

全球市场展望



美元短期将独领风骚？

股票仍为我们看好的资产类别，虽然估值高企，但强劲的全球经济增长及公司盈利仍利好该资产类别。一般而言，每年的一季度与四季度季节性因素更为有利，但今年夏季却一反常态，未出现季节性疲弱现象，说明该因素可能会超出常理。

我们认为在不同的资产类别中 — 新兴市场、发达市场、股票和债券之间分散配置至关重要，尤其是在当前的环境下。较之多元资产收益，我们更为看好均衡策略，虽然前者同样可以产生正回报。

未来三个月美元料将反弹。美元强势对新兴市场货币或构成不利，不过我们将把握任何回落时机增加新兴市场股票配置。

目录

1	←	提要				
		p1				
		美元短期将独领风骚?				
<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	p27	
		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				
		p30		p31		
		市场表现概要		事件日历		
<hr/>						
6	←	披露附录				
		p32				
		团队				
		p33				
		披露附录				

投资策略

对投资者的启示

01 全球股票仍然是我们看好的资产类别

02 看好欧元区 and 亚洲（日本除外）股票和新兴市场美元政府债券

03 均衡策略风险回报有吸引力，但多元资产策略仍然受到良好支撑

美元短期将独领风骚？

- 股票仍为我们看好的资产类别，虽然估值高企，但强劲的全球经济增长及公司盈利仍利好该资产类别。一般而言，每年的一季度与四季度季节性因素更为有利，但今年夏季却一反常态，未出现季节性疲弱现象，说明该因素可能会超出常理。
- 我们认为在不同的资产类别中—新兴市场、发达市场、股票和债券之间分散配置至关重要，尤其是在当前的环境下。
- 未来三个月美元料将反弹。美元强势对新兴市场货币或构成不利，不过我们将把握任何回落时机增加新兴市场股票配置。

过去一个月朝鲜半岛紧张局势不断升级，美国连续遭到两次飓风袭击。但是，市场波动性（以 VIX 作为衡量指数）以及全球及亚洲股市基本处之泰然。

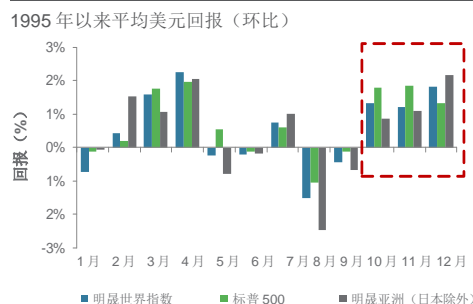
通胀缺乏上升动力造成当前经济格局不明朗。尽管如此，如通胀小幅上升，经济预计仍将逐渐转向再通胀情境。美联储在最近一次会议上重申了通胀势将走高的预期，并宣布开始缩减资产负债表规模-这一点与全球金融危机之后采取的非常措施截然相反。

虽然美国经济活动受飓风影响近期会有所放缓，全球增长前景仍然强劲。宏观经济环境受经济增长加快提振，料将继续从“摸索前行”过渡至“再通胀”。在我们看来，两种经济环境都有利于全球股票。

图 1：美元是新兴市场外汇的主要推动因素



图 2：股市通常在四季度表现强劲



步入季节性旺季周期

我们仍然秉持对全球股票的积极观点，特别是对看好的欧元区 and 亚洲（日本除外）地区。两大地区继续受益于积极的经济环境、强劲的盈利增长率以及与其他区域相比估值相对适度。新兴市场（亚洲除外）、日本和英国是我们的其他核心股票持仓。

我们认为强有力的增长性基本面带来的影响超出了特殊事件带来的风险。股市在美国飓风和朝鲜半岛紧张局势升级的压力下仍然保持韧性，充分有力地证明了我们此前的观点。我们认为，任何回落都会稍纵即逝，除非是出现风险显著升级的情况，且这种风险将持续削弱经济增长加强和低通胀率的基本面。如不会出现以上情况，我们将利用任何回落作为增持股票的机遇。

季节性效应越发利好。按照以往经验，四季度和一季度通常是股市的黄金季节。全球股市过去八年中均产生了正回报。话虽如此，今年夏季并未像往年一样出现季节性回落，凸显了在投资时仅依赖于季节性因素的风险。不过上月基本面和技术性指标双双改善，令人颇感欣慰，未来 6-12 个月应利好全球股票。

图 3: 亚洲股市在朝鲜的军事造势下保持强韧

明晟亚洲（日本除外）股票指数



资料来源: www.armscontrol.org、彭博、渣打

美元近期反弹对新兴市场资产构成风险

美元指数年内跌幅将近 10%。虽然我们认为美元未来 12 个月仍将小幅下跌，但近期美元略为超卖。

美联储在最近一次会议上再度肯定了其认为通胀仍将上涨的预期，预计至 2018 年底会加息四次。以上立场有助于扭转市场对美元的极端悲观看法。我们对美元指数站稳 92 关口保持一定信心。

因此，今后三个月美元料将上涨 3-5%，主要归功于美联储加息预期重新复燃以及短期投机性持仓活动。因此，新兴市场资产回报率将受到挑战，短期内新兴市场货币将有所贬值。

锁定新兴市场本币债券收益

按照以往经验，外汇回报是本币债券回报的主要贡献因素。鉴于美元存在短期反弹的风险，我们将新兴市场本币债券从看好的资产类别下调至核心持仓。

我们对新兴市场仍然持有积极的观点，主要基于该地区增长率加快、外部盈利增强，以及贸易紧张局势风险降低等因素。新兴市场资产较发达市场而言仍然相对具有吸引力。

我们对新兴市场美元政府债券仍持有积极的观点，该类债券对美元强势敏感性低，其投资级和高收益信贷质量组成的投资组合，料将产生 5% 以上的可观收益率。

我们仍然保持对多元资产收益策略的信念，预计该策略将产生积极回报。通胀小幅上升，以及美国 10 年期国债收益率预计仍将在 2.25-2.75% 的区间，对收益型策略构成利好。从总体回报角度来看，我们认为鉴于多元资产均衡策略对增长型股票的配置较高，将跑赢收益型策略。

地缘政治尤其是朝鲜地区的相关风险，以及美联储与欧洲央行政策收紧（但将会循序渐进）或构成近期风险（请参见第 8 页和第 9 页）。不过我们认为宏观经济环境向好，至少在未来 12 个月内会对风险资产构成支撑。

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	●	盈利预期强劲; 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	●	日元走势为盈利关键因素; 估值合理
	美国	●	盈利改善构成支撑因素; 估值高企为关键风险
	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; 美元近期将反弹将构成阻力
	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	●	经济势头积极向好, 但强劲反弹之后或有所盘整
	美元	●	长期风险下行, 但短期内或升值
	英镑	●	政治与政策不明朗性之间的角逐; 近期反弹后抛售
	新兴市场货币	●	短期美元强势构成不利, 新兴市场长期基本面积积极向好
	澳元	●	澳洲储备银行可能保持当前政策, 铁矿石价格下跌或限制澳元涨势
	日元	●	美国 10 年期国债收益率料将上升, 而美元兑日元汇率仍与此挂钩

资料来源: 渣打全球投资委员会

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
均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 2 月 24 日	-	✓
欧洲 (英国除外) 股票表现将优于全球股票	2017 年 3 月 30 日	-	✓
亚洲 (日本除外) 股票表现将优于全球股票	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
新兴市场本币政府债券跑赢整体债券市场 (截至 2017 年 9 月 21 日)	2017 年 6 月 23 日	-	✓
巴西雷亚尔、俄罗斯卢布、印尼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	✓	不适用
看跌澳元/美元 (截至 2017 年 7 月 21 日)	2017 年 6 月 30 日	✗	不适用
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	✓	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	✓
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	✓	✗
印尼股票将提供正回报, 表现优于亚洲 (日本除外) 股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
美国股票将提供正回报, 表现优于全球股票 (截至 2017 年 3 月 30 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
看跌欧元/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

该观点自 2016 年 12 月 15 日 (《2017 年展望》发布之日) 至 2017 年 9 月 28 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、生物技术和生命科学、医疗设备和软件和服务、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、印尼盾和印度卢比构成的权重相同的定制指数

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

^[5] 收益配置在《2017 年展望: #转向》第 34 页图 11 中予以描述^[6] 均衡配置由 50% 的全球股票和 50% 的全球固定收益构成

✓-正确买入判断; ✗-错误买入判断

观点

对于客户重点问题的观点



低通胀是喜还是悲？

当前环境再次验证了“理想势头”的经济形势，全球增长预期升高，而通胀水平依然不温不火。这种环境对于股市而言尤为积极，同时也对债券和多元资产收益策略的回报给予支持。

然而这种温和的经济前景持续时间不会太长。通胀压力有可能上升，或者金融过剩将会增加，两种情况都会对资产市场构成挑战，虽然影响的方式会截然不同。

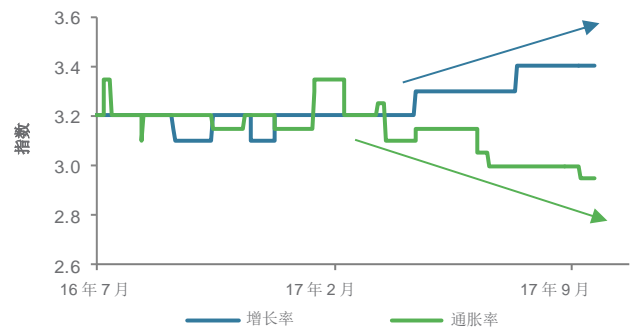
从某些方面来看，上世纪 90 年代的情形与当前情况类似。当时经济增长率高于趋势线，失业率降至 4% 左右，通胀压力温和（请参见图 7）。在此背景下，股市表现非常亮丽。

格林斯潘（Alan Greenspan）在 1996 年 12 月对股市是否“非理性繁荣”（动态市盈率达到 19 倍）提出质疑，一时名声大作，标普 500 指数仅在三年内就涨了一倍多。

那么在当前环境下意味着什么？观察股市的一个简单办法就是透过估值和宏观展望进行双重审视。当估值非常低（市盈率低至 10 倍以下）的时候，宏观环境的重要性下降。同样，如果市盈率过高（30 倍以上），市场得以分别吸收好/坏消息，宏观环境也不再显得重要。

图 6: 经济前景仍然积极向好

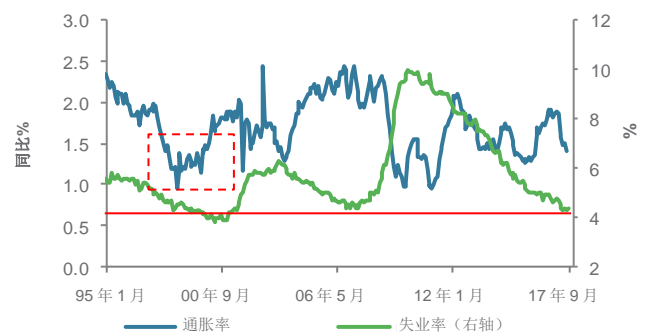
理想势头提供的两种环境最佳——经济增长加快，通胀预期下降



资料来源：彭博、渣打

图 7: 上世纪 90 年代与当前情形有些类似

通胀（核心个人消费支出平减指数）90 年代时处于低位，尽管失业率降至 4%



资料来源：彭博、渣打



当然大多数时候市盈率处于两个极端水平之间。当前，我们认为全球股市市盈率高达 21.5 倍（但并不极端），宏观环境仍在改善。综合考虑以上因素，我们对股票的持仓继续高于正常水平。

如通胀急剧上升、金融过剩迹象显著及/或股市估值飙升，将导致我们重新审视以上持仓观点。

朝鲜紧张局势或有何影响？

尽管地缘政治风险通常难以量化，尤其是从金融市场角度而言，但我们相信各方终究会冷静下来。从任何一方来讲，都没有发动战争的明确动机。

就朝鲜而言，挑起冲突会导致美国力图改变朝鲜体制的风险加大，这一点也正是朝鲜领导人金书记最不愿意看到的。而对于美国来讲，如果朝鲜对美国挑起的冲突采取报复性措施，其灾难性后果对韩国不堪设想，因此，双方有可能会冷静下来，处理后续事宜。

当然，如朝鲜不断试射导弹，特别是其军事能力再上一个新台阶时，并不能排除期间波动性的可能性。我们注意到各方措施愈发强硬。的确，如导弹试射过程中发生意外，不排除发生局限性冲突的可能性。

但是总体来看，我们认为任何由美国朝鲜之前的紧张局势造成的市场波动持续时间都不会太长。

美联储决定缩表有何影响？

美联储预计至 2018 年底加息四次，计划将每月缩减 100 亿美元的债券持仓。这表明近期飓风有一定影响，但美国经济仍然强劲，通胀率将在未来 6-12 个月上升。

虽然债券持仓缩减计划早已提前泄露，市场可能已对其影响有所吸收，但市场当前的预期是 2018 年底前加息低于两次。因此，如美联储果不其然按计划加息四次，会对全球债券市场造成阻力。

美国 10 年期国债收益率料将小幅上升，仍然在 2.25-2.75% 的区间内，但鉴于通胀率大幅上涨的可能性较低，国债收益率上涨步伐慢于美联储加息节奏。

如上所述，全球股市或受积极向好的基本面前景而非美联储的货币政策所主导。

美元展望如何？

美元年初至今受实际利率差异影响，跌幅已达 10% 左右。但是目前情形来看，短期内美元将会呈现反趋势走向。投机性市场持仓从年初的极度长仓美元，变成当今的极度空仓。如基本面得到轻微改善，会引发“挤压空头”的风险，导致投资者买入美元，以应对其空头持仓。

美联储货币政策前景展望（见上文）或提供意外惊喜。市场希望获悉飓风对经济的影响程度以及美联储如何应对这些不确定性。

总体而言，美元料将从超售水平反弹，并试水 96-98 领域。

图 8：美元恰好处于关键支撑位上方



美元展望对债券投资者有何意义？

美元反弹之时，兑其他货币通常普遍走强。在发达市场，欧元、澳元和日圆最易下跌，而加元和英镑最有韧性。

就新兴市场本币而言，我们预计年初时本地货币获取的强劲收益在一定程度上会有所反转。在此背景下，我们略微调整了看涨新兴市场本币政府债券的观点。新兴市场美元政府债券仍为我们看好的全球债券领域，而亚洲公司美元债券（尤其是投资级债券）和新兴市场本币政府债券并列排名第二。

新兴市场本币债券近期展望“下调”，主要基于有迹象表明全球投资者继续投资于新兴市场美元债券，而流入本币债券的资本已有所减少。

宏观概况

对投资者的启示

01

美联储未来 12 个月或加息两次

02

欧洲央行未来 12 个月或收紧财政刺激政策；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

增长改善，通胀低企

- **核心情境：**主要经济体的经济数据带来意外惊喜，主要归功于美国经济回暖（尽管近期受到飓风影响）和欧元区与日本经济上行。通胀预期仍然较低。
- **政策前景：**美联储计划至 2018 年底前加息四次，略微出乎我们意料之外。欧洲央行或明年开始收紧刺激政策，而中国有可能对信贷增长实施控制。
- **主要风险：**a) 地缘政治（朝鲜）一跃成为主要风险因素； b) 通胀出现意外（美国）或金融系统稳定（中国）的重视程度提高造成政策收紧； c) 中国放缓造成通缩下行。

核心情境

全球经济继续改善，发达市场经济数据自今年九月以来首次出现意外惊喜，新兴市场经济继续意外上行。全球经济环境步调越发统一一致，我们的全球投资委员会（GIC）未来 12 个月内对“再通胀”和“摸索前行”情境共同给予 75% 的概率。通胀和通缩的风险基本势均力敌，但概率偏低（每种风险概率约为 10%），鉴于尽管经济形势有所好转，但通胀预期仍然处于低位。鉴于通胀前景不温不火，我们预计美联储会采取更为渐进式的加息步伐，而非其本月宣布的加息节奏（即到 2018 年底加息四次）。地缘政治风险增加，特别是在朝鲜的核武器和洲际导弹试验之后尤为如此。

图 9：虽然通胀水平仍然低企，全球增长前景仍然大致向好

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	飓风短期内造成不利影响，增长前景长期向好。税收改革仍为关注重点。美联储按照计划逐渐收紧政策
欧元区	●	●	●	●	通胀水平仍然处于低位，但增长预期继续上调，欧洲央行或于 2018 年开启政策收紧措施
英国	●	●	●	●	通胀水平上升，薪资增幅放缓，需求受到打压。英国脱欧仍为主要风险。英国央行表示如通胀率接近 3% 或加息
日本	●	●	●	●	安倍提前大选，增长继续上调。通缩压力仍挥之不去，日本央行或维持宽松货币政策
亚洲（日本除外）	●	●	●	●	中国政府将重点逐渐放至维持金融系统稳定，经济将逐渐放缓。印度出于刺激增长考虑，或加大财政支出
新兴市场（亚洲除外）	●	●	●	●	巴西与俄罗斯通胀水平下降，进一步降低利率。降息空间依然存在

资料来源：渣打全球投资委员会观点

图例： ● 利好风险资产 ● 中性 ● 利空风险资产

美国 – 飓风灾后重建

灾后重建和税收改革成为工作议程重点。美国发布的数据带来的意外不利影响与席卷美国南部的两大飓风相比逊色许多。飓风短期内或对经济数据不利，但灾后重建活动会在接下来几个季度内带来经济活动增长。特朗普总统仍然一心专注于启动税收改革——一旦如愿以偿，或振兴美国商业支出。

美联储继续坚持加息计划。虽然美联储定于 10 月份开始缩表的计划已提前泄露，但鉴于通胀预期仍然低迷，我们预计实际加息步伐或慢于美联储计划（2018 年底之前预计加息四次）。

欧元区 – 普遍增长

欧洲南部经济欠佳，有助于继续扩张。欧元区增长率继续上调，意大利增长率直追法国和德国。欧洲南部经济仍然欠佳，未来数个季度经济有望持续增长，同时不会造成通胀大幅上升（即便整体区域增长率超出趋势）。如德国首相默克尔（Angela Merkel）成功四连任，有助于欧元区政策的连贯性。

欧洲央行退出财政刺激措施。随着增长范围进一步扩大，欧洲央行或从 2018 年开始削减购债规模（虽然低通胀下会采取渐进式步伐）。近期欧元强势，或构成金融状况收紧的风险，从而推迟欧洲央行的购债削减计划。

英国 – 英国央行暗示加息

就业市场再度收紧。英国失业率降至 42 年以来最低水平，为 4.3%，低于英国央行可持续发展率 0.2 个百分点。但是，消费支出仍然处于低迷状态，主要基于薪资增长率仍然低于通胀率。同时，脱欧谈判进展甚微。

英国央行酝酿加息。英国央行提到，经济低迷程度下降，为加息提供了一定可能性。当前来看，鉴于脱欧相关风险犹存以及对就业市场的影响，如果加息，可能一次就够。

图 10：美国商业支出意愿上升；税改前景的明朗程度会进一步助推经济发展

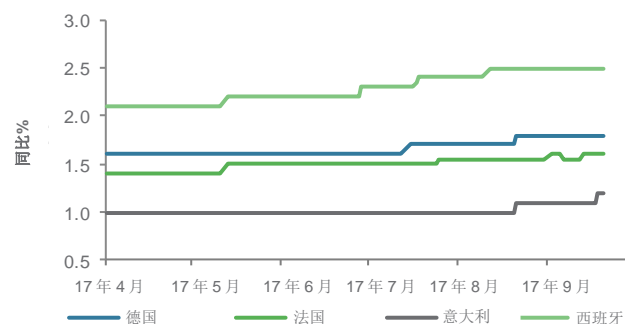
美国费城联储对未来六个月资本性支出的调查结果



资料来源：彭博、渣打

图 11：欧元区增长预期继续向上调整，尤其是意大利

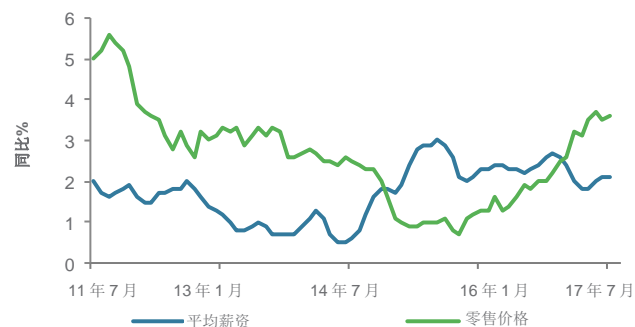
欧元区 2018 年国内生产总值增长率市场一致预期



资料来源：彭博、渣打

图 12：英国薪资增长率仍远低于零售通胀率，对消费者购买力构成压力

英国平均薪资增长率，不含奖金；零售价格通胀率



资料来源：彭博、渣打

日本- 继续上调增长率

增长率超出趋势水平有助安倍连任。日本增长率预测继续上调，主要基于国内消费以及出口双双带动增长率超出与长期趋势线。经济增长前景改善，有助于日本首相安倍晋三 10 月份再次竞选。但是，安倍或再次将提高销售税提上日程，对明年增长率或造成打压。

日本央行保持宽松政策。我们认为日本经济活动虽然有所上升，但继续面临通缩挑战。同时，销售税带来的不确定性或令日本央行至少在未来 12 个月内继续维持宽松政策。

中国 - 政策原因导致增长放缓

经济进一步放缓。继今年一季度经济增长超出预期后，受信贷供应量减少、房地产政策收紧以及淘汰落后产能的措施影响，中国经济八月份继续放缓。这些措施对固定资产投资、国内住宅市场以及工业生产造成影响。但是，国内消费活动依然强劲。

政策继续收紧。我们预计继 10 月份召开党代会之后，考虑到维持金融系统稳定和增长可持续发展的重要性，以上政策措施仍然会得以延续。中国领导人选举料将顺利过渡，习近平主席和李克强总理将继续推行以往政策。

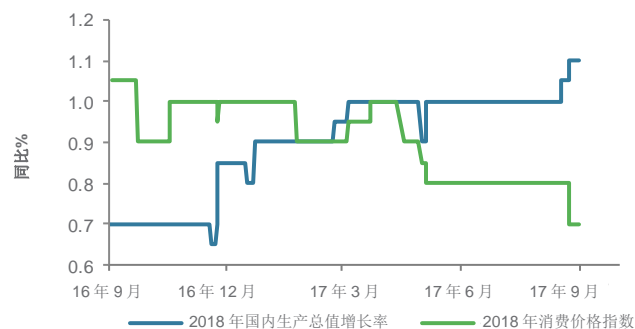
新兴市场 - 或进一步降息

印度或加大财政支出，削减利率。随着印度继续推行商品和服务税，印度经济继续受到影响。私营领域投资仍然处于低位，而银行受不良资产影响贷款业务受限，由此印度政府或加大财政支出。同时，印度储备银行料将再次降息，虽然近期通胀反弹构成限制因素。

巴西和俄罗斯或再度降息。巴西和俄罗斯利率经通胀调整后仍然处于高位，而近期已降息数次。这将促使两国政策再度松绑利率，尤其是通胀水平继续下降之际。同时，墨西哥通胀率或已然见顶，该国央行可结束其利率紧缩政策。

图 13: 日本经济增长率一致预期上调，但通胀预期下调

2018 年经济增长率一致预期和消费者价格指数通胀率预测



资料来源: 彭博、渣打

图 14: 中国政府收紧信贷供应，中国固定资产投资有放缓迹象

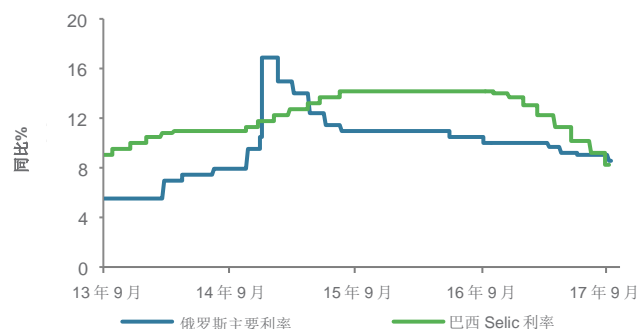
中国固定资产投资（年初至今）和广义（M2）货币供应



资料来源: 彭博、渣打

图 15: 巴西和俄罗斯利率经通胀调整后仍然处于高位，或进一步降息，经济增长受限

巴西 Selic 利率和俄罗斯主要利率



资料来源: 彭博、渣打



债券

对投资者的启示

01 我们看好新兴市场美元政府债券

02 在发达市场，看好公司债券多于政府债券

03 亚洲美元债券与新兴市场本币债券仍是核心持仓

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	*1.09%	-1.5%
新兴市场美元政府	5.22%	0.4%
发达市场投资级公司	*2.32%	-0.4%
发达市场高收益公司	5.13%	0.8%
亚洲美元	3.82%	0.0%
新兴市场本币政府	6.08%	-0.9%

资料来源: 彭博、摩根大通、巴克莱、花旗、渣打

*截至 2017 年 8 月 31 日

锁定利润

- 新兴市场美元政府债券仍旧是我们看好的债券类别。其提供的收益率吸引，超过 5%，同时仍旧得益于新兴市场强劲的增长及积极的市场情绪。
- 从战术上而言，我们锁定新兴市场本币债券的利润并将其从看好降为核心持仓。尽管此类债券提供的收益率仍旧吸引，但我们认为美元短期内的走强对美元计值债券的回报构成阻力。
- 在发达市场上，我们维持看好公司债券多于政府债券。我们认为通胀是 10 年期收益率的主要推动力，预计未来 12 个月 10 年期收益率保持在 2.25-2.75%，尽管美联储预计将在 2018 年底前加息 4 次。

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	◆	●	●	●	●	收益率吸引，新兴市场前景积极。短期内美元存在风险
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	防御性配置。受中国风险情绪影响
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	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

上月政府债券收益率经历过山车 — 受地缘政治风险与美国飓风引发的避险需求推动，该收益率于 9 月初下滑。不过，随着担忧情绪减弱，收益率在美联储会议之前的走势逆转。美联储维持其到 2018 年底前加息 4 次的预测，同时确认计划开始每月削减 100 亿美元债券持仓。此次债券持仓削减计划已经提前与市场充分沟通，其影响可能业已得到消化。

在欧洲，市场可能关注欧央行有关何时将开始缩减政府债券与公司债券购买规模的公告。



图 18: 长期通胀预期仍旧是美国 10 年期国债收益率的重要推动力

美国 10 年期国债收益率与美国 10 年期盈亏平衡通胀率 (市场通胀预期)



资料来源: 彭博、渣打

鉴于通胀显著上行的可能性较低, 我们预计美国 10 年期国债收益率仅将小幅上升并维持在 2.25-2.75%。短期 (2 年期) 国债收益率上行的步伐可能略快于更长期国债收益率, 因为美联储加息, 同时长期通胀预期仍旧受到抑制。因此, 我们倾向于将美元计值债券的年期维持在 5 年左右, 因为该年期债券可以较好地平衡收益率与利率敏感性。

新兴市场美元政府债券 – 看好

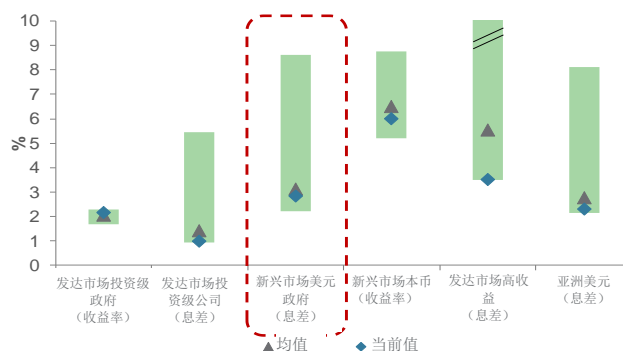
受收益率吸引, 新兴市场增长强劲、对外贸易差额稳健及投资者对新兴市场抱有乐观情绪的支撑, 新兴市场美元政府债券是我们看好的债券子类别。我们围绕未来 12 个月美元适度走弱的预期也是利好因素。

新兴市场美元债券实现投资级别与高收益信用质量的有机结合, 提供的收益率超过 5%, 具有吸引力, 同时仍属为数不多的估值并未偏高的资产类别之一。债券表现的差异显著表明, 推动资产类别表现的还有基本面, 而非仅仅是强劲的资金流入。

尽管投资者情绪恶化仍旧是关键风险, 但新兴市场美元政府债券较之新兴市场本币债券相对更具弹性, 因为流入后者的资金呈现大幅下滑。美国国债收益率大幅上升与新兴市场特定的地缘政治风险是我们看涨观点面临的其他关键风险。

图 19: 与其他债券子类别相比, 新兴市场美元政府债券的估值仍旧相对偏低

2008 年以来最高与最低估值、平均值与当前估值 (收益率与信用息差)



资料来源: 花旗、巴克莱、摩根大通、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旧是核心持仓, 因为我们认为其较之政府债券提供的合理收益率溢价有望助其在收益率持续上升的环境下跑赢发达市场政府债券。

我们维持看好美国投资级公司债券多于欧洲投资级公司债券的观点。美国投资级公司债券的信用质量看似已经大体趋稳。尽管欧洲公司债处于信用持续改善的轨道之上, 但欧央行削减购债规模可能导致政府债券收益率上升及信用息差收窄, 从而对公司债券的回报造成负面影响。

发达市场高收益公司债券 – 核心持仓

在多元化配置之中, 我们仍将发达市场高收益公司债券作为核心持仓。上月, 此类债券表现良好, 提供的收益率低于新兴市场美元政府债券, 而后者平均信用质量更佳。尽管信用质量较低, 但受极低违约率 (保持在 2% 以下) 的支持, 其当前估值仍旧偏高。不过, 偏高的估值与较低的收益率促使我们认为其未来不大可能提供卓越的回报。因此我们倾向于通过投资新兴市场美元政府债券而非发达市场高收益公司债券获得 5% 的收益率。



图 20: 发达市场高收益债券的息差接近危机后的低点, 但仍高于危机之前的极值水平

发达市场高收益债券的历史息差



资料来源: 彭博、渣打

得益于低波动性与利率敏感度, 美国浮息优先贷款仍旧是高收益债券具有吸引力的替代性投资。其是为数不多的获益于利率持续上行, 同时在美国联储于 2018 年底前加息 4 次的情况下提供多元化的资产类别之一。

亚洲美元债券 – 核心持仓

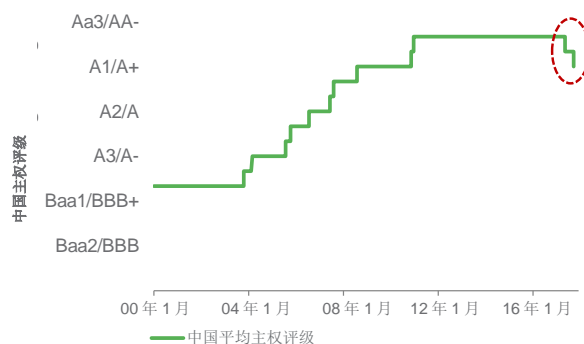
亚洲美元债券仍旧是核心持仓, 并列位于我们看好的债券子类别清单的第二位元。我们将其视作新兴市场债券领域内的防御性配置, 因为此类债券受到强劲地区性需求的支撑, 从而使其不易受到新兴市场大幅抛售行为的影响。亚洲美元债券的信用质量较高, 其中近 80% 的债券获得投资级评级。

近期, 标普下调中国内地与香港的主权评级, 这是国际评级机构今年第二次下调该地区的主权评级。此举在市场意料之中, 信用息差大体保持不变。

尽管评级下调略微利空, 但我们仍旧看好中国发行人 (将占近半债券发行群体) 发行的债券, 因为其获益于中国依旧稳定的经济增长及更为强势的货币, 而强势人民币将增强对美元计值债券的偿债能力。

图 21: 中国主权评级于 2017 年遭第二次下调

三大评级机构对中国的平均主权评级



资料来源: 彭博、渣打

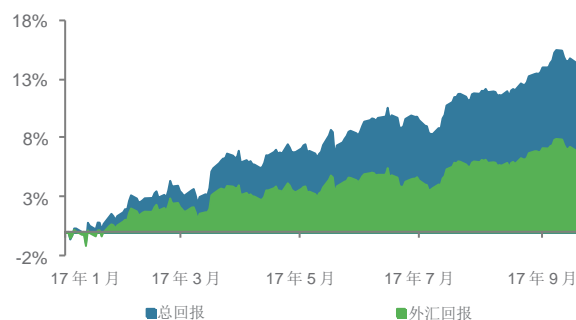
新兴市场本币债券 – 核心持仓

我们将新兴市场本币债券从看好下调为核心持仓。尽管此类债券继续提供有吸引力的收益率, 但我们对于美元短期反弹的展望对外汇回报构成阻力。从历史上来看, 外汇回报是推动新兴市场本币债券的主要动力。因此, 我们选择在战术上锁定利润并结束对新兴市场本币债券的投资观点。

不过, 新兴市场本币债券与亚洲公司债券在我们看好的债券资产类别清单之中并列第二位, 该类债券仍旧受到新兴市场强劲的基本面与高涨的投资者情绪支持, 至少在未来 12 月里如此。

图 22: 近期围绕美元走强的预期对新兴市场本币债券的外汇回报构成阻力

外汇回报对新兴市场本币债券总回报的贡献



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** 欧元区与亚洲（日本除外）是我们看好的地区性市场
- 03** 在亚洲（日本除外）市场，看好中国与韩国股市

图 23: 当前市场行情

市场			指数水平
市盈率	市帐率	每股盈利	
美国 (标普 500)			
18 倍	3.0 倍	11%	2,510
欧元区 (斯托克 50)			
14 倍	1.6 倍	13%	3,564
日本 (日经 225)			
14 倍	1.3 倍	10%	20,363
英国 (富时 100)			
14 倍	1.8 倍	10%	7,323
明晟亚洲 (日本除外)			
13 倍	1.5 倍	14%	656
明晟新兴市场 (日本除外)			
12 倍	1.4 倍	15%	1,449

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 9 月 28 日

仍旧看涨

- 全球股票仍旧是我们看好的资产类别。在美联储缩表与欧元区削减购债之前, 投资者愈发谨慎。不过, 积极的经济与盈利背景表明, 全球股票应能继续跑赢大盘, 尽管其估值较高。
- 欧元区仍旧是我们看好的股市之一。我们预计, 受经济增长范围扩大及国内消费持续增加的支撑, 欧元区股市的盈利前景具有韧性, 从而抵消欧元近期走强及欧央行可能削减购债的影响。我们认为, 继盈利上调之后, 欧元区银行业估值具备上行空间。
- 我们也看好亚洲 (日本除外) 股票。全球需求稳健及成本控制坚实有力, 应有助盈利持续增长与股权回报率 (ROE) 持续回升。中国与韩国是我们看好的市场。
- 新兴市场 (亚洲除外) 股票是核心持仓。该地区的盈利前景向好, 商品价格具有的韧性及市场需求改善支撑该地区的估值中枢上移。美元走强也是潜在的短期风险。日本股票也是我们的核心持仓, 源于受日圆疲弱支撑, 其盈利前景可能上修。
- 我们的股市观点面临的风险包括高估值与政策方面的意外变化。

图 24: 欧元区和亚洲 (日本除外) 仍旧是我们看好的区域; 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	▲	●	●	●	●	●	盈利具有韧性, 基本面持续改善、估值吸引
亚洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	盈利持续增长, 股权回报率回升, 估值不高
新兴市场 (亚洲除外)	◆	●	●	●	●	●	受商品价格反弹支撑, 盈利前景向好
日本	◆	●	●	●	●	●	由于日圆走弱, 盈利有望上调
美国	◆	●	●	●	●	●	盈利增长强劲, 估值仍旧高企
英国	▼	●	●	●	●	●	英国脱欧谈判仍旧艰难, 政治风险尚未减退

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



欧元区股票 – 看好

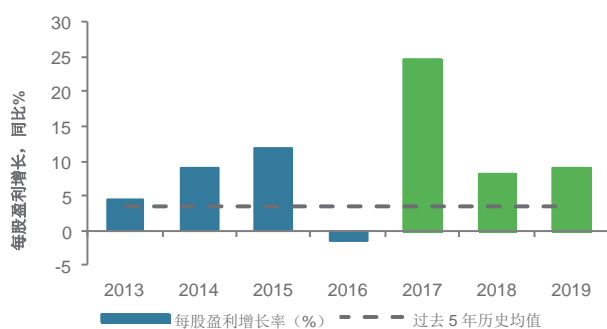
欧元区仍旧是我们看好的股市。尽管今年欧元升值对其表现造成影响，但我们发现欧元区股票正从近期疲弱走势之中复苏，源于欧元区增长范围扩大，推升公司营收、利润率与盈利。我们预计，国内消费持续改善将有助抵消欧元升值的负面影响。

围绕欧元区公司盈利增长的平均预期接近 13%，金融业盈利增长预期尤为强劲，为 45.5%。围绕欧元区利润率的预期已从 8 月初的 5.7% 升至 5.9%，巩固公司基本面持续改善之势。

围绕增长指标或已见顶（德国尤为如此）的担忧情绪可能构成近期市场面临的阻力。不过，公司业绩前景持续改善，预计将提振未来 6-12 个月的市场情绪。此外，继近期盈利上调之后，金融行业估值尚未呈现上行之势。德国总理默克尔胜选可能为欧央行宣布撤出量化宽松政策的计划（可能最早于 10 月份）铺平道路。上述因素可能推动金融行业及更广泛市场的估值中枢上移。

图 25: 欧元区盈利具有韧性

受消费持续增加的支撑，欧元区每股盈利于 2017 年呈现强劲增长



资料来源: FactSet、渣打

亚洲（日本除外）股票 – 看好

亚洲（日本除外）是我们看好的地区之一。未来 6-12 个月前景仍旧向好，源于（1）我们关于美元愈发趋稳的基准情境，（2）特朗普政府的贸易保护主义立场加强的风险不断减退，

（3）每股盈利增长势头具有韧性。

全球需求稳健及成本控制坚实有力，可能进一步推升市场对未来 12 个月每股盈利增长的平均预期（目前为 14.9%），从而导致股权回报率呈现更加持续的反弹。此外，亚洲（日本除外）的估值不高，未来 12 个月平均市盈率预期较全球股票折让 18.0%。我们认为其估值将进一步上升，源于该地区在整个周期内可以提供的盈利增长超过全球股票。

中国是我们在亚洲（日本除外）最为看好的股市。尽管鉴于中国股市年初至今的强劲回报，我们认为投资者可以在 10 月份十九届党代会召开之前进行短期获利了结，但我们仍旧看好中国的基本前景。进行中的各项改革（包括中国近期削减过剩产能）以及沪港通与深港通也利好中国股票。

韩国也是我们看好的股市。韩国股票的估值具有吸引力，较该地区估值存在 31.4% 的折让，即使政治紧张局势持续升温，韩国股票亦可提供充分缓冲。在亚洲（日本除外）市场，由于预期泰国经济可能呈现更为普遍的复苏，我们将泰国股票上调至核心持仓。

图 26: 明晟亚洲（日本除外）的股权回报率的上行空间

明晟亚洲（日本除外）的股权回报率



资料来源: FactSet、明晟、渣打



新兴市场（亚洲除外）股市 – 核心持仓

新兴市场（亚洲除外）股票仍旧是核心持仓。全球经济增长范围扩大，全球贸易进展良好，并未对通胀施加过度压力。该情况利好新兴市场（亚洲除外）。精选新兴市场（亚洲除外）的经常帐户赤字改善意味着该地区对于美国加息的韧性应更强。这些因素可能导致流入该地区的资本呈现更加持续的回升。

该地区的盈利前景仍旧向好，未来 12 个月每股盈利增长的平均预期为 15.2%。我们预计，受商品价格反弹、成本控制规范有力及需求改善的支撑，该地区股票的估值中枢将进一步上移。随着新兴市场相对发达市场的增长加速，其为当前新兴市场（亚洲除外）与发达市场之间的市盈率估值折价（22.2%）收窄提供空间。

除了短期内美元可能升值及商品价格可能走弱之外，政治不明朗性引发的风险将持续存在。特别地，南非执政党非洲人国民大会于 2017 年 12 月举行的领导层选举可能限制南非股票的上涨潜力。发达市场的加息举动也趋于削弱南非兰特，从而可能拉低聚焦国内市场的股票。我们对于南非股票维持谨慎立场。

在巴西总统特梅尔（Michel Temer）背负贪污指控之际，巴西的政治不明朗挥之不去。但我们预计，为提振需求，巴西央行将进一步放松货币政策。巴西是我们在新兴市场（亚洲除外）中最为看好的股市。

图 27：明晟新兴市场（亚洲除外）的估值较明晟世界存在折价

明晟新兴市场（亚洲除外）的 12 个月预估市盈率相较明晟世界指数的溢价/（折价）



资料来源：FactSet、彭博、明晟、渣打

日本股票 – 核心持仓

我们将日本股票视作核心持仓，源于其每股盈利增长背景积极。安倍宣布提前进行大选，应使自民党得以维持众议院的多数席位，从而巩固首相安倍晋三的权力基础，进而可能导致日本央行现行政策得以延续，加强我们关于近期日圆走弱的基准情境。考虑到日本企业约 30% 的营收来自海外市场，我们预计日本股票每股盈利将进一步上修。

此外，全球经济数据持续走强应推动每股盈利进一步上调。在各主要股市之中，日本股票每股盈利增长与全球工业产值的相关性最强（贝塔值为 5.8）。这可能对未来 12 个月每股盈利增长的平均预期（16.5%）提供支持。

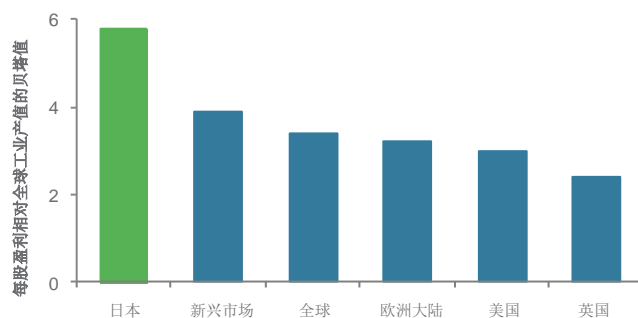
估值看似日益具有吸引力，尤其是考虑到近期日本股票表现低迷的情况下。未来 12 个月市盈率的平均预期为 14.2 倍，仍远低于 16.9 倍的历史均值。

利空方面，我们确认 2017 年股票回购步伐从去年同期的 3.5 万亿日圆放缓至年初至今（截至 2017 年 7 月）的 1.2 万亿日圆。但鉴于日本企业的现金充裕（大约占总市值的 16%），我们预计未来日本股票具备带来上行惊喜的潜力。

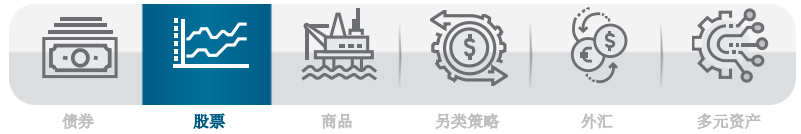
整体而言，我们继续将日本股票作为核心持仓，源于其他地区具备推动估值中枢上移的更佳动力。

图 28：日本每股盈利相对全球工业产值的贝塔值最高

各地区每股盈利相对全球工业产值的贝塔值



资料来源：FactSet、明晟、渣打



美国股票 – 核心持仓

我们对于美国股票的看好程度继续超过市场一致预期，并将美国股票视作核心持仓。盈利强劲改善，推动美国股市 3 季度的表现。展望未来，美国税改取得任何进展均可推动市场估值中枢进一步上移。

目前市场对盈利增长的平均预期为 11% 左右，净利润率从 8 月初的 8.4% 上升至 8.5%。股权回报率处于 16.5% 的高水平。科技公司 3 季度盈利预测上调的幅度最大。

此前美元走弱已提振公司营收与每股盈利增长。尽管我们预计美元短期内将反弹，但美联储计划从 10 月份开始逐步减持债券仓位并坚持渐进式加息步伐，应使得美元中期内大体保持稳定，从而对股市造成的影响甚微。美联储的展望显示出其对当前经济复苏的信心，也与我们关于增长逐步加速及通胀低迷的情境大体一致，从而利好公司盈利增长。

美股预估市盈率为 17.9 倍，仍高于历史均值水平。这是我们不看好美股，而仅将其视作核心持仓的关键原因。

图 29: 美国估值持续攀升

盈利持续增长的预期是估值中枢上移的推动力



英国股票 – 较为看跌

我们在 6 大主要市场之中最看跌英国股票。英国与欧洲的谈判代表在前 3 轮的脱欧谈判之中未取得任何显著进展，同时围绕过度安排的不明朗性仍旧较强。不过，近期商品价格反弹利好英国股票，促使其在 3 季度小幅上涨。鉴于商品在富时指数成分市值的占比为 22%，新兴市场占比为 17%，英国股票趋于跟随油价与新市场的走势。不过，商品价格反弹及新市场的复苏之势可能不足以推动英国股票估值中枢进一步上移，除非英国国内经济的潜在基本面改善。

市场对于 2017 年公司盈利增长的平均预期为 9%。考虑到商品市场的波动性，我们对于盈利增长的可持续性保持谨慎。此外，英国脱欧谈判存在诸多不明朗性，同时薪资增长放缓，可能对国内消费与家庭支出趋势施加压力，进而可能影响面向国内市场的公司的营收增长。

尽管前景不明朗，但英国股市估值高企。市场未来 12 个月预估市盈率为 14 倍，远高于 12 倍的去 10 年市盈率均值。尽管英国股市的股息收益率高达 4.5%，具有吸引力，但考虑到英国经济前景不明朗，该高股息收益率能否持续仍令人存疑。

图 30: 英国估值处于历史区间的高端

市盈率估值高于 12 倍的 10 年内均值





股票衍生工具

在波动不大的环境下探寻投资价值

在上期《全球市场展望》之中，我们探讨了投资者卖出欧洲各家银行与油企认沽期权的潜在投资机会。受欧元坚挺及市场对风险资产的偏好持续改善的支撑，上述两项投资观点在过去几周均表现卓越。

鉴于美元指数（DXY）在 91-92 附近寻获支撑，同时美国 10 年期收益率从低位反弹，美元从超卖区域回升可能在波动不大的环境下为投资者创造投资机遇。

1. 欧洲车企是适宜卖出认沽期权的目标

欧元走强可能影响出口商的股价，欧洲车企在今年大半年里深受其害。

尽管我们中期内仍旧看涨欧元，但欧元短期回档可能为投资者创造战术性投资机遇。可以借助股票衍生工具践行该投资理念，因为汽车制造商的隐含波动性持续增强。比如，在过去两个月，欧洲汽车业的 6 个月期权隐含波动率较欧洲斯托克 50 指数的波动率上升 2 个百分点。

图 31：欧元处于 1.20 附近的关键阻力位



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 9 月 15 日

2. 美联储的政策举动限制美国金融业的下行空间

鉴于美联储缩表及在未来 15 个月 4 次加息的计划，美国金融业的重心正回归衍生工具。

衍生工具对利率敏感，已经历价格回落与波动性上升。与标普 500 指数相比，美国金融业 6 个月期权隐含波动率接近 2 年来高位。继近期股价反弹之后，金融业的隐含波动率仍高出标普 500 指数 8 个百分点 – 超出过去 2 年的均值水平。

我们的全球投资委员会预计美国 10 年期收益率维持在 2.25% 以上的概率为 75%。加之美联储的政策背景，表明美国银行业的下行风险可能有限。综合考虑到其高波动性，客户可以考虑出售该行业的认沽期权。

图 32：加息概率不断增加，可能导致美国 10 年期收益率反弹



资料来源：彭博、渣打
截至 2017 年 9 月 21 日



商品

对投资者的启示

- 01 油价面临的风险更加均衡
- 02 金价仍保持窄幅波动
- 03 基础金属价格有望小幅回落

摆脱地缘政治风险

- 我们预计随着全球增长持续改善，商品价格将有小幅上涨，中国经济增长出现任何放缓仍为主要风险。
- 我们预计近期上涨后，油价前景面临的风险将更趋均衡。
- 金价有望回归至每盎司 1,200-1,300 美元，这意味着在全球实际收益率逐步上升的大背景下，金价在当前基础上或将面临一定下行风险。

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	◆	●	●	●	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	●	●	中国需求停滞不前，价格可能小幅回落

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 33: 当前市场行情

商品	当前水平	1个月回报
黄金 (美元/盎司)	1,287	-1.6%
原油 (美元/桶)	57.4	11.6%
基础金属 (指数)	126	-1.7%

资料来源：彭博、渣打

中国仍是关键

鉴于全球经济改善，已发展和新兴经济体增速回升，我们仍保持基本看好商品的观点。虽然近几个月来的增速放缓可能会对工业金属价格构成不利影响，但中国宏观经济前景依然稳健。十月党代会后环境和供给面改革的进展仍值得关注，这将决定工业金属价格的未来走向。

虽然朝鲜半岛地缘政治风险加剧，但最近一次联邦公开市场委员会会议提振了投资者对未来前景的信心，致使金价回吐近期涨幅。此外，季节性消费旺季（印度光明节 Diwali）渐行渐近，但现货市场疲态依旧。但金价与美元以及 10 年期美国国债间的关联性并未改变，因此我们认为美元以及实际收益率将成为影响未来金价走势的关键因素。在我们看来，实际收益率逐步抬升将成为影响金价未来走势的不利因素，因此我们仍然认为金价会出现下滑。



原油 – 目前不宜追涨

土耳其因库尔德自治区举行独立公投，威胁关闭该地区原油出口码头，由此导致地缘政治紧张局势升级，引发布伦特原油价格飙升。飓风哈维对美国能源市场也产生了一定影响，成品油库存下降速度超过原油库存增加速度，由此对油价形成支撑。

展望未来，由于美国产量稳健，美国原油库存可能会进一步增加。此外，欧佩克进一步减产前景仍在讨论，短期内能否达成一致意见令人质疑。

因此我们认为近期油价飙升，令影响未来走势的诸多风险更趋均衡。所以，我们认为油价在目前水平上并无暴跌之忧，与此同时，短期上行空间也较为有限。

黄金 – 近期可能略为下跌

9 月初，金价触及年内高点，后随美国国债收益率回升（令黄金等非收益类商品的相对吸引力下降），近期价格一路下行。我们仍认为在 2017 年剩下几个月里，金价将维持在每盎司 1,200-1,300 美元区间。

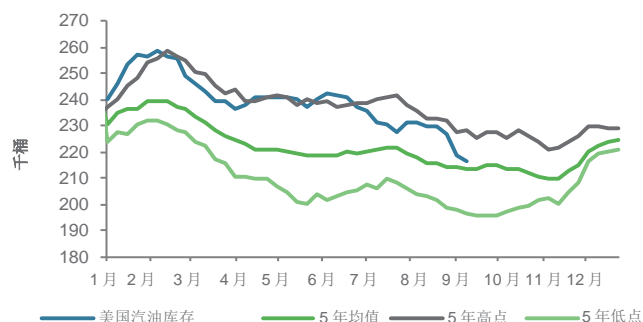
为防止通胀意外大幅回落，我们认为各国央行会逐步收紧政策，这意味着金价在当前基础上可能会面临进一步的下行风险。政治紧张局势升级以及美元走弱是影响上述观点的主要风险。

工业金属 – 保持谨慎

正如我们上个月强调的，我们认为工业金属价格可能出现小幅回落，因为近期供应减少可能只是暂时的。铜价一路走低。我们注意到，上月包括工业产值、投资、零售以及贸易在内的各项主要宏观经济数据均不及预期。总而言之，我们预计，随着中国经济放缓，政府工作重心转向金融稳定性，工业金属需求将出现回落。

图 35：飓风哈维过后石油库存下降，有助支撑油价

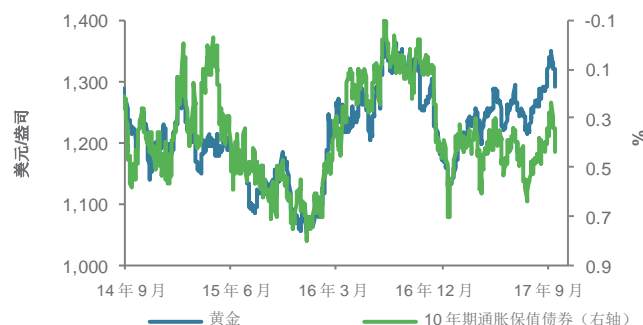
美国汽油总库存（千桶）；5 年均值、高点、低点



资料来源：彭博、渣打

图 36：联邦公开市场委员会会议的强硬立场令金价承受压力

金价（美元/盎司）；10 年期通胀保值债券收益率（%；反向刻度）



资料来源：彭博、渣打

图 37：因素变动 – 原油

因素	近期动向
供应	欧佩克继续减产；美国原油库存略微增加
需求	美国的领先经济指标继续扩张
美元	接近 1 年来的低点；反弹风险

资料来源：渣打

图 38：因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	美联储寻求缩表，美国收益率上升
通胀预期	美国小幅升温
美元	接近 1 年来的低点；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

股票对冲表现依然良好

- 股票对冲上月实现了+2.0%的回报率；与此相反，事件驱动、相对价值、全球宏观或表现平平，或蒙受小幅损失。
- 波动率*自8月中旬见顶后已有所回落，市场因近期地缘政治紧张局势升级以及自然灾害影响持续上扬；自发布《2017年展望》以来，我们的多元化另类策略配置累计上涨4.60%。
- 我们继续看好股票对冲策略，主要基于股市向好以及再通胀和/或“摸索前行”的经济展望。

遵循另类策略的框架

利用多种定量分析和定性输入的数据，我们得出了另类策略的几项潜在驱动因素，并在年中《展望》已作分享（请参见图40）。

围绕以下几项驱动因素，我们看到股市向好持续支持股票对冲和事件驱动策略，自《展望》发布以来，两种策略均有良好表现，回报率分别达到了+6.4%和+7.4%。信贷息差依然较小，有助于降低融资成本，提升杠杆化相对价值策略的表现。全球宏观策略仍面临诸多不利因素，尽管受近期地缘政治事件和自然灾害影响，市场波动率依然维持在极低水平；今年全球宏观策略的表现平平。

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%。关于如何建构另类策略配置，请参见《2017年展望》。

图 40：另类策略的交通灯框架

	描述	观点	主要驱动因素	
替代策略	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寻找利用相关金融工具之间的定价差	<ul style="list-style-type: none"> 股市上涨 并购活跃 信贷息差收窄 	●
	相对价值	从全球层面发掘主题、趋势和资产类别之间的关系（关联），通常运用杠杆以并购等事件作为投资依据	<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	寻找利用相关金融工具之间的定价差	<ul style="list-style-type: none"> 波动加剧、信贷息差 各类资产分化加剧 市场走势明确（上升/下跌） 	●

图例：● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 中性

资料来源：渣打全球投资委员会；*波动性由 VIX 指数追踪。

图 39：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/空头策略	6.4%	2.0%
相对价值	2.8%	0.2%
事件驱动	7.4%	1.0%
宏观 CTAs	0.1%	-0.8%
另类资产配置	4.6%	0.8%

资料来源：彭博、渣打



外汇

对投资者的启示

- 01** 为美元短期升值做出持仓准备
- 02** 日圆料将进一步下跌
- 03** 新兴市场货币短期内下跌

美元短期将独领风骚？

- 我们认为近期美元有望反弹，但长期我们依然持略微看跌的观点。
- 我们预计欧元中期有望进一步升值，但利好因素可能已体现在近期欧元走势中。
- 我们仍认为日元会进一步走低，因日本央行维持货币政策不变的同时，多数他国央行逐步转向政策正常化。
- 由于多数积极因素并未发生变化，未来 12 个月新兴市场货币将维持总体稳定。然而，美元走强以及波动率潜在升高可能会对其形成短期挑战。

图 42：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减弱，但其影响可能已经体现在美元贬值之中
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	◆	●	●	●	●	尽管其他地区的利率持续上升，但央行可能暂时维持政策不变
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	短期内阻力攀升

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	-0.7%
澳元	0.79	-1.3%
欧元	1.18	-1.6%
英镑	1.34	3.9%
日圆	112	-2.8%
新加坡元	1.36	-0.3%

资料来源：彭博、渣打

美元负面因素已基本反映

- 自年初以来，美元表现一直较为低迷，累计跌幅达到了 10%。我们认为造成美元弱势的原因有三点：1) 其他多家主要央行逐步退出刺激措施，2) 美元通胀预期下滑导致美元收益率曲线趋平，3) 税改进展令人失望。我们认为，上述因素多已得到消化，未来三个月存在一定反转可能。
- 中期而言，我们认为，由于全球各大央行持续收紧货币政策、新兴市场各国经济增长强劲，近期美元收益可能会受到限制。



欧元 – 短痛长赢

过去六个月欧元一路高歌猛进，政治风险减弱、经济运行势头良好，欧洲央行可能按时退出刺激措施。然而欧元此轮上涨似乎延续的有些太久。欧元已领先于实际和名义利率差值，投机持仓规模已逼近极值。因此，预计短期可能出现回落。

鉴于大部分利好因素依然存在，中期而言（未来 6-12 个月），我们仍看好欧元。欧洲央行削减购债规模后，息差料将收窄，对欧元区资产的需求将增加。虽然政治风险已经减弱，但近期德国大选证明政治风险仍是值得关注的一项因素。

日圆 – 下行风险犹存

我们仍然保持看跌日圆的观点。年初以来，日美两国实际息差缩窄支持日圆一路走高。然而我们预计美元 10 年期国债收益率将有所反弹，由此可能引发日圆走低。日本央行维持当前对收益率曲线的控制措施是关键假设基础。从日本持续走低的通胀指标来看，该假设发生的可能性较大。

长期而言，我们认为，随着各国央行退出政策刺激措施，日本央行最终会上调 10 年期收益率目标。但这一可能性会随着其他国家收益率显著提升而增加。

英镑 – 见好即收

我们认为英镑兑美元上涨的势头不太可能持续，英镑也难以再现英国退欧前的水平，至少在近期不会。

近期英镑升值主要得益于英国央行加息预期。然而，除了可能会加息以抵消去年为应对脱欧公投冲击而采取的紧急降息，英国央行对未来利率走向并未给出明确指引。经济运行速度放缓，意味着下行风险依然较高。

图 43: 因素变动 – 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	朝着适度不利欧元方向的变动。相对美元的利差朝着不利日圆与英镑的方向变动
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	仍为净空仓美元，而欧元持仓接近极端净长仓。日圆持仓大部分为净空仓，而英镑接近历史均值水平

资料来源：彭博、渣打

图 44: 近期欧元走强之势已与息差走势背离

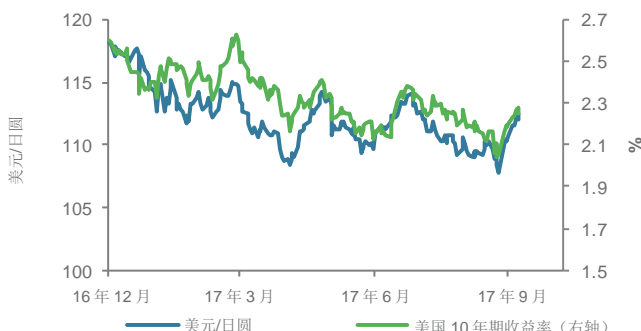
欧元/美元与实际利率（扣除通胀影响的利率）之差



资料来源：彭博、渣打

图 45: 美国国债收益率仍旧是美元/日圆的关键推动力

美国 10 年期国债收益率与美元/日圆



资料来源：彭博、渣打



澳元 – 不利因素增加

突破中期趋势线后，澳元继续上攻受阻，一直未能在 0.80 关口之上取得较大突破。这也验证了我们上月对澳元的观点，即各项基本面未能形成长期上涨动力。我们对澳元中期维持窄幅波动的观点基本未变，年末或现小幅回落。

我们认为，以下两大原因造成基本面不太乐观。首先，尽管其他收益率上扬，但澳洲储备银行加息可能性较小。澳洲储备银行表示希望有明确迹象表明经济复苏已经稳企，然后再考虑加息。其次，铁矿石价格反弹之际，恰逢中国固定资产投资数据疲弱。因此，我们认为铁矿石价格上行空间有限对澳元走势构成压力。

新兴市场货币 – 须更谨慎

尽管整体宏观经济环境或在未来 12 个月内有利于新兴市场货币，但鉴于以下原因，在本年度接近尾声时须越发谨慎。

首先，美元兑主要货币汇率贬值已为期过长。其次，流入新兴市场的资本已开始减少，表明当地资产估值已充分体现了多数积极利好。其三，新兴市场的波动性仍然处于特殊低位水平，如波动性有任何抬头迹象，或造成不利影响（见侧表）。最后，我们认为如果美元继续贬值，各国中央银行或出手干预，防止本国货币进一步升值。

就亚洲货币而言，我们预计中国央行不会继续任由人民币升值。此前受经济数据改善和侧重国内去杠杆的影响，中国政府允许人民币此前在美元贬值时升值。但是，任何人民币大幅升值（贸易加权后）会导致国内金融条件过度收紧，这一点是中国政府所避免看到的现象。我们认为，对于外部导向型、侧重贸易的新加坡元和韩圆而言或短期内紧随美元走势，有进一步疲弱的空间。

图 46：如澳洲储备银行维持现状，收益率差异不大可能支撑澳元

澳元/美元和 10 年期澳元-美元实际利率差异



资料来源：彭博、渣打

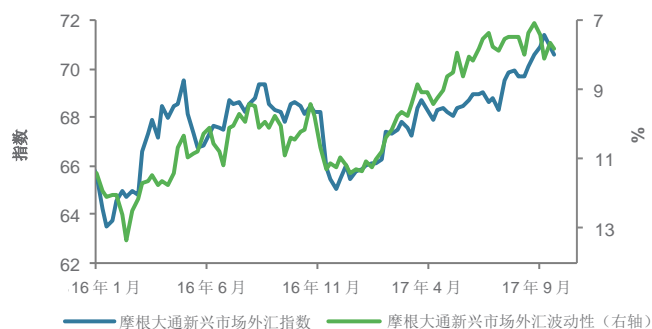
图 47：新兴市场货币的变动因素

因素	近期动向
美元	美元接近一年区间低位水平
中国风险	中国经济数据积极向好；但固定资产投资数据近期疲弱
风险情绪	新兴市场外汇波动性仍处于一年内低点

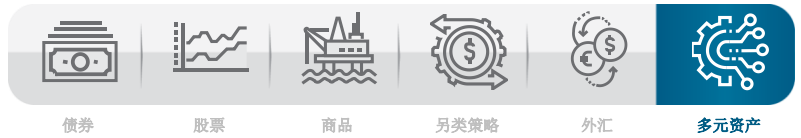
资料来源：渣打

图 48：新兴市场货币受波动性下降支撑

摩根大通新兴市场外汇波动性（反向）和新兴市场外汇指数



资料来源：彭博、渣打



多元资产

对投资者的启示

01 收益率逐步上升通常利好风险资产

02 收益率上升之际，传统股票通常跑赢高股息率股票

03 在收益率上扬环境中，考虑非核心收益型资产

收益率上升的影响

- 对于收益率上升，投资者应该谨慎，但不应害怕。收益率急剧增加，加上利率上升的环境，均对风险资产形成利好。
- 利率在一段时期内逐步上升，利好传统股票和高股息率股票，以及高收益贷款和杠杆贷款等信贷资产类别。
- 在收益率上扬环境中，美国优先贷款和可转债等非核心收益型资产的命中率（正回报时期所占百分比）最高。

本月，受地缘政治消息和市场对美联储观望态度影响，股票市场继续保持走高态势，据此均衡型配置（+0.68%）和多元资产收益型配置（+0.22%）均取得正回报。传统股市的整体表现优于高股息率股票以及部分多元资产收益类非核心资产。这种差异在亚洲（日本除外）表现得最为明显，自我们上一次发布刊物以来，该地区高股息率股票的表现显著逊于传统股。因此，均衡型配置（传统股配置占 50%）继续跑赢多元资产收益型配置（高股息率股票和非核心收益型资产配置占 42%）。自我们 2016 年年底发布《年度展望》以来，前者已领先 236 个基点。

在固定收益领域，尽管美国政府债券收益率在美联储会议前走高，但大多数资产类别均取得绝对正回报。发达市场主权债券和印度卢比债券是唯一例外。上月，我们撤出印度卢比债券投资，以便通过新兴市场本币主权债券资产实现更加多元化的投资。此种转变对新兴市场本币主权债券产生有利影响，自撤出以来新兴市场本币主权债券跑赢印度卢比债券 172 个基点。

图 50: 美国优先贷款和非核心收益型资产的命中率最高

2000 年以来正回报时期在各收益率上升时期所占百分比 (>50 个基点)

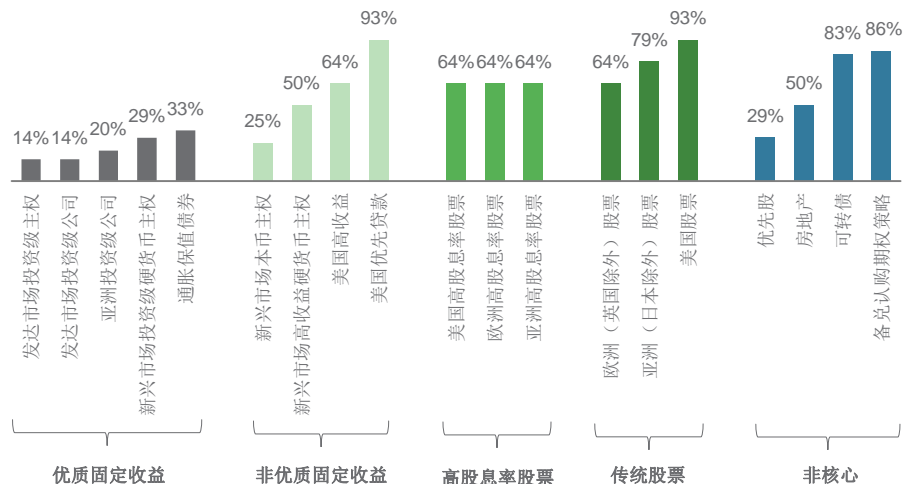


图 49: 主要多元资产观点

配置表现	自展望发布以来	1 个月回报
均衡	12.3%	0.7%
多元资产收益	9.9%	0.2%

资料来源: 彭博、渣打

资料来源: 彭博、渣打; 优质固定收益资产包括 G3 主权债、通胀保值债券、发达市场投资级企业债、新兴市场硬货币主权投资级债券、亚洲投资级企业债。非优质固定收益资产包括美国优先贷款、美国高收益、新兴市场硬货币主权高收益、新兴市场本币主权债



谨慎而非恐惧收益率逐步上升

在上月发布的《全球市场展望》“基本面盖过事件风险”中，我们讨论了良好的风险管理框架对于投资者配置的重要性。其中，我们具体谈到利用高质量债券在市场避险时期发挥缓冲作用的重要性。本月，我们接着讨论另一个潜在风险领域——利率上升。尽管这些情形（避险期延长或利率陡升）均不属于我们的主要情境，但我们认为市场所提供的这一相对平静的时期，是投资者配置制定（或启用）风险管理方法的大好机遇。

由于 12 月可能加息的影响日益由市场消化，投资者或将担忧收益率上升对风险资产及一般整体配置的潜在影响。我们对此前各利率上升期进行了回顾，以便对各类资产在此类市场环境中的前景有所了解。为仅考虑有意义的变动，我们仅对美国 10 年期国债收益率涨幅超过 50 个基点的情况进行了分析。

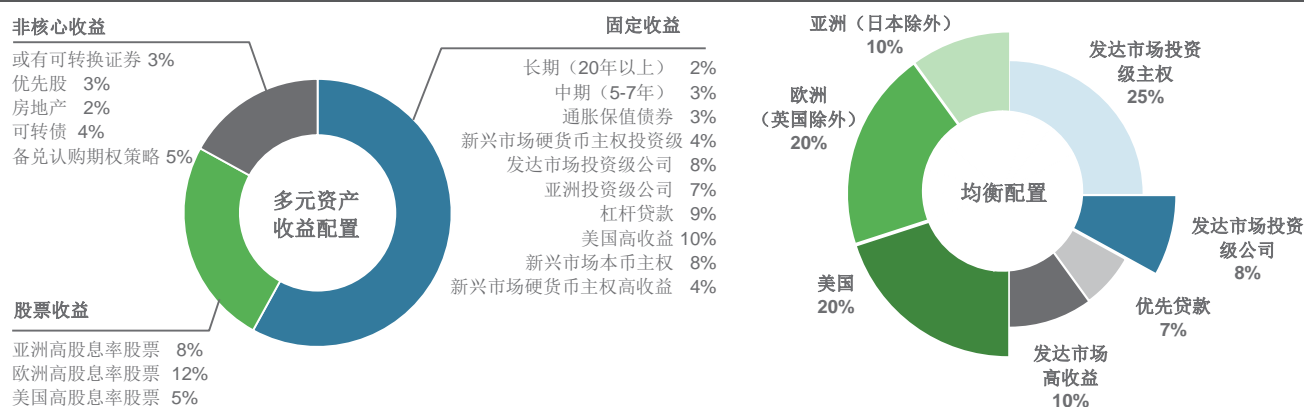
图 50 回顾了各类资产取得正回报时期所占的百分比。其中一些结果非常明显，即优质政府债券和企业债券命中率最低，而一般情况下这两类债券的利率风险是最高的。例如，自

2000 年 1 月以来，在收益率涨幅超过 50 个基点的时期内，发达市场投资级主权债取得正回报的时期仅占 14%。相比之下，传统股票呈现出最高的命中率，从 64%（欧洲（英国除外）股票）到 93%（美股）不等。这就表明，投资者认为利率上升时期是经济环境趋好的表现。同样得益于宏观经济环境的改善，高收益和优先贷款等信用相关资产类别的高命中率进一步证实了这一点。

收益率上升 – 赢家和输家（相对而言）

在我们调查的所有资产类别中，优先贷款的命中率最高。尽管该类资产在更加积极的利率环境中的表现可能不及高收益资产，但其在收益率上升时期取得更好的风险调整后回报的能力十分显著。另一个表现抢眼的可转债资产类别，这是一个兼具股票和债券特点的混合资产类别。可转债与股票之间的关联使其能够在收益率上升的经济环境中获益。最后，尽管亚洲（日本除外）股票的命中率低于其他一些地区，但其在正回报时期的平均回报水平远超北美洲或欧洲股票所取得的回报。

图 51：多元资产收益型配置与均衡型配置（资产类别权重以百分比表示）



资料来源：渣打

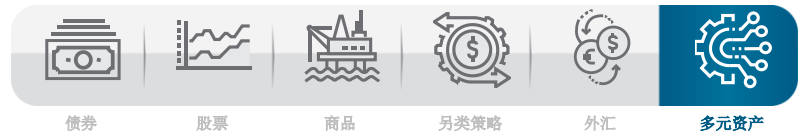


图 52: 从三方面评估收益型资产的方法

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；有一定价值，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；回报与美国短期利率变动正相关，但贷款存在赎回风险
公司债券 - 美国高收益	5.5	●	●	●	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；商品投资或为利好；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；美元短期反弹对外汇回报构成阻力
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*	2.3	●	●	●	收益率溢价收窄，但价格合理；如美联储加息周期减缓，长期美国公司债券看似吸引
公司债券 - 亚洲投资级	3.5	●	●	●	谨慎乐观；估值公允，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	1.9	●	●	●	作为名义主权债券的替代选择，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、澳洲、新西兰）
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	●	●	●	估值公允或略高；收益率低；某些行业吸引
欧洲	5.5	●	●	●	估值公允；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）	4.1	●	●	●	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	4.8	●	●	●	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	5.8	●	●	●	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	4.8	●	●	●	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 9 月 28 日；*收益率数据截至 2017 年 8 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）就向欧洲经济区居民销售或有可转换证券推出《永久行销限制》。

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*

股票

	年初至今	1个月
全球股票	16.7% ↑	2.1% ↑
全球高股息率股票	15.0% ↑	2.0% ↑
发达国家 (DM)	15.5% ↑	2.6% ↑
新兴市场 (EM)	26.7% ↑	-0.9% ↓
按国家划分		
美国	13.5% ↑	2.8% ↑
西欧(本币)	9.1% ↑	2.4% ↑
西欧(美元)	21.9% ↑	2.4% ↑
日本(本币)	10.4% ↑	5.5% ↑
日本(美元)	14.3% ↑	2.3% ↑
澳洲	12.0% ↑	-1.4% ↓
亚洲 (日本除外)	30.0% ↑	-0.3% ↓
非洲	11.6% ↑	-6.9% ↓
东欧	10.7% ↑	1.9% ↑
拉丁美洲	25.3% ↑	0.2% ↑
中东	5.3% ↑	-1.0% ↓
中国	42.0% ↑	1.4% ↑
印度	23.3% ↑	-4.2% ↓
韩国	30.9% ↑	0.1% ↑
台湾	21.7% ↑	-3.6% ↓
按行业划分		
非必需消费品	15.5% ↑	2.1% ↑
必需消费品	10.9% ↑	-1.0% ↓
能源	2.4% ↑	8.6% ↑
金融	16.4% ↑	2.2% ↑
医疗保健	17.9% ↑	2.5% ↑
工业	18.8% ↑	4.2% ↑
信息技术	30.2% ↑	2.1% ↑
原材料	19.6% ↑	1.5% ↑
电信	7.1% ↑	-0.4% ↓
公用事业	14.0% ↑	-2.8% ↓
全球地产股票/房地产投资信托	10.3% ↑	0.8% ↑

债券

	年初至今	1个月
主权		
全球投资级主权	6.4% ↑	-1.5% ↓
美国主权	2.3% ↑	-0.6% ↓
欧洲主权	10.7% ↑	-1.3% ↓
新兴市场主权硬币	8.8% ↑	0.4% ↑
新兴市场主权本币	12.5% ↑	-0.9% ↓
亚洲新兴市场本币	8.7% ↑	-0.4% ↓
信用债		
全球投资级公司债	7.4% ↑	-0.4% ↓
全球高收益公司债	9.3% ↑	0.8% ↑
美国高收益债	6.9% ↑	1.1% ↑
欧洲高收益债	18.0% ↑	0.5% ↑
亚洲高收益公司债	5.2% ↑	0.0% ↑

商品

	年初至今	1个月
多元化商品	-2.7% ↓	1.5% ↑
农业	-10.0% ↓	0.5% ↑
能源	-12.3% ↓	7.4% ↑
工业金属	16.8% ↑	-1.7% ↓
贵金属	8.5% ↑	-2.5% ↓
原油	-2.3% ↓	11.6% ↑
黄金	11.7% ↑	-1.6% ↓

外汇 (兑美元)

	年初至今	1个月
亚洲 (日本除外)	4.1% ↑	-0.7% ↓
澳元	9.0% ↑	-1.3% ↓
欧元	12.1% ↑	-1.6% ↓
英镑	8.9% ↑	3.9% ↑
日圆	4.1% ↑	-2.7% ↓
新加坡元	6.6% ↑	-0.3% ↓

另类策略

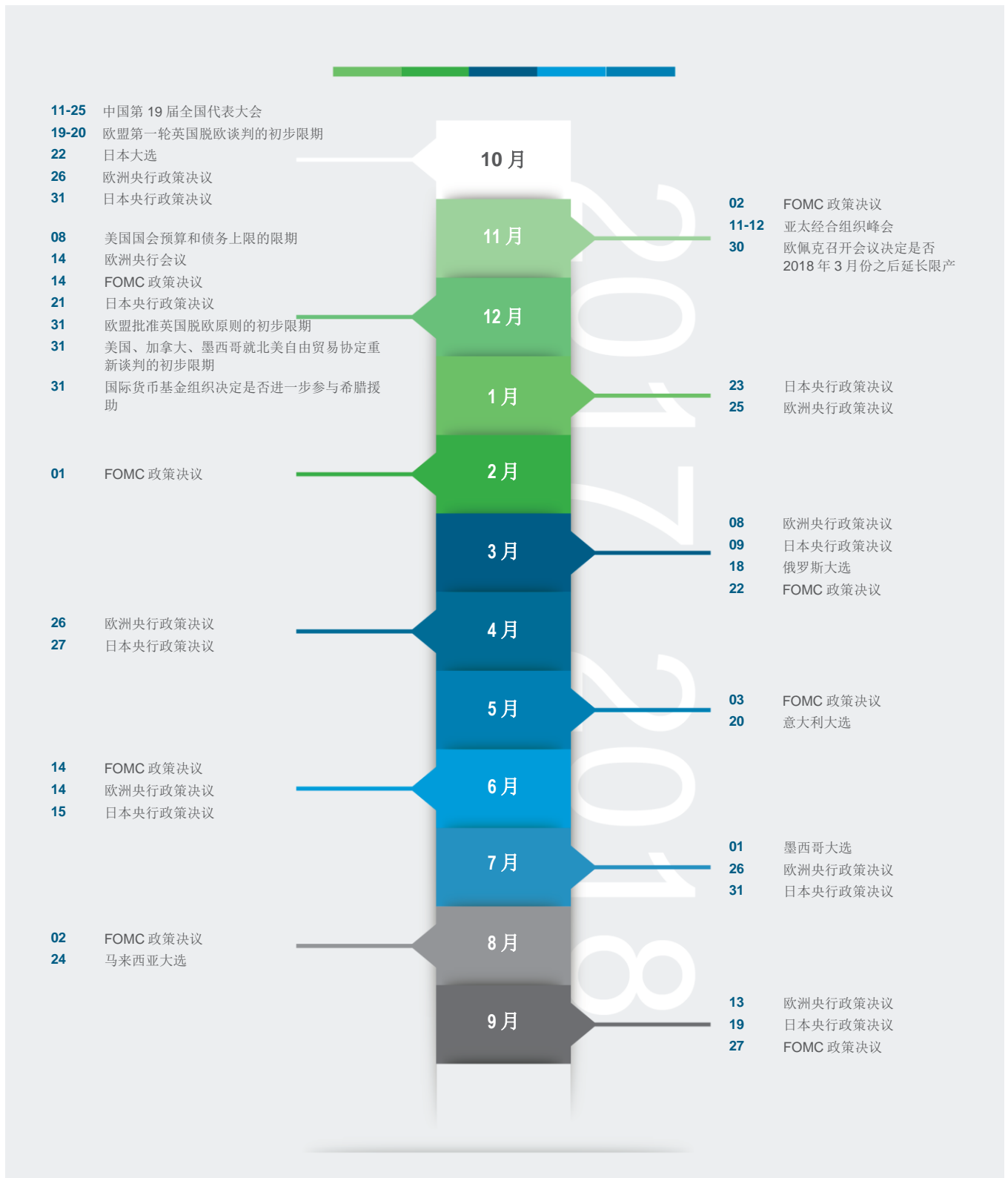
	年初至今	1个月
综合 (所有策略)	4.2% ↑	0.8% ↑
相对价值	2.6% ↑	0.1% ↑
事件驱动	6.4% ↑	1.0% ↑
股票多/空头	6.7% ↑	2.2% ↑
宏观 CTAs	-0.1% ↓	-0.6% ↓

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 9 月 28 日, 1 个月表现的数据从 2017 年 8 月 28 日至 2017 年 9 月 28 日

事件日历



图例： X - 日期待定 | ECB - 欧洲央行 | FOMC - 联邦公开市场委员会 | BoJ - 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，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。