以大幅回升。这个观点的失准风险仍然在于地缘政治。中东各方的冲突可能会更为表面化，这会直接影响石油生产。然而，我们认为目前出现这种情况的机率甚低。

我们预期金价会进一步下跌。金价近期跌破 1,120-1,220 区间，为进一步走弱创造了空间。希腊债务困局缓解、伊朗限核协议达成、中国黄金储备超预期，都可能是金价急挫的原因。根据近期数据，黄金的投资情绪已进一步下降，黄金 ETF 的总持仓量急剧下降。

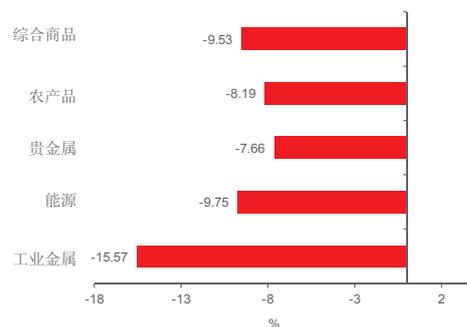
我们相信，美联储加息后利率水平（扣除通胀率）走高、美元升值以及新兴市场经济放缓导致黄金需求增长有限，都是利空黄金的因素。虽然大部分地方的通胀已开始从低位回升，但我们预期通胀上升的步伐不会显著加快。因此，利率走高可能会增加持有黄金的机会成本。

我们预期基础金属价格会继续受压。尽管不能排除战术性反弹的可能性，但我们预期大部分工业金属的价格都会持续受压。尤其是铜，由于中国房地产业前景不确定，铜的消耗量一直远低于精炼铜及铜矿石的产量。其他基本金属中，镍仍面临供应过剩，皆因需求不振以及减产步伐放慢。至于锌，虽然需求基本面好些，但中国锌产量回升令价格难以反弹。

短期而言，我们则须强调，历史经验表明镍价及铜价一向都会受到厄尔尼诺现象的不利影响。整体而言，尽管近期价格有所下跌，12 个月内基础金属价格没有显著回升的理由。

我们对农产品维持观望立场。尽管有大量迹象显示今年的厄尔尼诺现象可能来势凶猛，但其对软性商品（一般指经种植—而非采掘—获得的大宗商品）价格的影响却是因具体商品及地区而异。因此，我们对农产品基本面不会采取“一刀切”的观点。以历史经验来看，发生厄尔尼诺现象的年份，咖啡、棕榈油及可可价格都会上涨。

商品市场年初至今表现*（美元）

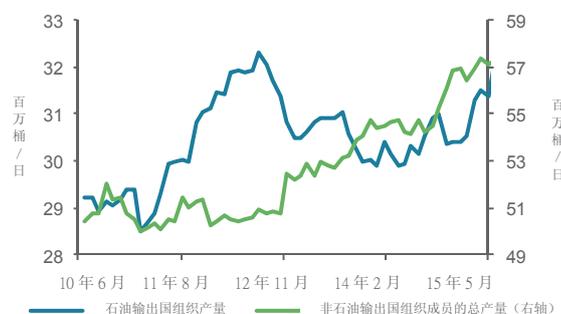


* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 7 月 23 日期间

数据源：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

原油产量持续增长

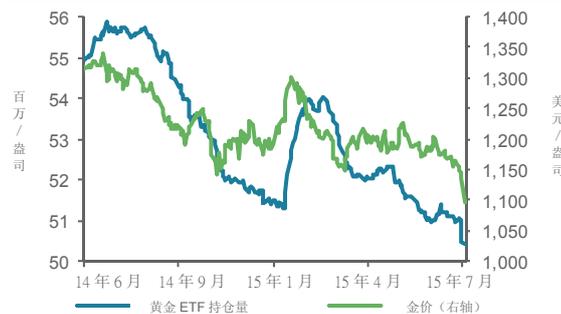
石油输出国组织及非该组织成员国原油日产量



资料来源：彭博终端、渣打银行

黄金的投资情绪显著转差

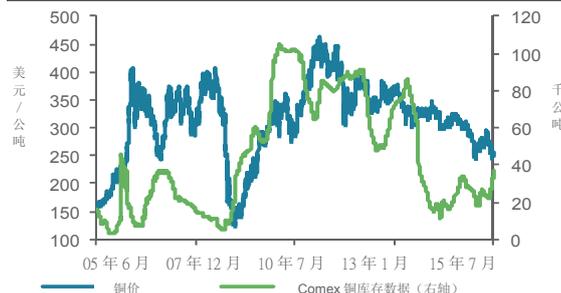
金价与黄金 ETF 的总已知持仓量



资料来源：彭博终端、渣打银行

铜价因存量增加而持续受压

Comex 铜存量与铜价



资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略—超配

- 另类策略仍然是我们最看好的资产类别之一。政策分歧、市场趋势明朗化以及抵御市场波动的需求都是影响该资产类别表现的关键因素。
- 过去一个月，受美元反弹影响，宏观策略表现领先。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。

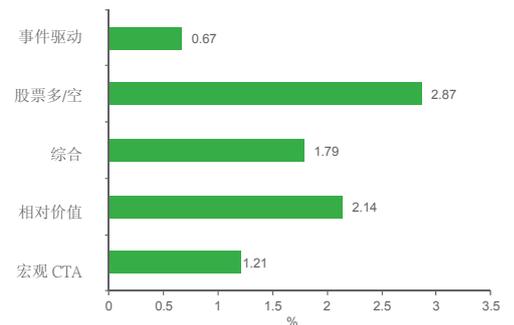
今夏另类策略在抑制波动方面表现出色。大约 5 月中至 7 月初期间，股市下跌 6.5%，但另类策略同期仅下跌 2.2%。这样的表现凸显出另类策略在我们心目中的一个主要优点—投资于我们看好的资产类别的同时，令投资的过程更为平稳，而不受到市场波折的过份侵扰。

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。全球并购活动进一步增加（年化后的数据已超过 2014 年水平），可能继续支持事件驱动策略。最后，在有利于全球股票但又不时出现波动的环境下，股票多/空策略可能确有其可取之处。我们仍然认为，想要构建完善的投资组合，另类策略实为不可或缺的重要一环。

小结：

另类策略仍然是我们最看好的资产类别之一。我们倾向分散持有。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 7 月 23 日期间

数据源：HFRX、彭博终端、渣打银行

HFRX 全球 7 对冲、HFRX 股票对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/CTA

外汇市场

- 我们仍然预期 (a) 美元兑欧元、日圆及澳元走强；(b) 英镑兑非美元货币走强。
- 我们预期韩元、新台币及新加坡元会进一步下跌，而马来西亚林吉特、印度卢比、印度尼西亚盾及泰铢的下行空间有限。

美元：中期看升：预期美元在 12 个月期内会走强。我们的基本观点大致不变。美联储近期发出的讯息印证了我们的观点，即美国可能会在下半年开始加息，而大部分主要央行则会继续维持宽松立场。我们相信短期美国利率尚未反映还会有更多加息的因素。即使加息步伐缓慢，但偏向美元的利差扩大，可能会推动美元升值（见右图）。

随着希腊眼前的困局得到缓解，我们相信下半年的各主要风险都已减退，美元的避险买盘（包括日圆）相应减少。美元净多头近期已显著减少。因此，我们相信短线调整已经完成，美元今后多月可能会持续走高。

欧元及日圆：中期看跌：我们预期欧元在 12 个月期内会进一步走弱。随着希腊眼前的债务问题得到解决，欧洲短期收益率重现跌势，令美元的收益优势得以增强，并对欧元汇率形成压力。我们认为，由于欧洲央行继续推行量化宽松计划，欧元收益率可能会持续受到压抑。此外，近期经常帐盈余减少，亦可能削弱对欧元汇率的支持。

短期

指少于 3 个月的时限

中期

指 6-12 个月的时限

美联储加息仍然对美元汇率走势至关重要
以美元指数加权的利差与美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元相对美元的利差恢复下滑之势

德、美 2 年期利差与欧元兑美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们预期日圆中线走弱。这个观点的基础仍是美元因利差扩大而走强，而日本持续有资金净流出。此外，由于日本央行一直致力于提振通胀预期，所以不大可能放任日圆升值。

英镑：维持中期中性：我们对英镑 12 个月的前景维持标配立场。利好和利空因素仍然并存。利好方面，预期英国央行将会是首个跟随美国加息的主要央行。我们认为近期的英国经济活动指标及工资数据与经济疲乏程度的减弱是一致的。我们亦认为英国的低通胀只是短暂现象，主要是粮价及油价所致。然而，我们必须指出，英国经济的风险主要在于经常帐赤字扩大，以致英镑走势更易出现震荡。

澳元：维持看跌：我们仍然预期澳元会进一步下跌。商品价格不振的次轮影响（包括就业及国内经济活动下降）、政策进一步放宽的可能上升、以及全球汇率波动渐增，都是这个观点的主要依据。铁矿石价格近期下跌，令我们更加确信澳洲的主要商品市场会保持疲弱。对于商品价格不振以及本币汇率偏高，澳洲央行一再表示关切。此外，近期通胀数据转弱，亦有可能为央行造就更大的放宽政策空间，进一步削弱澳元的收益率优势。澳元债券对于澳大利亚本土投资者的吸引力可能因此而增加。

新西兰元：中期中性：预期中的降息大致反映了新西兰元近期的急挫，对于新西兰元今后的汇率应不会造成很大影响。此外，我们相信新西兰央行不大可能会采取大幅调降政策利率的做法。因此，衡量风险回报之下，我们倾向维持中期标配立场。

亚洲（日本除外）：维持中期标配：我们对亚洲（日本除外）货币整体的看法维持标配，但预期人民币及印度卢比会表现领先，新加坡元、韩元及新台币则将表现落后，而印度尼西亚盾、菲律宾披索及马来西亚林吉特的表现会与该区域整体表现一致。就绝对表现而言，我们预期人民币、印度卢比、印度尼西亚盾、泰铢及马来西亚林吉特大致上可保持稳定，而韩元及新台币则会进一步下跌。

美国势将加息，令美元兑各主要货币走强，这可能令新加坡元进一步走弱。虽然新加坡金融管理局并未表示会马上采取政策宽松，但一旦经济数据进一步恶化，其立场就可能会向进一步放宽倾斜。

我们认为，由于中国致力于提高人民币的国际化程度，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，我们认为近期宏观经济数据走弱以及货币政策放宽不会对人民币有不利影响。至于印度卢比，在美元走强之际，我们相信其韧性会好过区域内其他货币，原因在其利差更大，且对外收支情况较好。油价近期下跌，亦减低了短期风险。

韩国方面，由于国内经济进一步放缓，中央银行继续出人意料地加大货币宽松力度。我们相信韩国政府可能会继续倾向于通过本币贬值来支撑出口。马来西亚林吉特和印度尼西亚盾的显著贬值已经反映了大部分的潜在风险。

英国工资增长加快终必会对物价构成上涨压力

英国 CPI、英国核心 CPI 与英国周薪增长



商品价格下滑拖低澳元

澳洲央行商品价格指数与澳元兑美元汇率



新加坡出口及通胀走弱增加了采取政策行动的机率

新加坡出口（同比增长）与 CPI 通胀率（同比增长）



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。