



2018年第四季度 大华银行投资观察

2018年第四季度

全球宏观背景

全球宏观经济形势以及金融市场的不确定性预计会在美国 11 月份中期选举之前进一步加剧。由于特朗普政府的减税以及财政刺激举措将美国经济推到一个最佳平衡点上，预计美联储会继续加息。L 另外，特朗普政府激进的贸易议程可能会使新兴市场国家和亚洲经济增速和出口进一步放缓。我们将中国 2019 年 GDP 增速预测从 6.5% 下调至 6.3%。

固定收益

在过去的一个季度，固定收益市场在经历开年不利后开始向好。在第三季度以及进入第四季度后，我们的预期是基准利率走势会更加缓和，息差应该会从今年第三季度的水平收窄。虽然多数固定收益类投资组合在今年上半年难以产生积极回报，但我们预计收益率走高带来的较大息差（债券收益与资金成本之间差额）会在第四季度给大多数固定收益市场带来积极回报。

资产配置

强劲的宏观基本面加低通胀环境通常而言原本应该是利好投资背景。但风险是真实存在并且令人担忧的。我们并不建议投资者转为“风险厌恶情绪”并涌向避险资产，而是认为应该在股票、固定收益和商品之间采取更为中性的立场。我们建议投资者将投资分散在不同时间段以抵消波动性和实现分散化投资。

商品

不断升级的全球贸易紧张局势对于那些对经济增长敏感的基本金属板块而言是主要的利空因素，我们认为铜会在 5500 美元-6500 美元/吨区间盘整。由于美国对伊朗原油出口实施禁运，原油可能会在今年第四季度遭遇供应紧张。因此，我们认为布伦特原油会在 75-85 美元/桶的较高区间交易。面对升息以及美元走强，黄金价格会继续承压。我们认为黄金会进一步下滑至 1150 美元/盎司。

股票

美元流动性收紧、中国信贷紧缩以及中美贸易纠纷不断升级叠加形成的完美风暴给许多新兴市场国家的前景蒙上阴影。虽然迄今为止加仓股票（相对于固定收益而言）普遍提高了收益，但由于经济压力累积，贸易僵局持续，以及美国股票的估值已略微偏高，这意味着在这个阶段适合对股票采取中性的交易头寸。

外汇和利率

由于面临不断升级的贸易紧张局势，随着人民币对美元汇率在 2019 年第一季度迈向 7.0 关口，亚洲国家货币预计会进一步走弱。美元兑新加坡元汇率将向着 1.40 前进。美元面对新兴市场国家货币会保持全面强势，但就此看空欧元和澳元则为时过早。随着美联储继续加息和流动性收紧，利率会继续攀升。10 年期美国国债收益率将会在 3.0% 上方，3 个月期 Sibor 和 SOR 会在突破 2.0% 的路上遭遇更多的波动。

全球宏观经济形势

让美国再次伟大

特朗普的财政刺激措施帮助美国 ISM 指数跑赢欧元区和中国采购经理人指数 (PMIs)



资料来源：彭博社，大华银行全球经济与市场研究部

特朗普的跌宕起伏

随着特朗普总统任期第二年接近尾声，美国 11 月中期选举越来越近。从事后来看，特朗普在 2017 年总统任期的第一年可算是相对温和，那时白宫日常发生的戏剧性事件最终以白宫新闻秘书肖恩·斯派塞 (Sean Spicer) 的圆场画上休止符。而另一方面，特朗普总统任期的第二年 (2018 年初至今) 则更为多变，并且产生了更为深远的全球经济影响以及地缘政治后果。

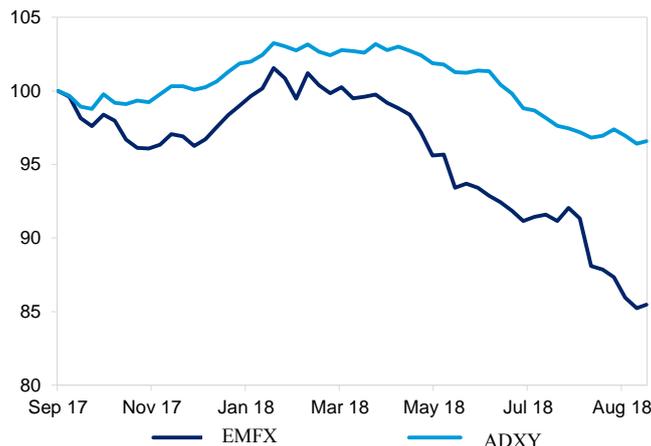
特朗普采取激进贸易措施撕毁了与主要贸易伙伴之间长达数十年的自由贸易协议，并开始与加拿大、墨西哥、欧盟以及中国等国家和地区重新谈判贸易协议。在撰写本报告时，加拿大尚未同意去重新商定北美自由贸易协定 (NAFTA)，而特朗普似乎对之前已谈好的大范围降低与欧盟之间汽车关税表示出新的疑虑。最近，特朗普表达了对美国与日本之间贸易关系的不满 (虽然我们也不确定原因何在)。更为严重的情况是美中之间贸易紧张局势似乎将旷日持久，在近期看不到解决希望。就在对源自中国价值 2000 亿美元的进口商品加征关税之前，特朗普就已威胁要对剩下的全部中国进口产品加征关税。

特朗普的大幅减税和财政刺激举措的确让美国再次伟大。美国经济似乎处在最佳平衡点，这与土耳其和阿根廷等较弱的新兴市场国家的经济困境形成反差。凭借强劲的上行趋势，美国 GDP 今年录得 3% 增长，就业市场强劲并实现充分就业，诸多通胀指标均开始抬头向上。

因此，美联储已准备好在今年内继续加息两次 (很快就会在今年 9 月加息并随后在 12 月再次加息)，并且在 2019 年加息三次的概率也越来越大。因此，我们再次重申利率走高的长期观点。在接下来的四个季度内，随着联邦基金利率从 2.0% 上升至 3.0%，3 个月美元 Libor 利率将会从 2.3% 升至 3.2%，而 10 年期美债收益率则会从 2.9% 升至 3.5%。

新兴市场和亚洲外汇普遍走弱

年初至今新兴市场国家外汇以及亚元指数常态化下跌



资料来源：彭博社，大华银行全球经济与市场研究

放眼美国境外，世界上其他国家只能忍受美国持续加息以及中美不断互相加征关税的后果。如果中美继续长期针对彼此的商品加征更多关税，市场将日益担忧供应链会受到破坏，导致更高的生产成本并最终转嫁至消费者身上。在我们对中美贸易关税的重点探讨中，我们假定美国对价值 2000 亿美元的源自中国的进口商品加征关税，并探讨其对于经济增长的潜在负面影响。我们的宏观分析团队已经将中国 2019 年的 GDP 增速预期从 6.6% 下调至 6.3%。因此，我们预期美元兑人民币汇率在明年初某些时候将攀升至 7.0 上方。

因此，我们认为亚洲国家的经济增长会受到更实质的影响，并调低了对亚洲主要经济体包括中国、韩国和新加坡 2019 年的 GDP 增速预期。贸易紧张局势也促使美元全面走强，而代价则是其他发达市场国家、新兴市场国家和亚洲货币走弱。由于面临美联储继续加息以及全球贸易前景风险不断上升，美元结束强势为时尚早。

在之前 6 月中旬发布的全球经济前瞻报告中，我们强调存在若干全球风险事件。这些风险事件似乎在第三季度强化为“贝多芬第五交响曲第一乐章” (注：寓意为命运在敲门)。随着美中贸易紧张局势延续，中国 GDP 增速可能会在 2019 年下降。随着美联储准备继续加息，新兴市场国家货币可能会维持弱势和波动。欧元区地缘政治局势仍不明朗，意大利民粹主义政府现已就位，而英国正一步步接近脱欧的悬崖，尚未与欧盟就脱欧条款达成明确协议。美国即将对伊朗石油出口实施制裁则将火上浇油增加波动性。

关于美国 11 月 6 日举行的中期选举，根据现有可以争夺的席位，民主党可能会能够在众议院和参议院向共和党扳回一局。如发生这种情况，变化无常的特朗普是否会收敛一下激进的贸易举措，还是会在下半个总统任期内变本加厉呢？伴随着这些可能性，罗伯特·穆勒 (Robert Mueller) 的特别调查正在加快进程，并且关于援引宪法第 25 修正案 (罢免特朗普) 的声音开始高涨。特朗普的跌宕起伏之旅可能刚开始拉开序幕。

资产配置

2018 年年初至今，全球股票已经跑赢全球固定收益市场，但整体环境远未达到牛市的地步。虽然到 2018 年 9 月份为止，全球股票按新加坡元计已上涨超过 6%，但这主要是受到美股以及少数其他股票的提振。年初迄今，亚洲股票市场整体下跌，全球股票市场以及亚洲固定收益市场均下跌，因此，今年到目前为止投资者可能会产生负收益。此外，地缘政治风险似乎在不断升级，这使得大多数投资者产生看跌情绪。虽然宏观经济环境多变，我们提醒投资者全球宏观经济基本面仍相当稳健，在经历上半年的走弱后，资产估值已变得相当具有吸引力。我们对于各资产大类的观点变得更为中性，认为股票和固定收益市场均有可能在今年第四季度产生积极的回报，但我们建议投资者保持投资多样化，在各市场维持平衡并谨慎关注风险升级的可能性。

全球宏观基本面稳健且其价值未被投资者意识到

今年的全球 GDP 增长势头与 2017 年一样强劲，这为牛市提供了支撑。但是与 2017 年相比，经济增长的范围则没有那么广泛，一方面美国经济增速强劲，而另一方面诸如欧洲和日本等国家和地区虽有积极增长但增速水平低于 2017 年。与 2017 年相比，亚洲经济增速略微下滑但其增长水平显示出稳健的市场表现，尤其是通胀仍然可控。此外，全球企业盈利保持非常稳健的水平，增速为 16%。美国地区企业盈利增速最强，为 23%（一半是由于减税所驱动），亚洲等地区则仍实现两位数增长。股票估值在 2017 年底时高于平均值，但在强劲盈利增长以及无亮点的市场表现后，全球股票估值已重新回到了平均水平，而亚洲股票估值则显得比平均值更低。最后，世界各地通胀水平似乎在上升但仍处于可控水平，我们的经济衰退指标清单没有显示出下一年发生新一轮衰退的警告信号。仅根据基本面因素来看，我们认为下一年应该仍然有利于投资增长。

贸易战以及其他地缘政治因素等风险事件使得市场承受重压，尤其是亚洲更为如此。虽然美国的政策导向仍然不可预测，但贸易政策一致趋向更坏的路线。我们现在的观点是假定美国对中国出口自美国的价值 2000 亿美元商品加征关税，以及中国对美国出口至中国的价值 600 亿美元加征关税。此外，我们假定美中之间会进行旷日持久的谈判并跨越整个 2019 年。关税不利于经济增长，会误伤消费者和削弱生产效率。我们认为如果关税再持续多一年，则全球 GDP 增速会降低 0.6%。我们不能完全排除会出现“10 月惊喜”的情况，也就是美国总统会在中期选举即将到来之前宣布“取得胜利”，公布（中国已经同意的）降低关税并宣称他为美国人争取到一笔划算的交易，但越来越多迹象表明中美之间会是持久战。此外，其他风险也导致投资者对今年四季度越发担忧。例如，欧洲政治局势可能会因为意大利和英国脱欧而变得更加棘手。由于经济增长并实施贸易关税，通胀仍然是需要关注的因素。

基本面与风险的对抗。如果我们对今年市场表现之外的情况一无所知的话，我们可能会认为强大的宏观基本面加上低通胀环境可能是很好的投资背景。但风险是真实存在并且令人担忧的。我们并不建议投资者转向“风险厌恶”和涌入避险资产，而是认为应该在股票、固定收益和商品之间采取更为中性的立场。我们建议将投资分散在不同时间段，以抵消波动性和将投资分散化。经济增长对股票有利，股票估值变得越来越具有吸引力，通胀有限表明了虽然利率预计会攀升，但多数利率变化已经被市场所消化，固定收益类资产在接下来几个季度的回报应该更高一些。

对于 2018 年第四季度，相对于基准权重，我们转而对股票、固定收益、商品和现金类资产持中性观点。

股票

在过去的一个季度，股票表现已经很好地区分了强国和弱国，那些带有大规模双赤字（即经常账户逆差和财政赤字）的国家遭受了更深度的抛售。美元流动性收紧、中国信贷紧缩以及中美贸易纠纷升级等因素叠加形成的完美风暴已经为许多新兴市场国家的前景蒙上了阴影。中国到目前为止的反应是适度节制的，例如当局采取了针对性和谨慎的财政扩张政策以及出口退税政策，并没有实施大规模的货币宽松。不出意料，新兴市场国家的资产表现不佳，而美国市场则接近历史新高。虽然至今为止（相对固定收益资产而言）加仓股票普遍增加了回报，但考虑到经济压力累积、贸易僵局持续以及美股估值已经有些偏高，建议在这个阶段应维持中性的股票仓位。

我们对美股维持中性立场。受企业减税提振，盈利增长保持稳健。此外，企业将利润汇回美国并回购股票也使得股价受益。事实上，自从 2016 年第二季度以来持续增加的企业开支在 2018 年上半年出现爆发的情况（例如在第二季度增长 8.5%，在第一季度增长 11.5%），在今年会对经济增长起到建设性作用。然而，虽然美国股票的基本面因素仍然积极，但由于美股估值已经高于平均水平并且货币政策持续收紧，因此美股回报不会很高。

我们对欧洲股市维持中性立场。经济活动指标在上半年弱化，但有迹象表明，随着 8 月份德国 IFO 商业景气指数上升，经济活动有可能出现好转。欧洲股市表现受银行对土耳其的敞口负面影响。欧洲股市交易价位低于美股，有更明显的迹象表明欧

洲经济反弹，在接下来几个月股市表现可能会恢复。第二季度国民账户数据显示的 0.4% 季度环比 GDP 增速大部分是由于固定资本形成总值（GFCF）上升 1.2% 所驱动的。虽然较多的企业投资可能会带来一些提振，但围绕英国脱欧的不确定性可能会削弱企业信心。

我们对日本股市维持乐观看法。虽然日本经济增速放缓但仍然以稳健的速度扩张。事实上，在经历 2018 年第一季度短暂收缩后（那是在连续 8 个季度以不减弱的势头持续增长之后，而这是 28 年以来最长的连续增长时期），日本经济在第二季度以 3.0% 的年化速度回弹（季度环比为 0.7%）。但是通胀，或者说通胀乏力仍是日本决策者唯一的掣肘。因此，日本央行维持了超宽松货币政策，更具竞争力的日元使得日本股市受益。日本首相安倍晋三在 9 月 20 日轻松战胜对手连任自民党总裁为其三度连任首相至 2021 年铺平了道路，从而为日本国内带来政治和政策稳定性。在今年经历外国投资者大量抛售后，日本股市应该能够在下半年得到支撑。

我们对于新兴市场股市保持中性立场。新兴市场面临美元升值叠加近期全面贸易战形成的完美风暴。随着美元流动性收紧，带有经常账户逆差和财政赤字的国家的货币和资产价格会走低。然而，对于长期投资者而言，如果新兴市场股票继续遭到抛售，其估值将会更具吸引力，因此可能会是买进的机会，但近期还看不到引爆股市的催化剂。

商品

黄金、铜和原油命运迥异

一个季度的时间居然能带来迥然不同的走势！当我们在半年之交发布全球经济展望季度报告时，除黄金和贵金属之外的商品板块总体而言看起来还是相当积极的，尤其是铜已准备走高。但自那时起，中美贸易关系恶化，新兴市场货币和资产遭遇一大波抛售。此后出现新的驱动因素将黄金、铜和原油拉往不同的方向。

贵金属：美元王者归来，黄金俯首称臣

在贵金属板块，抛售仍然持续。美国加息叠加美元持续走强是迫使黄金、白银和铂金走低的主要利空因素。唯一的亮点是钯，这是因为欧洲当局开始实施更严格的汽车排放评估体系，汽车行业对钯的需求增加，因此钯受到提振。在整个第三季度，黄金在7月初还是在1260美元/盎司价位，遭遇抛售然后在8月底下跌至刚好低于1200美元/盎司价位。我们对黄金维持负面观点，认为黄金会在2019年中进一步走弱至1150美元/盎司。

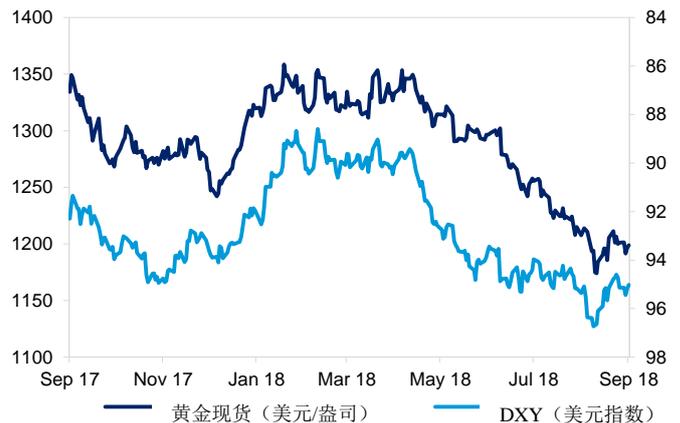
基本金属：铜成为了全球贸易紧张的牺牲品

随着中美贸易关系不断恶化，基本金属板块不得不忍受新一轮强势抛售。具体而言，铜多头自从2017年以来煞费苦心建立的多头仓位就在过去短短数周之内平仓。对于铜供应短缺的担忧是没有根据的，因为世界上最大规模的铜矿薪资谈判最终迅速圆满收场而没有发生罢工。总体而言，在贸易紧张结束之前，我们之前对铜的乐观看法是错了。我们现在采取中性观点，针对接下来四个季度，我们预计三个月伦铜期货价格在5500美元/吨至6500美元/吨之间区间盘整。

能源：美国对伊朗原油出口实施贸易禁运是原油面临的主要风险

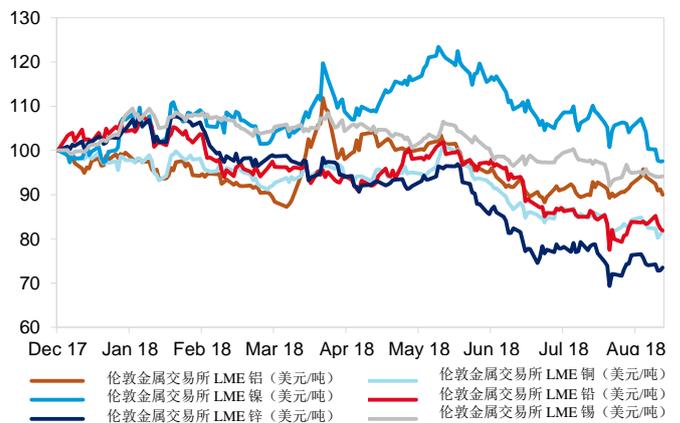
在能源板块，所有的关注点现在都落在美国即将在11月对伊朗原油出口实施贸易禁运。事实上，供应紧缩可能在今年8月份伊朗原油产量和出口量发生显著下滑的时候已经开始。与此同时，沙特以及其他欧佩克组织成员国似乎不能产出更多原油来抵消伊朗原油供应的断崖式下跌。就目前而言，对供应的担忧似乎已经凌驾于源自全球贸易紧张的经济增长相关担忧之上。此外，欧佩克已经警告全球原油需求可能会在今年结束之前以比之前更快的速度超过一亿桶每天。总体而言，我们维持对布伦特原油的中性观点，但将其交易区间预期从70-80美元/桶上调至75-85美元/桶。

强势美元继续驱使黄金走低



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

基本金属在不断升级的贸易紧张局势中下跌



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

伊朗原油出口开始下滑



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

在过去的一个季度，在经历开年不利后固定收益市场开始向好。主要的基准债券的收益率相对更为稳定，公司债利差在经历上半年扩大后开始略微收窄。今年上半年，固定收益市场面临利率上升和信贷息差扩大的双重利空。在第三季度以及进入第四季度后，我们预计利率走势会更轻微，利差应该会比第三季度收窄。因此，虽然大多数固定收益类投资组合难以在今年上半年产生积极回报，我们预计债券收益率走高导致利差向好，因此会在第四季度给大多数固定收益市场带来积极回报。

自从 2 月份以来，基准债券的收益率一致保持区间波动。在第三季度开始时，10 年期美国国债收益率为 2.86%，在 9 月中旬，收益率走高至 2.99%。10 年期新加坡政府债券收益率在季度开始时为 2.53%，在 9 月中旬下滑至 2.48%。我们继续预计 10 年期债券收益率到 2018 年底之前会逐渐走高并延续至 2019 年。我们预计美联储在 2018 年还有两次加息，在 2019 年有三次加息，这意味着联邦基金利率会升至 3.5%，并接近终端利率。由于我们预计收益率曲线会在周期的这一阶段扁平化，在 2019 年 10 年期债券应该会达到 3.5% 左右的终端利率。因此，在下一个一年半时间内，有理由预计长期利率会再次走高 50 个基点。收益率上升仍然是利空，但在下一年收益率走高会是一个渐进和适度的过程。

2018 年第三季度信贷息差收窄，我们认为在第四季度还有进一步收窄的空间。在 6 月底，巴克莱银行全球综合公司债指数为 126 基点，到 9 月中旬，平均息差收窄至 114 基点。在 6 月底，摩根大通亚洲信用指数的平均息差为 227 基点，而到 9 月中旬则收窄至 220 基点。我们继续认为，随着今年初波动性强化后

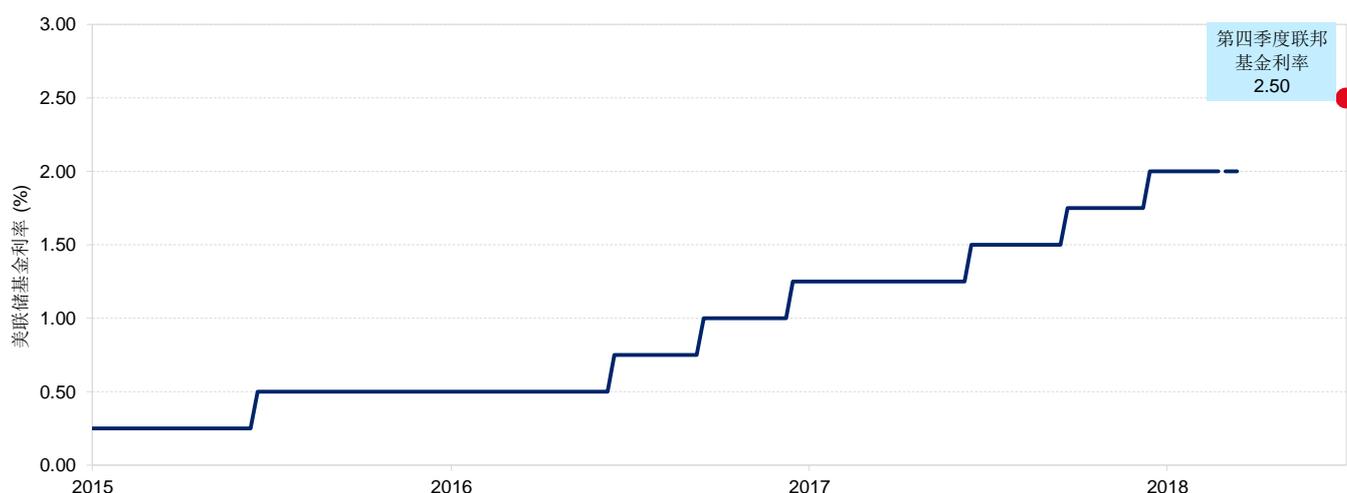
市场开始稳定下来，债券投资组合将经历某些轻微的信贷息差压缩，从而对不断上升的利率环境产生抵消作用。许多债券组合现在的收益率为政府债券基准收益率的 3% 加上 114 基点的公司债息差，因此总收益率将超过 4%。在这个收益率水平上，以及考虑到存在息差轻微压缩的空间，固定收益类资产组合应该能够在接下来几个季度产生积极回报。

2018 年第三季度表现转好。在今年上半年产生负收益后，大多数固定收益市场在第三季度转好。摩根大通亚洲信用指数在第三季度至 9 月中旬为止上升约 0.3%（以美元计），巴克莱银行全球综合对冲指数上升 20 基点。摩根大通亚洲高收益指数在 9 月中旬恢复至 1.44%，而巴克莱全球高收益指数在 9 月中旬恢复至 1.47%。固定收益类资产的收益仍然受到利率上升的影响，但第三季度有迹象表明虽然收益率走高但固定收益类回报应该能够保持为正。

我们看好以硬通货计价的信用债，相对发达市场国家而言，我们对新兴市场保持中性观点。全球货币对美元维持弱势，鉴于其中的波动性，相对于本币计价债券而言，我们偏向于美元计价的信用债。我们继续认为亚洲和新兴市场信用债收益率会走高，由于波动性上升，我们应注意不要过度重仓。虽然投资级债券表现跑输高收益债券，鉴于投资环境的不确定性，我们认为应增持投资级债券。对于政府债券而言，我们同样建议加仓投资级债券。

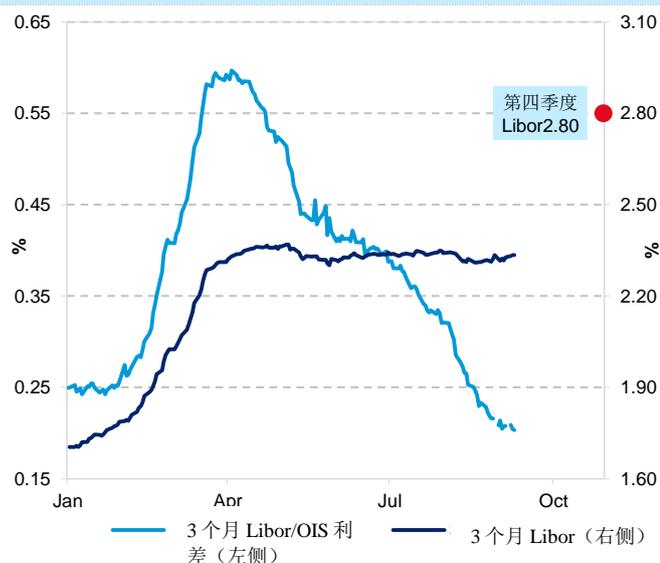
美国

美联储基金利率



我们维持对2018年美联储基金利率轨迹的观点，继续预计今年下半年会再有两次加息（即9月份和12月份的联邦公开市场委员会会议上），从而在2018年底将美联储基金目标利率区间提升至2.25%-2.50%。尽管如此，如果美联储今年加息四次，意味着自从2015年美联储开始加息以来最快的正常化节奏，但我们并不认为这代表美国货币政策过度收紧。我们也维持对2019年加息三次，每次25个基点的预期，也就是说我们预计美联储会在2019年年中超过3.0%的长期联邦基金目标利率。虽然我们仍关注强劲薪资增长和通胀预期可能会增加美联储采取更激进货币正常化措施的风险，但无可回避的事实是不断升级的中美贸易紧张局势可能导致美联储需要更加谨慎。联邦公开市场委员会主席鲍威尔的讲话以及最近的公开市场委员会会议纪要已经敲响了关于贸易担忧的警钟，虽然贸易紧张的影响尚未在美联储的经济预测中得到量化体现。美联储缩表预计会按计划进行。考虑到缩表这一情况，意味着联邦公开市场委员会会不会增加加息次数（即除了点阵图显示的次数之外），除非通胀出现意料之外的大幅上升。

3个月美国 Libor



- 我们预计2018年第四季度末3个月期 Libor 达到2.80%水平。
- Libor/OIS（隔夜指数掉期）息差已回归均值，进一步压缩空间有限。
- 美国货币政策通过加息和缩表进一步收紧使得 Libor 上行有充分理由。

10年期美国国债



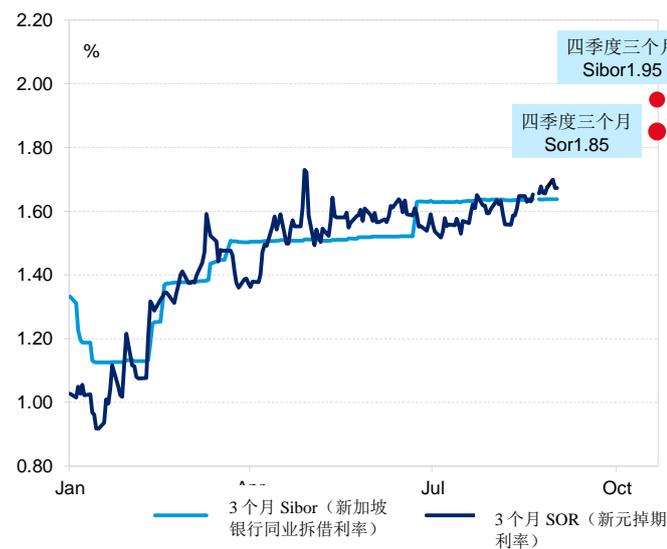
- 我们预计10年期美国国债收益率在2018年第四季度末未达到3.20%。
- 两年期与十年期美国国债收益率的最低阻力路线更低，考虑目前的低水平，存在逆转风险，但我们不认为会在2018年第四季度发生。
- 10年期美国国债的期限溢价仍难以提高；我们认为下行空间有限，除非衰退忧虑情绪占领上风。

新加坡元名义有效汇率



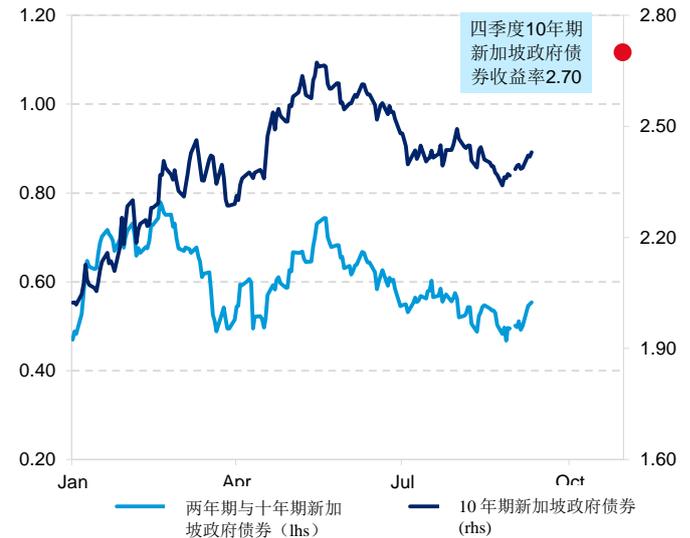
我们预计新加坡金管局会在今年 10 月 8 日-12 日公布半年度货币政策声明（我们认为可能会在 10 月 12 日星期五），预计金管局会维持现有立场即“新加坡元名义有效汇率政策区间会遵循适度渐进的升值路径”（大华银行预测：每年 0.5%），并维持政策区间的中点和宽度不变。我们的观点是基于对外部风险环境恶化的担忧，例如全球制造业采购经理人指数持续疲软，新兴市场货币遭遇抛售，特朗普政府继续反贸易言论，并且美联储继续在收紧路线上前行。在国内方面，新加坡经济增速也在放缓，正产出缺口弱化，复合领先指标表明在接下来的几个季度经济活动减慢，虽然最近的 CPI 指数显示新加坡核心通胀已经升至四年高位，其反映了电力价格的上调，而主要板块例如食品通胀仍保持稳定，薪资上涨压力似乎已经降低。此外，油价可能会在目前水平企稳而不会造成重大上行风险。金管局预计在 10 月份按兵不动，强势美元将会是新加坡元的主要利空。我们仍然预计新加坡元与其他亚洲国家货币一同逐渐走弱。我们预计美元兑新加坡元汇率在 2018 年第四季度达到 1.39，2019 年第一季度达到 1.40，2019 年第二季度达到 1.41。

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）



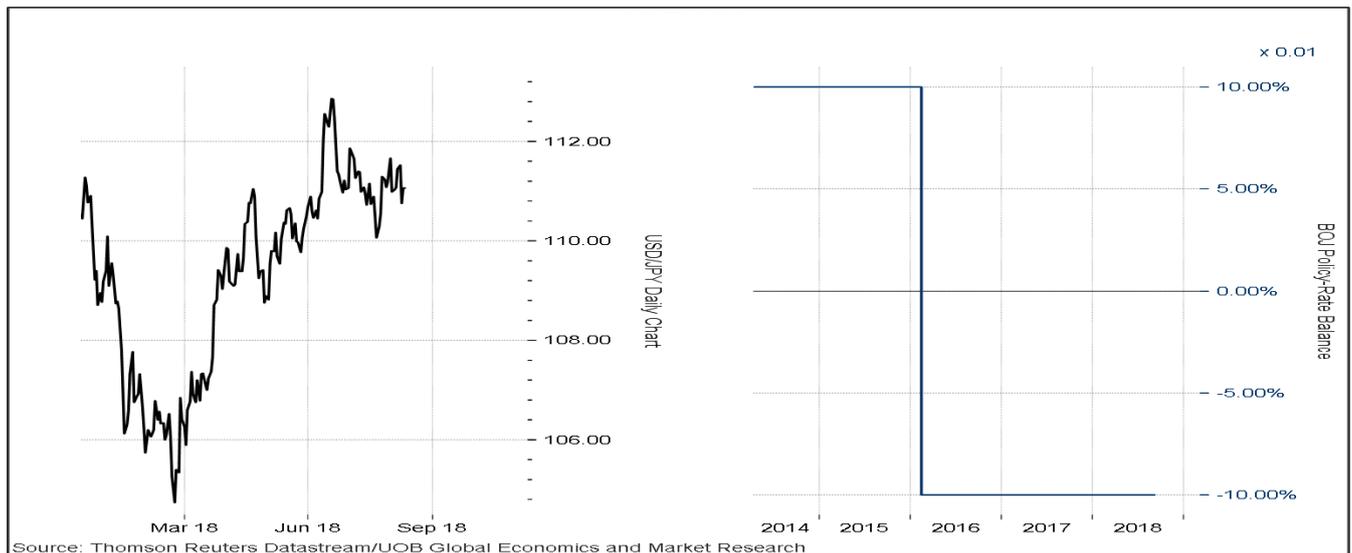
- 我们预计 3 个月新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）在 2018 年第三季度末分别为 1.95%和 1.85%。
- 新元利率与美元利率之间的利差预计将维持。金管局 10 月份会议不可能重大改变利差前景。
- 在新兴市场遭遇困境的同时，新元利率波动性保持低位。我们需谨防 2018 年 4 季度波动性抬头。

10 年期新加坡政府债券收益率



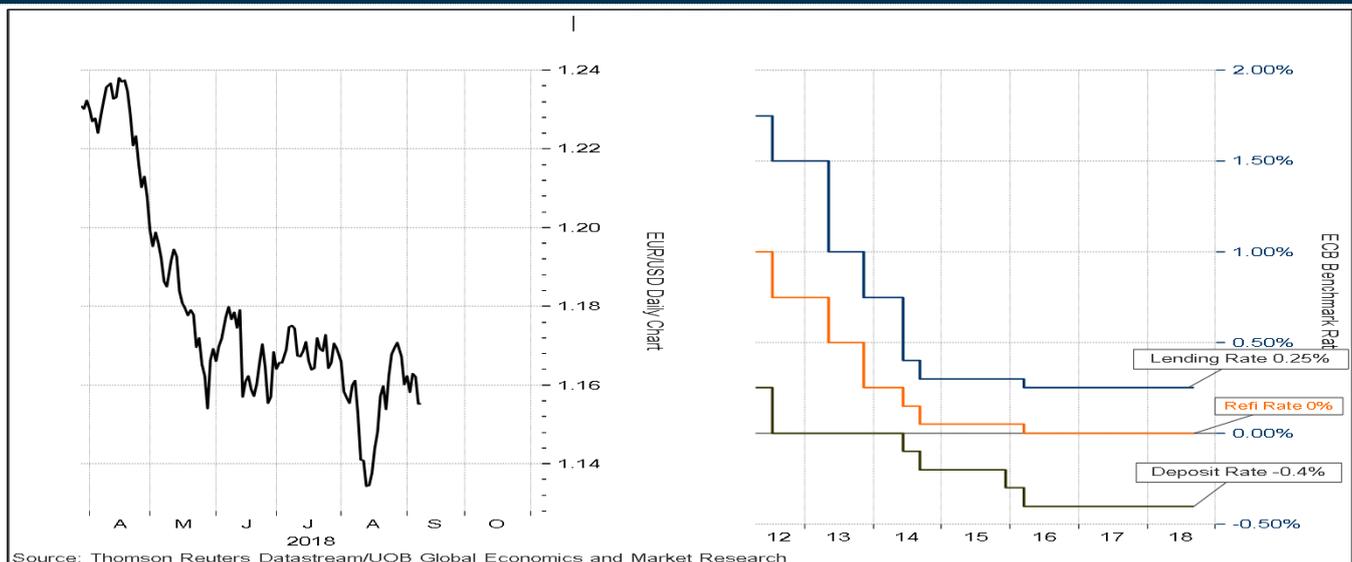
- 我们预计在 2018 年 4 季度末新加坡 10 年期政府债券收益率达到 2.70%。
- 新加坡政府债券拍卖时间表已完成，继 9 月份投放 15 年期债券后将会在 10 月份推出小型拍卖。如果人寿保险行业表现与第四季度的周期性相符，则新加坡政府债券的需求前景将得到提振。
- 2019 年的新加坡政府债券拍卖时间表将在 10 月份公布。

日本



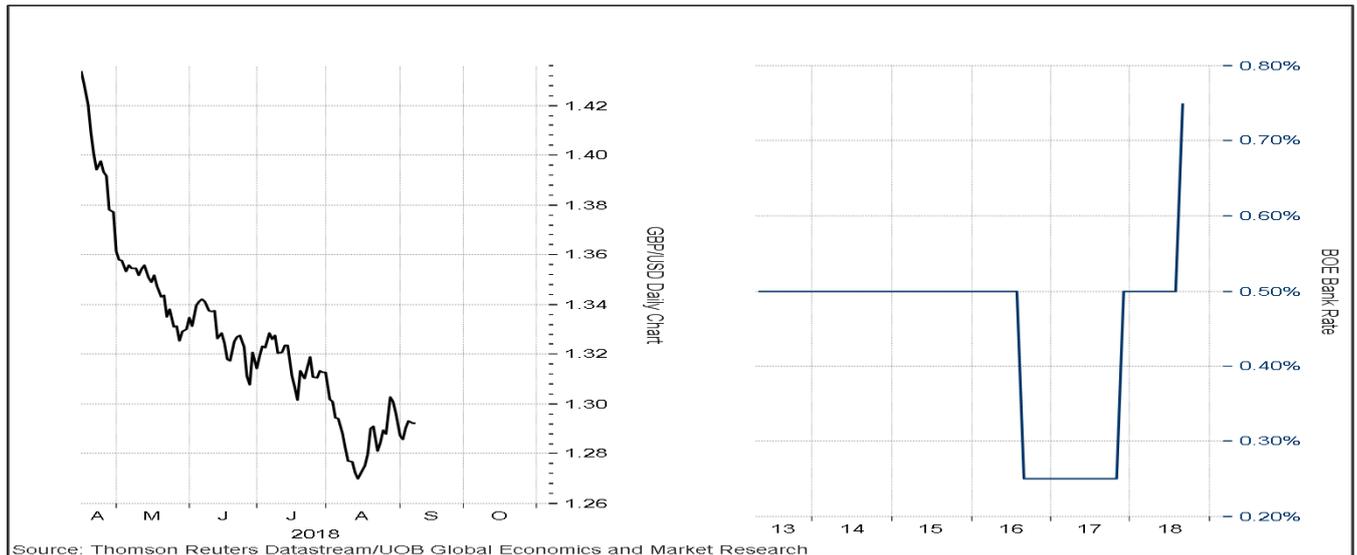
尽管如此，其中一个对日本央行形成掣肘的主要争点是今年迄今为止日本政府债券的年度购买规模持续远低于目标水平，从2017年末58万亿日元降至今年6月末的42.9万亿日元，目前在44.8万亿日元水平徘徊（截至9月10日），而官方目标则是80万亿日元。债券购买规模的大幅下降肯定会重新引起市场人士对于政策正常化的猜测。我们认为日本央行可能仍需要对货币政策作出更多微调以重申宽松货币政策立场，这可能会在2019年初进行，但我们不能排除会提前在今年第四季度进行。我们预计美元兑日元汇率在2018年底达到112，在2019年中达到114。

欧元区



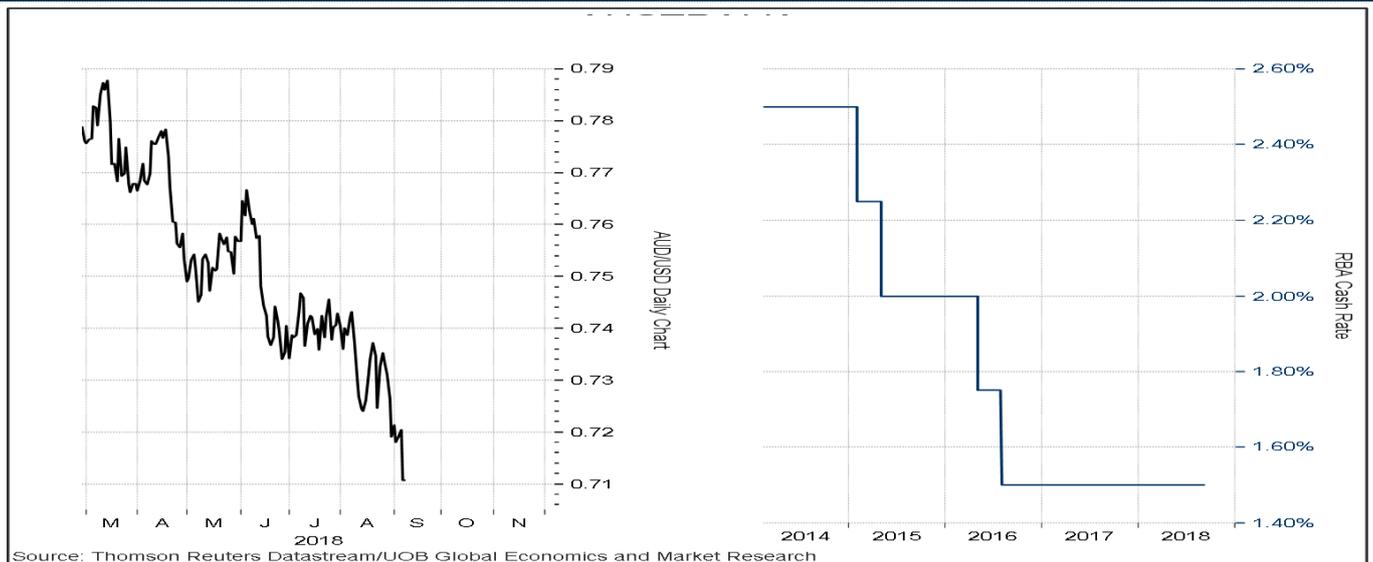
自今年6月份以来，欧元兑美元汇率在整个三季度已经在1.18下方见顶。随着美元强势扩大，欧元兑美元在8月份遭遇急剧抛售，将汇率拉向1.13水平，但在9月份迅速回弹至1.16。总体而言，与上一季度相比，欧元兑美元的各种利空因素保持不变。虽然今年底欧元区量化宽松即将结束，但欧洲央行并不急于加息。此外，意大利民粹主义政府公布了扩张性财政预算计划，这有可能会进一步扩大意大利的财政赤字，从而引发政治担忧。所有这些担忧因素将会使欧元兑美元承压。然而，随着欧元区通胀水平返回2%长期目标以上，欧洲央行官员将需要最终探讨对宽松货币政策进一步正常化。虽然欧元区企业信心已经在避险情绪中遭遇打击，值得注意的是总体而言，欧元区成员国的经常账户差额维持健康。事实上，由于德国的经常账户顺差维持在GDP8%以上的强大规模，欧元区作为一个整体有机会录得占GDP约3.3%的经常账户顺差。因此，我们认为欧元兑美元在目前可能处于筑底过程中，一旦欧洲央行在2019年通过加息实施货币政策正常化，这会为2019年的反弹铺平道路。总体而言，我们预计欧元兑美元在2018年第四季度和2019年第一季度维持在1.15，在2019年第二季度上升至1.17和第三季度上升至1.20。

英国



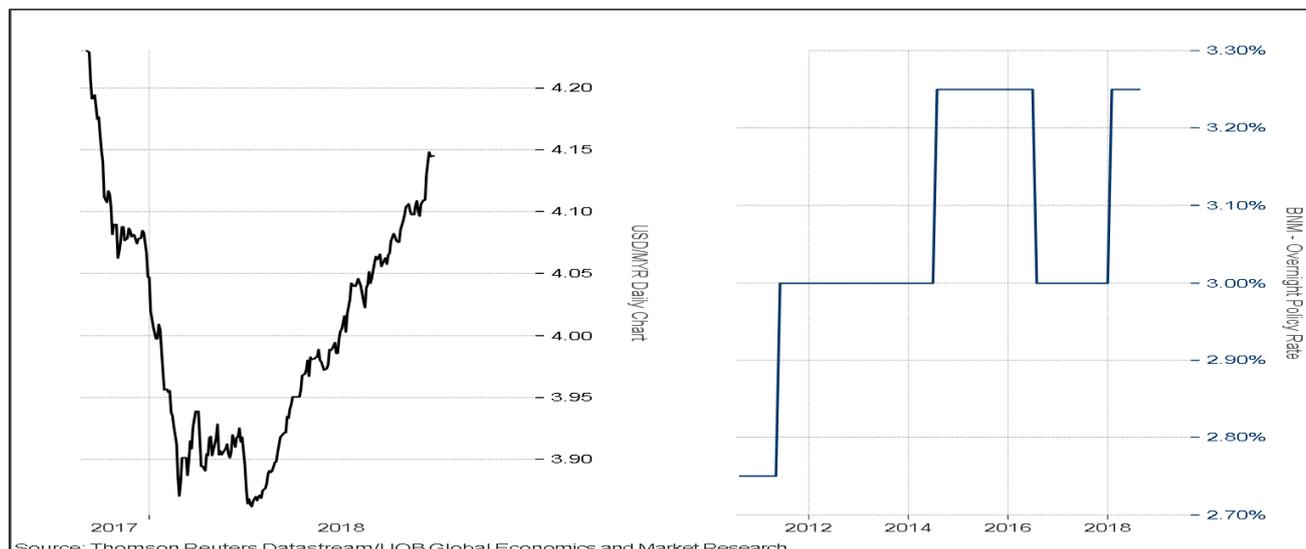
目前距离英国正式脱欧还有不到半年时间，但英国脱欧在贸易、移民和财务方面的细节尚不明确。虽然时有支持性的评论，但英国与欧盟之间关于脱欧的讨论到目前为止还是步履维艰，脱欧谈判在英国议会内部遭遇强烈异议，并且与欧盟之间存在主要的意识形态分歧。与此同时，英国 GDP 增速疲软，通胀水平回撤并且存在大规模经常账户逆差等因素将确保英国央行在 8 月份的加息很可能在一段时间内会是最后一次。虽然欧盟方面的主要脱欧谈判成员 Michel Barnier 近期发表了一些振奋的言论，但直至脱欧谈判带着明确的结果圆满结束之前，我们对英镑兑美元汇率维持谨慎。在经历 8 月中旬抛售，英镑兑美元从 1.30 下滑至 1.27 后，在未来英镑兑美元很可能会在 1.30 下方挣扎。因此，我们预计英镑兑美元在今年第四季度继续走弱至 1.27，在 2019 年第一季度走弱至 1.25，在 2019 年第二季度轻微反弹至 1.27，在 2019 年第三季度反弹至 1.29。相较于我们对欧元/美元的更为积极的观点，这意味着欧元兑英镑的交叉汇率存在更多上行空间。因此，我们预计欧元兑英镑汇率会再次走强至 0.90 上方，在今年第四季度达到 0.91，2019 年第一季度和第二季度达到 0.92，在 2019 年第三季度达到 0.93。

澳大利亚



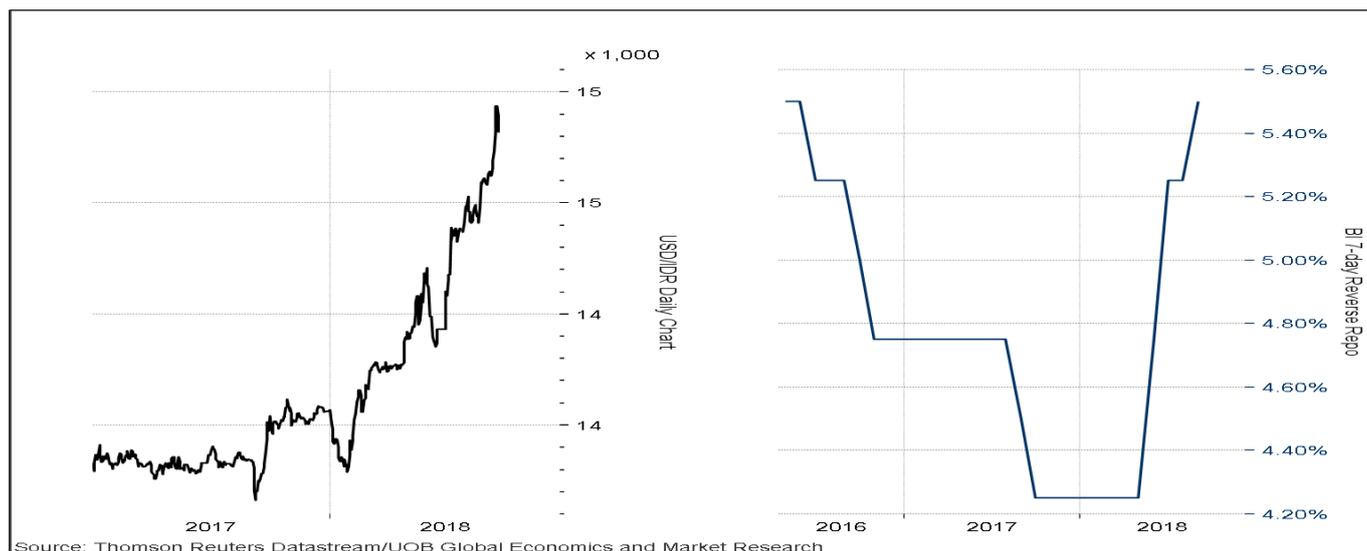
今年至今为止，我们对于澳元的乐观看法是错的。随着美中贸易冲突持续升级以及新兴市场货币遭遇抛售，澳元也遭遇了抛售。澳元兑美元的弱势在第三季度加剧，这一货币对跌穿 0.75 至刚好位于 0.71 下方水平。在目前的避险情绪背景下，澳元兑美元尚未见底。此外，由于通胀温和，澳洲储备银行按兵不动，因此对澳元汇率而言无济于事。美联储继续渐进加息，澳洲储备银行按兵不动侵蚀了澳元对美元的利差。然而，在抛售过程中，其他利好因素已经出现并可能会抑制澳元对美元汇率在中期过度走弱。这些利好包括澳洲的贸易条款更具弹性，强劲的季度 GDP 增长以及澳元的反向建仓增加。总体而言，我们认可上述引起近期澳元对美元走弱的利空因素，但仍然认为最近的大幅走弱可能为未来的轻微反弹做好铺垫。我们对澳元兑美元的最新预测为今年第四季度和 2019 年第一季度达到 0.70，2019 年第二季度达到 0.72，2019 年第三季度达到 0.74。

马来西亚



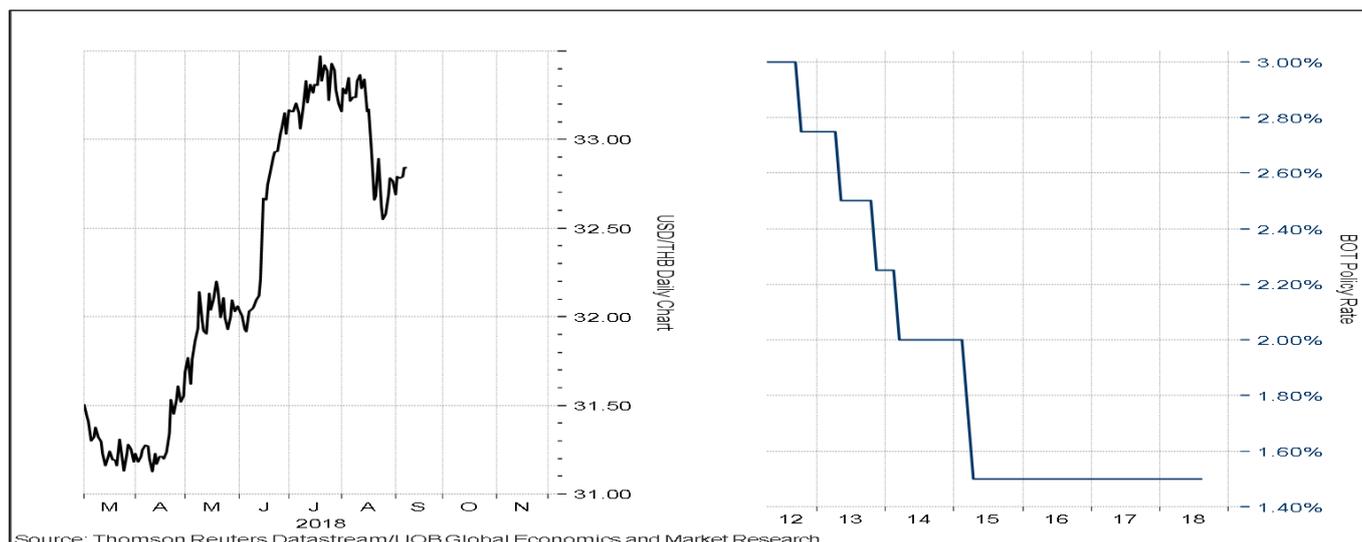
自从马来西亚央行新行长 7 月走马上任以来，马来西亚央行继续保持隔夜政策利率（OPR）在 3.25% 不变。由于该国央行尝试在金融形势收紧的情况下在经济增长、通胀水平和汇率预期之间保持平衡，因此前方路不易。由于财政上可操作空间减少并且通胀减缓，所有人都在期望马来央行出手缓解经济减速的担忧。我们预计在今年剩余时间内该国央行将隔夜政策保持在 3.25% 不变。马来西亚林吉特兑美元继 6 月末走弱超过 4.0 后，其在整个三季度进一步下跌至目前约 4.14 水平。由于美元广泛走强这一外部利空因素以及美中贸易冲突不断升级，林吉特也避无可避。然而，值得注意的是林吉特与其他亚洲新兴市场货币相比外汇指标相对更强，这些包括更高的外汇储备比例，源自能源价格上涨的提振以及大规模的经常账户顺差，因此，虽然林吉特也有机会从现在开始进一步走弱，但走弱的速度可能相对较慢。我们现在预计美元兑林吉特略微走强。对美元/林吉特的最新点位预测为今年第四季度达到 4.15，2019 年第一季度达到 4.18，2019 年第二季度和第三季度达到 4.22。

印尼



自 2018 年 5 月份至今，印尼央行已经将 7 天逆回购利率累计提升 125 个基点，达到目前 5.50% 水平。这一决定与印尼央行在全球金融市场不确定性增加的背景下为保持国内金融市场稳定性而实施的“先发制人和先于利率曲线行动”的策略相一致。具体而言，印尼央行的决定是为了加固金融稳定性以及防止经常账户逆差继续扩大。在将货币汇率波动降至最低的策略基础上，印尼央行以更优的价格提供外汇掉期利率以刺激更多交易和强化金融市场尤其是汇率市场。展望未来，我们预计印尼央行会在今年第四季度继续加息 25 个基点至 5.75%，加息可能提前而不是延后，而我们对于印尼央行在 2019 年第一季度和第二季度分别再次加息 25 个基点的预测也可能会提前兑现。我们预计美元兑印尼盾在今年第四季度达到 15,000，2019 年第一季度达到 15,200，2019 年第二季度和第三季度达到 15,400。

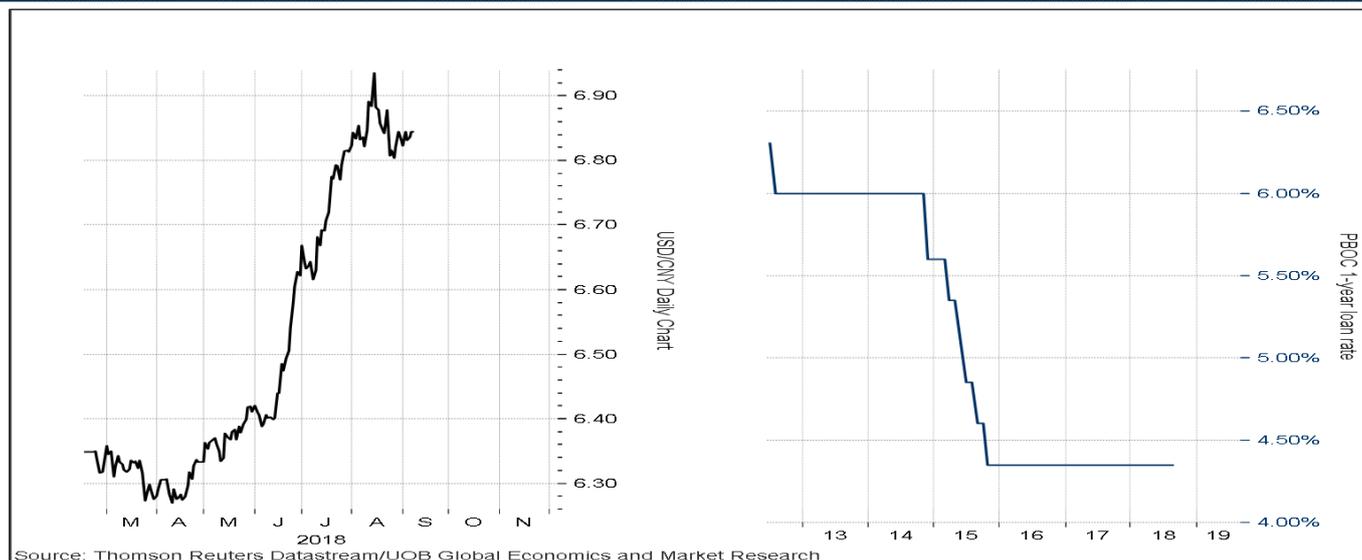
泰国



泰国央行在 2018 年 9 月 19 日的会议上以 5:2 票决定将政策利率维持在 1.5% 不变。展望未来，由于泰国经济会继续在潜在增长率附近稳定扩张，降低了异常宽松货币政策的需求，因此泰国央行可能会在今年第四季度将政策利率提高至 1.75%。

随着泰国央行预计在今年即将到来的最后一个季度加息 25 个基点进入加息俱乐部，泰铢可能不再从宽松货币政策获得支持。然而，跟其他亚洲国家外汇一样，美元强势的大背景是无法回避的，总体而言，我们预计美元兑泰铢在今年第四季度达到 33.0，2019 年第一季度达到 33.3，2019 年第二季度和第三季度达到 33.5。

中国



中国决策层在应对贸易紧张局势带来的潜在经济增长影响方面行动迅速。当局放宽信贷条件以支持经济增长，具体措施是增加对小微企业的贷款投放。然而，明显中国是以一种有节制和有针对性的方式进行，这与当局对金融风险防控的持续关注相符。这一点从当局今年三次针对性下调准备金率可以看出，我们预计人民银行仍有进一步下调准备金率的空间，这是因为目前的 15.5% 准备金率仍然远高于 2003 年的 6.0% 纪录低位。关于利率而言，我们现在认为当局会长时间维持政策利率（1 年期贷款利率和 1 年期存款利率）不变，与此同时人民银行继续维持银行间流动性。

为了抑制人民币过度走弱，人民银行已实施了若干针对性措施。这些措施包括将人民币远期售汇的外汇风险准备金率重新调回 20%，并再次引入逆周期因子以缓冲美元兑人民币中间价的极端波动。此外，在 10 月末，美国财政部将发布“美国主要贸易伙伴外汇政策”半年度报告，因此，在近期来看，人民币很可能会在目前的水平盘整。然而，从长期来看，由于美中贸易冲突以及利差持续收窄引起的贸易和经济增长前景风险，人民币可能会继续走弱的大势。总体而言，我们对美元/人民币保持乐观看法，认为在明年初会最终试探 7.0 关键阻力位。我们预计美元兑人民币在 2018 年第四季度达到 6.95，2019 年第一季度达到 7.00，2019 年第二季度和第三季度达到 7.10。当前即期汇率为 6.85。

外汇、利率和商品展望

外汇	2018年9月 17日	2018年第四季 度预测	2019年第一季 度预测	2019年第二季 度预测	2019年第三季 度预测
美元兑日元	112	112	113	114	115
欧元兑美元	1.16	1.15	1.15	1.17	1.20
英镑兑美元	1.31	1.27	1.25	1.27	1.29
澳元兑美元	0.72	0.70	0.70	0.72	0.74
纽元兑美元	0.66	0.64	0.64	0.65	0.66
美元兑人民币	6.87	6.95	7.00	7.10	7.10
美元兑港元	7.85	7.85	7.85	7.84	7.84
美元兑新台币	30.79	31.20	31.60	32.00	32.00
美元兑韩元	1,127	1,150	1,160	1,170	1,170
美元兑菲律宾比索	54.15	54.50	55.50	56.00	56.00
美元对马来西亚林吉特	4.14	4.15	4.18	4.22	4.22
美元兑印尼盾	14,865	15,000	15,200	15,400	15,400
美元兑泰铢	32.69	33.00	33.30	33.50	33.50
美元兑缅甸元	1,555	1,560	1,580	1,600	1,600
美元兑越南盾	23,255	23,500	23,800	24,000	24,000
美元兑印度卢比	71.86	72.50	73.50	74.50	74.50
美元兑新加坡元	1.37	1.39	1.40	1.41	1.41
欧元兑新加坡元	1.60	1.60	1.61	1.65	1.69
英镑对新加坡元	1.80	1.77	1.75	1.79	1.82
澳元对新加坡元	0.98	0.97	0.98	1.02	1.04
新加坡元兑林吉特	3.01	2.99	2.99	2.99	2.99
新加坡元对人民币	5.00	5.00	5.00	5.04	5.04
日元兑新加坡元 X100	1.23	1.24	1.24	1.24	1.23
利率	2018年9月 17日	2018年第四季 度预测	2019年第一季 度预测	2019年第二季 度预测	2019年第三季 度预测
美国联邦基金利率	2.00	2.50	2.75	3.00	3.25
3个月期美元 Libor	2.34	2.80	2.95	3.20	3.45
10年期美国国债收益率	3.00	3.20	3.25	3.35	3.40
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	0.75	0.75	0.75	0.75	1.00
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	1.75
人民币1年期基准贷款利率	4.35	4.35	4.35	4.35	4.35
港元基准利率	2.25	2.75	3.00	3.25	3.50
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	1.50	1.75	1.75	1.75
菲律宾比索隔夜逆回购利率	4.00	4.75	5.25	5.50	5.50
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.64	1.95	2.02	2.30	2.50
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.69	1.85	2.00	2.35	2.45
新加坡元10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	2.47	2.70	2.75	2.80	2.80
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	5.50	6.25	6.50	6.75	7.00
泰铢1天回购利率	1.50	1.75	1.75	1.75	2.00
越南盾再融资利率	6.25	6.25	6.25	6.25	6.50
印度卢比回购利率	6.50	7.00	7.25	7.25	7.25
商品	2018年9月 17日	2018年第四季 度预测	2019年第一季 度预测	2019年第二季 度预测	2019年第三季 度预测
黄金(美元/盎司)	1,195	1,190	1,170	1,150	1,150
布伦特原油(美元/桶)	78	75-78	75-85	75-85	75-85
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	5,973	5,500-6,500	5,500-6,500	5,500-6,500	5,500-6,500

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。
大华银行有限公司注册登记号：193500026Z