



2019 年第一季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

全球经济增速同步放缓，但还不至于在 2019 年发生经济衰退

尽管中美贸易紧张局势愈演愈烈，但 2018 年全球经济增长情况却意外好于预期。进入新的一年，我们预计全球经济增长步伐将会放缓，对此，我们有充足的理由：贸易流量减缓；制造业活动持续放缓，从 PMI 数据就可以看出这一点；全球电子业陷入周期性衰退。全球贸易紧张局势可能会再次突然爆发，继而伤害制造企业，导致出口订单减少，商业信心下降。我们预计中国 GDP 增速将在 2019 年进一步放缓至 6.3%，这是自 1990 年以来的最低水平，将对亚洲其他地区的经济活动造成压力，而欧洲经济增速可能放缓至 1.6%。日本 2019 年的经济增长前景可能特别具有挑战性，鉴于贸易问题（即潜在的汽车关税）和即将于 2019 年 10 月进行上调的销售税等不利因素，日本 2019 年的 GDP 增速可能会降至 1% 以下。

美国经济在 2018 年一直比较稳健，所以有望在 2019 年进一步扩张并创下不间断扩张的新纪录。支撑美国经济增长的将是持续的就业机会和工资增长，但由于财政刺激措施影响的减弱以及商业支出的走软，2019 年的经济增长步伐很可能会从 2018 年的 3% 左右放缓至 2%，而美国住房市场很可能会成为美国经济走软的另一个源头。

但要明确的是，经济增速放缓并不等于经济衰退。近期市场对美国经济增长前景表示担忧是因为美国国债收益率曲线（在 12 月 3 日）出现自 2007 年金融危机爆发以来的首次倒挂，其中 5 年期和 2 年期美国国债收益率差跌入负值区域。与此同时，10 年期和 2 年期美国国债收益率差（传统上被视为是经济或衰退 4 至 6 个季度的可靠预测）也一直在收窄（截至 12 月 6 日已收窄至 10-11 个基点），但仍位于正值区域。虽然 10 年期和 2 年期美国国债收益率差也有可能于 2019 年某个时候跌入负值区域，但那也只能预测经济可能会衰退 4 至 6 个季度，这意味着真正发生经济衰退的年份是在 2020 年/2021 年，而不是在 2019 年。就像所有美好的事情一样，我们认为美国经济增长将在某个时间点结束（即商业周期），但这个结束时间并不是 2019 年。

因此，美联储几乎肯定会在这个 12 月再次加息，即 2018 年的第 4 次加息。鉴于持续的经济和美国工资的正面增长前景，我们预计美联储将在 2019 年加息三次，每次加息 25 个基点。但美联储很可能从已经充分沟通的“渐进式利率轨迹”转向更加强调数据依赖性的利率轨迹，这将使政策路径更加充满不确定性。如果美国经济数据明显减弱或贸易紧张局势再度升级，则美联储可能需要更加谨慎，加息的次数可能会减少，从 3 次减少至只有 2 次，但绝不可能是零次。

与此同时，位于大西洋彼岸的欧洲央行终于走上正常化道路，首先是 2018 年 12 月结束量化宽松政策，其次是我们预计其将在 2019 年第四季度开始期待已久的加息。日本央行仍然是最不可能尽快正常化其宽松货币政策的央行，特别是在 2019 年经济增长面临重重挑战且价格下行压力依然存在的情况下。在亚洲各国央行中，部分央行（印尼央行和菲律宾央行）将紧跟美联储的加息步伐，但大多数央行可能会暂停步伐，因为经济增长停滞不前、通胀率下降、贸易不确定性依然存在。中国央行可能会在 2019 年初降准一次。

东盟成中美贸易争端的最大赢家

我们认为，中美贸易谈判很可能是一个漫长的过程，将会持续到 2019 年（“停火”期或会超过 90 天），并且存在双方不能克服分歧，继而导致贸易紧张局势再次升级的重大风险。总体而言，贸易争端对出口导向型亚洲经济体不利，我们已经调降这些经济体的经济增长展望。

但即使在中美贸易关系恶化之前，外国公司和中国公司都已经开始将目光转向东盟国家寻求投资机遇，因为相比较而言，在东盟国家，工资成本和生产成本更低，税收优惠更大，更易进入区域市场。在“聚焦东盟”部分，我们认为中美贸易关系的进一步恶化可能会加速投资流入东盟地区，而东盟制造业可能成为最大的受益者。泰国、台湾和越南 2018 年第三季度投资回升的初步迹象可能是供应链转变的前奏。作为将于 2018 年底生效的 CPTPP（《跨太平洋伙伴关系全面进步协定》）的一部分，包括马来西亚、越南、新加坡和文莱在内的东盟国家可能会进一步吸引这些投资。

除了“关税人”特朗普总统这个“幽灵”之外，2019 年还有几件事情须重点关注。在亚洲，七国集团中的印度、印尼和泰国将要举行几场重要的大选，而欧盟将在 5 月举行议会选举。在德拉吉 10 月卸任后，欧洲央行也将迎来一位新行长。美国民主党将于 1 月重新获得众议院的控制权，届时或许会在分裂的美国国会中创造更多的“麻烦”？或许，特朗普可以与他们达成一个有关增加基础开支的协议？

外汇策略

美元的强劲反弹开始出现裂缝

美元在 2019 年的前景显然不如 2018 年那么强劲。各种各样的驱动因素现在均已到位，共同削弱美元的强势。美国 2019 年的经济增速从今年的 3% 左右降至 2%。美国国债收益率曲线的远端现在已出现反转，这也开始对美元构成压力。虽然我们仍然认为美联储明年的基本情况是将会加息三次，但由于全球贸易风险加剧，平衡风险的办法就是减少明年加息的次数。

在此背景下，欧洲央行将于今年年底正式结束其量化宽松政策，并可能在 2019 年第四季度开始首次加息。因此，2019 年可能会看到货币政策收紧的领导权将从美联储转向欧洲央行。为此，我们预计欧元兑美元汇率将从目前的 1.13 逐步回升至 1.20。其次，澳元兑美元汇率可能会趋稳并从 0.73 适度反弹至 0.77。但任何有意义的强势都将会受到对中国经济增速放缓持续担忧的影响。另一方面，鉴于英国脱欧进程艰难而又令人沮丧，英镑兑美元汇率可能会在 1.30 下方徘徊，并可能测试 1.25。

在亚洲外汇市场，我们认为 2019 年上半年可能是美元走强的最后一段时间。鉴于中美贸易关系的持续不确定性以及中国经济增速的持续放缓，人民币兑美元汇率依然会走软，跌破 7.0 大关之后，到 2019 年第三季度将跌至 7.10。2019 年上半年，亚洲其他国家的货币兑美元汇率可能会再下跌 2.4% 至 4.5%。因此，新元兑美元汇率将从 1.40 走软至 1.41。此后，由于美联储将在下半年结束其紧缩周期，美元强势将会进一步受到限制，美元兑亚洲国家货币汇率可能会随之巩固。然而，鉴于亚洲经济增长前景持续放缓，我们认为现在展望 2019 年下半年亚洲货币恢复强势还为时尚早。

利率策略

2019 年利率仍有可能逐步走高

随着全球贸易紧张局势的加剧以及美国国债收益率曲线远端反转的开始，美联储逐步收紧货币政策路径的风险确实有所增加。然而，总的来说，我们认为现在就要求暂停紧缩周期为时尚早，因此仍保持我们目前对 2019 年美联储再加息 3 次的观点。尽管最近出现了大规模的风险厌恶情绪以及美国经济增速放缓的迹象，但我们对美联储持续紧缩政策（即逐步加息和缩表）的预期，使得短期利率和美国国债收益率可能继续走高。

我们预计 3 个月期美元 Libor（伦敦同业拆借利率）在 2019 年第二季度将突破 3%，在 2019 年底之前将上升至 3.45%。由于流动性趋紧，Libor（伦敦同业拆借利率）-OIS（隔夜指数掉期利率）利差预计将维持在正常水平之上。美国财政赤字扩大和美联储资产负债表前景将对美国国债产生负面影响（即收益率走高），我们预计 10 年期美国国债收益率将重回 3%，并在 2019 年底之前攀升至 3.50%。

新加坡货币市场利率和新加坡政府证券收益率预计也将反映其与美国同向的逐步上涨趋势。我们预计 3 个月期 Sibur（新加坡银行同业拆借利率）和 3 个月期 SOR（新元掉期利率）在 2019 年第一季度将突破 2%，在 2019 年底之前将到达 2.5%。与此同时，我们认为 10 年期新加坡政府债券收益率将在 2019 年第一季度上升至 2.5% 以上，在 2019 年底之前将上升至 2.9%。

原油跟随铜价和金价的波动走势

2018 年对整个商品领域来说是充满挑战的一年。在整个 2018 年，黄金已经感受到利率不断上涨所带来的压力。在这次抛售中，黄金的净多头寸已完全被平仓，这是二十年前以来从未见过的情况。然而，由于美联储可能在 2019 年结束其紧缩周期，我们预计黄金会逐渐获得支撑。此外，鉴于上述超卖情况所带来的重新支撑，我们现在将黄金前景从负面上调至中性，并预计黄金价格在 2019 年将从 1,200 美元/盎司上涨至 1,300 美元/盎司。

铜和其他工业金属也经历了充满挑战的一年，因为全球经济增速出现放缓，贸易受到中美贸易冲突的拖累。同样，铜价的净多头寸大多被平掉，而自 LME（伦敦金属交易所）、COMEX（纽约商品交易所）和 SHFE（上海期货交易所）的全球铜库存量自 4 月份达到峰值以来也减少了一半。因此，在 2019 年，3 个月期 LME 铜的上限可能在 6,000 美元/吨至 7,000 美元/吨的交易区间内。虽然铜价的走强将受到持续的全球贸易紧张局势的限制，但超卖的仓位和库存将会缓和铜价的走软。

在能源领域，原油在第四季度遭遇强劲抛售，布伦特原油和 WTI 原油均从 10 月份的高点下跌超过 1/3。美国、俄罗斯和沙特阿拉伯的原油供应量进一步增加，再加上特朗普政府对部分国家进口伊朗石油进行豁免，引发了原油抛售。因此，原油的 3 个月期隐含波动率高达 50%，远高于铜的隐含波动率（约 20%）和黄金的隐含波动率（约 10%）。总体而言，考虑到挥之不去的供过于求的问题，布伦特原油可能会受到抑制并在目前的 55 美元/桶至 65 美元/桶的交易区间内波动。在撰写本文时，石油输出国组织与俄罗斯暂未达成减产协议。

以下简要介绍关键焦点以及关键外汇和利率观点。

聚焦亚洲

我们是否看到中美贸易裂痕引发贸易和投资转移？

由于美国政府已对华征收额外关税，这不可避免地会让贸易和投资纷纷从中国和美国转移至其他国家。与美国相比，中国的出口规模更大，所以这种转移给中国带来的影响也会比美国大。如果企业越来越相信中美贸易争端将长期存在并因此需要调整其中期/长期战略，则其供应链的中断将会加速。根据迄今为止的贸易和投资初步数据，我们认为贸易转移尚不明显（由于前期加载活动），而泰国、台湾和越南等地有新的投资回暖迹象，表明受中美贸易紧张局势的影响，部分制造业活动已转移至这些经济体。如果中美贸易紧张局势迟迟得不到解决，则这些市场可能会从供应链的转移中获益最多。

聚焦新加坡

2019 年新加坡政府证券供应计划表

我们预计新加坡政府证券存量将随着自 2015 年实施流动性覆盖率（LCR）以来的 6% 平均增长率而增长。6% 的增长率相当于 2019 年的净供应量约为 70 亿新元或总供应量约为 230 亿新元。

预计新加坡利率将在 2019 年继续走高，而新加坡政府证券收益率曲线可能会在 2019 年上半年从供应中看到一些陡峭的推动力。

聚焦缅甸

转型中的缅甸：机遇与挑战

缅甸是东盟商业的新前沿市场。这个人口众多的大国才刚刚向外国投资者敞开大门，所以许多行业都将有很多机会，包括劳动密集型产业和绿地投资，特别是石油、天然气和采矿业。为了吸引更多的外国直接投资，缅甸政府通过了《缅甸投资法（2016 年）》和《缅甸公司法（2018 年）》。尽管如此，缅甸仍然向投资者提出了一些需要政府解决的经济和技术挑战。

评估 2019 年美国陷入衰退的可能性

基于美联储最新公布的美国经济发生衰退的概率和超额债券溢价（EBP）前瞻性指标，我们不太可能看到美国经济在 2019 年陷入低迷，即使美国国债收益率曲线于 2018 年 12 月 3 日出现逾十年来的首次倒挂。

展望 2019 年，当前的美国货币政策周期将与长期中性汇率趋同，美国国债收益率曲线也将接近拐点，其中趋平将不再是阻力最小的路径。

美联储本轮加息周期晚期的未来将取决于市场如何管理投资环境的转变，这种投资环境由于经济活动放缓背景下流动性减少而不那么宽容。即使在最好的时候，转变的棘手部分在于转变的过程很少是平滑的或线性的。

全球外汇

美元兑日元

由于日本央行很可能会因为日本经济增速放缓、贸易不确定性和通胀仍远未达到 2% 的目标等因素，而在 2019 年保持温和的基调，我们认为阻力最小的路径是日元逐渐贬值。因此，我们重申我们对美元兑日元汇率的预测，即在 2019 年第一季度将上涨至 113，在 2019 年第二季度将上涨至 114，在 2019 年第三季度和第四季度将上涨至 115。我们认为这些预测的主要风险在于股市会不会遭遇更深层次的冲击，一旦遭遇更深层次的风险将最终引发避险资金重返日元。

欧元兑美元

总体而言，由于欧元面临的逆风阻力减轻，且市场定价欧元区将逐渐收紧货币政策，我们认为欧元会持续复苏，是我们在 G10 货币中比较看好的货币。总的来说，我们预计欧元兑美元汇率在 2019 年将会触底，随后逐渐回升，在 2019 年第一季度将达到 1.15，到 2019 年第四季度将回升至 1.20。

英镑兑美元

随着英国脱欧日的临近，英镑兑美元期权的隐含波动率已升至 2016 年 7 月以来的最高水平，说明英国议会将于 12 月 11 日举行关键投票存在不确定性且这种不确定性还可能会持续存在。最近几个月，现货和期权的头寸也在近几个月不断下降。我们仍维持对英镑兑美元汇率看跌的观点，预测该货币对在 2019 年第一季度和第二季度会下跌至 1.25，然后在第三季度小幅回升至 1.26，在第四季度继续回升至 1.27。

澳元兑美元

虽然澳大利亚的国内外宏观背景仍然具有挑战性，但澳元大部分下跌空间似乎已经过去。对澳元的看跌仓位（根据 CFTC）已经显示其已经从 3 年来最极端水平有逆转迹象，为澳元出现更加可持续的复苏创造了条件。展望未来，我们预计澳元将在 2019 年因澳洲联储最终加息的定价改善而获得支撑。我们更新澳元对美元汇率的预测，预计在 2019 年第一季度回升至 0.74，在第二季度回升至 0.75，在第三季度回升至 0.76，在第四季度继续回升至 0.77。

纽元兑美元

从近期的变动来看，纽元兑美元汇率近期内似乎有些过度扩张。如果缺乏积极的触发因素，该货币对进一步上涨的步伐很可能会放缓。总体而言，我们预测纽元兑美元汇率在 2019 年第一季度到达 0.69，在第二季度到达 0.70，在第三季度到达 0.71，在第四季度继续到达 0.72。

美元兑人民币

在近期中美贸易关税战暂时停战之后，预计美元兑人民币汇率将持续走软可能为时过早，特别是当细节仍然缺乏且达成最终决议的挑战依然存在时。中美在经济数据和货币政策方面的分歧依然很明显，也很广泛，这可能会继续支撑美元兑人民币走高。总体而言，我们维持美元兑人民币明年将会在 7.00 上方的看法，预计在 2019 年第一季度达到 6.95，在第二季度达到 7.00，在第三季度和第四季度达到 7.10。

美元兑新加坡元

中美之间的长期贸易对峙是新元走软的明显驱动因素。此外，随着人民币兑美元汇率在 2019 年下跌至 7.00 以上，新元兑美元汇率可能会跟着跌至 1.40 以上，该水平是 2017 年 5 月以来的最低水平。或许，限制新元过度走软的主导因素是新加坡金管局将在 2019 年 4 月的下次会议（两年一次召开一次）上调其货币政策斜率。总体而言，我们维持美元兑新元将逐步上升以测试 1.40 阻力位的看法。我们预计美元兑新元汇率在 2019 年第一季度上升至 1.39，在第二季度上升至 1.40，在第三季度和第四季度上升至 1.41。

美元兑港元

展望未来，预计 2019 年香港经济增速将从 2018 年的 3.3% 进一步放缓至 2.8%。此外，高度依赖贸易使香港经济容易受到中美贸易关系进一步恶化的影响。而且，香港（3 个月期 Hibor）和美国（3 个月期 Libor）的利差正在扩大，目前为 71 个基点，可能会使美元兑港元升至其 7.75 至 7.85 兑换率区间的上限。然后，香港金管局将需要恢复其定期干预，以确保港元 Hibor 的上涨与预期的美国进一步加息步伐保持同步。至于美元兑港元汇率，预计未来 4 个季度的上限仍为 7.85，平均水平为 7.80。

美元兑新台币

我们对台湾前景所持的谨慎态度以及全球电子产品周期的进一步放缓可能会导致未来四个季度新台币兑美元汇率的进一步走软。然而，台湾强劲的经常账户余额可能会缓解新台币兑美元汇率急剧疲软的影响。总体而言，随着美联储进一步的利率正常化，美元兑新台币汇率可能在 2019 年第一季度进一步上升至 31.2，在第二季度进一步上升至 31.6，然后在第三季度和第四季度维持在 32.0。

美元兑韩元

进入 2019 年后，韩元仍将面临一系列挑战。韩国的经济增速从 2017 年第三季度开始就在放缓。伴随着中美旷日持久的贸易争端的负面影响，韩国经济的疲软状态在 2019 年将会愈发突出（除非中美谈判取得重大突破）。全球电子产品周期的同步放缓也将对韩元构成压力。此外，预计韩元不会从韩国央行获得任何近期支撑，理由是韩国央行很可能在 2019 年上半年保持政策不变。总体而言，我们预计美元兑韩元汇率会回吐近期的上涨，并最终走软至 2018 年的低点 1,145。我们还预计美元兑韩元在 2019 年第一季度将达到 1,130，在第二季度将达到 1,150，在第三季度和第四季度将达到 1,160。

美元兑马来西亚林吉特

马来西亚林吉特兑美元存在进一步走软至 4.20 下方的风险，特别是如果人民币及其他区域货币恢复走软趋势的话。尽管布伦特原油价格从 10 月份的 86.74 美元/桶的高位突然暴跌至目前约 60 美元/桶的水平，但几乎没有对马来西亚林吉特产生转嫁效应。马来西亚政府还重申，由于油价下跌，此时不会对预算进行任何重新调整。经常账户盈余继续受到健康商品贸易顺差的支撑。我们修订了对美元兑马来西亚林吉特汇率的预测，预计该货币对在 2019 年中期将达到 4.23，到 2019 年底将达到 4.25（之前的预测分别是 4.22 和 4.20）。

美元兑印尼盾

2019年，印尼盾背后的宏观背景仍然充满各种挑战。在国内，印尼的经常账户和财政账户（分别为-2.5%和-2.0%）尽管有一些改善，但预计将继续保持负值区域。随着美联储继续其逐步加息步伐，这使得印尼盾与其他新兴市场货币一起贬值。在国外，中美之间旷日持久的贸易争端迟迟得不到解决，令印尼也无法避开贸易逆风。也就是说，印尼央行在2019年会配合美联储的紧缩步伐，以减轻印尼盾所面临的压力。总体而言，我们预计印尼盾将继续与其他亚洲货币一起走软。我们预测美元兑印尼盾汇率在2019年第一季度达到14,600，在第二季度达到14,700，在第三季度和第四季度达到14,800。

美元兑泰铢

随着美联储在2019年继续逐步加息，泰铢可能继续保持对美元的防御，但由于泰国基本面强劲，泰铢的下行风险仍然有限。总体而言，我们重申泰铢兑美元汇率会温和疲软的看法，到2019年第一季度跌至33.00，第二季度跌至33.30，第三季度和第四季度跌至33.50。

美元兑菲律宾比索

对菲律宾比索等超卖新兴市场货币的轧空导致该货币从13年低位54.43大幅反弹。菲律宾比索近期的恢复态势可能持续不了太长时间。由于美元受美联储进一步利率正常化政策的支撑，我们维持美元兑菲律宾比索汇率将会适度走高的看法，预计该货币对将在2019年中期达到54.00，到2019年底达到55.00。

美元兑越南盾

中国和美国都是越南最大的贸易伙伴，明年，中美贸易争端的一阶效应可能会引发越南出口进一步下滑，从而削弱市场对该国货币的信心。展望未来，在美元持续走强的情况下，我们预计未来4个季度越南盾将进一步走软至24,000。因此，我们重申对美元兑越南盾达到的预测，即在2019年第一季度走软至23,500，在第二季度走软至23,800，在第三季度和第四季度走软至24,000。

美元兑缅甸元

尽管缅甸的经常账户赤字在2018年第四季度的下滑速度有所放缓，但由于市场预计该国的较大经常账户赤字占GDP的比例在2019年将从2018年的5.4%进一步扩大至5.6%，缅甸元仍有望走软。我们更新了对美元兑缅甸元汇率的预测，预计在2019年第一季度升至1,560，在第二季度升至1,580，在第三季度和第四季度升至1,600。

美元兑印度卢比

鉴于印度的宏观经济前景在2019年仍然充满挑战，印度卢比进一步上涨的可能性不大。此外，2019年经常账户赤字扩大可能会再次引发印度卢比走软，但印度央行试图与美联储加息步伐相匹配来应对其货币的走软。总体而言，我们认为美元兑印度卢比近期可能在70附近触底并在2019年走高。我们预测美元兑印度卢比汇率在2019年第一季度走高至71，在第二季度走高至72，在第三季度和第四季度走高至73。

联邦公开市场委员会

我们仍然预计美联储将在 12 月 18 日至 19 日的联邦公开市场委员会会议上再次加息，以在 2018 年底之前将 FFTR（联邦基金终端目标利率）区间调整至 2.25%-2.50%。我们还维持美联储 2019 年会加息三次且每次加息 25 个基点的看法，这意味着我们预计美联储将在 2019 年中期之前将其长期 FFTR 上调至 3.0%。尽管如此，但美联储很可能从已充分沟通的“渐进式利率轨迹”转向更加强调数据依赖性的利率轨迹，这将使政策路径更加充满不确定性。如果美国经济数据明显减弱或贸易紧张局势再度升级，则美联储可能需要更加谨慎，加息的次数可能会更少，从 3 次或减少至只有 2 次，但绝不可能是零次。与此同时，美联储的缩表计划将按计划继续进行，这意味着联邦公开市场委员会不会增加加息次数（超出点阵图中隐含的内容），除非美国的通胀数据意外大幅上涨。

欧洲央行

在 10 月 25 日的会议上，欧洲央行重申，其资产购买计划将于 2018 年 12 月结束，加息可能至少要到明年夏季结束之后才会进行。该行仍坚持其在 6 月首次公布的政策指引并此后的每次会议上重申该等政策指引。我们认为，欧洲央行不会急于提供更清晰的指引，特别是考虑到经济背景不确定。事实上，我们认为经济预测将在 12 月份下调，这将抵消加息时间会早于目前所定价的 2019 年 10 月左右的预期。尽管如此，我们仍然预计净资产购买将于 2018 年 12 月结束。至于政策利率，我们预计在 2019 年底之前不会进行任何加息——到 2019 年底，存款利率将提升至 0%（目前为-0.4%），再融资利率将提升至 0.25%（目前为 0%）。

英国央行

英国央行在 11 月初会议上再次将利率维持在 0.75% 不变。与利率决定一起公布的季度通胀报告显示：“经济前景将在很大程度上取决于英国退出欧盟的性质，特别取决于新的贸易安排形式、过渡期的顺利程度以及家庭、企业和金融市场的反应”。我们认为英国央行目前处于观望状态，原因是英国脱欧结果的范围广泛而又复杂，需要等待更加清晰的细节。我们预计该行将在 2019 年中左右加息，但仍然需要注意利率可能会向两个方向发展。

澳洲联储

澳洲联储在今年的最后一次会议上维持其官方现金利率在 1.5% 不变。12 月份随附声明的结论段与 11 月份完全相同，澳洲联储称：“低利率水平继续支持澳大利亚经济。预计在减少失业和通货膨胀率回归至目标水平方面将取得进一步进展，但这一进展可能是渐进的。从现有的信息来看，政策委员会判定本次会议坚持货币政策立场不变，符合经济可持续增长及实现通胀目标的需要”。相对于澳洲联储的预期，最新的 GDP 数据肯定是低于预期。虽然劳动力市场逐渐收紧和工资增长缓慢升温的大局仍完好无损，但我们认为澳洲联储至少会在 2019 年底之前维持政策不变。

新西兰联储

新西兰联储在 11 月会议上维持其官方现金利率在 1.75% 不变。随附的新闻稿删除了上一份声明（9 月份）中的以下内容：新西兰联储的下一步行动可能是加息或降息。然而，新西兰联储主席奥尔确实表示“我们的增长和通胀预期既有上行风险，也有下行风险。与过去一样，未来利率的走向和时间仍取决于数据表现”。我们认为新西兰联储现在正朝着更加中性的立场迈进，同时保持宽松，特别是在近期通胀和劳动力市场均提供积极数据之后。我们一直认为，官方现金利率至少在 2019 年底之前会保持不变，之后会缓慢上升。

日本央行

在十国集团各大央行中，日本央行是最不太可能在短期内实现宽松货币政策正常化的央行。对日本央行来说，谈论正常化/缩减其宽松计划的时机尚不成熟，因为日本仍然远离其 2% 的通胀目标。预计 2019 年日本经济增速疲弱，物价有可能面临下行压力，这些都给日本央行明年的货币政策增加了新的挑战。我们认为日本央行可能仍需要对货币政策进行更多“调整”，以重申其宽松的货币政策立场，就像它在 2018 年 7 月的 MPM 中所做的那样。故事可能会重演，或许是在 2019 年初，但我们也不能排除“调整”可能会推迟到 2018 年 12 月 19/20 日的最后一次会议。

亚洲利率

中国央行

我们继续预计，仅在 2018 年第四次降准后，中国央行可能会在 2018 年底至 2019 年初再次降准。降准应该有助于继续保持国内流动性充足，这体现在相对较低的同业市场的融资价格上。因此，鉴于美联储仍处于加息路径且欧洲央行正在走向政策正常化，我们预计未来 3-6 个月中国央行不会有任何降息。在国内，尽管生产者价格通胀可能受到贸易冲突所带来的下行压力，但预计 2019 年消费者价格通胀将会略有上升。因此，任何大幅降准或者降息都将暗示中美谈判结果不太乐观。

新加坡金管局

继 2018 年 10 月 MPS 中的“谨慎调整”上调以及除非“全球经济增长遭遇明显挫折”之后，我们认为新加坡金管局可能会在 2019 年 4 月的会议上进一步收紧其目前的立场（通过再次小幅上调其政策斜率），理由是该国经济增长保持在潜力之上（即使预计 2019 年将会放缓），而平均核心通胀可能在 2019 年上升至 1.5-2.5%。最新的 GDP 增长预测和新加坡金管局的通胀前景都不会改变我们对新加坡金管局在 2019 年会进一步收紧其货币政策的看法。这种观点的最大不确定性仍然取决于中美贸易紧张局势在 2019 年 4 月前的几个月内将如何发展。

印度央行

印度央行在其 2018 年的最后两次会议上均维持基准回购利率在 6.50% 不变，但自 10 月以来已将其政策立场从“中性”转变为“校准紧缩”，并将其近期通胀预测大幅向下修订。印度央行行长乌尔吉特·帕特尔也评论说，如果通胀继续低于预期，央行可能会采取“相应的政策行动”，这似乎表明存在政策转向降息的空间。展望未来，油价上涨以及美联储进一步紧缩货币政策可能会为该央行明年实施多次加息敞开大门。目前，由于经济增速和通胀均有所放缓，急需缓解信贷紧缩的压力可能会导致明年大选等因素会使该行降息的概率大大下降，但该央行仍维持或将在 2019 年 2 月加息 25 个基点。即使央行不那么鹰派，我们也认为目前应将降息撤出议事日程。

印尼央行

自今年 5 月以来，印尼央行已将印尼盾 7 天期逆回购利率累计上调 175 个基点至 6.00%。该系列加息决定仍与印尼央行先发制人、尽量提前且具有前瞻性的战略是一致的，目的是巩固国内金融市场的稳定性，抵御全球金融市场不确定性的上升。我们对美联储的预期仍然是 2019 年会加息三次且每次加息 25 个基点，但由于美联储将重点转向数据依赖，所以美联储明年的政策路径将变得更加不确定。因此，如果美国经济数据显著减弱或中美贸易紧张局势再度升温，那么美联储 2019 年 75 个基点的累计加息可能面临一些下行风险。目前，我们保持 25 个基点/季度的加息预测，分别是在 2019 年第一季度、第二季度和第三季度加息，到 2019 年底达到 6.75%。

韩国央行

韩国央行于 11 月将其基准利率上调 25 个基点至 1.75%，这是继 2017 年 11 月以来的首次加息。此次加息主要是为了解决金融失衡的风险，同时也是为了缩小与美国利率的差距。虽然韩国央行行长李柱烈指出政策利率尚未达到中性水平，但经济增长疲软和国内通胀受阻应该会促使韩国央行在货币政策正常化方面保持非常缓慢的步伐。我们预计韩国央行将在 2019 年上半年保持现行货币政策不变，但前提是韩国的国内经济状况以及全球主要经济体的利率正常化轨迹均未出现重大意外情况。

马来西亚央行

在今年最后一次的货币政策会议上，马来西亚央行将隔夜政策利率维持在 3.25%，法定存款准备金率维持在 3.50%。自 1 月份加息以来，政策利率一直保持不变。从那时起，经济增速和通胀都有所缓和，而林吉特的疲软持续存在。国内燃料价格的浮动（可能在 2019 年下半年实施）和消费税政策有望将明年的通胀率提升至可控水平。虽然经济增长风险倾向于下行，但我们认为马来西亚央行目前不太可能重新设定政策利率路径。

泰国央行

泰国央行预计将在 2018 年 12 月将政策利率从 1.5% 上调至 1.75%。对于 2019 年，我们预计泰国央行会将基准利率从 1.75% 缓慢上调至 2%，具体时间可能在 2019 年下半年。逐步减少货币政策调整将继续支持经济增长，并有助于限制未来的金融稳定风险。

菲律宾央行

为遏制通胀并保持市场信心，截至 11 月底，菲律宾央行今年已经对其逆回购利率进行了五次上调，累计上调了 175 个基点，至 4.75%。由于明年美元可能会进一步走强，因此通胀存在上行风险，而菲律宾比索存在下行风险，导致菲律宾央行 2019 年很可能会继续加息。我们预计菲律宾央行在 2019 年上半年可能会将逆回购利率上调 50 个基点。

越南央行

由于经济状况良好且能够很好地应对更高的利率，越南央行可能会在 2019 年下半年将政策利率从 6.25% 上调至 6.5%，以降低金融稳定性风险。此外，货币政策正常化有助于降低通胀压力，并使明年的总体通胀保持稳定。

实际 GDP 增长预测

同比%	2017	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F
中国	6.9	6.6	6.3	6.8	6.7	6.5	6.4	6.6	6.4	6.2	6.1
欧元区	2.4	1.9	1.6	2.4	2.2	1.7	1.4	1.5	1.5	1.7	1.7
香港	3.8	3.3	2.8	4.6	3.5	2.9	2.4	2.5	2.9	2.8	2.8
印尼	5.1	5.3	5.2	5.1	5.3	5.2	5.3	5.1	5.3	5.2	5.2
日本	1.7	1.0	0.8	1.1	1.4	0.4	1.0	1.2	0.7	1.7	-0.3
马来西亚	5.9	4.8	4.8	5.4	4.5	4.4	4.7	4.6	4.7	4.8	4.9
菲律宾	6.7	6.2	6.5	6.6	6.2	6.1	6.0	6.4	6.4	6.5	6.5
印度	7.1	6.7	7.2	7.7	8.2	7.1	6.8	6.8	6.8	7.2	7.1
新加坡	3.6	3.4	2.5	4.6	4.1	2.1	2.6	1.7	2.5	3.2	2.7
韩国	3.1	2.5	2.5	2.8	2.8	2.0	2.3	2.4	2.3	2.8	2.5
台湾	2.9	2.7	2.3	3.1	3.3	2.3	2.1	2.3	2.1	2.4	2.3
泰国	3.9	4.2	4.0	4.9	4.6	3.3	4.0	3.7	3.8	4.2	4.2
美国(环比)	2.2	2.9	2.0	2.2	4.2	2.3	2.5	1.2	2.0	1.2	0.8

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”），2019年第1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。