



Rob Waldner

景顺固定收益多元行业  
首席策略师兼主管

### 内容摘要

- 我们认为，财政政策放宽、去监管化和贸易将成为美国新政策的重点
- 美国增长走强应会令美国全面加息受压
- 我们认为新兴市场增长可能面临持续阻碍

### 宏观

景顺固定收益2017年宏观展望在很大程度上可能受美国新晋总统特朗普及其政府政策走向影响。我们认为，特朗普执政初期会落实部分主要政策。首先是财政放宽政策：其所提议的税收削减和潜在的基础设施开支可能大幅推动美国录得全面增长。其次是特朗普承诺放宽对美国经济的监管。就此，他特别指出将改革平价医疗法案(Affordable Care Act)（也就是“奥巴马医改”），放宽对能源行业的监管并修订多德-弗兰克法案(Dodd-Frank Act)。我们认为，这些变动也可能于短期之内推动美国经济增长。第三，就是为特朗普胜选带来支持的反贸易言论。因此我们认为其可能在短期之内落实部分阻碍自由贸易的政策。相关举措可能于中期之内对全球增长造成负面影响。

近期而言，我们认为美国利率将有所上升。美国增长走强可能令美国全面加息受压。尽管市场波动可能为美联储带来忧虑，但我们认为其仍会于12月加息，且有可能于2017年再度加息。美国增长走强、财政刺激措施加上美国加息都将导致美元兑所有货币升值。美元升值和潜在的贸易措施均将为新兴市场带来不利影响。我们预计新兴市场货币将有所贬值且相关市场增长可能面临持续挑战。

### 银行贷款

我们认为，鉴于2016年第四季度银行贷款价格一直围绕其面值浮动，因此预计2017年该资产类别的表现将与息票持平。我们认为，除“个别表现疲弱”外，公司资产负债表普遍稳健且发行商受到自由现金流保护，因此贷款基本面可能继续受到美国缓慢但利好的国内生产总值增长的支持。鉴于长期投资者需求维持强劲，我们预计技术因素将持续稳固。我们认为，大部分主要风险并非局

限于贷款风险。反而是普遍的宏观经济疲弱可能引发的市场“避险”情绪，以及经济衰退可能造成的违约率上升。然而，即便如此，因优先级担保贷款位于资本架构顶端，所以仍具有相对较强的防御性。

### 新兴市场

截至撰写时，我们认为新兴市场不大可能重达2016年截至目前的卓越表现，但未来一年其仍有望录得小至中幅单位数增长。这主要是受惠于正面的利差支持。鉴于新兴市场资产在很大程度上依赖于全球环境，因此我们认为，央行持续的放宽政策、相对稳定甚至稍有放缓的增长及温和的通胀都将为新兴市场资产提供有利支持。此外，投资者持续寻求收益，相对于发达市场，他们看重收入及新兴市场的喜好令其维持吸引，表明投资者可能继续涌入新兴市场资产。新兴市场国家的前景展望至关重要。目前，我们与以往一样重点关注具备一系列推动因素（可靠积极的央行、财政责任等）的新兴市场国家和信贷投资。我们相对乐观的看法所面临的主要风险是美国国库券遭大幅抛售、央行政策发生外转变、全球增长大幅放缓或美元骤升。

### 欧洲固定收益

2017年欧洲固定收益市场将继续受到宏观经济不利因素和区内多国选举的影响。反主流派的崛起（主要与过去数年经济表现持续疲弱有关）表明未来一年市场可能持续跌宕起伏。欧洲央行已通过货币政策取得部分成功，减轻了分裂风险，但银行贷款仍表现平平，我们预计英国脱欧将对欧洲增长构成拖累。不过，欧洲仍处于经济周期初级阶段，鉴于通胀表现仍不及预期且增长维持低企，我们预计欧洲央行的量宽计划将延续至

（下页续）

2017年3月以后。因此，我们看好核心政府债券久期投资，且预计未来国内政治事件及/或央行举措可能为我们带来投资良机。此外，我们对外围国家持中立看法，并对意大利和葡萄牙前景继续持审慎取态，但稍看好爱尔兰和西班牙债券投资。货币方面，我们认为投资机会不多，但我们认为欧元可能因其融资货币地位而受惠于避险情绪。然而，政治环境充满挑战可能会阻碍欧元录得任何大幅升值。我们认为，该市场所面临的风险是欧洲央行于近期之内突然宣布终止量宽计划，或削减量宽计划规模。

### 全球高收益

尽管息差收窄区间有限，但考虑到目前息差公平值利好，我们认为美国高收益债券将于2017年录得理想表现。美国以外地区，高收益债券表现将取决于当地的发展水平。美国高收益市场内的大部分企业收益与美国消费者水平密切相关，而我们认为2017年消费者水平有望维稳。美国以外地区的企业收益前景和盈利能力更为特殊且依赖于相关国家/地区。美联储的行动可能对全球高收益市场情绪和美元造成重大影响，进而导致商品价格及商品相关的高收益资产价格起伏波动。中国需求走软也可能令全球高收益市场受压，同时导致欧洲增长不尽如人意。但我们看好美国高收益市场的一系列进展，其中包括：众多美国高收益公司已通过削减成本和改善资产负债表成功应对商品价格下跌，债务融资并购活动已大幅放缓且违约率仅录得轻微上升。这些进展都可能为2017年的美国高收益债券带来支持。

### 全球投资级别

鉴于宏观经济环境利好及市场持续追求收益，我们认为2017年全球投资级别信贷将跑赢主权信贷。考虑到流动资金充足（尤其是美国以外地区），预计全球经济不大可能出现衰退。美国方面，尽管美联储言论表明其可能进一步加息，但我们认为收紧幅度有限。此外，欧洲央行及英国央行可能继续落实量宽计划。将企业债务纳入购债计划进一

步限制了收益型资产的投资者供应，进而可能为全球投资级别债券带来支持。

我们认为，风险包括全球增长意外放缓，进而可能导致信贷基本面和风险资产承压。此外，全球增长和通胀加速可能导致利率进一步上升，而鉴于主权债券因收益率极低而受到的保护有限，因此其遭受的影响尤为明显。步入2017年之际，企业信贷投资主要受信贷息差和绝对收益低企所主导。该资产类别的表现可能在很大程度上取决于能避免持有问题缠身的行业和发行人，同时捕捉投资良机。

### 全球流动性

未来一年，美国货币市场基金经理可能将注意力重新集中在改革后的增值。如果改革导致供需不平衡问题持续，则短期信贷息差可能维持高企，这就可能不断为优质及超短期投资策略创造具有吸引力的收益率投资机会。美国政府证券供应量充足应可为短期利率提供支持，但我们将密切关注2017年初美国债务上限的相关进展，这可能对美国国库券的短期供应量造成影响。美国经济增长放缓仍可能成为美联储2017年的关注重点，但与近来几年相似，美联储可能仍倾向于以破坏性最小的方式发布前瞻性指引并逐步进行加息。欧洲货币市场将于2017年开始改革，但由于距离落实时间较长（与美国相似），2018年之前其可能不会对市场造成明显影响。

### 结构性债券

我们预期，2017年的宏观经济及资本市场环境将普遍利好结构性证券，因为宏观经济增长放缓及一般的利息盘整通常有利于降低预付风险及收紧信贷息差。而鉴于房屋供应量预期维持紧张加上消费水平稳健，我们认为，美国相关住宅及商业房地产基本面也将为该资产类别带来正面支持。近年来，美国商业房地产价值大幅上升，但我们认为资产泡沫更多的是股票风险，而不是投资级别债务风险，因为自信贷危机以来，抵押品质

（下页续）

量、信用增强和承销已录得大幅改善。外国投资者涌向美国机构担保型抵押贷款支持证券带来极为利好的技术支持，这主要是受到过往美国以外地区大量负利率主权债券的推动，但我们预计，随着2017年货币对冲成本的持续上升，外国资金的流入速度将逐渐下降。我们认为，主要风险包括(1)美联储有关抵押贷款支持证券息票再投资、预付和

到期日的政策发生意外变动；(2)央行可能就利率采取更为激进的立场；(3)美国商业房地产价格出现异常大幅下跌，及(4)即将于2016年12月24日生效的最新多德-弗兰克法案“风险自留”规则可能为新发行的商业抵押贷款支持证券供应带来负面影响，进而对市场造成破坏。

---

## 重要信息

本文件拟仅供景顺意图提供的人士而设，只作资料用途。本文件并非要约买卖任何金融产品，不应分发予居于未经授权分派或作出分派即属违法的司法管辖区的零售客户。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史，而属于「前瞻性陈述」。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得数据为基础，景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述（包括任何预期回报）将会实现，或者实际市况及／或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件并无将任何个人的投资目标、财务状况或其它特定需要纳入考虑。

我们鼓励投资者在作出投资决定之前，应考虑个人投资目标、财务状况及需求的适切性。

阁下应注意本文件：

- 可能包含谈及非本地货币的金额；
- 可能包含并非按照个别人士所居住国家之法律或条例所准备的财务信息；
- 可能并未讨论涉及外币投资的风险；
- 并未讨论当地税务议题。

本文件呈列的所有资料均源自相信属可靠及最新的资料来源，但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细审阅所有财务数据。文内所述观点乃根据现行市况作出，将不时转变，而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

除非另有说明，本文件的数据截至2016年11月30日。