

目录

编者的话

01 欢迎阅览《2016年展望》

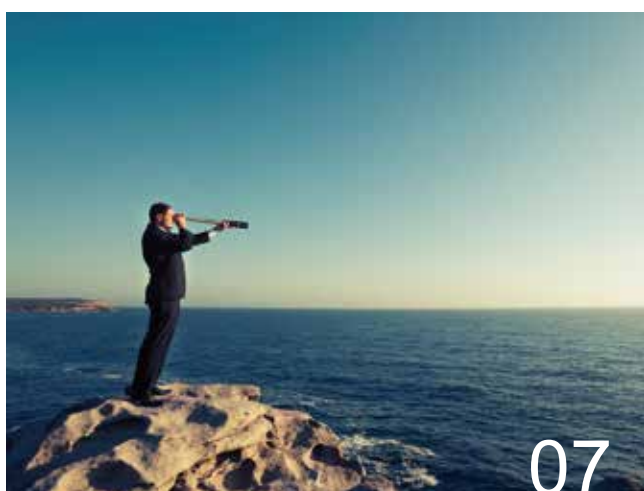
策略

03 2016年：适应（A.D.A.P.T）瞬息万变的环境

宏观概况

05 宏观概况—走出通缩阴霾

06 首席策略师的真知灼见



资产类别

08 债券—前景向好，增加配置

09 股票—适应大势将成为 2016 年的关键

10 外汇—见微知著

11 商品—时机未至

12 多元资产收益—在收益与市场波动之间取得平衡

13 中国—识微见远，应机而动

18 专题—中国迈向变革之路

附录

20 2016年一致预测

21 2016年重要事件

22 免责声明

欢迎阅读《2016年展望》

| Alexis Calla |

在某程度上，每年的日历表不过是随意编写的。然而，投资者的确可藉此反思过去12个月的情况，细数佳绩，力求更上一层楼。我们亦不妨开始规划2016年，并做好准备迎接来年面对的机遇及挑战。有见及此，现在就让我们回想过去12个月的情况。

油价可能已见底，或会对美国高收益债券市场、新兴市场股票及商品相关货币影响重大。美元可能会于年内整体后劲不足，同时各资产类别或会越趋波动。

过去一年挑战重重

对投资者来说，2015年的投资环境严峻，但我们的核心投资策略一如所料，表现理想。我们预测环球股市回报下跌及波动增加，继续看好已发展市场而非新兴市场的股票，并重点指出多元化收益配置的裨益。我们亦曾强调，政策分歧大有可能驱使美元升值。

诚然，我们的部分重点主题亦有差误，如全球增长加快、美联储于上半年加息，及环球股票及另类策略的利好因素并无实现。与此同时，我们的多元化收益主题在重重挑战下仍能取得少许回报。

幸而，我们的其他主要投资策略有部分于2015年为投资者带来丰厚利润。举例而言，我们看好的股票地区（欧洲及日本，作为货币对冲）于全年均表现出色，令货币对冲成为重要的回报来源，而美元则如我们所料继续走强。

展望未来

展望未来，我们可肯定的是2016年的投资环境仍然会很艰难，其中一个关键因素是美国经济周期处于哪一个阶段。假如你相信美国经济周期接近尾声，即步向衰退，则理应采取防守策略。

不过，我们抱持更为正面的看法。虽然我们同意此次经济周期为有史以来最长的周期之一，美联储仍着力于振兴经济而非遏止通胀。因此，我们相信美国经济扩张仍会维持最少18至24个月。过往情况显示，现时仍为投资于环球股票及美国高收益债券等高风险资产的良机。话虽如此，鉴于经济周期尾声前6至12个月的回报一般欠佳，这代表股票牛市正接近尾声。

我们认为，美国的通胀情况是需要密切注视的关键变量。由于就业市场趋紧，加上油价终会触底，预期未来12个月的通缩压力将会减缓。不过，由于世界其他地区的产能持续过剩，我们预期通胀不会于短期内攀升。倘此预测有误，且通胀急升，美联储亦将会受到更大压力，积极收紧货币政策，届时将会对高风险资产极为不利。

「我们认为需要采取高度分散及更具战术的投资方针以提高回报，同时亦应严防高风险资产（如股票市场）可能走弱。」



适应(A.D.A.P.T.) 环境

有见及此，我们把2016年列为适应（A.D.A.P.T.）瞬息万变环境的一年。

近年所见的多项走势或会告一段落。如上文所述，环球股市将接近结束牛市，而油价可能已见底，或会对美国高收益债券市场、新兴市场股票及商品相关货币影响重大。随着各国的货币政策更趋一致，美元可能会于年内整体后劲不足，同时资产市场或会越趋波动。

因此，我们认为需要采取高度分散及更具战术的投资方针以提高回报，同时亦应严防高风险资产（如股票市场）可能走弱。

步入 2016 年的关键投资观点

资产类别/主题	看好领域/策略
全球股票	欧元区（经外汇对冲） 日本
收益投资	在市况越趋波动时采取 多元化策略尤为重要
另类策略	股市多空策略 全球宏观策略 事件驱动策略

2016年：适应（A.D.A.P.T）瞬息万变的环境

| Steve Brice |

自2008至09年度金融危机以来，环境经济于2015年迎来连续第六年增长，亦标志着这是有史以来最长的经济周期之一。随着周期已近成熟，获取投资回报将可能更为困难。评估美国经济周期阶段为个中关键，慎防美国于2016年或2017年初陷入衰退。我们相对乐观，预期美国经济于2017年之前将仍然向好。不过，我们认为投资者应较2015年更为审慎，适应（A.D.A.P.T.）瞬息万变的环境。

在此情况下，我们认为，全球股市于2016年仍可录得正数回报，且表现胜于其他资产类别。话虽如此，由于经济周期步入末段，我们会考虑逐步增加债券配置及采取另类策略。



A

发达经济体处于经济周期的不同阶段。美国经济扩张成熟，但消费开支将带动2016年的增长。欧洲及日本处于经济周期中段。

Advanced economies at different stages of the economic cycle. US expansion mature, but consumer spending to drive growth in 2016. Europe and Japan in mid-cycle.

- 由于美国离经济扩张结束尚有一段距离，全球股票牛市可望持续
- 我们仍然看好欧元区（经外汇对冲）及日本市场，原因是这些地区可能仅处于当地经济复苏的中段

D

劳动市场逐步紧缩，油价亦渐趋见底，可望减缓新兴市场的通缩压力。

Deflationary pressures to abate in Developed Markets due to gradually tightening labour markets and bottoming oil prices.

- 鉴于美国劳动市场逐步趋紧及德国对通胀略为上调的压力，黄金价格可能会于首季回稳
- 由于违约风险因油价最终会在2016年触底而受到控制，预期美国高收益债券表现良好

A

亚洲及新兴市场状况仍取决于中国经济形势，而中国经济增长则日渐转变为以消费主导。油价亦是关键因素。

Asia and Emerging Markets still dependent on China, which is transitioning towards consumer - led growth. Oil prices also key.

- 中国是我们首选的亚洲市场，原因是消费正逐渐取代投资成为主要增长动力
- 随着中国的增长动力逐渐转变及油价最终见底，亚洲以外的新兴市场可能于2016年触底

P

尽管美联储采取紧缩政策，但各中央银行的政策仍然有利于经济增长。

Policies of central banks to remain supportive of growth, Fed tightening notwithstanding .

- 在美国维持温和和紧缩政策的情况下，美元债券可能会于2016年带来小额的正数回报
- 由于绝对收益率仍然低企，故此收益投资仍然有效
- 美元不再维持全面强势

T

步入经济周期末段可能会令市场波动增加。

Transition to late cycle likely to lead to higher volatility.

- 随着美国步入经济周期末段，市场波动一般会增加，投资者须考虑下跌风险
- 随着经济周期接近尾声，增持债券及采取另类策略，务求从不同回报来源及较低的波动中受益

宏观概况

走出通缩阴霾

| Rajat Bhattacharya |

增长持续，减缓通缩忧虑



消费推动全球增长

- 继2008至09年经济衰退以来，全球经济可能连续第七年复苏
- 受美国、欧洲及亚洲国内消费上升带动，我们预期会出现增长趋势（3.0至3.5%）
- 虽然全球贸易市场不振仍属经济增长的阻力，但商品市场逐步复苏，应有助新兴市场（尤其是亚洲以外）从谷底反弹



通缩压力减缓

- 美国、英国、德国及日本的就业市场趋紧，加上油价最终反弹，应可减缓通缩忧虑
- 不过，中国及欧洲产能过剩有机会抑制通胀升温



宽松政策持续

- 财政政策不大可能会拖累欧洲及美国的经济，反而会对中国及日本的经济带来支持
- 美联储已于2015年加息，这是自2006年以来首次，但预期日后上调幅度将循序渐进
- 欧洲中央银行及中国人民银行可能会进一步放宽货币政策
- 日本央行将继续积极购入资产



新兴市场及政策失误仍为主要风险

- 虽然我们看好前景，但中国经济急剧放缓及美国货币政策收紧幅度大于预期均为最大风险
- 其他主要风险包括货币政策失误导致增长前景转差、地缘政治不明朗及美元或油价持续上升

首席策略师的 真知灼见



我们的首席策略师
Steve Brice
回答客户最关注的问题

问：渣打怎样看2016年的全球经济展望？

答：2016年做投资决定时最重要是了解美国现时处于经济周期的哪一个阶段。虽然要准确预测衰退的来临是非常困难，但大部份经济指标显示美国经济在未来12至24个月仍然会保持增长。美国经济一般在央行由支持经济转移至打击通胀，才会开始进入衰退的局面。

目前例如欧洲及中国仍然有大量的闲置产能。故此通胀回升又或是随之而来的收紧货币政策举动亦只会是缓步进行。美国明年在财政政策方面面对的压力亦可望减退，有利经济持续复苏至2017年。

欧洲及日本预料将出现温和增长，而印度在政策施行结构改革下或可录得强劲增长。另外，在中国经济转型至消费主导下，结构性放缓将持续，但应可避免经济出现硬着陆。

问：债市之中偏好哪些领域？

答：2016年债市主要有三大主题。首先，随着美国经济周期步入末段，我们会把握机会逐步增持债券。

第二，我们偏好美元债券，原因是其收益率高于欧洲及日本，加上美元短期内很可能继续维持强劲。

第三，我们偏好企业债高于主权债，其中我们最看好的领域是美国高收益债。尽管近来有负面消息，尤其是能源业，但相较于当今债市收益率普遍低企，我们认为8%的收益率显得非常具有吸引力。

问：在2016年的经济展望下，渣打看好哪些资产类别？

答：股票仍然是我们最看好的资产类别，而重点在于盈利展望。

欧元区及日本仍然是我们偏好的股市，因而企业盈利料可望录得高个位数至低双位数的增长，因为两地的货币仍然相对疲软，支持出口盈利，而本土经济复苏亦支持消费开支。异常宽松的货币政策料将有助支持估值。

美国的情况较为复杂，我们预期随着强美元及疲软的油价在2016年逐步减退，盈利将会录得增长，但市场共识约8%的增长或许有点乐观，因此我们只预期美国股市在2016年有温和的正增长。

亚洲不计日本方面，中国经济增长转型料将刺激区内服务业的盈利表现，而单看中国，我们相信MSCI决定调整指数，增加新经济股及有较快增长的股份如社交媒体企业的占比，此举料将是潜在的催化剂，因而在亚洲之中，我们最看好的是中国市场。

问：美元2016年展望如何？

答：我们对美元强势的前景变得更为谨慎。尽管兑部分外币或会继续升值，但我们认为美元在2016年的整体升幅将转趋温和，且没那么广泛。

欧元与瑞士法郎料将继续小幅走贬，因为货币政策料将持续分歧，而澳元仍因基本金属/铁矿石价格偏弱而承压。

在新兴市场货币中我们目前偏好亚洲货币，因为它们的外部基本面大多强健，汇价较便宜，亦对原物料价格依赖较少。

问：2015年对投资者而言是充满挑战的一年，您认为2016年也会一样吗？

简单的答案是「会」，因为通常股市在接近经济周期尾声时会变得较为震荡。

然而，对投资者而言很重要的一点是，波动可以是正面的也可以是负面的。这意味着投资者需要在两个风险中取得平衡：不仅要避免在股市上涨之际空手，也要管理好下档风险，正如在美联储加息周期前12-24个

月通常所做的。

从收益配置的角度来看，我们调低了高息股票的比重，增加债券（特别是美国高收益债券）及优先股的比重，希望能降低下跌的风险，这个变动令我们更安心将多元化收益投资继续作为2016的投资主题。



债券

前景向好，增加配置

| Manpreet Gill | Abhilash Narayan |

重点主题

我们预期债券的表现将优于商品及现金，但逊于股票。我们将对冲发达市场政府债券的货币风险。

我们看好美国国库债券多于德国国债及日本政府债券。美联储可能展开沟通工作以控制国债利率的上扬。

看好企业债券多于主权债券。美国高息债券是我们首选的子资产类别，其次是美国投资级别债券。

于新兴市场中，我们看好美元债券多于本地货币债券。在众多本地货币债券中，我们看好亚洲债券多于其他地区。2016年，我们将密切注视油价发展，并随时重新评估有关立场。

我们预期两年期及十年期美元债券的利率差距将继续收窄。这意味着平均年期为五至七年的美元计价债券组合将拥有最佳的风险/回报比例。

增加对债券的配置

2015年是诸事更迭的一年，市场波动不断。

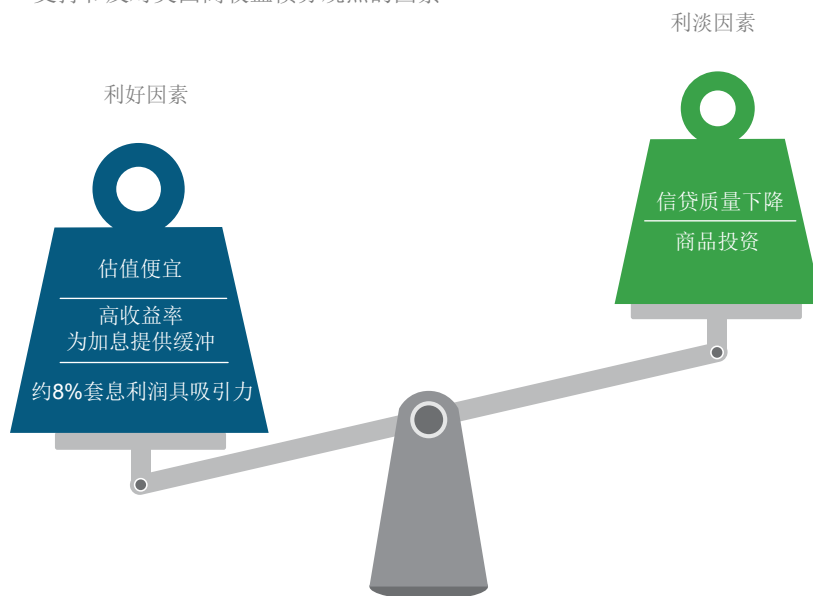
虽然美联储于近十年以来首度加息，不过十年期美国国债的收益率仅略高于年初水平。相反，尽管欧洲开始推行量化宽松，但德国国债利率亦轻微上升。同时，由于市场忧虑信贷质量恶化，导致信用利差扩大，企业债券的价格有所下跌。

展望2016年，我们认为债券将受下列三项因素推动：

- 美国的加息步伐及美联储对市场发放的消息。
- 持续低利率环境，当中收益率高于政府债券的企业债券可于此环境下带来较高的总回报。
- 全球增长大幅下滑的风险偏低。

为何我们偏好美国高收益企业债券

支持和反对美国高收益债券观点的因素



资料来源：彭博、渣打

股票

适应大势将成为2016年的关键

| Clive McDonnell |



2016年，在高个位数字至低双位数字盈利增长的支持下，全球股市的表现很可能连续第四年优于债券。发达市场的估值水平上升，但若我们关注市盈率以外的其他指标，就会发现估值没有被高估。新兴市场的估值具吸引力，但大范围的重估催化剂仍难以实现。我们看好欧元区和日本股票，前者建立在外汇对冲的基础上。谨慎乐观的态度最能阐述我们对美国和亚洲（日本除外）股市的观点。迈向2016年，我们仍看淡亚洲以外新兴市场。

随着我们步入经济周期末段，我们认为，适应大势将成为今年投资者须注意的关键主题和因素之一。重要的是，经济周期末段并不意味着周期结束。美国经济周期平均寿命为59个月，超出这个平均数的最短周期为2001至07年，达73个月，而最长周期为1991至01年，达120个月。

这些观点乃基于我们的市场推动因素而作出：

- 盈利将支持全球股市于2016年轻微上扬。市场普遍预期美国、欧元区及新兴市场的盈利增长达8至10%。尽管估值上升，但并非极端水平，一旦实现盈利预测，将可为市场提供支持。
- 我们预计美元兑欧元将维持强劲，但2016年上半年美元兑日圆和新兴市场的货币或会见顶。
- 油价将于2016年见底。在2015年拖累美国及欧洲的盈利后有望提升。
- 市场突然下跌的风险：我们预计股市突然下跌超过4%或出现从高峰下跌至谷底的次数将越来越多，而预计全球股市将维持温和向好的趋势。

重点主题

股票跑赢债券。我们预计股票将连续第四年跑赢债券。

看好欧元区股票（经外汇对冲）和日本股票。欧洲方面，我们偏好欧洲小型及中型市值股票多于大型市值股票。

对美国股票和亚洲（日本除外）审慎乐观。美国方面，我们偏好科技和银行股，亚洲方面，我们偏好中国。

看淡亚洲以外新兴市场，特别是：巴西、墨西哥、土耳其、南非和俄罗斯。

外汇 见微知著

| Tariq Ali, CFA | Manpreet Gill |

重点主题

2016年美元选择性升值。我们预计美元相对于欧元、瑞士法郎、澳元及新西兰元将会升值。持续的货币分歧或导致欧元及瑞士法郎继续贬值（至少于上半年），而商品价格进一步疲弱可能导致澳元及新西兰元贬值。

日圆、英镑及加元于明年初窄幅波动。更为稳定或不断改善的货币政策前景、不断增强的经济环境及能源价格为主要因素。就2016年第1季度而言，我们界定的英镑/美元技术交易区间为1.45-1.60，美元/日圆为116-126，而美元/加元为1.28-1.40。

亚洲（日本除外）货币将于明年稍后时间见底。随着美联储加息，我们预计亚洲（日本除外）货币短期将继续下行。然而，我们认为亚洲（日本除外）货币有望于2016年见底。相对区内的其他货币，我们最为看好马来西亚林吉特、印度尼西亚盾及印度卢比。

美元：今非昔比……

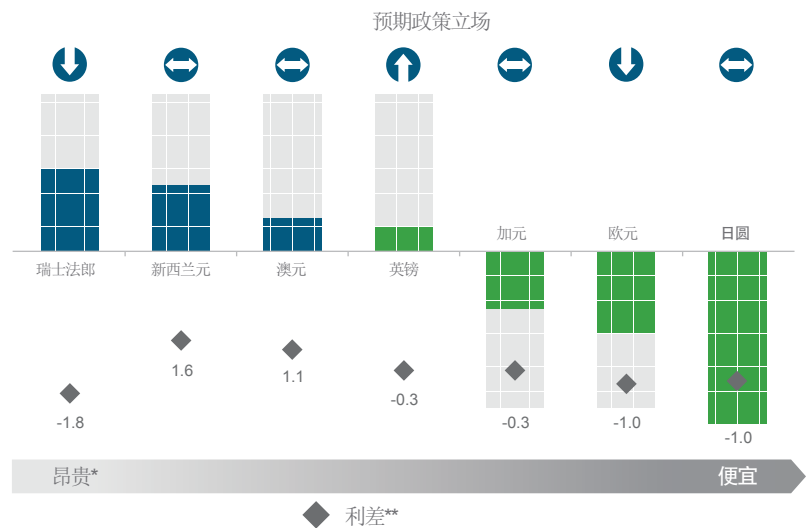
2015年，由于欧元区、日本、中国及多个其他亚洲国家启动或扩大货币刺激措施，强化了货币政策的分歧，美元相对于G10及新兴市场货币均强劲上扬。

出于两个原因，我们认为美元整体升值情况可能结束。首先，2016年美联储温和加息的情况已在价格中反映。我们认为，美联储可能对美元升值更为敏感，倘若美元继续大幅飙升，将会令加息次数受限。其次，多个G10国家进一步推出宽松政策的可能性越来越低，同时鉴于目前低企的利率，实施进一步宽松政策的国家或面临效果越来越小的风险。

美元选择性升值的可能性依然存在。我们认为，受持续的货币政策分歧所影响，美元相对欧元及瑞士法郎仍存在升值空间。在两种情况下，我们认为当局均可能会采取进一步的政策宽松措施。结果是欧元区的利率可能进一步下跌至负值区域，扩大与美国的利率息差，并最终推动欧元及瑞士法郎贬值。此外，美元相对澳元及纽元存在进一步的升值空间，澳洲及新西兰的主要出口商品前景欠佳，是货币进一步贬值的主要原因。

G10国家之中，由于与美国的负利率差及推出进一步宽松政策的预期，我们预计该等地区的货币将进一步贬值

我们最为看淡欧元及瑞士法郎的表现



资料来源：彭博、渣打

*估值以自1980年以来的实际有效利率（REER）与历史平均水平的偏差为基础

**利差指各国两年期政府债券收益率与美国两年期政府债券收益率的差异

商品 时机未至

| Tariq Ali | Manpreet Gill |

重点主题

看淡商品。大多数商品继续面临供求平衡欠佳的挑战，尽管石油及黄金未来一年的改善空间最大。

油价或于2016年底前回升，理由是未来一年的供求缺口将逐步收窄。然而，我们预期油价（布兰特）不会升穿每桶65美元的季度平均价，同时短期进一步下跌的风险依然高企。

黄金或会维持窄幅波动。预期通胀轻微回升可能提供支持，但美国利率上升形成阻力。我们预期黄金在每盎司1000至1200美元的范围窄幅波动。

工业金属走弱，个别例子除外。缺乏强劲的需求刺激及供应过多，或会继续对价格形成下行压力。我们偏好与消费挂钩的金属（锌、铝及镍）多于以投资为重点的金属（铁矿及铜）。



概览



我们依然看淡商品，但下跌速度或会较2015年有所放缓

我们认为，踏入2016年，商品表现或会逊于其他主要资产类别。2015年的显著特征是，价格随库存上升而大跌。鉴于到目前为止的庞大跌幅，供求缺口不断收窄或会令跌势放缓。此外，我们预期分歧将进一步扩大，油价或会面临最大的上行风险，而工业金属则继续面临下行风险。

多元资产收益 在收益与市场波动之间取得平衡

| Aditya Monappa, CFA | Arun Kelshiker, CFA | Audrey Goh, CFA |

主要观点

多元收益策略于2016年仍然有效。尽管政策分歧，但基于流动性充裕和债券收益率偏低，收益投资需要多元化投资方法。

可实现4至5%的目标收益率。跨资产配置有助投资者达成目标，理由是不同收益资产类别的收益率仍与去年相距不远。

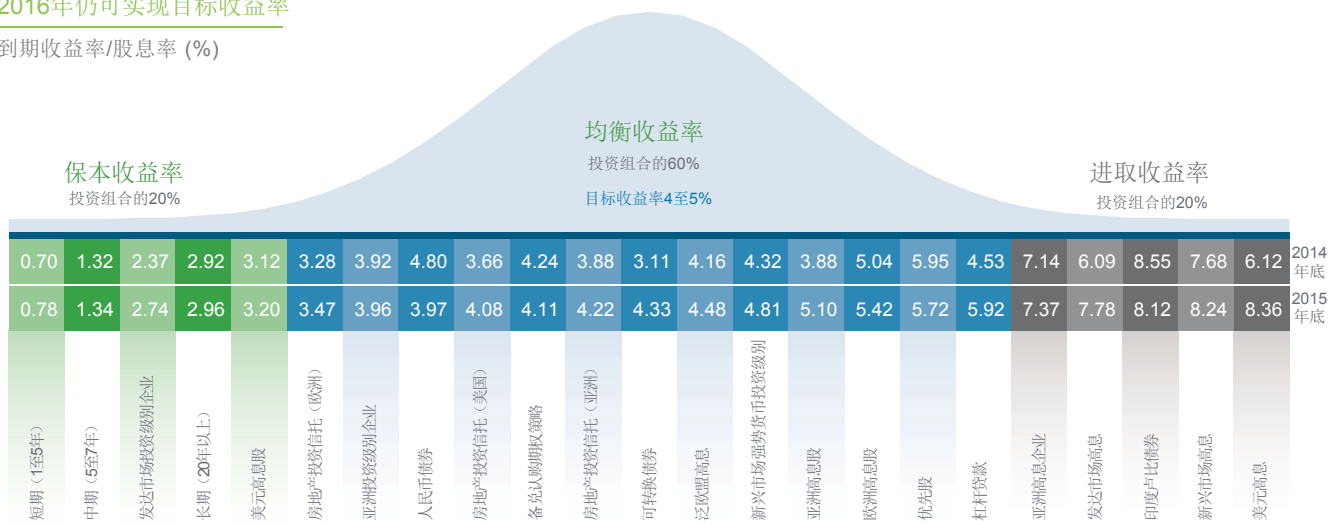
波动性增加意味风险管理更为重要。基于市场回落可能越趋频繁，我们略为降低对股票的配置，另外增加对多元化固定收益篮子的配置。考虑到固定收益的收益率偏低，货币对冲对于保障回报有重要作用。

过去几年，环球多元收益投资方法已达到收益目标，且投资组合的风险水平适中。展望2016年，利好的货币政策环境及政府债券收益率低企，将继续为环球收益带来支持。然而，除了多元化以外，全面的风险管理（包括货币及下行风险）目前已成为收益投资方法成败的关键元素。

不少人会问：地区性收益策略（欧洲或亚洲多收益）是否是更好的选择？以欧洲多收益投资来说，在超低息环境获得理想收益并不容易。亚洲多收益投资可以创造收益，但风险亦较高。由于两个地区性投资的非核心收益投资范围有限，美国为主的资产对非核心收益发挥关键作用。在此情况下，适当风险管理的环球多元收益投资方法可以为收益型投资者带来可持续的收益。

2016年仍可实现目标收益率

到期收益率/股息率 (%)



资料来源：彭博、渣打

*我们通过三个不同的篮子创造目标收益率，分别是：

- 保本收益率 - 接受收益率较低，但在不利市场事件出现时发挥下跌保障
- 均衡收益率 - 收益率组合的主要组成，妥善平衡收益率和风险
- 进取收益率 - 尽力提高整体收益率，深思熟虑承担较高风险

中国 识微见远，应机而动

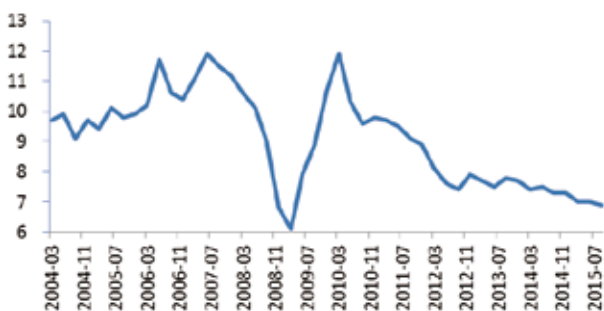
| 中国投资策略团队 |

宏观：经济转型加速，消费成为主打

经济转型加速，消费占GDP超过50%：固定资产投资增速持续下滑，2015年三季度GDP增速自2009年二季度以来首次降低至7%以下。我们预计2016年经济转型加码，而增速将进一步放缓。为实现2020年GDP翻倍的目标，中国政府将十三五GDP增速目标定在6.5%。2016作为十三五的第一年，预期GDP增速目标将被设定在6.5% - 6.8%，低于2015年6.9%的预期。目前消费占GDP已超过50%，但距离发达市场的70%仍有充足的上升空间。作为替代投资的经济驱动力，我们预计消费增速将维持在7-8%。

决策者稳增长的决心下，对于经济硬着陆的担忧将减缓。市场的关注点将从传统行业往消费领域转移，互联网，科技，医药等行业投资机会凸现。

■ GDP增速同比 %



资料来源：万得、渣打

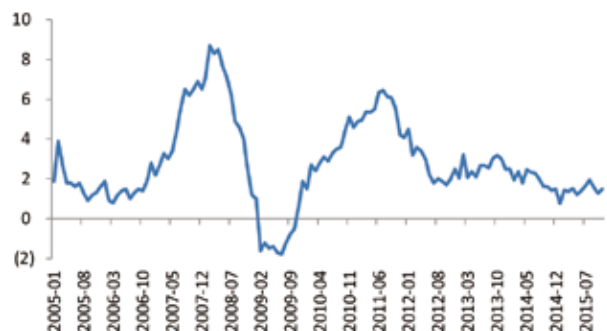
■ 服务业GDP占比



资料来源：万得、渣打

稳健的货币政策，积极的财政政策：原油和工业金属过剩导致商品价格持续低迷，通胀维持低位，虽然三季度由于猪肉等食品价格回暖带动CPI短暂回升至1.5%以上。我们预计随着2016年底原油价格的企稳反弹，中国国内过剩产能通过一带一路等国际合作项目输出至海外基建项目，通缩压力有望在2016年得到缓解。低通胀给货币宽松政策提供充足的空间。但是，2015年三季度811汇改人民币走贬，中国外汇储备出现了创记录的萎缩。10月短暂的回升后，11月外汇储备又超预期下滑872亿美元。美国迈入加息周期，各国货币政策开始分化，大规模的货币宽松将进一步激化资本外流的担忧，触发人民币大幅贬值。所以我们预期在维持人民币币值稳定的政策方向不改变的情况下，2016年货币宽松政策将偏温和。相较于2015年5次降息（2.75%降至1.5%）4次降准（20%降至17.5%）的幅度，16年降准持续对冲外汇储备降低带来的流动性收紧，降息的规模将比较有限。

■ CPI %



资料来源：万得、渣打

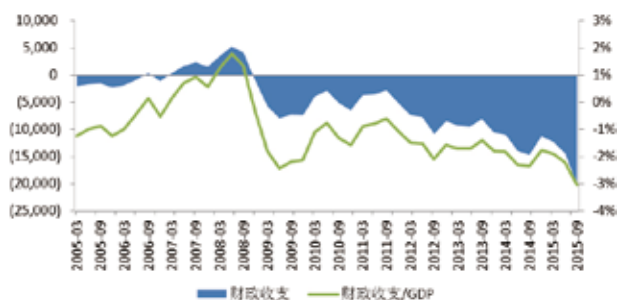
2015年整体采取中性的财政政策，预计预算赤字占GDP 2.3%。财政政策空间较大，在下行压力加大的情形下，赤字率水平有可能上升到GDP的3%甚至3%以上的水平。我们预计稳增长的重任将由货币传递给财政政策，财政刺激的力度有望加大。国债发行量将明显增加，为政府主导的基建设施，高端制造业，环保和新能源等投资项目提供支持。地方政府债务置换，政策性银行金融债的发行也将持续发挥积极的作用。

中国 识微见远，应机而动

| 中国投资策略团队 |

稳健的货币政策下，利率下行空间有限，企业融资压力无法得到有效的缓解。在内需不振，外需放缓，盈利走弱的情况下，银行不良贷款率，企业债务违约率攀升的情况将延续。但是有积极财政政策的托底，我们在2016年看到大面积债务违约的可能性很小。

■ 预算赤字占GDP



资料来源: 万得、渣打

外汇：人民币相对于一揽子货币保持稳定

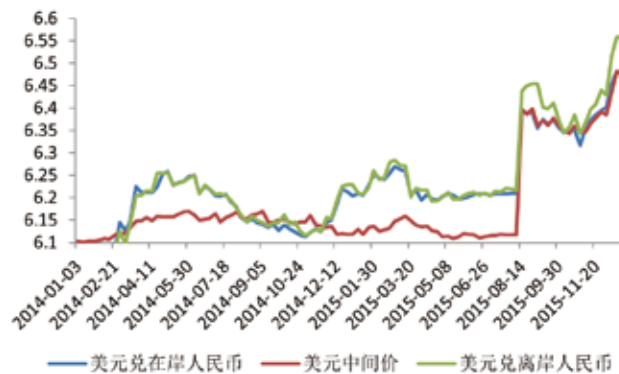
2015年以来，包括8.11汇改在内的一系列汇率市场改革方案加快落实，为人民币成功纳入国际货币基金组织的特别提款权（SDR）奠定了基础。自2016年10月1日起，人民币将成为继美元，欧元，英镑，日元之后成为第五个入篮成员，权重为10.92%，超过日元和英镑。目前，虽然中国出口在全球出口中的占比约为13%，人民币在全球外汇储备中仅占据1%。纳入SDR使人民币作为全球储备货币的地位得到了IMF的肯定，是国际化进程的重要一步。中长期，各国央行将考虑提高人民币在储备资产组合中的配比，而短期并不会对资金面产生影响。

纳入SDR人民币提升国际地位的同时，也增加了人民币贬值的压力。美国加息导致逐利资本流出新兴市场；中国经济增长放缓，投资者担忧经济硬着陆，资金外流加速。而纳入SDR意味着人民币汇率市场化进程加速，央行减少外汇干预。12月以来人民币持续下跌，11日，央行发布包括13种货币的CFETS人民币汇率指数，并表示观察人民币汇率要看一揽子货币。考虑到至今我们为人民币国际化做出的各项改革举措，以及十三五制定的2020年实现资本项目放开的目标，我们认为人民币国际化进程将继续推进，而维持人民币币值稳定的政策方向不会改变，但是随着人民币兑美元汇率的指标性意义减弱，人民币汇率指数的将替代美元成为人民币强

弱的风向标，人民币进而将转向相对一揽子货币保持稳定。

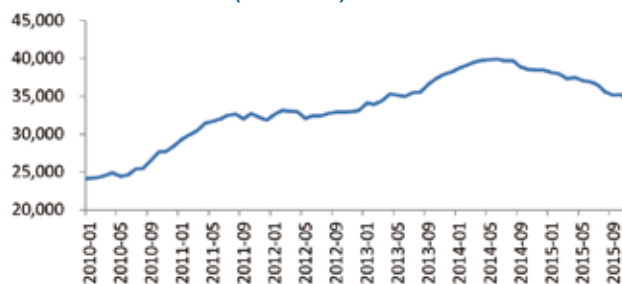
今年以来，人民币兑美元贬值4%左右，但由于美元升值幅度较大，人民币兑其他国家，特别是货币宽松下的欧元区和日本，仍然升值，使得出口加速走弱。预期2016年美国加息将引导美元进一步走强，人民币随之升值的可能性降低。长期的经常帐盈余，GDP高增长率，中美利率差，以及尚且充足的外汇储备，这四项基本面的支撑下，人民币出现大幅贬值的可能性很小。在为稳汇率和改革推进的政策博弈下，我们预计人民币兑美元将围绕中间价双向宽幅波动，小幅贬值。

■ 人民币汇率



资料来源: 万得、渣打

■ 外汇储备走势 (亿美元)



资料来源: 万得、渣打

中国 识微见远，应机而动

| 中国投资策略团队 |

股票：企业盈利与政策支持将成为投资主轴

中国股市在2015年前三个季度经历了震荡蓄势、快速拉升、暴跌回吐的大幅波动，年中的暴涨暴跌反映的是A股市场散户为主、加杠杆的特色。而在监管层出台严查两融、清理配资等去杠杆措施后，市场在国庆节后回到信心修复并逐步回归常态化，我们认为2016年A股市场的风险偏好会更加理性、成熟。

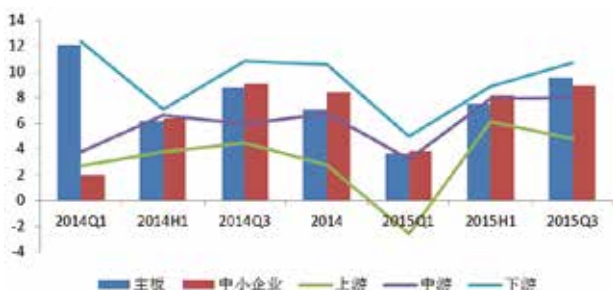
宏观

展望2016年，宏观经济仍面临增长下行与通缩压力，因此宽松政策方向将继续。政策将在保持增长相对稳定的基础上强化供给侧结构性改革，以推动经济结构调整与产业转型升级。其中，国企改革、新型城镇化、服务业开放、产业创新、资本市场改革等政策是明年、甚至“十三五规划”中要关注的重点。

企业盈利

虽然2016年货币政策持续宽松，但利率下行空间有限，加上今年股灾后对杠杆上行空间不再，推动股市向上的动能剩下企业盈利。宏观经济增速下行，上下游行业收入分化明显。除了部分已产业升级的行业，主要中上游行业收入负增长情况持续，而下游行业中与消费、服务等新兴行业相关产业则见较好收入增长的势头。预估2016年股市将从过去两年估值扩张的普涨行情转化成改革推动企业盈利的结构性行情。

■ 企业盈利表现%



资料来源：万得、渣打

流动性

在IPO重启、注册制和战略新兴板的推进下，2016年股票面供给将超过2015年；另一方面，虽然股灾后股市新进资金已见大幅回落，但利率下行将带动银行理财、保险资金加大股

市配置，而资本市场对外开放预期仍在，沪港通开通或QFII/RQFII扩容、甚至MSCI可望纳入A股等都有机会吸引潜在外部资金入市，资金面供给也相对宽裕，整体而言2016年股市呈双向扩容格局。

估值

目前代表蓝筹的沪深300指数市盈率13倍，而创业板指数市盈率约98倍，两者对比2014年年中估值仍有约40%-50%的提升，但对比2015年年中的高位低了30%-40%。我们认为现在估值水平主要反映了利率的下降和资金面宽松的预期，利率再下降或风险偏好提升都面临瓶颈，市场向上只能依靠企业盈利改善。

投资主题机会

科技

我们在全球行业股票首选推荐的也是科技股票，但国内近几年的热点概念从手游、大数据、车联网到虚拟现实...不断转换、轮动，唯一不变的是新概念的炒作未曾停歇。从2009年以苹果为代表的科技硬件消费快速增长，硬件设备公司迎来扩张，同时带动移动终端的普及，移动终端对于内容的需求若渴，再带动了2013年手游、视频等内容平台的爆发，到2015年则引入互联网消费场景中整合应用，如O2O、在线医疗、智能家居、在线教育等。在互联网从线上向线下不断渗透后，线上、线下数据资源加速积累，未来重心将更多向后端数据处理和运用转移，对应云计算、大数据将迎来重要发展机遇，对应相关设备同样迎来扩张机会。

高端制造

随着信息技术快速演进，工业发展迎来新一轮的革命-互联网与工业的深度融合，“十三五规划”中提出“中国制造2025”战略，明确工业制造往工业智造迈进，其中与产业升级相关的工业机器人、高端装备制造、绿色制造等率先受益，广泛意义下的高端制造包括：

信息技术：硬件的通信/网络基础设施、信息安全与大数据产业

节能环保：大气污染/水污染/土壤污染治理、清洁能源、新能源汽车/充电桩/电池

生物技术：生物医药、农业

高端装备：新材料、航空装备、高铁

中国 识微见远，应机而动

| 中国投资策略团队 |

现代
服务业

消费结构升级则是“十三五规划”另一个重要组成部分，中国的消费产业正在由生存型消费转向发展型消费，例如纺织服装、食品、汽车等产品销售增速近年来明显放缓，而休闲旅游、体育场馆、医疗服务、教育资源等服务型需求显得供不应求。从物质转向服务，这样的升级转型趋势正在加速成型。从年龄结构来看，80后、90后人群已经进入消费高峰期，更加追求生活品质、注重服务体验，推动了大量新型消费服务需求产生。人口与收入结构的变化，最终将影响产业结构变化。此外，中国人口结构的另一趋势-老龄化也逐步浮现，医疗改革将持续推动医疗服务需求增长。

渠道升级：基于互联网的新型传媒、在线教育、互联网金融

体验升级：体育运营、医疗保健服务

内容升级：IP运营、动漫、电影电视剧、出境游

展望2016年，宏观经济仍面临增长下行与通缩压力，因此宽松政策方向将继续。政策将在保持增长相对稳定的基础上强化供给侧结构性改革，以推动经济结构调整与产业转型升级。其中，国企改革、新型城镇化、服务业开放、产业创新、资本市场改革等政策是明年、甚至“十三五规划”中要关注的重点。

政策主导机遇

国企改革，稳步推进：2015年以来国企改革一直在稳步推进过程中，央企整合即有助于增强国有企业市场竞争力，也有助于整合资源形成协同效应，推动传统企业去产能和去杠杆。随着国企改革配套细则陆续落地，2016年地方国企“三个一批”（重组一批、清理一批和创新一批）的步伐会加大。国企改革重点带来的投资机会主要源自三个方面，资产注入预期、壳价值、以及混改和企业转型带来的投资机会。

新投资机会：围绕“十三五规划”，财政政策将加大投入，增加公共服务供给、市政基础设施建设，但不会像2009年大幅刺激，同时也会尽量避免重复建设和产能过剩。投资概念如与新型城镇化有关的海绵城市地下管廊建设、充电桩/停车场、智慧城市、生态治理、棚户区改造等。

债券市场：上涨空间有限，潜在风险增加

截至2015年12月15日，中国银行间债券市场中，5年期投资级债券（AA级）的平均收益率约为4.6%，显著低于2013年底的7.6%和2014年年底的6.1%。这意味着投资于债券类资产获得的利息回报，较过去两年大幅降低了。

除利息回报外，价格上涨也使得过去两年债券的回报锦上添花。但到2015年年底，几个重要的指标，例如期限利差和信用利差，都显示债券的价格已经处在较高的水平。

假设未来央行继续降息，以货币宽松来满足刺激经济的需求，债券价格的上涨将因此而得到延续。对此，我们认为，2016年中国将主要通过积极的财政政策来刺激经济，保持稳健的货币政策，以此保证汇率的稳定。稳健的货币政策意味着债券价格上升空间有限。

维持汇率稳定的需要同样限制债券价格的上涨空间。目前5年期美元投资级债券的到期收益率为3.98%。这意味着，同样投资于较为安全的5年期品种，人民币债券的收益率仅比美元高出约每年0.6%。最近两年人民币资产收益率相对于美元的优势迅速下降本身也是人民币吸引力下降的重要因素。如果未来国内投资级债券价格进一步大幅上涨而导致收益率下降，会进一步削弱人民币的吸引力。

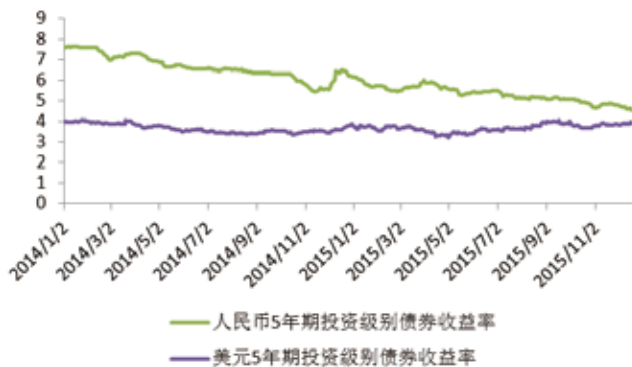
除此以外，市场亦担忧风险事件会导致债券市场的波动增加。在12月14日中央经济工作会议上，首次提到2014年将积极稳妥推进企业优胜劣汰，通过兼并重组、破产清算，实现市场出清信用风险。在宏观经济下行、企业盈利/现金流恶化、银行业不良贷款上升的背景下，加大债务清理力度无疑意味着违约率将显著提高，同时更多领域的刚性兑付将被打破。投资者需要借助专业机构的能力，做好风险的识别，挑选资质较好的债券品种。

整体而言，债券市场的收益率显著下降，价格上升空间有限，同时在金融市场化的大环境下，波动性将显著提高。这是我们在2016年强调，需要调整投资心态和策略，去适应这种新环境的重要原因。

中国 识微见远，应机而动

| 中国投资策略团队 |

■ 人民币/美元投资级别债券利差收窄



资料来源：万得、渣打

对投资者的意义：市场化改革影响深远，投资者应该如何适应？

2015年我们的投资关键词为W.I.D.E.N。其中，N的含义为“需要改革”。主要针对包括中国在内的新兴市场。就在这一年，人民币正式被纳入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权。这既是对之前人民币国际化努力的认可，又对人民币继续国际化提出了更高的要求。

在此前后，中国金融领域推行了一系列重大改革措施。

人民币国际化的必要条件是人民币市场化：8月11日，中国人民银行调整人民币中间价形成机制，令人民币汇率定价更加市场化，从而使交易更加连续；10月23日，央行宣布降低存贷款利率的同时宣布取消存贷款利率限制，利率市场化迈出关键的一步；12月11日，中国外汇交易中心发布了基于国际清算银行（BIS）和国际货币基金组织（IMF）货币篮子计算的人民币汇率指数，被市场理解为决策者更加强调对一篮子货币汇率的稳定。

投资领域的市场化也拉开大幕：12月9日，国务院常务会议通过的证券法调整草案中明确，在决定施行之日起两年内，对股票公开发行实行注册制。12月14日中央经济工作会议提出将推进通进破产清算，实现市场化出清信用风险。

接踵而来的改革措施已经对国内市场环境产生影响。人民币汇率单边升值的预期不复存在，潜在的新利率基准开始引导债券市场的定价。2015年开始的这一系列重大改革，势必对国内金融市场产生重大和深远的影响，国内投资者亟需“适应”。

2015年初市场的普遍共识为维持汇率稳定将是目前最重要的政策目标。然而，下半年开始的新一轮人民币汇率改革大大超出市场的预期。汇率开始浮动后，对于货币的信心需要建立在更加稳定的物价、金融市场和财政的基础之上，这也对政府的宏观管理提出了更高的要求。

基于这种情况，我们认为，2016年，维持汇率的基本稳定仍是政策的重中之重。然而，经济结构在稳健中转型又要求政策保持一定的刺激力度。所以我们认为政府会主要依赖于积极的财政政策。物价有可能在较长时间内维持低位，但2016年年底，全球商品价格可能出现触底反弹，并推升通胀，这会减少货币政策进一步宽松的空间。A股在今年6月份出现的剧烈波动，并最终使得央行入市干预，这也是汇率下行压力的重要来源。可以预见，2016年政府对于金融稳定的重视程度会大幅增加。

对于投资者而言，维持汇率稳定，意味着货币政策大幅宽松的概率降低，资本市场继续受益于货币政策大幅宽松的期望有可能落空。市场的基本面以及收入（利息、股息、租金）会变得更加重要。而在失去了宽松货币政策预期的支撑后，资本市场在遇到风险事件（如汇率异常波动，信用事件等）时的波动率将会提高。投资者需要提高风险意识和风险识别能力，并适应稳健温和的回报率。

专题

中国迈向变革之路

| Arun Kelshiker, CFA |

中国近期的改革究竟进度理想抑或未如人意？

我们于2015年的其中一项主题是新兴市场须推动改革。一如所料，中国在此方面是最为积极进取的国家之一。

回顾过去，中国于2013年10月召开的大型「三中全会」标志着制订改革纲领的里程碑。会议确立的计划主要勾勒出政府于经济迈向市场主导模式时扮演的新角色，同时就国有企业改革、财政改革、城乡综合发展、土地改革及全面反贪措施等制订纲领。

我们将于下文说明为配合改革纲领而采取的最新行动及投资者于2016年应注意的事项。

• 政府于国内采取中庸之道

决策当局正尝试于实施改革、避免过度举债及采取干预政策之间寻求中庸之道，以确保经济放慢而非受压。为放宽对利率市场的监管，中国人民银行（人行）去年宣布废除存款利率上限，旨在鼓励零售投资者向银行存款，而非依赖风险较高的财富管理产品来赚取回报，同时亦向银行业提供流动资金以支持经济扩张。政府亦透过去年六度减息，为经济扩张提供助力。

• 为刺激财政措施奠定基础

我们亦见政府于3月推行总值可达6,250亿美元的地方债置换计划。该计划主要旨在处理日益严重的影子银行不受监管问题及地方政府债台高筑的系统性风险。与此同时，倘若当局认为须支持增长及改善国内的基础建设，该计划亦可作为财务扩张的前奏。

• 对海外的影响与日俱增

丝绸之路闻名遐迩，于两千年前已作为贸易枢纽连系东西方的商人。中国政府计划就新「一带一路」项目投资超过2,000亿美元，用作兴建道路、铁路、油气输送管道及港口等，这是扩大中国经济对全球影响力的良机，而俄罗斯、匈牙利、伊朗及巴基斯坦已参与其中。

• 提供财政支持

我们亦喜见亚洲基础设施投资银行的成立。该行由中国于2013年倡议创办，于2015年成立时拥有56个创始成员国，令人瞩目的是美国、日本及加拿大均不在其中。该行提供国际货币基金组织及世界银行以外的选择，并专注支持兴建亚太区的基础设施。

• 鼓励外商参与股票市场

当局有意鼓励更多外国投资者参与中国境内外金融市场的立场一直相当清晰，但当中最明显者则为对股票市场的重视。为提高中国于全球大型基准指数中所占的比重，政府看来正致力配合有关主要要求。不过，尽管于境外市场渐见成果，境内市场方面仍旧挑战重重。

• 增加于新兴市场指数中所占的比重

MSCI（摩根士丹利资本国际）于11月宣布将中国的美国预托证券(ADR)纳入MSCI中国指数。美国预托证券是在美国的证券交易所买卖的公司证券。由于机构投资者密切监察MSCI指数，我们预期将有大量资金流向中国的美国预托证券，估计于2016年5月前将达约70亿美元。由于不少互联网公司均明显受惠其中，中国科技业无疑会成为有关转变的最大赢家。

• 外国资金流入境内将面临挑战

于2014年底开通的沪港股票市场交易互联互通机制（沪港通）表现未如理想，而其他「股票直通」计划已延迟推行。此外，MSCI对上海上市的中国A股的额度、流动性及拥有权问题表达忧虑，未有如市场所热切期待般将中国A股纳入MSCI指数。倘股份获纳入，可有最高达500亿美元的资金流入中国A股。目前，将股份纳入指数乃迟早之事，而非会否纳入的问题。

• 人民币赢得国际地位

中国政府制订美元兑人民币汇率的政策一直备受质疑，不过，今年中国将人民币发展成全球性货币的道路上取得长足进展。人民币于8月突然贬值，导致货币波动加剧，并促使中国政府采取大量干预措施控制有关贬值情况。

于11月，国际货币基金组织正式宣布将中国的人民币纳入特别提款权货币篮子，作为储备货币。该项决定偏向象征性质，对交易带来的实时裨益有限，但仍标志着中国致力将人民币发展成为国际性货币的重要里程碑。

专题

中国迈向变革之路

| Arun Kelshiker, CFA |

• 地缘政治因素对改革构成挑战

近年，地区性地缘政治风险加剧。美国锐意维持其全球霸主地位，已启动「重返」亚洲的策略，由美国率领的「跨太平洋伙伴关系」力图支持及发展与亚洲的经济及政治关系。与此同时，在中国扩大全球影响力的雄心壮志下，南海主权争议导致中日关系紧张。中国凭借丝绸之路项目等跨国计划与所覆盖地区建立联系，并展示军事力量，不过该计划于未来数年的发展如何仍属未知之数。

• 中国的长期状况

于过去30年间，中国每年增长率平均约为10%，与日本自1960年代起经历的30年增长吻合。随着劳工、资本及生产力放缓，中国的增长现已开始下降。然而，中国于世界舞台上的重要性已显著提升。1989年，中国占全球国内生产总值（按购买力平价计算）的4.1%，而于2014年则占16.3%，显示对全球增长的贡献有所上升。同时，中国的人均国内生产总值远低于日本，因此仍有庞大空间可急起直追。

• 留意更多改革措施

我们预期中国将于2016年及2017年加快落实主要改革，焦点可能会转移至财政及税务改革、重组国有企业、更多资本市场改革及为支持绿色营商策略而推行的环保措施。虽然中国的增长或会逊于过去数年，但我们预期政府将引导经济从增长迅速的投资主导模式，转型为增长较慢但可持续发展的消费主导模式，以避免硬着陆。

总括而言，值得注意的是中国当局正按本身节奏开放金融市场及参与全球经济，而非学习金融市场及其他国际参与者的样式。目前，中国的政治及经济决策均对全球其他国家构成影响，正如国际货币基金组织最近决定将人民币纳入特别提款权货币篮子一事所反映，中国对全球的影响力正与日俱增。

一带一路



2016年一致预测

2016年一致预测				
实质国内生产总值（按年%）	2015年预期	我们的看法	2016年预期	我们的看法
美国	2.5	→	2.5	→
欧元区	1.5	→	1.7	↗
日本	0.6	→	1.1	→
中国	6.9	→	6.5	→

通胀率（按年%）	2015年预期	我们的看法	2016年预期	我们的看法
美国	0.2	→	1.8	↘
欧元区	0.1	→	1.1	→
日本	0.8	→	0.9	→
中国	1.5	→	2	↘

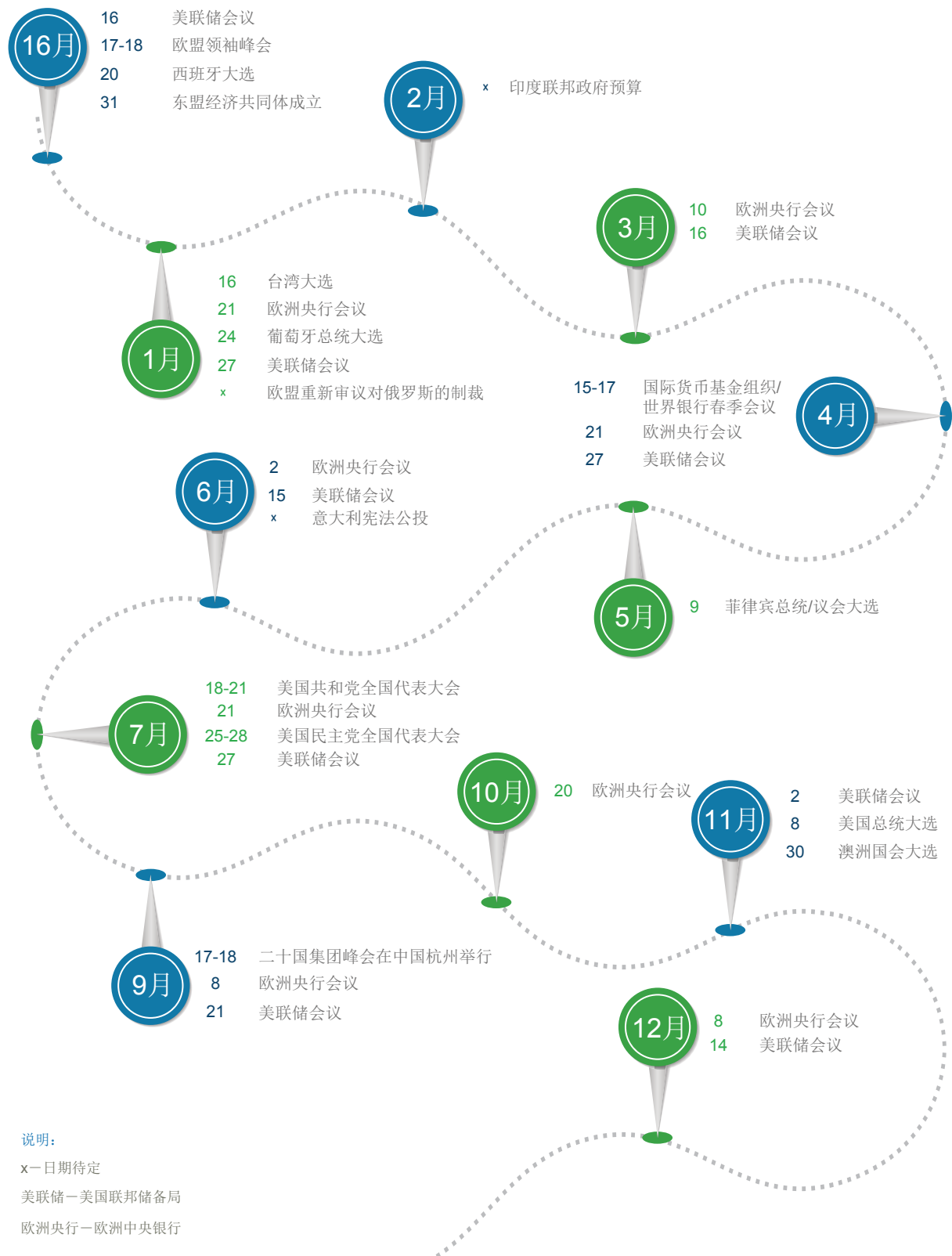
政策利率（%）	2016年上半年	我们的看法	2016年下半年	我们的看法
美国	0.85	→	1.25	↘
欧元区	0.05	→	0.05	↘
日本	0.1	→	0.1	→
中国	4.05	→	4.05	↘

外汇	2016年上半年	我们的看法	2016年下半年	我们的看法
欧元 / 美元	1.05	↘	1.05	↘
英镑 / 美元	1.51	→	1.52	↗
美元 / 瑞士法郎	1.1	→	1.11	→
澳元 / 美元	0.68	→	0.69	→
新西兰元 / 美元	0.62	→	0.62	→
美元 / 加元	1.35	→	1.34	↘
美元 / 日圆	125	→	126	→
美元 / 人民币	6.5	→	6.6	→
美元 / 新加坡元	1.42	↗	1.42	→
美元 / 韩元	1,210	↗	1,216	→
美元 / 新台币	33.5	↗	33.6	→
美元 / 印度卢比	67	→	67	↘
美元 / 印度尼西亚盾	14,475	→	14,750	↘
美元 / 缅甸元	4.25	↗	4.3	↘
美元 / 泰铢	37	→	37	→
美元 / 菲律宾披索	47.8	↗	48.1	↗

资料来源：彭博、渣打

说明：→ 无强烈看法 ↗ 中度偏高的看法 ↘ 中度偏低的看法

2016年重要事件



免责声明

本文件并非研究材料，内容没有按旨在促进投资研究的独立性的法律要求拟备，且不受投资研究发布前禁止交易的约束。本文件不代表渣打银行的任何部门，特别是环球研究部门的观点。

渣打银行是根据《1853年皇家特许令》（参考编号 ZC18）在英格兰注册成立的有限责任公司，主要办事处位于英国伦敦 Basinghall 大街 1 号（EC2V 5DD）。渣打银行获审慎监管局（Prudential Regulation Authority）认可，并受金融市场行为监管局（Financial Conduct Authority）和审慎监管局所规管。

英国：渣打银行（以渣打私人银行之名营业）根据南非的《2002年金融顾问和中介机构服务法》（South African Financial Advisory and Intermediary Services Act, 2002）是获认可的金融服务提供商（牌照号码45747）。

在杜拜国际金融中心（DIFC），夹附材料由渣打银行DIFC（Standard Chartered Bank DIFC）代表产品和/或发行人分发。渣打银行 DIFC 由杜拜金融服务局（DFSA）规管，并获认可向符合杜拜金融服务局的规则下专业客户合格准则的人士提供金融产品及服务，但杜拜国际金融中心或其他司法管辖区内零售客户一般可享受的保障及赔偿权利不会提供给杜拜国际金融中心内的专业客户。

渣打银行各分行、子公司及关联企业（统称「渣打银行」）可根据当地监管要求，在全球开展银行业务。就渣打银行实体所处的司法管辖区而言，本文件由该当地渣打银行实体在该司法管辖区分发，并归属该当地渣打银行实体。任何司法管辖区的收件人均应就本文件所引发或与本文件有关的任何事宜，联络当地渣打银行实体，并非全部产品及服务均由所有渣打银行实体提供。

本文件仅供一般参考，并不构成针对任何证券或其他金融工具订立任何交易或采纳任何对冲、交易或投资策略的要约、推荐或招揽行为。本文件只作一般评估，并未考虑任何特定人士或类别人士的具体投资目标、财务状况或特定需求等，亦非专为任何特定人士或类别人士拟备。

意见、预测和估计仅为渣打银行发表本文件时的意见、预测和估计，渣打银行可修改而毋须另行通知。过往表现并非未来绩效的指标，渣打银行并无对未来表现作出任何陈述或保证。本文件对利率或价格的未来可能移动或未来可能发生的事件或事故的任何预测仅为参考意见，并不代表利率或价格的未来实际移动或未来实际发生的事件或事故（视属何情况而定）的指标。

本文件没有也不会任何司法管辖区注册为发售章程，且未经任何监管当局根据任何法规获认可。

渣打银行不对（包括但不限于）本文件的准确性或本文件所载或提述的任何数据的完整性，作出任何种类的明示、暗示、法定的陈述或保证。

本文件的分发是基于以下明确理解：虽然本文件所载数据相信是可靠的，但却未经我们独立核实。渣打银行概不负责，亦不会承担阁下因使用本文件而直接或间接产生的任何损失或损害（包括特殊、附带或相应的损失或损害），不论该等损失或损害如何产生，包括因本文件、其内容或相关服务的任何（但不限于）缺陷、错误、瑕疵、误差、出错或不准确，或因不能获到本文件或其任何部分或任何内容所产生的损失、损害或支出。

渣打银行及/或有连系公司可于任何时间，在适用法律及/或法规允许的范围内，买卖本文件所提述的任何证券、货币或金融工具，或在任何该等证券或相关投资中有重大利益，或可能是该等投资的唯一庄家，或向该等投资的发行人提供或已提供意见、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其关联企业及/或子公司可能有利益冲突，从而可能影响本文件的客观性。在未经渣打银行明确的书面同意前，本文件不得转发或以其他方式提供予任何其他人士。

版权声明：2015年渣打银行。本文件包含的所有材料、文本、文章和数据的版权均均为渣打银行的财产，经渣打银行的获授权签署人允许后方可复制。渣打银行特此认可，第三方产生的资料的版权及有关方面的版权下的权利。其他不属于第三方的所有其他材料的版权及汇编这些材料的版权归属并时刻属于渣打银行。有关材料不得复制或使用时，但代表渣打银行用作业务用途或事先取得渣打银行的获授权签署人明确的书面同意则除外。版权所有©2015年渣打银行。

本文件并非研究报告，亦非由研究部门编制。