



第一财经出版
CBN PUBLICATIONS

第一财经
C B N

第一财经 编

“新常态”下 你不能错过的 投资机会

首席展望 (2015版)

最优秀的首席经济学家
帮你把握新常态的
经济轨迹

最优秀的首席策略师
帮你分析新常态的
投资机会

格致出版社



上海人民出版社

第一财经出版
CBN PUBLICATIONS

第一财经 编

“新常态”下 你不能错过的 投资机会

首席展望 (2015版)

图书在版编目(CIP)数据

“新常态”下你不能错过的投资机会:首席展望:
2015 版/第一财经编. —上海:格致出版社:上海人
民出版社,2015

ISBN 978 - 7 - 5432 - 2425 - 4

I. ①新… II. ①第… III. ①世界经济-经济展望
IV. ①F113.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 024296 号

责任编辑 王韵霏
装帧设计 人马艺术设计·储平



“新常态”下你不能错过的投资机会——首席展望(2015 版)

第一财经 编

出 版 世纪出版股份有限公司 格致出版社
世纪出版集团 上海人民出版社
(200001 上海福建中路 193 号 www.ewen.co)



编辑部热线 021-63914988
市场部热线 021-63914081
www.hibooks.cn

发 行 上海世纪出版股份有限公司发行中心

印 刷 浙江临安曙光印务有限公司
开 本 787×1092 1/16
印 张 25.75
插 页 1
字 数 458,000
版 次 2015 年 2 月第 1 版
印 次 2015 年 2 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5432 - 2425 - 4/F · 817

定价:88.00 元

前言 Preface

新年伊始,又到了需要凝视和猜想未来一年大格局的时候。2015 年的全球经济和中国经济会是怎样的一番气象,全球金融市场和中国金融市场又会是怎样的复杂图景?

2015 年世界经济前景如谜,全球经济长期停滞假说重新活跃,主要经济体通缩压力以令人困惑的态势加重,美联储退出非常货币政策(UMP)冲击几何是一个大大的问号,中国经济正在寻找新的增长框架;2015 年中国全球战略如画,“一带一路”大战略勾勒的欧亚经济带像一幅雄伟的画卷,还会有越来越多的举措为其增色添彩;2015 年金融市场有“风”,“风”来了,中国金融市场终于可以一扫沉闷的气息,新年里乘风而上,但要努力去做“风口的鹰”而不是“风口的猪”;2015 年大国关系如棋,大国之间博弈更加深入、紧张、全方位,谋局不慎就会陷于极大的被动,俄罗斯经济金融体系的剧烈动荡警醒新兴市场国家要做更多的战略储备和政策储备。

大格局如此,我们还需要对 2015 年的经济轨迹进行更加细致的描画,对金融市场运动逻辑进行更加缜密的推演。基于此目标,《第一财经》邀约国内外最有真知灼见的首席经济学家,以及金融机构最有实战影响力的首席策略分析师,把他们关于新年头的思想、洞见、预测、投资建议进行全景式的呈现,众多智慧汇集而形成本书。具体来说,本书围绕八个问题展开。

第一,2015 年全球宏观经济主题是什么? 全球形势虽然纷繁复杂,但几条主线却非常清晰。其一,世界经济进入“单引擎增长模式”。欧日经济萎靡,中国增速换挡,只剩下美国经济增长表现跃入强劲区间,但单引擎增长缺乏内在的稳定性,能走多远值得疑虑。其二,全球性通缩风险以及央行的反击战依然会贯穿全年,敏锐的学者已开始讨论“全球日本化”、“通缩的胜利”等话题。其三,美联储退出 UMP,以及由此造成的美元升值趋势延续,新兴市场国家面临资本流出和货币贬值的双重挑战,这共同构成“全球政策不同步及其风险”主题。其四,石油跌幅不断击穿人们的心理预期,国际“新石油秩序”正在形成。这些主题对世界经济具有广泛的渗透力和影响力。

第二,全球主要经济体在 2015 年将会有怎样的表现? 本书对全球六个最主要经济体趋势与焦点进行了分别呈现,可以很清晰地发现,过去全球经济同步繁荣、同步衰退的“共振模式”,已经转变为差距越来越大的“大分化模式”。美国经济已经率先完成了经济的修复,增长动能完全可以承受即将到来的加息周期;欧元区增长、通胀双双疲软,面临比 20 世纪 90 年代日本更为严峻的通缩风险,数轮大规模货币政策收效甚微,被迫祭出直接激励投资的“容克计划”;英国处于信心上升、房价上升、经济上升的“新繁荣”周期,预期将紧随美联储节奏进入加息周期;日本安倍经济学取得的成效面临回吐风险,全年增速降至 0.3% 左右,通胀再度回落至 1% 以内;亚洲(除日本)、“金砖国家”缺乏惊喜,印度成为增长最快经济体,俄罗斯仍将与困境作战。

第三,中国经济将沿着怎样的轨迹步入“新常态”? 增长方面,在“增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期刺激政策消化期”三期叠加背景之下,GDP 增速从 2014 年的 7.4%(预测)继续回落至 7.1%,固定资产投资增速下滑是主要拖累因素。就业方面,并不会受经济减速拖累,求人倍率会保持在 1 以上的强劲水平。PPI 通缩态势仍会延续,CPI 全年预计在 2.2%。房地产放缓是宏观经济最大的负面因素,其投资增速会进一步降至 5%—6% 并对经济增长造成显著影响。金融风险有所上升,但依然在可控范围之内,预计在 2018 年前后风险释放会进入相对宽松周期。货币政策、财政政策均在努力打破原有模式,大刀阔斧地构建一个新政策框架。在美元升值背景下,为保持实际有效汇率稳定,人民币兑美元适度贬值是更适宜的选择。

第四,2015 年中国经济的核心风险点如何演化? 本书主要关注中国经济面临的四大风险:首先,警惕中国版的“财政悬崖”问题。地方政府的预算外举债渠道已被约束,这可能导致政府支出骤然减少对经济增长造成冲击,提高中央政府赤字水平予以平衡是上策。其次,警惕房地产下滑给中国经济带来的“增长缺口”。对此须尽快降低社会融资成本,降低居民的加杠杆成本,为房地产调整创造宽松环境。再者,警惕去杠杆进程失序风险。我国 M2 与 GDP 比重超过 200%,创下全球新高,远高于美国的 67%、欧元区的 95%、日本的 174% 和英国的 133%,需要结合历史案例和经验妥善地设计去杠杆的路径和策略。最后,警惕银行资产质量恶化风险。书中给出了银行“有毒资产”的类别和规模,并设计了一揽子化解“有毒资产”的改革举措。

第五,新一轮红利释放将催生新一轮经济增长点。不少人认为,中国的人口红利、全球化红利开始递减,导致中国经济增速换挡成为必然。实际上大可不必如此悲观,中国经济依然有“四大新红利”即将释放。一是新一轮人口红利,或者说人口质量红利,一组核心指标表明,中国的人口质量红利已经确立。

二是新一轮改革红利,新改革举措将通过五个方面提高全要素生产率(TFP),从而为增长赋予新动能。三是新一轮开放红利,过去参与全球化的模式是“输出商品+吸收产业转移”,未来将升级为“输出资本+吸收全球创新资源”,这将为经济增长创造新的空间。四是自主创新红利,过去不需要创新就可以高速增长的范式结束了,中国正在大踏步地提升创新能力,未来中国在世界价值链上的分工地位将获得提升,从而在高端产业领域获取增长份额。在新红利的释放过程中,六大新兴产业已经在蓬勃发展。

第六,2015年海外金融市场最大的投资主题是“迎接UMP退出挑战”。全球股市运动逻辑有一个重要转变,即货币政策的驱动力式微,估值扩张将会非常有限,盈利能否实现增长将成为主导因素。当前股息率大幅高于债券收益率,仍然支持高配股票策略,但美联储三季度启动加息之后,股市估值倍数面临收缩压力。全球债市的基本趋势是收益率逐步抬升。预计美国10年期国债收益率将由目前的2.26%升至3%,德国10年期国债收益率将由0.77%升至1.25%,日本10年期国债收益率亦将由0.41%升至0.80%。记得2013年中期,全球债市收益率骤然走高引发了新兴市场普遍的流动性紧张,这在未来会不会再度上演呢?全球汇市的格局相对鲜明,非对称的经济表现和货币政策继续给美元升值周期提供支撑,新兴市场遭遇严峻的货币贬值压力和资本流出挑战。全球大宗商品市场仍未看到否极泰来的迹象,石油、天然气、铁矿石、煤炭等只能期待供给端的显著收缩,才能实现价格筑底。

第七,2015年中国金融市场存在多重动力,资产价格估值修复仍不缺“风”。房地产价格表现低迷,存款、信托、理财收益率趋于下降而信用风险提升,导致居民资产配置明显向股市转移,这是动力一;保险、信托基金等机构投资者股市仓位将大幅提高,海外机构配置国内资产渠道会进一步扩宽,增量资金非常可观,这是动力二;《深化财税体制改革总体方案》、《关于推广运用政府和社会资本合作模式有关问题的通知》、《关于加强地方政府性债务管理的意见》、《地方政府性存量债务清理处置办法》相继出台,地方债务风险正式进入规范和化解进程,中国经济系统性风险边际减轻,这是动力三;国企改革的顶层设计越发清晰,混合所有制、薪酬体制、股权激励将积极推进,地方政府推进国企改革的热情也被“43号文”所激发,这将系统提升A股市场估值,这是动力四;中国资本输出战略进入实施落地阶段,金砖开发银行、亚洲基础设施投资银行、丝路基金等多边和单边金融机构的筹建以及重大工程项目的订单,都成为相关行业的催化剂,这是动力五;2015年是金融改革大年,地方债券市场、银行资产证券化(ABS)、抵押贷款证券(MBS)、中小企业并购私募债将陆续推出,大幅改善全社会融资难、融资贵的顽疾,给金融市场带来普惠式利好,这是动力六。或许,

2015 年将是“长周期新繁荣”启动元年。

第八,另类投资领域存在怎么样的投资机遇?并购市场将继续保持火爆增长的趋势,2013 年增长幅度为 83%,2014 年再度增长 40%以上,考虑到我国并购规模占 GDP 比重为 1.3%,而美国该比例高达 10.9%,未来增长空间可想而知。国际并购市场更是刮起“中国风”,互联网、传媒、电子、信息技术、医药、医疗保健等高技术产业、新兴产业是并购重点,这构成中国企业获取国际先进技术的快捷之径,德国这样的制造业领先国家是并购的首选地。房地产的投资价值仍然面临较大的价格风险,更多的宽松举措可以预期。黄金带给“中国大妈”最多的创伤,绝对收益和相对收益都黯然失色,究竟什么因素掩盖了黄金的光芒?全球央行资产负债表在收缩,金融市场利率中枢在抬升,美元指数在走强,购买需求在萎缩,黄金短期内难以找到有力支撑,生产成本指向的适宜价格区间位于 900—1 000 美元之间,投资黄金尚需耐心等待。

本书是集思广益的结果,是国内外最有影响力的首席经济学家、首席策略师集体智慧的结晶,希望书中呈现的数据、逻辑、判断能够帮助大家更好地理解 2015 年“新常态”的发展框架,把握好金融市场的投资机遇。

许元荣,第一财经智库/研究院(北京)主任

本书编写制作人员

出品人：杨燕青

主编：许元荣

编辑：丁晓琴 秦大炜

策划：秦莹 彭佳

翻译：杨柳 单景辉 周隆刚

张力 罗麒 邢烁

第一财经监制人员

总 监 制：周 峻

品牌监制：凌 云

品牌策划：王珊珊 杜 娟 谢亦辰

目 录

001	1	2015 年全球宏观经济主题：“单引擎”模式能走多远
001	1.1	高盛 2015 年全球宏观经济十大主题 / 高盛宏观团队
009	1.2	全球经济进入“单引擎”时代的核心特征和风险 / 瑞银集团 汪 涛
013	1.3	全球增长困境：如何突破需求低迷对增长的制约 / 兴业证券 王 涵等
019	2	全球主要经济体聚焦：勾勒大分化图景
019	2.1	美国：加息挑战临近，政策腾挪空间不足 / 野村证券 Lewis Alexander
030	2.2	欧元区：通缩风险强劲，政策反应升级 / 野村证券 Jacques Cailloux 等
033	2.3	英国：经济表现仍处于强劲周期 / 野村证券 Philip Rush
035	2.4	日本：安倍经济学能否进入良性循环 / 野村证券 木下智夫
038	2.5	亚洲（除日本）：前路波涛汹涌 / 野村证券 Rob Subbaraman
043	2.6	金砖国家：挑战虽多，金砖未必失色 / 野村证券 Tony Volpon 等
052	3	中国宏观趋势前瞻：描绘“新常态”的轨迹
052	3.1	2015 年中国宏观经济预测 / 中国人民银行 马 骏
063	3.2	2015 年中国经济十问 / 摩根大通 朱海斌
082	3.3	2015 年中国经济五大主题 / 美银美林 陆 挺
089	3.4	以改革引领中国经济“新常态” / 澳新银行 刘利刚
096	3.5	有底无高度：新变数、新动力、新机遇交织的一年 / 民生证券 邱晓华
105	3.6	中国经济将徘徊在潜在增长率和自维持增长率之间 / 花旗银行 丁 爽
111	3.7	经济增长目标下调，资本市场迎来牛市 / 瑞穗证券 沈建光
119	4	中国经济焦点：释放风险寻求再平衡
119	4.1	货币政策：探索新框架 / 摩根大通 朱海斌
122	4.2	财政政策：警惕中国版“财政悬崖” / 摩根大通 朱海斌
125	4.3	房地产风险：评估房地产下行对经济增长的冲击 / 华泰证券 俞平康

128	4.4	杠杆率：中国经济高杠杆风险跟踪与评估 / 瑞穗证券 沈建光 / 中金公司 梁 红 / 华泰证券 俞平康等
147	4.5	银行风险：2015 年中国银行体系风险把脉 / 交通银行 连 平等 / 光大证券 王 剑
159	5	中国经济转型：新红利催生下一轮增长点
159	5.1	创造改革新红利：中国改革线路图下一步 / 申银万国 李慧勇
189	5.2	发掘开放新红利：新开放格局打开增长空间 / 中信证券 诸建芳
193	5.3	迎接人口新红利：“工程师红利”构成新时期比较优势 / 华泰证券 俞平康
195	5.4	新增长点：驱动经济升级的新生力量悄然出现 / 中信证券 诸建芳
209	5.5	改革是新一轮增长的制度红利 / 国泰君安 林采宜
212	6	2015 年海外投资策略展望：准备迎接 UMP 退出挑战
212	6.1	全球股市：盈利增长主导 2015 年股市运动逻辑 / 高盛策略团队
216	6.2	全球债市：利率整体抬升，国家间分化加剧 / 高盛策略团队
222	6.3	全球汇市：美元升值周期背景下的全球汇率挑战 / 高盛策略团队
228	6.4	全球商品：大宗商品熊市周期何时结束 / 高盛策略团队
233	7	2015 年中国投资策略展望：股债双牛、商品寻底
233	7.1	中国股票市场：长周期“新繁荣”启动 / 兴业证券 张忆东等 / 国泰君安 乔永远等
269	7.2	中国债券市场：股债双牛格局延续 / 中信证券 邓海清
280	7.3	中国商品市场：颠簸的寻底进程 / 招商证券 柴沁虎等 / 国投期货研究部
333	7.4	人民币汇率走势：在均衡水平附近双向波动渐成主题 / 兴业银行 鲁政委 / 招商证券 谢亚轩 / 瑞银集团 汪 涛
346	8	另类投资：迎接直接融资大时代
346	8.1	并购时代的“机”与“危” / 中金研究团队
354	8.2	海外并购：“走出去”，才能走得远 / 中信建投 张 芳
361	8.3	房地产复苏万事俱备，等待货币政策“发令枪” / 中金公司 宁静鞭
366	8.4	资产证券化：发展时机已到，迎接直接融资大时代 / 海通证券 姜 超等
381	8.5	黄金：是什么遮住了黄金的光芒 / 国投期货 余 懿

1

2015 年全球宏观经济主题： “单引擎”模式能走多远

1.1 高盛 2015 年全球宏观经济十大主题^{*}

1.1.1 经济复苏态势将扩展至美国以外

2015 年美国宏观经济依然保持良好的复苏前景。稳步改善的美国经济将继续给全球经济复苏带来最强有力的支撑。同时,对日本及欧元区来说,尽管绝对量上的改善幅度非常有限,但与显著低迷的 2014 年年中相比,2015 年经济增长将迎来温和的边际改善,油价的下跌及宽松的货币、信贷环境也构成利好。因此 2015 年发达国家整体经济增长将有所改善。新兴市场方面,尽管中国经济增长可能进一步放缓,但其他新兴市场的增速将受益于发达国家复苏而上升。总体看来,我们预计 2015 年全球经济增速将略高于 2014 年。

这些预期在多大程度上已经被市场定价了? 美国方面,多数机构都认同美国稳健的复苏前景,但我们的观点明显要更明确。同时,我们也更坚定地认为即便海外需求疲软,美国的经济扩张仍将持续数年。美股市场周期股与防御股的分化走势显示,即便近期市场已从 2014 年 10 月“增长恐慌”而来的大跌中有所恢复,但市场对此的忧虑情绪并未完全消除。欧洲方面,我们预期其经济状况将温和改善。市场对这个观点就更有争议了,当然也有很多机构持跟我们类似观点。尽管下行风险在欧元区确实存在,但我们认为目前市场并未对美国接下来数月经济增长改善的前景充分定价。

^{*} 在高盛 2014 年 11 月 19 日发布的报告《2015 年 10 大市场主题》中,高盛首席市场经济学家 Dominic Wilson 和他的团队总结出了 2015 年全球宏观经济十大主题,本书作了编译整理。

如何针对全球更广泛复苏形势来建仓？问题的核心在于美国以外经济体的经济活动在多大程度上能消除投资者对下行风险的忧虑。整个 2014 年，无论是以美元还是各国本币计价，美股表现均优于其他市场。如果汇率风险未对冲，美元的持续走强更将进一步蚕食非美元计价资产收益。但伴随着欧元区、日本的货币政策宽松与宏观前景改善，在对冲汇率风险的条件下做多欧股和日股的策略将优于做多美元和美股的表现。我们认为对发达国家乃至全球广泛复苏最大的风险来自于欧元区和中国，下列风险是我们最大的担忧：欧元区再燃政治危机，德国进入“通缩预期模式”，及中国地产及信贷部门出现更剧烈的下行冲击。为应对上述风险，多元化投资将是最有效的对冲保护手段。

1.1.2 发达市场经济表现分化局面将延续

美国与其他发达经济体，特别是与欧元区的分化已是 2014 年关键主题之一。展望 2015 年美、欧之间显著的增速差异，从年均水平来看，我们预计美欧之间的增长差异进一步扩大。但受美国 2014 年第一季度异常疲软的 GDP 数据的严重拖累，同比指标所反映出来的美国与其他经济体的增长差距在 2014 年会有小幅收窄。

但这并不意味着经济分化这个市场热点会逐渐降温。随着美国在 2015 年继续一枝独秀，以高于趋势的速度领跑各大经济体，产出缺口、核心通胀等方面的分化很可能将得以维持。其中货币政策的分化将是最显著的，美联储已离 2015 年 9 月的加息时点越来越近，而欧央行及日央行未来的方向依然通过大规模宽松政策扩张其资产负债表。

发达国家的持续分化将产生两大效应。首先，在发达市场内部，由于欧元区和日本增长疲软、通胀低迷，因此即使美国加息，美债依然有相对优势，收益率依然存在下行压力。2014 年，尽管美联储货币政策已经开始收紧，但由于长端利率持续走低拉低了短端利率。2015 年，长端利率对短端利率的压制作用将有所减弱，但美债收益率并不会大幅上升。其次，我们认为发达国家的持续分化将进一步拉大其短期利差，这也是我们形成强势美元判断的主要依据。

分化并不仅仅存在于 G3 经济体之间。2015 年的一个重要市场问题就是：英国、挪威等较小、较开放的经济体是会跟随美联储的脚步而加息，还是会受到欧元区的低增长与低通胀的拖累并延期加息？我们预计英央行在四季度加息，挪威央行在 12 月加息。另外，随着英国、西班牙及葡萄牙 2015 年面临大选，政治风险亦可能重新抬头。

1.1.3 原油“新秩序”及其影响

2014 年夏季以来,原油价格的跌跌不休为“原油新秩序”拉开了序幕。虽然我们曾强调美国页岩油的大幅增产将对原油供给带来冲击,并且其带来油价下滑风险,但是本次跌势早于我们的预期。即便本次原油价格大跌后将迎来一段时间的盘整,但我们预期油价仍然存在进一步下跌的可能。随着近年来原油产能的显著扩张,原油生产成本将呈现 5%—15% 的下滑,而利比亚、伊拉克及伊朗的产量恢复将导致 2015 年的原油市场更加供过于求。

能源价格的下跌将对经济增长及通胀产生显著的直接影响。原油作为工业品的重要原料,较低的能源价格将降低工业金属的生产成本,所以原油价格的下跌将会打压铝、铜等工业金属的价格,从而大宗商品价格的整体走弱则将对全球通胀构成下行压力。但是另一方面,低油价将对可支配收入产生积极作用,特别是对原油进口国的经济增长产生明显的正效应。

除了宏观经济外,油价的下跌对原油的进出口国和石油企业的影响也十分显著。首先,对于商业模式和杠杆水平建立在高油价基础上的企业来讲,石油生产和服务公司的股票和信贷将会遭受巨大的冲击。同时,严重依赖石油(其他商品)出口收入的经济体也面临相当大的压力,进而导致本国货币走弱(用以对冲以美元计价的原油价格下跌),财政支出的缩减和投资的急剧下滑。作为原油出口国的俄罗斯与尼日利亚,原油价格暴跌直接引发了其货币的大幅贬值。但另一方面,对于原油进口国(如印度、土耳其)及其消费部门来说,油价下跌将对其经济增长和企业利润产生正面的效应。

1.1.4 全球通缩风险与央行反击战

2014 年全球通胀的变化在市场中扮演了重要角色,特别是欧元区通胀水平持续向下,并且通缩风险将在 2015 年延续。虽然全球经济温和增长,但是面临着持续的通缩风险。即便是经济增长最为强劲的美国,工资增速依旧缓慢,意味着就业市场仍存在一定规模的缺口。而欧元区则面临着更严峻的通缩威胁,原油价格的暴跌将对 2015 年的核心通胀带来持续的下行压力。

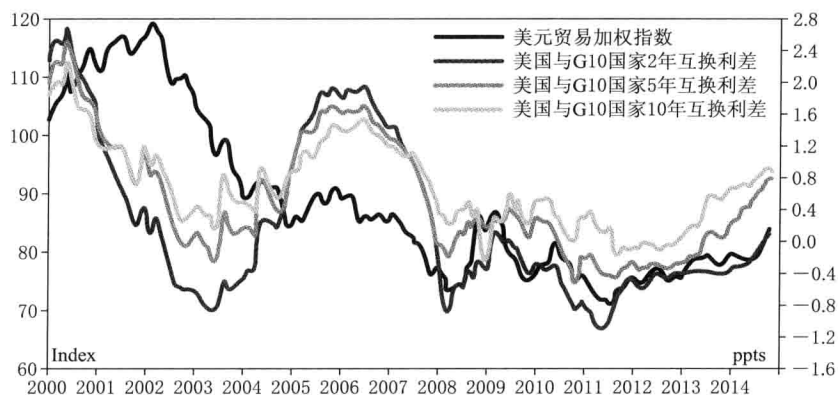
不只是发达经济体,也包括部分的新兴经济体,全球主要央行面临着对抗通缩风险的艰巨任务。而低通胀,甚至名义上的通缩已是显著的事实。近几个月各大央行对抗低通胀的反击战陆续升温,欧洲央行、日本央行均采取了宽松的货币政策。其中,欧元区是抗击通缩的关键战场,虽然我们的基准判断是 2015

年年底欧元区的通胀水平转为稳定,但仍不排除通缩风险急剧恶化的可能。

我们认为,全球主要央行对通胀前景的反应将是市场的关键驱动因素。欧洲央行已经开始实施了非常规的宽松货币政策,虽然我们的基准情形是:在现有条件下,欧洲央行仍不大愿意立即开启主权债购买操作,但是如果宏观经济环境进一步恶化,将最终迫使欧洲央行开启更为激进的 QE 操作。同时,日本央行也重申了其推升通胀预期的决心。另一方面,即便欧洲和日本央行取得成效,欧元区和日本的真实利率将被压低,并导致其汇率水平的进一步走弱。上述逻辑也适用于如下类似情境下的央行——以色列、韩国、波兰、捷克,甚至匈牙利央行均可能考虑进一步的宽松货币政策,或者至少允许本币贬值来避免通缩风险。

1.1.5 美元牛市周期仍将延续

美元大升值是 2014 年的重要主题,我们认为,美元的强势,特别是相对于 G10 的强势将在 2015 年延续,也是我们最强烈的资产观点。在整个外汇观点中,欧元/美元将持续下跌,同时日元/美元也将进一步贬值。其判断的关键驱动因素是美国与 G10 国家之间 2 年期利差的持续扩大、原油价格的下行压力以及美国经济持续复苏的前景(见图 1.1)。



资料来源:高盛,壹财研究。

图 1.1 美国与 G10 国家利差持续拉大

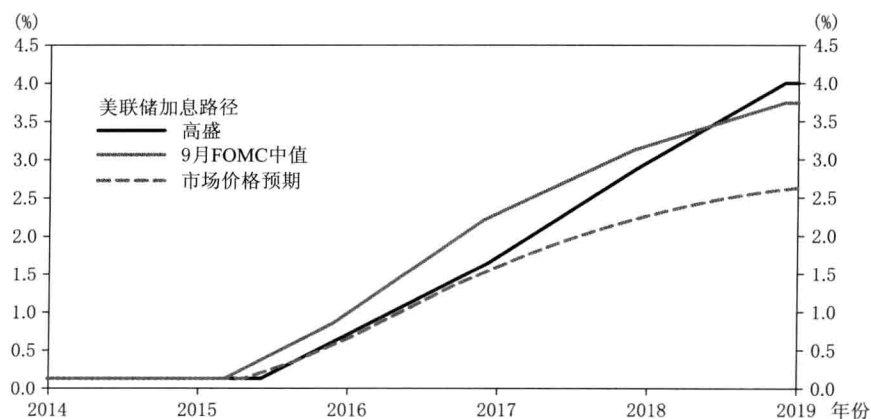
美元是 2014 年最为强势的货币,并且市场预期美元强势将在 2015 年延续。其中,美国在货币政策、利率、通胀等方面与其他主要经济体的分化日益加大,成为驱动美元走强的关键力量。从利率远期市场看,美元对其他主要货币的利差仍在进一步拉大,即便在这样的互换市场定价基础上,利差仍有再扩大的空间。从通胀水平看,鉴于通缩风险,欧洲央行和日本央行实施的宽松货币政策

与美联储分化,而在其名义利率不变的情况下,欧元区和日本的通胀上升将使其真实利率受到压制。我们预计,至 2015 年年底,欧元兑美元将在跌至 1.15;美元兑日元将升至 130(2017 年升至平价 140)。从更长的时间框架看,美元正处于多年价值修复阶段,主导美元长贬值周期的因素开始逐渐反转,所以,市场可能会低估美元牛市的潜在幅度和持续时间。长周期看,目前美元呈现的涨幅仍属温和;从与多数 G10 货币的长期汇率来看,美元也仍处于较低的水平。因此,我们认为,在做多美元策略上,可考虑采用较大的风险敞口和激进的汇率目标。

美元将对多数新兴市场货币走强,除了利差拉大以外,我们认为,其主要因素有三:(1)本币贬值是南非、巴西等国家调整经常账户赤字持续扩大的重要渠道;(2)大宗商品出口国(如俄罗斯、哥伦比亚等)需要通过本币贬值来引导经济再平衡;(3)本币贬值也是韩国、以色列及中东欧国家对抗通缩的重要工具。

1.1.6 美联储加息: 开始更晚, 但速度更快、终点更高

考虑到目前通胀环境疲软,且提前加息将使经济面临较大风险,我们一直认为美联储的首次加息时间会相对较晚。我们预计美联储将在 2015 年 9 月进行首次加息,且在最近两个月内,市场预期逐渐向我们的预期靠拢。但是一旦加息周期开启,利率上升的速度将会快于市场预期,主要原因在于:(1)我们认为美联储对联邦基金利率的调整将会快于市场目前的预期(但相比之前的加息周期将会较慢);(2)我们认为中性利率仍然保持在 4% 左右,因此最终的利率水平将会高于市场预期。基于以上两方面的原因,我们对美联储加息路径的预期显著高于目前市场的预期。



资料来源:高盛,壹财研究。

因此,市场争论的焦点何时由“美联储开始加息的时间”转向“美联储加息终点”,将是一个重要的问题。在2003—2004年的加息周期中,直到美联储即将启动首次加息,市场核心话题才开始出现切换。且在加息周期开始后,市场系统性地低估了美联储的加息力度。在该过程中,随着美联储加息周期的开始,一些风险回报比最为优化的交易机会逐渐浮出水面。此种现象亦可能出现在本次加息周期中,因此投资者可以保留部分资本等待此种交易机会的出现。不过在近来的涨势下,现有的交易机会或已优于2014年初,但是许多交易者仍对目前的市场保持戒心。

尽管我们预期美联储政策利率最终将高于市场预期,但我们亦十分确定,本次政策收紧不会为市场、经济带来明显的不稳定。在经济环境稳步改善之际,利率政策的逐渐正常化虽然可能触发波动性的上升(如2004年),并限制股市的涨势,但并不会对经济和风险资产市场带来持续的扰动。此前退出QE将造成不良影响的消极观点已被证伪。且海外央行的宽松政策对长债利率的压制,以及全球低通胀环境共同缓解了加息将会带来的不利影响。随着加息周期的开启,美国金融环境的收紧将是温和的,市场及经济的反应将是镇定的。

1.1.7 中国经济走在崎岖的放缓之路上

2015年的中国面临多重挑战,其中市场最为关注的是:经济活动与政策的变动,反腐斗争以及清洁发展模式的转型;而在更深的层面上,是企业及地方政府的去杠杆化以及房地产市场的去库存化挑战。在上述中期挑战的背后,是中国潜在增长率的放缓。尽管我们仍认为中国GDP增速在未来两年内将会稳定在6%—7%,但“中国相关资产”的吸引力已经明显下降,未来增长的空间有限。另一方面,当投资者对此类资产的情绪倾向于极度消极时,又可能会出现不错的多头机会,如2014年初期和2013年夏季。

我们预期,与经济危机前稳定的增长趋势形成鲜明对比,未来中国宏观环境的波动性将会上升,市场环境亦会体现出相应的转变。就人民币市场而言,目前的政策目标是实现双向波动,而近来与邻近的贸易对手货币日元、韩元相比,人民币的升值已十分显著。在这样的背景下,一旦中国经济在2014年末出现放缓,人民币很可能在2015年年初出现类似于2014年2月、3月的大跌。

中国宏观不稳定性的上升与结构性的改革可能会创造一些本土投资机会。沪港通将有利于资本流入A股市场,使得A股表现继续强于H股。但另一些资产前景并不乐观,鉴于地产行业杠杆过高,我们对地产信贷持更谨慎的态度。

除人民币资产外，中国地产及投资的逐渐放缓还将持续抑制铜价，乃至整体大宗商品价格。

1.1.8 新兴市场：改善更明显，但分化更严重

2013 年年初，新兴市场存在一系列的整体性问题：国际收支恶化、外国投资敞口较大、通胀偏高。这些问题使得新兴市场在美联储“加息预演”以及美元利率升高之际危机重重。随着 2013 年及 2014 年年初新兴市场金融环境的收紧，以及中国经济的放缓，新兴市场在 2014 年一季度经历了危机以来最低迷的增长。不过在 2014 年年底之际，新兴市场的整体状态将更为健康。两年来，以印度、泰国及智利领衔的许多新兴市场国家显著改善了其对外收支状况，而国际食品、原油价格的下跌亦使得高通胀新兴市场国家的通胀普遍降温。宏观环境的改善可能会使新兴市场债券表现良好：土耳其通胀可能出现显著的下降，这将对其短期债券构成支持；而在通胀偏低的以色列、匈牙利及罗马尼亚，中期债券将表现出一定的吸引力；最后，印度通胀的下降亦进一步巩固了其政策的公信力，并为财政政策留出进一步的空间，对 5 至 10 年期债券构成支持。

但 2015 年各新兴经济体也将依据两大条件出现进一步的分化：其一，自身问题的改善与恶化；其二，石油贸易的买/卖方分化。对于宏观问题显著改善的石油进口国，其经济与资产前景整体向上，印度应当是此类经济体中最典型的案例，我们预期印度资产（股票、卢比及债券）将在 2015 年表现不俗；同样，尽管土耳其宏观基本面依然存在较大问题，但其股市仍可能得益于油价的下跌。而南非、巴西与哥伦比亚则处于相反的阵营：国际收支赤字居高不下，大宗商品熊市又令其贸易账雪上加霜，在此情况下南非兰特、巴西雷亚尔与哥伦比亚比索均可能进一步大幅贬值。

最后，委内瑞拉、乌克兰、阿根廷甚至俄罗斯还可能出现严重的信用问题，特别是在大宗商品进一步下跌的情况下。委内瑞拉及乌克兰的外汇储备已被大量消耗，在没有进一步国际援助的情况下，市场对债务违约的担忧将显著升温。而阿根廷外债问题以及其自身经济问题亦可能在 2014 年年末选举前出现进一步恶化。另外，俄罗斯可能因为与乌克兰冲突的升级遭遇进一步的制裁，这将使得俄罗斯金融系统变得越发脆弱。

1.1.9 2015 年波动率依然在低位