



2018 年第二季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

地缘政治局势给全球经济前景带来许多不确定性，虽然经济基本面仍然健康，但警钟已敲响。全球货币政策仍在美联储开启的正常化路线上前行，但政治形势以及贸易紧张可能会干扰这一进程。在权衡各种情况的基础上，我们认为希望多于恐惧，但不可否认恐惧的量级或程度正在上升。

固定收益

在经历多年超低利率之后，固定收益类资产投资者自然会对利率上涨的影响感到紧张，但现实是各种迹象表明利率正常化的路径是较为缓和的。因此，我们认为固定收益类投资者应该将利率上涨仅视为固定收益类资产表现的一个利空因素，而不是会对其表现造成破坏性影响。

资产配置

虽然市场人士担忧货币政策正常化的影响在意料之中，但有明显迹象显示股市在这种环境下表现良好。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，但我们仍认为多数大类资产包括固收类资产会保持稳定。

商品

由于自年初以来的“金凤花”效应，主要商品的净多头和库存出现明显增加。因此，在经历去年强势反弹之后，我们认为布伦特原油和伦敦金属交易所铜会在目前水平区间盘整。至于黄金，预计仍然会因利率上涨而走弱。

股票

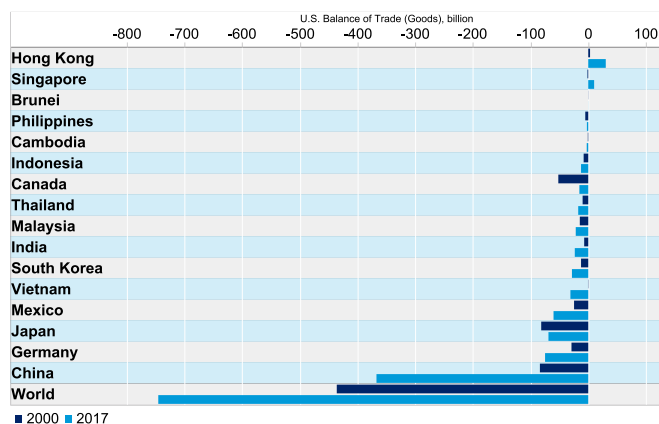
经历温和的 2017 年之后，由于市场人士担忧美元利率上升并且最近美国单方面决定对贸易伙伴征收关税，因此股市波动再起。我们认为最近的股市波动部分是修正和盘整阶段的一个过程，而不是熊市的开头。从历史角度来看，股市上涨通常在出现即将经济衰退的迹象后结束，尤其是当美国经济出现衰退迹象后。

外汇和利率

在经历超过一年以上的持续抛售之后，美元前景仍然步履维艰和疲软。美国国债收益曲线持续平坦化以及全球货币政策正常化趋同是使得美元持续承压的两个关键因素。美联储准备在 2018 年之后的时间再进行两次加息。净供给前景支撑较高的债券收益率，而资金形势以及扩大的 Libor 与 OIS 之间的利差可能是过渡性的，但尽管如此还是需要密切观察。

全球宏观背景

美国与主要贸易伙伴之间的商品贸易差额-逆差越大，越容易被特朗普攻击



数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

今年年初时，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经济前景（许多其他国际机构也作了类似上调）。但金融市场则按着不同的剧本来走。在走过乐观的 1 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遽上升，引起股市暴跌，于是市场形势在 2 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。

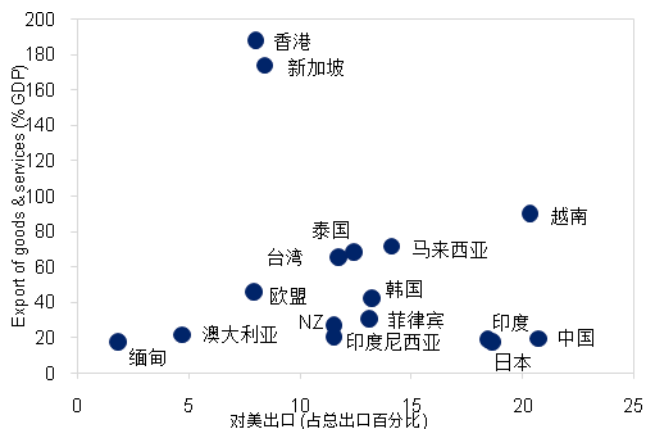
虽然 2018 年第一季度开场未如预期，但似乎也未造成我们最初所担忧那般大的影响，目前的风险来自于地缘政治局势，而迫在眉睫的最大风险则可能是美国与其他国家尤其是与中国之间的贸易紧张局势不断升级。这看起来与之前的情况似乎如出一辙，而实际上亦是如此。正如特朗普 2016 年末大选胜出时的情形一样，自特朗普走上反建制、反自由贸易、反移民、征收贸易关税和国内减税（这些举措被认为是保护主义和有损全球贸易）的民粹主义路线以来，美国与其他国家之间的贸易紧张就已成为当时人们的主要担忧之一。

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，然后在 3 月 1 日，他宣布计划对进口钢材和铝材分别征收 25% 和 10% 的关税。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强推贸易保护的方面则是在美国财政部半年度外汇报告（可能在 4 月中旬出炉）中将中国贴上货币操纵国的标签，这是一种间接实施贸易限制的方式。

目前来看，特朗普总统的动机要么是为了兑现竞选承诺，或为了转移人们对其国内政治问题的视线，又或者是为今年 11 月份举行的美国国会中期选举而赌一把，又或者三者皆有。但如果认为特朗普会继续更强势地攻击中国并且以为中国会无动于衷

就真的很天真。毫无疑问特朗普会遭到反击，而且结果可能不太令人愉快。我们的基本观点仍然是，我们不认为会发生全面贸易纠纷，但很明显的也非全无风险。

基于对美出口敞口的风险程度：中国、日本、越南和印度明显超过其他国家



数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

除美国引发的贸易紧张局势之外，接下来的第二季度还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 针对俄罗斯干预美国 2016 总统大选的调查（这次特朗普会否遭遇一波暴风骤雨式的抨击？）
- 一项牵涉日本首相安倍晋三以及财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。
- 英国与欧盟之间的脱欧谈判在欧盟领导人峰会（3 月 22~23 日期间举行）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。全球货币政策仍在美联储引领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。中国则与之相反，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，这给世界政治局势的稳定性和延续性作出了贡献。在权衡各种情况的基础上，我们认为希望多于恐惧，但不可否认“恐惧”的度量或程度正在不断增加。

资产配置

牛市究竟是疲态初现还是风头正旺？

在 2017 年底以及 2018 年初时，我们认为全球投资周期已明显摆脱了近通缩的环境并趋向于一个更为正常化的周期。现在既然经济周期已处于正常化过程，于是市场关注点转移到评估这一周期还会持续多久，以及投资市场能否经受住不断上升的利率。我们对于宏观经济增长的观点是预计 2018 年会有更高的增长，因此，我们认为这一周期至少还会持续一年，也许会更久。利率正逐渐正常化，根据历史情况来看，利率水平没有影响经济增速和市场表现。

今年初投资市场的表现使许多投资者颇为困惑。1 月份全球股市实现开门红，单单在第一个月全球股市就上涨接近 5%。2 月份，全球股市大幅修正，大多数区域市场下跌 10%，然后在月底开始收复失地。许多投资者猜测 2018 年接下来的时间到底是跟随 1 月份还是 2 月份的走势。我们认为 2018 年全年走势应该更像 1 月份，过程中会有几次波动。

10%幅度的股价修正以及剧烈的波动性似乎令人不安，但仍符合牛市的 market 行为。在 2003~2007 年的牛市期间，发生过 7 次幅度在 5%以上的修正，在这几次情况中，股市最终还是在两个月内收复失地并且平均股价再次创出新高。我们还指出，利率上升通常是牛市的背景。在 2003~2007 的经济扩张周期内，美国联邦基金利率以及 10 年期美国国债收益率在那几年处于上行通道，而股市则继续表现良好。直到下一波经济衰退到来之后牛市才真正结束。

因此，我们继续关注下一波经济衰退的指标清单。与上季度相比，这些指标几乎毫无变化，我们的指标仍表明目前的经济周期有很大可能会持续超过一年。收益曲线未发生逆转，主要指标仍未弱化，信贷增长仍未过热，高收益债券与投资级债券的收益差并未扩大，衰退概率模型的概率并未增加，压力和相关性的市场指标并未显示出市场人士存在担忧迹象。

因此，我们认为牛市会持续，今年 2 月份的修正仍符合传统牛市的修正现象。全球扩张已处于成熟阶段，因为已持续了九年的时间，但目前还没有表现出任何衰退迹象。我们认为应加仓全球股市和减仓固定收益类资产。**我们对大宗商标持中性看法并认为应减仓现金类资产。**

接下来几个季度的最大风险仍是通胀水平会否出现意外，美国的政策，中国是否会经济减速，以及地缘政治局势紧张。虽然我们预计 2018 年通胀率会上升，但我们认为需要一定时间通胀水平才能勉强达到各国央行目标。美国的贸易政策日益令人担心，有可能会影响全球增速。中国 2018 年初的经济增长保持稳定，与前几年相比，中国的地缘政治风险似乎已降低。由于意大利大选表现符合预期，并且朝鲜挑衅的风险似乎已下降，因此地缘政治风险最近几个月在某种程度上已得到缓解。

股票

在经历 1 月份的强势开场后，全球许多主要股票市场回吐之前涨幅。在走过相当温和的 2017 年后，由于市场人士担忧美元利率不断上升并且最近美国单方面决定对贸易伙伴加征关税，导致波动再临。最近的市场波动可能令部分投资者不安，但应该看到，从长期角度而言，这一波动并不罕见。2017 年股市的平静是特例而不是惯例。我们认为最近的市场波动是修正和盘整阶段的一个组成部分，而不是熊市的开始。从历史角度来看，股市上升通常是在出现即将经济衰退的迹象后结束，尤其是美国出现衰退迹象。就目前来看，美国眼前没有衰退迹象。

我们维持**对美股的中性立场**。在我们看来，美国的关税政策不可能导致经济偏离运行轨道，因为贸易在美国经济中所占比例并非很大。此外，关税的最终影响可能是微弱的，因为美国的主要盟友会获得钢材和铝材关税豁免，而针对中国进口商品的关税则可能会在经历一段公众评价期后发生变化。总体而言，美国经济的基础仍然稳固，并且由于 2017 年末通过减税方案，因此可能会实现超预期增长。虽然美国股市预计会在这样的背景下带来积极的回报，但我们不认为回报会很高，因为公司利润率和估值都已经处于历史高位。

我们维持**对欧洲股市的乐观看法**。欧洲经济活动持续改善并且保持良好增长势头。重要的是，无论从经济和社会角度来看，

失业率持续下降。虽然意大利大选尚未尘埃落定导致该国政治形势不确定，但是这一影响可能是局部的，不太可能会转化为整个欧元区的信任危机，因为即使是反建制党派都已不再呼吁抛弃欧元或退出欧盟。虽然欧洲股市最近已承压，我们认为其有潜力在整年内跑赢大市。

我们维持**对日本股市的乐观看法**。日本股市最近因日元走强而承压，市场人士继续关注日本央行退出非常规货币政策的策略。一项牵涉了首相夫人安倍昭惠关联的教育基金会的具争议性的国有土地出售政治丑闻也导致市场承压。尽管如此，有迹象表明日本可能在对抗通缩方面取得进展，因为兼职劳动力的薪资水平在上升。如果投资者开始相信日本正在摆脱长达近三十年的通缩/反通货膨胀，那么日本股市预计会得到大幅重估。

我们对于新兴市场经济国家股市的看法则是更为差异化。美元利率上升已整体上打消了新兴市场国家股市之前的利好因素。因此，我们偏向于那些具有自身内部利好因素的国家股市，而非那些依赖于宽松金融环境国家。**我们维持对中国（得益于企业盈利上升）、俄罗斯（得益于油价上涨）和巴西（得益于经济复苏）股市的积极观点。基于 2018 年全球经济增长加速以及不会发生更大范围贸易战的这种观点，我们对韩国和台湾股市也保持乐观看法。**

商品

概述-净多头和库存明显增加使进一步增长空间有限

在之前 2017 年 12 月份发布的季度报告中，我们提醒在 2017 年下半年商品板块强势反弹之后，若干商品的净多头已开始显现强弩之末现象，可能会限制进一步大幅增长。事实上，若干商品的强势反弹似乎已在 2018 年第一季度失速。

黄金-因利率继续上升而承压

预计黄金板块会因为利率上升而承压。从 1 月份开始以来，3 个月期美元 Libor 利率已经从 1.7% 升至 2.0%。换言之，维持黄金多头的资金成本按 3 个月期美元 Libor 利率计已上升 30 个基点（假设没有额外加杠杆的前提下）。我们的基本观点仍然是 3 个月期美元 Libor 在今年底会进一步上升至 2.4%。总体而言，我们维持对黄金的负面观点。这是因为现有的双重利空因素仍在，其一是黄金多头不断平仓，其次是短期资金利率进一步上升。我们预计黄金目前的 1320 美元/每盎司价位会在第二季度下降至 1290，第三季度至 1260，第四季度至 1230，2019 年第一季度至 1200。

原油-美国原油产量猛升限制进一步增长

美国原油产量目前已全面越过每天 1000 万桶水平。由于美国原油产量上升带来的风险和波动性，根据原油期货合约推断，西德州原油净多头也已暴增至十年以来高位。总体而言，鉴于风险不断增加，我们下调了对原油的乐观看法，现在认为接下来四个季度会在中性区间交易。就预测而言，我们预计布伦特原油的交投区间在 60 美元/桶到 70 美元/桶之间。

铜-库存升高和中国相关的需求中断导致不确定性增加

工业铜板块存在明显的库存相关担忧。从广泛的宏观经济角度来看，全球经济持续同步复苏有助于支撑铜进一步走强。但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）的铜库存水平均明显增加。这导致全球交易所铜库存从大约 550,000 公吨猛升至接近 800,000 公吨。因此，在经历了 2017 年整年的强势反弹之后铜板块未能维持涨势而是在 2018 年一季度逐渐下跌，伦敦金属交易所铜从 2018 年 1 月份的 7200 美元/吨回撤至目前的 6800 美元/吨水平。与此同时，由于中国即将颁布废铜禁令，因此会导致需求中断。总体而言，铜板块似乎无力重现 2017 年的强势反弹。如上所述，我们目前认为伦敦金属交易所铜在未来会进行区间盘整，在明年从 6500 美元/吨升至 7000 美元/吨。

2018 年第一季度黄金与伦敦铜横盘震荡,布伦特原油下滑



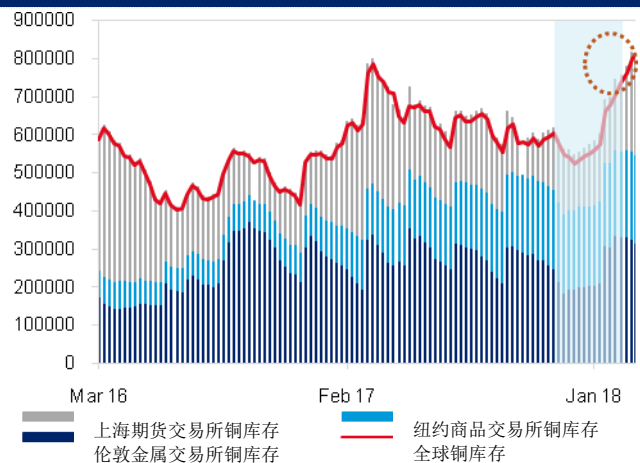
数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

随着产量升至每天 1000 万桶以上，美国原油出口猛增至 1500 万桶



数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

2018 年第一季度全球铜库存剧增



数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

固定收益

2018 开年不利

我们一直提醒固定收益类市场在 2018 年会遭遇加息利空，这应该会降低回报预期，但我们也认为投资者无需恐慌，我们预计 2018 年固定收益类回报率乐观。

对固定收益类市场而言 2018 年可谓开年不利，但我们仍坚持之前的看法。在今年前两个月，政府债券收益率大幅上升，10 年期美国国债收益率从年初的 2.4% 升至 2 月底的 2.86%。新加坡 10 年期政府债券收益率也亦步亦趋大幅上升，同期从 2% 上升至 2.39%。基准收益率上升使得债券基金承压。巴克莱银行全球综合债券指数今年迄今为止（截至 2 月底）的总回报率全球基准为 -2.1%（新加坡政府债券）。摩根大通亚洲信用核心指数今年迄今为止（截至 2 月底）的亚洲基准总回报率为 -2.9%。

2018 年初以来的波动性几乎不支持我们的看法（即固定收益类资产面临更多利空），我们认为基准收益率的激烈变动已过去，在收益率变动过程中，固定收益类基金的融资成本会继续增加到债券基金上，2018 年的总回报应该是乐观的。尽管如此，在利率上升的年份里，固定收益类市场产生个位数的低回报是常见的，因此我们继续认为相比其他大类资产而言，应减仓固定收益类资产。

我们认为相比发达国家市场应加仓新兴国家市场，因为我们看到随着全球经济强势同步复苏，新兴国家的固定收益类市场有持续的资金正流动。就新兴国家市场而言，**我们建议加仓新兴市场的本土基金而不是硬通货基金**，因为我们预计全球货币在全球经济增长时期会走强。

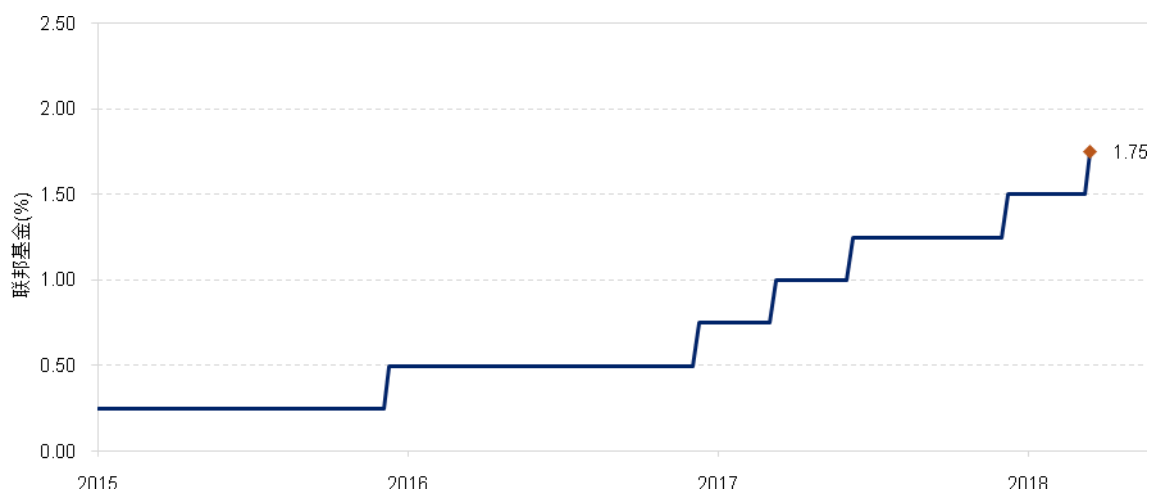
与政府债相比，我们继续建议加仓公司债，这是因为我们预计 2018 年短期和长期资金利率会适度上升。2018 年经济继续增长并且通胀水平上升应该会使得长期资金利率承压，但我们认为利率上行风险会受到联邦基金利率缓慢上行以及周期成熟度的抑制。

我们继续认为那些对股市波动性风险承受能力较低的投资者仍可从固定收益类市场获利，而不是转移到现金类资产。此外，从固定收益类资产前景的积极方面来讲，随着固定收益类基金的收益率上升，长期收益预期有所改善。

外汇和利率

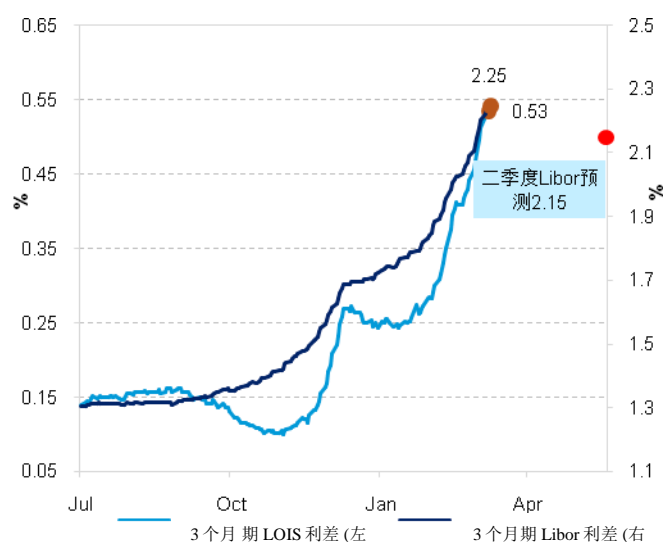
美国

美联储基金利率



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 年还会有两次加息，每次 25 个基点（在最新的 3 月份加息基础上），从而使联邦基金目标利率在 2018 年底达到 2.25%。我们将 2019 年预计加息次数修正为三次（之前是预计两次），这意味着我们认为美联储会在下一年（也就是在之前预测的 2020 年上半年之前）达到长期联邦基金目标利率 3.0% 的目标。虽然我们仍密切关注强势薪资增长和通胀预期可能会导致美联储政策正常化更为激进，但是另一方面，美国最近贸易政策发展形势可能会使得美联储会更为谨慎，至少在贸易阴云消散之前会是这样。我们也预计美联储会延续缩表进程，这是因为美联储缩表在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关键因素加以考虑，而不会在 2018 年三次加息的基础上增加次数，除非通胀率出现意外的大幅上升。

3 个月期美国 Libor



- 我们预计 2018 年第二季度末 3 个月期 Libor 会在 2.15% 水平左右。
- 第一季度 Libor 上升的很大一部分原因是因为 Libor 与 OIS 之间利差（即 LOIS 利差）扩大，而不是因为美联储加息预期。
- LOIS 利差扩大提示需谨慎。如果接下来利差没有回归正常，这意味着 Libor 预期产生上行风险，并且可能会对其他资产大类产生利空溢出。

10 年期美国国债



- 我们预计 10 年期美国国债收益在 2018 年第二季度末达到 2.80%。
- 虽然通胀担忧持续，但相关经济指标未提示前方有加快价格风险的迹象。
- 未来的供求不平衡关系会支撑更高的收益率。税收改革和两年预算中政府开支上限增加会导致举债增加，而美联储缩表则会迫使市场吸纳缩减的那部分债券供应。

新元名义有效汇率



新加坡金管局预计会在 2018 年 4 月第二周（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会开启政策正常化，允许新加坡元名义有效汇率走向温和升值通道（估计每年升值 0.5%），并与此同时维持政策汇率区间的中点和宽度不变。我们对于该国政策正常化的预期是基于三个主要因素。首先，自 2015 年的低点以来，全球和国内经济增长-通胀-就业形势已大为改善。全球各国央行目前倾向于收紧而非宽松的货币政策立场。其次，外汇市场似乎正在消化新加坡金管局采取偏鹰派立场的影响并体现在外汇价格内，因为新加坡元名义有效汇率自从 2017 年初以来已升值 1.2%，而大华银行新加坡元名义有效汇率模型显示，新加坡元名义有效汇率在同期 88% 的时间内一直在中点上方交易。第三，在 2017 年 10 月份的最新政策声明中，金管局可能已通过删除前瞻性指引中常用的“目前的中性政策在一段相当长的期间内是合适的”这段话中的“相当长期间”这个表述从而释放出正常化倾向信号。随着市场已基本消化金管局在接下来 4 月份开启政策正常化的影响，我们认为美元兑新加坡元往 1.30 下方下探的空间有限。此外，任何美国与中国之间的贸易紧张局势升级会对亚洲出口带来负面影响，因此对于新加坡元是一个利空因素。总体而言，我们认为美元对新加坡元在 2018 年第二季度会试探 1.29 关口，而在 2019 年第一季度回升至 1.33。

3 个月期新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）



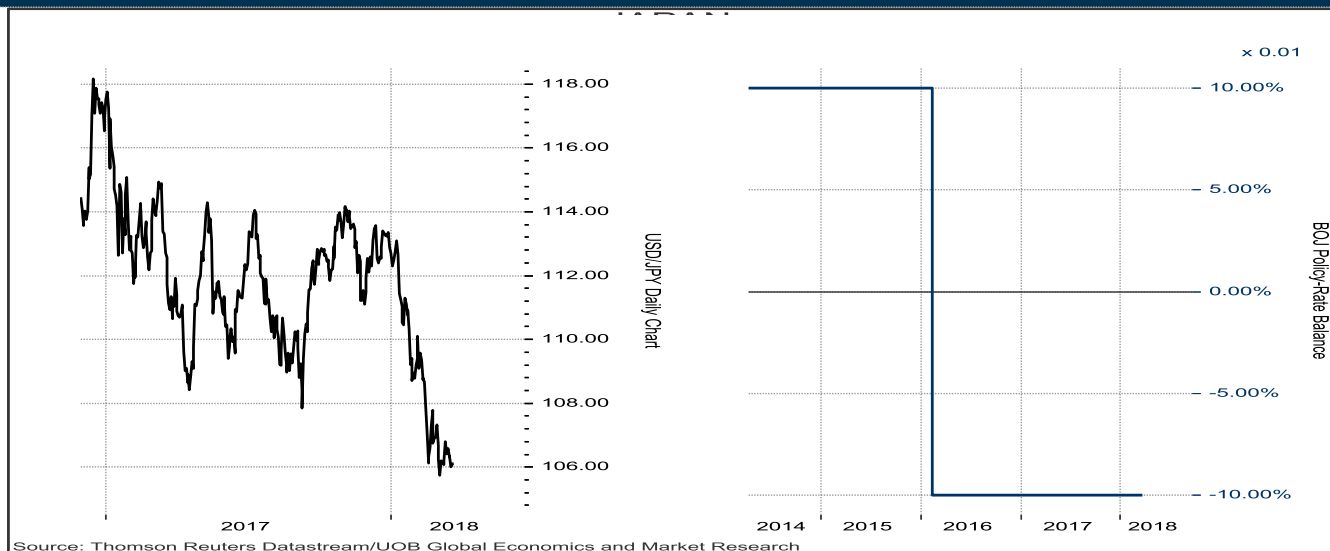
- 我们预计 3 个月期新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）在 2018 年第二季度末分别为 1.50% 和 1.70%。
- 由于投资者在扩大的 LOIS 利差与美元资金需求之间进行调整，因此国内利率存在波动，限制了美元兑新加坡元外汇掉期的上行空间。
- 如果美元资金市场的紧张引发去杠杆和资本外流恐慌，则新加坡元利率非系统性风险溢价存在重定价风险。

10 年期新加坡政府债券



- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率在 2018 年第二季度达到 2.45%。
- 新加坡政府债券收益率低于美国国债收益率是合理的，但由于 LOIS 利差不断扩大引起潜在负面反馈而导致的不确定性，这种收益率关系面临逆转风险。
- 国内供应方面，新的 10 年期债券预计在 4 月底投放市场，这会拖累 10 年期债券的相对表现。

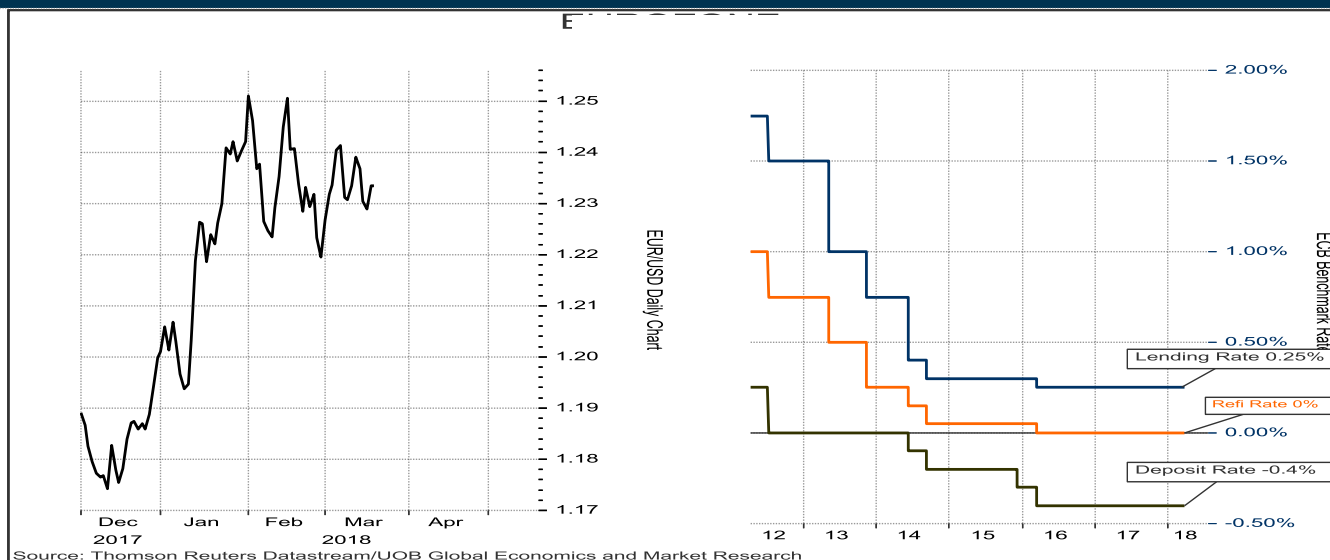
日本



虽然 3 月 9 日日本央行维持现状决定，但“日本央行正常化”这一阴影自从 2017 年末进入市场人士的心理以来就萦绕不去。自央行行长黑田首次提到“逆转利率”（2017 年 11 月 13 日）以来，他之后重复强调只要通胀率低于央行设定的 2% 目标，则货币政策立场不会发生变化。黑田连任至 2023 年（同时还有两名看法相似的副手获得任命）并未有助于驱散市场对正常化的担忧，也未改变市场情绪，即黑田会在通胀率达到 2% 目标之前维持原状和耐心维持宽松货币政策。日本央行的动机并未得到下列事实的支持，即，目前为止，央行购买日本政府债券的年度节奏继续放缓，从 2017 年底的 58 万亿日元到今年 3 月 9 日的 53.5 万亿日元，远低于 80 万亿日元的官方目标。

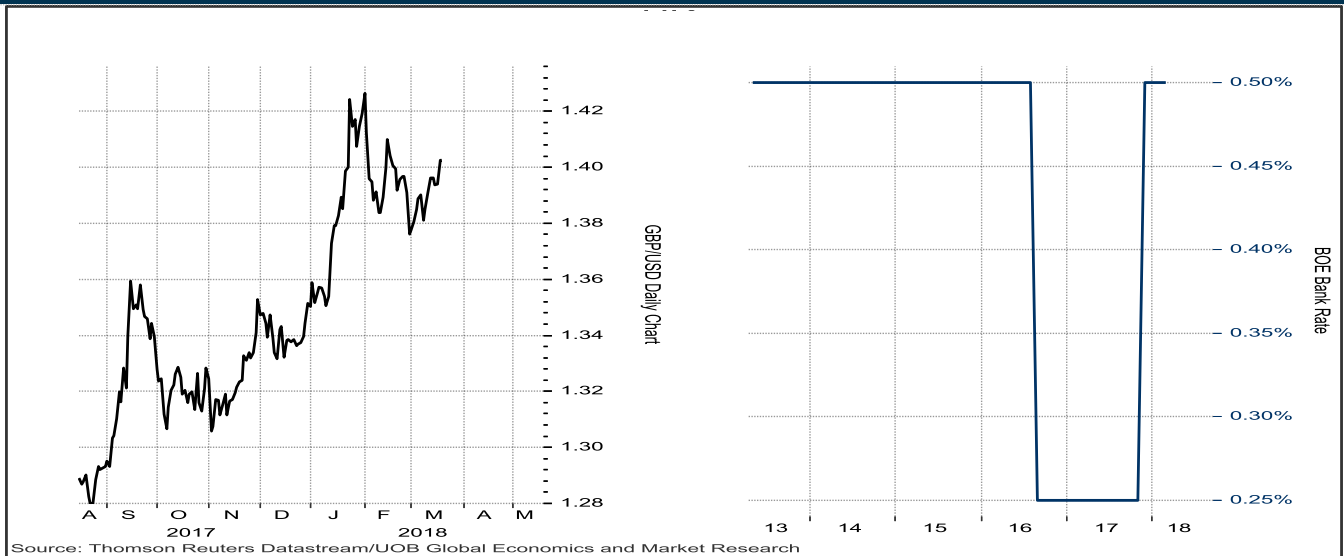
虽然我们维持长期观点认为，指望日本央行很快开始正常化或者缩减宽松规模为时尚早，因为日本仍远未达到 2% 的通胀目标，除非日本央行以某种方式重申其宽松货币政策，否则不确定性会持续。因此，我们继续强调日元存在短期走强风险。

欧元区



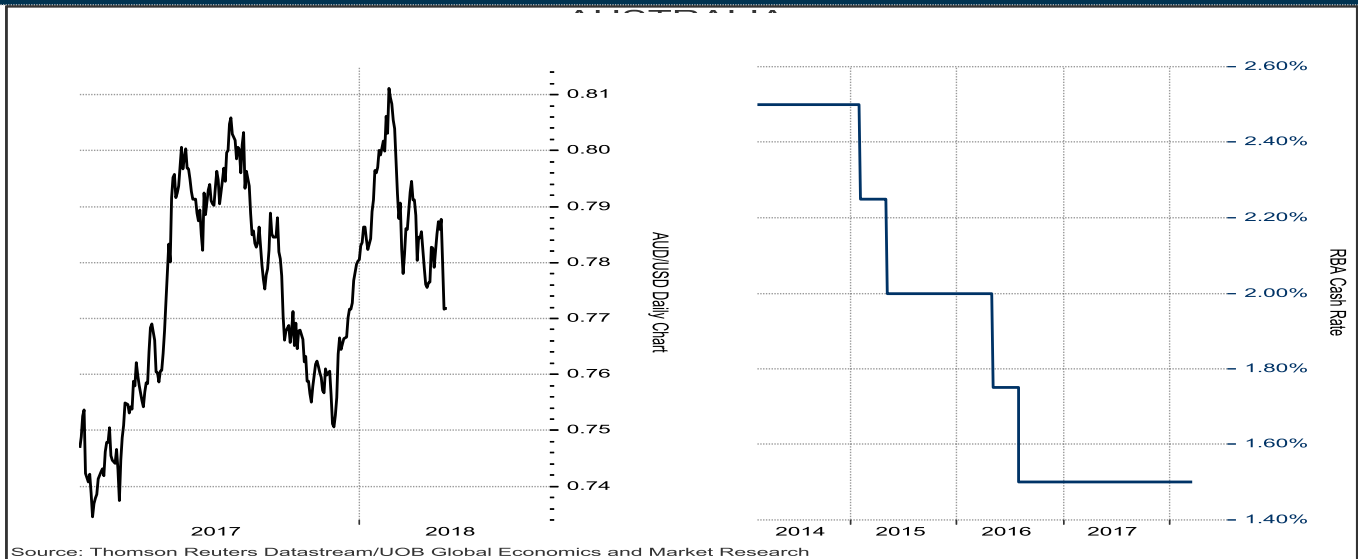
总体而言，随着欧元区越来越接近于在今年底停止资产购买，我们认为欧元兑美元会从现在开始缓慢升值，这与欧元区许多国家的债券和德国联邦债券收益率逐渐走高相一致。值得注意的是，5 年期德国联邦债券收益率现在重回 0 上方，去年初为 -50 基点。类似地，10 年期德国联邦债券收益率在去年大多数时间在 30bps 区间盘整之后，目前已跳至 50bps 上方，我们认为欧元兑美元汇率会从 2018 年第二季度的 1.25 逐渐在第三季度爬升至 1.27，在第四季度和 2019 年第一季度升至 1.29。就目前来看，往 1.30 上方继续走强不太可能，因为美联储也在货币政策正常化过程中。

英国



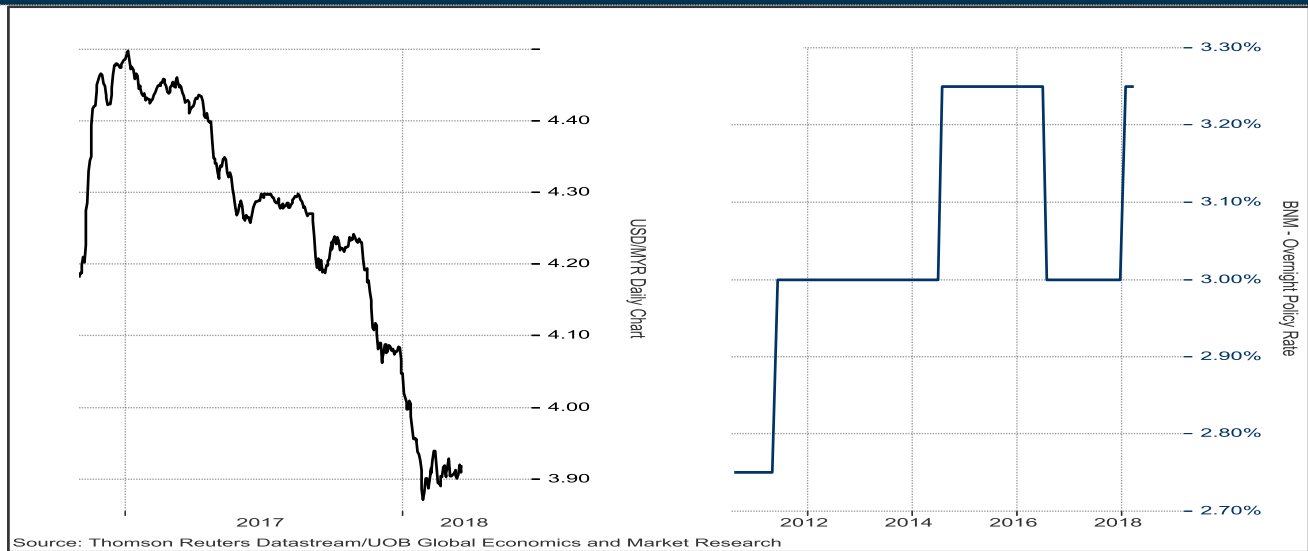
英镑兑美元汇率回升很大程度上可归因于英国央行的持续支持，央行在去年 11 月份加息 25 个基点，并且放出信号称可能在今年 5 月份再次加息。但是就目前约 1.40 水平来看，我们认为央行 5 月份加息的影响已经很大程度上被市场所消化。此外，央行加息主要是基于英国国内通胀上升这个前提，但最新一个月的出版物显示，英国通胀率已经从去年 11 月份的年同比 3.1% 下滑至今年 2 月份的年同比 2.7%。展望未来，随着密集进行的英国脱欧谈判，英国经济的增长前景仍存在不确定性，因为该国的经济正产生不断增长的经常项目逆差。总体而言，我们维持观点认为英镑兑美元无力在 1.40 上方坚守阵地，将会从现在开始回撤。我们预计英镑兑美元在 2018 年第二季度会在 1.40 水平，在第三季度到达 1.38，第四季度和 2019 年第一季度达到 1.36。

澳大利亚



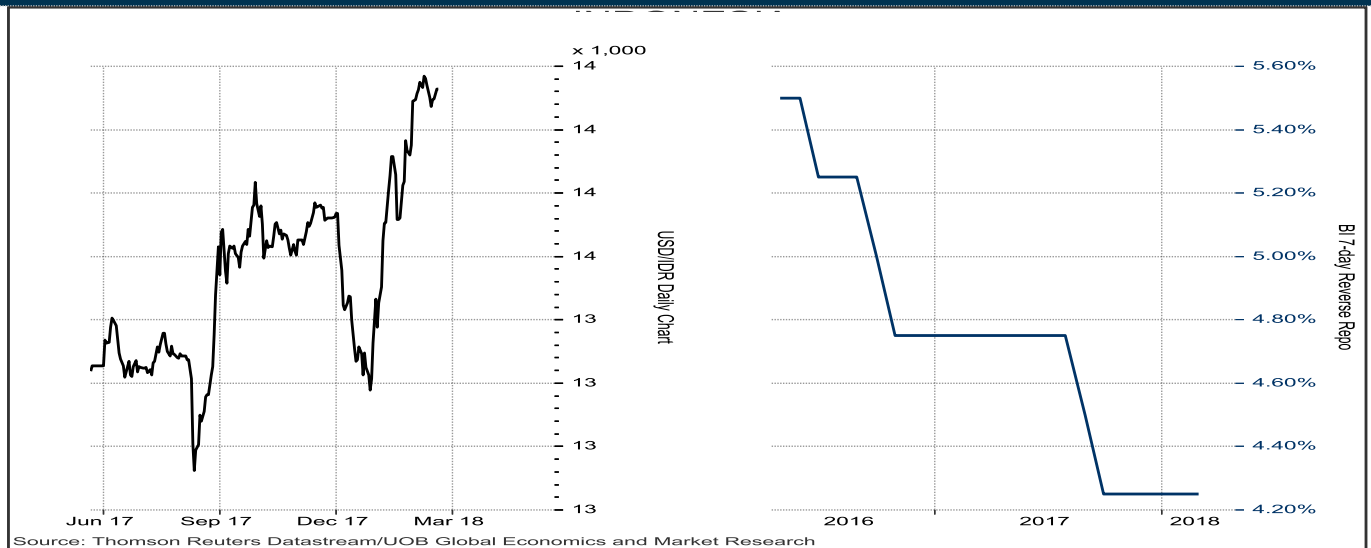
在过去一年，澳大利亚联邦银行在多个场合明确表示会维持稳健货币政策，保持基准利率（OCR）在 1.50% 不变。该国经济不振，通胀前景温和，薪资增长缓慢证明央行按兵不动的决定是明智的。虽然央行不愿意采取行动，但我们仍维持对澳元/美元的乐观前景。这主要是因为商品的提振，但是在 2018 年第一季度，我们看到铜等多个工业金属板块的库存以及仓位增加，限制了进一步强势上行空间。同理，由于对美国原油产量水平强势增长的担忧，原油价格似乎已经在向 70 美元/桶发起冲刺之前见顶。因此，澳元兑美元已经从 2018 年 1 月份的 0.81 高位回撤至目前的 0.78 水平。展望未来，我们认为在最近的回撤之后，进一步走弱空间有限。虽然最近存在盘整，主要工业金属和能源商品板块仍然受到全球经济持续同步强劲复苏的提振。因此，我们认为澳元对美元在 2018 年第二季度略微走强至 0.79，第三季度达到 0.81，第四季度和 2019 年第一季度达到 0.83。

马来西亚



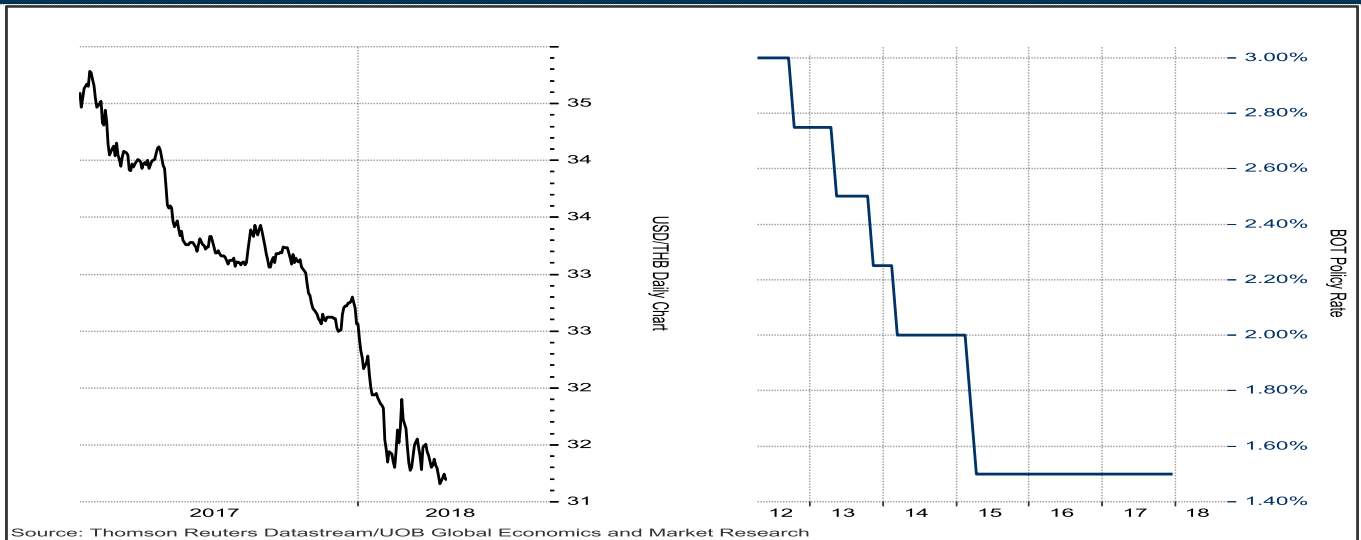
自从 1 月 25 日加息 25 个基点以来，马来西亚国家银行在今年 3 月 7 日维持隔夜政策利率（OPR）不变。在通胀减缓的同时，真实政策利率已经扩大到+1.8%。关于前瞻性指引而言，央行恢复到之前的偏中性基调。央行坚持平衡观点认为，虽然出现了波动性再临迹象，贸易紧张局势升级，央行认为全球经济扩张将会持续。央行对于国内经济保持乐观看法，重申 2018 年通胀预计会减缓。我们维持对今年底隔夜政策利率在 3.25%水平的预计，这意味着今年年内不会有进一步的利率调整。如果即将出炉的数据表明经济增长可能超出官方预测的 5.0%~5.5%区间，则会增加今年再次加息的概率。布伦特原油目前预计在接下来 4 个季度进入 60 美元/桶到 70 美元/桶的宽区间。因此，由于强劲出口增长以及国内多个积极需求推动因素的提振，马来西亚林吉特走强节奏在未来可能会放缓。总体而言，我们认为美元兑林吉特会在 2018 年第二季度下滑至 3.88、第三季度至 3.85，2018 年第四季度和 2019 年第一季度至 3.80。

印尼



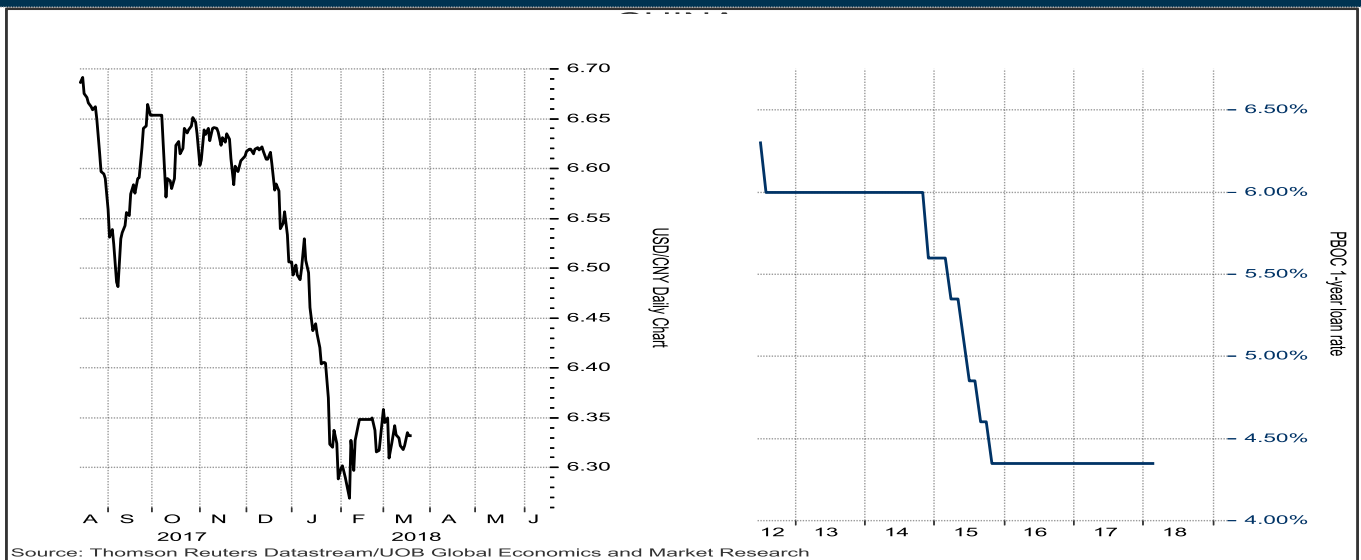
印尼 2018 年的通胀水平预计会在 2.5%~4.5%区间，我们对 2018 年的预测略微向下修正至 4.0%（之前是 4.2%），但仍然处于印尼央行通胀目标区间上沿。我们预计通胀率会在今年下半年升高。在通胀压力到来相当快的背景下，我们重申对印尼央行的预测，即央行会在 2018 年多数时间维持中性立场，我们暂定央行会在 2018 年 12 月加息 25 个基点。我们对央行的利率预测（7 天逆回购）仍然与我们的通胀预测保持一致，这样的利率会支撑总体经济增长。美联储继续加息通常会对那些拥有经常项目逆差和财政赤字的亚洲以及新兴市场国家货币带来利空，其中包括印尼盾。因此，我们认为印尼盾会与其他亚洲国家货币一致，存在进一步走弱风险。总体而言，我们预计美元兑印尼盾在 2018 年第二季度为 13,800，第三季度为 13,850，第四季度为 13,900，2019 年第一季度为 13,950。

泰国



泰国央行在 2018 年 2 月 14 日维持政策利率不变。展望未来，由于泰国经济可能会按照潜在增长率继续稳定扩张，这降低了超宽松货币政策的需求，因此央行可能会在今年下半年将政策利率上调至 1.75%。随着进入下半年，由于金融市场可能已消化泰国央行预计加息 25 个基点的影响并且美联储可能已进行了 2018 年内总共三次的加息，因此美元将会对泰铢录得轻微增长。总体而言，我们预测美元兑泰铢在 2018 年第二季度达到 31.00，第三季度轻微反弹到 31.30，第四季度达 31.59，在 2019 年第一季度达到 31.80。

中国



中国人民银行在 2018 年政府工作报告内重申稳健中性货币政策立场。政策执行预计将由接替前行长周小川的新任行长易纲负责。除了通常的货币政策执行之外，银监会和保监会合并为一个机构将会突显和强化央行的金融监管作用。由于央行的重点是防范系统性风险和去杠杆，我们维持观点认为中国央行可能会倾向于在 2018 年第二季度末至少上调政策利率一次，从目前的纪录低位即 1 年期贷款利率 4.35% 和 1 年期存款利率 1.50% 水平上调 25 个基点。

展望未来，由于中美之间贸易紧张升级，人民币进一步走强空间可能有限。特朗普政府对于与美国存在大规模贸易顺差的国家尤其是对美贸易顺差最大的中国（中美贸易顺差在 2017 年整年为 3750 亿美元）之间的贸易采取日益强硬的立场。鉴于美国贸易代表办公室公布对至少价值 500 亿美元中国进口商品加征关税细节的时间点，以及在咨询业内人士看法的基础上，我们认为美国关税措施可能只有到 5 月份某个时间才会实施。直至那时为止，还存在重大的不确定性。如果中国出口受到负面影响，则人民币可能会走弱。而在这个节点上，美联储也准备稳步推进货币政策正常化。总体而言，我们认为美元兑人民币汇率会从现在开始逐步走高，在第二季度达到 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。

外汇、利率和商品展望

外汇	2018年3月23日	2018年第二季度	2018年第三季度	2018年第四季度	2019年第一季度
美元兑日元	105	100	103	107	110
欧元兑美元	1.23	1.25	1.27	1.29	1.29
英镑兑美元	1.41	1.40	1.38	1.36	1.36
澳元兑美元	0.77	0.79	0.81	0.83	0.83
新西兰元兑美元	0.72	0.74	0.75	0.75	0.75
美元兑人民币	6.33	6.35	6.40	6.45	6.50
美元兑港元	7.85	7.85	7.85	7.83	7.80
美元兑新台币	29.2	29.4	29.6	29.8	30.0
美元兑韩元	1,081	1,070	1,080	1,090	1,100
美元兑菲律宾披索	52.34	52.50	53.00	53.50	54.00
美元兑马来西亚林吉特	3.91	3.88	3.85	3.80	3.80
美元兑印尼盾	13,778	13,800	13,850	13,900	13,950
美元兑泰铢	31.26	31.00	31.30	31.50	31.80
美元兑缅甸元	1,334	1,350	1,360	1,370	1,380
美元兑越南盾	22,785	22,800	22,900	23,000	23,100
美元兑印度卢比	65.11	65.00	65.30	65.60	66.00
美元兑新加坡元	1.32	1.29	1.30	1.32	1.33
欧元兑新加坡元	1.62	1.61	1.65	1.70	1.72
英镑兑新加坡元	1.86	1.81	1.79	1.80	1.81
澳元兑新加坡元	1.01	1.02	1.05	1.10	1.10
新加坡元兑马来西亚林吉特	2.98	3.01	2.96	2.88	2.86
新加坡元兑人民币	4.81	4.92	4.92	4.89	4.89
日元兑新加坡元x100	1.25	1.29	1.26	1.23	1.21

利率	2018年3月23日	2018年第二季度	2018年第三季度	2018年第四季度	2019年第一季度
美国联邦基金利率	1.75	2.00	2.00	2.25	2.50
3个月期美元 LIBOR	2.27	2.15	2.15	2.40	2.65
10年期美国国债收益率	2.80	2.80	3.00	3.20	3.25
日元政策利率	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
欧元再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
英镑回购利率	0.50	0.75	0.75	0.75	0.75
澳元官方现金利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75
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	4.60	4.60	4.60	4.60
港元基准利率	2.00	2.25	2.25	2.50	2.75
新台币官方贴现率	1.38	1.38	1.38	1.38	1.50
韩元基准利率	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00
菲律宾披索隔夜逆回购利率	3.00	3.25	3.25	3.25	3.50
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.38	1.70	1.70	1.85	1.85
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.59	1.50	1.50	1.65	1.75
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
印度尼西亚7天逆回购利率	4.25	4.25	4.25	4.50	4.50
泰铢1天回购利率	1.50	1.50	1.75	1.75	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	6.00	6.00	6.00	6.00
商品	2018年3月23日	2018年第二季度	2018年第三季度	2018年第四季度	2019年第一季度
黄金(美元/盎司)	1,338	1,290	1,260	1,230	1,200
布伦特原油(美元/桶)	69	60-70	60-70	60-70	60-70
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	6,695	6,000-7,000	6,000-7,000	6,000-7,000	6,000-7,000

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”），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。