

全球市场展望



理想势头延续

债券收益率小幅上涨，继续为股票提供利好环境。我们看好的地区（欧元区 and 亚洲日本除外地区）盈利增长强劲，而债券收益率上涨幅度未呈现激增势头，成为额外利好因素，或抵消近期外汇上升的拖累。

将新兴市场政府债券加入投资配置的可能性依然存在。新兴市场通胀有限，表明新兴市场政府债券甚至多元资产收益策略或仍受到良好支撑。

美元可能会寻求短期支撑，但欧元兑美元汇率升至 1.15 以上验证了我们看好欧元的观点。石油价格近期料将继续上涨，但长期走势取决于主要石油生产国是否坚持限产。

目录

1	←	提要				
		p1				
		理想势头延续				
<hr/>						
2	←	策略				
		p3				
		投资策略				
<hr/>						
3	←	观点				
		p7		p10		
		对于客户重点问题的观点		宏观概况		
<hr/>						
4	←	资产类别				
		p13	p20	p23		p29
		债券	股票衍生工具	另类策略		多元资产
		p16	p21	p24		
		股票	商品	外汇		
<hr/>						
5	←	表现回顾				
		p32		p33		
		市场表现概要		事件日历		
<hr/>						
6	←	表现回顾				
		p34				
		团队				
		p35				
		披露附录				

投资策略

对投资者的启示

01 全球股票仍是我们看好的资产类别

02 我们看好欧元区和亚洲（日本除外）股票以及新兴市场政府债券（以美元和本币计价）

03 平衡型策略的风险/回报最为诱人，但多元资产收益策略仍受良好支撑

理想势头延续

- 债券收益率小幅上涨，继续为股票提供利好环境。我们看好的地区（欧元区 and 亚洲日本除外地区）盈利增长强劲，而债券收益率上涨幅度未呈现激增势头，成为额外利好因素，或抵消近期外汇上升的拖累。
- 将新兴市场政府债券加入投资配置的可能性依然存在。新兴市场通胀有限，表明新兴市场政府债券甚至多元资产收益策略或仍受到良好支撑。
- 美元可能会寻求短期支撑，但欧元兑美元汇率升至 1.15 上方验证了我们看好欧元的观点。石油价格近期料将继续上涨，但长期走势取决于主要石油生产国是否坚持限产。

债券收益率在通胀争议中反弹

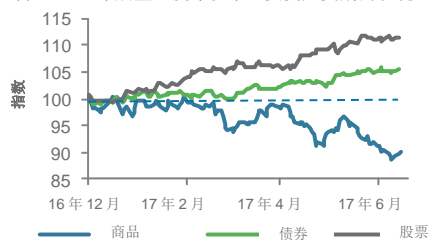
美国和欧元区政府债券的收益率涨幅过去一月表现最为抢眼。尽管已回吐部分涨幅，但此轮大涨受多项因素综合推动所致，起初欧洲央行行长马里奥·德拉吉（Mario Draghi）暗示欧洲央行将逐渐结束超级宽松的政策。而对于美国国债收益率，由于美国国债做多比重过高，市场在整固后收益率猛增。

缺乏通胀是造成收紧货币政策和债券收益率走高是否合理的争议主要原因。虽然美联储认为长期来看走向再通胀情境依然不变，但在我们提出的情境下，通胀资料温和继续支持摸索前行情境。

尽管存在以上争议，但增长预期继续改善。从投资角度来看，在从近期收益率涨势中寻求机遇时，增长预期改善同样重要。股市在摸索前行（债券收益率涨幅有限）和在再通胀（盈利更高）的环境下或继续延续收益。在债券市场中，新兴市场政府债券当前收益率高，该类债券颇为抢手。

图 1：股市和债市上半年发展强劲

自《2017 年展望》发布以来主要资产类别的表现



资料来源：彭博、渣打

图 2：通胀预期放缓

美国 5 年期通胀保值债券的盈亏平衡收益率



资料来源：彭博、渣打

依然看好股票

尽管债券收益率（小幅）上扬以及上月欧元出现反弹，我们仍保持看好股市的观点，特别是欧元区 and 亚洲（日本除外）地区的股市。

多数主要股票市场在近期收益率反弹后停止不前。但我们认为，全球投资环境无论是回到摸索前行还是继续迈向再通胀，对于股市而言已非主要问题，因为无论在任何以上情境中，股市都有可能表现强劲。

再通胀情境下，经济增长改善有助于提高盈利，正如近期（即将）发布的盈利报告所体现。但是 2008 年之后很多情况下，在摸索前景的环境中，债券收益率涨幅受限会同样利好股市。

商品价格近期反弹或同样利好新兴市场股票，包括亚洲以外地区。但是，亚洲以外许多新兴市场的政治风险仍然居高不下，与商品价格反弹形势形成对比。因此，从风险回报角度来看，我们认为亚洲（日本除外）地区吸引力更强。

加入新兴市场政府债券

我们仍然认为新兴市场政府债券，包括美元债和本币债，在当今债券市场中可提供最具吸引力的投资机遇。这主要基于该类债券发行收益率可观（5%以上）、具有价值（美元债券）以及外汇疲软（本币债券）的顾虑降低等原因。

我们认为新兴市场美元政府债券一大风险在于，如果与其他债券资产类别如高收益债相比，对美国国债收益率上升的敏感性相对较高。该风险最近已经有所显现，近期该资产类别受美国国债收益率反弹影响，从 6 月中旬至 7 月初已回落 1.7%。

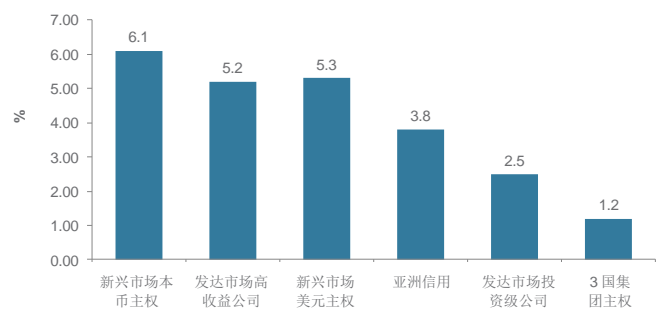
虽然新兴市场政府债券出现回落的可能性特别是短期之内依然存在，但发行收益率具有吸引力，意味着该类债券在未来 12 个月内其总体回报料将高于其他债券资产类别。而新兴市场政府债券确实已经已完全扭转了其 7 月初呈现的回落态势。

上月债市回报平淡，因此我们将新兴市场政府债券加入投资配置，将其作为多元资产收益策略的一部分，受益于收益率导向型资产蓬勃发展的势头。

图 3：新兴市场债券收益率仍具吸引力

主要债券资产类别最差收益率

（发达市场投资级公司债及发达市场投资级主权债收益率，截至 2017 年 6 月 30 日）





资料来源：彭博、渣打

短期看好石油

石油价格在受喜忧参半供给消息中摇摆不定，最新形势表明欧佩克和俄罗斯或愿意进一步限产。我们仍认为市场近期依然过度悲观。这意味着未来数月石油及石油相关类资产类别或可能从当前水平产生正回报。

长期来看油价走向仍取决于主要石油产国的供应局势。尽管欧佩克与俄罗斯已表现出减产的意愿和能力，但美国页岩油生产商是否愿意按当前市价供应是主要的不确定性来源。

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
 多元资产策略	多元资产收益	●	预计政策利率和绝对收益率低企仍为支持因素
	多元资产宏观	●	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；外汇收益不再为主要风险
	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
	新兴市场（亚洲除外）	●	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
	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
	美国	●	盈利预期或见顶；利润率与估值构成风险
	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（本币）	●	收益率吸引；美元造成的阻力减小；货币波动性构成风险
	亚洲美元债券	●	收益率适中；估值合理；供需有利
	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
	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	●	政治分歧减少；其他央行立场更为鹰派
	英镑	●	英国央行鹰派立场与政治不明朗性之间的角逐；可能维持窄幅波动
	新兴市场货币	●	波动性低，美元窄幅波动，中国形势稳定，仍为利好因素
	澳元	●	央行政策可能保持当前政策，但风险情绪利好
	日圆	●	美元/日圆仍与美国 10 年期国债收益率挂钩，预计将逐步上升

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
平衡配置表现将优于多元资产收益配置 ^[6]	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
多元资产收益配置将提供绝对正回报 ^[5]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
另类策略配置将提供绝对正回报 ^[3]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
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	NA	✗
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	✓	NA
看涨美元/人民币 (截至 2017 年 6 月 2 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
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	✓	✗
看跌欧元/美元 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
看好澳元/美元 (截至 2017 年 2 月 17 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
看跌澳元/美元 (截至 2017 年 7 月 21 日)	2017 年 6 月 30 日	✗	NA

资料来源: 彭博、渣打

2016 年 12 月 15 日 (《2017 年展望》的发布日) 至 2017 年 7 月 27 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、生物科技和生命科学、医疗设备和服务、软件和服务、零售、电讯服务和消费者服务

^[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

历史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。

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

^[6] 平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; NA-不适用

观点

对于客户重点问题的



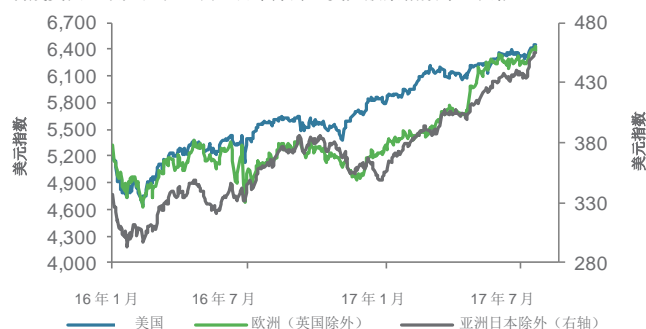
即便股市过去 18 个月已经连连大涨，现在买入股票是否妥当？

把握市场时机，即便对于专业投资者也充满挑战。近期股市大涨说明势头强劲，但同时也是市场满足的迹象。

长期来看，我们认为当前经济处于扩张模式，发生摸索前行（小幅增长，通胀率低）或再通胀（增长率与通胀率略快）情境的概率为 75%。我们认为无论出现以上两者任何一种情境，都有利于股市，且在此前景下，将传统型偏增长的全球股票尤其是我们看好的欧元区（日本除外）股票加入多元资产收益策略中，实为上策。

图 6：强劲发展势头带动股市创下新高

明晟美国、欧元区和亚洲（日本除外）美元股票指数净总回报



资料来源：彭博、渣打

关于把握市场时机，市场总会存在出现短期回落的风险，特别是在夏季。但是我们认为，如发生回落，其幅度可能相对比较有限（约 5%），可将其视为买入契机。但是，我们不会在股市回落时趁机卖出股票，因为把握此类时机的风险要大于该策略的潜在回报。



欧元升值是否令欧元区股市投资者感到忧虑？

我们就欧元升值对欧元区股票产生的影响，并不感到特别忧虑。如以美元计算，欧元区股票确实已持续上涨创下新高。展望未来，积极前景的基本推动因素依然存在。经济增速进一步增强，而通胀依然处于温和水平，预计将利好盈利增长和提升利润率（请参见第 17 页）。

近期来看，欧元走强或对盈利增长预期构成压力，近期盈利增长预期确实放缓至 15%。如欧元继续升值，显然会对盈利增长构成更大阻力，因此我们看好欧元区股票的长期观点将会削弱。当然这并非我们的核心情境。



你是否对新兴市场投资更加乐观？

过去 18 个月我们对于新兴市场资产前景更加乐观。我们 2 月份时决定将亚洲（日本除外）地区加入看好的股票区域，且时机把握的确实不错，亚洲（日本除外）股票自 2 月份到现在大幅跑赢全球股票（13.7%对比 6.9%）。

新兴市场展望改善的主要推动因素为美元前景。美元走高，造成流动性流出新兴市场，降低了该区域外汇储备，偿还美元债务的成本增加，新兴市场央行不得不对通胀，从而影响其支持经济增长的重点工作。以上情形可迅速陷入恶性循环。

如图所示，至少今年目前为止，美元大幅走低。与此同时，全球经济增长小幅提速（今年增长率目前预计为 3.4%，而 2016 年增长率为 2.9%），美国急剧采取保护主义的顾虑降低（见下页），令投资者有信心增加其新兴市场的配置。

我们的核心情境为以上情形半年内基本不会发生变化。尽管美元下半年并不一定会大幅贬值，但预计推动美元大幅走高的因素也寥寥无几。因此，相对于发达市场来讲，新兴市场经济增速会逐渐加快，从而新兴市场资产表现会更加优异。在债券资产类别中，我们看好新兴市场政府美元债和本币债。在股票中，我们继续看好亚洲（日本除外）和欧元区股票。

图 7：美元前景仍是我们更为看好新兴市场资产的主要因素

美国和其他指数成员国之间美元指数和实际利率差异



资料来源：彭博、渣打

澳元前景如何？

过去数周澳元突破了主要阻力线。我们认为以下因素是推动澳元上涨的主要力量：

1. 美元疲软- 受美联储加息预期减弱影响，美元遭到抛售
2. 铁矿石价格激增- 铁矿石价格从低位一路飙升
3. 澳洲央行传递的信息市场解读为鹰派立场 - 2017 年加息一次的市场预期增加

技术性指针显示澳元涨势或将延续。澳元兑美元已突破阻力位 0.784（中期区间顶部），走势图向好（低位高于 2016 年低点水平），说明该汇率已达到中期底部。继续突破 0.800（周势图 200 日移动均值）和 0.816（2015 年 5 月顶部）后可决定涨势是否将进一步延续。

然而，基本面仍然喜忧参半：

- 美元弱势在达到技术支撑线区域时，会在短期内停留（请参见第 25 页）
- 过度做多澳元会引发回落风险
- 供应侧收紧限制铁矿石价格涨势。库存量达到新高，而中国房地产固定资产投资（铁矿石价格长期推动因素）未呈现反弹迹象
- 澳洲央行立场不明朗。失业率高企（仍接近 2008 年水平），薪资涨幅平平，就业岗位增加势头放缓，说明目前当采取稳定性政策

平衡来看，我们已结束了中期看跌美元兑澳元的观点。尽管我们并非十足确信基础因素的发展有利于澳元走高，但该货币对毫无疑问与我们的预期相反，已突破阻力上涨。因此，我们认为从风险管理角度来讲，支持我们当前结束中期看跌澳元兑美元的观点。

需留意哪些关键风险？

我们看来，《2017 年展望》中重点描述的多数风险在 2017 年上半年已有所减弱。唯一一项大幅增加的风险为地缘政治风险，主要体现在中东和北亚地区。但是，我们认为另外一项相关风险- 保护主义升温- 开始提上议程。

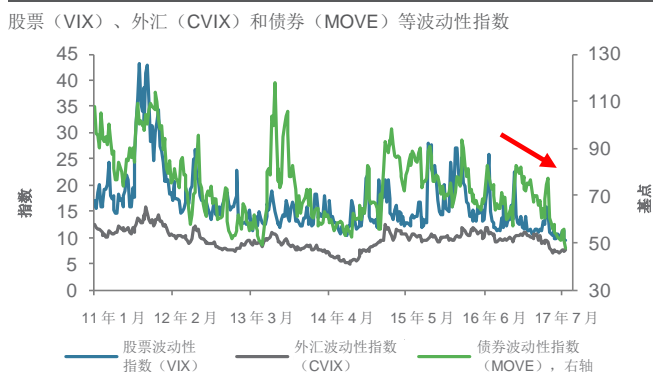
中国出口至美国的钢铁是关注重点，美国很能会引用世界贸易组织中一项条款，即如一国认为对其国家安全造成威胁，可忽略贸易协议。

同时，美国正在草拟加大对俄罗斯的制裁力度，欧洲方面担忧会对欧洲公司造成不利。据称，欧洲正在草拟一系列报复性行动列表，以防美国单方面采取保护主义措施。

保护主义迅速升温，会造成全球增速放缓，通胀率上升，对股市和债市估值造成不利影响。而此时恰逢市场正体现资产类别波动性温和前景的影响（请参见图 8）。

因此，虽然贸易保护主义激增并非核心情境，但投资者仍需继续关注相关动态。

图 8：市场反映三大主要资产类别的波动偏低



宏观概况

对投资者的启示

01

未来 12 个月美联储有望再加息两次

02

未来 12 个月欧洲央行或收紧刺激政策；日本央行或维持现状

03

中国或进一步收紧货币政策，采用财政/信贷刺激政策支持经济发展

既不太热，也不太冷

- 核心情境：** 增长小幅加快以及通胀压力有限仍是我们的核心情境。
- 政策情境：** 美联储有望继续逐步加息，同时从四季度开始慢慢缩减其资产负债表规模。欧洲央行或在 2018 年开始缩小购债规模。
- 主要风险：** a) 意外通胀/通缩， b) 新兴市场增长疲软， c) 欧元区政治局势紧张，意大利局势是风险主要来源，以及 d) 贸易局势紧张/地缘政治风险升级。

重回摸索前行情境？

渣打全球投资委员会（GIC）认为，再通胀和摸索前行情境未来 12 个月发生的概率仍为 75%。各方观点愈发认为全球增长率会最终突破阻力上行，中国二季度国内生产总值数据意外上行，欧元区和亚洲包括日本的增长预期持续改善。在此欣欣向荣的国际环境下，中国或可能继续侧重于维护金融系统稳定，避免出现过度信贷泡沫。通胀或通缩下行仍为主要外部风险（概率各为 15% 和 10%），凸显了已发展经济就业市场收紧与油价下跌影响之间的角逐。地缘政治和贸易局势紧张仍为其他潜在风险来源。

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	●	●	●	●	就业市场和消费强劲支持经济增长，而通胀仍处于低位。美联储预计年内将加息一次
欧元区	●	●	●	●	增长预期进一步提高，但通胀率仍处于低位，而欧洲央行暗示或于年末逐步收紧购债规模
英国	●	●	●	●	通胀上升、薪酬增幅放缓影响购买力，造成增长放缓。市场对 2018 年英国央行加息已有所吸收
日本	●	●	●	●	出口强劲，增长前景仍然稳健。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)	●	●	●	●	中国经济二季度提速，但随着政府收紧政策，增长会适度放缓。上调韩国增长前景
新兴市场 (亚洲除外)	●	●	●	●	巴西经济复苏受政治风险影响。通胀压力减小，支持进一步降息

资料来源：渣打全球投资委员会

图例： ● 利好风险资产 ● 中性 ● 利空风险资产

美国 – 强劲增长势头有望延伸

就业增长未能推升通胀。美国经济仍每月催生约 20 万个就业岗位，虽近期有所放缓，但仍然促进了消费支出，且通胀水平仍然可控。这表明经济周期虽已成熟，但经济扩张势头尚可持续一段时间。

美联储保持耐性。名义利率和名义增长率差距仍然较大，提高利率的必要性显而易见。但是，如急剧加息或造成经济扩张势头草草了结。但随着通胀预期下降，美联储会逐步地加息和缩小资产负债表规模，从而降低发生政策性失误的风险，这一点令人比较欣慰。

欧元区 – 乐观情绪加强

增长预期继续增加。经济增长率预计二季度将达到 2.0%。而自 2010 年初，平均增长率仅为 1.1%。受商业信心提振以及政治顾虑有所缓解影响，欧元区增长预期有望继续改善。

欧洲央行发出的信息不一。欧洲央行行长德拉吉发表的讲话，被众多业内人员理解为欧洲央行或最早于今年 9 月开始削减购债规模。虽然通胀仍保持低位，经济势头发展良好，欧洲央行在当前规则下，将于明年开始削减购债规模。因此，相对尽早地将此提上议程也合情合理。

英国 – 增长预期或已见顶

脱欧恐惧攀升。通胀急剧上升，去年英镑疲软的滞后反应终于显现，对去年竞争力的提升造成打击，伤害家庭购买力。因此今年增长预期或已见顶。

英国央行风险四起。通胀上升，消费者债务水平增加，引发加息必要性。但是，英国央行仍顾忌脱欧造成的不确定性会最终削弱商业信心。市场对明年上半年加息一次已开始有所体现。

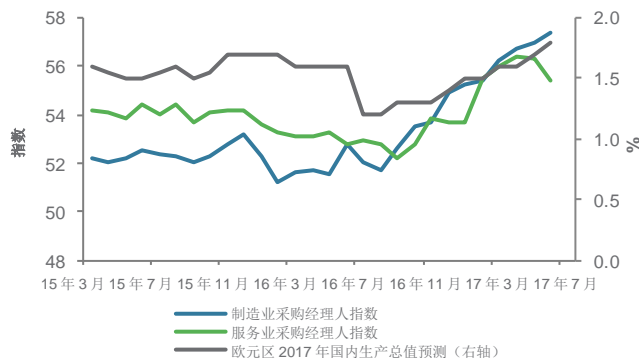
图 10: 美国一系列通胀数据不尽人意，美国通胀预期逐步下调



资料来源：彭博、渣打

图 11: 欧元区在服务业下滑的情况下仍然出现增长

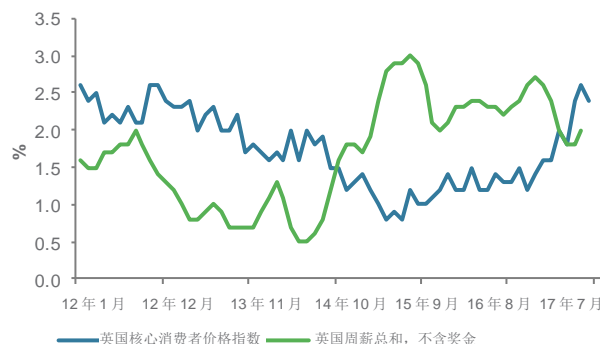
2017 年欧元区制造业、服务业采购经理人指数和欧元区国内生产总值增长率市场预期



资料来源：彭博、渣打

图 12: 通胀率上升损害英国的购买力

英国核心居民消费价格指数，同比%；英国每周薪资（不含奖金），同比%



资料来源：彭博、渣打

日本 – 通胀过低令人感到安慰

增长相对稳健。近期经济数据不及市场预期，但分析师信心满满，仍为 2017 年经济增长率将加快步伐。日本央行季度商业信心调查结果显示，自全球金融危机和投资意向稳固以来，整体数据二季度创下新高。

日本央行降低通胀预期。日本目前通胀率在 0% 左右徘徊，日本央行将 2017 年通胀率预期从 1.4% 降至 1.1%。这进一步证实日本央行尽管上调了本财政年度的预测增长率，仍将在可预见的将来保持其当前货币政策。

中国 – 消费推动增长

经济增长加速。中国经济二季度发展提速，高于政府预测。尽管零售业消费仍为增长主要推动因素，但房地产、政府投资和出口同样强劲。我们预计增长未来数月将小幅放缓。

平衡风险。我们预计中国政策制定者将侧重平衡信贷过度增长/稳定金融系统，和如政策收紧力度过度导致经济活动大幅放缓之间的风险。因此，我们预计中国政府将在今年下半年收紧政策。

新兴市场 – 上调北亚增长预期

上调北亚增长预期。韩国总统选举后，国内乐观程度加深，提升了出台财政刺激和改革措施的预期，在增长率预期上调的国家中引领风骚。东南亚增长预期修正基本平淡无奇，其中新加坡上调幅度最大，而印度 2018 财年增长预期却有所放缓。

巴西表现继续令人失望。巴西政治形势仍未尘埃落定，其复苏步伐仍然不如人意。比较好的现象是巴西通胀水平不断下降，政府可以进一步削减利率，有利于经济复苏。南非经济增长率继续令人失望，但土耳其前景似有所改善。

图 13: 日本的利好增长前景受持续的通缩压力所抵消

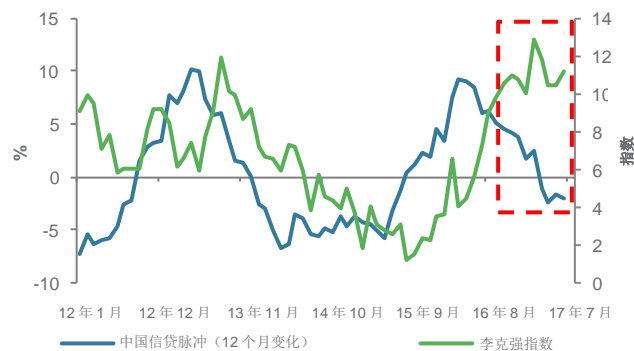
市场预期日本于 2017 年的经济增长率和通胀率；同比%



资料来源: 彭博、渣打

图 14: 中国政府将重点转向维持金融稳定, 信贷刺激措施放缓

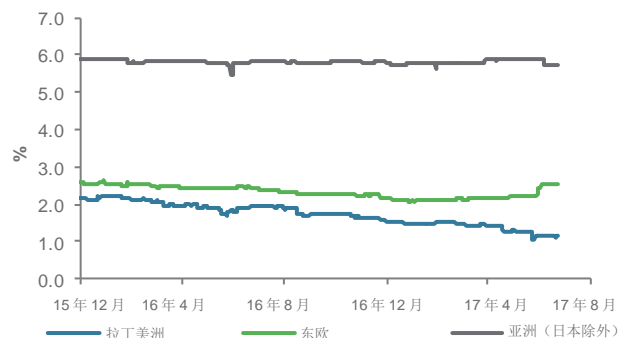
中国信贷脉冲 (12 个月变化, %), 中国李克强指数



资料来源: 彭博、渣打

图 15: 亚洲 (日本除外) 仍为新兴市场的亮点

拉丁美洲、东欧、亚洲 (日本除外) 2017 年增长率市场预期; 同比%



资料来源: 彭博、渣打



债券

对投资者的启示

- 01 看好新兴市场美元和本币政府债
- 02 看好发达市场公司债高于政府债
- 03 看好亚洲投资级债高于高收益债

增加新兴市场债券的机遇

- 我们仍然看好新兴市场美元和本币政府债，主要给予收益率可观、新兴市场增长有力、收益率发生急剧变化和/或美元强势的风险降低。
- 尽管政府债收益率近期受央行政策指引影响发生变动，但长期通胀预期仍为 10 年期国债收益率的主要推动因素。我们预计美国 10 年期国债收益率仍在 2.25%-2.50% 区间，有小幅上升空间。
- 在发达市场，我们仍看好公司债券多于政府债券。我们认为亚洲美元债、发达市场高收益债和发达市场投资级公司债可作为核心持仓。我们同样继续看好浮息优先贷款，作为发达市场高收益债的替代之选。

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，但同时波动性较高、外汇风险大
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	◆	●	●	●	●	或跑赢发达市场投资级政府债。收益率溢价相对较低
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 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 核心持仓

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	*1.2%	1.1%
新兴市场美元政府	5.3%	0.4%
发达市场投资级公司	*2.5%	1.2%
发达市场高收益公司	5.2%	1.4%
亚洲美元	3.8%	0.1%
新兴市场本币政府	6.1%	1.7%

资料来源：彭博、摩根大通、巴克莱、渣打、花旗、渣打

*截至 2017 年 6 月 30 日

发达市场投资级政府债券—较为看跌

上月美元和德国政府国债收益率轨迹出现分化。美国和欧洲债券收益率 7 月初反弹，主要受仓位高位下滑以及央行政策指引的推动，但受美国经济数据尤其是核心通胀继续不如人意的影响，美国 10 年期国债收益率过去两周却有所下跌。长期通胀预期仍是长期国债收益率的主要推动因素，如不考虑通胀意外上行，我们预计美国 10 年期国债收益率未来 12 个月仍在 2.25-2.50% 的区间，有小幅上升空间。未来数月市场或重点关注央行公布的信息。我们预计美联储开始缩减负债表的决定不会对美国 10 年期国债收益率产生长期重大影响。虽然此项决定宣布后会引起市场短期波动，但缩减资产负债表预计将会逐步开展，从而降低国债收益率飙升的风险。从另外一方面来看，任何欧洲央行有关削减购债规模的宣布将会推升欧洲政府国债收益率。



图 18: 通胀预期仍为推动美国 10 年期国债收益率的主要因素

美国 10 年期国债收益率和美国 10 年期盈亏平衡通胀率（通胀市场预期）



资料来源：彭博、渣打

我们预计美国短期（两年期）国债收益率上涨步伐要快于长期（10 年期）国债收益率。因此，对于美元债券来讲，我们看好期限较为适中（5 年期）的配置，收益率即合理，对利率的敏感性又比较有限。

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，其收益率较为客观，达 5% 以上，是债券中为数不多的估值合理（以信贷利差或收益率溢价来衡量）的资产类别。新兴市场经济增长不断加快的趋势以及对外界环境抗压能力较强，对该资产类别构成利好。

上月该类债券回报基本持平，主要基于美国国债收益率小幅上涨以及新兴市场债券资金有所流出。我们认为美国国债收益率飙升的概率较低，因此可采用当前的估值水平，将新兴市场美元政府债券加入投资配置。

美国国债收益率飙升、商品价格下跌或新兴市场发生地缘政治事件都是风险。但是，我们对委内瑞拉局势并未过于担忧，因为该国债券占资产类别比例尚不及 2%。

图 19: 新兴市场美元政府债券估值仍然合理

新兴市场美元政府债券信用利差（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仍是核心持仓，因为我们认为其相对于政府债的收益率溢价有助于发达市场投资级公司债券跑赢发达市场政府债。

我们看好美国投资级公司债高于欧洲投资级公司债，美国投资级公司债的发行绝对收益率较高，而欧洲央行宣布缩减购债规模计划后，会令欧洲政府债收益率出现飙升的风险。美国投资级公司与欧洲同类债券相比，信用评级上调与下调之比率更高。

发达市场高收益公司债券—核心持仓

我们将发达市场高收益公司债券仍作为核心持仓。该类债券受惠于违约率大幅下降。尽管我们预计违约率未来 6-12 个月仍将位于低位，但该类债券与政府债券的收益率溢价处于多年以来低位水平，表明该类债券估值已变得有些高昂。考虑到我们认为美国经济周期正处于末期的观点，我们更为看好新兴市场政府债券，虽然收益率相仿，但信用质量更高、估值更为合理。



图 20: 发达市场高收益债券利差处于多年低位

发达市场高收益债券利差或收益率溢价



资料来源: 巴克莱、彭博、渣打

美国浮息优先贷款仍是高收益债券的替代之选, 其对利率敏感性低, 此前在利率上升的环境下有过产生正回报的历史表现。近期贷款重新定价后 (影响总回报), 定价下跌 (利率), 较为利好。

亚洲美元债券—核心持仓

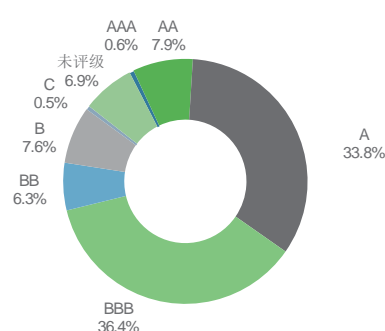
亚洲美元债券仍作为核心持仓, 我们仍认为其可作为新兴市场债券中的防守型配置。亚洲美元债券拥有强大的区域买家基数, 相对新兴市场其他区域来讲, 如市场出现大面积抛售情形其抗压性较强。我们同样看好该类债券的信用质量 — 投资级债券占比约 80%。

亚洲美元债券估值并不低廉, 其收益率溢价下行空间有限。在亚洲高收益债券中, 我们对评级较低的公司发行的债券 (B 级及以下) 有所顾虑, 该类债券可能会造成将来违约率上升。

近期, 中国政府再度将重点放在降杠杆上。鉴于中国债券发行方占亚洲美元债券 50% 以上, 高收益资产类别中会出现非系统性风险。因此, 我们看好亚洲投资级债券高于高收益债。

图 21: 投资级债券占亚洲美元债将近 80%

亚洲美元债按评级划分



资料来源: 彭博、渣打

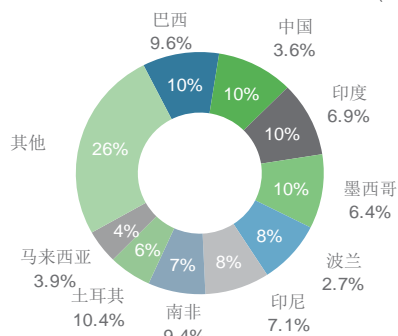
新兴市场本币债券—看好

新兴市场本币债券自 6 月份我们将其上调至看好的资产类别后, 表现优于其他债券资产类别。其中大部分原因为新兴市场货币走高, 与此前我们认为外汇回报是推动新兴市场本币债表现的主要因素的判断相一致, 特别是从短期来看。

即便如此, 我们继续看好此类债券, 主要原因包括其发行收益率高于 6%, 新兴市场外汇料将大致区间波动, 以及印度和巴西等国家会进一步降低预期等。

图 22: 新兴市场本币债券的组成

全球新兴市场多元化债券指数的各国比重 (内侧) 和收益率 (外侧)



资料来源: 摩根大通、彭博、渣打



股票

对投资者的启示

- 01** 全球股票仍为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** 我们看好亚洲（日本除外）地区的中国和韩国股市

美元疲弱影响股市

- 全球股市仍是我们看好的资产类别。理想环境即经济小幅提速但通胀压力有限的情景延续，或延长股市周期，流入股票等风险资产的资本相应增加。
- 美元疲弱对亚洲（日本除外）地区股市构成利好，但对欧元区股票却较为不利。美国股票作为核心持仓，在理想环境下表现良好。
- 欧元区仍是我们看好的股票市场。欧元强势或短期内对市场构成压力，但我们认为经济复苏范围正在不断扩大，会有助于盈利提升。未来 12 个月内盈利市场预期预计将增加 15%。
- 亚洲（日本除外）地区同样是我们看好的地区。我们对该地区保持乐观的主要原因在于美元疲弱加大了该地区资本流入，中国经济增长明显好于预期。中国和韩国仍是我们看好的市场。
- 新兴市场（亚洲除外）地区股票是核心持仓。该地区仍面临商品价格下跌和政治形势不确定性的困境。日本股票仍为核心持仓，虽近期日圆走高，但仍表现不俗。
- 我们看好以上股票观点的主要风险包括估值高企，美国政治形势不明朗，贸易紧张局面增加，以及中国经济意外放缓。

图 23: 当前市场行情

市场			指数水平
市盈率	市净率	每股盈利	
美国 (标普 500)			
18 倍	2.9 倍	11%	2,475
欧元区 (斯托克 50)			
15 倍	1.6 倍	17%	3,493
日本 (日经 225)			
14 倍	1.3 倍	11%	20,080
英国 (富时 100)			
14 倍	1.8 倍	14%	7,443
明晟亚洲 (日本除外)			
13 倍	1.5 倍	16%	657
明晟新兴市场 (日本除外)			
12 倍	1.4 倍	17%	1,426

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 7 月 28 日

图 24: 欧元区和亚洲（日本除外）是我们看好的区域；英国股市最为看跌

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	▲	●	●	●	●	●	盈利领先指标下降，而债券收益率上升
亚洲（日本除外）	▲	●	●	●	●	●	盈利展望改善，而美元疲弱形成利好
日本	◆	●	●	●	●	●	进一步重新估值需企业税务改革
美国	◆	●	●	●	●	●	股市受益于经济环境
新兴市场（亚洲除外）	◆	●	●	●	●	●	商品价格下跌拖累新兴市场（亚洲除外）地区股市
英国	▼	●	●	●	●	●	政治形势不明朗拖累企业投资计划

资料来源: 渣打全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 核心持仓



欧元区股票 – 看好

欧元区仍是我们看好的股市之一。不可否认该地区股市自 2017 年 5 月大涨之后，表现差强人意，主要受欧元兑美元汇率走低的影响。尽管如此，该地区股市如按本币计算，年初迄今已上涨 8%，另外，有迹象显示，推动盈利增长的因素已不再局限于对汇率走低的依赖。

投资者就欧元升值对盈利复苏的潜在影响愈发有所顾虑。此前欧元区盈利增长开始复苏，要得益于欧元贬值，因此投资者有所顾虑也不足为怪。尽管如此，随着经济复苏范围进一步拓宽，盈利增长复苏不再单纯依赖于低汇率。

支持复苏的因素同样包括新兴市场尤其是中国的需求前景改善，以及欧元区非金融企业利润率提高，由 1 年前的 4.5% 增加到 5.5%，预计利润率未来 12 个月仍将上行。

鉴于推动增长的因素增加以及利润率提高，欧元区盈利增长率未来 12 个月市场预期为 15%。

同美国情况相似，欧元区股票估值与历史水平相比相对高企，但仍然低于周期高位，即盈利预估市场预期 14.4 倍。我们认为未来 12 个月之内估值尚有上升空间。

图 25: 欧元区盈利增长率处于复苏之路

12 个月盈利增长率市场预期



资料来源: FactSet、渣打

亚洲（日本除外）股票 – 看好

亚洲（日本除外）股票仍作为核心持仓。该地区股票风险回报较好，主要受美元预期疲弱，亚洲经济特别是中国经济充满韧性。

同样，亚洲（日本除外）地区公司未来 12 个月盈利增长率市场预期为 16%。公司盈利增长率由于基数偏高，预计 2018 年发展势头或有所放缓，我们预计如出现下降都是暂时性的。稳定的需求或有助于收入增长，而长期来看，资本支出和成本控制表明公司利润率和股权回报率会有所增加。

亚洲（日本除外）股票估值相对可观，其 12 个月预期市盈率为 13.2 倍，成为六大区域中第二大估值最低的地区。鉴于全球投资者仍会减持亚洲（日本除外）股票，我们预计该地区经济增长稳健将加大外资对股市的投资力度，或引发市场进一步重新估值。

中国仍是我们亚洲（日本除外）看好的市场，其主要推动因素包括私营领域资本性支出、消费旺盛以及香港和中国大陆股市互联互通愈发成功，移动支持源源不断。

我们仍然看好韩国股票。其估值具吸引力，12 个月预期市盈率与亚洲（日本除外）地区股市估值相比折价 29%。公司治理改善、股息率增加为估值上行重估提供了空间。

图 26: 亚洲（日本除外）地区的股权回报率具上行空间

亚洲（日本除外）地区 12 年以来股权回报率



资料来源: FactSet、渣打



美国股票 – 核心持仓

我们将美国股票作为核心持仓，且对美国股市的前景比市场预期更为乐观。在低通胀的环境下，债券收益率上行说明经济增长具有韧性，有助于市场盈利前景改善。

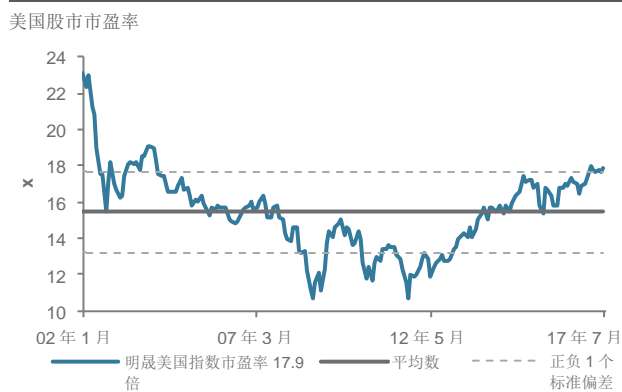
尽管美国股市市盈率市场预期高达 18 倍，但我们认为其估值仍较为合理，与我们的情景分析一致，即美国经济处于理想状态，经济增长适中，但通胀压力有限。

美国二季度盈利季预计将产生 10% 的盈利增长率，与全年增长幅度基本一致。此前银行和能源公司发布的盈利指引有所下降，但整体盈利情况为“既不太热，也不太冷”。

科技领域股票从 6 月低谷开始反弹，成为年初至今表现最好的领域，涨幅达 23%。能源领域股票表现仍然最为差劲，受油价下降影响，同期下跌 12%。

我们认为美联储会在一年之内加息，债券收益率料将进一步上行。在本周期内，高收益率对银行的影响不如人意。尽管如此，我们将继续关注该领域的趋势，留意利息收益改善的迹象。

图 27: 美国股市估值仍然高企



资料来源: FactSet、渣打

新兴市场（亚洲除外）– 核心持仓

我们依然秉承新兴市场（亚洲除外）股票作为核心持仓的观点。新兴市场国内生产总值与发达市场的差距正在缩小，而目前美元走势比较平淡，有利于新兴市场的资本流入，从而利好新兴市场（亚洲除外）股票。

另外，如果商品价格特别是原油和铁矿石价格反弹，近期新兴市场（亚洲除外）盈利增长放缓势头或有所缓解。随着新兴市场回暖进一步缩小与发达市场的差距，以及进入更加可持续发展的扩张阶段，新兴市场（亚洲除外）与发达市场市盈率之间 25% 的折价率正预计将缩小。

尽管如此，我们对新兴市场（亚洲除外）的不断上演的政治风险，尤其是南非执政党非洲人国民大会（ANC）2017 年 12 月将举行的领导人选举仍然不能掉以轻心。政策停滞不前以及向民粹主义转变可能限制南非股市上行。

2018 年巴西总统选举由于潜在总统候选人尚未定夺仍然不可预期。巴西改革是否成功要取决于下届总统。南非和巴西是我们在新兴市场（亚洲除外）地区最不看好的市场。

图 28: 新兴市场（亚洲除外）估值吸引力强



资料来源: FactSet、渣打



日本股票 – 核心持仓

日本股票仍为核心持仓，近期公司盈利前景或成为关注重点。未来 12 个月市场预期盈利增长率自 2017 年 5 月以来出现上行修正，达 10%。鉴于日圆疲软的基础情境和成本控制有力等原因，公司利润率尤其是日本出口公司的利润率将受此提振。

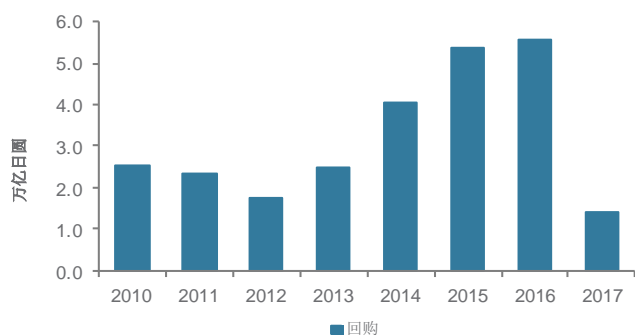
我们认为股票回报有上行空间，主要受股票回购活动加强影响；2016 年股票回购规模创下纪录，达 5.5 万亿日圆。日本公司持有大量现金，截至 2017 年 3 月为 112 万亿日圆，今年股票回购预计存在进一步上行空间。

尽管如此，因日本缺乏重要意外积极政策，或限制日本股票表现。日本首相安倍晋三（Shinzo Abe）自由民主党近期在东京都选举中惨败，表明在日本即将开展的大选之前采取重要政策举措的可能性降低。

总之，虽然缺乏有力政策支持会对每股盈利增长率稳健增长以及股票回购进一步开展有一定程度影响，我们仍将日本股票作为核心持仓。

图 29：股票回购活动加强有助于股权回报率提高

日本股票回购[^]



资料来源：彭博、渣打

[^]2017 年数据截至 17 年 2 季度

注：综合数据基于东证股价指数构成

英国股票 – 较为看跌

在六大主要区域中，我们最为看跌英国股票。投资者关注重点仍为脱欧谈判，保守党在 6 月份选举中丢失多数席位，其脱欧谈判授权进一步削弱。

今年英国盈利增长率市场预期比较积极，为 20%，但这主要体现了此前英镑贬值对大型出口导向型公司起到的利好影响。侧重国内经济的小盘股和中型股公司预计将艰难图存。

我们对于英国盈利和利润率前景保持谨慎，主要关注未来 12 个月的下行风险。

英国脱欧的较长期影响已在金融领域有所体现，金融领域约占英国经济产值的 7%。金融公司已在欧元区另行开辟或扩大疆土，以防英国脱欧造成无法进入单一市场的风险。

英国脱欧对航空航天和科学领域的投资正在产生实质影响，欧洲机构开始脱离英国公司。这将对英国公司的盈利能力造成长期伤害，只能更多的侧重于规模更小的国内经济以寻求增长。

图 30：英国相对于欧元区的 12 个月预期市盈率反弹至历史均值

明晟英国指数相对于明晟欧元区市盈率



资料来源：彭博、渣打



股票衍生工具

理想经济环境—中国股市机遇

在上期《全球市场展望》中，我们重点提出投资者可在石油领域股票沽出看跌期权，在美国科技领域沽出看涨期权寻找投资机遇。以上两大主题均已发挥作用，尤其是油价从支撑位 45 美元反弹后。

而现在我们认为投资者可在中国尤其是其传统经济领域寻找投资机遇。理想经济环境中增长合理，通胀率低以及美元疲软成为亚洲（日本除外）股票有利因素。

今年早期，我们在看好中国新经济股票的观点下获利了结，并认为人民币升值或导致投资机遇轮动回至重资产、传统经济领域。这些领域的估值吸引力强，恒生中国企业指数是我们衡量中国传统经济领域表现的指标，与标普 500 指数相比，其估值折价率仍然较高。

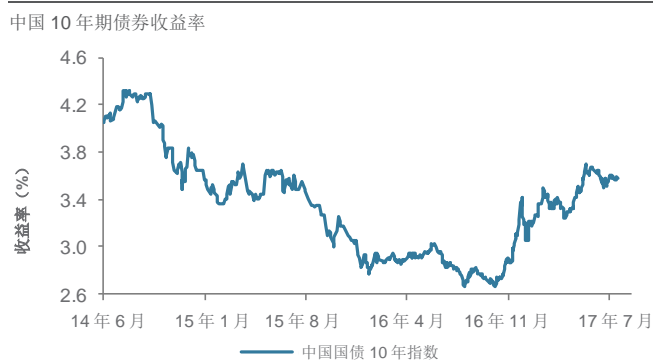
图 31：中国股票估值较低



我们认为**中国保险领域**值得投资者关注。投资收益率正在提高，中国 10 年期债券收益率从 2016 年末的 2.6% 反弹至 3.6%，

高于寿险公司平均保证回报，降低了保险领域的再投资风险。此外，香港/中国的整体投资环境对保险领域较为有利。

图 32：中国债券收益率走高表明再投资风险降低



中国房地产领域受益于人民币不断升值。资本外流与 2016 年时情况相比不再是主要问题。除美国之外，其他国家央行立场正变得愈发强势，对这些市场的房地产投资构成潜在风险。中国的流动性资本或进入本地投资，如股票和房地产领域。

就波动性而言，自 2016 年 1 月以来中国保险公司和房地产开发商 6 个月隐含波动性与恒生中国企业指数相比，达到最为昂贵水平。

鉴于中国股市估值合理，以及以上两大领域的隐含波动性较为昂贵，我们认为可以考虑沽出看跌期权以获取投资寻找机遇。



商品

对投资者的启示

- 01 油价有望逐步上涨
- 02 我们预计金价上涨空间有限
- 03 基础金属价格仍可能进一步小幅回落

仍旧部分看涨

- 由于全球增长改善及地缘政治风险仍旧可控，我们预计商品价格将小幅上涨。
- 我们维持如下观点 – 随着供需基本面改善，原油价格应在 2017 年下半年走高。
- 金价预计大体保持 1,200-1,300 美元/盎司的交易区间；在全球收益率逐步上行之际，金价大幅上涨的可能性不大。

图 34：商品：主要推动因素与前景

商品	观点	库存	产量	需求	实际利率	美元	风险情绪	评论
石油	◆	●	●	●	NA	●	●	欧佩克减产和美国页岩油生产放缓对油价构成支撑
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	全球收益率逐步上升将令黄金面临压力
金属	◆	●	●	●	NA	●	●	由于供应阻力持续，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 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 核心持仓

聚焦美国页岩油

尽管通胀仍旧相对可控，但 2017 年至今全球增长意外上行。我们依旧部分看涨商品，源于整体供需前景保持向好。我们该项观点面临的风险是，供应增长加速及中国经济放缓程度超出预期。

投资者聚焦油价（特别是美国页岩油价格）、原油库存及库存削减速度。我们认为，欧佩克减产将支持油价，推动其在年末时自当前价位小幅上涨。

金价继续受到实际利率（扣除通胀因素）的推动，近期投资者风险情绪低迷，亦对金价构成支持。我们预计，在全球实际利率上行之际，金价将呈现窄幅波动走势。

中国弹性的经济数据及空头回补行为增强市场乐观情绪，受此支持工业金属价格反弹，但供应侧改革及中国政策路径仍旧是市场关注的主要领域。

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）	1,259	1.0%
原油（美元/桶）	51	9.7%
基础金属（指数）	119	5.7%

资料来源：彭博、渣打



原油 – 预计将逐步上涨

6 月份油价暴跌，源于投资者对全球库存增加的担忧情绪加重。6 月份以来，受欧佩克减产及沙特承诺进一步削减出口量的支持，油价小幅回升。

我们认为，短期内美国页岩油生产可能面临阻力。在生产效率（特别是二叠纪盆地）下降的同时，生产成本看似上升。美国钻机数量的潜在转向将是一项重要指标。

由于尼日利亚与利比亚持续增产，欧佩克减产成效亦遭到削弱。近期，沙特承诺减少原油出口量，同时尼日利亚计划限产，均为积极的进展。我们所持观点面临的风险是，产油国团结程度减弱且伊朗与伊拉克增产幅度超出预期。

黄金 – 涨幅可能有限

我们预计，2017 年底前金价仍将大体位于 1,200-1,300 美元/盎司的区间。我们认为，近期金价上行之势源于美国宏观经济数据弱于预期。如金价迈向 1,300 美元/盎司，我们仍倾向减少黄金投资。

我们维持如下观点，即各国央行将逐步上调利率，从而导致美国国债与德国国债收益率逐步上行。排除通胀率呈现重大意外变动，我们认为金价的上涨空间有限，源于金价与实际利率走势反相关。

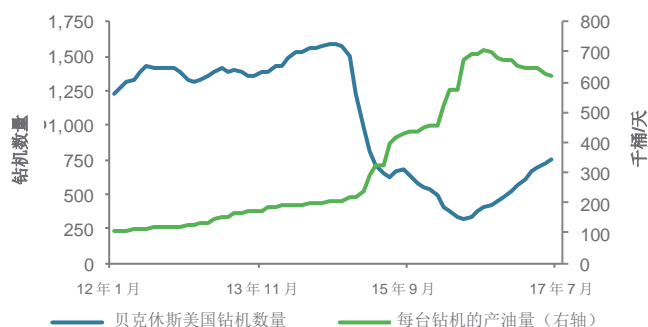
工业金属 – 保持谨慎

中国经济活动显著走强，宏观经济数据优于预期，从而推升工业金属价格。固定资产投资与购地量等针对金属需求的前瞻性指标也显示，近期需求呈现一定程度的积极势头。

在流动性改善及有迹象显示中国热衷抑制钢铁过剩产能之际，中国钢铁价格也回升。不过，库存仍然高企，受中国持续的定向货币政策收紧的影响，未来数月需求可能放缓。如决策者过度收紧货币政策，我们的观点将面临政策误判风险。

图 35: 美国页岩油生产效率的升幅开始放缓

贝克休斯美国钻机数量与二叠纪盆地每台钻机的产油量（桶/天）



资料来源：彭博、渣打

图 36: 铁矿石价格与中国房地产固定投资紧密挂钩

中国房地产固定资产投资与中国铁矿石价格（美元/公吨）



资料来源：彭博、渣打

图 37: 因素变动 – 原油

因素	近期动向
供应	欧佩克产量继续下降，而美国原油库存减少
需求	美国和中国领先经济指标继续增长
美元	美元指数走弱至 1 年来低位

资料来源：渣打

图 38: 因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	由于通胀资料弱于预期，美国收益率下滑
通胀预期	美国、欧元区及日本资料保持不变
美元	美元指数走弱至 1 年来低位

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 以情境推动为配置依据

市场环境支持替代性策略

- 考虑到股市的涨势及再通胀或摸索前行的经济前景，我们继续将股票对冲策略视作首选策略。
- 随着全球股市上涨，股票对冲、事件驱动与相对价值替代策略提供正回报；自《2017 年展望》发布以来，我们的多元化另类策略配置实现了 4% 的回报率。
- 过去六周，跨资产分散度下降，可能削弱全球宏观策略的关键驱动力

遵循另类策略的框架

在我们发布的《下半年展望》之中，我们提出强调另类策略关键推动力的框架（图 40）。我们曾讨论过替代性策略和多元化策略这两大类另类策略：替代性与传统资产联系紧密，而后者与传统资产的关联不甚紧密。在市场持续低迷期间，此策略可能具备与保险相近的特性。今年股债两市均有出色表现，替代性策略不出所料地跑赢多元化策略。

聚焦我们框架中强调指出的主要驱动因素，我们发现股市走势良好，延续强劲表现，从而继续双双推升股票对冲与事件驱动策略。由于波动率水平较低且信贷利差持续收窄，今年全球宏观策略一直表现落后。今年持续上升的跨资产分散度也在过去 6 周下降，再次削弱本策略的关键推动力。

股票对冲策略仍旧是我们看好的策略，另类策略的配置如下：股票对冲 34%、事件驱动 26%、全球宏观 16% 与相对价值 24%。关于如何构建另类策略配置，请参见我们发布的《2017 年展望》。

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 以并购等事件作为投资依据	<ul style="list-style-type: none"> • 股市上涨 • 并购活跃
	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、信贷利差收窄
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），通常运用杠杆	<ul style="list-style-type: none"> • 波动加剧、信贷利差扩大 • 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
股票多空策略	4.9%	1.8%
相对价值	2.7%	0.9%
事件驱动	6.7%	1.2%
宏观 CTA	0.6%	0.1%
另类资产配置	4.0%	1.1%

资料来源：彭博、渣打



外汇

对投资者的启示

- 01 我们预计欧元将继续涨势
- 02 我们预计日圆将进一步下跌
- 03 我们看跌澳元的程度减轻

暂不放弃美元

- 我们预计，中期内美元将保持窄幅波动。我们预计近期美元不会进一步大幅下跌。
- 在欧央行撤回刺激政策的可能性不断增强之际，我们在中期内仍旧看涨欧元。
- 我们认为日本央行将维持现有政策，继续控制日债收益率，此外预计美国国债收益率将小幅回弹，因此我们继续看跌日圆
- 在澳元突破中期交易区间及围绕澳洲央行早于预期的加息出现混合信号之后，我们看跌澳元的程度减轻

图 42：外汇：主要推动因素和前景

货币	观点	实际利差	风险情绪	商品价格	美元整体	
					强势	评论
美元	◆	●	●	不适用	不适用	政策分化程度减弱
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	●	仍与美国 10 年期国债收益率关联
英镑	◆	●	●	不适用	●	政治与政策不明朗发挥影响
澳元、新西兰元	◆	●	●	●	●	央行可能暂时维持政策不变
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	低波动性与美元有限的涨幅仍旧利好

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 ▼ 较为看跌 ◆ 中性

图 41：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)	107.1	1.0%
澳元	0.80	5.1%
欧元	1.17	3.0%
英镑	1.31	2.0%
日圆	111.3	1.0%
新加坡元	1.36	2.0%

资料来源：彭博、渣打

美元再度下探支撑位

- 我们认为美元有望维持窄幅波动。美联储与其他各国央行货币政策的分化程度持续减弱，仍旧构成推动美元上述走势的关键力量。欧央行即将撤回刺激政策，英国央行及加拿大央行可能加息，均有望推动其他各国与美国的利差收窄。在一些情况下，特别是日本，货币政策分化仍未受影响。日本央行已经表示，将在相当长的一段时间内维持现有政策。
- 短期内，美元指数已经降至重要支撑区域，考虑到关于政策分化程度逐步减弱的大部分短期因素可能得到消化，美元指数可能小幅反弹。不过，我们认为，鉴于其他央行重启政策正常化进程，美元反弹幅度有限。



欧元 – 长期仍然看涨

我们预计中期内欧元将延续涨势，不过短期内诸多利好因素可能已经得到消化。我们将利用欧元的回调增持欧元。更长期内，我们认为驱动欧元走强的主要力量仍旧完好。欧元区积极的经济势头有望继续支持德国国债收益率，而近期德国国债收益率一直是欧元走势的主要推动力（见图 44）。

美国的经验显示，如率先宣布结束刺激政策，则货币将在前期上涨。相似地，在欧央行真正削减购债规模或加息之前，欧元可能大幅上涨。即使在欧元突破中期盘整区间之时，我们仍认为欧元远低于历史水平（量化宽松政策实施之前）。

日元 – 中期可能走弱

我们仍旧看跌日元，同时认为其不大可能维持近期走强之势。我们认为，日元近期走强在很大程度上得益于美国国债收益率走低及美元走弱（见图 45）。不过，我们认为，在当前环境之下，美国国债收益率的下跌幅度有限。

此外，我们认为日本央行可能维持当前的收益率曲线控制政策，随着美国加息，上述政策支持美国与日本利差扩大。近期日本央行传达的有关信息继续强调指出，鉴于通缩风险仍旧显著，考虑撤回货币刺激政策为时过早。

英镑 – 预计将窄幅波动

尽管英国央行明显转向鹰派政策立场，但这对英镑并非构成极大利好，原因包括两点。首先，英国央行提早加息，反映出其对通胀的迫切担忧，而非源于经济与就业市场增长势头强劲。因此，英国央行加息轨迹并非完全明确。其次，在政府疲弱之际，英国脱欧谈判等政治忧虑可能挥之不去。这可能持续令市场情绪承受压力并使得英镑涨势受到抑制。我们认为，目前最可能出现的情境是横向盘整走势。

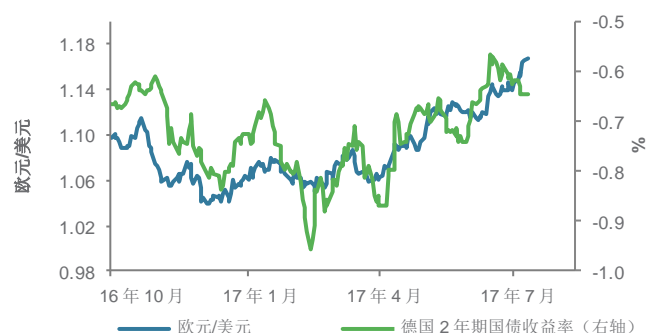
图 43：因素变动 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际利差	相对美元的利差继续朝着适度有利于欧元、英镑及日圆的方向改善
风险情绪	波动率显著下滑；波动率指数接近历史低位
投机持仓	转为净短仓美元，几近极端净做多欧元。仍极端短仓日圆，英镑持仓已经回归正常

资料来源：彭博、渣打

图 44：持续回升的德国国债收益率推高欧元

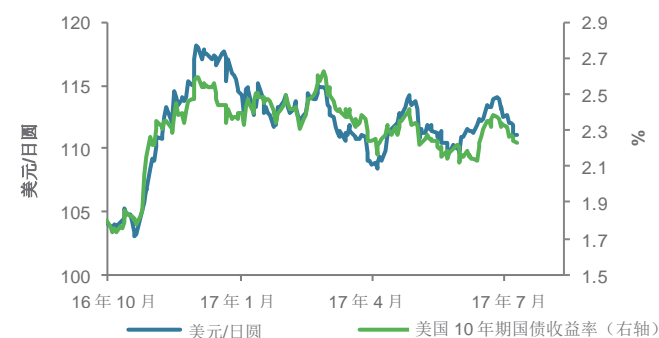
德国 2 年期国债收益率与欧元/美元



资料来源：彭博、渣打

图 45：日本央行的收益率曲线控制政策将确保美国 10 年期国债收益率与美元/日元走势紧密挂钩

美国 10 年期国债收益率与美元/日元



资料来源：彭博、渣打



澳元 – 降低看跌程度

澳元突破中期交易区间，促使我们结束看跌观点。但我们并不转而强烈看涨澳元，源于我们认为澳元的基本面尚不能支持此等转变。

首先，我们认为澳洲央行 2017 年不会加息。我们认为澳洲经济处于经济周期的早期阶段 – 失业率高企且薪资增长平缓。其次，考虑到铁矿石库存显著增加且中国房地产投资强劲攀升的可能性有限，铁矿石前景依然黯淡。不过，我们确认存在诸多利好因素，比如中国经济增长稳定，金融市场波动性较低，以及美元可能延续疲弱走势。在此背景之下，我们暂时倾向结束中期看跌澳元的观点，静待强劲方向性走势的驱动力出现。

新兴市场货币 – 基本面仍旧利好

新兴市场货币的总体环境大体利好。尽管近期可能出现回落（与我们所持的美元观点一致），但新兴市场货币可能大体保持稳定并提供正回报（包括收益率）。我们认为以下因素对于看涨新兴市场货币仍旧发挥关键作用：1）中国增长前景稳定，2）市场波动性较低，3）美元走强幅度有限。我们认为，上述因素可能对于新兴市场货币实现回报发挥主要作用，而个别国家的因素可能起到次要作用。

我们预计人民币自当前水平走强的空间有限，主要源于决策者维持当前货币政策，同时美元不大可能自当前水平显著下滑。相似地，对于新元，在政策立场呈中性之际，我们发现近期新元与美元指数密切相关。因此，我们预计近期涨势难以维继，至少在短期内如此。在众多高收益货币之中，我们继续看好印度卢比、印度尼西亚盾、俄罗斯卢布与巴西雷亚尔，源于这些货币既可提供高利差（利差）又可普遍提供大量的支付余额。近期新兴市场货币的欠佳表现归因于巴西的问题，不过巴西雷亚尔已经逆转近期跌势。

图 46：澳元/美元实际利差徘徊在零附近（虚线），表明澳元实际收益率攀升的幅度极为有限



资料来源：彭博、渣打

图 47：新兴市场货币的变动因素

因素	近期动向
美元	近期美元延续疲弱走势
中国风险	中国仍旧向好
风险情绪	新兴市场债券利差仍旧窄幅波动

资料来源：渣打

图 48：市场对新兴市场货币保持乐观情绪（体现在新兴市场债券利差）



资料来源：彭博、渣打



债券



股票



商品



另类策略



外汇



多元资产

加密货币



危险但刺激

- 加密货币极具投机性与波动性。年初至今，比特币上涨约 278%，但年化波动率已达到 63.31%。
- 在投资加密货币之前，投资者需要重点了解加密货币存在何种程度的风险。
- 加密货币缺乏安全措施；曾发生多起交易所遭受黑客入侵引发损失的事件。
- 加密货币实现价值的数字化，此类货币并非由央行发行。
- 各加密货币的用途不同 – 比特币是用来支付商品与服务，而以太坊（Ethereum）则是营运智慧合同的平台。

何为加密货币？

货币是支付与储藏价值的方法，通常为官方发行的法定货币。

加密货币是一种去中心化的虚拟货币，无需主管部门。在更为传统的货币转账环境下，我们须委托第三方或银行管理我们的资金。加密货币无需此类中介结构，故可加速货币转账过程。

就此而言，鉴于比特币可加快支付速度及增强支付的安全性，同时还可降低交易成本，所以被视作具有吸引力的支付手段。

影响加密货币价格的因素

加密货币的价值取决于供需法则。由于日本实行加密货币合法化，同时对于购买加密货币免征消费税，促使比特币需求激增。在中国，加密货币被公司广泛用于汇总支付服务，从而提振其需求。

大多数加密货币的供应增长计划逐步放缓；比特币生成的数量将以几何倍数减少，供应上限在 2,100 万枚。

加密货币的风险

尽管回报可观，但需要重点指出的是，加密货币仍处于发展初期，尚不明确其是在全球范围内获得普遍接受，还是将最终销声匿迹。

波动性上升对比特币市场的合法化构成影响，同时其亏损状况反映出加密货币的投机性质。近期比特币价值小幅下滑，但 2015 年最大跌幅为 -72.75%，反映出加密货币具有波动性。





加密货币市场基本上不受监管，因此存在诸多交易所遭受黑客入侵的事件。自 2009 年成立以来，大约三分之一的比特币交易所曾遭受黑客入侵。监管缺失及交易匿名性意味着，黑客入侵问题难以解决，投资者无法追回资金。

如何“投资”加密货币

各种加密货币均有其具体用途，如欲将加密货币纳入多元化的资产配置，必要之举是选择可以解决多元化行业内不同问题的加密货币。比如，比特币和以太坊分别解决数字支付与移动应用行业的不同问题。

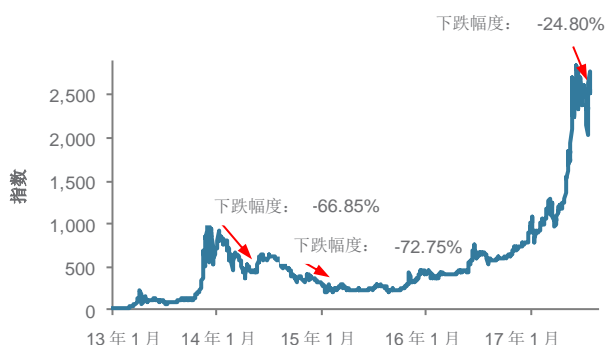
为企业提供实际价值的加密货币可能获得大公司的支持或经历未来试点项目。价值主题有助确定加密货币可提供何种机会，不过加密货币持仓多元化策略可以是较佳的切入点。

监管机构开始评估加密货币市场，我们或将看到该市场受到更多约束，遵守更加严厉的合规要求，逐步加强信息披露。

加密货币可被视作另类资产类别下的一项投资。尽管此项非公开投资因其风险溢价可能提供额外回报，但需要重点获悉其相关风险，包括高度投机性、波动性及流动性不足和监管缺乏。

图 49：下跌状况反映加密货币的高风险

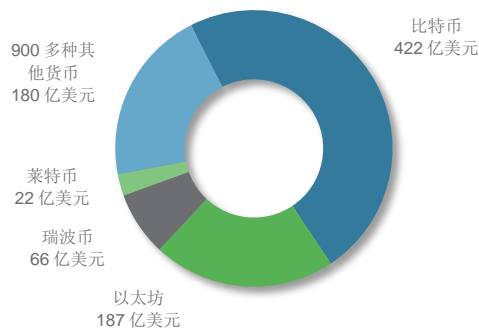
比特币的价格



资料来源：彭博、渣打

图 50：加密货币的范围不断扩大

加密货币的市值



资料来源：coinmarketcap.com、渣打



多元资产



对投资者的启示

- 01 多元资产继于上半年强劲上升后，情境取向仍旧重要
- 02 非核心资产被视为多元资产配置策略的重要组成部分
- 03 多元化固定收益策略构成平衡配置的一部分

美元走势利好平衡配置

- 美元走强幅度有限且经济基本面利好，应支持我们侧重增长的平衡配置继续跑赢大盘。
- 对于收益型投资者，不应忽视可转债、优先股及房地产投资信托等非核心资产配置。此类资产应能获益于增长适度改善及通胀低迷的理想环境。
- 对于获益于 2017 年股市上涨的投资者，多元化投资较为重要。尽管下行情境并非我们的核心观点，但固定收益配置有助缓和 market 不明朗性。

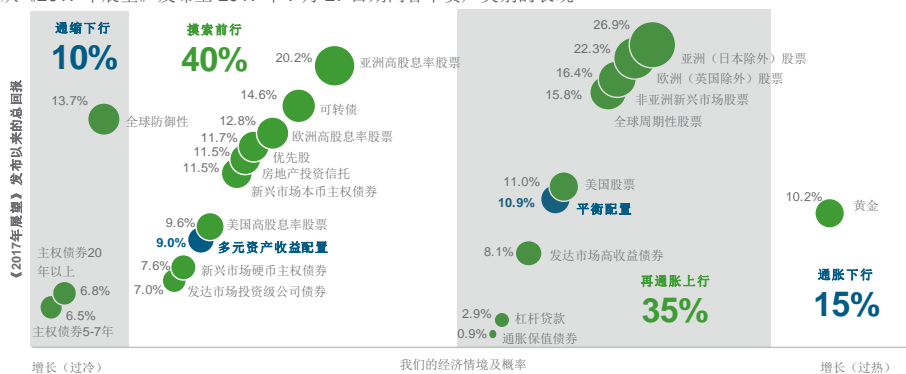
上月，美元疲弱的市场环境为新兴市场股票与高质量债券（主权债券与公司债券）提供强劲支持。亚洲（日本除外）和其他新兴市场股票一直是美元疲弱行情的主要受益者。鉴于政府债券收益率大体不变，外汇回报推动高质量发达市场债券的表现。上述因素共同促使平衡配置相对多元资产配置维持（及延续）其卓越表现（跑赢 190 个基点）。值得关注的是，尽管美元疲弱的环境提振新兴市场固定收益产品，但 G3 货币走强意味着该类资产上月跑输发达市场固定收益产品。这是导致其表现跑输多元资产配置类产品的又一项因素，后者对新兴市场固定收益资产类别的配置比重较高。

非核心资产 – 多元资产配置策略之中的无名英雄

在摸索前行的经济情境之下（我们认为概率为 40%），债券收益率仍可能受限。在此种情境之下，侧重收益的策略应仍适用于寻求收益率的投资者。在此策略之中，尽管非核心资产持续提供可观表现，但却通常遭到忽视。

图 52: 受亚洲（日本除外）股市表现的支持，平衡配置将呈现卓越表现

从《2017 年展望》发布至 2017 年 7 月 27 日期间各个资产类别的表现



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

图 51: 主要多元资产观点

配置表现	《2017 年展望》发布以来	1 个月回报
平衡	10.9%	2.0%
多元资产配置	9.0%	1.6%

资料来源：彭博、渣打



收益型投资者应考虑在收益配置之中纳入非核心资产 – 可转债、优先股和房地产投资信托，原因如下：

1. 此类资产均为提供可观派息率（4-5%）的收益率型资产因此，可支持本策略的收益目标。
2. 在一些情况下，此类资产为混合资产，兼具股票与债券的性质，从而使其可以把握摸索前行与再通胀情境之下的绝佳机遇 – 在我们的经济情境分析中，该两项情境出现的概率为 75%。
3. 此类资产与其余收益配置的关联度较低，因此可以分散本策略的风险。

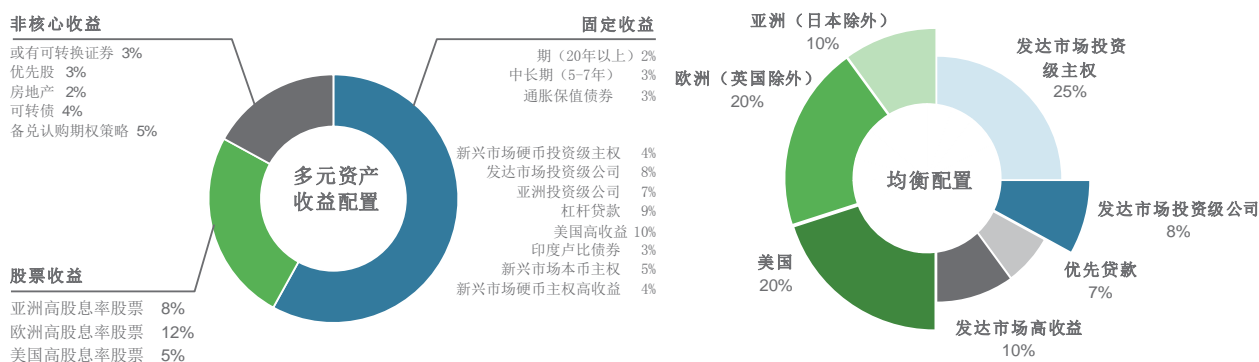
B 指平衡配置；B 指债券……

受主要股市实现双位数涨幅的推动，平衡配置自我们发布《2017 年展望》以来创下卓越表现（10.9%）。在此背景之下，很容易忽略的一点是，大约一半的平衡配置投资于多元化固定收益产品。

考虑到股市近期表现，聚焦再通胀故事的投资者可能禁不住全面致力于股市投资。尽管我们仍旧看好股票，但对于侧重增长的投资者而言，比较重要的是采用情境投资法并确保其配置中包含固定收益投资。

对于受益于股市过去几个月涨势的股票投资者，固定收益配置应作为良好的风险管理工具，有助在市场走向不明朗之际保留部分盈利。尽管下行情境并不构成我们的核心观点，固定收益配置可作为缓冲，特别是在通缩下行情境，地缘政治风险加剧及受贸易保护主义情绪推动紧张局势升级的情况下。

图 53: 修正后的多元资产配置和平衡配置（各类资产所占权重以%表示）



资料来源：渣打

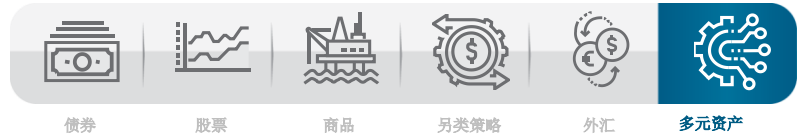


图 54: 从三方面评估收益型资产的方法

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	4.3	●	●	●	投资组合主力，收益率来源，一些投资理念吸引，但存在风险
杠杆贷款	4.8	●	●	●	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	5.4	●	●	●	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	5.3	●	●	●	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	6.1	●	●	●	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*	7.3	●	●	●	
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*	2.5	●	●	●	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；信用质量略微改善；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*	1.3	●	●	●	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上行。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	4.2	●	●	●	收益和增长多元化配置
优先	5.4	●	●	●	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	3.6	●	●	●	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	4.7	●	●	●	由于发行收益率高，对收益率持续上升的敏感度相对较低，过去数年银行信用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 7 月 27 日；* 收益率数据截至 2017 年 6 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或有可转换证券推出《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

市场表现概要*

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 7 月 27 日，1 个月表现的数据从 2017 年 6 月 27 日至 2017 年 7 月 27 日

股票

	年初至今	1 个月
全球股票	14.7% ↑	2.8% ↑
全球高股息率股票	12.9% ↑	1.9% ↑
发达市场 (DM)	13.4% ↑	2.5% ↑
新兴市场 (EM)	25.8% ↑	5.7% ↑
按国家划分		
美国	11.6% ↑	2.4% ↑
西欧(本币)	9.6% ↑	-0.4% ↓
西欧(美元)	18.9% ↑	2.3% ↑
日本(本币)	6.7% ↑	0.5% ↑
日本(美元)	11.5% ↑	1.0% ↑
澳洲	14.9% ↑	7.0% ↑
亚洲 (日本除外)	29.7% ↑	4.9% ↑
非洲	17.3% ↑	6.3% ↑
东欧	2.6% ↑	4.9% ↑
拉丁美洲	18.5% ↑	9.0% ↑
中东	5.6% ↑	0.5% ↑
中国	34.9% ↑	7.1% ↑
印度	29.0% ↑	7.2% ↑
韩国	36.2% ↑	5.0% ↑
台湾	25.8% ↑	2.2% ↑
按行业划分		
非必需消费品	15.4% ↑	2.8% ↑
必需消费品	13.5% ↑	1.0% ↑
能源	-3.8% ↓	4.1% ↑
金融	14.7% ↑	5.2% ↑
医疗保健	15.6% ↑	-1.2% ↓
工业	14.3% ↑	1.1% ↑
信息科技	26.7% ↑	4.1% ↑
材料	15.8% ↑	5.9% ↑
电讯	8.1% ↑	4.5% ↑
公用事业	13.3% ↑	0.9% ↑
全球地产股票/房地产投资信托	10.3% ↑	2.2% ↑

债券

	年初至今	1 个月
主权		
全球投资级主权	5.9% ↑	1.1% ↑
美国主权	1.9% ↑	-0.4% ↓
欧洲主权	9.3% ↑	2.6% ↑
新兴市场主权硬币	7.1% ↑	0.4% ↑
新兴市场主权本币	11.8% ↑	1.7% ↑
亚洲新兴市场本币	8.7% ↑	0.9% ↑
信用债		
全球投资级公司债	6.6% ↑	1.2% ↑
全球高收益公司债	7.8% ↑	1.4% ↑
美国高收益债	6.1% ↑	1.1% ↑
欧洲高收益债	15.6% ↑	3.8% ↑
亚洲高收益公司债	4.3% ↑	0.1% ↑

商品

	年初至今	1 个月
多元化商品	-3.3% ↓	4.8% ↑
农业	-3.1% ↓	5.7% ↑
能源	-17.2% ↓	6.7% ↑
工业金属	10.2% ↑	5.7% ↑
贵金属	6.8% ↑	0.6% ↑
原油	-12.5% ↓	9.7% ↑
黄金	9.3% ↑	1.0% ↑

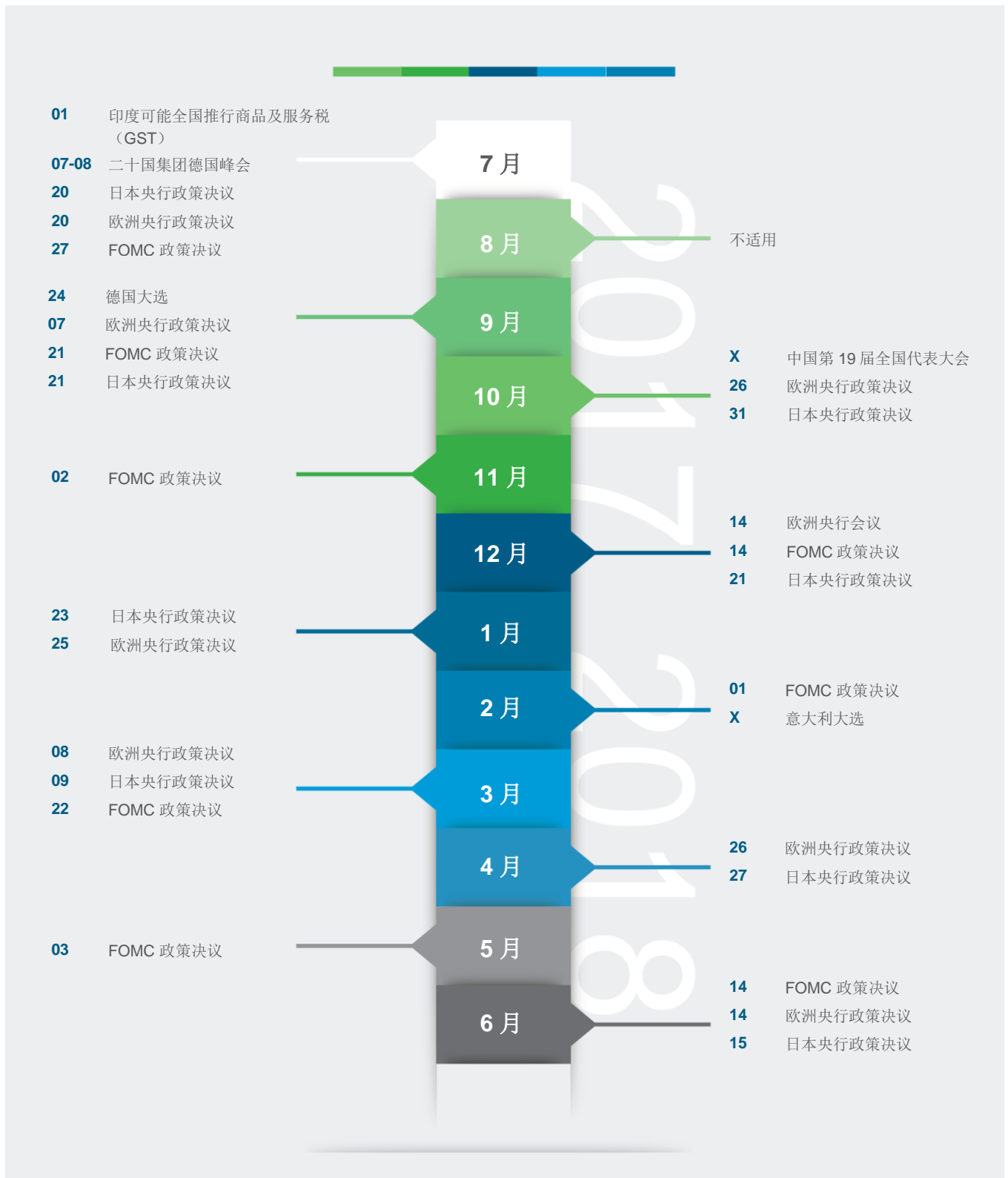
外汇 (兑美元)

	年初至今	1 个月
亚洲 (日本除外)	4.0% ↑	1.0% ↑
澳元	10.5% ↑	5.1% ↑
欧元	11.0% ↑	3.0% ↑
英镑	5.9% ↑	2.0% ↑
日圆	5.2% ↑	1.0% ↑
新加坡元	6.5% ↑	2.0% ↑

另类策略

	年初至今	1 个月
综合 (所有策略)	3.7% ↑	1.1% ↑
相对价值	2.5% ↑	0.9% ↑
事件驱动	5.7% ↑	1.2% ↑
股票多空策略	5.2% ↑	1.8% ↑
宏观 CTAs	0.4% ↑	0.1% ↑

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 Narayan

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, CFA

投资策略师

*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禁止交易的约束。本文件并不必然代表渣打银行的任何部门，特别是全球研究部门的观点。

渣打银行根据《1853 年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，主要办事处位于英格兰，地址为 1 Basinghall Avenue, London, EC2V 5DD。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局规管。

渣打银行各分行、附属公司及附属公司（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求在全球开展各种银行业务。就渣打银行实体所处的司法管辖区而言，本文件由该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他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、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。历史表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。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未来实际发生的事件（视属何情况而定）的指标。本文件没有且不会在任何司法管辖区注册为发售章程，且未经任何监管当局根据任何法规获认可。

渣打银行不会对本文件的准确性，或其所载有或提述的任何数据的完整性作出任何种类的明示、暗示或法定的陈述或保证。本文件的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载数据相信是可靠的，惟未经我们独立核实。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 / 或关联公司可于任何时间，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庄家，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其附属公司及 / 或附属公司可能有利益冲突，从而可能影响本文件的客观性。在未经渣打银行明确的书面同意前，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

版权：2017 年渣打银行。本文件包含的所有材料、文本、文章和数据的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行的获授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方创设的资料版权及有关方面的版权下的权利。其他不属于第三方的所有其他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获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。

渣打私人银行乃渣打银行辖下私人银行部门。渣打银行各法律实体及附属公司可根据当地监管要求在全球开展各种私人银行业务。并非全部产品及服务都由所有渣打银行分行、附属公司及附属公司提供。渣打银行部分实体及附属公司仅可担任渣打私人银行的代表，不可提供产品和服务或向客户给予意见。它们只是联络点。

本文件由渣打银行（中国）有限公司在中国分发，并归属该单位。该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

渣打银行根据《1853年皇家特许令》（参考编号ZC18）在英格兰以有限责任公司形式注册成立，公司的主要办事处位于英格兰，地址为1 Basinghall Avenue, London, 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）和审慎监管局规管。渣打银行各分行、附属公司及附属公司（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”或其他意见。上述意见的有效期间取决于当前市况，而且没有限定更新意见的次数。

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，渣打银行可能且阁下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、担任庄家或流通量提供者，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取补偿，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、逻辑访问控制和实体信息墙，说明确保包括重大非公开或内部数据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，包括过去12个月的观点、利益冲突及免责声明。未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。