

全球市场展望

2017 年 5 月



聚焦欧洲

欧元区仍旧是我们精选的投资确信地区。除看好欧元区股票及发达市场高收益债券（包括欧元区高收益债券）之外，目前我们还看涨欧元。该看法与我们的如下观点一致，即欧洲增长愈发强劲及通胀略微上行的情况呈现扩大迹象。我们看好亚洲（日本除外）股票的观点维持不变。

我们继续密切关注地缘政治风险。法国总统选举首轮投票结果大体符合普遍预期，巩固了我们关于总统大选不大可能导致 2017 年市场持续疲弱的观点。朝鲜引发的不确定性增强，但从历史情况来看，该地区紧张局势对金融市场的影响较为短暂。

美国国债收益率目前接近关键技术水平。我们仍旧认为收益率回调是暂时现象，并认为该情况为收益率上行提供了准备机会。因此，我们继续看好优先浮息贷款及美国和欧元区高收益债券。

目录

1 提要

聚焦欧洲 01

2 策略

投资策略 03

3 观点

对于客户重点问题的观点 07

宏观概况 10

4 资产类别

债券 13

股票 16

股票衍生工具 20

商品 21

另类策略 23

外汇 24

多资产 27

5 表现回顾

表现回顾 30

事件日历 31

6 披露附录

我们的团队 32

免责声明 33

投资策略

聚焦欧洲

- 欧元区仍旧是我们精选的投资确信地区。除看好欧元区股票及发达市场高收益债券（包括欧元区高收益债券）之外，目前我们还看涨欧元。该看法与我们的如下观点一致，即欧洲增长愈发强劲及通胀略微上行的情况呈现扩大迹象。我们看好亚洲（日本除外）股票的观点维持不变。
- 我们继续密切关注地缘政治风险。法国总统选举首轮投票结果大体符合普遍预期，巩固了我们关于总统大选不大可能导致 2017 年市场持续疲弱的观点。朝鲜引发的不确定性增强，但从历史情况来看，该地区紧张局势对金融市场的影响较为短暂。
- 美国国债收益率目前接近关键技术水平。我们仍旧认为收益率回调是暂时现象，并认为该情况为收益率上行提供了准备机会。在此背景之下，我们继续看好优先浮息贷款及美国和欧元区高收益债券。

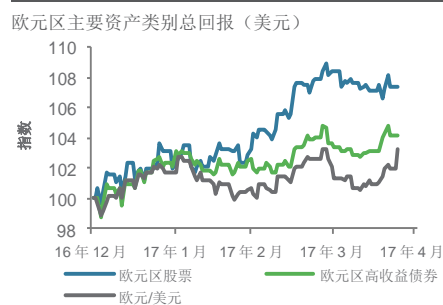
欧元区通货再膨胀形态更加稳固

欧元区仍旧是市场瞩目的焦点。区域性采购经理人调查、零售支出及通胀数据均保持良好。欧洲怀疑论者也遭遇挑战，其最先于荷兰选举受挫，目前还可能在法国大选败北。这意味着，明年意大利大选之前，围绕欧洲怀疑论者的忧虑减轻。不出所料的是，年初至今欧元区资产全盘表现良好（请参见下图 1）。

在美国，风险资产继续静待下一驱动因素的出现。企业税改革可能是潜在的刺激因素，不过，特朗普与国会合作落实税改的能力仍是关键所在。

在亚洲，并无即将推出的贸易限制性措施且美元走势受到抑制，均对市场极为利好，但围绕朝鲜的紧张局势是风险因素。从历史情况来看，朝鲜半岛的紧张局面通常能创造绝佳的买入机会，对于韩国股票尤为如此，但前提条件是紧张局势仍相对可控。

图 1：欧元区通货再膨胀的范围扩大



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 2：美国收益率接近关键技术支撑位



资料来源：彭博终端、渣打银行

我们看好股票多于债券

看好欧元区、亚洲（日本除外）股票及发达市场高收益债券

多元资产的收益策略仍旧适合收益型投资者

对投资者的启示



投资策略

欧元区三重奏

2017 开年之初，我们看好发达市场高收益债券（包括欧元区及美国高收益债券）。随后，我们在看好的资产类别中加入欧元区股票，源于我们认为该地区通货再膨胀态势形成。本月，我们还转为看涨欧元。

正如我们上月讨论的那样，日益稳固的通货再膨胀环境 – 愈发稳健的调查数据，略微上行的通胀率（1.5%）及持续改善的盈利预期促使我们转为愈发看涨欧元区资产类别。本月，法国总统大选首轮投票结果利好市场，美元涨势受限及我们可能看到欧央行于今年后期讨论缩减宽松政策的规模，这些均意味着我们也看涨欧元。（更多详情，请参见第 26 页）

焦点转回盈利

除对宏观面的讨论之外，我们认为焦点有望回归盈利这一驱动我们看好股市的力量。诸多主要地区的估值均已上升，这一点在周期的现阶段较为常见。不过，在某个时刻，市场需要看到印证上述积极预期合理的证据。

图 3: 盈利预期上修，欧元区及亚洲（日本除外）股票可能跑赢大盘

盈利修订指数 – 欧元区、亚洲（日本除外）



资料来源: FactSet、渣打银行

积极且持续改善的盈利前景仍旧是推动我们看好欧元区及亚洲（日本除外）胜过其他地区的关键力量。这两个地区的未来盈利预期均上修，勾勒出愈发乐观的前景。其市场背景是美国及欧洲的盈利均呈现正面惊喜 – 可能创下 5-7 年里最为强劲的业绩期。

“5 月卖出”可能引发的季节性疲弱是否将影响上述前景？从历史情况来看，该季节性疲弱并不具有连贯性；我们注意到，表明潜在修正的若干迹象 – 比如极端持仓量、市场情绪或技术指标 – 最终仍未出现。尽管我们的集团投资委员会认为，全球股票回调幅度超过 3% 的概率是 25%，但我们认为窄幅波动走势的可能性很大。

收益率处于关键技术水平

近期美国国债收益率下滑，源于美国通胀预期的反弹之势有所停顿。不过，收益率已经接近关键水平（图 2）且市场单向仓位似乎已经平仓。上述两点均表明，收益率有望自当前水平反弹走高，特别是在 2017 年美联储加息预期也增强的情况之下。

我们继续认为，如收益率反弹走高，优先付息债券及美国和欧洲高收益债券将提供最佳的投资机会。高收益债券较高的发行收益率为抵御国债收益率上升提供合理缓冲，而优先付息贷款提供了可以从不断上行的收益率之中获益的最直接投资途径之一。

均衡策略在未来具有优势

以绝对值衡量，多资产收益策略一直是债券收益率下行的受益者之一。尽管如此，在法国大选首轮投票之后，股市急剧反弹表明均衡策略也表现良好。

我们继续预计多资产均衡策略将跑赢多资产收益策略。尽管如此，我们认为该两项策略均提供绝对正回报的情况仍保持不变，同时收益策略仍旧高度适合收益型投资者。

投资策略

图 4: 我们的战术性资产配置观点 (12个月) 美元

资产类别	子资产类别	相对展望	投资理由
 多资产策略	多资产收益	●	预计政策利率和绝对收益率低企仍为支持因素
	多资产宏观	●	通货再膨胀进一步扩大, 减少对具有保险功能的资产的需要
 股票	美国	●	盈利预期或见顶; 利润率与估值构成风险
	欧元区	●	盈利展望改善; 估值较为适度; 政治局势持续构成风险
	英国	●	英国脱欧、大选笼罩盈利前景; 估值充分; 英镑反弹构成风险
	日本	●	日圆走势为盈利关键因素; 估值合理, 但极端变动的风险较高
	亚洲 (日本除外)	●	盈利涨势构成利好; 估值合理; 贸易局势紧张构成长期风险
	亚洲以外新兴市场	●	商品为盈利关键因素; 估值充分; 跨境资金流向动利好
 债券	发达市场政府	●	收益率低; 估值充分; 美联储政策、通胀上行及收益率反弹构成风险
	新兴市场政府 (美元)	●	收益率适中; 估值合理; 美国贸易政策构成长期风险
	发达市场投资级公司	●	收益率适中; 估值充分; 防守型
	发达市场高收益公司	●	收益率具有吸引力; 违约率趋于走低; 估值高企
	亚洲公司	●	收益率适中; 估值合理; 供需有利
	新兴市场 (本币)	●	收益率吸引; 美元造成的阻力减小; 加息构成风险
 货币	美元	●	利差趋稳; 通胀和政策前景构成主要风险
	欧元	●	利差趋稳; 前景改善但选举构成近期风险
	日圆	●	上、下行风险共同影响造成窄幅波动活动增加
	英镑	●	可能已反映诸多利淡因素; 脱欧进程或导致英镑大幅波动
	澳元	●	中国的稳定性成为利好; 铁矿石价格回落, 波动性加剧构成风险
	亚洲 (日本除外)	●	资金流与美元前景利好; 贸易局势紧张与估值构成风险

资料来源: 渣打银行银行全球投资委员会

图例: ● 超配 ● 标配 ● 低配

投资策略

图 5: 自《2017 年展望》发布以来#转向? 关键主题的表现

资产类别	主要投资观点	开立日期	绝对	相对
 债券	公司债券表现优于政府债券 ^[1]	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
	发达市场高收益债券表现将优于其他债券	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
	美国浮息优先贷款将提供正回报	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
 股票	欧洲（英国除外）股票将提供正回报，表现优于全球股票	2017 年 2 月 24 日	✓	✓
	亚洲（日本除外）股票将提供正回报，表现优于全球股票	2017 年 3 月 30 日	✓	✓
 多资产	多资产收益配置将提供绝对正回报 ^[5]	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
	均衡配置的表现将优于多资产收益配置 ^[6]	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
 另类策略	另类策略配置将产生绝对正回报 ^[3]	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
 商品	2017 年布伦特原油价格将走高	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
	主题投资观点	开立日期	绝对	相对
	欧元区银行股将提供正回报	2017 年 4 月 28 日	-	-
	美国科技股将提供正回报且表现优于美国股市大盘	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	印度股票将提供正回报且表现跑赢亚洲（日本除外）股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	中国股票将提供正回报且表现跑赢亚洲（日本除外）股票	2017 年 2 月 24 日	✓	✗
	“新中国”股票将提供正回报 ^[2]	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
	看涨欧元/美元	2017 年 4 月 28 日	-	-
	看涨美元/人民币	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
	巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度尼西亚盾和印度卢比货币篮子 ^[4] 的表现将强于新兴市场外汇指数	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
	已结束的投资观点	开立日期	绝对	相对
	日本股票（经外汇对冲）将提供正回报，表现优于全球股票（截至 2017 年 4 月 27 日）	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	美国小盘股将提供正回报，表现优于美国股票（截至 2017 年 4 月 27 日）	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	印度尼西亚股票将提供正回报，表现优于亚洲（日本除外）股票（截至 2017 年 4 月 27 日）	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	美国股票将提供正回报，表现优于全球股票（截至 2017 年 3 月 30 日）	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	看淡欧元/美元（2017 年 2 月 17 日结束）	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
	看好澳元/美元（2017 年 2 月 17 日结束）	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用

资料来源：彭博终端、渣打银行

2016 年 12 月 15 日（《2017 年展望》的发布日期）至 2017 年 4 月 27 日期间或该策略观点结束时的表现

^[1] 由 44% 的 Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD 和 56% 的 Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index 构成的定制组合

^[2] “新中国”指数是由明晟中国行业组的定制市值加权指数，包括制药、生物科技和生命科学、医疗设备和服务、软件和服务、零售、电信服务和消费者服务

^[3] 另类策略配置在《2017 年展望：#转向》第 36 页图 13 中予以描述

^[4] 由巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度尼西亚盾和印度卢比构成的权重相同的定制指数

^[5] 收益配置在《2017 年展望：#转向》第 34 页图 11 中予以描述

^[6] 均衡配置由 50% 的全球股票与 50% 的全球固定收益组合而成

✓ - 正确建议；✗ - 错误建议

过往业绩并不代表未来业绩。我们不基于任何过往数据对某宗交易实际实现的任何结果或回报做出任何保证、陈述或预测。

观点

对于客户重点问题的观点



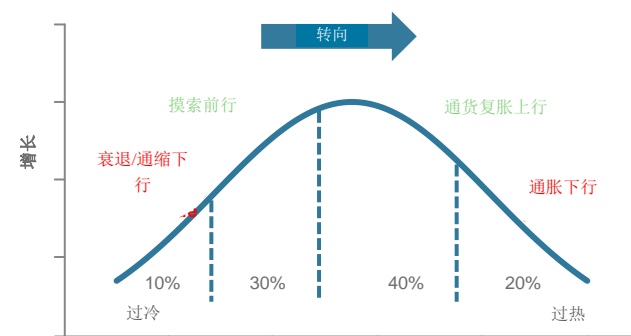
Q 美国财政刺激举措可能推迟实施，此情况是否已促使你们调整经济展望？

A 影响并不显著。我们转向通货再膨胀主题的观点并非依赖于美国财政刺激方案。事实上，在我们发布的《2017 年展望》中，我们强调指出财政宽松举措的程度及步伐非常不明朗。不过，减税和/或加大财政支出将支持增长与通胀。

就我们的情境判断（图 6）而言，相关概率在本月尚未改变。不过，如论及任何区别，我们在通货再膨胀情境中将有关曲线略微向左移动。

图 6: 广泛经济情境保持不变

四大经济情境及其发生概率



资料来源：渣打银行全球投资委员会

我们认为，这一点不足为虑。目前来看，尽管过去 1-2 个月里，美国增长预测已经小幅走软，但其他地区仍处于增长轨道。事实上，我们可以认为美国增长/通胀前景略微走软构成利好，源于美国经济看似最接近产能限制。正常而言，经济复苏周期结束源于通胀压力上升引发的货币政策急剧收紧举措。任何导致该进程推迟的事情通常均被视作利好资产（股票与债券）市场。

Q 政治及地缘政治忧虑情绪是否已经达到顶点？

A 我们 2017 年主题之一是，随着大选结束，欧洲政治风险溢价可能下降。上月该项前景已经再度强化。在英国，首相特蕾莎·梅已经要求提前举行大选，从而可能导致执政保守党的多数优势扩大。在法国，首轮总统大选的胜出者是中立派候选人马克龙与极右翼政党领导人勒庞。马克龙预计将在第二轮投票中胜出，因为两名落选的候选人均已经宣布支持马克龙，此情形应能降低欧元区局势的不明朗性。

不过，我们的另一项主题是，从美国主导转向多国主导，据此国家/地区之间相互竞争，承担区域内/全球领导责任。在我们的《2017 年展望》中，我们指出，上述转变提高了破坏性黑天鹅事件发生的概率。我们应该在此背景之下理解美国、中国、朝鲜及伊朗之间的紧张局面。

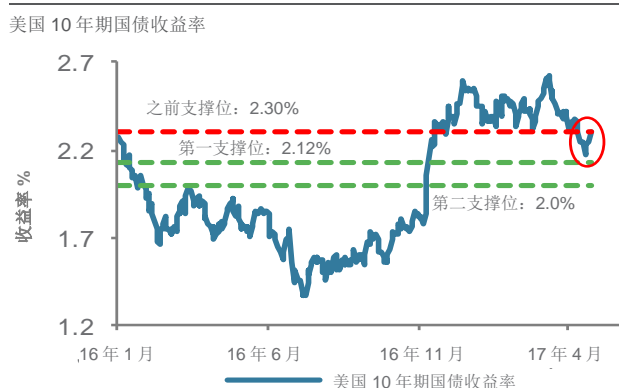
因此，我们认为关于地缘政治风险见顶的说法比较危险。同时，我们应谨记，将于 2018 年举行的意大利大选对于欧洲统一构成的挑战强于荷兰或法国大选，亦或英国脱欧谈判。

Q 您们是否仍旧预期债券收益率将上升？

A 我们做出的展望为转向更强劲的增长及通胀压力适度上行，此外我们还认为美联储将采取谨慎举措以避免抑制经济复苏，该两项论断均支持收益率上行。事实上，我们预计未来 12 个月美国 10 年期国债收益率将升至 2.5% 上方。这并不意味着，我们正在回避投资债券。收益率持续上行造成的不利影响可通过以下操作缓解 1) 缩短债券的期限或 2) 接受更强的信用风险以换取更高的发行收益率或 3) 对冲所持债券组合的利率风险。我们认为上述三项方法均奏效。

尽管如此，但我们在过去 6 周意外发现，债券收益率显著下滑。此情况可能源于市场关于收益率上行的预期或再度被证明错误。尽管这并非我们的核心情境，但我们无法排除其发生的可能性。因此，我们继续推荐投资者采取基于情境的方法进行投资（即，选择在一项以上情境下表现良好的一系列资产）而非完全聚焦某一特定情境。

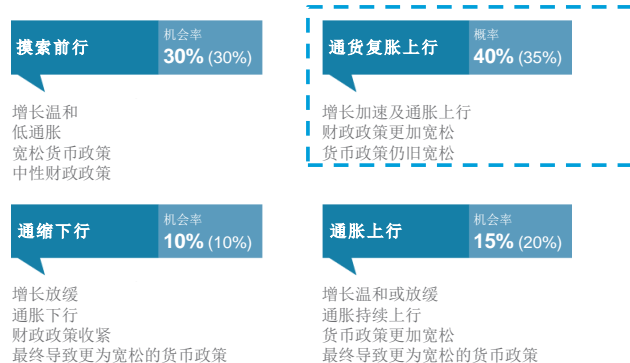
图 7：美国国债收益率突破近期区间



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 8：我们的核心情境

过去 2 个月通货再膨胀预期保持稳定



*请注意：上述概率之和可能不到 100%，因为此处并未涵盖所有情境。括号内数字反映 2017 年 4 月全球投资委员会（GIC）预测的概率。
资料来源：渣打银行全球投资委员会

Q 我们是否预计近期股市将走弱？

A “5 月清仓离场，9 月中旬以后再回来”是股市最著名的俗语（至少前半句如此 – 而圣烈治锦标赛是英国著名的赛马比赛，计划于今年 9 月 16 日举行）。

上述论调基于股市长期以来呈现出的季节性特点（如图 9 所示），即 10 月-4 月回报最为强劲，5 月-9 月回报最弱。不过，正如下图所示，该季节性并未一贯如此，2016 年即表现迥异。

该季节性的具体影响是什么？

表面看来，年初至今呈现的强劲回报可能在夏季月份的某个时刻加剧回调或盘整风险。同时，备受热议的美国标普 500 波动率（VIX）指数等部分市场指标表明投资者可能处于自满状态，以及相对强弱技术指标显示，欧元区股票的反弹幅度愈发显得过大。

不过，在法国总统大选首轮投票之后，全球股票突破上行至纪录高位，表明市场仍旧具备适度强劲的动量，特别是在技术面显示股市尚未过度走高的情况下。

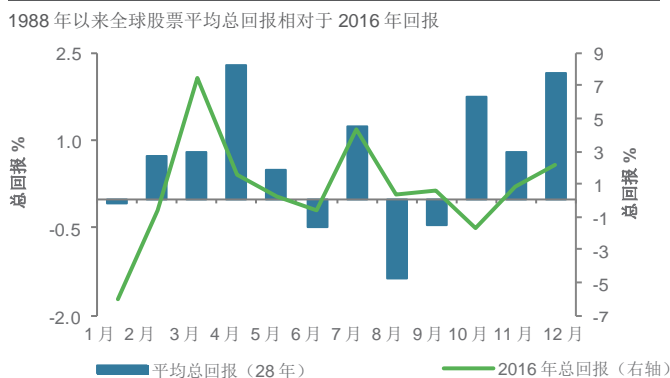
同时，基金经理继续持有超额现金，表明仍有大量场外现金有待部署。

整体而言，我们决不可排除股市回调的可能性，特别是在 11 月初以来股市反弹 10% 的情况下。不过，我们预计任何回调之后均将伴随强劲反弹走势。

更重要的是，在增长强劲及通胀压力仍旧相对较小的背景之下，我们认为全球股票可能保持上行趋势，表明逢低买入策略应仍旧适用。

我们仍旧预计欧元区及亚洲（日本除外）股市很可能跑赢大盘，但亦维持看涨美国股市前景。

图 9：2016 年季节性惯常模式被打破



资料来源：彭博终端、渣打银行

Q 您们认为美元前景如何？

A 我们认为美元涨势或已见顶。尽管美联储可能继续加息，但我们认为政策分化之势正在接近极限。如有任何不同的话，则是过去 2 个月欧洲向通货再膨胀的转向较之美国极为明显。尽管目前欧央行继续聚焦温和的核心通胀，但我们对其可以持续多久存在质疑。

在此背景之下，我们怀疑美元将不能自目前水平强劲反弹。事实上，我们认为欧元已经触底且未来数周与数月之内欧元/美元将进一步反弹。

上述美元背景解释了我们为何不建议股票投资者对冲欧元区股票的货币风险及近几个月我们为何愈发看涨亚洲（日本除外）股票及新兴市场本币债券。

宏观概况

政治风险有所缓和

- **核心情境：**随着欧洲风险有所缓和，消费与投资纷纷回暖，全球通货再膨胀情境受此提振。特朗普税务削减计划或有利于“通货再膨胀”。亚洲与新兴市场受惠于全球贸易反弹。
- **关键风险：**a) 特朗普税务削减计划因其对预算造成影响或遇阻； b) 疑欧派候选人勒庞胜出，法国大选结果不如人意； c) 美国通胀水平激增（目前尚在目标范围内）； d) 地缘政治风险，尤其是美国的贸易和朝鲜政策。
- **政策前景：**欧洲政治风险有所缓和，或为美联储年底前再加息两次和欧洲央行未来 12 个月开始收紧政策铺平道路。中国有可能逐渐收紧货币政策，以降低金融风险。

法国选举或缓和欧元区风险

我们的全球投资委员会对未来 12 个月的“通货再膨胀”或者“摸索前行”情境共同给予 70% 的概率（见第 8 页）。欧元区很可能对全球增长产生最大的意外上行影响。如果注重商业的法国总统候选人马克龙胜选，则降低欧元区政治风险。美国总统特朗普的减税计划如得以实施，或对近期市场情绪形成利好，尽管也有人担忧如果无其他增加财政收入的计划，会增加预算赤字。发达经济体尤其是美国就业市场紧俏，因此通货膨胀仍为主要风险（目前为 2%）。虽然特朗普近期与中国国家主席习近平的会晤至少当前缓解了一定顾虑，但是地缘政治仍为另一大主要风险。

图 10：通货再膨胀主题延续，欧元区或拉动增长上行

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	增长/通胀预期停滞。特朗普减税计划或对预期重新注入活力。美联储预计年底前会两次加息
欧元区	●	●	●	●	增长/通胀预期增加，通货再膨胀情境正在占据高地。随着政治风险有所缓和，欧洲央行或释放出到 2018 年 1 季度减少刺激措施的信号
英国	●	●	●	●	英镑贬值，对购买力造成不利影响，英国经济增长或放缓。中期选举减少英国的硬脱欧风险，英国央行或允许短期通货膨胀
日本	●	●	●	●	虽然通货膨胀依然萎靡不振，但增长预期仍然徐徐前进。因日本央行锁定长期收益率，或采取财政宽松政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	尽管中国央行小幅收紧政策，中国或仍然侧重于经济增长与金融稳定
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西和俄罗斯正在走出衰退。通货膨胀下行，或支持央行进一步财务宽松政策

资料来源：渣打银行全球投资委员会观点；● 利好风险资产 ● 利淡风险资产 ● 中性

联储局今年可能至少再加息两次

欧洲央行未来 12 个月内削减购债计划的风险不断增加；日本央行目前保持不变

中国或进一步收紧货币政策，并通过财政刺激支持增长

对投资者的启示



宏观概况

美国 – 减税预期上升

特朗普重燃减税希望： 美国一季度国内生产总值增长放缓，原因在于硬数据（消费与投资）未能达到特朗普选举滋生的华丽预期。而特朗普近期提出的减轻企业与个人税赋计划，或再度推高预期。虽然该计划或有利于近期增长，但同时引发了如果无其他增加收入的方案，如何保持长期预算可持续的顾虑。因此，该减税计划或面临在国会搁浅的命运。

通胀压力放缓，美联储压力减轻： 美国通胀预期仍然保持在目标水平，或由于就业市场持续处于低迷状态（就业不足率仍然高于危机前水平）。因此，美联储加息压力得以缓解。我们仍然预计美联储年内至少再加息两次。

欧元区 – 法国大选减低政治风险

欧元区政治风险缓和： 民调显示，重商与亲欧的候选人马克龙或在第二轮法国总统大选中大幅领先胜出。这将缓解目前欧洲的政治风险，提振欧元区商业与消费者信心，以及拉动增长预期，缓解通货紧缩压力。

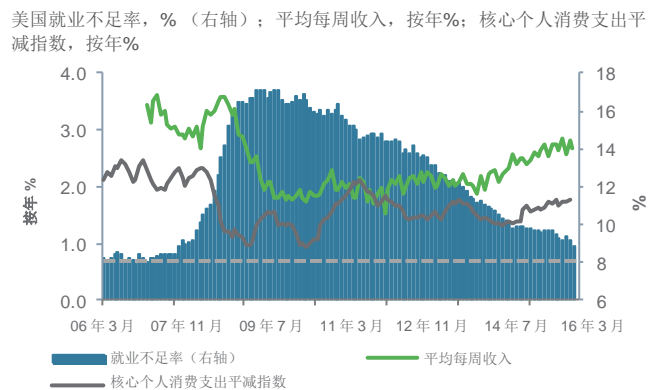
欧洲央行于 2018 年初开始削减购债规模的可能性加大： 如不考虑法国第二轮总统大选中出现不尽人意的情况，欧元区经济增长加速或促使欧洲央行今年后期开始小幅收紧刺激政策，可能以削减购债计划或加息的方式开展。但是，考虑到当前通胀水平仍然处于低位，任何收紧措施都会以循序渐进的方式实施。

英国 – 提前大选或降低“硬脱欧”风险

提前大选将增强英国首相特蕾莎·梅的掌控力： 今年六月英国举行大选或为特蕾莎·梅所在的保守党赢得多数席位，降低对党内强硬路线人士的依赖性，为特蕾莎·梅在英国与欧盟的脱欧谈判中赋予更多的掌控权和时间，从而降低“英国硬脱欧”的风险。

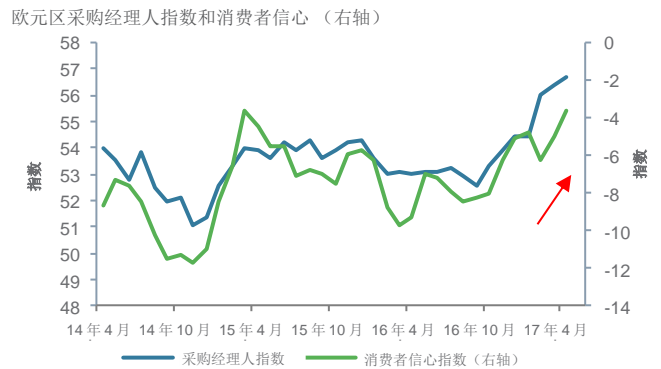
英镑收益或缓解通胀压力： “英国软脱欧”预期推高英镑，或缓解通胀压力，令英国央行暂时不会采取加息措施。

图 11: 美国就业市场尚有一定收紧的空间，因此薪资增长和通胀水平低迷不振



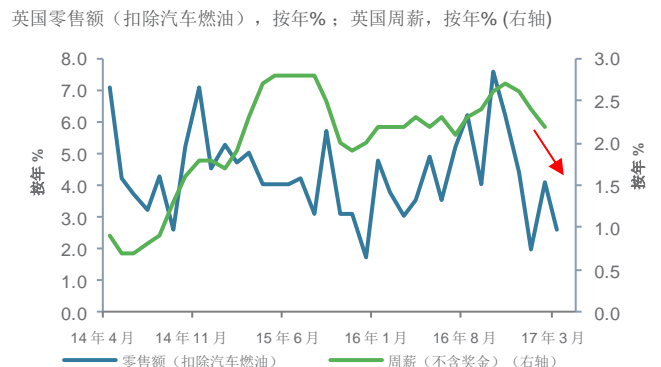
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 12: 欧元区商业和消费者信心继续增强；政治风险缓解或推动复苏



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 13: 英国消费增长近期放缓，原因在于英镑贬值损害收入和购买力



资料来源：彭博终端、渣打银行

宏观概况

日本 – 增长预期继续上升

增长提速，但是薪资谈判差强人意： 日本经济增长预期继续向上修订，2017 年增长率预测目前市场预期为 1.2%，而去年 12 月预测为 0.8%。财政刺激措施、低借款成本和全球需求增加推动日本出口。但是，年度薪资谈判再次收获寥寥，对安倍首相刺激国内消费的努力造成打击。

日本央行近期收紧政策的可能性较低： 尽管日本通货紧缩的压力有所缓解，但核心通胀率仍然低于日本央行 2% 的目标。我们预计日本央行不会在近期通过提高 10 年期日本国债收益率目标收紧政策。

中国 – 或继续实施货币紧缩政策

一季度强劲增长提供政策收紧空间： 中国经济一季度增长率超出预期，高达 6.9%，为政府在今年剩余季度采取紧缩政策提供足够空间。虽然房地产行业投资回暖造成固定资产投资和工业产值企稳，但近期出台的监管措施或货币紧缩政策说明政府对金融稳定性风险仍有一定顾虑。

财政政策放缓或对货币政策紧缩影响产生平衡作用： 除降低金融风险以外，我们认为政府在今年四季度召开五年一届的共产党代表大会之前会重点着力于维持增长和促进就业。因此，财政政策或继续宽松，可部分抵消逐渐开展的货币紧缩政策带来的影响。

新兴市场 – 继续复苏

亚洲受益于中国企稳，出口反弹： 中国增长企稳，缓解了对贸易战和资本外流的顾虑（得益于美元稳定），全球贸易复苏改善了亚洲前景。

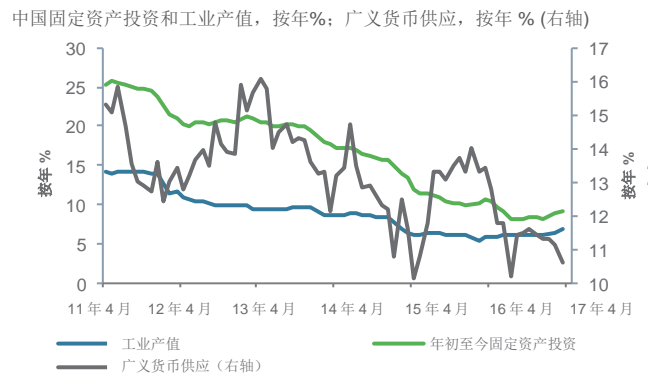
巴西和俄罗斯或进一步放宽政策： 该两大经济体正回归至实现全年经济增长的轨道上，这是自 2014 年以来两国首次实现经济增长。通胀继续下行，为两国央行进一步降息提供空间。

图 14: 日本出口仍保持上行势头，而消费者信心从极端低位水平开始抬升



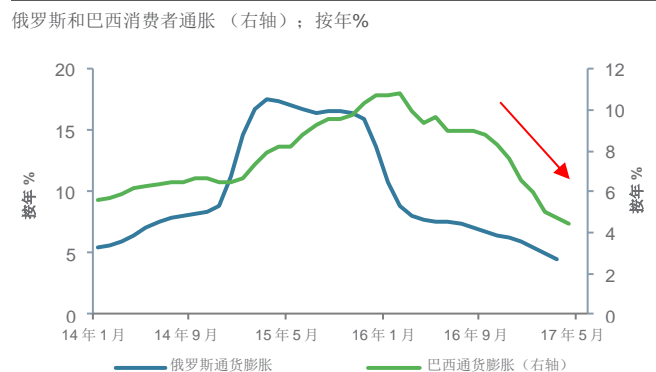
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 15: 货币供应即便收紧，中国的投资和工业增长率似乎已然见底



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 16: 巴西与俄罗斯通货膨胀下行，增加进一步降息的可能性



资料来源：彭博终端、渣打银行

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 17: 当前市场概况

债券	收益率	1个月回报率
发达市场投资级别政府	*1.19%	0.5%
新兴市场美元政府	5.34%	1.2%
发达市场投资级别公司	2.58%	1.0%
发达市场高收益公司	5.33%	1.8%
亚洲美元	3.82%	0.4%
新兴市场本地货币政府	6.42%	0.3%

资料来源: 彭博终端、渣打银行

*截至 2017 年 3 月 31 日

我们看好公司债高于政府债

发达市场高收益债券仍然是我们的看好的债券类别

对新兴市场美元和本地货币债券的看好程度逐渐增加

对投资者的启示



收益率反弹

- 我们对公司债券的看好程度依然强烈高于政府债券，原因在于我们预计当政府债券收益率增加时，公司债券表现更好。
- 发达市场高收益公司债和优先付息贷款仍然是我们在债券中比较偏爱的种类，当政府债券收益率上升时，这两种债券的高收益率溢价可提供一定的缓冲空间。
- 我们愈发看好新兴市场政府债券，包括美元计价债券和当地货币债券，主要基于美元升值风险逐渐减缓。亚洲美元债券（在投资级别和高收益债券中进行分散型配置）和发达市场投资级别公司债券可构成核心持仓。

图 18: 债券子类别 – 按看好程度排列

债券资产类别	观点	利率政策	宏观因素	估值	汇率	评论
发达市场高收益公司债券	▲	●	●	●	●	发行收益率具有吸引力。违约率预计下行
新兴市场本地货币债券	◆	●	●	●	●	发行收益率较高，但波动性和外汇风险较大
新兴市场美元政府债券	◆	●	●	●	不适用	收益率可观，但对利率敏感性较高
亚洲美元债券	◆	●	●	●	不适用	防守型配置，受中国风险情绪影响
发达市场投资级别公司债券	◆	●	●	●	●	配置高质素债券较为看好的债券品种
发达市场投资级别政府债券	▼	●	●	不适用	●	货币政策不甚利好，回报率面临挑战

资料来源: 彭博、花旗、摩根大通、巴克莱、渣打全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利淡 ▲ 看好 ▼ 较为看淡 ◆ 核心

发达市场投资级别政府债券 — 最为看淡

近期收益率下降，我们对发达市场投资级别政府债券仍保持审慎。虽然自法国总统大选首轮结果出炉之后，政府债券收益率开始反弹，我们认为收益率或进一步上行，造成近期回报率为负。美国国债收益率走低的主要因素-地缘政治风险催生的避险需求以及长期通胀预期降低-或稍纵即逝，因为我们仍然看好美国经济的基础因素（请参见第 11 页）。在撰写本稿之时，美国 10 年前国债收益率回到 2.3% 以上，我们认为 2.65% 会成为下一技术位。当前较低的收益率或为债券投资者提供对冲利率风险的契机或者转向对利率敏感度较低的债券产品。

债券



债券



股票



商品



另类策略



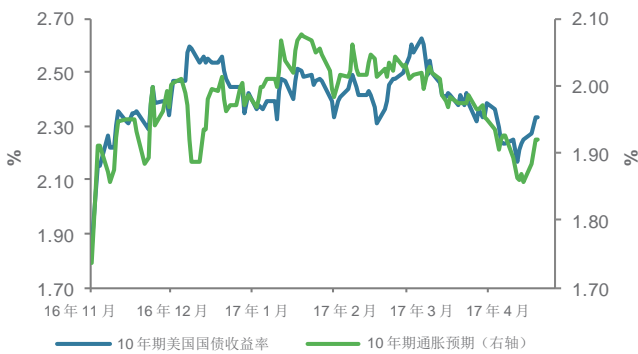
外汇



多资产

图 19: 通胀预期降低令美国国债收益率承压

10年期美国国债收益率和10年期通胀率趋势基本一致



资料来源: 彭博终端、渣打银行

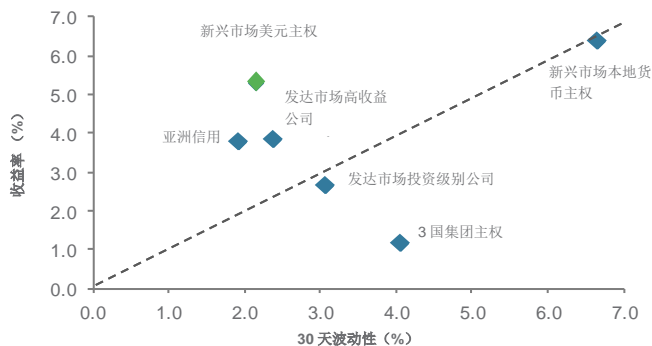
我们预计美国短期(2年期)国债收益率的涨幅要高于长期(10年期)国债的收益率,因此我们倾向于5年期的以美元计价的债券,因为此类债券适中的收益率及对利率的敏感性两者之间比较均衡。

新兴市场美元政府债券 – 核心持仓

新兴市场美元政府债券依旧为核心持仓,我们预计该类债券明年将提供正回报。我们看好其5%以上的收益率,以及估值与长期平均数基本保持一致。

图 20: 新兴市场美元政府债券提供良好的风险调整后收益率

各债券资产类别最低收益率和30天回报的波动性



资料来源: 彭博终端、渣打银行

新兴市场美元债券 2017 年表现强劲,主要由于美国国债收益率下降,美元走高的顾虑减少,从而降低了外部环境波动引发的市场恶化风险。新兴市场债券受惠于持续不断的投资流入以及基本稳定的商品价格。

但是,该类债券相对其他债券子资产类别对利率的敏感性较高,且新兴市场情绪发生扭转的风险令我们对该类债券的观点更为均衡。

发达市场投资级别公司债券 – 核心持仓

发达市场投资级别公司债券仍然是我们配置高质素债券时较为青睐的资产类别,我们认为其较低的利率敏感性和收益率溢价是表现优于政府债券的主要原因。

我们认为有必要更加细致的看待地理差异,并略微倾向于美国而非欧洲的投资级别公司债券。尽管美国公司的资产负债表的负债率较高,而近期数据显示信用质量开始企稳,对信用利差或债券收益率形成利好。但是,随着市场开始反映欧洲央行购债计划即将结束的预期,欧洲投资级别公司债券或受到负面影响,或造成信用利差增加,令回报率承压。

图 21: 美国公司信用质量基本稳定

BCA 公司稳健监测 (积极=恶化中, 消极=改善中)



资料来源: BCA 研究、渣打银行

债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

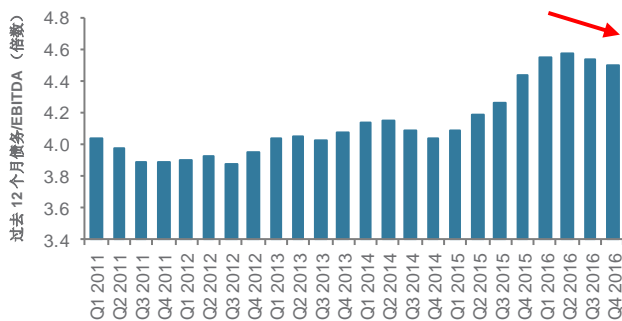
发达市场高收益公司债券 – 最为看好

我们继续青睐发达市场高收益公司债券和美国优先付息贷款。这两大资产类别预计将会继续在通货再膨胀和摸索前行的情境中跑赢。

2016 年结果显示美国高收益公司债券信用质量（净杠杆）已得到改善，与我们 2017 年展望中强调的预期一致。因此，我们预计 2017 年的违约率会低于 2016 年水平。尽管美国国债收益率下降，但高收益债券的发行收益率过去数周内基本保持稳定，继续提供良好的买入点。

图 22：美国高收益公司债券信用指标得到改善

根据摩根大通估测，美国高收益公司债券的债务/EBITDA 比率



资料来源：摩根大通、渣打银行

我们仍然认为美国优先付息贷款是替代高收益债券的佳选，主要基于其防守型的特点和极低的利率敏感性。

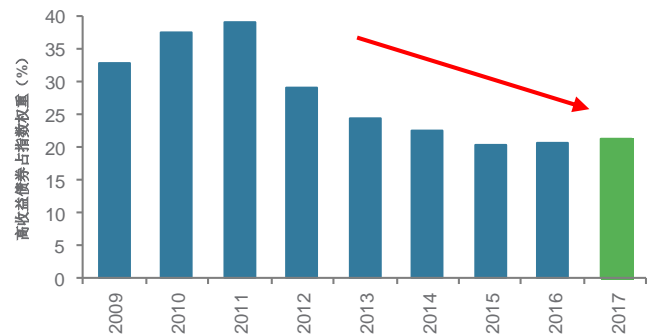
亚洲美元债券 – 核心持仓

我们将继续将亚洲美元债券作为投资配置中的核心和防守型持仓，该类资产类别将继续受到强劲的区域需求和中国经济形势向好的支撑。

尽管按以往标准来看，亚洲高收益债券估值仍然比较昂贵，但我们认为近期其稀缺性将支持该类债券的高估值。过去五年内，高收益债券在亚洲债券投资配置中所占的份额从 40% 下降到将近 20%。另外，约 60% 的高收益债券在 2017-2018 年到期或可赎回。因此除非亚洲高收益债券的需求大幅上升以外，其估值会仍然受到技术性支撑，因此我们较倾向于在亚洲投资级别和高收益债券之间进行分散化配置。

图 23：稀缺性特点推动高收益债券需求

摩根大通亚洲美元债券指数中高收益债券的权重



资料来源：摩根大通、渣打银行

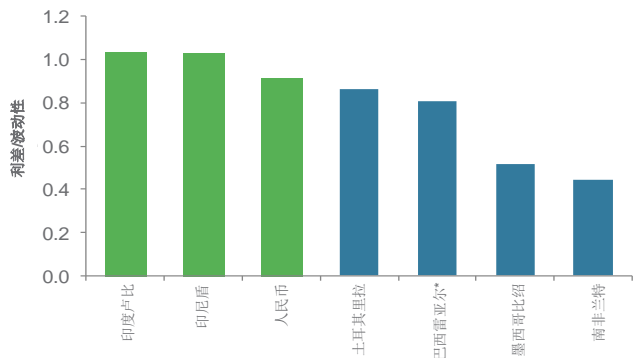
新兴市场本地货币债券 – 核心持仓

随着美元大幅走高的风险降低（请参见第 24 页），以及发达市场政府债券的收益率增加，对新兴市场本地货币债券形成利好。但是，考虑到商品价格大幅降低或投资流入的情况发生反转的风险，我们当前对该类债券类别采取较为均衡的立场。

在大型市场中，亚洲本地货币政府债券提供的经风险波动性调整后的收益率最具有吸引力。

图 24：亚洲债券经风险调整后的收益率较为可观

3 个月本地货币存款利率和 1 个月货币波动性比率



*采用巴西基准利率来估算巴西雷亚尔的利差

资料来源：彭博终端、渣打银行

股票

债券
 股票
 商品
 另类策略
 外汇
 多资产

图 25: 当前市场概况

市场	市盈率	市账率	每股盈利	指数水平
美国 (标普 500)	18 倍	2.9 倍	11.0%	2,374
欧元区 (斯托克 50)	15 倍	1.6 倍	23%	3,577
日本 (日经 225)	14 倍	1.2 倍	15%	18,857
英国 (富时 100)	14 倍	1.8 倍	23%	7,264
明晟亚洲 (日本除外)	13 倍	1.5 倍	10%	586
明晟新兴市场 (亚洲除外)	12 倍	1.4 倍	24%	1,379

资料来源: FactSet、明晟、渣打银行
注: 估值和盈利数据为明晟各指数截至 2017 年 4 月 24 日数据

全球股票年初至今上涨 6%

我们看好的区域即欧元区和亚洲 (日本除外) 地区表现领先

中国和印度仍然是我们看好的亚洲 (日本除外) 市场

对投资者的启示



欧元 - 风头强劲

- 欧元区 and 亚洲 (日本除外) 地区仍然是我们看好的股票市场/区域。
- 法国总统大选的首轮投票结果和美元疲弱分别是欧元区和亚洲 (日本除外) 股票市场的主要推动因素, 同时美元疲弱增加了亚洲 (日本除外) 地区的跨境资金流入。
- 自 2016 年美国公司盈利预期开始回暖, 且这一现象不断发展为全球趋势, 而当前欧元区成为该现象的主要区域。
- 市场预期明晟全球指数 2017 年每股盈利增长率为 13%, 而 2016 年时该数据为 1%。欧元区引领每股盈利的增长, 预计其每股盈利增长率为 23% (或者经弥补去年的大幅亏损后增长率为 14%)。
- 全球股票市场的估值高企, 明晟全球贸易指数 12 个月预期市盈率为 15.8 倍。但是, 考虑到该指数的预期盈利增长率为 13%, 我们认为该估值倍数合情合理。话虽如此, 我们仍然强调估值从当前水平上升的空间有限。
- 我们正在结束对美国小盘股的主题观点, 该投资配置自 2016 年 12 月推出以来, 已产生了 5.7% 的收益。另外, 我们正在启动对欧元区银行股的主题观点。

图 26: 我们最为看好欧元区, 亚洲 (日本除外) 地区次之; 英国较为看淡

股票	观点	盈利修订	盈利	股权回报率	经济数据	基准债券收益率	评论
欧元区	▲	●	●	●	●	●	法国首轮大选后政治形势不明朗因素减少, 盈利增长将带动市场走高
亚洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	美元疲弱, 盈利修订利好以及估值可观是亚洲 (日本除外) 地区的催化剂
美国	◆	●	●	●	●	●	因特朗普通过重要法律的能力不尽人意, 此前推动因素影响逐渐淡化
新兴市场 (亚洲日本除外)	◆	●	●	●	●	●	石油和铁矿石价格疲软, 拖累亚洲 (日本除外) 地区市场
日本	◆	●	●	●	●	●	警惕日圆突然大幅升值, 对其股票市场不利
英国	▼	●	●	●	●	●	英镑强势和实际薪资疲软, 开始对股票市场构成影响

资料来源: 渣打银行全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利淡 ▲ 看好 ▼ 较为看淡 ◆ 中性

股票

债券
 股票
 商品
 另类策略
 外汇
 多资产

欧元区—法国首轮大选结果支持看好欧元区的观点

欧元区仍然是我们全球最为看好的股票市场。在法国总统大选首轮选举次日，明晟欧元区指数激增 3.6%，主要在于投资者对支持与欧元区深度融合的马克龙的首捷颇感欣慰。此次股市涨幅收益表明投资者认为马克龙将在 5 月 7 日的大选中胜出。

欧元区股票市场大幅上涨的部分原因在于国民阵线右翼党派候选人玛琳勒庞获胜的可能性减小，以及法国及外围地区债券和德国基准债券的利差急剧下降造成。

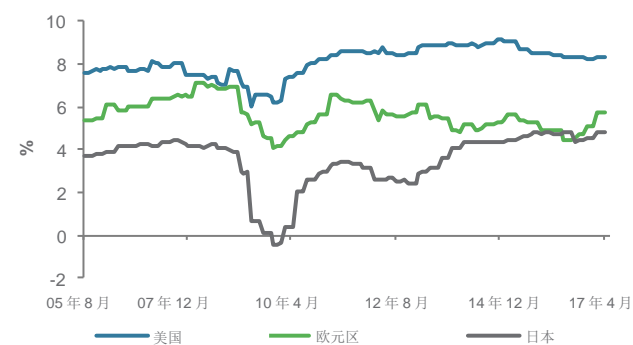
我们对欧元区股票的积极立场主要由以下三大基础因素推动：

- 1) 市场预期欧元区公司盈利增长率从 2016 年的 1% 增加至 2017 年的 23%。如弥补去年的大幅亏损，则 2017 年的公司盈利增长率为 14%。
- 2) 新兴市场和美国经济增长预期改善，对欧元区以出口为导向的生产企业构成利好。
- 3) 欧元走低同样推动出口。

公司盈利和美国及新兴市场增长前景都利好欧元区股票。我们近期对欧元走势的观点转变为该货币将更加强势，对欧元区股票影响不利。

图 27：欧元区公司利润率正在好转

精选全球市场的净利润率走向



资料来源：FactSet、渣打银行

亚洲（日本除外）—跨境资金流入增加支持我们对该地区看好的观点

亚洲（日本除外）是我们较为看好的全球股票市场，仅略次于欧元区市场。亚洲（日本除外）地区股票的明显特点是估值情况。亚洲（日本除外）的 12 个月预期市盈率为 12.8 倍，是我们追踪的全球六大区域/地理范围中的第二大最低的区域。而新兴市场（亚洲除外）的市盈率最低，为 11.7 倍，另外，我们注意到亚洲（日本除外）股票的市盈率与其长期过往均值一致。

亚洲（日本除外）地区是年初至今表现最好的区域，涨幅为 11%。其中，我们最为看好的市场即中国同期股市上涨 15%。另外，印度我们同样看好的市场，是同期表现第二大最好的市场，涨幅达 11%。虽然中国和印度的估值与其历史均值相比相对较高，但市场预期盈利增长率都为 16%，令投资者对该两大区域及其他区域市场的信心增强。

美元走低造成亚洲（日本除外）地区的跨境资金流入增加，成为数月以来带动市场发展的主要贡献因素。自今年 2 月中旬以来，亚洲（日本除外）地区股市流入资本达 25 亿美元，但与 2016 年同期流出的 120 亿美元相比，仅为九牛一毛。

“新中国”股票仍是亚洲（日本除外）地区我们较为青睐的投资主题，该主题股票表现颇佳，自 2016 年我们推出该主题投资以来已上涨 19%。

图 28：亚洲（日本除外）股票估值仍然具有吸引力

亚洲（日本除外）地区的市盈率相对于明晟世界指数市盈率折价 19%，相对于长期均值折价 13%



资料来源：FactSet、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

美国 – 不再为市场焦点，我们对其持中性观点

尽管我们看好美国股票前景，但美国不再是我们青睐的市场。美国股市与全球其他市场相比，其所在市场周期领先一步。这一点在 2016 年美国股市盈率的急剧上涨有所体现，而当时其他区域正处于挣扎求发展之中。美国股票 2017 年盈利增长率预计为 11%，低于明晟世界指数盈利预计增加的 13% 涨幅。美国股票估值较高，12 个月预期市盈率为 18 倍。

盈利修订是盈利的短期指标，在美国该指标已停滞不前，而在其他地区，特别是欧元区，盈利修订正在大幅飙升。

与其他已发展国家市场类似，美国股票估值较高。这意味着美国和其他发达市场的未来收益主要由盈利而非市盈率增加所推动。

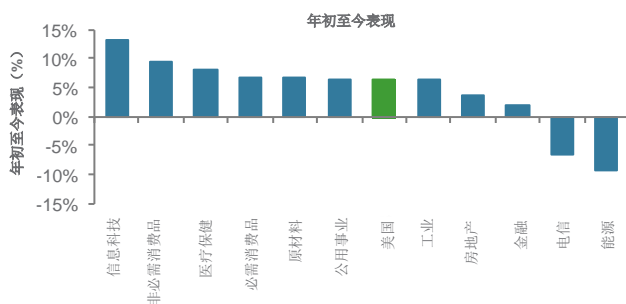
因此，我们认为 2017 年剩余时间内盈利增长率最高的区域所产生的回报最高。

美国公司盈利和市场如出现意外上行，仍需寄希望于税务改革；但是考虑到此前医疗改革未能如愿通过，我们当前保留特朗普政府可以如愿以偿的观点。

我们仍然保持对美国科技行业的精选确信买入观点，该行业股票自我们于 2016 年 12 月提出该观点以来已上涨 13.4%。

图 29: 美国科技股表现位居前列

美国各行业年初至今表现



资料来源: FactSet、渣打银行

新兴市场 (亚洲除外) – 趋势分化，我们持中性观点

我们对新兴市场 (亚洲除外) 的观点同样较为积极；但该区域年初至今表现较差，但土耳其除外。商品特别是石油和铁矿石的价格下跌，是上个月该区域表现较差的主要原因。与之相反，土耳其总统宪法改革取得成功，带动该国股市过去 30 天内应声上涨 10%。

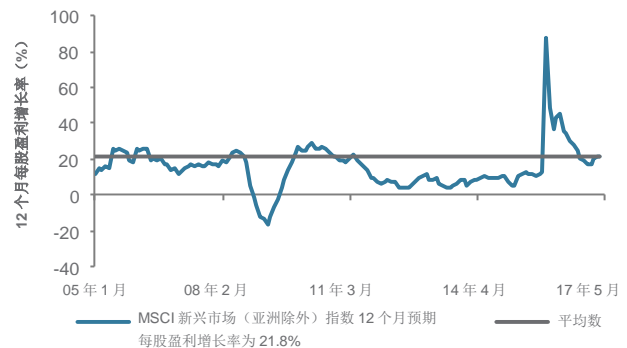
巴西作为我们在新兴市场 (亚洲) 除外看好的地区中表现脱俗，但该涨势受到近期铁矿石价格下滑的抑制。巴西整体盈利增长率达 40%，但也反映出此前经济和公司业绩下滑造成此番增长的基数较低的现象。土耳其和南非是我们在新兴市场 (亚洲除外) 中最不看好的区域。

新兴市场 (亚洲除外) 的 12 个月预期盈利增长率预计为 22%，不过同我们对巴西的观点相似，这也反映出因之前年份中出现亏损造成基数过低。实际盈利增长正在复苏，但其增速仍不及整体数字显示之快。

同其他区域类似，新兴市场 (亚洲) 的股市估值与其过往平均数相比较为高。我们认为油价 2017 年价格将回归至每桶 55-65 美元区间，因此我们看好该区域的国家。但是，因为油价反弹至以上区间的概率为 45%，我们保留对该区域过于乐观的观点，同时未来 12 个月内保持中性看法。

图 30: 新兴市场 (亚洲除外) 的盈利增长正在回归正常

新兴市场 (亚洲除外) 盈利增长预测市场预期



资料来源: FactSet、渣打银行

股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

日本 – 公司面临的挑战坚定了我们标配的观点

我们仍看好日本股票市场的前景；但该市场面临重重挑战。东芝所处困境及其西屋电气核电子公司申请破产有伤市场情绪，并对日本公司整合外国并购的能力提出疑问。

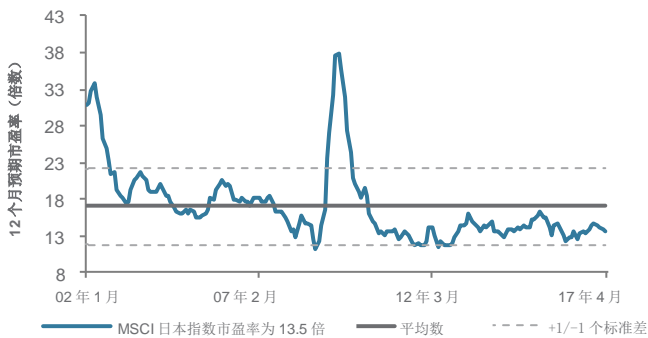
另一大挑战是日圆年初至今尽管出现了短暂性反转的迹象，但整体表现强势。美元/日圆汇率是日本股市近年来表现的主要推动因素之一，日圆贬值提升出口盈利从而带动股市上涨，反之亦然。

从基础因素来看，盈利修订作为盈利增长的领先指标近期弱化，形成负面影响。不过，盈利修订此前于 2016 年曾大幅激增。尽管如此，在前瞻性的市场中，此番盈利修订下行对市场情绪形成不利影响。

日本市场一大积极因素不容忽视，即目前估值处于具有吸引力水平。日本股票目前 12 个月预期市盈率的市场预期为 12.5 倍，与长期平均数相比折价率较高。对于价值投资者来讲，日本可谓一枝独秀，原因在于其股市估值与其长期平均数相比，在六大我们覆盖的区域/地理范围中，其折价率最高。

图 31: 日本股市市盈率按以往标准处于低位

明晟日本指数市盈率



资料来源: FactSet、渣打银行

英国 – 提前大选推高英镑，股市走低；我们仍保持谨慎

英国首相特蕾莎·梅提出在 6 月 8 日提前进行大选，为脱欧谈判巩固其保守党内部的阵营。尽管如此，我们仍对英国前景保持谨慎。

在提出提前大选的建议后，英镑/美元应声上涨 2%，而英国股市跌幅则同样约为 2%。对于以美元为基础的投资者来讲，所产生的影响较为不偏不倚，但对于以英镑为基础的投资者来讲，股市下跌则令人痛心。

英国脱欧后因为企业大部分盈利来源于海外，英镑贬值惠及了富时 100 指数，而此番英镑升值则会对市场造成不利影响。盈利修订已经面临压力，如果英镑近期收益得到巩固，该压力趋势将进一步加剧。

英国以国内市场需求为主的公司业绩在脱欧公投后表现不俗。但是，此后通货膨胀稳定上升，实际薪资开始缩水，并且已有迹象表明通货膨胀正在对消费者购买力造成压力。

英国股票相对于欧元区股票的估值溢价近月以来正在发生反转，目前比较有吸引力。但是，我们仍然对英国股票保持审慎观点。

图 32: 英国股市市盈率相对于欧元区已下降

明晟英国和 明晟 欧元区股票相对市盈率



资料来源: FactSet、渣打银行

股票衍生品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

伺机而动 – 等待欧洲银行股票更好的波动性水平

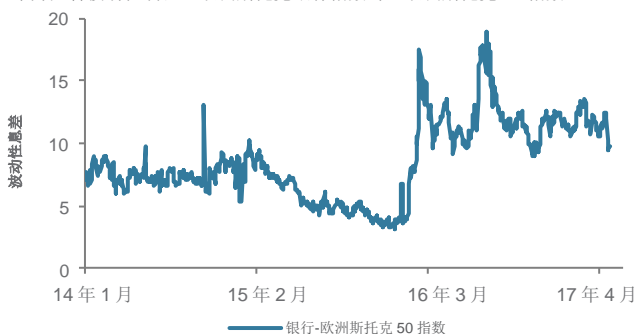
在上个月报告中，我们重点强调了欧洲银行对于追求收益率的投资者来讲是潜在的投资目标。

法国首轮大选结果对于风险资产较为有利，欧洲银行特别是法国银行的隐含波动性下降。欧洲银行相对于欧洲斯托克 50 指数的 6 个月隐含波动性利差下降至 9.5 个波动点—仅略高于过去四年的平均数即 8 个波动点。

另外与上份报告相比，我们认为当前就欧洲银行（相对其他欧洲股票的波动性溢价）沽出看跌期权的吸引力下降，波动性下降也是支持本观点的三大因素之一。

图 33: 6 个月隐含波动性高于广义基准 9.5 个波动点

6 个月隐含波动性利差：欧洲斯托克银行指数对比欧洲斯托克 50 指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

截至 2017 年 4 月 24 日

但是，另外两大因素—估值和负利率发生反转的可能性—仍然不变。因此欧洲银行的波动性水平值得继续关注，因为沽出欧洲银行看跌期权的机会可能再次出现，特别是从现在至 5 月 7 日（法国第二轮大选日）之间。

英国提前大选创造机遇

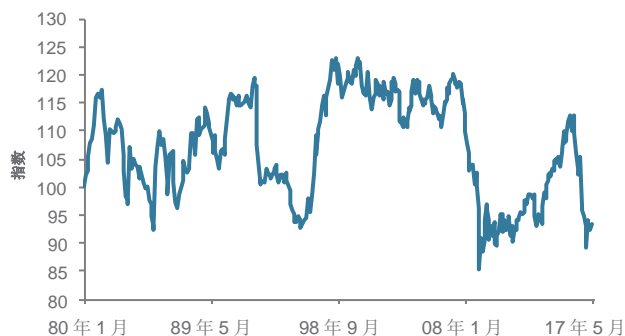
除法国首轮选举之外，英国宣布提前大选是我们发布上期《全球市场展望》以来发生的另一政治形势。我们认为该形势是英镑走势的一大利好因素，因为 1) 英镑是 10 国集团的货币中做空程度最深的货币，以及 2) 按贸易加权的基础来看，英镑是最为低廉的货币。

而英镑升值会对面向国际市场的英国公司股票造成不利影响，引发外汇汇兑收益和竞争力下降损失，这也是我们对英国股票保持审慎态度的原因。

与之相反，英镑强势会限制面向“国内市场”的英国股票的下行空间。我们认为对于考虑针对英国银行、保险公司和房地产公司考虑衍生品策略的投资者来讲是不错的投资机遇。其他市场股票或同样受益于该宏观新主题。例如，香港一些精选的基建股票对英镑的敞口较大。

图 34: 英镑实际有效汇率接近 37 年以来最为低廉的水平

英镑实际有效汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

截至 2017 年 4 月 24 日

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 35: 当前市场行情

商品	当前水平	1个月回报
黄金 (美元/盎司)	1264	0.8%
原油 (美元/桶)	51	1.1%
基础金属 (指数)	112	-2.7%

资料来源: 彭博终端、渣打银行

继续适度上行

- 全球经济增长改善, 政治风险下降, 我们预计商品将适度攀升。
- 我们预计原油价格进一步上行, 欧佩克延长减产期的概率持续上升。
- 黄金预计基本呈现窄幅波动 (1,175-1,300 美元/盎司); 我们青睐在当前水平降低投资比例。

图 36: 商品: 关键推动因素和前景

商品	观点	库存	产量	需求	实际利率	美元	风险情绪	评论
原油	▲	●	●	●	不适用	●	●	欧佩克减产继续改善供需平衡状况
黄金	▼	●	●	●	●	●	●	全球收益率上升将令黄金面临压力
金属	▼	●	●	●	不适用	●	●	因供应阻力持续, 价格可能进一步回落

资料来源: 彭博终端、渣打银行全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利淡 ▲ 看好 ▼ 较为看淡 ◆ 中性

原油依然是我们强烈推荐的投资

我们依然整体看好商品, 因为经济增长前景、中国需求的韧性和有关地缘政治忧虑的尾部风险部分得以缓解可能在中期内形成利好。我们继续预计能源的表现将优于贵金属和工业金属。

我们相信, 欧佩克坚持减产并可能延续减产承诺是中期油价最重要的利好因素。美国原油产量依然是主要不利因素, 但我们认为即使美国原油产量见顶, 亦不能充分弥补欧佩克的减产。

尽管我们预计黄金将在中期基本呈现窄幅波动, 但其目前价格接近区间高端 (1,300 美元/盎司)。因为风险情绪持续改善, 美国收益率下行空间有限, 短期黄金或延续低于 1,200 美元/盎司的低价。

我们认为, 工业金属价格可能会持续下跌一段时间才会企稳。尽管需求面依然利好, 但近期供应过剩依然会抑制价格。

油价将逐渐走高

我们预计黄金近期回落

预计工业金属价格继续回落

对投资者的启示



商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

原油—我们依然看好

我们预计油价在年末走高之前，将在 45-55 美元/桶区间进一步盘整。我们相信，欧佩克可能进一步延续当前的减产协议（5 月 25 日会议），从而抵消美国原油产量的超预期。

对现有协议配额的遵守非同寻常地严格，欧佩克总减产产量类似于以往的大幅减产（请参见图 37）。美国原油产量一直异常强劲，因为生产商盈亏平衡点的降幅超过我们的预期。然而，我们怀疑这些能否显著改变欧佩克减产所带来的供需再平衡进程。在需求面，近期证据显示工业和消费者需求攀升，我们预计 2017 年该趋势将持续。此外，美国汽油库存接近 5 年均值，而原油库存依然处于纪录水平。

黄金—寻求降低投资比例

尽管我们预期 2017 年黄金将宽幅波动，但我们相信近期黄金可能回落。我们认为，全球债券收益率下行空间有限，而地缘政治风险有所下降。在此背景下，对避险黄金的需求可能下降。最终，我们相信各国央行仅会渐进加息，我们预计黄金下行空间有限，而美元可能不会显著走弱。通货膨胀上升快于预期和全球经济增长显著放缓是我们观点的主要风险。

工业金属—可能进一步回落

尽管工业金属近期回落，与我们的预期相符，但我们相信近期其可能再度下跌。我们认为铜和铁矿石库存依然居高不下，降低库存将需要一些时日。尽管铜和铁矿石的投机持仓有所改善，但与以往相比并不过高。最终，由于中国的需求依然强劲，且全球投资周期加快速度，我们预计工业金属的跌幅有限。

图 37: 与以往的大幅减产相比，近期欧佩克减产产量显著

欧佩克总原油产量



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 38: 美国国债收益率再度下行的空间有限将限制黄金上行空间

美国 10 年期收益率（反向）和金价



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 39: 因素变动—原油

因素	近期动向
供给	欧佩克产量继续下降，而美国原油产量进一步攀升
需求	美国和中国领先经济指标继续增长
美元	近期美元走弱

资料来源：渣打银行

图 40: 因素变动—黄金

因素	近期动向
利率预期	因美联储加息预期下调，美国收益率下降
通胀预期	美国通胀率近期下降，但欧洲通胀率上升
美元	近期美元走弱

资料来源：渣打银行

另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 41：当前市场行情

另类策略	1 个月回报
股票多空策略	1.3%
相对价值	0.5%
事件驱动	1.4%
宏观 CTA	-0.3%

资料来源：彭博终端、渣打银行

另类策略配置可提供风险调整收益

股票对冲和事件驱动策略是多头股票替代

相对价值策略可提供机会

对投资者的启示



股票替代品表现抢眼

- 在我们 2017 年的宏观情境中，通货再膨胀和摸索前行情境出现的概率上升，另类策略作为核心配置是上佳之选。
- 鉴于通货再膨胀预期，近期我们更加青睐股票对冲，因此减少了全球宏观策略的配置。
- 自从我们发表《2017 年展望》以来，我们的另类策略配置收益 2.4%，得益于各资产类别和各市场间的配置分散度提高。

欧洲政治风险下降支持股票替代品

法国和英国近期政治动态契合我们 2017 年的主题之一——欧洲政治风险持续下降。在该背景下，我们认为这将利好股票替代品，后者与多头股票策略高度相关，但一般有更佳的本保特性（请参见图 42）。

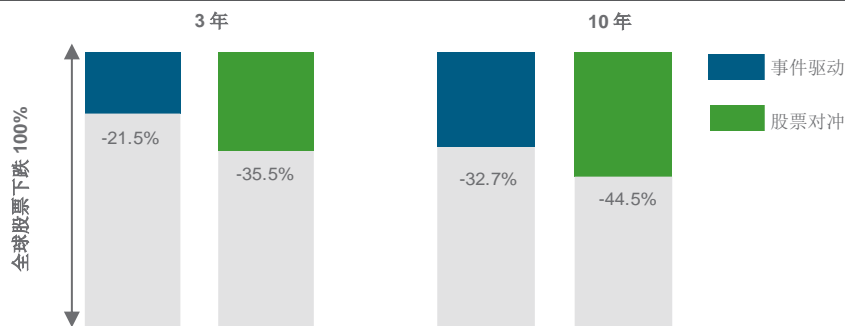
另类策略配置权重保持不变

股票对冲策略依然是本月的精选策略，我们相信通货再膨胀情境范围扩大与股市和行业分散度提高依然利好。

相对价值策略亦受益于利率持续上升。公司在利率上升周期经常重新考虑其战略和经营融资选择，这为选择相对价值策略增加了投资机会。

本月，我们维持我们多元化配置中各策略的权重。我们的当前配置是：股票对冲 34%、事件驱动 26%、全球宏观 16%和相对价值 24%。欲知更多如何构建另类策略配置的信息，请参考我们的报告《2017 年展望》。

图 42：股票替代品具保本特性；与全球股票相比具下行捕获特点*



资料来源：对冲基金研究公司、彭博终端、渣打银行；*下行捕获是在指数下降期间，一项资产相比指数的相对表现，以百分比表示

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 43: 当前市场行情

外汇 (兑美元)	当前水平	平 1 个月变动
亚洲 (日本除外)	105.45	-0.3%
澳元	0.75	-2.0%
欧元	1.09	0.1%
英镑	1.29	2.7%
日圆	111.26	-0.5%
新加坡元	1.40	-0.3%

资料来源: 彭博终端、渣打银行

转而看好欧元

- 由于政治风险走低和欧洲央行可能取消刺激政策, 中期我们转而看好欧元。
- 我们预计英镑将稳定在较高汇率区间, 但忧虑英国数据近期持续疲弱。
- 日圆可能维持窄幅波动, 尽管目前接近汇率高端。因此, 我们认为日圆近期可能在一定程度上走弱。
- 亚洲 (日本除外) 货币目前可能稳定; 风险偏好增强之际, 马来西亚币将跑赢大盘, 由于中国央行可能限制人民币走强, 人民币将跑输大盘。

图 44: 外汇; 关键驱动因素和前景

货币	观点	实际利差	风险情绪	商品价格	美元普遍强势	评论
美元	◆	●	●	不适用	不适用	政策分化持续弥合
欧元	▲	●	●	不适用	●	经济增长之际政治风险下降
日圆	◆	●	●	不适用	●	投资者情绪持续改善令避险需求面临压力
英镑	◆	●	●	不适用	●	风险下降, 但英国央行可能保持政策不变
澳元、新西兰元	◆	●	●	●	●	政策在较长时间内不变
新兴市场外汇	◆	不适用	●	●	●	风险情绪和商品价格不断改善

资料来源: 彭博终端、渣打银行、全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利淡 ▲ 看好 ▼ 较为看淡 ◆ 中性

我们预计中期欧元将继续上涨

英镑可能下行有限

近期日圆可能继续下跌

对投资者的启示



进一步下调我们的 12 个月美元前景

- 我们进一步下调我们的美元观点, 目前认为风险偏向下行。我们的前景基于其他地区经济复苏更确定的前景, 而非美国经济前景黯淡。特别地, 我们看到欧元区经济复苏势头强劲的迹象日益明显, 这可能导致欧洲央行缩减货币刺激措施。类似地, 我们认为中国和其他新兴市场的经济增长可能上升或维持韧性, 进而利好地区货币兑美元。
- 中期, 5 月的季节性趋势表明美元在疲弱的第一季度之后或收复部分失地。此外, 我们相信欧洲央行更可能在年末缩减刺激措施。然而, 我们认为美元的任何上扬可能均是昙花一现, 应趁机降低投资比例。

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

欧元—我们预计中期继续上涨

我们预计中期欧元继续上涨。我们看好欧元的观点由两个主要推动因素。首先，随着欧元区经济继续复苏，本年末欧洲央行可能缩减刺激措施。其次，我们相信，进入下半年，与欧元怀疑主义政党相关的政治风险可能消散。

我们认为，欧洲央行缩减刺激措施可能导致德国国债收益率上升，（扣除通胀率后）可能收窄利差，利好欧元。其主要风险是欧元区未能持续复苏。近期法国首轮选举之后，我们认为，欧元怀疑主义政党在法国掌权的概率大幅下降。

日圆—短期存在下行空间，中期窄幅波动

虽然我们预计日圆短期走弱，但我们认为中期日圆跌幅有限。短期，我们认为对风险资产持续改善的市场情绪可能适度削弱日圆。与欧洲央行不同，我们认为日本央行不太可能缩减政策刺激措施，因其已表示有意允许通胀率超过目标。然而，中期，我们预计日圆跌幅有限，因美联储的适度加息周期与美国收益率逐渐上升使日圆缺乏大幅贬值的理由。

英镑—“英国软脱欧”将限制下行空间

我们认为，英镑的多数风险已体现在汇率中。然而，我们倾向于认为英镑大幅上涨的前提是英国经济出现更强劲复苏的额外证据。英国经济数据近期出现走弱迹象，这将令英国央行在较长时间内维持过度宽松立场。虽然如此，我们亦注意到在政府决定提前选举之后，英镑风险情绪改善。我们相信这可能为“英国软脱欧”奠定基础，而后者可能限制英镑下行空间。

图 45: 因素变动—3 国集团货币

因素	近期动向
实际利差	美国、欧洲和日本实际利差依然稳定，英国实际利差近期下降
风险情绪	地缘政治忧虑减少和法国大选结果确定之际风险情绪改善
投机持仓	继续适度净多头美元，净空头日圆，过多净空头英镑，均衡持有欧元

资料来源：彭博终端、渣打银行

图 46: 欧元区经济情绪创危机后新高，而系统风险指针处于最低水平



资料来源：彭博终端、渣打银行

图 47: 美元/日圆继续密切追随美国 10 年期收益率



资料来源：彭博终端、渣打银行

外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

澳元—目前窄幅波动

我们可能看到澳元继续窄幅波动，很可能处于 0.715-0.785 的区间。我们认为，三个关键变量是中期澳元的推动力：1) 铁矿石价格，2) 本土货币政策，以及 3) 美联储利率前景。

过去数周虽然铁矿石价格急剧下降，但我们认为这已在意料之中，而且先前价格过度上扬。中国经济增长和投资前景依然未受影响，我们预计铁矿石额外下行空间有限。近期澳洲通胀数据支持我们预测的澳洲央行政策不变的前景，但风险可能偏向最终收紧利率。我们认为，美联储适度加息可能限制澳元显著上涨。

亚洲（日本除外）货币—转而更利好

由于中国经济增长前景适度看好和美联储加息程度有限（再加息两次），我们预计亚洲（日本除外）货币依然大体稳定。因为美国当局持更安抚的立场，我们相信目前地缘政治忧虑和贸易冲突相关风险有所缓解。

在亚洲（日本除外）货币中，我们转而看好马来西亚币，我们认为多数下行风险已体现在其汇率中，且商品价格上涨、亚洲投资情绪持续改善和美元上行空间有限可能利好。我们亦预计韩圆下行空间有限，认为该地区出口上升利好。我们相信，贸易紧张局势升温 and 美元大幅走强是马来西亚币和韩圆的最大风险。

我们相信在亚洲，人民币可能继续跑输其他货币。我们的判断根基是中国当局继续专注于支持国内经济增长，且一旦美元普遍走弱可能限制人民币走强。新加坡元的走势可能追随其关键贸易伙伴货币，因为新加坡金融监管局在较长时间内维持货币政策不变，限制新加坡元走弱。

我们认为印度卢比将继续基本在 64-68 的区间窄幅波动，但我们认为其近期可能已过度上涨。我们认为印度央行将最终实施干预，限制印度卢比上涨。

图 48：铁矿石价格尽管急剧下降但仍较高；迄今对澳元影响有限



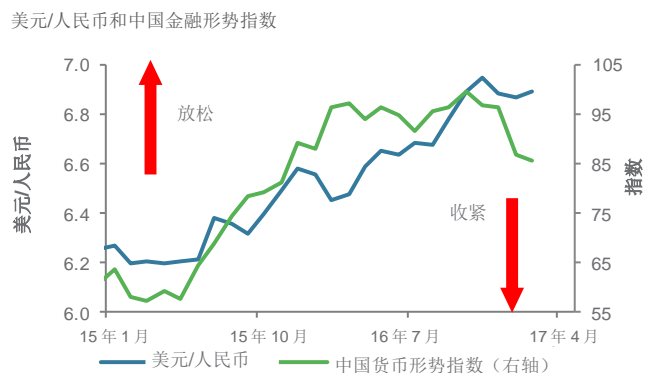
资料来源：彭博终端、渣打银行

图 49：亚洲（日本除外）货币的变动因素

因素	近期动向
美元	美元近期走弱
中国风险	中国数据继续令市场意外惊喜
跨境资金流向	新兴市场跨境资金流向依然强劲

资料来源：渣打银行

图 50：中国央行不太可能允许人民币升值，因其可能导致国内融资条件收紧并阻碍经济增长



资料来源：彭博终端、渣打银行

多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 51: 主要多资产概览

配置策略表现	自《2017年展望》发表以来	1个月回报率
均衡	5.7%	1.7%
多资产收益	5.2%	1.1%

资料来源: 彭博终端、渣打银行

资产表现各异

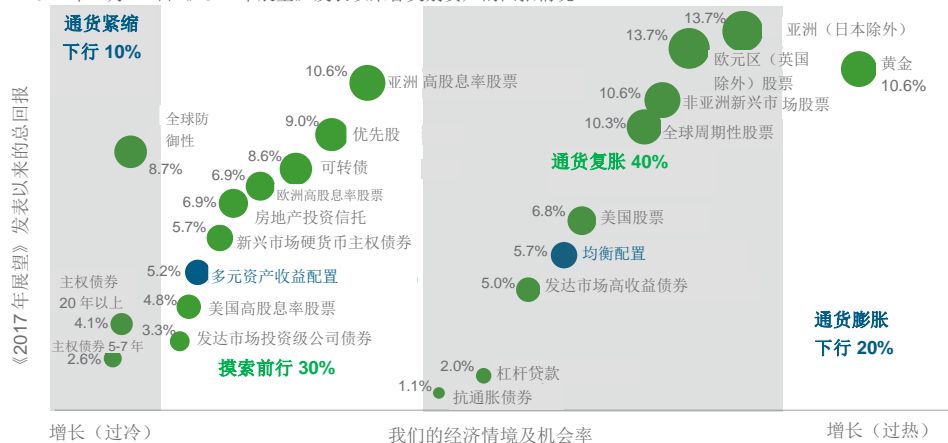
- 在均衡配置策略中, 投资者应利用近期收益率回落降低那些易受利率上升影响的资产投资比例, 特别是发达市场政府债券。
- 对于采用多资产收益策略的投资者, 可转债、优先股以及房地产投资信托等非核心资产不仅可提供权益投资还可带来较为优厚的收益, 因此可作为向通胀复胀过渡时的投资。
- 考虑到资产市场表现各异, 投资时依然可采用情境分析法。虽然我们认为是下行情境发生的概率较低, 但随着本轮经济周期的逐步推进, 配置另类策略可提供一定保护。

冠军更迭

连续数月位居第二的均衡配置策略, 上月实现自《2017年展望》发表以来的回报率 5.7%, 终于赶超 (虽然差距甚微) 多资产收益配置策略 (回报率 5.2%)。此前的展望报告中, 我们将均衡配置策略的相对表现作为一项主要投资观点进行了着重阐述。此次冠军更迭主要源于传统股票 (均衡配置策略的一部分) 的表现要优于高收益股票 (收益配置策略的一部分)。而上月欧元区股票的表现最为抢眼。

图 52: 《2017年展望》发表以来资产市场表现各异

2017年4月27日《2017年展望》发表以来各类别资产的回报情况*



气泡大小代表该类资产的整体回报水平

资料来源: 巴克莱、摩根大通、标普、明晟、彭博终端、渣打银行

资产市场表现各异表明
情景分析法依然适用

可利用收益回落之
机, 轮换配置利率敏
感性较低的资产

利用通货复胀范围扩大
调整地区股票

对投资者的启示



多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

我们的均衡配置策略旨在通过通货再膨胀情境获利，而多资产收益配置策略则受益于摸索前行的情境。可能会有人将这一冠军更迭解释为通货再膨胀范围的扩大。而我们的投资情境分布图（图 52）却释放出了更为复杂的信号。几类与通货再膨胀情境相关的资产类别表现良好（欧元区以及新兴市场股票是很好的例证），与之相比，其他几类与通货再膨胀的通胀变量密切相关的资产（通胀保值债券、杠杆贷款）则表现平平。

在多资产收益配置中，包括优先股、房地产投资信托以及可转债在内的非核心资产在对抗通货再膨胀趋势方面释放出最强有力的信号。而这几类资产受益于自身的权益投资（因此使其成为通货再膨胀的受益者），其出色表现取决于有利的利率环境。换句话说，增长和企业基本面的改善以及温和的通胀情境利好这几类资产。非核心收益资产的表现重新燃起了大家对摸索前行向通货再膨胀情境过渡时的“温和经济”情境的讨论。

除了释放的各类信号，自《2017 年展望》发表以来，金价一路飙升（涨幅 10.6%）。除与通胀下行情境（我们认为下行概率为 20%）密切相关外，地缘政治和美元走强或许亦导致最近一轮暴涨。

我们可以花大量篇幅详细阐述各种潜在情境。上文中描述的各类信号再度验证了情境分析法在投资中的重要性。此外，随着各类情境的演变，投资者应寻找机会对其配置组合进行轮换。我们以此为出发点，对上月报告中阐述的两大轮动主题进行了回顾。

主题一：利用收益率的近期回落，将配置由主权债券转向优先浮息贷款

这一主题上月并未得到充分体现。2017 年 3 月底报告发表后，我们看到美国国债收益率一路下行。虽然近几天出现了一定反弹，但美国国债收益率下行仍利好主权债券，因此上月主权债券的表现要优于优先浮息贷款。尽管如此，我们预计随着收益率反弹，这一主题将在未来较长一段时期内逐步得到体现。

主题二：利用通货再膨胀范围扩大调整地区股票

这一轮动的成功主要得益于传统欧元区股票回报水平的提高。大部分收益源于法国大选首轮结束后市场信心得到提振。在不考虑对冲的情况下，欧元走强亦利好欧元区股票这一资产类别的整体表现。对于尚未就这一主题采取行动的投资者而言，目前的状况仍支持这一调整机遇。

多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 53: 从三方面评估收益型资产的方法

收益潜力、资本增长和下跌风险

资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	下跌风险	评论
固定收益	4.5	●	●	●	投资组合主力, 收益率来源, 但依然存在风险
杠杆贷款	5.3	●	●	●	传统高收益投资具吸引力的替代品; 在资本结构上较高收益债券的求偿权更优先; 回报上有微小的收益损失; 对美国利率变动敏感度较低, 但贷款存在赎回风险
公司债券—美国高收益	5.7	●	●	●	估值小幅松动, 但仍相对充分; 收益率具备吸引力; 违约率应趋于走低
新兴市场硬货币主权债券	5.4	●	●	●	鉴于投资级别、高收益债券多元化的风险/回报, 需要精挑细选; 对美国利率上升敏感度高, 构成风险; 商品敞口或为利好; 估值合理
印度卢比债券	7.4	●	●	●	演绎结构性故事; 套利之选; 央行改革可靠; 国外需求是近期风险; 外汇稳定性形成利好, 但估值回升令人忧虑
投资级债券*	2.7	●	●	●	投资组合主力, 结构性套利; 一些投资理念吸引, 但利率敏感性构成风险
公司债券—发达市场投资级别*	2.7	●	●	●	收益率溢价收窄, 但价格合理; 如美联储加息周期减缓, 公司债券看似吸引
公司债券—亚洲投资级别	3.6	●	●	●	谨慎乐观; 估值公正; 信贷质量略微改善; 主要风险包括中国发行人的集中度高和区域需求减少
通胀保值债券	1.6	●	●	●	作为替代名义主权债券具备投资价值; 加息影响与 3 国集团主权债券类似, 但可抵消美国通胀进一步上升的影响
主权债券	1.4	●	●	●	量化宽松计划为主权债券收益率提供强劲的稳定之锚, 但即使有剩余价值, 也很少。风险包括加息和通胀走高。看好高收益/高质素市场 (美国国债、澳元、新西兰元)
股票收益	4.6	●	●	●	收益主要来源, 资本增长有适度上行空间
北美	3.3	●	●	●	估值公正或略高; 收益率低; 某些行业具备吸引力
欧洲	5.3	●	●	●	估值公正; 收益率可观; 政治风险受全球增长前景持续改善影响而缓解; 增长势头持续改善
亚洲 (日本除外)	4.3	●	●	●	派息较好; 精选个股估值吸引, 但中国/美国增长、盈利、美联储和杠杆成为回落风险
非核心收益	3.9	●	●	●	收益和增长多元化配置
优先	5.6	●	●	●	收益率可观, 面向金融行业; 由利率上升带来的风险或不能完全被银行相关信用的改善所抵消
可转债	3.7	●	●	●	适度经济增长和循序渐进的加息对可转债形成利好。风险: 政策失误
房地产	3.8	●	●	●	收益率多元化工具, 房地产市场稳定; 利率上升、某些区域估值过高构成风险。可能大幅回落
备兑认购期权	2.3	●	●	●	假设股票上行空间有限, 备兑认购期权是增强收益的有益工具
或有可转换证券	5.5	●	●	●	由于发行收益率高, 对收益率持续上升的敏感度相对较低, 过去数年银行信贷质量不断改善而吸引力强

资料来源: 彭博终端、渣打银行全球投资委员会

收益率数据截至 2017 年 4 月 27 日; *收益率数据截至 2017 年 3 月 31 日。

关于引用指数, 请参阅本部分结尾的附注

请注意: 金融行为监管局 (FCA) 对向欧洲经济区居民销售应急可转债推出《永久营销限制》。

图例: ● 潜力有吸引力/低风险 ● 潜力适度/中度风险 ● 潜力无吸引力/高风险

市场表现回顾 *

-股票	年初至今	1个月
全球股票	8.7%	2.1%
全球高息股收益股票	7.4%	0.9%
发达市场 (DM)	8.1%	2.2%
新兴市场 (EM)	14.1%	1.6%
按国家划分		
美国	7.4%	2.2%
西欧(本币)	7.7%	3.0%
西欧(美元)	11.2%	3.5%
日本(本币)	1.3%	1.6%
日本(美元)	6.3%	0.9%
澳洲	9.8%	1.2%
亚洲(日本除外)	16.2%	2.3%
非洲	9.3%	-0.2%
东欧	2.0%	1.1%
拉丁美洲	11.8%	-0.8%
中东	0.2%	0.5%
中国	16.4%	2.5%
印度	20.0%	4.3%
韩国	18.8%	1.4%
台湾	14.0%	0.6%
按行业划分		
非必需消费品	11.4%	4.2%
必需消费品	9.0%	1.2%
能源	-5.1%	-0.1%
金融	6.9%	1.9%
医疗保健	10.2%	1.3%
工业	10.4%	3.6%
信息技术	15.9%	3.2%
原材料	8.5%	1.4%
电信	2.4%	-0.8%
公用事业	7.6%	0.4%
全球地产股票/房地产投资信托	5.6%	2.8%
债券		
主权		
全球投资级别主权	2.8%	0.5%
美国主权	1.3%	0.5%
欧洲主权	2.4%	0.9%
新兴市场主权硬货币	5.2%	1.2%
新兴市场主权本地货币	6.9%	0.3%
亚洲新兴市场本地货币	5.6%	0.1%
信用债		
全球投资级别公司债	2.8%	1.0%
全球高收益公司债	4.8%	1.8%
美国高收益债	3.7%	1.9%
欧洲高收益债	6.3%	1.4%
亚洲高收益公司债	3.1%	0.4%

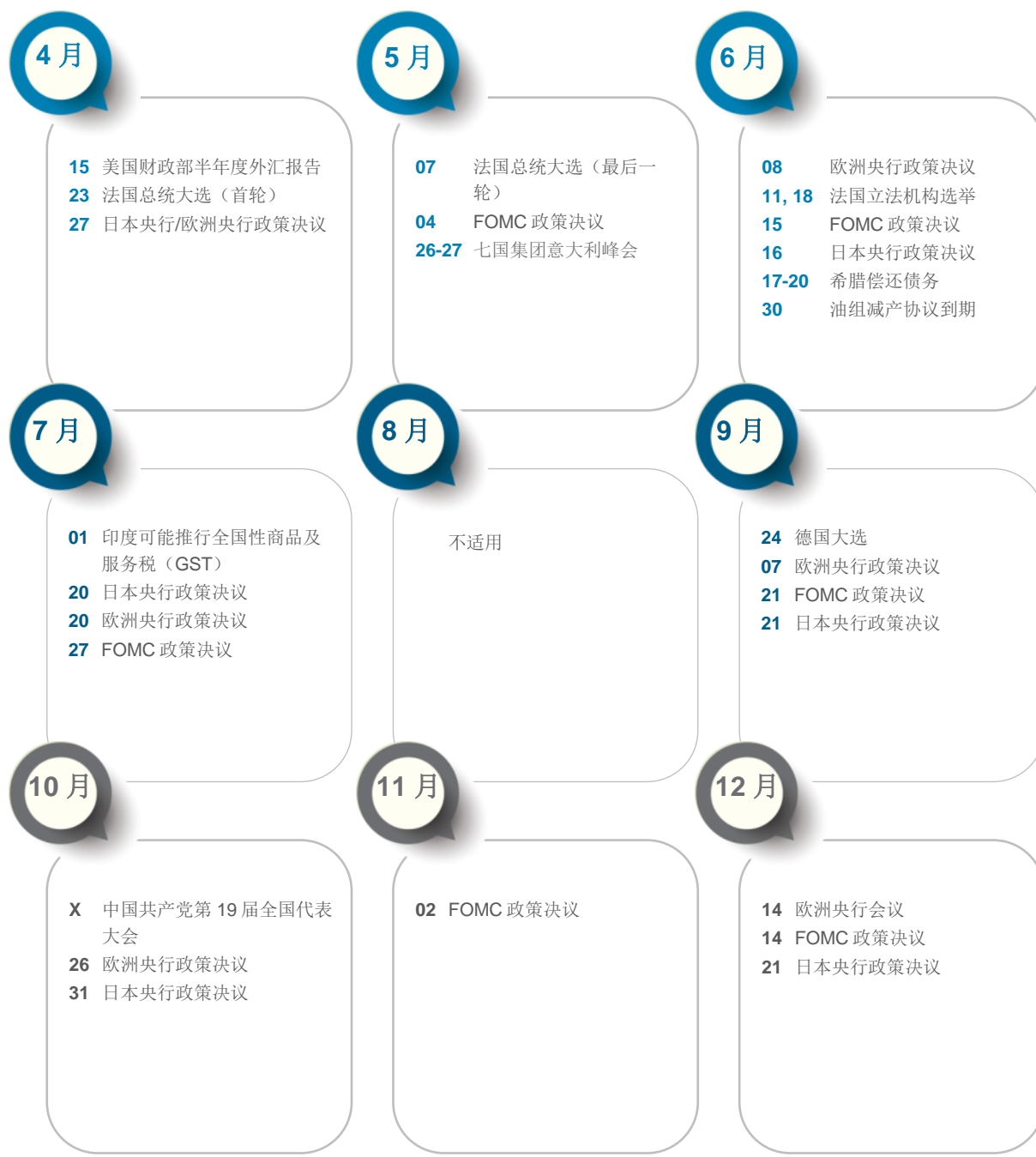
商品	年初至今	1个月
多元化商品	-4.3%	-0.8%
农业	-4.8%	-2.4%
能源	-14.6%	0.6%
工业金属	3.4%	-2.7%
贵金属	8.9%	-0.9%
原油	-12.0%	1.1%
黄金	9.7%	0.8%
外汇(兑美元)		
年初至今		
亚洲(日本除外)	2.4%	-0.3%
澳元	3.6%	-2.0%
欧元	3.4%	0.1%
英镑	4.6%	2.7%
日圆	5.2%	-0.5%
新加坡元	3.6%	-0.3%
另类策略		
年初至今		
综合(所有策略)	2.1%	0.8%
相对价值	1.3%	0.5%
事件驱动	3.7%	1.4%
股票多空策略	3.5%	1.3%
宏观 CTAs	-0.9%	-0.3%

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

*除另有说明外，所有表现均以美元计

*年初至今表现的数据从2016年12月31日至2017年4月27日，1个月表现的数据从2017年3月27日至2017年4月27日

事件日历



图例： X - 日期待定 | 欧洲央行 - 欧洲中央银行 | FOMC - 联邦公开市场委员会 | 日本央行 - 日本中央银行

团队

我们以经验和专长助您应付不同市况，并以切实可行的见解助您达成投资目标。

	Alexis Calla* 投资顾问及策略部全球主管、 全球投资委员会主席		Steve Brice* 首席投资策略师		Aditya Monappa*, CFA 资产配置及投资组合方案部 主管
	Clive McDonnell* 股票投资策略部主管		Audrey Goh, CFA 资产配置及投资组合方案部 董事		Manpreet Gill* 债券、货币及商品投资策略部 主管
	Rajat Bhattacharya 投资策略师		Arun Kelshiker, CFA 资产配置及投资组合方案部 执行董事		Tariq Ali, CFA 投资策略师
	Abhilash Narayan 投资策略师		Trang Nguyen 资产配置及投资组合方案部 分析师		DJ Cheong 投资策略师
	Jeff Chen 资产配置及投资组合方案部 分析师		Audrey Tan 投资策略师		

*全球投资委员会核心投票委员

免责声明

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。

本文件并非研究材料，内容没有按旨在促进投资研究的独立性的法律要求制备，且不受投资研究发布前任何禁止交易的约束。本文件并不必然代表渣打银行的所有部门，特别是全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司的主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V 5DD）。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局（Prudential Regulation Authority）所规管。

渣打银行各分行、子公司及附属公司（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求，在全球开展银行业务。就渣打银行实体所处的任何司法管辖区而言，本文件由当地渣打银行实体在该司法管辖区分发，并归属该当地渣打银行实体。任何司法管辖区的收件人均应就本文件所引发或与本文件有关的任何事宜，联络当地渣打银行实体。并非全部产品及服务均由所有渣打银行实体提供。

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、推荐或招揽行为。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或特定类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或特定类别人士制备。

意见、预测和估计仅为渣打银行发表本文件时的意见、预测和估计，渣打银行可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件对利率、汇率或价格的未来可能变动或者未来可能发生的事件或事故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变动或者未来实际发生的事件或事故（视情况而定）的指标。

本文件没有且不会在任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管当局根据任何法规认可。渣打银行不对（包括但不限于）本文件的准确性或本文件所载或提述的任何信息的完整性，作出任何种类的明示、暗示、法定的陈述或保证。

本文件的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载信息相信是可靠的，但未经我们独立核实。渣打银行概不负责，亦不会承担阁下因使用本文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害），包括但不限于（不论如何产生的）因本文件、其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、失误、过失或不准确，或因不能获得本文件或其任何部分或任何内容或相关服务所产生的任何损失、损害或支出。

渣打银行及 / 或与其有联系之公司可于任何时间，在适用法律及 / 或法规允许的范围内，买卖本文件所提述的任何证券、货币或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益，或可能是该等投资的唯一做市商，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其它服务。因此，渣打银行、其关联企业及 / 或子公司可能有利益冲突，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予任何其它人士。

版权声明：2017 年渣打银行。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，经渣打银行的授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方创设的资料及版权及有关方面的版权下的权利。其它不属于第三方的所有其它材料的版权及汇编这些材料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或使用时，但代表渣打银行用作业务用途或事先取得渣打银行的授权签署人明确的书面同意则除外。版权所有。©2017 年渣打银行。

本文件在中国由渣打银行（中国）有限公司分发，并归属于该单位。渣打银行（中国）有限公司主要受中国银行业监督管理委员会，国家外汇管理局和中国人民银行规管。

市场滥用法规声明（2017 年）

渣打银行是根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司的主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V5DD）。渣打银行获英国审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局（Prudential Regulation Authority）所规管。渣打银行各分行、子公司及附属公司（统称「渣打银行」）可根据当地监管要求在全球开展银行业务。

意见可能包含直接“买入”、“卖出”、“持有”或其他观点。上述意见的有效期间取决于当前市况，且对更新本意见的频率没有计划。本意见并非独立于渣打银行本身的交易策略或部署。渣打银行及 / 或其附属公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与拟备或发行本文件的人士，可于任何时候，在适用法律及 / 或法规许可的范围内，买卖本文件提述的任何证券或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益。因此，渣打银行可能且您应假设渣打银行在本文件所提述的一项或多项金融工具有重大利益。若本通讯提及任何特定公司，请注意渣打银行可不时与本通讯报导的公司从事业务往来或寻求从事业务往来；对该等公司持有股份或在经济上受该等公司的影响；且 / 或投资于由该等公司发行的金融产品。另外，渣打银行可能涉及各项活动，如为本通讯提述的任何产品进行交易、持有、担任做市商或流通量提供者，或提供金融或顾问服务，包括但不限于提供牵头经办人或联席牵头经办人服务。渣打银行可能已因上述服务和活动收到补偿，因此渣打银行可能会有影响本通讯的客观性的利益冲突。渣打银行已制订政策和程序、合理存取控制和实体信息墙，帮助确保包括重大非公开或内部信息在内的机密信息不会被披露，除非有关披露符合其政策、程序及监管机构的规则。

请参阅 <https://www.sc.com/en/banking-services/market-disclaimer.html>，以了解更详细的披露说明，包括过去 12 个月的观点、利益冲突及免责声明。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。