



2018 年第二季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

今年年初，全球经济仍飞速前进，国际货币基金组织上调了全球经济增长预期以及若干主要经济体的展望（许多其他国际机构也做了类似上调）。但金融市场则按着不同的剧本来走。在走过乐观的一月份后，随着市场人士对美联储可能加快加息节奏的担忧急剧上升，引起股市暴跌，于是市场形势在二月份开始掉头往下，这向市场人士发出及时信号提醒人们波动仍在。

虽然 2018 年前三个月的开场未如预期，但似乎也未造成我们最初所担忧那般大的影响，目前风险主要来自于地缘政治局势，而迫在眉睫的最大风险则可能是美国与其他国家尤其是与中国之间的贸易紧张局势持续升级。这看起来与之前的情况似乎如出一辙，而实际上亦是如此。正如特朗普 2016 年末大选胜出时的情形一样，在特朗普发起反建制、反自由贸易、反移民、征收贸易关税和国内减税（这些举措被认为是保护主义以及有损全球贸易）运动以来，美国与其他国家之间的贸易紧张就已成为当时人们的主要担忧之一。

在任期第一年聚焦国内问题之后，特朗普在 2018 年初先是针对太阳能电池板和洗衣机加征关税，在 3 月 1 日，他再次宣布计划对进口钢材和铝材分别征收 25% 和 10% 关税。随着特朗普在 3 月 22 日签署总统备忘录指示美国贸易代表 Robert Lighthizer 以知识产权侵权为由针对价值至少 500 亿美元的中国进口商品征收关税，特朗普似乎已准备将枪口对准中国。另一个可能给美国以借口推行贸易保护的方面则是美国财政部半年度外汇报告中将中国贴上货币操纵国标签，这是一种间接施加贸易限制的方式。美国财政部下一次外汇报告将会在 2018 年 4 月份出炉。

目前来看，美国总统特朗普采取的做法无非是为了履行竞选承诺，要么是为了转移人们对其国内政治问题的视线，也或是为了在今年 11 月份举行的美国国会中期选举而赌一把（也或者三者皆有）。如果认为特朗普会继续更强势地攻击中国或者是指望中国会无动于衷就真的很天真。特朗普当然会遭到反击，而且结果可能不太令人愉快。我们的基本观点仍然是我们不认为会出现全面贸易纠纷，但很明显也并非全无风险。

除了美国引发的贸易紧张局势之外，接下来的二季度还会有许多其他地缘政治形势需市场人士多加留意，具体如下：

- 美国特别检察官 Robert Mueller 针对俄罗斯干涉美国 2016 总统大选的调查（这对于特朗普而言是否是一个风暴时刻？）
- 一项涉及日本首相安倍晋三以及财务部长麻生太郎的国有土地出售交易引发争议，使日本国内政治稳定性受到冲击。
- 英国和欧盟之间的脱欧谈判在欧盟领导人峰会（3 月 22~23 日）之前出现积极进展
- 美国与朝鲜领导人可能在 2018 年 5 月份举行高层会议（这对于市场而言究竟是利好还是利空尚不明确）
- 俄罗斯与 G7 国家之间的关系日益困难重重
- 意大利大选陷入僵局，可能会举行新的选举，但时间尚未确定。
- 马来西亚可能在今年第二季度举行第 14 次大选，普遍预计执政联盟会赢得选举。
- 如贸易紧张局势进一步升级，则今年 6 月份举行的 G7 国家领导人峰会可能会混乱不堪。

地缘政治局势给全球经济前景带来许多不确定性，虽然经济基本面仍健康，但警钟已敲响。全球货币政策仍然在美联储开启的正常化路线上前行，但政治和贸易紧张可能会影响这一正常化进程。中国方面则相反，随着习近平在第 13 届全国人民代表大会全票当选国家主席，这为世界政治局势的稳定性和延续性作出贡献。

在权衡各种情况的基础上，我们认为未来前景是希望多于恐惧。但不可否认，“恐惧”的数量或程度正在增加。当然 2018 年二季度末举行的世界杯（2018 年 6 月 14 日至 7 月 15 日之间举行）会转移人们的注意力，但因为世界杯的东道国是俄罗斯，因此可能会带来某些政治上的挑战。

作为本总结的结束语，我们在此表达对接下来几个月的希望，并引用一句老生常谈的话，即真诚希望“世界和平”。

外汇策略：美元保持疲软，2018 年第二季度风险与机会并存

在持续超一年的不断抛售后，美元前景仍保持疲软且步履维艰。美债收益曲线持续平坦化以及全球货币政策趋于正常化是导致美元继续承压的两个主要因素。就 2018 年第二季度而言，我们认为存在三个风险，但同时也会给外汇市场带来机会。

首先，随着市场担忧日本央行继续减少债券购买，投资者可能需针对日元进一步走强突破 1 美元兑 100 日元关口而作避险操作。其次，鉴于美元与港元之间利差不断扩大，港元目前的 7.85 弱方兑换保证线可能会被突破，但我们仍预计美元与港元之间的联系汇率会维持。第三，由于澳元已回撤至交易区间下沿，我们认为目前是对澳元加仓的时机。

具体到美元/亚洲各国货币而言，我们维持“对半开”观点，也就是，一旦亚洲货币的强势开始消散，美元/亚洲国家货币会在下半年企稳并逐步爬升。但另一方面，贸易紧张局势升级可能会导致美元/对亚洲货币汇率加速筑底，这是因为许多亚洲经济体包括中国拥有大规模的出口，因此，亚洲国家货币可能受到出口的负面影响。因此，美元/新加坡元在第二季度会在 1.29 左右水平企稳，而后在 2018 年末回冲至 1.32。

大宗商品策略：净多头和库存增加限制进一步收益增长

由于“金发女孩”经济带来的乐观效应，从今年年初开始，市场上出现明显的净多头和主要大宗商品库存增加现象，整个第一季度，全球三个主要交易所（即伦敦金属交易所、纽约商品交易所和上海期货交易所）铜库存强势增长。

至于 WTI 原油方面，美国页岩油产量持续增加已推动美国原油产量超越 1000 万桶/每天的水平。因此，美国原油出口暴增，从而使欧佩克主导的全球原油产量上限受影响。此外，根据纽约商品交易所原油期货的表现，原油净多头目前已经在十年高位。总体而言，在去年强势价格反弹以来，目前伦敦金属交易所铜进入每公吨 6500~7000 美元的交易区间。而布伦特原油预计则难以突破每桶 70 美元上方关口，或将在每桶 60~70 美元之间盘整。

在贵金属板块方面，随着长期的净多头和交易所交易基金（ETF）的持仓逐渐削减，投资者明显对钯金失去偏爱。由于第一季度白银的净多头头寸完全消散，因此白银也将承压。最后，对于黄金，我们维持负面观点。随着短期货币市场利率持续上升，导致黄金多头融资成本增加，因此黄金很可能会回撤至 1200 美元/盎司水平。

利率策略：我们对 2018 年末货币市场利率的预测已经实现；较长期限的债券收益率预期上调

我们维持对美联储在 2018 年三次加息的预期，但是第四次加息的可能性显著增加。随着三个月美元 Libor 利率在 2018 年第一季度从 1.7% 升至 2.2%，我们现在对于货币市场利率的预测不再象去年第四季度末那时那么激进。因此，我们维持下列观点，即 2018 年末美国 Libor 利率、新加坡 SIBOR（新加坡银行同业拆放利率）以及新加坡元掉期利率（SOR）分别在 2.40%、1.85% 和 1.65% 水平。

除了短期货币市场利率预计上升之外，我们还强调离岸美元资金市场的不平衡将持续增加。这可以从整个一季度三个月 CP/OIS 和三个月 Libor-OIS 息差上升的情况中看到。

对于较长期限的债券收益率而言，我们上调之前的预测。我们对 2018 年末 10 年期美债收益率的 2.90% 预期在目前已实现，我们现在将其上调至 3.20%。同理，我们也将 2018 年末 10 年期新加坡政府债券收益率从 2.45% 上调至 2.75%。

以下为主要关注点概要情况以及主要外汇和利率观点。

新加坡关注点 1：新加坡金管局货币政策预览：是时候追求货币政策正常化

新加坡金管局预计会在 2018 年 3 月第 2 周（即 4 月 9 日至 13 日之间）公布货币政策决定，我们预计新加坡央行启动货币政策正常化，允许新加坡元名义有效汇率温和升值（估计：每年升幅 0.5%），并与此同时保持汇率政策变动区间的中点和宽度不变。

我们对于政策正常化的预期是基于三个主要因素，首先，自从 2015 年的低谷以来，全球和新加坡国内经济增长-通胀-就业形势已大幅改善。各国央行目前倾向于收紧的，而非宽松的货币政策立场。

其次，新加坡元名义有效汇率在 2017 年初开始升值 1.2%，外汇市场似乎已消化了新加坡金管局对于货币政策较为鹰派的立场的影响并体现在外汇价格内，大华银行新加坡元名义有效汇率模型显示，在同一时期的 88% 时间内，新加坡元的名义有效汇率已持续保持在同期中点上方水平。

第三，新加坡金管局在 2017 年 10 月份发布的政策声明中，将其常用的“现有中性名义有效汇率政策在一段相当长期间内是合适的”这一措辞中删除“相当长”这个词语，这或许已经释放出正常化倾向信号。

新加坡关注点 II：新加坡 2018 年预算方案：应对老龄化社会战略

新加坡 2018 年预算方案具有四个主要关注点：建设充满活力和创新精神的经济；建设智慧、绿色和宜居城市；建设一个充满关爱和内聚力的社会；建设具有财政可持续性和安全的未来。这是对 2017 年预算方案的延续，我们从 2017 年的预算报告中发现当局首次加入了关于“环境”和“财政审慎”的措辞。

财政部长王瑞杰针对因人口迅速老龄化而不断增加的财政开支，尤其是医疗保健和基础设施方面的开支进行了详细的讨论。由于新加坡国内总体生育率持续低迷，并且当局坚持严格的移民政策，因此这对于新加坡当局而言是一项长期艰巨任务。随着更多人口达到退休年龄和退出劳动人群，当局来源于直接课税方式的财政收入将会以较慢的速度增长。对此，新加坡财政部长准备在 2021 至 2025 年间将商品服务税从现行 7% 税率上调至 9%。

新加坡政府在 2017 财年的总体预算盈余金额达 96.1 亿新加坡元（相当于该国 GDP 的 2.1%），超越原先预期（19.1 亿新加坡元）。对于 2018 财年，当局预计初步预算赤字为 73.4 亿新元。由此可见，这是一种扩张性预算政策，会给 2018 财年的经济增长提供一些支撑。总体预算平衡预计为 6 亿新元赤字。

中国关注点：中国人大设定 2018 年目标

不出预料，中国人大将 2018 年经济增长目标设定为 6.5%，这一水平对于维持就业市场平衡已足够，但随着预算赤字目标变化，当局财政立场有所收紧。货币政策倾向仍保持为“稳健中性”，但今年当局没有公布货币供应和信贷投放目标，这意味着当局关注点已不再是量的增长。应注意的是，当局增加了失业率目标的新指标，这是在现有“城镇登记失业率”这一广义指标的基础上将非常住人口（例如来自农村的流动人口）劳动力纳入考虑。在稳定增长的大背景下，我们预计该国政府会加快经济改革和结构调整进程并寻求避免系统性金融风险。

马来西亚关注点：中马关系崛起

中国和马来西亚在 2014 年迎来建交四十周年，自两国建交以来，中马双边关系通过贸易、投资和旅游而得到显著增强。两国关系在 2016 和 2017 年尤其快速发展。我们预计马来西亚在未来几年将会迎来更多的外国直接投资以及来自中国的（尤其是与一带一路相关的）投资。虽然马来西亚面临来自印尼和 CLMV 地区（柬埔寨、老挝、缅甸和越南）的竞争，但由于中马两国之间历史悠久的友谊、更高层次的政治交流、强大的政府间合作、马来西亚的战略性地理位置、良好的基础设施和丰富的自然资源，因此马来西亚更被看好。

印尼关注点：财政可持续性是推动高速经济增长的关键

印尼财政部门在过去十年左右实现明显的改善，由此导致三家主流国际评级机构（惠誉、穆迪和标普）在 2017 年全体将印尼国家评级调升为“投资级”。事实上在 2017 年末，惠誉将印尼评级从之前的 BBB- 调升为 BBB 级（评级展望为稳定），仅在数月之后，标普终于给予印尼期待已久的“投资级”评级。这使得印尼能够与菲律宾

和葡萄牙等国家在投资评级上平起平坐。然而，虽然伴随着评级提升而来的是积极论调，但大多数评级机构承认印尼政府的财政收入与那些具有相似评级的其他国家相比而言仍然非常低。

当我们深入了解印尼政府的财政收入-支出变化趋势时，我们发现当局需进行改革来确保实现更高的税务合规以及税收制度弹性。我们认同印尼当局将财政支出重点转移至更多的基础设施建设和社会发展。然而，考虑到印尼政府依赖于外部融资的风险，当局需进行制度改革或采取某些激烈的措施来增加税收，这不仅确保财政可持续，同时也能够培育更高的 GDP 增长势头，和进一步释放经济增长潜力。此外，只有先实现财政可持续，印尼当局才能如愿以偿在其财政政策中采取反周期措施来在可预见的未来实现高速增长。

关于越南消费形势的观点：湄公河地区的亮点

越南目前正经历若干年内的最快经济扩张，过去三年人均 GDP 平均增速按当前价格计算（购买力平价，或 PPP）达 6.7%。稳健的经济增长和低失业率推动国内家庭收入和消费增长，从而使得越南成为亚洲地区最具有前景的消费市场之一。在本报告中，我们注意到越南消费者的崛起，越南是亚洲地区增速最快的国家之一，其各行业可能从消费主义抬头中受益。

全球外汇

美元兑日元

展望未来，我们认为日元仍存在进一步走强的风险。正如本报告前面执行总结部分所述，日本存在持续上升的政治风险。此外，虽然日本央行行长黑田东彦获得连任和尽管日本通胀率仍远未达到 2% 的目标，但黑田仍未打消市场人士日益增加的关于日本央行最终可能需提前实施货币政策正常化的担忧。因此，我们认为美元/日元在 2018 年第二季度进一步往 1:100 关口下滑，随着美联储在下几个季度继续渐进式加息，美元/日元汇率在第三季度将适度回调至 103，在第四季度回调至 107 而在 2019 年第一季度回调至 110。

欧元兑美元

由于欧洲央行灵活的平衡操作，欧元/美元汇率目前交投于 1.22~1.25 的短期交易区间。欧元区强势和不断改善的宏观经济基本面有力支撑欧元对美元下行至 1.22 下方水平。另一方面，欧元/美元无力实现提前反弹至 1.25 上方。总体而言，随着欧元区越来越接近于年底停止资产购买，我们认为欧元/美元会从目前的水平缓慢升值，这与若干欧元区国家和德国的债券收益率逐渐上行是一致的。我们认为欧元/美元将从 2018 年第二季度的 1.25 逐渐爬升至第三季度的 1.27，然后在第四季度和 2019 年第一季度爬升至 1.29。就目前来看，鉴于美联储也处于货币政策正常化进程中，因此欧元/美元强势上行至 1.30 上方不太可能。

英镑兑美元

英镑/美元回弹大部分是得益于英格兰银行（即英国央行）的持续支持，英国央行在去年 11 月加息 25 个基点，并且再次释放信号称可能在今年五月份之前再次加息。但考虑到目前英镑/美元刚好在大约 1.40 水平，我们认为这一汇率已基本体现了央行五月加息的影响。此外，英国央行加息很大程度上是以英国通胀持续为前提。根据最近一个月的报纸新闻显示，英国国内通胀从去年 11 月份的年同比 3.1% 峰值下降至今年二月份年同比 2.7%。展望未来，随着更为密集紧张的脱欧谈判，由于英国经济的经常项目逆差不断增加，英国经济的增长前景仍存在不确定性。总体而言，我们维持之前观点，即英镑/美元汇率无力在 1.40 上方坚守阵地，而是会在目前的水平上回撤。我们预计英镑/美元汇率在 2018 年第二季度为 1.40，第三季度为 1.38，第四季度以及 2019 年第一季度为 1.36。

澳元兑美元

虽然澳大利亚储备银行在多个场合明确表示希望维持稳健货币政策，我们对澳元对美元继续保持乐观看法。这主要是因为受到大宗商品提振。但是在 18 年第一季度，我们注意到各种工业金属例如铜的库存和仓位水平增加，这限制了进一步向上走强。同理，由于市场人士担忧美国原油产量强势增长，原油价格似乎已经在向 70 美元每桶关口发起冲刺之前见顶。因此，澳元对美元已经从今年 1 月份的 0.81 高位回撤至目前的 0.78。展望未来，我

们认为经过最近的回撤后，进一步走弱空间有限。虽然存在近期盘整，但主要工业金属和能源大宗商品板块仍受到全球持续同步复苏提振。因此，我们认为澳元/美元汇率会在 2018 年第二季度和第三季度分别略微走强至 0.79 和 0.81，在第四季度和 2019 年第一季度达到 0.83。

新西兰元兑美元

随着新西兰工党在去年 10 月份接管政权，最初存在新西兰/美元的大量抛盘，导致直线下泻至两年交易区间底部即 0.68~0.75 区间。投资者是出于对新任工党政府的保护主义政策担忧而争相抛售新西兰元。在最初本能反应般的抛售后，新西兰元对美元逐渐企稳，随着新西兰移民人数重新开始增长，新西兰元对美元恢复至目前的 0.73 水平。随着 Adrian Orr 在 18 年 3 月末被任命为新行长，新西兰储备银行内部的不确定性也已消散，新西兰元对美元预计能艰难爬升至上述区间顶端。我们预计新西兰元对美元汇率在 2018 年第二季度达到 0.74，第三季度达到 0.745，在第四季度以及 2019 年第一季度达到 0.75。

亚洲外汇

美元兑人民币

展望未来，由于中美之间贸易紧张局势升级，因此人民币的强势可能会见顶。特朗普政府针对与美国之间存在大幅贸易顺差的国家采取日益强硬的态度。鉴于中国对美国存在最大规模的贸易顺差（在 2017 年为 3750 亿美元），人们越来越担心特朗普政府可能会在接下来将枪口对准中国进口产品。因此，如果中国出口因此而受负面影响，人民币可能会承压而走弱。而与此同时，美联储准备继续稳步实施货币政策正常化。总体而言，我们认为美元/人民币汇率会从目前水平逐步爬升，在 2018 年第二季度达到 6.35，第三季度达到 6.40，第四季度达到 6.45，在 2019 年第一季度达到 6.50。

美元兑新加坡元

在新加坡金管局在四月份中旬实施广受期待的政策正常化之前，新加坡元名义有效汇率已普遍交投于目前中性区间的中点上方。类似地，由于美元总体偏弱，新加坡元在走强。但我们认为新加坡元在未来继续对美元走强的话则有困难。这是因为中美之间贸易紧张不断升级，亚洲国家的贸易和出口有受负面影响的风险。而与此同时，美联储准备继续货币政策正常化进程，实行渐进式加息和继续缩表。换句话说，美元/新加坡元汇率降至 1.30 下方的下行空间有限。总体而言，我们预计美元/新加坡元汇率在 2018 年第二季度、第三季度和第四季度分别为 1.29、1.30 和 1.32，而在 2019 年第一季度达到 1.33。

美元兑港元

三个月美元 Libor 利率与三个月香港 Hibor 利率之间的利差从去年 12 月份的 0.40% 猛升至 1.05%，使美元/港元汇率进一步承受上行压力。按照目前的利差扩大节奏，港元对美元目前的 7.85 弱方兑换保证线越来越有可能在今年第二季度受到考验，但我们不认为就目前阶段而言港元对美元的联系汇率制度会发生任何风险。但是，为了避免港元继续走弱而趋于 7.85 弱方兑换保证线，香港金管局目前实施了精细操作引导境内汇率逐步升高并与此同时不对境内经济活动和资本市场造成干扰。7.85 关口可能会在接下来两个季度接受考验，之后境内利率会逐渐追赶不断上升的美元利率，然后美元/港元回退至 7.80。因此，我们预计美元/港元汇率在整个第二季度和第三季度维持在 7.85，在第四季度下降至 7.83，在 2019 年第一季度下降至 7.80。

美元兑新台币

在整个第一季度，台币的各种风险在累积，首先，台湾经济增长前景在今年预计会从去年的 2.9% 放缓至 2.3%。其次，中美之间贸易紧张局势进一步升级可能会对台湾出口造成负面影响，因此使得台币承压。第三，鉴于美债收益率持续上升，10 年期美国国债与 10 年期台湾政府债券收益率之间的收益差已经从年初的 1.50% 进一步扩大至目前的 1.85%。如前文强调的，台湾的真实政策利率已倾向于负区间。因此，我们维持之间的预测观点，即美元/台币可能会在接近年中时见底回升，并在 2018 年下半年逐步爬升。总体而言，我们预计美元/台币汇率在 2018 年第二季度、第三季度和第四季度分别为 29.40、29.60 和 29.80，在 2019 年第一季度达到 30.00。

美元兑韩元

在 2017 年最后几个月里，韩元显著走强，迫使美元/韩元汇率从 2017 年 10 月份的 1,150 回撤至 12 月末的 1,060 低位。这是在中韩之间去年 10 月份贸易和旅游业正常化之后开始的，而接下来韩国央行在 11 月份加息。此后在 2018 年整个第一季度内，美元/韩元主要在 1060 和 1100 的区间内交易。韩国与朝鲜之间关系升温的最新消息将美元/韩元汇率推回至上述交投区间的下沿。展望未来，虽然我们对不断改善的地缘政治局势感到欣慰，但我们认为由于美国针对与美国之间存在大幅贸易顺差的国家采取日益强硬的贸易立场，韩元可能会受到与美国之间贸易紧张的负面影响。此外，韩国央行可能会在今年晚些时候再次加息的预期可能已体现在韩元目前的强势内。因此，我们认为美元/韩元汇率将在目前 1060 水平左右见底回升，在之后适度回调。我们针对美元/韩元的未来预测如下：2018 年第二季度、第三季度和第四季度分别为 1070、1080 和 1090，而在 2019 年第一季度达到 1100。

美元兑马来西亚林吉特

之前市场人士对于马来西亚央行即将加息的预期以及原油价格强势上涨助长了马来西亚林吉特的全面走强，但马来西亚央行已在今年 1 月份加息，展望未来，央行可能会按兵不动。此外，考虑到美国方面不断增长的供给风险，布伦特原油可能难以进一步突破 70 美元/每桶关口，目前预计布伦特原油会在接下来四个季度稳定于 60 美元每桶到 70 美元每桶的宽区间。因此，受强势出口增长以及若干国内需求积极因素提振，马来西亚林吉特的走强节奏可能在未来减缓。总体而言，我们认为美元/林吉特会在 2018 年第二季度、第三季度和第四季度逐渐下滑至 3.88、3.85，在今年第四季度和 2019 年第一季度降至 3.80。

美元兑印尼盾

虽然印尼国内宏观经济形势改善，但印尼盾最近对美元走弱。因此，美元/印尼盾从今年 1 月份的 13,300 低位爬升至目前的 13,750 水平。导致这一情况的原因最可能是美元利率上升带来的压力，美元利率上升通常对于那些具有经常项目逆差和财政赤字的亚洲国家和新兴市场国家货币具有负面影响。鉴于我们的基本观点是美联储继今年 3 月份加息 25 个基点后在年内还会有两次加息，三个月美元 Libor 利率预计会超朝我们设定的 2.40% 目标继续前进，因此，我们认为印尼盾将会与其他亚洲国家货币的情况一致，即继续走弱。总体而言，我们预计美元/印尼盾汇率在 2018 年第二季度、第三季度和第四季度分别为 13,800、13,850 和 13,900，在 2019 年第一季度达到 13950。

美元兑泰铢

泰铢/美元已显著走强，从 2017 年 1 月份的 36.0 开始上涨大约 13% 至 3 月 18 日的 31.20 水平。在这过程中，泰铢的强势受到 2017 年整年的强势经济和出口复苏提振。虽然目前泰铢走强，但泰国经济的两大支柱，即出口和入境旅游业的前景仍强劲。因此，得益于持续的大规模经常项目顺差，泰铢在近期可能会偏向于走强。在之后，随着进入下半年，由于金融市场可能已消化了泰国央行 25 个基点加息的影响，并且美联储可能已进行了 2018 年合计三次的加息，美元将会对泰铢轻微升值。总体而言，我们预计美元/泰铢汇率 2018 年第二季度在 31.00 水平，而之后 2018 年第三季度、第四季度以及 19 年第一季度分别轻微反弹至 31.30、31.50 和 31.80。

美元兑越南盾

展望未来，我们认为美联储会继续渐进式加息，在今年下半年还会有两次加息。总体而言，我们认为随着美元利率上升，越南盾会持续轻微走弱。但越南国内积极因素会限制越南盾过度走弱。我们对美元/越南盾汇率的预测为 2018 年第二季度为 22,800，第三季度为 22,900，第四季度为 23,000，2019 年第一季度达到 23,100。

美元兑印度卢比

随着印度自 2016 年 3 月份以来月度贸易逆差加速扩大，中央政府的财政预算赤字不断增长，印度储备银行可能会在 2018 年内保持目前的货币政策立场，我们认为印度卢比对美元汇率继续走强空间不大。我们预计美元/印度卢比汇率在 2018 年第二季度、第三季度和第四季度分别为 65.00、65.30 和 65.60，在 2019 年第一季度达到 66.00。

全球利率情况

联邦公开市场委员会

我们维持对美联储 2018 年加息路径的偏鹰派观点，我们仍预计美联储在 2018 年还会进行两次 25 个基点的加息（在今年 3 月份最新加息的基础上），从而将联邦资金目标利率（FFTR）在 2018 年末上调至 2.25%，虽然我们仍密切关注美国强势工资增长和通胀预期可能会导致美联储对政策正常化采取更激进措施，但另一方面美国最近贸易政策发展形势可能会让美联储变得更为谨慎，至少在贸易方面的不确定性阴云消散之前会这样。

我们预计美联储会延续缩表计划，这是因为缩表某种程度上是加息的替代品，因此我们认为联邦公开市场委员会会将缩表的连续性作为一个关键因素加以考虑，除非通胀表现超出预期，否则在 2018 年应该不会超过三次加息。美联储 2018 年缩表力度可能会加大，由于到期债券再投资削减规模加大，因此全年合计削减规模会从 2017 年第四季度的 300 亿美元增加至 2018 年的 4200 亿，并在 2019 年趋稳于 6000 亿美元。我们预计美联储缩表会持续至联邦资产负债表规模在 2021 年中缩减至大约 2.5 万亿美元时为止。

欧洲央行

总体而言，最近一次欧洲央行会议对于我们之前的观点没有多大影响。欧洲央行需在接下来的 12 到 15 个月内结束资产购买从而避免债券不足的问题。但在这个节点上，我们仍然看不到欧洲央行有什么理由在公布对量化宽松的决定之前（可能会在今年六月份）对前瞻性指引作出更多根本性的变化。这应该有助于避免欧元进一步走强和“货币形势发生不必要的收紧”。就政策利率而言，我们预计直到 2019 年下半年为止欧洲央行不会提高政策利率。

英国央行

不出意料，英国央行在今年 3 月份将银行利率维持在 0.50% 并维持资产购买规模在 4350 亿英镑不变。但货币政策委员会的其中两名委员，即 Michael Saunders 和 Ian McCafferty 持不同意见，他们投票支持立即加息 25 个基点。我们之前认为英国央行会在今年晚些时候才开始行动，但目前看来有更多理由认为英国央行可能会在接下来五月份举行的会议上采取措施。但我们仍然不认为货币政策委员会会试图说服市场人士期待接下来会有更鹰派的政策举措。虽然目前看来很有可能会在五月份（而不是八月份）加息 25 个基点，但我们不认为在之后剩下的时间内会有任何进一步变化。

澳洲联储

澳洲联储在三月份将基准利率（OCR）维持在 1.5% 的纪录低位不变时并未出人意料。总体而言，我们维持之前观点，即，由于家庭收入缓慢增长而债务水平高企，因此该国央行不急于加息；看起来似乎澳洲联储将会继续对本币施压。我们也注意到今年 1 月 31 日是一个关键转折点，当时出炉的第四季度通胀数据显示整体通胀率与核心通胀率仍低于澳洲联储的 2~3% 目标区间下沿。澳洲联储行长 Philip Lowe 在今年 2 月份中旬于议会上作证时明确表示储备银行不会盲目跟随全球趋势，而是会表现出更多的耐心。

新西兰联储

不出预料，新西兰联储于今年 3 月份将基准利率（OCR）维持在 1.75% 水平不变。目前焦点将会转向央行行长 Orr 将与该国财长 Grant Robertson 之间签署的新《政策目标协议》（PTA），而《储备银行法案》的审查目前正在进行中。我们继续预计新西兰联储会维持宽松货币政策，不认为该国会在 2019 年初之前提高基准利率（OCR）。

日本央行

虽然日本央行在今年 3 月 9 日作出另一次维持现状不变的决定，但“日本央行可能实施正常化”这一阴影自从去年末进入市场人士心理后就萦绕不散。现任行长黑田获得连任至 2023 年（同时还有两个与黑田想法类似的人

被任命为其副手)并未驱散市场人士对于正常化的担忧,也并未改变市场人士所认为的“黑田会耐心将央行宽松货币政策维持基本不变直至实现2%通胀目标为止”的观点。但日本央行的这一动机并未得到下列事实的支持,即:今年迄今为止,日本政府债券购买的预计年度节奏已持续减缓。虽然我们维持长期以来的观点,即:目前期望日本央行很快开始货币政策正常化或缩减宽松规模仍为时过早,这是因为日本仍未实现2%的通胀目标,除非日本央行以某种方式重申其“宽松货币政策”主张,否则不确定性将会持续。

亚洲利率

中国央行

中国人民银行在2018年政府工作报告中重申稳健中性货币政策立场。具体的政策实施预计取决于目前取代在位15年的周小川的新任行长易纲。除常规的货币政策执行之外,银监会和保监会合并为一个机构,人民银行作为金融监管机构的作用将会日益突显和得到强化。我们维持观点认为中国央行可能会倾向于在2018年第二季度末提高政策利率至少一次,从目前的1年期贷款利率的纪录低位即4.35%和1年期存款利率1.50%基础上加息25个基点。

新加坡金管局

我们维持观点认为美联储在今年3月份加息后在年内还会有两次加息,每次加息25个基点。由于新加坡国内利率跟美联储亦步亦趋,因此我们预计三个月SIBOR(新加坡银行同业拆放利率)会在2018年第二季度缓慢向1.70%水平移动,在2018年末继续向1.85%方向移动。

印度央行

自从2017年8月份进行25个基点的降息之后,印度央行将回购利率维持在6%水平不变。我们之前认为由于印度废钞以及商品服务税的影响仍在,印度央行可能会再次降息25个基点以支撑经济增长,但是这两者的影响似乎已消退,同时印度的GDP目前增长速度超越了潜在增长率,而通胀率则预计会缓慢升高。我们现在认为印度央行可能能够在2018年接下来的时间内维持利率不变。

印尼央行

我们预计印尼在今年下半年通胀水平上升。印尼央行最新发布的消费者调查报告显示,印尼家庭预计消费价格会从今年5月份开始跟着电力和煤气价格上升而上升,而且燃油和汽油价格也可能会上升。2018年通胀水平预计在2.5%~4.5%之间,我们目前的2018年预测数字略微向下修正至4.0%(之前是4.2%),但这一数字仍然在印尼央行的目标通胀率区间上沿。随着通胀压力迅速到来,我们重申之前的预测,即印尼央行会在2018年大多数时间维持中性政策,我们目前暂定该国央行会在2018年12月加息25个基点。我们对于印尼央行的利率预测(7天逆回购利率)与我们的通胀率预测一致,这会对整体经济增长提供支撑。

韩国央行

从真实利率角度来看,整体通胀率上升使得韩国央行在今年仍有1到2次加息空间。而美联储加快加息步伐也会对韩国加息起到促进作用,因为韩国央行的基准利率从2007年起首次低于联邦资金目标利率。虽然我们不为韩国存在迫在眉睫的大规模资本外流风险,但如果国内经济增长前景显示出受到贸易紧张局势的影响,这会对韩国央行构成压力使其必需采取行动。我们认为韩国下一次加息会在18年第二季度(4月份或5月份),并且在第四季度可能还有一次加息。央行行长李柱烈连任预计会保持货币政策稳定性。

马来西亚央行

在今年1月25日进行一次25个基点的加息后,马来西亚央行(BNM)在3月7日维持隔夜政策利率(OPR)在3.25%水平不变。在通胀率缓慢增长的同时,真实政策利率已扩大到+1.8%。就前瞻性指引而言,马来西亚央行回归到更为中性的基调。该国央行维持这样一种平衡观点,即:虽然再次出现波动性和贸易紧张局势升级迹象,该国央行预计全球经济扩张将会持续。马来西亚央行对国内经济维持乐观看法,重申2018年预计通胀缓和。我

们维持年底隔夜政策利率预期在 3.25%水平不变，也就是说马来西亚央行在今年内不会有进一步的利率调整动作。

泰国央行

泰国央行在 2018 年 2 月 14 日将政策利率维持在 1.5%不变。展望未来，由于泰国国内经济增速可能会继续稳定保持在潜在增长率附近，因此泰国央行可能会在今年下半年将政策利率上调至 1.75%，从而减轻超宽松货币政策的需求。

越南央行

越南央行可能会至少在 2018 年底之前将政策利率维持在 6.25%水平不变。目前越南当局的货币政策立场为宽松和支持经济发展。全球经济增长前景也有助于越南维持强大的商品出口，以及使越南这个贸易依赖型经济体保持活跃。

实际 GDP 增长预测											
同比%	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18F	2Q18F	3Q18F	4Q18F
中国	6.7	6.9	6.7	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.8	6.7
欧元区	1.8	2.3	2.3	2.1	2.4	2.6	2.7	2.5	2.5	2.3	2.2
香港	2.1	3.8	3.4	4.3	3.9	3.7	3.4	3.4	3.5	3.4	3.2
印尼	5.0	5.1	5.3	5.0	5.0	5.1	5.2	5.3	5.4	5.2	5.3
日本	0.9	1.7	1.8	1.4	1.5	1.9	2.0	1.2	2.1	2.1	1.7
马来西亚	4.2	5.9	5.0	5.6	5.8	6.2	5.9	5.4	5.0	5.0	4.8
菲律宾	6.9	6.7	6.8	6.4	6.7	6.9	6.6	6.7	6.7	6.6	6.9
印度	8.2	7.1	6.5	6.1	5.7	6.5	7.2	6.3	6.5	6.6	6.7
新加坡	2.4	3.6	2.8	2.5	2.8	5.5	3.6	3.5	3.0	2.2	2.8
韩国	2.8	3.1	3.0	2.9	2.7	2.8	3.0	3.0	3.0	2.8	3.1
台湾	1.4	2.9	2.3	2.6	2.3	3.2	3.3	2.9	2.7	1.9	1.8
泰国	3.3	3.9	4.0	3.4	3.9	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0
美国(环比)	1.5	2.3	2.5	1.2	3.1	3.2	2.5	1.0	3.5	2.5	3.0

来源：CEIC, 大华银行环球经济与市场研究

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”），2018年第2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，包括进行行销、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。