

### 環球動向：

#### 環球經濟

整體來看，今年以來，大部分股市下跌。債券市場方面，儘管股市震盪，但是全球債券收益率上行壓制了債市表現。外匯市場方面，美元及加元偏弱，美國相對非美元國家的 10 年期國債收益率利差拉闊，但 1 月市場對風險偏好程度較高，市場對歐、日央行流動性緊縮的預期上升，加上貿易戰預期升溫，美元表現持續偏弱。商品市場方面，受惠於弱勢美元及貿易戰引發避險情緒升溫呈現震盪上行走勢；原油一度受到美元偏弱、股市震盪及美國頁岩油增產等消息相互影響之下，第一季度寬幅震盪，最終在中東地緣政治風險的提振下，原油在第一季度仍錄得約 9% 的漲幅。

重點關注三條宏觀政策主線對大類資產配置的作用及影響。闡述如下：

#### (一) 資產波動及分化同步

檢視去年第四季度以來全球經濟表現，美歐日三大經濟體國內生產總值 (GDP) 增長在高位微幅放緩：美國 GDP 季度年化增長率從前值 3.2% 降至 2.5%、歐元區從 2.5% 降至 2.4%、而日本則從 2.4% 降至 1.6%；同時從高頻發佈的製造業採購經理人指數也可得到類似的驗證：今年以來，即使歐元區及日本數據小幅回落，但美國仍錄得 17 年以來的最高水平 60.8，顯示全球經濟尚未出現明顯回落且拐點尚未出現。

儘管經濟形勢保持相對良好的狀態，但今年 2 月份海外股市卻出現大幅震盪，其中一個重要原因是債券收益率上行導致市場估值重估。不過檢視今年以來的美國、歐洲、日本通脹數據卻發現整體通脹中樞水平及核心通脹（剔除波動較大的能源及食品價格）均未見有大幅上升。因此債券收益率上行主要是反映市場對通脹升溫的預期，目前通脹拐點尚未出現。

受到去年全球能源價格低基期因素影響，預計今年通脹將從第二季度開始明顯上行，年中達到高點，進入下半年後通脹或逐漸下行，下行的幅度將取決於當時油價中樞水平及勞動工資是否持續增長所決定，這意味著債券收益率的上揚是市場預先反映通脹預期的結果，也表示經濟增長伴隨低通脹的“金髮女孩經濟”即將退場，逐漸轉變為經濟增長且相對高通脹的宏觀形勢。

經濟良好但通脹預期升溫，債券收益率中樞水平上移，先前市場投資者在低利率環境中以追求固定收益為主調，未來將轉向較高預期收益的投資機會，尋求比逐漸上升的無風險利率更佳的回報。這些較高預期收益投資機會的資產或貝塔高增長、抗通脹板塊的表現可能較預期增長相對較低的市場或板塊更佳。

市場需求轉向追求“更高”收益將出現兩項金融環境重要變化：(1) 市場波動率回歸正常或波動中樞水平上升；(2) 資產、板塊間表現分化擴大。以 1999-2000 年及 2006-2007 年為例，經濟持續向好、失業率下降及能源價格上升，同樣面臨“金髮女郎經濟”退場的環境，因此抗通脹題材的金融、非核心消費及原材料板塊表現良好，具備高增長預期，比如科技及房地產等為當時漲幅較大的板塊；同時新興市場股市表現優於發達市場，這些結果特徵就是波動率放大及板塊分化的情況體現。我們認為第二季度出現類似走勢的概率較高，因此投資選擇不同板塊或地區的市場表現將形成顯著差異。

## (二) 收緊預期與幅度俱進

市場對 2018 年美國聯儲局漸進加息、歐洲央行縮減購債的政策方向已有預期，因此需要留意貨幣政策出現關鍵拐點的時間點。所謂關鍵拐點是指：(1) 美國聯儲局加息提速使長短利差出現倒掛，以及(2) 寬鬆貨幣政策結束後，三大央行出現流動性緊縮狀況。

2018 年第一季度上述兩種情況並未發生：美國聯儲局 3 月議息會議加息 0.25%，但仍維持今年加息 3 次的預期；歐洲央行行長德拉吉重申“除非看到通脹明顯上行，否則不會取消寬鬆政策”；日本央行行長黑田東彥仍強調當前不是退出寬鬆時機，同時由於通脹預期升溫，長端利率大幅上移，也使得長短利差並未持續收窄。

我們認為第二季度的貨幣環境或將有別於第一季度。主要原因是全球通脹上行將從預期轉為現實，第二季度將出現明顯上移，即使各央行決策者清楚這是因為能源價格基數低效應所造成，但由於美國及歐洲通脹水平上移超過或接近目標 2% (美國整體通脹在 2.5-3%、歐元區落在 1.5-2% 之間)，將使任何可能引發通脹上行的因素如：工資增速上行、進口物價上升等，都將持續牽動市場對央行加息提速的預期。

實際通脹的上行加上貨幣收緊預期持續，長端收益率仍存在上行壓力，不過幅度將明顯縮減。

由於第一季度全球債券收益率大幅上行觸發股票市場下跌，若第二季度債券收益率持續走高，是否表示股票市場仍將面臨下跌風險、甚或轉為利淡的走勢？我們認為情況應非如此，從歷史來看收益率上行並非一個好的指標，事實上若收益率中樞水平上升導致估值回跌，股票相對債券投資價值增加，反而降低股市繼續大跌的風險，不過 6 月份美國、歐洲、日本央行將再次面臨流動性緊縮是否提速的政策難題，使市場投資者對債券配置仍保持相對謹慎態度。然而，債券市場最差時間或已過去，但牛市的配置時點應尚未到來。

## (三) 政治風險與轉機並存

市場關注的另一個議題是來自貿易戰擔憂。今年 3 月開始，美國總統特朗普開始加大貿易保護措施，首先針對進口美國鋼鐵及鋁分別加徵 25% 及 10% 的關稅，其次要求中國應該設法降低對美貿易順差的幅度，並簽署針對中國進口美金 500 億元商品課徵收 25% 的關稅決定，由於中美是世界兩大經濟體，貿易戰一旦開打對資本市場將有深度大且範圍廣的影響。

去年 8 月，美國特朗普總統簽下行政備忘錄，要求美國貿易代表依據貿易法的 301 條款，針對中國是否侵犯美國智財權展開調查，根據相關流程，一旦美國貿易代表公佈了存在不公平貿易的調查結果，美國總統可進行：(1) 暫停履行美國在自由貿易協定下應負擔的義務；(2) 實施或提高進口關稅；(3) 增加貿易限制；(4) 要求貿易對手國提出補償或簽署雙邊協定。

回顧歷史，美國曾五次對中國動用 301 條款調查，其中 4 次是在 2001 年中國加入世界貿易組織(WTO) 之前 (1991 年 4 月、1991 年 10 月、1994 年 6 月、1996 年 4 月)，1 次是在中國加入 WTO 之後 (2010 年 9 月)，最後的解決方式都是達成中美雙邊協定，美國並未進行相關報復措施。

當然中美貿易戰升級的可能性仍是存在，比如美國未獲得相對滿意的協定內容，可能將會對雙方貿易中逆差最大的項目 (電腦手機相關設備) 進行懲罰性提高關稅措施；中國則針對美國進口較大及重要性高的項目 (如飛機、汽車等) 實施對應的懲罰性關稅。一旦貿易戰升級將嚴重影響市場情緒，外溢效果將影響全球貿易量及經濟增長、股市等風險性資產，債券收益率恐將出現大幅下行，而扮演避險貨幣的美元或將轉弱為強。

我們認為可能的發展結果仍是美國以 301 條款為威脅手段，而中國透過短中長期的措施適度降低中美之間的貿易逆差，例如短期增加對美產品的進口，中長期承諾加大智財權保護及開放美國企業准入等措施，最終與美國達成一定協議以避開可能危及全球經濟的貿易戰危機。部分象徵性的報復關稅或有可能發生，如中國對美國農產品等進行課稅，但由於重要性較低不致影響中美貿易大局。貿易戰的轉機在於中美雙方領導人都清楚意識貿易戰升級百害無一利，但特朗普出於 11 月中期選舉的政治目的，必須對持續擴大的中美逆差有所作為，因此第二季度貿易博弈風險或使市場波動增加，但中美貿易戰出現失控發展的機率較低。

朝鮮議題可能是另一個“危”、“機”並存的主題。2017年以來，朝鮮核試及導彈風險持續升溫，美朝軍事衝突一直是可能發展結果之一。美國總統特朗普或在今年5-6月在協力廠商國家與朝鮮領導人金正恩見面。依照政治慣例，若雙方領導人順利會面則表示：(1)美國已獲得朝鮮不繼續、或放棄發展核武的承諾；(2)朝鮮已獲得美國保證不改變朝鮮政權及採取的可能攻擊行動。第二季度美朝會談若順利舉行，雖然在全球經濟發展中影響不大，但對減緩亞洲地緣政治風險將起到重要作用，有助於股票市場表現。

除了政治風險，今年另外2個可能風險為：(1)減稅後股市大漲的回跌風險，及(2)美國債務危機擴大風險。2月份股市的突發下跌，驗證了第一項風險，考慮目前全球信貸體質持續改善下，重演2008年債務危機概率相對較低。市場最大的風險仍是在股票市場累積漲幅較大後，突發風險事件疊加程式交易作用，放大指數下跌幅度，外溢效果導致股市出現較長時間的回跌，此風險第二季度或不致發生，但需要關注這會是在面臨政治風險後，金融市場最可能發生的下跌誘因。

## 股票市場評論：

### (一) 美國股市

儘管市場出現對美國股市連續9年多頭以及估值偏高的兩項擔憂，但在企業盈利保持良好及相關政策支持下(如稅改及金融監管放鬆)，美股仍具有一定的上漲空間。主要風險點將是突發事件風險，特別是短線漲多後的回跌，如1987年、2010年等。

我們預期第二季度債券收益率仍將高位運行，市場對債券收益率上行繼續影響股市的擔憂仍在，不過此風險已相對可控。回顧1970年代以來股市表現與債券收益率的相互關係可發現：當債券收益率快速上行或下行，股市容易出現較大的跌幅，而且在收益率下行階段，股市下跌的幅度及時間上都遠於收益率上行階段，這是因為債券收益率下行通常表示經濟基本面惡化或衰退，而基本面惡化對股市風險高於收益率上行對估值回跌的影響，因此即使第二季度債券收益率高位運行或緩步上移，我們認為對股市影響也相對有限。

貿易戰方面，目前暫未看到中美之間爆發強烈衝突的風險，但是一旦衝突擴大外溢到實體經濟，則美股可能面臨持續性下跌走勢；參考前文分析，我們認為衝衝突發生的概率仍然較低，因此市場在經歷避險情緒的擾動後仍將回歸基本面反應。4月份美股將公佈第一季度財政報告，從目前市場預測數據來看，標普500指數企業或將錄得接近20%的獲利同比增幅，排除低基數因素的原材料板塊，機票、科技及金融將是獲利相對靠前板塊，若美股第二季度重回上升通道，則獲利良好、有相關題材支持、同時能夠避開貿易戰陰霾、短線上漲動能持續的科技、非核心消費、金融等板塊仍將是市場青睞的焦點。

### (二) 歐洲股票：貨幣政策收緊和歐元走強有一定利空

對歐洲央行未來的路線判斷，我們認為歐洲央行最早會在2018年第二季度末，即6月會議上對縮減購債做出明確的指引(2018年6月會議或者7月會議出台概率都存在)，預計歐洲央行大概率會在2018年9月之後繼續縮減購債規模到歐元100-200億/月，在2018年12月後就完全終止，再後有望在2019年上半年啟動加息。因此在接近第二季度末，對於股票市場需要提防貨幣政策收緊對股市估值水平和情緒面的壓制。

從盈利角度來看，市場預期2018年第一季度業績增速同比為3.4%，環比下行，主要原因是2017年第一季度的高基數效應，以及歐元匯率走強對於歐元區大型跨國公司財務數據上的負面影響。從歷史走勢上來看，由於匯率對於大型跨國公司影響更大，歐元匯率的走強往往伴隨著歐股小型股板塊走勢強於大型股板塊。

分板塊來看，科技、公用事業以及原材料這幾個行業增速為佳。2018年第一季度財報在2018年5-6月集中公佈，屆時需注意回避業績披露較預期差的板塊。貿易戰方面，當前看來並沒有影響到歐元區出口佔比較高的行業如汽車行業，但是後續如果貿易戰升級，有可能出口佔比較高的相關板塊會受到情緒面上的負面影響。建議

配置受益於景氣度較高的科技板塊和未來歐元區長端利率提升的金融板塊。

### (三) 新興市場股票

第一季度市場波動加大，恐慌指數(VIX)一度攀升至超過 35。根據歷史統計數據，當 VIX 指數超過 25 時，市場投資意願不穩定、風險性資產波動情加劇，股市往往需要約 2 個月的時間進行整理。同時，美元指數維持弱勢，美十年國債收益率下跌幅度有限，新興市場股市止跌回穩，顯示市場資金風險偏好仍在，特別是以巴西、俄羅斯為首的拉丁美洲市場與新興歐洲市場的反彈幅度尤為明顯。

展望第二季度，我們對新興市場表現並不悲觀。主要有以下幾點：(1) 市場第一季度的波動來自於低貝塔市場(發達國家)，高貝塔特徵的新興市場並不是主要風險源，表現出現一定的分化，拉美與新興歐洲表現明顯優於新興亞洲。拉美與新興歐洲市場是原材料與原油產量豐富的國家，受到原材料與油價中樞上漲因素，股市自去年 12 月中旬開始好轉，今年第一季度表現也展現出較強的抗跌性；反之，由於原材料與能源板塊在指數成分佔比較低，新興亞洲主要權重國家如印度、印尼等表現也相對疲軟，導致新興亞洲市場表現不如拉美與新興歐洲。展望第二季度，我們認為原材料與能源價格雖暫難重回此前強勢，但是市場需求仍未消失，如果油價限產執行情況良好，對相關市場的後勢表現仍有支撐。(2) 從過去十年市盈率分佈情況來看，拉丁美洲與新興東歐的估值上升空間明顯優於新興亞洲，目前巴西為 21.05，對比十年高點 90%分位的 28.99 仍有提升空間。(3) 巴西的綜合採購經理人指數強勁復甦，近半年多維持在 53 以上；反觀印度、印尼等新興亞洲國家綜合採購經理人指數雖維持在榮枯線以上，卻多在 50 至 51 之間窄幅波動，拉丁美洲更具備經濟發展吸引力。

新興東歐方面，俄羅斯的綜合採購經理人指數強勁復甦，然而 4 月 6 日美國對俄羅斯發出新一輪制裁，凍結多名俄羅斯政府高官及親近俄羅斯總統普京的寡頭與其旗下企業在美國境內資產。以 2014 年克里米亞危機做借鏡，該事件是國際承認克里米亞屬於烏克蘭領土，但俄羅斯總統普京於 2014 年 2 月 23 日說：「我們一定要開始設法讓克里米亞回歸俄羅斯」，並以武力強行將克里米亞納入了俄羅斯聯邦。因此，美國、歐洲等各國也於 2014 年 3 月份對俄羅斯開始對金融、能源、工程等制裁。此期間俄羅斯指數(RTS)下跌約 20%，調整近 3 個月後才返回起跌點，但這段時間油價漲了近 10%。我們認為，週邊環境是影響新興市場的主因，而俄羅斯更受歐、美國制裁影響，待敘利亞地緣政治事件緩和，近期建議俄羅斯以觀望為主。

### (四) 中國境內股票

#### 第一季度回顧

回顧 2018 年第一季度，中國境內資本市場圍繞著兩會、中美貿易戰、流動性維穩等三條主線演繹。首先，全國兩會順利召開，政策高度延續十九大會議精神，穩定性明顯增強；其次，中美貿易摩擦箭在弦上，前景仍然撲朔迷離；另外，境內宏觀經濟形勢開局良好，工業增加值、房地產投資等資料顯著超預期；同時，資金面在央行實施定向降準、跨春節臨時準備金動用安排等利好下維持相對穩定態勢。最終，境內債市、房地產市場平穩運行；境內股票則先後經歷了白馬股行情、歐美股市暴跌，「獨角獸」主題以及中美「貿易戰」的衝擊，波動幅度明顯加大。總結 2018 年第一季度境內資本市場表現，上海證券交易所綜合指數報收於 3072 點，累計下跌 4.2%；創業板則逆勢上漲 8.4%；中證國債及企業債分別上漲 2% 左右。

#### 境內市場第二季度展望

展望 2018 年第二季度，我們對境內宏觀經濟及政策展望的核心判斷有以下三個方面：

1. 宏觀經濟穩中略降，無需悲觀：整體來看，宏觀經濟 2018 年 1-2 月份表現大超預期。工業增加值按年增長 7.2%，較 2017 年 12 月回升 1 個百分點，在工業利潤較高以及環保限產力度逐步減弱的情況下，工業產出有所恢復；固定資產投資同比增長 7.9%，增速比 2017 年全年提高 0.7 個百分點。值得注意的是，農林牧漁業投資增速高達 25.3%，因鄉村振興戰略等政策傾斜以及低基數原因，該項增速今年可能持續出現較大反彈；社

會消費品零售同比增長 9.7%，較上月小幅反彈；出口增速更是達到 24.4%，創五年來新高。然而資料背後仍存隱憂，消費領域方面，隨房地產政策調控持續深化，與房產相關的傢俱、家電等耐用品消費增速逐步下降；基建投資則在財政預算赤字率有所下調、地方政府隱性債務受到嚴控以及非標融資面臨嚴監管的合力影響之下，增速易下難上；製造業投資方面，2018 年 1-2 月按年增長 4.3%，仍然低位徘徊，我們判斷在去產能繼續推進、新舊動能轉換尚且萌芽的情況下，製造業整體平穩，難有大幅增長。

2. “貿易戰”成為關鍵風險點：到目前為止，美國提出美金 500-600 億元的涉稅規模，短期內或對相關行業及微觀企業發展形成一定不利預期，但對中國宏觀經濟整體衝擊不大。一方面，近年來淨出口對我國經濟增長的貢獻的佔比逐步下降。另一方面，我國對美出口佔比為 23%，並非絕對主導地位。而且 2017 年中國對“一帶一路”沿線國家出口總額同比增長 12.1%，高於出口整體增速 4.2 個百分點；在當前我國對“一帶一路”建設的大力支持下，預計“一帶一路”沿線國家將持續促進我國出口數量和品質的提升，為我國在全球貿易博弈格局中增加籌碼。再一方面，而從歷次中美貿易摩擦來看，均經歷了反復協商、長期持續的過程，雙方各有自己的利益訴求，並且有達成共識的可能性，貿易戰大規模升級的可能性不大。

3. 政策預期穩定性增強：從 2018 年兩會內容來看，與十九大精神一脈相承，預計未來較長時間內政策預期穩定性將大大增強。首先，目前供給側結構性改革由“三去”向“一降一補”擴展的態勢明顯。本次兩會政府工作報告大量篇幅涉及到了降成本的政策導向，例如：2018 年擬為企業和個人減稅人民幣 8000 多億元，為市場主體減輕非稅負擔人民幣 3000 多億元，減稅降費合計超過人民幣 1.1 萬億元，較 2017 年進一步擴大。同時，更強調改善民生、環保等短板，旨在多線佈局，力促經濟“脫虛向實”。其次，貨幣政策：維持穩健中性，調控方式更為靈活；緊接著，維持積極的財政政策不變，強調聚力增效；最後，資管新規即將落地，預計後續還將有一系列細則出臺與之相配合。在監管框架及路徑基本確定、市場預期也已將為充分的情況下，2018 年來自監管的增量衝擊料將有限。

基於以上，對境內主要品種配置策略如下：

固定收益類資產方面，第二季度市場仍面臨諸多負面因素的影響，包括：資管新規在內的後續監管措施將陸續出台；經濟基本面韌性仍在；美國聯儲局年內還有 2-3 次加息預期可能性，中美貿易戰影響持續發酵等。因此，我們認為第二季度債券市場將延續震盪行情，十年期國債收益率仍將在 3.4%-4% 之間波動。如果中美貿易戰不斷惡化，對中國實體經濟產生巨大的負面影響，進而導致監管政策強度降低、流動性進一步放鬆，屆時市場可能迎來真正的拐點。配置策略上，中長期持有債券的絕對收益已經不低，債券的配置價值逐步浮現，建議待利率出現再次上行後可逐步佈局。首選短期利率債和高等級信用債。

股票類資產方面，貨幣偏緊以及金融從嚴監管對股市的影響邊際趨弱。同時，A 股企業盈利可望受惠於供給側改革等因素持續保持較高增速的增長，低估值優勢仍在，配合近期以“新技術、新產業、新業態、新模式”為特徵的“四新”經濟的利好政策密集出台且資本市場資金面較為平衡等因素，A 股仍具有較好的中長期配置價值。市場風險主要是由中美貿易戰導致的對經濟基本面的擔憂以及海外市場調整引發的連鎖反應。配置方向上，低估值以及盈利穩定增長仍是首要條件。目前大型藍籌股估值合理，但估值水平受到歐美股市調整的影響較大，部分傳統行業受貿易戰負面影響較大，主要配置盈利穩定增長的消費、醫療行業。基本面良好、估值調整到位的成長股具有投資價值，政策對於經濟新動能、創新、高端先進製造業的支持進一步加強，主要包括大資料、人工智慧、半導體、5G、新材料、高端專用設備以及環保和軍工等板塊。而其餘基本面較差同時估值過高的板塊仍面臨較大的不確定性。

## （五）香港股票

滬深港通額度擴大及新經濟新股熱潮有助大市向好

中美貿易紛糾僵持不下之際，國家主席習近平在海南博鰲論壇開幕儀式上表明，不論是服務業還是製造業，中

國都要繼續推動擴大開放，並宣佈採取四大措施。一是大幅放寬市場准入，主要著眼於金融業方面。去年年底宣佈的放寬銀行、證券、保險業外資股比限制，要確保落地，同時加快保險業開放進程，放寬外資金融機構設立限制，擴大外資金融機構在華業務範圍，拓寬中外金融市場合作領域。內地金融業將面對更大的競爭，反觀新政策為早已踏足中國市場的友邦保險(01299)有機會得益於分銷渠道強勁及客戶基礎龐大，有助維持市場份額，前景可看高一線。二是創造更有吸引力的投資環境，將成立市場監督管理總局，落實准入前國民待遇加負面清單管理制度。將加強同國際經貿規則對接，增強透明度，強化產權保護，堅持依法辦事，鼓勵競爭、反對壟斷。三是加強知識產權保護，將重新組建國家知識產權局，完善及加大執法力度，把違法成本顯著提上去。四是主動擴大進口，降低產品進口關稅，其中包括汽車，努力增加人民群眾需求比較集中的特色優勢產品進口，以加快加入世界貿易組織《政府採購協定》進程。其後，美國總統特朗普在社交網站 Twitter 上表示感謝習主席在關稅及汽車關稅上的友善言論，以及加強知識產權保護的措施，兩國將共同進步。此舉令貿易戰緊張氣氛緩和，有助促進中美貿易談判成功。同時，人民銀行行長易綱宣佈 5 月 1 日起，「滬股通」及「深股通」每日額度擴大至 4 倍，普遍相信是為 A 股在 6 月被納入摩根士丹利資本國際指數 ( MSCI ) 鋪路。市場認為此舉措及時回應不斷變化的市場需求，港交所(00388)、金融及券商股受惠及港股通名單中的股份料能率先受惠。另一方面，中國平安(02318)分拆的首間新經濟企業、業務主體為平安好醫生的平安健康醫療科技將在本季上市，有機會為本港今年新經濟新股熱潮展開序幕。港股經過第一季約三千點的調整後，然而，中美貿易糾紛有望舒緩。另外企業快將公佈本年第一季度業績，有望帶動港股靠穩，預計第二季恒指於 29,100-32,500 區間走動。

#### 板塊分析——油價持續走強 但長遠仍看供求

石油輸出國組織(OPEC)的減產計劃最快明年才結束，以使美國原油庫存降至正常水平。中美貿易戰憂慮降溫，加上美軍與英國和法國聯合空襲敘利亞，而支持敘利亞政府的俄羅斯總統普京警告西方國家，如果再度對敘利亞發動空襲，勢必引發全球事務出現大亂。同時，沙特阿拉伯王儲薩勒曼表示，沙特國營石油公司沙特阿美(Saudi Aramco)仍然計劃於今年底上市，但亦有可能推遲至明年初。根據彭博消息，沙特阿拉伯暗示希望實現美金 80 元的油價水平，從而營造有利沙特阿美的上市環境。面對上述中短期因素下，國際油價創逾 3 年新高。

長遠而言，油價升勢仍需留意產油供求。需求方面，國際能源資訊署 4 月發表月報顯示維持今年全球石油需求每日增加 150 萬桶的預測不變，非油組產油國的供應量預測維持在每日 180 萬桶。供應方面，國際能源資訊署同時表示，未來 5 年，美國頁岩油產量會持續上升，預估到了 2023 年，每日產量將增至 1,210 萬桶，可望主導全球原油市場。倘若全球原油的需求出現供過於求的情況，油價難免會出現受壓。因此油價能否持續走強應保持警惕。

股票	評級*	債券	評級*
美國	↑	美元國債	↓
歐元區	↑	美元投資級別	↓
英國	▬	美元高收益	▬
中國	↑	歐元國債	↓
香港	↑	歐元投資級別	↓
亞太(日本除外)	↑	歐元高收益	↓
日本	▬	亞洲	▬
新興歐洲	▬	中國投資級別	▬
		中國高收益	↑
南美	↑	新興國家(美元)	▬
		新興國家(當地貨幣)	↑

\*注：↑ 正面 ↑ 略為正面 ↓ 負面 ↓ 略為負面 ▬ 中性 # 評級變動(取3月)

## 定息市場評論：

### (一) 環球政府債券

2018年3月份美國聯儲局議息會議後公佈的季度經濟預測中，美國聯儲局上調了2018及2019年的經濟增長預期，下調了2018至2020年的失業率預期，上調了2019至2020年的核心個人消費支出平減指數(PCE)通脹預期，而利率中值預測點陣圖顯示，聯儲局官員預計2018至2020年加息次數分別為3次、3次及2次。此次15名官員之中有7人預計今年至少加息4次，2017年12月這樣預測的官員僅有4人。基於上述判斷，我們認為第二季度因為基期因素，通脹走高將持續干擾市場，而市場也會持續猜測今年加息次數是否可能提升至4次，在此背景下，我們預期美國10年期國債收益率波動區間將落在2.6%至3.1%，預期10年與2年國債利差將持續縮窄至0.4%左右的水平。

### (二) 全球企業債券

今年以來，美債收益率全面走高，主要國家收益率亦有上行，市場資金配置意願偏低。受此影響，美高評級信用債於第一季度表現較差，主要地區期權調整利差亦走闊10~17個基點，整體表現下跌0.5%至3%。展望第二季度，在美債收益率預期進一步走高的狀況下，全球高評級信用債難有表現。

全球高收益債券亦跟隨美債收益率上行而出現價格下跌，但各地區表現較為分化，與高評級債走勢亦出現分化，歐高收益債受惠於歐洲央行持續實行寬鬆政策表現相對較佳；美高收益債受惠於美國經濟增長穩健，企業信用狀況穩定，票息收入抵消部分美國債收益率上行的不利因素；亞洲高收益債則受到美債收益率上行和市場偏好度降低雙重打擊表現最差。基於高收益債信用情況未出現大幅惡化，基本面維持良好，高票息特性在基準收益率上行時提供了較佳的保護，在第二季度我們認為整體高收益債表現仍將優於高評級債券。

### (三) 中國企業債券(美元)

今年以來整體中資美元債市場回報仍為負值，但是相較其他主要地區表現相對較佳。與其他市場相同的是，高收益債券市場因為有較高的票息保護，整體表現優於高評級債券市場，不過在一級市場承壓，且全球債券市場在第二季度仍將面臨到通脹升溫帶來的收益率上行壓力，二級市場亦難有表現，建議配置仍應以信用狀況較好的企業為主。

### (四) 新興市場債券

儘管第一季度市場避險情緒加大，新興市場美元債表現偏中性，債券利差仍處於相對偏低位置。隨著風險偏好情緒逐步企穩，巴西、俄羅斯、印度、印尼等國家的債券利差仍然有收窄空間。尤其是俄羅斯、巴西等仍具備一定的降息空間。因此，週邊環境穩定有利於新興市場債券的表現機會。然而4月6日美國對俄羅斯發出新一輪制裁，如上文分析，近期建議俄羅斯以觀望為主。

此外，受美元指數走勢疲弱，新興市場當地貨幣債券機會將優於新興市場美元債券。本輪美元指數是自2017年12月中旬開始下跌，新興市場當地貨幣債券與新興市場美元債券同期呈現持續分化的走勢，相對利好新興市場當地貨幣債券。進入第二季度以後，美元指數持續疲軟將有利於新興市場當地貨幣債券。

## 商品：

### (一) 黃金：多因素共振下黃金價格有望走高

回顧2018年第一季度黃金的價格走勢，在1月份初期由於油價上行帶動通脹預期的集中修復導致金價向上觸碰到美金1370元/盎司。但此後伴隨著油價的回落以及美元指數站穩，金價中樞回落。

黃金近期和美國十年期國債實際收益率在2018年2月走勢一度有所背離，短期看黃金價格和美元的相關性顯

得更強。從歷史上看，黃金價格和美國十年期國債實際收益率背離也曾出現過，比較長的一次背離是出現在2004-2006年之間。當時的情況是美國通脹水平很高，消費物價指數(CPI)同比一度達到4.7%的高位，美國聯儲局在2004年6月至2006年6月將聯邦基金利率從1%一直加至5.25%。我們認為當時金價和實際收益率的背離主要原因是通脹水平太高，持有黃金抗通脹的意義更被看重。

展望第二季度，我們預計在避險和通脹兩個方面都對黃金偏利好。未來45-60天是中美貿易談判博弈的關鍵時間。我們判斷最終通過協商解決而不是兩國大規模貿易報復的概率更大，但是未來兩個月還將伴隨著雙方的討價還價和貿易摩擦，風險資產波動性提升，有可能刺激避險情緒處於高位，有利於金價高位運行。另外從第二季度的通脹來看，雖然發生像前文所提到的2014-2016年消費者物價指數(CPI)大幅走高的概率不大，但是在油價低基數的效應下，2018年中期大概率會迎來今年通脹的高點，對黃金同樣是利好。

整體看黃金在第二季度走強概率偏大，潛在風險點需關注接近美國聯儲局6月議息會議時，市場有可能會階段性對美國聯儲局今年總共加息4次的預期升溫，可能會造成黃金波動加大。

綜合以上分析，我們對2018年第二季度黃金價格的判斷是金價中樞在美金1310-1380元/盎司區間。

## (二) 原油：委內瑞拉和俄羅斯是影響市場關鍵變數

2018年第一季度原油呈現震盪行情：2018年1月上漲，但之後回落並進入震盪。整體來看，第一季度至今石油輸出國組織(OPEC)減產執行力度維持在很高水平，導致原油庫存持續下降是支撐油價高位運行的主因，而2017年末爆發的伊朗暴動突發性地緣政治事件也激發了油價上揚，布蘭特期油和西德州油價價差在年初一度達到美金6元/桶左右的高位。

展望2018年第二季度，我們認為影響原油的多種因素交相影響，原油大幅上行和下行的概率都被限制。利好原油的積極因素在於：(1)美國原油庫存數據已經較2017年同期有非常明顯的好轉，2017年同期原油庫存高於前六年平均水平大約12,155萬桶，而當前和前六年平均水平的差距已經收窄至1675萬桶；(2)伊朗局勢依舊緊張，如果美國加大對伊朗制裁，有可能激發市場利好的情緒。石油輸出國組織(OPEC)供給減少另一個潛在的可能在於委內瑞拉：委內瑞拉自2017年年初至今，產量已經下降了40萬桶/日，成為石油輸出國組織(OPEC)國家內減產量第二大的國家，並且近月委內瑞拉產量仍在下滑。委內瑞拉產量下滑和其深陷債務危機有關，短期來看政治風險仍然存在，未來其原油生產有可能繼續受到打擊。

但是美國頁岩油產量的大幅提升限制了原油未來的上行空間，美國原油產量已經從2017年年底的995萬桶/日，迅速提升至當前的1030萬桶/日，目前已經超過沙特原油每日產量，按照美國能源資訊署(EIA, U.S. Energy Information Administration)預計有可能在2018年年底達到1125萬桶/日，超過俄羅斯。美國頁岩油廠商在最近一個季度的資本開支比例提升，頁岩油鑽機數持續回升，也會體現在數個月後美國原油產量增長上。

由於2018年6月預計在沙特和俄羅斯的共同主導下石油輸出國組織(OPEC)將會對減產協議的效果進行檢視。我們判斷在美國原油產量大幅增產有望超過俄羅斯的背景下，屆時俄羅斯繼續減產的意圖有可能比沙特弱，這會成為2018年下半年減產協定繼續推進的一個變數。綜合以上分析，我們對2018年第二季度大部分時間原油價格的判斷是在美金60-70元/桶區間。接近6月石油輸出國組織(OPEC)會議前，如果原油價格接近中樞上緣，則要注意有回跌風險。

## 外匯市場評論：

### 美元

近期美匯指數持續受壓，由高位90.93反覆回落至最低88.94水平，隨後在低位見買盤支持，重上90關口，最高見90.60水平，現價仍在89-90附近徘徊。

美國數據

美國3月份非農就業人口僅增加10.3萬人，升幅創半年以來最少，並遠低於市場預估的18.5萬人，2月數據則為增加32.6萬人。而3月失業率錄得4.1%，仍持續處於17年低位，雖然與上月持平，但略遜於市場預期4.0%。然而，美國3月薪酬增幅按月增加0.3%，分別符合市場預期及高於上月0.1%；按年率則增加2.7%。數據反映美國勞動力市場增長放緩，不過市場認為，勞動力市場經過2月快速增長後回穩屬正常現象，而薪酬增長加快，是利好美國加息次數的信號。

美國3月消費物價指數，按月跌0.1%，是去年5月以來首次下跌，市場原本預期會持平，主要受汽油價格下跌影響。雖然整體通脹十個月以來首度回落，但核心通脹升幅加快。扣除食品及能源的核心指數，表現則符合預期，按年升2.1%，上月為增長1.8%。升幅是超過一年來最大。核心通脹升勢持續，主要受健康護理成本及租金升勢帶動。由於早前公佈的生產物價指數升勢較強勁，預料會繼續支持通脹向上，加上在勞動市場持續緊張，華府減稅及增加基建開支的刺激下，本年通脹有可能多次突破美國聯儲局定下2%的目標水平，甚至有可能令美國聯儲局調整2018年加息的次數，由三次增加至四次。

2017年第四季度美國實際國內生產總值(GDP)按年率計算增長2.5%，較初值下調0.1個百分點。

紀要顯示美國聯儲局官員對經濟和通脹走勢信心增強

3月22日美國聯儲局公佈了貨幣政策聲明，決定將基準利率上調1.50%至1.75%的目標區間，符合市場廣泛預期。美國聯儲局主席鮑威爾主持首個議息會議，重申對美國經濟前景樂觀看法。

首次主持會議的美國聯儲局主席鮑威爾表示，美國聯儲局調高經濟增長預測，又調低失業率預測，而通貨膨脹預測只輕微調高，這反映經濟閒置產能和通脹之間的相互關係，不再那麼緊密。美國聯儲局認為，近月經濟展望已經增強，並改變形容經濟活動的措辭。2018年1月份議息聲明，認為經濟活動「穩步上升」，而今次則認為「溫和上升」。會後聲明又表示，勞工市場繼續增強。近月職位增長強勁，而失業率維持低水平。不過家庭開支與企業固定投資，自去年第四季強勁增長後，最近數據顯示增長已經放慢。通貨膨脹方面，未來數月按年通脹預期會上升，中期會在美國聯儲局2%目標左右穩定下來。美國聯儲局並調高今、明兩年經濟實質增長預測，另外，美國聯儲局重申，短期經濟展望風險看來大致平衡，顯示局方未認為美國經濟過熱的風險升溫。

有鑒於現時通脹仍然低迷，意味當局續以循序漸進式收緊貨幣政策。此外美國聯儲局縮減資產負債表計劃亦穩步推進。

在最受關注的點陣圖方面，美國聯儲局官員預計，2018至2020年加息次數分別為三次、三次及兩次。即今年一共加息三次。反映美國聯儲局短期立場雖維持審慎，但整個升息週期將更久，利率將更高，釋放「鷹派」訊號。

據最新利率期貨顯示，6月13日會議，加息機會飆升至80.9%。

4月11日美國聯儲局公佈3月會議紀錄，全體公開市場委員會委員都預計經濟增長將持續強勁，未來數月通脹將上升。有分析指，會議紀錄內容意味著美國聯儲局傾向比以往更快的加息速度。會議紀錄亦顯示，委員正考慮在未來的議息聲明中，更改對貨幣政策的措辭，由「寬鬆」(accommodative)改為「中性或收緊」(neutral restraining)。自2008年金融危機以來，美國聯儲局一直使用「寬鬆」措辭。若美國聯儲局改變措辭，將意味著利率政策將由刺激經濟增長，轉變為防止經濟過熱。

特朗普打「貿易戰」為連任鋪路

中、美貿易緊張升級令投資者產生不確定性，各國股市下跌，資金轉入避險資產，市場擔心經濟增長受阻。

對於美國一些大型公司來說，與中國的貿易戰絕非好事。同時，亦有可能會抵消來自特朗普財政刺激措施的所有積極刺激，甚至影響美國未來加息的時間進程。至於貿易方面的局勢將如何發展仍有待觀察，現正帶來不確定性及政治風險，預計短期內美國長期國債收益率和美元匯率必受拖累，不過，暫時中、美雙方仍然希望最終以談判來解決分歧。

根據過往經驗，貿易保護主義在過去還沒有出現過贏家，最後結果只會兩敗俱傷。

總括來說，美元暫時仍主要受貿易戰消息所帶動，特別是中、美貿易摩擦持續升級令市場不確定性有所上升，短期將繼續困擾匯市，本部認為近日特朗普大打「關稅戰」是手段而非目標，特朗普不是真的想打貿易戰，目的只為了爭取中期選舉時選民支持的一個做法。美元表現將會比較反覆，下方重要支持在89.00及88.25，不過3月份美國落實加息後，美匯指數在低位已見買盤支持，可望企穩89.00以上水平，如有利好美元消息配合，並可再挑戰91.80阻力，第2季預期美匯指數將在88.00至92.00上落。

至於2018年美國加息步伐，基於近期經濟數據暫未有改變美國聯儲局於年內加息3次的預期，而鮑威爾雖然重申對美國經濟前景保持樂觀看法，但並不足以令美國聯儲局的加息步伐變得更為進取，加上貿易戰不確定性因素增加，本部維持2018年美國加息3次看法。

另外，必須關注敘利亞局勢發展。美、英、法聯軍突襲敘利亞後，市場反應未算過份緊張。如果俄羅斯沒有激烈的反應，相信對金融市場的影響會漸漸淡化。不過，如果俄羅斯作出激烈回應甚至作出報復行動，則對後市十分不利，投資者必須要密切留意事態最新發展。

## 歐元

近期歐元兌美元維持在1.2150至1.2480區間上落，現價在1.23附近水平上落。

歐元區數據：通脹溫和，失業率維持平穩。歐元區2月消費物價調和指數(HICP)初值按年上升1.2%，符合預期。期內，扣除食品和能源的HICP初值按年上升1.2%，高於預期上升1.1%。歐元區1月失業率為8.6%，為2008年12月以來最低水平，分析認為失業狀況改善是受歐元區經濟強勁復甦推動。

歐洲央行最新利率決議：

3月8日歐洲央行維持利率不變，符合預期。管理委員會表示，歐洲央行的主要利率將在較長時間內保持在目前水平，並且會遠超過淨資產購買的期限。不過，是次議息後聲明，已刪除過往「有需要時會增加買債」的措辭。但聲明表示仍有可能延長將於9月底到期的每月歐元300億資產購買計劃，直到管理委員會認為通脹穩定邁向目標為止。這反映寬鬆貨幣政策仍可能會持續一段長時間。

歐洲央行行長德拉吉就歐元區貨幣政策發表講話，他表示，歐洲央行停止購債計劃有清晰定義，就是通脹穩定地向目標進發，而這目標就是整體通脹率中期接近但低於2%。雖然目前歐洲央行比過去更有信心通脹正處於正確方向發展，但不確定性的風險仍然存在，故即使經濟前景不太需要依賴資產購買計劃，貨幣政策仍然需要耐心、堅持及謹慎以確保通脹返回目標。

歐洲央行在最新的宏觀經濟預測中，預期今年實質GDP按年增長2.4%，2019及2020年將會分別增長1.9%、1.7%，與2017年12月的預測比較，今年增長率向上修訂，但維持未來兩年的增長預測。另外，德拉吉又指出，強勁的經濟表現亦在就業市場中反映，自2013年中以來，歐元區就業職位增加接近750萬份，已補回金融危機時流失的職位，失業率亦降至2008年12月以來最低，歐洲央行預期在2020年之前將會進一步降至7.2%。通脹方面，德拉吉指出，歐洲央行最新預測整體通脹率今年平均達到1.4%，2020年將會達到1.7%。在總結時，德拉吉重申，歐洲央行對於通脹率在中期邁向目標更具信心，但仍然需要進一步證據顯示通脹向正確的方向發展，而貨幣政策仍需要保持耐性、堅持及謹慎。

整體上，德拉吉的講話反映了歐洲央行對歐元區經濟前景感到樂觀，通脹率亦料持續向目標水平進發，家庭消費亦會加強經濟增長動力，從歐洲央行將今年3月份開始的購債規模，從歐元600億大幅削減至歐元300億可見，市場仍預期歐洲央行有可能到今年9月份結束買債計劃。

政治風險事件：

德國社民黨黨員以大比數支持順利組成聯合政府，令到默克爾第四度成為德國總理，消除政治不明朗因素。

意大利在3月4日舉行國會大選，五星運動與聯盟黨成為議會最大的兩個政團，但沒有一個政團取得過半數議席。日後仍需留心意大利局勢變化。

## 貿易戰：

美國總統特朗普宣佈給予歐盟鋼材入口關稅豁免；但這所謂的豁免只屬暫時性質，歐盟必須與美國就貿易不平衡問題進行磋商，化解雙方的分歧，並要在5月1日前達成協議，以改善歐、美間的貿易不平衡問題，否則美國仍會對來自歐盟的鋼材及鋁入口分別徵收25%及10%關稅。

## 歐洲央行年報預期：

歐洲央行行長德拉吉在央行的年報中預期，歐元區經濟擴張速度會繼續強勁，有信心通脹中期會回升至接近央行2%目標。雖然近期金融市場波動，但幅度不算太大，影響亦沒有蔓延至信貸市場，整體金融環境仍然偏向寬鬆。但要留意閒置產能的情況不明朗，需要持續審慎制訂貨幣政策。

歐洲央行多名官員繼續看好歐元區經濟前景，但同意貿易戰風險升溫，需要審慎制訂貨幣政策。雖然今年以來不少數據都出乎市場預期疲弱，但歐洲央行多名官員均表明，對歐元區經濟仍然審慎樂觀。

近期歐洲央行官員對今年9月底是否結束量寬政策仍然比較審慎，暫時通脹數據仍然比較溫和，還未足以令歐洲央行落實任何行動，加上歐洲央行曾對「強歐元」表示關注，因此歐元進一步大幅上升的機會不大，幸好德國及意大利政治不確定因素暫時消除，而與美國的貿易不平衡問題最後應會通過談判來解決，因此歐元兌美元第二季仍會維持區間上落，下方重要支持位為1.2080，上方阻力為1.2550，預期在1.20至1.25區間上落。

## 英鎊

近期英鎊兌美元走勢明顯較強，突破1.4000關口，曾高見1.4250水平，但在高位1.4250遇到強大阻力，迅速回調至1.40水平，現價於1.40-1.41水平上落。

英倫銀行雖然在3月22日議息後維持利率不變，但有兩位決策委員支持加息，令市場預期英倫銀行最快將於5月份加息，支持鎊匯進一步走強。

此外歐盟27國峰會在3月23日舉行，通過了英國在明年3月底「脫歐」後，設立為期21個月的過渡期協議，期間英國將繼續留在歐盟關稅同盟及共同市場，但不能參與歐盟決策。在北愛爾蘭邊境問題上，英國同意不在北愛爾蘭與愛爾蘭之間設立硬邊界，北愛爾蘭在英國「脫歐」後仍將留在歐盟關稅同盟內。英國與歐盟亦將於4月份開始就雙方未來的關係展開談判。

英國啟動「脫歐」程序至今已近一年，英、歐終於在過渡期協議上取得共識。至此，「脫歐」談判三部曲——<<脫歐協議>>、<<過渡期協議>>以及<<貿易協議>>已經基本完成兩部，只剩下最關鍵的<<貿易協議>>。

數據方面，英國通脹仍然高達3%，較英倫銀行設定的2%目標高出1%。近期，環球油價上升亦增加了外來的物價上升壓力，5月份加息機會升溫。同時，英國與歐盟在「脫歐」進程上有新突破，亦令英倫銀行可以放心加息去遏抑通脹。

近期英鎊走強除了受「脫歐」談判取得有意義的進展外，英國通脹數據普遍向好，支持英倫銀行5月份加息，兩者互相配合下，利好英鎊走勢。本行估計英鎊在低位有買盤支持，短期支持在1.4000及1.3900水平，上方阻力在1.4250及1.4350水平。第二季估計英鎊將在1.39-1.44上落。

不過要關注英國和歐盟在未來「脫歐」談判中所產生的變數。

## 日圓

近期日圓走勢偏強，日圓兌美元曾跌破105關口，見104.55水平，日圓創下16個月高位，現價於107水平上落。

日圓走強基於以下原因：

日本央行長黑田東彥3月初表示，可能在明年4月開始的2019財政年度考慮結束目前的超寬鬆貨幣政策。

日本央行逐漸減少買債，日本央行2月份按年只增加買債日圓54萬億，創2013年7月來最慢升幅，遜預期

日圓80萬億。

日本1月經常帳盈餘創近10年高。

日本首相安倍晉三及財務大臣麻生太郎因涉嫌為親信謀利的森友學園醜聞升溫。

美國與歐洲及中國等國家就貿易戰問題不斷發酵，市場避險情緒令日圓需求增加。

日本在3月底年結，曾帶動日圓需求增加。

不過，隨著時間及市場變化，消息已漸被市場消化，加上日本央行在最近政策會議紀錄顯示，大部分委員認為央行應繼續實施強而有力的貨幣寬鬆政策。

黑田東彥在日本參議院的任職聽證會上指出通脹變動仍然疲弱，因此距離實現通脹目標仍有一些差距，在實現通脹目標之前，結束或減弱貨幣刺激政策是不可想像的。

現時各主要央行包括：美國聯儲局、英倫銀行等已分別採取加息行動，歐洲央行9月後結束量化寬鬆亦被市場廣泛流傳，而日本「收水言論」仍言之尚早，因此日圓與各國的息差仍會主導日圓走勢。

環球股市走勢及貿易戰問題所帶來資金避險需求，可能會令日圓走勢變得波動，至於朝鮮半島的政治風險亦隨著美國總統特朗普及北韓領導人金正恩有機會進行「破冰會面」而減退。

如避險情緒沒有顯著增強下，本部建議維持買美元兌日圓策略，下方重要支持在104.50，上方阻力為108及110水平，建議在105附近水平買入美元兌日圓，第二季估計美元兌日圓將在105-110之間上落。

## 澳元

近期澳元兌美元由高位0.7920反覆回落至最低0.7640水平，走勢偏淡，現價於0.76-0.77水平徘徊。

澳洲儲備銀行議息後，維持指標利率在1.5%不變，符合市場預期，澳洲儲備銀行強調低息環境能夠幫助經濟可持續增長，逐步實現通脹目標。但近期薪酬增長偏低，零售競爭激烈，低通脹可能持續一段時間，才可回升至目標水平，而失業率進一步降低的過程將會較為緩慢，重申澳元匯價上升，會拖累經濟活動和通脹。

近期澳元受壓主要受市場避險情緒所影響，同時澳元亦受創於鐵礦石價格走疲，鐵礦石是澳洲主要出口商品，但當前全球爆發貿易戰的擔憂席捲大宗商品市場。市場擔心美國對鋼鋁徵收進口關稅可能會危及全球增長，打擊鐵礦石的需求，令中國大連商品交易所交投最活躍的5月鐵礦石合約跌至11月初以來最低水平。不過，美國同意豁免包括歐洲、澳洲、南韓、阿根廷和巴西在內的盟友的鋼鐵和鋁關稅；至於是否永久豁免，目前還不得而知。

中、美貿易戰越演越烈，澳洲是中國的重要貿易伙伴，如中、美貿易戰再度升溫，澳洲將受到嚴重影響。

另外，美國3月落實加息後，美元利息已高於澳元25個基點。美國聯儲局預期今年還有兩次加息，而現時市場普遍預期澳洲儲備銀行在2019年才會加息，到年底美元利息將高於澳元利息75基點，這正是不利澳元匯價重要因素之一。

澳元似乎壓力重重，但在眾多不利消息下，澳元兌美元在0.76水平見有買盤支持，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，本部估計澳元兌美元仍可維持區間上落，第二季估計澳元兌美元將在0.75-0.79上落。

## 紐西蘭元

近期紐元兌美元由高位0.7350反覆回落至最低0.7150水平，走勢略為偏軟，現價於0.73水平徘徊。

3月22日紐西蘭儲備銀行議息後，維持指標利率於1.75%，符合市場預期。議息聲明重申，在一段相當長時間內，貨幣政策都會保持寬鬆，未來仍然有很多不明朗因素，貨幣政策可能要相應調整。短期內預計通脹會進一步轉弱，因為食品和能源價格疲弱，但長期通脹會回到2%左右，經濟和就業市場就持續增長。而今次議息聲明沒有

再評論紐元的匯價。

紐西蘭儲備銀行對息口取態仍是關鍵，現時美國息率與紐西蘭的1.75%息率已持平。由於紐西蘭儲備銀行維持對2019年中才加息看法，若然美國聯儲局今年再加息，美元將較紐元高息，紐元的高息吸引力將會慢慢消失。

技術走勢上，紐元上方重要阻力為0.7450水平，而下方支持在0.7100及0.7020水平，估計第2季紐元兌美元將在0.70-0.75上落。

### 離岸人民幣

近期人民幣繼續造好，再創「8.11」匯改後新高，美元兌離岸人民幣最低見6.2350水平，不過其後逐步反彈回6.3250水平，現價於6.28附近水平徘徊。在岸人民幣及離岸人民幣走勢同步，差不多持平。1年期離岸人民幣SWAP大幅收窄至+700至+800水平。

數據方面：財新中國公佈，3月中國製造業採購經理指數（PMI）降至51，按月下跌0.6%，跌至4個月低位，較市場預期的51.7為低。數據與官方數據背馳，統計局公佈的3月製造業PMI升至51.5，上升1.2%，創第一季新高。

財新中國公佈，3月中國服務業採購經理指數（PMI）回落1.9%至52.3，降至4個月低位；當月中國綜合PMI亦創4個月低位，下降1.5%至51.8。

數據顯示，3月份經營活動的擴張步伐進一步放緩，與此同時新接業務量的增速亦減弱，創下5個月以來最低增速。價格方面，投入價格指數降至4個月低位，價格漲勢放慢。中國人民銀行公佈數據顯示，今年3月末外匯儲備美金3.143萬億元，環比上升0.27%；2月末為美金3.134萬億元且環比下降，一度中止此前連續12個月回升的勢頭。中國2017年經濟增長6.9%，高於2016年的增長6.7%，而且是自2010年以來首次增速回升。

中國數據大致保持平穩，目前市場焦點放在美國加息步伐和貿易戰的發展。以近期美國聯儲局及鮑維爾言論來看，2018年可能只會加息3次，不過中、美貿易戰的升溫，亦為市場帶來不確定因素，因此美元兌離岸人民幣的波動性會增加，而且會很反覆。而3月美國落實加息後，美元在低位將見買盤支持，離岸人民幣再大升機會不大。至於市場流言「貶值戰術」的說法來對付與美國的貿易戰，內地媒體引述外匯管理局前國際收支司司長管濤指，有關言論只是少數投機者炒作，試圖趁機獲利、或試探政策取向，希望市場不要被誤導；又指人民銀行已逐漸退出常態式外匯干預，市場供求在匯率中發揮決定性作用，而匯率彈性亦不斷增強。

國家主席習近平在海南博鰲論壇公佈一系列開放市場措施，向美國釋出善意，大打「開放牌」，人民幣匯價馬上向好。面對與美國的貿易爭端，市場原先傳出局勢已發展至內地開始評估以人民幣貶值作反擊工具的可能，但國家主席習近平在博鰲論壇的言論，令人民幣短期大幅貶值的機會大大減退。

因此美元兌離岸人民幣短期將在6.25-6.30先行整固，預期第二季美元兌離岸人民幣繼續反覆波動，料可略為走上，並在6.30-6.40上落。

### 重要免責聲明

本文內容包括環球動向、股票市場（香港股票除外）、債市走勢由招商銀行私人銀行部提供，其中所引用資訊和資料均來源於公開資料，招商銀行私人銀行部力求引用資訊和資料的客觀與公正，但對這些資訊和資料的準確性及完整性不做任何保證，不保證該資訊和資料未經任何更新，也不保證以這些資訊和資料作出的任何參考觀點或建議不會發生任何變更。在任何情況下，招商銀行不就本文中的任何內容對任何投資做出任何形式的擔保，據此投資，責任自負。

本文版權歸招商銀行所有，未獲得招商銀行事先書面授權，任何機構和個人不得對本文進行任何形式的複製、發表或傳播。如需引用或獲得招商銀行書面許可予以轉載、刊發時，需註明出處為“招商銀行”。任何機構、個人不得對本文進行有悖原意的刪節和修改。

本報告僅代表招商銀行私人銀行部對中國境內資本市場的設想、分析及見解，並不代表招商銀行的整體立場，亦不構成對任何人的投資建議，也沒有考慮到個別投資者特殊的投資目標、財務狀況或需求。投資者應當充分考慮自身特定狀況、充分考慮本文中的任何意見或建議是否符合其特定狀況，並完整理解和使用本文內容，不應視本文為做出投資決策的唯一因素。招商銀行及招商銀行私人銀行部以往任何報告、本文的內容及其準確程度不應作為日後任何報告的樣本或擔保。

招商銀行版權所有並保留一切權利。

**免責聲明：**本文件由永隆銀行(「本行」)私人銀行及財富管理部(「本部」)編製，旨在向永隆「私人銀行」客戶及根據香港的《證券及期貨條例》第 571 章或據此制定的規則所定義的專業投資者派發。本檔可能載有研究分析的文章或引述研究檔，但它不是一份有監管目的的投資研究或推薦，因為它並不構成實質的研究或分析。本檔的用意只是提供本部在寫作日期時的觀察和看法，並可能隨時間改變。這些觀察和看法可能與本行其他部門或附屬公司或其他市場參與者的專有立場不同或不一致。本檔所載資料(包括意見及估計)乃秉誠提供，並取自於所示日期相信為可靠之資料來源。然而，本行並無核實所有資料，故不應加以依賴，閣下需作出獨立判斷。本行並無責任更新資料或改正任何其後顯現之錯誤。在任何情況下，本行概不作出任何陳述或保證(明示或暗示)，亦不就使用本檔的任何陳述或意見而引致的損失承擔責任。

投資涉及風險，本檔提供的證券 / 投資產品價格可升亦可跌，甚至會變成毫無價值，過往業績數據並非未來業績的指標，投資者有機會損失全部投資。本檔提供之任何投資建議並未考慮個別投資者的特定投資目標及 / 或財政資源，因此未必適合所有投資者。投資者應自行運用獨立思考能力評估投資此等產品的適合性與涉及之風險，如認為需要，於作出任何認購或購買行動前諮詢其法律、財務、稅務、會計及其他獨立專業顧問，以確保作出適合其本身情況(如公民權、稅務限制)、投資目的、財務狀況及其他獨特需要的投資決定。本檔並沒有獲監管機構包括證券及期貨事務監察委員會認可。閣下作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關證券 / 投資產品的銷售檔，以瞭解包括風險因素等詳細資料。

**未經本行事先許可，任何人士不得翻印、傳送、傳閱或派發本文件給予任何管轄地區或國家的個人或法人。若分發或使用本檔違反任何管轄地區或國家的法律或規例，則本檔不得為任何個人或法人在該管轄地區或國家分發或使用。**

自 2008 年始，永隆銀行有限公司為招商銀行集團成員。招商局集團內的公司及 / 或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有不時在本檔所述全部或任何證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。招商局集團內的公司可能會就該等證券提供投資服務、承銷該等證券或作為該等證券的莊家。招商局集團可能會就因應該等證券或投資專案而提供的服務賺得傭金或其他費用。

© 2018 永隆銀行有限公司 版權所有，不得翻印。