

# 全球市场展望

2017年5月26日

## 安然度过夏季

我们对股票尤其是欧元区和亚洲（日本除外）股票仍然维持确定买入的信念。盈利预期继续向上修订，表明基本面仍然利好。各项指标显示短期波动的可能性较低（请参见第4页），尽管欧洲选举、美国政局以及北亚仍然存在风险。

就固定收益配置而言，我们认为将部分发达市场高收益债券配置调整为新兴市场美元政府债券配置存在机遇。虽然利好因素（请参见第14页）仍有益于高收益债券，但该资产类别估值愈发显得昂贵。而新兴市场美元政府债券投资价值更高，其收益率仍较有吸引力，但估值尚未达到极端水平。

虽然美国页岩油生产商产量逐渐加大令油价提升幅度受限的可能性加大，油价仍或受到主要石油生产国限产协议的支撑。

## 目录

	1	
<b>提要</b>		
安然度过夏季 01		
	2	<b>策略</b>
		投资策略 03
	3	
<b>观点</b>		<b>资产类别</b>
对于客户重点问题的观点 07		债券 13
宏观概况 10		股票 16
	4	股票衍生工具 20
		商品 21
		另类策略 23
		外汇 24
		多资产 27
	5	
<b>资产配置</b>		<b>表现回顾</b>
全球资产配置概要 30		市场表现概要 32
亚洲资产配置概要 31		事件日历 33
	6	财富管理顾问部刊物 34
		披露附录 36

# 投资策略

## 安然度过夏季

- 我们对股票尤其是欧元区 and 亚洲（日本除外）股票仍然维持确定买入的信念。盈利预期继续向上修订，表明基本面仍然利好。各项指标显示短期波动的可能性较低（请参见第 4 页），尽管欧洲选举、美国政局以及北亚仍然存在风险。
- 就固定收益配置而言，我们认为将部分发达市场高收益债券配置调整为新兴市场美元政府债券配置存在机遇。虽然利好因素（请参见第 14 页）仍有益于高收益债券，但该资产类别估值愈发显得昂贵。而新兴市场美元政府债券投资价值更高，其收益率仍较有吸引力，但估值尚未达到极端水平。
- 虽然美国页岩油生产商产量逐渐加大令油价提升幅度受限的可能性加大，油价仍或受到主要石油生产国限产协议的支撑。

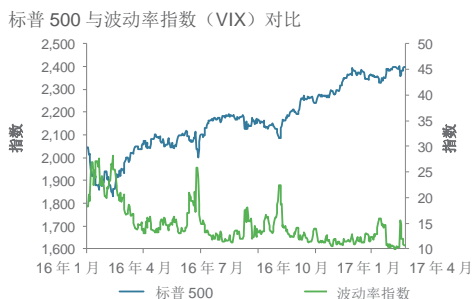
### 波动性增加，但幅度甚微

政治不明朗为上月主要焦点。在欧洲，马克龙法国大选获胜降低了疑欧派主导主要欧元区经济体的忧虑，对欧元区市场形成利好。在美国，有关特朗普总统竞选时是否“通俄”的调查可能造成向通货再膨胀情境发展的进程出现停顿，但至少是造成波动性上升的部分原因。同时朝鲜不停进行导弹试验，但亚洲市场相对较为稳定。

未来数月，中国经济和亚洲的出口或缓慢增长。但是，考虑到中国经济和全球贸易今年第一季度增长过于强劲，未来数月涨势放缓也在情理之中。

以上表明向通货再膨胀环境发展的趋势可能出现一些小挫折。但是，我们认为只需要将资产类别的观点小幅调整，而我们对股票的信念仍然保持不变。

图 1：波动性仍然极低



资料来源：彭博、渣打

图 2：油价上行突破艰难



资料来源：彭博、渣打

我们看好股票高于债券

看好欧元区、亚洲（日本除外）股票和新兴市场美元政府债券

均衡策略产生的风险回报或最有吸引力

对投资者的启示



## 投资策略

### 透过市场波动寻觅机遇

虽然股市暂时震荡扣人心弦，但我们仍然认为股票未来 12 个月会产生正回报，尤其是在看好的欧元区 and 亚洲（日本除外）地区更为如此。美国和欧元区一季度公司盈利表现强劲，其未来盈利预期仍向上修订。

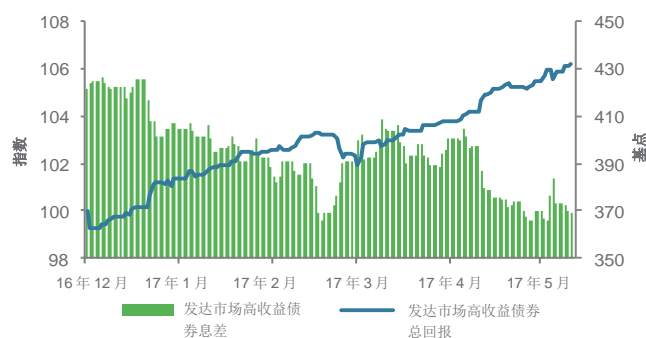
除盈利等基本面因素外，我们认为有两方面的问题与我们的股票观点尤为相关。

首先，进入股市通常疲软的夏天后，我们是否应当做好应对短期波动的准备。我们的观点基本与上月相符：即出现抛售的情形（下跌幅度超过 5%）可能性较小。虽然毫无疑问波动性目前处于低位，但市场情绪和持仓情况距极端情况甚远，势头仍然强劲，全球股票仍呈现上行趋势。五月中旬时波动性跳升，充分说明了风险试图切入并利用短暂的市场回落期。

其次，针对近期出现的挑战我们是否应对当前股市仓位进行调整。我们认为当前有一定的进行再平衡的空间——在亚洲（日本除外）地区，我们将印度和泰国股市的观点进行保守调整，并上调对新加坡股市的观点，但我们对主要区域的信念（欧元区和亚洲除日本外地区）仍保持不变。”

图 3: 高收益债券自发布《2017 年展望》以来表现良好

巴克莱全球高收益债券，总回报指数；发达市场高收益债券较美国国债收益率息差（右轴）



资料来源: FactSet、渣打

### 从高收益债券向新兴市场债券逐渐调整达到再平衡

我们认为在固定收益领域逐渐进行再平衡市场机遇更大。此前我们看好发达市场高收益债券，自发布《2017 年展望》以来，该资产类别的基准指数约上涨 6%。尽管我们看好对利率上升敏感性较低的债券，但美国和欧洲高收益债券的估值正愈发变得昂贵。

我们认为解决这种此消彼长困境的最佳途径是锁定发达市场高收益债券的利润，并把握时机，向新兴市场美元政府债券逐渐增加配置以实现再平衡。虽然后者毫无疑问对利率上升的敏感性较高，但其较高的发行价值可弥补利率风险。美国经济周期相对处于末期，进行此番再平衡调整，可提高信用质量（新兴市场美元政府债券中投资级别债和高收益债的配置结构基本较为均衡）。

我们看好优先浮息贷款的观点——对收益率上升敏感度颇低的债券资产类别——仍然不变。

### 我们青睐均衡的投资方式

虽然政治风险仍然是通货再膨胀发展过程中的主要近期阻力，但我们较为均衡的配置策略表现继续优于我们的多元收益策略。这表明金融市场大体上可以使用从“摸索前行”向“通货再膨胀”的环境逐渐转变。

我们认为虽然收益型投资者的收益型策略并无不妥，但我们仍对多资产均衡策略青睐有加，因为在向通货再膨胀环境逐渐转变时，投资者可以受益于该策略。

## 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	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
	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
	美国	●	盈利预期或见顶; 利润率与估值构成风险
	日本	●	日元走势为盈利关键因素; 估值合理, 但极端变动的风险较高
	亚洲以外新兴市场	●	商品为盈利关键因素; 估值充分; 资本流动利好
	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
 债券	新兴市场政府 (美元)	●	收益率具吸引力; 估值合理; 对利率敏感性较高构成风险
	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	●	整体收益率具吸引力; 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 (本地货币)	●	收益率吸引; 美元造成的阻力减小; 加息和货币波动性构成风险
	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
 货币	欧元	●	经济发展势头支持欧洲央行逐渐退出刺激措施
	美元	●	政治分歧
	英镑	●	风险降低, 但英国央行或维持政策
	澳元	●	商品价格继续利好澳元, 但政策前景是关键因素
	亚洲 (日本除外)	●	较低的波动性和商品价格是关键因素
	日元	●	日本央行政策或限制日元收益率上行

资料来源: 渣打银行全球投资委员会

图例: ● 增持      ● 中性      ● 减持

## 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 <sup>[1]</sup>	2016年12月15日	NA	✓
	美国浮动优先贷款将提供正回报	2016年12月15日	✓	NA
	新兴市场美元政府债券表现将优于其他债券	2017年5月26日	-	-
 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 <sup>[5]</sup>	2016年12月15日	✓	NA
	均衡配置的表现将优于多资产收益配置 <sup>[6]</sup>	2016年12月15日	NA	✓
 另类策略	另类策略配置将产生绝对正回报 <sup>[3]</sup>	2016年12月15日	✓	NA
 商品	2017年布伦特原油价格将走高	2016年12月15日	✗	NA
	<b>主题投资观点</b>	<b>开立日期</b>	<b>绝对</b>	<b>相对</b>
	欧元区银行股将提供正回报	2017年4月28日	✓	NA
	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	✓	✓
	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 <sup>[2]</sup>	2016年12月15日	✓	NA
	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	✗	NA
	巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾和印度卢比货币篮子 <sup>[4]</sup> 的表现将强于新兴市场外汇指数	2016年12月15日	NA	✓
	<b>已结束的投资观点</b>	<b>开立日期</b>	<b>绝对</b>	<b>相对</b>
	发达市场高收益债券表现将优于其他债券 (截至2017年5月25日)	2016年12月15日	NA	✓
	印度股票将提供正回报, 表现优于亚洲(日本除外)股票 (截至2017年5月25日)	2016年12月15日	✓	✗
	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	✓	✗
	印尼股票将提供正回报, 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	✗	NA
	看好澳元/美元 (2017年2月17日结束)	2016年12月15日	✓	NA

资料来源: 彭博、渣打

2016年12月15日(《2017年展望》的发布日期)至2017年5月25日期间或该策略观点结束时的表现

<sup>[1]</sup> 由 Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD 的 44%和 Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index 的 56%构成的定制组合 <sup>[5]</sup> 收益配置在《2017年展望: #转向》第 34 页图 11 中予以描述

<sup>[2]</sup> “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、生物技术和生命科学、医疗设备和服务、软件和服务、零售、电信服务和消费者服务 <sup>[6]</sup> 均衡配置由全球股票的 50%与全球固定收益的 50%组合而成

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

<sup>[4]</sup> 由巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼盾和印度卢比构成的权重相同的定制指数

过往业绩并不代表未来业绩。我们不基于任何历史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** 债券收益率下降、商品价格下跌、美元走低是否意味着经济环境趋于恶化？

**A** 这些因素确实会影响经济环境，但程度有限。商品价格过去 10 个月以来基本保持窄幅波动，但美元和美国国债收益率仅回吐了去年 10 月以来的部分涨幅。

话虽如此，美国数据在经过一段较长时间意外上行之后，开始力不从心。但这并未大幅改变我们的经济情境，因为我们认为世界其他地方仍然存在意外经济上行空间。但是，我们将通货再膨胀情境（经济增长更加强劲，但通胀压力小幅上升）的概率从两个月之前的 40% 降低至 35%，而摸索前行情境（增长放缓、通胀下行）的概率从此前的 30% 升至 35%。

从投资的角度来看，意味着我们仍然看好此前提出的 2017 年主题，即多资产收益策略未来 12 个月将继续产生正回报，但是与过去四年的宏观情境相比，我们认为转向顺周期股票资产类别较为合情合理。

**Q** 美国货币政策的前景如何，以及对债券投资有何意义？

**A** 我们认为美国央行仍将逐渐加息，其加息步伐或略快于市场预期——我们认为美联储年底前至少再加息两次的概率为三分之二（市场目前已消化联储加息 1.5 次，每次加息 25 个基点的预期）。一季度数据较为低迷，预计二季度将会大幅反弹，在薪资通胀压力不断上升的情况下，或有可能促使美联储在 6 月份加息。

图 6：虽然商品价格仍维持窄幅波动，但美元和美国债券收益率已回吐部分自 2016 年 10 月以来产生的收益

美元指数和彭博商品指数（两大指数均于 2016 年 7 月 1 日重新修订至 100）以及 10 年期美国国债收益率



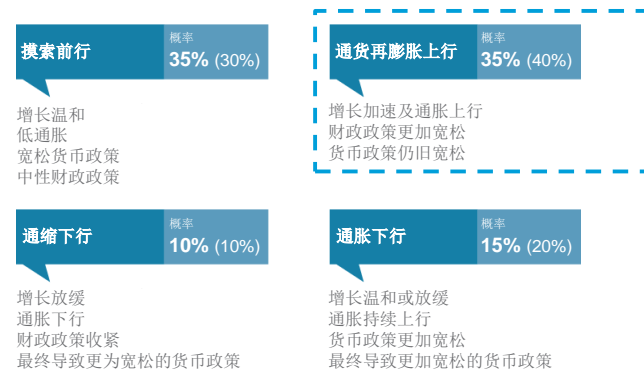
资料来源：渣打全球投资委员会

在此背景下，我们以往比较乐于管理债券配置对利率上升的敏感性。虽然这一方法一向进展不错，但也导致我们比较看好的领域之一即发达市场高收益债券估值高企。因此，我们将逐渐从配置中的发达市场高收益债券略微调整至新兴市场美元政府债券。虽然新兴市场政府债券对美元利率上升的敏感性较高，但是该资产类别的发行收益率仍具吸引力，基本与过往估值的均值保持一致。

此外，我们继续看好美国优先浮息贷款，因为利率上升实际上对该类资产较为有利，而且收益率相对来讲较有吸引力，与其他高收益债券相比，波动性基本较小（经济衰退时除外）。

图 7：我们的核心情境

通货再膨胀预期过去两月以来仍较稳定



资料来源：渣打全球投资委员会

\*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。括弧内数字反映 2017 年 5 月全球投资委员会（GIC）预测的概率。

## Q 是否应当担忧针对特朗普团队的调查？

**A** 过去两周事态的进展加大了特朗普总统遭受弹劾的风险。根据押注网站 PredictIt，特朗普总统遭受弹劾的风险从美国联邦调查局局长遭到解雇之日的 7% 上升至 18%。但是，过往经验表明经济周期将最终决定市场的表现。

上世纪 70 年代初期，尼克松（Richard Nixon）总统卷入水门事件，此后两年股市跌幅达到将近 50%。但是，造成股市暴跌的主要原因是美国的经济周期，美国于 1973 年 11 月受油价首度出现震荡的影响，经济陷入了衰退期。

90 年代后期，克林顿（Bill Clinton）总统正在接受弹劾程序时，股市在经济有力增长、通胀率低企和科技热潮的推动下继续反弹。1998 年，标普 500 暴跌将近 20%，但这主要基于大型对

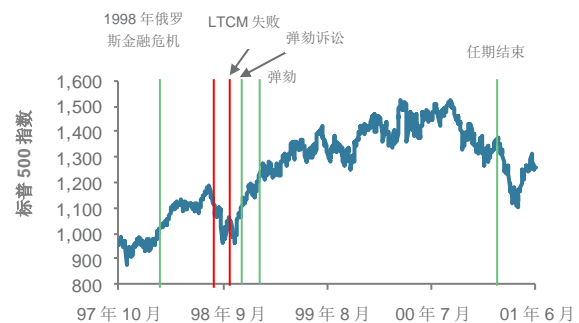
冲基金美国长期资本管理公司（LTCM）失败后是否会引发金融危机的顾虑。

以上表明，在我们审视未来 6-18 个月的股市展望时，宏观前景或是最终的决定因素。当然，经济是有可能走向衰退（最终也会走向衰退）。我们认为美国正在处于经济周期的后期，最大的顾虑在于大规模的财政刺激措施，此举或促使美联储加快政策收紧的步伐。

如果有一定影响的话，美国总统持续不断面临的挑战将增加其推行主要经济倡议的难度。因此，政治局势的持续不明朗实际上或延长经济复苏期和股市牛市。

图 8：经济因素而非政治形势或主导股市走势

美国克林顿总统接受弹劾程序期间美国股市表现：绿色=弹劾事件；红色=经济事件



资料来源：彭博、渣打

## Q 欧元区区和亚洲（日本除外）的股票优异表现预计是否会持续？

**A** 首先，需要强调的是全球股票仍然是我们看好的资产类别。



但是，从全球增长的角度来看，我们对某些地区尤其是美国的乐观程度有所降低，而世界其他地区至少目前仍然充满韧性。

欧元区 and 亚洲（日本除外）地区经济和公司盈利增长预期仍在不断改善。同时，对美国可能产生的激进保护主义的顾虑已经减退，同时，随着荷兰和法国的大选情况以及德国默克尔胜利的可能性加大，欧洲的政治风险也有所缓解。

因此，在此背景下，我们认为欧元区和亚洲（日本除外）的股市将继续在未来 6 至 12 个月内跑赢。

当然，本观点仍然存在风险。最大的风险可能是出现普遍的避险环境。虽然全球股市都不能幸免，但越是此前上涨幅度最大的市场越是脆弱——欧元区股票可能最为不堪一击，自我们 2 月末增持以来，已上涨将近 15%，而同期全球股票的回报不到 5%。

长期来看，我们的观点存在两点主要风险。对于欧元区来讲，政治风险减小是一大主题，而这一主题一直对我们比较有利。我们预计近期达成债务协定面临的挑战只是暂时性的，而意大利政治局势前景或更为严峻。法国的投票情况表明，亲欧的选民很可能会投票支持同样亲欧的候选人。而目前意大利的新兴成立的疑欧派——五星运动党支持率领先。同时，当问及意大利选民是否支持意大利为欧元区成员国一国，多数选民回答为否定。但是，离开单一货币区的路途颇为漫长。意大利下次大选的日期还不得而知——但必须在 2018 年 5 月之前举行。如果将大选提前至今年秋季，会造成不明朗程度增加，以及市场波动/疲软。

对于亚洲（日本除外）地区，美元前景是关键因素。我们今年对美元强势前景的忧虑程度有所缓解。如果我们该观点错误，美元如因美国加息步伐提速达到新高，会对亚洲（日本除外）股市表现造成不利，尤其是从相对角度来讲。

### Q 是否预计油价会从目前水平反弹？对石油公司有何意义？

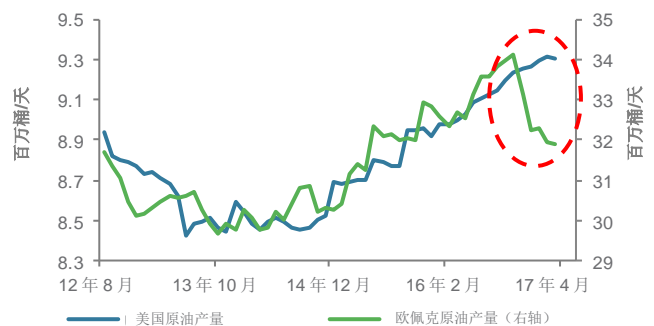
**A** 随着美国石油库存继续小幅下降，石油价格过去两周内大幅上升。更为重要的是，欧佩克进一步加大了提振石油价格的力度，将限产计划延长了 9 个月。目前为止，石油减产效果立竿见影，自今年 3 月月底以来，石油产量每天减产 200 万桶以上，而美国石油产量自 2014 年年末以来石油产量每天增加不到 100 万桶。

因此，我们预计石油需求不断增加将继续缩小供需缺口，减少石油库存量，最终对石油价格形成上行压力，但页岩油生产成本不断下降会打压石油价格上升空间。

我们对石油价格展望的主要风险来自于经济活动大幅放缓，而该情景并非我们的核心情境，或者是美国页岩油产量大幅上升。

图 9：欧佩克限产抵消美国石油产量增加的影响

美国和欧佩克原油产量（百万桶/天）



资料来源：彭博、渣打

# 宏观概况

## 通货再膨胀之路崎岖不平？

- 核心情境：**美国政治风险上升之际，全球通货再膨胀势头暂缓，从而拉低市场情绪。然而，大多被欧元区数据持续改善所抵消。即使中国经济放缓，亚洲依然具备韧性。
- 政策前景：**充分就业和经济增长反弹之际，美联储可能今年再加息两次。欧洲央行可能在 2018 年第一季度削减刺激措施。中国在收紧货币政策时可能依靠财政刺激措施。
- 主要风险：**a) 对特朗普竞选是否与俄罗斯存在关联的调查或推迟其刺激计划的出台；b) 美国通胀率飙升（目前依然低迷）；c) 美联储加息快于预期或欧洲央行提早缩减宽松政策；d) 地缘政治风险。

### 欧元区独领风骚

我们的全球投资委员会继续指定未来 12 个月出现“通货再膨胀”或“摸索前行”情境共有 70% 的概率（参见第 8 页）。然而，美国政治风险持续上升之际，“通货再膨胀”情境略微转向“摸索前行”情境，可能延迟特朗普总统的刺激计划。欧元区市场情绪和数据继续走强，特别是马克龙赢得法国大选之后，有助于部分抵消来自美国的拖累。由于已发展经济体就业市场趋紧，通胀依然是主要风险（概率 20%），特别是在美国。北亚等地缘政治因素是风险的另一来源，尽管韩国总统文在寅的当选提高了在政治上解决困局的概率。

图 10：欧元区经济增长上行正帮助抵消美国政治风险持续上升所造成的拖累

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	增长/通胀预期减弱。政治前景不明朗之际，特朗普的改革议程面临风险。美联储处于今年再加息两次的轨道上
欧元区	●	●	●	●	经济增长预期上调有助于抵消来自美国的拖累。随着政治风险下降，欧洲央行可能示意在 2018 年第一季度取消刺激政策
英国	●	●	●	●	随着通胀持续上升、工资增长放缓降低消费，经济增长将放缓。提前选举降低英国硬脱欧风险。英国央行可能容忍通胀
日本	●	●	●	●	尽管通胀依然乏力，出口稳健之际，经济增长率提高。日本央行锚定长期收益率，可能实施财政宽松政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	即使中国央行适度收紧货币，中国也将继续实施财政刺激政策以实现增长目标
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西和俄罗斯稳步走出衰退。巴西政治风险令人关注。通胀率下降支持央行实施额外宽松政策。

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

今年美联储可能再加息两次

欧洲央行可能在未来 12 个月缩减政策刺激措施，日本央行目前维持政策不变

中国或进一步收紧货币政策，利用财政刺激支持经济增长

对投资者的启示



## 宏观概况

### 美国 – 市场情绪指标回归正常

**政治风险可能妨碍改革议程：**美国商业情绪指标从总统特朗普当选之后营造的较高期望中回归正常。对特朗普竞选是否与俄罗斯存在关联展开调查之际，政治不明朗性增加，其税改、放松管制和基础设施支出计划面临推迟风险。然而，美国就业市场依然稳健，应可维持未来几个季度的消费并帮助提振经济增长。

**通胀率下降意味着美联储渐进加息：**工资增长放缓之际，美国通胀预期继续走弱。我们仍预计美联储今年至少再加息两次（包括 6 月可能加息），因为经济增长由第一季度的放缓回升且就业市场趋紧，美联储坚持逐渐取消其前所未有的刺激措施的计划。

### 欧元区 – 马克龙获胜缓解政治风险

**商业情绪依然处于上升趋势：**亲商亲欧派候选人马克龙当选法国总统缓解了欧洲目前的主要政治风险，推动商业和投资者情绪和增长预期走高。然而，就业市场供过于求之际，尤其在南欧，通胀依然低迷。

**欧洲央行可能在 2018 年初取消刺激政策：**欧洲央行主席德拉吉指出低通胀是维持其前所未有的刺激政策的原因。我们相信经济增长加速将有助于降低通缩压力，鼓励欧洲央行于 2018 年初开始取消部分刺激政策。其形式可能是加息或减少购债量，或二者并用。

### 英国 – 通胀将降低购买力

**消费风险上升：**作为英国经济的主要推动力，消费面临通胀率持续上升和工资增长放缓的双重压力。尽管由于复活节假日 4 月零售额回升，但我们预计未来数月随着英国脱欧风险上升，零售额会恶化。

**英国央行目前可能容忍通胀：**英国央行可能忽略通胀率上升，将焦点转向英国脱欧风险，因为首相特雷莎·梅在 6 月选举之后（其所在的保守党可能掌权）着手筹备谈判。

图 11: 美国情绪指标（“软数据”）从较高水平回落，目前与实际活动指标（“硬数据”）相符

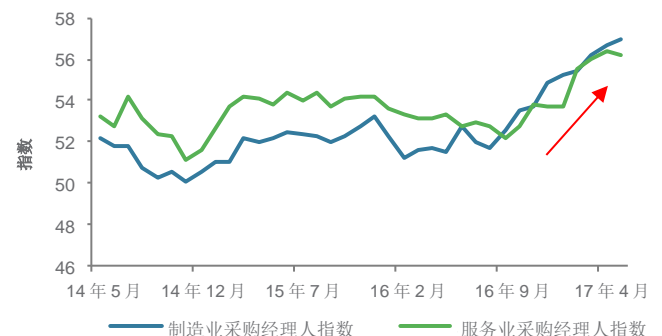
美国“硬数据”和“软数据”意外指数



资料来源：野村证券、彭博、渣打

图 12: 欧元区商业信心指数继续上升；马克龙赢得法国大选额外提振市场情绪

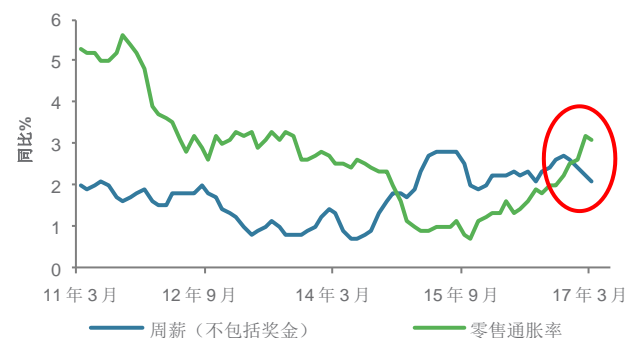
欧元区制造业和服务业采购经理人指数



资料来源：彭博、渣打

图 13: 随着通胀率上升、工资增长放缓，英国消费可能进一步减缓

英国零售通胀率，同比%；英国周薪（不包括奖金），同比%



资料来源：彭博、渣打

## 宏观概况

### 日本 – 出口依然是主要推动力

**日圆需要走弱以维持高于趋势的经济增长：**经济增长继续超过潜在增长率，主要原因是去年日圆贬值和全球贸易复苏帮助出口走强。去年的财政刺激和处于新低的借款成本亦应在一定程度上利好增长。然而，今年日圆走强，如果持续，或成为出口的不利因素。

**日本央行将维持宽松政策：**日本的核心通胀率（不包括食品和能源）继续趋于走低，依然远低于日本央行 2% 的目标。因此，央行不太可能很快通过上调其 10 年期国债收益率目标收紧政策。

### 中国 – 经济可能逐渐放缓

**第一季度增长可能见顶：**中国制造业和服务业增长第二季度出现放缓迹象，因为当局在第一季度信贷飙升之后收紧信贷，愈发注重缓解金融业风险。虽然工业产值和固定资产投资增长继续放缓，零售额增长依然稳健，有助于经济重心逐渐转向国内消费。

**财政刺激可能利好经济增长：**我们相信，尽管政府努力抑制金融稳定的风险因素，但经济稳增长和创造就业依然是决策者在第四季度党代会召开之前的主要目标。因此，我们预计当局将维持财政刺激措施以部分抵消逐渐收紧的货币政策。

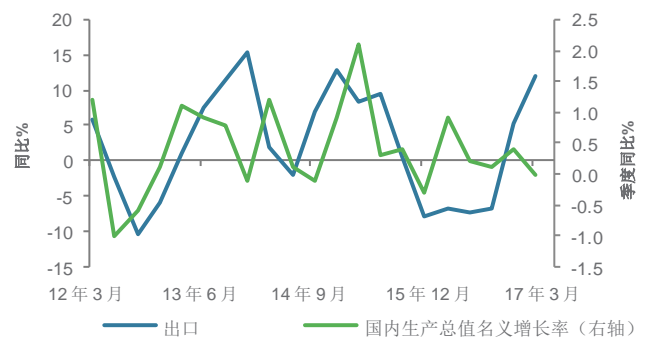
### 新兴市场 – 亚洲跑赢大盘

**亚洲消费将利好经济增长：**尽管全球贸易复苏有助于提升亚洲近几个月的增长前景，但有迹象表明该地区出口增长正在放缓。然而，中国和韩国新政府的财政刺激政策和印度投资的持续回升利好该地区消费。

**巴西的政治风险：**巴西依然稳步走出为期两年的衰退，通胀率持续下降支持利率的进一步下调。然而，政治不确定风险重现或破坏总统特梅尔雄心勃勃的改革议程。

图 14：即便名义增长率依然乏力，但日本出口依然是亮点

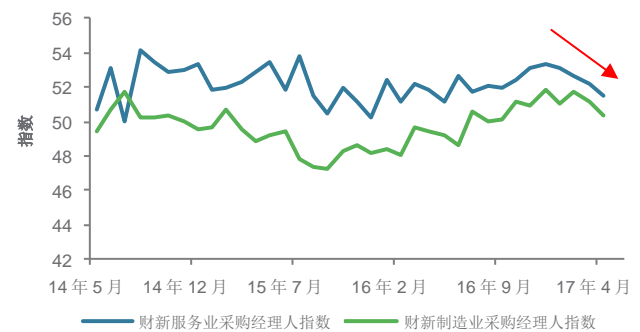
日本出口，同比%；国内生产总值名义增长率，季度同比%（右轴）



资料来源：彭博、渣打

图 15：中国制造业和服务业指标从第一季度的峰值回落

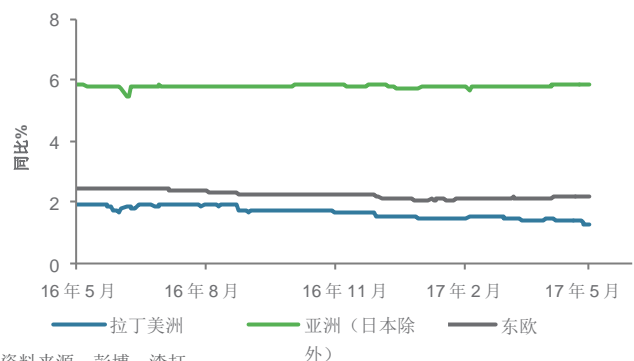
中国财新服务业和制造业采购经理人指数



资料来源：彭博、渣打

图 16：尽管巴西和俄罗斯经济增长持续改善，亚洲（日本除外）增长前景依然远高于其他新兴市场

市场对亚洲（日本除外）、拉丁美洲和东欧的 2017 年增长预期，同比%



资料来源：彭博、渣打

# 债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 17: 市场行情

债券	收益率	1个月回报
发达市场投资级政府	*1.13%	1.2%
新兴市场美元政府	5.26%	1.0%
发达市场投资级公司	*2.50%	1.6%
发达市场高收益公司	5.20%	1.3%
亚洲美元	3.81%	0.4%
新兴市场本币政府	6.37%	1.2%

资料来源: 彭博、渣打

\*截至 2017 年 4 月 30 日

## 看好新兴市场美元政府债券

- 我们将新兴市场美元政府债券上调为我们最青睐的债券。未来 12 个月, 我们降低对发达市场高收益公司债券的偏好, 因其估值昂贵。我们寻求配置新兴市场美元政府债券。
- 广义上, 我们依然青睐公司债券胜过政府债券 (新兴市场美元政府债券除外), 我们预计随着政府债券收益率上升, 其表现将跑赢大盘。
- 我们认为, 新兴市场本币政府债券、亚洲美元债券和发达市场投资级公司债券依然是我们的核心持仓。我们继续青睐美国优先浮息贷款作为发达市场高收益债券的替代品。

图 18: 债券子资产类别—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	外汇	评论
新兴市场美元政府	▲	●	●	●	不适用	收益率吸引, 估值不贵, 基本面利好
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	发行收益率具吸引力, 但被昂贵估值所抵消
新兴市场本币	◆	●	●	●	●	发行收益率高, 但存在高波动性和货币风险
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	防御性配置。受中国风险情绪影响
发达市场投资级公司	◆	●	●	●	●	投资高质量债券所青睐的类别
发达市场投资级政府	▼	●	●	不适用	●	回报受到货币政策支持力度下降的挑战

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 ▲ 青睐 ▼ 较为看淡 ◆ 核心

我们青睐公司债券胜过政府债券

新兴市场美元政府债券目前是我们青睐的债券

降低对发达市场高收益公司债券的偏好

对投资者的启示



### 发达市场投资级政府债券—最不看好

尽管近期收益率下降, 我们维持对发达市场投资级政府债券的谨慎立场。5 月初, 10 年美国国债收益率降至低于 2.3% 的关键技术水平, 因为地缘政治忧虑增强以及对经济增长和通胀预期产生质疑。在长期经济增长故事中, 这些忧虑不足为虑, 但其可能造成收益率走高并可能为投资者带来负回报。马克龙赢得法国大选显著减少了欧洲的政治不确定性, 为欧洲央行缩减货币宽松措施铺平道路, 这可能导致德国国债收益率走高。虽然潜在负回报可能被欧元走强所抵消, 但我们认为风险回报不具吸引力。

# 债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 19: 投资者持仓大幅逆转或导致美国国债收益率走高

美国商品期货交易委员会 10 年期国债总净持仓和 10 年期国债收益率



资料来源: 彭博、渣打

在美国, 我们预计 10 年期收益率将在近期回到 2.3-2.65% 的区间。长期来看, 我们预计美联储加息将引起短期 (2 年) 收益率上升速度快于长期 (10 年) 收益率。因此, 我们青睐保留期限 5-7 年的美元计价债券, 因为其提供均衡的适度收益率和利率敏感性。

## 新兴市场美元政府债券 – 最青睐

我们上调对新兴市场美元政府债券的观点, 目前这是我最青睐的债券子类别。我们看好该类别的观点源自超过 5% 的发行收益率引人注目, 以及其依然是估值并不昂贵的少有的资产类别之一。

因为经济增长依然稳健, 新兴市场政府债券亦受新兴市场宏观经济强劲基本面的推动。美元大幅走强或破坏性贸易冲突的风险下降, 是利好新兴市场美元政府债券的额外因素, 该债券得益于投资者资金的大举涌入, 特别是来自非新兴市场的专门投资者。

然而, 与其他债券子类别相比, 该债券具有相对较高的利率敏感性, 表明高利率敏感性和良好估值之间此消彼长。我们看好观点的主要风险是投资者资金流急剧逆转、商品价格大幅下降或美国国债收益率飙升。

图 20: 新兴市场美元政府债券估值仍不昂贵

新兴市场美元政府债券息差或收益率溢价



资料来源: 彭博、渣打

## 发达市场投资级公司债券 – 核心持仓

发达市场投资级公司债券依然是我们投资高质量债券所青睐的类别, 因其提供的额外收益率溢价应在一定程度上帮助抵消收益率的预期上升并助其表现超越政府债券。

较强的预期盈利、趋稳的信用基本面和支持性宏观经济背景是投资级公司债券的主要利好因素。然而, 当前估值与历史平均值相比不太吸引, 而且新债券的供应依然较高。因此, 我们对发达市场投资级公司债券采取均衡立场, 略微偏向美国投资级公司债券胜过欧洲投资级公司债券, 后者可能受欧洲央行货币宽松力度下降的不利影响。

## 发达市场高收益公司债券 – 核心持仓

发达市场高收益债券自我们发表《2017 年展望》以来表现上佳, 基准指数总回报约 6%。然而鉴于估值昂贵, 未来 12 个月我们降低对发达市场高收益债券的投资确信程度, 并将其下调为核心持仓。

我们认为, 尽管发达市场高收益公司债券继续提供超过 5% 的吸引收益率, 但估值变得昂贵。相比投资级公司债券的收益率溢价处于多年来的低位。虽然信用质量稳定, 但按以往标准来看依然疲弱。市价中已体现盈利的大幅改善, 若未能满足这些高预期, 则是主要风险。

# 债券



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

然而，近期我们预计美国国债收益率将逆转近期跌势，相信高收益公司债券表现能强于大盘，因其利率敏感性低。因此，近期即将出现重新调整的更佳机会。

图 21: 高收益债券提供的超过投资级债券的补偿甚少

美国和欧洲高收益公司债券相比其投资级公司债券的收益率溢价（息差）



资料来源: 彭博、渣打

我们认为，美国优先付息贷款依然吸引，是高收益债券具防御性的替代品，因其利率敏感性低。尽管我们青睐其所具有的担保特性，但我们承认其易在经济衰退期间急剧下跌。虽然贷款再定价拖累回报，但仍受益于利好供需动态。

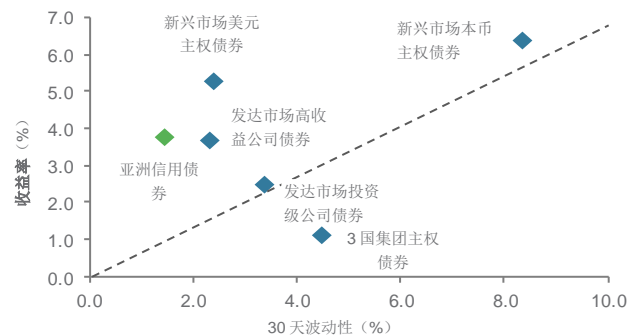
## 亚洲美元债券 – 核心持仓

我们认为，亚洲美元债券由于所具有的防御特性和中等收益率水平，应依然是我们投资配置的核心持仓。

我们的观点受一系列均衡因素的推动：(i) 与以往相比较高的估值被强劲的地区需求所均衡，(ii) 相比其他新兴市场收益率较低的合理性在于信用质量高和波动性低。(iii) 中国发行人比例高所产生的集中性风险被我们看好中国宏观经济的观点所缓解（尽管近期穆迪调降中国评级）。这些因素令我们对亚洲美元债券采取均衡观点。

图 22: 亚洲美元债券提供合理吸引的风险回报

各债券子类别的最差收益率和 30 天波动性



资料来源: 彭博、渣打

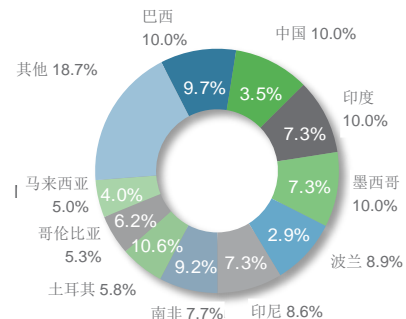
## 新兴市场本币债券 – 核心持仓

我们依然认为新兴市场本币政府债券前景利好，因为我们仍青睐具吸引力的发行收益率（接近 6%），而且我们认为，货币风险下降。2017 年受美元走弱和利好资金流入的推动，其提供了高个位数回报。

尽管有上述利好因素，我们仍将其作为核心持仓，因为其波动性较高且集中于少数大国，更易受特殊事件的冲击，正如我们近期在巴西所看到的。

图 23: 新兴市场本币债券的组成

GBI 广义多元指数国家权重（圈外）和收益率（圈内）



资料来源: 摩根大通、渣打

# 股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 24: 市场行情

市场	市盈率	市净率	每股盈利	指数水平
美国 (标普 500)	18 倍	2.9 倍	11%	2,398
欧元区 (斯托克 50)	15 倍	1.6 倍	19%	3,595
日本 (日经 225)	14 倍	1.2 倍	10%	19,613
英国 (富时 100)	14 倍	1.9 倍	16%	7,485
明晟亚洲 (日本除外)	13 倍	1.5 倍	12%	613
明晟新兴市场 (亚洲除外)	12 倍	1.4 倍	21%	1,377

资料来源: FactSet、明晟、渣打  
注: 估值和盈利数据参考明晟指数, 截至 2017 年 5 月 23 日。

全球股票年初至今上涨 8%

欧元区与亚洲除日本表现最佳

在亚洲除日本地区, 中国表现最佳

对投资者的启示



## 欧元 - 经济增长引擎

- 欧元区和亚洲 (日本除外) 依然是我们青睐的股票市场。
- 欧元区和亚洲 (日本除外) 股市的主要推动因素分别是公司利润率增长和相对吸引的估值。
- 欧元区公司盈利好转势头强劲, 并被分析师上调盈利预期所强化。
- 市场预期 2017 年明晟全球股票每股盈利增长将达到 13.5%, 而去年为 1%。这是受预计见证 19% (或调整去年的异常损失之后为 14%) 每股盈利增长的欧元区所带动。
- 全球股票市场估值较高: 明晟全球股票的 12 个月预估市盈率为 16.0 倍。然而, 鉴于盈利增长预期是 13%, 我们认为该估值倍数合理。
- 我们对印度股市的观点从青睐变为中性, 因为我们相信年初至今 13% 的涨幅充分体现已知的刺激因素。

图 25: 欧元区是我们最青睐的股市, 紧随其后的是亚洲 (日本除外) 地区; 英国是最不看好的股市

股票	观点	盈利修正	盈利	股权回报率	经济数据	基准债券收益率	评论
欧元区	▲	●	●	●	●	●	法国利好选举结果出台之后, 政治不明朗因素减少。盈利复苏或推动地区股市走高
亚洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	盈利回升和估值吸引是亚洲 (日本除外) 的推动力
美国	◆	●	●	●	●	●	高估值体现好消息, 市场情绪见顶或构成忧虑
新兴市场 (亚洲除外)	◆	●	●	●	●	●	政治不明朗因素和中国去杠杆是新兴市场 (亚洲除外) 的近期风险
日本	◆	●	●	●	●	●	关注利空股票的日圆飙升
英国	▼	●	●	●	●	●	围绕英国脱欧前景与选举的不明朗性令市场承压

资料来源: 渣打全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利淡 ▲ 青睐 ▼ 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 – 利润率上升支持青睐欧元区的观点

欧元区依然是我们全球最青睐的股票市场。对于 2017 年第一季度，68% 的公司盈利超预期。受金融业、周期性行业和资源行业推动，第一季度每股盈利年增 23%。调整异常损失之后，盈利增长 14%。利润率回升，因为成本压力，尤其是工资依然较低。欧元区相比世界其他地区的经济势头上升，接近 20 年来的高位，4 月欧元区采购经理人指数升至 56.7。持续增长的工业活动支持欧元区出口型工业公司。

5 月 7 日的法国总统大选结果利好，获胜者马克龙支持欧元区的统一。政治风险下降支持欧元区股票，自我们 2 月末将其上调为我们青睐的股市以来涨幅 15%。估值依然合理，12 个月市场预估市盈率为 15 倍。

公司利润率增长、采购经理人指数强劲和政治风险下降依然利好欧元区股票。中期风险在于欧元央行可能在未来 12 个月缩减宽松措施，这或导致 10 年期收益率走高和公司融资成本持续上升。

图 26: 公司利润率在回升

欧盟公司利润率持续上升对比稳定的工资



资料来源: FactSet、渣打

## 亚洲（日本除外）– 盈利增长回升支持我们的青睐观点

亚洲（日本除外）是我们全球最青睐的股市。亚洲（日本除外）股票估值依然相对吸引。12 个月市场预估市盈率为 12.9 倍，符合长期历史平均值。然而，在我们跟踪的全球 6 个地区/区域中，亚洲（日本除外）的市盈率处于第二低的水平，非亚洲新兴市场的市盈率较低，为 12.1 倍。

亚洲（日本除外）是全球表现最佳的股市，自我们 2016 年 12 月末发表《2017 年展望》以来上涨 17%。盈利增长的回升一直是主要推动因素。亚洲（日本除外）12 个月预期盈利增长率升至 5 月的 12%，1 月为 17%，而 2015 年为 2%，2016 年为 -1%。中国去杠杆前景的不明朗和商品价格调整依然是近期风险。

中国依然是该地区我们最青睐的股市。我们对印度的观点从青睐下调为看好。自《2017 年展望》发表截至 5 月 25 日，以美元计算，明晟印度指数上涨 13%。虽然市场预期盈利增长率是 16%，但印度股市开始下跌，季风季节的不确定性和通胀是近期风险。我们对新加坡股市的观点从谨慎上调为看好，但将泰国股市从看好下调为谨慎。

图 27: 印度股票变得更昂贵

印度市盈率较新兴市场溢价 50%



资料来源: FactSet、渣打

# 股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 美国 – 好消息体现在股价之中 – 我们持中性观点

我们看好美国股票前景，但其并非我们青睐的股市。标普 500 指数 2017 年第一季度盈利增长强劲，为 12.5%，77% 的公司超预期。然而，美国股票预计未来 12 个月盈利增长 11%，低于明晟世界指数 14% 的增长预期。同时，美国股市估值较高，12 月预估市盈率为 18 倍。

分析师的盈利预测修正是短期盈利指标，美国该指标略微上升，但远低于飙升的欧元区。

美国估值较高，可能已体现盈利增长势头。对经济增长的乐观态度是股市上扬的主要原因。

撰稿之际，美元指数跌至 97.4，美国 10 年期收益率降至 2.27%，表明通货再膨胀贸易预期持续下降。然而，我们的核心情境是美国 10 年期收益率未来 12 个月处于 2.5%-3.0% 的区间，表明经济增长前景利好。

我们依然维持对美国科技行业的推荐观点，其自我们发表《2017 年展望》以来上涨 20%。

图 28: 美国银行股随美国 10 年期国债收益率下跌



资料来源：彭博、渣打

## 新兴市场（亚洲除外）– 分化趋势，我们持中性观点

我们看好新兴市场（亚洲除外）股市。自我们发表《2017 年展望》以来截至 5 月 25 日，该类别上涨 5%。铁矿石带动的商品价格回调和去杠杆是近期风险。然而，如果中国工业活动大幅放缓，决策者可能放松财政政策，提振商品需求，特别是对铁矿石的需求，利好新兴市场（亚洲除外）股市。

巴西是新兴市场（亚洲除外）中我们青睐的股市，但受阻于近期铁矿石价格的疲弱。此外，针对巴西总统蜜雪儿·特梅尔的贪污调查或放缓退休金和劳动力改革，因此增加有关该国财政政策和经济增长前景可持续性的忧虑。

未来 12 个月新兴市场（亚洲除外）的盈利增长预计为 21%，但这体现先前年度下降造成的基数低。潜在盈利增长回升，但并非整体数据所表明的那样快。

我们注意到新兴市场（亚洲除外）的 12 个月市场预估市盈率为 12 倍，高于 10.6 倍的长期历史平均值。鉴于近期风险，对于未来 12 个月我们维持看好观点，而非青睐观点。

图 29: 巴西股市较 2016 年低位上扬 46%



资料来源：彭博、渣打

# 股票



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 日本 - 日圆走强是近期忧虑，依然持中性立场

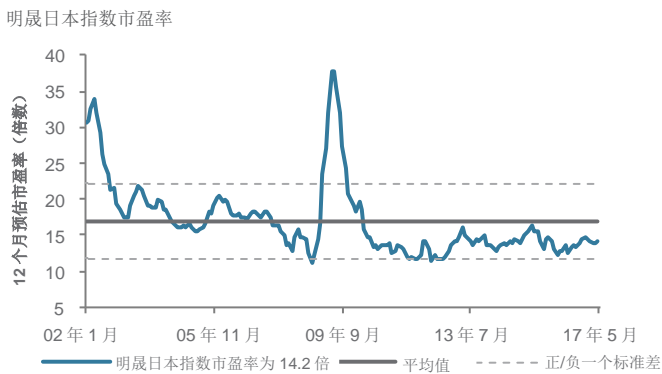
我们依然看好日本股市前景。然而，日圆年初至今走强是忧虑。

日圆兑美元年初至今上涨 4.3%。汇率已成为日本近年股市表现的关键推动力，日圆走弱支持出口商盈利，进而利好股市，反之亦然。

第一季度盈利结果令人鼓舞，超过净收入市场预期。成本削减措施带来营业收益年增长率大幅飙升，达到 20%，而收入年增长率为 4%。尽管盈利提升，作为盈利增长的先行指标盈利修正走软，表明市场忧虑当前盈利增长势头可能无法持续。因为市场具备前瞻性，盈利下修可能令市场情绪承压。

我们不应忽视日本的一项重要利好因素是估值吸引。日本股票的 12 个月市场预估市盈率为 14.3 倍。这较其长期平均值折价 16%。

图 30: 日本股市市盈率按历史标准看较低



资料来源: FactSet、渣打

## 英国 - 提前选举之后脱欧前景不明朗，依然持谨慎立场

市场价格已体现英国保守党在 6 月 8 日大选中取得压倒性胜利。该结果或提升首相特雷莎·梅在党内的地位，为即将到来的英国脱欧谈判做准备。这应减少英国政治前景的不明朗因素，但英国脱欧进程不太可能一帆风顺。

我们注意到英国股票 12 个月市场预估市盈率为 15 倍，高于其 14 倍的长期历史平均值。尽管市场预期 12 月预期盈利增长率为 16%，但我们认为增长前景不明朗，因为很大程度上取决于英国脱欧谈判的进展和英镑/美元的变动。

从基本面看，成本压力依然较低。相比第四季度，第一季度工资成本增长率下降，且低于平均水平。这正减少利润率压力并利好公司盈利增长。

迄今英国央行一直指望英国顺利脱欧。谈判一旦出现困难，可能导致英国央行改变货币和利率政策，或成为英镑的不明朗因素并不利于出口型公司。因此，我们依然对英国前景持谨慎态度。

图 31: 富时中盘股指数受益于英镑疲弱



资料来源: FactSet、渣打

# 股票衍生工具



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

## 关于美联储加息

我们认为，2017 年 6 月 14 日美联储可能加息对于投资者是值得关注的机会。

总统特朗普政治前景不明朗之后，美国 10 年期收益率降至 2.3% 之下。对利率敏感的美国金融业股票下跌、波动性上升。然而，美国经济仍处于合理形态。我们预期美联储再加息两次，这为投资者创造了潜在的交易机会。

我们认为美国 10 年期收益率下行空间有限。受 6 月可能加息影响，其可能反弹，可能为美国金融业股价设定下限。

投资者可能考虑卖出主要美国金融公司的看跌期权，多数金融公司的隐含波动性高于标普 500 指数平均值。

图 32: 美国金融公司股价与美国 10 年期收益率同步



资料来源：彭博、渣打  
截至 2017 年 5 月 23 日

多元化矿业是与美国 10 年期收益率高度相关的另一行业

- 特朗普政治前景不明朗引发对其完成政治改革（包括多次谈到的财政刺激计划）能力的质疑。
- 此外，中国收紧货币政策导致铁矿石价格大幅回落，损害商品系列的市场情绪。

我们不认为“全球通货再膨胀=特朗普贸易”。我们预计随着全球货币政策收紧，财政政策逐渐占据主导，从而支撑商品价格。对于中国而言，当局正力图均衡协调，一方面监控信贷过度扩张，另一方面确保经济增长保持一定水平。铁矿石价格跌势似乎已趋稳。

我们认为全球多元化矿业是另一个投资者可考虑通过卖出看跌期权获利的潜在行业。

图 33: 通货再膨胀故事“超卖”。有机会卖出全球矿业公司的看跌期权



资料来源：彭博、渣打  
截至 2017 年 5 月 23 日

# 商品

- 债券
- 股票
- 商品**
- 另类策略
- 外汇
- 多资产

图 34: 当前市场行情

商品	当前水平	1个月回报
黄金 (美元/盎司)	1,256	-1.6%
原油 (美元/桶)	51	1.1%
基础金属 (指数)	112	0.5%

资料来源: 彭博、渣打

## 调整尚待时日

- 全球经济增长加速、政治风险犹存, 预计商品价格将温和上扬。
- 受良好基本面的支撑, 预计油价上行走势将进一步延续, 但显著回升仍需一定时日。
- 预计黄金总体将维持窄幅波动 (1,175-1,300 美元/盎司); 在全球收益率全线上升的大背景下, 金价大涨的可能性较小。

图 35: 商品: 主要推动因素和前景

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	●	●	欧佩克减产推动供需平衡持续改善
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	全球收益率上升令黄金承压
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	供过于求的局面持续, 价格或将进一步回落

资料来源: 彭博、渣打全球投资委员会

图例: ● 利好   ● 中性   ● 利空   ▲ 看好   ▼ 较为看淡   ◆ 中性

油价将逐步走高

预计金价近期或将回落

存在进一步适度下探的可能

对投资者的启示



### 原油供需基本面相对有利

由于全球经济增长有望回升, 加之中国需求大幅放缓的可能性较小, 因此我们继续看好商品类资产。

我们认为欧佩克延长减产协议的决定会对推动油价走高, 但由于美国原油产量增长以及高企的原油库存会弱化欧佩克减产带来的支撑作用, 因此近期大幅上涨的可能性较小。尽管如此, 近期价格继续盘整的同时, 欧佩克的决绝以及需求基本面的逐步改善可能会推动长期油价或逐步上升。

预计在趋险情绪较为浓厚的大背景下, 避险需求可能依然较弱, 黄金涨势恐难维继。此外, 预计全球收益率将全线回升 (特别是近来的欧洲) 由此会制约金价上行。

供给方面的顾虑以及中国当局有针对性地收紧货币政策令工业金属价格继续承压。为此我们认为供需基本面调整尚需较长时间。

商品



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

### 原油 – 长期依然看好

我们预计油价年末继续走高前会在每桶 45-55 美元左右进行盘整。虽然欧佩克进一步延续减产协议会对油价构成支撑，但这一影响可能只是暂时的，而且不会太明显。我们认为，如果没有更大规模的减产，供需平衡很难在短时间内完成调整。

自去年 12 月首次宣布减产以来，欧佩克原油产量已有显著减少，各成员国也较好地遵守了减产协议。但与此同时，美国原油产量增长超出预期，原油库存创下新高，由此导致供需缺口的实际持续时间超过了我们此前的预期。

### 黄金 – 获利离场

金价涨势或难维继，上探每盎司 1,300 美元后，可能面临减仓。我们认为近期金价上涨主要在于美国国债收益率回落和美元走低。此外围绕美国总统的一系列政治忧虑也对金价构成了支撑。我们预计 6 月份联邦公开市场委员会会议前美国国债收益率可能会走高，此外我们预计德国国债收益率年内将维持在上升通道。考虑到上述大背景，加之我们对风险资产的继续持有倾向，我们认为基本面不会对金价构成强有力的支撑。

### 工业金属 – 维持较低投资

我们认为，对于工业金属市场而言，其基本面尚未出现足以让我们看好的显著改观。推动铜价和铁矿石近期回调的因素可能有以下两点：1) 库存高企，2) 中国有针对性地收紧货币政策，控制融资，抑制对此类金属的需求。尽管我们预计库存水平会随着时间推移逐步调整，但这一过程可能需要 12 个月或更久。我们预计最终中国当局会通过增加基础设施建设支出来抑制金属价格的下行。

图 36: 页岩油供应增加导致美国原油产量猛增、库存高企

美国原油总产量和库存总量



资料来源: 彭博、渣打

图 37: 美国 10 年期国债收益率下行空间有限将限制金价下行空间

美国 10 年期国债收益率 (反向) 和金价



资料来源: 彭博、渣打

图 38: 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

图 39: 因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	因美联储加息预期减弱，美国国债收益率下降
通胀预期	欧美通胀回落；日本维持不变
美元	近期美元走弱

资料来源: 渣打

## 另类策略



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 40: 当前市场行情

另类策略	《2017 年展望》发布以来	1 个月回报
股票多/空策略	2.9%	-0.3%
相对价值	1.7%	0.2%
事件驱动	5.7%	1.3%
宏观 CTA	0.7%	0.1%
另类配置	2.6%	0.3%

资料来源: 彭博、渣打

## 布局另类资产

- 我们对摸索前行和通货再膨胀情景的概率预期依然为 70%，因此对另类资产的配置维持不变。
- 在我们的另类策略配置中，事件驱动和股票对冲策略表现依然突出，年初迄今的回报率分别为 4.8%和 3.2%。
- 对于那些未满仓的投资者而言，波动加大以及资金分散于各个资产类别和市场的现状意味着配置另类策略的时机。

### 相较各国股市，另类策略受波动的影响更小

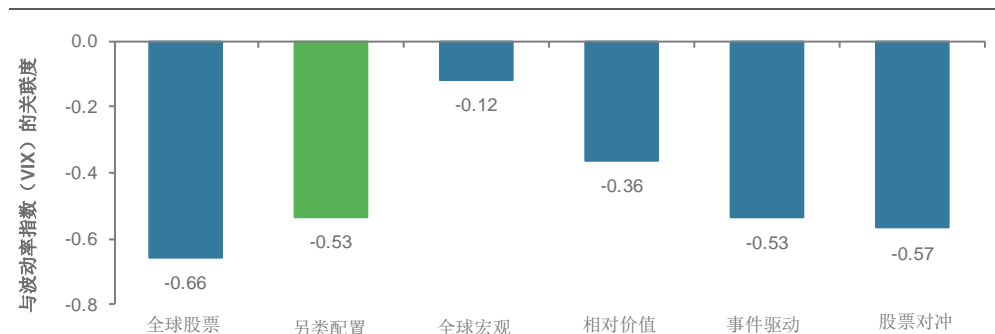
近几周美国政治风险加剧引发波动率显著上升。尽管市场已扫清上述顾虑，各国股市年初以来依然维持着正向回报，但我们认为扩大投资配置范围、主动持有几类关联性较弱的资产可有效平衡整体投资回报率，达到保本的效果。

我们分析了以往波动率上升对市场造成的影响，分析结果也证明了上述观点。我们看到，相较全球股市，VIX（波动率指数）上升时，另类策略受到的影响更小（图 41）。波动率和股市表现通常背道而驰。

在各个另类子策略中，股票对冲和事件驱动策略因标的资产为股票，所以受到的影响较大，与之相比，全球宏观策略受益于其多元化特点，受到的影响最小。

考虑到市场间歇性波动的预期，我们维持对多元化另类资产的配置。考虑到通货再膨胀和资金在各个资产类中的分散度，股票对冲策略依然是优先。我们对另类子策略的配置如下：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 41: 全球股票和另类策略与波动率指数 (VIX) 之间的关联度



资料来源: 对冲基金研究公司、彭博、渣打; \* VIX (波动率指数) 是以一系列标普 500 指数期权为基础构建的一项指标, 它反映了市场对 30 天波动率的预期 \*\*《2017 年展望》报告

可通过配置另类资产获得风险调整收益

可以股票对冲和事件驱动策略替代股票多头

可利用相对价值寻找机会

对投资者的启示



# 外汇



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 42: 当前市场行情

外汇 (兑美元)	当前水平	1个月变动
亚洲 (日本除外)	106	0.4%
澳元	0.75	-1.5%
欧元	1.12	3.1%
英镑	1.29	1.1%
日圆	112	1.9%
新加坡元	1.39	-0.4%

资料来源: 彭博、渣打

## 趋险情绪大行其道

- 由于政治顾虑减弱、欧元区经济出现进一步复苏迹象, 我们中期依然看好欧元。
- 美联储加息的同时, 日本央行维持现有政策, 继续控制日债收益率曲线, 我们为此转而看空日圆。
- 虽然英镑可能见底, 但就当前来看, 我们认为脱欧谈判前景不明可能会限制其上行空间。
- 在美元偏离趋势线、波动率普遍较低和收益率吸引三大因素的综合作用下, 新兴市场货币目前有望保持稳定。

图 43: 外汇: 关键驱动因素和前景

货币	观点	实际息差	风险情绪	商品价格	美元整体强度	评论
美元	◆	●	●	不适用	不适用	政策分化, 不再统一
欧元	▲	●	●	不适用	●	经济发展势头支持欧洲央行退出刺激措施
日圆	▼	●	●	不适用	●	日本央行通过政策手段限制日债收益率上行
英镑	◆	●	●	不适用	●	风险较低, 但欧洲央行可能会维持当前政策
澳元、新西兰元	◆	●	●	●	●	或可得到商品价格的支撑, 但政策前景是关键
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	波动较小, 商品价格是关键

资料来源: 彭博、渣打全球投资委员会

图例: ● 利好    ● 中性    ● 利淡    ▲ 看好    ▼ 较为看淡    ◆ 中性

预计欧元可延续涨势

日圆料将进一步走低

新兴市场货币保持平稳

对投资者的启示



### 有关美元的一些分歧

- 我们认为美元可能进一步盘整, 中期存在下行空间。但我们看到不同货币对之间的走势分化日益显著。我们认为随着欧元区持续复苏, 欧元有望再接再厉, 乘胜追击。与之相比, 由于日本央行维持现有政策, 继续控制日债收益率曲线, 我们认为日圆可能会随美国国债收益率的上升而走弱。鉴于大环境可能继续对高风险资产构成支撑, 我们预计新兴市场货币兑美元将整体保持稳定。
- 近期而言, 我们预计随着新一轮美联储加息的临近, 美元有望收复部分失地, 但我们会抓住美元上涨带来的一切机会增加对欧元和新兴市场货币的投资。



# 外汇



## 欧元 – 中期有望继续走强

因为支撑我们看好欧元的两大驱动因素并未改变，预计欧元中期将进一步走强。首先，我们看到，欧元区经济进一步呈现回升迹象的同时，市场对欧洲央行加息依然未能做出充分预期。其次，我们认为与年初相比欧元区政治风险已经减弱，但意大利和奥地利依然值得关注。

中期而言，我们不排除欧元在近期大涨后可能进行一定范围的盘整。在这点上，投资者可能会考虑法国总统大选结果产生后的各项短期利好。此外，对美联储下一轮加息的关注可能会引发某些货币对的获利了结。尽管如此，我们仍会利用一切回落时机增加对欧元的投资。

## 日元 – 中期可能走弱

我们转而看空日元，同时认为其近期强劲走势难以为继。我们认为，日元近期走强主要源于市场对美国政治问题的担忧。但考虑到中期美国国内通胀压力可能回升，我们认为美联储的加息进程不会改变。在我们看来，日本央行可能会维持现有政策，继续控制日债收益率曲线，随着美国加息，美元与日元之间的息差必将拉大。右侧表中显示的近期日元兑美元汇率与美国10年期国债收益率之间的紧密关联也体现了这一点。

## 英镑 – 仍在寻找催化剂

鉴于英镑几项估值指标都较低，我们认为市场已经考虑到了英镑面临的多数长期风险。但英国脱欧谈判前景不明，至少在近期难以取得显著进展。我们认为，受此限制，英镑在当前基础上难有较大突破。此外，虽然英国央行鹰派立场初露端倪，但我们认为在英国脱欧谈判前景逐步明朗前，英国央行不会在明年之前进行第一轮加息。在这一大背景下，英镑可能会继续区间盘整。

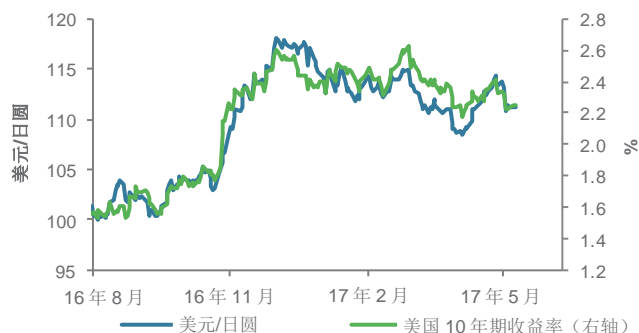
图 44: 变动因素 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	美元走低，欧元、英镑及日元较美元息差适度改善
风险情绪	波动率显著降低，欧元区核心国与外围成员国之间的息差有所收窄
投机持仓	继续适度净持仓美元，净空仓日元和英镑，近期转向净持仓欧元

资料来源：彭博、渣打

图 45: 日本央行通过政策控制日债收益率曲线，10 年期美国国债收益率与美元兑日元汇率紧密联动

10 年期美国国债收益率与美元兑日元汇率



资料来源：彭博、渣打

图 46: 英镑短期走势可能源于近期利好影响

英美 10 年期息差及英镑兑美元汇率



资料来源：彭博、渣打

# 外汇

- 债券
- 股票
- 商品
- 另类策略
- 外汇
- 多资产

## 澳元 - 延续窄幅波动

中期方向性趋势形成所需的催化剂出现前，澳元可能会延续窄幅波动走势（很可能会维持在 0.715-0.785 区间）。但我们也承认下行风险的存在。

经过了铁矿石价格暴跌的冲击，如今澳元与前者的关系愈发紧密。因此我们认为，如何铁矿石价格继续下滑，任何风吹草动都将引发澳元大幅下挫。我们的基准情形预计澳洲央行下半年会收紧政策。澳洲央行在美联储加息的同时选择维持现状是这一情形面临的主要风险。澳元相对美元的收益率优势可能由此消失殆尽，进而对澳元构成重大不利影响。

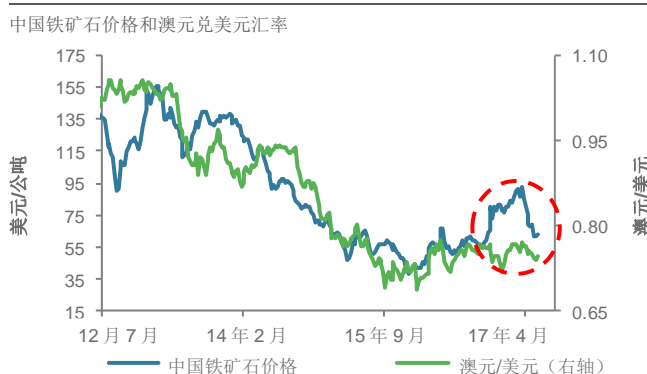
## 新兴市场货币 - 基本面依然向好

尽管近期部分商品价格走低以及中国经济数据欠佳引发了市场忧虑，但我们认为整体环境依然有利于风险资产和新兴市场货币。在我们看来，高利差（因债券收益率走高的获得支撑的币种）、波动率企稳以及商品价格温和上涨（符合我们的预期）有望构成中期支撑因素。

虽然个别国家政局不稳引发了一定的市场忧虑（最近的例子有今年 4 月巴西和南非爆发的政治危机），目前鲜有证据表明这些问题已经影响到了整个新兴市场。就新兴市场货币而言，我们继续看好几个高收益币种，因为这类资产可在波动发生时为投资者提供更大的缓冲。

此外，我们认为人民币继续贬值的风险近期有所减弱，原因有二：首先美元强度目前可能已经不再构成一项忧虑，其次，资本外流已经放缓。虽然上月我们转向看好马来西亚币，但一个月来支撑马来西亚币大幅升值的利好可能多已出尽。此外，考虑到马来西亚外汇储备覆盖率较低，我们认为马来西亚央行可能会尝试限制马来西亚币进一步走强。

图 47: 铁矿石进一步下行可能会打压澳元



资料来源：彭博、渣打

图 48: 新兴市场货币的变动因素

因素	近期动向
美元	美元近期进一步走弱
中国风险	中国数据温和放缓
资本流动	新兴市场资本流动依然强劲

资料来源：渣打

图 49: 高利差货币表现依然良好



资料来源：彭博、渣打

## 多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

图 50: 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	8.2%	2.3%
多资产收益	6.8%	1.5%

资料来源: 彭博、渣打

## 欧元区助一臂之力

- 随着本轮周期的推进, 基于情境分析的投资方法依然重要。对另类策略、黄金和高质量固定收益的配置可发挥风险缓冲作用(可参考我们在 30、31 页的模型)
- 考虑到“摸索前行”和“通货再膨胀”情境发生的概率相似, 特别对于多资产收益投资者而言, 利率风险并不是一个严重的问题。然而, 随着通货再膨胀情境落地生根, 正确认识这一风险可产生效益。
- 传统股票和高股息率股票方面, 仅侧重于美国股市的增长型投资者和收益型投资者, 或将错过欧元区和亚洲(日本除外)通货再膨胀范围不断扩大的趋势。

### 均衡配置巩固领先地位

我们的均衡配置旨在从通货再膨胀情境中获益, 而我们的多资产收益配置旨在从摸索前行的环境中获益。从《2017年展望》发布至今的表现来看, 上月均衡配置最终超过收益配置, 此后其领先地位继续巩固。目前均衡配置领先 137 个基点, 这主要得益于欧洲资产的表现, 其很大一部分由欧元走强所驱动。我们关于撤回对欧洲资产的货币对冲的决策继续产生效益。尽管上月大多数其他资产接近持平, 但有几点变化值得引起注意。

**传统亚洲(日本除外)和欧元区股票:** 这两个资产类别是我们的均衡配置的一部分, 其强劲表现继续表明通货再膨胀交易的全球性质。这一点很重要, 它表明投资者要想从通货再膨胀情境中获益, 应该走出美国股市寻找机会。

加入欧元区和亚洲(日本除外), 抓住通货再膨胀的机遇

通货再膨胀落地生根之际, 正确认识利率风险可产生效益

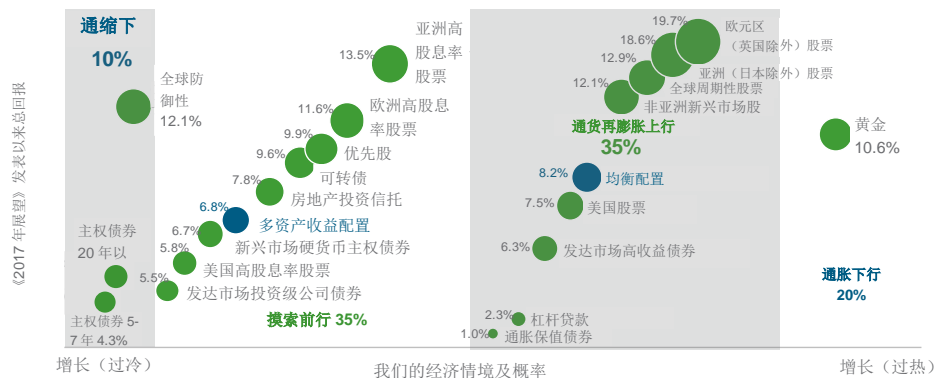
配置时应考虑为下行情境提供风险缓冲

对投资者的启示



图 51: 《2017年展望》发表以来资产市场表现各异

《2017年展望》发表以来至 2017年5月25日各资产类别的表现



资料来源: 巴克莱、摩根大通、标普、明晟、彭博、渣打

气泡大小代表该类资产的整体回报水平

## 多资产



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多资产

**黄金：**自《2017 年展望》发表以来，黄金的回报率已经达到了 10%。投资者或许是在利用黄金对冲我们描述的几类下行情景。在我们的情景假设中，下行情景的发生概率为 30%，对于黄金以及另类策略等资产类别的配置在管理风险时发挥着至关重要的作用。

上述例证凸显出情景分析法在投资中发挥的重要作用。我们的情景概率中有 70%以通货再膨胀和摸索前行为核心，投资者应将大部分资金投向那些能够受益于上述情景的资产。但也应将一部分资金放在那些适用于下行情景的资产上。投资者可透过图 51 方便地了解某一特定经济情境下适合投资的具体资产。

### KYIRR – 了解自身利率风险

固定收益不论是在我们的均衡策略还是多资产收益配置中都占有相当大的比重。对于投资者而言，了解固定收益资产配置带来的利率风险十分重要。

在摸索前行情境下，收益率大幅上升的可能性相当小。因此配置那些收益率较高但可能面临较大利率风险的资产并不会构成一项较大的顾虑。比如收益率可达到 5.30%但利率风险较高的新兴市场美元主权债券。在摸索前行情境下，此类资产的收益率要高于发达市场同类资产，因此投资吸引力比较大。

与之相似，在通货再膨胀情境下，投资者应关注那些不易受到利率上升影响的资产类别。美国高收益债券和浮息优先贷款便属于此类资产，同其他地区的固定收益类品种相比，美国高收益债券和浮息优先贷款的利率风险会比较低。图 52 对各类固定收益类资产的收益率和利率敏感性进行了汇总，此外还对收益率变化时不同情境下总收益受到的影响进行了比较。

分析表明，摸索前行和通缩环境无疑利好固定收益类资产，严重的通货再膨胀则对多数固定收益类资产不利。鉴于当前摸索前行和通货再膨胀的发生概率旗鼓相当，利率风险尚未构成一大问题，特别是对于多资产收益型投资者而言。但随着通货再膨胀情境逐渐成为现实，了解自身此类风险敞口（了解自身利率风险）的好处便会显现出来。

图 52：在多种收益率变动假设下固定收益资产的总回报

固定收益资产的到期收益率及存续期\*截至 2017 年 5 月 19 日

	印度卢比债券	新兴市场高收益债券	或有可转换证券	发达市场高收益债券	杠杆贷款	新兴市场投资级债券	可转债	亚洲公司投资级债券	20 年以上投资级主权债	发达市场公司投资级债券	通胀保值债券	5-7 年投资级主权债券	投资级主权债券	
到期收益率	7.50%	6.64%	5.44%	5.26%	5.00%	4.12%	3.68%	3.54%	2.66%	2.60%	1.77%	1.29%	1.13%	
久期	5.09	5.73	4.07	4.19	0.24	7.56	3.37	5.29	18.19	6.63	1.95	5.54	7.42	
收益率变动	-1.50%	15.1%	15.2%	11.5%	11.5%	5.4%	15.5%	8.7%	11.5%	29.9%	12.5%	4.7%	9.6%	12.3%
	-1.00%	12.6%	12.4%	9.5%	9.5%	5.2%	11.7%	7.1%	8.8%	20.9%	9.2%	3.7%	6.8%	8.6%
	-0.50%	10.0%	9.5%	7.5%	7.4%	5.1%	7.9%	5.4%	6.2%	11.8%	5.9%	2.7%	4.1%	4.8%
	0.00%	7.5%	6.6%	5.4%	5.3%	5.0%	4.1%	3.7%	3.5%	2.7%	2.6%	1.8%	1.3%	1.1%
	0.50%	5.0%	3.8%	3.4%	3.2%	4.9%	0.3%	2.0%	0.9%	-6.4%	-0.7%	0.8%	-1.5%	-2.6%
	1.00%	2.4%	0.9%	1.4%	1.1%	4.8%	-3.4%	0.3%	-1.8%	-15.5%	-4.0%	-0.2%	-4.3%	-6.3%
	1.50%	-0.1%	-2.0%	-0.7%	-1.0%	4.6%	-7.2%	-1.4%	-4.4%	-24.6%	-7.3%	-1.2%	-7.0%	-10.0%

资料来源：巴克莱、摩根大通、标普、明晟、彭博、渣打

\* 存续期衡量固定收益投资价格对利率变动的敏感度。存续期以年计算。

# 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

资产类别	收益		资本增		评论
	率	收益潜力	长	下跌风险	
固定收益	4.4	●	●	●	投资组合主力, 收益率来源, 但依然存在风险
杠杆贷款	5.0	●	●	●	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	5.6	●	●	●	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	7.5	●	●	●	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*	2.6	●	●	●	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*	2.6	●	●	●	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	3.5	●	●	●	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	1.8	●	●	●	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/高质量市场 (美国国债、澳元、新西兰元)
股票收益	4.4	●	●	●	收益主要来源, 资本增长有适度上行空间
北美	3.2	●	●	●	估值公正或略高; 收益率低; 某些行业具备吸引力
欧洲	5.1	●	●	●	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)	4.2	●	●	●	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	5.5	●	●	●	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	3.9	●	●	●	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	2.2	●	●	●	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	5.4	●	●	●	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、渣打全球投资委员会

收益率数据截至 2017 年 5 月 19 日; \*收益率数据截至 2017 年 4 月 30 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《永久行销限制》。

图例: ● 潜力有吸引力/低风险      ● 潜力适度/中度风险      ● 潜力不具有吸引力/高风险

## 市场表现概要\*

股票	年初至今	1个月
全球股票	11.2%	2.2%
全球高息股收益股票	10.1%	2.2%
发达市场 (DM)	10.4%	2.1%
新兴市场 (EM)	18.3%	3.4%
<b>按国家/地区划分</b>		
美国	8.7%	1.2%
西欧(本币)	10.8%	2.7%
西欧(美元)	16.9%	4.8%
日本(本币)	3.8%	3.5%
日本(美元)	8.2%	2.6%
澳洲	7.4%	-2.4%
亚洲(日本除外)	21.1%	4.6%
非洲	16.6%	5.2%
东欧	2.7%	-0.5%
拉丁美洲	10.2%	-2.9%
中东	0.8%	0.8%
中国	22.8%	5.5%
印度	19.5%	-0.3%
韩国	28.3%	8.5%
台湾	18.1%	3.7%
<b>按行业划分</b>		
非必需消费品	12.9%	2.1%
必需消费品	13.4%	3.4%
能源	-4.4%	-0.8%
金融	7.6%	0.3%
医疗保健	12.5%	2.8%
工业	12.0%	1.6%
信息技术	22.0%	5.7%
原材料	9.1%	-0.2%
电信	4.7%	1.8%
公用事业	12.4%	4.2%
全球地产股票/房地产投资信托	6.4%	0.0%
<b>债券</b>		
<b>主权</b>		
全球投资级别主权	4.1%	1.2%
美国主权	1.7%	0.5%
欧洲主权	5.4%	2.8%
新兴市场主权硬货币	6.2%	1.0%
新兴市场主权本地货币	8.6%	1.2%
亚洲新兴市场本地货币	7.1%	1.2%
<b>信用债</b>		
全球投资级别公司债	4.4%	1.6%
全球高收益公司债	6.1%	1.3%
美国高收益债	4.7%	1.1%
欧洲高收益债	10.2%	3.5%
亚洲高收益公司债	3.5%	0.4%

商品	年初至今	1个月
多元化商品	-4.1%	-0.3%
农业	-5.4%	-1.5%
能源	-14.8%	-1.0%
工业金属	3.7%	-0.2%
贵金属	8.0%	-1.3%
原油	-12.3%	-2.1%
黄金	9.0%	-0.7%
<b>外汇(兑美元)</b>		
亚洲(日本除外)	2.9%	0.3%
澳元	3.4%	-1.1%
欧元	6.6%	2.6%
英镑	4.9%	0.8%
日圆	4.6%	-0.7%
新加坡元	4.4%	0.5%
<b>另类策略</b>		
综合(所有策略)	2.4%	0.3%
相对价值	1.5%	0.2%
事件驱动	4.8%	1.3%
股票多/空策略	3.2%	-0.3%
宏观 CTAs	-0.8%	0.1%

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、渣打

\*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5月25日, 1个月表现的数据从2017年4月25日至2017年5月25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

# 财富管理顾问部刊物



每年

## 全年展望

重点描述我们的主要年度投资主题、预期表现优异的资产类别以及本年度可能面对的情境。



每月

## 全球市场展望

每月论述主要投资主题及全球投资委员会对资产配置的观点。



不定期

## 市场焦点

分析关键市场动态及其对我们投资观点的潜在影响。

## 金融市场周报

近期全球金融市场动态及其对我们投资观点的影响。

每周



## 外汇策略

每周更新我们对外汇市场的观点，主要从技术方面进行分析。

每周



## 投资概要

重点描述我们的主要年度投资主题、预期表现优异的资产类别以及本年度可能面对的情境。

不定期





## 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。

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

\* 全球投资委员会核心投票委员

## 披露附录

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拟备，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拟备。

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有关的版权下的权利。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传播，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。渣打银行及其或其附属公司或其各自人员、董事、员工福利计划或员工，包括参与筹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中有重大利益。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。