

## 美联储举措有利股票及收益主题

美国美联储将加息预期延后。此举应会对股票及生财资产产生又一刺激作用。短线波动性可能降低，但今年较后会再升高。

环球及欧洲股票正升近关键阻力位，但基于各种利好基本因素，我们对于向上突破的信心正日益增强。由此会产生颇大的上行风险。

- **美联储增加“耐心”。**美联储对利率前景的看法趋缓。这是因为近期货币环境因美元走强而收紧、近期经济数据回软，以及通胀及通胀预期保持低落。
- **短线波动性可能降低。**基于我们将美国加息预期由 6 月推迟到 9 月，而实际加息时间可能更后，市况保持波动温和的日子可能比先前预期更长。

### 对投资者的意义：

- **股票可能迭创新高。**所谓“七年周期”（“正常”的股票牛市周期为时约 7-8 年）的顾虑可能是杞人忧天。股市通常要在美国货币政策变得紧缩时才会到顶。既然市场预测到 2017 年利率仍会低于 2%，我们相信股市在今后相当一段时间仍有上升余地。
- **欧洲及日本（有货币对冲）是我们的首选地区。**欧洲信贷环境有明显的改善迹象，通常是同时利好经济及股市的先兆。日本方面，实质工资上升，可能有助日本股市摆脱对日元持续走弱的依赖。我们目前对亚洲会保持选择性。
- **收益主题持续受到支持。**美国维持低利率的时间延长，应有利于大部分收益资产的表现。印度卢比及人民币债券显得吸引，高息股票亦然。
- **美元回稳。**美元强势早该出现整固，美联储降低升息预期正好成为催化因素。我们仍然看好美元的较长线走势，但相信盘整格局会维持数周甚至数月。

### 目录

美联储举措有利股票及收益主题	1
市场表现概要	2
投资策略	3
经济及政策展望	4
固定收益—低配	6
股票—超配	7
商品—低配	9
外汇市场	11
免责声明	15

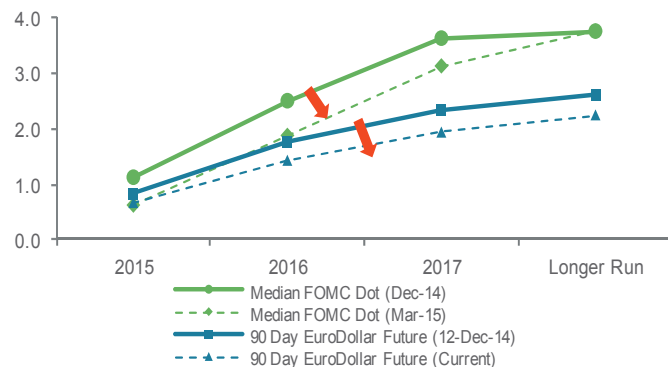


数据来源：BCA Research、渣打银行

<b>Steve Brice</b>	首席策略师
<b>Clive McDonnell</b>	股票投资策略主管
<b>Manpreet Gill</b>	债券投资策略部主管
<b>Adi Monappa, CFA</b>	资产配置及投资组合构建主管
<b>Audrey Goh, CFA</b>	投资策略师
<b>Victor Teo, CFA</b>	投资策略师
<b>Tariq Ali, CFA</b>	投资策略师
<b>Abhilash Narayan</b>	投资策略师

### 美联储及投资者均降低美国升息预期

美联储及投资者的美国利率预测（欧洲美元市场）（%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

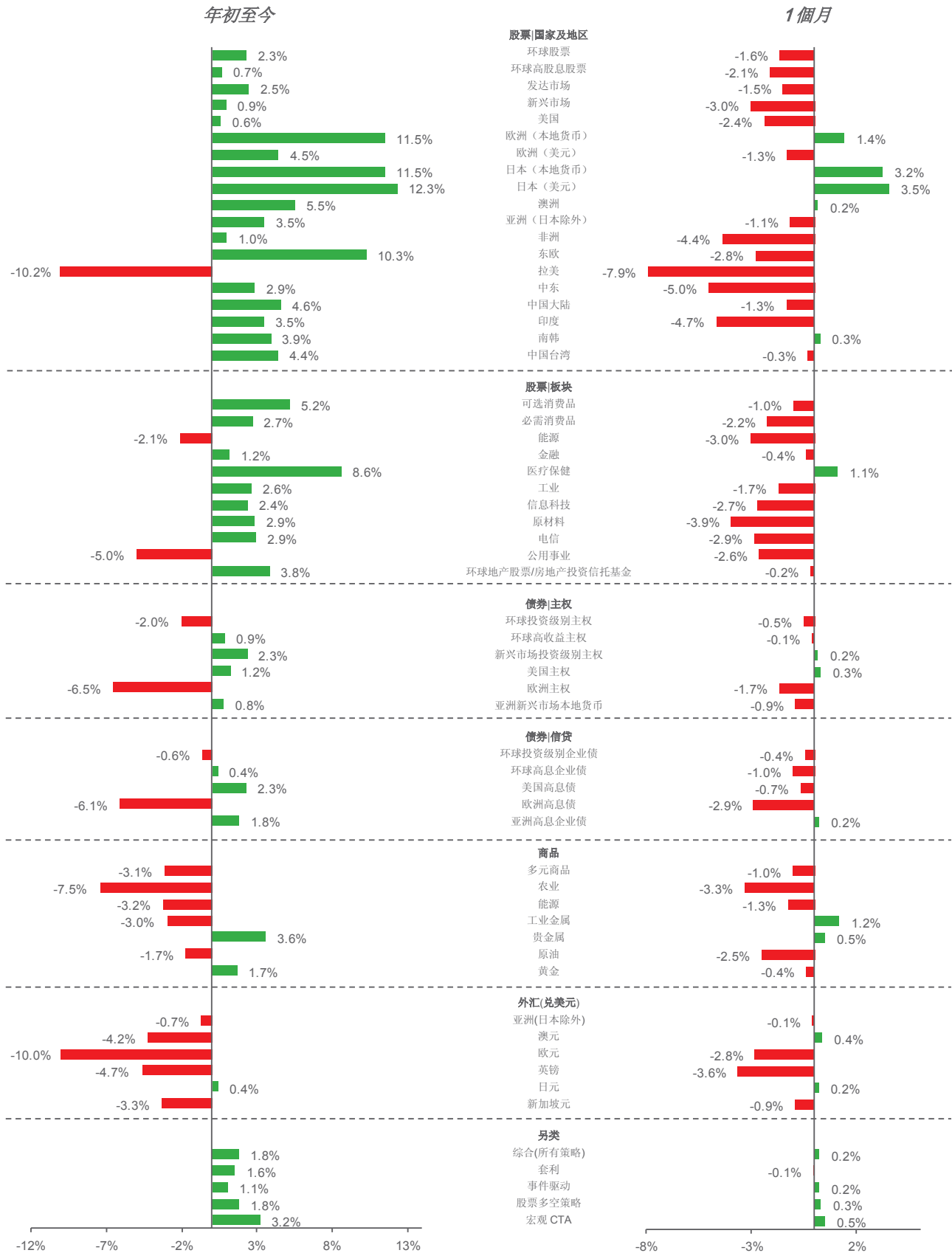
### 美元升势暂停

美元指数—美元即期指数 (DXY) 与亚洲货币加权指数 (ADXY) (反向)



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 市场表现概要 (年初至今及 1 月期) \*



\* 除另有指明外, 所有表现均以美元计。

\*年初至今表现数据由 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 3 月 15 日, 1 个月期表现由 2015 年 2 月 26 日至 3 月 26 日

数据来源: MSCI、摩根大通、巴克莱资本、花旗、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

## 投资策略

- 美联储暗示对于展开加息周期可能会越来越有耐心。现在风险明显地偏向把预期开始加息之期延后。
- 这样一来就利好股票及收益资产。欧洲及日本（有外汇对冲）仍是我们的首选市场，不过美国应该亦会有好表现。在市况波动可能会暂时缓和，然后才恢复升势。
- 美国国债债券利率可能会在较低位徘徊一段更长时间。两年期利率走势扭转，可能导致美元升势停顿，为境内及离岸人民币以及印度卢比债券消减了一个风险来源。

美联储在声明中不再用“耐心”这个字眼，但其他种种迹象都显示美联储会保持甚至增加耐心。美联储降低今后几年的政策利率预测，是因应近期经济数据回软以及工资通胀压力轻微。现在看来，9月才开始加息的成数较高，不过除非美国工资增长不久之后加快，否则有机会进一步押后。

美国利率回落可能导致美元整固。欧洲及日本的利率已降至极低水平，美国（两年期利率）因而受压。这意味着美元短线可能缺乏一个激发升势延续的因素。然而，我们虽然预期短线出现整固，但长线而言仍抱积极观点。

### 对投资者的意义：

- **股票维持超配。**美国零利率不管延长多久，总是利好股票的。我们在有外汇对冲的基础上继续看好欧股及日股，但只要美联储推迟加息，美股亦应可直接得益。
- **美联储若推迟加息，收益资产应可收益。**高息股票应可得益，特别是在股市继续得到有力支持的情况下。另外，美元走强的压力减轻，可能有利于境内及离岸人民币以及印度卢比债券，而中国决策当局看来正致力令人民币汇价维持在一个相对稳定的活动区内，亦属利好因素。
- **季节性及技术性因素是风险所在。**季节性因素可以拖低回报，因为股市在5-9月份期间的平均回报一向较低。欧洲及环球股票正升近关键阻力位，不过我们对于突破关口的信心正日益增强，尤其是在美联储真的延后加息的情况下。
- **在波动减低时迅速把握入市机会。**股票、债券及外汇市场波动性可能会暂时减低，然后再重拾升势。这意味着投资者应在现水平迅速把握机会获取收益。就G10外汇市场而言，英镑波幅从高转低，就是造就大好机会的一个绝佳例子。

资产类别	相对前景	开始日期
现金	UW	2月12日
固定收益	UW	11月1日
股票	OW	12年8月
商品	UW	14年12月
另类投资	OW	13年6月

### 说明

开始日期 - 开始采取该战术性部署的日期

OW - 超配 N - 中性 UW - 低配

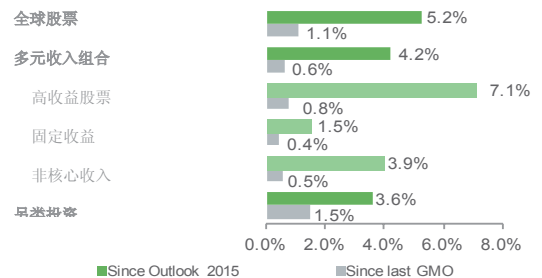
DM - 发达市场

EM - 新兴市场

数据来源：彭博终端、渣打银行

### 看好的 W.I.D.E.N. 主题 2015 年开局良好

自 2015 展望及上期全球市场展望发表以来 W.I.D.E.N. 的表现\*\*



\* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 3 月 25 日期间

数据来源：彭博终端、渣打银行

\*\* 2015 年 2 月 13 日至 2015 年 3 月 25 日期间

\*\* 收入篮子如《2015 年展望 W.I.D.E.N. 拓展投资纬度，探索财富新城》图 60 所示

### 环球股票若升破关键阻力位短线应可看好

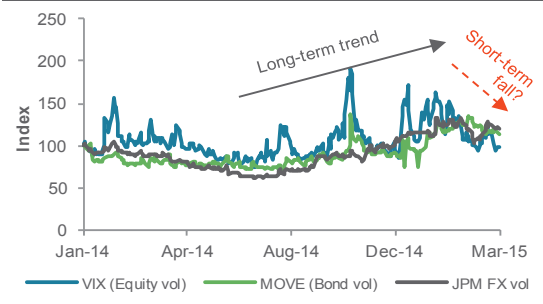
MSCI 世界指数



数据来源：DataStream、渣打银行

### 短线波动性已开始缓和

股票、债券及外汇波动性指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

资产分类	相对前景	开始日期	
现金	UW	12年2月	
固定收益	发达市场投资级	11年1月	
	新兴市场投资级	14年12月	
	发达市场高收益	14年7月	
	新兴市场高收益	14年12月	
	美国	N	15年2月
股票	欧洲	OW*	13年7月
	日本	OW*	14年11月
	亚洲（日本除外）	UW	14年12月
	其他新兴市场	UW	12年8月
	商品	UW	14年12月
另类投资	OW	13年6月	

\*有货币对冲

## 经济及政策展望

美联储对通胀及利率前景的看法趋缓，美国加息预期因而延后。欧洲经济增长估计已见改善。日本方面，重振增长及通胀的关键在于工资上升。全球通胀持续下降，意味着宽松的货币政策可能会维持现状。

- **美联储加息预期推迟至 9 月。** 美联储对通胀、失业率目标及利率前景的看法趋缓。我们现在认为，由于通胀保持低落，到 9 月才加息的成数较高。加息时间将取决于工资上升情况。
- **欧元区尽管呈现通缩，但经济增长及信心俱上升。** 欧洲中央银行实行定量放宽计划后，商业及投资信心同告上升。欧洲央行本月开始购买债券，对流动性环境产生刺激作用。此外再加上欧元走弱，举债成本历来最低，都刺激了信贷增长。然而，物价持续下降，反映区内各地有大量过剩产能。
- **日本工资上升可能提振信心。** 初步迹象显示，雇员平均加薪幅度为 1-2%，是多年来最大加幅。如此幅度的加薪可能会刺激内部消费，提振增长及通胀，令日本中央银行得以暂缓进一步放宽政策。
- **中国、印度及其他新兴市场减息；巴西因货币走弱而须加息。** 中国经济持续放缓，加上商品价格下降，对各地新兴市场的增长形成压力。然而，通胀下降为不少央行创造了放宽空间。我们预期中国及印度会进一步放宽政策。

### 美国：基于工资上升压力轻微美联储软化对利率前景的看法

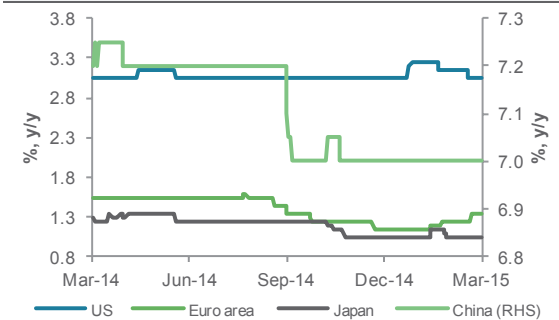
- **就业市道蓬勃，但工资未见上升。** 美国 2 月份再新增 200,000 个职位，是连续 12 个月增长，失业率降至 5.5%，为 2008 年以来最低。然而，工资增长未见上升，自 2010 年以来平均只有 2%。
- **首季增长预测因恶劣天气及强美元而下调。** 首季 GDP 增长预测为 2.2%，显著低于仅仅四个月前的 3%，主要因为恶劣天气打击零售市道，而强美元则有损制造业及出口。此外，能源业投资亦放缓。
- **通胀预期随油价下降。** 2015 年通胀的一致估计由 11 月时的 2.0% 下调至 0.3%。较长期通胀预期经 2 月份短暂回升后亦再告下跌。
- **美联储以工资增长及通胀低落为理由降低利率前景预测。** 美联储主席耶伦表示，工资增长呆滞及通胀前景走弱都是局方将 2015 年年底的利率预测减半、而 2016 及 2017 两年年底的利率预测降低 50 基点的理由之一。美联储亦将其最佳失业率目标由 5.2-5.5% 调降至 5.0-5.2%。
- **美联储预期在 9 月或更后时间加息。** 我们相信，蓬勃的就业市道终必会产生工资上升压力，为 9 月份加息创造条件。然而，加息时间进一步延后的风险仍然存在。

### 欧洲：欧洲央行的量宽有助提振增长，但依然未能摆脱通缩

- **欧元区商业及投资情绪、贷款需求均见改善。** 投资及商业信心以及信贷需求上升，有助提振全区各地的经济增长。欧洲央行将欧元区 2015 年 GDP 增长预测由 1.0% 调升至 1.5%，2016 年则由 1.5% 调升至 1.9%。

### 欧元区增长预期上调，而美国增长预测则下调

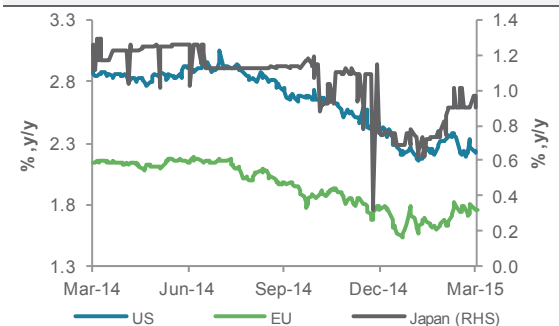
2015 年 GDP 增长的一致预测（按年%）



数据来源：花旗、彭博终端、渣打银行

### 欧元区及美国的长期通胀预期已到谷底，日本则正在回升

5 年时间内的 5 年期通胀预期（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 美国就业创造走势强劲，但工资增长自 2010 年以来平均只有约 2%

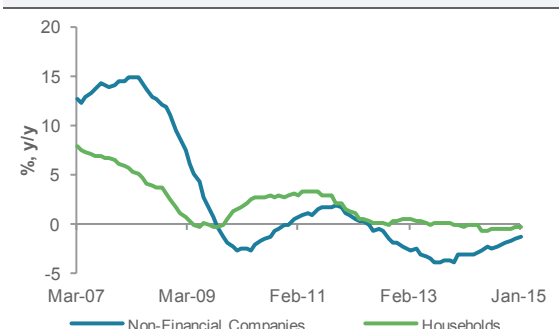
非农业就业职位（千个）；平均时薪（按年%）



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 欧元区贷款正逐渐回升

对非金融类公司及家庭的贷款 (%)



数据来源：彭博终端、渣打银行



- **欧洲央行计划量宽扭转形势。**自年初以来经济情绪好转，此与欧洲央行在 1 月份宣布并在 3 月起实施的史无前例的买债计划息息相关。欧元区信贷需求上升是关键所在，因为信贷需求一向与经济加快增长以及风险资产价格回升紧密相关。
- **德国带头复苏，其他国家迎头赶上。**德国是区内最大经济体，所欧元下跌德国受惠最多。然而，欧元区其他主要经济体如法国、意大利、西班牙等的情况亦已开始改善，主要是得力于服务业。
- **消费及生产物价降势持续。**欧元区消费物价到 2 月份已是连续第三个月收缩，而生产物价（自 2013 年开始收缩）亦下降。通胀下降突显劳动市场供应过剩，有大量剩余产能。
- **欧洲央行的通胀预测意味着量宽到 2016 年仍会持续。**欧洲央行将 2015 年消费通胀预测上调至 1.5%，2016 年上调至 1.8%。经上调的预测仍低于欧洲央行定下的 2%通胀目标，意味着央行可能有必要在 2016 年一段时间甚至更长时期内继续推行量宽。
- **希腊情况虽不确定但不大可能阻碍欧元区复苏。**虽然挽救希腊的谈判可能旷日持久，形成短期不确定因素，但我们并不预期欧元区的复苏苗头会因此而被扼杀。

#### 日本：强劲的工资增长可刺激消费者信心

- **雇主答应加薪幅度之大多年未见。**日本的雇员今年有望获得平均 1-2% 的加薪，若如此，则是多年来最大的加幅，应有助缓解去年提高销售税的影响，提振消费及通胀预期。
- **日本央行现阶段可能会暂缓进一步放宽政策。**日本当局要求的工资加幅是至少 1%。若实际加幅大于预期，通胀可能会回升，到 2016 年接近 2% 的央行目标。因此，日本央行现阶段可能会按兵不动。

#### 中国：李克强总理承诺会在经济放缓及就业时提供支持

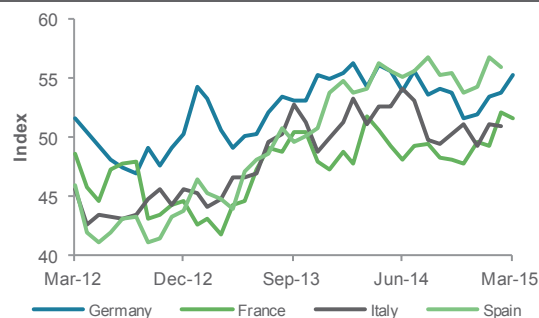
- **增长及通胀放缓意味着需要加大刺激力度。**调查显示，中国制造业 3 月份呈现收缩，而 2 月份贷款、零售及投资均见放缓。消费通胀接近五年来低位，而生产价格自 2012 年起持续下降。
- **在增长持续放缓下政策应会进一步放宽。**由于增长放缓，而通胀一直低于政府定下的 3% 目标，当局可能会再减息并调降银行存款准备金率，以达致 7% 的 GDP 增长目标。

#### 其他新兴市场：印度通过重大改革措施，但土地法案遭遇阻力

- **印度国会批准保险业、矿业及煤炭业自由化法案。**此等改革法案获通过，是莫迪政府的一大胜利。然而，推动基建项目上马所必需的土地征收法案却遭到反对派抵制。
- **低通胀让亚洲区央行得以放宽政策。**中国、印度、南韩、泰国、印度尼西亚等过去一月先后减息。我们预期印度及新加坡会进一步放宽政策，因为通胀下降为应对增长放缓创造了空间。
- **为应对汇价急泻，巴西六个月内四度加息。**自去年 10 月以来，巴西四度调升关键利率，以对抗通胀上升并捍卫本国货币：雷亚尔汇价过去一年急泻了 26%。由于商品价格持续下滑，信贷评级下调的可能性正在增加。

#### 欧元区主要经济体的采购经理指数 (PMI) 呈上升趋势

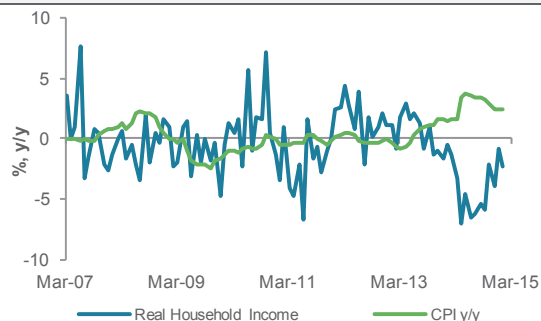
欧元区主要成员国的采购经理指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

#### 日本工资上升加上通胀下降可能推高 2015 年的实质工资增长

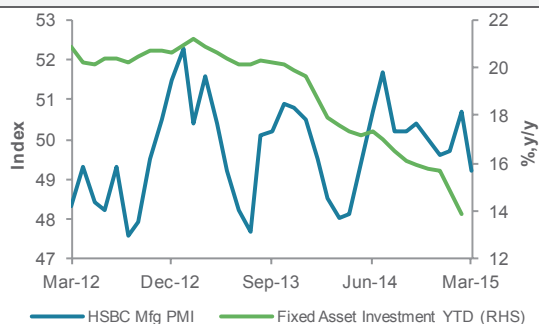
家庭实质工资 (按年%)，CPI (按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

#### 中国制造业 3 月份呈现收缩，而固定资产投资则继续放缓

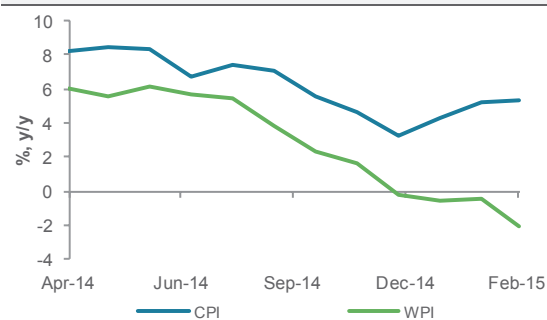
制造业 PMI 预览值及固定资产投资 (年初至今，按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

#### 印度通胀下降有助央行维宽松立场

印度消费及批发物价指数 (按年%)



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 固定收益—低配

- 基于我们认为美联储会延后加息，我们预期利率会在低位徘徊一段更长时间。我们亦继续看好公司信贷多于主权债务。
- 我们首选的债券资产类别仍是境内及离岸人民币、印度卢比本地货币以及新兴市场投资级主权债券。

### G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **美国国库债券利率可能会在低位徘徊一段更长时间。**我们的看法是基于两个因素。第一，美联储近期的言论令我们相信局方可能会押后开始加息的时间。美国国库债券的上升压力因而会减轻。第二，欧洲央行的买债计划推低了欧洲主权债券利率，大量债务若非负息就是接近零息。美国国库债券的相对吸引力促使投资者倾向持有美债多于欧洲政府债券，所以尽管美国可能今年较后时会加息，美债利率却未见上升。
- **美元主权债券方面，我们看好新兴市场投资级债券。**新兴市场投资级债券是 2015 年年初至今表现最佳的债券资产类别之一，并未受巴西及土耳其方面的顾虑影响。我们相信这是因为不少顾虑已是众所周知，可能已反映在市场价格之上。
- **我们倾向选择性持有新兴市场高收益政府债券。**虽然此类债券并不昂贵，但我们认为这是合理现象，因为毕竟存在俄罗斯、委内瑞拉以及乌克兰方面的风险。我们维持中性观点，并倾向在整个新兴市场债券配置中选择性持有此类债券。

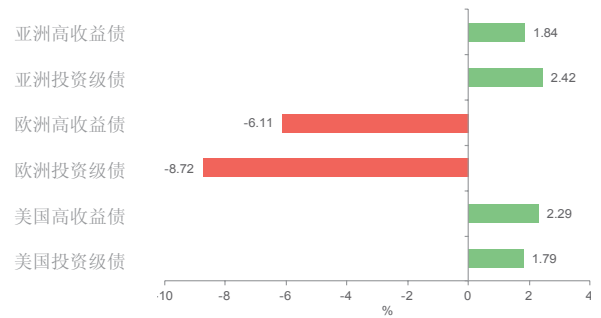
### 亚洲本地货币债券

- **我们继续看好境内及离岸人民币债券。**此等债券的利率仍然吸引，而且有资本增值潜力。人民币现已是决定总回报的关键因素。综合考虑这三个回报因素之下，发觉在大多数情境下绝对回报都可能是正数。只有在政策促成汇价走弱的情况下，总回报才会向负区域倾斜，但我们相信目前不大可能（请参阅第 10-11 页的货币观点）。

### 公司信贷（美元）

- **我们亦继续看好公司信贷多于主权债务。**低息维持更长时间固然利好主权债券，但同样亦有利于公司信贷。我们基于当前利息溢价而倾向投资于后者。
- **我们对于亚洲公司信贷仍然感到放心。**我们一直意识到，作为此范畴内一大成分的中国信贷的风险正在增加。但话虽如此，相对于其他主要地区，亚洲公司信贷息差近年的波动性较低。我们继续倾向在一个适当分散的投资组合内采取中性的比重配置。
- **发达市场高收益公司债券维持基准配置。**息差可能较阔，但我们认为合理，因为信贷质量转差。虽然欧洲央行的买债计划令宏观环境较为有利于欧洲高收益，但与美债相比，欧债亦较为昂贵；信贷息差低于长期平均。我们仍然认为应该将高收益债券的配置与基准保持一致，从而以当前利率抵销此等风险。

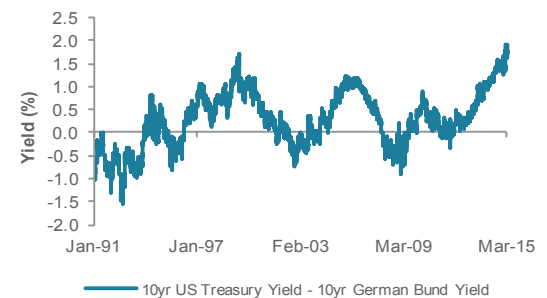
### 固定收益年初至今表现\*（美元）



\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 3 月 26 日期间  
 数据来源：巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行。指数为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧元综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信贷指数

### 10 年期美国国库债券与 10 年期德国政府债券的利息差正接近历史高位

美国国库债券利率与德国政府债券 10 年期



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 亚洲公司信贷息差近年相当稳定

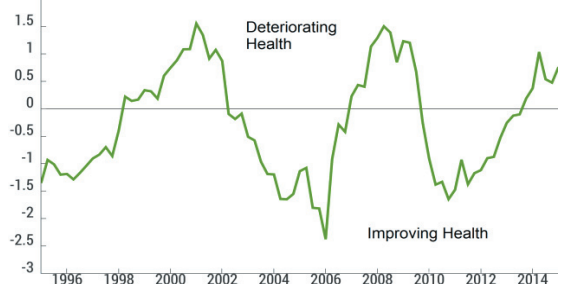
JACI 信贷息差



数据来源：彭博终端、渣打银行

### 美国公司信贷质量整体正在转差

BCA 美国公司健康指标



数据来源：BCA、渣打银行

## 股票—超配

- **环球股票维持看好。**对于股市7年周期的顾虑可能是杞人忧天。我们预期股价会再突破高位，即使回落也可能为时短暂。我们看好的市场依次为欧洲及日本（均有货币对冲），其次是美国及亚洲（日本除外）。
- **我们预期欧股及日股在有货币对冲下有进一步上升空间。**相对于美国而言，经济数据正在改善，所以年初至今表现大幅领先。由于两者都已接近潜在技术性阻力关口，我们预期会有短线回落，为投资者造就吸纳良机。
- **在亚洲（日本除外）区内要保持选择性。**美联储把开始加息时间延后，对区内投资情绪可能有颇大支持。我们看好四个市场：中国、印度、台湾、泰国。

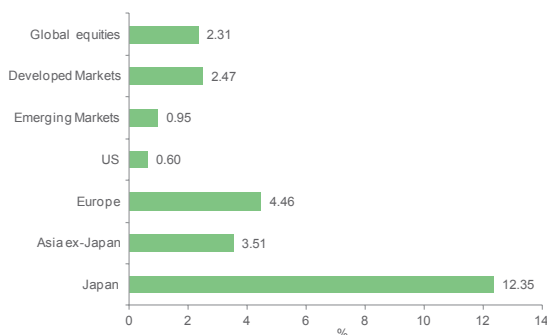
## 环球股票仍有上升空间

- **我们相信对于股市7年周期的顾虑可能是杞人忧天。**通常只有在货币环境大为紧缩或者出现经济衰退时，股市才会到顶。我们重点举出三个指标，都继续支持我们对股票的积极观点：
  - 1) **增长：**回顾历史，自1960年以来，历次出现经济衰退时股市都会大幅下挫。除个别新兴市场国家外，全球经济在今后两年陷入衰退的可能性甚低。全球GDP增长可望加快，近期的预测已在向上修订。在欧洲及日本的增长带动下，我们预期有惊喜空间，而美国的基础仍然稳固。在此情况下，风险资产类别如股票等应会继续得到支持。
  - 2) **利率：**当利率趋紧并高于其中性水平时，股市表现总是欠佳的。姑勿论中性利率水平为何言人人殊，就算开始加息，最初几次一般都不会颠覆股市表现，只是可能有短线市况波动而已。我们认为每当市况回落，都是投资者超配股票的良机。
  - 3) **估值：**虽然绝对市盈率仍高企于16倍的12个月远期水平，但环球股票相对于债券利率仍具价值。此外，相对于以往通胀水平相若的时期，现时的市盈率亦较低。

## 盈利趋势分歧促成欧元区及日本表现领先

- **欧洲公司盈利修订比率为2012年以来最高。**这主要是欧元急挫推升出口类公司盈利所致。由于大部分信贷及增长指数都在改善，我们预期盈利向上修订之势会持续，利好欧洲股票。
- **日元跌势未见加剧但日股仍表现领先。**这是反映日股升势可持续的利好讯号，说明升市是由国内买盘（政府养老金投资基金(GPIF)及日本央行）推动。各大制造商与工会快将进行周年工资谈判，预计实质工资会上升，而通胀则在下降。
- **日本公司盈利一致预测仍是向上修订，**皆因利润率上升，而且股份回购及派息增加。已有几家公司宣布增加派息以及加快回购股份，对市场气氛应该续有支持作用。

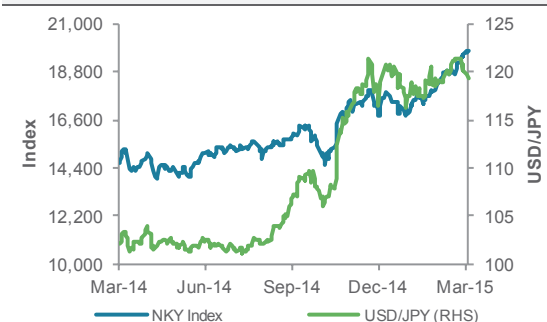
## 年初至今股市表现\*（美元）更新



\* 2014年12月31日至2015年3月26日期间  
数据来源：彭博终端、渣打银行。MSCI指数均为美元总回报

## 日本股市在日元弱勢受限制下仍能表现领先

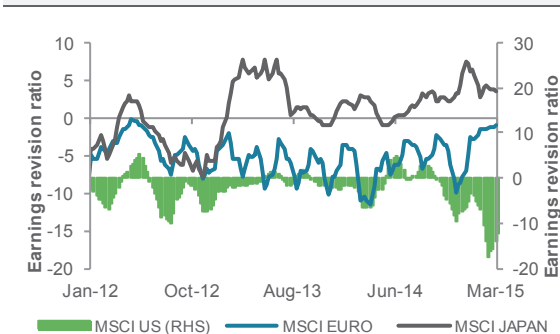
日经指数与美元兑日元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 欧洲及日本公司盈利预测上调促成相对于美股表现领先

美国、欧洲与日本的盈利修订比率



数据来源：Datastream、渣打银行

- 我们仍然看好美股，预期今后 12 个月会有正数回报。虽然美元强势压抑盈利，但美联储上周发表的温和言论对短线市场气氛可能有支持作用。我们首选以国内业务为主的公司。

## 对亚洲保持选择性

- 憧憬放宽力度加大，中国股票可望得到支持。**由于增长再度放缓，我们预期决策当局会调降存款准备金率及利率。近期有消息指当局容许地方政府以其高息债务交换较低息债券，若然应可在短期内减低对银行业信贷风险的忧虑。
- 深港通预计下半年开通。**深圳证交所流通性高于上海证交所，上市公司数目也较多。深证有别于上证之处，是以科技、消费及医疗保健板块占显著比重，而中国经济结构正朝向消费型调整，此等板块应可从中得益。我们正密切注视这方面的发展。
- 印度股市近期回落造就吸纳机会。**印度央行出乎意料地今年第二度减息，增长势头应可持续，尤其是基建及银行业方面。我们留意到估值已见回落，孟买指数 12 个月远期市盈率现为 15.7 倍，接近历史平均水平。
- 新加坡及香港股市短线可获支持。**在新、港股市占可观比重的房地产板块，在利率上升期间往往表现落后。利率周期往往又跟随美国。美联储押后加息应有短线刺激作用。然而，我们在 12 个月期内抱低配观点，因为预计利率终必上升。新加坡金管局可能放宽货币政策，推升国内利率。（详情请参阅第 11 页）

## 能源股有若干抄底活动

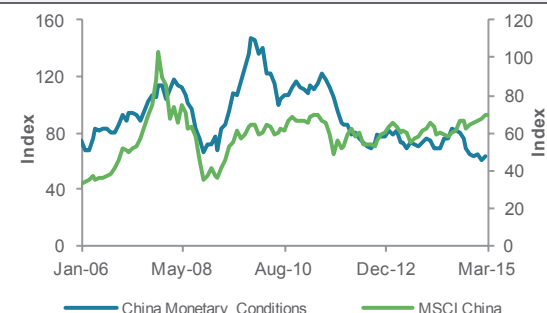
- 自 2014 年中油价下跌以来，环球能源股累积下挫约 30%。一致盈利预测大幅下调，分析员现时预计今后 12 个月每股盈利增长按年为-31%，差于 2009 年 3 月的 30%。我们在 12 个月期内仍抱低配观点。我们相信油价最终都会从今日的水位回升，但持续反弹何时出现仍是未知之数，也许要到存货开始下降之后。我们认为以下因素应该利好能源股：
  - 大油企开始削减资本开支计划，致力遵守资本纪律及维护股东价值。这样应有助管控杠杆率、创造自由现金流以及降低减派股息风险。
  - 该板块对收益型及价值型投资者日益显得吸引。估值区间低端的派息率达 3.6%。我们仍然集中投资于综合性大油企，因为在油价下跌期间其盈利往往较为强韧，但我们承认个别上游公司亦有投资价值。

## 小结：

虽然各主要指数正接近关键阻力水位，但我们预期只会出现短暂回落。股市很少会在头几次加息时见顶。我们主张投资者每当市况回落时都趁机吸纳股票，尤其是在有货币对冲下吸纳欧股及日股。

## 市场期待更多放宽措施

中国货币状况与 MSCI 中国指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 孟买指数现正处于短线支持位

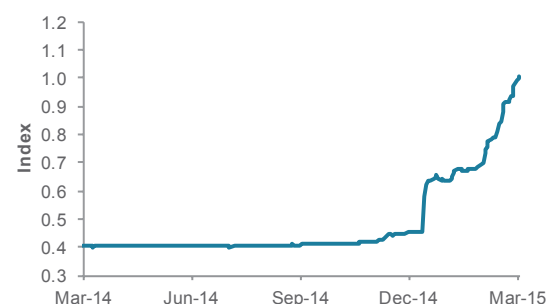
孟买指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 利率急升预计会对房地产相关公司产生不利影响

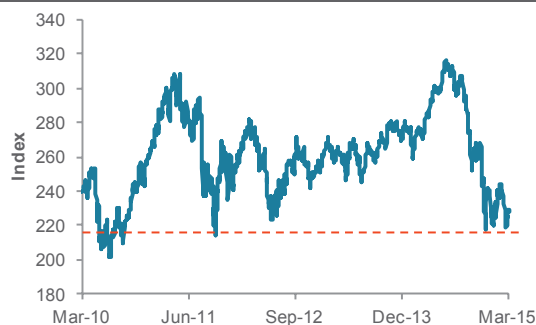
新加坡 3 月期银行同业拆息



数据来源：路透社、渣打银行

## 能源板块对收益型及价值型投资者显得吸引

MSCI 所有国家世界能源指数



数据来源：彭博终端、渣打银行



## 商品—低配

- 油价可能反弹，但是在数月抑或数年后却是未知之数。短线而言，一旦地缘政治风险缓和，油价可能会进一步走弱。
- 我们预期金价短线会维持牛皮格局，但在 12 个月期内会拾级而下。

能源在商品配置中维持中性，并预期短线价格下行。虽然油价正处于 2009 年以来最低水平，但我们认为从现价位仍存在有限的下行空间。然而，我们亦要强调，油价何时会显著回升仍难确定。

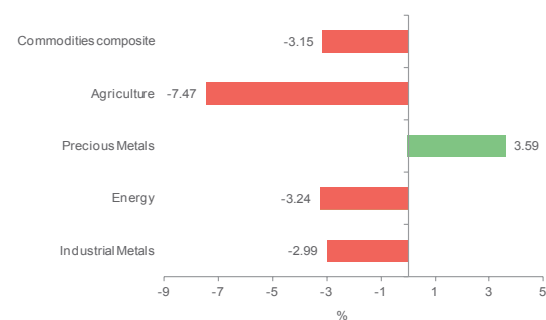
我们认为油市现时情况主要是供应而非需求的问题。因此，供货商何时会因应现价作出调整仍难确定。至今为止，我们并未见到供货商有大幅度减产的迹象。有关地缘政治风险上升的报道（最近期是也门及尼日利亚方面）可能会令油价短暂上升。然而，只要没有任何导致供应大规模中断的事件发生，我们相信即使因此反弹亦只会是昙花一现。

美国石油存货是观察供应变动的指标之一。以量计，石油存货正接近有统计数据以来的最高水平。由于存货量在一定程度上仍低于最高储存容量，我们并不排除短期内供应过剩情况进一步恶化的可能性。大体而言，尽管油价跌幅已经颇大，但由于风险回报组合欠理想，我们认为不宜就油价即将反弹而作部署。

黄金在商品配置中维持中性，我们预期金价有不太大的下行空间。我们预期金价在现水平有不太大的下行空间。从供求角度看，我们并不预期任何一方会有大变动。需求方面，投资者对黄金仍然缺乏兴趣。黄金 ETF 的持有量经 2 月份上升后，到 3 月又减少。供应方面，黄金存货量低于 2014 年水平，但高于 2013 年，当时金价曾上升至每盎司 1,400 美元。

从宏观经济角度看，大环境不见得有利金价在今后 12 个月强力上升。美联储可能加息，美元强势终会再现，都仍然是主要的阻力所在。不过就短线而言，若美联储延后加息或者美元短线整固，都可以限制下行空间。因此，我们预期金价短线会在 1,100-1,300 美元区间内上落。

## 年初至今的商品表现\* (美元)

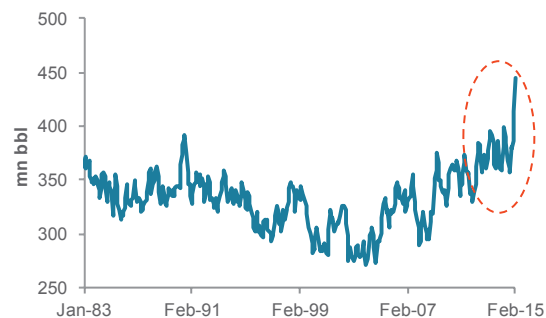


\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 3 月 26 日期间

数据来源：道琼斯-瑞银、彭博终端、渣打银行  
道琼斯-瑞银、道琼斯-瑞银农业、道琼斯-瑞银贵金属、道琼斯-瑞银能源、道琼斯-瑞银工业金属

## 美国原油存货处于历来高位，反映供应过剩

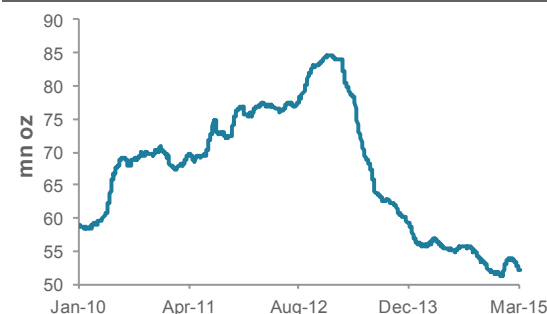
## 美国总原油存货量



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 投资者对黄金仍然缺乏兴趣；黄金 ETF 未见有显著的资金流入

## 黄金 ETF 已知持有总量



数据来源：彭博终端、渣打银行

工业金属在商品配置中维持中性，我们预期价格有不太大的下行空间。我们预期贱金属价格会保持疲弱，供求形势不会有显著变动。需求方面，中国的贱金属需求疲弱，皆因住宅及商业投资减少。供应方面，铁矿石及铝存货虽然低于最高位，但相对于历史水平仍然显著偏高。铜方面，2015 年存货增幅颇大，反映需求进一步下降。整体而言，虽然供求形势仍然欠佳，但大部分不利因素可能已反映在贱金属价格的显著跌幅之上。

**我们对农产品维持中性。**大体上，2014 年高企的存货水平对价格仍然构成下降压力。玉米价格已开始回升，现处于接近 2015 年的最高位。小麦及棉花价格保持牛皮，而糖价则持续趋跌。整体而言，由于需求稍见改善，我们预期农业商品价格会从去年水平略微上升。

铜存货量正在增加，铁矿石存货量保持高企  
铁矿石及铜存货量



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 外汇市场

- 我们仍然预期美元在 12 个月期内可维持温和强势，但期间应有一个横向整固阶段。
- 投资者可把握当前的波动水平获取收益。英镑波动水平升高，就是机会之一。

### 美元：我们中期看温和上升

我们预期美元在 12 个月期内可维持温和强势。我们相信美元强势已大致全面显露，因为美元指数自 2014 年 7 月以来毕竟已有约 22% 的升幅。然而，由于美国与其他主要国家的利率差距可望进一步收窄，我们相信美元仍有不太大的上升余地。如我们在 2015 年展望所指出，美元可能正处于一个结构性、长达多年的升势。除了 80 年代初与 90 年代末外，美元以往历次升势都及不上这次长（见图）。我们认为，美国与各主要发达市场及新兴市场国家经济及货币政策分歧之大是前所未见的。以此而论，我们认为美元近期甚为强劲的升势不算异常。然而，我们明白美元每次结构性升势的升幅是不尽相同的。

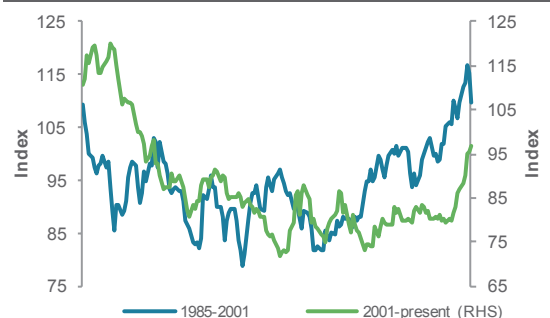
### 短期

指少于 3 个月的时限

### 中期

指 6-12 个月的时限

当前美元升势的格局与以往的结构性升势相符  
美元指数（1985-2001 年、2001 年至今）



数据来源：彭博终端、渣打银行

正如我们在上月所指出，在极度投机性仓位部署下，美元近期回落是意料中事。因此，短线呈现横向整固并不出奇。我们认为，倘若美联储快将加息，就会是美元强势更上层楼的主要催化因素。

#### 欧元及日元：我们中期看跌。

我们预期欧元及日元的跌势在中期内会稍为延长。我们认为两者的汇价可能都已反映当前政策放宽的影响，是否进一步走弱将视乎美元强势是否会再增强。然而，我们的观点有一大失准风险，就是两地股市的资金流入抵销了债务外流。

#### 英镑：我们维持中期中性

我们对英镑 12 个月前景的看法维持中性，但强调短线存在下行风险。目前，市场高度关注 5 月份举行的下届英国国会选举。由于结果难料，英镑弱势持续，波动性触及苏格兰公投以来的最高水平。我们认为，选举过后，关注焦点可能会重投到经济基本因素上，而这方面英国是优于欧洲或日本的。我们仍然预期英国会在美联储加息后一至两季跟随。

#### 商品货币：我们对澳元及纽元维持看淡

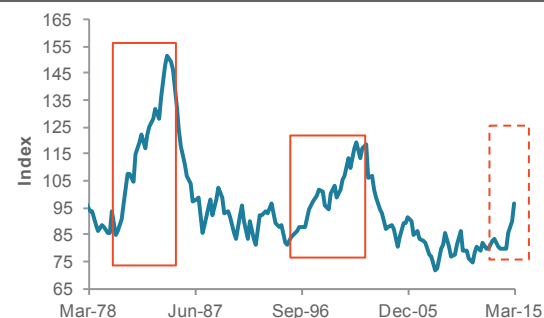
我们对澳元及纽元中线看跌。我们认为有三个因素可能会令澳元及纽元持续受压。第一，两国央行可能会放宽政策，从而令两者的息差优势进一步削弱。第二，商品价格走弱影响所及，可能会压抑出口价格。最后，美联储开始加息前后，汇率波动终必增加，进一步压抑套息交易。因此，我们认为澳元及纽元近期上升正好造就低配两者的机会。

#### 新加坡元：我们中期转向稍为看淡（先前为中性）

我们预期坡元中线会进一步走弱。我们认为，新加坡金融管理局可能会在 4 月份的下次会议上放宽政策。具体而言，金管局可选择进一步降低其名义有效汇率 (NEER) 政策区间的坡度、将区间降低，或者扩阔区间。在这三种情况下，坡元都可能会进一步走弱。然而，我们认为金管局不大可能会发出让坡元走弱形成趋势的讯号，因为这样可能会导致国内短期利率急升，产生抵销作用。整体而言，制造业、楼市及通胀数据自去年起都显著转差。通胀现已连续第四个月处于负区域，而制造业采购经理指数则继续反映其处于收缩状态。

#### 当前美元升势的格局与以往的巨型升势相符

##### 美元指数



数据来源：彭博终端、渣打银行

#### 澳元：商品价格持续下跌可能令澳元继续受压

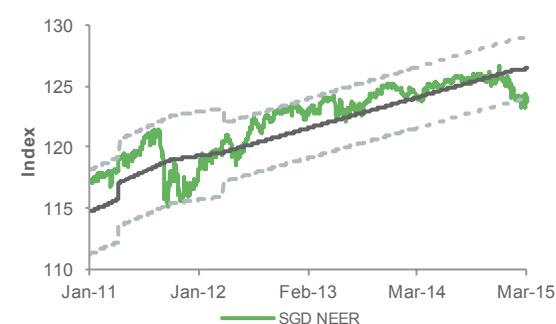
##### 澳洲央行商品价格指数与澳元兑美元汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

#### 新加坡元：贸易加权汇率处于区间底部，是放宽政策预期高涨的讯号

##### 坡元 NEER 政策区间



数据来源：彭博终端、渣打银行



## 其他亚洲（日本除外）货币：我们维持中期中性

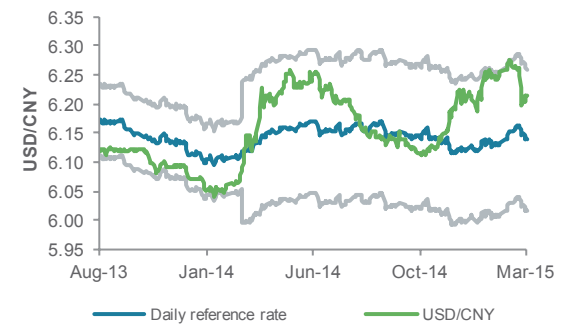
至于其他亚洲（日本除外）货币，我们相对上较为看好印度卢比，并预期马来西亚元会进一步走弱。我们对韩元及新台币的观点转向中性（先前为中度看淡）。我们对人民币、印度尼西亚盾、泰铢及菲律宾披索维持中性立场。

印度卢比方面，我们预期持续支持汇价的因素在于良好的收支结余状况、货币政策放宽为经济增长增添的刺激作用，以及高企的绝对利率。人民币方面，尽管美元走势强劲，我们至今仍看不到有迹象显示决策当局有意令人民币持续走弱。我们相信，中国当局大体上较为着重于较长期的改革（如增强信心以及提高人民币的国际地位），而非藉人民币贬值获取短期收益。

一如我们预期日元只会稍为走弱，我们并不相信南韩及台湾的决策当局有任何有力理据要推低本身的货币。反而，我们预期决策当局会在经济活动进一步转弱时以减息应对。至于马来西亚，出口价格随商品价格下跌，加上信贷评级可能下调，都意味着马元今后会进一步走弱。

## 人民币：并无迹象显示有一贯政策推动人民币贬值

人民银行每日参考汇率、政策交易区间与美元兑人民币汇率



数据来源：彭博终端、渣打银行

## 免责声明

本文件并非研究材料，未按有关促进投资研究独立性的法律要求进行编制，不受制于任何有关在发布投资研究报告前叙作交易的禁止性规定。本文件不代表渣打银行的任何部门，特别是其全球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853年英皇制诰》（编号ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，公司总部位于英国伦敦Basinghall大街1号（EC2V 5DD）。渣打银行由审慎监管局（Prudential Regulation Authority）授权并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局的监管。

在迪拜国际金融中心（DIFC），由渣打DIFC（Standard Chartered Bank DIFC）代表产品和/或发行人分发所附材料。渣打DIFC由迪拜金融管理局（DFSA）监管并获授权向符合迪拜金融管理局有关资格标准的专业客户提供金融产品及服务，但迪拜国际金融中心或其它司法管辖区内零售客户一般可享受的保障及赔偿权利不会提供给迪拜国际金融中心内的专业客户。

渣打银行各分支机构、子公司及关联企业（统称“渣打银行”）可根据当地监管要求，在全球范围内开展银行业务。在有任何渣打银行所属实体存在的司法管辖区内，本文件由当地的渣打银行所属实体分发，并归属其所有。由本文件引发或与本文件有关的任何事宜，任何司法管辖区内的收件人均应联络当地的渣打银行所属实体了解详情。渣打银行某些分支机构、子公司及关联企业可能只提供部分产品和服务。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其它金融工具订立任何交易或采用任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或建议。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或群体的具体投资目标、财务状况、特定需求等，亦非专为任何特定人士或群体编制。

观点、预测和估计仅为渣打银行编制本文件时的意见，可能不经通知而随时变更。过往业绩并不代表未来表现，亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。本文件中对于利率、汇率或价格的未来走势或者未来可能出现的事件或情形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走势或者未来实际发生的事件或情形（视情况而定）。

本文件没有也不会任何司法管辖区注册为招股章程，且未经任何监管机关根据任何法规认可。渣打银行不以明示、暗示、法定等任何形式针对，包括但不限于，本文件的准确性或其中包含或提及的任何信息的完整性作出陈述或保证。

本文件分发时已明示，尽管其所含信息据信可靠，但并未经我行独立核实。如果您因使用本文件而直接或间接地导致损失或损害（包括特殊、偶然或必然的损失或损害），渣打银行不接受也不承担任何责任，不论该等损失或损害如何产生，包括但不限于，本文件及其内容或相关服务的任何缺陷、错误、瑕疵、故障、过失或误差，或者本文件的全部或部分或其中任何内容无效所引发的任何直接或间接损失、损害或支出。

渣打银行和/或关联企业可在任何时间，在适用法律和/或法规许可的范围内，买卖本文件涉及的任何证券、货币或金融工具，在该等证券或相关投资中拥有重大利益，担当该等投资的唯一做市商，或者向该等投资的发行人提供或已提供咨询、投资银行或其它服务。因此，渣打银行及其关联企业和/或子公司可能有利益上的冲突，从而影响本文件的客观性。

未经渣打银行明确的书面同意，本文件不得转发或以其它方式提供其它任何人。

版权声明：渣打银行2014。本文件包含的所有材料、文本、文章和信息的版权均为渣打银行的财产，经渣打银行授权签字人允许后方可复制。特此认可第三方资料的版权及第三方在该版权项下的权利。其它不属于第三方拥有的数据及相关数据汇编的版权应始终归属渣打银行所有。未经渣打银行授权签字人书面同意，除代表渣打银行用于商业用途外，不得复制或传播。版权所有©渣打银行2014。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。