



# 2019 年第四季度 大华银行投资观察

## 全球宏观背景

随着 2019 年跨过年中，中美贸易紧张局势进一步升级导致对全球宏观经济的预期恶化。我们预计美联储会引领全球央行同步进入新一轮货币宽松政策浪潮中，亚洲各国央行预计也会跟进。与经济减速和降息这类鸽派论调背道而驰的是美元仍然继续走强。

## 固定收益

大多数主要经济体虽然经济减速但仍维持正面增长，加上宽松的货币政策（即锚定短端利率，并转化为偏紧或稳定的信用风险溢价），给固定收益市场创造了支持性的大环境。因此考虑这两个因素，我们继续看好优质信用债。

## 资产配置

我们对投资者的最佳建议是保持谨慎但无需过度看跌。我们认为，鉴于已发生风险的数量、经济减速的幅度以及经济周期成熟阶段在下一年走向衰退所带来的各种风险，接下来的投资方式应具有风险意识并需保持谨慎。投资者的资产组合需对上升的衰退风险进行防范，但无需过度担忧会陷入类似 2008 年经济衰退。

## 商品

将商品板块跟其他主要投资类别（如股票和债券）区分开来的一个独有特征是商品供求关系变化所带来的价格波动。从展望来看，我们预计黄金到 2020 年第二季度会走高至 1,650 美元/盎司，黄金的上涨将带动白银的类似涨势。我们仍然认为 3 个月期伦敦铜会走弱，这主要是因为全球经济增长所面临的风险。预计布伦特原油在接下来 12 个月会在 60 美元/桶至 70 美元/桶区间，但最近原油价格的上涨使得中东地区的地缘政治风险卷土重来。

## 股票

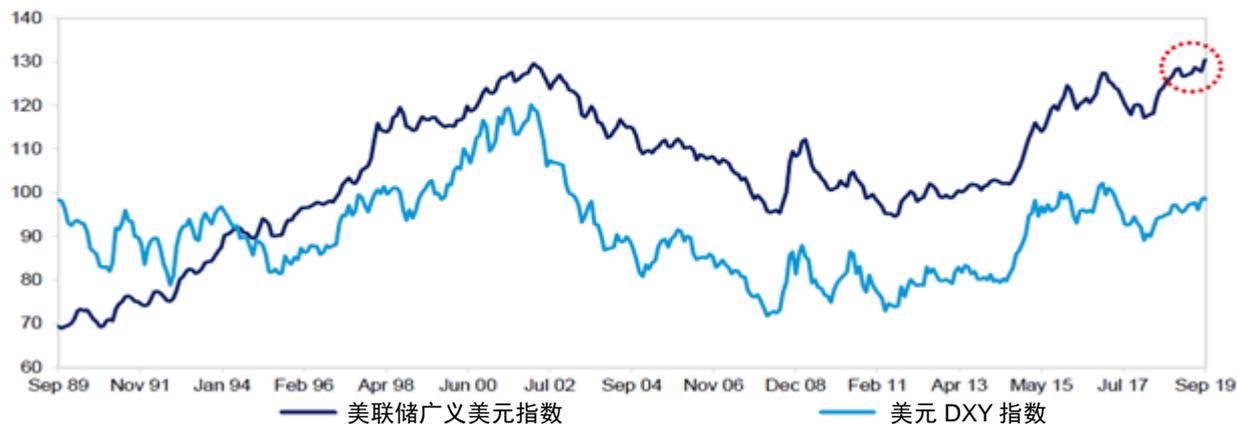
虽然中美已重启谈判，但贸易争端仍然存在高度的不确定性，结果仍未尘埃落定。因此，为预防严重政策误判产生的风险，我们决定减少股票配置比重。我们对美国、欧洲和日本股市持中性观点。新兴市场作为我们主要关注的领域则有所不同，我们建议对新兴市场股票维持较高配置比例。

## 外汇和利率

由于中美贸易冲突仍然持续，在人民币走弱的同时，美元预计会对亚洲国家外汇保持强势。然而，预计美元指数到 2020 年第三季度将下滑至 95.8，美元兑 G10 国家货币的强势预计逐步见顶。与此同时，全球同步货币宽松浪潮预计会持续到下一个季度。美联储和新加坡金管局都加入了宽松阵营。我们认为 3 个月期 Libor、SIBOR 和 SOR 到 2019 年底时将分别下滑至 1.45%、1.55% 和 1.45%。

## 受亚洲和新兴市场外汇广泛走弱推动，美联储广义美元指数在 130 点上方创下新高。

资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部



### 经济增长减速，降息以及超级坚挺的美元

随着 2019 年中美贸易紧张局势的不断升级，全球宏观经济的预期已经有所恶化。到目前为止，全球大多数主要经济体已下调了各自下一年的经济增长预测，或者敲响了衰退的警钟，其中最为明显的是德国和日本，这两国面临着陷入技术性衰退的风险。虽然美国的情况好得多，但预计其 2020 年经济增速仍会从今年的 2.5% 下滑至 1.3%。

总而言之，国际货币基金组织已经将今年全球经济增速从去年的 3.7% 下调至 3.2% 的低位。最近，伴随着人们对全球贸易减速担忧的加剧，国际货币基金组织在 9 月 9 日推出了新的世界贸易不确定性指数。该指数从 1996 年开始追踪 143 个国家的贸易前景。毋庸置疑，国际货币基金组织是在提醒人们“全球贸易政策不确定性指数继过去约 20 年持续维持在低位后，目前正在急剧上升。”

全球经济增长减速的焦点当属中国。在之前的季报中，我们曾警告称，如果中美贸易紧张局势进一步升级，中国的增长前景可能存在会向我们设想的最坏情景发展的风险。事实上，由于今年 8 月份新一轮关税的加征，我们现在认为中国 GDP 增速会在 2020 年从 6% 以下降至 5.9%。同样，人民币目前已跌破 7.00 关口，可能会在 2020 年初指向 7.30。

在这困难重重的宏观经济和贸易背景下，令人稍感安慰的是中国人民银行通过推出贷款基准利率（LPR）来强化利率改革的力度。展望未来，货币政策的传导预计将更为高效和更多地由市场所主导，目前新的贷款和按揭利率与 LPR 利率挂钩，而后者又与中期借贷便利（MLF）挂钩。从本次季报开始，我们将开始对 1 年期 LPR 利率进行预测，并且我们预计 LPR 会在本年底下滑至 3.9%，并在 2020 年第一季度下滑至 3.65%。

同样，我们预测美联储会引领全球央行进入同步的新一轮货币政策宽松。目前预计美联储会将三次降息提前到本年度还未召开的三次联邦公开市场委员会会议上，我们可以预计接下来整个亚洲地区央行在下一年会有力度不同的降息举措，尤其是马来西亚、菲律宾、印度尼西亚和泰国。各国基准利率的宽松化将在接下来几个月推动各国货币市场利率走低。

全球债券收益率走势当然比曲线的变化快的多，债券收益率在过去一个季度暴跌，从而导致全球主要经济体出现收益率曲线倒挂情况。如果即将到来的由美联储引领的同步宽松起效，在提前降息举措帮助全球经济恢复增长和通胀预期的情况下，这可能有助于收益率曲线趋稳和重新刺激较长期的债券收益率。与经济放缓和降息这类鸽派论调背道而驰的是美元一意孤行地走强。自从中美贸易冲突爆发以来，美元就节节走高。事实上，美联储的贸易加权广义美元指数已经冲到 130 上方并创下新高，高于上一次也就是 2002 年时的峰值。从狭义美元指数（DXY）来看，最近 DXY 向 100 点爬升，这一情况再次跟美联储即将降息的预期以及不断收窄的 10 年期美债加权收益差幅背道而驰。

虽然我们并不赞同特朗普总统的贸易政策，但他对美元走强的经常性抨击可能并没有错。美财长姆努钦更进一步提出（虽然只是短暂地提到）有意对美元走强进行干预。虽然美联储不可能赞成对美元进行官方干预的实际做法，但随着 2020 年总统大选升温，没有什么能够阻止特朗普总统将打击美元走强作为下一年的优先事项之一。在目前这个阶段，我们不确定美元最终会在什么时候走弱和走向更低利率。事实上，我们的外汇预测似乎存在矛盾的情况，一方面显示出美元对主要国家货币逐步走弱，而与此同时美元对人民币和其他亚洲国家货币则持续走强。尽管如此，未来几个月外汇领域波动加大的风险已经上升。

原油价格 9 月份的暴涨使中东地区的地缘政治局势风险重新上升。由于我们在等待更多的消息以便了解沙特最快何时恢复损失的产量，因此目前暂不调整对布伦特原油预测，但再也不能忽视地缘政治风险对原油价格带来的影响。

## 资产配置

**我们仍然建议保持谨慎但无需过度看跌。**全球经济扩张已进入非常成熟的阶段，与此同时，相比去年全球经济增长已显著放缓，大华银行经济研究团队提醒，美国的技术性衰退风险或会在 2020 年酝酿。此外，全球地缘政治风险事件也在不断上升。我们的观点是，考虑到这些风险的数量、经济减速的幅度以及目前的成熟经济周期将在明年转向衰退阶段所带来的潜在风险，投资者的投资方式应更加谨慎并更具风险意识。

在全球经济增长减速的背景下，最大的亮点是目前通胀风险仍属温和，而全球各国央行仍有降息和推出其他刺激政策的操作空间。而如果通胀高企且央行则需要将利率维持在高位，那么发生重大衰退的风险将会比目前大得多。我们预计美联储会在 2019 年第四季度再次降息，并预计欧洲央行和其他亚洲国家央行会继续各自的经济刺激政策。这些支持性政策将会缓解全球经济减速并使得技术性衰退变得更为温和，从而为资本市场带来支撑。

因此，我们认为，对投资者而言最好的建议是保持谨慎但无需过度看跌。投资者需要对上升的经济衰退风险作出防范，但无需过度担忧会出现类似 2008 年的大衰退。比起债券而言，我们建议减持股票，但无需退出投资。在股票方面，我们建议采用防御性策略，重点放在优质公司和派息型股票。在固定收益方面，我们建议投资级的企业债。收益率虽然有波动，若 10 年期美国国债等基准收益率下跌至 1.7% 以下，我们建议持有短久期债券，但若收益率重回 1.7% 上方，我们会倾向于较长久期的信用债。我们也会增加现金类资产和黄金，以实现在当前环境下的风险对冲。虽然这种策略是防御性的，但我们还是要强调一下这并非过度悲观。如果我们认为会有暴跌/衰退，那么会建议转为“衰退型投资组合”，这种投资组合将大幅减持股票并转向长期限的政府债券和现金类资产。虽然相对成长型投资组合而言，我们建议专注于派息型股票和较短期限的投资级信用债的

策略相对谨慎，但这种组合并没有像“衰退型投资组合”的防御性那么强。

**经济扩张进入晚期 vs 降息：**回顾美联储过去的四个降息周期，有两次，经济扩张延续了几年，但在另外两个周期中虽有降息但并不足以防止衰退。如果近期降息有助于延长经济扩张周期，则全球股市还会有强劲表现的一年，但如果情况相反，则股市将承受较大压力下。美联储今年已降息一次，但认为这次降息会像 1995 年和 1998 年那样有助延长经济周期则为时尚早。

**全球地缘政治风险上升。**主要的全球地缘政治风险在最近几个月继续时而上升时而下降。中美贸易紧张局势、英国脱欧、中东地区冲突、朝鲜以及香港的游行抗议事件均有可能引发资本市场大幅波动。虽然我们并不认为这些风险会恶化，但对这类风险仍然表示担忧，特别是将所有风险叠加起来。在最近几周，英国脱欧和中美贸易摩擦风险似乎有所缓解，但中东地区的紧张局势正在上升。我们认为这些风险或将在接下来几个月上升或消退，但作为投资者，我们仍认为不能忽视这些风险所带来的影响，因此我们建议投资者需保持谨慎观点。

**经济指标或将转为更加积极或悲观。**几乎所有国家的制造业、商业投资和贸易仍维持疲软。而多数国家包括美国、欧洲、日本和亚洲地区的就业和消费支出则相对具有韧性。我们继续寻找全球制造业增长企稳的迹象。如果在接下来几个月全球范围内的采购经理人指数（PMI）普遍反弹至 50 点以上，那么这将会是一个重要的风向标，至少可以平衡对低配股票的看法。另一方面，我们密切关注就业形势走弱的迹象。MSCI 全球指数中的公司盈利增长已下跌至 0%。在这个阶段，各公司开始通过削减人力成本来守住利润底线。如果全球就业趋势走弱，那么我们认为这意味着需转为更加谨慎并转向“衰退型投资组合”。

# 股票

## 股票

中美贸易争端局势仍极为不稳定，虽然据报道谈判正在重启，但结果仍然未知。我们认为市场一直以来太过急于消化任何利好的贸易消息并且过于乐观。事实上，这其中每一次的转折反复都令人难以捉摸。因此，考虑到存在严重政策误判风险，我们决定为保险起见减少股票配置比例。

就**美国股票**而言，我们维持中性立场。8月份的新闻头条都是围绕着10年期和2年期国债收益率曲线倒挂这一话题，这加剧了市场人士对衰退的恐惧。从更大的方面来说，市场对结构性长期增长放缓这一情况已充分定价，市场人士认为美联储将不得不采取更多地降息来作为回应。

由于欧洲的工业产值、出口增长和商业信心仍然低迷，我们对**欧洲股票也保持中性观点**。考虑到欧洲高度依赖出口，中国最近的利率改革会在提振中国对欧洲商品和服务的进口需求方面起到关键作用。然而，欧洲大量的负利率债券充分说明了欧洲疲弱的经济增长和通胀前景。即便我们的确注意到欧洲股票的

估值看起来具有吸引力，因为最近12个月远期市盈率在-1和-2标准差之间徘徊。

我们对**日本股票也保持中性观点**。中美贸易紧张局势和日元最近的走强是对日本经济的主要拖累。全球贸易疲软导致出口更加萎靡，对日本企业造成了巨大影响，这是因为日本企业大约一半的收入来自海外。日本股票估值相对5年平均值来说相当有吸引力，这一点与欧洲股市相似。此外，与地区股市相比，日本股市估值也相对便宜。

**新兴市场股票是我们的主要关注领域，我们建议增持**。新兴市场面临的风险仍然是潜在的信用降级、汇率疲软和反全球化的情绪。新兴市场国家的政策制定者一直在推出经济刺激计划。例如，新兴市场国家的央行政策立场已经变得更加宽松。中国尝试通过利率改革来改进信贷传导机制，该国央行最近50个基点的降准应该会降低企业的借贷成本并提升流动性。这种政策措施预计会对部分新兴市场国家带来积极的溢出效应。在8月份，MSCI新兴市场指数也已下修至2018年底的低位。

# 商品

## 永远不要低估商品受供求关系推动的波动性

上面的标题听起来似乎有些空泛，但商品的其中一个将其与股票和固定收益等其他主要投资资产类别区别开来的一个非常独特的特性就是潜在的由供求关系推动的波动性。换言之，构成供需关系的每种商品的变化都可能导致各个商品的剧烈波动，而这种波动与大盘方向无关。

### 铜：在其他工业金属板块强烈波动的同时，铜保持着表面的迷惑性的平静

在工业金属板块里，由需求供应关系主导的波动性尤为明显。在表面的风平浪静中，3个月伦敦铜向5,800美元/吨下滑，3个月伦敦镍仅在第三季度就暴涨超过50%，随着印尼提前两年实施镍矿石出口禁令打乱供求关系，伦敦镍从12000美元/吨飙升至18000美元/吨。与此同时，铁矿石价格也经历了过山车，在经济减速和需求下降以及中国大幅季节性囤货这两种相反的作用力下，先是从70美元/吨抬升至120美元/吨，然后再回撤至90美元/吨。

总体而言，虽然工业金属板块内存在分歧，我们继续认为3个月伦敦铜会走弱，这主要是由于全球经济增长所面临的风险。因此我们认为3个月伦敦铜会在2019年第四季度回撤至5,600美元/吨，2020年第一季度至5,400美元/吨，2020年第二季度和第三季度至5,200美元/吨。

### 布伦特原油：地缘政治风险卷土重来？

我们目前的预测是布伦特原油在接下来四个季度会在60美元/桶至70美元/桶区间。市场一直低估地缘政治风险潜在影响，且风险溢价有所回归，这可能使布伦特原油朝70美元/桶迈进。地缘政治风险又再次发挥全部威力，近期供应的不确定性可能支撑布伦特原油走向70美元/桶。就目前而言，我们暂不调整对布伦特原油的预测，等待更多关于沙特如何尽快恢复损失产量的消息。

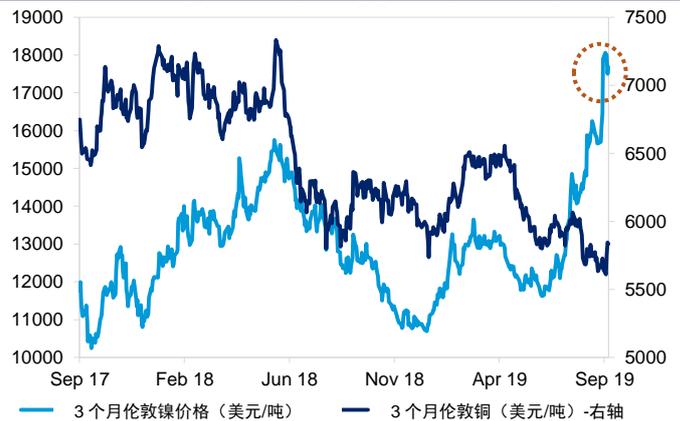
原油价格最近的上涨使得中东地区的地缘政治局势风险再次上升，因此，地缘政治风险溢价对原油价格的影响再也不能忽视。

### 黄金：有望继续保持出色表现

最后，随着进入2019年最后一个季度，看起来黄金已经大幅跑赢3个月伦敦铜和其他贵金属。预期中的美联储激进降息、较长期限债券的收益率走低以及投资者风险厌恶情绪带来的强大需求叠加所形成的完美风暴，使得黄金在9月初突破1400美元/盎司升至1,555美元/盎司的目前高位。黄金价格的强势上涨似乎也催生了白银的类似上涨局面。

总体而言，我们预计黄金在2019年第四季度达到1550美元/盎司，2020年第一季度达到1,600美元/盎司，2020年第二季度和第三季度达到1,650美元/盎司。目前黄金现货价格为1,510美元/盎司。

## 印尼提前实施镍矿石出口禁令引起镍价飙升



## 欧佩克持续减产导致布伦特原油价格曲线出现健康的现货升水



## 黄金期货净多头仓位重回历史最高纪录



# 固定收益

受到全球经济减速以及全球主要国家央行日益宽松的货币政策支撑，固定收益市场又迎来了另一个季度的积极回报。中美贸易谈判相关的不确定性继续给宏观经济前景蒙上阴影。全球经济减速可能最终转化为衰退这一点仍然是主要的宏观风险，部分领先指标已经显示出这一迹象，例如收益率曲线倒挂以及全球各国 PMI 指数下跌。即使全球 PMI 指数继续下滑显示出近期制造业、商业投资和贸易显著走弱，但仅仅制造业萎缩这个单一因素可能不足以推动整体衰退。美国制造业目前仅占美国名义 GDP 的 10%（在 1980 年代占美国名义 GDP 的 20%）。从更广的方面来说，由于就业和收入增长趋势仍普遍保持稳定，因此全球各国消费部门比企业部门表现得更加顽强。

在这样的背景下，货币政策在抵御不断扩大的风暴方面继续起到了重要的作用。美联储和欧洲央行都作出了很大的努力，美联储主席鲍威尔重申美联储准备“适时采取行动”来支持经济持续扩张，而欧洲央行行长德拉吉带领下的欧洲央行在 9 月份承诺通过下调存款利率和重启量化宽松/资产购买来进一步放松货币政策，尽管遭遇了部分较为鹰派的货币政策委员的反对。具体而言，宽松货币政策会使得无风险利率或贴现率保持低水平，会对缩小/压低信用风险溢价具有强劲和直接的效果，并且在此过程中会影响到对经济活动产生强大利好作用的货币政策传导途径。日本央行和中国人民银行预计会有更多的宽松政策，中国央行继续全面下调银行准备金率，从而鼓励银行降低 LPR 利率。

多数主要经济体的经济处于减速过程中但仍保持积极的扩张，叠加宽松的货币政策（锚定短端利率，以及转化为更窄或稳定的信用风险溢价）为固定收益市场带来了支持性的大环境。在目前的关键时刻，我们继续看好高质量的信用债。

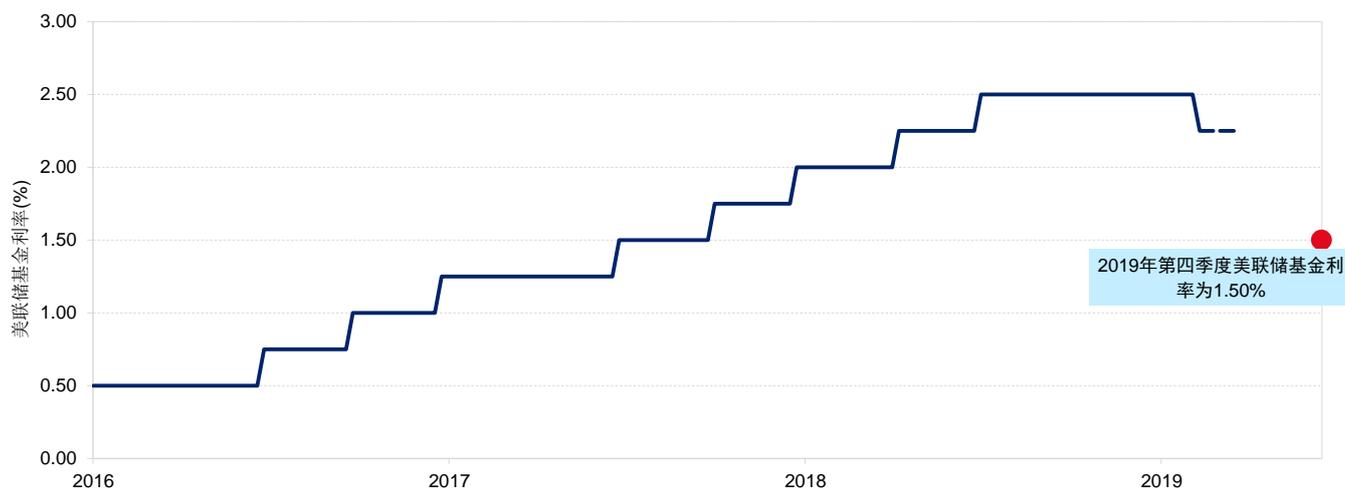
**我们坚持对投资级信用债的增持观点。**大多数趋势表明全球企业形势和现金流有所恶化，而盈利增长会随着全球经济增长放缓而减速。因此，我们继续建议防御性策略并重申需要对信用债的选择保持谨慎。例如，我们注意到亚洲高收益债券相对亚洲投资级债券有过较大幅度修正（例如，摩根大通亚洲信用债券综合利差扩大 19 个基点至 279 基点，而非投资级债券的利差则在 2019 年 8 月份大幅走阔 61 个基点至 598 基点）。更广泛的来说，投资级债券倾向于在一个经济减速或者低于标准的增长环境下跑赢大市（即产生高于平均水平的回报）。

**10 年期美国国债收益率继比去年同期上涨 125 个基点后在今年 8 月份到达 1.5% 的近期低位，巧妙降低了久期风险。**除了经济减速之外，与美国对伊朗制裁相关的市场波动性、阿根廷债务困境、日本韩国双边贸易争端、朝鲜核试验以及香港游行示威和英国脱欧均促成了投资者竞相追逐优质安全资产的现象，从而使美国国债受益。因此，10 年期美国国债收益率自从 2019 年初以来已经大幅下滑。在目前这个阶段，我们认为持有美国国债的风险报酬的吸引力已经大不如前，事实上还有点不对称现象（即一方面美国国债价格上行空间有限，而另一方面下行空间则相当大）。尽管如此，我们计划在更高的水平上消除久期风险敞口。

**我们看好亚洲国家的投资级美元债。**鉴于市场波动性可能近期再临，我们倾向于亚洲国家投资级美元信用债。就行业敞口方面而言，摩根大通亚洲信用指数追踪的亚洲国家美元债当中很小部分受中美贸易紧张局势影响，因此亚洲国家的投资级信用债能够在面临宏观环境的不确定性时提供很好的防御。

## 美国

### 美联储基金利率



今年第三季度中美贸易摩擦升级令人意外，恶化的贸易政策发展趋势可能会“迫使”美联储在 2019 年进行更多的“预防性降息”。我们目前预计美联储会在 2019 年 9 月 17/18 日期间举行的联邦公开市场委员会会议上再次下调联邦基金目标利率 25 个基点。我们还预计美联储会分别在今年 10 月 29/30 日期间和 12 月 10 日/11 日期间分别再次降息 25 个基点，从而将联邦基金目标利率区间的上沿降低至 1.5%，远低于 2% 的通胀目标。

我们尚未将美联储在 2020 年进一步降息纳入考虑范围，我们的基本观点是中美在 2020 年上半年会达成某种贸易协定。然而，如果贸易紧张局势持续远远超过 2019 年，那么我们认为美联储将不得不进行更多的“预防性”宽松，特别是如果贸易紧张导致美国 and 全球经济大幅下行的情况下更为如此。

### 3 个月期美元 Libor



- 我们预计到 2019 年第四季度末 3 个月期 Libor 会大约在 1.45% 水平。
- 由于我们修改了对美联储降息的预期，因此上述利率水平比我们之前的预测显著低得多。
- 今年第三季度 Libor-OIS 利差走阔，但对美国短期国债则横向波动。由于美国债券供应的关系，第四季度预计会有进一步的资金压力。

### 10 年期美国国债



- 我们预计 10 年期美国国债收益率到 2019 年第四季度末在 1.70%。
- 适度的经济增长和通胀率叠加央行的鸽派立场会限制收益率上行空间。
- 收益率曲线陡峭化可能会因为贸易不确定性而推迟，但并非不可能。在整个周期内曲线陡峭化的幅度预计会比过去的周期要浅一些。

## 新元名义有效汇率



新加坡在 2019 年上半年的经济增长可谓黯淡无光，虽然在下半年初随着制造业采购经理人指数（PMI）在 8 月份连续第二个月上升的带领下出现了企稳的迹象。此外，工业产值（约占新加坡 GDP 的 20%）在 7 月份令人意外地实现季调后月环比增长 3.6%。金管局 2019 年 9 月份进行的“专业预测人员调查”的受访者将新加坡全年经济增长预期下调至年同比增长 0.6%，而 6 月份调查结果为 2.1%。2019 年第三季度的经济增速暂定为同比增长 0.3%，这意味着不可能发生 SAAR（季调后年率）为负的情况。

新加坡金管局的目标是维持价格稳定性来支撑经济增长，新加坡的负产出缺口可能在今年下半年（且可能更长时间）持续，这可能会促使政策制定者在今年 10 月份的政策会议上放松货币政策。我们预计金管局会将新元名义有效汇率的政策斜率从目前预计的 1.0% 升值率下调 0.5%，同时保持其他政策参数（即政策区间的中点和宽度）不变。这将使预计的升值斜率降至 0.5%，从而抵消 2018 年两次斜率陡峭化措施其中一次的影响。此外，金管局越来越可能会使升值斜率扁平化，放松货币政策直至达到货币中性为止，这意味着在 2020 年需要更宽松的货币政策来对冲通胀和经济增长风险。我们预计美元兑新元汇率会在 2019 年第四季度升至 1.40，2020 年第一季度到达 1.41，2020 年第二季度到达 1.42。

## 3 个月新元掉期利率（SOR）与新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

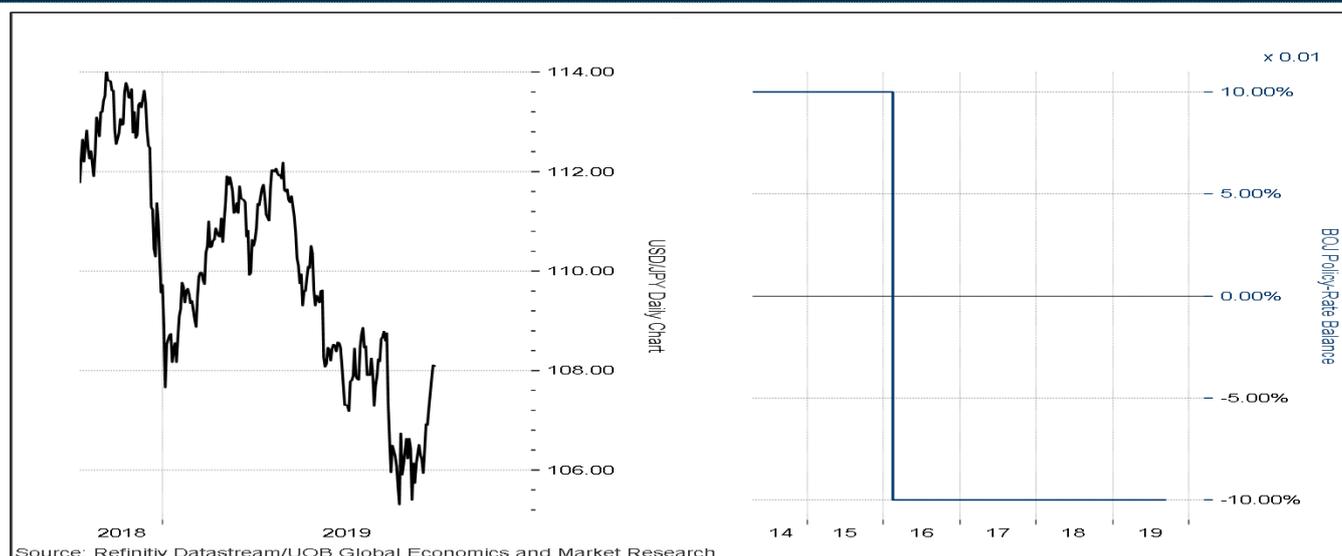


- 我们预计到 2019 年第四季度，3 个月期 SOR 为 1.45%，SIBOR 为 1.55%。
- 就我们对金管局观点来说，新元名义有效汇率 8 月底在中点上方 0.90% 是很多的。货币重定价会对 SOR 和 SIBOR 带来短暂性上行压力。
- 由于预计美联储降息，因此主要的方向动能仍然是朝下的。

## 10 年期新加坡政府债券收益率



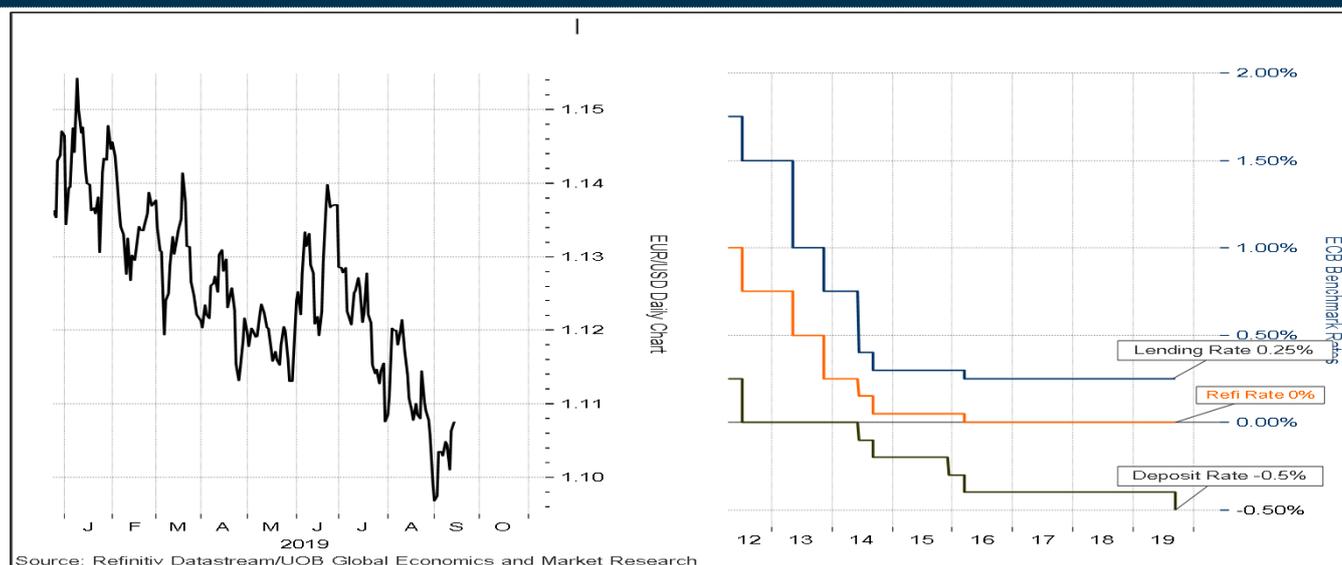
- 我们预计到 2019 年第四季度末 10 年期新加坡政府债券收益达到 1.80%。
- 从今年第四季度开始到大约 2020 年 2 月份左右，新加坡政府债券没有很大的供应量。
- 如果 10 月份金管局的政策声明不会过于悲观且金融市场波动性在未来降低的情况下，新加坡政府债券收益率跑赢美国国债的可能性会上升。



我们认为只要日本政府按计划在今年 10 月份上调销售税（这可被看作是日本政府保持财政节制和在某个时间点恢复财政收支平衡的迹象），这可能足以说服日本央行以此为契机重申其宽松货币政策立场且不改变政策目标（即“允许”财政部发行更多日本政府债券，日本央行购买这些债券从而将债券购买规模贴近每年 80 万亿日元的年规模）。这种情况最早可能在 9 月份的货币政策会议上发生。根据目前的预测，日本央行以每年 24 万亿日元（截至 8 月 31 日）的规模购买日本政府债券，远低于 80 万亿日元。

随着市场人士对全球衰退的猜测不断强化，投资者已准备重新配置资产组合。我们预计日元会保持强势，并更新观点认为日元兑美元到 2020 年中会进一步向 103/1 美元走强。总体而言，强烈建议投资者对冲日元负债，因为中美贸易冲突和英国脱欧这两个尾部风险仍未解决并倾向于恶化。

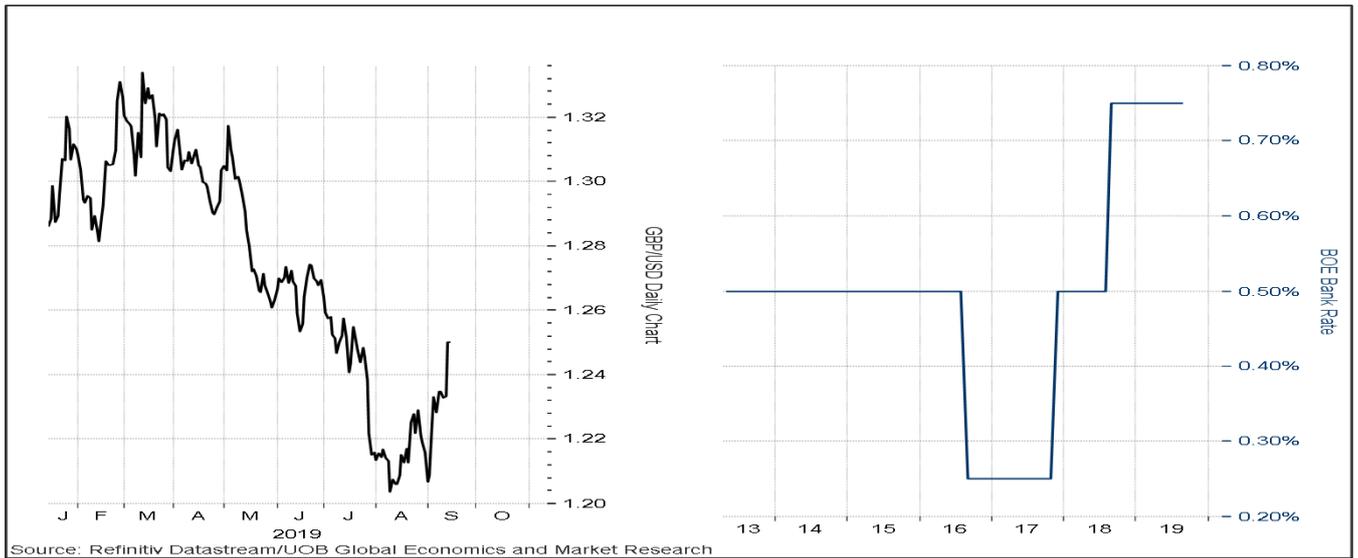
## 欧元区



9 月份的欧洲央行会议不是德拉吉任内最后一次，但我们不认为 10 月份的会议上会有任何重大宣布。虽然德拉吉肯定为其继任者克里斯蒂娜·拉加德保留了大量操作空间，但她在今年 12 月份的第一次政策会议上也不可能会有突破。

欧元兑美元汇率在 9 月 12 日跌至 1.0927 的低点，比 9 月初触及的 2 年低位高出 1 个基点（pip）。在近期，QE 可能会将欧元兑美元汇率死死钉在接近 1.10 的低位。然而，如果以欧洲央行在 2015-2018 年期间的上一次 QE 作为参考的话，那么欧元兑美元可能甚至在欧洲央行启动债券购买之后企稳（所谓的“卖传言买事实”）。此外，在必要的情况下，进一步的刺激措施可能是财政政策而不仅仅是货币政策，这无疑会减轻欧元的压力。结合美联储宽松立场变得更加激进这一情况，我们预计欧元兑美元在 2020 年第二季度会逐步反弹至 1.12，在 2020 年第三季度至 1.14。

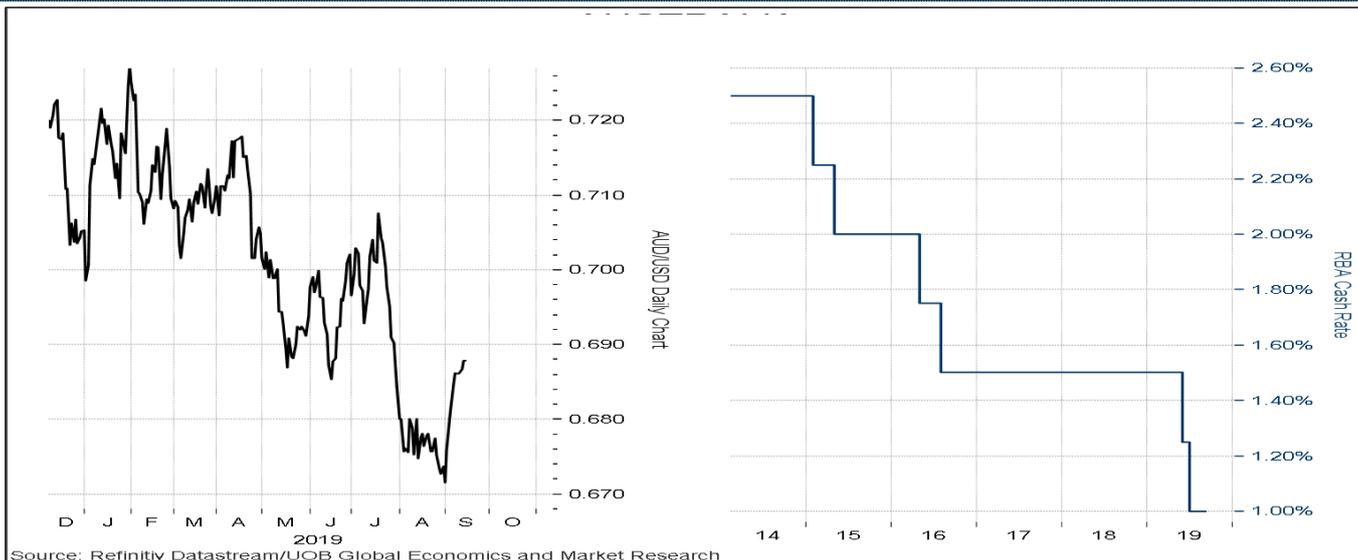
## 英国



英国央行的主要结论仍然是“对英国脱欧的货币政策响应，无论采取什么形式都不会是必然的，货币政策往哪个方向都有可能。”综合来说，这意味着英格兰银行在英国脱欧路径明朗之前不可能采取行动，目前而言会采取观望态度。

英镑兑美元从 7 月初的 1.27 直线下跌，甚至在 9 月初短暂交投于 1.20 的主要支撑位下方。就目前而言，英国脱欧期限再次推迟（第三次）可能是 10 月 31 日脱欧大限到来之前的最可能结果。如果以之前两次推迟作为参考，主要英国脱欧问题没有解决的情况下，英镑兑美元在 9 月初从 1.20 上涨至 1.23 有可能是昙花一现。总而言之，我们维持观点认为英镑兑美元会在接下来两个季度维持在 1.20，直至脱欧局势明朗为止。

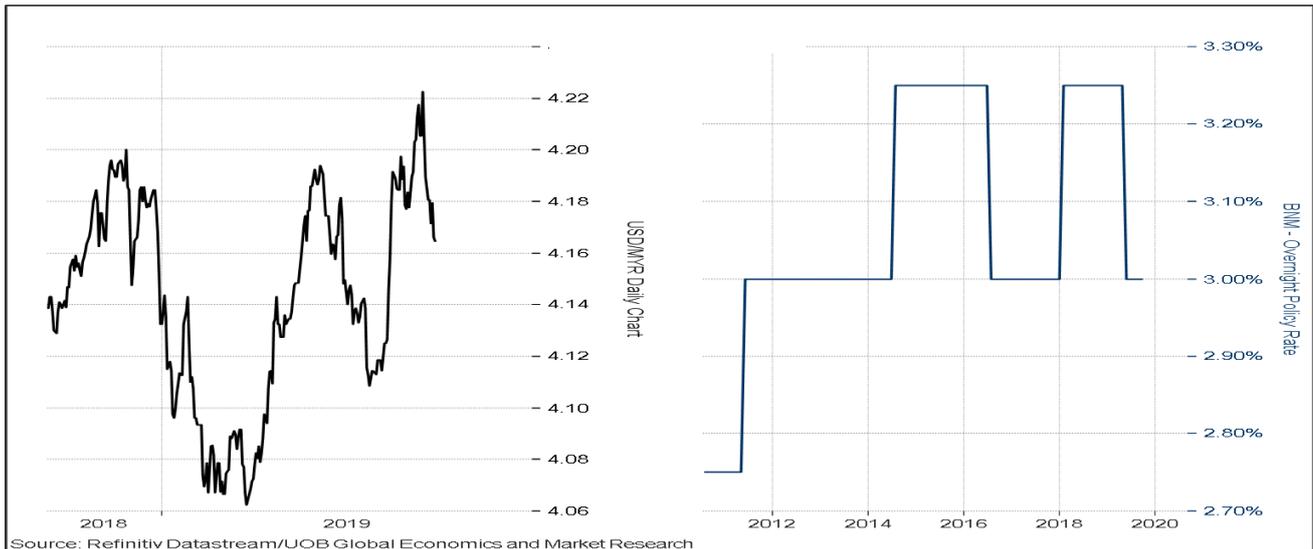
## 澳大利亚



到 11 月份的时候澳洲联储将会获得更多通胀数据以及关于劳动市场的信息。就目前而言，澳洲联储保持观望态度是有充分理由的，尤其是考虑到 OCR 利率已处于 1.00% 的历史低位。我们目前的预测是 OCR 会在今年剩余时间稳定在 1.00%。但不能排除在 2020 年会进一步宽松。因此我们持续关注全球贸易紧张局势、疲软的消费支出、未达预期的通胀水平以及平淡无奇的薪资增长，这些因素都可能会促使我们在未来继续修正我们的观点。

由于澳洲联储采取观望态度，因市场人士对该国央行激进降息的预期而给澳元带来的压力可能开始减轻。此外，随着在接下来四个季度美联储降息三次而澳洲联储保持 1.00% 不变，利差收窄可能很快成为澳元兑美元汇率的利好因素。总体而言，我们预计澳元兑美元在接下来两个季度会在 0.69 企稳，到 2020 年第三季度会朝向 0.71 轻微反弹。与我们对新元名义有效汇率“相对强势”的观点一致，由于澳元对新加坡元汇率已经接近全球金融危机时的 0.9066 低位，因此澳元兑新元目前在大约 0.94 的水平是有价值的。澳元面临的主要风险仍然是中美贸易冲突升级，这会轻易打乱澳元本来幅度就不大的复苏。

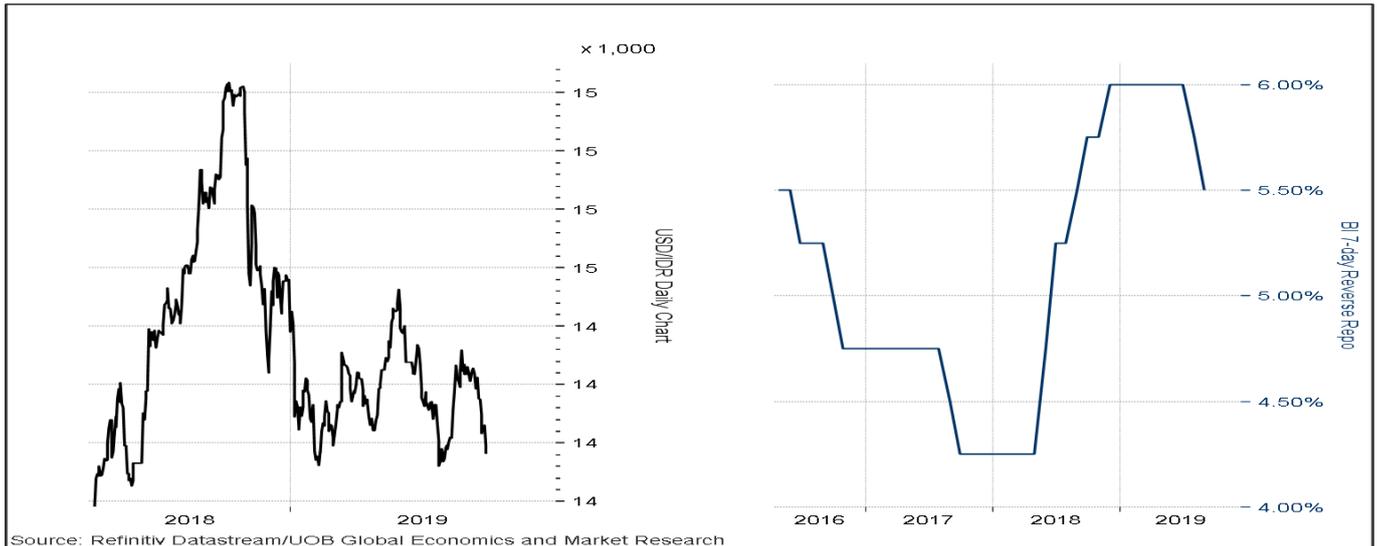
## 马来西亚



虽然美联储预计会进一步降息，但我们认为马来西亚央行可能会采取更为谨慎和渐进的货币政策以避免“将利率设置过低和变动过快”。由于马来西亚政府预计会加快支出并在即将到来的预算中采取更加务实和扩张的态度来支持经济发展，因此该国央行的货币政策举措将会伴随着必要的财政支持。因此，我们预测在今年剩余时间隔夜政策利率（OPR）会维持在 3.00% 不变，之后在 2020 年第一季度可能会有一次 25 个基点的降息，将 OPR 下调至 2.75%。

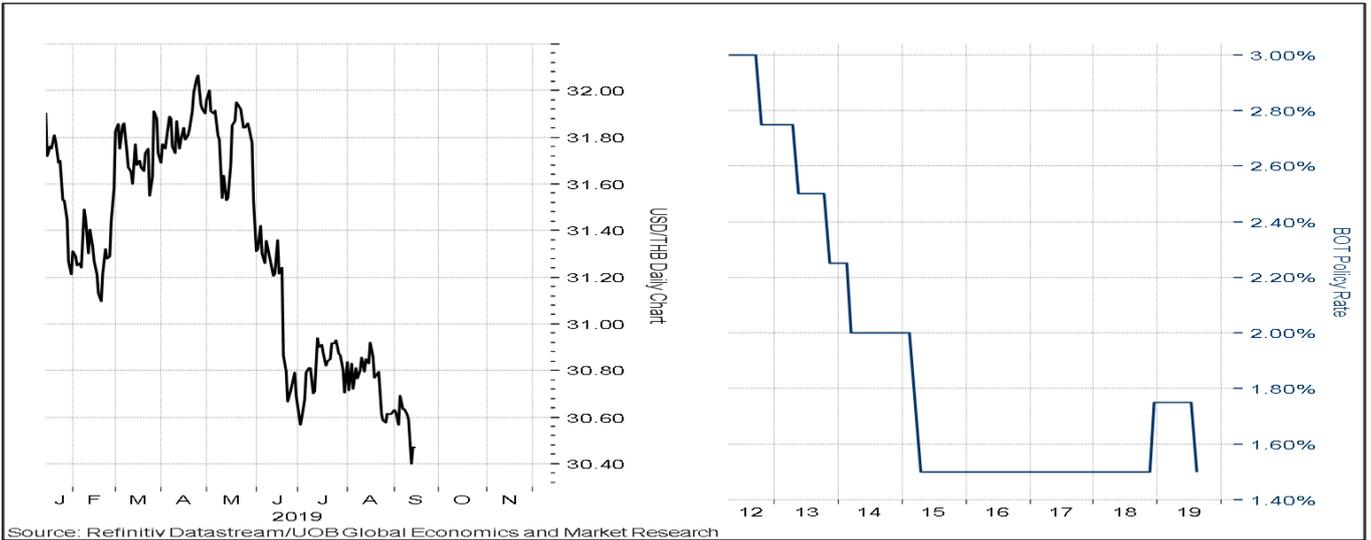
展望未来，我们维持观点认为美元兑林吉特会略微走高，并将美元兑林吉特到 2020 年中的点位预测从之前的 4.22 提高到 4.26。中美贸易冲突仍未得到解决的情况下，亚洲地区出口包括马来西亚的出口仍面临威胁。需要关注的主要风险事件为富时罗素在 9 月 26 日决定是否将马来西亚政府债券从全球政府债券指数（WGBI）中剔除。

## 印尼



为应对全球经济减速的影响和维持经济增长势头，印尼央行在今年 7 月份和 8 月份的货币政策会议上将 7 天逆回购利率合计下调 50 个基点至 5.50%，以之作为一项预防性措施。展望未来，我们认为印尼央行会维持宽松的货币政策立场并利用多种政策工具，例如宏观审慎中介比率（RIM）、银行准备金率和加强支付系统政策和深化金融市场改革，以及通过绿色金融扩大经济融资。这跟低通胀预期是一致的，并且确保有吸引力的收益差幅。因此，我们预计印尼央行在 2019 年底之前会维持利率在 5.50% 不变。展望未来，全球经济大环境的恶化对印尼盾而言不太可能是好兆头。随着全球经济进一步减速，投资者可能会减少对印尼盾等高收益新兴市场国家货币的敞口。因此，我们认为对印尼盾而言阻力最小的路径就是再次跟人民币和亚洲地区其他国家货币一同走弱。从国内角度而言，印尼的财政赤字和经常账户逆差叠加印尼央行在下一年更多的降息会继续使印尼盾承压。总而言之，我们仍然认为美元兑印尼盾会走高。我们的点位预测为 2019 年第四季度升至 14,000，2020 年第一季度至 14,400，2020 年第二季度和第三季度至 14,500。

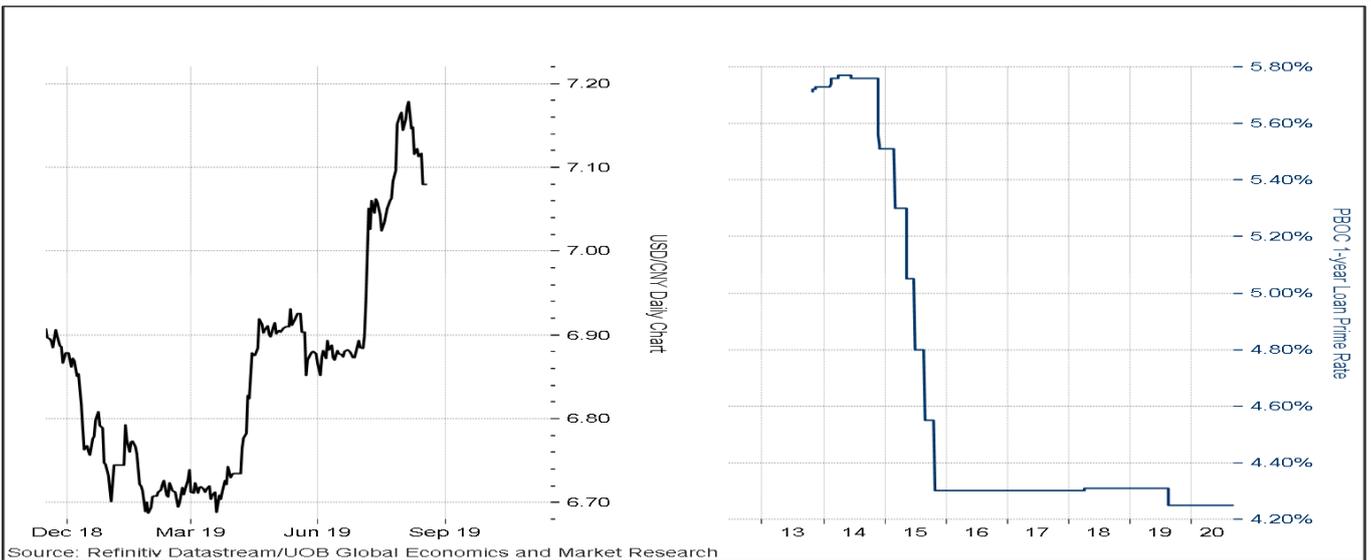
## 泰国



我们预计泰国央行在今年剩余时间会将政策利率维持在 1.50%，在考虑下一步举措之前会首先对货币政策的传导机制进行评估。然而，如果接下来几个月即将到来的经济数据仍然低迷不振，考虑到泰国央行已经表示仍有货币政策操作空间，我们可能会看到泰国央行再次降息从而将政策利率下调至 1.25%。

展望未来，随着贸易冲突仍将持续，并且泰国央行转向宽松模式，我们坚持认为泰铢最终会跟其他亚洲国家货币一同对美元走弱，虽然幅度会更小一些。总之，我们对美元/泰铢的最新点位预测分别为 2019 年第四季度为 30.9，2020 年第一季度为 31.2，2020 年第二季度和第三季度为 31.5。

## 中国



中国人民银行在今年 9 月份公布了第三次降准，包括全面降准和定向降准。往长远看，我们认为该国央行在 2019 年第四季度还有再一次降准的空间。中国央行还改进了贷款基础利率（LPR）来取代 1 年期贷款基准利率，作为未来新发放贷款的定价基准。由于央行可能希望通过放松中期借贷便利（MLF）来直接降低借贷成本，因此与 MLF 挂钩的 LPR 利率预计会下调。我们认为 1 年期 MLF 利率可能会下调 25 个基点，并且，如果中美贸易紧张局势进一步升级，中国央行可能还会下调更多。从目前的 4.25%（截至 8 月 20 日）来看，我们预计 LPR 利率会在 2019 年第四季度末降至 3.90%，在 2020 年第一季度末进一步降至 3.65%。

我们对中国经济前景放缓这一观点也支撑我们对人民币在未来走弱的观点。总体而言，由于人民币受多项利空因素影响，我们认为美元兑人民币未来会处于 7.00 水平上方的新常态。我们对美元/人民币的新点位预测为 2019 年第四季度为 7.20，2020 年第一季度为 7.25，2020 年第二季度和第三季度为 7.30。

## 外汇、利率和商品展望

外汇	2019年9月13日	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测
美元兑日元	108	106	105	103	103
欧元兑美元	1.11	1.10	1.10	1.12	1.14
英镑兑美元	1.23	1.20	1.20	1.21	1.22
澳元兑美元	0.69	0.69	0.69	0.70	0.71
纽元兑美元	0.64	0.64	0.64	0.65	0.66
美元指数	98.4	98.7	98.4	96.8	95.8
美元兑人民币	7.08	7.20	7.25	7.30	7.30
美元兑港元	7.83	7.85	7.85	7.80	7.80
美元兑新台币	31.04	31.60	31.90	32.00	32.00
美元兑韩元	1,191	1,210	1,220	1,230	1,230
美元兑菲律宾比索	51.95	52.50	53.00	53.50	53.50
美元兑马来西亚林吉特	4.16	4.19	4.23	4.26	4.26
美元兑印尼盾	13,994	14,300	14,400	14,500	14,500
美元兑泰铢	30.45	30.90	31.20	31.50	31.50
美元兑缅甸元	1,532	1,530	1,540	1,550	1,550
美元兑越南盾	23,208	23,400	23,600	23,800	23,800
美元兑印度卢比	71.14	72.50	73.00	73.50	73.50
美元兑新加坡元	1.38	1.40	1.41	1.42	1.42
欧元兑新加坡元	1.52	1.54	1.55	1.59	1.62
英镑兑新加坡元	1.70	1.68	1.69	1.72	1.73
澳元兑新加坡元	0.94	0.97	0.97	0.99	1.01
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.03	2.99	3.00	3.00	3.00
新加坡元兑人民币	5.15	5.14	5.14	5.14	5.14
日元兑新加坡元 x100	1.27	1.32	1.34	1.38	1.38

利率	2019年9月13日	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测
美国联邦基金利率	2.25	1.50	1.50	1.50	1.50
3个月期美元 LIBOR	2.13	1.45	1.45	1.45	1.45
10年期美国国债收益率	1.77	1.70	1.70	1.70	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	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
新西兰元官方现金利率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
人民币1年期基准贷款利率	4.25	3.90	3.65	3.65	3.65
港元基准利率	2.50	1.75	1.75	1.75	1.75
新台币官方贴现率	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
韩元基准利率	1.50	1.25	1.25	1.25	1.25
菲律宾披索隔夜逆回购利率	4.25	4.00	3.75	3.50	3.50
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.88	1.55	1.45	1.35	1.35
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.77	1.45	1.45	1.35	1.35
新加坡元10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	1.72	1.80	1.70	1.70	1.70
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.00	3.00	2.75	2.75	2.75
印尼度7天逆回购利率	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75
泰铢1天回购利率	1.50	1.50	1.50	1.25	1.25
越南盾再融资利率	6.25	6.00	6.00	6.00	6.00
印度卢比回购利率	5.40	5.15	5.15	5.15	5.15
商品	2019年9月13日	2019年第四季度预测	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测
黄金(美元/盎司)	1,501	1,550	1,600	1,650	1,650
布伦特原油(美元/桶)	60	60-70	60-70	60-70	60-70
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	5,833	5,600	5,400	5,200	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4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，包括进行营销、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