

## 短期风险与中期驱动因素

- 中期利好因素维持不变，但市场疲惫的迹象日益明显。
- 我们认为，经济增长持续和市场流动性充裕，仍然是今后 12-24 个月利好全球股市的因素。
- 然而，市场出现若干疲惫迹象，尤以美国为甚，可能会令短期回落的时间进一步延长。

### 回顾过去…

过去一月大部分时间，市场区间波动，但最近压力重现，原因是对中国和希腊的忧虑增加，以及美联储可能即将加息。我们先前已强调，希腊局势、中国市场的波动、美联储开始加息是三大风险所在。希腊宣布重新举行大选，令其债务危机再度受到投资者关注。中国汇率政策方面的进展，移除了令一个稳定因素。然而，上述因素至少稍为减低了美联储在 9 月份加息的可能性。

### 展望前景…

股票牛市终结之期尚远。经济复苏之势持续，看不到有多少个理由令情况逆转。此外，全球流动性可望维持甚为松动的状态。此等因素在今后 12-18 个月都可以利好全球股票。（见第 4-5 页）

然而，我们的集团投资委员会这个星期初开会时留意到股市存在不少短期顾虑（见右表）。由于基金经理手持大量现金，即使股市走弱，弱势亦应有限。（见第 7-9 页）

在此形势下，我们对今后 12 个月的全球股票维持看好观点，并继续在有货币对冲的基础上以欧元区及日本股票为首选。每当市场波动时可伺机吸纳股票（见下表所列不同市场的关键支持位）。亚洲区内，我们仍然偏好香港上市的中国 H 股。我们对印度股票的看法亦趋于乐观。（见第 7-9 页）

看好美元及印度卢比债券。亚洲固定收益类资产中，我们继续偏好印度卢比债券，三周前，人民币即将大幅贬值前夕，我们结束了对人民币债券的交易建议。美元债券方面，我们对于收益率短期急升的风险已不如先前般顾虑，偏好新兴市场投资级主权债券，以及美国高收益债券。（见第 6 页）

## 目录

短期风险与中期驱动因素	1
市场表现概要	2
投资策略	3
经济及政策展望	4
债券 - 低配	6
股票 - 超配	7
商品 - 低配	10
另类策略 - 超配	11
外汇市场	12
免责声明	14

## 美股短期风险有上升之虞

美国股市短期风险检查清单

市场指标	
标普 500 远期市盈率高达 17 倍	1/2
本土市场领先全球市场	X
防御类板块领先周期类板块	X
信用敏感性	1/2
市场广度降低	X
收益曲线趋平	1/2

全球指标	
全球增长放缓	1/2
新兴市场信用风险上升	X
美元大幅升值	X
国际性问题波及美国	

内部指标	
就业动能减弱	
楼市复苏停顿	
政策未知因素	
通胀 / 通缩忧虑	1/2

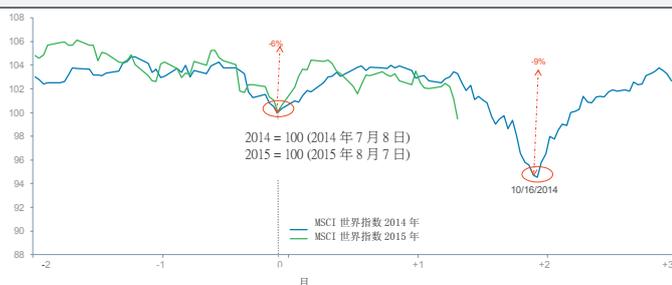
资料来源：BCA、渣打银行

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

## 全球股市正处于季节性疲软期

全球股市今年与去年的表现比较

将指数在指定日期的表现重置为 100。2015 年指数滞后一个月



资料来源：彭博终端、渣打银行

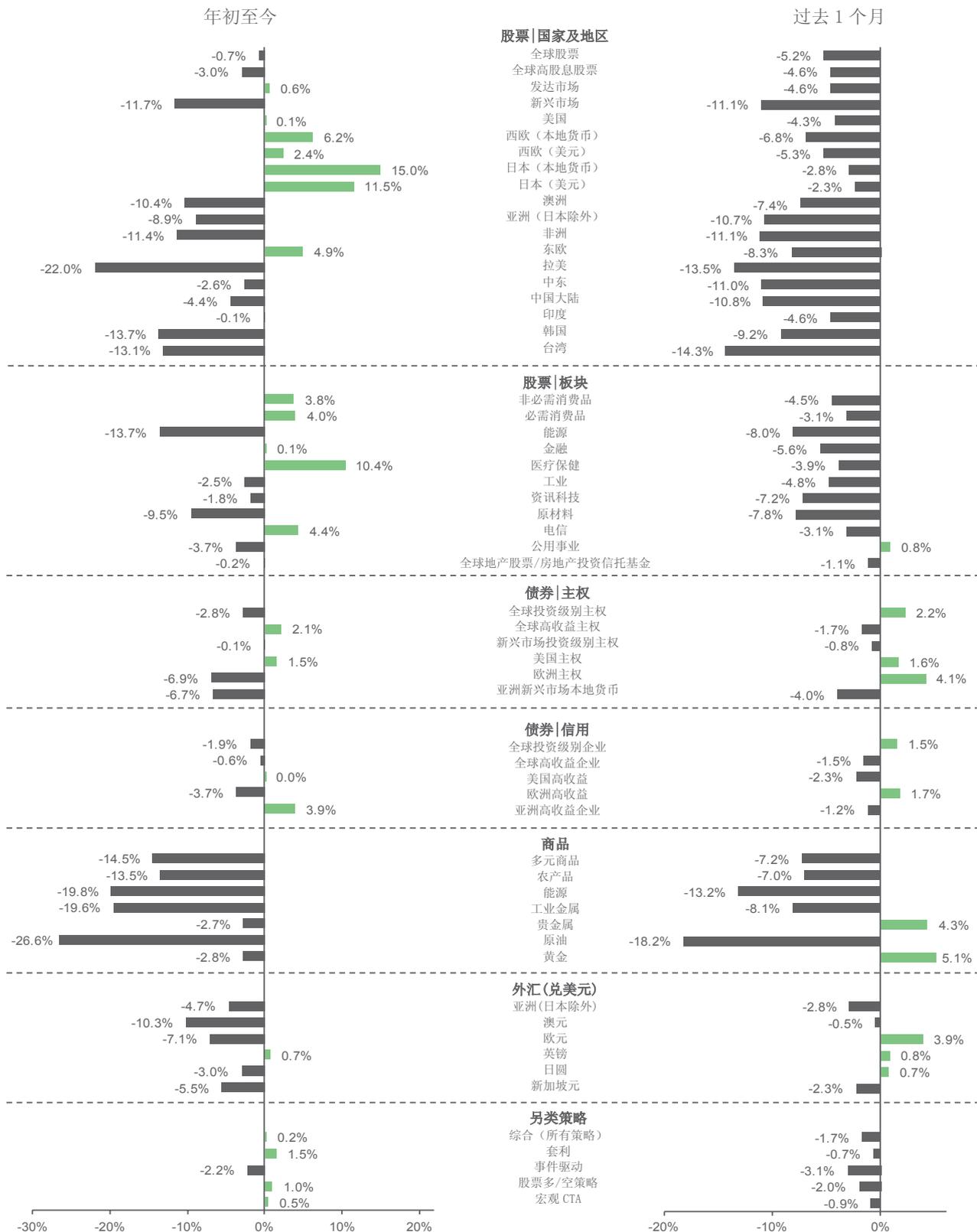
## 各主要股市距离技术性支持关口不远

主要市场技术性关口，距现水平%

资产类别	次要支持	主要支持	现时指数	主要阻力	次要阻力
标普 500	-2.4%	-0.8%	2036	1.5%	3.1%
EuroStoxx 指数	-4.9%	-2.1%	3353	2.1%	4.7%
日经	-3.6%	-1.9%	19613	2.0%	4.0%
MSCI 亚洲（日本除外）	-5.1%	-1.9%	504.54	3.3%	6.4%
MSCI 中国	-6.3%	-2.2%	61.88	2.8%	5.9%
MSCI 印度	-3.6%	-1.9%	490.53	2.3%	4.8%

资料来源：汤森路透、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 8 月 20 日，1 个月期表现由 2015 年 7 月 20 日至 8 月 20 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

- 尽管金融市场今夏已下调 6.5%，但新的忧虑似乎重又浮现。
- 我们认为短期内的忧虑不会影响我们对于欧元区及日本股票（经外汇对冲）的长期偏好，这和去年并无很大区别。我们反而会建议趁近期市场状况波动在我们青睐市场逐步逢低吸纳。投资者若担心美股短线走弱，亦可考虑透过美国高收益投资于美国市场，因为其回调幅度已相当显著。
- 我们认为中国汇率政策的转向不会触发人民币大幅贬值，不过人民币存在温和贬值的可能性，就像过去 12 个月那样。

**股市忧虑看来挥之不去。**上月，我们指出全球股市经过夏季回调 6.5% 之后市场状况可望好转。然而，不少短期市场压力指标仍然高企，以美股为代表的股票市场在美国加息前夕浮现出新一轮的忧虑。

**美国高收益债为美股投资者提供了另一类选择，但仍应以欧元区及日本股票作为长期投资重点。**回顾历史，因美联储加息而产生的股市波动往往都较短暂。然而，此刻若投资于美国高收益债，其作用与投资于美股差不多，因为两者有高度相关性，而且美国高收益债已有颇大跌幅。

**人民币预计将温和走弱。**中国汇率政策转向的主要原因，看来是为了迎合纳入国际货币基金组织特别提款权的要求。若人民币进一步小幅走弱，则不足为奇，但这恰好印证了我们看好美元的观点。

### 对投资者的意义：

- **继续长期聚焦于欧元区及日本股票（经外汇对冲）。**我们长期聚焦于这两个具有吸引力的市场，不会因美国方面的短期忧虑而有所动摇。然而，美联储加息之前，我们仍建议在外汇对冲基础上投资这两个市场。亚洲方面，我们建议增持印度股票，因为根据历史经验，印度股票在临近美联储加息之际往往不太倾向走弱。
- **趁近期市场状况波动，在我们看好的股票市场上逐步逢低吸纳。**我们相信美国高收益债是美股的一个上佳替代选择，因为后者回调幅度已相当大。去年的情形就是一个很好的借鉴。
- **美元前景维持看好。**我们仍然认为，由于美联储加息会推高短期收益率，美元可望成为最大获利者。中国最近的汇率政策变动也起了推波助澜的作用。而这亦平添了商品的下跌压力。

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

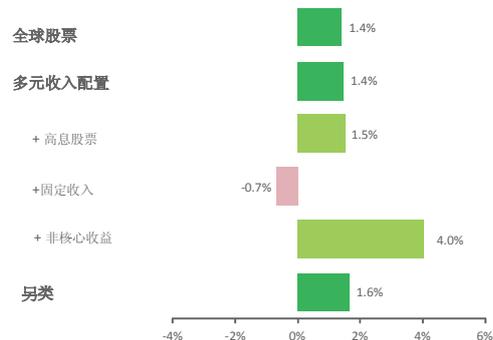
#### 说明

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\*



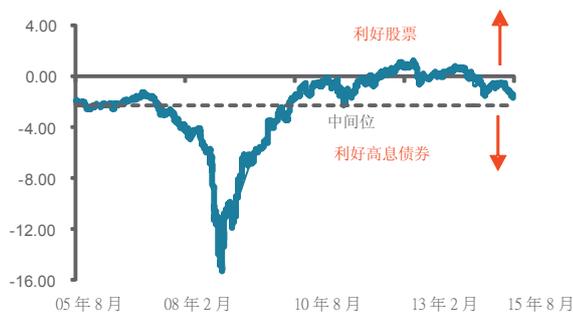
\* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 8 月 20 日期间

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

### 美国高收益债相对于美股的吸引力渐增，但方才如此

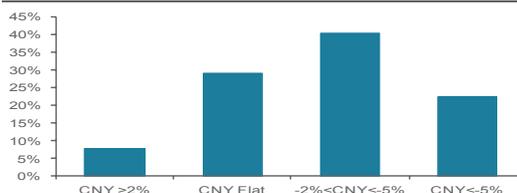
美股盈利收益率—美国高收益债收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 预期币温和走弱

渣打集团全球投资委员会对人民币兑美元今后一年的涨跌预期（% 机率）



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	发达市场投资级	低配
	新兴市场投资级	超配
	发达市场高收益	超配↑
	新兴市场高收益	标配
股票	美国	标配
	欧元区	超配*
	英国	低配↓
	日本	超配*
	亚洲（日本除外）	标配
	其他新兴市场	低配
	商品	低配
另类投资	超配	13 年 6 月

\*有货币对冲

## 经济及政策展望

美国就业市场及楼市蓬勃，令经济回升之势得以延续至 7 月，不过在低通胀以及外部风险影响下，增长步伐可能会较为缓慢。希腊提前大选，令欧元区重现不确定性。为了应付低通胀以及来自中国的阻力，欧洲央行势将继续放宽政策。日本第二季度经济收缩，原因在于国内消费不振，但机械订单踊跃，意味着下半年经济有望复苏。中国经济进一步放缓，更有理由加大政策宽松力度。

- **美国经济回升令注意焦点转向美联储 9 月份会议。** 就业市场蓬勃，激励了 7 月份的国内消费和楼市。我们相信，美联储因此大有理由在今年开始加息，只是碍于外部风险，加息时间可能推迟至 12 月。其后的加息步伐可能非常缓慢，因为通胀一直低位徘徊。
- **希腊局势不确定以及中国经济面临阻力意味着欧洲央行须持续推行刺激措施。** 希腊债务僵局期间，商业及投资信心表现得相当坚稳。然而，希腊宣布提前大选，却令局势又陷入不确定中。此外，低通胀以及中国经济面临阻力意味着欧洲央行会将其创纪录的量宽计划维持到 2016 年内的相当一段时间。
- **经历了第二季度的倒退后，日本或将借助于企业支出重振经济。** 第二季度经济收缩是因为私人消费不振以及出口增长放缓，尤其是对中国出口。然而，机械订单踊跃，意味着下半年企业支出势必回升。由于通胀仍然低企，加上中国以及其他出口市场疲弱，日本央行应该会持续其创纪录的宽松步伐。
- **中国经济持续放缓将损及新兴市场，触发进一步的政策宽松。** 主要指标反映 7 月份经济进一步放缓。经济放缓令商品价格降至多年来低位，损及各主要新兴市场。我们预期中国会进一步降低利率及银行存款准备金率，并有可能实施财政刺激，从而把经济增长稳定在 7% 左右。

### 美国：就业市场蓬勃为今年加息奠定基础

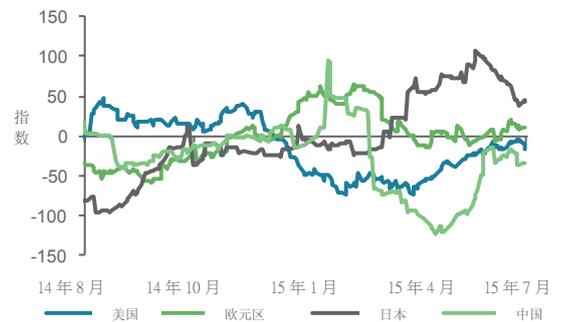
- **消费、楼市复苏推动经济。** 美国经济增长继首季向上修订为 0.6% 后，第二季度报 2.3%，主要归功于蓬勃的就业市场，尤其是服务业。另一提振因素是楼市，新屋动工量及成屋销售均上升至 2007 年以来最高水平。
- **就业职位大增可能令经济回升得以持续。** 美国 7 月份净新增职位 21.5 万个，而 6 月份新增职位亦上修为 23.1 万个。职位空缺数目仍然接近历来最高，意味着下半年市场会保持强势。就业市场蓬勃刺激了高价商品销售（汽车销售增至 9 年来高位），并提振了服务业信心（10 年来高位）。这有助抵销美元强势对制造业的不利影响。
- **经济持续向上为美联储开始加息创造基础。** 经济稳步回升，令失业率降至 5.3% 的七年来低位。此外加上服务业及楼市的普遍增长，足以令美联储大有理由在今年开始加息。然而，碍于外部风险以及低工资增长、低通胀等因素，开始加息的时间可能会推迟至 12 月。此外，加息步伐可能会相当缓慢。

### 欧元区：希腊、中国的不确定性意味着欧洲央行须继续推行刺激措施

- **希腊债务僵局期间，欧元区经济相当坚稳。** 在希腊周四宣布提前大选之前，欧元区投资信心维持在八年高位附近，而连降三个月的经济预期亦回升。

### 日本及欧元区经济数据持续予人惊喜，而中国数据则持续走弱

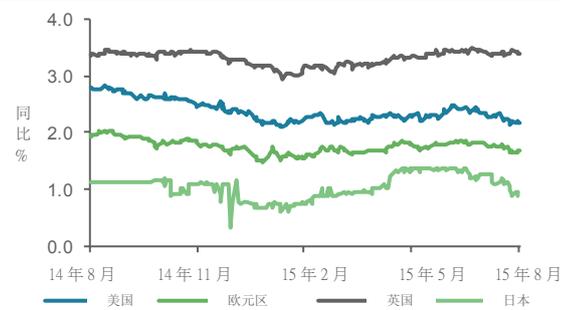
主要经济体的花旗经济意外指数



资料来源：花旗集团、彭博终端、渣打银行

### 各主要经济体过去一月的长期通胀预期下降

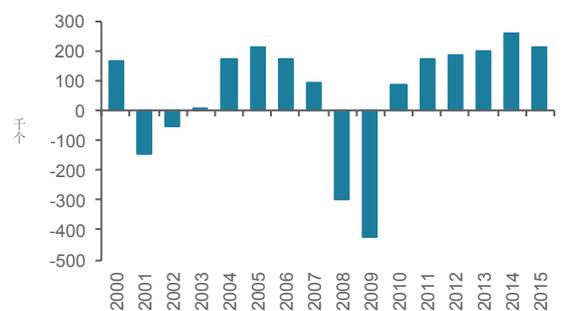
对长期通胀的市场预期（同比%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国今年的平均每月新增职位为 2000 年以来第二高

美国平均每月非农业就业职位净额（千个）



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 欧元区投资信心维持在八年高位附近，经济增长预期回升

Sentix 投资信心指数与 ZEW 经济增长预期调查



资料来源：彭博终端、渣打银行

- **希腊大选令局势再度不确定。**欧元区增长由首季的 0.4% 放缓至第二季度的 0.3%，部分是希腊局势不确定所致。希腊大选令不确定氛围延续至第三季。然而，能源及借贷成本低廉，加上欧元走弱，却有助欧洲出口商化解来自希腊及中国不利因素。欧元区 6 月份贸易盈余创下新高。
- **低通胀加上经济阻力意味欧洲央行须长时间放宽政策。**欧元区通胀率（0.2%）一直显著低于欧洲央行 2% 的目标，生产物价通缩加剧，部分是因为商品价格下跌。希腊局势不确定再现、通胀低徊、外部需求放缓等因素，都意味着欧洲央行买债步伐可能持续到 2016 年内的相当一段时间。

#### 英国：失业率低徊、工资上升为英国央行加息创造基础

- **7 月份核心通胀率上升至五个月高位。**该指标扣除了波动较大的食品及能源价格，由 6 月份的 0.8% 跃升至 1.2%。关键驱动因素是工资上涨，而这背后，失业率持续在 2008 年以来的最低水平附近徘徊，令就业市场趋紧。虽然整体通胀率只有 0.1%，仍显著低于英国央行 2% 的目标，但决策当局预计商品价格下跌的影响在年底前就会减退，整体通胀会随之而上升。
- **工资上涨的背景下，英国央行可能跟随美联储加息。**工资压力积聚，可能成为英国央行明年初加息的基础。英国央行货币政策委员克里斯汀·福布斯表示，加息拖得太久“可能不利经济复苏”，因为到头来加息步伐可能要更快。

#### 日本：企业支出可能有助于经济在第二季度下滑后恢复增长

- **机械订单踊跃预示企业支出将上升。**第二季度机械订单上升至 2008 年以来最高，可以预见往后多月的企业投资会增加。此外再加上商品价格下跌以及日圆走弱，应有助振兴经济，扭转第二季度因私人消费及出口放缓而令经济收缩 1.6% 之势。
- **低通胀与来自中国的阻力意味日本央行会持续放宽政策。**6 月份整体通胀降至 0.4% 的两年低位，而中国经济放缓则导致日本 7 月份出口增长放缓。因此，我们预期日本央行在明年相当一段时间仍会维持创纪录的货币宽松步伐。

#### 中国：经济进一步放缓损及新兴市场，意味须加大政策放宽力度

- **各项指标反映经济持续放缓。**7 月份固定收益投资增长、工业生产及零售销售均降至多年来低位，而对实体经济的新增银行贷款则减半。自 1 月份以来，出口连续五个月收缩，民营制造业指数亦持续收缩。
- **数据疲弱意味着可能会有更多的政策宽松。**我们预期还会有降息和降准，定向贷款则会增加，目的是把经济增长稳定在 7% 的目标附近。亚洲以及其他新兴市场，特别是拉丁美洲市场，本来都受累于中国经济放缓以及商品价格进一步下跌，这样一来就有可能受益于中国的刺激措施。

#### 其他新兴市场：印度通胀下降，降息预期相应提高

- **雨季近乎平常，重振降息希望。**印度 7 月份消费通胀跌至 3.8% 的八个月来低位，原因是食品价格涨势放缓，而且生产物价通缩却有所恶化。由于出口连续第八个月收缩，政府官员呼吁央行降息。然而，印度央行行长拉詹预计通胀在明年前回升至央行所定的 6% 目标范围的上沿，为央行降息增加障碍。

#### 英国失业率维持在七年来低位附近，推动工资上升

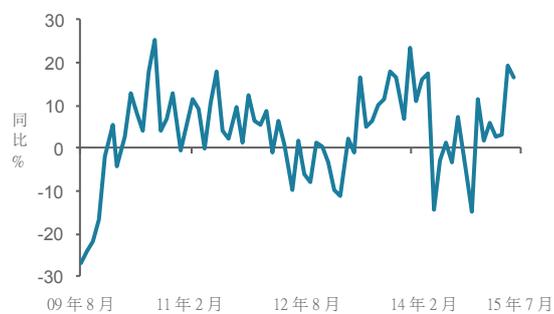
英国三個月期平均工資增長（扣除獎金）（同比%）；  
失業率（%）（右軸）



資料來源：彭博終端、渣打銀行

#### 日本第二季度機器訂單上升至七年来高位，反映下半年商业投资上升

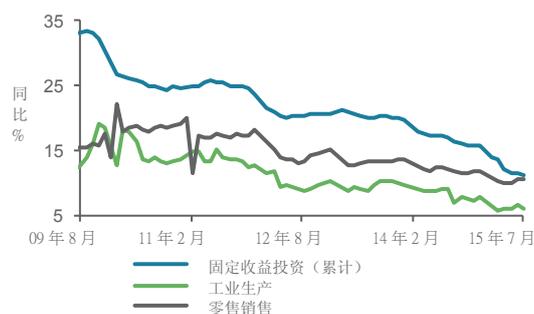
日本機器訂單（同比%）



資料來源：彭博終端、渣打銀行

#### 中国主要经济指标 7 月份继续转弱，提高了加大刺激力度的机率

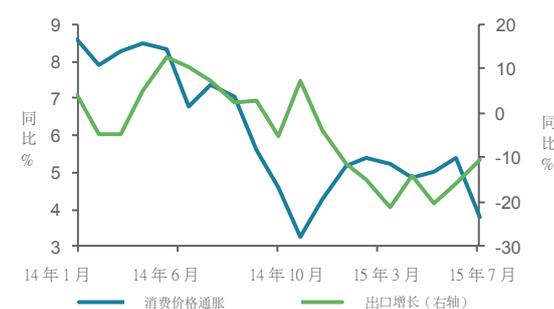
中国固定收益投资增长（年初至今累积）、工业生产、零售销售（同比%）



資料來源：彭博終端、渣打銀行

#### 印度 7 月份通胀下降，出口则持续收缩，故降息预期提高

印度消費者物價通脹、出口（同比%）（右軸）



資料來源：彭博終端、渣打銀行

## 债券—低配

- 相对于其他地区，我们日益青睐美国的高收益债，因为前者的收益率日益具有吸引力。我们看好新兴市场投资级主权美元债券的立场维持不变。
- 本币债方面，我们首选印度卢比债券。我们在中国汇率政策变化前建议获利了结境内及离岸人民币债券，时间掌握得恰到好处。

### G3 及新兴市场（美元）主权债券

- 通胀忧虑减低有助缓解美联储加息忧虑。**在固定收益类投资者的心目中，最大的风险莫如美联储加息。然而，出乎不少人意料的是，与年初相比，基准 10 年期美国国债收益率几乎维持不变。其中失落的关系因素是通胀预期；商品价格下跌，加上工资增长比预期为慢，导致通胀预期下降，限制了长期收益率的上升空间。我们仍然认为长期收益率会逐渐趋升。
- 然而，美联储开始加息后短期收益率仍有可能急升，我们对此风险不会掉以轻心。因此，我们继续倾向对各个美元债券配置维持中度过期时间（平均五年）组合。
- 我们继续看好新兴市场政府债券，当中显著偏重于投资级。**虽然巴西局势及商品价格令人存有顾虑，但我们相信不少风险已反映在价格之上。高收益部分有颇大的商品价格风险，所以我们在这方面我们会更加谨慎选择。

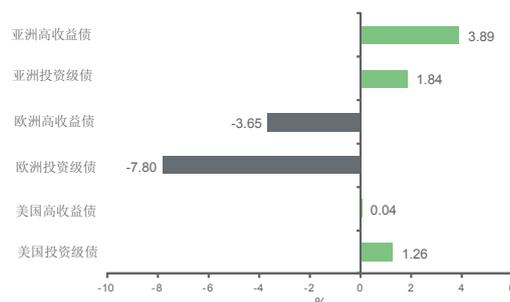
### 公司信用债（美元）

- 高收益债当中偏重美国高收益债。**美国高收益债券过去几月价格下降，是受到能源类及矿业类债券所拖累。然而，我们认为市场的顾虑未免过份。对于信用质量转差，我们固然不会视而不见，但我们相信，当前的高利差以及美国经济转强所产生的有利作用，已令美国高收益的风险/回报率日益可取，不仅相对历史水平如此，相对其他地区的高收益债也是如此。
- 人民币走弱对亚洲美元信用影响有限。**我们相信，人民币往后的弱势对于中国债券的冲击有限（对整个亚洲债市亦然，因为中国所占比重高得不成比例）。由于投资级债券的信用质量较高，我们认为其完全可以承受人民币贬值的冲击。我们也注意到，高收益债应会日益受惠于境内债券发行成本的下降，后者可在很大程度上抵销本币贬值的影响，因为离岸（非人民币）债券只占债券总量的 40% 左右。

### 亚洲本币债

- 我们继续看好印度卢比债券。**我们对印度卢比仍然感到放心，预期其汇率相对于其他亚洲货币会较为强韧，而季风季节至今的状况令我们更相信食品价格通胀应会继续受到压抑。降息的机率因此提高，加上收益率本已很可观，所以印度卢比债券显得颇具吸引力。
- 我们结束对境内及离岸人民币债券的看好观点的时间掌握得恰到好处。**在中国汇率政策转向前约两星期，我们实行获利回吐。（见 7 月 31 日刊《金融市场周报》）基于这个新观点，我们减低了人民币债券在多重收益配置中的比重，并相应地提高了美国高收益债券的比重。

### 固定收益年初至今表现\*（美元）



\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 20 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

### 美国国债 2015 年收益率基本上区间波动

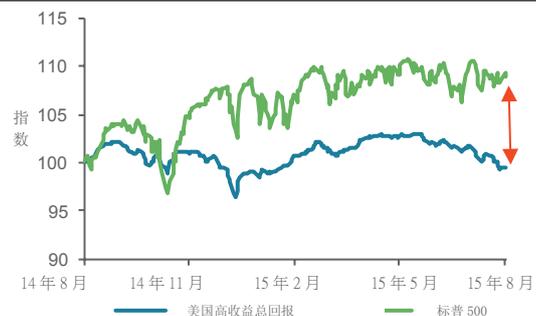
#### 10 年期美国国债收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美国高收益债与标普指数近期走势分歧增强了美国高收益债的吸引力

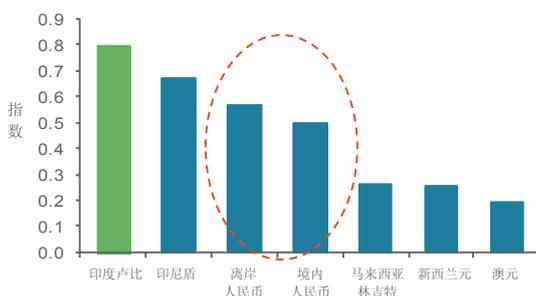
美国高收益债与标普 500 的相对表现。将 2014 年 8 月 1 日数据重置为 100 标准化



资料来源：巴克莱、彭博终端、渣打银行

### 境内及离岸人民币债券的风险回报组合转差；我们倾向持有印度卢比债券

汇率波动加剧减低了境内及离岸人民币债券的波动调整回报（收益率 - 隐含波动率）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 股票—超配

- 我们对于今后 12 个月股票走势的主要观点维持不变。我们仍然看好有外汇对冲的欧元区及日本股票，并对美国及亚洲（日本除外）抱积极观点。不过我们必须承认，我们上月提高了对亚洲（日本除外）的信心，可能为时太早。从国家层面来看，我们对印度的看法趋好，对英国则趋淡。
- 过去一月市场状况波动，始作俑者是中国，主要因为决策层允许人民币贬值。期间，全球股市下跌 5%，当中新兴市场急泻 11%，欧洲下挫 7%，美国下跌 4%。
- 美国第二季度公司盈利业绩比预期为佳。然而，每股盈利仅增长 1%，凸显了美元走强及油价下降对企业盈利的打击。欧洲的情况恰恰相反，弱欧元刺激了第二季度每股盈利，增长达 8%。

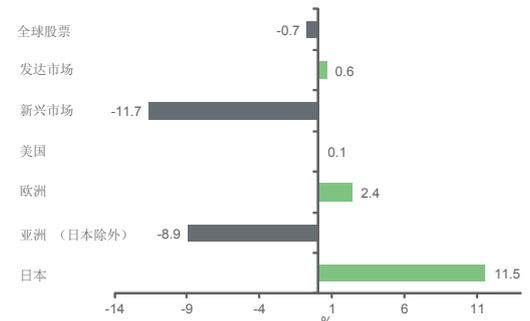
## 美国—12 个月期风险上升

- 我们看好美股前景。然而，我们注意到牛市已接近顶部，显著调整的风险增加，尤其因为未见回调 10% 的时间已近 1000 日，这是自从 1932 年以来未经 10% 以上回调的历史第三长升势。
- 对面的股票检查清单重点列出六个需要观察的因素，作为判断美国股市承受压力的迹象。目前，六个中有三个亮起红灯，三个是黄灯，无一不是绿灯。理所当然，如果六个都是红灯，就表示风险最高。我们正密切监察以下因素：
  1. 前瞻市盈率升至 17 倍以上，可能显示股市估值偏高。
  2. 投资银行板块表现领先，显示金融体系的过剩情况加剧。
  3. 收益曲线趋平，显示增长有下行风险。
- 此等因素的任何一个挂起红旗都值得关注，但并不表示市场即将出现调整。不过倘若所有指标都亮红，我们就有必要检讨我们目前对美股看好的立场。短线而言，我们会观察收益率曲线，判断是否有任何趋平迹象，如果这样投资者应视之为红灯。

## 欧洲—仍然看好欧元区，但见少对英股的配置

- 欧洲股票过去一月走弱，但道琼斯欧元区 Stoxx 指数仍是我们投资范畴内今年表现最佳的地区 / 国家，上升 9%。
- 欧洲的稳健表现须归功于欧元走弱，促成第二季度盈利上升 8%。占指数五分之一比重的欧洲银行股亦表现良好，皆因贷款条件正常化以及信贷需求回升。
- 对于英股前景，我们的态度趋于审慎。英国第二季度盈利增长只有 2%，原因是指数以商品股占有大比重，令整体公司盈利受压。原材料及能源股占 MSCI 英国指数 33% 比重，所以石油、铁等商品的价格走弱显著拖低了整体盈利。
- 欧洲当中，我们在有货币对冲基础上明显地偏重于我们看好的欧元区股票。

## 年初至今股市表现\*（美元）更新

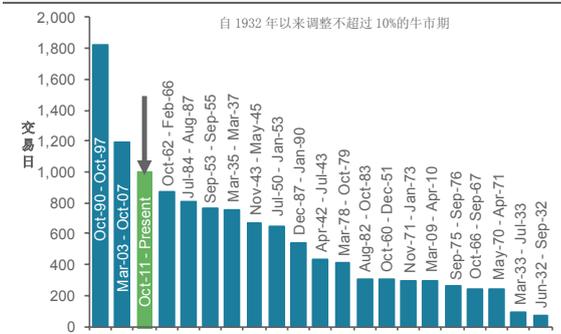


2014 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 20 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行。MSCI 指数均为美元总回报

## 未经回调 10% 的历来第三长美股升势

未经回调 10% 的历次美股升势长度



资料来源：FactSet、渣打银行

## 美国股市亮起三盏红灯、三盏黄灯

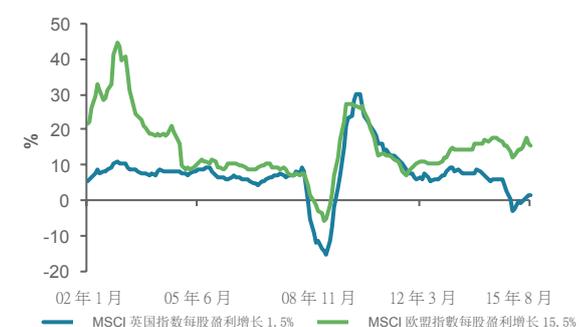
美国股市检查清单

市场指标	状态
远期市盈率高达 17 倍（标普 500 ~ 2,080）	1/2
本土类表现领先于全球类板块	X
抗跌类表现领先于周期类板块	X
信贷敏感性	1/2
下降迹象	X
收益曲线趋平	1/2

资料来源：BCA、渣打银行

## 欧元区盈利增长较快

道琼斯 Stoxx 与 MSCI 英国指数的盈利增长



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 日本—基于公司盈利而维持看好

- 我们对日股维持看好，而日股年初至今录得 15% 的可观升幅。与欧股一样，日股所以上升，是因为日圆走弱刺激了公司盈利。根据第二季度的最新估计，日本公司盈利预测命中/偏差比率是 1.6，而亚洲的命中/偏差率 < 1，即盈利低于估计的公司多过超乎预期者。
- 东芝会计丑闻是日本企业界一大污点。不过我们相信这不是日本公司的系统性或特有的问题，因为毕竟美国亦曾发生会计丑闻（2001 年的安然），欧洲亦有过（2003 年的 Parmalat）。

## 按风险因素将新兴市场分类

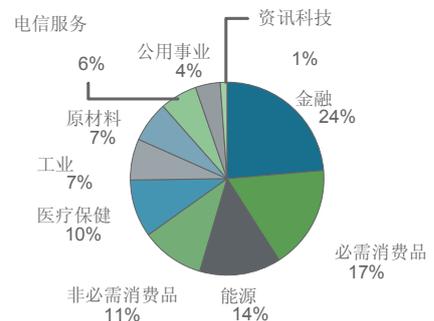
- 新兴市场在今后几月有两大风险：美国加息以及中国经济放缓的影响。旁边图表是按各新兴市场受三个不同因素影响的程度将之形式化地划分为不同组别。
  - 主要受美联储加息影响的市場：马来西亚、印尼、泰国、菲律宾、土耳其
  - 受中国/商品影响：巴西、南非、俄罗斯、智利
  - 受发达市场影响：韩国、台湾、墨西哥
- 中国及印度往往是受内部因素影响。按此分类，自 2012 年以来，受中国/商品价格影响的市場表现最差，下跌了 30%；受美联储影响者表现平平；受发达市场影响者上升 10%。印度上升 40%，中国上升 20%。
- 展望前景，尽管情况不确定，对于受其他新兴市场影响的投资者而言，现在并非与中国/商品组别切割的适当时候。这个观点是基于我们认为，每当领先增长指标（如克强指数等）显著转弱时，中国政府作出强力政策应对的可能性甚高。（见图）
- 受美联储因素影响的市場近期承受颇大压力，而随着美联储开始加息之期渐近，仍有可能继续处于困境。不过据我们估计，美联储未来的加息步伐会比以往的周期慢，这样应可缓和加息周期对于此等市場的不利影响。

## 中国令人民币贬值对股市的影响

- 过去一月股市的头号大事件源于外汇市场的变动。人民币在 8 月 11、12 两日贬值共 2.7%，动摇了投资者对于中国作为区内维稳角色的信心。
- 我们认为此举纯然与人民币纳入国际货币基金组织特别提款权篮子有关，而非为了增强出口竞争力。不过值得注意的是，美元兑人民币近两年下跌了 5%，我们预期这个趋势会持续下去。
- 此举对于股市的影响主要在于对香港上市 H 股产生不利的转换效应，以及外币债务的人民币计值债负上升。后者对于近年依赖外币债务的中国房地产公司影响尤其大。不过由于今年 1 月修例后此等公司可以发行本地货币债务，应有助缓和这个冲击。

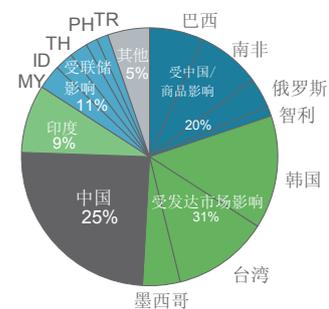
## 英国股市以能源股及物料股占三分之一比重

MSCI 英国指数板块分析



资料来源：渣打银行

## 按因素的新兴市场分类



资料来源：FactSet、渣打

## 受中国/商品影响的市場自 2012 年以来跌幅显著

不同因素组别自 2011 年以来的表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 中国经济活动指数弱势持续

克强指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 亚洲（日本除外）—12 个月期观点维持不变

- 我们上月决定对亚洲转抱较为积极的观点，事实证明为时过早，因为其后指数下挫了 8%。不过我们仍然认为，虽然中国近期的事态发展对市场状况有不利影响，以 12 个月期而言仍是值得抱积极观点的。
- 今后 12 个月，对于美联储加息的忧虑可能会减退，全球经济增长应会日益改善，利于依赖对发达市场出口的市场，包括台湾及韩国。
- 我们对中国股市维持看好，但明显地偏重香港上市 H 股多于境内上市 A 股。过去一月，H 股表现领先 A 股，不过我们承认以绝对回报计算两者都下跌。
- 我们对 H 股的乐观看法过去一月受到打击，原因之一是以人民币获取的利润以港元入帐，产生了负面的转换效应。我们亦注意到人民币下跌对于中国外币债务的不利影响。我们决定维持中国的超配配置，是基于我们预期中国会透过降低利率或存款准备金率等政策应对来支撑增长。人民银行在 8 月 20 日透过逆回购合约向市场注入 1.5 亿元人民币，可见决策层不会坐视增长转弱。

### 印度—前景看好，但短线可能走势反复

我们对印度趋于看好，扭转了三个月前的观点。

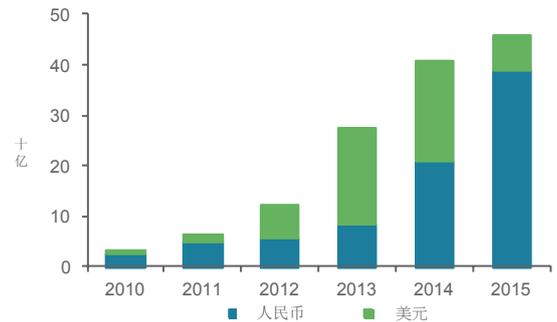
- 我们看好印度是基于三个因素，而这三个因素我们先前都视为风险，但其后转向正面：
  - 印度总理莫迪的“印度制造”计划有迹象取得进展。富士康过去一月宣布在马哈拉施特拉邦投资 50 亿美元，并计划在印度各地开设多达 12 家工厂。
  - 通胀压力下降。本次季风时节降雨较“正常水平”低 8%。这样减低了食品价格急涨的风险。另一有助缓和通胀压力的因素是能源价格持续下降。凡此都提高了印度央行在今后几月降息的机率。
  - 盈利增长强韧：近月每股盈利稳步增长，12 个月远期每股盈利增长为 16%，比我们早前的预期为佳。
- 我们对印度转趋看好还基于另一因素，就是当中国股市市场状况差劣时，印股往往做好，反之亦然。因此，印股可以作为投资于中国的有效对冲工具；我们亦看好中国，但承认存在短期风险。

### 小结

我们对发达市场股票的乐观看法维持不变，认为牛市仍可持续 12-24 个月，然后风险/回报率的吸引力才会消失。我们看好印度，认为投资者可以之作为与中国及美联储对冲的工具，因为印度股市与此二因素的相关性颇低。

### 中国房地产公司发行在外的外币债务减少

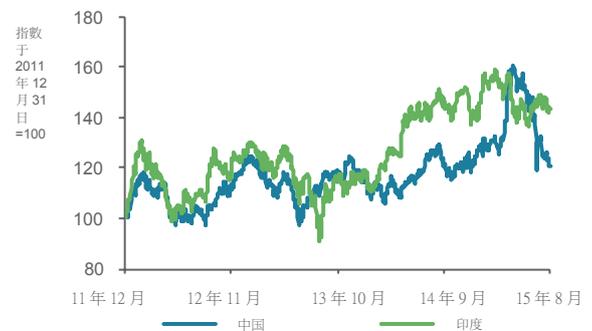
中国房地产公司发行在外的本地及外国货币债务



资料来源: FactSet、渣打银行

### 在受压时期印度表现领先于中国，反之亦然

印度与中国自 2012 年以来的表现趋势



资料来源: BCA、渣打银行

### 看好欧元区及日本（经货币对冲）

地区及国家偏向



资料来源: 渣打银行

## 商品—低配

- 在供求持续失衡下，油价会继续受到压抑。
- 我们仍然预期金价会下跌，虽经近期反弹，仍完全处于长期下降趋势之内。

**我们对商品整体维持看淡。**尽管经过短暂反弹，大部分主要商品仍然明显地供过于求。我们维持对商品的看淡观点，因为这种失衡情况并没有多少纠正的迹象。

**油价可能会持续受到压抑。**我们仍然预期油价会持续受压，即使反弹大概亦只限于每桶 60-65 美元。我们的观点主要仍是基于油市供应过剩，这种情况过去一月没有太大改变。欧佩克成员国与非成员国的产油量仍然高企，无甚减产迹象，而我们认为减产正是巩固油价底限的关键要素之一。我们认为产油量最终都必须减低，只不过可能会延宕多年。

需求方面，前景始终欠佳。亚洲（日本除外）占全球需求份额本应是日益增加的，但目前整个地区的增长指标疲软，其作用是适得其反。

**金价仍处于稳定的下降趋势。**中国的人民币政策转向导致近期市场动荡，令金价得到一定支持。然而，我们预期这不过是短暂现象。新近亦曾发生过类似引发避险情绪的事件，但对于金价形成的支持都甚为短暂，所以我们预期今回亦不会例外。我们认为金价反弹最多只可以视为进一步低配的机会。

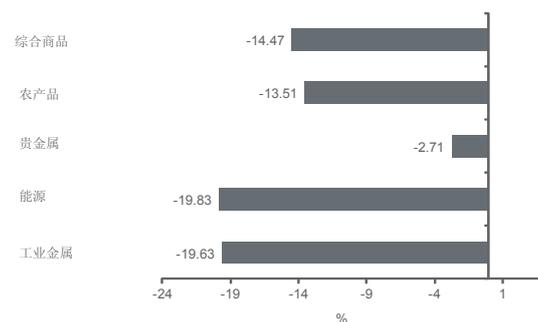
黄金的长期基本因素仍然甚差。美国及英国可能加息，美元进一步走强，都肯定利淡黄金。尽管金价短暂反弹，但技术上黄金仍稳处于长期下降趋势之内。总之，我们认为看淡仍是合理的，至少在金价下跌至相当于长期平均生产成本或者长期平均通胀调整价格之前理应看淡。根据各种估计，两者都低于现水平至少 20%。

**人民币政策转向令基础金属前景更形恶化。**中国一直是全球近半基础金属需求的来源，可见中国增长前景对于基础金属价的重要性。中国经济增长相对较弱，而过剩的供应又无甚减少迹象，意味着需求前景仍会持续不振。

天津港危险品仓库爆炸事件发生后，可能会有短期的供应不继，令某些工业金属得到短暂支持。气候出现厄尔尼诺现象的风险仍然存在，亦对价格构成上行风险。然而，我们认为两者都不足以令我们改变看淡基础金属前景的立场。

**我们对农业商品维持观望立场。**印度季风季节至今相当温和，所以大有理由预期主要农产品的价格会继续受控。然而，下半季情况如何，仍是整季结果好坏的关键所在。因此，我们会继续注视降雨情况。除此之外，我们仍然倾向对农产品维持观望立场，因为倘若厄尔尼诺现象来势汹汹，对各类价格会有不同影响。

商品市场年初至今表现\*（美元）



\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 8 月 20 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

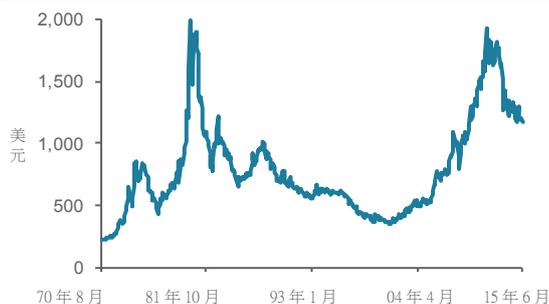
### 原油产量无甚下降迹象，供求差距难以缩小

欧佩克成员国及非成员国原油日产量



资料来源：彭博终端、渣打银行

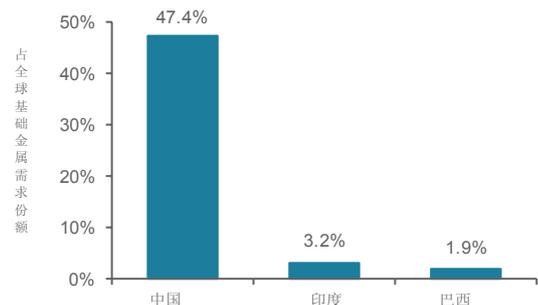
### 金价尽管已从最高位下跌甚多，但相对于通胀率仍属高企 实质（经通胀调整）金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 中国一直是基础金属无可否认的最大需求来源

个别国家占基础金属需求份额



资料来源：BCA、渣打银行

## 另类策略—超配

- 另类策略仍然是我们首选的资产类别之一。政策分歧、市场趋势趋于明晰以及市场状况波动中寻求保障的需求都是影响该资产类别表现的关键因素。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。
- 近期股市反复波动期间，该资产类别表现领先，证明其本身在一个适当分散的配置中有一定价值。

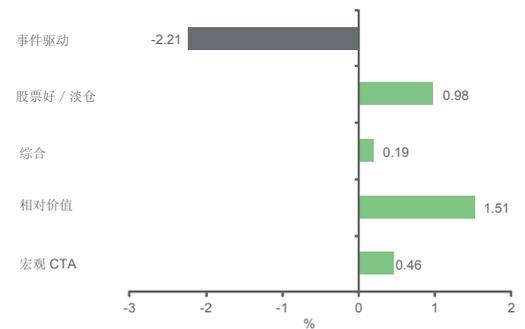
**近期股市市场状况波动期间，另类策略充分发挥其特质。**月内各主要股市普遍下跌，但期间大部分另类策略表现领先。另类策略在最近市场状况波动期间的表现，证明我们偏重该资产类别是正确的。

**影响另类策略表现的主要因素维持不变。**美联储加息最终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，可能持续对事件驱动策略产生支持作用。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，一个结构完善的投资配置应以另类策略作为重要一环。

### 小结：

另类策略仍然是我们最为偏重的资产类别之一。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 8 月 20 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。
- 人民币政策转向可能对韩圆、新台币、马来西亚林吉特及新加坡元构成下行风险，但我们预期印度卢比会较为强韧。

**美元：我们中期看升：**我们长期看好的观点仍是基于我们预期美联储今年底加息之后美国短期债券收益率会上升。如右图所示，利率分歧（美联储与其他中央银行的政策分歧所致）仍是推动美元的主导因素。我们并不预期情况会改变。因此，在美联储今年开始加息之期渐近之际，我们认为美元仍具吸引力。

虽然我们承认美元过去几月进一步上升时遇到某些阻力，但我们相信，市场上的美元极端持仓部署至少是原因之一。另一因素可能关乎对美联储加息预期的转变。虽然前一因素尚未完全调整，但我们仍然相信一旦美联储真的加息，可能会触发短期债券收益率上升。由此应会触发美元的另一轮升势。我们会维持既定方向，至少在美联储展开新的加息周期后保持看好美元。

**欧元及日圆：我们中期看跌：**欧元及日圆的前景都恰好与美元相反。与美联储不一样，欧洲央行及日本央行继续倾向采取极其宽松的货币政策，以量化宽松为重点。欧洲央行可能会继续推行量宽，并作出某些暗示，可能考虑进一步延长推行期限，因为经济指标及通胀率的确正在回升。

### 短期

指少于 3 个月的时限

### 中期

指 6-12 个月的时限

#### 美联储加息始终是美元走强的关键所在

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

日本的前景与之类似。虽然现在仍难确定央行是否有必要加推另一轮量宽，但通胀达标方面的成绩参差，意味着现阶段可能还须维持甚为宽松的政策。

**英镑：我们中期维持中性：**我们仍然认为，英国央行有可能紧随美联储之后加息，对此不可掉以轻心。整体而言，经济数据持续改善，决策当局的言论意味着脱离零利率之期将近。我们承认，主导因素可能仍然在于美元强势。因此，我们认为实际的机会应该在于开始为英镑兑美元以外的其他货币展开升势作好部署。

**澳元：我们维持看淡：**中国的人民币政策变化，是近期的主要事件。虽然人民币贬值的绝对幅度不大，但只要中国经济增长方面的忧虑加深，就不利于商品价格。这样进而亦利空澳元。内部经济忧虑亦意味着不能排除再减息的可能性。基于我们看淡影响澳元的两个主要因素（商品价格及利率），我们认为继续看淡澳元仍然是合理的。

**新西兰元：我们中期维持中性：**虽然新西兰元所受的不少制约与澳元相同，但基于两个因素，我们认为其前景可“较为不看淡”：乳品价格可能反弹；央行表态不一定需要在短期内加息。

**亚洲（日本除外）：我们维持中期中性，未受近期弱势影响：**我们相信人民币政策、美元强势以及个别特殊因素都是左右亚洲货币今后 6-12 个月表现的主要因素。

中国的政策转变利空亚洲货币，因为彼此之间的联系最为直接。然而，大部分即时反应看来已经作出。我们相信中国的政策转向是出于希望达到纳入国际货币基金组织特别提款权的要求，而非有意令人民币形成走弱的趋势。基于对市场的影响只是稍微增加，而经济指标又疲软，倘若人民币下半年温和走弱，我们认为并不出奇。这样会令亚洲区其他货币整体稍为向淡，不过此等货币彼此的表现可能会有很大分歧。

上行货币方面，我们仍然预期印度卢比会比区内其他货币抗跌。当前收益率吸引（尤其因为通胀下降）、对外收支平衡改善、可能有更多投资资金流入等，都令印度卢比的前景可以较为看好。

至于下行货币，基本因素较弱的国家，其汇率的下行压力会较大。这方面以印尼盾及马来西亚林吉特较为突出。两国国内债券市场的外资比重都很高，倘若避险意识升高，就会有资金外流风险。印尼的对外收支状况亦较差，至少相对于其他亚洲国家而言。马来西亚方面，马来西亚林吉特至今已有颇大跌幅，所以可能已接近见底。然而，我们相信外汇储备才是必须注意的关键指标—若储备降至短期外债的 1 倍以下（即约 900 亿美元储备），汇率就有可能急挫。

韩圆及新台币亦面临内部增长基本因素可能转弱的忧虑，所以存在进一步减息的风险，进而可能导致汇率进一步走弱。

### 英国工资加快上升最终会对物价构成上涨压力

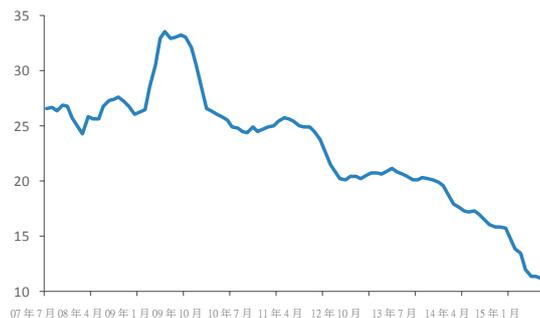
英国 CPI、英国核心 CPI 与英国周薪增长



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 中国固定资产投资持续放缓不利商品及澳元

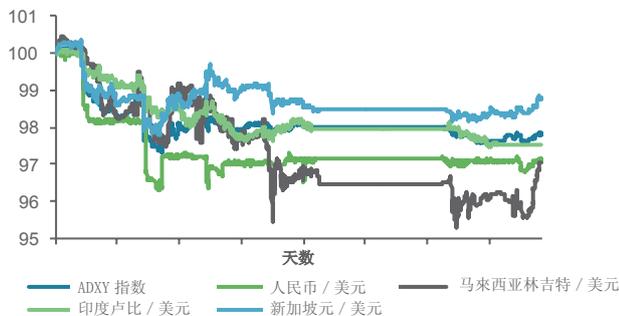
中国固定资产投资增长 (按年%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 亚洲货币因人民币政策转变而受到打击，但已开始反弹

总体 (ADXY) 与个别亚洲货币兑美元



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 免责声明

本文件并非研究材料，未按有关促进投资研究独立性的法律要求进行编制，不受制于任何有关在发布投资研究报告前叙作交易的禁止性规定。本文件不代表渣打银行的任何部门，特别是其全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853年英皇制造》（编号ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司总部位于英国伦敦Basinghall 大街1号（EC2V 5DD）。渣打银行由审慎监管局（Prudential Regulation Authority）授权并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局的监管。

在迪拜国际金融中心（DIFC），由渣打DIFC（Standard Chartered Bank DIFC）代表产品和/或发行人分发所附材料。渣打DIFC 由迪拜金融管理局（DFSA）监管并获授权向符合迪拜金融管理局有关资格标准的专业客户提供金融产品及服务，但迪拜国际金融中心或其它司法管辖区内零售客户一般可享受的保障及赔偿权利不会提供给迪拜国际金融中心内的专业客户。

渣打银行各分支机构、子公司及关联企业（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求，在全球范围内开展银行业务。在有任何渣打银行所属实体存在的司法管辖区内，本文件由当地的渣打银行所属实体分发，并归属其所有。由本文件引发或与本文件有关的任何事宜，任何司法管辖区内的收件人均应联络当地的渣打银行所属实体了解详情。渣打银行某些分支机构、子公司及关联企业可能只提供部分产品和服务。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其它金融工具订立任何交易或采用任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或建议。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或群体的具体投资目标、财务状况、特定需求等，亦非专为任何特定人士或群体编制。

观点、预测和估计仅为渣打银行编制本文件时的意见，可能不经通知而随时变更。过往业绩并不代表未来表现，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件中对于利率、汇率或价格的未来走势或者未来可能出现的事件或情形的任何预测仅为参考意见，并不代表利率、汇率或价格的未来实际走势或者未来实际发生的事件或情形（视情况而定）。

本文件没有也不会任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管机关根据任何法规认可。渣打银行不以明示、暗示、法定等任何形式针对，包括但不限于，本文件的准确性或其中包含或提及的任何信息的完整性作出陈述或保证。

本文件分发时已明示，尽管其所含信息据信可靠，但并未经我行独立核实。如果您因使用本文件而直接或间接地导致损失或损害（包括特殊、偶然或必然的损失或损害），渣打银行不接受也不承担任何责任，不论该等损失或损害如何产生，包括但不限于，本文件及其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、故障、过失或误差，或者本文件的全部或部分或其中任何内容无效所引发的任何直接或间接损失、损害或支出。

渣打银行和/或关联企业可在任何时间，在适用法律和/或法规许可的范围内，买卖本文件涉及的任何证券、货币或金融工具，在该等证券或相关投资中拥有重大利益，担当该等投资的唯一做市商，或者向该等投资的发行人提供或已提供咨询、投资银行或其它服务。因此，渣打银行及其关联企业及/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。**