

2017年8月

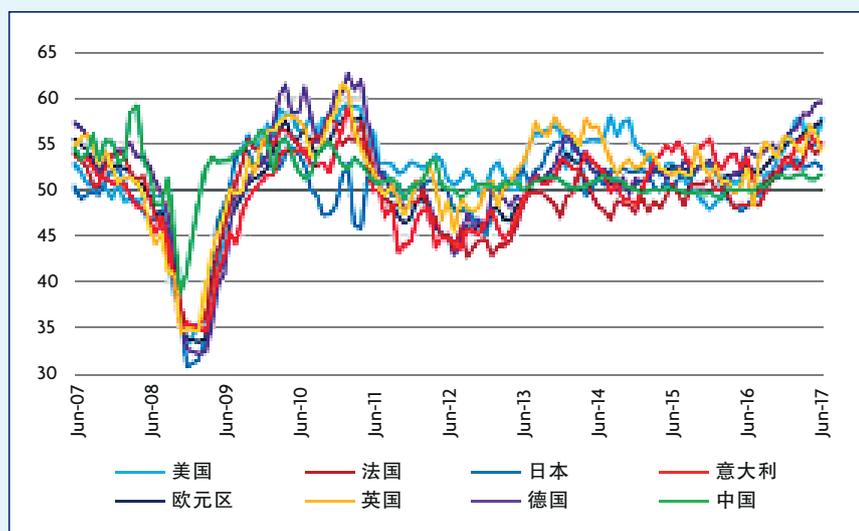
聚焦中央央行



自2008年全球金融危机爆发以来，全球各地曾分别于不同时期经历了缓慢的经济复苏阶段。到了今日，我们终于见证到多个主要发展国家及发展中国家正处于全球性同步增长的现象（这是2010年迄今未曾所见的）。见图1。

这一部分要归功于全球多家央行极为宽松的货币政策。为了刺激经济增长，多家主要央行采取了如扩大量化宽松及负利率等非常规措施。我们相信——美联储、欧洲央行以及日本央行这三大央行——正处于各自货币政策周期的不同阶段，并以各自的策略与政策工具应对各种挑战。

图1：全球部分制造业采购经理人指数(读数以50为荣枯线)。



资料来源：彭博社，2017年7月

内页

聚焦中央银行	1
对投资者意味着什么？	4
市场展望与战术策略	6

如果您想了解更多详情，
请联系您的理财经理。

美联储处于趋紧的劳动力市场和低迷的通胀水平的拉锯之中

美联储肩负着就业最大化以及保持物价稳定的双重法定职责。虽然它在劳动力市场方面取得了骄人成绩，但核心通胀依然持续低迷。然而，无论是采取激进的缩紧政策以缓解过热的劳动力市场，抑或是采取过度宽松政策或将引发资产泡沫，对美联储而言都是过于极端及冒险的方法，需谨慎处理。

美联储今年已上调了两次利率，将联邦基金目标利率提升至**1%至1.25%**。市场预计今年12月，利率有可能再次上调另0.25%。

近期的美联储声明已将焦点投向另一项政策调整，即**缩减资产负债表规模**。量化宽松期间，美联储所持有的国债和抵押贷款债券已高达4.5万亿美元。当局计划以稳健的步伐及提前宣布的方式减少再投资，以便逐渐将资产负债表规模缩减。这将有助减少市场出现歧义，防止流动性冲击。资产负债表规模的缩减，料于今年9月开始进行。

采用利率上调与资产负债表规模缩减的双管齐下，美联储应能在保持宽松与支持现有经济状况的同时，进一步推进货币政策正常化。

欧洲央行宣布或将缩减资产购买，出乎意料的言论导致欧元急升

自从欧洲央行两年前开始量化宽松，欧元区经济已在多个领域上趋于稳定，增长的步伐也逐渐加强，包括就业及企业活动方面。欧洲央行行长德拉吉最近于葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行会议上的讲话，便将焦点聚集于其“**正在加强且广泛的复苏步伐**”，令市场人士重申过去对欧元的悲观看法。这导致欧元在过去三个月里，兑美元上升了9个百分点。市场也预计欧洲央行将缩减资产购买，而这也有可能是从非常规宽松货币政策中抽身而出的前提。

即使货币(因市场力量)走强，欧洲央行仍将致力于提供宽松的货币环境及有效的传导机制。欧洲央行在迈向正常化之路上才刚出现第一个转机。我们认为欧洲央行在短期内将继续谨慎推进，避免扼杀刚刚起步的经济复苏。

日本央行离结束宽松和减少资产距离尚远

市场对日本央行一直保持鸽派看法，其中预计央行在现任行长黑田东彦2018年4月结束任期之前不会采取货币紧缩的比例高达74%。

行长上个月表示，央行年度购买的债券已从指导方针中的约80万亿日元，放缓至约60万亿日元(5480亿美元)。至今，质化和量化宽松及收益率曲线控制已帮助企业以低利率贷款，

因而增加信贷需求以支持商业活动。事实上，日本央行已提升了对日本经济的评估，这从它九年内首次使用“扩张”一词，可见一斑。

然而，日本的核心通胀仍处于缩紧状态。在长期展望明朗化之前，讨论退出宽松货币政策仍然言之过早。

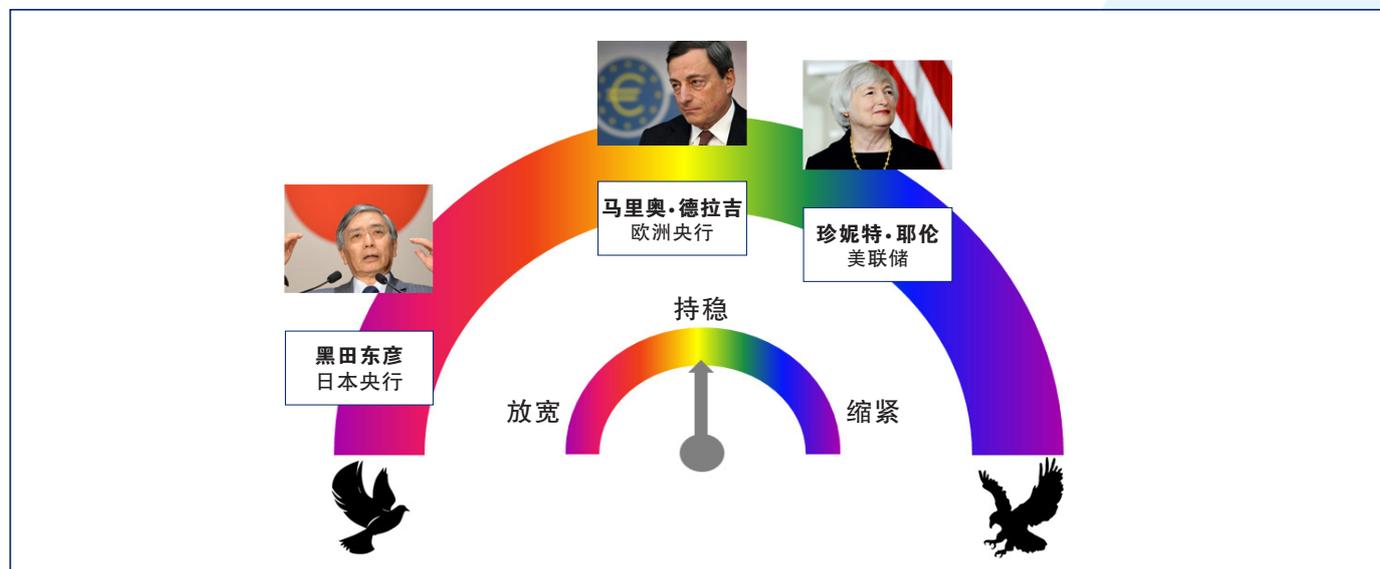
央行政策可能带来什么样的影响？

整体而言，全球利率有望继续攀升。三大主要央行之中，已有两家(美联储与欧洲央行)开始迈向正常化之路。美国与欧洲政府债券收益预计增加，尽管上升步伐不及早前的升息周期。

核心通胀依然低迷，部分原因基于暂时性因素。然而一些经济学家认为，全球同步增长之际却无

法带动全球通胀上升，是令人担忧的现象。商品价格走低与科技进步可说是其中原因。因此，各家央行并不面对急于缩紧的压力，以免扼杀刚起步的全球复苏。然而，投资者仍应关注通胀方面的发展与走势，以防通胀上升风险被市场低估而导致债券收益率上升(即债券价格下跌)。

图2：央行行长们的立场似乎不太鹰派。



资料来源：大华银行PFS投资策略，2017年8月

对投资者意味着什么? ▶▶

短期为妙

美联储发表的言论虽然相当鸽派，我们依旧认为整体政策方针将继续趋向正常化，即便是循序渐进。利率上调对年期较长的债券估计会有更大的影响，因此我们会选择避开过于长期的债券。我们对美国短久期高收益债券所带来的投资机会做了以下分析。

1. 收益与久期之间取得更好的权衡

固定收益证券投资者正面临收益持续低迷的挑战。传统核心债券已无法为投资者提供所需的风险回报。相对的，短久期高收益债券比传统核心债券能提供更好的权衡收益。债券的收益久期比率能衡量投资者为获得每1%收益所承担的久期风险，因此，更高的收益久期比率也将意味着更好的风险回报权衡。

图3：美国短久期高收益债券提供有吸引力的收益久期比率。

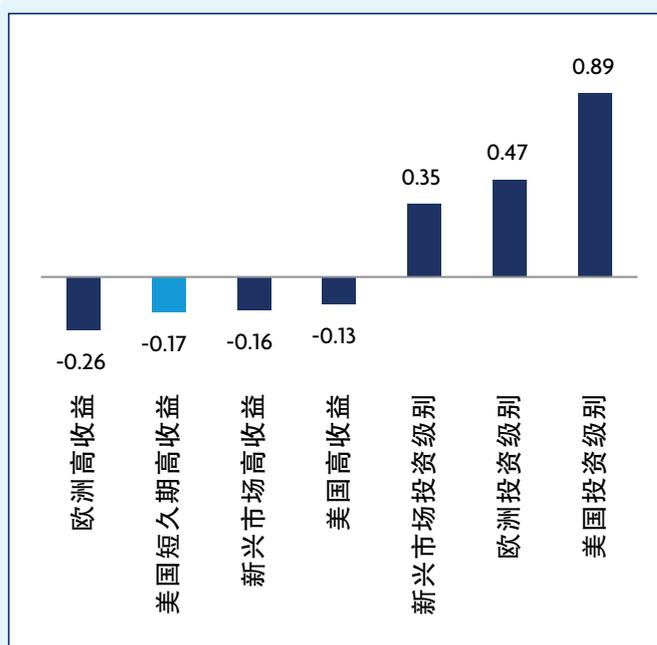
资产类别	收益率 (%)	久期 (年数)	收益久期比率
美国短久期高收益	5.8	1.7	3.5
新兴市场高收益	6.3	3.9	1.6
美国高收益	5.5	3.6	1.5
欧洲高收益	2.1	3.2	0.7
新兴市场投资级别	3.7	6.3	0.6
美国投资级别	3.1	7.3	0.4
欧洲投资级别	0.7	5.3	0.1

资料来源：彭博社，大华银行PFS投资策略，2017年7月27日

2. 利率上涨形势下有更佳表现

在利率上涨形势下，短久期高收益债券往往能取得理想的成绩。在过去，它们与美国政府债券存在着负相关关系。这意味着当它们价格上升的时候，也就是美国政府债券价格下滑的时候，而这正好是利率上升时所带来的结果。另外，这项特征也能为传统核心债券投资者提供更多选择，令投资组合更多样化。

图4：短久期高收益债券与美国政府债券存在着负相关关系。



资料来源：彭博社，大华银行PFS投资策略，2017年7月27日

3. 受经济数据支持以及低违约率

美国经济持续展现其韧性。作为主要经济活动量指标的美国综合性采购经理人指数，在7月间创下六月来新高。其他经济指标也显示出正面支持。同时，投机级别债券在美国的违约率整体下行，而预测也显示同样的趋势。这发展将有助减少投资美国短久期高收益债券的一大风险。

图5：投机级别债券违约率呈下行趋势(数据显示连续12个月投机级别违约率)。



资料来源：穆迪，2017年第二季度全球投机级别违约率再次下行，2017年7月13日，链接：https://www.moody's.com/research/Moodys-Global-speculative-grade-default-rate-down-again-in-Q2--PR_369664

4. 主要风险

政治风险依然值得关注。虽然特朗普总统偏重追求增长，我们仍需提防任何政策失误的可能，无论是贸易关系上或所涉及的俄罗斯丑闻，都可导致投资者避险情绪上升。然而，美国经济的持续保持韧性，应能继续推动高收益债券的表现，即使出现暂时性回调。

总结

虽然收益目前处于历史低点，利率也即将上涨，固定收益证券市场仍存在良好机会等待投资者把握。

美国短久期高收益债券便是个好例子。这项资产类别相较其他，具有相当吸引的风险回报权衡。由于它与美国政府债券存在负相关关系，因此在利率上涨的形势下，它应该会取得良好表现。此外，该特征也有助固定收益投资组合变得更多样化。最后，由于美国经济持续保持韧性，高收益债券违约率预计持续偏低，有助增强投资气氛。这些因素对美国短久期高收益债券价格应该有利。

风险方面，白宫特朗普总统行事难以意料，因此我们对有可能发生的政策失误保留谨慎态度。然而，由于经济仍然蓬勃，任何市场回调预计将会短暂。

市场展望与战术策略 ▶▶

上月投资展望

股票	<p>我们偏重股票，但调整了自今年年初以来的乐观看法。投资者可以参与着重于产生充沛现金流的环球公司股票。</p> <p>偏重亚洲(除日本)股票。为了参与亚洲的发展，同时降低大幅回撤的风险，我们偏重较低波动性或平衡的解决方案。</p> <p>美国股票采用选择性策略，偏重医疗保健板块。</p> <p>我们将继续在看到更为强劲的欧洲企业盈利和宏观经济数据。 考虑持续派息的欧洲股票。</p>
固定收益	<p>美国短久期高收益债券。</p> <p>优质发行人发行的次级债券。</p>
另类投资	<p>通过定制支付结构参与股票市场的结构化票据。</p> <p>投资者可以通过浮动利率结构参与上涨机会。</p>
货币	<p>美元在第三季度可能暂无方向。</p> <p>美联储在9月份可能会加息，而美元将会出现复苏，但上涨趋势可能有限。</p> <p>略为鸽派的澳联储立场，促使澳元上涨。</p> <p>英国脱欧与英国选举结果使得英镑承压。</p>

本月投资展望

股票	<p>我们偏重股票，但并不建议盲目追求回报。新! 投资者可以参与着重于产生充沛现金流的环球公司股票。</p> <p>偏重亚洲(除日本)股票。为了参与亚洲的发展，同时降低大幅回撤的风险，我们偏重较低波动性或平衡的解决方案。</p> <p>美国股票采用选择性策略，偏重医疗保健板块。</p> <p>考虑持续派息的欧洲股票。</p> <p>建议投资优质股票，因其在不确定的市场环境中相对更具韧性。</p>
固定收益	<p>美国短久期高收益债券。</p> <p>优质发行人发行的次级债券。</p>
另类投资	<p>通过定制支付结构参与股票市场的结构化票据。</p> <p>投资者可考虑参与挂钩基金的结构化票据，以便享有到期回本的同时，增加额外参与的潜在机会。新!</p>
货币	<p>随着“特朗普贸易”效应消退，美元走强的机率也随之减弱。然而，由于美联储即将准备缩减资产负债表规模，投资者不应过度看跌美元。新!</p> <p>货币政策的趋同将支持欧元上扬，随着欧洲央行准备缩减资产购买，欧元/美元有望朝1.20的目标前进。</p> <p>此外，由于工业商品价格近期走强，澳元/美元有望维持0.80以上。</p>

资料来源：大华银行投资策略，2017年7月

本月策略

- 我们仍然**偏重亚洲(除日本)**与欧洲股票，原因在于这两个区域都有着相对吸引的估值及经济改善作为支持。我们倾向于选择多资产、高股息与低波幅等较低贝塔值的策略，反映出我们对市场或存在短暂回调可能的担忧。投资者应将短期的回调视为更长远投资的机会。
- 美联储已开始其政策正常化策略，而我们预计这将是漫长、渐进的过程。缩减资产负债表规模预测为期三、四年，市场流动性将逐渐减低。然而，较长久期政府债券的期限溢价目前处于较低水平，显示风险或上升。我们**偏重短久期而优质的次级债券**，以降低利率上升带来的风险。
- 美国最新第二季度的企业业绩表现令人鼓舞，一些板块的业绩比预期中理想。**医疗保健股依然强于大盘**。
- 随着“特朗普贸易”效应退减，美元直接走强的机率也随之减弱。当市场专注于欧洲央行缩减资产购买的机率与范围之际，欧元/美元有望在年底前朝1.20的目标前进。
- 此外，由于工业金属(商品)价格近期走强，澳元/美元有望在年底前维持在0.80以上。澳大利亚中央银行近期的立场也显得稍微偏向鹰派，而非鸽派。



誠摯如一

免责声明

本文件来源于大华银行有限公司（“新加坡大华”）。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。

本文件仅供一般参考之用，新加坡大华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。

本文件只是基于新加坡大华所获得的且认为可以依赖之信息（新加坡大华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，新加坡大华和本行不作任何陈述或保证，也不承担任何法律责任。新加坡大华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。新加坡大华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。

新加坡大华和本行及附属机构、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，包括进行营销、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。