

2015年展望

W.I.D.E.N.

拓展投资纬度，探索财富新域



目录

- 01 2015年策略并介绍W.I.D.E.N.主题
- 02 宏观概况 — 政策分歧的一年
- 03 债券 — 美联储主导走势
- 04 股票 — 表现领先, 但波动性增加
- 05 外汇 — 分歧主导
- 06 中国 — 尾段风险下降, 投资机会凸现
- 08 特别焦点: 多元化资产收益 — 我们的路向不变…
- 09 市场预测
- 10 2015年重要事件
- 11 免责声明



Clive McDonnell*
股票投资策略集团主管



Manpreet Gill*
固定收益投资策略集团主管



吴诗洁, CFA
投资策略师



赵铭荣, CFA
投资策略师



Tariq Ali, CFA
投资策略师

团队



Alexis Calla*
投资咨询, 策略及产品集团总监
集团投资委员会主席



郑毓栋
中国投资策略及咨询总监



Steve Brice*
集团首席投资策略师



王昕杰
中国投资策略总监



Aditya Monappa, CFA*
资产配置及投资组合集团主管



祝捷, CFA
中国投资策略师

2015 年策略并介绍 W.I.D.E.N.主题

| Steve Brice |

2015 年是拓展投资纬度，探索财富新城的一年

继 2014 年的「渣实进取，灵活应对」(A.G.I.L.E.)主题取得美满成果后，我们再接再厉，提出新一年的展望 2015 拓展投资纬度，探索财富新城。

在当前环境下，经济增长适度加快，通胀温和，加上货币政策仍具刺激性，我们相信同时有利于环球股票以及分散的收益资产配置。然而，我们预计与此同时市场波动会增加，因为美联储将会自 2006 年以来首度加息。因此，我们认为投资者若能开阔眼界，兼顾较为非传统的投资工具，应可从中得益。

W 美国经济增长加速，将带动全球经济持续扩张

World economy to keep expanding, led by an accelerating US

持续超配风险资产，尤其是发达市场股票

I 通胀保持低位

Inflation to remain low

保留多元收益配置

D 分歧的货币政策将创造许多的投资机会

Divergent monetary policies to create multiple investment opportunities

须因应美元走强而作部署

要保持警觉，留心是否有本地机会

E 美国零利率政策的结束将造成许多资产类别的短期波动

End of US zero interest rates to create short-term volatility in many asset classes

为波动加剧作好准备，伺机从中得益

N 改革将是新兴市场的关键

Need for reform key to Emerging Market returns

目前保持小心选择的立场

W. 美国经济增长加速，将带动全球经济持续扩张。

2015 年全球增长可能轻微加快。美国增长加快速度应该是最有把握，不过欧洲及日本实行宽松货币政策，增长亦可望稍为加快。新兴市场增长可能会放缓，原因是中国增长减弱，商品价格下跌。

I. 通胀保持低位。在低通胀、低债息的环境下，不论是着眼于收益抑或总回报的投资者，都可以采取分散方式进行收益投资。我们对高息股票的部署是大比重超配，同

时增加配置于较为非传统、非核心的收益投资，如备兑认购期权、可换股债券、房产信托、优先股等。债券方面，我们聚焦于亚洲两个本地货币市场（中国及印度），目的是相比较传统的美元固定收益投资工具获取更多收益。

D. 分歧的货币政策将创造许多的投资机会。美联储预计自 2006 年以来首度加息，而日本中央银行、欧洲中央银行及中国人民银行则会维持宽松的政策设置。在此情况下美元应会走强，造就本地投资机会。

E. 美国零利率政策的结束将造成许多资产类别的短期波动。虽然我们预期环球股票表现会领先于债券，但美国加息周期展开会衍生短线波动加剧的风险，时间上或许是临近夏季月份。投资者对此应作好心理准备（即对本身投资组合所固有的风险水平应心里有数）。波动加剧期间也可趁机提高股票的配置比重，并透过沽出认沽期权或备兑认购期权来从股市波幅中获利。

N. 改革将是新兴市场的关键。改革是福是祸，不尽是一目了然的，所以我们认为投资者应小心选择。关键在于投资者可以多快感受到增长加快。就印度而言，市场反应热烈，因为这个国家看来正步向增长加快而通胀下降的良性循环。至于中国，改革被视为长期与短期增长的取舍，结果应是取长舍短。然而，2015 年实际上可能出现市场认为中国硬着陆风险减退而对其改观的一年。此外还须注意巴西及印度尼西亚的新领导层，看其是否能履行改革承诺。

步入 2015 年的关键投资主题

环球股票	<ul style="list-style-type: none"> 全球分散股票
多元收益	<ul style="list-style-type: none"> 高息股票 债券 非核心收益
另类投资	<ul style="list-style-type: none"> 股票好/淡仓策略 系统性及自主宏观策略

数据来源：渣打银行

宏观概况—政策分歧的一年

| Steve Brice |

发达市场加快增长

美国 2015 年可能达致「充分就业」（即失业率仅 5.5%），而经济增长亦会在消费带动下加快至 3% 左右。1999 年以来最快速的就业创造步伐促进了消费，而消费反过来又推动了商业投资。若油价跌势持续，增长还有可能进一步加快。

欧洲增长应会连续第二年加快（与 2014 年相比是 1.6% 与 1.3% 之分别），尤其是英国，据预测可以有 2.6% 的增长领先全区。日本看来亦有条件从衰退中复苏，因为执政联盟在 12 月大选大胜，让首相安倍晋三可放手推进其通货复胀经济政策（即所谓安倍经济学）。

通胀应会保持温和

美国通胀大概会保持温和，原因是全球各地产能过剩，美元上升，油价下跌，令美联储得以由 2015 年夏季开始缓步调升利率。

欧元区可望避过通缩，而日本通胀看来应可升近央行定下的 2% 目标。中国方面，由于重点行业产能过剩，通胀可能会保持低落。

流动性保持充沛

美国就业市场及工资增长转强，势将触发美联储自 2006 年以来首度加息。然而，在低通胀下，决策当局应可把利率维持在低水平。欧洲中央银行为了化解通缩压力，破天荒购买政府债券看来事在必行，而日本亦势将继续大举购买资产。

日本政府养老基金亦计划把投资组合内的日股比重提高一倍。

新兴市场继续推行改革

中国的增长率可能会略微放缓至 7%，因为政府锐意推行改革，令经济体减少对投资的依靠，而较多倚重消费。印度是新兴市场中前景最可看好的一国，因为新政府施政有利于工商业，致力于基础设施建设以及吸引外来直接投资。

印度尼西亚及巴西的新政府亦可能会推行改革。至于备受西方制裁打击的俄罗斯，在新兴市场中可说是最弱一环，因为倘若油价进一步下跌，所受打击将会更深。

关键风险

- 地缘政治上的不确定因素影响乌克兰/俄罗斯、伊拉克及叙利亚、东北亚。
- 来届的欧洲各地选举若由极右或极左政党得势，可能会形成不确定因素
- 欧洲存在通缩风险，若欧洲央行的增购资产计划得不到支持，风险就会上升。
- 油价下跌可能损及主要石油出口国，如俄罗斯、委内瑞拉、伊朗、尼日利亚、加纳。
- 美联储过早加息可能会导致经济下滑。
- 中国经济硬着陆始终是个风险，不过现在看来可能性比一年前更低。
- 全球借贷成本偏低可能助长过度风险承担，导致资产泡沫出现。

图1: 发达市场增长加快，中国则进一步放缓

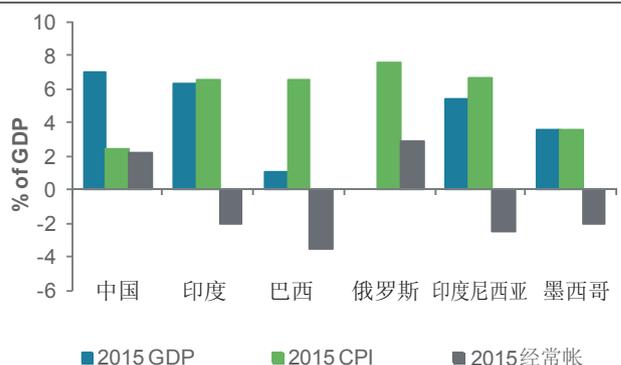
2013 年 GDP 增长与一致预测的 2014-2015 年增长



数据来源：彭博终端、渣打银行

图2: 中国、印度仍是新兴市场增长的领先者

主要新兴市场 2015 年 GDP 增长、通胀及经常帐收支结余的市场估计（对 GDP 百分比）



数据来源：彭博终端、渣打银行

债券—美联储主导走势

| Manpreet Gill |

债券维持低配

我们对债券维持低配，并预期债券 2015 年的表现会落后于股票，主要是因为 G3 政府债券收益率过低，可能令回报受到局限。此外，由于美联储正准备自 2006 年以来首度加息，资本亏损风险亦颇高。

我们将新兴市场投资级主权债券的评级上调至超配。此等债券的吸引力在于其相对价值、源于商品价格变动的风险较低，以及信贷质量提高。虽然新兴市场债券高度的利率敏感性是个风险，但我们相信随着相对于美国国库债券的收益率溢价降低，这个风险应有所缓和。

看好印度卢比及人民币债券

在亚洲本地货币市场中，我们看好境内、离岸人民币及印度卢比债券。与整个本地货币债券市场相比，此范畴内稳健的投资级债券收益率较高（约 4-8%）而且风险较低。中国已开始减息，印度亦有可能在 2015 年减息。市场收益率较低，意味着此等债券的资本收益可补充总回报率有余，达到高于当前收益率的水平。我们亦预期两国货币可保持稳定，所以债券投资的下行空间有限。

我们对发达市场与亚洲的公司债配置都是超配，但明白所得回报可能只限于收益率。在公司债券当中，我们对此二地区的投资级与高收益信贷是一视同仁。杠杆贷款可能会继续提供平平无奇但不失稳定的回报。

以不设范围的方式投资于债券，既可灵活地掌握固定收益中吸引的方面，又可管控风险。我们认为在一个多元债券范畴内，机会存在于以下的资产类别：(a) 新兴市场投资级主权债券；(b) 发达市场及亚洲的公司债券；(c) 人民币及印度卢比

本地货币债券。

图4:美联储的核心观点与市场利率预期的差距仍然颇大
FOMC 委员的平均利率预期与根据联邦基金期货推算的现时市场预期

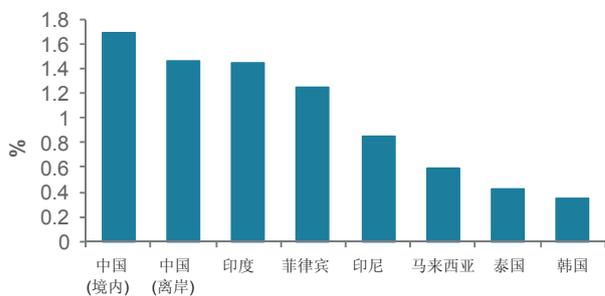


* 相对的资产类别预期

数据来源: 彭博终端、渣打银行

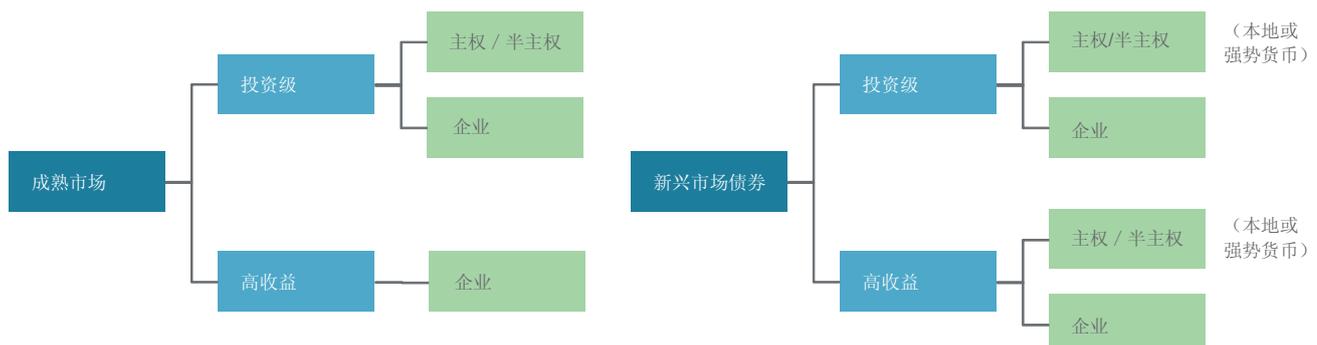
图5:境内、离岸人民币及印度卢比债券以货币波动性而论可提供最佳收益

2年期政府债券收益率除以1年期历史汇价波幅率



数据来源: 彭博终端、渣打银行

图3:我们对全球债券范畴的观点示意图



数据来源: 渣打银行

股票—表现领先，但波动性增加

| Clive McDonnell | Audrey Goh |

股票表现领先于债券

我们预期环球股票在 2015 年将连续第三年表现领先于债券。美联储预计会加息，可能不利于债券。此外，回顾美联储过去三次加息周期的市场走势，在开始加息前的六个月，环球股票平均回报为 6%，其后六个月则有 8%。同期的债券回报则较低。

我们预期发达市场表现领先于新兴市场

增长加快，油价下跌，将会是主导 2015 年股市走势的最大因素。我们预期发达市场的表现会领先于新兴市场。美国、欧洲、日本是我们在 2015 年的首选。

我们维持对**美国超配**。我们抱**超配**观点，是基于：(1) 油价下跌可能推高美国消费；(2) 就业情况持续改善可推高消费；(3) 美元走强可发挥抑制通胀作用，不过我们认同这一点可能有碍盈利；(4) 现时估值不如以往的周期那么高。

我们维持对**欧洲超配**，是基于：(1) 欧洲公司的收入大部分来自欧洲以外，所以国际增长趋势较为重要；(2) 欧元走弱应会刺激公司盈利增长；(3) 银行贷款领先指针显示贷款回升，应有助支持投资回升。展望 2015 年，欧洲中央银行很有可能坚守「尽其所能」的承诺。若央行坚持实行量化宽松，根据美国及日本过往的趋势，对股市应会有非常利好的效果。

我们最近将对**日本**的配置在有货币对冲的基础上提高至**超配**，是基于以下因素：(1) 日圆走弱应可同时推高 GDP 及盈利增长；(2) 流向国内股市的资金预计会增加，因为政府养老投资基金

及民间都提高了股票持有量，相应地低配债券；(3) 日本央行增购资产，现已包括股票及房产信托，市场流动性因而增加。

亚洲（日本除外）低配，但可望有正数回报

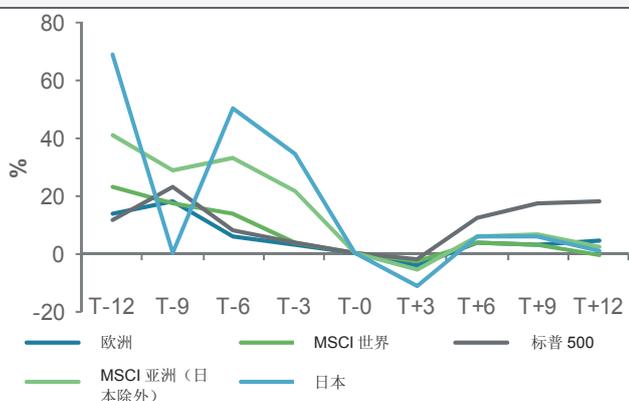
我们对**亚洲（日本除外）低配**，唯特别指出印度股市来年年有表现领先的潜力。亚洲（日本除外）在美联储加息前大概会有正数回报，但其后月份的回报却可能是负数。全年计算，我们预期全区的回报仍是正数，但不会太高。我们的观点是基于 (1) 根据对 1994 年以来历次美国加息周期的分析，在美联储开始加息后的 12 个月，该地区的表现往往会落后于发达市场平均 5 个百分点；(2) 过往美元走强期间，投资组合资金总会从亚洲（日本除外）外流；(3) 中国经济持续放缓，可能令该地区受压。

在其他亚洲经济体中，我们对**中国、台湾、泰国**的评级为**超配**，对**香港、新加坡、马来西亚**则为**低配**。我们对**韩国、印度尼西亚、菲律宾**抱**标配**观点。

高信心板块—环球科技

以板块而论，我们看好**环球科技**。科技是 2014 年表现最佳的板块之一，上升了 16%，我们对于其来年走势继续看好。我们的观点主要是基于：(1) 这个行业的寡头垄断结构以及资本纪律增强，应有利于 2015 年的半导体定价；(2) 撇除智能手机及平板电脑不计，市场研究公司 IDC 预期 2015 年的科技总支出会上升 2.4%，2016 年上升 3.2%，以信息科技、储存及软件为主；(3) 科技公司现金生产能力甚强，有利于增加回购股份以及提高股息。

图6:近三次加息周期的趋势显示加息后六个月有正数回报
美国加息前/后 12 个月的股票市场回报



数据来源: 彭博终端、渣打银行

外汇— 分歧主导

| Steve Brice |

美元 2015 年走强

我们看好美元。这个观点主要是基于货币政策分歧。然而，美元强势可能不如 2014 年之甚（美元自 2005 年以来表现最好的一年）。

我们认为利率差距可能会进一步扩阔，因为在美联储展开加息周期的同时，其他主要中央银行如欧洲央行、日本央行等却继续放宽政策。因此，美元强势最明显是兑欧元及日圆。

我们预期 2 年期国库债券收益率会上升 75-100 基点，令美元在 2015 年将会产生约处于单位数中间的回报。美元兑商品货币升幅可能不会太大（澳元、纽元、加元），兑亚洲（日本除外）货币亦然。

看淡欧元及日圆

在经济及货币政策分歧下，我们预期欧元及日圆兑美元会进一步走弱。

我们对欧元看淡。欧洲央行实施进一步的货币政策放宽措施，加上欧元区与美国的经济状况分歧，可能会令欧元弱势百上加斤。

我们亦对日圆看淡，因为日本央行大举实行放宽措施，而政府养老投资基金因决定增购海外资产而须沽出日圆，都可能会令日圆走势更弱。日本央行大规模购买资产，应会令内部流动性扩张，利率维持在历来最低水平附近，并增强日圆作为融资货币的地位，尤其是正当美国利率开始上升之际。

我们对澳元中度看淡，并预期在澳洲商品价格低落以及增长前景灰暗的情况下，汇价会有不太大的跌幅。我们相信澳洲储备银行会继续倾向让澳元走弱，直至商品价格显著反弹为止。

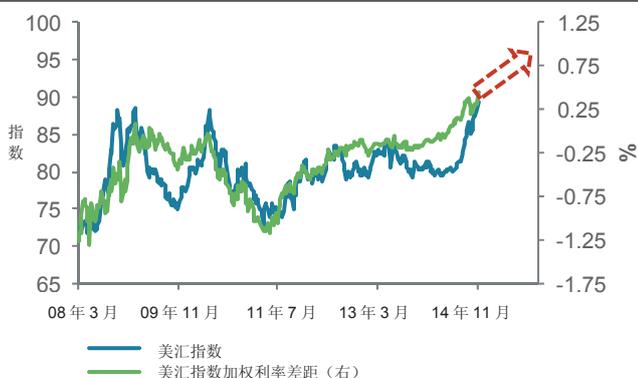
我们对亚洲（日本除外）货币整体抱审慎态度，但认为人民币、印度卢比、新加坡元有潜在机会，不受美元的广泛强势影响。我们对人民币的取态是标配，因为我们相信中国当局在 2015 年会把人民币固定汇率保持稳定。我们认为任何令人民币走弱的举措都是不智的。

我们对纽元中度看淡。我们预期纽元会有不太大的跌幅，原因是乳品价格低落，而且加息周期长时间停顿。然而，我们相信乳品价格的弱势已大致呈现。随着中国存量进一步消耗，乳品价格的下行风险看来有限。

我们对印度卢比抱中性态度。好淡因素相抵下，印度卢比可能会大致保持稳定，即使走弱亦会有限。经常帐赤字随油价下跌而大减、投资组合资金大量涌入、国内改革情绪乐观、国内利率高企等，都是利好因素。另外，印度外汇储备状况相对于进口及短期承诺而言已大有改善。利淡因素方面，新兴市场货币被大手抛售、改革进程延误、财政赤字升高等都会构成潜在挑战。

图7: 美元强势紧随与其他货币的利率差距走势

美国 2 年期利率差距* 与美汇指数

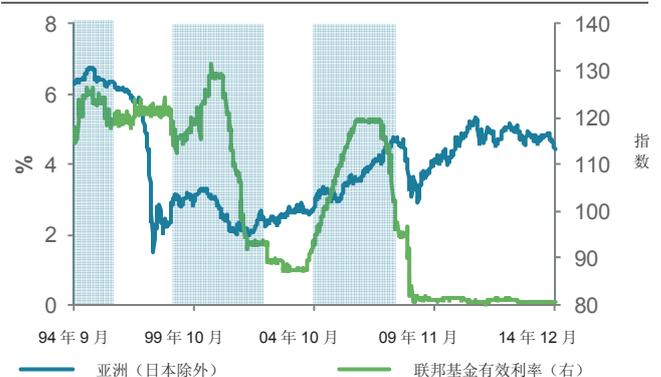


数据来源：彭博终端、渣打银行

* 利用美汇指数权重

图8: 随着美联储加息之期渐近，亚洲（日本除外）货币普遍走强

亚元指数与联邦基金有效利率



数据来源：彭博终端、渣打银行

中国 – 尾段风险下降, 投资机会凸现

Steve Brice

宏观: 中国推行改革

预期中国依然会聚焦在向消费主导型的经济改革转型, 经济增速放缓。预期增速将会从 2014 年预测的 7.4% 下降到 7% 左右。美国和欧洲更快速的增长应该有助于维持出口, 同时政策制定者保持对产能过剩的国内信贷的严格控制。

预期经济优先行业会有更加明确的定向宽松政策, 比如交通运输、医疗保健和中西部欠发达地区的农村住房。中国政府也可能通过广泛的利率削减来介入, 但仅仅是为了管理经济增速放缓的脚步, 而不是为了刺激通货膨胀。

通胀率目前处于 4 年来的低点, 可能会继续保持温和, 这是由于主要工业部门在消耗过剩产能。这会政策制定者充足的空间在增长和就业剧烈下滑时提供临时刺激。

图9: 中国的贸易顺差仍然非常强劲

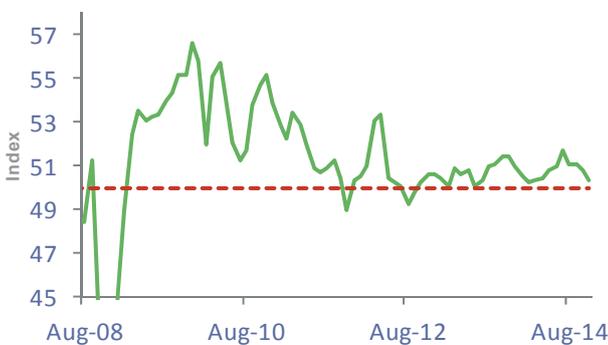
贸易差额



数据来源: 彭博终端, 渣打银行

图10: 制造业采购经理人指数仍处于扩张区

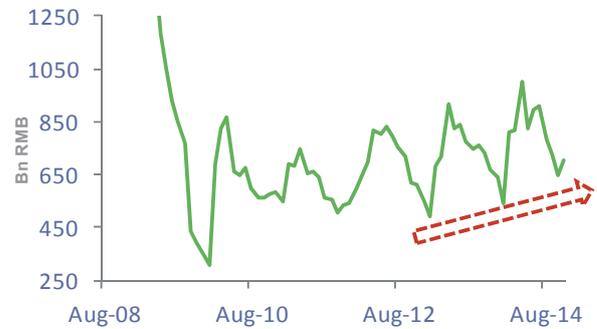
中国制造业 PMI



数据来源: 彭博终端, 渣打银行

图11: 新增贷款大致向上的趋势

新增人民币贷款 (3 个月移动平均)



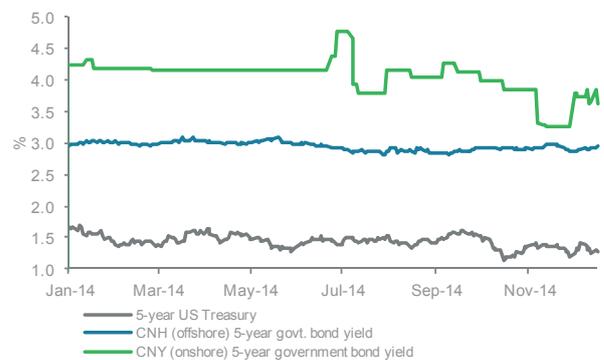
数据来源: 彭博终端, 渣打银行

人民币债券: 国际间具有竞争力

人民币债券我们在全球债券当中最佳选择之一。4-6% (投资级别) 的收益率以及进一步削减利率的前景意味着本地货币收益 2015 年可能会在 5% 左右。我们相信对于中国投资者来说, 相比美元债券, 人民币债券更具有吸引力。因为本地投资者不必因为投资了美元债券而担忧人民币相对美元会走强。

我们偏好短久期和高信用质量的债券。理论上关于本地利率的观点意味着我们会偏好长久期的债券, 因为下降的收益率对回报在收益率曲线的长端影响更大。但是该前景受到了我们对于宏观经济环境可能会引致违约增加和企业压力担忧的抑制。我们的第一道防线聚焦在更高质量的发行人上。但是我们也推荐短期债券, 因为我们相信它们不容易受到违约的影响, 并且相比 10 年债券, 投资者会更容易去持有 2 年的期限的债券。

图12: 收益率: 中国五年期离岸与在岸债券 vs 美国国债



数据来源: 彭博终端, 渣打银行

中国 – 尾段风险下降,投资机会凸现

| Steve Brice |

中国股票: 升级到超配

增长放缓, 但是尾部风险下降。虽然预期 2015 年经济增长会放缓, 但我们相信政府实施的改革实质上已经减少了重大违约导致的硬着陆风险, 无论是来自当地政府投资工具还是在银行理财产品领域。我们认为, 这给中国股票降低风险溢价提供保证。

央行政策阻力减少。我们相信 2014 年末的利率下降不是通胀的信号, 而是致力于限制不良贷款的增加并且逐步放开利率市场的管制。如果政府真的想刺激经济活动, 增加银行贷款额度或者削减存款准备金率 (RRR) 可能会更加有效。不过利率下降对于股市的影响不是负面的。

公司盈利: 企业盈利将得到“低能源价格、宽松的货币条件和国内收益率水平下行”的支持。第三季度盈利显示增长 (第三季度年同比增长达到 9.7%), 虽然不同行业间差异很大。周期性行业疲软, 比如能源; 但通讯、医药、可选消费品、工业和公共事业板块显示出增长和动力提升。

展望未来, 由于中国经济增长放缓, 市场预期盈利增长为 7%。更低的能源价格和国内利率有利于为公司盈利复苏提供支撑。但是尚有很多不确定性。虽然政府在改革上的关注长期来看毫无疑问是积极的, 短期影响则难以确定。即使中国经济增长和企业盈利增长放缓, 我们相信这不会严重影响到股市。

估值折价情况可能会改善。中国股票已经有一段时间价格低廉, 但是过去的 3-4 年说明了廉价并不意味着短期内就会涨价。尤其是考虑到廉价集中在银行这一个板块。但是有理由认为 2015 年估值会上升。第一, 沪港通可能会促进资金流入境内市场。第二, 我们看到投资者整体上增加了在中国股市的资产配置。第三, 我们认为预测的尾部风险正在消失, 这给估值折价改善提供保证。由此, 我们把地区间和本地的中国股票都提升到超配评级。

美元/人民币: 人民币强势

近期人民币的疲软可能是短期的。由于投资者对于潜在可能的资本外逃的担忧加剧, 人民币近期走软。但是当局推升人民币中间价固定汇率, 利用人民币疲软的决策加强了我们认为近期人民币疲软可能只是暂时性的观点。

长期来看, 我们预期人民币汇率会稳中轻度走强。我们相信中国政府将会在 2015 年保持货币的汇率稳定。我们认为削弱人民币的任何动作的效果都会适得其反, 原因有三。第一, 削弱货币支持出口的收益有限, 因为这些保持弹性。第二, 贬值可能会导致中国贸易竞争对手竞相贬值, 从而潜在收益消失。第三, 贬值会削弱中国对全面改革进程的信心。

图13: 人民币与离岸人民币相对美元汇率 vs 人民币中间价与波动区间



数据来源: 彭博终端, 渣打银行

特别焦点：多元化资产收益—我们的路向不变...

| Aditya Monappa |

多元收益投资法仍然可取

宽松的货币政策以及低息环境有利于在 2015 年进行收益投资。虽然美国方面的讨论焦点已转移到美联储何时开始加息之上，但当前息口毕竟仍然甚低。欧洲及日本的政策保持高度宽松（欧洲有可能再放宽），巩固了全球低息环境。

低债息下应采取更为分散的收益投资法。传统上，着眼于创造收入的投资者主要会集中于债券投资。然而，由于当前债券收益率实在太低，创收机会之有限历来罕见。以 10 年期美国国债为例，目前的收益率仅高于 2%，远低于 2000 至 2010 年间的平均 4.3% 以上。即使收益率回报恢复到较为「正常」的水平，亦难免会令债券价值受损（收益率上升，债券价格便下降）。因此，投资者理应分散投资组合，从而在今日所需收益、明日所需收益与保障投资组合价值之间取得平衡。

适合收益投资者的资产类别有三大类—债券、股票、非核心资产。我们相信，三者对于创造可持续的收入都有其重要性。不同的收益资产可创造不同类型的收益，承担的风险度亦各异（见图 9）：

- **保守型收益：**较低息的资产，对于管控投资者的风险特性有重要作用。
- **维持型收益：**较高息，是大部分投资收益的来源。当中包括某些能够随时间过去而增加收益的资产。
- **进取型收益：**目前市场状况下可取得的最大收益，可用以充实投资的当前收益，但风险度较高。

我们认为高息股票始终是投资的重要一环。我们的核心信念仍然是：2015 年的股票表现会胜过债券。虽然高息股票的息率因股价上升而有所下降，但我们继续倾向以此类别资产作为投资组合内多元收益的来源之一。环球股票的最大风险是在美国加息周期之初波动性可能较高。然而，我们预期加息会是渐进而预先公告，所以即使出现短线波动亦应有限。此外亦有若干证据（虽然只是基于有限的的数据点）显示，高息股票在加息周期的表现往往领先大市。

图14: 多元收益配置样本

核心与非核心收益资产兼收并蓄

	保守型 (0 - 3%)*	维持型 (3 - 5%)*	进取型 (5 - 8%)*
核心固定收益 43%	成熟市场投资级企业 G3 主权	人民币债券 新兴市场强势货币投资级 杠杆贷款 亚洲企业	印度卢比债券 成熟市场高收益 新兴市场高收益
核心股票 43%		成熟市场高息 新兴市场高息	
非核心收益 14%		房地产信托 可换股债券 备兑认购期权	优先股

*每一收益篮子的收益率区间

数据来源：渣打银行

仅作参考之用。详情请参阅本文件末的重要信息一栏。

多元收益配置所包含的新重点成分如下：

- **印度卢比债券：**此等债券收益率具有吸引力，而减息应会推高回报。虽然此等债券会受汇率波动影响，但随着中央银行外汇储备显著增加，而经常帐赤字又大幅下降，卢比的货币风险已相应减低。除此以外有我们在亚洲本地货币债券中的另一首选—人民币债券，我们认为虽然收益率较低，但货币风险也较低。
- **备兑认购期权（股票）：**虽然我们仍然看好环球股票，但我们相信来年出现较大幅度回落（相对于近期历史）的可能性已经增加。此策略主要是透过沽出所持有股票的备兑认购期权来创造额外收益。随着波动加剧（通常是股市已经下跌之际），由此策略所得的收益会相应增加。

图15: 高息股在加息周期开始的前后期间一般表现良好

总回报表现 (%)

资产类别	年	T-12	T-6	T+6	T+12
美国高息股	1999		7.6%	-11.7%	-18.6%
	2004	12.0%	1.4%	8.5%	9.2%
欧盟高息股	1999		8.1%	5.7%	-2.0%
	2004	27.0%	4.7%	19.5%	18.2%
亚洲高息股	1999		35.3%	-0.9%	-13.6%
	2004	32.6%	-2.1%	24.3%	30.1%

数据来源：MSCI、彭博、渣打银行

市场预测

实际 GDP (按年%)	一致预测			
	2014E	我们的偏向	2015E	我们的偏向
美国	2.20		3.00	
欧元区	0.80		1.20	↗
日本	0.90		1.00	↗
中国	7.40		7.00	
通胀率 (按年%)	2014E	我们的偏向	2015E	我们的偏向
美国	1.70		1.70	
欧元区	0.50		0.90	↘
日本	2.80		1.70	
中国	2.10		2.40	↘
政策利率(%)	2015 上半年	我们的偏向	2015 下半年	我们的偏向
美国	0.25-0.50		0.75-1.00	
欧元区	0.05		0.05	
日本	0.10		0.10	
中国	5.25		5.25	↘
外汇	2015 上半年	我们的偏向	2015 下半年	我们的偏向
欧元/美元	1.20	↘	1.19	↘
英镑/美元	1.56		1.55	
美元/瑞士法郎	1.01	↗	1.03	↗
澳元/美元	0.82	↘	0.81	↘
纽元/美元	0.75		0.73	
美元/加元	1.15		1.16	
美元/日圆	120	↗	124	↗
美元/人民币	6.10		6.03	
美元/新加坡元	1.32		1.32	
美元/印度卢比	62.40	↘	62.50	↘
美元/印度尼西亚盾	12,412		12,500	
美元/泰铢	33.1		33.6	
美元/菲律宾披索	45.3		45.5	

说明

↗ 显著较高的偏向; ↗ 中度较高的偏向; ↘ 中度较低的偏向; ↘ 显著较低的偏向; 无箭头指示即为无强烈偏向

数据来源: 彭博终端、渣打银行

2015 年重要事件

月份	国家/地区	事件
2014 年 12 月 17 日	美国	美联储公开市场委员会会议
2015 年第 1 季	埃及	国会选举
1 月 15 日	欧盟	欧洲法院就 OMT 案提出意见
1 月 22 日	欧盟	欧洲央行会议
1 月 29 日	美国	美联储公开市场委员会会议
1-2 月	希腊	总统选举
2 月	欧盟	欧盟委员会发表冬季经济预测
3 月	荷兰	上议院选举
3 月 5 日	欧盟	欧洲央行会议
3 月 15 日	美国	债务上限到期
3 月 19 日	美国	美联储公开市场委员会会议
4 月 1 日	马来西亚	实施消费税
4 月 15 日	欧盟	欧洲央行会议
4 月 17-19 日	美国	世界银行/IMF 周年春季会议
4 月 30 日	美国	美联储公开市场委员会会议
5 月 7 日	英国	大选
5 月	西班牙	地方选举
6 月 3 日	欧盟	欧洲央行会议
6 月 13 日	土耳其	大选
6 月 18 日	美国	美联储公开市场委员会会议
7 月 16 日	欧盟	欧洲央行会议
7 月 30 日	美国	美联储公开市场委员会会议
7 月 31 日	欧盟/俄罗斯	制裁检讨
9 月 3 日	欧盟	欧洲央行会议
9 月 14 日	丹麦	大选
9 月 18 日	美国	美联储公开市场委员会会议
10 月	波兰	大选
10 月	瑞士	大选
10 月	加拿大	大选
10 月	阿根廷	总统选举
10 月	葡萄牙	大选
10 月	泰国	大选
10 月 22 日	欧盟	欧洲央行会议
10 月 29 日	美国	美联储公开市场委员会会议
12 月	西班牙	大选
12 月 3 日	欧盟	欧洲央行会议
12 月 17 日	美国	美联储公开市场委员会会议
12 月 31 日	东盟	东盟经济共同体成立

数据来源: Bank Credit Analyst、彭博终端、渣打银行

免责声明

本文件并非研究资料，亦非根据旨在促进投资研究之独立性之法律规定而编制，且在分发投资研究资料前毋须受禁止股份买卖规定所限。本文件并不代表渣打银行内每一个分部之观点，尤其是环球研究部之观点。

渣打银行是循《1853 年皇家特许令》(编号 ZC18)在英格兰及韦尔斯注册成立的有限责任公司，主要办事处位于 1 Aldermanbury Square, London EC2V 7SB。在英国，渣打银行受金融服务管理局(FSA)认可及监管，在 FSA 登记册编号为 114276。

在迪拜国际金融中心（「DIFC」），随附的资料由渣打银行 DIFC 代表产品及 / 或发行人派发。渣打银行 DIFC 受迪拜金融服务管理局（DFSA）监管，并且根据 DFSA 规则获准向符合专业客户资格的人士提供金融产品及服务。DIFC 或其他司法权区一般适用于零售客户的保障及赔偿权利将不适用于 DIFC 的专业客户。

各间渣打银行分行、附属公司及联属公司（统称「渣打银行」）可在全球范围内依据当地监管规定开展银行业务。就渣打银行实体所处之任何司法权区而言，本文件可由该当地渣打银行实体于该司法权区分发，并归属于该当地渣打银行实体。任何司法权区之收件人须就因本文件所产生或与之有关的任何事宜联络当地渣打银行实体。各间渣打银行实体并非提供全部产品及服务。

在新加坡，本文件由渣打银行新加坡分行或 Standard Chartered Bank (Singapore) Limited（如适用）分发，两者均由新加坡金融管理局监管。

本文件的分发只作一般参考之用，并不构成任何证券或其他金融工具进行任何交易或采纳任何对冲、买卖或投资策略之要约、建议、招揽。本文件只用作一般评估，并无计及特定投资目标、财务状况、任何个别或类别人士之特定需要，且亦非为任何个别或类别人士编制。

有关意见、预测及估计仅属渣打银行于本文件发表日之意见、预测及估计，渣打银行可随时修改而毋须另行通知。过往表现并非未来业绩之指标，而渣打银行并无就未来表现作出任何声明或保证。本文件所包含对利率或价格的将来走势或未来发生之事件的任何预测均纯属渣打银行意见，并非对利率或价格的将来实际走势或未来实际发生之事件的指标（视情况而定）。

本文件并无亦将不会于任何司法权区以发售章程形式注册，且毋须经任何监管机构根据任何监管规定核准。

渣打银行并无就（包括但不限于）本文件之准确性或本文件所包含或所提述之任何数据的完整性作出任何明示、暗示或法定声明或保证。在分发本文件时须确悉，虽然当中所载数据被认为可靠，但并无经本行独立核证。渣打银行概无并将不会对因阁下使用本文件而直接或间接产生之任何损失或损害赔偿（包括特别的、附带的或相应的损失或损害赔偿）、因其他任何原因所产生之任何损失或损害赔偿及包括因（但不限于）本文件、其内容或相关服务之任何缺陷、误差、缺点、错失、错误或不准确或由于无法提供本文件或其任何部分或任何内容而产生之任何损失、损害赔偿或费用承担责任。

渣打银行及 / 或其关连公司，可在适用法律及 / 或法规允许之范围内随时买空或沽空本文件所述之任何证券、货币或金融工具或者于任何该等证券或相关投资中拥有重大权益，或担任该等投资之唯一庄家，或向该等投资之发行人提供或已提供建议、投资银行或其他服务。因此，渣打银行、其联属公司及 / 或附属公司可能产生会影响本文件客观性之利益冲突。

未取得渣打银行之明确书面同意前，本文件不得呈递或另行提供予任何其他人士。

说明附注 - 1. 图 60（第 37 页）显示仅中度风险的多资产收入资产配置，不同风险概况可能产生大为不同的资产配置结果。图 60 及资产配置图（第 44 页）仅为举例，其提供只作一般参考之用，并不构成投资建议、要约、建议或招揽，亦无计及任何个别或类别人士之特定投资目标、需要或风险承受能力，以及并非为任何个别或类别人士而编制。

2. 或然可换股证券为复杂的金融工具，不拟售予及不应售予欧洲经济区（EEA）的零售客户（各自的定义见英国金融行为监管局于 2014 年 8 月刊发的 Temporary Marketing Restriction (Contingent Convertible Securities) Instrument 2014（经不时修订或取代（「TMR」）），在不会引致违反 TMR 的情况下除外。

版权：渣打银行 2014。本文件所包含所有材料、文本、文章及数据之版权归渣打银行所有，须经渣打银行之授权签名许可后方可转载。本行谨此承认来自第三方材料之版权及该等人士之版权下的权利。所有不属于第三方之其他材料之版权及该等数据作为编制本之权利归渣打银行所有，并将一直属于渣打银行之版权，且不得转载或使用，惟代表渣打银行作商业用途或事先取得渣打银行之授权签名之明确书面同意除外。版权所有。©渣打银行 2015。

此文件并非研究报告，亦非由研究单位编制。