

PRIVILEGE BANKING
尊享理财

2017年第四季度 投资观察

卅 UOB 大华银行

诚挚如一 

全球宏观背景

2017 年至今，我们对全球贸易的强势增长感到惊讶，令人费解的是，与此同时市场保持了良性的通胀环境，地缘政治风险在今年的发展形势令人大感震惊，而更令人惊奇的是金融市场至今为止的反应可算波澜不惊。虽然仍存在已知风险因素和潜在的新风险，我们不认为任何一项风险会爆发，一切将会保持良好现状。

资产配置

当前的“金发姑娘经济”环境足以支撑增长，但还不至于触发经济过热，且高通胀率利好股票、固定收益类和大宗商品。由于股票预期收益率高于其他资产类别，我们对股票持增持立场，并继续认为包括固定收益在内的投资前景稳定。

股票

随着风险事件消散以及经济活动持续向好，全球股市已收复失地，某些市场甚至录得新高。由于主要经济体近期发生经济衰退的风险极低，到今年底为止我们维持对全球股市的乐观观点。

固定收益

我们继续认为美联储会在今年 12 月再次加息，而 2018 年还有数次加息，但我们仍需指出其加息路线将会是有史以来最缓慢的，并预计固定收益类资产会比过去经济周期的晚期阶段表现更好。虽然固定收益类的确面临加息利空，我们预计固定收益类能够继续产生一位数回报，并维持较低的风险水平。

商品

投资者兴趣可能会从金属转移至能源。贵金属在三季度受地缘政治风险支撑，但由于美国可能在今年 12 月份加息，贵金属或难以维持目前涨幅。工业金属在三季度强势反弹后将适度回调。随着全球能源需求复苏，原油接下来可能会有亮眼表现。在四季度，布伦特原油可能会从目前的 55 美元 / 桶逐步走高至 60 美元 / 桶。

外汇和汇率

美联储在 10 月份开始缩表，并且市场预期美联储在 12 月还会再次加息，这些因素可能刺激美元对亚洲国家货币小幅上扬。随着美国与 G10 国家货币政策开始趋同，预计美元对 G10 国家货币汇率将进一步下滑。

随着 2017 年最后一段时间的到来，有些事情令我们感到惊奇，其中 2017 年全球贸易增长势头颇为喜人，尽管许多亚洲国家在同时期内货币走强，但其仍均从贸易增长中获益。我们对全球经济增长的乐观局面感到惊奇，令人费解的是，许多经济体并未发生明显的通胀。不那么令人惊喜的则是 2017 年地缘政治局势恶化，但欣慰的是，金融市场迄今为止的反应可算波澜不惊。

在经济轻微增长，财政存在不确定性并且未发生（显著）通胀的情况下，美联储并未因此而减慢货币政策收紧节奏。但美联储现在不再是唯一一个收紧货币政策的主要央行，例如加拿大央行今年至今已加息两次，英格兰银行可能已经对在 11 月份加息跃跃欲试，而欧洲央行预计不会很快加息，但可能在 10 月份宣布量化宽松计划“调整”。虽然澳大利亚和新西兰并不急于调整货币政策，但比起降息而言，他们接下来更有可能加息。日本央行则是一个明显的例外，预计日本央行在可预见的未来会按兵不动。

在 2017 年对美元走势进行分析是相当棘手的一项任务。美元在年初高开，但由于特朗普的“通货再膨胀交易”并未真正实现，因此美元指数在 2017 年前三季度下滑，特朗普政府遭受的各种立法挫折则使美元雪上加霜。即使美联储维持货币政策正常化路线，今年三月份和六月份的两次加息并未挽回美元颓势。进入第四季度，我们预期美元会有两种不同的走势。由于美联储不再是收紧货币政策的唯一一个主要央行，美元对 G10 国家货币（除日元之外）汇率可能会步履维艰。与之相比，随着美联储实施缩表和可能在今年第四季度再次加息，而大多数亚洲国家央行维持现状不变而引起的货币政策分歧加大，美元兑亚洲国家货币可能会走强。季节性疲软以及第四季度可能发生的出口增长减速应有助于美元对亚洲货币（除马来西亚林吉特之外）走强。

随着中共十九大在 10 月 18 日召开，中国 10 月份的表现值得关注。在这一重大事件期间内不能也不会发生任何意外，因为这一事件将产生未来五年和之后期间的新的政治领导层以应对国内各种挑战（中国现在存在许多挑战）。

在本报告中，我们首次讨论黄金、铜以及布伦特原油。我们预计美联储将会收紧货币政策，因此在三季度强势反弹之后，黄金可能难以维持目前涨幅。同理，包括铜在内的工业金属在三季度实现了强劲回升，伦敦金属交易所（LME）铜可能需适度修正。我们对原油保持谨慎乐观态度，随着全球能源需求复苏迹象越来越明显以及同步发生的原油库存下降，我们预计布伦特原油平均价格将从目前 55 美元每桶走高至 60 美元每桶。

未来有何风险？最大的风险莫过于朝鲜半岛的地缘政治危机（朝鲜核计划 / 导弹危机），但由于僵局持续和局势不断升级，市场反应似乎越来越平淡。美国总统特朗普发表的“推文”以及外交贸易政策仍然是最大关注点。除了在即将到来的（9 月 24 日）德国联邦大选中默克尔几乎毫无悬念胜选以及新西兰大选（9 月 23 日举行）存在很大不确定性之外，我们将关注日本和意大利 4 季度可能举行的提前选举。英国和欧盟之间的脱欧谈判将继续占据头条，但接下来 3-6 个月期间会有何进展尚不明确。

由于美国立法机构在 12 月将尝试解决政府经费以及债务上限问题，因此届时美国国内政治形势将会是主要关注点。美国总统特朗普在 9 月 6 日与两党国会领袖达成一揽子法案，在对飓风“哈维”受灾地区提供紧急援助的同时，临时增加美国政府债务上限和延长政府开支法案至 12 月 15 日。这种权宜之策并未解决任何根本问题，只是暂时延迟了不可避免的问题，并可能导致共和党和民主党在 2017 年底展开更大规模和更“血腥”的国会大战。

世界虽不完美，但还不至于太糟糕。在此借用二战时英国的一句话，即“保持冷静，继续前行”。2017 年末的表现可能会让人眼前一亮。

资产配置

全球宏观经济向好

虽然 2017 年二季度末主要指标提示增长趋势可能正在见顶，但三季度指标又有所回弹并继续显示明年有望维持强健增长。由于经济增长良好、股票势头稳固、资金流改善并且盈利表现强劲等因素足以支撑良好的股市回报，因此前景仍乐观。

与此同时，所有主要地区内通胀形势走弱，这限制了利率上升给固定收益类资产带来的利空。我们一方面认为美联储将维持温和加息路线，另一方面认为固定收益类资产将继续提供良好的低风险回报。

大宗商品前景受益于全球经济增长，但由于中国房地产建设周期似乎已开始放缓，并且金属等板块的大宗商品已经历过强势反弹，因此大宗商品局部而言其前景稍逊于股市。

主要指标同步上升

在过去几年里，始终有一个主要地区（要么是欧洲、要么是中国或拉丁美洲）自身存在经济问题从而拖累全球经济增长。全球经济增长目前广泛复苏，因其在过去十年里获得长足的进步，例如在 2017 年，发达市场经济国家和新兴市场经济国家均实现了比 2016 年较高的增长。在最近几个月里，经济增长主要指标例如制造业指数创过去六七年以来的新高，而多个地区均一度录得这样的高位。许多市场经济国家的就业水平和消费者信心也录得强劲提升。重要的是，就业增长和消费信心的提升转化成了企业利润增长，我们研究发现所有主要发达和新兴市场经济国家均实现了超过 10% 以上的平均企业利润增长。这一切有助于支撑股市的良好表现。

利率上调和固定收益类资产

虽然我们建议增持股票资产，但同时仍对固定收益类资产前景保持乐观。通常而言，经济复苏周期末端会提高通胀压力，而且加息也会导致固定收益类资产表现疲软。这一经济周期已成熟，因此我们预计美联储将会在下一年继续加息（而这决定了全球利率环境的主基调）。尽管如此，我们仍认为由于通胀压力缓解，未来加息的节奏将会是自从第二次世界大战以来几个周期中最缓慢的。由于经济景气，信贷质量良好，所以总体而言，我们一方面建议增持股票以获得较高收益，另一方面，我们继续认为固定收益类资产对于厌恶波动性的投资者而言仍有一席之地，这一大类资产可望继续带来积极回报。

成熟周期的风险

目前投资市场的主要关注点是经济周期的成熟阶段（例如：许多人认为经济可能将面临另一次衰退），以及估值高于平均水平。

虽然全球经济扩张已有八年时间，我们仍需注意到这一扩张周期弱于正常水平，许多地区对全球经济增长的贡献率并不稳定。就如同一个灯泡如果亮度只有一半的时候寿命可延长一倍。我们对若干指标和模型进行了追踪以评估下一次经济衰退何时发生，但就目前而言，我们的意见是至少在下一年不会出现经济下行迹象。

虽然大多数市场的估值高于平均水平，但大多数估值指标仍处于经济周期较后阶段常见的范围内，因此估值本身并非是引发市场修正的因素。

多资产收益策略在固定收益和股票两类资产之间处于较佳的位置。虽然我们认为所有资产类别的前景均乐观，但我们也认为多资产收益策略最能够从全球投资环境中获益。

商品通常受益于再通胀周期，我们认为经济趋势利好大多数大宗商品行业，但也提醒大家，大多数商品仍然存在不确定的供需情况，所以价格会更加波动。

资产类别	政策	大华银行 资管配置权重	基准权重 (%)	与2017年 六月份相比变化
股票	增持	60.0	55.0	+
债券	减仓	32.0	38.0	-
大宗商品	中性	5.0	5.0	=
现金类资产	减仓	1.0	2.0	-

在经历暑期末的摇摆不定之后，全球股市已恢复增长势头。历年以来八九月份除了一直是股市表现的淡季之外，在今年的八九月份，投资者风险情绪也受到了朝鲜一系列挑衅举动、美国政府债务上限最后期限迫近以及飓风袭击美国西南岸的影响。随着这些事件的平息，经济活动继续表现出强健增长，全球股市收复失地，甚至某些市场录得新高。由于主要市场经济国家即将发生衰退的风险极小，到年底前我们继续对全球股市保持乐观观点。

我们对美国股市维持中性观点。年初美股强势反弹是出于较佳的经济前景预期以及美国总统特朗普的促增长政策日程。虽然美国经济增长势头保持良好以及就业市场持续稳健增长，但这些利好已被市场所消化和体现在股市价格内。与此同时，特朗普的促增长政策计划并没有兑现。因此，短时期内不存在刺激因素将年初的强劲反弹势头维持到年底，如果未来有坚实证据表明特朗普的促增长政策逐一兑现，那么在未来我们的这一中性观点可能修正。

我们对欧洲股市维持增持观点。年初向好的经济形势和投资情绪转化为强大和实质性的经济活动。随着法国总统马克龙大选获胜，欧洲政治风险持续消散，此外，德国现任总理安格拉·默克尔预计将赢得大选，并且其所在的联盟党及其盟友在民调中领先。除此之外，英国脱欧似乎正在往“软脱欧”的方向前进，而这将导致在 2019 年 3 月份正式脱欧后经历冗长的过渡性安排。

我们对日本股市维持增持观点。日本股市通常与日元汇率负相关，在朝鲜最近一系列挑衅行为之后，安全避险资金流入日元资产导致日元汇率走强，因此日本股市最近跑输其他国家股市。然而，随着地缘政治担忧淡化，日元预计在今年剩余的时间内将走弱。此外，日本经济某些板块存在改善迹象，外国投资者在经历过去两年大部分时间的净空头之后，已开始将资金重新投入日本股市。

我们对新兴市场股市保持增持的资产配置观点。美元疲软导致新兴市场经济国家金融环境宽松，因此，对于大部分债务仍以美元计价的新兴市场国家而言，其股市在今年普遍表现良好。许多出口型经济体也从全球经济增长和良性通胀中受益。在新兴市场国家内部，我们的资产配置观点更偏向于中国、印度和韩国。

大宗商品

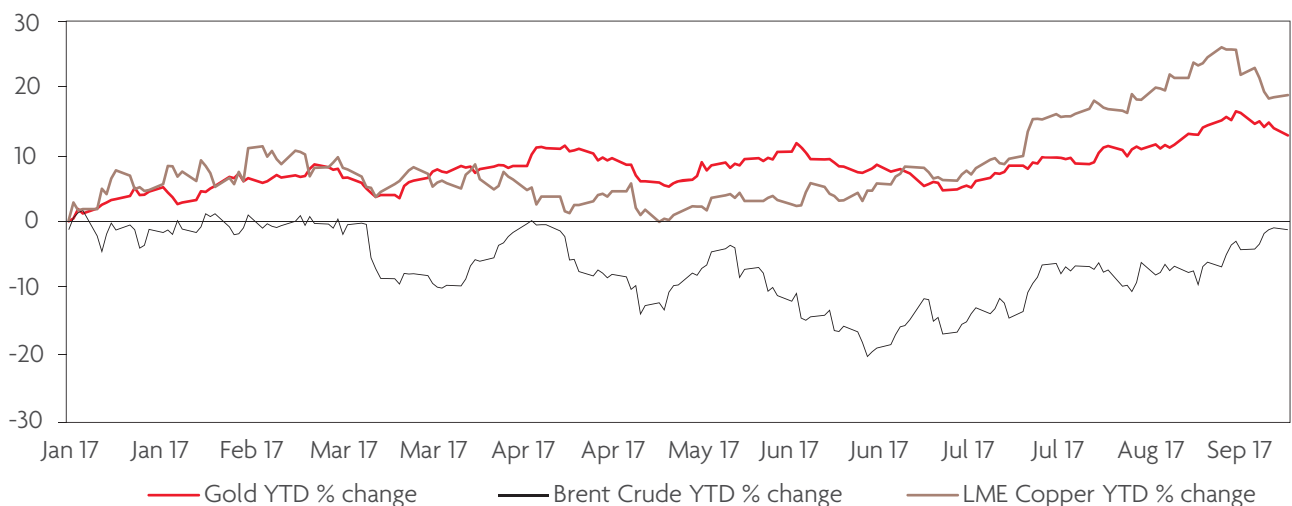
概述 – 投资者兴趣可能从金属板块转向能源板块。贵金属板块的表现三季度因地缘政治风险而获得提振，但由于美国可能在今年 12 月再次加息，因此贵金属的表现可能难以为继。工业金属在经历三季度强势反弹后可能需适度回调。随着全球能源需求复苏以及同时期能源库存缓慢稳定下降，接下来原油可能有亮眼表现。在四季度，布伦特原油交易价格可能会从 55 美元 / 桶走高至 60 美元 / 桶。

贵金属 – 黄金未能在 1,300 美元 / 盎司上方继续上扬。由于朝鲜半岛地缘政治风险持续，投资者避险情绪不断增强，在数次向上测试后，黄金终于率领贵金属在三季度走高。然而，贵金属或难以将目前势头维持至四季度，因为美联储已准备好缩表并且有可能在 12 月再次加息 25 个基点。这会促使三个月美元 Libor 从 1.30% 提升至 1.65%，给贵金属带来压力。因此，黄金或将徘徊于 1,300 美元 / 盎司的位置，白银可能会回撤至 16 美元 / 盎司位置，白金和钯或将受限 1,000 美元 / 盎司的关口。

能源 – 布伦特原油将升至 60 美元 / 桶水平。由于飓风哈维袭击，炼油厂关闭导致汽油、采暖用油、航空燃油和各种汽油蒸馏物库存显著下降，推动了能源板块上升。由于美国目前是主要的能源产品出口国，因此不仅炼油产能受到干扰，各种能源供应链也受到中断。随着裂解价差 (crack spread) 维持高位，一旦炼油业务回归正轨，我们预期原油需求将随之上升。全球而言，欧佩克和国际能源机构 (IEA) 预测原油需求将上升，伴随着原油库存也将稳定缓慢下降。为实现进一步供应再平衡，欧佩克需将减产延长至 2018 年 3 月之后。

工业金属 – 在三季度强势反弹之后暂时盘整。三季度工业金属呈现强势价格反弹。伦敦金属交易所 LME 金属指数 (六类主要 LME 金属即铜、铝、铅、镍、锌和锡的数量加权价格指数) 在三季度大幅跳升超过 15%。全球制造业活动改善、长于预期的矿山关闭导致持续供应冲击，以及中国增强的投机活动助长了这一强势反弹。在工业金属明年恢复反弹趋势之前，四季度将面临一些适度调整。与此同时，我们预期 LME 铜在四季度将在 6,500 美元 / 吨的价位盘整。

黄金升13%，铜飙升19%、布伦特原油持平（年初至今变化%）



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

固定收益

通胀温和，但加息持续

大华银行投资观点与美联储点阵图一致，也就是 2017 年四季度会再次加息，而 2018 年还有三次加息。这一加息路线超出市场预期，但实际上与之前周期相比，这已经是美联储非常谨慎的加息路线。

因此，我们对固定收益类资产的观点是谨慎乐观的。我们认为固定收益类资产将因利率上升而遭遇一些利空，但我们认为这些利空比起之前周期而言更为温和。我们也认为联邦基金终端利率可能与美联储预测的 2.5%-3% 的范围保持一致，这仍然远低于之前周期所见。并且这进一步意味着固定收益类市场的下行风险是适度的。

按年初至今计算，固定收益类市场以美元计表现良好。全球债券指数，例如 2017 年至今的巴克莱全球指数已上涨 7.2%。摩根大通亚洲信贷指数 2017 年至今为止以美元计上升 6.2%，但以不同货币计价的债券回报在 2017 年内则相差较大。由于 2017 年新加坡元上升 6.5%，因此固定收益类资产的回报在换算成以新加坡元计价时大多持平。

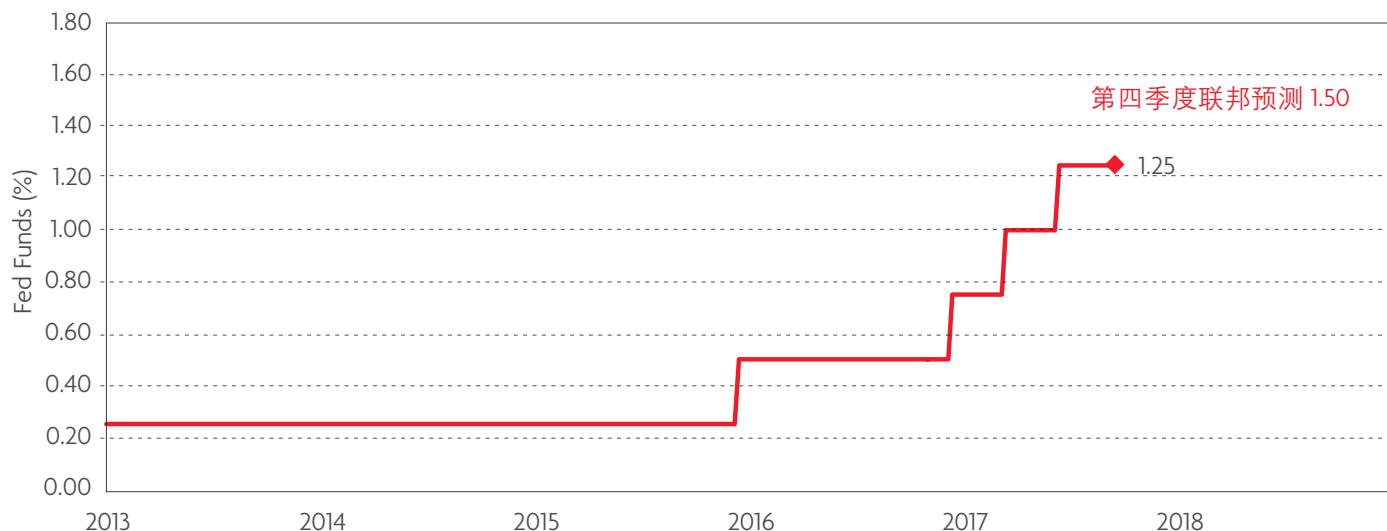
我们继续认为，投资于固定收益市场的收益仍优于持有现金资产。固定收益前景的积极部分也就是随着固定收益基金收益率的上升，长期前景可能会有所改善。

相较于其他资产类别，我们目前“减持”固定收益类。在固定收益市场上，相较于企业债券，我们“减持”政府债券，并持中性平衡立场。

外汇和利率

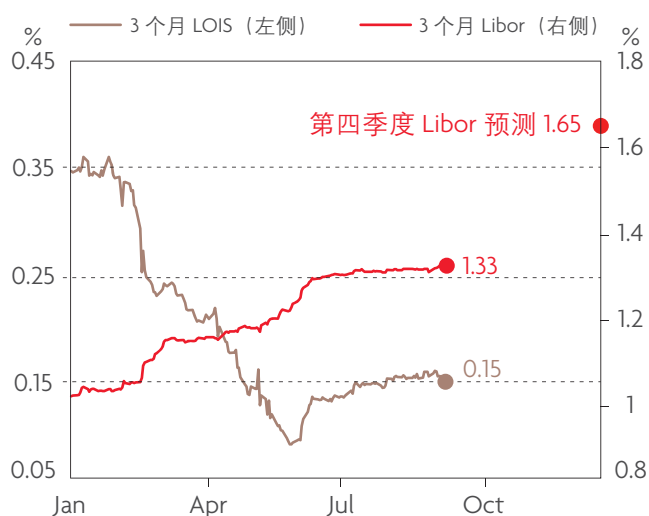
美国

联邦基金利率



美联储在九月份的联邦公开市场委员会会议上宣布启动缩表，从 2017 年 10 月开始实施。美联储缩表在某种程度上是加息的替代品，虽然其影响对于较长期限的美国国债收益率影响较大，但就目前而言难以对其影响程度进行量化。市场人士认为美联储九月份公开市场委员会会议纪要较为鹰派，因为九月份点阵图内显示的 2017 年和 2018 年的情况基本上不变（与六月份相比），这与我们对美联储在 2017 年 /2018 年期间的轨迹略偏鹰派的预测观点相符，我们维持对本年内美联储三次加息的预测（包括三月和六月份加息），而 2018 年还有三次加息。因此，我们预期美联储在 12 月 12/13 日举行的公开市场委员会会议上再次宣布加息 25 个基点。其中的一个风险是美联储可能会选择在 11 月的公开市场委员会会议宣布加息而不是等到 12 月，这是为了回避 12 月可能发生“延迟的国会大战”。

3个月美元Libor利率



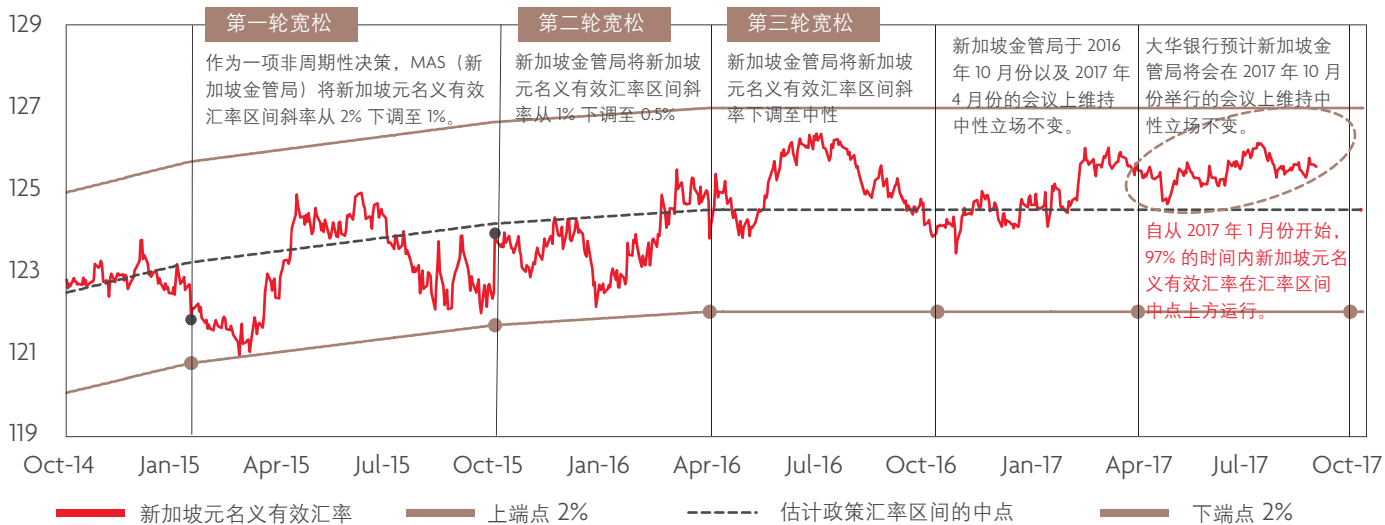
- 基于美联储在 12 月再次加息 25 基点的假设，我们预计 3 个月 Libor 会恢复上行趋势，在 2017 年 4 季度升至 1.65%。
- 由于美联储已宣布在 10 月份开始缩表，因此到年底为止期间 Libor 仍有可能波动。
- LOIS 已在较低位企稳。现行息差与美元资金的偏软形势相符，投资者对信用和流动性风险感到满意。

美国10年期国债收益率



- 我们预计美国 10 年期国债收益率在 2017 年四季度未达到 2.50%。
- 考虑到经济刺激因素的疲软，基于“盈亏平衡通胀率”的通胀预期预计将会持平。因此，年底前收益率走高或将通过实际利率的重新定价来体现。
- 随着缩表逐渐达到稳定状态，我们预计美国 10 年期国债的期限溢价将具有更高的均值回归潜力，而远离今年九月份录得的迄今为止的低位。

新元名义有效汇率



新加坡金融管理局（MAS）将在 10 月第二周公布货币政策，我们预计该央行将会维持现有政策（即新加坡元名义有效汇率零升值）不变，同时维持汇率波动区间的中点和宽度不变。在 2017 年 4 月份进行的上一次货币政策决定期间，金融管理局指出其将在一段时间内维持中性的新加坡元名义有效汇率政策，并暗示其对新加坡元名义有效汇率的强势有些不安。转至今日，新加坡元名义有效汇率维持在汇率区间的上部水平。近期经济增长和通胀指标显示出汇率增强迹象，促使市场拉升新加坡元名义有效汇率，预计在 10 月份金融管理局将会有收紧动作。然而，我们认为采取这样的鹰派立场为时过早，因为国内消费仍疲软而且投资甚至收缩。仍萎靡的就业市场将会限制任何形式的成本转嫁导致消费物价上涨，而强势的新加坡元已限制了输入型通胀。这些因素使当局能够维持现有的中性新加坡元 NEER（名义有效汇率）政策。

3个月新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）



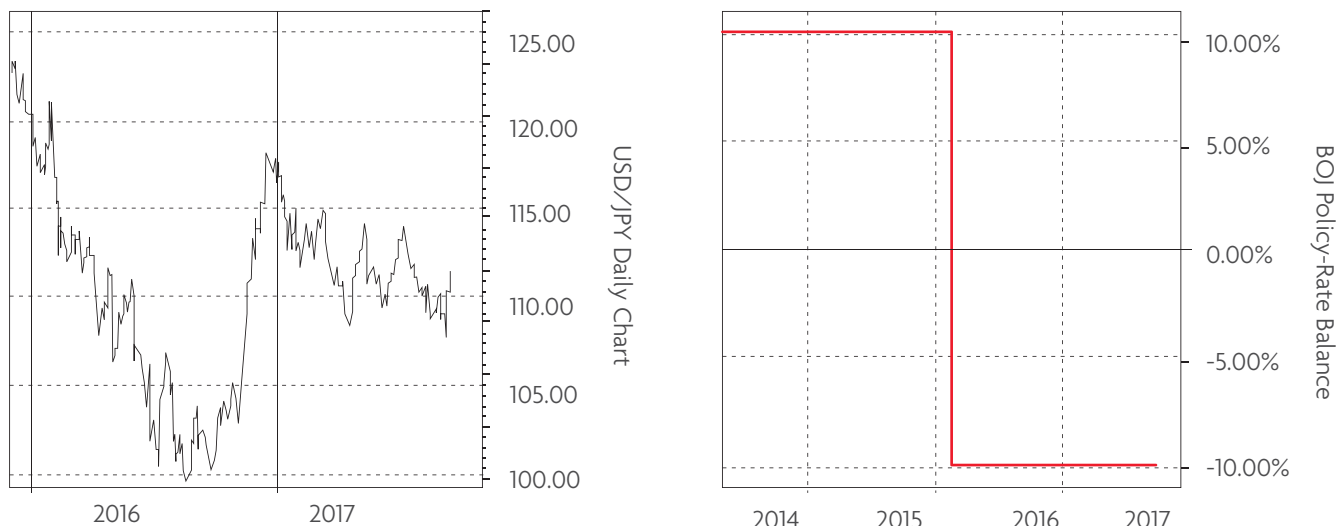
- 我们预计 3 个月新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）在 2017 年 4 季度分别为 1.30% 和 1.40%。
- 通过金管局增加票据投放可见新加坡国内流动性收紧，这有助于将 SIBOR 维持在下行方向。由于资产低波动性环境支撑了国内货币走强，因此平均而言 SOR（新加坡元掉期利率）可能保持低于 SIBOR。
- 如金管局准备收紧货币政策，则 SOR 可能降至更低。然而，由于新加坡元名义有效汇率定价已部分计入这一因素，并且基准美元利率预计在今年再次上升，因此 SOR 不太可能录得新低。

10年期新加坡政府债券



- 我们预计在 2017 年 4 季度末新加坡 10 年期政府债券收益将达到 2.35%。
- 新加坡政府债券资产掉期曲线估值仍较低，我们预期将看到一些季节性上升动态。决定性因素将会是未来国内流动性收紧的节奏。金管局任何一次大幅增加票主要国内事件
- 为当局发布的 2018 年新加坡政府债券拍卖时间表，如其中出现意外情况则可能对收益曲线产生持久的影响。

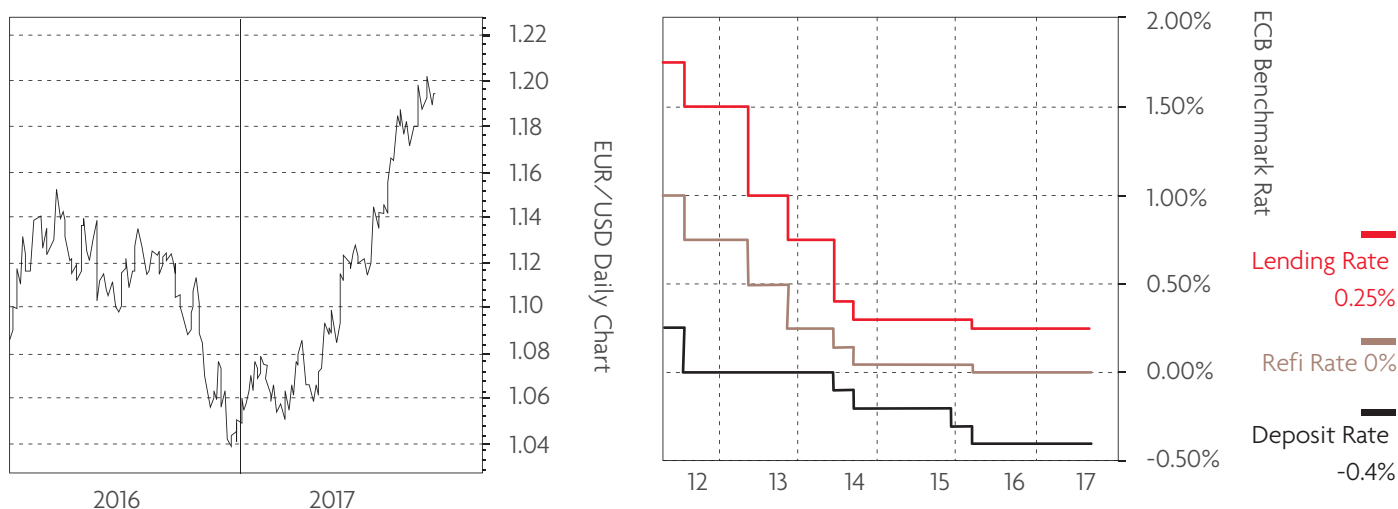
日本



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

虽然某些 G10 国家央行的货币政策倾向已转为鹰派，但目前预期日本银行（日本的央行）谈论收缩宽松计划为时尚早，这是因为日本目前仍远未达到 2% 的通胀目标。可能发生的情况是即使日本央行行长黑田的任期在 2018 年 4 月份结束，通胀率仍然可能远低于 2%（但黑田似乎有意竞选连任央行行长）。在九月份发布维持不变的政策决定后，我们预计日本央行在接下来的 3-6 个月内维持现状，但我们仍然将日本央行政策放松的小概率事件纳入考虑，特别是如果通胀前景发生重大恶化的情况下尤其如此。虽说如此，我们非常怀疑日本央行能实现怎样的通胀目标。就国内而言，盛传安倍首相可能会在 2017 年 4 季度提前举行大选，由此有人担忧安倍会决定继续推动在 2019 年 10 月上调销售税至 10%（目前为 8%），但推迟或甚至放弃在 2020 年实现基本预算平衡 / 盈余的目标。这可能会导致日本央行决策复杂化，因为其货币决策的前提是政府维持良好的财政状况。

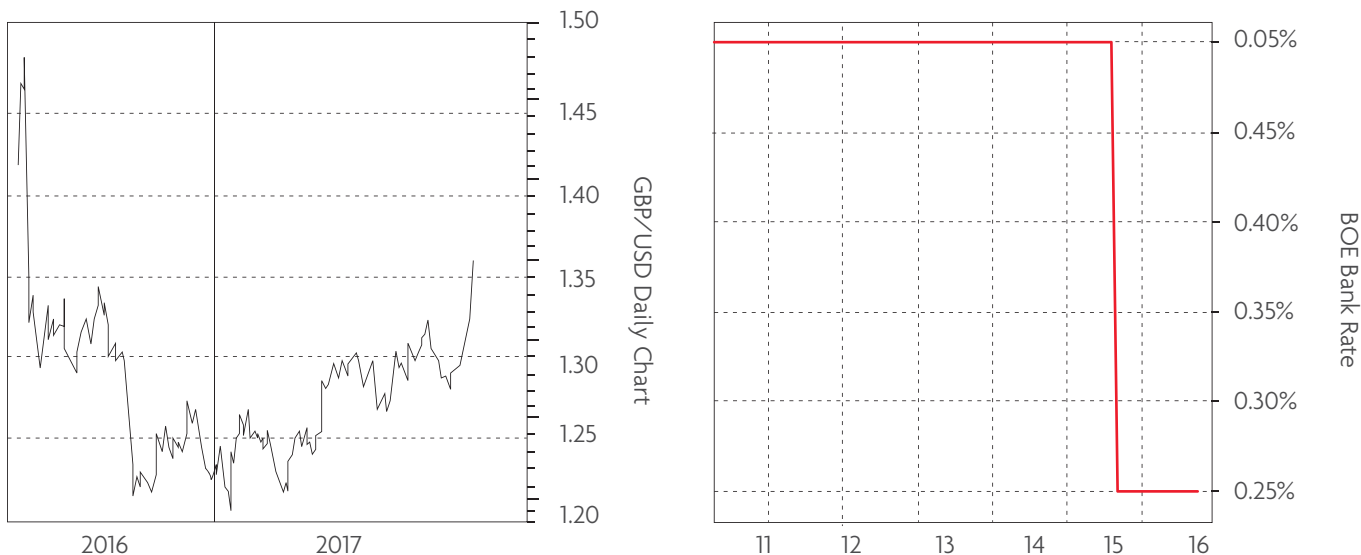
欧元区



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

欧元相当强势。在进入九月份这一传统强势月份后，欧元汇率达到了仅次于近年高位（1.20 上方）的水平，实际上，欧洲央行的措辞已发生了细微的转变，欧洲央行有可能在 10 月份举行的央行会议上宣布在 2018 年缩减债券购买规模，虽然欧洲央行行长马里奥德拉吉可能会试图软化一下口风。欧元区政治风险持续消退，虽然德国和（有可能）意大利将举行大选，我们并不预期这些事件会产生任何重大的市场或经济影响。欧洲经济势头喜人，就业市场好于预期，银行体系趋于稳定并且放贷意愿更强，我们认为欧元 / 美元汇率可能会进一步上扬，但我们不认为会发生过度回升。我们对年底为止的预测是在 1.20 关口上，虽然市场共识认为会更高。

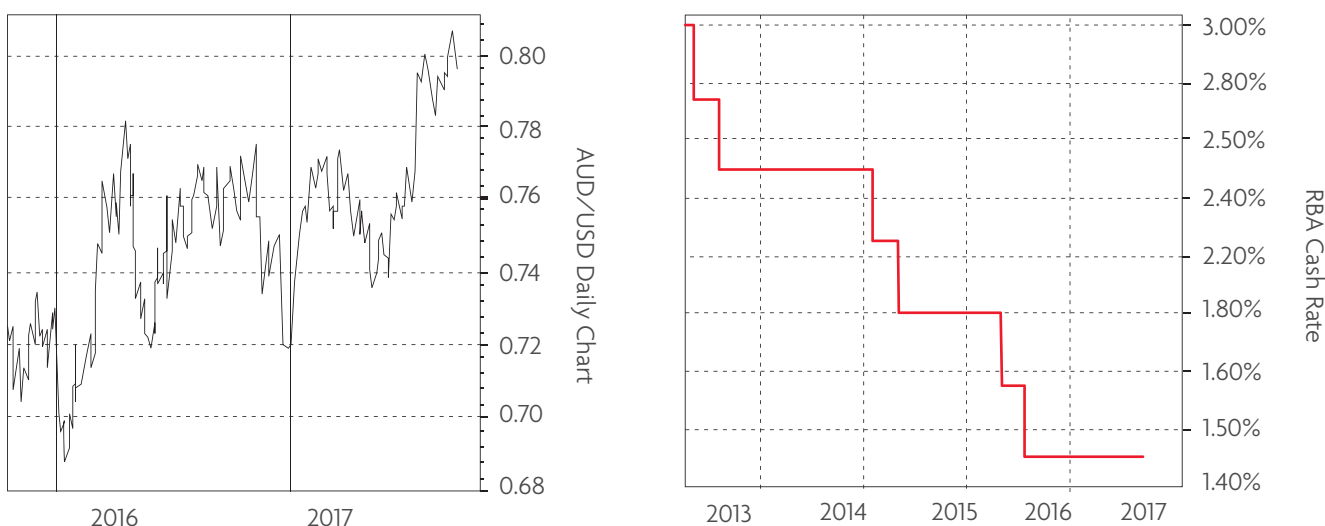
英国



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

我们之前预计英格兰银行（英国央行）在本年度或明年不会有利率调整，尤其是面临英国脱欧的不确定性。然而，鉴于央行在九月份会议发出明确信号，我们现在预计英国央行在接下来的 11 月 2 日的会议上宣布加息 25 个基点。随着通胀以及失业数据看好，央行措辞也发生了变化，但我们并不一定会看到英国开始新一轮的加息周期，因此我们认为这仅仅会是英国央行撤回之前在去年八月份实施的紧急降息（在脱欧公投之后）。英镑前景将继续被高度的不确定性所笼罩，英镑可能受制于持续的政治不安局势与可能发生的央行提前加息之间的拉锯战。关于第一点，英国脱欧谈判的不确定性以及大选后较弱势的政府可能增加英镑的承压期。然而，另一方面，英国央行的鹰派倾向开始浮现，这有助于支撑英镑走强。我们把英镑兑美元汇率预期轻微上调，主要是基于我们认为英镑目前对于英国央行内部看法的变化更加敏感。

澳大利亚



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

我们调升了澳元兑美元汇率预测，这一观点的依据是主要发达国家货币政策预期背景的变化，其中包括澳大利亚。美联储已不再是唯一一个松开货币政策宽松油门的央行，因为欧洲央行预计很快会开始削减资产购买规模。除欧洲央行之外，英格兰银行也在接近加息，加拿大银行（加拿大的央行）已采取措施提升官方利率。虽然澳大利亚加息尚需一段时日，但市场预期在某个时点，澳洲储备银行（澳大利亚央行）将准备好提升官方利率。这将会对澳元带来持续的上行压力。澳元走强背后的另一个主要驱动因素是大宗商品价格前景。在这方面，前景已变得相对乐观。全球经济已同步回升，并且中国当局的刺激措施支撑了中国经济增长。全球经济增长势头改善应有助于支撑大宗商品价格。

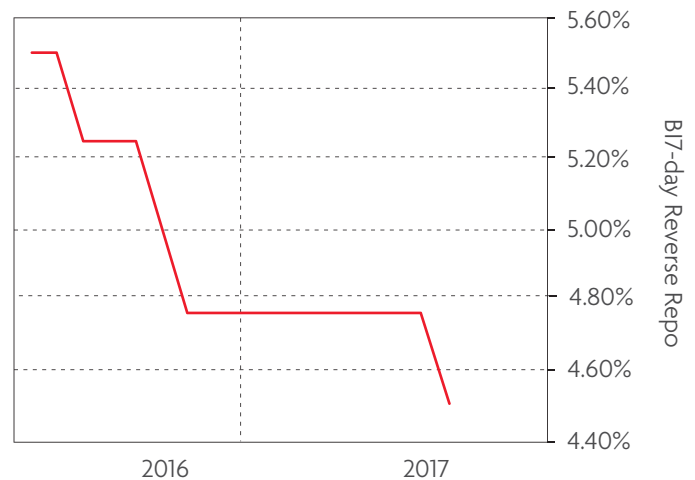
马来西亚



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

在连续七次会议之后，马来西亚国家银行（BNM）将隔夜政策利率（OPR）维持在 3.00% 不变。虽然存在强劲增长预期，马来西亚国家银行在指导利率政策方向时仍表现出中性基调。通胀率已在三月份见顶回落，央行认为需求驱动型通胀压力已得到抑制。我们认为，由于主要经济体的政治和政策形势发展仍存在风险以及地缘政治风险并存而导致下行风险，马来西亚央行不可能抢先加息。需注意的是马来西亚员工公积金缴费额下调带来的刺激效应将会在本年底结束。就业市场还存在一些结构变化以及技能不匹配等问题。失业率在 3.5% 水平企稳，虽然比起前两年仍较高。因此，至 2018 年中为止，我们将马来西亚隔夜政策利率预测维持在目前水平。随着外资回到债券市场，林吉特在九月份继续升值，美元兑马来西亚林吉特汇率触及年初至今的新低 4.18。被低估的林吉特、乐观的经济基本面以及布伦特原油迈向每桶 60 美元的趋势支撑了我们的观点，也就是假设美元小幅上扬的情况下，林吉特能够走强。我们预计美元兑林吉特汇率在 2018 年 1 季度末达到 4.15。

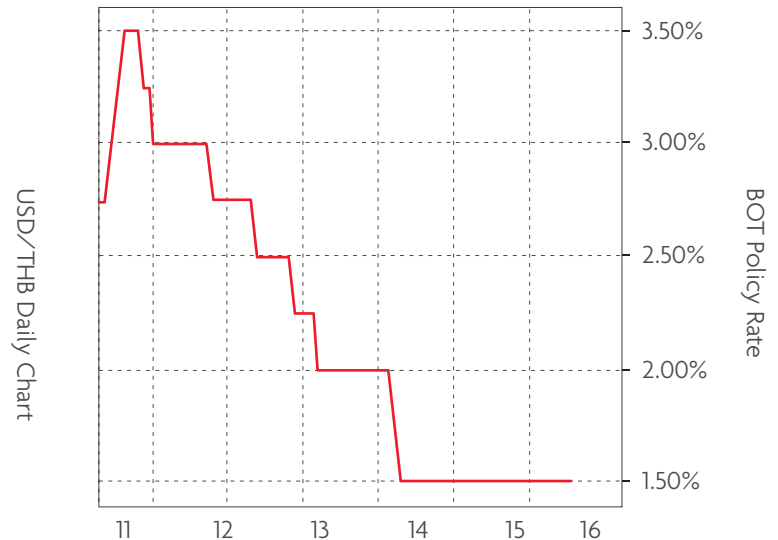
印度尼西亚



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

印度尼西亚银行是亚洲地区内少数在通胀缓解的情况下在本年度降息的央行。我们认为，随着发达经济体的央行例如英格兰银行、欧洲央行以及美联储退出宽松货币政策，印尼央行可能在年底前最多再一次下调 25 个基点将基准利率降至 4.25%。在八月份利率下调后，由于市场发现降息改善了经济增长前景，因此印尼盾对美元走强。虽然在前半年增长低于预期，但外部平衡改善以及通胀得到更好抑制则为印尼盾提供了支撑。但从这个时点开始，我们认为随着美联储进一步收紧货币政策，印尼盾相对美元存在更高的下行风险，虽然在亚洲国家当中，印尼是实际利率最高的国家之一，这将继续为汇率下行提供缓冲。因此，我们维持之前的预测，即美元兑印尼盾有小幅上扬。我们预计美元兑印尼盾将会在 2017 年 4 季度末逐步走高至 13,400 以及在 2018 年 1 季度至 13,500。

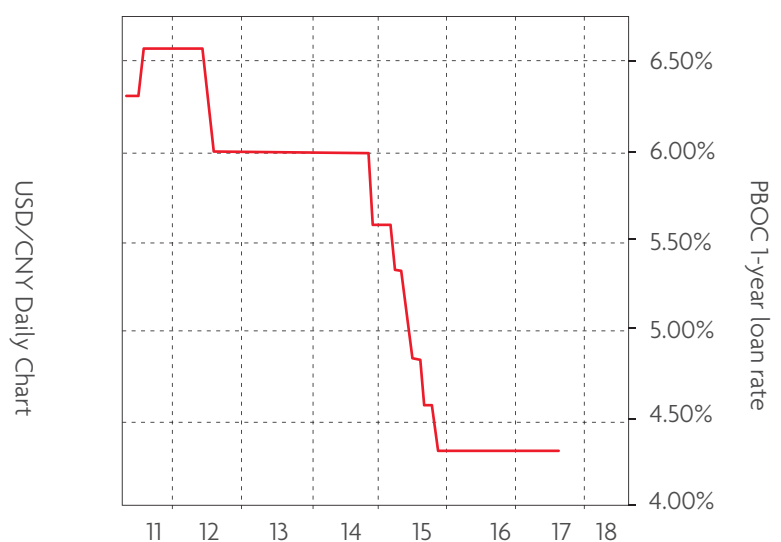
泰国



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

“特朗普交易”的逆转以及泰国持续经济复苏导致了泰铢近期走强。但随着泰国政府继续投资交通基础设施项目以及私人投资在 2017 年下半年复苏，泰国的经常账户顺差最终缩水，这将降低泰铢的升值压力。展望未来，我们预计泰铢兑美元逐渐走弱，从目前的 33.1 调整至 2017 年 4 季度末的 33.3，此外，我们预计泰国央行在 2017 年内将政策利率维持在 1.50%，这是因为宽松的货币政策对支撑国内需求以及维持通胀压力而言具有关键作用。

中国



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

中国目前的去杠杆流程可能意味着中国人民银行的稳健中性政策没有之前那么宽松。由于 2017 年 1 季度货币市场利率上浮，3 个月 SHIBOR 利率在 2017 年 3 季度内在 4.2-4.6% 区间徘徊，资金成本仍很大程度上维持高位，而 2017 年初只有 3.3%。在没有宽松迹象的前提下，我们维持之前观点，认为中国央行可能会在今年 10 月份召开的十九大之后，在 2017 年末或 2018 年初提升基准利率。就人民币而言，由于总体向好的经济基本面、资本外流严格管制、即将到来的决定未来 5 年领导人的十九大（从 10 月 18 日起举行）、美国针对与中国之间贸易的调查、美国总统特朗普 11 月份访问中国，以及美国财政部半年度外汇报告是支撑人民币汇率走强的其中一些主要因素。然而，由于出境游、外国留学、移民以及投资分散等需求，中国人有购汇趋势，这一季节性影响在今年的迟些时候会更为明显，届时将使人民币承压。鉴于近期形势，我们调降 2017 年底美元兑人民币汇率预测值至 6.60（前值 6.82），以及 2018 年 2 季度末的汇率预测值至 6.67（前值 6.88）。

外汇、利率和大宗商品展望

外汇	9月22日	17年4季度	18年1季度	18年2季度	18年3季度
美元兑日元	112	114	115	116	117
欧元兑美元	1.20	1.20	1.22	1.23	1.24
英镑兑美元	1.36	1.36	1.37	1.38	1.38
澳元兑美元	0.80	0.81	0.82	0.83	0.85
新西兰元兑美元	0.73	0.74	0.75	0.77	0.77
美元兑人民币	6.59	6.60	6.63	6.68	6.70
美元兑港元	7.81	7.80	7.80	7.80	7.80
美元兑新台币	30.2	30.3	30.5	30.7	30.9
美元兑韩元	1,137	1,150	1,160	1,170	1,170
美元兑菲律宾披索	50.7	51.5	51.8	52.0	52.0
美元兑 马来西亚林吉特	4.20	4.20	4.15	4.10	4.05
美元兑印尼盾	13,313	13,400	13,500	13,600	13,700
美元兑泰铢	33.1	33.3	33.5	33.7	33.9
美元兑缅甸元	1,352	1,380	1,385	1,385	1,390
美元兑越南盾	22,734	22,850	22,950	23,050	23,150
美元兑印度卢比	64.8	64.8	65.5	66.0	66.5
美元兑新加坡元	1.35	1.38	1.39	1.40	1.40
欧元兑新加坡元	1.62	1.66	1.70	1.72	1.74
英镑兑新加坡元	1.83	1.88	1.90	1.93	1.93
澳元兑新加坡元	1.07	1.12	1.14	1.16	1.19
新加坡元兑 马来西亚林吉特	3.12	3.04	2.99	2.93	2.89
新加坡元兑人民币	4.89	4.78	4.77	4.77	4.79

利率	9月22日	17年4季度	18年1季度	18年2季度	18年3季度
美国联邦基金利率	1.25	1.50	1.75	2.00	2.00
日元政策利率	-0.10	-0.10	-0.10	-2.0	-0.20
欧元再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
英镑回购利率	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50
澳元官方现金利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
新西兰元 官方现金利率	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00
人民币1年期 基准贷款利率	4.35	4.35	4.60	4.85	4.85
港元基准利率	1.50	1.75	2.00	2.25	2.25
新台币官方贴现率	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
韩元基准利率	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50
菲律宾披索 隔夜逆回购利率	3.00	3.00	3.00	3.25	3.25
新加坡元3个月SIBOR (银行同业拆借利率)	1.12	1.40	1.50	1.70	1.70
马来西亚林吉特 隔夜政策利率	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印尼度7天 逆回购利率	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25
泰铢1天回购利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
越南盾再融资利率	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
印度卢比回购利率	6.00	5.75	5.75	5.75	6.00
大宗商品	9月22日	17年4季度	18年1季度	18年2季度	18年3季度
黄金 (美元每盎司)	1,297	1,300-1,350	1,300-1,350	1,300-1,350	1,300-1,350
布伦特原油 (美元每桶)	57	56	57	58	60
伦敦金属交易所 LME铜 (美元每吨)	6,480	6,500	6,600	6,700	6,800

团队

全球经济与市场研究部

资产管理部

私人银行业务部

免责声明

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2017 年第 4 季度。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询，如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行营销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。

另，本文原文以英文书写，中文版本为翻译版本且仅供参考。