



市场展望与投资策略

2018年第二季度

市场展望

今年第一季，尽管经济基调没有太大转变，但是投资者无不想起风险资产市场或许会再次动荡不安。经过了兴旺的2017年，全球经济继续欣欣向荣（图1），虽然增长较慢，不过基础依然深厚，而且增长速度保持平稳兼高的趋势。全球主要的中央银行正按照各自的步伐，逐步把货币政策正常化。企业普遍录得良好、强劲的盈利增长。与一季之前相比，来自于已发展国家的通胀风险普遍有所上升，美国的情况更是特别明显。除了美国以外，已发展经济体的核心通胀准会攀升，但要达到央行所订下的目标水平则不大可能。联邦储备局预料于今年加息三至四次。欧洲和日本的央行有可能因应通胀升温而调整口风，但加息要到今年后期或者明年初方可能成事。所以，中期的金融状况并不会被过份收紧，及不致令企业盈利受损。

中期的金融状况并不会被过份收紧，及不致令企业盈利受损

有见及此，我们认为现时并没有迫在眉睫的因素促使全球经济复苏脱轨，不过，地区的经济增长将会有细微差异。在已发展市场当中，美国的经济受惠于税务改革、财政开支增加、美元贬值，今年表现很可能较为突出。另一方面，欧洲和日本的经济也有所增长，惟速度会比去年的逊色。受惠于中国内地经济稳定，美元走势较为平稳（图2），还有大宗商品价格更加扎实，新兴经济体将会表现出色。因此，今年的全球经济增长率预料会比去年的高一些。

我们认为现时并没有迫在眉睫的因素促使全球经济复苏脱轨

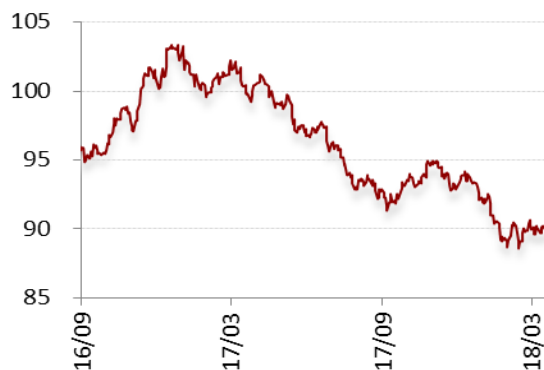
基于上述的背景，我们今季继续看好风险资产。就资产类别而言，我们认为股票比债券可取，而高息债又优于投资级债券和主权债。股票

图1. 经济合作暨发展组织（OECD）已发展经济体之实际GDP（同比增长，%）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图2. 美汇指数日线图



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



2018年第二季

方面，美股仍可能相对突出。然而，一些风险资产的估值并不低廉，美股尤其如此。而且，我们见到「逆风」正在增强，最明显的是美、中贸易的关系持续紧张，这可能导致风险资产市场今季加剧波动。此外，我们应继续留意通胀及其对利率和货币政策可能带来的后果。于第二季，风险资产会继续得到经济基调支撑，但我们见不到大市有很多看涨的促进因素，因此策略上可趁全球股票下跌时入市吸纳，并且采取更加分散灵活的资产配置，以便从降低资产类别相关性中得益。

我们今季继续看好风险资产。就资产类别而言，我们认为股票比债券可取，而高息债又优于投资级债券和主权债

美国

美国经济于过去七年皆出现扩张（图3）。当地的商业周期正处于成熟阶段，暂时几乎没有迹象显示增长会显著放缓。劳工市场十分兴旺，失业率维持在多年来的低位。因为就业市场蓬勃，工资上涨再加上政府财务扩张，故消费者仍然乐于花费金钱。房屋市场有空间进一步扩张。营商信心增强使商业投资持续强劲。有赖于财政刺激措施（大多以减税的形式来推行），美国的经济增长动力方能突飞猛进，使其上升周期有能力延续下去。美国去年录得2.3%经济增长，市场一致预期增幅今年将会接近3%。

有赖于财政刺激措施（大多以减税的形式来推行），美国的经济增长动力方能突飞猛进，使其上升周期有能力延续下去

一如所料，联储局在3月份会议上宣布今年的首次加息。「点阵图」显示局方官员对于利率的预测维持不变，今年打算再加息两次，不过，2019年加息次数预料会增加至三次，到2020年也会两度加息，结果把联邦基金利率范围提高至3.25至3.5厘。因此，新任联储局主席鲍威尔在议息声明中承认经济前景会持续向好，联储局对于通胀于年底前达到2%目标水平更加胸有成竹。然而，通胀并无失控狂飙的迫切风险（图4）。鲍威尔亦指出，贸易磨擦升级可能产生风险，但目前并不会

「点阵图」显示局方官员对于利率的预测维持不变，今年打算再加息两次

图3·美国GDP（经季节调整之季增年率）

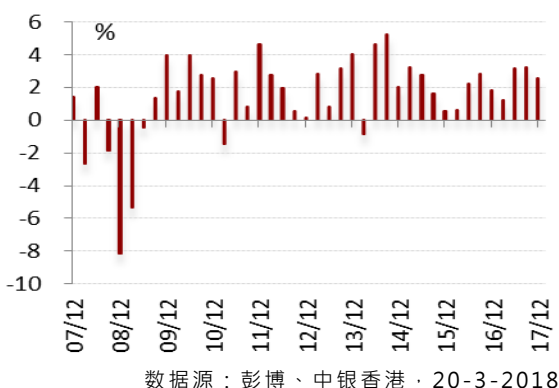


图4·美国个人消费开支链式物价指数（年比，经季节调整）





对基本经济情景造成冲击。撰文时，美国正准备宣布就价值600亿美元的中国内地进口商品开征关税，据报中国内地亦因此准备征收报复性关税。市场也预计特朗普政府会设法限制中国内地在美国的投资。即使上述的关税得到实施，整体经济可能亦不会遭受到重大打击，但国家领导者及官员所展现的立场有可能削弱投资者对于金融市场的信心。

中国内地

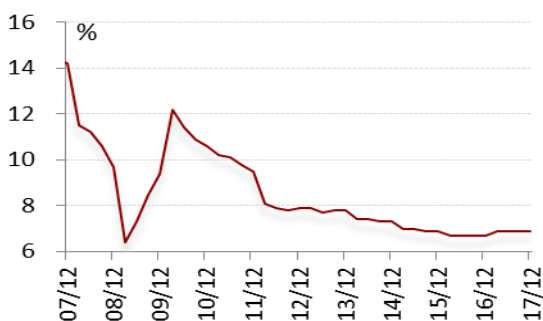
在最近的全国人民代表大会会议上，中国内地经济今年增长6.5%的目标再次得到确认（图5）。中央政府不再执着于量，反而把目标锁定在更高素质、更持久、更均衡的经济增长之上。此外，中国内地把经济决策大权再次集中于中央，这应该使决策者能更有效率地推行急需的改革。

中央政府不再执着于量，反而把目标锁定在更高素质、更持久、更均衡的经济增长之上

另一方面，中国内地政府用来处理债台高筑问题的措施似乎奏效。尽管绝对债务仍旧处于高水平（图6），可是信贷增长已不再大幅超越本地生产总值（GDP）增长。2月份社会融资总量按年上升了7%，比去年8月和9月时的大约增长20%为低。而且，由于中国内地重工业进行大量重组，加上环球需求变得更加殷切，行业负债过度的情况已经有所舒缓。再者，政府已为影子银行业引入新规例以提升透明度，故影子银行所构成的风险已经今非昔比。最后的一点是地方政府的财政状况正在不断改善，这是多年来进行大量债务互换和收紧监管的成果。

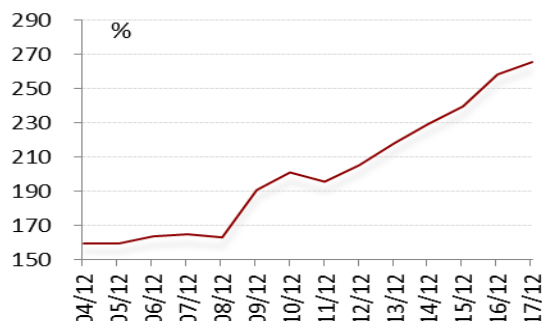
地方政府的财政状况正在不断改善，这是多年来进行大量债务互换和收紧监管的成果

图5·中国内地累计GDP（年比）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图6·中国内地总债务占GDP百分比



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

鉴于经济模式正过渡至以对知识比较敏感的行业为主，我们相信中国内地政府主要关心的事情依然是避免市场出现混乱和维持金融稳定。中国内地经济继续表现良好，所以美国的贸易保护主义升温对于今年全球经济增长构成直接的阻力，还可能对中国内地造成更大的影响。



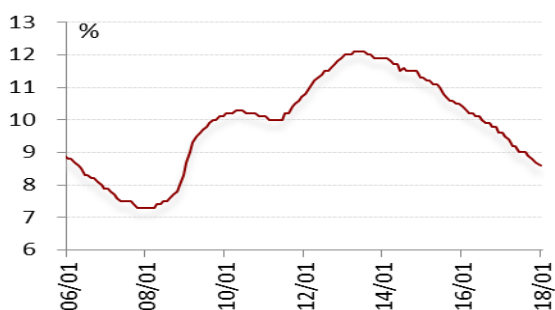
中国内地在全球经济增长的贡献占整体的三分之一，因此，美、中贸易争端与紧张局面恶化可能会削弱营商信心，假如贸易战全面升级，整体环球经济便会受损。

欧元区

欧元区最新的经济数据相当参差。欧元区制造业采购经理指数 (PMI) 于2月从接近十二年来高位回落，与其对应的德国指数更跌至三个月以来的低位。单凭一个月的数据来下定论未免操之过急，但数据结果可能表明尽管欧洲经济仍维持扩张，其增长却可能正在减速。主要受德国数据变差所拖累，欧元区的零售销售表现疲软，不过消费者信心则维持高涨。与此同时，失业率平稳下降，创下自2008年12月以来的新低 (图7)。今年2月，欧元区整体通胀率报1.1% (图8)，而核心通胀率甚至更低，报1%，与欧洲中央银行所订下的2%通胀目标依然相去甚远。

欧元区最新的经济数据相当参差

图7·欧洲统计局之欧元区失业率 (经季节调整)



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图8·欧元区整体通胀率 (年比)



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

通胀呆滞使欧央行可以有时间仔细考虑适应性货币政策何去何从，然而，考虑到经济欣欣向荣，退出量化宽松计划肯定是理所当然的。即使欧央行最近已不再就扩大买债规模作出明确的承诺，行长德拉吉也再次保证欧央行只会在资产购买计划完结了「相当时间」之后方会加息，而届时加息亦仅会以可预料的「慎重」步伐来进行。因此，我们预期欧央行于2019年初之前将不会进行加息。话虽如此，由于债券孳息上升和欧元大幅升值，我们真的留意到欧元区的金融状况近来已变紧。

由于债券孳息上升和欧元大幅升值，我们真的留意到欧元区的金融状况近来已变紧

另一方面，欧元区政治局势依然错综复杂。意大利最近的大选以产生出悬峙国会而告一段落，惟五星运动党能够组成政府的机会不大。此外，法国和德国已经就催促欧元区进行改革展开讨论。所以于第二季到来之际，我们并不预期区内的政治风险会上升。

于第二季到来之际，我们并不预期区内的政治风险会上升



英国

尽管英国经济韧力十足，它却没有像其他已发展市场的经济一样展现出同步加快增长。「英国脱欧」继续令明显疲软的商业投资雪上加霜。消费近来相当微弱。然而，失业率现时处于1975年以来的新低（图9），服务业PMI一直保持良好势头，表明基本经济维持稳定增长。2月份消费物价按年上升2.7%，略低于去年11月时录得的按年上升3.1%（图10）。不过，最新的工资增长率达到2.6%，创下两年半以来的最大升幅，这可能使英伦银行有更强的论据于5月进行加息。

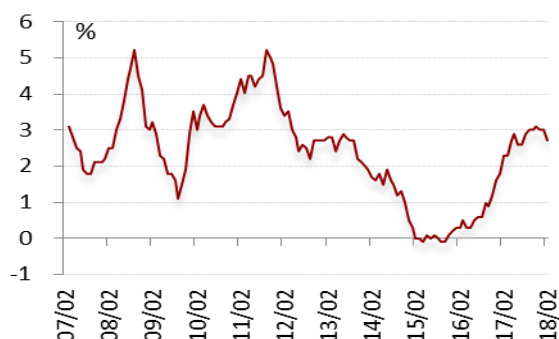
「英国脱欧」继续令明显疲软的商业投资雪上加霜。消费近来相当微弱

图9.按国际劳工组织（ILO）标准计算之英国失业率（经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图10.英国之调和CPI（未经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

执笔时，英国与欧洲联盟刚刚达成协议，把英国参与单一市场与关税同盟的期限延长至2020年12月31日。虽然协议令市场相信英国很可能避免了明年出现「断崖式脱欧」，可是英国和欧盟尚未就北爱尔兰边界等最棘手的政治议题展开谈判。鉴于巨大的不明朗因素，英国经济前景看起来仍然黯淡，其增长潜力很可能继续受到制约，无法给完全发挥。

鉴于巨大的不明朗因素，英国经济前景看起来仍然黯淡，其增长潜力很可能继续受到制约，无法给完全发挥

日本

虽然日本本年至今的经济数据好坏参半，但其经济扩张应该会持续下去，造出该国历来最长的经济扩张期。自今年以来，当地的零售销售和消费一直表现疲软，工业生产也远低于预期。但另一方面，机器订单数量止跌回升，资本开支继续按计划地增加。我们认为日本国内需求微弱可能属于短暂性质。

虽然日本本年至今的经济数据好坏参半，但其经济扩张应该会持续下去，造出该国历来最长的经济扩张期

通胀方面，日本扣除食品价格的核心消费物价指数（CPI）最近报0.9%，尽管有所上升，但依然远远低于日本中央银行所订下的2%通胀目标。春季工资谈判至今得出加薪2%的结果，低于政府所期望的加薪3%的目标，而这加幅对于整体通胀只会起到温和的提振作用。日圆近期的



2018年第二季

升势亦有利于控制通胀升温。有见及此，日央行现时很可能按兵不动。假如通胀加快，日央行有可能调整其孳息曲线控制政策，把目前处于零的十年期国债孳息目标调高（图11）。整体而言，日本依然是货币政策最为宽松的主要成熟经济体，但这情况今年内可能有所改变。

日本依然是货币政策最为宽松的主要成熟经济体，但这情况今年内可能有所改变

撰文时，日本首相安倍晋三正受到买地办学的丑闻困扰，其支持度遂下降至自2012年再次执政以来的新低。要推测安倍能否安然度过这困境仍然为时尚早，但政局不明朗的情况拖沓对大市气氛肯定毫无帮助。

新兴市场

近期的经济数据表明，新兴市场的零售销售、工业生产、出口的增长动力皆比年初时的势头弱，但就绝对值而言，这些经济范畴的读数值仍处于合理水平。增长势头减弱大多在中国内地发生，所以，鉴于信贷增长不断加快，其他新兴市场的经济增长应会继续顺势而行。有别于成熟经济体已进入商业循环中期或末期的情况，大部分新兴经济体正处于商业循环初期，所以有扩展的能力。它们在投资开支增加、消费需求殷切的环境下，应该能够继续受惠。

大部分新兴经济体正处于商业循环初期，所以有扩展的能力

展望本季，贸易磨擦升级和拖沓有可能削弱投资者信心，导致风险资产市场加剧波动。但投资者应该留意，于过去的十年间，新兴市场较不倚赖与美国贸易来发展经济（图12），而关税并不会对新兴市场造成广泛冲击，反而是各国会遭受程度不一的影响。我们认为，只要全球通胀维持温和，联储局便会保持慢而稳的加息步伐，这不会导致美元走强，所以新兴市场的经济增长态势亦不会脱轨。

我们认为只要全球通胀维持温和，联储局便会保持慢而稳的加息步伐，这不会导致美元走强，所以新兴市场的经济增长态势亦不会脱轨

图11·日本十年期基准政府债券孳息率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图12·新兴经济体实际GDP（同比增长，%）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



▶ 市场观点

股票	看法	固定收益	看法	外汇	看法
美国	正面	美国主权债券	负面	美元	中性
欧洲	中性 (偏向正面) ▼	高等级美元债券	中性 (偏向负面)	欧元	中性 (偏向正面)
中国内地	中性 (偏向正面)	高息美元债券	中性	英镑	中性
香港	中性 (偏向正面)	高等级欧元债券	负面	日圆	中性 (偏向正面)
日本	中性 (偏向正面) ▼	高息欧元债券	中性	澳元	中性
新兴市场	中性 (偏向正面)	新兴市场 非本土货币债券	中性	纽元	中性
亚洲(日本除外)	中性 (偏向正面)	点心债券	中性	加元	中性
		中国内地 在岸主权债券	中性	离岸人民币	中性

- ▼ 低于上一次预测
- ▲ 高于上一次预测

评级表：

- 正面
- 中性 (偏向正面)
- 中性
- 中性 (偏向负面)
- 负面



股票

2018年第二季

美国股票

今年第一季，市场忧虑通胀预期上升和加息进度加快，触发美国股市波动性上升。美国总统特朗普最近宣布对进口的钢和铝征收关税，贸易战的风险因而增加，结果令市况更加波动。标准普尔500指数于2月初大跌10%，不过到执笔时，超过六成的跌幅已经收复。尽管有关于通胀、加息、贸易战的不明朗因素，但我们今季仍然看好美股的表现。首先，美国的经济基调依然稳固。失业率处于过去十七年以来的最低水平。消费情绪高涨，创下自2004年以来的新高（图13）。另外，制造业与服务业PMI继续显示经济处于扩张状态。再者，美国企业继续录得强劲的盈利增长。去年第四季，标普500企业的利润按年增加14.35%。彭博的数据显示，市场现在普遍认为标普500企业盈利今年可再按年上升16%。最后但同样重要的是去年获得通过的减税法案促使企业把海外利润调回美国，这些资金很可能用于股份回购，及用来派发股息以回馈股东。

去年获得通过的减税法案促使企业把海外利润调回美国，这些资金很可能用于股份回购，及用来派发股息以回馈股东

行业方面，我们今季继续看好资讯科技和金融类股份。标普500资讯科技股指数去年上涨逾36%后，到今年仍继续跑赢大市（图14）。撰文时，该指数的年内涨幅达到7.8%，表现胜过标普500另外十只行业指数。科技行业一直受惠于强劲的销售额、盈利与现金流。此外，高现金水平和低债务比率使科技公司拥有缓冲，能够在加息周期中承受不断攀升的借款成本。金融业方面，美国参议院刚刚通过议案，推翻前任总统奥巴马于2010年实施的《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》部分条款。最重要的一点是新法规把银行须要接受特别严格监管和规限的门坎放宽。在新法规之下，资产值低于2,500亿美元的银行毋须再进行一年一次的联储局压力测试或符合较高的资本要求。这项放宽监管的法规使较小型的银行得以免除约束，并且鼓励银行多做放贷。另外，随着联储局继续收紧银根，美国国债孳息率预料会趋向

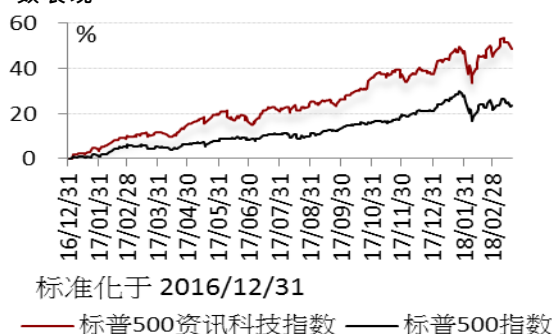
我们今季继续看好资讯科技和金融类股份

图13·密歇根大学消费者情绪指数



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图14·标普500指数与标普500资讯科技指数表现



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



上升。如图15所示，历史数据显示，当美国十年期国债孳息攀升，美国金融股指数会呈现出跑赢标普500指数的倾向。

总言之，我们今季维持给予美股「正面」评级。然而，投资者务须留意美国政治风险和贸易保护主义可能加剧大市波动。趁低吸纳美股仍为我们今季的策略。

欧洲股票

虽然欧洲的经济状况于第一季保持良好，欧洲股市同期却跑输环球股市。截至3月20日，欧洲斯托克600指数年内报跌3.9%（按当地货币计算），按美元计算的话则报跌1.4%。贸易关系愈益紧张的风险和欧元升值使欧洲的大型出口商备受压力，因此，德国DAX指数和英国富时100指数受挫最深。

贸易关系愈益紧张的风险和欧元升值使欧洲的大型出口商备受压力

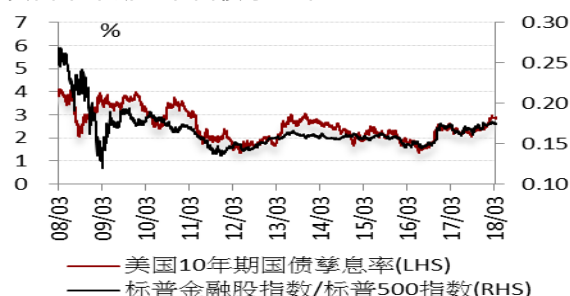
展望后市，我们认为政治局势逐渐变得明朗，以及经济持续增长是支撑欧洲股市造好的重要因素。意大利于3月举行的选举产生出悬峙国会，但这结果没有对欧洲的股市和债市造成不良后果。德国政党已经就组成联合政府达成协议，因此默克尔得以第四次获选为德国总理。政治不明朗因素减少有助于提振投资情绪。欧元区经济继续平稳复苏。制造业和服务业PMI皆显示，增长势头于接下来的几季仍会延续。

我们认为政治局势逐渐变得明朗，以及经济持续增长是支撑欧洲股市造好的重要因素

与美股比较，欧洲股市的表现较易受到金融股所左右，这一点是值得投资者认清楚的。金融股在欧洲斯托克600指数占比22%，这比重较其他行业股份的比重要高得多。至于增长最为强劲的科技股，在指数中反而仅占比5%（图16）。假如欧央行日后终于收紧货币政策，金融股的盈利便可能会提升，不过，金融股的盈利能力仍难免受到当前负利率的环境所影响。截至3月13日，二百五十家欧洲斯托克600指数

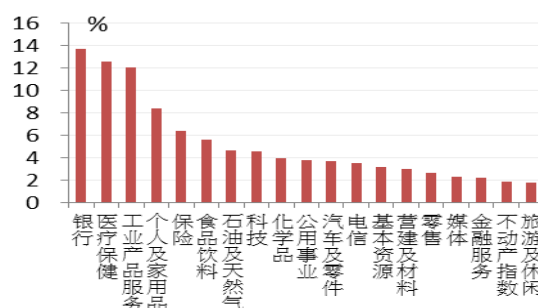
与美股比较，欧洲股市的表现较易受到金融股所左右，这一点是值得投资者认清楚的

图15·标普500金融股指数之相对表现与美国十年期基准国债孳息率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图16·斯托克600行业分类指数之比重



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



成份股公司已经公布去年第四季业绩，当中只得52.8%的企业盈利表现优于市场预期，而这比例在美股当中却达到78%。金融股表现呆滞可能是欧洲股市升势受阻的原因之一。再者，欧央行很可能于今年完结之前缩减其买债规模。市场对于收紧量化宽松的预期可能驱使欧元走强，结果令欧洲出口商的竞争力受损。所以，我们今季把欧洲股票的评级调低至「中性偏向正面」。中期而言，鉴于其仍然高于经济增长的趋势，我们相信欧洲股市于将会慢慢复原，并且逐渐地再展升浪。因为欧洲的中小企业主要服务本土需求，所以我们较为看好中小企业的前景。

金融股表现呆滞可能是欧洲股市升势受阻的原因之一

日本股票

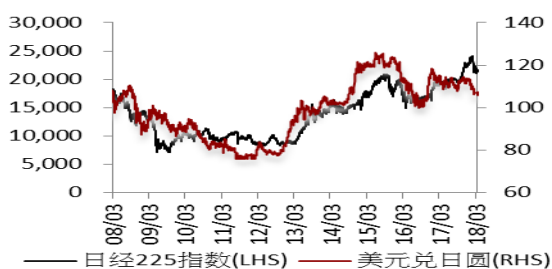
日股去年第四季升势凌厉，可是到今年第一季同样跑输大市。截至3月20日，东京证券交易所股价指数按当地货币计算的年内跌幅为5.6%，若果按美元计算则轻微报升0.1%。日央行行长黑田东彦表示行方可能考虑于2019年逐步缩减刺激政策之后，市场对于紧缩货币的预期驱使日圆攀升至十八个月以来的高位。日圆走强也是日股疲软的根源所在（图17）。

日圆走强也是日股疲软的根源所在

展望后市，经济基调扎实和企业减税有利于日股造好。日央行《短观调查报告》显示日本制造业与服务行业的投资信心仍然高涨。劳工供应依然紧绌，失业率降至二十五年以来的最低水平，职位空缺对求职者比例上升至创下四十年以来的新高（图18）。此外，安倍政府自4月起推行奖励计划，加薪幅度达到3%的公司有资格减少缴付企业税。计划公布后，多家大型日本企业已于3月宣布打算加薪3%。这项税务改革很可能使接下来几季的企业盈利上升。

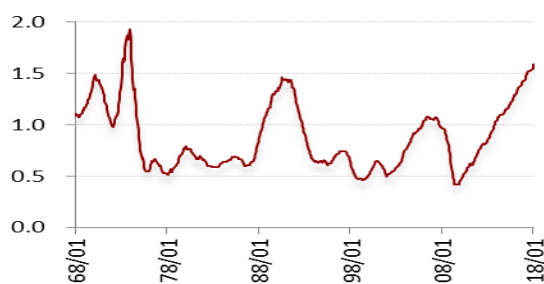
经济基调扎实和企业减税有利于日股造好

图17·美元兑日圆汇率与日经225指数



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图18·日本职位空缺对求职者比例（经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

日本的政治丑闻持续上演，短期内可能会削弱大市气氛。日本财务省承认篡改文书，并以低价向主张民族主义的办学团体出售国有土地。受丑闻所拖累，首相安倍晋三的支持率下滑至自2012年上任以来的新



2018年第二季

低。市场担心安倍的执政及其经济政策能否持续至任期完结为止。另外，随着贸易战的风险增加，作为避险资产的日元可能会持续处于强势，因此于中期内，大型出口商的竞争力可能因为日元升值而受损。所以，我们把日股的评级调低至「中性偏向正面」。中期而言，我们相信当政治风险减退，投资者再次把焦点放在经济基调之上，日本股市便会再次展现逐渐上扬的趋势。不过，大型出口商可能表现落后。由于日本中小企业比较倚赖国内需求，我们较为看好它们的前景，这与我们对待欧洲股市的看法相同。

市场担心安倍的执政及其经济政策能否持续至任期完结为止

中国内地及香港股票

我们曾经提到，中国内地政府去杠杆与金融结构改革的政策为去季焦点，至于今季，此焦点仍然持续。随着中国内地政府追求较高素质、更持久、更均衡的经济增长，其增长步伐将会进一步放缓，因此，投资者比以往更密切地注视经济政策发展，以便判断中国内地的经济状况，而到目前为止，经济一直有改善的迹象。中国内地的理财产品总额是估计影子银行业规模的量表，该总额去年增加至28万亿元人民币（图19）。然而，监管机关一直加大力度遏制过度使用杠杆的借贷活动与影子银行业务，因此，理财产品的年增长率已从2013年时的平均50%左右下降至1.7%。另外，银行间未偿还贷款规模也出现下降，是自2010年以来的第一次。所以，中国内地的信贷占GDP比率从去年的超过25%，大约下降至15%（图20）。上述种种皆表明杠杆借贷正在减少，整体金融系统有所改善。

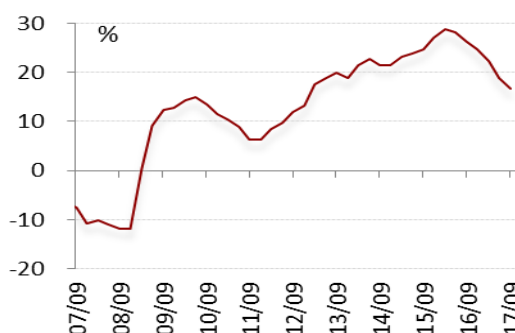
随着中国内地政府追求较高素质、更持久、更均衡的经济增长，其增长步伐将会进一步放缓

图19. 中国内地影子银行之社会融资量



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图20. 国际清算银行统计之中国内地私人非金融业信贷比率缺口



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

中国内地政府于3月宣布把银行业监督管理委员会与保险监督管理委员会合并。我们相信决策者很可能继续推行急需的改革，而银监会和保监会合并会使行事效率提升。另一方面，银监会发布通知，把坏帐覆盖率的门坎降低，还调低了银行损益表上对于坏帐拨备的要求。这些



举措很可能帮助银行提高流动性，增强盈利能力。

另一方面，最近的人大会议公布了今年的GDP增长目标为大约6.5%，这与市场所预期的相一致。中国内地去年第四季GDP增长6.8%，全年增幅为6.9%，优于市场预期。由于中国内地仍要应付庞大债务，加上结构性改革困难重重，要就其经济情势是否已彻底改变下定论可能为时尚早。不过，市场对于2016年初传出中国内地经济可能「硬着陆」，以及2017年开局时经济增长显着放缓的忧虑，到如今已经消散得七七八八。恰恰相反，中国内地经济不但平稳增长（图21），经济改革也持续得到推进，因此股市应该获得支持。但是，鉴于外围环境不稳，我们确实认为大市将会风高浪急。

中国内地经济不但平稳增长，经济改革也持续得到推进，因此股市应该获得支持。但是，鉴于外围环境不稳，我们确实认为大市将会风高浪急

考虑到决策者近期的讲话与发放的信息，我们感觉到中国内地政府会继续坚决重组金融系统和进行去杠杆，可是其最关心的事情，仍旧是避免造成市场混乱和维持整体金融稳定。政策前景明朗、经济基调稳固对提升企业盈利应该仍有帮助。所以，我们今季继续给予中国内地及香港股票「中性偏向正面」评级。

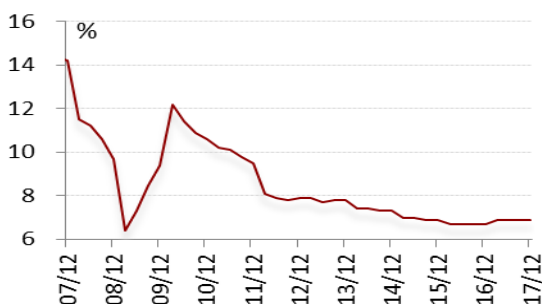
政策前景明朗、经济基调稳固对提升企业盈利应该仍有帮助

新兴市场股票

受惠于全球经济同步增长，大宗商品价格止跌回升，新兴市场股票去年表现回勇，涨幅更是独占鳌头。我们认为美国的经济基调扎实，市场对于中国内地经济可能「硬着陆」的忧虑减退，均有助于支持环球经济继续广泛增长，和强大的资金流带来支持。此外，新兴市场与已发展市场的经济增长差距扩大，新兴市场企业的盈利增长预测给持续调高，新兴股市比成熟股市拥有较吸引的估值（图22），皆有利于新兴市场股票造好。

新兴市场与已发展市场的经济增长差距扩大，新兴市场企业的盈利增长预测给持续调高，新兴股市比成熟股市拥有较吸引的估值，皆有利于新兴市场股票造好

图21. 中国内地累计GDP (年比)



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图22. 明晟 (MSCI) 新兴市场指数预测市盈率与世界指数预测市盈率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



2018年第二季

然而，美国近日宣布了贸易保议政策，这于短期内或会拖累投资气氛，导致大市加剧波动。开征关税令全球经济受损的风险上升，严重性要视乎最终落实的关税规模而定。因为出口在亚洲GDP中占有较大比重，故亚洲在美国征收关税中的确有可能首当其冲。再者，美国通胀预期（图23）进一步上升可能增加新兴市场波动性。金融条件变紧最终也会使新兴市场企业的利润受损。

美国近日宣布了贸易保议政策，这于短期内或会拖累投资气氛，导致大市加剧波动

由美国引发的通货再膨胀主题一直令市场忧心不已。鉴于美国经济愈益蓬勃，联储局对通胀和工资增长更加乐观，而且有余地把加息步伐加快。虽然联储局紧缩货币可能对新兴市场不利，但值得注意的是新兴市场是通货再膨胀的典型得益者。新兴股市估值目前处于合理水平，其股票今年可能因而继续受到追捧。

值得注意的是新兴市场是通货再膨胀的典型得益者。新兴股市估值目前处于合理水平，其股票今年可能因而继续受到追捧

另一方面，石油输出国组织（OPEC）与俄罗斯协调，成功把石油产量减少，结果于去年带动石油价格回升。与此同时，来自于中国内地和环球的需求亦把基本金属的价格推高。由于新兴市场大多是大宗商品输出国，大宗商品价格于去年急涨令新兴市场得益（图24）。

图23·五年期美元通胀掉期利率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图24·纽约原油期货与MSCI新兴市场指数



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

环球经济增长和OPEC的产量配额仍会带动大宗商品需求，所以我们认为新兴市场股票于中期内会备受追捧。即使美、中贸易战近日被大肆渲染，投资者应当注意的是情况依然充满变数。而且，关税谈判并非朝夕可了，因此关税对经济造成的冲击于短期至中期内未必十分明显。投资者涉足新兴股市，反而应该留意短期的市况波动。我们今季维持给予新兴市场及亚洲股票「中性偏向正面」评级。

由于新兴市场大多是大宗商品输出国，大宗商品价格于去年急涨令新兴市场得益。环球经济增长和OPEC的产量配额仍会带动大宗商品需求，所以我们认为新兴市场股票于中期内会备受追捧



固定收益

2018年第二季

与股市一样，固定收益市场于第一季大幅波动，这是市场忧虑通胀攀升，与美国十年期国债孳息飙升50个基点所致。就债券类别而言，美国投资级债券表现最差，年内总回报下跌3%（彭博—巴克莱美国企业债券指数），之后是新兴市场债券（摩根大通全球新兴市场债券指数，跌2.3%）和亚洲投资级债券（摩根大通亚洲信贷指数，跌1.5%）。我们在《2018年第一季市场展望与投资策略》中提到，我们注意到的最大风险是通胀升温比预期的速度快，而这忧虑在某程度上的确已成为事实，结果，利率经过长期处于低波动性之后因通胀上升而变得波动，对债券市场造成冲击。尽管全球经济周期继续呈现出高于趋势的增长，这对风险资产仍然有利，可是我们预计债市今季将会加剧波动，原因是通胀忧虑可能致使联储局的加息步伐须要得到重新考虑。另外，近来贸易争论变得激烈，这会触发市场的避险情绪，债市表现因而继续受到影响。有见及此，对于产生固定收益的资产，我们维持给予「中性」评级。在加息环境底下，我们倾向继续持有短债。

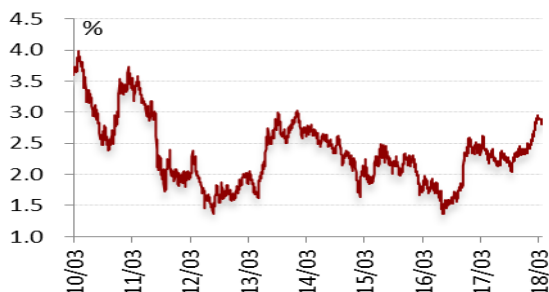
尽管全球经济周期继续呈现出高于趋势的增长，这对风险资产仍然有利，可是我们预计债市今季将会加剧波动，原因是通胀忧虑可能致使联储局的加息步伐须要得到重新考虑

美国国债

于第一季，美国十年期国债孳息率从2.4厘最高攀升至2.95厘的水平（图25），这55个基点的幅度等同于去年全年的波幅，凸显出利率波动是今年的市场主题之一。美国通胀失控的风险触发市场忧虑，乃今次利率波动的成因。考虑到美国失业率接近降至五十年以来的最低水平，我们承认劳工供应紧绌正为工资通胀带来上行压力。然而，目前的工资年增长率大约为3%（图26），仍远低于近几年经济扩张中循环顶峰时期所见的4%涨幅，因此，我们认为通胀现时只是正常化而非加速上升。不过，市场对于意料之外的通胀走势愈来愈敏感，这可能会迫使美国国债孳息攀升。此外，美国政府的扩张性财政政策近日获得认可，加上去年12月通过的税务议案，美国的财政赤字预料将会扩大，导致债务负担因而愈益沉重，对美国国债而言皆构成负面影响。虽然市场认为联储局3月份议息声明的措辞比较温和，但局方的确表明对

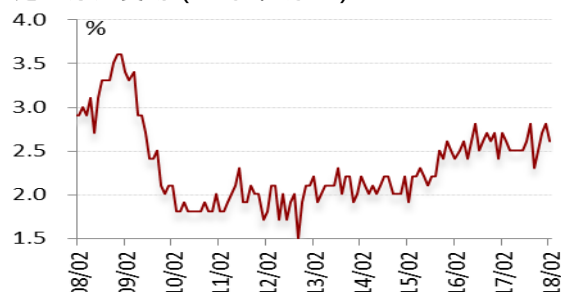
美国政府的扩张性财政政策近日获得认可，加上去年12月通过的税务议案，美国的财政赤字预料将会扩大，债务负担因而愈益沉重，对美国国债而言皆百害而无一利

图25·美国十年期基准国债孳息率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图26·美国私人市场全体雇员每小时平均收入之百分比变动（经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



未来两年的经济增长前景更加乐观，以及更高的通胀预期调高，和进取的加息步伐。所以，一旦以上数据转强，联储局便会以强硬的行动作响应。我们今季维持给予美国政府债券「负面」评级，估计债息可能继续在2.7至3.2厘的区间顶部徘徊。

美国企业信贷

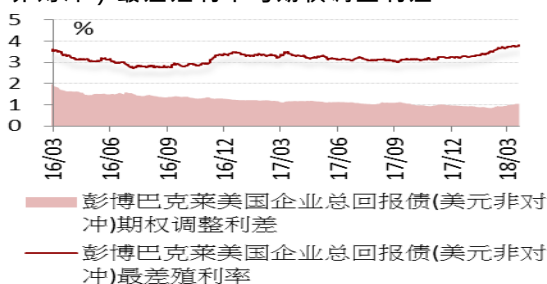
美国投资级债券于第一季明显落后于其他主要债券类别，其年内总回报录得3%的跌幅。在加息环境底下，美国投资级债券存续期长达7.2年是拖累其表现的主要原因，而且，信贷息差今年亦有所扩大（图27）。尽管供应庞大，投资级债券息差于1月确实缩减了6个基点，资金仍然热衷于追逐投资级债券。不过，当大市于2月出现震荡，息差便开始扩阔，即使股市于3月止跌回升，息差却依然持续扩大。投资级债券与股票的走势背道而驰，乃投资级债券的技术性因素较差所致。首先，因为美国企业大多透过企业债来持有在海外累积的资金，所以在税务改革议案获得通过之后，美国企业对投资级债券的需求有所下降。假如企业决定把资金调回美国，它们减少对企业债的需求，或者把手上的企业债出售。所以，税务改革对股票比较有利，原因是其有助于促进股份回购。其次，欧洲和日本投资者的外汇对冲成本大幅上升，导致美国投资级债券对欧、日投资者的吸引力下降，海外需求因而被削弱。因为大批的投资级企业债券正等待发行，而新供应存在发行溢价，所以息差有可能进一步扩大，迫使已发行的债券价格愈跌愈低。于第二季到来之际，利率上升已经是意料之内，故我们维持持有短债。我们看到市场需求正在从长期信贷转往短期信贷，因此，最近的价格下跌确实令短期信贷显得相当吸引。

我们看到市场需求正在从长期信贷转往短期信贷，因此，最近的价格下跌确实令短期信贷显得相当吸引

另一方面，美国高息债比美国投资级债券表现好得多，其年内总回报仅跌0.85%。与投资级债券和股票走势背道而驰的情况相比，美国高息债与股市显现出较高的相关性。美国高息债确实跟随股市上升，其息差收窄至311个基点，创下自2014年以来的新低（图28），且直到股

与投资级债券和股票走势背道而驰的情况相比，美国高息债与股市显现出较高的相关性

图27·彭博-巴克莱美国企业总回报债（美元非对冲）最差殖利率与期权调整利差



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图28·彭博-巴克莱美国企业高息债总回报（美元非对冲）指数之期权调整利差



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



2018年第二季

市下挫方开始出现调整，但最终也能够稳定下来，而该水平仅比年初的增加5个基点。另外，随着交易者于2月大市动荡期间撤销发债计划，尚待发行的美国高息债规模缩减至20亿美元，创下自2016年中期以来的新低。鉴于资金流入开始变得正面，而供应尚未回复至去年的水平，这些技术性因素有助于美国高息债于今季造好。然而，息差现时仅比2月时见到的低位高出30个基点，故就估值而言，美国高息债的吸引力较弱。总之，我们今季维持给予「中性」评级。

鉴于资金流入开始变得热络，供应尚未回复至去年的水平，这些技术性因素有助于美国高息债于今季造好

欧洲企业信贷

今年以来，欧洲投资级债券和高息债比同类别的美国债券表现得好。按总回报计算，欧洲投资级债券年内升0.1%，欧洲高息债则下跌0.15%。股市自1月底起剧烈震荡（图29），加上正值业绩公布前的禁售期，今年首两个月的一级供应很少，这有助于舒缓债市的下行压力。另外，欧央行最近强调日后的政策调整是可预料的，这立场温和的言论令利率波动风险下降，结果为欧洲信贷市场带来支持。然而，随着价值330亿欧元的新债于3月第二个星期推出市场，创下历来单一星期最庞大的新发行量纪录，我们认为供应准会再次旺盛起来。除了空前的大额发行，资金流出最近亦拖累欧洲债市表现。今年以来，投资级债券市场只有两星期录得资金净流入，而高息债市场连续第十个星期出现资金流出。此外，鉴于供应偏多，投资者渴望多获补偿，新债发行的平均溢价因而急涨，结果迫使本已疲软的二级市场债券价格跌得更低。由于贸易战的潜在风险仍未消退，而且欧洲投资级债券和高息债息差（图30）依然靠近历史低位，我们今季把欧洲投资级债券的评级维持在「负面」。但另一方面，欧洲高息债的票息相对较高，能够缓和市场波动和加息的冲击，因此我们给予「中性」评级。

由于贸易战的潜在风险仍未消退，而且欧洲投资级债券和高息债息差依然靠近历史低位，我们今季把欧洲投资级债券的评级维持在「负面」

新兴市场债券

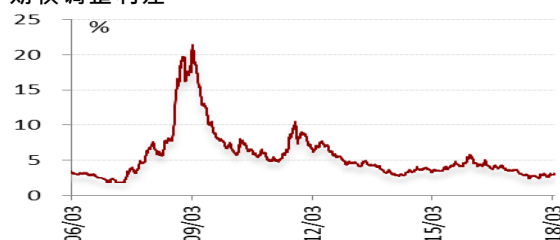
今年第一季，新兴市场债券与股市出现相似的走势，惟前者的波幅略小。新兴市场债券于1月展现凌厉升势，来自于零售基金的资金创下历

图29·欧洲斯托克600股价指数（欧元）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图30·彭博-巴克莱泛欧洲高息债总回报指数之期权调整利差



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

本文件内容只供参考，并不构成对任何投资产品或服务之要约、招揽、推介、保证。详情请参阅免责声明。



2018年第二季

来新高。当大市于2月出现抛售，新兴债市录得大规模的资金外流，硬货币基金的撤资情况尤其明显，不过到2月底，资金流入已经把早前流出的资金完全填补。尽管经历大上大落，但新兴市场债券年内仅报跌2.3%，按总回报计算，其表现仍比美国投资级债券的优胜。展望后市，我们认为新兴市场主权债今季仍会造好。新兴市场经济仍稍微不及已发展市场般已进入经济循环成熟期。美国企业债券正面对经济循环后期的市场情况，至于新兴债市的基本因素却是另一番景象，而且，新兴市场的负债比率和信贷素质仍在持续改善。新兴市场主权债投资评级被降的次数已不再显著多于获调高的次数，意味着新兴市场的信贷素质正不断提升。至于新兴市场本币债券，其吸引的利差收益可能受制于当地货币的外汇表现。尽管面对波动加剧，新兴市场货币却仍然韧力十足（图31）。我们今季继续给予新兴市场债券「中性」评级。

新兴市场主权债投资评级被降的次数已不再显著多于获调高的次数，意味着新兴市场的信贷素质正不断提升

亚洲（及中国内地）企业信贷

亚洲信贷（图32）与新兴市场债券有相似的市况，均在于年初展现升势，直到美国十年期国债孳息率飙升与股市震荡方出现调整。股市出现抛售之际，亚洲投资级债券和高息债息差皆有所扩大。另外，亚洲信贷于第一季继续供应充足。为吸引新买家，新债发行提供优厚的息差，结果进一步拖累二级市场债券的表现，这与美国投资级债券的情况相似。在岸债券市场去年底出现抛售潮后，发行人可能须要在离岸市场融资以偿付到期的在岸债券，因此，高息债供应同样旺盛，预计其净供应将会增加。尽管如此，只要违约率维持在低水平，利率因经济蓬勃而上升对信贷并无害处，对于仍在去杠杆的亚洲投资级企业债券更是如此。从企业盈利和收支状况的角度来看，高息债的前景仍然平稳。此外，我们预期美国国债孳息于上季经历了急涨50个基点之后，其走势会变得相对稳定。事实上，在3月的加息之后，美国国债孳息曾因为联储局发表相对温和的言论而微跌。考虑到股市预料会趋向上升，我们相信息差可能跟随股市走势而收窄。有见及此，我们今季维持给予亚洲信贷「中性」评级。

股市出现抛售之际，亚洲投资级债券和高息债息差皆有所扩大

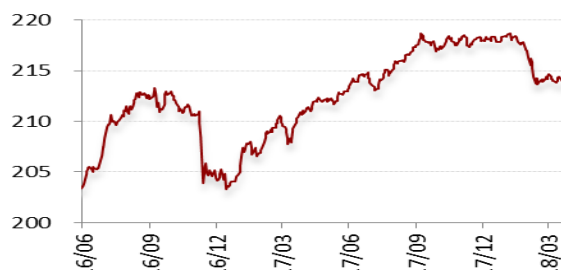
只要违约率维持在低水平，利率因经济蓬勃而上升对信贷并无害处，对于仍在去杠杆的亚洲投资级企业债券更是如此

图31·摩根大通新兴市场货币指数（按即市现价计算）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图32·摩根大通亚洲信贷指数—核心



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



外汇

2018年第二季

美元

我们今季把美元的评级维持在「中性」。一如所料，联邦公开市场委员会在3月份的会议上宣布把联邦基金利率调高25个基点，达到1.5至1.75厘（图33）。最新的「点阵图」显示联储局官员就利率前景意见分歧。七名官员认为今年至少加息四次、每次调高25个基点方为恰当，而另外八名官员预计今年加息三次或者更少。联储局重申经济前景欣欣向荣，估计到2019年底，联邦基金利率中值为2.9厘，这意味着明年会有三次加息，而去年12月时的预测为加息两次；到2020年，利率预料达到3.4厘，而去年12月时的预测为3.1厘。联储局调高利率预测使人想到央行官员并未排除今年加息四次的可能性，这会为美元带来支持。

联储局调高利率预测使人想到央行官员并未排除今年加息四次的可能性

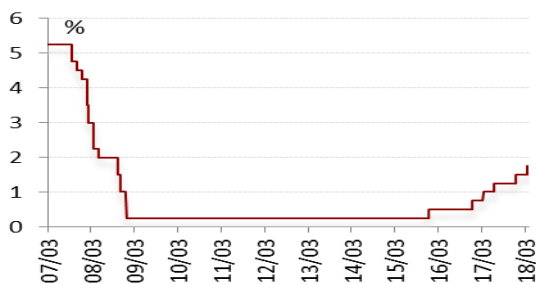
然而，特朗普政府宣布实施多项贸易保护措施，包括向进口的钢和铝征收关税，以及向来自于中国内地的产品开征关税，引发市场对贸易战的忧虑。贸易关系紧张会损害美国与贸易伙伴的关系，结果令美元受压。虽然新任白宫首席经济顾问库德洛表态支持美元稳定走强，但历史证明货币动向并非总是顺应政客的意愿而行。所以，美汇指数今季料会继续整固，支持位位于88的水平。

贸易关系紧张会损害美国与贸易伙伴的关系，结果令美元受压

欧元

我们给予欧元的「中性偏向正面」评级今季维持不变，预计欧元兑美元汇率短期至中期内会在1.2至1.2555之间徘徊。欧元区最近公布的经济数据大多表现强劲，失业率下降至8.6%，零售销售录得年增长2.3%，优于预期，综合PMI报57.1。但是，区内通胀一直放缓，2月份CPI年增长只得1.1%（图34），创下自2016年底以来的新低，而且远低于央行订下的2%通胀目标。

图33·美国联邦基金目标利率—上限



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图34·欧元区涵盖所有商品项目之货币联盟消费物价指数（年比，未经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



考虑到通胀微弱，欧央行并不急于退出资产购买计划。再者，由于维持物价稳定是欧央行政策的主要目标，故欧央行似乎更依据实际通胀来调整政策，而联储局除通胀之外，似乎还会以经济增长和失业率做为行动的依归。

虽然在3月份的会议上，欧央行再无显露扩大资产购买计划的倾向，但同时也没有发放任何新信号。利率前瞻指引维持不变，欧央行亦重申承诺把利率长期保持在目前的水平，情况在净购入资产计划完结后的一段长时间内亦可能如此。就今年起终结量化宽松一事，欧央行会作进一步的讨论和安排，惟任何退出方案必定以循序渐进的慎重步伐来进行。因此，欧元涨幅今季将受到限制，但就中期而论，我们仍倾向趁低买入欧元策略，预计欧元在1.2的水平有强力的支持（图35）。

欧央行会作进一步的讨论和安排，惟任何退出方案必定以循序渐进的慎重步伐来进行

▲ 英镑

我们今季继续给予英镑「中性」评级。今年3月，英国和欧盟终于就「英国脱欧」过渡期达成协议，可是爱尔兰的边界问题仍未获处理。虽然过渡期协议只有在达成最终协议之后方生效，而有效期亦仅至2020年12月31日，但它有助于减少不明朗因素和减轻投资者的忧虑，英镑也因而受惠。

英国和欧盟终于就「英国脱欧」过渡期达成协议，可是爱尔兰的边界问题仍未获处理

货币政策方面，英伦银行早已于去年11月宣布逾十年以来的首次加息（图36），当时，英国通胀已攀升至3.1%，远高于英伦银行订下的2%通胀目标。鉴于「脱欧」谈判取得重大进展，通胀率又居高不下（1月份CPI报3%），英伦银行很可能于今年中期再次加息。于接下来的几个月，加息预期亦为英镑带来支持。不过，因为联储局也很可能于6月宣布加息，所以英镑的上升空间有限。故此，我们维持给予英镑「中性」评级，估计英镑兑美元汇率今季将进行整固，阻力位处于1.45的水平。

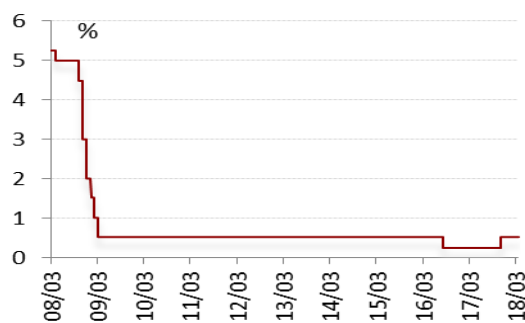
于接下来的几个月，加息预期亦为英镑带来支持

图35·欧元兑美元汇率日线图



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图36·英伦银行官方银行利率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



▲ 澳元

我们今季对澳元保留「中性」评级。在3月份的议息会议记录中，澳洲储备银行强调全球经济环境有所改善兼增长加快，并且指出劳工市场的闲置产能今年会继续逐渐减少。澳洲今年预料能做出突破潜力的GDP增长，通胀很可能逐步升温，达到略高于2%的水平。然而，去年第四季CPI仅上升1.9%，远低于澳储行订为通胀目标范围中值的2.5%，这不足以驱使澳储行于短期内宣布加息。实际上，澳储行把利率维持在1.5厘这历史低位已达十九个月之久，旨在鼓励企业投资和招聘员工。所以，我们预计澳储行今年将会按兵不动。

澳储行把利率维持在1.5厘这历史低位已达十九个月之久，旨在鼓励企业投资和招聘员工

另一方面，铁矿砂价格于3月急挫，由每公吨76美元大跌至每公吨66美元，这不但削弱澳洲的贸易条件，而且令澳元短期受压（图37）。再者，市场对于贸易战的忧虑也会使大宗商品受到拖累。所以，澳元兑美元汇率今季大有可能出现整固，0.75是重要支持位所在。

市场对于贸易战的忧虑也会使大宗商品受到拖累

▲ 纽元

我们今季继续给予纽元「中性」评级。3月时，新西兰储备银行把官方现金利率维持在1.75厘的历史低位。新任纽储行行长奥尔于3月27日履新，与此同时，由工党主导的政府要完成第一阶段的《储备银行法》检讨。由于新西兰政府早已要求纽储行改为承担双重使命，即促进全民就业与维持物价稳定，外界预期奥尔须要对纽储行的管治结构进行改革。此外，政府亦打算确立以委员会决定货币政策的体制。

外界预期奥尔须要对纽储行的管治结构进行改革。此外，政府亦打算确立以委员会决定货币政策的体制

我们估计在奥尔上任之初，货币政策并不会发生重大改变。通胀很可能受控，CPI于去年第四季年比上升1.6%，依然低于1至3%通胀目标范围的中值（图38）。纽储行并无迫切需要于中期内加息。考虑到通胀温和，我们预计官方现金利率直到2019年方会有所变动。我们预期纽元兑美元汇率今季将出现整固，而0.7这心理关口很可能是支持位所在。

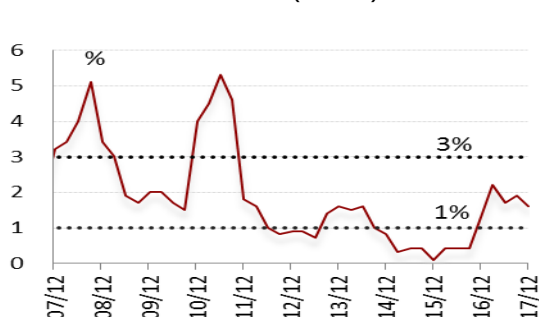
我们估计在奥尔上任之初，货币政策并不会发生重大改变

图37·澳元兑美元汇率与含铁量62%、出口至



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图38·新西兰全范畴CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



▲加元

我们今季维持给予加元「中性」评级。加拿大近期的经济数据大多符合预期，不过央行行长波洛兹重申审慎看待加息，且在考虑了最新的数据和评估经济敏感度之后方会作出加息的决定。与此同时，家庭债务增多继续是一大问题（图39），所以消费者对加息更加敏感。这使人想到加拿大中央银行要更谨慎行事，且不会急于加息。

家庭债务增多继续是一大问题，所以消费者对加息更加敏感

另外，美国最近宣布开征关税令《北美自由贸易协议》谈判的前景更加不明朗，这对商业投资气氛造成影响。因此，加元往后对《北美自由贸易协议》的重大消息会更加敏感。

鉴于最近的贸易关系紧张须要谨慎应对，加央行可能希望加元贬值以提振出口。但另一方面，随着美国可能把矛头转向伊朗以影响石油供应，油价上升会为加元带来支持。经全盘考虑后，我们把加元的评级维持在「中性」，预料美元兑加元汇率在1.25的水平得到支持。

鉴于最近的贸易关系紧张须要谨慎应对，加央行可能希望加元贬值以提振出口

▲日圆

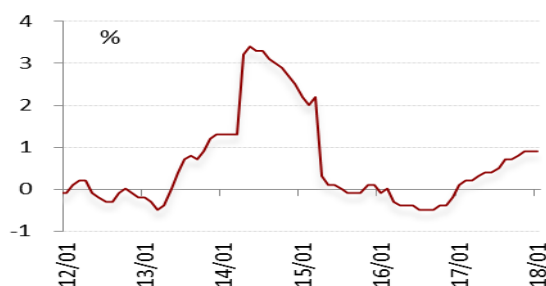
我们今季给予日圆的评级维持为「中性偏向正面」。受惠于全球对出口商品的需求增加，日本企业利润和商业投资皆有所上升，带动GDP于去年第四季录得年比增长1.6%，使日本连续八个季度实现经济扩张。这次是日本近三十年以来最长的经济扩张期。可是，经济增长尚未能把通胀推升至日央行订下的2%目标水平。不计及新鲜食品价格的CPI于1月仅上升0.9%（图40），与12月份的升幅相同。

图39·加拿大家庭债务占GDP中消费部份之比例



数据来源：彭博、中银香港，20-3-2018

图40·扣除新鲜食品价格之日本全国CPI（年比）



数据来源：彭博、中银香港，20-3-2018



2018年第二季

再者，与之前两季录得2.4%升幅比较，日本去年第四季的GDP增长已有所放缓（图41）。1月份工业生产环比下跌6.6%，创下自2011年3月以来的最大跌幅，年增长也从去年12月的4.4%下降至2.5%，证明日本经济很可能进入增长放缓期。此外，工资并没有大幅上涨，因此家庭不大可能增加开销。

工资并没有大幅上涨，因此家庭不大可能增加开销

另一方面，日元兑美元自今年起已升值超过5%。日元走强会打击通胀，令日央行的通胀目标更难以达成。有见及此，日央行不大可能于不久之后便调整其十分宽松的货币政策。而且，日本已计划于2019年提高销售税，故其经济亦要为此后的消费开支减少作准备。然而，贸易保护主义产生不明朗因素，其所引发的避险情绪会为日元带来支持。我们估计日元短期内很可能进一步升值，美元兑日元汇率的主要支持位于100至105之间。

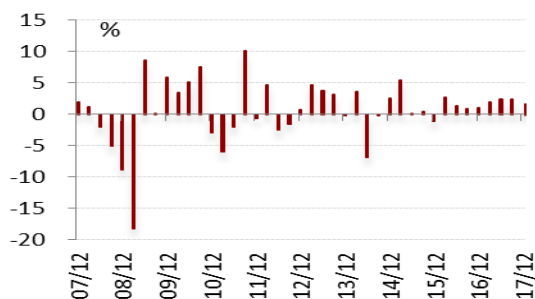
日元走强会打击通胀，令日央行的通胀目标更难以达成

离岸人民币

今年以来，中国内地的经济基调一直保持平稳。官方2月份制造业与非制造业PMI稍为下跌，但仍处于「经济扩张区」。另外，最新的工业产值年增长为7.2%，固定资产投资年比上升7.9%，皆优于预期。2月份消费通胀加快，按年升至2.9%（图42），接近官方「3%左右」的目标，但这应该是农历新年带动强劲需求，加上去年同期的基数极低所产生的短暂效果。由于物业市场降温对国内需求造成打击，我们相信中国内地整体通胀应该仍然温和。金融状况收紧和结构性改革持续推行亦可能对经济造成一些短期损害。此外，生产物价下滑会妨碍消费通胀攀升。所以，中国人民银行预料会保持中性货币立场，但鉴于联储局今年会再加息，人行亦会有收紧货币的倾向。

金融状况收紧和结构性改革持续推行亦可能对经济造成一些短期损害。此外，生产物价下滑会妨碍消费通胀攀升

图41.按GDP支出计算法所得之日本实际GDP季比年增长率（经季节调整）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图42.中国内地CPI（年比）



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

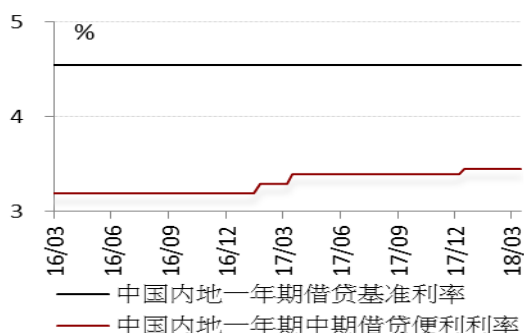


去年，人行三度调高公开市场操作利率和一年期中期借贷便利利率，同时把一年期借贷基准利率和存款利率维持不变（图43）。执笔时，我们注意到中国内地与美国十年期政府债券息差已收窄至十一个月以来的新低（图44），创下十一个月以来的新低。因此，市场现在推断人行须要调高基准利率的压力正在增加。

中国内地与美国十年期政府债券息差已收窄至十一个月以来的新低

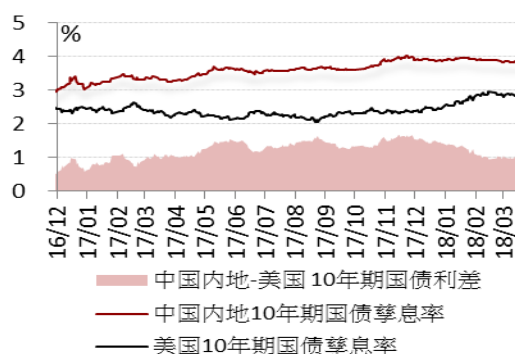
另一方面，易纲在人大会议上获任命为央行新任行长。获委任后，他表示会依循谨慎的货币政策，进一步推进金融改革，并确保金融系统稳定。市场普遍认为委任易纲为央行行长，标志着央行现有的决策会得到延续。考虑到经济环境稳定与货币政策平稳，我们继续给予离岸人民币「中性」评级。不过，投资者务须留意美、中贸易冲突升级所产生的潜在影响。

图43. 中国内地借贷基准利率及一年期中期借贷便利利率



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018

图44. 中、美十年期国债利差



数据源：彭博、中银香港，20-3-2018



▶ 免责声明

- ▲ 本文由中国银行(香港)有限公司(「中银香港」)刊发，只供参考。本文并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为专业意见，或任何产品或服务之要约或建议。本文无意向派发本文即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。
- ▲ 本文所载资料乃根据中银香港认为可靠的数据源而编制，惟该等数据源未经独立核证，故中银香港不会就本文及其所提供意见的准确性或完整性作出任何保证、陈述或担保。在本文表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并非独立研究报告及不构成投资意见或保证回报。所有意见、预测及估计乃中银香港于本文刊发日期前之判断，任何修改将不作另行通知。中银香港及有关数据提供者亦不会就使用及/或依赖本文所载任何数据、预测及/或意见而负责或承担任何法律责任。投资者须自行评估本文所载数据、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。
- ▲ 本文所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本文各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本文并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本文无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本文作为专业意见之用。
- ▲ 中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及/或其高级职员、董事及雇员可能会持有本文所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务(无论为有关投资银行服务或非投资银行服务)、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目而提供的服务赚得佣金或其他费用。
- ▲ 投资涉及风险。买卖证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资未必一定能够赚取利润，并有机会招致损失。投资者须注意证券及投资价格可升可跌，甚至会变成毫无价值，过往的表现不一定可预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括(但不限于)汇率、外国法例及规例(如外汇管制)出现不利变动。本文并非，亦无意总览本文所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。客户在作出任何投资决定前，应参阅及明白有关该等证券或投资的所有销售文件，尤其是其中的风险披露声明及风险警告。
- ▲ 本文由中银香港刊发，并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。
- ▲ ©中国银行(香港)有限公司。版权所有，翻印必究。
- ▲ 除非获中银香港书面允许，否则不可把本文作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径(包括电子、机械、复印、摄录或其他形式)转发或传送本文任何部份予公众或其他未经核准的人士，或将本文任何部份储存于可予检索的系统。