



2020年第三季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

在全球各国央行和政府当局采取措施成功应对下，我们现在认为全球经济实现V型复苏的概率略微提高到30%（之前预测的概率为20%）。然而，我们的基本观点仍是U型复苏，概率为45%，目前金融市场已企稳，主要资产类的未来前景会如何呢？既然美联储承诺将维持低利率水平至2022年，那么利率是否会保持在零附近呢？

固定收益

我们强烈建议增持投资级债券。投资级债券的息差已反映了衰退风险，在当前历史性的政策支持下显得具有吸引力。此外，我们强烈倾向于亚洲投资级美元债券，但我们建议减持新兴市场国家的高收益债券。由于主权债券收益率将保持低位，多数在当前低位进行区间盘整，因此我们对久期风险转为中性观点。

资产配置

我们的观点是经济复苏轨迹可能是U型的，但市场复苏轨迹可能更像是呈现出平方根形态，即我们会看到市场迅速反弹，但之后相当长时间增长会低于平均水平。我们仍倾向于平衡和收益策略。对股票持中性观点，建议增持固定收益资产，重点关注投资级债券，但建议减持高收益类债券。我们对商品整体持中性观点，但在商品内部我们倾向于黄金。我们对另类投资持中性观点并建议减持现金类资产。

商品

黄金也许是整个商品板块内唯一具有确定性的。继大规模货币政策宽松后黄金预计会继续反弹趋势。我们将黄金预测提高为2020年底为1,800美元/盎司，2021年中旬为1,850美元/盎司。至于布伦特原油和铜，这两者会继续受需求疲软的影响，不可能延续第二季度的强势反弹的趋势。因此，预计布伦特原油和铜会分别在大约40美元/桶和5,500美元/吨左右盘整。

股票

虽然我们对股票配置持中性观点，但就地区而言，我们对亚洲地区进行策略性减持，并增持欧洲和日本股票，这两个地区更具有经济周期导向性，因此会受益于经济复苏。目前MSCI全球指数为2021年反弹后利润的20倍，股价已不再便宜但仍然与低利率环境保持一致。因此，我们建议投资者选择任何抛售作为买入的时点。

外汇和利率

在外汇方面，我们继续认为美元将逐渐回撤，尤其是对主要国家货币例如欧元和澳元。亚洲国家货币兑美元汇率预计进一步上涨，但将以更加可持续性的步伐，在人民币和东南亚国家货币的引领下在下半年更强劲的复苏。利率方面，几乎所有国家和地区的收益率曲线的前端均已锁定，就美国和新加坡市场而言，向零利率靠近会引起人们对零利率的担忧。总之，利率方面预计不会很快有V型反弹。

全球宏观形势

金融市场期待疫情后的复苏

由于全球范围内几乎每个经济体均为了控制新冠疫情而采取同步封锁措施，全球经济将进入急剧和普遍的“同步衰退”浪潮中。当时我们对经济前景的预测相当黯淡，并提醒道：由于新冠疫情爆发破坏了全球供应链，冻结了全球贸易和国内消费，拖累了全球债市和金融市场，供给端和需求端的双重冲击最终将演化为对整个金融市场的冲击。

全球各国央行和政府纷纷采取措施挽救经济

自疫情爆发时起，全球各国央行已立即采取行动，在整个第二季度推出大规模的货币和财政刺激措施以期帮助重启因新冠疫情而陷入衰退的经济。美联储通过推出无限量宽松首先作出表率，仅第二季度便将资产负债表规模扩大至超过3万亿美元，大幅增加了美元供应，4月份美国M1增幅达到前所未有的水平：同比增加27.5%。在做出初步尝试之后，克里斯蒂娜·拉加德带领下的欧洲央行将疫情紧急资产购买计划（PEPP）的规模几乎翻倍，从7500亿欧元增至13000亿欧元。日本央行除了通过收益率曲线控制对日本政府债券购买进行长期干预之外，还进一步将量化宽松范围扩大到商业票据和企业债，并增加了为中小企业提供高达110万亿日元相关融资的特别贷款计划。

从财政方面来看，全球范围内几乎所有政府都推出了多项补充预算，大幅增加财政支出以防止本国经济、就业和民生受到新冠疫情的破坏。各国政府打破了之前设定的，作为底线不可逾越的财政赤字限额，许多国家的财政赤字攀升至占GDP 20%的高位。日本以约占GDP40%的财政应对措施遥遥领先其他国家。

全球资产市场大幅反弹

所有这些大规模和同步的货币宽松和财政刺激措施似乎在稳定资本市场和金融市场方面起到了作用。遭遇寒冬的全球债市已经复苏，这将利于企业借款和强化其资产负债表。10年期美国投资级别债基准利率已大体上恢复至新冠疫情之前的水平，即比10年期美国国债收益率高出2%以下，而10年期美国高收益债基准利率几乎已从比10年期美国国债收益率高出10%的峰值水平腰斩至大约高出5%的水平。

但经济仍面临挑战

展望未来，市场人士对这一轮资本市场和金融市场复苏是否能持续下去意见不一。毕竟世界银行刚刚将全球经济展望进一步下调，预测全球经济增长将会面临150年以来最大的跌幅，预计2020年全球GDP将大幅萎缩5.2%。这比今年4月份国际货币基金组织的预测还要负面，当时预计2020年全球经济将萎缩3%。悲观者认为一旦政府应对措施的效果逐渐消退，信用违约将难以避免。此外，全球范围内每个国家在未来数年将感受到失业率激增所带来的结构性和社会性损害。

外汇和利率是“前瞻性指标”

乐观者认为全球资本市场和金融市场是前瞻性指标，随着全球经济从新冠疫情引起的封锁中走出，这些指标已开始体现出全球贸易和国内消费的重启。由于中国各大城市在今年4月份解除封城，中国引领了这一轮新冠疫情后的复苏。中国高频经济数据尤其是工业产值和PMI指数的强劲反弹令人感到振奋。最近几周，这一复苏现象在外汇和利率市场也已显现出来。随着G7国家、新兴市场国家和亚洲地区外汇市场风险情绪的回升，美元兑这些国家货币的汇率普遍回撤。欧元兑美元汇率强势回升突破1.10至1.13，澳元兑美元汇率则从0.65急速反弹至0.70，而美元兑离岸人民币汇率则从7.19大幅下滑至7.10以下。

在利率方面，收益率曲线已开始陡峭化，30年期和5年期美国国债收益率息差重新扩大到100个基点以上。这是因为30年期美国国债收益率已经从3月份的低位1%跳升至目前的1.5%。这是否意味着较长期限美国国债收益率反弹反映出经济复苏和通胀回升？或者这是否是因为采取了前所未有的、可能会引发未来财政风险上升的新冠疫情刺激措施产生的结果？

总体而言，我们现在认为经济V型复苏的概率略微提高到30%。在上个季度，我们的结论是2020年经济有55%概率呈现U型复苏（基本情况），强劲V型复苏的概率较小，为20%，而较弱的L型复苏则有25%的概率。考虑到中国疫情解封后经济复苏令人振奋，以及全球资本市场和金融市场在经历前所未有的货币宽松政策和财政刺激之后，投资者的风险情绪强劲回升，我们目前认为有较大的概率会实现V型复苏。

因此，我们现在认为U型复苏的概率降低为45%，V型复苏的概率提高为30%，而L型复苏的概率保持25%不变。虽然这明显是朝正确方向迈出了一步，但我们不能忘记的是全球经济复苏轨迹仍存在高度不确定性，且始终存在爆发第二轮疫情的风险。这会给全球资本市场和金融市场带来一定的波动性和不确定性。

2020年可能出现的经济复苏形态			
经济复苏轨迹的形态	V型	U型	颠簸起伏的L型
发生的概率	30%（最优情况）	45%（基本情况）	25%（最坏情况）
新冠疫情防控情况	疫情在2020年第二季度末得到控制	疫情在2020年第四季度末得到控制	疫情在整个2020年持续，第四季度爆发第二波疫情，在2021年下半年得到控制。
全球经济表现	今年上半年衰退，下半年反弹（与SARS时期相似）。经济增速仍然为正，但低于2019年的2.9%。	今年上半年大幅技术性衰退，下半年复苏但势头不强，全球经济在2020年录得全年萎缩。	全年陷入深度衰退，发生大面积供应链中断和需求破坏，金融压力环境延续
利率	维持在近期低位，若通胀回升则可能强劲反弹	保持低位至2021年，但不可能大幅下滑	发达市场国家的利率将维持在零水平，部分情况下会出现负利率。
汇率	与商品和能源相关的货币例如澳元将持续强劲反弹	亚洲国家货币在人民币带领下逐渐反弹	美元兑大多数新兴市场国家和亚洲国家货币反弹

资产配置

在过去的一个季度，受新冠疫情的影响，全球经济活动陷入历史上从未经历过的低谷之中。但尽管如此，全球金融市场已经从一季度末的低位回升。我们在 2020 年第二季度的策略报告中指出，美国股市从高位暴跌-20%进入熊市的速度是有史以来最快的，只有短短三个星期。但自那时以来，我们也见证了股市最快的反弹之一，这达到了上涨 20%的牛市标准。我们有史以来首次见证了股市在两个相邻的月份从熊市（3 月份）转入牛市（4 月份）。

全球经济表现与市场走势之间目前存在一定程度的背离。股市的反弹是在经济数据暴跌且没有明确迹象表明经济活动会下滑至何种程度的情况下到来的。全球许多投资者有充分理由认为这种市场走势是“海市蜃楼”。虽然我们仍然认为应该对全球经济复苏形势的预期保持谨慎，但的确最近的市场反弹比起许多投资者所认为的情况更合理。

我们的观点是，虽然经济复苏轨迹可能是 U 型的，但市场复苏轨迹可能更像是“平方根型”。也就是说，我们会看到经济增长先是会迅速的回升，但之后将会在很长的时间内低于平均水平，即跟平方根符号平直的顶部类似。这跟典型的期货定价理论相一致，即，如果市场人士认为未来最终会回升（即使回升的轨迹是 U 型的），市场走势并不会真正等到这个未来时点才开始回升。根据期货定价模型，期货价格和现货价格之间的唯一差异在于货币的时间价值，因此，如果市场预计全球经济在 2021 年下半年重回疫情前水平，那么现行价格与未来价格之间的唯一差异应当约等于股票的贴现成本（大约为 7%）。也就

是说，即使美国经济预计在 2020 年第二季度下滑 30%，股市应该仅比疫情前的水平下跌 7-10%。因此，虽然市场走势看起来疯狂，但实际上只要市场人士相信会回升，那么股市将会在经济数据转好之前开始爬升。

总体而言，我们认为全球股市的反弹是合理的，但随着股市逐渐爬升至接近或超过疫情前水平，之后的上行空间将会较为有限。考虑到可能出现的“未知情况”，我们对股票持中性观点。尽管如此，我们的确认为股市具有吸引人的投资机会，虽然股市变化的节奏加快了。具体来说，我们认为应增持投资级企业债。全球投资级企业债的息差在疫情最高峰时期已从疫情前的 100 个基点扩大 300 个基点以上，截至 5 月底为止维持在接近 200 个基点的高位。我们预计信贷市场在下一年会正常化，就跟目前的股市一样。息差的收窄将推动债市回报率达到中位数区间。考虑到全球范围内主要国家央行的政策支持，我们仍相信投资级债券基本上能够避免违约风险。**从风险回报角度来看，我们认为投资级债券是最具吸引力的大类资产之一。**

我们继续倾向于平衡和收益策略。我们建议对股市保持中性态度。建议增持固定收益类资产，重点关注投资级债券而非政府债券，并减持高收益类债券。我们建议对商品维持中性，但在商品板块内部，我们倾向于黄金。我们对另类投资持中性观点，这是因其波动率水平往往较低。由于短端利率下降，与债券相比现金类资产的回报很小，因此我们建议减持现金类资产。

股票

由于各国政策制定者全力以赴地支持经济，且投资者提前产生了对股市反弹的预期，因此全球股市自 3 月 23 日见底以来经历了强势反弹。尽管如此，虽然关于经济重启和新冠疗法或疫苗研制进展的消息可能会利好股市，但从地缘政治方面来看则没有那么乐观。

距离美国总统大选只有数月之遥，中国可能会再次被牵扯进美国国内政治斗争的漩涡。从新冠疫情溯源到技术转移以及最近的香港国安法问题，中美关系开始恶化。随着紧张局势加剧，市场可能再次进入波动期。

虽然目前逐渐升级的紧张局势可能不会像 2018 年的贸易冲突最开始的影响那么严重，但可能会诱发风险资产的短期修正。在

这方面，根据近期的经验，随着美国对中国采取更为强硬的立场，亚洲资产可能会表现不佳。

因此，虽然我们对股票配置持中性观点，从地区上来说，我们策略性地减仓亚洲地区，加仓日本和欧洲地区，这两个地区的经济都是更具有“经济周期导向性”的，因此这两个地区会受益于经济复苏。

MSCI 全球指数目前为 2021 年预测反弹后盈利的 20 倍，估值已不再便宜但仍然与低利率环境保持一致。因此，虽然股市可能会有短期的修正行为，我们建议投资者抓住市场抛售进行买入。

股市表现与经济复苏预期保持一致



资料来源: Macrobond、大华银行私人银行

商品

近期的价格大幅反弹是否可持续？

3月底的时候，整个工业金属和能源板块的形势看起来非常黯淡。随着新冠疫情爆发后全球经济明显进入深度和急剧衰退，主要的商品价格遭遇大幅下跌。然而，随着中国在4月份从新冠疫情中走出，主要城市解封，工业金属和能源价格急速反弹。这最新一轮反弹是否意味着商品板块最黑暗的时期已经过去？而更重要的是，这种反弹是否可持续？

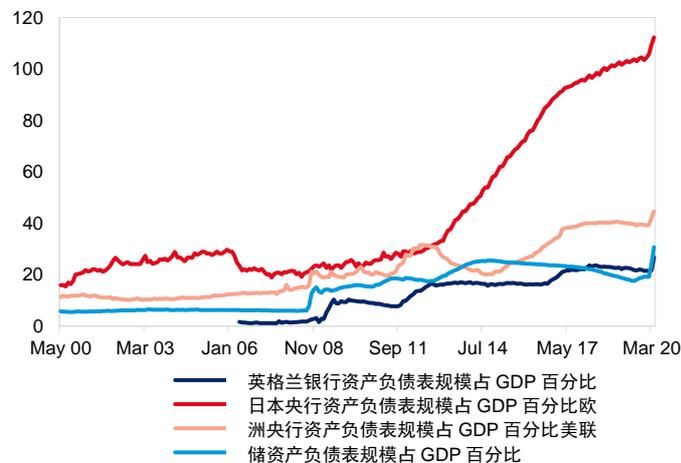
黄金：中长期回升的趋势不变

在不确定的经济时期，黄金可能是唯一具有明显乐观前景的主要商品类别。黄金的所有主要利好因素都还存在。全球各国央行继续实施大规模货币宽松策略，为黄金提供了重大、稳定的利好因素。其他利好因素还包括投资者在经济不确定性持续时期的避险资产的配置需求仍然很旺盛。总体而言，我们维持黄金中长期逐渐上涨的观点。我们预计2020年第三季度黄金价格为1,700美元/盎司，第四季度为1,750美元/盎司，2021年第一季度为1,800美元/盎司，第二季度为1,850美元/盎司。

布伦特原油：减产使油价暂时企稳

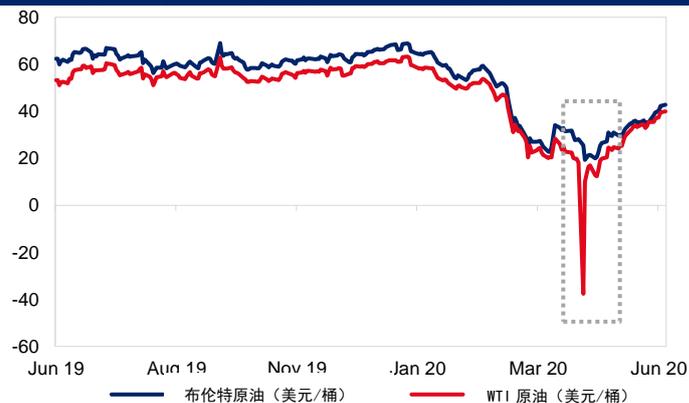
整个第二季度，原油价格上演了引人注目的V型反弹。布伦特原油从20美元/桶以下翻倍上涨至40美元/桶。更令人难以置信的是WTI原油从负价格反弹至接近40美元/桶。这种价格反弹很大程度上是因为欧佩克+近期的供应节制和减产。在全球能源需求持续疲软的背景下，欧佩克+继续该做法是势在必行的。我们认为欧佩克+不太可能会无限期的执行减产，此外全球能源需求仍然疲软，原油价格难以进一步回升。因此，我们预计未来四个季度布伦特原油价格为40美元/桶。

黄金：新一轮QE到来，全球央行资产负债表再度扩张



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：整个第二季度经历刺激的过山车行情

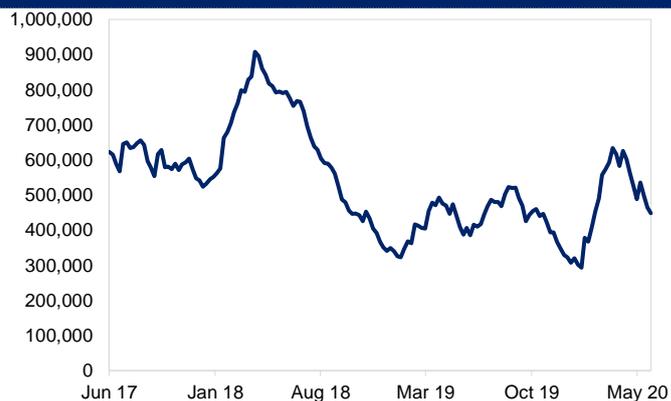


资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：仍然是经济前景不稳定的代表

从长期宏观经济前景的角度来看，铜的交易价格应该是比目前低得多的“衰退期价格”。今年4月份的时候国际货币基金组织预测2020年全球GDP萎缩3%，而在6月初世界银行更新全球经济展望，预测全球经济甚至会萎缩更多，达-5.2%。然而，伦敦铜价格在4月和5月大幅反弹至5,000美元/吨以上到5,700美元/吨之间。虽然铜价格在近期反弹，但行业咨询机构CRU发布的最新报告仍然对铜板块保持谨慎观点。CRU警示，本年度全球铜需求的下滑幅度将会是前所未有的5%，这或将成为自70年代以来最大幅的需求下跌。CRU指出，铜在接下来5年时间面临显著的市场过剩，而之前预期中的结构性短缺已经大幅延后至未来。因此，在经历近期的强势反弹后，铜价格可能进入盘整。我们预测伦敦铜价格接下来四个季度维持5,500美元/吨。

铜：供应中断后全球库存下降



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

在经历前所未有的政策刺激之后，信贷市场大幅回升，2020年第二季度全球固定收益市场回报非常可观。从地区上来看，亚洲债市由于具有较高的资产质量和强大的地区支持（亚洲债券市场78%由投资级债券组成，平均信用评级为BBB+，而与之对比，其他新兴市场国家的企业债市场平均信用质量较低）而表现更佳（比起多数其他新兴市场国家的企业债市场而言）。同样地，在亚洲企业债市场内部，新加坡企业债也录得积极回报。

从全球来看，由于新冠疫情同时影响需求端和供应端形势，经济活动大幅下滑，大多数发达市场经济体2020年第一季度的GDP增速均为负，但最近出现了经济复苏的初步迹象。随着欧美国家新冠疫情感染速度趋于平缓，新冠疫情控制措施正在放松，被抑制的需求得到释放将会在近期提振经济活动。总体而言，发达市场经济体和大多数亚洲经济体已经开始在中国引领下走上复苏道路。但新冠疫情仍存在相当大的不确定性，尤其是存在第二波爆发的风险。在这种情况下，全球政府当局可能被迫重新实施更严格的社交隔离措施（例如重启封锁）。

在目前这个时点，相比高收益类债券，我们继续看好高质量债券。

我们强烈建议增持投资级债券。

投资级债券的息差已经反映了衰退风险，在历史性的政策支持下投资级债券看起来具有吸引力。很明显地，激进的量化宽松和信贷宽松政策消除了人们对市场运行的担忧，强劲的财政扩张措施支撑了实体经济。全球政策支持仍处于历史性的水平。美联储和欧洲央行仍致力于宽松货币政策和通过债券购买提供大规模的流动性支持。除此之外，美联储宣布通过构建企业债资产组合在二级市场购买单只企业债，进一步加强了对非常规政策工具的创新，这使得其能够回避对发行主体的发行资质认

定，从而更快地加大企业债购买规模。财政支持措施减轻了劳动收入损失并为家庭消费提供支持。

此外，我们强烈建议优先配置亚洲投资级美元债券。大多数亚洲经济体特别是中国正在率先走出新冠疫情的阴影，其中一个主要原因是公共卫生管制措施（例如新冠检测和接触者追踪）被证明是有效的。中国的工厂已经复工复产，建筑活动也已开始复苏。考虑到亚洲投资级债券在面临企业基本面恶化时具有相对较大的缓冲度，我们倾向于亚洲投资级债券。此外我们也注意到这些债券具有稳定的杠杆水平（具体而言，其“净负债对息税折旧摊销前利润比例”持续下降）。

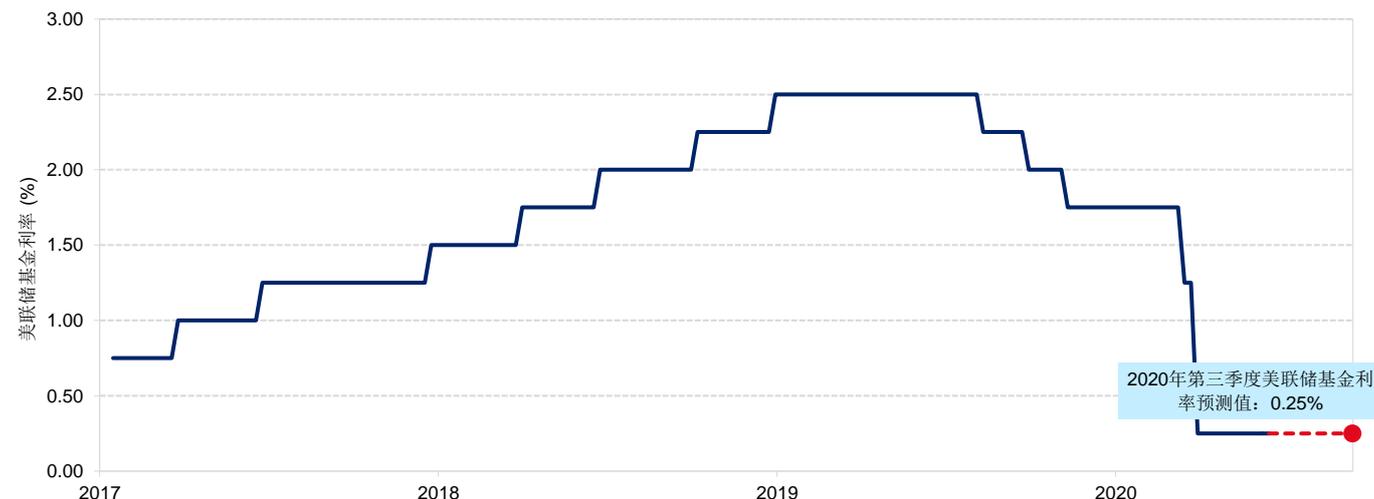
与美国和欧元区相比，我们注意到中国这次在政策方面更为谨慎，中国虽然也放宽了政策，为金融市场注入流动性和为财政紧张的地方政府提供了更多的财政支持，但中国的政策响应与全球和地区范围其他国家的政策力度相比明显“有所差距”。总体而言，这些趋势利好亚洲企业。

我们建议减持新兴市场国家的高收益债券。若干新兴市场的高产经济体面临大规模的反通胀增长冲击，如居高不下的新冠感染率导致重启封锁或打击信心，则将会有进一步下行的风险。虽然各国央行已经通过大幅宽松作出了响应，财政方面的挑战已开始浮现（例如在南非，在经历意外的大规模降息以及南非储备银行实施类似量化宽松的资产购买后，该国的关注点已经转移到债务水平的可持续性上来）。

由于主权债券收益率将维持低位并大体上会在目前的低位进行区间盘整，我们对久期风险转为中性观点。由于在目前财政刺激政策对货币政策仍占据优势地位，关注点最终会转向财政赤字增加上来，这在中期会导致收益率曲线陡峭化。

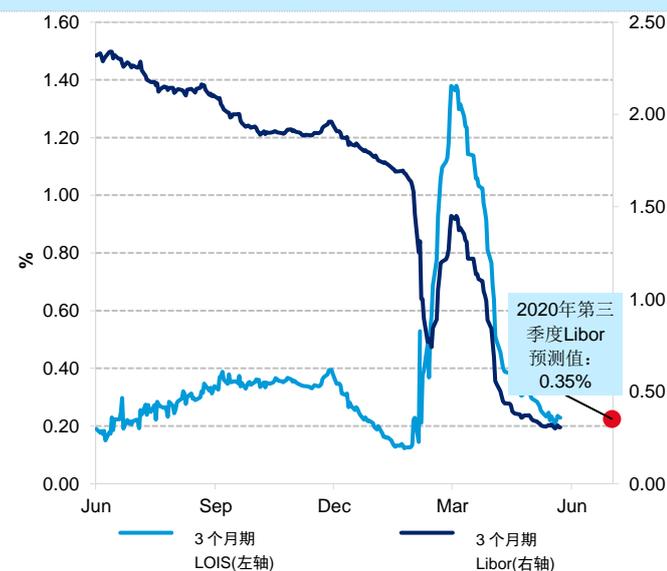
美国

美联储基金利率



美联储表现出其将采取一切（除降息和资产购买以外的）措施恢复金融市场稳定性，缓和美元资金紧张局势和保护经济的决心。在未来，正如联邦公开市场委员会主席鲍威尔所言，我们预计美联储将采取更多的行动，特别是“前所未有”的第二季度即将过去时。在 6 月 15 日，美联储已通过二级市场企业信贷工具 (SMCCF) 开始购买企业债（而非仅仅 ETF 基金），并且还启动了由波士顿联储管理的规模为 6000 亿美元的中小企业贷款计划。我们预计美联储会将接近零的政策利率至少维持到 2022 年。由于美联储目前开始讨论收益率曲线控制（虽然这一工具的效果“仍存疑虑”），我们相信美联储下一步将会通过实施收益率曲线控制来使货币政策更加宽松，预计美联储可能会在 2020 年 9 月 15/16 日举行的联邦公开市场委员会会议上宣布。尽管如此，我们仍认为美联储不会想将利息降至零以下进入负区间，最新的点阵图也证明了这一观点。

3 个月期美元 Libor



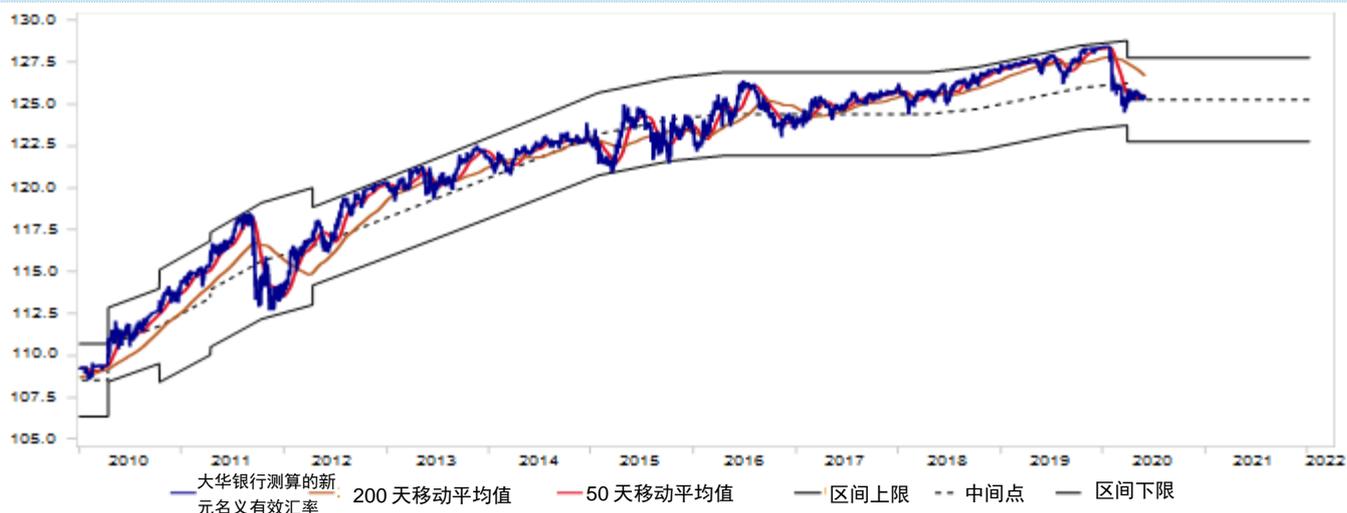
- 我们预计 3 个月期美元 Libor 在 2020 年第三季度末为 0.35% 左右。
- 根据官方预期和基于市场的预测，在进入 2022 年前短期利率上行空间有限。
- 3 个月期美元 Libor 与 OIS 之间息差已正常化，这是美联储和全球各国央行作出大规模流动性政策响应的证据。这可能会是未来流动性收紧的模式。

10 年期美国国债收益率



- 我们预计 2020 年第三季度末 10 年期美国国债收益率为 0.80%。
- 虽然赤字扩大和债券发行规模增加，表现欠佳的经济增长使高收益债券承压。
- 我们继续倾向于认为，受经济复苏、财政赤字和供应链重构等因素驱动，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。

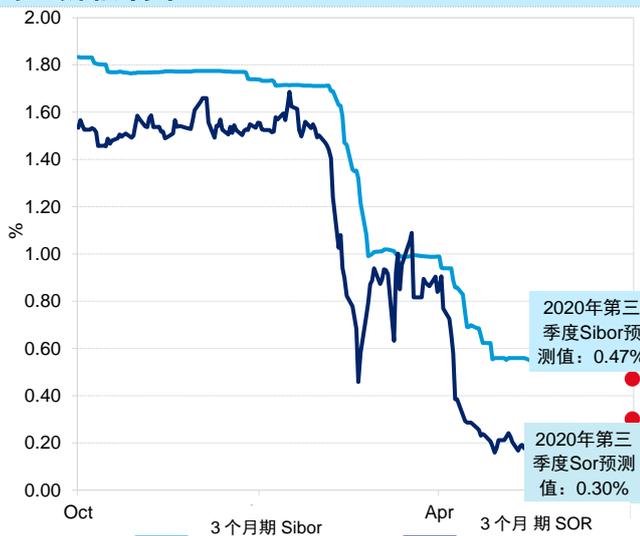
新元名义有效汇率



在 2020 年 3 月 30 日发布的新闻稿中，新加坡金管局通过将汇率政策区间的升值率设定为“0%”而放宽货币政策。金管局还将政策区间中点重设为更低的位置，同时保持区间宽度不变。金管局强调称“就业市场可能出现某种程度萧条”，2020 年通胀率暂定为平均在-1.0%-0.05%之间。新加坡对新冠疫情影响的回应基本上以财政政策为主，这从当局推出四个规模相当于 929 亿新元（占 GDP19.2%）的财政预算方案可见一斑。因此，我们认为就目前而言当局暂时不会考虑进一步货币宽松，特别是当新加坡政府的新冠疫情控制措施被证明能够有效抑制疫情再次爆发的情况下尤为如此。我们预计新加坡金管局会在 2020 年 10 月份维持货币政策不变，这意味着 4 月份决定的新元名义有效汇率升值率、政策区间以及中点不变。

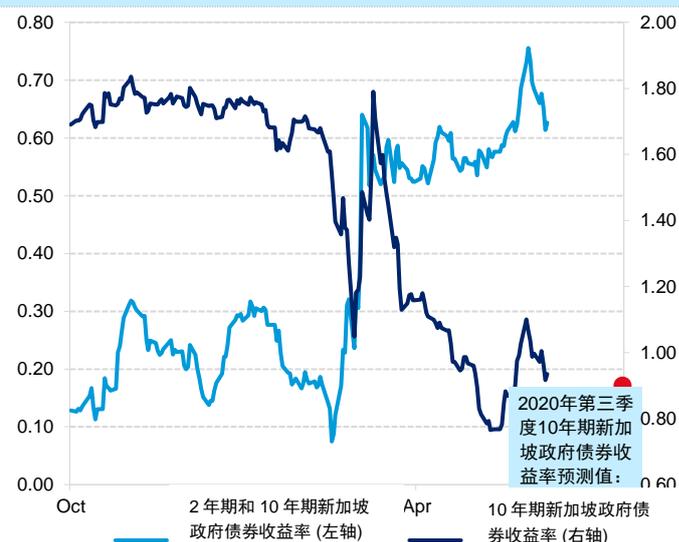
虽然我们相信美元兑新元汇率已经在今年 3 月份到达中期顶部 1.4646，美元兑新元汇率的进一步走弱可能受到新元名义有效汇率走弱的抑制。美元兑新元汇率的主要上行风险在于中美关系突然恶化，这会引发人民币再次走弱，而新元汇率与人民币汇率密切相关。因此，与广义美元最近走弱趋势及新加坡金管局 10 月份按兵不动的预期一致，我们将美元兑新元汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 1.39，第四季度为 1.38，2021 年第一季度和第二季度为 1.36。

3 个月期新元掉期利率 (SOR) 与新加坡银行同业拆借利率 (Sibor)



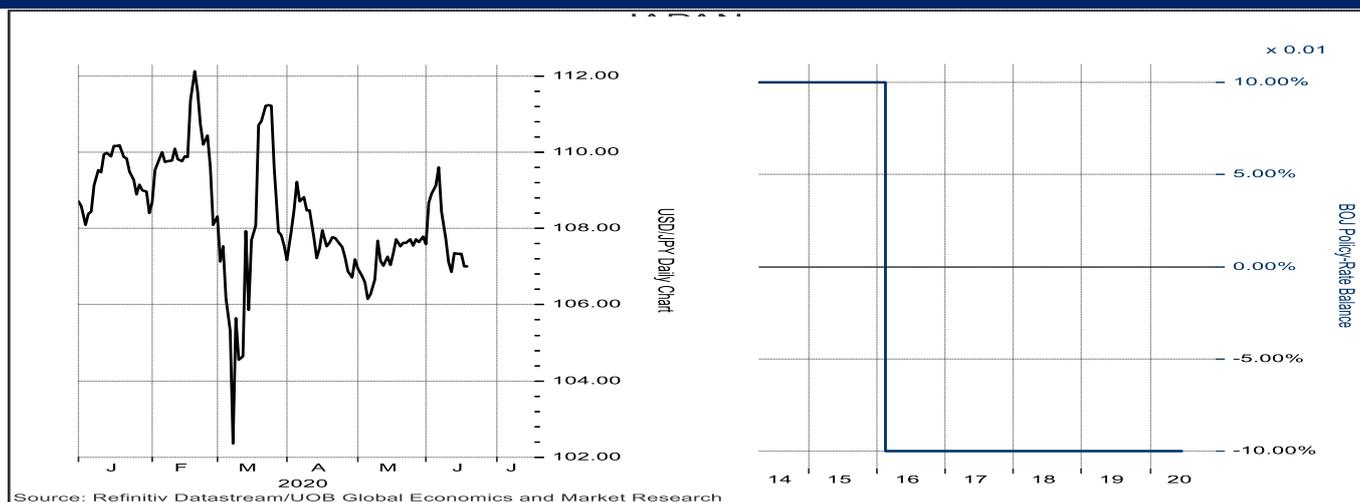
- 我们预计 3 个月期 SOR 和 SIBOR 到 2020 年第三季度末分别为 0.30% 和 0.47%。
- 流动性形势不紧张，对国内货币汇率的预期为中性。
- 美元长时间处于低利率水平决定了新元利率的表现也会有类似表现。

10 年期新加坡政府债券收益率



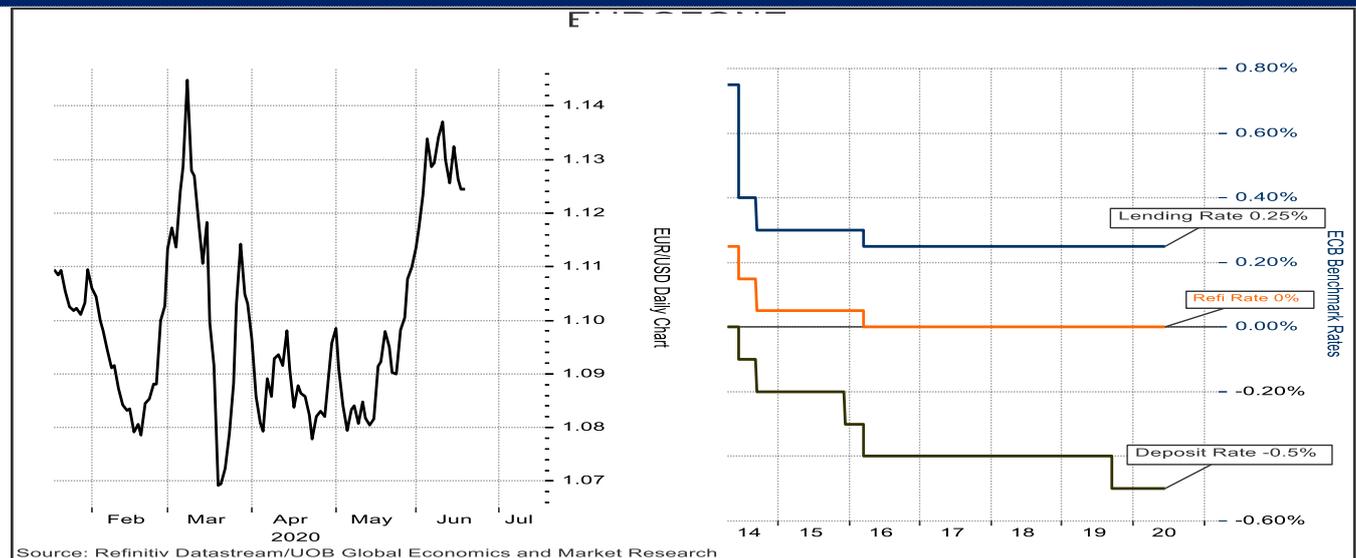
- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2020 年 3 月底为 0.90%。
- 收益率的走向仍与美国国债收益率相关。如果美国国债收益率因为美国赤字财政的担忧而被推高，则新加坡债券的表现可能超越美国国债。
- 我们倾向于认为新加坡政府债券收益率曲线会陡峭化，但避险行为可能会导致收益率曲线大幅平缓化。

日本



我们认为日本央行会在今年下半年扩大和加强货币宽松，特别是当前面临新冠疫情带来的前所未有的影响。虽然我们仍预计日本央行会采取更多行动，我们的长期观点是该国央行会通过将已经为负的活期贷款利率从目前的-0.1%推向-0.2%来实现宽松，而这一情况目前变得越来越不可能，这是因为最近的货币政策会议明显表现出该国央行极为抗拒将利率进一步推往负区间的更深处。日本央行行长黑田东彦今年 5 月份在日本国会作证时列出了央行的政策选项，而负利率排在最后，这表明其不再倾向于再次降低政策利率。尽管如此，黑田在 6 月 16 日预计利率会维持在极低水平至 2023 年。

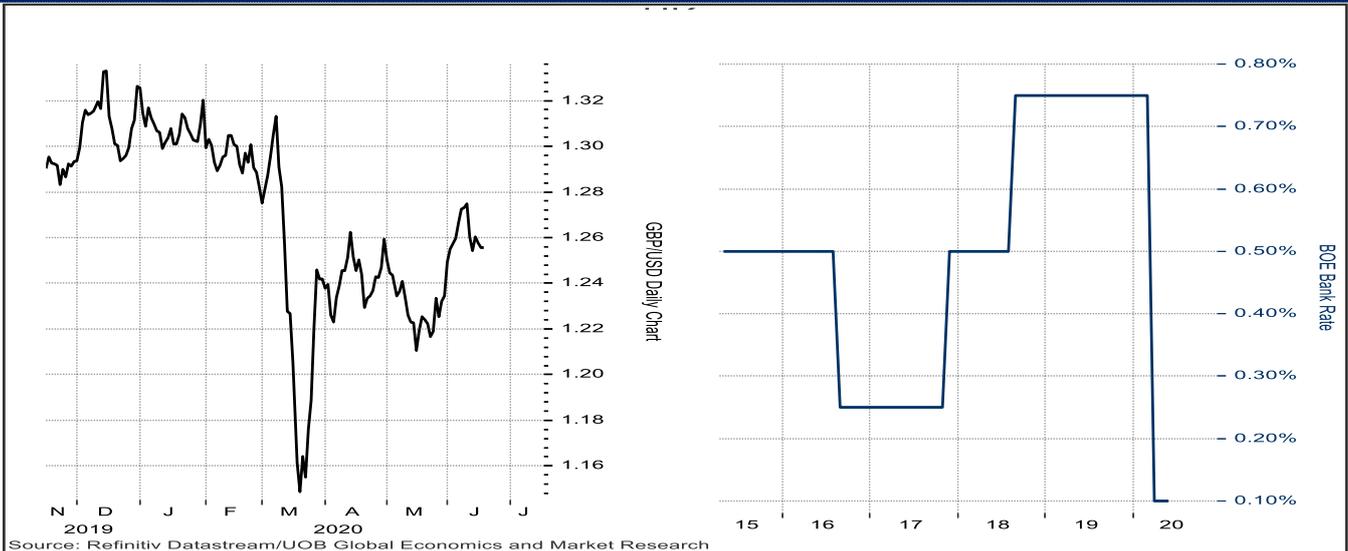
我们转为再次考虑以下观点，即日本央行将会通过在二级市场增加日本政府债券的购买规模来重申宽松货币政策立场。这会在日本央行已暂时性实施无限量宽松以及日本财政部预计发行更多政府债券（包括财政部为今年 6 月 12 日通过的总额近 32 万亿日元的第二轮补充预算方案提供资金而发行的金额达 22.61 万亿日元的弥补赤字债券）的情况下进行的。



在 6 月份的会议上，欧洲央行决定对总额 7500 亿欧元的新冠疫情救助计划追加额外的 6000 亿欧元，从而将经济刺激计划的总规模推高至惊人的 13500 亿欧元。这比起市场人士对欧洲央行追加“疫情紧急资产购买计划（PEPP）”金额 5000 亿欧元的预期还要多。与上一次的政策指引相比，欧洲央行这次指出资产购买将至少持续至 2021 年 6 月，而上一次则称持续至 2020 年底或直至欧洲央行管理委员会“判断新冠疫情已经结束时为止”（后面这部分政策指引被保留）。与此同时，资产购买计划的购买规模和再投资规模，以及低利率和前瞻指引则维持不变。

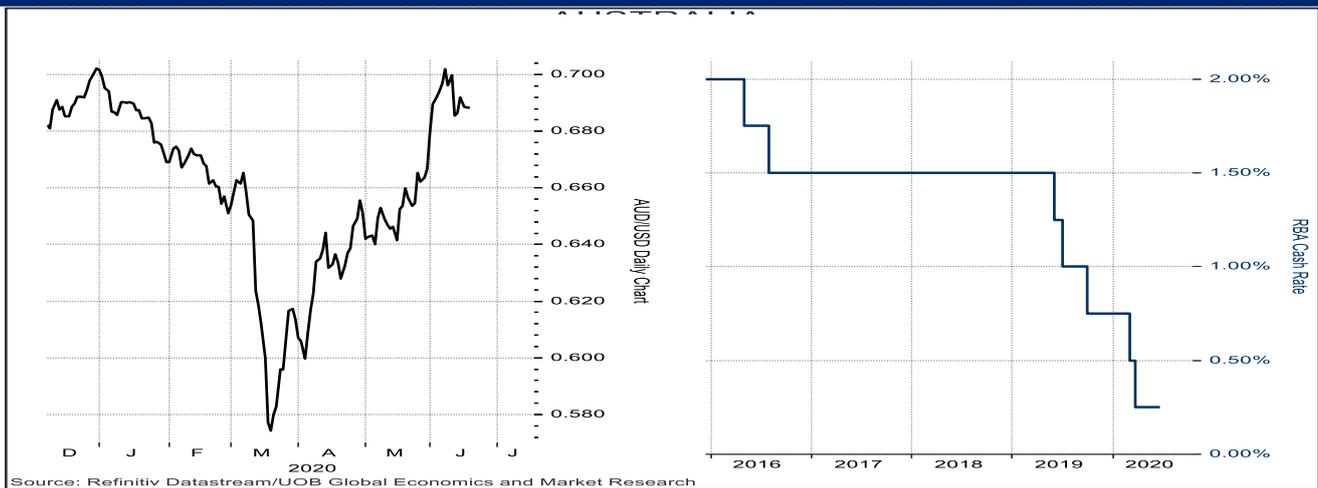
我们认为欧洲央行再次采取了激进的行动。虽然我们不排除该央行接下来进一步实施货币宽松的可能性，但其公布的最新措施应该会暂时减少市场人士对欧洲央行是否愿意充当欧元区“最后贷款人”角色的讨论或担忧。总体而言，我们对欧元/美元汇率的预测更新为 2020 年第三季度和第四季度为 1.13，2021 年第一季度为 1.14，第二季度为 1.15。

英国

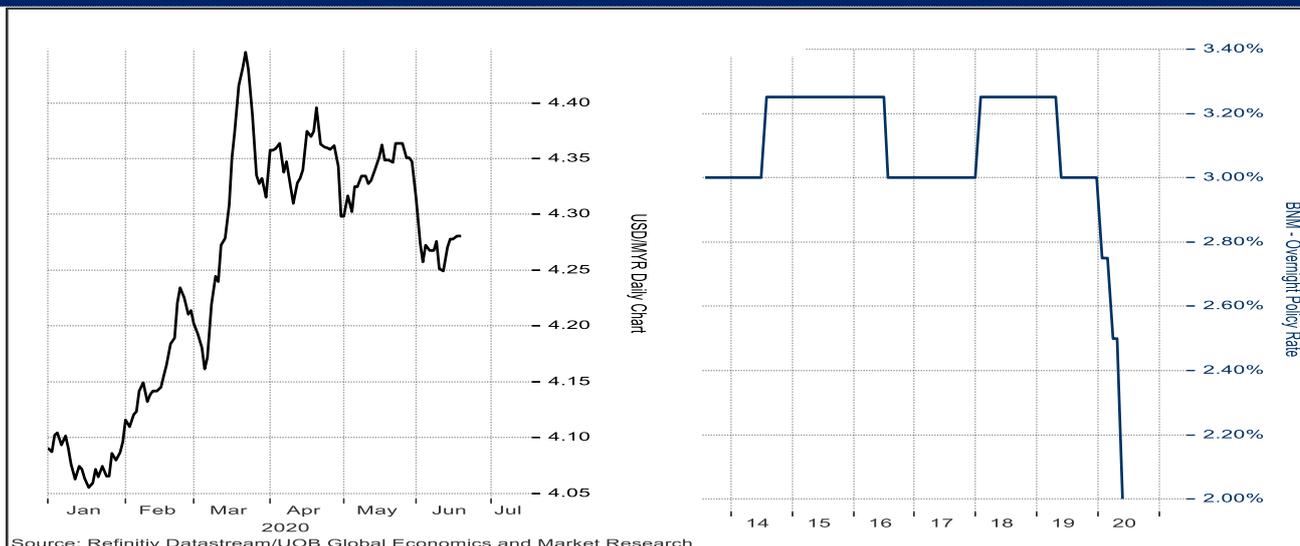


英格兰银行在 6 月份会议上宣布增加量化宽松规模 1000 亿英镑。追加的债券购买金额将资产购买计划的总金额增加至 7450 亿英镑。在行长安德鲁·贝利的带领下，货币政策委员会以 8 票赞成 1 票反对通过了上述举措，只有首席经济师 Haldane 投反对票，其倾向于维持不变。与此同时，所有九个货币政策委员会成员均同意将主要基准利率维持在 0.10% 的历史低位。虽然市场人士越来越多地猜测英格兰银行可能会首次将利率降至零以下，但该政策委员会的会议记录没有给出任何关于该委员会最新想法的提示。虽然负利率看起来很吸引，但考虑到负利率对银行盈利能力的负面影响，其会如何帮助经济复苏这一点尚不明确。对推出负利率这一措施的决定不能掉以轻心，虽然当经济前景进一步恶化的情况下我们不排除该国央行会动用这个政策选项。我们认为该国央行最新的举动不可能表明其停止对抗经济衰退的努力，我们预测英格兰银行在 10 月份的会议上会再次将量化宽松规模增加 1000 亿英镑。总体而言，我们认为英镑兑美元汇率上行空间有限，可能在 2020 年下半年维持在 1.25 不变，而后在 2021 年上半年略微回升至 1.27。

澳大利亚

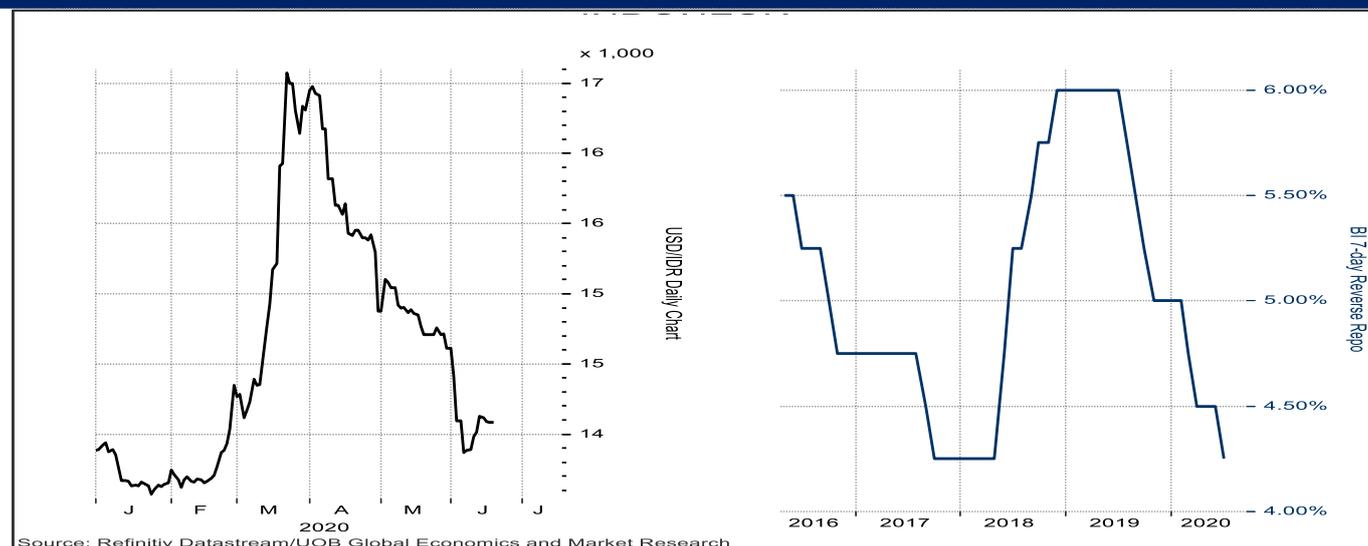


澳大利亚储备银行在今年 6 月份的会议上决定维持目前的政策参数不变，包括将现金利率目标维持在 0.25% 以及将三年期澳大利亚政府债券收益率目标维持在 0.25%。由于债券收益率继续趋向于目标，债券购买规模已逐渐缩小。该国央行发布的政策声明总结称“只要必要，将维持这一宽松举措。在充分就业方面取得进展且确信通胀水平持续稳定在 2-3% 目标区间之前，澳储备银行董事会不会提高现金利率目标”。在我们看来，由于澳大利亚的失业率将持续徘徊在 6% 上方至 2022 年，我们不认为上述目标会在接下来两年实现。我们认为，2021 年通胀率将保持疲软，大约在 1.2% 左右，而后到 2022 年的时候通胀压力开始逐渐上升，通胀水平会升至大约 1.6%。这样的通胀率仍低于澳储备银行的 2%-3% 目标区间，因此，我们不认为该国央行会进一步降低现金利率，且行长菲利普·洛威暂时排除了负利率的可能性。然而，澳储备银行可能会在相当长时间将现金利率维持在 0.25% 不变。因此，该国央行的重点仍然是通过收益率曲线目标来控制终端利率，确保债券市场具有充足流动性以及信贷自由流向住户和企业部门。我们将澳元兑美元汇率的预测更新为 2020 年第三季度和第四季度为 0.69，2021 年第一季度和第二季度为 0.71。主要风险是中美关系的进一步恶化，这可能会引发一轮避险行为。



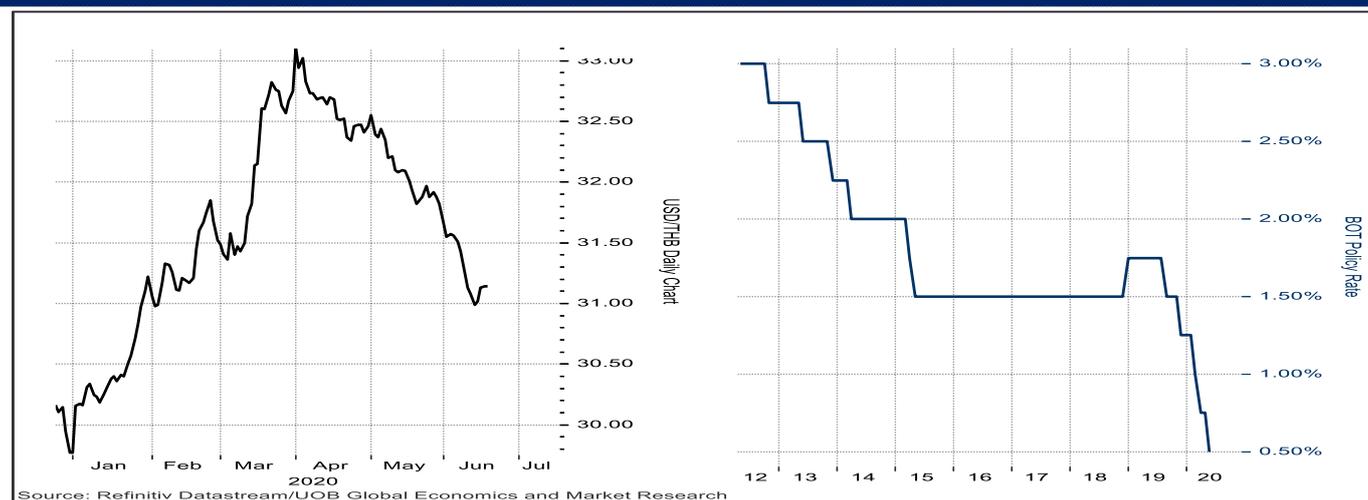
马来西亚央行在 5 月份将隔夜政策利率（OPR）再次下调 50 个基点至 2.00%，1 月至 5 月期间累计降息 100 个基点。从 2020 年 5 月 16 日至 2021 年 5 月 31 日为止的期间，该国央行还允许所有银行用马来西亚政府债券和伊斯兰债券（Malaysian Government Investment Issue）来全面满足法定准备金率合规要求。这一措施将会向银行体系释放大约 160 亿林吉特的流动性。央行下调法定准备金率 100 个基点使得银行能够灵活利用马来西亚政府债券和伊斯兰债券来全面满足法定准备金率合规要求，该国央行的逆回购操作和直接向银行购买政府债券这些举措自 3 月份以来已经向金融机构释放 580 亿林吉特的流动性。尽管马来西亚央行有充足的空间再次下调隔夜政策利率，但基于我们对今年下半年经济适度复苏的预测，我们预计政策利率会维持在 2.00% 不变。但如果衰退持续时间延长，新冠疫情再次爆发导致重启限制措施，且经济活动恢复无力的情况下，则再次降息的几率会增加。虽然林吉特兑美元汇率从 6 月初的 4.35:1 轻微反弹至目前的 4.27:1，这跟全球风险偏好回升保持一致，但从目前的基础上进一步上涨的幅度可能会更缓和。我们将美元兑林吉特汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 4.28，第四季度为 4.25，2021 年第一季度为 4.19，第二季度为 4.15。

印度尼西亚

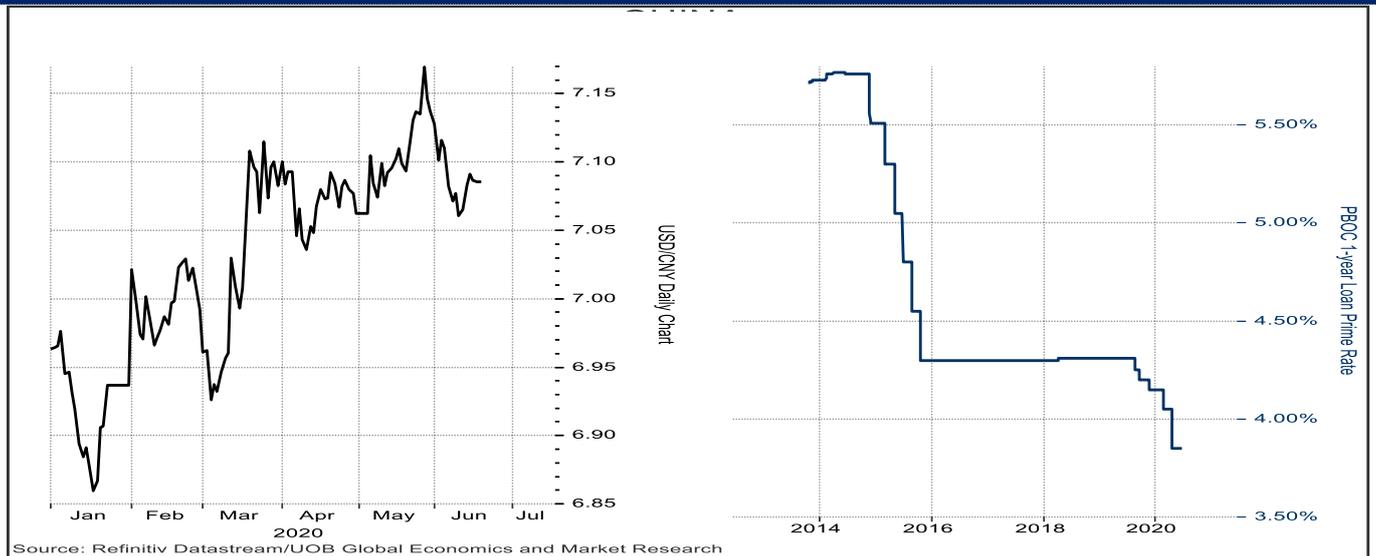


印度尼西亚央行在今年 6 月份的货币政策会议上决定将基准利率下调 25 个基点至 4.25%。这一举措旨在提振因新冠疫情的负面影响而被扰乱增长势头和放缓的经济。加上最新一轮的降息，该国央行今年为应对新冠疫情已累计下调基准利率三次合计共 75 个基点，使得 7 天逆回购利率重返 2018 年加息 175 个基点之前的最低点。我们继续维持该国央行在第三季度再次降息 25 个基点的预测，现在认为到 2020 年底利率会在 4.00% 的较低水平。我们这一预测所面临的风险是负面发展的可能性，也就是由于不确定性挥之不去，降息 25 个基点可能不仅一次。此外，印度尼西亚央行其他旨在维持卢比汇率稳定和放松流动性（量化宽松）的政策将会延续，从而有助于经济复苏。总体而言，近期印尼盾看起来被过度超买，目前正在开始跟萎靡不振的经济基本面相背离。因此，2020 年第三季度印尼盾可能会在 14,300 以及第四季度在 14,500 点位巩固成果，而后在 2021 年第一季度回升至 14,300，在第二季度上升至 13,900。

泰国



虽然泰国央行在此时货币政策空间仍极为有限，我们仍预计该国央行在 2020 年第三季度会再次降息 25 个基点，此举会将 1 天回购利率从目前的 0.50% 降至 0.25% 这个前所未有的低位。但我们仍然就此发出提醒，虽然在目前这个时点通胀风险不大，我们认为政策制定者会认识到低利率可能导致以下后果：（1）市场参与者对风险定价过低，（2）债务累积，住户和企业部门的负担加重，以及（3）大型企业杠杆率不必要地攀升。虽然泰铢可能继续从美元普遍下跌中受益，其上涨幅度可能较为缓和，特别是泰国央行已经在 6 月初表示会考虑采取措施抑制泰铢的走强。总体而言，我们将美元兑泰铢汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 30.70，第四季度为 30.50，2021 年第一季度和第二季度为 30.30。



除利用常规利率工具和下调银行准备金率提振经济之外，鉴于利率和准备金率已处于低位，中国央行将会考虑更多创新的货币政策工具来提振经济。中国人民银行已启动新的计划，向商业银行购买发放给中小企业的无抵押贷款，这会降低商业银行的资本需求和允许其向中小企业发放更多贷款。

展望未来，随着通胀缓解，我们仍预计中国央行在年初迄今对 1 年期 LPR 利率下调 30 个基点之后，会在今年第四季度末前将 1 年期 LPR 利率从目前的 3.85% 再次下调 30 个基点至 3.55%。我们认为该国央行在今年还有再次下调一到两次准备金率的空间，从而减少资金成本和增加商业银行信贷扩张的能力。准备金率自 2018 年以来已累计下调 10 次，最近一次下调是在今年 5 月 15 日。小型金融机构的准备金率降至 6.0%，与 2003 年的记录低位持平，而大型金融机构的准备金率则较高，为 11.0%，大约比 2006 年时的低位高 3.5%。随着中国经济预计在下半年实现更广泛的复苏，以及假设中美关系不会在目前口水战基础上恶化的前提下，我们维持之前对人民币在下半年反弹的观点。我们对美元/人民币汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 7.12，第四季度为 7.09，2021 年第一季度为 7.05，第二季度为 7.00。

外汇、利率和商品展望

外汇	2020年6月18日	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测
美元兑日元	107	109	108	106	106
欧元兑美元	1.12	1.13	1.13	1.14	1.15
英镑兑美元	1.24	1.25	1.25	1.27	1.27
澳元兑美元	0.69	0.69	0.69	0.71	0.71
纽元兑美元	0.64	0.65	0.65	0.67	0.67
美元指数	97.4	97.3	97.0	95.9	95.3
美元兑人民币	7.09	7.12	7.09	7.05	7.00
美元兑港元	7.75	7.76	7.78	7.80	7.80
美元兑新台币	29.61	29.60	29.50	29.30	29.30
美元兑韩元	1,208	1,230	1,210	1,190	1,190
美元兑菲律宾比索	50.17	50.50	50.30	50.00	49.50
美元兑马来西亚林吉特	4.28	4.28	4.25	4.19	4.15
美元兑印尼盾	14,078	14,300	14,500	14,300	13,900
美元兑泰铢	31.10	30.70	30.50	30.30	30.30
美元兑缅甸元	1,394	1,400	1,390	1,380	1,380
美元兑越南盾	23,202	23,000	22,800	22,600	22,600
美元兑印度卢比	76.15	76.00	76.50	77.00	77.50
美元兑新加坡元	1.39	1.39	1.38	1.36	1.36
欧元兑新加坡元	1.56	1.57	1.56	1.55	1.56
英镑兑新加坡元	1.73	1.74	1.73	1.73	1.73
澳元兑新加坡元	0.96	0.96	0.95	0.97	0.97
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.07	3.08	3.08	3.08	3.05
新加坡元兑人民币	5.09	5.12	5.14	5.18	5.15
日元兑新加坡元x100	1.30	1.28	1.28	1.28	1.28

利率	2020年6月18日	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测
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	0.31	0.35	0.35	0.35	0.35
10年期美国国债收益率	0.71	0.80	1.05	1.30	1.30
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	0.10	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年期贷款基准利率	3.85	3.60	3.55	3.55	3.55
港元基准利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
新台币官方贴现率	1.13	1.00	1.00	1.00	1.00
韩元基准利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
菲律宾披索隔夜逆回购利率	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75
新加坡元3个月SIBOR（银行同业拆借利率）	0.54	0.47	0.45	0.45	0.45
新加坡元3个月SOR（新加坡元掉期利率）	0.18	0.30	0.30	0.30	0.30
新加坡元10年期SGS（新加坡政府债券收益率）	0.87	0.90	1.15	1.40	1.40
马来西亚林吉特隔夜政策利率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
印尼盾7天逆回购利率	4.25	4.00	4.00	4.00	4.00
泰铢1天回购利率	0.50	0.25	0.25	0.25	0.50
越南盾再融资利率	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
印度卢比回购利率	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50
缅甸元中央银行利率	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
商品	2020年6月18日	2020年第三季度预测	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测
黄金（美元/盎司）	1,723	1,700	1,750	1,800	1,850
布伦特原油（美元/桶）	42	40	40	40	40
伦敦金属交易所LME铜（美元/吨）	5,805	5,500	5,500	5,500	5,500

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