



釐定目標 堅守策略

2013年第2季展望

投資策略

2013年第2季展望



Didier Duret

Didier Duret

荷蘭銀行私人銀行
投資總監

2013年3月

釐定目標 堅守策略

受不明朗因素困擾多年後，投資環境終於逐漸重返正常水平。幾乎令全球市場受壓的系統性風險已減退，取而代之的是我們較為熟識的投資概念，例如「週期性」和「資產轉換」。經濟已逐漸廣泛復甦，即使尚未完全展現明確的形勢。

因此，荷蘭銀行認為對投資者來說，最重要的除了是在第二季期間迴避傳統的風險外，亦需作好部署，以把握即將展現的經濟動力。這意味著投資者應沽售債券，進一步轉投股票，並按行業和地區審慎選股，原因是央行需作出具挑戰性的政策調整，而此舉或會形成市場暗湧，推高債券的孳息。

儘管近日股市揚升，荷蘭銀行認為市場普遍對股市甚為樂觀，但投資者於股市的實際持倉偏低，兩者之間存在龐大的差距。市場對利淡消息的抵禦能力日增，支持我們對股市的信心，而且股市揚升與美元之間呈正面的相關性。

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 — 包括對沖基金、房地產及私募股權等另類投資，幫助您「釐定目標，堅守策略」，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：「釐定目標 堅守策略」	2
經濟：多股動力抗衡形成的市場前景	3
經濟：中國經濟轉型	4
經濟：央行尚未準備退市	5
股市展望	6
股市 — 亞洲新興市場	7
股市主題 — 最新的超級趨勢	8
股市主題 — 收窄製造業內的生產力差距	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。

釐定目標 堅守策略

要有效提高回報，投資者在第二季應重投股市，以期受惠於經濟動力日漸廣泛的趨勢。

近日全球工業生產再度加速，美國房屋市場亦呈現初步回升的跡象，帶動全球高風險資產顯著揚升。然而，這股急速的升勢可能導致市場在第二季出現調整，原因是利好的經濟消息喘定，加上央行官員在釐定政策以刺激全球經濟增長時，立場轉趨分歧。

儘管如此，我們建議投資者「釐定目標，堅守策略」，並避免傳統的週期性風險，這類風險已取代早前的系統性不明朗因素。因此，今季可望提高投資回報的策略，是把握適當的時機沽售昂貴而用作避險的定息資產 — 預料其孳息將於短期內上升（因而導致資本虧損） — 轉投股票。審慎挑選股票可讓投資者作好部署，藉預期今年稍後時間經濟廣泛回升的趨勢獲利。

主要趨勢：市場阻力掩蓋企業漸入佳境的利好因素

- 在消費及企業和公共投資的帶動下，**環球經濟動力將進一步擴大**，使經濟復甦的步伐更為鞏固。環球經濟逐步擺脫大衰退，儘管各國嚴厲整頓財政，與過去數年比較，國際收支失衡的情況減少。
- 各國央行爭相使其貨幣貶值**，旨在刺激本土經濟增長，而非蓄意掀起貨幣戰。匯率走勢分歧反映各國不同的政策目標 — 美國致力減低失業率，日本和歐洲聚焦於通脹問題，中國則調控量化寬鬆政策。
- 各國央行將逐步使其超寬鬆的政策立場重返正常水平**，而非突然退市。市場可能不時預期央行的退市行動，這意味著投資者轉趨審慎，維持大部份投資組合的低息配置。

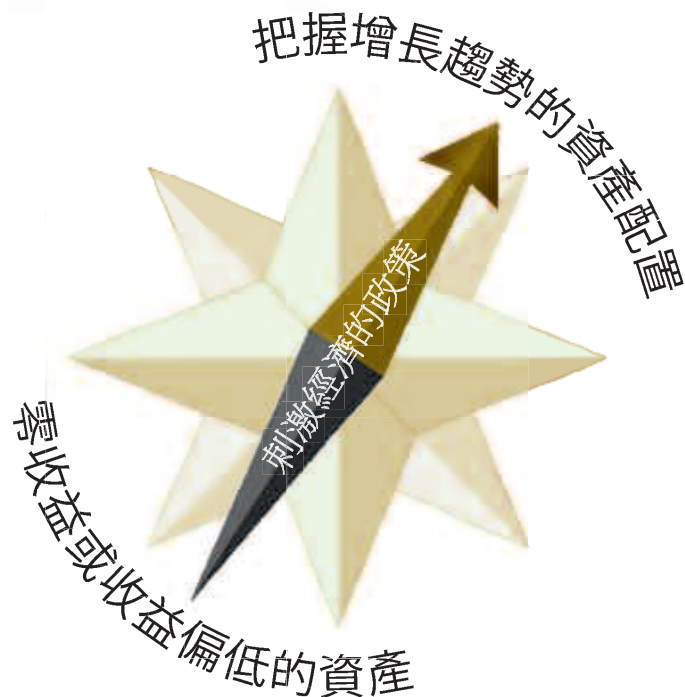
主要挑戰：辨識市場雜音與訊號

- 短暫的重建庫存週期演變為轉趨廣泛的實際需求**。隨著企業坐擁現金及有意擴展業務，決策官員的挑戰是重新營造利好的環境，助長資本開支的趨勢。
- 日圓貶值**形成緊張的局勢，促使歐洲央行採取明確的匯率政策。歐元持續昂貴，利淡支持出口業及使歐元區經濟擺脫衰退的措施。
- 投資者不應因追求收益率而投資於長年期的債券，以過度承擔信貸風險** — 慎選債券是投資致勝的關鍵。

主要機遇：對股票比重偏高的配置，並廣泛分散投資

- 在經濟疲弱期間，**股票提供真正的升值潛力**及入市機會。市場普遍對股市甚為樂觀，與退休基金及私人投資者於股市的實際持倉（偏低）之間存在龐大的差距。

- 在新興亞洲市場及巴西**，近日股市的表現遜色，促使市場重新釐定其相對已發展股市的估值。
- 分散投資的來源**：與「收窄製造業內的生產力差距」主題相關的增長股和相關的資訊科技股，以及在過去18個月表現領先的高息股。
- 慎選對沖基金**有助穩定投資組合的回報，並為債券孳息趨升提供保障。
- 房地產投資可提供收益**，並受惠於經濟廣泛復甦的趨勢。
- 新興市場貨幣**可藉全球貿易回升顯著受益。市場預期美國貿易回升，帶動美元持續升值。



研究及策略團隊和集團經濟部
Han de Jong – 首席經濟師

經濟：多股動力抗衡形成的市場前景

... 但預料前景向好

今年餘下時間及其後的環球經濟前景，取決於多股強勁但互相抗衡的動力。儘管這意味著市場存在風險，但我們認為普遍來說，全球經濟將於今年穩步復甦。

利好因素方面，美國私人企業的財政整頓進展良好，家庭及銀行的財政狀況亦顯著轉強。銀行可說已完成大部份減債程序，使其於經濟情況許可下，略為放緩信貸標準。家庭透過償還債務、違約及資產價格上升，亦已強化其財政狀況。他們似乎可隨著收入上升增加消費。美國的房屋市場已顯著回升，並預期在未來數季可望為經濟復甦帶來重要的貢獻。此外，近日美國企業增加投資開支的意願亦似乎日增。

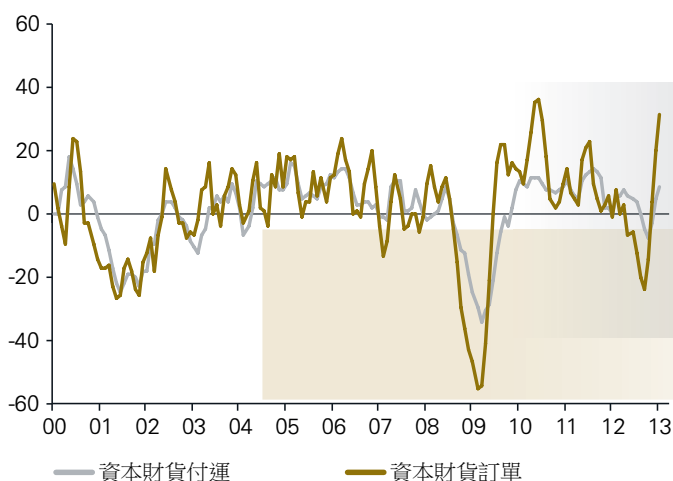
另一項利好因素是歐洲金融市場對歐元區局勢的反應，包括歐元區管治的改革、結構性改革的進程、財政預算調整，以及歐洲央行行長德拉吉在去年7月承諾「竭盡所能」捍衛歐元。金融市場的壓力因此得以舒緩，有助形成一個良性的循環：借貸成本下降促進經濟增長，從而減低財政整頓帶來的痛苦。此外，歐洲的通脹降溫，應可於今年支持實質的購買力。再者，儘管去年不少人憂慮中國經濟可能硬著陸，但事實上並無發生這個情況，而且現時看來，整體新興市場今年可望錄得穩定以至略高的增長。經歷長達五年的金融危機，以及全球增長低於長期平均趨勢後，市場應已累積足夠的需求，促使環球增長在短期內錄得出乎意料的升幅。

然而，部份利淡因素亦不容忽視。首先，美國的政治僵局及顯著緊縮財政政策將會限制當地的經濟增長，或會因而削弱市場信心。其次是，歐債危機在短期內難以結束。整頓財政削弱經濟增長，加上政局不明，可能隨時令市場受壓。若商品價格的走勢遜於預期，或會令新興市場經濟體受挫。

整體前景向好

在權衡輕重後，我們認為利好因素蓋過利淡因素，特別是在有需要時央行將會提供支持。我們相信全球經濟將會逐步廣泛復甦，而美國的資本財貨最終可望於今年回升（見圖），為2014年出現更令人信服的經濟增長營造利好的環境。

美國的資本財貨訂單和付運（按年%）



資料來源：荷蘭銀行集團經濟部

中國經濟轉型

經歷數十年亮麗的增長後，經濟有必要重整

回顧2012年，新興市場的經濟增長持續優於先進市場約5%，但大部份新興市場今年的增長步伐將會放緩，原因是環球經濟疲弱使其外部需求受壓。舉例而言，在2010年及2011年，亞洲新興市場的國內生產總值增長幾乎接近9%，但在2012年下跌至約6.5%。在中國，市場去年甚至多番憂慮當地經濟硬著陸，但儘管全球經濟放緩，中國最終仍可錄得7.8%的可觀增長。

經濟增長漸趨穩定

中國是全球第二大經濟體（以國內生產總值計算），在2012年12月超越美國，成為全球第一大貿易國，而且仍然是擁有最多美債的海外持有人。但中國的決策官員作出明智的決定，致力提高本土消費，並減低對投資和出口的依賴，聚焦於經濟轉型，此舉意味著現時中國旨在穩定經濟發展，而非刺激增長。中國的私人消費只佔國內生產總值35%（見圖），是亞洲區的最低水平，部份反映直至近日，投資仍佔極高的比重。由經濟奇蹟過渡至正常水平並非毫無挑戰，亦非一蹴而就。

在2011年公佈的第12個五年計劃，就經濟轉型確立初步的政策。刺激消費必先進行改革，以釋放家庭儲蓄及提高家庭收入，包括擴大現時有限度提供的金融服務及改善社會安全網，並提高被人為壓低的家庭存款回報。與此同時，當局需加快城鎮和社會改革，並進一步放寬資本流動，作為人民幣國際化的前提。

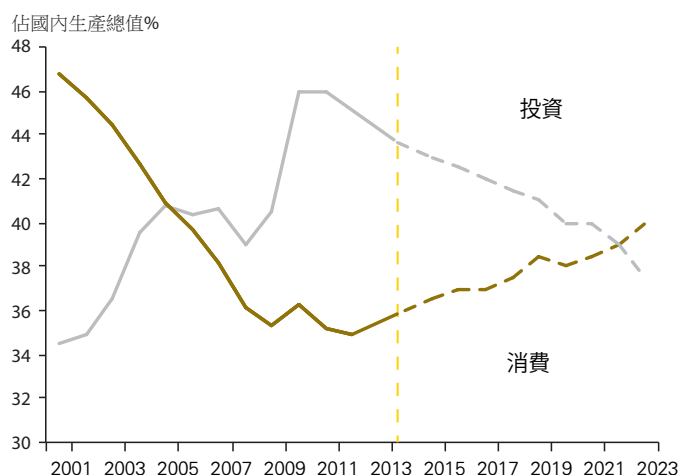
較五年更長遠的計劃

去年，有跡象顯示中國促進私人消費以重整經濟架構。事實上，在2012年經濟放緩期間，當局維持審慎的刺激經濟策略，有別於2009年至2010年大幅增加投資以支持經濟復甦的措施。今次，當局以資本開支為重點，增加寬鬆政策的限制，並實施日益嚴厲的房地產市場調控措施。此外，利率市場化亦取得進展，我們預期今年將作出進一步改革。

新的城鎮改革（包括戶口登記政策）是釋放消費力的關鍵，但仍處於策劃階段。此外，今年2月公佈的「收入重新分配計劃」旨在進行廣泛的改革，以減低收入不均的情況，但大部份細節仍有待確定。

然而，我們認為當局將持續聚焦於利好本土消費的策略，使未來兩年的國內生產總值增長達到平均8%的可持續水平。多個亞洲市場已成功把其經濟增長由投資主導，轉型至消費主導，包括新加坡、南韓及台灣。借鑑其他國家／市場的經驗，我們認為結構性改革和逐步實施經濟轉型，是這個長遠計劃的正確取向。

中國的經濟轉型



資料來源：Thomson Reuters Datastream，荷蘭銀行

經濟：央行尚未準備退市

成功退市取決於適當的時機

金融市場仍然「水頭充足」

已發展國家實施超寬鬆的貨幣政策。主要政策利率實際上為零，同時央行積極擴張其資產負債表。這些政策主要透過支持資產市場刺激經濟。資產購買計劃促使長期利率跌至歷史低位，並刺激高風險資產的價格揚升。當經濟狀況開始改善，金融市場備受「收水」（退市）之說衝擊，反映市場憂慮當局撤回貨幣刺激措施。

民主赤字？

聯儲局並非一個民主體制。事實上，上月當局公佈聯邦公開市場委員會1月份的會議紀錄時，令市場感到不安。投資者把委員會的討論解讀為暗示聯儲局即將開始減慢購買資產的步伐（多名委員在會上就有關影響作出評論）。然而，聯邦公開委員會並非一個真正的民主體制，聯儲局主席伯南克擁有最終的決定權，他近日向國會作證時確認希望維持貨幣刺激措施。伯南克的取向合理，因為在現階段以經濟復甦作為賭注並不合邏輯，此舉或會使聯儲局至今採取的所有措施付諸東流。

預料歐元區通脹下跌

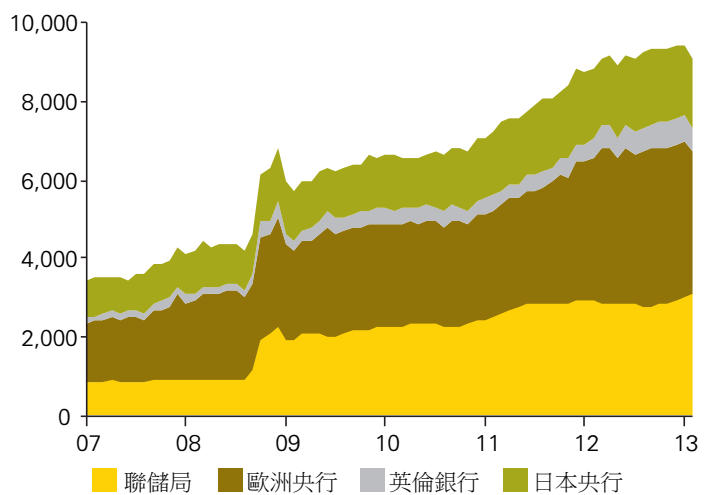
此外，市場亦揣測歐洲央行將扭轉寬鬆的貨幣政策。短期的利率預期上升，市場甚至預測央行即將調高政策利率。然而，事實證明這些預測毫無理據。鑑於預料通脹將跌至遠低於歐洲央行維持物價穩定的目標，加上此舉將損害經濟復甦，因此預期貨幣政策將會保持寬鬆。英國方面，英倫銀行正考慮加推刺激經濟的措施，以免經濟重陷衰退；而日本央行換帥，預示當局將更積極實施寬鬆的貨幣政策，致力扭轉通縮。

退市背後的曙光

因此，現時並無主要的央行考慮退市。而就熱烈討論的貨幣戰來說，事實上央行致力達到各自的政策目標，而非蓄意使其貨幣貶值。當然，到了某個階段，這些政策目標將會使央行具充份的理據退出貨幣刺激政策。我們認為聯儲局將會是首個退市的央行，並預期當局將於明年初開始減慢購買資產的步伐。預料在2014年秋季之前，失業率可望回落至低於6.5%的目標，繼而促使當局於2015年初首度加息。

我們預期歐洲央行在今、明兩年將維持利率不變，但在2015年初，為期三年的長期再融資操作（佔資產負債表擴張的大部份）將會到期。日本的情況可能例外，2015年也許是該國開始考慮退市之年。令人欣慰的是，若央行考慮退市，很可能意味著屆時的經濟增長前景已顯著改善。

主要央行累計的資產負債表擴張



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

股市展望

釐定正確的策略

研究及策略團隊

Sybre Brouwer – 股票研究部環球主管

對股票投資者來說，利好的消息是受惠於歐洲央行的政策行動，系統性風險已大幅下降，特別是在歐洲。這意味著今年的股票配置取決於典型的週期性風險，多於過去數年極端不明朗的因素（見圖）。我們建議投資者應重新發掘股市的投資機會，並維持比重偏高的配置，儘管下行風險或會暫時削弱市場氣氛。

盈利及估值利好股票投資

全球國內生產總值增長低於長期平均趨勢，導致2012年的盈利增長呆滯，鑑於盈利預期已遭顯著下調，市場並無因此感到意外。事實上，美國在2012年第四季的整体盈利優於市場預期約5%。我們認為市場已大致反映2013年首季溫和的盈利增長動力，並預期全球經濟將於2013年轉強，因此我們預料盈利趨勢在2013年下半年開始再度轉佳。

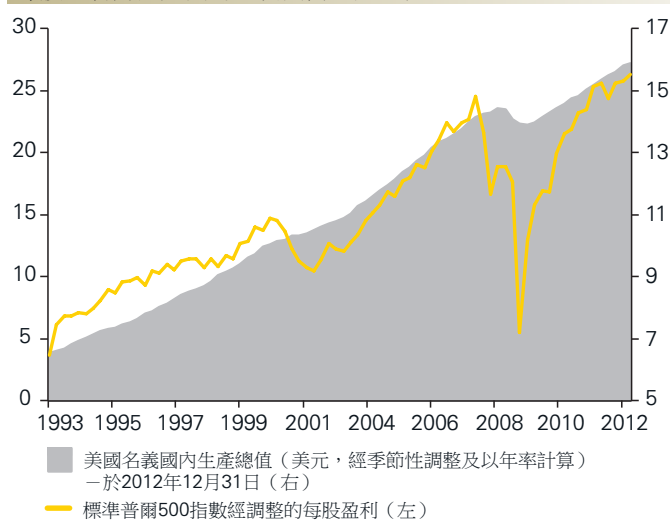
在定息投資的潛在回報持續下跌期間，股票的估值仍然吸引，而且金融市場的游資依然充裕。以歷史標準而言，對比現金和屬避險資產的政府債券，股票的風險溢價仍然偏高（高於5%）。以絕對基礎計算，市盈率與歷史平均水平相若。

維持週期性投資

歐洲股市與全球各地市場的估值折讓已逐步收窄。因此，我們幾乎已結束對歐洲持比重偏高的主動配置（對比美股的比重偏低）。我們維持新興市場的比重偏高配置，將於下頁詳述有關策略。行業方面，我們持續投資於週期性股，並對工業股持比重偏高的倉盤。這與我們的股票主題「製造業巨匠 2.0 – 收窄製造業內的生產力差距」配合得宜，我們將詳述上期「季度展望」提出的主題。作為防守性部署，我們維持健康護理股的比重偏高配置，

即使在股市強勢的環境下，該類股票亦可望持續表現優秀。我們對電訊及公用事業等典型的防守性股維持比重偏低的配置，但把核心消費品股調升至中性比重。基於石油供應的結構性轉變動，我們近日把能源股下調至中性比重。

每股盈利對比美國的名義國內生產總值



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	<p>美國經濟復甦為全球增長提供支持，並利好2013年下半年的企業業績。</p> <p>亞洲的企業盈利再度回升，特別是中國及其他新興市場。</p> <p>超級趨勢為企業的財政狀況提供支持，讓更多企業作出投資，從而刺激增長。</p>	<p>美國和歐盟的大型工業股；中型的供應商。</p> <p>業務直接或間接涉足新興市場的公司。</p> <p>具成本優勢，與「製造業巨匠」主題相關的高效率公司。精選為生產程序提供支援的資訊科技公司。</p>

股市 — 亞洲新興市場

研究及策略團隊
Daphne Roth – 亞洲股票主管

把握週期性機會

新興市場展現多個亮麗的投資機會，這反映部份新興市場（特別是亞洲）有能力保持競爭優勢並提高生產力，同時致力推行經濟和社會改革，而其政策旨在避免出現信貸週期的過剩情況。

美國的中期週期性狀況改善，加上中國的經濟轉型，可望為亞洲出口商的週期性升幅提供支持，刺激其營業額增長及盈利。

由於利率低企及流動資金充裕，金融機構放寬信貸標準，使基建項目及企業易於取得融資。部份游資當然迅速流入中國的一線住宅房地產市場。在過去一年多，中國當局因此收緊財政和信貸機制，但過度緊縮或會扼殺市場的承險意欲 — 猶如其他新興市場相若的政策。

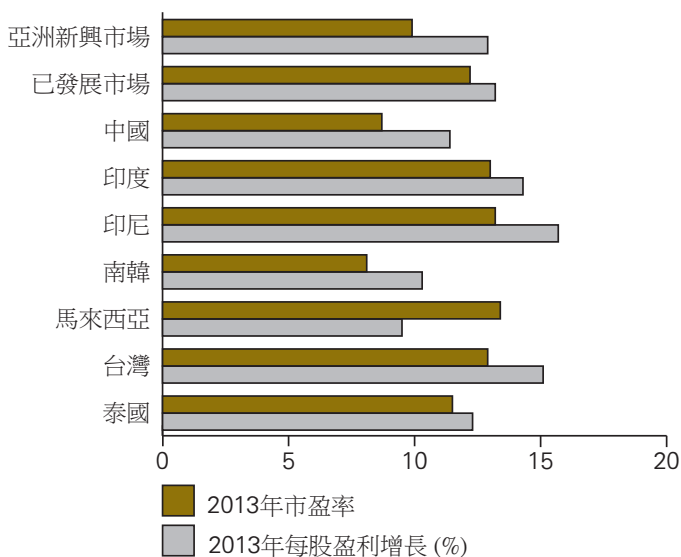
然而，鑑於系統性尾端風險消退及經濟增長改善，股票的風險溢價持續下跌。此外，隨著借貸利率大幅回落，利息開支下降，並為營運成本上漲提供合理的緩衝，這亦是股票風險溢價下跌的原因。

在過去18個月，新興市場企業的盈利能力急跌（此時美國企業則創歷史新高），但隨著環球經濟穩步復甦，應可再度回升。因此，盈利下調的趨勢放緩，而企業盈利在今年應可重拾動力。事實上，現時亞洲的兩大產業 — 金融及資訊科技已出現接近淨盈利上調的情況。

日圓走弱或會觸發新興市場貨幣爭相貶值，但我們預期若日圓貶值嚴重打擊其出口，新興市場才會實施主要的政策措施（以遏止其貨幣升值）。

相對已發展國家，現時亞洲新興市場的估值出現折讓（見圖）。然而，區內國家的政局仍然是市場的關注焦點，並可能間接影響2013年及2014年的企業盈利，原因是大選和政治領袖換屆將會影響2013年及其後區內市場的經濟發展。

新興市場追落後的空間



資料來源：彭博資訊

地區	基本因素	我們的建議
亞洲新興市場	<p>全球增長重返正常水平，風險溢價隨之下跌 — 因此，企業盈利及現金流應可改善。</p> <p>中國的緊縮政策尚未成熟，或會使短期的不明朗因素加劇。</p> <p>預計2013年亞洲的每股盈利增長為12.9%。中國和南韓的估值大幅折讓（預期2013年的市盈率為8.7倍及8.1倍）。</p>	<p>對亞洲新興市場持比重偏高的配置。</p> <p>在中國市場，專注價值股及風險投資。</p> <p>在泰國和印尼市場，專注優質股及防守性股</p> <p>受惠於環球經濟復甦，加上政治不明朗因素減退，現時台灣的配置為中性。</p> <p>馬來西亞和印度的比重由中性下調至偏低。</p>

股市主題 — 最新的超級趨勢

這是上季投資主題 — 製造業巨匠的延續，這個新增主題（見下頁）與我們現時投資組合的主題配合得宜。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、Berkshire Hathaway（獲巴郡收購）	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.	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	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、菲利浦莫里斯國際、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、菲利浦莫里斯國際、荷蘭皇家殼牌、Roche、AT&T、雀巢、Bristol Myers、新加坡電訊、Vodafone	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
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。	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	強烈推薦 買入

研究及策略團隊

Edith Thouin – 股票主題研究部主管

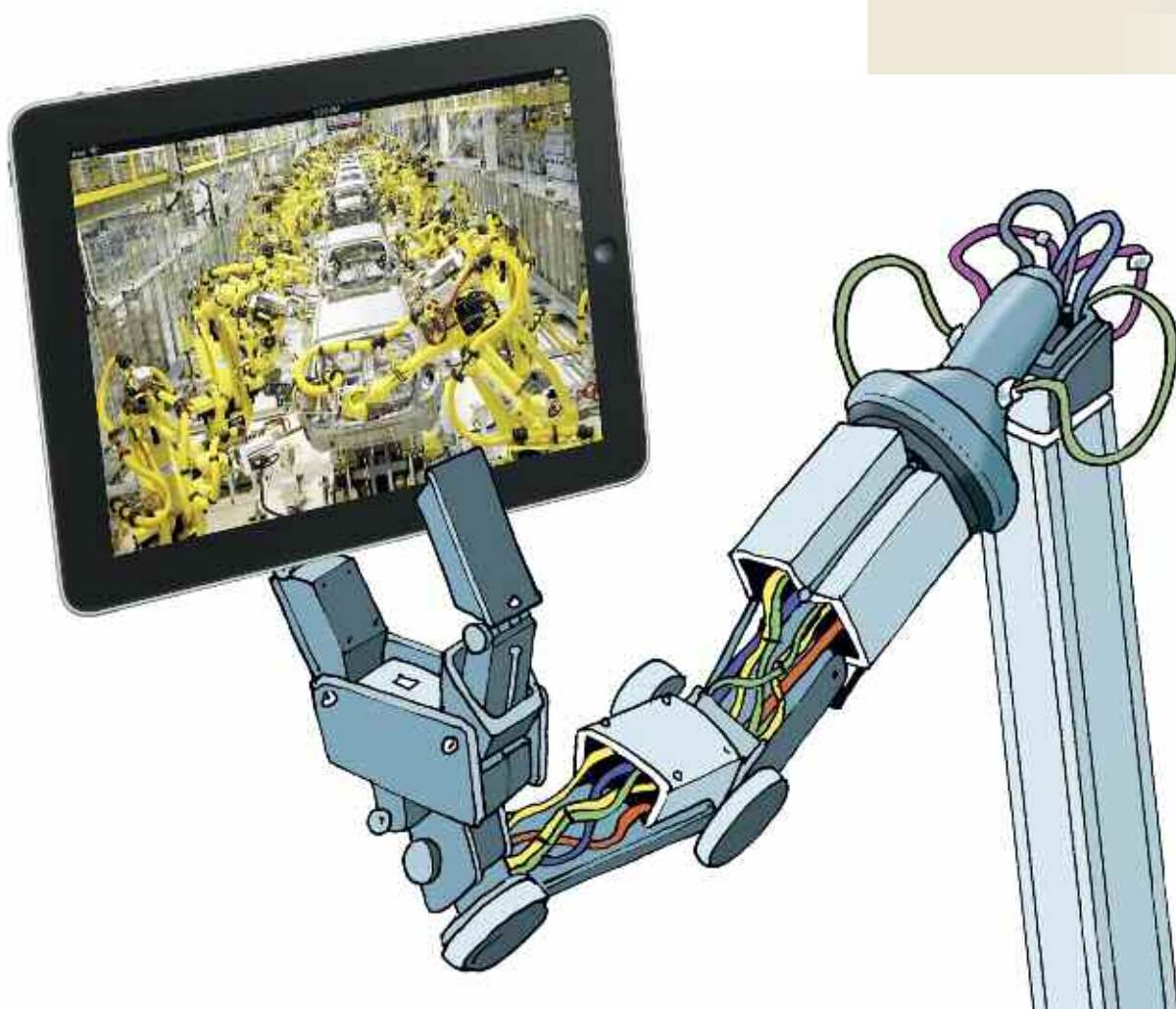
股票主題 一

收窄製造業內的生產力差距

在上期的「季度展望」，我們提出「製造業巨匠」的觀點，原因是在增長迅速的市場和成熟的經濟體，企業加快投資開支的步伐，形成自動化發展加劇的趨勢。這個主題的投資焦點似乎與目前的市場趨勢不謀而合：現時，美國、德國和中國處於週期性升勢，與此同時，高增長市場的生產商需大幅投資於機械和機器，以取代昂貴的勞動力。對高增長市場來說，收窄生產力差距迫在眉睫，原因是與成熟市場之間存在龐大的生產力差距，或會削弱其競爭力。

德國機械工具製造商Gildemeister及全球電子產品巨擘通用電氣的表現，足以支持「製造業巨匠I」所述的機械、電子設備及機器

等硬件投資。軟件及系統方面的投資自然亦不可或缺。就此來說，電腦輔助設計（CAD）和電腦輔助製造（CAM）系統開發商，以及由甲骨文設計的標準化業務優化軟件均需求殷切。我們日益透過由蘋果公司製造的平板電腦及智能手機等無線電設備，並使用思科系統研發的網絡來傳送資料和進行通訊；而這些通訊工具所使用的新一代晶片則與領先的荷蘭晶片生產商ASML共同研發。我們亦把自動化程序的主要使用者及受惠者Volkswagen納入我們看好的股票清單。



債市展望

長期基準債券的孳息趨升，預示債券前景暗淡

假以時日，美國聯儲局及歐洲央行向市場注入大量流動性，並把基準利率維持於偏低水平的政策必須結束。長期政府債券孳息處於歷史低位，為債券投資組合帶來強勁的表現。此外，由於實質孳息率降至負數，不少債券投資者為取得較佳的孳息率而延長投資組合的存續期。然而，近月的長期債券孳息開始趨升，利淡債券價格。（見圖）

雖然環球央行極可能在2013年把短期利率維持在低位，但長期政府債券孳息主要由市場主導，而非政策主導。市場預期政策將會變動，並引發沽售潮，繼而推高基準孳息。美國增長前景在近期好轉，反映美國國庫券市場將率先出現上述情況。事實上，過去六個月的數據顯示這個過程已經展開，而隨著債券價格下跌，美元投資級別債券投資組合在2013年1月錄得負回報。

以短存續期作為防守性策略

有鑑於此，若投資者不願意過去兩年獲取的回報隨著債券孳息上升而漸被蠶蝕，我們建議鎖定長期債券的回報，並把債券投資組合的平均存續期縮短至五年或以下。無人能準確預測孳息何時上升，但這個情況將會出現。雖然信貸息差仍高於歷史平均水平，但受極低的基準孳息所影響，實際孳息率處於低位。

對持有長存續期債券的投資者來說，當前低孳息環境的上升潛力有限。儘管息率進一步受壓的機會不大，但長期孳息上升導致資本虧損，令跌幅頗為顯著；投資者宜儘快縮短存續期。

指標市場出現危險訊號：美國10年期及30年期國庫券孳息



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	孳息處於歷史低位，令投資回報欠佳，升幅有限。	核心政府債券的實質孳息為負數。	考慮以歐元區外圍國家債券（西班牙及意大利）作為提升收益率的途徑。
企業債券： 比重偏高	市場預期政策有變，長期美國國庫券先行遭沽售。 負債低企及流動資金充裕，鞏固企業的財政實力。	憂慮孳息趨升會造成虧損的投資者將沽售持倉。 企業違約率降至週期低位。	透過退出長期債券市場及沽售長期投資級別債券，以縮短債券投資組合的存續期。
	環球經濟略為重拾復甦動力，為信貸基本因素帶來支持。	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。	買入環球高息債券及個別新興市場企業債券。

債券組合配置

善用孳息偏低的环境

研究及策略團隊

Roel Barnhoorn – 債券主題研究部主管

Stephen Evans – 環球債券主管

債券孳息低企的風險

一般來說，債券投資者面對在超低孳息情況下的投資風險；鑑於優質主權債券孳息處於歷史低位，對債券維持比重偏低實屬合理。不少投資者為尋求較佳的孳息率，因而投資於長期債券。雖然這個策略在過去兩年奏效，但我們認為隨著長期基準孳息開始上升，這個策略存在逆轉風險。因此，我們的整體策略是維持偏短的平均年期，並對短期債券承擔經計算的信貸風險，以提升收益率。我們認為在優質投資級別債券、BBB級企業債券，以及精選已發展市場與新興市場高息債券之間取得理想的平衡，才是最明智的投資部署。

從歐元區外圍國家政府債券物色投資良機

去年，歐洲央行在穩定歐債危機方面釐清其角色，導致西班牙及意大利等歐元區外圍國家政府債券的孳息下跌。我們仍認為BBB級歐元區政府債券能帶來較佳的收益率，並建議投資者把部份資金投資於這些國家。此外，我們仍預期大部份歐元區國家的增長將持續呆滯，經濟需要多年才可復甦。然而，我們相信危機的低潮經已結束，歐元區崩潰的風險已大致消除。

投資級別企業債券方面，我們建議縮短存續期，並鎖定長期債券的利潤。西班牙及意大利等歐元區外圍國家企業債券能提供較佳的收益機會，而我們亦繼續看好電訊業和公用事業。

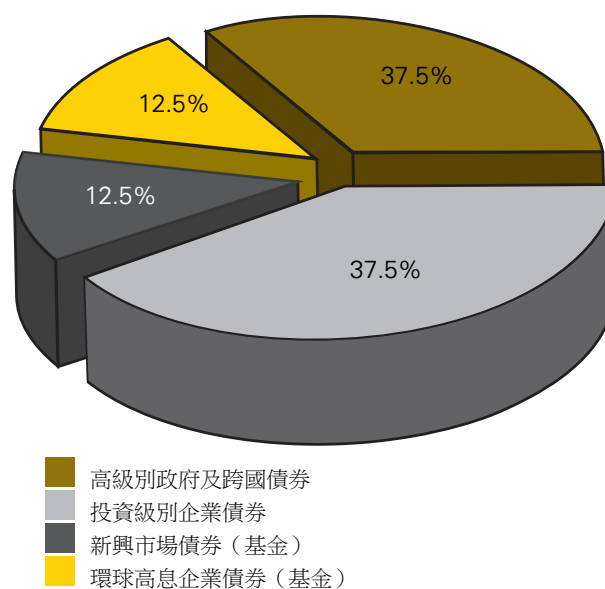
我們對信貸風險維持比重偏高

環球投資者在債券市場追尋收益，令不少投資者轉投長期債券以提升組合的收益率。當然，對比投資級別債券，已發展市場及新興市場的高息債券能帶來較佳的回報。不過，收益率收窄的情況已不容忽視：短存續期債券孳息下跌，而新發行債券的年期亦日漸延長。儘管高息債券受基準孳息變化影響的程度一直低於投資級別債券，我們對延長高息債券存續期仍持審慎態度。

我們特別看好亞洲企業債券（因其風險及回報平衡顯得吸引），並看好部份拉丁美洲國家的個別企業債券。這兩個地區保持強勁的經濟增長，而且基本因素好轉。有別於已發展國家的主權評級遭多次下調，新興市場的主權評級仍然趨升，通常能刺激企業評級上調。事實上，綜觀短期債券，新興市場企業債券提供最佳的收益機會。

建議的債券投資組合存續期：低於基準的存續期

略為增持高級別政府及跨國債券，並按比例減持投資級別企業債券



資料來源：荷蘭銀行私人銀行

匯市展望

匯率由經濟實力主導

美元的前景樂觀

歐元在年初錄得強勁及廣泛的升幅，起初是由於歐元區系統性崩潰的憂慮消退，而近期的原因（我們認為不切實際）是市場預期短期利率上調。歐洲央行的評論、歐元區增長數據轉弱及意大利政局不明朗，均令歐元兌美元匯價重返現實水平，隨即急跌至1.30（即我們所訂的3月底目標）。

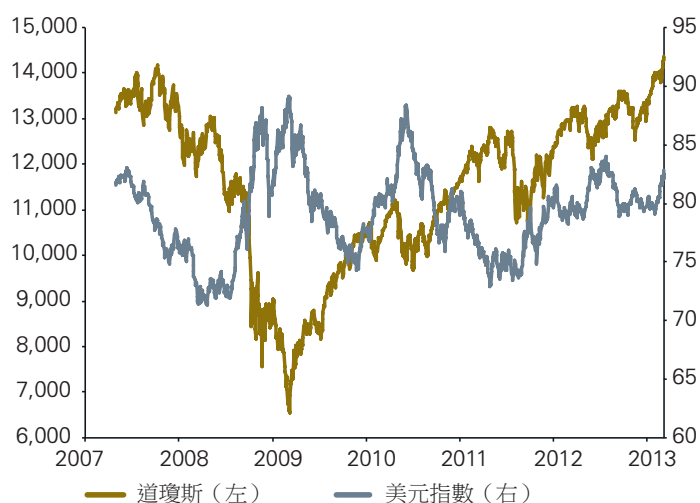
在未來三個月，歐元區的政治、社會及經濟挑戰，加上美國整頓財政對經濟增長造成壓抑，可能令這個主要貨幣組合（歐元／美元）在1.30水平附近相對窄幅上落。然而，若深入探究，可見美元的投資氣氛似乎正在轉變。

回顧近年的情況，投資氣氛改善一般利淡美元，但這個情況經已改變（參考我們的每月外匯報告）。當歐美兩國的官方利率均接近零水平時，投資者會選擇經濟增長（見圖）及估值較佳的貨幣。若以這些因素而言，美元顯然是首選，市場氣氛亦必然逐漸利好美元。隨著美國經濟數據改善，加上聯儲局在2015年初加息的機會上升，我們預期美元兌歐元將於下半年展現中期升勢，並在明年加快步伐。

看好新興市場貨幣

我們看好2013年的新興市場（包括日本以外的亞洲市場）貨幣，因為預期環球增長加快；承險意欲改善；新興市場從後趕上；以及相對於長期基本因素的估值顯著偏低，而這些因素將於未來數年維持不變。不過，市況將在2014年出現變化，屆時投資者的態度會更進取，預期聯儲局將撤回超寬鬆貨幣政策，令新興市場貨幣兌美元的升勢受到限制，甚至逆轉。展望2014年，環球經濟將增長3.9%。

美元指數及道瓊斯指數的相關性轉為正數



資料來源：彭博資訊、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>美國經濟展現正面的動力。</p> <p>在2013年，除日圓外，看好新興市場及亞洲貨幣。</p>	<p>持有美元長倉。</p> <p>兌歐元的看好貨幣：英鎊、瑞典克朗、巴西雷阿爾、墨西哥披索、南非蘭特。</p> <p>兌美元的看好貨幣：墨西哥披索、巴西雷阿爾、南非蘭特、印度盧比、南韓圓、新台幣，在亞洲貨幣溫和轉強下，這些貨幣是理想的替代投資。</p>

市場預測

未來最吸引之處，在於只會在某一天的某一個時刻出現。
— 美國前總統林肯

我們的主要觀點以預期美國及發展中亞洲市場將於2013年下半年加速增長為基礎，而需求轉趨廣泛，終於帶動歐元區及日圓擺脫結構性問題，為我們的觀點提供支持理據。最終來說，實際增長

是高於或低於市場預測，部份取決於主要經濟體能否重拾經濟大衰退時所失去的增長表現，但更依賴個人的資金流動性和額外的儲蓄，以及企業重返實體經濟的能力。

宏觀經濟預測 (%)

2013年3月6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	1.7	1.8
歐元區	-0.2	-0.2	1.5	1.8
英國	0.8	0.9	2.2	2.7
日本	2.3	1.2	0.3	-0.1
其他國家*	2.0	2.0	1.8	1.4
亞洲新興市場	6.6	6.8	4.6	4.3
拉丁美洲	3.8	3.5	6.4	6.4
EEMEA**	2.5	2.8	5.0	5.8
全球	3.3	3.2	3.7	3.3

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3月6日	變動方向 3個月	預期 2013年市盈率
摩根士丹利綜合世界指數	358.4	■	12.2
標準普爾500指數	1539.8	■	12.5
歐盟50指數	2695.9	■	10.0
英國富時100指數	6453.5	■	10.8
日經225指數	11932.2	■	18.0
德國DAX指數	7955.0	■	10.4
法國CAC40指數	3795.4	■	10.3
荷蘭AEX指數	347.9	■	10.5
恒生指數	22777.8	■	10.1
上證綜合指數	2347.2	■	8.8
新加坡海峽時報指數	3291.8	■	13.6

■ = 比重偏低 ■ = 比重偏高 ■ = 中性

債券孳息及利率預測 (%)

	2013年3月6日	13年6月	13年9月	13年12月	14年3月
美國					
美國聯邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3個月	0.28	0.30	0.30	0.30	0.30
2年	0.25	0.25	0.30	0.40	0.50
10年	1.93	1.90	2.10	2.50	2.70
德國					
歐洲央行短期利率	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
3個月	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
2年	0.04	0.18	0.20	0.40	0.60
10年	1.46	1.60	1.80	2.00	2.20

貨幣

貨幣配對	2013年3月6日	13年6月	13年9月	13年12月	14年3月
歐元／美元	1.30	1.30	1.25	1.20	1.20
英鎊／美元	1.51	1.49	1.45	1.41	1.43
歐元／英鎊	0.86	0.87	0.86	0.85	0.84
美元／瑞郎	0.94	0.96	1.00	1.08	1.08
歐元／瑞郎	1.23	1.25	1.25	1.30	1.30
美元／日圓	93.4	90	92	95	97
歐元／日圓	121.7	117	115	114	116
美元／加元	1.03	1.00	0.98	0.96	0.96
澳元／美元	1.21	1.03	1.02	1.00	0.98
紐元／美元	0.83	0.83	0.82	0.81	0.80
歐元／挪威克朗	7.43	7.50	7.50	7.50	7.50
歐元／瑞典克朗	8.31	8.00	8.00	7.75	7.50

對沖基金

恢復營業

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

對沖基金隨著市場正常化而受惠

隨著金融市場持續正常化，並重新聚焦於經濟及企業基本因素，減少對系統性及政策風險的關注，對沖基金再度透過控制波幅來為投資者賺取回報。各類對沖基金策略提供豐富的投資機會，在無需就股票及債券市場的方向作「打賭式」投資的情況下，對沖基金應可錄得理想的回報。資產的相關性下降，加上經濟增長放緩，將導致不同證券的回報出現離差。面對這樣的環境，對沖基金（尤其是長／短倉經理）可透過買入優質企業的股票及債券，同時沽售商業模式欠佳或行業正走下坡的企業的股票及債券，藉此賺取回報。

在無需承擔利率風險下提升收益率

債券投資者應考慮多元化基金組合及定息長／短倉基金，以提升收益率，並降低利率風險。在最近的債券市場調整中，這些基金已展現上述優勢，亦可在定息市場缺乏方向或下跌時達到相同的效果（參看以下的相關性圖表）。雖然對個別私人客戶而言，直接進行按揭證券、槓桿貸款、危難債券、混合式銀行資本及信貸配對交易未免過於複雜，但多重策略對沖基金組合及定息長／短倉基金的單一經理可利用這些工具，在有限的利率風險下錄得可觀回報。

在持有大量債券的投資組合，對對沖基金的投資比重偏高我們的理據基礎在於：對沖基金業能採取及建議不同的策略，即使在市場向橫發展時仍可錄得回報及維持偏低的波幅。若投資者有能力投資於焦點集中的策略，我們建議防守性投資組合可選擇定息長／短倉及以信貸為主的基金，而均衡或主動進攻的投資組合可選擇股票長／短倉基金。

對沖基金策略有助分散債券投資（相關性偏低或處於負數水平）（見圖）

看好：股票長／短倉及相對價值

中性：環球宏觀及商品交易顧問

看淡：事件主導

股票長／短倉：當前的市況利好多類股票長／短倉基金，包括股票市場中性及偏向多變數的股票長／短倉基金。投資者應對偏長倉的基金持審慎態度，因為這些基金易受短期市場調整的影響。

相對價值：去年的強勁回報不會重演。現時，信貸長／短倉基金由短期意念所主導，專門信貸策略則出現利好的離差。

宏觀／商品交易顧問：若金融及商品期貨市場缺乏強勁而持久的趨勢動力，這類策略將面對阻力。不少商品交易顧問對沖基金現時持有風險資產的長倉，可能受到短期的市場逆轉所拖累。我們持審慎中性建議，並看好貨幣及定息投資市場的專門全權委託宏觀經理。

事件主導：已公佈交易的套息差收窄，而併購的監管環境充滿挑戰，TNT／聯合包裹（UPS）的交易告吹便是一個例子。我們維持投資比重偏低。

對沖基金與債券的估計相關性

	美國國庫券	德國政府	英國政府	西班牙政府	環球政府	美國企業	歐洲貨幣聯盟企業	環球企業
宏觀／商品交易顧問對沖基金	9	8	19	1	9	6	6	12
相對價值對沖基金	-14	14	11	6	2	15	25	30
事件主導對沖基金	-29	23	12	18	0	5	35	31
對沖基金組合	-30	24	21	17	3	1	35	30

資料來源：APT風險模型及荷蘭銀行自行計算

■ -35 < 相關性 < 0 ■ 0 < 相關性 < 35

商品展望

中性觀點，但正面對短期下行風險

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

雖然宏觀狀況改善，但商品價格保持穩定

環球經濟好轉並無自動為商品的「超級週期」重臨揭開序幕，部份原因是全球國內生產總值及貿易增長均低於過往的歷史水平，預期的需求增長只屬溫和。另外一項因素在於中國經濟逐漸調整至消費主導的增長模式，對商品的敏感度將會減少（見第4頁）。最後，供應轉強利淡價格升勢。因此，整體商品價格將大致持平，貴金屬、鐵類金屬及石油面對短期下行風險，但金屬及天然氣價格將在中期復甦。

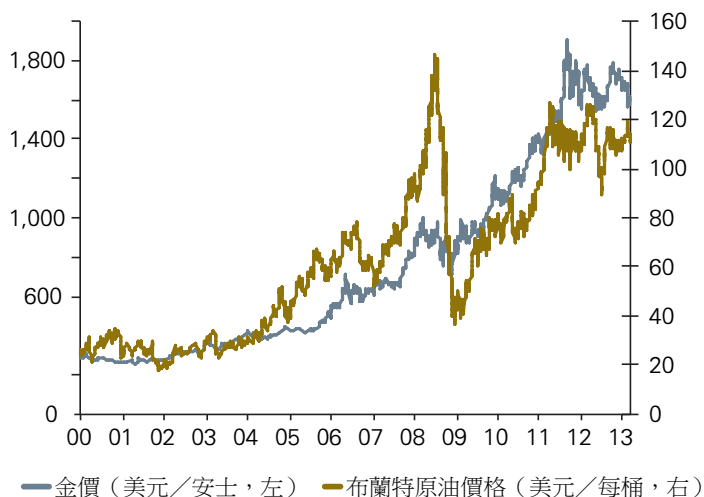
油價進一步回落

假設環球經濟溫和復甦，帶動石油需求溫和上升，我們認為石油的長期趨勢將會向下。新科技、伊拉克產油量上升、推出市場的美國頁岩石油增加及地緣政治的緊張局勢緩和，均會刺激石油供應增加，使政治風險溢價進一步回落。美元匯價在2013年及2014年轉強，亦會對油價造成壓力。我們預期布蘭特原油價格在2013年的平均水平為105美元，2014年的平均水平則為100美元。

黃金：將回落至1,000美元

市場對黃金的信心正迅速轉弱，預期金價將進一步下跌。由於經濟逐漸復甦，加上系統性風險回落，避險工具以外的資產顯得更吸引。對黃金的大部份需求屬於投機性質，建基於金價將持續攀升的觀點。這種信念面對嚴峻的挑戰，目前正迅速消退。我們預期金價趨跌，於年底回落至1,400美元，並進一步看淡長期的金價表現。我們認為隨著當局撤回特殊貨幣政策，金價將於2014年底回落至1,200美元，並在2015年底進一步回落至1,000美元。

黃金及石油風光不再



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，但短期面對價格下行風險。	投資於商品指數。
中性		沽售黃金。

房地產

掌握優秀的股息

研究及策略團隊

Manuel Hernandez Fernandez – 房地產專家

美國房地產市場持續復甦，而動力正在轉強，主要受經濟復甦轉趨廣泛所支持。投資者對週期性的房地產（例如：辦公室及工業房地產）興趣甚濃，因為美國全國的價格、庫存及投資氣氛均向好。

事實上，美國的房地產估值並非特別便宜：現時，美國房地產投資信託較資產淨值存在7%的溢價。

行業估值的差異帶來上市市場的投資機會

然而，美國的平均估值掩蓋了不同房地產分類行業的差異，帶來與廣泛經濟實力相關的投資機會。

一方面，防守性最強的分類行業的房地產投資信託（例如：健康護理及自助倉儲）提供穩定的股息率，亦較資產淨值存在合理的溢價（見圖）。在經濟乏力（或更弱）的情況下，這是理想的投資工具。

另一方面，綜觀週期性行業的房地產投資信託（例如：辦公室、工業用地、住宿及酒店），其估值均低於業界的平均水平，部份更與質素不符。

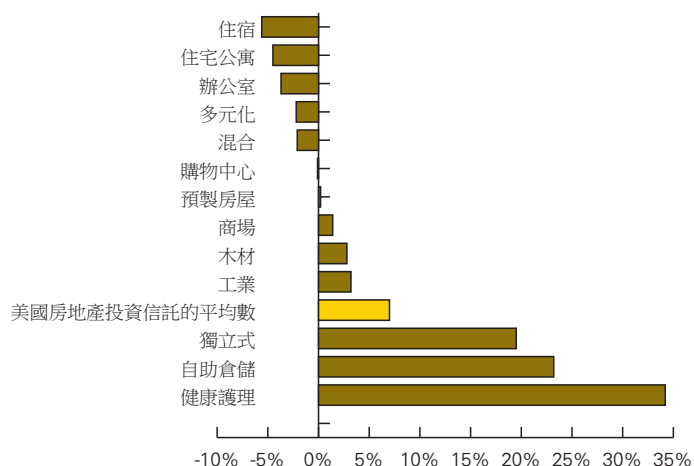
防守性及週期性分類行業之間的差異，正是房地產與其他資產類別的不同之處。投資者可建立一個均衡的房地產投資組合，同時在不明朗的短期經濟前景及中期增長潛力環境下受惠。此外，過去數年表現落後的分類行業明顯錄得最低的估值水平。

房地產的基本因素回穩

美國房地產仍受企業的基本因素回穩，以及投資者重新配置風險所支持。現時的派息率偏低，現金流增加，而新供應則有限。

環球行業的平均股息率預計仍為3%至4%，我們把預期的整體總回報（12個月）維持於7%至10%。各地區方面，美國為8%至10%，亞洲為7%至9%，歐洲則為7%至11%。

行業差異帶來的機會：美國房地產投資信託較資產淨值的折讓（負數）或溢價（正數）



資料來源：SNL Financial、Raymond James Research

資產類別	基本因素	我們的建議
比重偏高	<p>美國房地產投資信託：轉換投資行業利好傾向週期性的房地產投資信託（即：辦公室、工業）。</p> <p>亞洲：看好亞洲已發展市場多於亞洲新興市場。推行緊縮措施的風險增加，但我們預期發展商銷售強勁，住宅價格穩定。</p> <p>歐洲：經濟仍面對阻力，銀行業的再融資活動帶來挑戰。我們看好一線公司。</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

聚焦於小型及中型交易

研究及策略團隊

Olivier Palasi – 私募股權主管

現時，約有1,940個私募股權基金爭奪總值7,950億美元的可投資資產。由於投資者目前經常把較多資金交由少數投資經理管理，投資經理在今年餘下時間將面對激烈的競爭。此外，嚴格的監管措施為投資者帶來壓力，包括限制美國銀行業投資於私募股權資本的伏克爾法則（Volcker Rule），以及規定歐洲銀行業須於2019年持有更多流動資產的巴塞爾協定III，我們相信投資經理在吸納新投資者時將面對更大的困難。在2008年6月，銀行及保險公司分別佔私募股權總投資資本的11%及13%，而2012年6月的數字已分別下降至6%及8%。隨著舊有投資者逐漸減少，來自亞洲的投資者及主權財富基金正在冒起。

股權收購

歐洲方面，經過一年代價昂貴的收購行動後（一宗未經披露交易的收購價為息、稅、折舊及攤銷前利潤的9.6倍），私募股權市場將於2013年放緩，德國、英國及北歐國家除外。對投資者而言，美國及加拿大仍然吸引；即使美國增長緩慢，市場仍視之為一個安全堡壘。然而，高價收購交易重現，投資經理或會繼續把大型企業的非核心業務以帳面值分拆。至於環球各地市場，小型及中型股權收購交易均表現理想。

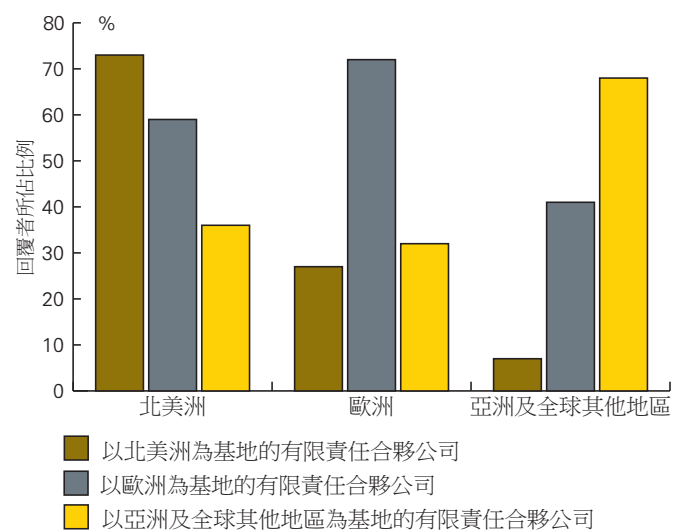
亞洲方面，我們看好亞太區國家基金，因為中國（以及情況僅次的印度）可投資的現金流超過700億美元。投資經理在今年部署這些資本時將面對挑戰。

巴西仍提供吸引的投資機會，因為基建需求殷切，加上中產階級趨於富裕。不過，審慎的盡職審查及強大的當地網絡是致勝關鍵。

在2012年第四季，潔淨科技、（潔淨科技）私募股權融資及潔淨科技交易均告下跌，重拾升軌並不容易。去年的融資額為28億美元，創下2007年以來的新低。潔淨科技的交易活動似乎受天然氣價格波動、政策不明朗因素及當局減少可再生能源的補貼所影響。

如圖中數據顯示，投資者傾向認為其原居地區能提供最佳的投資機會。儘管歐洲市場反覆波動，投資者仍認為歐洲能帶來吸引的長期投資機遇。

私募股權投資者在未來12個月的目標地區



資料來源：Preqin

資產配置

部署未來

資產配置：審慎挑選及分散投資

鑑於預期全球經濟進一步廣泛復甦，加上系統性風險持續減退，因此在作出資產配置時，不可忽視經濟轉強可能帶來的獲利潛力。有見及此，我們增持高風險資產（股票）的整體配置，同時減低債券及對沖基金的持倉。

然而，分散投資仍然是避免傳統週期性風險的關鍵，由於週期性風險已取代過去數年的系統性風險，因此就債券比重高於股票的投資組合（風險水平1和2）而言，應維持對沖基金的比重偏高配置，原因是對沖基金有效分散債券持倉的風險。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。

股票方面，我們相對歐洲（中性）、美國（比重略為偏低）及日本（比重偏低），我們看好新興市場（反映於其比重偏高的配置）。

風險：短期的市場雜音

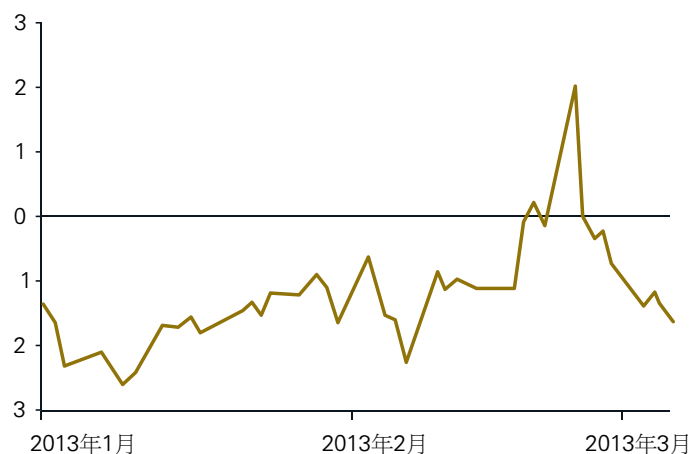
現時，市場波幅（以波幅指數量度）遠低於長期平均水平。然而，由於市場現正過渡至傳統的週期性風險，預期波幅將會偶爾和短暫地反覆不定（特別是在短期內）。舉例而言，近日我們注意到短期波幅的升幅顯著高於長期波幅指數，原因是歐洲外圍國家政局不明，加上憂慮美國貨幣寬鬆政策的前景，促使市場作出反應。然而，隨著事態轉趨明朗，差距迅速重返正常水平（見圖）。

鑑於新的資產配置加強對股票比重偏高的持倉，意味著風險亦略為上升，但仍處於荷蘭銀行環球投資委員會預設的風險範圍。

表現：第一季利好

在今年首數個月，股市錄得利好的回報，特別是摩根士丹利世界（歐洲除外）指數及摩根士丹利美國指數。另類投資亦造好，特別是房地產。基於上述回報，自2013年1月1日起，我們所有風險水平的表現均利好，亦領先基準。

短期對比長期波幅(VINX-VIF)



資料來源：彭博資訊

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2月28日*			2012年初至今（2013年2月28日）			2003年5月22日至2013年2月28日*			2012年初至今（2013年2月28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	53.97	62.44	8.47	0.20	0.26	0.05	54.10	62.09	7.99	0.12	0.20	0.08
水平二	57.22	68.93	9.71	1.08	1.47	0.41	59.96	88.81	8.85	0.97	1.40	0.43
水平三	72.67	93.18	20.51	1.78	2.39	0.61	80.43	96.12	15.70	1.71	2.34	0.63
水平四	76.57	97.77	21.20	2.74	3.40	0.66	87.28	103.26	15.98	2.69	3.36	0.67
水平五	85.95	111.93	25.98	3.71	4.15	0.44	98.73	119.44	20.71	3.66	4.13	0.46
水平六	88.97	115.04	26.08	4.43	4.67	0.24	103.97	124.40	20.43	4.39	4.65	0.26

* 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。

困難之處不在於接受新思想，
而是如何擺脫舊有的思想。
著名經濟學家凱恩斯

研究及策略團隊

Hans Peters — 投資風險主管
Emilia Bruera — 量化及風險分析員

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	18	+13	5	0	70	4	-1	
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	23	+8	
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	44	-11	35	10	55	23	-12	
股票市場	30	10	50	44	+14	50	20	70	65	+15	
另類投資	10	0	20	12	+2	10	0	30	12	+2	
對沖基金中的基金	5			5	0	5			5	0	
房地產	3			5	+2	3			5	+2	
商品	2			2		2			2		
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	84	+14	85	40	100	95	+10	
另類投資	10	0	30	10	-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		3			3		
商品	2			2		2			2		
總投資**	100			100		100			100		

*建議存續期：略為比重偏低。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
Maritza Cabezas Ludena

nick.kounis@nl.abnamro.com
 georgette.boele@nl.abnamro.com
 maritza.cabezas@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

債券市場研究及策略團隊

Stephen Evans
Roel Barnhoorn
Martin Strohmeier
Jeroen van Herwaarden
Carman Wong
Grace M.K. Lim

stephen.evans@sg.abnamro.com
 roel.barnhoorn@nl.abnamro.com
 martin.strohmeier@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
 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
Edith Thouin
Daphne Roth
Thomas Helfer
Fera Wirawan
Ivy Pan
Alfred Schoengraf
Beat Lang
Jens Zimmermann
Margareta Jonker
Ralph Wessels
Emilie Bruneau
Gustavo Guimaraes

sybren.brouwer@nl.abnamro.com
 edith.thouin@nl.abnamro.com
 daphne.roth@sg.abnamro.com
 thomas.helfer@ch.abnamro.com
 fera.wirawan@sg.abnamro.com
 ivy.pan@hk.abnamro.com
 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
 股票主題研究部主管（物料、健康護理、公用事業行業）
 亞洲股票研究部主管（澳洲、亞洲新興市場、拉丁美洲）
 股票研究部主管（美國市場、物料）
 股票分析員（日本、新加坡、韓國）
 股票分析員（中國、香港）
 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、核心消費品）
 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
 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
Paul Groenewoud
Emilia Bruera

hans.peters@nl.abnamro.com
 paul.groenewoud@nl.abnamro.com
 emilia.bruera@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
Jonathan Aspin
Christina Santore
Christina Cain
André Heemstra
Johann Richter

barbara.schiphorst@nl.abnamro.com
 j@j.aspin.name
 christina.santore@yahoo.com
 cgkcain@gmail.com
 andre.heemstra@nl.abnamro.com
 johann.richter@nl.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
 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。

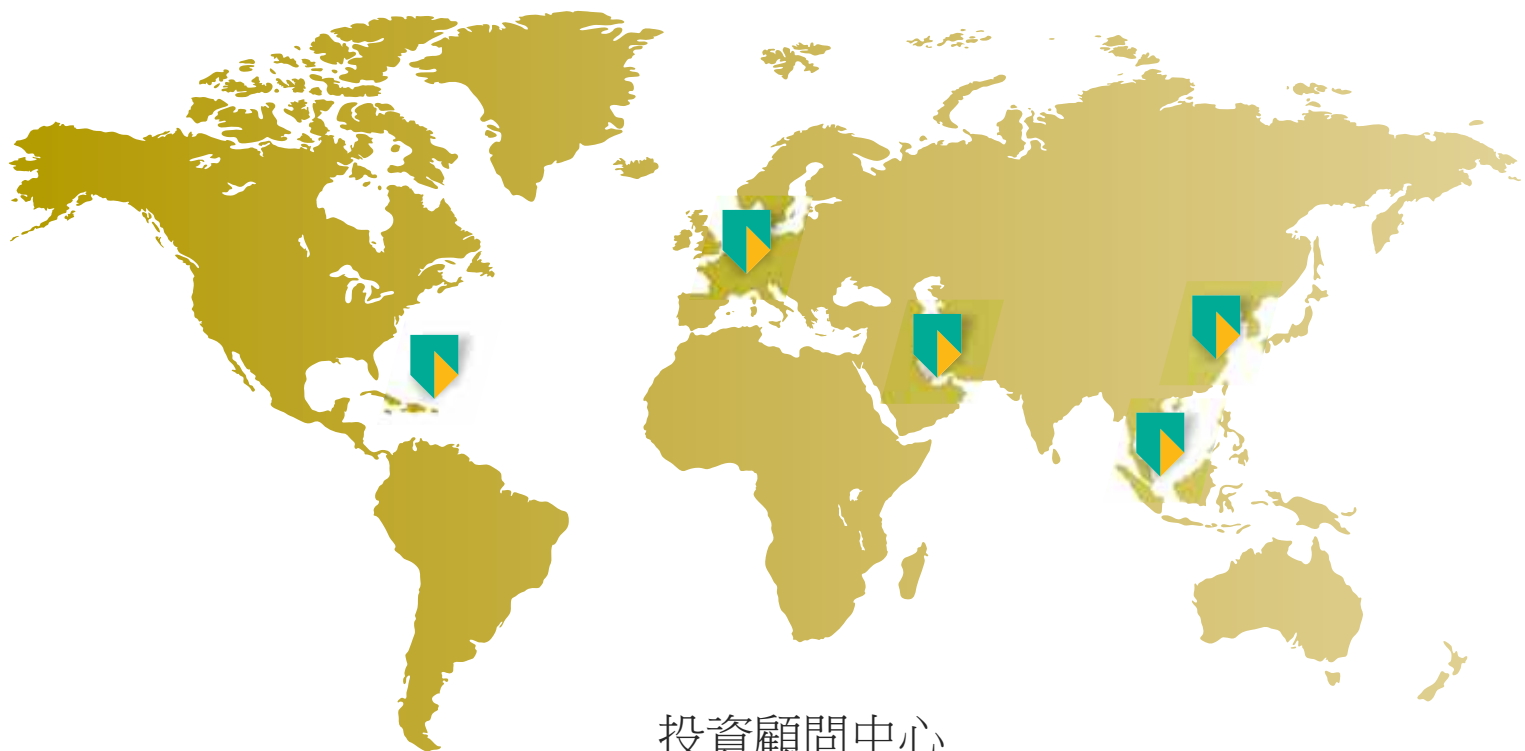
公司披露

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

Kum-Hong Cheong

kum-hong.cheong@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。

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