



# 2018年第三季度 大华银行投资观察

## 全球宏观背景

我们仍看好宏观经济前景，今年全球经济增速预期仍略低于4%。虽然物价普遍升高，但通胀仍处于可控范围之内，地缘政治继续带来众多不确定因素。6月，继G7领导人峰会在加拿大召开，美中两国掀起新一轮针锋相对的大战之后，警告之声日益高涨。美国会主导货币政策正常化进程，但地缘政治和日益紧张的贸易局势仍可能对当局产生影响。

## 固定收益

我们仍然预计，美联储将在2018年下半年加息，且加息路径可能在2019年和2020年得以延续。固定收益由于利率上升而继续面临“逆风”，但目前收益率已处于高位，且考虑到债券收益率已经有较大幅度的上涨，因此我们认为，固定收益有机会自当前位置获得正回报。

## 资产配置

2018年到目前为止存在众多问题，投资因此而承压，但我们认为，较稳定的全球经济增速和实际盈利增长将最终支撑股票等资产。同时，利率正常化的本质上不利于固定收益市场表现。2018年第三季度，我们继续增持股票，低配固定收益，对商品保持中立态度，并低配现金。

## 商品

商品策略：供应减少推动商品出现较为明确的价格趋势。时至2018年年中，主要商品的价格已呈现较为明确的趋势。黄金与大部分贵金属价格走弱。而钼和铝的价格因供应中断而大幅波动，上述趋势亦蔓延至铜价。沙特阿拉伯暗示将进行增产使得布伦特原油受阻在80美元/桶水平。

## 股票

多个地缘政治与宏观经济问题已占据最近数月的新闻头条。随着各项问题发展态势不一，股市陷入了逆流。我们看好日本股市，目前对美国 and 欧洲股市保持中立态度，而针对新兴市场股市看法不一。

## 外汇和利率

美联储加息，使得美债收益率进一步上升，强劲的亚洲出口增长势头放缓，以及中美贸易关系持续紧张，均是2018年下半年美元走强以及亚洲货币呈压的主要驱动因素。虽然上半年出现各种波动和风险溢出，但至少，在2018年接下来的时间里，我们不应该怀疑货币紧缩政策会停止不前，预计2018年下半年，货币宽松将继续收紧，但债券收益率继续走高之路并不平坦。

## 全球宏观背景

### 带球冲破政治地缘

“足球世界里目前有很多事情既不清楚也不干净，许多人认识到了这一现实。”——迭戈·马拉多纳

虽然这可能不算什么名言，但随着 2018 年世界杯拉开帷幕，我们将足球术语代入地缘政治局势，这对于我们目前所处的全球形势而言可谓应时应景。

我们仍对宏观经济前景保持乐观，并预计今年全球经济增速会略低于 4%。虽然价格普遍上涨，但通胀未呈脱缰之势。尽管 2018 年上半年存在不少风险事件，但可能并未造成预期般严重的后果。

尽管如此，地缘政治局势仍给全球前景带来诸多不确定性，虽然经济基本面仍然健康，但在加拿大 G7 峰会后警钟已越来越响。美联储继续引领货币政策正常化进程，而地缘政治局势和不断升级的贸易紧张局面则可能打乱加息节奏。

在上一季度报告（即 2018 年 3 月 23 日发布的 2018 年第二季度报告）中，我们强调“在权衡各种因素的基础上，我们认为希望大于恐惧，但不可否认的是恐惧的程度在不断增加。”事实上，在接下来半年到一年内仍有若干源自地缘政治方面的风险事件，具体如下：

- a. **贸易政策发展形势：**中美贸易紧张局势以及美国与其主要盟国和其他国家之间的贸易紧张，这是明面上的最大风险，我们的基本观点是各国的贸易紧张会在谈判过程中逐步降级（也就是说不会发生贸易战）。但需要指出的是，谈判可能会旷日持久，我们需要了解在这一过程中地缘政治事件可能会拖累谈判的进度或者会导致其他意外事情发生。
- b. **美元加息：**美元利率预计会继续走高，但这与美国国内经济和就业率不断向好的大背景相一致。我行对美国加息的次数修正为 2018 年内加息四次（之前预计三次），但我们认为即使美联储今年加息四次（意味着自美联储在 2015 年启动加息以来的货币正常化最快节奏），这也并非美国货币政策过度紧缩的表现。

- c. **新兴市场风险：**新兴市场国家存在一些动荡不安的情况，但由于目前的宏观基本面相比 1997 年已有改善，并且，得益于当地采取的前瞻性措施，亚洲新兴市场国家的风险仍然可控。尽管如此，亚洲地区仍存在资本外流和货币走弱风险，而亚洲地区流动性收紧可能会导致更多的债券违约和中小企业违约风险上升。
- d. **中国经济减速：**我们预计中国经济增长将会平缓有序减速，2018 年的增速很可能会从 2017 年的 6.9% 降至 6.7%，但这是建立在不发生全面贸易战前提下的情况，我们预计中美最终会达成合作协议。
- e. **原油价格：**原油似乎已在 80 美元每桶见顶，预计会回落至 70-80 美元每桶区间。需关注的主要原油相关事件为 6 月 22 日举行的第 174 届欧佩克会议。
- f. **欧元区地缘政治局势：**意大利和西班牙最近的地缘政治发展形势显然出人意料，但我行基本观点仍然是认为欧元区会保持完整。
- g. **英国脱欧谈判：**虽然英国脱欧谈判已持续多个季度，但英国脱欧条款仍不明确，虽然这不是问题，但 2019 年 3 月的脱欧期限已越来越近。

当然，今年第三季度还会有其他重要事件，例如美国特别检察官 Robert Mueller 针对俄罗斯干预美国 2016 年总统大选持续进行的调查，于 7 月 1 日举行的墨西哥总统选举（这可能会对北美自由贸易协定谈判造成影响），以及今年 11 月份美国中期选举前的国内政治形势发展。

幸运的是，每隔四年总会有转移世界注意力的体育盛事：2018 年国际足联世界杯足球赛（2018 年 6 月 15 日至 7 月 15 日）可能会在接下来几周转移人们对于地缘政治局势的注意力。但从这一点上来说美国方面可能就没有什么值得高兴的了，因为这次是美国自 1986 年以来首次没有入围世界杯，因此我们仍预计白宫会发布带有政治意味的推文。我们一致认为地缘政治局势不会搅乱经济增长或货币政策，但我们对于世界杯东道国俄罗斯是否能摘得世界杯桂冠则意见不一。在此期间，保持冷静继续看球。

# 资产配置

## 健康的市场基本面

2018 年到目前为止存在众多问题，投资因此而承压，但我们认为，健康的全球经济增长和盈利增长将最终支撑股票等增值性资产。我们继续增持股票，低配固定收益。早在今年初，市场普遍预期股票仍将上涨。在股市于 2 月调整后，市场普遍认为这是“健康”的回撤调整。但到了 6 月，持续的市场风险“杂音”及疲弱的市场表现似乎在最近数月内动摇了全球投资者的信心。

看多股市的观点仍然相当明确。我们了解到，在过去的 40 年中，当全球 GDP 增长高于趋势且盈利增长率高达两位数时，股票回报未超出平均水平，实际上只发生过 2 次，即 1994 年和 1987 年。虽然这 2 个时段均有处于经济增长周期尾部等不确定性因素，但我们认为，目前的情况仍和当时有较大的差异。因此，除非 2018 年仍有意外情况发生，否则，我们预计，积极的基本面将在年底对股市形成支撑。

总体而言，我们评估股票市场主要推动力的“评分卡”看起来仍然稳健。领先指标、实际 GDP 增长率、盈利增长、资金流和财政政策仍然对股票表现形成积极支撑。我们此前对股票估值的负面态度已转为中立。年初，美股估值较高，但在盈利增长以及市场横盘后估值已回到平均水平附近。我们目前预计，美国市场 1 年远期盈利率为 16.4 倍，长期平均值为 15.5 倍。亚洲等其它市场回落接近平均的长期估值。而“评分卡”中明显的负面因素是美国正在收紧的货币政策以及全球紧缩货币条件。上述不利因素很大程度上抵消了美国在经济增长后期异乎寻常地推出的积极财政政策刺激。因此，股市基本情况相当强劲，但仍可能面临新的风险，因此我们降低前景评级（见下文中我们关于市场最大威胁的评论）。

利率正常化本质上不利于固定收益市场。美国国债收益率从今年年初的 2.4% 上涨至 6 月的 2.95%。收益率开始进入上升周期，引发投资者对未来收益率上升幅度的担忧。但我们认为，未来

利率的路径相当清晰。虽然 2018 年围绕 3 次或 4 次加息似乎存在较多争议，但事实是，市场普遍认为美联储基金利率峰值介于 3% 至 3.5%。如果我们了解了美联储加息路径，则能够有效地计算未来 2 年的升息步伐从而得出对未来八个季度的展望。而且，若能计算 2 年的升息路径，则可清晰地了解 5 年甚至 10 年的趋势。因此，利率的升幅范围可能并未达到市场普遍担心的程度。若美联储利率在未来几年内最终触顶 3% 至 3.5% 区间，则我们预计，10 年期债券收益率曲线将趋平并在接下来的几年内的某个时点出现逆转。因此，预计 10 年期债券收益率区间并不会如大家担忧的那样不可预测。这也意味着 10 年期债券收益率的涨幅已过大半，鉴于较佳的信贷套利空间，我们预计，固定收益基金在经过上半年下跌后，将在今年余下的时间内会表现正面。

虽然我们对股票和固定收益类资产持有建设性观点，实际来看，还是有大量风险可能会削弱我们的预期。就 2018 年上半年而言，迄今为止最实质性的问题是对潜在贸易战的担忧。美国政策不稳定且不利于经济。全球市场担心贸易摩擦升级。但最终宣布的贸易关税额对经济影响相对较小。基本上，我们依然认为，大部分贸易摩擦最终还是回到谈判，而非以贸易战为目标。此外，尽管意大利新任经济部长表示，无意退出欧元区，将着重降低债务水平，但欧洲政治已随着意大利疲软的新政府组建成为主要风险。也就是说，若反欧元区情绪卷土重来，则我们预计市场将面临更大的波动。日益加剧的通胀也同样是主要风险。随着失业率下降，薪资可能开始好转，并导致超预期的通胀水平。如发生这种情况，则上述美联储加息路径可能面临风险。

**2018 年第三季度，我们继续增持股票，低配固定收益，对商品保持中立态度，并低配现金。**

## 股票

多个地缘政治和宏观经济问题已占据最近数月的头条。随着各种问题朝不同方向发展，股市持续出现下挫。日内的市场逆转也更加普遍，很多全球股票指数上下波动，幅度很大。那些感叹 2017 年缺乏波动性的投资者，相信今年的收获可能已超过年初预期！

**我们仍对美股保持中性的立场。**我们认为，由于贸易并非美国经济的主要构成部分，因此关税不太可能影响目前的经济增长。整体来说，美国经济仍保持乐观态势，并受益于 2017 年底通过的减税政策，因此经济增长甚至可能超过预期。虽然在此背景下，预计美股可获得正收益，但由于企业盈利及估值相对于历史水平已经较高，因此上述回报不会太大。

**我们将对欧洲股市由看多降级为中性。**经济活动指标显示，欧洲经济增长速度放缓。虽然我们仍然预期正增长，但增速可能放缓，这将体现在同样放缓的盈利增速中。而且，我们预计，未来数月里政治事件将引发一系列波动，特别是意大利。因此，虽然欧洲股市仍将带来正收益，但风险/收益比已转至中性。

**我们仍看好日本股市。**外部需求和奥运相关资本支出可能继续支撑经济增长。展望未来，美元将走强，市场认为，日本央行将在更长时间内维持超宽松货币政策，推动日本股市发展。此外，有迹象表明，由于薪资正处于上升通道，日本可能在抵制通缩/反通胀方面取得进展。如果投资者确信日本正在远离近三十年的通缩/反通胀，那么，预计日本股市将获得实质性的重新评级。

**针对新兴市场股市的看法不尽相同。**

展望未来，新兴市场可能面临复杂局势：总体积极缺乏一致的全球增长、美国利率上升、美元走强、油价稳定/走高以及信贷息差扩大。因此，我们偏好那些对这些综合因素反应积极的市场或那些拥有正面的国内驱动因素的市场。我们仍看好中国（盈利复苏）及韩国（全球经济增长回升）的股市。我们对印度、巴西和墨西哥市场持中立态度，因为上述市场的全球及国内推动力表现较为疲弱。

# 商品

## 综述——商品策略：供应中断形成明显的价格趋势

截至 2018 年年中，主要商品的价格已呈现较为明确的趋势。黄金与贵金属价格大多走弱。同时，钯金和铝的价格因供应中断而大幅波动，上述趋势亦蔓延至铜价。沙特阿拉伯暗示将进行增产使得布伦特原油受阻在 80 美元/桶水平。

### 黄金：利率上调使得美元反弹，导致黄金价格进一步疲软

在贵金属领域，美元复苏，加之美国长短端利率不断上涨，导致黄金、白银和铂金进一步多头平仓。因此，黄金遭抛售，跌至 1,300 美元/盎司以下，银价下跌至 16.50 美元/盎司，而铂金遭大幅抛售，价格由 950 美元/盎司跌至 900 美元/盎司。唯一例外的是，钯金因获得较好的支撑而逆势上扬，价格仅略低于 1,000 美元/盎司。其主要原因在于市场担心美国对俄罗斯的制裁造成供应中断。

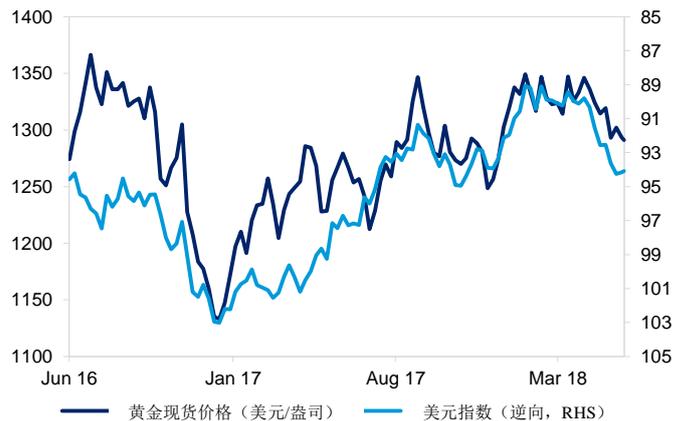
### 铜：受益于基本金属持续上升的供应中断

在基本金属领域，供应中断对其价格的支撑起到了更为关键的作用。美国对俄罗斯的制裁已切断了全球主要的铝供应，而美国对铝及相关产品的进口征收了新关税，使供应中断的情况愈演愈烈。因此，铝价在 4 月由 2,000 美元/吨攀升至 2,600 美元/吨。由于铝价波动加剧，溢价投资者采取了避险对冲交易，且智利大型 Escondida 铜矿供应中断再次引发市场担忧，导致铜价升破 7,000 美元/吨。

### 布伦特原油：沙特阿拉伯暗示将增产，导致布伦特原油受阻在 80 美元/桶水平

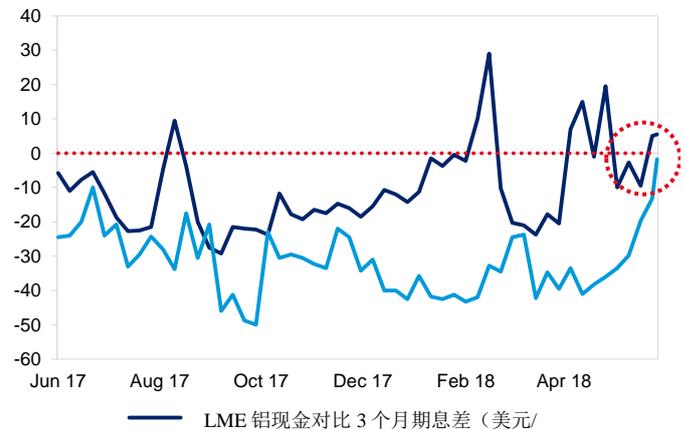
在能源领域，沙特阿拉伯和俄罗斯再次暗示，将针对此前非常成功的供应缩减进行增产，使得自去年开始强势反弹的原油价格受阻。使得布伦特原油价格重新回落至 80 美元/桶以下。至于 WTI 原油，不断增加的美国产量已导致 WTI 原油价格进一步落后于布伦特原油，价差高达 10 美元/桶。

## 黄金价格与美元指数继续呈现强势逆相关



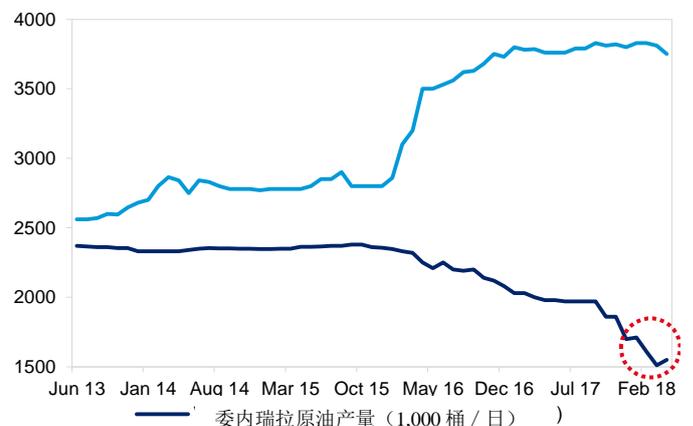
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

## LME 铜与铝均见证了现价与 3 个月期息差的不断扩大



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

## 委内瑞拉原油产量大幅下滑；美国制裁威胁伊朗产量复苏



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

### 具有挑战性的 2018 年

2018 年信息提示我们：固定收益市场将面临利率上涨带来的压力，但我们同时也认为，投资者不必对此恐慌。我们预计，固定收益在 2018 年的回报表现将落后于股票，但今年仍将获得正回报。截至 5 月，多数固定收益市场表现负面。虽然美国持续以较慢的步伐加息，但美国国债的基准收益率在年初仍快速上涨。多数债券基金目前的平均收益率或“套息收益”较高，大多平均收益率在 4%或以上。鉴于如此高的“套息收益”水平，我们仍预计，即使持续加息，固定收益也仍然能带来正收益。

今年前 5 个月，政府债券收益率大幅上涨，美国 10 年期国债收益率从年初的 2.4%上涨至 5 月底的 2.86%。新加坡 10 年期国债收益率紧随其后，同期从 2%上涨至 2.57%。基准收益率不断上涨使债券基金承压。截至 5 月底，作为全球基准的巴克莱全球综合总收益指数的为-1.0%（以美元计算）；作为亚洲基准的摩根大通亚洲核心信用总收益指数为-2.7%（以美元计算）。

随着全球投资者普遍预计利率将在 2018 年上涨，固定收益市场也随之出现利差扩大。一些基准指数如巴克莱全球公司债综合指数或摩根大通亚洲信用指数已经显示，投资级公司债的平均利差扩大了 20 个基点。一般情况下，稳健的经济增长将促使货币政策紧缩如央行加息。但一般而言，健康的经济增长有利于信贷环境，因此，信贷市场承压也是略感意外。全球企业盈利仍然稳健，因此，利差扩大似乎是市场情绪引发的波动上升、估值忧虑和资金流共同作用下产生的结果。虽然部分投资者注

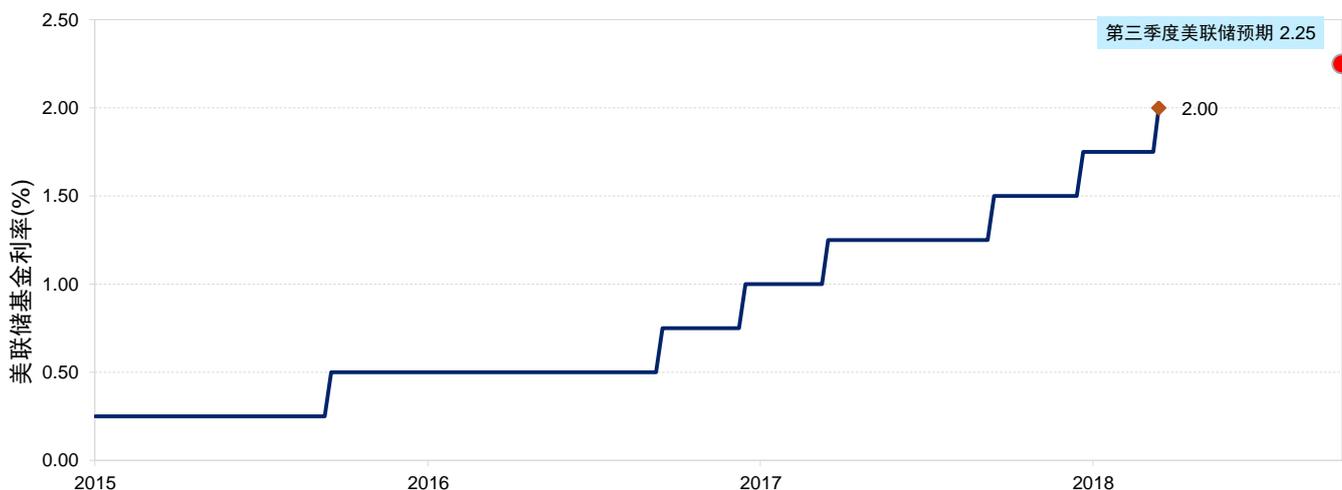
意到，信用利差已变得“昂贵”，且较周期早期趋紧，但我们也注意到，此前几个周期最后几年的信用利差甚至比本周期中更为紧缩。总体而言，我们预计，固定收益波动将在一定程度上转化为利差扩大，但鉴于公司健康状况足够强劲，我们并不认为利差有进一步扩大的理由。因此，相对政府债券，**我们继续看多信用债。**

通常情况下，强劲的美国经济增长和全球经济全面复苏，会给新兴市场的增长带来重要支撑。但上涨的美国利率导致美元走强，使部分贸易平衡状况比较疲弱的新兴市场承压，如阿根廷、土耳其等国。鉴于**强美元的风险**，**我们对本季度的新兴市场保持中性看法，但在新兴市场中，我们将继续增持亚洲债券。**

尽管到目前为止，对固定收益投资者来说，2018 年是极具挑战的一年，但我们仍然认为，投资者应保持耐心。固定收益市场的波动仍小于股市，因此，固定收益市场对众多低风险偏好的投资者来说，仍然占据重要地位。即使 2018 年利率上涨且情况不妙，全球债券指数也只下跌了 1%——：但在同样情况不妙的 2018 年，股市重创远远超过固定收益市场。此外，固定收益有一个好处，即收益率越高意味着未来几年收益越高。或许在某个时点，持续 9 年之久的全球经济扩张将最终结束，而到那时，固定收益将会再次成为首选的投资类别。

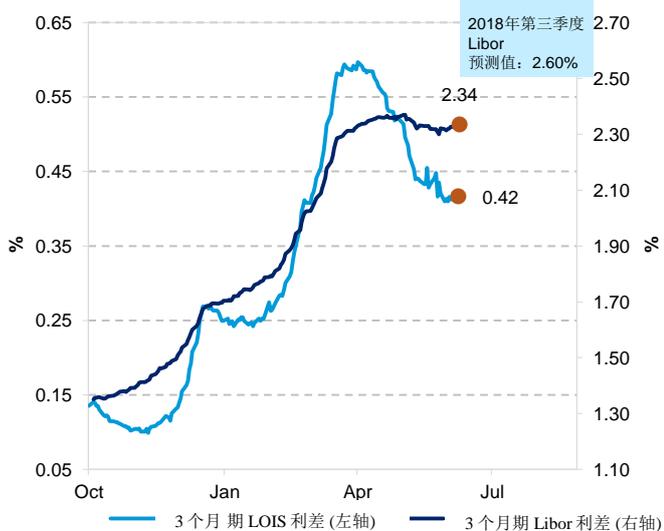
## 美国

### 美联储基金利率



6月，美国联邦公开市场委员会略显鹰派的升息，进一步确认了2018年美联储加快升息的预期。我们目前预计，联邦公开市场委员会将（于6月加息至1.75%-2.00%后）在9月和12月再度进行2次加息，使联邦基金目标利率在2018年底达到2.25%至2.50%区间（此前预期为2.0%至2.25%）。也就是说，即使美联储今年进行4次加息——这是美联储自2015年开始加息以来最快的速度——我们也并不认为美国货币政策在过度收紧。我们维持2019年加息预期：3次加息，每次上调幅度为25个基点。这意味着，美联储将在2019年将长期的联邦基金目标利率调升至3.0%。预计美联储“缩表”（BSR）计划将继续按期进行，且“缩表”在一定程度上是加息的“替代品”，因此，我们认为，“缩表”的延续性是联邦公开市场委员会将考虑的关键因素，而非增加加息次数（超出点阵图预期的次数），除非我们看到明显的通胀上升。

### 3个月期美国 Libors



- 我们预计，2018年第三季度末3个月期 Libor 为 2.60%左右。
- 自4月触及峰值后，OIS 在联邦公开市场委员会6月加息前上涨，因此，LOIS 利差收窄。
- 预计 LOIS 将在第三季度保持现状，以反映趋紧的资金情况，因“缩表”（BSR）继续在10月上升至每月缩减500亿美元。

### 10年期美国国债



- 我们预计，美国10年期国债收益率将在2018年第三季度末达到3.00%。
- 2年和10年期国债收益率差值曲线将继续呈现下降趋势。由于2019年后每次联邦公开市场委员会会议后都将召开新闻发布会，因此利差曲线或将面临快速走低。
- 尽管包括“缩表”、预算赤字扩大在内的背景下，10年期美债收益率期限溢价并未显著增长。我们预计，期限溢价风险将增加。

新元名义有效汇率



正如我们所预期，通过略微增加新元名义有效汇率斜率的政策以及微调（自 2016 年 4 月以来）最近 4 次政策会议关于斜率中性的立场，新加坡金融管理局（MAS）于 4 月 13 日开始着手货币政策的正常化进程。我们估计，斜率为每年 0.5%。虽然与 2015 年至 2016 年的低增长时期相比，经济已复苏，从而支持货币政策正常化，但央行仍发布了基调谨慎的声明。金管局在声明中提示，中美贸易争端升级的可能性不大。此外，金管局表示，虽然“预计全球需求将在 2018 年保持坚挺，但随着经济周期步入尾声，经济扩张速度或将轻微放缓”。鉴于谨慎声明，我们认为，金管局将在 2018 年 10 月政策会议上维持目前小幅上调的立场（预期：每年 0.5%）。与此同时，预计美联储将继续其逐步加息的进程。因此，我们预计，新元未来仍将进一步温和走软。但值得注意的是，鉴于新元名义有效汇率政策区间仅为温和的上调，因此新元的疲软与亚洲其它货币相比仍相对有限。总体而言，我们预计，美元兑新元汇率将缓慢攀升至 1.36，并在 2018 年第三季度达到 1.34，2018 年第四季度和 2019 年第一季度达到 1.35，在 2018 年第二季度达到 1.36。

3 个月期新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

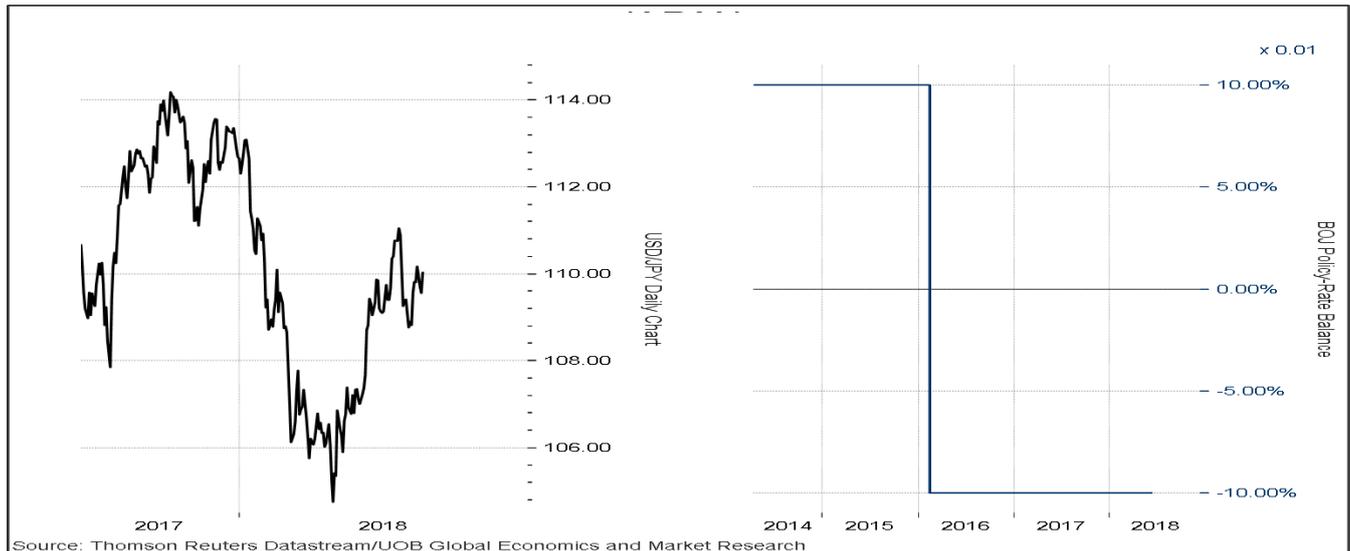


- 我们预计，3 个月期新元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）到 2018 年第三季度末将分别为 1.65%和 1.75%。
- 收紧的 3 个月期新元掉期利率与新加坡银行同业拆借利率息差在新元名义有效汇率上调的背景下保持韧性，可能在美元资金不足的情况持续。
- 正面的新兴市场情绪已承受了美国利率走高及货币上行的检测。迄今为止，风险溢价的重新定价相对温和，但第三季度的负面因素仍然存在。

10 年期新加坡政府债券



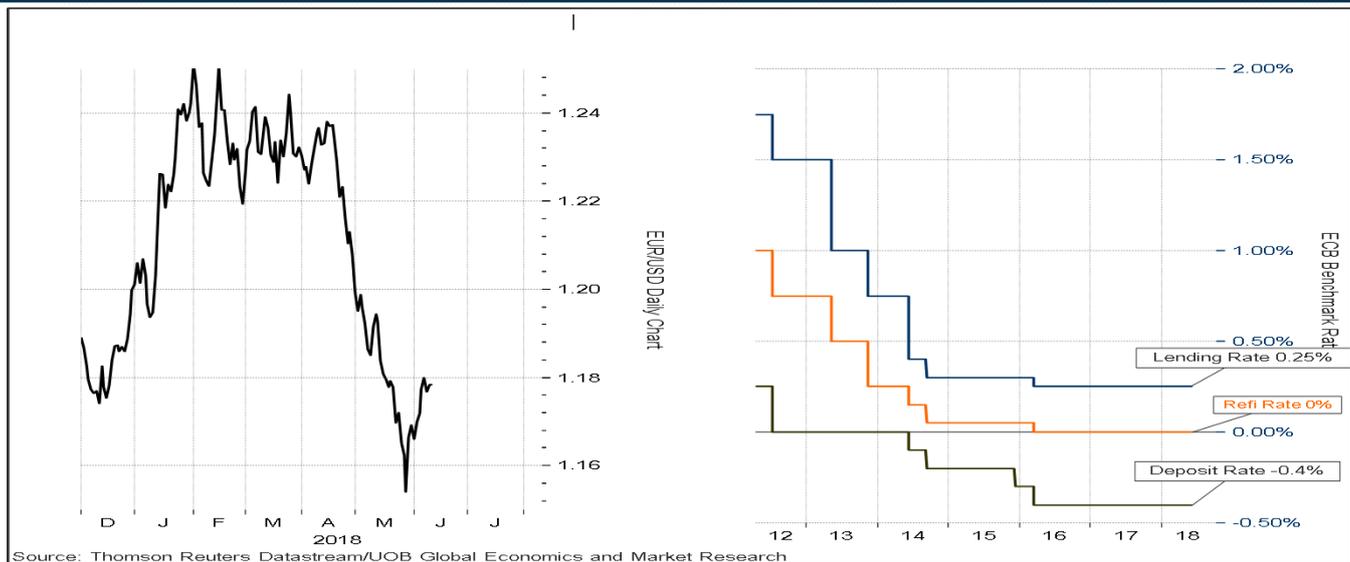
- 我们预计，10 年期新加坡政府债券收益率到 2018 年第二季度末将为 2.60%。
- 在 6 月的 20 年期竞拍后，下一次大规模的持续供应只在 9 月份的 15 年期竞拍中才会出现。供应短缺，10 年期新加坡政府债券有望超越 UST 以及 2 年和 10 年期息差曲线。
- 由于高铁项目的延期，对长期新加坡政府债券的需求可能增加。



尽管 6 月 18 日会议维持货币政策不变，日本央行删除了（在 4 月提出的）实现 2% 物价目标的时间表，并将 CPI 通胀目标从 1% 下调至 0.5%-1% 区间，但并未消解市场对“日本央行正常化”的担忧。而事实上，日本国债年度购买速度仍远低于 80 万亿日元/年的官方目标。买入速度由 58 万亿日元（2017 年末）进一步放缓至 44 万亿日元（截至 3 月 20 日）。自 4 月起，买入速度稳定徘徊在略低于 50 万亿日元的水平（截至 6 月 8 日），仍然远低于目标。

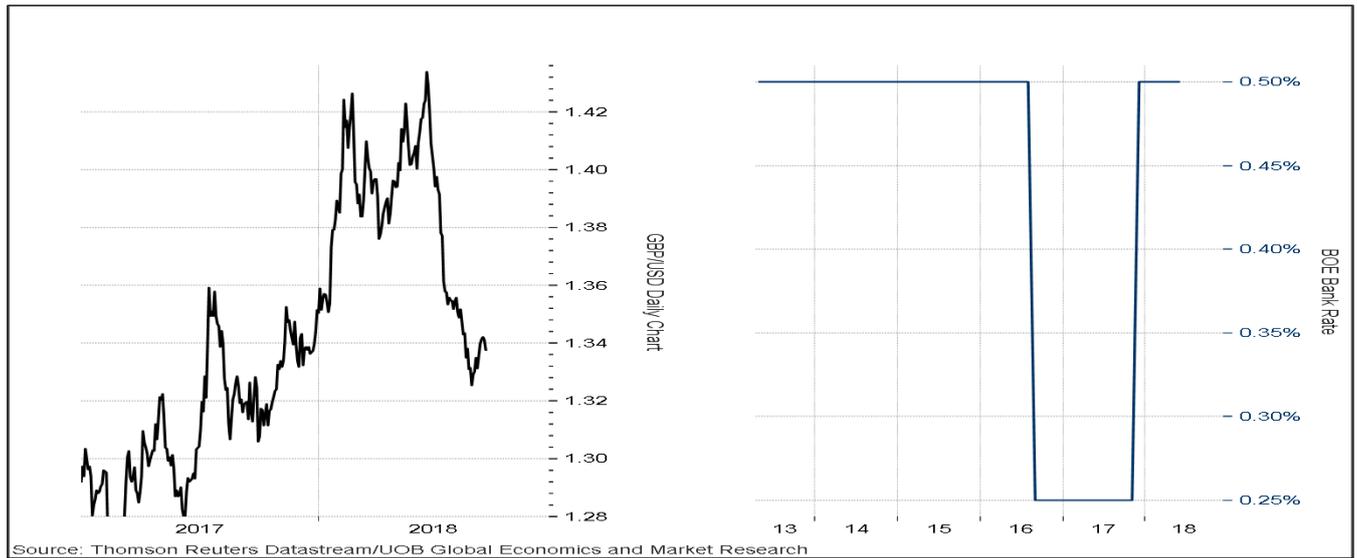
尽管由于日本距离其 2% 的通胀目标甚远，且我们一直认为，期待日本央行在近期讨论逐步紧缩其量化宽松计划为时尚早，但市场仍可能不断猜测“日本央行会逐步紧缩上述计划”，除非日本央行采取措施重申其“宽松货币政策”以获得市场信心。与此同时，针对全球贸易战及其对日本出口负面影响的担忧日益加剧，致使日元有走软的迹象。此外，第一季度 GDP 增长放缓以及通胀疲软在总体上也对日元产生了负面影响。

## 欧元区



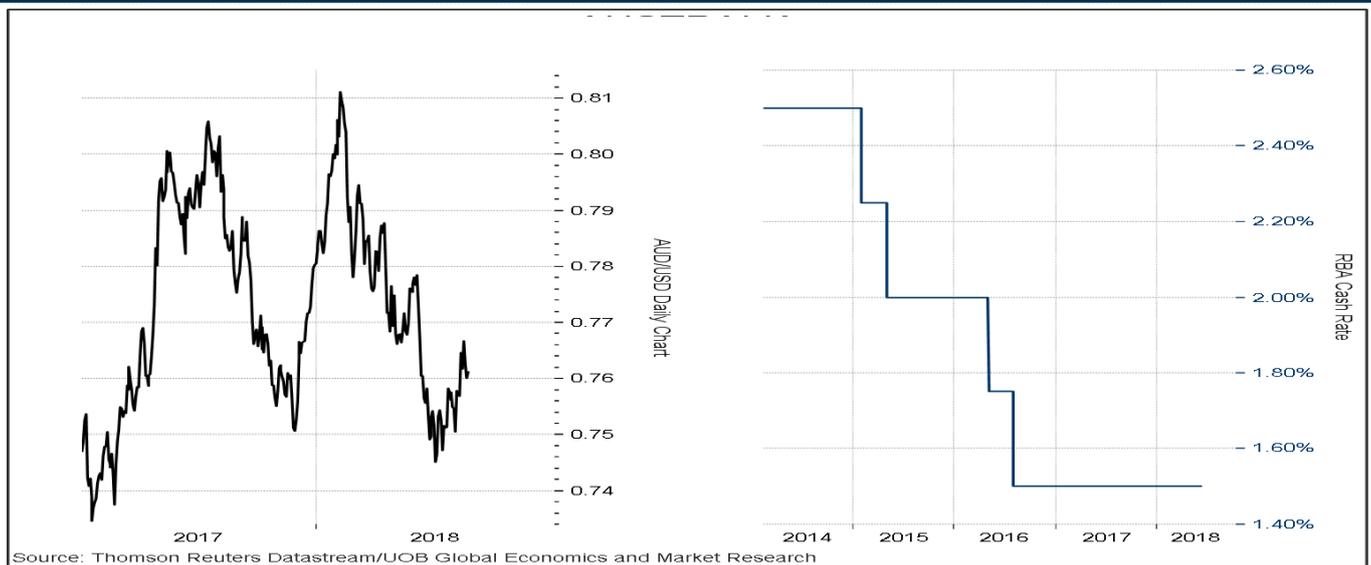
上一季度，欧元波动明显。本季度初，意大利政治危机升级，导致欧元兑美元遭大幅抛售，欧元兑美元汇率由 4 月的高点 1.24 回落至 5 月末的低点 1.1550。经过多轮艰难的协商，意大利终于成功组建政府，新经济部长乔瓦尼·特里亚（Giovanni Tria）重申，新政府无意退出欧元区，并将致力于降低债务水平。此外，尽管欧洲央行在其 6 月 17 日会议上承认了即将终止量化宽松的计划，但欧洲央行也并没有推出进一步上调利率的计划，市场感到失望。因此，欧元兑美元汇率在 1.16 附近保持疲软态势。总而言之，虽然所需时间较长，但欧洲央行仍处于政策正常化步伐中，因此，我们维持欧元兑美元汇率的乐观前景。我们预计，欧元兑美元汇率将在 2018 年第三季度、第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度分别达到 1.20、1.21、1.22 及 1.23。当前即期汇率为 1.16。

## 英国



虽然又过了一个季度，但英国与欧盟之间关于英国退欧的条款仍不明确。与此同时，英国央行在其最近的 5 月会议上面临英镑多头遭受重创的打击。如上所述，虽然我们维持英国央行将加息延迟至 8 月的观点，但前提是经济增长反弹，且英国退欧谈判仍保持积极态势。而且，面对各种不确定性，英镑不太可能仅由于本次加息而受益。价格走势方面，英国退欧谈判未取得进展，这一点令人失望，加之英国央行作出 5 月不加息的“意外”决定，致使英镑兑美元汇率由仅低于 1.40 水平回落至当前的 1.34。我们维持英镑兑美元汇率负面展望的评级，预计将下探 1.30。总体而言，我们预计，英镑兑美元汇率将在 2018 年第三季度、第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度分别达到 1.33、1.32、1.31 及 1.30。当前即期汇率为 1.32。

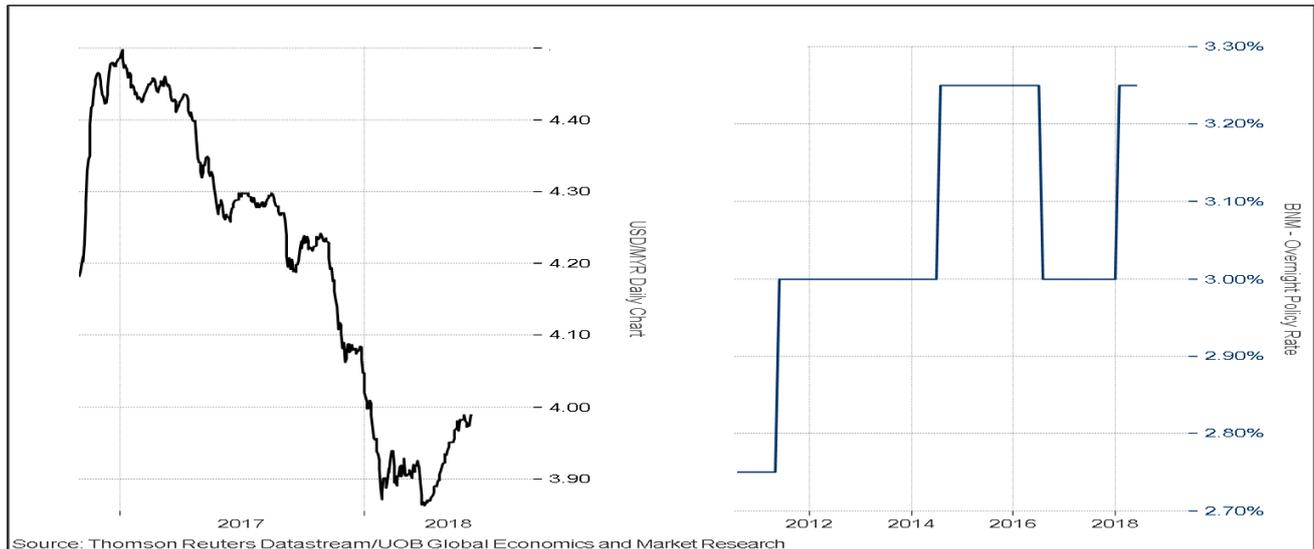
## 澳大利亚



由于澳大利亚薪资增长低迷及通胀走势疲软，澳洲央行并无迫切的加息需求。我们认为，澳洲央行只可能在 2019 年第一季度进行首次加息。

另一方面，主要商品价格仍然可圈可点。由于 LME 铜价反弹突破 7,000 美元/吨，达到 7,300 美元/吨，第二季度工业价格明显走高。继 3 月遭抛售，铁矿石基准价格也稳定在 60 美元/吨关口上方。因此，澳大利亚贸易条件在去年底短暂下滑后温和改善。我们认为，澳元静候澳洲央行下一步举措的同时将继续获得积极商品价格的支撑。然而，需要认识到的是，美联储持续加息将使澳元兑美元的汇率上升受阻于 0.80。毕竟，自上次美联储加息起，联邦基金利率已达到 1.75% 至 2.00%，目前高于澳洲央行的官方现金利率 1.50%。在澳洲央行决定加息前，这一政策利差将只会进一步扩大，因此使澳元承压。总体来看，我们预计，澳元将温和走高，在 2018 年第三季度、第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度分别达到 0.77、0.78、0.79 及 0.80。

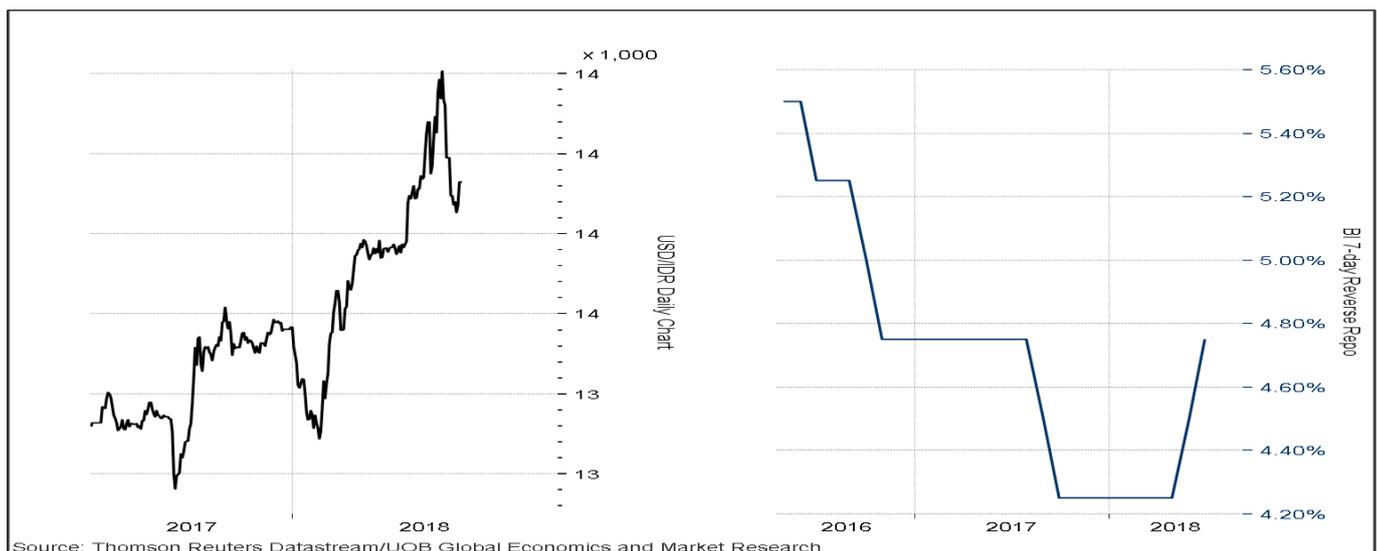
## 马来西亚



马来西亚央行（BNM）可能对货币政策保持中性立场，并在今年接下来的时间里维持隔夜政策利率（OPR）3.25%不变。若经济活动放缓超出预期，则通胀趋缓和正面的实际利率将为货币调整提供灵活性。

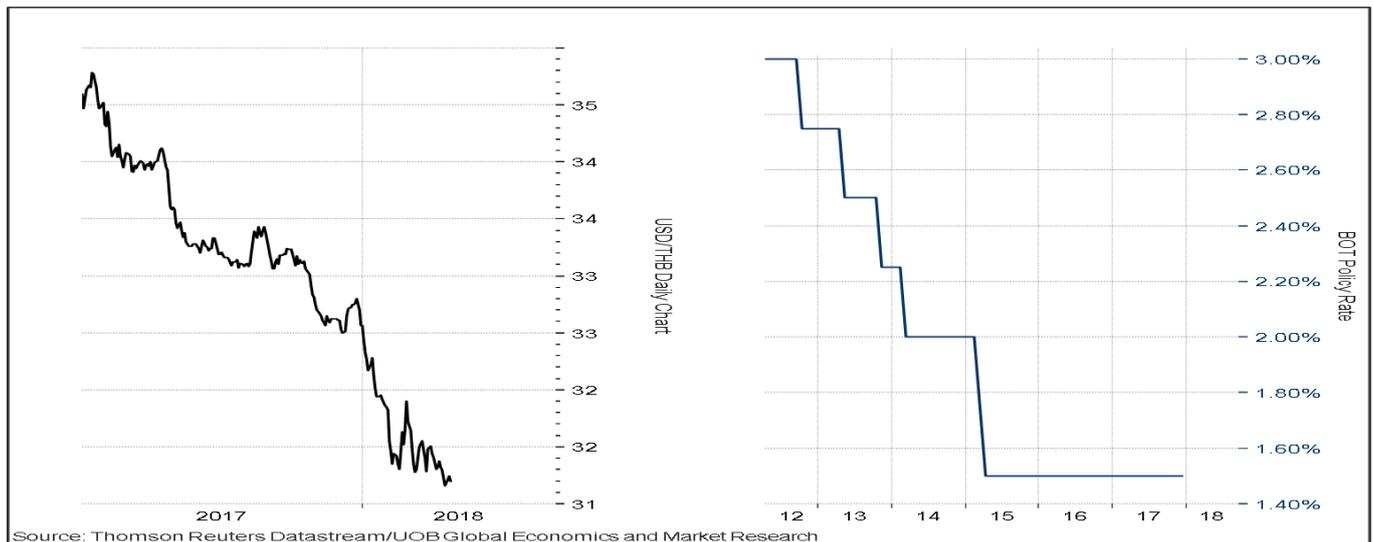
展望未来，我们预计，布伦特原油在经历去年的强劲增长后，将开始在目前的 70 至 80 美元/桶区间盘整。预计上述情况将与新政府可能进行的财政改革一起，共同支撑马来西亚林吉特。因此，我们认为，美元兑马来西亚林吉特汇率前景为中性，预计 2018 年第三季度到 2019 年第二季度期间在 3.95 附近徘徊。当前即期汇率为 3.99。我们给出的美元兑马来西亚林吉特汇率的中性预期所面临的风险之一，是美联储采取更激进的紧缩措施，此举还可能导致美元兑亚洲外汇及马来西亚林吉特进一步走强。

## 印尼



在 2018 年 5 月召开的两次会议上，印尼央行（BI）决定将其 7 天期逆回购利率上调 50 个基点至 4.75%。加息是印尼央行政策组合的一部分，旨在在全球金融市场不确定性加剧以及全球流动性紧缩的背景下维持经济稳定。印尼央行还承诺继续努力根据基本面稳定印尼盾，同时确保市场机制仍是决定印尼盾汇率的关键。我们修改了基准利率预期：将印尼央行第三季度的基准利率再次上调 25 个基点至 5.00%，第四季度利率上调 25 个基点，在年底达到 5.25%。印尼央行一系列的加息运作可能有利于在 14,000 心理水平下保持印尼盾的稳定。总体而言，我们预计，美元兑印尼盾汇率将在 2018 年第三季度达到 13,950，并在 2018 年第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度保持在 14,000。

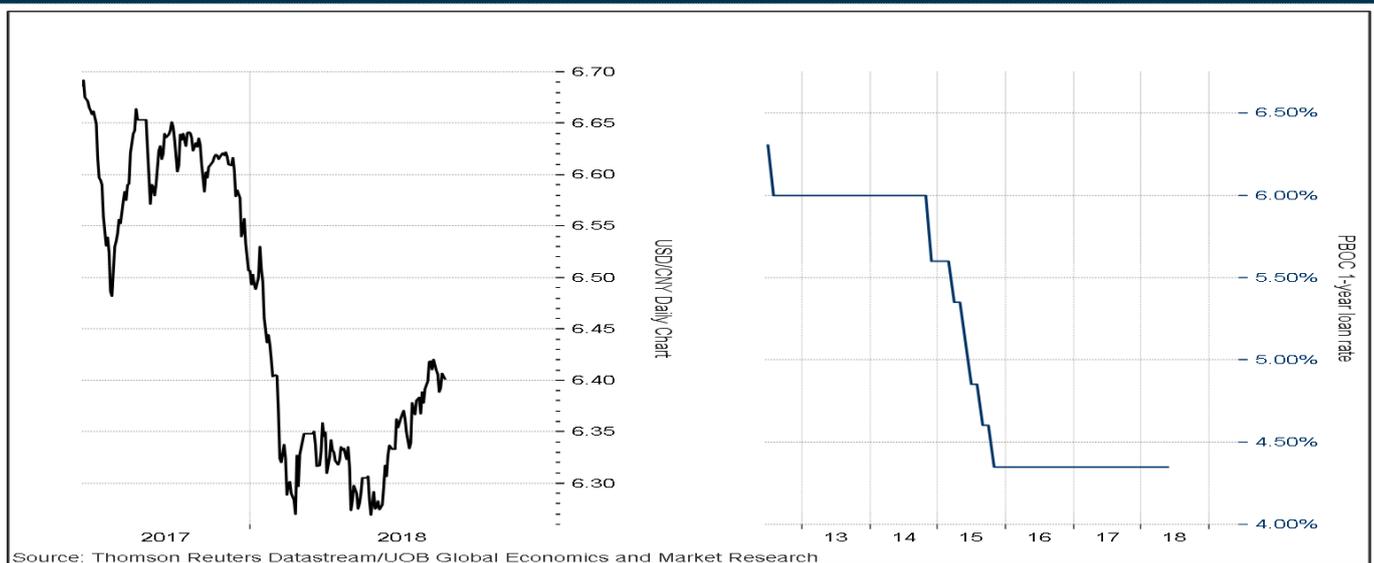
## 泰国



泰国央行于 2018 年 5 月 16 日将政策利率维持在 1.5% 不变。展望未来，由于泰国经济增速将继续稳定在潜在水平，泰国央行可能在 2018 年第四季度将政策利率上调至 1.75%，因此无需实行特别宽松的货币政策。

面对美国进一步加息以及美国持续紧缩的货币政策，我们认为，泰铢及其它亚洲货币兑美元汇率将在今后轻微走跌。泰铢的略微疲软以及上述泰国央行在第四季度加息的预期，将有利于确保泰国经济保持在乐观的点位，接近潜在的 GDP 增速。总体而言，我们预计，美元兑泰铢汇率将在 2018 年第三季度、第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度分别达到 32.2、32.4、32.6 及 32.8。

## 中国



中国央行于 2017 年三次小幅上调公开市场操作（OMO）利率，并于 2018 年 3 月再次上调该利率，从而提高银行同业拆借利率。近期举措与美国加息紧密相关。上述小幅调整符合中国央行审慎中性政策的立场、去杠杆化的政策以及对系统性风险的预防，这很可能是中国央行的首选渠道。我们同样重申了我们的观点，随着美联储继续其加息路径，中国央行仍可能在 2018 年下半年将其政策利率（1 年期贷款和 1 年期存款利率）上调 25 个基点。为偿还银行 MLF 贷款，并支持中小企业，中国央行于 4 月将银行存款准备金率（RRR）非常规大幅下调 100 个基点（2016 年 2 月以来的首次下调），此后，我们预计，中国央行将在 2018 年下半年进行类似的存款准备金率下调，以支持对中小企业的贷款。

美元兑人民币汇率似乎在第二季度下探至中期低点，可能自此逐渐走高。中美两国持续的贸易紧张局势以及美联储即将来临的加息举措将使人民币承压。不过，由于中国今年的经济增速仍将合理且强势地保持在 6.7% 左右，因此人民币汇率的疲软也将十分有限。此外，本地利率偏高。总体而言，我们维持人民币在未来略微疲软的观点。我们预计，美元兑人民币汇率将在 2018 年第三季度、第四季度以及 2019 年第一季度、第二季度分别达到 6.42、6.45、6.50 及 6.55。

## 外汇、利率和商品展望

外汇	2018年6月14日	2018年第三季度	2018年第四季度 预测	2019年第一季度 预测	2019年第二季度 预测
美元兑日元	110	110	111	112	113
欧元兑美元	1.18	1.20	1.21	1.22	1.23
英镑兑美元	1.34	1.33	1.32	1.31	1.30
澳元兑美元	0.76	0.77	0.78	0.79	0.80
纽元兑美元	0.70	0.71	0.71	0.72	0.73
美元兑人民币	6.40	6.42	6.45	6.50	6.55
美元兑港元	7.85	7.84	7.83	7.82	7.80
美元兑新台币	29.91	30.00	30.20	30.40	30.50
美元兑韩元	1,082	1,085	1,090	1,095	1,100
美元兑菲律宾比索	53.34	53.30	53.50	54.00	54.30
美元兑马来西亚林吉特	3.99	3.95	3.95	3.95	3.95
美元兑印尼盾	13,930	13,950	14,000	14,000	14,000
美元兑泰铢	32.15	32.20	32.40	32.60	32.80
美元兑缅甸元	1,349	1,350	1,360	1,370	1,380
美元兑越南盾	22,759	22,900	23,000	23,100	23,200
美元兑印度卢比	67.61	67.80	68.00	68.50	69.00
美元兑新加坡元	1.34	1.34	1.35	1.35	1.36
欧元兑新加坡元	1.58	1.61	1.63	1.65	1.67
英镑兑新加坡元	1.79	1.78	1.78	1.77	1.77
澳元兑新加坡元	1.01	1.03	1.05	1.07	1.09
新加坡元兑马来西亚林吉特	2.98	2.95	2.93	2.93	2.90
新加坡元兑人民币	4.79	4.79	4.78	4.81	4.82
日元兑新加坡元 x100	1.21	1.22	1.22	1.21	1.20

利率	2018年6月14日	2018年第三季度 预测	2018年第四季度 预测	2019年第一季度 预测	2019年第二季度 预测
美国联邦基金利率	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00
3个月期美元 LIBOR	2.34	2.60	2.80	2.95	3.20
10年期美国国债收益率	2.94	3.00	3.20	3.25	3.35
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	0.50	0.75	0.75	0.75	1.00
澳元官方现金利率	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75
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	4.60	4.60	4.60	4.60
港元基准利率	2.25	2.50	2.75	3.00	3.25
新台币官方贴现率	1.38	1.38	1.38	1.50	1.50
韩元基准利率	1.50	1.50	1.75	1.75	2.00
菲律宾披索隔夜逆回购利率	3.25	3.25	3.25	3.50	3.50
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	1.52	1.75	1.95	2.15	2.40
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	1.57	1.65	1.85	2.05	2.30
新加坡元10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	2.59	2.65	2.75	2.85	2.95
马来西亚林吉特隔夜政策利率	3.25	3.25	3.25	3.25	3.25
印尼度7天逆回购利率	4.75	5.00	5.25	5.50	5.50
泰铢1天回购利率	1.50	1.50	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	6.25	6.25	6.25	6.25	6.25
商品	2018年6月14日	2018年第三季度	2018年第四季度	2019年第一季度	2019年第二季度
黄金(美元/盎司)	1,300	1,280	1,250	1,220	1,200
布伦特原油(美元/桶)	77	70-80	70-80	70-80	70-80
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	7,257	7,300	7,500	7,700	7,900

## 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”），2018 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

