

全球动向：

环球经济

整体来看，今年以来，大部分股市下跌。债券市场方面，尽管股市震荡，但是全球债券收益率上行压制了债市表现。外汇市场方面，美元及加元偏弱，美国相对非美元国家的 10 年期国债收益率利差拉阔，但 1 月市场对风险偏好程度较高，市场对欧、日央行流动性紧缩的预期上升，加上贸易战预期升温，美元表现持续偏弱。商品市场方面，受惠于弱势美元及贸易战引发避险情绪升温呈现震荡上行走势；原油一度受到美元偏弱、股市震荡及美国页岩油增产等消息相互影响之下，第一季度宽幅震荡，最终在中东地缘政治风险的提振下，原油在第一季度仍录得约 9% 的涨幅。

重点关注三条宏观政策主线对大类资产配置的作用及影响。阐述如下：

(一) 资产波动及分化同步

检视去年第四季度以来全球经济表现，美欧日三大经济体国内生产总值(GDP)增长在高位微幅放缓：美国 GDP 季度年化增长率从前值 3.2% 降至 2.5%、欧元区从 2.5% 降至 2.4%、而日本则从 2.4% 降至 1.6%；同时从高频发布的制造业采购经理人指数也可得到类似的验证：今年以来，即使欧元区及日本数据小幅回落，但美国仍录得 17 年以来的最高水平 60.8，显示全球经济尚未出现明显回落且拐点尚未出现。

尽管经济形势保持相对良好的状态，但今年 2 月份海外股市却出现大幅震荡，其中一个重要原因是债券收益率上行导致市场估值重估。不过检视今年以来的美国、欧洲、日本通胀数据却发现整体通胀中枢水平及核心通胀（剔除波动较大的能源及食品价格）均未见有大幅上升。因此债券收益率上行主要是反映市场对通胀升温的预期，目前通胀拐点尚未出现。

受到去年全球能源价格低基期因素影响，预计今年通胀将从第二季度开始明显上行，年中达到高点，进入下半年后通胀或逐渐下行，下行的幅度将取决于当时油价中枢水平及劳动工资是否持续增长所决定，这意味着债券收益率的上扬是市场预先反映通胀预期的结果，也表示经济增长伴随低通胀的“金发女孩经济”即将退场，逐渐转变为经济增长且相对高通胀的宏观形势。

经济良好但通胀预期升温，债券收益率中枢水平上移，先前市场投资者在低利率环境中以追求固定收益为主调，未来将转向较高预期收益的投资机会，寻求比逐渐上升的无风险利率更佳的回报。这些较高预期收益投资机会的资产或贝塔高增长、抗通胀板块的表现可能较预期增长相对较低的市场或板块更佳。

市场需求转向追求“更高”收益将出现两项金融环境重要变化：(1) 市场波动率回归正常或波动中枢水平上升；(2) 资产、板块间表现分化扩大。以 1999-2000 年及 2006-2007 年为例，经济持续向好、失业率下降及能源价格上升，同样面临“金发女郎经济”退场的环境，因此抗通胀题材的金融、非核心消费及原材料板块表现良好，具备高增长预期，比如科技及房地产等为当时涨幅较大的板块；同时新兴市场股市表现优于发达市场，这些结果特征就是波动率放大及板块分化的情况体现。我们认为第二季度出现类似走势的概率较高，因此投资选择不同板块或地区的市场表现将形成显著差异。

(二) 收紧预期与幅度俱进

市场对 2018 年美国联储局渐进加息、欧洲央行缩减购债的政策方向已有预期，因此需要留意货币政策出现关键拐点的时点。所谓关键拐点是指：(1) 美国联储局加息提速使长短利差出现倒挂，以及 (2) 宽松货币政策结束后，三大央行出现流动性紧缩状况。

2018 年第一季度上述两种情况并未发生：美国联储局 3 月议息会议加息 0.25%，但仍维持今年加息 3 次的预期；欧洲央行行长德拉吉重申“除非看到通胀明显上行，否则不会取消宽松政策”；日本央行行长黑田东彦仍强调当前不是退出宽松时机，同时由于通胀预期升温，长端利率大幅上移，也使得长短利差并未持续收窄。

我们认为第二季度的货币环境或将有别于第一季度。主要原因是全球通胀上行将从预期转为现实，第二季度将出现明显上移，即使各央行决策者清楚这是因为能源价格基数低效应所造成，但由于美国及欧洲通胀水平上移超过或接近目标 2% (美国整体通胀在 2.5-3%、欧元区落在 1.5-2% 之间)，将使任何可能引发通胀上行的因素如：工资增速上行、进口物价上升等，都将持续牵动市场对央行加息提速的预期。

实际通胀的上行加上货币收紧预期持续，长端收益率仍存在上行压力，不过幅度将明显缩减。

由于第一季度全球债券收益率大幅上行触发股票市场下跌，若第二季度债券收益率持续走高，是否表示股票市场仍将面临下跌风险、甚或转为利淡的走势？我们认为情况应非如此，从历史来看收益率上行并非一个好的指标，事实上若收益率中枢水平上升导致估值回跌，股票相对债券投资价值增加，反而降低股市继续大跌的风险，不过 6 月份美国、欧洲、日本央行将再次面临流动性紧缩是否提速的政策难题，使市场投资者对债券配置仍保持相对谨慎态度。然而，债券市场最差时间或已过去，但牛市的配置时点应尚未到来。

(三) 政治风险与转机并存

市场关注的另一个议题是来自贸易战担忧。今年 3 月开始，美国总统特朗普开始加大贸易保护措施，首先针对进口美国钢铁及铝分别加征 25% 及 10% 的关税，其次要求中国应该设法降低对美贸易顺差的幅度，并签署针对中国进口美金 500 亿元商品课征收 25% 的关税决定，由于中美是世界两大经济体，贸易战一旦开打对资本市场将有深度大且范围广的影响。

去年 8 月，美国特朗普总统签下行行政备忘录，要求美国贸易代表依据贸易法的 301 条款，针对中国是否侵犯美国智财权展开调查，根据相关流程，一旦美国贸易代表公布了存在不公平贸易的调查结果，美国总统可进行：(1) 暂停履行美国在自由贸易协议下应承担的义务；(2) 实施或提高进口关税；(3) 增加贸易限制；(4) 要求贸易对手国提出补偿或签署双边协议。

回顾历史，美国曾五次对中国动用 301 条款调查，其中 4 次是在 2001 年中国加入世界贸易组织(WTO) 之前 (1991 年 4 月、1991 年 10 月、1994 年 6 月、1996 年 4 月)，1 次是在中国加入 WTO 之后 (2010 年 9 月)，最后的解决方式都是达成中美双边协议，美国并未进行相关报复措施。

当然中美贸易战升级的可能性仍是存在，比如美国未获得相对满意的协议内容，可能将会对双方贸易中逆差最大的项目 (计算机手机相关设备) 进行惩罚性提高关税措施；中国则针对美国进口较大及重要性高的项目 (如飞机、汽车等) 实施对应的惩罚性关税。一旦贸易战升级将严重影响市场情绪，外溢效果将影响全球贸易量及经济增长、股市等风险性资产，债券收益率恐将出现大幅下行，而扮演避险货币的美元或将转弱为强。

我们认为可能的发展结果仍是美国以 301 条款为威胁手段，而中国透过短中长期的措施适度降低中美之间的贸易逆差，例如短期增加对美产品的进口，中长期承诺加大智财权保护及开放美国企业准入等措施，最终与美国达成一定协议以避开可能危及全球经济的贸易战危机。部分象征性的报复关税或有可能发生，如中国对美国农产品等进行课税，但由于重要性较低不致影响中美贸易大局。贸易战的转机在于中美双方领导人都清楚意识贸易战升级百害无一利，但特朗普出于 11 月中期选举的政治目的，必须对持续扩大的中美逆差有所作为，因此第

二季度贸易博弈风险或使市场波动增加，但中美贸易战出现失控发展的概率较低。

朝鲜议题可能是另一个“危”、“机”并存的主题。2017年以来，朝鲜核试及导弹风险持续升温，美朝军事冲突一直是可能发展结果之一。美国总统特朗普或在今年5-6月在第三方国家与朝鲜领导人金正恩见面。依照政治惯例，若双方领导人顺利会面则表示：(1) 美国已获得朝鲜不继续、或放弃发展核武的承诺；(2) 朝鲜已获得美国保证不改变朝鲜政权及采取的可能攻击行动。第二季度美朝会谈若顺利举行，虽然在全球经济发展中影响不大，但对减缓亚洲地缘政治风险将起到重要作用，有助于股票市场表现。

除了政治风险，今年另外2个可能风险为：(1) 减税后股市大涨的回跌风险，及(2) 美国债务危机扩大风险。2月份股市的突发下跌，验证了第一项风险，考虑目前全球信贷体质持续改善下，重演2008年债务危机概率相对较低。市场最大的风险仍是在股票市场累积涨幅较大后，突发风险事件迭加程序交易作用，放大指数下跌幅度，外溢效果导致股市出现较长时间的回跌，此风险第二季度或不致发生，但需要关注这会是在面临政治风险后，金融市场最可能发生的下跌诱因。

股票市场评论：

(一) 美国股市

尽管市场出现对美国股市连续9年多头以及估值偏高的两项担忧，但在企业盈利保持良好及相关政策支持下(如税改及金融监管放松)，美股仍具有一定的上涨空间。主要风险点将是突发事件风险，特别是短线涨多后的回跌，如1987年、2010年等。

我们预期第二季度债券收益率仍将高位运行，市场对债券收益率上行继续影响股市的担忧仍在，不过此风险已相对可控。回顾1970年代以来股市表现与债券收益率的相互关系可发现：当债券收益率快速上行或下行，股市容易出现较大的跌幅，而且在收益率下行阶段，股市下跌的幅度及时间上都远于收益率上行阶段，这是因为债券收益率下行通常表示经济基本面恶化或衰退，而基本面恶化对股市风险高于收益率上行对估值回跌的影响，因此即使第二季度债券收益率高位运行或缓步上移，我们认为对股市影响也相对有限。

贸易战方面，目前暂未看到中美之间爆发强烈冲突的风险，但是一旦冲突扩大外溢到实体经济，则美股可能面临持续性下跌走势；参考前文分析，我们认为强冲突发生的概率仍然较低，因此市场在经历避险情绪的扰动后仍将回归基本面反应。4月份美股将公布第一季度财报，从目前市场预测数据来看，标普500指数企业或将录得接近20%的获利同比增幅，排除低基数因素的原材料板块，机票、科技及金融将是获利相对靠前板块，若美股第二季度重回上升通道，则获利良好、有相关题材支持、同时能够避开贸易战阴霾、短线上涨动能持续的科技、非核心消费、金融等板块仍将是市场青睐的焦点。

(二) 欧洲股票：货币政策收紧和欧元走强有一定利空

对欧洲央行未来的路线判断，我们认为欧洲央行最早会在2018年第二季度末，即6月会议上对缩减购债做出明确的指引(2018年6月会议或者7月会议出台概率都存在)，预计欧洲央行大概率会在2018年9月之后继续缩减购债规模到欧元100-200亿/月，在2018年12月后就完全终止，再后有望在2019年上半年启动加息。因此在接近第二季度末，对于股票市场需要提防货币政策收紧对股市估值水平和情绪面的压制。

从盈利角度来看，市场预期2018年第一季度业绩增速同比为3.4%，环比下行，主要原因是2017年第一季度的高基数效应，以及欧元汇率走强对于欧元区大型跨国公司财务数据上的负面影响。从历史走势上来看，由于汇率对于大型跨国公司影响更大，欧元汇率的走强往往伴随着欧股小型股板块走势强于大型股板块。

分板块来看，科技、公用事业以及原材料这几个行业增速为佳。2018年第一季度财报在2018年5-6月集中公布，届时需注意回避业绩披露较预期差的板块。贸易战方面，当前看来并没有影响到欧元区出口占比较高的行

业如汽车行业，但是后续如果贸易战升级，有可能出口占比较高的相关板块会受到情绪面上的负面影响。建议配置受益于景气度较高的科技板块和未来欧元区长端利率提升的金融板块。

(三) 新兴市场股票

第一季度市场波动加大，恐慌指数(VIX)一度攀升至超过 35。根据历史统计数据，当 VIX 指数超过 25 时，市场投资意愿不稳定、风险性资产波动加剧，股市往往需要约 2 个月的时间进行整理。同时，美元指数维持弱势，美十年国债收益率下跌幅度有限，新兴市场股市止跌回稳，显示市场资金风险偏好仍在，特别是以巴西、俄罗斯为首的拉丁美洲市场与新兴欧洲市场的反弹幅度尤为明显。

展望第二季度，我们对新兴市场表现并不悲观。主要有以下几点：(1) 市场第一季度的波动来自于低贝塔市场(发达国家)，高贝塔特征的新兴市场并不是主要风险源，表现出现一定的分化，拉美与新兴欧洲表现明显优于新兴亚洲。拉美与新兴欧洲市场是原材料与原油产量丰富的国家，受到原材料与油价中枢上涨因素，股市自去年 12 月中旬开始好转，今年第一季度表现也展现出较强的抗跌性；反之，由于原材料与能源板块在指数成分占比较低，新兴亚洲主要权重国家如印度、印尼等表现也相对疲软，导致新兴亚洲市场表现不如拉美与新兴欧洲。展望第二季度，我们认为原材料与能源价格虽暂难重回此前强势，但是市场需求仍未消失，如果油价限产执行情况良好，对相关市场的后势表现仍有支撑。(2) 从过去十年市盈率分布情况来看，拉丁美洲与新兴东欧的估值上升空间明显优于新兴亚洲，目前巴西为 21.05，对比十年高点 90%分位的 28.99 仍有提升空间。(3) 巴西的综合采购经理人指数强劲复苏，近半年多维持在 53 以上；反观印度、印尼等新兴亚洲国家综合采购经理人指数虽维持在荣枯线以上，却多在 50 至 51 之间窄幅波动，拉丁美洲更具备经济发展吸引力。

新兴东欧方面，俄罗斯的综合采购经理人指数强劲复苏，然而 4 月 6 日美国对俄罗斯发出新一轮制裁，冻结多名俄罗斯政府高官及亲近俄罗斯总统普京的寡头与其旗下企业在美国境内资产。以 2014 年克里米亚危机做借镜，该事件是国际承认克里米亚属于乌克兰领土，但俄罗斯总统普京于 2014 年 2 月 23 日说：「我们一定要开始设法让克里米亚回归俄罗斯」，并以武力强行将克里米亚纳入了俄罗斯联邦。因此，美国、欧洲等各国也于 2014 年 3 月份对俄罗斯开始对金融、能源、工程等制裁。此期间俄罗斯指数(RTS)下跌约 20%，调整近 3 个月后才返回起跌点，但这段时间油价涨了近 10%。我们认为，外围环境是影响新兴市场的主因，而俄罗斯更受欧、美国家制裁影响，待叙利亚地缘政治事件缓和，近期建议俄罗斯以观望为主。

(四) 中国境内股票

第一季度回顾

回顾 2018 年第一季度，中国境内资本市场围绕着两会、中美贸易战、流动性维稳等三条主线演绎。首先，全国两会顺利召开，政策高度延续十九大会议精神，稳定性明显增强；其次，中美贸易摩擦箭在弦上，前景仍然扑朔迷离；另外，境内宏观经济形势开局良好，工业增加值、房地产投资等数据显著超预期；同时，资金面在央行实施定向降准、跨春节临时准备金动用安排等利好下维持相对稳定态势。最终，境内债市、房地产市场平稳运行；境内股票则先后经历了白马股行情、欧美股市暴跌，「独角兽」主题以及中美「贸易战」的冲击，波动幅度明显加大。总结 2018 年第一季度境内资本市场表现，上海证券交易所综合指数报收于 3072 点，累计下跌 4.2%；创业板则逆势上涨 8.4%；中证国债及企业债分别上涨 2%左右。

境内市场第二季度展望

展望 2018 年第二季度，我们对境内宏观经济及政策展望的核心判断有以下三个方面：

1. 宏观经济稳中略降，无需悲观：整体来看，宏观经济 2018 年 1-2 月份表现大超预期。工业增加值按年增长 7.2%，较 2017 年 12 月回升 1 个百分点，在工业利润较高以及环保限产力度逐步减弱的情况下，工业产出

有所恢复；固定资产投资同比增长 7.9%，增速比 2017 年全年提高 0.7 个百分点。值得注意的是，农林牧渔业投资增速高达 25.3%，因乡村振兴战略等政策倾斜以及低基数原因，该项增速今年可能持续出现较大反弹；社会消费品零售同比增长 9.7%，较上月小幅反弹；出口增速更是达到 24.4%，创五年来新高。然而资料背后仍存隐忧，消费领域方面，随房地产政策调控持续深化，与房产相关的家具、家电等耐用品消费增速逐步下降；基建投资则在财政预算赤字率有所下调、地方政府隐性债务受到严控以及非标融资面临严监管的合力影响之下，增速易下难上；制造业投资方面，2018 年 1-2 月按年增长 4.3%，仍然低位徘徊，我们判断在去产能继续推进、新旧动能转换尚且萌芽的情况下，制造业整体平稳，难有大幅增长。

2. “贸易战”成为关键风险点：到目前为止，美国提出美金 500-600 亿元的涉税规模，短期内或对相关行业及微观企业发展形成一定不利预期，但对中国经济整体冲击不大。一方面，近年来净出口对我国经济增长的贡献的占比逐步下降。另一方面，我国对美出口占比为 23%，并非绝对主导地位。而且 2017 年中国对“一带一路”沿线国家出口总额同比增长 12.1%，高于出口整体增速 4.2 个百分点；在当前我国对“一带一路”建设的大力支持下，预计“一带一路”沿线国家将持续促进我国出口数量和质量的提升，为我国在全球贸易博弈格局中增加筹码。再一方面，而从历次中美贸易摩擦来看，均经历了反复协商、长期持续的过程，双方各有自己的利益要求，并且有达成共识的可能性，贸易战大规模升级的可能性不大。

3. 政策预期稳定性增强：从 2018 年两会内容来看，与十九大精神一脉相承，预计未来较长时间内政策预期稳定性将大大增强。首先，目前供给侧结构性改革由“三去”向“一降一补”扩展的态势明显。本次两会政府工作报告大量篇幅涉及到了降成本的政策导向，例如：2018 年拟为企业和个人减税人民币 8000 多亿元，为市场主体减轻非税负担人民币 3000 多亿元，减税降费合计超过人民币 1.1 万亿元，较 2017 年进一步扩大。同时，更强调改善民生、环保等短板，旨在多线布局，力促经济“脱虚向实”。其次，货币政策：维持稳健中性，调控方式更为灵活；紧接着，维持积极的财政政策不变，强调聚力增效；最后，资管新规即将落地，预计后续还将有一系列细则出台与之相配合。在监管框架及路径基本确定、市场预期也已将为充分的情况下，2018 年来自监管的增量冲击料将有限。

基于以上，对境内主要品种配置策略如下：

固定收益类资产方面，第二季度市场仍面临诸多负面因素的影响，包括：资管新规在内的后续监管措施将陆续出台；经济基本面韧性仍在；美国联储局年内还有 2-3 次加息预期可能性，中美贸易战影响持续发酵等。因此，我们认为第二季度债券市场将延续震荡行情，十年期国债收益率仍将在 3.4%-4% 之间波动。如果中美贸易战不断恶化，对中国实体经济产生巨大的负面影响，进而导致监管政策强度降低、流动性进一步放松，届时市场可能迎来真正的拐点。配置策略上，中长期持有债券的绝对收益已经不低，债券的配置价值逐步浮现，建议待利率出现再次上行后可逐步布局。首选短期利率债和高等级信用债。

股票类资产方面，货币偏紧以及金融从严监管对股市的影响边际趋弱。同时，A 股企业盈利可望受惠于供给侧改革等因素持续保持较高增速的增长，低估值优势仍在，配合近期以“新技术、新产业、新业态、新模式”为特征的“四新”经济的利好政策密集出台且资本市场资金面较为平衡等因素，A 股仍具有较好的中长期配置价值。市场风险主要是由中美贸易战导致的对经济基本面的担忧以及海外市场调整引发的连锁反应。配置方向上，低估值以及盈利稳定增长仍是首要条件。目前大型蓝筹股估值合理，但估值水平受到欧美股市调整的影响较大，部分传统行业受贸易战负面影响较大，主要配置盈利稳定增长的消费、医疗行业。基本面良好、估值调整到位的成长股具有投资价值，政策对于经济新动能、创新、高端先进制造业的支持进一步加强，主要包括大数据、人工智能、半导体、5G、新材料、高端专用设备以及环保和军工等板块。而其余基本面较差同时估值过高的板块仍面临较大的不确定性。

(五) 香港股票

沪深港通额度扩大及新经济新股热潮有助大市向好

中美贸易纷扰僵持不下之际，国家主席习近平在海南博鳌论坛开幕仪式上表明，不论是服务业还是制造业，中国都要继续推动扩大开放，并宣布采取四大措施。一是大幅放宽市场准入，主要着眼于金融业方面。去年年底宣布的放宽银行、证券、保险业外资股比限制，要确保落地，同时加快保险业开放进程，放宽外资金融机构设立限制，扩大外资金融机构在华业务范围，拓宽中外金融市场合作领域。内地金融业将面对更大的竞争，反观新政策为早已踏足中国市场的友邦保险(01299)有机会得益于分销渠道强劲及客户基础庞大，有助维持市场份额，前景可看高一线。二是创造更有吸引力的投资环境，将成立市场监督管理总局，落实准入前国民待遇加负面清单管理制度。将加强同国际经贸规则对接，增强透明度，强化产权保护，坚持依法办事，鼓励竞争、反对垄断。三是加强知识产权保护，将重新组建国家知识产权局，完善及加大执法力度，把违法成本显著提上去。四是主动扩大进口，降低产品进口关税，其中包括汽车，努力增加人民群众需求比较集中的特色优势产品进口，以加快加入世界贸易组织《政府采购协议》进程。其后，美国总统特朗普在社交网站 Twitter 上表示感谢习主席在关税及汽车关税上的友善言论，以及加强知识产权保护的措施，两国将共同进步。此举令贸易战紧张气氛缓和，有助促进中美贸易谈判成功。同时，人民银行行长易纲宣布 5 月 1 日起，「沪股通」及「深股通」每日额度扩大至 4 倍，普遍相信是为 A 股在 6 月被纳入摩根士丹利资本国际指数 (MSCI) 铺路。市场认为此举措及时响应不断变化的市场需求，港交所(00388)、金融及券商股受惠及港股通名单中的股份料能率先受惠。另一方面，中国平安(02318)分拆的首间新经济企业、业务主体为平安好医生的平安健康医疗科技将在本季上市，有机会为本港今年新经济新股热潮展开序幕。港股经过第一季约三千点的调整后，然而，中美贸易纠纷有望舒缓。另外企业快将公布本年第一季度业绩，有望带动港股靠稳，预计第二季恒指于 29,100-32,500 区间走动。

板块分析——油价持续走强 但长远仍看供求

石油输出国组织(OPEC)的减产计划最快明年才结束，以使美国原油库存降至正常水平。中美贸易战忧虑降温，加上美军与英国和法国联合空袭叙利亚，而支持叙利亚政府的俄罗斯总统普京警告西方国家，如果再度对叙利亚发动空袭，势必引发全球事务出现大乱。同时，沙特阿拉伯王储萨勒曼表示，沙特国营石油公司沙特阿美(Saudi Aramco)仍然计划于今年底上市，但亦有可能推迟至明年初。根据彭博消息，沙特阿拉伯暗示希望实现美金 80 元的油价水平，从而营造有利沙特阿美的上市环境。面对上述中短期因素下，国际油价创逾 3 年新高。

长远而言，油价升势仍需留意产油供求。需求方面，国际能源资讯署 4 月发表月报显示维持今年全球石油需求每日增加 150 万桶的预测不变，非油组产油国的供应量预测维持在每日 180 万桶。供应方面，国际能源资讯署同时表示，未来 5 年，美国页岩油产量会持续上升，预估到了 2023 年，每日产量将增至 1,210 万桶，可望主导全球原油市场。倘若全球原油的需求出现供过于求的情况，油价难免会出现受压。因此油价能否持续走强应保持警惕。

股票	评级*	债券	评级*
美国	↑	美国国债	↓
欧元区	↑*	美元投资级别	↓
英国	▬	美元高收益	▬*
中国	↑	欧元国债	↓
香港	↑	欧元投资级别	↓
亚太(日本除外)	↑	欧元高收益	↓
日本	▬	亚洲	▬
新兴欧洲	▬*	中国投资级别	▬
		中国高收益	↑
南美	↑	新兴国家(美元)	▬*
		新兴国家(当地货币)	↑

*注：↑ 正面 ↑ 略为正面 ↓ 负面 ↓ 略为负面 ▬ 中性 # 评级变动(较3月)

定息市场评论：

(一) 环球政府债券

2018年3月份美国联储局议息会议后公布的季度经济预测中，美国联储局上调了2018及2019年的经济增长预期，下调了2018至2020年的失业率预期，上调了2019至2020年的核心个人消费支出平减指数(PCE)通胀预期，而利率中值预测点阵图显示，联储局官员预计2018至2020年加息次数分别为3次、3次及2次。此次15名官员之中有7人预计今年至少加息4次，2017年12月这样预测的官员仅有4人。基于上述判断，我们认为第二季度因为基期因素，通胀走高将持续干扰市场，而市场也会持续猜测今年加息次数是否可能提升至4次，在此背景下，我们预期美国10年期国债收益率波动区间将落在2.6%至3.1%，预期10年与2年国债利差将持续缩窄至0.4%左右的水平。

(二) 全球企业债券

今年以来，美债收益率全面走高，主要国家收益率亦有上行，市场资金配置意愿偏低。受此影响，美高评级信用债于第一季度表现较差，主要地区期权调整利差亦走阔10~17个基点，整体表现下跌0.5%至3%。展望第二季度，在美债收益率预期进一步走高的状况下，全球高评级信用债难有表现。

全球高收益债券亦跟随美债收益率上行而出现价格下跌，但各地区表现较为分化，与高评级债走势亦出现分化，欧高收益债受惠于欧洲央行持续实行宽松政策表现相对较好；美高收益债受惠于美国经济增长稳健，企业信用状况稳定，票息收入抵消部分美国债收益率上行的不利因素；亚洲高收益债则受到美债收益率上行和市场偏好度降低双重打击表现最差。基于高收益债信用情况未出现大幅恶化，基本面维持良好，高票息特性在基准收益率上行时提供了较佳的保护，在第二季度我们认为整体高收益债表现仍将优于高评级债券。

(三) 中国企业债券(美元)

今年以来整体中资美元债市场回报仍为负值，但是相较其他主要地区表现相对较好。与其他市场相同的是，高收益债券市场因为较高的票息保护，整体表现优于高评级债券市场，不过在一级市场承压，且全球债券市场在第二季度仍将面临通胀升温带来的收益率上行压力，二级市场亦难有表现，建议配置仍应以信用状况较好的企业为主。

(四) 新兴市场债券

尽管第一季度市场避险情绪加大，新兴市场美元债表现偏中性，债券利差仍处于相对偏低位置。随着风险偏好情绪逐步企稳，巴西、俄罗斯、印度、印度尼西亚等国家的债券利差仍然有收窄空间。尤其是俄罗斯、巴西等仍具备一定的降息空间。因此，外围环境稳定有利于新兴市场债券的表现机会。然而4月6日美国对俄罗斯发出新一轮制裁，如上文分析，近期建议俄罗斯以观望为主。

此外，受美元指数走势疲弱，新兴市场当地货币债券机会将优于新兴市场美元债券。本轮美元指数是自2017年12月中旬开始下跌，新兴市场当地货币债券与新兴市场美元债券同期呈现持续分化的走势，相对利好新兴市场当地货币债券。进入第二季度以后，美元指数持续疲软将有利于新兴市场当地货币债券。

商品

(一) 黄金：多因素共振下黄金价格有望走高

回顾2018年第一季度黄金的价格走势，在1月份初期由于油价上行带动通胀预期的集中修复导致金价向上触碰到美金1370元/盎司。但此后伴随着油价的回落以及美元指数站稳，金价中枢回落。

黄金近期和美国十年期国债实际收益率在2018年2月走势一度有所背离，短期看黄金价格和美元的相关性显得更强。从历史上看，黄金价格和美国十年期国债实际收益率背离也曾出现过，比较长的一次背离是出现在2004-2006年之间。当时的情况是美国通胀水平很高，消费物价指数(CPI)同比一度达到4.7%的高位，美国联储局在2004年6月至2006年6月将联邦基金利率从1%一直加至5.25%。我们认为当时金价和实际收益率的背离主要原因是通胀水平太高，持有黄金抗通胀的意义更被看重。

展望第二季度，我们预计在避险和通胀两个方面都对黄金偏利好。未来45-60天是中美贸易谈判博弈的关键时间。我们判断最终通过协商解决而不是两国大规模贸易报复的概率更大，但是未来两个月还将伴随着双方的讨价还价和贸易摩擦，风险资产波动性提升，有可能刺激避险情绪处于高位，有利于金价高位运行。另外从第二季度的通胀来看，虽然发生像前文所提到的2014-2016年消费者物价指数(CPI)大幅走高的概率不大，但是在油价低基数的效应下，2018年中期大概率会迎来今年通胀的高点，对黄金同样是利好。

整体看黄金在第二季度走强概率偏大，潜在风险点需关注接近美国联储局6月议息会议时，市场有可能会阶段性对美国联储局今年总共加息4次的预期升温，可能会造成黄金波动加大。

综合以上分析，我们对2018年第二季度黄金价格的判断是金价中枢在美金1310-1380元/盎司区间。

(二) 原油：委内瑞拉和俄罗斯是影响市场关键变量

2018年第一季度原油呈现震荡行情：2018年1月上涨，但之后回落并进入震荡。整体来看，第一季度至今石油输出国组织(OPEC)减产执行力度维持在很高水平，导致原油库存持续下降是支撑油价高位运行的主因，而2017年末爆发的伊朗暴动突发性地缘政治事件也激发了油价上扬，布兰特期油和西德州油

展望2018年第二季度，我们认为影响原油的多种因素交相影响，原油大幅上行和下行的概率都被限制。利好原油的积极因素在于：(1)美国原油库存数据已经较2017年同期有非常明显的好转，2017年同期原油库存高于前六年平均水平大约12,155万桶，而当前和前六年平均水平的差距已经收窄至1675万桶；(2)伊朗局势依旧紧张，如果美国加大对伊朗制裁，有可能激发市场利好的情绪。石油输出国组织(OPEC)供给减少另一个潜在的可能在于委内瑞拉：委内瑞拉自2017年年初至今，产量已经下降了40万桶/日，成为石油输出国组织(OPEC)国家内减产第二大的国家，并且近月委内瑞拉产量仍在下滑。委内瑞拉产量下滑和其深陷债务危机有关，短期来看政治风险仍然存在，未来其原油生产有可能继续受到打击。

但是美国页岩油产量的大幅提升限制了原油未来的上行空间，美国原油产量已经从 2017 年年底的 995 万桶/日，迅速提升至当前的 1030 万桶/日，目前已经超过沙特原油每日产量，按照美国能源资讯署(EIA, U.S. Energy Information Administration)预计有可能在 2018 年年底达到 1125 万桶/日，超过俄罗斯。美国页岩油厂商在最近一个季度的资本开支比例提升，页岩油钻机数持续回升，也会体现在数个月后美国原油产量增长上。

由于 2018 年 6 月预计在沙特和俄罗斯的共同主导下石油输出国组织(OPEC)将会对减产协议的效果进行检视。我们判断在美国原油产量大幅增产有望超过俄罗斯的背景下，届时俄罗斯继续减产的意图有可能比沙特弱，这会成为 2018 年下半年减产协议继续推进的一个变数。综合以上分析，我们对 2018 年第二季度大部分时间原油价格的判断是在美金 60-70 元/桶区间。接近 6 月石油输出国组织(OPEC)会议前，如果原油价格接近中枢上缘，则要注意有回跌风险。

外汇市场评论：

美元

近期美元指数持续受压，由高位 90.93 反复回落至最低 88.94 水平，随后在低位见买盘支持，重上 90 关口，最高见 90.60 水平，现价仍在 89-90 附近徘徊。

美国数据

美国 3 月份非农就业人口仅增加 10.3 万人，升幅创半年以来最少，并远低于市场预估的 18.5 万人，2 月数据则为增加 32.6 万人。而 3 月失业率录得 4.1%，仍持续处于 17 年低位，虽然与上月持平，但略逊于市场预期 4.0%。然而，美国 3 月薪酬增幅按月增加 0.3%，分别符合市场预期及高于上月 0.1%；按年率则增加 2.7%。数据反映美国劳动力市场增长放缓，不过市场认为，劳动力市场经过 2 月快速增长后回稳属正常现象，而薪酬增长加快，是利好美国加息次数的信号。

美国 3 月消费物价指数，按月跌 0.1%，是去年 5 月以来首次下跌，市场原本预期会持平，主要受汽油价格下跌影响。虽然整体通胀十个月以来首度回落，但核心通胀升幅加快。扣除食品及能源的核心指数，表现则符合预期，按年升 2.1%，上月为增长 1.8%。升幅是超过一年来最大。核心通胀升势持续，主要受健康护理成本及租金升势带动。由于早前公布的生产物价指数升势较强劲，预料会继续支持通胀向上，加上在劳动市场持续紧张，华府减税及增加基建开支的刺激下，本年通胀有可能多次突破美国联储局定下 2%的目标水平，甚至有可能令美国联储局调整 2018 年加息的次数，由三次增加至四次。

2017 年第四季度美国实际国内生产总值(GDP)按年率计算增长 2.5%，较初值下调 0.1 个百分点。

纪要显示美国联储局官员对经济和通胀走势信心增强

3 月 22 日美国联储局公布了货币政策声明，决定将基准利率上调 1.50%至 1.75%的目标区间，符合市场广泛预期。美国联储局主席鲍威尔主持首个议息会议，重申对美国经济前景乐观看法。

首次主持会议的美国联储局主席鲍威尔表示，美国联储局调高经济增长预测，又调低失业率预测，而通货膨胀预测只轻微调高，这反映经济闲置产能和通胀之间的相互关系，不再那么紧密。美国联储局认为，近月经济展望已经增强，并改变形容经济活动的措辞。2018 年 1 月份议息声明，认为经济活动「稳步上升」，而今次则认为「温和上升」。会后声明又表示，劳工市场继续增强。近月职位增长强劲，而失业率维持低水平。不过家庭开支与企业固定投资，自去年第四季强劲增长后，最近数据显示增长已经放慢。通货膨胀方面，未来数月按年通胀预期会上升，中期会在美国联储局 2%目标左右稳定下来。美国联储局并调高今、明两年经济实质增长预测，另外，美国联储局重申，短期经济展望风险看来大致平衡，显示局方未认为美国经济过热的风险升温。

有鉴于现时通胀仍然低迷，意味当局续以循序渐进式收紧货币政策。此外美国联储局缩减资产负债表计划亦稳步推进。

在最受关注的点阵图方面，美国联储局官员预计，2018至2020年加息次数分别为三次、三次及两次。即今年一共加息三次。反映美国联储局短期立场虽维持审慎，但整个升息周期将更久，利率将更高，释放「鹰派」讯号。

据最新利率期货显示，6月13日会议，加息机会飙升至80.9%。

4月11日美国联储局公布3月会议纪录，全体公开市场委员会委员都预计经济增长将持续强劲，未来数月通胀将上升。有分析指，会议纪录内容意味着美国联储局倾向比以往更快的加息速度。会议纪录亦显示，委员正考虑在未来的议息声明中，更改对货币政策的措辞，由「宽松」(accommodative) 改为「中性或收紧」(neutral restraining)。自2008年金融危机以来，美国联储局一直使用「宽松」措辞。若美国联储局改变措辞，将意味着利率政策将由刺激经济增长，转变为防止经济过热。

特朗普打「贸易战」为连任铺路

中、美贸易紧张升级令投资者产生不确定性，各国股市下跌，资金转入避险资产，市场担心经济增长受阻。

对于美国一些大型公司来说，与中国的贸易战绝非好事。同时，亦有可能会抵消来自特朗普财政刺激措施的所有积极刺激，甚至影响美国未来加息的时间进程。至于贸易方面的局势将如何发展仍有待观察，现正带来不确定性及政治风险，预计短期内美国长期国债收益率和美元汇率必受拖累，不过，暂时中、美双方仍然希望最终以谈判来解决分歧。

根据过往经验，贸易保护主义在过去还没有出现过赢家，最后结果只会两败俱伤。

总括来说，美元暂时仍主要受贸易战消息所带动，特别是中、美贸易摩擦持续升级令市场不确定性有所上升，短期将继续困扰汇市，本部认为近日特朗普大打「关税战」是手段而非目标，特朗普不是真的想打贸易战，目的只为了争取中期选举时选民支持的一个做法。美元表现将会比较反复，下方重要支持在89.00及88.25，不过3月份美国落实加息后，美汇指数在低位已见买盘支持，可望企稳89.00以上水平，如有利好美元消息配合，并可再挑战91.80阻力，第2季预期美汇指数将在88.00至92.00上落。

至于2018年美国加息步伐，基于近期经济数据暂未有改变美国联储局于年内加息3次的预期，而鲍威尔虽然重申对美国经济前景保持乐观看法，但并不足以令美国联储局的加息步伐变得更为进取，加上贸易战不确定性因素增加，本部维持2018年美国加息3次看法。

另外，必须关注叙利亚局势发展。美、英、法联军突袭叙利亚后，市场反应未算过份紧张。如果俄罗斯没有激烈的反应，相信对金融市场的影响会渐渐淡化。不过，如果俄罗斯作出激烈响应甚至作出报复行动，则对后市十分不利，投资者必须要密切留意事态最新发展。

欧元

近期欧元兑美元维持在1.2150至1.2480区间上落，现价在1.23附近水平上落。

欧元区数据：通胀温和，失业率维持平稳。欧元区2月消费物价调和指数(HICP)初值按年上升1.2%，符合预期。期内，扣除食品和能源的HICP初值按年上升1.2%，高于预期上升1.1%。欧元区1月失业率为8.6%，为2008年12月以来最低水平，分析认为失业状况改善是受欧元区经济强劲复苏推动。

欧洲央行最新利率决议：

3月8日欧洲央行维持利率不变，符合预期。管理委员会表示，欧洲央行的主要利率将在较长时间内保持在目前水平，并且会远超过净资产购买的期限。不过，是次议息后声明，已删除过往「有需要时会增加买债」的措

辞。但声明表示仍有可能延长将于 9 月底到期的每月欧元 300 亿资产购买计划，直到管理委员会认为通胀稳定迈向目标为止。这反映宽松货币政策仍可能会持续一段长时间。

欧洲央行行长德拉吉就欧元区货币政策发表讲话，他表示，欧洲央行停止购债计划有清晰定义，就是通胀稳定地向目标进发，而这目标就是整体通胀率中期接近但低于 2%。虽然目前欧洲央行比过去更有信心通胀正处于正确方向发展，但不确定性的风险仍然存在，故即使经济前景不太需要依赖资产购买计划，货币政策仍然需要耐心、坚持及谨慎以确保通胀返回目标。

欧洲央行在最新的宏观经济预测中，预期今年实质 GDP 按年增长 2.4%，2019 及 2020 年将会分别增长 1.9%、1.7%，与 2017 年 12 月的预测比较，今年增长率向上修订，但维持未来两年的增长预测。另外，德拉吉又指出，强劲的经济表现亦在就业市场中反映，自 2013 年中以来，欧元区就业职位增加接近 750 万份，已补回金融危机

时流失的职位，失业率亦降至 2008 年 12 月以来最低，欧洲央行预期在 2020 年之前将会进一步降至 7.2%。通胀方面，德拉吉指出，欧洲央行最新预测整体通胀率今年平均达到 1.4%，2020 年将会达到 1.7%。在总结时，德拉吉重申，欧洲央行对于通胀率在中期迈向目标更具信心，但仍然需要进一步证据显示通胀向正确的方向发展，而货币政策仍需要保持耐性、坚持及谨慎。

整体上，德拉吉的讲话反映了欧洲央行对欧元区经济前景感到乐观，通胀率亦料持续向目标水平进发，家庭消费亦会加强经济增长动力，从欧洲央行将今年 3 月份开始的购债规模，从欧元 600 亿大幅削减至欧元 300 亿可见，市场仍预期欧洲央行有可能到今年 9 月份结束买债计划。

政治风险事件：

德国社民党党员以大比数支持顺利组成联合政府，令到默克尔第四度成为德国总理，消除政治不明朗因素。

意大利在 3 月 4 日举行国会大选，五星运动与联盟党成为议会最大的两个政团，但没有一个政团取得过半数议席。日后仍需留心意大利局势变化。

贸易战：

美国总统特朗普宣布给予欧盟钢材入口关税豁免；但这所谓的豁免只属暂时性质，欧盟必须与美国就贸易不平衡问题进行磋商，化解双方的分歧，并要在 5 月 1 日前达成协议，以改善欧、美间的贸易不平衡问题，否则美国仍会对来自欧盟的钢材及铝入口分别征收 25%及 10%关税。

欧洲央行年报预期：

欧洲央行行长德拉吉在央行的年报中预期，欧元区经济扩张速度会继续强劲，有信心通胀中期会回升至接近央行 2%目标。虽然近期金融市场波动，但幅度不算太大，影响亦没有蔓延至信贷市场，整体金融环境仍然偏向宽松。但要留意闲置产能的情况不明朗，需要持续审慎制订货币政策。

欧洲央行多名官员继续看好欧元区经济前景，但同意贸易战风险升温，需要审慎制订货币政策。虽然今年以来不少数据都出乎市场预期疲弱，但欧洲央行多名官员均表明，对欧元区经济仍然审慎乐观。

近期欧洲央行官员对今年 9 月底是否结束量宽政策仍然比较审慎，暂时通胀数据仍然比较温和，还未足以令欧洲央行落实任何行动，加上欧洲央行曾对「强欧元」表示关注，因此欧元进一步大幅上升的机会不大，幸好德国及意大利政治不确定因素暂时消除，而与美国的贸易不平衡问题最后应会通过谈判来解决，因此欧元兑美元第二季仍会维持区间上落，下方重要支持位为 1.2080，上方阻力为 1.2550，预期在 1.20 至 1.25 区间上落。

英镑

近期英镑兑美元走势明显较强，突破 1.4000 关口，曾高见 1.4250 水平，但在高位 1.4250 遇到强大阻力，迅

速回调至 1.40 水平，现价于 1.40-1.41 水平上落。

英伦银行虽然在 3 月 22 日议息后维持利率不变，但有两位决策委员支持加息，令市场预期英伦银行最快将于 5 月份加息，支持镑汇进一步走强。

此外欧盟 27 国峰会在 3 月 23 日举行，通过了英国在明年 3 月底「脱欧」后，设立为期 21 个月的过渡期协议，期间英国将继续留在欧盟关税同盟及共同市场，但不能参与欧盟决策。在北爱尔兰边境问题上，英国同意不在北爱尔兰与爱尔兰之间设立硬边界，北爱尔兰在英国「脱欧」后仍将留在欧盟关税同盟内。英国与欧盟亦将于 4 月份开始就双方未来的关系展开谈判。

英国启动「脱欧」程序至今已近一年，英、欧终于在过渡期协议上取得共识。至此，「脱欧」谈判三部曲——<<脱欧协议>>、<<过渡期协议>>以及<<贸易协议>>已经基本完成两部，只剩下最关键的<<贸易协议>>。

数据方面，英国通胀仍然高达 3%，较英伦银行设定的 2% 目标高出 1%。近期，环球油价上升亦增加了外来的物价上升压力，5 月份加息机会升温。同时，英国与欧盟在「脱欧」进程上有新突破，亦令英伦银行可以放心加息去遏抑通胀。

近期英镑走强除了受「脱欧」谈判取得有意义的进展外，英国通胀数据普遍向好，支持英伦银行 5 月份加息，两者互相配合下，利好英镑走势。本行估计英镑在低位有买盘支持，短期支持在 1.4000 及 1.3900 水平，上方阻力在 1.4250 及 1.4350 水平。第二季估计英镑将在 1.39-1.44 上落。

不过要关注英国和欧盟在未来「脱欧」谈判中所产生的变量。

日圆

近日常元走势偏强，日圆兑美元曾跌破 105 关口，见 104.55 水平，日圆创下 16 个月高位，现价于 107 水平上落。

日圆走强基于以下原因：

日本央行行长黑田东彦 3 月初表示，可能在明年 4 月开始的 2019 财政年度考虑结束目前的超宽松货币政策。

日本央行逐渐减少买债，日本央行 2 月份按年只增加买债日圆 54 万亿，创 2013 年 7 月以来最慢升幅，逊预期日圆 80 万亿。

日本 1 月经常帐盈余创近 10 年高。

日本首相安倍晋三及财务大臣麻生太郎因涉嫌为亲信谋利的森友学园丑闻升温。

美国与欧洲及中国等国家就贸易战问题不断发酵，市场避险情绪令日圆需求增加。

日本在 3 月底年结，曾带动日圆需求增加。

不过，随着时间及市场变化，消息已渐被市场消化，加上日本央行在最近政策会议纪录显示，大部分委员认为央行应继续实施强而有力的货币宽松政策。

黑田东彦在日本参议院的任职听证会上指出通胀变动仍然疲弱，因此距离实现通胀目标仍有一些差距，在实现通胀目标之前，结束或减弱货币刺激政策是不可想象的。

现时各主要央行包括：美国联储局、英伦银行等已分别采取加息行动，欧洲央行 9 月后结束量化宽松亦被市场广泛流传，而日本「收水言论」仍言之尚早，因此日圆与各国的息差仍会主导日圆走势。

环球股市走势及贸易战问题所带来资金避险需求，可能会令日圆走势变得波动，至于朝鲜半岛的政治风险亦随

着美国总统特朗普及北韩领导人金正恩有机会进行「破冰会面」而减退。

如避险情绪没有显著增强下，本部建议维持买美元兑日圆策略，下方重要支持在 104.50，上方阻力为 108 及 110 水平，建议在 105 附近水平买入美元兑日圆，第二季估计美元兑日圆将在 105-110 之间上落。

澳元

近期澳元兑美元由高位 0.7920 反复回落至最低 0.7640 水平，走势偏淡，现价于 0.76-0.77 水平徘徊。

澳洲储备银行议息后，维持指标利率在 1.5% 不变，符合市场预期，澳洲储备银行强调低息环境能够帮助经济持续增长，逐步实现通胀目标。但近期薪酬增长偏低，零售竞争激烈，低通胀可能持续一段时间，才可回升至目标水平，而失业率进一步降低的过程将会较为缓慢，重申澳元汇价上升，会拖累经济活动和通胀。

近期澳元受压主要受市场避险情绪所影响，同时澳元亦受创于铁矿石价格走疲，铁矿石是澳洲主要出口商品，但当前全球爆发贸易战的担忧席卷大宗商品市场。市场担心美国对钢铝征收进口关税可能会危及全球增长，打击铁矿石的需求，令中国大连商品交易所交投最活跃的 5 月铁矿石合约跌至 11 月初以来最低水平。不过，美国同意豁免包括欧洲、澳洲、南韩、阿根廷和巴西在内的盟友的钢铁和铝关税；至于是否永久豁免，目前还不得而知。

中、美贸易战越演越烈，澳洲是中国的重要贸易伙伴，如中、美贸易战再度升温，澳洲将受到严重影响。

另外，美国 3 月落实加息后，美元利息已高于澳元 25 个基点。美国联储局预期今年还有两次加息，而现时市场普遍预期澳洲储备银行在 2019 年才会加息，到年底美元利息将高于澳元利息 75 基点，这正是不利澳元汇价重要因素之一。

澳元似乎压力重重，但在众多不利消息下，澳元兑美元在 0.76 水平见有买盘支持，下方重要支持在 0.7600 及 0.7500 水平，而上方阻力在 0.7800 及 0.7920 水平，本部估计澳元兑美元仍可维持区间上落，第 2 季估计澳元兑美元将在 0.75-0.79 上落。

纽西兰元

近期纽元兑美元由高位 0.7350 反复回落至最低 0.7150 水平，走势略为偏软，现价于 0.73 水平徘徊。

3 月 22 日纽西兰储备银行议息后，维持指标利率于 1.75%，符合市场预期。议息声明重申，在一段相当长时间内，货币政策都会保持宽松，未来仍然有很多不明朗因素，货币政策可能要相应调整。短期内预计通胀会进一步转弱，因为食品和能源价格疲弱，但长期通胀会回到 2% 左右，经济和就业市场就持续增长。而今次议息声明没有再评论纽元的汇价。

纽西兰储备银行对息口取态仍是关键，现时美国息率与纽西兰的 1.75% 息率已持平。由于纽西兰储备银行维持对 2019 年中才加息看法，若然美国联储局今年再加息，美元将较纽元高息，纽元的高息吸引力将会慢慢消失。

技术走势上，纽元上方重要阻力为 0.7450 水平，而下方支持在 0.7100 及 0.7020 水平，估计第 2 季纽元兑美元将在 0.70-0.75 上落。

离岸人民币

近期人民币继续造好，再创「8.11」汇改后新高，美元兑离岸人民币最低见 6.2350 水平，不过其后逐步反弹回 6.3250 水平，现价于 6.28 附近水平徘徊。在岸人民币及离岸人民币走势同步，差不多持平。1 年期离岸人民币 SWAP 大幅收窄至 +700 至 +800 水平。

数据方面：财新中国公布，3 月中国制造业采购经理指数 (PMI) 降至 51，按月下跌 0.6%，跌至 4 个月低位，较市场预期的 51.7 为低。数据与官方数据背驰，统计局公布的 3 月制造业 PMI 升至 51.5，上升 1.2%，创第一

季新高。

财新中国公布，3月中国服务业采购经理指数(PMI)回落 1.9%至 52.3，降至 4 个月低位；当月中国综合 PMI 亦创 4 个月低位，下降 1.5%至 51.8。

数据显示，3 月份经营活动的扩张步伐进一步放缓，与此同时新接业务量的增速亦减弱，创下 5 个月以来最低增速。价格方面，投入价格指数降至 4 个月低位，价格涨势放慢。中国人民银行公布数据显示，今年 3 月末外汇储备美金 3.143 万亿元，环比上升 0.27%；2 月末为美金 3.134 万亿元且环比下降，一度中止此前连续 12 个月回升的势头。中国 2017 年经济增长 6.9%，高于 2016 年的增长 6.7%，而且是自 2010 年以来首次增速回升。

中国数据大致保持平稳，目前市场焦点放在美国加息步伐和贸易战的发展。以近期美国联储局及鲍威尔言论来看，2018 年可能只会加息 3 次，不过中、美贸易战的升温，亦为市场带来不确定因素，因此美元兑离岸人民币的波动性会增加，而且会很反复。而 3 月美国落实加息后，美元在低位将见买盘支持，离岸人民币再大升机会不大。至于市场流言「贬值战术」的说法来对付与美国的贸易战，内地媒体引述外汇管理局前国际收支司司长管涛指，有关言论只是少数投机者炒作，试图趁机获利、或试探政策取向，希望市场不要被误导；又指人民银行已逐渐退出常态式外汇干预，市场供求在汇率中发挥决定性作用，而汇率弹性亦不断增强。

国家主席习近平在海南博鳌论坛公布一系列开放市场措施，向美国释出善意，大打「开放牌」，人民币汇价马上向好。面对与美国的贸易争端，市场原先传出局势已发展至内地开始评估以人民币贬值作反击工具的可能，但国家主席习近平在博鳌论坛的言论，令人民币短期大幅贬值的机会大大减退。

因此美元兑离岸人民币短期将在 6.25-6.30 先行整固，预期第二季美元兑离岸人民币继续反复波动，料可略为走上，并在 6.30-6.40 上落。

重要免责声明

本文内容包括环球动向、股票市场（香港股票除外）、债市走势由招商银行私人银行部提供，其中所引用信息和数据均来源于公开数据，招商银行私人银行部力求引用信息和数据的客观与公正，但对这些信息和数据的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息和数据未经任何更新，也不保证以这些信息和数据作出的任何参考观点或建议不会发生任何变更。在任何情况下，招商银行不就本文中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本文版权归招商银行所有，未获得招商银行事先书面授权，任何机构和个人不得对本文进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得招商银行书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本文进行有悖原意的删节和修改。

本报告仅代表招商银行私人银行部对中国境内资本市场的设想、分析及见解，并不代表招商银行的整体立场，亦不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需求。投资者应当充分考虑自身特定状况、充分考虑本文中的任何意见或建议是否符合其特定状况，并完整理解和使用本文内容，不应视本文为做出投资决策的唯一因素。招商银行及招商银行私人银行部以往任何报告、本文的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。

招商银行版权所有并保留一切权利。

免责声明：本文件由永隆银行（「本行」）私人银行及财富管理部（「本部」）编制，旨在向永隆「私人银行」客户及根据香港的《证券及期货条例》第 571 章或据此制定的规则所定义的专业投资者派发。本档可能载有研究分析的文章或引述研究档，但它不是一份有监管目的的投资研究或推荐，因为它并不构成实质的研究或分析。本档的用意只是提供本部在写作日期时的观察和看法，并可能随时间改变。这些观察和看法可能与本行其他部门或附属公司或其他市场参与者的专有立场不同或不一致。本文件所载数据（包括意见及估计）乃秉诚提供，并取自于所示日期相信为可靠之数据源。然而，本行并无核实所有数据，故不应加以依赖，阁下需作出独立判断。本行并无责任更新数据或改正任何其后显现之错误。在任何情况下，本行概不作出任何陈述或保证（明示或暗示），亦不就使用本档的任何陈述或意见而引致的损失承担责任。

投资涉及风险，本档提供的证券 / 投资产品价格可升亦可跌，甚至会变成毫无价值，过往业绩数据并非未来业绩的指标，投资者有机会损失全部投资。本档提供之任何投资建议并未考虑个别投资者的特定投资目标及 / 或财政资源，因此未必适合所有投资者。投资者应自行运用独立思考能力评估投资此等产品的适合性与涉及之风险，如认为需要，于作出任何认购或购买行动前咨询其法律、财务、税务、会计及其他独立专业顾问，以确保作出适合其本身情况（如公民权、税务限制）、投资目的、财务状况及其他独特需要的投资决定。

本档并没有获监管机构包括证券及期货事务监察委员会认可。阁下作出任何投资决定前，应详细阅读有关证券 / 投资产品的销售文件，以了解包括风险因素等详细资料。

未经本行事先许可，任何人士不得翻印、传送、传阅或派发本文件给予任何管辖地区或国家的个人或法人。若分发或使用本档违反任何管辖地区或国家的法律或规例，则本档不得为任何个人或法人在该管辖地区或国家分发或使用。

自 2008 年始，永隆银行有限公司为招商银行集团成员。招商局集团内的公司及 / 或其高级职员、董事、代理人及雇员可能持有不时在本档所述全部或任何证券或投资的仓位，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券或投资项目。招商局集团内的公司可能会就该等证券提供投资服务、承销该等证券或作为该等证券的庄家。招商局集团可能会就因应该等证券或投资项目而提供的服务赚得佣金或其他费用。

© 2018 永隆银行有限公司 版权所有，不得翻印。