

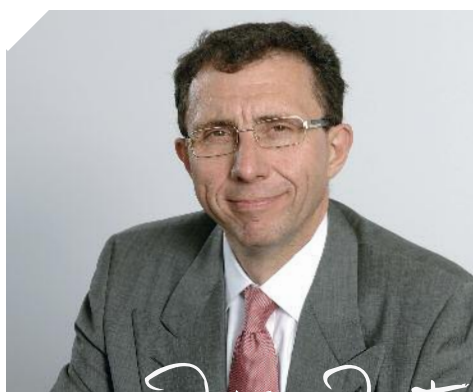
# 重新建構 凝聚增長

## 2013年第1季展望

投資策略



# 2013年第1季展望



*Didier Duret*

**Didier Duret**

荷蘭銀行私人銀行  
投資總監

2012年12月

## 重新建構 凝聚增長

在現時的環境下，追求收益率日益困難，因此投資者需物色增長來源，以提升回報，而不再滿足於預期獲得的收益率。從經濟的角度來看，我們感到審慎樂觀，認為市場將會重新建構獲利因素，原因如下：

首先，部份大型經濟體（主要是美國）實施刺激經濟政策；另一邊廂，歐盟國家和日本採取緊縮措施，而我們認為刺激經濟政策的成效蓋過緊縮措施。其次是，中國似乎已成功調控其經濟，可望軟著陸，而大部份大型新興市場均處於優勢，應可把握環球經濟回升的機會。此外，雖然我們對揮之不去的歐債危機仍保持警惕，但整體來說對其結果感到樂觀，並預期金融市場的焦點將會轉向企業的發展前景。請參閱新的股票主題「製造業巨匠」，我們將詳述有關趨勢。

那麼，我們應怎樣繪畫2013年第一季的回報藍圖？投資藍圖應包括：股票（特別是歐洲、亞洲和巴西），預料近日表現遜色的股票將於2013年表現領先；個別外圍國家的歐盟債券，以提高收益；亞洲房地產；而對美元和歐元投資者來說，可選擇加元及一系列新興市場貨幣。

荷蘭銀行私人銀行研究及策略團隊在今期季度展望仔細審視上述觀點和其他分析，幫助您審慎投資，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需要和目標。

*Didier Duret*

# 目錄

引言：「重新建構 凝聚增長」	2
經濟：經濟週期逐步回升	3
經濟：新興市場的動力	4
經濟：央行的注資會否推高通脹？	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 — 「製造業巨匠」	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
資產配置	18
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。



# 重新建構 凝聚增長

追求收益率已日益困難，投資者轉而物色增長來源，  
以提升回報。

現時，投資者面對一個嚴峻的現實：若不涉足高風險投資，便難以取得理想的實際收益率。解決歐債危機之路仍然漫長，但在美國及巴西、俄羅斯、印度和中國（金磚四國）的帶動下，2013年或會展現週期性回升。鑑於優質債券的收益率偏低，股票可望提供機會，讓投資者把握週期性回升的趨勢獲利。此外，為追求收益率，迴避風險的投資者需投資於難以令人安心的低質素債券，使股票顯得更為吸引，導致市場重新建構把握增長獲利的因素，於明年首季為投資組合帶來回報。

## 主要趨勢

- 刺激經濟的政策漸見成效，蓋過債務調整計劃的緊縮措施。當財政懸崖的不明朗因素解決後，美國的經濟前景可望轉佳。此外，金磚四國的內需為其他新興市場國家，以及歐洲和日本的出口商提供動力。
- 展現具競爭力的行業新面貌。能源改革、價值鏈上移、市場渠道及重整供應鏈等因素，促使環球工業展現新的面貌。
- 追求回報將取代追求收益率。債券市場的升勢已處於非常成熟的階段，收益率偏低迫使機構和私人投資者考慮轉投股票市場，以達到其目標回報。

## 主要挑戰

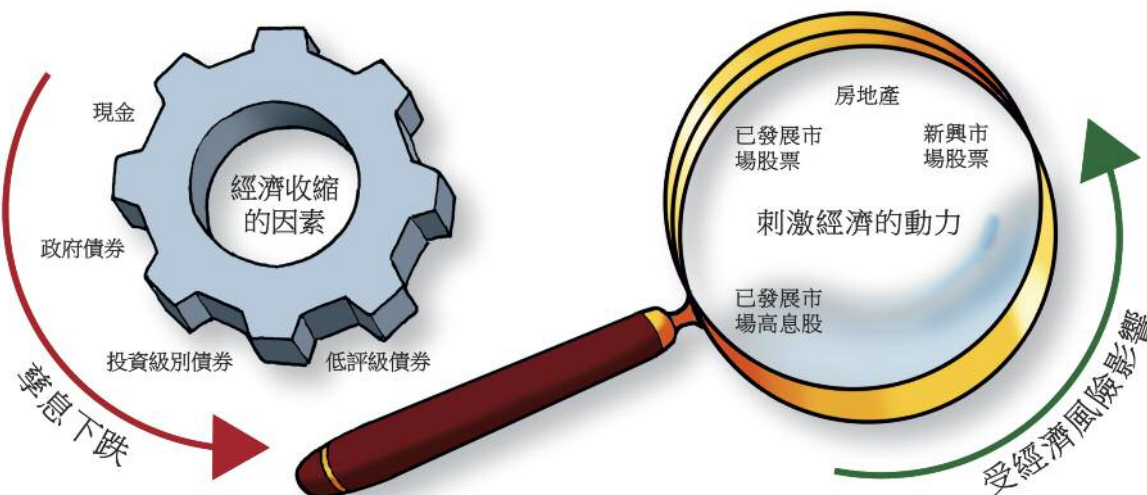
- 財政緊縮政策與私人企業增長的動力互相抗衡，預料這個情況將會延續至2013年，歐元區核心國與外圍國家之間的結構性分歧亦然。

- 主要央行已超越其正常的職能。各地央行致力刺激經濟，但聯儲局暗示貨幣政策可能重返正常水平，或會利淡美國政府債券市場。然而，預料投資者將會逐步撤離避險資產，減低孳息急升的風險。
- 股市的表現或未能與經濟表現同步。估值、市場信心和現金流的影響力大於純粹的基本因素。

## 主要機遇

- 在財政懸掛問題解決後，股票（對歐洲、亞洲和巴西持比重偏高的配置）及房地產是最能把握週期性復甦趨勢的資產類別。
- 「製造業巨匠」：我們的股票主題集中藉資訊科技、工業服務及能源改革受惠的公司。
- 涉足新興市場的股票展現最佳的優勢，包括業務多元化的大型跨國企業，以及直接面向高速增長市場的公司。
- 相對已發展市場，發展中國家的高股息公司較為吸引。後者處於發展初段，而前者的表現已顯著領先。
- 可考慮歐洲外圍國家的債券（主要為西班牙），同時投資於其主權債券及企業債券。
- 鑑於美國經濟增長的基本因素有別於過去的避險資金流，美元可望大幅揚升。挪威克朗、加拿大元及部份新興市場貨幣提供分散投資的優勢。

由追求收益率轉為尋求增長



研究及策略團隊和集團經濟部  
Han de Jong – 首席經濟師

# 經濟週期逐步回升

升勢可望優於預期

環球商業週期逐步回升，但各地區的步伐並不一致。下行風險仍然顯著，預期經濟增長偏低。然而，部份地區的需求蓄勢待發，使2013年的升勢可望優於預期。

環球經濟活動在2012年的大部份時間走弱後，現時已逐漸重拾動力，並預期在未來數個季度延續升勢。普遍的商业信心指標已止跌，在不少國家甚至略為轉強。該趨勢由多個因素帶動。工業的庫存週期回升，一般來說利好經濟活動。此外，鑑於早前的經濟增長放緩，通脹壓力隨之降溫，為消費者的實質購買力提供支持。金融體系的壓力減退，亦有助經濟增長。

然而，政治也許是最重要的因素：歐洲央行公佈實施直接貨幣交易計劃，減低市場出現極端負面事件的風險，有助提振投資信心。各國的決策官員亦加推刺激經濟活動的措施。

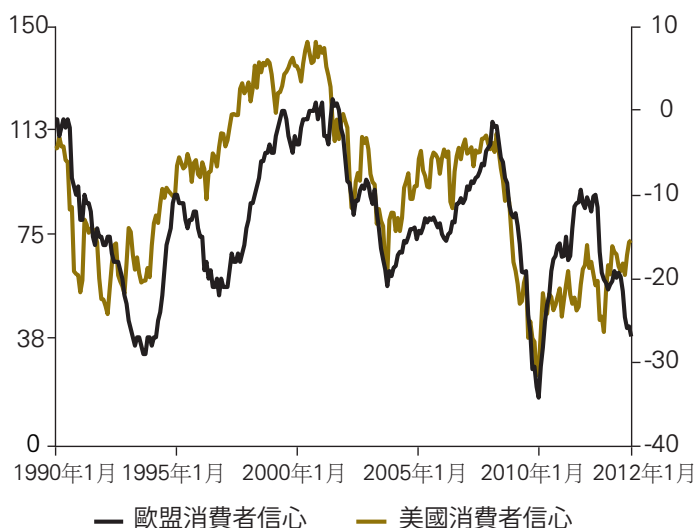
## 復甦步伐並不一致

環球經濟復甦的步伐顯著分歧。美國和中國（以及大部份新興市場）遠勝歐洲及日本，後兩者的經濟顯然未能回升，增長仍然乏力。但預料增長步伐分歧的趨勢不會持續。我們預期歐洲在2013年將會穩步復甦，主要由於市場對歐債危機應可受控的信心日增（見圖），加上環球貿易溫和改善，以及通脹進一步降溫。

在四年前，環球經濟陷入信貸危機，展開漫長和痛苦的減債過程。減債的過程崎嶇不平。美國整頓經濟的步伐可說最迅速，在經濟溫和增長及就業上升的情況下，私人債務下降，銀行的財政狀況轉強，政府的財赤亦減少。歐洲的問題較為嚴峻，因為當地在減債的同時，需就歐元的持續性重建框架。即使如此，歐洲在減債方面無可否認亦取得進展，而持續整頓財政將會削弱日後的經濟增長。

鑑於生產減慢，環球經濟已累積了大量受壓抑的需求。倘若這些需求被釋放，將會顯著刺激環球經濟增長。美國的住宅建築可能是首個受惠的市場。因此，我們相信有機會出現升勢優於預期的情況，這是在過去一段時期以來首見。

歐盟和美國的消費信心指標



資料來源：美國研究組織Conference Board、歐洲委員會、彭博資訊

# 新興市場的動力： 市場規模與增長速度

儘管受黯淡的經濟環境影響，新興市場的增長前景仍然遠較工業國亮麗。預期亞洲的增長率為6.8%，拉丁美洲為4.2%，東歐亦為3%；在2013年，這些地區的表現將會繼續領先美國（僅為2%）及歐洲（停滯不前）。

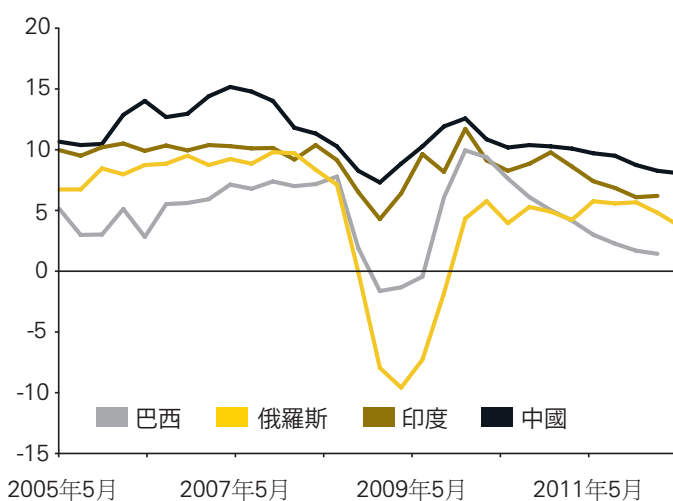
在過去十年，經濟合作及發展組織（經合組織）國家的增長平均每年為1.5%，而非經合組織國家則為5%。綜觀大型的新興市場，中國和印度的表現最耀目，分別增長10%及7%。亞洲地區對相關原材料的需求殷切，特別是中國，帶動其他新興市場強勁增長，尤其是拉丁美洲和非洲。

此外，中國的工資上升，使其經濟日趨蓬勃，導致工業生產轉移至一些工資較低的國家。其他亞洲國家是這個過程的主要受惠者，而鑑於墨西哥與中國的工資成本差距顯著收窄，當地的裝配業亦再度興旺。事實上，在所有新興國家，經濟增長強勁與富裕的中產階級冒起不可劃分。因此，新興市場由受工業國事件主導的被動者，發展為有能力爭取其權利的獨立行動者。此外，這些國家亦日益成為跨國企業不容忽視的策略性增長市場。

在2012年，金磚四國（以名義美國國內生產總值計算）躋身全球10大經濟體，而以下九個新興市場國家（以經濟規模計算）：中國、巴西、印度、俄羅斯、墨西哥、南韓、印尼、土耳其和沙特阿拉伯，則排名首20位，佔全球國內生產總值約80%。這九個新興市場國家佔全球國內生產總值的份額由1990年接近10%，上升至2012年超過25%。基於現時的增長前景，在未來數十年內，中國有可能取代美國成為全球第一大經濟體，而印度則有可能超越日本，成為第三大經濟強國。

然而，經濟規模並非一切。在上述九個新興市場以外，一些規模較小的經濟體亦日漸備受企業和個人投資者垂青。預期在未來五年，安哥拉、孟加拉、哥倫比亞、埃及、加納、尼日利亞、菲律賓和越南等國家的增長步伐均較全球經濟迅速兩倍。除增長外，新興市場的信貸狀況亦見改善，並進一步鞏固其組織架構，這是另一個可延續至未來數年的趨勢。

金磚四國的國內生產總值增長（按年%）



資料來源：彭博資訊

# 央行的注資會否推高通脹？

過猶不及

## 歐美兩地的特殊貨幣政策

在過去數年，歐洲央行及聯儲局實施一系列政策，致力刺激經濟。這些措施導致央行的資產負債表大幅膨脹 — 聯儲局實施龐大的資產購買計劃；歐洲央行則向商業銀行提供大量貸款，作為抵押品。部份評論員認為這些措施將會令通脹飆升。

## 資金的種類

經濟學家米爾頓·佛利民（Milton Friedman）和安娜·舒華茨（Anna Schwartz）的名言是：「無論在何處，通脹永遠都是一種貨幣現象」。然而，資金有不同的種類。央行注入市場的資金是一種儲備或基礎貨幣，換言之，此舉將增加商業銀行存放在央行的儲備。

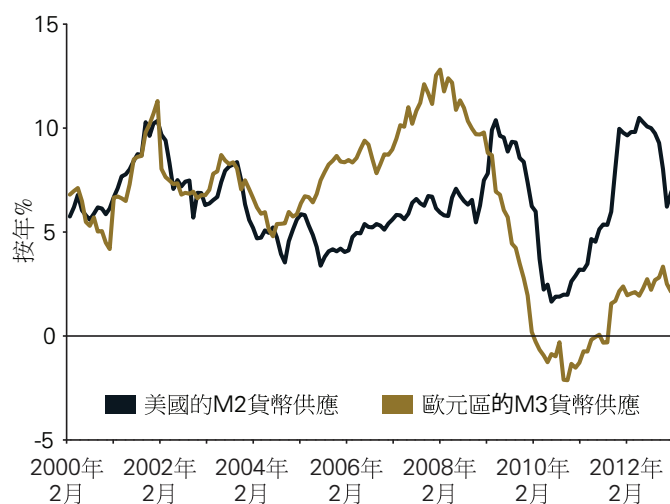
我們的研究<sup>1</sup>顯示基礎貨幣與通脹顯著相關的情況，只會在經歷約10年的期間才出現。這反映基礎貨幣的需要上升導致貨幣供應的廣義量度增加，從而形成通脹。這個過程需時，而前提是私人領域的信貸增長強勁和持續上升，以及央行並無採取收緊貨幣政策。

## 美國的風險高於歐元區

若有跡象顯示信貸市場將持續興旺多年，相信央行不會向金融體系注入如此龐大的流動資金。因此，我們預期現時實施的特殊政策不會令通脹過度升溫。然而，我們預料美國通脹長期上升的風險較歐元區大，而我們認為後者的通脹風險偏低。與歐洲央行比較，聯儲局寬鬆貨幣政策的規模龐大得多，而且在政策不變的情況下，持續的期間亦較長。

最重要的是，相對歐元區，美國銀行體系的狀況較佳，意味著其信貸機制可望較早回復正常運作。事實上，我們預期在未來數年，歐元區的信貸增長仍然疲弱。此外，聯儲局對通脹的注視不及歐洲央行。聯儲局也許未能順暢地執行其退市政策，若當局遲遲未能退市，利率或會預期急升。

美國及歐元區的貨幣供應（按年）



資料來源：Thomson Reuters Datastream、荷蘭銀行集團經濟部

<sup>1</sup> 請參閱於2012年11月19日刊發的荷蘭銀行宏觀焦點附註 “Will central banks spur inflation”。

# 股市展望

漸入佳境

研究及策略團隊

Sybre Brouwer – 股票研究部環球主管

投資者仍關注歐美兩地的財政緊縮措施，導致消費開支及信心受壓，但當財政懸崖的問題獲得解決後，在資本開支回升帶動下，美國經濟的復甦步伐或會顯著加速。此外，在高增長的市場（特別是中國），企業將會重建庫存。上述因素使增長前景轉趨亮麗，並利好歐洲工業的發展。

現時，股市處於優勢，可望因環球經濟週期回升而受惠，原因是在定息投資的潛在回報持續下跌時，股票的估值仍然偏低，而且金融市場的游資依然充裕。

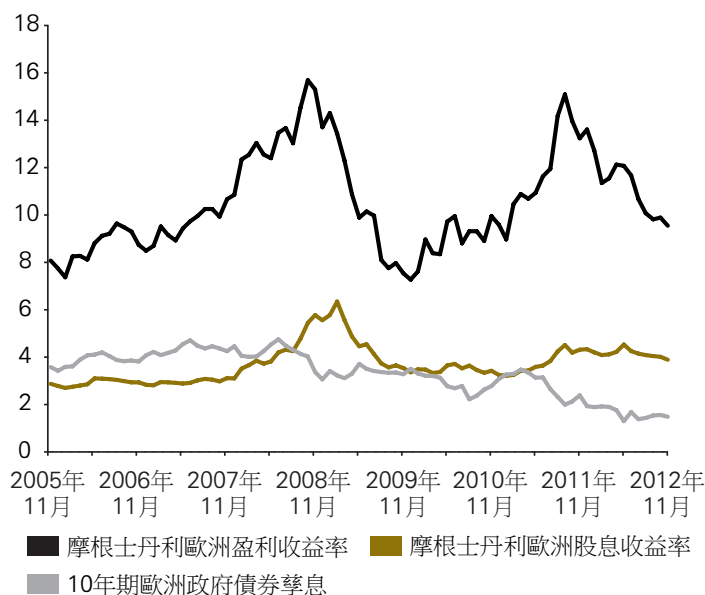
## 財政狀況強勁，有利企業釋放新的動力

歐洲的中小型企業持續受挫，特別是業務受當地經濟影響的行業，例如建築、建材和房地產。此外，與消費者相關的公司亦陷於困境。

工業國方面，大部份跨國企業的情況截然不同，在這次經濟衰退之初，這些企業的財政穩健及現金充裕；而在經歷衰退後，他們的財政狀況甚至更佳。根據過往經驗，經濟衰退削弱企業的財政狀況，但今次的情況有別。

除了提升效率（透過新科技及鑑於勞動市場疲弱）外，迅速擴張的市場亦展現大量增長機會，而利率偏低有助提高利潤率。企業因而錄得高水平及可持續的自由現金流，有助大型企業派付吸引的股息，並頻頻回購股份。如下圖所示，相對債券孳息，對股票持比重偏高的理據顯得非常吸引。

盈利率為持續派息提供支持（%）



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素（集團經濟部）	我們的建議（荷蘭銀行私人銀行）
股票： 比重偏高	<p>可持續的盈利和股息收益率優於債券孳息</p> <p>亞洲市場的盈利回升，特別是中國及其他新興市場。美國經濟復甦，利好2012年第四季度和2013年首季度的公司業績。</p> <p>超級趨勢為企業的財政狀況提供支持，使更多企業作出投資，從而刺激增長。</p>	<p>持續派息的公司，以及擁有跨國業務並具增長潛力的行業。</p> <p>美國和歐盟的大型工業、物料及消費股；中型的供應商。</p> <p>具成本優勢，擁有與「製造業巨匠」主題相關的吸引品牌、專業知識或專利業務的高效率公司。</p>



# 股市 — 行業展望

可持續增長及週期性投資

研究及策略團隊

Sybrein Brouwer – 股票研究部環球主管

鑑於我們對環球經濟轉趨樂觀，我們進一步增加對股票持比重偏高的配置，並如我們的主題所述（見下頁），逐步提高對週期性行業的投資。（分類）行業方面，我們透過對工業持偏高比重增持週期性投資，我們看好資本財貨，認為該分類行業可望受惠於

能源、運輸和訊息網絡的龐大需求。我們亦對能源持偏高比重，看好石油服務，因為該分類行業應可因宏觀環境改善及估值偏低而顯著受惠。就防守性的部署而言，基於可持續增長的優勢，我們看好健康護理，特別是生物科技。

比重偏高 - 中性 - 比重偏低

行業	分類行業	看好的股份	評論
能源	石油服務	Halliburton、Noble Corp、Saipem、Keppel Corp	估值便宜帶動股價大幅揚升
	綜合石油	荷蘭皇家殼牌、Chevron	其防守性質有助抵禦市場波幅
	勘探及生產	Whiting Petroleum、CNOOC	市場對石油及天然氣價格的假設過度悲觀
	煉油	Valero	在疲弱的第四季，煉油業務的利潤率強勁提供支持
物料	化學	Agrium、BASF、PPG、Lanxess、LyondellBasell、Syngenta	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	力拓、Xstrata	聚焦於中國：需求取決於當地政策
	建材	中國建築材料集團有限公司、HeidelbergCement	緊縮措施對比架構重組及價格上升
	紙品及林木	International Paper	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	Bureau Veritas、Intertek	主要動力為外判業務及對品質的要求
	資本財貨	ABB、Schneider、Emerson、Deere、GE、H. Whampoa、港鐵公司、中國交通建設、Keppel Corp	基礎設施和提升效率帶動業務增長；歐盟疲弱成為阻力
非核心消費品	運輸	EasyJet	客運量持續增長，但競爭激烈，而且燃油價格趨升
	耐用消費品	LVMH、Richemont、Adidas、Lennar、WeightWatchers	奢侈品受惠於全球的中國遊客消費增長
	消費者服務	Compass	夏季增長放緩僅屬短暫現象
	零售	PPR、Target	大額折扣削弱盈利能力
核心消費品	汽車及零件	BMW、Volkswagen、Michelin、現代汽車	專注頂尖品牌；避免投資於偏重歐盟業務的公司
	媒體	CBS、和路迪士尼、WPP、Comcast、Wolters Kluwer	媒體內容收費上升，減低收益波幅
	家庭及個人護理	歐萊亞、Henkel、Reckitt Benckiser、寶潔、Estée Lauder	利潤率可望上升；架構重組為主導因素
	食品及藥物零售	Tesco、CVS Caremark	估值看來合理，但存在週期性和結構性問題
健康護理	食品、飲品及煙草	雀巢、Nutreco、Pernod Ricard、可口可樂、美贊臣、Mondelez	投入成本上漲；轉嫁成本的能力有限；估值偏高
	健康護理設備及服務	DaVita、Fresenius SE	洗腎服務和設備
	藥業、生物科技及生命科學	Gilead Sciences、Abbott Labs、Biogen、Sanofi、Amgen	成功推出生物科技產品；自由現金流偏高
金融	多元化金融	美國運通、摩根大通、富國銀行	優質、具防守性及業務高度多元化的企業表現優勝
	保險	安聯集團、AXA、英國保誠、Munich Re、友邦集團	美國經濟及資產管理有助業務增長
	商業銀行	滙豐、渣打、中國工商銀行、中國建設銀行、華僑銀行	新興市場仍提供最佳的增長機會
	房地產	Simon Property Group、恒基兆業地產、信和置業、三井不動產、Unibail Rodamco	資產位於黃金地段的優質企業
資訊科技	科技硬件及設備	EMC	數據儲存翹楚，是雲端運算的最佳設施
	軟件及服務	國際商業機器、谷歌、Nuance	盈利穩健和市場翹楚的例子
	半導體及半導體設備	高通、三星電子	流動電話設備專利；利潤率偏高
電訊	電訊服務	Vodafone、法國電訊	面對法規挑戰及競爭激烈的營業環境
公用事業	可再生能源	EDP Renovaveis、Enel Green Power	有關補貼的不明朗因素令增長前景受壓
	受規管／多元公用事業	GDF Suez、Veolia Environment、NextEra Energy	基本因素呆滯，需求和價格受壓

# 股市主題 最新的超級趨勢

我們新增的投資主題 — 製造業巨匠，與我們現時的投資組合主題配合得宜。鑑於全球工業化的進程持續，加上高速增長的經濟體

（特別是中國）向價值鏈上移及工資上升，自動化、品質控制和流水線生產程序是現時企業的主要投資範疇。

主題	推出日期	投資理據	主要持倉	最新建議
服務新世代	2008年第三季	隨著環球貿易擴張，運輸、庫存和產品檢驗的需求日增。	Vopak、SGS、Intertek、Burlington Northern（獲巴郡收購）	強烈推薦 買入
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。	Nalco、Syngenta、DSM、Arcadis、Veolia、Flour	買入
大型股前景亮麗	2009年第四季	投資者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	買入
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、Intertek	強烈推薦 買入
歐洲瑰寶	2010年第三季	鑑於全球中產階級的人數上升，加上歐元走弱，大型歐洲企業和品牌的需求殷切。	BASF、DSM、戴姆勒、Fresenius、歐萊亞、Intertek、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、Bureau Veritas、賽默飛世爾、Symrise、Vopak、Fresenius、DSM、Keppel Corp.	強烈推薦 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	持有
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	買入
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	在前景不明及低息的環境下，投資者聚焦於派息股，作為穩定的收益來源。	BASF、DSM、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	強烈推薦 買入
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、DSM、WeightWatchers、星巴克、歐萊亞、DaVita	強烈推薦 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、Sanofi、Syngenta	強烈推薦 買入

研究及策略團隊

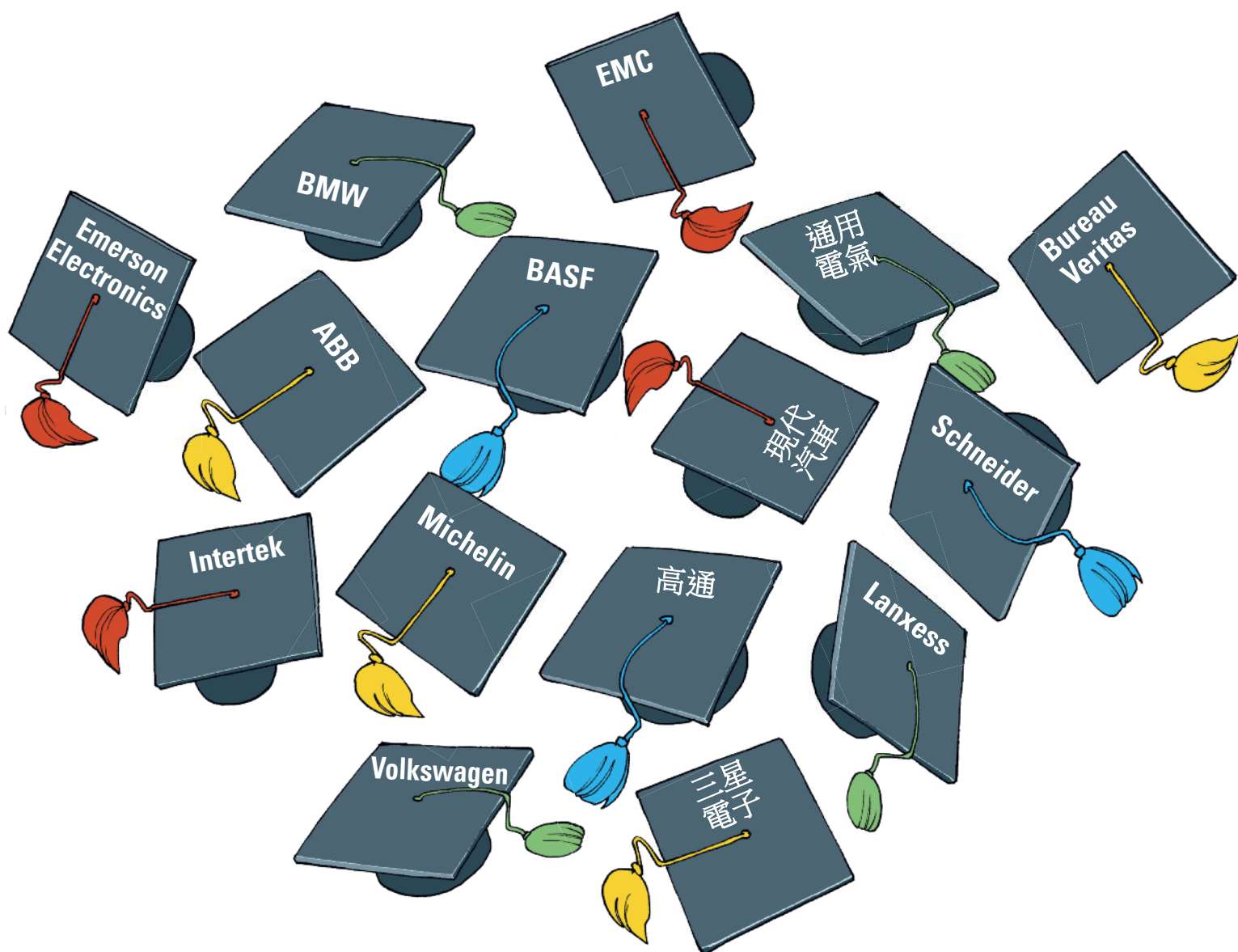
Edith Thouin – 股票研究環球主管

# 股市主題 — 製造業巨匠

在今個季度，我們聚焦於工業，主要由於我們預期當財政懸崖的問題解決後，高增長市場（特別是中國）及美國將會重建庫存。我們亦特別注視最受惠於生產程式創新趨勢的公司。在日漸全球化的生態環境下，企業除了穩佔競爭優勢外，必需擁有卓越的品質和高水平的效率，以獲取可觀的利潤。成本優勢已逐漸失色，因為大型經濟體的工資差距收窄，而且物料成本趨升是企業普遍面對的問題（受惠於美國天然氣價格下跌的公司則例外）。

現時，優勝劣敗的關鍵在於企業如何管理其生產設施，是否使用有助提高生產力的工具，以及在供應商競爭激烈的市場，能否符合高水平的品質要求。結果是，高價值產品生產商的股價持續上升，特別是在亞洲。

企業優化環球業務的趨勢顯著，尤其是在資訊科技業，SAP、甲骨文及Accenture等軟件生產商和顧問公司主導市場走勢。這些企業的生產線由機械操作，並以電子化監控。生產商與客戶緊密互動，確保品質持續卓越。這有助強化使用者與供應商之間的聯繫，確保各方都能受惠於長遠和可靠的合作關係，以及供應商所建立的強勁業務。由摩托羅拉及通用電氣研發的優化系統和程序，以及全面品質管理逐漸成為環球標準。由SGS、Intertek和Bureau Veritas等可信賴的機構進行品質測試，令這些生產工具至臻完善。





# 債市展望

趨於成熟的牛市

研究及策略團隊

Roel Barnhoorn – 債券主題研究部主管

## 美國國庫券可反映大市表現

當已發展市場的主權債券受壓時，核心政府債券明顯受惠。物色避險工具的投資者大幅投資於美國國庫券、英國金邊債券及德國政府債券市場。為協助當地經濟及金融體系，工業國央行均以這些債券為購買目標，因為它們是信貸及企業債券的其他融資來源基準。

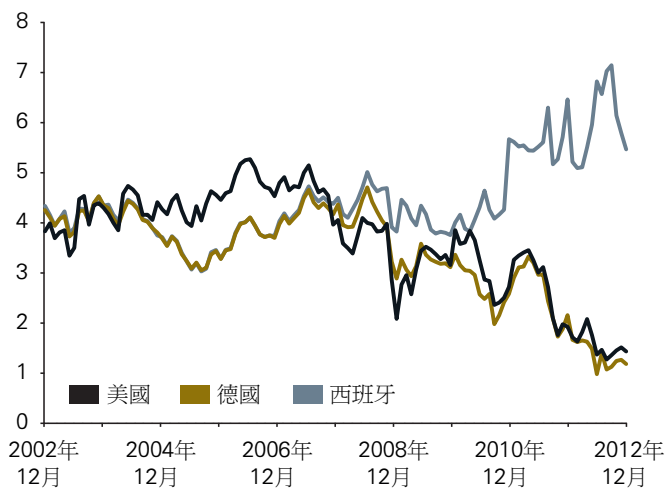
在這兩股力量的推動下，孳息降至歷史低位。央行官員顯然極力避免經濟陷入蕭條，或重蹈日本的覆轍，出現增長停滯的情況，孳息大幅上升的空間將因而受到局限。面對當前的環境，2013年的利率將持續低企，追求收益的氣氛將繼續瀰漫定息市場。然而，孳息偏低令投資這些債券時不容有失。由於當有關財政懸崖的磋商結束後，週期性動力將捲土重來，美國國庫券的波動情況或蔓延至其他政府債券，為定息市場的其他環節帶來漣漪效應。

## 全新的強弱次序

多項核心政府債券（即：奧地利、法國及美國）失去AAA的優秀評級，或被列入負面觀察名單（英國）；歐元區外圍國家急於重整債務；而愛爾蘭等較先出現主權債務危機的國家，終於可以在資本市場發債。自主能力較強的國家能夠推行有效的緊縮措施，應可受惠於資金流：比利時、愛爾蘭、意大利及西班牙已取得顯著的進展，但前路仍然漫長而艱巨。

與此同時，新興市場政府債券成為質素的新標準。迅速增長國家的政策官員致力維持最低的增長勢頭。亞洲國家及企業的信貸評級好轉，吸引國際資金流。

政府債券（十年期孳息）



資料來源：彭博資訊

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	在現時水平下，低息核心政府債券出現風險。	承險意欲偏低。	中性存續期。 看好比利時及法國政府債券。
	央行的債券購買計劃旨在減少融資成本。	投資者追求收益率。	物色以歐元及美元發行的歐元區外圍國家債券。
企業債券： 比重偏高	由於財政管理得宜，令企業的財政狀況較政府穩健。	受穩健的財政狀況支持，違約比率偏低。	沽售價格偏高的投資級別債券，以鎖定利潤。 參考《信貸產品手冊》、《有擔保債券投資手冊》及《債券投資機會月報》的建議。
	投資者追求收益率，為信貸息差收窄帶來支持。		
	政府債券的孳息偏低，應能進一步支持高息債券。		買入環球高息債券。
	市場流動性仍然有限。		新興市場配置方面，集中於亞洲企業債券。

# 債券組合配置

選擇性配置，有助管理壓力

研究及策略團隊

Roel Barnhoorn – 債券主題研究部主管

**債券投資者正面對兩股相反的力量：**在央行的支持措施下，主權債券受壓的情況漸開始獲得接受；以及優質債券的收益率處於非常低的水平，實質收益率更屬負數。雖然債券市場的升勢已相當成熟，但經濟何時回復正常尚欠明朗。債券仍是優於現金的資產類別，並有助分散投資組合，可在經濟未有如預期般出現增長時提供保障，亦無懼當前的低息環境。

不過，超低的收益率令債券易受基準的影響（美國國庫券及德國政府債券），而這些基準可能在2013年反覆波動。有鑑於此，投資者適宜作出審慎的配置，對債券持比重偏低的配置。

低質素企業債券及新興市場債券將繼續成為收益來源，因為這些資產類別的違約率應能持續偏低。

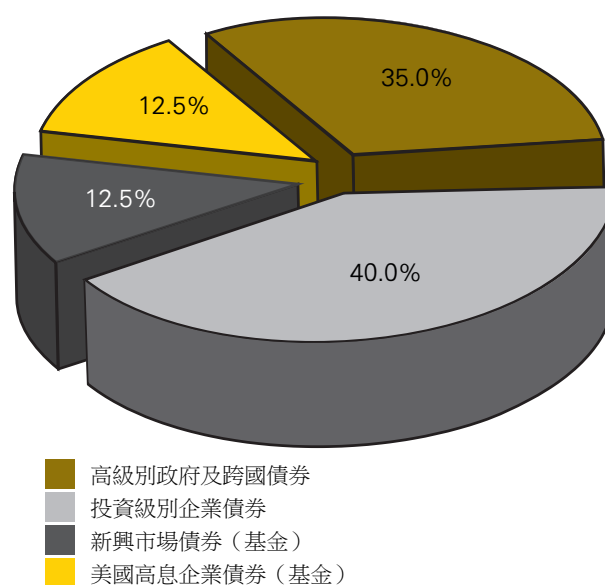
## BBB計劃 – 政府及企業債券的投資機會

在2012年，核心政府債券孳息下跌，歐元區外圍國家債券孳息則上升，反映投資者擁有區別的能力，並為不同的政府債券市場提供適當的風險溢價。根據各國政府落實財政調整措施的成效，這些差別最終會被套戥，繼而吸引更多資金。我們對西班牙政府債券充滿信心，建議持有歐元及美元計價的投資組合。此外，西班牙企業債券較同業吸引（例如：電訊及公用事業）；意大利企業債券亦然，但吸引程度相對較低。

投資者追求收益率，導致大部份債券的價格偏高，並較標準水平出現溢價。另一方面，債券價格高企，增加投資者的風險，也刺激企業的發債意欲。甚至是強烈傾向支持投資級別債券的投資者，亦為了爭取收益率而涉足較低級別的債券。明智的客戶應在我們所涵蓋的高質素及較低質素（BBB級至BB級）債券，以及已發展市場債券和新興市場債券之間取得新的平衡。

## 建議的債券投資組合存續期：中性

### 政府債券的投資機會（十年期孳息）



資料來源：荷蘭銀行私人銀行

# 匯市展望

## 共同因素

### 看好美元

短期而言，若美國能避免墮進財政懸崖，流入美元的避險資金將會減少，美元或會因此受壓。不過，這股弱勢僅屬短暫，因為只要國會及政府達成協議，將為美國經濟的增長動力消除一大障礙。有鑑於此，預期美國明年的經濟增長將優於歐元區，令美元及其資產顯得吸引。此外，隨著美國的頁岩油氣產量增加，日後的能源進口將會減少，有助改善該國的經常帳表現，而財政赤字亦見收窄。然而，寬鬆的貨幣政策對美元的影響好壞參半：利好因素方面，這個政策環境反映聯儲局傾向支持經濟增長，但會導致實質收益率下降。

總括來說，由於大部份已發展市場的實質利率偏低，加上過往多次量化寬鬆對美元的影響已大致消化，因此我們強調美國經濟增長的主題。（見圖）

我們看好的貨幣均擁有共通之處：央行無意進一步放寬政策、經濟表現穩健、受歐債危機的影響不大、對美國經濟的參與程度相對偏高，以及長期估值吸引。

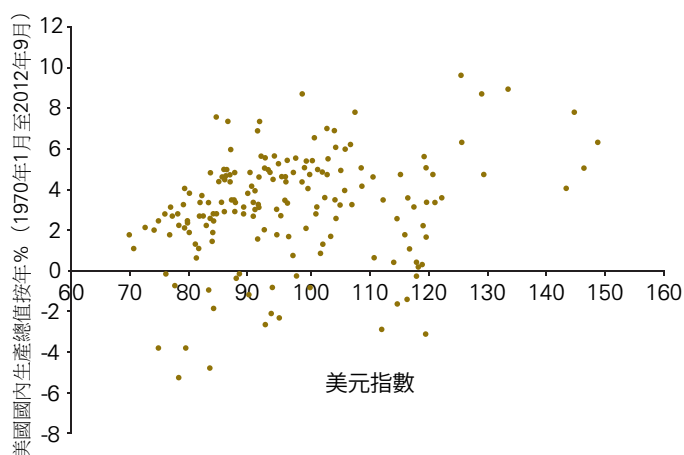
### 在2013年，兌歐元的看好貨幣

加拿大元仍是我們的首選，而我們亦看好挪威克朗。這些市場的經濟相對穩健，央行進一步放寬貨幣政策的機會不大。此外，與其他產油國比較，它們的經濟較多元化。

### 在2013年，兌美元的看好貨幣

我們看好加拿大元、墨西哥披索及巴西雷阿爾。墨西哥的競爭力轉強，以及巴西採取相對積極的宏觀刺激政策，令我們對兩國的增長動力感到樂觀。亞洲方面，我們仍看好新加坡元及（在適當的時機下）南韓圓。我們預期亞洲貨幣將於明年溫和轉強，新加坡元及南韓圓是理想的替代投資。不過，由於後者的短期干預風險偏高，我們將靜待趁低吸納的機會。

美元及美國經濟增長的歷史關係



資料來源：Datastream、荷蘭銀行

資產類別	基本因素（集團經濟部）	我們的建議（荷蘭銀行私人銀行）
匯市	<p>看好美元。</p> <p>根據沽售的共同基本因素，作出分散投資（見內文）。</p>	<p>歐元兌美元突破1.3算時吸納美元。</p> <p>兌歐元的看好貨幣：加拿大元、挪威克朗。</p> <p>兌美元的看好貨幣：加拿大元、墨西哥披索、巴西雷阿爾。在亞洲貨幣溫和轉強下，新加坡元及南韓圓是理想的替代投資。</p>



# 市場預測

「人們常說時間會改變一切；事實上，  
只有你才可以改變它們。」  
— 美國藝術家安迪·華荷 (Andy Warhol)

我們的主要觀點反映環球經濟將在2013年重拾動力，而能取得週期性復甦（金磚四國、其他高增長國家及美國）和受財政調整所困擾（日本及歐盟）的經濟體系之間產生衝突。市場動力將取決

於復甦的步伐和範圍，但央行的行動令系統性風險下降，有助增加我們對預測結果的信心。

## 宏觀經濟預測 (%)

2012年12月3日	2013年實質 國內生產總值增長		2013年通脹率	
	荷蘭銀行	市場觀點	荷蘭銀行	市場觀點
美國	2.0	1.9	2.1	2.0
歐元區	0.0	0.0	1.7	1.9
英國	1.2	1.3	2.3	2.3
日本	1.4	0.8	0.2	-0.2
其他國家*	2.3	2.2	1.9	1.6
亞洲新興市場	6.7	6.7	5.4	4.4
拉丁美洲	4.2	3.8	6.2	6.4
EEMEA**	2.6	3.1	5.0	6.0
全球	3.3	3.3	3.9	3.4

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 2012年12月3日	變動方向 3個月	預期 2013年市盈率
標準普爾500指數	1416.18	比重偏低	12.3
歐盟50指數	2585.86	比重偏高	10.2
英國富時100指數	5880.17	比重偏高	10.6
日經225指數	9458.18	比重偏低	14.6
德國DAX指數	7436.92	比重偏高	10.5
法國CAC40指數	3573.12	比重偏高	10.3
荷蘭AEX指數	338.21	比重偏高	10.5
恒生指數	21767.85	中性	10.5
上證綜合指數	1959.76	比重偏高	8.3
新加坡海峽時報指數	3065.74	中性	13.4

## 債券孳息及利率預測 (%)

	2012年12月3日	13年3月	13年6月	13年9月	13年12月
<b>美國</b>					
美國聯邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3個月	0.50	0.30	0.30	0.30	0.30
2年	0.26	0.20	0.20	0.30	0.30
10年	1.65	1.60	1.90	2.20	2.40
<b>德國</b>					
歐洲央行短期利率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
3個月	0.50	0.30	0.30	0.30	0.30
2年	0.00	0.10	0.20	0.35	0.40
10年	1.45	1.50	1.70	2.00	2.20

## 貨幣

貨幣配對	2012年12月3日	13年3月	13年6月	13年9月	13年12月
歐元／美元	1.30	1.25	1.25	1.20	1.15
英鎊／美元	1.61	1.56	1.56	1.52	1.47
歐元／英鎊	0.81	0.80	0.80	0.79	0.78
美元／瑞郎	0.93	0.98	1.00	1.04	1.13
歐元／瑞郎	1.21	1.23	1.25	1.25	1.30
美元／日圓	82.30	82.00	82.00	85.00	88.00
歐元／日圓	107.40	103.00	103.00	102.00	101.00
美元／加元	0.99	0.98	0.96	0.95	0.95
澳元／美元	1.04	1.00	1.00	0.98	0.96
紐元／美元	0.82	0.80	0.80	0.78	0.78
歐元／挪威克朗	7.36	7.50	7.25	7.00	7.00
歐元／瑞典克朗	8.66	8.50	8.25	8.00	8.00

# 對沖基金

在低收益環境下分散投資

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

## 低息風險

各國央行採取支持行動，紓緩市場對系統性風險的憂慮，導致波幅、利率及息差均進一步下跌。投資者對債券投資組合帶來的資本增值習以為常後，或會感到現時的收益率及息差不足。在利率及波幅偏低的情況下，投資者承擔的利率風險漸增。低度至中度波幅水平的多重策略對沖基金組合能提供穩定的回報，對利率及連串通脹風險的敏感度相對較低。與傳統的定息組合比較，可降低風險及提高回報。

## 提升回報

此外，利好的市場環境亦為股票長／短倉基金帶來支持。這類基金已增加在市場的投資（見圖），並展示在歐洲及美國股市尋找投資機會的能力。基金經理聚焦於以長倉及短倉的選股來爭取超額回報，因而看輕基本回報或市場風險管理。多重策略對沖基金組合亦增加對股票長／短倉基金的投資，從當前利好的市場環境獲利。對於無意在現週期就股市的方向作大量「打賭式」投資的人士而言，股票長／短倉基金亦是適合的選擇。

股票長／短倉對沖基金增加市場投資（%）



資料來源：Lyxor Asset Management

在當前的市場環境下，宏觀及大部份長期商品交易顧問基金均面對困難，主要由於多數較長年期的商品交易顧問基金未能掌握股票及商品市場的短期趨勢逆轉。然而，宏觀及商品交易顧問基金已取得分散投資帶來的成效，因為這些基金在股市出現大幅調整時仍錄得正回報。因此，我們認為投資組合應採用這些策略，藉此提防尾端風險。

我們維持對多元化對沖基金組合的比重偏高建議；與傳統債券基金組合比較，它們能提高回報及降低（利率）風險。若投資者已涉足這類基金，則可考慮增持以股票長／短倉為主的基金組合，因為可享有額外回報，而波幅亦只是略高。

## 對沖基金策略：

看好股票長／短倉及相對價值

環球宏觀及商品交易顧問為中性

看淡事件主導

**股票長／短倉：**我們看好各類不同投資重點的基金，而這些基金必須靈活管理市場風險，並擁有良好的長倉及短倉選股能力。

**相對價值：**我們看好以信貸及定息投資為重點的長／短倉基金。利率及息差水平已顯著回落，但這些基金擁有可靈活部署，能透過長倉及短倉獲利，而在利率及息差趨於波動的環境下，其保本能力亦高於長倉基金。

**宏觀／商品交易顧問：**我們看好包括商品交易顧問及全權委託環球宏觀基金的一籃子多元化組合，作為市場中斷時期和尾端風險事件的保障。

**事件主導：**在當前環境下，合併套戥基金難以取得回報，因為交投淡靜，不少交易甚至告吹。由於合併套戥是多項事件主導基金的核心，我們認為應調低這類策略的評級。

# 商品展望

整體屬中性，但黃金遜色

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

## 石油的動力相互抵銷

儘管油價受內在波幅的影響，但其上升及下跌壓力互相抵銷，令市況相對穩定。在出現新的生產來源（例如：美國及前蘇聯）或恢復生產（例如：尼日利亞、利比亞、安哥拉及伊拉克）下，多個地區的產量應可持續上升（見圖），而印度及南韓已再度進口伊朗石油。

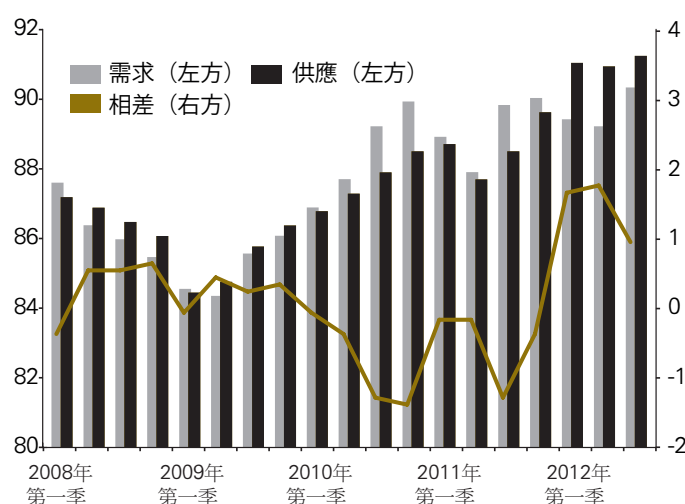
由於環球復甦步伐溫和，需求仍然疲弱。大部份已發展經濟體系將受「財政後遺症」的影響，大型新興市場則會審慎推行貨幣及財政刺激措施。德州西部中級原油仍受產量上升及當地需求疲弱的拖累，但地緣政治緊張則為布蘭特原油帶來支持，令布蘭特和德州西部中級原油的差價保持在20美元以上。

石油需求疲弱及產量上升，意味著油價在未來數月及更長時間面對下跌壓力。事實上，從供求狀況分析，這個趨勢將為未來多年的油價設定上限，但先決條件是地緣政治緊張局勢並無升級。

## 黃金表現失色

環球珠寶業對黃金的需求正處於結構性下跌趨勢，而市場對黃金的整體需求仍然高企，主要由於投資需求上升。不過，基本市況亦在轉弱。面對寬鬆貨幣政策、實質收益率偏低、中日及中東局勢緊張的環境下，投資需求與對金價的預期息息相關。此外，部份投資者憂慮未來通脹升溫。然而，這些因素並未帶動金價創新高，因為大部份因素已被消化。若美國經濟保持穩健、美元受週期性因素帶動上升或另類投資的吸引力高於黃金，我們預期投資者將在2013年及2014年拋售黃金。

## 石油的供應高於需求



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素（集團經濟部）	我們的建議（荷蘭銀行私人銀行）
商品 中性	由於供求因素達致平衡，集團經濟部對價格的走勢持中性立場。	投資於商品指數。



# 房地產

捕捉優質股息

研究及策略團隊

Manuel Hernandez Fernandez – 房地產專家

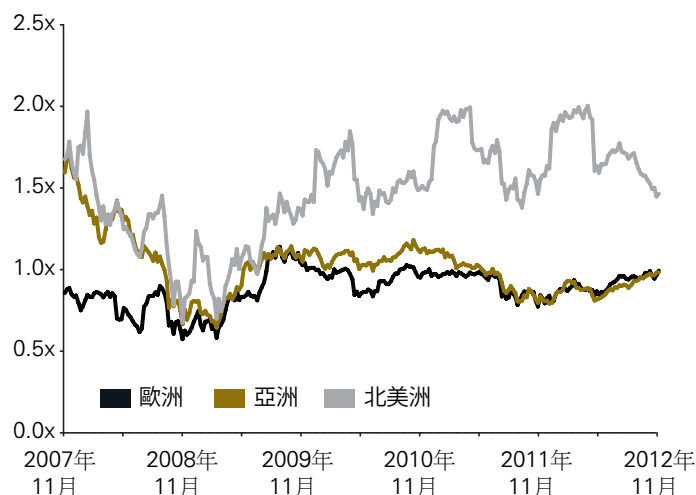
在兩項因素的支持下，市場動力利好房地產業：美國的估值吸引（見圖），以及亞洲的基本因素好轉（以已發展的亞洲市場為主）：我們上調亞洲的地區配置，與看好美國的觀點互相補足。

中國及香港經濟和房地產市場現時的軟著陸情況，將利好發展商的銷情，亦有助穩定住宅價格。亞洲房地產公司的平均債務比率為23%，低於歐洲（43%）及美國（38%），這從明年的預期回報（亞洲為7%至9%，歐洲為9%至11%，美國則為8%至10%）及股息率（亞洲為3%，美國為4%，而歐洲為6%）可見一斑。亞洲區的估值及表現因國家而異，我們看好已發展的亞洲市場（澳洲、新加坡、香港及日本）多於亞洲新興市場（例如：中國），因為我們偏好優質資產和供應顯著緊張的市場環境。相同的觀點亦適用於辦公室市場，國際租戶對這個市場的需求回升。

美國方面，估值較過往數季吸引，對資產淨值的溢價由11%降至現時的3%。估值回穩主要由於房地產投資信託取得充裕的融資途徑，從而鞏固財力，有助進行收購。根據未來四年的現金流預測，美國房地產投資信託的股息率應能升逾6%的平均水平。以Simon Property Group為例，該公司的2012年第三季收入按年增長14%，並增加派息及調高全年的盈利預測。

投資者追求收益率，令環球優質資產和二手資產之間的直接市場出現兩極化。我們將聚焦於股息率吸引（3%至4%）的一線公司，因為這意味著相關的公司能為最佳位置、地區及類別的投資付出溢價。雖然質素較低公司的股息率達雙位數字（主要為歐洲公司），但由於走勢難以持續，我們避免投資其中。

房地產的估值吸引：市帳率



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素（荷蘭銀行私人銀行）	我們的建議（荷蘭銀行私人銀行）
比重偏高	<p>美國房地產投資信託：一線公司的估值改善。我們看好零售及商業市場。</p> <p>亞洲：已發展市場對比新興市場。看好零售及辦公室市場。</p> <p>歐洲：危機令房地產業受困。看好一線公司。</p>	<p>比重偏高: 北美洲</p> <p>中性: 亞洲</p> <p>比重偏低: 歐洲</p>

# 私募股權

私募股權前景良好

研究及策略團隊

Olivier Palasi – 私募股權主管

市場應能在**2013**年初造好：預計各個私募股權環節的交易頻繁，而隨著首次招股市場好轉，離場途徑亦見增加。集資活動處於復甦階段，而表現優秀的公司能在短短**15**天內物色新的夥伴。私募股權基金經理明確掌握趨勢，並能集中於最具潛力的交易。投資者仍然認為亞洲及環球其他經濟體系獲得較佳的保障，不受歐債危機的拖累，並可望超越歐洲，成為第二大的集資市場。

## 危難資產

從地區來說，作為一個法律環境穩定及基金經理經驗豐富的已發展市場，美國顯然是理想的投資目的地。歐洲市場尚處於起步階段，當地集資夥伴公司的聲譽不如為歐洲開發策略的美國同業。我們同時看好危難債券交易基金（因為其持倉時間相對較短）及控制基金的危難債券（在公司可能破產或無力償債時控制其重組程序，或透過債轉股取得控股權）。

## 股權收購

股市前景欠明朗，利淡股權收購市場。一般來說，不明朗因素會增加二手收購的數目，即是把由私募股權持有的公司售予其他私募股權公司。憑著龐大的業內網絡及營運實力，新東主通常能令公司的發展更進一步。我們挑選那些能處理這類交易的投資團隊，並防範急於動用現金儲備，收購價格過高資產的投資經理。收購團隊的實力，可從一手交易宗數的多寡反映。

美國大型股收購市場將展開新的週期，我們仍看好交易流清晰明確的中型市場基金。

## 二手市場

二手市場表現活躍，大型交易頻繁，萊斯銀行集團（**Lloyds Banking Group**）最近總值約**17**億美元的交易便是例子之一。大部份被收購的權益屬於北美的私募股權公司，部份則屬於上市私募股權組合基金。此外，不少退休基金正採取積極的策略，透過二手市場剔除表現遜色的經理。再者，亞洲的集資活動增加，將在未來數年締造大量的投資機會。根據**2012**年**10**月的**Prequin**意見調查，十大二手基金經理已累積約 **282**億美元，作為進行二手收購之用。

我們繼續看好擁有明確現金回報策略，以及估值高於**1.6**倍的中型夥伴公司。

## 創業基金

我們預計**2013**年初的市況將利好早期資本基金。**2012**年底的集資額應接近**120**億美元，而大部份基金在集資額高於目標的情況下暫停認購，並投資於科技業，包括雲端計算、流動基建、社交商貿及數碼媒體。

# 資產配置

把握環球經濟回升的趨勢，增加持倉

## 資產配置：增加持倉

我們的資產配置理據反映全球經濟再度溫和復甦，與歐債危機相關的系統性風險受控，以及順利解決財政懸崖問題。雖然難免出現短期波動。就中期觀點而言，我們建議投資者把握短期的市場波幅增持股票，因為股票可望提供中期的收益和回報，而現金和債券越來越難以實現上述目標。

因此，荷蘭銀行環球投資委員會已採取進一步措施，透過調高現時多個資產組合對股票的偏高比重，以及結束對商品的偏低比重配置，繼續增持高風險資產。地區方面，我們看好歐洲和新興市場，並看淡美國和日本，以作出平衡的部署。定息投資方面，我們看好企業、高息和新興市場債券，多於核心的政府債券。對追求收益率的非防守性客戶來說，歐洲外圍債券，特別是西班牙和意大利政府債券，可能是理想的投資選擇。

## 風險：評估和控制

我們在投資政策上的變動，增加資產配置組合的整體風險水平。以個別資產組合計算，均衡投資組合（風險水平3）的風險由7.8%上升8.4%，相對基準則為6.2%。隨著新的挑戰和機遇展現，我們將會繼續評估和控制短線策略部署所帶來的風險。

## 表現：第四季淡靜

今年最後一季表現淡靜。事實上，環球股市微升，而債券基本上持平，儘管低評級企業債券和高息債券的表現略為領先核心主權債券。以絕對和相對基礎計算，我們的所有資產配置組合均受惠於上述表現領先的趨勢：例如，自年初以來，均衡投資組合（風險水平3）以美元計升7.98%，表現領先基準165個基點；以歐元計則升10.10%，回報與基準幾乎一致。

## 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 2012年11月30日*			2012年初至今（30月30日）			2003年5月22日至 2012年11月30日*			2012年初至今（11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	52.99	65.17	12.18	7.80	8.64	0.84	54.15	68.12	13.97	2.04	5.69	3.65
水平二	54.71	66.38	11.67	9.01	9.43	0.42	57.93	70.42	12.49	4.53	7.13	2.60
水平三	68.52	89.71	21.19	9.98	10.12	0.14	76.20	94.07	17.86	6.43	8.18	1.76
水平四	70.46	90.89	20.43	11.25	10.80	-0.45	80.29	96.28	15.99	8.89	9.42	0.53
水平五	77.58	101.87	24.29	12.48	11.70	-0.79	88.60	107.92	19.31	11.28	10.81	-0.47
水平六	79.01	102.78	23.77	13.39	12.20	-1.19	91.55	109.63	18.08	13.02	11.72	-1.29

\* 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。

# 續

研究及策略團隊

Gerardo Amo – 環球量化及風險分析主管

模擬組合的資產配置（以百分比顯示美元／歐元的風險），  
風險水平一是最保守的風險取向，最後是風險水平六，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	18	+13	5	0	70	7	+2	
債券市場*	90	40	100	74	-16	70	30	85	58	-12	
股票市場	0	0	10	0		15	0	30	20	+5	
另類投資	5	0	10	8	+3	10	0	20	15	+5	
對沖基金中的基金	5			8	+3	5			8	+3	
房地產	0			0		3			5	+2	
商品	0			0		2			2		
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	0	-5	5	0	70	0	-5
債券市場*	55	20	70	46	-9	35	10	55	25	-10
股票市場	30	10	50	39	+9	50	20	70	60	+10
另類投資	10	0	20	15	+5	10	0	30	15	+5
對沖基金中的基金	5			8	+3	5			8	+3
房地產	3			5	+2	3			5	+2
商品	2			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	0	-5	5	0	60	0	-5
債券市場*	15	0	40	11	-4	0	0	25	0	
股票市場	70	30	90	79	+9	85	40	100	90	+5
另類投資	10	0	30	10		10	0	30	10	
對沖基金中的基金	5			5		5			5	
房地產	3			3		3			3	
商品	2			2		2			2	
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。

\*\* 匯市投資：只有股票市場及少量另類投資涉及外幣投資。



# 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**

**Marijke Zewuster**

nick.kounis@nl.abnamro.com

georgette.boele@nl.abnamro.com

marijke.zewuster@nl.abnamro.com

宏觀研究主管

外匯及商品策略部統籌

新興市場主管

## 債券市場研究及策略團隊

**Roel Barnhoorn**

**Jeroen van Herwaarden**

**Agnes Pellé-Charron**

**Carman Wong**

**Grace M.K. Lim**

roel.barnhoorn@nl.abnamro.com

jeroen.van.herwaarden@nl.abnamro.com

agnes.pelle.charron@ch.abnamro.com

carman.wong@hk.abnamro.com

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

債券主題研究部主管

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

**Sybre Brouwer**

**Thomas Helfer**

**Daphne Roth**

**Fera Wirawan**

**Ivy Pan**

**Edith Thouin**

**Markus Glockenmeier**

**Yunpu Li**

**Alfred Schoengraf**

**Beat Lang**

**Jens Zimmermann**

**Margareta Jonker**

**Ralph Wessels**

**Emilie Bruneau**

**Gustavo Guimaraes**

sybren.brouwer@nl.abnamro.com

thomas.helfer@ch.abnamro.com

daphne.roth@sg.abnamro.com

fera.wirawan@sg.abnamro.com

ivy.pan@hk.abnamro.com

edith.thouin@nl.abnamro.com

markus.glockenmeier@bethmannbank.de

yunpu.li@bethmannbank.de

alfred.schoengraf@bethmannbank.de

beat.lang@ch.abnamro.com

jens.zimmermann@ch.abnamro.com

margareta.jonker@nl.abnamro.com

ralph.wessels@nl.abnamro.com

emilie.bruneau@fr.abnamro.com

gustavo.guimaraes@fr.abnamro.com

環球股票研究部主管

股票研究部主管（美國市場、物料）

亞洲股票研究部主管（澳洲、亞洲新興市場）

股票分析員（日本、新加坡、韓國）

股票分析員（中國、香港）

主題研究部主管（物料、健康護理行業）

股票分析員（電訊服務及公用事業行業、歐洲）

股票分析員（核心消費品行業、拉丁美洲）

股票分析員（工業行業）

股票分析員（非核心消費品行業）

股票分析員（能源行業、中歐及東歐、中東及北非）

股票分析員（荷蘭）

股票分析員（金融行業）

股票分析員（Neuflyze OBC Inv. 歐洲資訊科技行業）

股票分析員（Neuflyze OBC Inv. 美國科技行業）

## 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

erik.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

## 技術分析

**Aad Hoogervorst**

**Demis Bril**

aad.hoogervorst@nl.abnamro.com

demis.bril@nl.abnamro.com

高級技術分析員

高級技術分析員

## 量化分析及風險管理

**Gerardo Amo**

**Paul Groenewoud**

gerardo.amo@ch.abnamro.com

paul.groenewoud@nl.abnamro.com

量化及風險分析部

量化及風險分析員

## 製作團隊

**Barbara Schiphorst**

**Jonathan Aspin**

**Christina Santore**

**Christina Cain**

**André Heemstra**

**Kai A. Smith**

barbara.schiphorst@nl.abnamro.com

j@j.aspin.name

christina.santore@yahoo.com

cgkcain@gmail.com

andre.heemstra@nl.abnamro.com

kai.smith@ch.abnamro.com

環球統籌

編輯 — 季度展望

編輯及傳訊助理

編輯 — 補充文件

編輯助理

投資顧問中心項目經理

## 特別鳴謝

Andrew Trythall

## 免責聲明

©2012 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。

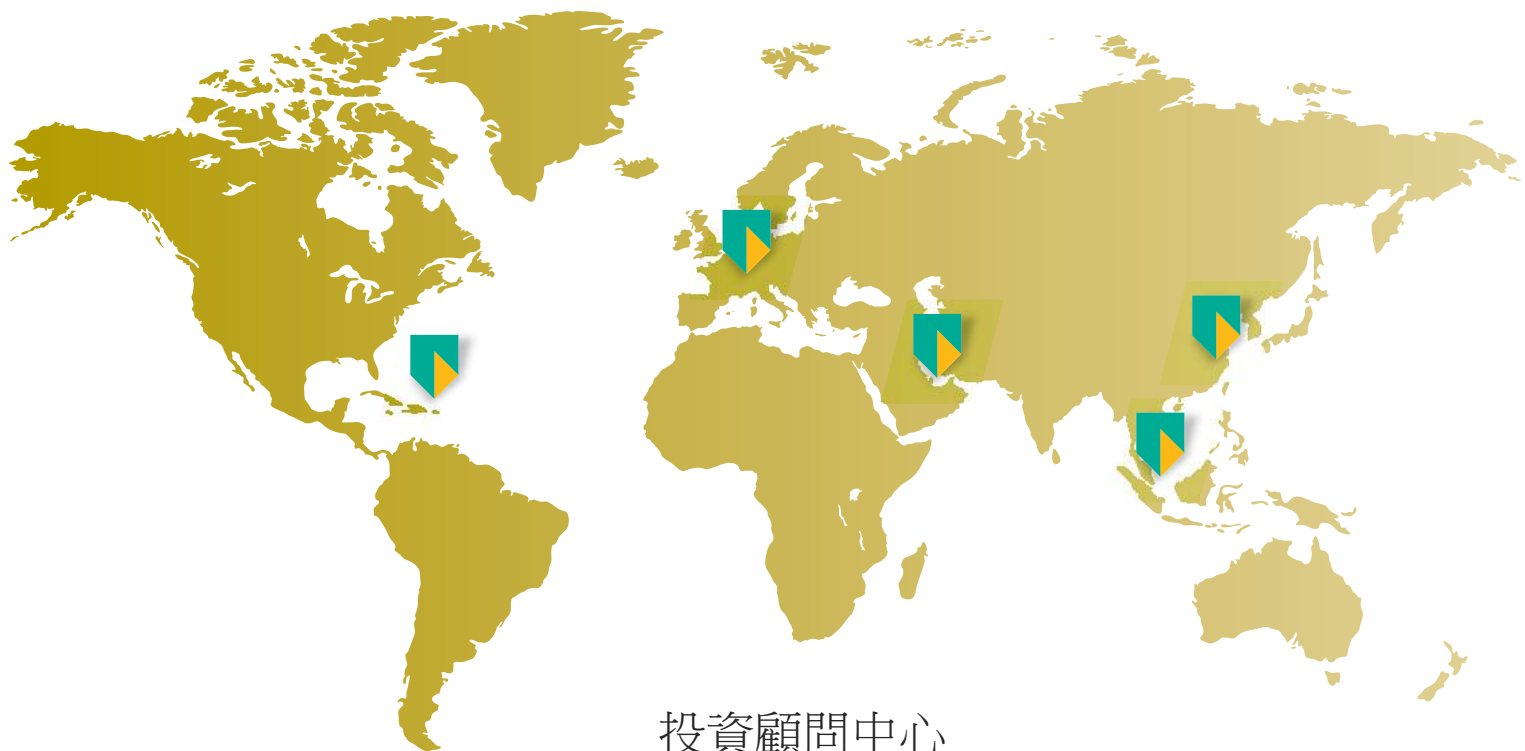
### 公司披露

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](mailto: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](mailto:tom.van.hullebusch@be.abnamro.com)

荷蘭銀行私人銀行

盧森堡

Carlo Basten

[carlo.basten@lu.abnamro.com](mailto:carlo.basten@lu.abnamro.com)

**Delbrück Bethmann Maffei AG**

法蘭克福

Michael Harms

[michael.harms@bethmannbank.de](mailto:michael.harms@bethmannbank.de)

**Banque Neufilize OBC**

巴黎

Wilfrid Galand

[wilfrid.galand@fr.abnamro.com](mailto:wilfrid.galand@fr.abnamro.com)

荷蘭銀行私人銀行

澤西島

Chris Chambers

[chris.chambers@uk.abnamro.com](mailto:chris.chambers@uk.abnamro.com)

荷蘭銀行私人銀行

根西島

Frank Moon

[frank.moon@gg.abnamro.com](mailto:frank.moon@gg.abnamro.com)

### 中東

荷蘭銀行私人銀行

杜拜

Saaish Sukumaran

[saaish.sukumaran@ae.abnamro.com](mailto:saaish.sukumaran@ae.abnamro.com)

### 亞洲

荷蘭銀行私人銀行

香港

William Tso

[william.tso@hk.abnamro.com](mailto:william.tso@hk.abnamro.com)

荷蘭銀行私人銀行

新加坡

Stephen Evans

[stephen.evans@sg.abnamro.com](mailto:stephen.evans@sg.abnamro.com)

### 加勒比地區

**MeesPierson 私人銀行**

庫拉索

Edward Laurier

[edward.laurier@meespierson.com](mailto: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。

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](http://www.abnamroprivatebanking.com)