

全球市场展望



下半年展望： 去……还是留？

在增长趋强及通胀低于预期之际，我们维持看好股票的观点不变。考虑到盈利预期上修，以及我们认为美元不会显著升值的观点，欧元区及亚洲（日本除外）是我们看好的地区。

无论在“通货再膨胀”抑或“摸索前行”情境之下，**多资产收益策略均将受到较好支持**。如重新倾向于通货再膨胀情境，则采取增长型资产配置的策略应表现突出，而股票在两种情境下均将有不俗表现。

我们将债券配置比重上调至标配，相对看好新兴市场债券。鉴于我们认为，美元大幅走强之势可能已经远去，美国国债收益率仅有望逐步上行，新兴市场美元政府债券与新兴市场本币债券是我们看好的债券资产类别。

目录

1	← 提要		
		p1	去.....还是留?
2	← 策略		
		p3	投资策略
3	← 观点		
		p7	对于客户重点问题的观点
		p10	宏观概况
4	← 资产类别		
		p13	债券
		p20	股票衍生工具
		p23	另类策略
		p16	股票
		p21	商品
		p25	外汇
5	← 多资产配置		
		p28	新兴市场成为增长/收益主力
		p33	权衡杠杆的优劣
6	← 业绩回顾		
		p36	市场表现概要
		p37	事件日历
7	← 业绩回顾		
		p38	团队
		p39	免责声明

投资策略

对投资者的启示

01

全球股票仍旧是我们看好的资产类别

02

我们在各资产类别之中，分别看好欧元区与亚洲（日本除外）股票及新兴市场美元政府与新兴市场本币债券

03

我们认为，均衡策略提供的风险/回报最具有吸引力，但多资产收益策略仍应受到良好支持

去……还是留？

- 在增长趋强及通胀低于预期之际，我们维持看好股票的观点不变。考虑到盈利预期上修，以及我们认为美元不会显著升值的观点，欧元区及亚洲（日本除外）是我们看好的地区。
- 无论在“通货再膨胀”抑或“摸索前行”情境之下，多资产收益策略均将受到较好支持。如重新倾向于通货再膨胀情境，则采取增长型资产配置的策略应表现突出，而股票在该两种情境下均将有不俗表现。
- 我们将债券配置比重上调至标配，相对看好新兴市场债券。考虑到我们认为，美元大幅走强之势可能已经远去，美国国债收益率仅有望逐步上行，新兴市场美元政府债券与新兴市场本币债券是我们看好的债券资产类别。

迈向通货再膨胀抑或重返摸索前行模式？

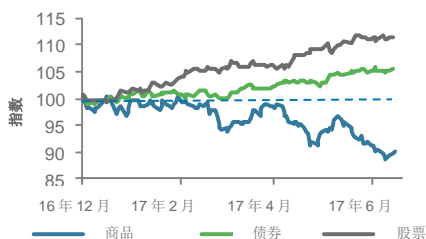
2017 年上半年金融市场表现异常强劲。自我们的《2017 年展望》发布以来，全球股市回报率逾 10%，其中新兴市场股票领涨，而全球债券回报超过 5%。此番卓越表现可能归因于盈利增长强劲，欧洲政治风险减弱，美元走弱及美国国债收益率下滑。

我们认为，通胀趋势对于 2017 年下半年市场前景仍旧发挥关键作用。我们仍旧认为最可能出现的经济情境之一是，持续迈向通货再膨胀（即增长更为强劲，通胀小幅上行）。不过，由于预期通胀指标低于 2017 年初的水平，市场看似不甚信服上述观点。通胀进一步下滑将符合我们的摸索前行情境。

从投资角度来看，我们认为摸索前行与通货再膨胀情境两相角逐的局面仍能提供诸多投资机会。我们预计，股票在任一情境下均将表现良好。不过，通胀预期下滑改善债券前景。我们还认为，存在锁定利润的精选投资机会，比如美国科技行业股票投资。

图 1：股票与债券上半年表现强劲

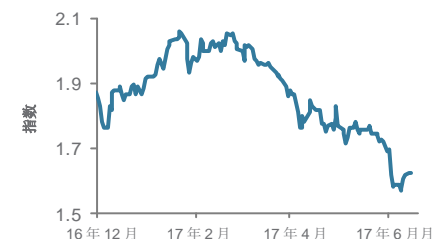
自《2017 年展望》发布以来，主要资产类别表现



资料来源：彭博、渣打

图 2：通胀预期减弱

美国 5 年期通胀保值债券盈亏平衡收益率



资料来源：彭博、渣打

股票仍旧受到良好支撑

全球股票的吸引力仍旧保持不变，正如我们一如既往看好欧元区及亚洲（日本除外）。尽管市场对于通货再膨胀出现的可能性心存犹疑，但考虑到企业盈利强劲及未来预期上修（在上述我们看好的两个地区尤为如此），我们认为股票仍将受到积极影响。同时，鉴于在摸索前行情境下通胀与债券收益率均下行，只要盈利未现显著波动，其将最终利好股市。

尽管我们看好股市前景，但仍认为当下审慎之举是选择性削减投资仓位，锁定上半年部分强劲的市场回报。本月，我们针对长期看好的美国科技行业进行获利了结。尽管我们认为该行业将继续提供绝对正回报，但考虑到其近期强劲的表现及日益高企的估值，我们不太确信其跑赢大盘的能力。

2017 年上半年，我们的投资观点持续面临的一项强劲挑战是油价暴跌及相关股票行业下跌。我们认为油价或已过度下跌。有关美国页岩行业成本持续下降的报告构成风险，但欧佩克及俄罗斯减产，加之新兴市场需求仍旧强劲，至少可以推动油价小幅反弹。

上调债券配置至标配

我们更为看好债券的驱动力是（i）围绕美国国债收益率飙升的忧虑情绪减弱，及（ii）我们愈发看好新兴市场债券。债券投资者最大忧虑之一是，收益率可能大幅上行。主要债券市场（特别是投资级债券）的低收益率意味着，其对于收益率急剧上行引发的潜在资本损失的缓冲作用较小。不过，有关通胀（及收益率）有望维持低位的预期不断增强，意味着债券面临的风险可能已经下降。

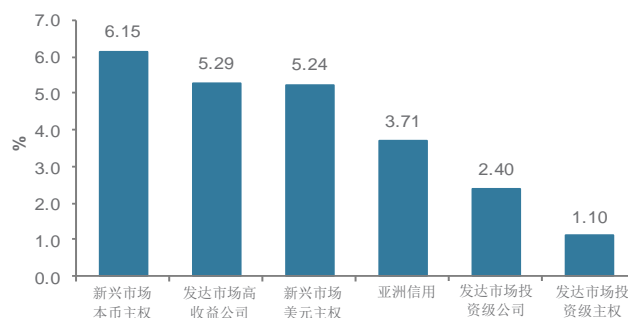
就提高债券配置比重而言，新兴市场债券是上佳之选。美元愈发呈现的窄幅波动走势支持资金流入新兴市场资产并降低了汇兑损失超过本币债券收益的风险。估值对于新兴市场债券的支撑作用远超发达市场债券。最后，相对较高的发行收益率意味着，如收益率最终上升，其亦提供更为显著的收益率缓冲。

因此，我们如同上月一般仍旧看好新兴市场美元政府债券。其收益率略高于 5.0%，具投资吸引。相对于其他众多债券市场偏高的估值而言，该资产类别仍旧具备投资价值。

本月，我们还上调对新兴市场本币债券市场的观点。我们一直认为该市场的收益率吸引。不过，我们更为看好美元前景，意味着我们不甚忧虑该资产类别本币债券的仓位。

图 3：新兴市场债券收益率仍旧吸引

各主要债券资产类别之最低收益率
（截至 2017 年 5 月 31 日，发达市场投资级公司债券及发达市场投资级主权债券的收益率）



资料来源：彭博、渣打

债券前景支持收益策略

我们维持如下确信投资观点，即多资产收益率策略对于收益导向型投资者仍旧奏效，在围绕收益率飙升的忧虑情绪减弱的情况下尤为如此。我们愈发看好新兴市场债券，对该策略构成额外支持。事实上，我们认为聚焦新兴市场的配置策略对于寻求收益的投资者愈发有效。

不过，更广泛而言，按总回报衡量，考虑到我们持有的继续转向通货再膨胀的观点，我们仍旧预计多资产均衡策略的表现将跑赢全球多资产收益策略。

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	●	在持续增长之际, 减少对具有保险功能的资产的需要
 股票	欧元区	●	盈利前景强劲; 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
	亚洲以外新兴市场	●	商品为盈利关键因素; 估值高低不一; 资本流动利好; 政治局势构成风险
	英国	●	英国脱欧谈判笼罩盈利前景; 估值充分; 英镑反弹构成风险
 债券	新兴市场政府 (美元)	●	收益率吸引; 估值合理; 对利率敏感性较高构成风险
	新兴市场政府 (本地货币)	●	收益率吸引; 美元造成的阻力减小; 货币波动性构成风险
	发达市场高收益公司	●	收益率吸引; 违约率持续走低; 估值偏高
	亚洲公司	●	收益率适中; 估值合理; 供需有利
	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	●	强劲的经济势头有望使得欧洲央行退出刺激措施
	美元	●	鉴于欧央行准备削减购债计划, 政策分歧可能到达极限
	英镑	●	英国央行鹰派立场与政治不明朗性之间的角逐
	亚洲 (日本除外)	●	受美元盘整及中国增长稳定的支持
	澳元	●	债券利差收窄及铁矿石价格走弱
	日圆	●	日本央行政策将限制日本债券收益率的上行空间, 美国收益率上行

资料来源: 彭博、渣打

图例: ● 可能跑赢 ● 核心持仓 ● 可能跑输

图 5: 自《2017 年展望》发布以来#转向? 关键主题的表现

主要资产配置观点 (12 个月)	开立日期	绝对	相对
公司债券表现优于政府债券 ^[1]	2016 年 12 月 15 日		✓
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		✗
新兴市场本币政府债券表现将优于其他债券	2017 年 6 月 23 日		✓
欧洲 (英国除外) 股票表现将优于全球股票	2017 年 2 月 24 日		✓
亚洲 (日本除外) 股票表现将优于全球股票	2017 年 3 月 30 日		✓
中国股票表现将优于亚洲 (日本除外) 股票	2017 年 2 月 24 日		✗
韩国股票表现将优于亚洲 (日本除外) 股票	2017 年 6 月 23 日		✓
关键主题 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
均衡配置表现将优于多资产收益配置 ^[6]	2016 年 12 月 15 日	不适用	✓
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
另类策略配置将提供绝对正回报 ^[3]	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	✗
绝对回报投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
看涨欧元/美元	2017 年 4 月 28 日	✓	
看涨美元/日圆	2017 年 6 月 30 日	-	
看跌澳元/美元	2017 年 6 月 30 日	-	
看涨布伦特原油价格	2016 年 12 月 15 日	✗	
看涨欧元区银行业股票	2017 年 4 月 28 日	✓	
看涨美国浮动优先贷款	2016 年 12 月 15 日	✓	
看涨韩国股票	2017 年 5 月 5 日	✓	
已结束的投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
美国科技股将提供正回报, 表现优于美国股票 (截至 2017 年 6 月 23 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
“新中国”股票将提供正回报 (截至 2017 年 6 月 9 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用
看涨美元/人民币 (截至 2017 年 6 月 2 日)	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 (截至 2017 年 5 月 25 日)	2016 年 12 月 15 日	不适用	P
印度股票将提供正回报, 表现跑赢亚洲 (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 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	不适用
看好澳元/美元 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	不适用

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 6 月 29 日期间或该策略观点结束时的表现

^[1] 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

^[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

^[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] 均衡配置由全球股票的 50% 与全球固定收益的 50% 组合而成

✓ - 正确买入判断; ✗ - 错误买入判断

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。

对于客户重点问题的观点



您是否仍旧确信“转向通货再膨胀”主题？

我们的“转向通货再膨胀”主题包含两方面：增长加速及通胀适度上行。在《2017 年展望》报告之中，我们表示，我们“不确信这些转变将如众人预期的那般突然”。此看法经证实具有先见之明。预计今年全球增长仍将加速，但通胀预期回落至 2016 年水平（见图 6）。

展望下半年，我们预计通胀压力降略微增强，但这可能需要商品价格再度触底，和/或薪资压力加剧。如发达市场转向力度更为强劲的财政刺激政策，则该趋势将可能加强。

从投资角度来看，这意味着我们继续预计多资产收益配置策略将创造 4-5% 的收益率，源于利率与债券收益率预计仅将逐步上行。不过，其还意味着我们将继续向更多股市周期性行业配置资产，而非单独依赖高股息率股票。

图 6：增长更为强劲，通胀预期下滑

围绕 2017 年全球经济增长与通胀率平均预期的演变过程



资料来源：彭博、渣打

截至 2017 年 6 月 22 日

政治与地缘政治忧虑是否已经见顶？

我们继续预计未来几年风险显著。在美国，政治环境仍旧不稳定，总统难与国会发展建设性工作关系。在亚洲，仍不明确领土争端及朝鲜日益高涨的好战情绪将如何和平解决。在中东，近期针对卡塔尔实施的禁令彰显出更具对抗性的地缘政治格局。上半年欧元区政治风险下滑，与我们的预期一致，但我们认为将于 2018 年第 2 季举行的意大利大选仍是欧洲统一面临的主要风险。

利好消息是，美国总统特朗普并未履行关于贸易的大量竞选前承诺（贸易实际已经加速）。尤其是，特朗普放弃将中国列为汇率操纵国。不过，如美国经济陷入衰退（我们预计短期内不会出现），此番平静之势可否维继亦不得而知。经济衰退将加剧美国迈向民粹主义与民族主义情绪的更长期趋势。



您预计下次经济衰退何时爆发？

通常而言，经济衰退存在三大起因：外部冲击、信贷供应严重过剩或通胀压力持续增加。显然，第一起因极难预测，但考虑到上述政治/地缘政治格局，我们认为外部冲击导致经济步入衰退的风险略高于正常水平。

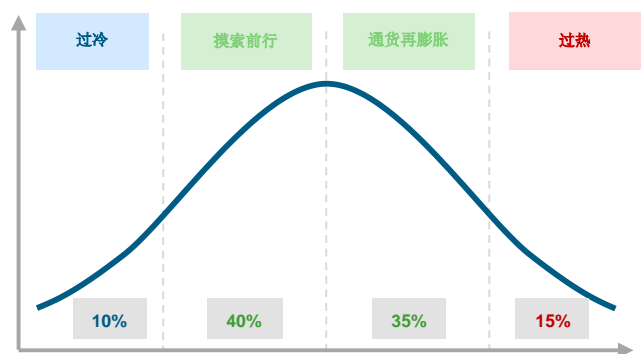
关于第二起因，尽管过去几年金融资产估值已经普遍大幅上升，但我们认为未来 12 个月不存在可以引发衰退的信贷供应过剩。

这导致通胀急剧上行的风险，可能促使美联储将抗通胀的优先级列于促增长之前，从而引发衰退的风险。不过，由于油价下跌且美国薪资压力未能增强，近几个月通胀预期下降。因此，我们认为，近几个月经济过热的风险实际上已经下降。

我们的核心情境是，未来 12-18 个月，美国及全球经济将继续以合理步伐增长。单纯从统计学角度来看，未来 12 个月任何时间内衰退爆发的概率为 20%。考虑到美国就业市场复苏的时长及紧缺程度，我们认为目前条件概率略高。

图 7：过热风险可能已经下降

广泛的全球经济情境及我们对其概率的观点



资料来源：渣打全球投资委员会



您对油价作何展望？

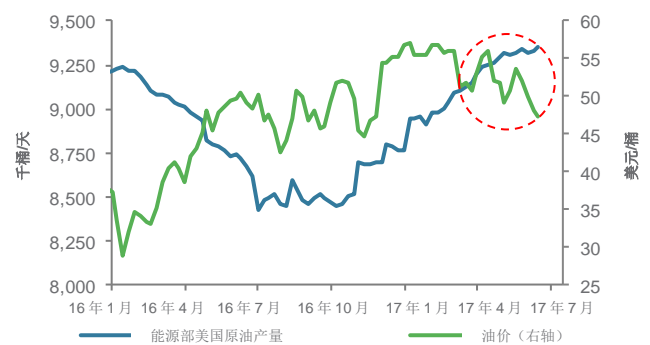
上半年我们多数投资观点均表现良好（参见第 6 页）。不过，迄今为止表现最差的投资观点是，我们预期油价将于 2017 年上涨。

我们继续认为，供应过剩的情况正在减弱，从而将最终推升油价。毫无疑问，美国页岩油产量恢复增长的速度超出我们的预期，同时盈亏平衡成本似乎已经显著下降。不过，石油需求持续增长，欧佩克在限制供应方面卓有成效且库存正在下滑。

假定上述情况持续，油价反弹之日有望到来。我们不太确信年末油价将达到 60-65 美元/桶，但我们认为年末油价高于 45 美元/桶的概率为 75%。

图 8：石油市场持续聚焦美国不断攀升的原油产量

美国原油总产量与布伦特油价（美元/桶）



资料来源：彭博、渣打

宏观概况

对投资者的启示

01

由于欧元区与亚洲增长预期上调，全球增长预期适度增强

02

在油价下跌及薪资压力消失之际，上半年通胀预期减弱

03

未来 12 个月美联储有望加息两次，欧央行可能开始削减购债计划

增长稳定，通胀放缓

- 核心情境：**我们预计全球经济仍将缓慢转向适度强劲增长模式，尽管通胀预期已经走弱。欧元区与亚洲的经济活动坚挺，抵消美国经济减速的不利影响。
- 政策前景：**在充分就业及通胀低于目标之际，美联储有望于明年加息两次。欧央行可能于 2018 年上半年削减刺激计划。中国可能维持财政/信贷刺激政策，同时收紧货币政策。
- 主要风险：**a) 通缩意外；b) 新兴市场增长走弱；c) 因通胀意外而导致美联储加息步伐快于预期；d) 欧央行提前削减刺激计划；e) 中东、北亚及与意大利选举相关的地缘政治风险。

摸索前行与通货再膨胀之间的角逐

我们的全球投资委员会（GIC）认为，未来 12 个月通货再膨胀或摸索前行情境发生的综合概率为 75%（参见第 8 页）。不过，在全球通胀下滑之际，摸索前行情境（增长适度及通胀水平较低）的前景（40%）在近几个月略微增强。欧元区与亚洲的增长预期上修，有助抵消美国经济活动放缓的影响。通胀或通缩下行仍旧是外部风险（概率分别为 15% 和 10%），彰显已发展经济体就业市场收紧与油价下跌之间的角逐。地缘政治仍是另一项风险来源。

图 9：欧元区与亚洲增长上行有助抵消美国增长放缓的不利影响

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	增长与通胀指标已从 1 季度高点减速。美联储可能在未来 12 个月加息两次
欧元区	●	●	●	●	通胀预期仍处于上行趋势，但通胀已自 1 季度高位放缓。欧央行可能于今年晚些时候表示削减刺激力度
英国	●	●	●	●	消费者遭遇薪资增长放缓及通胀上行的困境。随着通胀上行，英国央行承受加息压力
日本	●	●	●	●	在出口强劲之际，增长仍高于趋势水平。由于通缩忧虑重新浮现，日本央行维持刺激政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	增长预期上修。尽管中国央行收紧货币政策，但财政与信贷政策仍旧利好
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西与俄罗斯摆脱为期两年的衰退走势。通胀持续下行可能支持央行进一步实施宽松举措

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ● 利好风险资产 ● 中性 ● 利淡风险资产

美国 – 强劲的就市场未能提振通胀

强劲的就市场推动消费：美国失业率控制在 16 年低位，有助支持消费驱动型增长。该情况反映在房屋销量攀升及服务业活动良好。不过，部分行业，尤其是汽车销量，正在呈现饱和迹象。在财政刺激预期减退之际，近期经济数据意外下行。

美联储逐步收紧政策：在油价下跌及薪资增长受到抑制之际，美国通胀预期下滑。这可能使美联储得以维持其逐步撤销刺激政策的计划。我们预计，未来 12 个月美联储将加息两次，不过加息步伐可能改变，取决于缓慢缩减资产负债表计划的影响。

欧元区 – 上调增长预测

不断减弱的政治风险提振信心：在政治风险减弱之际，欧元区信心指标继续上行。市场愈发预期，法国总统马克龙在赢得议会选举之后将推进广泛的改革。不过，南欧经济严重萧条，使得该地区通胀水平维持低位。

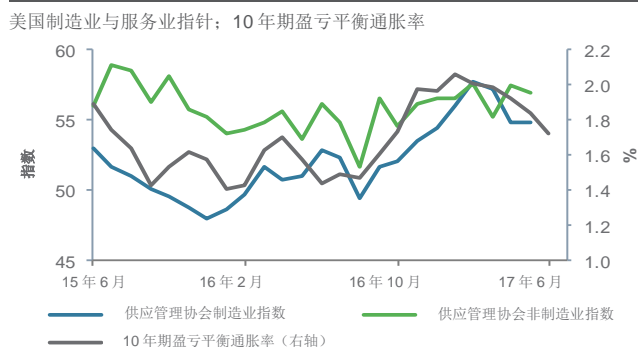
随着通胀放缓，欧央行获得一定空间：在一定程度上由于油价下跌，通胀预期下滑，从而为欧央行开始结束刺激政策提供一定时间。我们预计欧央行将于 2018 年上半年开始削减购债计划。

英国 – 消费型经济面临风险

通胀损害购买力：英国零售额延续下滑之势，彰显出由于通胀持续上行与薪资增长放缓，这一消费主导型经济体面临的风险。首相文翠珊未能在提前大选之中赢得多数席位，从而加重围绕英国脱欧谈判的不明朗性。

英国央行的权衡之举：随着通胀率逼近 3%，英国央行的加息压力与日俱增。英国央行行长卡尼（Carney）表示考虑到英国脱欧的风险，维持利率不变。不过，如通胀进一步上行，可能迫使英国央行采取行动。

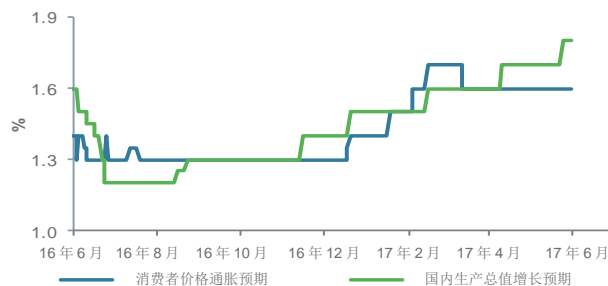
图 10：美国经济活动指标坚挺，但长期通胀预期在 1 月份见顶之后已趋于下行



资料来源：彭博、渣打

图 11：欧元区增长预期继续上修，不过通胀预期已经下滑

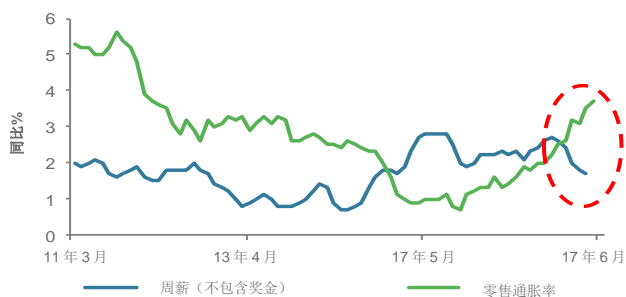
2017 年欧元区国内生产总值平均增长预期及消费者价格通胀预期



资料来源：彭博、渣打

图 12：英国不断攀升的通胀压力及持续放缓的薪资增长可能在未来几个月损害国内消费

英国零售通胀，同比%；英国周薪（不包含奖金），同比%



资料来源：彭博、渣打

日本 – 经济高于趋势增长率，零通胀

出口驱动型增长：近年日本经济的增长继续高于其趋势增长率。自去年以来日圆走弱，加之全球贸易复苏，共同提振出口。考虑到油价较低及去年财政刺激政策的影响，国内需求还出现逐步加强的迹象。不过，增长势头可能正在见顶。

通缩压力使得日本央行维持宽松政策：日本核心通胀率（扣除食品与能源）目前处于 0%，彰显出通缩压力依旧较大，尽管增长指标回升。因此，我们预计未来 12 个月日本央行不会上调 10 年期日本国债收益率目标，收紧其政策。

中国 – 消费上扬

持续转向消费驱动型经济：中国服务业活动及国内零售额仍旧强劲，尽管制造业出现放缓迹象。短期利率持续上行及信贷紧缩看似已对小型制造业造成影响。不过，货币供应及“实际”经济数据仍旧稳健，表明整体经济活动坚挺。

致力稳定增长：我们预计在 4 季度党代会召开之前，决策者将维持接近 6.5% 的增长目标，同时采取措施缓解金融行业风险。这将包括维持选择性财政与信贷刺激政策，同时收紧短期货币政策以遏制过度的金融杠杆。

新兴市场 – 逐步复苏

亚洲国内增长驱动力：近几个月亚洲增长预期上修，部分得益于稳健的全球贸易。受基数效应影响，出口放缓，我们预计中国、印度及韩国新政府为支持国内消费将维持财政刺激举措，从而支撑该地区卓越的增长表现。

巴西与俄罗斯摆脱衰退：上半年巴西与俄罗斯摆脱为期两年的衰退。持续下降的通胀率有望推动进一步降息。不过，巴西重新浮现的政治不明朗性已经导致增长预期下行并使得增长前景蒙上阴影。

图 13: 受强劲的出口支持，日本制造业活动仍旧稳健，但近期通缩压力已经增强

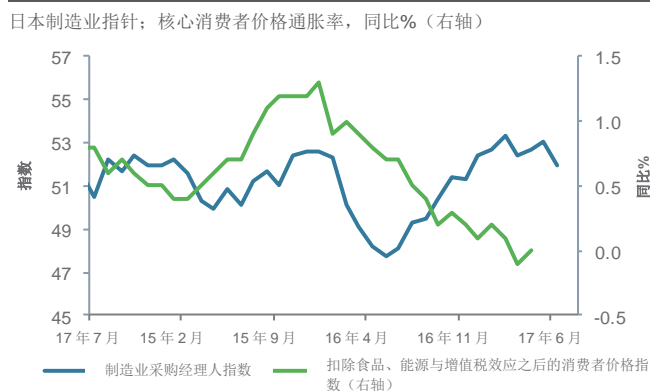
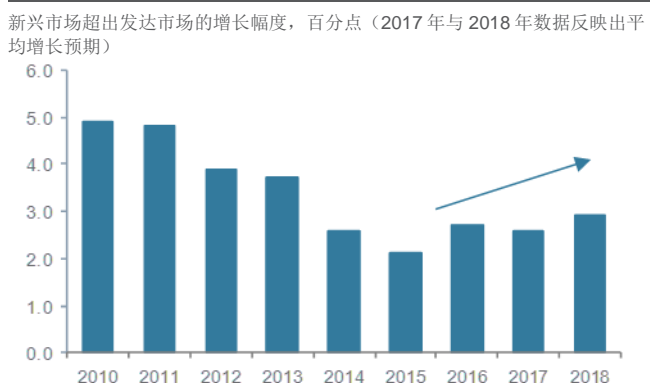


图 14: 日本经济活动看似已经见顶，尽管货币政策收紧，但货币供应仍旧坚挺



图 15: 新兴市场较发达市场卓越的增长可能于今年放缓，但 2018 年将加速





债券



对投资者的启示

01

通胀上升顾虑缓解，债券配置上调至中性

02

看好新兴市场美元和本币债券

03

看好发达市场公司债券高于政府债券

加大债券配置

- 我们主张上调债券配置，主要基于通胀上升顾虑的缓解降低了美国国债收益率激增风险，以及愈发看好新兴市场政府债券。
- 上月我们上调新兴市场美元政府债券，本月上调新兴市场本币债券，两者皆为我们看好的债券领域。亚洲美元债券作为核心持仓的观点仍然不变。
- 在发达市场，我们仍看好公司债券多于政府债券，预计随着收益率小幅上升，公司债将表现优异。我们认为发达市场投资级公司债和发达市场高收益公司债仍为核心持仓。

图 17：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，估值合理，基本面利好
新兴市场本币	▲	●	●	●	●	发行收益率具吸引力，美元大幅走强的风险降低
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	防御性配置。受中国风险情绪影响
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	发行收益率具吸引力，但被昂贵估值所抵消
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	●	回报面临货币政策支持力度下降的挑战

资料来源：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

图 16：当前市场行情

债券	收益率	1 个月 回报
发达市场投资级政府	*1.1%	0.7%
新兴市场美元政府	5.3%	0.3%
新兴市场本币政府	6.2%	1.1%
发达市场投资级公司	*2.4%	1.1%
发达市场高收益公司	5.3%	0.4%
亚洲美元	3.8%	0.4%

资料来源：彭博、渣打

*截至 2017 年 5 月 31 日

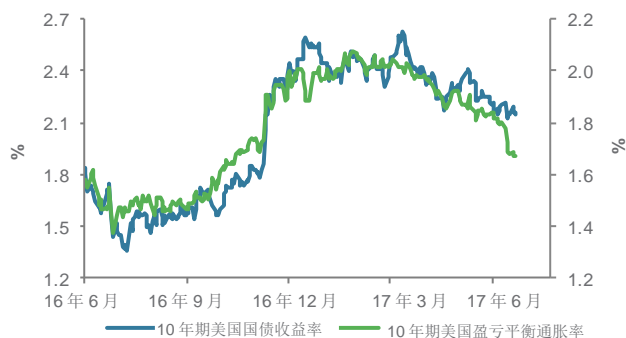
发达市场投资级政府债券 - 较为看淡

尽管近期收益率下降，我们仍维持对发达市场投资级政府债券的谨慎立场。美联储料将加息，美国国债 10 年期收益率年末预计将高于当前水平，意味着债券价格面临下行风险。近期美国国债收益率反弹，但考虑该类债券仓位较高，出现反弹在意料之中。即便如此，由于通胀水平处于低位，与年初相比，我们对国债收益率激增风险的顾虑反而缓解。如欧洲政治风险不会意外增加，我们预计随着欧洲央行计划减少购债规模，德国国债收益率将一路上行。



图 18: 通胀预期仍为 10 年期美国国债收益率推动因素

10 年期美国国债收益率与 10 年期美国盈亏平衡通胀率



资料来源: 彭博、渣打

我们预计美国 10 年期国债收益率近期将在 2.00-2.50% 区间, 未来 12 个月料将小幅上行至 2.25-2.50% 区间。短期收益率主要受美联储加息影响, 我们预计短期收益收益率 (两年期) 和长期收益率 (10 年期) 的差异明年将有所收窄。总之, 我们倾向于将以美元计价的债券期限保持在适度范围内 (5-7 年), 主要基于在适度的收益率和利率敏感性方面较为均衡。

新兴市场美元政府债券 – 看好

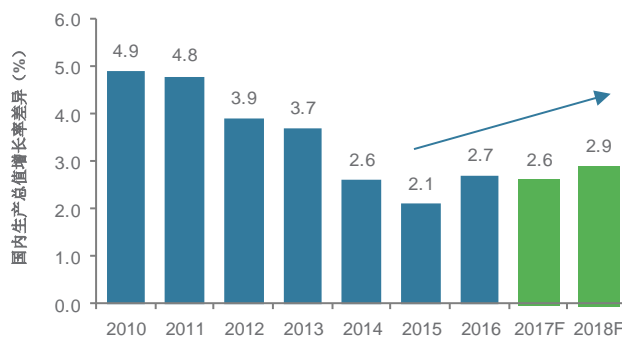
新兴市场美元政府债券仍是我们看好的债券子资产类别, 该类债券收益率颇具吸引力, 达 5% 以上, 另外新兴市场发展强劲, 受美国国债收益率大幅走高的影响风险较小等皆为我们看好此类债券的原因。尽管其估值略高于过往均值, 但与其他债券子资产类别相比, 仍显得较为合理。

关于中东地区近期局势我们认为不必过度关注, 因该地区债券占全部债券的比例较小。尽管近期出现了一系列事件, 仍有资金流入新兴市场美元政府债券。

以上观点的主要风险在于油价和基础金属价格进一步下滑, 以及新兴市场地缘政治风险升级。同时, 新兴市场美元政府债券与其他子资产类别相比对利率的敏感性相对较高, 如美国国债收益率大幅走高同样会对其回报造成不利影响。

图 19: 新兴市场强劲增长利好新兴市场美元政府债券

新兴市场与发达国家过往经济增长差异及 2017 年与 2018 年增长预测市场预期



资料来源: 彭博、渣打

发达市场投资级公司债 – 核心持仓

我们仍然秉持发达市场投资级公司债作为核心持仓的观点, 将其视为配置高质量债券的有效途径。其发行的收益率溢价或信用息差令其表现优于政府债券。

尽管收益率溢价低于长期平均, 但考虑到其他避险资产价值较为缺乏, 发达市场投资级公司债收益率或窄幅波动。2017 年到目前为止, 美国和欧洲公司信用评级上调数量高于下调数量, 其信用质量状况较为利好。

发达市场高收益公司债券 – 核心持仓

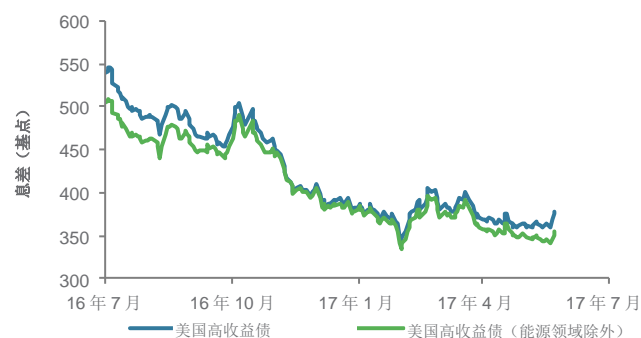
发达市场高收益债券年初经历开门红之后, 受估值愈发昂贵影响, 其发展势头逐渐放缓, 因此我们 5 月提出降低该类债券配置。

我们看来, 过去一年违约率明显下降, 投资者风险降低, 即便此类债券估值偏高也不为过。但是, 近期油价下降, 令能源领域股票重新成为市场焦点。如油价持续低迷不振, 虽然这并非核心情境, 但会导致违约率逐渐有所抬头, 从而进一步引发债券价格下滑。



图 20: 能源领域股票为近期美国高收益债券收益率主要推动力量

美国高收益债与美国高收益债（能源领域除外）息差或收益率溢价



资料来源: 巴克莱、彭博、渣打

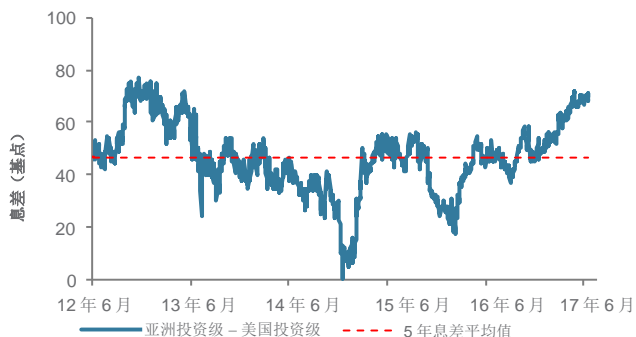
美国优先浮息贷款仍为高收益债券的替代之选，且具有一定吸引力，原因为其票息随着利率增加而不断调整。过往分析表明，美国优先浮息贷款在收益率日益上升的环境下，是为数不多的可以持续产生正回报的资产类别。

亚洲美元债券 – 核心持仓

我们仍然认为亚洲美元债券是新兴市场债券中的防守型资产类别，依然将其作为核心持仓。亚洲美元债券平均信用质量过去十年不断提高，该债券在市场近期频繁震荡期间其波动性较低，即便该债券估值与过往均值相比略显昂贵也显得较为合理。

图 21: 亚洲投资级美元债券较其美国同类债券收益率更具吸引力

亚洲投资级和美国投资级公司债息差（收益率溢价）



资料来源: 彭博、渣打

亚洲美元债券的本地投资者数量较多，如新兴市场情绪转差，则受资金外流的影响较小。亚洲投资级美元信用债与美国同类债券相比，其收益率更胜一筹，不失为我们配置投资级公司债的上选。

该类债券对中国市场的依赖程度较高，此特点即是信心来源同时也是大风险。虽然中国宏观经济环境料将保持稳定，以及受境内债券收益率上升的影响有限，如有关中国市场的顾虑卷土重来，亚洲美元债券将受到大幅影响。

新兴市场本币债券 – 看好

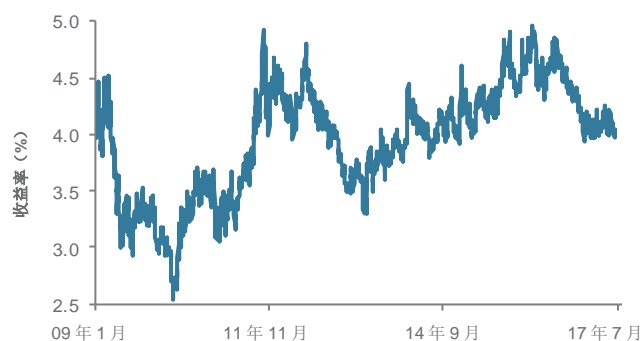
随着过去数月我们对新兴市场债券的信心稳步提升，我们将新兴市场本地货币政府债券上调为看好的持仓债券之一。

我们对此类债券更为积极的观点主要基于以下原因：(i) 与发达市场国家相比，新兴市场经济增长预期有所提高，(ii) 收益率可观，达 6% 以上，(iii) 通胀压力较小，部分特定国家有降息空间，从而资本利得增加，以及 (iv) 美元升值风险逐渐减弱，否则对国际投资者会造成不利影响。

近期来看，新兴市场货币存在小幅走弱的风险，成为入手良机。新兴市场地区的地缘政治风险、商品价格下跌以及美元大幅走高仍是我们以上观点的主要风险。

图 22: 新兴市场本地货币政府债券较美国国债收益率更高一筹

摩根大通新兴市场本币债券指数和 10 年期美国国债收益率差异



资料来源: 彭博、渣打



股票



对投资者的启示

- 01** 全球股票是我们看好的资产类别
- 02** 欧元区和亚洲（日本除外）是我们看好的区域市场
- 03** 看好亚洲（日本除外）地区内的中国与韩国

盈利 – 利好因素

- 全球股票仍为我们看好的资产类别。尽管我们的基础情境过去6个月以来从再通胀略微回归至摸索前行，全球股票前景仍然稳健，主要得益于盈利增长势头充满韧性的支撑。
- 欧元区是我们看好的区域。公司盈利增长可见性高，主要基于经济数据强劲和经营杠杆较高等因素，而政治风险减退或引发重新估值。
- 我们对亚洲（日本除外）股票同样青睐有加，该地区公司基本面改善，相对估值较低，且美元大幅走强可能性较低或造成资金进一步流入该地区。
- 在亚洲（日本除外）地区，中国与韩国是我们较为看好的市场。中国最近A股纳入明晟新兴市场指数，以及盈利趋势改善都是利好因素。韩国市场或受惠于宽松的财政政策，公司治理改善以及较高的股息率。
- 我们看好以上股票观点的主要风险包括高估值、通缩意外下行以及新兴市场如中国等增长放缓。

图 23: 当前市场行情

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%	2420
欧元区 (斯托克 50)	15 倍	1.6 倍	17%	3471
日本 (日经 225)	14 倍	1.3 倍	11%	20,220
英国 (富时 100)	14 倍	1.8 倍	14%	7,350
明晟亚洲 (日本除外)	13 倍	1.5 倍	14%	629
明晟新兴市场 (日本除外)	11 倍	1.3 倍	18%	1336

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6月29日

图 24: 欧元区和亚洲（日本除外）是我们看好的区域；英国股市最为看淡

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	▲	●	●	●	●	●	经济发展动力强劲，盈利可见性高
亚洲（日本除外）	▲	●	●	●	●	●	投资者情绪较高，估值具吸引力成利好因素
日本	◆	●	●	●	●	●	日本央行进一步采购交易所交易基金（ETF）以及股票回购限制下行空间
美国	◆	●	●	●	●	●	如需引发重新估值公司税赋改革
新兴市场（亚洲除外）	◆	●	●	●	●	●	可抗御美国加息
英国	▼	●	●	●	●	●	政治风险犹存

资料来源: 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



欧元区股票 – 看好

欧元区仍是我们看好的股票市场之一。欧元区政治不明朗程度减弱，尤其是法国议会选举之后变得有所清晰。意大利两大区域性银行正在进行资本重组，凸显意大利在解决 3,500 亿欧元坏账方面取得的进步。

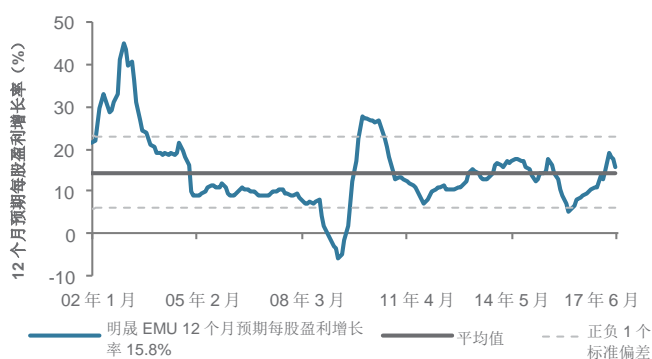
与其他发达市场相比，欧元区经济数据与盈利趋势向好，投资者信心提高，或促使更多资金流入欧元区。尽管欧元区近期资金流入加快，但 2016 年流出欧洲的资金仅有 40% 今年重返欧洲。

当前，欧元区公司净利润率为 5.6%，远低于 2008 年时 7.1% 的历史高位。欧元区经济发展势头强劲，市场需求扩大或提高公司利润率，盈利前景向好。较全球股票而言，欧元区股票估值相对较为合理，12 个月市场预期市盈率为 14.6 倍，较发达市场股票估值折价约 8.3%。

欧洲央行政策收紧，坏账情形恶化以及意大利选举结果不利是我们看好欧元区股票观点的主要风险。

图 25: 欧元区稳健的经济发展势头预示盈利增长前景向好

12 个月预期盈利增长率市场预期



亚洲（日本除外）股票 – 看好

我们对亚洲（日本除外）股票持积极观点。近期流入该地区的外资受投资者对中国与韩国股市兴趣较高且有望持续。机构投资者预计将减持约 5% 的亚洲（日本除外）股票，说明尚有外资流入该区域的进一步空间，尤其是在美元不会出现大幅走高的情况下。

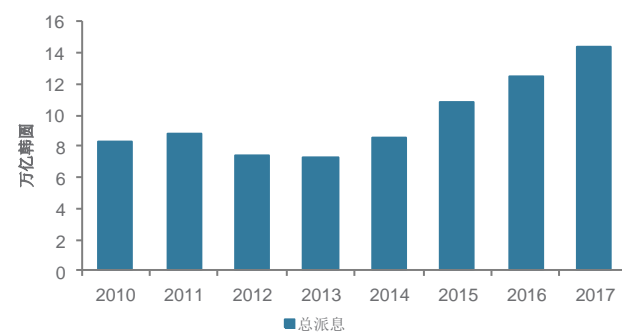
亚洲（日本除外）股票估值与全球其他地区相比，仍充满诱惑力，其 12 个月预期市盈率为 13.1 倍，较全球股票估值折价 17.9%。尽管该区域盈利修正上调，但随着商品和半导体价格下跌，利润率降低，该趋势会有所缓解。

中国仍然是我们亚洲（日本除外）看好的市场。近期中国 A 股纳入明晟新兴市场指数，人民币企稳，有望提振市场情绪。中国领导层 2017 年 10 月-11 月将进行换届选举，中国或继续保持宽松的财政和货币政策。

另外，我们将韩国上调至看好市场之列，主要出于宽松财政政策预期及公司治理有所改善的考虑。在公司盈利提高以及股东回报政策改善的情况下，股息率也会有所增长。

图 26: 韩国股息率有进一步提高的空间

韩国公司过去 8 年派息总和





美国股票 – 核心持仓

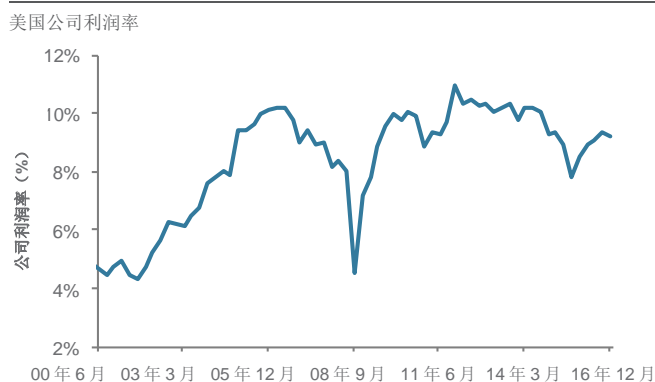
精选经济数据表现强韧，如新增就业岗位形势向好以及宽松的金融环境均利好美国股票。此外，近期美国公司再度兴起股票回购，成为推动美国股票的另一大因素。2016 年股票回购活动从其高位下滑，成为当年对美国股市有所顾虑的一大原因，因为股票回购高峰一般与股市表现高峰达到同步。如今股票回购活动明显增多，美国大盘股以及中等市值的公司首当其冲。

从不利因素方面来看，美国股市估值仍处于高位，其 12 个月预期市盈率为 17.8 倍。尽管盈利修正近期上行，鉴于我们的美国公司利润率的核心情境并未发生大幅改变，因此 11.3% 的 12 个月盈利增长率出现意外上升的空间有限。

在此形势下，我们认为如需进一步重估，公司税赋改革为助推因素。如该项改革规模和时间有任何不尽人意的情况，则会引发美国股市回落的风险。

此外，我们已结束了买入美国科技股的观点。自 2016 年 12 月提出该观点以来，共产生 19% 的回报，其表现大幅跑赢标普 500 指数，但当前估值过高，因此我们决定结束该观点。

图 27: 美国公司利润率意外上行的可能性较低



资料来源: 圣路易联储银行经济研究部、渣打

新兴市场（亚洲除外）股票 – 核心持仓

我们仍将新兴市场（亚洲除外）作为核心持仓。虽然美联储近期会保持其鹰派立场，但鉴于经常账户赤字头寸大幅改善，以及美元未来 12 个月将保持窄幅波动的预期，新兴市场（亚洲除外）对美国加息的抗冲击能力更强。以上情形构成新兴市场（亚洲除外）资本流入和资产价格的有利环境。

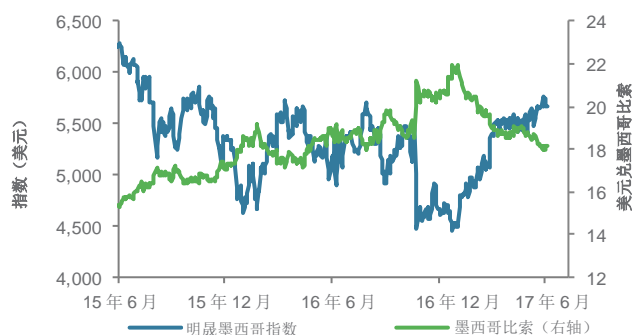
新兴市场（亚洲除外）股票的 12 个月预期市盈率为 11.4 倍，高于其过往均值（10.6 倍），出现以上情形主要基于该区域公司利润率和公司治理发生了结构性改善。

明晟新兴市场（亚洲除外）的 12 个月预期盈利增长率仍较为稳健，达 18.2%，但近期铁矿石和石油价格疲软或对该预测构成一定风险。

不断上演的政治风险，如巴西的政治局势对以上利好因素造成不利影响。尽管法院已驳回总统米歇尔·特梅尔（Michel Temer）腐败案，但仍有呼声要求缩减特梅尔的任期，或者其实施经济改革的举措将会受阻。

图 28: 墨西哥股市受益于外汇收益大涨

明晟墨西哥指数表现（美元）与美元兑墨西哥比索对比



资料来源: FactSet、渣打



日本股票 – 核心持仓

与其他全球各国央行未来 12 个月料将收紧政策的态度相反，我们认为日本的基础情境仍然是日本央行保持其当前的货币政策。这造成日圆进一步升值的空间有限，并再次印证了我们看跌日圆未来 12 个月走势的观点，但对日本公司盈利构成利好。

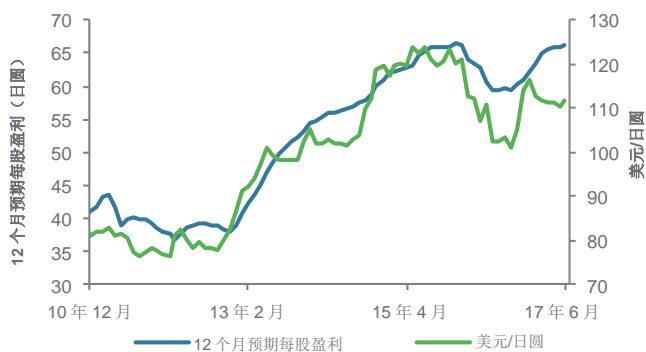
除受日圆走向以外，公司盈利（12 个月市场预期每股盈利增长率为 10.5%）同时会受到减低成本倡议的提振，尽管当前盈利增长率仍然较为低迷。同时，日本股市估值具有吸引力，12 个月预期市盈率为 14.5 倍，低于其过往均值（17.0 倍）。

最后，日本央行进一步采购交易所交易基金（ETF）以及公司股票回购活动加强，同样对股市形成利好。

尽管我们仍将日本股票作为核心持仓，但我们认为其他区域的价值和推动重新估值的因素更为突出。

图 29: 日圆疲软有利于公司盈利

日本股票 12 个月预期每股盈利对比美元兑日圆



资料来源: FactSet、渣打

英国股票 – 较为看淡

英国大选结果出人意料，保守党痛失多数席位，政治不明朗局势或延长，促使制定更多以国内为主的政策。英国脱欧谈判于 2017 年 6 月 19 日开始，其进展同样将为近期谈判定下基调。

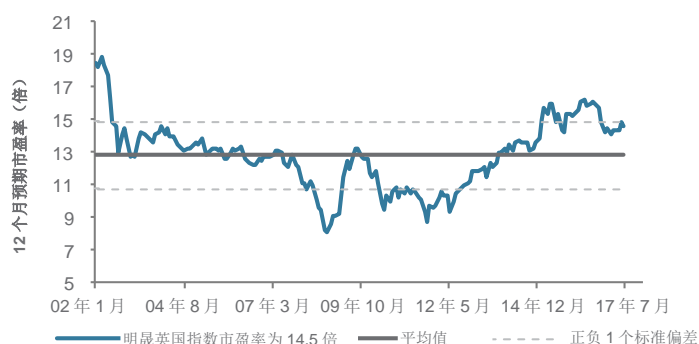
英国公司 60% 以上的营业收入来源于国外，因此英镑走势成为关键。我们认为英镑下行空间有限，标志着推动盈利增长一大因素缺失。关注重点或转向国内市场经济的表现，但实际薪资下降和围绕英国脱欧造成的经济不确定性构成压力。

英国股市表现近期落后于全球及欧元区股票，但其估值仍处于市场预期水平，其 12 个月预期市盈率为 14.5 倍，高于其过往均值（12.8 倍）。虽然市场预期 12 个月预期盈利增长率较为稳健，达 12.7%，但英国持续不断的政治动荡局势造成可见性较低。

防御型市场中的高股息率股票，如英国股票，在摸索前行的情境中会表现较好，但我们认为该市场缺乏意义重大的市场重新估值的催化剂。较其他区域，我们对英国股市保持审慎。

图 30: 英国股市 12 个月预期市盈率仍处于高位

明晟英国指数市盈率



资料来源: FactSet、渣打



股票衍生工具

利用衍生工具“转向”

在当前市场环境下，投资者经常在再通胀和摸索前行的情境中调整方向，股票衍生工具为投资者表达自身观点提供了灵活性，不再仅仅局限于买入或卖出。

在上期《全球市场展望》中，我们重点介绍了投资者沽出美国金融股和全球多元化矿企的看跌期权存在潜力。虽然美国金融股小幅上涨，而由于美国 10 年期国债收益率回落和逐渐从再通胀情境，全球多元化矿企现价面临压力。但是，由于多元化矿企的波动性高，虽然看跌期权的沽方在期权行使价方面有一定的缓冲，但股票的直接买方会受到损失。

我们认为如今投资者可在石油领域寻找投资机遇。美国石油产量继续意外上行，是造成石油下跌的主要原因。但是，三大因素会限制石油价格的下行空间：1) 美国石油产量接近 2015 年时的峰值水平，盈亏平衡点近期不会出现急剧下降，2) 季节性需求增强，对石油库存构成压力，3) 我们预计新兴市场石油需求将持续增长。

在此背景下，投资者可在石油领域寻找投资机遇，通过沽出看跌期权产生收益。比较保守的投资者可集中于石油服务和细分领域方面，这些领域受石油价格波动的影响较小。

图 31：美国石油供应拖动石油价格下滑



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 6 月 22 日

美国科技股是另一大关注领域。自我们 2016 年 12 月推出买入该类股票的观点后，已产生了 19% 的回报，此观点目前已结束。尽管我们仍对该领域股票长期前景充满信心，但是存在以下风险：1) 投资者转向其他领域进行配置的风险上升；2) 估值昂贵，12 个月市场预期市盈率为 18.4 倍，3) 税务改革推迟或结果不尽人意会对该领域造成不利影响。

图 32：美国科技股估值昂贵



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 6 月 22 日

鉴于以上背景，投资者可考虑在一定程度上缩减该领域配置。但是，由于该领域表现颇为不俗，众多投资者会希望“再持有一段时间”，认为这些股票尚有“些许发展空间”。

对于这类投资者来讲，就其目前持有股票多仓沽出看涨期权也是一项选择。该策略可允许投资者将这些美国科技股票以高于当前价格水平“目标卖出”。当然，其风险在于股票价格在尚未达到目标水平时便开始下跌。



商品



对投资者的启示

- 01 油价将逐步走高
- 02 金价上行空间预计有限
- 03 基础金属价格仍存在进一步适度下探的可能

败而未溃

- 全球经济继续稳健增长，中国增长放缓风险依然较低，预计商品价格将温和上扬。
- 在供需基本面的持续支撑下，2017 年下半年原油价格料将走高，但这一上行调整可能需要一些时日。
- 预计黄金总体将维持窄幅波动（1,200-1,300 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 34：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
石油	◆	●	●	●	不适用	●	●	欧佩克减产和季节性需求变化将对油价构成支撑
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	全球收益率上升将令黄金面临压力
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	在供过于求的持续压力下价格或将进一步回落

资料来源：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

原油供给基本面是关键

由于供需状况依然有利，因此我们继续看好商品类资产的整体走势。虽然近来“摸索前行”情境的可能性有所增加，但全球经济增长前景依然稳健，中国经济中期有望维持稳定。

油价暴跌牵动市场神经，投资者聚焦高企的美国原油库存。虽然季节性需求变化以及欧佩克和俄罗斯继续减产的坚定决心料将对油价构成支撑，但我们认为年底油价达到每桶 60~65 美元的可能性不大。

虽然近来金价走势得到了美国国债收益率下滑的支撑，但其涨势或难为继。在全球收益率全线上升的预期大背景下，金价上行空间料将有限。

工业金属方面，就目前而言，需求状况整体变化不大，但供给方面的忧虑以及中国政策走向依然是两大主要风险因素。

图 33：当前市场行情

商品	当前水平	1 个月回报
黄金（美元/盎司）	1,246	-1.9%
原油（美元/桶）	47	-9.9%
基础金属（指数）	114	2.3%

资料来源：彭博、渣打



原油 – 长期依然看好

近期油价暴跌源于市场担心美国页岩油产量高于预期或令欧佩克控制原油供给量的努力付诸东流。虽然近来中东地缘政治风险加剧，但我们认为其对油价的影响不会太大。整体而言，我们认为油价在当前基础上不会出现大幅下跌。

在我们看来，虽然欧佩克和俄罗斯就延长减产协议达成共识对油价形成了支撑，但这一利好作用可能会因美国、尼日利亚和利比亚产量激增受到削弱。鉴于美国页岩油产量已逼近历史峰值，随着油价跌破生产商盈亏平衡点，产量将随之下滑。我们认为从历史数据看，欧佩克会继续遵守减产协议，促使市场实现再平衡。

黄金 – 逢高削减投资

预计金价将维持在 1,200-1,300 美元/盎司区间，这一上落趋势将维持至 2018 年初。在我们看来，近期金价上扬源起市场对实际收益率下滑的担忧，我们倾向于在金价逼近每盎司 1,300 美元时减仓。

尽管美联储年内加息概率下降，但我们仍认为各国央行会逐步上调利率，美元不会显著走弱。因此，我们认为美国和日本国债收益率料将走高，由此推高实际收益率。在上述大背景下，金价上行空间应当较为有限。

工业金属 – 维持有限投资

我们认为，工业金属市场的基本面尚未出现足以让我们看好的显著改观。我们注意到近期铜价上扬的同时铁矿石价格持续下滑，部分品种走势出现分化。

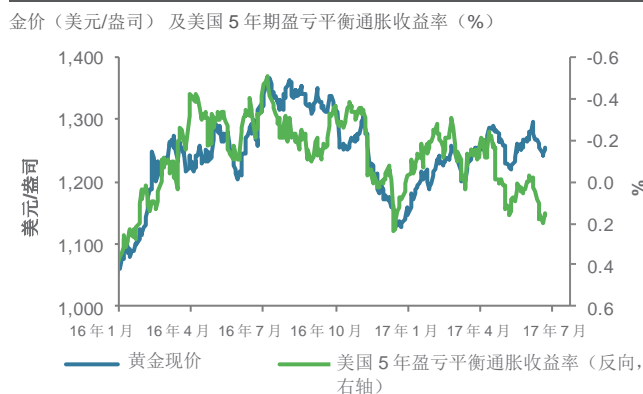
铜价近期表现出色主要源于精铜库存的减少。工业金属库存居高不下，需求则会因中国持续的定向货币政策收紧而有所放缓。

图 35: 美国原油产量攀升引发市场持续关注



资料来源: 彭博、渣打

图 36: 收益率上升将限制金价上行空间



资料来源: 彭博、渣打

图 37: 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	美元自近期低位实现反弹

资料来源: 渣打

图 38: 因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	美联储加息预期减弱，美国国债收益率下滑
通胀预期	欧美通胀回落；日本维持不变
美元	美元自近期低位实现反弹

资料来源: 渣打



另类策略



对投资者的启示

01 积极利用替代策略和多元化策略

02 以股票对冲（最为看好）和事件驱动策略代替买入股票的策略

03 情境推动配置

另类策略框架

- 股市上涨令股票对冲和事件驱动策略如鱼得水，此外兼并和收购活动（并购）的增加更让后者受益良多。
- 摸索前行和通货再膨胀经济情境概率增加意味着我们在进行多元化另类资产配置时更青睐替代性策略。
- 自《2017 年展望》发布以来，我们的多元化另类策略配置实现了 3.1% 的回报率；包括事件驱动和股票对冲在内的替代性策略表现最为出色。

另类策略综合框架

在此前发布的报告中，我们曾讨论过多元化策略和替代性策略这两大类另类策略。替代性策略与传统资产联系紧密，但其范围更宽（比如可用于替代股票多头策略的股票对冲策略）。股票对冲策略不但能借助股市上涨获利，还可提供更高的风险调整后回报，但在股市一路飙升时其表现可能会落后于大势。今年股债两市均有出色表现，因此替代性策略的表现要好于多元化策略（见图 40）。由于事件驱动策略和股票对冲策略与股市联系紧密，因此这两类策略的表现最为出色，相对价值策略则略逊一筹。

多元化策略通常与其他资产关联度较低，但可提高配置的风险回报水平。由于此类策略的某些特性与保险相近（如全球宏观策略），因此通常可减弱市场波动对整体配置的冲击。受今年股市走势影响，此类策略表现较差也在预料之中。

图 40：另类策略框架

	描述	主要驱动因素	
替代性策略	股票对冲	本质上就是买入价值被低估的股票、卖出价值被高估的股票	<ul style="list-style-type: none"> • 股市上涨 • 股市分化加剧
	事件驱动	以兼并收购等事件作为投资依据	<ul style="list-style-type: none"> • 股市上涨 • 兼并和收购交易活跃
	相对价值	找寻和利用相关金融工具之间的定价差	<ul style="list-style-type: none"> • 利率下降 • 融资成本、信贷息差收窄
多元化策略	全球宏观	在全球范围内找寻和挖掘主题、趋势和资产类别之间的关系（关联），通常会运用杠杆	<ul style="list-style-type: none"> • 波动加剧、信贷息差放宽 • 各类资产分化加剧 • 市场走势清晰（上涨/下跌）

资料来源：渣打全球投资委员会

图 39：当前市场行情

另类策略	《2017 年展望》发布以来	1 个月回报
股票多空仓策略	3.6%	0.7%
相对价值	1.7%	0.0%
事件驱动	5.8%	0.2%
宏观 CTA	0.6%	0.9%
另类资产配置	3.1%	0.5%

资料来源：彭博、渣打



由于多元化策略和替代性策略特点各异，投资配置时最好能了解驱动每项策略的基本面。根据经济学直觉以及对各个市场因素的量化研究，我们在总体框架中对每项另类策略背后的驱动因素进行了简要介绍（图 40）。

股票对冲策略和事件驱动策略均以股票为投资根本，与股市关联度较高，因此不难理解为何这两种策略会严重依赖于股市的良好走势。此外，股市离散度加大时股票对冲策略表现相对出色，因为长空仓配对交易会带来更多交易机会（图 41）。股票对冲策略是我们多元化配置的首选策略。

图 41：离散度加大（关联度降低）对股票对冲策略有利

HFRX 股票对冲指数与标普隐含关联度指数的相对表现



资料来源：彭博、渣打

对于事件驱动策略，通常并购交易在经济周期发展至末段时会比较活跃，这也预示着事件驱动策略会有较为出色的表现，因为交易量增加会随之创造更多交易机会。2016 年全球并购市场规模达到了 3.9 万亿美元，在 2006 年迄今并购最为活跃的年份中可排在第三位，且重点明显偏向跨境交易（参见图 42）。从前期几项指标看，这一趋势会在 2017 年得到延续，一方面因为企业融资成本较低，另一方面则源于内生增长乏力所产生的压力。

相对价值策略通过借助杠杆从套利交易获取高额回报，因此其获利水平在很大程度上会受到融资成本和利率水平的影响。信贷息差收窄支撑固定收益表现的同时，也有利于相对价值投资，因为不少基本策略侧重信贷资产。

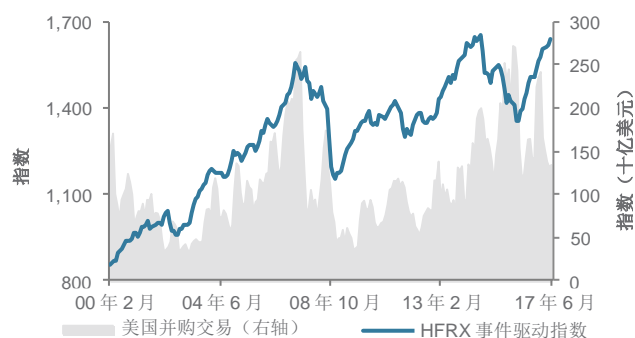
全球宏观策略通常在市场下行时表现较好；相关指标包括波动加剧和信贷息差拉大。其保险特性在市场压力加大时可发挥积极作用。此外，外汇、股票和固定收益市场离散度加大时会出现更多跨资产交易机会，这时全球宏观策略也会有较为出色的表现。近来此项策略的表现一直受到波动率较低的不利影响。

我们的经济情境推动整体配置

虽然预测未来并非易事，但我们可以自身对经济情境的看法作为整体配置定位的依据。由于我们预计摸索前行或通货再膨胀情境出现的概率超过 70%，因此我们仍然优选股票对冲、事件驱动和相对价值这类在上述两种情境下均有能力跑赢大盘的替代性策略。我们对各个另类子策略的配置如下：股票驱动 34%、事件驱动 26%、全球宏观 16%、相对价值 24%。欲知如何构建另类策略配置的信息，请参考我们的《2017 年展望》报告。

图 42：并购交易增加意味着事件驱动策略很有可能跑赢大盘

HFRX 事件驱动指数与美国并购交易规模（十亿美元）之间的关系



资料来源：彭博、渣打



外汇

对投资者的启示

- 01 欧元将延续涨势
- 02 日圆将进一步走低
- 03 澳元可能进一步下探

差异扩大

- 欧洲央行退出刺激政策的可能性加大、政治忧虑减弱，我们中期依然看好欧元。
- 我们认为日本央行会维持现有政策，继续控制日债收益率，此外预计美国国债收益率会有小幅回弹，因此我们继续看空日圆。
- 考虑到息差收窄以及铁矿石价格下滑的潜在影响，我们转而看空澳元。
- 由于美元走弱，加之新兴市场自身波动较小且收益率吸引，新兴市场货币有望暂时保持稳定。

图 44：外汇：主要推动因素和前景

货币	观点	实际息差	风险情绪	商品价格	美元整体	
					强势	评论
美元	◆	●	●	不适用	不适用	在退出刺激措施问题上美国不会成为例外
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	●	日本央行政策限制日债收益率上行
英镑	◆	●	●	不适用	●	风险较低，但英国央行可能会维持当前政策
澳元、新西兰元	▼	●	●	●	●	实际利差收窄发挥利空
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	波动较小，商品价格是关键

资料来源：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

图 43：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	0.0%
澳元	0.77	3.3%
欧元	1.14	2.5%
英镑	1.30	1.3%
日圆	112	-0.8%
新加坡元	1.38	0.5%

资料来源：彭博、渣打

美元继续上行的空间有限，长期看好欧元

- 美元方面，我们认为短期存在一定上涨空间，但中期面临下行风险。但各币种之间的分化空间依然较大。欧元方面，随着欧元区持续复苏，欧洲央行可能先于预期退出货币刺激措施，为此我们认为欧元有望延续涨势。日圆方面，美债收益率适度上涨将缩小美日之间的利息差幅，为此我们认为日圆可能进一步走弱。澳元方面，由于美澳实际利差收窄，加之铁矿石价格持续低迷，我们对澳元的中期展望转淡。预计新兴市场货币将大体保持稳定。
- 近期而言，我们认为此前美债收益率下滑已超出其正常水平，美元有望收复部分失地。我们将利用这一机会增加对欧元和新兴市场货币的投资。



欧元 – 中期有望继续走强

我们预计中期欧元将进一步延续涨势，这源于以下两点主要假设。首先，我们认为欧元区经济持续复苏将最终促使欧洲央行退出刺激措施，退出时点会早于市场当前预期。其次，欧元区政治风险消退；意大利或将于明年举行大选。

欧元区经济复苏步伐可能加速，进一步缩小与美国的差距。据此，我们预计欧洲央行最终将被迫缩减购债规模或加息。此外我们认为政治风险骤降（图 46）可能会进一步激发投资者对欧元区资产的热情，由此对欧元形成支撑。由于市场就欧洲央行是否会改变政策方向存在意见分歧，预计短期内欧元仍将维持窄幅波动。

日元 – 中期可能走弱

我们继续看空日元。我们认为年初以来日元的强劲走势主要源于美债长端收益率的下滑。预计 10 年期国债收益率会在当前基础上略有回升。与此同时，预计日本央行会继续通过政策手段控制日债收益率，将日债 10 年期收益率控制在零左右。据此，我们认为收益率差幅的扩大可能会拉低日元。此外，在我们看来，潜在支撑日圆的地缘政治风险依然处于基本可控水平，因此并未将其纳入我们的基本情境。

英镑 – 仍在寻找催化剂

我们认为受到政治问题以及央行加息时点可能早于预期的交错困扰，英镑大致将延续窄幅波动走势。就前者而言，政治前景难料带来的近忧对市场情绪的压制以及资本外流和庞大经常账户赤字引发的远虑或许是当前估值水平较低的原因所在。然而，英国央行已经开始担心通胀问题，政策讯息初现鹰派苗头。央行加息或许会先于市场预期，由此对英镑走势形成利好。

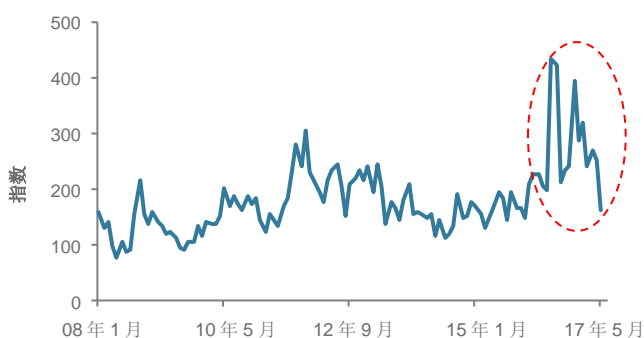
图 45：因素变动 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	相对美元的利差继续朝着有利于欧元、英镑及日圆的方向改善
风险情绪	波动仍低于历史水平，欧元区风险指标显著下滑
投机持仓	美元持仓保持均衡，适度净空仓日元和英镑，净多仓欧元

资料来源：彭博、渣打

图 46：欧元区政策不确定性显著减弱，提振了市场对经济前景的信心以及对欧元区资产的整体需求

欧元区经济政策不确定性综合指标



资料来源：彭博、渣打

图 47：英国央行在未来 12 个月内宣布加息的概率显著上升

市场隐含的英国央行加息概率（18 年 2 季度）



资料来源：彭博、渣打



债券

股票

商品

另类策略

外汇

多资产

澳元 – 可能进一步下行

我们下修了对澳元的前景展望，我们认为诸多基本面表明澳元中期存在进一步下探的可能。上述观点依据的两大主要假设如下：

首先，我们认为铁矿石市场基本面依然羸弱，库存居高不下的同时，供货商尚未采取减产措施。在此背景下，我们认为下行风险依然较大。澳洲经常账户余额显著改善主要归功于早先铁矿石价格的一轮暴涨，如今形势或将逆转。其次，美联储加息的同时澳洲央行选择按兵不动导致澳美实际息差持续收窄（参见图 48）。

新兴市场货币 – 基本面依然向好

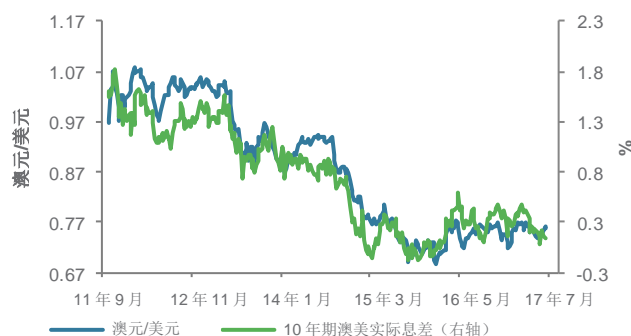
我们认为整体环境依然有利于风险资产和新兴市场货币。在此背景下，高利差（因债券收益率较高获得支撑的币种）、波动率企稳以及新兴市场持续资本流入或将对新兴市场货币构成利好。为此，我们预计新兴市场将保持整体稳定，但相关央行可能不会允许其货币进一步升值。

具体到各个新兴市场货币，我们仍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利差缓冲。虽然考虑到对出口的不利影响，新兴市场各国央行可能不会允许其货币大幅升值，但就总体回报水平（即包括发行收益率）而言，新兴市场货币仍有望保持吸引（参见第 15 页）。

此外，我们认为由于 1) 美元势头较弱及 2) 资本外流规模有限，人民币继续贬值的风险依然可控。新加坡元方面，政策因素继续支撑中性立场的同时，预计新加坡元未来走势将主要受到几个主要贸易伙伴货币（人民币、马来西亚币、欧元）的影响。就马来西亚币而言，我们认为近期商品价格下跌以及央行的打压措施可能会限制其进一步走强。以贸易作为重点的韩元年内进一步升值的空间可能有限，在我们看来，近期不少利好因素已经获得消化。

图 48：澳美实际息差进一步收窄将进一步拉低澳元

澳美实际息差和澳元兑美元汇率



资料来源：彭博、渣打

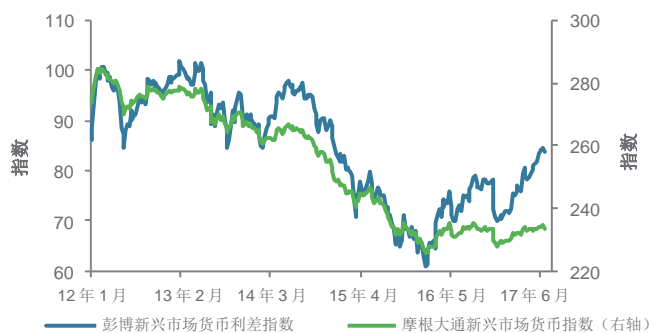
图 49：新兴市场货币的变动因素

因素	近期动向
美元	美元开始企稳
中国风险	中国数据保持稳健
资本流动	新兴市场资本流入依然强劲

资料来源：渣打

图 50：新兴市场货币保持稳定提升了总回报水平（含收益率）

彭博新兴市场货币利差指数（总回报）和摩根大通新兴市场货币指数



资料来源：彭博、渣打



多资产



对投资者的启示

- 01 增长型策略以欧元区和亚洲（日本除外）股票为侧重点
- 02 鉴于预期收益率只会逐步上升，利率风险对收益型策略而言问题不大
- 03 新兴市场/亚洲收益型策略可能适合高风险投资者

新兴市场成为增长/收益主力

- 侧重于新兴市场及亚洲的资产，在增长型策略（得益于通货再膨胀情境）和收益型策略（得益于摸索前行情境）中均发挥了关键作用。
- 鉴于收益率预期只会逐步上升，因此利率风险对全球多资产收益投资者而言问题不大，该策略有望获得 4-5% 的收益率，并取得积极的总回报。
- 侧重于新兴市场/亚洲的收益型策略可能取得 4-5% 的收益率，并且较之于全球收益型策略，可能更能从资本增值中获益。

在连续的投资时间线中，以年中作为展望的时间点或许有些武断。然而，我们可以借此机会，对过去的投资选择做一番回顾和评估。2016 年年底，在提倡多资产收益方法三年之久后，我们建议总回报型投资者在其配置中向增长型资产有所倾斜。迄今为止，该方法的有效性已经得到证实，从绝对回报来看，我们的均衡配置（增长倾斜型）策略的回报比多资产收益配置多出 137 个基点。均衡配置之所以取得优异表现，主要驱动因素在于，美国以外地区同样出现通货再膨胀情境，欧元区和亚洲（日本除外）股票均获得了强劲回报。

均衡策略：绝对回报高，风险调整后回报低

虽然均衡配置取得领先，但多资产收益策略的表现亦不应被忽视。自《2017 年展望》发布以来，在新兴市场/亚洲股票和固定收益资产强劲表现的推动下，该策略一度取得 7.3% 的收益率。此外，虽然美国高股息率股票落后于其他地区的同类股票，但优先股和可转换债券等侧重于美国市场的非核心投资均取得了丰厚的回报（见图 52）。

图 52：近期大多数资产类别表现良好

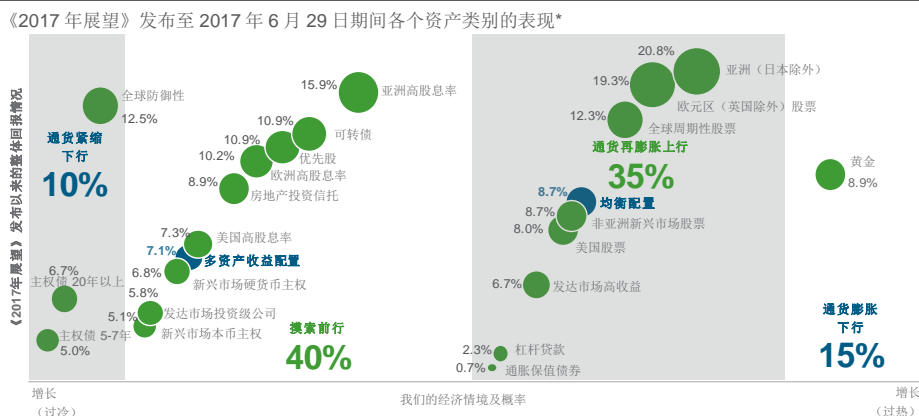
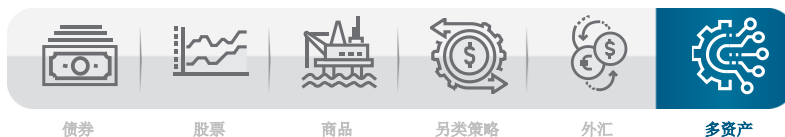


图 51：主要多资产观点

配置表现	《2017 年展望》发布以来	1 个月回报
均衡	8.7%	0.5%
多资产收益	7.3%	0.4%

资料来源：彭博、渣打

资料来源：彭博、渣打；气泡大小代表该类资产的整体回报水平



对追求高收益率的投资者而言，值得欣慰的是，多资产收益配置的波动性低于均衡配置（延续过去三年趋势）。因而，均衡配置绝对回报较高，而收益型配置经风险调整后的回报更佳。

收益率逐步上升，短期内不足为虑

除收益率急剧上升情境之外，我们预期多资产收益配置将维持现有风险特点。以往表现虽非绝对基准，但从过去收益率变动情况（图 53）可得知，在收益率逐步上升的环境下，收益型配置回落的可能性有限，这在一定程度上令人感到安慰。事实上，除美联储开启加息周期（2004 年）或市场推测美联

储将收紧货币政策（2013 年和 2016 年）的时期外，均衡配置和收益型配置在收益率上升期的回落是有限的。

在将“摸索前行”情境概率评估从 35%略微上调至 40%，并据此做出收益率将逐步上升的预期之后，我们调整了全球多资产收益配置。我们将美国高收益债券仓位从 15%减持至 10%，并在新配置中加入新兴市场本地货币政府债券。美国高收益债券估值高昂，以及新兴市场本地政府货币债券因汇率风险下降而收益率吸引力增加，为上述配置进行再平衡提供了支撑。对于均衡配置，我们未进行任何调整，仍对欧元区 and 亚洲（日本除外）的增长型资产保持信心（请参见第 35 页图 54 的最新配置）。

图 53: 收益率逐步上升的环境或减少多资产收益型策略的重大回落风险

10 年期美国国债收益率上升期内股票/固定收益/非核心收益型资产的总体回报（回报：美元，%；收益率变动：基点）

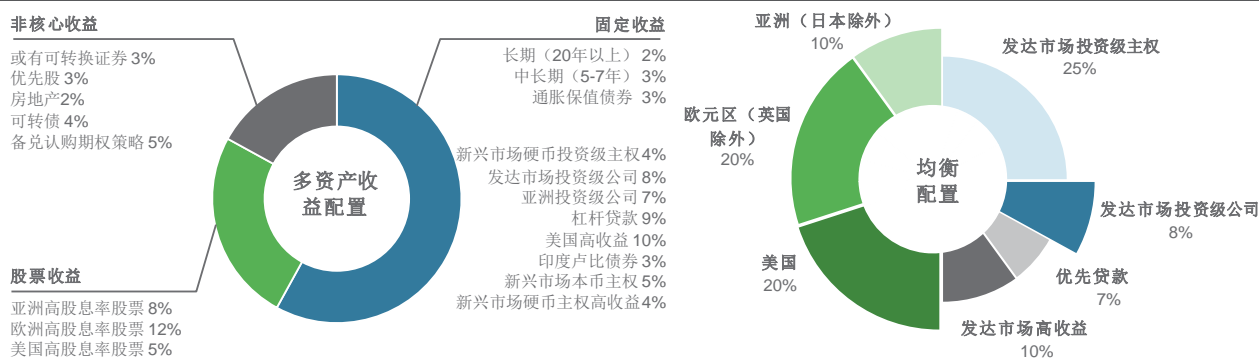
时期	收益率变动														收益率变动				
93 年 10 月至 94 年 11 月	5.7																		278
96 年 1 月至 96 年 6 月	7.0																		154
96 年 11 月至 97 年 4 月	-1.6																		82
98 年 10 月至 00 年 1 月	57.4																		263
01 年 3 月至 01 年 5 月	10.3	9.4	9.2	3.2															70
01 年 11 月至 02 年 3 月	4.6	6.0	6.4	41.9															123
03 年 6 月至 03 年 9 月	3.4	-1.1	-2.6	17.3	4.3	2.1													144
04 年 3 月至 04 年 5 月	-1.8	-0.6	-0.5	-8.5	1.5	0.1													116
05 年 6 月至 06 年 5 月	20.5	3.9	19.5	26.8	7.1	5.0	25.1	-0.8	10.3	5.5	5.6	5.8	-0.9	1.7	0.0	0.1			124
08 年 3 月至 08 年 6 月	7.9	0.1	1.1	4.1	5.6	7.4	5.8	3.6	1.4	-2.0	6.2	6.2	-0.5	-0.4	-7.1	-3.3			96
08 年 12 月至 09 年 6 月	16.7	3.1	13.8	48.0	10.4	27.0	11.2	16.6	24.2	18	37.2	32.9	9.1	7.7	-3.1	6.0			172
10 年 8 月至 11 年 2 月	24.0	17.9	21.1	14.4	11.3	16.7	17.9	3.5	-0.2	0.3	10.2	7.3	-1.0	3.0	18	3.2			78
10 年 10 月至 11 年 2 月	10.9	7.6	7.7	6.9	7.1	9.7	3.0	0.4	-3.1	-1.3	4.8	4.9	-4.4	-0.1	-3.8	-3.3			131
13 年 5 月至 13 年 9 月	5.9	1.6	7.9	-3.5	-0.2	7.2	-7.9	-9.0	-5.2	-3.6	-1.1	0.9	-8.3	-1.2	-1.3	-1.9			100
15 年 1 月至 15 年 6 月	4.6	-1.2	3.8	3.1	4.6	4.5	-5.6	0.6	4.5	-0.7	2.8	2.7	-1.1	0.3	-3.5	-2.6			62
16 年 6 月至 16 年 11 月	-0.7	1.0	-4.8	-4.7	3.0	-0.6	-8.6	-5.4	-4.7	-1.4	0.0	1.1	-5.9	-0.5	-7.6	-5.0			82
16 年 7 月至 17 年 3 月	13.4	9.1	12.6	13.8	7.2	10.8	-1.3	-1.4	5.9	3.5	7.9	6.3	-1.6	0.5	-7.1	-2.2			106
	全球股票	北美高股息率	欧洲高股息	亚洲高股息率	备兑认购期权	可转债	房地产	优先	新兴市场高收益硬币	新兴市场主权本币	美国高收益	杠杆贷款	新兴市场投资级硬币	通胀保值债券	发达市场投资级主权	发达市场投资级公司	均衡	收益	

资料来源：彭博、渣打银行

因历史数据方面的限制，我们无法显示均衡配置和收益型配置在所有收益率上升期的表现



图 54: 修正后的多资产配置和均衡配置 (各类资产所占权重以%表示)



资料来源: 渣打

探索新兴市场/亚洲多资产收益.....

自 2014 年引入多资产策略以来, 我们始终着眼于面向世界, 为偏重收益率的投资者进行多样化资产配置, 以期实现每年 4-5% 的可持续收益。我们对股票和固定收益类资产的投资目光逐渐远离发达市场 (特别是美国), 转而投向新兴市场。在这一背景下, 我们着手探讨专注于新兴市场/亚洲多资产配置是否可作为全球化配置的替代之选。

新兴市场收益型资产包括新兴市场美元政府债券、新兴市场本地货币政府债券、亚洲美元、亚洲房地产投资信托基金和亚洲高股息率股票。尽管收益型资产远不止上述所列, 但我们认为这些工具涉及多种风险类别, 形成多样化的收益配置。这些资产类别的前景积极, 这也意味着除了本身所提供的收益外, 它们还可带来额外的回报 (资本增值), 从而提升该策略的总体回报。我们的交通信号灯式分析框架 (见图 56), 可有效衡量这些新兴市场/亚洲资产类别的收益率及其回落风险。

投资者一定要清楚, 这种配置的回落风险可能有别于全球配置。全球收益配置, 顾名思义, 就是要尽可能广泛地投资于不同收益水平的各个资产类别并从中获利, 其中包括非核心资产, 该类资产与其他资产类别相关性低, 有助于分散配置。

而在新兴市场/亚洲多资产配置策略中, 除亚洲房地产外, 并无类似的非核心收益资产。

侧重于新兴市场/亚洲的多资产配置在构建时所采用的原则与全球配置相同 (即在管控整体配置的风险和回落可能性的同时, 利用收益型资产实现 4-5% 的可持续收益)。从基本统计数据 (图 55) 可以看出, 新兴市场/亚洲配置能够产生与全球化配置相似的收益水平, 但其风险和回落可能性较高。鉴于新兴市场资产往往伴随着较高的波动性 (相对于发达市场资产而言), 且缺乏风险分散化的非核心收益型资产, 风险高和回落可能性大并不意外。此外, 新兴市场/亚洲资产的利率风险较高, 更容易受到债券收益率显著上升的影响。

图 55: 全球多资产配置与侧重新兴市场/亚洲的多资产配置收益率和风险对比 (2012-2017 年)

	全球	新兴市场/亚洲
风险	5.3%	6.5%
回撤率	-7.7%	-12.8%
收益率	4.4%	4.7%
存续期 (美元)	4.7%	5.6%
存续期 (本币)	6.2%	5.2%

资料来源: 彭博、渣打



图 56: 从三方面评估新兴市场/亚洲收益型资产的方法

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
新兴市场硬币主权投资级	4.1	●	●	●	风险和回报多元化, 需精挑细选; 对美国升息高度敏感构成风险; 商品敞口或为利好; 估值合理
新兴市场硬币主权高收益	6.7	●	●	●	风险和回报多元化, 需精挑细选; 商品敞口为利好; 估值合理; 无系统性风险
亚洲硬币投资级	3.5	●	●	●	谨慎乐观; 估值公正; 收益率提升高于发达市场投资级公司债; 信贷质量略微改善; 中国发行人集中度构成风险
亚洲硬币高收益	5.4	●	●	●	谨慎乐观; 估值公正; 信贷质量、中国发行人集中度高、区域需求减少为主要风险
新兴市场本币主权	6.2	●	●	●	结构性利差; 套息之选; 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
亚洲(日本除外)	4.0	●	●	●	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
房地产	3.5	●	●	●	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

资料来源: 彭博全球投资委员会

收益率数据截至 2017 年 6 月 20 日。关于引用指数, 请参阅本部分结尾的附注。

图例: ● 潜力吸引/低风险 ● 潜力适中/中度风险 ● 潜力不吸引/高风险

结论是.....

在这样的背景下, 有人可能会问, 选择新兴市场/亚洲多资产收益配置, 而不选全球化配置, 依据何在? 这样选择有两个可能的原因:

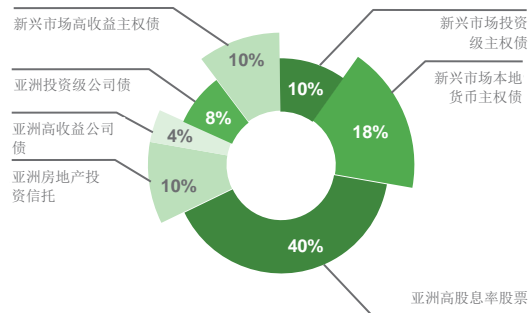
- 1) 我们对新兴市场资产持积极观点, 说明相对于主要侧重于发达市场资产的全球多资产收益配置而言, 这种配置 的资本增值潜力可能更大。
- 2) 由于我们预期债券收益率只会逐步上升, 因此新兴市场 资产的高利率风险在当前环境下不足为虑。

然而, 该策略的潜在风险亦不容忽视:

- 1) 虽然我们对新兴市场/亚洲资产的看法变得愈加积极, 但 由于相关性较高, 投资者对该地区的负面情绪转变可能影 响到所有资产。

- 2) 由于仅侧重于新兴市场/亚洲资产, 因而减少了获取全球 收益的机会。
- 3) 除房地产投资信托基金外, 主要资产中不含与核心股票和 固定收益类资产具有低相关性的分散化非核心收益型资产。

图 57: 新兴市场/亚洲多资产收益配置范例



资料来源: 渣打



图 58: 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

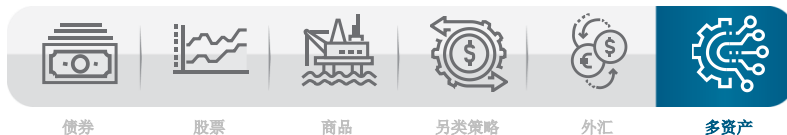
资产类别	收益率	收益潜力	资本增长	下跌风险	评论
固定收益	4.5	●	●	●	投资组合主力，收益率来源，有部分价值，但存在风险
杠杆贷款	5.2	●	●	●	传统高收益投资具吸引力的替代品；在资本结构上较高收益债券的求偿权更优先；回报上有微小的收益损失；对美国利率变动敏感度较低，但贷款存在赎回风险
公司债券—美国高收益	5.7	●	●	●	估值小幅松动，但仍相对充分；收益率具备吸引力；违约率应趋于走低
新兴市场硬币主权债券	5.4	●	●	●	鉴于投资级别、高收益债券多元化的风险/回报，需要精挑细选；对美国利率上升敏感度高，构成风险；商品配置或为利好；估值合理
新兴市场本币主权债券	6.2	●	●	●	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
印度卢比债券	7.5	●	●	●	
投资级债券*	2.5	●	●	●	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*	2.4	●	●	●	收益率溢价收窄，但价格合理；如美联储加息周期减缓，长期公司债券看似吸引
公司债券—亚洲投资级	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*	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	4.6	●	●	●	收益主要来源，资本增长有适度上行空间
北美	3.1	●	●	●	估值公正或略高；收益率低；某些行业具备吸引力
欧洲	5.6	●	●	●	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）	4.0	●	●	●	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	4.3	●	●	●	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	3.5	●	●	●	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	3.9	●	●	●	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	5.2	●	●	●	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 6 月 20 日；* 收益率数据截至 2017 年 5 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：● 潜力吸引/低风险 ● 潜力适度/中度风险 ● 潜力不吸引/高风险



杠杆



权衡杠杆的优劣

- 适度使用杠杆是构建回报更高的均衡投资组合的有用策略。
- 是否使用杠杆取决于融资资产的波动性和借款成本的前景。一般而言，对低波动资产（高质量债券）增加杠杆或多元化的配置可有助于提供卓越的风险调整回报。
- 使用杠杆可能引入额外风险——高波动性，借款成本上升和追加保证金的风险。因此，应适度使用杠杆，追求优化的杠杆策略。

低回报环境中的杠杆

对于许多投资者而言，使用杠杆仅仅是增加风险。然而，适度明智地使用杠杆，并辅以稳健的风险管理，对于在投资配置中独出心裁地构建回报来源颇为有用。在当前良性收益率和资产高估值延续的环境下，投资者努力创造显著且多元化的各项投资回报，不仅是债券，而且涉及许多其他资产类别。为实现更高的回报，多数投资者采用的传统方法是增加投资风险更高的资产。对于多资产投资者，这可转化为增加股票配置。对于纯债券投资者，意味着集中投资质量较低或期限更长的债券，从而产生更高的收益率。该方法令人忧虑之处是多数资产类别易受经济条件变化引起的糟糕表现的影响。因此，投资者高度集中于单一资产将面临资产价值的剧烈波动，在其投资配置中的表现可能长期明显跑输大盘。

杠杆决策

在决定是否使用杠杆时，投资者需要考虑 1) 投资目标和风险承受能力，2) 杠杆资产的波动性，3) 借款成本的前景（图 59）。高波动性资产使用杠杆一般会进一步加剧这些资产内在的风险。杠杆仓位还可能使投资者蒙受的损失超过初始投资。在多变的市场条件下，一旦投资价值低于某一最低借款额，可能要求投资者在较短时间内追加额外资金，或强迫投资者清算杠杆仓位。为此，鉴于杠杆增加风险，仅对低波动性投资或多元化配置适度使用杠杆更有意义。

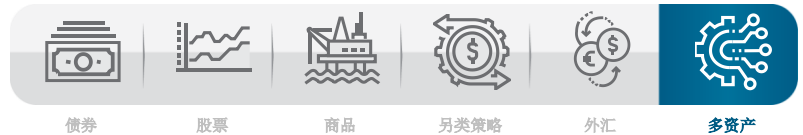


图 59: 杠杆决策采用双变量框架



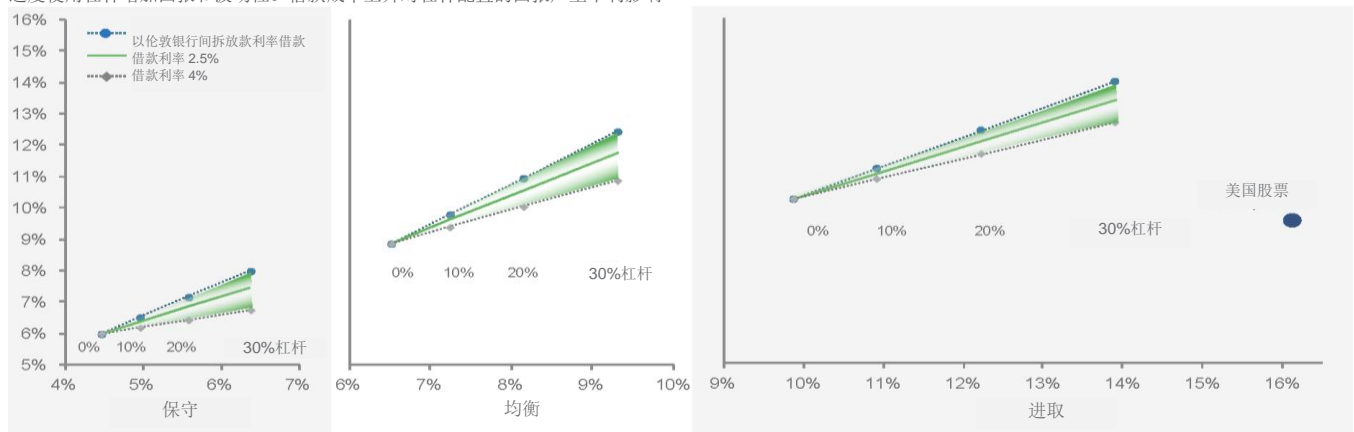
资料来源: 渣打

1. 杠杆背景下的资产类别波动

我们使用杠杆的核心方法是提倡更均衡的立场, 开始应用于风险较低和多元化资产配置中, 然后使用杠杆实现期望的回报。多元化经常被谈论为投资中唯一的免费午餐, 可能比风险更高的资产或集中化配置提供更高的单位风险回报。

图 60: 杠杆和借款成本对配置样本的影响

适度使用杠杆增加回报和波动性。借款成本上升对杠杆配置的回报产生不利影响



	保守			均衡			进取	
杠杆	无杠杆	20%	30%	无杠杆	20%	30%	无杠杆	20%
历史回报	6.0%	6.8%	7.4%	8.2%	9.5%	10.5%	10.2%	12.1%
波动性	4.5%	5.6%	6.4%	6.5%	8.1%	9.3%	9.4%	11.7%
夏普比率	1.05	0.99	0.96	1.05	1.01	0.99	0.95	0.92

资料来源: 彭博、渣打

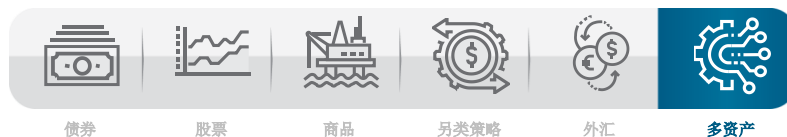
注: 数据从 2012 年 5 月至 2017 年 5 月。撰稿时伦敦银行间拆放利率为 1.3%。

1988 年 1 月至 2017 年 5 月标普总回报指数代表美国股票

表假设基础情境借款成本是 2.5%, 无风险利率为 1.3%。所有回报以美元计。

我们以多资产投资者简单的股票债券配置为例 (图 60)。比如在保守配置中采用 20% 的杠杆, 有助于提升回报, 且不会显著改变该配置的风险参数。

相反, 回报目标较高的投资者可选择对多元化适度配置应用杠杆, 而非承担更大的股票集中度风险。利用历史数据, 30% 杠杆的适度配置将实现与进取配置类似的回报, 但波动性水平略低。虽然杠杆决不是无风险, 但我们认为, 重仓股票投资组合的集中度风险, 特别是在商业周期的后期, 可能亦是重大风险。



2. 借款成本的影响

随着利率上升，借款成本可能上升，这将侵蚀杠杆配置的回报。对于杠杆的使用仍存疑虑，尤其是利率持续上升期间的债券。然而，利率风险仅是多元化配置中的诸多风险之一。投资者仍有许多选择可对冲利率的持续上升，包括采用固定利息贷款或利用利率互换对冲可变利率仓位。因此，多元化配置在利率适度上升的环境下仍游刃有余，我们预计出现相当良性的加息情境，未来 12 个月美联储加息两次。风险是利率急剧上升或市场混乱（并非我们的核心情境），这将损害任何配置，对于杠杆重仓债券配置尤甚。

使用杠杆的经验法则

采用的杠杆率取决于个体的风险承受能力和投资目标。下表（图 61）阐明各资产和配置的波动性和最大跌幅。经验法则是资产越波动，采用的杠杆率应该越小。这在资产价格急剧下跌时，降低了追加保证金的概率。根据投资者的财务目标和风险承受能力，杠杆可用于各类资产或配置以提高回报。

对于在投资配置中多元化风险来源同时维持类似的绝对风险水平，杠杆工具颇有用处。投资者可考虑采用适度的杠杆以多元化配置，在类似风险水平创造更高的回报而非承担更高的绝对风险（如提高风险资产投资比例）。

图 61：历史回报波动和最大跌幅

回报波动性较高的资产使用杠杆将增加追加保证金的风险

资产类别	一个标准偏差回报区间			最大跌幅 *
发达市场投资级公司债券	0%	-	12%	-18%
发达市场高收益公司债券	1%	-	17%	-35%
全球股票	-11%	-	24%	-57%
商品	-21%	-	22%	-79%
投资概况				
保守	0%	-	13%	-27%
均衡	-3%	-	17%	-38%
进取	-7%	-	22%	-50%

资料来源：渣打、彭博

数据基于 2002 年 1 月至 2017 年 6 月的每周历史回报

* 最大跌幅基于整个期间回报

配置假设：保守情况：20%股票对比 80% 债券；均衡情况：50%股票对比 50% 债券；进取情况：20% 债券对比 80%股票

市场表现概要*

股票

	年初至今	1个月
全球股票	11.7% ↑	0.6% ↑
全球高股息率股票	10.4% ↑	0.4% ↑
发达市场 (DM)	10.8% ↑	0.6% ↑
新兴市场 (EM)	18.8% ↑	0.4% ↑
按国家/地区划分		
美国	9.0% ↑	0.3% ↑
西欧(本币)	8.4% ↑	-2.0% ↓
西欧(美元)	16.0% ↑	-0.2% ↓
日本(本币)	6.7% ↑	3.3% ↑
日本(美元)	10.5% ↑	2.1% ↑
澳洲	10.8% ↑	5.1% ↑
亚洲(日本除外)	23.4% ↑	1.7% ↑
非洲	9.4% ↑	-5.3% ↓
东欧	-2.1% ↓	-3.7% ↓
拉丁美洲	9.6% ↑	-1.1% ↓
中东	5.1% ↑	4.5% ↑
中国	25.6% ↑	2.0% ↑
印度	20.3% ↑	-0.7% ↓
韩国	29.6% ↑	1.0% ↑
台湾	22.4% ↑	3.8% ↑
按行业划分		
非必需消费品	12.0% ↑	-0.8% ↓
必需消费品	11.5% ↑	-1.8% ↓
能源	-7.0% ↓	-2.5% ↓
金融	11.2% ↑	3.7% ↑
医疗保健	16.2% ↑	3.6% ↑
工业	12.9% ↑	0.8% ↑
信息科技	20.8% ↑	-0.9% ↓
原材料	10.1% ↑	1.1% ↑
电信	3.2% ↑	-1.3% ↓
公用事业	11.1% ↑	-0.9% ↓
全球地产股票/房地产投资信托	7.5% ↑	1.2% ↑

债券

	年初至今	1个月
主权		
全球投资级主权	4.8% ↑	0.6% ↑
美国主权	2.0% ↑	0.3% ↑
欧洲主权	7.1% ↑	1.6% ↑
新兴市场主权硬币	6.3% ↑	0.0% ↑
新兴市场主权本币	9.9% ↑	1.3% ↑
亚洲新兴市场本币	7.4% ↑	0.3% ↑
信用债		
全球投资级公司债	5.4% ↑	1.0% ↑
全球高收益公司债	6.5% ↑	0.4% ↑
美国高收益债	4.9% ↑	0.2% ↑
欧洲高收益债	12.6% ↑	2.5% ↑
亚洲高收益公司债	3.9% ↑	0.4% ↑

商品

	年初至今	1个月
多元化商品	-6.7% ↓	-3.1% ↓
农业	-6.7% ↓	-1.3% ↓
能源	-21.6% ↓	-9.2% ↓
工业金属	5.5% ↑	2.3% ↑
贵金属	6.1% ↑	-2.6% ↓
原油	-19.2% ↓	-9.9% ↓
黄金	8.1% ↑	-1.9% ↓

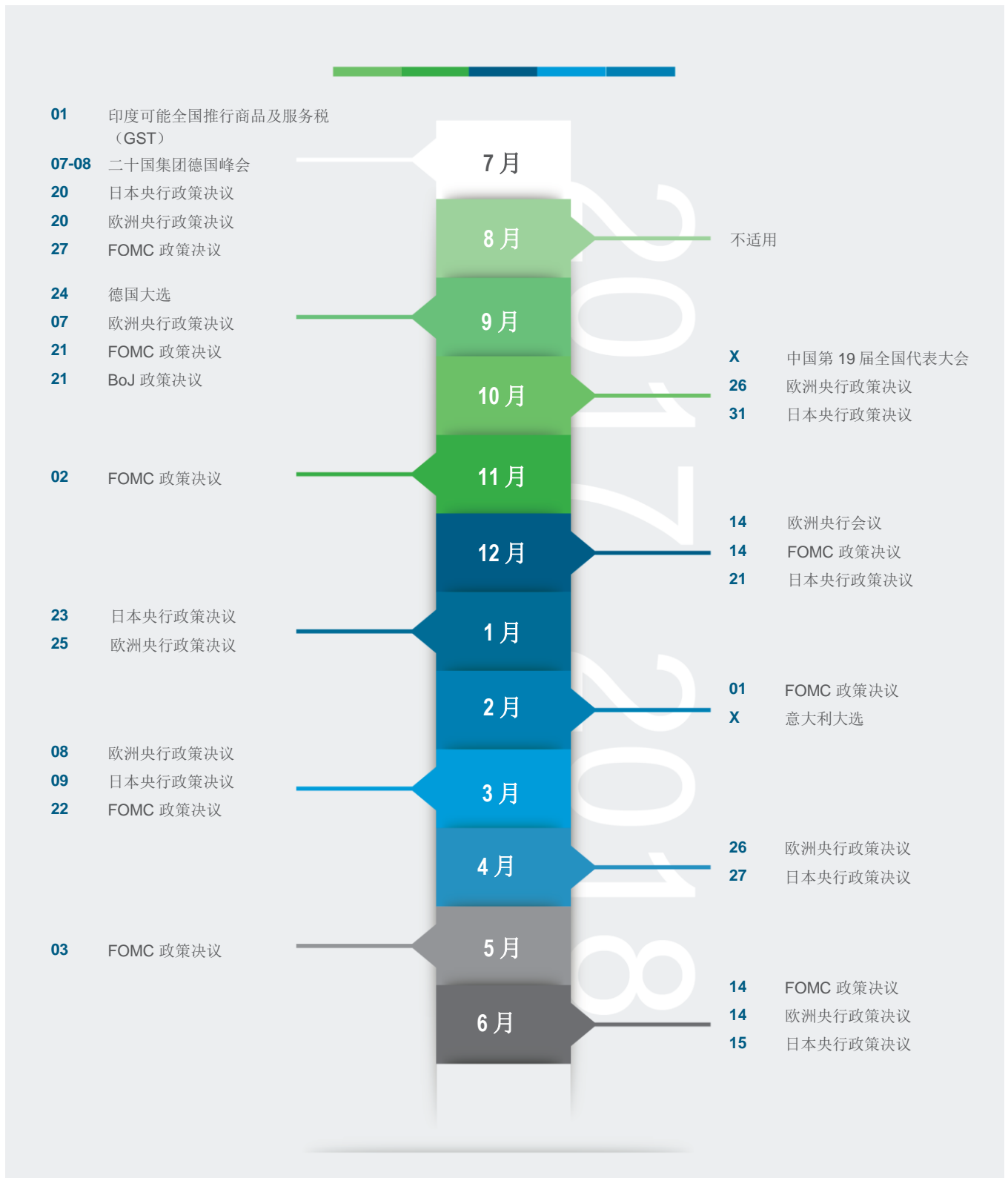
外汇 (兑美元)

	年初至今	1个月
亚洲(日本除外)	3.0% ↑	0.0% ↑
澳元	6.6% ↑	3.3% ↑
欧元	8.8% ↑	2.5% ↑
英镑	5.4% ↑	1.3% ↑
日圆	4.3% ↑	-0.8% ↓
新加坡元	5.0% ↑	0.5% ↑

另类策略

	年初至今	1个月
综合(所有策略)	2.8% ↑	0.4% ↑
相对价值	1.5% ↑	0.0% ↑
事件驱动	4.8% ↑	0.2% ↑
股票多空仓	3.9% ↑	0.7% ↑
宏观 CTAs	0.4% ↑	0.9% ↑

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掌握市况，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 不适用rayan

投资策略师

Trang Nguyen

资产配置及投资组合方案部
分析师

Jeff Chen

资产配置及投资组合方案部
分析师

DJ Cheong

投资策略师

Jill Yip

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，第三方创设的资料的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 / 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。