



# 2018年下半年投资展望 个人金融服务



大华银行2018年下半年投资展望

道法自然。

——老子

# 目录

## 社论

06

### 2018年年中回顾

08

2018年上半年回顾

2018年上半年业绩回顾

2018年上半年策略回顾

### 2018年下半年宏观展望和风险

16

2018年下半年宏观展望

2018年下半年关键风险因素

### 资产类别展望与策略

24

2018年下半年投资策略

聚焦资产类别

股票

固定收益

外汇

区域宏观观点总结

## 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  
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

## 区域投稿人

梁伟棋

马来西亚

**Suwiwan Hoysakul**

泰国

**Louis Linardo**

印尼

黄丽鹃

中国

# 社论

经历了收益颇丰的2017年后，我们以满满的信心迎来了2018年。我们的信心来源于全球经济的同步增长、温和的通货膨胀以及公司基本面的强劲表现。在所有资产类别中，我们预计股票投资将继续为我们带来诱人的投资机会。发达市场的复苏以及结构性机遇为部分板块提供了发展的舞台，而新兴市场的稳定经济增长打开了投资新兴市场资产的窗口。优质的固定收益工具也为我们带来了获取现金回报并提升收益的良机。

然而，2018年上半年，金融市场在诸多因素的影响下，经历了明显的波动，这些因素包括全球货币政策的正常化，特朗普政府在关税方面的行政措施引发的对贸易战的担忧，对意大利和西班牙新政府的地缘政治关注以及美元的强劲对新兴市场资产的打压等等。

这些波动是否意味着宏观经济的正向驱动以及强劲的公司基本面已经荡然无存？当然不是。实际上，2018年一季度公司盈利的强劲表现预示着全球经济仍将保持增长态势，美国的减税政策将进一步推动全球经济的繁荣。

但是，在我们展望2018年下半年时，某些负面因素可能会让投资者们更加谨慎。美国政府难以预测的政策方向、美联储政策错误导致利率提升过快、欧洲政治氛围紧张、地缘政治紧张局势……这些因素将进一步加剧各类资产的波动。大华银行以风险为首要考虑因素，我们结合所偏好的投资资产类别，对这些风险进行了评估。以下是我们对世界经济局势看法的总结：

## 土——投资的宏观背景

纵观这些忧虑，在全球总体增长保持坚挺，通胀温和，以及相对宽松的货币状况下，宏观情况仍然保持乐观。该背景对盈利增长有利。

## 金——支持经济强劲增长的基本面

进入下半年，主要央行日益强硬的态度可能会打压市场的回报预期。

然而，强劲的国内消费和全球增长等基本动力将会继续支持企业盈利的增长。

这使得反映公司估值的股票盈利相对于政府债券而言仍然具有吸引力，也为利率上涨的市场环境提供了缓冲。

## 火——与风险共存

下半年，地缘政治的发展和利率上升的大环境可能会影响金融市场的表现。由于升息加速，美元可能继续走强，并给新兴市场央行带来压力。我们预计地缘政治事件将对2018年产生重大影响，并影响投资决策。受到热切关注的美朝首脑峰会确实表明，朝鲜半岛的紧张局势开始缓和，但中美之间的紧张态势却不断加剧。

## 木——不同资产类别带来的机会

我们维持对股票的积极态度。特别是估值现在降至更合理的水平之后，此类资产将继续为投资者提供有潜在吸引力的回报。

对于固定收益产品，我们持选择性的态度应精挑细选，更倾向于对利率敏感度较低的工具。在这方面，优质债券在今年上半年的技术调整后，现在将提供有吸引力的收益率。

## 水——投资者信心以及资金的流动

与债券相比，反映全球投资者情绪的资金流仍然更支持股票。流向日本股票的资金流依然保持韧性。然而，意大利的政治局势导致流向欧洲股票的资金流相对较少。对于固定收益产品来说，投资级（IG）债券吸引的资金流入量高于其他类别，如高收益工具。新兴市场的资金流向依然表现为强劲地持续流入。

衡量回报驱动因素与风险之间的平衡之后，选择性的投资机会依然非常丰富，且估值水平更具吸引力。因此，对于有一定风险偏好、且期望调整其投资组合以实现其长期目标的投资者而言，这也是一個适当的投资窗口。

## 庄素薇

个人金融服务  
新加坡和区域主管  
存款与财富管理





# 2018年年中回顾

我们回顾了2018年上半年发生的重大事件，  
并检视了这些事件对市场的影响。



自知者明。

——老子

# 2018年上半年回顾

今年上半年充满了对升息路径、中美贸易紧张局势、欧元区和朝鲜半岛的政治动向、中东冲突以及科技行业影响的担忧。



## 美国国债收益率上升

美国国债收益率自年初以来一直稳步攀升，2年期国债收益率上涨至2.5%，创2008年9月以来新高。同时，基准10年期债券收益率已达到3%，这是自2013年以来的最高水平。

美联储(Fed)的强硬立场是收益率上涨背后的主要因素。由于预期经济强劲增长以及通胀压力增加，美联储一直在升息。自2015年12月以来，美联储已经六次上调了利率，最后一次是在三月，同时，美联储还表示今年可能还有两次升息。

政府试图通过增发债券来弥补预算赤字，从而导致供应过剩的忧虑，这也导致了收益率上升。尽管固定收益市场受到压力，但股票市场表现依然相对较好。

## 中美贸易紧张局势

对贸易保护主义抬头的担忧已经给投资者情绪蒙上了阴影。美国和中国针锋相对地祭出关税这一法宝，使双方一直处于贸易僵局之中。继对钢铝征收进口关税后，美国又对价值500亿美元的中国商品进一步提高关税。同时，美国在中国对美国技术公司的投资方面也采取了更为强硬的措施，防止后者获得敏感关键技术。对此，中国威胁将对美国产品征收报复性关税。

美国和中国的贸易形势依然不稳定，但双方都愿意进一步谈判以防止贸易摩擦进一步升级。双方爆发全面贸易战的概率不大，但就目前而言，任何强硬的贸易措施都可能引发市场上意识的规避风险反应。

## 欧洲政治

在去年没有结果的选举之后，德国在今年第一季度出现了政治僵局。安格拉·默克尔的保守派 - 中右翼基督教民主联盟及右翼政党基督教社会联盟 - 最终与中左翼社会民主党达成了联合协议。这个“大联合政府”的成立为德国的扩张立场及进一步推动欧元区改革的政策铺平了道路。

同时，意大利不断加深的政治危机给政府债券和股票带来了巨大压力。民粹主义左翼五星运动(5SM)和极右翼联盟党组成了联合政府。因此，意大利新政府在本质上是民粹主义的，它可能会对欧盟采取对立立场。



### 朝韩峰会

韩国总统文在寅与朝鲜领导人金正恩于4月举行了历史性的朝韩峰会。朝韩之间十多年来第一次的会谈结束，双方就朝鲜“完全无核化”的承诺达成共识。但是，该声明未包含拆除朝鲜核武器和废止弹道导弹计划的具体步骤。

具有里程碑意义的美朝峰会在新加坡圆满结束虽然未具体说明执行细节，但两国都同意建立一个广泛的核协议框架。美国与朝鲜之间会谈成果丰硕，有望提高该地区的安全，并消除导致地缘政治紧张局势的关键因素。这也可能为更具建设性的中美贸易谈判铺平道路。

### 中东冲突

由于各种因素的共同作用，中东的紧张局势依然高涨。美国支持的反对派与俄罗斯支持的阿萨德政权是美俄在当前叙利亚冲突中的代理人。美国4月对叙利亚的导弹袭击进一步激化了美国和俄罗斯之间的紧张关系。雪上加霜的是，以色列也加入战斗之中，在5月对饱受战争蹂躏的叙利亚境内的伊朗目标发射导弹。

同时，美国与伊朗间的紧张局势导致油价上涨。美国5月撤出伊朗核协议的行为以及预期可能会对伊朗实施的新制裁或将减少全球石油供应。加之主要石油生产国的石油产量下降，油价飙升至每桶70美元，为2014年11月以来的最高水平。

### 科技行业影响

在当前牛市股价的强劲上涨之后，科技相关公司在第一季度末渐渐黯然失色。由于数据隐私问题，投资者情绪急转直下，并引发了对脸书、推特和Alphabet（谷歌的母公司）等科技股的抛售。另外，对自动驾驶汽车技术安全性的担忧拖累了优步和特斯拉的股价。此外，美国总统特朗普就亚马逊伤害传统零售商的税收做法和商业模式进行了攻击。

这些引人注目的技术影响导致了监管当局对此类行业提出了更为严格的要求。对于其成本和限制增长措施的担忧削弱了曾经是市场宠儿的科技股的吸引力。

# 2018年上半年 业绩回顾

**2018年上半年，美国国债收益率和地缘政治局势紧张是投资市场的主要推动因素。**

## 股票

全球股市在去年的强劲反弹后进入巩固阶段。尽管地缘政治的紧张局势、债券收益率走高和对科技股收紧监管导致波动加剧，但由于企业强劲的盈利势头，全球股市仍保持相对稳健。与2017年不同，不同地区股票的回报更加分化。随着科技股领涨，美国股市跑赢大市。5月最后一周，因意大利政局动荡对股票表现造成影响，欧洲股市放弃了领先地位。新兴市场股市在第一季度上涨，但因利率走高和美元走强打压市场情绪，在第二季度停止上涨。日元走强对日本股市造成下行压力。

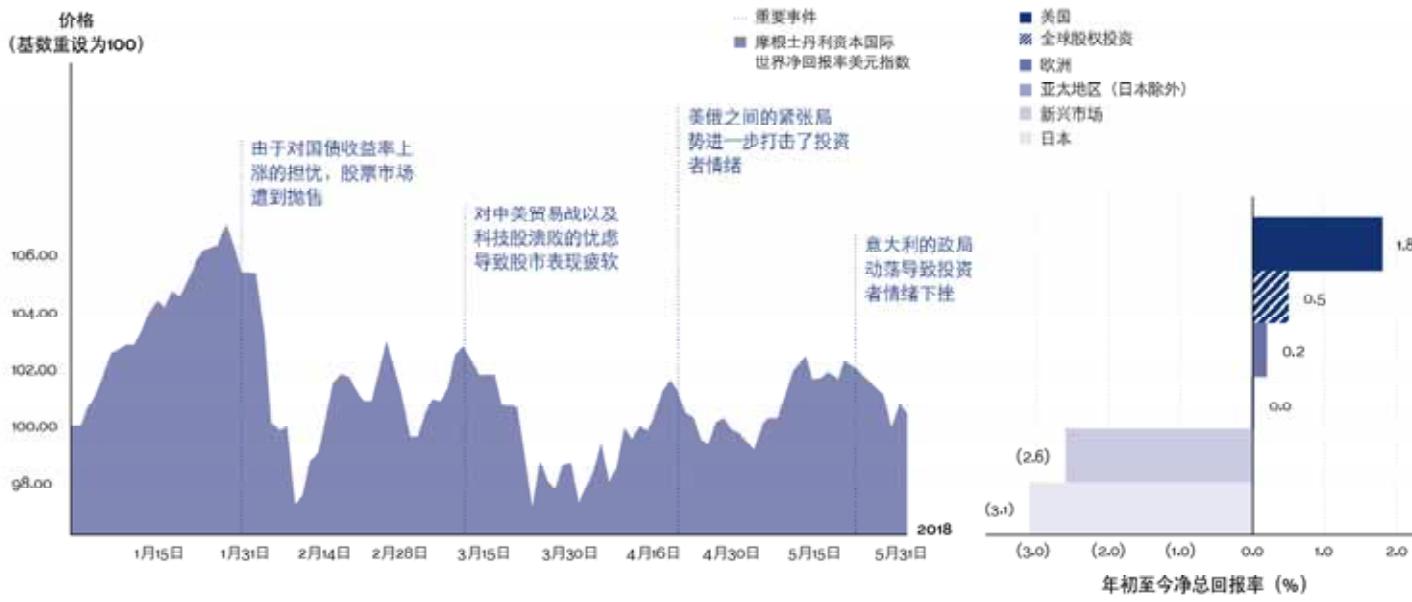
## 固定收益

对通胀压力上升的预期推高了国债收益率。债券收益率的上涨使大多数固定收益类别受到压力。美国高收益债券已较好地承受了近期的利率增长压力。然而，美国投资级(IG)债券和新兴市场美元计价债券由于收益率走高且利差扩大而表现不佳。

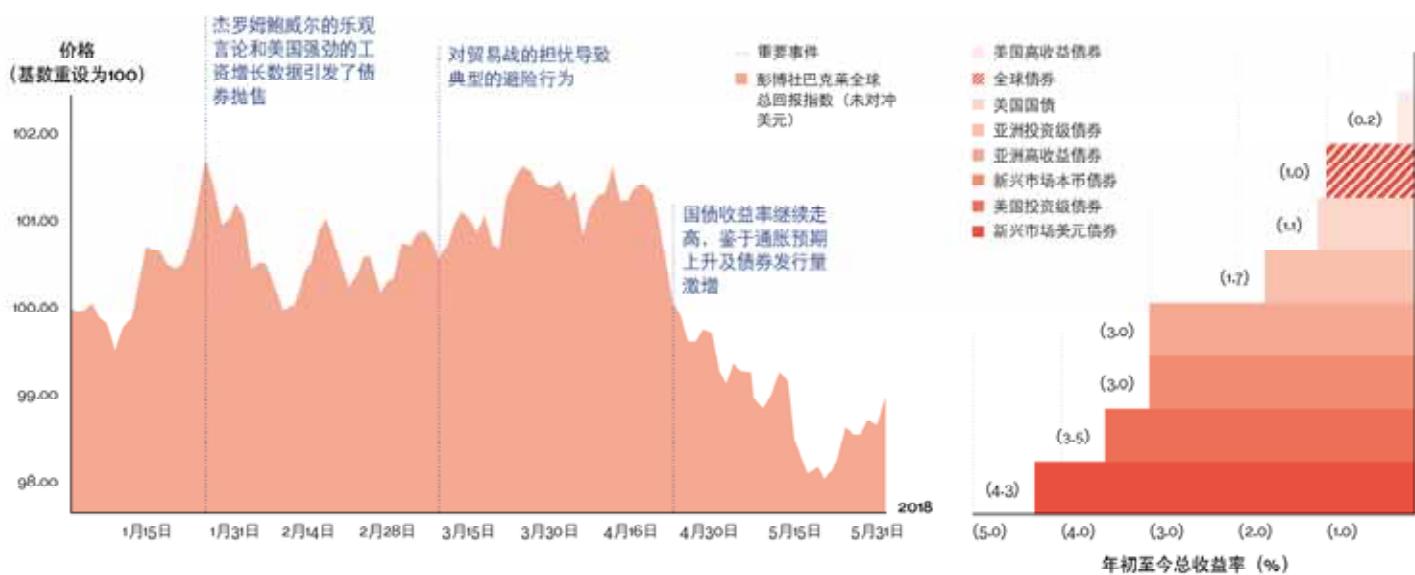
## 外汇

在2018年第一季度表现疲软之后，美元因经济数据强劲以及空头平仓而触底反弹。中美之间贸易摩擦的缓解加大了对美元的压力。意大利的政治形势以及英国脱欧的不确定性等其他区域性风险已经导致欧元和英镑的贬值。澳大利亚储备银行(RBA)继续维持利率水平不变，使澳元走弱。

图——年初至今全球股票市场表现

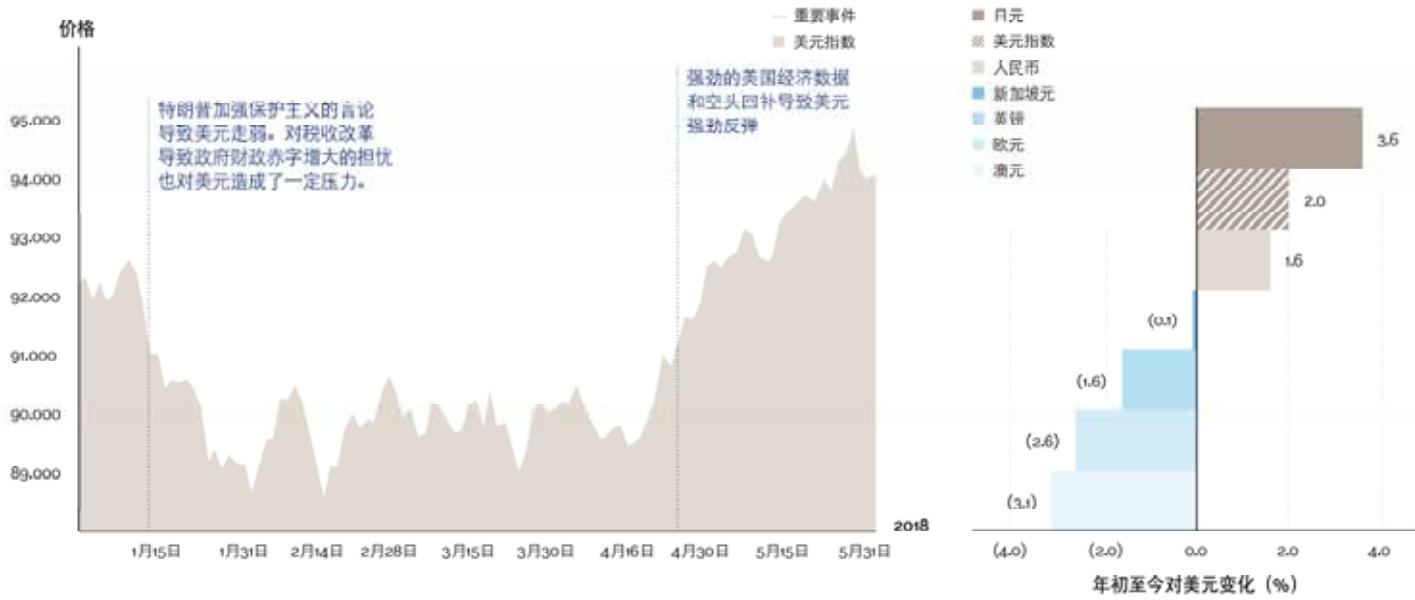


图二——年初至今全球固定收益市场表现



来源：彭博社，2018年5月31日

图三——年初至今外汇表现



来源：彭博社，2018年5月31日

# 2018年上半年 策略回顾

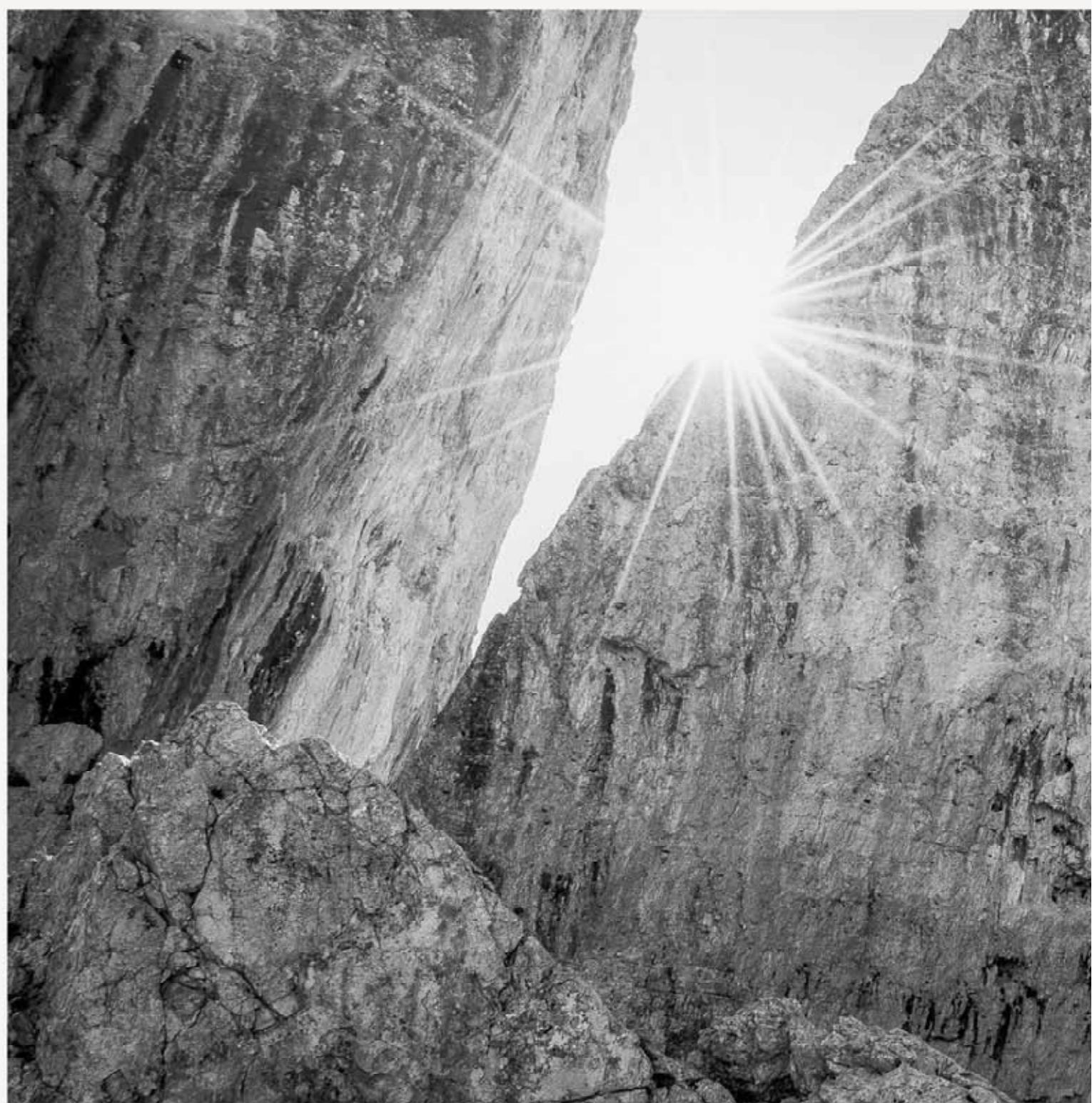
我们重新审视在年初做出的判断，  
并回顾我们的策略迄今为止的表现。

	一月 (%)	二月 (%)	三月 (%)	四月 (%)	五月 (%)	*年初至今 (%)
<b>主题1: 发达市场 (DMs) 通货膨胀</b> <small>发达市场的高估值与再通胀迹象意味着是时候离开那些估值昂贵，处于后周期的市场以及对利率敏感的板块。</small>	6.4	-2.8	-4.4	-0.4	-1.0	0.2
	1.6	-3.9	-2.0	4.6	0.1	1.4
	1.3	-3.7	-2.4	3.6	-1.7	-0.5
<b>主题2: 新兴市场资产</b> <small>全球同步增长为新兴市场获得更高的增长机会提供了稳定的基础。</small>	8.3	-4.6	-1.9	-0.4	-3.5	-0.8
	4.5	-1.0	1.0	-3.0	-5.0	-4.7
<b>主题3: 结构性机遇</b> <small>持续发展可以带动特定产业的长期增长，即使在全球经济处于放缓时期。</small>	5.6	-4.5	-2.1	1.0	0.5	2.7
<b>主题4: 收益增加工具</b> <small>短期及高收益可能缓解利率上升带来的影响。</small>	0.5	-0.1	0.0	0.5	0.3	1.6

来源：晨星公司，2018年6月12日

\*年初至今的数据包括从2018年1月1日至2018年6月12日的回报

美国金融股票	<ul style="list-style-type: none"><li>美国金融股表现逊于美国整体市场。</li><li>2018年第一季度贷款增长放缓，收益率曲线趋于平缓，冲击了金融业的表现。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>然而，由于短期利率继续攀升，信贷增长已开始触底，净利差有所改善。</li></ul>
欧洲股票	<ul style="list-style-type: none"><li>欧洲股市年初至今呈现正回报。由于意大利的政局不确定性，欧洲市场在5月的最后一周失去领导地位。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>尽管过去两年出现了英国脱欧等重大政治事件，但欧洲股市一直保持韧性，且趋于迅速复苏。</li></ul>
日本股票	<ul style="list-style-type: none"><li>相对于其他发达市场，日本股市表现不佳。</li><li>鉴于其国内政治问题，投资者保持观望态度。日元走强也对日本股市造成下行压力。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>此判断的基本依据，如稳健的经济基本面、正面的盈利增长和更高的派息率仍然有效。</li></ul>
新兴市场股票	<ul style="list-style-type: none"><li>在1月的强劲开局之后，新兴市场股市因强劲美元和美国国债收益率上涨而回落。此次调整发生于去年异常强劲的上涨之后。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>鉴于强劲的基本面和改善的估值水平，当前的抛售似有过度。</li></ul>
新兴市场本币债券	<ul style="list-style-type: none"><li>地缘政治局势紧张、美元走强和美国国债收益率上涨仍然是影响该资产类别的不利因素。</li><li>尽管大部分新兴经济体保持着强劲的发展势头，但那些有经常账户和预算赤字，并严重依赖外资的新兴经济体国家，开始面临压力。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>我们对新兴市场本币债券的乐观情绪有所下调。</li></ul>
全球健康医疗板块	<ul style="list-style-type: none"><li>全球健康医疗板块依然保持良好的收益。</li><li>美国总统特朗普在5月降低药物价格的计划似乎对该行业的影响不大。在过去几个月的温和交易之后，健康医疗板块在业绩报告后开始反弹。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>从年初至今，并购活动数量已经开始上扬，为中小企业提供支持。</li></ul>
短期高收益债券	<ul style="list-style-type: none"><li>尽管2018年上半年固定收益环境非常具有挑战性，但短期高收益债券仍表现不凡。</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>信贷息差保持收紧，但经济前景依然强劲。有吸引力的收益率抵消了较高利率导致的资本损失，从而带来积极的总回报。</li></ul>



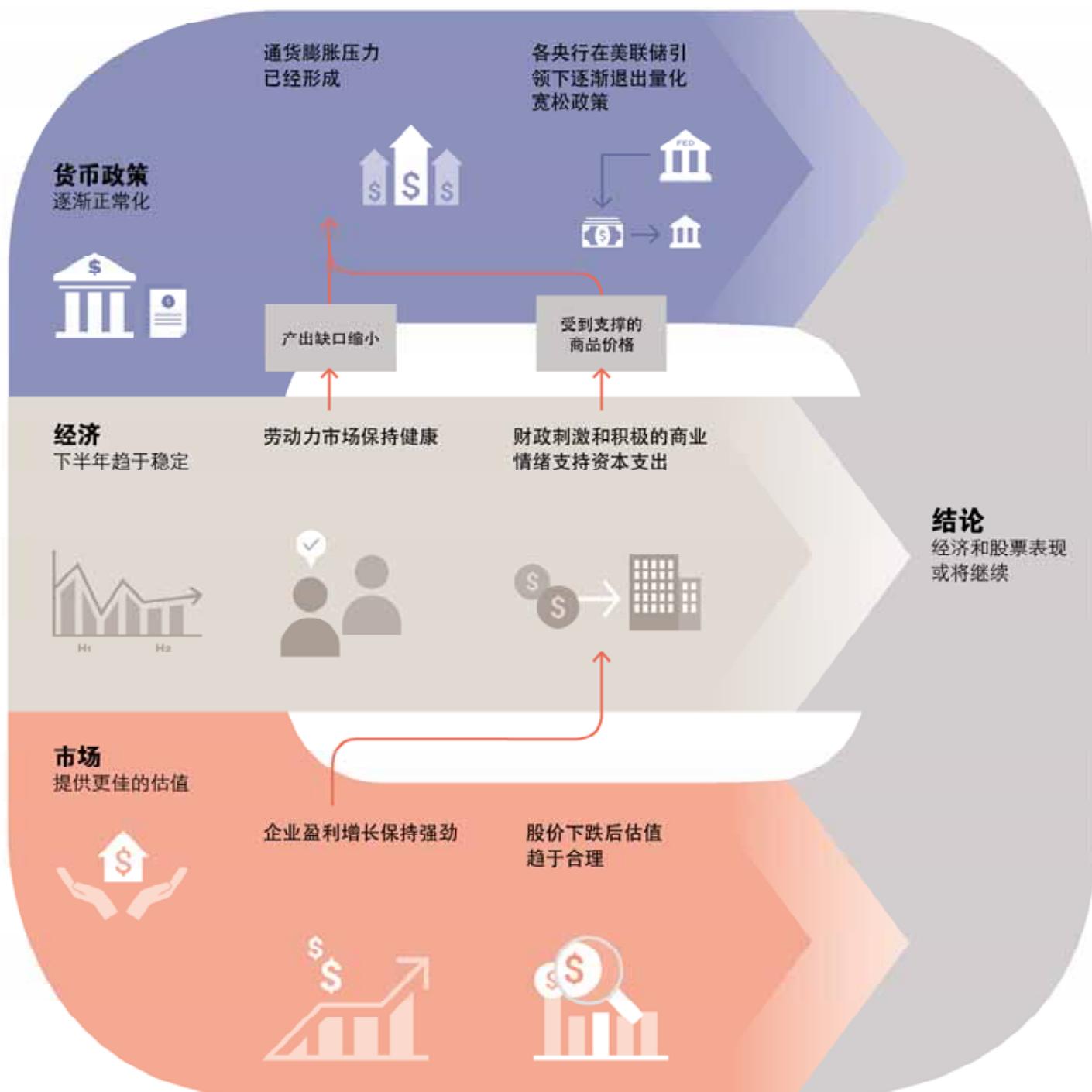
# 2018年下半年宏观 展望和风险

我们的投资意见基于对宏观环境中关键驱动因素的理解和潜在风险来源的识别。这些见解是我们的决策基础。



不出户，知天下；不窥牖，  
见天道。  
——老子

# 2018年下半年 宏观展望



## 2018年下半年经济增长趋于稳定

### 关键要点

由于发达市场强劲的消费和商业支出以及新兴市场商品价格上涨，经济增长速度将在2018年下半年出现回升。

预计央行将通过提高利率来缓和通货膨胀，逐步实现货币政策正常化。

当前股票估值有所下降，且企业盈利前景仍然乐观。因此，股票市场将在当前利率上升背景下更具韧性。

由于全球综合采购经理人指数从2月的54.8下降至4月的53.8，以及对于中美之间的贸易战和利率上升的担忧，2018年上半年全球经济增长动力放缓。但是，这并不意味着经济下滑的开始。全球经济迄今已显示出其韧性，因此在缺乏经济衰退重大催化因素的情况下，全球经济增长或将在2018年下半年稳定下来。

根据国际货币基金组织的预测，鉴于营收基本面保持稳健，强劲消费和商业支出增加，2018年全球实际国内生产总值(GDP)增长率预计将高达3.9%，略高于2017年。

### 发达市场增长放缓之后趋稳

受强劲的国内消费，较高的资本支出和扩张性财政政策推动，我们预计发达市场将保持稳健增长。

尽管美国经济在今年年初进入了慢车道，但基本面依然强劲。强劲的消费支出以及财政刺激措施带来的资本支出增加将推动2018年下半年的增长。

欧洲经济起步缓慢，周期性因素是主要原因，如库存周期缩短和农作物生产遭遇恶劣天气。然而，作为核心驱动因素的需求可能会为撑经济提供支撑。我们预计强劲的劳动力收入及下降的失业率将促使消费支出增加，而健康的企业利润和更紧密的产能利用将为商业投资提供有利的环境。

经过出口高峰和库存平仓后，日本经济在2018年上半年走向疲软。尽管日元走强，但受到商业信心和货币政策所支持，我们预计下半年经济前景将更加光明。

### 虽然风险较高，但新兴市场的结构性改革加强

中国经济第一季度增长6.8%，高于市场预期的6.7%，因为强劲的消费支出弥补了制造业疲软的局面。经济的强劲形势以及低通胀压力也让政府有机会在刺激消费的同时，减少过剩的产能并掌控公司债务。

其他新兴市场，特别是印度、巴西、俄罗斯、墨西哥和南非，预计能够实现2018年经济的健康增长。尽管担心贸易保护主义，但除了依靠石油进口的印度之外，大宗商品价格的复苏很可能会促进这些经济体的经济发展。

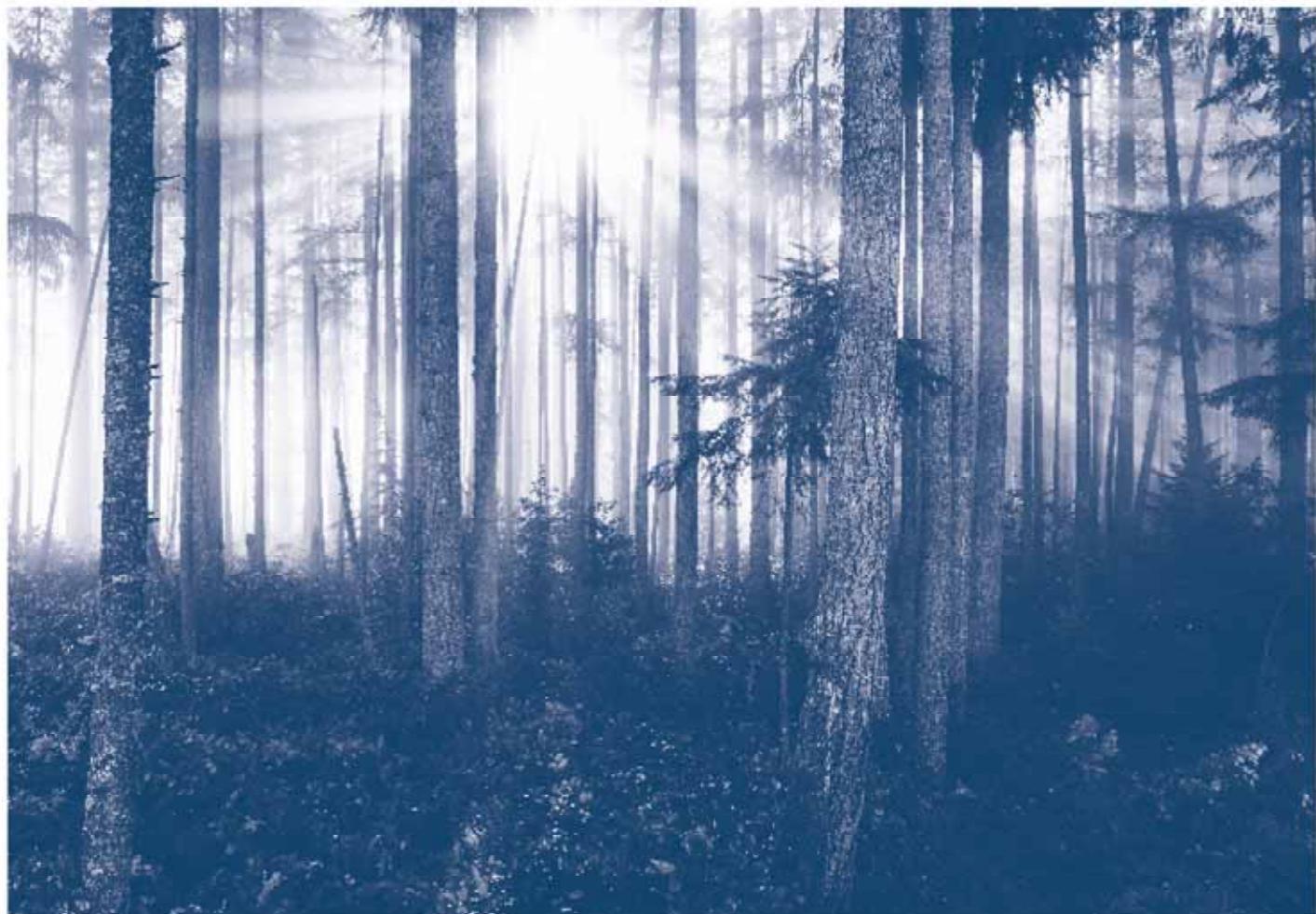
虽然全球经济预计将保持健康增长，但地缘政治风险依然存在。正在进行的美中贸易争端继续使市场情绪蒙上阴影。但我们仍然认为，两国都有谈判的意愿，以防止贸易争端爆发。在2018年下半年，要关注的重大事件包括美俄关系的走向、北美自由贸易协定(NAFTA)的谈判结果以及墨西哥和巴西的选举结果。

## 各央行采取货币政策逐步正常化

随着通胀逐渐攀升，各央行预计将通过提高利率来平息价格压力，逐步实现货币政策正常化。此举不太可能在全球经济中造成重大影响。

### 美联储计划升息

随着劳动力市场趋紧和大宗商品价格上涨促使通胀上行，种种迹象表明美联储将加息。目前的联邦基金利率为1.75%。预计美联储今年六月和十二月将两次再



度加息。预计2019年将再加息三次。同时，美联储仍在继续实施资产负债表削减计划。然而，美联储在其最新的联邦公开市场委员会(FOMC)会议上表示，将采取谨慎的方式提高利率，以免经济增长面临风险。

#### **其他央行将从美联储的政策得到启示**

与美联储不同，由于经济增长放缓和通胀压力较低，其他央行迄今采取了更加温和的立场。展望未来，我们预计其他央行将通过政策正常化来跟随美联储的脚步，尽管速度较慢。

截至2018年4月，欧洲的通货膨胀率一直保持在低位1.2%。然而，由于持续经济增长和商品价格上涨，通胀率可能会提高。在2018年第三季度(2018年第三季度)，欧洲央行(ECB)预计将公布其在年底前缩减并最终停止资产购买的计划。

日本央行(BoJ)将维持宽松的货币政策，因为通胀仍然非常温和(低于2%的目标)。

#### **需要担心利率升高吗？**

全球经济一直保持着惊人的韧性。美国和欧洲经济的去杠杆化，加上中国转向内需驱动的经济增长，意味着主要经济体应该能够摆脱利率上升的影响。

#### **在强劲的盈利增长背景下， 市场估值更为合理**

鉴于良好的盈利增长和股价回调，股票估值回落至更具吸引力的水平。大多数市场都上调了盈利预期，特别是能源行业。强劲的收益将有助于防止股市与宏观经济出现逆行。

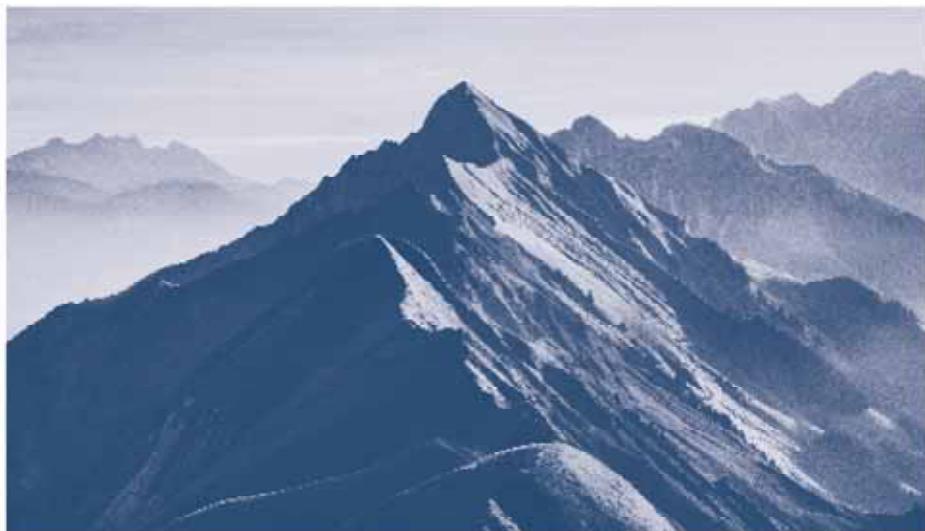
对较高利率环境的预期不太可能对盈利前景产生不利影响，投资者信心应保持高位。

# 2018年下半年 关键风险因素

我们可以用上行和下行驱动的形式，罗列出主要的风险驱动因素，了解这些风险的影响对于做出明智的投资决策至关重要。

## 关键要点

了解这些风险因素的影响对于做出明智的投资决策至关重要。市场还需要密切关注地缘政治紧张局势，美国中期选举的结果以及欧洲的政治发展的影响。



### 债券收益率上涨

由于各种因素的影响，2018年下半年收益率可能会上涨。美国就业市场趋紧、工资上涨以及商品价格上涨可能会刺激通胀。此外，预计美国政府将大量发行美国国债以弥补更大的预算赤字。因此，任何收益率的快速上涨都可能引发股市和债券市场的下跌。

### 地缘政治紧张局势

市场情绪仍易受到地缘政治风险的影响，特别是贸易紧张局势加剧和中东冲突恶化。尽管我们坚持认为贸易战的情况不太可能发生，但华盛顿的极端保护主义立场可能会破坏企业信心。包括伊朗、委内瑞拉、沙特阿拉伯、利比亚和尼日利亚在内的石油生产国地缘政治紧张局势的上升可能威胁到产量。油价的急剧上涨可能会增加通胀预期并抑制消费者支出。

### 美国内外政治

美国11月的中期选举事关重大。若民主党获得众议院多数，而共和党仍然控制参议院，则政策风险可能重新抬头。分裂的国会可能导致政策僵局，这可能会对依赖政府支出的工业和材料等行业产生不利影响。任何两党未能达成的协议最终都可能会导致财政政策收紧。这反过来会对美国的经济增长和市场情绪产生负面影响。

### 欧洲政治

意大利政治局势的恶化引发了人们对欧洲市场出现抛售情况的担忧。尽管两个反建制派政党在意大利成立了联合政府，但仍存在不确定性。随着意大利新政府采取更加对抗的态度，与欧盟的关系可能会恶化。我们对基本情况的估计是，意大利将继续留在欧盟，因为退出的风险太高。在意大利政治局势稳定下来之前，欧洲资产可能会出现更大的波动。

## 七月

**7月1日**  
墨西哥大选

**7月26日**  
欧洲央行会议

**7月30-31日**  
日本央行会议

## 八月

**7月31日-8月1日**  
美国联邦公开市场  
委员会会议

## 全球重要事件日历

### ▲ 重要事件

**中央银行**

**政治事件**

## 九月

**9月13日**  
欧洲央行会议  
欧洲央行可能会在9月  
退出债券购买计划。

**9月18-19日**  
日本央行会议

### 9月待定

日本自民党领导人选举  
安倍内阁的支持率急剧下降，安倍晋  
三在9月连任的确定性似乎降低。不过，  
我们认为安倍还是会继续连任一届。

## 十月

**9月25-26日**  
美国联邦公开市场  
委员会会议

**10月待定**  
巴西大选

**10月待定**  
随着“退出协议”和“未来关系框架”  
政治宣言的发表，英国脱欧谈判结束。

## 十一月

**10月25日**  
欧洲央行会议

**10月30-31日**  
日本央行会议

**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。

## 十二月

**11月7-8日**  
美国联邦公开市场  
委员会会议

**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  
预计美联储在会议上将加息25  
个基点。

**12月19-20日**  
日本央行会议



# 资产类别展望与策略

为了对资产类别的前景做出判断，我们将目光聚焦到了更广泛的宏观经济情况以及资产特定属性。这有助于我们制定投资策略并识别有利的机会。

天下莫柔弱于水，而攻坚强者莫之能胜。  
——老子

# 2018年下半年 投资策略

随着各国央行升高利息，我们预计2018年下半年主要将受到利率将不断走高的影响。我们更倾向于估值相对有吸引力并以稳健的基本面为基础的机会。

## 股票

股票仍是我们偏好的资产类别。尽管存在一些波动，我们预计2018年下半年股票将有正面回报率。



### 倾向于美国金融股

由于估值吸引和加息有利于盈利上升，使得美国金融股成为我们在美国股票市场首选的板块。

### 倾向于日本股票

鉴于企业盈利状况改善以及公司治理改革取得进展，我们保持日本股市的乐观预期。

### 倾向于新兴市场股票

新兴市场股票广泛受到强劲的基本面和有吸引力的估值的支撑。有经常账户盈余的国家不易受到资金外流的影响。我们对中国持建设性观点。



### 倾向于欧洲股票

基于合理的估值以及受强大的国内消费支撑的欧元区强劲经济，我们对欧洲股市持乐观态度。然而，意大利的政治动向可能会在近期内打压市场情绪。



### 倾向于全球医疗产业

我们预计药品审批和并购活动增加，将成为对行业重新评级的催化剂。药品定价负面消息的减少可能会提振市场情绪。

## 固定收益

对美联储进一步加息的预期可能导致收益率上升，并将使债券市场继续紧张。短期高收益债券是应对利率上升的首选。

### 倾向于短期且高回报的固定收益产品

为了获得更好的风险调整回报，我们倾向于选择期限较短但收益较高的固定收益工具。



短期



### 倾向于亚洲投资级债券

在修正后，亚洲投资级债券估值更具吸引力。健康的全球经济将为亚洲投资级债券提供支撑。

### 倾向于浮动利率债券

浮动利率债券在目前的利率环境中具有吸引力，因其具有低久期风险和较高收益水平的“甜蜜点”。

## 外汇

美元对十国集团 (G10) 货币预计会走软，但2018年下半年对亚洲货币预计会上涨。



### 倾向于欧元

欧洲央行继续实行货币正常化和强劲的欧元区经济应导致欧元走强。



### 倾向于澳元

受坚韧商品价格的支撑，澳元可能会继续坚挺。

# 股票

**股票仍是我们看多的资产类别。尽管存在一些波动，我们预计2018年下半年股票将有正面回报率。**

## 关键要点

在发达市场，我们仍对美国股市持中立态度，但金融股不失为一个亮点。我们对欧洲和日本股市持乐观态度。合理的估值及坚挺的盈利前景对欧洲股市有利好影响，而强劲的公司盈利和改革进展将支撑日本股市的上涨。然而，对于政局，尤其欧洲政局的担忧，可能继续成为2018年下半年的焦点，导致市场波动加剧。



## 概览

宏观环境对股市仍然有利。尽管在2018年上半年经济走势相对疲软，但我们预计全球经济将在2018年下半年将日趋稳定。基本面依然受到各央行相对宽松的政策和稳健的盈利前景支撑。

由于股价下跌和盈利持续增长，估值已回落至合理水平。因此，2018年下半年，股票仍然是我们首选的资产类别。

考虑到全球经济增长势头放缓，债券收益率上升以及欧洲政治不确定性增加，我们预计短期内全球股市将出现一定波动。此外，由于全球经济应该继续其蓬勃发展趋势到2019年，因此股市还有进一步上涨的空间。

## 区域观察

### 对美国股票持中立态度，倾向于金融

我们维持对2018年下半年美国股票的中立预期。尽管盈利势头良好，相对较高的估值和债券收益率上涨可能会限制股票涨幅。

不过，我们对金融行业感到乐观。对于贷款增长放缓和全球风险溢出可能会对银行股造成伤害的担忧或过于夸大。

金融股的估值仍然具有吸引力，特别是从25年的时间轴上考虑，该行业的交易价格比基准价格低30%，远期市盈率并没有升高。同样，该行业的市净率相较于大市折让了55%，价格合理。

美联储已经转向鹰派立场，预计2018年下半年加息两次，2019年可能再加息3至4次。随着短期利率上涨，银行将能够以更高的利率贷款，从而为其的收益提供便利。

银行业也可以从放松管制、税收改革和信贷增长中获利。鉴于净利息收益率不断上升，信贷质量稳健，和对支出的强力控制，银行应该能够抵消贷款短期的疲软。

对于6月份压力测试的正面结果可能导致股东支出的增加，或将提振金融股的情绪。

作为美国股市首选股票板块，金融业面临的主要风险是美联储变得更为温和。对预期加息的任何延迟都可能会削弱美国金融业的表现。

### 对欧洲股市表现持积极态度，但需要密切关注政治动态

尽管意大利政治局势的发展可能会在短期内抑制市场情绪，但我们仍对欧洲股市持乐观态度。与美国股票相比，欧洲股票价格被低估，因此估值不会过高。加上强劲的盈利前景，着欧洲股市仍有进一步上涨空间。

一半以上的Stoxx 600指数公司报告盈利高于预期。这意味着每股收益(EPS)的增长强劲，增幅超过10%。而毛利率同比增长达到了可观的5%。

虽然欧元区经济在今年年初开始降温，但因下行趋势逐渐减弱，最近的数据显示，经济增长势头仍然可能会出现回升。健康的劳动力市场预示着国内消费的良好势头，并将在今年剩余的时间里维持经济态势。

尽管欧元区前景乐观，但投资者需要警惕意大利的政治风险。尽管两个反建制派政党在意大利成立了新政府，但仍存在不确定性。新总理朱塞佩·孔戴承诺“彻底改变”，包括减少税收和扩大福利。若新的财政计划实施，可能导致更高的公共债务和潜在评级下调。若意大利新政府采取与欧盟对抗的方式，意大利和欧盟之间的关系可能会恶化。我们对基本情况的估计是，意大利将继续留在欧盟。

#### **对日本股市持积极态度。 同时关注自民党总统选举**

鉴于目前估值处于有吸引力水平，上行空间有望提高，我们预计日本股市2018年下半年将有一个良好的运行态势。

劲的企业收益和改革进展可以为进一步的收益提供动力。企业盈利仍将受到强劲国内消费和坚挺出口的支撑。具有改革头脑的日本首相安倍晋三改善公司治理的努力也促使公司以股息或股票回购的形式向投资者返还现金。这将提振投资者的信心。

顺应周期的日本股市通常随经济状况而动。周期性股票 - 非必需消费品、金融股、科技股和工业股 - 约占总市值的三分之二。持续的全球经济扩张将维持经营收益，并将支撑日本股市。

流入日本股票的资金增加，表明市场对日本股票具有强烈兴趣。除非有重大负面消息，资金流入应会得到良好的支持。

虽然指标显示经济在2018年第一季度受到冲击，但这可能只是一个小问题。今年下半年增长可能保持韧性。与此同时，日本央行行长黑田东彦的连任表明，日本可能维持宽松的货币政策。

然而，由于对安倍的支持率降低，政治风险正在上升。我们预计安倍将在今年9月将三度当选执政的自民党(LDP)的领导人。即使安倍未能捍卫自己的地位，他的继任者仍然可能会继续推动增长政策。

#### **对新兴市场股票持积极态度。 选择性策略是关键**

新兴市场股票继续为投资者提供有吸引力的估值。从市净率和市盈率的角度来看，新兴市场股价被低估，与发达市场相比折让25%。市场普遍预估显示，受强劲的全球经济增长以及商品价格上涨的驱动，2018年和2019年每股收益(EPS)分别增长20%和10%。

新兴市场股票的投资比重仍然相对较低，新兴市场股票估计约占管理总资产的8%。作为一个资产类别，新兴市场股票显示出强劲的潜力。由于宏观经济指标依然强劲，我们很可能会看到资金进一步流入新兴市场，以及新兴市场股票的提升。

新兴市场经济基本面保持健康。日益增长的贸易保护主义担忧被强劲的国内消费抵消。

我们可以在新兴市场领域看到几个主题。首先，新兴市场可能会跟随发达市场的利率上涨趋势。而新兴市场的利率上升有利于新兴市场金融和保险股票。

推动新兴市场经济增长的有利条件包括全球贸易回升，以及消费能力提升推动的国内稳健增长。商品价格走强将继续为新兴市场增长带来福音，我们预计新兴市场股市将因此继续上涨。

然而，2018年下半年外部风险依然很高。美元意外大幅走强可能导致新兴市场股市回落。美元走强使新兴市场经济体需偿还的以美元计价债务更为昂贵，并可能导致信贷能力下降。中美贸易紧张局势恶化也可能导致更高的市场波动。

## 关键要点

广泛的新兴市场股票依然受到良好的经济基本面支撑。不过，鉴于债券收益率上涨和美元走强的可能性，我们变得更具选择性。我们倾向于有经常账户盈余且对外国资金依赖程度较低的新兴市场国家。我们对中国市场持建设性观点。A股纳入MSCI对市场情绪有利。

健康医疗产业是我们首选的行业。并购活动的增加将提升该行业的吸引力。

我们对中国市场的态度转变为更具建设性。中国继续提供稳定的经济增长和高水平的企业利润。政府推动更多改革进一步开放经济，对投资者信心有积极作用。长期来看，去杠杆化和再平衡措施增加有利于经济的长期表现。

与此同时，与区域或全球同业相比，中国股票尤其是H股的估值仍然不高。今年中国A股分阶段纳入摩根士丹利资本国际新兴市场指数，可能会提高投资者对中国股票的兴趣，并引发资金进一步地流入市场。此次纳入可能会导致今年对市场的重新评级。

宏观层面的风险正在下降。但流动性收紧的状况以及房地产销售可能出现的下滑或将拖累市场。

### 医疗保健行业的结构性机遇

医疗保健行业的结构性机遇  
在去年落后于大盘的表现后，全球医疗保健股目前的价格处于具有吸引力水平。由于发展前景仍具亮点，现在进入仍然为时未晚。

医疗保健行业的股价与长期平均市盈率相比折扣较大，这为进入该行业提供了一个很好的切入点。

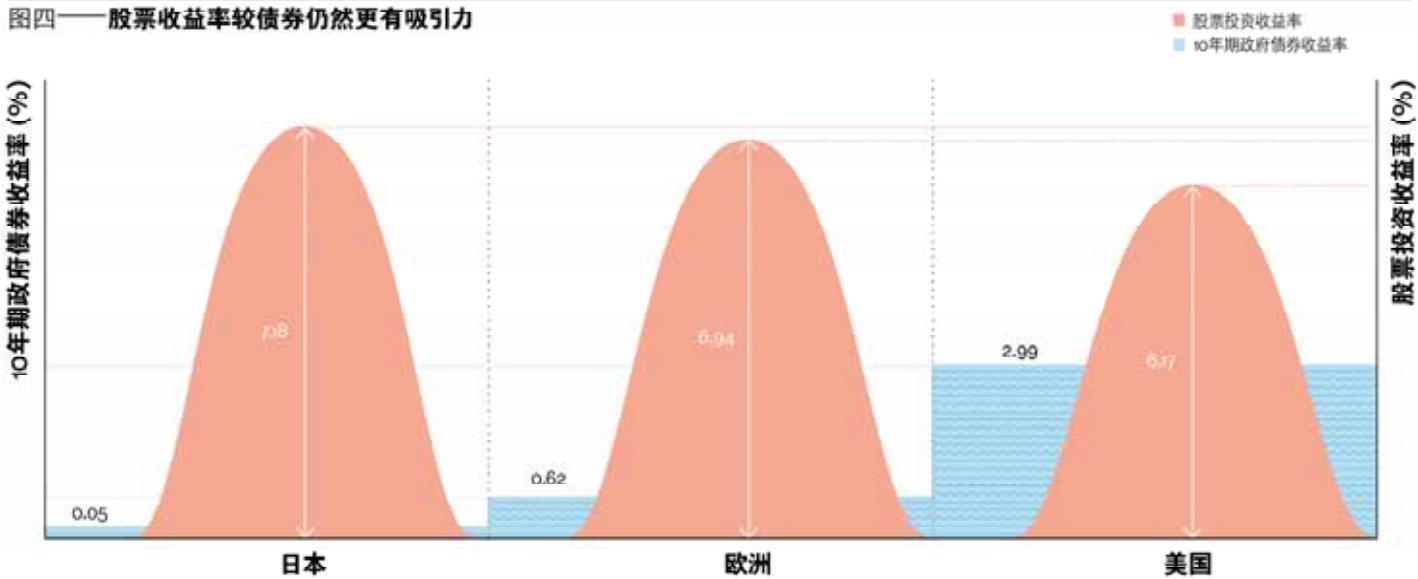
批准创新药物的正面消息以及该行业疯狂的并购活动可能会推动行业重新评级。由于美国的税收改革，美国企业现在可以获得海外现金储备。这可能会成为制药行业一个惊人的交易季。因为大型医疗保健公司希望将现金汇回国内，此举会为收购注入资金，我们很可能会看到并购活动进一步增加。

额外的资金也可以用于股息支付或股票回购。这一举措也将推动该行业的发展。有吸引力的股息收益率将维持该行业的利益。

考虑到药品价格，特别是在专业护理领域，政策不确定性可能会影响该行业的情绪。然而，至少在短期内，药品定价方面的大规模结构性改革不太可能出现。

就其他风险而言，我们可能会看到仿制药使用率持续上升，生物仿制药可能大量流入市场。由于医疗保健是一个相对防守性的行业，任何利率上升以及周期性复苏都可能使该行业大放异彩。

图四——股票收益率较债券仍然更有吸引力



来源：彭博社，大华银行PFS投资策略，2018年5月22日

# 固定收益

对美联储进一步加息的预期可能导致收益率上升，  
并将使债券市场继续紧张。短期高收益债券是应对利率上升的首选。

## 关键要点

短期高息的固定收益工具的收益率较高，对利率的敏感度较低。

亚洲投资级债券在技术性调整后回到有吸引力的估值水平。

浮动利率债券是一个有吸引力的选择，在不牺牲收入的情况下提供应对加息的缓冲。



## 概览

随着美国国债收益率的盘整，2018年下半年对于固定收益资产的压力可能会缓和。然而，美国劳动力市场趋紧意味着收益率的上涨依然存在。因此，我们倾向于短期高息的固定收益工具。

公司债券，特别是投资级债券在2018年上半年遭遇抛售。尽管信贷市场疲软，但因为收益率变得更具吸引力，以美元计价的亚洲投资级债券仍然存在选择性机会。

考虑到对美联储进一步加息和伦敦银行间拆借利率(LIBOR)利率上涨的预期，浮动利率票据为投资者提供了包括低久期风险和有吸引力收益水平的“甜蜜点”。

## 倾向于短期高息固定收益产品

虽然久期风险依然存在，但美国国债的前景不会像今年年初那么暗淡。我们预计美国10年期国债收益率在年底前将达到3.2%，并继续保持上涨轨迹。10年期美国债券目前处于超卖状态，长期债券持续有低迷可能。目前，过度平仓头寸可能会抑制收益率的上行压力。然而，随着通胀压力的加大以及全球宽松货币政策的收紧，长期利率在较长时期内或仍将延续走高。

为了获得更好的风险调整回报，我们倾向于选择期限较短但收益较高的固定收益工具。重新定价后，短期公司债券比长期债券更具吸引力。因为高收益可缓冲由于较高利率导致价格下跌而造成的资本损失，可以提供正面的总体投资回报。

### 以美元计价的亚洲投资级债券

亚洲投资级债券在2018年上半年遭遇了一波损失。这一波是由于技术调整，而非信贷基本面恶化。由于离岸市场对于投资级债券的需求减少，使得中国发行方的供应过剩，引发了抛售。鉴于在岸市场目前的疲软，中国发行人从在岸市场转向离岸债券市场寻求资金。

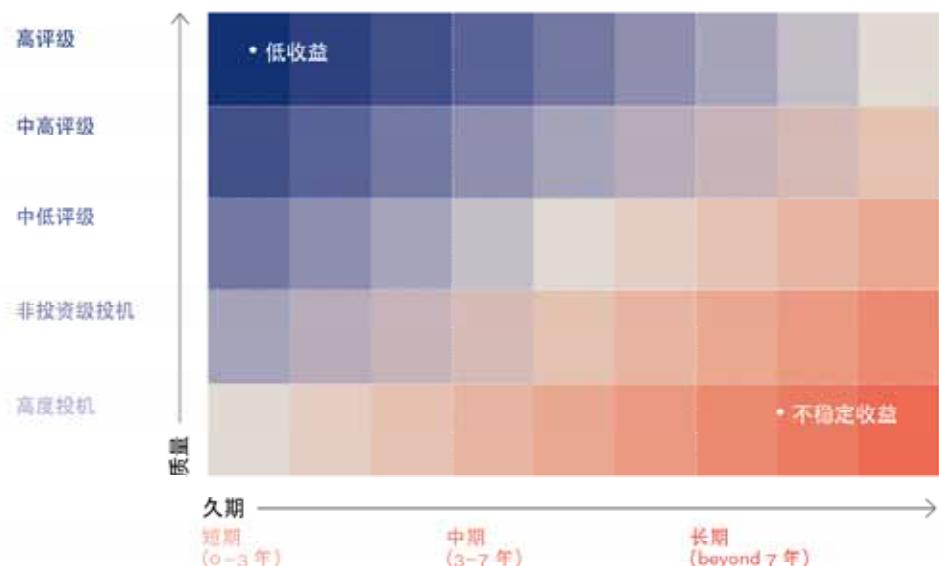
随着市场修正后，其中部分债券类别的估值已经下降至更具吸引力的水平。这为投资者提供了以低价购买债券的机会。若供应过剩未消除，技术层面在中期内可能依然疲弱。然而，较高收益率可能会吸引投资者，这将为市场提供一些支持。

全球经济增长依然健康。而且随着中国经济基础牢固，亚洲信贷的基本面依然看好。

### 浮动利率票据

鉴于利率前景的不确定性，浮动利率债券可以在不牺牲收入的情况下抵御加息的影响。低久期固定收益证券，浮动利率债券具有与伦敦银行间拆借利率(LIBOR)等基准利率挂钩的可变息券。若基准利率上涨，债券将相应向上修正，缓冲利率上升对投资者的影响。

图五——倾向于短期和优质债券



# 外汇

**美元对十国集团 (G10) 货币预计会走软，但2018年下半年对亚洲货币预计会上涨。**

## 关键要点

预计美元对G10货币仍将低迷。

随着欧洲央行准备退出量化宽松政策，欧元应该会走强，大宗商品价格可能会刺激澳元上涨，而避险需求将为日元提供支撑。然而，由于英国脱欧产生的持续不确定性，英镑可能会走弱。

新加坡货币政策的正常化可能会给新元带来阴影。与此同时，其他新兴市场亚洲货币兑美元也可能出现温和贬值。

## 概览

美元从早前的下挫中反弹，美国经济强劲的背景会继续支撑美元。然而，未来12个月的情况更为复杂。我们预计美元对G10货币将会走弱，但对于其他新兴市场货币将会坚挺。可能影响美元的潜在因素包括收益率曲线趋于平缓以及主要中央银行（包括美联储）逐步收紧货币政策。

## G10货币对美元

### 量化收缩引发欧元攀升

考虑到欧洲经济增长步伐放缓以及意大利政治的不确定性，欧元走弱。展望未来，随着欧元区经济增强，贸易的健康和欧洲央行正常化，欧元可能会进一步上涨。在最新的预测中，欧洲央行将其预期增长率和通胀分别维在2.4%和1.4%，基本未变。在2018年下半年，欧洲央行将逐渐收紧其量化宽松政策，预计在年底前结束资产购买计划。这将为欧元提供支撑。

### 澳元受商品价格支撑

尽管澳大利亚经济已经出现下行迹象，且澳大利亚央行一直维持利率不变，我们认为澳元将继续保持坚挺。强劲的大宗商品价格将推动澳元走高。我们预计2018年下半年澳元对美元温和走强。

### 日元因安全避险地位得到缓冲

随着黑田东彦连任日央行行长，日本央行可能会维持宽松的货币政策，因为日本尚未达到2%的通胀目标。不过，任何全球避险情绪都可能触发日元的避险买盘，从而支持日元反弹。在2018年下半年，日本的执政党选举和美国的中期选举将增加政治风险。鉴于这些事件，110是美元对日元的关键阻力位。

### 对英国脱欧的忧虑导致英镑疲软

由于对英国退欧和英格兰银行(BoE)推迟加息的担忧增长，2018年上半年英镑走软。预计英国央行将在8月份采取行动，但英国脱欧带来的不确定性，英国黯淡的经济前景以及经常账户赤字扩大可能会对英镑造成一定影响。因此，我们预计英镑将维持疲软，英镑对美元在今年下半年的价格上限为1.40。

## 亚洲货币对美元

### 新元将开始货币政策正常化

正如预期的那样，新加坡金融管理局(MAS)在4月货币政策正常化，这是在六年内首次收紧政策。随着美国继续逐步增加利率并缩小其资产负债表，新加坡出口增长放缓与美联储的货币正常化政策相吻合。鉴于此，我们预计新元将继续失去上升动力。2018年下半年美元对新元很可能会上升。

### 其他亚洲货币对美元贬值

我们预计2018年下半年大多数新兴市场货币对美元汇率将走弱。

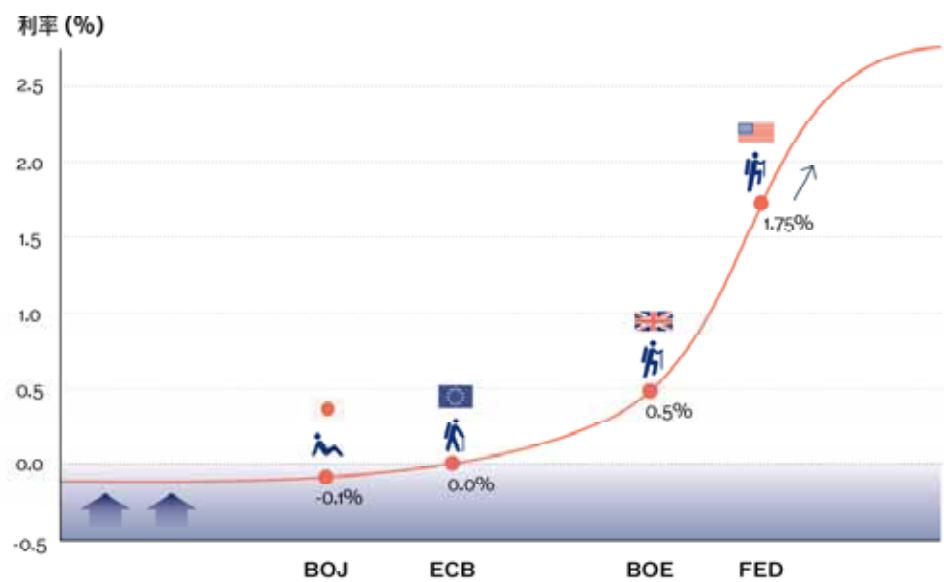
鉴于中美贸易紧张局势缓和，市场情绪改善，人民币对美元可能保持相对稳定。我们预计今年余下时间内，人民币对美元汇率只会轻微走弱。

虽然泰铢对美元小幅回落，但受到强劲出口和坚挺旅游业推动，泰国经济前景仍然光明。美联储逐步加息可能会限制泰铢的涨幅。鉴于此，我们预计泰铢将在2018年下半年处于区间波动。

2018年下半年马来西亚林吉特可能会面临一些整合。由于美国加息以及马来西亚改革步伐的不确定性，美元的上涨可能会限制马来西亚林吉特的动能。不过，随着马来西亚宏观经济形势的改善，我们预计马来西亚林吉特将逐步走强。

由于美联储加息削弱亚洲货币的吸引力，印尼盾对美元下跌。由于印度尼西亚经常账户和财政赤字扩大，印尼盾不景气的情形可能会持续下去。套利交易的平仓将继续损害印尼盾。

---

**图六——G4央行利率一览**

---

来源：大华银行PFS投资策略，2018年5月22日

# 区域宏观观点总结

## 关键要点

一般而言，亚洲股市应继续受到强劲的经济增长和坚挺的投资者情绪的支撑。我们对新加坡和中国市场股票持积极态度。

固定收益市场应可以继续持有，但投资者需要密切关注美联储收紧利率产生的影响。

考虑到美联储收紧的立场，亚洲货币可能会对美元贬值。长期来看，随着结构性改革的提升，我们对马来西亚吉尔特持积极态度。

## 马来西亚

### 股票

对马来西亚股票持选择性态度。在意外的选举结果出现后，市场出现了短暂的反应和波动性的增加。在政府和经济政策更加明朗之后，股市应会复苏。精选股票是关键。

### 债券

对预算赤字扩大的担忧依然存在，但强劲的外汇储备和坚挺的国内流动性或将有助于控制以马来西亚吉尔特计价的政府债券流出。预计理性的宏观和财政政策将占主导地位。

### 外汇

由于国内的不确定性和美元技术性反弹，马来西亚吉尔特暂时疲软。由于结构性改革和提升政府治理、透明度及问责制的努力，长期成果积极。

## 印度尼西亚

### 股票

对印尼股票持谨慎乐观态度。近期暴跌后股票估值更具有吸引力，国内生产总值增长超过5%，经常账户赤字仍然可控。但高油价、负面的贸易平衡和外部不利因素使得股票的不确定性持续存在。

### 债券

美国利率走高和美元走强可能引发印尼平仓套利交易。印尼央行严重干预货币和二级债券市场。预计会升息。

### 外汇

印尼盾可能面临一些波动。由于经常账户和财政赤字，随着美联储升息，印尼盾可能面临压力。然而，有吸引力的利率差可能会提供一些缓冲。



## 中国

### 股票

对中国股票持正面看法。受经济稳定增长、监管确定性增加、企业盈利改善、以及A股纳入摩根士丹利指数等积极因素的支持下，市场情绪有所改善。看好银行和消费、以及医疗和先进制造业等板块。

### 债券

受到社会融资需求下降和央行中性货币政策立场的推动，无风险利率出现下行，有利于固定收益资产表现。但仍需对信用违约风险保持警惕。看好利率债和高等级信用债。

### 外汇

考虑到中美之间的贸易摩擦以及美联储今年的紧缩路径，人民币在2018年下半年可能会对美元贬值。

## 新加坡

### 股票

对新加坡股票持建设性态度。尽管经历了2018年上半年上涨后，股票估值仍然较为公允。债券收益率上升，房地产复苏和油价上涨将有助于银行业、房地产业和石油服务业的发展。

### 债券

在美国的紧缩周期的带动下，新加坡利率可能会上升。然而，低发行量和强劲的需求或将支撑本地债券市场。

### 外汇

因为出口放缓，且美联储预期升息并逐渐缩减资产负债表，新元在2018年下半年可能对美元走弱。

## 泰国

### 股票

对泰国股票市场持中立态度。出口、旅游和私人支出支撑经济增长，但盈利下修和估值走高或将带来阴霾。银行业，商业和医疗行业值得关注。

### 债券

预计收益率曲线会出现轻微陡升，因为泰国的通胀率尽管较低，但的确呈现逐渐上升的迹象。由于外资持有债券比例仅有不到10%，因此受到资金外流带来的波动性有限。

### 外汇

近期美元走强，泰铢可能出现区间震荡。随着经常账户盈余改善，泰铢应于2018年下半年重新站稳脚跟。预计泰国银行将升息。

## 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。

本页故意留空。



RIGHT BY YOU