

全球市场展望



新兴市场风高浪急

股票仍是我们看好的资产类别，因为我们继续认为周期末段的反弹仍在前方。亚洲（日本除外）和美国仍是我们最看好的地区，尤其是在近期市场回调使得估值更具吸引力之后。

我们将新兴市场资产近期走弱视为增加投资的机会。这基于我们关于亚洲（日本除外）股票和新兴市场政府债券的投资理由仍然有效的观点。一项关键假设是美元未来 12 个月可能走弱。

我们继续相信当前处于经济周期的末段应有利于均衡多元资产策略，因为其聚焦增长导向型资产。我们认为多元资产收益策略仍然可以创造收益。然而，其回报不太可能跟上均衡策略的步伐。

目录

1	←	提要			
		p1			
		新兴市场风高浪急			
2	←	策略			
		p3			
		投资策略			
3	←	观点			
		p7		p9	
		关乎客户重点问题的观点		宏观概况	
4	←	资产类别			
		p12	p19	p22	
		债券	股权衍生工具	另类策略	
		p15	p20	p23	
		股票	商品	外汇	
5	←	资产配置			
		p26		p27	
		全球资产配置概要		亚洲资产配置概要	
6	←	表现回顾			
		p28		p30	
		市场表现概要		财富管理顾问部刊物	
		p29		p32	
		事件日历		披露附录	

投资策略

对投资者的启示

01 全球股票是我们看好的资产类别

02 相对看好亚洲（日本除外）和美国股票、新兴市场美元政府债券及新兴市场本币债券

03 均衡策略提供有吸引力的风险/回报，但多元资产配置策略仍可为收益投资者带来回报

新兴市场风高浪急

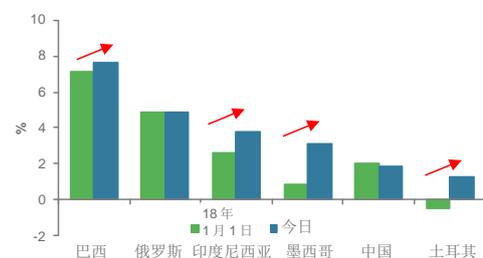
- 股票仍是我们看好的资产类别，因为我们继续认为周期末段的反弹仍在前方。亚洲（日本除外）和美国仍是我们最看好的地区，尤其是在近期市场回调使得估值更具吸引力之后。
- 我们将新兴市场近期走弱视为增加持仓的机会。这基于我们关于亚洲（日本除外）股票和新兴市场政府债券的投资情景仍然有效的观点。一项关键假设是美元未来 12 个月可能走弱。
- 我们继续相信当前处于经济周期的末段应有利于均衡多元资产策略，因为其聚焦增长导向型资产。我们认为多元资产配置策略仍然可以创造收益。然而，其回报不太可能跟上均衡策略的步伐。

过去 1 个月，新兴市场股票和债券仍然承压，因为美元兑主要货币和新兴市场货币均继续走强。亚洲（日本除外）股票是一项例外并大体维持区间震荡。大部分发达市场股票上涨，而公司债券下跌，不过后者主要源于美国国债价格下跌（10 年期收益率突破 3%），而非公司信誉的相关忧虑增强。

主要经济指标在上月我们指出的微幅下跌之后呈现部分企稳迹象。然而，阿根廷的货币在央行降息之后急剧下跌导致市场重新聚焦重要新兴市场的国际收支数据。我们注意到结果之一是主要新兴市场的“实际”（即剔除通胀）债券收益率急剧攀升。从“悲观主义”的角度来看，投资者可能认为这是新兴市场股票的一项最终风险。然而，从“乐观主义”的角度来看，我们认为这表明持有本币政府债券的吸引力水平逐渐提高，因为我们预计美元长期走弱。全面爆发的新兴市场货币危机是我们所持观点的一项关键风险，但我们仍旧认为发生此类结果的可能性相当低（30%）。

图 1：众多新兴市场的“实际”收益率攀升

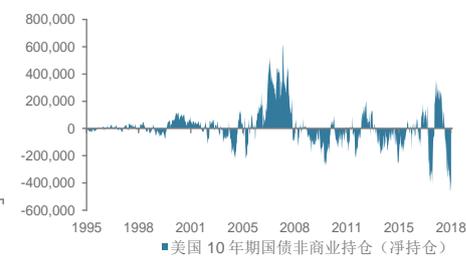
10 年期债券收益率，剔除消费物价指数通胀（“实际”收益率）



数据源：彭博、渣打

图 2：投资者仍大规模做空美国国债

美国 10 年期国债非商业持仓



数据源：彭博、渣打

股票：在新兴市场内看好亚洲

尽管近期新兴市场资产承压，但我们看好亚洲（日本除外）股票的观点仍然不变。此观点的支持因素包括：**a)** 预期盈利增长仍相当稳健，**b)** 与发达市场相比，新兴市场股票继续提供投资价值，以及 **c)** 在年初走弱之后，近期新兴市场股票不再像过往那样昂贵且盈利继续增长（见下图）。

图 3：亚洲（日本除外）股票估值回调，重新迈向长期均值

明晟亚洲（日本除外）指数 12 个月预期市盈率



数据源：FactSet、明晟、渣打

如投资者对新兴市场越发失望，那么财政和经常账户赤字将被视作潜在风险来源。然而，我们注意到，整体来看，相较于亚洲以外的新兴市场，多数亚洲经济体的这些指标表现相当良好。我们相信这有助于解释为何亚洲股票、货币和债券的近期表现比非亚洲新兴市场资产更坚挺。油价被认为是另一项风险。然而，总体而言，更高的油价通常（在一定程度上）有助于支撑新兴市场股票（但对亚洲来说作用不那么重要）。

我们看好美国股票的观点仍旧不变。其 12 个月盈利预期仍处于极高水平，且估值在今年早先走弱之后更加具有吸引力。跟上越来越高的盈利预期可能成为近期的主要挑战。

新兴市场债券的收益率更高

尽管美国国债收益率攀升引发近期跌势（意味着债券价格更低）和估值走弱（信用息差扩大），但我们仍认为继续投资（或增持）新兴市场政府债券具有价值。

美元和本币政府债券收益率当前均远高于 6%，且我们注意到很多关键本币债券市场的“实际”收益率（即剔除通胀）目前处于有吸引力的水平。我们还预计美国国债收益率攀升构成的压力将减轻，因为市场的美国通胀预期趋于正常，仅略高于 2%，特别是衍生工具持仓仍大规模做空美国国债（见图 2）。

基于其他货币与美元的利差可能改变，我们的长期美元走弱观点仍是一项关键假设（详情见 23 页）。

我们认为亚洲公司债券对于核心持仓仍是具有吸引力的资产。然而，我们密切关注中国违约持续上升的影响是否将蔓延至境外美元公司债券市场。

多元资产：看好均衡策略

我们的周期末段经济观点（其中之一是股票表现良好）和我们继续看好新兴市场资产的观点使得我们维持对均衡策略的积极观点。此类策略对增长导向型资产的偏重应使其表现优于多元资产收益策略。

更高收益率提供更好的起点，应利好多元资产收益策略。我们仍相信这种策略可以为收益导向型投资者带来回报，但我们注意到其面临两项迫切挑战。首先，若增长导向型资产大幅跑赢基准，则此项策略面临在周期末段上扬中表现相对逊色的风险。第二，现金的收益率门坎不断提高。由于 3 个月美元利率目前高于 2.3%，多元资产收益策略中相对更昂贵的要素可能被迫向下调整，以使用更高的收益率补偿投资者。

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	●	更高的收益率以及美联储逐步加息构成利好；现金收益率攀升构成风险
	多元资产均衡	●	对增长的侧重在周期末段上扬中有所帮助；股票波动性构成风险
 股票	亚洲（日本除外）	●	双位数盈利增长；估值公允；贸易战构成风险
	美国	●	盈利增长强劲；估值更为合理；债券收益率构成风险
	其他新兴市场	●	商品提供支撑；估值高企；政治局势、美元走强构成风险
	欧元区	●	盈利增长温和；估值高企；贸易战构成风险
	日本	●	国内增长强劲；估值具有吸引力；日圆走强构成风险
	英国	●	盈利承压；估值公允；国内增长放慢构成风险
 债券	新兴市场政府（本币）	●	收益率具有吸引力；估值公允；对利率高度敏感；美元走强构成风险
	新兴市场政府（美元）	●	收益率具有吸引力；美元走强、通胀构成风险
	亚洲美元债券	●	收益率适中；估值公允；供需平衡的利好程度减弱
	发达市场高收益公司	●	收益率适中；估值高企；防御特点
	发达市场高收益公司	●	收益率具有吸引力；信用质量良莠不齐；估值昂贵
	发达市场政府	●	收益率仍低；政策利率及通胀上行构成风险
 货币	欧元	●	政策利率预期将升高；经济放缓构成风险
	新兴市场货币	●	新兴市场中期基本面利好；美元走强构成风险
	英镑	●	英国脱欧风险限制上行空间；经济放缓带来下行风险
	澳元	●	近期跌势消化多数主要风险；然而，没有推动上涨的刺激因素
	日圆	●	短期日圆可能继续走弱，长期风险均衡
	美元	●	中期驱动因素利空美元，但短期涨势可能延续

数据源：渣打全球投资委员

图例： ● 增持 ● 中性 ● 减持

图 5: 自《2018 年展望》发布以来关键主题的表现

资产类别		开立日期	结束日期	绝对	相对
 股票	亚洲（日本除外）股票跑赢全球股票	17 年 12 月 7 日		-	✓
	中国股票跑赢亚洲（日本除外）股票	17 年 12 月 7 日		-	✓
	美国股票跑赢全球股票	18 年 4 月 26 日		-	✓
 债券	新兴市场美元政府债券跑赢全球债券	17 年 12 月 7 日		-	✗
	新兴市场本币政府债券跑赢全球债券	18 年 1 月 25 日		-	✗
 多元资产与 另类策略	多元资产均衡 ^[2] 策略跑赢多元资产收益 ^[1] 策略	17 年 12 月 7 日		-	✓
	股票对冲策略跑赢其他另类策略 ^[3]	17 年 12 月 7 日		-	✓
 货币	美元小幅走弱	17 年 12 月 7 日		✓	-
	欧元兑美元走强	17 年 12 月 7 日		✗	-
	人民币兑美元走强	18 年 4 月 26 日		✗	-
已结束的投资观点					
	亚洲美元公司债券跑赢全球债券	17 年 12 月 7 日	18 年 1 月 25 日	-	✗
	韩元兑美元走强	17 年 12 月 7 日	18 年 2 月 23 日	✓	-
	日元兑美元走弱	17 年 12 月 7 日	18 年 2 月 23 日	✗	-
	欧元区股票跑赢全球股票	17 年 12 月 7 日	18 年 3 月 2 日	-	✗
	韩国股票跑赢亚洲（日本除外）股票	17 年 12 月 7 日	18 年 4 月 26 日	-	✗
	新加坡元兑美元走强	18 年 2 月 22 日	18 年 4 月 26 日	✗	-
	马来西亚币兑美元走强	18 年 3 月 28 日	18 年 4 月 26 日	✗	-
	新兴市场货币兑美元走强	17 年 12 月 7 日	18 年 5 月 24 日	✗	-

数据源：彭博、渣打

该观点自至 2017 年 12 月 8 日（《2018 年展望》发布之日）至 2018 年 5 月 24 日或该策略观点结束时的表现

^[1] 多元资产收益配置见《2018 年展望：因势利导》第 43 页图 10 所述^[2] 多元资产均衡配置见《2018 年展望：因势利导》第 39 页图 8 所述^[3] 另类策略配置见《2018 年展望：因势利导》第 89 页图 1 所述

✓-正确买入判断；✗-错误买入判断；

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。

观点

关乎客户重点问题



我们是否走向新兴市场危机？

我们认为近期新兴市场货币、债券和股票走弱对投资者而言是一个机会。

很多新兴市场资产已经显著走弱。然而，将此从深度和广度两个方面进行考察十分重要。在深度方面，举例而言，新兴市场货币已经自今年峰值总体下跌 7-8%。但相较 2013 年-2016 年期间超过 30% 的跌幅，目前我们尚未跌破 12 个月低位，更不必说 2016 年的低位（见图）。与此同时，在广度方面，亚洲以外新兴市场的股票、债券和货币走弱幅度明显大于亚洲的此类资产，亚洲股票大体呈现区间震荡且货币 / 债券的走弱幅度一直很小。

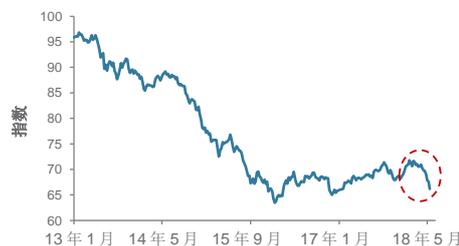
当然，此现象可以按照两种方式解读。一种解读是最坏的时期尚未到来。更乐观的观点则是这并未表明一场危机正在酝酿；不如说这是孤立案例，发生在显著承压的经济体，特别是曾经获得大部分海外流入资金的经济体，这可以促使部分投资者仔细检查所持的其他新兴市场资产配置。

我们认为，美元（及美元债券收益率）的表现对于今后的前景展望十分重要。像我们过去 2 个月所见的那样，美元走强显然构成对新兴市场有挑战性的环境，因为其 1) 增加美元债务的融资成本并 2) 加剧国内通胀压力。后者转而又会迫使新兴市场央行聚焦控制通胀而非支持经济增长，这自然对本币债券和股票同样构成挑战。

然而，我们认为美元走弱的长期推动力仍然完好，包括美国的政府和贸易赤字增加以及欧元区货币政策可能正常化。因此，我们认为新兴市场债券（美元与本币债券）和亚洲（日本除外）股票近期走弱提供良机。

图 6：新兴市场承压，但应将其置入环境中审视

摩根大通新兴市场货币指数



数据源：彭博、渣打

图 7：相较于世界其他地区的新兴市场股票，亚洲股票的表现较为坚挺

明晟亚洲（日本除外）指数与非亚洲新兴市场指数（2018 年 1 月 1 日基数重置至 100）



数据源：彭博、渣打



利率攀升对于聚焦收益型投资者是风险还是机会？

这视情况而定。对于现有投资者，收益率攀升可能被证实对创造收益的资产构成挑战。对于持有大量现金的投资者，更高的收益率提供一个良机，可构建更均衡的多元资产收益配置。

最近数年，聚焦收益型投资者面临的主要挑战之一是优质政府债券和公司债券等投资收益传统来源的发行收益率一直较低。这鼓励投资者承担额外风险，或持有更具波动性的资产类别（例如信用风险更高的公司债券和高股息股票），或借助杠杆收益创造配置（即通过借款为额外投资融资）。

在最基础的层面上，利率攀升意味着现金的 3 个月收益率较 12-24 个月之前大幅提高（美元从 2015 年初仅为 0.25% 升至今日的 2.33%）。这使得面向聚焦收益型投资的竞争更加激烈，导致债券收益率承受上行压力，引申开来，则在更广范围内对其他创造收益的资产构成挑战（我们将在下个月发表的下半年展望中探讨该问题）。

利率攀升也提高投资者的融资成本，可能削减杠杆投资的激励因素，并导致创造收益的资产承受下行压力。

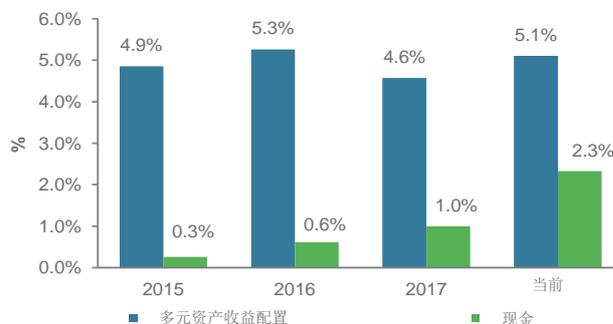
然而，对于尚未进行投资的投资者，只要其愿意投资，攀升的利率 / 收益率可提供一个构建风险更低的均衡收益资产配置的机会（假设配置的目标收益率保持不变）。

2012 年我们在超低利率的背景下开始重点关注多元资产收益配置的积极前景。然而，我们 2016 年底强调，随着我们进入经济周期末段，对于并不执着于收益创造目标的投资者，更加亲增长的倾向是合理的。

简言之，这意味着从高收益债券和高股息股票转向更加顺周期的股市领域，后者在经济增长增强期间通常表现良好。即使在美联储继续逐步加息的假设下，我们仍认为这是恰当之举。

图 8：利率攀升对多元资产收益构成阻力

3 个月美元伦敦银行同业拆借利率与我们的模型多元资产收益配置（基于《2018 年展望》的概述）



数据源：彭博、渣打

宏观概况

对投资者的启示

01

美联储在 2018 年可能还要加息 2 至 3 次，2019 年至少再加息 2 次

02

欧央行可能继续退出刺激政策；日本央行可能保持宽松的政策立场

03

中国将维持其紧缩货币政策，因其需要控制超额债务

再通胀步伐适中

- 核心情景：** 尽管欧元区、日本和中国的增长势头已然放缓，但世界经济前景仍然积极。新兴市场的前景仍然光明，但美元反弹仍是一项挑战。
- 政策前景：** 我们预计美联储 2018 年仍将加息 2-3 次，2019 年至少再加息 2 次，欧洲央行继续退出刺激政策，日本央行保持宽松的政策立场，中国央行在保证充足流动性的同时维持紧缩的货币政策。
- 主要风险：** a) 通胀水平激增，尤其是美国，是我们核心情景的最大风险； b) 随着美元反弹，流动性状况更加紧张，特别是新兴市场； c) 贸易紧张局势，中美谈判成为一项关键决定因素。

核心情景

对于未来 12 个月经济增长适中至强劲且通胀有限（美国约为 2%）的情景，全球投资委员会给予 70% 的机会率。然而，强劲的全球经济增长势头已经放缓，美国、欧元区和日本均宣布第一季度经济增长放慢。我们仍预计全球经济增长继续高于趋势水平，美国尤其如此，因其私人投资在去年减税之后加快增长。通胀激增仍是此积极情景的最大风险来源（机会率 20%），美国工资压力因就业市场供应紧张而加剧。油价上涨也已推高近期的通胀预期。更紧张的流动性状况（尤其是新兴市场）是此积极全球前景的另一项风险来源，因美元在美国债券收益率攀升之际反弹。

图 9：自去年 12 月减税之后，美国经济增长和通胀前景一直在上调

地区	增长	通胀	基准利率	财政赤字	评论
美国	●	●	●	●	在消费和投资的引领下，增长自第一季度的放缓走向反弹。美联储将容忍通胀加速，以渐进步伐加息
欧元区	●	●	●	●	国内消费和投资促进增长反弹。欧洲央行将继续退出刺激措施，但购债可能延续至 2019 年
英国	●	●	●	●	英国脱欧风险压倒基础弹性，期间就业市场强劲。英国央行推迟加息，但可能因工资加快增长而进一步收紧政策
日本	●	●	●	●	经济可能自第一季度的萎缩中复苏，但增长速度不及最近几年。日本央行在通胀仍低之际将维持宽松政策
亚洲 (日本除外)	●	●	●	●	中国增长放缓，但仍得到强劲消费的支持。中国央行将确保流动性，但同时收紧整体信贷
新兴市场 (亚洲除外)	●	●	●	●	增长前景在商品价格上涨之际仍然稳健，但美元反弹使得关注焦点转向存在经常账户赤字的经济体

数据源：渣打全球投资委员会

图例： ● 利好风险资产 ● 中性 ● 利空风险资产

美国 – 消费和投资提供动力

增长将呈现反弹。我们预计美国经济增长将会反弹，此前第一季度在季节性因素的拖累下放缓。因就业市场供应紧张（4 月失业率降至 2000 年以来最低水平），消费仍是经济的基础推动力，但商业支出在去年减税之后正在逐渐成为经济增长的主要引擎。至于今年余下时间，市场对年化增长率的一致预期为 3%，这是美国政府支付未来十年减税措施所需的增长步伐。若要维持这样的扩张速度，生产率最终需要提高。

逐步加息。在最新指引中，美联储引入 2% “对称” 通胀目标的概念，显示其对通胀暂时超过目标可能并不紧张。这表明美联储可能继续逐步加息。我们预计 2018 年还将加息 2-3 次。

欧元区 – 经济增长温和，但仍然稳健

高于趋势的增长将延续下去。第一季度欧元区增长放缓，在一定程度上受到贸易紧张局势、恶劣天气和先前欧元走强的抑制。尽管商业信心依旧疲弱，但仍预示今年其余时间增长高于趋势。强劲的消费者信心表明国内消费继续提供支持，位于记录低位的借款成本有助于维系商业投资。意大利疑欧派政党组建的新一届执政联盟构成风险，在其计划忽视欧元区财政规则的情况下尤其明显。

欧央行将削债。持续的低通胀预示经济明显疲弱。我们预计欧洲央行将进一步削减购债。

英国 – 脱欧风险占据主导地位

脱欧条件是影响前景的关键风险。政府对于脱欧条件仍存在意见分歧，包括英国与欧盟之间的贸易关系以及爱尔兰边境的状况。英国脱欧的不确定性继续压倒经济的基础强劲形势，即使后者得到强劲就业市场的支撑。

加息推迟。英国脱欧风险和温和通胀促使英国央行推迟加息。随着工资增长加快。我们预计英国央行未来 12 个月将加息。

图 10：美国消费者信心在就业市场供应紧张之际仍然强劲



数据源：彭博、渣打

图 11：欧元区商业信心在贸易紧张之际继续减弱；当前水平仍旧预示增长高于趋势



数据源：彭博、渣打

图 12：英国消费仍旧疲弱，但通胀调整后的工资在为期 1 年的萎缩之后已经开始提高



数据源：彭博、渣打

日本 – 增长势头放缓

增长减慢。第一季度日本经济自 2015 年以来首次萎缩，因为出口放缓及美日贸易紧张局势抑制商业投资，恶劣天气亦削弱消费。市场一致预期 2018 年余下时间经济将会复苏，但不会延续过去几年高于趋势的增长速度。供应紧张的就业市场可能支撑消费。首相安倍晋三能否经受持续的政治挑战是一项关键风险。

日本央行维持宽松政策。未来 12 个月日本央行可能维持宽松政策。尽管工资压力不断加大，但通胀仍明显低于日本央行的 2% 目标。

中国 – 消费将支撑增长

增长放缓但更加均衡。在强劲的第一季度之后，市场一致预期 2018 年其余时间中国经济增长放缓。国内消费和服务仍表现稳健，体现在今年零售额按年增长约 10%，有助于抵消出口和投资放缓。尽管近期休战，中美贸易争端仍旧可能促使中国采取措施，以延续向倚重国内消费转型的经济再平衡。

中国央行放松流动性。银行存款准备金率下调表明政策微调：即使努力减缓信贷增长以削减经济中的整体杠杆，央行仍确保为特定行业提供充足流动性。

新兴市场 – 走势各异

亚洲比其他市场更具弹性。新兴市场增长前景在商品价格反弹之际仍然稳健。然而，美元反弹导致投资者加强审查长期存在经常账户赤字或预算赤字的新兴市场经济体。我们相信大部分亚洲经济体自全球金融危机以来变得更具弹性，因其在过去 10 年大幅增加外汇储备。鉴于某些地区即将开始大选，政治形势是部分市场的关键风险，例如墨西哥和巴西。

政策立场由中性转为鹰派。巴西 5 月维持利率不变，使得进一步降息的预期落空，印度尼西亚则上调利率以支撑萎靡不振的货币。市场预期亚洲各国央行未来 1 年将适度收紧政策。

图 13：日本工资在就业市场供应紧张之际加快增长，但通胀仍远低于 2% 的央行目标

日本平均现金盈利和核心消费物价通胀



数据源：彭博、渣打

图 14：中国经济延续再平衡，消费仍然强劲，而投资增长缓慢

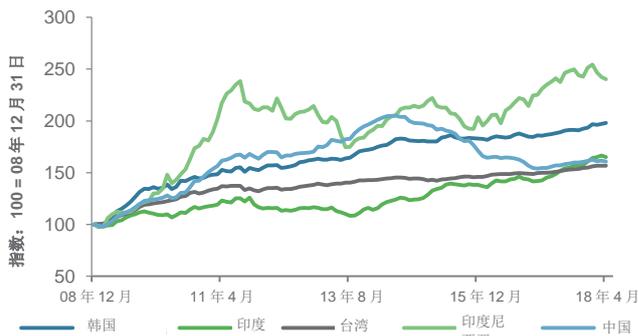
中国年初至今的固定资产投资；零售额；工业产值



数据源：彭博、渣打

图 15：亚洲外汇储备已经大幅增加

主要亚洲经济体的外汇储备增加（指数：100 = 2008 年 12 月）



数据源：彭博、渣打



债券

对投资者的启示

- 01** 看好新兴市场美元及本币政府债券
- 02** 预计 10 年期美国国债收益率徘徊在 3.0%-3.25%
- 03** 看好期限在 5 年左右的美元计值债券

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	*1.61%	-1.7%
新兴市场美元政府	6.20%	-1.2%
发达市场投资级公司	*2.93%	-1.3%
发达市场高收益公司	6.10%	-1.5%
亚洲美元	4.84%	-0.3%
新兴市场本币政府	6.54%	-4.8%

数据源: 彭博、摩根大通、巴克莱、花旗集团、渣打

*截至 2018 年 4 月 30 日

维持看好新兴市场债券

- 我们将新兴市场债券近期抛售视作潜在买入机遇, 美元及本币计值政府债券仍旧是我们看好的债券类别。亚洲美元债券仍旧是核心持仓, 得益于其防御特点及我们整体看好新兴市场。
- 我们认为美联储 2% 的通胀目标与 3.0%-3.25% 的 10 年期收益率相一致。尽管近期 10 年期美国国债收益率飙升增强了其短暂突破上述区间的风险, 尤其是在通胀短暂超越 2% 的情况下, 但我们预计未来 12 个月收益率将大体区间震荡。
- 我们预计短期 (2 年期) 收益率的上升步伐超越长期 (10 年期) 收益率。此情况促使我们看好 5 年左右的债券期限结构。

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	收益率具有吸引力, 相对价值和积极的新兴市场情绪均具有支持性
新兴市场本币	▲	●	●	●	●	收益率具有吸引力及新兴市场情绪向好的积极作用为波动性增强所抵消
亚洲美元	◆	●	●	●	不适用	信用质量高, 防御性配置。受中国风险情绪影响
发达市场投资级公司	◆	●	●	●	●	或跑赢发达市场投资级政府债券。收益率溢价相对较低
发达市场高收益公司	◆	●	●	●	●	发行收益率具有吸引力, 但积极作用为偏高的估值所抵消
发达市场投资级政府	▼	●	●	不适用	●	回报面临美联储与欧央行货币政策回归正常的挑战

数据源: 渣打全球投资委员会

图例: ● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 看跌 ◆ 核心

进一步加息预期推升收益率

上月, 10 年期美国国债收益率急剧上行, 经济数据走强及美联储成员的有关评论导致市场重新评估加息预期。10 年期美国收益率突破关键支撑位 3.05%, 此后小幅回撤。欧洲债券收益率走势分化, 10 年期德国国债收益率下滑, 而受疑欧派势力组建联合政府的影响, 意大利债券收益率上升。

从根本上来讲, 美联储 2% 的通胀目标与 3.0%-3.25% 的 10 年期收益率相一致。市场已经大体消化 2020 年前美国利率将接近美联储长期预测的影响。因此, 我们认为收益率不大可能大幅升至 3.25% 以上。我们预计短期收益率的上升步伐可能超过长期收益率。



图 18: 市场已经大体已反映未来美联储利率预测的影响

2018、2019 和 2020 年联邦基金利率期货隐含的利率水平



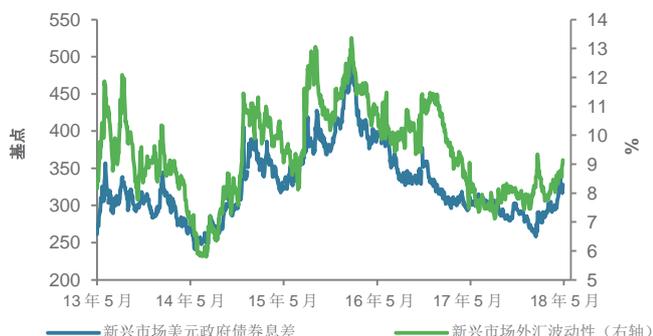
数据源: 彭博、渣打

新兴市场美元政府债券 – 看好

受美国收益率上行及新兴市场风险情绪恶化（反映为新兴市场外汇波动性）的影响，新兴市场美元政府债券跑输大盘，进而导致债券估值低廉。此外，加之美国国债收益率上行，共同推动此类债券的收益率逼近 6.2%，为 2016 年初以来的最高水平。我们将近期跌市视作良好的买入时点，仍旧将新兴市场美元债券作为我们看好的债券类别之一。

图 19: 新兴市场美元政府债券信用息差一直与新兴市场风险情绪（反映为新兴市场外汇波动性）紧密挂钩

新兴市场美元政府债券信用息差及新兴市场外汇波动率



数据源: 彭博、渣打

此番疲弱表现与 2013 年和 2015-16 年相似。在上述两个时期，收益率上升 100 个基点，经证实为该资产类别的良好买入时点。从根本上来讲，我们仍旧看涨新兴市场资产，因为该地区继续受惠于强劲的增长及上涨的商品价格。对于此资产类别而言，供需平衡有望更加向好。

因此，我们预计信用息差（或相对美国国债的收益率溢价）仍将在当前水平区间震荡。不过，资金流出及美国收益率高于预期是我们看涨观点面临的关键风险。

新兴市场本币债券 – 看好

上月，新兴市场本币债券是最受冲击的债券类别，源于货币走弱及特殊事件导致债券价格跌幅超过 4.8%。美国收益率上升及美元走强推动印度尼西亚及土耳其央行加息，而其他几家央行表明将收紧货币政策以支持本国货币。

我们将央行有关措施视作先发制人之举，因为多数新兴市场国家的外汇储备均远超 2013 年“削减恐慌”时期。因此，我们仍旧将新兴市场本币债券视为看好的债券类别。

图 20: 货币走弱已经损害新兴市场本币债券回报

新兴市场本币债券的外汇与本币债券回报



数据源: 彭博、渣打

亚洲美元债券 – 核心持仓

上月，亚洲美元债券彰显其防御属性及低波动性。我们继续看好上述优势，维持其核心持仓地位。尽管中国发行人的庞大供应仍旧构成拖累，但仍呈现一些潜在复苏迹象。

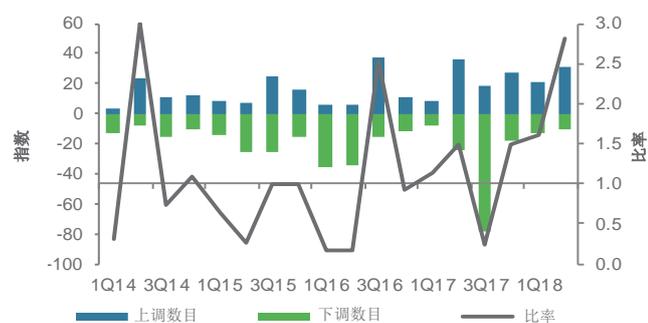


首先，中国政府上调外商投资限额应有助提高亚洲美元债券的需求。其次，信用质量（体现在信用评级上调与下调的比率）看似呈现上行趋势。

尽管中国境内违约情况增加吸引媒体关注，但我们认为违约事件需要显著增加方能开始损失亚洲美元的表现。我们认为估值更加合理及基本面改善应有助支持该资产类别。

图 21：信用质量看似改善，信用评级上调数目超过下调数目

亚洲（日本除外）债券评级上调与下调情况



数据源：标普、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是我们的核心持仓，我们预计，受惠于发行收益率溢价，此类债券将跑赢发达市场投资级政府债券。不过，相对较低的绝对收益率与较高的利率敏感性导致我们对此类债券持有均衡的观点。

尽管收益率上升，尤其是美国收益率上行，提升此子资产类别的吸引力，但借贷成本上升可能使得杠杆率相对较高公司承受压力及增强评级下调风险，从而大体抵消以上积极影响。

发达市场高收益公司债券 – 核心持仓

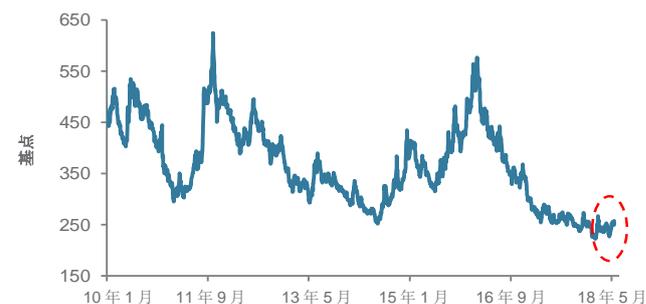
上月，发达市场高收益公司债券的收益率上升至 6.1%，源于美国国债收益率上升及收益率溢价增加。尽管估值仍旧偏高（见图

22），但目前收益率的吸引力增强，促使我们预计债券将实现正回报，我们仍将其视作核心持仓。

近期收益率溢价上升，尽管能源价格反弹 – 可能彰显估值偏高的事实。美国高收益率债券较之投资级债券提供的收益率溢价处于多年低位。我们预计估值将自当前水平适度回撤（收益率溢价上升）。

图 22：与美国投资级公司债券相比，美国高收益债券提供的收益率溢价处于多年低位

美国高收益债券与美国投资级公司债券提供的收益率溢价差异



数据源：彭博、渣打

发达市场投资级政府债券 – 较为看跌

发达市场投资级政府债券仍旧是我们最看跌的债券类别，因为我们认为其可能难以提供正回报。正如之前强调指出的那样，我们认为基本面表明 10 年期美国国债收益率不大可能显著升至 3.25% 以上，但不排除短期突破该水平的可能性。我们有关收益率小幅上升及收益率曲线趋平的预期促使我们继续看好 5 年左右的债券期限结构。

欧洲前景仍旧微妙。尽管欧央行削减刺激举措的前景支持德国国债收益率上升，但围绕意大利的忧虑情绪增强可能限制德国收益率近期上行，因为欧洲投资者看好此类债券多于意大利等周边国家的政府债券。不过，未来 12 个月，我们继续预计德国收益率小幅上行。



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** 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

维持看涨股票

- 全球股票仍旧是我们看好的资产类别。美国和亚洲（日本除外）是我们看好的市场。亚洲（日本除外）股票估值具有吸引力，美国盈利增长异常强劲及可能增加股票回购额，共同推动我们看好这些市场。美元对新兴市场的影响已从 2017 年的利好转为利空，但我们重申美元在 2018 年下半年小幅走弱、发挥利好的观点。
- 亚洲（日本除外）是我们最看好的地区。随着中美贸易战风险消退，考虑到盈利与贸易增长预期的上行风险，该地区股市的估值中枢可能上调。
- 此外，还看好美国股票。股票回购额的潜在增长，加之 2018 年市场一致预期盈利增长 20%，促使我们持看涨观点，正如我们看涨科技行业一般。有关企业投资加速的迹象也发挥利好，可能抵消利率持续上升的影响。
- 欧元区股票为核心持仓。关于其欧元区股票前景，利率上升对重仓的金融行业发挥积极作用，而欧元走强则对盈利预测发挥消极作用，有关影响有所抵消。
新兴市场（亚洲除外）股票是核心持仓。美元走强与土耳其等精选新兴市场（亚洲除外）宏观面走弱，导致该地区年初至今表现承压。不过，我们预计 2018 年下半年美元小幅走弱，从而应有助缓解部分压力。
- 我们股票观点面临的风险包括：政策失误、利润率疲弱及贸易战。

图 23: 当前市场行情

市场	市盈率	市账率	每股盈利	指数水平
美国 (标普 500)	17 倍	3.1 倍	16%	2,728
欧元区 (斯托克 50)	14 倍	1.6 倍	8%	3,522
日本 (日经 225)	13 倍	1.3 倍	6%	22,437
英国 (富时 100)	14 倍	1.8 倍	7%	7,717
明晟亚洲 (日本除外)	12 倍	1.5 倍	12%	714
明晟新兴市场 (亚洲除外)	11 倍	1.4 倍	19%	1,425

数据源: FactSet、明晟、渣打。

8 页注: 估值和盈利数据参考明晟指数, 截至 2018 年 5 月 24 日

图 24: 亚洲（日本除外）和美国是我们看好的区域；英国最为看跌

股票	观点	估值	盈利	股权回报率	经济数据	债券收益率	评论
亚洲 (日本除外)	▲	●	●	●	●	●	盈利复苏，利润率改善，估值具有吸引力
美国	▲	●	●	●	●	●	盈利增长强劲，可能回购股票
新兴市场 (亚洲除外)	◆	●	●	●	●	●	美元走强令盈利复苏承压
欧元区	◆	●	●	●	●	●	欧元强势对盈利构成压力；股权回报率提高
日本	◆	●	●	●	●	●	日圆强势拖累盈利前景
英国	▼	●	●	●	●	●	盈利面临压力，国内需求保持疲弱

数据源: 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



亚洲（日本除外）股票 – 看好

亚洲（日本除外）股票是我们看好的持仓，意味着我们预计其未来 12 个月将跑赢全球股票（以美元计值）。我们的看好观点得益于利润率扩张、贸易紧张局势缓解及美元小幅走弱。

我们预计，市场对未来 12 个月盈利增长的一致预期（12%）具备上行空间 – 受需求持续增加及价格上涨的推动，利润率扩张，同时油价支撑能源公司，而利率持续上升可能提振银行的净息差。

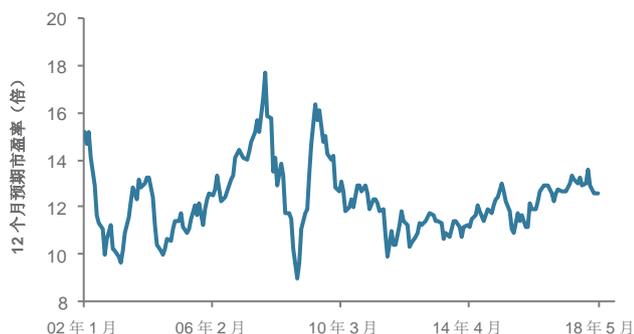
估值的吸引力增强，未来 12 个月估值倍数或市盈率为 13 倍。估值中枢上移的潜在推动因素是中美贸易战的风险不断降低，此风险看似正在削弱。

下行风险包括科技行业增长放缓及盈利增长减速。过往情况表明，基于当前估值，未来 12 个月实现正回报的机会率为 57%。我们的三因素模型*表明回报潜力为 13%。

中国是我们在亚洲（日本除外）地区看好的市场。持续增长的国内消费需求仍旧发挥推动作用，得益于中产阶级崛起，经济指标向好，财政政策审慎及政治环境稳定。中国 A 股被纳入明晟指数，可能推动投资者重燃对中国股市的投资兴趣。

图 25: 亚洲（日本除外）股票的估值吸引力增强

明晟亚洲（日本除外）股票的市盈率



数据源: FactSet、明晟、渣打

*我们的三因素模型数据为分析师一致盈利预测（自下而上及自上而下预测）和期权市场的隐含回报的平均数

美国股票 – 看好

美国股票仍旧是我们看好的持仓，意味着我们预计美国股票将在未来 12 个月跑赢全球股票。资本支出与政府开支持续增加构成关键推动力。股票回购与公允估值也发挥利好。

持续的财政刺激政策及美国企业不断增加的投资支出应支持增长。此外，我们认为美国衰退风险较低，未来 12 个月衰退的机会率仅为 31%。此积极的宏观背景利好美国股票。

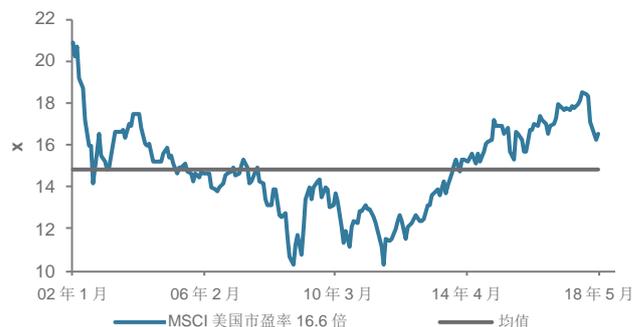
股票回购步伐可能加快。我们预计股票回购额具备增长空间，而 2017 年该金额为 5,190 亿美元。这一情况预计得益于美国公司盈利能力稳健及其从海外汇回利润。

估值的吸引力增强。市场对 12 个月估值倍数或市盈率的一致预期为 17 倍。盈利上调得益于减税及强劲的需求提振盈利预测。尽管我们确认市场对 2018 年每股收益的一致增长预期（20%）提供了难以逾越的高门坎，但美国企业盈利的前景仍旧积极。

我们看涨观点面临的关键风险包括，受债券收益率上升及 IT 行业抛售的影响，市盈率估值倍数可能下移。就当前估值而言，过往情况表明，未来 12 个月美国股票实现正回报的机会率为 86%，而我们的三因素模型*表明同期潜在回报率为 12%。

图 26: 估值的吸引力增强

明晟美国 12 个月市盈率一致预期



数据源: 明晟、Factset、渣打



新兴市场（亚洲除外）股票 – 核心持仓

新兴市场（亚洲除外）股票仍旧是核心持仓，意味着我们预计其在未来 12 个月以美元计值的表现与全球股票大体一致。我们的观点得益于，在商品价格稳定及美元小幅走弱的支持之下，盈利前景积极。

市场对新兴市场（亚洲除外）股票的 12 个月一致盈利增长预测为 15%，净利润率持稳于 10%。估值具有吸引力，未来 12 个月估值倍数或市盈率为 11 倍。

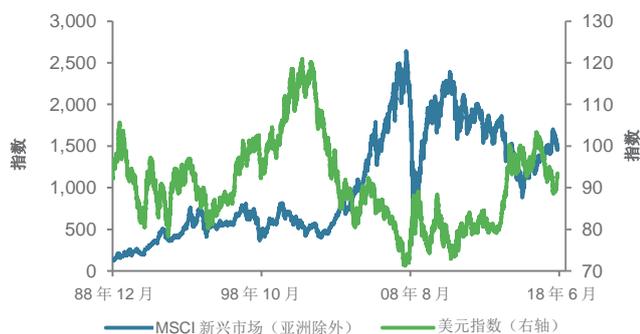
能源与原材料行业在明晟新兴市场（亚洲除外）指数之中合计占比为 26%。受全球工业产出持续增加及欧佩克和俄罗斯石油供应受限的推动，商品价格上涨，利好盈利。此外，在该指数之中的占比为 25% 的银行业也可受惠于利率持续上升。

近期美元走强对新兴市场（亚洲除外）股票构成阻力。鉴于我们认为未来 12 个月美元走弱，我们认为市场回调提供买入机遇。

我们的核心持仓观点面临的风险包括，商品价格走弱，政治变革不利及美元进一步走强。过往情况表明，基于当前估值，未来 12 个月新兴市场（亚洲除外）股票实现正回报的机会率为 57%，我们的三因素模型*表明同期潜在回报率为 15%。

图 27：新兴市场（亚洲除外）股票的市场表现通常与美元负相关

明晟新兴市场（亚洲除外）和美元指数



数据来源：FactSet、彭博、明晟、渣打

*我们的三因素模型数据为分析师一致盈利预测（自下而上及自上而下预测）和期权市场的隐含回报的平均数

欧元区股票 – 核心持仓

欧元区股票是我们的核心持仓，意味着我们预计其在未来 12 个月以美元计值的表现与全球股票大体一致。德国国债收益率上升及投资支出强劲发挥利好。欧元走强及估值不具有吸引力，发挥利空。

欧元区债券收益率上升可能支持相对表现。欧元区股票严重倾斜金融等利率敏感的行业，此类行业在该地区的比重为 20%。欧元区金融行业的净息差及投资收益率可能受惠于我们有关未来 12 个月债券收益率稳定至上行的观点。

投资支出持续增加也是潜在推动力。继过去十年投资增长疲弱以来，欧元区公司可能加大投资支出以满足不断增强的消费者需求，此举支持企业盈利能力。

我们有关欧元走强的观点对盈利构成阻力。投资支出持续增加构成的利好作用为欧元走强所抵消。我们预计 12 个月盈利增长一致预期（7.8%）意外上行的空间有限。继近期反弹之后，估值的吸引力减弱。目前市场 12 个月市盈率一致预期为 14 倍。

基于当前估值，过往情况表明，未来 12 个月欧元区股票实现正回报的机会率为 70%，我们的三因素模型*表明同期潜在回报率为 8%。

图 28：欧元走强可能限制盈利显著上行

明晟欧洲货币联盟 12 个月每股盈利增长（按年）对比欧元货币走向



数据来源：明晟、Factset、渣打



日本股票 – 核心持仓

日本股票仍旧是核心持仓，意味着我们预计其在未来 12 个月以美元计值的表现与全球股票大体一致。这得益于股票回购与低廉估值，但政局不稳定及盈利预期减弱抵消其积极影响。

股票回购趋向于在二季度期间增加，从过往情况来看，二季度回购额大约占年度回购额的 38%。我们预计，受自由现金流生成能力较强的支持，未来股票回购势头强劲。未来 12 个月估值倍数或市盈率（13 倍）仍旧具有吸引力。

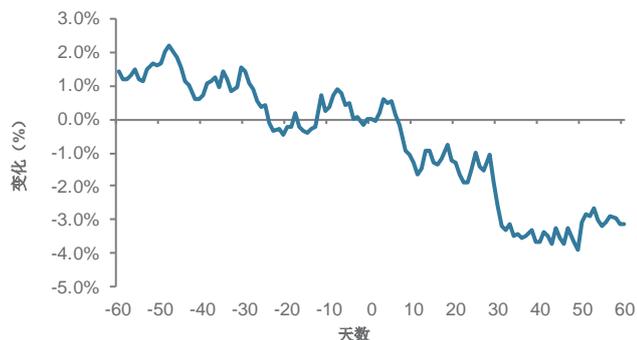
政治风险仍旧是关注焦点。首相安倍赢得 9 月份自民党总裁选举的能力存疑。不过领导层更迭并非我们的基准情景。从过往情况来看，这与日本股市的欠佳表现相关，同时东证股价指数在领导层此类换届之后的 60 天里跌幅为 1-3%，此前 18 次换届均为如此。

盈利前景仍旧适中。12 个月预期盈利增长从 2018 年 1 月的 9.7% 降至 2.0%。我们预计出口驱动型企业利润率见顶的风险不断增强，因为全球增长处于扩张周期的末段。

基于当前估值，过往情况表明未来 12 个月日本股票实现正回报的机会率为 62%，我们的三因素模型*表明同期潜在回报率为 8%。

图 29: 首相换届前后东证股价指数回报通常低迷

首相换届前后东证股价指数的表现 (%)



数据源: FactSet、明晟、渣打

*我们的三因素模型数据为分析师一致盈利预测（自下而上及自上而下预测）和期权市场的隐含回报的平均数

英国股票 – 较为看跌

英国股票仍旧是我们最看跌的市场，意味着我们预计其在未来 12 个月以美元计值的表现跑输全球股票。这归因于债券收益率持续上升，经济增长放缓及市场重燃对英国最终脱离欧盟及英国就脱欧达成贸易协议的忧虑。

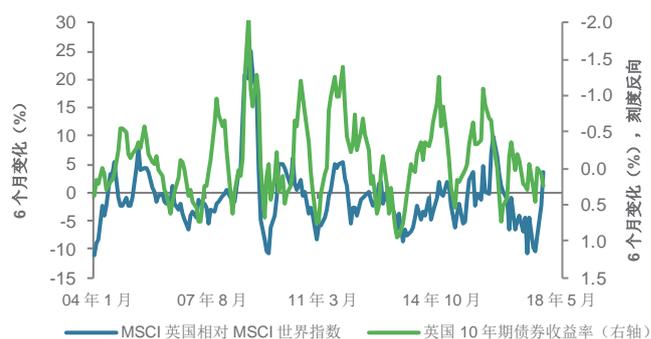
在我们覆盖的大型全球市场之中，英国股票的股息收益率最高，为 4.3%。股息收益率与债券收益率通常正相关。因此，随着债券收益率上行，股息收益率可能通过降低股价提高。英镑区间震荡及能源价格下降也可能限制英国股票盈利的上行潜力，我们预计其盈利将在未来 12 个月上涨 7.6%。

多数英国活动指标，包括近期企业情绪调查疲弱。这主要归因于市场对英国脱欧的忧虑情绪挥之不去。通胀压力持续上升及进一步加息的预期增强并不利好增长。这可能限制市场估值中枢上移潜力。目前英国股市 12 个月估值倍数或市盈率为 14 倍。

我们看跌立场面临的关键风险包括商品价格高于预期或债券收益率下降。外汇走势不利也可能影响我们的观点。从当前估值来看，过往情况表明，未来 12 个月英国股票实现正回报的机会率为 60%，我们的三因素模型*表明同期回报潜力为 8%。

图 30: 债券收益率持续上升之时，英国股票跑输大盘

明晟 英国相对英国 10 年期债券收益率的表现



数据源: 明晟、彭博、渣打

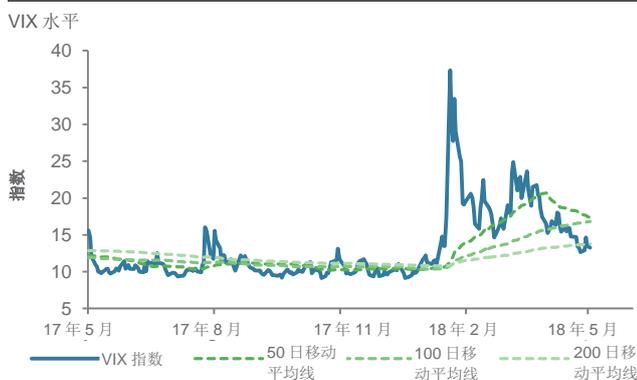


股票衍生工具

波动率区间为 10% - 15%

我们认为，在未来几个月里，VIX 指数（衡量美国股市波动性的指标）大部分时间里可能在 10%-15% 交易，即低于迄今为止在今年大部分时间里的区间 15%-20%。

图 31：未来几个月波动性指数可能在 10%-15% 交易



数据源：彭博、渣打

在两个月前的更新之中，我们指出贸易战不大可能导致波动性大幅上升。在我们随后注意到的市场回调期间，VIX 甚少突破 20%。

事实上，通过市值缩水衡量的市场跌幅是已公布关税总额的 1-2 倍。不过，我们仍旧认为避免针锋相对的关税举措升级符合各方利益。

同时，我们继续预计，随着短期因素消退，基本面逐步稳定。积极因素包括，1) 美国税改，2) 美国盈利创纪录水平，及 3) 经济增长稳健。估值方面，目前标普 500 指数 12 个月市盈率为 17 倍，低于 18 倍的近期峰值。

继今年 2 月份跌市之后，持仓继续表明市场遭遇剧烈冲击的风险下降，波动性瞄向策略可能接近股票配置的低点，短期波动性投资之中的散户持仓显著下降。

有关美国 10 年期国债收益率急剧上升及流动性短缺程度的论调可能导致市场波动性增强。鉴于长期通胀预期仍旧稳定（年初至今，10 年期通胀预期仅上升 20 个基点），今年收益率 70 个基点的增幅看似主要源于油价上涨及美国增长 / 通胀资料强劲。此番债券收益率“良好”的增长应利好股票等风险资产，同时应限制 VIX 水平。

何种原因导致 VIX 指数自当前水平上行？我们认为最大的风险是通胀预期赶上增长步伐。其原因之一可能是油价持续高企或甚至进一步上涨。

美国 10 年期收益率上行为美国金融股创造的机遇

随着短期风险因素消退，在美国 10 年期收益率攀升的支持之下，美国金融股上涨。

图 32：美国金融股涨势赶超美国 10 年期收益率



数据源：彭博、渣打

其他积极因素包括：1) 就业资料持续改善，贷款需求稳健，2) 美国削减公司税的受益者，及 3) 市场一致盈利预测强劲（29%对比标普指数的 19%）。我们认为美国金融行业的下行空间有限。

波动性方面，过去 12 个月美国金融行业整体高出标普 500 指数几个基点。因此，我们认为投资者出售看跌期权以获得行业溢价的具备价值。



商品

对投资者的启示

- 01 油价不大可能从当前水平持续上涨
- 02 金价将维持区间震荡
- 03 工业金属价格可能小幅回撤

供应面对的困境

- 我们预计，受地缘政治紧张局势持续的支持，近期油价可能突破每桶 75 美元，但中期应趋于下跌。
- 金价可能在宽幅区间内交易（每盎司 1,250-1,400 美元），源于地缘政治紧张局势持续升级引发的黄金需求为美元走强及实际收益率（剔除通胀）持续上行所抵消。
- 我们对工业金属持略微谨慎观点，因为围绕美国贸易政策的前景及中国增长态势仍旧不明朗。

图 34: 商品的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	●	●	欧佩克减产抵消美国页岩油产量，油价得到支撑
黄金	◆	●	●	●	●	●	●	实际收益率逐步上升令金价承压
金属	◆	●	●	●	不适用	●	●	中国需求停滞或导致价格小幅回落

数据源：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

表现各异

上月商品价格上涨，不过各商品表现分化。原油仍旧表现突出，涨幅为 7.8%，而黄金下跌 1.9%，工业金属变化甚微。

我们预计，未来 12 个月油价跌破每桶 75 美元的机会率相对较高。不过，鉴于地缘政治不明朗性增强，我们不排除近期油价攀升的可能性。

受利好与利空双重因素的影响，金价走势仍旧区间震荡。我们认为收益率（剔除通胀）持续上行及美元走强将令价格承压，不过地缘政治紧张局势可能为价格提供一定支持。

工业金属价格的走势仍旧高度依赖于美国持续变化的贸易政策及中国需求动态。此外，美元走强还将在短期内令工业金属领域承压。

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）	1305	-1.9%
原油（美元 / 桶）	78.8	7.8%
基础金属（指数）	136	0.2%

数据源：彭博、渣打



原油 – 基本面的推动作用暂停

在特朗普政府宣布将退出伊朗核协议并恢复制裁之际，油价上涨。不过，近期油价可能突破每桶 75 美元，我们认为油价难以从当前水平持续上涨。

首先，我们认为，大部分地缘政治风险溢价已经得到反映，投资者等待上述举动将对石油供应造成何种明确影响。欧佩克（特别是沙特）也可能介入填补伊朗和委内瑞拉石油供应预期出现的下滑。

其次，鉴于美国页岩油对油价上涨的反应迅速，其产量继续增长。受管道运输瓶颈的影响，美国页岩油生产商的运营环境越发严峻。不过，新建管道基础设施应可以在 2019 年中期竣工并运营，从而应推升美国页岩油产量。

黄金 – 焦点重返实际收益率

受实际收益率（剔除通胀）不断上行及美元持续走强的影响，金价回吐年初至今涨幅。我们认为，金价仍旧受地缘政治紧张局势持续升级及美国宏观经济数据的双重影响，今年剩余时间里应保持区间震荡。

不过，金价与美元的相关性仍旧稳固，其与实际收益率的关系再度彰显（见图表）。我们认为金价可能面临下行压力，因为投资者焦点转向联邦公开市场委员会 6 月份会议。不过，我们还认为中东地缘政治不明朗局面、贸易保护主义及意大利政治僵局重现可能限制金价下跌空间。

工业金属 – 聚焦中国

继美国寻求放松对俄罗斯制裁之后，工业金属按月增长大体保持不变。镍价表现突出，因为投资者聚焦中国推进迈入领先电动汽车生产国之列的进程。

不过，美元持续走强对更广泛的工业金属领域构成阻碍。此外，尽管一季度中国数据意外上行，但我们认为去杠杆这一侧重点将持续 – 从而将影响需求。

图 35: 尽管美元走强，但油价继续上涨



数据源：彭博、渣打

图 36: 金价与 5 年期实际收益率（剔除通胀）的关联性再度增强



数据源：彭博、渣打

图 37: 因素变动 – 原油

因素	近期动向
供应	欧佩克坚定履行减产协议；美国原油库存在 5 年均值附近
需求	美国领先经济指标上行，中国的领先经济指标趋稳
美元	近期上涨；长期趋势看跌

数据源：渣打

图 38: 因素变动 – 黄金

因素	近期动向
利率预期	增长前景持续增强，美国收益率恢复上行之势
通胀预期	美国持续上升；欧洲减弱
美元	近期上涨；长期趋势看跌

数据源：渣打



另类策略

对投资者的启示

01 采用替代策略和多元化策略

02 全球宏观策略转为核心持仓

03 股票对冲策略（最看好）受再通胀情景的支持

全球宏观策略转向中性

- 我们的另类资产配置今年迄今为止的回报为 0.1%，自《2018 年展望》发布以来的回报为 1.3%。
- 我们已将全球宏观策略及相对价值策略上调至核心持仓。全球宏观作为“多元化”策略的定位在多元化投资配置之下可以获益。
- 我们仍旧预计极为偏重股票对冲的另类策略配置将在利率持续上行的环境之下提供正回报。

评估我们的多元化另类策略

本月至今，全球宏观策略的回报为 1.8%，得益于受油价与特定全球宏观策略（跟踪趋势的策略 / CATs）强劲表现的带动商品价格上涨。随着我们步入周期末段，全球宏观作为“多元化”策略的作用将越发重要，源于其余传统资产的关联度较低且可能具备类似保险的特点。近期评级上调还得益于我们预期在周期末段市场波动性提升，市场持续偏好新兴市场资产及商品价格上涨。

我们看好的股票对冲策略年初至今上涨 1.1%，其对另类策略配置的积极表现（同期上涨 0.1%）贡献显著。不过，我们确认，受全球政治不明朗性影响，尤其是临近 11 月份美国中期选举之时，波动性的潜在反弹可能增加风险资产的下行压力。股票对冲仍旧是我们最看好的策略，但我们考虑到事件驱动策略对利率上行的敏感性，已经积极削减的持仓。

鉴于近期市场变化，我们将另类策略配置权重调整如下：股票对冲 46%（原为 40%），相对价值 28%（原为 30%），事件驱动 8%（原为 17%）以及全球宏观 18%（原为 13%）。如欲了解更多关于我们另类配置的信息，请参见《2018 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 	●
	相对价值	寻找利用相关金融工具之间的定价差	◆	<ul style="list-style-type: none"> 利率 / 融资成本下降 信用息差收窄 	●
	事件驱动	以并购等事件作为投资依据	▼	<ul style="list-style-type: none"> 股市上涨 并购交易增加 信用息差收窄 	●
多元化策略	全球宏观	从全球层面发掘主题、趋势和资产类别之间的关系（关联），通常运用杠杆	◆	<ul style="list-style-type: none"> 波动加剧、信用息差扩大 各类资产分化加剧 市场走势明确（上升 / 下跌） 	●

数据源：渣打

图例：● 利好 ● 中性 ● 利空 ▲ 看好 ▼ 较为看跌 ◆ 中性

图 39：当前市场行情

另类策略	年初至今	1 个月回报
股票对冲	1.1%	-0.1%
相对价值	1.6%	0.5%
事件驱动	-4.1%	-0.1%
宏观 CTAs	0.0%	1.8%
另类资产配置	0.1%	0.3%

数据源：彭博、渣打



外汇

对投资者的启示

- 01 中期内美元疲弱
- 02 中期内欧元走强
- 03 中期内人民币走强

美元短期走强

- 我们继续预计美元中期内走弱，因为基本面仍旧利空美元。不过，短期内，美元具备进一步走强空间。
- 未来 12 个月欧元有望走强，源于国际收支仍旧发挥支持作用。不过，短期将延续疲弱走势。
- 随着风险情绪改善，日元短期内可能延续跌势，不过中期趋势越发不明朗。
- 我们降低对新兴市场货币的看好程度，但仍旧认为其存在投资机遇；我们预计，随着政策保持利好，人民币将进一步上涨。

图 42：外汇；主要驱动因素和前景（6-12 个月）

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	已反映加息趋势；双赤字从结构上利空
欧元	▲	●	●	不适用	●	国际收支基本面利好
日元	◆	●	●	不适用	●	美元走弱之际，日元区间震荡
英镑	◆	●	●	不适用	●	英国脱欧风险抑制英镑后续涨幅
澳元	◆	●	●	●	●	基本驱动因素既有利空亦有利好作用
新兴市场货币	◆	不适用	●	●	●	差异性加强

数据源：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	-1.2%
澳元	0.76	-0.4%
欧元	1.17	-4.2%
英镑	1.33	-4.3%
日元	110	-0.4%
新加坡元	1.34	-1.3%

数据源：彭博、渣打

美元短期走强不应掩盖更长期利空因素的影响

上月，美元继续走强，符合我们上月有关极端持仓及市场情绪或提供近期支持的观点。同时，美国之外的经济增长势头减速，美元与息差隐含的价值明显不一致。最后，避险情绪增强支持美元 / 顺周期性 10 国集团货币和新兴市场货币。

不过，中期来看，利空美元的结构因素可能占主导。这包括财政赤字扩大，从而将增加美元计值证券的供应。经常账户赤字持续增加也表明海外资本进入美国经济的需求增加。事实是，美联储多次加息的影响已经被市场消化，意味着我们预计持续上升的赤字将导致美元走弱而非收益率显著上行。因此，我们继续认为美元仍处于长期结构性下行趋势，一旦短期推动因素消退，将有望恢复下行走势。



欧元 – 短期下跌、中期上涨

欧元较 2018 年水平大致下跌 6%。市场极为看涨欧元，鉴于欧元区资料走弱，市场乐观情绪有所减弱。此外，继意大利组建新政府之后，围绕意大利寻求债务豁免的忧虑打压市场情绪。不过，我们认为欧元区仍处于复苏轨道。经济情绪指标自高位水平恶化，但我们预计其不足以表明欧央行政策前景显著转变及息差最终收窄。总之，尽管短期内欧元可能进一步下跌，但我们可将此视为增加欧元投资的机遇。

日圆 – 短期下跌，中期区间震荡

近期，日圆是年初至今表现最佳的十国集团货币。不过，目前日圆已经几乎回吐所有涨幅。我们认为，围绕日本央行提前撤回刺激政策的推测及避险需求是日圆飙升的主要原因。随着近期贸易紧张局势缓解及地缘政治风波减弱，我们认为风险资产应能反弹，表明日圆将走弱。此外，近期日本资料令人失望及日本央行传达的有关讯息使其转向鹰派政策立场的可能性降低。中期内海外投资持续放缓，加之大规模经常账户盈余，可能共同限制日圆下跌空间。

英镑 – 短期下跌，中期区间震荡

上月，英镑是表现最差的十国集团货币之一。我们认为主要原因如下。首先，脱欧投票之后，英镑与美元的关联极为紧密。其次，鉴于英国资料走弱，英国央行加息预期显著减弱。不过，我们认为这均属短期因素。尽管这表明英镑短期下跌可能为暂时的，但我们并不太过确信英镑将持续反弹，因为英国脱欧及国际收支忧虑可能使得英镑难以大幅升值。

图 43: 因素变动 — 3 国集团货币

因素	近期动向
实际息差	近期与美元的关联持续改善；美国实际息差继续扩大
风险情绪	上月市场情绪显著改善，VIX 指数目前低于 15
投机持仓	欧元投机性净多仓仍旧处于极端水平，日圆与英镑持仓更加均衡

数据源：渣打

图 44: 欧元区资本流入额（债务+股权）继续上升，即使经常账户盈余仍旧高企的情况下

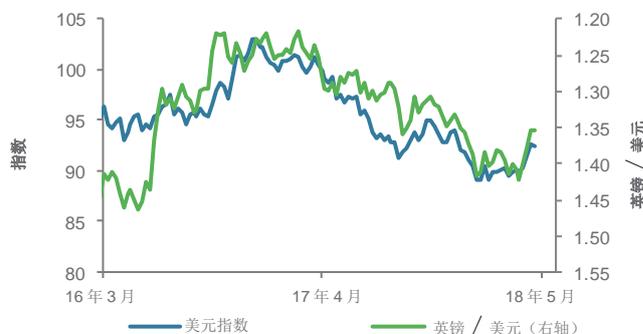
欧元区 12 个月股权与债务资本流入额及经常账户余额



数据源：彭博、渣打

图 45: 脱欧投票之后，在缺乏本土推动力的情况下，英镑与美元保持紧密关联

英镑 / 美元（刻度反向）及美元指数



数据源：彭博、渣打



澳元 – 短期下跌，中期区间震荡

上月，在澳洲与美国收益率之差恶化及投资者对贸易 / 地缘政治问题的忧虑加剧之际，澳元进一步走弱。鉴于美国收益率及美元急剧上涨，我们认为澳元自当前水平走低的前提是市场出现新的重大利空因素。

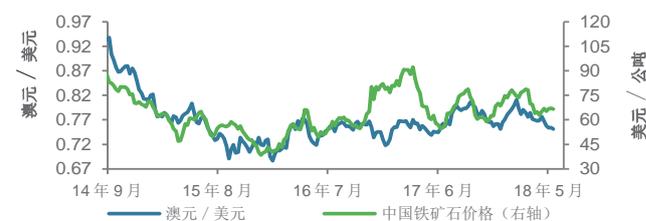
我们认为澳洲基本面的恶化程度不足以确保改过货币政策预期显著转向鸽派立场。目前，市场隐含价格表明，未来 12 个月加息机会率为 50%。此外，中国经济数据保持弹性，应有助支持中期工业金属价格。

新兴市场货币 – 投资机遇可能更具有特殊性

在美元走强及美国收益率飙升的背景之下，新兴市场于上月承压。不过，各货币对的表现并不一致。比如，在亚洲，韩元和人民币等相对低收益率货币仍旧具有弹性，而印度卢比和印度尼西亚盾等高收益率货币显著走弱。此外，我们发现多项特殊事件结束，包括阿根廷货币 / 债务危机、俄罗斯制裁、巴西大选及土耳其政治 / 经济风险。鉴于新兴市场内部的差异显著，我们结束整体看涨新兴市场货币的观点，转而聚焦特定投资机遇。

人民币兑美元保持弹性，因为中国央行并未就美元走弱的情况指导美元 / 人民币中间价上行。此举导致贸易加权人民币指数进一步上升，表明中国当局仍旧容忍汇率上行。中国资料超出预期，仍保持利好，即使其他许多主要经济体的有关资料转为利空。此外，我们认为，在当前贸易背景之下，中国使得人民币贬值的门坎仍旧较高。因此，随着美元近期反弹即将结束及市场对较高风险资产抱有的情绪改善，我们预计人民币将进一步走强。

图 46: 收益率之差持续下降，拉低澳元，但铁矿石价格的支持作用增强



数据源：彭博、渣打

图 47: 新兴市场货币因素变动

因素	近期动向
美元	美元继续上涨
中国风险	中国经济增长超出预期，仍旧发挥利好，但近期增长放缓
风险情绪	上月，新兴市场外汇波动性显著攀升

数据源：渣打

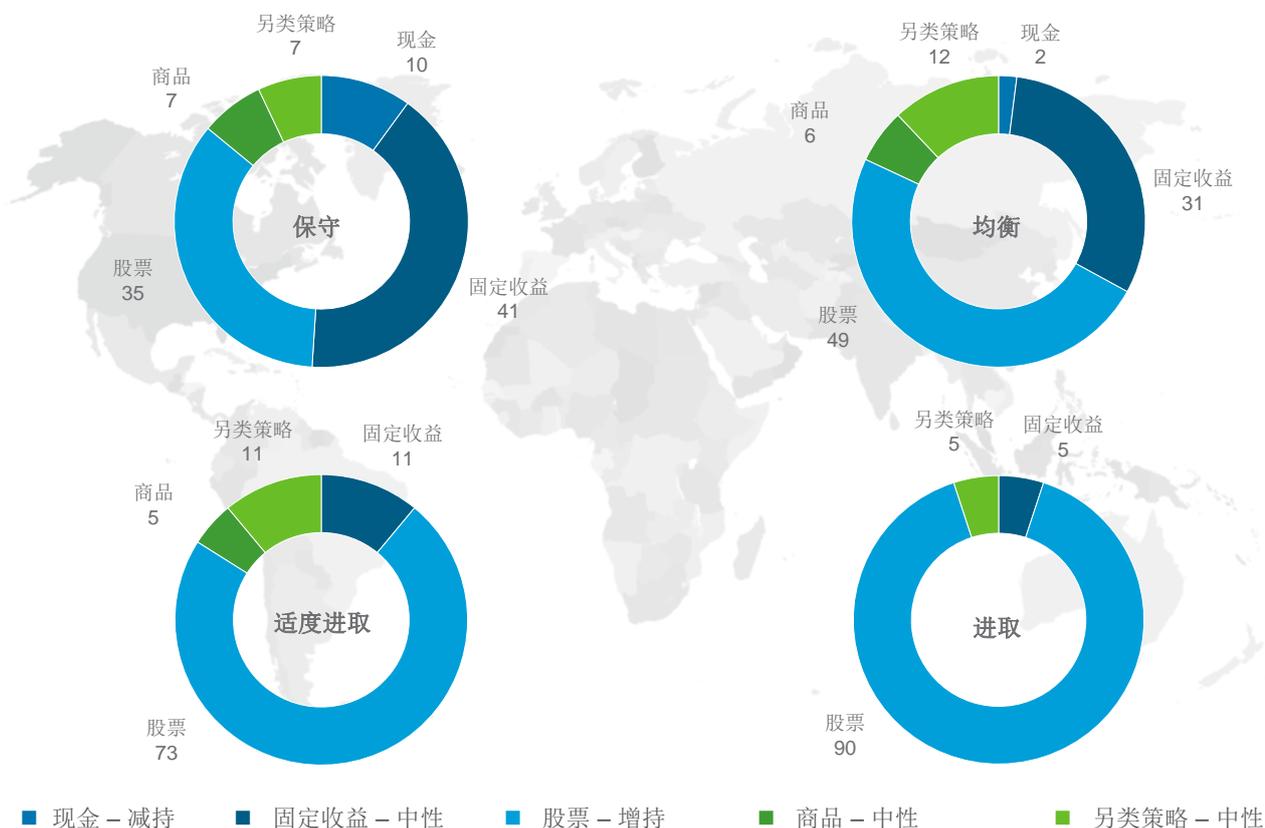
图 48: 中国央行并未就美元走强上调美元 / 人民币中间价，容忍人民币进一步走强



数据源：彭博、渣打

全球资产配置概要

以全球为重点的战术性资产配置- 2018 年 6 月（12 个月）。所有数字日期均为百分比。



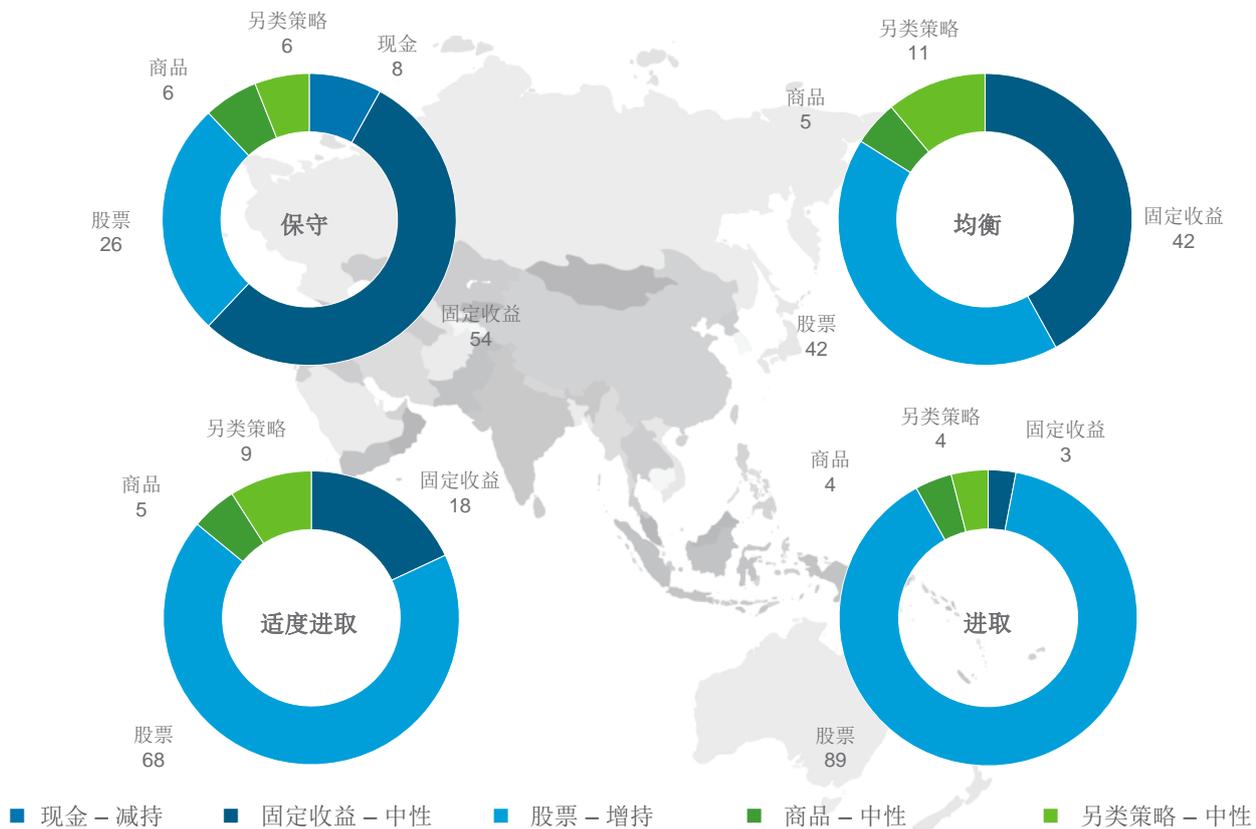
资产类别	地区	相对于 SAA 的观点	保守	均衡	适度进取	进取
现金及现金等价物	美元现金	减持	10	2	0	0
	发达市场政府债券（外汇对冲）	减持	18	14	5	2
发达市场债券	发达市场投资级公司债券（外汇对冲）	中性	14	11	4	3
	发达市场高收益公司债	中性	4	2	2	0
	新兴市场美元主权债券	增持	5	4	0	0
新兴市场债券	新兴市场本币主权债券	增持	0	0	0	0
	亚洲公司美元债券	中性	0	0	0	0
	北美	增持	19	28	41	51
发达市场股票	欧洲（英国除外）	中性	6	7	11	13
	英国	减持	0	0	2	2
	日本	中性	3	4	5	6
新兴市场股票	亚洲（日本除外）	增持	7	10	12	15
	新兴市场（亚洲除外）	中性	0	0	2	3
商品	商品	中性	7	6	5	0
另类策略		中性	7	12	11	5

数据源：彭博、渣打

仅供说明。请参阅本文件末尾披露附录部分

亚洲资产配置概要

以全球为重点的战术性资产配置- 2018 年 6 月（12 个月）。所有数字日期均为百分比。



资产类别	地区	相对于 SAA 的观点	保守	均衡	适度进取	进取
现金及现金等价物	美元现金	减持	8	0	0	0
	发达市场政府债券（外汇对冲）	减持	8	7	3	0
发达市场债券	发达市场投资级公司债券（外汇对冲）	中性	7	6	3	0
	发达市场高收益公司债券	中性	3	3	0	0
	新兴市场美元主权债券	增持	13	10	5	0
新兴市场债券	新兴市场本币主权债券	增持	13	10	4	0
	亚洲公司美元债券	中性	10	6	3	3
	北美	增持	8	13	20	26
发达市场股票	欧洲（英国除外）	中性	3	7	11	14
	英国	减持	0	0	0	2
	日本	中性	2	0	3	4
新兴市场股票	亚洲（日本除外）	增持	11	19	28	36
	新兴市场（亚洲除外）	中性	2	3	6	7
商品	商品	中性	6	5	5	4
另类策略		中性	6	11	9	4

数据源：彭博、渣打

仅供说明。请参阅本文件末尾披露附录部分

市场表现概要*

股票

	年初至今	1 个月
全球股票	1.2% ↑	1.6% ↑
全球高股息率股票	-1.5% ↓	0.2% ↑
发达市场	1.6% ↑	2.1% ↑
新兴市场	-1.4% ↓	-1.5% ↓
按国家划分		
美国	2.7% ↑	3.6% ↑
西欧（本币）	1.7% ↑	2.3% ↑
西欧（美元）	-0.4% ↓	-1.4% ↓
日本（本币）	-1.6% ↓	0.1% ↑
日本（美元）	1.7% ↑	0.2% ↑
澳洲	-1.9% ↓	2.4% ↑
亚洲（日本除外）	0.6% ↑	0.5% ↑
非洲	-7.6% ↓	-3.0% ↓
东欧	-2.6% ↓	-1.7% ↓
拉丁美洲	-4.0% ↓	-9.7% ↓
中东	11.4% ↑	-2.2% ↓
中国	4.2% ↑	3.3% ↑
印度	-9.3% ↓	-5.8% ↓
韩国	-1.2% ↓	-0.1% ↓
台湾	2.0% ↑	1.9% ↑
按行业划分		
非必需消费品	4.2% ↑	2.2% ↑
必需消费品	-7.8% ↓	-0.1% ↓
能源	5.9% ↑	2.1% ↑
金融	-1.5% ↓	-1.6% ↓
医疗保健	1.0% ↑	1.7% ↑
工业	0.2% ↑	1.4% ↑
信息科技	8.4% ↑	6.7% ↑
原材料	0.2% ↑	1.2% ↑
电信	-7.9% ↓	-4.9% ↓
公用事业	-1.1% ↓	-0.7% ↓
全球房地产股票 / 房地产投资信托	-1.2% ↓	2.6% ↑

债券

	年初至今	1 个月
主权		
全球投资级主权	-1.1% ↓	-1.7% ↓
美国主权	-2.0% ↓	0.3% ↑
欧洲主权	-2.0% ↓	-3.3% ↓
新兴市场主权硬币	-3.8% ↓	-1.2% ↓
新兴市场主权本币	-3.0% ↓	-4.8% ↓
亚洲新兴市场本币	-2.8% ↓	-2.3% ↓
信用债		
全球投资级公司债	-3.1% ↓	-1.3% ↓
全球高收益公司债	-1.7% ↓	-1.5% ↓
美国高收益债	-0.2% ↓	0.0% ↑
欧洲高收益债	-2.7% ↓	-4.7% ↓
亚洲高收益公司债	-2.3% ↓	-0.3% ↓

商品

	年初至今	1 个月
多元化商品	4.5% ↑	2.9% ↑
农业	4.9% ↑	3.6% ↑
能源	11.8% ↑	6.0% ↑
工业金属	-1.7% ↓	0.2% ↑
贵金属	-1.8% ↓	-1.8% ↓
原油	20.3% ↑	7.8% ↑
黄金	0.1% ↑	-1.9% ↓

外汇（兑美元）

	年初至今	1 个月
亚洲（日本除外）	0.0% ↑	-1.2% ↓
澳元	-3.0% ↓	-0.4% ↓
欧元	-2.4% ↓	-4.2% ↓
英镑	-1.0% ↓	-4.3% ↓
日圆	3.1% ↑	-0.4% ↓
新加坡元	-0.3% ↓	-1.3% ↓

另类策略

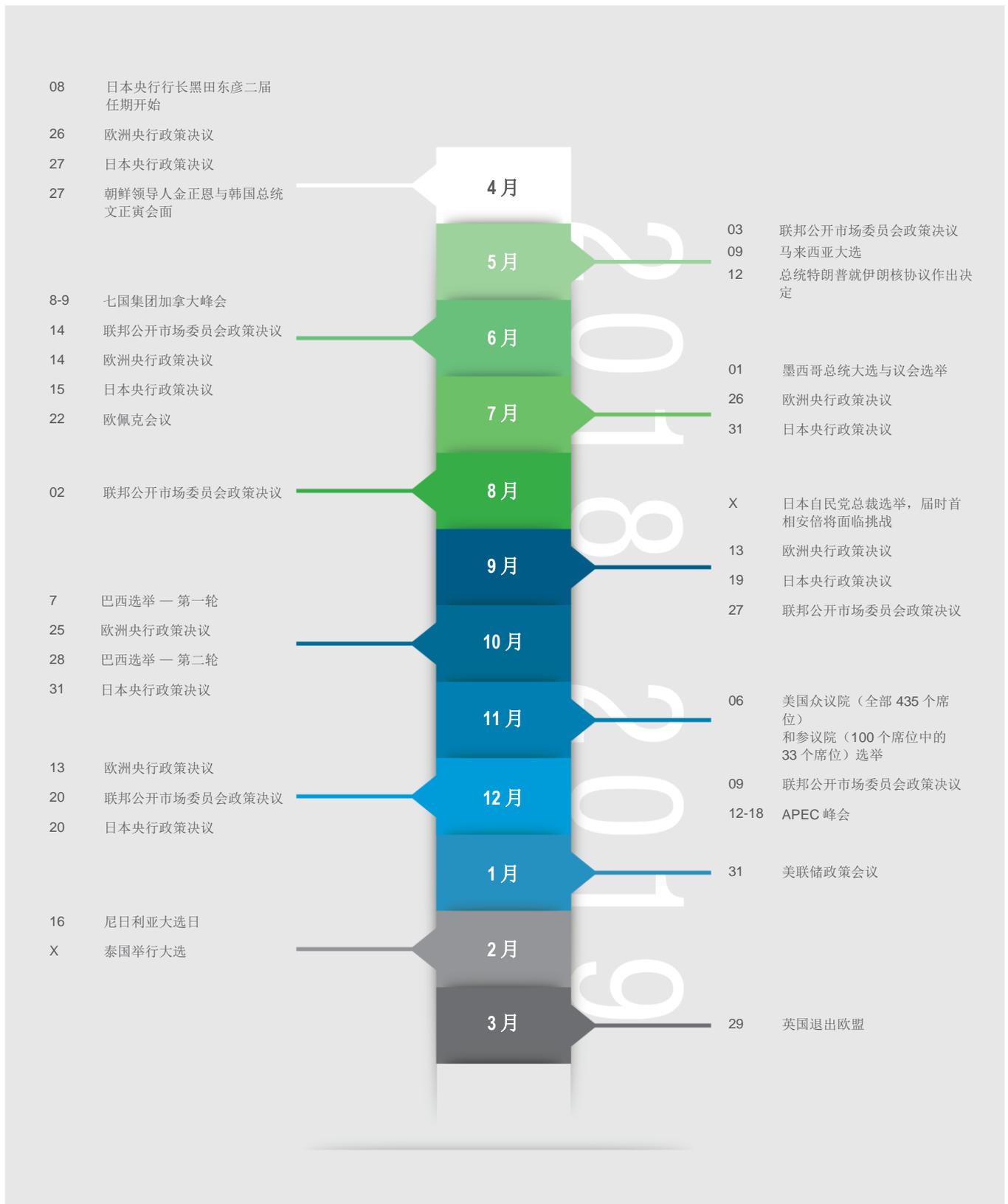
	年初至今	1 个月
综合（所有策略）	-0.3% ↓	0.4% ↑
相对价值	1.6% ↑	0.5% ↑
事件驱动	-4.1% ↓	-0.1% ↓
股票多空仓	1.1% ↑	-0.1% ↓
宏观 CTAs	0.0% ↑	1.8% ↑

数据源：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 2017 年 12 月 31 日到 2018 年 5 月 24 日，1 个月的数据从 2018 年 4 月 24 日至 2018 年 5 月 24 日

事件日历



图例: X - 日期待定

财富管理顾问部刊物



每年

全年展望

重点描述我们的主要年度投资主题、预期表现优异的资产类别以及本年度可能面对的情境。



每周

金融市场周报

近期全球金融市场动态及其对我们投资观点的影响。



每月

全球市场展望

每月论述主要投资主题及全球投资委员会对资产配置的观点。



不定期

投资概要

重点描述我们的主要年度投资主题、预期表现优异的资产类别以及本年度可能面对的情境



不定期

市场焦点

分析关键市场动态及其对我们投资观点的潜在影响。

团队



我们的经验和专长可为您保驾护航，提供操作性强的市场见解，助您实现投资目标。

Alexis Calla

首席投资总监

Steve Brice

首席投资策略师

Clive McDonnell

股票投资策略部主管

Manpreet Gill

债券、货币及商品投资策略部
主管

Arun Kelshiker, CFA

资产配置及投资组合方案部
高级投资策略师

Christian Abuide

全权委托投资组织者部主管

林景蔚, CFA

资产配置及投资组合方案部
高级投资策略师

陈蓓蕾

高级投资策略师

Rajat Bhattacharya

高级投资策略师

Ajay Saratchandran

全权委托投资组合部经理

Samuel Seah, CFA

全权委托投资组合部经理

Audrey Goh, CFA

资产配置及投资组合方案部
高级投资策略师

Tariq Ali, CFA

投资策略师

Francis Lim

量化投资策略师

Jill Yip, CFA

高级投资策略师

Abhilash Narayan

投资策略师

林奕辉

投资策略师

Trang Nguyen

资产配置及投资组合方案部
分析师

DJ Cheong

投资策略师

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，特别是全球研究部门的观点。

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，有时幅幅非常大。投资产品的价格可能会上升或下跌，甚至变得毫无价值。买卖投资产品未必一定能获取利润，反而可能导致损失。阁下不应依赖本文件的任何内容作出任何投资决定。在作出任何投资之前，阁下应该仔细阅读相关发行文件并征询独立的法律、税务及监管意见，特别是阁下列须在承诺购买投资产品之前，考虑本身的具体投资目标、财务状况或特定需求，就投资产品的适合性征询意见。

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形式的明示、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。除非经所在司法管辖区的当地法律、法规的许可，否则本文件不得分发至任何其他司法管辖区。渣打银行或其任何董事、员工或代理人不会就第三方与此有关的行为承担任何责任。

版权：2018 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，第三方创设的资料版权及有关方面的版权下的权利。其他不属于第三方的所有其他材料的版权及汇编这些材料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或使用时，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。© 2018 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。