

■ 海外市场展望之股市篇

# 单边上涨行情终结 全球股市结构性机会凸显

□本报记者 杨博

全球股市2015年大起大落，整体来看发达国家表现略胜一筹。市场人士认为，包括流动性趋紧、经济增速疲弱等困扰全球股市的问题还将在2016年延续，单边上涨行情告一段落，市场更多的将是结构性机会。

## 2015年发达市场领跑

2015年全球股市剧烈波动，在上半年普遍上涨后，下半年出现显著回调。特别是在第三季度，主要股指几乎全军覆没。抛售潮过后，市场情绪在第四季度有所平复，主要股指逐步收复失地。

主要发达市场中，欧洲股指表现突出，斯托克欧洲50指数2015年上涨3.2%，法国CAC 40指数上涨8.5%，德国DAX指数上涨9.6%；美国股指基本持平，但标普500指数全年0.7%的跌幅仍创下2008年以来最差，道琼斯工业指数下跌2.3%，纳斯达克综合指数上涨6%；亚太市场中，日经225指数上涨9%。

除中国A股外的新兴市场普遍疲弱。上证综指2015年上涨9.4%，但年中曾一度大幅下跌。乌克兰、秘鲁、埃及、哥伦比亚、塞浦路斯等多个新兴市场进入全球股指跌幅榜的前十名。若计入本币大幅贬值的因素，新兴市场的跌幅更为惨烈。

据法兴银行的数据，2015年全球表现最好的资产类别仍是股票，但涵盖股息在内的回报率只有2%。这使得2015年成为自1937年以来投资回报最差的一年。

## ■ 窝轮看台

# 港股震荡料持续 资金短炒牛熊证

□法国兴业证券（香港）周翰宏

港股新年假期前三个半交易日，大市交投淡静，上周二成交额仅约379亿港元，上周四半日市，成交额进一步萎缩至247亿港元，反映资金节前已无心恋战。技术上看，恒指近日反复考验10天及20天两条平均线约21900点附近承压力，上方22000点关口多次得而复失，走势呈现牛皮格局。恒指短期波动范围或仍在21900点至22300点之间，操作上宜待趋势逐步明朗后再作部署。

正股市场成交低迷，衍生市场方面活跃度亦下降。上周认股证日均成交额不足60亿港元，牛熊证日均成交亦降至约50亿港元水

# 下跌0.73% 标普500创七年来最差年度表现

□霍华德·斯韦尔布拉特

2015年已成为历史，这一年里标普500指数累计下跌0.73%，是连续三年实现双位数的年度涨幅后首次出现下跌，也是2008年金融危机以来表现最差的一年。截至2015年最后一个交易日，标普500指数较2015年5月21日创下的2130.82点的历史高点下跌4.08%。

2015年全年来看，标普500行业板块和个股表现分化严重，140只个股涨幅超过10%，其中71只涨幅超过20%，191只个股跌幅超过10%，其中118只跌幅超过20%。

展望2016年，值得关注和思考的事件很多，首先就是美联储利率上调的进度，这将主要取决于经济数据的表现；并购市场在2015



新华社图片 制表/杨博

全球股市的大起大落令多位传奇式的投资者铩羽而归。据彭博统计，“股神”巴菲特今年以来财富缩水113亿美元，他执掌的伯克希尔哈撒韦公司出现自2011年以来的首次年度负收益。由美国对冲基金业的明星比尔·阿克曼执掌的潘兴广场资本公司也对投资者表示，2015年可能是该基金自2004年创办以来表现最糟糕的一年。

## 2016年把握结构性机会

展望2016年，分析师预计随着主要经济体货币政策分化，全球流动性格局将生变，市

场波动可能进一步加大，投资者主要应该把握结构性机会。

安联投资环球投资策略师杜纳恩在接受中国证券报记者采访时表示，投资者2016年需要在资产配置方面保持活跃，因为市场不会再像从前一样处于单边上涨的轨道。相比于债券，2016年更看好股票市场的表现，且发达国家市场比新兴市场更有吸引力。在低利率、低增长、高波动的市场环境中，能够取得年化6%~7%的收益已经算不错。投资者明年应该寻找增长中的公司，而不是增长中的经济体。

随着美联储启动加息，美元资产吸引力平，二者占大市成交比例减少至约20%至26%之间。此外，恒指波幅指数上周显著回落，降至逾五个月低位至18，观察同期权证市场，多数条款的相关引伸波幅亦见同步收窄。

恒指牛熊证资金流，截至上周三的过去五个交易日，恒指牛证和熊证分别出现约2670万港元及1980万港元资金净流入，反映大市陷入多空争夺局面。街货分布方面，目前多仓主要集中在收回价21300点至21800点之间，过夜街货相当约2750张期指合约；至于恒指熊证空仓，分布则较为平均，收回价22200点至23100点之间，相当约3740张期指合约。

行业资金流数据方面，过去一周A股ETF板块的相关认购证获得较高的资金净流

入部署，约1340万港元净流入金额；另外，内险股板块的相关认购证也获得约750万港元资金净流入部署；至于交易所板块则见多空争持局面，相关认购证及认沽证分别获得约790万港元及200万港元资金净流入。

过去一周大市波幅收窄，不少投资者改变策略，以较高频率的日内操作来提高潜在回报的机会，而日内有较多操作机会的衍生产品自然是恒指牛熊证。牛熊证是对冲值接近一的衍生产品，所受引伸波幅的影响亦相当轻微，所以在计算价格变动方面会比较简单。以恒指牛证为例，假设价格是0.15港元，换股比率是10000兑1，假设恒指上升了200点，理论上牛证价格将上升：相关资产价格变动÷换股比率

行业板块方面，上周标普500十大板块全线下跌，能源板块在此前一周强劲反弹4.6%之后掉头向下，上周下跌2.23%，2015年全年累计下跌2.35%，成为表现最差的板块；原材料板块上周下跌1.67%，全年下跌10.36%；非必需消费品板块上周表现最好，仅下跌0.38%，全年上涨8.43%；IT板块上周下跌0.82%，全年上涨4.37%；医疗保健板块上周下跌0.6%，全年上涨5.21%；公用事业板块上周下跌0.51%，全年下跌8.4%。

本周将迎来一系列重要经济数据，市场还将为即将到来的新一轮财报季预热。经济数据方面，周一将公布去年12月ISM制造业指数，预计从48.6上升至49，11月建筑开支预计增长0.5%；周二公布去年12月汽车销售报告，预计达到年化1380万辆的水平；周三公布

行业板块方面，上周标普500十大板块全线下跌，能源板块在此前一周强劲反弹4.6%之后掉头向下，上周下跌2.23%，2015年全年累计下跌2.35%，成为表现最差的板块；原材料板块上周下跌1.67%，全年下跌10.36%；非必需消费品板块上周表现最好，仅下跌0.38%，全年上涨8.43%；IT板块上周下跌0.82%，全年上涨4.37%；医疗保健板块上周下跌0.6%，全年上涨5.21%；公用事业板块上周下跌0.51%，全年下跌8.4%。

本周将迎来一系列重要经济数据，市场还将为即将到来的新一轮财报季预热。经济数据方面，周一将公布去年12月ISM制造业指数，预计从48.6上升至49，11月建筑开支预计增长0.5%；周二公布去年12月汽车销售报告，预计达到年化1380万辆的水平；周三公布

年创下新的历史纪录后，2016年会有所放缓，但仍维持在高水平；此外投资者还需要关注的是2016年10月1日，国际货币基金组织（IMF）将正式把人民币纳入特别提款权货币篮子。

就上周来看，市场消息清淡，经济数据方面，俄罗斯11月GDP同比下滑4%，沙特阿拉伯预计2016年出现870亿美元财政赤字；能源信息署每周数据显，上周原油库存增加260万桶。市场交投清淡，成交量下滑19%，标普500指数全周下跌0.83%，收于2043.94点。至此标普500指数在过去四周内有三周出现下滑，累计跌幅达到2.28%。

个股方面，111只标普500成分股上周上涨，其中仅2只涨幅超过5%，391只个股下跌，其中11只跌幅超过10%。

掌握的数字，去年11月私人住宅的售价指数和租金指数，较9月份的历史高峰回落了约41%和2.1%。而这个数字还是滞后一个月的数字，即是只反映10月的市况，而根据市场消息，随后两个月的楼价和租金亦持续缓慢下降。

陈茂波表示，现在香港住宅整体成交量仍徘徊于1997年以来的低位，11月的成交量进一步下跌至约2800宗，去年前11个月的整体成交量只有约51900宗，比前年同期下跌了约5800宗，更远低于香港两个楼市高峰期1997年（约172700宗）和2010年（约135800宗）的水平。

推动下，美国经历了一波蓬勃的页岩气革命，从1976年开始，美国在页岩油页岩气的投入不断加大，开采技术水平不断提高，油气也开始大量的产出。

在美国原油出口禁令及能源独立政策的

# 资金短炒牛熊证

人部署，约1340万港元净流入金额；另外，内险股板块的相关认购证也获得约750万港元资金净流入部署；至于交易所板块则见多空争持局面，相关认购证及认沽证分别获得约790万港元及200万港元资金净流入。

过去一周大市波幅收窄，不少投资者改变策略，以较高频率的日内操作来提高潜在回报的机会，而日内有较多操作机会的衍生产品自然是恒指牛熊证。牛熊证是对冲值接近一的衍生产品，所受引伸波幅的影响亦相当轻微，所以在计算价格变动方面会比较简单。以恒指牛证为例，假设价格是0.15港元，换股比率是10000兑1，假设恒指上升了200点，理论上牛证价格将上升：相关资产价格变动÷换股比率

行业板块方面，上周标普500十大板块全线下跌，能源板块在此前一周强劲反弹4.6%之后掉头向下，上周下跌2.23%，2015年全年累计下跌2.35%，成为表现最差的板块；原材料板块上周下跌1.67%，全年下跌10.36%；非必需消费品板块上周表现最好，仅下跌0.38%，全年上涨8.43%；IT板块上周下跌0.82%，全年上涨4.37%；医疗保健板块上周下跌0.6%，全年上涨5.21%；公用事业板块上周下跌0.51%，全年下跌8.4%。

本周将迎来一系列重要经济数据，市场还将为即将到来的新一轮财报季预热。经济数据方面，周一将公布去年12月ISM制造业指数，预计从48.6上升至49，11月建筑开支预计增长0.5%；周二公布去年12月汽车销售报告，预计达到年化1380万辆的水平；周三公布

行业板块方面，上周标普500十大板块全线下跌，能源板块在此前一周强劲反弹4.6%之后掉头向下，上周下跌2.23%，2015年全年累计下跌2.35%，成为表现最差的板块；原材料板块上周下跌1.67%，全年下跌10.36%；非必需消费品板块上周表现最好，仅下跌0.38%，全年上涨8.43%；IT板块上周下跌0.82%，全年上涨4.37%；医疗保健板块上周下跌0.6%，全年上涨5.21%；公用事业板块上周下跌0.51%，全年下跌8.4%。

本周将迎来一系列重要经济数据，市场还将为即将到来的新一轮财报季预热。经济数据方面，周一将公布去年12月ISM制造业指数，预计从48.6上升至49，11月建筑开支预计增长0.5%；周二公布去年12月汽车销售报告，预计达到年化1380万辆的水平；周三公布

年创下新的历史纪录后，2016年会有所放缓，但仍维持在高水平；此外投资者还需要关注的是2016年10月1日，国际货币基金组织（IMF）将正式把人民币纳入特别提款权货币篮子。

就上周来看，市场消息清淡，经济数据方面，俄罗斯11月GDP同比下滑4%，沙特阿拉伯预计2016年出现870亿美元财政赤字；能源信息署每周数据显，上周原油库存增加260万桶。市场交投清淡，成交量下滑19%，标普500指数全周下跌0.83%，收于2043.94点。至此标普500指数在过去四周内有三周出现下滑，累计跌幅达到2.28%。

个股方面，111只标普500成分股上周上涨，其中仅2只涨幅超过5%，391只个股下跌，其中11只跌幅超过10%。

掌握的数字，去年11月私人住宅的售价指数和租金指数，较9月份的历史高峰回落了约41%和2.1%。而这个数字还是滞后一个月的数字，即是只反映10月的市况，而根据市场消息，随后两个月的楼价和租金亦持续缓慢下降。

陈茂波表示，现在香港住宅整体成交量仍徘徊于1997年以来的低位，11月的成交量进一步下跌至约2800宗，去年前11个月的整体成交量只有约51900宗，比前年同期下跌了约5800宗，更远低于香港两个楼市高峰期1997年（约172700宗）和2010年（约135800宗）的水平。

推动下，美国经历了一波蓬勃的页岩气革命，从1976年开始，美国在页岩油页岩气的投入不断加大，开采技术水平不断提高，油气也开始大量的产出。

在美国原油出口禁令及能源独立政策的

再次上升。过去几轮加息周期中，美国通常会出现稳定的资金净流入，最近三轮加息周期内，标普500指数在首次加息三个月内分别下跌4%、6.6%和2.7%，但在整个加息周期内分别上涨7.34%、5.81%和11.34%。

不过在近两年美股大市频创新高后，多数机构认为单边上涨的行情将告一段落，未来市场将以结构性机会为主。高盛认为，美股未来主要投资策略应包括以下三条：其一，资产负债状况稳健的股票将跑赢大盘；其二，美欧货币政策分化将推升美元，美国业务占比较高的公司将领先于海外业务占比较高的公司；其三，由于大多数公司利润率止步不前，有能力提升利润率的股票将获益，投资者可买入销售增速高于美国名义GDP增速，且预期利润率增长超过50基点的公司。

事实上在发达市场中，多数分析师更看好欧洲股市。法兴银行认为，美元强势将影响标普500企业的盈利，未来总统大选也可能导致美股波动。而在欧洲央行扩大宽松刺激、出台投资计划、欧元贬值以及区域流动性改善的驱动下，欧洲斯托克指数会有强劲表现。

港股方面，基于对中国经济增长放缓、美联储加息以及企业盈利增速下滑等因素的考量，分析师对明年港股大市普遍预期谨慎，但对H股细分板块特别是国企板块走势相对乐观，多家机构预计恒生国企指数2016年可能有20%以上的上涨空间。德银建议2016年增持港股金融、工业及IT板块，减持电信、能源及核心消费。

相比于香港市场的再创新高，美股IPO活动明显降温。研究机构复兴资本发布的年度报告显示，2015年美股市场共有170宗IPO，较前一年下降38%；筹资300亿美元，下降65%，创六年新低。复兴资本分析师指出，美股IPO活动下滑受一系列因素的影响，包括美联储和欧洲央行货币政策不确定性上升、对新兴市场经济增速放缓的担忧加剧、能源价格大幅下跌以及并购市场火爆等，预计2016年初美股IPO活动仍将缓慢。

= 200点÷10000=0.02港元，理论上，该牛证价格可升至0.17港元(0.15 + 0.02)。

现时市场上有不少投资者短炒牛熊证，尤其是恒指的牛熊证，由于恒指上落速度快，即使只是日内短炒，每日也有很多获利机会。这类短线投资者，通常也喜欢用另一种方法去盘算牛熊证的价格变化，他们会更看重恒指需要升跌多少点数，牛熊证才会移动一个价位。他们每次入市的目标可能只是短炒两、三个价位，但透过频繁买卖将利润积少成多。（本文并非投资建议，也非就任何投资产品或服务作出建议、要约、或招揽生意。读者如依赖本文而导致任何损失，作者及法国兴业一概不负任何责任。若需要应咨询专业建议。）

去年12月ADP私人部门就业报告，预计新增就业岗位19万个，较11月下滑；周五公布去年12月非农就业报告，预计新增就业岗位20万个，低于去年11月的21.1万个，失业率继续保持5%的水平上，时薪预计增长0.2%。（作者系标普道琼斯指数公司资深指数分析师，杨博编译）

去年12月ADP私人部门就业报告，预计新增就业岗位19万个，较11月下滑；周五公布去年12月非农就业报告，预计新增就业岗位20万个，低于去年11月的21.1万个，失业率继续保持5%的水平上，时薪预计增长0.2%。（作者系标普道琼斯指数公司资深指数分析师，杨博编译）



世界银行经济学家斯托克则指出，美联储升息预期将给新兴市场带来的冲击早已存在。在2013年新兴市场已经受到美联储提出量化宽松政策的“退出政策”的影响，许多国家的货币出现了贬值。

他指出，目前全球主要经济体货币政策分化，欧洲和日本还在实行量化宽松的货币政策，与金融危机前相比，美联储的升息步骤会是非常缓慢的。新兴市场国家面临增速放缓和资本外流的风险。

美国知名基金公司T. Rowe Price的经济学家施密特（Nikolaj Schmidt）日前发布报告指出，此前在全球金融危机后，宽松的货币环境令数万亿美元的资金涌入发展中经济体，由此带来的信贷热潮受到了当地政府的欢迎。由于大宗商品价格上涨引发投资热潮，生产大宗商品的新兴市场国家更是受益于这些海外资本的涌入。而今资本开始转向，离开新兴市场，大宗商品的热潮也在消退。包括中国在内的重要的商品消费国经济增速放缓，全球货币环境收紧，新兴市场的贷款人变得更加谨慎。

他指出，新兴市场经济体的调整是经济规律的一部分，这个过程有序或者无序决定了其对市场影响的程度。过去几十年的经验表明，任何去杠杆的过程，特别是当与贸易冲击叠加的时候，会在一定的范围内变得无序。

虽然这种情况再次发生的风险不能被忽视，但施密特认为，多种因素将有助于确保新兴市场在此次去杠杆化过程有序化。其中最主要的是目前新兴市场的债务大多以本币计价，外部赤字处于可控的水平。与以往的调整相比，2016年的调整很可能是一个“缓慢燃烧”（slow burn）的过程：新兴市场经济体增长低迷，但不大可能出现崩溃。

## 美国石油钻井平台继续减少

□本报记者 张枕河

石油服务公司贝克休斯最新公布的周度统计数据显示，在截至去年12月31日当周，美国石油钻井平台减少2座，至536座，为过去七周中第六周减少，表明石油生产商仍在等待价格上涨，之后再恢复开采。

至此，美国钻井平台总量约是2014年同期1500座的三分之一。而自2014年夏季以来，美国石油钻井平台已经大幅减少136座。

加拿大蒙特利尔银行资本市场分析师琼沃斯表示，预计全球原油市场每天供应过剩100万桶。多余的产能需要被淘汰，这样才能达到供需平衡，油价才有希望上涨。他还认为，假设布伦特油价长期处于每桶35~40美元的情况下，美国石油厂商将会削减25%~30%的钻机数量，而且会连续几个季度都保持递减水平。

高盛集团分析师表示，在最坏的情况下国际油价可能跌至每桶20美元，市场跌势可能持续更长时间，才能引发产油国的减产决定。一系列最新数据显示油市供应过剩又有扩大迹象，已处于六年多低位的国际油价进一步承压，跌幅扩大。

## 亚太地区去年IPO 融资额全球居首

□本报记者 杨博

安永发布的最新报告显示，2015年全球首次公开募股（IPO）数量较前一年下滑2%至1218宗，总筹资额1955亿美元，较2014年下滑25%。值得注意的是，亚太地区引领全球IPO活动，香港交易所问鼎全球IPO融资额榜首。

报告显示，亚太地区交易所去年IPO融资总额占全球的46%，位列第一，其次是欧洲地区交易所，占比为32%。以IPO融资总额计算排名前六的交易所分别是港交所、纽交所、上海证交所、伦敦证交所、东京证交所和纳斯达克市场。

据港交所发布的数据，2015年共有138家公司选择在香港上市，创历史新高，IPO集资总额达2613亿港元。其中104家公司在主板上市，募集资金约2586亿港元，34家公司在创业板上市，募集资金约27亿港元。

相比于香港市场的再创新高，美股IPO活动明显降温。研究机构复兴资本发布的年度报告显示，2015年美股市场共有170宗IPO，较前一年下降38%；筹资300亿美元，下降65%，创六年新低。复兴资本分析师指出，美股IPO活动下滑受一系列因素的影响，包括美联储和欧洲央行货币政策不确定性上升、对新兴市场经济增速放缓的担忧加剧、能源价格大幅下跌以及并购市场火爆等，预计2016年初美股IPO活动仍将缓慢。

## 专家认为 新兴市场发生危机概率低

□本报记者 黄继汇 纽约报道

美联储2015年12月升息后，部分新兴市场国家面临货币贬值压力。分析人士指出，新兴市场货币的贬值是由基本面决定。相对于亚洲金融危机，此次新兴市场的去杠杆化或会“有序化”，对金融体系的冲击也相应有限。

美国国际集团（AIG）董事总经理和代理首席经济学家莫恒勇接受记者指出，近期阿根廷和阿塞拜疆等新兴市场国家的货币出现了大幅贬值和资本外流，但市场的反应并不剧烈。其中阿根廷的汇率一直存在着一个“黑市价格”，此次贬值只是靠近“黑市价格”。目前全球的金融市场主要是看美国、中国、欧洲和日本这些主要经济体的表现。

他指出，新兴市场国家的贬值主要取决于基本面。美国去年12月决定加息，此次升息是有史以来预期最充分的，表明美国完成去杠杆，美国经济复苏稳健，这些支撑美元走强。美国经济占全球经济的24%多，消费占美国经济的70%多，美国经济向好有利于拉动新兴市场国家的出口。

新兴市场国家货币贬值也不完全是坏事，作为调节的工具贬值有助于促进本国货币的出口。他预期新兴市场经济体的基本面短期不会大幅好转，但包括俄罗斯、巴西等国2016年的经济情况会好于2015年。与亚洲金融危机相比，目前新兴市场国家的外汇储备更高，财政情况也没有更差，因此还看不到下一个危机。

世界银行经济学家斯托克则指出，美联储升息预期将给新兴市场带来的冲击早已存在。在2013年新兴市场已经受到美联储提出量化宽松政策的“退出政策”的影响，许多国家的货币出现了贬值。

他指出，目前全球主要经济体货币政策分化，欧洲和日本还在实行量化宽松的货币政策，与金融危机前相比，美联储的升息步骤会是非常缓慢的。新兴市场国家面临增速放缓和资本外流的风险。

美国知名基金公司T. Rowe Price的经济学家施密特（Nikolaj Schmidt）日前发布报告指出，此前在全球金融危机后，宽松的货币环境令数万亿美元的资金涌入发展中经济体，由此带来的信贷热潮受到了当地政府的欢迎。由于大宗商品价格上涨引发投资热潮，生产大宗商品的新兴市场国家更是受益于这些海外资本的涌入。而今资本开始转向，离开新兴市场，大宗商品的热潮也在消退。包括中国在内的重要的商品消费国经济增速放缓，全球货币环境收紧，新兴市场的贷款人变得更加谨慎。

他指出，新兴市场经济体的调整是经济规律的一部分，这个过程有序或者无序决定了其对市场影响的程度。过去几十年的经验表明，任何去杠杆的过程，特别是当与贸易冲击叠加的时候，会在一定的范围内变得无序。

虽然这种情况再次发生的风险不能被忽视，但施密特认为，多种因素将有助于确保新兴市场在此次去杠杆化过程有序化。其中最主要的是目前新兴市场的债务大多以本币计价，外部赤字处于可控的水平。与以往的调整相比，2016年的调整很可能是一个“缓慢燃烧”（slow burn）的过程：新兴市场经济体增长低迷，但不大可能出现崩溃。