

瑞银机构观点

周报

财富管理投资总监办公室

2017年 12月 13日

一周展望

- 美联储未来走向？美联储利率决议将是本周的焦点之一，当前市场几乎100%确信联储将加息25个基点。我们的关注重点在于美联储的声明和新闻发布会。我们预期，美联储官员将暗示，12月之后的进一步加息可能会推迟，直到有更多证据显示，在失业率处于历史低点之际，通胀率持续攀升。
- 英国脱欧进展几何？随着英国与欧盟在“分手费”上取得突破性进展，脱欧谈判将转向贸易协议。欧洲理事会本周将召开会议，讨论英国脱欧现状，我们也可从中了解双方在何种程度上达成了共识。如果谈判氛围正面，可能会给英镑带来提振，但我们认为这会进一步拖累英国股市表现。
- 比特币涨势确立？上周，比特币价格飙升，涨幅超过40%，并首次冲破17,000美元关口。尽管这看起来很极端，但更引人瞩目的是投机泡沫。郁金香价格曾在1636年11月的短短两周内上涨超过八倍。预测投机泡沫何时破裂并不容易。我们并不认为比特币是一种货币，也不认为它是一种可行的投资，但确实认为其背后的区块链技术蕴含投资潜力。

市场走势

CIO view	1w total return	3m total return	Year-to-date total return
S&P 500	0.5%	7.1%	20.7%
Euro Stoxx 50	0.5%	3.2%	12.7%
MSCI EM	-1.0%	1.3%	31.7%
FTSE 100	1.4%	1.0%	8.3%
SMI	0.0%	4.0%	17.2%
NIKKEI 225	1.0%	18.2%	22.1%
US high grade bonds	0.0%	-0.9%	3.2%
Euro high grade bonds	0.2%	0.5%	1.3%
US investment grade bonds	0.0%	0.6%	5.9%
Euro investment grade bonds	0.2%	0.9%	3.1%
US high yield bonds	-0.1%	0.5%	6.1%
European high yield bonds UW	-0.1%	1.0%	6.8%
EM sovereign bonds	0.0%	-0.2%	9.4%
EM corporate bonds	0.0%	0.1%	7.2%

Source: Bloomberg, UBS as of 11.12.2017

Note: OW = tactical overweight, UW = tactical underweight

市场聚焦

- 1、美国减税是否会助长全球减税潮？
距离美国国会通过税改方案又近了一步，一旦通过调降公司税率，每股盈利（EPS）有望因此而提升8%。美国减税可能被群起仿效。日本政府正在考虑增加税收优惠，尽管只针对那些提高工资或增加投资的公司。英国财政大臣也表示，进一步降低企业税已提上议事日程，英国公司税最高税率已从2006年的30%削减至目前的不到20%。此类消息为全球股市带来额外助力，尤其是在各国央行逐步缩减货币刺激政策的情况下。

要点：在新年即将到来之际，我们继续看好全球股市，并维持加码立场。
- 2、“分手费”协议达成不太可能提振英国股市。
在爱尔兰边境问题谈判取得一定进展之后，英国和欧盟就脱欧“分手费”达成了初步协议，英国需要支付约400 - 600亿欧元的分手费。尽管该协议为开启贸易谈判扫清了一大障碍，但我们仍对英国股市持谨慎态度。艰难的谈判才刚刚开始，而英国股票不再受益于英镑贬值带来的利好，因富时100指数成份股公司四分之三的收入来自海外。英镑已自2016年的低点反弹，我们认为由于其仍被低估，因此未来应会有稳健表现。据我们估计，英镑兑美元的购买力平价汇率在1.59，而目前仅位于1.34。今年全球经济增长预计将达到3.8%，明年增长3.9%，但英国股市受到的利好支持不如欧元区股市，因前者的防御性板块占比较高。

要点：我们认为，英国股票的表现将落后于欧元区股票。我们继续相对于英国股票加码欧元区股票。
- 3、波动率上升凸显多元化投资的好处。

在经历了异常平静的2017年之后，某些市场的波动性似乎正在回升，尤其是亚洲。受中国去杠杆和增长疑虑的拖累，MSCI所有国家亚太指数连续8个交易日下跌，创下两年来持续时间最长的下跌行情，目前已自近期高点跌去1.8%。尽管美国股市总体波动性仍在低位，但已出现板块轮动迹象，因投资者从科技股转向金融类股。我们并不认为科技股以及亚洲股市近期的跌势会持续。但这种走势提醒投资者，不应将过去一年来的超低波动性习以为常。2017年VIX指数平均仅为11，远低于1990年代初以来平均19.4的水平。多元化投资是应对市场波动性回归常态的最佳策略。

要点：我们预计亚洲市场或科技股不会持续走软，但这提醒投资者应该进行多元化配置。

关注焦点

- 成长股交易退潮。上周，美国成长型股票基金出现史上第七大规模的赎回，资金净流出达39亿美元，与科技股走弱相呼应。
- 市场风险情绪升温。最近26周有24周出现资金净流入股市，投资者对地缘政治风险置之不理，关注焦点转向强劲的基本面。



深度观察

税改之后面临什么挑战

Mark
HaefeleBrian
Rose

美国总统特朗普有望迎来上任以来首个重大立法胜利。众议院和参议院相继通过各自版本的税改法案后，国会两院接下来将就分歧进行协商，并制定出最终的方案，交由总统特朗普签署。据瑞银公共政策办公室估计，减税法案顺利通过的可能性上升至70%。

如果最终协商停滞不前，则存在下行风险。我们的基准情景是税改将推动美国实际GDP提高约0.3个百分点，并为企业利润带来8%的提振。我们认为美国股票价格已计入了一半的利好影响，这意味着法案的顺利通过将促使美股进一步上涨3-5%左右。

不过，税改法案通过并不意味着美国所面临的挑战将结束，金融市场可能作出以下反应：

- ▶ 1. 税改是在共和党的支持下才走到这一步的，但要通过预算案并让政府继续运转，则需要两党共同努力。美国在9月底达成协议，将美国政府举债上限延长至12月8日，并通过了一项临时支出协议，将现行的财政支出方案再延长两周。关于预算案的争议还是会卷土重来。鉴于两党之间的激烈争论以及特朗普要为其优先事项筹集资金，我们认为最易行的解决方案就是增加支出，以便双方都各取所需。市场的关注焦点在于税改所带来的财政刺激，但实际上政府增加支出可能将对2018年的经济增长产生更大影响。
- ▶ 2. 另一个与此相关的问题是债务上限。尽管提高债务上限是以往惯例，但最近几年政治博弈导致其难度加大，尤其是在选举之前。根据目前的预测，债务上限的相关协议将于明年3月底左右达成，届时政界的关注焦点将转向11月的中期选举。我们认为，不上调债务上限的可能性很低。不过，VIX指数在2017年的平均值只有11，远低于自1990年代初以来的平均值19.4。如果协商拖到最后一刻，债务上限问题可能将促使VIX指数由异常低的水平大幅上升。
- ▶ 3. 对于提名美联储理事杰罗姆·鲍威尔接替耶伦出任下一届美联储主席，两党看来已达成共识。我们认为，如果鲍威尔成为下一届美联储主席，将确保既有政策的延续性。

这意味着美联储将继续逐步上调短期利率。市场对渐进式政策的预期，是长期利率保持低位且收益率曲线趋平的原因之一。在此环境下，较为平坦的曲线并不代表市场对未来经济增长的担忧，不太可能引发股市动荡。鲍威尔还赞成放松银行业监管，这对美股近期的涨势构成支撑。

在此背景下，我们继续加码全球股票，其中美国股票的比重最大。在美国，我们看好金融板块，该板块有望得到监管放松和减税的提振，并将受益于稳健的经济增长和良好的信贷质量。我们预计美联储将在本月加息25个基点，并在2018年加息两次。

Mark Haefele
全球首席投资总监

Brian Rose
美国经济学家

结论

我们预计最终的税改方案将在年底前通过，不过仍存在一些风险。市场反应将取决于税改细节，尤其是企业税削减幅度。鉴于政治人士将开始筹备下一次选举，明年政府支出的增幅可能高于预期。债务上限的协商是导致波动性加大的一个潜在因素，但在鲍威尔的领导下，美联储将保持既有政策的延续性并有望放松银行业监管。

搜索普通财务信息 - 风险信息: 瑞银财富管理投资总监办公室 (UBS Chief Investment Office WM) 的投资观点由UBS AG (UBS, 受瑞士金融市场监督管理局监管)、其子公司或附属公司 (统称为“UBS”) 的财富管理 (Wealth Management) 和个人与企业银行 (Personal & Corporate Banking) 或财富管理美洲 (Wealth Management Americas) 业务部门编制和出版。UBS AG在一些国家被称为UBS SA。本材料仅供个人参考, 不作为任何买卖投资或其它特定产品的报价或邀请报价。某些服务和产品受法律约束, 除了关于UBS的披露信息)。报告中提及的所有信息、观点和价格仅反映截至报告公布时的情况, 未来如有变动, 恕不另行通知。走势图表中提供的市场价格为相关主要证券交易所的收益价。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。因采用的假设和/或标准不同, 本报告中的观点可能与UBS其它业务领域或部门不同或甚至相反。UBS及其任何董事或员工可能有权在任何时候持有本报告所提及投资工具的多头或空头头寸, 作为委托人或代理人进行涉及相关投资工具的交易, 或者向/为发行人、投资工具本身或向/为此等发行人的任何商业或财务附属公司提供任何其他服务或有官员担任其主管。在任何时候, UBS及其员工所做的投资决策 (包括是否买入、卖出或持有证券) 可能与UBS研究出版物表达的观点不同或相反。某些投资可能因所处的证券市场流动性差而不能随时变现, 所以对投资进行估价和识别所处的风险可能很难进行量化。UBS 依赖信息壁垒来控制信息在UBS 各个地区、部门、集团或关联公司间的流动。鉴于存在巨大的损失风险, 并且可能发生损失超过初始投资的情况, 期货和期权交易并不适合所有投资者。过往业绩不预示未来业绩。可应要求提供更多信息。有些投资可能会突然大幅跌价, 收回的资金可能低于投资额, 或者甚至需要赔付更多。汇率的变动可能对价格、价值或投资收入产生不利后果。负责编制本报告的分析师可能为了收集、综合和解读市场信息而与交易部人员、销售人员和其他群体接触。税务处理视个人情况而定, 且可能会在未来发生改变。UBS不提供法律或税务建议, 也不对资产或资产的投资回报的税务处理作出任何陈述, 无论其是普遍性的还是针对客户具体情况或需求的。我们必定无法将具体投资对象、金融形势以及不同客户的需求都纳入考虑范围, 建议您就投资相关产品可能产生的影响 (包括税务方面的影响) 进行金融和/或税务咨询。若无UBS的事先授权, 不得复制或复印本材料。UBS明确禁止以任何原因将本材料派发或转交给第三方。UBS不对第三方因使用或派发本材料引起的任何索赔或诉讼承担任何责任。这份报告仅在适用法律允许的情况下派发。投资总监办公室 (CIO) 作出经济预测时, CIO经济学家与受雇于瑞银投资研究部 (UBS Investment Research) 的经济学家进行了合作。预测和预计内容于本出版物日期为最新, 如有变动, 恕不通知。关于瑞银财富管理CIO管理利益冲突以及保持其投资意见和出版物、研究和评级方法独立性之方式的相关信息, 请访问www.ubs.com/research。本出版物和其他CIO出版物中所提及的有关作者的更多信息, 以及任何涉及该主题的以往报告副本, 可应要求从您的客户顾问处获得。外部资产经理/外部财务顾问: 若本研究报告或出版物提供给外部资产经理或外部财务顾问, UBS明确禁止外部资产经理或外部财务顾问向其客户和/或第三方散发和提供。澳大利亚: 本报告由瑞银财富管理澳大利亚有限公司ABN 47 088 129 613(澳大利亚金融服务牌照号码231087的持有者)派发: 本报告由UBS AG发布并派发。无论本报告中有无相反的内容。本报告仅供2001年《公司法》(Cth) (以下简称为“公司法”) 第761G节所定义的“批发客户”使用。任何情况下, UBS AG均不会向公司法第761G节所定义的“零售客户”提供本报告。UBS AG的调查服务仅供批发客户使用。本报告仅为一般信息, 未考虑任何人士的投资目标、财务和纳税状况或特别需要。奥地利: 根据奥地利法律, 本出版物不构成公开要约, 但可以出于信息参考目的提供给UBS Europe SE, Niederlassung Österreich (营业地点位于Wächtergasse 1, A-1010 Wien) 的客户。UBS Europe SE, Niederlassung Österreich 是UBS Europe SE的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权; UBS Europe SE, Niederlassung Österreich 由BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及奥地利金融监管当局 (Finanzmarktaufsicht, FMA) 联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。巴哈马: 本出版物对UBS(巴哈马)有限公司的个人客户派发。根据巴哈马的外汇管制规定, 不对巴哈马市民或居民派发。巴林: UBS是一家瑞士银行, 不在巴林境内取得巴林中央银行的许可, 不受其监督或监管, 亦不在巴林境内从事银行或投资业务活动。因此, 客户不受当地银行和投资服务法律法规的保护。巴西: 由UBS Brasil Administradora de Valores Mobiliários Ltda编制, 其为接受证券市场委员会 (Comissão de Valores Mobiliários, “CVM”) 监管的实体。加拿大: 在加拿大, 本出版物由UBS投资管理加拿大公司向UBS资产管理加拿大公司的客户派发。捷克共和国: UBS并非捷克共和国的持牌银行, 因而不允许在捷克共和国境内提供受监管的银行或投资服务。本材料出于营销目的派发。丹麦: 根据丹麦法律, 本出版物不构成公开要约, 但可以由UBS Europe SE Denmark Branch, filial of UBS Europe SE, Copenhagen Branch, filial of UBS Europe SE, Denmark Branch, filial of UBS Europe SE, Denmark Branch, filial of UBS Europe SE 接受BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及丹麦金融监管局(DFSA) (Finanstilsynet) 的联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批UBS Europe SE 由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 授权和监管。法国: 本出版物系由UBS (法国) 股份有限公司所发行提供予客户或潜在客户; 其具有125.726.944欧元之股本, 位于69, boulevard Haussmann F-75008 Paris, R.C.S. Paris B 421 255 670。UBS (法国)股份有限公司依循法国 “Code Monétaire et Financier” (货币与金融法) 授权提供投资服务, 由法国银行行业和金融主管机关-Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution所监管。德国: 根据德国法律, 发行人为UBS Europe SE (Bockenheimer Landstrasse 2-4, 60306 Frankfurt am Main)。UBS Europe SE 由联邦金融服务监管局(Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht)授权和管制。香港: 本出版物由UBS AG香港分行对其客户派发。UBS AG香港分行是受《香港银行业条例》许可的一家银行, 同时也是《证券及期货条例》下的一个注册机构。印度: 发行人为UBS Securities India Private Ltd. (瑞银证券印度私人有限公司, 地址: 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051)。电话: +912261556000。SEBI注册号: NSE (资本市场分部): INB230951431, NSE (F & O部门) INF230951431, BSE (资本市场部门) INB010951437。以色列: UBS Switzerland AG登记为与UBS全资控股子公司瑞银财富管理以色列有限公司合作的境外交易商。瑞银财富管理以色列有限公司是一家经许可的投资组合管理机构, 也从事投资营销, 受以色列证券局监管。本出版物不应取代相关被许可方提供的任何投资建议和/或投资营销, 其可根据您的个人需要进行调整。意大利: 本出版物派发给UBS Europe SE, Succursale Italia (Via del Vecchio Politecnico, 3 - 20121 Milano) 的客户。UBS Europe SE, Succursale Italia是一家德国银行的分支机构, 由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 适当授权, 可提供金融服务, 并由意大利金融市场监管局当局 (“Consob”) 监督。泽西岛: UBS AG泽西岛分行受泽西岛金融服务委员会监管, 可开展银行、基金以及投资业务。从泽西岛境外提供的服务不受泽西岛监管制度的管辖。UBS AG泽西岛分行的主要营业地点为: 1,IFC Jersey, St Helier, Jersey, JE2 3BX。卢森堡: 根据卢森堡法律, 本出版物不构成公开要约, 但可以出于信息参考目的提供给UBS Europe SE,卢森堡分行 (营业地点位于33A, Avenue J. F. Kennedy, L-1855 Luxembourg) 的客户。UBS Europe SE, Luxembourg Branch是UBS Europe SE的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权; UBS Europe SE,卢森堡分行由BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及卢森堡监管当局卢森堡金融业监管委员会 (Commission de Surveillance du Secteur Financier, CSSF) 联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。墨西哥: 本文件由UBS Asesoros México, S.A. de C.V.派发。该公司不属于UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V.或任何其他墨西哥金融集团, 无任何第三方为该公司的义务提供担保。UBS Asesoros México, S.A. de C.V.不对收益作出任何担保。荷兰: 根据荷兰法律, 本出版物不构成公开要约或类似招揽, 但可以出于信息参考目的提供给 UBS Europe SE荷兰分行的客户。UBS Europe SE荷兰分行是一家德国银行的分支机构, 由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 适当授权, 可提供金融服务, 并由荷兰金融市场监管局 (Autoriteit Financiële Markten, AFM) 监管, 本出版物尚未呈报上述机构审批。新西兰: 本通知由瑞银财富管理澳大利亚有限公司ABN 50 005 311 937 (澳大利亚金融服务牌照号码231127的持有者)派发给其客户, 公司地址: Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000。您被提供本瑞银出版物或材料是因为您已向瑞银表示您是在新西兰经认证的批发投资者和/或合格投资者 (“认证客户”)。本出版物或材料不应提供给未经认证的客户 (“非认证客户”) , 并且如果您是“非认证客户”, 您不得依赖本出版物或材料。如果您不顾此警告, 仍然依赖本出版物或材料, 您在此(i) 承认您不得依赖本出版物或材料的内容, 以及本出版物或材料中的任何建议或意见并非为您制定或向您提供, 并且(ii) 在法律许可的最大范围(a) 赔偿瑞银及其联营公司或相关实体 (及其各自的董事、高管、代理和顾问 (以下分别称为“有关人士”) 由于您未经授权依赖本出版物或材料导致的任何此等有关人士遭受的任何损失、损害、责任或索赔以及 (b) 对于您未经授权依赖本出版物或材料所导致或与此相关而产生或遭受的任何损失、损害、责任或索赔 (或就此而言) , 放弃您可能针对任何相关人士的任何权利或救济。沙特阿拉伯: 本出版物已获UBS Saudi Arabia (UBS AG的子公司) 的批准, 该公司是在沙特阿拉伯王国设立的一家外资封闭式股份公司, 商业注册号1010257812, 注册地址: Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权, 并接受其监管。新加坡: 如对本报告中的分析有任何疑问, 请联络UBS AG新加坡分公司, 该公司是根据新加坡金融管理局《新加坡金融顾问法》(第110章)规定的豁免财务顾问和《新加坡银行法》(第19章)许可的批发银行。西班牙: 本出版物由UBS Europe SE, Sucursal en España (注册营业地点位于 Calle María de Molina 4, C.P.28006, Madrid) 派发给其客户。UBS Europe SE, Sucursal en España是一家由西班牙银行 (Banco de España) 和联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 监管的实体。UBS Europe SE, Sucursal en España是UBS Europe SE的分支机构, 后者是一家以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) 授权和监管。瑞典: 根据瑞典法律, 本出版物不构成公开要约, 但可以由UBS Europe SE, Sweden Bankfilial派发, 后者的营业地点位于 Regeringsgatan 38, 11153 Stockholm, Sweden, 在瑞典公司注册处 (Swedish Companies Registration Office) 注册, 注册号516406-1011。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial是UBS Europe Se的分支机构, 后者是一家依据德国法律, 以欧洲公司形式组建的信贷机构, 并由德国联邦金融服务监管局 (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin) 适当授权。UBS Europe SE, Sweden Bankfilial由BaFin、德国中央银行 (Deutsche Bundesbank) 以及瑞典金融监管当局 (Finansinspektionen) 联合监督, 本出版物尚未呈报上述机构审批。台湾: 本材料是根据台湾法律规定, 由瑞士银行台北分行依其与客户或潜在客户之约定或要求而提供。泰国: 瑞银依您及/或有权代表您提出要求之人士的要求, 向您提供本材料。如果您误收本材料, 瑞银恳请您删除该电子邮件并立即通知瑞银。本材料可能未经您在司法管辖区的任何金融或监管机构审核、批准、否决或背书。相关投资者须遵守本材料中规定的转让限制和义务, 收取本材料即表示您承诺完全遵守该等限制和义务。在对照投资风险考量您的投资目标、风险偏好和个人情况时, 您应当仔细进行研究, 并确保自身了解情况, 并实施适当的谨慎和判断。倘若有任何疑问, 您应当征求独立的专业意见。阿联酋: 根据阿联酋(UAE)的法律, 本篇研究报告不应被视为要约销售或发行股票或其它证券。本报告的内容并未且将不会取得阿联酋任何官方机构包括阿联酋证券及商品局、阿联酋央行、迪拜金融市场、阿布扎比证券市场或其它任何阿联酋外汇管理局之批准。此材料仅针对专业客户。UBS AG迪拜分公司接受位于迪拜国际金融中心(DIFC)的迪拜金融服务管理局(DFSA)监管。瑞银集团(UBS AG)/UBS Switzerland AG未获得阿联酋央行颁发的牌照提供在阿联酋的银行服务, 亦未获得阿联酋证券期货管理局(UAE Securities and Commodities Authority)颁发的牌照。位于阿布扎比的瑞银代表处拥有阿联酋央行颁发代表处经营牌照。英国: 由UBS AG核准, 由瑞士金融市场监管局 (Financial Market Supervisory Authority) 授权和管制。在英国, UBS AG由英国审慎监管局 (Prudential Regulation Authority) 授权, 须遵守英国金融市场行为监管局(Financial Conduct Authority)的法规及英国审慎监管局的有限法规。关于UBS AG受审慎监管局管制之程度的详情, 本行可按要求提供。它是伦敦证券交易所的成员之一。本出版物向英国伦敦的UBS个人客户派发。如果产品或服务由英国以外的国家提供, 则其不受英国管理制度或金融服务补偿计划的管制。美国: 本文件不对美国和美国人士, 或经由常驻美国的瑞银人员派发。UBS Securities LLC是UBS AG的子公司及UBS Financial Services Inc的关联机构。UBS Financial Services Inc是UBS AG的子公司。

本报告及免责声明之中英文本如有歧异, 应以英文本为准。
2017年07月版本。

© UBS 2017。本行三把锁匙的标志和UBS是UBS的注册和未注册商标。版权所有。