

2018年3月

美联储迎来新主席



2月5日，65岁的前律师和投资银行家杰罗姆·鲍威尔正式宣誓就职，担任新的美联储主席。他可说是在微妙的时刻掌控最强大的中央银行的缰绳。虽然美国的失业率偏低，经济也正在蓬勃发展，但通胀已开始显现出回升的迹象。与此同时，特朗普的减税和基础设施支出将另外增加万亿的预算赤字。

在充满不确定性的情况下，鲍威尔必须引导美联储执行资产负债表缩减计划，并且加息。这一期，我们将探讨鲍威尔的背景，并就美联储的政策方向以及应对战略提出我们的看法。

鲍威尔是谁？

鲍威尔是个温和派的共和党人。与前任主席如耶伦和伯南克不同的是，鲍威尔在经济学方面没有教育背景。他就读法律，以律师身份开始他的职业生涯，之后成为投资银行家。后来他在政府工作了几年，再成为一个私人股权投资基金的合伙人，身价大涨。

鲍威尔与其他美联储主席候选人的区别在于他过去在美联储的工作经验。从2012年到2017年，鲍威尔在联邦储备委员会任职。那时的经验使他对该组织的文化和较为复杂的报告制度有了很好的了解。

去年11月，鲍威尔被特朗普总统任命为下一任美联储主席，随后于1月在参议院投票通过。通过确认之后，鲍威尔在2月初就任美联储主席。

内页

美联储迎来新主席	1
对投资者的影响	3
市场前景与策略	5

如果您想了解更多详情，
请联系您的理财经理。

他的哲学

鲍威尔被广泛认为是一个共识构筑者，大多数观察家认为他的继任是前美联储主席耶伦的一种延伸。根据彭博社对30位经济学家进行的一项调查，鲍威尔作风略偏鸽派，因此迈向货币政策正常化的步伐预计是循序渐进的。即将在3月召开的公开委员会会议将是鲍威尔首次以美联储主席身份主持的会议，外界广泛预料他将支持加息。这次会议的结果将是破译美联储新主席对经济和货币政策正常化道路的观点的关键路标。

鲍威尔对金融监管的看法有别于耶伦。尽管耶伦敦促立法者谨慎对待放宽危机后紧缩的金融政策，但鲍威尔更愿意放宽一些政策，以减轻银行的监管负担。在去年11月的证词中，鲍威尔表示，他愿意考虑降低监管要求，同时保持核心改革。他的立场与特朗普总统解除银行业管制的计划更为一致。

图1: 关于杰罗姆·鲍威尔的五个事实。

1. 鲍威尔是自保罗·沃尔克(1979-1987)以来第一个没有经济学博士学位的美联储主席。
2. 他极有可能继续采取美联储目前缓慢提高利率的做法。
3. 与耶伦不同的是，鲍威尔更有可能放宽在2008年金融危机期间推出的一些金融监管措施。
4. 鲍威尔是自1948年以来最富有的美联储主席。据报，他的净资产高达5500万美元。
5. 鲍威尔于2012年被奥巴马总统委任为美联储委员。在过去的5年里，他都投票赞成美联储的每一项政策决定。

资料来源: 财富杂志, 2018年2月3日

对投资者的影响 ▶▶

虽然鲍威尔已经就任美联储新主席一职，但我们并不认为他会从耶伦领导的政策轨迹中明显偏离。因此，我们基本上认为美联储今年加息的次数仍然是3次，但如果数据继续出人意料地上涨，我们并不排除今年第四次加息的可能性。

鉴于基本面依然稳固，我们不认为持续的加息将导致熊市。因此，我们继续倾向于股票，并在寻找机会的同时侧重于相对估值和增长前景。就固定收益资产而言，新兴市场本地货币债券基金仍然提供价值并有助于缓冲利率升高。而那些风险资产方面低配的投资者，可以考虑利用这个机会，为投资组合增加一些风险资产方面的投资。

三次加息、或多加息一次

美国十年期国债收益预计在2018年底达到2.9%，而我们的经济学家团队保持今年3月、6月和12月三次加息的预测（并有可能增加一次加息）。

尽管强劲的通胀预期可能会导致美联储在政策正常化方面更为激进，但鉴于缩表计划仍在后台运行，因此预计美联储将会谨慎行事。尽管其影响在2017年是温和的，但缩表计划可能在2018年加速步伐，因为投资的削减仍在继续。在缩表计划下调整美联储资产负债表与调高利率有着类似的影响，因此在决定加息行动时，相信联邦公开委员会可能将考虑到缩表计划的额外影响。

由于美国十年期国债收益率徘徊在2.85%到2.95%之间，重新定价的主要过程预计已经完成。从短期来看，美国十年期国债收益率可能会逼近3%，但任何超出这一水平的举措都先需要通胀和就业数据的大涨。

利率走高情况下的投资配置

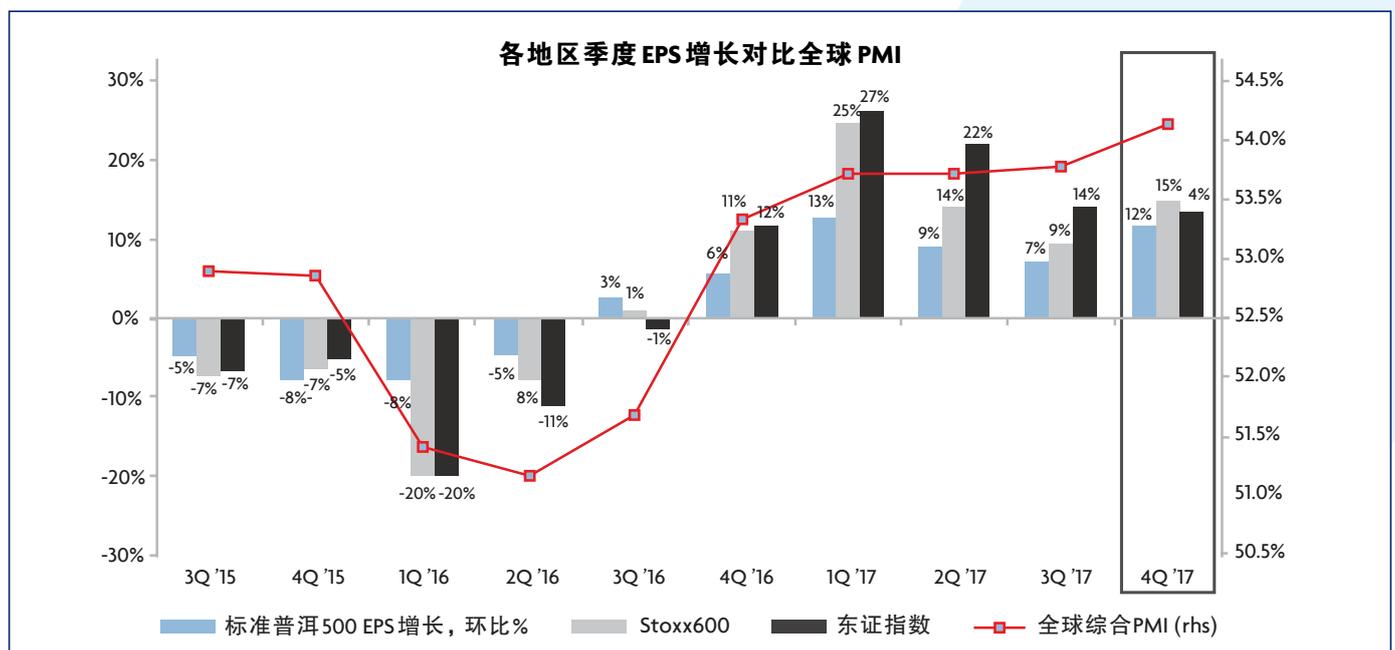
股票方面，我们倾向于金融和美国地区以外的机会。

只要盈利增长提供支撑，股票仍可以在利率上升的环境中取得良好表现。我们重申，目前的回调很大程度上是基于技术理由，而不是基本面变弱。

如图2所示，全球综合PMI是稳健的，并在2016年从低点恢复。与此同时，美国、欧洲和日本各主要地区的盈利增长也在健康水平上反弹并维持。

就行业而言，我们继续青睐金融机构，尤其是银行。金融机构往往受益于短期利率的上升，因为升息能够增加他们的利息利润。在各个地区，我们都倾向于像欧洲、日本和新兴市场这些美国地区以外的机会。这些地区的估值相对于美国市场更为合理，从而为更高的利率提供了更好的缓冲。

图2：全球 PMI 和盈利增长强劲。



资料来源：J.P. 摩根，2018年2月5日

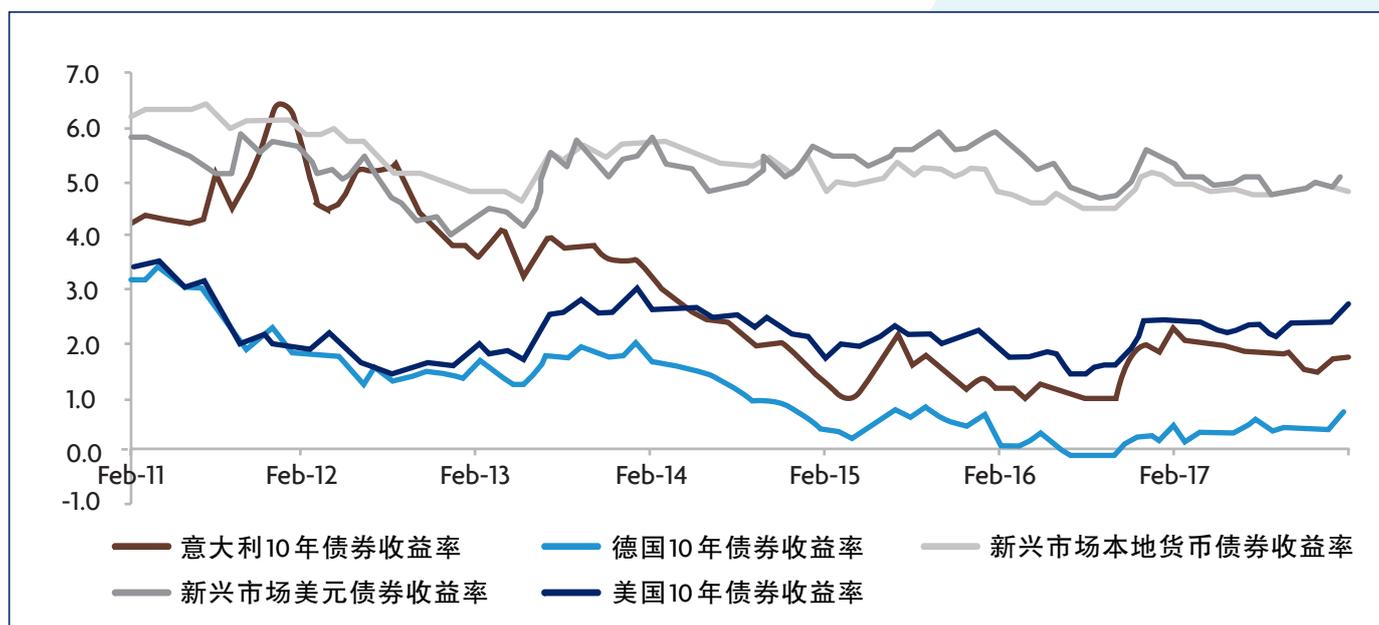
就固定收益投资而言，专注于新兴市场本地货币债券

尽管不断上升的利率环境对固定收益投资整体来说是负面的，但某些资产类别仍可能产生积极回报。我们喜欢新兴市场本地货币债券鉴于其具有吸引力的收益率回升，这将在利率逐渐上升的环境下提供着重要的缓冲作用。一些国家央行，例如俄罗斯，可能由于当地通胀的减弱而出现降低利率的空间。

短期调整提供了潜在的入场点

短期内，我们预计市场将在最近的抛售之后继续整固。对市场继续上升的怀疑以及对加息的担忧可能挥之不去。市场人士可能还需要一些时间来适应鲍威尔担任美联储主席。然而，我们认为，只要加息的步伐保持循序渐进，便并不太可能引发熊市的开始。风险资产低配的投资者可以考虑利用市场回调的机会，为投资组合增加一些风险资产方面的投资。

图3：在2011年“减债恐慌”后，新兴市场本地货币债券的收益率保持在稳定并具有吸引力的水平。



资料来源：彭博社，2018年2月22日

市场前景与策略 ▶▶

宏观因素

<p>全球增长</p>	<p>全球经济活动继续稳固。 2018年的全球增长预测从3.7%上调到3.9%。新兴市场增长幅度领先，而发达市场的前景大致稳定。</p>
<p>货币政策</p>	<p>央行继续将货币政策正常化。美联储率先加息与缩表，欧洲央行也开始收紧。日本央行可能保持宽松，但其立场可能会改变。</p>
<p>通货膨胀与利率</p>	<p>通胀压力保持疲软，但预计会有增加的趋势。 预计美联储在2018年将有3次加息，而随着美国工资增长以及通胀数据超出预期水平，再一次加息的可能也被提高。</p>

风险

<p>通货膨胀过热</p>	<p>债券收益率已经重新定价，但趋紧的劳动力市场和稳定的大宗商品价格可能会促使工资增长和通货膨胀上升。收益率的飙升将对风险资产造成负面影响。</p>
<p>中国硬着陆</p>	<p>中国政府可能会继续力求在稳定与去杠杆化之间取得平衡。但过度进取的政策可能会提高违约率和硬着陆的担忧。</p>
<p>地缘政治与政治</p>	<p>朝鲜和中东地区的局势依然紧张。美国、欧洲和一些新兴经济体预计在2018年举行一些选举。</p>

战略

战术战略		主要理由	主要风险
发达市场的 通货再膨胀与 机会轮动	美国金融股票	<ul style="list-style-type: none"> 相对于美国整体市场，估值折让具有吸引力，也受益于通货再膨胀的环境。 	<ul style="list-style-type: none"> 如果美联储表现更为鸽派、加息的速度低于市场预期，可能会因此影响股票表现。
	欧洲股票	<ul style="list-style-type: none"> 相对于美国市场，估值折让具有吸引力，也受益于日益改善的经济。 	<ul style="list-style-type: none"> 强势欧元可能对出口商产生负面影响，但由于内需的改善而有所缓和。依然存在一些政治风险。
	日本股票	<ul style="list-style-type: none"> 相对于其他发达市场，估值折让具有吸引力，国内投资氛围也已好转。安倍晋三统治下，政策推行预计顺利。 	<ul style="list-style-type: none"> 日本央行货币立场的改变可能会导致日元走强。然而，日本央行估计将保持鸽派立场。
把握新兴市场的 增长	新兴市场股票 (包括新兴市场配置型和亚洲股票)	<ul style="list-style-type: none"> 受益于具吸引力的估值和来自于结构改革提供的潜在支持。稳定的商品价格也将为盈利提供支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元若是出乎意料地走强，可能会形成阻力，但我们预计美元将会在范围内波动。
	新兴市场本地货币债券	<ul style="list-style-type: none"> 收益率高于其他固定收益资产，并受益于新兴市场基本面的改善。 	<ul style="list-style-type: none"> 美元若是出乎意料地走强，可能会形成阻力，但我们预计美元将会在范围内波动。
结构化契机	优质股票	<ul style="list-style-type: none"> 股市下挫时往往经历较少的亏损，而且长期以来往往能跑赢大市。 	<ul style="list-style-type: none"> 昂贵的估值或将增加短期内修正的可能性。然而，全球经济衰退的风险依然偏低。
	全球医疗保健股票	<ul style="list-style-type: none"> 估值具吸引力，收益有望因创新药物的批准和活跃的企业合并与收购活动而提升。 	<ul style="list-style-type: none"> 政策上的不确定性可能继续影响市场情绪，但在可预见的将来里，药品定价方面出现有意义的结构性改革的可能性不高。
增强收益	短久期高收益债券	<ul style="list-style-type: none"> 对利率的敏感度较低，收益却比国家债券更有吸引力。 	<ul style="list-style-type: none"> 经济状况若恶化，将增加违约风险。然而，经济前景依然稳定。



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。