

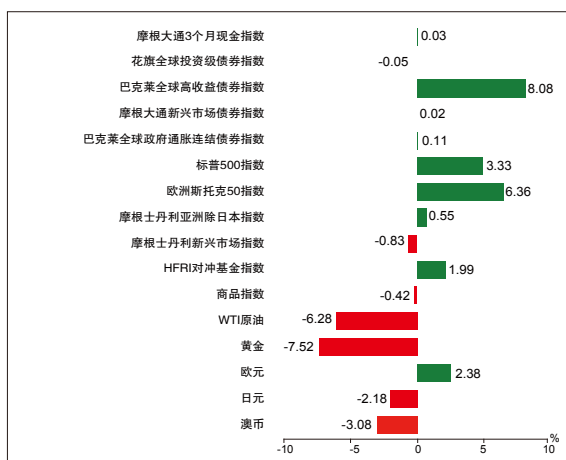
目录

综述	第01页
资产配置	第01页
经济与货币展望	第01页
投资策略	
▪ 债券市场	第02页
▪ 股票市场	第02页
▪ 商品市场	第03页
▪ 货币市场	第04页
免责声明	第04页

综述

- 全球经济仍属复苏状态, 经济增长预期被调高
- 双城记的故事仍在上演, 发达国家中央银行仍维持刺激性的货币政策, 新兴市场国家央行则应对资产泡沫
- 总体来说, 我们仍对全球股票市场维持高配, 尽管短期内股票可能继续走低
- 我们看多美国、日本、香港、韩国、台湾和新加坡的股票市场
- 我们看空中国、印度、印度尼西亚股票市场
- 我们增加了对巴西和俄罗斯股票市场的关注, 我们的态度分别是中立和看多
- 我们对黄金的态度更加谨慎
- 我们仍然对债券维持低配, 尤其是对G7国家债券
- 我们预计信用评级较差的债券会有超常表现, 因为资产负债状况持续好转
- 欧洲最大的风险因素随着爱尔兰主权债务危机的爆发加重
- 我们的核心观点仍然是欧洲的财政问题最终会得到圆满解决, 但是这个过程一定是曲折的, 并且可能会带来周期性的风险厌恶情绪
- 预计美元在上半年会继续走强, 尽管欧元目前的表现正好与我们的预计相反

图1: 资产表现 (12月31日至1月28日)



来源: 渣打全球研究

资产配置更新

自从上个月的资产配置更新后, 市场表现非常不错。美国股票市场的表现好于新兴市场国家的股票市场。在经济信心指数提高和对债务状况的担忧下, 高评级政府债券表现不佳。高收益亚洲信用债表现好于预期, 因为全球和地区在经济增长良好的情况下实现了软着陆。大宗商品表现良好, 但是黄金的表现差于其他商品。

唯一令人意外的是欧洲股票的超常表现, 但是应该注意到, 这主要归因于欧元最近的较强势头, 但我们预计欧元在接下来的第一季度和第二季度会回落。

经济和货币展望

我们不断看到对2011年的经济增长预期不断调高。基于普遍预测, 主要的调整是针对美国 (由2.6%上调至3.1%; 接近于我们2.9%的预期), 印度 (由8.4%上调至9.0%; 渣打预测8.8%), 泰国 (4.5%上调至5.0%; 渣打预测4.4%), 新加坡 (4.9%上调至5.4%; 渣打4.6%)。我们渣打银行主要将日本的增长预期由0.5%上调至1.9%, 因为日本的经济增长势头令人惊讶。

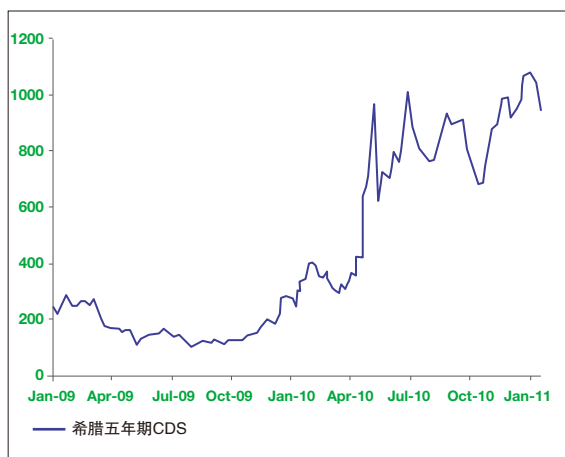
至于2011年的通货膨胀预期, 普遍最主要的调整是针对欧洲 (由0.8%上调至1.8%; 渣打预测1.6%), 印度 (7.5%上调至8.4%; 渣打预测6.5%), 印度尼西亚 (6.2%上调至6.6%; 渣打银行预测6.0%), 马来西亚 (2.4%上调至2.8%; 渣打银行预测3.4%), 新加坡 (2.9%上调至3.2%; 渣打银行预测3.4%)。

图2: 经济增长预期

	真实GDP增长率 (%)			
	2009	2010	2011	2012
美国	(2.6)	2.8	2.9	2.7
欧元区	(4.1)	1.8	1.7	2.2
日本	(5.2)	3.3	1.9	1.1
中国	9.1	10.0	8.5	9.0

来源: 渣打全球研究

图4: 欧洲风险尚存



来源: 彭博; 渣打银行

因此, 总体的宏观经济环境比较乐观, 对经济二次触底的担忧也在持续消减。这对寻求风险的投资者来说是个好消息, 尤其是在投资选择有限的情况下。

至于货币政策, 发达国家和新兴市场国家背道而驰。我们认为在可预见的将来美国几乎不可能紧缩货币政策, 这种情况将持续到2013年。在欧洲, 近期出现加息的可能性也较小。在英国, 目前的通胀水平远在目标水平之上, 但是普遍认为尽管通胀非常顽固, 但是通胀水平最终会因为过剩产出而下降。在欧洲大陆, 一旦债务危机得到解决, 可以预计到欧洲大陆将会面临强劲的经济增长势头和不断上升的通胀压力。我们认为这种情况第四季度就会出现, 因此欧洲央行可能会在今年底将利率提高75个基点。

随着通胀和资产泡沫的出现, 亚洲的关键问题是进入了政策紧缩周期。中国自然是受重点关注的国家。我们的观点是中国2010年应对资产价格上升和通货膨胀的政策紧缩力度不够, 所以今年中国的政策紧缩力度将会加手段应对通胀。除了那些利率与美国挂钩的国家和地区外, 亚洲地区利率不断上升的趋势十分明了。

我们考虑的主要问题从美国面临的挑战转移成为欧洲和亚洲面临的挑战。以前欧盟的经济增长主要因为核心国家的经济强势弥补了边缘国家的经济弱势。但是关键问题是当局处理希腊和爱尔兰债务危机以及扩散到葡萄牙、西班牙、比利时的风险的能力。到目前为止, 债务危机展期进行地相当平稳, 但仍有待观察, 尤其是今年上半年。

目前的局面是尽管困难重重, 但是当局仍愿意继续拖延这一难题。请注意, 这并不意味着解决难题。解决这一问题即便是在乐观形势下也需要数年时间, 并且目前情况下悲观情绪 (或者说现实主义情绪) 占据上风。彭博最近的一项调查显示很多投资者认为希腊和爱尔兰在未来五年内会发生违约并且预计会有国家脱离欧元区。因为存在债务——通缩恶性循环的风险, 债务违约肯定不可能得到根本性解决。至于是否有国家决定脱离欧元区这一问题则更难预测, 因为这一决定的实施非常复杂。与此同时, 对这一行动进行成本收益分析也是极端困难的。欧元这一单一货币产生的历史问题其实正展示了政治对经济的胜利——正如我们现在看到的这样。因此, 任何决定脱离欧元区的决定也一定是由政治推动的。

2011年的第二大风险就是亚洲紧缩性货币政策发生错误的风险。正如之前提到的, 中国是亚洲这一问题的核心, 中国如何应对通胀压力和资产泡沫对于全球和地区经济稳定和市场表现至关重要。

投资策略

债券

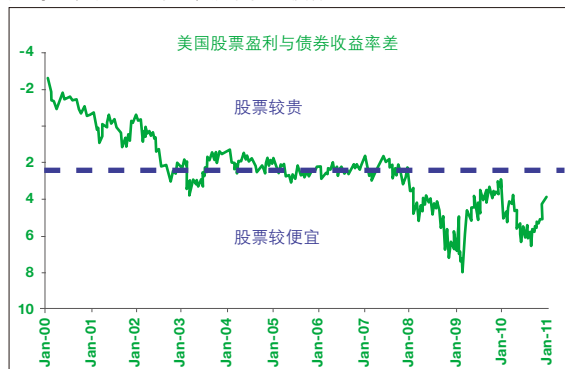
我们对于债券仍持谨慎态度, 尤其是发达市场的主权债。经济增长势头强劲, 部分市场通胀抬头, 对美国、欧洲和日本财政政策方面的担忧等对债券市场来说都不是利好因素。

当我们在债券中寻找表现优秀的债券时, 我们关注于随着收益增加主权和公司高收益债券收益率差的缩小以及债务服务比率的提高。

股票

人们在审视风险相对较大的资产类别时, 有一个问题现在经常会挂在嘴边——尽管从中期看良好的基本面会对该类资产提供越来越多的价格支撑, 但近来随着大量资金流入股市和商品市场, 这些市场可能有点涨过头了。问题是: 市场到底会继续上涨还是会在短期内出现回调? 如果出现回调, 幅度又有多大? 时间会持续多久?

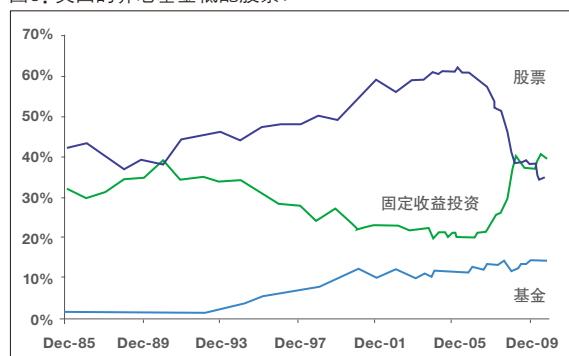
图5: 从估值角度来看, 股票优于债券



来源: 彭博; 渣打银行

渣打银行每月市场观察-2011年2月-3月刊

图6: 美国的养老基金低配股票?



来源: 彭博; 渣打银行

这确实令人困惑。面对这种情况,我们仍对全球股票保持超配的观点,并将继续关注以下几类市场:估值较低的市场;在2010年股市上涨中相对落后的市场;经济活动预计表现强劲的市场。因此,我们将减少对中国和东南亚(除新加坡)的关注,转而将目光投向美国、日本、韩国、台湾和新加坡。这样做,至少从理论上说,可以在股市回调时减少资产下跌的风险,而假如市场继续上涨的话,投资者也能保持较好的参与度。换言之,就是为投资者带来最好的风险/收益比。

值得注意的是,尽管短期投机因素有所抬头,但有迹象表明长期投资者(至少在理论上)可能因为之前低配股票,而会去寻找增加股票仓位的机会,这将限制股市的下跌风险。

我们还研究了巴西和俄罗斯股市。巴西的经济增长前景良好,股票估值也不算太高。但是,面对日益高企的通胀压力,该国政府有收敛扩张性货币和财政政策的需求。这在短期内可能会造成股市的波动。

图7: 俄罗斯股票估值引人注目



来源: 彭博; 渣打银行

我们看好俄罗斯股市。虽然该市场近期涨幅较大,但其股票估值和其他市场相比仍旧很低。根据市场对其上市公司2011年的普遍盈利预测,俄罗斯股票的平均动态市盈率只有6.7倍,除非该国股市继续上涨,否则其市净率将可能跌破平价。与此同时,我们对俄罗斯经济增长的预测大大高于市场普遍观点。俄罗斯经济最令人担忧的部分还是货币紧缩的需求。此外,政府还亟待减少剔除石油收支部分以后的财政赤字。但高油价可能意味着该国总体的财政状况将十分可控。

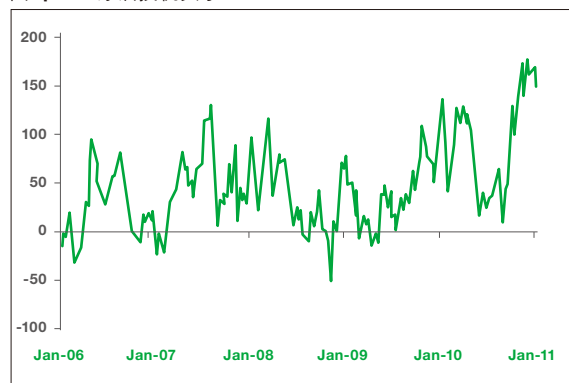
我们最大的困惑还是欧洲。表面上看,欧洲股票的股值和成长前景都值得我们给出超配的评级。但是,正如前文所述,债务展期带来的潜在风险仍旧很大。我们的核心观点是,债务问题会一路往下拖,直到未来的某个不确定的时间。尽管如此,这期间恐怕也不会风平浪静。正因为如此,投资者最好还是等待更好的入场时机,在未来的18到24个月内寻求可观的潜在收益。

商品

商品市场方面,基本面仍支持价格继续走高,但投机头寸量已经接近历史高峰,显示短期内可能出现一定修正。众所周知,商品市场高波动性意味着投资该市场所承担的上行及下档风险都是巨大的。困难在于,我们相信商品投资者有决心要有所作为,并且这个决心并不是一时兴起。在接下来的几年,某些低效率地利用商品能源的国家经济将出现长足的增长,这些国家的需求无疑将是重要的商品需求增长来源。因此,我们应该为商品投资需求的结构性增长做好准备。然而,这并不意味着增长的道路是一帆风顺的。我们已经在2007/8年的金融危机中,见识了商品价格的波动之剧烈可达何种程度。虽然短期内,我们并不认为如此大幅的调整会再次出来,但更长期的趋势来看,大幅波动必然是难免的。

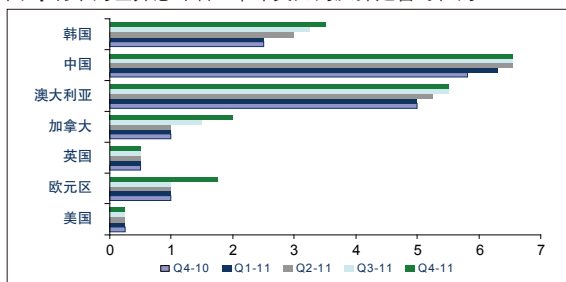
短期内,我们认为黄金的前景稍显暗淡,原因包括美元强势、经济乐观情绪催高长期利率等。但我们年底对黄金的均价预期仍然维持1450美元/盎司,因此,阶段性回调对于希望持有黄金的投资者来说是较优的入场机会。

图8: WTI 原油投机头寸



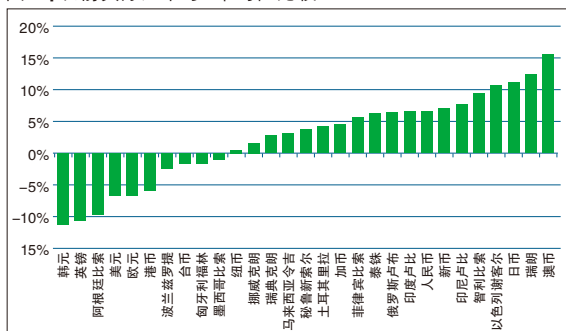
来源: 渣打银行全球研究部

图9: 利率的差异意味着上半年美元的反弹是暂时性的



来源: 渣打银行全球研究部

图10: 目前实际汇率与5年均值比较



来源: 渣打银行全球研究部

货币

尽管最近欧元不断上涨,但是我们预计在未来几个月内美元将继续走强。该判断是基于美国的经济增长形势对美元更有利,而欧元区边缘国家面临的债务危机将会带来欧元的波动性。

但是美元升值的唯一例外是对东北亚地区货币,因为我们看到投资者持续追逐股票市场回报和债券高收益,尤其是最近韩元与台币进入升值通道。与此同时,中国当局也不可能仅仅依靠利率手段来解决通胀难题,必将继续提高准备金要求、限制信贷增速并且允许人民币继续升值。

在其他亚洲国家,我们预计通胀压力将会迫使新加坡货币当局重新将以贸易权重计算的一篮子汇率置于核心地位,这将使得新币升值。自然地,这将限制美元兑新币继续走强。

2011年下半年,随着欧元区利率的上升我们预计美元将会重新进入贬值通道。唯一例外将会是美元兑澳元的走势,因为基于贸易权重计算的汇率澳元已被严重高估,并且预计澳大利亚货币当局可能会在第三季度初提前结束紧缩性货币政策。

免责声明

本文件专用于市场营销,并非独立研究。

本文件所载内容仅用于提供信息之目的。本文件既不构成对任何人购买任何产品或服务,订立或执行任何交易,采用任何对冲、交易或投资策略的要约、建议或劝说,也不构成对利率或价格未来走势的预测,或是对未来走势不会超出本文件例证演示的陈述。对于投资本文件提及的任何证券、金融工具或投资策略是否合适,您应当咨询专业人士,并理解有关未来前景的表述可能无法实现。观点、预测和估计,如有变更,恕不另行通知。本文件涉及的任何证券或金融工具,其价值和收益或涨或跌,均有可能,您的投资可能无法保本。以外币计价的证券和金融工具,其价值、价格或收益可能受到汇率波动的有利或不利影响。过往业绩并不必然指示未来表现,亦不构成对未来表现的任何陈述或保证。

渣打银行不是法律或税务顾问,也无意向您提供法律或税务意见。投资相关的法律或税务事宜,您应另行征询独立的法律和/或税务意见。

渣打银行和/或关联公司可能持有本文件提及的任何金融工具或货币。渣打银行已有适当的政策和程序,在其研究部门之间建立了物理信息墙,并对公共和私人业务功能加以区分,以确保秘密信息的安全,包括不公开披露“内部”信息,除非符合其政策、程序及监管机构的规定。建议您对本文件所载事项进行独立的判断。

渣打银行和/或关联公司可在任何时间,在适用法律和/或法规许可的范围内,买卖本网站涉及的任何证券或金融工具,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、投资银行或其他服务。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。

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赔偿责任,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、文件内容或相关服务无效所引发的任何直接或间接损失、损害或支出。

版权声明: 渣打银行2010。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。所有第三方资料的版权及该等第三方对于该版权的所有权均已指明。其他不属于第三方拥有的资料及相关资料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2010。

本文并非研究报告,亦非由研究部门发行