



2020年第二季度 大华银行投资观察

全球宏观形势

新型冠状病毒肺炎（COVID-19）不仅是一场公共卫生危机，还是一场全球经济危机。它破坏了全球供应链，摧毁了需求，并带来金融冲击。各国央行和政府采取了激进的应对措施，但货币政策和财政政策治标不治本，并不能解决公共卫生危机。决定经济复苏速度的关键在于新冠疫情是否得到遏制，但严格的卫生安全措施不可避免会导致全球经济同步陷入衰退。

固定收益

随着全球金融风险加剧，各国央行大幅加快推出应对政策。由于主权债券收益率在经济和金融危机期间会受到“涌入安全资产”策略的支撑，我们对久期风险转为积极观点。我们继续看好亚洲地区投资级美元债券。

资产配置

在 2020 年第二季度开始时，各资产大类面临两大挑战，其一是新冠疫情以及为缓解疫情传播而采取的防控措施可能导致全球经济的急剧衰退，其次，全球流动性紧张似乎比金融危机时期更严重。我们建议对股票和现金类资产采取中性配置策略，对固定收益类资产增持，减持商品，但就商品板块内部而言，我们仍看好黄金。

商品

商品由于其与经济增长挂钩的特性在经济衰退的大背景下前景较为艰难。在未来几个季度，我们预计布伦特原油会试探 20 美元/桶区间的下限，而伦敦铜可能会跌至 4,000 美元/吨。至于黄金，一旦美元流动性紧张情况得到缓解，受到全球各国央行大规模货币政策宽松的支撑，黄金可能会强劲反弹，因此，我们认为黄金会在 2021 年第一季度向 1,800 美元/盎司反弹。

股票

虽然接下来的季度我们仍对股市维持中性观点，但股市修正给那些希望中期持有股票（即持有三到五年）等候新一轮股票牛市的投资者提供了极佳的入场时机。在当前时点，需做好中期持有股票的准备，因为我们认为市场正处于经历较高波动的时期。因此，建议采用分批入场的方式投资股票。优先考虑金融、科技和工业板块中较高 beta 值的股票。

外汇和利率

受到全球资金流紧张的支撑，美元在近期可能会保持强势和统治地位。此外，急剧下跌的能源价格对新兴市场国家及其货币而言具有很高的通缩作用。短期货币市场利率受信用风险和融资风险影响会升高，但随着时间流逝应该会趋于正常。较长期限的债券收益率已经历过波动，但展望未来，由于全球范围内大规模的财政支出，会支撑这类债券的收益率。

全球宏观背景

遏制疫情的代价是全球经济陷入同步衰退

全球经济前景与我们年初时的预期有所变化。新型冠状病毒肺炎（COVID-19）在 2019 年 12 月底爆发于中国，数月之内已席卷全球主要经济体，演变为一场全球流行病（世卫组织在 2020 年 3 月 11 日宣布新冠肺炎为全球流行病）。迄今为止，欧美等国的疫情爆发没有减弱的迹象，并且很可能在第二季度恶化。

新冠肺炎不仅是一场公共卫生危机，还是一场全球经济危机，这是因为全球的经济活动受疫情影响发生中断。国际货币基金组织（IMF）预计今年全球经济衰退至少会与 2008/2009 年全球金融危机一样严重，国际金融协会（IIF）预计全球经济增速今年会下滑 1.5%，而发达经济体则会下滑更多，为 3.3%。

新冠肺炎疫情就像是压力测试情景中的黑天鹅事件成为现实一般，但情况却更为严重。因为它带来了三重冲击，首先是供给端，工厂停工扰乱了全球供应链，其次是需求端的冲击，由于封城、关闭边境、居家隔离和旅行限制等措施干扰了人们的日常生活并影响了正常的经济和消费活动，给经济造成了实质性的打击。最后是金融方面的冲击，公司和消费者在面临现金流中断的情况下支取信用额度，从而进一步导致美元流动性紧张。此外，非美国借款人和金融机构面临着额外的美元流动性紧张的两难困境，这给金融市场带来风险：随着新冠疫情继续蔓延，经济活动的衰退将导致未来几个月新一轮的债券违约和信用风险。

经济复苏轨迹会呈现出“V 型反弹”、“U 型反弹”或更糟的情形？

截至本报告撰写之时（3 月 26 日），新冠肺炎疫情的重灾区已经从亚洲转移至欧洲，因欧洲新冠肺炎死亡的病例迅速上升。与此同时，美国的感染和死亡人数也在迅速增加，美国很可能成为下一个新冠肺炎疫情大爆发的重灾区。

世界各国都在为减缓新冠肺炎感染率和传播速度（例如使感染人数增长率曲线平缓化）而实施隔离、保持社交距离、旅行限制、封城和关闭边境等保护措施，以期挽救生命和防止医疗系统崩溃。然而，这些措施不可避免地会导致全球经济陷入同步衰退。从我们的角度来看，预计美国、欧洲大部分地区以及许多其他主要经济体在 2020 年经济收缩，而中国可能会录得 5% 以下的经济增长记录。在今年第四季度新冠疫情得到控制的前提下，我们保守预计会发生“U 型”经济复苏（见下表）。

目前的风险是随着夏季到来人们迎来一个短暂的喘息后，今年下半年新冠疫情可能会报复性地卷土重来，这意味着又会恢复人身限制、封城、关闭边境和其他抑制病毒的措施，这将不可避免地再次使经济活动遭到破坏。

财政刺激与货币宽松并举，但这还不够

自新冠疫情的严重程度不断上升以来，全球各国央行通过激进下调政策利率以及常规和非常规手段积极应对，以期恢复金融市场的稳定，缓和美元资金紧张局面，保障各国经济正常运行。各国政府也推出了非常规的财政刺激措施来应对新冠肺炎疫情带来的负面影响，预计今后会有更多的财政措施出台。然而，货币政策和财政政策在应对公共卫生危机方面是有些不足的，决定经济从全球性经济危机中恢复的速度一个关键要素是卫生安全措施能够在多大程度上成功遏制新冠疫情，从而使得经济活动恢复正常。

2020 年可能出现的经济复苏曲线

复苏轨迹曲线形状	V 型	U 型	L 型
发生概率	20%（最佳）	55%（基本情况）	25%（最差）
新冠肺炎疫情得到遏制的时间	2020 年第二季度末	2020 年第四季度末	持续整个 2020 年，到 2021 年下半年得到遏制
全球经济表现	上半年进入衰退，下半年反弹（类似 SARS 时期），经济增长仍然为正，但低于 2019 年的 2.9%	上半年大幅技术性衰退，下半年经济复苏但势头不足，全球经济在 2020 全年萎缩	全年陷入深度衰退，大范围供应链中断和需求遭到破坏，资金紧张长时间存在
利率	保持近期低位，如通胀回归则利率可能强劲回升	保持低位直至 2021 年，但不可能会大幅下降	发达市场国家利率将维持在零水平，在某些情况下会保持负利率
货币	商品和能源相关货币例如澳元可能会强劲反弹	一旦美元资金紧张消失，可预计亚洲地区外汇在人民币带领下一定程度反弹。	美元对大多数新兴市场国家和亚洲货币保持强势

来源：大华银行全球经济与市场研究部

资产配置

在经历 2020 年第一季度的大幅修正后，我们建议对股票配置采取中性策略。今年第一季度有良好的开头，显示出全球经济增长反弹的迹象，但却以有史以来最大幅的修正结束。股市修正始于今年 2 月底，当时从市场高位以最快速度暴跌 20%，超过了大萧条时期以及 2008 年全球金融危机时期的股市修正速度。虽然这次的股市修正的速度比历史上任何一次都要快，但幅度并不是最大的。因此，虽然股市修正带来了良好的估值机会，但下一季度可能会保持波动，因此投资者应维持平衡策略。总体而言，我们建议对股票配置采取中性策略，略微增持固定收益资产，对商品以及现金类资产采取中性策略。

我们认为有必要区分的是，各资产大类在 2020 年第二季度初面临两大挑战。首先，显而易见地，新冠疫情以及各国为缓解新冠疫情传播而采取的防控措施可能造成经济急剧衰退，这会影响到就业、企业盈利和偿付能力。其次，目前发生了比全球金融危机时期还要严重的全球流动性紧张。这两个因素所带来的影响在市场下跌中各占一半。

我们的基本观点是今年下半年到第四季度的时候经济会开始复苏。比起经济学家原先的设想而言，这种复苏更多可能是“U”型复苏，但如果投资者预期提前一两个季度复苏的话我们也不会感到意外。虽然投资者可能不认为目前所处危机阶段能够实现复苏，但我们认为下季度投资者信心会开始有所改善。投资者可能会对以下情况更有信心，即：（1）全球各国央行有资源和决心去解决流动性危机；（2）经济动荡只是因为临时性的外部

事件造成，因此财政政策支持应该能够有助于度过艰难的下一季度并帮助企业在下半年保持偿付能力。

下个季度可能还是会维持波动。投资者对经济前景、市场行为以及自身健康的担忧是合理的。但市场修正在一季度末已达到了较高的水平，全球股市已下跌 30%或以上。股票估值已从过高转为廉价。企业债的信用利差已经扩大至自从 2008 年金融危机以来未曾见过的水平。从历史上来看，当股市估值比平均估值低一个标准差时，未来的数年收益是最强劲的。因此，虽然股市具有极大的波动性，我们还是建议对股市保持中性配置。由于市场仍存在过多的波动，大幅增持股票是不合适的，但估值吸引且股市已经较大幅度修正，因此，有理由持有股票并应当避免恐慌性抛售。

利率已经大幅下调并且预计在今年剩余时间会保持低位。这种情况下，若流动性状况得到改善，固定收益资产会相对较为安全。信用利差已相当大，这主要是因为流动性不足所致。随着各国央行注入更多的流动性，债市应该会开始回暖。我们建议略微增持固定收益资产，重点配置投资级企业债券。

我们倾向于平衡和收益策略。我们建议股票中性配置，增持固定收益资产，着重于配置投资级企业债而非政府债券，并减持高收益类债券。我们建议减持商品，但在商品板块内部而言，我们看好黄金。由于短期利率已经下调且预计下一季度市场较为波动，因此我们建议对现金类资产维持中性配置。

全球资产配置

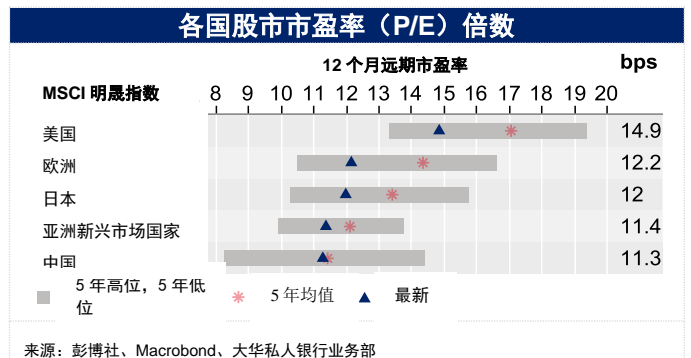
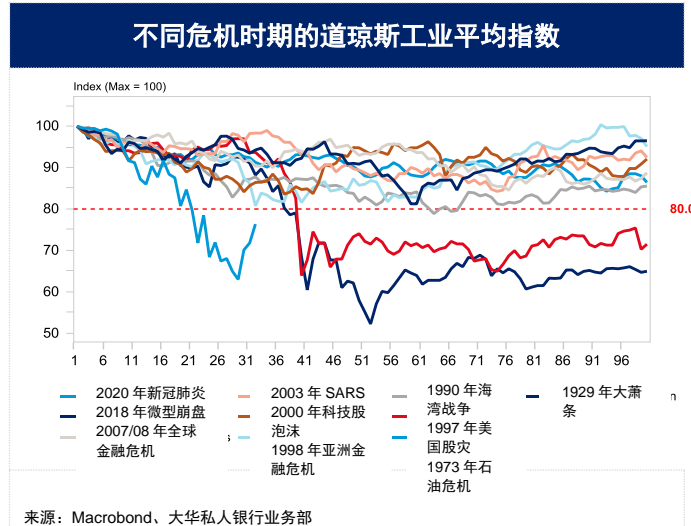
	减持	适度 减持	中性	适度 增持	增持
股票			•		
固定收益				•	
商品		•			
另类投资（对冲策略）			•		
现金			•		

股票

自 2020 年 2 月 12 日见顶以来，全球股市已遭遇了大规模抛售。虽然新冠疫情以及油价大跌确实引发了市场恐慌情绪，但抛售的速度已超过 2008 年全球金融危机时期，甚至超过了 1929 年大萧条时期。这是有记录以来最快的下跌速度，并且还在进行中。仅仅一个月整个美国股市已蒸发了 8.3 万亿美元的市值。

股市抛售导致大多数市场的股票估值下滑至 5 年平均水平以下。唯一的例外是中国股市，目前位于 5 年均值（市盈率 11.3 倍）的水平。

虽然未来几个季度我们仍然对股市维持中性观点，但在下一轮牛市周期到来之前，市场修正给那些希望中期持有股票（即持有三到五年）的投资者带来了极佳的入场机会。在当前时点，需做好中期持有股票的准备，因为我们认为市场正处于经历较高波动的时期。因此，建议采用分批入场的方式投资股票。优先考虑金融、科技和工业板块中较高 beta 值的股票。



商品

全球经济衰退的背景下商品未能幸免

对所有资产类别而言，3月是一个较为残酷的月份。新冠疫情在全世界范围蔓延并在欧美恶化。由于各国和城市采取封锁和加强隔离措施以遏制新冠疫情的蔓延，全球经济不可避免的将在今年上半年迈向一个前所未有的深度衰退。在这种衰退环境下，与经济增长息息相关的商品例如布伦特原油和伦敦铜可能会继续承压。在商品板块内部，黄金将保持波动。

黄金：在美元流动性缓和后黄金将会强势反弹

由于美元流动性紧张，全球投资者目前都保持着现金为王的观念，于是黄金和整个贵金属板块之前遭遇了抛售。如果将黄金价格曲线和逆转的3个月美元 Libor 利率曲线（3个月 Libor 是衡量银行间融资成本的常用指标）进行对比的话，黄金前一轮的走弱就很明显了。展望未来，进入第二季度后一旦美元流动性紧张局面得到缓解，黄金价格应该会受到全球大规模货币宽松政策的支撑。到那时，由于全球经济大幅下滑，会有重大的违约风险，因此，黄金应该能够再次发挥避险作用。我们预计黄金接下来几个季度会大幅反弹。我们更新对黄金的预测为第二季度至 1,650 美元/盎司，第三季度至 1,700 美元/盎司，第四季度至 1,750 美元，明年第一季度至 1,800 美元/盎司。

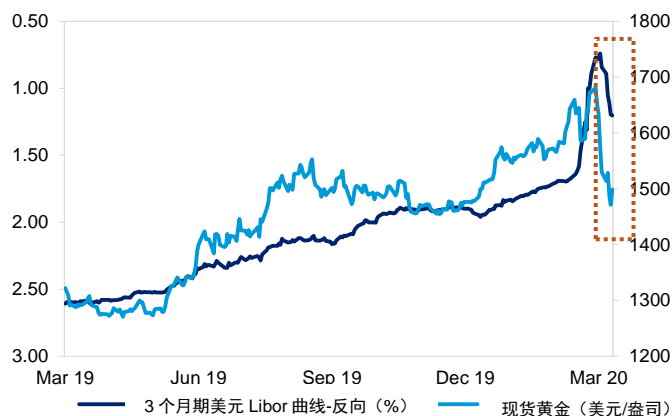
布伦特原油：受到新冠疫情和欧佩克+谈判失败的双重打击

原油和能源板块遭遇双重打击。不仅是因为新冠疫情爆发导致全球能源需求大幅下跌，欧佩克+减产谈判失败可能导致供应大增。因此，沙特和俄罗斯开启了价格战。展望未来，我们认为布伦特原油在今年第二季度仍有试探 20 美元/桶区间下沿的风险。此后，接下来几个季度由于全球经济需要时间恢复，预计能源需求仍会维持疲软。因此，我们进一步下调对布伦特原油的预测，预计第二季度为 20 美元/桶，第三季度为 25 美元/桶，第四季度为 30 美元/桶，明年第一季度为 35 美元/桶。只有沙特和俄罗斯之间发生出乎意料的和解才能够引发能源价格强劲反弹。

铜：“竞相抛售”的风险上升

包括铜在内的工业金属对中国制造业活动尤其敏感。关于伦敦铜到底还会跌多少，中国官方 PMI 指数是一个很好的指示器。中国最新的 2 月份 PMI 指数当中，总体制造业 PMI 指数以及新出口订单指数均大幅下跌至衰退区间，分别为 35.7 和 28.7。上次看到这样急剧大幅的下跌还是在 2008/2009 全球金融危机时期，当时伦敦铜跌至接近 3,000 美元/吨。然而，从积极的方面来讲，铜供应短缺形势恶化，这会部分抵消即将到来的需求下降。总体而言，我们进一步下调对伦敦铜的预测，认为铜在第二季度有继续下跌至 4000 美元/吨的风险，而后在第三季度温和反弹至 4300 美元/吨，在第四季度反弹至 4600 美元/吨，在明年第一季度涨至 5000 美元/吨。

黄金：黄金成为美元流动性紧张的牺牲品



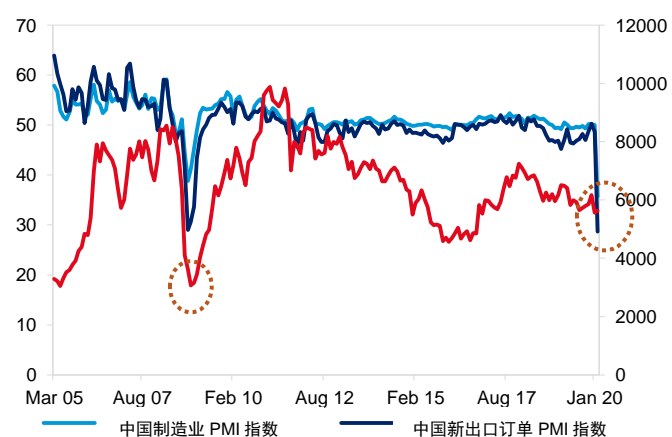
来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

布伦特原油：布伦特原油大跌进入深度期货升水区间



来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：PMI 指数急速下挫，铜存在大幅走弱风险



来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

固定收益

全球固定收益市场在 2020 年前两个月回报正面，主要是因为新冠疫情引发“涌入优质资产”的需求，使得主权债券收益率大幅下滑。然而，随着市场混乱蔓延到信贷市场，全球固定收益市场的回报转为负面。中国以外新冠疫情爆发，起初是在亚洲然后蔓延至欧美，导致投资者在 2020 年前两个月买入固定收益资产避险。而进入 3 月后，随着风险情绪急剧下降，市场对债券信用忧虑加剧，叠加短期美元流动性偏紧，导致全球固定收益资产回吐了之前的涨幅。企业债市场的流动性已经显著恶化，流动性不足的迹象例如债券买卖价差，已经暴涨至与全球金融危机最高点时相当的水平。

新冠疫情对宏观经济的需求端和供应端造成了负面影响，全球各国政府对新冠疫情的遏制措施也会对经济活动造成相当大的破坏，而这时恰逢欧元区和日本经济处于技术性衰退的边缘。最近，美国在就业率方面也显示出经济扩张疲软的迹象，失业救济申请人数发生创纪录的激增。总体而言，我们现在认为随着企业盈利面临显著下行风险，全球经济增长将大幅放缓。部分国际货币基金组织的前经济学家们表示，尾部风险情景显示出全球经济或将进入比金融危机持续时间更长且更深的衰退。考虑到经济增长前景的不确定性，即使政策制定者加快推出货币宽松和财政政策，持续发生的“涌入优质资产”现象应该会为主权债券收益率带来支撑。

随着全球风险形势恶化，各国央行大幅加快推出应对政策。美联储将目标联邦基金利率下调至接近 0 利率，给市场注入大量流动性，并扩大了债券购买规模。作为对短期美元资金紧张的回应，美联储还推出了商业票据融资机制（CPFF），以便在危机时刻向企业提供短期资金和流动性。¹其他国家和地区方面，我们看到主要国家央行包括欧洲央行也加大了量化宽松（QE）政策、债券购买以及降息力度，并重新推出货币互换工具来缓和新冠疫情对全球银行体系的冲击。

虽然信贷市场缺乏流动性，但我们在目前仍看好优质企业债。

我们维持对投资级企业债的正面观点。全球投资级债券基准指数信用利差已经从 2019 年 12 月底的 97 基点低位扩大到 2020 年 3 月 18 日的 262 基点，而亚洲投资级债券基准指数的信用利差从 2020 年 2 月底的 200 基点增加 74 基点，至 2020 年 3 月 18 日的 274 基点。信贷市场在接下来几周或几个月内仍将面临压力，从而对资金供应造成不利影响，随着消费需求大幅下降，违约风险上升，我们应继续仔细观察发行人信用状况以便作出精确判断，并提倡采取更为防御性的立场。

尽管如此，随着接下来大规模量化宽松使资金紧张形势得到缓解，注入全球体系的流动性可能会成为强大的催化剂，当形势开始好转后引发市场大幅反弹。中期而言我们仍维持乐观，考虑到目前的零利率环境，我们认为投资级债券仍具有较高到期收益率的优势。关键是要保持冷静和做好防御以顺利度过流动性不足的时期，并在考虑投资标的时更具选择性。以获得较长投资期内较佳潜在回报的机会。

由于经济和金融危机时期投资者转向安全资产，这会为主权债券收益率带来支持，因此我们对久期风险转为积极观点。与此同时，随着财政刺激政策的推出，焦点可能会最终转向提高财政赤字，这会导致中期收益率曲线陡峭化。

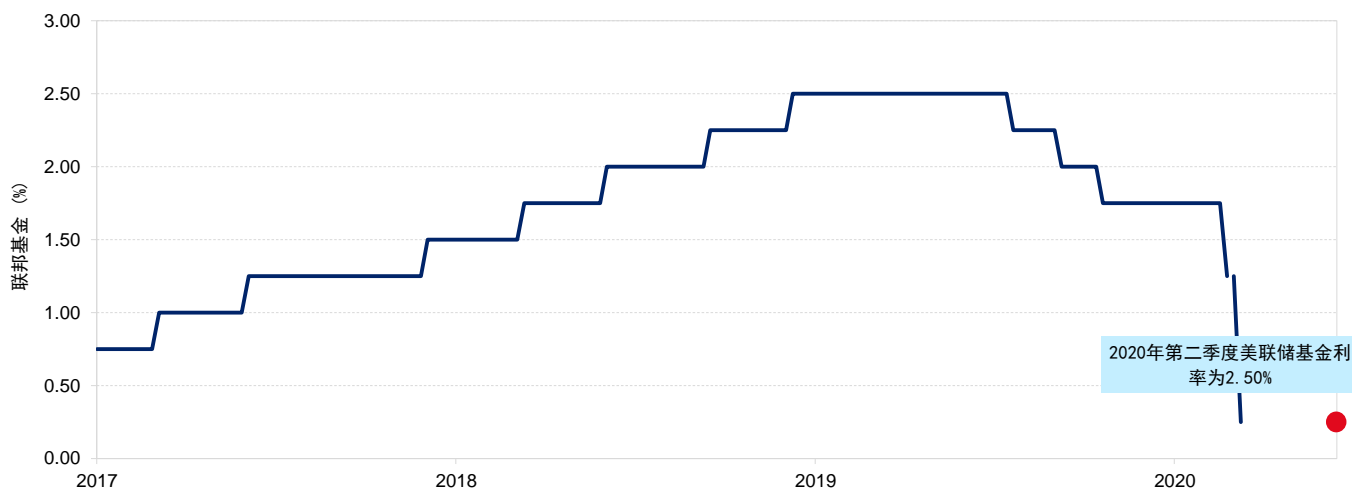
¹ 商业票据融资机制的目的是阻止资金市场的信贷紧缩，在现金流萎缩时帮助美国企业筹集资金支付工资、库存贷款以及其他短期负债，从而恢复市场流动性。

我们继续看好亚洲美元投资级债。

考虑到亚洲投资级信用债券对企业基本面因素恶化具有相对较大的缓冲能力，我们继续看好亚洲投资级债。此外，我们注意到亚洲地区企业的杠杆情况看起来也比较稳定（具体而言，是指他们的净债务/EBITDA 比率持续降低）。广泛来说，中国已经比预想中更快地控制新冠疫情，我们不断收到报告称中国工厂已经正常复工。总体而言，这对亚洲企业而言是利好信号。

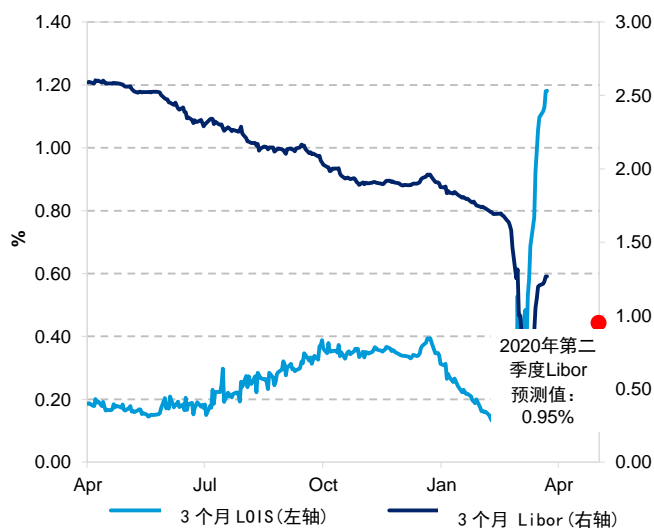
美国

美联储基金利率



美联储在今年3月15日提前召开2020年3月份的联邦公开市场委员会会议，在会上公布降息100个基点，将联邦基金利率区间降至0.00-0.25%（自全球金融危机以来的低位），并“维持这一目标区间直至确信经济已经受住最近的事件影响并继续实现最大就业和价格稳定目标时为止”。美联储展示出其将尽一切所能恢复金融市场稳定、缓和美元资金紧张以及保障经济运行的决心。因此可预计会有更多的措施（包括计划外的）出台。尽管如此，我们不认为美联储会推动利率进入负区间。下一次美联储要宣布的举措可能是大众企业贷款计划。

3个月期美元 Libor



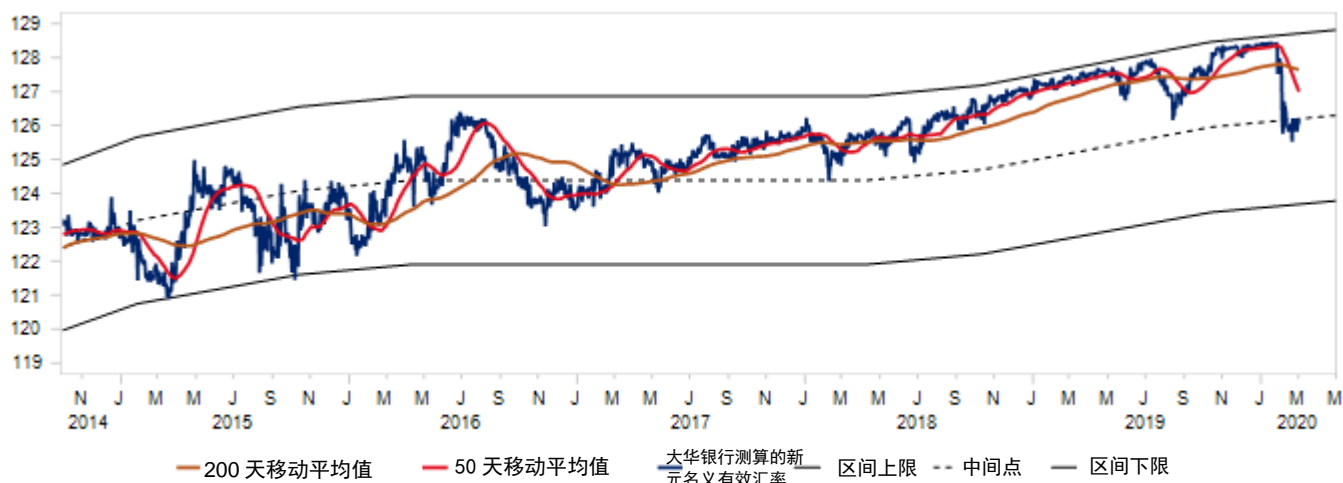
- 我们预计到2020年第二季度末3个月期Libor会在0.95%左右。
- 联邦基金利率已经被大幅削减至零，预计在今年剩余时间会维持不变。
- 全球发生的严重美元流动性紧张导致3个月期Libor和OIS息差升高，这将需要时间来回归正常。美联储采取的激进措施促进并将支持利差均值回归。

10年期美国国债



- 我们预计到2020年第二季度末10年期美国国债收益率为1.00%。
- 利率波动性飙升已过于极端，新冠疫情带来的不确定性将妨碍阻止利率正常化。
- 全球各国不断推出的财政刺激政策的涌入会有助于支撑较长期债券的实际收益率。此外，在新冠疫情结束后，财政赤字的影响可能仍会再次出现，从而推高债券收益率和风险溢价。

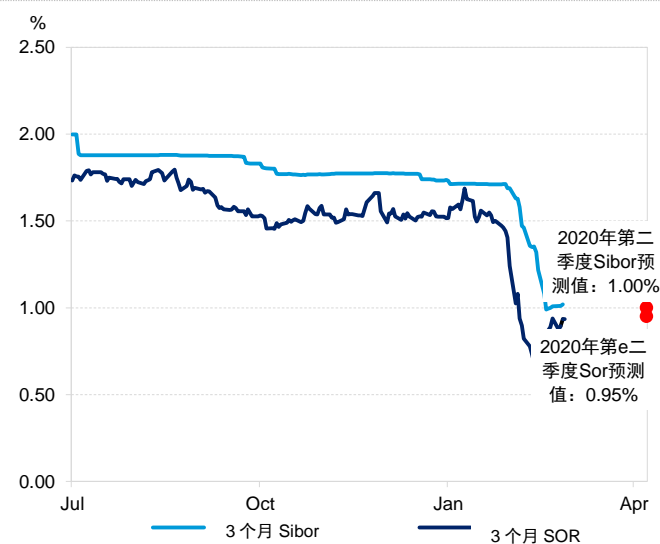
新元名义有效汇率



新加坡金管局预定在 2020 年 3 月 30 日公布货币政策决定。金管局之前在 2019 年 10 月份将新元名义有效汇率的斜率下调 0.5%，并保持其他政策参数不变。我们发现三个因素可能促使金管局在接下来的政策会议上推出新一轮货币宽松，这些因素为（1）全球范围内的低利率；（2）新元名义有效汇率走弱至中点以下；以及（3）2020 年新加坡可能存在持续的负产出缺口。

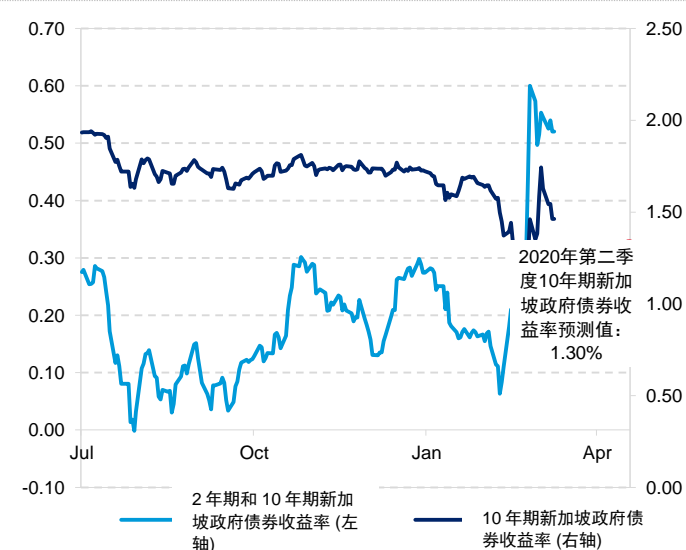
我们重申新加坡金管局将政策利率放松至中性的基本观点，将目前+0.5%的升值曲线斜率下调。这是根据最近经济基本面恶化的情况预测的。新加坡金管局有可能会下调新元名义有效汇率的中点，虽然这并非我们的基本预测。

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 2020 年第二季度末，3 个月期 SOR 为 0.85%，SIBOR 为 1.00%。
- 由于存在衰退风险，新元名义有效汇率倾向于走弱，这有助于支持新加坡政府债券对美国国债的收益率溢价。
- 收益率下行轨迹很大程度上由资金溢价的正常化所推动。

10 年期新加坡政府债券收益率



- 我们预计到 2020 年第二季度末新加坡 10 年期政府债券收益率为 1.30%。
- 美国国债波动性已经体现在对新加坡政府债券（SGS）与利率掉期（IRS）和美国国债之间的利差造成了外溢效应里。
- 预计在二季度，新加坡 10 年期政府债券相对于美国国债而言更为便宜。因避险情绪会促使投资者买入美国国债，以及新加坡元走弱的下行风险将使新加坡政府债券承压。

日本

日本央行跟随美联储脚步提前举行 3 月份货币政策会议，但由于日本央行宣布其将维持短期和长期政策利率不变，因此该次会议没有什么效果。但日本央行通过购买更多的 ETF 基金和其他风险资产来实现进一步的货币宽松。

我们一直以来维持观点认为日本央行会在 2020 年重启货币宽松，预计该国央行会将已是负值的政策利率从目前的-0.1%下调至-0.2%来进行宽松，如果日本国内经济形势进一步下行，该国央行接下来还可能会有其他措施。3 月份的货币政策会议清楚的显示日本央行即使面临前所未有的压力，也不愿加大负利率水平。日本央行目前购买政府债券的规模远低于每年 80 万亿日元的目标。因此我们再次提出如下观点，即日本央行会在不改变政策目标的前提下重申宽松货币政策立场，允许财政部发行更多国债（日本政府债券），而日本央行将会在二级市场购买这些国债，从而将日本政府债券购买规模贴近每年 80 万亿日元的目标。

欧元区

我们认为欧洲央行加大政策力度是有意义的，现在轮到欧洲各国政府加快推出财政措施。然而，财政刺激是有成本的。欧洲由于未清偿公共债务余额较大，因此财政措施的代价更高。尽管如此，欧洲央行也可能变得更有创意一些，扩大其购买资产的范围，例如，在有需要的情况下在资产购买的范围内加入股票、批发贷款和银行债券。

美联储和欧洲央行先后宣布量化宽松，使得量化宽松不再是欧元/美元这个货币对的特殊推动因素。事实上，这个货币对的主要推动因素可能仍然是目前的美元流动性紧张以及之后的正常化。因此，随着市场对美元资金的争夺持续以及欧元区不可避免发生衰退（与美国一起），欧元/美元汇率在接下来的季度可能会走低。从今年下半年开始，当流动性紧张或多或少缓和之后，我们预计美元会再次走弱。因此，我们将欧元/美元的汇率预测更新为今年第二季度为 1.05，第三季度为 1.08，第四季度为 1.10，明年第一季度为 1.12。

英国

英格兰银行长久以来一直将 0.10% 视为政策利率区间的实际下限。因此，英格兰央行近期将利率降至 0.10% 是一个激进的举动。关于量化宽松，虽然英国央行进行额外资产购买并不出乎意料，但购买规模可能比大多数人预想中的要大，额外的 2000 亿英镑资产购买约相当于英国 GDP 的 9%。我们认为银行利率会维持在 0.10% 相当一段时间，如果需要采取更多的措施，英格兰银行将会推出额外的量化宽松。在此期间财政措施也会随之加大力度，尤其是新冠疫情延长和更严重的情况下。

英镑/美元汇率已经从 3 月初的 1.28 下跌至 3 月份第三周的 1.15，超过了去年 9 月份脱欧谈判时的 1.20 低位，并且是自 1985 年以来的最低水平。这种悬崖式的下跌使得英镑成为 G7 国家当中被超卖最多的货币之一。尽管如此，美元的强劲需求可能在接下来几个月持续，从而将英镑/美元汇率钉在几十年来的低位。与欧元/美元的情况相似，虽然我们预计英镑/美元汇率在下半年迎来反弹，但因为受到脱欧过渡期不确定性影响，这种反弹的轨迹可能是比较缓和的。总体而言，我们将英镑/美元的汇率预测更新为今年第二季度为 1.15，第三季度为 1.17，第四季度和明年第一季度为 1.20。

澳大利亚

我们认为澳大利亚储备银行至少三年内不会上调 OCR（官方现金利率）。而关于量化宽松，澳洲储备银行行长 Phillip Lowe 强调这个最新的决定并非政策委员会轻易作出的。然而，我们认为，这仅仅是澳洲储备银行为缓冲新冠疫情影响而最终不得不采取的措施的开始，而非结束。

随着新冠疫情爆发，中国工业活动停止，现在世界各地突然陷入停顿，随着需求的蒸发，与商品关联的货币受到最大打击这一点并不意外。澳元/美元汇率从第一季度至今急挫 17% 至 0.58，出现自全球金融危机以来的最大季度跌幅。澳洲储备银行已经跟美联储步调一致地将利率下调至 0.25%，并首次启动了债券购买。中国经济的“逐步重启”意味着对澳洲商品出口的需求不会很大。这使得澳元/美元汇率在下季度可能进一步下行，而后随着中国经济在下半年适度复苏，这会巩固市场人士对澳元/美元汇率的信心恢复。我们将汇率预测更新为今年第二季度为 0.56，第三季度为 0.58，第四季度为 0.60，明年第一季度为 0.62。

马来西亚

年初迄今，马来西亚央行将隔夜政策利率（OPR）下调 50 个基点至 2.50%，并下调法定准备金率 100 个基点至 2.00%。我们估计该国央行每下调法定准备金率 100 个基点将会向银行体系注入 148 亿林吉特。再加上央行在法定准备金率方面给予主要交易商额外的灵活操作空间，这会向银行体系释放大约 300 亿林吉特流动性。此外，银行体系的额外流动性约为 1600 亿林吉特。

鉴于外资大幅抛售马来西亚国内股票和债券，我们预计该国央行接下来为缓和国内流动性形势会有更多的货币政策支持，包括下调隔夜政策利率和法定准备金率。这些流动性措施加上央行放松金融机构合规以及经营负担将能够向那些面临现金流问题的企业以及需要财务援助的个人提供更多支持。温和的通胀前景会给予该国央行更多政策空间在近期降息。

印度尼西亚

面对新冠疫情大规模爆发的负面后果引起的经济放缓，印度尼西亚央行加快了经济支持措施。目前为止，印度尼西亚央行已经在今年第一季度下调基准利率 50 个基点，此外还推出了宏观审慎和缓解措施以维持货币市场和金融体系稳定，以及为经济增长提供助力。

由于目前通胀风险相当小，通胀率处于 2%-4% 的目标区间，印度尼西亚央行在 4 月份货币政策会议上或将再次下调政策利率 25 个基点至 4.25%。这可能是 2020 年最后一次降息，这将使印度尼西亚央行 7 天逆回购利率重返 2018 年累计 175 基点加息之前的最低水平。印度尼西亚央行采取的宽松政策也会确保在新冠疫情结束后，国内市场和实现迅速和更持久的复苏。

泰国

在 2019 年 12 月 18 日举行的下下次货币政策会议上，泰国央行可能将政策利率维持在 1.25% 不变，并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后才会考虑下一步措施。除非出现意外的负面冲击，我们预计泰国央行会维持基准利率不变直到 2020 年。

泰铢因受益于避险资金流入以及自 2018 年中期贸易冲突爆发以来在其他亚洲国家外汇走弱的背景下逆市上扬，已连续第二年跑赢其他亚洲货币。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/泰铢在明年会稳定于 30.0 至 30.8 的区间。

中国

中国对新冠疫情的政策响应仍然是有节制的，与 G7 国家央行采取激进措施相比，中国明显没那么激进。中国人民银行宣布从 3 月 16 日起定向降准 50 到 100 个基点。这是自今年 1 月份普遍降准 50 个基点以来年初迄今的第二次降准。然而，中国人民银行在 3 月份出乎市场人士意料地维持 LPR 不变，而市场共识预计央行会有 5-10 个基点的降息。年初迄今中国人民银行已分别下调 1 年期和 5 年期 LPR 利率 5 个和 10 个基点。虽然这种相对有节制的降息可能意味着金融当局确信经济已经企稳，我们仍然认为未来 LPR 和准备金率有进一步下调的货币政策宽松空间，从而为经济带来进一步的提振。就目前而言，我们对 1 年期 LPR 在今年第二季度末进一步下调至 3.80% 的预测维持不变，但我们认为在接下来三到六个月会有再一次降准的可能性。任何进一步的宽松政策可能需要等到全国人大召开之后。

但我们认为，下半年其他国家经济陷入衰退而中国独自步入经济复苏的可能性较低。因此，人民币近期对其他亚洲国家外汇的相对稳定不能认为是必然的。值得注意的是，近期中国外汇交易中心公布的人民币指数从 93 上升到 96，而亚洲货币指数（ADXY）在 3 月份从 104 下降至 100。虽然这并非我们的基本预测，但如果今年下半年没有实现预期中的经济复苏，则中国人民银行让人民币贬值的压力可能越来越大。

外汇、利率和商品展望

外汇	2020年3月26日	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测
美元兑日元	111	112	114	112	109
欧元兑美元	1.09	1.05	1.08	1.10	1.12
英镑兑美元	1.18	1.15	1.17	1.20	1.20
澳元兑美元	0.59	0.56	0.58	0.60	0.62
纽元兑美元	0.58	0.56	0.58	0.61	0.63
美元指数	100.8	103.9	102.1	100.3	98.7
美元兑人民币	7.11	7.20	7.25	7.10	7.00
美元兑港元	7.75	7.76	7.78	7.80	7.80
美元兑新台币	30.26	30.60	31.00	30.50	30.00
美元兑韩元	1,231	1,280	1,300	1,250	1,220
美元兑菲律宾比索	51.12	52.00	52.50	51.50	50.00
美元兑马来西亚林吉特	4.36	4.50	4.55	4.45	4.40
美元兑印尼盾	16,268	16,900	17,300	16,500	16,000
美元兑泰铢	32.82	33.30	34.00	33.50	33.00
美元兑缅甸元	1,396	1,400	1,420	1,400	1,380
美元兑越南盾	23,636	23,900	24,200	24,000	23,500
美元兑印度卢比	75.28	77.00	78.00	79.00	80.00
美元兑新加坡元	1.45	1.48	1.50	1.48	1.45
欧元兑新加坡元	1.58	1.55	1.62	1.63	1.62
英镑兑新加坡元	1.71	1.70	1.76	1.78	1.74
澳元兑新加坡元	0.86	0.83	0.87	0.89	0.90
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.01	3.04	3.03	3.01	3.03
新加坡元兑人民币	4.91	4.86	4.83	4.80	4.83
日元兑新加坡元 x100	1.31	1.32	1.32	1.32	1.33

利率	2020年3月26日	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测
美国联邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3个月期美元 LIBOR	1.23	0.95	0.65	0.35	0.35
10年期美国国债收益率	0.79	1.00	1.15	1.30	1.50
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	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
澳元官方现金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
新西兰元官方现金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
人民币1年期基准贷款利率	4.05	3.80	3.80	3.80	3.80
港元基准利率	1.39	0.86	0.86	0.86	0.86
新台币官方贴现率	1.13	1.13	1.13	1.13	1.13
韩元基准利率	0.75	0.50	0.50	0.50	0.50
菲律宾披索隔夜逆回购利率	3.25	2.75	2.75	2.75	2.75
新加坡元3个月SIBOR (银行同业拆借利率)	1.02	1.00	0.85	0.80	0.75
新加坡元3个月SOR (新加坡元掉期利率)	0.89	0.85	0.70	0.50	0.50
新加坡元10年期SGS (新加坡政府债券收益率)	1.42	1.30	1.35	1.50	1.60
马来西亚林吉特隔夜政策利率	2.50	2.00	2.00	2.00	2.00
印尼盾7天逆回购利率	4.50	4.25	4.25	4.25	4.25
泰铢1天回购利率	0.75	0.50	0.25	0.25	0.25
越南盾再融资利率	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
印度卢比回购利率	5.15	4.65	4.65	4.65	4.65
商品	2020年3月26日	2020年第二季度预测	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测
黄金 (美元/盎司)	1,601	1,650	1,700	1,750	1,800
布伦特原油 (美元/桶)	27	20	25	30	35
伦敦金属交易所 LME 铜 (美元/吨)	4,855	4,000	4,300	4,600	5,000

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2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