



2020年第四季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

随着 2020 年接近尾声，值得关注的主要事件有英国脱欧谈判和美国总统大选，其中又以美国大选为重头戏。无论美国总统大选结果如何，有一件事情不会变，也就是中美关系持续恶化。全球经济仍在复苏道路上前行，但各国经济复苏表现并不均衡。经济复苏看起来更像是 K 型复苏，即不同经济体、行业/部门或个体之间的表现各有不同。

固定收益

我们维持对投资级债券的增持观点，看好亚洲地区美元投资级债券并继续减持某些新兴市场国家债券。由于主权债券收益率可能会逐步走高但维持在 1% 以下，我们对久期风险转为略偏谨慎的观点。随着美国经济复苏加快，美元实际利率可能会逐渐走高，盈亏平衡通胀率可能会因为美联储“平均通胀目标”策略而得到良好的支撑。

资产配置

我们继续倾向于均衡的收益策略，建议对股票中性配置，增持固定收益类资产，重点放在投资级债券而非政府债券，并继续减持高收益债券。我们对商品持中性观点，但就商品板块内部而言，我们看好黄金。另类投资由于波动性较低，我们对其持中性观点。现金类资产方面，由于短期利率已下行且现金类资产与债券相比回报较低，建议减持现金类资产。

商品

虽然黄金近期波动，但黄金的利好因素仍在。因此我们继续看好黄金，认为到 2021 年第二季度黄金会涨至 2,200 美元/盎司。另一方面，伦敦铜的涨势可能已超前经济基本面复苏步伐太多，因此我们认为伦敦铜未来会在 6,500 美元/吨左右盘整。最后，布伦特原油在商品板块的普遍反弹中落后，由于欧佩克重新出现不遵守减产协议的迹象，我们预计布伦特原油会继续在 40 美元/桶左右的水平。

股票

美股方面，我们建议客户逐步将成长型行业（尤其是科技行业）股票进行获利了结，并分散投资于受疫情影响更大的周期性行业。与此同时，我们增加了对亚洲新兴市场国家股市的配置以体现出我们对该地区经济较快复苏的看涨观点。我们对这个区域维持增持观点。

外汇和利率

在外汇方面，我们继续认为美元会普遍走弱。因此，我们继续看好欧元和澳元。亚洲方面，预计人民币的强势会引领新元和其他亚洲外汇逐渐走强。在利率方面，美国和新加坡的前端货币市场利率可能在较长时间保持接近零的水平，但由于存在对政府财政赤字和债务上升的担忧，较长期限的债券收益率可能上行。因此，收益率曲线预计在此后会适度陡峭化。

全球宏观背景

是新的开始还是似曾相识？

到 2020 年底有两起焦点事件：即英国与欧盟之间的脱欧过渡谈判以及 11 月 3 日的美国总统大选。英国脱欧谈判的前景不乐观但其影响可能大部分局限于英国和欧盟内部。与之相比，美国总统大选则被认为对美国乃至全球经济具有更大的影响。

我们从 2016 年吸取的一个主要教训是，如果以民主方式作出决定，那么美国大选出现任何结果都是可能的。这次的总统选举可能会出现相持不下和争议风波不断的结果，这最终可能导致由美国法院来作出最终裁定。但无论大选结果如何，大选后不会改变的一个情况就是中美关系的持续恶化。即使总统换人也可能只会改变两国交涉的风格而不是结果的走向或实质。虽然美国国会已变得非常两极化且沿着党派路线出现明显分歧，但共和党和民主党对华观点一致，从近期两党几乎一致通过若干针对中国个人、企业和国家的议案这点可以看出。

K 型复苏：分化的世界

虽然全球范围内新冠疫情感染人数持续上升，死亡人数接近 100 万，但全球经济仍在复苏的道路上前行。然而，这种复苏是不均衡的，更像是一种“K 型”的复苏，即不同的经济体、行业/部门和个体之间的经济复苏表现存在差异。

中国引领了经济增长，是第一个从经济下滑中走出的主要经济体，中国今年第二季度实现同比正增长，而其他的主要经济体为了控制新冠疫情传播实施严格封锁和其他限制措施从而导致在第二季度录得 GDP 萎缩。

但随后，部分在经济复苏方面落后的主要经济体因为向经济体系注入大量货币和财政刺激并在控制疫情方面取得不同程度的成绩，也开始走上复苏道路。大多数 G7 国家，尤其是美国，在今年 7/8 月份的时候制造业和服务业 PMI 指数已从今年 4 月份疫情高峰期的低位反弹并重回 50 上方（即意味着整体经济活动扩张）。受益于就业增加、零售、住宅销售、工业生产及耐用商品订单的迅猛增长，预计美国在今年第三季度会实现 V 型增长。但日本是 G7 国家中的例外，日本的 PMI 指数仍维持在 50 以下，出口仍以两位数的幅度下滑，而国内消费则持续萎缩。

从贸易数据可明显看出哪些经济体和行业在当前环境下表现良好。中国近几个月的出口录得同比增长，重要的是，今年第二季度期间，中国在全球进口所占份额升至本年最高水平。这表明中国经济具有韧性并已经从新冠疫情中复苏，但与此同时也表明其他经济体仍在新冠疫情中艰难复苏，因此拱手让出市场份额。同样，台湾和韩国等北亚经济体的出口在最近几个月也表现良好。

表现良好的出口品类有助于说明哪些行业或部门在当前环境下发展良好。北亚地区的出口商认为电子产品（电子零部件和 IT 及通讯设备）以及医疗设备需求强劲，而船舶以及汽车出口则仍然承压。

与此同时，旅游相关行业是受新冠疫情引起的跨境人员流动限制影响最大的行业，包括航空公司、旅游酒店行业、餐饮娱乐业及会展行业。只要各国继续实施边境封锁/出入境限制以控制疫情传播，那么这些行业会继续受到影响。根据世界旅游组织消息称，2020 年上半年国际旅游人数减少 65%，在该期间减少了 4.4 亿人次的国际入境人数，估计相当于损失 4600 亿美元收入。泰国等严重依赖旅游业的经济体自然受到严重影响，即使其国内感染人数非常少。虽然中国国内航空出行正快速回复正常，但由于世界范围内的边境封锁/出入境限制，中国前往其他国家的出境游人数尚未快速回升。

2020 年仍然是一个衰退年，但从与今年 3/4 月份低谷期相比整体好于预期的经济数据来看，几个月前的极度悲观情绪在目前已经好转。由于复苏轨迹仍存在高度不确定性且可能受到新冠疫情再次爆发的影响，因此现在不能将全球经济企稳视为是理所当然的，并且，除非各国政府延长对企业和家庭的支持措施，否则第四季度可能面临“财政悬崖”风险。改变经济复苏前景的希望在于疫苗研发，这方面的进展良好，我们的基本观点是认为有效的疫苗会在 2021 年中之前面世，但仍存在失败的可能。

资产配置

我们继续认为，**虽然市场表现与实体经济存在明显脱节，但资产市场的复苏比预期快是合理的。**我们仍对全球经济复苏保持谨慎态度，但预计资产市场的表现会继续领先于经济复苏的步伐，各国央行对货币宽松的承诺将会提振全球股票和债券市场。我们继续认为应保持投资，保持配置平衡以及专注于收益策略。

新冠疫情给全世界带来了严重的经济影响。尽管如此，经济复苏超出了市场人士以及经济学家的预期。经济意外指数（Economic Surprise Indicators）达到历史最高水平，而实际经济数据超出了市场人士的预测。很明显，虽然全球经济的许多组成部分仍受疫情所困，但零售销售及住房市场等经济主要组成部分全面复苏的速度已经快过预期。

对疫苗研发前景的乐观情绪以及各国政府的政策支持继续提振市场表现。最近疫情重新抬头以及各国对控制疫情传播的无能为力令全球投资者感到失望。与此同时，疫苗进展似乎比预期要快，市场人士已经开始将疫苗对2021年产生重大影响的这一能力计价。新冠疗法取得进展，死亡率大幅下降。在2021年，新冠病毒仍会极具传染性，但治疗和疫苗会大幅降低疫情的危险性。此外，政策制定者尤其是美联储承诺在相当长时间内维持低利率，这为全球提供了有史以来最高水平的支持。

虽然仍存在很大的不确定性，但“向好形势”的主要因素已经在形成。然而，我们认为市场复苏可能会是“平方根形状”，也就是最初复苏会比较快，然后随着下一年全球各国经济迎头赶上，经

济复苏表现将会进入平坦期。由于经济复苏比预期要快，新冠疫苗和治疗的进展也比预期要快，且全球各国的政策支持也处于历史最高水平，情况比我们之前推理的要更加积极。如果经济复苏的进度继续保持超前且美联储继续承诺长时间维持低利率，则金融市场不但能够很快恢复至危机前水平。而且可能会超出危机前水平。

风险仍高企。虽然我们对股市和信贷市场抱持积极的观点，但由于市场仍存在若干较大风险，我们并不建议采取过于激进的投资行为。最重要的是，疫情的走向仍然是不可预测的。虽然我们认为有证据表明很可能在2021年初看到有效的疫苗面世，但疫苗进展仍有可能会令人失望。其次，美国总统大选以及中美之间的对抗继续给市场带来重大风险。最后，新兴市场国家在应对疫情的资源方面较为匮乏，随着疫情的中心转向南美洲和南亚地区，新兴市场有可能会面临压力。

我们继续倾向于均衡的收益策略。**我们建议对股票中性配置，建议增持固定收益资产，**重点放在投资级债券而不是政府债券，并减持高收益债券。我们建议对商品采取中性配置策略，但就商品板块内部而言，我们看好黄金。**建议对另类资产采取中性配置，**因为这些资产通常波动性较低。由于短期资金利率已经下行，并且与债券相比现金类资产的回报率较低，因此我们**建议减持现金类资产。**

股票

在 2020 年第三季度，我们对美国股市的估值越来越感到不安，从而在 9 月份将美国股市从中性下调为减持。

美股今年迄今为止的多数上涨是由高市值科技股所推动的。例如，信息技术行业在标普 500 指数总市值中所占份额已增加到 28%。的确，从第二季度的盈利来看科技行业没有让投资者失望，科技行业的回报率即使在疫情高峰期也实现了同比正增长。这些盈利持续时间最常的增长型企业受益于低利率环境。科技行业的大多数上涨仍是由价值重估所驱动。价值重估带来的现实问题是提高了投资者的预期，没有能力消化掉投资者的失望情绪，因此 9 月份科技股遭遇了抛售。

因此，在美股内部，我们建议客户逐渐出售成长型行业股票（尤其是科技行业）将获利变现然后将投资分散到受疫情直接影响更多的周期性行业。

美股价值型股票目前的估值水平具有吸引力，似乎还没有对预计从 2021 年第二季度开始的全球经济复苏的强劲同比增长进行计价。因此，我们建议做长线的客户累积买入金融、工业、原材料和能源板块股票。

但尽管如此，我们认为美国科技股的任何重大修正都是合理的，特别是当美联储转向以 2% 平均通胀目标为中心的新货币政策模式的背景下更是如此。此外，由于科技行业也属于周期性行业（虽然由于今年疫情所驱动的需求，科技行业变成了一个防御性行业），当经济开始复苏时科技行业会得到提振。因此，科技行业仍具有吸引力，我们不排除在未来对科技股配置进行策略性的上调。

与此同时，我们增加了对亚洲新兴市场国家股市的配置以体现出我们对该地区经济较快复苏的看涨观点。我们对这个区域维持增持观点。

标普 500 成长型和价值型股票总回报率



资料来源：Macrobond、大华银行私人银行业务部

商品

布伦特原油在商品的普遍回升中落后

黄金价格的涨势在今年第三季度得到巩固，从7月初的1,800美元/盎司大幅上升至8月初大约2,060美元/盎司的历史新高。自那时起，黄金因获利回吐而价格下跌，目前在大约1,950美元/盎司的水平盘整。黄金和其他贵金属的强劲涨势似乎帮助了工业金属板块，导致伦敦铜在整个第三季度从6,000美元/吨上方上涨至6,800美元/吨。经历今年第三季度的最新走势后，黄金年初迄今为止已上涨大约30%，而伦敦铜重回增长区间，年初迄今为止涨幅达10%。然而，布伦特原油在这轮反弹表现落后了。布伦特原油在三季度数次尝试向50美元/桶发起冲锋均以失败告终，布伦特原油价格回撤，继续维持年初迄今为止的大约-40%的跌幅。

黄金：ETF投资需求的高涨取代了传统的首饰金投资需求

随着各大城市在今年下半年逐渐解封和零售消费回归，我们可以预计传统的首饰金需求会回归。与此同时，由于美国和其他发达国家接近零的低利率环境，我们能够预计黄金的投资需求将保持强劲。此外，黄金现在日益被视为是美元进一步贬值背景下的保值工具。美联储最新推出以“平均通胀目标”为中心的更宽松的货币政策也进一步巩固了黄金的上涨势头。总体而言，我们维持对黄金的乐观预测，预计黄金价格在今年第四季度升至2,000美元/盎司，2021年第一季度升至2,100美元/盎司，在2021年第二季度和第三季度升至2,200美元/盎司。

布伦特原油：仍在40美元/桶左右挣扎

布伦特原油在今年整个第二季度经历过前景光明的回升，但在8月底的戛然而止。布伦特原油从4月份时低于20美元/桶的低位反弹，在8月底的时候回升至大约46.5美元/桶的高点，此后，前文所述的下游行业及产品需求疲软以及对欧佩克成员国不遵守减产协议的担忧引发了布伦特原油走弱，自那时起布伦特原油已经回撤，在40美元/桶的整数关口挣扎。展望未来，由于期货升水扩大且全球能源需求没有明显的复苏迹象，因此我们预计布伦特原油在接下来的四个季度会继续在40美元/桶左右挣扎。

铜：铜价格走势是否超前于基本面表现？

行业报告继续指出，由于新冠疫情导致主要经济体的产出缺口扩大，这将会导致长期需求疲软。虽然由于矿山老化导致产量下降从而使全球铜产量不可能大幅增长，但接下来几年的总体年需求预计会更大幅地下降。因此，主流铜咨询机构CRU（英国商品研究所）认为世界铜市场在接下来五年将会遭遇“持续且无法承受的”供应过剩。总体而言，在经历第二季度和第三季度的强劲价格走势后，伦敦铜准备好短暂休整，我们认为伦敦铜价格在接下来四个季度会在6,500美元/吨左右盘整。

黄金：ETF投资需求取代了传统的首饰金需求



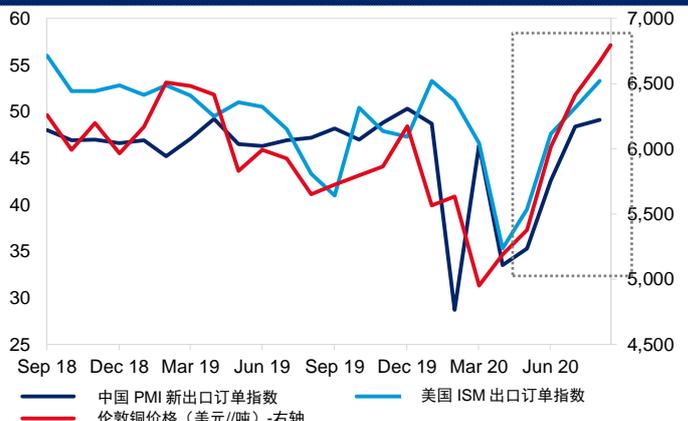
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

布伦特原油：沙特和欧佩克已再次开始增产



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：铜价格随着PMI新出口订单指数再次上扬而反弹



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

今年第三季度，随着宏观经济形势继续正常化，全球固定收益市场的回报保持为正。今年第三季度全球经济增长强劲，虽然面临着新冠感染人数上升以及财政支持措施的退出，多数大型发达市场国家，例如美国，经济活动回升至比之前高得多的水平。分析人士的一致预期显示，从2021年中开始全球将同步复苏。具体而言，全球需求的来源已经扩大，最初是消费品支出的暴增，然后是由于工厂停工导致库存降低而引起的库存累积周期，之后全球资本支出经历强劲复苏，最近服务业也有所改善。有些人将目前的经济复苏描述为“K型”复苏，即K字母上面的分叉代表科技、媒体和电信行业（这些行业受益于新冠疫情）的表现，而K字母下面的分叉代表周期性行业（受新冠疫情负面影响）的表现。

此外，医学界在对抗新冠疫情方面继续取得良好进展，新冠的疗法和疫苗在接下来几个月都会面世。总体而言，新冠疗法和疫苗的面世将会提振消费者信心和企业经营活动，从而使经济活动更快恢复正常，尤其是在本轮复苏中落后的周期性行业。

在目前这个时点我们继续看好优质债券。

我们对投资级债券维持增持观点。虽然在历史性的政策支持背景下，投资级债券的息差已大幅收窄，我们认为随着宏观经济形势正常化，息差将会继续收窄。财政支持在支撑经济增长方面起到关键的作用，对劳动力市场而言尤为重要，欧洲通过短期工或临时休假来支持工薪阶层，而美国则通过加强失业救济来支持工薪阶层。更广泛地说，美国就业数据强于预期，失业率下降而劳动参与率上升。

此外，我们继续看好亚洲地区投资级美元债，对部分新兴市场国家债券维持减持观点。大多数亚洲经济体尤其是中国已经从新冠疫情中走出。中国可能会从今年第四季度起恢复到疫情之前的GDP水平。考虑到亚洲投资级债券具有相对较高的缓冲能力（对企业经营基本面恶化的缓冲）以及具有稳定的杠杆水平，我们继续看好亚洲投资级债券。另一方面，若干新兴市场经济体例如印度、南非和拉丁美洲继续面临较大的反通胀增长冲击。虽然各国央行已通过激进的货币宽松对此作出响应，但财政方面仍面临挑战。

由于主权债券收益率可能会逐渐走高，我们对久期风险转为略微谨慎观点。随着美国经济复苏加快，美元的实际利率可能会趋于正常而走高，而“平均通胀目标”会对“盈亏平衡通胀率”提供良好的支撑。在2020年8月27日举行的Jackson Hole全球央行年会上，美联储主席鲍威尔公布了美国货币政策设定的新方向，即“平均通胀目标（AIT）”。美联储作出了两个主要的改变，其一是不会再局限于2%的前瞻性通胀指标而是转为一段时期内的平均2%目标¹。其二，基于一个“广泛和包容性的目标”，美联储将会更强调就业率，货币政策将取决于距离最大就业的缺口，而非仅仅是偏差²。

美联储改变立场意味着不会在失业率一旦降到低于某个水平就马上加息，而是会等到劳动力市场已经紧缩且推动通胀率走高后才会考虑收紧货币政策。“先发制人”的行动措施会放在政策工具箱里压箱底，直到宽松的货币条件能够刺激经济更强劲和更持久复苏，使美国经济能够在较长时间内维持“较热”运行，在之后央行才会考虑加息来抑制通胀。

总体而言，对平均通胀目标的研究结论表明，新的策略应该能够适度改善经济运行的结果，可能会影响通胀预期。简单而言，美联储政策框架的变化可能会在结构上提高本轮及之后的经济周期的通胀预期。目前而言，10年期美国国债实际利率已经在历史低位，10年期盈亏平衡通胀率已恢复到危机前水平。展望未来，我们认为，随着美国经济复苏加快，美元实际利率可能会走高，而平均通胀目标会给美国盈亏平衡通胀率带来很好的支撑。

¹ 当通胀水平连续几个期间低于通胀目标后，美联储会允许通胀率维持略高于2%水平一段时间。虽然美联储主席没有说明“适度高于2%”是指什么，但达拉斯联储行长 Robert Kaplan 后来称可能是指年通胀率介于2.25%~2.5%之间。

² 鲍威尔指出，后面所述的变化“反映了我们的以下观点，即健康的就业市场可以在不造成通胀爆发的情况下维持”，“就业可以在相当于或高于实时估计的最大水平上运行而不会引起担忧”。

美国

美联储基金利率



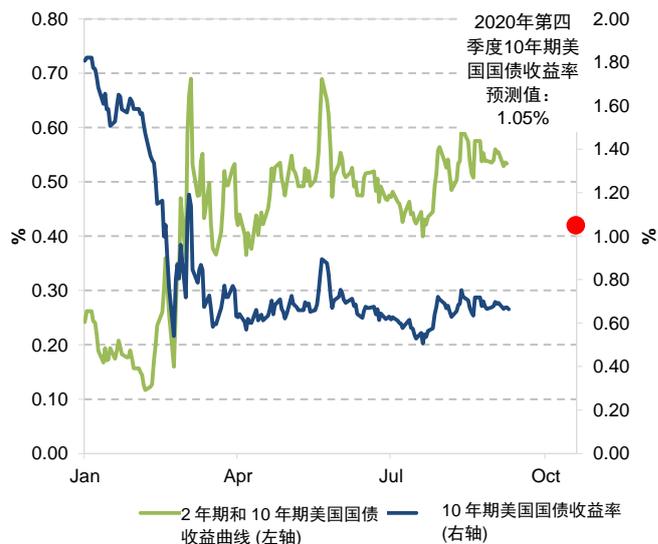
与美联储采取以平均通胀目标为核心的新策略以及强调“广泛和包容性”就业目标相一致，美联储在 9 月份举行的联邦公开市场委员会会议上实际上确认了向长期低利率时代转移。我们预计美联储至少将接近零的政策利率维持至 2023 年为止。展望未来，由于鲍威尔指出 9 月份会议上给出的政策指引是“长时间的”，因此美联储可能会维持目前的宽松货币政策以及经济展望，我们认为在 11 月 3 日的美国总统大选之前美联储的政策可能不再是关注的焦点。下一次联邦公开市场委员会会议会在总统大选后的 2020 年 11 月 4 日/5 日举行，并在（新加坡标准时间）11 月 6 日星期五凌晨 3 点作出政策决定。我们继续认为美联储不会想要将利率降低至零以下进入负区间，而点阵图也确认了这一观点。与此同时，美联储预计会继续实施包括 6000 亿美元中小企业贷款计划（由波士顿联储实施）在内的多项措施。

3 个月期美元 Libor



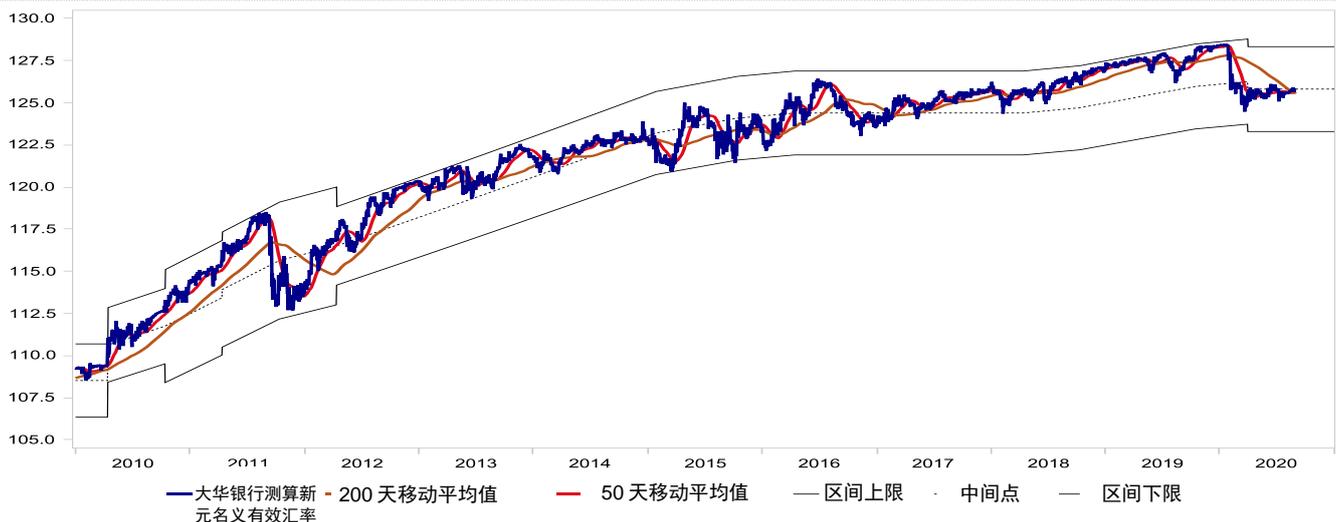
- 我们预计 3 个月期 Libor 到 2020 年第四季度末会在 0.35% 左右。
- 官方预期以及基于市场的预测认为，短期利率上行空间有限，直至 3 年后为止。
- 3 个月期 Libor 与 OIS 之间的息差已经正常化，这是美联储和全球各国央行实施大规模流动性应对措施的证明。

10 年期美国国债



- 我们预计 10 年期美国国债收益率到 2020 年第四季度末会在 1.05%。
- 随着新冠疫情带来的拖累减少，经济增长加速，被流动性压制的 10 年期美国国债收益率有调整重新定价的空间。
- 我们继续倾向于认为，受经济复苏和对赤字的担忧推动，2 年期和 10 年期美国国债收益率曲线在 2020 期间会逐渐走陡。

新元名义有效汇率



在 2020 年 3 月 30 日发布的消息中，新加坡金管局将新元名义有效汇率政策区间的每年升值率设置为 0%，从而放松货币政策。金管局还下调了政策区间的中心点，并同时维持区间宽度不变。自那时起，国内高频经济数据持续疲软，在截至 2020 年 7 月为止的三个月期间制造业萎缩 7.7%，而 2020 年前七个月出口总量下滑 7.8%。尽管如此，新加坡当局对新冠疫情的应对将会受到财政政策措施的支持。因此，我们认为就目前而言当局不会进一步放松货币政策，特别是如果当局的新冠疫情防控工作被证明有效防止再次爆发的情况下尤为如此。我们的预期是金管局会在 2020 年 10 月份保持货币政策不变，这意味着将今年 4 月份确定的升值率区间和中心点维持不变。

金管局在今年 3 月底调低新元名义有效汇率政策区间的中心点之后，新元名义有效汇率维持在市场预计的政策区间中点下方略微偏负的水平。这跟新加坡国内疲弱的经济前景一致，其中当局在 8 月份提出 2020 年全年经济增速在 -7.0%~-5.0% 区间。自从第二季度开始以来，我们注意到新元与人民币之间具有统计学意义的正相关关系。因此，我们认为，考虑到人民币在未来预计会升值，新元/美元仍有升值空间。我们将美元/新元汇率预测更新为 2020 年第四季度 1.35，2021 年第一季度为 1.34，2021 年第二季度和第三季度为 1.33。

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



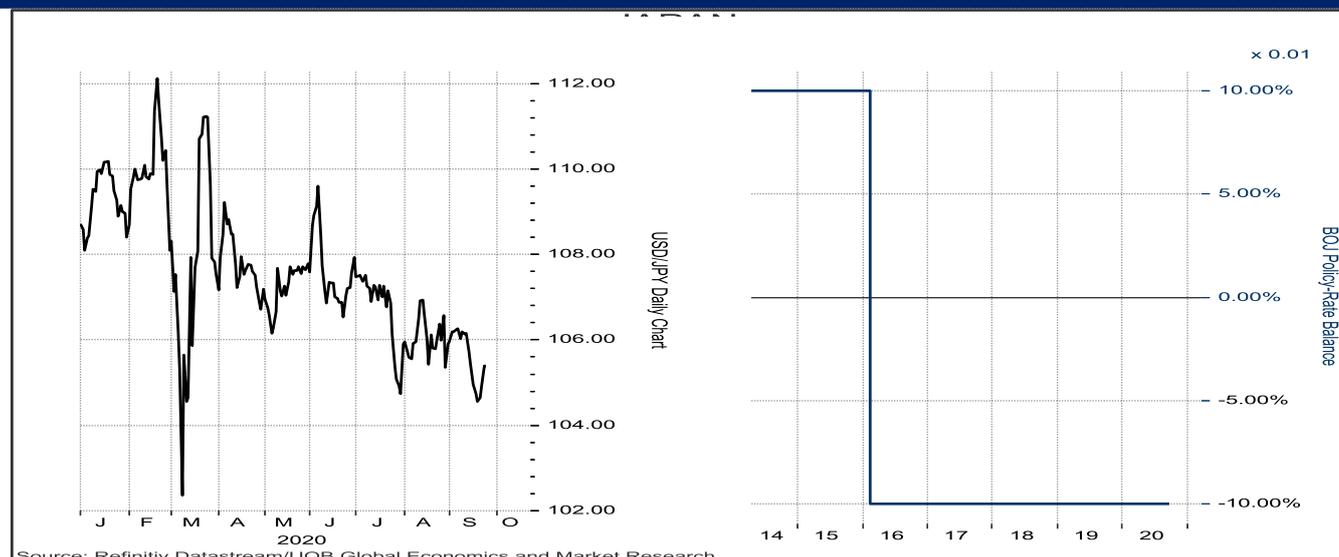
- 我们预计 3 个月期 SOR 以及 SIBOR 到 2020 年第四季度末会分别在 0.25% 和 0.35%。
- 国内流动性并不紧张，市场人士对新元的预期为中性。
- 美元利率在较长时间维持较低水平决定了新元利率的走势会与之相似。

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 年第四季度末会在 1.15%。
- 收益率走向仍然与美国国债收益率相关。如果对美国财政赤字的担忧驱动美国国债收益率走高，那么新加坡政府债券可能会跑赢美国国债。
- 我们倾向于认为新加坡政府债券收益率曲线陡峭化，但避险情绪可能会导致曲线大幅平坦化。

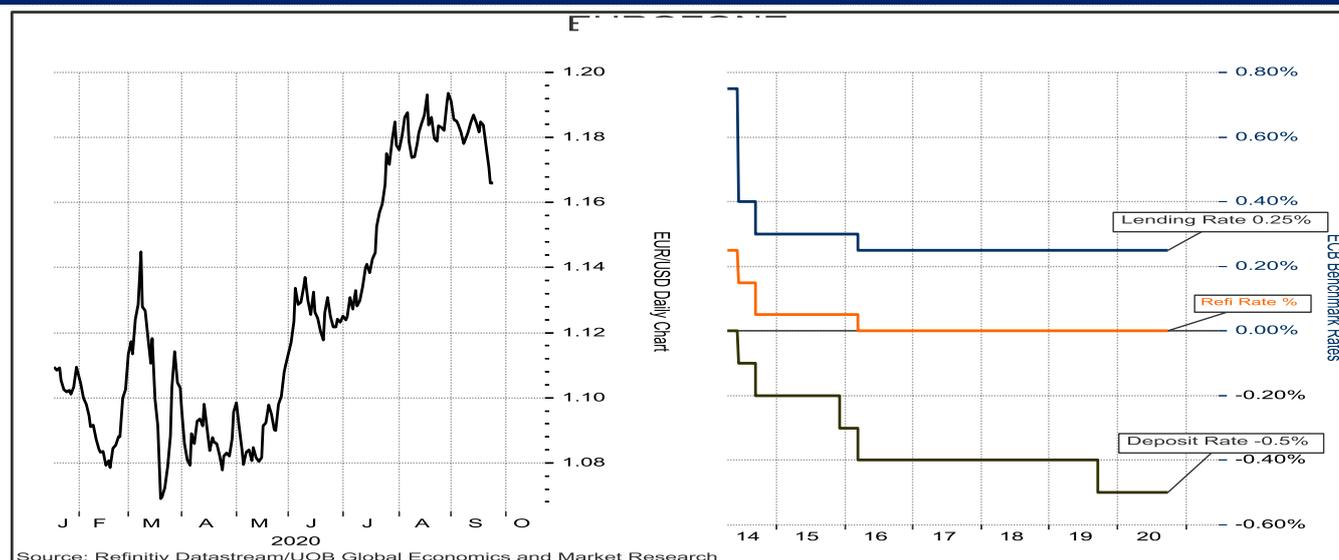
日本



在宣誓就职成为新任首相后，菅义伟在 9 月 16 日表示对日本央行行长黑田东彦的支持，并承诺延续安倍晋三时期的政策，包括激进的财政和货币政策。那么，在菅义伟治下政策将维持延续性，货币政策也可能会在黑田行长治下得以延续，目前预计黑田会在现任政府支持下继续留任至 2023 年 4 月份为止。因此，由于日本央行继续致力于使通胀率回到 2%（目前仍接近 0%）和采取必要措施对抗新冠疫情对企业 and 家庭造成的负面影响，因此央行的货币政策预计会维持不变。

我们仍预计日本央行会采取更多行动和进一步加强货币宽松立场，日本央行很可能会通过增加日本政府债券购买规模，加大对大型企业和中小企业的信贷投放来实现这一点，而企业债购买计划可能也会加强力度。我们不再认为日本央行会进一步下调政策利率进入负区间。

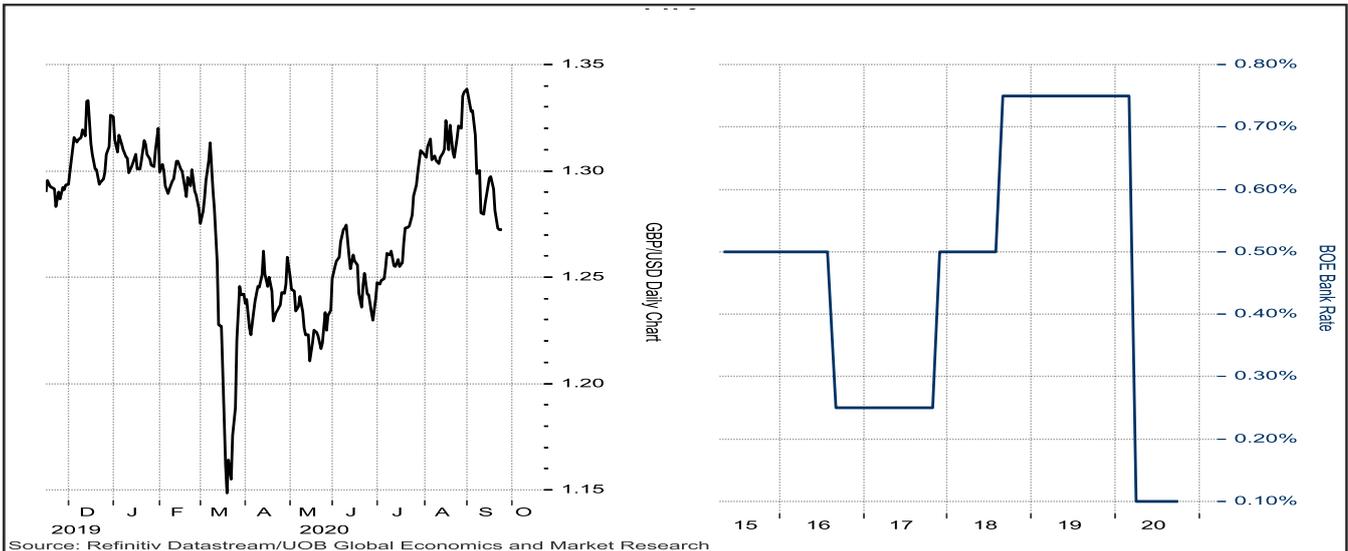
欧元区



欧央行仍然是“不惜一切代价”的主要支持者。因此，由于最新的通胀数据远低于欧央行的 2% 价格稳定目标，欧央行在今年年底前进一步放松货币政策的希望仍然较高。但财政政策也日益被视为是推动经济增长的途径。欧央行行长克里斯蒂娜·拉加德继续呼吁欧元区团结和呼吁那些有财政空间的欧盟成员国实施凯恩斯主义扩张性财政政策。

欧元/美元汇率从 7 月份的 1.13 几乎直线上升至 9 月 21 日的 1.19，这是跟期货净多头持仓相匹配的，净多头持仓自从 1999 年有记录以来升至最高点。欧元的强劲需求部分是因为管理大笔资金的管理人从美元计价的资产组合中分散资金。在 9 月份最新的政策会议上，欧央行承诺“谨慎评估……汇率变化形势”。然而，直到有更明确的证据表明欧元强劲导致通胀预期持续降低为止，欧央行在近期不可能会有所回应。就目前而言，虽然期货净多头仓位看起来已经过大并且可能受到欧元回撤打击，我们预计欧元/美元汇率上行趋势会维持。我们将欧元/美元汇率预测更新为 2020 年第四季度 1.18，2021 年第一季度为 1.19，2021 年第二季度和第三季度为 1.20。

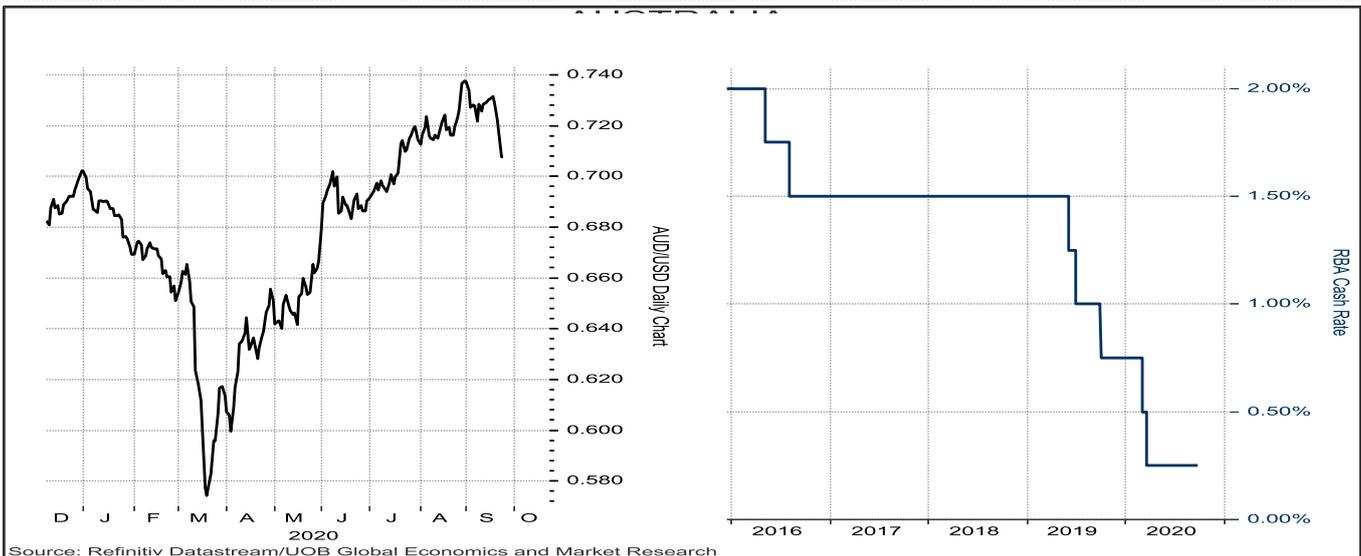
英国



英格兰银行在今年 10 月份越来越可能采取行动（我们预计英国央行会将债券购买计划的规模再次增加 1000 亿英镑），我们将密切关注英格兰央行是否会就接下来最可能使用哪个政策工具给出进一步提示。虽然近几周的信息表明量化宽松仍然是该国央行的首选工具，但在接下来的几个月不能排除负利率，特别是在英国和欧盟之间的谈判失败之后。

自从今年初以来，由于在 2020 年底脱欧过渡期结束前英国在脱欧贸易协定的谈判方面进展匮乏，我们对英镑保持谨慎观点。然而，在 9 月份的时候英国与欧盟之间的谈判变得紧张起来，空头重新开始做空英镑。在 9 月 14 日至 18 日的一个星期，英镑/美元汇率从 1.33 急挫至 1.28。鉴于今年底硬脱欧的可能性上升，我们目前预计英镑/美元汇率会在今年第四季度末维持在 1.25 的低位（之前预计在 1.32）。此后，受到美元对其他货币普遍走弱的抵消，英镑/美元汇率会有略微的反弹，汇率预测分别为 2021 年第一季度 1.27，第二季度和第三季度为 1.29。

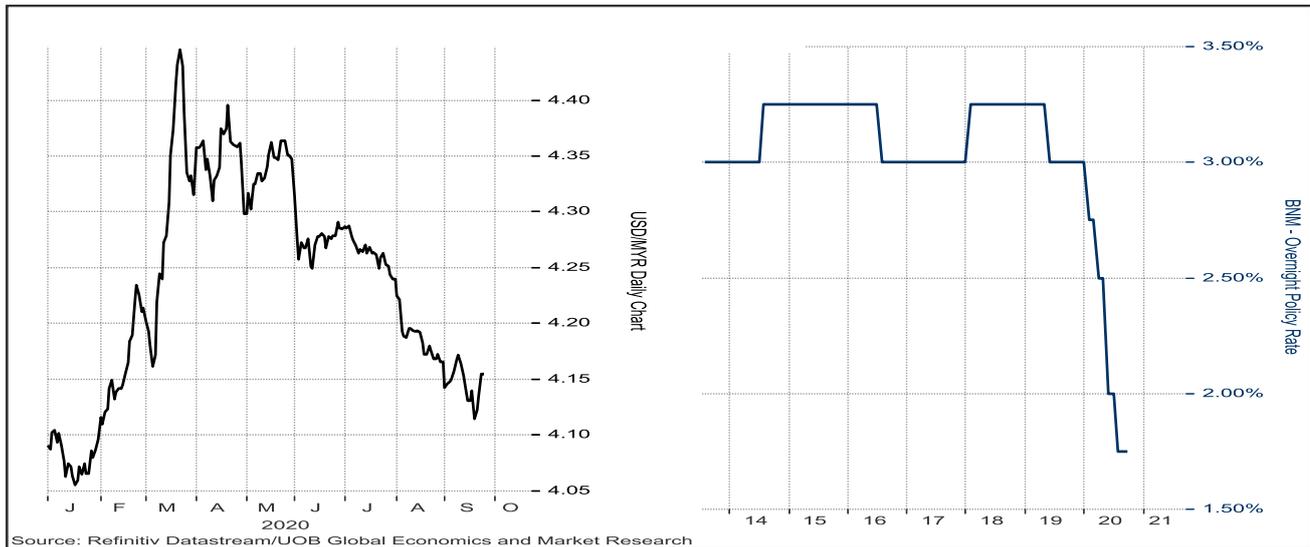
澳大利亚



官方现金利率（OCR）已下降 25 个基点，且 3 年期政府债券收益率曲线控制目标也相应下调 25 个基点，因此，如果澳洲储备银行采取任何进一步行动，将导致其不得不进入非传统领域。然而，澳洲储备银行行长 Philip Lowe 仍然对负利率不感兴趣，因为这会影响金融系统的盈利能力和效率。我们的基本观点是该国央行不会进入负利率区间，但我们猜测澳洲储备银行会适当考虑这一点。我们认为该国央行的主要措施仍然会是财政政策。在这方面，澳洲当局在 10 月 6 日的联邦预算案中提出强劲刺激措施的预期较高。

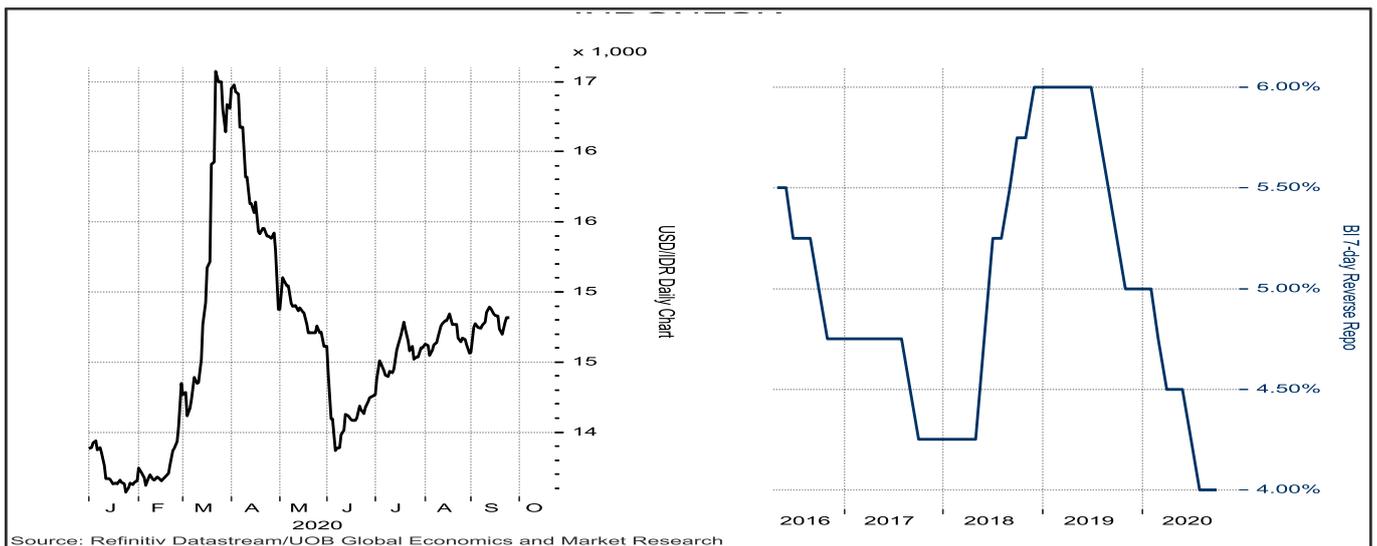
受益于外部利好因素，例如全球风险偏好强劲以及中国稳健的经济复苏推动了对澳洲商品出口的需求，澳元/美元汇率轻易地升至 0.70 上方。因此，澳元/美元汇率在 8 月份的时候已连续升值 5 个月，是自从 2014 年以来持续时间最长的连续升值。虽然维多利亚州在今年 7 月份发生第二波疫情并随之引发为期四周的封锁，但澳元/美元汇率自今年 3 月份以来的 V 型反弹仍在继续。排除全球风险情绪遭遇重大挫折的前提下，我们仍预计澳元/美元汇率走高。我们将澳元/美元汇率预测更新为 2020 年第四季度 0.72，2021 年第一季度为 0.73，2021 年第二季度和第三季度为 0.74。

马来西亚



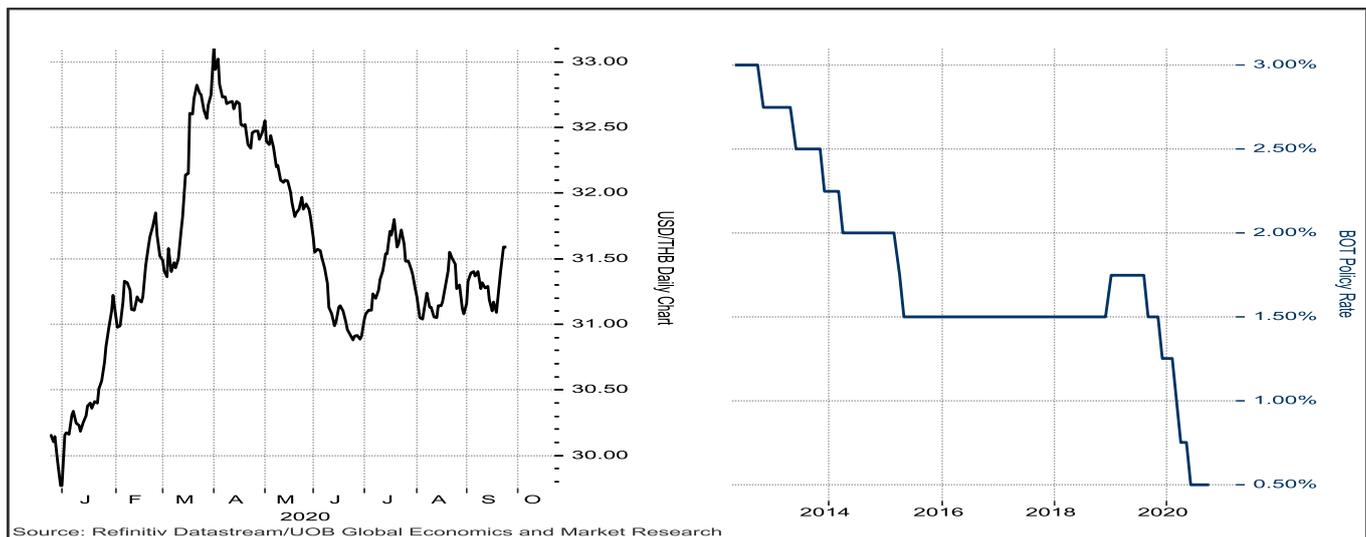
马来西亚央行继今年 1 月份以来连续四次政策会议累计降息 125 个基点后，在今年 9 月份将隔夜政策利率（OPR）维持在 1.75% 不变。该国央行在 9 月份的货币政策声明中看起来更为乐观，在政策声明中强调全球经济继续向好，而马来西亚国内经济活动从今年 4 月份的谷底反弹。该国央行补充称当前的货币政策立场是适度 and 宽松的，并准备在必要时动用手中的政策杠杆来支撑经济复苏。我们认为这反映出当局采取更为中性的货币政策立场，意味着在这个时点不会继续降息。排除未来出现任何意外的前提下，我们预计该国隔夜政策利率会维持在 1.75% 不变至 2021 年中。经济复苏迹象以及央行发出的关于暂停降息的信号对马来西亚林吉特而言是利好因素。主要关注点在于马来西亚当局在即将到来的预算公告中对 2021 年财政立场，赤字和公共债务预测的表述。我们预计在接下来几个季度，随着布伦特原油稳定于 40 美元/桶上方，马来西亚林吉特会继续略微升值。我们对美元/马来西亚林吉特的汇率预测分别为 2020 年第四季度 4.12，2021 年第一季度为 4.08，2021 年第二季度和第三季度为 4.05。

印度尼西亚



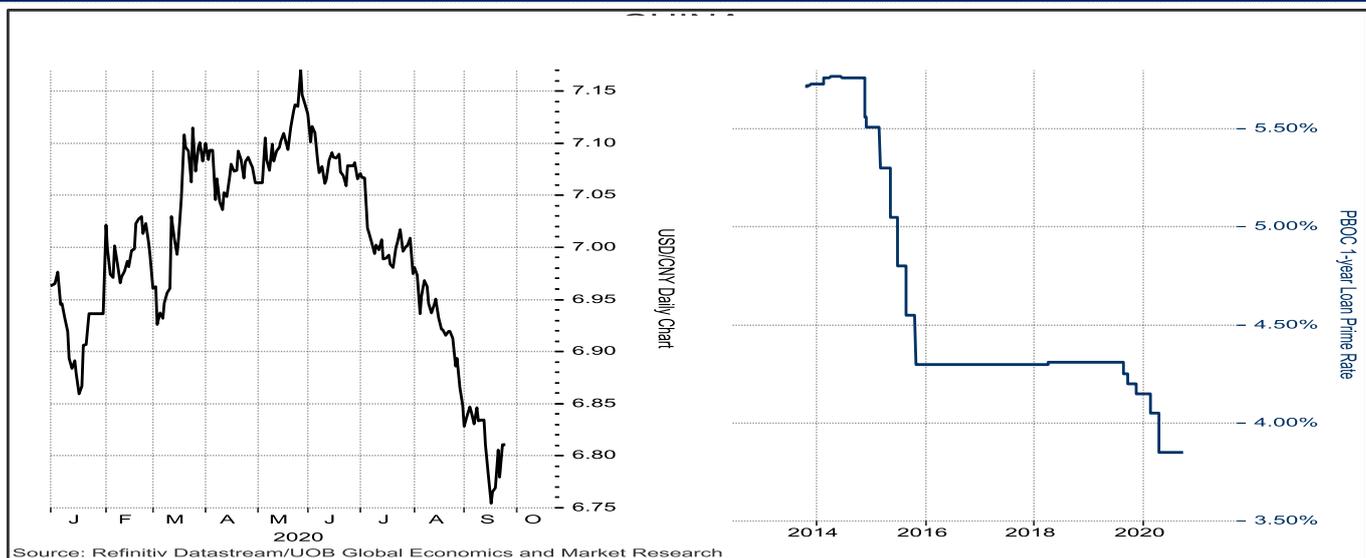
印度尼西亚央行在今年为了应对疫情已四次下调基准利率累计 100 个基点，将 7 天逆回购利率下调至 4.00% 的历史最低点。在 9 月份举行的货币政策会议期间，印度尼西亚央行按兵不动，选择为印尼盾提供支持。由于人们对印度尼西亚当局 2021 年预算的担忧情绪上升，第二轮债务货币化以及第二次大规模社区隔离（即 PSBB），印尼盾成为亚洲地区表现最差的货币。由于通胀压力低（远低于印度尼西亚央行设定的通胀目标区间下限）以及 2020 年第三季度 GDP 预计会萎缩，印度尼西亚央行可能会在今年第四季度提供额外的货币刺激措施对财政措施进行补充。印度尼西亚央行认为印尼盾仍然“被低估”，因此货币稳定将会是进一步货币宽松的另一个主要考虑因素。我们维持对印度尼西亚央行在今年第四季度再次下调 7 天逆回购利率 25 个基点的预测。尽管如此，印尼盾的贬值压力指标在目前仍然较低，即信用违约掉期和无本金交割远期外汇交易（NDF）点数更接近多年低位。总体而言，我们预计印尼盾在下一个季度会保持疲软并在之后反弹。我们将美元/印尼盾汇率预测更新为 2020 年第四季度在 14,900，2021 年第一季度在 14,800，第二季度在 14,700，第三季度在 14,500。

泰国



泰国的基准利率已处于历史低位，政策空间变得越来越有限。鉴于泰国国内经济前景改善，未来消费价格可能上行，泰国央行在下一年可能会变得更加不愿意进一步降息。如果未来需要更多的刺激措施，财政措施预计会起到更多的作用。因此，我们目前预计泰国央行会在 2020 年剩余时间内将基准利率维持在 0.50% 水平不变。从技术分析图来看，虽然美元普遍走弱，但美元/泰铢汇率在 31 点位有强劲的支持。由于泰国国内经济困难，我们预计泰铢至少在接下来两个季度会走弱，之后企稳。我们将美元/泰铢汇率预测更新为 2020 年第四季度 31.00，2021 年第一季度为 31.30，第二季度和第三季度为 31.50。

中国



中国人民银行自今年早些时候下调 LPR 利率 30 个基点后，从 5 月份起一直维持 LPR 不变。随着中国经济复苏加快，央行进一步放松货币政策的压力已经大幅降低，这使得中国央行能够专注于缓解未来金融风险。由于当局加大金融支持力度，今年的信贷增长大幅加快。随着经济恢复，接下来几年会有较高的金融失衡风险，从而将央行的注意力转向去杠杆。Shibor 利率上扬也给银行进一步下调 LPR 利率带来挑战。因此，我们预计中国央行会继续维持利率不变至 2021 年。

虽然中美关系日益紧张，中国强于预期的经济增长势头以及稳定的货币政策立场是人民币/美元升值的主要驱动因素。预计中国经济增长复苏会延续至 2021 年，我们认为人民币此后会有进一步升值空间。此外，中国央行最近几天没有明示或暗示人民币汇率近期升至 6.79 是过度升值，因此，我们将美元/人民币汇率预测更新为 2020 年第四季度 6.70，2021 年第一季度为 6.65，第二季度和第三季度为 6.60。

外汇、利率和商品展望

外汇	2020年9月24日	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测
美元兑日元	106	104	103	102	102
欧元兑美元	1.17	1.18	1.19	1.20	1.20
英镑兑美元	1.28	1.25	1.27	1.29	1.29
澳元兑美元	0.71	0.72	0.73	0.74	0.74
纽元兑美元	0.65	0.67	0.68	0.69	0.69
美元指数	94.4	93.4	92.5	91.7	91.6
美元兑人民币	6.83	6.70	6.65	6.60	6.60
美元兑港元	7.75	7.75	7.78	7.80	7.80
美元兑新台币	29.21	28.80	28.50	28.30	28.30
美元兑韩元	1,170	1,160	1,150	1,140	1,140
美元兑菲律宾比索	48.49	48.20	47.90	47.50	47.50
美元兑马来西亚林吉特	4.17	4.12	4.08	4.05	4.05
美元兑印尼盾	14,890	14,900	14,800	14,700	14,500
美元兑泰铢	31.55	31.00	31.30	31.50	31.50
美元兑缅甸元	1,325	1,325	1,310	1,300	1,300
美元兑越南盾	23,175	23,000	22,800	22,600	22,600
美元兑印度卢比	73.90	74.00	74.50	75.00	75.50
美元兑新加坡元	1.38	1.35	1.34	1.33	1.33
欧元兑新加坡元	1.60	1.59	1.59	1.60	1.60
英镑兑新加坡元	1.75	1.69	1.70	1.72	1.72
澳元兑新加坡元	0.97	0.97	0.98	0.98	0.98
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.03	3.05	3.04	3.05	3.05
新加坡元兑人民币	4.96	4.96	4.96	4.96	4.96
日元兑新加坡元 x100	1.30	1.30	1.30	1.30	1.30

利率	2020年9月24日	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测
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	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
10年期美国国债收益率	0.67	1.05	1.05	1.05	1.20
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年期基准贷款利率	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
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	1.13	1.13	1.13	1.13
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	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25
新加坡元3个月SIBOR（银行同业拆借利率）	0.41	0.35	0.35	0.35	0.35
新加坡元3个月SOR（新加坡元掉期利率）	0.18	0.25	0.25	0.25	0.25
新加坡元10年期SGS（新加坡政府债券收益率）	0.83	1.15	1.15	1.15	1.30
马来西亚林吉特隔夜政策利率	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
印尼盾7天逆回购利率	4.00	3.75	3.50	3.50	3.50
泰铢1天回购利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
越南盾再融资利率	4.50	4.00	4.00	4.00	4.00
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	6.00	6.00	6.00	6.00

商品	2020年9月24日	2020年第四季度预测	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测
黄金（美元/盎司）	1,867	2,000	2,100	2,200	2,200
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）	6,524	6,500	6,500	6,500	6,500

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