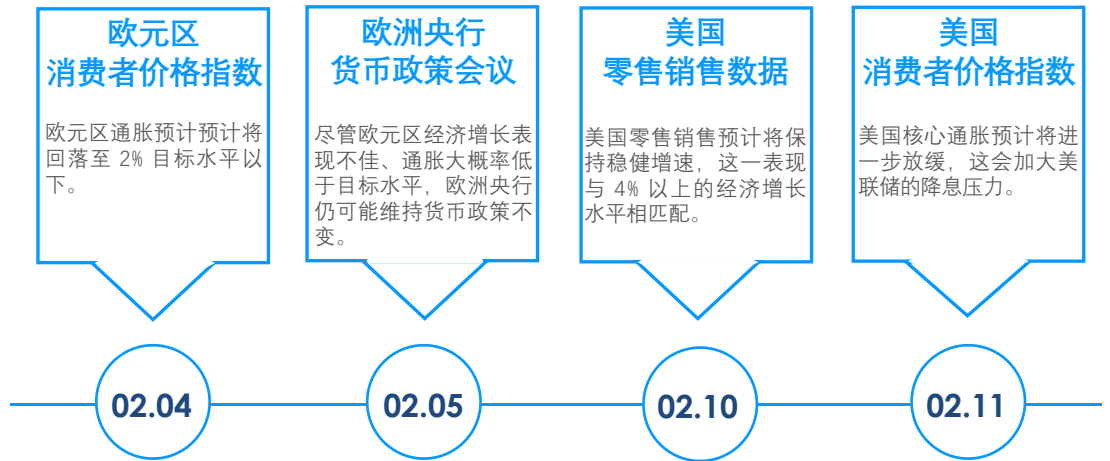


主要事件

安中集团 全球网络

- * Milan 米兰
- * Abu Dhabi 阿布扎比
- * Austin 奥斯汀
- * Cairo 开罗
- * Chicago 芝加哥
- * Dubai 迪拜
- * Dublin 都柏林
- * Estoril 埃斯托里尔
- * Hong Kong 中国香港
- * Istanbul 伊斯坦布尔
- * Lugano 卢加诺
- * Luxembourg 卢森堡
- * Mexico City 墨西哥城
- * Miami 迈阿密
- * Monaco 摩纳哥
- * New York 纽约
- * Santiago 圣地亚哥
- * São Paulo 圣保罗
- * Shanghai 中国上海
- * Singapore 新加坡
- * St Louis 圣路易斯
- * Sydney 悉尼
- * Taipei 中国台北



鹰派意外来袭？

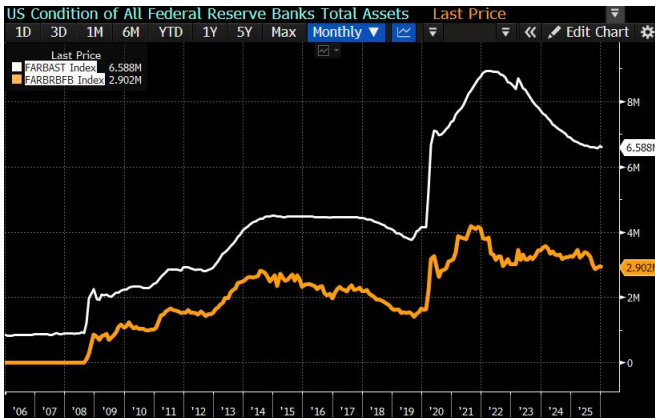
- 上周，特朗普提名凯文·沃什 (Kevin Warsh) 担任下一任美联储主席，沃什显然是候选人中立场最不鸽派的人选之一。
- 在近期发言中，沃什主张降息，理由是人工智能革命将对通胀形成下行压力，同时他也主张缩减美联储资产负债表规模。
- 但沃什在联邦公开市场委员会的 12 张投票权中仅占 1 票。在上次会议上，美联储以 10:2 的投票结果决定维持利率不变。因此，他对美联储决策的影响很可能有限，至少在初期阶段是如此，因为他需要争取其他理事的支持。

上周五，特朗普总统宣布提名凯文·沃什为下一任美联储主席，提名尚待参议院批准。一如惯例，特朗普的这一提名再次令市场感到意外，因为在所有潜在候选人中，沃什可以说是立场明显偏鹰派的人选之一。

沃什的鹰派声誉源于其 2006 年至 2011 年担任美联储理事期间的表现。他在 35 岁时成为该机构历史上最年轻的理事，长期以来一直对量化宽松政策持批评态度。2011 年，在时任美联储主席本·伯南克启动第二轮债券购买计划后不久，他便辞去了美联储理事一职。在任职期间，他更重视通胀风险，而非就业风险。2009 年 4 月，美国失业率高达 9% 左右，正值全球金融危机最严重的时期，他却表示，自己依然更担忧通胀上行风险，而非产出和就业的下行风险。

尽管如此，沃什的观点随着时间推移有所演变。近期，他开始批评美联储的政策，尤其反对资产负债表过度扩张，同时主张降低利率。这一点很可能是特朗普选择他的决定性因素。沃什的最新观点体现在去年 11 月发表于《华尔街日报》的一篇文章中，他在文中写道：“人工智能将成为一股显著的通缩力量，既会提高生产率，也将增强美国的竞争力。……美联储应

(接上文)



资料来源：彭博



资料来源：彭博

当摒弃那种认为经济增长过快、工人薪资过高会引发通胀的教条主义观点。通胀的根源在于政府支出过多、印钞过量。华尔街的资金过于宽松，而普通民众的信贷却过于紧张。美联储臃肿的资产负债表可以大幅缩减。释放出的这部分资金可以通过降低利率的形式重新配置，从而支持家庭和中小企业发展。”

换句话说，在他看来，人工智能革命将通过提升生产率，在促进经济增长的同时抑制通胀，这将使美联储能够维持更低的利率水平，进而强化经济增长动能。低利率还将通过减少利息支出，对私营部门发展和公共债务可持续性形成支撑。沃什认为，美联储的政策一直“滞后于市场变化”，降息行动过于迟缓。而这正是特朗普所期望的。

但市场不应忽视沃什支持“稀缺准备金框架”和缩减资产负债表的表态。自全球金融危机后，美联储资产负债表的大幅扩张是金融资产财富效应的主要驱动力（见左上图白线）。资产负债表扩张的部分原因在于 2009 年后美国对银行业实施的监管新规，这些规定要求银行持有大量准备金（见上图橙线）。但美联储资产负债表的任何大幅缩减，都可能对风险资产构成压力，并阻碍近几个月来颇为流行的“货币贬值交易”。

不出所料，贵金属市场受到的冲击最为严重。截至上周四，白银在一个月内涨幅约达 60%，创下 1864 年美国内战以来最佳月度表现；但在沃什提名公布当日，白银价格暴跌约 30%，创下 1980 年以来最大单日跌幅。黄金也随之下跌约 10%，这一幅度同样是四十多年来未见。

不过，沃什在联邦公开市场委员会的 12 名投票委员中仅占一席。因此，合理预期是他的观点不会在美联储政策中得到广泛体现，至少短期内不会。在上周三召开的最近一次联邦公开市场委员会会议上，美联储以 10:2 的投票结果决定维持利率不变。即将卸任的美联储主席杰罗姆·鲍威尔表示，这一决定在投票委员和非投票委员中均获得广泛支持。会议结束后的发言中，美联储负责监管的副主席迈克尔·鲍曼和圣路易斯联邦储备银行行长阿尔贝托·穆萨莱姆均表示，支持在一段时间内维持利率不变。此外，联邦公开市场委员会目前普遍支持“充足准备金”政策框架，去年 12 月的会议决定暂停缩表，并立即启动“隐性量化宽松”，即美联储将每月至少购买 400 亿美元美国国债，且这一操作至少持续至今年 4 月。

因此，市场对沃什提名的反应，最准确的解读是：这只是一个契机，让投资者对一系列涨幅过高的交易进行获利了结，而非出于对美联储转向紧缩立场的担忧——当前来看，美联储紧缩的可能性极低。相反，沃什上任后的首要任务很可能是说服其他委员降息，而非调整资产负债表规模。

另一个积极因素是，沃什是一位可信度极高的人选。他曾担任美联储理事，拥有丰富的金融市场私营部门从业经验，且在事前就具备一定的无党派属性。从这个角度而言，沃什的提名应被视为利好消息，有助于降低因市场担忧美联储屈从于政治利益而产生的风险溢价。

在对金融市场可能产生的影响方面，沃什的提名料将对收益率曲线短端构成支撑，但对长端的影响则尚不明确。这是因

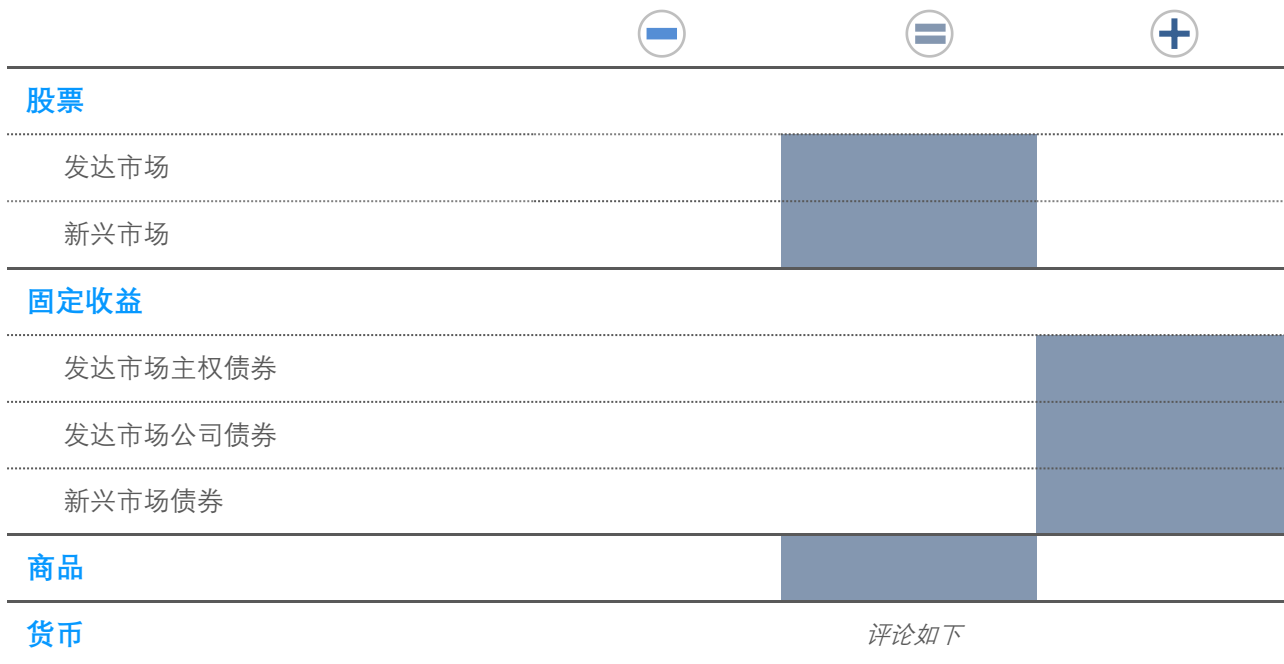
(接上文)

为，一方面美联储的机构公信力有所提升，另一方面市场预期其资产负债表规模将缩减，二者形成相互博弈。不过，美国政府对“可负担性”的关注，以及美联储近期对资产负债表路径做出的扩张性调整，意味着美联储的政策不太可能出现突然转向。

对于股市而言，尽管我们重申美联储资产负债表政策不太可能突然转向，但沃什政策主张的核心原则——扶持普通民众而非华尔街，以及倾向于降低政策利率——很可能推动近几个月来的“市场广度扩散行情”持续。

对于外汇市场而言，美联储机构公信力的提升，降低了美元的尾部下行风险。但从中期来看，随着美联储在新领导层的带领下可能转向宽松政策，且美国政府似乎并不在意美元在过去一年的贬值态势，预计美元或将继续走弱。

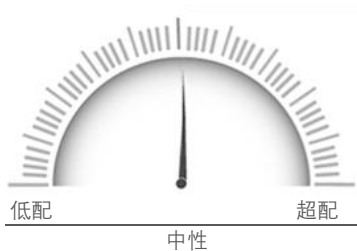
资产配置观点



低配 中性 超配

股票

发达市场



我们对发达市场股票维持**中性**评级。沃什被提名担任下一任美联储主席，预计不会对市场前景产生实质性影响，至少短期内不会。近期市场持续上涨后，出现健康回调的可能性依然存在；但鉴于经济增长势头仍较为强劲，任何回调都应被视为逢低买入的机会。我们继续建议在风格、行业和区域间进行广泛多元化配置，委员会多数成员更青睐美国以外的市场。

美国



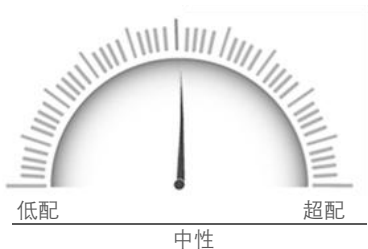
欧洲



日本



新兴市场



我们对新兴市场股票维持**中性**评级。尽管近几个月估值有所上调，但新兴市场股票的估值仍具备吸引力。不过，在近期跑赢市场后，短期回调风险有所上升。从中期来看，美元有望延续弱势，大宗商品价格保持坚挺——新兴经济体通常是大宗商品的主要供应方，且MSCI新兴市场指数突破多年高点，这些因素均表明，新兴市场当前的牛市行情仍有延续空间。

除日本外的亚洲



欧洲、中东和非洲地区

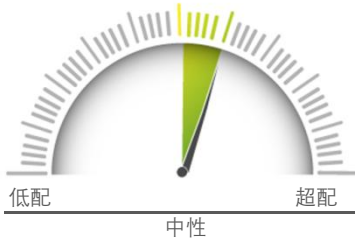


拉丁美洲



固定收益

发达市场主权债券



我们对发达市场国债维持**小幅超配**评级。我们仍偏好期限在 7 年以内的债券品种，对长期债券则更为谨慎。这一点在美国市场上尤为明显，近期美国宏观经济数据显示经济活动正在加速。相反，我们对日本国债的看法更为积极，近期数据显示日本经济正在放缓；但在本周日本大选结果出炉前，我们仍建议保持谨慎。

欧盟核心



欧盟外围



美国国债



日本国债



发达市场信用债



我们对发达市场信用债维持**小幅超配**评级。尽管信用利差已收窄至历史低位，但市场对信用债的需求依然强劲。短期内，在没有重大因素推升市场波动率的情况下，得益于欧美经济体的持续韧性，市场波动预计将保持温和。我们继续建议聚焦高资质发行人，避免过度配置高收益债。

欧洲投资级



美国投资级



欧洲高收益



美国高收益



新兴市场债券



我们对新兴市场债券维持**小幅超配**评级。发达市场债券利差快速收窄，使得新兴市场债券与评级相近的发达市场债券相比，利差吸引力有所提升。美元走弱，加上国际投资者持续减持美元资产进行多元化配置，有望进一步推动资金流入新兴市场。该资产类别多数品种的估值仍具备吸引力，能够为投资者提供更高的收益率，且无需承担过高的信用风险。

本地货币



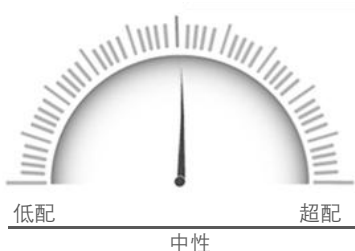
硬货币投资级



硬货币高收益



商品



我们对大宗商品维持**中性**评级。贵金属在几个月暴涨后出现大幅回调，此次回调其实早有预兆，沃什的提名只是触发回调的催化剂。尽管短期内市场波动率高企，我们建议保持谨慎，但中期观点依然积极：贵金属仍有上涨空间，且可继续作为投资组合的对冲工具。对于其他大宗商品而言，在经济增长稳健的支撑下，工业金属和能源类大宗商品的涨势可能延续。

贵金属



能源



工业



农业



货币

美元：中性。沃什的提名可能成为美元短期走强的契机，但长期来看，随着美联储在新领导层的带领下大概率转向宽松政策，市场预期沃什将推动降息，美元或将进一步走弱。

欧元：中性。当前欧元汇率与欧美及其他国家的利差水平完全匹配。

人民币：中性。

其他新兴市场货币：中性偏积极。尽管贸易关系仍存在不确定性且受到沃什提名的影响，但新兴市场债券策略近期的出色表现，正吸引越来越多的投资者关注。

欧元 	美元 	人民币 	其他新兴市场货币 
--	--	---	--

本文件仅为安中投资管理(上海)有限公司(以下简称“安中上海”)市场观点。未经安中上海事先书面同意，任何接收对象不得为任何目的以任何形式全部或部分复制、分发、传送、传播或公开发布本文件所含信息。使用本档推介基金的任何代销机构必须已具备中国证券监督管理委员会或其地方分局(以下简称“证监会”)授予的证券投资基金销售资格并且需为中国证券投资基金业协会(以下简称“基金业协会”)的会员。本基金仅可面向证监会及基金业协会允许的合格投资者进行推介，代销机构需严格遵照证监会及基金业协会的相关要求开展推介活动。

本文件中提到的全部或者部分信息来源于可信任的第三方公开信息。安中上海并未进一步核对该等信息，安中上海就任何个人或机构依赖该等信息作为或不作为不承担任何直接或者间接责任。

安中上海对本文件中的数据、信息及观点的正确性不承担任何责任。因此，如本档的内容有任何遗漏、不准确或可能存在的错误，安中上海对此不承担任何责任。本文件有中英文两个版本，若对中英文有不同理解，请以中文翻译版为准。

安中上海保留预先通知而随时修改本档的权利，但安中上海并无义务亦不保证对本档进行更新及/或更正。此外，安中上海对本文件接收对象或任何第三方因使用本文件中的数据、信息及观点而遭受的损失或与之相关的任何索赔不承担责任。

欲了解基金相关的具体投资风险，请参考基金的招募说明书、基金合同和风险揭示书。

本档描述的投资不保证投资者可以收回本金，也不保证投资收益。

本文件的接收对象应完全承担使用本文件数据、信息、观点以及据此作出的任何投资决定的全部责任。

本档不得转载或给第三方传阅。