



2019 年第一季度 大华银行投资观察

2019 年第一季度

全球宏观背景

2019 年全球经济增速或将放缓，鉴于：贸易流量减少；制造业活动持续放缓；全球贸易紧张局势再次爆发。但要明确的是，经济增速放缓并不意味着 2019 年会发生经济衰退。我们依然预计美联储在 2019 年会加息三次，但很可能从经过良好沟通的“渐进式利率轨迹”转向更加强数据依赖性的利率轨迹，这使得政策路径变得更加不确定。风险存在于美联储或从加息 3 次减少至只有加息 2 次，但绝不可能是零次。

固定收益

固定收益在 2019 年应该会好转。加息步伐可能在 2019 年放缓，我们认为目前走阔扩大的信贷利差意味着公司债券的估值非常具有吸引力。因此，我们认为寻求较高收益率的投资级信用债券比较安全，并且这些信用债券的表现应该会优于政府债券。鉴于投资环境的不确定性，我们认为相较于高收益债而言，应增持投资级信用债券。

资产配置

市场波动性在 2018 年第四季度急剧上升，并可能在 2019 年第一季度保持在相对高位。虽然我们继续强调全球基本面保持健康，但困扰市场的风险问题有所增加。总体而言，我们给予客户的策略建议是在**股票、固定收益和商品之间保持中性权重**。我们建议保持平衡、谨慎和敏捷的资产配置，等待市场反弹。

商品

2018 年对整个商品领域来说是充满挑战的一年。黄金因利率不断上升而受压，而铜则受到全球经济增速放缓和中美贸易冲突的影响。由于油价在第四季度暴跌超过 1/3，美国原油和全球原油遭遇强烈抛售。鉴于供过于求的问题持续存在，布伦特原油价格可能会受到抑制并在目前的 55 美元/桶至 65 美元/桶交易区间内波动。

股票

我们对美国股市和欧洲股市保持中立看法，但对日本股市保持积极看法。2018 年困扰新兴市场的风险因素仍然存在。其中包括中美贸易局势紧张、利率不断上升以及中国 GDP 增速放缓。然而，这些因素已基本体现在股价上，新兴市场估值看起来非常具有吸引力。

外汇和利率

2019 年的美元前景明显不如 2018 年强劲。现在各类的驱动因素都在削弱美元的强势。预计 2019 年第三季度，人民币兑美元汇率仍然从 7.0 走软至 7.10 美元。但欧元兑美元可能会回升至 1.20。虽然美联储逐步收紧货币政策的风险有所增加，但我们现在就认为暂停还为时尚早。我们预计 3 个月美元 Libor 将在 2019 年第二季度超过 3%，而 3 个月期 Sibor 和 3 个月期 SOR 都将在 2019 年第一季度超过 2%，到 2019 年第四季度将升至 2.5%。

全球宏观背景

2019 年全球经济增速同步放缓



数据来源：经济合作与发展组织、大华银行全球经济与市场研究部

2019 年全球经济增速同步放缓，但还不至于发生经济衰退

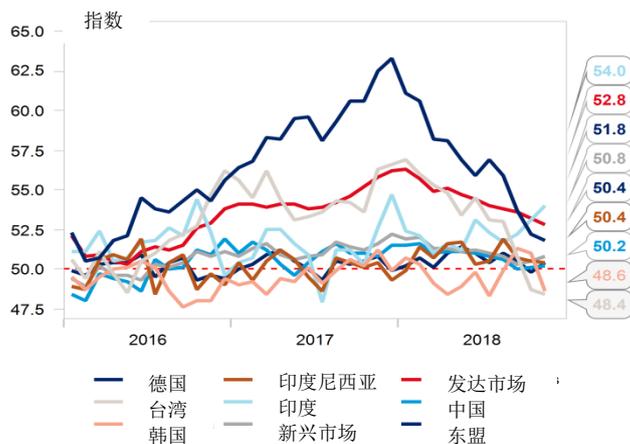
尽管中美贸易紧张局势愈演愈烈，但 2018 年全球经济增长情况却意外好于预期。进入新的一年，我们预计全球经济增长步伐将会放缓，对此，我们有充足的理由：贸易流量减缓；制造业活动持续放缓，从 PMI 数据就可以看出这一点；全球电子业陷入周期性衰退。全球贸易紧张局势可能会再次突然爆发，继而伤害制造企业，导致出口订单减少，商业信心下降。我们预计中国 GDP 增速将在 2019 年进一步放缓至 6.3%，这是自 1990 年以来的最低水平，将对亚洲其他地区的经济活动造成压力，而欧洲经济增速可能放缓至 1.6%。日本 2019 年的经济增长前景可能特别具有挑战性，鉴于贸易问题（即潜在的汽车关税）和即将于 2019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

资产配置

经季度调整后的新兴市场 Markit 制造业 PMI



数据来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

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过充分沟通的“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（截至目前，“停火”期已超过 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 2019 年经济增长前景。

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。

谨慎但不悲观

市场波动性在 2018 年第四季度急剧上升，并且可能在 2019 年第一季度保持在相对高位。虽然我们继续强调全球 GDP 增长和全球盈利增长等基本面仍然健康，但困扰市场的风险问题的数量已经增加。这些风险包括中美贸易局势紧张、美联储过度激进、美元流动性紧张、中国经济增速放缓、英国脱欧不确定和全球扩张周期结束。虽然我们对所有这些问题的基本观点并不非常消极，但风险上升的事实增加了市场下跌的可能性。我们认为对风险保持谨慎是有道理的，但不建议采取完全避险的策略。虽然宏观环境波动，但我们提醒投资者，全球基本面相当稳固，股市估值和信贷息差在经历疲弱的一年之后已经变得相当具有吸引力。我们建议在主要资产类别之间保持中性配置。由于美联储可能越来越接近其加息周期顶点，固定收益和股票都有获得正回报的空间。我们继续建议投资者保持多元化资产类别，平均分散资产配置，同时保持警惕，以观测可能进一步升级的各种风险。

全球扩张仍然正面，但接近周期尾端。全球扩张即将进入第 11 个年头，并且正在成为有史以来扩张周期最长的一次。大多数指标仍表明 2019 年又会是一个全球经济增长年度。但我们担心新的经济衰退风险可能在 2020 年开始上升。到 2020 年美国刺激计划的效果将会下降，在此之前美国利率可能会一直维持高位，而国债收益率曲线也会经历一段明显的倒挂时间。虽然战后的几次美国国债收益率曲线倒挂一般是发生在全世界经济出现衰退之前，但经济衰退开始的时间却不尽相同，有时需要 3 年时间才开始经济衰退。此外，股票等风险资产在每个扩张周期的最后几年通常会表现良好。在 2007 年结束的扩张周期中，全球股票在最后两年（以及收益率曲线出现倒挂后）上涨了 40%，而在 2000 年结束的这轮周期中，股票在最后两年上涨了 35%。因此，我们建议在成熟的扩张周期中要保持谨慎，但也要了解到风险资产仍可在扩张周期的最后几年中表现良好。

全球风险正在上升，但仍存明显的反弹空间。美国贸易政策和美联储政策是我们在 2018 年底最主要的担忧。2018 年投资最大的阻力是美联储稳步收紧货币政策。虽然一年内进行 4 次加息（我们假设这个 12 月会加息）从历史角度来看并不算激进，但结合量化紧缩、强势美元环境、全年油价上涨以及发达市场信贷低增长等问题之后，就构成了一个相当激进的货币紧缩环境。越来越多的证据表明，货币紧缩正在影响全球市场和对美国利率敏感的经济部门，如住房、汽车和资本支出。虽然我们仍然预计 2019 年会有更多的加息，但我们认为美联储 2019 年的紧缩程度将不那么激进。如果紧缩路径有所缓解，那么债券和股票市场都应该会做出积极回应。下一个主要风险继续围绕贸易。有越来越多的证据表明，特朗普政府担心经济增长和市场疲软的迹象，可能会接受贸易协议以缓解全球经济，但最近华为首席财务官被捕可能会破坏任何进展。我们预计中美贸易冲突将可以避免显著升级，但这个谈判过程将会持续较长时间。此外，受意大利预算和英国脱欧问题的影响，欧洲政治风险可能会变得越来越麻烦。

我们谨慎但不悲观。站在 2019 年初，展望大多数资产类别喜忧参半。对于固定收益市场而言，美联储立场放松或将有助于 2019 年固定收益市场回归正值回报。伴随着加息和利差扩大，债券投资组合的平均收益率在 2019 年有望将会显著提升。如果加息步伐在 2019 年放缓，那么固定收益表现将会更佳。股票市场估值已变得颇具吸引力，并在大多数市场超卖。全球增长和盈利仍然维持良好，但在关键的全球风险问题得到缓解之前，风险情绪可能会继续受到抑制。商品在后周期阶段经常表现优异，但石油价格趋势的混合信号以及中国对基本金属的需求放缓使得商品前景也喜忧参半。总体而言，**我们对客户的策略建议是在股票、固定收益和商品之间保持中性权重。**我们还建议投资者要保持平衡、谨慎，并不断观测 2019 年转向积极或消极的可能性。

股票

随着我们勇敢地进入新的一年，在许多投资者的心目中，2018年10月/11月市场抛售的记忆仍然如新。那些在2017年有着良好投资收益的精明投资者在2018年伤痕累累，希望投资者在2019年能被生活所善待。

2018年对于许多经济体和企业来说又是一个增长的好年景。然而，这种增长或将在2019年放缓，但我们预计并不会出现衰退。在经济扩张的后周期时代，市场会因扩张即将结束而有所紧张，因此波动性会上升。也就是说，投资机会仍存，在不同板块之间轮动将构成重要的股票投资策略。

我们对美国股市维持中性立场。伴随着2018年末的抛售，美国12个月预期市盈率低于5年平均水平1个标准差，与20年平均水平相一致，并且2年每股盈利复合年增长率为10%。每股盈利势头似乎已达到顶峰，但目前仍保持大致稳定，只有轻微下调。也就是说，在相对估值水平上，摩根士丹利资本国际美国指数（MSCI US）高于摩根士丹利资本国际全球指数（MSCI AC World）。虽然美股相对于环球股票的强劲表现在11月转为负面，但我们认为美股仍有取得部分相对收益的机会，因市场仍在等待美元触顶以及后经济周期时代的结束。周期性股票推动了2018年美股大幅上涨，但这一趋势在10月份已明显逆转。随着市场对后经济周期进行定价，我们认为仍存从周期性股票向防御性股票转换的趋势。美联储加息暂停的预期将使市场重新关注派息型股票，因在经济扩张周期尾端，市场更偏爱有韧性且盈利稳定的公司。我们建议投资者关注优质的防御性股票和本金保护的投资结构，以防范下行风险。

我们对欧洲股市维持中性立场。欧元区（特别是德国）持续低于预期的经济数据，使欧股承压。由于劳动力成本上升以及出

口增速放缓，企业利润受到挤压。因此，那些过于依赖于海外业务（尤其是中国和美国）的公司可能会面临更多与贸易相关的阻力。但并非所有公司都是如此。由于资产负债表健康和现金流强劲，我们偏爱公用事业和能源公司等防御性行业股票。

我们对日本股市维持乐观看法。最近一个季度经济增速明显放慢、中美贸易紧张局势、再加上日本将于2019年10月上调销售税，使投资情绪承压。再叠加温和的通胀条件，日本央行不太可能进行货币正常化，而是将继续选择保持宽松，这将利好日本股市。此外，目前较低的股票估值和安倍经济学吸引国内外投资者不断流入资金的趋势，将使日本股市在2019年获得大幅重新定价的可能性上升。

新兴市场股市看起来更具吸引力。2018年困扰新兴市场的风险因素仍然存在。其中包括中美贸易局势紧张、利率不断上升以及中国GDP增速放缓。然而，这些因素在很大程度上已经反映在股价中，估值看起来非常具有吸引力。事实上，MSCI新兴市场价值指数的表现低于MSCI增长指数22%。MSCI新兴市场价值指数的市净率为1倍，相对于MSCI增长指数有59%的折让，甚至低于10年平均值49%。因此，价值股可能会有不错的表现。

此外，由于美联储可能会变得更为温和，美元的进一步上涨的可能性在2019年看起来相对有限。这对新兴经济体来说可能是个好兆头。我们维持对中国的积极观点。2018年，虽然企业盈利增长了11%，但中国股票大幅下跌，MSCI中国指数现在的交易价格低于其12倍的长期市盈率。任何在投资情绪方面的积极转变都将推动股价强劲反弹。

商品

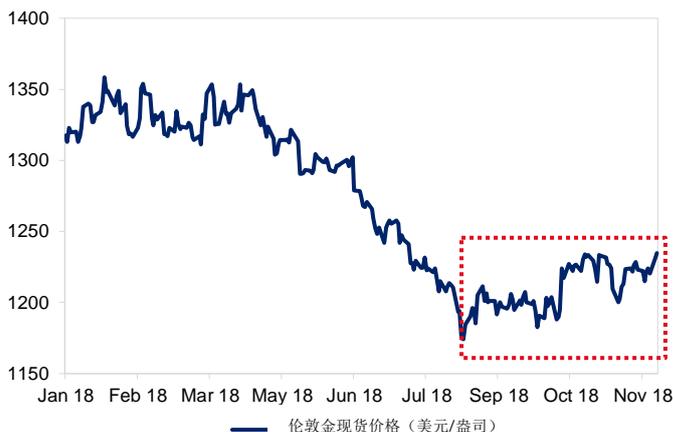
原油从铜和黄金手中接过波动接力棒

黄金：在 1,200 美元/盎司上方企稳。2019 年对于整个商品领域来说将是非常具有挑战性的一年。在整个 2018 年，黄金受到不断上升利率的压力。在这次抛售中，黄金的净多头头寸已被完全平仓，这是二十年多年以来从未出现过的情景。然而，由于美联储可能在 2019 年达到其紧缩周期的尾端，我们认为黄金会逐渐出现支撑。此外，上述超卖仓位也提供了新的支持，我们现在将黄金前景从看跌上调至中性，同时认为金价在 2019 年将从 1,200 美元/盎司上修至 1,300 美元/盎司。

铜：在持续的全球贸易紧张局势中，于 6,000 美元/吨上方保持坚挺。因为全球经济增速放缓以及中美贸易冲突拖累贸易，铜价也面临挑战。同样，铜净多头头寸大多被清仓，而伦敦金属交易所、纽约商品交易所和上海期货交易所的全球库存量自 4 月份达到峰值以来也减少了一半。因此，在 2019 年，3 个月伦敦金属交易所铜的价格上限可能在 6,000 美元/吨至 7,000 美元/吨的交易区间内。虽然铜的强势将受到持续的全球贸易紧张局面的限制，但超卖的仓位和库存将会缓和铜价的走软。

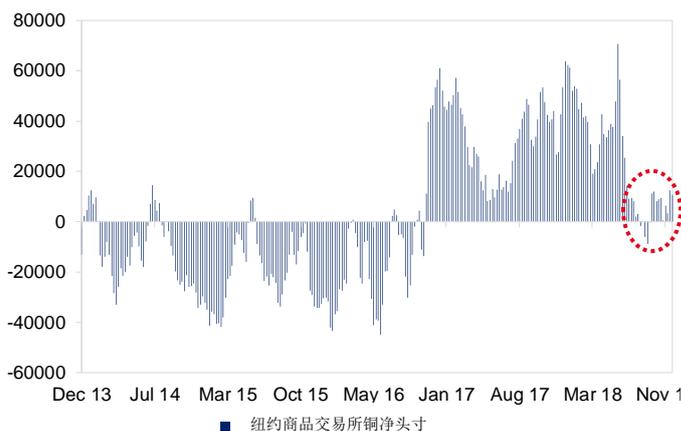
布伦特原油：在重新出现供过于求的担忧之际，波动性将继续保持高位。布伦特原油在 2018 年第四季度遭遇了强烈抛售，仅 6 周就暴跌超过 1/3。美国、俄罗斯和沙特阿拉伯的原油供应量进一步增加，再加上特朗普政府暂时豁免部分伊朗石油出口，引发了原油抛售。因此，原油的 3 个月期隐含波动率高达 50%，远高于铜的隐含波动率（约 20%）和黄金隐含波动率（约 10%）。总体而言，考虑到挥之不去的供过于求的问题，布伦特原油可能会受到抑制并在目前的 55 美元/桶至 65 美元/桶的交易区间内波动。最近，欧佩克已同意与俄罗斯及其他原油生产国每日减产 120 万桶。但市场参与者仍担心此次减产幅度不足以抵消全球供应增加。

最近几周，黄金一直在 1,200 美元 / 盎司左右盘整



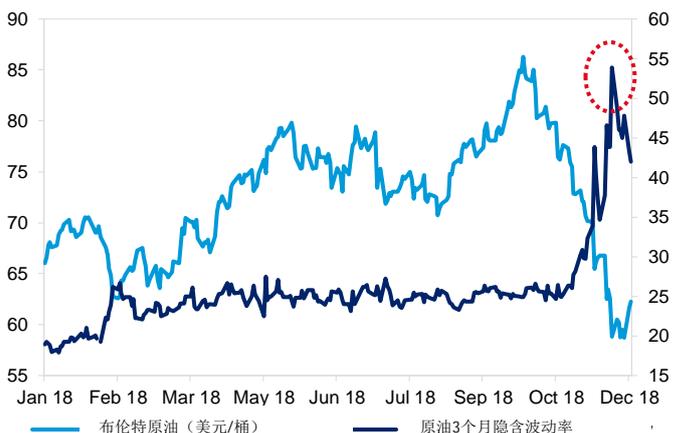
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

由于全球贸易问题，铜净多头头寸大多被清仓



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

布伦特原油隐含波动率飙升，仅 6 周价格就下跌超过 1/3



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

2018 年，随着全球利率上升和信贷利差扩大，大多数固定收益指数都在努力实现正回报。从地理位置来看，债券市场受到了挑战。发达市场、新兴市场和亚洲市场都在不断上升的利率环境中挣扎。全球政府债券表现不佳，但公司信用债券的表现更差。投资等级债券和高收益率债券都在挣扎。虽然短久期表现相对好一些，但仅仅是非常短期的 1 年现金（如固定收益基金）在 2018 年保持正面。

债券前景应在 2019 年有所改善。我们预计 2019 年美联储的加息步伐将会放缓，我们认为目前信用债的息差扩大意味着企业债的估值颇具吸引力。债券收益率在 2018 年已经显著上升，如果美联储在 2019 年开始放缓政策，那么 2019 年产生负收益率的可能性应该会小得多。不断上升的利率仍然是阻力，但不会达到 2018 年的水平。

我们的周期观点仍然支持信用债，而不是政府债。我们认为 2019 年发生经济衰退的可能性很低，但风险将在 2020 年开始上升。在过去的 5 个经济周期中，信贷息差在周期结束前的最后 6-12 个月仍然偏紧，直到增长周期转向下降的迹象越来越明显。虽然我们认为经济衰退的风险在 2020 年会有所上升，但并没有很多指标指向经济衰退，而信用债市场下跌和企业健康恶化还为时过早。目前的趋势表明，全球企业状况良好，现金流强劲，盈利增长强劲。2018 年信贷息差扩大使得估值在周期的

这个阶段具有异常吸引力。因此，我们认为寻求收益率更高的投资级信用债属于安全之举，并且他们的表现应该会好于政府债券。

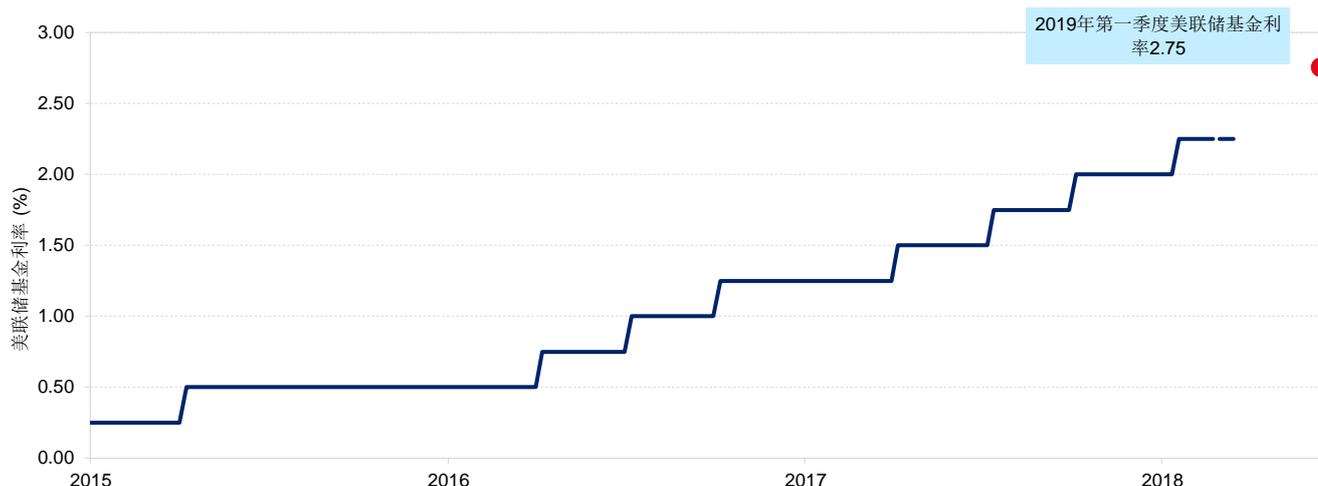
债券久期中性化。2018 年，在美国国债收益率上升期间，长久期的债券趋于受损。虽然美国 10 年期国债收益率在年初为 2.4%，在 12 月初为 3%左右，较短期限的美国国债收益率也发生了显著变化，2 年期国债收益率从不到 1.8%上升至 2.8%。因此，虽短久期债券对利率的敏感性较低，但仍受到了整体债券收益率上升的影响而大幅上升。随着我们进入 2019 年，大部分债券收益率明显上升，因此收益率曲线趋于平缓。由于我们预计 2019 年美联储在货币紧缩方面不那么激进，因此预计市场对短久期债券的需求将会下降。因此，对于久期的选择，我们建议从短久期调整至久期中性化。

我们看好美元计价的信用债，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。虽然我们继续配置亚洲和新兴市场信用债，鉴于其收益较高，但由于波动性上升，注意不要过度重仓。鉴于投资环境的不确定性，我们认为应增持收益率较高的投资级信用债券。

外汇和利率

美国

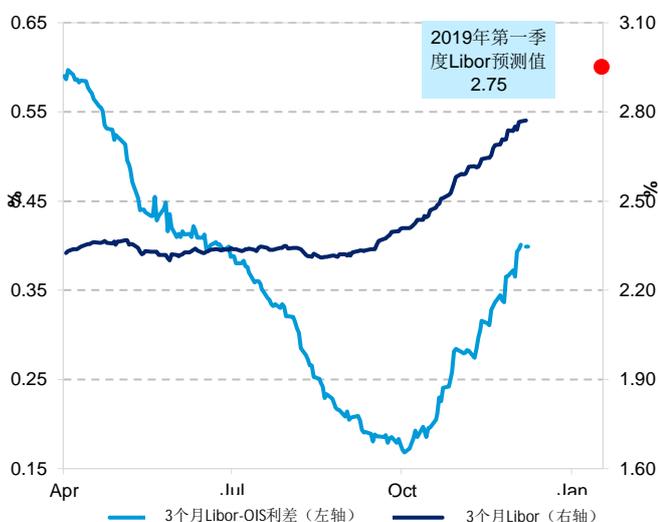
美联储基金利率



我们也维持对 2019 年加息三次，每次 25 个基点的预期，这意味着我们预期美联储会在 2019 年年中超过 3.0% 的联邦基金目标利率。尽管如此，美联储或将从已充分沟通的“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（超出点图中隐含的内容），除非美国的通胀数据意外大幅上涨。

3 个月美国 Libor



- 我们预计 2019 年第一季度末 3 个月期 Libor 将达到 2.95% 左右。
- 由于流动性趋紧，Libor-OIS 利差预计将比正常水平更高。
- 2019 年美国货币政策将通过加息和缩表进一步收紧，使得 Libor 上行有充分理由。

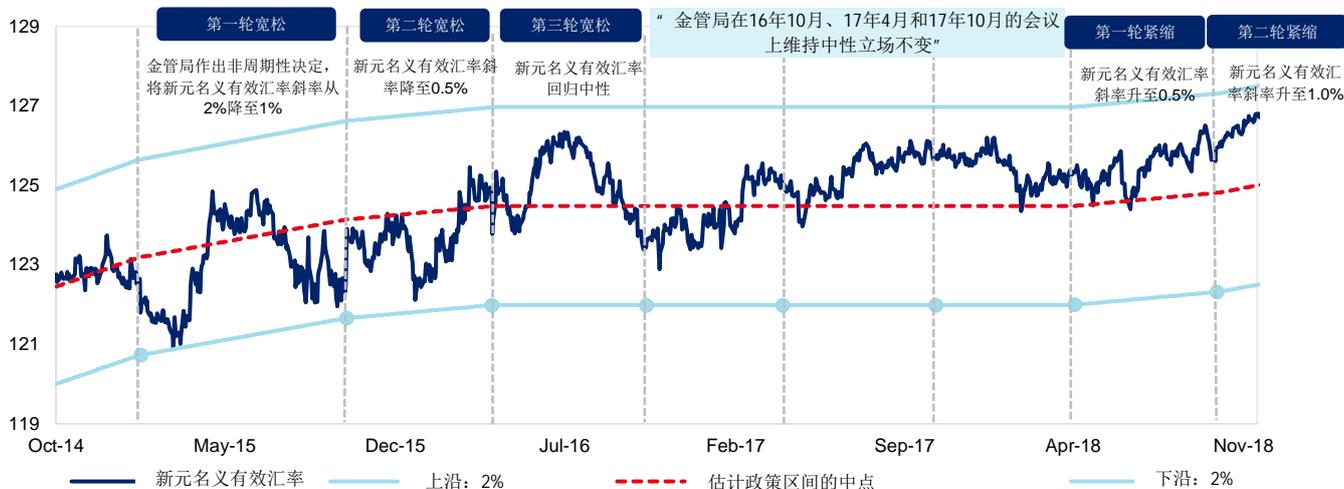
10 年期美国国债



- 我们预计 2019 年第一季度末 10 年期美国国债收益率将达到 3.25%。
- 趋平的收益率曲线与美联储的加息周期一致。收益率曲线出现倒挂情景的可能性仍然存在。
- 财政赤字和美联储资产负债表前景对美国国债产生负面影响（即令美国国债收益率走高）。

新加坡

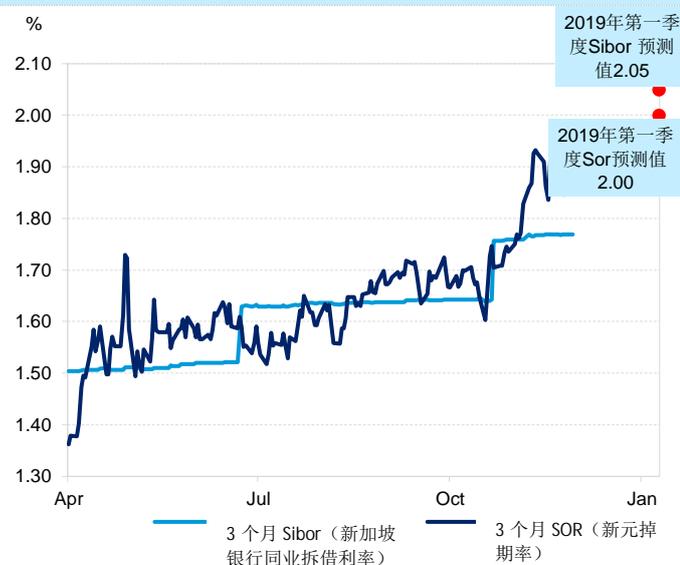
新加坡元名义有效汇率



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。

事实上，中美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或将在 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（每年召开两次）上上调其货币政策斜率。总体而言，我们维持美元兑新元汇率将逐步上升以测试 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。

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）



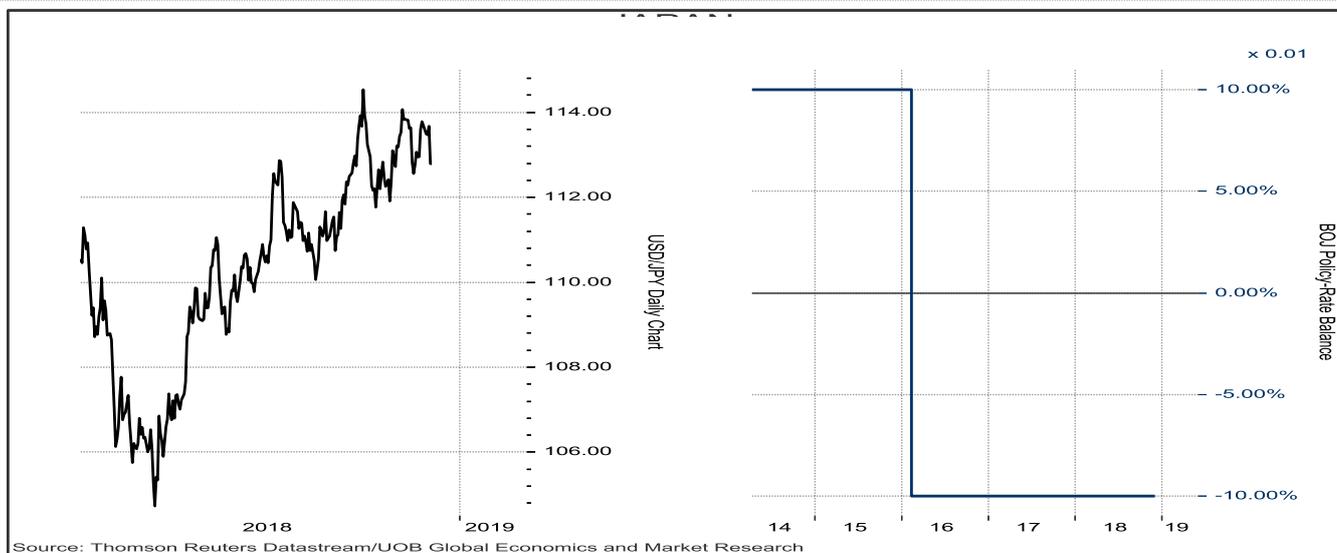
- 我们预计 3 个月新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）在 2019 年第一季度末分别为 2.00%和 2.05%。
- 持续强劲的新加坡元名义有效汇率（NEER）表明，市场正在考虑新加坡金管局将于 2019 年 4 月收紧货币政策的可能性。
- 年末国内流动性可能面临压力。

10 年期新加坡政府债券收益率



- 我们预计在 2019 年第一季度末新加坡 10 年期政府债券收益率达到 2.75%。
- 新加坡政府债券供应计划在 2019 年第一季度有两种拍卖，一种拍卖是 5 年期的，一种拍卖是 30 年期的。重点将放在 30 年期的新加坡政府债券拍卖上，因为这种期限支持更长期限债券的收益率。
- 在没有国内信贷压力或避险情景的情况下，预计新加坡政府债券收益率与美国国债收益率之间的利差维持稳定。

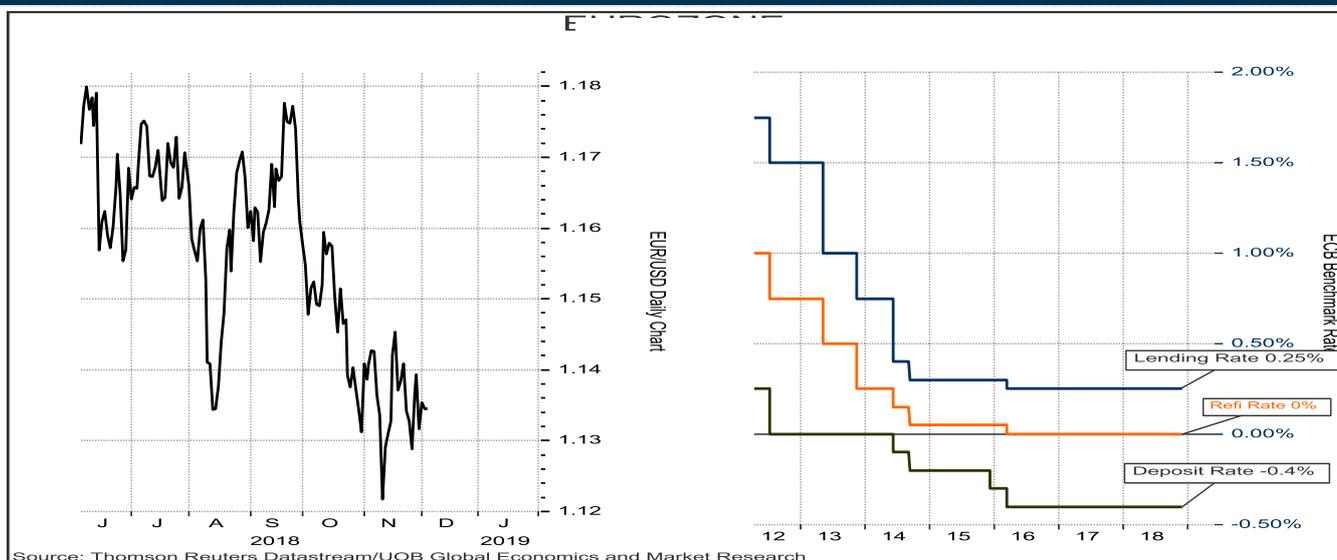
日本



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。

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逐渐让日元贬值。因此，我们重申我们对美元兑日元的预测，即在 2019 年第一季度为 113，在 2019 年第二季度为 114，在 2019 年第三季度和第四季度将至 115。我们认为这些预测的主要风险在于股市会不会遭遇更大的冲击，一旦遭遇更大的风险将最终引发避险资金重返日元。

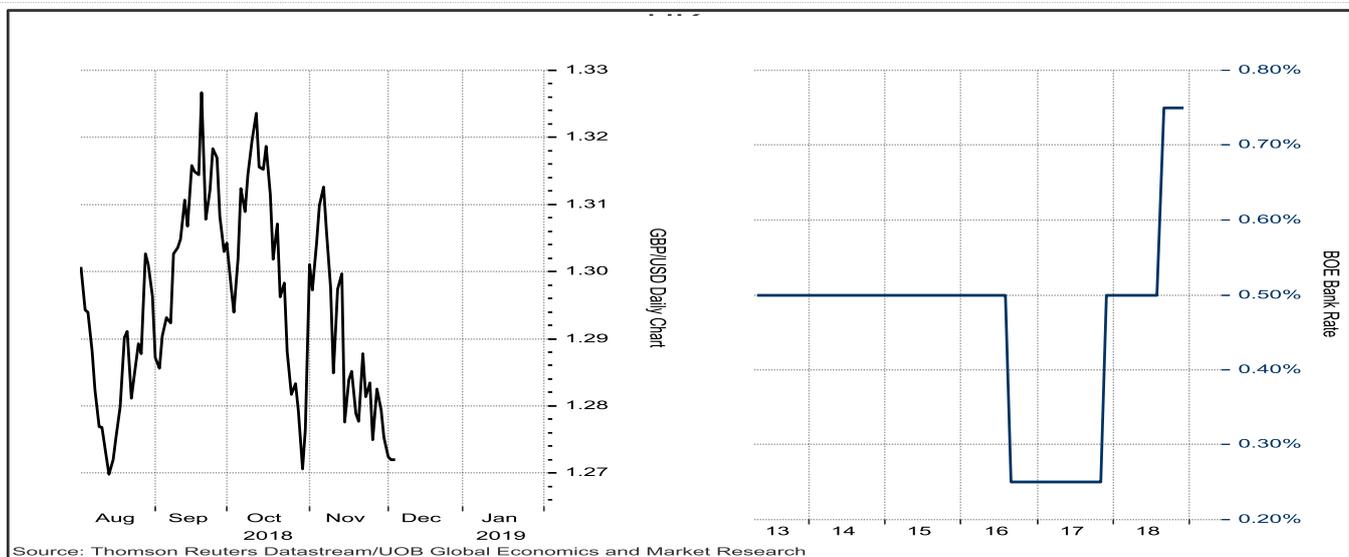
欧元区



对于欧洲央行，我们仍然预计其资产购买计划将于 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%）。

总体而言，由于欧元面临阻力，市场定价欧元区逐渐收紧货币政策，我们认为欧元会持续复苏。我们预计欧元兑美元在 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。

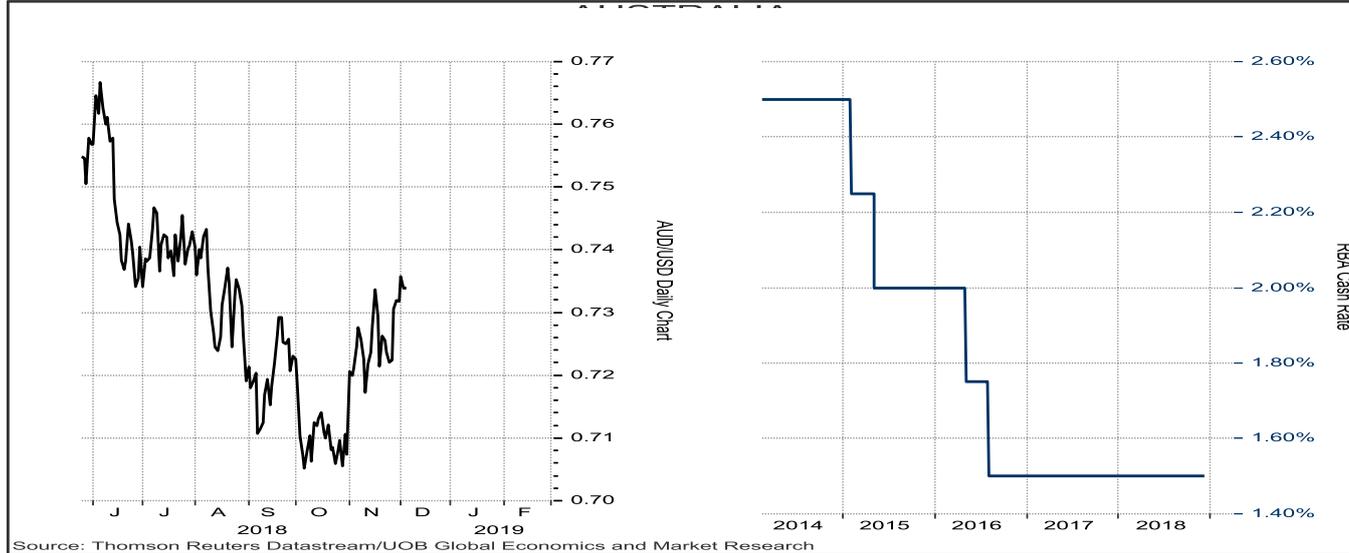
英国



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，但仍然非常小心利率可能会向两个方向发展。

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。最近几个月，现货和期权的头寸也在不断下降。我们仍对英镑兑美元维持看跌看法，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。

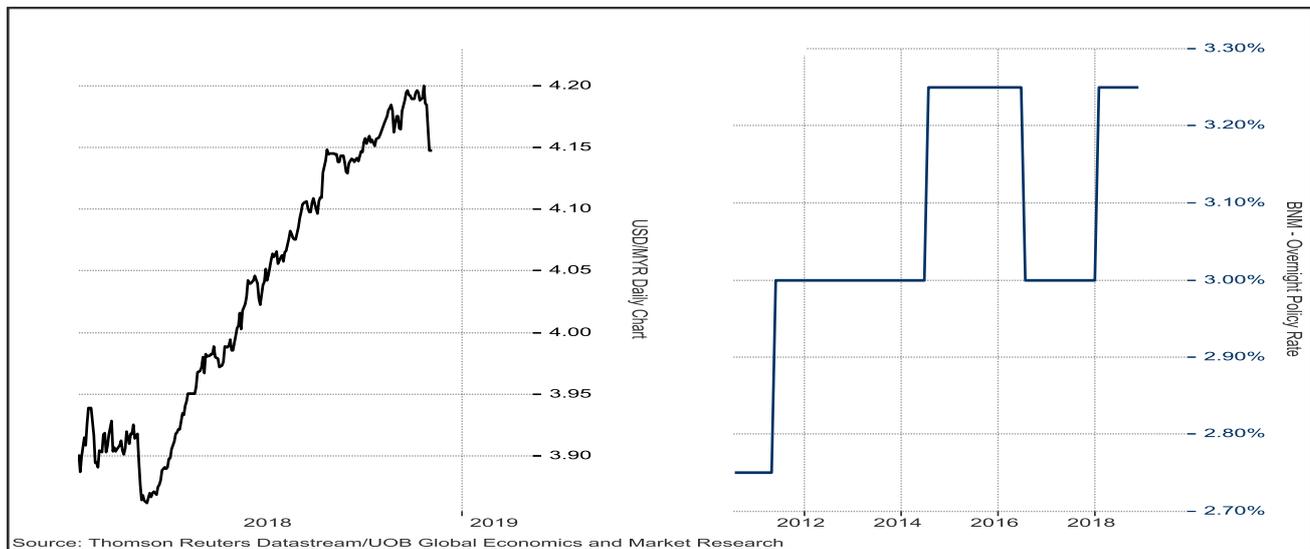
澳大利亚



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加速的大局仍完好无损，但我们认为澳洲联储至少会在 2019 年底之前维持政策不变。

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走完。对澳元的看跌仓位（根据美国商品期货交易委员会）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。我们更新澳元兑美元汇率的预测，预计在 2019 年第一季度达到 0.74，在第二季度达到 0.75，在第三季度达到 0.76，在第四季度达到 0.77。

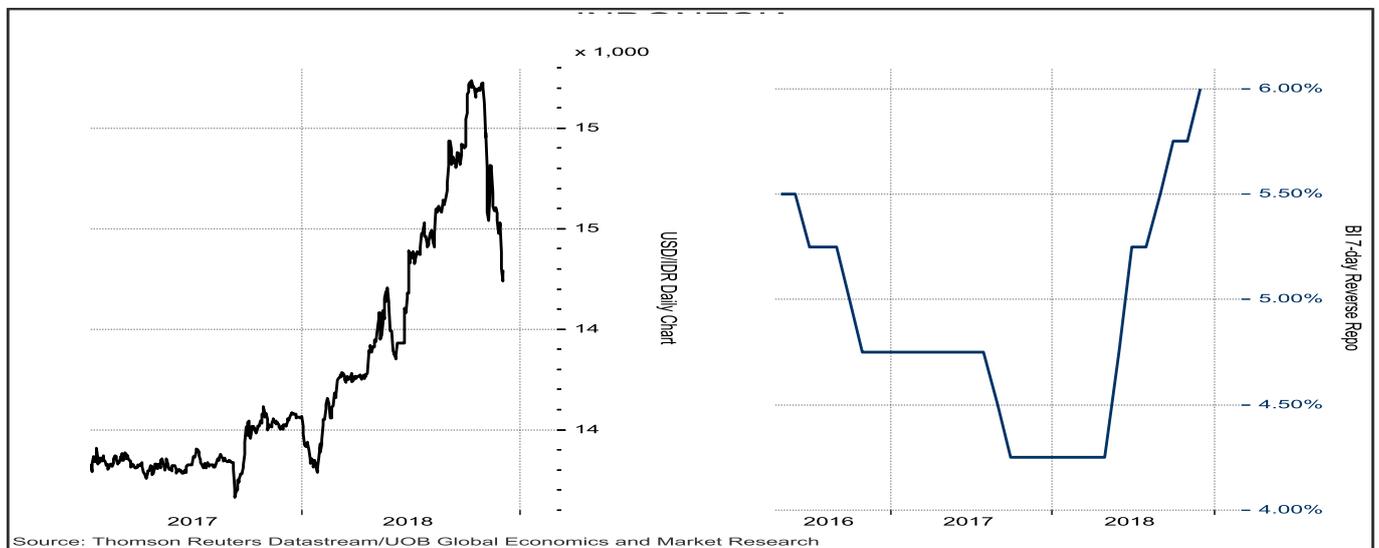
马来西亚



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。值得关注的是马来西亚央行在下次货币政策会议（2019 年 1 月 24 日）上的基调以及马来西亚 2018 年第四季度的 GDP 数据（2019 年 2 月 14 日发布）。

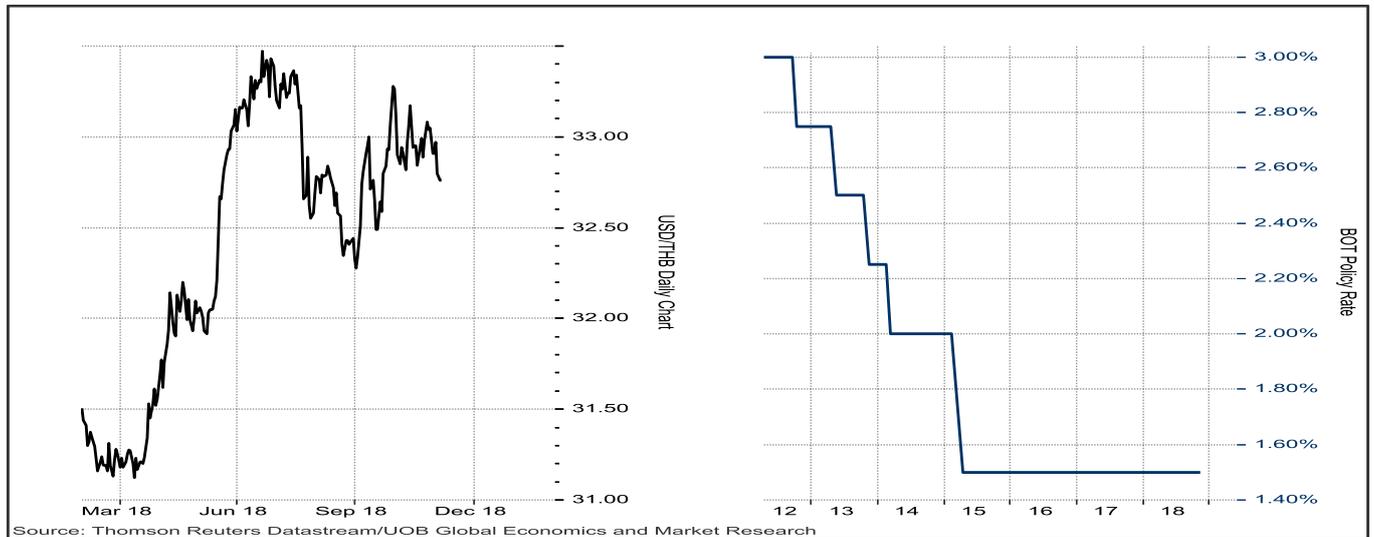
马来西亚林吉特兑美元存在进一步走软至 4.20 下方的风险，特别是如果人民币及其他区域货币恢复走软趋势的话。尽管布伦特原油价格从 10 月份的 86.74 美元/桶的高位突然暴跌至目前约 60 美元/桶的水平，但几乎没有对马来西亚林吉特产生转嫁效应。马来西亚政府还重申，由于油价下跌，此时不会对预算进行任何重新调整。经常账户盈余继续受到健康商品贸易顺差的支撑。我们修订了对美元兑马来西亚林吉特汇率的预测，预计该货币对在 2019 年中期将达到 4.23，到 2019 年底将达到 4.25（之前的预测分别是 4.22 和 4.20）。

印尼



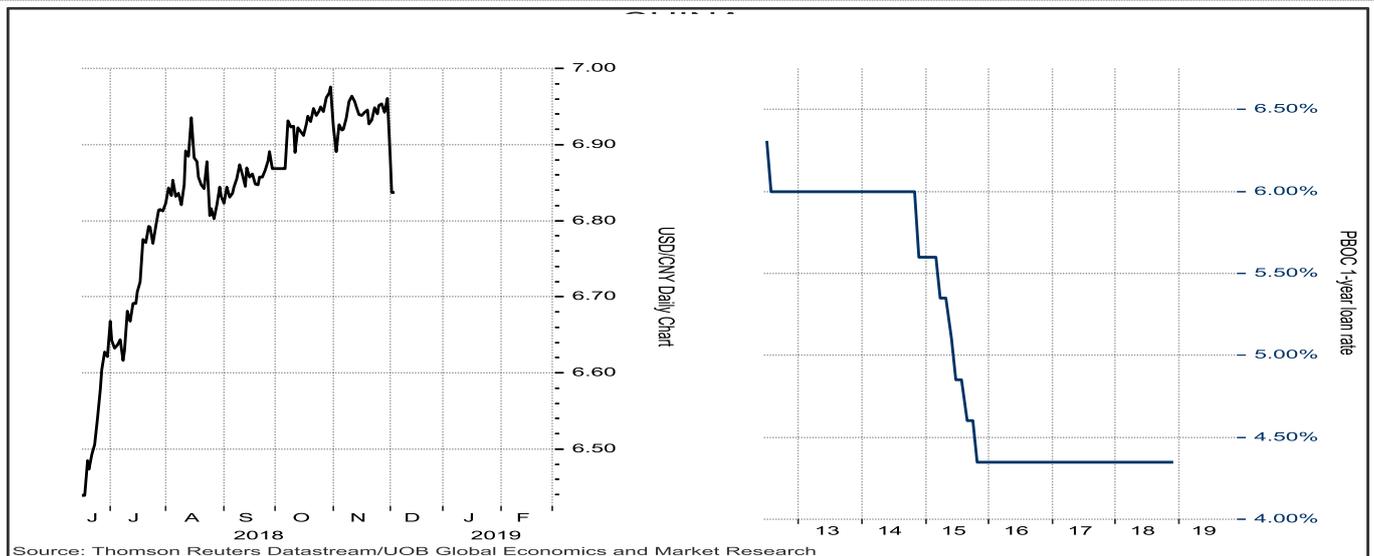
自今年 5 月以来，印尼央行已将印尼盾 7 天期逆回购利率累计上调 175 个基点至 6.00%。该系列加息决定仍与印尼央行先发制人、尽量提前且具有前瞻性的战略是一致的，目的是巩固国内金融市场的稳定性，抵御全球金融市场不确定性的上升。2019 年，印尼盾背后的宏观背景仍然充满各种挑战。在国内，印尼的经常账户和财政账户（分别为-2.5%和-2.0%）尽管有一些改善，但预计将继续保持负值区域。随着美联储继续其逐步加息步伐，这使得印尼盾与其他新兴市场货币一起贬值。在国外，中美之间旷日持久的贸易争端迟迟得不到解决，令印尼也无法避开贸易阻力。也就是说，印尼央行在 2019 年会配合美联储的紧缩步伐，以减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。

泰国



我们预计 2019 年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。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。现行参考汇率为 33.0。

中国



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成本上。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政策利率（一年期贷款利率和一年期存款利率）下调动作。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。在近期中美贸易关税战暂时停战之后，预计美元兑人民币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汇率明年将会在 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。

外汇、利率和商品展望

外汇	2018年12月7日	2019年第一季度预测	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测
美元兑日元	113	113	114	115	115
欧元兑美元	1.14	1.15	1.16	1.18	1.20
英镑兑美元	1.28	1.25	1.25	1.26	1.27
澳元兑美元	0.72	0.74	0.75	0.76	0.77
纽元兑美元	0.69	0.69	0.70	0.71	0.72
美元指数	96.8	96.1	95.6	94.5	93.3
美元兑人民币	6.89	6.95	7.00	7.10	7.10
美元兑港元	7.81	7.80	7.80	7.80	7.80
美元兑新台币	30.84	31.20	31.60	32.00	32.00
美元兑韩元	1,118	1,130	1,150	1,160	1,160
美元兑菲律宾比索	52.68	53.00	54.00	55.00	55.00
美元对马来西亚林吉特	4.16	4.19	4.23	4.25	4.25
美元兑印尼盾	14,522	14,600	14,700	14,800	14,800
美元兑泰铢	32.83	33.00	33.30	33.50	33.50
美元兑缅甸元	1,545	1,560	1,580	1,600	1,600
美元兑越南盾	23,310	23,500	23,800	24,000	24,000
美元兑印度卢比	70.90	71.00	72.00	73.00	73.00
美元兑新加坡元	1.37	1.39	1.40	1.41	1.41
欧元兑新加坡元	1.56	1.60	1.62	1.66	1.69
英镑兑新加坡元	1.75	1.74	1.75	1.78	1.79
澳元兑新加坡元	0.99	1.03	1.05	1.07	1.09
新加坡元兑林吉特	3.04	3.01	3.02	3.01	3.01
新加坡元对人民币	5.03	5.00	5.00	5.04	5.04
日元兑新加坡元 X100	1.22	1.23	1.23	1.23	1.23

利率	2018年12月7日	2019年第一季度预测	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测
美国联邦基金利率	2.25	2.75	3.00	3.25	3.25
3个月期美元 Libor	2.77	2.95	3.20	3.45	3.45
10年期美国国债收益率	2.89	3.25	3.25	3.40	3.50
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	0.25
英镑回购利率	0.75	0.75	0.75	1.00	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	2.50	3.00	3.25	3.50	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	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
菲律宾比索隔夜逆回购利率	4.75	5.00	5.25	5.25	5.25
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.77	2.05	2.30	2.50	2.50
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.91	2.00	2.25	2.45	2.45
新加坡元10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	2.26	2.75	2.80	2.80	2.90
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	6.00	6.25	6.50	6.75	6.75
泰铢1天回购利率	1.50	1.75	1.75	2.00	2.00
越南盾再融资利率	6.25	6.25	6.25	6.50	6.50
印度卢比回购利率	6.50	6.75	6.75	7.00	7.00
商品	2018年12月7日	2019年第一季度预测	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测
黄金(美元/盎司)	1,239	1,200-1,300	1,200-1,300	1,200-1,300	1,200-1,300
布伦特原油(美元/桶)	60	55-65	55-65	55-65	55-65
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	6,070	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”），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。
大华银行有限公司注册登记号：193500026Z