



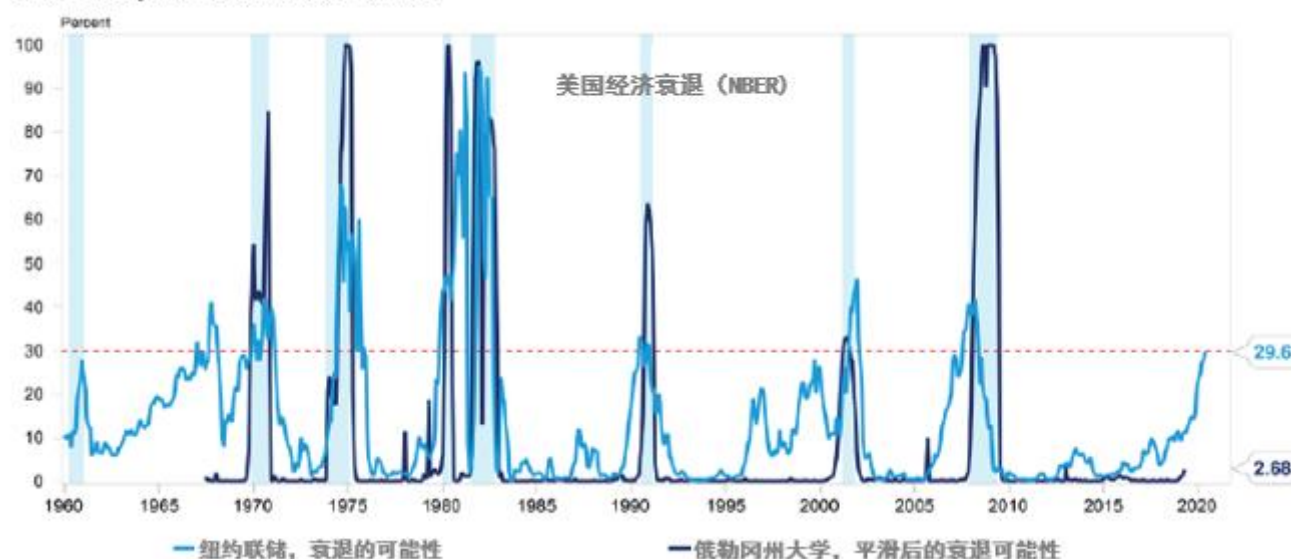
2019 年第三季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

在贸易逆流中前行

美国经济衰退的可能性- 是否美国会进入衰退?

来源: 彭博, 大华环球经济和市场研究



贸易摩擦的潜在情形

情形		可能性	对货币的影响和中国潜在的货币政策变化
最佳情形	G20峰会后贸易摩擦暂停 谈判会促使两国征收的大部分额外关税取消	10%	美元/人民币回落至6.70 今年有一次或不下调存款准备金率
基本情形	G20峰会后贸易摩擦暂停 在谈判期间, 仍然存在不确定性, 谈判仍可能会破裂。即便有任何协议达成, 也并不会取消之前加征的额外关税	60%	美元兑人民币升至7.10 维持我们今年两次全面降准的预测
最差情形	G20无任何贸易协议达成 美国将对中国3250亿美元的商品加征25%关税, 这使所有中国对美出口商品(2018年为5400亿美元)面临加征关税。 而中国或将进行反制, 如通过技术转让或其他措施来限制	30%	美元/人民币将走弱至7.30以上 今年将有两次全面降准, 以及至少有一次降息

来源: 大华环球经济及市场研究

根据2019年迄今为止的情况来看, 虽然某些经济体的增长数据趋弱, 但数据并未差到原先所担忧的地步。对美国和日本等发达经济体而言, 第一季度经济增长好于预期, 虽然增长背后的因素是属于“不健康”的类型(如进口下滑和库存增加)且消费支出疲软。根据纽约联邦储备银行的测算, 美国6月份经济衰退概率已触及30%, 意味着美国到2020年5月份可能发生衰退。由于贸易政策不确定性日益增加, 拖累全球贸易和投资增长前景, 国际货币基金和世界银行等国际组织已下调全球经济增长预测, 且市场人士对各国央行采取行动的呼声日益高涨。世贸组织将2019年全球商品贸易增长率下调至2.6%, 这是继全球金融危机以来最缓慢的增长率。总而言之, 前景黯淡, 世界需要各国央行施以援手。

由美国主导的对中国以及其他主要贸易伙伴/盟国的贸易政策仍是市场人士关注的焦点, 并被单独列为加剧全球经济失速的主要因素。美国总统特朗普已经将加征贸易关税视为自身的使命或者说首选武器。他几乎可以为了任何理由将关税用于任何场合, 例如以关税作为中美贸易冲突的武器以及用于阻止美国南部边境的非法移民(我们对美国可能在2019年底向主要汽车生产商征收汽车关税这一风险保持警惕)。但贸易对中美之间诸多问题而言仅是冰山一角, 两国之间还存在其他问题, 如科技竞争、知识产权、行业惯例、人民币汇率政策和地缘政治等等。那么中美关系是否就彻底无解了呢? 也许没那么糟, 特别是考虑到特朗普确认将与中国国家主席习近平在6月28/29日于日本举行的G20领导人峰会期间进行“长时间”会晤这一点。

我们认为中美贸易关系不会就此突然迎刃而解，但我们的确认为双方在日本大阪举行 G20 峰会之后会有可能再次停火，就跟去年 12 月阿根廷 G20 峰会的结局一样。但目前的风险会更高，因为如果在 G20 峰会后贸易紧张局势进一步升级，则所有中国输美商品将有可能被征收关税。我们的基本观点是（有 60% 概率）双方之间的贸易谈判会旷日持久，直至进入 2019 年下半年后才会达成某些结果。中美这两个全球最大经济体达成贸易协定自然会提振全球经济，但我们认为双方在今年不可能达成全面协议（即囊括贸易、科技、外汇和美国要求解决的所有问题）。我们预计双方可能会对贸易以及执行机制达成部分协议，但其他更棘手的结构性问题，包括知识产权保护、技术转让和其他问题，则可能需耗时数年才能达成双方都满意的解决。特朗普已启动 2020 年连任竞选，虽然他可能并不一定迫切需要在 6 月份达成对美有利的贸易协定，但他不能让支持者看到他被迫接受不完美的贸易协议。

如果谈判破裂，则全面贸易战风险可能迫在眉睫。我们认为发生全面贸易战的概率有 30%，这属于重大风险。

各国央行会再次施以援手吗？无需多言，主要国家央行几乎（或者已经）将宽松货币政策正常化的念想抛诸脑后，越来越多人预计所有央行都会很快再次加入宽松浪潮。美联储在最近 6 月份举行的联邦公开市场委员会会议上明确表示会很快降息，可能在今年 9 月份或最早在 7 月份。随着全球风险上升，我们认为日本央行会通过购买更多日本政府债券来进一步放松货币政策，从而使债券购买规模接近每年 80 万亿日元的规模。采取鸽派立场的欧洲央行行长德拉吉可能会是加入宽松浪潮的另一个重量级选手，这也可能是他今年 10 月份离开欧洲央行之前的最后举动。亚太地区多个主要国家的央行已开始降息，并且今年下半年可能会更频繁降息，如果中美贸易冲突继续拖累中国经济增长，中国央行将会实施更多的宽松政策。

除已经广泛报道的贸易冲突之外，另一个风险就是自 6 月初阿曼湾油轮袭击事件后中东地区再次出现地缘政治紧张局势。虽然我们认为中东地区在今年下半年不会发生全面战争，但任何形势误判引致局部冲突的情况下都会对原油价格造成特别大的影响。在英国方面，保守党接近于选出新的党魁和首相。鲍里斯·约翰逊仍是领跑人选，随着 10 月 30 日的最后期限逼近，约翰逊可能会带领英国无协议脱欧。回到美国这边，国会将忙于解决预算拨款以及美国债务上限问题以避免美国政府再次停摆和发生史无前例的违约。但极限施压的边缘政策已成为美国政治标配，我们可能会在 9/10 月份看到爆发的情况。为免大家对贸易发展形势变得过于悲观，从好的方面来看，由于企业将生产基地分散化和将市场触角延伸到其他国家来减少贸易不确定性，而东盟国家恰好是这一风险分散策略的最佳选择，因此东盟有望迎来外国直接投资增加。

利率策略：利率正缓慢退潮

鉴于全球贸易紧张局势升级以及随之而来的经济增长和通胀减缓，我们现在预计美联储会分别在今年 9 月份和 12 月份降息两次，将联邦基金利率从当前的 2.5% 水平下调至年底的 2.0%。因此，到年底时，3 个月美元 Libor 利率将会从目前的 2.40% 水平降至 1.95%。

然而，在新加坡方面而言，国内利率会比较有粘性而不会以跟美元利率相同的幅度下调。这是因为外部环境不景气和出口萎缩会引发新元在接下来几个月进一步走弱，从而给国内利率带来某些支撑。总体而言，我们预计到年底时，3 个月 SOR 和 3 个月 Sibor 利率会从目前大约 2% 水平略微下滑至 1.95%。在长端利率方面，10 年期美债收益率会在 2019 年第四季度下降至 1.9%，从而将 10 年期新加坡政府债券收益率拉到 1.8%。因此，随着货币政策宽松趋势再次形成，收益率曲线可能会再次变陡峭，新加坡政府债券收益率会继续与美债收益率趋于一致。

外汇策略：鸽派美联储与全球贸易紧张局势之间的拉锯战

仅仅因为美联储即将降息而对美元追高是具有风险的事件。在主要外汇板块里，尽管美联储即将降息的影响已被市场消化，美元仍维持强势。这主要是因为其他主要国家央行例如欧洲央行和澳洲联储已非常明确表示会再次走上激进的货币宽松道路。因此，欧元和澳元在近期内均承压下跌。

在亚洲外汇方面，经济增长减速趋势加强以及出口萎缩已使得人民币和大多数亚洲国家货币进入守势。具体而言，除非中美在即将到来的大阪会晤取得积极和实质性的突破，否则人民币兑美元突破 7.0 关口似乎已是大概率的事。特朗普在峰会前吊高人们胃口而会后灰溜溜地走这种情况我们之前已经经历过。在新加坡方面，鉴于经济增长疲软叠加通胀走弱，新元兑美元可能会下跌超过 1.4。具体而言，需要注意的是尽管外部挑战增加，新元名义有效汇率就贸易加权汇率来看仍然稳固。美元对主要国家和亚洲外汇持续走强，而因为再次出现避险需求的关

系，日元表现突出。美债收益率走低也帮助日元兑美元扳回一盘。因此，我们对美元/日元季度预测点位从之前的 113 下调至 2019 年底的 106。

商品策略：在艰难的宏观环境下黄金跑赢大盘

在 2019 年的年中转折点，全球投资者很明显看到，随着中美贸易谈判在 5 月份破裂，全球宏观经济形势已经恶化。因此，与全球经济增长相关的商品板块，例如 3 个月伦敦铜以及布伦特原油继续面临抛售压力。具体而言，3 个月伦敦铜已经在中美之间的最新一轮加征关税面前缴械投降，从 4 月底的 6,500 美元/公吨下跌至 6 月初的 5,800 美元/公吨。我们对铜的观点转为负面，目前认为铜到 2020 年第三季度会进一步走弱至 5,200 美元/公吨。布伦特原油在第二季度也经历了修正，从 75 美元/桶下滑至 60 美元/桶。在编写本报告当时，欧佩克和俄罗斯对是否延续减产仍犹豫不决。然而，随着地缘政治风险风起云涌，60 美元/桶的价位可能对下行提供充足支撑。因此，我们认为布伦特原油会在 60 美元/桶到 70 美元/桶区间徘徊，夹在全球经济失速与中东地区风险上升之间上下拉锯。因此，黄金板块仍然是我们认为的主要的确信交易机会。因为黄金很明显受益于美联储和其他主要国家央行例如欧洲央行以及澳洲联储重启货币宽松的影响。即将来临的降息以及债券收益率走低是推动黄金上涨的主要利好因素。而全球央行增配黄金储备和 ETF 买入又给黄金带来进一步的提振。黄金目前已交投于 1,400 美元/盎司上方，我们认为黄金会在 2020 年中进一步上涨至 1,500 美元/盎司。

下文为主要聚焦概要，以及主要外汇和利率观点。

聚焦东盟 1：东盟各国出现固定资产投资加大流入迹象，越南为最大受益国

自中美贸易紧张局势在 2018 年首次加剧以来，若干东盟国家尤其是越南、印尼、泰国和马来西亚的外国直接投资流入增加。

似乎越南已经从对美国出口订单增加中受益，而马来西亚、泰国和新加坡也因来自中国的出口需求增加而受益。虽然马来西亚的经济基本面仍然强劲，在竞争力和营商环境方面处于亚洲地区大多数国家的前列，我们注意到其他国家尤其是越南、印尼和泰国正快速迎头赶上。根据外国直接投资热度地图，对东盟五个主要发展中国家进行竞争优势评估显示，越南是最大的受益者，处于最优越的地位。

聚焦东盟 2：人口增长带来的人口红利

我们利用一系列图表和信息图来突出东盟各国的人口趋势。作为一个整体，东盟预计会在接下来几十年收获人口红利，但地区内某些国家人口红利衰退会比其他国家更快一些，这对每个东盟成员国而言会带来不同的机遇和挑战。

聚焦印尼：印尼制造业出口焕发新生

从 2003 年到 2011 年期间，受益于全球商品价格暴涨，印尼出口持续大幅增长。但自从 2011 年以来，随着全球商品价格大幅下跌，印尼出口暴跌且商品出口收入下降。商品繁荣时代的结束使印尼意识到确实需要进一步完善制造业出口，但其目前尚未能更好的应对这一挑战。印尼出口表现停滞不前的其中一个主要原因是其制造业出口过度集中在依赖于资源类产品。因此，为了使印尼出口行业焕发新生，该国需要采取多头并举的措施，包括找出其拥有绝对竞争优势的领域，将投资集中于大量投入当地原材料的行业，以及与私营部门形成战略合作关系。

全球外汇

美元兑日元

跟我们对 10 年期美债收益率在未来进一步走低的预期一致（预计在 2019 年底走低至 1.90%），美元兑日元的下行趋势很可能延续。总体而言，我们将之前的点位预测更新为 2019 年第三季度为 108，第四季度为 106，

2020 年第一季度和第二季度为 105。在利空方面，美元/日元这个货币对的支撑可能来自于日本央行重申宽松货币政策和将日本政府债券的购买规模提升至接近 80 万亿日元的官方目标。

欧元兑美元

展望未来，欧洲央行与美联储之间在鸽派程度方面的此消彼长对欧元/美元而言是关键因素。就目前而言，我们预计美联储会在 2019 年下半年降息 50 个基点，而欧洲央行方面，如果欧元区经济数据继续恶化，则欧洲央行仅会降息 10 个基点。因此，欧元区与美元之间的利差应该会继续收窄（从 11 月份开始就是如此），从而给欧元/美元带来些许支撑。综合考虑，我们对欧元/美元仍维持正面观点，但这个货币对的变动轨迹比之前上个季度报告时要平缓，当时我们预计欧洲央行会采取鹰派立场。我们的点位预测为 2019 年第三季度和第四季度为 1.12，2020 年第一季度为 1.14，2020 年第二季度为 1.16。

英镑兑美元

随着脱欧强硬派鲍里斯·约翰逊被选举为保守党党魁成为下一任首相候选人，英国无协议脱欧的概率上升。因此，市场人士自 5 月中旬以来开始大幅重建英镑/美元空头仓位，使即期汇率承压。跟上一份季度报告时相同，我们对英镑/美元近期维持谨慎观点，认为在接下来两个季度会下滑至 1.30 以下。关于点位预测，我们认为英镑兑美元在 2019 年第三季度为 1.25，2019 年第四季度为 1.28，2020 年第一季度和第二季度为 1.30。

澳元兑美元

澳洲联储接下来将有更多降息举动所引起的担忧，叠加中美贸易紧张升级将会使澳元继续承压。因而，澳元兑美元可能于 2019 年第三季度和第四季度在 0.69 水平左右有大量交投。然而，我们重申长期观点认为一旦美元兑主要货币走弱，澳元也会得到某些支撑。因此，我们维持观点认为从下年开始澳元兑美元汇率会略微上升，预计在 2020 年第一季度和第二季度分别为 0.70 和 0.72。

新西兰元兑美元

跟澳元相似，新西兰元会继续面临进一步降息压力。因此，新西兰元兑美元可能会在 2019 年第三季度和第四季度维持弱势在 0.65 水平左右。此外，我们维持观点认为从下年开始新西兰元兑美元会有轻微上行轨迹，点位预测分别为 2020 年第一季度为 0.66，第二季度为 0.68。

亚洲外汇

美元兑人民币

由于达成贸易协定困难重重，而且中国近期宏观经济数据疲软，这意味着中国货币政策会维持宽松，从而使人民币承压。总体而言，我们预计美元兑人民币在未来会适度上行，从而最终在 2020 年初突破 7.00 整数关口。我们的点位预测如下，从 2019 年第三季度开始的四个季度，美元兑人民币汇率分别为 6.95、6.99、7.10 和 7.10。

美元兑新加坡元

由于新加坡国内核心通胀率低于预期，国内经济增长减慢和外部风险上升，新元名义有效利率维持在政策中点上方大约+1.5%，我们认为新元在 2019 年下半年会跑输多数贸易伙伴的货币，预计新元名义有效汇率会在 2019

年底回撤至中点左右。具体而言，美元兑新元可能在目前的 1.37 水平左右企稳，随后到 2019 年底反弹至 1.40。

美元兑港元

展望未来，美元兑港元远期汇率曲线可能会持平，尤其是考虑到美联储会在 2019 年下半年降息。这可能会进一步减少美元/港元多头交易的吸引力。因此，我们将 2019 年第三季度和第四季度美元/港元的预测从之前的 7.85 下调至 7.83。对于 2020 年第一季度，我们维持 7.80 的预测。

美元兑新台币

虽然预计新台币会维持弱势，但由于市场尚未将台湾央行激进降息的影响计算在内，因此新台币与其他地区货币相比承受的压力没有那么大。总体而言，我们维持观点认为在接下来几个季度美元兑新台币略微上行，点位预测分别为 2019 年第三季度为 31.70，第四季度为 32.00，2020 年第一季度和第二季度为 32.40。

美元兑韩元

由于全球贸易保护主义带来的不确定性预计会维持高涨，韩元可能继续承压。随着美元兑人民币在 2020 年初交投于 7.0 上方，美元兑韩元最终会失守 1,200 关口。我们对美元/韩元的点位预测为 2019 年第三季度为 1,200，第四季度为 1,210，2020 年第一季度和第二季度为 1,230。

美元兑马来西亚林吉特

跟人民币兑美元在 2020 年初走弱突破 7.0 相一致，我们对美元/林吉特的点位预测为 2019 年第三季度为 4.22，第四季度为 4.25，2020 年第一季度和第二季度为 4.29。其他支撑林吉特走弱的因素包括国内经济增长减缓，能源价格疲软以及马来西亚央行采取鸽派立场。

美元兑印尼盾

总体而言，我们仍预计印尼盾兑美元走弱，虽然幅度会是适度的。我们的点位预测为 2019 年第三季度为 14,500，第四季度为 14,600，2020 年第一季度和第二季度为 14,800。如果印尼央行提前降息或者在 2020 年进一步降息，这可能会给我们对美元/印尼盾的预测带来上调压力。

美元兑泰铢

展望未来，我们认为泰铢不可能进一步上升。具体而言，美元/泰铢的 31.0 点位在过去两年是非常强的支撑位。此外，越来越明显的是泰国并不会幸免于贸易保护主义升温带来的全球需求减弱。泰国宏观经济指数以跟其他亚洲国家相似的方式走弱。随着市场人士逐渐不再向早前那样押注泰国央行加息，泰铢可能很快会掉头转向，跟上其他亚洲外汇走弱的步伐。总体而言，我们认为泰铢会在 2019 年第三季度走弱至 32.00，第四季度至 32.20，2020 年第一季度和第二季度至 32.50。

美元兑菲律宾比索

我们预计菲律宾在 2019 年下半年会进一步降低政策利率，加上该国持续存在双赤字会对菲律宾比索继续造成压力。总体而言，我们预测菲律宾比索兑美元在接下来四个季度会贬值 3.6%。我们对美元/菲律宾比索的点位预测为 2019 年第三季度为 53.00，第四季度为 53.50，2020 年第一季度和第二季度为 54.00。

美元兑越南盾

我们继续重申美元兑越南盾略微走高的轨迹，点位预测为 2019 年第三季度为 23,600，第四季度为 23,800，2020 年第一季度和第二季度为 24,000。

美元兑缅甸元

展望未来，我们仍预计缅甸元会因为经常账户逆差持续而承压，该国经常账户逆差将从 2018 年占 GDP 的 5.3% 升至 2019 年的 5.7%，以及在 2020 年升至 5.9%。因此，我们对美元/缅甸元的预测为 2019 年第三季度为 1,540，第四季度为 1,550，2020 年第一季度和第二季度为 1,570。

美元兑印度卢比

由于印度面临经济增长和通胀前景疲软以及贸易相关的不确定性，印度卢比兑美元在未来可能会走弱。然而，卢比的贬值可能会因为大选相关风险消散，印度股市和债市持续资金流入以及原油价格降低而得到缓解。总体而言，我们维持美元兑印度卢比略微走高的观点，预计这一货币对在 2019 年第三季度为 70.00，第四季度为 70.50，2020 年第一季度和第二季度为 70.90。

全球利率情况

美国联邦公开市场委员会

与普遍预期一致，联邦公开市场委员会在 2019 年 6 月份维持联邦基金目标利率在 2.25%~2.50% 区间不变，但美联储 6 月份政策声明的主要变化是删除了“耐心”一词，并加入了“视情况采取行动以维持经济扩张”的表述，这为美联储降息打开了大门。根据 6 月份最新点阵图显示，美联储已明显倾向于降息，因为目前已有 8 位委员预计会在 2019 年降息（之前 3 月份的时候一个都没有）。我们认为美联储降息有两个原因：其一，美国贸易政策走向和发展形势，其二是美国通胀预期走弱，通胀率降至 40 年来低点。我们预计美联储会在今年 9 月份将联邦基金目标利率下调 25 个基点，之后在 12 月份再次下调 25 个基点，从而在 2019 年底将联邦基金目标利率的上限降至 2.00%，这跟美联储的 2% 通胀目标相符。我们承认降息有可能会提前到今年 7 月份举行的联邦公开市场委员会会议。虽然我们目前还没有将 2020 年进一步降息的情况纳入考虑，但的确认为 2020 年第一季度有再次降息 25 个基点的可能，如果必要美联储还会为再次降息敞开大门。

欧洲央行

鉴于欧洲央行行长马里奥·德拉吉在葡萄牙辛特拉举行的欧洲央行研讨会上的发言，我们现在预计欧洲央行会考虑所有政策选项，这其中包括降息，修改前瞻性指引以及资产购买（例如，量化宽松）。目前而言，欧洲央行的前瞻性指引称利率将“至少到 2020 年上半年为止会维持在当前水平”。我们认为欧洲央行的这一措辞会在今年 7 月份修改为“长时期内维持在当前水平”（这样的表述将避免给出具体的时间点），或者修改为“维持在当前水平或降低”（这样就加入了降息的可能性）。我们认为从那时开始，对欧洲央行而言更可能的选项是再来一波 QE，特别是考虑到更进一步的负利率会对银行利润水平以及借贷条件方面带来潜在负面影响。

英国央行

不出意料，英国央行将利率维持在 0.75% 不变，同时也维持前瞻指引称如果经济发展形势继续与其最新预测相符，利率需要调高。然而，很明显货币政策委员会正变得越来越担心英国可能会无协议脱欧。毕竟，鲍里斯·约翰逊似乎已铁定取代特蕾莎·梅成为新一任首相，而他也表示出愿意推动英国无协议脱欧。英格兰银行的政策声明和会议纪要显示出更为“鸽派”的语调，与今年 5 月份时以及最近较为“鹰派”的发言相比语调已经软化。总体而言，英国央行“新”的转变强化了我们之前的观点，即直到该国央行看到英国脱欧局势明朗之前，近期不可能在利率方面有所作为。

澳洲联储

根据澳洲联储 6 月份会议纪要显示“在未来可能适合进一步放松货币政策”，以及“劳动力市场发展形势尤为重要”，澳洲联储已经为进一步行动敞开大门。我们认为澳洲联储今年会再次下调官方现金利率（OCR）。这是因为该行行长 Phillip Lowe 已经为劳动力市场定下了一个宏大的目标，认为失业率需要在 4.5% 水平以便将通胀率拉回目标水平，虽然澳洲联储的预测表明，在考虑到两次降息的基础上失业率会到 5.0%。

新西兰联储

我们认为新西兰联储目前处于“平衡”状态，5 月份的降息是为了应对经济形势进一步恶化所采取的先发制人举措。从今年第一季度向好的经济增长数字表面来看，该国央行可能不需要再次快速行动。新西兰联储对官方现金利率的目前预测表明，我们有些许概率会在接下来 12 个月内的某个时间点看到降息。在目前这个点上，我们不认为在预测的期间范围内 OCR 会有任何变化，但需注意如果经济基本面进一步恶化，那么还是有可能再次降息。

日本央行

越来越多市场人士预期日本央行会很快再次加入宽松队伍中来，而该国央行更多强调境外风险对日本国内经济的影响则进一步支撑了宽松观点。我们认为日本央行的实际债券购买规模与 80 万亿日元官方目标之间的差距为该国央行在不修改政策目标的基础上加大货币政策宽松力度提供了机会。假设日本政府在 10 月份上调销售税，这可能足以使日本央行“相信”日本政府会保持财政节制，日本央行可能会“允许”日本财政部发行更多（日本政府）债券，而央行会购买这些债券从而将债券购买规模拉近官方设定的每年 80 万亿日元规模。

亚洲利率

中国央行

中国央行的关注点仍然是通过下调银行准备金率以及其他政策工具如公开市场操作、SLF（常备借贷便利）和 MLF（中期借贷便利）保持信贷和市场流动性合理充裕。然而，随着该国央行走向市场化利率机制，其会更少强调基准存贷款利率，虽然我们仍认为如果中国经济增长压力加大，该国央行还是可能会降息。

新加坡金管局

我们的基本观点是新加坡金管局会在即将到来的 10 月份货币政策会议上维持政策不变，但如果该国经济形势和/或市场信心恶化速度快于预期，该国央行有可能会“略微”降低新元名义有效汇率的政策区间。我们注意到新加坡自今年初以来的经济增长前景减速已经使实际增长率接近潜在增长率水平。

印度央行

印度央行的政策制定者似乎在最近的措辞中变得更加鸽派，认识到国内经济活动随着金融市场的不确定性而减慢。从该国央行近期的货币政策声明来看，该国央行已经删除了“中性”表态并替换为“宽松”，从而使得市场观察人士预计该国央行会进一步降息到下一年。考虑到该国央行的鸽派言论，温和通胀预期以及低于预期的经济增长，我们认为该国央行可能会在今年 10 月份或 12 月份的会议上再降息一次。

印尼央行

在今年 6 月份会议上，印尼央行将政策利率维持不变并宣布会在 7 月份下调银行准备金率 50 个基点以提高流动性。据印尼央行行长 Perry Warjiyo 称，印尼央行正在监测全球金融市场形势以及收支平衡，并坚称“会在未来降息，只是时机和幅度的问题”。我们认为印尼央行仍有空间降息以支撑经济增长，特别是若外部条件的波动性下降（并因此促使更多持续的资本流入），而到 2019 年第四季度的时候至少会有两项季度收支平衡数据出炉，这会使该国央行更有信心经常账户逆差变得更加可控。我们维持观点认为印尼央行到 2019 年第三季度会维持利率在 6.00% 不变，直到第四季度才会正常化并将累计降息 50 个基点下调利率至 5.50%。然而，我们的观点可能会面临这样一种风险，即由于美联储可能在 2019 年第三季度降息，因此印尼央行降息可能会提前。我们也认为如果外部风险进一步强化，印尼央行可能在 2020 年进一步降息。

韩国央行

今年 5 月份韩国央行的货币政策立场变得更加鸽派，当时有一个货币政策委员会委员（总共七个）投票赞成降息 25 个基点。国内通胀低迷也支持降息。我们现在预计韩国央行会在 2019 年第四季度降息 25 个基点，这会抵消 2018 年 11 月份的加息。该国央行会选择潜在降息时间点以避免增加韩元的下行风险。

马来西亚央行

马来西亚央行在今年 5 月份先于利率曲线的变化将隔夜政策利率（OPR）下调 25 个基点至 3.00%。这是在经济减速以及金融形势收紧的背景下进行的。展望未来，我们预计隔夜政策利率在 2019 年下半年会保持扁平轨迹。考虑到马来西亚经济增长和通胀前景趋弱，而实际利率在 2.5% 水平徘徊，很明显该国在必要的情况有空间实施货币宽松。

泰国央行

由于中美贸易紧张带来的不确定性可能导致泰国经济增速低于潜在增长率，泰国央行预计会在今年剩余时间将政策利率维持在 1.75% 水平不变。由于整体通胀率会维持在官方设定的 1%~4% 通胀目标区间下限，该国央行没有收紧货币政策的紧迫性。

菲律宾央行

继今年 6 月份维持利率不变之后，菲律宾央行预计会在 2019 年下半年恢复货币政策正常化。由于菲律宾国内通胀预计会在 2019 年下半年延续下行趋势，贸易紧张局势持续并且美联储的语调变得更加鸽派，我们预计菲律宾央行会在 19 年第三季度和第四季度分别适度下调利率 25 个基点，从而在 2019 年底将隔夜逆回购利率降低至 4.00%。

越南国家银行预计会将再融资利率维持在 6.25%，直至 2020 年 6 月份。按照目前的政策利率水平，该国央行的货币政策立场仍然是在保持金融稳定性的基础上促进经济增长。越南国内强劲经济增长减轻了该国央行为实现 2019 年 6.7% 增长率目标而增加刺激措施的压力。

实际 GDP 增长预测											
同比%	2018	2019 预测	2020 预测	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19 预测	3Q19F 预测	4Q19 预测
中国	6.6	6.3	6.3	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.3	6.2	6.3
欧元区	1.9	1.2	1.3	2.4	2.1	1.7	1.2	1.2	1.1	1.3	1.3
香港	3.0	2.0	2.3	4.6	3.6	2.8	1.2	0.6	1.9	2.5	2.8
印尼	5.3	5.2	5.4	5.1	5.3	5.2	5.3	5.1	5.3	5.2	5.2
日本	0.8	0.5	-0.8	1.3	1.5	0.1	0.3	0.9	0.1	1.5	-0.5
马来西亚	4.7	4.6	4.7	5.3	4.5	4.4	4.7	4.5	4.6	4.7	4.5
菲律宾	6.2	6.2	6.5	6.5	6.2	6.0	6.3	5.6	5.8	6.4	6.8
印度	6.8	6.8	7.0	8.0	7.0	6.6	5.8	7.1	8.7	7.8	4.0
新加坡	3.1	2.0	2.0	4.6	4.2	2.6	1.3	1.2	1.0	2.2	3.5
韩国	2.7	2.2	2.3	2.8	2.9	2.1	2.9	1.7	1.9	2.4	2.7
台湾	2.6	2.0	2.3	3.2	3.3	2.4	1.8	1.7	1.7	2.1	2.4
泰国	4.1	3.5	3.8	5.0	4.7	3.2	3.6	2.8	3.3	3.7	4.0
美国(环比)	2.9	2.3	1.3	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	1.5	1.2	0.9

来源：CEIC, 大华银行环球经济与市场研究

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2019年第3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。