

PRIVILEGE BANKING
尊享理财

2017年第一季度 投资观察

卅 UOB 大华银行



全球宏观背景

2016 年可定义为意外事件频出的一年。其中最令人难忘的两个事件是英国脱欧和特朗普当选美国总统。而即将到来的 2017 年将面临更多挑战，地缘政治问题可能重塑欧洲，同时美国新任总统特朗普的经济及外交政策也会给全球带来一定的不确定性。可能的意外之喜或是由商品主导的再通胀，市场寄希望于基础设施投资。

资产配置

全球趋势已倾向于再通胀，因此全球资产配置偏好自固定收益转向股票。而对于资产配置而言，再通胀的好处多过通货紧缩，这一点十分明确。因此，在通胀趋于正常化的期间，大多数资产配置者会建议投资股票和其他增长性资产。

股票

广义而言，股票在再通胀环境中表现更佳，而其往往由高经济增长预期和扩张的经济活动所驱动。但尽管如此，股市预计仍将波动，因为毫无政治经验的新任美国总统特朗普的或将带来较高的政策不确定性。

固定收益

相对于其他资产类别，我们建议减持固定收益资产。在固定收益市场上，相对于公司信用债券，我们建议减持政府债券，并在发达市场和新兴市场之间保持中性均衡。

商品

我们对整个商品类资产保持中性态度。尽管基本金属和大宗商品在最近几个月表现强劲，但这主要是受到市场对特朗普政府财政支出的投机性预期所推动，而事实上这种预期可能无法实现。

外汇和汇率

我们仍然预计 2016 年 12 月 13 日 -14 日的 FOMC 会议会加息 25 个基点，市场也已经认为这是板上钉钉的事情。（截止本报告中文版定稿时，美联储已于 2016 年 12 月 FOMC 会议上宣布加息 25 基点）。而对于 2017 年，我们对于加息的预期已由之前的两次加息 25 基点变为三次。特朗普及其政策取向显示美国“宏观条件发生转变”这为加息和美元走强创造了有利条件。在亚洲，我们预期美元兑亚洲货币汇率会有序、渐进的走高，但若特朗普政策相对温和，那 2017 年亚洲货币的贬值幅度或维持在 5% 之下。

全球宏观背景

2016年一路走来不易，2017年会面临更多挑战？

回顾过去 12 个月，我们提出了以下问题：定义 2016 年的三个关键事件分别是什么？所有人可能都会认同以下两个事件：英国 6 月举行的“英国脱欧”公投和在 2016 年 11 月美国总统大选中唐纳德·特朗普的意外胜选。

而第三个事件可能更难以确定并达成一致意见。我们想要表达的是，对 2015 年末至 2016 年初中国股市熔断事件的担忧似乎已经成为人们的久远回忆，但我们认为 2017 年或存风险重现的担忧，特别是市场关注点回（再次）转到债务和杠杆上之后。具体来讲，人们对过度依赖批发融资和理财产品（WMP）规模扩大表示担忧，特别是对规模较小金融机构而言。中国整体经济增长减速，趋紧的流动性 / 去杠杆或相互强化，将会给这些金融机构带来压力。虽然高杠杆风险确实存在，但不应低估当局保持整个金融系统平衡的决心（和能力），尽管这个系统对外部观察者而言可能较为脆弱。

对于原油价格有怎样的看法？油价于 2016 年初暴跌至 27 美元 / 桶以下，达到 13 年低点，但到了 11 月底，在欧佩克决定削减原油产量以抑制全球产量过剩，且非欧佩克生产国（尤其是俄罗斯）也加入了这一决定之后，原油价格几乎翻了一番，达到 50 美元 / 桶以上（截至 2016 年 11 月 30 日）。

也许我们声称“2016 年一路走来不易”并不准确，可能更准确的词汇应是“不可预测”。但难道我们能预见到由于全球贸易、移民、收入财富不平等化趋势不断扩大而导致的民粹主义兴起和反对体制，以及目前看起来更倾向于内向型政策等所产生的一系列后果吗？

而这种变化的浪潮肯定不会止步于英国、美国和意大利。事实上，在我们进入 2017 年之际，来自欧洲的地缘政治问题正在抬头。主要欧元区国家（包括荷兰、法国和德国）将在 2017 年举行大选。在总理马泰奥伦齐由于公投结果不佳而辞职后，意大利很可能在 2017 年提早举行大选。部分选举或将带来极右的政治领导人，并将欧洲的政治倾向转变为内向型。在极端情况下，这可能会使欧盟和欧元区都面临风险。虽然这不是我们认为的基本情况，但鉴于 2016 年出现过类似事件，因此我们不能再排除这种风险。另外，还记得我们之前提到的英国在 2017 年将何时触发第 50 条，并开启为期 2 年的英国脱欧倒计时的问题吗？

除了欧洲政治方面的不确定性，2017 年的确定性则来自美国即将迎来的特朗普总统时代。特朗普上台被视为宏观环境发生变化，这种变化将为美国经济带来正面刺激，并最终促使美国这一世界最大经济体实现增长突破及达到 2% 的通胀目标。需要明确的是，当前美国经济既非处于危机模式，也非处于经济衰退的威胁之下。它只是陷入了一个经济低迷且缺乏生产力的时期，而且似乎这个问题在较长时间内都无法解决。但即便如此，特朗普的财政刺激也未必像预期那么乐观，或许最终只能短期获益，而无法有更多实质性的进展。

但特朗普也给世界带来了风险，这种风险是在历届美国总统当选过程并未出现过的。他是在一个综合于反体制、反自由贸易、反全球化、反移民、增贸易关税和减企业个人税收的民粹主义平台上展开的竞选，这一平台被视为保护主义和反全球贸易的象征。同时，缺乏外交政策经验的特朗普，也引发了对美国未来的外交政策及将对地缘政治带来怎样影响的担忧。

我们期待一个“温和”特朗普执政时代，即他将兑现大部分非激进型承诺。但直到特朗普于 2017 年 1 月 20 日上任前，我们无法知道实际情况会如何。如果是一个“强硬”的特朗普执政时代，即他会执行其所有或大部分竞选承诺（如威胁会使用重税“报复”那些继续迁往海外的美国企业，而这将被视为贸易保护主义、惩罚性贸易关税等），那这将给世界带来更大的风险。

对美联储而言又意味着什么呢？扩张的美国财政政策将促进美国经济增长，使增长更为强劲并伴随更高的通胀。这些因素将足以使美联储加速其汇率正常化路径（即使特朗普及其团队目前尚未提出任何具体措施）。（2016年）12月加息似乎已是板上钉钉的事情，（截止本报告中文版定稿时，美联储已于2016年12月FOMC会议上宣布加息25基点），但更重要的是市场正在就2017年或迎来更快和更陡峭的美联储加息轨迹进行定价。虽然美联储明年可能会面临更大的政治压力，但我们认为其仍会保持独立性。政策独立性将在2018年变得更为关键，因FOMC主席和副主席任期将于年中届满，到时美联储的成员情况将会出现较大变化。

亚洲各央行在2017年的货币政策又将如何？我们最初认为，为了抵销与美国贸易摩擦上升而导致的经济放缓，亚洲各央行极有可能采取宽松的货币政策，特别是对那些有降息空间的央行而言。但是，亚洲各央行进一步放宽政策带来影响是，会加剧美联储和亚洲各央行之间的利率差异，从而增加资本流出压力，进而削弱亚洲货币。

亚洲货币显著走软的潜在和无法预期的后果是，这些经济体将面临特朗普政府为其贴上“货币操纵者”标签，美国财政部将于2017年4月向美国国会提交《国际经济和汇率政策报告》半年度报告时做出决定。因此，亚洲各央行的货币政策前景在2017年充满挑战性，退一步说，最可能的结果是，许多央行会将较低利率保持更长时间，或暂时维持现状不变。

2017年，可能的意外之喜是通胀的复苏。在过去几年里，由于全球经济环境不景气，通胀水平一直处于静止温和状态。从2000年末开始，商品价格出现大幅上涨，汤姆森路透 / 核心商品 CRB 商品指数在2008年6月30日达到462.74的峰值。随后，经过几次低谷，该指数于2016年2月11日跌至155.01低点（主要受石油价格大跌拖累）后，现已稳定在200标记线以下（截至2016年12月5日）。虽然现在定论商品价格将持续反弹还为时过早，但潜在的美国再通胀财政政策（特朗普式通货膨胀）将为其提供支持。如果2017年突然出现由商品主导的通货膨胀，则意味着亚洲各央行要面临新的困境，可能会导致政策转为紧缩。当然，这并非我们的基本预测，但我们会将其视为2017年的潜在风险。

即便这一切让我们对2017年有些望而却步，但我们认为未来仍有希望，下一个主要经济增长动力将来自于基础设施投资。在特朗普的领导下，美国经济将出现美国基础设施支出大幅增长的局面，这可能会促进经济增长和劳动就业，增加进口及相关服务需求，刺激通货膨胀，推高美国利率，并加剧美元走强。特朗普的基础设施投资承诺可能无法达到其最高值，但至少仍存希望。与亚洲情况相似，中国2016年5月公布的基础设施投资计划将为中国提供部分支持，尽管此次支出规模无法与2008/09年度4万亿刺激措施相提并论。但对东盟而言更重要的是，中国将寻求扩大其对该地区的影响力，其中一个渠道就是在“一带一路”策略下通过基础设施投资来实现。许多公共和私营机构估计，亚太地区每年将需要数万亿美元的基础设施投资。这应该足以保持亚洲和区域经济在未来几年持续繁荣，但前提是各机构可以采取一致行动。

资产配置

全球趋势已倾向于再通胀，促使全球资产配置偏好从固定收益转向股票。

再通胀主题

唐纳德·特朗普赢得美国总统大选可能有点令人意外，但其意外当选或将有助于全球经济增长和通货膨胀向正常化迈进。

比特朗普赢得大选更重要的是，共和党赢得美国国会众议院和参议院的多数席位。虽然奥巴马和克林顿也想增加基础设施支出和减税，但分裂政府导致了僵局。在完全由共和党控制的情况下，共和党的姿态将很有可能从“关闭政府”转变为刺激政策——现在他们将承担起经济重获增长的全部责任。

自 2016 年第一季度以来，全球经济增长一直在稳步改善。美国劳动力和工资趋势已开始暗示美国经济正开始面临再通胀。以基础设施支出和减税的形式来推动扩张性财政政策提高了美国经济持续再通胀的可能，这反过来将对全球投资者产生重大影响。

再通胀是通货膨胀和经济增长从低通胀和通货紧缩水平变向正常化的一个过程。这不同于“高通胀”，即通胀明显高于央行目标。高通胀通常对股票和固定收益市场都不利。但是，如果通胀上升可使一个国家摆脱通货紧缩，回到正常的目标水平，则这种通胀将被视为健康的再通胀，通常会带来更好的宏观经济条件。在当前环境下，再通胀意味着央行无需再采取额外措施来实现通胀目标。这表明经济中的不景气已经被普遍接受，经济增长率和工资开始改善。在这种环境下，“动物精神”将有助于提高消费者和商业领导者的信心，鉴于名义经济增长展望更为乐观。

对于资产配置者而言，再通胀的好处明显要多于通货紧缩。在大多数处于通货紧缩期的国家，投资者更倾向于持有现金或政府债券。但是，在通胀正常化的时期，大多数会建议投资股票和其他增长性资产。

再通胀或将在全球范围内支持企业名义收入上升，这将利好股票价格。相反，通货膨胀和经济增长的上升将给长期债券收益率带来上行压力，因其价格之前所反映的是近期的通缩趋势。此外，各央行可能转向收紧宽松的立场。美联储 2017 年或将升息数次，而其他地区的降息趋势或将停止。债券收益率和利率上升将对 2017 年的固定收益资产带来压力。因此，当步入正常化周期时，相对于固定收益，我们更建议增持股票。我们将对商品和现金保持“中性”评级。

股票表现也将受益于资金从固定收益大规模流向股票。全球市场一直在等待资金从固定收益向股票“大幅流入”。

但我们认为也无须对固定收益过分担忧。预计未来一年固定收益回报仍将保持正值。债券收益率上涨有利于持有固定收益资产至到期，因目前大多数固定收益资产可提供 3-4% 的到期收益率，而 6 个月之前仅有 2-3%。但收益率上涨或仍将导致总回报率处于低个位数的水平。

多资产收益策略在固定收益和股票之间形成了一个有效的平衡点。聚焦于收益的策略或将受到债券收益率上升带来的压力，但我们预计收益策略将会继续提供比固定收益市场更佳的收益回报、以及比股票更佳的波动性水平，因此这种策略仍然值得关注。

商品将受益于再通胀，但在短期内我们认为年初的季节性因素和强劲美元或将会阻碍商品在未来几个月的表现。

前景仍然波动，特朗普政策仍有诸多不确定性，因此维持现金于“中性”水平。

股票

广义而言，股票在由高增长预期和经济活动扩张所驱动的再通胀环境中往往会录得更佳表现。但即便如此，股市仍将面临波动，因为新当选美国总统特朗普毫无政治经验，这极有可能引发政策不确定性。建议投资者不要追逐短期涨跌，而是利用市场抛售作为建立头寸的机会。在地区分布上，美国股票获得“增持”评级，而欧洲和日本股票获得“中性”评级，新兴市场股票获得“减持”评级。

鉴于美国新当选总统唐纳德·特朗普在财政扩张方面的政策议程，美国一直处于持续再通胀预期的中心。事实上，美股在选举后的表现就是受再通胀预期所驱动，因此获得“增持”评级。除了最初的美股全面反弹之外，那些受益于特朗普政府政策倾向的部分行业也存在上涨机会，如石油工业、大型制药公司和国防公司。尽管美股相较历史水平来看估值偏贵，但若未来利率不出现大幅上升，则当前估值水平或得以持续。

欧洲股市似乎受到最近美国大选和通胀预期的影响较小，因此我们维持其“中性”评级。尽管如此，德国、法国和荷兰将在 2017 年面临选举，反体制情绪的浪潮可能会再次破坏现状。

美国大选过后，美国国债收益率大幅上升，使得与日本政府债之间的息差变大（即使日本政府债券收益率仍由日本央行锚定。然而展望未来，日本股市或将面临一场日元走软带来的积极影响和放缓贸易（由特朗普的保护主义、反全球化所导致）带来的负面影响之间的拔河比赛，或将拖累全球贸易。在这些动态的平衡上，“中性”评级是适当的。

走高的美国利率和走强的美元通常会对新兴市场资产造成负面影响，促使我们对新兴市场股票做出“减持”评级。然而，与过去不同，新兴市场的当前经济周期与发达世界的经济周期不同。由于商品价格坚挺且中国经济稳定，新兴市场的下跌程度仍然可控。

商品

概述 - 我们对整个商品行业维持“中性”评级。尽管基本金属和大宗商品在最近几个月表现强劲，但这主要是受到市场对特朗普政府财政支出的投机性预期所推动，而事实上这种预期可能无法兑现。中国政府在国内钢铁和煤炭生产领域也出现了政策失误，导致价格上涨，但现在正在扭转这种上涨趋势。我们对美元目前的强劲反弹持谨慎态度，因为近年来美元与商品价格之间呈现负相关。最后，一季度通常是最疲弱的季度，因为寒冷的天气和中国农历春节假日抑制了需求。

农产品 - 我们倾向于“略微减持”农产品。鉴于美国粮食丰收、农作物使用率高以及未来一年的预计种植面积上升等因素，粮食价格将继续保持低迷。来自澳大利亚气象局的最新数据显示拉尼娜读数为中性，所以干燥天气不太可能会影响 2017 年的南美和北美农作物的收成。

基础金属 - 我们倾向于“略微增持”基础金属。从新的矿山资本支出（曾于 2011 年达到峰值）来看，供应短缺依然存在，其中锌、铅、镍和锡有限产迹象。虽然目前铜和铝仍然供应充足，但资本支出减少和工业生产数据表明这些市场在中期内或出现紧缩。

散装大宗商品 - 我们对散装大宗商品维持“略微减持”的评级。最近焦煤价格急剧上涨以及热煤和铁矿石价格的小幅上涨的背后是中国政府的限产政策——将国内煤矿每年的工作天数从 330 天降至 276 天并强制关闭部分矿山。而最近几个星期中国政府政策的完全逆转表明，导致价格飙升并非其政策本意。事实上，中国政府现在正鼓励所有煤矿以最高水平开展生产。这将不可避免地导致大宗商品价格走低，因为以前限制的产能将重返市场。

能源 – 我们倾向于对能源持“中性”评级。最近欧佩克同意将欧佩克产量削减 120 万桶 / 天，俄罗斯也进一步同意减少 60 万桶 / 天，支持原油价格有所反弹。然而，鉴于美国国内原油产量有可能在这个价格点上快速增长并获利，使得原油价格在未来一年不太可能突破 60 美元 / 桶。

黄金 - 由于发达经济体仍将维持负利率，且市场存在对下一季度有进一步反欧盟事件的担忧，我们维持对黄金的“增持”评级。我们建议投资者不要仅局限于美国于 2016 年 12 月加息，以及 2017 年或进一步加息的预期，目光要看的远一些。美国经济的高负债率和经济数据的不稳定性，意味着进一步加息可能会抑制经济增长。

固定收益

经过七年的扩张，固定收益市场正面临一些“逆风”。

过去七年是固定收益投资的“黄金”环境。全球经济适度增长，较高通胀和较高利率的威胁是良性的。虽然其他资产类别也表现充分，但在风险调整的基础上，固定收益是这七年的大赢家。

我们认为世界不会突然面临快速经济增长和高通货膨胀，但我们认为，全球宏观环境会朝再通胀进行适度但重要的转变。经过多年的缓慢进展，发达市场上导致通缩压力倍增的经济疲弱状况已开始有所改善。特别是美国的劳动力市场最终似乎接近充分就业，工资和通胀似乎正在对此做出反应。与此同时，商品价格，特别是能源价格似乎已经触底，并正在反弹。随后，美国增加基础设施支出和减税的潜在模拟效应或将首先使美国，然后再使世界各地走上再通胀之路。

全球再通胀环境的含义是，市场利率和央行目标利率都有可能上升。大华银行的机构观点是美联储会在今年 12 月加息一次，在明年再加息两到三次（截止中文版定稿时，美联储已于 12 月议息会议中升息 25 基点）。而欧元区各央行不太可能扩大量化宽松政策规模，亚洲各央行进一步降息的可能性也较低。因此，我们认为全球长期市场利率（如美国 10 年期政府债券收益率已经跃升 60 个基点至 2.4%）在未来几个季度可能会走高 20-30 个基点。

但我们认为投资者不必对这些趋势过分担忧。宏观数据趋势仍不足以暗示存在通胀和利率快速上升的威胁。但数据显示，适度的再通胀趋势将削减固定收益回报。

我们认为应建议投资者，近年来强劲的固定收益回报在今年可能不太有吸引力。例如，在过去五年中，根据 JACI 基准，亚洲债券基金的年平均回报率为 7%。但鉴于利率上升将是回报的“逆风”，我们认为 2017 年的回报可能在 1-3% 的范围内。

许多不具备股票波动风险承受能力的投资者仍然认为，尽管 2017 年前景的吸引力欠佳，但投资固定收益仍是合适的。固定收益前景中积极部分是，长年期收益展望得以改善，鉴于固定收益基金的收益率在上升。正是近期的调整造成了固定收益资产的“逆风”。

世界还远离高通胀的风险。世界各地一直都存在着或会长期存在具有深刻影响的通缩力量。虽然目前有再通胀的趋势，但我们应该记得，想让经济增长不及预期，或让全球投资者再次担忧通货紧缩也并非不可能。如果再通货趋势停滞，固定收益就会回升。此外，虽然宏观经济增长前景似乎在好转，但仍面临许多不确定性。

相对于其他资产类别，我们建议减持固定收益资产。在固定收益市场上，相对于公司信用债券，我们建议减持政府债券，并在发达市场和新兴市场之间实现中性均衡。我们建议在 2017 年年初持有久期更短的债券，最好是有部分对冲新币的美元信用债券。

外汇和利率

美国

美联储基金利率



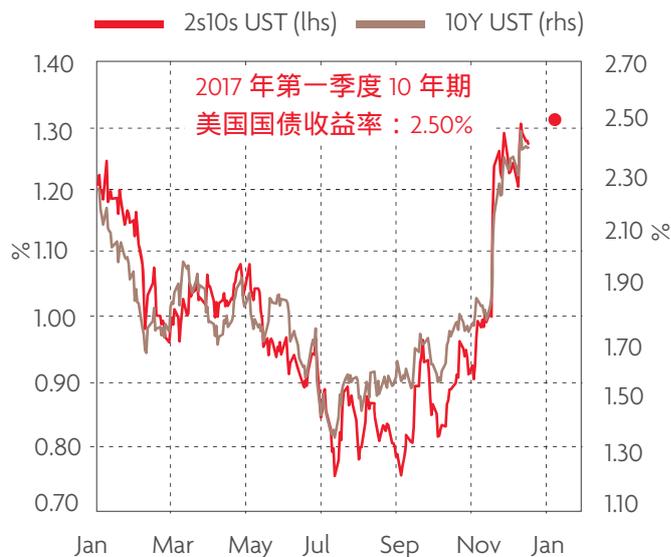
我们仍然预计 2016 年 12 月 13 日至 14 日的 FOMC 会议会加息 25 个基点，市场也已经认为这是板上钉钉的事情。（截止本报告中文版定稿时，美联储已于 2016 年 12 月 FOMC 会议上宣布加息 25 基点）我们现在对美联储基金目标利率（FFTR）在未来几年（和 2016 年 11 月 8 日时的预期相比）轨迹的态度更为鹰派，鉴于唐纳德·特朗普有可能实施扩张性美国财政政策。我们预计美联储将采取务实的方法来应对可能的特朗普财政提振（其细节只会逐步释放），所以我们认为美联储在 2016 年 12 月加息后，将在 2017 年第一季度维持现状不变。此后，我们预计美联储在 2017 年（2017 年 6 月、9 月和 12 月 FOMC）会进行 3 次 25 个基点的加息，区别于之前预期的两次。我们还调整了最终联邦基金目标利率（FFTR），到 2019 年第四季度将（从 3%）上升至 3.5%。

3个月期美国Libor



预计截至 2017 年第 1 季度末，3 个月期 Libor 为 1.00%。Libor 一直受新当选总统特朗普或实施扩张性财政政策以及更强美联储加息前景预期所推动（从 LOIS 的压缩中可以看出）。如果美元流动性压力是由美联储加息预期的提前实现而触发，则预测未来风险将上升。

10年期美国国债收益率



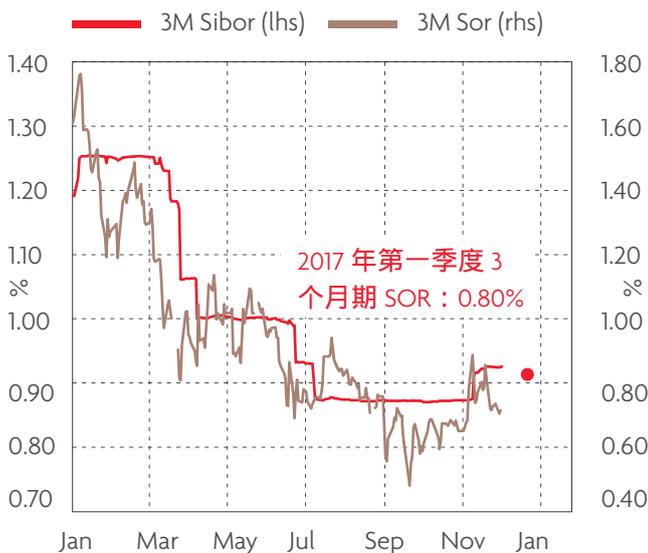
预计截至 2017 年第 1 季度末，10 年期美国国债收益率为 2.50%。期限溢价在美国大选后重新进入正值区域。考虑到收益率水平仍远低于历史平均水平，未来仍有上行空间。预期风险将由新政府支出计划的细节决定，而这些细节将在新总统就职日后公布。

新元名义有效汇率 (NEER)



新加坡第三季度 GDP 同比增长 1.1%，明显低于今年上半年的 2.0% 的增长率。从 2.0% 连续回落主要是因为私人消费支出非常疲弱。这可能是实际工资增长疲软、劳动力市场不那么收紧的结果，以及有证据表明新加坡过去一年的零售销售数据有所收缩的结果。面对较差的经济前景和就业市场，消费者信心下降已导致居民集体“勒紧腰带”。现在，疲弱的经济趋势只会意味着金管局将继续保持其对“新元 NEER 零升值”的当前货币立场，可能在 2017 年全年也会保持这种立场。更高的通胀预期（现在似乎是全球的一个共同主题）意味着，当涉及任何进一步宽松（通过中点的移动）时，央行都会显得无能为力。考虑到金管局在即将到来的会议上的按兵不动以及我们对美联储在今年 12 月加息一次以及明年可能会三次加息 25 基点的预期，我们维持美元 / 新元在 2017 年末将趋向 1.48 水平的预测。

3个月期SOR和Sibor



预计 3 个月期 SOR 和 Sibor 到 2017 年第一季度末将分别为 0.80% 和 0.90%。

预期 SOR 和 Sibor 将在 2017 年第一季度保持基本持平。由于事件冲击导致的新元 NEER 疲软一直是短暂的。如果没有新元的持续贬值压力，国内短期利率的方向将主要由美国 Libor 的变化推动。

10年期新加坡政府债券

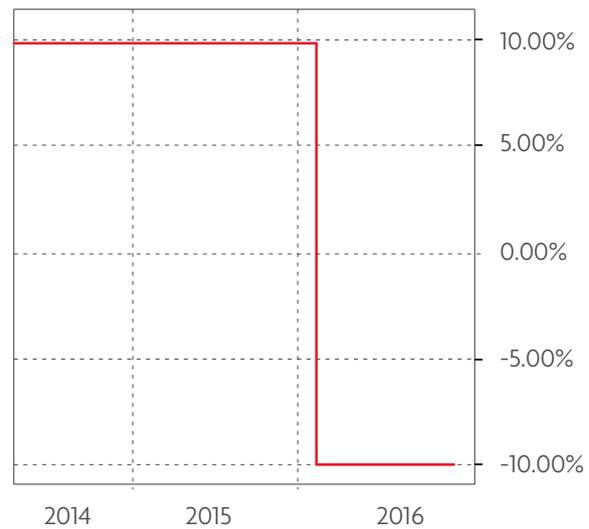


预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2017 年第一季度末将为 2.50%。

10 年期新加坡政府债券收益率的重新定价已急剧走高，侧面反映了美国国债收益率的变化。当前条件有利于维持较低新加坡政府债券 beta，以应对美国国债收益率在 2017 年的变化，因此我们认为美国国债收益率趋势将与新加坡政府债券收益率趋势出现分离。

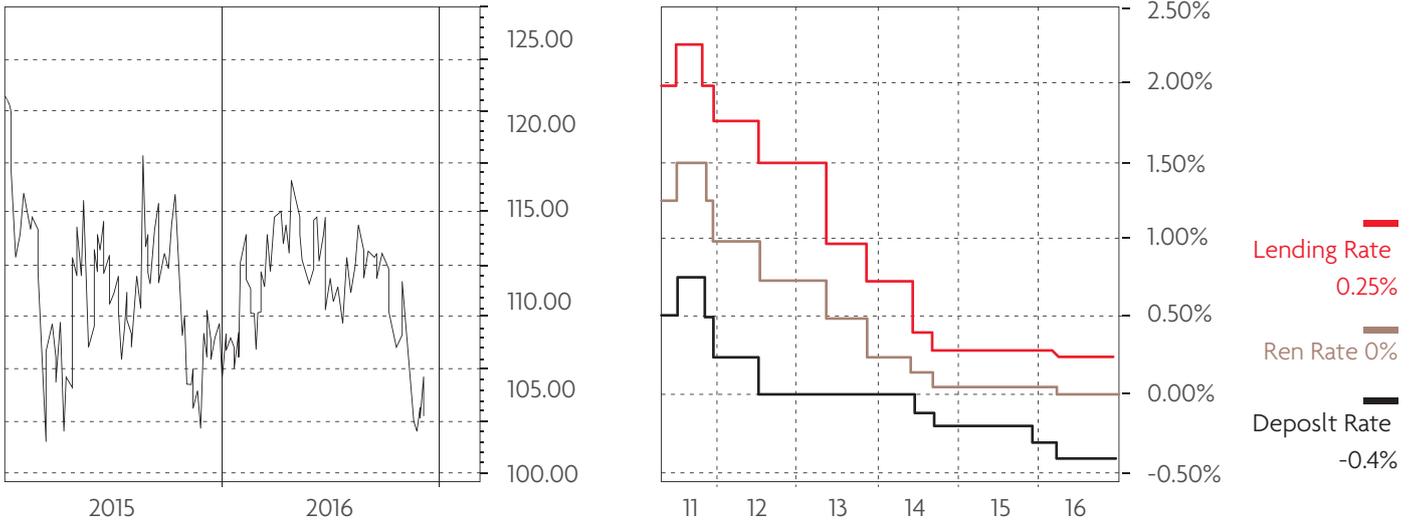
如果区域货币贬值压力升高并引发对该区域资本外逃的担忧，则预期风险就会上升。

日本



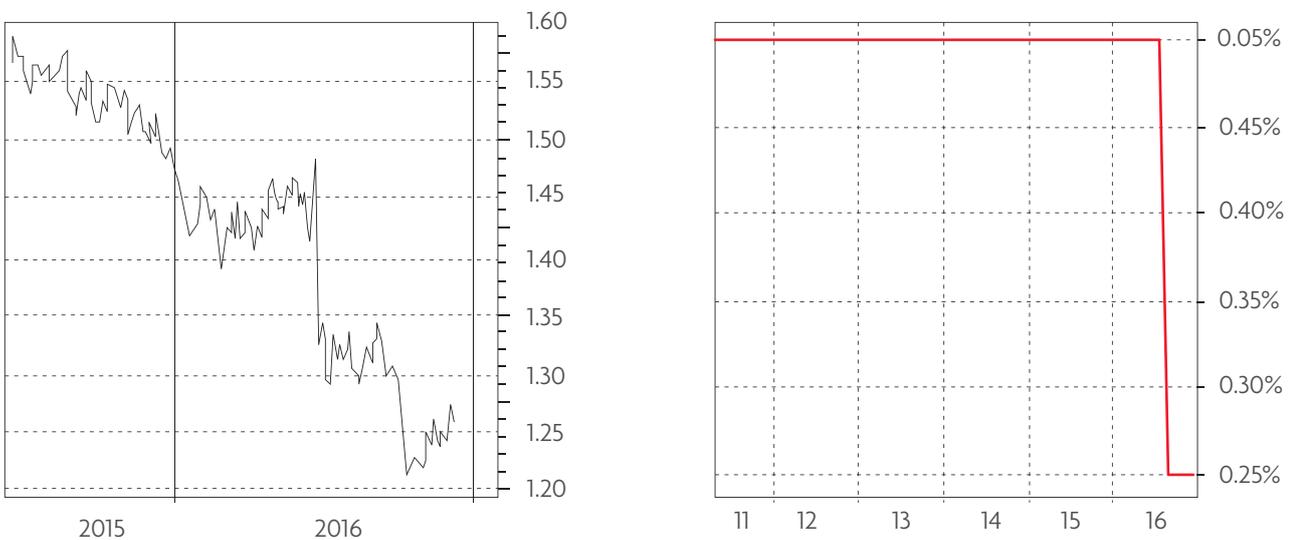
尽管日本第三季度 GDP 增长数据已经修订且最近日元表现疲软，但我们仍然预计日本央行在 2016 年还会采取更多措施。日本央行在 11 月份首次启动以固定利率无限额的购买日本政府债券，以重申日本央行对收益率曲线的控制，这进一步加强了我们对日本央行在今年 12 月 19-20 日最后一次货币政策会议上采取更多措施的预期。我们预计日本央行的下一步行动是在 2016 年 12 月会议上将政策利率（从 -0.1%）下调至 -0.2%。我们还预计日本央行会加快资产购买计划，甚至可能包括在 2016 年底（12 月 19-20 日货币政策会议）或 2017 年上半年购买其他工具（截止本报告中文版定稿时，日本央行已宣布在 12 月会议上维持政策不变）。我们仍然认为日本央行还没有达到其货币宽松极限，但是市场仍然担心日本央行的货币政策是否仍然有效。

欧元区



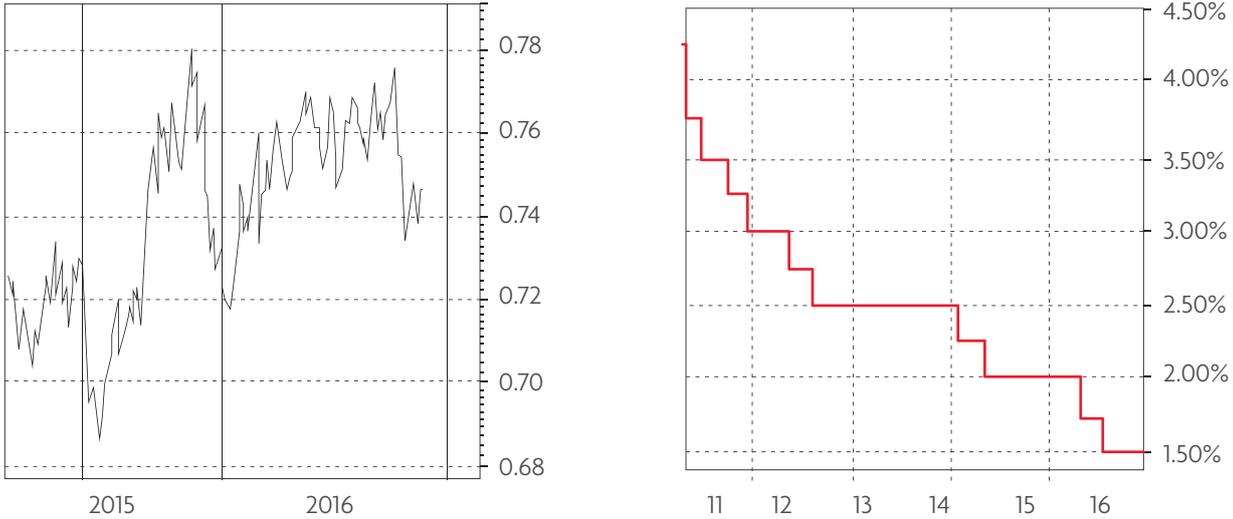
进入 2017 年，所有一切都围绕政治事件风险转。事实上，我们认为欧洲央行在做出最新决定时很可能考虑过选举日历，因为延期会使他们错过关键的德国选举（预计在秋季）以及其他欧洲市场选举。因此，我们预计欧元 / 美元会走低，但这可能会对我们的预测带来下行风险，特别是当通货膨胀不能充分回升且德拉吉明确表示量化宽松计划“实际上是开放式的”时。

英国



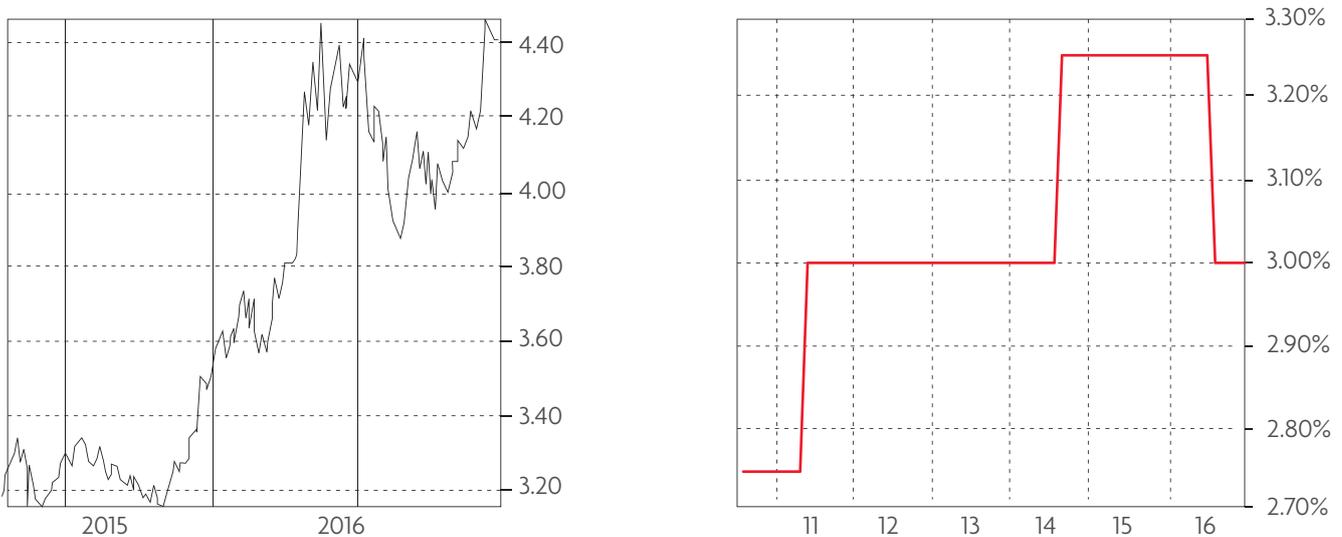
只要我们不清楚“英国脱欧”流程的明确性，风险就会继续上升。在撰写本文时，英国政府提出反对高等法院的判决，即“英国脱欧”必须在议会进行新的投票。预计只有在 2017 年 1 月初才能做出判决。英镑 / 美元一直比较具有弹性；但我们认为该货币对在恶化的宏观背景和政治不确定性环境下会下行。然而，我们已经改变对英国央行的看法，不再预期英国央行会进一步降低利率。

澳大利亚



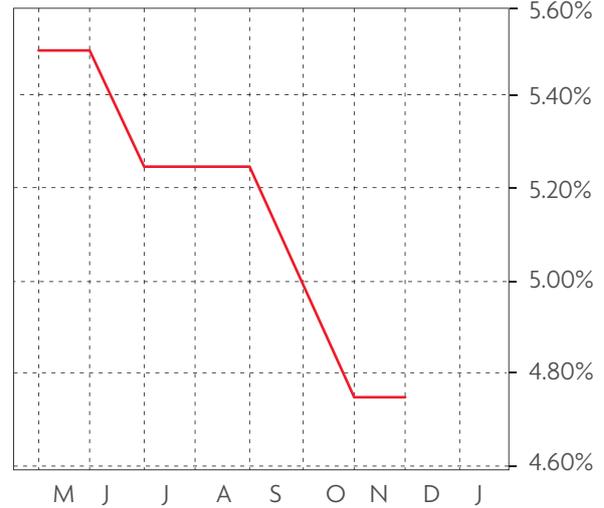
澳大利亚经济在第三季度下滑了 0.5%，这是自 2011 年以来的首次。虽然这将引发经济衰退的讨论，但我们认为第四季度 GDP 有上升的可能性。澳洲联储仍有降息空间，但我们认为财政政策是刺激需求和提高生产力的一个更适当的工具。也就是说，由于国内国际前景不明朗，我们预期澳元 / 美元将会下跌。

马来西亚



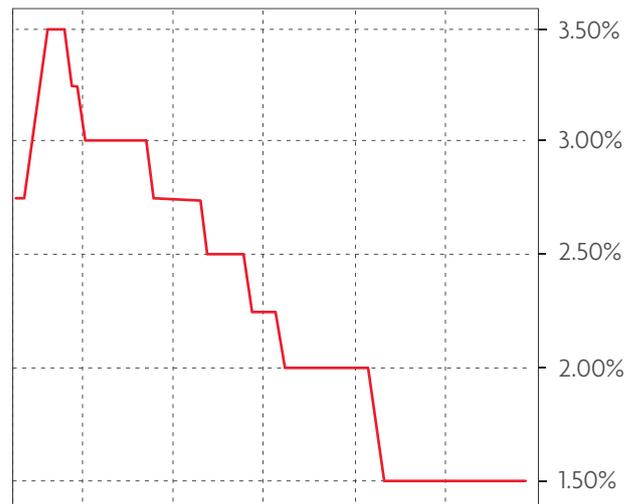
美国大选后，美元 / 马来西亚林吉特上破 4.00-4.20 区间，突破今年高点 4.4250。与交易对手相比，马来西亚林吉特承受的压力更大。马来西亚林吉特走软的大部分原因来自：美元强势；美国国债收益率突然走高；以及市场的消极看法，即认为马来西亚更易受其外国投资者持有本国债务证券额度高、马来西亚外汇储备相对泰国和印尼较低，以及马来西亚央行增加遏制投机性离岸无本金交割远期外汇交易方面的行动等的影响。通过其预估公允价值 3.90 以及马来西亚稳定的基本面，我们认为有理由相信林吉特一直处于超卖状态。尽管一直被美国 10 年期国债收益率和美元多头的前景所掩盖，但较高的油价还是支撑了林吉特。我们预计 2017 年美元 / 马来西亚林吉特为 4.50，不过作为高 Beta 值的货币来说其仍有可能周期性重新测试近期高点的可能。马来西亚央行 11 月保持中性政策利率于 3.00% 不变。我们认为该央行明年可能会继续专注于管理经济增长风险。对于宽松政策的压力似乎受限于波动的金融市场和疲弱的林吉特。鉴于该国经济较为稳定，该国央行目前可以维持当前政策利率不变。

印度尼西亚



印尼盾是 2016 年亚洲货币中表现优异者之一。2016 年年底之前，印尼盾将得到延迟的税务赦免遣返的一些支持，印尼央行预期 12 月会有 100 万亿印尼盾的资金回流（到目前为止，宣布的资金回流总额达到 143 万亿印尼盾）。进入 2017 年，美元 / 印尼盾将获得美国国债收益率的支撑。外国投资者持有印尼盾政府债券在 9 月份达到峰值，为 685 万亿印尼盾（约合 520 亿美元），占当月未偿付总额的 39.2%，但在最近两个月减持了 20 亿美元。11 月底，外国投资者的持有量大幅增长 37.0%，所以亚洲资金外流风险将对印尼资产和货币造成较大影响。2017 年第一季度全球不确定性和预期放缓的税务赦免流动将可能会使美元 / 印尼盾在 2017 年第 1 季度末达到 13,800，到 2017 年第 2 季度末达到 13,900。由于雅加达州州长选举将于 2017 年 2 月 15 日举行，所以政治方面也可能会变得更为紧张，增加了该货币对的上行风险。也就是说，当前金融市场稳定意味着印尼央行进一步降息的机会有限。我们预计印尼央行在 2017 年上半年会继续暂停加息。

泰国



受外部不确定因素的影响，预计泰国资本流动和汇率波动未来可能会增加。这些不确定因素包括：美国在新总统特朗普的领导下会采取什么方向的经济政策；以及各主要发达经济体的央行是否会采取进一步货币宽松政策。我们认为未来泰铢（兑美元）会继续贬值。至于现在，我们预计到 2017 年年底泰铢（兑美元）或从目前的 35.6 贬值至 37.0。此外，我们预计泰国央行 2017 年将维持政策利率在 1.50% 不变，理由是当前的货币政策条件仍然有利于经济复苏。进一步放宽货币政策将为经济增长提供有限的支持，因为泰国经济增长放缓仍受累于全球以及泰国国内的结构性问题。



美元 / 人民币在 7 月到 9 月这段时间里相对稳定，在十一黄金周以及人民币加入 SDR 篮子后穿过 6.70 “分界线”。在岸人民币贬值的速度也令人惊讶，在 2 个月内（10 月和 11 月）迅速突破 6.70、6.80 和 6.90。今年以来，在岸人民币兑美元和离岸人民币兑美元分别下跌近 6% 和 5%，至 6.89-6.90 水平（12 月 7 日），这种情况上一次出现在 2008 年。人民币 NEER 自 2016 年以来下跌超过 6.5%。进入 2017 年，美元强势很可能会得到美国新任总统特朗普计划的财政刺激和减税计划的支持。我们认为美元 / 人民币存在进一步上涨的压力，预计到 2017 年中期为 7.00，到 2017 年年底为 7.16。在政策利率方面，中国央行的动作空间受到美国国债收益率在美国大选之后激升的限制。美国大选扩大了美联储利率与中国及其他亚洲国家利率之间的差异。我们预计中国央行在 2017 年会将其基准利率和存款准备金率维持在目前的水平，即 4.35%（1 年期基准贷款利率）和 17.0%（存款准备金率）。

| 外汇预测 | 2017年 第一季度末 | 2017年 第二季度末 | 2017年 第三季度末 | 2017年 第四季度末 |
|------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 美元/日元 | 115 | 117 | 119 | 120 |
| 欧元/美元 | 1.04 | 1.03 | 1.02 | 1.02 |
| 英镑/美元 | 1.20 | 1.18 | 1.16 | 1.16 |
| 澳元/美元 | 0.73 | 0.73 | 0.72 | 0.72 |
| 纽元/美元 | 0.68 | 0.68 | 0.67 | 0.67 |
| 美元/新元 | 1.45 | 1.46 | 1.47 | 1.48 |
| 美元/马来西亚林吉特 | 4.42 | 4.35 | 4.45 | 4.50 |
| 美元/印尼盾 | 13,800 | 13,900 | 14,100 | 14,300 |
| 美元/泰铢 | 36.3 | 36.5 | 36.8 | 37.0 |
| 美元/菲律宾比索 | 49.8 | 50.2 | 50.6 | 50.9 |
| 美元/印度卢比 | 70.4 | 71.9 | 72.8 | 73.8 |
| 美元/新台币 | 32.5 | 32.9 | 33.3 | 33.7 |
| 美元/韩元 | 1,190 | 1,200 | 1,210 | 1,220 |
| 美元/港元 | 7.80 | 7.80 | 7.80 | 7.80 |
| 美元/人民币 | 6.95 | 7.02 | 7.09 | 7.16 |

资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

| 新元交叉盘 | 2017年 第一季度末 | 2017年 第二季度末 | 2017年 第三季度末 | 2017年 第四季度末 |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 100日元/新元 | 1.2609 | 1.2479 | 1.2353 | 1.2333 |
| 欧元/新元 | 1.5080 | 1.5038 | 1.4994 | 1.5096 |
| 英镑/新元 | 1.7400 | 1.7228 | 1.7052 | 1.7168 |
| 澳元/新元 | 1.0585 | 1.0658 | 1.0584 | 1.0656 |
| 纽元/新元 | 0.9860 | 0.9928 | 0.9849 | 0.9916 |
| 马来西亚林吉特/新元 | 0.3281 | 0.3356 | 0.3303 | 0.3289 |
| 1000印尼卢比/新元 | 0.1051 | 0.1050 | 0.1043 | 0.1035 |
| 100泰铢/新元 | 4.0000 | 4.0000 | 4.0000 | 4.0000 |
| 菲律宾比索/新元 | 0.0291 | 0.0291 | 0.0291 | 0.0291 |
| 100印度卢比/新元 | 2.0597 | 2.0306 | 2.0192 | 2.0054 |
| 100新台币/新元 | 4.4632 | 4.4407 | 4.4181 | 4.3954 |
| 100韩元/新元 | 0.1218 | 0.1217 | 0.1215 | 0.1213 |
| 港元/新元 | 0.1859 | 0.1872 | 0.1885 | 0.1897 |
| 人民币/新元 | 0.2086 | 0.2080 | 0.2073 | 0.2067 |

资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

团队

全球经济与市场研究部

资产管理部

私人银行业务部

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2017年第四季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。

另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。