

資產配置：東方匯理的投資策略

脫歐？留歐？波動 / 金融穩定及銀行股、檢討專題

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

在我們最近召開的投資委員會會議上，討論重點環繞着三大議題：

1. 英國將會就是否「脫歐」舉行公投；我們分析了「脫歐」與「留歐」兩種情景的潛在後果；
2. 低波動環境反映出高度相對、甚至完全是人為的金融穩定性；及
3. 自今年初起，金融類證券（特別是銀行股）表現疲軟。

1. 脫歐？留歐？兩害相權取其輕？

根據未來選舉結果來決定資產配置將無多大意義。在另一方面，我們亦必須對情景和風險加以評估，特別是當涉及到重要的選舉期限時（就如英國公投的情況一樣）。最近的民意調查似乎傾向贊成「留歐」（即使「脫歐」陣營抬頭），而「脫歐」與「留歐」之間的爭論往往可歸納成兩大結論：

1. 「脫歐」會對金融市場帶來風險、「留歐」可以令人安心；
2. 「脫歐」會為英國帶來經濟風險，並為歐盟帶來政治風險。

不過，實情並非如此簡單。以下是我們就此問題的看法。

英國承擔的風險是什麼？

定義明確的經濟風險：英國五成出口輸往歐盟，而按國內生產總值計算，英國與歐盟之間的貿易額佔英國國內生產總值的百分之六十五（相對而言，1960年代的數字僅為百分之二十）。如果英國真的離開歐盟，貿易額和成本將受到影響，而一些高度集中於歐盟的市場板塊（例如：金融服務業、化工業或者汽車業）將受到影響。英鎊貶值無疑會提振英國貿易，但據估計，由於「歐洲企業通行証」結束、英國與歐盟之間的貿易協定消失，對英國國內生產總值的影響將顯著為負面。倫敦證券交易所並無危險，但我們無理由不認為歐盟可能（應該）利用這種新情況的優勢來促進歐洲大陸金融市場的開放。例如，就經濟增長而言，經合組織認為英國的國內生產總值將失去百分之三至八之間，而英國僱主表示歐盟本身對英國國內生產總值的貢獻達百分之四至五之間，即大約七百億英鎊。這些數字應根據英國不同的「待遇」情景而加以完善：

- 如果英國（像挪威一樣）留在歐洲經濟區（目前有三十一個國家），英國要為「脫歐」付出的成本將為每個家庭每年3345歐元（在十五年期間，英國國內生產總值將損失百分之三點八）；
- 如果英國（就如瑞士在過去幾年所為）與歐盟簽訂雙邊協議，英國要為「脫歐」付出的成本將為每個家庭每年5528歐元（在十五年期間，英國國內生產總值將損失百分之六點三）……不過，請記住，貿易協定談判平均需時七至十年！
- 如果英國決定不與歐盟重新談判，那麼英國要為「脫歐」付出的成本將會高出很多。在這種情況下，成本將為每個家庭每年6689歐元，相當於在十五年期間，英國國內生產總值下跌百分之七點四。

要點

在我們最近召開的投資委員會會議上，討論重點環繞着三大議題：

1. 英國在6月23日將會就是否「脫歐」舉行公投；我們分析了「脫歐」與「留歐」兩種情景的潛在後果。相信「留歐」（英國留在歐盟）將消除英國或歐盟的所有不確定因素，或簡單地總結「脫歐」風險為英國的經濟風險或歐盟的政治風險，均非常危險。事實上，事情複雜得多。
2. 形成低波動環境的部份原因是各國央行（特別是歐洲央行）的行動。在某層面來說，低波動環境當然令人安心，但它亦反映了高度相對、甚至完全是人為的金融穩定性。
3. 自今年初起，金融類證券（尤其是銀行股）表現疲軟，負利率（現在是懲罰性利率）的後果；資金成本仍然很高；而且整體情況（經濟、金融和監管情況）不利於更緊密的歐洲一體化進程。

總而言之，即使風險並沒有消失而且整體而言被低估，但由於各國央行的舉動加上人為造成的低利率和波動環境，我們不會從根本上改變資產配置。然而，就潛在風險相關的任何自滿情緒，我們都會保持謹慎而警惕的態度。



英國脫歐：將會顯著對英國國內生產總值造成負面衝擊



有鑑於此，我們更能理解為何商界領袖、英國央行以至是英國財政部等都警告英國選民「脫歐」的後果。

不可忽視的政治風險：英國離開歐盟將可在各大國際組織重新獲得其獨立性以及一些席位，但我們必須重申，「脫歐」陣營並不一致，事實遠非如此。有些（極端主義者）要求完全獨立，甚至關閉邊界（保護主義、停止移民），而其他的自由主義者則希望緩解歐盟實行的監管約束，並能夠重新談判所有關係（包括貿易關係）。如果「脫歐」贏出，怎樣才能協調兩個陣營？此外，蘇格蘭要求就獨立舉行新一輪全民公決的風險很高，因為蘇格蘭人從來沒有隱瞞過他們與歐洲的密切關係。而且我們不要忘記，英國大部份石油均位於蘇格蘭境內。如果英國選擇「留歐」，首相卡梅倫的立場將是什麼？受廣泛勝利所鼓舞，卻遭窄幅勝利所削弱？這將導致新一輪選舉？沒有其他東西是那麼肯定。

歐盟承擔的風險是什麼？

適度的經濟風險：從表面看，英國脫歐將不會對歐盟國家帶來嚴重的直接經濟後果。受影響最嚴重的將是與英國有密切聯繫的國家，尤其是愛爾蘭，還有盧森堡、比利時、瑞典、馬耳他、塞浦路斯。

不可忽視的政治風險：歐盟國家最近向英國（在移民、主權和管治方面）作出了一些讓步，以免「脫歐」的情況發生。每項讓步都證明了歐盟內部缺乏團結，一些國家表達了它們對於各項措施的興趣。英國脫歐意味着幾件事情：一）首先，各成員國有可能離開歐盟，並無什麼是不可撤銷的；二）各成員國隨時可能獲得讓步；三）「任選式歐洲」不只是一個幻想。先不要說動盪風險，我們可以明顯地想像到因英國公投而纏繞歐盟的問題。歐洲人將能夠動員起來（透過簡化管理、預算和稅收一體化、增強領導力、改善就業市場等）並推進歐洲機構前進嗎？不論英國公投結果如何，這是大家均會提出的關鍵問題，因為不論是英國決定「脫歐」還是「留歐」，該問題都值得大家深究。極端主義者和民粹主義者（歐洲核心國家右派、周邊國家左派）的興起，與歐盟日益惡化的經濟形勢和管治缺陷息息相關。公投到底將會推動事情向前邁進，還是會阻礙發展？簡而言之，這是整個歐盟的問題。

這將為市場帶來什麼後果？

對金融市場來說，「留歐」是最佳選擇，無可爭辯。當然，這不會改變複雜的遊戲規則，但該遊戲眾所周知，並且數年以來一直是日常生活的一部份。相反，「脫歐」是通往未知情況的一扇門：並非一切都將很快獲得決定（英國正式退出歐盟需時兩年），但無人知道上述問題將如何得到解決。因此，我們可以打賭，樂觀反應將可能導致信貸利差擴闊、英鎊和歐元下跌。不指望英國市值上升似乎合理：這是疲弱英鎊和貿易協定結束（有利因素）以及對於某些重大板塊的（負面）影響之間的爭鬥。面對這些不確定因素，我們反而應該指望英國和歐盟的資金外流。如需要，歐洲央行可能利用它來加速其資產購買計劃，使得歐元區的固定收益市場成為相對受保護的區域。

2. 低波動環境反映出高度相對、甚至完全是人為的金融穩定性

我們可以（亦應該）高興各國央行透過其行動成功地平息緊張關係，並降低利率和（企業、銀行和主權國家的）信貸利差水平（及波幅）。然而，我們應該承認，這種金融穩定性部份是人為的：

- 經濟增長並沒有加速，而不論是在歐美各國，還是在大部份先進國家之中，對經濟復甦的投資仍然是一片空白。在最好的情況，一些國家已成功返回到顯著下調的增長潛力。

“ 商界領袖、英國央行以至是英國財政部都警告英國選民「脫歐」的後果 ”

“ 脫歐或留歐：無論如何，英國的情況都不簡單 ”

“ 對歐盟的影響不大（某些特定國家除外，尤其是愛爾蘭） ”

“ 英國脫歐的其中一個主要後果：「任選式歐洲」不再只是一個幻想 ”

“ 如果英國脫歐，我們反而應該指望英國和歐盟的資金外流 ”

- 我們亦很快認識到貨幣政策傳輸渠道（利率效應、信貸效應、利差效應、財富效應等）並不能再奏效，而這亦不會導致已處於負值區域的利率進一步下降。
- 量化寬鬆政策已經達到了極限：我們該怎麼辦？資產購買計劃已經達到了龐大的規模（歐洲央行現正購買歐元區總淨發行逾兩倍的資產，而日本央行已成為日本國債的主要持有人）。毫無疑問，購置步伐仍然可以加速……
- 利率政策亦達到了極限。「零利率下限」（ZLB）或「零名義利率下限」（ZNLB）的辯論成敗參半，但歐洲和日本已經跨過門檻，決心將利率推向負值……而不取得實質成果。
- 各國央行的公信力是一回事，不過，為何相信整個解決方案符合貨幣政策？考慮到最近幾年的過剩債務和信貸，而且金融市場對公共赤字欠缺自滿情緒，再次採取財政刺激及稅收政策看似大膽。然而，經合組織（OECD）、國際貨幣基金組織（IMF）等主要國際組織正主張更大量使用預算槓桿……前提是在投資之餘同時進行結構改革。鑒於當前利率，加上我們過於依賴各國央行，這似乎是一個很好的機會。

總而言之，這些問題（經濟增長疲軟、就業市場欠佳、赤字、債務等）都並未完全解決，而目前的金融穩定性仍然脆弱，甚至完全是人為：

- 要么我們將看到經濟增長鞏固，而人為的金融穩定性將成為真實的不穩定性，社會不平等的情況將日益加深，就業市場亦會進一步惡化，兩者將加劇社會緊張關係及當前地緣政治緊張局勢。在更為疲軟的經濟增長環境中，對於（政府、企業）償付能力及盈利的擔憂亦將浮面。
- 要么我們不會看到預計增長穩定下來（並有所改善），這些經濟政策更為投資導向，而且特別重視創新和技術進步的當前機會。不平等的深化將因此而扭曲（或變得更可容忍），而緊張關係將會褪色。人為的金融穩定性將成為頗為真實的不穩定性。

3. 自今年初起，銀行股表現疲軟

特別是自2015年初以來，一個普遍而不可避免的想法是保持銀行股的正面趨勢，主要基於五大原因：

- 量化寬鬆計劃有利於銀行股，因為它們有可能維持利率於低水平，並大大減少對歐元區政府債券（由歐元區銀行大量持有的資產）的風險溢價；
- 「定向長期再融資操作」（TLTRO）有利歐洲銀行，特別是最脆弱的銀行。這可減輕危機在銀行系統之間蔓延的風險，因此，亦可就關係到銀行系統相互依存的風險溢價部份實現扁平化；
- 經濟恢復增長亦有利於銀行股；
- 其估值（股票、價差）具有吸引力；
- 其股息收益無疑是一種資產。

現實卻並非那麼簡單，原因有三：

1. 負利率對於銀行盈利的影響；
2. 利率和銀行資金成本之間「相對」疲弱的關係。
3. 一些銀行系統和危機蔓延的憂慮的脆弱性。



利率政策已達到極限



儘管如此，為何相信整個解決方案在於貨幣政策？



我們已好幾次說明了負利率的害處。讓我們簡單地從銀行的角度回顧一下這些影響：

- 負利率並不是真有必要。融資（銀行信貸、進入資本市場）的便利程度在兩年內顯著改善，特別是自量化寬鬆計劃開始以來，利率長時間保持於低水平。
- 利率下跌至負值，並未能減少銀行在歐洲央行的存款；情況恰恰相反：2016年1月的存款數字為1000億歐元，今天則為7500億歐元。很明顯，這並沒有令銀行感到氣餒。該7500億歐元並沒有流入實體經濟，亦沒有帶來經濟增長。
- 如果歐洲央行的銀行存款下跌，將不保證銀行會額外向最弱勢區域的企業增加貸款。
- 若銀行有流動資金，正是由於歐洲央行注入大量流動資金……而銀行寧願將現金存入歐洲央行，亦不會購買政府債券（具債券期限風險、不對稱風險、負孳息率）。對，利率為負值，但沒有與隔夜利率相關的交易對手風險或債券期限風險，亦沒有不對稱風險。誰又能責怪它們呢？
- 負利率無法保證銀行同業市場能更好地運作。一間銀行對另一間銀行可能存在的不信任並不會因為負利率而消失或減少——情況恰恰相反。
- 事實上，當利率下跌至負值時，利率將會懲罰銀行的盈利能力（涉及所有銀行，無論是在歐元區核心國或周邊國家的銀行）。這在當銀行都在努力贏取市場支持，同時被要求向經濟體系提供更多貸款之時發生。這是一個悖論，而且肯定會適得其反。此外，各銀行都在尋求更多利潤，往往犧牲信貸，以更好地抵禦或反對「非中介化」和數碼化趨勢。
- 透過將短期和長期利率定於負值，歐洲央行亦向金融市場（及銀行股）發出負面訊息。顯然，存款額越大，銀行便越受到懲罰。因此，日本銀行股票（其貸款 / 存款比率較歐洲銀行低百分之二十至三十）在日本央行下調利率至負值區當天暴跌了百分之三十。

總而言之，我們可以理解銀行對負利率的不信任。保持該路線肯定會適得其反。

但這並非事實的全部。如果我們想真正了解銀行的當前形勢，我們必須首先不能忽視**資金成本**的問題。

這並不是因為利率很低，而是因為銀行的資金成本很低。在現實中，資金成本還未真正隨利率的下行走勢而下跌，原因如下：

- 首先，過往危機的餘波未了：「回歸正常」從來沒有真正發生，而2011年和2012年的金融危機留下了持久的痕跡。
- 其次，對未來危機的恐懼：我們知道，銀行業的經營環境在某些國家仍然脆弱。我們想起意大利，而且建立「壞銀行」並不可能。我們亦想起某些周邊國家的銀行系統，或對某些（大型）銀行經常出現的恐懼和謠言的直接後果……
- 監管不確定性亦是資金成本持續高企的一個背後因素。我們不知道《巴塞爾IV》的內容是什麼。監管將不再順應週期？
- 另一個影響資金成本的因素是區分銀行系統的難度。在現實中，市場不知道如何作出這樣的區分。至於銀行，關注重點仍然落在系統風險、銀行間的互動、危機蔓延。這一切都並不有利於銀行同業市場的平穩操作，甚至會削弱最疲弱的一些銀行，影響因而會蔓延至最穩健的那些銀行！這種惡性循環將傾向於「去槓桿化」及國家經濟衰退，而不是平穩交易、風險共擔或額外的信貸風險承擔。



毫無疑問：負利率對銀行不利



即使歐洲央行的銀行存款下跌，亦不保證銀行貸款業務會進一步增長



資金成本還未真正隨利率的下行走勢而下跌



•最後，最後一個因素是「異常」低利率和利率曲線，對盈利能力以至是信貸供應產生直接影響。我們還可以添加現在已完全不對稱的利率風險。銀行越認為利率將維持低位，便越有可能會降低風險並違背貨幣政策。

整體而言，我們明白為何自從採取負利率政策以來，銀行股一直遭殃（右圖清楚說明該情況）。

資產配置的結論及後果

我們可以清楚地看到，這三個議題（脫歐 / 留歐、金融動盪 / 穩定性、負利率 / 銀行的資金成本）是在當前的市場環境之中以及在資產配置方面的考慮重點。它們在提醒我們，各國央行在金融市場的強勢行動並不足以令市場降低警覺性。在不墮入最黑暗的悲觀情緒並扭轉資產配置持有的情況下（一些風險已轉嫁予新興資產類別，相對於歐元區核心國家，我們保持偏好歐元區周邊國家，並在債券投資組合中增持信貸），我們仍採取保守策略。風險比正常指標似乎高出很多，所以我們絕不會忽視風險：英國公投（六月二十三日）和西班牙大選（六月二十六日）讓人想起環球經濟波動之弱勢可能是一個陷阱，並且還讓人想起低估潛在風險的危險。

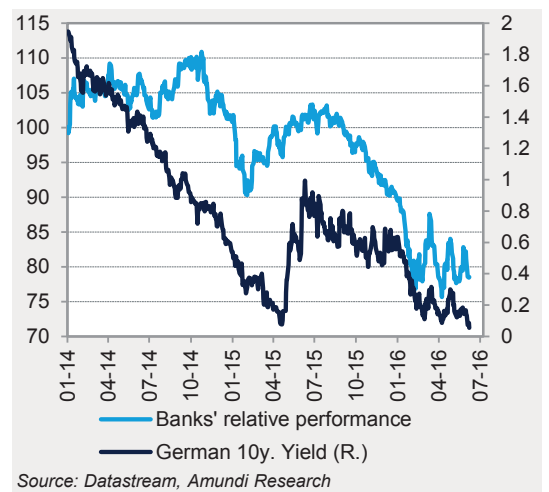
在結束之前的一個評論：我們知道風險，並不意味着我們必然會扭轉持倉，特別是在市場流動性減少的地方。當時間到了，重新進入這些市場將變得困難得多。我們不指望趨勢發生逆轉，所以我們不希望發現自己無法重新進入這些市場。我們認為，保護資產並進行對沖比較明智。



自從採取負利率政策以來，銀行股一直遭殃



3 德國10年期國債收益率相對歐洲銀行類股相較於指數的相對表現



> 宏觀對沖策略

	單月變化	0	+	++	+++
美國國債長倉	→	□	□		
德國國債長倉	→	□			
美元長倉	→	□			
日圓長倉	→	□			
波動長倉	→	□	□		
美元現金長倉	→	□			
黃金長倉	→	□	□		
美國國庫抗通脹債券 (TIPS) 長倉	↑		□		

最近的事態發展（油價上漲、對經濟衰退或人民幣貶值的擔憂緩解、央行特別是美國聯儲局和歐洲央行等採取的立場）需要我們重新添加風險至投資組合，從而緩和宏觀對沖策略。我們大約在三個月前開始採用此策略，儘管「脫歐」公投在即，令我們必須加倍謹慎行事，惟我們仍將維持此偏好。保持長期投資於波動和美國債券（美元和套息交易）仍是一個合理的做法。德國國債達到的收益率使我們相信，維持債券長倉已不再是最好的宏觀對沖策略之一。在發表令人頗為失望的勞動力市場報告後，美國聯儲局再次展示其極為審慎的態度，這次經由聯儲局委員Lael Brainard的講話表達。隨着通脹率走近聯儲局的目標，市場對通脹掛鉤債券重拾一些興趣。此前一段長時間，大部份投資者都避之則吉。通脹掛鉤債券作為宏觀對沖工具的吸引力再現。

上表代表一至三個月的短期投資期限。變化（第二欄）反映了在我們最近的投資委員會會議上發表的展望。這幾條線表示我們對風險的厭惡以及我們的宏觀對沖策略。大家應該相對於資產分配表來查看。在資產配置方面的負面展望不會導致避險對沖。暫時的負面展望（在短期內負面，但在中期正面）可能導致我們保護投資組合，而不會影響我們的長期展望。策略的應用以持倉（+）表示，而持倉的比例則由分級刻度表示（+/+ /+++）。這些策略獨立於構建受保護初始投資組合之限制和考慮。這些為疊加持倉。

資產配置：多元類別展望與信念

	單月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票 / 政府債券	→					□		
公司債券 / 政府債券	→						□	
股票 / 公司債券	→					□		
存續期	→				□	□		
公司債券	→					□		
石油	→					□		
黃金	→				□			
歐元現金	→			□				
美元現金	→					□		

上表代表六至十二個月的投資期限。變化（第二欄）反映了在我們最近的投資委員會會議上發表的展望。這幾條線表示我們的多元資產類別在6 / 12個月時間跨度的展望。資產類別的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/+/+/+)；它們獨立於事關投資組合構建的制約和考慮因素。

資產配置：相對前景及信念（按各主要資產類別）

	單月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票	美國股票	→			□			
	日本股票	→			□			
	歐洲股票	→				□		
	英國股票	→					□	
	亞太（日本除外）	→				□		
	新興市場股票	→					□	
政府債券	美國債券（短倉）	↑						
	美國債券（長倉）	↑			□			
	歐元核心（短倉）	→		□				
	歐元核心（長倉）	→						
	歐元周邊國家	→					□	
	英國債券	↓						
	日本債券	→						
公司債券	美國投資級	→			□			
	美國高收益	→			□			
	歐洲投資級	→				□		
	歐洲高收益	→					□	
	新興債硬通貨	↑					□	
	新興本地債券	↑				□		
外匯	美元	→				□		
	歐元	→				□		
	日圓	→				□		
	英鎊	↑				□		

上表代表六至十二個月的投資期限。變化反映了在我們最近的投資委員會會議上發表的展望。不同線條代表了各主要資產類別的相對前景以及外匯和商品的絕對前景。資產類別的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/+/+/+)。它們獨立於事關投資組合構建的制約和考慮因素。

投資組合類型

> 股票投資組合

- 投資組合的貝塔（β）系數約為1
- 偏好歐元區（對金融股維持中立、減持公用事業）
- 對美國和日本保持不變
- 新興市場：國家選擇是關鍵，但整體而言偏向正面。
在新興國家之中：
 - 增持印度、泰國、秘魯、歐洲、菲律賓
 - 對印尼、中國、俄羅斯維持不變
 - 減持台灣、希臘、巴西、南韓、馬來西亞
- 增加新興市場貨幣長倉

> 債券投資組合

- 維持信貸增持
- 減少增持金融類
- 存續期：整體保持中性；負收益板塊偏向短倉；歐元偏向長倉；英鎊、美元、日圓偏向短倉
- 新興市場債券：
 - 依然偏愛「硬通貨」債券（美元長倉）
 - 增加地方債務風險
 - 專注新興市場專題
- 保持英鎊的短倉偏好
- 美元長倉
- 增加新興市場貨幣長倉，重新購入巴西雷亞爾，但沽出墨西哥比索

> 多元化投資組合

- 環球風險略為減輕
- 整體投資組合的股票比例不變
- 歐元區股票持倉減少（脫歐）
- 日本股票持倉不變
- 看好歐洲價值、美國質素
- 保持增持新興市場股票
- 相對歐元區核心成員國（惟接近合理價值），繼續增持歐元區周邊國家的主權債券。
- 保持美國長倉，但持倉量減少（以作利差交易及宏觀對沖之用）
- 公司債券：高收益持倉不變、投資級略為看好
- 透過本幣債券增加新興市場貨幣的長倉

風險因素

PHILIPPE ITHURBIDE, 研究、策略及分析部環球總監

下表列出了12個風險因素及其概率，並闡述最可信的市場影響。

[風險 #1] 如果美國聯儲局出錯呢？

[概率] 20%

分析 誤解聯儲局的決定仍然是一個主要風險因素。尤其因為自1945年以來，在一半的情況下（過去十二次中有六次），貨幣緊縮週期均在美國經濟衰退的兩年內發生。無疑，這是市場擔心在美國聯儲局採取過急（而且尤其是過於激烈）的行動時所出現的情況。目前，美國聯儲局仍持謹慎態度，因為它清楚地意識到，現在為止的經濟增長水平和當前週期還未能確保利率會顯著上升，而且逆轉已採用七年的超寬鬆貨幣政策比平時更為重要。不過，請小心。通脹指標正接近聯儲局的目標，央行正為市場準備於夏季（6月，或者更可能是7月）緊縮。聯儲局必須避免溝通錯誤。如果利率過早上升、過度或無合理理由，市場反應可能不佳。

市場影響 預期股市大幅下滑以及危機蔓延到已被削弱的新興市場。這種情況將擴大歐洲和美國之間的利差和利率，亦進一步削弱歐元，兩者皆有利於歐洲的風險資產。

[風險 # 2] 中國經濟硬着陸

[概率] 20%

分析 中國的商業模式在過去十年中發生了變化。增長再不如從前以出口為主導，而國內需求成為經濟增長的主要動力。如此好的舉措亦有一些缺點：過度放貸的跡象存在、債務不斷膨脹、產業競爭力已下跌、生產率增長正在下降。簡單來說，潛在的增長是下降。問題不在於未來和潛在的增長率是否會更低。這已經是既定事實。相反，經濟增長的風險是否會急劇下跌至低於其潛力（目前為5%而15年前則為10%）（甚至更低）。換句話說，中國是否會出現大規模的經濟危機。中國經濟增長更嚴重的萎縮，將令中國躋身於本已很長的環球通縮壓力名單。最近的指標降低了這種風險。

市場影響 這樣的情景會產生非常不利的影響，其級聯效應會特別具災難性：銀行系統脆弱、金融系統脆弱、中國公共和私人債務脆弱、對商品和新興國家造成影響、對商品出口國、發達國家和新興國家的貨幣造成影響……美國聯儲局將縮短其「緊縮週期」，而歐洲央行將繼續其量化寬鬆政策。

[風險 #3] 世界經濟增長崩潰

[概率] 20%

分析 中國經濟「硬着陸」將意味環球經濟增長暴跌，但亦可能有其他原因。商品價格和環球貿易持續下跌、美國貨幣政策過度嚴格，加上歐洲經濟活動的結構疲弱，均讓人憂慮環球經濟增長下滑。儘管各銀行與國際組織作出重大調整，我們（東方匯理）對經濟增長的預測相比市場共識較不樂觀。其風險是一個更糟糕的情景，因為所涉及的是環球經濟增長急劇放緩。中國將不再是信心的來源。到現在為止，新興市場經濟放緩已是鐵一般的現實，而「先進」世界已向前走了好幾年。在「先進世界」的另一次放緩可能源自新興國家的二次效應（出口下跌）、投資下滑、就業率下跌……總之，原因與國內需求（目前為增長的主要驅動力）有關。

市場影響 暫且不論使用擴張性的經濟政策，我們一方面可能會擔心新興國家之間，另一方面擔心先進國家和新興國家之間會再次出現貨幣戰。期待風險資產、股票和信貸業績表現極差。

[風險 #4] 美國經濟衰退

[概率] 20%

分析 我們已經多次表明，市場共識過於樂觀，而我們最近看到市場就一些國家和地區（包括美國）廣泛作出增長調整。對我們而言，我們在2014年修訂了增長前景，而我們預計2016年會有2%左右的增長，2017年的增長率則為1.8%（當前的潛在增長率水平）。至於美國，我們決不能忘記消費（代表國內生產總值超過70%）繼續保持良好，而服務行業（強勁）和製造業（較弱）之間有很大的區別（這往往隨時間證明並不可持續）。關鍵問題是要知道這情況是否會持續。主要指標都使我們想到約2%的經濟增長（而非收縮）正在醞釀之中。在這個時候，美國出現經濟衰退的可能性也不大，但令人擔憂的是聯儲局缺乏迴旋餘地，正如它直到現在都無法加息。目前情況與2004至2006年的情況完全不同。在該兩年，聯儲局成功加息17次（共計400個基點），為自己保留餘地，方便日後金融危機來襲時迅速應對。今天的情況大有不同。聯儲局的迴旋餘地落後於其經濟週期和金融穩定性，而且輕輕落後於美元，並負擔不起這樣的加息。如何能應對目前的經濟衰退？聯儲局仍然有公信力嗎？

市場影響 美國經濟衰退對環球經濟的影響是災難性的，而即使情況較佳的歐洲亦不能倖免。短期利率將長期持續在低位，而聯儲局於幾個星期前在常規貨幣政策方面並無退路，在別無選擇下將推出第四輪量化寬鬆政策。不要指望對風險資產有積極的影響。初期的影響將是負面的，而中央銀行缺乏信譽肯定會增加波動和壓力。預期會出現更多實質性的預算失衡。

[風險 #5] 人民幣大幅貶值

[概率] 5%

分析 在去年八月中旬幾天，中國給人正放棄匯率政策的印象，就人民幣的重大貶值為市場做好準備（人民幣曾於1994年貶值三成）。這些相同的恐懼已曾在一月初出現。直到現在為止，中國已利用過貨幣政策、預算政策、財政政策和收入政策來作為刺激工具，並且謹慎地沒有使用匯率政策。此外，中國向二十國集團（G20）承諾不會使用匯率政策來作為刺激工具，而人民幣將於2016年10月起成為「特別提款權」（SDR）一籃子貨幣的組成部份。除了對金融市場非常負面的直接後果外，這樣的決定（至少10%的急劇貶

風險因素

值)將毫無疑問可被視為承認整體經濟政策脆弱。概率較小,因為中國已經清楚地表明其慾望和能力,以穩定人民幣相對於一籃子貨幣的匯價,而不是準備大幅貶值。風險適度,但具有極大的潛在危害。

市場影響 在這種情景下,預期市場普遍下調。突然貶值將展開更激烈的貨幣戰,特別在亞洲。貨幣政策將變得非常寬鬆,以免貨幣升值。這將打擊歐元以及歐洲經濟,因為新興市場貨幣彌補其有效匯率達70%以上。

[風險 #6] 新興市場的經濟持續放緩(商品價格再次下跌)

[概率] 20%

分析 商品價格下跌、中國經濟增長放慢,以及即將到來的美國貨幣政策轉變,都是越來越多人擔心1997-1998年金融危機(新興市場全面崩潰)重演的因素。猶記得,自從美國結束其量化寬鬆計劃起,新興市場一直受壓。到現在為止,受中國經濟實力及其遏制困難的能力所驅動,只有亞洲能夠承受壓力。企業違約和主要活動指標偶爾讓市場高度警惕,但中國官員所採取的措施(減息和削減強制銀行儲備、注入流動資金、推行財政和稅收措施、保持貨幣政策等)最終令一切重回正軌。現在事情更加複雜。增長預測定期向下修正,而風險在於國內需求將瓦解、經濟政策將繼續無效。這種風險在過去幾週期間仍然有減無增。

市場影響 這種情況將會是今年年初看到的趨勢的延伸,只是某些新興市場的情況會更差。即使油價下跌對商品消費先進國家有利,但很難相信這些國家將被完全隔離。隨着大宗商品價格下跌,我們應該指望新興市場貨幣持續下跌,而且資金將流出新興國家。從先進國家和避風港的資產類別選擇。

[風險 #7] 新一輪歐洲危機

[概率] 5%

分析 去年暑假希臘危機期間,就歐元區的經濟治理、是否需要刺激措施、如何通過改革應對危機,甚至是歐洲央行的角色都出現嚴重分歧。這讓我們再次看到歐洲機構的局限性。其中一個主要原因是,歐盟條約中根本沒預見到(或沒可能預見)這些危機及其解決方案,而「融合教條」沒有為這些機構準備好接受該等風險情況。現在的任務是要回應各種挑戰,當中包括:歐洲治理赤字、預算政策缺乏協調、未能監督預算失衡、國家之間的競爭力差距、支援面臨困難的國家的機制不完善、未能賞識各成員國的相互依存關係(雖然歐洲央行的抗蔓延機制顯著發展,但在預算並非如此)等。總之,現在需要解決融合的錯覺。若發生新一輪的歐洲危機,情況將很可能非常嚴重,除非各國能大步走向聯邦制。不過,圍繞向英國讓步的討論並不指向這個方向。這些讓步對其他歐盟成員國來說相當誘惑,它們都已大聲明確表示了其立場。聯邦制、「任選式歐洲」、歐洲貨幣聯盟崩潰……三個非常不同的情景。希臘仍是一個令人擔憂的因素,而為英國脫歐的情景可能會令歐盟成員國之間更加缺乏凝聚力。

市場影響 負面影響眾所周知:主權及信貸利差擴大、波動率上升——只是這一次肯定會伴隨歐元嚴重削弱。新的歐洲危機很可能會出現歐盟分崩離析的情景;或者,最起碼是較弱的國家會退出歐盟……除非退出方案能吸引最紮實的國家,而退出歐盟是非常合理的,因為從政治角度看,這些較發達國家對於在經濟和財政上支持陷入困境的國家始終會感到疲累。

[風險 #8] 金融動盪更大

[概率] 50%

分析 各國央行的行動已令金融穩定性再現。短期和長期利率下跌、波幅降低、信貸利差收窄均是產生了更穩定環境的因素。不過,請小心。這種穩定性的人為因素不容小覷。各國央行不能自行解決所有問題(就業、投資、經濟增長等)。況且,如果當前環境不能更顯著地改善,某程度的幻滅/失望可能會出現,這可能反過來成為不穩定因素的根源。

市場影響 在這種情況下,我們應該期待波幅及信貸息差上升,特別是在歐洲,因為歐洲的勞動力市場較為疲軟,而且政治及社會風險較高。

[風險 #9] 周轉危機

[概率] 20%

分析 除了上述可能會導致出售持倉和/或投資組合的風險情況外,值得再次提醒一下,需要格外小心當前的流動性。自2008年金融危機以來,投資銀行的庫存下跌、導致主要市場參與者購買和保留大量債券的監管約束、自營交易與市場做市活動減少、央行透過量化寬鬆計劃支配都「榨乾」了固定收益市場,而現在結束持倉或資產組合亦需要更長時間(若我們相信英國央行的數字,所需時間比2008年金融危機前較長七倍)。儘管金融危機以來價差收緊(由於利率下降),但交易量、交易執行速度均大幅下跌,兩者均反映市場流通性不足(甚至是欠缺)的情況。

市場影響 這需要納入投資決定,並應在投資組合構建約束和壓力測試中考慮。流動性較差的資產組合部分或可能在危機中流動性較差的部分,預計會有退出或宏觀對沖計劃。

[風險 #10] 金融市場誤判長期利率前景

[概率] 70%

分析 這種風險成真後,10年期德國國債收益率回到0.07%,10年期日本政府債券收益率則為負值(-0.12%),而10年期美國國債亦有所下跌(1.70%)。過去三年,特別是當涉及到美國時,市場往往系統化地預測過多增長。金融危機結束、經濟活動復甦、緊縮貨幣政策或通脹的預期都是支持這些預測的因素。然而,潛在增長率較低、經濟復甦比前幾次較弱(投資不足、勞動力市場依然太弱、工資上漲不足、生產率增長弱等等)而且貨幣正常化仍然言之尚早。此外,環球流動資金過剩仍未乾涸。日本和歐元區尚未結束其量化寬鬆計劃。中國、印度和其他許多國家的利率政策保持擴張。聯儲局將保持謹慎,而英國央行並未至於要採取貨幣緊縮政策。即使

風險因素

我們假設預算赤字與長期利率無緊密關係，普遍削減公共赤字將要求保持長期利率處於較低水平。最後，通縮壓力仍是千真萬確的事實：環球經濟增長減弱、全球貿易下滑、商品價格下跌、通脹下降、工業品價格充其量是停滯不前。

市場影響 保持利率長期處於低水平的因素強大，如果長期利率顯著「重新定價」發生，收益率曲線可能會維持扁平，為時比預期更長。

[風險 #11] 政治風險及地緣政治風險

[概率] 70%

分析 在政治和地緣政治上，各地市場的當前困難經營背景如下：敘利亞、伊斯蘭國、恐怖襲擊和難民問題削弱國家之間的外交關係，特別是在歐洲。而在某些國家（例如：巴西和土耳其）的政治局勢並不能緩解這一氣候。各國對打擊伊斯蘭國（ISIS）的承諾（更重要的是其承諾類型）目前仍在爭論中，而這一情況可能會在2016年繼續。一月初，沙特阿拉伯和伊朗之間的緊張局勢再度加劇這種不安感覺。

市場影響 無疑，局勢會經常出現緊張和波動。目前的政治風險明確而具體，但這將會足以影響金融市場的增長前景和方向嗎？在此階段，什麼都不肯定。

[風險 # 12] 英國脫歐

[概率] 50%

分析 英國（英格蘭、蘇格蘭、威爾士、北愛爾蘭）將在6月23日投票贊成或反對退出歐盟。至於英國，退出歐盟顯然代表了經濟風險，不僅是經濟風險。估計預測會對國內生產總值產生顯著的負面影響。據估計，英國將「損失」百分之二點五至九點五之間的國內生產總值，而英國僱主表示歐盟本身對英國國內生產總值的貢獻達百分之四至五之間，即大約七百億英鎊。貿易額和成本將受到影響，特別在金融服務、化工、汽車等在歐盟集成度高的行業。比較容易理解為何商界大部人，雖就此問題有所分歧，但仍主張留在歐盟，或無論如何起碼是有助於避免「硬脫歐」的方案。在政治方面，可能出現蘇格蘭要求就獨立進行新一輪全民公決的風險。另一個風險是，脫歐陣營分歧嚴重，保護主義者贊成關閉英國的邊界，而自由貿易倡導者則希望重新談判貿易協定。請注意，從經濟角度而言，英國脫歐對歐盟產生的影響不會太大（受影響最嚴重的將是與英國有密切聯繫的國家，尤其是愛爾蘭，此外還有盧森堡、比利時、瑞典、馬耳他、塞浦路斯）。風險主要為政治問題：其他歐洲國家可能吹捧「任選式歐洲」。自從向英國作出讓步以來，已明顯看到歐盟各國之間缺乏團結。一些歐盟成員國對英國授予的某些措施表示興趣。簡而言之，這是整個歐盟的問題。就在最近，歐盟國家向英國（在移民、主權和管治方面）作出了一些讓步，盡一切努力避免英國「脫歐」的情況發生。我們並不預測公投結果，因為民意調查未能就結果提供任何明確指示。猶豫不決的選民終會作出決定，而結果很可能視乎正反兩個陣營領袖的說服力。

市場影響 如果英國脫歐，尤其是如果聯繫歐盟與英國的大部份或所有貿易協定結束時，我們將看到英鎊和英國經濟的長期國內生產總值進一步轉弱。這兩個因素可能會延長金融現狀。須謹記，英國五成出口輸往歐盟，而按國內生產總值計算，英國與歐盟之間的貿易額佔英國國內生產總值的百分之六十五（相對而言，1960年代的數字僅為百分之二十）。若「留歐」派在公投中僅窄幅勝出，將在政治上削弱首相卡梅倫及歐盟的管治。在經濟和財政方面，「脫歐」肯定會再次引發波動並擴大主權利差（至少（而且很可能只會）在開始時發生）。

宏觀經濟狀況

		6月	風險因素
美洲			
美國	<p>復甦仍將繼續，但逐漸放緩。</p> <ul style="list-style-type: none"> 到現在為止，穩固就業市場、消費和服務已推動經濟復甦，而工業一直在美元上漲的影響和能源行業所面對的困難下放緩。2016年年初的數據顯示，製造業已經開始穩定，而服務業的勢頭略有下降，然而，這些趨勢仍有待確認。就業市場依然穩健，工資亦有回升的跡象。 於2016至2017年左右，經濟復甦將逐漸減慢，主要是由於創造就業機會速度放緩（接近全民就業，利潤亦已達到峰值）以及由油價下跌所帶來的購買力漲勢消散。 由於經濟放緩和外在風險，貨幣緊縮的週期將會非常緩慢。 	<ul style="list-style-type: none"> 在可預見的將來，增長潛力遲緩（「長期停滯」） 美元過度上漲 新興國家的問題將蔓延 政治風險（總統大選） 	
巴西	<ul style="list-style-type: none"> 2015年的經濟衰退為1990年以來最嚴重的一次，國內生產總值下跌3.8%。儘管市場預期政策組合更包容，也難以在2017年之前看到危機結束。 總統已被停職。並無任何政治拉力的新政府宣佈了一系列改革措施，特別是財政紀律，以期恢復投資者的信心。 新上任的巴西央行行長正考慮推行貨幣寬鬆政策，以刺激經濟增長。 	<ul style="list-style-type: none"> 預算整合少於所需 通脹壓力重現 債務貨幣化 	
歐洲			
歐元區	<p>經濟因消費和投資反彈所支撐而持續復甦。</p> <ul style="list-style-type: none"> 復甦的質量正在改善：第一季度向企業發放的貸款有所增加。金融和就業市場的補救措施、財政緊縮計劃的結束、結構性改革產生的收益，將令2016-2017年經濟持續復甦。我們略為上調2016年國內生產總值增長的預測至1.6%（此前的預測為1.5%），2017年國內生產總值增長的預測則上調至1.5%（此前的預測為1.4%）。 然而，復甦回升仍然會受到國際環境低迷以及因石油及歐元下跌而逐漸消散的收益所限制。政治風險（英國可能「脫歐」所帶來的風險）顯著。 針對通脹率持續非常低下加上高風險的背景下，歐洲央行將維持高度寬鬆的貨幣政策。 	<ul style="list-style-type: none"> 政治風險（難民危機、反建制政黨崛起） 新興國家的經濟和 / 或財政困難蔓延 通縮壓力增加 	
英國	<p>緊縮措施和英國可能公投表決退出歐盟的不確定性，將引發2016年的經濟增長減速。</p> <ul style="list-style-type: none"> 經濟增長在第一季度放緩，特別是商業氣候已自年初以來顯著緩解，儘管失業率仍然很低。 雖然較幾個月前所料淡化，但旨在減少公共赤字的財政緊縮措施將差不多剝奪2016年的經濟增長，加上英國將會就是否退出歐盟舉行公投所引起的不確定性，肯定會為商業環境蒙上一層陰影。 	<ul style="list-style-type: none"> 英國計劃於2016年6月23日就是否退出歐盟舉行公投 公共和外貿赤字仍然高企 	
亞洲			
中國	<p>中國：2016、2017年環球經濟增長引擎</p> <ul style="list-style-type: none"> 我們相信，中國經濟築底是可持續的，但「U」形復甦的可能性不大。 這鑑於2015年激進政策寬鬆的滯後效應，以及未來的潛在積極貨幣和財政寬鬆政策。 人民幣仍然為2016年的環球資本市場帶來不明朗因素。 	<ul style="list-style-type: none"> 2016、2017年環球經濟增長引擎 人民幣仍然為環球資本市場帶來不明朗因素 	
印度	<p>印度：亞洲在2016年的穩定增長引擎</p> <ul style="list-style-type: none"> 印度正穩步改善經濟增長。 因為市場很大機會吹有利的季候風，適度通脹將在2016年持續。 我們認為，印度儲備銀行將須在較市場預期更長的時間維持寬鬆措施，並比市場預期作出更大的緩解。 	<ul style="list-style-type: none"> 印度的經濟增長有望回暖 溫和通脹將持續 	
日本	<p>增值稅推遲上調：2016年的增長率偏低，而2017年的增長率預期將會更低。</p> <ul style="list-style-type: none"> 由於增值稅推遲上調，消費有望走上較正常的趨勢。結果，我們下調2016年增長預測至+0.6%（之前的預測為+0.8%），並上調了2017年的預測至+0.8%（之前的預測為+0.5%）。 從中期來看，重建工作將結合穩健的勞動力市場，以支撐企業投資。工資增長預計將支持消費。 	<ul style="list-style-type: none"> 受中國經濟放緩影響 政治不明朗（2016年中期參議院選舉） 	

宏觀經濟及財政預測

宏觀經濟前景

- 美國：**週期結束。利潤達到高峰，但勞動力市場持續強勁而工資緊張開始出現。工業在2015年後期疲軟後漸趨穩定。然而，到現在為止一直支撐經濟復甦、得益於強勁家庭消費的服務業都出現了放緩的跡象。
- 日本：**通貨緊縮緩慢消退。家庭必須適應價格上漲。增加工資是經濟持久復甦的關鍵，然而，中國經濟增長放緩正在拖累企業營商信心。
- 歐元區：**由於商業投資的反彈，復甦正在繼續，而且復甦的質量有所改善。國內週期性因素有利，但風險（政治不確定因素、新興市場增速放緩的風險）正在增加。
- 巴西：**2015年，巴西經濟遭受了-3.8%的衰退，是自1990年以來（在穩定計劃實施前）最嚴重的一次。雖然2016年的增長結轉為-2.5%，但我們寧可將目前的2016年增長預測保持為-2.5%，而2017年則為-0.5%。這違背了市場認為巴西今年將陷於深度衰退（-3.7%）並在2017年恢復正增長的共識。我們認為，在勞動力市場惡化的重壓下，通脹可能下跌，而削減公共開支的幅度最終可能會小於預期。
- 俄羅斯：**雖然按年平均計算，2015年的經濟衰退比我們預期較少，但我們觀察到的趨勢並不預示一個快速的經濟復甦，更何況油價仍然非常不穩定，而央行認為通脹風險仍然太高，不宜步入寬鬆貨幣政策的週期。因此，我們維持我們的2016年預測為顯著衰退1.8%。

全年平均值 (%)	實際國內生產總值增長%			通脹 (消費物價指數按年%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
美國	2.4	2.0	1.8	0.1	1.5	2.0
日本	0.5	0.6	0.8	0.8	0.7	1.7
歐元區	1.6	1.6	1.5	0.0	0.4	1.1
德國	1.5	1.6	1.5	0.1	0.5	1.4
法國	1.1	1.4	1.3	0.1	0.4	1.1
意大利	0.8	1.2	1.5	0.1	0.2	1.4
西班牙	3.2	2.6	1.4	-0.5	0.0	1.1
英國	2.2	1.8	2.0	0.1	0.8	1.6
巴西	-3.8	-2.5	-0.5	9.0	6.8	6.0
俄羅斯	-3.7	-1.8	0.8	15.5	10.0	8.5
印度	7.3	7.4	7.2	5.2	5.4	5.0
印尼	4.8	5.0	4.8	6.4	6.8	6.8
中國	6.9	6.0	5.8	1.4	1.2	1.0
土耳其	3.8	2.6	3.0	7.7	7.5	7.0
發達國家	1.9	1.7	1.6	0.2	1.0	1.6
新興市場	4.1	3.9	4.1	4.0	4.3	3.7
世界各地	3.1	2.9	3.1	2.4	2.9	2.8

來源：東方匯理研究

主要利率展望

- 美國聯儲局：**聯儲局很可能在2016年增加聯邦基金利率最多兩次（包括在今個夏季加息一次）。下一輪的通脹加速將為聯儲局提供一些參數來繼續其緊縮週期。話雖如此，宏觀財政狀況的任何惡化將促使它更加謹慎。
- 歐洲央行：**歐洲央行在3月10日的公佈已非常大膽。就如何在2017年3月後擴大量化寬鬆政策的問題，歐洲央行的政策將再次成為市場的討論主題。
- 日本央行：**鑑於經濟背景平庸、通脹前景減弱、日圓升值，日本央行可能會在2016年採取新的寬鬆措施。
- 英國央行：**英國央行預期不會在2016年加息，甚至可能在「脫歐」的情況下減息。

	7/6/2016	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	0.50	0.75	0.85	1.00	1.15
歐元區	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日本	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
英國	0.50	0.50	0.55	0.50	0.80

長期利率展望

- 美國：**非常有限的聯邦基金利率緊縮週期的角度、聯儲局再投資到期美國國債、歐洲投資者的投資組合重新分配，均對長期收益率的顯著上升不利。收益曲線將繼續扁平化。
- 歐元區：**與歐洲央行的量化寬鬆政策相關的長期收益率下行壓力將持續一段時間。我們看好外圍債券。
- 英國：**部份對英國脫歐的擔憂情緒導致英國經濟放緩，引發英國央行重新制定相關政策，而且長期收益率大幅下挫。
- 日本：**日本央行引入負利率，導致債券收益率急劇下降。這一政策伴隨着量化與質化寬鬆措施（QQE），將保持長期收益率在長時間內處於非常低的水平。

兩年期債券孳息					
	7/6/2016	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	0.80	0.80/1.00	1.11	1.00/1.20	1.42
德國	-0.54	-0.40/-0.20	-0.43	-0.40/-0.20	-0.36
日本	-0.24	-0.20/0.00	-0.29	-0.20/0.00	-0.29
英國	0.34	0.40/0.60	0.89	0.60/0.80	1.26

10年期債券孳息					
	7/6/2016	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2017年第2季
美國	1.74	1.80/2.00	2.12	1.80/2.00	2.40
德國	0.08	0.20/0.40	0.43	0.40/0.60	0.69
日本	-0.12	0.00/0.20	-0.08	0.00/0.20	0.02
英國	1.28	1.40/1.60	1.79	1.40/1.60	2.06

匯市展望

- 歐元：**我們預計歐元在未來幾個月相對穩定。
- 美元：**美元的有效匯率自2014年中升值超過20%。貿易加權美元很可能已在一月份達到了頂峰。聯邦公開市場委員會希望增加聯邦基金利率，這可能推升美元幾個星期，但並非美元持續升值的催化劑。
- 日圓：**中國限制人民幣實力的意願以及金融市場的波動性都有利長期持有日圓。若日圓升值過強，日本當局將進行干預。
- 英鎊：**市場恐懼英國「脫歐」，加上英國經濟放緩，引發英鎊大跌。我們對英鎊抱持中立的態度，但如果英國國民公投贊成英國「脫歐」，英鎊將會受創。

	7/6/2016	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2016年第4季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2017年第2季
歐元 / 美元	1.14	1.10	1.10	1.10	1.12
美元 / 日圓	108	110.00	115.00	110.00	113.50
歐元 / 英鎊	0.78	0.75	0.74	0.75	0.74
歐元 / 瑞士法郎	1.10	1.10	1.11	1.10	1.14
歐元 / 挪威克朗	9.24	9.10	9.16	9.00	9.23
歐元 / 瑞典克朗	9.23	9.10	9.16	8.90	9.23
美元 / 加元	1.28	1.30	1.30	1.30	1.28
澳元 / 美元	0.74	0.75	0.72	0.75	0.72
紐元 / 美元	0.69	0.65	0.65	0.65	0.66