



2021年第一季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

在经历极为艰难和相当“难以忘怀”的2020年之后，由于新冠疫苗研发进展乐观，投资者开始期待更有希望的2021年并终于看到睽违已久的一线曙光。根据我们的保守型基本观点（有60%概率发生），新冠疫情会在2021年第四季度得到控制，社交隔离措施在2021年下半年逐渐取消。在这种情况下，全球经济将恢复5.2%的增速，但不同经济体和行业之间增速存在差异。

固定收益

在目前这个时点，我们建议投资高收益债券、新兴市场国家债券以及亚洲投资级债券。由于主权债券收益率在2021年第一季度在维持低于1.2%的同时可能会逐渐走高，我们对久期风险采取谨慎态度。随着美国经济复苏加快，美元实际利率可能会走高，美元的通胀盈亏平衡点可能会受到美联储平均通胀目标机制的支撑。

资产配置

市场将会受到新冠疫苗推广使用、强劲经济增长以及低利率环境的联合推动。我们认为2021年有若干具有吸引力的投资主题，建议增持世界各地的股票和债券等风险资产。我们认为就固定收益资产而言，企业债的前景更具有吸引力而政府债券则随着债券收益率逐渐走高会面临某些利空。我们对商品整体持中性观点，建议减持现金类资产。

商品

我们对黄金保持乐观，但黄金涨势已不再气势如虹。因此，我们将黄金的点位预测从之前预计2021年第二季度为2,200美元/盎司调整为2021年第四季度为2,000美元/盎司。伦敦铜价格已充分地反映了经济再通胀的影响，因此目前可能会在7,000美元/吨上方盘整。欧佩克+组织协议开始增产，这会限制布伦特原油的强势上行空间。我们认为布伦特原油在2021年下半年会略微走高至55美元/桶。

股票

我们已将股票这个资产大类整体从中性上调为增持观点。具体而言，我们将美股从减持上调为中性，这是因为预计到美股中先前受疫情影响最严重的行业转而将会相对较好的表现。与此同时，我们继续维持对亚洲新兴市场国家和日本股市的增持观点。

外汇和利率

在外汇方面，我们预计美元会跟着全球再通胀交易的浪潮对大多数G10国家货币进一步下跌，美元指数(DXY)目标看向90。亚洲方面，强势的人民币继续巩固其对其他大多数亚洲国家外汇的涨幅。在利率方面，虽然货币市场隐含的远期利率预期在某种程度上是受到近期疫苗消息的支撑，但近期没有货币政策收紧的风险。因此，短期利率可能会维持接近零的水平。此外，2021年全球经济再通胀将会支持收益率曲线走峭。

全球宏观形势

“新冠疫苗引爆的全球再通胀”

“几乎所有的疫苗均有效且有效率极高……我乐观地认为到2月份时很可能所有疫苗都被证明非常有效和安全”。比尔盖茨在2020年11月底的一次电视访谈中被问到新冠疫苗有效性时如是说。

在经历极为艰难且相当“难以忘怀”的2020年后，投资者开始期待更有希望的2021年并终于看到睽违已久的一线曙光。11月份爆出一系列关于新冠疫苗研发进展的消息激起了投资者的希望，全球卫生以及全球经济在2021年将会有更多值得期待的地方。具体而言，当11月9日新冠疫苗进展消息首次传出的时候，启动了一轮“疫苗引爆的再通胀交易”，风险资产被抢购一空，使得MSCI全球指数（ACWI）仅仅在11月份就大涨了12%。

根据医药研发方面的最新消息，目前有许多潜在的新冠疫苗研发进展已远远超出临床前试验阶段，其中，约有20种顶尖新冠疫苗竞相通过三个重要的临床试验阶段，即小规模群体的一期试验，较大规模的二期试验以及大规模的三期有效性和安全性试验。11月份的最新头条新闻集中在少数处于三期临床试验阶段的顶尖疫苗的可喜成果，其中有大约5种疫苗已取得了监管机构的有限使用授权。

的确，著名的医疗慈善家兼亿万富翁比尔盖茨对新冠疫苗的有效性表达了乐观看法。然而，盖茨也提到“下一个难题”是，一旦疫苗面世，我们要如何公平地向急需的人群和国家分配疫苗。他具体提到，疫苗的供应“不应该只是富裕国家之间竞相出价的争夺战”。

比尔盖茨说得对，虽然2021年有许多值得乐观的地方，但就新冠疫苗的有效使用、分发和最终成功方面而言还存在很大的不确定性。是否有足够疫苗来满足全世界人口的需求？各国之间如何协调全球疫苗接种工作从而确保全世界在几乎相同的时间实现群体免疫？疫苗在发达市场国家和新兴市场国家之间是否能实现相同的可及性？疫苗是否能够及时面世从而帮助加强今年下半年出现的全球复苏的苗头？疫苗接种后要多久全球人员流动才能恢复正常？如此这般的问题还有很多很多，一切都存在变数和不确定性。

关于全球经济，我们设想在疫苗进展以及新冠疫情控制速度方面会出现三个大概的情况，这些情况对世界宏观经济前景和主要的全球经济区（例如美国、欧元区和中国）具有不同的影响，这些影响将转化为外汇、利率和商品方面的不同前景。

根据我们的保守型基本观点（我们认为有60%概率发生），疫苗会在2021年上半年获得审批和有效推广使用，社交隔离措施在2021年下半年内逐渐减少，新冠疫情最终在2021年第四季度得到控制。全球经济逐渐重回增长轨道，虽然不同行业之间复苏程度并不均衡。具体而言，在2021年，世界经济增速预计将从2020年的同比增长-4.4%恢复到5.2%。因此，美元当前逐渐走弱的趋势并不会发生变化。与此同时，市场对再通胀的预期将有助于收益率曲线逐步走峭。

根据我们认为的“盖茨式”乐观情景，在2021年初有25%概率看到多种疫苗得到更快推广使用并伴随着大规模接种。这跟比尔盖茨对2021年2月疫苗推广使用时间点的乐观估计相似，意味着到2021年中新冠疫情会得到控制，从而使得2021年全球经济实现更为乐观的6.5%同比增长。这是一种更为积极的结果，使得风险追逐的交易环境进一步加强，从而推动商品相关外汇和亚洲地区外汇进一步对美元走强。随着政策利率正常化的预期升高和提前，收益率曲线将会被市场重新定价并大幅走高。

根据我们认为的悲观型“僵尸”情景（这种情况发生的概率最低，为15%），疫苗审批将进展延迟，人们担忧疫苗安全性和有效性而不愿接种。不幸的是，在这种情况下，新冠疫情直到2021年底为止也不会得到控制，这会导致2.5%的低水平全球年同比增速，供应链中断，资产减值和金融市场的压力将会持续。资金转入优质股将会促使美元普遍走强，随着再通胀的火苗熄灭，收益率曲线将再次平坦化。

具体而言，就我们所认为的基本情景内部而言，有以下值得注意的若干情况，这些情况在整个2021年会逐渐发生：

全球经济前景：中国和亚洲在全球再通胀浪潮中领先欧美




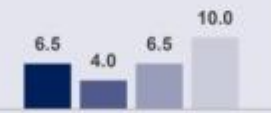
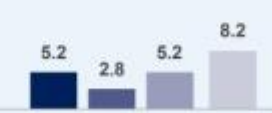

首先，就全球经济前景而言，中国和亚洲地区由于经济复苏路线明确且具有一贯性，显然是最稳妥的投资标的。中国在新冠疫情控制方面比欧美表现要好得多。中国经济不仅是世界上唯一在2020年录得正增长的主要经济体，且其经济复苏预计会在2021年进一步加强，预计在明年实现8.2%的超趋势年同比增长。中国的长期规划是在未来15年使名义GDP翻倍，这意味着中国GDP在未来15年需要每年达到4.5%的年均增速。值得注意的是，在上文所述的全部三种情景中，中国都是经济增长前景表现最好的，预计中国经济的表现将好于美国和欧元区。

另一方面，在美国政府向候任总统拜登艰难过渡的过程中，美国经济仍然被脱缰野马般的新冠疫情所挟持。美国在财政刺激方面迟滞不前也有可能使今年第四季度的经济萎靡延续至明年第一季度。欧元区方面，由于疲软的经济受到为应对新冠疫情而推出的财政刺激引起的财政负债大幅上升所拖累而萎靡不振，欧元区主要经济体在通缩中泥足深陷，表现比美国好不了多少。由于德国总理安格拉·默克尔即将退休，2021年欧元区在政治方面也会有更多不确定性。在整个欧元区面临高度经济压力的时期，失去默克尔稳定和被低估的领导力将使欧元区雪上加霜。

2021年新冠 疫情形势



“2020年第四季度-2021年第一季度新冠疫情缓和”——除非实施更严格的限制和社交隔离措施，否则新冠感染人数暴增将难以控制。入院人数上升但医疗系尚未被挤兑崩溃。没有全国性封锁措施但是服务相关行业深受疫情影响。由于线上经济活动繁荣，制造业保持运转。

	乐观型 “盖茨式”情景	保守型 基本情景	悲观型 “僵尸”情景
发生概率	 25%	 60%	 15%
疫苗审批和推广使用的有效性	在2020年底或2021年初有多种疫苗显示出效果并获得批准，疫苗得到迅速和有效的推广使用。疫苗首先在发达经济体推广使用，然后在发展中国家推广使用。人们普遍愿意接种疫苗。大多数社交隔离措施到2021年中结束。	在2021年下半年内部分疫苗显示出有效并得到批准。2021年上半年疫苗在发达经济体得到较有效的推广使用，但是在发展中经济体则延迟到2021年下半年才获得供应。有相当的人群愿意接种疫苗。大多数社交隔离措施在2021年下半年逐渐结束。	出于安全担忧，监管当局延迟批准疫苗使用。有效的且经批准的疫苗只有到2021年下半年才面世。人们普遍担忧疫苗安全性，导致疫苗推广使用前期接种意愿较低。间歇性的封锁和社交隔离措施将持续至2022年。
新冠疫情控制时间点	2021年年中	2021年第四季度	2022年下半年
2021年经济增速 (%)	<p>经济增长比之前的预测更为乐观，先前受疫情严重影响的服务业（例如旅游相关行业，餐饮，出行相关行业以及娱乐业）实现大幅回升。</p> 	<p>重回经济增长但是回升力度较弱。不同的经济体之间复苏程度不均衡和存在差异，在经济体内部不同行业之间也存在差异（例如制造业、电子商务和面对面服务行业之间的差异）</p> 	<p>全年经济增速低于预期水平，部分供应链中断和需求遭到破坏，金融环境间歇性存在压力。</p> 
利率前景	较长期限的债券收益率上升，市场出现普遍的乐观情绪。政策利率正常化的预期将上升，但2021年加息的可能性仍非常低。收益率曲线可能会大幅上行。	市场对再通胀的希望会缓解收益率的下行趋势。政策利率正常化的预期会在2-3年的时间范围内变动。收益率曲线逐渐走峭，但因受全球各国经济复苏不均衡影响，收益率曲线的走峭过程可能会经历曲折。	经济再通胀论调销声匿迹，取而代之的是激进和先发制人的财政和货币政策响应。加大的QE力度以及收益率曲线控制将使较长期限债券收益率走低以及收益率曲线平坦化。
外汇前景	由于证券投资资金的流入，亚洲新兴市场国家的货币对美元强劲升值。商品相关的外汇例如澳元将会受益于强劲的风险偏好的商品的上扬。	我们维持美元逐渐走弱的观点，大多数G-10国家和亚洲国家货币对美元适度升值。	资金转入优质股促使美元普遍升值，尤其是对那些依赖外资流入的亚洲新兴市场国家的货币升值。

资料来源：国际货币基金组织、大华银行全球经济与市场研究部

资产配置

在经历困难重重的 2020 年后，我们预计 2021 年会是宏观经济复苏年。美国总统大选的收尾消除了许多关于未来政策的不确定性，疫苗效果良好的消息也为 2021 年营造了乐观的投资环境。2020 年全球市场是被复苏的希望所驱动，而在 2021 年市场将会被全球同步增长所驱动。

我们预计市场会忽略与今年第四季度爆发的新一轮疫情中高企的新冠感染人数相关风险，并期待 2021 年前景向好。即使新一轮疫情超过了之前高峰期的病例数，但市场似乎对下列情况有信心：1) 封锁之后的经济反弹可能会是急剧的，2) 疫苗的出现意味着 2021 年疫情终将得到解决。虽然目前这一波疫情比之前都要严重，但大多数人认为与之前几轮相比，目前的封锁措施似乎仅仅是部分封锁，人员流动指数显示，目前的人员流动减慢只有之前的大约四分之一。因此，我们预计这一轮封锁的经济影响会较小，经济反弹将会更为迅速。

市场将会被疫苗推广使用、强劲的经济增长以及低利率环境所驱动。

我们预计股票和信用债等风险资产将会受到多重因素提振。随着新冠疫情得到控制，新冠疫苗推广使用的消息有可能会稳定提升市场信心。较高风险人群的临床实验成功意味着，由于高风险群体能够先行接种疫苗并因此快速降低病例死亡率，疫苗的推广使用将能够产生更为迅速的影响。由于 2020 年的基数低，2021 年的经济增长水平应该会是多年的高位，与持续的强劲经济增长相关的消息应该能为市场带来支撑。最后，我们预

计各国央行会在 2021 年全年及之后维持低利率。低利率环境将会继续支持“追求收益率”的投资需求，而这会有助于提高风险资产的估值。我们认为市场会从“寄望于经济复苏的交易模式”转换为由盈利和经济实际增长所驱动的模式。

我们认为 2021 年有若干吸引人的投资主题。首先，我们建议**增持全球股票和信用债等风险资产**。在股票方面，我们预计 2020 年表现落后的股票会在 2021 年反弹，预计在 2021 年亚洲地区无论是在经济增长和市场表现方面都会好于其他地区。亚洲股市、固定收益和外汇前景全部强于其他主要地区。我们认为固定收益资产方面，企业债的前景吸引人，而政府债券随着债券收益率逐步上升将会面临某些利空。我们对**商品板块前景整体持中性观点，并认为到某些商品将从 2021 年的经济复苏中受益。我们建议减持现金类资产**。

风险仍高企。虽然我们对股市和债市的前景感到乐观，但仍需提醒 2021 年股市和债市前景显示出波动的可能性很高。全球宏观经济环境仍存在许多结构性不平衡，仍有能够引发波动的风险。我们注意到，世界各国政府的债务水平已经在疫情期间上升，疫苗面向全世界推广使用在逻辑上仍存在困难，全球地缘政治形势仍错综复杂。

2021 年第一季度全球资产配置

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

股票

虽然 2020 年底全球新冠疫情感染人数暴增，但我们仍认为近期出炉的经济数据显示出复苏迹象。此外，美国总统大选的不确定性消散，新冠疫苗近期进展良好也佐证了我们对股市的积极观点。

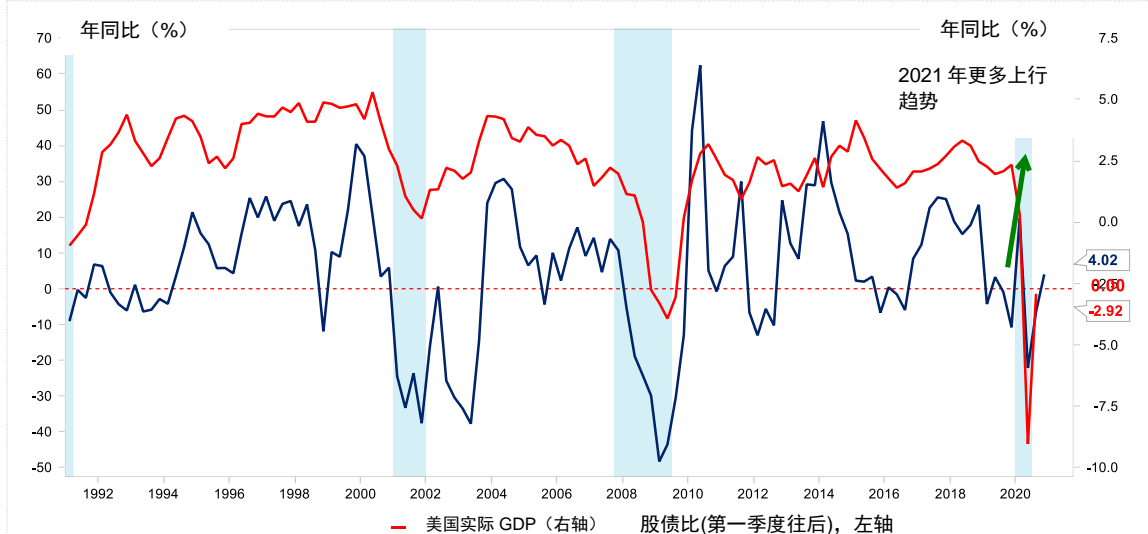
为此，**我们已经将股票大类资产从中性上调为增持观点**。具体而言，我们将美股从减持上调为中性，这是因为我们预计美股中之前受疫情负面影响最大的行业转而会有相对较好的表现。这些行业包括金融、工业、原材料和能源等周期性行业。

因此，这一市场广度的改善将继续支撑总体股指和股票/债券比，并且也是经济增长的领先指标。科技等行业的成长型股票（防御疫情对经济影响的防御型股票）的估值已经相对较高，因此在未来相对而言可能表现不如其他行业股票。

尽管如此，我们并非建议投资者完全避开科技行业。虽然在 2020 年底爆出新冠疫苗消息后全球科技股遭遇了抛售，我们认为这是正常的市场修正。事实上，随着远程办公成为新常态，受到数字工具和解决方案的需求所推动，投资者对科技行业的兴趣已经增加。我们认为投资者对科技股的兴趣将会持续。此外，由于科技行业也属于周期性行业，科技股会吸引长期投资，并且，当科技股股价充分反映预期中的全球经济复苏带来的强劲增长后将可能会有更佳的表现。

与此同时，**我们继续维持对新兴亚洲国家和日本股市的增持观点**。投资者也应考虑将部分资产从北亚转移到东南亚股市，后者因为疫情影响，之前的表现落后于其他地区股市。

股债比预测（实体经济）



资料来源：Macrobond、大华银行私人银行部门

商品

疫苗消息集中爆发，黄金涨势偃旗息鼓，铜和布伦特原油迎头赶上。

2020 年最后一个季度，新冠疫苗研发进展良好的消息为商品板块注入了更多的波动。金价原本看似稳赢，但因为疫苗消息爆发而最后出现了令人沮丧的价格走势，反而遭遇了大量抛售。随着黄金的涨势偃旗息鼓，铜继续昂首前进，铜从年初迄今为止，其以美元计价的标准回报率已经跟黄金并驾齐驱。布伦特原油跟往常一样在商品板块整体的上涨潮中被甩在后面，但尽管如此还是在最后一刻有一轮奋力爆发，布伦特原油在 11 月从 42 美元/桶上涨至 48 美元/桶。“疫苗引爆的再通胀交易”是否会在 2021 年将商品拉向另一个高点呢？

黄金：ETF 基金流入反转，黄金涨势熄火

在中期，黄金的利好因素几无变化。具体而言，发达市场国家央行继续加大量化宽松力度，这对黄金是非常积极的驱动因素。尽管如此，我们需要认识到因为 EFT 基金赎回和央行的债券购买节奏减慢导致黄金近期价格疲软。总体而言，我们对黄金中期前景保持乐观。但考虑到价格走势经历的挫折，我们将黄金的点位预测下调，更新后的黄金点位预测分别为 2021 年第一季度为 1,850 美元/盎司，第二季度为 1,900 美元，第三季度为 1,950 美元，第四季度为 2,000 美元。

铜：中国补库存助铜价延续涨势

伦敦铜继续强势上涨超过 7,000 美元/吨至 7,700 美元/吨。主要利好因素包括中国补充库存以及全球铜库存持续下降。如果全球经济再通胀能够持续下去，那么铜将会再次受益。总体而言，虽然有充分理由支持铜在过去几个月的强势上涨，但我们重申以下观点，即铜价的涨势可能已领先于经济基本面的改善。我们更新对伦敦铜的预测，认为 2021 年第一季度和第二季度会在 7,000 美元/吨左右盘整，而后在第三季度和第四季度重回 7,500 美元/吨。

布伦特原油：欧佩克+达成妥协，油价强劲涨势受限

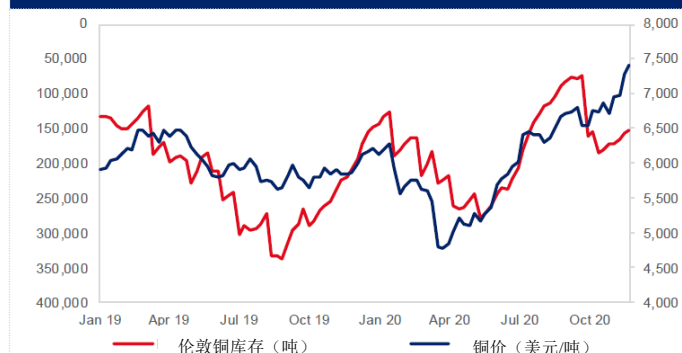
经历长达一周的艰难且令人沮丧的谈判后，欧佩克+组织终于达成妥协，决定从 2021 年 1 月起将增产控制控制在“刚好”500,000 桶每天。考虑到该组织之前的共识是进一步延长减产，因此这并非理想的结果。然而，如果明年全球经济继续再通胀，那么每天 500,000 吨的增产被认为是可控的，因此也并不是过度看跌。总体而言，欧佩克+达成的协议已经为明年开启了再次增产的大门。因此，我们认为布伦特原油从当前水平上行的空间有限，我们认为布伦特原油在 2021 年第一季度和第二季度会在 50 美元/桶，之后第三季度和第四季度会到 55 美元/桶。

黄金：ETF 基金遭遇赎回潮，黄金涨势戛然而止



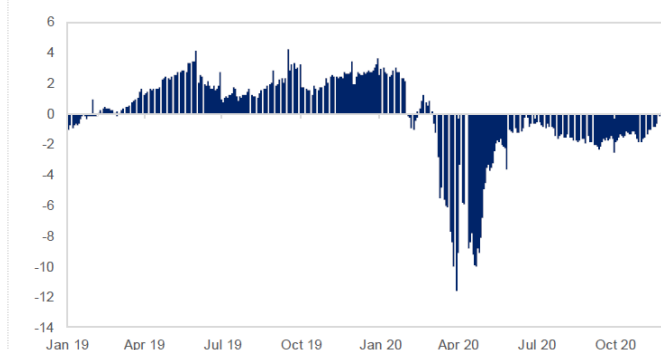
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：库存下降助推伦敦铜价格上涨。



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

原油：布伦特原油已恢复了几乎所有负的时间价差



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

随着全球经济持续复苏，全球固定收益市场的回报在今年第四季度表现积极。在主要地区方面，我们看到持续的制造业回升的迹象，PMI 指数也发出强劲的领先信号。零售销售额已经企稳并回到了疫情前水平，并且房地产交易以及住房市场也保持强劲增长。近期而言，由于新冠疫情形势不利，全球经济增速将放缓，这种增速放缓在欧洲是最明显的。展望未来，由于 2021 年夏季之前实现大规模接种免疫使得经济活动恢复，全球经济增长在下一年将再次提速。一旦疫情基本上消退，人们对高频接触型消费者服务的需求就会迅速回升至疫情前水平，这对交通运输、娱乐、出行、个人护理、休闲娱乐和饮食服务等周期性行业是良好的迹象。

美国在 10 月份公布了第三季度 GDP 数据，显示出年化季率同比增速达 33.1%。展望未来，美国劳动力市场将进一步向好。首先，临时失业人数已显著降低，从历史角度而言，这是经济迅速复苏的可靠迹象。其次，剩余的大部分疫情所造成的就业缺口是处于对疫情敏感的行业，而这些行业的大多数就业岗位在疫苗面世后应该会恢复。最后，与全球金融危机时期相比，目前劳动力需求恢复的速度是异乎寻常的快。劳动力市场向好以及薪资增长也会促进服务行业复苏。

在目前这个时点，相比主权债券，我们看好高收益债券、新兴市场国家债券和亚洲投资级债券。

我们建议增持高收益债券和新兴市场国家债券。最近的两个形势为美元高收益债券利差（以及违约率）的均值回归创造了条件，其一是新冠疫苗有效性的积极消息，其次是美国总统大选事件风险的及时解决（虽然还残留部分不确定性）。伴随着这些积极的宏观发展形势，高收益债券的违约率已经见顶。按截至目前的过去 12 个月数据来看，美元高收益债券违约率似乎已经在今年 8 月份的时候在 8.8% 见顶，而后在 10 月份的时候下降至 8.3%。展望未来，投资者持续“追求收益率”的现象叠加新冠疫苗在 2021 年夏季前推广使用的预期应该会进一步帮助压缩利差（并使得下一年债券违约率的年同比下降）。美元高收益债券的违约率应该会正常化，并在 2021 年第四季度下降至 4% 这个长期均值水平。

此外，我们建议增持新兴市场国家债券并继续看好部分较高 beta 板块的投资机会，但由于利差的总体水平已经被压缩，因此我们会采取有选择性的做法。我们倾向于那些从经济活动复苏受益的行业，例如非必需消费品、房地产和航空业。我们认

为东欧和中东地区具有系统重要性的银行/金融机构的债券（其收益率与主权债券收益率相比较为合理）也存在投资价值。

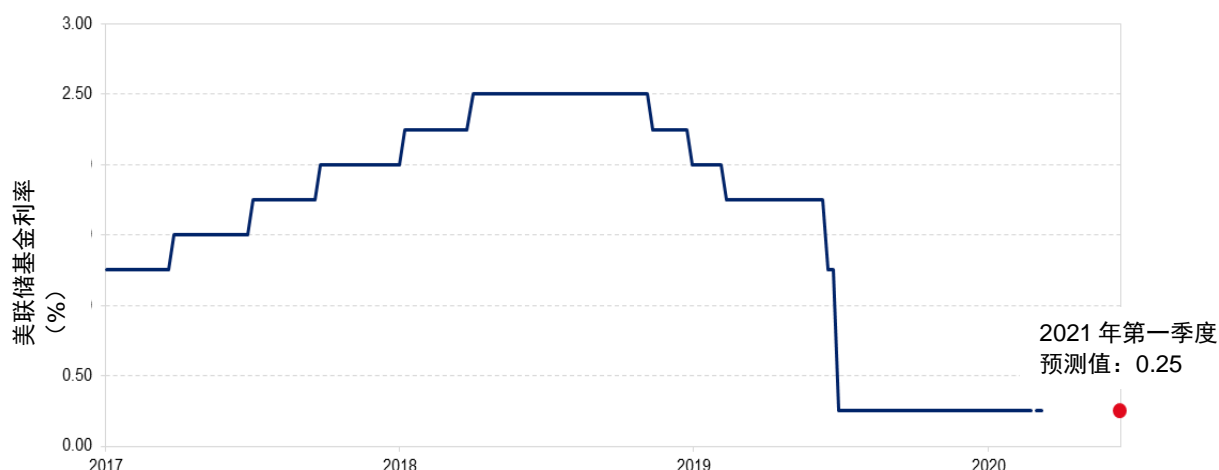
在投资级债券方面，我们倾向于亚洲投资级债券。北亚经济体尤其是中国率先走出新冠疫情，因此将会是全球经济持续加速增长的主要受益者。事实上中国 GDP 已经在今年第四季度超越了疫情前的 GDP 水平。由于亚洲投资级债券具有相对较高的缓冲水平（针对企业基本面恶化的缓冲）以及稳定的杠杆率，我们偏好亚洲投资级债券。在投资级债券板块内部，相比其他地区，我们继续认为亚洲地区债券收益相对较高。

由于主权债券收益率在 2021 年第一季度保持在 1.2% 以下的同时可能会走高，我们对久期风险采取谨慎态度。随着经济复苏加快，美元实际利率可能会逐渐走高，美元通胀盈亏平衡点可能会受到美联储平均通胀目标机制的支撑。

新冠疫苗助推下的持续经济复苏，叠加适度的财政支持和鸽派的美联储将会使国债收益率在后端收益率曲线的带领下在 2021 年逐渐走高。尽管如此，我们认为收益率曲线大幅走陡或者债券风险溢价走高的可能性有限。由于美国总统大选最可能发生的后果是形成一个分裂的政府，美国可能推出的财政刺激措施的力度已经降低。尽管如此，两党有可能在预期金额达一万亿美元的财政刺激措施上达成一致，其中一部分可能在 12 月份或者会在 2021 年初出台。扩张性财政政策可能会降级为再通胀引起的主权债券重定价的次要驱动因素。

虽然明年预计会发生劳动力市场疲软和就业显著下滑，但直到劳动力市场在 2024 年达到充分就业为止，核心通胀率不可能持续超过 2%。因此，当前的市场预期是美元政策利率在 2024 年初开始上升。尽管如此，美联储新的平均通胀目标制度可能意味着利率上升的日期会延后，以及政策收紧的节奏放缓。具体而言，美联储会倾向于对数据的实际改善作出反应，而非对数据的预期改善作出反应，尤其是通胀数据。在这样的反应模式下，美联储不可能会在近期对其总结的经济预测数据作出实质性变化。

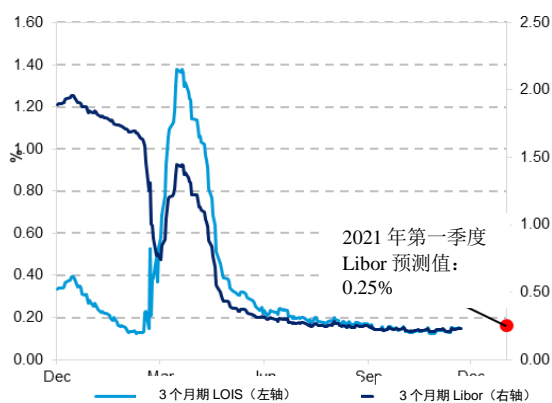
美联储基金利率



虽然联邦公开市场委员会 11 月份会议纪要并未显示出其将在 12 月份的会议上对债券购买作出变更，但近期的事态发展可能改变 12 月份的行动方案。由于美国可能会推出较小规模的（或甚至没有）财政刺激，并且现有部分紧急贷款在 12 月 31 日到期（被削弱的“金融市场的支撑”）可能导致美联储降低 2021 年的增长预测数字以及加大货币宽松。

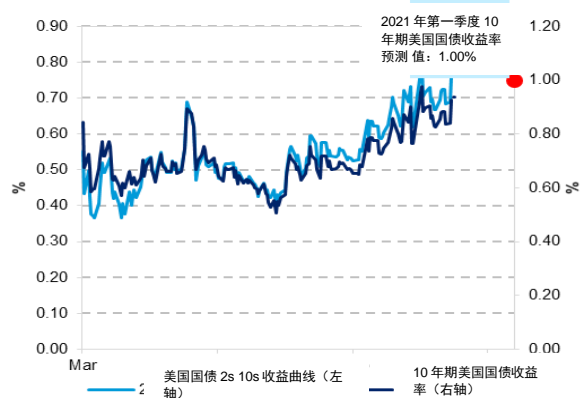
我们现在预计美联储会从现有的政策工具箱里选择加大货币宽松力度，首选的工具是资产购买计划。如之前美联储在会议纪要中所强调的，我们认为其债券购买计划会采取下列形式其一：1) 将美国国债购买转移到较长期限的债券（不增加总体购买规模）或者 2) 保持现有的债券购买结构不变但延长购买的时间段。我们预计至少到 2023 年美联储都会保持接近零的政策利率，但美联储不会将利率降至零以下进入负区间。再次动用收益率曲线控制也是可能的选项，但短期内不会发生。

3 个月期美元 Libor



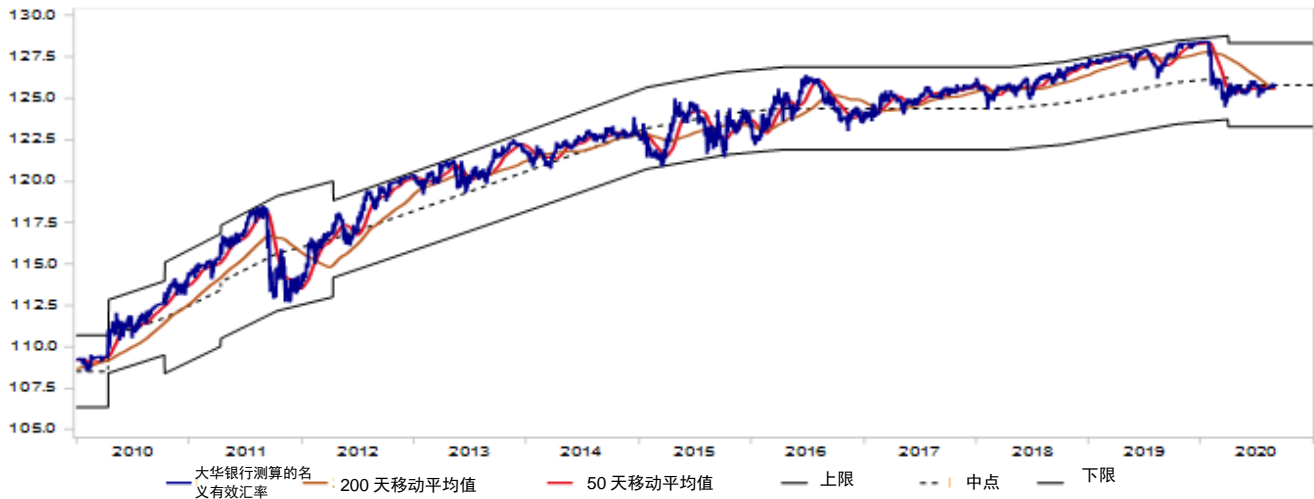
- 预计 3 个月期 Libor 到 2021 年第一季度末会在 0.35%。
- 根据官方预期以及基于市场的预测，2-3 年的时间内，短期利率上行空间有限。
- 3 个月期 Libor-OIS 息差波动极低是全球各国央行采取宽松的流动性立场的证明。

10 年期美国国债收益率



- 预计 10 年期美国国债收益率在 2021 年第一季度末会到 1.00%。
- 随着新冠疫情的拖累减弱，经济增长提速，受流动性挤压的 10 年期美国国债收益率有重新定价的空间。
- 我们继续倾向于认为，受经济复苏以及财政赤字方面的担忧所驱动，2s 10s 收益率曲线会在 2021 年期间逐步走峭。

新加坡元名义有效汇率



正如市场人士普遍预期，在 2020 年 10 月份举行的政策会议上，新加坡金管局维持新元名义有效汇率的政策参数不变。这意味着保持新元升值率、政策区间的宽度和中点不变。明显地，金管局维持了政策区间的每年 0% 升值率，而政策区间的宽度目前处于 +/- 2.0% 水平。令人振奋的是，由于制造业增长势头强劲，新加坡的宏观经济形势在下半年年初有所改善，2020 年第三季度 GDP 按年同比下滑了 5.8%（而按照季调后的季环比增长率则为 +9.2%），这比起新加坡贸易与工业部估算的年同比下滑 -7.0% 和（季环比增长 +7.9%）要好。作为一个依赖贸易的经济体，新加坡的整体经济从非石油国内产品出口（Non-Oil Domestic Exports）的增长中受益，非石油国内产品出口在 2020 年前十个月增长了 5.0%。鉴于迄今为止宏观经济指标改善，我们的基本观点是金管局会在 2021 年 4 月份举行的下次会议上维持政策参数不变。

在明年，全球再通胀浪潮可能会提振风险偏好，并使得美元承压。因此我们重申之前观点，认为新元对美元会进一步适度走强。更新后的美元对新加坡元汇率点位预测分别为 2021 年第一季度在 1.32，第二季度到 1.31，第三季度和第四季度在 1.30。

3 个月期新元掉期利率（SOR）与新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

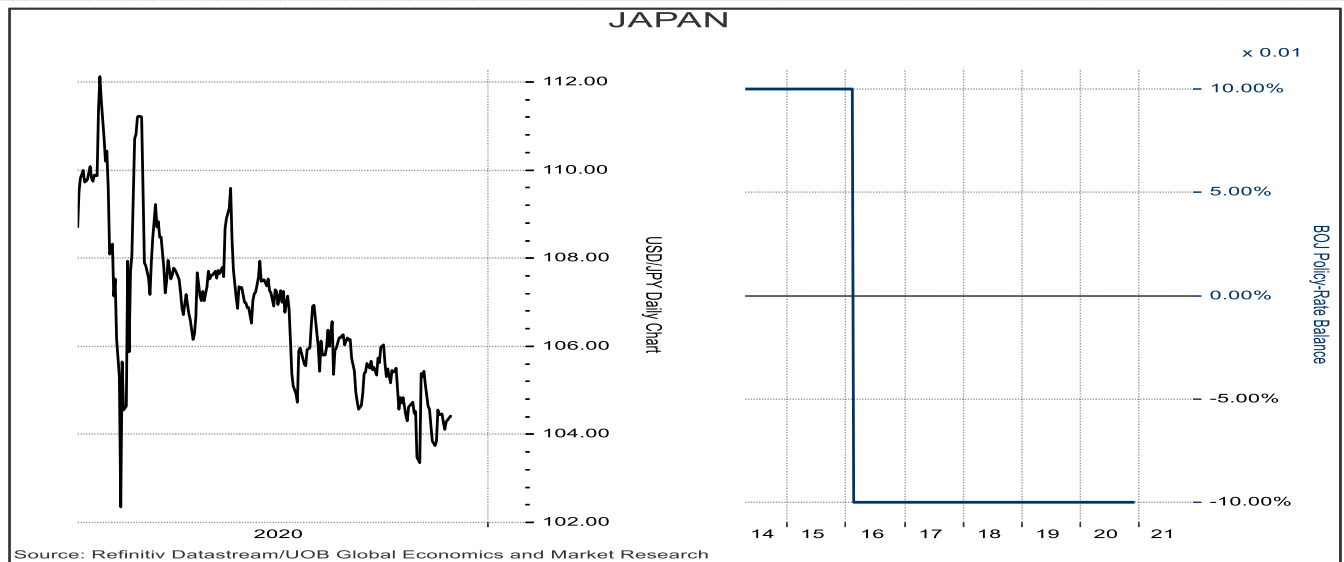


- 预计 3 个月 SOR 和 SIBOR 到 2021 年底会分别在 0.25% 和 0.35%。
- 国内流动性形势并不紧张，市场人士对新加坡国内货币的预期为中性。
- 美元利率较长时间维持低位预示了新加坡元的走势也相似。

10 年期新加坡政府债券收益率



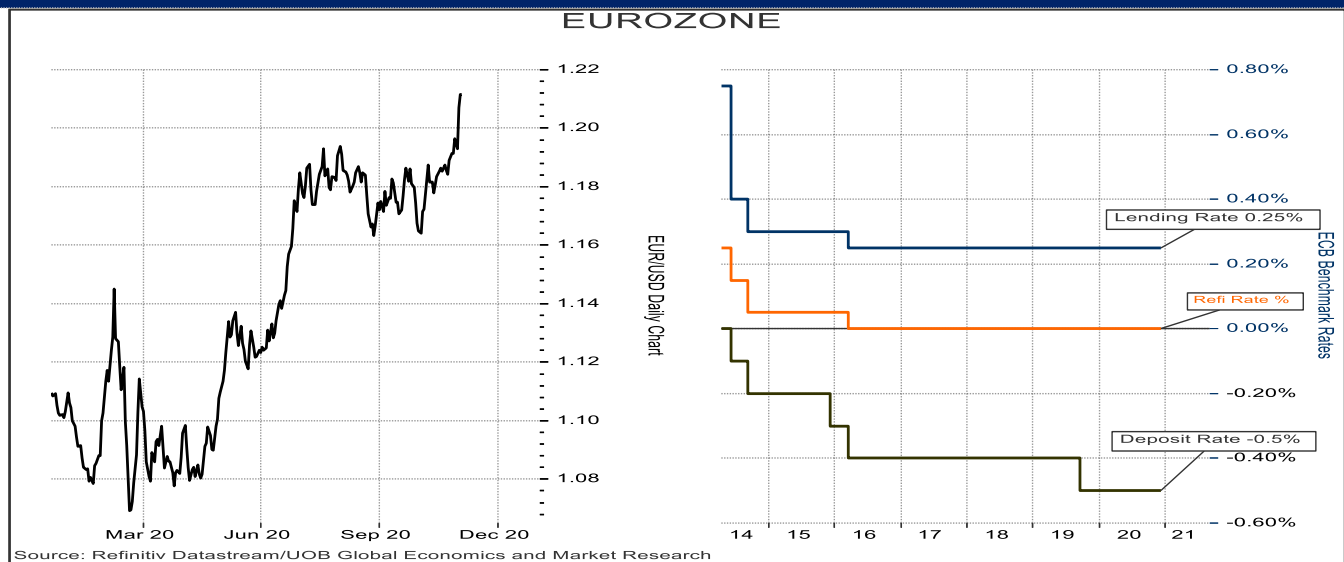
- 预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2021 年第一季度末会在 1.10%。
- 收益率的变动方向与美国国债收益率相关。如果美国国债收益率被市场对美国赤字融资的担忧推高的情况下，新加坡政府债券的表现可能会好于美国国债。
- 我们倾向于认为新加坡政府债券收益率曲线陡峭化，但避险情绪可能会导致收益率曲线大幅平缓化。



日本央行将继续支持日本经济增长和复苏。我们预计日本央行会进一步加大货币政策宽松力度，最有可能会通过增加对日本政府债券购买的规模和扩大对日本大企业和中小企业的贷款来实现，而 ETF 以及企业债购买计划在之后也可能加强。在首相菅义伟领导下日本保持政策的连续性，而货币政策在行长黑田东彦的领导下也可能保持连续性，黑田可能会在政界支持下留任至 2023 年 4 月份。由于日本央行继续致力于实现让通胀率回到 2% 的目标（目前接近于 0%）和抗击新冠疫情对企业 and 家庭的负面影响，货币政策将会保持不变。

今年美元/日元汇率对风险资产以及美国国债收益率的敏感性减弱，反而与美元指数（DXY）之间的相关性加强。预计美元普遍走弱的趋势将在 2021 年持续，美元/日元汇率将逐步走低。我们重申现有的汇率点位预测，即 2021 年第一季度为 104，第二季度为 103，第三季度和第四季度为 102。

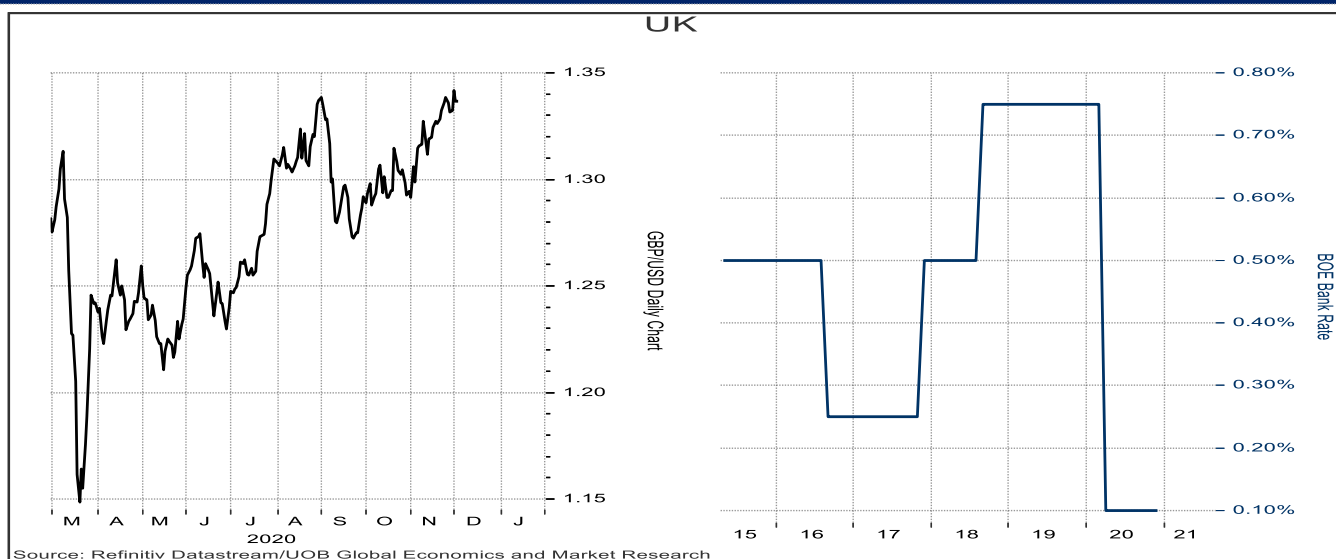
欧元区



欧央行可能会延长和扩大紧急抗疫购债计划(PEPP), 将其规模扩大 4500 亿欧元至 1.8 万亿美元, 而实施期间则延长至现有政策指引规定的时间, 即债券购买“至少”到 2021 年 6 月份, 而再投资则会“至少”延续至 2022 年底。欧元对美元汇率继上季度升值超过 4%后, 在 2020 年第四季度的升值速度减慢。正当欧元/美元汇率过渡到 1.16-1.20 之间的盘整模式时, 欧央行呼吁统一货币, 期货持仓创下纪录, 同时欧洲境内第二波疫情均削弱了市场对欧元/美元汇率的信心。

虽然疫苗研发进展乐观, 欧央行看似要在 12 月份再次宽松, 使得欧元汇率在近期受到威胁。在没有进一步下调基准利率的情况下, 对资产购买或贷款计划进行微调不可能对欧元产生持久的缓冲作用。除此之外, 全球再通胀带来的利好可能会继续提振欧元/美元汇率, 但涨幅可能会受到利差所限, 继 2020 年欧元与美元之间的利差大幅收窄之后, 目前更接近于中性水平。总体而言, 我们更新的欧元/美元汇率点位预测比之前提高, 分别为 2021 年第一季度为 1.22, 第二季度为 1.23, 第三季度和第四季度为 1.24。

英国

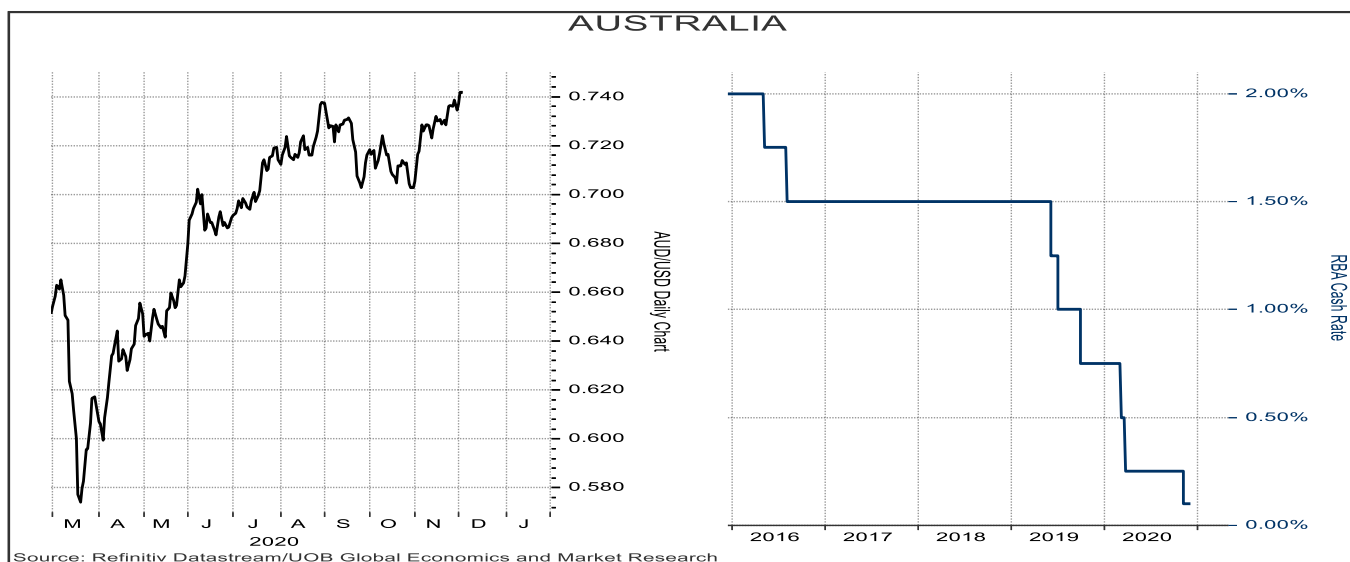


我们认为英格兰银行可能暂时将 QE 目标维持在当前水平的 8950 亿英镑。虽然负利率仍然是可行的货币政策工具和可能的政策选项, 但我们认为基准利率下调至零将会是首选项。

由于我们预计接下来几天或数周时间里英国会在最后一刻达成脱欧协议, 英镑可能会终结多年的疲软。自从英国在 2016 年 6 月份出乎意料地决定退欧, 英镑/美元汇率就陷入三十年以来的低位, 在 1.14 和 1.43 的区间交易。英镑表现不佳是普遍性的, 这是因为英镑的贸易加权指数在过去四年处于最低的四分位数。因此, 脱欧协议如果真的出现, 则可能是英镑突破上述交易区间所需的契机。

因此, 我们先前对英镑/美元汇率的谨慎立场现在已经上调为略偏看涨的观点。虽然英国脱欧迷雾终将守得云开见月明, 但与此同时, 我们也抑制了对英镑的热情。取决于英国的疫情形势, 英国经济前景仍存在高度不确定性, 而负利率对英镑而言则是挥之不去的乌云。总而言之, 我们对英镑对美元汇率的预测更新为 2021 年 1 季度的 1.35, 2021 年 2 季度的 1.36。

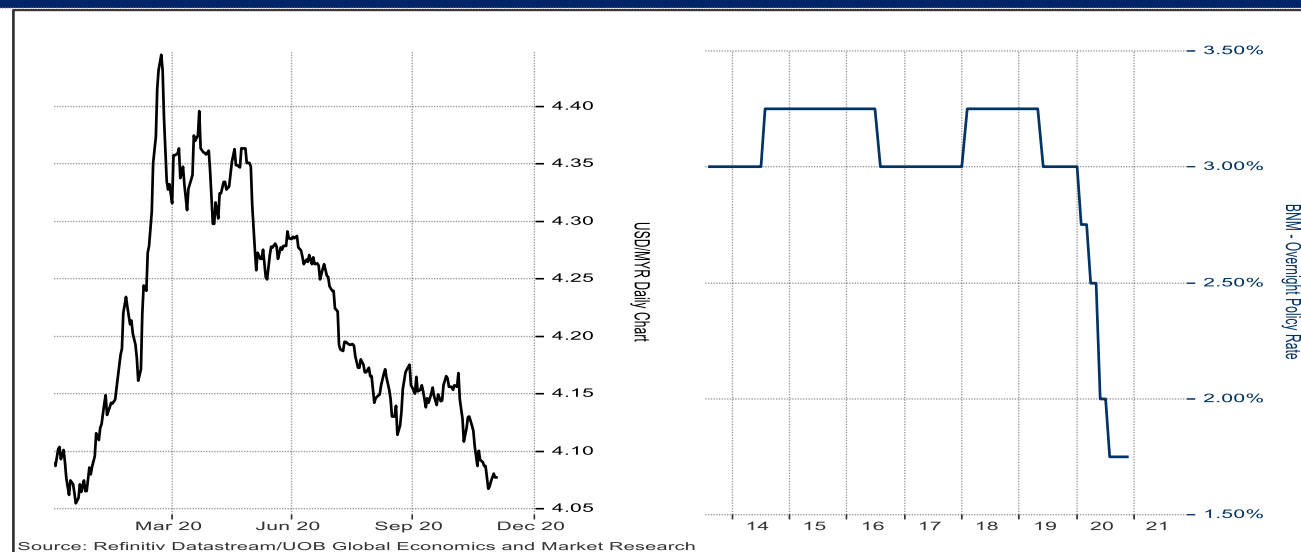
澳大利亚



我们的观点仍然是澳洲储备银行会延迟将政策利率下调至进入负区间，如需要进一步货币宽松，则该国央行可能会考虑将扩大QE和收益率曲线控制作为首选手段。

由于全球风险偏好急速上升，以及中国经济稳健复苏促进了对澳洲商品出口的需求，澳元的表现仍然无可匹敌。即使澳洲储备银行在今年11月初的时候打出了下调基准利率和收益率曲线目标以及开启新一轮债券购买计划的组合拳，但仅仅对澳元产生了转瞬即逝的效果。截至12月初，澳元/美元汇率强势反弹超过0.70，目前在接近0.74的水平交投。在2021年，全球再通胀浪潮对澳元/美元汇率会是一个关键的积极驱动因素，我们将这一货币对在接下来四个季度的汇率点位预测提高100个基点（pip），更新后的点位预测分别为2021年第一季度为0.74，第二季度为0.75，第三季度和第四季度为0.76。

马来西亚



由于新冠疫情和人员流动限制措施继续使经济承压，马来西亚央行在2020年将关键的隔夜政策利率（OPR）累计下调125个基点。虽然经济增长的下行风险徘徊不去，但由于马来西亚政府加大财政刺激政策的支持力度，我们预计该国央行一直到2021年为止会将利率维持在1.75%不变。进入2021年后，我们对美元普遍走弱和亚洲经济增速恢复的基本预期可能会导致马来西亚林吉特进一步走强。其他国内利好因素包括乐观的经济增长前景，持续的经常账户顺差以及稳定的利率。

需关注的主要风险包括2021年3月份富时罗素下一次对马来西亚WGBI指数（世界政府债券指数）的审议，国际评级机构对马来西亚主权评级的调整以及国内政治事件。我们预计美元/马来西亚林吉特汇率在2021年第一季度为4.03，第二季度为4.00，第三季度和第四季度为3.95。

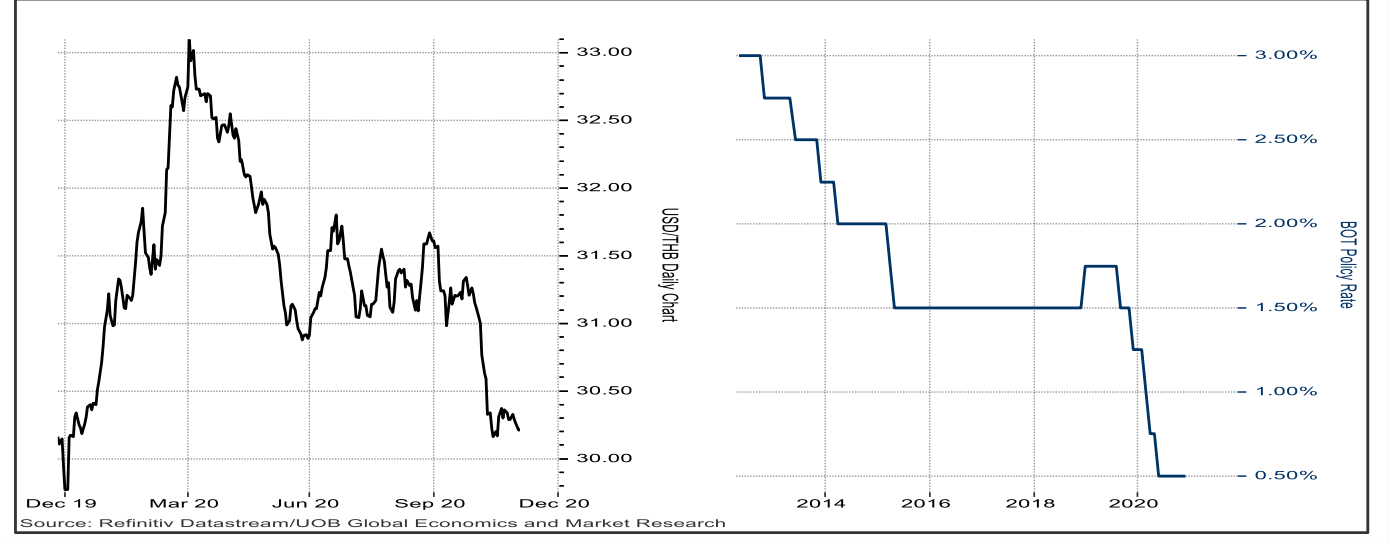
印度尼西亚



由于印度尼西亚国内经济增速的恢复具有不确定性（这已经是最好的情况）并需要进一步的货币政策支持，印度尼西亚央行可能会在 2021 年出台额外的货币刺激措施。我们维持之前的观点，即认为印度尼西亚央行可能会在 2021 年第一季度将 7 天逆回购利率再次下调 25 个基点至 3.50%。与此同时，印度尼西亚央行仍坚定认为债务分担（即通过私募形式直接购买政府债券）是“一次性”的政策，不会持续到 2021 年。尽管如此，印度尼西亚央行继续确保国内金融体系有充足流动性以便帮助经济在未来几年加快复苏。

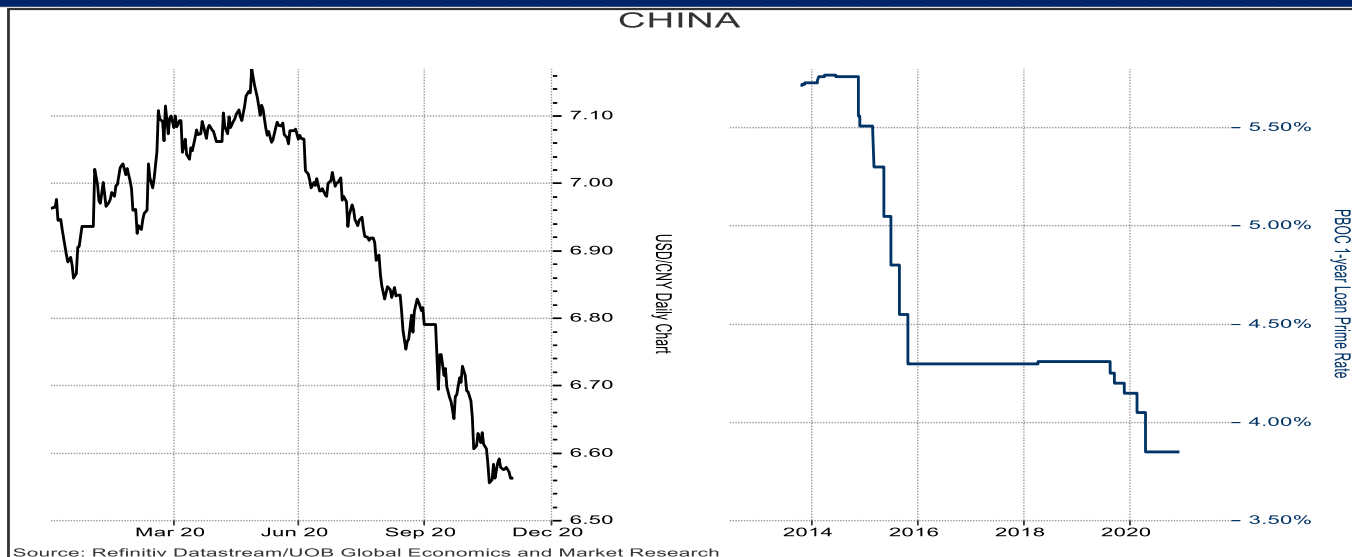
由于印度尼西亚国内经济前景仍不明朗且预计会进一步降息，印尼盾在 14,000 点之后持续升值看似不太可能，然而，美元普遍走弱意味着美元/印尼盾汇率的回升可能会局限于熟悉的区间。我们对这个货币对更新后的点位预测为 2021 年第一季度为 14,300，第二季度为 14,350，第三季度和第四季度为 14,400。

泰国



泰国央行在今年 11 月份决定将政策利率维持不变，全部七个政策委员会成员均投票一致赞成。虽然泰国在第三季度的经济表现超出预期，但货币政策制定者认为仍需要低政策利率来支持经济复苏。泰国央行认为保持基准利率不变将有助于“保留有限的政策空间”。由于存在保留政策空间的需求，且泰国第三季度好于预期的 GDP 表现意味着泰国正走在复苏道路上，因此，我们维持观点认为泰国央行会在今年 12 月 23 日举行的最后一次政策会议上将基准利率维持在 0.50% 不变。由于该国货币当局明确强调要在近期减缓泰铢的升值，泰铢持续升值至超出 30 美元兑 1 泰铢的关键心理位似乎不可能。因此，我们继续对泰铢保持谨慎观点，美元/泰铢更新后的点位预测分别为 2021 年第一季度为 30.00，第三季度为 30.30，第三季度和第四季度为 30.50。

CHINA



随着中国经济的增长势头持续加快，在 2021 年，国内对货币政策正常化，并将重心重新放到去杠杆上面的呼声将会更加响亮。然而，由于中国央行表示会认真研究现有货币政策的退出时机和退出策略，因此以上情况应该不会在意料之外。由于考虑到当局预计会减缓财政支持，以及考虑到债券违约增加的风险和新冠疫情存在不确定性，中国人民银行可能会保留货币政策的操作空间。继今年早些时候下调 1 年期基准 LPR 利率 30 个基点以及三次下调银行准备金率后，我们不认为该国央行会再次调整 LPR 和准备金率，而是可能会保持不变至 2021 年。

尽管中国对全球其他国家的宏观经济优势可能延续到 2021 年，但经济增速差幅收窄可能导致人民币升值速度放缓。此外，中国人民银行在今年 10 月份将外汇风险准备金率从 20% 下调至 0%，以及逆周期因子从人民币中间价的报价模型中逐步退出被市场人士解读为当局开始对人民币单边升值感到不安的迹象。因此，今年下半年人民币对美元接近 8% 的跳涨不可能重现。总体而言，我们对美元/人民币汇率的点位预测更新如下，2021 年第一季度为 6.50，第二季度为 6.45，第三季度和第四季度为 6.35。从中长期观点来看，美元/人民币汇率目前正在重回 6.0-7.0 交易区间的中点。

外汇、利率和商品展望

外汇	2020年12月3日	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测
美元兑日元	104	104	103	102	102
欧元兑美元	1.22	1.22	1.23	1.24	1.24
英镑兑美元	1.35	1.35	1.35	1.36	1.36
澳元兑美元	0.74	0.74	0.75	0.76	0.76
纽元兑美元	0.71	0.71	0.72	0.73	0.73
美元指数	90.7	90.6	89.9	89.2	89.1

美元兑人民币	6.54	6.50	6.45	6.35	6.35
美元兑港元	7.75	7.75	7.75	7.75	7.75
美元兑新台币	28.29	28.50	28.20	28.00	28.00
美元兑韩元	1,084	1,080	1,060	1,050	1,050
美元兑菲律宾比索	48.03	48.00	47.50	47.00	47.00

美元兑马来西亚林吉特	4.06	4.03	4.00	3.95	3.95
美元兑印尼盾	14,132	14,300	14,350	14,400	14,400
美元兑泰铢	30.16	30.00	30.30	30.50	30.50
美元兑缅甸元	1,325	1,325	1,300	1,300	1,300
美元兑越南盾	23,133	23,000	22,800	22,600	22,600
美元兑印度卢比	73.93	74.30	74.50	75.00	75.50

美元兑新加坡元	1.33	1.32	1.31	1.30	1.30
欧元兑新加坡元	1.62	1.61	1.61	1.61	1.61
英镑兑新加坡元	1.79	1.78	1.77	1.77	1.77
澳元兑新加坡元	0.99	0.98	0.98	0.99	0.99
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.05	3.05	3.05	3.04	3.04
新加坡元兑人民币	4.91	4.92	4.92	4.88	4.88
日元兑新加坡元 x100	1.28	1.27	1.27	1.27	1.27

利率	2020年12月3日	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测
美国联邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
美元 SOFR	0.08	0.10	0.10	0.10	0.10
3个月期美元 Libor	0.23	0.25	0.25	0.25	0.25
10年美国国债收益率	0.90	1.00	1.10	1.15	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	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新西兰元官方现金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
人民币1年期贷款市场报价利率	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
菲律宾比索隔夜逆回购利率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
新加坡元 SORA	0.14	0.12	0.12	0.12	0.12
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)	0.19	0.25	0.25	0.25	0.25
新加坡10年期SGS(新加坡政府债券收益率)	0.88	1.10	1.15	1.15	1.20
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	3.75	3.50	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	4.00	3.50	3.50	3.50	3.50
印度卢比回购利率	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75
缅甸元央行基准利率	7.00	7.00	7.00	7.00	7.00
商品	2020年12月3日	2021年第一季度预测	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测
黄金(美元/盎司)	1,843	1,850	1,900	1,950	2,000
布伦特原油(美元/桶)	50	50	50	55	55
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	7,675	7,000	7,000	7,500	7,500

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”），2021 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。研究部和本行不应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