

全球市場展望

2017年5月8日



聚焦歐洲

歐元區仍舊是我們精選的投資區域。除了看好歐元區股票及成熟市場高收益（HY）債券（包括歐元區高收益債券）之外，目前我們還看好歐元。該看法與我們的觀點一致，即歐洲經濟成長更顯強勁及通膨略微上行的情況呈現擴大跡象。我們看好亞洲（日本除外）股票的觀點維持不變。

我們繼續密切關注地緣政治風險。法國總統選舉首輪投票結果大體符合普遍預期，強化我們關於總統大選不大可能導致 2017 年市場持續疲弱的觀點。北韓引發的不確定性增強，但從歷史經驗來看，該地區緊張局勢對金融市場的影響較為短暫。

美國公債殖利率目前接近關鍵技術水準。我們仍舊認為殖利率回調是暫時現象，並認為這為準備應對未來較高的殖利率提供機會。因此，我們繼續看好優先浮動利率貸款及美國和歐元區高收益債券。

目錄

	1	
提要		
聚焦歐洲 01		
	2	策略
		投資策略 03
	3	
觀點		資產類別
對於客戶重點問題的觀點 07		債券 13
總經概況 10		股票 16
	4	股票衍生工具 20
		商品 21
		另類策略 23
		外匯 24
		多元資產 27
	5	
資產配置		表現回顧
全球資產配置概要 30		市場表現概要 32
亞洲資產配置概要 31		事件日曆 33
	6	財富管理顧問部刊物 34
		披露附錄 36

投資策略

聚焦歐洲

- 歐元區仍舊是我們精選的投資區域。除了看好歐元區股票及成熟市場高收益 (HY) 債券 (包括歐元區高收益債券) 之外, 目前我們還看好歐元。該看法與我們的觀點一致, 即歐洲經濟成長更顯強勁及通膨略微上行的情況呈現擴大跡象。我們看好亞洲 (日本除外) 股票的觀點維持不變。
- 我們繼續密切關注地緣政治風險。法國總統選舉首輪投票結果大體符合普遍預期, 強化我們關於總統大選不大可能導致 2017 年市場持續疲弱的觀點。北韓引發的不確定性增強, 但從歷史經驗來看, 該地區緊張局勢對金融市場的影響較為短暫。
- 美國公債殖利率目前接近關鍵技術水準。我們仍舊認為殖利率回調是暫時現象, 並認為這為準備應對未來較高的殖利率提供機會。在此背景之下, 我們繼續看好優先浮動利率貸款及美國和歐元區高收益債券。

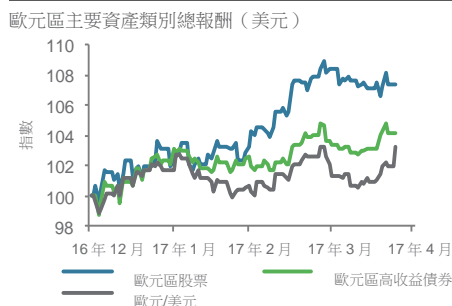
歐元區通膨回穩形態更加穩固

歐元區仍舊是市場矚目的焦點。採購經理人調查、零售支出及通膨數據均保持良好。疑歐派團體也遭遇挑戰, 其最先於荷蘭選舉受挫, 目前還可能在法國大選敗北。這意味著, 明年義大利大選之前, 對於疑歐派團體的憂慮減輕。不出所料的是, 年初至今歐元區資產全部表現良好 (請參見下圖 1)。

在美國, 風險資產繼續靜待下一驅動因素的出現。企業稅務改革可能是潛在的刺激因素, 不過, 川普與國會合作落實稅改的能力仍是關鍵所在。

在亞洲, 並無即將推出的貿易限制性措施且美元走勢受到抑制, 均對市場極為有利, 但圍繞北韓的緊張局勢是風險因素。從歷史經驗來看, 朝鮮半島的緊張局面通常能創造絕佳的買入機會, 對於南韓股票尤為如此, 但前提條件是緊張局勢仍相對可控制。

圖 1：歐元區通膨回穩的範圍擴大



資料來源：彭博、渣打

圖 2：美國殖利率接近關鍵技術支撐位



資料來源：彭博、渣打

我們看好股票多於債券

看好歐元區、亞洲 (日本除外) 股票及成熟市場高收益債券

多元資產的收益策略仍舊適合收益型投資者

對投資者的啟示



投資策略

歐元區三重奏

2017 開年之初，我們看好成熟市場高收益債券（包括歐元區及美國高收益債券）。隨後，我們在看好的資產類別中加入歐元區股票，源於我們認為該地區通膨回穩趨勢形成。本月，我們還轉為看好歐元。

正如我們上月討論的那樣，日益穩固的通膨回穩環境 – 逐漸轉強的調查數據，略微上行的通膨率（1.5%）及持續改善的盈餘預期促使我們轉為更加看好歐元區資產類別。本月，法國總統大選首輪投票結果有利於市場，美元漲勢受限及我們可能看到歐洲央行於今年稍後討論縮減寬鬆政策的規模，這些均意味著我們也看好歐元。（更多詳情，請參見第 26 頁）

焦點轉回盈餘

除對總經面的討論之外，我們認為焦點有望回歸盈餘這一驅動我們看好股市的力量。諸多主要地區的評價均已上升，這一點在循環周期的目前這個階段較為常見。不過，在某個時刻，市場需要看到印證上述積極預期合理的證據。

圖 3：盈餘預期上修，歐元區及亞洲（日本除外）股票可能表現領先

盈餘修訂指數 – 歐元區、亞洲（日本除外）



資料來源：FactSet、渣打

積極且持續改善的盈餘前景仍舊是推動我們看好歐元區及亞洲（日本除外）勝過其他地區的關鍵力量。該兩個地區的未來盈餘預期均上修，勾勒出更為樂觀的前景。其背景是美國及歐洲的盈餘均呈現正面驚喜 – 可能創下 5-7 年內最為強勁的盈餘表現。

「5 月賣出」可能引發的季節性疲弱是否將影響上述前景？從歷史情況來看，該季節性疲弱並不具有連貫性；我們注意到，顯示潛在修正的若干跡象 – 比如極端的期貨部位、市場情緒或技術指標 – 最終仍未出現。儘管我們的集團投資委員會認為，全球股票回調幅度超過 3% 的機會率是 25%，但我們認為區間盤整走勢的可能性很大。

殖利率處於關鍵技術水準

近期美國公債殖利率下滑，源於美國通膨預期的反彈之勢有所停頓。不過，殖利率已經接近關鍵水準（圖 2）且市場單向期貨部位似乎已經平倉。上述兩點均表明，殖利率有望自當前水準反彈走高，特別是在 2017 年聯準會升息預期也增强的情況之下。

我們繼續認為，如殖利率反彈走高，優先浮動利率債券及美國和歐洲高收益債券將提供最佳的投資機會。高收益債券較高的發行殖利率為抵禦公債殖利率上升提供合理緩衝，而優先浮動利率貸款提供了可以從不斷上漲的殖利率之中獲益的最直接投資途徑之一。

股債平衡策略在未來具有優勢

以絕對值衡量，多元資產收益策略一直是債券殖利率下跌的受益者之一。儘管如此，在法國大選首輪投票之後，股市急劇反彈表明平衡策略也表現良好。

我們繼續預期多元資產平衡策略將領先多元資產收益策略。儘管如此，我們認為該兩項策略均提供絕對正報酬的情況仍保持不變，同時收益策略仍舊高度適合收益型投資者。

投資策略

圖 4：我們的戰術性資產配置觀點（12個月）美元

資產類別	子資產類別	相對展望	投資理由
 多元資產策略	多元資產收益	●	預計政策利率和絕對殖利率偏低仍為支持因素
	多元資產宏觀	●	通脹回穩進一步擴大，減少對具有保險功能資產的需要
 股票	美國	●	盈餘預期或見頂；利潤率與評價構成風險
	歐元區	●	盈餘展望改善；評價較為適中；政治局勢持續構成風險
	英國	●	英國脫歐、大選籠罩盈餘前景；評價充分反映；英鎊反彈構成風險
	日本	●	日圓走勢為盈餘關鍵因素；評價合理，但極端變動的風險較高
	亞洲（日本除外）	●	盈餘成長構成利多；評價合理；貿易局勢緊張構成長期風險
	亞洲以外新興市場	●	商品為盈餘關鍵因素；評價充分反映；資金流動有利
 債券	成熟市場政府	●	殖利率低；評價充分反映；聯準會政策、通脹上行及殖利率反彈構成風險
	新興市場政府（美元）	●	殖利率適中；評價合理；美國貿易政策構成長期風險
	成熟市場投資級公司	●	殖利率適中；評價充分反映；防守型
	成熟市場高收益公司	●	殖利率具有吸引力；違約率趨於走低；評價較高
	亞洲公司	●	殖利率適中；評價合理；供需有利
	新興市場（當地貨幣）	●	殖利率有吸引力；美元造成的阻力減小；升息構成風險
 貨幣	美元	●	利差趨穩；通脹和政策前景構成主要風險
	歐元	●	利差趨穩；前景改善但選舉構成近期風險
	日圓	●	上、下行風險共同影響造成區間盤整活動增加
	英鎊	●	可能已反映諸多利空因素；脫歐進程或導致英鎊大幅波動
	澳幣	●	中國的穩定性成為利多；鐵礦石價格回落，波動性加劇構成風險
	亞洲（日本除外）	●	資金流入與美元前景有利；貿易局勢緊張與評價構成風險

資料來源：渣打銀行全球投資委員會

圖例： ● 增持 ● 中性 ● 減持

投資策略

圖 5: 自《2017 年展望》發佈以來#轉向? 關鍵主題的表現

資產類別	主要投資觀點	開立日期	絕對	相對
 債券	公司債券表現優於政府債券 ^[1]	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
	成熟市場高收益債券表現將優於其他債券	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
	美國浮動利率優先貸款將提供正報酬	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
 股票	歐洲 (英國除外) 股票將提供正報酬, 表現優於全球股票	2017 年 2 月 24 日	✓	✓
	亞洲 (日本除外) 股票將提供正報酬, 表現優於全球股票	2017 年 3 月 30 日	✓	✓
 多元資產	多元資產收益配置將提供絕對正報酬 ^[5]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
	均衡配置的表現將優於多元資產收益配置 ^[6]	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
 另類策略	另類策略配置將產生絕對正報酬 ^[3]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
 商品	2017 年布蘭特原油價格將走高	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
	主題投資觀點	開立日期	絕對	相對
	歐元區銀行股將提供正報酬	2017 年 4 月 28 日	-	-
	美國科技股將提供正報酬且表現優於美國股市大盤	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	印度股票將提供正報酬且表現跑贏亞洲 (日本除外) 股票	2016 年 12 月 15 日	✓	✓
	中國股票將提供正報酬且表現跑贏亞洲 (日本除外) 股票	2017 年 2 月 24 日	✓	✗
	「新中國」股票將提供正報酬 ^[2]	2016 年 12 月 15 日	✓	NA
	看漲歐元/美元	2017 年 4 月 28 日	-	-
	看漲美元/人民幣	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
	巴西雷亞爾、俄羅斯盧布、印尼盾和印度盧比貨幣籃子 ^[4] 的表現將強於新興市場外匯指數	2016 年 12 月 15 日	NA	✓
	已結束的投資觀點	開立日期	絕對	相對
	日本股票 (經外匯對沖) 將提供正報酬, 表現優於全球股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	美國細價股將提供正報酬, 表現優於美國股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	印尼股票將提供正報酬, 表現優於亞洲 (日本除外) 股票 (截至 2017 年 4 月 27 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	美國股票將提供正報酬, 表現優於全球股票 (截至 2017 年 3 月 30 日)	2016 年 12 月 15 日	✓	✗
	看淡歐元/美元 (2017 年 2 月 17 日結束)	2016 年 12 月 15 日	✗	NA
	看好澳幣/美元 (2017 年 2 月 17 日結束)	2016 年 12 月 15 日	✓	NA

資料來源: 彭博、渣打

2016 年 12 月 15 日 (《2017 年展望》的發佈日) 至 2017 年 4 月 27 日期間或該策略觀點結束時的表現

^[1] 由 Citi WorldBIG Corp Index Currency Hedged USD 的 44% 和 Bloomberg Barclays Global High Yield Total Return Index 的 56% 構成的定制組合

^[2] 「新中國」指數是由 MSCI 中國行業組的定制市值加權指數, 包括製藥、生物科技和生命科學、醫療設備和服務、軟體和服務、零售、電訊服務和消費者服務

^[3] 另類策略配置在《2017 年展望: #轉向》第 36 頁圖 13 中予以描述

^[4] 由巴西雷亞爾、俄羅斯盧布、印尼盾和印度盧比構成的權重相同的定制指數

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

^[6] 均衡配置由全球股票的 50% 與全球固定收益的 50% 組合而成

✓ - 正確買入判斷; ✗ - 錯誤買入判斷; NA - 不適用

過往業績並不代表未來業績。我們不基於任何過往數據對某宗交易實際實現的任何結果或報酬做出任何保證、陳述或預測。

觀點

對於客戶重點問題的觀點



Q 美國財政刺激措施可能延遲實施，此情況是否已促使你們調整經濟展望？

A 影響並不顯著。
我們轉向通膨回穩主題的觀點並非依賴於美國財政刺激方案。事實上，在我們發布的《2017 年展望》中，我們強調指出財政寬鬆措施的程度及步伐非常不明朗。不過，減稅和/或加大財政支出將支持成長與通膨。

就我們的情境判斷（圖 6）而言，相關機率在本月尚未改變。不過，如論及任何區別，我們在通膨回穩情境中將有關曲線略微向左移動。

我們認為，這一點不足為慮。目前來看，儘管過去 1-2 個月裏，美國成長預測已經小幅走軟，但其他地區仍處於成長軌道。事實上，我們可以認為美國成長/通膨前景略微走軟構成利多，源於美國經濟看似最接近產能限制。正常而言，經濟復甦周期結束源於通膨壓力上升引發的貨幣政策急劇收緊措施。任何導致該進程延遲的事情通常均被視作有利於資產（股票與債券）市場。

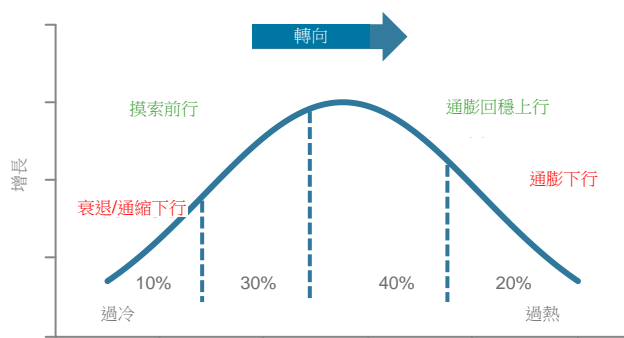
Q 政治及地緣政治憂慮情緒是否已經達到頂點？

A 我們 2017 年主題之一是，隨著大選結束，歐洲政治風險溢價可能下降。上月該項前景已經再度強化。在英國，首相文翠珊（Theresa May）已經要求提前舉行大選，從而可能導致執政保守黨的多數優勢擴大。在法國，首輪總統大選的勝出者是中立派候選人馬克宏（Emmanuel Macron）與極右翼政黨領導人勒龐（Marine Le Pen）。馬克宏預計將在第二輪投票中勝出，因為兩名落選的候選人均已經宣布支持馬克宏，此情形應能降低歐元區局勢的不明朗性。

不過，我們的另一項主題是，從美國主導轉向多國主導，據此國家/地區之間相互競爭，承擔區域內/全球領導責任。在我們的《2017 年展望》中，我們指出，上述轉變提高了破壞性黑天鵝事件發生的機率。我們應該在此背景之下理解美國、中國、北韓及伊朗之間的緊張局面。

圖 6：經濟情境保持不變

四大經濟情境及其發生機率



資料來源：渣打全球投資委員會

因此，我們認為關於地緣政治風險見頂的說法比較危險。同時，我們應謹記，將於 2018 年舉行的義大利大選對於歐洲統一構成的挑戰強於荷蘭或法國大選，亦或英國脫歐談判。

Q 您們是否仍舊預期債券殖利率將上升？

A 我們做出的展望為轉向更強勁的成長及通膨壓力適度上升，此外我們還認為聯準會將採取謹慎舉措以避免抑制經濟復甦，該兩項論斷均支持殖利率上升。事實上，我們預計未來 12 個月美國 10 年期公債殖利率將升至 2.5% 上方。

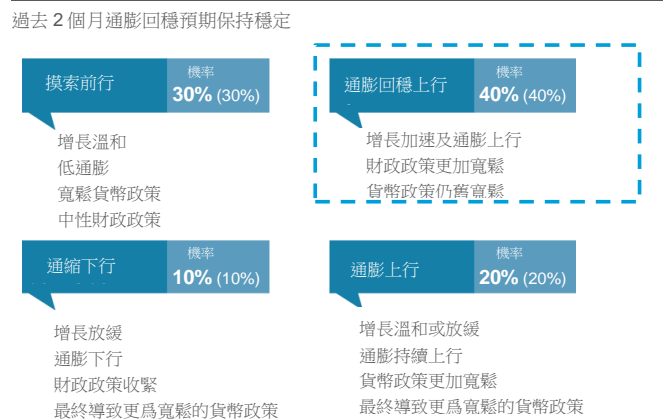
這並不意味著，我們正在迴避投資債券。殖利率持續上升造成的不利影響可通過以下操作緩解 1) 縮短債券的存續期間或 2) 接受更多的信用風險以換取更高的發行殖利率或 3) 規避所持債券組合的利率風險。我們認為上述三項方法均奏效。

儘管如此，但我們在過去 6 週意外發現，債券殖利率顯著下滑。此情況可能源於市場關於殖利率上升的預期或再度被證明錯誤。儘管這並非我們的核心情境，但我們無法排除其發生的可能性。因此，我們繼續推薦投資者採取基於情境的方法進行投資（即，選擇在一項以上情境下表現良好的一系列資產）而非完全聚焦某一特定情境。

圖 7：美國政府債券殖利率突破近期區間



圖 8：我們的核心情境



*請注意：上述機率之和可能不到 100%，因為此處並未涵蓋所有情境。括號內數字反映 2017 年 4 月全球投資委員會 (GIC) 預測的機會率。資料來源：渣打全球投資委員會

Q 我們是否預期近期股市將走弱？

A 「5 月賣股離場，9 月中旬以後再回來」是股市最著名的俗語（至少前半句如此 – 而 St. Leger Stakes 是英國著名賽馬比賽，計劃於今年 9 月 16 日舉行）。

上述論調基於股市長期以來呈現出的季節性特點（如圖 9 所示），即 10 月-4 月報酬最為強勁，5 月-9 月報酬最弱。不過，正如下圖所示，該季節性並未一貫如此，2016 年即表現迥異。該季節性的具體影響是什麼？

表面看來，年初至今呈現的強勁報酬可能在夏季月份的某個時刻加劇回調或盤整風險。同時，備受熱議的美國標普 500 波動率 (VIX) 指數等部分市場指標表明投資者可能處於自滿狀態，以及相對強弱技術指標顯示，歐元區股票的反彈幅度逐漸過度延伸。

不過，在法國總統大選首輪投票之後，全球股票突破上漲至紀錄高點，表明市場仍舊具備適度強勁的動量，特別是在技術面顯示股市尚未過度走高的情況下。

同時，基金經理繼續持有超額現金，表明仍有大量場外現金有待部署。

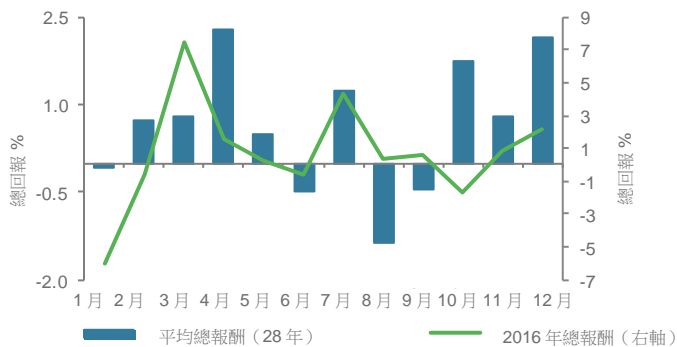
整體而言，我們決不排除股市回調的可能性，特別是在 11 月初以來股市反彈 10% 的情況下。不過，我們預計任何拉回之後均將伴隨強勁反彈走勢。

更重要的是，在成長強勁及通膨壓力仍舊相對較小的背景之下，我們認為全球股票可能保持上漲趨勢，表明逢低買入策略應仍舊適用。

我們仍舊預期歐元區及亞洲（日本除外）股市很可能表現領先，但亦維持看漲美國股市前景。

圖 9：2016 年季節性慣常模式被打破

1988 年以來全球股票平均總報酬相對於 2016 年報酬



資料來源：彭博、渣打

Q 您們認為美元前景如何？

A 我們認為美元漲勢或已見頂。儘管聯準會可能繼續升息，但我們認為政策分化之勢正在接近極限。如有任何不同的話，則是過去 2 個月歐洲向通膨回穩的轉向較之美國極為明顯。儘管目前歐央行繼續聚焦溫和的核心通膨，但我們對其可以持續多久存在質疑。

在此背景之下，我們懷疑美元將不能自目前水準強勁反彈。事實上，我們認為歐元已經觸底且未來數週與數月之內歐元兌美元將進一步反彈。

上述美元背景解釋了我們為何不建議股票投資者規避歐元區股票的貨幣風險及近幾個月我們為何更加看好亞洲（日本除外）股票及新型市場當地貨幣債券。

總經概況

政治風險有所緩和

- **核心情境：**隨著歐洲風險有所緩和，消費與投資紛紛回暖，全球通膨回穩情境受此提振。川普稅務削減計劃或有利於「通膨回穩」。亞洲與新興市場受惠於全球貿易反彈。
- **關鍵風險：**a) 川普稅務削減計劃因其對預算造成影響或遇阻； b) 疑歐派候選人勒龐勝出，法國大選結果不如人意； c) 美國通膨水準激增（目前尚在目標範圍內）； d) 地緣政治風險，尤其是美國的貿易和北韓政策。
- **政策前景：**歐洲政治風險有所緩和，或為聯準會年底前再升息兩次和歐洲央行未來 12 個月開始收緊政策鋪平道路。中國有可能逐漸收緊貨幣政策，以降低金融風險。

法國選舉或緩和歐元區風險

我們的全球投資委員會對未來 12 個月的「通膨回穩」或者「摸索前行」情境共同給予 70% 的機率（見第 8 頁）。歐元區很可能對全球成長產生最大的意外上行影響。如果親商的法國總統候選人馬克宏勝選，則降低歐元區政治風險。美國總統川普的減稅計劃如得以實施，或對近期市場情緒形成利多，儘管也有人擔憂如果無其他增加財政收入的計劃，會增加預算赤字。成熟經濟體尤其是美國就業市場緊俏，因此通貨膨脹仍為主要風險（目前為 2%）。雖然川普近期與中國國家主席習近平的會晤至少當前緩解了一定顧慮，但是地緣政治仍為另一大主要風險。

圖 10：通膨回穩主題延續，歐元區或拉動成長上行

地區	成長	通膨	基準利率	財政赤字	評論
美國	●	●	●	●	成長/通膨預期停滯。川普減稅計劃或對預期重新注入活力。聯準會預計年底前會兩次升息
歐元區	●	●	●	●	成長/通膨預期增加，通膨回穩情境逐漸穩固。隨著政治風險有所緩和，歐洲央行或釋放出到 2018 年第一季減少刺激措施的信號
英國	●	●	●	●	英鎊貶值，對購買力造成不利影響，英國經濟成長或放緩。期中選舉減少英國的硬脫歐風險，英國央行或允許短期通貨膨脹
日本	●	●	●	●	雖然通貨膨脹依然萎靡不振，但成長預期仍然徐徐前進。因日本央行鎖定長期殖利率，或採取財政寬鬆政策
亞洲（日本除外）	●	●	●	●	儘管中國央行小幅收緊政策，中國或仍然側重於經濟成長與金融穩定
新興市場（亞洲除外）	●	●	●	●	巴西和俄羅斯正在走出衰退。通貨膨脹下行，或支持央行進一步財務寬鬆政策

資料來源：渣打全球投資委員會觀點；● 有利風險資產 ● 不利風險資產 ● 中性

聯準會今年可能至少再升息兩次

歐洲央行未來 12 個月內削減購債計劃的風險不斷增加；日本央行目前保持不變

中國或進一步收緊貨幣政策，並通過財政刺激支持增長

對投資者的啟示



宏觀概況

美國 – 減稅預期上升

川普重燃減稅希望：美國第一季國內 GDP 成長放緩，原因在於硬數據（消費與投資）未能達到川普勝選後的高度預期。而川普近期提出的減輕企業與個人稅賦計劃，或再度推升預期。雖然該計劃或有利於近期成長，但同時引發了如果無其他增加收入的方案，如何保持長期預算持續性的顧慮。因此，該減稅計劃或面臨在國會被擱淺的命運。

通膨壓力放緩，聯準會壓力減輕：美國通膨預期仍然保持在目標水準，或由於就業市場持續處於低迷狀態（就業不足率仍然高於危機前水準）。因此，聯準會升息壓力得以緩解。我們仍然預計聯準會年內至少再升息兩次。

歐元區 – 法國大選減低政治風險

歐元區政治風險緩和：民調顯示，重商與親歐的候選人馬克宏或在第二輪法國總統大選中大幅領先勝出。這將緩解目前歐洲的政治風險，提振歐元區商業與消費者信心，以及拉動成長預期，緩解通貨緊縮壓力。

歐洲央行於 2018 年初開始削減購債規模的可能性加大：如不考慮法國第二輪總統大選中出現不盡人意的情况，歐元區經濟成長加速或促使歐洲央行今年稍後開始小幅收緊刺激政策，可能以削減購債計劃或升息的方式展開。但是，考慮到當前通膨水準仍然處於低位，任何收緊措施都會以循序漸進的方式實施。

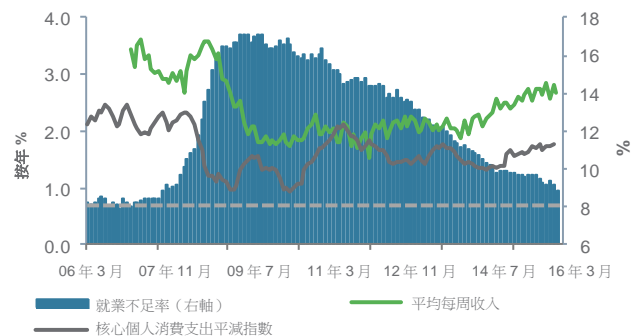
英國 – 提前大選或降低「硬脫歐」風險

提前大選將增強英國首相文翠珊的掌控力：今年六月英國舉行大選或為文翠珊所在的保守黨贏得多數席位，降低對黨內強硬路線人士的依賴性，為文翠珊在英國與歐盟的脫歐談判中賦予更多的掌控權和時間，從而降低「英國硬脫歐」的風險。

英鎊收益或緩解通膨壓力：「英國軟脫歐」預期推升英鎊，或緩解通膨壓力，令英國央行暫時不會採取升息措施。

圖 11：美國就業市場尚有一定收緊的空間，因此薪資成長和通膨水準低迷不振

美國就業不足率，%（右軸）；平均每周收入，按年%；核心個人消費支出平減指數，按年%



資料來源：彭博、渣打

圖 12：歐元區商業和消費者信心繼續增強；政治風險緩解或推動復甦

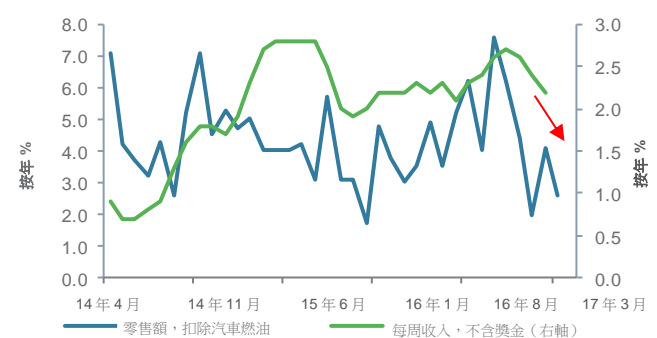
歐元區採購經理人指數和消費者信心（右軸）



資料來源：彭博、渣打

圖 13：英國消費成長近期放緩，原因在於英鎊貶值損害收入和購買力

英國零售額，扣除汽車燃油，按年%；英國每周收入，按年%（右軸）



資料來源：彭博、渣打

宏觀概況

日本 – 成長預期繼續上升

成長增速，但是薪資談判差強人意： 日本經濟成長預期繼續向上修訂，2017 年成長率預測目前市場預期為 1.2%，而去年 12 月預測為 0.8%。財政刺激措施、低借款成本和全球需求增加推動日本出口。但是，年度薪資談判再次收穫寥寥，對安倍首相刺激國內消費的努力造成打擊。

日本央行近期收緊政策的可能性較低： 儘管日本通貨緊縮的壓力有所緩解，但核心通膨率仍然低於日本央行 2% 的目標。我們預計日本央行不會在近期通過提高 10 年期日本國債殖利率目標收緊政策。

中國 – 或繼續實施貨幣緊縮政策

第一季強勁成長提供政策收緊空間： 中國經濟第一季成長率超出預期，高達 6.9%，為政府在今年剩餘季度採取緊縮政策提供足夠空間。雖然房地產行業投資回暖造成固定資產投資和工業產值回穩，但近期出台的監管措施或貨幣緊縮政策說明政府對金融穩定性風險仍有一定顧慮。

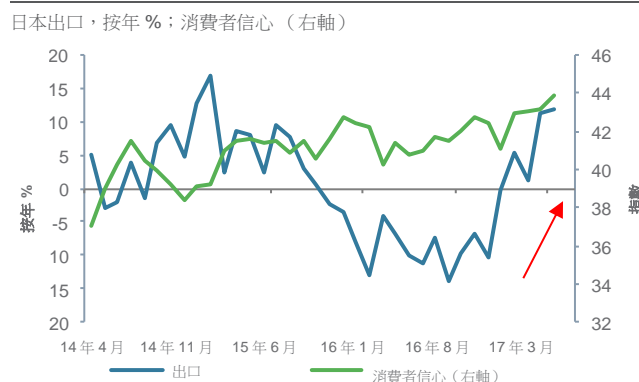
財政政策放緩或對貨幣政策緊縮影響產生平衡作用： 除降低金融風險以外，我們認為政府在今年第四季召開五年一屆的共產黨代表大會之前會重點著力於維持成長和促進就業。因此，財政政策或繼續寬鬆，可部分抵消逐漸開展的貨幣緊縮政策帶來的影響。

新興市場 – 繼續復甦

亞洲受益於中國回穩，出口反彈： 中國成長回穩，緩解了對貿易戰和資本外流的顧慮（得益於美元穩定），全球貿易復甦改善了亞洲前景。

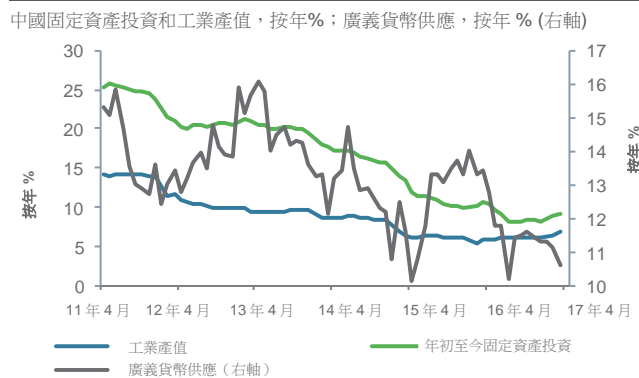
巴西和俄羅斯或進一步放寬政策： 該兩大經濟體正回歸至實現全年經濟成長的軌道上，這是自 2014 年以來兩國首次實現經濟成長。通膨繼續下行，為兩國央行進一步降息提供空間。

圖 14：日本出口仍保持上行趨勢，而消費者信心從極端低位水準開始抬升



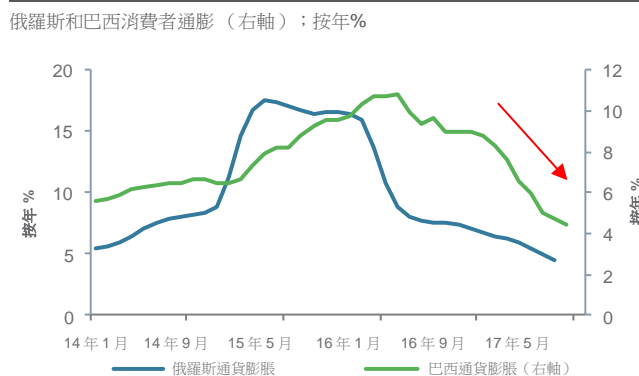
資料來源：彭博、渣打

圖 15：貨幣供應即便收緊，中國的投資和工業成長率似乎已然見底



資料來源：彭博、渣打

圖 16：巴西與俄羅斯通貨膨脹下行，增加進一步降息的可能性



資料來源：彭博、渣打

債券



債券

股票

商品

另類策略

外匯

多元資產

圖 17：當前市場概況

債券	殖利率	1 個月 報酬率
成熟市場投資級別政府	*1.19%	0.5%
新興市場美元政府	5.34%	1.2%
成熟市場投資級別公司	2.58%	1.0%
成熟市場高收益公司	5.33%	1.8%
亞洲美元	3.82%	0.4%
新興市場當地貨幣政府	6.42%	0.3%

資料來源：彭博、渣打

*截至 2017 年 3 月 31 日

我們看好公司債高於政府債

成熟市場高收益債券仍然是我們的看好的債券類別

對新興市場美元和當地貨幣債券的看好程度逐漸增加

對投資者的啟示



殖利率反彈

- 我們對公司債券的看好程度依然強烈高於政府債券，原因在於我們預計當政府債券殖利率增加時，公司債券表現更好。
- 成熟市場高收益公司債和優先浮動利率貸款仍然是我們在債券中比較偏愛的種類，當政府債券殖利率上升時，這兩種債券的高殖利率溢價可提供一定的緩衝空間。
- 我們更為看好新興市場政府債券，包括美元計價債券和當地貨幣債券，主要基於美元升值風險逐漸減緩。亞洲美元債券（在投資級別和高收益債券中進行分散型配置）和成熟市場投資級別公司債券可構成核心部位。

圖 18：債券子類別 - 按看好程度排列

債券資產類別	觀點	利率政策	總經因素	評價	匯率	評論
成熟市場高收益公司債券	▲	●	●	●	●	發行殖利率具有吸引力。違約率預計下降
新興市場當地貨幣債券	◆	●	●	●	●	發行殖利率較高，但波動性和外匯風險較大
新興市場美元政府債券	◆	●	●	●	不適用	殖利率可觀，但對利率敏感性較高
亞洲美元債券	◆	●	●	●	不適用	防守型配置，受中國風險情緒影響
成熟市場投資級別公司債券	◆	●	●	●	●	配置高品質債券較為看好的券種
成熟市場投資級別政府債券	▼	●	●	不適用	●	貨幣政策不甚有利，報酬率面臨挑戰

資料來源：彭博、花旗、摩根大通、巴克萊、渣打全球投資委員會

圖例： ● 有利 ● 中性 ● 不利 ▲ 看好 ▼ 較為看淡 ◆ 核心

成熟市場投資級別政府債券 — 最為看淡

近期殖利率下降，我們對成熟市場投資級別政府債券仍保持審慎。雖然自法國總統大選首輪結果出爐之後，政府債券殖利率開始反彈，我們認為殖利率或進一步上升，造成近期報酬率為負。美國公債殖利率走低的主要因素-地緣政治風險催生的避險需求以及長期通膨預期降低- 或稍縱即逝，因為我們仍然看好美國經濟的基礎因素（請參見第 11 頁）。在撰寫本稿之時，美國 10 年前公債殖利率回到 2.3% 以上，我們認為 2.65% 會成為下一技術位。當前較低的殖利率或為債券投資者提供規避利率風險的契機或者轉向對利率敏感度較低的債券。

債券



債券



股票



商品



另類策略



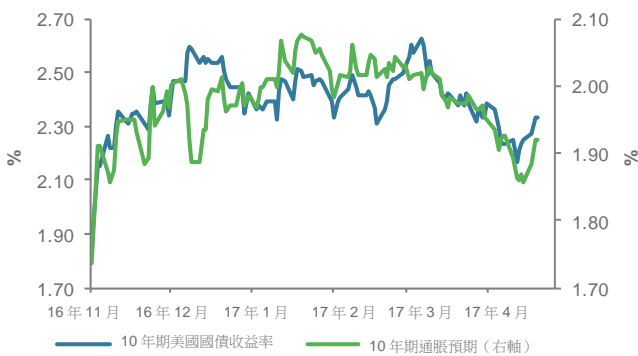
外匯



多元資產

圖 19：通膨預期降低令美國公債殖利率承壓

10年期美國公債殖利率和10年期通膨率趨勢基本一致



資料來源：彭博、渣打

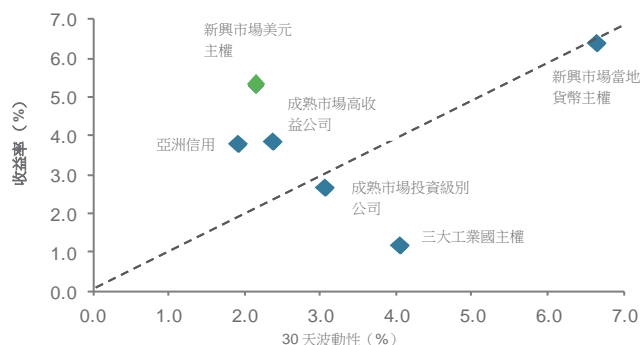
我們預計美國短期（2年期）公債殖利率的漲幅要高於長期（10年期）公債的殖利率，因此我們傾向於5年期以美元計價的債券，因為此類債券適中的殖利率及對利率的敏感性兩者之間比較均衡。

新興市場美元政府債券 – 核心部位

新興市場美元政府債券依舊為核心部位，我們預計該類債券明年將提供正報酬。我們看好其5%以上的殖利率，以及評價與長期平均數基本保持一致。

圖 20：新興市場美元政府債券提供良好的風險調整後殖利率

各債券資產類別最低殖利率和30天報酬的波動性



資料來源：彭博、渣打

新興市場美元債券 2017 年表現強勁，主要由於美國公債殖利率下降，美元走高的顧慮減少，從而降低了外部環境波動引發的市場惡化風險。新興市場債券受惠於持續不斷的投資流入以及基本穩定的商品價格。

但是，該類債券相對其他債券子資產類別對利率的敏感性較高，且新興市場投資情緒發生扭轉的風險令我們對該類債券的觀點更為均衡。

成熟市場投資級別公司債券 – 核心部位

成熟市場投資級別公司債券仍然是我們配置高品素債券時較為青睞的資產類別，我們認為其較低的利率敏感性和殖利率溢價是表現優於政府債券的主要原因。

我們認為有必要更加細微的看待區域差異，並略微傾向於美國而非歐洲的投資級別公司債券。儘管美國公司的資產負債表的負債率較高，而近期數據顯示信用品質開始回穩，對信用利差或債券殖利率形成利多。但是，隨著市場開始反映歐洲央行購債計劃即將結束的預期，歐洲投資級別公司債券或受到負面影響，或造成信用利差增加，令報酬率承壓。

圖 21：美國公司信用品質基本穩定

BCA 公司穩健監測（積極=惡化中，消極=改善中）



資料來源：BCA 研究、渣打

債券



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

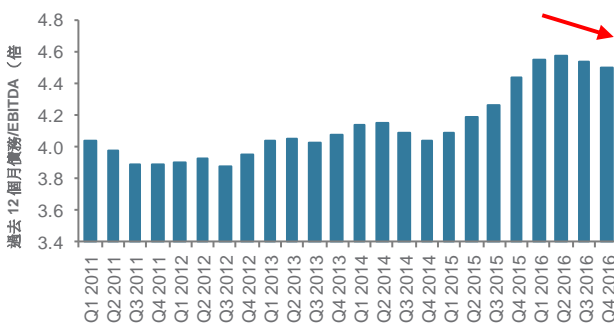
成熟市場高收益公司債券 – 最為看好

我們繼續青睞成熟市場高收益公司債券和美國優先浮動利率貸款。這兩大資產類別預計將會繼續在通膨回穩和摸索前行的情境中表現領先其他債券類別。

2016 年結果顯示美國高收益公司債券信用品質（淨槓桿）已得到改善，與我們 2017 年展望中強調的預期一致。因此，我們預計 2017 年的違約率會低於 2016 年水準。儘管美國公債殖利率下降，但高收益債券的發行殖利率過去數週內基本保持穩定，繼續提供良好的買入點。

圖 22：美國高收益公司債券信用指標得到改善

根據摩根大通估測，美國高收益公司債券的債務/EBITDA 比率



資料來源：摩根大通、渣打

我們仍然認為美國優先浮動利率貸款是替代高收益債券的首選，主要基於其防守型的特點和極低的利率敏感性。

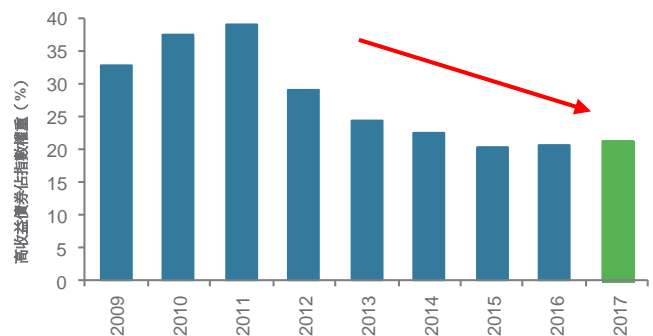
亞洲美元債券 – 核心部位

我們繼續將亞洲美元債券作為投資配置中的核心和防守型部位，該資產類別將繼續受到強勁的區域需求和中國形勢轉好的支撐。

儘管按以往標準來看，亞洲高收益債券評價仍然比較昂貴，但我們認為近期其稀缺性將支持該類債券的高評價。過去五年內，高收益債券在亞洲債券投資配置中所佔的份額從 40% 下降到將近 20%。另外，約 60% 的高收益債券在 2017-2018 年到期或可贖回。因此除非亞洲高收益債券的供給大幅上升以外，其評價仍然受到技術性支撐，因此我們較傾向於在亞洲投資級別和高收益債券之間進行分散化配置。

圖 23：稀缺性特點推動高收益債券需求

摩根大通亞洲美元債券指數中高收益債券的權重



資料來源：摩根大通、渣打

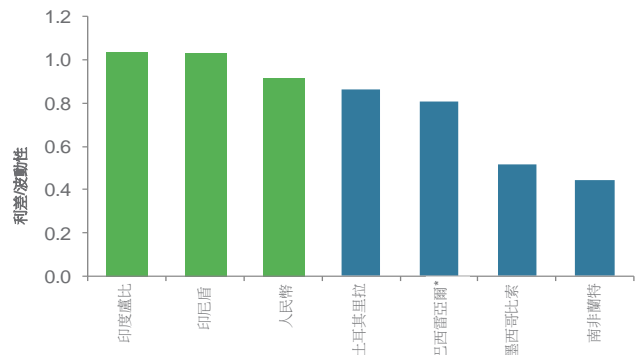
新興市場當地貨幣債券 – 核心部位

隨著美元大幅走高的風險降低（請參見第 24 頁），以及相較於成熟市場政府債券的殖利率溢價增加，對新興市場當地貨幣債券形成利多。但是，考慮到商品價格大幅降低或投資流入的情況發生反轉的風險，我們當前對該類債券類別採取較為均衡的立場。

在大型市場中，亞洲當地貨幣政府債券提供的經風險波動性調整後的殖利率最具有吸引力。

圖 24：亞洲債券經風險調整後的殖利率較為可觀

3 個月本地貨幣存款利率和 1 個月貨幣波動性比率



*採用巴西基本利率來估算巴西雷亞爾的利差

資料來源：彭博、渣打

股票



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 25：當前市場概況

市場	本益比	股價淨值比	每股盈餘	指數水準
美國 (標普 500)	18 倍	2.9 倍	11.0%	2,374
歐元區 (斯托克 50)	15 倍	1.6 倍	23%	3,577
日本 (日經 225)	14 倍	1.2 倍	15%	18,857
英國 (富時 100)	14 倍	1.8 倍	23%	7,264
MSCI 亞洲 (日本除外)	13 倍	1.5 倍	10%	586
MSCI 新興市場 (亞洲除外)	12 倍	1.4 倍	24%	1,379

資料來源：FactSet、MSCI、渣打
註：評價和盈餘數據為 MSCI 各指數截止 2017 年 4 月 24 日數據

全球股票年初至今上漲 6%

我們看好的區域即歐元區和亞洲 (日本除外) 地區表現領先

中國和印度仍然是我們看好的亞洲 (日本除外) 市場

對投資者的啟示



歐元 - 動能強勁

- 歐元區和亞洲 (日本除外) 地區仍然是我們看好的股票市場/區域。
- 法國總統大選的首輪投票結果和美元疲弱分別是歐元區和亞洲 (日本除外) 股票市場的主要推動因素，同時美元疲軟增加了亞洲 (日本除外) 地區的資本流入。
- 自 2016 年美國企業盈餘預期開始回暖，且這一現象不斷發展為全球趨勢，而當前歐元區成為該現象的主要區域。
- 市場預期 MSCI 全球指數 2017 年每股盈餘成長率為 13%，而 2016 年時該數據為 1%。歐元區引領每股盈餘的成長，預計其每股盈餘成長率為 23% (或者經彌補去年的大幅虧損後成長率為 14%)。
- 全球股票市場的評價升高，MSCI 全球指數 12 個月預期本益比為 15.8 倍。但是，考慮到該指數的預期盈餘成長率為 13%，我們認為該評價倍數合情合理。話雖如此，我們仍然強調評價從當前水準上升的空間有限。
- 我們正在結束對美國小型股的主題觀點，該投資配置自 2016 年 12 月推出以來，已產生了 5.7% 的報酬。另外，我們正在啟動對歐元區銀行股的主題觀點。

圖 26：我們最為看好歐元區，亞洲 (日本除外) 地區次之；英國較為看淡

股票	觀點	盈餘修訂	盈餘	股東權益報酬率	經濟數據	基準債券殖利率	評論
歐元區	▲	●	●	●	●	●	法國首輪大選後政治形勢不明朗因素減少，盈餘成長將帶動市場走高
亞洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	美元疲軟，盈餘修訂利多以及評價有吸引力是亞洲 (日本除外) 地區的催化劑
美國	◆	●	●	●	●	●	因川普通過重要法律的能力不盡人意，此前推動因素影響逐漸淡化
新興市場 (亞洲日本除外)	◆	●	●	●	●	●	石油和鐵礦石價格疲軟，拖累亞洲 (日本除外) 地區市場
日本	◆	●	●	●	●	●	警惕日圓突然大幅升值，對其股票市場不利
英國	▼	●	●	●	●	●	英鎊強勢和實際薪資疲軟，開始對股票市場構成影響

資料來源：渣打銀行全球投資委員會

圖例： ● 有利 ● 中性 ● 不利 ▲ 看好 ▼ 較為看淡 ◆ 中性

股票



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

歐元區—法國首輪大選結果支持看好歐元區的觀點

歐元區仍然是我們全球最為看好的股票市場。在法國總統大選首輪選舉次日，MSCI 歐元區指數大漲 3.6%，主要在於投資者對支持與歐元區深度融合的馬克宏的首捷頗感欣慰。此次股市漲幅表明投資者認為馬克宏將在 5 月 7 日的大選中勝出。

歐元區股票市場大幅上漲的部分原因在於國民陣線右翼黨派候選人勒龐獲勝的可能性減小，以及法國及邊陲國家債券和德國基準債券的利差急劇下降造成。

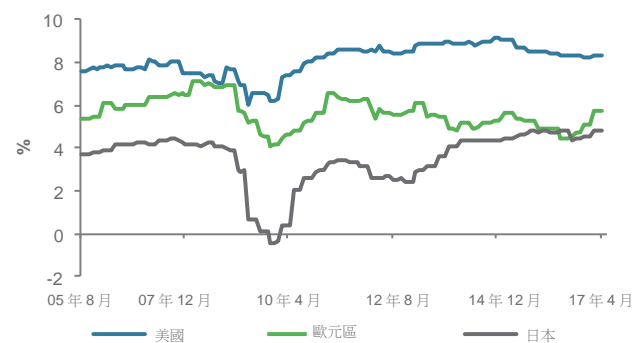
我們對歐元區股票的積極立場主要由以下三大基礎因素推動：

- 1) 市場預期歐元區公司盈餘成長率從 2016 年的 1% 增加至 2017 年的 23%。如彌補去年的大幅虧損，則 2017 年的公司盈餘成長率為 14%。
- 2) 新興市場和美國經濟成長預期改善，對歐元區以出口為導向的企業構成利多。
- 3) 歐元走低同樣推動出口。

公司盈餘和美國及新興市場成長前景都有利歐元區股票。我們近期對歐元走勢的觀點轉變為該貨幣將更加強勢，是歐元區股票的負面因素。

圖 27：歐元區公司利潤率正在好轉

精選全球市場的淨利潤率走向



資料來源：FactSet、渣打

亞洲（日本除外）— 資金流入增加支持我們對該地區看好的觀點

亞洲（日本除外）是我們較為看好的全球股票市場，僅略次於歐元區市場。亞洲（日本除外）地區股票的明顯特點是評價情況。亞洲（日本除外）的 12 個月預期本益比為 12.8 倍，是我們追蹤的全球六大區域中的第二低的區域。而新興市場（亞洲除外）的本益比最低，為 11.7 倍，另外，我們注意到亞洲（日本除外）股票的本益比接近長期歷史均值。

亞洲（日本除外）地區是年初至今表現最好的區域，漲幅為 11%。其中，我們最為看好的市場即中國同期股市上漲 15%。另外，印度我們同樣看好的市場，是同期表現第二大好的市場，漲幅達 11%。雖然中國和印度的評價與其歷史均值相比相對較高，但市場預期盈餘成長率都為 16%，令投資者對該兩大區域及其他區域市場的信心增強。

美元走低造成亞洲（日本除外）地區的資金流入增加，成為數月以來帶動市場的主要貢獻因素。自今年 2 月中旬以來，亞洲（日本除外）地區股市流入資金達 25 億美元，但與 2016 年同期流出的 120 億美元相比，僅為九牛一毛。

「新中國」股票仍是亞洲（日本除外）地區我們較為青睞的投資主題，該主題股票表現頗佳，自 2016 年我們推出該主題投資以來已上漲 19%。

圖 28：亞洲（日本除外）股票評價仍然具有吸引力

亞洲（日本除外）地區的本益比相對於 MSCI 世界指數本益比折價 19%，相對於長期均值折價 13%



資料來源：FactSet、渣打

股票



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

美國 – 不再為市場焦點，我們對其持中性觀點

儘管我們看好美國股票前景，但美國不再是我們青睞的市場。美國股市與全球其他市場相比，其所在市場周期領先一步。這一點顯現在 2016 年美國股市本益比的急劇上漲，而當時其他區域正處於掙扎求成長之中。美國股票 2017 年盈餘成長率預計為 11%，低於 MSCI 世界指數的盈餘預計成長 13%。美國股票評價較高，12 個月預期本益比為 18 倍。

盈餘修訂是盈餘的短期指標，在美國該指標已停滯不前，而在其他地區，特別是歐元區，盈餘修訂正在大幅飆升。

與其他成熟國家市場類似，美國股票評價較高。這意味著美國和其他成熟市場的未來收益主要由盈餘而非本益比增加所推動。

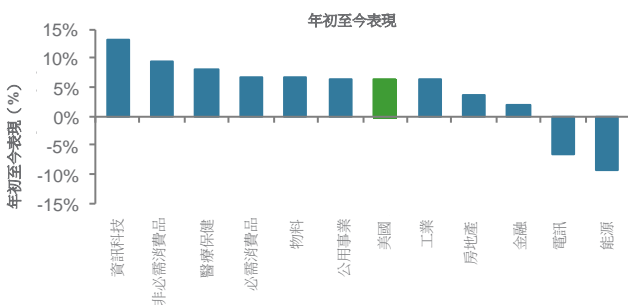
因此，我們認為 2017 年剩餘時間內盈餘成長率最高的區域所產生的報酬最高。

美國公司盈餘和股市如出現意外上行，仍需寄希望於稅務改革；但是考慮到先前醫療改革未能如願通過，我們當前保留川普政府可以如願以償的觀點。

我們仍然保持看好美國科技產業的觀點，該產業股票自我們於 2016 年 12 月提出該觀點以來已上漲 13.4%。

圖 29：美國科技股表現位居前列

美國各行業年初至今表現



資料來源：FactSet、渣打

新興市場（亞洲除外）– 趨勢分化，我們持中性觀點

我們對新興市場（亞洲除外）的觀點同樣較為積極；但該區域年初至今表現較差，但土耳其除外。商品特別是石油和鐵礦石的價格下跌，是上個月該區域表現較差的主要原因。與之相反，土耳其總統憲法改革取得成功，帶動該國股市過去 30 天內應聲上漲 10%。

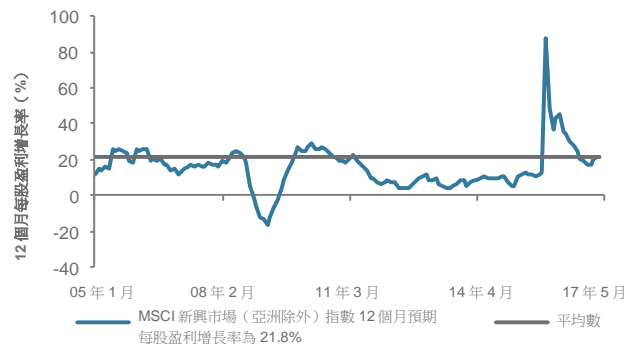
巴西作為我們在新興市場（亞洲除外）看好的地區中表現脫俗，但該漲勢受到近期鐵礦石價格下滑的抑制。巴西整體盈餘成長率達 40%，但也反映出先前經濟和公司業績下滑造成此番成長的基數較低的現象。土耳其和南非是我們在新興市場（亞洲除外）中最不看好的區域。

新興市場（亞洲除外）的 12 個月預期盈餘成長率預計為 22%，不過同我們對巴西的觀點相似，這也反映出因先前年份中出現虧損造成基數過低。實際盈餘成長正在復甦，但其增速仍不及整體數字顯示之快。

同其他區域類似，新興市場（亞洲除外）的股市評價與其過往平均數相比較高。我們認為油價 2017 年價格將回歸至每桶 55-65 美元區間，因此我們看好該區域的國家。但是，因為油價反彈至以上區間的機率為 45%，我們保留對該區域過於樂觀的觀點，同時未來 12 個月內保持中性看法。

圖 30：新興市場（亞洲除外）的盈餘成長正在回歸正常

新興市場（亞洲除外）盈餘成長預測市場預期



資料來源：FactSet、渣打

股票



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

日本 – 公司面臨的挑戰堅定我們中性觀點

我們仍看好日本股票市場的前景；但該市場面臨重重挑戰。東芝所處困境及其西屋電氣核電子公司申請破產傷害市場情緒，並對日本公司整合外國併購公司的能力提出疑問。

另一大挑戰是日圓年初至今儘管出現了短暫性反轉的跡象，但整體表現強勢。美元兌日圓匯率是日本股市近年來表現的主要推動因素之一，日圓貶值提升出口企業盈餘從而帶動股市上漲，反之亦然。

從基礎因素來看，盈餘修訂作為盈餘成長的領先指標近期弱化，形成負面影響。不過，盈餘修訂先前於 2016 年曾大幅增加。儘管如此，在前瞻性的市場中，此番盈餘修訂下行對市場情緒形成不利影響。

日本市場一大積極因素不容忽視，即目前評價處於具有吸引力水準。日本股票目前 12 個月預期本益比的預期為 12.5 倍，與長期平均數相比折價率較高。對於價值投資者來講，日本可謂一枝獨秀，原因在於其股市評價與其長期平均數相比，在六大我們覆蓋的區域中，其折價率最高。

圖 31：日本股市本益比按以往標準處於低位

MSCI 日本指數本益比



資料來源：FactSet、渣打

英國 – 提前大選推升英鎊，股市走低；我們仍保持謹慎

英國首相文翠珊提出在 6 月 8 日提前進行大選，為脫歐談判鞏固其保守黨內部的陣營。儘管如此，我們仍對英國前景保持謹慎。

在提出提前大選的建議後，英鎊兌美元應聲上漲 2%，而英國股市跌幅則同樣約為 2%。對於以美元為基礎的投資者來講，所產生的影響較為中性，但對於以英鎊為基礎的投資者來講，股市下跌則令人痛心。

英國脫歐後因為企業大部分盈餘來自於海外，英鎊貶值惠及了富時 100 指數，而此番英鎊升值則會對市場造成不利影響。盈餘修訂已經面臨壓力，如果英鎊繼續升值，該壓力趨勢將進一步加劇。

英國以國內市場需求為主的公司業績在脫歐公投後表現不俗。但是，此後通貨膨脹穩定上升，實際薪資開始縮水，並且已有跡象表明通貨膨脹正在對消費者購買力造成壓力。

英國股票相對於歐元區股票的評價溢價近月以來正在發生反轉，目前比較有吸引力。但是，我們仍然對英國股票保持審慎觀點。

圖 32：英國股市本益比相對於歐元區已下降

MSCI 英國和 MSCI 歐元區股票相對本益比



資料來源：FactSet、渣打

股票衍生品



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

伺機而動 – 等待歐洲銀行股票更好的波動性水準

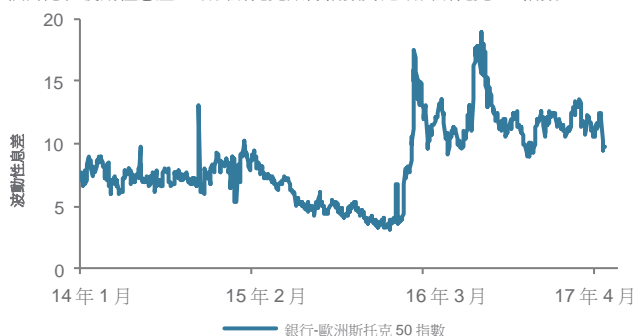
在上個月報告中，我們重點強調了歐洲銀行股對於追求殖利率的投資者來講是潛在的投資標的。

法國首輪大選結果對於風險資產較為有利，歐洲銀行股，特別是法國銀行股的隱含波動性下降。歐洲銀行相對於歐洲斯托克 50 指數的 6 個月隱含波動率差下降至 9.5% 個波動點—僅略高於過去四年的平均數即 8% 個波動點。

另外與上份報告相比，我們認為當前就歐洲銀行股（相對其他歐洲股票的波動性溢價）賣出賣權的吸引力下降，波動性下降也是支持本觀點的三大因素之一。

圖 33：6 個月隱含波動性高於廣義基準 9.5 個波動點

6 個月隱含波動性息差：歐洲斯托克銀行指數對比歐洲斯托克 50 指數



資料來源：彭博、渣打
截至 2017 年 4 月 24 日

但是，另外兩大因素—評價和負利率發生反轉的可能性—仍然不變。因此歐洲銀行的波動性水準值得繼續關注，因為賣出歐洲銀行股賣權的機會可能再次出現，特別是從現在至 5 月 7 日（法國第二輪大選日）之間。

英國提前大選創造機會

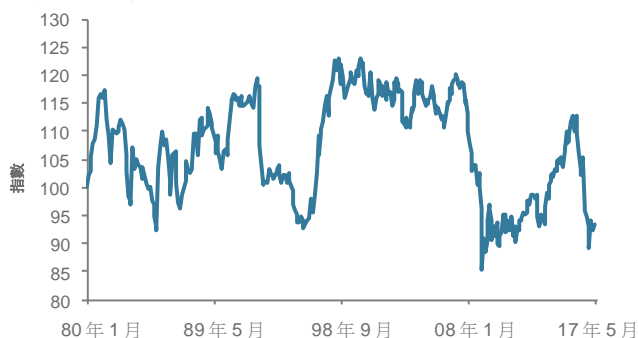
除法國首輪選舉之外，英國宣佈提前大選是我們發佈上期《全球市場展望》以來發生的另一政治形勢。我們認為該形勢是英鎊走勢的一大利多因素，因為 1) 英鎊是 10 大工業國貨幣中做空程度最深的貨幣，以及 2) 按貿易加權的基礎來看，英鎊是最為低廉的貨幣。

而英鎊升值會對以國際市場為主的英國企業股票造成不利影響，引發外匯匯兌損失和競爭力下降，這也是我們對英國股票保持審慎態度的原因。

與之相反，英鎊強勢會限制以「國內市場」為主英國股票的下行空間。我們認為對於考慮針對英國銀行、保險公司和房地產公司考慮衍生性產品策略的投資者來講是不錯的投資機遇。其他市場股票或同樣受益於該總經新主題。例如，香港一些精選的基建股票對英鎊的曝險較大。

圖 34：英鎊實際有效匯率接近 37 年以來最為低廉的水準

英鎊實際有效匯率



資料來源：彭博、渣打
截至 2017 年 4 月 24 日

商品



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 35：當前市場行情

商品	當前水準	1 個月報酬
黃金 (美元/盎司)	1264	0.8%
原油 (美元/桶)	51	1.1%
基本金屬 (指數)	112	-2.7%

資料來源：彭博、渣打

繼續溫和上漲

- 全球經濟成長改善，政治風險下降，我們預計商品將溫和攀升。
- 我們預計原油價格進一步上漲，OPEC 延長減產期的機率持續上升。
- 黃金預期呈現區間盤整（1,175-1,300 美元/盎司）；我們青睞在當前水準降低投資比重。

圖 36：商品：關鍵推動因素和前景

商品	觀點	庫存	產量	需求	實質利率	美元	風險情緒	評論
原油	▲	●	●	●	不適用	●	●	OPEC 減產繼續改善供需平衡狀況
黃金	▼	●	●	●	●	●	●	全球殖利率上升將令黃金面臨壓力
金屬	▼	●	●	●	不適用	●	●	因供給阻力持續，價格可能進一步回落

資料來源：彭博、渣打全球投資委員會

圖例： ● 支持 ● 中性 ● 不支持 ▲ 看好 ▼ 較為看淡 ◆ 中性

原油依然是我們看好的投資

我們依然整體看好商品，因為經濟成長前景、中國需求的韌性和有關地緣政治憂慮的尾部風險部分得以緩解可能在中期內形成利多。我們繼續預期原油的表現將優於貴金屬和工業金屬。

我們相信，OPEC 堅持減產並可能延續減產承諾是中期油價最重要的利多因素。美國原油產量依然是主要不利因素，但我們認為即使美國原油產量見頂，亦不能充分彌補 OPEC 的減產量。

儘管我們預計黃金將在中期基本呈現區間盤整，但其目前價格接近區間上緣（1,300 美元/盎司）。因為風險情緒持續改善，美國殖利率下行空間有限，短期內黃金可能延續拉回走勢，且測試 1,200 美元/盎司。

我們認為，工業金屬價格可能會持續下跌一段時間才會回穩。儘管需求面依然有利，但近期供應過剩依然會抑制價格。

油價將逐漸走高

我們預計黃金近期拉回

預計工業金屬價格繼續拉回

對投資者的啟示



商品

- 債券
- 股票
- 商品
- 另類策略
- 外匯
- 多元資產

原油—我們依然看好

我們預期油價在年末走高之前，將在 45-55 美元/桶區間進一步盤整。我們相信，OPEC 可能進一步延續當前的減產協定（5 月 25 日會議），從而抵消美國高於預期的原油產量。

對現有協議配額的遵守非同尋常地嚴格，OPEC 總減產量類似於以往的大幅減產量（請參見圖 37）。美國原油產量一直異常強勁，因為生產商損益平衡點的降幅超過我們的預期。然而，我們懷疑這些是否顯著改變 OPEC 減產所帶來的供需再平衡進程。在需求面，近期證據顯示工業和消費者需求攀升，我們預期 2017 年該趨勢將持續。此外，美國汽油庫存接近 5 年均值，而原油庫存依然處於紀錄水準。

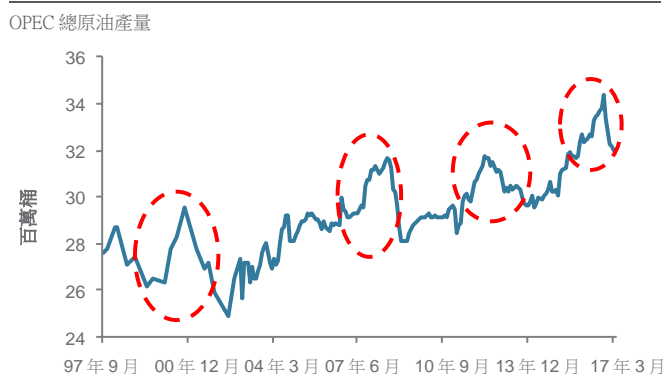
黃金—尋求降低投資比重

儘管我們預期 2017 年黃金將大幅區間盤整，但我們相信近期黃金可能拉回。我們認為，全球債券殖利率下行空間有限，而地緣政治風險有所下降。在此背景下，對避險黃金的需求可能下降。最終，我們相信各國央行僅會漸進升息，我們預計黃金下行空間有限，而美元可能不會顯著走弱。通貨膨脹上升快於預期和全球經濟成長顯著放緩是我們觀點的主要風險。

工業金屬—可能進一步拉回

儘管工業金屬近期拉回，與我們的預期相符，但我們相信近期其可能再度下跌。我們認為銅和鐵礦石庫存依然居高不下，降低庫存將需要一些時日。儘管銅和鐵礦石的投機部位有所改善，但與以往相比並不過高。最終，由於中國的需求依然強勁，且全球投資周期加快速度，我們預計工業金屬的跌幅有限。

圖 37：與以往的大幅減產相比，近期 OPEC 減產量顯著



資料來源：彭博、渣打

圖 38：美國公債殖利率再度下行的空間有限將限制黃金上行空間



資料來源：彭博、渣打

圖 39：因素變動—原油

因素	近期動向
供給	OPEC 產量繼續下降，而美國原油產量進一步攀升
需求	美國和中國領先經濟指標繼續成長
美元	近期美元走弱

資料來源：渣打

圖 40：因素變動—黃金

因素	近期動向
利率預期	因聯準會升息預期下調，美國殖利率下降
通膨預期	美國通膨率近期下降，但歐洲通膨率上升
美元	近期美元走弱

資料來源：渣打

另類策略



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 41：當前市場行情

另類策略	1 個月報酬
股票多空部位	1.3%
相對價值	0.5%
事件驅動	1.4%
宏觀 CTA	-0.3%

資料來源：彭博、渣打

另類策略配置可提供風險調整收益

股票多空避險和事件驅動策略是做多股票替代

相對價值策略可提供機會

對投資者的啟示



股票替代品表現搶眼

- 在我們 2017 年的總經情境中，通膨回穩和摸索前行情境出現的機率上升，另類策略作為核心配置是最佳之選。
- 鑑於通膨回穩預期，近期我們更加青睞股票多空避險，因此減少了全球宏觀策略的配置。
- 自從我們發表《2017 年展望》以來，我們的另類策略配置報酬 2.4%，得益於各資產類別和各市場間的表现分散度提高。

歐洲政治風險下降支持股票替代品

法國和英國近期政治動態契合我們 2017 年的主題之一，歐洲政治風險持續下降。在該背景下，我們認為這將有利股票替代品，後者與做多股票策略高度相關，但一般有更佳的本特性（請參見圖 42）。

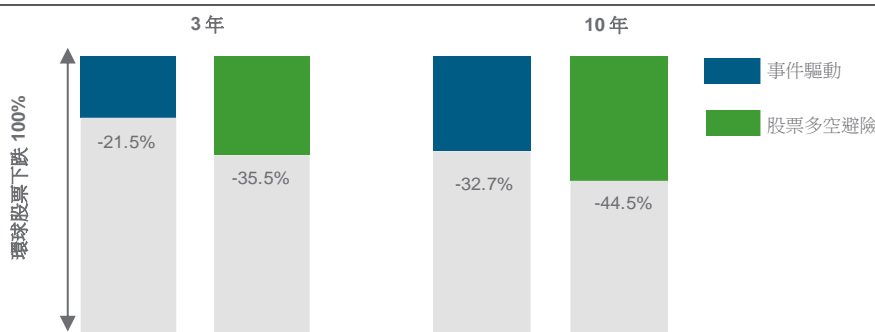
另類策略配置權重保持不變

股票多空避險策略依然是本月的精選策略，我們相信通膨回穩情境範圍擴大與股市和產業表現分散度提高依然有利。

相對價值策略亦受益於利率持續上升。公司在利率上升周期經常重新考慮其戰略和營運融資選擇，這為選擇相對價值策略增加了投資機會。

本月，我們維持我們多元化配置中各策略的權重。我們的當前配置是：股票多空避險 34%、事件驅動 26%、全球宏觀 16% 和相對價值 24%。欲知更多如何構建另類策略配置的信息，請參考我們的報告《2017 年展望》。

圖 42：股票替代品具保本特性；與全球股票相比具下行捕獲特點*



資料來源：對沖基金研究公司、彭博、渣打；*下行捕獲是在指數下降期間，一項資產相比指數的相對表現，以百分比表示

外匯



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 43：當前市場行情

外匯 (兌美元)	當前水	準 1 個月變動
亞洲 (日本除外)	105.45	-0.3%
澳幣	0.75	-2.0%
歐元	1.09	0.1%
英鎊	1.29	2.7%
日圓	111.26	-0.5%
新加坡幣	1.40	-0.3%

資料來源：彭博、渣打

轉而看好歐元

- 由於政治風險走低和歐洲央行可能取消刺激政策，中期我們轉而看好歐元。
- 我們預計英鎊將穩定在較高匯率區間，但憂慮英國數據近期持續疲弱。
- 日圓可能維持區間盤整，儘管目前接近匯率區間上緣。因此，我們認為日圓近期可能在一定程度上走弱。
- 亞洲 (日本除外) 貨幣目前可能穩定；風險偏好增強之際，馬來西亞幣將表現領先，由於中國央行可能限制人民幣走強，人民幣將表現落後。

圖 44：外匯；關鍵驅動因素和前景

貨幣	觀點	實質利差	風險情緒	商品價格	美元普遍強勢	評論
美元	◆	●	●	不適用	不適用	政策分化程度收斂
歐元	▲	●	●	不適用	●	經濟成長之際政治風險下降
日圓	◆	●	●	不適用	●	投資者情緒持續改善令避險需求面臨壓力
英鎊	◆	●	●	不適用	●	風險下降，但英國央行可能保持政策不變
澳幣、紐幣	◆	●	●	●	●	政策在較長時間內不變
新興市場外幣	◆	NA	●	●	●	風險情緒和商品價格不斷改善

資料來源：彭博、渣打、全球投資委員會

圖例： ● 支持 ● 中性 ● 不支持 ▲ 看好 ▼ 較為看淡 ◆ 中性

我們預計中期歐元將繼續上漲

英鎊可能下行有限

近日日圓可能繼續下跌

對投資者的啟示



進一步下調我們的 12 個月美元前景

- 我們進一步下調我們的美元觀點，目前認為風險偏向下行。我們的前景基於其他地區經濟復甦更確定的前景，而非美國經濟前景黯淡。特別地，我們看到歐元區經濟復甦趨勢強勁的跡象日益明顯，這可能導致歐洲央行縮減貨幣刺激措施。類似地，我們認為中國和其他新興市場的經濟成長可能上升或維持韌性，進而有利該地區貨幣兌美元。
- 中期，5 月的季節性趨勢表明美元在疲弱的第一季之後或收復部分失地。此外，我們相信歐洲央行更可能在年末縮減刺激措施。然而，我們認為美元的任何上揚可能均是曇花一現，應趁機降低投資比重。

外匯



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

歐元—我們預期中期繼續上漲

我們預期中期歐元繼續上漲。我們看好歐元的觀點由兩個主要推動因素。首先，隨著歐元區經濟繼續復甦，年末歐洲央行可能縮減刺激措施。其次，我們相信，進入下半年，與歐元懷疑主義政黨相關的政治風險可能消散。

我們認為，歐洲央行縮減刺激措施可能導致德國國債殖利率上升，（扣除通膨率後）可能收窄利差，有利歐元。其主要風險是歐元區未能持續復甦。近期法國首輪選舉之後，我們認為，歐元懷疑主義政黨在法國掌權的機會率大幅下降。

日圓—短期存在下行空間，中期區間盤整

雖然我們預計日圓短期走弱，但我們認為中期日圓跌幅有限。短期，我們認為對風險資產持續改善的市場情緒可能適度削弱日圓。與歐洲央行不同，我們認為日本央行不太可能縮減政策刺激措施，因其已表示有意允許通膨率超過目標。然而，中期，我們預計日圓跌幅有限，因聯準會的適度升息周期與美國殖利率逐漸上升使日圓缺乏大幅贬值的理由。

英鎊—「英國軟脫歐」將限制下行空間

我們認為，英鎊的多數風險已反映在匯率中。然而，我們傾向認為英鎊大幅上漲的前提是英國經濟出現更強勁復甦的額外證據。英國經濟數據近期出現走弱跡象，這將令英國央行在較長時間內維持適度寬鬆立場。雖然如此，我們亦注意到在政府決定提前選舉之後，英鎊風險情緒改善。我們相信這可能為「英國軟脫歐」奠定基礎，而後者可能限制英鎊下行空間。

圖 45：因素變動—三大工業國貨幣

因素	近期動向
實質利差	美國、歐洲和日本實質利差依然穩定，英國實質利差近期下降
風險情緒	地緣政治憂慮減少和法國大選結果確定之際風險情緒改善
投機部位	繼續適度淨多頭美元，淨空頭日圓，過多淨空頭英鎊，均衡持有歐元

資料來源：彭博、渣打

圖 46：歐元區經濟情緒創危機後新高，而系統風險指標處於最低水準



圖 47：美元/日圓繼續密切追隨美國 10 年期殖利率



外匯



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

澳幣—目前區間盤整

我們可能看到澳幣繼續區間盤整，很可能處於 0.715-0.785 的區間。我們認為，三個關鍵變數是中期澳幣的推動力：1) 鐵礦石價格，2) 當地貨幣政策，以及 3) 聯準會利率前景。

過去數周雖然鐵礦石價格急劇下降，但我們認為這已在意料之中，而且先前價格過度上揚。中國經濟成長和投資前景依然未受影響，我們預計鐵礦石額外下行空間有限。近期澳洲通膨數據支持我們預測的澳洲央行政策不變的前景，但風險可能偏向最終收緊利率。我們認為，聯準會適度升息可能限制澳幣顯著上漲。

亞洲（日本除外）貨幣—轉而更為正向

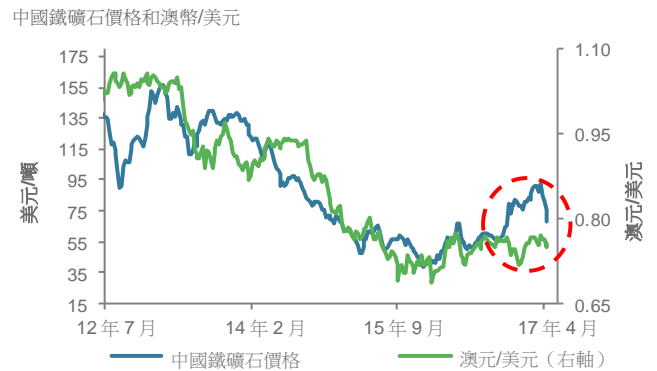
由於中國經濟成長前景溫和看好和聯準會升息程度有限（再升息兩次），我們預計亞洲（日本除外）貨幣依然大致穩定。因為美國當局持更安撫的立場，我們相信目前地緣政治憂慮和貿易衝突相關風險有所緩解。

在亞洲（日本除外）貨幣中，我們轉而看好馬來西亞幣，我們認為多數下行風險已反映在其匯率中，且商品價格上漲、亞洲投資情緒持續改善和美元上行空間有限可能有利。我們亦預計韓圓下行空間有限，認為該地區出口上升是利多因素。我們相信，貿易緊張局勢升溫和美元大幅走強是馬來西亞幣和韓圓的最大風險。

我們相信在亞洲，人民幣可能繼續表現落後其他貨幣。我們的判斷基礎是中國當局繼續專注於支持國內經濟成長，且一旦美元普遍走弱可能限制人民幣走強。新加坡幣的走勢可能追隨其關鍵交易夥伴貨幣，因為新加坡金融監管局在較長時間內維持貨幣政策不變，限制新加坡幣走弱。

我們認為印度盧比將繼續在 64-68 的區間盤整，但我們認為其近期可能已過度上漲。我們認為印度央行將最終實施干預，限制印度盧比上漲。

圖 48：鐵礦石價格儘管急劇下降但仍較高；迄今對澳幣影響有限



資料來源：彭博、渣打

圖 49：亞洲（日本除外）貨幣的變動因素

因素	近期動向
美元	美元近期走弱
中國風險	中國數據繼續令市場意外驚喜
資本流	新興市場資金流依然強勁

資料來源：渣打

圖 50：中國央行不太可能允許人民幣升值，因其可能導致國內融資條件收緊並阻礙經濟成長



資料來源：彭博、渣打

多元資產



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 51：主要多元資產概覽

配置策略表現	自《2017 年展望》發表以來	1 個月報酬率
股債均衡	5.7%	1.7%
多元資產收益	5.2%	1.1%

資料來源：彭博、渣打

資產表現各異

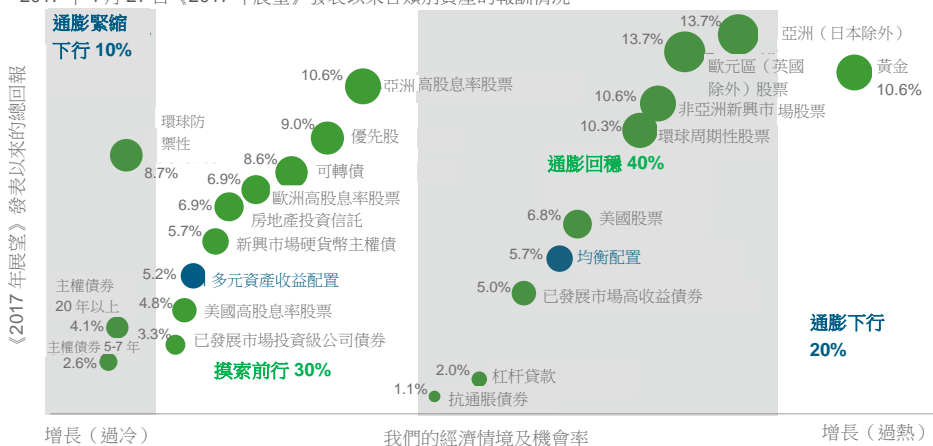
- 在股債均衡配置策略中，投資者應利用近期殖利率拉回降低那些易受利率上升影響的資產投資比重，特別是成熟市場政府債券。
- 對於採用多元資產收益策略的投資者，可轉債、特別股以及房地產投資信託等非核心資產不僅可提供股權投資還可帶來較為優厚的收益，因此可作為向通膨回穩過渡時的投資。
- 考慮到資產市場表現各異，投資時依然可採用情境分析法。雖然我們認為下行情境發生的機會率較低，但隨著本輪經濟周期的逐步推進，配置另類策略可提供一定保護。

冠軍更迭

連續數月位居第二的股債均衡配置策略，上月實現自《2017 年展望》發表以來的報酬率 5.7%，終於追過（雖然差距甚微）多元資產收益配置策略（報酬率 5.2%）。此前的展望報告中，我們將股債均衡配置策略的相對表現作為一項主要投資觀點進行了著重闡述。此次冠軍更迭主要源於傳統股票（股債均衡配置策略的一部分）的表現要優於高收益股票（收益配置策略的一部分）。而上月歐元區股票的表現最為搶眼。

圖 52：《2017 年展望》發表以來資產市場表現各異

2017 年 4 月 27 日《2017 年展望》發表以來各類別資產的報酬情況*



氣泡大小代表該類資產的整體報酬水準
資料來源：巴克萊、摩根大通、標普、MSCI、彭博、渣打

資產市場表現各異表明
情景分析法依然適用

可利用殖利率拉回之際，
轉向配置利率敏感性較低的資產

利用通膨回穩範圍擴大
調整地區股票

對投資者的啟示



多元資產



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

我們的股債均衡配置策略旨在通過通膨回穩情境獲利，而多元資產收益配置策略則受益於摸索前行的情境。可能有人將這一冠軍更迭解釋為通膨回穩範圍的擴大。而我們的投資情境分佈圖（圖 52）卻釋放出了更為複雜的信號。幾類與通膨回穩情境相關的資產類別表現良好（歐元區以及新興市場股票是很好的例證），與之相比，其他幾類與通膨回穩變數密切相關的資產（抗通膨債券、槓桿貸款）則表現平平。

在多元資產收益配置中，包括特別股、房地產投資信託以及可轉債在內的非核心資產在對抗通膨回穩趨勢方面釋放出最強有力的信號。而這幾類資產受益於自身的股權投資（因此使其成為通膨回穩的受益者），其出色表現取決於有利的利率環境。換句話說，成長和企業基本因素的改善以及溫和的通膨情境有利這幾類資產。非核心收益資產的表現重新燃起了大家對摸索前行向通膨回穩情境過渡時的「溫和經濟」情境的討論。

除了釋放的各類信號，自《2017 年展望》發表以來，金價一路飆升（漲幅 10.6%）。除與通膨下行情境（我們認為下行機會率為 20%）密切相關外，地緣政治和美元走強或許亦導致最近一輪暴漲。

我們可以花大量篇幅詳細闡述各種潛在情境。上文中描述的全類信號再度驗證了情境分析法在投資中的重要性。此外，隨著各類情境的演變，投資者應尋找機會對其配置組合進行輪換。我們以此為出發點，對上月報告中闡述的兩大輪動主題進行了回顧。

主題一：利用殖利率的近期拉回，將配置由主權債券轉向優先浮動利率貸款

這一主題上月並未得到充分反映。2017 年 3 月底報告發表後，我們看到美國公債殖利率一路下行。雖然近幾天出現了一定反彈，但美國公債殖利率下行仍有利於主權債券，因此上月主權債券的表現要優於優先浮動利率貸款。儘管如此，我們預計隨著殖利率反彈，這一主題將在未來較長一段時期內逐步得到反映。

主題二：利用通膨回穩範圍擴大調整地區股票

這一輪動的成功主要得益於傳統歐元區股票報酬水準的提高。大部分收益源於法國大選首輪結束後市場信心得到提振。在不考慮避險的情況下，歐元走強亦有利於歐元區股票這一資產類別的整體表現。對於尚未就這一主題採取行動的投資者而言，目前的狀況仍支持這一調整機會。

多元資產



債券



股票



商品



另類策略



外匯



多元資產

圖 53：從三方面評估收益型資產的方法

收益潛力、資本成長和下跌風險

資產類別	收益率	收益潛力	資本成長	下跌風險	評論
固定收益	4.5	●	●	●	投資組合主力，殖利率來源，但依然存在風險
槓桿貸款	5.3	●	●	●	傳統高收益投資具吸引力的替代品；在資本結構上較高收益債券的求償權更優先；報酬上有微小的收益損失；對美國利率變動敏感度較低，但貸款存在贖回風險
公司債券—美國高收益	5.7	●	●	●	評價小幅鬆動，但仍相對充分反映；殖利率具備吸引力；違約率應趨於走低
新興市場硬貨幣主權債券	5.4	●	●	●	鑑於投資級別、高收益債券多元化的風險/報酬，需要精挑細選；對美國利率上升敏感度高，構成風險；商品曝險或為有支持性；評價合理
印度盧比債券	7.4	●	●	●	演繹結構性故事；套利之選；央行改革可靠；國外需求是近期風險；外匯穩定性形成利多，但評價回升令人憂慮
投資級債券*	2.7	●	●	●	投資組合主力，結構性套利；一些投資理念有吸引力，但利率敏感性構成風險
公司債券—成熟市場投資級別*	2.7	●	●	●	殖利率溢價收窄，但價格合理；如聯準會升息周期減緩，公司債券看似有吸引力
公司債券—亞洲投資級別	3.6	●	●	●	謹慎樂觀；評價合理；信貸品質略微改善；主要風險包括中國發行人的集中度高和區域需求減少
抗通膨債券	1.6	●	●	●	作為替代名義主權債券具備投資價值；升息影響與三大工業國主權債券類似，但可抵消美國通膨進一步上升的影響
主權債券	1.4	●	●	●	量化寬鬆計劃為主權債券殖利率提供強勁的穩定之錨，但即使有剩餘價值，也很少。風險包括升息和通膨走高。看好高收益/高品質市場（美國公債、澳幣、紐幣）
股票收益	4.6	●	●	●	收益主要來源，資本成長有適度上行空間
北美	3.3	●	●	●	評價合理或略高；殖利率低；某些產業具備吸引力
歐洲	5.3	●	●	●	評價合理；殖利率可觀；政治風險受全球成長前景持續改善影響而緩解；成長趨勢持續改善
亞洲（日本除外）	4.3	●	●	●	配息較好；精選個股評價有吸引力，但中國/美國成長、盈餘、聯準會和槓桿成為拉回風險
非核心收益	3.9	●	●	●	收益和成長多元化配置
特別股	5.6	●	●	●	殖利率有吸引力，曝險金融行業；由利率上升帶來的風險或不能完全被銀行相關信用的改善所抵消
可轉債	3.7	●	●	●	適度經濟成長和循序漸進的升息對可轉債形成利多。風險：政策失誤
房地產	3.8	●	●	●	殖利率多元化工具，房地產市場穩定；利率上升、某些區域評價過高構成風險。可能大幅拉回
保護性買權	2.3	●	●	●	假設股票上行空間有限，保護性買權是增強收益的有益工具
或有可轉換證券	5.5	●	●	●	由於發行殖利率高，對殖利率持續上升的敏感度相對較低，過去數年銀行信貸品質不斷改善而吸引力強

資料來源：彭博、渣打全球投資委員會

殖利率數據截至 2017 年 4 月 27 日；*殖利率數據截至 2017 年 3 月 31 日。

關於引用指數，請參閱本部分結尾的附註

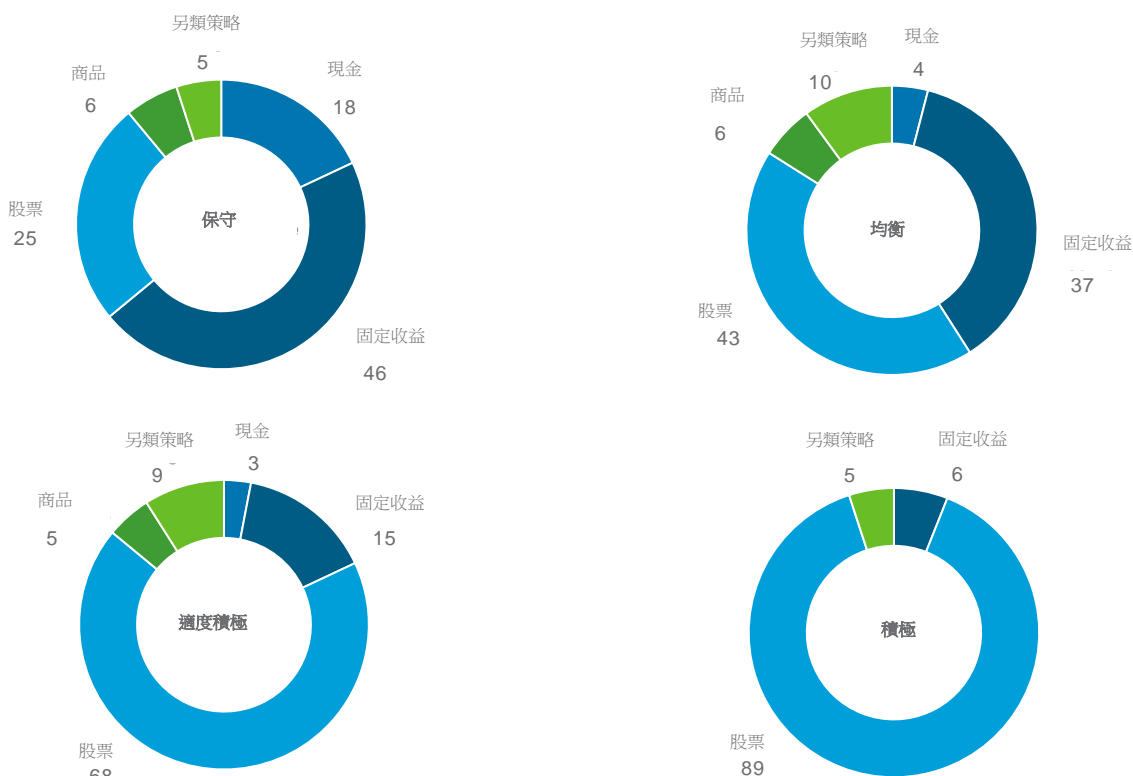
請注意：金融行為監管局（FCA）對向歐洲經濟區居民銷售應急可轉債推出《永久行銷限制》。

圖例： ● 潛力吸引/低風險 ● 潛力適度/中度風險 ● 潛力不吸引/高風險

全球資產配置概要

側重全球的戰術性資產配置 – 2017 年 5 月 (12 個月期)

所有數字均為百分比



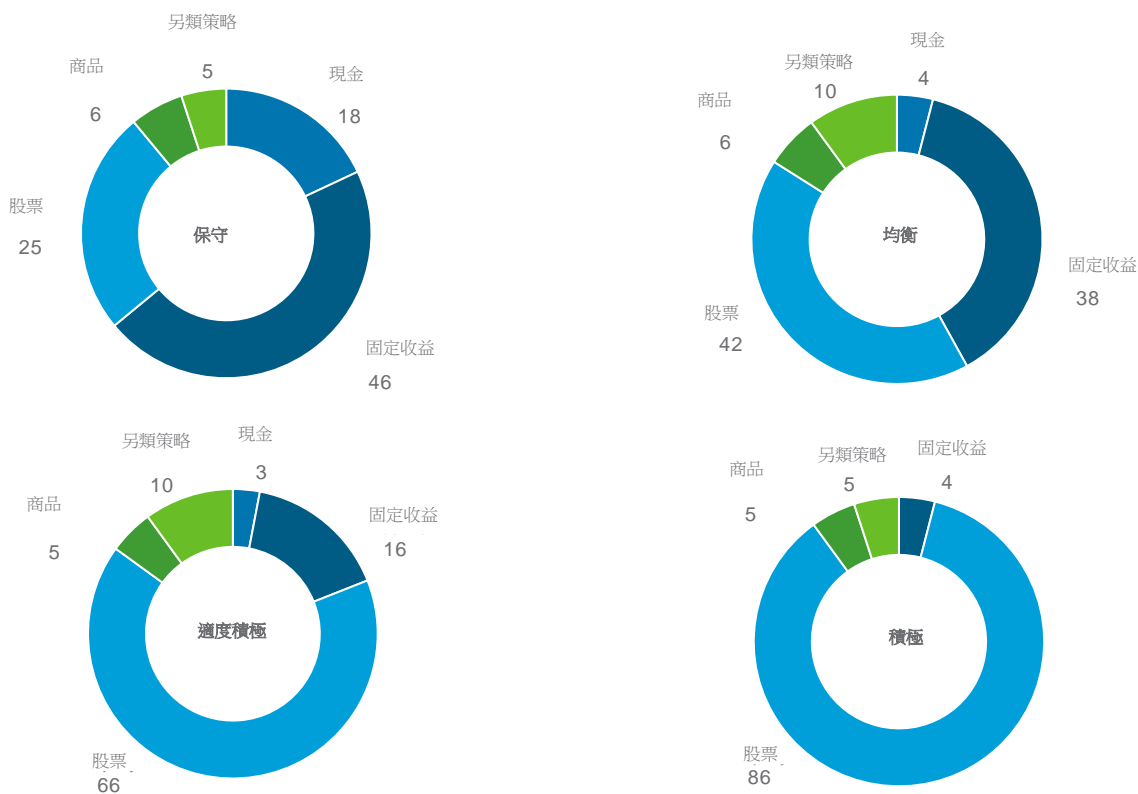
資產類別	地區	相對於 SAA 的觀點	保守	均衡	適度積極	積極
現金及現金等價物	美元現金	減持	18	4	3	0
	成熟市場政府債券	減持	26	21	8	2
成熟市場債券	成熟市場投資級公司債券	中性	10	7	2	0
	成熟市場高收益公司債券	增持	6	5	3	2
	新興市場美元主權債券	中性	4	4	2	2
新興市場債券	新興市場當地貨幣主權債券	中性	0	0	0	0
	亞洲公司美元債券	中性	0	0	0	0
	北美	中性	13	23	37	49
成熟市場股票	歐洲 (英國除外)	增持	7	10	13	17
	英國	減持	0	0	2	2
	日本*	中性	0	3	5	6
新興市場股票	亞洲 (日本除外)	增持	5	7	9	12
	非亞洲新興市場	中性	0	0	2	3
商品	商品	中性	6	6	5	0
另類策略		中性	5	10	9	5

資料來源：彭博、渣打
供說明之用。請參閱本文結尾的披露附錄。

亞洲資產配置概要

側重亞洲的戰術性資產配置 – 2017 年 5 月 (12 個月期)

所有數字均為百分比



資產類別	區域	相對於 SAA 的觀點	保守	均衡	適度積極	積極
現金及現金等價物	美元現金	減持	18	4	3	0
成熟市場債券	成熟市場政府債券	減持	13	10	4	0
	成熟市場投資級別公司債券	中性	5	4	2	0
	成熟市場高收益公司債券	增持	6	5	2	2
新興市場債券	新興市場美元主權債券	中性	7	7	3	0
	新興市場當地貨幣主權債券	中性	8	7	3	2
	亞洲公司美元債券	中性	7	5	2	0
成熟市場股票	北美	中性	7	13	20	27
	歐洲 (英國除外)	增持	7	11	16	20
	英國	減持	0	0	2	2
	日本	中性	0	0	2	2
新興市場股票	亞洲 (日本除外)	增持	9	15	21	28
	非亞洲新興市場	中性	2	3	5	7
商品	商品	中性	6	6	5	5
另類策略		中性	5	10	10	5

資料來源：彭博、渣打
僅供說明。請參閱本文件末尾披露附錄部分。

市場表現回顧 *

-股票	年初至今	1個月
全球股票	8.7%	2.1%
全球高股利收益股票	7.4%	0.9%
成熟市場 (DM)	8.1%	2.2%
新興市場 (EM)	14.1%	1.6%

按國家劃分		
美國	7.4%	2.2%
西歐(當地貨幣)	7.7%	3.0%
西歐(美元)	11.2%	3.5%
日本(當地貨幣)	1.3%	1.6%
日本(美元)	6.3%	0.9%
澳洲	9.8%	1.2%
亞洲(日本除外)	16.2%	2.3%
非洲	9.3%	-0.2%
東歐	2.0%	1.1%
拉丁美洲	11.8%	-0.8%
中東	0.2%	0.5%
中國	16.4%	2.5%
印度	20.0%	4.3%
南韓	18.8%	1.4%
台灣	14.0%	0.6%

按行業劃分		
非必需消費品	11.4%	4.2%
必需消費品	9.0%	1.2%
能源	-5.1%	-0.1%
金融	6.9%	1.9%
醫療保健	10.2%	1.3%
工業	10.4%	3.6%
資訊科技	15.9%	3.2%
原物料	8.5%	1.4%
電信	2.4%	-0.8%
公用事業	7.6%	0.4%
全球地產股票/房地產投資信託	5.6%	2.8%

債券	年初至今	1個月
主權		
全球投資級別主權	2.8%	0.5%
美國主權	1.3%	0.5%
歐洲主權	2.4%	0.9%
新興市場主權強勢貨幣	5.2%	1.2%
新興市場主權當地貨幣	6.9%	0.3%
亞洲新興市場當地貨幣	5.6%	0.1%

信用債		
全球投資級別公司債	2.8%	1.0%
全球高收益公司債	4.8%	1.8%
美國高收益債	3.7%	1.9%
歐洲高收益債	6.3%	1.4%
亞洲高收益公司債	3.1%	0.4%

商品	年初至今	1個月
多元化商品	-4.3%	-0.8%
農業	-4.8%	-2.4%
能源	-14.6%	0.6%
工業金屬	3.4%	-2.7%
貴金屬	8.9%	-0.9%
原油	-12.0%	1.1%
黃金	9.7%	0.8%

外匯 (兌美元)	年初至今	1個月
亞洲(日本除外)	2.4%	-0.3%
澳幣	3.6%	-2.0%
歐元	3.4%	0.1%
英鎊	4.6%	2.7%
日圓	5.2%	-0.5%
新加坡幣	3.6%	-0.3%

另類策略	年初至今	1個月
綜合(所有策略)	2.1%	0.8%
相對價值	1.3%	0.5%
事件驅動	3.7%	1.4%
股票多空部位	3.5%	1.3%
宏觀 CTAs	-0.9%	-0.3%

資料來源：MSCI、摩根大通、巴克萊、花旗集團、道瓊斯、HFRX、富時、彭博、渣打

*除另有說明外，所有表現均以美元計

*年初至今表現的數據從 2016 年 12 月 31 日至 2017 年 4 月 27 日，1 個月表現的數據從 2017 年 3 月 27 日至 2017 年 4 月 27 日

事件日曆



圖例：X - 日期待定 | 歐洲央行 - 歐洲中央銀行 | FOMC - 聯邦公開市場委員會 | 日本央行 - 日本中央銀行

財富管理顧問部刊物



每年

全年展望
重點描述我們的主要年度投資主題、預期表現優異的資產類別以及本年度可能面對的情境。



每月

全球市場展望
每月論述主要投資主題及環球投資委員會對資產配置的觀點。



不定期

市場焦點
分析關鍵市場動態及其對我們投資觀點的潛在影響。



每週

金融市場週報
近期環球金融市場動態及其對我們投資觀點的影響。



每週

外匯策略
每周更新我們對外匯市場的觀點，主要從技術方面進行分析。



不定期

投資概要
重點描述我們的主要年度投資主題、預期表現優異的資產類別以及本年度可能面對的情境。

團隊

我們以經驗和專長助您應付不同市況，並以切實可行的見解助您達成投資目標。

 <p>Alexis Calla* 投資顧問及策略部全球主管、 全球投資委員會主席 Alexis.Calla@sc.com</p>	 <p>Steve Brice* 首席投資策略師 Steve.Brice@sc.com</p>	 <p>Aditya Monappa*, CFA 資產配置及投資組合方案部 主管 Aditya.Monappa@sc.com</p>			
 <p>Clive McDonnell* 股票投資策略部主管 Clive.McDonnell@sc.com</p>	 <p>Audrey Goh, CFA 資產配置及投資組合方案部 董事 Audrey.Goh@sc.com</p>	 <p>Manpreet Gill* 債券、貨幣及商品投資策略部 主管 Manpreet.Gill@sc.com</p>	 <p>Rajat Bhattacharya 投資策略師 Rajat.Bhattacharya@sc.com</p>	 <p>Arun Kelshiker, CFA 資產配置及投資組合方案部 執行董事 Arun.Kelshiker@sc.com</p>	 <p>Tariq Ali, CFA 投資策略師 Tariq.Ali@sc.com</p>
 <p>Abhilash Narayan 投資策略師 Abhilash.Narayan@sc.com</p>	 <p>Trang Nguyen 資產配置及投資組合方案部 分析師 Trang.Nguyen@sc.com</p>	 <p>DJ Cheong 投資策略師 DJ.Cheong@sc.com</p>	 <p>Jeff Chen 資產配置及投資組合方案部 分析師 JeffCC.Chen@sc.com</p>	 <p>Audrey Tan 投資策略師 Audrey.Tan@sc.com</p>	

*全球投資委員會核心投票委員

披露附錄

免責條款

以上資訊僅供一般參考用途，並非投資的依據或投資建議，且無意作為買賣任何證券或金融工具的推介、請求或要約。此文件並非投資決定之依據，投資人在進行任何投資決定之前，應該仔細審閱此檔，並且尋求獨立的法務、稅務以及管理建議。投資人必須與具有合法證照的財務顧問商討合適的投資產品，並應依據您特定的投資目標、財務狀況、任何特殊需要與承受風險的能力再行購買投資產品。此檔僅供一般參考用途，文中的任何投資建議並非針對個別投資者之特殊投資目標、財務狀況或特殊需求。此文件所發佈的資訊乃取自英商渣打銀行(Standard Chartered Bank)認為可靠的來源，該資訊並未經過獨立查證，英商渣打銀行及渣打國際商業銀行並不保證其準確性、且無義務以任何形式擔保來源資訊的完整性，亦不會對該資訊的準確性或完整性承擔任何責任或法律責任。

此文件由渣打集團財富管理(SCB Group Wealth Management)所提供。渣打集團財富管理人員並非從事研究分析，因此在適切的規範之下，此檔非專屬「研究」之意圖。此檔所載之意見可能會改變，或與英商渣打銀行或渣打國際商業銀行其他人員的意見不同，英商渣打銀行及渣打國際商業銀行對任何意見的改變與不同將不做任何通知。此檔之中文版本係由渣打國際商業銀行信託部投資研究顧問組依據渣打集團財富管理發佈之英文版本撰述，如此文件之中英文版本有任何歧異，概以英文版本為主。

英商渣打銀行或渣打國際商業銀行可能涉及此檔所提及的金融工具或其他相關的金融工具。此檔之作者可能已經與英商渣打銀行或渣打國際商業銀行的其他員工、代理機構討論過此檔所涉及的資訊，作者以及上述的英商渣打銀行或渣打國際商業銀行人員可能已經針對涉及資訊採行相關動作(包括針對此檔所提及的資訊與英商渣打銀行或渣打國際商業銀行之客戶作溝通)。

此檔可能涵蓋英商渣打銀行或渣打國際商業銀行欲尋求多次業務往來的公司，以及金融工具發行者。因此，投資人應瞭解此檔資訊可能會因英商渣打銀行或渣打國際商業銀行的利益衝突而反映特定目的。英商渣打銀行或渣打國際商業銀行與其員工(包括已經與作者商討過的有關人員)或客戶可能對此檔所提及的產品或相關金融工具、或相關的衍生性金融商品有利益關係，亦可能透過不同的價格、不同的市場條件獲得部分投資部位，亦有可能與其利益不同或是相反。可能影響包括交易、持有、代理等造市者的相關活動，或財務運行、顧問服務等此檔涉及任何產品的相關行為。英商渣打銀行或渣打國際商業銀行的部分人員或單位元可能透過或取得作者與相關人員無法獲取的非公開的資訊，可能衝擊(正面或負面)此檔所涉及的資訊。

請注意，過去的績效不代表未來的績效。英商渣打銀行及渣打國際商業銀行不對投資價值與收益的下跌、上漲作擔保。此檔主要的目的是提供部份的市場、金融產品之基本資訊。

版權：2017 此檔為渣打國際商業銀行版權所有。版權包含所有提及的數據、文字、文章和資訊之所有權利，並在取得此檔作者與渣打國際商業銀行許可前，不得以任何形式或方法轉發、傳遞或揭露此檔部分或全部之內容。此檔中由協力廠商提供數據的版權亦屬於該協力廠商所有，但其他非屬協力廠商提供數據之版權皆歸渣打國際商業銀行所有，並在以任何形式或方法轉發、傳遞或揭露前，必須取得此檔作者與渣打國際商業銀行之許可。

本檔並非研究報告，亦非由研究單位編製