



2018 年投资展望 个人金融服务

大华银行2018年投资展望

道恒无为，而无不为。

——老子

目录

社论 06

我们的宏观展望 08

我们的路线图
宏观展望

风险和2018年重要事件 16

主要风险和日程
环球重要事件

投资趋势和资产类别 22

主题和理念
聚焦资产类别
固定收益
股票
外汇

聚焦各国 36

新加坡
马来西亚
泰国
印度尼西亚
中国

编纂团队

庄素薇

新加坡和区域主管
存款与财富管理

林嘉慧

注册金融分析师、
另类投资分析师、
金融理财师
区域主管
基金与理财咨询

林敬和

新加坡主管
财富管理咨询

彭嘉文

注册金融分析师
新加坡和区域主管
投资策略与通讯

瞿灿

注册金融分析师
投资策略师

蔡咏恬

投资
研究助理

区域投稿人

梁伟棋

马来西亚

Kitiwat Nanthawatsiri

泰国

Erricky Soh

印尼

黄丽鹂

中国

社论

经历了坎坷不平而又充满挑战的2016年——这一年充满对于中国经济硬着陆的担忧，以及围绕英国脱欧，和美国总统选举的不确定性——我们怀着对投资领域取得实质性进展的憧憬进入了2017年。

正所谓“山重水复疑无路，柳暗花明又一村。”

2017年我们的策略着重于股票类资产，发掘亚洲（日本除外）、欧洲、医疗行业和全球优质股权投资的机会。固定收益产品的重点则是短期高收益债券。

在2017年不仅没有让人失望，反而在多个阵线让投资者惊喜：标普+20.4%*，欧盟斯托克+10.4%*，MSCI亚洲（日本除外）+38.3%*，巴克莱全球综合债券+7.0%*，全球高收益债券+9.9%*。已投资且继续投资的投资者将从活跃的全球市场中获益。

进入2018年

当我们经历了繁荣的2017年，审慎思考2018年的投资主题时，我们从大自然获得了灵感，从五行——金木水火土相生相克与我们自身投资策略的契合中得到了启发。

土，是成长的重要载体，就好比投资的宏观背景。尽管各国央行的货币政策不同，但我们认为，发达市场的增长虽然放缓但仍将持续；而新兴市场得益于持续的结构性和出口的复苏，在2018年很可能加速增长。

金，是土壤中的矿物质，类似于支撑宏观背景的基本面。我们预计通胀将保持温和，消费者与商业信心得到提升，从而为更多资本的支出加入催化剂，进一步推动经济增长。

火，与危险相关，就好比投资风险。但是，妥善的处理可以帮助我们降低这种风险。对可能影响投资的关键事件的掌握可以帮助投资者规划好投资组合，规避过高的风险。2018年各个央行的政策和地缘政治事件可能带来持续的不利因素。

即使在相同的条件下，不同种类树木的生长也会不同。有些可能茁壮成长，有些则不然。我们可以用木来形容不同资产类别带来的机会。了解特定环境下每种类别资产的潜在回报非常重要。尽管预期收益与2017年相比有所降低，但股票仍然是我们的首选资产类别。

最后是水。水可以适应各种容器的形状，水从高处往低处流。同样，投资者情绪以及本质上流动性较高的资金流动，将从较高估值的投资流向更具吸引力的投资。投资者可考虑从估值较高的美国股票转入欧洲、日本或新兴市场。

我们相信，2018年我们的投资战略会更具选择性。

大华银行，伴您左右。为您量身定制投资建议与解决方案时，我们首要考虑风险。感谢多年来您的业务以及对我们的信任。希望您能喜欢我们对2018年展望的不甚贴切的比拟，就如同我们将其呈现给您时的激动心情。

庄素薇

个人金融服务
新加坡与区域主管
存款与财富管理





土与金

九层之台，起于累土。

——老子

我们的宏观展望

确定基本的驱动因素与把握宏观环境是必不可少的。这些知识有助于为我们的投资意见提供依据，并形成了我们投资战略的基础。



我们的路线图

2018年的宏观环境将会发生改变。形势将更为严峻，鹿死谁手尚未可知。

目前依然坚挺
经济近期阔步前行。与此同时，产出缺口缩小与资产估值升高正引起各国央行的关注。

货币政策

美联储正带领各中央银行调整量化宽松政策。



进一步缩小产出缺口

经济

预计同步增长将会持续并扩大。发达市场的政治不利因素将消解，而新兴市场的改革成果初现。



信心攀升

强劲的增长提振了消费者与商家的信心，特别是在发达市场。



市场

市场的强劲反弹为债券与股票市场带来了更高估值。



风险资产激增

投资者基于对此次周期持久性的信心，寻求更高的收益。对于估值的关注更加普遍。



持续紧缩

各中央银行很可能继续紧缩政策，特别是在通胀来临时。



通胀压力

需求对大宗商品价格提供支撑

持续增长

信心提升预示着消费与投资的增加，这对于维持增长非常重要。



重新聚焦估值偏低证券

估值相对较低的资产类别，有些其实有着良好的基本面，终于出现在投资者的关注视野中。



转换

复苏的经济环境可能会使股票投资回报优于债券，而高估值很可能会推动地区与产业间的投资机会转换。

2018年宏观展望

关键点

2018年全球经济增长势将保持坚挺。在发达市场，增长预计会保持积极，尽管势头会有所放缓；而在新兴市场，随着主要经济体结构性改革取得成果，经济增长可能加速。

货币政策可能会收紧，特别是一旦通胀加剧。不过，各央行预计会循序渐进，所以利率的突然上升可能性不大。

市场估值增加。随着经济基本面的好转，一些地区和行业出现了估值偏高的迹象。

我们的2018年战略围绕“转换”这一想法。我们看好涨幅低于大盘，但基本面受益于经济复苏的投资类别。

增长：又是一个好年景

增长的同步性与低分散性是2017年的特点。不止是整体经济扩张加速，发达市场和新兴市场自2010年来也均首次同时实现了较高的增长。消费者和企业对发达市场信心的增强有助于刺激国内消费和私人投资。同时，全球贸易的回暖与中国的稳定为新兴市场的股票与债券跑赢大盘提供了建设性的背景。

迈向2018年，我们对全球经济增长的前景依然乐观，预计全球经济将保持强劲。(图一)

发达市场保持增长，但增速可能放缓

在发达市场，基于其强健的国内消费、更高的企业资本支出与刺激性财政政策，预计经济会保持增长态势。

由于美国、欧洲和日本的失业率下降至危机后的低谷，就业市场依然相对紧张。随着消费者信心的提振与家庭收入稳步增长，国内消费预计保持强劲，为发达市场的持续增长提供支撑。直到最近，公司资本支出一直处于低迷。更高的利润率以及更乐观的商业前景带来了更多的资本支出投资，以增加产能，提高生产力。

美国税收改革等财政政策可以进一步支持美国经济的增长。在欧洲，改善经常账户为政府提供了更多的财政支出空间。最后，在日本，首相安倍成功赢得提前选举也让安倍经济学重获生机，也坚定了宽松货币与财政环境将持续下去的预期。尽管2018年发达市场的增长前景保持积极，但与2017年相比势头可能并不强劲。采购经理人指数(PMI)等周期性经济指标呈现高位，也让我们对经济的积极表现持有有限的乐观。

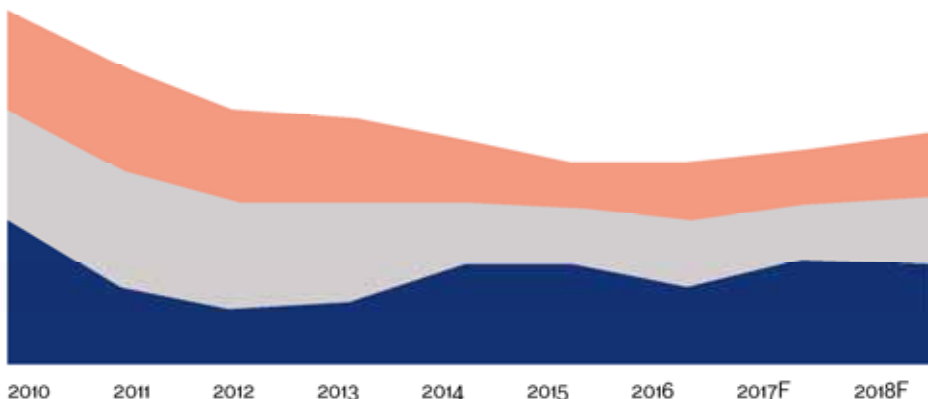
新兴市场的结构性改革开花结果

另一方面，2018年新兴市场的增速预期会超过发达市场，并进一步加速。这些增长可能主要是由中国、印度和巴西等主要经济体的结构性改革推动。

中国预计会继续其循序渐进的经济再平衡进程。随着习主席在近期的十九大上影响力的不断增强，中国的政策方向很可能保持不变，而改革步伐将会加强。根据国际货币基金组织(IMF)的预测，印度的经济增长率预计将从2017年的6.7%显著提升至2018年的7.4%。2017年，印度经济受到了“废钞”和引入商品与

图一 —— 2018全球增长展望保持乐观。
新兴市场有望引领增长。

■ 新兴经济体
■ 世界经济
■ 发达经济体



来源：国际货币基金组织2017年10月世界经济展望，彭博社，2017年10月22日

服务税（GST）产生的不确定性的影响。不过，商品与服务税有助于统一印度庞大的国内市场，为2018年更为强劲的增长奠定基础。由于推动财政可持续性的主要改革的实施以及消费者信心与商业开支的逐渐恢复，巴西预计在2018年也将迎来更高的增长。

各国央行：准备就绪

同步回暖的全球经济促使各主要央行改变宽松的姿态。美联储（Fed）率先于2017年10月开始缩减其资产负债表规模（BSR），并预计在2017年12月自危机以来第三次加息。欧洲央行（ECB）虽然在政策正常化方面落后于美联储，但也宣布了其2018年削弱量化宽松计划的时间表。虽然日本央行（BOJ）保持宽松，但其已持有超过四成的地方债券市场份额可能会限制继续购买的范围。（图二）

通胀受抑制，但有走高趋势

较低的通胀率限制了央行采取积极的紧缩政策。尽管失业率继续下行，但通胀率仍然持续低迷。尤其是在美国，失业率已经低至4.1%，而通胀率仍维持在温和的2%。

虽然温和，但通胀率已经开始回暖并扩大到各地区。在发达市场，通胀率预计将由2017年的1.5%增至2018年的1.9%。同时，新兴市场的通胀率预测将基本保持平稳，由2017年的4.2%微增至2018年的4.4%。更强劲的经济活动与商品价格的最终增长最终将带来更高的通胀压力。

市场抑价率展望

市场对利率展望的定价过低，尤其是对美联储的加息的次数预期不高。

虽然美联储尚未达到自己的预期目标，但是经济已经走稳，近期消息似乎表明，利率上调决定对通胀数据的依赖降低。如果通胀持续增长，美联储将以更强的力度继续紧缩。随之而来的市场对预期的重新定价可能导致收益率的偏差。

日益提高的利率

虽然我们已经解释了2018年利率上升的原因，但是上升的速度，以及相关收益率的增长，很可能还是循序渐进的。除非通胀超出预期，否则美联储预计会保持谨慎，按照公布的日程表，缓慢上调利率，并缩减资产负债表规模。欧洲央行同样也会在2018年谨慎收紧其量化宽松政策。根据彭博社推测，各主要中央银行在2018年的净购债量应保持正数，从而减少市场波动与收益率急剧变化的几率。

市场：高估值持续攀升

虽然2017年的开始不温不火，但最初的不利因素——主要来源于政治环境——很快就消解了。各主要央行保持相对稳健的增长，为股票和固定收益市场的表现提供了完美的发展契机。投资者信心的增强推高了市场，使得估值飙升。

昂贵的股票，昂贵的债券

截至2017年11月末，美国股票市场总体回报率为20.5%，表现超出欧洲和英国等其他发达市场。因而，美国股票市场的估值也被拉高。在固定收益市场，由于对经济增长放缓的预期与央行温和的政策，利差继续收窄。

虽然在2017年基本面有所改善，盈利强劲，但也隐约显现过度繁荣的迹象。据调查显示，认为股票价值被高估的投资者比例创了新高，而现金水平同时下滑。同时，高收益债的息差水平在全球范围内仍徘徊在经济危机后的低位，约与2005年底持平。

图二——缓步改变量化宽松



来源：大华银行投资战略，2017年10月22日

2018年策略：转换

进入2018，我们的关键策略围绕转换这一主题。在全球经济复苏的情况下，股票很可能优于固定收益产品。美国市场估值的高企可能使资金向其它市场转移。这些市场处于较早的经济周期，基本面正在加强。2017年很多的焦点集中于科技板块。未来，我们预计其他周期性板块，如可在复苏环境中受益的金融板块，将会受到更多的关注。

火

烛辉倍之而明半之。

——老子

2018年关键事件 与风险

预料关键事件，辨别潜在风险来源
是战略投资定位的制高点。

关键事件日历

了解2018年事件的时间表有助于指导我们在全年的定位。上半年的关注焦点很可能集中于中央银行的决策，而政治事件则贯穿全年，时间仍不确定。

一月

第1季度

1月22—23日
日本央行会议

1月30—31日
美国联邦公开市场委员会会议

1月25日
欧洲央行会议

欧洲央行计划减少每月资产收购
从1月起，欧洲央行计划将其每月资产收购额从600亿欧元减少到300亿欧元。此项资产收购计划将于2018年9月结束。未来关于货币政策的决定可能依数据而定。

四月

第2季度

4月26日
欧洲央行会议

4月26—27日
日本央行会议
日本央行行长黑田东彦任期届满

待定
国际货币基金组织世界经济展望

五月

5月1—2日
美国联邦公开市场委员会会议

5月20日
意大利大选截止日期
民粹主义政党五星运动(M5S)与执政党难分伯仲。但是五星运动的民粹立场近期变得更为温和。

六月

5月12—31日
美国联邦公开市场委员会会议

6月14日
欧洲央行会议

6月14—15日
日本央行会议

中央银行

政治事件

经济事件

十月

第4季度

10月15日
欧洲央行会议

10月18日
巴西大选

二月

2月3日

美联储新任主席

在2018年2月耶伦任期期满后，鲍威尔预计将成为美联储的新任主席。鲍威尔接任很可能意味着美联储政策的延续。预计美联储将于2018年升息三次。

三月

3月8日

欧洲央行会议

3月8—9日

日本央行会议

3月3—15日

中国全国人民代表大会及中国人民政治协商会议
中央政治局常委新成员职位任命。
中国人民银行行长周小川的继任者可能在会上被任命。

3月18日

俄罗斯总统大选

3月20—21日

美国联邦公开市场委员会会议

七月

第3季度

7月1日

墨西哥大选

7月6日

欧洲央行会议

7月30—31日

日本央行会议

7月31日—8月1日

美国联邦公开市场委员会会议

八月

8月24日

马来西亚大选截止日期

九月

9月13日

欧洲央行会议

9月18—19日

日本央行会议

9月25—26日

美国联邦公开市场委员会会议

十一月

11月6日

美国中期选举

鉴于特朗普支持率低迷，中期选举前途未卜。

11月7—8日

美国联邦公开市场委员会会议

待定

泰国大选

十二月

待定

英国关于脱欧事宜进行议会投票

(约年底进行)

英国按计划应于2019年3月脱离欧盟。若相关事宜未能达成一致，则英国经济面临的不确定性将增加。

12月13日

欧洲央行会议

12月18—19日

美国联邦公开市场委员会会议

12月19—20日

日本央行会议

风险热点

辨别相关风险是做出合理投资决策的必经之路。风险可以作为正向或逆向的催化剂。然而，当我们进入经济周期的后期，尾部风险增加，投资者应更为谨慎。



北美

▲ 工资逐步上涨，增长态势平稳。

■ 美联储可能大力实行紧缩，对市场和经济造成压力。

● 美国总统特朗普低迷的支持率可能为中期选举带来更多的不确定性。



欧洲

● 定于2018年5月的意大利大选可能带来政治环境的不确定性。

● 德国总理默克尔继续努力与其他党派联合。

● 脱欧谈判进展缓慢。如果谈判未能达成一致，经济和政治局势可能会节外生枝。

▲ 欧洲央行可能过快地正常化政策，使得刚刚复苏的脆弱经济受到打击。



日本

● 日元被视为规避风险资产，因此对高风险事件非常敏感。强劲的日元可能对日本股权投资市场产生负面影响。



▲ 过高通胀率

低失业率可能意味着经济发展潜力已经接近饱和。这会很快带来薪资的上涨。伴随着商品价格的稳定，通胀可能带来正面效应。因市场一直低估通胀价格，通胀可能带来收益率的迅速上扬，导致对风险资产的抛售。

数据点：薪资增长，全球消费者价格指数(CPI)，个人消费

■ 央行失策

主要央行将开始调整其前所未有的货币试验。因为无先例可依，各央行在调整政策的过程中会面临更高的风险，可能会误判对经济的实际影响。

数据点：央行会议

● 地缘与政治风险

地缘政治风险居高不下，特别是在朝鲜与中东。虽然冲突发生的概率还较低，已然有升高态势。

同时，在美国、欧洲与一些关键新兴经济体，将计划举行几场大选。结果可能改变政治版图。

数据点：新闻，选举民调

■ 中国硬着陆

中国十九大落幕，习主席的影响力得到增强。中国对维稳与去杠杆化的聚焦将会继续，但是过于激进的政策可能导致违约率的提高，并引起关于经济硬着陆的忧虑。

数据点：中国采购经理人指数(PMIs)，零售销售，货币供应，房地产销售



除日本外亚太地区

■ 中国的结构性改革可能导致短期阵痛，引发对于硬着陆的忧虑。

- 朝鲜很可能继续其导弹与核试验。
- 马来西亚计划于2018年8月24日举行大选。
- 泰国预计于2018年11月举行大选。



除亚洲外的新兴市场

● 沙特阿拉伯与伊朗之间的紧张态势有所加剧。

- 俄罗斯预计将于2018年3月举行总统大选。
- 墨西哥预计于2018年7月举行大选。
- 巴西预计于2018年8月举行大选。



水与木

江海所以能为百谷王者，
以其善下之。

——老子

资产类别展望与战略

在形成我们对资产类别的展望过程中，我们不仅考虑了宏观环境，也考虑了特定资产类别的特性。这有助于我们构建投资战略，抓住合适的机会。

我们的战略

我们预计2018年将由复苏的环境与高估值所主导。因此，我们倾向于相对估值有吸引力的投资机会，以及会受益于复苏环境的非周期性驱动产品。

主题

01 股票：发达市场的复苏与转换

发达市场的高估值与复苏迹象意味着是时候走出估值较高，后周期市场以及对利率敏感的板块。

战略

美国市场的行业机会
高估值以及鹰派的美联储将限制股票的优势。应聚焦能从复苏环境受益的行业。

美国以外市场的机遇
聚焦欧洲与日本市场的机会。这些经济体仍处于经济恢复的早期，货币政策有望保持宽松。

解决方案

美国银行股权投资
高利率有助于提高银行利差。金融行业潜在的监管放松可能带来额外的便利。

欧洲股票
估值与美国相比更有吸引力，同时经济稳步回升。周期性行业如银行，汽车业，可能从当前环境受益。

日本股票
估值与其他发达市场相比更有吸引力。此前投资者对该市场反应冷淡，但是基本面以及宽松政策都是利好消息。

02 股票：参与新兴市场增长

全球同步增长为新兴市场触及更高的增长机会提供了稳定的基础。

聚焦改革与商品交易

关注之前与现阶段改革将要出成果的地区。稳定的商品价格会带来利好。

新兴市场股票

结构性改革为亚洲能有更快速的优质增长提供可能。在除亚洲以外的地区，商品出口国可能受益于商品价格的回升。对中国而言，受益于经济改革的行业将会带来诱人的机会。

03 股票：长期发展

非周期性发展可以带动特定产业的长期增长，即使在全球经济停滞放缓时期。

人人需要医疗产业

医疗行业受益于发达市场迅速老龄化的人口，以及新兴市场上涨的收入。这些因素都将带动产品与服务的持续需求。

全球医疗股票

该行业相对大市具有较为吸引的价格折让。有较强创新能力的子行业会继续实现盈利增长。

04 固定收益与外汇交易：政策趋同，但仍有差异

关键发达市场央行就减少过分宽松的政策达成一致，然而就调整步伐仍存在分歧。

利率很重要，但其他因素也很重要

除了利率，供需和汇率也对固定收益产品的绝对回报产生重要影响。

本地货币新兴市场债

该资产类别提供高于发达市场债券的收益率。新兴国家的经常账户状况改善为货币坚挺提供了支撑。

澳元债券

较为温和的澳大利亚储备银行(RBA)与正面的商品展望使得澳元与澳元债券的前景乐观。此资产类别与同类美元债券相比收益更高。

亚洲投资级别债

息差收窄，但是收益率仍比发达市场债券高。发行量减少加之需求增加会为价格提供支撑。

股票

股票仍是我们最看好的资产类别。预计2018年股票回报可能减少但在依然会保持正收入。因此选择是关键。

关键点

在发达市场，我们倾向于美国之外的市场机会，如欧洲与日本。欧洲股票可能会迎头赶上其美国同类，同时日本股票有估值与强健盈利的支撑。虽然我们对美国股票保持中立态度，但我们在金融领域还是看到了机会。

新兴市场股票在2018年很可能会保持优势。新兴市场股票仍处于周期的早期阶段，相较于发达市场股票其估值更具有吸引力。

医疗板块的非周期性趋势将会持续，且和大盘相比，医疗板块的交易价格具有较大折让。



概览

2017年是股票投资闪耀的一年，也是第九个股票牛市年。截至11月末，全球股票总体收益为21%。在信心总体持续向好情况下，投资者对这轮牛市还能走多久担心不断上升。确实，当前的牛市是有史以来期限第二长的一次，但是牛市周期不应由其持续时间来判定。过去牛市的终结通常因经济衰退或外部不利因素而导致。

展望未来，尽管2017年的增长可能难以复制，但衰退的风险在2018年依然很低。大环境仍然富有建设性。全球经济同步增长，公司收益增加，以及较为宽松的货币政策都是支撑股票较佳表现的因素。同时外部风险，如地缘政治的紧张态势会继续，但不太可能使市场脱离轨道。

因此，股票仍是我们最看好的资产类别。回报可能降低，但在2018年依然会保持正向。基于较为完整的估值，投资者应该有选择性，并且为市场的波动做好准备。在发达市场，我们倾向于估值较低且处于经济周期早期的市场与产业。同时，我们在新兴市场增长发面将继续保持建设性。

区域观点

对美国股票持中立态度，倾向金融板块

对于美国股票我们保持中立的态度。尽管有着积极的盈利增长势头与可能的减税利好，但未来涨幅可能受到高估值的限制。此外，美联储准备通过缩减资产负债表规模和三次上调利率进一步紧缩。高估值与紧缩政策的组合导致了估值上升的幅度受限。

但是，金融板块仍然保持着吸引力，并且较美股整体价格具有折让。而且，当美联储实行紧缩和利率上行时，银行的利差会增加。同时，金融板块也将受于潜在的监管放松。最后，如果税改实施，企业税率可能从35%降至20—25%。这意味着会为金融行业降低很大的税务负担，而对金融行业来说，现在的税率是33%，属于最高一级税率的行业之一。

对欧洲市场保持建设性观点

在欧洲，随着政治不利因素显著消解，经济活动经过2017年更为稳定。在政策方面，欧洲央行表示会将宽松的利率保持到量化宽松计划完全结束后。

进入2018年，欧洲股票将迎头赶上美国股票市场，特别是在欧洲市场对经济增长估计过低的情况下。资金流进几个月来有所减少但依然保持正面且稳定。就行业来看，周期性产业，如银行业与汽车业，可能表现优异。随着收益率与信贷需求上升导致利差扩大，银行业收入会增加。国内经济复苏可能转化为汽车销量的增加。对两个行业的估值都较低，同时行业价格指数也远低于周期最高点。

就区域而言一些风险依然存在。过于坚挺的欧元可能导致盈利受影响，但是令我们欣慰的是货币的坚挺有经济状况提升作为支撑。同时，我们对可能破坏欧洲一体化的政治风险保持警惕。最后，随着明年希腊紧急救助计划终止，欧洲债务问题可能卷土重来。

提前选举后对日本股票观点调升

首相安倍近期在提前选举中的胜利为日本股票去除了一项关键风险。随着安倍所在党派守住其主导地位，安倍经济学很可能会继续，而日本央行也很可能保持高度宽松的政策。同时，国内生产总值在2017年第三季度已经连续7个季度实现增长，宏观经济背景预期乐观。

即使在近期一段时间上涨后，日本股票相较于其他发达市场来说仍非常具有吸引力。此外，与其他主要央行的政策差异很可能导致日元在低风险交易中呈现弱势，而盈利或将从走弱的日元中受益。资金流入在近几个月来强劲走高，为市场提供良好的支撑。最后，安倍提倡的企业管理方面的改善，鼓励公司通过股息与股票回购还利于投资者。这可能引发对日本股票的重新评级。

如果日本央行改变现有政策立场并于2018年减少宽松，日本股票市场可能会变的脆弱。朝鲜的地缘政治风险一直存在，并可能削弱市场信心。

对新兴市场股票保持乐观

经过数年的疲软表现之后，新兴市场股票表现终于在2017超越了发达市场。一系列的原因促成了这一不俗表现，包括全球同步增长，全球贸易增加，中国经济平稳以及商品价格的回升。

新兴市场股票在2018年很可能会继续保持优势。新兴市场股票仍处于周期的早期阶段，且经济增长速度与发达市场相比的差距于2018年将继续扩大。同时，新兴市场股票较发达市场而言具有吸引力。资金流入正向且强劲，一改过去四年反向且平庸的资金流。主要经济体，即中国和印度，正经历结构性改革，这将会为未来的高速优质发展提供基础。一众国家，如巴西，泰国，马来西亚，将在2018年举行选举。这些事件可能会成为经济改革的催化剂。对于中国股票而言，产业从经济改革中受益，特别是大型银行，提供了诱人的机会。

新兴市场股票潜在的不利因素包括美元意外强势上升，特别是美联储比预期更为激进的调高利率。以及商品价格走弱可能影响新兴市场商品出口，同时中国经济的稳定性仍令人疑虑。

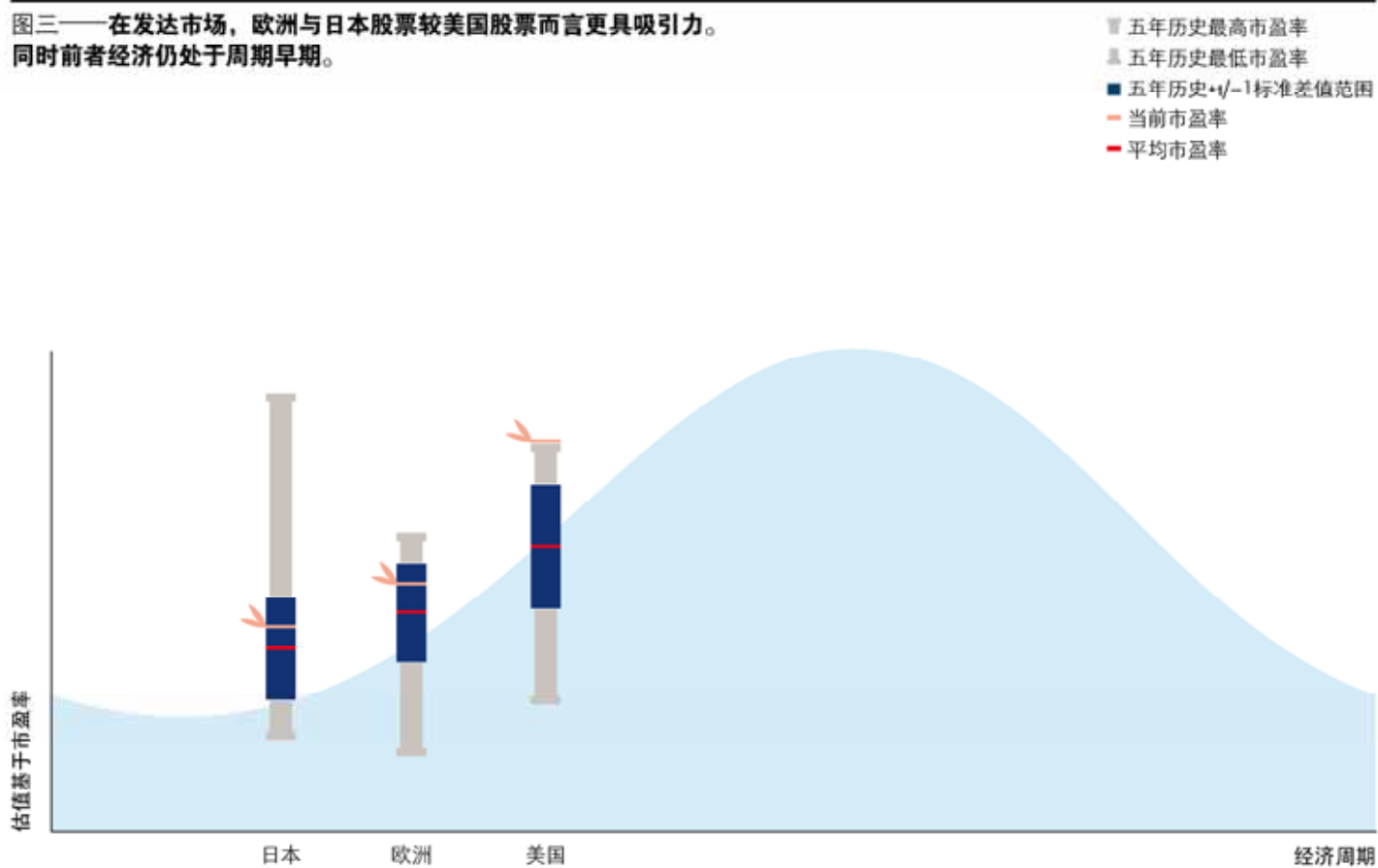
结构性机会

全球医疗板块

医疗的长期增长依然继续。发达市场迅速老龄化的人口，以及新兴市场上涨的收入带动了对医疗产品与服务的持续需求。该板块在过去两年较一般市场而言交易价格较低，原因在于美国医政策的不确定性。

尽管政策风险存在，投资者仍可继续关注其相关子行业，如有着很强创新能力以推动收入增长的生物医药业。创新药物测试这一子行业已在2017年呈现了急剧增长。2018年强大的流量将会带动收入。

图三——在发达市场，欧洲与日本股票较美国股票而言更具吸引力。
同时前者经济仍处于周期早期。



来源：大华银行PFS投资战略

固定收益

对整个固定收益市场而言，估值收紧。货币政策正常化是需要注意的关键发展。投资者需要关注债券投资的基本因素。

关键点

亚洲投资级债券有利好的供需状态支撑。

以澳元计价债券可能从中立的央行货币政策与上升的商品价格中受益。

高实际收益率与被低估的货币有助于新兴市场本地货币债券脱颖而出。



概览

固定收益市场的信用息差在2017年有所收窄。在美国，欧洲和亚洲市场，信用息差在投资级和高收益债券方面都达到了金融危机后的低点。虽然息差收窄是由提升的基本面推动，如违约率降低，以及信用风险度量的改善，极为收紧的息差为利率上升的环境提供了有限的缓冲。

2017年同时标志着各主要央行货币政策正常化的开始。美联储已经着手上调利率和缩减资产负债表规模计划。欧洲央行宣布改变其量化宽松措施的计划，但改变会是循序渐进的。只有日本央行会继续宽松政策。

在这样的大背景下，为了实现总体正向收益，投资者需要重新回到债券投资的基本面上来。投资者需要考虑的因素包括在质量与收益间寻找平衡，辨别合理估值的债券，评估供需机制，同时持有具有升值潜力的货币计价债券。

以美元计价的债券

供需状态支撑亚洲投资级别债

尽管以美元计价的债券估值收紧，但机会还是存在的。亚洲投资级债券在优质债券中因供需状态而脱颖而出。亚洲投资级债券的发行受限，而本国需求在投资者持续寻求收益的情况下依然坚挺。同时，违约率因为乐观的经济预期而维持在低位。虽然亚洲投资级别债可能受美国利率上调风险的影响，但其信用息差在之前的紧缩周期中呈现出与利率上调的低相关性。

非美元计价的债券

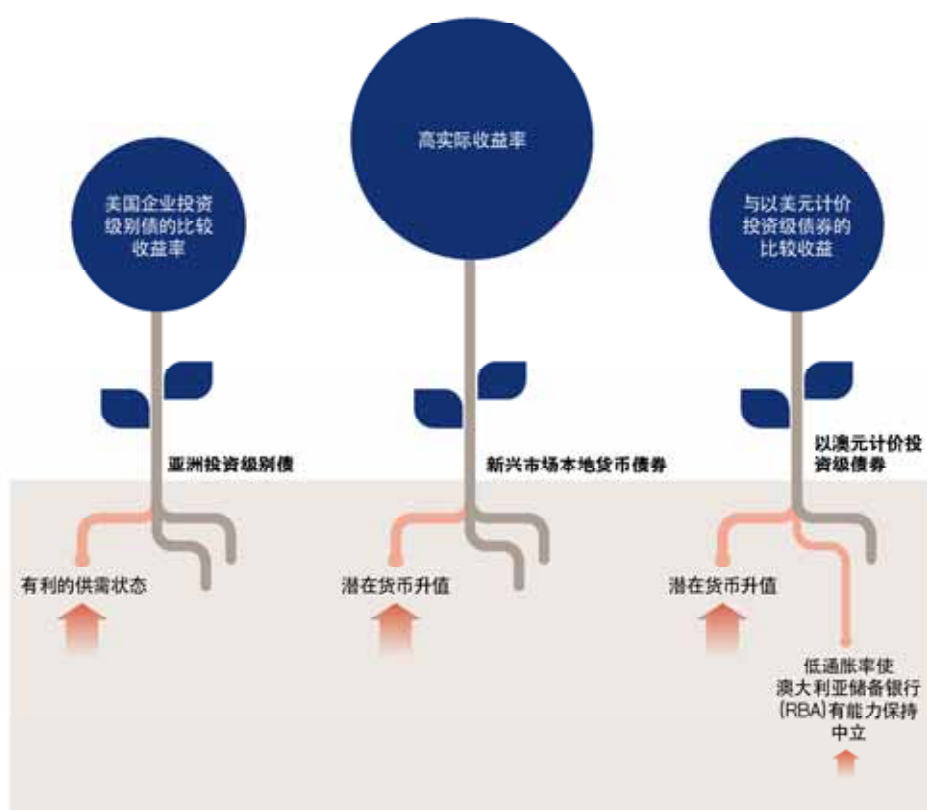
澳元债券受央行和全球贸易支撑

与美联储的鹰派倾向不同，澳大利亚储备银行(RBA)在较低通胀率的情况下有能力保持中立。以澳元计价的债券在收益率下降的情况下仍有资本增值的潜力。此外，以澳元计价的债券收益较以美元计价的债券而言仍更有竞争力。澳元预期将较美元走高，依据是商品出口的复苏，中国经济的稳定与全球增长。

具有高收益和低估值货币特征的新兴市场本地货币计价债券

新兴市场债券整体收益由定期派息以及潜在的货币升值所构成。鉴于本国经常账户状况改善与商品价格的回暖，新兴市场货币表现良好。全球贸易以及外国直接投资的攀升也为货币的坚挺提供了内在支持。虽然新兴市场的通胀率较发达市场较高，这一因素也被高水平的名义收益率抵消了。在印度，俄罗斯和巴西，央行可能还有下调利率的空间。美元的大幅波动是主要风险。然而，我们相信美元会保持区间波动，因为该货币估值较高。

图四——供需状态，较高实际收益率和潜在货币升值会是固定收益总回报的主要驱动力



来源：大华银行PFS投资战略

外汇

2018年G10与亚洲货币兑美元的表现参差不齐。

关键点

商品货币可能较美元走高。澳元受商品价格回升的支撑。新西兰元由于此前过于超卖，再加上央行偏鹰派立场，因此将有可能上涨。

有着经济基本面的支持，加上欧洲央行货币政策逐渐正常化，欧元对美元预计稳定。

英镑和日元预期走弱。英格兰银行的鸽派政策和脱欧谈判可能对英镑带来打击。日本央行将继续其宽松货币政策，因此日元保持疲软。

2018年，亚洲货币由于个体因素，对美元的表现可能参差不齐。



概览

2017年初，很多投资者预计美元走强。然而，结果这是一个死气沉沉的一年。虽然美联储按其原计划升息三次，美元还是对大多数G10国家货币走弱。美联储与其他主要央行的政策差异缩小，因为全球同步增长促使各央行，如欧洲央行开始

正常化其货币政策。进入2018年，我们对美元指数持中性立场。美元不会全面走强，G10和亚洲货币会受其所属货币周期阶段以及货币的个体风险的影响，预计兑美元的表现将出现分化。

G10货币对美元

澳元与新西兰元可能走强

澳元可能受到油价与工业金属价格回升的支撑。外界广泛认为澳大利亚储备银行(RBA)会维持利率水平，商品价格可能成为澳元变动的主要驱动力。

商品价格的回升预计会在2018年继续。随着全球增长提速，原油需求可能会上升，而供应量预计会随着石油输出国组织很可能在2018年3月后继续减产而紧缩。原油库存预计会缓慢下降，尽管较平稳。就工业金属而言，生产活动增加与基础建设支出提高，以及中国的供给侧改革将带动价格攀升。

新西兰元因为政府的改选近来有所波动。在2017年9月大选之后，新西兰元在两个月内较美元贬值5%。然而2018年，新西兰元预计将会较美元走强。受强健的全球贸易和高就业率劳动市场的影响，近来增长强劲。新西兰储备银行(RBNZ)将修改行政命令。如新西兰储备银行在近期一次会议中指出的，市场对其未来政策路径的解读过于保守。虽然政治不确定性可能继续影响新西兰元，但在目前水平下，新西兰元对美元可能会升值。

欧元稳中有升

截至2017年11月底，欧元对美元自年初已上扬了12%，预计在2018年保持稳定。欧洲经济在基本上已广泛复苏，采购经理人指数与市场信心均处于历年高位。经常账户收支自2011年以来显著提升，且在大多数国家转为正面。然而，在市场的强劲反弹后，预计将在2018年趋于稳定。虽然欧洲央行减少了每月购债量，但近期消息显示缩减的步伐会循序渐进。

十年期美国国债与十年期德国公债的收益率息差缩小，对欧元造成下行压力。此外，欧元对美元投机性净多头仓位处于高位，因此或会出现反转。

英镑和日元走弱

尽管英格兰银行在11月会议中将利率上调25个基点，但这并不意味着一个新的上调周期。偏鸽派的会后声明显示未来只有两次利率上调：一次在2018年末，另一次在2020年。围绕英国脱欧谈判和弱势政府产生的不确定性进一步加大了英镑的下行压力。日元对美元很可能保持弱势。首相安倍在提前选举中的压倒性胜利保证了安倍经济学和宽松货币政策的延续。日本的核心通胀率仍处于1%以下，且日本央行近期没有正常化其货币政策的压力。

亚洲货币对美元

多种表现

受全球贸易提升和稳定人民币的支撑，亚洲货币在2017年有良好的5%—7%的上涨。进入2018年，亚洲货币表现可能参差不齐。

随着各项经济指标转好，马来西亚林吉特在2018可能继续上扬。马来西亚国家银行(BNM)表现更为鹰派，或将在2018年前期上调利率25个基点。有改善的经济数据，包括增长改善，通胀率上升，稳定的经常账户盈余和外汇储备上升，都可能为马来西亚林吉特的走强提供建设性背景。此外，升高的原油价格也可能为马来西亚林吉特带来利好，因为马来西亚是原油的净出口国。

人民币对美元会保持坚挺。中国的经济增长势头预期会放缓，但步伐可控。改善的外汇储备可以帮助稳固人民币。新加坡元预计对美元稳定。美联储进一步的紧缩措施可能造成新加坡元的下行压力。但是，随着新加坡经济的增长以及经济活动的加速，新加坡金融管理局(MAS)在其2018年4月的会议中上调利率的可能性有所增加。

但是，一些亚洲货币面临下行压力，如印尼盾和印度卢比。由于低通胀率，央行可能维持较为宽松的政策。

图五——在投资债券时关注总回报 – 同时考虑债息收益及资本升值两方面







聚焦各国

新加坡
马来西亚
泰国
印度尼西亚
中国

新加坡

缓慢但逐渐扩大的增长步伐指向稳定的经济前景

关键点

总体而言，新加坡的经济增长将有更广泛的基础，尽管主要经济数据可能放缓。在中国增速放缓可能对全球贸易产生拖累的背景下，新加坡国内产业可能见底，可持续的公共部门项目或将支撑经济增长。

通胀率提高，新加坡金融管理局或将于2018年4月紧缩其货币政策。但是，其政策工具的灵活性将为渐进式调整带来可能，因此对市场的影响有限。



尽管与中元节撞期，2017年9月的私人住宅销售仍同比增长29%。房屋市场的乐观预期印证了市场对于整体经济的信心。受全球半导体市场需求的快速上升所带动，制造业出现两位数的增长。占经济总量三分之二的服务业也表现出显著的提升，在2017年第三季度同比增长3%，是自2015年来最强的增长。

迈入2018，我们或将看到各行业同步增长。由于高基数效应和中国潜在经济放缓，制造业的增长速度或会随着半导体销量下降而放缓。

在服务业，更强的市场信心和经济活动可能继续为行业增长提供支撑。最后，

对于落后的建筑业，持续的公共部门项目应有助于阻止下滑。总体来说，新加坡的实际国内生产总值增长率预计将从2017年的3.3%降至2018年的2.5%，预计2018年的总体通胀率将从0.5%上升至1.5%。

货币政策可能在2018年4月的新加坡金融管理局会议上有所调整。新元名义有效汇率今年大部分时间都处于中点以上。不过，鉴于其政策工具的灵活性，我们预计对经济的影响有限，因为政策调整可能是渐进式的。

股票

与全球股票市场一样，新加坡股市在2017年也一路飙升。然而到2018年，环境将更具挑战性。利率将有所上升，而本国经济增长可能放缓。银行或将受益于这种环境，因为收益率曲线陡峭有助于提高净利息收益率和支持盈利增加。温和的货币政策环境也将支持商业活动和贷款增长。

债券

在美国紧缩周期的带动下，本地利率可能上涨。因此，建议投资者避免在投资组合中选择过多的长期债券。自2016年发生一系列商品导致的违约以来，债券发行量逐渐下降，同时需求保持强劲，导致本地债券市场的供求态势良好。尽管利率水平或将提高，但供需状况良好这一趋势很可能会持续到201年，将为本地债券创造一个支持性的环境。

外汇

由于货币政策分歧，新元对美元可能逐步走弱。虽然新加坡金融管理局可能会在2018年4月调整立场，但政策变化可能会是渐进式的。同时，美联储有望继续收紧。新加坡银行间拆借利率（SIBOR）很可能会随着美国伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）而升高，尽管幅度不大。

图六——近期新加坡外部行业的反弹可能持续



马来西亚

稳固的宏观基本面为市场波动提供了缓冲区

关键点

受到私人支出和出口的拉动，马来西亚2017年上半年的强劲增长超过了地区表现。预计目前的增长势头将持续到2018年。

马来西亚股市预期依然保持乐观，主要受强劲的经济背景，更好的企业盈利，商品价格上涨，潜在的中国投资和与选举相关的支出等因素支撑。

马来西亚国家银行（BNM）就利率走向继续表现中性姿态。从长远来看，马来西亚林吉特基本上被低估了。



2017年上半年国内生产总值增长5.7%，较去年同期的4%有所提升，马来西亚经济继续走强。根据数据，马来西亚国家银行（BNM）表示，2017年的增长将强于预期。预计2018年该国的增长将进一步受到国内需求和强劲的出口推动。国内经济政策继续支持，2018年预算可能扩张，刺激消费增长。

由于全球信贷成本因素减少，2017年的总体通胀预计将达到峰值，同比上涨3.9%，2018年温和上涨2.5%。需求拉动的通货膨胀将受到更为强劲的国内需求支撑，但预计升幅仍将受限。

基准隔夜政策利率（OPR）预计在2018年将保持在3%的水平，但不排除如果国内生产总值持续强劲增长，加上工资压力传导至通货膨胀，将会带来加息的可能性。

受到利好的基本面和布伦特原油价格上涨至60美元/桶的支撑，我们相信马来西亚林吉特在美元走弱的背景下更有机会上升。

股票

与亚洲（除日本外）相比，2017年马来西亚股市落后。受国内宏观基本面、强劲的外资流入和企业盈利恢复性增长的支撑，我们维持对股票的建设性意见。重要的投资主题包括基础设施开支、中国外商直接投资的上升，政府关联公司的改革，旅游业的反弹以及商品价格的上涨。2018年，自下而上的选股策略和及时从强劲股票中获利将是审慎的方法。值得关注的一个关键风险是该国的国内选举。

债券

我们预计马来西亚国债收益率将随美国国债收益率走高而走高，但速度适中。由于实际收益率有吸引力，债券需求依然保持活力。随着宏观背景和外汇储备充足率的提升，2016年11月以来外资抛售国债的情况已经有所缓解，并且大体保持稳定。

外汇

虽然预计会出现一些波动，但马来西亚林吉特兑美元可能会温和上涨。积极的基本面，改善的财政状况，走高的商品价格，都支撑了这一积极观点。目前马来西亚林吉特正处于其历史上实际有效汇率区间的底部。

图七——马来西亚的增长由个人消费及出口支撑



泰国

投资和旅游业带动经济适度增长

关键点

泰国经济在基础设施投资、私人投资和旅游业相结合的基础上实现健康的增长。

然而，本地股市的高估值可能限制其进一步上扬，特别是在全球利率可能上涨的情况下。债券市场也可能由于宽松政策的减少而面临风险，虽然外资持股比例低可以限制热钱流动。在货币方面，由于政策分歧扩大，泰铢兑美元可能会走软。



2018年泰国经济增长的主要动力包括基础设施投资、私人投资和旅游业。许多以前推迟的项目预计将在2018年启动，因此基础设施支出可能会增加。制造业和东部经济走廊（EEC）利用水平的提高将会刺激私人投资。同时，泰国仍然是游客的首选目的地之一，预计2018年游客数将从2017年的3600万人次的年末预测增长7%至8%，达到3800万人次。

相反，中低收入的家庭消费增长可能会减缓。这是因为农业收入增长放缓和信用卡和个人贷款规定更加严格，导致家庭持续去杠杆化。出口可能会继续温和增长，但不太可能成为增长动力。

泰国整体经济前景依然乐观，泰国央行（BOT）将9月份的国内生产总值增长目标从3.7%调整至3.8%。目标可能看起来非常大胆，但是如果能够保持主要增长动力，不是不可以实现的。

最后，在货币政策方面，泰国央行预计至少到2018年下半年将保持不变，因为经济仍旧疲软，而通胀似乎也是可控的。

股票

泰国股市的估值升高。这抑制了其上扬的可能性，也几乎没有容许犯错的空间。精选行业可以提供投资机遇。例如，银行业不良贷款已经趋稳定，并且还有可能从公共和私人投资的增长中受益。与此同时，商业领域由于得到旅游业增长的支持，投资者可以考虑逢低买入。

债券

由于短期票据供应稳定和泰国央行稳健的货币政策前景，因此本地短期债券的收益率应会保持相对稳定。外资持有水平较低有助于限制债券的波动性。因此，较短期的债券是优选，但是如果长期债券收益率出现大幅上升，投资者可以考虑对长期债券采取策略性的仓位配置。

外汇

美联储和泰国央行之间的货币分歧、泰国经常账户顺差的减少以及美国潜在的税收改革可能会造成2018年泰铢走弱。我们预计2018年货币汇率将保持在33.50至34.50之间。

图八——泰国旅游业继续为增长提供支持



印度尼西亚

有活力的经济，面对内外部的压力

关键点

印度尼西亚的经济前景仍然乐观，但因贸易保护主义抬头、商品价格疲软和地缘政治紧张局势升级等潜在风险而蒙上阴影。

2018年的地区选举和2019年的总统选举可能会增加国内的政治风险。

最近中小企业（SMEs）企业税从4%降至0.25%。这可能会增加国内5600多万中小企业的国内投资，而这将占国内生产总值的60%。



印度尼西亚2018年的国内生产总值增长预计将从2017年的5.2%提高到5.4%，这与印度尼西亚议会通过的2018年国家预算中规定的相同。印度尼西亚进入选举年，预计社会支出将会增加。通常这会对占国内生产总值一半以上的私人消费产生积极的影响。印度尼西亚的扩张性财政政策仍然是重点，预计将通过预算重新分配来支持增长，为公共基础设施、医疗和教育设置更高的支出上限。

尽管2017年财政赤字占GDP的比重从2.41%扩大到2.92%，但政府预计，2018年预算赤字占GDP的比重将会改善到2.19%，因为预计来年税率将从现有的10.3%提高到10.9%。最近标准普尔将印尼的评级升级为投资级，政府持续进行改革，有助于加速包括私人投资在内的资本流入。随着通胀减缓，央行将保持宽松的政策，今年下调利率50个基点。以推动信贷增长在2018年达到两位数。

股票

基础设施和结构性改革仍然是政府的主要优先事项。自2016年初以来200个基点的利率下调所带来的经商便利和资金的低成本，预计将吸引更多国内外投资者的投资。本地资金对股票的持有量增加将会减少地区或全球的不确定性增加带来的外部冲击。随着消费者信心的提升、基础设施投资的持续以及银行业并购活动的增加，投资股票尤其是必需消费品行业、建筑业和银行业仍然颇具吸引力。

债券

印度尼西亚的政府债券提供了最具吸引力的通货膨胀调整后回报率之一。货币政策继续保持宽松，政府的目标是保持通胀低于4%。由于中央银行对货币政策的观点存在分歧，因而中短期本币政府债券比长期政府债券更受青睐，这对印尼盾施加了下行压力。考虑到美联储的鹰派立场，又由于印尼的主权评级刚刚上调，前景乐观，短久期的美元计价的印尼政府债券将是首选资产类别。

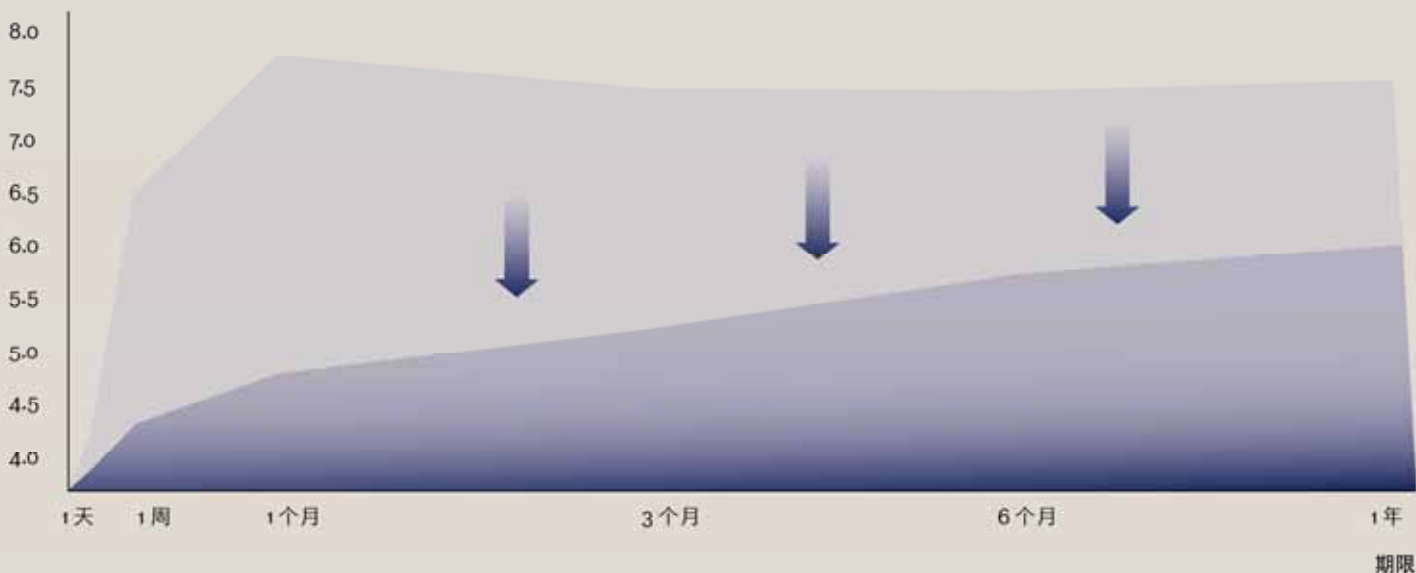
外汇

由于央行与美联储的观点存在分歧，预计印尼盾将面临下行压力。政策宽松信号暂停和外汇储备创历史新高，使中央银行能够将汇率维持在政府设定的目标范围之内。

图九——印度尼西亚银行预计将保持温和

■ 截至2016年12月31日的收益率曲线
■ 截至2017年10月11日的收益率曲线

印度尼西亚利率%



中国

供给侧改革仍然是经济增长的主要动力

关键点

2017年中国经济稳定。自2016年下半年以来，制造业及消费情绪均有所改善。

中国经济正在发生结构性变化。消费可能在经济中扮演更重要的角色。明年政府将继续推进供给侧改革。这些措施将进一步提升经济质量，提高企业利润。

人民币预计将在区间内震荡，因为经济增长放缓和资本流出改善，使得贬值预期减弱。



中国经济自2016年中以来已经企稳。中国财新PMI（采购经理指数）和消费者信心等近期主要经济指标再次肯定了中国经济的稳定势头。企业利润好于预期，反映企业基本面较为坚实。

进入2018年，供给侧改革可能仍是中国政府的首要任务。改革和去杠杆化进程会继续推进。短期内，改革可能会对经济产生一些负面影响，因为一些小型、低效和高污染的企业会被关闭。但从中期来看，这些措施可以通过改善产业结构、提高企业效率和增加企业利润来使经济受益。行业龙头很可能成为赢家。

由于通胀可能保持稳定，中国人民银行（PBOC）预计将保持中性的货币政策立场。在财政方面，政府正将其政策重点由基础设施支出转向减税，这将为企业盈利提供更多有利因素。

尽管如此，2018年依然存在一些挑战。去杠杆化过程可能会带来一些不确定性，但我们预计这种影响会比较温和。

股票

供给侧改革推动了产能过剩行业产品价格的攀升，同样推动企业盈利增加，尤其是行业龙头的盈利提升。因此，国内外投资者对此普遍持更为积极的观点。2018年，外国投资者的资金预期将持续流入中国股票市场。我们看好消费、金融等盈利改善更为明显的行业，此类行业拥有更为强劲的营收增长态势和较诱人的估值，因此业绩有望好于市场预期。

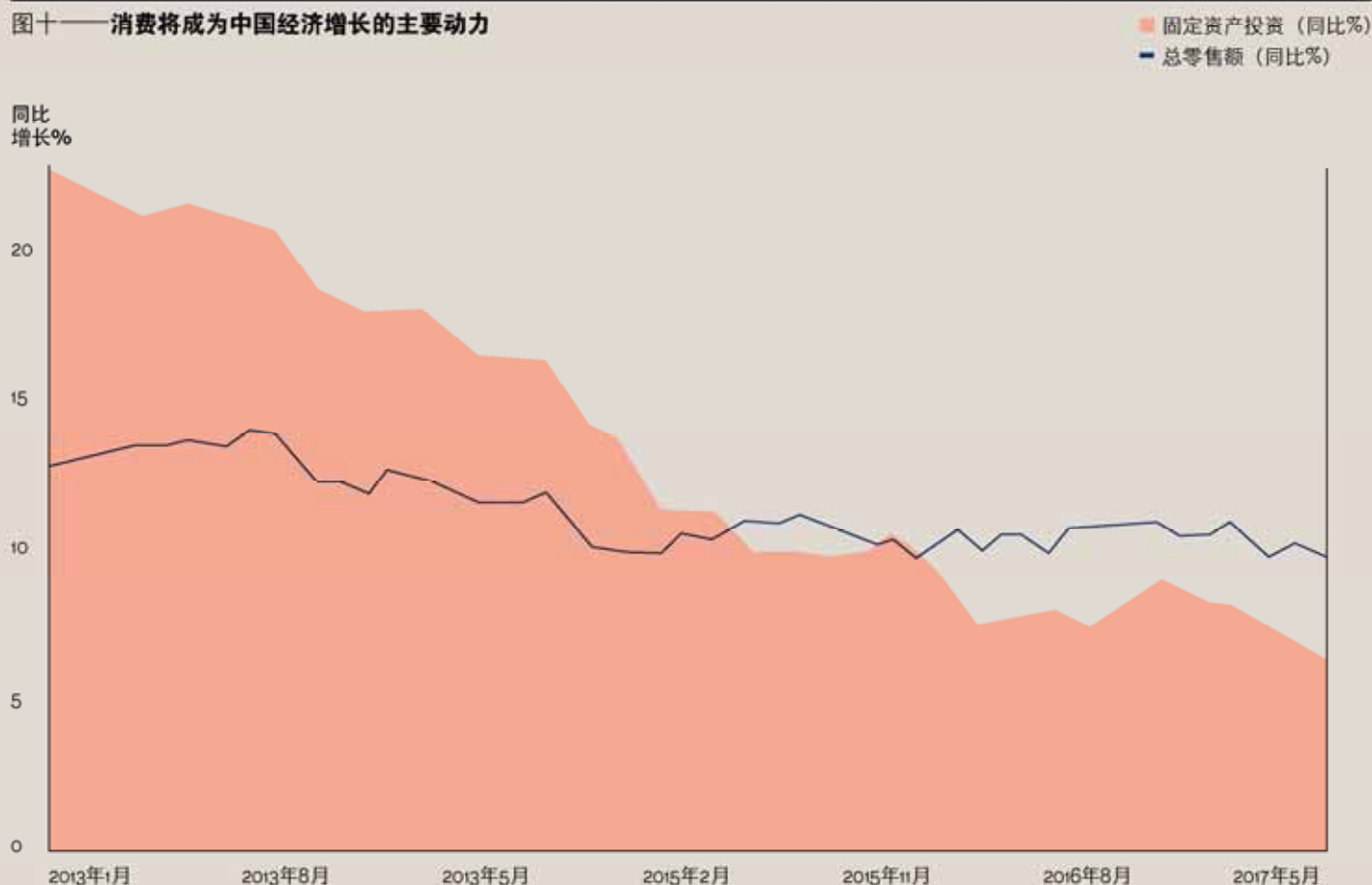
债券

由于经济向好，金融监管环境趋严，固定收益市场可能持续疲软。全球主要中央银行收紧的货币立场也对市场信心带来影响。但是，当前较为合理的估值可以为长期投资者提供一个较佳好的入场位。

外汇交易

人民币将在一定范围内浮动，但是起伏较以往更大。资本流出减少，经济上扬和相对较稳定的美元对人民币汇率将有助于缓解人民币的下行压力。

图十一——消费将成为中国经济增长的主要动力



重要信息

本文中提供的信息是一般性结论，不涉及任何责任，仅供参考。本文提到关于任何投资或保险产品的购买或销售都不作为报价或询价。本文中的任何内容都不应被解读为任何投资或保险产品的推荐或建议交易。

为确保本出版物所载信息的准确性和客观性，大华银行已尽可能地采取合理谨慎的态度。尽管如此，大华银行有限公司（“本公司”）及其雇员不对本刊物中的任何错误、不准确或遗漏承担法律责任，无论这些错误、不准确或遗漏是如何造成的，也不对您基于本出版物中所表达的信息或观点而做出的任何决定或行动承担法律责任。

本公司不保证本刊物内的信息的准确性、充分性、及时性或完整性，且明确否认承担任何错误、不准确或遗漏的法律责任。有关未来事件或表现（包括但不限于国家、市场或公司）的任何意见、预测和其他前瞻性陈述都不一定表示实际事件或结果，且可能与实际事件或结果不同。此处的信息与任何特定人的具体目标、财务状况和特定需求无关。投资者应该在投资任何投资产品或保险产品之前向独立财务顾问寻求建议。如果您选择不寻求此类建议，您应考虑有关的投资或保险产品是否适合您。



RIGHT BY YOU