

全球市场展望



基本面盖过 事件风险

未来数月股市任何一次回落的规模与时长均可能有限。尽管近期技术指标疲弱且事件风险隐现，但基本面仍旧强劲。在增长仍旧稳健且通胀压力仅缓慢增加之时，我们继续预计经济将逐步转向再通胀模式。我们看好欧元区与亚洲（日本除外）市场。

我们倾向采取均衡多元资产策略，看好股票多于公司债券。不过，通胀压力有限且债券收益率存在上限，意味着市场环境也仍旧利于采取多元资产收益策略。

预计美元将短暂反弹。美元看似超卖，短期内可能反弹。不过，更长期驱动因素支撑美元呈现窄幅波动至看跌的前景。该项观点是我们看好新兴市场政府债券（美元及本币债券）及亚洲（日本除外）股票的关键。

目录

1	←	提要				
		p1				
		基本面盖过事件风险				
<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	p22		p25
		债券	环境、社会与治理 (ESG) 投资	商品		外汇
		p16	p21	p24		p28
		股票	股票衍生工具	另类策略		多元资产
<hr/>						
5	←	表现回顾				
		p31			p32	
		市场表现概要			事件日历	
<hr/>						
6	←	表现回顾				
		p33			p34	
		团队			披露附录	

投资策略

对投资者的启示

01

看好股票多于债券，包括公司债券

02

看好欧元区、亚洲（日本除外）股票及新兴市场政府债券

03

均衡策略有望提供最吸引的风险/回报

基本面盖过事件风险

- 未来数月股市任何一次回落的规模与时长均可能有限。尽管近期技术指标疲弱且事件风险隐现，但基本面仍旧强劲。在增长仍旧稳健且通胀压力仅缓慢上行之时，我们继续预计经济将逐步转向再通胀模式。我们看好欧元区与亚洲（日本除外）市场。
- 我们倾向采取均衡多元资产策略，看好股票多于公司债券。不过，通胀压力有限且债券收益率存在上限，意味着市场环境也仍旧利于采取多元资产收益策略。
- 预计美元将短暂反弹。美元看似超卖，短期内可能反弹。不过，更长期驱动因素支撑美元呈现窄幅波动至看跌前景。该项观点是我们看好新兴市场政府债券（美元及本币债券）及亚洲（日本除外）股票的关键。

波动性增强，发达市场尤为如此

上月市场的一大特点是，股票、债券及外汇市场的波动性小幅上行。这一点在发达市场表现更为显著，在关键央行事件之前，美国和欧元区股票双双小幅下跌。不过，新兴市场股票继续实现强劲回报，在亚洲及其他市场皆是如此。

我们认为，在宏观背景不变的情况下，市场涨跌互现。有关各国央行的言论继续围绕缩减量化宽松政策（美国缩减的幅度及欧元区何时缩减）。不过，考虑到通胀水平仍旧较低，我们预计该过程仍将逐步展开。

从市场角度来看，这意味着我们继续将暂停上涨或回调视作利好因素。尽管借此机会我们结束了一些关键主题（见次页），但我们预计市场不会出现大幅或较长期的回调。

图 1：美元反弹幅度是关键



图 2：波动性转而上行？



我们已为股市回调做好准备吗？

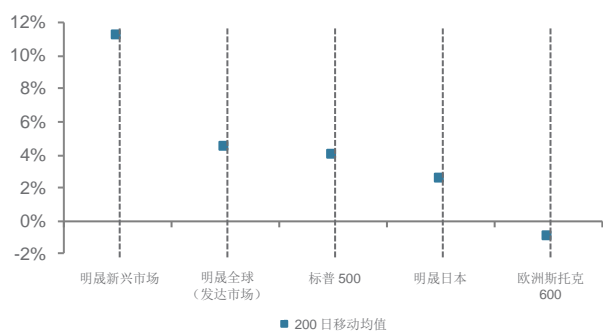
市场大幅回调的潜在诱因有三点。首先，近期技术指标至多可以呈现温和走势。标普 500 仍在试图反弹至 50 日移动均值上方，同时欧洲斯托克 600 指数（欧元计值）已暂时跌破其 200 日移动均值这一关键技术支撑位。其次，若干事件风险隐现——欧央行可能开始结束超宽松货币政策，特朗普重新发动贸易战的威胁，美国债务上限问题陷入僵局及地缘政治威胁日益增强（比如，韩国地区）。再次，通胀预期逐步升温（特别是美国），可能推升债券收益率，使得债券较之股票更具竞争力。这也可能提振美元走势，从而对新兴市场的资金流入状况构成威胁。

不过，乐观情景仍旧强劲。在主要市场上营业收入与盈利增长继续意外上行，支持市场高估值。债券收益率存在上限及政策仅逐步收紧的状况提供有利的市场背景，同时股市势头仍旧强劲，新兴市场尤为如此。

我们仍旧认为，任何回调的幅度及持续时长均可能有限。在基本面依然极度利好的背景之下，风险事件显著升级方可能大幅拉低股市。从多元资产的角度来看，这也是我们在总回报方面继续看好均衡策略多于收益策略的原因。

图 3：新兴市场股市势头强劲，但部分发达市场，特别是欧元区股市正在下探关键支撑位

主要股指，与 200 日移动均值的差距（%）



资料来源：彭博、渣打

美元反弹对新兴市场资产构成风险

美元过度超卖，意味着其短期内可能小幅反弹。如此番反弹持续的时间超出预期，则对我们看涨新兴市场美元及本币计值债券的观点构成风险，而该两类资产是我们最看好的资产。不过，考虑到在美国国内缺乏进一步推动力之际，我们长期内对美元持窄幅波动至看跌的观点，我们认为美元反弹持续的时长不大可能超出预期。

更广泛地讲，我们须铭记在避险情绪弥漫时期，收益策略的回报之前也出现回落。不过，正如股票的情况一般，我们认为基本环境仍旧利好收益型资产。尽管股市回撤将对多元资产收益策略之中的股票资产造成不利影响，但我们仍旧认为美国通胀压力有限且政策利率逐步上调（最终欧元区也将如此）有望为多元资产收益策略提供利好背景。

结束三项投资观点

首先，我们已经结束看涨欧元/美元的观点。自从我们 4 月份提出该观点以来，其绝对回报超过 8%。考虑到我们预计欧央行将很快结束超宽松的货币政策，我们维持长期看涨欧元的观点。不过，近期出现意外惊喜的空间有限且技术阻力不断增强，意味着这是锁定利润并静待更佳买入点的良机。

其次，我们结束预期巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度卢比和印度尼西亚盾全体跑赢其余新兴市场货币的观点。尽管在创造绝对正回报方面，该观点表现良好，但更广泛范围内的新兴市场货币组合继续呈现更优越的表现。我们仍旧看好新兴市场货币，但我们越发持如下观点，与单纯的货币组合相比，新兴市场本币债券可以提供更佳的投资途径。

再次，我们已经结束看涨布伦特原油的宏观观点。更明确地讲，这并不意味着我们转持看跌观点。事实上，我们对油价仍持不变至逐步上涨的观点。不过，重新平衡过程的耗时超出预期；因此，我们利用近期价格上涨结束该项投资观点，将“亏损”控制在较低水平。

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	●	盈利预期走弱，但该项预期业已相当强烈；估值适度；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	●	盈利焦点转向潜在税收改革；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；对利率敏感性较高及美元构成风险
	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	●	经济势头支持欧洲央行退出刺激措施
	美元	●	政策分歧减少；其他央行立场更为鹰派
	英镑	●	政治与政策不明朗性之间的角逐；可能保持窄幅波动
	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： ● 超配 ● 标配 ● 低配

图 5: 自《2017 年展望》发布以来#转向? 关键主题的表现

关键主题 (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	-	✓
多元资产收益配置将提供绝对正回报 ^[5]	2016 年 12 月 15 日	✓	-
另类策略配置将提供绝对正回报 ^[3]	2016 年 12 月 15 日	✓	-
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	-	✗
绝对回报投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
看涨美元/日圆	2017 年 6 月 30 日	✗	-
看涨欧元区银行业股票	2017 年 4 月 28 日	✓	-
看涨美国浮息优先贷款	2016 年 12 月 15 日	✓	-
已结束的投资观点 (少于 12 个月)	开立日期	绝对	相对
巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印度尼西亚盾及印度卢比货币组合 ^[4] 跑赢新兴市场外汇指数 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2016 年 12 月 15 日	-	✗
看涨欧元/美元 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2017 年 4 月 28 日	✓	-
看涨布伦特原油价格 (截至 2017 年 8 月 24 日)	2016 年 12 月 15 日	✗	-
看涨韩国股票 (截至 2017 年 8 月 10 日)	2017 年 5 月 5 日	✓	NA
看跌澳元/美元 (截至 2017 年 7 月 21 日)	2017 年 6 月 30 日	✗	NA
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) ^[2]	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

资料来源: 彭博、渣打

该观点开立之日至 2017 年 8 月 30 日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 6 月 30 日《2017 年下半年展望: 去……还是留》第 30 页予以描述

^[6] 平衡配置在 2017 年 3 月 31 日《全球市场展望: 崭新的转向机遇》第 28 页予以描述

✓-正确买入判断; ✗-错误买入判断; NA-不适用
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



您认为经济情境将如何演变？

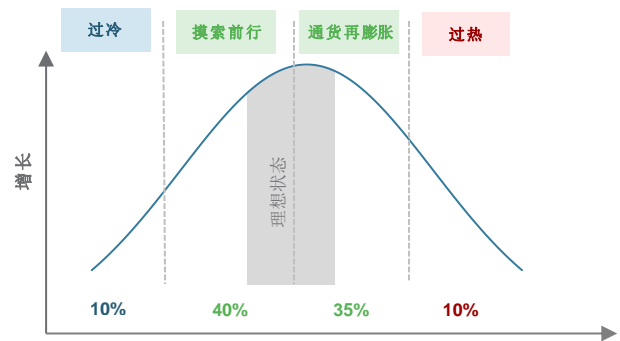
自去年 12 月份我们的《2017 年展望》发布以来，我们的经济情境并未发生重大变动。如有何不同，则是前景略微改善，在增长加速之际，通胀弱于预期 – 转向“理想状态”或从“摸索前行”向“再通胀”转变。

展望未来，我们仍旧预计通胀将小幅上升。尽管菲利普斯曲线（Phillips curve） – 表明失业率下降与薪资压力上升之间的理论关系的曲线，在预测未来通胀率时，并非精确工具，但我们认为支撑该等关系的基础理论合理有效。随着失业率下降，通胀攀升的风险增强，不过通胀加速的时点与程度仍旧极为不确定。

因此，我们预计越来越多的央行将致力于部分退出 2007-2008 年全球金融危机以来实施的货币宽松。核心情境是，其可能是逐步退出的过程，为市场留出充裕的时间以消化有限的不确定性。不过，该情境始终面临风险。

图 6: 经济前景仍旧积极

理想状态是实现两全其美 – 增长加速且通胀预期下滑



资料来源：彭博、渣打



股市是否将继续自当前水平反弹？

我们对近期股市的前景不如以往乐观，主要原因有以下三点：

- 1. 通胀预期升温：**我们预计未来数月通胀预期将略微增强。在一定水平上，该状况可以缓解市场忧虑，但也可能对债券收益率施加上行压力，增强其相对股票的竞争性定位。

2. 事件风险增强：我们预计潜在的事件风险增加，比如美国与朝鲜之间的紧张局势，美国债务上限的辩论及美国针对与中国和墨西哥的贸易问题采取更加对抗性的应对方式。

3. 技术前景：美国股票的技术前景已经恶化。尽管迄今为止其他市场（包括以美元计值的欧元区股票）仍保持良好，但如果美元进一步向下突破，则其他市场摆脱此番不利表现的难度将日益增大。

上述因素可能对股市未来 1-3 个月里的走势构成一定不利因素。不过，我们认为该状况将不足以促使全球股票脱离牛市轨道。此外，我们认为任何回调均不大可能持续较长时间。因此，我们倾向于认为市场可以安然渡过波动期，对于股票投资比重较低的投资者，我们建议其针对股票投资采取定期定额法，同时在市场疲弱之际，加速购买步伐。



欧元区股票有望跑赢大盘？

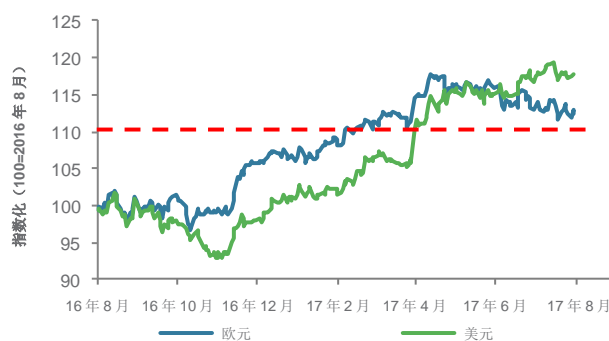
近期以美元计值的欧元区股票一直走势良好，强势欧元抵消了近期以欧元计值的欧元区股市的疲弱表现。考虑到我们已经结束看涨欧元的立场（参见下一条问题），这自然引发该情形是否将逆转的问题，如若这样，欧元疲弱或本币价格升值是否将主导市场。

更长期内，我们预计欧元区股票将继续跑赢大盘。尽管在过去 2-3 个月里盈利预期由于欧元走强略微得到削弱（参见第 17 页），我们认为更长期内的驱动力发挥支撑作用，特别是在欧元并未显著走强的情况下。国内盈利推动力仍旧强劲，新兴市场经济体复苏也利好欧元区出口。

从短期来看，值得关注的是，欧元区股指略高于关键支撑位。因此，如美国市场不出现大幅震荡，我们预计持续数月的市场形势将呈现逆转，欧元下跌在一定程度削弱股市的涨势。

图 7：欧元区股票（以欧元计值）接近关键支撑位

明晟欧洲（英国除外）指数，分别以欧元和美元计值



资料来源：彭博、渣打



您是否预期欧元将进一步走强？

自我们提出看涨欧元/美元的观点以来（2017 年 4 月 28 日），该货币对在我们结束投资观点之前（2017 年 8 月 25 日）上涨 8.5%。我们结束该投资观点的原因有三项。

1. 央行预期：尽管在更长期内货币政策分歧极为显著，但我们认为短期内市场可能反映美联储收紧政策的力度甚微及欧央行大力收紧政策的影响。

对于后者，欧元走强可能是推迟削减量化宽松政策的一项因素。随着情况出现调整，可能对欧元/美元造成下行压力。此情况得益于美国经济意外指数自低位大幅回升。

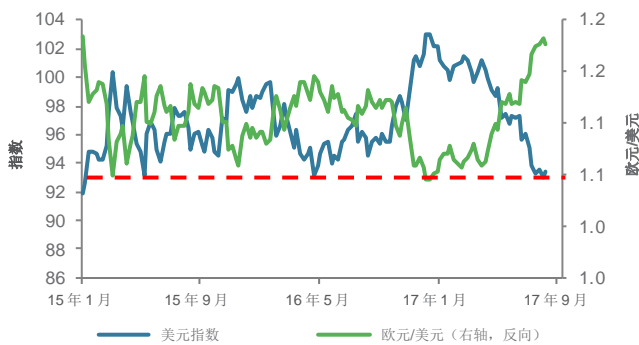
2. 技术面 – 美元指数（DXY）接近关键支撑位。考虑到欧元在该指数中的权重较高，如美元短暂反弹，欧元将难以大幅走弱。

3. 持仓 – 投机者已经持有大量欧元多头，这意味着如果欧元区经济资料或欧央行有关举措（针对缩减货币刺激政策的计划）令人失望，则风险回报状况倾向引发更多卖盘兴趣。

如您所见，上述短期因素可以在未来 1-3 个月削弱欧元的表现。更长期来看，我们仍旧认为欧元/美元不会再度下探其低位（1.05 下方），最终仍可能突破上行。

图 8：美元指数接近关键支撑位

欧元/美元与美元指数（反向）



资料来源：彭博、渣打

我们认为上述三项情境出现的概率按由高至低的顺序排列，核心情境是在政府停摆之前达成交易。由于白宫及参众两院皆由共和党掌控，如未能达成协议，避免后两种情境出现（尤其是最后一种情境），执政党的政治声望将遭到损害。

尽管如此，在交易达成之前，仍可能推出部分边缘政策及“#推特治国政策”，而总统将不大可能平静接受其无法获得资金“修建长城”的事实。就短期市场影响而言，这一点可能作用关键。

尽管我们发现近期市场波动性有所上升，但政府停摆的影响可能并未反映在内。全球股市及标普 500 指数较之近期高位仅大约低 1%。

这源于几乎所有人的核心情境均是相关交易达成。不过，由于在交易达成之前，政治姿态及言论可能越发极端，未来几周市场忧虑交易结果也实属正常。这是市场短期走弱的一项潜在诱因，但我们认为，对于全球股票，特别是欧元区及亚洲（日本除外）地区股票投资比重较低的投资者，此为买入良机。



您是否忧虑美国债务上限的辩论？

关于债务上限存在三大主要情境：

1. 在政府服务不中断或政府债务不出现技术性违约的情况下，上调债务上限。
2. 政府暂时停摆，但政府债务未出现技术性违约。如届时未达成交易，预计政府将于 9 月末停摆。
3. 政府停摆之后，政府债务出现技术性违约，但该情况很快得到扭转。根据相关预测，如未达成相关协议，偿债资金将在 10 月中旬至 10 月底之间耗尽。

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

增长范围扩大

- 核心情境：**美国、欧元区和日本经济活动复苏为全球同步扩张奠定基础，全球扩张的最初推动力来自亚洲（日本除外）及一些新兴市场。通胀或将逐步上升。
- 政策前景：**我们预计美联储将逐步收紧货币政策，包括开始着手缩减 17 年 3 季度资产负债表。欧央行或从 2018 年开始退出刺激政策，而中国逐步收进货币政策。
- 主要风险：**a) 通胀意外（美国和欧元区）或对金融稳定关注度的提高（中国）导致货币政策收紧；b) 美国/欧元区政治风险、北亚地缘政治风险；c) 中国经济放缓产生通缩冲击。

同步扩张

我们认为，“再膨胀”和“摸索前行”情境未来 12 个月发生的概率仍为 75%。自 2008 年金融危机以来，我们首次看到发达市场和新兴市场经济活动出现普遍扩张。这种全球同步扩张局面加上持续的良性通胀，导致本轮经济周期持续时间长于以往的可能性增加。鉴于发达市场和对中国对金融稳定的关注度提高，通胀或通缩下行仍为该情境的外部风险（概率各为 15%和 10%）。美国和欧洲（尤其是意大利）的政治局势、北亚地缘政治及贸易局势紧张仍为其他风险来源。

图 9：欧元区、日本与美国和新兴市场一道上调全球增长展望

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	强劲的就职市场继续支持经济增长，但未能推升通胀。税改成为当下焦点。美联储将逐步收紧政策
欧元区	●	●	●	●	增长预期继续向上修正，但通胀率仍处于低位。欧央行可能从 2018 年开始退出刺激政策
英国	●	●	●	●	通胀上升、薪酬增幅放缓影响消费增长，造成增长前景走弱。脱欧谈判仍为主要风险。英国央行可能容忍通胀
日本	●	●	●	●	消费成为经济增长推动力，增长展望持续上调。通缩压力依然存在，日本央行将维持宽松的货币政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	上半年强劲增长过后，中国将平衡增长议程，更加关注金融稳定
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西和俄罗斯走出衰退，但巴西仍存在政治风险。通胀下降有利于央行进一步放宽货币政策

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 – 焦点转向减税和美联储资产负债表

税改将推动短期经济增长/政策议程。美国经济增速似乎在金融危机后的趋势上有所加快，因就业市场紧张持续刺激消费增长，经济意外事件的负面影响减弱。特朗普总统再度将关注焦点转向税改（我们预期要适度减税），如税改成功，将进一步提升消费水平，经济周期或将延长。尽管目前两党存在争论，但我们预计美国将提高债务上限。

美联储开始收缩资产负债表。虽然通胀前景进一步走弱，但我们预计未来几个月通胀率将出现小幅回升。美联储可能继续逐步收紧货币政策，以防范宽松的金融环境所引发的金融稳定风险。我们预计美联储将于今年开始缩减资产负债表。

欧元区 – 增长预期继续上调

南欧经济增长加快。欧元区普遍上调增长预期，近几个月意大利经济活动不断加快。德国经济增速似乎已经触顶，南欧各国仍维持大萧条局面，薪资和通胀增长或受抑制。

欧央行逐步退出刺激政策。考虑到通胀尚处低位和南欧经济萧条，我们预计欧央行将于 2018 年开始削减购债规模（今年或将出台相关计划）。由于欧元过强在某种程度上有碍经济复苏，欧央行或将出面进行遏制。

英国 – 通胀影响购买力

消费遭受冲击。由于面临薪资增长放缓和通胀上升带来的阻力，英国这一消费驱动型经济体将继续下调增长预期。脱欧谈判进程缓慢，未来数月或将对商业信心产生不利影响，从而损害经济增长。

英国央行按兵不动。受实际收入下降和脱欧风险影响，英国央行预期国内经济增长将放缓，或无视短期通胀上升。

图 10: 美国经济活动指标看似已经见顶；减税或有助延长扩张期

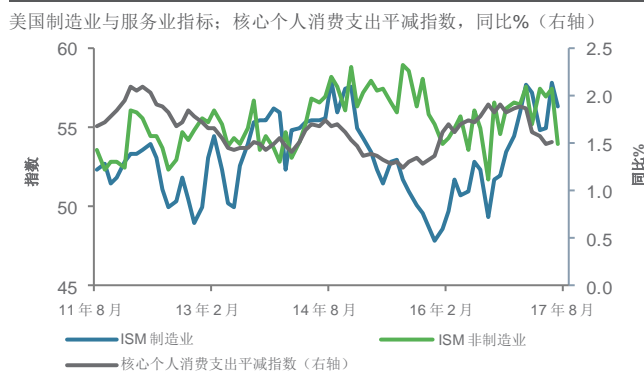


图 11: 欧元区增长预期继续上调，得益于整个地区经济增长上调

欧元区 2017 年和 2018 年国内生产总值（GDP）增长的平均预期，同比%

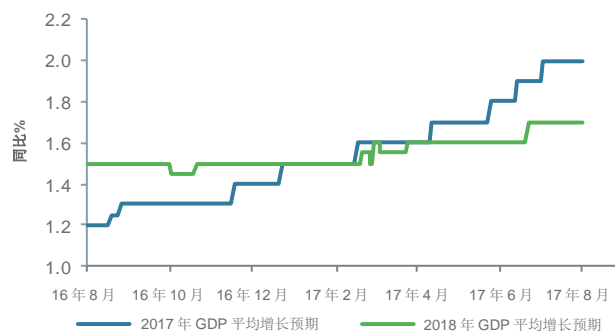
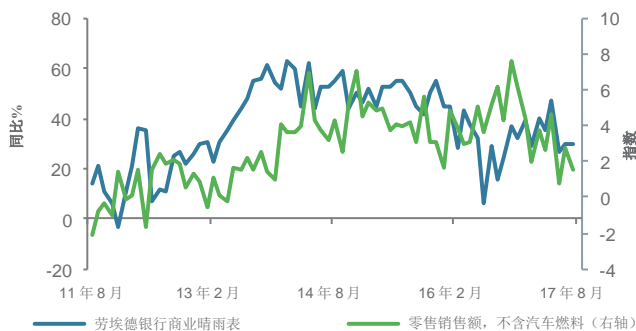


图 12: 脱欧风险增强，英国消费及商业情绪开始下滑

英国商业晴雨表：零售销售额增长率，不含汽车燃料，同比%（右轴）



日本 – 国内消费升温

消费推动经济增长。在消费和投资成为增长推动力，且借贷成本和油价处于历史最低水平及去年财政刺激政策发挥作用的情况下，日本经济 2 季度创七国集团（G7）最快增速。受基数效应影响，下半年增长势头或将逐步减弱，通过采取更加平衡的增长，日本经济可更持续地扩张（已创下 10 年来最持久的经济扩张的纪录）。

日本央行或将维持宽松政策。日本核心通胀依然保持接近零的水平，凸显了该经济体在经济活动提速的情况下仍面临的结构性通缩挑战。因此，我们预计日本央行未来 12 个月将继续保持宽松的货币政策。

中国 – 焦点转向金融稳定

上半年增长强劲，下半年放缓。因信贷政策和房地产的管控力度加大有碍投资，7 月份中国经济活动普遍温和放缓。上半年增速（6.9%）远超 6.5% 的全年目标，当局转而关注金融稳定，对减速享有一定自由度。

继续采取平衡举措。我们预计至少在 4 季度中共十九大召开之前，信贷和货币政策收紧与定向财政宽松举措将轮流实施，届时新一届领导班子将上台。中国重新把关注焦点放在遏制金融和企业部门杠杆上，有利于经济的长期可持续性。

新兴市场 – 货币政策放宽

低通胀促使亚洲采取更加宽松的货币政策。亚洲多数国家的通胀率均已下降，促使其央行降息或至少维持量化宽松政策。印度尼西亚央行最后降息；由于印度经通胀调整后的利率仍旧较高且印度卢比比较为强势，印度可能于今年晚些时候也加入降息队伍。

巴西、俄罗斯、墨西哥可能降息：巴西和俄罗斯继续预计通胀将下行，导致经通胀调整后的利率过高。这可能推动更多降息行动。同时，墨西哥通胀预期或已见顶，应使得该国央行暂停加息并开始放松货币政策。

图 13：2 季度日本经济超越其他主要已发展经济体，源于国内消费推动经济加速增长

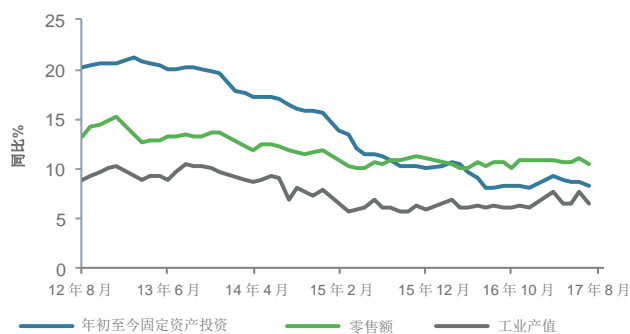
日本、美国和欧元区经济增长趋势；经季节性调整的年化率（SAAR）季度环比（%）



资料来源：彭博、渣打

图 14：7 月份中国经济活动指标显示小幅放缓，但整体增长仍保持弹性

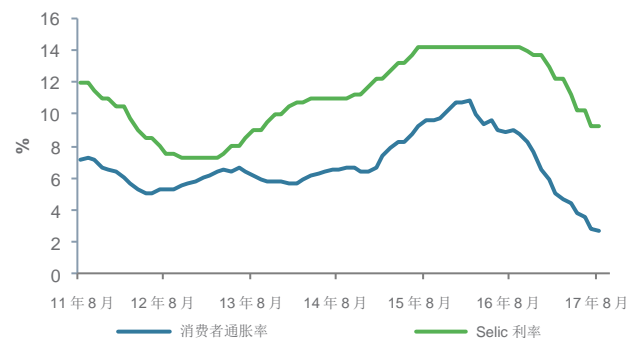
中国固定资产投资（年初至今）、零售额及工业产值增长率；同比%



资料来源：彭博、渣打

图 15：巴西经通胀调整后的利率仍旧较高，提升其进一步降息的概率

巴西消费者通胀及基准 Selic 利率；同比%



资料来源：彭博、渣打



债券



对投资者的启示

01

看好新兴市场美元及本币政府债券

02

在发达市场内看好公司债券多于政府债券

03

发达市场高收益债券及亚洲美元债券仍旧是核心持仓

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%	1.4%
新兴市场美元政府	5.2%	1.6%
发达市场投资级公司	2.4%	0.9%
发达市场高收益公司	5.2%	0.6%
亚洲美元	3.7%	1.1%
新兴市场本币政府	6.1%	1.5%

资料来源: 彭博、摩根大通、巴克莱、渣打、花旗、渣打

*截至 2017 年 7 月 31 日

继续偏重新兴市场

- 我们认为, 在债券资产之中, 新兴市场 (EM) 美元及本币债券提供的风险回报最具吸引力, 源于全球经济稳健增长的前景, 市场看好风险资产及针对美元将呈窄幅波动至看跌的观点。我们继续将亚洲美元公司债券视作核心持仓。
- 在发达市场, 我们继续看好公司债券多于政府债券。作为更广泛多元化收益配置的一部分, 美国高收益率债券仍旧是收益率上升的重要来源。
- 已发展投资级政府债券仍旧是我们最不看好的资产类别, 源于其绝对收益率较低, 同时随着美联储和欧央行货币政策回归正常, 其可能面临资本损失。

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, 估值并未偏高, 新兴市场情绪积极
新兴市场本币	▲	●	●	●	●	在货币风险减弱及新兴市场前景向好之际, 收益率吸引
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	防御性配置。受中国国内信用基本面影响
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
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	发行收益率吸引, 但被偏高的估值所抵消
发达市场投资级政府	▼	●	●	不适用	●	回报面临美联储与欧央行货币政策回归正常的挑战

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

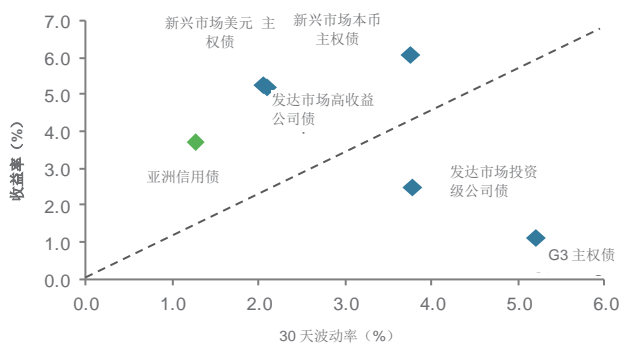
发达市场投资级政府债券 – 较为看跌

在市场预期美国国债与德国国债收益率上升及美联储和欧央行转向货币政策正常化之际, 我们对于发达市场投资级政府债券维持谨慎立场。近期美国国债收益率下滑可能源于通胀预期降温。该情况部分归因于商品价格仅小幅上涨及市场对于美国实施财政刺激政策的预期减弱。不过, 我们预计该趋势不会持续, 同时在就业市场持续改善之际, 增长加速预期有望推升通胀率。此外, 美国 10 年期国债持仓处于极度净多头水平, 引发收益率迅速攀升的风险。



图 18: 新兴市场美元与本土主权债、发达市场高收益债和亚洲美元信用债的收益率高于发达市场投资级公司债和发达市场主权债

各债券子资产类别的最差收益率和 30 天波动率

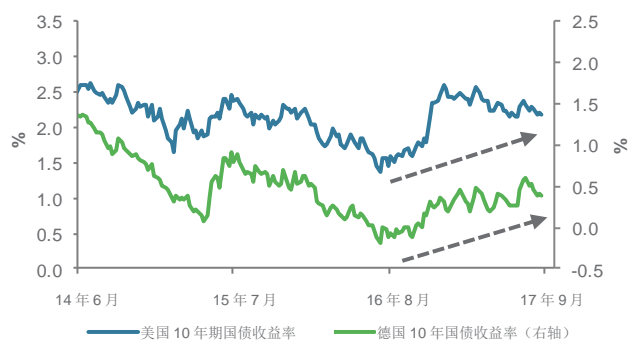


资料来源: 彭博、渣打

我们预计未来 12 个月美国 10 年期收益率逐步上升接近 2.50%，其与 2 年期收益率的利差进一步收窄。因此，我们认为，平均而言，5-7 年期债券组合可以在发行收益率与利率敏感性之间实现最佳的平衡。我们还预计未来 12 个月德国国债收益率将上行接近 1%，不过欧元走强可能部分抵消其积极影响（详情请参见外汇部分）。

图 19: 美国国债和德国国债收益率逐步攀升

美国 10 年期国债和德国 10 年期国债收益率



资料来源: 彭博、渣打

新兴市场美元政府债券 – 看好

新兴市场美元政府债券是我们看好的债券子类别。我们认为，一般而言，投资者对于新兴市场的偏好是本期《展望》的主要考虑因素（见图 20）。我们之所以看好新兴市场的前景，主要基于以下几点预期：1）中国经济增长稳定且去杠杆进展顺利，2）美国逐步加息，3）商品价格下跌的空间有限。

在此背景之下，新兴市场美元债券的收益率约为 5%，具有吸引力，同时此类债券仍是为数不多的估值并未高于历史水平的资产类别。因此，随着全球复苏程度加深，该类债券可能进一步上涨。我们有关观点面临的主要风险包括，全球增长显著放缓，中国增长大幅减速和/或重大债务忧虑，以及美国税收政策/贸易保护主义措施出现重大变动。

图 20: 近期新兴市场美元主权债息差与新兴市场风险情绪（以外汇波动性作为指标）紧密相关

新兴市场美元主权信用债息差和新兴市场外汇波动性



资料来源: 巴克莱、彭博、渣打

发达市场投资级公司债券 – 核心持仓

我们认为，在发达市场投资级公司债券较之政府债券享有合理溢价及对于利率持续上升相对不甚敏感之际，其应为核心持仓。

发达市场投资级债券的信用质量仍旧参差不齐。在美国，该等债券的信用质量已经开始恶化，而在欧洲则持续改善。尽管与历史水平相比，估值偏高，但我们认为在低收益率环境下，高质量资产具有的稀缺性可能使其进一步小幅上涨。



图 21: 发达市场高收益债息差接近金融危机以来低点, 但仍高于危机前极端值

发达市场高收益债历史息差



资料来源: 彭博、渣打

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视作核心持仓。尽管高收益债券提供的收益率也具有吸引力, 接近 5%, 但我们认为该类资产的回报难再比肩过往水平。不过, 高收益债券仍旧是多元化收益配置的重要组成部分。

尽管估值看似偏高, 但我们认为其较之 2008 年金融危机前的水平仍有一定差距。此外, 违约率一直下降, 表明违约风险或处于稳步改善的趋势。在避险情绪弥漫的时期, 高收益债券的信用利差可能扩大。不过, 我们认为宜将波动性侵袭的时期视作战术性增加投资比重的机会。由于美国浮息优先贷款对利率的敏感性较低, 其仍旧是可以替代高收益债券的具有吸引力的资产。

亚洲美元债券 – 核心持仓

亚洲美元公司债券是核心持仓, 我们继续将其视作新兴市场债券之中的一项防御性配置。与新兴市场债券相比, 该资产类别对于新兴市场风险情绪的变动不甚敏感。因此, 尽管收益率较低 (约为 4%), 亚洲美元债券的波动性却相当低。此外, 信用质量保持较高水平, 投资级债券在组合中的投资比重为 78%。在宏观经济背景向好及发行量有限的情况下, 高评级发行人的估值极度稳定。

就下行空间而言, 估值并不低廉, 收益率溢价下跌的空间有限。此外, 由于中国发行人在市场的占比超过 50%, 如公司稳健状况出现任何重大恶化, 将对回报造成重大影响。尽管境内违约的步伐已经显著放缓, 但我们对于中国本土房地产开发商较高的债务指标仍感到忧虑。因此, 我们限制在高收益领域的投资比重。

新兴市场本币债券 – 看好

尽管近期跑赢大盘, 但我们仍看好新兴市场本币债券, 源于其持续提供 6% 以上具有吸引力的收益率, 同时认为下行风险可控。我们认为, 目前全球经济小幅增长的市场环境, 市场低波动性及新兴市场与发达市场之间的高息差均利于采取套利交易 (通过低成本借贷投资高收益资产)。我们认为, 增持新兴市场本币债券的投资观点是体现上述观点的途径之一 (见图 22)。尽管今年多数回报源于外汇收益, 但我们认为未来, 套利与资本收益将具备巨大潜力 (通过国内降息)。

不过, 我们强调指出该资产类别是债券市场内最具波动性的一类资产, 而新兴市场的重大抛售可对其造成显著影响 (不过, 我们认为抛售出现的概率较低)。

图 22: 新兴市场本币债是新兴市场外汇套利交易的合理指标

新兴市场本币债券指标和彭博外汇利差指标



资料来源: 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

采取观望态度

- 全球股市仍是我们看好的资产类别。股票投资者近来对难以预料的美国和欧元区货币及财政政策前景更为谨慎。
- 欧元区仍是我们看好的地区性市场之一。关注区域内企业盈利和利润率改善以及国内需求复苏的同时，我们也注意到多项技术性指标走弱对欧元区各大股指的影响。
- 亚洲（日本除外）是我们看好的另外一个地区性市场。包括中国科技和房地产在内的高估值行业季度业绩靓丽在一定程度上缓解了投资者对年初以来区内企业业绩能否持续的担忧。中国和韩国仍是我们看好的市场。
- 新兴市场（亚洲除外）仍是核心持仓。工业金属近期反弹，投资者对巴西和智利的信心得到提振，两国均以工业金属为支柱。作为核心持仓之一的日本股市随受日圆近期升值的不利影响但仍有不俗表现。
- 随着二季度季报披露渐进尾声，未来几个月股票投资者会将关注重点放在货币和财政政策上。美联储缩表和欧洲央行缩减购债规模可能导致资金面趋紧，进而对股市构成压力。对于未来12个月我们仍持乐观态度。
- 我们看好以上股市观点的主要风险包括高估值和政策方面的意外变化。

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%	2,458
欧元区 (斯托克 50)			
15 倍	1.5 倍	14%	3,404
日本 (日经 225)			
14 倍	1.2 倍	10%	19,507
英国 (富时 100)			
14 倍	1.8 倍	12%	7,365
明晟亚洲 (日本除外)			
13 倍	1.5 倍	14%	663
明晟新兴市场 (日本除外)			
12 倍	1.5 倍	16%	1,481

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8月30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	债券收益					评论
		盈利修正	盈利	股权回报率	经济数据	率	
欧元区	▲	●	●	●	●	●	盈利领先指标下降
亚洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	盈利前景改善, 美元疲弱形成利好
新兴市场 (亚洲除外)	◆	●	●	●	●	●	商品价格走低对新兴市场 (亚洲除外) 股票构成拖累
日本	◆	●	●	●	●	●	须通过企业税改革进一步提升投资价值
美国	◆	●	●	●	●	●	焦点再度转向医改
英国	▼	●	●	●	●	●	继续留在欧盟关税同盟的计划对英国公司形成利好

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

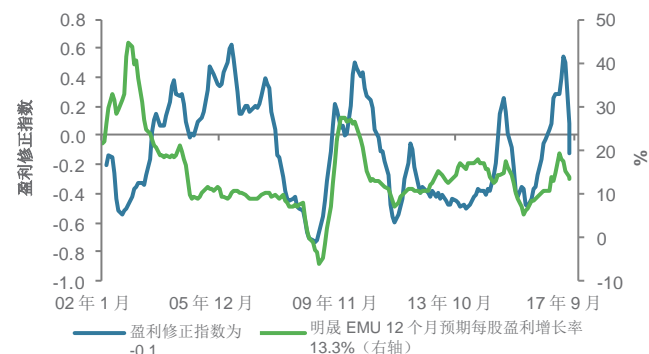
欧元区仍是我们看好的地区之一。良好的企业季度盈利并没能改变近两个月该地区股市的持续低迷。欧元升值令投资者始终信心不足，但我们看到企业利润率持续提升、国内需求逐步改善，这也是我们看好该地区股市的两大理由。

目前，市场对欧元区 2 季度企业盈利的一致预期已由 7 月初的 10% 升至 15%，其中尤以金融行业上调幅度最为显著。虽然这一调整趋势近期有所减弱，但基本面前景依然稳健。过去 12 个月，市场对欧元区非金融行业的利润率预期已由 6.4% 提高至 7.8%，基本面稳步改善的势头得到进一步强化。

欧元升值、资金面趋紧以及投资者对欧洲央行退出量化宽松政策的担忧是影响欧元区股市的不利因素。但欧洲央行退出路线日渐清晰以及企业盈利前景持续改善有助于增强投资者信心，提高欧元区市场的投资价值。近三个月来欧元区股票估值有所下滑。

图 25: 欧元区盈利预期有所减弱，但依然稳健

盈利调整以及市场对未来 12 个月每股盈利增长的一致预期



资料来源: FactSet、明晟、渣打

亚洲（日本除外）股票 – 看好

此外我们也看好亚洲（日本除外）股票。预计未来美元会在持续波动过程中将逐步走低，以中国为代表的亚洲经济体将展现出良好的韧性，两大因素将对亚洲股市良好的风险回报水平构成支撑。

此外，我们看到亚洲区（日本除外）企业盈利持续大幅增长-2017 年增速一致预期为 20%，2018 年为 11%。受高基数因素影响，2018 年盈利增长势头可能会有所减弱，但我们预计，在未来较长时期内，稳定的需求和良好的成本控制可对企业利润率形成支撑、提升股权回报率。

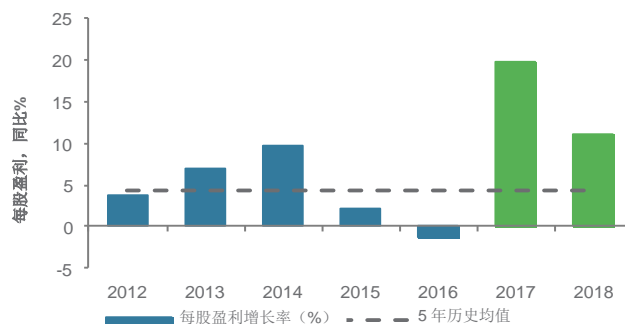
相对而言，亚洲（日本除外）股票在估值方面依然有吸引力，13 倍的 12 个月预期市盈率也令其成为六大区域中估值第二低的地区。预计稳定的盈利增长以及低估值会吸引更多外部资金流入，亚洲（日本除外）股市的投资价值也会由此进一步提高。

在亚洲（日本除外），我们继续看好中国股市，其主要推动因素包括以下三点：人民币升值、国内消费旺盛，以及随着股市互联互通计划日益成熟，香港为内地提供的持续性流动性支持。

此外，我们继续看好韩国股票。韩国股票在估值方面有着相当大的吸引力，与区域整体水平相比，其 12 个月预期市盈率低了 33%。虽然地缘政治紧张局势是投资者需要担心的一个问题，但企业盈利预期的大幅上调以及紧俏的韩国高科技类产品有望进一步抬升韩国股票估值。

图 26: 亚洲（日本除外）盈利增长率高于历史均值

盈利增长率一致预期



资料来源: FactSet、明晟、渣打



新兴市场（亚洲除外）股票 – 核心持仓

我们将新兴市场（亚洲除外）股票作为核心持仓。新兴市场与发达市场之间逐步缩小的国内生产总值增长差距以及受美元弱勢影响窄幅波动的预期将促使资金持续流入新兴市场，从而对新兴市场（亚洲除外）股票估值构成支撑。

此外，目前市场一致认为 2017 年企业盈利增长可达到 23%，远高于 4.9% 的五年历史均值。虽然近期新兴市场（亚洲除外）盈利增长势头有所放缓，但大宗商品价格回暖，特别是原油和铁矿石价格的复苏或可抵消因此产生的不利影响。此外大宗商品价格的回升也将提升企业利润率和股权回报率，由此缩小新兴市场（亚洲除外）与发达市场之间 25% 的市盈率估值差距。

尽管如此，我们对新兴市场（亚洲除外）不断上演的政治风险仍持谨慎态度，特别是即将于 2017 年 12 月举行的南非执政党非洲人国民大会（ANC）领导人选举。政策停滞以及向民粹主义的转变可能会对南非股票的上行空间构成制约。从 16 倍的 2017 年预期市盈率估值及其面临的盈利下行风险来看，目前南非股票的价格较高。

此外投资者还对巴西政府的无能感到担忧，早前巴西政府推迟了取消工资税减负政策的计划，该计划原本可于今明两年为政府带来 48 亿雷亚尔和 130 亿雷亚尔的财政收入。目前巴西股票估值比过往平均水平低 8%，2018 年总统选举仍是顾虑所在。在几个新兴市场中（亚洲除外），我们看好巴西，最不看好的南非。

图 27：新兴市场（亚洲除外）利润率和商品价格



日本股票 – 核心持仓

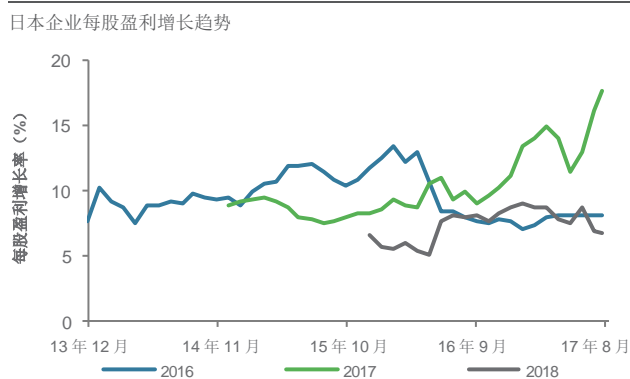
日本股票仍为核心持仓，企业盈利前景或成关注焦点。目前市场一致认为 2017 年盈利增长可达到 18%，2018 年增速为 6.7%。得益于积极的成本缩减举措以及日元贬值对出口行业的促进作用，净利润率有所改善。虽然近两个月日元有所回升，但预计这一趋势不会持续太久。

另外，我们认为股票回购的增加有望带来股票回报水平的提升，2016 年的全年股票回购量达到了创纪录的 5.5 万亿日元。鉴于日本公司目前手握大量现金（截至 2017 年 3 月为 112 万亿日元），今年或将进一步扩大股份回购规模。此外，日本公司治理水平的进一步提升也将对日本股票构成利好。

然而，政治不确定性可能会影响经济政策的实施。日本首相安倍晋三领导的自由民主党在近期东京都选举中折羽而归降低了现任政府在大选前采取重大政策行动的可能性。

总之，日本股票仍是我们的核心持仓。缺乏强有力的政策性支持可能会削弱每股盈利增长以及股份回购规模进一步扩大带来的利好影响。目前日本股票的市盈率为 14 倍，与 17 倍的长期平均水平相比，估值具有一定吸引力。

图 28：企业每股盈利增长趋势仍是日本股市的驱动因素





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。虽然近几周标普 500 的技术面有所减弱，目前已跌破备受关注的 50 天平均线，但亮丽的季报数据和美国良好的利率前景为股市提供了支撑。

二季度美国企业业绩良好，盈利增长预期也由 7 月初的 8% 提高到了月末的 12%。二季度各行业中，以工业和金融企业的盈利预期上调幅度最大。

白宫似乎已将税改重新提上日程。美财政部长认为税改方案有望于今年年底通过，这将对美股构成重大利好。然而，更可能出现的情况是，美国政府在财政收入尚无着落的情况下削减企业税和所得税，由此加速债券收益率上行，进而令股票估值承压。

标普 500 行业关联度的下降对基金经理而言是个利好，令其能通过选股创造额外价值（比如：在估值相近的公司中，筛选出质量更高和质量较差的个股）

相比明晟世界指数，标普 500 的估值无论从绝对还是相对角度而言都还处在较高水平。这就要求投资者在决定美国股市投资规模时要更加谨慎。

图 29: 美股估值高于明晟世界指数

美股与明晟世界指数的市盈率比较



资料来源: FactSet、明晟、渣打

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。英国近期开启了与欧盟的第三轮“脱欧”谈判。会前公告中，英国表示希望在脱欧后的过渡期内继续留在欧盟关税同盟。如果双方能就这一重大安排达成一致意见，脱欧后，在关税安排尚未落实的情况下，企业如履薄冰的危险处境可得到缓解。

近期英镑贬值以及商品价格复苏对英国股指的表现构成了支撑，3 季度按英镑计算的累计涨幅达到了 2%。市场对 2017 年企业盈利增长的一致预期为 21%。然而，在以国内需求为主导的几个行业中，不少公司在 2 季度财报中发布了盈利预警。这反映了因工资增长缓慢和通胀攀升导致的家庭支出增长乏力。

虽然前景难料，但英国股票的估值水平仍然较高。按市场普遍盈利预期计算的 12 个月市盈率为 15 倍，远高于 12 倍的 10 年过往市盈率平均值。

在对其他市场估值指标进行研究的过程中，我们注意到英国收益率差，即：基准债券收益率与股市股息收益率之间的差值一直在扩大。这主要源于债券收益率持续下滑。虽然从全球范围来看，4.5% 的股息收益率颇具吸引力，但这一收益水平能否持续存在一定不确定性，而这也是导致收益差逐步拉大的部分原因。

图 30: 英国收益率差距

英国基准债券收益率减去股息收益率



资料来源: FactSet、明晟、渣打



ESG 投资

何为 ESG 投资理据？

ESG（环境、社会、治理）投资指利用一系列统一标准且基于企业可持续发展的原则筛选公司，以及制定决策时考虑 ESG 因素。共同标准的范例包括联合国全球契约组织（UN Global Compact）、联合国责任投资原则或可持续发展会计准则委员会协议的内容。

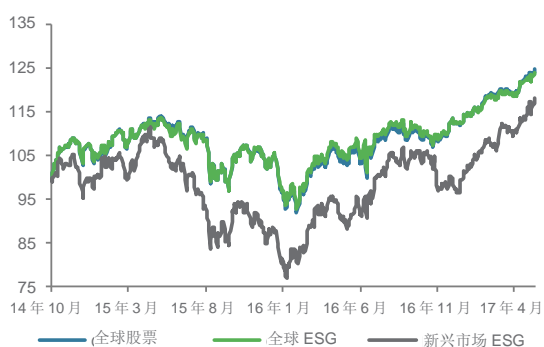
采用“可持续性”投资方法的原因各异，可能并非单以业绩为导向。我们认为有三大主要原因：

1. 跑赢的具体表现类型

有关以 ESG 为基础的投资策略表现是否相对优于全球股票的证据喜忧参半。多数研究表明 ESG 投资表现优异的可能性较高，当然其表现通常与 ESG 融入投资流程的方式紧密相关。但是，更为有力的证据表明 ESG 不会对回报率造成拖累。

图 31：近期全球 ESG 股票与所有股票差异甚微；新兴市场 ESG 股票迅速追赶差距

明晟所有国家世界总回报指数，明晟世界 ESG 领先企业指数，明晟新兴市场领先企业指数



资料来源：彭博、渣打

在市场的某些具体领域，注重可持续性有助于提高企业业绩，且这方面的证据更具说服力。

有研究认为投资表现与 ESG 要素之间的正向相关性在债券和房地产资产类别中表现更为突出。在股票方面，研究表明新兴市场股票在考虑 ESG 要素后收益最大。

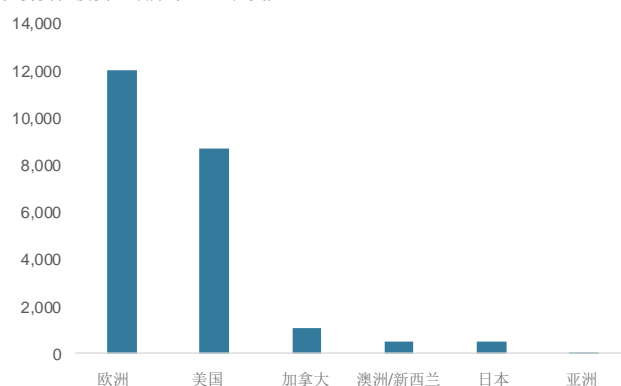
2. 加强风险管理

不管人们是否认为 ESG 有助于表现更为优异，但引入可持续性可以加强风险管理这一点毋庸置疑。有研究表明，遵守 ESG 的公司由于透明度较高，资本成本和风险溢价更低；这些公司面临其资产成为一文不值的“搁浅资产”的风险或更小。

对于投资者来讲，这意味着即使是否考虑 ESG 要素产生的回报相仿，但同样的回报下融入 ESG 要素的投资风险会更小。

图 32：亚洲可持续投资空间广阔

社会责任投资区域分布，10 亿美元



资料来源：Global Sustainable Investment Alliance、渣打

3. 实现可持续目标

有些投资者希望进行金融投资时会同时产生积极的可持续发展影响，而通过 ESG 策略，实现可持续发展目标的可能性更高，同时不会降低投资回报，承担财务成本。



股票衍生工具

如何利用我们的中性宏观推荐

在上期《全球市场展望》中，我们提出投资者可沽出针对中国保险股和地产股的看跌期权。得益于人民币兑美元升值，资产密集型的旧经济行业过去几周表现良好。

随着 9 月重大事件密集期的临近（9 月 7 日将召开欧洲央行会议，9 月 19-20 日美联储可能会宣布缩表），我们认为股市可能会再度陷入短期波动。股价可能出现回调，市场波动可能随之加大，投资者或有机会通过沽出看跌期权获利。

1. 欧元区银行

欧元区银行是主要欧元受益人。在我们看来欧元升值带来的多数短期利好已经得到充分反映，为此我们不再强调对欧元兑美元汇率走势的乐观预期。与此同时，我们维持对欧元的中期建设性观点，一方面是考虑到欧元区的经济复苏，另一方面源于我们预计欧洲央行最晚会在 2018 年缩减购债规模。如果欧元逼近 1.15，我们认为对于寻求可观收益的投资者而言，沽出针对欧元区银行的看跌期权或许可作为一项不错的策略。

图 33: 银行股的六个月隐含波动率比基准指数的整体波动水平高了 8 个百分点

六个月隐含波动率差：欧洲斯托克 50 指数银行股对比欧洲斯托克 50 指数



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 8 月 24 日

目前欧洲银行股的 6 个月隐含波动率比欧洲斯托克 50 指数的整体波动率高出了 8 个百分点，相当于 2014 年 1 月以来的平均水平。但如果欧元回撤至 1.15 一线，我们预计沽出针对欧洲银行股的看跌期权可为投资者带来更可观的获利机会。

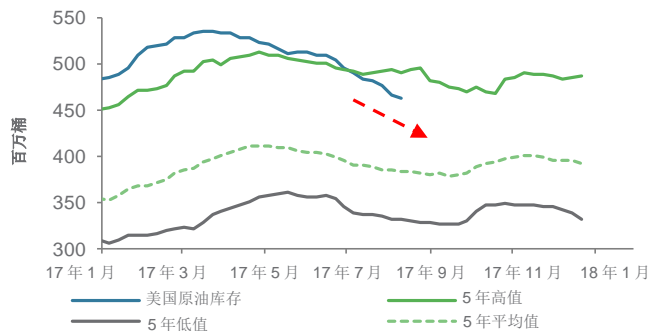
2. 油企

我们不再强调对油价走势的乐观预期，但仍认为市场将走向再平衡，并在未来 6-12 个月内对油价形成逐步拉升。需求持续增长的同时，美国页岩油生产商若无法在必要时进行大规模资本投入，目前的产量增长趋势恐难持续。

然而，再平衡持续的时间比我们预期的要长，欧佩克也在限制部分成员国石油产量方面也显得力不从心。与此同时，美国页岩油生产商成本下降幅度远超预期，但有迹象表明这一趋势已经开始逆转。

图 34: 再平衡仍在继续，速度不及预期

美国原油库存及五年历史数据



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 8 月 24 日

综合来看，我们认为未来 12 个月内油价跌破每桶 45 美元的可能性相对较小，概率只有 25%。短期而言，多项技术性指标疲弱意味着油价仍有可能逼近 45 美元大关。果真如此，投资者便有机会通过沽出针对石油公司的看跌期权获取收益。



商品

对投资者的启示

- 01** 油价或位于每桶 45-55 美元区间
- 02** 金价仍保持窄幅波动
- 03** 基金金属价格或仍小幅回落

关注基本面

- 我们预计随着全球增长持续改善，商品价格仍将小幅上涨，虽然中国经济增长出现任何放缓仍为主要风险。
- 随着风险逐渐趋于平缓，我们保持对油价的中性观点；预计油价仍将维持在每桶 45-55 美元的区间。
- 金价有望回归至 1,200-1,300 美元/盎司区间，同时存在下行风险。美元如进一步贬值，则构成该观点的风险。

图 36: 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	◆	●	●	●	不适用	●	●	欧佩克减产和美国页岩油生产放缓对油价构成支撑
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	收益率逐步上升将令黄金面临压力
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	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 ◆ 中性

图 35: 当前市场行情

商品	当前水平	1 个月回报
黄金 (美元/盎司)	1,309	3.1%
原油 (美元/桶)	50.9	-2.6%
基础金属 (指数)	129	9.0%

资料来源：彭博、渣打

时刻警惕风险

鉴于全球经济环境改善，供需因素利好，我们仍保持基本看好商品的观点。虽然商品情况仍取决于中国需求前景，但如果今年年末召开党代会之后，中国经济增长的工作有所放缓，会对商品价格造成影响。地缘政治局势紧张（特别是朝鲜半岛）、重要气候事件（如飓风哈维）以及美国政治是主要风险，尽管各种商品受到的影响或有所不同。

石油市场受几大基本面推动向上调整— 主要包括近期发布的二季度数据较为强劲以及欧佩克重申减产承诺。我们认为整体局势仍然受短期供需方面较为利好的因素主导。供需方面，特别是与中国限产方面相关的因素是造成工业金属表现突出的主要原因。我们认为需求是否会实质性的增加仍然扑朔迷离，因此对追高保持谨慎。



原油 – 再平衡情况较预期慢

油价仍然充满韧性，源于季节性需求强劲降低美国原油库存。

我们预计油价仍然保持窄幅波动，但具备上行趋势。尼日利亚与利比亚对欧佩克减产计划构成负面影响，使石油生产国越发难以让市场相信其支持油价的长期决心。但是，沙特决定减少对炼油厂的原油供应（或转向美国炼油厂），或支持石油股票继续回落。

考虑到当前的油价行情已接近我们预估的范围上限，出现大幅上行的可能性较小。

黄金 – 或窄幅波动

朝鲜半岛紧张的地缘政治风险继续推升金价，同时造成金矿开采行业股票取得收益。金价突破我们此前预计的 1,200-1,300 美元/盎司区间，说明价格仍有上行空间。

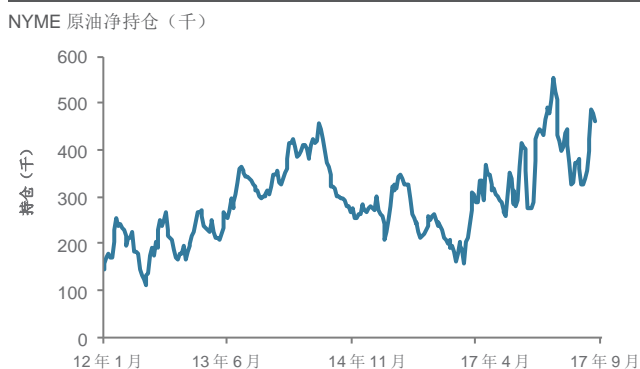
但是，我们注意到油价跳升与美元走低遥相呼应，而此前我们曾讨论过，美元一旦出现反弹，则会拉低金价。美国国债收益率反弹，构成下行风险。

平衡来看，我们仍然认为金价回落至此前的 1,200-1,300 美元/盎司区间可能性较大。但是，受技术面展望未得到大幅改善，金价或迅速回落至上述区间。

工业金属 – 保持谨慎

工业金属表现居高不下。尽管每种金属表现都各具特色，我们认为整体趋势将于今年下半年逐渐一致。有消息表明中国再度强调环保政策或限制废料进口，铜价受此影响大幅飙升。但是，我们认为基础金属价格或小幅回落，源于需求并未得到主要改善，且近期供应减少或为暂时性的。

图 37：净多头过量凸显回落风险



资料来源：彭博、渣打

图 38：工业金属（铁矿石除外）居高不下



资料来源：彭博、渣打

图 39：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；反弹风险

资料来源：渣打

图 40：因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	由于通胀数据弱于预期，美国收益率下滑
通胀预期	美国、欧元区及日本数据保持不变
美元	美元指数走弱至 1 年来低位；反弹风险

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** 以情境推动资产配置

图 41：当前市场行情

另类策略	自展望发布以来	自上一份刊物发布以来
股票多空策略	3.9%	-0.6%
相对价值	2.6%	-0.1%
事件驱动	6.3%	-0.4%
宏观 CTAs	1.0%	0.8%
另类资产配置	3.6%	-0.2%

资料来源：彭博、渣打

多元化策略发挥缓冲功用

- 我们继续看好股票对冲策略，主要基于股市趋势向好以及再通胀或摸索前行的经济展望。
- 信贷息差继续缩窄，或改善杠杆型相对价值策略的融资成本和表现。
- 股票对冲、事件驱动和相对价值上月产生负回报，而全球宏观作为多元化策略，可提供一定缓冲；自发布《2017 年展望》以来，我们的另类策略配置上涨 3.6%。

遵循另类策略的框架

在考虑将另类策略作为投资配置的一部分时，我们认为可采用“替代策略”和“多元化策略”。替代策略与传统资产类别（如债券与股票）紧密相连，而多元化策略与其相关程度较弱，但在市场下行时具备保险功能的特点。在年中发布的《全球市场展望》时，通过将定量分析与定性投入相结合，我们确定了推动另类策略表现的潜在因素-请参见下文另类策略框架。

相对价值策略通常会采用杠杆，以最大化交易回报。因此，融资成本和信贷息差缩窄会影响交易活动的相对表现。鉴于信贷息差较窄，如交易采用杠杆，融资成本会更加有利，从而利好相对价值策略。

我们仍然看好股票对冲。另类策略配置如下：股票对冲 34%、事件驱动 26%、全球宏观 16%、相对价值 24%。关于如何构建另类策略配置，请参见《2017 年展望》。

图 42：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	寻找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	从全球层面发掘主题、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、信贷息差扩大 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



外汇

对投资者的启示

- 01** 我们中期仍然看好欧元表现
- 02** 日圆料将进一步下跌
- 03** 结束看好印度卢比、印度尼西亚盾、巴西雷亚尔和俄罗斯卢布跑赢新兴市场外汇指数的观点

美元近期将反弹

- 美元指数近期或出现反弹，但中期或维持窄幅波动，存在下行可能性。
- 我们保持中期看涨欧元的观点，但预计近期受持仓过高影响会出现盘整，因此会利用近期欧元强势锁定收益。
- 由于美国国债收益率料将上行以及日本央行或将继续维持宽松政策，我们保持看跌日圆的观点。
- 新兴市场货币兑美元汇率料将维持稳定，主要基于基本面得到改善以及外部风险减少等原因。我们不再持有印度卢比、印度尼西亚盾、巴西雷亚尔和俄罗斯卢布等一篮子货币将跑赢新兴市场外汇指数的观点。

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	美国与其他各国的货币政策分歧正在逐渐缩窄
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 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）	108	0.9%
澳元	0.79	-1.0%
欧元	1.19	1.1%
英镑	1.29	-1.6%
日圆	110	0.4%
新加坡元	1.36	-0.1%

资料来源：彭博、渣打

美元短期内或将反弹

- 美元（美元指数）年初至今下跌逾 8%，主要受实际息差大幅下跌和投资者持仓反转影响。投资者持仓数据显示，市场对美元的看跌程度达到 2013 年以来最低水平。如投资者情绪从当前的极端水平出现任何的小幅反转，都会支持美元近期出现反弹。美国 10 年期国债收益率反弹同样会利好美元。
- 中期来看，我们保持略微看跌美元的观点，主要原因为美元面临一系列的不利因素。欧洲央行、英国央行以及加拿大央行等几大主要央行或缩减其宽松货币政策，可能开始提高与美元的息差。



欧元 – 长期仍然看好

我们结束看好欧元的观点。欧元近期反弹力度说明该货币已略显昂贵，同时息差和投机性持仓处于高位。因此，我们认为预计会出现盘整行情，甚至是小幅回落。杰克逊·霍尔（Jackson Hole）会议召开之后，对尚未获利的客户来讲，近期欧元强势提供了大好时机。

中期来看，鉴于大部分利好因素仍然存在，我们仍然看好欧元。欧洲央行削减购债规模后，息差料将进一步收窄，同时债券投资外流活动将减少。尽管意大利和奥地利选举风险依然存在，但我们认为政治风险整体而言大势已去。

日圆 – 仍然看跌

我们仍然保持看跌日圆的观点，且认为近期美国国债收益率走低日圆反弹及避险需求只是暂时性的。鉴于应对通缩的挑战长期存在，日本央行或保持其宽松货币政策，继续实施其收益率曲线控制政策。该国央行政策的差异性或将进一步拉大美国和日本之间的息差，从而促使日圆继续贬值。

安倍政府支持率下降或造成安倍经济学受到质疑，加上避险需求都是主要的上行风险。

英国 – 受不明朗因素笼罩

英镑陷入了英国脱欧谈判政治不确定性和英国央行近期鹰派言辞的拉锯战中。鉴于这两方面因素对该国货币产生的影响相反，英镑或中期维持窄幅波动。

我们认为英国央行会对近期通胀情况进行研究，如果草率加息，对经济造成的损害或远高于通胀上升。英国经济享有的两方面利好因素——强劲的外国直接投资以及消费者支出正在逐渐减弱。因此，英镑或将窄幅波动，该观点会持续至脱欧谈判出现转机。

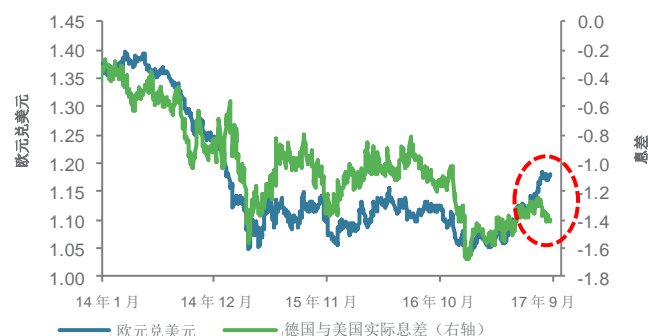
图 45：因素变动 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	相对美元的利差继续朝着适度有利于欧元、英镑及日圆的方向改善
风险情绪	股票与外汇波动率从上月低位有所抬头，但与过往平均水平相比仍处于低位
投机持仓	仍为净空头美元，而欧元持仓接近极端净多头。日圆持仓大部分为净空头，而英国持仓已达到正常水平

资料来源：彭博、渣打

图 46：近期欧元强势造成与美元息差扩大

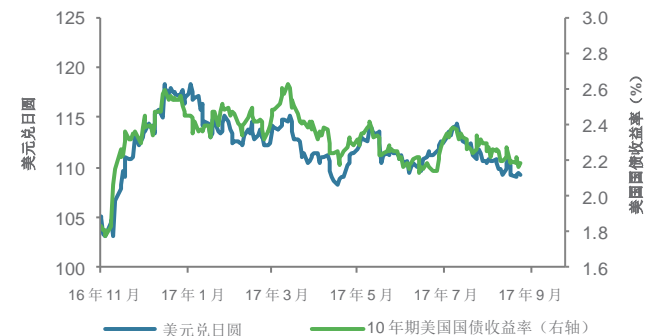
欧元兑美元和实际利率（扣除通胀率后的利率）差异



资料来源：彭博、渣打

图 47：美国国债收益率仍为美元兑日圆的主要推动因素

美国 10 年期国债收益率和美元兑日圆



资料来源：彭博、渣打



澳元 – 料小幅下行

澳元自上月突破长期区间 (0.784) 后，并未得到实质性巩固。该表现验证了我们上月对澳元的观点，即尽管澳元突破主要阻力位 0.784，但基本面并未形成长期上涨动力。我们基本维持澳元窄幅波动的观点，连续两月大涨后可能会出现小幅回落。

我们认为澳洲央行近期加息的可能性较小。鉴于美国收益率料将上涨，美国和澳洲的实际息差或将下降，澳元利好因素减小。铁矿石价格成为近期澳元上涨的主要推动因素。但是，中国铁矿石库存接近以往高位，而房地产行业的需求受调控政策的影响可能放缓，澳元或将走低。

新兴市场货币 – 基本面仍然利好

新兴市场货币的总体环境大体利好。多数新兴市场国家增长率依然稳健，与此同时其外部环境所面临的风险正在下降。

即便如此，我们改变了此前认为印度卢比、印度尼西亚盾、巴西雷亚尔和俄罗斯卢布等一篮子货币将跑赢新兴市场外汇指数大盘的观点。此前以上观点的理据为收益率高、外部环境有力，这些因素也确实得以体现，该一篮子货币也的确产生了正回报。但是，该观点相对来讲，表现并不足以优异，主要基于 (i) 以上四国外汇储备大量增加，造成其本国货币强势受限，以及 (2) 一些特殊因素造成新兴市场其他国家货币走高。未来 12 个月，我们依然大体看好新兴市场货币，但倾向于通过新兴市场本币债券投资进行多样化配置。

在亚洲货币中，我们预计人民币将基本维持稳定。尽管估值并不高，我们认为中国政府在 11 月召开党代会之前仍偏向于维持美元兑人民币汇率稳定，以支持出口和促进资金流动。印度卢比比较特殊，其估值略显高昂，而受外资购债规模几乎接近限制水平，投资债券的资本料将减少。2017 年，美元兑新加坡元与美元指数的关联性加强，该趋势料将延续。

图 48：近期铁矿石价格上涨趋势如出现反转，或对澳元构成挑战



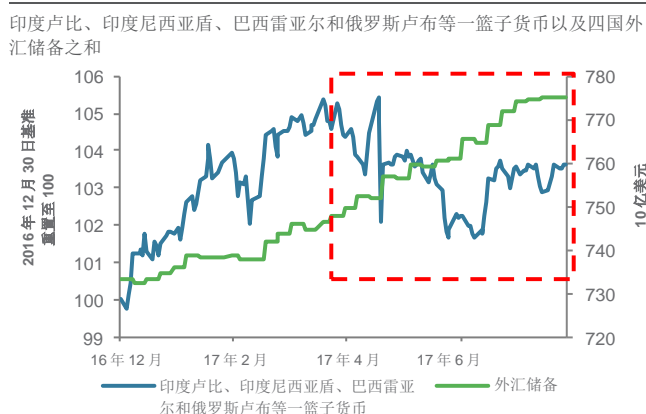
资料来源：彭博、渣打

图 49：新兴市场货币的变动因素

因素	近期动向
美元	近期美元延续疲弱走势。近期或出现反弹
中国风险	中国保持稳定。房地产行业出现小幅放缓迹象
风险情绪	新兴市场美元政府债券息差仍然维持窄幅波动

资料来源：渣打

图 50：外汇储备增加恰与印度卢比、印度尼西亚盾、巴西雷亚尔和俄罗斯卢布等一篮子货币疲弱同步发生



资料来源：彭博、渣打



多元资产



对投资者的启示

01

收益型投资者关注新兴市场主权债券

02

亚洲（日本除外）股票是增长型配置的重要要素

03

通过投资优质资产加强风险管理，为资产配置提供稳定性

图 51：主要多元资产观点

配置表现	自展望发布以来	自上一份刊物发布以来
均衡	11.5%	0.6%
多元资产收益	9.7%	0.6%

资料来源：彭博、渣打

良好的风险管理取得回报

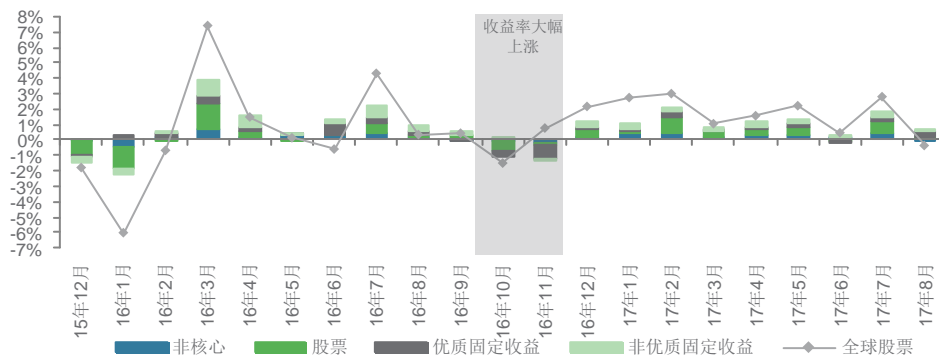
- 在出现任何短期波动时，有力的风险管理框架在一定程度上稳定局面。
- 风险管理并不等于资产配置不存在风险，而是提倡通过平衡配置，投资一定比例的优质资产，如投资级固定收益。
- 全球经济增长势头不断加强，为新兴市场创造了机遇。侧重收益率的投资者可关注新兴市场债券，而侧重增长的投资者可关注亚洲（日本）除外股票。

在上期发布的《全球市场展望》中，我们讨论了固定收益在投资者配置中作为风险管理工具的重要性，其中具体谈到“对于过去数月取得收益的股票投资者来讲，配置固定收益资产类别可作为风险管理工具，在市场不明朗时期保住一部分利润”。过去一个月优质固定收益在平衡型和多元资产收益型配置中发挥了作用。而发达市场股票经历了一点小波折（新兴市场股票产生了正回报），得益于优质固定收益产生的正回报，我们整体的投资配置一个月回报率勉强为正。

近期市场表现更加突出了风险管理的重要性。除收益大幅上涨的时期外，随着经济周期的进一步发展，配置优质固定收益可在市场短期波动时产生一定缓冲作用。

图 52：配置优质固定收益可在市场短期波动时产生一定缓冲作用

多元资产收益策略各配置月度回报对比全球股票（2016年1月与2017年8月）



资料来源：彭博、渣打；优质固定收益配置包括 3 国集团主权债券、抗通胀国库债券、发达市场投资级公司债券、新兴市场硬币主权投资级债券、亚洲投资级公司债券。非优质固定收益包括杠杆贷款、美国高收益债券、新兴市场硬币主要高收益债券、新兴市场本币主权债券。



新兴市场继续表现向好

新兴市场资产不断提高在我们投资观点中排名，股票和固定收益在 2017 年表现均亦如此。新兴市场美元政府债和新兴市场本币政府债是我们看好的固定收益持仓，而亚洲（日本除外）和新兴市场（亚洲除外）分别是我们第二大和第三大最为看好的股票市场，仅次于欧元区。

过去八年市场焦点（主要优异表现）一直集中于发达市场资产，投资者配置中新兴市场资产所占比例仍然较低。随着新兴市场国家基本面不断改善，多元资产收益型投资者可添加收益率（5-6%）不俗的新兴市场主权债券。增长型投资者可在新兴市场增长率以及企业盈利不断提高之际，选择配置亚洲（日本除外）股票并从中受益。

新兴市场资产与发达市场资产相比风险较高，在美元反弹时会受到影响。但是，这些资产应当作为多元化配置的一部分进行看待，而非区别对待。

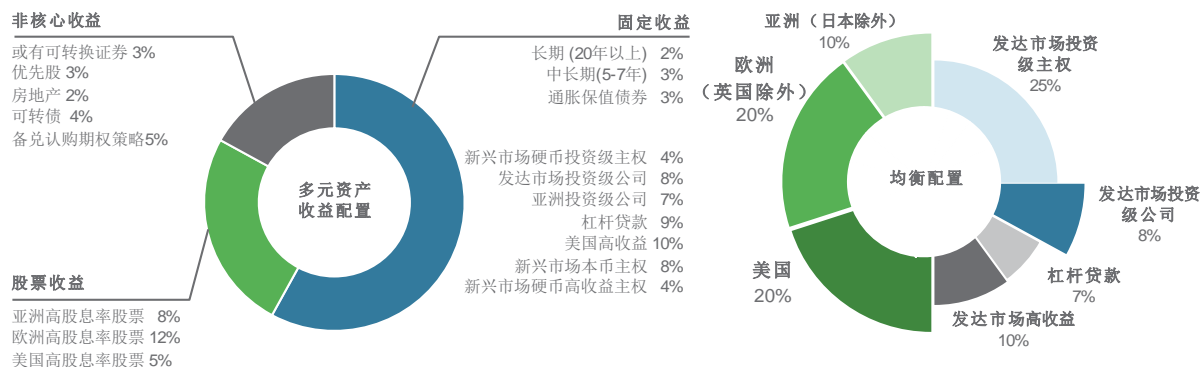
配置这些资产，可提高收益型投资者的整体收益率情况，提高增长型投资者的资本增值。下文中我们所推荐的资产配置以及 31 页中内容可提供一定指引。

广泛投资新兴市场本币债券

我们结束对印度卢比债券的持仓，将获取的收益投资于新兴市场本币债券配置。我们自 2014 年 12 月开始在多元资产收益策略中配置了印度卢比债券（3%），其一直比较突出，较新兴市场本币债券指数相比累计回报达到 29%，该指数同期回报为 11%。

但是，鉴于印度卢比债券的强劲表现，我们未来更加倾向于对该类资产类别进行多元化配置。在进行策略转换时，我们放弃了约 1% 的收益率，但相信风险回报在多元化方式下会更加平衡。我们将其加入了在 2017 年 6 月 30 日发布的年度中期《全球市场展望》提出的新兴市场本币债券配置。

图 53: 修改后的多元资产收益配置和平衡型配置（资产类别权重以%计算）



资料来源：渣打

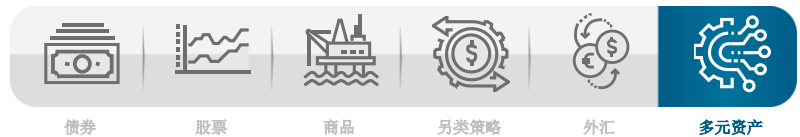


图 54: 从三方面评估收益型资产的方法

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	5.1	●	●	●	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	●	●	●	估值仍然高企；收益率吸引；违约率得到控制
新兴市场硬币主权债券	5.2	●	●	●	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	●	●	●	套利交易；政策利率多数持平或下降；国外需求是近期风险；外汇稳定性形成利好
投资级债券*	2.4	●	●	●	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	3.4	●	●	●	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
抗通胀国库债券	1.6	●	●	●	作为替代名义主权债券具备投资价值；加息影响与 3 国集团主权债券类似，但可抵消美国通胀进一步上升的影响
主权*	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上行。看好高收益/高质量市场（美国国债、澳元、纽元）
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	3.2	●	●	●	估值公正或略高；收益率低；某些行业具备吸引力
欧洲	5.7	●	●	●	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	5.4	●	●	●	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	4.9	●	●	●	收益率急剧下降；对收益率上涨敏感性较低以及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 8 月 29 日；* 收益率数据截至 2017 年 7 月 31 日。关于引用指数，请参阅本部分结尾的附注

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）就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 8 月 30 日，1 个月表现的数据从 2017 年 7 月 30 日至 2017 年 8 月 30 日

股票

	年初至今	1 个月
全球股票	14.4% ↑	-0.1% ↓
全球高股息率股票	12.5% ↑	0.2% ↑
发达市场 (DM)	12.8% ↑	-0.4% ↓
新兴市场 (EM)	28.2% ↑	2.5% ↑
按国家划分		
美国	11.0% ↑	-0.4% ↓
西欧(本币)	7.9% ↑	-0.8% ↓
西欧(美元)	18.2% ↑	-0.2% ↓
日本(本币)	5.1% ↑	-1.2% ↓
日本(美元)	11.2% ↑	-0.5% ↓
澳洲	12.3% ↑	-1.2% ↓
亚洲 (日本除外)	31.1% ↑	1.9% ↑
非洲	19.4% ↑	1.6% ↑
东欧	9.2% ↑	6.9% ↑
拉丁美洲	24.5% ↑	4.6% ↑
中东	6.2% ↑	1.3% ↑
中国	41.6% ↑	4.9% ↑
印度	28.3% ↑	-0.7% ↓
韩国	30.5% ↑	-1.2% ↓
台湾	26.9% ↑	1.9% ↑
按行业划分		
非必需消费品	13.3% ↑	-1.4% ↓
必需消费品	12.0% ↑	-0.5% ↓
能源	-6.0% ↓	-2.2% ↓
金融	13.3% ↑	-1.1% ↓
医疗保健	15.3% ↑	-0.5% ↓
工业	14.3% ↑	0.0% ↑
信息技术	28.7% ↑	2.0% ↑
物料	17.9% ↑	2.2% ↑
电信	7.0% ↑	-0.7% ↓
公用事业	16.7% ↑	3.2% ↑
全球地产股票/房地产投资信托	9.8% ↑	-0.2% ↓

债券

	年初至今	1 个月
主权		
全球投资级主权	7.8% ↑	1.4% ↑
美国主权	3.0% ↑	0.9% ↑
欧洲主权	12.8% ↑	2.6% ↑
新兴市场主权硬币	8.7% ↑	1.6% ↑
新兴市场主权本币	13.5% ↑	1.5% ↑
亚洲新兴市场本币	9.2% ↑	0.7% ↑
信用债		
全球投资级公司债	7.8% ↑	0.9% ↑
全球高收益公司债	8.6% ↑	0.6% ↑
美国高收益债	5.9% ↑	-0.2% ↓
欧洲高收益债	17.8% ↑	1.3% ↑
亚洲高收益公司债	5.4% ↑	1.1% ↑

商品

	年初至今	1 个月
多元化商品	-4.5% ↓	-1.6% ↓
农业	-11.4% ↓	-8.9% ↓
能源	-18.8% ↓	-2.8% ↓
工业金属	19.5% ↑	9.0% ↑
贵金属	11.2% ↑	3.4% ↑
原油	-13.5% ↓	-2.6% ↓
黄金	13.6% ↑	3.1% ↑

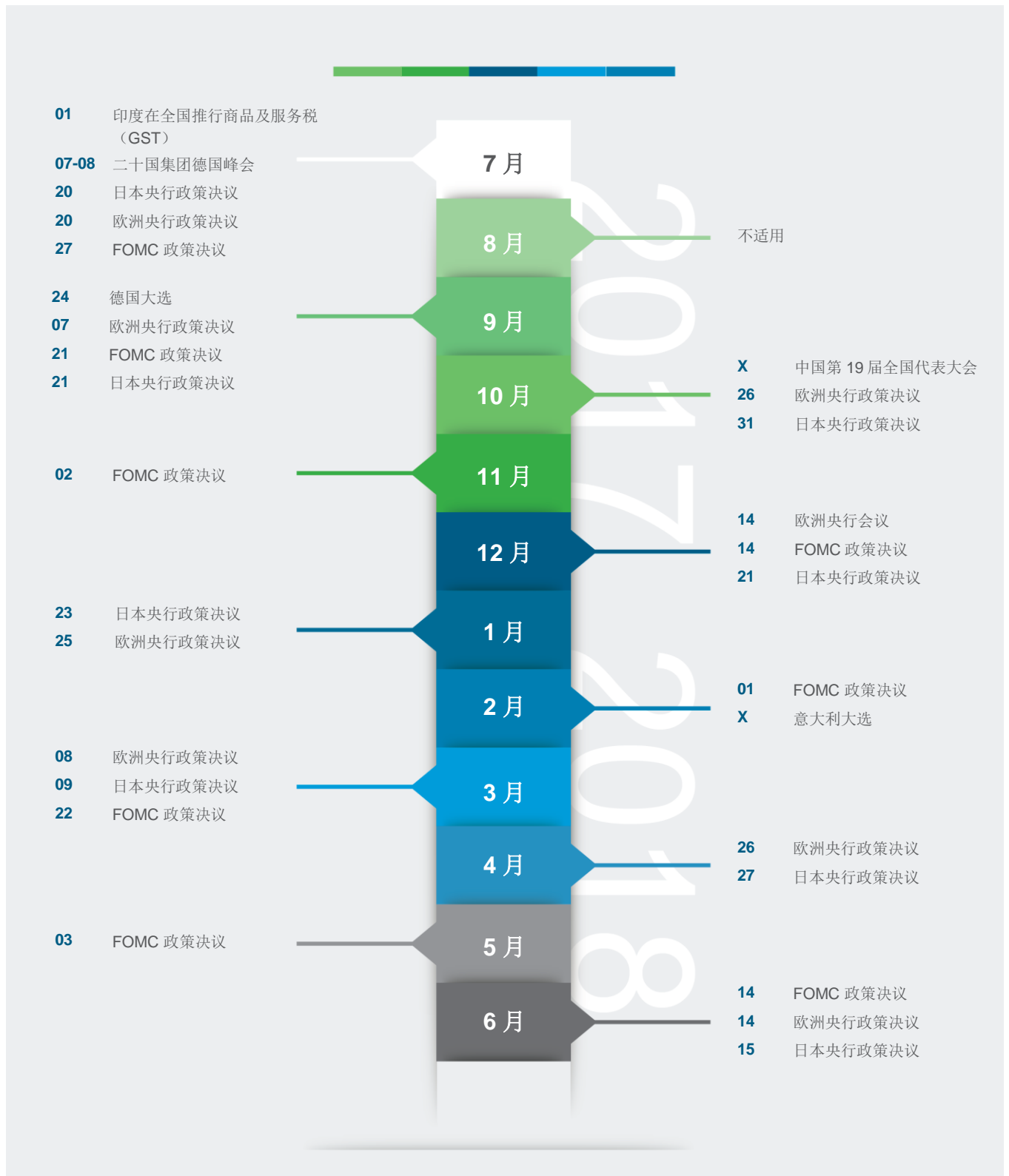
外汇 (兑美元)

	年初至今	1 个月
亚洲 (日本除外)	4.8% ↑	0.9% ↑
澳元	9.7% ↑	-1.0% ↓
欧元	13.0% ↑	1.1% ↑
英镑	4.7% ↑	-1.6% ↓
日圆	6.1% ↑	0.4% ↑
新加坡元	6.6% ↑	-0.1% ↓

另类策略

	年初至今	1 个月
综合 (所有策略)	3.4% ↑	-0.1% ↓
相对价值	2.4% ↑	-0.1% ↓
事件驱动	5.3% ↑	-0.3% ↓
股票长空	4.2% ↑	-0.5% ↓
宏观 CTAs	0.8% ↑	0.7% ↑

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，特别是环球研究部门的观点。

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、附属公司及联属公司（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。

投资涉及风险。投资产品的价格波动不定，有时波动幅度非常大。投资产品的价格可能会上升及下跌，甚至毫无价值。买卖投资产品未必一定能获取利润，反而可能导致损失。您不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。进行任何投资之前，您应仔细阅读相关发行文件并征询独立法律、税务及监管意见。特别需要指出的是，在您承诺购买投资产品之前，我们建议您针对投资产品的适合性征询意见，综合考虑您特定的投资目标、财务状况或具体需求。

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，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、其联属公司及 / 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，本文件不得复制、转发或以其他方式提供予任何其他人士，除非经所在司法辖区当地法律、法规的许可，否则本文件不得分发至任何其他司法辖区。渣打银行或其任何董事、员工或代理人不就第三方与此有关的行为承担任何责任。

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，第三方创设的资料及有关的版权下的权利。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，买卖本文件提及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及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，如为本通讯提及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。