

## 渐入佳境的第四季

- 过去一月股市强力反弹，连续第七年最后一季升市可期。基本及技术因素都愈趋利好。我们倾向增加欧元区及日本股市的配置（外汇对冲）。
- 近期数据反映经济运行周期中放缓，但我们认为不会更差。正因如此，当局会采取支持性政策，债券收益率会受到抑制，所以我们更要及早增加多元收益配置。

## 回顾过去…

过去一月股市强力反弹。多元收益资产、高收益及亚洲货币亦上升。形势好转，可能是因为投资者由空转多以及手头现金充裕所致。

## 展望前景…

经济增长及政策（美联储、欧洲央行、日本央行、人民银行等）仍然有利于我们青睐的资产类别。近期经济指标反映运行周期中的放缓，有人抱悲观看法，但我们并不认为是经济衰退的先兆。欧元区及日本决策当局可能继续采取非常宽松的政策。美联储诸公仍然强调决策以数据为本，但其加息偏向意味着美元会持续得到有力支持，至少直至首度加息为止，至于其后的前景就较难确定。（见第3页）

如此形势有利于多元收益资产。重要意义之一在于美国、欧洲及日本的政府债券收益率可能会持续受到大力抑制。高收益债中，我们认为美国公司信用债具有投资价值，投资级部分的价值亦日益增加。收益率低企亦利好高息股票。（见第6-8页）

欧元区、日本及美国股市在第四季度应继续有良好表现。本月股市急剧反弹，意味着在利好的季节性因素推动下，股市可望连续第七年在末季取得正数回报。另外，尽管经过近期反弹，估值依然比首季时便宜，而大量现金尚未入市。（见第7页）

亚洲股市受到同样的季节性因素支持，过去15年第四季度回报平均为4%。中国（H股）及印度股市往往是表现最强者，在过去15年的第四季度都有良好表现。（见第7页）

10月底的政策事件具关键影响。日本中央银行可能决定是否加大刺激力度，而美联储会在月底开会时更新观点立场。中国政府也会制定“十三五”规划纲要。（见第4页）

## 目录

渐入佳境的第四季	1
市场表现概要	2
投资策略	3
经济和政策展望	4
债券—低配	6
股票—超配	7
商品—低配	9
另类策略—超配	10
外汇	11
免责声明	14

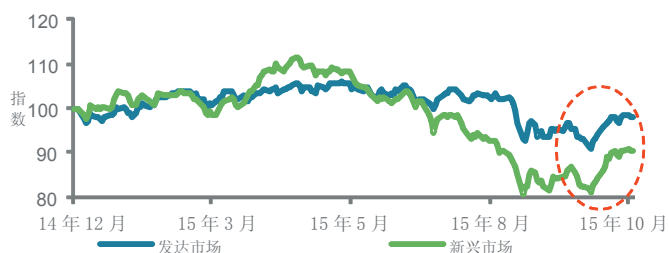
## 目前建议加仓的资产类别或策略

多元化收益资产
全球高品质股票
欧元区股票（货币对冲）
日本股票（货币对冲）
印度股票
全球银行股
美国高收益债券
新兴市场投资级政府债（美元计价）
优先贷款
卖出股票波动以获取收益

Steve Brice	首席投资策略师
Clive McDonnell	股票投资策略主管
Manpreet Gill	固定收益、商品、外汇投资策略主管
Adi Monappa, CFA	资产配置和组合方案主管
Arun Kelshiker, CFA	组合方案执行总监
Audrey Goh, CFA	组合方案总监
Victor Teo, CFA	投资策略师
Tariq Ali, CFA	投资策略师
Abhilash Narayan	投资策略师

## 10月份股市强力反弹

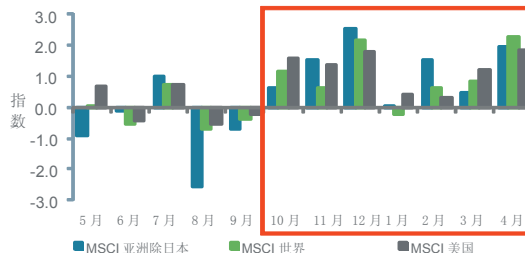
MSCI 世界所有国家、MSCI 世界、MSCI 亚洲除日本指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

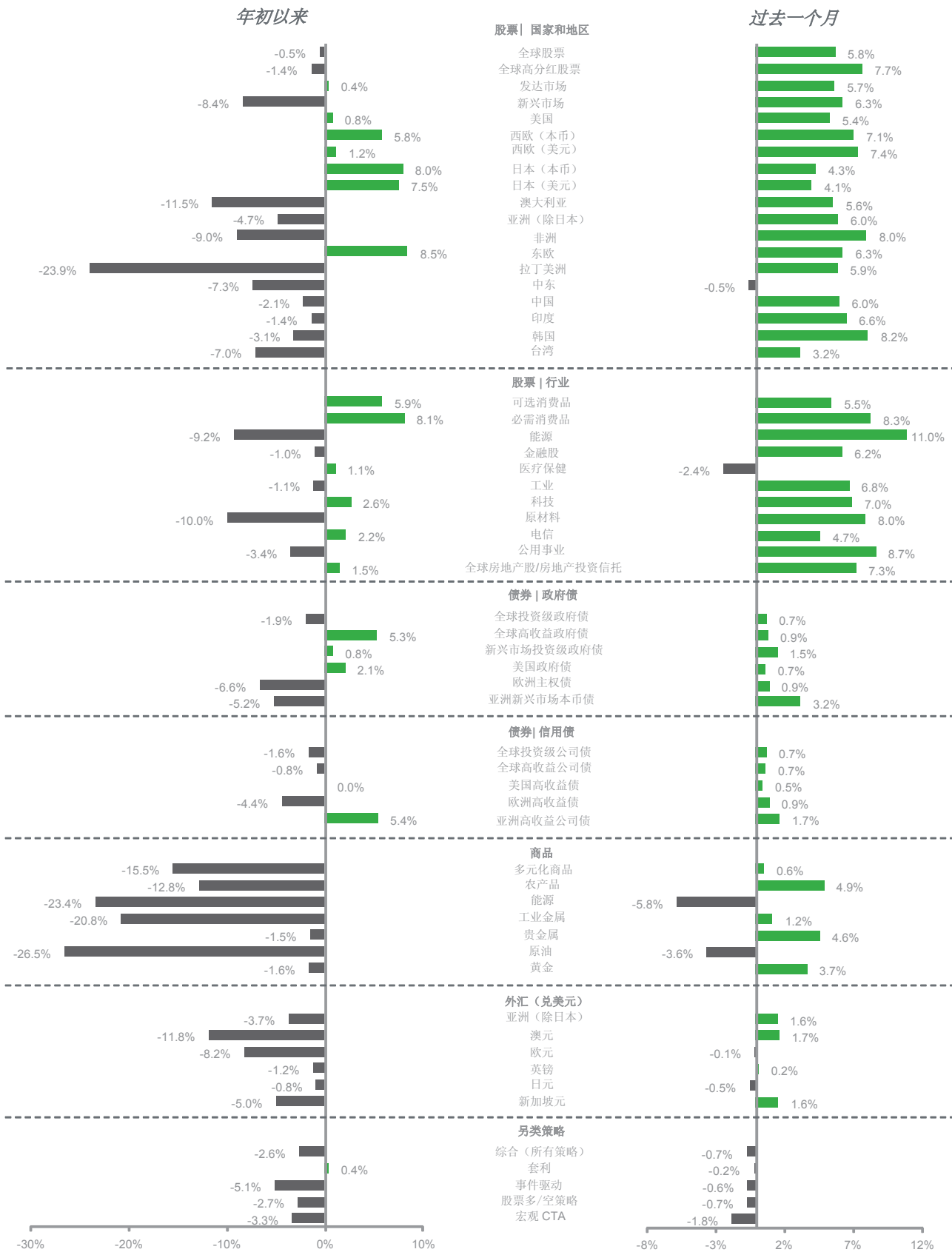
## 我们正进入股票表现的强季

1995年以来美元计价的平均回报率（环比）



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 市场表现概要 (年初以来以及过去一个月)\*



\*除非另行说明, 否则所有表现均以美元计价

\*年初以来表现指 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 10 月 22 日的表现, 过去一个月表现指 2015 年 9 月 22 日至 2015 年 10 月 22 日表现

资料来源: MSCI、摩根大通、巴克莱资本、花旗集团、道琼斯、HFRX、富时、彭博终端、渣打银行

## 投资策略

- 我们仍然相信，认为这轮周期快到尽头的担心是多余的。相反，目前的情形更有可能是经济在运行周期中放缓，意味着美国公司信用利差别具价值。更广泛而言，这个环境有利于多元收益资产。我们会及早增加配置。
- 决策层的宽松立场、季节性利好因素和受到压抑的债券收益率意味着各主要股市在第四季度会再有强劲表现。我们对此观点的信心有所增强，因为股市已升破主要技术阻力关口（标普 500 为 2040 点，恒生国企指数为 10600 点）。
- 日本及欧元区进一步放宽政策的风险升高，在美联储开始加息前应持续利好美元。

数据并不支持悲观看法，抱此观点者援引美国多项指标（如标普 500 公司利润下跌及存货上升）以及疲弱的中国经济数据称本轮经济周期已近收尾。我们不敢苟同，因为不少预示经济衰退的传统指标并未亮起红灯（见右表）。在此情况下，最直接受惠的是美国公司信用债，不论投资级或高收益皆然，因为其价格似乎已反映出经济衰退的市场环境（不过我们认为这样的定价并不合理）。

我们青睐的资产类别仍颇具价值。以全球股票为例，夏季期间下跌逾 15%，但至今已反弹约 8.5%。然而，我们青睐的大多数资产类别仍然明显地比 3 月底时便宜（见右图）。现在加仓 W. I. D. E. N. 主题为时未晚。

### 对投资者的意义：

- 增持我们青睐的资产类别，从多元收益开始。第 1 页上的表格罗列了我们青睐的所有资产类别，目前为止我们都建议加仓。多元收益位列榜首是刻意之举，因为经济增长放缓、过度担心衰退以及决策层的宽松立场都利好该类资产。
- 进入第 4 季度后，保持对于我们所青睐的股市的投资，尤为关键。季节性因素本已利好，升破主要技术关口令前景更见光明。基于对基本面的考量，我们继续青睐欧元区及日本（维持外汇对冲）。亚洲方面，我们注意到中国（H 股）及印度股市在第四季度往往都是表现最强者，亦最具一贯性。
- 趁亚洲货币反弹增持美元。货币政策分歧持续（亚洲放宽而美国则可能收紧），所以我们预期美元至少在美联储开始加息前都会继续受到支撑。亚洲货币强力反弹，但由于基本面恶化，我们不愿追高。

资产类别	相对展望	开始日期
现金	低配	12 年 2 月
固定收益	低配	11 年 1 月
股票	超配	12 年 8 月
商品	低配	14 年 12 月
另类	超配	13 年 6 月

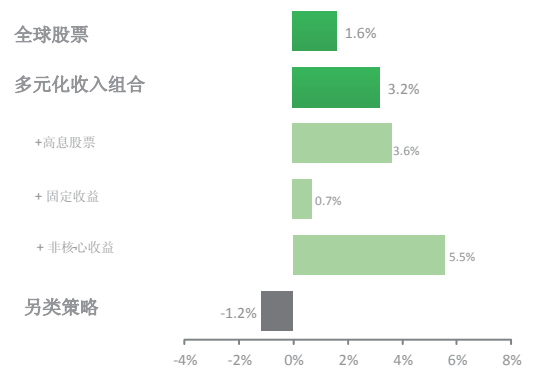
### 图标

开始日期 - 我们开始对该类资产持有该战术观点的日期

资料来源：彭博终端、渣打银行

### 我们的关键投资主题过去一个月反弹

2015 年《全球市场展望》发表后 W. I. D. E. N. 主题的表现\*



\* 2014 年 12 月 12 日至 2015 年 10 月 22 日期间的表现

资料来源：彭博终端、渣打银行

\* 收益篮子：《2015 年展望：拓展投资纬度、探索财富新城》图 60

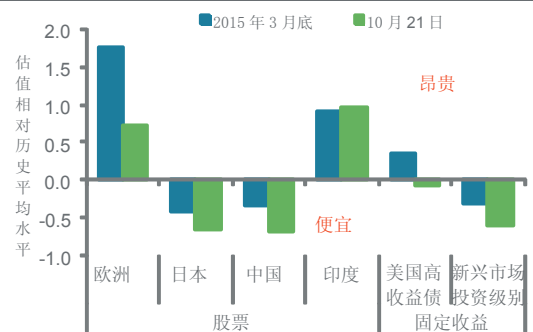
### 美国经济周期指标好坏不一——周期运行中的疲弱而非衰退

美国经济衰退的指标一览表

指标	信号
ISM 新订单/库存比率	
标普 500 指数盈利	
高收益债利差	
领先经济指标	
收益率曲线	
劳动力市场	

资料来源：彭博终端、渣打银行

### 市场虽反弹，多数资产类别仍较 3 月份便宜，有一个例外估值与历史均值的比较



资料来源：彭博终端、渣打银行

二级资产类别	相对展望	开始日期
现金	低配	12 年 2 月
固定收益	发达市场投资级	低配
	新兴市场投资级	超配
	发达市场高收益	超配
	新兴市场高收益	标配
股票	美国	标配
	欧元区	超配*
	英国	低配
	日本	超配*
	亚洲除日本	标配
	其他新兴市场	低配
商品	低配	14 年 12 月
另类投资	超配	13 年 6 月

\* 汇率对冲

## 经济和政策展望

自我们上个月的报告发表以来，全球增长前景稍稍转弱，主要是亚洲及其他一些地方的经济持续放缓所致。尽管增长预估下调，但普遍预测仍认为，各主要经济体在 2016 年会加快增长。由于通胀仍然低落，我们预期美联储会将加息之期再延后，而欧洲央行、日本央行及中国人民银行放宽政策的机率则有所提高。

- 鉴于增长放缓、通胀低企，美联储可能会将加息之期延至 2016 年。美国经济经次季反弹后，第三季度可能会放缓，因为美元强势不利出口及制造业，而能源业亦因油价低企而持续缩减规模。新增就业因而放缓，消费亦转弱。由于整体通胀率为 0%，我们预期美联储会将加息之期延至明年。
- 欧元区在全球经济放缓之际表现坚挺，但在低通胀下欧洲央行可能会进一步放宽政策。欧元区第 3 季度增长可能持续加快。然而，德国等依赖出口的经济体的投资气氛已转淡，皆因海外需求减弱，而欧元区通胀率仍接近 0%。有鉴于此，我们预期欧洲央行会在年底前加大政策放宽力度。
- 日本的低通胀可能促使央行加大放宽力度。经过次季收缩后，经济可能回升，但出口放缓，内需依然不振，而低企的能源价格亦令整体通胀率维持在显著低于央行目标的水平。倘若通胀保持低落，日本央行可能会在今后 6 个月再放宽政策。
- 第 3 季度中国经济增长进一步降速，加大政策放宽力度的机率相应提高。第 3 季增长放缓至 6.9%（年化），为 6 年来最低，制造业弱势持续，但服务业的强势产生了局部的弥补作用。我们预期央行在第 4 季度会进一步放宽政策，以达成全年增长保“七”的目标。
- 在主要新兴市场增长降速之际，印度一枝独秀。印度第 3 季度增长可能加快至 7% 以上。印度央行今年四度降息，可能有助经济复苏。然而，其他主要市场如巴西、俄罗斯等，仍然处于衰退状态。

### 美国：增长放缓、通胀低企可能令美联储延后加息

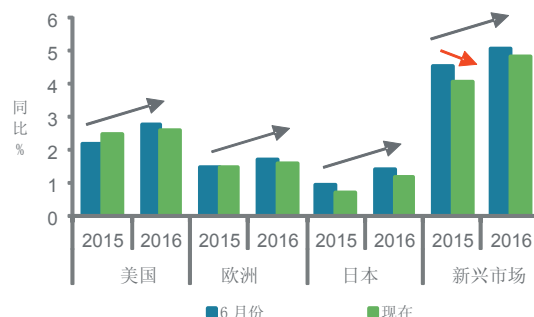
- 第 3 季度增长可能放缓。受累于强势美元，美国第 3 季度出口及制造业放缓，而油价下跌则损及石油开采。虽然服务业依旧欣欣向荣，但其贡献可能被上述因素抵消，令第 3 季度增速降至刚刚高于 2% 的水平。
- 就业市场放缓。美国 9 月份新增职位连续第二个月下降至 20 万个以下。然而，失业率仍维持在 5.1%，处于美联储目标范围内，而只能获得部分时间工作的雇员的比率亦降至七年来最低水平。
- 工资增长不前令零售销售降速。占经济几近 70% 的零售消费经次季强力反弹后又再降速。这部分反映出工资增长不前及新增就业不振。
- 美联储可能将加息之期延至 2016 年初。增长放缓、通胀低企（按美联储标准 8 月份为 1.3%），加上工资没有上升压力，可能令美联储有余地让利率停留在历史低位更长时间。美联储官员也将外部情况不明朗作为延后加息的理由。

### 欧元区：增长加快，但通缩压力挥之不去

- 增长加快。第 3 季度欧元区经济增长可能连续第五季加快。失业率因而降至三年来最低。虽然企业信心持稳，信贷需求上升，但欧洲央行最近却援引新兴市场风险，下调了 2016 年增长及通胀预测。

虽然近期增速预测有所下调，预计 2016 年主要经济体增速仍将提升

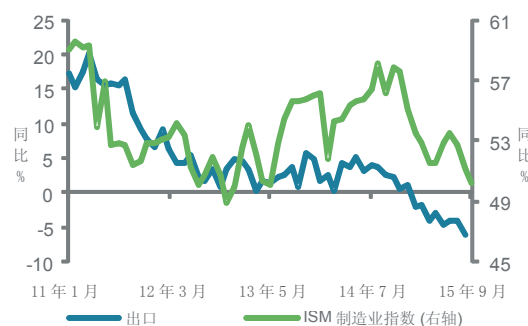
对于主要经济体/地区经济增长的一致预测



资料来源：花旗银行，彭博终端，渣打银行

### 强势美元有损美国制造业和出口

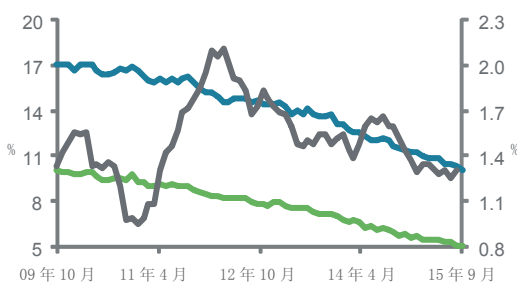
美国出口（%，同比）；美国 ISM 制造业 PMI（右轴）



资料来源：彭博终端，渣打银行

### 美国失业率跌至美联储目标范围，但通胀仍然低企

美国失业率和非充分就业率（%）；美国核心个人消费支出（%，同比）（右轴）



资料来源：彭博终端，渣打银行

### 欧元区企业信心仍旧强劲，但通胀率再度转负

欧元区综合 PMI；欧元区 CPI（%，同比）（右轴）



资料来源：彭博终端，渣打银行

- **通胀下降的压力、中国风险令前景蒙上阴影。**9 月份整体通胀率降至负值区域，为 3 月份以来首次。此外，经济增长预期（据 ZEW 调查）自 5 月以来持续下降，因为对中国及对发展中国家出口的前景堪忧。
- **欧洲央行暗示年底前进一步放宽政策。**虽然某些欧洲央行官员认为随着油价的基数效应减退，通胀上升的可能性增加，但行长德拉吉却暗示 12 月份前可能会进一步放宽政策。基于外部风险上升，我们相信欧洲央行可能不得不扩充其现时的买债计划，或者将限期延长至原定的 2016 年 9 月之后。

#### 英国：低通胀背景下英国央行延迟加息预期

- **英国就业市场进一步紧缩，但通胀保持低企。**8 月份失业率降至 5.4% 的七年来最低水平，将工资年增长推升至五年来高位。然而，企业信心降至两年来最低，通胀率则自 4 月份以来首度转为负数，反映经济体系内仍残存些许疲弱地带。
- **英国央行调低加息预期。**据英国央行货币政策委员会 10 月份议息记录，尽管内需及消费开支强韧，但决策层对英国经济复苏的外部风险存有顾虑。英国央行预期 2016 年春季前通胀都会维持在 1% 以下，意味着加息可能会进一步延后。

#### 日本：通胀持续低企可能促使日本央行加大放宽力度

- **外部需求不振有碍经济复苏。**日本经济经次季收缩后，第 3 季度可能恢复增长。然而，出口在 9 月份连续第三个月放缓，不利公司投资前景，况且内需仍然不振。此外，能源价格低企，令通胀一直显著低于日本央行的目标。
- **日本央行对通胀回升抱乐观态度，但外部不利因素增加了放宽政策的压力。**行长黑田东彦预期通胀到明年下半年便会回升至接近 2% 的目标，理由是核心通胀率（扣除食品及能源项目）正在回升。然而，由于出口放缓，我们相信通胀下降压力可能会增加，今后 6 个月内进一步放宽政策的机率相应提高。

#### 中国：经济降速下政策放宽力度可能加大

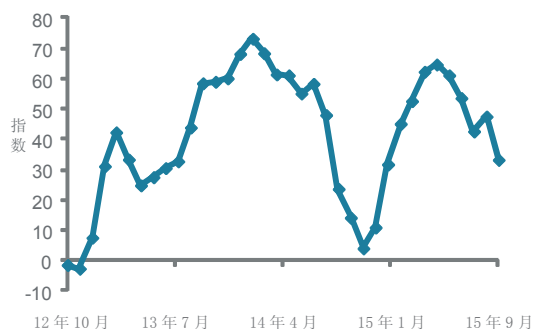
- **经济持续放缓。**中国第 3 季度 GDP 年化增长率放缓至 6.9%，为 2009 年以来最慢步伐。由于政府致力于经济再平衡，令其向国内消费倾斜，服务业及零售销售得以保持蓬勃，但制造业及固定资产投资增速持续放缓，出口萎缩。
- **财政及货币政策放宽力度可能加大。**去年以来，中国调降了利率及银行存款准备金率，并加快基础设施建设。最近，政府又增加了购房购车奖励。预期决策层会在第 4 季度出台更多刺激措施，以达成 2015 年增长保七的目标。中国本月召开五中全会审议“十三五”规划，可能会为中期增长定调。

#### 其他新兴市场：在各市场普遍放缓下，印度增长加速

- **印度增长可能已加快。**据普遍预测，第 3 季度印度经济增长加快至 7.4%，原因是政府投资增加。印度央行在 9 月份出乎意料地降息 50 个基点，为年内第四次降息，可能有助于信贷复苏。我们预期今后数季会有更多政策改革措施，鼓励近年来停滞不前的民间投资。
- **其他新兴市场持续放缓。**巴西及俄罗斯在第 3 季度可能仍处于衰退状态，而亚洲各地的增长持续受到疲弱的出口拖累。中国经济复苏仍是关键所在。

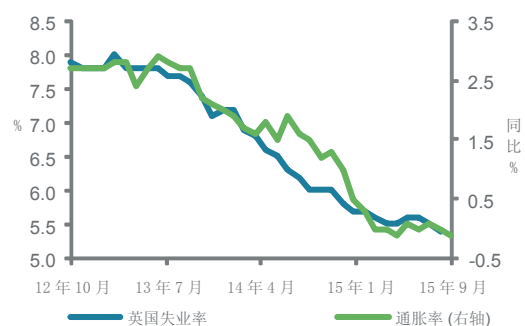
#### 欧元区增长预期持续下跌

ZEW 对欧元区经济增长的调查预期



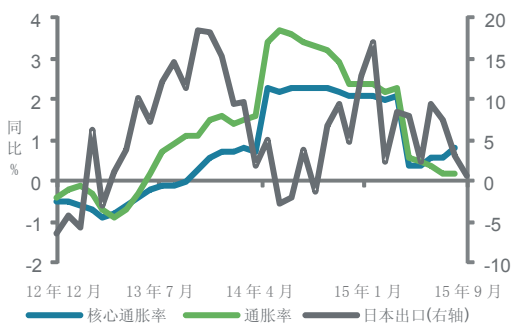
资料来源：彭博终端、渣打银行

#### 英国的就业市场有所收紧，但通胀仍然低于英国央行目标



资料来源：彭博终端、渣打银行

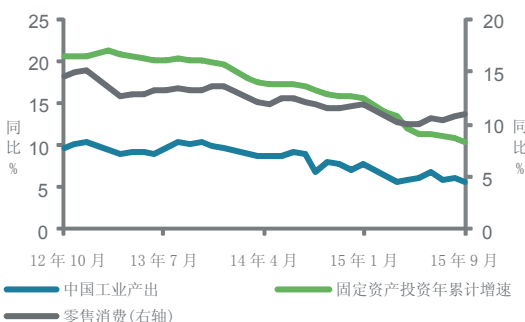
#### 日本的出口增长放缓，通胀率仍旧低企，但核心通胀上升



资料来源：彭博终端、渣打银行

#### 中国工业生产和固定投资增速持续放缓，但零售抗跌

中国年初以来的工业生产和固定资产投资 (%) 同比；零售 (%) 同比 (右轴)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 债券—低配

- 美国高收益及投资级债券估值并不昂贵，吸引力日增。
- 美联储加息预期降低，可能有助收益率保持温和，令我们更放心持有债券。这样有利于多元收益资产。

### G3 及新兴市场（美元）主权债券

- **更加放心持有债券。**美国经济数据比预期为弱，推低了市场的加息预期。此外，全球增长预期放缓，欧洲、日本通胀低企，都令人憧憬美国、欧洲及日本的收益率会保持温和。
- 虽然 G3 政府债券的回报可能仍然及不上股票，但我们对其放心程度正日益提高。近几月来，优质政府债券的表现的确领先于大部分资产类别，突显出其分散投资效益。我们仍建议对各个美元债券配置维持中度的到期时间组合（平均约五年）。
- **我们继续看好新兴市场政府债券，其中以投资级为佳。**新兴市场政府债券是今年以来表现最佳的资产类别之一，原因是受惠于美国国债收益率下降，以及期初估值较为便宜。不过，我们也认识到这部分配置已趋成熟，所以正密切注视信用质量的变化。

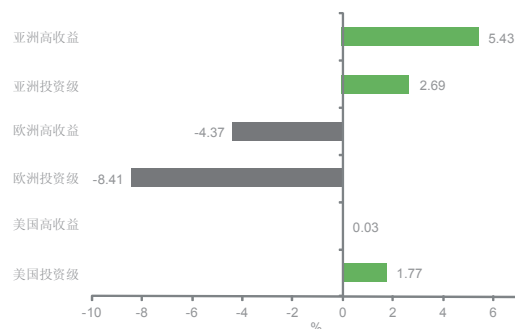
### 公司信用债（美元）

- **美国高收益债券是投资美国公司债的一个上佳之选。**经济增长后继乏力可能只不过是运行周期中的放缓，而非经济衰退的先兆。虽然能源类公司的信用质量问题更多是源于心理层面的担忧，但市场价格已反映非常高的违约率。因此，我们相信从整体层面看，高利差正在反映能源类之外的不少坏消息，其风险/回报比颇具吸引力。
- **美国投资级公司债提供不错的入场时机。**年中以来，投资级公司债利差亦显著拓宽至多年来高位，原因是供应大增，以及公司基本面有转差之虞。我们认为，在增长放缓之际，投资级信用债仍可受惠于对优质债券的需求。低利率背景下，信用评级为 A 级的美国投资级公司债的平均收益率为 3.3%，其风险/回报比颇具吸引力。宽阔的利差大造就了具有吸引力的入场时机，从而在较低的波动水平下投资美国公司。
- **公司债方面，我们对美国的偏好略胜于亚洲。**我们认识到，近期每当避险情绪升高时，亚洲公司债券都表现得相对抗跌。然而，此类债券相对于美债的收益率溢价已比平常低很多。因此，虽然我们倾向给予亚洲信用债基准配置（见第 14 页），却更青睐美债。

### 亚洲本地货币债券

- **印度卢比债券反弹。**印度卢比债券录得强劲回报，原因是印度卢比走强，以及降息幅度大于预期。印度卢比债券仍然是我们最看好的本地货币债券。
- **澳元债券前景温和，但澳元汇率另当别论。**我们相信若以澳元计，澳洲收益率走势仍然利好债券，因为政策利率可能在一段时期内保持低企。虽然我们仍然力主减持澳元，但在配置澳元资产时，政府债和银行类债券仍是收益类资产的投资选项。

### 年初以来固定收益类投资的表现\*（美元计价）



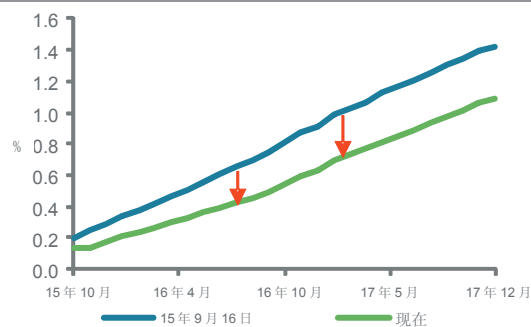
\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 10 月 22 日

资料来源:巴克莱资本、摩根大通、彭博终端、渣打银行

所用指数分别为巴克莱资本美国综合、美国高收益、欧洲综合、泛欧高收益、摩根大通亚洲信用债指数

### 美联储上次会议以来市场的利率预期下行

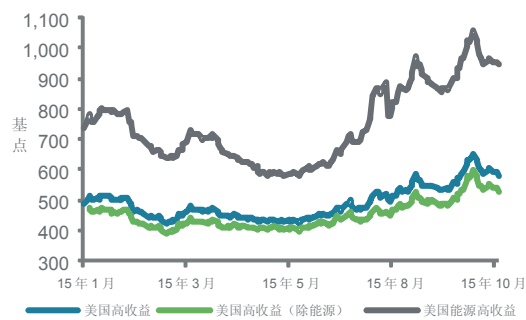
30 天美联储基金利率期货隐含的利率



资料来源:彭博终端、渣打银行

**美国高收益债中的能源类企业债价格已经反映了对于相当于经济衰退时的违约率的预期**

美国高收益债和各分类成分的利差



资料来源:巴克莱、彭博终端、渣打银行

**美国投资级公司债的信用利差接近 3 年来最宽阔的水平**  
美国投资级公司债的信用利差



资料来源:巴克莱、彭博终端、渣打银行

## 股票—超配

- 美国及欧洲第 3 季财报季已拉开帷幕，根据普遍预测，美国企业盈利同比下跌 4%，欧洲下跌 6%。整体盈利下跌主要是受到能源板块拖累。若不计算能源类，美国企业盈利预计同比上升 4%。
- 美国企业利润率已开始下降，对股市可能有利淡影响。然而，盈利下降主要是能源价格下跌所致，所以我们对美股所抱的积极观点并未动摇。
- 欧元区及日本股市从 9 月低位回升的幅度超过美股。然而，美元强势对企业盈利的可能影响，令人存有顾虑。
- 11 月 7 日比哈尔邦举行地方选举之前，印度仍将处于焦点之中；若人民党获胜，将会利好印股。
- 欧洲高息股票延续强势，年初至今上升 12%。随着银行股开始增加派息，该策略在今后数月仍将奏效。

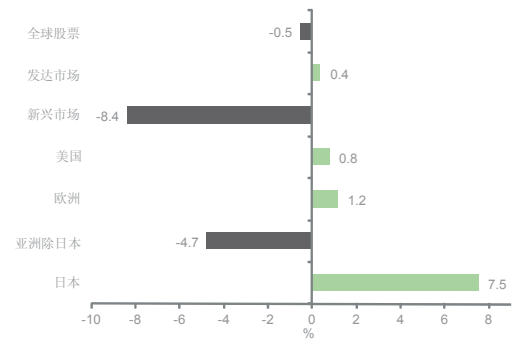
### 美国—能源板块将带动 2016 年盈利复苏

- 我们仍然看好美股，不过更加青睐其他地区。我们关注的是盈利及利润率。
- 据普遍预测，美国第 3 季度企业盈利同比下跌 4%。主要受累于能源板块：该板块的第 3 季度盈利预计下挫 60%。
- 市场已经反映了对于 WTI 原油按年平均价计算较 2014 年下跌 45% 的预期。展望后市，假设明年平均油价与 2015 年的水平相若，2016 年能源板块的盈利增长 5% 的普遍预测应可实现。
- 美国企业利润率正拾级而下。非金融板块由 9% 降至目前的 8.5%。在美国过去六次经济衰退中，有五次伴随着企业利润率的下落—见第 3 页。
- 一次例外是 1985 年，当年油价一路狂泻，高低落差达 60%。由于本周油价跌势相若，我们相信 2015/16 年亦会是例外，不至成为经济衰退之年。

### 欧元区及日本—汇率顾虑

- 我们仍然看好经货币对冲的欧元区及日本股市；然而，我们正在缩短货币对冲期限。此举反映我们对美元在 3 至 6 个月内保持强势抱有信心，但就 12 个月而言却不如此以往乐观。
- 有顾虑认为欧元及日元近期兑美元走强会影响盈利回升。我们认识到，欧元及日元近几月虽走强，却不至于损及明年盈利。
- 支持我们看好欧元区股票的因素，是家庭及公司贷款近期加快增长，而对银行信贷员调查结果亦显示放贷条件放宽。由此可见内需正在回升。
- 有人担心，日本政府养老投资基金完成配置日股的指标后，支持日股的关键因素已不复存在。我们不敢苟同，因为私人养老基金目前持有日股的比重只有 10%，远低于原先 30% 的水平。如果后者将日股配置比重提升到与政府养老投资基金一样的水平，则日股还可获得进一步的支持。

### 年初以来的股市表现\* (美元)



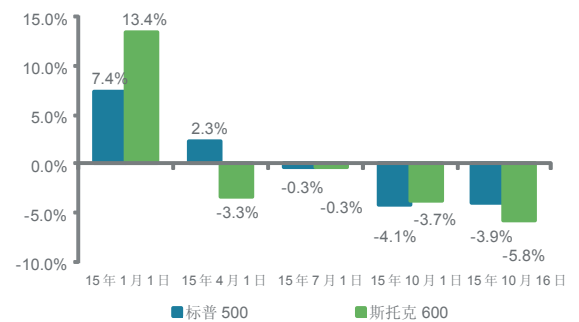
\* 2014 年 12 月 31 日至 2015 年 10 月 22 日期间

资料来源：彭博终端、渣打银行

MSCI 指数以美元计价

### 欧洲 + 美国的盈利预计会在 3 季度下滑

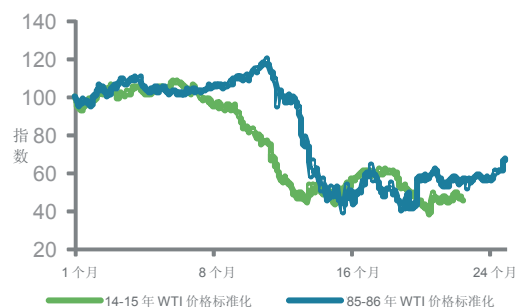
欧洲+美国的企业盈利年初以来一直面临压力



资料来源：FactSet, 渣打银行

### 1985 年 WTI 油价走势和目前这轮走势的相似点

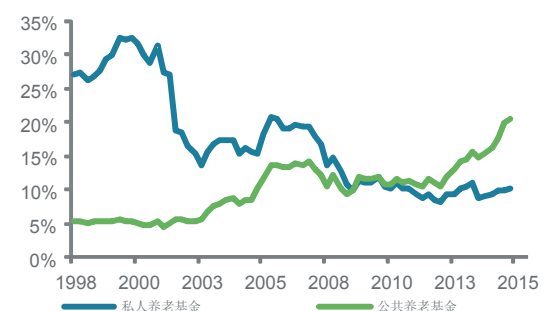
WTI 原油价格走势



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 日本政府养老基金已经完成了对于国内股票的配置目标—私人养老基金可能紧随其后

日本养老基金配置国内股票的情况



资料来源：日本央行、渣打银行

## 中国—不会大张旗鼓放宽政策

- 我们仍然看好中国股市，但认为特定板块才具有投资价值，关注有特定板块偏好的基金。我们看好的板块包括消费及科技，当中聚焦于互联网及电子商务。
- 中国仍然不愿大刀阔斧地放宽政策，特别是避免大幅调降存款准备金率。我们相信，在资金外流导致内部流动性环境趋紧的情况下，降准是理所当然的。
- 目前，中国的存款准备金率是 18%，而 2000-2003 期间的低位是 6%。在 2008-2011 年流动性过剩期间，存准率处于高水平是合理的，但今时不同往日。北京释放的信号显示，降准只会有限制地进行，步伐不会密集。
- 中国电信业改革获市场正面解读。电信业改革之前，9 月份国企整体改革措施出台。

## 亚洲（日本除外）—选举及商品价格是焦点所在

- 我们看好亚洲（日本除外）地区股市，当中偏重于印度及中国，而前者有更多催化因素。回顾历史，印度股市末季表现一向排名第二，但其表现出色概率胜过第一名。
- 印度股市从 9 月初低位强力回升，低通胀、尤其能源价格便宜，都有利于经济，企业盈利预期也相应提高。
- 政治时间表的确有可能左右股市复苏。11 月 7 日比哈尔邦议会选举，执政的人民党能否获胜将会明显影响今后的国会议程。
- 马来西亚及印尼股市过去 30 天强力反弹，原因是汇率劣势及对宏观经济的悲观情绪得以扭转。我们对这两个市场都持谨慎态度，相信一旦解脱性回升过后，市场将因为强势美元和不明朗的商品价格前景而倍感压力。

## 高息股票—聚焦欧洲

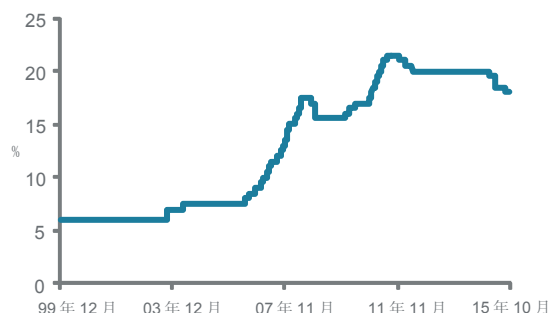
- 我们仍青睐高息股票主题。欧洲的派息率高达 5.75%，受我们青睐。2015 年《全球市场展望》发布以来，欧洲高息股以美元计已上升 12%，反映债券收益率下跌的情况下投资者对收益的渴求。
- 欧洲高息股票中英国股票占 54% 比重，而我们对英股前景持谨慎立场。然而，电信及公用事业在欧洲高息股票中占很大比重，抵消了以上顾虑（见第 3 页）。
- 美国高息股票年初至今表现平平，可见投资者着眼于经济增长多于股息，反映了对于未来数月加息的预期。
- 专注于亚洲高息股的投资者应注意，其配置有颇大成分是中国股票，而由于中国经济增长持续放缓，派息有下降风险。该类高息股票年初至今表现最差，以美元计下跌 6%。

## 小结

第 3 季度美国及欧洲企业盈利可能下滑。然而，有理由相信拖累今年盈利的因素—能源板块—在 2016 年会扭转颓势。这将为盈利在 2016 年利好市场走势提供足够的安全边际。我们仍然看好欧元区及日本股票，对欧洲高息股票亦维持看涨。后者年初至今以美元计已上涨 12%，收益率高达 5.75%。

## 中国降准的余地还很大

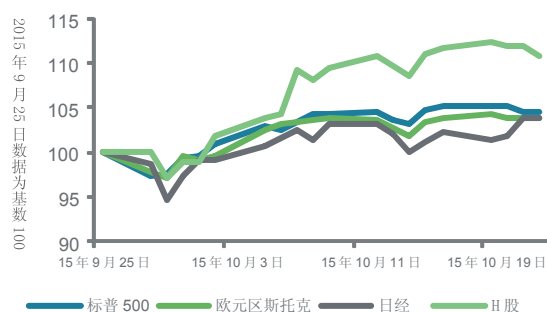
### 中国存款准备金率的走势



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 中国股票引领大盘从 9 月低点反弹

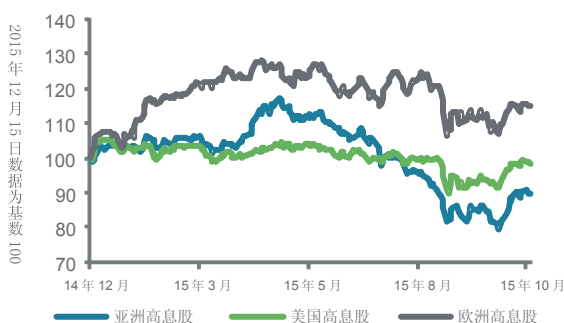
### 部分股票指数的表现



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 欧洲高派息股票正处于 2015 年全球市场展望发布以来的最佳表现阶段

### 欧洲、美国+亚洲高派息股票的表现



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行



## 商品—低配

- 我们预期商品价格短线会进一步走弱
- 我们认为金价无法持续走高，预计中期内会重现跌势

**我们仍看跌商品价格。**我们预期商品价格近期的升势难以持久，很快就会扭转。我们认为这次升势可能是因美元走弱、技术指标显示超卖以及美联储加息预期延迟所致。我们也仍旧认为，各类商品的前景无大差异。

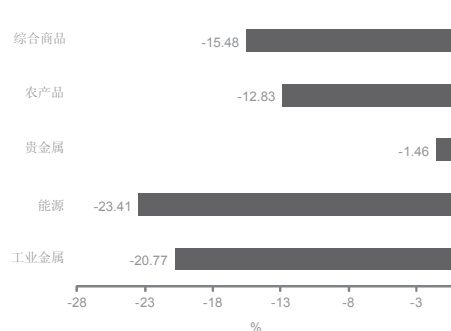
**油价可能进一步下跌，然后见底。**更多迹象显示，美国及经合组织的原油库存正在增加，而产油量只是较高位略有下降。美国产油量只是从高位稍微回落，并可能会继续推高本已接近历史高位的全球库存。除此以外，贮油设施未见相应地扩充，不久以后可能会成为油价进一步下跌的一大催化因素。同样，欧佩克组织产油量虽略有下降却仍处高位，不大可能令库存显著减低。需求方面，全球增长形势欠佳，美国、欧元区、日本及中国增长都有欠强劲，在此情况下油价难以上升。我们固然可以憧憬油价下跌至足以令生产显著减少的程度，到时油价自会重获支持，但这个憧憬可能需要相当一段时间才会实现。

**我们预期金价会重拾跌势。**金价近期上升，我们认为可能只是短暂现象，是季节性需求增加以及美元稍为走弱所致。无论如何，我们并不相信这个升势可以持久，因为利淡的基本因素可能会发挥影响。黄金的投资气氛未见显著改善，从ETF持有量只是微增可见一斑。我们观察到黄金与实际收益率存在相对紧密的逆向关系（见右图），我们认为这种逆向关系可能会持续增强。我们相信全球低通胀环境可能会持续，而即使利率只是微升，亦有可能推高实际收益率。在此环境下，金价终必承受下跌压力。

**我们预期基础金属价格会进一步走弱。**总而言之，我们相信基础金属的基本面应会保持利淡，皆因中国需求增长不前以及高库存所致。铜需求不振，加上近期存货增加，所以铜价可能会持续受压。同样，我们相信铁矿石市场的供求失衡亦有可能持续。中国需求持续下降，但我们认为供应只会逐渐调整，造成市场供应过剩。只有在供应显著增加，再加上中国大兴基建的情况下，我们才需要重新检视我们的观点。不过，我们认为12个月内出现这种情况的机率很低。

**我们看不出任何农产品价格反弹的迹象。**农产品当中，我们相信乳品价格近期的升势不大可能持久，因为供求基本面仍然不振。新西兰、欧元区、美国三大生产国供应量大，而中国需求不振，或将令市场持续供过于求。其他农产品的库货水平仍旧高企，短期内难以显著减低。因此，我们看不出价格有反弹的理由。然而，厄尔尼诺现象的影响对这个观点构成若干挑战。不过，不同作物在不同时期所受的影响不能一概而论。以棕榈油价格为例，虽然历来较受厄尔尼诺影响，却已升至年内高位。

### 年初以来商品的表现\* (美元)

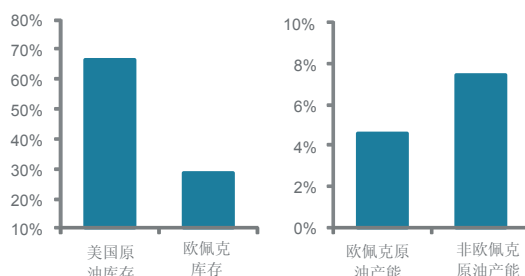


\* 2014年12月31日至2015年10月22日期间

资料来源：道琼斯瑞银、彭博终端、渣打银行  
道琼斯瑞银、道琼斯瑞银农产品、道琼斯瑞银贵金属、道琼斯瑞银能源、道琼斯瑞银工业金属

### 原油的库存和流量指标都预示油价将进一步下跌

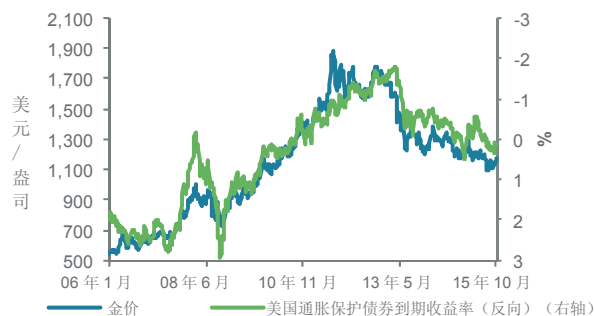
原油生产和库存水平（高于5年均值的百分比）



资料来源：MSCI、彭博终端、渣打银行

### 黄金和实际收益率有很强的相关性

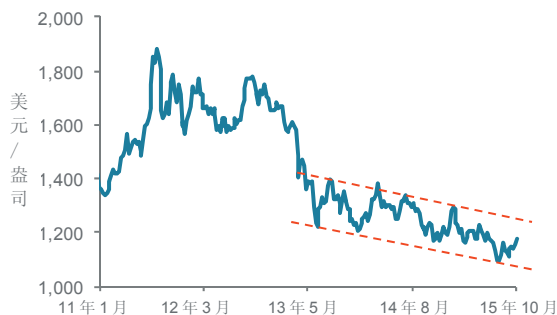
美国5年期通胀保值债券收益率和黄金价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 黄金的技术形态似乎处于长期跌势之中

黄金价格



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 另类策略—超配

- 我们看好另类策略，当中首选股票多/空策略、宏观/CTA 以及事件驱动策略。政策分歧、对抗市场波动的需求、合并收购活动增加等，仍然是影响该资产类别表现的关键因素。
- 该资产类别在市场反弹期间表现落后，但我们不会过分担心，预计其可迎头赶上。另类策略帮助降低了夏季期间投资组合的波动，突显其在多元配置组合中的价值。

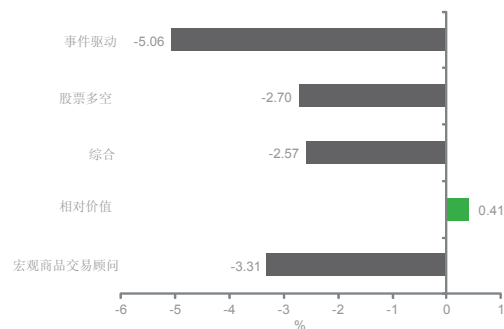
**另类策略在市场反弹期间表现落后，但我们预计这只是短暂现象。**随着股票及公司信用债延续升势，我们认为其有机会迎头赶上。尽管如此，该资产类别在夏季市场波动时展现价值，5月21日至9月29日期间仅跌6%，同期全球股票下跌15.5%。

**影响另类策略表现的主要因素维持不变。**更多大型并购交易公布，意味着市场活动量持续上升，利好事件驱动策略。在波动仍是主要风险的环境下，股票多/空策略始终是可取的子策略。市场对美联储加息的预期进一步延后，可能是宏观策略弱势持续的主要因素之一，但我们会维持既定路线，因为各主要央行的政策方针并未改变。

### 小结

另类策略仍然是我们最为偏重的资产类别之一。我们倾向于分散持有。在该资产类别中，我们倾向采用股票多/空策略、事件驱动以及宏观/CTA策略。

另类策略年初以来的表现\*（美元计价）



\* 2014年12月31日至2015年10月22日期间

资料来源: HFRX、彭博终端、渣打银行

HFRX 全球对冲基金、HFRX 股票对冲、HFRX 事件驱动、HFRX 相对价值、HFRX 宏观/CTA

### 短期

指少于3个月

### 中期

指6到12个月

## 外汇

- 我们预期美元汇价经过近期回调后可在今后数月全面回升
- 新加坡元、澳元及新西兰元近期反弹，正好造就减持此等货币的机会

**美元：我们中期看升：**我们预期美元会走强，因为美联储加息周期仍然在望，不过我们明白，一旦加息因素已反映在汇价之上，上行空间就可能较为有限。如前所述，我们相信美联储开始加息之期可能会延至 2016 年，而加息周期本身可能是渐进的，有别于以往的情况。不过我们相信美联储加息的因素并未充分反映在二年期国债收益率之上，所以至少就今后数月而言，收益率仍有进一步上升余地。

我们认为，美元近期回落是美国利率预期降低以及美元兑新兴市场及商品货币的过度多头结算所致。我们并不相信短期收益率水平可准确反映我们所预期的美联储加息进程。因此，我们认为正好趁美元近期回落增加美元持仓。从技术角度看，美元指数（见右图）正处于关键支持区域，是先前反弹的起点。

**欧元及日圆：我们中期看跌：**我们相信欧元及日圆中期可能走弱，主要是因为利率利差动向有利于美元。

日本方面，虽然日圆现价相对于历史显著偏低，但我们看不到有何因素可促成即时的调整。我们认为，市场可能会继续集中注视日本央行加大放宽力度的可能性。我们相信，若要日圆展开升势，先决条件是通胀维持在目标水平，或者美国经济周期见顶。至于欧洲，我们相信在其政策下收益率可能会持续受到压抑，有助持续利用欧元作为融资货币之一，亦有助资金从欧洲外流。另外，倘若经济开始不稳，我们并不排除会有更多支持性措施出台。

**英镑：我们维持中期中性：**我们预期英镑中期会呈横向走势，但表现领先于 G10 及亚洲（日本除外）货币。我们认为英国经济大致上仍处于复苏轨道，尤其是以工资、消费者信心持续上升以及失业率下降而论。我们认为即使英国央行把加息预期推后，该行仍有可能早于市场所料采取行动。然而，与是否留在欧元区有关的问题压抑着市场情绪，而经常帐赤字如何弥补亦惹人顾虑，都是可令我们的观点失准的关键因素。

### 利差略微收窄导致美元近期走弱

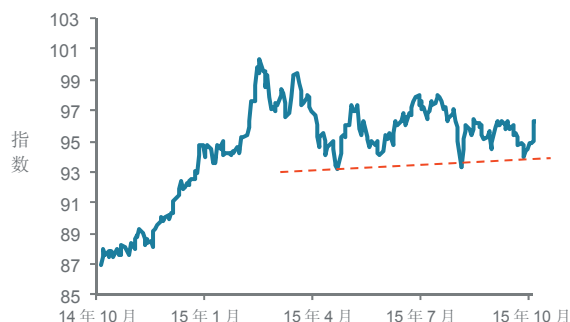
美元指数加权的利差和美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 美元指数触及前期的反弹位

美元指数



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 利差是我们看空欧元汇率的主要原因

德国-美国 2 年期利差和欧元/美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

**澳元：我们中期看跌：**我们预计澳元近期的强势已经告终，所以可趁其反弹减少持仓量。我们认为，澳元兑美元上升可能是因为美联储降低加息预期，令风险承担意愿提高。然而，由于作为澳洲最大宗出口的铁矿石的供求形势持续令价格走弱，我们并不认为澳元有显著的基本因素支撑。除此以外，澳洲储备银行（澳洲央行）取态保持审慎，一旦经济数据转差，我们认为可能会进一步放宽政策。

**新西兰元：反弹势难持续：**我们并不认为新西兰元近期的升势可以持续，并视之为减持机会。我们相信，近期上升的原因之一，可能是作为新西兰最主要出口的乳品价格大幅反弹。然而，基于供求显著失衡的情况依然，我们并不预期新西兰元强势可以持续。此外，我们亦预期新西兰储备银行（新西兰央行）会再调降政策利率至超乎市场预期的程度，以应对国内基本面不振的困境。

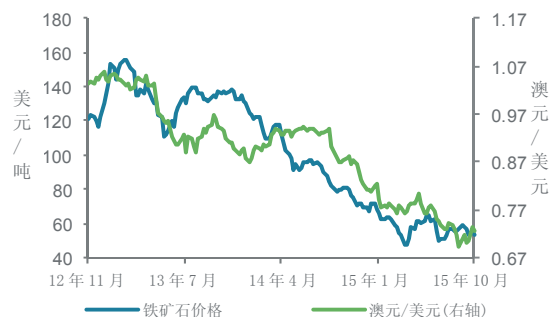
**新加坡元：我们预期会重拾降轨：**新加坡金融管理局轻微放宽政策后，新加坡元走强，但我们相信只是短暂现象。我们认为，新加坡元走强是因为新加坡 GDP 增长略微高于预期，而金管区的举措并未如市场预期之大。展望前景，我们相信美元走强会是促成新加坡元走弱的主要催化因素。

**其他亚洲（日本除外）货币：我们维持中期看淡：**我们对亚洲（日本除外）货币整体维持看淡。因此，我们认为近期反弹正好造就增加美元配置的机会。区内货币经 8 月份大幅回调后处于技术上超卖水平，现在可能已充分调整。相对而言，我们预期印度卢比及菲律宾披索会继续表现领先，而韩元、新台币、马来西亚林吉特、新加坡元等则落后。我们预期人民币、印尼盾及泰铢的表现会与区内其他货币一致。

就印度卢比及菲律宾披索而言，我们认为两者都受惠于稳健的对外收支平衡，这始终是关键的利好因素。然而，菲律宾披索汇价已嫌偏高，有可能令我们的观点失准。新台币及韩元主要的利淡因素仍然在于对中国贸易的风险，以及货币政策的放宽偏向。马来西亚林吉特的主要利淡因素在于商品价格风险以及新兴市场整体的资金外流。我们相信人民币可能会维持大致区间波动的格局。我们认为维持汇率稳定的政策可能会维持不变。

### 澳元继续跟随铁矿石价格下跌

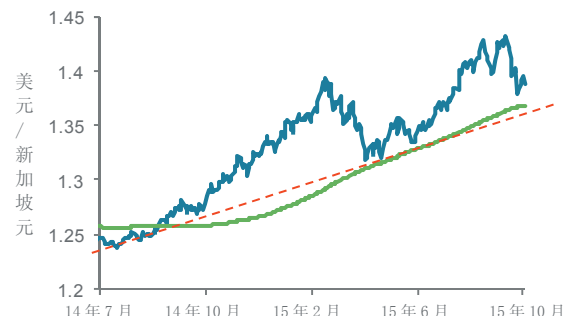
铁矿石价格和澳元/美元汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 新加坡元从关键技术位反弹，预示反弹仍将持续

美元/新加坡元即期汇率



资料来源：彭博终端、渣打银行

### 因技术超卖，亚洲（除日本）货币有可能反弹

亚洲美元指数和相对强弱指标 (14)



资料来源：彭博终端、渣打银行

## 附录

### 超配评级

资产类别	股票区域	固定收益（本币）	股票 全球板块	股票 区域板块
股票 另类策略	欧洲	印度卢比	科技 能源 工业 可选消费品 金融 原材料	美国 欧洲 亚洲 香港 新加坡 中国
	日本			
	<b>固定收益</b>	<b>6-12个月外汇观点</b>	<b>亚太*</b>	金融 能源 科技 工业 可选消费品 原材料
	新兴市场投资级 发达市场高收益	美元	中国 印度	✓ ✓

\*在建议标配亚洲除日本股票的大前提下，给予印度和中国股票超配评级

### 低配评级

资产类别	股票区域	固定收益（本币）	股票 全球板块	股票 区域板块
现金 固定收益 商品	其他新兴市场 英国	新加坡元 马来西亚林吉特 新台币	公用事业 电信	美国 欧洲 亚洲 香港 新加坡 中国
	<b>固定收益</b>	<b>6-12个月外汇观点</b>	<b>亚太*</b>	电信 公用事业 能源 原材料
	发达市场投资级	欧元 澳元 日元 新加坡元 新台币 韩元 马来西亚林吉特 新西兰元	新加坡 马来西亚	✓ ✓

\*在建议标配亚洲除日本股票的大前提下，给予印度和中国股票超配评级

### 多元化收益资产 - 对于收益潜力和资本增值的观点

资产配置 (多重资产收益)	收益率	收入 潜力	资本 增值	评论
<b>固定资产配置</b>		●	●	<b>组合的基石；收益来源；有一些令人感兴趣的地方，但并非无风险</b>
公司债 - 高收益	7.1	●	●	收益率溢价反映了日益上升的违约风险；收益率和投资价值具有吸引力；最大的障碍在于资金外流和美联储加息
<b>新兴市场债</b>	6.0	●	●	需要有所选择，因各种投资级和高收益债券的风险/回报比都各不相同
新兴市场 - 投资级	5.0	●	●	高质量信用债的收益率溢价颇具吸引力；新兴市场投资级政府债利差宽阔
新兴市场 - 高收益	8.2	●	●	收益率较新兴市场投资级债券更高，但很多具有特质；风险/回报比更低
<b>亚洲本币债</b>	3.6	●	●	总的风险/回报比没有吸引力；因汇率的尾部风险收益率过低
人民币债券	3.2	●	●	通胀调整后的收益率有下跌空间；考虑到人民币汇率风险，收益率并不那么高
印度卢比债券	7.9	●	●	结构性主题；通胀调整后的收益率高；央行强势，改革主题；外部需求
<b>投资级债券</b>	1.6	●	●	组合的基石，收益率有保障，一些地方令人振奋
公司债 - 投资级	2.8	●	●	收益率溢价有所拓宽，凸显出一些投资价值；若美联储迟迟不开启加息，则长期债券吸引力将显现
政府债	1.2	●	●	动能、量化宽松为欧盟提供坚强基石，但投资价值寥寥；长仓美国国债；澳大利亚、新西兰政府债具有强力支撑
<b>股票的区域配置</b>	<b>4.0</b>	●	●	<b>收益和资本增值的关键来源</b>
北美	3.5	●	●	估值公允；销售/盈利增长乏力意味着收益低于均值；一些行业具有吸引力
日本	1.8	●	●	估值具有吸引力；日本央行和汇率提供支撑；仓位并不紧张。收益率低，但分红日益增多
欧洲除英国	5.6	●	●	估值具有吸引力；欧洲央行和汇率提供支撑；动能佳；面临削减分红和受全球增长拖累的风险
英国	4.4	●	●	高分红、平均水平估值，但面临盈利不振、动能不佳以及受资源价格不振拖累的挑战
亚洲除日本	5.1	●	●	高分红；部分股票估值具有吸引力，但面临经济增长、企业盈利、美联储加息和去杠杆的挑战
新兴市场	6.7	●	●	高分红；部分股票估值具有吸引力，但面临经济增长、企业盈利、美联储加息和去杠杆的挑战
<b>非核心收益</b>	<b>4.3</b>	●	●	<b>多元化收益和增长的实用工具</b>
优先股	5.6	●	●	看好金融股；受益于利率水平提高；对于资金流入/出敏感
可转债	3.9	●	●	由于股票向上空间有限，可转债较具吸引力；风险/回报比取决于实际持有的债券
房地产	4.3	●	●	作为多元化收益的工具颇具吸引力；房地产市场仍然稳健；因利率水平提高和资金外流而面临风险
备兑期权策略	4.3	●	●	多元化及增强收益率的实用工具；波动率有所加大

资料来源：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（EC2V5DD）。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 2015。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 2015。

**本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。**