

資產配置：東方匯理的投資策略

對於世界經濟增長、中國以及地緣政治緊張局勢的憂慮，三者結合起來為金融市場帶來了艱難的新一年開端

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監 - 巴黎

新年度一開始，股市大幅下滑、人民幣貶值，加上中國市場重演去年八月的停市事件。投資者都有同樣的憂慮：美國和環球經濟增長崩潰、中國經濟「迫降」、美國聯儲局收緊貨幣政策不恰當、地緣政治局勢複雜：伊朗和沙特阿拉伯之間的關係將如何發展下去？如何能有效應付恐怖主義威脅？假如英國真的退出歐盟，英國和歐盟之間的未來關係將會如何？這樣的例子不勝枚舉！

隨着新一年開始，實在值得回顧當前主要趨勢。2015年標誌着經濟衰退以及新興國家和先進國家之間、美國和歐元區之間（在貨幣政策方面）的進一步脫鉤。2015年亦有較大波幅、匯率大幅波動、商品價格進一步下滑……信貸利差亦有上升趨勢。誠然，利率仍然很低，因此歐元區外圍國家的利差亦低企，然而利差擴大加上流動性減少使企業債券的受害情況更為複雜。

整體而言，主要風險因素都在2015年產生不同程度的效應，使2015年無疑成為關鍵的一年：歐洲危機、新興市場危機、對世界經濟增長的擔憂、對中國「硬着陸」的擔憂、波動重臨、特定風險（俄羅斯、巴西等）、商品價格進一步下跌、匯率大幅重新整合、對貨幣戰的擔憂、地緣政治風險等等。簡而言之，這造成分歧，並忽略了資產類別和投資機會。

世界經濟增長減速仍然令人關注。誠然，環球國內生產總值增長率在2015年全年連續第五年保持在3%以上，但在很多地區再次顯示經濟蹣跚的跡象。這種情況正於中國發生。這種發展肯定並非什麼新鮮事，而且在很多方面是無可避免的。這主要與不斷變化的經濟模型和中國的人口特徵相關。人民幣將於2016年10月納入國際貨幣基金組織特別提款權（SDR）的一籃子貨幣，而人民幣的問題在去年夏季成為關注焦點。自2008年金融危機以來，在美元上漲以及眾多新興市場貨幣下滑的同時，人民幣的大幅升值已成為中國的沉重負擔。所有新興國家的經濟情況亦急劇衰退。對世界貿易和商品（其價格已連續下跌了好幾年）過度依賴往往不能或不能充分被國內需求強勁所抵消，而一些大國（例如：俄羅斯和巴西）有時處於嚴重衰退。只有商品消費國仍然處於優勢地位，但這些國家無法避免已經衝擊所有新興國家的金融風暴。

此外，美國經濟顯現不景氣：當地經濟週期較歐洲為前……而聯儲局正準備開始輕微收緊貨幣政策，這有可能影響經濟增長預測。注意，一月初聯邦公開市場委員會將有一些具有表決權的新成員，當

要點

新年度一開始，股市大幅下滑，加上中國市場重演去年八月的停市事件。投資者都有同樣的憂慮。我們注意到主要風險因素在2015年產生效應，使2015年無疑成為關鍵的一年（因此我們對2016年相當謹慎）：歐洲危機、新興市場危機、對世界經濟增長的擔憂、對中國「硬着陸」的擔憂、波動重臨、特定風險（俄羅斯、巴西等）、商品價格進一步下跌、匯率大幅重新整合、對貨幣戰的擔憂、地緣政治風險等等。簡而言之，這形似最壞情況的概述。事實上，這些因素都造成分歧，並忽略了資產類別和投資機會。

但以防萬一，這亦提醒了大家，情況仍然多麼的脆弱。雖然收益率低是事實——歐元區周邊國家的利差亦如是——但這種情況在信貸市場變得更為複雜，利差擴大而且流動性減少使企業債券受害。除「謹慎」外，「分歧」和「脫鉤」將繼續成為2016年常掛嘴邊的口頭禪。



2015年：毫無疑問是關鍵的一年



世界經濟增長減速仍然令人關注



中姿態最強硬的成員（例如：克里夫蘭聯邦儲備銀行總裁Loretta Mester）認為聯儲局將於2016年內四度大幅加息。這一說法超越市場預期，而市場仍然不相信聯儲局公佈的數據資料。相比2014和2015年，聯儲局主席耶倫（Janet Yellen）無疑將須於2016年解決更多內部分歧，尤其是經濟衰退風險開始籠罩更大範圍。充其量，增長應會趨向其潛力收窄，而潛力由於美國經濟生產力疲軟而在過去幾年處於較低水平。

2015年的另一個特別之處是**世界貿易衰退**。此低迷情況主要與新興國家相關。所有跡象表明，全球化節節敗退，是一個相對較新的發展趨勢。國內增長動力將再次成為決定性的因素，這亦意味着國家風險將會再次成為關鍵因素。

歐元區的情況有些特殊：經過幾年艱難的歲月，該區正受惠於低利率環境（包括短期和長期利率）、當前正進行的金融重組過程、更為寬鬆的經濟和財政政策、歐元下跌，以及對於某些國家來說，國內增長動力的復甦更加堅定。增長固然不壯觀，但卻很接近其潛力，而其分項數據終於令人鼓舞。需注意2015年希臘危機帶來積極結果，但其在政治層面緩慢而曲折。這就解釋了為何歐洲股市的表現遠勝美國。

在2015年，**政治和地緣政治風險**亦重新浮現。選舉風險高（希臘、葡萄牙、尤其西班牙）、政治局勢複雜（巴西、土耳其）、恐怖襲擊（尤其法國）再次暴露了當前環境的脆弱性，而且大家仍然未充分掌握其影響。伊朗和沙特阿拉伯之間的緊張關係再次在2015年底2016年初出現。我們早就知道這些兩國之間的政治、外交和宗教緊張關係，但危機已經波及新角落。

一月初，**油價**因伊朗和沙特阿拉伯之間的緊張關係而上漲，但不要誤解。現在只有幾個推動增長的因素，沙特阿拉伯甚至已轉向採取經濟緊縮措施：該國現有計劃分散收入來源、削減開支……總之，要加快已開展的經濟模式變化。其實，情況已發生了一段時間，而結果好壞參半。這一次，該國別無他選：財政赤字比率將約為900億歐元，即大約為國內生產總值的15%。水電價格正上升70%，而石油產品價格正上升80%。國際貨幣基金組織（IMF）擔心，該國將於未來五年內耗盡其外匯儲備。因此，此事有一定的迫切性。注意，沙特阿拉伯已經陷進一個兩難境地：在目前的預算赤字情況下，明知道原油庫存正處於歷史高位，而取消制裁將使伊朗有機會重返這一市場，該國能為了推高油價而決定削減其生產（並接受稅收隨之下降）嗎？此事在短期內不太可能，這更加證明原油價格將至少在未來數個月保持在低位。

整體而言，純粹從經濟角度來看，去年是（眾多不明朗因素籠罩同時對於商品消費國有利的）**新興國家高速加快**從（可提供更佳能見度的）**先進國家脫鉤**的舞台，而脫鉤並沒有令進入該國的外國直接投資和相應金融資產的表現毫髮無損。



美國：經濟衰退顯而易見



環球貿易衰退體現當前的經濟衰退



美國與歐元區之爭：歐元區於2015年更顯優勢



地緣政治風險已再次浮現



油價面臨下調壓力



「分歧」和「脫鉤」是2015年常掛嘴邊的口頭禪



在此背景下，貨幣政策大致寬鬆，令利率環境保持在低位：非標準貨幣政策在中國、日本和歐元區全速推行，而一批新興國家亦已開始（或計劃將開始）減息。聯儲局是少數啟動貨幣緊縮週期的央行之一。該行常年因宏觀金融不穩定以及（被視為誇張的）美元升值而卻步。整體而言，美國聯儲局一直希望提高其關鍵利率，以便為經濟增長傳遞積極訊息並在某些範圍內恢復行動，但聯儲局不得不等到12月才實現早前宣佈的計劃：聯邦基金利率在年底上升了25個基點，而在同一時間聯儲局提醒投資者要謹慎行事。同時，透過其對利率的（直接和間接）操作，歐洲央行無疑為企業再次創造了合適的借貸環境；然而，這亦造成債券市場流動資金乾涸的情況。歐洲央行將繼續其資產購買計劃，至少直到2017年3月底。

簡單而言，由於各國央行（尤其是歐洲央行）所採取的行動，歐元區正在極低息環境中演變，而在十一月下旬，該區近25%的信貸錄得負回報，創下紀錄。不過，值得注意的是：2015年並非信貸的好年頭。這並非突然（除了一些新興國家受到商品價格下跌及其貨幣貶值的負面影響外），但信貸利差在年底呈現上升趨勢：iTraxx主板上14個基點、iTraxx高級金融指數上升9個基點（升至77基點）、iTraxx次級金融指數上升5個基點（升至155基點）。高收益信貸在這些領域的表現非常好，價差收窄30基點（報315基點）。

那麼，在這個環境下應該做些什麼？

五個關鍵小貼士如下：

- 這些急劇經濟衰退對通脹預期和貨幣政策都會帶來後果。我們很難估計通脹以及「通脹對沖」的實質利益是否會重現，這些迄今已在很大程度上受到忽視。我們亦很難把賭注押在緊縮貨幣週期。
- 在相對價格和相對吸引力方面，脫鉤和分歧能創造不少機會。脫鉤會導致美元上升，而美國與歐洲之間的（短期和長期）息差則擴大。分歧會導致風險再次浮現，當中包括國家風險和特定風險（相比歐洲的同類投資產品，美國高收益板塊中的能源行業是2015年最突出的例子之一）。
- 緊張時期會令市場忽略一些地區和資產類別。目前正被忽視（或者低估）的是新興國家的資產以及通脹掛鉤的資產，由於前者完全不存在通脹問題，前者在短期內較比後者更具吸引力。
- 謹慎行事正主導我們的整體策略。經濟增長預測下調並未結束，而當前的地緣政治局勢可能比起最近幾年更加複雜。與非常本地化的歐洲危機相反，我們現在談論的是更為系統性的環球風險。
- 固定收益市場流動性大減仍然值得大家關注。我們已逾一年時間堅持這一點。各國央行的非常規政策、法規限制、主要投資者的持倉取向（均對固定收益和利差作長線投資）以及流動資金



美國聯儲局幾乎與世界其他地區背道而馳



2015年：信貸熊市的開端？



我們的大方向不變，但考慮到當前環境會加倍謹慎



供應者的數量相對下跌均令流動性偏低的情況惡化。在波動性已有所增加的背景下，這增加了債券市場上的風險。

在固定收益市場：

- 我們維持長期持有政府債券，因為套利交易的效應會繼續抵消匯率影響。企業債券市場為區域、國家、板塊、行業和發行商之間提供巨大分歧／投資機會。波動激增很可能會在一個有限的時間內創造利率反彈的條件，惟考慮到當前和未來的貨幣政策以及目前的通縮壓力，利率和債券收益率的增加並不會持久。我們已經開始對新興市場債券（首先是以硬通貨計價的債券）建立多頭頭寸，而我們將繼續堅持這一策略。

在股市：

- 我們不打算改變我們的大方向：一）按國內需求投資；二）突顯美國、日本和歐元區（按興趣由小至大排序）之間在脫鉤或至少是到期日方面的差異；三）充分利用低息環境，這尤其有利於派息和股票回購；四）注重被忽視或低估的投資機會。



投資組合類型

股票投資組合

- 投資組合的貝塔（β）系數約為1
 - 偏愛歐元區和日本
 - 減持美國
 - 新興市場：國家的選擇是關鍵
- 在新興市場之中：
- 增持印度、泰國、秘魯、歐洲、墨西哥
 - 對中國、印尼、南韓、俄羅斯維持不變
 - 減持馬來西亞、台灣、智利、哥倫比亞、希臘、土耳其、巴西、海灣國家

債券投資組合

- 維持信貸增持。投資級和高收益債券無重大贖回
- 收益率曲線扁平化交易
- 相對歐元區核心國，偏愛美國
- 新興市場債券：
 - 偏愛「硬通貨」債券（美元長倉）
 - 僅在個別情況，偏愛地方債務
 - 專注新興市場專題
- 維持美元長倉／日圓短倉、日圓長倉／歐元短倉

多元化投資組合

- 偏愛歐元區，對日本和美國股市維持中立
- 印度是我們最喜歡的新興國家股票.....注意新興市場
- 加倍小心企業債券：相較美國高收益產品，看好歐洲高收益。相較歐洲投資級債券，看好美國投資級債券（流動性）
- 相對歐元區核心成員國，繼續增持歐元區周邊國家的主權債券
- 保持對美國收益率曲線的扁平化持倉
- 減持以硬貨幣結算的新興債
- 美元長倉／日圓短倉、日圓長倉／歐元短倉

風險因素

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監 - 巴黎

下表列出了10個風險因素及其概率，
並闡述最可信的市場影響。

[風險 #1] 如果美國聯儲局出錯呢？

[概率] 15%

分析 誤解聯儲局的決定仍然是一個主要風險因素。聯儲局很可能會審慎行事，但在委員會內部的意見分歧亦會隨着具有表決權的新成員的加入而增加，例如：克里夫蘭聯邦儲備銀行總裁Loretta Mester曾表示，聯儲局將於2016年內四度大幅加息。市場或聯邦公開市場委員會內幾位溫和派成員並不認同此意見。幾年來，各國央行已習慣了在改變貨幣政策前為金融市場和經濟體系作出準備。但是，逆轉已實行了七年的超寬鬆貨幣政策別具意義。我們評估，目前對於緊縮或任何類型的貨幣政策正常化並無迫切需要。有關觀點廣獲金融市場認同。在當前環境，通訊錯誤將有害。大家對中國和「新興市場」的情況十分謹慎。市場擔心，如果過早或無理加息，金融市場可能反應不佳。

市場影響 依賴股市急劇下滑並依賴下滑蔓延到新興市場，而新興市場早已被中國的情況、經濟增速放緩、商品價格下跌、通脹管理不善、本國信貸評級下調等問題削弱。歐洲央行將繼續其量化寬鬆政策，既推動歐洲和美國之間的利差和利率不斷擴大，亦進一步削弱歐元，兩者皆有利於歐洲的風險資產。

[風險 #2] 中國經濟硬着陸

[概率] 20%

分析 中國目前的困難情況（一月份頭幾天情況仍然清晰可見）較新興市場早前受到的壓力更為嚴重。這涉及至少兩個原因：中國目前佔全球國民生產總值的13%，其債務總額相當於國內生產總值的250%（2008年金融危機之前，數字為150%）。中國的經濟模式正在失去動力。借貸過度、債務膨脹、影子銀行體系調節不周、產業競爭力削弱、生產率增長減慢、潛在增長下跌。問題不在於未來和潛在的增長率是否會更低。這已經是既定事實。相反，經濟增長的風險是否會急劇下跌至低於其潛力（甚至更低）？換句話說，中國是否會出現大規模的經濟危機？截至目前，中國政府已表明自己能應對此情況的負面影響，在需要時可採取的手段包括：貨幣、財政和預算刺激政策、非自由兌換人民幣、控制資本流出和關閉股市。中國經濟增長更嚴重的萎縮，將令中國躋身於本已很長的環球通縮壓力名單。

市場影響 這樣的情景會產生非常不利的影響，其級聯效應會特別具災難性：銀行系統脆弱、金融系統脆弱、中國公共和私人債務脆弱、對商品和新興國家造成影響、對商品出口國、發達國家和新興國家的貨幣造成影響.....美國聯儲局將縮短其「緊縮週期」，而歐洲央行將繼續其量化寬鬆政策。

[風險 #3] 世界經濟增長崩潰

[概率] 20%

分析 中國經濟「硬着陸」將意味環球經濟增長暴跌，但亦可能有其他原因。商品價格和環球貿易持續下跌、美國貨幣政策正在逆轉，加上歐洲經濟活動的結構疲弱，均讓人憂慮環球經濟增長下滑。相比市場共識和其他國際組織的預測，我們（東方匯理）對經濟增長預測不太樂觀。其風險是一個更糟糕的情景，因為所涉及的是環球經濟增長急劇放緩。中國將不再是信心的來源。到現在為止，新興市場經濟放緩已是鐵一般的現實，而「先進」世界已向前走了好幾年。在「先進世界」的另一次放緩可能源自新興國家的二次效應（出口下跌）、投資下滑、就業率下跌.....總之，原因與國內需求有關。

市場影響 暫且不論使用擴張性的經濟政策，我們一方面可能會擔心新興國家之間，另一方面擔心先進國家和新興國家之間會再次出現貨幣戰。期待風險資產、股票和信貸業績表現極差。

[風險 #4] 人民幣大幅貶值

[概率] 10%

分析 在去年八月中旬幾天，中國給人正放棄匯率政策的印象，就人民幣的重大貶值為市場做好準備。直到現在為止，中國已利用過貨幣政策、預算政策、財政政策和收入政策來作為刺激工具，並且謹慎地沒有使用匯率政策。此外，中國曾向二十國集團承諾不會使用匯率政策。除了對金融市場非常負面的直接後果外，這樣的決定（至少10%的急劇貶值）將毫無疑問可被視為承認整體經濟政策脆弱。風險適度，但具有極大的潛在危害。

市場影響 預計市場會普遍下跌。突然貶值將展開更激烈的貨幣戰，特別在亞洲。貨幣政策將變得非常寬鬆，以免貨幣升值。這將打擊歐元以及歐洲經濟，因為新興市場貨幣彌補其有效匯率達70%以上。

風險因素

[風險 #5] 新興市場的經濟持續放緩（商品價格再次下跌） [概率] 20%

分析 商品價格下跌、中國經濟增長放緩，以及即將到來的美國貨幣政策轉變，都是越來越多人擔心1997-1998年金融危機（新興市場全面崩潰）重演的因素。猶記得，自從美國結束其量化寬鬆計劃起，新興市場一直受壓。到現在為止，受中國經濟實力及其遏制困難的能力所驅動，只有亞洲能夠承受壓力。企業違約和主要活動指標偶爾讓市場高度警惕，但中國官員所採取的措施（減息和削減強制銀行儲備、注入流動資金、推行財政和稅收措施、保持貨幣政策等）最終令一切重回正軌。現在，事情比較複雜，亞洲一落千丈，就如歐洲和拉丁美洲以前的情況一樣。增長預測定期向下修正，而風險在於國內需求將瓦解、經濟政策將繼續無效。

市場影響 這種情景將確認當前情況，只是情況更壞：新興市場穩步放緩、先進國家持續復甦。很難相信，發達國家會在這樣的氣候完全被隔離，但我們相信商品貨幣、新興市場貨幣以及新興市場的資本流出會持續下跌。從先進國家和避風港的資產類別選擇。

[風險 #6] 新一輪歐洲危機 [概率] 5%

分析 在希臘危機期間，就歐元區的經濟治理、是否需要刺激措施、如何通過改革應對危機、如何管理希臘債務，甚至是歐洲央行的角色都出現嚴重分歧。這讓我們再次看到歐洲機構的局限性。其中一個主要原因是，歐盟條約中根本沒預見到（或沒可能預見）這些危機及其解決方案，而「融合教條」沒有為這些機構準備好接受該等風險情況。現在的任務是要回應各種挑戰，當中包括：歐洲治理赤字、預算政策缺乏協調、未能監督預算失衡、國家之間的競爭力差距、支援面臨困難的國家的機制不完善、未能賞識各成員國的相互依存關係（雖然歐洲央行的抗蔓延機制顯著發展，但在預算並非如此）等。總之，現在需要解決融合的錯覺。若發生新的希臘（或歐洲）危機，情況將很可能非常嚴重，除非各國能大步走向聯邦制。

市場影響 負面影響眾所周知：主權及信貸利差擴大、波動上升——只是這一次肯定會伴隨歐元嚴重削弱。新的歐洲危機很可能會出現歐盟分崩離析的情景；或者，最起碼是較弱的國家會退出歐盟……除非退出方案能吸引最紮實的國家，而退出歐盟是非常合理的，因為這些較發達國家對於在經濟和財政上支持陷入困境的國家感到疲累。

[風險 #7] 周轉危機 [概率] 20%

分析 除了上述可能會導致出售持倉和／或投資組合的風險情況外，值得再次提醒一下，需要格外小心當前的流動性。自2008年金融危機以來，投資銀行的庫存下跌、導致主要市場參與者購買和保留大量債券的監管約束、自營交易與市場做市活動減少、央行透過量化寬鬆計劃支配都「榨乾」了固定收益市場，而現在結束持倉或資產組合亦需要更長時間（若我們相信英國央行的數字，所需時間比2008年金融危機前較長七倍）。

市場影響 這需要納入投資決定，並應在投資組合構建約束和壓力測試中考慮。流動性較差的資產組合部分或可能在危機中流動性較差的部分，預計會有退出或宏觀對沖計劃。

[風險 #8] 金融市場誤判長期利率前景 [概率] 70%

分析 過去三年，特別是當涉及到美國時，市場共識往往預測過多增長。金融危機結束、經濟活動復甦、預期貨幣政策收緊三者均為支持這些預測的因素。然而，潛在增長率較低、經濟復甦比前幾次較弱（投資不足、勞動力市場依然太弱、工資上漲不足等等）而且貨幣正常化仍然言之尚早。此外，環球流動資金過剩仍未乾涸。日本和歐元區尚未結束其量化寬鬆計劃。中國、印度和其他許多國家的利率政策保持擴張。聯儲局將保持謹慎，而英國央行不主張貨幣緊縮政策。即使我們假設預算赤字與長期利率無緊密關係，普遍削減公共赤字將要求保持長期利率處於較低水平。最後，通縮壓力是千真萬確的事實：環球經濟增長減弱、全球貿易下滑、商品價格下跌、通脹下降、工業品價格充其量是停滯不前。

市場影響 強大因素令長期利率保持在低水平，我們很可能看到長期利率顯著「重新定價」，尤其在美國。我們認為，美國加息的預期過高、經濟增長的預期過於樂觀，而且當前利率過高。

風險因素

[風險 #9] 政治風險及地緣政治風險

[概率] 70%

分析 在政治和地緣政治方面，2015年底的局勢相當艱難：敘利亞、伊斯蘭國、恐怖襲擊和難民問題削弱國家之間的外交關係，特別是在歐洲。而在某些國家（例如：巴西和土耳其）的政治局勢並不能緩解這一氣候。各國對打擊伊斯蘭國（ISIS）的承諾（更重要的是其承諾類型）目前仍在爭論中，而這一情況可能會在2016年繼續。2016年初，伊朗和沙特阿拉伯之間的緊張關係令人擔憂。

市場影響 現在並未出現廣泛的戰火，但局勢會經常出現緊張和波動。目前的政治風險明確而具體，但這將會足以影響金融市場的增長前景和方向嗎？在此階段，什麼都不肯定。

[風險 #10] 英國脫歐

[概率] 50%

分析 英國首相卡梅倫於2015年連任時，宣布會在2017年底前舉行公投，讓國民決定英國是否要留在歐盟（公投或會在2016年10月舉行？）。若英國（英格蘭、蘇格蘭、威爾士、北愛爾蘭）投票決定脫歐，兩種主要情景將可能出現。情景1（最有利而且最有可能的情景）：英國將有類似於瑞士的地位，雖不是歐盟成員國，但與歐盟訂立各種貿易協議。情景2（最不利的情景）：英國與歐盟之間的所有關係斷絕。貿易額和成本將受到影響，特別在金融服務、化工、汽車等在歐盟集成度高的行業。對歐盟國家產生的影響較少；受影響最嚴重的將是與英國有密切聯繫的國家，尤其是愛爾蘭，此外還有盧森堡、比利時、瑞典、馬耳他、塞浦路斯。須注意的是，「損失」英國將導致歐盟預算繳款調整，而繳款最多的國家（德國、法國）當然受影響最大（德國的繳款額將按比例增加22億歐元、法國增加19億歐元、意大利增加14億歐元）。

市場影響 現在，英國公投決定脫歐的概率是50%；若脫歐成真，「軟脫歐」的概率是75%。無論如何，特別是「硬脫歐」出現時，我們將看到英鎊和英國經濟的長期國內生產總值轉弱。這兩個因素可能會延長金融現狀：50%的英國出口進入歐盟。此外，英國將不會再從歐盟與加拿大、美國、日本、印度、新加坡、馬來西亞之間正在談判的協議之中受益。

宏觀經濟狀況

		1月	風險因素
美洲			
美國	<p>經濟復甦將在2016至2017年有所放緩，貨幣緊縮會非常審慎。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 經濟復甦受就業市場改善、油價下調對消費的有利影響以及住房需求增加所推動。然而，工資加速還有待證實。行業仍承受美元升值、能源界別石油價格下跌以及新興國家經濟放緩的壓力。 > 於2016至2017年左右，經濟復甦將逐漸失去動力，主要是由於創造就業機會速度放緩（接近全民就業）以及由油價下跌所帶來的購買力漲勢消散，而外部環境仍將疲弱。 > 美國聯儲局將只會以非常有限的加息次數繼續。 	<ul style="list-style-type: none"> > 在可預見的將來，增長潛力遲滯（「長期停滯」） > 美元過度上漲 > 新興國家的問題將蔓延 	
巴西	<ul style="list-style-type: none"> > 巴西政治危機加劇，經濟亦每況愈下。 > 更換財政部長為較不廣泛、較漸進的合併預算鋪路，這可能會為巴西央行增加壓力。 	<ul style="list-style-type: none"> > 債務貨幣化 > 放鬆政策組合 	
歐洲			
歐元區	<p>受有利的貨幣和財政政策所推動，經濟持續復甦。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 受惠於國內需求改善（尤其是消費和公共支出，因為投資仍然不足），經濟復甦在第三季度穩步前進，並於第四季度持續，儘管外在環境相對不利（新興國家增長放緩）而且有新的政治不明朗因素（特別是在西班牙）。 > 財務補救措施、財政緊縮計劃以及結構改革所產生的漲勢將保持經濟持續復甦，甚至可能在2016年令復甦加快。2014至2015年的石油價格下跌和歐元貶值將繼續發揮有利作用。 > 歐洲央行在2015年12月擴大其非常規措施後，若經濟增長和通脹數據令人失望，將隨時準備採取更多行動。 	<ul style="list-style-type: none"> > 新興國家的經濟和/或財政困難蔓延 > 通縮壓力增加 > 政治風險（反建制的政黨在2015年舉行的選舉中冒起） 	
英國	<p>緊縮措施和英國可能退出歐盟的不確定性，將引發2016年的經濟增長輕微減速。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 儘管增速有所回軟，失業率仍繼續下跌。 > 雖然較幾個月前所料淡化，但旨在減少公共赤字的財政緊縮措施將差不多剝奪2016年的經濟增長，加上英國將會就是否退出歐盟舉行公投所引起的不確定性，肯定會為商業環境蒙上一層陰影。 > 經濟接近全民就業，致使關鍵利率可能於2016年上調；然而，英國就是否退出歐盟舉行公投將會使英國央行審慎行事。 	<ul style="list-style-type: none"> > 英鎊升值 > 公共和外貿赤字仍然高企 > 英國計劃於2016（或2017年）就是否退出歐盟舉行公投 	
亞洲			
中國	<p>中國：環球資本市場的穩定因素、2016年環球經濟的增長動力。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 我們繼續認為，中國經濟將可能在2016年窄幅觸底。 > 鑑於貨幣、財政、地產和投資政策進取，中國資本市場的流動資金將很充裕，因此中國將成為環球資本市場的穩定因素。 > 中國將在2016年進行更多改革，特別是在供應和需求方面的改革。 	<ul style="list-style-type: none"> > 環球資本市場的穩定因素 > 環球經濟的增長動力 	
印度	<p>印度：2016年環球經濟增長的亞洲引擎。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 有利因素依然包括：莫迪效應、油價持續低企、環球通縮環境、印度儲備銀行推行寬鬆政策的空間。 	<ul style="list-style-type: none"> > 印度的經濟增長有望回暖 	
日本	<p>受有利政策組合的支撐，國內需求有望改善。</p> <ul style="list-style-type: none"> > 受籠罩中國的陰雲以及日本家庭適應不斷上升的主要食糧消費價格所面臨的困難的影響，日本在2015年表現出不規則的增長。 > 工資上漲和再投資為2016年出現經濟改善而鋪路。企業將受益於公司所得稅下調。 > 日本央行將加強支持，同時試圖阻止日元過度貶值。 	<ul style="list-style-type: none"> > 受中國經濟放緩影響 > 政治不明朗（2016年中期參議院選舉） 	

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- **美國：**擴張階段還未結束。勞動力市場進一步改善，而環境仍然有利於消費的持續增長。相比之下，承受國際風險的行業正在遭受美元強勢和新興市場增速放緩的影響。
- **日本：**通貨緊縮緩慢消退。家庭必須適應價格上漲。增加工資是經濟持久復甦的關鍵，然而，中國經濟增長放緩正在拖累企業營商信心。
- **歐元區：**經濟繼續復甦，但速度依然緩慢。國內風險（通縮和希臘危機）正在消退，但外部風險（新興市場增速放緩的風險）正在增加。投資復甦仍非常不足。
- **巴西：**第三季度增長為-4.5%，而第二季度增長為-3%，巴西正越來越深地陷入衰退。請注意，鑑於經濟和政治背景惡化，我們修訂了2015、2016年經濟增長預測，將2015年的數字下調至-3.0%而2016年則下調至-2.0%。隨着財政部長請辭，加上油價進一步下跌，很可能會加劇並延長經濟衰退，政治危機目前已達到高峰。我們截至一月初的2015年、2016年、2017年預測分別為-3.5%、-2.5%、-0.5%，具下行風險。
- **俄羅斯：**第三季度國內生產總值增長為-4.1%，較第二季度（-4.6%）略有改善。雖然俄羅斯經濟似乎已經跌到谷底，但我們仍維持2015年出現深度衰退的情景（經濟增長為-4.5%），2016年的經濟增長則預計為-1.8%。畢竟，有一些內部及/或外部因素可能會令經濟於2016年恢復正增長。

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長%			通脹 (消費物價指數按年%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
美國	2.4	2.2	1.8	0.2	1.8	1.9
日本	0.7	1.6	0.9	0.5	0.8	1.4
歐元區	1.4	1.5	1.4	0.0	0.9	1.5
德國	1.6	1.6	1.5	0.2	1.3	1.7
法國	1.1	1.2	1.1	0.1	0.8	1.3
意大利	0.8	1.2	1.4	0.2	0.6	1.1
西班牙	3.1	2.3	1.5	-0.4	0.5	1.0
英國	2.4	2.2	2.2	0.2	1.4	1.7
俄羅斯	-4.5	-1.8	1.0	15.8	10.0	8.5
土耳其	2.9	2.6	3.0	7.4	7.5	7.0
中國	6.5	6.0	5.8	1.5	1.2	1.0
印度	7.2	7.4	7.2	5.2	5.4	5.0
印尼	4.8	5.0	4.8	7.0	6.8	6.8
巴西	-3.5	-2.5	-0.5	9.0	7.0	6.5
發達國家	1.8	1.9	1.7	0.3	1.4	1.7
新興市場	3.9	4.0	4.3	4.4	4.0	3.8
世界各地	3.0	3.1	3.1	2.6	2.9	2.9

來源：東方匯理研究

主要利率展望

- **美國聯儲局：**美國聯儲局在12月開始其利率緊縮週期。此緊縮週期應為十分緩慢，其幅度亦十分有限。
- **歐洲央行：**歐洲央行行長其量化寬鬆政策至2017年3月，並延長「公共債券購買計劃」(PSPP) 至地區政府債券。歐洲央行將存款利率減至-0.30%，但只會在遇到重大衝擊時再減息。歐洲央行將維持零利率政策多年。
- **日本央行：**日本央行似乎對於迅速加強其定性和量化寬鬆政策 (QQE) 並未下定決心。
- **英國央行：**英國央行首次加息將於2016年下半年發生。

	8/1/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	0.50	0.75	0.90	1.00	1.30
歐元區	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
日本	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
英國	0.50	0.50	0.70	0.75	1.00

長期利率展望

- **美國：**美國長期收益率的上升速度將非常有限。美國收益曲線將繼續扁平化。
- **歐元區：**與歐洲央行的量化寬鬆政策相關的長期收益率下行壓力將持續一段時間。長期收益率應會繼續接近目前的水平。
- **英國：**英國長期利率的上升速度將很緩慢而且有限。
- **日本：**日本央行控制整條日本孳息曲線。只要量化寬鬆繼續，利率理應不會大幅上升。

兩年期債券孳息預測					
	8/1/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	0.94	1.00/1.20	1.41	1.20/1.40	1.74
德國	-0.39	-0.40/-0.20	-0.06	-0.40/-0.20	0.00
日本	-0.02	0.00/0.20	0.01	0.00/0.20	0.03
英國	0.50	0.60/0.80	1.05	0.80/1.00	1.55

10年期債券孳息預測					
	8/1/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
美國	2.15	2.20/2.40	2.59	1.80/2.00	2.82
德國	0.51	0.40/0.60	0.68	0.40/0.60	0.96
日本	0.23	0.20/0.40	0.37	0.20/0.40	0.49
英國	1.76	1.80/2.00	2.25	1.80/2.00	2.51

匯市展望

- **歐元：**推行量化寬鬆政策將繼續拖累歐元。
- **美元：**美元匯率將微幅升值，即使升值空間相對有限。
- **日圓：**中國願意限制人民幣強勢而日本央行不願在寬鬆政策方面走得更遠，兩者均不利於日圓貶值。
- **英鎊：**兌歐元適度上漲。英國央行的猶豫以及對英國退出歐盟的擔心均不利於進取的多頭頭寸。

	8/1/2016	東方匯理 +6個月	市場觀點 2016年第2季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2016年第4季
歐元/美元	1.09	1.05	1.05	1.05	1.07
美元/日圓	117.90	120.00	123.50	120.00	125.00
歐元/英鎊	0.75	0.73	0.70	0.70	0.70
歐元/瑞士法郎	1.09	1.10	1.09	1.10	1.11
歐元/挪威克朗	9.69	9.50	9.37	9.30	9.42
歐元/瑞典克朗	9.27	9.15	9.27	9.10	9.47
美元/加元	1.41	1.45	1.37	1.50	1.34
澳元/美元	0.70	0.65	0.70	0.65	0.70
紐元/美元	0.66	0.60	0.63	0.60	0.63