



2020年第一季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

随着我们迎来本世纪新的十年和农历新年，2019年的主要风险看似要延续到2020年：在中美贸易局势持续发酵的背景下，全球经济增长放缓。地缘政治可能会是2020年的焦点，包括台湾地区的“总统”选举，亚太地区各大选举以及最重要的特朗普弹劾程序和美国总统选举。

固定收益

放眼2020年，全球经济增速放缓可能开始见底，或已准备好温和回升，再加上宽松的货币政策形势（锚定短端利率，并转化为稳定的信用风险溢价），这些因素为信用债市场提供了支持性的环境，并为主权债券收益率带来了适度的支撑。在这个节点，我们继续看好优质信用债。

资产配置

2019年全球经济增长疲软，主要指标全年一直在走弱。但在最近几个月有若干迹象表明这一形势可能正趋于稳定。虽然2020年仍或是一个低增长年，但发生全面衰退的风险已经下降，因此，上调股票配置比例的条件已经改善。我们建议对股票采取中性策略，增持固定收益类资产，对商品采取中性策略，并减配现金类资产。

商品

由于美联储释放信号表示在经历三次降息后目前暂时按兵不动，因此黄金的强势反弹暂告一段落，虽然我们对黄金持正面观点，但现在认为黄金仅会缓慢上涨至1,550美元/盎司。铜由于供应中断抵消了全球需求疲软，因此可能在6,000美元/吨左右企稳。关于布伦特原油，欧佩克+持续减产帮助将布伦特原油支撑在60美元/桶上方水平。页岩油供应增长放缓也是一个积极因素。

股票

由于市场进入了一年当中较为有利的时期（即11月-4月），我们对资产配置观点进行了修正，将股票的配置策略从之前的减持转为中性。鉴于股票估值略微高于平均水平，因此对股票持中性立场可能是合适的。就地区而言，我们认为相比美国而言，亚洲、欧洲和日本的股市更具投资价值，因为美股已经跑赢其他市场相当长一段时间了。

外汇和利率

美元对主要国家货币可能开始见顶，尤其是对欧元、英镑和澳元。由于人民币或会走弱至7.20而非之前预测的7.30，因此美元对亚洲国家货币的强势会减弱一些。亚洲国家货币对人民币的走弱的敏感度也在下降。面对持续的经济增长周期，全球货币政策预计会维持宽松。各国央行在应对下行风险方面会保持积极主动，因此利率可能会在更长的时间维持较低水平，预计3个月期美元Libor将在2020年第二季度下滑至1.65%。

全球宏观背景

2020年宏观经济形势企稳与持久的鼠年贸易战

随着我们迎来本世纪新的十年和农历新年，2019年的主要风险看似要延续到2020年，在中美贸易局势持续发酵的背景下，全球经济增长放缓。并且随着中美贸易紧张局势的进一步升级，全球经济的健康程度同步走弱。国际货币基金组织在10月份发布的《世界经济展望》中将对2019年全球经济增长的预测从2018年的3.6%再次下调至3.0%（本次是从7月份的3.2%的再次下调），这使得2019年成为自2008/2009年以来经济增长最差的一年。同时还伴随着对全球制造业下滑、贸易壁垒上升的警告以及对全球经济包容性增长的强烈需求。

尽管大多数主要经济体下调了对2020年经济增长的预期，但宏观经济的发展形势能够看到企稳的一线曙光。我们要强调的是仅仅是企稳而不是坚定的复苏。虽然国际货币基金组织下调了2020年的全球经济增长预测，但预计该数字将比2019年有所提高，达到3.4%。在发达经济体当中，美国的经济数据虽然显示出互相矛盾的信号并且其经济增长预计会从2019年的2.5%下滑至2020年的1.5%，但仍然比其他国家表现要好。欧元区面临着类似的情况，虽然欧元区的经济增长势头减弱，但预计2020年仍会实现正增长，尽管增速会从2019年预计的1.1%下降至2020年的1.0%。日本是我们的观点其中的一个例外，我们认为日本在2020年很有可能陷入衰退，这将是日本政府在2020年推出实质性刺激措施以及日本央行延续宽松货币政策充分理由。

在亚洲，毫无疑问，关注点仍聚集在中国这个全球经济增长的中心上，虽然增速在放缓，但假设中美紧张局势没有重大升级，我们将对中国2020年经济增长的预测维持在5.9%不变（2019年预计为6.1%）。随着中国经济增速放缓，亚洲其他国家亦会如此。即便如此，还是有小部分地区实现经济增长复苏，并且部分经济体从中美持续的贸易紧张局势引起的供应链转移中受益，例如北亚的台湾地区以及东南亚的越南。

然而至关重要的一点是，许多事仍取决于中美贸易谈判的结果，2019年12月15日会是一个关键的日期。我们认为基本情况（有65%概率）仍然是中美双方在2019年底前或2020年初签订第一阶段贸易协议，同时美国将原定12月15日生效的新一轮关税延迟或取消。下一阶段可能会更加困难，因为接下来涉及到的是中美双方之间鲜有共识的领域，而在2020年的谈判中的大多数时间，美国将会被国内事务转移注意力（特朗普的弹劾调查程序以及美国总统大选）。如果中美第一阶段贸易协议落空，并且新一轮关税在12月15日实施，这对于金融市场而言会是一个避险信号，日益恶化的贸易紧张局势可能会将宏观经济企稳扼杀于萌芽状态。这是我们认为的最坏情况，概率为35%。特朗普11月27日签署《香港人权与民主法案》以及美国国会众议院在12月3日通过《维吾尔人权政策法案》打消了贸易乐观情绪，而特朗普在12月3日称倾向于等到美国大选后再跟中国签约的这一言论进一步为第一阶段协议的签订时间点带来不确定性。

归根结底，依然要面对现实，这是世界上两个最重要经济体之间的意识形态对抗，并非仅仅是贸易问题。贸易只是开始，此外还有科技（以及谁拥有科技主导权）、军事领导权以及第一

经济体之争，这些问题都不会在短期内得到解决（持续数年甚至数十年），这会使得其他国家不得不在中美之间选边站。

主要经济体以及亚洲国家央行已经在2019年通过宽松的货币政策来应对经济增长疲软和贸易环境的不确定性。预计各国央行在2020年会继续维持或进一步采取宽松货币政策以支持经济增长。美联储自今年7月份、9月份和10月份连续三次降息后，预计会在2019年12月份暂停降息，但12月15日之后如果中美之间贸易不确定性再次激化，则可能会导致美联储在2020年初再一次进行25个基点的预防性降息。由于欧洲央行最新一轮的刺激政策（欧洲央行前行长德拉吉的临别赠礼）仍在发挥作用，因此欧洲央行可能暂时不需要改变货币政策，但新任行长拉加德可能会难以使欧洲央行管理委员会的所有人同意采取更多的宽松政策。与此同时，中国明显已开启宽松周期，虽然MLF（中期借贷便利）的投放节奏放慢、而7天逆回购利率以及LPR（贷款市场基准利率）的降幅比预想中更温和，但这表明中国人民银行采取谨慎的措施来降低利率。在整个亚洲，我们预计低政策利率环境将会在下一年持续，马来西亚、菲律宾和印尼会有适度降息。

2020年有哪些关注点？

除了中美贸易紧张局势持续之外，美国总统特朗普通过开辟新的战场继续打响他“关税狂人”的名号，例如以汇率操纵为由对巴西和阿根廷加征铝关税，为了反击法国向美国企业征收数字税而威胁对法国产品加征关税，并且可能会根据《1974年贸易法》第301条（与对中国加征关税时的法案一致）加征汽车关税。关税狂人何时才能消停？

也许随着特朗普开始忙于应付弹劾调查以及加紧总统选举（2020年11月3日）造势，2020年在关税方面可能会消停一些。由民主党把控的众议院肯定会投票通过对特朗普的弹劾条款，但最大的绊脚石将会是共和党控制的参议院，参议院可能会也可能不会进行弹劾程序。即使参议院启动弹劾程序，特朗普被弹劾的几率也很低，除非失去大量共和党人支持。如果我们参考前总统克林顿的弹劾流程来判断特朗普弹劾流程的时间线（克林顿的弹劾流程在1998年10月8日启动，在1999年1月份在参议院进入审讯，然后在1999年2月12日被宣告无罪），那么，我们认为这篇弹劾故事会在2020年第一季度落下帷幕。

这有何重要之处？因为特朗普将会是首个在受到弹劾调查的情况下再次参加竞选的总统。我们假设弹劾风波过去之后（特朗普要么被参议院宣告无罪，要么参议院根本就不启动弹劾流程），由于届时特朗普和共和党相对民主党的地位会更加坚固，美国政治会更加两极化，特朗普将会更有底气挑战极限，并在即将到来的总统选举中采取更加强硬的对抗姿态，因为他深信他的支持者不会背叛他。因此2020年美国政界将会擦出更多的火花。

在2020年到来之前，值得关注的主要选举为2019年12月12日举行的英国大选，如果鲍里斯·约翰逊和保守党获得决定性胜利则可能会最终使脱欧问题尘埃落定，而如果工党胜利则会使脱欧闹剧变成漫长的肥皂剧（现在就已经觉得没有尽头）。除

了美国和英国的选举之外，2020年还有其他重要的选举，包括台湾地区1月11日举行的“总统”选举和立法院选举，韩国在4月15日举行的国会选举，伊朗在2月20日举行的议会选举、缅甸暂定在11月份举行的大选，以及新西兰在11月21日举行的选举。预计新加坡也将要求在2020年举行大选，尽管最迟须在2021年4月15日举行。

2020年是中国的金鼠年，鼠在12生肖中排行首位，而金是五行金木水火土中的第一个元素，金鼠年意味着开启新一轮60年。根据风水学说法，这一年是繁荣富强和幸福的一年，宜开创新事业或在现有事业基础上再接再厉。希望这一点也能在贸易谈判上应验。

我们预祝全体读者节日快乐，新年万事如意！

资产配置

由于经济增长出现企稳的初步迹象，我们修正了减持股票的观点。2019 年全球经济增长疲软，主要指标全年走弱，但最近几个月有迹象表明这一形势可能正趋于稳定。之前主要的制造业指标显示出经济增长减速，但最近略有改善。全球汽车以及科技等行业的相关增长驱动因素似乎正在企稳。此外，贸易冲突和英国脱欧等风险因素似乎正在降级。虽然 2020 年看起来仍然像是一个低增长年份，但发生全面衰退的风险已经下降，因此，提高股票配置比例的条件已经改善。我们建议对股票采取中性策略，增配固定收益类资产，对商品采取中性策略，并减配现金类资产。

尽管经济增长减速，但全球消费行业在 2019 年表现出韧性。全球工业生产、全球制造业和全球出口在大多数地区均已经开始萎缩。在 2019 年初的时候，经济疲软似乎部分是由于 2018 年以来的加息所致，但到了 2019 年底，很明显全球贸易冲突才是导致经济疲软的主要原因。2019 年整年主要的担忧事项是工业生产和企业的低迷可能导致裁员，从而损害全世界消费行业并导致全面衰退风险的提高。但随着 2019 年即将结束，人们越来越清楚地看到全球范围内就业以及消费行业经受住了考验。有韧性的消费行业以及制造业的企稳提高了 2020 年成为一个“差强人意”年份的概率，因此，我们转变了投资立场，转为假设经济会出现持续的扩张，在这种情况下，预计大多数资产类别在 2020 年应该能实现正回报，虽然可能并不高。

大多数资产类别会产生适度回报。虽然有越来越多的证据显示大多数资产类别会有上涨，但我们认为应提醒客户 2020 年的回报前景看起来或会偏低。由于全球大多数地区的利率已降至低

位而导致债券收益率处于 2-3% 区间，因此固定收益类资产的回报将会较低。进一步降息能够帮助提升固定收益类资产在 2020 年的回报，但如果全球经济在 2020 年企稳，则进行更多降息的可能性会大幅下降。由于“缓慢”的经济扩张意味着企业盈利增长也会偏弱，因此股票回报也可能比较低。股市估值已经充分反映了当前价值，因此需要有企业盈利增长才能够进一步推高股市。随着 2020 年即将开始，我们对客户的建议如下，我们认为会有正增长，但或将维持在个位数的增长。总体而言，假设明年的经济环境“差强人意”，固定收益类资产的回报前景似乎在 2-4% 区间，而股市回报率应该在 5-7% 之间。

贸易紧张局势仍然是主要风险。最近几个月，中美贸易紧张局势进一步升级的风险似乎正在下降。看起来双方越来越可能达成第一阶段协议，虽然可能不会解决所有问题，但至少表明向达成进一步协议前进，而非贸易紧张进一步升级。贸易谈判仍存在变数，每天都有正面和负面新闻报道。贸易谈判全面崩溃以及贸易紧张新一轮升级将会是打乱我们“差强人意”的前景展望的主要风险。

我们倾向于均衡收益策略。我们建议对股票保持中性策略，但对以分红/收益为重心的股票持略微谨慎的观点。我们对固定收益类资产持增配观点，比起政府债券而言更倾向于投资级信用债。我们对商品持中性观点，但在商品板块内部，我们倾向于黄金。由于短期利率已经下降，我们对现金资产持减配观点，预计大多数资产类别均会产生正的但较低的回报。

股票

由于市场对中美之间达成第一阶段协议持乐观情绪并且英国“无协议”脱欧可能性不大，全球股市在 2019 年第四季度交易较为稳定。虽然这些发展趋势不可能会逆转经济基本面的周期性疲软，但降低了政治误判的尾部风险。今年以来，MSCI 全球指数已实现了高达 23.8% 回报率（截至 12 月 4 日）。

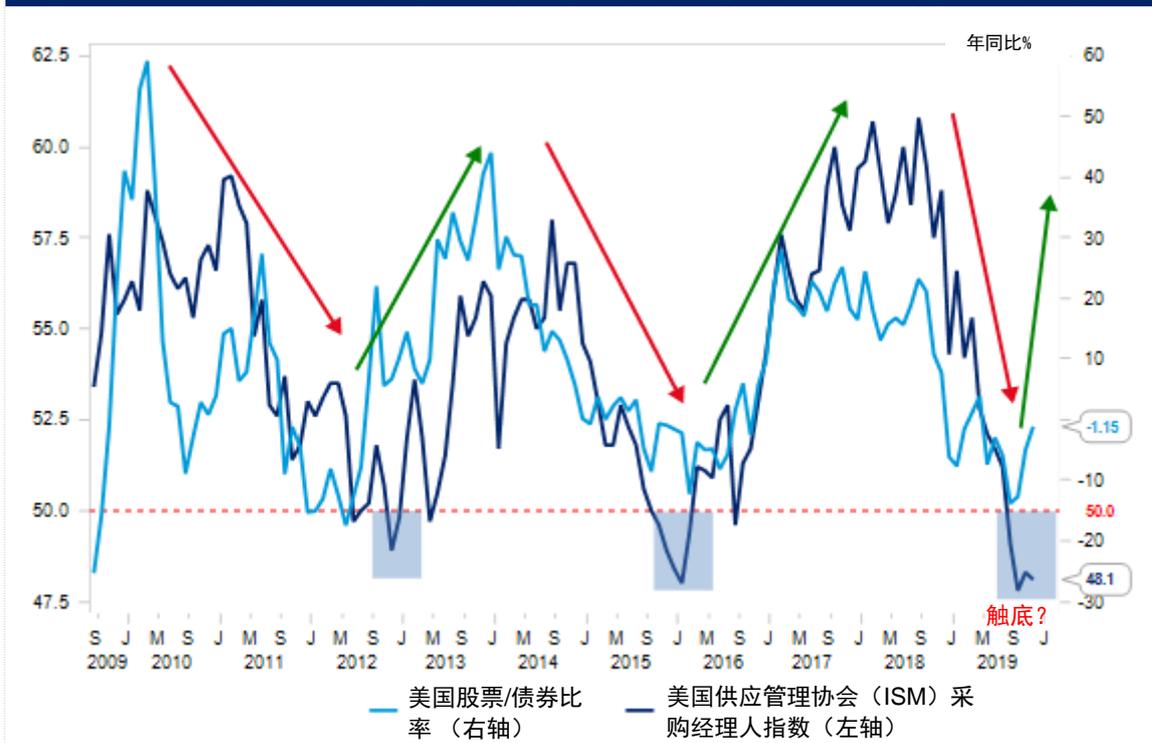
虽然制造业活动仍然低迷，摩根大通全球制造业采购经理人指数（PMI）似乎已触底回升，连续两个月微升至 49.7。我们注意到过去股票/债券比例和采购经理人指数表现出相对较强的联动性，相对债券而言，PMI 指数的见底回升会为股价带来提振。此外，即将到来的 5G 时代对明年科技行业来说是一个增长因素，半导体企业甚至已经发布了对 5G 部署的乐观指引。5G 部署会

使亚洲地区重要的科技供应链受益，尤其是当中美贸易关系升温和科技冷战得以避免的情况下更是如此。

由于市场进入了一年当中较为有利的时期（即 11 月-4 月），我们对资产配置观点进行了修正，将股票的配置策略从之前的建议减配转为中性。

鉴于股票的估值略高于平均水平，因此对股票持中性立场可能是适当的。就地区而言，我们认为相比美国而言，亚洲、欧洲和日本的股市更具投资价值，因为美股已经跑赢其他市场相当长一段时间了。在消除关键的地缘政治不确定性后，未来几个月股票可能会提供更有吸引力的风险回报。

更高的股债比例预示着 2020 年宏观经济环境的好转



资料来源：Macrobond、大华银行全球经济与市场研究部

商品

黄金热度褪去，布油和伦铜前景改善

中美贸易冲突自爆发以来已有一年半时间，全球收益率曲线在经历了 2019 年急剧大幅修正后似乎已经企稳，在某些主要经济体中，还有一些诱人的迹象表明经济增长和生产活动可能会趋于稳定。到了 2019 年底风险情绪无疑已经改善，并将主要美股指数推向历史新高。潜在驱动因素和情绪的变化已经影响了黄金、布油和伦铜的前景。

黄金：强势反弹暂告一段落

黄金自今年 6 月份从 1,280 美元/盎司强劲反弹以来，在 9 月份在 1,550 美元/盎司上方似乎已经见顶。并从那时起回落至 1,450 美元/盎司。显而易见，风险情绪的改善以及经济形势企稳降低了人们对黄金的避险需求，并限制了黄金的短期走强。然而，我们认为利率总体而言仍然会维持低位，且仍认为美联储会在 2020 年第一季度再降息一次。因此，虽然我们对黄金持正面观点，但仍下调了对黄金的预期，认为在 2020 年底前会略微上涨至 1,550 美元/盎司。

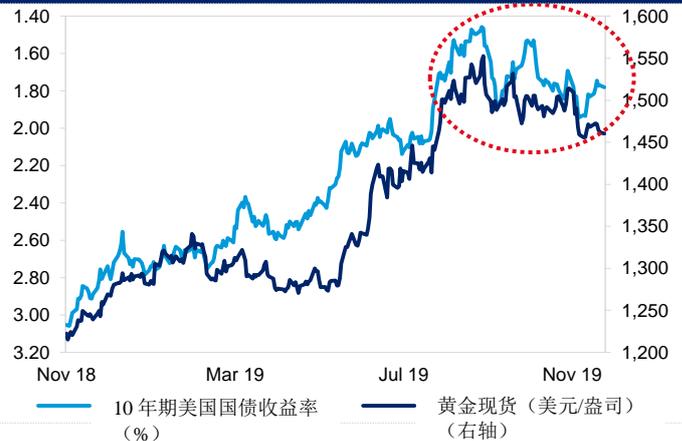
布油：供需前景开始改善

关于布油，欧佩克+持续减产以及各种供应中断抑制了供应进一步增长。布油前景改善的其他初步迹象包括钻机数量减少、原油期货价格曲线坚挺回升，以及期货未平仓合约数量增加。期货头寸数量的下降也是一个积极因素。因此，经历过去半年在 60 美元/桶左右盘整后，我们认为布油可能会朝 70 美元/桶略微走高。

铜：矿山停采和供应中断抵消了疲软的全球需求

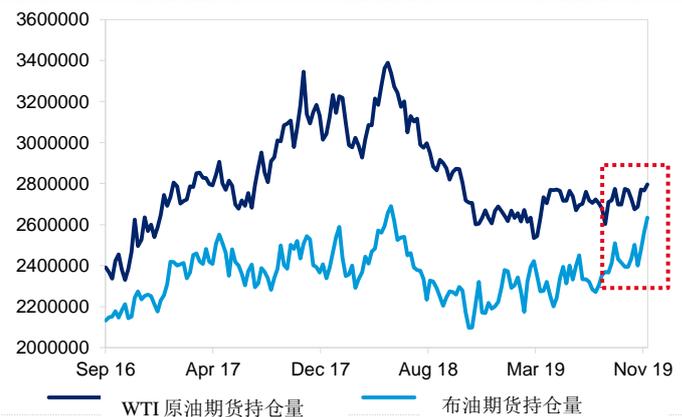
铜的供求平衡已经决定性地转变为供应短缺。虽然全球铜消耗量增长仍然疲软，但大量矿山停采和精炼厂生产中断导致精炼铜产量的损失更大。因此，国际铜业研究组织（ICSG）已提高了铜供应短缺的预测。在风险情绪改善的背景下，净空头头寸不断大幅平仓也是一个主要的积极因素。因此，我们将对铜的观点从负面调整为中性，现在预计伦铜会继续在 6,000 美元/吨水平盘整，而不是朝向 5,000 美元/吨走弱。

黄金:美国国债收益率上涨限制黄金近期走强



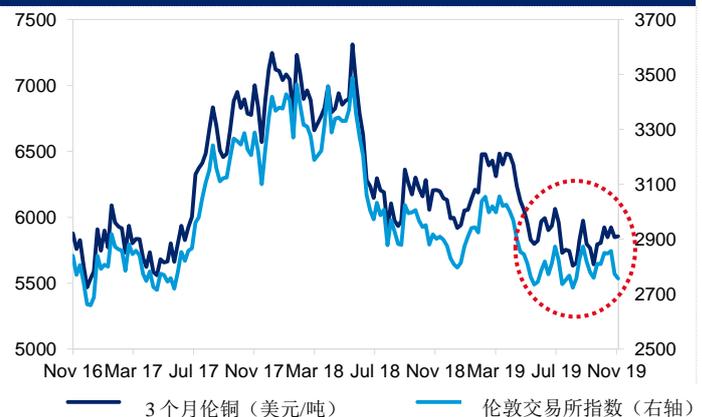
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

布油：布油和 WTI 原油期货的持仓量已企稳



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：过去六个月，伦铜一直在 6,000 美元/吨下方盘整



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

由于全球主要国家央行的宽松货币政策导致美国国债收益率曲线陡峭化（同时表示衰退风险降低）以及中美贸易战的尾部风险减弱，2019年第四季度固定收益市场的回报普遍持平。美联储在第四季度继续第三次降息以提振疲软的经济增长，中美宏观经济数据均开始显示出部分企稳信号。全球经济增长前景向好以及贸易停战的轮廓初现使主权债券收益率提高。然而，美国国内关于总统特朗普的弹劾进程的不确定性仍存。

放眼2020年，始于2019年初的全球经济增速放缓可能会开始见底，并有望适度回升。由于金融宽松有助经济增长，且中美贸易紧张局面的负面影响减少，美国经济增速应该会从目前的水平逐渐回升。只要美国就业形势仍保持稳定，且消费者仍然保持就业，则美国经济即使在制造业没有增长的情况下也能延续低于平均水平的扩张。其他发达经济体如欧洲、英国和日本可能会经历更为渐进式的增长。在新兴市场国家方面，印度和巴西的增长预计会加速，而中国方面由于考虑到决策者重点放在增长的质量方面，因此增长速度会放缓，这与逐渐降低的潜在增长率相一致。

考虑到这种有所改善但不均衡的增长背景，各国央行的政策反应可能会各有不同，但略微偏向于保持宽松。在进行累计75个基点的预防性降息后，如果经济增速企稳，则美联储再次降息的必要性会降低。财政负债规则以及实际下限约束限制了欧央行和日本央行的政策选项，我们注意到欧央行和日本央行的资产负债表继续扩张，政策利率仍处于负区间。对于英格兰银行而言，政策利率一直没有太大变化，但现在因为脱欧前景似乎已经转好，保守党重新开始处理英国首相修改后的脱欧协议，因此政策利率开始有发挥的空间。在亚洲方面，中国已加快货

币宽松步伐，但方式比过去而言选择性更多，并辅以财政刺激手段。

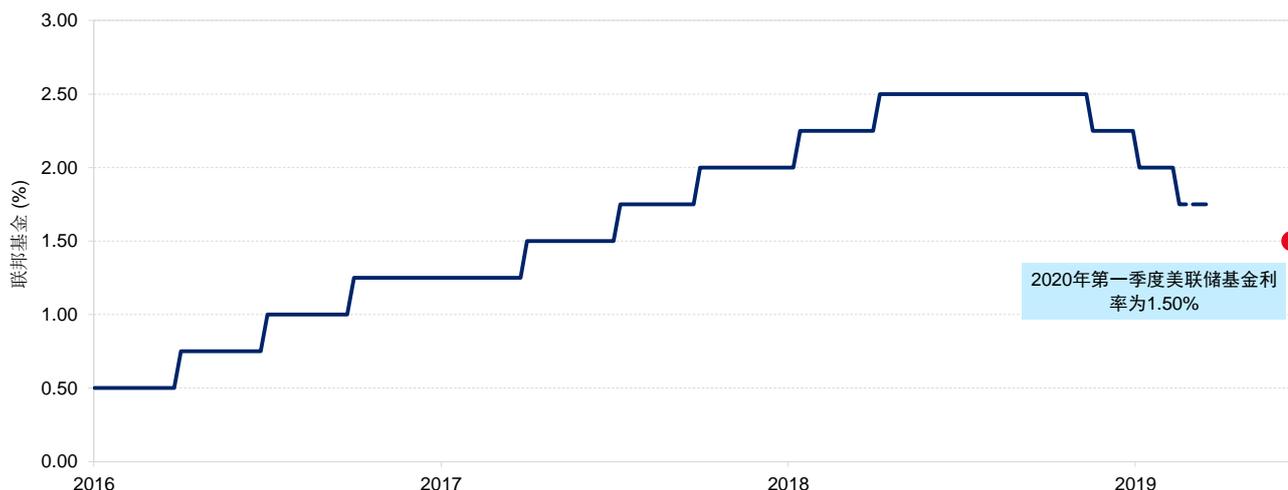
大多数主要经济体适度良性的经济扩张，叠加宽松的货币政策（锚定短端利率，并转化为稳定的信用风险溢价）为信用债市场提供了支持性的环境以及为主权债券收益率带来了适度的利好。在这个节点，我们继续看好高质量的信用债。

我们维持对投资级信用债的增配观点。大多数指标表明全球企业形势部分趋稳，现金流和盈利增长应该会随着全球经济增长前景向好而逐步回升。相比高收益债券，我们继续看好投资级信用债，因为投资级信用债在低于平均水平的增长环境中的表现往往优于其他资产。

由于美国国债收益率曲线已重新开始陡峭化，美联储预计会按兵不动，我们对久期风险的观点转为中性。伴随着全球范围内尾部风险降低（即中美贸易休战）以及全球经济增长前景向好的预期，债券收益率已经走高，我们对久期风险敞口的观点转为中性。

我们倾向于亚洲国家以美元计价的低投资级信用债。亚洲国家投资级企业的基本面继续保持韧性，杠杆水平稳定（具体而言，净负债与息税折旧及摊销前利润率持续下降）。一般而言，亚洲投资级信用债在目前的宏观经济环境下能产生一个有利的风险调整后收益（摩根大通亚洲信用指数中的债券只有小部分受中美贸易紧张局势的影响）。

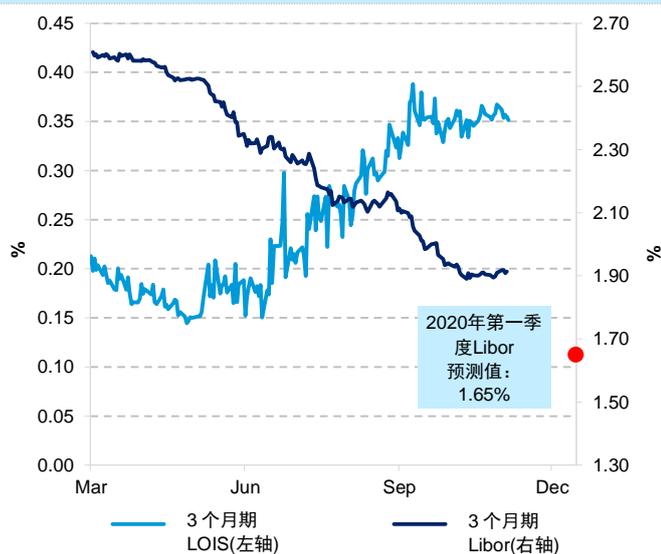
美联储基金利率



美联储继今年7月份、9月份和10月份连续三次为应对持续风险而进行25个基点的预防性降息之后，释放信号表示目前的政策立场（联邦基金利率 1.50-1.75%）是适当的并有意维持政策不变，如鲍威尔所说，美国的货币政策是适当的，只有当美国经济前景发生“重大”变化的情况下才会改变目前的货币政策立场。我们也赞成美联储会在12月份暂停降息这一观点，但仍预计美联储在2020年第一季度会再有一次25个基点的降息，并在此后2020年剩余时间会再次暂停降息。

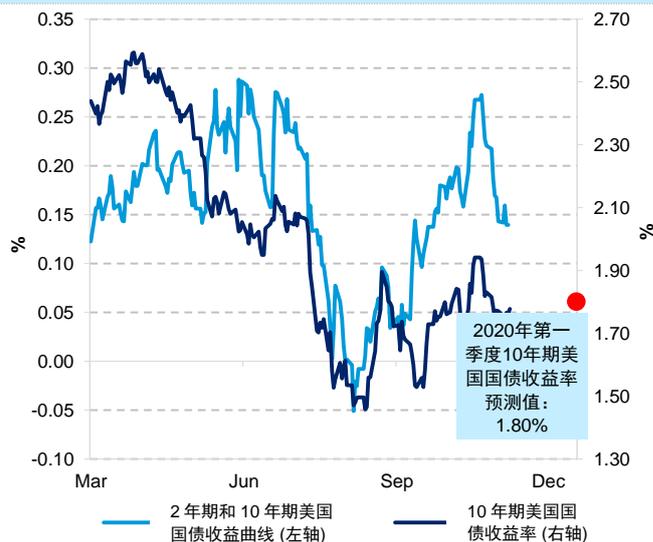
美联储政策前景仍然是国际贸易发展形势中的不安因素，我们需要当心的是在12月份联邦公开市场委员会会议之后中美贸易紧张局势波澜再起，这可能会引发鲍威尔在2020年初再次进行25个基点的预防性降息。相反地，如果贸易谈判在2020年进展顺利，则预防性降息就没有必要。

3个月期美元 Libor



- 我们预计2020年第一季度末3个月期 Libor 会在 1.65% 水平。
- 这是基于美联储在第一季度降息 25 个基点的预测。
- 3 个月期 Libor/OIS 息差在 2019 年第四季度在较高水平左右浮动（30 个基点）。由于资金压力可能持续，因此息差大幅收窄的可能性很小。

10年期美国国债



- 我们预计到2020年第一季度末10年期美国国债收益率为 1.80%。
- 因美联储积极主动地对一个已经延长的经济增长周期的风险进行管理，因此期限溢价将会维持低迷。
- 由于投资者仍处于一个“更低和更久”的低利率环境，我们继续偏向认为2年期和10年期美国国债收益率曲线会在2020年期间逐渐陡峭化。

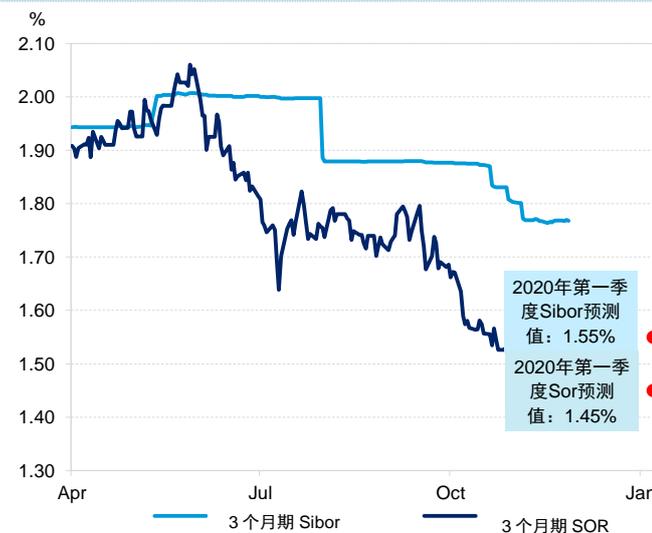
新元名义有效汇率



近期即将发布的数据增强了以下观点，即新加坡已经在 2019 年下半年初看到了企稳的迹象。GDP 在今年第三季度同比增长 0.5%，超出市场预期。按季度环比计算，增速为 2.1%，因此证实新加坡避开了可怕的技术性衰退。除非不确定性和风险进一步恶化，我们维持对新加坡 2019 年和 2020 年全年经济增速分别为 0.5% 和 1.5% 的观点。新加坡贸易与工业部将新加坡 2020 年经济增速预测暂定为 0.5~2.5%，相比 2019 年的 0.5~1.0% 的修正后增速有所上升。由于需求和通货膨胀的外部来源的疲软，预计消费价格在 2019 年剩余的时间会保持良性。但由于经济形势预计会向好，因此可以预计 2020 年会有通胀率上行至 1.2%（2019 年的预估平均通胀率为 0.6%）的风险。

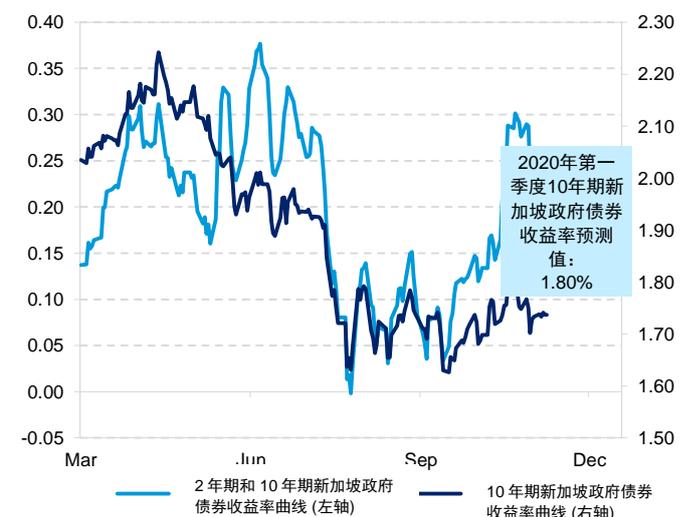
考虑到新加坡经济增长可能在 2020 年复苏，我们继续预测金管局会在 2020 年 4 月份举行的货币政策会议上维持货币政策参数不变。这意味着保持政策区间的斜率、宽度和中点不变。注意，在 2019 年 10 月份金管局“略微”下调了新元名义有效汇率的升值斜率，我们目前估计为 0.5%。我们维持美元/新元略微走高的观点，但上限为 1 美元兑 1.39 新元，这是因为由贸易引发的增速放缓可能在目前已经见底了。展望未来，我们的点位预测分别为 2020 年第一季度为 1.37，第二季度为 1.38，第三季度和第四季度为 1.39。

3 个月期新元掉期利率（SOR）与新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

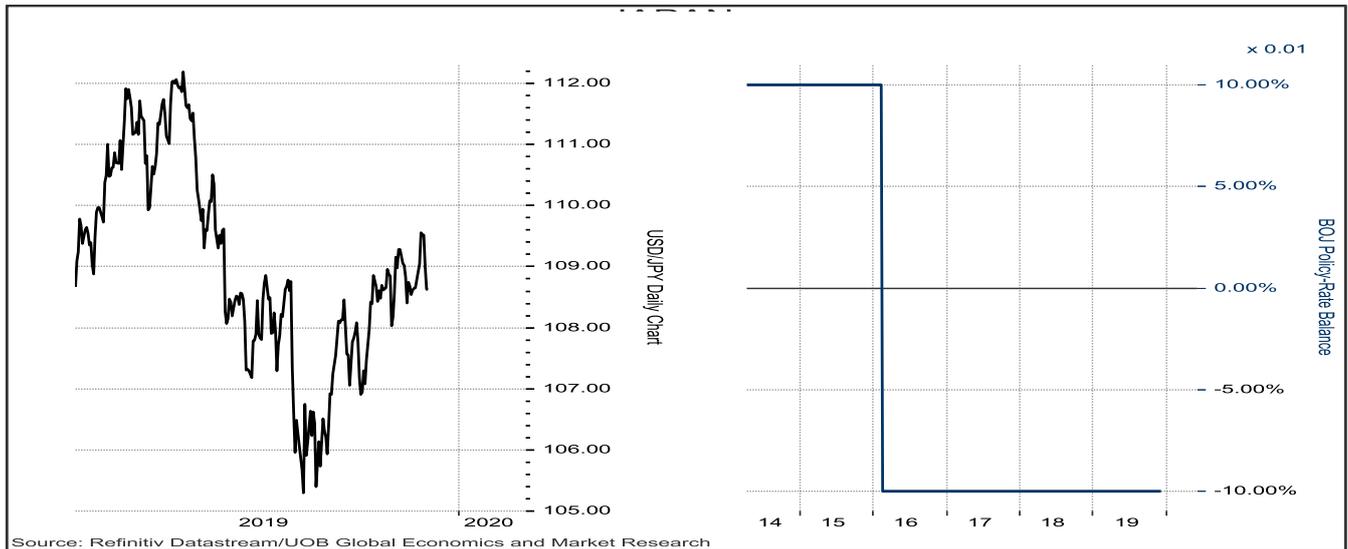


- 我们预计到 2020 年第一季度末，3 个月期 SOR 为 1.45%，SIBOR 为 1.55%。
- 随着中美贸易冲突和英国无协议脱欧风险减弱，我们下调了对新元名义有效汇率升值的预测。
- 因此，下行潜力的驱动因素为美联储 2020 年第一季度降息以及新元名义有效汇率在未来“较长时间内维持较高升值率”的这一前景。

10 年期新加坡政府债券收益率



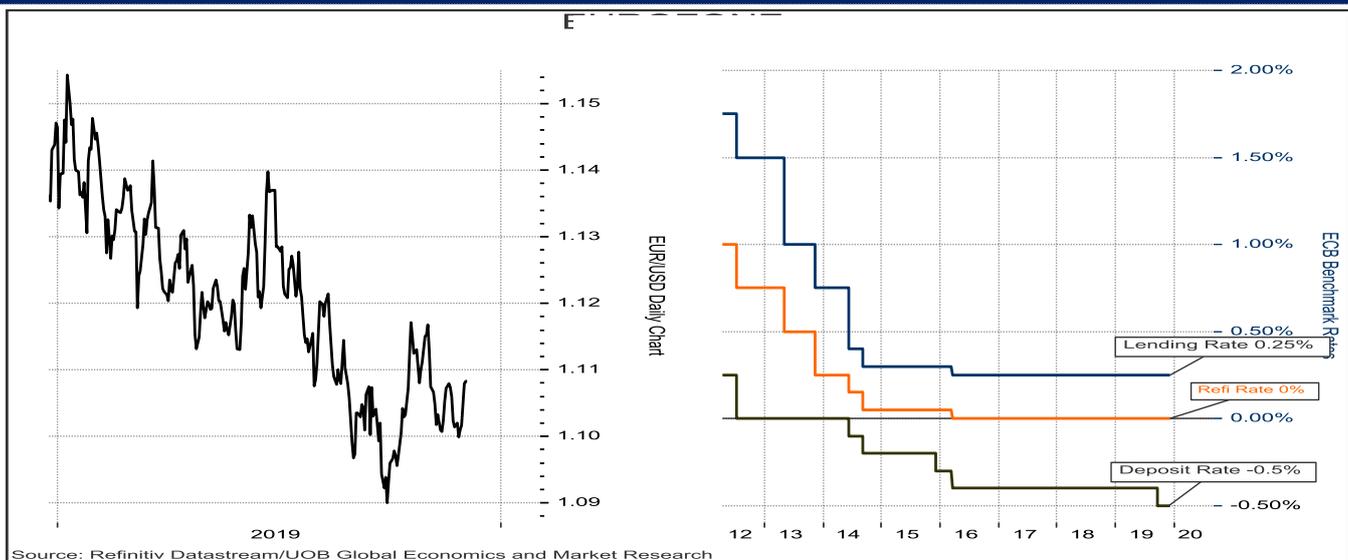
- 我们预计到 2020 年第一季度末 10 年期新加坡政府债券收益率为 1.80%。
- 2020 年一开始会有大量的各种久期债券供应，这有助于为新加坡政府债券收益率曲线的长端提供支撑。
- 新加坡政府债券的债券掉期利差曲线发生状态转变仍缺少催化剂。基于这一点，新加坡政府债券可能会维持相对便宜。



日本央行在 2019 年 10 月份举行的货币政策会议上维持货币政策立场以及政策利率不变，但以“鸽派”语调强化了前瞻指引，重新强调该央行致力于实现 2% 通胀目标并释放信号表示会有更多宽松措施（但近期没有实际采取宽松行动）。然而，我们认为在没有实际行动的前提下只继续进行前瞻指引是不够的，随着日本国内经济数据转头向下，日本央行最终还是需要采取行动。由于日本政府可能会推出实质性的财政刺激措施，这增强了日本央行在 2019 年 12 月份举行的会议上按兵不动的预期，但日本央行可能会通过在 2020 年第一季度将负存贷款政策利率从目前的 -0.1% 进一步下调至 -0.2% 而延续宽松货币政策。如果日本国内经济形势在 2020 年恶化，则也可能有其他措施推出。

市场情绪从 2019 年第三季度的避险模式到第四季度的偏好风险模式的 180 度转变刺激美元对日元强劲复苏，从 8 月末的 104.46 日元兑 1 美元的三年低位上升到 11 月 29 日的 109.50 日元兑 1 美元。假设贸易局势升级的风险维持低位，再加上全球央行倾向于宽松立场，目前的偏好风险情绪以及由此带来的日元走弱可能会持续。我们对美元/日元汇率的点位预测分别为 2020 年第一季度为 110，第二季度为 112，第三季度和第四季度为 113。

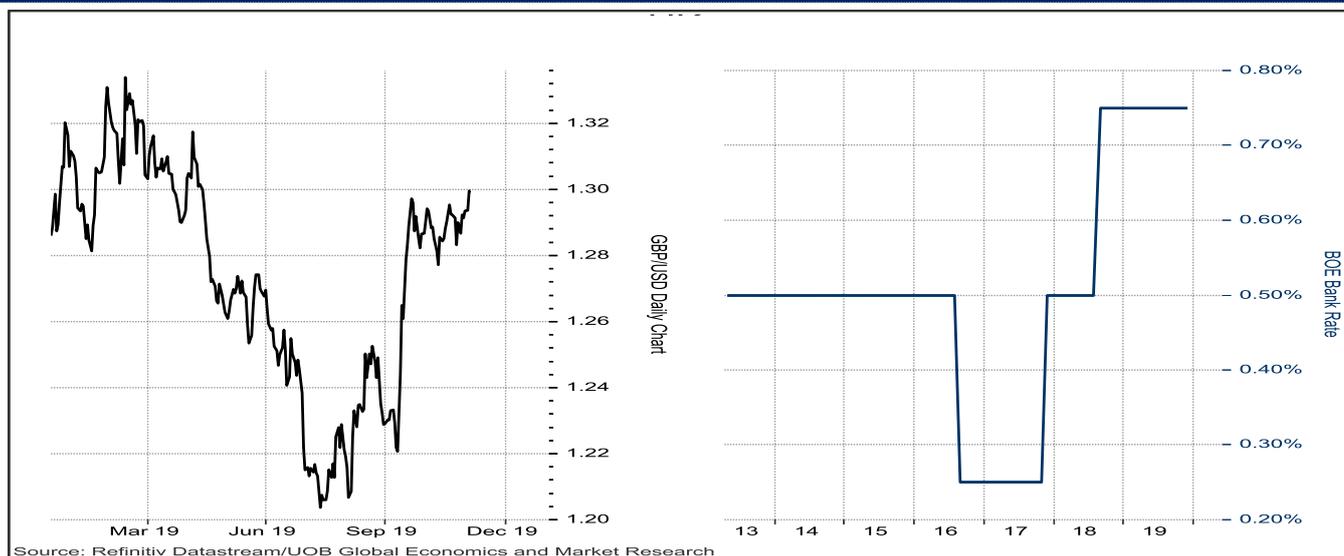
欧元区



服务业增长减速反过来影响价格上涨，意味着未来几个月通胀上行空间有限。因此，我们继续预计利率会维持不变直到 2021 年年底。由于最新一轮刺激政策仍在发挥作用，拉加德可能暂时不需要改变政策；但由于欧央行资产负债表的很大部分已经配置，因此更进一步推出更多刺激措施可能会比较困难。

市场已经改变了对欧元区前景黯淡的预期，欧元兑美元已经显示出在 1.09 水平暂时见底的初步迹象。同样地，期权市场对欧元走高的热情也开始升温，自 2018 年 3 月份以来风险逆转首次短暂冲高到最高水平，显示出相比美元而言市场人士更看好欧元。再加上美元对大多数主要国家外汇普遍处于见顶过程，我们维持预测观点认为美元兑欧元汇率在 2020 年上半年会在 1.11 左右企稳，之后会在 2020 年第三季度温和上涨至 1.13，并在第四季度走向 1.15。

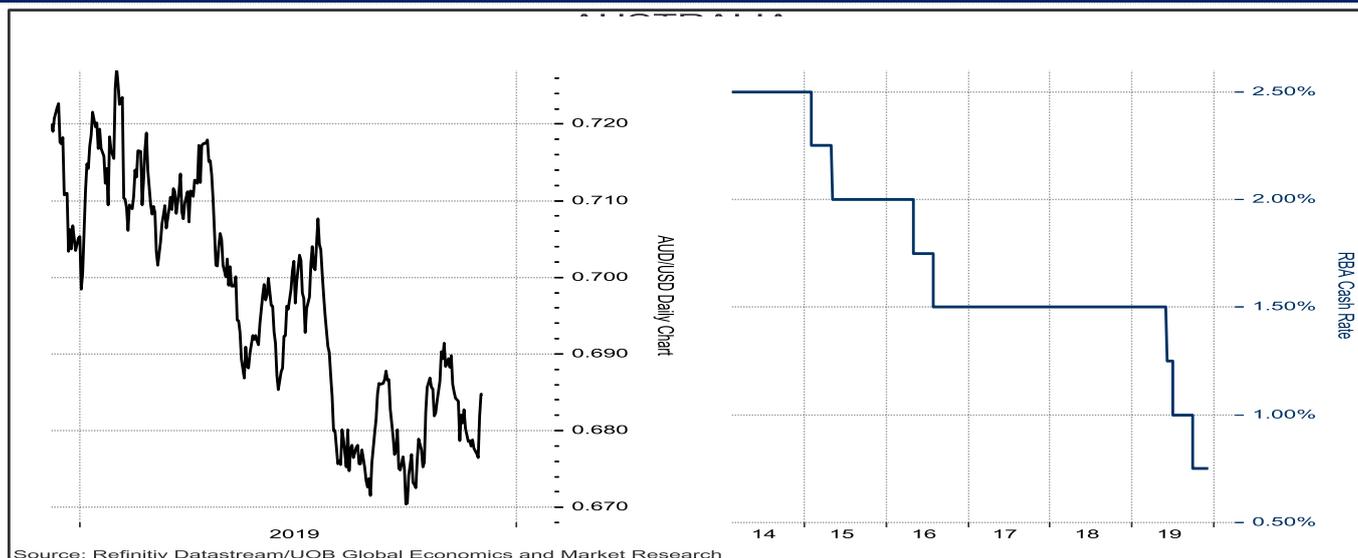
英国



虽然英格兰银行在 11 月 7 日的议息会议转向鸽派，我们认为该国央行会采取观望态度。这是因为只有两个持反对意见的委员对抗剩下的大多数，要打破平衡推动降息时机仍不成熟，尤其是考虑到无协议脱欧这一情况近期不会出现更是如此。由于目前存在互相影响的因素，我们倾向于等到英国大选结果出来并观望该结果对于英国脱欧进程的影响之后，再对我们的政策利率预测做出修改。

我们提醒市场人士应避免对英镑/美元进一步强劲上涨至 1.30 上方抱有不切实际的期望。即使“脱欧迷雾”随着脱欧协议达成而散去，市场仍必须面对英国 2016 年公投后三年时间政治僵局所带来的经济后果。英国在 2019 年第三季度的经济增速处于 1.0% 的九年以来的最低点，英格兰银行可能需要追赶全球货币政策宽松的步伐。总体而言，我们认为 2020 年英镑兑美元汇率在 1.30 上方的上行空间有限，点位预测为 2020 年上半年为 1.31，下半年为 1.32。

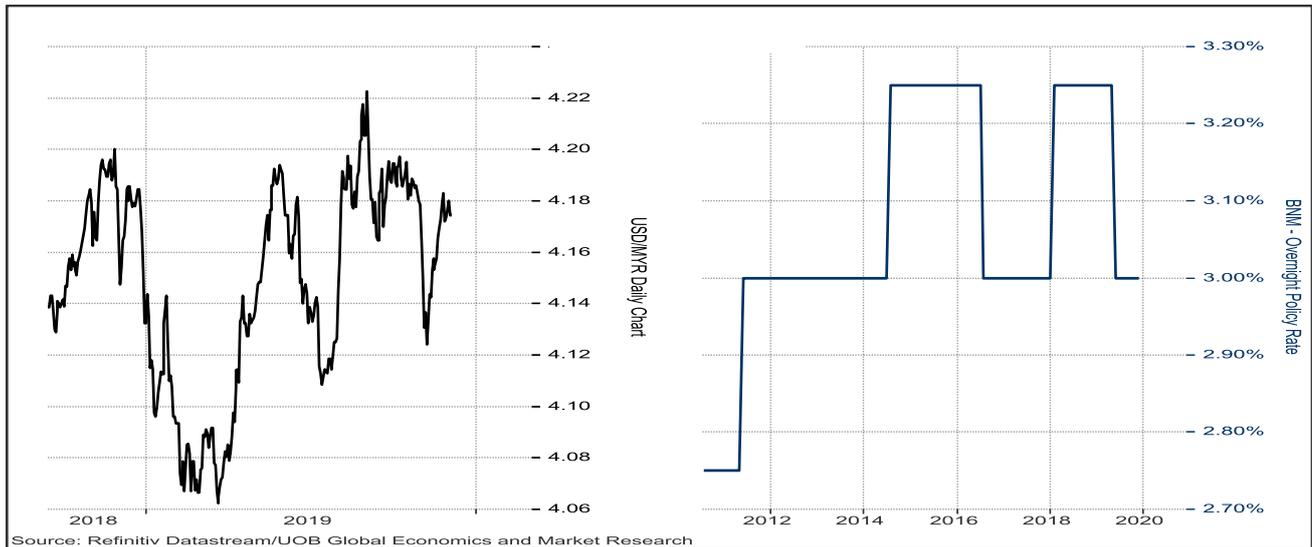
澳大利亚



事实上澳洲联储明显进入维持模式，因为该国央行正等着评估今年迄今为止降息的影响。因此，就目前而言我们维持对官方现金利率（OCR）的预测在 0.75% 不变。然而，我们不能排除该国央行在未来会进一步宽松。事实上，澳洲联储在 2020 年 2 月 4 日举行的下一次会议降息与否取决于接下来两个月发布的住房价格、建筑业和经济数据。

如果澳洲国内外利空因素进一步减弱，澳元在下一年实现反弹的基础会更加稳固。就国内而言，有初步迹象表明澳洲联储激进的 75 个基点降息的影响开始传导到经济。住房价格在今年 7 月份实现两年来的首次月度上涨并继续大幅上涨至 10 月份（上涨 1.4%）。曾经是澳洲经济薄弱环节的消费这次可以从住房市场的持续复苏中得到提振。这可能使得澳洲联储能够保存剩余的货币政策弹药。在下一年得益于经济增长和通胀适度复苏，且澳洲联储变得没那么激进，再加上中美贸易关系风向转好可能会在 2020 年上半年将澳元兑美元汇率支撑在 0.69 的水平，然后在下半年略微往 0.70 方向反弹。

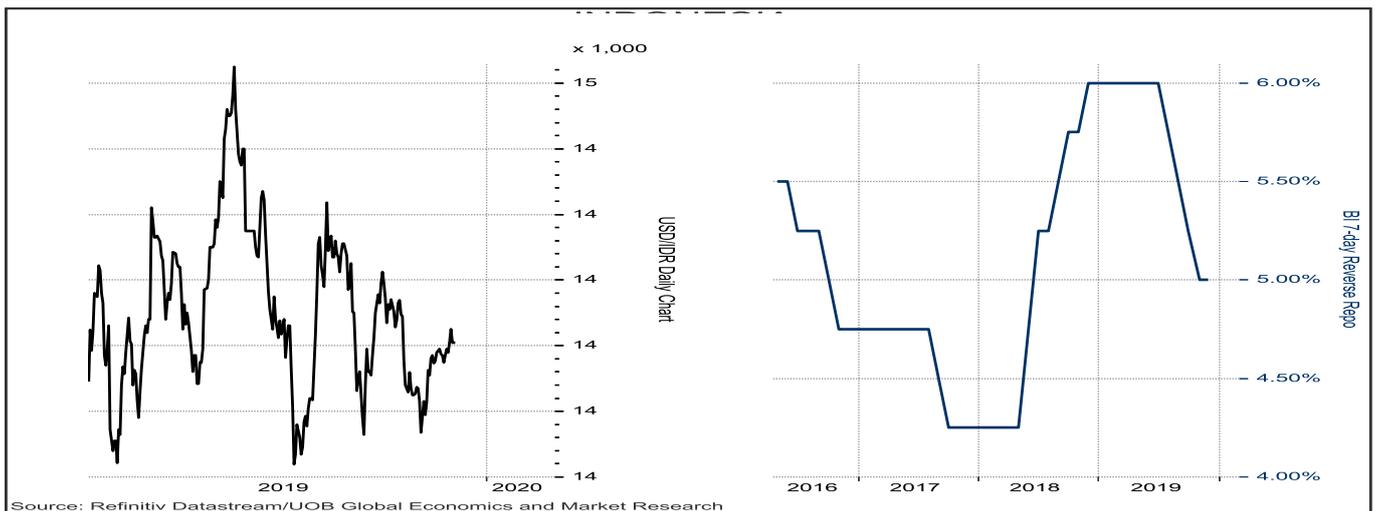
马来西亚



考虑到马来西亚的趋势增长率低于潜在产出增长率 4.8% - 5.0%，我们暂定该国央行会在 2020 年第一季度将隔夜政策利率下调 25 个基点至 2.75%。这是为了在贸易不确定性以及投资减弱的背景下维持国内增长所需。马来西亚央行在 2019 年 5 月份下调隔夜政策利率 25 个基点至 3.00%，而后下调法定准备金率 50 个基点至 3.00% 并在 11 月 16 日生效。这是自 2016 年 2 月份以来首次下调法定准备金率。

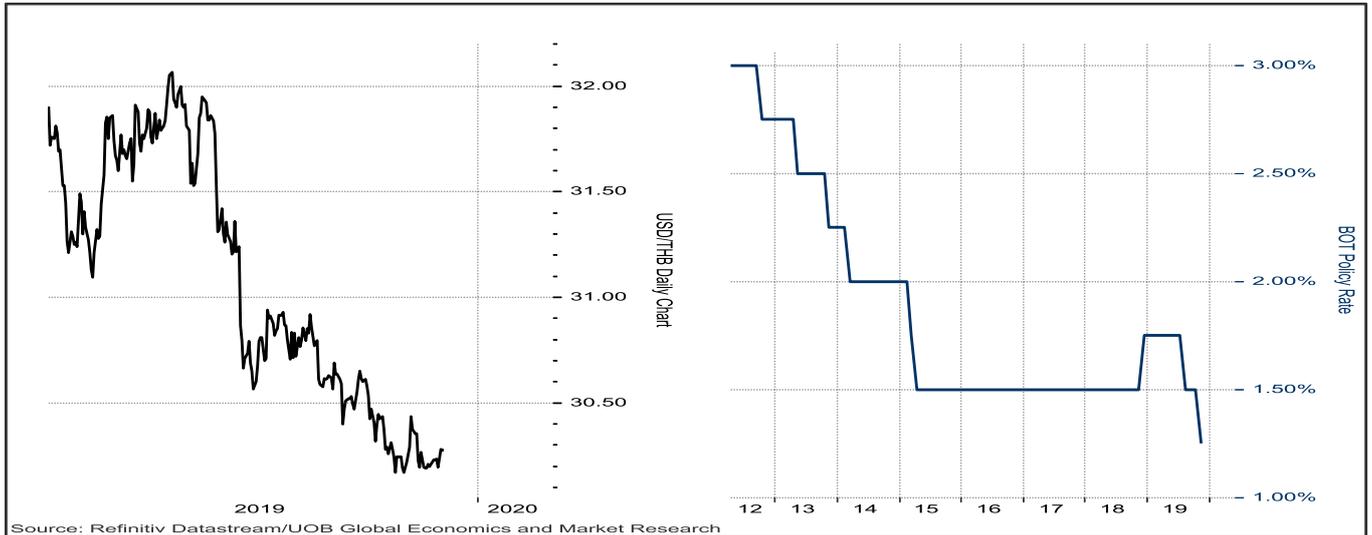
我们认为法定准备金率下调是广义货币供应放缓和外国投资组合资金持续流出导致国内流动性降低造成的。年初至今，2019 年 1 月份至 10 月份国内通胀率平均在 0.6%（2018 年同期为 1.1%）。马来西亚燃油零售价格浮动报价机制从 2020 年 1 月份开始实施，在全国范围内上调水价的计划以及基准效应会是在 2020 年推高通胀率的主要因素。我们预计 2019 年全年平均通胀率为 0.8%，2020 年为 2.5%。虽然存在通胀走高预期，价格压力应当会因为需求适度而得到控制。我们维持观点认为美元兑林吉特汇率会略微走高，在 2020 年第一季度达到 4.19，第二季度达到 4.22，第三季度和第四季度在 4.25 水平趋于稳定。

印度尼西亚



印尼央行自 2018 年以来一直在推行“先发制人和先于曲线”的货币政策。就 2019 年而言，印尼央行已经将更多的重心放到支持经济增长方面，并同时继续保持经济和金融稳定性。这体现在该国央行将基准利率下调 100 个基点至 5.00%，这在部分上对 2018 年的收紧周期进行了抵消，并且与较低的通胀水平和仍然有吸引力的国内金融资产回报相一致。在 2019 年印尼央行还通过其他宏观审慎措施对利率政策作出补充，例如降低准备金率以及放松了贷款价值比率以支撑房地产和汽车市场。因此，我们保持谨慎乐观观点认为，由于支持经济增长的政策措施已陆续就位，印尼央行将会在 12 月 19 日举行的今年最后一次会议上维持基准利率在 5.00% 不变。尽管如此，由于我们预计美联储可能会在 2020 年第一季度再次降低联邦基金利率，我们维持之前的预测观点，即印尼央行会在 2020 年第一季度再次降息至 4.75%。总体而言，我们维持对美元/印尼盾汇率走高的观点，认为在 2020 年第一季度增至 14,200，第二季度至 14,300，第三季度至 14,400 和第四季度至 14,500。

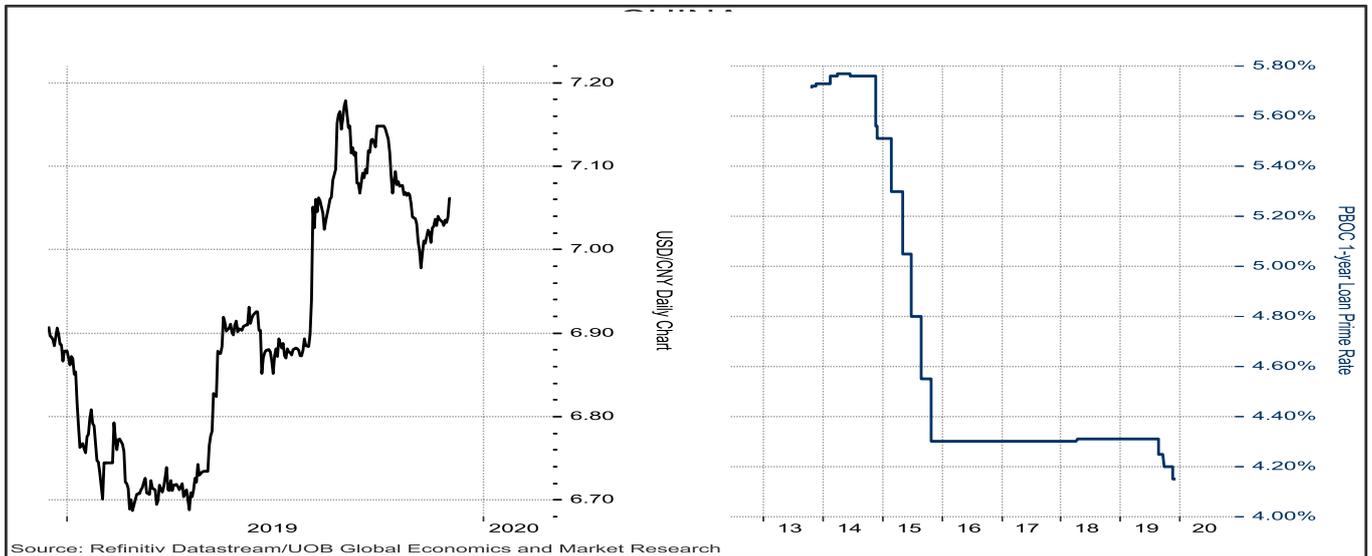
泰国



在 2019 年 12 月 18 日举行的下一次货币政策会议上，泰国央行可能会将政策利率维持在 1.25% 不变，先评估货币政策的传导机制以及放松资本外流管制的影响才会考虑下一步。除非出现任何意外负面因素，我们预计泰国央行会在 2020 年维持基准利率不变。

泰铢因在避险资金流入以及自 2018 年中贸易冲突爆发以来其他亚洲国家外汇走弱的背景下逆市上扬，已走在连续第二年跑赢亚洲其他国家外汇的路上。现在随着风险偏好上升，对泰铢的避险需求可能会趋于平稳。因此，我们认为美元兑泰铢汇率在下一年会处于 30.0 至 30.8 的稳定区间。

中国



由于整体通胀率上升以及全球央行宽松步伐放缓，并且中国人民银行的重心仍然是通过利率改革和推广 LPR 利率来改进货币政策传导机制，因此可能会保持谨慎的立场。尽管如此，由于中国的宽松周期尚处于早期阶段，我们仍认为 LPR 有下行和向 MLF（中期借贷便利）利率靠拢的空间，这也是在今年 8 月份推出这一利率改革时决策者的意图。考虑到迄今为止较为缓和的利率调整节奏，我们现在预计未来 LPR 会按照每个月调整 5 个基点的节奏进行，直到 2020 年中为止，而 MLF 利率则不会有进一步下调。这会导致在 2020 年中 1 年期 LPR 达到 3.80%。关于银行准备金率而言，我们预计下一次调整会在 2020 年第一季度。大型金融机构的准备金率在 2019 年已经下调 150 个基点至 13.0%，最后一次全面下调是在今年 9 月份。

鉴于中美双方贸易谈判迄今为止取得的进展以及进一步贸易紧张升级的风险降低，我们已经回调了之前对人民币的看跌预期（之前预计美元兑人民币汇率在 2020 年第三季度冲顶至 7.30）。我们更新美元对人民币的预测为 2020 年第一季度至 7.08，第二季度至 7.10，第三季度和第四季度至 7.20。总体而言，考虑到 2020 年第一季度之后远期外汇合约的外汇远期曲线仍然低于我们的预测，我们认为投资者仍有必要对冲美元风险。

外汇、利率和商品展望

外汇	2019年12月5日	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测
美元兑日元	109	110	112	113	113
欧元兑美元	1.11	1.11	1.11	1.13	1.15
英镑兑美元	1.31	1.31	1.31	1.32	1.32
澳元兑美元	0.68	0.69	0.69	0.70	0.70
纽元兑美元	0.65	0.65	0.65	0.66	0.66
美元指数	97.6	97.7	97.8	96.7	95.6
美元兑人民币	7.05	7.08	7.10	7.20	7.20
美元兑港元	7.83	7.85	7.85	7.80	7.80
美元兑新台币	30.49	30.50	30.80	31.00	31.00
美元兑韩元	1,189	1,200	1,210	1,220	1,220
美元兑菲律宾比索	50.89	51.50	51.80	52.00	52.00
美元兑马来西亚林吉特	4.17	4.19	4.22	4.25	4.25
美元兑印尼盾	14,094	14,200	14,300	14,400	14,500
美元兑泰铢	30.29	30.00	30.50	30.80	30.80
美元兑缅甸元	1,503	1,510	1,530	1,540	1,540
美元兑越南盾	23,170	23,300	23,400	23,500	23,500
美元兑印度卢比	71.53	72.50	73.00	73.60	73.60
美元兑新加坡元	1.36	1.37	1.38	1.39	1.39
欧元兑新加坡元	1.51	1.52	1.53	1.57	1.60
英镑兑新加坡元	1.79	1.79	1.81	1.83	1.83
澳元兑新加坡元	0.93	0.95	0.95	0.97	0.97
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.06	3.06	3.06	3.06	3.06
新加坡元兑人民币	5.17	5.17	5.15	5.18	5.18
日元兑新加坡元 x100	1.25	1.25	1.23	1.23	1.23

利率	2019年12月5日	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测
美国联邦基金利率	1.75	1.50	1.50	1.50	1.50
3个月期美元 LIBOR	1.89	1.65	1.65	1.65	1.65
10年期美国国债收益率	1.77	1.80	1.80	1.90	1.90
日元政策利率	-0.10	-0.20	-0.20	-0.20	-0.20
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	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
新西兰元官方现金利率	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
人民币1年期贷款基准利率	4.15	3.95	3.80	3.80	3.80
港元基准利率	2.00	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	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
菲律宾披索隔夜逆回购利率	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
新加坡元3个月SIBOR (银行同业拆借利率)	1.77	1.55	1.55	1.55	1.55
新加坡元3个月SOR (新加坡元掉期利率)	1.52	1.45	1.45	1.45	1.45
新加坡元10年期SGS (新加坡政府债券收益率)	1.75	1.80	1.80	1.80	1.80
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.00	2.75	2.75	2.75	2.75
印尼度7天逆回购利率	5.00	4.75	4.75	4.75	4.75
泰铢1天回购利率	1.25	1.25	1.25	1.25	1.25
越南盾再融资利率	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
印度卢比回购利率	5.15	4.90	4.90	4.90	4.90
商品	2019年12月5日	2020年第一季度预测	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测
黄金 (美元/盎司)	1,476	1,480	1,500	1,550	1,550
布伦特原油 (美元/桶)	63	63	65	68	70
伦敦金属交易所LME铜 (美元/吨)	5,885	6,000	6,000	6,000	6,000

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”），2020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