

2015 年 12 月 11 日

宏觀經濟

16 年海外宏觀市場的三條主線

展望 2016 年，我們認為海外市場投資將圍繞三條主線展開，分別是美聯儲加息、匯率的博弈、與地緣政治的激化。

美聯儲加息：漸進式加息。我們預計 2015 年年底，美聯儲將進行首次加息。接下來的關鍵問題是，最終將步入怎樣的長期中性利率水準？根據泰勒規則初步推算，本輪加息週期結束時，中性聯邦基金利率水準約為 3.00%---3.45%。以 25bp 的幅度計算，假設從 2015 年底開始，按照以往節奏，聯儲最早將於 2019 年中走到加息終點。值得一提的是，對於 16 年來說，加息的節奏和幅度都非常重要。若美國加息勢必會造成新興市場一定動盪。俄羅斯、馬來西亞、阿根廷、智利、印尼、巴西等國債務風險值得警惕。

通脹：未來主導美聯儲加息節奏的最關鍵變數，核心通脹難以快速回升超過 2%。美國核心通脹主要由居民收入（主要是工資）決定。在 04-08 年，09 年-12 年油價暴漲的階段，都尚不足以推動核心通脹達到 2%。所以 16 年，即便油價真的超預期反彈，美國核心通脹出現快速上漲超過 2% 的概率也是極低的。而且由於邊際支出傾向的不同，顯然低收入就業者工資上漲緩慢，對核心通脹回升的拖累會更大一些。

匯率的博弈：全世界利率平行線，波動體現在匯率上。匯率，將是 16 年最大的主題之一。現在發達國家的央行在把名義基礎利率降到零之後，除了進行 QE 已經黔驢技窮，全世界的利率都是一條水平線，而且已經持續很長時間，沒有波動。

所以現在，所有的貨幣政策的波動都體現在匯率上。高額的外貿順差和外匯儲備，並沒有能夠讓亞洲貨幣保持強勢。過去一年裡韓幣跌了 20%，馬來西亞幣跌了 35%。原因在於，忽視了資本帳戶的重要性。對於一個大國而言，討論匯率必須要關注資本帳戶變動。正是由於大國貨幣需求的複雜性，其可以在偏離經濟基本面的價位產生虛擬均衡，停留很長一段時間。11 年的歐元，12 年的澳元都是例證。如何才能打破虛擬均衡呢？歷史經驗顯示這需要一國政府或者央行採取主動行為，釋放信號，“說服”市場。16 年匯率是很大的主題，特別需要注意各國央行在匯率上釋放的多空信號。我們認為，美元指數：牛市剛剛開始，加息後先休息。歐元匯率：歐央行邊際收緊，難以走向 1:1 美元平價。日元匯率：不願擴大 QQE，貶值空間受限。

地緣政治的激化。由於經濟的衰退，整個世界都開始流行對政治制度的懷疑和不滿，在此狀態下，各國政府的行為會更大程度上被民意所左右，對外關係上將更多展示“肌肉”而非協商和解。最典型的即是拉美國家。在委內瑞拉、巴西、阿根廷等原左翼執政國家普遍面臨政治、經濟危機的背景之下，中右翼陣營在總統選舉的獲勝，所引發的連鎖效應可能改變拉美的政治版圖。

不宜過度冒險，要降低回報預期。16年的海外宏觀市場，其實也如我們宏觀年度大報告裡說的，慢就是快，要降低回報預期，依然可以找到合適的資產，賺取穩健的回報。如果預期10-20%，應該不難實現；但如果依然期待每年50%-100%，最終可能顆粒無收。

Déjà Vu——16年海外宏觀報告

Déjà Vu 是法語單詞，中文翻譯為“既視現象”，也叫“海馬效應”，指未曾經歷過的事情和場景，仿佛在某時某刻經歷過，由此而生的似曾相識之感。歷史從來不會簡單地重複，但類似的事件又常會帶來相似的市場結果，往往讓人又愛又恨。

展望2016年，我們認為海外市場投資將圍繞三條主線展開，分別是美聯儲加息、匯率的博弈、與地緣政治的激化。

美聯儲加息：漸進式加息。我們預計今年年底，美聯儲將進行首次加息。接下來的關鍵問題是，最終將步入怎樣的長期中性利率水準？根據泰勒規則初步推算，本輪加息週期結束時，中性聯邦基金利率水準約為3.00%---3.45%。以25bp的幅度計算，假設從今年年底開始，按照以往節奏，聯儲最早將於2019年中走到加息終點。值得一提的是，對於16年來說，加息的節奏和幅度都非常重要。若美國加息勢必會造成新興市場一定動盪。俄羅斯、馬來西亞、阿根廷、智利、印尼、巴西等國債務風險值得警惕。

通脹：未來主導美聯儲加息節奏的最關鍵變數，核心通脹難以快速回升超過2%。美國核心通脹主要由居民收入（主要是工資）決定。在04-08年，09年-12年油價暴漲的階段，都尚不足以推動核心通脹達到2%。所以16年，即便油價真的超預期反彈，美國核心通脹出現快速上漲超過2%的概率也是極低的。而且由於邊際支出傾向的不同，顯然低收入就業者工資上漲緩慢，對核心通脹回升的拖累會更大一些。

匯率的博弈：全世界利率平行線，波動體現在匯率上。匯率，將是16年最大的主題之一。現在發達國家的央行在把名義基礎利率降到零之後，除了進行QE已經黔驢技窮，全世界的利率都是一條水平線，而且已經持續很長時間，沒有波動。

所以現在，所有的貨幣政策的波動都體現在匯率上。高額的外貿順差和外匯儲備，並沒有能夠讓亞洲貨幣保持強勢。過去一年裡韓幣跌了20%，馬來西亞幣跌了35%。原因在於，忽視了資本帳戶的重要性。打一個比方，一個剛剛工作的新人，工資基本上是唯一的收入來源，直接決定了他的消費

水準。而當這位新人，經過多年的積累且步入中年之後，尤其是成為所謂的人生贏家之後，收入在其整體財富中占比會越來越小，而資本的配額則會成為主要因素，如房產、股票、債券價格的變動，就比工資收入的波動重要得多。對於一個大國而言，討論匯率必須要關注資本帳戶變動。正是由於大國貨幣需求的複雜性，其可以在偏離經濟基本面的價位產生虛擬均衡，停留很長一段時間。11年的歐元，12年的澳元都是例證。如何才能打破虛擬均衡呢？歷史經驗顯示這需要一國政府或者央行採取主動行為，釋放信號，“說服”市場。16年匯率是很大的主題，特別需要注意各國央行在匯率上釋放的多空信號。我們認為，美元指數：牛市剛剛開始，加息後先休息。歐元匯率：歐央行邊際收緊，難以走向1:1美元平價。日元匯率：不願擴大QQE，貶值空間受限。

地緣政治的激化。由於經濟的衰退，整個世界都開始流行對政治制度的懷疑和不滿，在此狀態下，各國政府的行為會更大程度上被民意所左右，對外關係上將更多展示“肌肉”而非協商和解。最典型的即是拉美國家。在委內瑞拉、巴西、阿根廷等原左翼執政國家普遍面臨政治、經濟危機的背景，中右翼陣營在總統選舉的獲勝，所引發的連鎖效應可能改變拉美的政治版圖。

不宜過度冒險，要降低回報預期。原本被對沖基金大佬認為“命中註定”大翻盤的2015年，最終成了危機後最艱難的一年。Bill Ackman，David Einhorn紛紛“受難”。投資者總是在最需要的時候，才發現流動性已經匱乏。過去幾年，金融領域的冒險精神遠遠超過實體經濟領域，因為投資者都在尋求提高回報的路子，而企業坐擁大量現金，結果造成資產價格和基本面之間的顯著差異。尤其是近年來的市場還不斷“獎勵”投資者的風險偏好，比如過去的美聯儲，不願意看到市場動盪，所以當它表態要穩定市場時，市場會像是碰到救命稻草一樣撲上去，對於眼巴巴充滿了期待的投資者來說，無異於天籟之音。因此，16年的海外宏觀市場，其實也如我們宏觀年度大報告裡說的，慢就是快，要降低回報預期，依然可以找到合適的資產，賺取穩健的回報。如果預期10-20%，應該不難實現；但如果依然期待每年50%-100%，最終可能顆粒無收。

大市導航

2016 石油化工年度策略：石化十三五，求變求新

石化行業“十三五規劃”初步提出的重點發展方向是石化產業優化、傳統化工升級、化工新能源、化工新材料四個方向。

重點關注石化產業升級中的油品升級、原料多元化中的丙烷脫氫等方向。

改革助力“十三五”規劃。通過打破行業壟斷、引入民營資本等改革形式，提升石化行業整體經營效率和活力，從而推動石化行業“十三五”規劃目標的實現。關注油氣行業整體改革、天然氣行業全產業鏈改革、能源價格市場化推進等方面。

油價是關鍵因素。我們認為 2016 年原油價格有反彈空間，如果油價出現反彈，可關注以下幾類標的：上游開採企業、業績彈性大的公司以及油服公司。

重點關注的公司包括新潮實業、新奧股份、洲際油氣、中天能源。

風險提示：原油價格持續下跌、改革進展不達預期、上市公司轉型及業務拓展不達預期

電子元器件：移動支付產業鏈全線大漲

事件：近期全球移動支付第一股 square 在紐交所上市點燃資本市場熱情；央行公告 3 季度我國移動支付交易量同比增長 254%，行業強勁增長；雙 12 臨近，BAT 發力線下掃碼支付；蘋果公告 Apple Pay 與國內四大行達成協議，預計 2016 年 2 月入華，作為全球 NFC+指紋識別支付的領導者，預計將極大推動國內移動支付市場的發展。

建議關注產業鏈相關受益標的：SWP-SIM 卡&TSM 平臺：恒寶股份，天喻資訊，東信和平；TEE：天喻信息；指紋識別：碩貝德、晶方科技；NFC-POS&二維碼：新大陸，新國都，新開普；移動支付晶片：同方國芯，國民技術。

風險提示：NFC 推廣低於預期。

中國國旅（601888）：華僑城集團股權轉讓結果出爐，後續諸多看點

華僑城集團擬以 51 元/股減持中國國旅 5.4%股權（5271.7 萬股），合計金額 26.9 億元。該轉讓仍需報國資委批准才能生效。

受讓方是南華眾鑫資產管理計畫，該計畫於 2015 年 11 月 7 日開始推廣工作，12 月 7 日宣佈成立。

該轉讓將給市場帶來聯想的空間，此外，中國國旅後續仍有以下投資亮點：（1）發改委明確增開免稅店將海外消費拉回本國，對中國國旅構成實質利好；（2）海南離島免稅政策繼續優化的可能；（3）首都/浦東機場免稅店招標啟動；（4）央企整合及國企改革。我們認為：公司現有業務足以支撐目前的市值，且後續亮點頗多，給予“買入”評級。

風險提示：該股權轉讓被否，系統性風險。

中國平安（601318）：健康服務業規模 2020 年將達 8 萬億，中國平安健康醫療產業佈局領先同業

中國平安健康醫療產業戰略。1) 預估 2020 年健康服務業規模將達到 8 萬億元，健康醫療產業發展空間巨大。2) 平安戰略佈局健康/醫療、藥品/器械和協力廠商服務，重點發展醫保/商保、健康管理、資訊服務（健康雲）等方面。3) 平安好醫生 APP 是平安集團“醫戰略”中線上健康醫療服務第一入口，旨在打造一戰式、全流程、O2O 的服務平臺，目前有 1000 人的自建醫學團隊、5 萬名外部合作醫生，並有 3000+ 家合作醫院及診所、1200+ 家合作藥房、400+ 家合作體檢機構，累計註冊用戶 2450 萬，日諮詢量達十萬次。

中國平安在健康產業的佈局領先同類公司，致力於成為高效的管理式醫療服務商，發展健康醫療服務、醫保/商保的同時，正在搭建健康雲平臺，力圖成為精準專業的醫療資料運營服務商。看好中國平安健康醫療產業的發展，估值仍低，給予“買入”評級。

風險提示：權益市場下跌導致業績與估值雙重壓力。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。