



新形勢 新機遇

2013年第3季展望

投資策略

2013年第3季展望



Didier Duret

Didier Duret

荷蘭銀行私人銀行
投資總監

2013年6月

新形勢 新機遇

目前市場出現一個自相矛盾的現象。雖然各地央行透過量化寬鬆政策減低市場的不明朗因素，但現時當局的退市立場卻觸發投資者的疑慮。然而，預期的政策轉變亦可望促使整體經濟在中期內重返正常水平。

隨著全球經濟動力日增，展望未來一個季度，投資者的挑戰是減低投資組合對貨幣刺激政策的依賴，同時增加投資於真正的增長來源。荷蘭銀行認為投資者應把握全球經濟復甦的趨勢作出資產配置，聚焦於美國本土股票、環球歐洲股票，以及受惠於新零售趨勢的公司和行業。投資組合的資產配置應著眼於企業的盈利能力，而非貨幣寬鬆政策，原因是當央行逐步退市時，預料政府債券及昂貴的投資級別債券將會受壓。

在今期「季度展望」，荷蘭銀行私人銀行研究及策略團隊將審視上述觀點和其他分析，包括房地產、對沖基金及外匯投資機會等建議，幫助您把握「新形勢，新機遇」，並獲取佳績。您的客戶經理和就近的投資顧問中心（請參閱本刊末頁的聯絡資料）致力協助您挑選合適的資產類別，確保其風險與回報策略最切合閣下的投資目標。

目錄

引言：「新形勢 新機遇」	2
經濟：信心日增	3
經濟：中國的新浪潮	4
經濟：任務艱巨	5
股市展望	6
股市－行業展望	7
股市主題－最新的超級趨勢	8
股市主題－嶄新零售商	9
債市展望	10
債券組合配置	11
匯市前景	12
市場預測	13
對沖基金	14
商品展望	15
房地產	16
私募股權	17
表現及風險	18
資產配置	19
撰稿人	20

本刊為荷蘭銀行的國際刊物。
風險結構及所提供的投資產品可能因國家而異。
閣下在本地的投資顧問會為您提供有關資料。

新形勢 新機遇

隨著全球經濟動力日增，投資者必須物色受惠於可持續增長來源，而非依賴央行量寬政策的企業。

在全球央行連續五年實施特殊的貨幣政策後，市場的「新形勢，新機遇」逐漸展現。在美國的帶動下，全球經濟增長的步伐開始再度加速。利好的消息是，預料經濟將逐步轉佳，而不受通脹急升的威脅。現時，金融市場的主要挑戰源於另一種形式的不明朗因素：市場憂慮和預測央行何時及如何開始撤回持續已久的寬鬆貨幣政策。

近日的政策調整促使我們略為減低股票的比重偏高配置，減持債券及對房地產持中性比重。我們建議作出可望受惠於全球經濟復甦的投資。市場動力轉變，締造集中持有增長股的良機，而增長股將受惠於投資者沽售防守性股轉持其他資產的趨勢。與此同時，就主要依賴央行游資的資產而言，例如政府債券及昂貴的投資級別債券，現在是沽售持倉以鎖定利潤的時機。

主要趨勢：全球經濟增長加速，以及政策由緊縮轉為利好增長

- **全球經濟轉佳。**全球經濟將於下半年加速增長。美國的經濟復甦將會自我實現，歐元區的市場信心將逐步改善，中國亦會繼續積極重整經濟。
- **刺激增長而非緊縮財政。**歐元區已擺脫財政緊縮措施，美國的預算赤字大幅收縮，而日本正實施龐大的刺激經濟實驗。
- **企業盈利可望改善：**當需求回升，勞動和能源等投入價格下降，將為企業盈利提供支持。

主要挑戰：金融市場過渡至較正常水平的抵押風險

- **美國貨幣政策的前景不明，**在短期內利淡高風險資產。央行不希望其製造的龐大游資會觸發金融資產泡沫。從黃金和日本股票的調整反映有關弱點。
- **若處理欠佳，聯儲局的金融市場正常化過程可能會拖慢經濟復甦，**特別是由於按揭息率上升，對美國住宅房地產範疇或會構成負面影響。
- **估值過高。**定息投資者追求收益，從而推高估值。雖然投資級別債券的孳息偏低，使回報受到限制，但追捧複雜的定息投資工具並非上策。

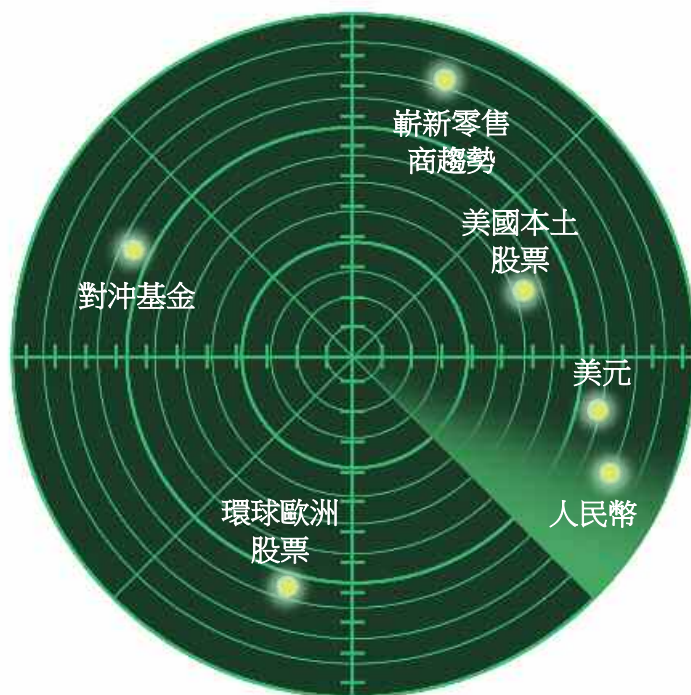
主要機遇：追求企業盈利

- **市場反覆波動，締造入市良機。**股市下挫提供入市良機，有助分散投資於以本土業務主導的美國小型股，以及受惠於歐洲和

亞洲市場（特別是中國、台灣和馬來西亞）的歐洲跨國增長公司。

- **聚焦於零售業的新策略。**新的購物趨勢和消費習慣，例如使用智能電話和平板電腦於互聯網購物，正促進業務增長並造就轉變，帶來廣泛和覆蓋全球的影響。（請參閱我們最新的股票主題：嶄新零售商）
- **貨幣升值。**鑑於美國重拾經濟主導地位，加上人民幣的國際化進程持續，我們預期美元及人民幣將走強。

網羅投資機會



研究及策略團隊和集團經濟部
Han de Jong – 首席經濟師

經濟：信心日增

我們的信心日增，認為全球經濟動力將於下半年轉強，並於**2014年優於市場預期**。我們多年來首次調高美國及歐元區的國內生產總值增長預測。

全球經濟已出現另一次局部疲軟的情況，但這次卻由多項利好因素形成，例如：美國在年初加稅及其後削減開支，全球企業的庫存週期上升，歐洲實施緊縮政策，以及中國在某程度上刻意使其經濟放緩，上述因素均促使經濟疲軟。

美國的良性循環

隨著利淡因素消散及利好因素形成，我們有充份的理據相信，今年經濟疲軟的情況只屬短暫現象，而隨後將顯著加速增長。就此而言，美國扮演重要的角色。美國私人範疇的財政狀況轉佳，為家庭和企業增加開支奠下穩固的基礎。銀行較過去多年更願意放貸。即使美國政府的預算赤字亦較預期向好。儘管財政政策成為今年的主要利淡因素，但緊縮措施將會減退。此外，通脹降溫，有助刺激真正的消費力。與此同時，貨幣政策仍然非常寬鬆。我們預期上述所有動力將會轉強，而且互相鞏固。

歐洲的喘息空間

歐洲的前景顯然較利淡，但亦持續改善。美國增長轉趨強勁，將惠及歐元區的經濟。此外，金融體系的壓力顯著減退，通脹降溫，以及緊縮政策的高峰期似乎已經過去，亦屬重要因素，可讓成員國把握更多時間，達到具挑戰性的財赤目標。

我們已習慣於接受歐元區經濟黯淡的評論，這是可以理解的。然而，現時部份週期性指標已開始回升，支持我們認為區內經濟將回穩，並於短期內重拾增長的觀點。商業信心仍然疲弱，但持續轉強，而消費信心已連續六個月上升。此外，外圍國家的競爭力已顯著改善。當然，歐元區仍存在龐大的挑戰，而且歐債危機可能迅速加劇，但我們相信決策官員擁有適當的工具，並於有需要時願意採取相關的措施。

日本經濟復甦

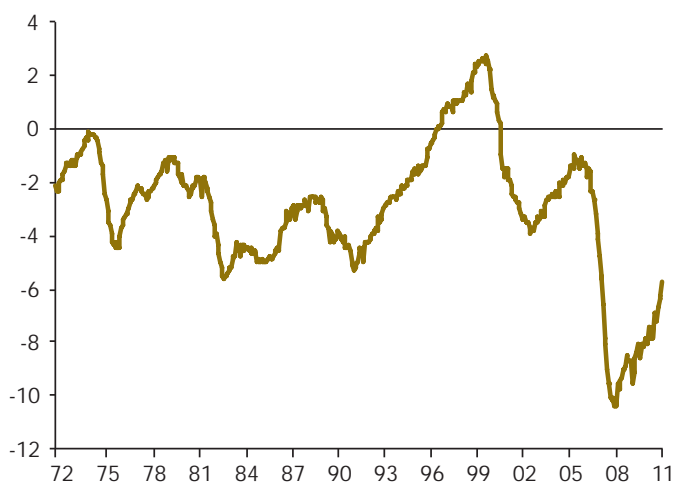
日本決策官員長久以來的實驗性措施現時似乎開始奏效。儘管無人可以肯定最終的結果將會如何，但至今的成效尚可。而我們認為至少在未來18個月，日本的經濟增長將會相對穩健。

增長仍然放緩

新興市場略為令人失望，區內市場的前景普遍仍屬正面，但增長較早前放緩。貨幣升值、工資上漲和通脹升溫、部份國家採取針對性措施令房市降溫，以及商品價格趨跌，均削弱新興市場的增長前景。

值得注意的是，新興市場復甦的步伐加快，而相對金融危機之前，經濟失衡的情況顯著減少，這為可持續增長道路奠下穩固的基礎。

美國預算赤字佔國內生產總值% 1972 - 2011



資料來源：彭博資訊

中國的新浪潮

商品需求持續轉變

中國是環球商品市場的主導者，不但由於其經濟規模龐大及增長步伐仍然迅速，亦源於中國大量使用若干商品。現時，中國經濟逐步轉型至由消費主導增長，很可能觸發對商品市場舉足輕重的轉變，原因是中國對商品的需求持續轉變。

由金屬轉移至食品和能源

中國的策略性政策決定，對商品市場構成重大的影響。在2009年爆發全球金融危機後，中國決策官員實施大規模的刺激經濟計劃，促使建築業步入史無前例的興旺期，而這項策略對金屬的需求有顯著影響。

房地產市場是工業商品／金屬需求的決定性因素。現時，中國政府的政策旨在壓抑房市的額外需求，而不窒礙經濟增長。這將取決於中國重整經濟的策略，即側重消費而非投資，而此舉將促使經濟以較溫和的步伐增長。

中國的需求已由金屬轉移至食品和能源。鑑於消費模式轉變和收入趨升，農業商品的需求可能會出現持續的變動。現時，中國民眾的飲食習慣已由傳統以穀物為主，逐漸轉變為以蛋白質、奶類產品和加工食品為主。

能源需求方面，中國的人均能源消耗只是經合組織國家平均人均消耗的三分之一。但隨著持續增長的中產階級購買汽車和電器的數量日增，能源消耗將會飆升，而預料這個趨勢將會持續。

商品自給自足的政策

由於政府在商品生產上扮演重要的角色，中國致力實現主要商品自給自足的目標。為求達到自給自足的目標，國有硬商品生產商不時錄得營運虧損。

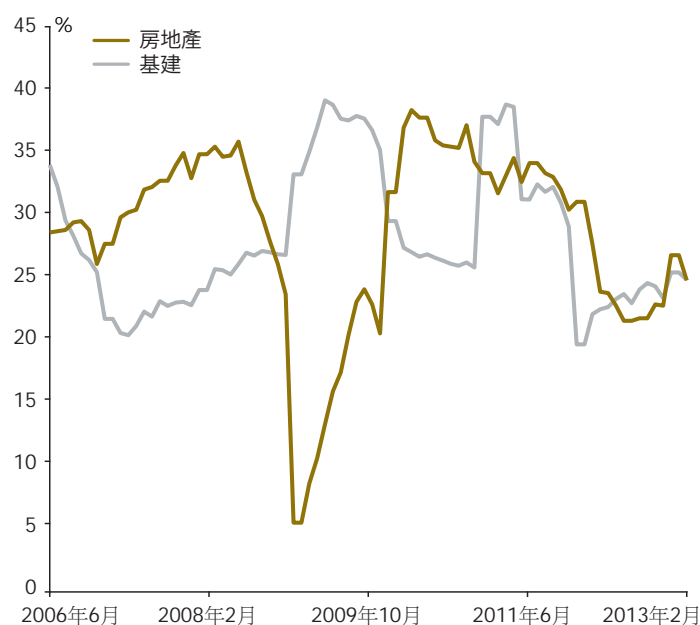
然而，完全的自給自足仍難以實現。舉例而言，中國在生產精鋁方面雖可自給自足，但仍取決於原材料的外部來源，例如銅、鎳和鋅。此外，雖然中國是全球最大的鋼鐵生產國，但由於缺乏鐵礦和焦煤等優質的鋼鐵生產原料，使其高度依賴進口。為收窄差距，中國在商品資源豐富的國家作出龐大的投資。

至於農業商品，當局堅持中國在生產大米和玉米等必需品方面可實現自給自足，至少直至2020年。

儘管城鎮化發展導致耕地減少，中國亦能成功提高農產品的產能。自1970年代以來，中國向內地供應商採購的穀物能持續滿足不少於95%的需求，大豆則屬少數的例外情況。

中國經濟轉型的步伐對商品市場的前景舉足輕重。

中國：投資增長的動力減退（按年）



資料來源：環亞經濟數據

任務艱巨

聯儲局的挑戰：管理市場預期

市場日益關注聯儲局退市

金融市場再度憂慮聯儲局將削減貨幣刺激措施的規模。聯儲局主席伯南克曾於5月暗示，若勞動市場出現可持續的復甦，當局或會「在未來數次會議」減慢資產購買計劃的步伐。這意味著雖然大部份市場評論員預期聯儲局在2014年之前將按兵不動，但當局或會於年底前公佈削減買債規模。

此外，日本央行在5月含糊其辭，對買債的目的是否推低政府債券孳息不置可否，亦增加央行政策的不明朗因素。市場憂慮貨幣政策的走向，因而減低投資者的承險意欲，並促使全球政府債券孳息上升。投資者最大的憂慮是1994年的夢魘重現 — 當時聯儲局突然收窄貨幣政策，引發債券市場大災難。

通脹溫和，讓聯儲局爭取時間

對伯南克及聯儲局成員來說，退出歷史上最大規模和史無前例的貨幣政策，實屬一項艱巨的任務，然而當局亦擁有若干重要的優勢。首先，他們可把握一段長時期，仔細考量如何回復較正常貨幣政策，並訂立明確的計劃。此外，相關的通脹壓力溫和（見圖），可讓聯儲局爭取更多時間。

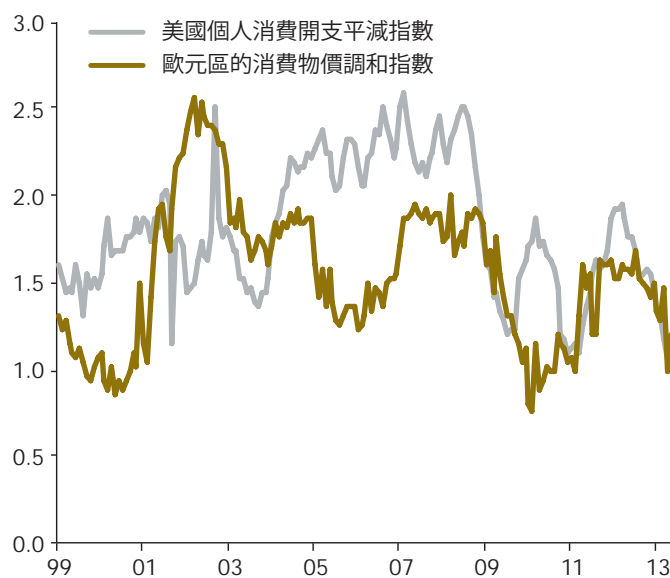
我們認為聯儲局將於12月公佈縮減買債計劃的規模，但亦有機會提早於9月份公佈。當局可能會在明年中暫停買債，但我們預期官方利率在2015年初之前不會上升。期間，聯儲局將會使用不同的工具管理金融體系的流動性，但最大的挑戰在於管理市場預期。就此而言，我們預料聯儲局將會逐步提高未來政策行動的透明度。通脹前景利好及當局加強溝通，應可確保當地經濟和市場審慎地逐漸減低對貨幣刺激政策的依賴。

管理變革

日本央行行長黑田東彥在實施革命性的貨幣政策時，加強央行與市場的溝通，亦屬正確的取向。黑田東彥澄清債券孳息上升反映經濟及價格的前景轉佳，而這實際上亦是央行的政策目標。另一方面，當局就買債計劃作出調整，以舒緩市場的波幅。我們認為日本央行將致力維持進取的寬鬆政策，直至成功擊退通縮。

歐洲方面，鑑於預期經濟復甦疲弱及通脹溫和，歐洲央行在可見的未來似乎亦會維持寬鬆的政策。看來歐洲央行不會進一步調低政策利率，而其可採用的工具包括：加推協助銀行獲取流動資金的政策，鼓勵銀行放貸，以及加強溝通，令市場相信當局將於一段長時期內維持利率於低水平。

通脹壓力溫和（%，1999年至2013年）



資料來源：Thomson Reuters Datastream

股市展望

前景靠穩

研究及策略團隊

Sybre Brouwer – 股票研究部環球主管及荷蘭研究部主管

儘管市場出現調整（例如五、六月份的情況），亦不會破壞股票牛市的基調，而這應可促使投資者聚焦於企業的基本因素。不少投資者認為聯儲局結束貨幣寬鬆政策將會利淡股票，而這亦是近日股市調整的原因。但我們對此並不認同。即使我們在6月初沽售持倉以鎖定利潤，我們仍建議對股票持比重偏高的配置。

最重要的是，當局退市乃建基於美國經濟轉佳的證據，而經濟轉佳則利好企業的盈利前景（見圖）。預料中至長期來說，企業的盈利前景穩健。其次是，當經濟復甦靠穩，企業的利潤率亦將同時受惠於投入成本偏低和營業額增長回升的趨勢。在低通脹的環境下，溫和加息並不一定利淡企業盈利。此外，儘管在短期內略為反覆波幅，但相對其他資產類別，股票的估值仍然合理和吸引。

受惠於增長的地區

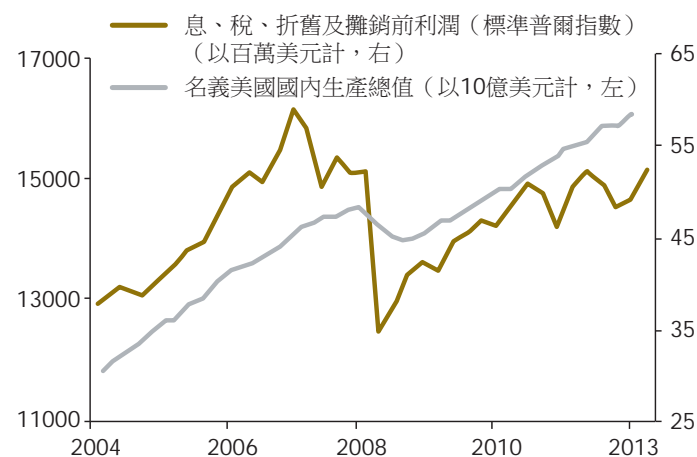
地區方面，我們對新興市場比重偏高的配置集中於亞洲。由於該等市場對美國和日本增長回升的敏感度較高，其估值顯得吸引。

美國（中性）方面，我們偏重以本土業務為主的企業，原因是隨著自動削減政府開支的影響減退，我們預期當地的需求將會加速增長。

鑑於歐洲的經濟表現落後，我們持比重偏低的配置。歐盟的政策由財政緊縮轉移至刺激增長，加上其重拾競爭力的措施，逐漸收窄德國和外圍國家之間的差距。這意味著現在是時候沽售昂貴的德國股票（例如核心消費品）以獲利套現，並轉持較廣泛的歐洲股票。

日本政府和央行實施貨幣及財政刺激措施，而日本（中性）股票受惠的程度似乎較預期強勁和迅速。就日股而言，我們聚焦於估值偏低和盈利能力回升的行業及股票，包括汽車業，原因是企業推出新一代的汽車型號，並受惠於主要出口市場的貢獻。

美國國內生產總值及標準普爾成份股的普遍總營運收益（息、稅、折舊及攤銷前利潤）



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素	我們的建議
股票： 比重偏高	美國和日本的經濟復甦為全球增長及企業盈利提供支持。	夏季的股市調整提供以下持倉的入市良機：大型環球工業股、個別資訊科技股和以本土業務主導的美國股票，以及歐洲的廣泛指數，例如道瓊斯歐洲600指數。
	亞洲再度錄得盈利增長，特別是中國及其他新興市場。	直接或間接增持亞洲新興市場倉盤。
	網上購物改變傳統的零售模式。	聚焦於帶領市場趨勢的企業、強勁的品牌和分銷商。

股市－行業展望

由轉換行業類別開始

部份防守性和高收益的股類表現非常優秀，並已開始充份反映其估值。因此，我們調低核心消費品股的評級至比重偏低，對食品、飲料及煙草分類股持比重偏低的配置，並減持家庭及個人護理股。此外，我們亦減持非核心消費品股內的耐用消費品分類股，以及資訊科技股內的軟件及服務分類股。

我們透過調高資訊科技股的評級至比重偏高，把部份資金重新配置予傾向週期性及估值相對吸引的股類，並偏重科技硬件及設備股。我們認為資訊科技股將受惠於2013年下半年全球增長逐漸回

升的趨勢，以及蓄勢待發的市場需求。非核心消費品股方面，我們調升汽車及零件分類股的評級。

我們繼續對工業股持比重偏高的配置，原因是該股類最能受惠於製造業提高產能的趨勢。資訊科技及工業股均配合我們最新的投資主題：「嶄新零售商」。

比重偏高 - 中性 - 比重偏低

行業	分類行業	評論
能源	石油服務	對領先的服務供應商而言，勘探／產油公司的投資開支高企屬利好消息
	綜合石油	受惠於垂直整合，美國企業處於較佳的優勢
	勘探及生產	成本高昂及資本密集，但油價下跌；美國企業的資產儲備前景較佳
	煉油	能源價格回落，利好煉油企業的利潤率，但歐洲的需求前景疲弱
物料	化學	需求回升；亞洲受惠於庫存週期，美國受惠於天然氣價格下跌
	金屬及礦業	產能過剩及需求放緩，亦反映於與價格相關的商品
	建材	看好美國，對新興市場持中性觀點，看淡歐洲（英國、德國除外）
	紙品及林木	專注進一步的行業整固及整合／協同效應
工業	商業服務及供應	預期2013年下半年的招聘計劃並無實質改善
	資本財貨	基礎設施和效率帶動業務增長；歐洲和礦業作然疲弱
	運輸	客運量上升但仍大幅削減開支及重組架構，看好建造商和定價能力強勁的公司
非核心消費品	耐用消費品 ▼	奢侈品的長遠前景利好，但估值日漸偏高
	消費者服務	新興市場的遊客上升，惠及歐洲酒店業
	零售	受網上零售威脅；亞馬遜和eBay是業內的領先企業
	汽車及零件 ▲	歐洲汽車市場觸底回升，美國及新興市場具增長潛力
核心消費品 ▼	媒體	廣告的營商環境並無重大改善；網上業務模型仍有待發展
	家庭及個人護理 ▼	利潤率的上升潛力有限；以架構重組主導，但昂貴
	食品及藥物零售	估值看來吸引，但存在週期性及結構性問題
	食品、飲料及煙草	投入成本波動；估值過高
健康護理	健康護理設備及服務	看好洗腎服務和設備，以及實驗室設備和測試
	藥業、生物科技及生命科學	成功推出生物科技產品；自由現金流偏高；回購股份
金融	多元化金融	美國表現優秀，而我們繼續投資於歐洲的優質金融企業
	保險	財產和意外保險的保費收入較佳，再保險亦吸引，壽險仍欠缺吸引力
	商業銀行	美國表現優秀，而我們繼續投資於歐洲的優質金融企業
	房地產 ▼	位於黃金地段的優質資產日益重要
資訊科技 ▲	科技硬件及設備 ▲	經濟狀況轉佳將惠及資訊科技投資，最初受惠於美國市場
	軟件及服務 ▼	雲端軟件趨勢完全改變行業生態，迫使企業進行收購
	半導體及半導體設備	在該行業表現強勁後，轉趨審慎
電訊	電訊服務	鑑於增長呆滯及需持續作出龐大的投資，盈利前景仍然黯淡
公用事業	可再生能源	補貼因素欠明朗，令增長前景受壓
	受規管／多元公用事業	美國大幅削減電價，歐洲亦缺乏定價能力

股市主題 — 最新的超級趨勢

我們的最新股市主題 — 嶄新零售商，聚焦於消費者開支，這是帶動西方國家經濟增長的一股主要動力，而在新興市場，情況亦日漸相若。消費者的購物模式迅速轉變，網上購物的市場佔有率日增。其他重要的趨勢持續主導市場，包括自動化程序和頁岩氣。

現時，高息股備受注目的程度減退，原因是利率可能略為上調，開始削弱其吸引力。至於生物科技方案，藥業仍然強勁，但鑑於生物燃料的趨勢在美國面對挑戰，農業的表現轉遜。

主題	推出日期	投資理據	主要持倉	最新建議
綠色基建	2009年第三季	長遠因素（環保和節能）及短期誘因（刺激經濟措施），均利好「綠色」基建。	Ecolab、Syngenta、Arcadis、Veolia、Fluor	買入
大型股前景亮麗	2009年第四季	專注有能力在新興市場擴展業務，並可望成為真正跨國公司的大型企業。	三星電子、滙豐、羅氏藥廠、甲骨文、可口可樂、LVMH、Caterpillar、沃爾瑪	持有
保護、保障與環保	2010年第二季	隨著新興市場消費者於馬斯洛（Maslow）的需求金字塔上移，其需求逐步增加，並出現變動。	三星電子、Adidas、Genting B.、美贊臣、喜力、英國保誠	持有
歐洲瑰寶	2010年第三季	鑑於全球中產階級的人數上升，加上美元走強，歐洲企業和品牌的需求殷切。	BASF、戴姆勒、Fresenius、歐萊亞、Sanofi、西門子	買入
品質為重	2010年第四季	隨著新興市場的生產向價值鏈上移，加上環球貿易持續增長，市場對環球優質標準的需求上升，包括環保及安全法規。	美贊臣、賽默飛世爾、Symrise、Vopak、Fresenius、Keppel Corp.	買入
消費意欲回升	2011年第一季	隨著經濟復甦的步伐加速（美國和亞洲），消費開支的升幅顯著。	Adidas、蘋果電腦、戴姆勒、聯邦快遞、Randstad、Simon Property、Swatch、Wereldhave	強烈推薦 買入
併購	2011年第二季	企業現金充裕。垂直整合和資源匱乏促使併購活動日增。	美贊臣、Mosaic、Gea、Symrise、星巴克、Actelion、Macarthur Coal、Qiagen	持有
定價能力	2011年第三季	在財政緊縮的年代，定價能力是企業維持利潤率和長期盈利增長的關鍵。	蘋果電腦、菲利普莫里斯國際、Allergan、Lanxess、可口可樂、雀巢、Reckitt Benckiser、星巴克	買入
優質股息	2011年第四季	在低息環境下，投資者聚焦於派息股，作為穩定的收益來源。	BASF、菲利普莫里斯國際、荷蘭皇家殼牌、Roche、AT&T、雀巢、Bristol Myers、新加坡電訊、Vodafone	持有
護理行業	2012年第一季	重視身心健康的趨勢，在壓力高企的環境下尋求鬆弛。	Allergan、Estee Lauder、WeightWatchers、星巴克、歐萊亞、DaVita	買入
涉足天然氣	2012年第二季	美國的頁岩氣革命對不同類型的公司均帶來深遠的影響。	陶氏化學、BASF、LyondellBasell、Intl. Paper、Kinder Morgan	強烈推薦 買入
生物科技方案	2012年第四季	生物科技的新方案有助物色及研發可再生能源，取代以化石為基礎的商品和藥物。	Ecolab、Actelion、Agrium、Amgen、BASF、Biogen、Celgene、DSM、Gilead、Mosaic、羅氏藥廠、Sanofi、Syngenta	買入
製造業巨匠	2013年第一季	投資於所需的生產自動化程序：必須收窄生產力的差距，才能在環球市場保持競爭優勢。聚焦於有助執行自動化程序的系統及軟件，包括三維打印革命。	ABB、西門子、BASF、通用電氣、BMW、Bureau Veritas、EMC、現代汽車、Intertek、Michelin、高通、三星電子、Schneider	買入
收窄製造業內的生產力差距	2013年第二季		ABB、蘋果電腦、ASML、思科、Emerson Electric、Fanuc、Gildemeister、Kuka、甲骨文、高通	買入

股票主題一 嶄新零售商

智能電話和平板電腦持續流行，改變了全球消費者的購物習慣。這種演變對不少行業和企業均構成影響 – 同時帶來利好及利淡因素。

對消費者來說，購物時間不再受限，而且店舖所展示的商品種類及存貨亦不受限制。由於消費者容易貨比三家，令營商環境更趨激烈，促使價格下跌。對零售商而言，成本可能大幅下降，包括與大量存貨相關的開支和租金成本。舉例來說，零售商無需再於多個不同甚至盈利能力較低的地點租賃零售店舖。此外，減少店舖數量亦意味著聘請售貨員的開支下降。

雖然對零售商來說，成本下降無疑是利好因素，但資訊科技的投資，和以高度自動化的物流系統建立倉庫網絡的開支可能非常龐大。有鑑於此，利潤率較低已成為網上零售商的一個特點，而只有達到合適的規模，才能發展為可持續及有利可圖的業務。

領先美國供應商亞馬遜（Amazon）是成功經營網上零售業務的最佳例子，鑑於其出售的商品範疇廣泛，業內專家稱之為「新沃

爾瑪」。EBay是我們建議的另一家成功的網上零售商。

網上零售的廣泛效應

受影響的不單止零售商和消費業。在網上零售趨勢的帶動下，現時製造商亦設有嶄新及日趨國際化的平台，以推廣和銷售其商品。精密及迅速的搜尋軟件，例如西方國家使用的谷歌（Google）及中國使用的百度，是各類網上零售商用以推廣產品的平台。雖然價格壓力上升，但銷售量可迅速增長，包括打破地域限制。

陸路及航空運輸公司（例如聯邦快遞）亦受惠於龐大和持續上升的交付需求，美國及國際市場的情況亦然，而聯邦快遞是美國的市場領導者。

「實在」的購物中心和商場仍提供一個途徑，讓客戶親身視察及評估產品的質素，同時提供一種「娛樂體驗」；該範疇的物業投資仍具吸引力。Simon Property Group（持有Kleppierre的大量股權）和Unibail Rodamco便是最佳的例子。



債市展望

牛市的最後時刻

研究及策略團隊

Stephen Evans – 環球債券主管

「有數位成員表示願意提早至6月份的議息會議，削減買債規模…」在5月22日公佈的聯邦公開市場委員會會議紀錄，令市場意識到聯儲局的量化寬鬆政策即將結束。

連同聯儲局主席伯南克的言論 — 若獲美國經濟數據向好支持，當局可能削減量寬政策的規模，現時市場預期在年底前，聯儲局買債計劃的步伐將會略為放緩。

買債計劃結束，帶動孳息揚升

市場的游資減少，將會令過去18個月債券價格人為地提高的情況失去支持，導致孳息揚升。基準美國國庫券的孳息已顯著上升，而我們預期這個趨勢將會延續至2014年。

日本首相安倍晉三致力令通脹升溫的政策，亦促使日本政府債券的孳息開始上升，打破十年以來接近零利率的趨勢。這個趨勢不容忽視，因為或會加快全球債券孳息上升的步伐。此外，我們亦預期德國政府債券的孳息將於今年餘下時間揚升，並延續至2014年，但預料升幅顯著低於美國國庫券。

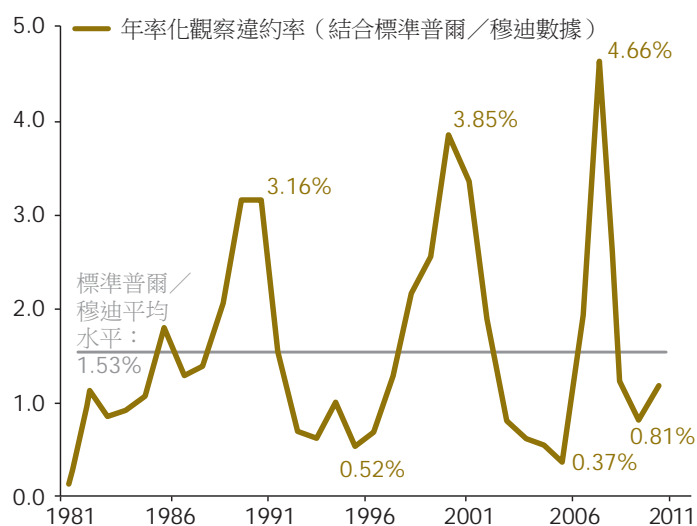
鑑於已發展市場（特別是美國）的經濟前景轉佳，目前的市場環境對承受信貸風險頗為有利。然而，投資者必須明白，現時債券市場最大的風險來自技術因素（即基準債券孳息趨升），而非違約風險上升（見圖）。

追求收益率時對複雜的結構保持審慎

總括而言，我們提醒致力提高收益率的投資者，在從熟識的發行

商買入結構複雜的債券時應保持審慎。最佳的例子是已發展國家大型銀行近日發行的或然可換股債券。我們相信鑑於債券的複雜性，獲取高孳息的代價是承受較高的信貸和市場風險。

歷史違約率（%，1981年至2012年）



資料來源：標準普爾，穆迪

資產類別：比重偏低	基本因素	推動因素	我們的建議
政府債券： 比重偏低	核心政府債券的孳息處於歷史低位，令投資回報欠佳，升幅有限。 市場揣測日後的政策或會變動，可能促使債券孳息揚升，長年期美國國庫券的孳息率將上升。	核心政府債券的實質孳息為負數。 憂慮孳息趨升會造成虧損的投資者將沽售持倉。	考慮以歐元區外圍主權債券作為提升收益率的途徑。 透過沽售長期債券，縮短現有債券投資組合的存續期。
企業債券： 比重偏高	現時，企業的財政狀況強勁，負債偏低，而且流動性良好。 核心市場的經濟逐漸重拾增長，將為信貸基本因素提供支持。 新興市場的增長轉趨強勁，有助支持區內的企业風險。	企業違約率降至週期低位，促使息差收窄。 新興市場的評級獲上調，有助支持新興市場債券的優秀表現。	透過沽售長年期投資級別債券，縮短存續期。 買入環球高息債券及個別新興市場債券。

債券組合配置

管理風險

研究及策略團隊

Roel Barnhoorn – 債券主題研究部主管
Carman Wong – 新興市場債券研究部主管

現時債券市場內兩股相反的動力在互相抗衡。一方面，全球經濟持續改善，特別是美國。因此，經濟環境仍有利於承受信貸風險。但另一方面，若任何央行作出強硬的言論或行動，以示準備扭轉非常寬鬆的貨幣政策，將會對債券回報構成即時的利淡影響。

美國國庫券開始率先重返正常的孳息水平。日本政府債券的孳息近日上升，使全球債券孳息增添不明朗因素，而預料這個情況將持續至今年第三季及其後。

孳息趨升，推高投資級別債券的價格

投資級別債券價格對核心政府債券市場孳息上升的風險表現敏感。投資級別債券的息差對該風險的補償大不。因此，我們建議沽售高評級企業債券，以鎖定利潤，並減低該資產類別的配置。此外，投資者亦應考慮沽售溢價顯著高於平均水平，而且到期日少於一年的已發行債券，以獲利套現。

投資者應避免買入到期日多於五年的債券。這類債券最受基準債券孳息趨升影響，因此央行的強硬言論對其最為不利。

核心和新興市場債券昂貴

核心政府債券（即美國、英國、德國、荷蘭和日本發行的債券）估值昂貴。但投資級別的新興市場主權債券亦不便宜，部份債券的信貸息差只輕微高於核心政府債券。歐元區外圍國家發行的政府債券提供較高的信貸息差，但取決於結構性改革及政局穩定等本土發展。

企業債券的投資機會

隨著已發展國家和新興市場致力促進增長，相對過去的週期，預料企業違約率仍處於較低水平。因此，我們繼續聚焦於對信貸風險提供合理補償，以及違約可能性非常低的債券。

我們仍然看好個別BBB級企業債券、環球高息債券及新興市場企業債券。精選上述企業債券可作為利率風險的緩衝。

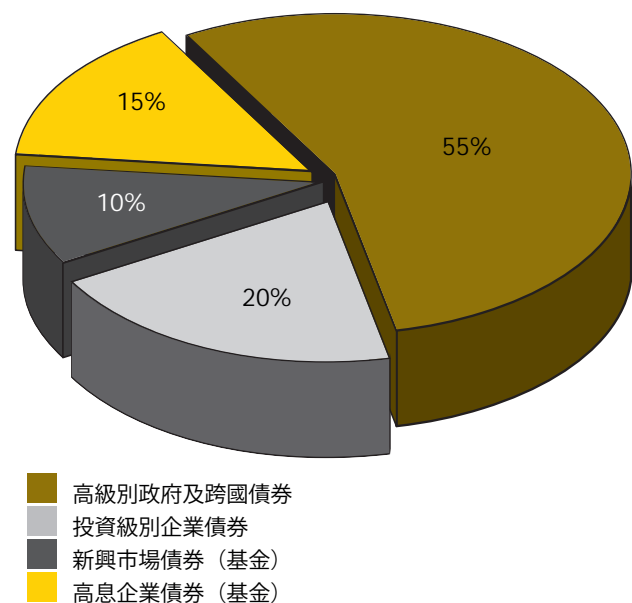
歐洲方面，我們看好基建和公用事業，以及部份主要的金融機構。至於新興市場，我們集中投資於主要的亞洲企業，特別是大型金融機構及準主權實體。

債券市場的風險

中（五至七年）至長（超過十年）存續期債券的價格可能略為波動。較短存續期（四年）的債券應可提供保障。在展現新投資機會之前，我們看好中期債券類別，其中個別優先現金債券的保障高於後償現金債券。

建議的債券投資組合存續期：4.25年

減持投資級別及新興市場主權債券，增持歐盟外圍債券和現金持倉。



資料來源：荷蘭銀行私人銀行

匯市展望

增長貨幣表現領先

美元成為增長貨幣

我們認為美元在2013年和2014年將會成為表現最佳的四國集團貨幣，原因是美國的增長前景轉佳，資產回報吸引，以及市場日益預期聯儲局將於2014年之前退出寬鬆的貨幣政策。

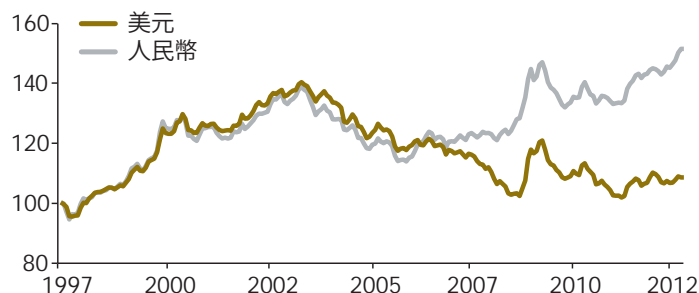
當避險需求減退時，美元一般傾向下跌。現時，鑑於美國資產可提供較高的回報，帶動美元走強。從美元與芝加哥期權交易所波幅指數的相關性轉為負數，以及美元與美國股市的相關性顯著上升，可見一斑。這促使我們認為美國經濟在未來數季相對強勁，將帶動美元兌其他先進國家貨幣升值。在2014年，市場預期聯儲局將於2015年加息，應可促使美元普遍走強。此外，美國財政赤字和經常帳改善，亦提供龐大的基本因素支持。

最看好的亞洲貨幣：人民幣

人民幣匯率主要由中國政府以決價匯率釐定，並可於決價匯率的1%交易區間浮動。中國政府近日擬披露人民幣國際化進程的路線圖，令市場對人民幣日益樂觀。由於中國政府逐步容許人民幣由市場帶動，我們相信在未來一年，人民幣匯率的交易區間將會由1%擴闊至2%。

然而，由於環球游資充裕，熱錢持續流入仍然是中國政府目前最關注的問題。當局實施若干法規，限制銀行的外匯未平倉淨額，並遏止影子銀行的運作。因此，我們質疑在上述憂慮未減退之前，當局不會進一步放寬人民幣匯率的交易區間。基於人民幣的估值吸引，中國的經常帳錄得盈餘，經濟表現較全球經濟強勁，以及收益率吸引，我們對人民幣未來兩年的前景保持樂觀。我們預期人民幣兌美元在2013年將升至6.05 水平，在2014年則升至5.80水平。

美元和人民幣的實際匯率



美元和人民幣的貿易加權指數，以100為基礎

資料來源：國際結算銀行、彭博資訊、荷蘭銀行集團經濟部

資產類別	基本因素	我們的建議
匯市	看好美元，原因是美國經濟轉佳，資產價格向好及聯儲局退出量寬政策。	在兌歐元達1.30水平以上增持美元。
	美元及人民幣：成為增長貨幣（看好）。	最看好的四國集團貨幣：美元
	歐元：對利率敏感（中性）。	最看好的歐洲貨幣：瑞典克朗、波蘭茲羅提
	日圓及瑞士法郎：避險資產的地位減退（看淡）。	
	溫和看好亞洲匯市。	最看好的亞洲貨幣：人民幣

市場預測

走到你能目睹最遠之處；到時你可以看得更遠
蘇格蘭作家托馬斯·卡萊爾（Thomas Carlyle）

我們的主要觀點，建基於我們相信在美國的帶領、日本和高增長國家的正面貢獻下，環球週期性復甦的步伐在低通脹的環境下將會逐漸加速，並延續至2014年。預料歐元區的表現落後，但外圍國家開始觸底回升。展望未來數月，官方和私人機構繼向下修訂

經濟預測後，或會紛紛公佈正面的修訂。上述經濟預測修訂，特別是聯儲局作出的修訂，或可預示當局將收窄寬鬆的貨幣政策。

宏觀經濟預測 (%)

2013年6月5日	2014年實質 國內生產總值增長		2014年通脹率	
	荷蘭銀行	市場觀點	荷蘭銀行	市場觀點
美國	3.2	2.7	1.8	2.0
歐元區	1.3	0.9	1.1	1.6
英國	1.8	1.6	2.0	2.5
日本	2.1	1.5	1.6	1.9
其他國家*	2.8	2.6	2.1	1.8
亞洲新興市場	6.7	6.8	4.7	4.4
拉丁美洲	4.2	3.8	7.8	6.5
EEMEA**	3.1	3.6	4.8	5.6
全球	4.0	3.8	3.7	3.5












所有預測為季度按年變動的每年平均數。

* 澳洲、加拿大、丹麥、新西蘭、挪威、瑞典及瑞士

** 歐洲新興市場、中東及非洲

資料來源：荷蘭銀行集團經濟部、Consensus Economics、經濟學人信息部

股市

	現貨指數 2013年6月5日	變動方向 3個月	預期 2014年市盈率
摩根士丹利綜合世界指數	366.9		12.3
標準普爾500指數	1640.4		13.4
歐盟50指數	2756.7		10.6
英國富時100指數	6559.4		11.1
日經225指數	13533.8		17.0
德國DAX指數	8308.4		10.8
法國CAC40指數	3928.3		10.9
荷蘭AEX指數	361.1		11.0
恒生指數	22285.5		9.7
上證綜合指數	2272.4		8.7
新加坡海峽時報指數	3291.4		13.5

 = 比重偏低  = 比重偏高  = 中性

債券孳息及利率預測 (%)

	2013年6月5日	13年9月	13年12月	14年3月	14年6月
美國					
美國聯邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3個月	0.27	0.3	0.3	0.3	0.5
2年	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
10年	2.14	2.1	2.5	3.0	3.25
德國					
歐洲央行短期利率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
3個月	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4
2年	0.1	0.2	0.4	0.6	0.7
10年	1.54	1.5	1.8	2.1	2.6

貨幣

貨幣配對	2013年6月5日	13年9月	13年12月	14年3月	14年6月
歐元／美元	1.3072	1.25	1.20	1.20	1.15
英鎊／美元	1.5347	1.49	1.45	1.45	1.40
歐元／英鎊	0.8519	0.84	0.83	0.83	0.82
美元／瑞郎	0.9455	1.00	1.08	1.08	1.13
歐元／瑞郎	1.2367	1.25	1.30	1.30	1.30
美元／日圓	99.57	106	110	112	115
歐元／日圓	130.14	133	132	134	132
美元／加元	1.0340	1.00	1.00	1.00	1.00
澳元／美元	0.9563	0.90	0.90	0.90	0.90
紐元／美元	0.7987	0.76	0.76	0.76	0.76
歐元／挪威克朗	7.6127	7.50	7.50	7.50	7.50
歐元／瑞典克朗	8.6321	8.25	8.00	8.00	7.75

對沖基金

分散投資的有效工具

研究及策略團隊

Olivier Couvreur – 對沖基金部多重經理策略投資總監

Erik Keller – 高級對沖基金分析員

現時，對沖基金策略能為一系列廣泛的投資組合帶來分散投資和減低風險的機會。這些優勢適用於防守性的定息配置，以及進攻性的股票配置。我們維持對沖基金投資比重偏高的建議。

多元化的對沖基金配置，有助減輕防守性投資組合的風險
定息投資的收益率目前處於低位（或負數），未能補償債券投資者所承擔的利率趨升風險。然而，不論債券市場是升是跌，多元化組合對沖基金仍能在偏低的波幅下締造穩定的回報。當前的環境為這類基金帶來一系列廣泛的機會，例如：受惠於企業重組、併購或基本選股策略（股市風險已局部或全部被對沖）。透過強調分散投資的重要性，這些基金能在現時的環境下創造優秀的風險／回報結構（見圖）。

債券長／短倉基金亦適合採取防守性策略的投資者；這類基金可靈活投資於政府債券、投資級別和高息企業債券、新興市場債券和優先有抵押銀行貸款。此外，這類基金也可藉由沽空企業債券，以及對沖利率和信貸風險獲利。

股票長／短倉基金能減輕進攻性投資組合的風險

至於股票投資者及對後市作進攻性配置的人士，則應考慮股票長短倉（組合）基金，因為它們的風險／回報結構較佳，並能減輕股市風險。舉例來說，為應對當前的市況，股票長／短倉基金在近期減少市場淨持倉，藉此降低風險。

在現時利好的選股環境下，一系列廣泛的股票長／短倉策略從中受惠。股市中性基金、持倉靈活的股票長／短倉基金、聚焦於行業的股票長／短倉基金和一般的股票長／短倉基金在近期的表現理想。

我們預期市場的基本因素仍能為股票長／短倉策略帶來支持，回報主要來自長倉及短倉投資組合的選股策略。

對沖基金策略建議

看好： 股票長／短倉及事件主導

中性： 相對價值

看淡： 環球宏觀及商品交易顧問

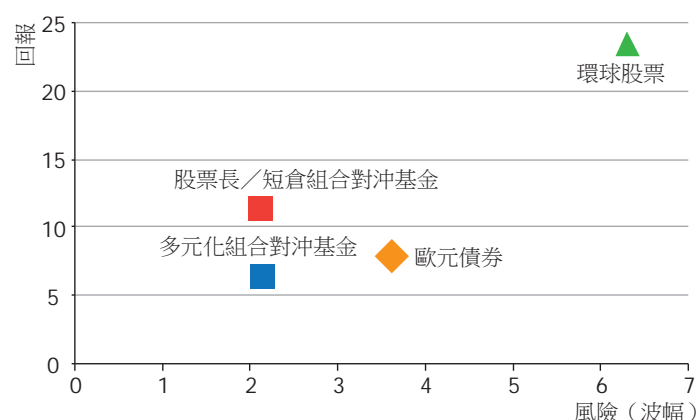
股票長／短倉： 隨著股市上升，我們的取態略趨審慎，對比純偏長倉的基金，我們著重偏向多變數及市場中性的股票長／短倉基金。

事件主導： 由於預期併購交易增加及特殊情況帶來的機會（例如：維權投資者的立場及企業重組），我們給予這類策略正面的評級。

相對價值： 雖然預期各類信貸表現的離差將會擴大（一般利好信貸長／短倉基金經理），但我們認為其他對沖基金策略的潛在回報較佳。

宏觀／商品交易顧問（管理式期貨）： 商品交易顧問策略的回報參差。由於持有風險長倉，我們認為宏觀／商品交易顧問策略在當前環境下的分散投資潛力欠佳。

比較一年風險及回報 (%)



資料來源：Lipper Hindsight，數據時期：2012年5月31日至2013年5月31日

商品展望

看淡第三季的前景

集團經濟部

Hans van Cleef – 能源經濟師

Georgette Boele – 外匯及商品策略部統籌

商品的超級週期經已結束。美國及中國的經濟數據疲弱，令商品價格受壓，特別是週期性商品（例如：石油、基本金屬及貴金屬）。不過，隨著美國經濟好轉（預計將在2013年下半年反彈），我們認為市場氣氛將在未來數週及數月重拾動力。

美國及中國經濟復甦，將為供求平衡相對緊張的週期性商品提供支持。舉例來說，銅及部份貴金屬的基本因素穩健，由於鋁材及鋼材的產能過剩，基本金屬的整體需求增長下降。

黃金陷入熊市，白銀前景利淡

黃金正陷入熊市，我們預期金價將於年底跌至1,300美元，並於明年進一步跌至1,000美元及800美元。受黃金的投資氣氛欠佳所影響，白銀的短期前景仍然利淡，但工業用白銀的需求將於2013年稍後時間及2014年回升，為白銀的底價帶來支持。

油價窄幅徘徊

儘管石油供應仍然充裕，市場憧憬需求增加，將令未來三個月的油價在窄幅徘徊。基於全球產量的新供應將超越需求的假設，我們仍預期油價長遠將溫和下跌。

英國及歐元區的天然氣價格正在趨升，主要由於氣溫低於正常水平，刺激取暖方面的需求。在降溫及空氣調節需求的支持下，美國的天然氣價格應能持續上升。雖然這個情況有助避免累積庫存，但同時降低美國天然氣價格回落的機會，後者是我們預測的基本情景。

黃金及石油：升至高位後的表現



資料來源：彭博資訊

資產類別

商品
中性

基本因素

由於個別的商品基本因素利淡（例如：供應增加及美元上升），我們看淡第三季的美國商品研究局指數。

我們的建議

對廣泛指數作中性配置，以分散投資及尋求保障。

房地產

短暫調整，無損基本因素

研究及策略團隊

Manuel Hernandez Fernandez – 房地產專家

自年初起，房地產市場的回報持續理想，介乎5%至8%。投資者追求收益，帶動上市房地產投資信託市場造好及估值上揚。不過，由於投資者在期間鎖定利潤，其升勢並非一帆風順。這個情況在美國及亞洲（以日本為主）最昂貴的上市房地產公司尤為顯著，但我們認為優秀的美國上市公司估值相對較高的情況仍屬合理。

融資優勢

過去數年的寬鬆貨幣政策為不少上市房地產公司帶來融資優勢，能長期鎖定偏低的融資利率，再加上價格吸引的債券及穩健的股票估值，營造透過收購的外部增長機會。

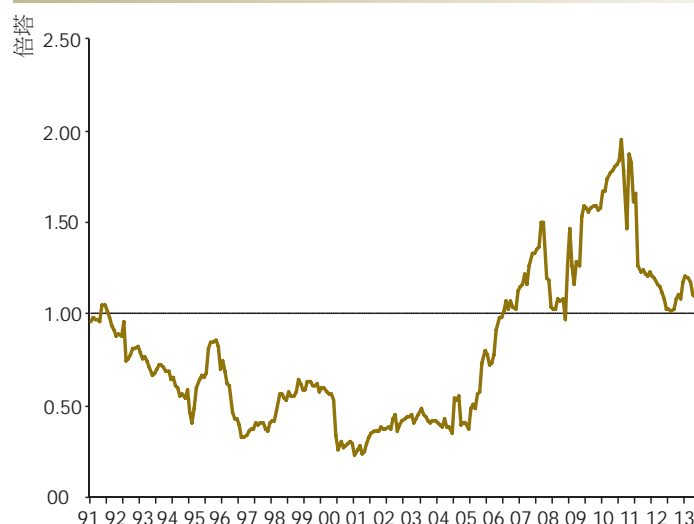
此外，利率趨跌亦有助房地產公司減債，改善槓桿比率。自2008年起，槓桿比率已由約80%降至50%的較健康水平，主要由於房地產公司能從不同來源獲得融資，包括非銀行債務。隨著槓桿比率下跌，行業對股市的敏感度亦減少，但仍屬偏高（見圖）。

基本因素保持強勁

鑑於商業房地產需求與經濟增長的關係密切，預期環球經濟加速復甦為行業的基本因素帶來利好作用，包括：出租率、租金及租戶周轉率。這個情況特別適用於我們看好的美國房地產投資信託的優質房地產投資組合（即：辦公室及工業）。

投資於房地產市場的相關理據仍然充份，包括收益率處於3.5%的吸引水平、抵禦通脹的附帶優勢和房地產公司的財力雄厚。縱使預期利率將會趨升，我們認為行業的強勁基本因素將繼續支持增長。此外，大部份上市公司簽定與通脹掛鈎的租約，因此早已消化通脹上升的因素。

美國上市房地產對摩根士丹利北美指數的敏感度



資料來源：Petercam

敏感度以滾存貝他系數量度。貝他系數高於1，代表對股市的敏感度較高；貝他系數低於1，則代表敏感度較低。

資產類別	基本因素	我們的建議
房地產 中性 優質房地產符合收益率、負債偏低、現金流及新供應有限的條件。此外，美國房市轉勢的跡象漸增，亞洲已發展市場的監管當局亦提供支持。	美國房地產投資信託：轉換投資分類行業利好傾向週期性的房地產投資信託。 亞洲：看好亞洲已發展市場多於亞洲新興市場。雖然措施仍會趨緊，但我們預期發展商銷售強勁，住宅價格穩定。 歐洲：鑑於營運環境面對挑戰，我們看好在黃金地段擁有優秀房地產的一線公司。這類股票較資產淨值存在溢價。	比重偏高： 北美洲 中性： 亞洲 比重偏低： 歐洲

私募股權

行業演進帶來機會

研究及策略團隊

Olivier Palasi – 私募股權主管

私募股權基金現正處於一個充滿挑戰的階段。持有期延長，延遲套現時間，導致用於新投資的資本供應受阻。不過，市場亦有利好消息；法國、德國、北歐國家及西班牙帶來一系列收購機會。

持有期延長，損害未來的承付資本

私募股權投資組合持有公司的平均年期，現已長於一般合夥人或投資者的預期。舉例來說，亞洲投資組合公司的持有年期由2007年的2.6年，顯著延長至現時的4.7年，而受這個趨勢影響的以大型交易（即金額高於十億美元）為主。

延遲套現程序形成鎖定效應，拖累為新私募股權基金承付資本的機制（見圖）。由於缺乏出售公司所得的現金分派，某些投資者或難以進行新的承付資本，令財力雄厚的機構投資者與其他基金投資者之間出現失衡。因此，不少投資者可能因而減少承付資本，或至少延遲投資決定。

為應對這個情況，行業或會透過再融資向投資者分派現金。然而，縱使不少合夥人公司有意在套現前採用這個方法，但在計算所有價值後，延長持有期似乎會帶來風險。

集資面對挑戰

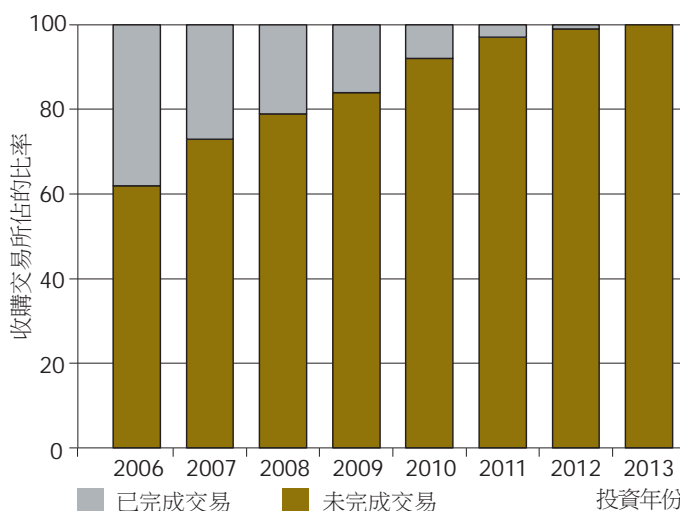
此外，個別基金經理在集資時亦遭遇困難。雖然對投資策略清晰及往績優秀的基金經理來說，在集資方面並無問題，但若基金經理缺乏這些優勢，向數目有限的合夥人籌集資金確實不易。

基礎建設基金正好說明擁有優秀往績的重要性。全球對基建發展的需求增加，吸引私募股權基金專門投資於相關行業，但由於擁有優秀往績的投資經理不多，供應仍然有限。另一方面，由於基建資產類別細分為不同的子策略，增加投資者參與的複雜程度，亦妨礙其發展。

地區市場的投資良機

我們認為歐洲的私募股權市場擁有吸引的個別投資機會。舉例來說，雖然英國仍是規模最大和最具競爭力的收購市場，但並非所有行業均獲得投資者追捧。展望未來數年，法國、德國及北歐國家的環球工業公司必須出售非核心業務，但有關交易的決策過程將非常漫長。在兩至三年的增值活動後，德國的一系列工業公司應能躋身環球市場。至於西班牙，由於企業及受壓的賣方無法再融資，因此不乏投資良機。此外，西班牙銀行業持有的資產開始流入市場。意大利市場亦備受困擾；家族賣方追求游資，帶動收購具實力的出口公司的交易。

私募股權投資組合現時持有的公司（按投資年份分類）



資料來源：Preqin

表現及風險

預先估計市場變動

研究及策略團隊

Hans Peters — 投資風險主管

Emilia Bruera — 投資風險專家

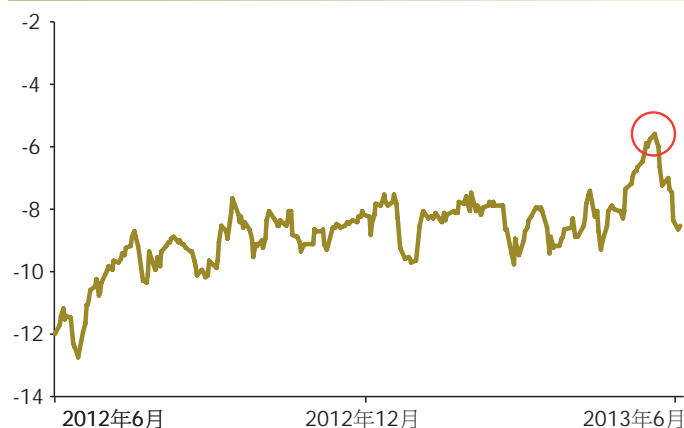
資產配置：審慎部署及舒緩風險

我們已調整目前的資產配置，以舒緩市場波動的影響，因此已減持債券（投資級別及新興市場主權債券）至進一步比重偏低、恢復股票的比重偏高，以及減持房地產投資和把所得款項撥為現金配置。分散投資仍然是關鍵：在處於中間位置的風險水平（風險水平3和4），對沖基金的配置應為中性；而在以股票為主導的風險水平（風險水平5和6），對沖基金的配置應為比重偏低。

透過期權市場監察風險

股市飆升並屢創新高，促使投機性認購期權的需求上升（見圖）。因此，為標準普爾500指數上升10%提供保障的認購期權與為該指數下跌10%提供保障的認沽期權的波幅差距攀升至2005年以來的高位。聯儲局暗示將結束無限量刺激措施後，股市隨之下跌，這個指標亦回落至先前水平。由於可量度市場貪婪與恐懼的量化值，這個指標能有效反映市場情緒，特別是若指數大幅偏離歷史水平。期權市場是監控市場脆弱程度的一項優秀工具，因此已被納入我們的風險監控程序。

三個月引伸波幅的差距



為標準普爾500指數上升或下跌10%提供保障的認購期權與認沽期權的差距。

資料來源：彭博資訊

表現：2013年上半年的表現向好

股票（新興市場除外）在本年上半年錄得正回報，房地產和對沖基金亦然。我們的所有風險水平自2013年1月1日以來均錄得正回報。所有風險水平的表現均領先基準，只有歐元和美元計價的風險水平6和以歐元計價的風險水平1除外，前者是受到新興市場股票的拖累，而後者則由於現金的回報有限和新興市場債券的表現疲弱。

我們的短線策略配置對比策略性配置的經審核表現

	歐元						美元					
	2003年5月22日至2013年3月30日*			2012年初至今（2013年5月30日）			2003年5月22日至2013年5月30日*			2012年初至今（2013年5月30日）		
	策略性配置	短線策略配置	超額回報	策略性配置	短線策略配置	超額回報	策略性配置	短線策略配置	超額回報	策略性配置	短線策略配置	超額回報
水平一	56.25	66.58	6.61	1.67	1.36	-0.31	53.67	69.07	10.02	-0.16	0.32	0.49
水平二	60.30	72.08	7.35	3.15	3.53	0.37	60.99	76.51	9.64	1.71	2.78	1.05
水平三	76.92	99.86	12.96	4.53	5.23	0.67	83.17	105.56	12.22	3.44	4.76	1.28
水平四	82.16	105.32	12.71	6.39	7.04	0.61	92.33	112.98	10.74	5.77	6.96	1.13
水平五	93.20	120.28	14.01	8.27	8.43	0.15	106.43	129.58	11.22	8.13	8.64	0.47
水平六	97.41	123.59	13.26	9.70	9.38	-0.29	113.69	134.27	9.63	9.92	9.79	-0.12

* 風險水平一和二與「昔日」的保守型取向掛鉤，風險水平三和四與「昔日」的均衡型取向掛鉤，風險水平五和六則與「昔日」的增長型取向掛鉤。

資產配置

讓我們把未至之憂化作未雨綢繆。
前英國首相邱吉爾

荷蘭銀行環球投資委員會的模擬組合（以百分比顯示美元／歐元的風險），風險水平1是最保守的風險取向，最後是風險水平6，即最受市場風險影響的取向。

資產配置		風險水平一					風險水平二				
資產類別	策略性配置			短線策略配置	偏差	策略性配置			短線策略配置	偏差	
	中立	最少	最多			中立	最少	最多			
貨幣市場	5	0	60	31	+26	5	0	70	17	+12	
債券市場*	90	40	100	61	-29	70	30	85	49	-21	
股票市場	0	0	10	0		15	0	30	21	+6	
另類投資	5	0	10	8	+3	10	0	20	13	+3	
對沖基金中的基金	5			8	+3	5			8	+3	
房地產	0			0		3			3	0	
商品	0			0		2			2	0	
總投資	100			100		100			100		

資產配置		風險水平三					風險水平四				
資產類別	策略性配置			短線策略配置	偏差	策略性配置			短線策略配置	偏差	
	中立	最少	最多			中立	最少	最多			
貨幣市場	5	0	70	13	+8	5	0	70	13	+8	
債券市場*	55	20	70	37	-18	35	10	55	19	-16	
股票市場	30	10	50	40	+10	50	20	70	58	+8	
另類投資	10	0	20	10	0	10	0	30	10	0	
對沖基金中的基金	5			5	0	5			5	0	
房地產	3			3	0	3			3	0	
商品	2			2	0	2			2	0	
總投資	100			100		100			100		

資產配置		風險水平五					風險水平六				
資產類別	策略性配置			短線策略配置	偏差	策略性配置			短線策略配置	偏差	
	中立	最少	最多			中立	最少	最多			
貨幣市場	5	0	70	6	+1	5	0	60	5	0	
債券市場*	15	0	40	9	-6	0	0	25	0		
股票市場	70	30	90	80	+10	85	40	100	90	+5	
另類投資	10	0	30	5	-5	10	0	30	5	-5	
對沖基金中的基金	5			0	-5	5			0	-5	
房地產	3			3	0	3			3	0	
商品	2			2	0	2			2	0	
總投資	100			100		100			100		

*建議存續期：中性。指標：美國銀行，美林1-10年期政府債券。

撰稿人

荷蘭銀行投資委員會成員

Didier Duret

Gerben Jorritsma

Han de Jong

Arnaud de Dumast

Wim Fontaine

Bernhard Ebert

didier.duret@ch.abnamro.com

gerben.jorritsma@nl.abnamro.com

han.de.jong@nl.abnamro.com

arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com

wim.fontaine@nl.abnamro.com

bernhard.ebert@de.abnamro.com

私人銀行投資總監

環球全權委託投資組合管理策略部主管

首席經濟師

私人銀行（法國）投資部主管, Neuflyze OBC

高級投資專家及顧問代表

全權委託投資組合管理策略部主管, Bethmann Bank

集團經濟部

Nick Kounis

Georgette Boele

Maritza Cabezas Ludena

Hans van Cleef

nick.kounis@nl.abnamro.com

georgette.boele@nl.abnamro.com

maritza.cabezas@nl.abnamro.com

hans.van.cleef@nl.abnamro.com

宏觀研究主管

外匯及商品策略部統籌

新興市場高級經濟師

能源經濟師

債券市場研究及策略團隊

Stephen Evans

Roel Barnhoorn

Martin Strohmeier

Henk Wiersma

Jeroen van Herwaarden

Carman Wong

Grace M.K. Lim

stephen.evans@sg.abnamro.com

roel.barnhoorn@nl.abnamro.com

martin.strohmeier@nl.abnamro.com

henk.wiersma@nl.abnamro.com

jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com

carman.wong@hk.abnamro.com

grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

環球債券主管

債券主題研究部主管

債券量化及風險分析員

高級債券分析員

債券分析員

新興市場債券主管

新興市場債券分析員

股票研究及策略團隊

Sybren Brouwer

Daphne Roth

Ivy Pan

Edith Thouin

Margareta Jonker

Ralph Wessels

Maurits Heldring

sybren.brouwer@nl.abnamro.com

daphne.roth@sg.abnamro.com

ivy.pan@hk.abnamro.com

edith.thouin@nl.abnamro.com

margareta.jonker@nl.abnamro.com

ralph.wessels@nl.abnamro.com

maurits.heldring@nl.abnamro.com

環球股票研究部主管及荷蘭研究部主管

亞洲股票研究部主管（澳洲、亞洲新興市場、拉丁美洲）

股票分析員（中國、香港）

股票主題研究部主管（物料、健康護理、公用事業行業）

股票專家（荷蘭、核心消費品）

股票專家（金融行業、工業）

股票專家（非核心消費品、資訊科技、電訊）

另類投資

Olivier Couvreur

Olivier Palasi

Manuel Hernandez Fernandez

Erik Keller

olivier.couvreur@fr.abnamro.com

olivier.palasi@fr.abnamro.com

manuel.hernandez@nl.abnamro.com

eric.keller@nl.abnamro.com

多重經理策略、對沖基金投資總監

私募股權分主管

房地產專家

高級對沖基金分析員

量化分析及風險管理

Hans Peters

Emilia Bruera

Paul Groenewoud

hans.peters@nl.abnamro.com

emilia.bruera@nl.abnamro.com

paul.groenewoud@nl.abnamro.com

投資風險主管

量化及風險分析員

量化及風險分析員

製作團隊

Barbara Schiphorst

Liz Bond

Christina Santore

Johann Richter

barbara.schiphorst@nl.abnamro.com

liz.bond@nl.abnamro.com

christina.santore@yahoo.com

johann.richter@nl.abnamro.com

環球統籌

高級編輯

編輯及傳訊助理

編輯助理

免責聲明

©2013 荷蘭銀行及附屬公司（「荷蘭銀行」）版權所有。 Gustav Mahlerlaan 10, 1082 PP Amsterdam / P.O. box 283, 1000 EA Amsterdam, The Netherlands。本資料由荷蘭銀行投資顧問中心（IAC）編製，僅作資訊用途，並不構成對任何證券或其他金融工具的銷售要約或購買徵求。本資料基於被信納為可靠之資訊，但不對其準確性或完整性提供保證。我們已盡力根據合理基礎更新文中資訊及意見，惟仍可能因法規、監管或其他原因令我們無法如此事。本資料中之意見、預測、設想、估計、衍生估值和目標價格為截至當日的資料，可能隨時變更而不經事先通知。本資料提及的投資未必適宜或適合收取或閱覽以上資料人士的特定投資目標、財務狀況、知識、經驗或個人需要，因此不應倚賴本資料並作為對獨立判斷的取代。荷蘭銀行或其高級職員、總監、僱員福利計劃或合作人士（包括參與編製或發行本資料的人士）或會持有本資料所提及證券、認股權證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。荷蘭銀行可能隨時向本資料所提及的任何證券發行商提供投資銀行、商業銀行、信貸、諮詢或其他服務。由於提供該等服務，荷蘭銀行或會擁有未載入本資料的資訊，亦可能在本資料發表前或發表後立即基於該等資訊而採取行動。荷蘭銀行或已於早年擔任本資料所提及證券發行商公開上市之主要承銷商或副主承銷商。本文提及任何證券的價格為當日價格，不代表可用該價格進行任何交易。荷蘭銀行及其他人士亦不為任何直接、間接、特殊、偶然、附帶、懲罰性或懲戒性損害賠償等，包括由於本資料所含訊息以任何方式導致的任何利潤損失承擔責任。本資料僅供目標受眾使用，未經荷蘭銀行事先明示同意，不得複製、分發或翻印其全部或部分內容。本文件僅供有提供私人銀行服務的國家向私人或零售客戶分發。不得於任何對發行商需要登記或發牌許可、而發行商尚未擁有該等登記或許可的任何司法管轄區向私人或零售客戶發佈。資料指所有研究資料，其包含方式包括但不限於印刷本、電子格式、陳述、電子郵件、短訊或 WAP。

美國證券法

荷蘭銀行並非根據經修訂的1934年美國證券交易法（「1934年交易法」）及美國適用的州級法例註冊的經紀交易商。此外，荷蘭銀行並非根據經修訂的1940年美國投資顧問法（「顧問法」，與1934年交易法統稱為「有關法案」）及美國適用的州級法例註冊的投資顧問。因此，在未獲有關法案的特定豁免下，荷蘭銀行提供的任何經紀及投資顧問服務，包括（但不限於）本文件所載的產品及服務，並不向美國人士提供。本文件及其任何副本因此不應送往或帶往美國，或於美國或向美國人士分發。

其他司法管轄區

在不影響上文的一般性條件下，本文件所述的產品或服務不擬於向任何作出有關要約、銷售及／或分銷即屬違法的司法管轄區的任何人士作出要約、銷售及／或分銷。擁有本文件或其可能附隨的任何文件的人士，必須知悉及遵守有關本文件分發及其所述產品及服務的要約、銷售及／或分銷的任何法律規限。荷蘭銀行對因違反上述規限的交易及／或服務而導致的任何損失或虧損概不負責。

可持續指標免責聲明

荷蘭銀行已採取所有合理的措施確保指標可信，然而有關資料未經審核，並可予更改。荷蘭銀行概不就因（直接或間接）使用有關指標而構成的任何虧損負責。有關指標並不構成對個別公司相關的建議，或購買或出售投資的要約。請注意，有關指標代表在特定期間經考量多項不同的可持續性因素後所作出的意見。可持續性指標僅為一家公司在其行業內能否持續發展的一個指標。

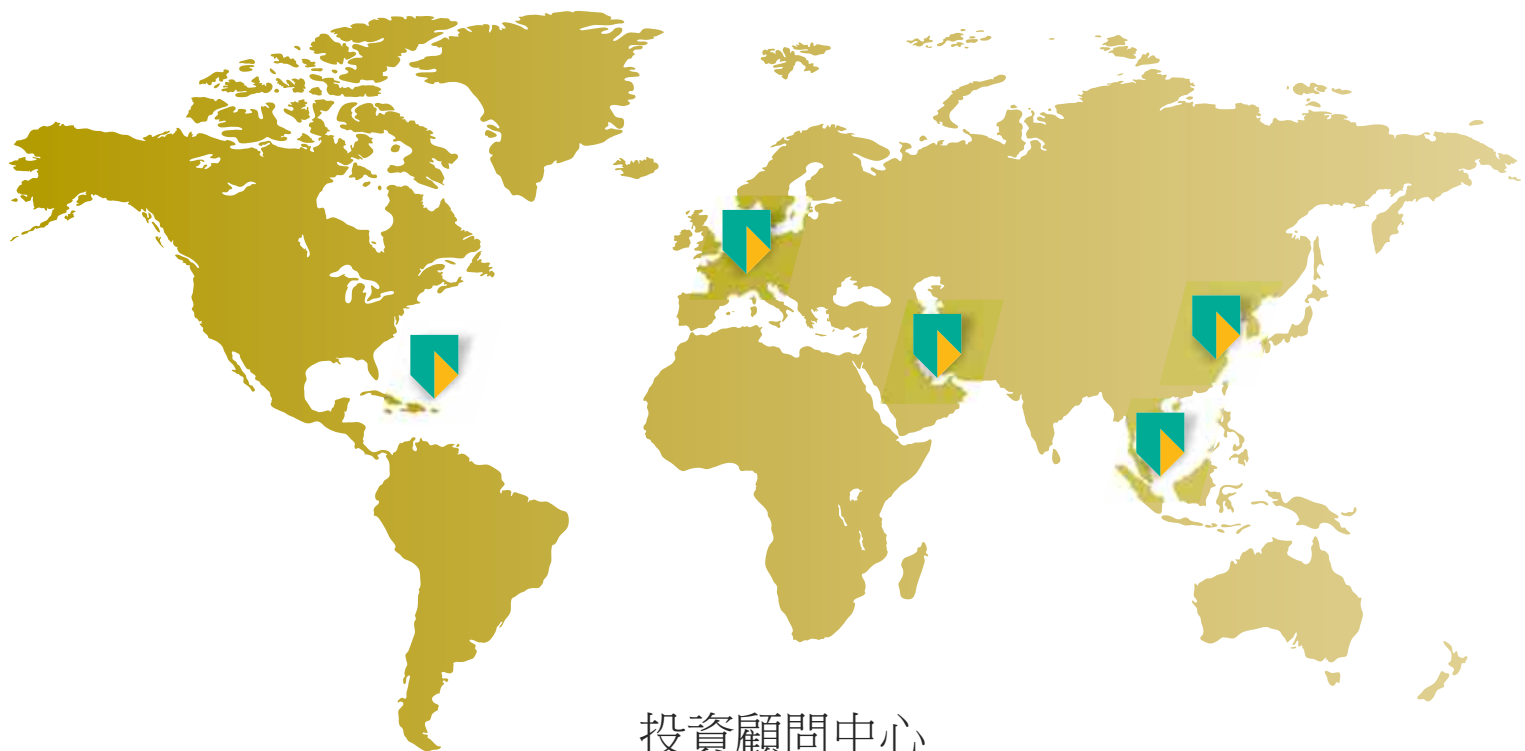
公司披露

荷蘭銀行可能擁有本資料所提及公司的主要股權或其債務的重大財務利益的實際權益。荷蘭銀行現時繼續參與該等公司的證券市場，除此以外並以主事人的身份購買及銷售該等公司證券。在過去12個月，荷蘭銀行向該等公司、其附屬公司或聯屬公司提供投資銀行服務而獲取報酬。本資料所作出的披露指的是荷蘭銀行及其附屬公司，包括ABN AMRO Incorporated。後者於美國受紐約證券交易所、美國全國證券交易商協會及美國證券投資者保護公司規管。

個人披露

本意見所載的資料並不擬作為個人的投資建議，或作為投資於若干投資產品的建議。本意見建基於荷蘭銀行投資顧問中心的投資研究。分析員於本刊所提述的公司並無個人利益。他們於是項工作的報酬與在本意見所述的個別建議或觀點，在現時、過去及將來均無直接或間接的關連。

本資料備有中英文雙語版本，如兩者之詮釋出現任何歧異，概以英文版本為準。



投資顧問中心

歐洲

ABN AMRO MeesPierson

阿姆斯特丹

Rico Fasel

rico.fasel@nl.abnamro.com

荷蘭銀行私人銀行

安特衛普 - 貝爾赫姆

Tom Van Hullebusch

tom.van.hullebusch@be.abnamro.com

荷蘭銀行私人銀行

盧森堡

Pascal Martis

pascal.martis@lu.abnamro.com

Delbrück Bethmann Maffei AG

法蘭克福

Michael Harms

michael.harms@bethmannbank.de

Banque Neufilize OBC

巴黎

Wilfrid Galand

wilfrid.galand@fr.abnamro.com

荷蘭銀行私人銀行

澤西島

Chris Chambers

chris.chambers@uk.abnamro.com

荷蘭銀行私人銀行

根西島

Frank Moon

frank.moon@gg.abnamro.com

中東

荷蘭銀行私人銀行

杜拜

Saaish Sukumaran

saaish.sukumaran@ae.abnamro.com

亞洲

荷蘭銀行私人銀行

香港

William Tso

william.tso@hk.abnamro.com

荷蘭銀行私人銀行

新加坡

Pheabe Chau

pheabe.chau@sg.abnamro.com

加勒比地區

MeesPierson 私人銀行

庫拉索

Edward Laurier

edward.laurier@meespierson.com



投資顧問中心駐有多名投資專家，為您提供財務意見及支援，助您作出重要的投資決定。投資專家由專責的研究及策略團隊作為後盾，就主要金融市場及投資類別（匯市、股票、債券及另類投資）進行詳盡的分析。若閣下有意下載我們的免費iPad應用程式，請電郵至 iResearch@nl.abnamro.com。

如有任何疑問，請聯絡以上各分行。我們期望與您會面。

www.abnamroprivatebanking.com