

逢低吸纳，不用离场？

- 虽然由于新兴市场存在风险，加上美国政府有停摆之虞，短线仍有波动的可能性，但我们相信现在是投资 W. I. D. E. N. 主题的大好时机，如全球股票、多元收益资产等。
- 股市回调 10% 以上的日子已成过去，现在季节性因素已转向利好，传统的商业周期指标显示股票牛市仍将持续。我们首选的地区（欧元区及日本，经外汇对冲）明显地比起数月前便宜得多。
- 美联储今年较后时仍有可能加息，但当局的言论及预测都意味着利率环境会趋向温和。这样应有利于多元收益资产。

回顾过去……

美联储 9 月份维持政策不变。这决定导致市场波动，美国收益率趋降。新兴市场数据之疲弱，可能足以令加息之期延后，市场因而向下。

展望后市……

股市进一步大幅回落的风险已经降低。全球股市在夏季已调整 10% 以上。看淡前景者认为周期已届成熟，股票牛市恐怕时日无多。我们不敢苟同。增长趋势维持不变，通胀温和，货币政策依然宽松。此外，据调查所得，基金经理正坐拥大量现金，而季节因素已开始转向利好股市。（见第 7 页）

亚洲股市期待中国产生催化因素。虽然中国有可能加大政策放宽力度，但中国股市大概等待当局有较为进取的行动，才可扭转近期的弱势。

日趋温和的利率前景有利多元收益资产。高息股票方面，我们仍以欧洲为首选地区。美国高收益及新兴市场美元政府债仍是我们的首选的债券资产类别。（见第 3 及 12 页）

基于中国经济乏力、商品价格下滑、美国政府停摆风险等因素而看好美元及英镑。美联储延后加息，可能令美元短线遇到阻力。然而，新兴市场（包括亚洲在内）货币仍有可能持续受压。中国经济数据依然不振，放宽政策的可能性又说大不大，特别对亚洲（日本除外）地区而言始终是个风险。另一风险是商品价格进一步走弱，可能会令新兴市场股票及外汇市场所受压力雪上加霜。最后是美国政府可能再度停摆，打击投资情绪（见第 4 及 10 页）。

目录

逢低吸纳，不用离场？	1
市场表现概览	2
投资策略	3
经济和政策展望	4
债券 - 低配	6
股票 - 超配	7
商品 - 低配	9
另类策略 - 超配	10
外汇	11
免责声明	14

目前我们建议增加持仓的资产类别或策略

多元化收益资产
全球高质量股票
欧元区股票（货币对冲）
日本股票（货币对冲）
印度股票
全球银行股
美国高收益债
新兴市场投资级主权债（美元计价）
优先级贷款
卖出股票期权来获取收益

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、外汇和商品投资策略主管
Adi Monappa, CFA	资产配置和投资组合方案主管
Audrey Goh, CFA	投资组合方案总监
Victor Teo, CFA	投资策略师
Tariq Ali, CFA	投资策略师
Abhilash Narayan	投资策略师

全球股票已经回调了 10% 以上

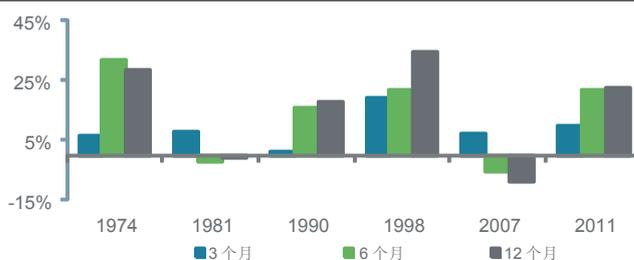
MSCI 全球所有国家股票指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

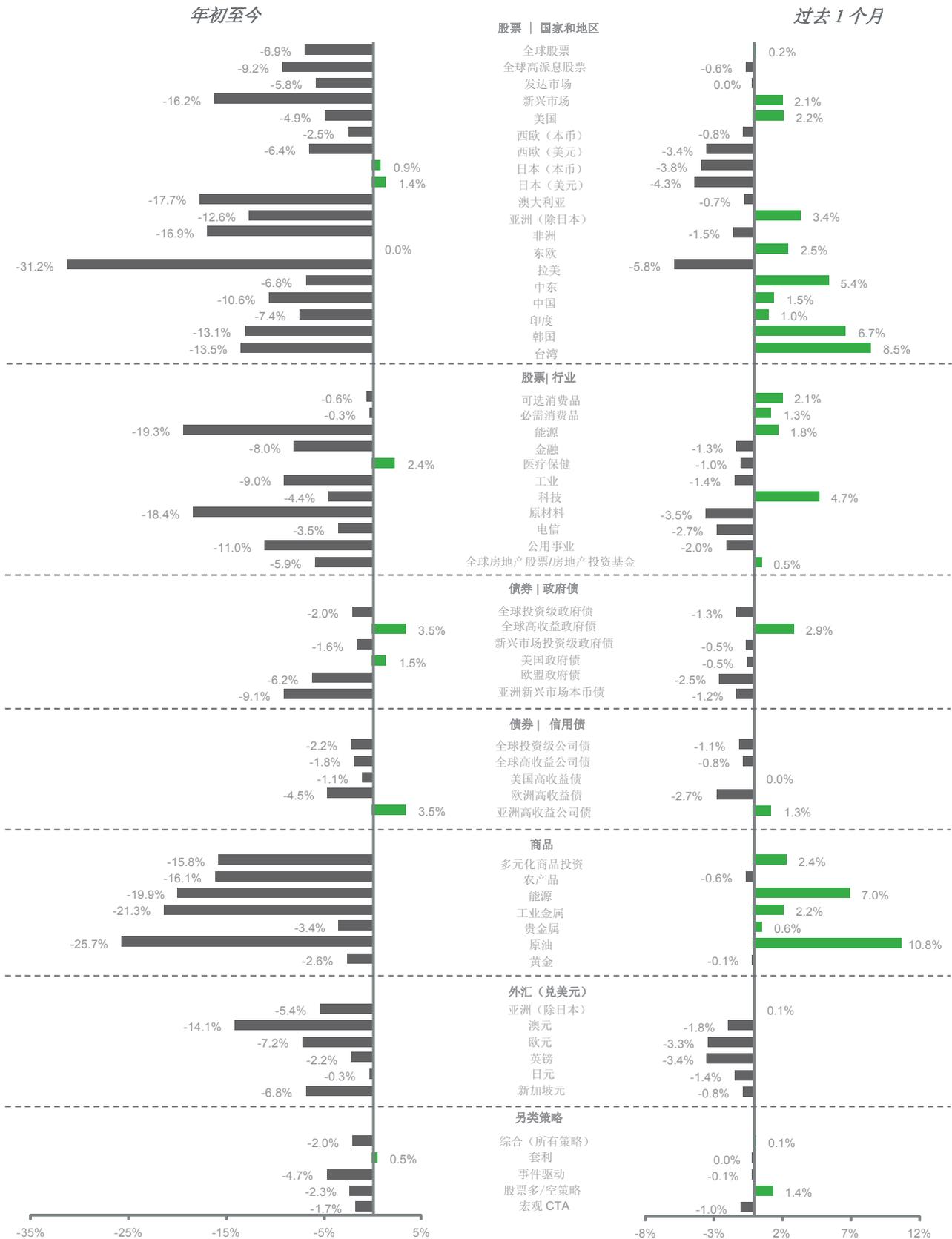
历史经验来看，股票每次回调 10% 以上之后通常表现出色

MSCI 全球股票指数每次回调 10% 以上之后的表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

市场表现概览（年初至今及过去 1 个月）*



*除非特殊标注，否则所有表现均为美元计价。

*年初以来表现是指 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 9 月 24 日期间表现，1 个月表现指 2015 年 8 月 24 日至 2015 年 9 月 24 日期间的表现

资料来源：MSCI、摩根大通、巴克莱资本、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

投资策略

- 美联储决定维持利率不变，令不确定局面延续，因而产生再有短线波动的风险。然而，股市在夏季曾回落 10%以上，意味着未来 6-12 个月的前景可以更加看好。
- 不过利率前景趋于温和，应有利于多元收益资产。我们建议在近期市场回落时趁机增持。
- 新兴市场货币（包括亚洲货币）可能仍会持续受压，皆因中国经济增长及商品价格前景令人忧虑。

美国及中国的不确定情况可能延续，但我们不会过于忧虑。美联储加息之期仍有可能转瞬即逝，而美国政府停摆的风险正在上升。然而，全球股票在夏季曾回调，高低位相差超过 13%，所以我们不太担心再有大跌。况且股市现正踏进季节性因素利好的时期。

日益利好的利率前景支撑多元收益资产。 不论美联储何时开始加息，其立场都是倾向有限的利率升幅。我们认为：（a）这种环境有利于收益资产；（b）不少收益资产现已比数月前便宜，此亦意味着市场目前存在吸引的增持机会。

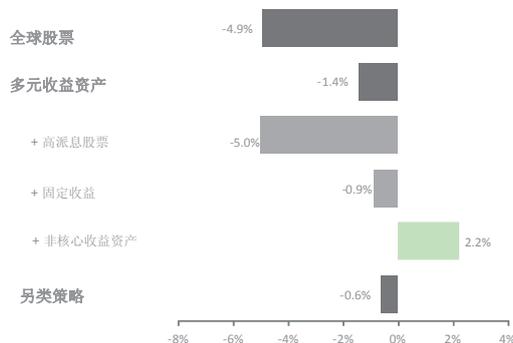
- 在债券当中，我们仍然首选新兴市场美元政府债券及美国高收益债券。后者因能源类违约上升所受的冲击太过头，我们认为不尽合理。两者现价都显著低于过去数月；我们相信可以开始趁机增持。
- 日趋温和的利率前景有利于全球高息股票。我们首选欧洲高息股票，因为欧洲央行的政策可能比美联储更为宽松。

有关作为 W. I. D. E. N. 重点主题之一的多元收益资产的详情，请参阅第 12 页。

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）。** 我们目前仍建议外汇对冲。亚洲方面，我们对中国 H 股的 12 个月前景保持积极取态，不过可能需要某个催化因素才可发挥其表现。
- **透过多元收益资产从利好的利率环境中获益。** 温和的利率前景有利此类资产。
- **仍看好美元及英镑。** 我们认为两者的吸引力都胜过新兴市场货币（包括亚洲货币），因为后者可能会因中国增长不振以及商品价格走弱而持续受压。

另类策略和多元化收益资产帮助投资者抵御夏季市场波动 W.I.D.E.N. 投资主题自 2015 年《全球市场展望》发布以来的表现*



* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 9 月 24 日的市场表现

资料来源：彭博终端、渣打银行

* 收益篮子描述见 2015 年《全球市场展望》：拓宽投资视野的一年，图 60

全球股市步入历史同期表现较为强劲的季节

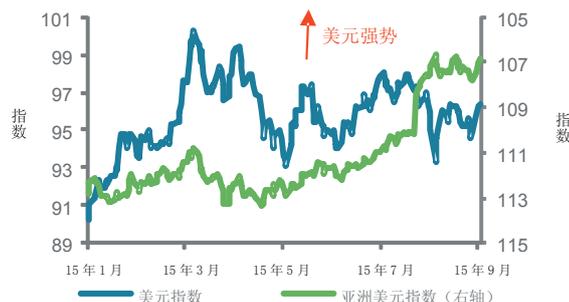
1995 年以来美元计价的平均回报率（环比）



资料来源：彭博终端、渣打银行

虽然美联储按兵不动，但亚洲货币可能会贬值

美元指数和亚洲美元指数



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

注释：

开始日期 - 开始建议采取该战术部署的日期

次级资产类别	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*
	亚洲除日本	标配
	其他新兴市场	低配
商品	低配	14 年 12 月
另类策略	超配	13 年 6 月

* 货币对冲

资料来源：渣打银行

经济和政策展望

美联储以新兴市场情况不确定为由，在 9 月仍未加息。然而，由于就业市场兴旺，美联储理应在年底前加息。欧元区及日本通胀低企，意味着货币政策会长时间保持宽松。中国经济增长进一步放缓，不利新兴市场增长。在此情况下，除美国外，全球政策前景应会趋向宽松。

- **美国就业市场强劲，为美联储在 2015 年内加息提供依据。** 美联储以外部风险为由，9 月份仍未加息。然而，美国失业率降至 7 年来低位，而经济又扭转首季放缓之势，在消费带动下持续回升，我们认为美联储理应在今年内加息。不过由于通胀可望保持温和，其后的加息步伐可能会是渐进的。
- **欧元区的低通胀以及新兴市场方面的顾虑意味着欧洲央行会长时间保持政策宽松。** 欧元区 8 月份消费物价同比仅升 0.1%。虽然上半年增长加快，但由于商品价格下跌，加上新兴市场持续不振，欧元区通胀可能仍会显著低于欧洲央行 2% 的目标水平。由此可见，极其宽松的货币政策会维持一段长时间。
- **日本经济下半年可望恢复增长，但鉴于通胀低落，日本央行可能会进一步放宽政策。** 经连季收缩后，日本经济下半年因企业投资回升可望恢复增长。然而，由于外部及内部需求不振，加上能源价格低企，通胀率可能会维持在日本央行目标水平以下，明年初进一步放宽货币政策的机会相应提高。
- **中国经济持续放缓，意味着政策放宽力度会加大。** 中国的制造业及出口持续收缩，而相对较为健康的服务业亦放缓。为了把增长稳在 7% 附近，我们预期货币及财政政策会持续放宽。
- **中国损及新兴市场。** 中国经济增长放缓，透过出口损及新兴市场。新兴市场占全球经济 40%，其经济稳定对于当前的全球扩张趋势能否持续至关重要。

美国：就业市场强劲令美联储 2015 年加息的可能延续

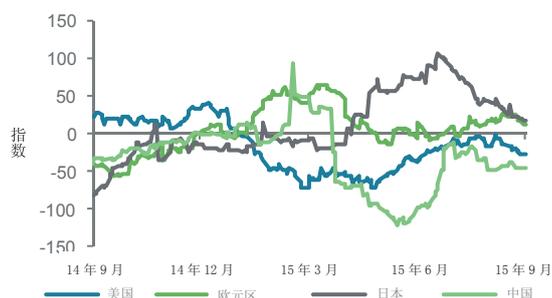
- **失业率处于美联储目标范围内。** 新增就业势头强劲，令美国失业率降至 5.1%，为七年来最低位，处于美联储目标范围内。职位空缺之多达到历史最高水平，意味着今年内的招聘活动会保持蓬勃。
- **工资增长不前。** 美国工资仍上升乏力，原因之一是供应过剩：反映有意全职工作而只获部分时间工作者比例的就业不足率达 10.3%，与 2007 年水平相比仍高出 2 个百分点。
- **消费推动经济回升。** 以服务业为主的新增就业势头强劲，推动了如住宅、汽车高价商品的销售。有助于制造业克服因美元强势及能源业低迷所遭受的打击，弥补其削弱经济的作用。
- **美联储仍打算今年内加息。** 美联储以新兴市场情况不确定、美元走强以及通胀低落为由，在 9 月份仍未加息。然而，美国就业市场强劲却成为美联储加息的一个有力依据（促进就业）。因此，假如政府可避过停摆，美联储应可在年底前加息。其后的紧缩政策步伐可能会是渐进的。

欧元区：外部风险、低通胀预示着欧洲央行会延续宽松政策

- **增长加快。** 欧元区次季经济同比增长 1.5%，是得力于制造业、服务业及出口扩张。失业率因而得以下降至 10.9% 的三年来低位。尽管新兴市场情况不确定，同时有难民不断涌入，但企业信心指标预示经济将持续增长。

日本和欧元区经济持续展现正面惊喜，中国和美国数据则持续走弱

各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

美国月均新增岗位数达到 2000 年以来最高水平

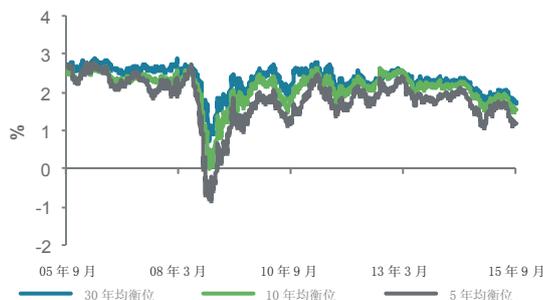
美国月均净增非农岗位数（千）



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国通胀预期跌至 2009 年以来最低水平附近

基于美国通胀保值国债收益率得出的美国 5 年期、10 年期和 30 年期通胀预期（%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

欧元区增长率持续提速，推失业率至三年来低位

欧元区季度 GDP 增长率（同比，%）；失业率（%）



资料来源：彭博终端、渣打银行

- **新兴市场风险打击投资信心。**投资者对欧元区增长的预期（据 ZEW 调查）下降至今年以来最低位，原因是忧虑中国及其他新兴市场的弱势可能会影响欧元区。欧元区经济复苏的主要动力之一是出口，其贸易盈余创下新高。
- **外部风险、低通胀意味欧洲央行会长时间放宽政策。**虽然欧元走弱、借贷成本处于空前低水平、能源价格低企等因素有利于欧元区经济持续扩张，但欧洲央行官员以外外部风险及通胀低落（8 月份为 0.1%）为由，考虑加大刺激力度。我们预期欧洲央行的买债行动会持续至 2016 年第三季，而且有可能进一步延长。

英国：就业市场趋紧令英国央行 2016 年加息成为可能

- **失业率下降，工资增长六年来最高。**失业率下降至 5.5%，为 2008 年以来最低水平，不计奖金的工资增长为 2.9%，创下 2009 年以来最快速的增长步伐。由于几乎全无通胀压力，实质工资增长更是自 2002 年以来最高，有助推动消费。
- **英国央行势将加息。**英国央行官员预期年底前通胀会急升，原因是油价下跌以及英镑走强影响减退。然而，政策制订者对外部风险亦不敢掉以轻心，尤其是中国方面，因为可能会影响英国的经济及通胀，所以加息与否须视乎经济数据而定。

日本：经济增长反弹，但物价疲弱让日本央行倍感压力

- **下半年经济可望复苏。**企业投资上升，可能有助次季短暂收缩的日本经济在下半年恢复增长。尽管受制于中国及其他新兴市场的逆境，但日元走弱有助促进出口及企业盈利，而能源及商品价格低企亦属有利。然而，机械订单放缓，却可能反映新兴市场经济增长放缓带来的影响。
- **低通胀、外部不利因素令日本央行承受更大压力。**日本 8 月份消费通胀同比为 0.2%，而生产物价更创下 2009 年以来最大降幅。日本央行行长黑田东彦预计，随着能源价格低企的影响减退，通胀率到 2016 年应会回升到央行 2% 的目标附近。然而，中国及其他新兴市场境况低迷，却平添了通胀下降压力，所以央行有可能在明年初加大放宽力度。

中国：经济持续疲弱预示将出台更多政策宽松措施

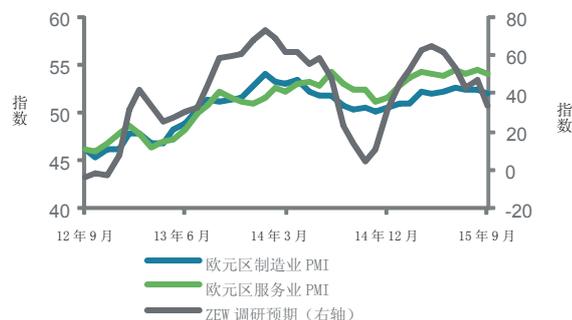
- **放缓之势持续。**一项民营制造业指数下降至六年来低位，显示制造业已连续第七个月收缩。此外，出口亦接连第六个月收缩，固定资产投资则持续放缓。情况较佳的服务业亦放缓，不过零售销售增长保持稳定。
- **更多刺激可期。**增长数据持续走弱，生产者价格降幅扩大，令人憧憬会有更多刺激措施出台。我们预期中国会再降低存款准备金率来刺激信贷，并会加快财政支出步伐，从而把增长推回较接近 7% 目标的水平。然而，由于消费通胀上升，降息幅度可能有限。

其他新兴市场：印度经济增长反弹，通胀可能会随之上升

- **次季增长加快。**以中央银行首选的标准衡量，印度 4-6 月份当季的增长加快至 7.1%，高于前一季 6.1% 的增速。8 月份通胀率为 3.7%，但随着基数效应减退，印度央行预计通胀率在 1 月份以前会回升至其 6% 的目标水平附近。在此情况下，央行短期内恐怕难以降息，不过我们仍然预期利率长线趋降。
- **亚洲各地出口下挫。**韩国、台湾及东南亚的出口在 8 月份仍持续收缩。出口能否回升，可能取决于中国实施政策刺激的力度。

欧元区企业信心数据持续扩张，但投资者预期转弱

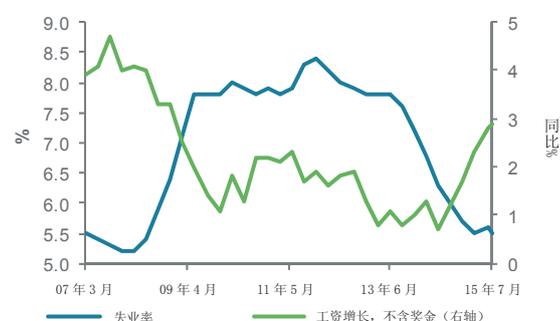
欧元区制造业和服务业 PMI；ZEW 调研预期



资料来源：彭博终端、渣打银行

英国薪资增长提速至 6 年最快，失业率则跌至 2008 年水平

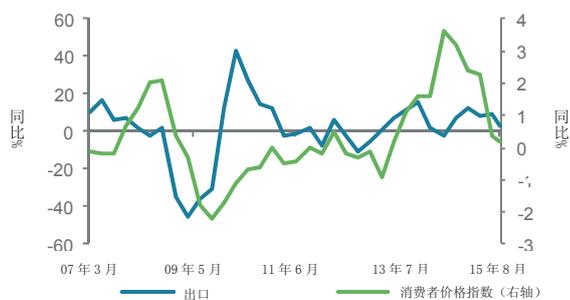
英国失业率 (%)；英国三个月平均工资增速，不含奖金 (同比、%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

日本出口增长因新兴市场需求不振放缓，通胀持续下降

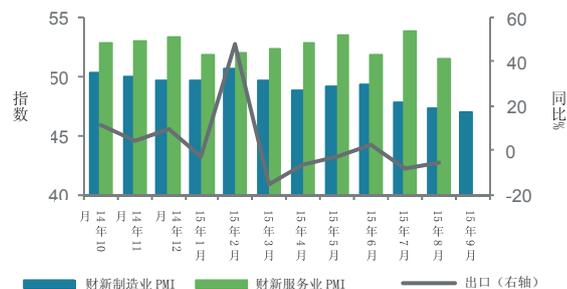
日本出口增速 (同比、%)；消费者价格指数 (同比、%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

中国制造业和出口持续萎缩，服务业增速放缓

中国财新制造业和服务业 PMI；出口增速 (同比、%)



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券 - 低配

- 美国高收益及美元新兴市场美元政府债券仍是我们首选的债券资产类别，皆因其估值仍具吸引力。印度卢比债券受累于本币贬值，但高收益品种仍具长期吸引力。
- 美联储降低利率预期，可能有助收益率走势保持温和。对于各种美元债券配置，我们仍然倾向维持平均五年的到期时间组合。

G3 和新兴市场（美元计价）的政府债

- **长期仍将走低。**美联储决定维持利率不变，并降低 2016 及 2017 年的利率预期。此举印证了一个观点，就是即使美联储仍打算在今年较后时加息，长期收益率在可见将来都会保持温和走势。
- 话虽如此，我们明白一旦美联储开始加息，短期收益率相对较快地上升的风险始终存在。因此，我们继续倾向对各个美元债券配置（同时包括政府及公司债券）维持中度的到期时间组合（平均约五年）。
- **政府债券方面，我们首选新兴市场政府债券，当中偏重于投资级部分。**新兴市场投资级债券近期表现落后，原因在于对中国增长放缓、美联储加息可能对新兴市场造成冲击、巴西评级下降的顾虑。虽然我们承认信用质量整体不一定会进一步提高，但我们认为市场已消化了大量坏消息，而且估值并不昂贵。
- 我们对新兴市场高收益（美元）政府债券保持选择性。虽然此类债券近期表现良好，但主要是一次过因素所致，例如乌克兰有望与债权人达成协议。

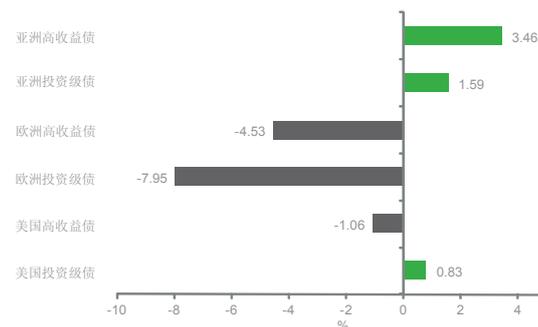
公司债（美元计价）

- **美国高收益债券可作为投资于美国公司的一个具有吸引力的选择。**我们上月将美国高收益债券的建议上调至超配后，其表现保持良好，未受其他类别资产的波动影响。
- 我们仍然认为该资产类别在现价位具投资价值。虽然信用质量的确开始下降，但大部分压力仍是集中在能源板块，而据某些估计，高达 10%左右的违约率已反映在市场价格之上。虽然违约率正在上升，但评级公司惠誉指出，较有可能出现的违约率是 5%，意味着现时的宽阔利差（不论是能源抑或其他板块）不尽合理。我们仍然认为，由于估值降低，加上有美国经济走强的助力，美国高收益的风险回报组合具有吸引力。

亚洲本币债

- **亚洲本地货币债券历经艰难一月。**货币贬值是打击该区域内资产表现的主要因素。我们首选的印度卢比债券亦未能幸免，因为市场忧虑美联储加息的冲击可能波及印度，以致卢比汇价下跌。
- **对于作为我们首选的印度卢比债券，我们会维持既定路线。**印度政府遏抑通胀取得成绩，消费物价通胀已显著低于央行的目标。因此，利率仍有可能下调。此外，我们仍然预期印度卢比的跌势会继续受到抑制，其表现领先于其他亚洲及新兴市场货币。最重要的是，绝对收益率仍然相当高，造就了一个具有吸引力的环境，此间可以耐心采集债券收益，以待降息因素逐渐发挥效应。因此，在亚洲本地货币债券当中，我们继续偏好印度卢比债券。

固定收益类资产年初以来的表现*（美元）



* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 9 月 24 日期间
资料来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行
使用指数为巴克莱资本美国累计收益、美国高收益、欧元区累计收益、泛欧高收益指数和摩根大通亚洲信用指数

美联储对利率水平的预期降低，与市场一致

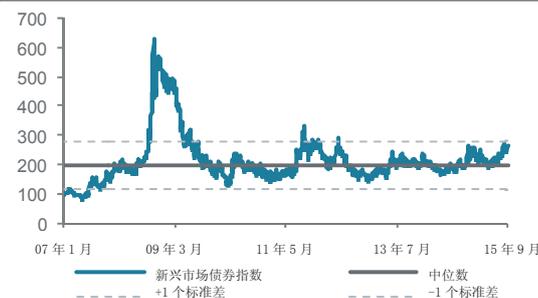
联邦基金利率预测中值和 30 天联邦基金利率期货隐含的利率水平



资料来源：彭博终端、渣打银行

新兴市场政府债估值相对历史水平而言并不昂贵

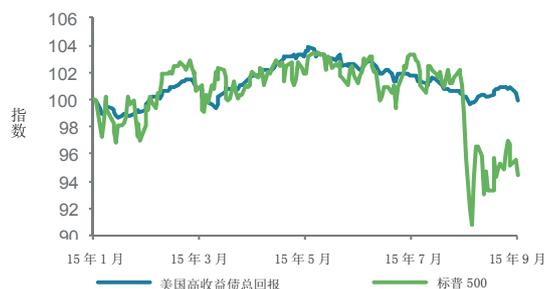
新兴市场政府债利差



资料来源：巴克莱资本、彭博终端、渣打银行

美国高收益债相比美国股票的风险调整后的回报更高

美国高收益债总回报和标普 500 指数，将 2014 年底数字重置为 100



资料来源：彭博终端、渣打银行

股票 – 超配

- 全球股市经过高低落差 10% 的回调后，我们相信已为投资者打开一扇机会之窗，尤其是对于 2014 年 10 月见底回升时错失机会的投资者而言。
- 我们首选的市场包括有外汇对冲的欧元区及日本。我们仍然看好美国及亚洲（日本除外）的 12 个月期前景，不过必须指出，后者的短期前景仍然不确定。至于其他新兴市场，我们保持审慎。
- 全球各地股市回落，估值随之而降低。因此，为了“等待较低入市点”而按兵不动的理由已不复存在。平均而言，股市市盈率下降了一个倍点。（见右图）
- 我们相信美联储只是延后加息，而非对前景的观点有变。欧元区及日本看来势将扩大 / 延长其量化宽松计划，这样有利于两者的资产价格，却不利于汇率。
- 中国增长持续放缓，有鉴于此，政府过去一月出台了一连串的适度改革措施。然而，若要扭转资金外流导致金融环境紧缩的局面，还须下更多工夫。

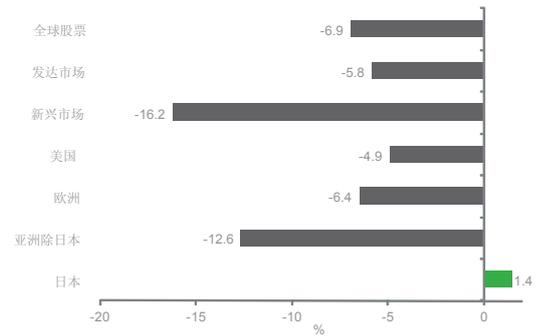
美国 – 市场重置提供了机会

- 投资者往往以估值过高作为对美股取态审慎的理由。在 8 月 16 日即近期市场调整的前一天，标普 500 指数的 12 个月远期市盈率估计为 16.8 倍。然而，其后估值下降至 15.8 倍，低了整整一个倍点。我们认为这是个颇具吸引力的入市点。回顾 2014 年 10 月，估值降至类似水平，其后六个月的指数回报为 12%。
- 美联储决定暂不加息，只是延后而非改变美国利率的进程。我们认为最有可能的情况是年底时开始加息，然后在 2016 年再加两次。基于通胀前景温和，这个形势应利好股市，因为意味着紧缩步伐不会太快。
- 另一种可能的情形是“一次性解决”。就是美联储加一次息之后，便关闭加息之窗。出现这种情形的前提，可能是收益率曲线趋平，以及增长放缓的预期上升。这并不是我们的基本假设，但倘若诱因是增长堪忧而非通胀温和，就会陷股市于困境。

欧元区及日本 – 未来或有更多量化宽松

- 我们仍然看好经汇率对冲的欧元区及日本股市，并认为两者与美国有若干相近之处。近期市场走弱，是增持良机。
- 由于通胀持续处于低水平，有关欧洲及日本两央行将分别延长 / 扩大量宽的预期甚嚣尘上。
- 量宽是左右欧股及日股回报的一项重要间接因素，主要是透过汇率产生影响，因为出口商把海外利润汇返本国时可以获得汇兑收益。
- 欧洲央行的首席经济学家已暗示，该行每月 600 亿欧元的资产购买计划有可能延长，因为管理委员会具有必要的空间，可灵活改变“该计划的规模、构成及持续时间”。

股票市场年初以来的表现*（美元）



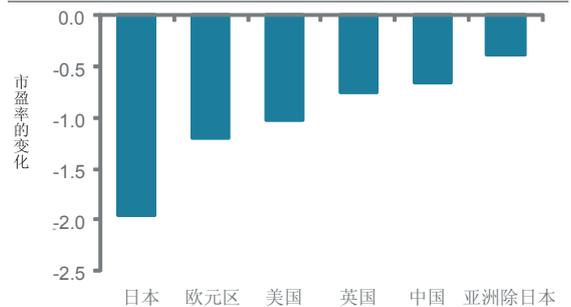
* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 9 月 24 日期间

资料来源: 彭博终端、渣打银行

MSCI 指数为美元计价的总回报指数

估值从 8 月份高点回落

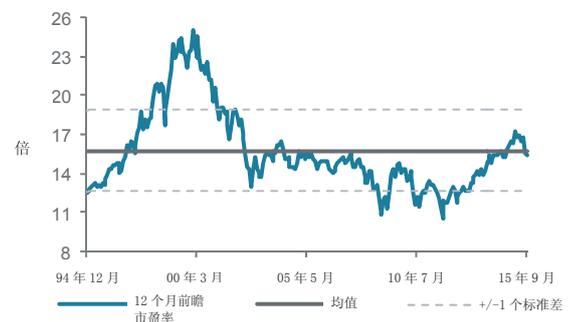
全球关键市场的市盈率普遍从 8 月 17 日的高点回落



资料来源: FactSet、渣打银行

标普 500 的估值有所下降

标普 500 的市盈率变化趋势



资料来源: FactSet、渣打银行

- 日本方面，有个日益清楚的共识，就是日圆近期升值，加上通胀持续低企，正好可以作为日本央行加快购买资产的依据。首相安倍晋三的一名幕僚暗示过，若日圆“急升”，日本央行应考虑加大放宽力度。

- 一旦欧元区及日本的量宽加码，欧元及日圆就有可能走弱，对股市有利好作用。

中国 - 宣布系列微观宽松措施

- 中国过去一月出台了一连串政策放宽及改革措施。然而，此等措施并不足以扭转对股市的看淡情绪。出台的措施包括：
 - 取消企业外债额度审批以鼓励海外借贷
 - 放宽外国人投资房地产规则
 - 更改银行存款准备金计算规则
 - 在国有企业推行“混合所有制”
 - 加快国有企业民营化
- 我们仍然看好中国市场，相信还会有更多宽松措施出台。不过我们必须指出，政府所采取的行动（如降准等）只是为了缓和资金外流对内部流动性环境的不利影响。若要实际地放宽政策，政府有必要在放宽上加倍努力。

亚洲除日本 - 收益率下跌提供了再平衡的机会

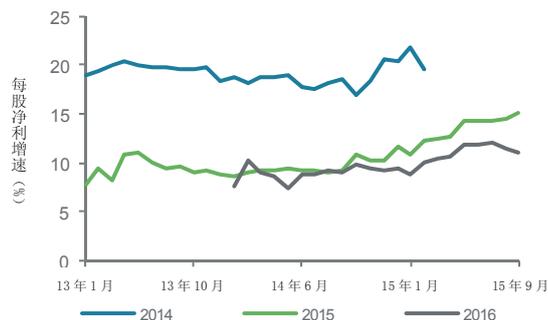
- 我们看好亚洲（日本除外）地区股市，当中偏重于印度及中国，而前者有更多短线上升的催化因素。避险情绪持续高涨的时间可能比我们所预期更长，因此，为审慎起见，应致力于再平衡，而非增加持有量。
- 美联储延后加息，我们认为这是为亚洲打开了一扇机会之窗，可重新部署投资组合。
- 投资者若持有比重相当高的利率敏感型股票，尤其房地产投资信托的投资者，就可趁债券收益率下降以及该板块回升之机减持，转向利率敏感性较低的板块，如银行股，这些板块在利率上升时透过较高的净利差而受惠。
- 亚洲某些表现最差的市场，如韩国、马来西亚、印尼等，过去一月的表现都有所改善。就韩股而言，其回升可能因为投资者日益憧憬中国会出台更多宽松措施。此等措施一旦落实，表现回升就合情合理。然而，至今为止中国政府的行动只是不温不火，所以我们对于韩股的前景保持审慎态度。
- 美元前景对于亚洲市场及外资流动方向是个头等重要的因素。美元兑亚洲货币走强，往往会导致区内资金外流。展望前景，我们相信美元强势会持续，意味着资金会持续外流，亚洲市场的表现可能会因此落后于发达市场。

小结

股市回调导致估值下降。我们建议投资者趁此机会增加投资我们抱有很强信心的市场，包括汇率对冲基础上的欧元区及日本。中国出台了若干宽松措施，但有必要作出更大努力才可释放市场的价值。

日本企业盈利变化趋势

MSCI 日本指数盈利预测持续走高



资料来源: FactSet、渣打银行

2015年资金流入发达市场股票，流出新兴市场股票

年初以来月度外资投入股市的资金流



资料来源: EPFR、渣打银行

因为美元走强，亚洲货币年初以来大幅贬值

亚洲货币兑美元汇率指数



资料来源: 彭博终端、渣打银行

商品 - 低配

- 在供求失衡下，我们预期油价短线会继续受到压抑。
- 我们预期金价会进一步下跌，除了因为美联储快将加息外，亦因为需求仍然不振。

我们对商品维持低配。供求失衡，加上增长疲弱（尤以新兴市场为甚），可能会令价格持续受压。我们看不出这个预测情形有何开始转变的迹象。

油价可能会持续受到压抑。我们仍然预期油价短线会继续受压，皆因供应始终过剩。我们认为，即使反弹都可能止于每桶 60-65 美元。我们相信，供求两方面的基本因素都倾向令油价进一步下跌。供应方面，虽然美国石油存量已从高峰水平回落，但相对于历史而言仍然偏高。同样，欧佩克组织与非欧佩克成员国的产油量仍未见有任何显著减低的迹象。我们认为，要把产油量调整至较为正常水平，仍需历时多年。

另外，从需求方面看，全球增长前景仍难言确定。新兴市场是新需求的重要来源，但其经济结构性放缓可能会持续。至于发达市场，增长亦未见显著加快，而进一步放缓的风险却始终存在。

金价仍处于稳定的下降趋势。近期金融市场波动期间，金价受到避险需求支持，但我们相信这种需求现在可能已到尽时。供过于求亦意味着金价会下跌。实物黄金供应过剩的情况持续恶化，而需求增长仍然不振。

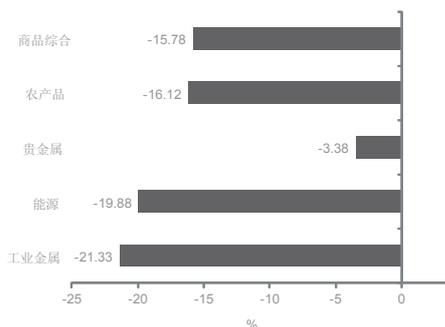
从宏观角度看，黄金的长期基本因素仍然甚差。我们认为，广义美元汇率及利率（扣除通胀率）都是左右金价的关键因素。由于全球通胀率仍然极低，而美联储加息在即，所有指标都持续反映金价往后会进一步下跌。若要扭转消极看法，金价必须下跌至低于长期平均生产成本或者长期平均通胀调整价格。根据各种估计，两者都低于现水平至少 20%。

中国经济好转与否关系基础金属前景。基础金属价格近期出现的解脱性回升，我们认为或已收官，中线可能会进一步下跌。在市场大体上供应过剩之际，中国经济出现结构性放缓，是我们抱看淡观点的主要因素。我们见到在某些情况下供应过剩有日益恶化之势，当中包括铝、镍、锌等。

需求方面，我们看不到中国市场有回升迹象。我们认为，近期中国房地产交易增加并未伴随建房活动广泛回升。我们亦留意到，即使有财政刺激措施出台，其广度及强度仍是有限。更基本的因素在于，中国正致力减低经济对投资及出口的依存度，意味着需求会随时间而递减。

强烈厄尔尼诺现象不足以成为农产品涨价的依据。几种主要的农产品仍处于供应过剩局面。由于库存高企，我们并不预期当前的厄尔尼诺现象可导致 12 个月期内的价格飙涨。以小麦为例，全球存货量可能会创历史新高。玉米现时的存货量处于 27 年来最高水平。不少其他主要软商品的处境都差不多。此外，即使发生强烈厄尔尼诺现象，其对价格的影响亦会因品类而异，这是农产品价格不会广泛回升的另一理由。

年初以来商品的表现*（美元计价）

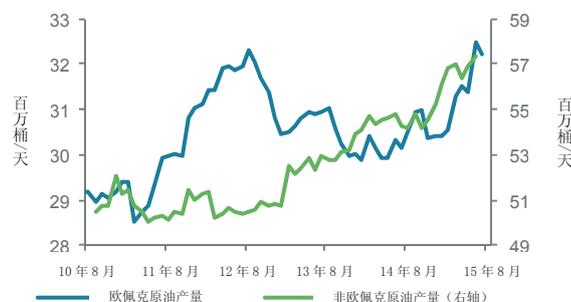


* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 9 月 24 日期间

资料来源：道琼斯瑞银、彭博终端、渣打银行
道琼斯瑞银、道琼斯瑞银商品指数、道琼斯瑞银贵金属指数、道琼斯瑞银能源指数、道琼斯瑞银工业金属湖指数

从原油产量来看，没有供大于求能得以解决的迹象

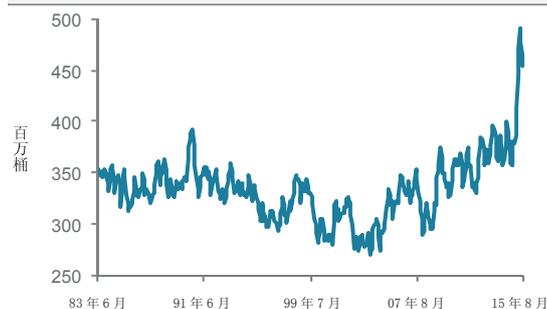
欧佩克和非欧佩克原油日产量



资料来源：彭博终端、渣打银行

美国原油库存仅小幅走低，相对历史水平仍处于高位

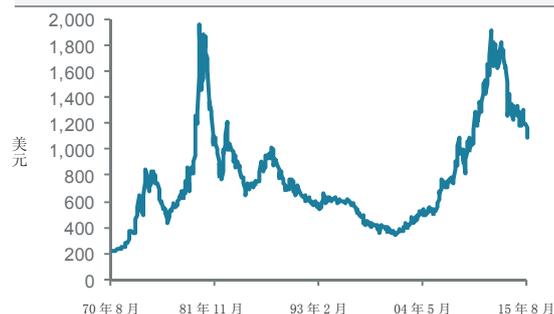
能源部原油库存总量



资料来源：彭博终端、渣打银行

黄金价格虽然已从高点大幅调整，相对通胀仍居高位

黄金的实际价格（通胀调整后）



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偏好的资产类别之一。政策分歧、市场走势趋于明朗以及市场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。
- 该资产类别在夏季期的高低位相差只有大约 4.5%，而相形之下，全球股票却有约 13%的跌幅，可见该资产类别在市场波动期间可发挥稳定作用。然而，宏观策略过去一月表现令人失望。

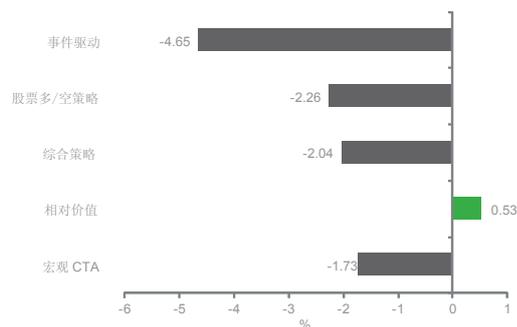
另类策略在夏季期间发挥了缓和波动的作用。在夏季期间，全球股市下跌约 13%（5月21日-8月25日）。另类策略同期仅下跌约 4.5%，整体波动因而得以缓和。然而，部分另类策略令人失望。特别是宏观策略，过去一月持续走弱，尽管同期全球股市及美元都表现稳定。

影响另类策略表现的主要因素维持不变。美联储虽然延后加息，但终究仍是要加，最终可能令政策分歧扩大，特别是在其他主要中央银行考虑加大政策放宽力度的情况下。全球并购活动旺势延续，最终可能会拉高事件驱动策略的总回报。最后，股票多/空策略策略始终是种可取的子策略，因为随着美联储延后加息，情况不确定的期间会延长，由此产生短线进一步波动的风险。

小结

另类策略仍然是我们最为偏好的资产类别之一。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。

年初以来另类策略的表现*（美元）



* 2014年12月31日至2015年9月24日期间

资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

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

短期

指短于 3 个月

中期

指 6-12 个月

外汇

- 我们预期美元及英镑兑其他主要货币以及亚洲（日本除外）货币在今后 3-6 个月会进一步升值。
- 我们对亚洲（日本除外）货币的看法转淡，但预期印度卢比及菲律宾披索会表现领先，而新加坡元、马来西亚林吉特、韩元及新台币则会落后。

美元：目前具备上升依据：即使美联储延后加息，我们仍然预期美元会走强，因为我们相信支持美元上升的较全面的依据并无改变。货币政策分歧仍是我们抱此观点的关键所在；美国短期利率会随美联储加息而上升，而此时其他中央银行，不论属于发达市场抑或新兴市场者，却在维持既有的刺激措施甚至加大力度。此外，兑 G10 货币的美元净多头的投机性部署过去几月已显著收敛。

虽然我们承认美国利率前景日趋温和可能会令我们对美元的看法失准，但总的说来，美国与其他国家之间可能出现的利率政策分歧将足以在下一阶段推升美元。

欧元及日圆：我们预期短线弱勢将持续：我们相信欧元及日圆近期走强是较短线的因素所致，今后几月情况可能会扭转。由于新兴市场风险升高，资金回流到欧洲及日本，欧元及日圆汇率可能因而获得支撑。然而，我们相信两者的央行都不会坐视本币显著走强。我们认为，对加大政策放宽力度的预期可能会增加。

英镑：我们维持中性：我们对英镑兑美元的观点维持中性，但预期英镑的表现会领先于 G10 及亚洲（日本除外）货币。英国经济数据持续改善，尤其是在消费、工资增长及核心通胀方面，而外资流入亦具支持作用。在此情况下，我们相信英国央行可能会在明年初加息，比市场现时所预期更早。我们相信即使英镑兑美元上升，升幅亦可能有限（大致上符合普遍观点，即英国兑美元今后 12 个月大致持平）。然而，我们预期英镑的表现会胜过 G10 及亚洲（日本除外）货币，因为后两者基本因素欠佳，一直存在着进一步放宽政策的依据。

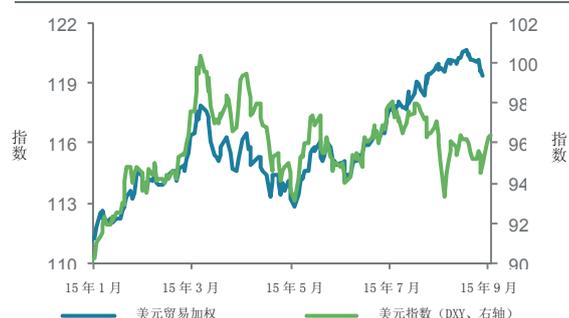
澳元：料将进一步贬值：我们继续预期澳元汇率会进一步下跌。我们认为，澳元可能会因应当前的内部宏观经济情况进一步调整，而倘若中国经济意外指数再现负值，澳元亦较易受到拖累。由于我们并不预期商品价格会出现短线反弹，预计澳洲贸易的基本因素会持续欠佳。另外，其他领先增长指标，如消费者及企业信心等，都有进一步加快下滑迹象，而失业率仍高居于 2008 年水平附近。我们认为，倘若增长前景持续转差，澳洲央行可能会选择再降息。

新西兰元：我们预期进一步下跌：我们对新西兰元的观点由先前的中性转为看淡。尽管经过近期显著下跌，但相对于历史以及经济基本因素而言，我们相信新西兰元仍然偏高。我们认为乳品价格显著而持续的跌势会进一步压抑新西兰经济增长。在此情况下，新西兰央行可能不得不进一步放宽政策至超乎我们原先预期的程度。

新加坡元：我们预期进一步走弱：我们预期新加坡元会持续走弱。新加坡近期的经济数据显示其国内经济放缓。消费物价指数通胀仍低于零，而出口则持续下跌。除了美元走强外，我们认为导致坡元进一步走弱的另一催化因素是金管局加大政策宽松力度的可能性在增加。

美元的更广泛衡量指标（贸易加权）显示美元仍处于升值趋势中

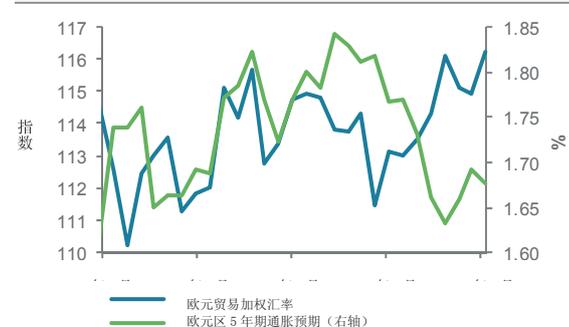
美元贸易加权指数和美元指数 (DXY)



资料来源：彭博终端、渣打银行

通胀预期下降背景下贸易加权的欧元汇率反弹可能会令决策层忧虑

欧元区 5 年期通胀预期和欧元的贸易加权汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

虽然通胀预期下降，日元贸易加权汇率持续升值

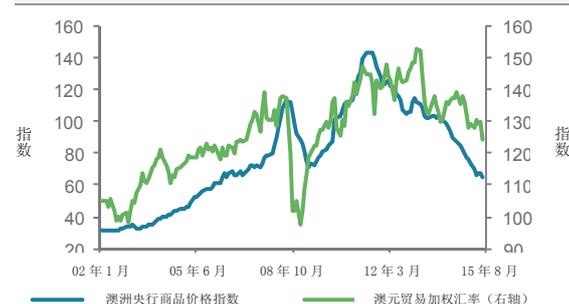
日本 5 年期通胀预期和日元贸易加权汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

澳元汇率相对商品板块基本面而言仍旧高企；或有进一步下跌空间

澳洲央行商品价格指数和澳元的贸易加权汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

其他亚洲（日本除外）货币：我们预期进一步走弱：我们对亚洲（日本除外）货币整体的看法由中性转淡，是基于中国风险升高以及美联储有可能在今年稍后时走向政策正常化。我们相信，经过近期解脱性回升之后，亚洲（日本除外）货币普遍会延续跌势。相对而言，我们预期印度卢比及菲律宾披索会表现领先，而韩元、新台币、新加坡元、马来西亚林吉特等则可能会落后。我们预期离岸人民币、泰铢及印尼盾的表现会与区内其他货币一致。

就印度卢比及菲律宾披索而言，我们认为两者受中国风险的影响有限，而且相对于其进口及短期债务，外汇储备算得上可观，是其主要优势所在。反观韩元及新台币，我们认为受中国相关风险的影响程度最大。

至于人民币，我们认为近期贬值是迈向汇率市场化的一次尝试，而非为了提振增长刻意贬值。因此，人民币即使走弱，亦可能与区内其他货币的走势一致。

韩元及新台币亦面临国内经济增长基本面可能转差的问题，进一步降息的风险提高，若果真如此，则可能会导致汇价进一步走弱。

虽然已经显著下跌，新西兰元的贸易加权汇率相对奶制品价格的暴跌而言仍然高企

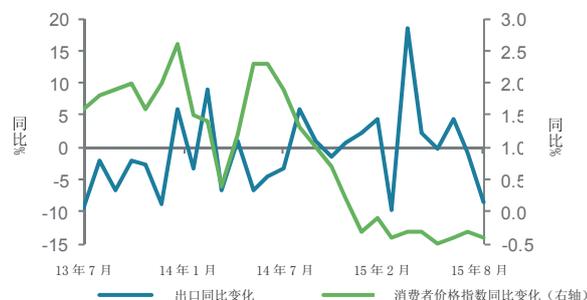
澳新商品奶制品价格指数和新西兰元的贸易加权汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

新加坡出口下滑、通胀低企释放经济疲弱的信号

新加坡消费者价格通胀指数和出口数据



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或/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。