



2019 年第二季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

全球贸易的不确定性引发了主要经济体同步经济减速。我们认为美联储在未来不会再加息。换言之，**联邦基金目标利率已在 2.5%水平见顶**。就亚洲而言，各国央行，例如菲律宾央行、印尼央行、印度央行和马来西亚央行，为了缓解经济减速而重回降息之路。而新加坡金管局继去年两次提高新元名义有效汇率后预计今年 4 月份将按兵不动。

固定收益

在发达市场遭遇经济逐步减速以及主要国家央行向鸽派立场倾斜的大背景下，固定收益类资产的前景在 2019 年看起来更具有吸引力，**我们的收益策略偏向于利率、信用债和高收益债券**，我们认为公司基本面表现仍相当强劲，虽然公司债券已经升值，但其信用估值仍属合理。

资产配置

随着美联储暗示利率周期已接近尾声并预计 2019 年不会再加息，全球投资前景大幅改善。**我们的总体投资策略建议仍然是对股票保持中性，略微增持固定收益类资产，增持商品和减持现金类资产**。由于全球经济增速虽减慢但保持正增长，并且已经接近加息周期顶峰，因此多元化资产收益策略预计会从中受益。

商品

美联储结束加息周期，与此同时中国在其储备资产中重新配置黄金，给黄金带来支撑，因此黄金板块将从中受益，**我们对黄金的观点从中性转为正面，将黄金在 2020 年第一季度的目标价位定在 1,450 美元/盎司**。由于欧佩克+继续有节制地减产，**我们将布伦特原油的预测交易区间从之前的 55 美元~65 美元/桶上调至 65 美元~75 美元/桶**。预计伦敦铜会更易于受到全球经济减速影响，因此会在 6,000 美元~7,000 美元/吨区间盘整。

股票

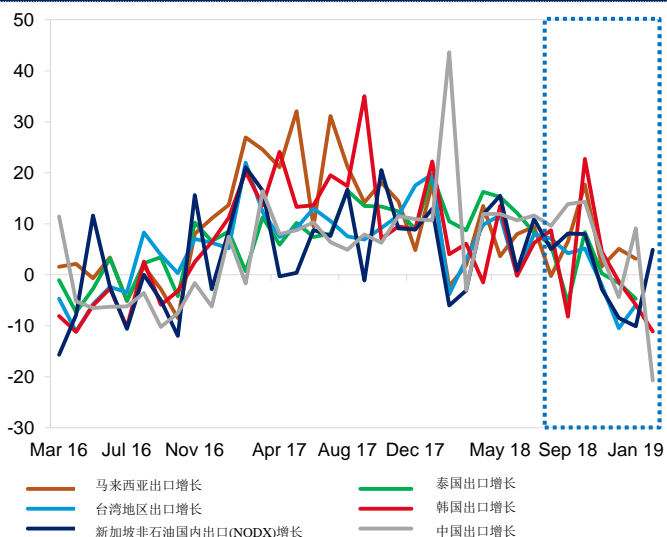
相比固定收益类资产而言，我们对股票的总体建议是中性。这可能听起来有点谨慎，虽然我们的基本假设是股票会从今年第二季度直到年底为止产生中高个位数回报，股票在可能带来积极回报的同时，其不确定性与固定收益类资产相比更大一些。

外汇和利率

由于美联储暗示将结束加息周期，美元的地位日益不稳固。虽然我们仍有信心认为欧元和澳元目前正处于筑底回升过程，但欧元区 and 澳洲较疲软的经济增长前景会限制两者在近期的上涨。由于亚洲各国央行重启宽松并且整个亚洲地区经济增长疲软和出口减速，亚洲外汇目前仍无法从美联储结束加息周期这一点中受益。**鉴于美联储预计不会再加息，3 个月期美元 Libor 会在目前的 2.65% 水平左右徘徊直至年底**。

全球宏观背景

中美贸易战旷日持久,中国引领亚洲地区出口萎缩



来源：经合组织、大华银行全球经济与市场研究部

一切围着贸易转！

去年3月份，也就是刚好一年前，美国总统特朗普宣布计划开始对源自中国的进口商品加征关税以降低美国对中国日益庞大的贸易逆差，从而点燃了中美贸易战的导火索。到去年8月份的时候中美两国均对彼此价值500亿美元的出口商品加征关税。自那时起，特朗普总统威胁对中国2000亿美元的出口商品将关税税率从现有的10%提高至25%，虽然最终并没有兑现，但全球贸易和经济增长仍受到了明显的影响。

无需多言，中美贸易战使持续的中国经济增长放缓雪上加霜，中国的出口首当其冲开始萎缩。中国不得不将今年经济增长目标下调至“约6.0~6.5%”区间，而去年则是“6.5%左右”。在下调经济增长目标的同时，中国还宣布了广泛的财政刺激措施，其中包括力度大于预期的增值税下调，以及将财政赤字占GDP比重扩大至2.8%（2018年为2.6%）。我们认为中国今年的GDP增长率会从去年的6.6%降至6.3%。

随着中国经济增速和经济活动放缓，亚洲出口进一步萎缩。亚洲各国央行（除中国人民银行外）去年不约而同收紧货币政策，但今年却不得不考虑是否取消不合时宜的加息。展望未来，我们认为菲律宾央行、马来西亚央行、印尼央行以及印度央行将会引领亚洲地区的降息。另一方面，我们认为新加坡金管局在4月份会按兵不动。

在中国以外，德国去年末侥幸躲过了技术性衰退，但意大利却未能幸免。欧元区是中国最大的贸易伙伴，中国经济加快放缓会使欧元区经济增长前景承压。因此，欧洲央行不仅将2019年欧元区经济增长预期从1.7%下调至1.1%，还同时暗示会将政策利率维持不变至下年初。为缓解融资压力，欧洲央行宣布进行第三轮定向长期再融资操作（TLTRO III）。

最后，包括中国、亚洲和欧洲地区在内的全球“同步”经济增长放缓似乎已开始影响美国经济。美国许多宏观经济数据，例如零售销售、就业人数和采购经理人指数（PMI），已变得更加不稳定。美联储戏剧性地降低加息轨迹，这表明其已转向鸽派。此外，美联储在作出前瞻性指引时也表示考虑在今年9月份停止缩表。总而言之，我们认为美联储在这轮周期内不会再加息。

然而，为免大家过于悲观，需强调的一点是由贸易收缩引致的全球经济放缓趋势虽已明显加强，但需注意的是此次经济增长放缓与2008/09年全球金融危机期间非常严重的全球经济衰退相比不可同日而语。

资产配置

美联储的 180 度转变改变了一切

2018 年 10 月 3 日的时候，美联储主席鲍威尔表示美元利率远低于中性利率，暗示将来还会有更多加息。全球股市和债市在 2018 年第四季度暴跌。在今年 1 月初，美联储主席突然改弦易辙称美国利率接近中性，美联储不会轻易再次加息。于是乎，2019 年第一季度全球股市和债市反弹，几乎收复 2018 年第四季度全部失地。

由于美联储表示本轮利率周期已接近尾声，预计 2019 年不会再加息，因此全球投资前景大幅改善。过去两年由于加息和信贷息差扩大，固定收益市场收益率提高。而现在固定收益回报不再因加息而遭受利空，债券基金应该能够实现预期的 3~5% 的回报。由于全球各国央行避免进一步收紧货币政策，股市流动性应该会有所改善。如前文所述，2018 年的市场表现看起来与 1994 年加息周期的市场表现类似。到目前为止，2019 年的市场表现与 1995 年当时美联储暂停加息时的市场表现如出一辙。在 1995 年之后股票和债券继续表现强劲。

全球经济扩张减速且势头减弱

全球经济扩张目前已进入第 11 个年头，并且正成为扩张周期最长的一次。大多数地区经济增速低于预期，2018 年全球 GDP 增速为 3.7%，但根据彭博社金融分析师的最新共识预测（该预测低于 2 个月前的 2019 全年为 3.5% 预期值），预计 2019 年经济增速会降至 3.4%。全球经济增速能有 3.4% 已足以对市场构成支撑，但增速比 2018 年下滑会导致全球投资者开始警惕未来增速是否会从现有水平上继续下滑，并增加经济衰退的风险。

许多市场观察人士指出 10 年期和 3 个月美国国债收益率曲线倒挂是经济即将衰退的警示信号。由于收益率曲线倒挂之后 12 到 36 个月期间内总是会跟随出现衰退，我们也认为这是个可靠的指标。但是从投资角度而言，这个信号并非迫在眉睫，并且在收益率曲线倒挂之后的十二个月市场倾向于表现良好。例如在

20 世纪 80 年代的利率周期，全球股市在收益率曲线倒挂后的 12 个月实现了 12% 上涨。在 20 世纪 90 年代的利率周期，市场在美联储暂停加息后的 12 个月实现了 18% 的回报，而在 21 世纪头十年的利率周期，全球股市实现 12% 的回报。因此，虽然接下来 18 个月的衰退风险有所增加，我们并不认为这是停止投资的理由。有可能我们得等上两到三年才能看到衰退真正到来。

全球仍存在大量风险

虽然我们预计全球宏观经济将减速，但仍会足够强劲而给市场带来提振，另外需提出的是仍有若干问题会在接下来几个季度使得市场承压。我们预计中美会达成贸易协定从而降低贸易敌对局面继续升级的风险，但最终协议的细节方面仍有不确定性。我们希望英国脱欧进程能够避免无协议脱欧的情况，因为这会破坏市场稳定，但脱欧形势仍然一片混乱并且最终如何收场仍尚未可知。我们预计经济增速不会进一步恶化并导致 2019 年出现衰退，但需注意的是到 2020 年风险会再次增加。我们预计市场能够平稳度过泰国、印度和印尼等地的选举过程，但近几年出现过许多出乎意料的选举结果。总体而言，**我们对 2019 年的前景仍保持正面观点，但同时需关注风险。**

收益策略可能再次受到追捧

我们的总体策略建议仍然是对股市保持中性，略微增持固定收益类资产和增持商品，减持现金类资产。由于利率上升，多重资产收益策略在过去 18 个月遭遇逆风，但现在随着加息周期接近顶峰，其将能够从全球经济的正增长（虽然在减速）中受益。我们建议保持**平衡和谨慎的策略**并持续监测 2019 年的增长前景，因为其既有可能变好也有可能变坏。投资者需注意各种地缘政治因素和周期末风险，因为其可能会恶化并引发市场走弱，但与此同时，由于美联储的态度目前转为宽松，因此有可能增速会企稳并引发市场反弹。**我们会建议客户保持投资但对潜在的市场变化保持警惕并监测潜在变化形势。**

股票

相比固定收益类资产而言，我们对股票的总体建议是中性。这对股票而言似乎有点过于谨慎，**但我们的基本假设是股市从今年第二季度到年底为止期间会产生中到高个位数回报。股票回报会略高于我们对固定收益类资产的回报预期（3-5%）。**尽管如此，我们会将这一前景描述为“中性”，这是因为固定收益类资产的回报应该会更稳定和可靠。我们认为客户不应应对股市看跌，而是注意到股市可能会带来积极回报但是与固定收益类资产相比不确定性更大。我们对股票的中性评价以及对固定收益类资产略微增持的观点表明了在经济周期的这个阶段适宜在资产大类之间维持平衡。

基本面对股票形成支撑

我们关于股票的中到高个位数回报预期是建立在全球大多数股市在今年第一季度已实现 10% 回报率基础之上的。我们认为今年第一季度的反弹仅仅是从去年第四季度经历的恐慌中的恢复。今年剩下时间的股市增长将会由公司盈利增长和派息所驱动。根据共识预测，**全球公司盈利增长在 2019 年预计为 4~5%。**派息应该会使总回报再增加 2-3%，因此股票实现中到高个位数增长是现实可行的。近几年高于平均值的全球股市估值目前已回落到与平均值一致的水平，**因此公司盈利增长应该会转化为股票的价格回报。**

上行和下行风险

我们应注意到，在经济周期的这个阶段，股价反弹和修正这两种情况都是有可能的。从好的方面来讲，如果全球经济增长和公司盈利增长在目前水平上企稳，而与此同时美联储保持鸽派立场，那么可能跟历史上美联储暂停加息时的其他周期相似，风险资产可能会发生强劲反弹，从坏的一方面讲，如果全球经济增长从目前水平上继续放缓，那么股票可能会再次修正，即跟去年第四季度的情况类似。我们的基本观点是介乎两者之间。

我们仍最看好美国和亚洲股市

美国仍然是发达市场国家中表现最一致的经济体。虽然美国商业投资已逐渐减弱，但美国消费者仍是全球经济的主要支柱。就业增长方面仍实现了每年新增总就业人数平均 2% 增长，2 月份薪资增长为 3.4%，这意味着美国消费者每年收入和消费力几乎增长 5%。企业招聘调查显示劳动力需求达到了 20 年来最高水平。美国消费者给经济带来稳定性，并令人有信心认为美国企业应该有继续实现盈利增长的稳固基础。

与 2018 年相比，亚洲地区的前景大幅改善。在 2018 年，亚洲国家受累于贸易冲突、资本外流、货币走弱以及为稳定汇率而承受的加息压力。而在 2019 年，这一切都逆转了。贸易冲突似乎正在缓和，亚洲地区再次迎来资本流入，并且亚洲货币汇率走强，从而使亚洲各国央行有余地考虑降息来刺激经济增长。**亚洲各国股市估值保持在平均水平上并低于世界其他国家和地区的平均值。**

商品

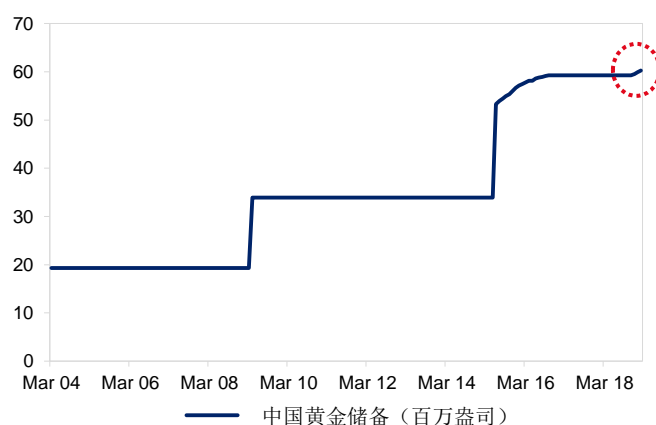
美联储暗示将结束加息周期，黄金已准备好走强

黄金：由于美联储暗示将结束加息周期，黄金将会向 1,400 美元/盎司迈进。之前我们由于预期美联储会在 2019 年放缓加息节奏，因此对黄金持中性观点。自今年 1 月份以来，黄金已经从 1250 美元/盎司稳定爬升至 1315 美元/盎司。鉴于美联储将结束收紧周期，我们现在对黄金转为正面观点。黄金板块的其他主要利好因素包括净多头再次回归，以及中国可能再次在其储备资产中配置黄金。因此，我们现在预计黄金板块会进一步走强。我们预测黄金会在 2019 年第二季度升至 1,350 美元/盎司，2019 年第三季度升至 1,380 美元/盎司，2019 年第四季度升至 1,400 美元/盎司，2020 年第一季度升至 1,450 美元/盎司。

布伦特原油：欧佩克减产对全球经济减速形成抑制。关于布伦特原油，由于“欧佩克+持续减产并且伊朗和委内瑞拉等国原油产量进一步下滑，这有助于维持期货曲线的健康的现货升水。在另一方面，由于市场人士对全球经济减速的担忧增加，布伦特原油进一步走强为时尚早。总体而言，我们对布伦特原油前景预测保持中性。但鉴于欧佩克+严格遵守减产协议以及美元走弱的前景，我们将布伦特原油在接下来四个季度的点位预测略微上调至较高的交易区间即 65 美元/桶~75 美元/桶区间，之前预测为 55 美元/桶~65 美元/桶区间。

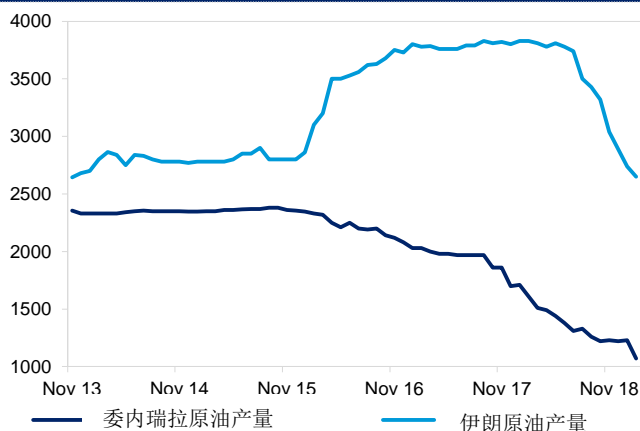
铜：宏观经济疲软可能会使铜维持在现有的交易区间。迄今为止，虽然主要经济体增速明显放缓，但铜似乎已站稳脚跟。铜板块的短期紧缩和现金溢价部分上是由于中国环保和废铜回收相关法规趋于严厉所致。然而，铜库存似乎在经历整个 2018 年期间的大规模抛售后重新建立起来。展望未来，电子产业对铜用量的需求可能会降低。总体而言，我们维持对伦敦铜的中性观点，认为会在 6000 美元/吨至 7000 美元/吨区间盘整。

中国是否已恢复在储备资产中配置黄金？



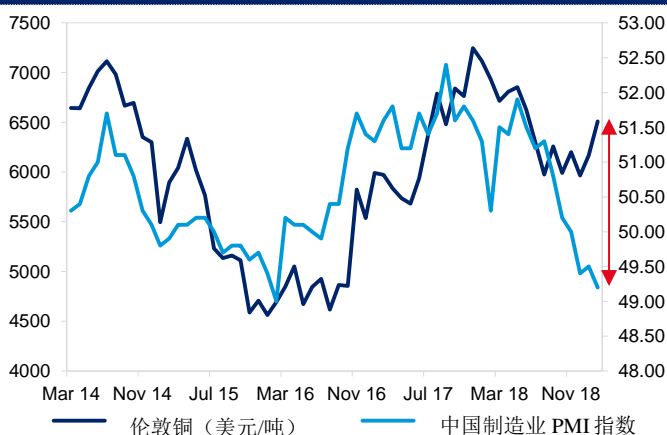
数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

委内瑞拉和伊朗原油产量持续急剧下滑



数据来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

尽管中国 PMI 指数暴跌但铜价格似乎已挺住



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

市场人士在 2018 年第四季度经历对全球贸易和经济增长的担忧之后，全球经济再次迎来了健康的基本面，固定收益市场在今年第一季度实现强劲反弹，全球金融形势大幅宽松，全球范围内利率下降而信贷息差收窄。随着美联储发出明显鸽派的声音，表明加息周期即将结束且 2019 年预计不会再次加息，央行货币政策再次成为了关注的焦点。美联储跟其他主要国家央行一同转向了较为宽松的货币政策，鸽派的言辞有助于稳定短端利率。**利率曲线扁平化再加上发达市场经济国家经济逐渐减速给固定收益市场带来支撑。**

在发达市场国家经济逐渐减速以及主要国家央行转为鸽派这一背景下，固定收益市场前景在 2019 年看起来更加有吸引力，**我们的收益策略倾向于关注利率、信用债和高收益类资产。**随着联邦公开市场委员会对加息变得更加耐心，我们修正了之前的预期，现在认为美联储在 2019 年不会再次加息。此外，美联储发言人表示已日益做好准备在设定利率方面更大程度依赖于数据表现，而联邦公开市场委员会可能很快会使用这样的货币政策框架来维持借贷形势。在信用债方面，我们认为公司基本面会保持相当强劲，因此，尽管公司债已经升值，但其信用估值是合理的。

从周期观点出发，相比政府债券而言，我们仍支持公司债券，并上调对新兴市场国家本币债券的预测

我们认为近期发生衰退风险的可能性低，但风险可能会在 2020 年上升。由于美国在 2020 年可能发生轻微技术性衰退，我们预计美联储会在 2020 年第三季度下调政策利率 25 个基点，并且

如果经济减速持续的时间延长则还可能会继续降息。大多数趋势表明全球范围内公司经营情况稳健，现金流和盈利增长强劲。因此，**我们认为投资级信用债的较高收益率可产生合理价值，其表现应能够跑赢政府债券。**此外，**全球金融形势持续宽松将给新兴市场国家本币债券带来机遇之窗**，从而使其能够跑赢其他资产类别。

倾向于长久期债券，但应逢低买入

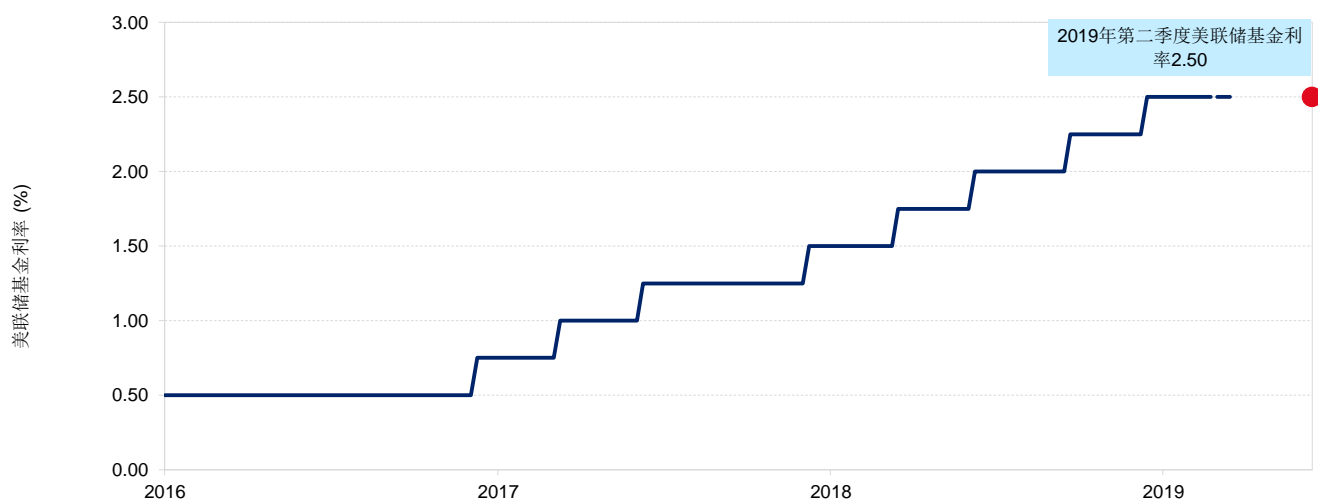
2019 年第一季度，美国国债长端收益率已经被美国弱于预期的经济数据以及美联储的鸽派言辞拉低，因此，收益率曲线已扁平化。在经历短期疲软之后，美国经济应该会在 2019 年末重新回到长期增长趋势，因此，债券收益率会朝着较高水平正常化。与此同时，欧洲和日本的长端利率也会上升。随着经济周期继续进入成熟阶段，2020 年的基本面前景可能与 2019 年相比会比较差，因此就债券久期建议而言，**我们对 2019 年下半年的债券久期的预期变为更加“中性-积极”。**

我们倾向于亚洲/新兴市场国家的美元信用债以及本币债券

鉴于市场波动性可能会保持温和，**我们倾向于亚洲/新兴市场国家的美元信用债和本币债券。**在等待亚洲和新兴市场国家信用债收益率上升的同时，我们认为不宜大幅增持亚洲或新兴市场国家信用债。由于宏观经济环境存在不确定性，相比高收益债券而言，**我们倾向增持投资级信用债**，这是因为就目前所处的经济周期的晚期阶段而言，投资级别债更属于一种防御型债券。

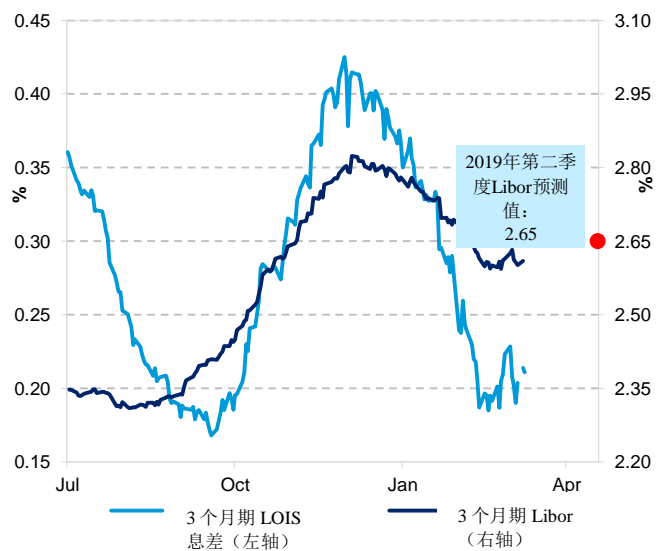
美国

美联储基金利率



与市场普遍预期一致，联邦公开市场委员会在 2019 年 3 月份维持联邦基金目标利率区间在 2.25%~2.50% 之间不变，但令人大感意外的是 2019 年 3 月更新的点阵图显示出加息轨迹大幅下降，意味着美联储在 2019 年不会加息（之前预计加息两次），与此同时美联储还宣布计划从 2019 年 5 月份开始逐步减小缩表规模并在 2019 年 9 月底停止缩表。随着联邦公开市场委员会对加息变得更有耐心，我们修正了之前的预期，目前认为美联储已结束了当前的加息周期，也就是说 2019 年不会再加息。随着美国可能在 2020 年发生轻微技术性衰退，我们预计美联储会在 2020 年第三季度将政策利率下调 25 个基点，并且如果美国经济加速下滑，仍有可能继续降息。关于这一预测需注意的一个主要因素是，虽然自从 2018 年 10 月份以来实现强劲薪资增长，但美国通胀保持在可控水平（约 2%）。

3 个月期美元 Libor



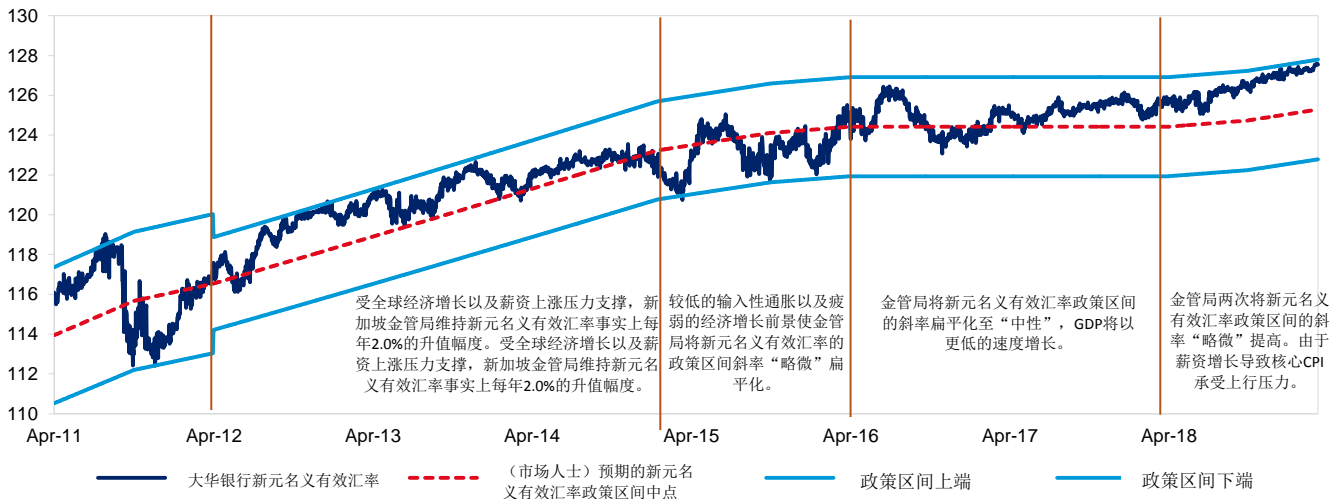
- 我们预计 2019 年第二季度末 3 个月 Libor 会大约在 2.65% 水平。
- Libor-OIS 息差预计下季度会在 20 个基点左右浮动，是否收窄则取决于美国货币市场基金是否有新资金流入。
- Libor 轨迹为扁平曲线，与我们对美联储按兵不动的预期相符。

10 年期美国国债



- 我们预计 10 年期美国国债收益率在 2019 年第二季度未达到 2.45%。
- 对于 10 年期美国国债而言，第二季度会是一个筑底回升的过程，这与市场人士对全球经济增长减速的担忧一致。最后可能的结果是与第一季度相比收益率的区间较低。
- 赤字前景使美国国债收益率受到负面影响。

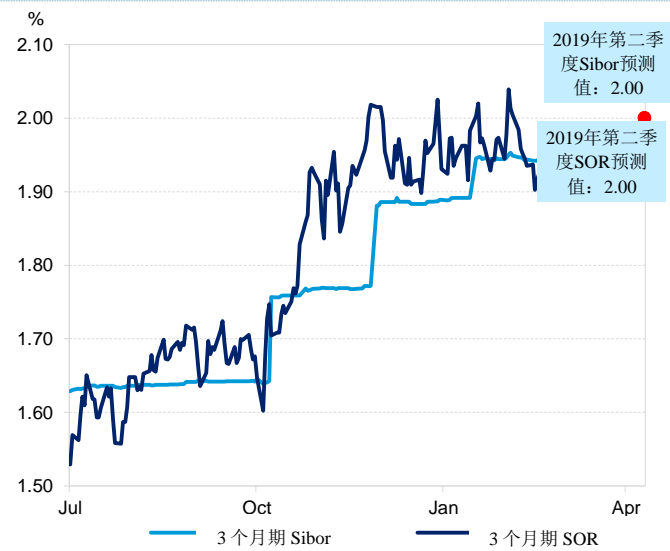
新加坡元名义有效汇率



鉴于新加坡近期经济疲软，并且外部经济环境存在挑战（例如中美贸易紧张和英国脱欧等因素），我们目前预计新加坡金管局会在4月份即将到来的政策会议上按兵不动，将新加坡元名义有效汇率政策区间的斜率、宽度和中点维持不变。这是继去年4月份和10月份两轮收紧后的举措，当时金管局将政策区间的斜率从0%提高至每年升值+1.0%。

自去年10月份举行的上一次货币政策会议以来，新加坡元名义有效汇率维持在政策区间的强势部分，平均在政策中点上方+1.5%，这部分是因为市场预期随着四月份到来金管局会进一步收紧政策。因此，如果金管局这一次按兵不动，这会限制新加坡元名义有效汇率在未来进一步走强。总体而言，我们预计金管局会在4月份按兵不动，这一预期巩固了美元兑新加坡元汇率的现有爬升轨迹，这与人民币逐渐走弱是一致的。但是，由于美联储最近转为鸽派，我们将之前的点位预测调低，现在预计美元兑新加坡元汇率在今年年底时为1.37，而之前的预测点位是1.38。此外，我们通过使用“约束条件下的最小二乘估计”将大华银行新加坡元名义有效汇率模型重新校准。我们的模型在追踪新加坡金管局实时动态方面相当准确，自2016年以来的周水平相关性为0.9738。

3个月期新加坡元掉期利率（SOR）与新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

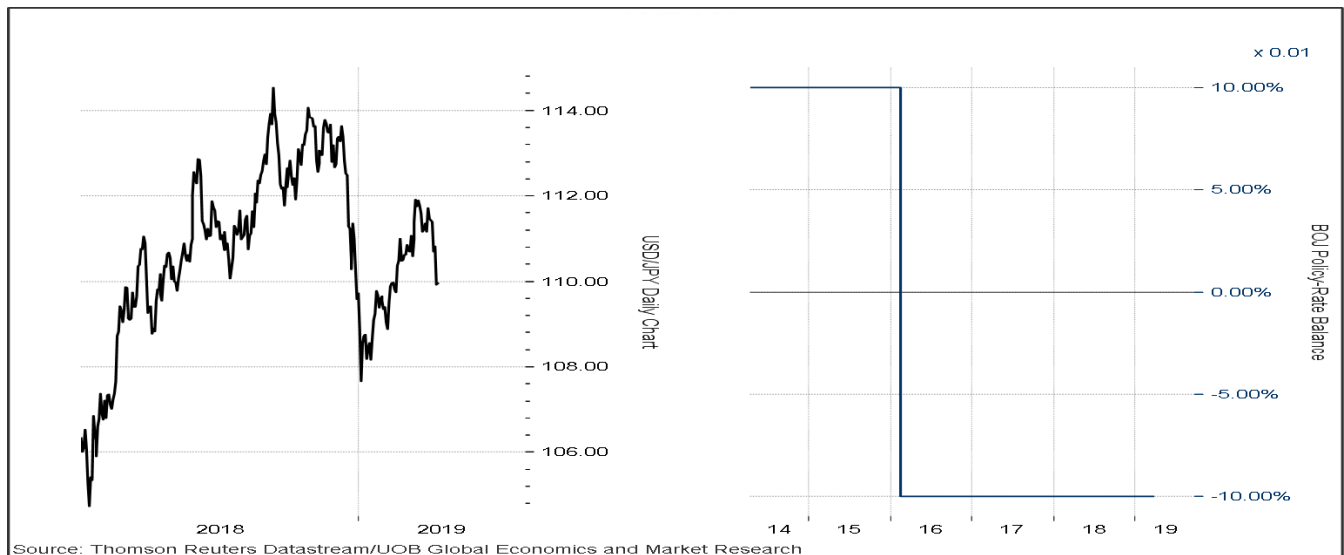


- 我们预计3个月期SOR和SIBOR在2019年第二季度末均在2.00%。
- 我们对金管局在4月份按兵不动的预期意味着新加坡本币存在下行风险，而因此SOR存在上行风险。
- 然而并不存在非系统性风险，并且新加坡元名义有效汇率可能在金管局政策会议后在汇率波动区间的强势部分达到平衡。

10年期新加坡政府债券收益率



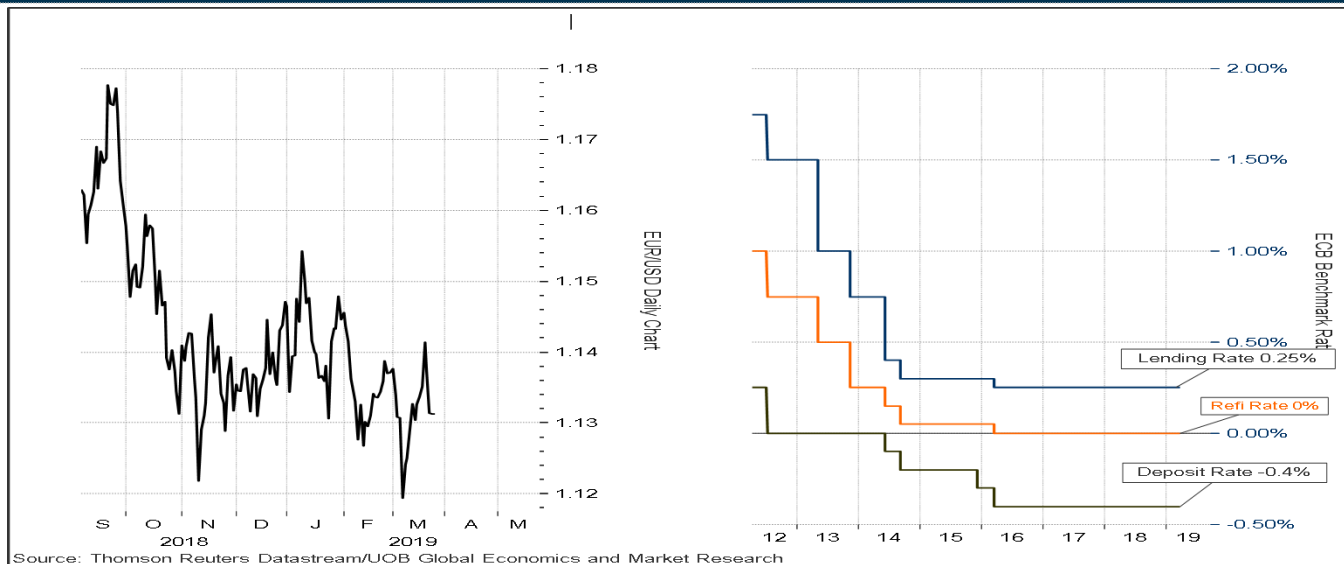
- 我们预计在2019年第二季度末新加坡10年期政府债券收益达到2.10%。
- 第二季度新加坡政府债券的供应目标为10年期，2年期和20年期债券，以及小型拍卖会。
- 由于美联储政策预期的关系，收益率曲线的腹部饱满。由于在债券供应之前腹部的头寸将会降低，第二季度的供应可能会引起债券重新定价。前端收益率将会维持不变，直到融资形势变得更为有利为止。



在十国集团国家的央行当中，日本央行仍然是最不可能很快对宽松货币政策正常化的央行，甚至要让其谈论正常化或缩减宽松计划的规模也为时尚早，这是因为日本仍远未实现 2% 通胀目标。由于预计经济增长疲软（包括国内和国外）并且 2019 年可能存在价格下行压力，这给日本央行的货币政策带来了更多的挑战。对日本央行而言一个长久以来的不利因素是日本政府债券的预计年购买规模仍远低于 80 万亿的官方目标。我们认为日本央行可能仍需要对货币政策作更多的“微调”以重申其宽松货币政策立场，即如同 2018 年 7 月份的货币政策会议上所作的一样。

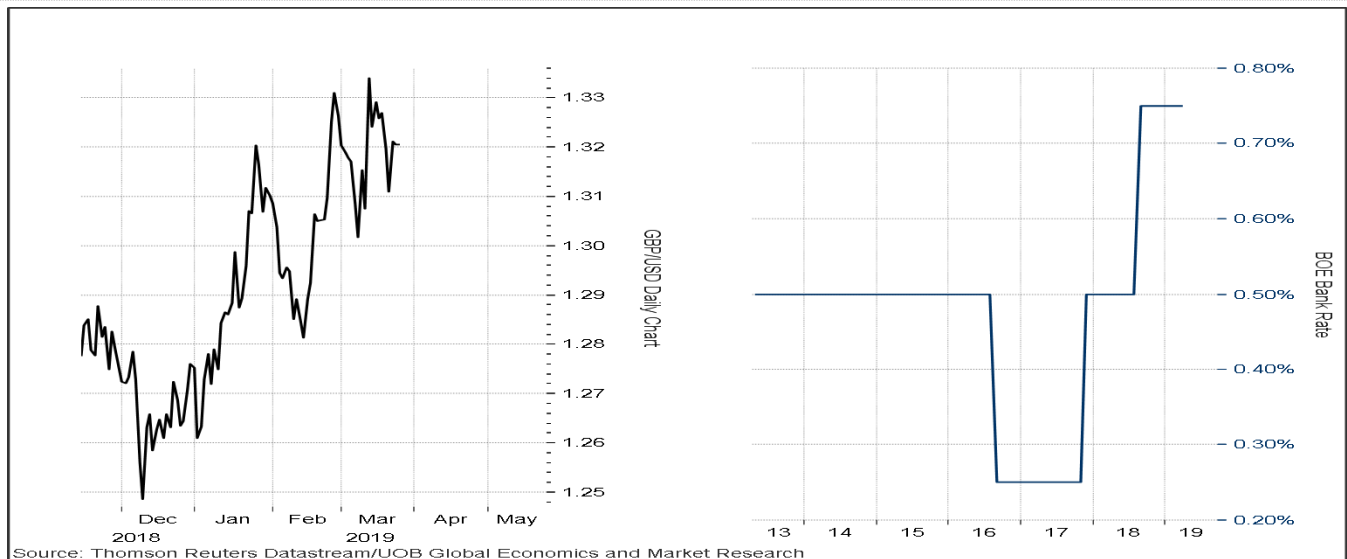
美元兑日元汇率在第一季度从今年 1 月初“闪崩”期间的 104.87 低位回升。中美之间可能在今年第二季度达成贸易协定这一情况会进一步助长市场避险情绪，从而将美元兑日元汇率推升至 112 上方水平。就日本国内而言，经济增长疲软叠加低通胀前景，日本央行可能会在整个 2019 年重申其鸽派货币政策立场。即使美联储已暗示可能在 2019 年暂停本轮加息周期，由于美元和日元之间的利差仍然较大（10 年期债券利差幅度为 255 个基点），这可能会支撑美元兑日元汇率走强。综合考虑，我们重申美元兑日元汇率逐步上行的观点。

欧元区



欧洲央行和美联储在 3 月份均转为鸽派，由于美联储在本轮利率周期已到达了巅峰，而欧洲央行仍预计会在下一年加息，因此美联储实际上将货币政策的指挥棒交给了欧洲央行。另外，考虑到欧元区经济放缓（但并非衰退），似乎难以支撑欧元对美元汇率低于 1.10 这一危机时刻才有的情况（上一次在这个水平时欧洲央行正在实施大规模的货币刺激措施）。更重要的是，去年欧洲央行已经结束了债券购买计划，从而消除了欧元的一个主要利空因素。从正面因素来看，基于市场的指标，例如欧盟与美国之间的利差以及欧元/美元风险逆转并未因为欧洲央行在政策前瞻指引的最新变化而对欧元/美元汇率造成不利影响。事实上，以上两个指标均表明欧元兑美元汇率在去年 11 月份进入平稳期以来进一步企稳。总体而言，我们对欧元/美元持正面观点，具体的点位预测为 2019 年第二季度和第三季度为 1.15，2019 年第四季度为 1.18，2020 年第一季度为 1.20。就十国集团国家而言，欧元/美元仍然是我们确信的贸易。

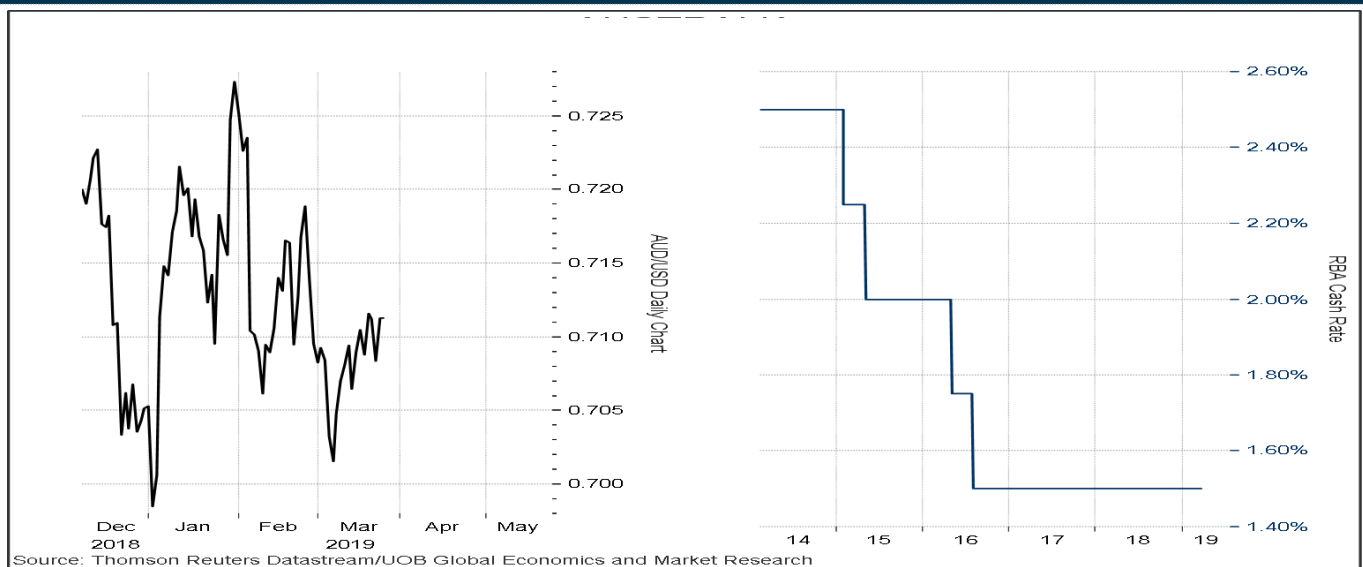
英国



英格兰银行表示考虑到英国脱欧可能存在不同结果，因此政策利率既有可能上调也可能下调。如果英国议会通过特雷莎·梅的脱欧方案，《里斯本条约》第 50 条得到短暂的技术性延长从而能够通过必要的法规，并且数据表明适宜加息的情况下英格兰银行可能会很快重启收紧周期。如英国脱欧继续延迟，可能今年夏天会加息。毕竟货币政策委员会去年八月份加息（也就是脱欧期限前刚好八个月）。但如果发生无协议脱欧的情况，英格兰银行可能最快不得不在 5 月 2 日举行的下一次会议上降息。但在消息明朗之前，英格兰银行可能不会轻举妄动。

英镑兑美元汇率可能会维持波动并容易受重大消息影响。总体而言，直到英国脱欧形势明朗之前，我们对英镑保持谨慎。就点位预测而言，我们认为英镑/美元在 2019 年第二季度为 1.28，2019 年第三季度为 1.30，2019 年第四季度为 1.30，2020 年第一季度度到达 1.32。现行即期参考汇率为 1.32。

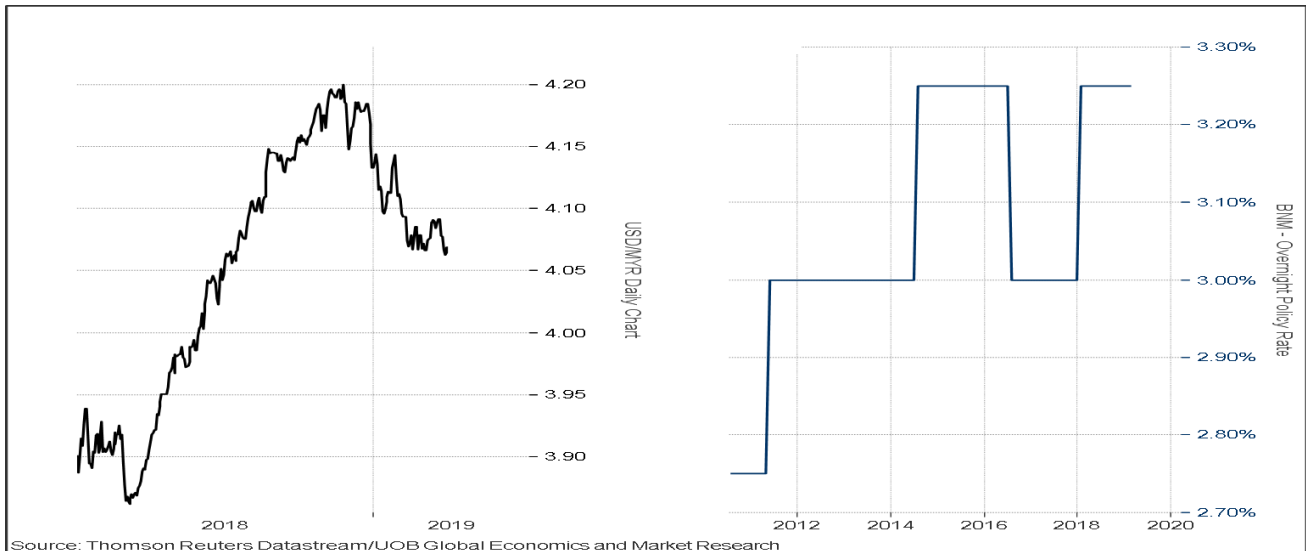
澳大利亚



澳元/美元在 2019 年第一季度表现得很有韧性，不但从今年 1 月初的闪崩中迅速恢复，并经受了澳洲储备银行 2 月份从鹰派转为中性的戏剧性立场转变。市场对澳洲储备银行今年降息的呼声变得更响亮，从而对澳元造成压力。总体而言，澳元兑美元汇率表现得泰然自若，年初迄今为止仍然实现 0.8% 涨幅，目前在 0.71 水平。

展望未来，我们重申澳元兑美元汇率走高的轨迹。由于美联储变得鸽派，澳元与美元之间的宽利差可能会开始缩小或甚至逆转，从而减轻了澳元兑美元汇率的压力。在我们看来，澳元兑美元汇率进一步上行的主要利好因素仍然是中美之间越来越可能在今年下半年达成贸易协定。概要重述一下，中美之间贸易冲突是澳元兑美元汇率自去年 6 月份以来从 0.74 走向 0.70 的大部分推动因素。最后，我们对澳元/美元的点位预测为 2019 年第二季度为 0.72，2019 年第三季度为 0.72，2019 年第四季度为 0.73，2020 年第一季度为 0.74。现行即期参考汇率为 0.71。

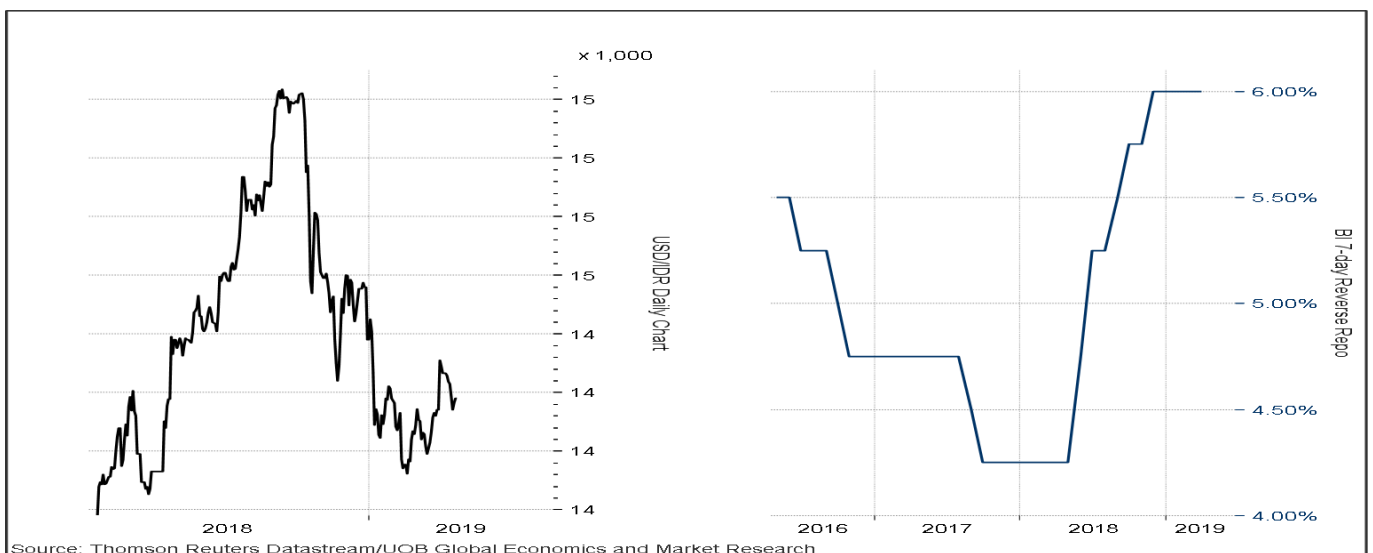
马来西亚



马来西亚央行确认该国经济增长存在下行风险，在 3 月份货币政策声明中采用了更为谨慎的口吻，称悬而未决的贸易争端、全球及国内增加的不确定性以及商品相关部门的持续疲软可能进一步使经济增长承压。美联储在今年 3 月份联邦公开市场委员会声明中的超鸽派措辞使马来西亚央行在面对外部利空以及萎靡的国内情绪时有更多余地考虑降息。我们暂定该国央行今年会下调隔夜政策利率（OPR）25 个基点至 3.00%。

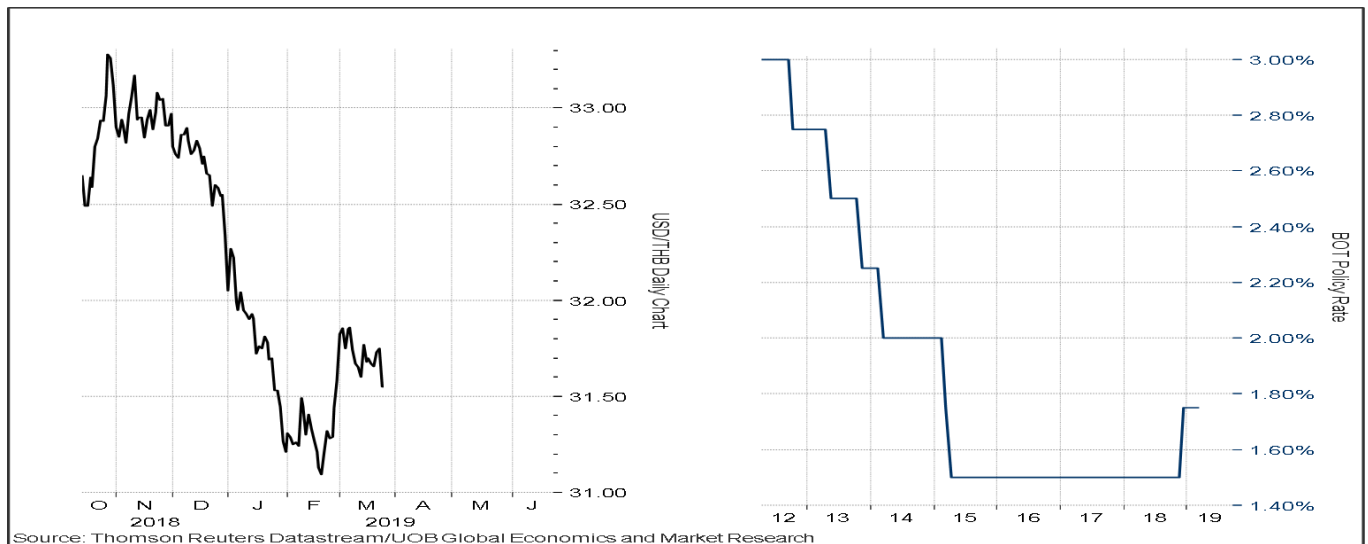
由于美联储今年会安于现状，并且马来西亚国内存在某些支撑因素，例如经常账户顺差和稳定的资本流入，因此马来西亚央行可能采取的降息并不会对林吉特造成很大影响。考虑到亚洲各国外汇年初迄今为止的强势开局以及如果中美之间达成协议情况下可能发生的汇率上行，我们维持美元兑林吉特汇率会更趋于稳固的观点，但将之前的点位预测下调为 2019 年第二季度为 4.06，2019 年第三季度为 4.08，2019 年第四季度以及 2020 年第一季度为 4.11（先前的点位预测分别为今年第二季度为 4.15，第三季度和第四季度为 4.18）。现行即期参考汇率为 4.06。

印度尼西亚



印尼央行目前为止已经将 7 天逆回购利率上调累计 175 个基点，自 2018 年 5 月份以来达到 6.00% 水平并维持至今。该国央行去年进行的一系列加息仍然与其“先发制人和先于曲线行动的策略”相一致，这一举措是为了在面对全球金融市场不确定性增加的情况下巩固国内金融市场稳定性而作出的。今年我们曾预计该国央行会作出按兵不动的决定，根据今年 3 月份的货币政策会议，印尼央行似乎对未来继续加息采取相对中性的观点，虽然与今年 1 月份的政策会议时的鹰派口吻相比，其仍然提出是否加息取决于数据表现（如 CAD、稳定性以及通胀）和美联储。对我们而言，很明显印尼央行可能已经在 2019 结束加息周期。从央行最新决定来看以及考虑到外部形势可能导致某些发达经济体需要减少加息次数，我们将印尼央行的利率预测维持在 6.00% 直至 2019 年第三季度为止，之后会在今年第四季度累计降息 50 个基点（可能会有两次降息，每次分别 25 个基点）。因此我们预测印尼央行利率到今年年底为 5.50%。

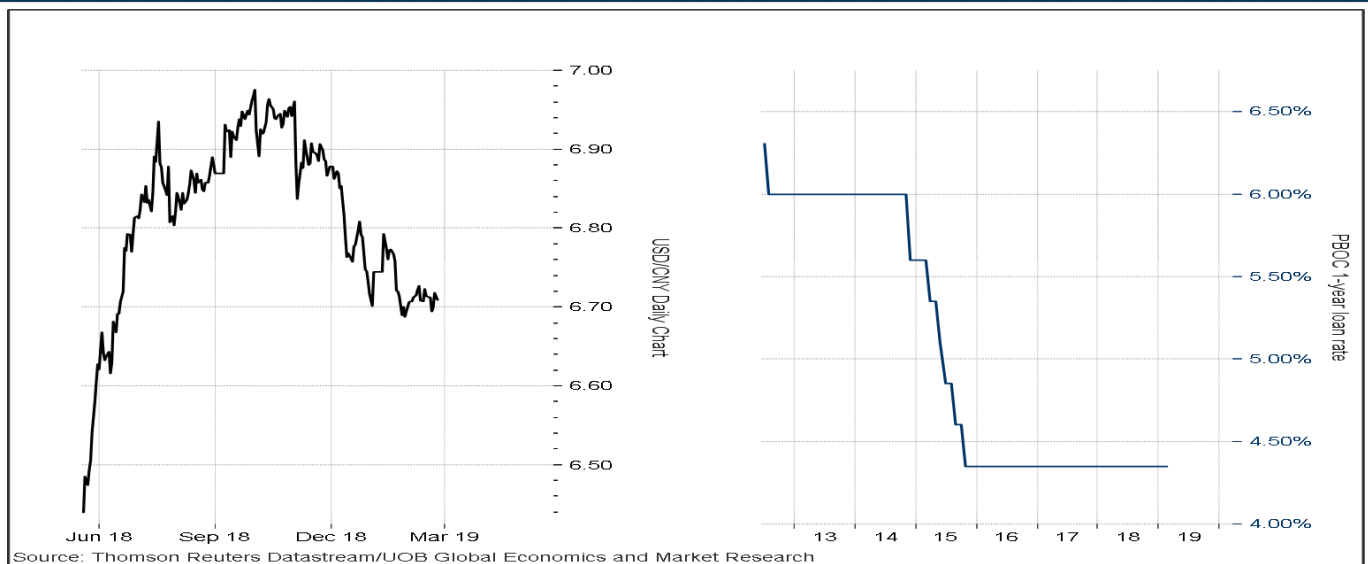
泰国



泰国央行预计会在 2019 年下半年将政策利率从 1.75%上调至 2%。由于通胀压力仍然轻微，因此并无迫切需要过分收紧货币政策。目前的货币供应形势保持宽松并与泰国经济需要相符。

展望未来，随着出口增长减速，当局将会警惕泰铢进一步走强，因为这可能损害泰国出口竞争力。总体而言，我们仍重申之前的美元兑泰铢略微走高的观点。我们对美元兑泰铢汇率的点位预测分别为 2019 年第二季度为 31.80，2019 年第三季度末为 31.90，2019 年第四季度末和 2020 年第一季度末为 32.00。

中国



政府计划促进大型银行对小微民营企业的贷款增长 30%（去年是 20%）。这一目标将通过继续下调商业银行准备金率来实现，但中国人民银行行长易纲后来指出下调准备金率的空间越来越小。据此，我们维持之前的预期，认为继今年 1 月份全面下调准备金率 100 个基点以及去年四次定向降准之后今年还会下调准备金率两次。下次降准可能会在第二季度初。在利率方面，鉴于当局目前为止已实施积极的财政和货币政策措施，我们认为央行在接下来三到六个月降息的可能性较低。

虽然中国宏观经济数据疲弱，但人民币实际上在今年整个第一季度走强。人民币兑美元汇率已从 6.88 上涨 2.4%至 6.72（截至 2019 年 3 月 27 日）。从贸易加权汇率角度而言，中国外汇交易中心(CFETS)人民币指数也从 93 上涨了 2%至 95。人民币有违常理的走强可能是基于中美贸易谈判最终会成功达成协议这一乐观的预期。然而，鉴于中国经济基本面表现不佳，直到我们能够对中美即将达成的贸易协定的实质作出评估之前，我们倾向于对人民币保持谨慎观点。就目前而言，我们维持美元/人民币的点位预测，即 2019 年第二季度为 6.70，2019 年第三季度为 6.75，2019 年第四季度和 2020 年第一季度为 6.80。

外汇、利率和商品展望

外汇	2019年3月22日	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测
美元兑日元	111	111	112	113	113
欧元兑美元	1.14	1.15	1.15	1.18	1.20
英镑兑美元	1.31	1.28	1.30	1.30	1.32
澳元兑美元	0.71	0.72	0.72	0.73	0.74
纽元兑美元	0.69	0.69	0.70	0.71	0.72
美元指数	96.3	95.9	95.7	94.1	93.2
美元兑人民币	6.70	6.70	6.75	6.80	6.80
美元兑港元	7.85	7.85	7.80	7.80	7.80
美元兑新台币	30.81	31.00	31.20	31.30	31.30
美元兑韩元	1,130	1,130	1,140	1,145	1,145
美元兑菲律宾比索	52.61	53.00	53.50	53.50	54.00
美元兑马来西亚林吉特	4.06	4.06	4.08	4.11	4.11
美元兑印尼盾	14,158	14,100	14,200	14,300	14,300
美元兑泰铢	31.73	31.80	31.90	32.00	32.00
美元兑缅甸元	1,515	1,530	1,540	1,560	1,560
美元兑越南盾	23,203	23,300	23,400	23,500	23,500
美元兑印度卢比	68.83	68.80	69.20	69.50	69.50
美元兑新加坡元	1.35	1.35	1.36	1.37	1.37
欧元兑新加坡元	1.53	1.55	1.56	1.62	1.64
英镑兑新加坡元	1.77	1.73	1.77	1.78	1.81
澳元兑新加坡元	0.96	0.97	0.98	1.00	1.01
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.01	3.01	3.00	3.00	3.00
新加坡元兑人民币	4.97	4.96	4.96	4.96	4.96
日元兑新加坡元 X100	1.22	1.22	1.21	1.21	1.21

利率	2019年3月22日	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测
美国联邦基金利率	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
3个月期美元 Libor	2.61	2.65	2.65	2.65	2.65
10年期美国国债收益率	2.53	2.45	2.60	2.70	2.70
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	0.75
澳元官方现金利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
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	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
新台币官方贴现率	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
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	4.50	4.25	4.25	4.25
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.94	2.00	2.05	2.10	2.10
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.94	2.00	2.05	2.10	2.10
新加坡元10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	2.03	2.10	2.20	2.30	2.30
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.25	3.00	3.00	3.00	3.00
印尼度7天逆回购利率	6.00	6.00	6.00	5.50	5.50
泰铢1天回购利率	1.75	1.75	2.00	2.00	2.00
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	6.25	6.25	6.00	6.00	6.00
商品	2019年3月22日	2019年第二季度预测	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测
黄金(美元/盎司)	1,310	1,350	1,380	1,400	1,450
布伦特原油(美元/桶)	68	65-75	65-75	65-75	65-75
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	6,421	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。
大华银行有限公司注册登记号：193500026Z