



荷蘭銀行私人銀行



跨越挑戰

2012年第1季展望

投資策略

2012年第1季展望



Didier Duret

Didier Duret

荷蘭銀行私人銀行
投資總監

2011年12月
私人銀行

跨越挑戰

歐元區的結帳時刻即將到臨。各國必須掃除政治和財政障礙，否則一旦錯過救市時機，便會步入危險的經濟衰退時期。然而，儘管這個過程沉重而艱巨，荷蘭銀行私人銀行仍抱持樂觀的態度，認為歐元區的問題最終將得以化解。

我們的基本觀點是環球經濟將以緩慢的步伐增長，但這很大程度上取決於以下情況 — 歐洲經濟疲弱，但新興國家的增長強韌，而美國則錄得溫和的增長。

截至本刊付梓時，鑑於高風險資產的波幅高企，我們採取審慎的投資政策，並且保持警覺，因為2012年的市況可能變化莫測，需要因時制宜，迅速調整資產配置。因此，在妥善預設的風險框架下運作至為關鍵。此外，我們亦建議投資者在組合內建構強勁的價值元素；預料企業債券較政府債券能提供更安全的分散投資；以及透過增持受惠於全球消費行為轉變的健康護理股，盡量把握利好的趨勢。

荷蘭銀行私人銀行的環球研究及策略團隊致力與您攜手並肩，重新釐定納入投資組合的優質資產，幫助您作出明智的投資決策，物色切合閣下所需的投資。一如以往，您可向閣下的客戶經理或就近的投資顧問中心（請參閱本刊末頁的聯絡資料）索取我們就所有主要資產類別進行的深入研究。

我們期望能助您作出明智的投資決策！

Didier Duret

目錄

「跨越挑戰」：引言	2
市場預測	3
經濟：不可持續的分歧	4
經濟：成敗攸關	5
經濟：尋求最大妥協	6
債市展望	7
債券組合配置	8
金融業	9
股市展望	10
股市－地區展望	11
股市－行業展望	12
股票主題－「護理行業前景亮麗」	13
匯市展望	14
商品展望	15
房地產	16
對沖基金及私募股權	17
短線資產配置及表現	18
新的資產配置取向	19
撰稿人	20

本刊為荷蘭銀行的國際刊物。
風險屬性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。

跨越挑戰

靈活的短線策略配置及穩健的價值元素，是投資組合的主要動力，以迎接2012年的挑戰和機遇

2012年的市場變化將會加劇，包括已發展國家需要整頓財政，以及歐元區運作模式的重大轉變。歐盟和歐元的結帳時刻即將到臨 — 各國必須掃除障礙，重拾失去的信譽，否則便會錯過救市時機，停留在衰退週期。我們預料歐債危機最終可達成正面的解決方案，雖然這個過程可能冗長艱巨，但我們的基本點觀是環球增長放緩，全球經濟仍可避免陷入衰退。而這則主要取決於增長迅速而且基本因素穩健的國家，以及美國的溫和增長能否抵銷歐洲經濟疲弱的影響。

因此，踏入新的一年，荷蘭銀行採取審慎的投資政策，考慮到高風險資產的波幅加劇，並保持警覺，因為2012年的市況可能變化莫測，需要因時制宜，迅速調整資產配置。

主要的挑戰

- **財赤國家的短期融資需要與執行財政改革所需的時間存在龐大的張力：**市場持續動盪，導致個別國家違約或撤離歐元體系的風險加劇。
- **打破歐元區的危機、政治對策和市場感到失望的模式。**財政和貨幣政策能否令市場信服，取決於果斷的政治重整。放棄部份財政主權將會是一個痛苦的抉擇。
- **採取靈活的短線策略配置。**失望的情緒後湧現樂觀的氣氛，促使資產價格大幅波動，締造入市和沽售的機遇。資產配置必須因應有關變動作出調整，當波幅加劇時減持倉盤，反之亦然。

主要的趨勢

- **歐元區的危機逐漸演變為一個全球問題。**這可讓中國、印度及巴西把握機遇，加入各項多邊磋商，以提升其於國際貨幣基金組織內的角色。擴大救市方案，以反映受助國信譽的代價，把擁有龐大盈餘的國家（包括歐盟內外國家）的儲蓄，輸往陷入財赤的國家。
- **歐債危機延長各地央行穩定物價的特殊任務。**美國聯儲局可能會無限期延長量化寬鬆措施，而歐洲央行亦間接肩負購買主權債券的責任。通脹降溫使中國、歐元區及巴西有減息的空間。
- **資產的風險及回報持續不對稱。**若當局能就歐洲的債務問題達成正面的解決方案，將獲投資者歡迎，促使市場回穩，並帶動股票指數錄得雙位數字的回報。然而，未能達成解決方案或會導致嚴重的虧損。

主要的機遇：

- **應於投資組合內建構強勁的價值元素，例如個別債券及股票。**由於企業的財政穩健，這些投資有助抗衡在資產配置層面承受的主動短線策略風險。
- **企業債券較政府債券能提供更安全的分散投資。**只有通脹掛鉤債券提供吸引的實質回報。
- **消費者行為的轉變，利好「健康護理」及相關股。**請參閱第12和第13頁「我們看好的股份」名單。



市場預測

歷史是一場沒有終點的比賽

下表的預測反映我們的基本觀點（機會率為70%）：逐步重返長期增長趨勢及歐債危機輕微擴散。有關預測的準確度，主要取決於市場的整體信心如何改變消費者及企業的經濟行為 — 危機期間的未知數。此外，近期的政治及主權風險亦為預測帶來新的不明

朗因素。歐盟決策官員的決定或評級機構調降評級，可能會對市場預期的穩定性或信貸機制帶來深遠的影響。然而，歐元區瓦解（第5頁）的可能性不大，因為這正是央行官員和政治領袖致力避免的風險。

宏觀經濟預測 (%)

2011年12月1日	2012年實質 國內生產總值增長		2012年通脹率	
	荷蘭銀行	市場觀點*	荷蘭銀行	市場觀點*
美國	1.7	1.9	1.9	2.1
歐元區	-0.8	0.6	1.3	1.8
英國	0.5	1.5	2.8	2.7
日本	2.5	2.2	-0.3	-0.2
其他國家**	2.2	2.3	2.2	1.9
亞洲新興市場	7.3	7.2	5.1	4.7
拉丁美洲	3.7	3.8	6.5	6.5
EEMEA***	2.8	3.5	5.3	6.8
全球	3.3	3.6	3.6	3.6

所有預測為季度按年變動的每年平均數。

* 藍籌 **其他已發展國家為澳洲、加拿大、丹麥、紐西蘭、挪威、瑞典及瑞士

***EEMEA：歐洲新興市場、中東及非洲

股市

	現貨指數 12月1日	變動方向 3個月	預期 2012年市盈率
標準普爾500指數	1247	▲	11.4
歐盟50指數	2324	▼	8.6
英國富時100指數	5525	▼	9.2
日經225指數	8597	▼	13.1
德國DAX指數	6080	▼	9.2
法國CAC40指數	3145	▼	8.7
荷蘭AEX指數	298	▼	8.9
恒生指數	19002	▶	9.5
上證綜合指數	2387	▶	9.5
新加坡海峽時報指數	2762	▼	12.2

債券孳息及利率預測 (%)

	12月1日	12年3月	12年6月	12年9月	12年12月
美國					
美國聯邦基金利率	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
3個月	0.53	0.30	0.30	0.30	0.30
2年	0.25	0.40	0.70	1.00	1.20
10年	2.06	1.75	2.25	2.25	2.50
歐洲					
歐洲央行短期利率	1.25	0.50	0.50	0.50	0.50
3個月	1.47	0.70	0.70	0.70	0.70
2年	0.30	0.50	0.60	0.80	1.00
10年	2.25	1.50	1.75	2.00	2.25

貨幣

貨幣配對	12月1日	12年3月	12年6月	12年9月	12年12月
歐元/美元	1.35	1.25	1.30	1.35	1.35
英鎊/美元	1.57	1.52	1.57	1.61	1.59
歐元/英鎊	0.86	0.82	0.83	0.84	0.85
美元/瑞郎	0.91	1.02	1.00	0.96	1.00
歐元/瑞郎	1.23	1.27	1.30	1.30	1.35
美元/日圓	78	74	76	78	82
歐元/日圓	105	93	99	105	111
美元/加元	1.02	1.06	1.03	1.00	1.00
澳元/美元	1.02	0.95	1.00	1.05	1.05
紐元/美元	0.78	0.73	0.75	0.80	0.80
歐元/挪威克朗	7.78	7.70	7.50	7.40	7.40
歐元/瑞典克朗	9.12	9.00	8.75	8.50	8.40

不可持續的分歧

近日，主要國家的經濟活動出現顯著的差異。美國的復甦步伐在2011年下半年加速，並持續錄得溫和的增長。新興市場自2010年中逐漸失去增長動力，但其後似乎已觸底回升。相反，歐元區的經濟顯著放緩，而且很可能已步入衰退。歐元區的前景主要視乎決策官員能否（及何時）成功控制債務危機。在樂觀的情況下，歐元區將會經歷令人不安的經濟衰退，但環球經濟或可倖免。相反，在悲觀的情況下，環球經濟將會陷入衰退，而歐洲更備受重創。

短暫利淡因素消退

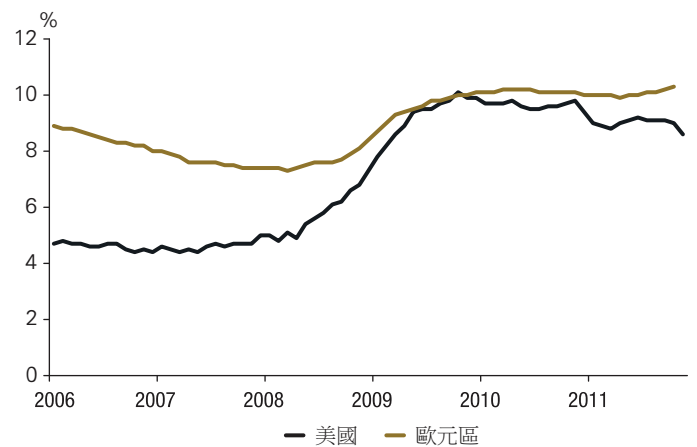
全球經濟在2011年放緩，部份歸因於短暫因素，例如庫存週期的負面影響、石油和其他商品價格趨升，以及日本發生天災導致供應鏈受到扭曲。此外，各國開始撤銷自2009年深陷衰退後實施的刺激經濟政策。大部份國家的政策均由寬鬆轉向緊縮。不少新興市場央行在2010年初逐步收緊政策，其成效可能於2011年開始浮現。另一邊廂，歐洲在2011年亦收緊財政政策。雖然美國的財政政策看來並無緊縮，但在過去四季，公共開支佔美國國內生產總值的比率下跌至0.5%，跌幅較國家和市政府多出一半。

但由於這些均屬短暫因素，其影響在2011年下半年開始減退。新興市場停止緊縮貨幣政策，現時多個國家的政策已開始逆轉。此外，美國聯儲局亦進一步推出刺激經濟的措施。當地的經濟數據顯示當地的職位逐漸增加（見圖），增長仍略高於上半年的比率，原因是消費者持續增加開支，企業亦繼續作出投資。美國最大的本土風險是財政拮据，部份暫時性的刺激經濟措施在2011年底屆滿，若決策官員未能於此前就延長措施達成共識，便會出現這個情況。非短暫因素包括財政緊縮的負面影響（特別是歐洲），以及歐元區的危機擴散，因而削弱投資者、消費者及商業信心。

歐債危機的負面影響

歐債危機的結果之一是損害市場對整體金融體系和金融機構的信心，導致銀行的融資日益困難，繼而對各國的信貸機制帶來負面影響。除非這些問題逆轉（越快越好），否則最終可能會釀成信貸緊縮潮，而這將會對經濟活動造成極大的損害。

失業率：表現差異



資料來源：彭博資訊

研究及策略團隊和集團經濟部
Han de Jong – 首席經濟師

成敗攸關

歐洲的經濟前景甚為不明朗，其發展主要取決於決策官員，特別是政治領袖。歐元區的決策官員能否成功控制歐債危機？目前只有兩個可能性，其一是邁向歐洲融合和建立財政聯盟，其二是陷入衰退。第6頁的專題將會闡述所需的條件。

我們認為歐元可免於瓦解，並相信由於歐元瓦解將會令區內經濟陷入一個非常危險的境地，因而促使決策官員採取果斷的行動。然而，決策官員會否行事果斷，或何時採取有關措施，仍屬未知之數，投資者需要分析可能發生的情況。我們可以仔細想像多個可能性，但也許最佳的方法是從這兩方面構想：樂觀的情況和悲觀的情況。

就樂觀的情況來說（我們認為可能性是70%），決策官員即將採取行動，並可成功控制歐債危機。投資者逐漸重拾對金融市場的信心。歐元區政府逐步完成融資，而銀行亦可重投融資市場集資。我們認為歐元區無可避免會步入經濟衰退，但在樂觀的情況下，衰退的幅度不會非常嚴重，而且可望於2012年中開始復甦。美國、日本及新興市場的經濟或會受到歐元區的衰退拖累，但將會繼續錄得增長。

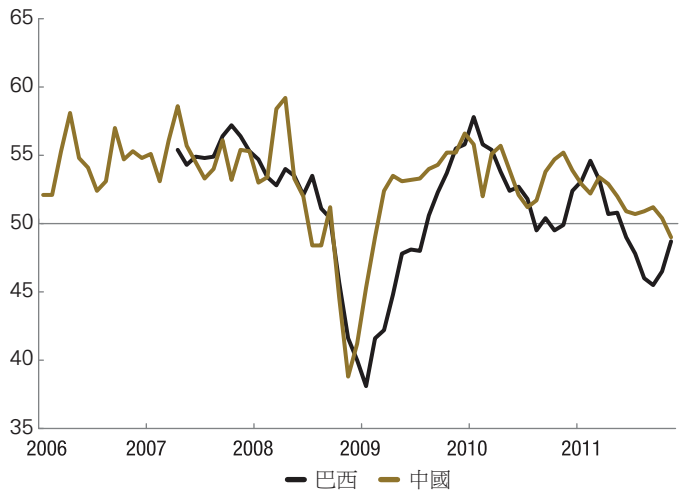
在樂觀的情況下，官方利率仍然處於非常低的水平。事實上，預料歐洲央行在2012年將會進一步減息。美國聯儲局已承諾把官方利率維持在極低水平，直至2013年中。新興市場的決策官員實際上可能已採取寬鬆的措施。預料通脹不會持續。唯一的通脹風險似乎來自商品價格，但鑑於未來數季的環球增長放緩，商品價格飆升的可能性不大。

至於悲觀的情況可能是，決策官員未能控制歐債危機，歐元區因而瓦解。另一個可能性是決策官員最終也能控制歐債危機，但為時已晚，經濟已遭受嚴重損害。在這個情況下，歐元區的經濟將

會深陷衰退，國內生產總值收縮數個百分點，並拖累其他經濟體系陷入衰退。此外，由於推出刺激經濟措施的空間有限，當局將難以實施有效的對策，因此經濟衰退可能會持續數個季度。

當局的政策措施將會預示經濟的走向 — 邁向樂觀抑或悲觀的情況。往後，我們將會以明確的政治變動和政策訊號作為指引，以調整我們對這兩個情況的評估。

採購經理指數，商業調查（>50 為正面，<50 為負面）



資料來源：彭博資訊

尋求最大妥協

午夜前的一刻....

融資危機日增

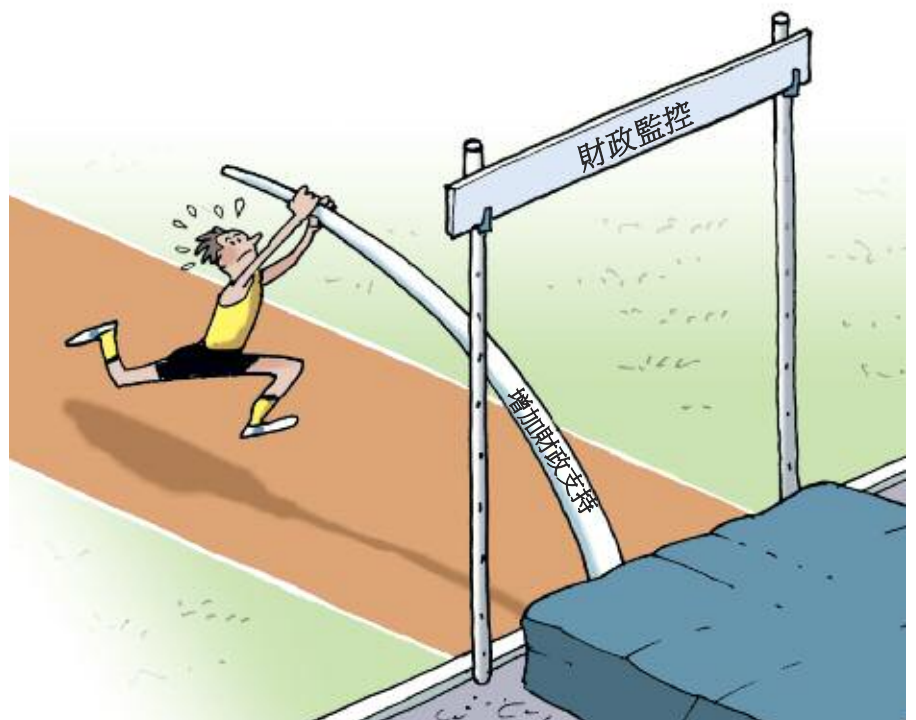
歐債危機的震央由雅典轉移至羅馬，馬德里也感到強烈震盪。事實上，意大利和西班牙政府債券續期的困難日增，兩國無法下只可以持續高息融資，原因是根本欠缺主要投資者的需求。此外，商業銀行亦出現融資困難，他們明年需為大量債券續期。歐洲的金融安全網 – 歐洲金融穩定措施 – 並不足以拯救意大利和西班牙等大國。不難想像一個災難性的情況由此產生：包括主權債務違約、銀行業和金融陷入嚴峻的危機，以及部份外圍國家脫離歐元區，原因是歐洲將會深陷長期的經濟衰退。

財政聯盟的藍圖

這突顯全球各地均要求歐洲當局作出重大而果敢的行動，致力遏抑歐債危機。我們一直認為解決歐債危機的方案應該建基於邁向財政聯盟的路線圖。近日，這樣的藍圖終於初現曙光。歐洲委員會為財政聯盟設定藍圖，包括訂立更嚴厲財政機制及歐元共同債的建議。兩者是相輔相成的，因為在缺乏財政監控的情況下邁向歐元共同債體制，等同於向有關國家開出空頭支票。雖然這類財政聯盟未能在短期內成立，但達成令人信服的路線圖並朝著長期框架邁進，讓投資者看得到一個清晰的方向，而這亦有助支持短期的救市行動，例如增加歐洲金融穩定措施的資金來源，以及擴大歐洲央行在解決歐債危機的角色。

需時達成最大妥協

當局尚未就達成周詳的方案取得政治支持，但我們認為仍有磋商的空間。德國及另一些國家已表態支持更嚴厲的財政機制，但反對成立歐元共同債。部份南歐國家要求發行共同債，但對財政監控的態度冷淡。與此同時，德國（及歐洲央行本身）仍然反對央行進一步干預債市，或以「實質」資金而非擔保的方式增加歐洲金融穩定措施的資金來源。基於不同的立場，各國在尋求最大妥協方面似乎仍存在磋商的空間，包括一方面採取更嚴厲的預算控制，另一方面取得集體的財政支持。若當局就邁向財政聯盟訂立清晰的路線圖，歐洲央行在短期內可能亦願意作出更大的參與，以遏止歐債危機。然而，達成最大妥協的路途崎嶇不平，而且需要時間 – 這是歐元區所欠缺的。



債市展望

提高對主權國債券的要求

研究及策略團隊

Roel Barnhoorn – 債券策略部環球主管

主權債券孳息的新格局

歐債危機導致孳息進一步上升，令歐元區外圍國家債券的孳息升至歐元面世以來的新高（見圖）。核心國家的壓力亦增加，因為穆迪把AAA評級的國家列入觀察名單。這些貸款國正致力避免債券遭降級。

是次危機將為主權風險價格定立新的標準，並為環球金融業建構新的基本因素。各國官員奮力應對挑戰，而央行能夠 – 亦會 – 透過干預措施來管理這個程序。不過，若央行的行動失誤，金融市場則會對之施壓。如果歐元區推出新一輪量化寬鬆，便會削弱德國政府債券作為資金避難所的溢價。因此，歐洲央行的果斷行動將推高德國政府債券的孳息，令孳息曲線趨於陡斜。

不論歐債危機最終如何化解，可以肯定說其政治過程將會是漫長而艱巨，為持有歐元區債券的投資者帶來事件風險。即使歐洲達成協議，只要跌後回升的階段結束，這種顯著的結構性分歧將會於2012年持續。由於基本情況所需，發行歐元共同債是改變現況的唯一方法。

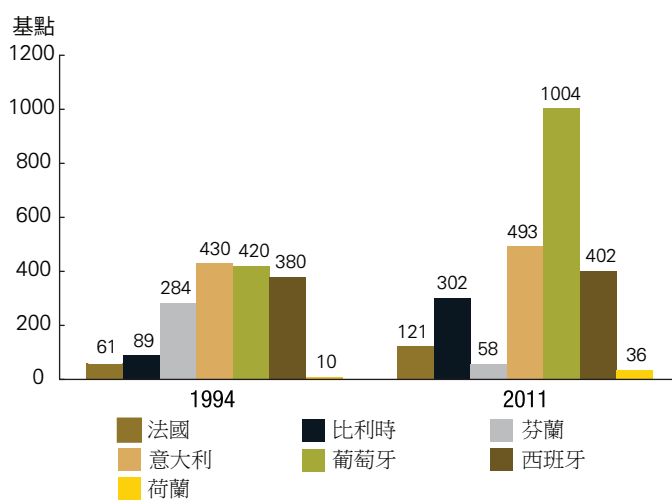
非歐元區債市脫鉤發展

為免歐洲經濟衰退導致債務危機向環球蔓延，並引發環球通縮，美國、英國及日本有意推出第三輪量化寬鬆等購買資產計劃，以刺激當地經濟，並壓低債券孳息。隨著歐元區落實緊縮措施及歐洲央行仍有所節制，政府債市將會脫鉤發展。美國方面，若各個政黨終於排除萬難達成財政協議（附帶自動削減開支的風險），屆時將利好美國國庫券。英國政府債券市場因再度成為歐洲的資金避難所而受惠；事實上，歐洲的極端風險甚至會驅使投資者重返過去的資金避難所，例如瑞典、瑞士及澳洲等。

新興市場不能獨善其身

經常帳赤字偏高的國家（例如：印度、土耳其、波蘭及南非）將面對與歐元區相同的市場挑戰。此外，雖然巴西亦擁有龐大赤字，但央行儲備充裕，有助發揮緩衝作用。

對比十年期德國政府債券的息差（1994年及2011年，基點）



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	債券收益率過低，不足以補償歐洲及美國的債務問題風險。 經濟活動轉弱令孳息持續低企，並降低環球的通脹預期。	只有衰退風險下降，才可扭轉資金轉投避難所的趨勢。 信貸質量（請見第8頁）。	維持中性的存續期。 購買通脹掛鉤債券。
企業債券： 比重偏高	與不少政府比較，現金充裕的企業擁有更穩健的財政狀況。 市場對衰退的憂慮，令違約風險遭到誇大。	追求收益率。 經濟衰退成為企業債券的真正風險。	參考我們最新的《信貸產品手冊》、《有擔保債券投資手冊》及《債券投資機會月報》，挑選可增加收益的債券投資。

債券組合配置

競逐優質債券

政府債券的新危機

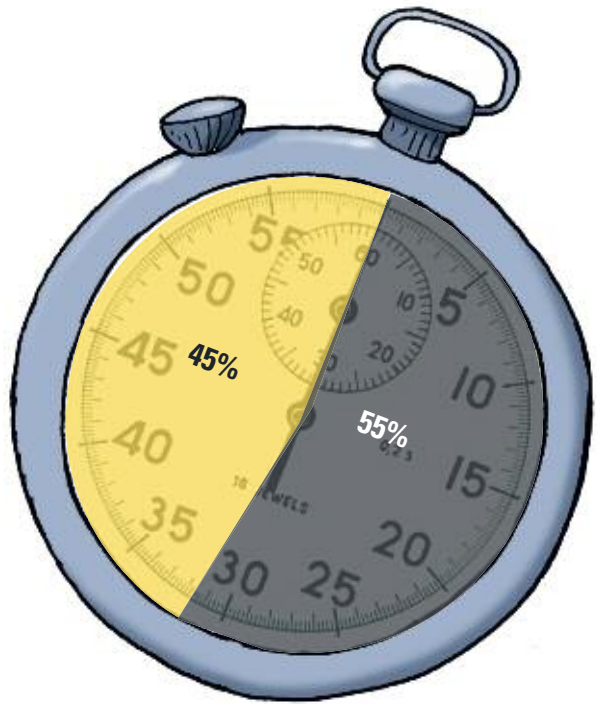
一般來說，政府債券投資者通常只須面對利率風險，但現在需要兼顧主權及政治風險。德國政府債券的表現遜色，顯示在歐債危機之下無人能獨善其身，突顯有效分散政府債券投資組合的困難。債券投資者憂慮歐元區國家可能違約，亦關注歐元的前景。

我們建議對債券持比重偏低的部署，並對穩健的非金融業投資級別企業債券維持比重偏高的配置（見圖）。短期來說，債券投資者應繼續採取防守性策略及中性存續期。受貨幣政策、資金轉投優質資產和經濟活動轉弱的共同影響，實質收益率處於歷史低位或負水平。以現時的實質收益率來說，通脹掛鈎債券顯得吸引。

非金融企業是投資組合的關鍵元素

多國銀行及政府全力應對銀行的資本及融資問題，但除非能化解主權危機，否則有關行動只會徒勞無功。銀行業需要加強披露、增加資本、增加流動資金，並減少對銀行同業融資的依賴。現時，我們看好非金融業投資級別企業債券多於金融業債券：預期那些收入穩步增長、自由現金流充裕、負債偏低及業務分散至不同行業和地區的公司，將繼續是債券投資組合的關鍵元素。我們看淡次級債券，因為銀行的重整資本計劃將為資本結構低層的投資者帶來懲罰性結果。個別銀行的有擔保債券或可成為金融業高級債券以外的低風險另類選擇。

建議投資組合的存續期為中性



- 優質企業債券、有擔保債券及金融業的高級債券，45%
- 政府、次主權的國家債券，55%
(其中10%為通脹掛鈎債券)

優先考慮的企業及金融業發債商

(請參閱我們的信貸及有擔保債券投資手冊)

金融業（高級） 及有擔保債券	澳洲紐西蘭銀行、瑞士信貸、德意志銀行、 滙豐、摩根大通、北歐聯合銀行、 荷蘭合作銀行、加拿大皇家銀行、SEB、 渣打、瑞銀、蘇黎世金融服務
企業	Anheuser-Bush、AstraZeneca、BASF、英 美煙草、寶馬、戴姆勒、Henkel、Linde、 LVMH、雀巢、輝瑞、菲利普莫里斯、 寶潔、羅氏、荷蘭皇家殼牌、西門子、 Total、聯合利華、Vattenfall、Vodafone

金融業

金融業的困境*

即使歐債危機成功找出化解的政治方案，金融業仍面對不少利空因素。有鑑於此，我們作出防守性部署，以減低風險，而非追逐機會。我們建議投資者的股票及債券組合均維持對金融業的比重偏低配置（銀行及保險業）。

一直以來，歐元區國家的主權風險是削弱歐洲金融股相對表現的主因（見圖），反映主權風險及金融業風險息息相關。在歐債危機期間，金融公司的表現遠較非金融公司（非週期性）波動，部份是由於銀行的槓桿比率較高，但當前的政治及規管環境亦是原因之一。歐洲央行的貸款及購買債券機制正好證明，歐元區的主權債券及融資市場經已無法正常運作。在2012年，歐洲銀行業須為約4,850億歐元的債務續期，如果困境持續，銀行將難以把這些債券續期。

鑑於融資成本和償付風險上升，被迫去槓桿化是銀行目前常用的策略，方法之一是減持主權債券及其他風險加權資產。此外，巴塞爾協定III和歐元銀行協會調高資本規定，亦驅使銀行去槓桿化。在落實巴塞爾協定III方面，大部份銀行的方向正確，而歐洲大型保險商的償付比率仍然充裕。不過，分析員預測，若要符合較高的資本比率規定，銀行業需要減持約1.5萬億至2萬億歐元的風險加權資產。雖然去槓桿化有助改善信貸質素，但利淡未來的盈利及股息表現。儘管目前的問題主要困擾歐洲，但歐債危機一旦蔓延，將會拖累美國及亞洲金融股，並觸發避險情緒、增加系統性風險及推高融資成本。

暫時並無應急良方

若要金融市場恢復有效運作，便需「解決」主權債務問題或打破銀行與主權債券之間現有的惡性循環。此前，主權債券息差仍然存在向上風險，因而導致金融業債券及股票繼續受壓和表現欠佳。

研究及策略團隊

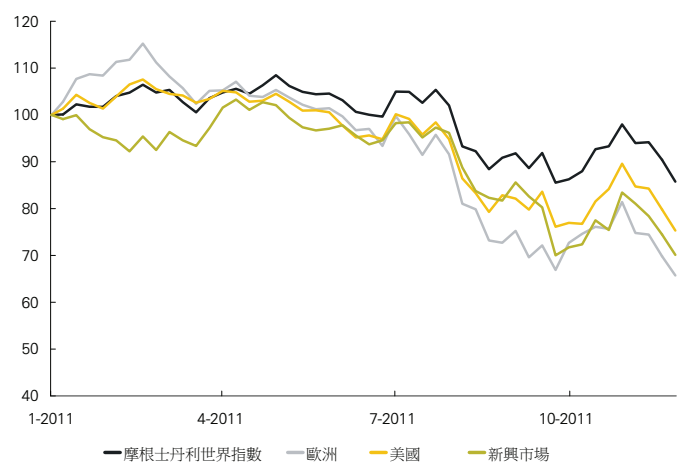
Manfred Burger – 信貸研究部主管

Agnès Pellé-Charron – 信貸分析員

Ralph Wessels – 股票分析員（金融業）

中期來說，一個全面的解決方案必須包括為銀行體系注資的措施。不過，這類重整資本行動將為資本結構低層的投資者帶來懲罰性結果，例如股票投資者或次級債券，因為預期這類債券的信貸評級將被下調。長期而言，新的監管法規應可增強銀行業的財政實力，提升市場對其資金情況的信心，亦可增加金融體系的靈活性。從投資角度來說，雖然金融業中期可能提供投資機會，但重組之路漫長，並且充滿不明朗因素。

各個地區金融股的表現對比世界指數（年初至今）



資料來源：彭博資訊、摩根士丹利、荷蘭銀行私人銀行

* * 請參閱2011年11月28日刊載的特別行業附註。

股市展望

雙面股市的挑戰

現時，股票市場呈現兩個不同的面貌。從亮麗一面看，非金融企業的盈利能力回升至歷史水平，持續締造穩健的現金流，而且整體的財政狀況良好。由於估值溫和，市場現時提供精選股份的吸引機會。從黯淡一面看，歐債危機為股市增添不明朗因素，並增加市場風險。即使當局達成解決方案，也可能為時已晚，難免陷入長時期的經濟衰退，因而拖累企業盈利。鑑於悲觀的情況或會為股市帶來嚴峻的後果，現時我們調整股票投資組合的風險，在資產配置的層面轉持比重偏低的部署。

風險部署…

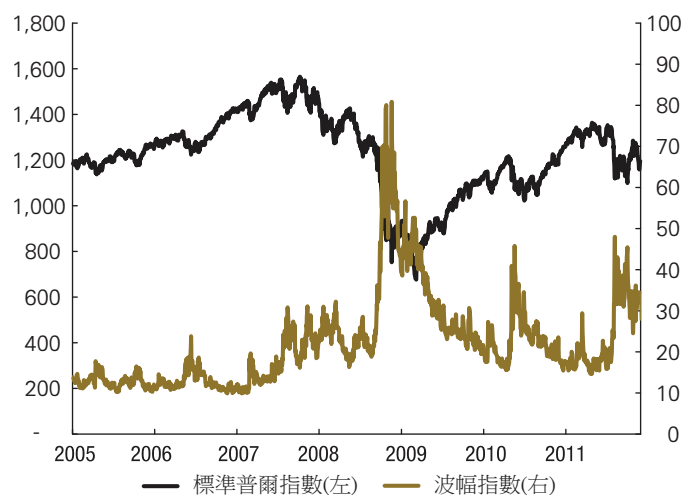
可想而知，我們的行業立場亦轉趨防守性，這從我們對核心消費品、健康護理和電訊股持比重偏高的部署，並對週期性工業股及金融股（該股類最受歐債危機影響）持比重偏低的部署，可見一斑。我們於分類行業（及個別股票）的選擇亦反映上述防守性的取向（見第12頁）。在目前的市況下，現金流穩健及持續派付高股息的優質企業，以吸引的價格提供資金避險所。在地區層面，我們已調低對新興市場比重偏高的配置，對歐洲維持比重偏低的部署，並調高美國 – 防守性最佳的地區 – 的部署至比重偏高（見第11頁）。

… 但準備迅速作出調整

消除股市的陰霾必須符合三個條件：首先，歐洲領袖達成具決定性的協議有助舒緩市場憂慮。此舉將改變市場對經濟的預期，並扭轉歐洲企業遭調降盈利評級的趨勢。其次是，資金流重返正水平可能顯示投資氣氛轉佳。最後，波幅開始重返正常水平

（低於30%）可能是股市觸底回升的訊號，促使投資者作出中至長期的部署（見圖）。我們明確地就市場風險作出部署，聚焦於上述穩健的價值元素。然而，我們亦持有大量現金，以把握可能出現的入市良機。

波幅（波幅指數）偏低是股市（標準普爾指數）持續回升的先決條件



資料來源：彭博資訊、ABN AMRO Private Banking International

資產類別	基本因素	我們的建議
股票： 比重偏低	企業的財政狀況良好，估值吸引。但宏觀及政治風險偏高。下行風險蓋過上升潛力。	就風險作出部署。對股票持比重偏低的配置。尋求避險資產。具防守性的行業／地區。現金流／股息可提供保障。留意基本因素、資金流及技術水平的逆轉訊號。

股市 — 地區展望

研究及策略團隊
Sybren Brouwer – 股票研究部環球主管

系統性風險拖累已發展市場

現時，系統性風險主導西方的股票市場。在歐洲，無論歐債危機的消息利好或利淡，均主導股市的走向。美國方面，預算赤字及削減政府龐大債務的措施，令經濟復甦的前景蒙上陰霾。我們看好美國多於歐洲，因為我們認為對比歐洲，債務危機對美國造成的經濟影響較輕微。歐洲可能已步入經濟衰退（部份歸因於債務問題），但美國應可倖免。

此外，歐洲企業的盈利動力亦迅速惡化，2012年的每股盈利增長在2011年已向下調整11%，而美國只向下調整了3%。但鑑於兩者「由下而上」的盈利預測非常接近（2012年的增長約為10%），因此與美國公司比較，歐洲企業盈利進一步下跌的空間較大。雖然美國（比重偏高，市盈率為10.9）和歐洲（比重偏低，市盈率為8.8）的估值差距顯著，但這反映美國市場具防守特性。

新興市場觸底回升的訊號

在大部份增長迅速的國家，基於財政狀況穩健及政策具靈活性，有助減低其系統性風險。這些市場主要由「正常」的經濟週期帶動，並開始出現觸底回升的跡象。通脹風險在過去12個月持續令新興市場股市的表現受壓，但現已逐漸消退，為當局實施較寬鬆的貨幣政策鋪路。雖然中國並未下調政策利率，但已採取個別寬鬆措施，包括調減中小企的稅項（針對性），以及匯金（中國的國有投資公司）宣佈在二手市場買入「四大」銀行的股份。這令人想起匯金在2008年9月也曾作出類似的舉動，H股市場（在香港上市的中資股）隨之見底。若歷史重演，應可惠及估值便宜的中國和韓國市場。在負面的情況下，我們看好防守性較強的東南亞市場（例如馬來西亞及印尼）。

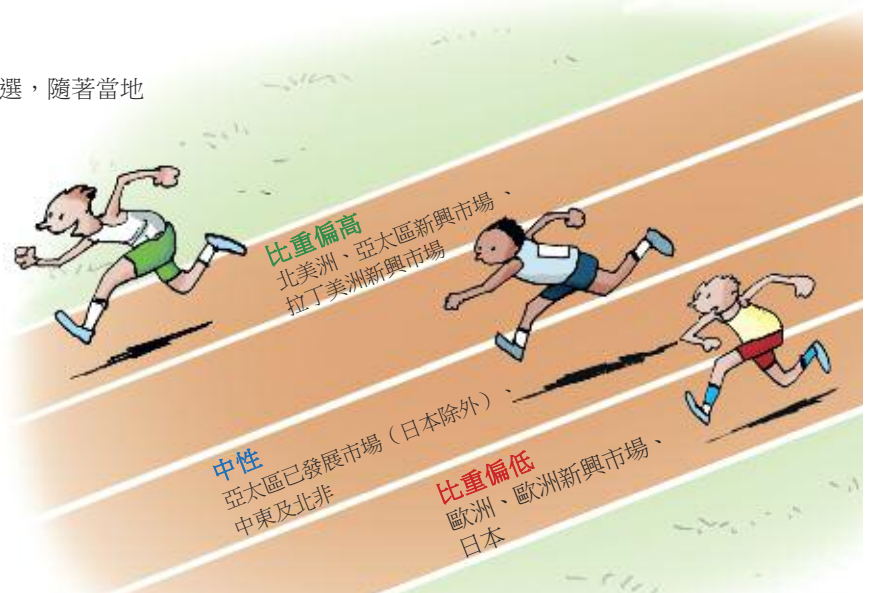
拉丁美洲（比重偏高）方面，巴西仍然是我們的首選，隨著當地

通脹降溫，市場憧憬當局再度減息，應可為巴西股市提供新的動力。

現時，我們對中歐和東歐持比重偏低的部署（之前為中性），原因是該地區對歐洲的系統性風險及其對歐洲經濟的潛在影響最為敏感。我們維持對中東北非地區的中性觀點

日本日益依賴亞洲出口

隨著亞洲重拾增長，日本將會是首個最受惠的已發展國家，因為對比出口至歐洲和美國（合共佔25%），出口至亞洲對其經濟舉足輕重（佔出口總額54%，反映亞洲出口在過去十年顯著上升）。不過，由於日圓走強及當地經濟仍然疲弱，上述的出口佈局將會受壓，因此我們現時對日本維持比重偏低。



股市 – 行業展望

透過防守性部署分散投資

投資者顯著轉換行業類別，促使市場出現頗為兩極化的發展，採取分類行業的策略有助我們透過選股分散投資。我們對分類行業的取向反映，我們看好防守性行業的立場。健康護理、核心消費品和電訊股是我們持比重偏高配置的防守性行業。在我們所選的

能源、物料和資訊科技行業中，綜合石油、化學和軟件及服務是我們最看好的防守性分類行業。金融業方面，我們仍然看好保險公司多於銀行，並看好美國多於歐洲。

比重偏高 - 中生 - 比重偏低

行業	分類行業	看好的股份	評論
能源	石油服務	Halliburton、勝科海事	拉丁美洲的週期持續，預料國際活動將於2012年回升
	綜合石油	荷蘭皇家殼牌、Total、ConocoPhillips	高股息收益及強勁的現金流提供保障
	勘探及生產	Apache、中國神華能源	鑑於天然氣價格走弱，聚焦於石油生產商
物料	煉油	Valero	第四季季節性疲弱，使煉油的利潤率受壓
	化學	Linde、Syngenta、DSM、杜邦、Givaudan、BASF、Incitec Pivot	企業與核心消費品聯繫及原料緊絀
物料	金屬及礦業	Barrick Gold、力拓、Freeport	看好礦商多於鋼鐵、黃金、銅及鐵礦
	紙品及林木	International Paper	受惠於箱板原紙業務
物料	商業服務及供應	Intertek、Bureau Veritas	內部增長強勁
	資本財貨	ABB、Deere、通用電氣、卡特彼勒、Komatsu、Fanuc、China Communications Constructions	經濟風險令前景受壓，基建獲得支持
非核心消費品	耐用消費品	LVMH、Richemont、Adidas、LG Electronics	新興市場的中產階級提供長遠的增長潛力
	消費者服務	星巴克、Compass	盈利靠穩，至今並無走弱的跡象
	零售	PPR、Target	折扣和宣傳削弱利潤
核心消費品	汽車及零件	BMW、現代汽車、Michelin	聚焦於品質、新興市場及替代市場
	媒體	CBS、WPP、Wolters Kluwer	奧運會、歐洲聯賽冠軍盃及選舉
	庭康及個人護理	歐萊雅、Reckitt Benckiser、Beiersdorf、Estee Lauder	高檔產品受經濟下滑的影響較少
健康護理	食品及藥物零售	Ahold、CVS Caremark	定價競爭激烈，因此利潤仍然受壓
	食品、飲品及煙草	Diageo、雀巢、BAT、可口可樂、美贊臣、卡夫、ADM、Weight Watchers	定價強勁及銷量靠穩，支持企業盈利
	健康護理設備及服務	Humana、Davita	美國的必需護理開支不受影響
健康護理	藥業、生物科技及生命科學	Allergan、Bristol Myers、Roche、Celgene、Amgen	併購活動持續，現金流非常高，估值吸引
	金融	多元化金融	美國運通、摩根大通、富國銀行
金融	保險	Prudential、蘇黎世金融、友邦保險	資金充裕的金融機構處於優勢
	商業銀行	滙豐、渣打、中國工商銀行、星展銀行、ANZ	資產負債表強勁，涉及歐盟外圍國家債券的業務較少
	房地產	Corio、Capitaland、Keppel Land	收益率吸引，擁有優質的業務組合，而且資金充裕
資訊科技	科技硬件及設備	Cisco	業務重組、財政狀況穩健，估值吸引
	軟件及服務	谷歌、Cap Gemini	具防守特性；谷歌的互聯網廣告業務強勁
電訊	半導體及半導體設備	ARM Holdings、Broadcom、三星電子	智能手機及平板電腦業務強勁；增長趨勢持續
	電訊服務	Vodafone、Telefonica、KPN、AT&T、Singapore Telco、NTT Docomo、中國聯通	業績個別發展，股息收益率偏高，估值吸引
公用事業	可再生能源	EDP Renovaveis、Enel Green Power	已大致反映法規環境可能惡化的因素
	受規管／多元公用事業	GDF Suez、Suez Environment、NextEra Energy	市場關注政治干預；股息收益率偏高

護理行業前景亮麗

研究及策略團隊
Edith Thouin - 股票主題研究部主管

消費者行為的轉變

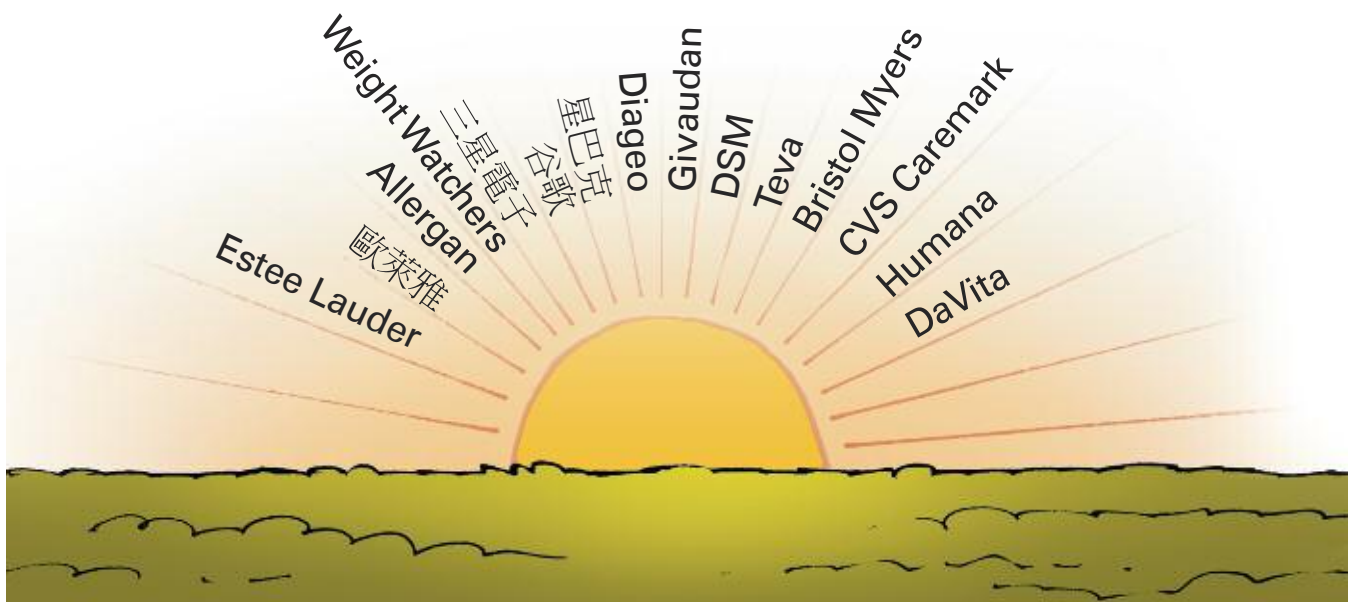
消費者的行為隨著經濟狀況而改變，可說是人所共知的市場行銷現象。在已發展市場，金融危機促使消費者重新關注基本需要；而在新市場，隨著城市化的發展，大部份消費者的收入都有所增長。在所有地區，高收入的「少數幸運兒」所受的影響較少，故仍然追求舒適的生活模式，但在面對可能失業、加稅及信貸狀況惡化的情況下，普羅大眾現時均需要節約開支。

因此，與舒適、減壓、精神慰藉、略為奢華及紓緩痛楚相關的產品和服務的需求日增。在2009年和2010年的振興經濟措施下，大額消費品（汽車、大型家電及電子產品）的全球需求獲得支持，但現時市場的趨勢轉向適度消費，有關產品和服務必須令消費者的感覺良好、更感愉快和減輕壓力，使他們保持健康，身心也處於更佳的狀態。

以身心健康為重點的「護理行業」日漸冒起，而過去並不相關的行業，現時則共享研發資源。食物和「健康」食品（包括添加劑

和原料）等傳統核心消費品生產商亦加入這個行列（雀巢公司是這方面的一大投資者），而「水療」產品和化妝品、美容療程及成藥的需求亦日增。

現時，合資公司和併購活動把不同的行業聯繫起來，例如化學和藥業公司與食品生產商（例如DuPont收購Danisco、DSM收購Martek，以及Procter and Gamble與Teva Pharma成立合資公司），化妝品品牌與化學／藥物生產商（歐萊雅持有Novartis的大量股權、眼部護理供應商Allergan收購Juvederm and Botox、Novartis收購Alcon），及香水與香料生產商（例如Symrise和Givaudan）以研發更多成份複雜的添加劑。此外，人口結構、追求快樂的新趨勢及嶄新消費模式均利好這些日漸增長的市場。



匯市展望

歐元靠穩 – 但可持續多久？

歐元表現穩健…

在歐債危機惡化之下，投資者預期歐元／美元將會急挫。不過，歐元並無因為崩潰而失去全球主要貨幣的地位，反而表現穩健。外界普遍認為，這是由於歐元受其作為「德國替代貨幣」的身份所保障；其他意見則指出，這情況亦反映美元未見吸引。此外，歐元是全球最大經濟集團的貨幣，故能維持強勢。

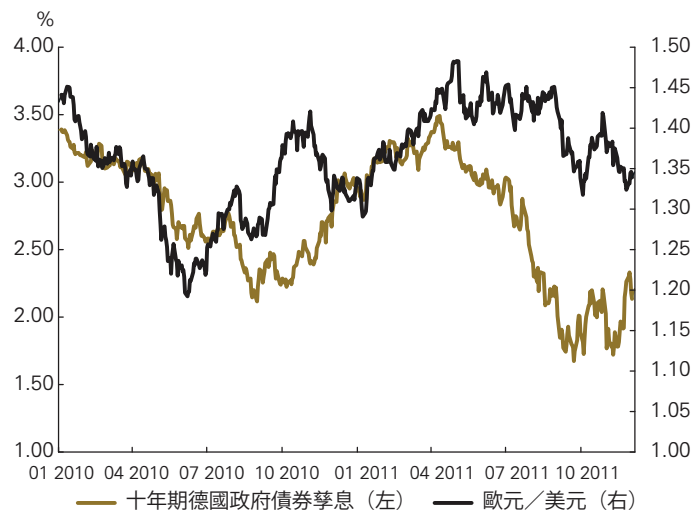
…因為轉換資產的情況主要集中在歐元區…

歐元／美元的異常強勢源於三個因素，首要原因是長線投資者（銀行、保險公司及退休基金）調整持倉的情況主要集中在歐元區，這些投資者沽售外圍國家的資產（債券及股票），轉為買入德國政府債券。此外，短線投資者已為歐元／美元轉弱作好準備。最後，不少資金撤離其他兌歐元的貨幣配對，轉投歐元／美元這種流動性最高的貨幣配對。

…但會蔓延至歐元區以外

隨著危機逐步影響擁有AAA評級的核心歐洲國家，危機升級或會導致資金撤離歐元。若德國政府債券失去作為最終資金避難所的吸引力，又或者歐洲央行強制推行量化計劃（或兩者同時發生），歐元兌美元將會下跌，而德國政府債券孳息則會上升（見圖）。其時，撤離德國債券的長線投資者將轉投流動性最高的債市 – 美國國庫券。此舉將顯著利淡歐元／美元；若歐債危機在2012年首季惡化，歐元／美元將挑戰2010年的1.1877低位。

必須注意的變數：歐元／美元及十年期德國政府債券孳息



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素	我們的建議
匯市	<p>長線投資者轉換歐元區資產後，歐元兌美元將難以持續靠穩。</p> <p>以商品為本及新興市場的貨幣存在風險。</p>	<p>為以美元為本的投資組合對沖歐元／以歐元為本的投資組合則繼續持有歐元。</p> <p>繼續持有美元。</p>

商品展望

獨行者

研究及策略團隊

Georgette Boele – 外匯及商品策略部環球主管

熱潮將會減退

在環球增長放緩下，歐元區及美元緊縮財政的消息進一步削弱增長預期。受這個情況及波幅加劇的影響，投資者減少整體風險持倉，令商品的前景轉趨暗淡。對個別商品及一般指數（例如：美國商品研究局指數）來說，商品的技術因素正在惡化。

令人意想不到的好處是，石油供應的基本因素有助恢復能源市場的秩序，例如：在2012年縮窄美國德州西部中級原油和布蘭特原油合約的差距。

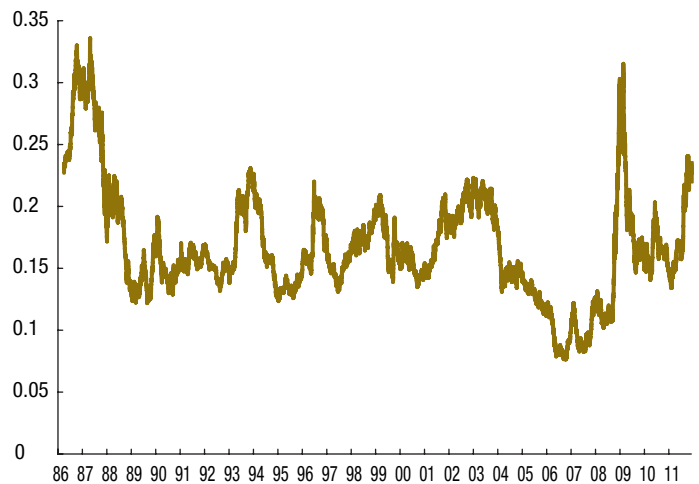
在商品價格完全反映所有負面的增長預期之前，上述的調整將會持續，屆時供求將於較低的均衡價格水平靠穩。若亞洲的增長前景轉為明朗，基本金屬將主導新的趨勢形成。

金價表現複雜

我們預期黃金及其他貴金屬將在2012年首季持續受壓。不過，當增長前景惡化之際，金價的表現通常優於基本金屬等週期性商品，直至基本金屬價格回落至偏低水平，以反映負面的增長前景。對比鋁材，金價已屬極高水平，但對銅（見圖）及鎳則仍有上升空間。

此外，實質收益率偏低或處於負數，加上積極的貨幣寬鬆政策，為金價帶來支持。我們預期央行的針對性量化寬鬆措施不會觸發商品再度出現牛市。市場流動性受壓通常利淡金價，因為投資者會把投機性長倉套現，以籌集資金。

金／銅比率受惠於憂慮情緒與增長預期之間的角力



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素	我們的建議
商品 看淡	由於增長預期下調及波幅加劇，商品的熱潮減退。 黃金的表現應可超越基本金屬，但金價的整體走勢向下。	避免投資於單一商品。 投資組合應對商品持比重偏低。

房地產

嶄新形態

研究及策略團隊

Manuel Hernandez Fernandez – 房地產專家

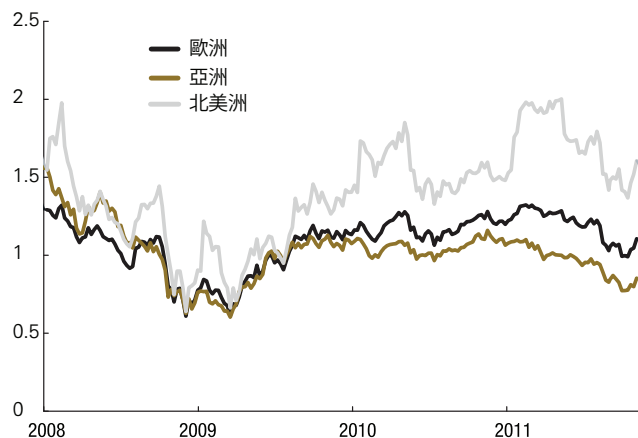
投資者的避險情緒仍然高漲，令優質及二手房地產的差距擴闊。流入的資金應能為優質地段的房地產帶來支持。二手資產持續受困，需求不振及空置率增加，導致租金下跌。撇除這些短期利淡因素，基本因素及股息仍然吸引。

資金充裕：房地產業自2008年至2009年的危機後開始去槓桿化。上市房地產公司的資金充裕，對銀行融資的依賴程度偏低。平均來說，業界的貸款與估值比率（即按揭成數）為37%（美國為37%、歐洲為46%、英國為39%、香港為17%、澳洲為31%及日本為49%），遠低於2006年的水平。

締造收益率的機會：綜觀環球，房地產業的股息率約為4.5%（美國為4.1%、歐洲為5.1%、英國為4.2%、日本為2.7%、香港為3.7%及澳洲為6.6%）。由於槓桿比率偏低，加上派息率高企，故上述收益率應可持續（預期2011年為86%，而2012年為88%）。

當前估值：現時，房地產股較資產淨值折讓15%。當中以美國的折讓幅度最低（-5%），其他市場則較顯著（英國為-19%、歐洲為-14%、日本為-27%及香港為-46%）。

不同地區房地產的市帳率



資料來源：彭博資訊

資產類別	基本因素	我們的建議
中性 短期利淡，但長期基本因素應可維持，特別是供應減少方面。	投機（辦公室市場）倉盤有限（美國及歐洲）。 亞太區需求強勁。歐洲方面，首都以外的辦公室市場疲弱。 看好歐洲的上市房地產（股息強勁及估值偏低）。	比重偏高：北美洲 中性：亞洲 比重偏低：歐洲

對沖基金

慎選策略

研究及策略團隊
Olivier Couvreur – 多重經理策略投資總監

只有部份策略能抵禦債務危機，並真正受惠於過渡期。

資產類別	基本因素	我們的建議
對沖基金： 中性	目前的「二元」情況將以升市或跌市結束。兩者均會為商品交易顧問帶來值得掌握的強勁趨勢。	商品交易顧問：看好
	債券息差及波幅趨升，為套戩策略提供良好的支持。我們看好靈活的多重策略基金經理。	相對價值：看好
	主權債務危機及其對股市的影響，拖累事件主導活動的表現。由於合併交易將持續疏落，我們看好特殊情況基金經理多於純合併套戩基金經理。	事件主導：中性
	雖然多向基金經理在上季減少淨持倉，但仍受避險情緒的升跌所困擾。我們看好淨持倉結構性偏低的基金經理（股票中性）。	股票長／短倉：看淡

私募股權

幕後實況

研究及策略團隊
Olivier Palasi – 私募股權高級分析員

金融市場欠明朗，影響私募股權的表現。市況反覆波動，削弱沽售持倉的機會，繼而令流入基金的資金減少。由於傳統資產類別蒙受虧損，不少固定投資者延遲新的投資項目，因為對比整體資產，私募股權的比重顯得過高。

此外，經驗豐富的投資者亦了解，私募股權配置能抵禦不同的經濟週期，而宏觀經濟不穩將帶來投資機遇。我們看好歐洲及美國的中小型收購基金，以及美國的增長型合營公司。在分散投資時，只有少數大型收購策略投資管理公司值得考慮。

受壓及企業再生的情況為美國及歐洲市場帶來吸引的投資機會。我們維持對環球中小型二線私募股權公司的看好建議，因為這些公司能處理複雜結構及各類規模的交易，亦無面對動用巨額資金的壓力。

短線策略資產配置及表現

能夠存活下來的並非最強或最有智慧的物種，而是最能適應轉變的物種
— 英國博物學家達爾文

我們建議的資產配置反映荷蘭銀行投資政策穩健的風險部署，以及專注資本保存多於資本增值。投資組合在11月把股票由比重偏高調降至比重偏低，原因是我們希望維持一個可接受的風險水平。此舉需要減持倉盤，以致在市場波幅異常高的時期下，維持私人客戶仍可接受的投資組合波幅。標準投資組合的歷史風險與回報水平下跌；與此同時，已發展市場的政治及主權風險日增，在這樣的市況下，投資者需要採取審慎的策略。上述調減風險的

行動或會削弱投資組合在短期升市中的表現，但由於市場波幅持續高企，應可減低組合的整體風險。

在現時變化莫測的市場環境下，有需要採取配合市況的靈活資產配置。正如任何優秀的運動教練，我們會視乎情況的變化，適時轉換防衛性及進攻性的戰略。

模擬組合的資產配置

資產配置	保守型： 美元/歐元 (%)			均衡型： 美元/歐元 (%)			增長型： 美元/歐元 (%)		
	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	策略性 配置	短線策略 配置	偏差
貨幣市場	10	26	+16	10	30	+20	10	36	+26
債券市場*	70	60	-10	40	28	-12	20	8	-12
股票市場**	10	6	-4	40	34	-6	50	40	-10
另類投資	10	8	-2	10	8	-2	20	16	-4
對沖基金中的基金	5	5		5	5		10	10	
房地產	3	3		3	3		6	6	
商品	2	0	-2	2	0	-2	4	0	-4
總投資	100	100		100	100		100	100	

* 建議存續期：中性。指標：花旗集團3-5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。

我們的短線策略配置對比策略性配置的經審核表現

美元	保守型 (%)			均衡型 (%)			增長型 (%)		
	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
2003年5月22日至 2011年11月29日	50.11	58.25	8.14	62.92	76.73	13.81	66.21	84.38	18.17
2011年初至今 (11月29日)	2.75	2.93	0.18	-1.86	-1.47	0.39	-4.38	-3.37	1.01

歐元	保守型 (%)			均衡型 (%)			增長型 (%)		
	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
2003年5月22日至 2011年11月29日	36.79	47.18	10.39	46.19	65.32	19.13	50.42	73.62	23.20
2011年初至今 (11月29日)	-1.51	-0.99	0.52	-3.98	-3.34	0.63	-5.18	-4.19	1.00

研究及策略團隊
Gerardo Amo – 量化及風險分析主管

新的資產配置取向

為確保私人投資者享有業內最佳的服務，荷蘭銀行私人銀行將會更嚴格整合其環球投資服務，使我們於所有國家均提供同一系列的六個資產配置取向。為讓投資者更清晰了解有關變動，2012年第1季度展望 將會闡述現有及嶄新的投資取向，以反映不同程度的風險。

資產配置至今仍是投資組合歷史表現的主要動力。新的投資取向（見圖表）提供一系列廣泛的選擇，讓客戶挑選最合適的風險水

平。這些投資取向建基於我們對投資週期各個階段的大量風險管理分析。

在名為“Everything you always wanted to know about the new set of asset allocation profiles but were afraid to ask”的特刊，我們將會講解新投資取向的主要基礎，以及與現有投資取向比較的異同。

模擬組合的資產配置（以百分比顯示美元／歐元的風險）

資產配置	風險水平一					風險水平二				
	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	32	+27	5	0	70	31	+26
債券市場*	90	40	100	63	-27	70	30	85	49	-21
股票市場**	0	0	10	0		15	0	30	12	-3
另類投資	5	0	10	5		10	0	20	8	-2
對沖基金中的基金	5			5		5			5	
房地產	0			0		3			3	
商品	0			0		2			0	-2
總投資	100			100		100			100	

資產配置	風險水平三					風險水平四				
	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	29	+24	5	0	70	27	+22
債券市場*	55	20	70	39	-16	35	10	55	25	-10
股票市場**	30	10	50	24	-6	50	20	70	40	-10
另類投資	10	0	20	8	-2	10	0	30	8	-2
對沖基金中的基金	5			5		5			5	
房地產	3			3		3			3	
商品	2			0	-2	2			0	-2
總投資	100			100		100			100	

資產配置	風險水平五					風險水平六				
	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	26	+21	5	0	60	24	+19
債券市場*	*15	0	40	10	-5	0	0	25	0	
股票市場**	70	30	90	56	-14	85	40	100	68	-17
另類投資	10	0	30	8	-2	10	0	30	8	-2
對沖基金中的基金	5			5		5			5	
房地產	3			3		3			3	
商品	2			0	-2	2			0	-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	didier.duret@ch.abnamro.com
Gerben Jorritsma	gerben.jorritsma@nl.abnamro.com
Han de Jong	han.de.jong@nl.abnamro.com
Arnaud de Dumast	arnaud.de.dumast@fr.abnamro.com
Wim Fontaine	wim.fontaine@nl.abnamro.com

投資總監
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
高級投資專家及顧問代表

外匯、貨幣市場及商品研究及策略團隊

Georgette Boele	georgette.boele@ch.abnamro.com
Hans van Cleef	hans.van.cleef@nl.abnamro.com
Roy Wellington Teo	roy.teo@sg.abnamro.com

環球外匯及商品策略部主管
外匯及商品分析員
亞洲外匯策略員

債券市場研究及策略團隊

Roel Barnhoorn	roel.barnhoorn@ch.abnamro.com
Manfred Burger	manfred.burger@ch.abnamro.com
Agnes Pellé-Charron	agnes.pelle.charron@ch.abnamro.com
Carman Wong	carman.wong@hk.abnamro.com
Grace M.K. Lim	grace.m.k.lim@sg.abnamro.com

環球債券策略部主管
信貸研究部主管
新興市場債券分析員
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	sybre.brouwer@nl.abnamro.com
Thomas Helfer	thomas.helfer@ch.abnamro.com
Daphne Roth	daphne.roth@sg.abnamro.com
Edith Thouin	edith.thouin@ch.abnamro.com
Markus Glockenmeier	markus.glockenmeier@debema.de
Yunpu Li	yunpu.li@debema.de
Alfred Schoengraf	alfred.schoengraf@debema.de
Beat Lang	beat.lang@ch.abnamro.com
Jens Zimmermann	jens.zimmermann@ch.abnamro.com
Margareta Jonker	margareta.jonker@nl.abnamro.com
Françoise Cespedes	francoise.cespedes@fr.abnamro.com
Emilie Bruneau	emilie.bruneau@fr.abnamro.com
Gustavo Guimaraes	gustavo.guimaraes@fr.abnamro.com
David Ma	david.ma@hk.abnamro.com
Chiu Yen Neo	chiu.yen.neo@sg.abnamro.com
Carol Chau	carol.chau@hk.abnamro.com
Ralph Wessels	ralph.wessels@nl.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）
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（Neuflize OBC Inv. 法國銀行行業）
股票分析員（Neuflize OBC Inv. 歐洲資訊科技行業）
股票分析員（Neuflize OBC Inv. 美國科技行業）
股票分析員（中國）
股票分析員（日本、新加坡）
股票分析員（韓國、香港、台灣）
股票分析員（金融行業）

另類投資

Olivier Couvreur	olivier.couvreur@fr.abnamro.com
Olivier Palasi	olivier.palasi@ch.abnamro.com
Manuel Hernandez Fernandez	manuel.hernandez@nl.abnamro.com

多重經理策略、對沖基金投資總監
高級分析員（私募股權）
房地產專家

技術分析

Michael Nabarro	michael.nabarro@nl.abnamro.com
Aad Hoogervorst	aad.hoogervorst@nl.abnamro.com
Demis Bril	demis.bril@nl.abnamro.com

環球技術分析部主管
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	gerardo.amo@ch.abnamro.com
Núria Sanchez Dueso	nuria.sanchez.dueso@ch.abnamro.com
Paul Groenewoud	paul.groenewoud@nl.abnamro.com
Andrew Trythall	andrew.trythall@nl.abnamro.com

環球量化及風險分析部主管
量化及風險分析員
量化及風險分析員
量化及風險分析員

製作團隊

Barbara Schiphorst	barbara.schiphorst@ch.abnamro.com
Kai A. Smith	kai.smith@ch.abnamro.com
Christina Santore	christina.santore@nl.abnamro.com
André Heemstra	andre.heemstra@nl.abnamro.com
Jonathan Aspin	j@aspin.name
Christina Cain	cgkcain@gmail.com

環球統籌
投資顧問中心項目經理
環球傳訊
編輯助理
編輯 – 季度展望
編輯 – 補充文件

特別鳴謝

Nick Kounis、Marijke Zewuster、Serdar Kucukakin、Arjen van Dijkhuizen、Casper Burgering、Tim Boon von Ochssée、Thijs Pons 及 Sien Tennekes

免責聲明

©2011 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。

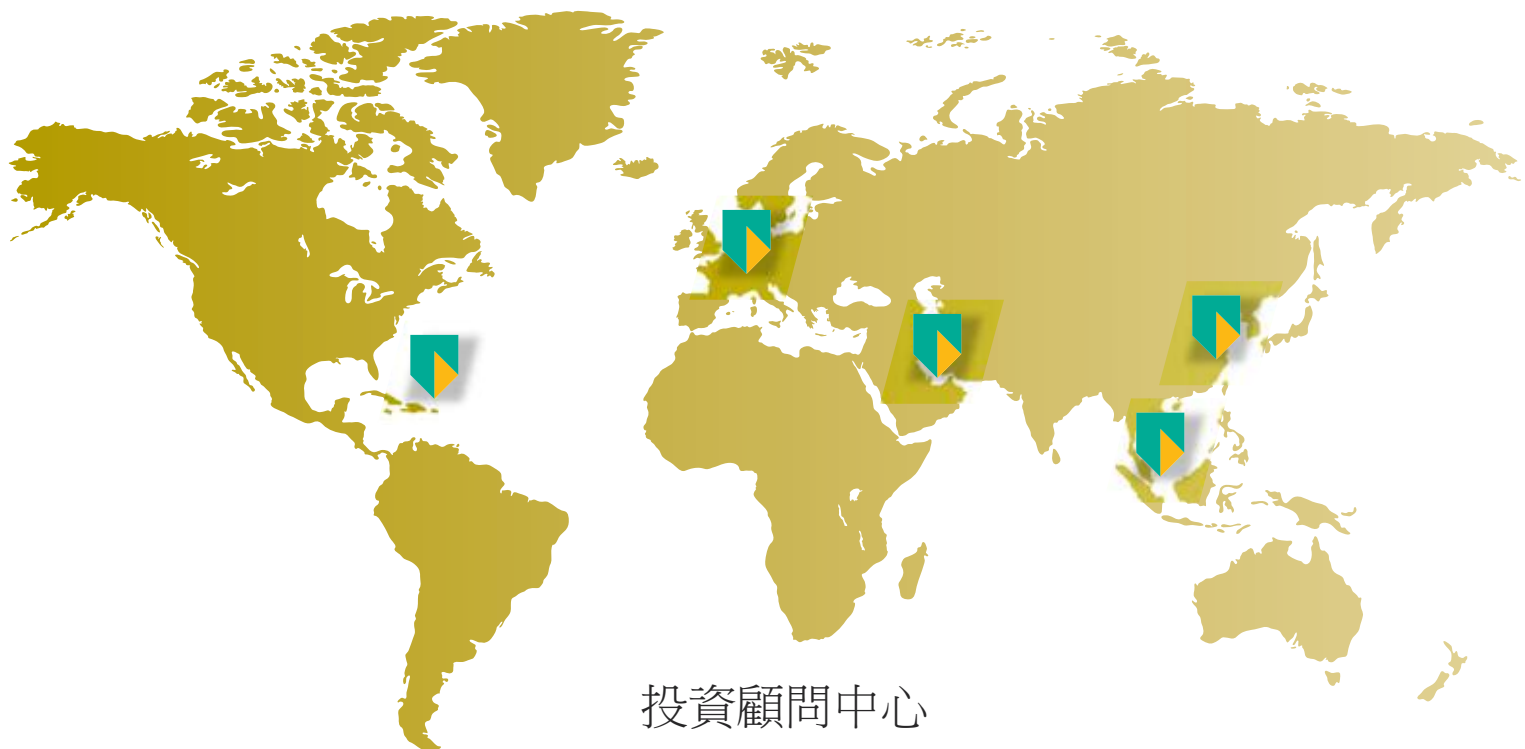
公司披露

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
Carlo Basten
carlo.basten@lu.abnamro.com

Delbrück Bethmann Maffei AG
法蘭克福
Michael Harms
michael.harms@debema.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
Stephen Evans
stephen.evans@sg.abnamro.com

加勒比地區

MeesPierson 私人銀行
庫拉索
Edward Laurier
edward.laurier@meespier.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