

在未來一季，風險資產-股票及企業債券-應會面對另一輪波動和價格下行。

我們早於年中時已警告，由於資產價格飆升及疲弱/停滯經濟之間的「嚴重脫節」，全球金融市場已進入「更危險的階段」。於8月中，在資產價格大幅調整令風險加劇的環境下，我們降低股票比重，並敦促投資者「以質為重」。

在未來數月，2008年至2009年的全球金融危機的餘波應繼續將價格推低。儘管央行印鈔及利率處於零至負水平，全球經濟增長仍然放緩，通縮/反通貨膨脹勢頭愈發明顯，而新興市場亦面對巨大的經濟和金融市場壓力。

與此同時，央行已黔驢技窮，美國的零利率亦將劃上句號。此外，市場亦憂慮由於聯儲局開始整頓其財務狀況，量化寬鬆可能轉變為量化緊縮。

在股票及企業債券存在下行風險之際，本季度亦可能出現反彈。然而，環球股市的升勢應已告終。已發展市場應該不會立即步入新的熊市階段，然而，縱使是這些市場亦將會由活躍交易者而非被動投資者主導。市場未來將出現巨大的橫向波動。由於歐洲和日本股市將一如現在受惠於更有利的貨幣環境，因此表現應較美國股市更加理想。然而，歐洲和日本市場亦會面對洶湧波動。

新興市場股市已步入熊市階段，而下行勢頭在未來數月將更為強勁。

經濟增長進一步放緩、全球需求疲弱、商品價格低迷、經常賬赤字令資金加快流出及更高的政治風險溢價應會令新興市場繼續出現拋售。

中國經濟應繼續放緩，而因信貸質素差劣而難以在不加劇經濟問題的情況下刺激固定資產投資，以及居民消費的增速不足以在投資增長放緩之際維持經濟擴張將會對中國經濟構成壓力。

與此同時，一系列控制中國股票市場的失誤政策已在最需要此珍貴資產的時刻打擊投資者的信心。

由於預期美國的零利率將會終結，短期美國國債孳息率應會告別歷史低位持續攀升。然而，儘管預期聯儲局加息，但由於對長遠增長前景悲觀、低通脹及在投資者在金融市場不穩的情況傾向購買避險產品，因此10年期國債孳息率短期內應會出乎意料地下降，由此產生的孳息曲線平向將會加添股票市場的恐懼憂慮。

由於投資者更傾向規避風險，尤其是新興市場氣氛轉差，因此亞洲企業債券應會繼續被沽售。

2年期美國國債孳息率較高應會為美元兌其他貨幣的匯率帶來支持。另外，我們可視美元短缺的原因為在風險規避加劇下進行屯積。在未來數月美元應會走強，特別是兌新興市場、亞洲(日本除外)及商品貨幣。

亞洲最安全，亞洲最佳
亞洲最安全銀行2009-2015《環球金融》
亞太區最佳管理銀行2013《亞洲銀行家》
亞太區最佳銀行2014《環球金融》



股市

自2009年起反映於MSCI所有國家世界指數的環球股市升勢應已告終。在此廣泛的資產類別之中，國家與地區之間的表现應會繼續出現落差。然而，未來數月的前景整體應較為黯淡。

新興市場股市已步入熊途，而此情況幾近肯定會持續。以美國為首的已發展市場在未來數月最大機會會橫向掙扎，而市場將會面對下行而非上行風險。

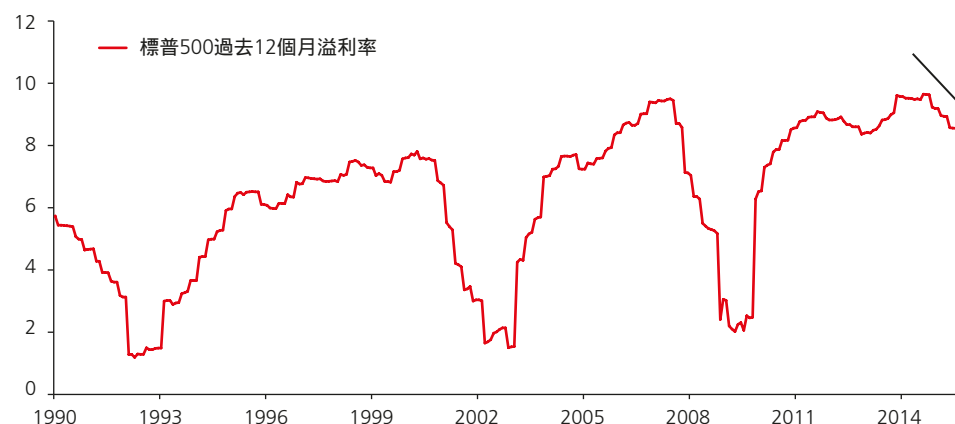
樂觀者認為，美國國債孳息率曲線陡峭反映美國不會出現衰退或熊市。10年期孳息率與3個月孳息率之間的息差與零至負水平相去甚遠，而此反映自1960年起已預示美國每一次衰退的孳息曲線平向及逆轉。此說法正確無誤。

不過，美國的熊市未必每次亦會與衰退結伴出現。舉例而言，標普500指數於2011年7月至10月間下跌了21%，此期間並未出現孳息曲線逆轉或衰退。市場亦要面對其他令人憂慮的因素 - 歐元區的債務危機及美國債務上限談判的政治邊緣博弈。

由於美國經濟繼續以溫和步伐增長，因此難以斷定熊市是否會隨時降臨，然而絕不可單單因為美國國債孳息率曲線的形狀而完全排除熊市的可能性。現在已出現足夠的技術訊號警告我們在未來數月將出現令人揪心的波動，並且已存在足夠的基本因素導致此情景發生。

美國企業盈利已放緩至逆轉點。企業溢利率已到達頂點。(圖1)工資高企及強勢美元將令公司更難以產生市場認為足以支持現時估值的盈利增長。稅前溢利佔美國國內生產總值的百分比已接近70年平均值的兩個標準偏差以上。均值回歸屬高度可能性風險。

圖1：美國企業溢利率已見頂



資料來源：彭博、星展銀行投資總監辦公室，截至2015年8月底

所謂的周期性調整市盈率-將股價除以其10年平均通脹調整盈利進行分析的估值方法-於2014年年底處於27倍的水平。一如企業盈利，此亦趨向平均值以上兩個標準偏差的水平。因此，估值亦正回歸均值，並已跌至24倍的水平，而我們相信，回歸均值的情況將會持續。(圖2)

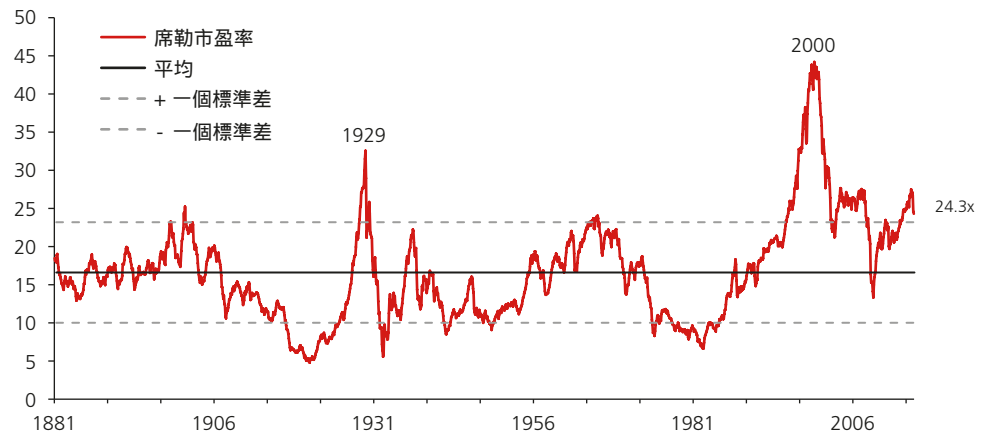
美國市值的其他計算方式-即市值與國內生產總值的比率及非金融股票市值相對其重置成本的比率-亦逐步趨向兩個標準差上限，故風險回歸均值。簡而言之，價格正在下跌。當資產變得廉宜時，市場會包括許多事情，但在一個不完美的世界裡，市場對過高股價可以十分無情。

與此同時，帶動槓桿作用的大量廉價資本已不復存在。順帶一說，美國保證金負債相對國內生產總值的比率目前大概為2.64%，高於2007年錄得的2.23%高位。聯儲局幾近肯定將於12月加息。

隨著聯儲局尋求方法於未來數年為其資產負債表「瘦身」，量化寬鬆將變為量化緊縮。

當美國股市面對收入縮減的風險之際，新興市場股市已面對收入倒退的命運。MSCI新興市場指數自2012年起已出現收入下降的趨勢。中國指數亦已出現近一年的跌勢，而亞洲(日本除外)亦於9個月前開始下跌。

圖2：股票估值將持續回歸均值



資料來源：羅伯特·席勒、星展銀行投資總監辦公室，截至 2015 年7月底

這是熱錢流動周期的一部份：廉價資本逃離疲弱的已發展市場帶動新興市場資產估值、消費價格及貨幣。在過程中會蠶食競爭力、擴大經常賬赤字及加深對外來資金的依賴。最終當流動資金回流已發展市場時，新興市場貨幣亦需要下跌以回復競爭力及盈利能力，而資產價格亦須因應下跌以令估值足以吸引投資者在市場動盪及面對痛苦的經濟調整時承擔貨幣、盈利及市場風險。

中國正與一系列的周期性及結構性挑戰搏鬥。結構性挑戰來自中國的「三難局面」- 其試圖控制經濟學家所說的貨幣匯率、資本賬及利率的「三元悖論」而產生的經濟扭曲。

與此相關的是中國高度依賴固定資產投資以推動經濟增長，而這帶來兩方面的問題-信貸集中及中國的國家控制信貸分配過程欠缺效率，導致銀行及影子銀行分部的違約貸款急增。

與此同時，儘管已作出多項政策干預，但中國政府未能阻止股市跌勢令市場困惑不解。投資者信心亦受到打擊。

由於日本和歐洲股市仍然受惠於持續推行量化寬鬆而實施的更寬鬆貨幣政策，因此其表現看來比美股稍為理想。不過，投資者應注意，正正由於儘管存在低廉和大量的流動資金多年，日本和歐洲的經濟仍然陷於困境，因此它們才會受惠於央行購買資產帶來的支持。

整體而言，市場存在交易機會，但對被動投資者來說，未來數月應是艱難的日子。



債券

風險規避在所有市場無不愈加顯著。因此，企業債券息差自年中起已一直上升，而升勢一直沒有停頓，而在未來數月亦應不會出現任何喘息空間。

在環球層面，債券的下調壓力來自美國即將結束零利率。另外，聯儲局為其資產負債表「瘦身」亦會在日後帶來由量化寬鬆轉為量化緊縮的風險，最終影響是推高美國國債孳息率。

一如我們在上季所說，我們似乎已看到10年期美國國債孳息率的低位。事實上，自2013年年底起，2年期美國國債孳息率已步入上升通道。然而，短期而言，10年期孳息率可能因風險規避/購買避險資產而偏軟，而2年期孳息率亦將因對美國加息的預期而繼續上升。

雖然政府債券可帶來一定程度的保障，但企業債券應不能為投資者帶來多少保障。亞洲經濟增長放緩及伴隨而來許多公司的企業盈利收縮反映信貸質素惡化。自年中起以市價計值的市場下調壓力一直增加，未來數月亦不見得會下降。流動資金正逐步乾涸，尤其是新加坡元債券。

我們預期在未來數月面對市場紛亂的局面，而當中會存在精挑細選的機會，但重點在於質量。

在此市場環境下的傳統智慧為將重點轉向較高信貸質素及較短的投資期，但對於不關心以市價計值的投資者來說，我們的建議為以較長投資期彌補轉向較高信貸質素的策略。



商品

我們預期的商品價格靠穩情況並未兌現。儘管自2011年年中起各種商品的價格已經歷暴跌，但跌勢仍然持續。技術上來說，雖然沽售已進入尾聲，但仍然沒有出現持續反彈的跡象。

商品繼續受累於下行壓力：

1. 無法摸清中國增長率底線
2. 全球經濟放緩和通縮趨勢
3. 美國即將結束零利率及聯儲局最終將整頓財務狀況
4. 美元進一步轉強的可能
5. 商品持續供過於求及存貨過多

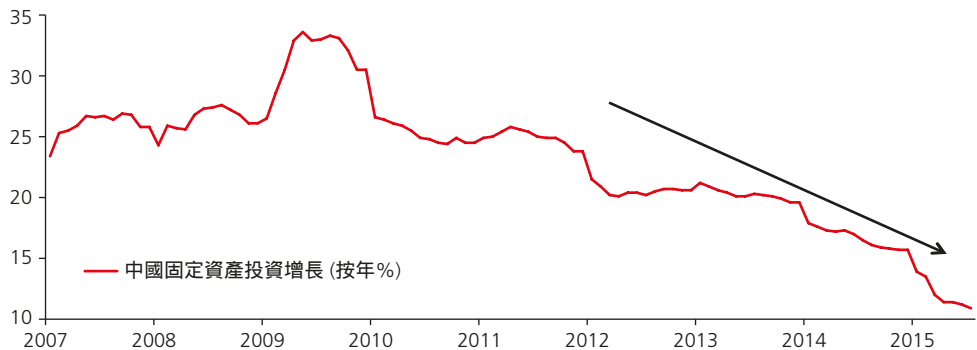
上列關鍵負面因素可互相加強，從而造成惡性循環。舉例而言，一般而言，商品價格需要跌至低於美元邊際生產成本以下才會出現供應破壞期。然而，現金生產成本往往是一個移動目標，本地貨幣成本在商品經濟因素疲弱的情況下持續下降。令問題進一步惡化的是美元越強，美元生產成本便越低。不要忘記這些成本一般是以本地貨幣的形式產生，而當本地貨幣轉弱，美元生產成本亦會進一步被推低，從而衍生另一輪價格下跌。

由於美國產量強勁、石油輸出國組織執意維持高產量及伊朗石油最終會重新出口，原油價格應會繼續受壓。

於2015年第3季再現跌勢的工業金屬將因中國需求疲弱、供過於求及存貨過多而繼續面對下行壓力。以鋁為例，現時未見削減生產，中國應會繼續擴大出口，而所謂的「融資交易」將會繼續進行。就銅而言，由於中國及其他新興市場經濟體增長持續放緩，消耗增長應會進一步下跌。與此同時，供應增長預期將於今年超過消耗增長。

除了供應破壞期，中國經濟復甦的跡象對商品價格的持續反彈亦十分關鍵。不過，現時亦毫無這方面的跡象。中國的製造活動繼續收縮。更加關鍵的是固定資產投資增長於2011年戲劇性地下跌超過33%至最近低於11%。(圖3)

圖3：中國投資增長急劇下跌



資料來源：彭博、星展銀行投資總監辦公室，截至2015年8月底



貨幣

在上一季，我們曾撰文指出「美元指數(DXY)攀升進入中期暫停，並可能延續」到2015年第3季，而過去數月的發展正好印證了我們的預測，DXY在93至98之間的水平窄幅上落。

展望未來3個月，美元兌新興市場、亞洲(日本除外)及商品貨幣(例如Kiwi及澳元)的升勢應會最強勁。這將取決於新興市場及亞洲(日本除外)市場的經濟問題以及商品價格進一步下跌的可能性。

儘管美國的利率應將會高於零及負利率及歐元區和日本繼續實施量化寬鬆，但美元兌歐元及日圓未來在窄幅徘徊的機會較高。部份原因正正是我們在上一季提出的意見，即我們已處於美元牛市的尾聲，美國經濟可接受美元整體進一步走強的空間有限。

雖然美國聯儲局應會在12月加息，但步伐和幅度應會較為緩慢，這將限制將美元推高至現水平以上的推動力。



資產配置之重要性

歷史告訴我們，在變幻莫測及波動的市場環境裏，各項資產類別的回報並無特定規律。透過不同的投資策略和風格，將資產分散於不同的行業及地區，一般而言，投資組合的整體風險便會相應降低，從而優化組合的長線已調整風險回報。

風險管理是長線投資中最重要因素之一，要在不同的市場環境下獲取較佳的已調整風險回報，關鍵是能夠選取切合你的理財需要及風險承受能力的資產配置策略。

2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	最佳 最差
中國 96.66%	環球債券 7.17%	印度 81.03%	泰國 40.60%	環球債券 6.14%	泰國 35.76%	日本 56.72%	中國 52.87%	
印度 47.15%	美國 -38.49%	中國 79.98%	韓國 21.88%	美國 0.00%	印度 25.70%	美國 29.60%	印度 29.89%	
韓國 32.25%	韓國 -40.73%	新加坡 64.49%	印度 17.43%	泰國 -0.72%	日本 22.94%	歐洲 17.95%	泰國 15.32%	
泰國 26.22%	日本 -42.12%	泰國 63.25%	美國 12.78%	韓國 -10.98%	新加坡 19.68%	印度 8.98%	美國 11.39%	
新加坡 18.74%	歐洲 -44.37%	韓國 49.65%	新加坡 10.09%	新加坡 -17.04%	歐洲 13.79%	韓國 0.72%	日本 7.12%	
環球債券 9.73%	泰國 -47.56%	美國 23.45%	環球債券 5.01%	歐洲 -17.05%	美國 13.41%	新加坡 0.01%	新加坡 6.24%	
歐洲 6.79%	新加坡 -49.17%	歐洲 21.14%	日本 -3.01%	日本 -17.34%	韓國 9.38%	環球債券 -2.62%	環球債券 1.66%	
美國 3.53%	印度 -52.45%	日本 19.04%	歐洲 -5.81%	中國 -21.68%	環球債券 4.05%	泰國 -6.70%	歐洲 1.2%	
日本 -11.13%	中國 -65.39%	環球債券 6.08%	中國 -14.31%	印度 -24.64%	中國 3.17%	中國 -6.75%	韓國 -4.76%	

資料來源：星展、彭博

- 美國股票：Standard & Poor's 500 Index
- 歐洲股票：EURO STOXX 50 Index
- 日本股票：NIKKEI 225 Index
- 新加坡股票：Straits Times Index
- 環球債券：J.P. Morgan Global Aggregate Bond Index - Total Return Unhedged USD
- 中國股票：Shanghai SE A Share Index
- 韓國股票：KOSPI Index
- 泰國股票：Stock Exchange of Thai Index
- 印度股票：BSE SENSEX 30 Index

市場週期與投資選擇

何時是最佳投資時機？

每位有經驗的投資者都知道，做投資決策時不應受情緒影響。一旦投資者受到情緒干擾，他們很可能在市場氣氛樂觀但基本因素並不穩定的時候入市，也很可能在市場氣氛悲觀但基本因素漸露曙光的時候離場。也就是說，投資者到頭來都是高買低賣，而不是符合邏輯的低買高賣。

制定策略規劃 達成投資目標

管理情緒的關鍵在於持續地投資，並採用符合自己的風險取向與預期回報的「策略性資產配置」(SAA)作長遠策略，同時運用有紀律的方法，管理短線的市場預期。

1991年，Brinson、Singer與Beebower三位研究人員在一份代表性的報告中，發現以長線來看，在一個分散投資的投資組合中，市場時機因素(market timing)只佔回報的1.8%；相對而言，資產配置因素(asset allocation)佔回報高達91.5%。因此，投資者應著重設計一籃子多元化資產，因為分散資產比僅集中在一、兩類資產的投資可帶來較高的風險調整後回報。

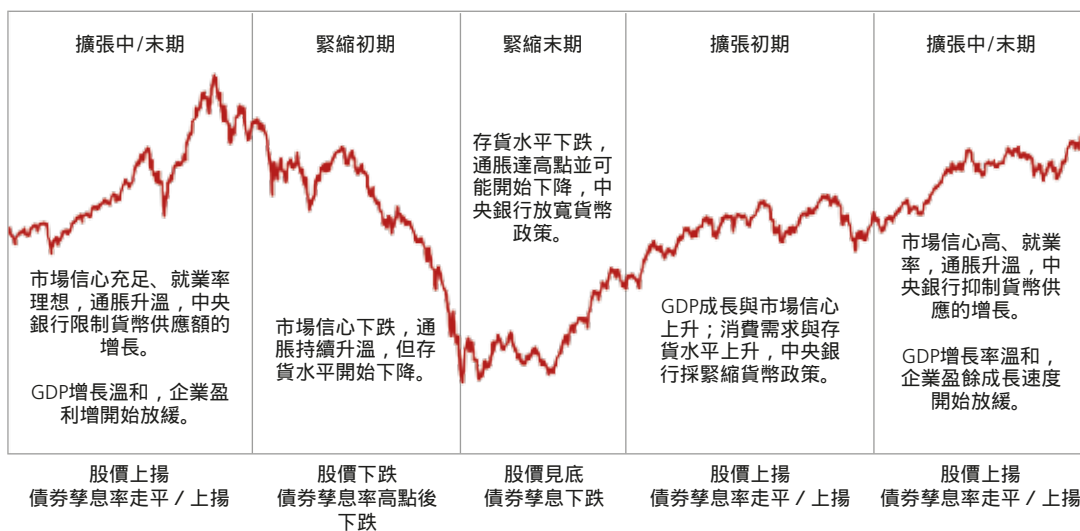
理由很簡單：投資與機會率有關，而非甚麼必然的事。作為專業的投資者，我們理應能夠衡量不同情況的風險及其對回報的影響，但許多不明朗的因素會使情況改變，所以，好的投資觀念是透過不同類型的資產、不同地區及不同貨幣來分散投資風險。

依市場週期調整風險分散的投資組合

儘管如此，商業週期與市場趨勢始終會較有利於某些資產。因此，為了爭取最大的回報及獲取額外收益，採用策略性資產配置是很重要的，也就是增持在市場週期中看好的資產類別及減持看淡的資產類別。

如下圖所示，在經濟緊縮的初期，因應股市下跌，可增持債券以減少股價下跌的衝擊。不過，這並不表示要完全撤出股市，因為股票仍然是投資組合中主要的風險分散資產。反之，當市場處於擴張的中後期時，可增持股票，但同樣這時也毋須完全撤出債市，因為組合中仍然需要較穩定的資產作分散風險用途。

市場週期各階段的投資氛圍與投資行為



資料來源：星展、彭博

事實上，投資者通常由策略性資產配置開始，當他認同「戰略性資產配置」(Tactical Asset Allocation)背後的原因時，才會加入使用。不過，若果投資者不同意戰略性配置的觀點，可以簡單地選擇投資於策略性組合並定期(例如每六個月或一年)進行重組(rebalance)。我們的策略性資產配置模擬組合會每年作檢討，並會大致維持相對穩定。明白當中不同的原因後，希望投資者在下次作資產配置時，可以善用這些投資組合。

總括而言，要管理情緒，必須進行預期回報規劃，即策略性資產配置，同時也應該視乎當時所處的市場循環階段，對投資組合之資產配置作出戰略性調整，以在市場週期中掌握最佳優勢。

投資知多點

信貸評級：不可不知的十件事

無論是個人、公司或國家，都有機會參考信貸評級機構發出的評級。縱使「三大」評級機構即標準普爾、穆迪及惠譽，因未能預測2008年的全球金融危機而聲譽受損，但牠們的意見仍然受到重視。以下是一些基本知識：

1. 信貸評級是安全性的字母等級

信貸評級關乎幾個基本問題。投資者能否連本帶利取回投資款項？或發行人會否違約，令投資者「血本無歸」？發行人的評級愈多A，表示其債券質素愈好，相反愈多C或D表示信貸質素愈低。(圖1)

圖1：信貸評級表

	標準普爾評級*	穆迪評級	
投資級別	AAA	Aaa	質素最高、信貸風險最低 ↓ 信貸質素拾級而下 ↓ 發行人違約
	AA	Aa	
	A	A	
	BBB	Baa	
非投資級別/投機性/ 「垃圾級」	BB	Ba	
	B	B	
	CCC	Caa	
	CC	Ca	
	C		
	D	C	

* 由惠譽國際評級發展出來的方法，後來被標準普爾收購及授權使用

資料來源：星展銀行投資總監辦公室、標準普爾、穆迪

2. 違約率會隨評級下降而飆升

信貸評級每下降一級，發行人違約的機會便會大幅上升。A評級的公司的違約率會較AA/Aa評級的公司高出兩至三倍。B等級內的差別尤其巨大。以BB/Ba評級的高收益公司來說，其違約的機會與最接近投資評級的BBB/Baa相比高出接近4倍。(圖2)

圖2：按評級劃分的年度企業違約率

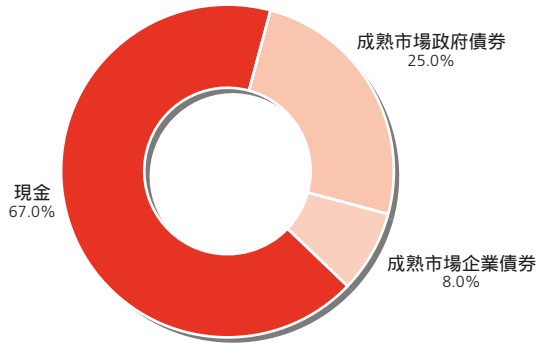
標準普爾		穆迪		
信貸評級	平均違約率	信貸評級	平均違約率	
AAA	0.00%	Aaa	0.00%	投資級別
AA	0.02%	Aa	0.06%	
A	0.06%	A	0.10%	
BBB	0.23%	Baa	0.27%	
BB	0.98%	Ba	1.07%	高收益債
B	4.61%	B	3.41%	
CCC-C	23.76%	Caa-C	13.86%	

^ 年度企業違約率，標準普爾數據由1981-2013年，穆迪的數據為1920-2010年

3. 信貸評級愈高 借貸成本愈低
由於持有較高評級國家及公司的債券的風險較低，因此這些國家及公司能夠以較低成本借貸。這是借貸的恒久定律。
4. 信貸評級愈高愈「吸金」
全球大部分債券基金須獲得「三大」評級機構中至少兩間給予投資級別評級，才可投資於任何國家。部分股票基金亦有類似限制。因此，評級被上調或只是獲承諾上調，都足以吸引更多資金流入。例如，繼惠譽後，穆迪亦於2012年1月中將印尼的信貸評級上調至Baa3或投資評級。翌日，耶加達綜合指數隨即躍升1.1%，而根據追蹤資金流動的EPFR Global，以印尼為主的股票基金錄得的資金流入創下一年多的新高。
5. 信貸評級並非精確數字
信貸評級並非一門精確的科學。信貸分析員的確會審視資產負債表、現金流量及未來的收益是否穩健(例如路費與房屋銷售的比較)，但亦會考慮政治穩定性、行業常規、市場份額及債券條款有否提供額外違約保障等其他因素。
6. 信貸評級並非買入/持有/出售的建議
信貸分析員評估投資者最終可取回投資款項的機會。投資者在決定買入、持有或出售任何投資前，應先考慮他們的風險承受能力、財務目標及投資期。近期例子是新加坡雖然擁有AAA的驕人評級，但市場對於2015年9月底推出的12億新加坡元儲蓄債券反應冷淡，僅有三分之一的債券獲其國民認購。
7. 信貸評級不能保證日後價值
在2008年全球金融危機前，次按被包裝為非常安全的AAA評級投資出售，原因是分析員認為它們同時全部違約的機會微乎其微。不過，我們現在當然知道故事的結局。當危機爆發時，這些捆綁包裝的產品會迅速降級，而這些AAA級投資亦會大幅貶值。
8. 信貸評級無法絕對準確預測違約
信貸評級並非百分百準確，突如其來的事件可帶來災難性後果。例如，由於「三大」信貸評級機構的分析員深信政府或公司必定會出手營救，因此直至2008年9月中，仍然給予雷曼兄弟AA的正面投資級別評級，結果雷曼兄弟於2008年9月15日宣佈破產，而獲穆迪、標準普爾及惠譽給予AAA最高評級的保險業巨擘美國國際集團(AIG)，翌日亦要接受美國政府的救濟。
9. 信貸評級並不反映流動資金風險
當投資者無法迅速出售資產以避免蒙受虧損時，便會出現流動資金風險。當日雷曼兄弟倒閉時，金融市場頓時凍結，債券市場的買賣完全停頓，而儘管是資金雄厚的公司所發行的新債券亦無人問津。
10. 沒有信貸評級不等於沒有信譽
一般來說，由沒有評級的公司發行的債券會提供較高的孳息率，但它們不一定存在資金問題。一些發行人會依靠其他機構的評級，如新加坡法定委員會便採用政府的AAA評級。其他投資者則可能認為評級並非「物有所值」。

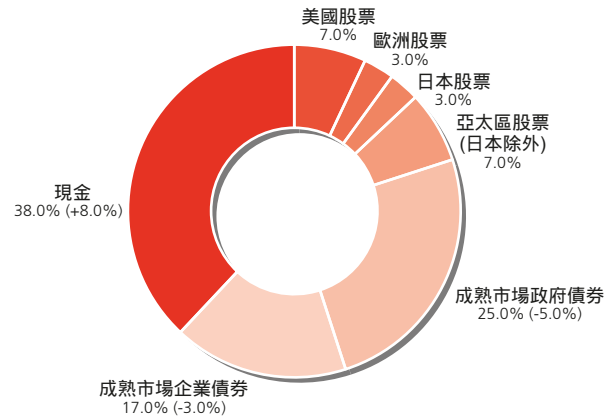
2015年第4季星展銀行戰略性投資組合 (三個月戰略性投資組合)

1. 防守型



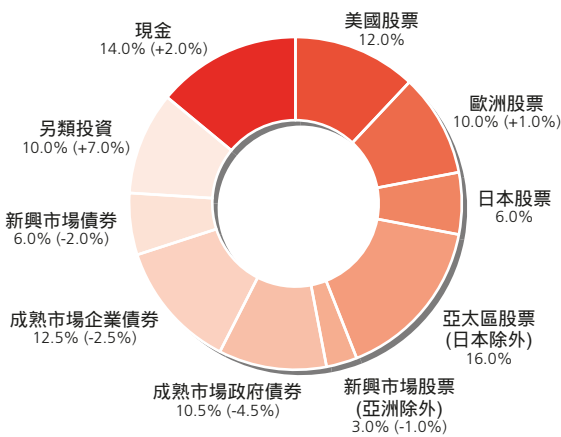
保本並維持最低風險

2. 穩健型



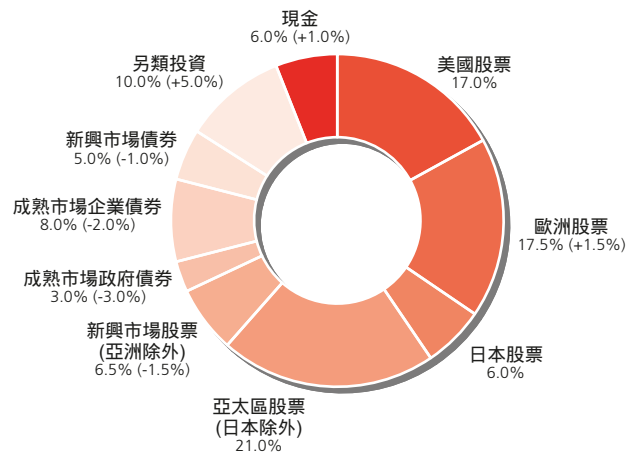
以低風險水平獲取少量資本增值

3. 均衡型



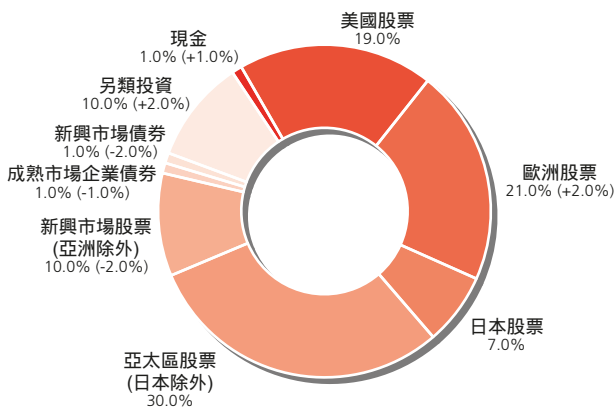
在風險與回報間取得穩健增長

4. 增長型



以較高的風險資產比重達致財富增值

5. 進取型



透過高比重風險資產獲取最高潛在資本增值

附註:

- 百分率為戰略性資產配置的實際比重(以三個月為投資期)
- 括號中的數字表示在策略性配置下戰略性比重的變化
- 以均衡型組合為例，歐洲股票10% (+1.0%)表示較看好比重之1.0%加9%

戰略性資產配置 – 2015年第4季

資產類別	地區	3個月展望	12個月展望	配置比重說明
股票	美國	中性	中性	<ul style="list-style-type: none"> 維持中性的3個月及12個月展望。中期不利因素包括：(1)估值憂慮；(2)營運利潤率及盈利憂慮；(3)強勢美元；及(4)貨幣緊縮的憂慮。營運利潤率「見頂」及強勢美元的負面影響將會繼續對美股不利。目前美股以16.4倍的遠期市盈率交易，而市場普遍預期2015年的盈利增長率為4.8%。
	歐洲	看好	看好	<ul style="list-style-type: none"> 鑒於歐洲央行的量化寬鬆帶來的寬鬆貨幣環境，因此維持看好的3個月及12個月展望。歐洲央行的量化寬鬆帶來的益處為：(1)歐元貶值增加出口競爭力；(2)實質利率較低支持物業價格；(3)重新調配組合，銀行轉而將資金投放到風險較高的資產；及(4)有利銀行證券化。歐洲股市以14.8倍的遠期市盈率交易，較美國折讓9.8%。市場普遍預期2015年的EBITDA增長率為8.9%。
	日本	中性	中性	<ul style="list-style-type: none"> 維持中性的3個月及12個月展望。中期不利因素包括：(1)中國增長風險；及(2)聯儲局政策正常化風險。然而，以下中期因素應會在出現廣泛調整時為日本股市帶來支持：(1)經濟基本因素反彈；(2)油價低迷；及(3)政府退休基金的支持。以13.5倍的遠期市盈率來說，MSCI日本指數較已發展市場存在折讓，而市場普遍預期2015年的EBITDA增長率為11.5%。
	亞太區 (日本除外)	中性	中性	<ul style="list-style-type: none"> 維持中性的3個月及12個月展望。中期挑戰包括：(1)聯儲局加息在即對亞太區(日本除外)新興經濟體的影響；(2)中國股票被拋售；及(3)地區性經濟增長憂慮。亞太區(日本除外)的遠期市盈率为12.1倍，而市場普遍預期盈利於本年度下跌12.0%。
	新興市場 (亞洲除外)	看淡	看淡	<ul style="list-style-type: none"> 維持看淡的3個月及12個月展望。我們預期隨著美國邁向政策正常化，新興市場(亞洲除外)(尤以經常賬嚴重失衡者為甚)將再次面對沽售壓力。商品價格下跌對區內的商品生產商來說亦是壞消息。新興市場(亞洲除外)股市的遠期市盈率为12.0倍，而市場普遍預期盈利於2015年下跌24.4%。
	債券	已發展市場	看淡	看淡
新興市場		看淡	看淡	<ul style="list-style-type: none"> 儘管目前增長溫和、通脹疲弱加上仍然寬鬆的貨幣政策造就了「利差友好」的環境，3個月及12個月展望仍維持為看淡。新興市場債券風險繼續下行，原因為：(1)美國貨幣政策正常化在即；及(2)違約率可能上升。
其他資產	不適用	看好	看好	<ul style="list-style-type: none"> 商品(3個月及12個月：中性) – 儘管商品價格自2011年中起已全面崩跌，跌勢仍然持續。商品面對的下行壓力來自：(1)中國增長疲弱；(2)美元強勢；及(3)多種商品繼續供過於求及存貨過量。 黃金(3個月及12個月：看好) – 由於(1)中國與其他新興市場之間「不宣戰」的貨幣戰爭；及(2)聯儲局政策正常化在即令波動加劇，因此維持3個月及12個月為看好。 對沖基金(3個月及12個月：看好) – 3個月及12個月繼續看好。倘聯儲局收緊貨幣政策，預期將令波動加劇。增加對沖基金的投資以對沖下行風險。
現金	不適用	看好	看好	<ul style="list-style-type: none"> 在波動加劇及預期投資組合廣泛地降低風險承擔的背景下，維持看好的3個月及12個月展望。

策略性資產配置之投資目標

各基金組合之投資目標

Morningstar Associates為基金管理、投資顧問及退休顧問服務領域之翹楚，Morningstar Associates依據資本市場假設，為星展銀行建構五個策略性資產配置組合。

各組合分散於不同資產類別及投資風格，尋求受益於表現較佳的資產類別從而降低表現較差的資產類別所帶來的影響。

- **防守型** – 該基金組合較適合欲保本及不願意承受虧損的投資者。為了將風險降至最低，該基金組合將大量資產配置於現金、環球債券及亞洲(日本除外)債券。其基金組合將0%的資產配置於股票，意味著組合的回報會較低，但同時也減低投資者於中長期所承擔的風險。
- **穩健型** – 該基金組合將20%的資產配置於股票，以此獲取增長潛力而中長期不具太大風險。該組合較適合風險規避及同時希望獲得穩定回報的投資者。
- **均衡型** – 該基金組合較適合欲在風險與回報間取得平衡的投資者。雖然此組合會將47%的資產配置於股票及3%於另類投資類別之內令其風險會較防守型或穩健型為高，但在定位上具有中長期穩健增長的特性。
- **增長型** – 該基金將68%的資產配置於偏重亞洲的股票及5%於另類投資內，其組合具有增長特性並有重大虧損之風險。因此，該基金組合較適合希望藉此獲得資本增長，並能承受中長期較高風險及市場大幅波動之投資者。
- **進取型** – 該基金組合較適合尋求最大增長並可承受中長期市場劇烈波動的投資者。其基金組合將87%的資產配置於股票及8%於另類投資能讓投資者獲取增長及市場上漲的利益但亦有因市場下滑而導致巨大損失的風險。雖然此基金組合仍保留資產配置於債券及現金，但此組合配置於亞太地區(日本除外)及歐洲股票的投資比重是最高的。

各基金組合之目標投資年期為5年。

2015年第4季策略性資產配置

		防守型	穩健型	均衡型	增長型	進取型
股票	美國	0%	7%	12%	17%	19%
	歐洲	0%	3%	9%	16%	19%
	日本	0%	3%	6%	6%	7%
	亞太地區 (日本除外)	0%	7%	16%	21%	30%
	新興市場 (亞洲除外)	0%	0%	4%	8%	12%
	股票	0%	20%	47%	68%	87%
債券	成熟市場政府債券	25%	30%	15%	6%	0%
	成熟市場企業債券	8%	20%	15%	10%	2%
	新興市場債券	0%	0%	8%	6%	3%
	債券	33%	50%	38%	22%	5%
另類投資	0%	0%	3%	5%	8%	
現金	67%	30%	12%	5%	0%	
預期回報 (%)		1.7%	4.0%	6.8%	8.6%	10.2%
預期風險 (%)		3.0%	6.1%	11.0%	15.0%	19.0%

如欲了解更多，請與本行客戶經理聯絡！

附註：

- 策略性資產配置組合的預期年度回報率是根據Morningstar的經濟計量模型，基於資本市場假設並以下列參考指數近的歷史、目前及未來預測資料而計算得出。此資料只作參考之用。
- 策略性資產配置組合的預期風險(或年度化標準差)是根據下列參考指數於2004-2015年間的每月歷史回報率計算資產類別的相關係數及波幅。此資料只作參考之用。
- Morningstar Associates的基金組合於2010年10月1日推出。Morningstar Associates會於每年重新檢討各基金組合的投資分佈比重。現在的策略性資產配置組合於2014年11月曾作檢討。
- 根據基金組合，進取型組合附帶最高風險，其後為增長型、均衡型及穩健型，而防守型組合的風險最低。風險程度乃根據制定策略性資產配置組合時考慮的年度化平均季度跌幅而得出。不同組合都會設定一個最大年度化平均季度跌幅的限制，防守型組合採用最嚴謹的風險限制而進取型組合採用最寬鬆的風險限制。
- 上述策略性投資組合及策略性投資組合所提及的投資者類別(防守型、穩健型、均衡型、增長型及進取型)與星展銀行香港之財務需求分析所得出的客戶風險取向級別並無關係。客戶於作出投資決定時，應以其財務需求分析所得出的客戶風險取向級別為準，而非策略性投資組合或策略性投資組合所提及的投資者類別。
- 以上基金組合適用於2015年1月至12月該組合可隨時作出修改。
- 亞太地區股票(日本除外)不包括日本及中國股市。
- 預期年度回報率及預期風險(或年度化標準差)乃根據下列指數計算所得：
 - 股票：美國 – MSCI USA GR；歐洲 – MSCI Europe GR；日本 – MSCI Japan GR；亞太區(日本除外) – MSCI AC Asia Pacific ex – Japan GR；新興市場(亞洲除外) – MSCI EM-ex Asia GR
 - 債券：成熟市場政府債券 – Citigroup WGBI All Maturities USD；成熟市場企業債券 – Citigroup WorldBIG Corporate A USD；新興市場債券 – JPMorgan EMBI Global Diversified
 - 另類投資：商品 – Bloomberg Commodity Index Total Return；黃金 – S&P GSCI Gold Official Close TR；對沖基金 – Credit Suisse Hedge Fund
 - 現金：Bank of America Merrill Lynch USD LIBOR 3 Month Constant Maturity

Morningstar Associates之策略性資產配置方式：

Morningstar Associates的資產配置方式，特徵是把投資組合廣泛地分散到不同的投資風格、行業、次資產級別、市值和地區中。這種手法的目的是要確保投資組合中有部分投資項目會在大多數的市場表現良好，而所有的長期收益最後都會歸於投資者。

設定資產配置目標時，Morningstar Associates會採用多層面的手法，這種配置方式的特色是透過採用各種精密的數學模型來預測不同資產類別的回報，這個模擬過程的作用是為了找出市場現況與投資者期望較接近的資產目標。Morningstar Associates亦會為各資產配置組合進行一萬次的模擬測試，以判斷這些組合在一段五年的時間內，抵受不同市場狀況的表現孰優孰劣，繼而作出必須的調校。

Morningstar Associates會按本地市場的特色和反應，為資產配置目標作出改進，這樣會令星展銀行的策略性資產配置組合明顯地偏重於各亞洲市場，包括股票及固定收益產品，但每個組合仍會保留不同程度的全球市場投資。

為星展銀行的策略性資產配置組合制定最有效率的資產目標時，Morningstar Associates會將若干條件因素納入考量之列。首先，在每個組合設定一個最大「年度化平均季度跌幅」的限制。最大年度化平均季度跌幅是以過往十年為基礎，為每個組合各自有其可接受最大平均季度跌幅(以年度化計)。因為顧及了這項跌幅，資產配置便可以加以優化，從而可以更能滿足投資者對投資表現和風險的預期，及對每個組合的潛在風險也有更深的了解。除此之外，Morningstar Associates在每個投資組合中都會保留至少5%現金，能在市況波動下能夠提供緩衝作用。

重要資料：

Morningstar Associates之聲明：

Morningstar Associates, LLC為美國證券交易委員會註冊之投資顧問公司，並為Morningstar, Inc.旗下全資附屬機構，為星展銀行有限公司及/或其附屬機構(「星展」)提供「基金組合」顧問諮詢服務。Morningstar Associates會以專利方法學建構出「基金組合」，星展有權決定接受、拒絕或更改「基金組合」中的資產配置。Morningstar的名字及標誌是Morningstar, Inc.的註冊商標，星展已獲授權使用Morningstar的商標及「基金組合」。Morningstar Associates並非星展的附屬公司。

Morningstar Associates只是作為星展的顧問而非為星展的投資客戶提供建議。Morningstar Associates及Morningstar, Inc.均不會就星展之客戶或顧客提供投資顧問服務。星展採用Morningstar Associates的顧問服務，以確保所提供的分析能夠保持客觀及中立。Morningstar Associates並無任何權力替投資者控制證券的買賣或作任何決定。任何星展代表或星展客戶使用「基金組合」，並不構成與Morningstar Associates建立顧問關係。Morningstar Associates不會為投資者或投資者的資產提供個別建議，亦不會就投資者的個別情況作出評估、或決定客戶對某項投資是否適合。個別投資者的最終投資決定，必須是根據其個人或/及其理財顧問的意見而下的決定。Morningstar Associates並不就由其提供的資訊所得出的任何結果作出任何明示或默示的保證。Morningstar Associates亦毋須就基金表現數據及相關的其他資訊的描述負上任何責任。



星展集團之聲明：

本文件並非亦不應被視為投資建議。本文件只作為資料性及一般用途，它並沒有考慮你的個人需要、投資目標及特定財政狀況。本文件只表達星展銀行有限公司及/或其附屬機構(合稱為「星展集團」，另各自簡稱為「星展」)的看法和觀點，星展可隨時改變其看法和觀點而毋須另行通知。本文件只作為你個人的資訊，並不構成據以所作任何行動的要約、邀請、建議或招攬，亦不應被視為用以識別或說明與任何投資決定有關的所有直接或間接風險。

雖然本文件內的資料是取自獲相信為正確的資料，但任何星展集團成員均不會對本文件內容之準確性、完整性、適時性、精確性作出任何聲明或保證。星展集團及其關聯公司並不負上或承擔任何向任何人士或投資者作出建議的責任，亦不會就任何因為或就有關於使用或倚靠本文件或本文件之任何內容而引起之直接、間接或後果性損失承擔任何責任。投資者在作出任何投資或購買任何產品的決定前，應細閱有關銷售文件(包括認購章程，如有)。沒有星展的事先書面同意，任何人士不得(i)複印或以任何形式或方法複製或(ii)再分發本文件或其任何內容。星展不會對任何不正確使用本文件或未獲授權分發本文件承擔任何責任。如欲索取更多關於本文件之內容，可聯絡星展。

風險披露聲明：

以上資料並不構成投資意見，亦不應被視為任何投資或贖回之招引。投資附帶風險，過往業績並非未來表現的指標。投資者在投資前，應細閱有關產品之銷售文件(包括風險因素)。如對以上資料或任何產品銷售文件有任何疑問，應尋求獨立的專業意見。

本文件是由星展銀行(香港)有限公司(「星展銀行香港」)在香港分發及並未經香港證券及期貨事務監察委員會或其他監管機構審核。星展銀行香港並非你的顧問或以你的受託人身份行事。

本文件之中、英文版本如有任何歧異，一概以英文版本為準。