



2021年第二季度 大华银行投资观察

全球宏观形势

虽然新冠疫苗研发对经济恢复至某种正常水平而言是最重要和长久的因素，但在等待有效疫苗面世期间，扩张性财政刺激和超宽松货币政策的组合拳帮助支撑了全球经济并稳定了再通胀预期。目前，被经济刺激措施/疫苗提振的经济前景引起市场人士对通胀走高的担忧，尤其是对美国而言。

固定收益

2021年第一季度，在全球经济增长前景向好的同时伴随着政府债券收益率大幅走高，全球大部分固定收益市场的回报均为负。虽然我们对固定收益资产持中性观点，但随着美国10年期主权债券收益率到2021年底时朝着2%方向走高，固定收益资产将变得越来越具吸引力。在当前节点上，我们建议减配久期风险，增配信用风险。

资产配置

我们认为2021年第二季度有若干具有吸引力的投资主题，建议增配全球范围内的风险资产，例如股票和信用债。虽然我们对固定收益资产总体持中性观点，认为企业债具有吸引力，但政府债券随着债券收益率逐渐走高将会面临某些利空。我们对商品前景适度看涨，并建议减配现金类资产。

商品

黄金在商品同步回升浪潮中被抛下。长期限美国国债收益率走高继续使黄金承压。由于我们目前预计金价上行空间有限，因此将年底金价预测下调至1,800美元/盎司。至于布伦特原油和伦敦铜，两者在接下来的几个月将继续受益于预期中的全球经济强劲复苏。只要欧佩克成员遵守减产协议，我们应该会看到布伦特原油价格到年底时升往70美元/桶，而伦敦铜则有可能试探10,000美元/吨关口。

股票

虽然我们对股票持增配观点，但继续提倡将更多重心放在再通胀交易例如周期性行业股票。我们继续维持对亚洲地区新兴市场国家和日本股市的增持观点。投资者还应考虑从北亚部分资产抽离转入东南亚股市，后者之前因疫情影响而表现弱于其他股市。

外汇和利率

在外汇方面，收益率走高可能会支撑美元在2021年第二季度升值。在下半年，全球经济增长前景乐观意味着主要国家货币和亚洲外汇板块内部的周期性货币和风险货币重新站稳脚跟并对美元走强。在利率方面，虽然较短期限的货币市场利率仍稳定在零附近，由于经济增长前景增强且通胀预期上升，因此较长期限的收益率走高。据此我们将10年期美国国债收益率预测上调为2021年底升至2.0%。

全球宏观形势

“再通胀狂欢之后面临的是通胀的痛苦”

“通货膨胀在任何时候在任何地方都是一种货币现象”——米尔顿·弗里德曼。

自新冠疫情爆发以来，已经过去一年多时间，疫情使世界经济陷入自二次世界大战以来的衰退深渊。在经历全球性绝望之后，由于寄希望于有效新冠疫苗的问世，市场情绪在2020年下半年开始转为谨慎乐观，而随着更多疫苗在更多国家和地区被紧急授权使用，这种最初带着些防范心理的谨慎乐观情绪迅速膨胀，几个月内，接种疫苗总剂量目前已超过全球范围内的感染病例总数（截至2021年2月初为止）。尽管完成全部剂量接种的人数仍低于感染总人数，但差距正在迅速缩小，并且接种人数应该很快就会超过感染人数，尤其是现在有更多的疫苗被批准紧急使用。

这边抗疫尚未结束，那边疫情又死灰复燃，部分社交限制措施再次实施（比如在欧洲部分国家），且人们担忧病毒新变种可能更具传染性、致死性且对现有疫苗免疫，疫苗供应瓶颈的消息和人们对部分疫苗安全性的担忧也暂时阻碍了疫苗在部分国家的推广速度。尽管存在种种问题，但是只要保持自律并坚持推广疫苗从而实现可接受的保护/群体免疫水平，则长期情况仍然乐观。

虽然新冠疫苗研发对经济恢复至某种正常水平而言是最重要和长久的因素，但在等待有效疫苗面世期间，有助于支撑全球经济复苏的其他重要因素则是扩张性财政刺激（至少达到全球范围内10万亿美元的程度）和超宽松货币政策的组合拳。

得益于“续命”的经济刺激政策和“救命”疫苗的综合结果，目前预计全球经济复苏的势头会越来越强，这一点从国际货币基金组织上调经济预测中得到体现（IMF在2021年1月世界经济展望中预测全球经济增速为5.5%，之前的预测为5.2%），而最近经合组织也上调了经济增长预测（经合组织2021年3月份预计全球经济增速为5.6%，之前的预测为4.6%）。

引领和支撑全球经济增长的是世界上两个最大的经济体，即中美两国。美联储预计美国2021年实际GDP增速达到6.5%，是自20世纪80年代的40年以来最强年度增速，随着时间流逝，美国经济增长将会支撑起全球经济活动。与此同时，中国飙升的月度数据表明中国2021年第一季度GDP增速可能达到双位数，我们暂且保守估计中国2021年全年经济增速为8.5%。

尽管如此，其他国家和地区的经济复苏可能并不平衡，例如欧元区和日本，这两个地区的经济增长受疫情复发和疫苗供应问题阻碍。从行业角度而言则持续存在K型的两极化复苏，在制造业继续复苏和电商繁荣的同时，与现场消费、旅游和观光相关的行业在今年大多数时间仍将持续承压。

受经济刺激措施/疫苗提振的经济前景的其中一个后果是，越来越多人担忧扩张性财政刺激和超宽松货币政策引起通胀走高，尤其是对美国而言。虽然美国通胀数据保持温和，但这是滞后指标，关键是人们对通胀走高的预期已上升。

疫苗催生的再通胀预期，美国大手笔的财政刺激，以及市场对通胀的恐慌可能引致货币政策比预期早收紧，这些因素叠加起来导致美国国债收益率在2021年第一季度走高。联邦公开市场委员会主席鲍威尔向市场人士作出美联储愿意忽略暂时性的通胀影响，不会提前加息，并且会在缩减债券购买规模之前事先发出明确信号，而在这样的保证发布后不到24小时，10年期美国国债收益率就突破1.7%（3月18日）。

我们认为在本年剩余时间内，市场人士对美国通胀的担忧以及美国国债收益率上升将继续成为金融市场的“烫手山芋”话题，并且对其他资产大类和市场具有溢出效应。金融市场将继续保持对通胀走高的担忧和质疑美联储的鸽派观点，即其认为经济增长强劲而通胀只是暂时性的。

具体而言，鉴于强劲的经济增长预期以及美国比预想快得多的疫苗接种速度，我们现在将美国2021年经济增速和通胀率预测分别上调为6.3%和2.4%。据此，我们将今年底10年期美国国债收益率预测上调至2%。

市场人士在接下来这个季度需要面对的另一问题是中美关系这个熟悉的话题。我们不认为这两个大国之间的关系会有重大进展或重置，但在全球经济尝试在疫苗接种带来的曙光下从新冠疫情阴影中走出时，中美关系长时间维持现状将有助于防止市场形势进一步恶化。

资产配置

在年初的时候我们曾强调，预计 2021 年将会是由疫苗、经济复苏和低利率联合推动的一年。迄今为止，疫苗进展已大幅超前，经济复苏表现强于预期，财政和货币政策仍保持非常宽松。现在市场人士开始面临的主要问题是经济复苏是否过于强劲并可能造成经济环境过热从而推高债券收益率。的确，长期债券收益率在整个季度持续攀升。

疫苗推广进度提前。在年初的时候，新冠疫苗获批是令人鼓舞的消息，但人们对疫苗是否能够迅速推广抱有重大疑问。在对投资者进行调查的过程中，我们发现大多数投资者似乎认为包括美国在内的大多数国家需要到 2021 年底才能完成疫苗接种。美国目前看来到 5 月份时能够为所有人提供疫苗并且能够在 5 月底之前完成足够的接种数量从而实现群体免疫。世界上其他国家或地区正在追赶美国的进度，而疫苗生产和分发渠道方面的消息似乎非常令人振奋。我们认为，可以说疫苗接种进度大幅超前，越来越多的国家开始讨论开放出行通道和使各项活动恢复正常。

GDP 和盈利增长均超出预期。在年初的时候我们曾强调，今年看起来会是各经济体和企业盈利增长势头强劲的一年。在第一季度，经济趋势继续向好，经济学家继续提高对全球 GDP 的预测。例如，彭博社调查的经济学家在去年 12 月的时候一致预测美国 GDP 增速为 3.8%，但到今年 2 月底的时候数字上升为 4.8%，而在 3 月份的时候美联储称其预计美国 2021 年经济增速在 5.8%-6.6% 之间。全球 GDP 预测数字同样上升，而全球盈

利预测也会上涨 20% 或更高。在一个经济周期中，经济复苏的早期阶段通常增速最高且市场表现最佳。

债券收益率上升，但短期利率维持稳定，财政政策保持宽松。虽然我们上调了 2021 年债券收益率预测，但继续认为政策利率最终会在长时间内维持低水平。2021 年世界范围内的财政刺激、低利率和其他形式的货币政策支持均非常有利于成长性资产。

目前面临的较大风险已经从经济复苏势头是否足够强劲转为经济复苏是否过于强劲而引起经济过热。如果经济增长过于强劲且劳动力市场形势稳健，那么通胀压力可能上升，并导致债券收益率承受更大压力。但与此同时仍存在以下风险，即疫苗推广速度可能减弱或病毒变异可能比疫苗推广速度更快。因此，基本情况对市场而言似乎是乐观的，但存在可能过热或过冷的风险。

我们认为 2021 年第二季度存在若干具有吸引力的投资主题。首先，我们建议增持世界范围内的风险资产例如股票和信用债。就股票而言，我们预计 2020 年跑输大市的股票会在 2021 年反弹，预计亚洲 2021 年无论是经济增速还是市场表现均优于其他市场。亚洲股市、固定收益资产和汇率前景看起来均强于其他主要地区。我们认为，就固定收益资产的前景而言，企业债具有吸引力，但由于债券收益率逐渐上升，政府债券将面临某些利空。我们对大多数商品持适度增持观点，并建议减持现金类资产。

2021 年第二季度全球资产配置

	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

一方面经济复苏正在进行，世界处于再通胀阶段。另一方面，许多资产的价格已攀升至不可持续的水平。路透社在2月份的时候报道称，自2020年3月份的低位以来，全球股票已经以每小时62亿美元的速度升值，令人回忆起2000/2001年的科技股泡沫。

全球各类资产、板块和行业均在酝酿泡沫。举例而言，自去年3月份新冠疫情引起的股市崩盘以来，全球股市经历的80%暴涨比2008年全球金融危机之后的涨幅快11倍。

股市的暴涨是因为各国政府和央行提供的价值达20万亿美元救助资金所催生的。具体而言，全球同步投放的充沛流动性以及零利率促成了债券、生物科技、清洁能源股票、加密货币、特殊目的收购公司（SPAC）、太空旅行概念ETF基金以及科技相关股票的估值暴涨。

目前，谁也不知道这种泡沫形势会持续多长时间。我们提醒不要在那些目前处于“泡沫估值”状态的资产/行业大幅增加持仓。

虽然我们对股票整体持增配观点，但继续认为应该将更多重心放在再通胀交易方面，例如周期性行业（金融、工业、材料和能源）的股票，并避免防御型股票（公用事业、日常必需消费品、医疗保健和通讯服务）。

尽管如此，近期成长型股票的抛售为客户提供了良好的入市机会。与此同时，我们继续维持对亚洲新兴市场和日本股市的增持观点。投资者还应考虑将部分资产从北亚转移到东南亚股市，后者之前因疫情影响而跑输其他股市。

MSCI 世界指数恢复的速度比全球金融危机时期快 11 倍



资料来源：Macrobond、大华银行私人银行部门

商品

黄金在全球商品同步回升浪潮中被抛下

一个季度的差异竟然可以如此之大。在 2020 年底的时候有新迹象表明工业金属和原油价格发生反弹，但由于人们对世界能否成功控制新冠疫情仍抱有疑问，因此市场人士对商品价格进一步持续走强的信心并不强。然而，就在三个月之后，全球范围内疫苗接种进度大幅超前，全球经济复苏预期也远超之前最乐观的预期。因此，我们在之前的季度预测中对布伦特原油和伦敦铜在年底分别到达 55 美元/桶和 7,500 美元/吨的预测现在看来是过于保守了。

黄金：因美国国债收益率上升而继续承压

随着美国国债和全球债券收益率在 2021 年第一季度上涨，由于投资者不断将资金从黄金中撤出，黄金 ETF 继续遭受持续赎回的压力。因此，金价在 2021 年第一季度从 1,900 美元/盎司下滑至 1,700 美元。考虑到我们预计美国经济增速加强和通胀前景上升，我们将 10 年期美国国债收益率预测上调，认为到年底时收益率将升至 2.0%。如此，黄金将会继续承压，金价任何进一步上涨的幅度都不会大。我们将金价预测进一步下调至 2021 年第二季度为 1,700 美元，第三季度为 1,750 美元，2022 年第一季度和第二季度为 1,800 美元。

伦敦铜：10,000 美元/吨已近在眼前

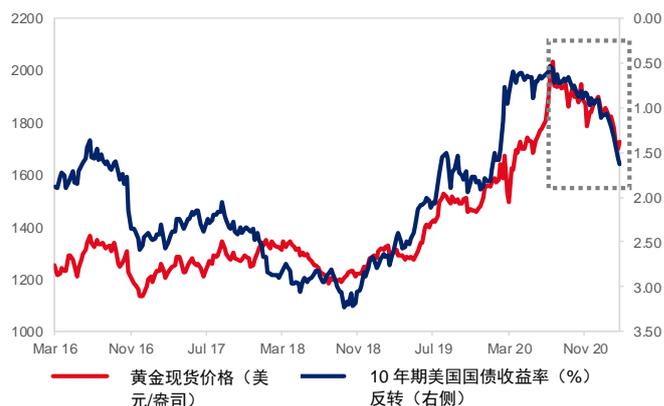
在 2021 年第一季度，伦敦铜价格从 8,000 美元/吨进一步上涨至 9,000 美元。自年初以来，铜价继续高歌猛进，与经济增长复苏预期和 PMI 指数保持同步。在经济复苏过程中，全球对精炼铜的需求继续上涨至超出铜生产速度，精炼铜生产因为新冠疫情影响控制措施而受到干扰。电动车以及绿色科技对铜的需求会加强铜价近期的价格走势。总体而言，考虑到市场人士对经济复苏的信心加强，我们将伦敦铜价格进一步上调至 2021 年第二季度为 9,000 美元，第三季度为 9,500 美元，第四季度和明年第一季度为 10,000 美元。

布伦特原油：欧佩克持续限产助推油价上涨

在过去的一个季度，市场对全球经济强势复苏的预期引发了布伦特原油价格从 50 美元/桶向 70 美元/桶的强势上涨。与此同时，欧佩克组织似乎显示出异常的纪律性，并没有如之前所担忧的那样“破坏统一”。在最近一次月度会议上，在人们普遍预期欧佩克会将产量提升 500,000 桶/日的情况下，欧佩克反而投票维持产量限额不变。

沙特决定进一步延长实施单方面减产 100 万桶/日的期限加强了油价的涨势。虽然油价最近发生波动，我们认为布伦特原油价格在当前 60 美元的整数关口左右具有良好的支撑，并会重拾升势。因此，我们预测布伦特原油价格在 2021 年第二季度为 60 美元/桶，第三季度到 65 美元/桶，第四季度和明年第一季度到达 70 美元/桶。

黄金：美国国债收益率上升使黄金继续承压



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：伦敦铜价格随着贸易推动的经济复苏而反弹



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：欧佩克和沙特维持减产



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

随着全球增长前景向好，政府债券收益率急剧大幅上升，全球大多数固定收益市场在 2021 年第一季度的回报均为负。疫苗加速分发应该能够促成较大范围的经济重启，被压抑的需求释放以及持续的货币和财政政策支持可能有助于推动新一轮再通胀。在主要地区方面，我们认为制造业持续出现回升迹象，PMI 指数显示出强劲的先导信号。零售销售额企稳并回到疫情前水平，房地产活动和住房市场保持强势，但可能面临按揭利率上升的利空。此外，美国大选的不确定性已远离我们而去，美国的财政支持比预期更强力，此外，债券收益率急剧大幅上升，收益率曲线也大幅走陡。在美国，财政政策已通过一系列大规模疫情刺激一揽子计划而大幅宽松，最新的《美国救助计划法案》将财政刺激总额提升至超过 5 万亿美元。欧洲方面，欧盟预计在 2021 年第二季度开始向成员国发放总额大约为 9000 亿美元的“下一代欧盟复苏计划”资金。

经济活动重启将引发劳动力市场复苏，随着劳动参与率上升，就业增速走高而失业率将逐步走低。我们预计，由于消费者的储蓄经过这次疫情而维持高水平，对特定行业的大量消费支出将导致消费表现加强。高频接触型消费者服务的需求将会向着疫情前水平恢复，这对周期性行业（例如交通运输、娱乐、旅行、个人护理、休闲和饮食服务）而言是利好。

虽然我们对固定收益资产持中性观点，但随着 10 年期美元主权债券收益率在 2021 年底时朝着 2% 方向走高，固定收益类资产将会变得更具吸引力。然而，随着资产价格接近历史高位，且 2021 年经济活动预计大幅加速，在下一个复苏阶段，焦点将会在通胀风险上。全球银行体系前所未有的货币供应水平可能促成积压需求通过消费支出释放，导致出现大量小企业和银行放松贷款要求，这些都会产生经济活动并导致通胀上行。在目前这个时点，我们建议减配久期风险，增配信用风险（例如高收益信用债、新兴市场信用债和亚洲投资级信用债）。

我们对久期风险持减配观点。即使美联储在近期 3 月份举行的联邦公开市场委员会会议上继续重申鸽派立场，但短端政策利率预计在 2023 年上升。美联储继续持鸽派论调，这应该会在某种程度上降低市场人士对美联储加息的预期。3 月份的会议显示，

参加会议的委员当中的中位数预计美国在 2023 年底时失业率为 3.5%，核心 PCE 通胀率为 2.1%。具体而言，联邦公开市场委员会将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25% 不变，并且仅对会议后的政策声明作细微的变更。据此，投资者可能会将其理解为出席会议的委员当中的中位数持鸽派立场，这使得美联储加息的通胀率目标提高到 2.1% 核心 PEC 通胀率以上。

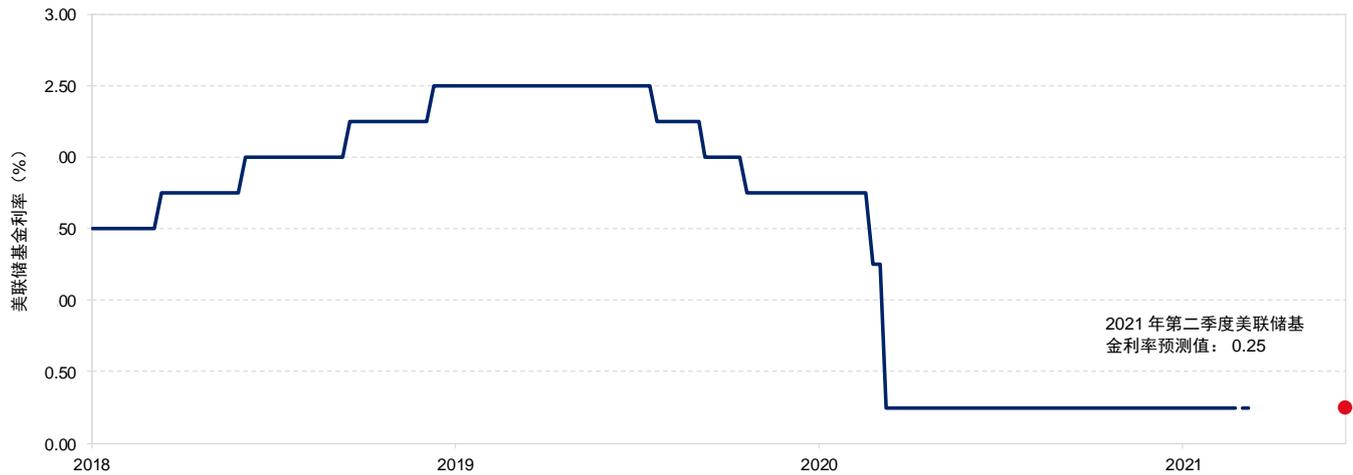
但金融市场仍认为美联储最终会在接下来几年里表示加息。具体而言，OIS（隔夜指数掉期）市场的定价表明，美联储将会在 2023 年底时加息大约 2.5 次（在此次 3 月份会议之前，市场预期美联储在 2023 年底时大约加息 3 次）。关于利率曲线的长端利率而言，宏观基本面向好以及持续的强力财政支持会使得长端国债收益率在 2021 年底前朝着 2% 方向走高。

我们建议增持高收益信用债，新兴市场国家信用债和亚洲投资级信用债。相比与利率之间的相关性而言，高收益信用债跟股票之间的相关性更高。展望未来，持续的“追求收益”现象以及 2021 年向好的宏观基本面应该会促成全球和亚洲高收益债券的利差压缩（即今年违约会持续下降）。美国高收益债券的违约率应该会在 2021 年第四季度前下滑至 4% 的长期均值水平。

我们还建议增持新兴市场国家信用债，并继续认为部分较高 beta 的板块会有投资机会，但由于利差水平总体上已经压缩，因此我们会采取较有选择性的方法。我们继续偏好那些之前在经济广泛复苏中落后的周期性行业，例如非必需消费品、房地产和航空业。

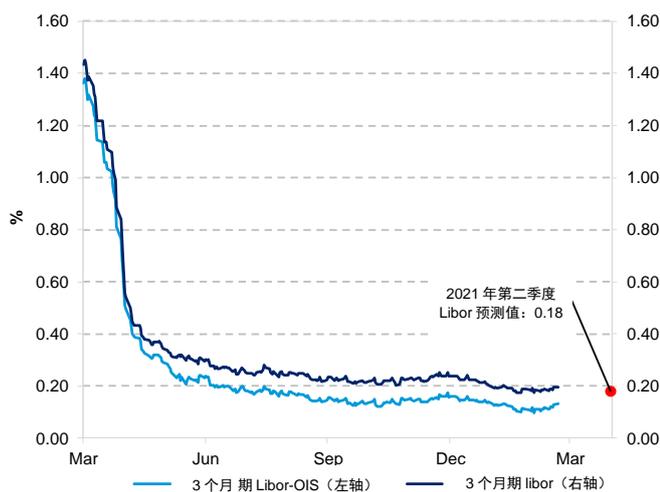
最后，我们也偏好亚洲投资级信用债。北亚经济体，尤其是中国，已经领先走出新冠疫情，并且，随着全球经济增速持续加快，这些经济体将会从中受益。亚洲投资级信用债对企业基本面恶化具有较强的缓冲作用，并且杠杆水平较稳定。在投资级信用债板块内部，与其他大多数地区相比，我们继续倾向于寻找亚洲地区较高收益的债券。

美联储基金利率



美联储主席鲍威尔在3月份的会议上恰如其分地舒缓了市场人士对美联储可能即将收紧货币政策的担忧。2021年美国经济增长预计实现40年来最强劲的增速，而通胀率可能短时间升至2%以上，但美联储会无视暂时性的通胀影响（这与美联储新的平均通胀目标保持一致）且不会加息。鲍威尔重申需要一些时间才能达到缩减债券购买规模的条件，美联储称如果有意缩减量化宽松规模其将会提前通知。我们的基本观点是，美联储在2021年大部分时间会按兵不动，只有到2021年末或2022年初的时候才会开始讨论缩减量化宽松的事情，但前提是疫苗推广顺利、财政刺激措施有效、新冠感染人数下降，以及经济/社会很快回到正常。我们继续认为美联储至少到2023年为止会将政策利率维持在当前的0.0-0.25%区间，但并不排除当美联储认为美国国债收益率上涨过度的情况下会采取“扭曲操作”。

3个月期美元 Libor



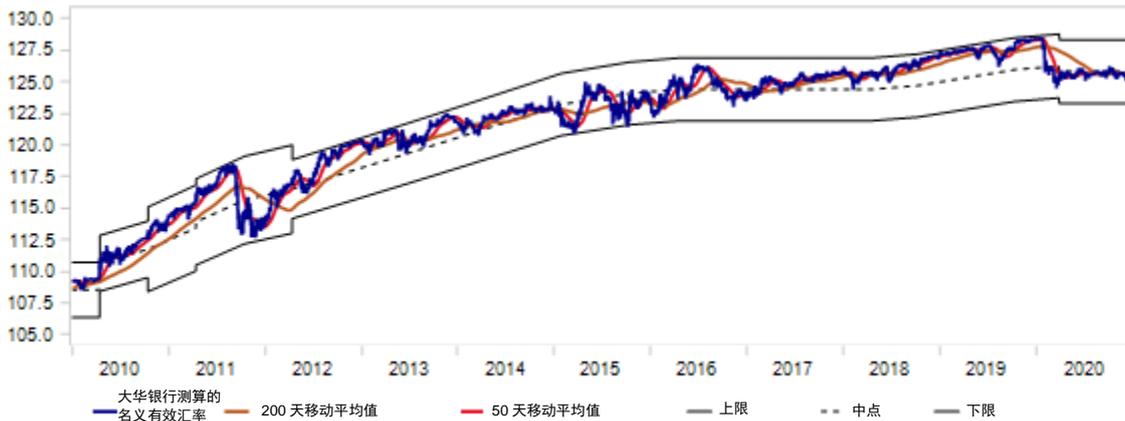
- 我们预计3个月期 Libor 到2021年第二季度末将达到0.18%。
- 最新的美联储点阵图显示2021年不会加息。由于TGA账户（美国财政部在美联储的存款账户）余额降低，流动性形势迫使短期利率下滑。

10年期美国国债收益率



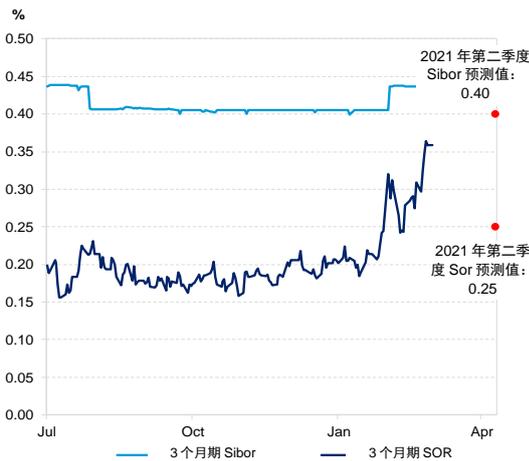
- 我们预计10年期美国国债收益率到2021年第二季度末将达到1.90%。
- 货币政策制定者对收益率走高保持乐观态度，再加上平均通胀目标政策将会导致短期内收益率超出目标。
- 受经济复苏以及对赤字的担忧影响，收益率曲线陡峭化将会是常态。

新加坡元名义有效汇率



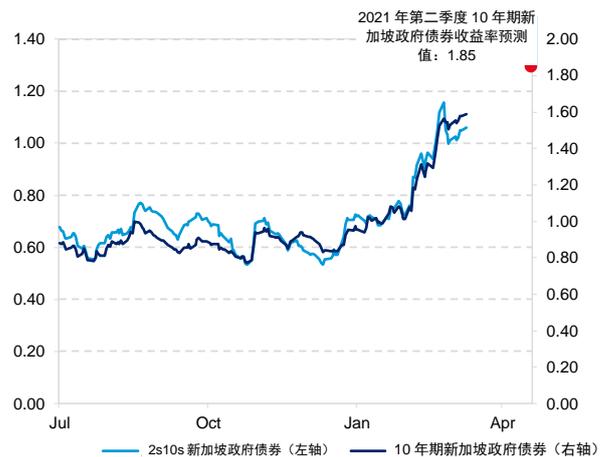
正如市场人士普遍预期的那样，新加坡金管局在 2020 年 10 月份举行的最新一次央行政策会议上，将新加坡元名义有效汇率的政策参数维持不变。这意味着政策区间的斜率、宽度和中点均保持不变。金管局维持了政策区间每年 0% 的升值率，而当前市场人士认为该政策区间的宽度为 +/-2.0%。新加坡 GDP 在 2021 年和 2022 年预计分别增长 +5.0% 和 +3.5%，而高频数据（1 月份工业产值：年同比增 8.6%，2 月份的非石油产品国内总出口即 NODX 年同比增 4.2%）表明新加坡在新一年有个不错的开局。尽管存在通胀风险，新加坡的消费价格增长预计保持温和，整体 CPI 和核心 CPI 预计在接下来的一年平均上升 +1.0% 水平。总体而言，我们坚持之前的基本观点，即金管局会在 2021 年 4 月份将政策参数维持不变，这是因为在目前这个新冠疫情复苏阶段，该国央行对政策利率采取行动仍为时过早。我们对美元/新加坡元汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 1.35，第三季度为 1.33，第四季度和明年第一季度为 1.32。

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

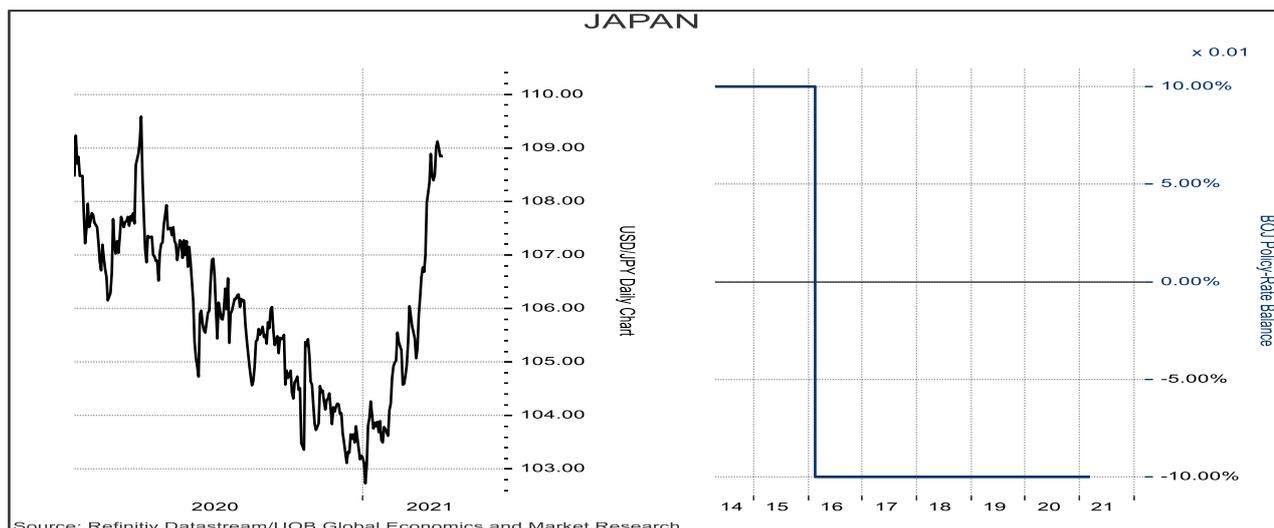


- 我们预计 3 个月期 SOR 和 SIBOR 到 2021 年第二季度末分别为 0.25% 和 0.40%。
- 国内流动性形势并不紧张，市场人士对新加坡元的预期为中性。
- 美元利率较长时间保持较低水平将决定新加坡元利率情况类似。

10 年期新加坡政府债券收益率

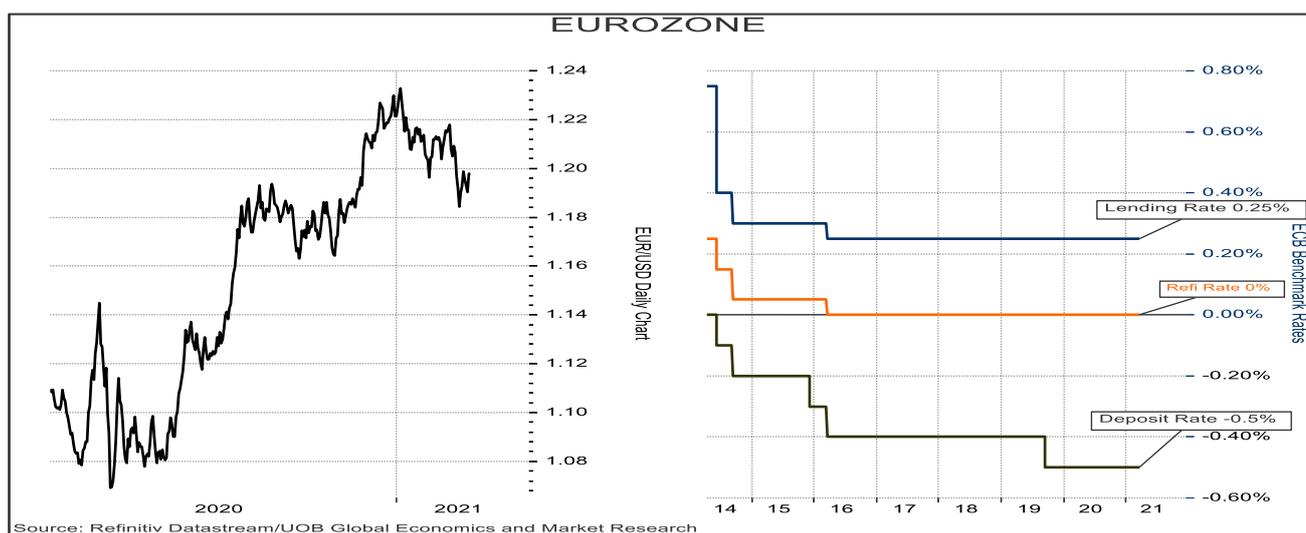


- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2021 年第二季度末为 1.85%。
- 收益率走向保持跟美国国债收益率相关。如果美国国债收益率因为市场人士对美国赤字财政的担忧而走高，则新加坡政府债券可能表现好于美国国债。
- 今年晚些时候进行的与“重大基础设施政府贷款法案”相关的债券发行可能会使新加坡政府债券收益率曲线的后端保持陡峭。



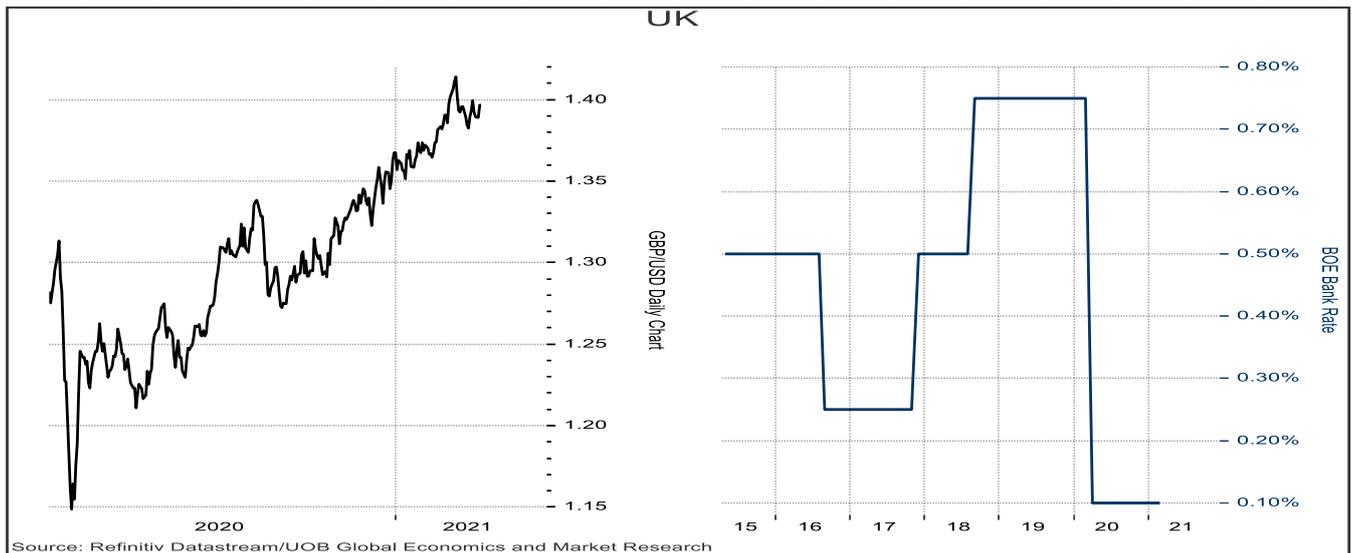
日本央行在今年3月19日举行的货币政策会议上将政策措施维持不变，但将主要焦点放在对央行货币政策框架的审查方面，该国央行宣布相关措施以使其货币宽松政策更具可持续性和有效性。关键措施包括扩大10年期日本政府债券的收益率曲线控制的浮动范围（收益率目标为0%，范围+25bps，但收益率下行方面可灵活处理），取消关于ETF基金的年度购买目标，以及为金融机构提供激励促使其加入“利息计划”来帮助缓冲额外降息所带来的负面影响。虽然根据日本央行的评估，政策调整措施不少，但这些措施并没有预示该国央行即将再次降息。我们维持之前的观点，即日本央行会采取更多行动来进一步加强货币宽松政策，最有可能是通过再次加快日本政府债券购买速度和扩大对日本企业的贷款。我们（基于价值的）回归分析显示，美元/日元即期汇率变动与美国和日本之间利率差幅变动相比过于夸张了。与我们之前认为美元今年轻微走弱的预期相符，被超买的美元/日元汇率应该开始下行。我们对美元/日元汇率的最新点位预测为2021年第二季度为109，第三季度为108，第四季度和明年第一季度为107。

欧元区



欧洲央行在3月份的政策会议上决定将所有政策工具维持不变。不过，最新的决定与1月份时相比发生了重要变化。基于对融资形势和通胀前景的联合评估，欧洲央行管理委员会称其预计“疫情紧急债券购买计划”项下的债券购买速度在下个季度将显著高于今年前几个月份。总体而言，尽管欧洲央行可能希望在今年上半年不需要对现有货币政策作重大改变，但其对维护有利融资条件的承诺不应被低估。欧洲央行加强了我们的看法，即其会在更长时间内维持高度宽松的政策。由于得到欧洲央行的支持，欧元近期的波动消退，欧元将从全球经济前景向好中得到支撑，经济前景向好最终会引发再通胀交易，而欧元将会是受益者之一。因此，我们维持欧元/美元汇率上行的预测，最新的点位预测为2021年第二季度为1.18，第三季度为1.19，第四季度和明年第一季度为1.20。

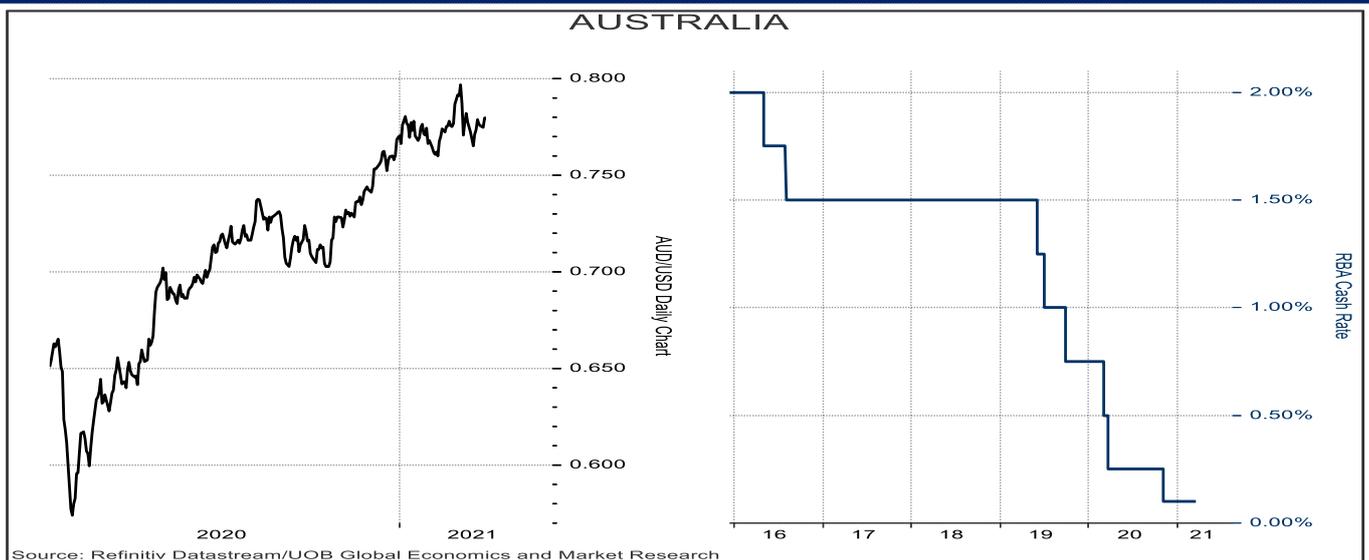
英国



英格兰银行在 3 月份会议上认为现有的货币政策立场仍然合适，并一致投票赞成维持所有现有政策措施不变。关键是英格兰银行并没有因为近期债券收益率上升或加息预期显著增强而受到不当干扰。金融市场目前已经对该国央行在三年内约两次加息计价（截至 3 月 19 日为止）。英国央行的政策声明回应了行长 Andrew Bailey 近期发表的意见，即收益率上升反映了乐观情绪，而金融形势“基本上不变”。宽松货币政策可能使英格兰银行维持政策利率在当前水平，并在今年迟些时候宣布进一步量化宽松。我们并不认为利率会在 2022 年底之前开始正常化，未来英国经济的任何下行压力可能会导致央行将政策利率下调为零，并同时进一步加大量化宽松的规模。

英镑因为在过去几年经历英国脱欧的持续打击而被认为低估，但随着疫情对英国今年下半年经济复苏造成的下行风险减弱，目前英镑受到资金流入的支撑。因此，由于英国脱欧、英国负政策利率和新冠疫情引起的尾部风险已经基本上消退，我们以估值为依据对英镑保持乐观。我们对英镑/美元汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 1.38，第三季度为 1.40，第四季度为 1.41，明年第一季度为 1.42。

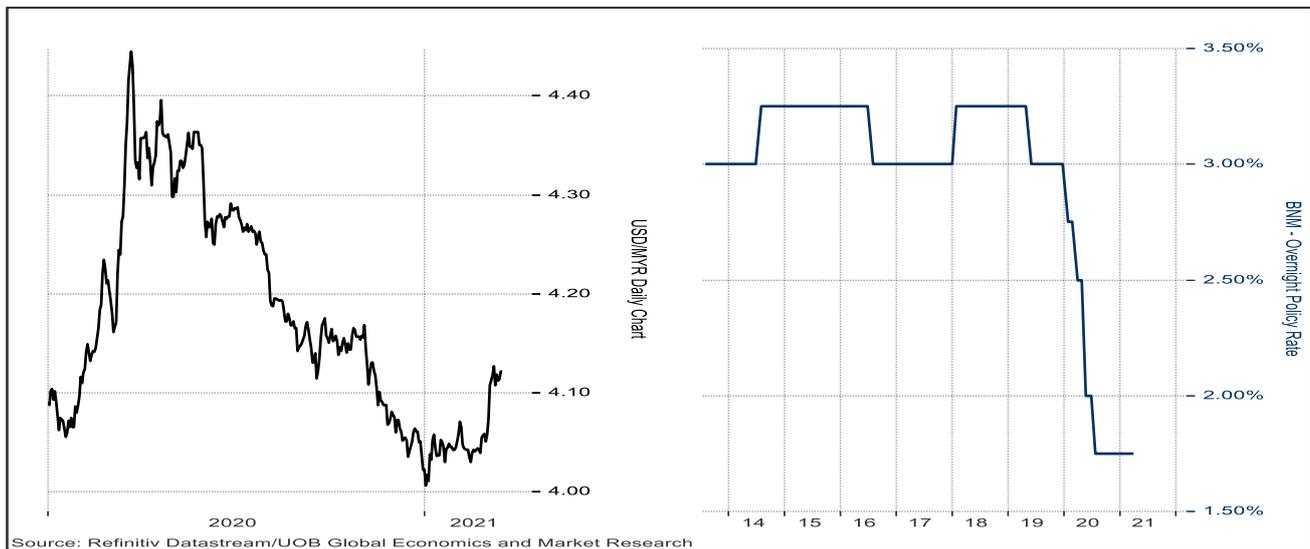
澳大利亚



不出所料，澳洲储备银行在今年 3 月份的政策会议上决定维持当前政策不变。在 1 月份的时候，该国央行宣布在 2020 年 11 月份公布的 1000 亿澳元基础上将量化宽松计划的规模追加 1000 亿澳元，令金融市场感到意外。

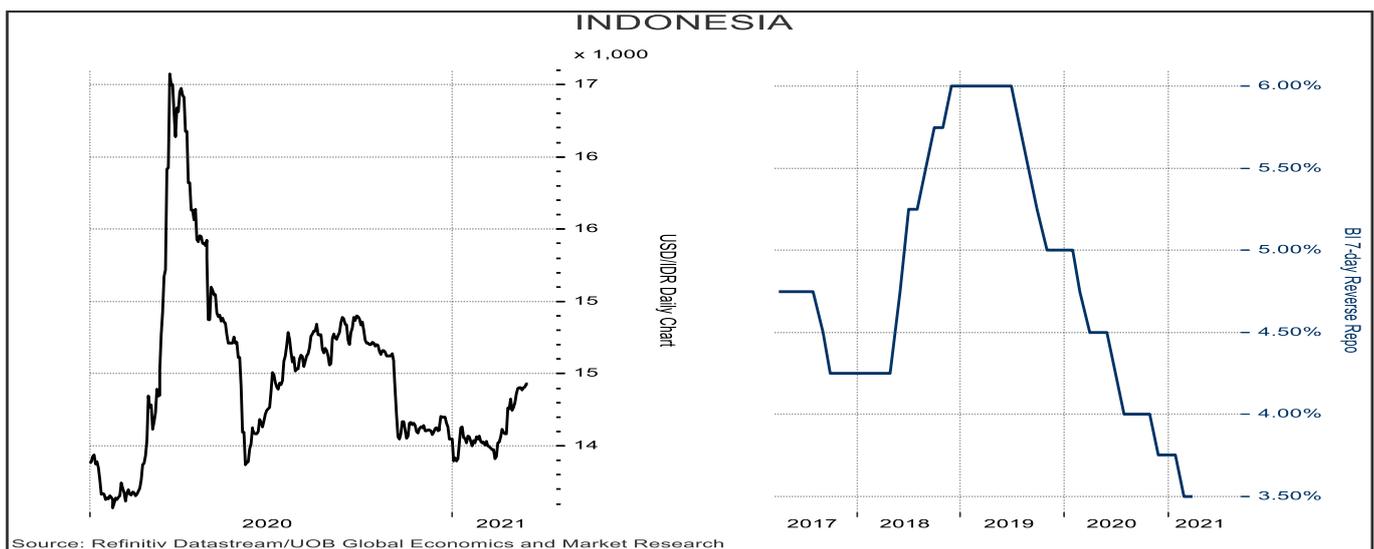
到目前为止，澳洲储备银行的言辞继续强化了我们的现有观点，即该国央行会推迟将政策利率下调进入负区间的时间。我们继续预计该国现金利率维持不变至 2024 年，并预计该国量化宽松规模在第二轮之后继续追加 1000 亿澳元。尽管如此，我们认为该国央行不会将“收益率曲线控制”这一政策工具的实施期限延长至超出 2024 年 4 月，因为该国央行在该时点之后将无法以可信的方式承诺将利率维持在 0.1% 不变。虽然近期风险可能偏向于使澳元走弱，但我们对商品价格走高持积极观点，且澳大利亚国内经济强势复苏可能会支撑澳元在中期走高。我们对澳元/美元汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 0.77，第三季度为 0.78，第四季度和明年第一季度为 0.79，与之前去年 12 月份时预测相比变化不大。

马来西亚

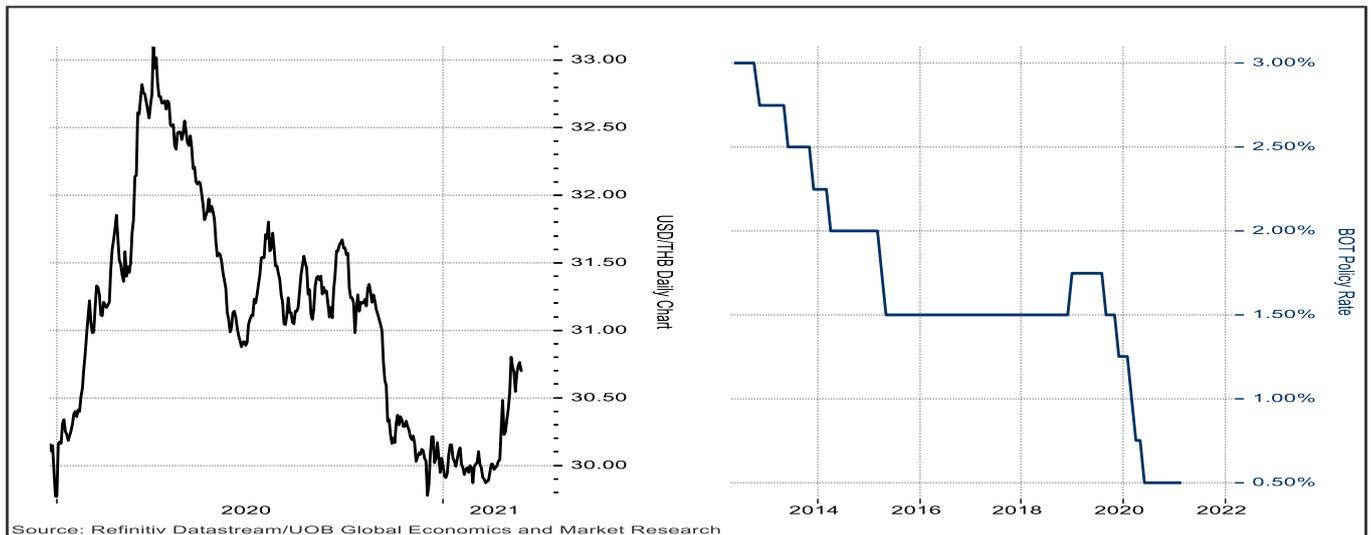


我们预计马来西亚央行在整个 2021 年将隔夜政策利率维持在 1.75% 不变。该国央行称，考虑到疫情相关的不确定性，未来的货币政策立场将取决于新的数据和信息。尽管马来西亚 GDP 增速疲软和持续实施疫情控制措施，我们认为该国央行在这个阶段较为不倾向于采用广泛和粗放型的货币政策工具。我们认为，在马来西亚政府已加快和扩大实施部分财政措施的同时，该国央行可能更倾向于采用针对性措施来支持不平衡的经济复苏。虽然林吉特汇率在 3 月初意外下跌至 4.14，我们预计这仅是暂时性的。马来西亚的对外头寸保持良好，经常账户顺差有助于缓冲林吉特的汇率走势。更重要的是，林吉特应该能从中国主导的亚洲地区进一步经济复苏中得到支撑。需关注的风险包括疫苗推广速度、马来西亚国内疫情控制以及国内经济复苏情况。油价走高对林吉特属于利好。我们将美元/林吉特汇率的点位预测更新为 2021 年第二季度为 4.15，第三季度为 4.10，第四季度和明年第一季度为 4.05。

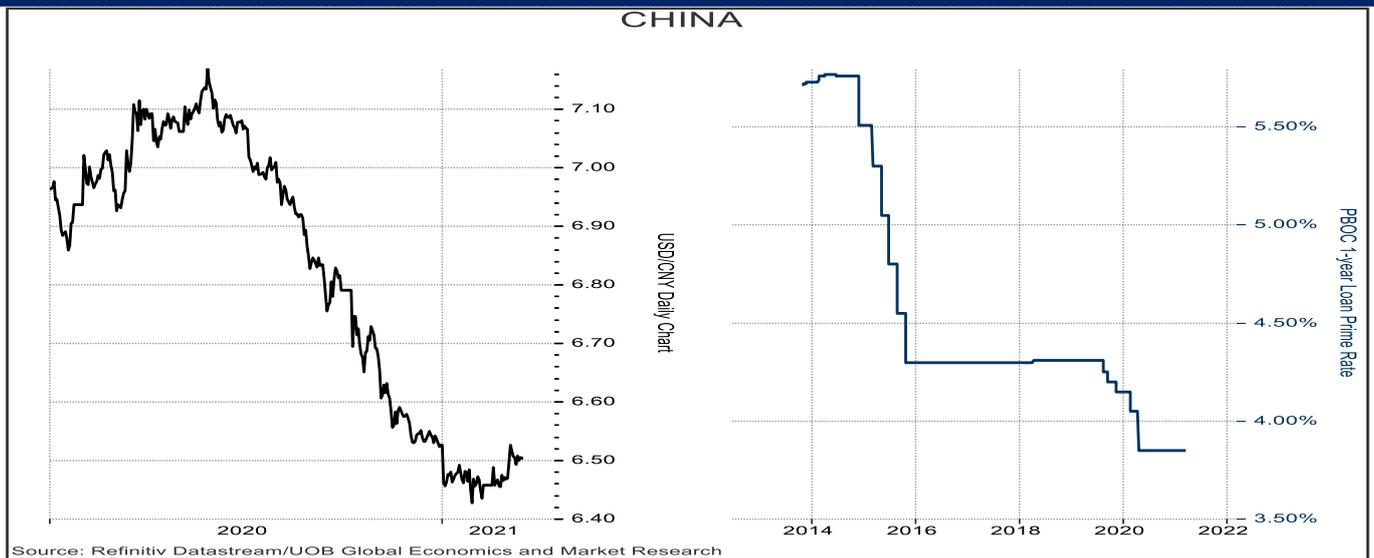
印度尼西亚



继去年降息 125 个基点后，为了提振国内受新冠疫情重创的经济，印度尼西亚央行在 2021 年 2 月份的货币政策会议上将基准利率下调 25 个基点至历史最低点的 3.50%；该国央行称从目前来看未来进一步降息的空间有限，但强调有其他措施支持经济，例如量化宽松计划。展望未来，我们注意到外部市场发生与全球市场收益率上升相关的情况。随着收益率上升，印度尼西亚央行在不降低国内金融资产收益差幅的前提下进一步调整基准利率的空间较小。我们继续重申之前的观点，即印度尼西亚央行在 2 月份货币政策会议上的降息可能代表着降息周期的结束。我们在今年剩余时间内将对印度尼西亚央行利率的预测维持在 3.50% 不变。然而，值得强调的是，此次债券收益率走高反映了全球经济前景向好，而不是一项意外的负面风险事件。因此，全球风险偏好将会得以维持，并抵消债券收益率上升对印尼盾的部分影响。此外，考虑到印度尼西亚央行已准备好充足弹药，可能会出手干预以平缓外汇走势。印度尼西亚外汇储备在今年 2 月份站上 1388 亿美元的历史高位。总体而言，我们对美元/印尼盾的最新点位预测为 2021 年第二季度为 14,600，第三季度为 14,700，第四季度和明年第一季度为 14,800。



泰国经济从 2020 年第二季度经历的谷底反弹，2020 年第四季度 GDP 年同比下滑 4.2%（但按季节调整后的季度环比增速为 +1.3%），好于上季度的年同比萎缩 6.4%（按季节调整后的季度环比增速为 +6.5%）。在 2020 年第三季度和第四季度经历连续两个季度环比增长后，泰国正式迎来技术性复苏。正如市场人士普遍预期的那样，泰国央行在 2021 年 2 月 3 日举行的政策会议上连续第六次将一天回购利率维持在 0.50% 不变。该国央行上次作出变化的时间在 2020 年 5 月份，当时该国央行下调基准利率 25 个基点。我们继续认为泰国央行会在整个 2021 年将基准利率维持在 0.50% 不变。不过，如果新冠疫情形势恶化，在面临显著下行风险的情况下，泰国经济增长可能会不平衡。如果在 2021 年下半年宏观经济基本面出乎意料地维持低迷，则届时该国央行可能会兑现 25 个基点降息。我们对美元/泰铢最新的点位预测为 2021 年第二季度为 31.1，第三季度为 31.2，第四季度和明年第一季度为 31.5。



继中国 M2 规模和社融总额去年为了支持经济复苏而大幅增长之后，中国人民银行将目标设定为使 M2 规模和社融总额增长与名义 GDP 增速保持一致。该国央行还称政策操作不会发生突然转向，随着中国经济今年继续复苏，货币政策必须保持灵活精准。虽然信贷增速今年将会降低，我们继续预计中国 1 年期贷款基准利率（LPR）在 2021 年剩余时间里维持在 3.85% 不变。

虽然中国即将出炉的宏观经济数据会继续显示出强劲的经济复苏势头，但收益差幅不断收窄削弱了中国债券对外国投资者的吸引力。中美两国 10 年期政府债券收益率差幅在 3 月 8 日已收窄至 165bps，是自从去年 3 月份以来的最小差幅，低于去年 11 月份高位的 253bps。这一发展趋势减少了资本流入，并且可能开始限制人民币的涨幅。与此同时，由于中国的经济基本面稳固且对美元债的依赖性较低，因此人民币可能不会遭遇新兴市场国家汇率普遍预计发生的波动。因此，我们对美元/人民币汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 6.55，第三季度为 6.50，第四季度和明年第一季度为 6.40。

外汇、利率和商品价格预测

外汇	2021年3月18日	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测
美元兑日元	109	109	108	107	107
欧元兑美元	1.19	1.18	1.19	1.20	1.20
英镑兑美元	1.39	1.38	1.40	1.41	1.42
澳元兑美元	0.77	0.77	0.78	0.79	0.79
纽元兑美元	0.72	0.72	0.73	0.74	0.74
美元指数	91.8	92.4	91.5	90.8	90.9

美元兑人民币	6.51	6.55	6.50	6.40	6.40
美元兑港元	7.77	7.75	7.75	7.75	7.75
美元兑新台币	28.47	28.50	28.30	28.20	28.20
美元兑韩元	1,131	1,150	1,130	1,100	1,100
美元兑菲律宾比索	48.66	48.50	48.20	48.00	48.00

美元兑马来西亚林吉特	4.12	4.15	4.10	4.05	4.05
美元兑印尼盾	14,455	14,600	14,700	14,800	14,800
美元兑泰铢	30.86	31.10	31.20	31.50	31.50
美元兑越南盾	23,074	23,100	23,050	23,000	23,000
美元兑印度卢比	72.55	74.00	74.50	75.00	75.50

美元兑新加坡元	1.34	1.35	1.33	1.32	1.32
欧元兑新加坡元	1.60	1.59	1.58	1.58	1.58
英镑兑新加坡元	1.87	1.86	1.86	1.86	1.87
澳元兑新加坡元	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.07	3.07	3.08	3.07	3.07
新加坡元兑人民币	4.85	4.85	4.89	4.85	4.85
日元兑新加坡元 x100	1.23	1.24	1.23	1.23	1.23

利率	2021年3月18日	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022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
美元 SOFR	0.01	0.09	0.10	0.10	0.11
3个月期美元 Libor	0.19	0.18	0.22	0.25	0.25
10年期美国国债收益率	1.70	1.90	1.95	2.00	2.10
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	0.26	0.11	0.12	0.12	0.13
新加坡元3个月 SIBOR (银行同业拆借利率)	0.44	0.40	0.40	0.40	0.40
新加坡元3个月 SOR (新加坡元掉期利率)	0.36	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)	1.59	1.85	1.90	1.95	2.05
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	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75
泰铢1天回购利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
越南盾再融资利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
印度卢比回购利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
商品	2021年3月18日	2021年第二季度预测	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测
黄金 (美元/盎司)	1,734	1,700	1,750	1,800	1,800
布伦特原油 (美元/桶)	63	60	65	70	70
伦敦金属交易所 LME 铜 (美元/吨)	9,056	9,000	9,500	10,000	10,000

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”），2021 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