



2019 年第三季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

由美国主导的针对中国及主要贸易伙伴/盟国的贸易政策仍然是市场关注的焦点，并被认为是加剧全球经济减速的主要因素。我们预计中美贸易关系不会突然迎刃而解，但的确认为在日本举行 G20 峰会后可能会再一次停战，就跟去年 12 月份阿根廷 G20 峰会时的情形差不多。如谈判破裂，则发生全面贸易战的风险似乎迫在眉睫，届时全世界会指望各国央行施以援手。

固定收益

在主要经济体经济增长减速以及主要国家央行先发制人实施宽松政策的背景下，固定收益市场前景在 2019 年继续向好，我们倾向于那些专注利率工具和高质量债券的收益策略。在债券方面，我们认为企业基本面因素仍适度稳健，企业债虽已经历升值但估值仍合理。

资产配置

复杂的宏观经济环境似乎给股市带来风险，但对固定收益市场而言则相当利好。因此，我们增持固定收益类资产并减持股票。**我们强调指出这样的观点仅仅是更加谨慎而不是看空。**对股票的减持观点意味着我们认为固定收益资产的风险调整后回报前景更具吸引力，但并不表示我们非常不看好股票。

商品

在 2019 年的年中转折点，全球投资者明显看到，随着 5 月份中美贸易谈判破裂，全球宏观经济环境已经恶化。在这样的全球经济增长减速环境下，工业金属和能源板块在整个第二季度遭遇抛售并不出乎意料。在另一方面，以美联储为首的全球央行转向新一轮货币宽松引发黄金强劲反弹。

股票

我们对股票的总体建议是跟上季度类似，即维持中性。股市最近的反弹是由于市场人士预期并最终证实美联储变得更为鸽派，以及对中美贸易紧张局势改善的乐观情绪所引致。虽然市场预期即将到来的 G20 峰会带来更加积极的消息，但我们认为中美之间贸易争端不可能在近期得到实质性解决。

外汇和利率

随着美联储预计在 2019 年下半年降息，美元兑 G10 国家货币（欧元、澳元和日元等等）的地位日益不稳固。随着贸易紧张局势升级使亚洲地区经济增长承压，以人民币为首的亚洲外汇兑美元仍然会走弱。考虑到美联储降息这一情况，我们已经将 2019 年底的 3 个月期 SIBOR 和 SOR 预测下调至 1.95%。

贸易紧张局势可能的演变情景

情景	发生的概率	对外汇和中国货币政策的影响
最佳情景 G20 峰会后贸易战休战 中美谈判的最终结果是双方取消之前加征的大多数关税	10%	美元/人民币回撤至 6.70 中国在今年剩余时间会有一次下调或不会再下调准备金率
基本情景 G20 峰会后贸易战休战 不确定性仍存，谈判期间仍有可能谈判破裂。即使达成任何协议也不会取消现有大多数加征的关税。	60%	美元/人民币爬升至 7.10 维持之前观点即中国今年还会有两次全面降准
最坏情景 G20 峰会期间未达成任何贸易休战协定 美国兑现就目前未受额外关税影响的价值 3250 亿美元中国输美商品加征 25% 关税的威胁。这会使得所有中国对美出口商品（2018 年为 5400 亿美元）被加征关税。报复措施可能会涉及到技术转移限制和其他措施。	30%	美元/人民币将走弱至 7.30 上方 中国方面今年还会有两次全面降准并降低 1 年期基准利率至少一次。

在贸易逆流中前行

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”（进口下滑和库存增加）且消费支出疲软。根据纽约联储的测算，美国 6 月份经济衰退概率已触及 30%，这意味着美国到 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。

由美国主导的针对中国以及其他主要贸易伙伴/盟国的贸易政策仍然是市场人士关注的焦点，并被认为是加剧全球经济失速的主要因素。美国总统特朗普已经将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，例如以关税作为美中贸易冲突的武器以及用于阻止美国南部边境非法移民（我们对美国可能在 2019 年底前向主要汽车生产国增收汽车关税这一风险保持警惕）。但贸易对美中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。那么美中关系是否就彻底无解了呢？也许没那么糟，尤其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。

我们认为美中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 峰会后会有可能再次停火，就跟去年 12 月阿根廷 G20 峰会的结局差不多。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。如果美中这两个全球最大经济体达成贸易协定自然会令世界欢欣鼓舞，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，但其他更加棘手的结构性问题，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。如果谈破裂，那么全面贸易战风险似乎迫在眉睫（有 30% 概率）。

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，可能会在今年 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的日本政府债券进一步放松货币政策，从而使债券购买规模贴近每年 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地降息，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。

除了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之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爆发全面战争，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·约翰逊仍然是领跑人选，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，国会忙于解决预算拨款和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的标配，我们可能会在 9/10 月份看到爆发的情况。

资产配置

我们建议谨慎但并不一定要过于悲观。全球经济扩张周期正进入第 11 年，这也是有史以来最长的扩张周期之一。与此同时，全球经济增速减慢，地缘政治风险上升。为了抵消这些消极因素，政策制定者试图通过暗示降息来支持经济增长。复杂的宏观经济环境似乎给股市带来风险，但对固定收益类资产而言相当利好。因此，**我们建议增持固定收益类资产和减持股票**，但强调指出这一观点只是谨慎而不是看跌。对股票的减持观点意味着我们认为固定收益类资产的风险调整后回报会高于股票，但并不表示我们一定非常不看好股票。对股票的减仓观点意味着我们希望在投资组合中持有比正常情况少一些的股票，而不是说希望抛空全部股票。

固定收益类市场已经不再受加息风险影响，目前固定收益类资产的下行风险似乎相当低。大华银行的观点是美联储在 2019 年会下调联邦基金利率两次，这意味着债券收益率曲线会略平，大多数期限的债券收益率会趋向于 2%。此外，市场开始有预期三次降息的迹象，意味着如果美联储真的如此激进降息的话，固定收益类投资组合会有更多的上行趋势。

经济扩张颓势已现且增速放缓使股票前景变得更为复杂。支持性的货币政策有可能提振股票，但股票的情况会比以前更复杂。因为股票面临着经济周期中非常成熟的阶段且经济增速放缓。我们的观点是股票在一个经济适度增长且具有积极政策支持的环境下表现良好。但从历史上来看，如果经济周期已经即将到达终点且增速放缓至平均水平以下，则一系列深度降息并不会

导致股票跑赢其他资产大类。例如在 2008 年美联储一整年都在降息，但股市直到 2009 年 3 月份才开始上涨。另一方面，如果即将到来的货币政策宽松更像 1995 年和 1998 年那时程度比较浅的宽松周期（那时信贷增长幅度相对较弱），则股市可能会走高。总体而言，**我们的观点是直到经济增速放缓的风险稳定下来之前应适度降低股票仓位。**

贸易紧张是一个主要风险。我们仍然对中美之间贸易紧张局势感到担忧。虽然美中在接下来几个月仍有可能达成一项协议，但我们认为双方的距离相当远。双方争议的问题似乎并非能够妥协的那种，而是牵涉到国家主权和公平的大问题，这会使得任一方都难以退让。此外，双方似乎都在准备打持久战。美国已经将所有其他贸易争端延后处理以便专心应对中国商品加征关税的影响。而中国的领导人则表示需要准备“新长征”。两国似乎都在准备忍受长时期的贸易紧张。我们认为这令人不安，因为全球经济增长已经一直在减速。贸易冲突对经济增长是利空，并且可能导致已现疲态的增长环境趋于结束增长周期。

收益策略可能再次受到欢迎。我们的总体策略建议仍然是将重心从股票转到固定收益类资产，对商品和现金类资产持中性观点。在降息时期，**结合固定收益类资产和分红为主的股票的多资产收益策略能够表现良好。**我们建议保持谨慎并持续追踪 2019 年的前景，因为它既有可能变好也有可能变坏。

股票

股票

股票在最开始经历反弹至年初迄今为止的峰值回报率15.2%之后，MSCI全球指数显示，全球股票在特朗普总统5月5日发推之后随着贸易紧张局势升级而经历抛售。自那时起，MSCI全球指数将5月份之后从顶部到谷底的6.2%跌幅收复了大部分，跌幅减少为-1.1%，并将指数拉升至仅仅距离年初迄今为止顶部1.3个百分点。股市反弹是因为市场预期并且最终证实美联储转为更加鸽派以及市场人士对中美贸易紧张缓和的乐观情绪所引致。虽然市场预期即将到来的G20峰会传来更利好的消息，我们认为美中之间贸易争端在近期不可能得到实质性解决。总体而言，我们认为应适当减持股票。

美国

由于市场预期美联储到2019年底会至少降息两次，美股在6月初回升。虽然近来美国经济数据表现不佳，但美国股市估值比其他地区相对高一些。美国股票12个月远期市盈率略低于5年平均值，EPS（每股收益）修正共识已转为负面。预计2019年EPS仅增长约3.2%（虽然有去年减税的基础影响在里面）。展望未来，我们预计美国科技企业的盈利会因为美国对华为禁令对科技行业供应链产生的反作用而受到负面影响。随着美国对企业减税的刺激效果消退，如果进入2019年下半年后企业盈利势头持续转向负面，则美股也可能会经历下跌，特别是如果贸易紧张局势进一步升级的情况下尤为如此。在另一方面，美国强劲的就市场表现、薪资增长和健康的居民部门资产负债表可能会引起国内消费增长从而延长经济周期。由于美股受到推力和拉力两种相反的作用因素影响，我们认为美股出现二元结果的可能性升高，因此对美股持中性观点。

欧洲

欧洲的劳动生产率和行业信心仍低迷不振。亮点可能是宏观经济指标在过去三个月获得了向好势头，消费者信心上升，采购经理人指数疲软可能会成为过去时。经历欧洲央行行长马里奥·德拉吉6月18日出乎意料的鸽派言论（意味着可能再次打开进一步降息大门）后，投资者情绪得到提振。这使得欧洲股市和债市急剧上涨。展望未来，我们预计欧洲经济会逐渐向好。欧洲股票分红仍具有吸引力，与5年平均值相比欧洲股市的估值相当低。然而，每股收益增长预计会在2019年减慢至3.6%。疲

弱的全球贸易前景、低迷的经济活动、紧缩的财政政策、以及民粹主义者提出的过于简单化的解决方案引起的风险等结构性问题将继续使欧元区难以发生重大改善。因此，我们对欧洲股市维持中性观点。

日本

自从特朗普总统5月5日发推以来，MSCI日本指数经历了从顶部到谷底的7.2%（按日元计）跌幅。自那时起，指数又反弹收窄至3.6%跌幅，按美元计则相当1.1%跌幅，这大体上与MSCI全球指数表现一致。全球避险情绪升温导致投资者涌入避险资产，使日元自5月份以来兑美元上涨2.8%。非居民投资者两个月以来首次成为日本两个主要交易所的净空头。伴随着市场人士对日本企业盈利减速的担忧，市场人士的共识预期是在2020财年（截至2020年3月为止的财年），每股收益增速仅为3.7%（虽然已经将2019财年每股收益收缩3.0%的基础影响计算在内）。12个月远期市盈率为12.6，低于5年平均值一个标准差，这样的市盈率看起来已大体上将盈利增长前景计算在内。展望未来，全球贸易乌云将会对外需相关股票（例如生产资料、原材料和半导体行业）造成负面影响，而日元强势会普遍降低出口行业竞争力。因此，我们对日本股市持中性观点。

新兴市场

自从特朗普总统5月份推文以来，MSCI新兴市场指数按美元计已下滑1.9%，这大部分是由于MSCI中国指数暴跌9.8%所引致。尽管如此，MSCI新兴市场指数12个月远期市盈率在11.2，高于5年平均值，这是被过去6个月的EPS（每股收益）共识预测下降11.3%所拖累。由于全球增长方面的担忧以及不断升级的贸易紧张局势，EPS被下修，中国尤其受到负面影响。对2019年EPS增长的共识预测为6.7%。贸易方面最近的发展形势已经降低了中美之间达成实质性解决的可能性，但结果仍然是二元的。虽然新兴市场股市前景受贸易战所累，我们认为没必要过于悲观。新兴市场股市背后的基本面推动因素为美联储政策和中国的经济增长/政策刺激措施。贸易战可能会迫使中美两国货币当局进入同步的宽松周期，从而产生一个通货再膨胀环境。为此，我们对新兴市场股市维持中性观点。

商品

商品面临艰难宏观环境，黄金跑赢大盘

在 2019 年的年中转折点，全球投资者明显看到，随着 5 月份美中贸易谈判破裂，全球宏观经济环境已经恶化。在这样的全球经济增长减速的环境下，工业金属和能源板块在整个第二季度遭遇抛售并不出乎意料。在另一方面，以美联储为首的全球央行转向新一轮货币宽松引发黄金强劲反弹。

铜：明显成为了美中贸易战升级的牺牲品

中美关税战进一步升级使工业金属板块承压，3 个月 LME 铜价格在面对全球增速减慢的恐慌中下挫，从 4 月末的 6,500 美元/吨下跌至 6 月初的 5,800 美元/吨。鉴于普遍的经济减速和出口萎缩，我们现在对 3 个月 LME 铜进行下调，**认为未来会进一步往 5,200 美元/吨方向下滑。**

布伦特原油：夹在经济失速与地缘政治风险上升之间徘徊

布伦特原油仍夹在地缘政治风险与全球经济减速这两种相反作用力之间上下拉锯。投资者在感觉良好与风险厌恶情绪之间摇摆不定导致布伦特原油在过去四个季度发生相当程度的拉锯战。5 月份新一轮关税导致布伦特原油抛售，从 4 月份的 75 美元/桶下跌到 6 月份的 60 美元/桶。随着地缘政治风险始终萦绕不去，我们可预计布伦特原油会遭遇偶尔的空头回补。总体而言，**我们认为布伦特原油在接下来四个季度会在 60 美元/桶到 70 美元/桶区间徘徊。**

黄金：即将到来的美联储降息会巩固黄金涨势至 1,500 美元/盎司

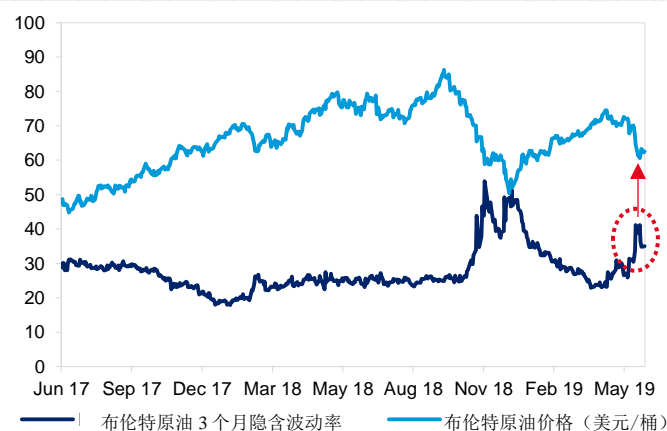
最后，我们对黄金板块的强烈积极观点没有改变。事实上，在美联储表明很快降息之后黄金的前景越发光明。此外，全球其他国家央行例如欧洲央行和澳洲储备银行似乎正在加入新的宽松周期。这将全球债券收益率拉低，并且是黄金的主要利好因素。在黄金最近涨上 1,400 美元每盎司后，我们现在进一步上调对黄金的正面预期，**认为到 2020 年 5 月黄金将进一步上涨至 1,500 美元每盎司。**

制造业 PMI 趋弱，LME 铜价格回撤



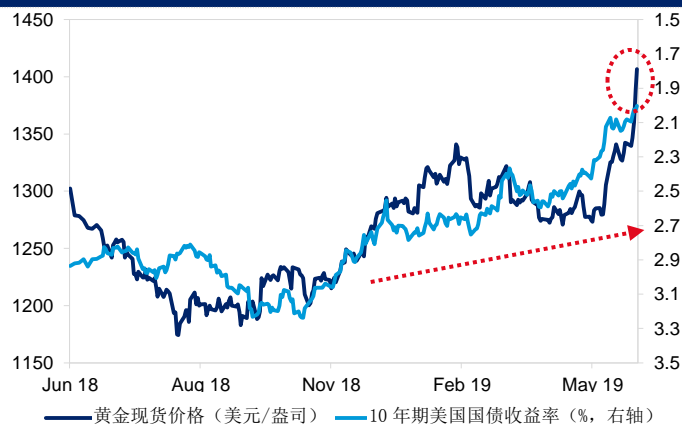
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

布伦特原油波动加剧



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

美国国债收益率下降，黄金反弹



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

随着市场人士对经济增长前景的乐观情绪在 2019 年第二季度减弱，固定收益市场继续产生积极回报。全球宏观数据令市场预期落空，中美等主要经济体的经济扩张颓势越发明显。市场对美中之间贸易紧张和政治局势可能迅速转化为“科技冷战”的担忧进一步为宏观前景蒙上阴影。央行货币政策继续主导风险资产的走势轨迹，货币政策制定者的鸽派言论提升了市场对进一步货币宽松的预期。在芝加哥举行的一次受市场密切关注的货币政策会议上，美联储主席杰罗姆·鲍威尔提到了贸易风险上升可能导致降息的这种可能性，而欧洲央行则承诺到 2020 年上半年为止维持利率不变，并已经开始讨论其他措施包括量化宽松。短端利率的锚定再加上主要经济体扩张颓势已现，为固定收益市场营造出支持性的大环境。

在主要经济体经济增长减速以及先发制人实施宽松政策的背景下，固定收益市场前景在 2019 年继续向好，我们倾向于那些专注于利率工具和高质量债券的收益策略。在债券方面，**我们认为企业基本面因素仍然适度稳健，企业债券虽已经历升值但估值仍然合理。**

我们上调对投资级债券以及政府债券的表现预期，并下调对新兴市场本币债券的表现预期。利率目前看来会维持低位较长时

间。鉴于降息预期已经充分体现在价格中，政府债券收益率处于低位，如果经济衰退风险上升的情况下，政府债券仍会是很好的防御选项。随着各国央行明确表示愿意支撑经济持续扩张，这种先发制人的降息可能会防止衰退风险进一步上升。就公司债而言，大部分趋势表明全球企业形势有所恶化，随着全球经济增长前景减弱，现金流和盈利增长会减速。在经济扩张周期晚期阶段，我们认为投资级债券会跑赢高收益债券。

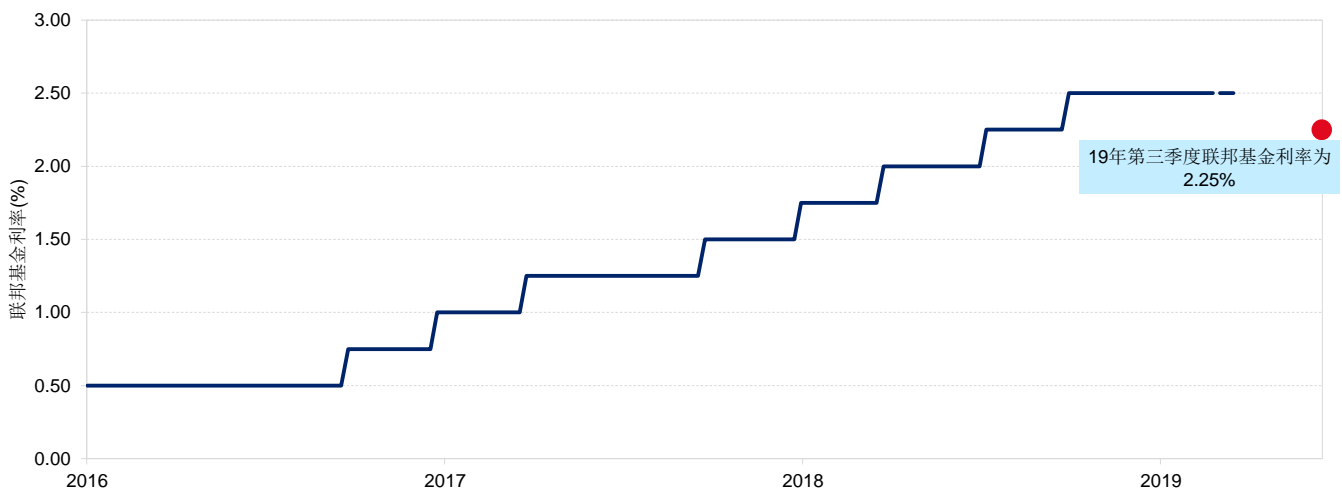
长久期债券不再廉价，但如果衰退风险上升则仍可作为防御选项。2019 年第二季度，美国国债长端收益率继续被弱于预期的经济数据以及美联储前瞻性降息言论拉低，因此，收益率曲线继续扁平化。我们现在密切关注增长减速风险何时趋于稳定，但仍认为中美贸易紧张长期持续会使宏观经济前景复杂化。

我们倾向于美元计价的亚洲投资级债券。鉴于市场波动性可能在近期再次抬头，我们倾向于亚洲地区的投资级美元债。由于宏观环境的不确定性，相对高收益债券而言，我们认为应增持投资级债券，这是因为投资级债券在经济扩张周期晚期阶段更具防御性。

外汇和利率

美国

美联储基金利率



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 (patient)”一词，并加入了“视情况采取行动以维持经济扩张”的表述，这为美联储降息敞开了大门。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 个基点的可能性，如果必要美联储还会为再次降息敞开大门。

3 个月期美元 Libor



- 我们预计 2019 年第三季度末 3 个月期 Libor 会大约在 2.20% 水平。
- 第三季度会是美联储宽松周期的开始。鸽派预期使得 6 个月和 12 个月期 Libor 利率与 3 个月 Libor 倒挂。
- Libor-OIS 利差预计不会大幅走阔，除非出现新的对信贷市场的担忧。

10 年期美国国债



- 我们预计 10 年期美国国债收益率在 2019 年第三季度末到达 2.00%。
- 已经处于低位的期限溢价，加上因为关税而导致的不乐观通胀预期可能会限制债券收益率跌幅。
- 收益率曲线陡峭化是最少阻力的路线，并且这一趋势会越来越明显。

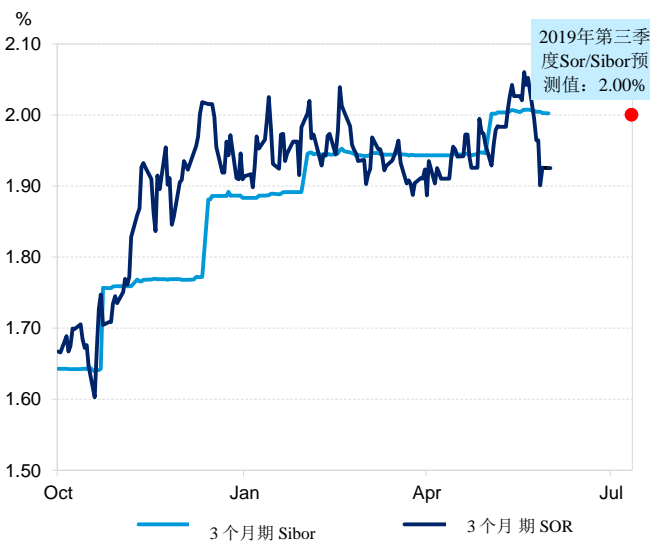
新元名义有效汇率



与我们在之前 2019 年第二季度大华银行投资观察中表达的言论一致，新加坡金管局在 2019 年 4 月份举行的货币政策委员会会议上维持政策利率不变。这意味着会保持新元名义有效汇率的升值斜率、区间宽度和中点不变。但跟之前 2018 年 10 月份的上次会议相比，当局这次的语气被认为相对没那么乐观，金管局将其对经济增长前景的观点从 2018 年 10 月份时“略高于潜在增长率”变为今年的“增速会略低于潜在增长率”。金管局维持经济增长前景略低于 1.5%~3.5%区间中点的观点。因此我们将新加坡 2019 年 GDP 增速前景下调至 2.0%（之前为 2.5%）。

由于金管局决定维持政策不变，新元名义有效汇率维持在政策区间的强势部分，尽管在今年 5 月份降低至政策中点上+1.3%的低位，但后来反弹至目前的+1.7%，这部分是由于新元在风险厌恶时期的避险属性。我们的基本观点是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，如果经济形势和/或市场信心恶化速度快于预期，当局有可能会“略微”降低新元名义有效汇率政策区间的升值幅度。我们注意到自今年初以来的经济增长前景减弱已经将实际产出水平拉近新加坡的潜在增长率。

3 个月新元掉期利率 (SOR) 和新加坡银行同业拆借利率 (SIBOR)



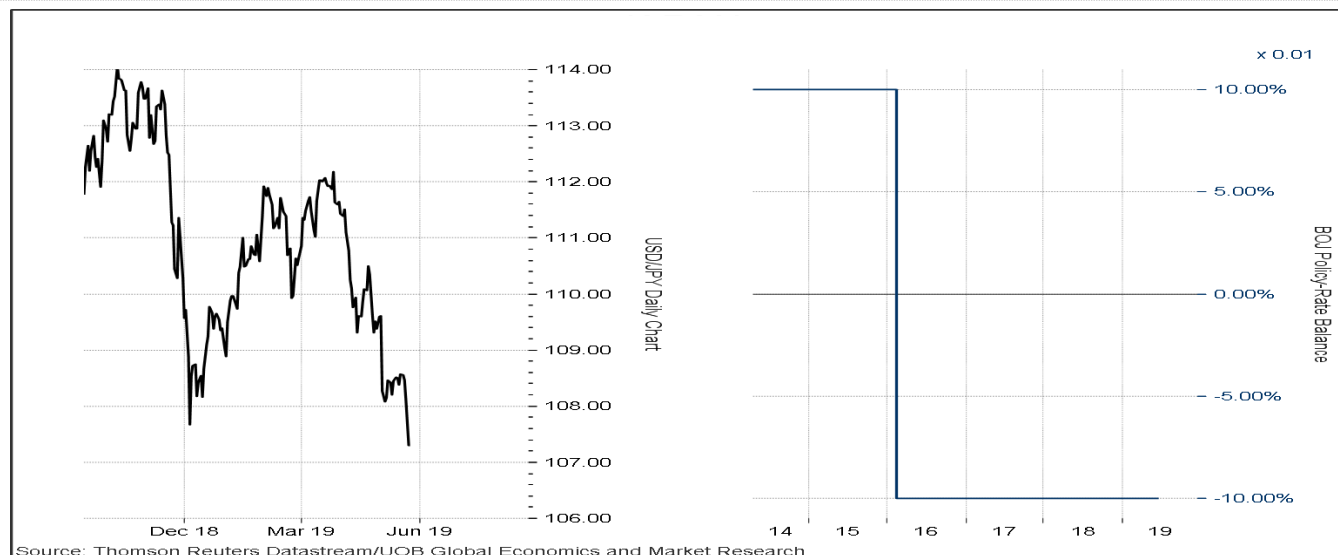
- 我们预计 3 个月 SOR 和 SIBOR 在 2019 年第三季度末均在 2.00%。
- 我们已经下调新元名义有效汇率 12 个月区间至 0.0%~0.5%，已反映出因美联储降息导致的美元 Libor 降低。
- 主要风险仍然是如果新兴市场资本外流加速，将导致新元利率高于美元利率。

10 年期新加坡政府债券收益率



- 我们预计到 2019 年第三季度末新加坡 10 年期政府债券收益达到 1.90%。
- 第三季度债券发行为 5 年期、10 年期、2 年期，以及小型拍卖。
- 考虑到新元名义有效汇率重定价至较低区间对前端利率的潜在拖累影响，新加坡政府债券收益率曲线会跟随美国国债收益率陡峭化，但幅度小一些。

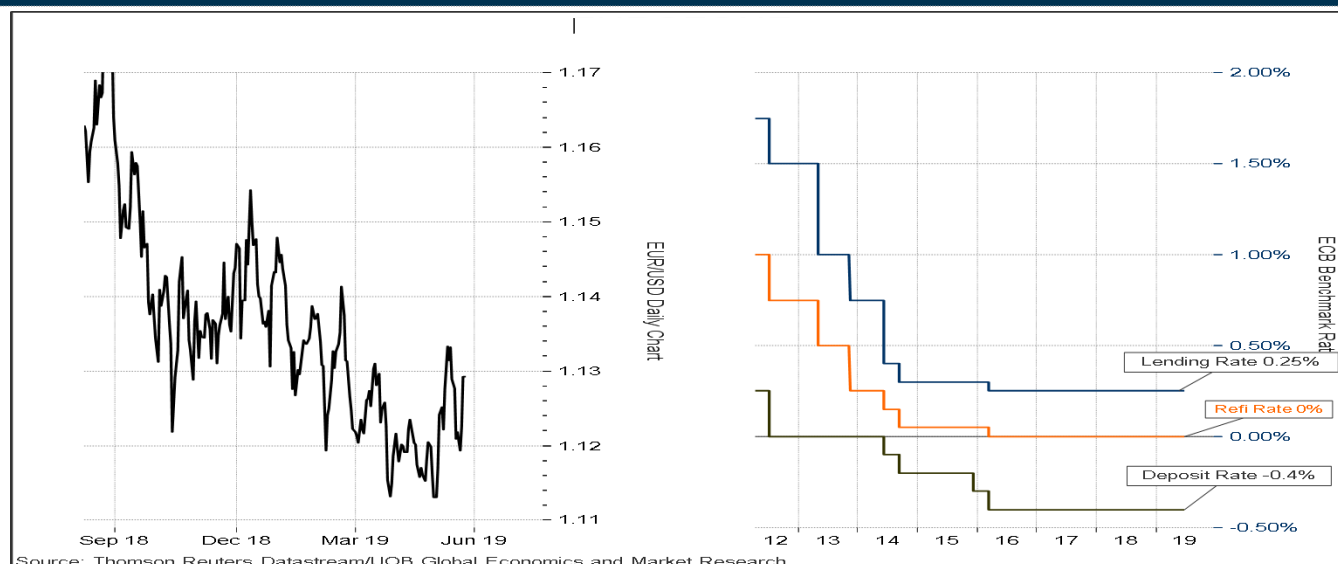
日本



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。

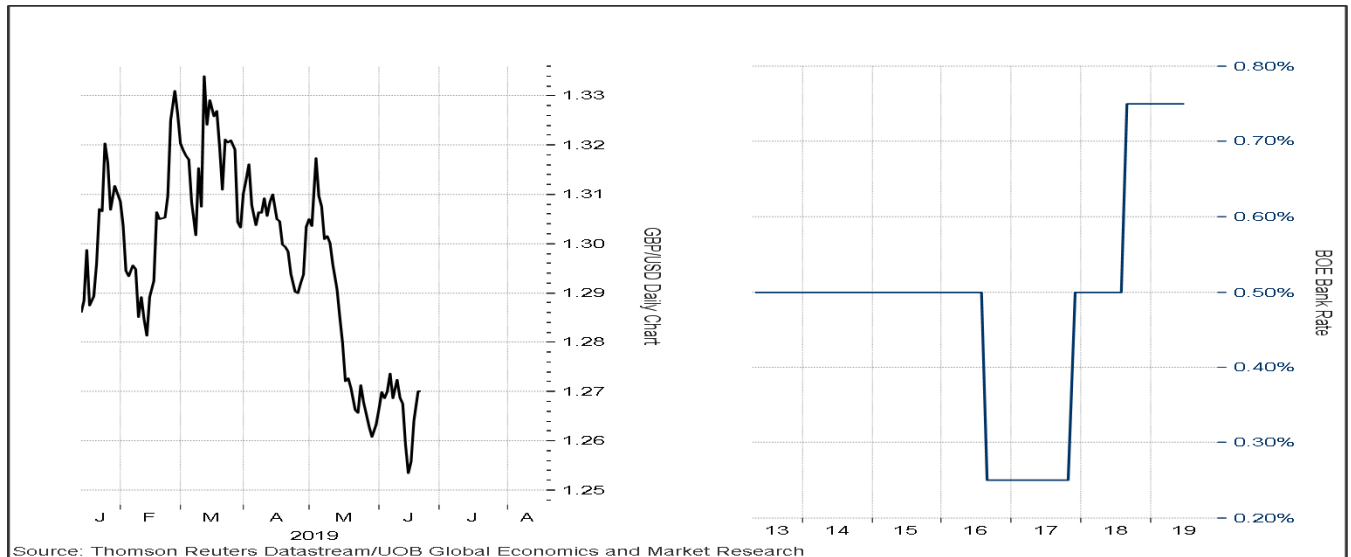
自今年 5 月初以来，由于中美贸易冲突升级刺激了对日元的避险需求，美元兑日元已经从 112 下滑到 108。这个货币对跟 10 年期美国国债收益率之间的相关性也稳定地从 5 月份期间的 0.6 升至 0.7。因此，与我们对 10 年期美国国债收益率在未来走低的预期一致，（在 2019 年底到达 1.90%），美元兑日元可能会延续下行走势。总体而言，我们已经将这个货币对的点位预测更新为 2019 年第三季度为 108，2019 年第四季度为 106，2020 年第一季度和第二季度为 105。在利空方面，美元/日元的支撑可能来自于日本央行重申货币宽松政策和采取更具体措施将日本政府债券购买规模拉近 80 万亿日元的官方目标。

欧元区



6 月份对欧元而言是波动的一个月。受市场对美联储降息这一情况的突然和激进而重新定价的影响，欧元兑美元从接近 1.11 的两年低点上涨至 6 月初的 1.1348。在欧洲央行行长马里奥·德拉吉表示可能降息后，欧元兑美元回吐了超过一半的涨幅，交投于 1.12 附近。展望未来，欧洲央行与美联储在鸽派程度方面的此消彼长会成为欧元兑美元走向的驱动因素。目前而言，我们预计美联储在 19 年下半年会有 50 个基点的降息，而欧洲央行方面，如果欧元区经济数据持续恶化，欧洲央行仅仅会降息 10 个基点。因此，欧元区与美元之间的利差应当会继续收窄（自从去年 11 月份以来就如此），从而给欧元兑美元带来些许支撑。综合来看，我们对欧元/美元仍保持乐观，但这一货币对在走势轨迹方面会比上一次季度报告时弱一些，那时候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，第二季度为 1.16。

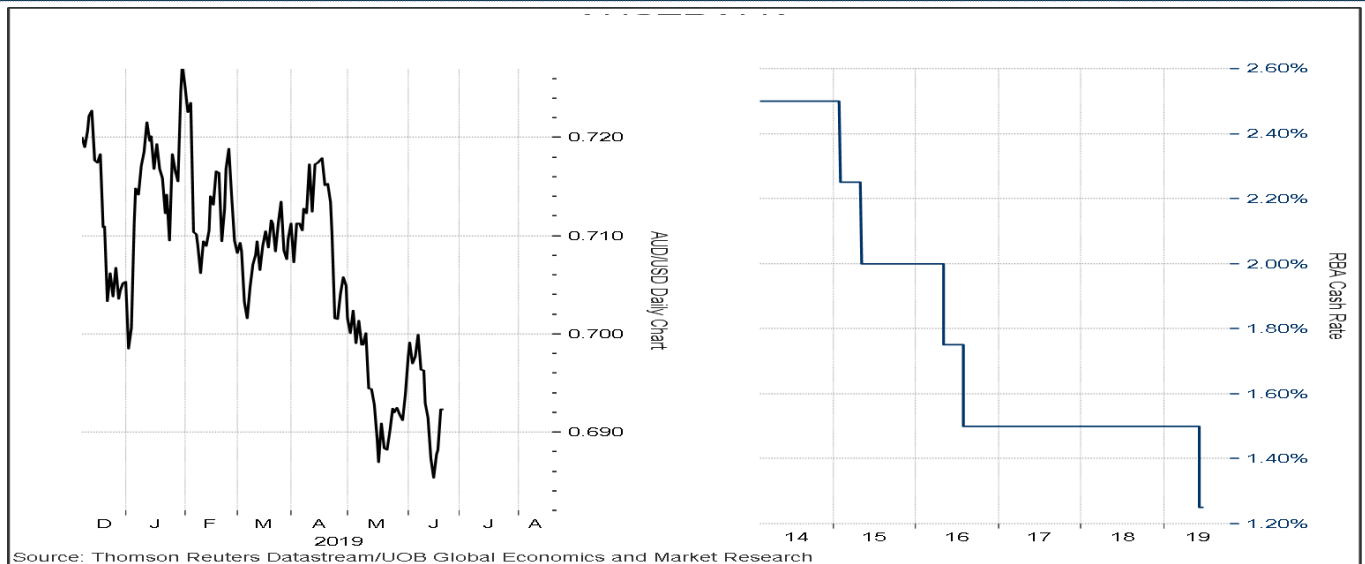
英国



不出意料，英格兰银行将利率维持在 0.75% 不变，并维持前瞻性指引称如果经济走势继续与央行最新预测保持一致则利率需要调高。然而，很明显该国央行的货币政策委员会越来越担心无协议脱欧的可能性。毕竟鲍里斯·约翰逊看起来铁定会取代特蕾莎·梅成为新一任首相，而且他表示出愿意带动英国无协议脱欧。英格兰银行更为“鸽派”的语调在政策声明和会议纪要中得到体现，与今年 5 月份时以及最近较为“鹰派”的言论相比语调已经软化。总体而言，英格兰银行的“新”变化确认了我们的观点，即直到该国央行看到英国脱欧局势变得明朗之前，近期在利率方面不可能有所作为。

随着鲍里斯·约翰逊越来越可能被保守党选为下一任首相，英国无协议脱欧的可能性上升。自从 5 月中旬以来，市场人士已经开始大幅重建英镑兑美元空头仓位，从而使即期汇率承压。我们维持对英镑/美元近期表现的谨慎观点，认为这一货币对在接下来两个季度会下降至 1.30。

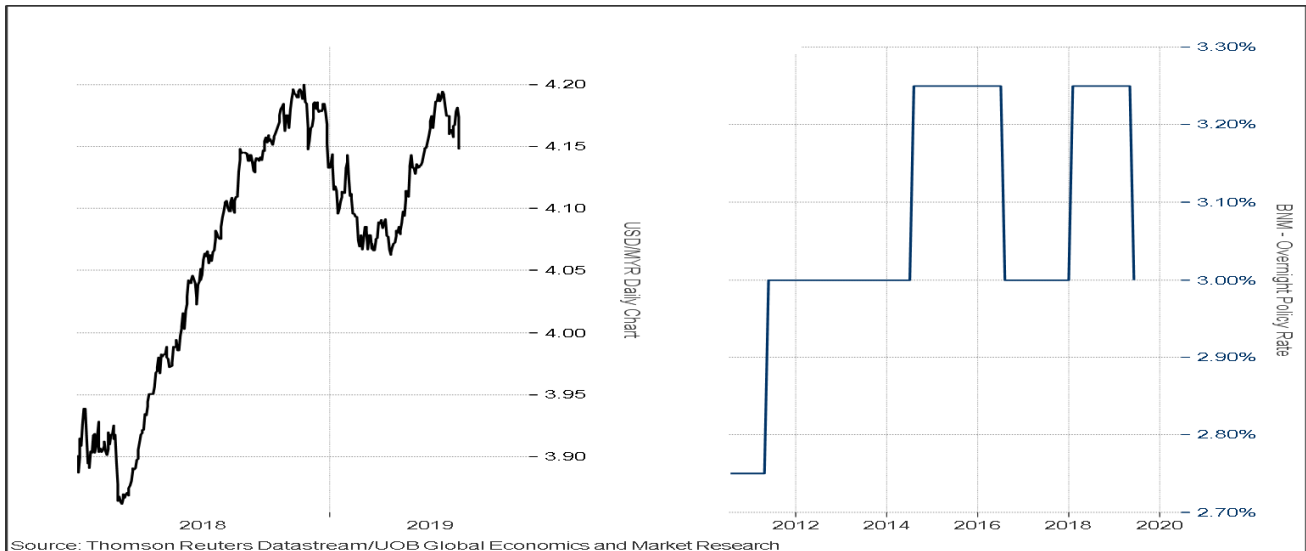
澳大利亚



如同 6 月份会议纪要显示，澳洲储备银行已经为进一步行动敞开大门。我们现在预计该国央行今年还有另一次降息。这是因为该国央行行长 Phillip Lowe 已经为劳动力市场设定了一个宏大的目标，认为需要将失业率控制在 4.5% 以便将通胀拉回目标水平。虽然澳洲储备银行的预测显示在考虑到两次降息的基础上失业率会到 5.0%。

澳洲储备银行接下来将有更多降息举动的这一阴云，叠加中美贸易紧张升级将会使澳元继续承压。即使澳洲储备银行在今年 6 月份开启了近三年以来的首次降息，金融市场已经对该国央行在 12 月份再次降息 50 个基点的影响计价。因而，澳元兑美元可能在 2019 年第三季度和第四季度在 0.69 水平左右大量交投。然而，我们重申长期观点认为一旦美元兑主要国家货币走弱，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。

马来西亚

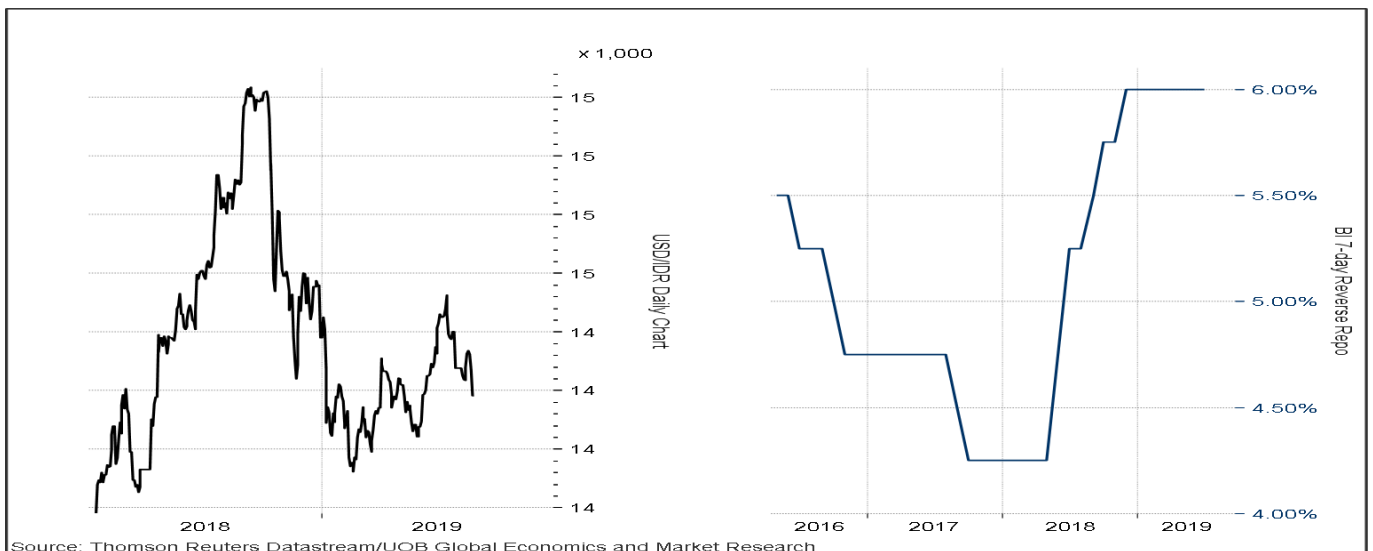


Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

马来西亚央行在今年 5 月份先于利率曲线行动将隔夜政策利率（OPR）下调 25 个基点至 3.00%。这是在出现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，而真实利率在 2.5% 水平徘徊，很明显该国在必要情况下有实施货币宽松的空间。

跟人民币兑美元在 2020 年初走弱突破 7.0 的预期相一致，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放缓，能源价格疲软以及马来西亚央行采取鸽派立场。

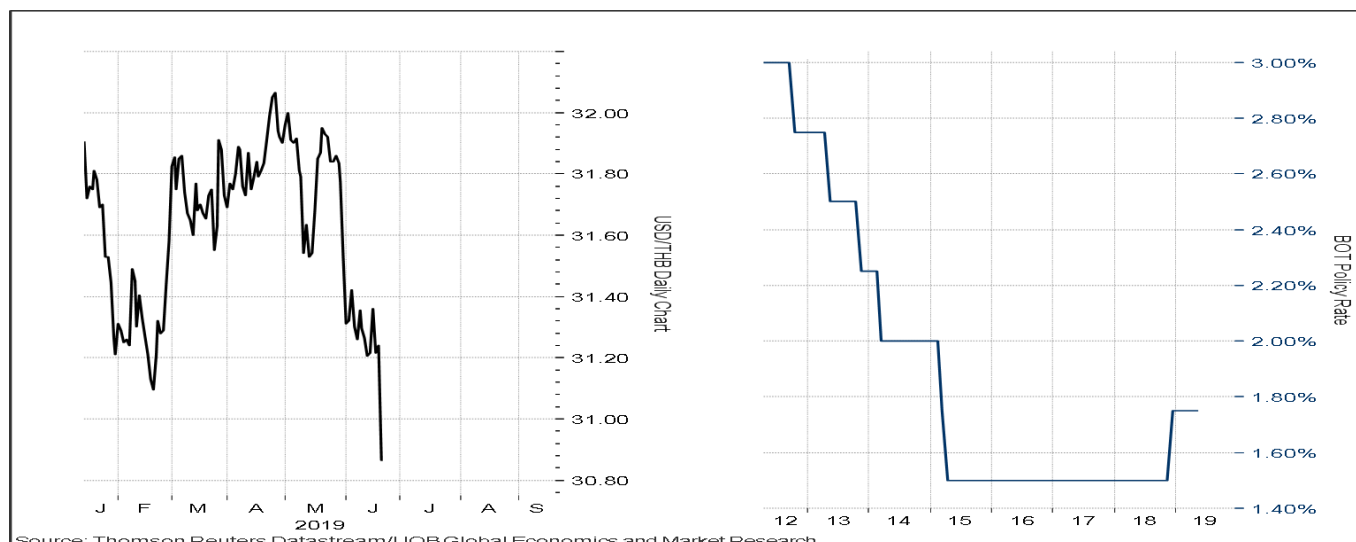
印尼



Source: Thomson Reuters Datastream/UOB Global Economics and Market Research

在今年 6 月份的会议上，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”。我们认为如果外部形势的波动性减弱（并因此导致更多持续的资本流入）印尼央行会具备降息支撑经济增长的空间，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 年第三季度为止会维持利率在 6.00% 不变，直到第四季度正常化累计降息 50 个基点将利率下调至 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。总体而言，我们仍认为印尼盾兑美元会走弱，虽然是以适当的幅度进行。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，这可能给我们带来上调美元兑印尼盾预测的压力。

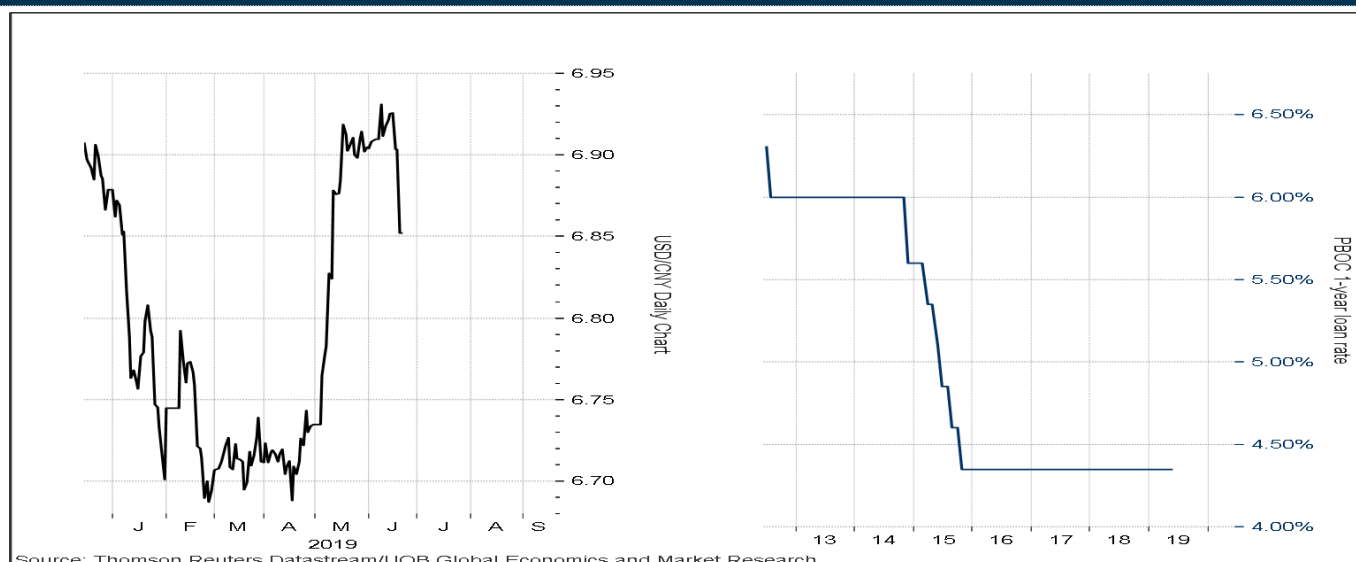
泰国



就今年剩余时间而言，由于中美贸易紧张所带来的不确定性，泰国经济增速可能会低于潜在增长率，我们现在预计泰国央行会将政策利率维持在 1.75%。由于核心通胀会接近泰国央行设定的 2019 年通胀目标 1%~4% 区间下限，该国央行没有收紧货币政策的紧迫性。

展望未来，我们认为泰铢不可能进一步上涨。泰国宏观经济指标以跟地区内其他国家类似的方式减速，再加上市场人士逐渐不再向之前那样押注泰国央行在 2019 年下半年加息，因此泰铢可能很快掉头转向赶上其他亚洲外汇走弱步伐。总体而言，我们认为泰铢在 2019 年第三季度会走弱至 32.00，第四季度至 32.20，2020 年第一季度和第二季度至 32.50。

中国



为缓解人们对中国经济增长的担忧，中国政策制定者预计会加快推出逆周期财政和货币政策措施。我们认为如有必要中国仍有减税的财政空间，尤其是考虑到增值税和企业所得税（目前为 25%）是政府财政收入的最大组成部分这一点。增值税全面下调 1% 就相当于给金融体系注入 620 亿元流动性。关于货币政策，重点仍然是通过下调银行准备金率以及其他政策工具例如公开市场操作，SLF（常备借贷便利）和 MLF（中期借贷便利）来确保流动性合理充裕。我们继续认为今年还会有两次全面下调银行准备金率的空间。然而，随着中国人民银行走向市场化利率机制，其将更少强调基准存贷款利率，虽然我们仍然认为如果经济增长压力加大央行还是有可能降息。

在不确定性萦绕不去、增长疲软和宽松货币政策的背景下，我们预计美元兑人民币在未来会有适度向上走势，最终会在 2020 年初突破 7.00 整数关口。在今年 6 月初，当局暗示如果贸易冲突持续并使国内经济进一步承压，美元兑人民币汇率破 7 是可以容忍的。我们对从 2019 年第三季度开始的接下来四个季度的点位预测分别为 6.95、6.99、7.10 和 7.10。

外汇、利率和商品展望

外汇	2019年6月21日	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测
美元兑日元	107	108	106	105	105
欧元兑美元	1.13	1.12	1.12	1.14	1.16
英镑兑美元	1.27	1.25	1.28	1.30	1.30
澳元兑美元	0.69	0.69	0.69	0.70	0.72
纽元兑美元	0.66	0.65	0.65	0.66	0.68
美元指数	96.6	97.6	96.8	95.4	94.4
美元兑人民币	6.85	6.95	6.99	7.10	7.10
美元兑港元	7.81	7.83	7.83	7.80	7.80
美元兑新台币	31.16	31.70	32.00	32.40	32.40
美元兑韩元	1,162	1,200	1,210	1,230	1,230
美元兑菲律宾比索	51.65	53.00	53.50	54.00	54.00
美元兑马来西亚林吉特	4.15	4.22	4.25	4.29	4.29
美元兑印尼盾	14,187	14,500	14,600	14,800	14,800
美元兑泰铢	30.92	32.00	32.20	32.50	32.50
美元兑缅甸元	1,518	1,540	1,550	1,570	1,570
美元兑越南盾	23,305	23,600	23,800	24,000	24,000
美元兑印度卢比	69.44	70.00	70.50	70.90	70.90
美元兑新加坡元	1.36	1.39	1.40	1.41	1.41
欧元兑新加坡元	1.53	1.56	1.57	1.61	1.64
英镑兑新加坡元	1.72	1.74	1.79	1.83	1.83
澳元兑新加坡元	0.94	0.96	0.97	0.99	1.02
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.06	3.04	3.04	3.04	3.04
新加坡元兑人民币	5.05	5.00	4.99	5.04	5.04
日元兑新加坡元 x100	1.26	1.29	1.32	1.34	1.34

利率	2019年6月21日	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测
美国联邦基金利率	2.50	2.25	2.00	2.00	2.00
3个月期美元 LIBOR	2.39	2.20	1.95	1.95	1.95
10年期美国国债收益率	2.01	2.00	1.90	1.80	1.80
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	1.25	1.25	1.00	1.00	1.00
新西兰元官方现金利率	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
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	2.50	2.25	2.25	2.25
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	1.50	1.50	1.50
菲律宾披索隔夜逆回购利率	4.50	4.25	4.00	4.00	4.00
新加坡元3个月SIBOR (银行同业拆借利率)	2.00	2.00	1.95	1.95	1.95
新加坡元3个月SOR (新加坡元掉期利率)	1.88	2.00	1.95	1.95	1.95
新加坡元10年期SGS (新加坡政府债券收率)	1.93	1.90	1.80	1.70	1.70
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
印度尼西亚7天逆回购利率	6.00	6.00	5.50	5.50	5.50
泰铢1天回购利率	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
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	5.75	5.75	5.50	5.50	5.50

商品	2019年6月21日	2019年第三季度预测	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测
黄金 (美元/盎司)	1,393	1,420	1,450	1,480	1,500
布伦特原油 (美元/桶)	65	60-70	60-70	60-70	60-70
伦敦金属交易所 LME 铜 (美元/吨)	5,973	5,800	5,600	5,400	5,200

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