



# 2021 年第三季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

### 分道扬镳者终将殊途同归

自新冠疫情爆发以来，已经过去了一年多时间。根据所处的国家或地区的不同，人们对于全球抗疫的看法可能有很大的分歧。部分美国城市已宣布战疫成功且不再强制要求完全接种疫苗者佩戴口罩，而对于许多位于亚洲地区的人而言，无论何时只要走出家门，戴口罩仍是日常生活中不可或缺的一部分。随着疫情的持续，各国在经济增长和复苏前景方面的偏差日益加大，这不但加大了各国在货币政策方面的分歧，还增加了日益上升的通胀与波澜不惊的收益率曲线之间的反差。

最明显的是发达国家与世界上其他国家和地区之间疫苗接种率的强烈反差。在经历疫苗接种早期的不稳定后，欧美国家在疫苗接种工作方面已大幅领先。截至 2021 年 6 月 10 日，美国和英国的疫苗完全接种率超过 42%，欧盟的接种率为 23%。与之相比，除中国和经合组织成员国之外的亚洲国家和地区在疫苗接种工作方面则远远落后，仅有 2.5% 的人口完全接种。虽然中国并未公布完全接种人口的官方数据，但国家卫健委报告的接种剂数大约为 8.45 亿剂（截至 6 月 10 日），据此我们估计中国的接种率在 30%-37% 之间，远高于印度和印度尼西亚不足 5% 的接种率。

疫苗接种率差异所带来的主要后果是各国经济复苏前景的差异。经合组织在 2021 年 5 月发布的最新一期经济展望报告中指出“经济复苏之路并不寻常”。虽然经合组织将本年度全球 GDP 增速预测从之前（2020 年 12 月份）预计的 4.2% 大幅上调至 5.8%，但同时也提醒，各国复苏情况仍不均衡，并且，取决于各国疫苗接种计划的效果以及公共卫生政策，各国的经济复苏仍易于遭受新一轮挫折。

具体而言，经合组织指出，“韩国和美国在历经大约 18 个月后正在达到疫情前的人均收入水平，而欧洲大部分国家和地区预计需要花费三年时间才能恢复”。虽然一概而谈很容易，但考虑到疫情的不可预测性以及源自印度的 Delta 变种的高传染性引发的亚洲地区新一轮疫情，各国的经济复苏轨迹仍充满不确定性。

我们的宏观经济团队也注意到了各国经济复苏前景存在的偏差，随着亚洲地区新一轮新冠疫情的爆发，受疫情影响较大的各经济体在本年度的 GDP 增速预期在最近几个月均遭遇全体下调，具体而言，印度的 GDP 增速从 10.5% 下调至 8.5%，泰国的 GDP 增速从 3.5% 下调至 1.5%，印度尼西亚从 4.0% 下调至 3.8%，而菲律宾则从 7.0% 下调至 5.5%。

虽然上述情况对亚洲地区经济复苏而言明显是一个挫折，但我们仍认为这只是复苏轨迹上的一个小插曲。一旦新一轮疫情得到控制，中国稳健的经济复苏再加上整个亚洲地区的出口强劲回升将有助于亚洲地区其他国家迎头赶上。到今年年底时整个亚洲地区的经济增速将会恢复并逐渐趋向一致。

除了经济增长前景迥异之外，美联储与其他发达国家央行的货币政策之间也存在分歧。一方面，许多发达国家央行已开始走上货币政策收紧的道路，具体而言，冰岛央行加息 25 个基点，挪威央行示意未来会在今年年底前加息，而加拿大银行和新西兰储备银行均示意会在 2022 年加息。

另一方面，美联储直至最近仍坚称通胀只是暂时性的。联邦公开市场委员会 6 月份最新一期的点阵图将美联储开启加息的时间点提前至 2023 年，由此，美联储与其他发达国家央行的货币政策开始趋同。我们现在认为美联储可能会在今年年底开始缩减宽松，而后在 2023 年 6 月启动加息。

重新回到“通胀只是暂时性的”这一话题上，各主要经济体的整体 CPI 和 PPI 指数上升与长期债券收益率最近回撤之间也存在明显的反差。具体而言，与我们之前对 10 年期美国国债收益率进一步攀升的预期背道而驰，基准利率反而在 4 月初的时候从 1.75% 的高位回撤，并退回至当前 1.5% 左右的水平。长期债券收益率的回撤与美国各项通胀指标的大幅上升之间形成了明显的对比和偏差，在今年 5 月份，美国的整体 CPI 指数跳升至 5%，而整体 PPI 指数大幅升至 9.5%。

通胀真的只是暂时性的吗？还是投资者对美国国债存在什么误解？虽然整个第二季度通胀率大幅上升可以用去年的低基数效应以及各种商品供应以及原材料供应链中断来部分解释，但到下半年的时候通胀率是否会下降仍有待观察。

关于长期国债收益率的回撤，有证据表明很大程度上是因为流动性因素导致的。简而言之，美国货币市场充斥大量的资金，逆回购市场的资金供大于求，美联储每日的隔夜逆回购操作金额现已超过 5000 亿美元的纪录高位，已经传导到债券市场的长端。虽然通胀风险存在不确定性，但跟完全没有收益的隔夜逆回购相比，1.50% 的 10 年期美国国债收益率看起来的确很有吸引力。关于这个方面，我们仍认为，一旦流动性因素的影响消退，较长期限债券收益率最终会恢复爬升的趋势。

商品方面，黄金试图在第二季度迎头赶上，从而缩小与持续劲升至 70 美元/桶以上的布伦特原油和升至 10,000 美元/吨的伦敦铜之间差距。黄金与商品板块整体表现的偏差在下个季度是否会缩小，从而形成商品板块更加同步的涨势呢？

外汇方面，亚洲国家汇率之间也存在明显的偏差，具体而言，印尼盾、印度卢比和泰铢的前景与其他亚洲国家汇率之间的差异可能会进一步扩大，而后者的表现与人民币的汇率变化较为同步。

2021 年第三季度会带来什么新的情况呢？各国经济前景和货币政策方面的不确定性和差异是否会进一步加大？或者，随着更多国家完全接种疫苗以及重拾更坚定和持续的经济复苏轨迹，增长预期会回归正常和趋同吗？我们特此提出更新后的季度宏观经济预测、货币政策、外汇、利率以及商品预测。

## 外汇策略：美联储转鹰，美元弱勢接近尾声

美联储最近转鹰意味着美元自 2020 年年中以来的一波走弱可能正在接近尾声。我们现在预计 2021 年下半年美元兑大多数主要国家和亚洲地区货币的汇率将会盘整和见底，而后在 2022 年上半年重拾升势。在主要国家外汇方面，许多发达国家央行已开始货币政策正常化，要么降低资产购买速度，要么示意会在 2022 年底前加息。加息是决定一个货币强势的主要因素，与可能会在 2023 年年中开始加息的美联储相比，这些发达国家央行加息的速度会快一些。因此，在主要国家的汇率方面，美元重定价产生的效应可能会表现得更为渐进一些。总体而言，我们预计美元指数（DXY）在接下来两个季度会在 91 左右见底，而后在 2022 年年中略微回升至 93。

亚洲方面，由于亚洲国家发生新一轮新冠疫情，阻碍了各自的经济复苏脚步，我们在 2021 年第二季度时对部分亚洲经济体进行了一系列的经济增速下调。具体而言，我们继续对泰铢、印尼盾和印度卢比保持谨慎。即使美联储有强烈的意愿去避免重蹈 2013 年“缩减恐慌”的覆辙，但缩减宽松仍将会使某些亚洲国家汇率承压，尤其是上述三个国家。关于其他亚洲国家的汇率表现而言，在美元强势开始抬头之际，其他的亚洲国家具有强劲的增长前景，人民币汇率相对保持稳固。因此，我们预计 2021 年下半年美元兑大多数亚洲国家货币的汇率会存在一个盘整期，而后在 2022 年上半年略微上行。尤其是，我们分别上调美元兑人民币和美元兑新加坡元汇率至 6.48 和 1.36。

## 利率策略：投资者对美国国债收益率下跌并不买账

投资者对通胀的关注在 2021 年第二季度期间仍未减弱，这种对价格压力走高的一致观点从今年 5 月份消费价格指数（CPI）冲至 13 年来的 5% 年同比新高这一点得到验证。通过分析 10 年期美国国债价格走势，我们可以看到，与 2021 年第一季度末的水平相比，现行 10 年期美国国债的盈亏平衡通胀率（也称通胀补偿利率）变化不大。在通胀预期未发生重大变化的情况下，自 3 月底以来，10 年期美国国债收益率的变化受到实际收益率下降所驱动。实际收益率遭到压制大部分是短期供需现象，而不是因为经济增速预期大幅下调所致。美联储在最近的点阵图中将加息提前到 2023 年的决定也验证了我们的通胀预期。

总体而言，关于较长期限美国国债和新加坡政府债券收益率预测而言，我们仍维持之前的收益率上升预测，我们认为对 10 年期美国国债和新加坡政府债券而言在今年底达到 2.00% 是合理的目标。就短期美国国债和新加坡政府债券收益率而言，我们仍认为短期收益率几无调整，3 个月期美元 LIBOR 的合理年底目标为 0.18%，3 个月期 SOR 和 3 个月期 SIBOR 在 2021 年底时应该会分别在 0.25% 和 0.40% 水平企稳。话虽如此，根据我们宏观团队更新后的美联储首次加息时间点预测，我们将货币市场利率预计上调的时间点提前至 2023 年 6 月。

## 商品策略：目前的涨势仍有后劲，继续看好商品

第二季度对商品板块而言是一个重要的季度，伦敦铜和布伦特原油价格强劲上涨，后疫情时期世界经济的重启叠加仍属宽松和扩张性的货币政策形成的全球经济同步复苏助长了商品的全面同步上涨。伦敦铜目前已反弹至 10,000 美元/吨的历史水平，在短期来看，考虑到铜矿产量的回升预期，伦敦铜的价格涨势将会有一定程度的盘整。然而，从中长期来看，精炼铜需求仍然强劲，并且，考虑到基础建设和电动车对铜的需求强于预期，预计中的铜供应过剩情况可能不会发生。因此，伦敦铜今年第三季度在 10,000 美元/吨的水平进行一定程度的盘整后，我们预计到 2022 年第二季度前会逐渐攀升至 11,000 美元/吨。

至于布伦特原油，欧佩克组织的需求预测显然是看涨。欧佩克预计本年度全球 GDP 强劲增长 5.5%，再加上世界范围内疫苗接种势头强劲，叠加交通运输燃料需求迅速恢复，欧佩克目前预计全球石油需求将会在今年第四季度前大幅上升至超过每天 9900 万桶，欧佩克称，“这将会使我们恢复至疫情前水平”。从市场参数角度而言，布伦特原油在上个季度已重回“现货升水”状态，这表明全球需求恢复。总体而言，只要欧佩克组织保持减产纪律和遵守当前的减产协议，我们预计布伦特原油价格会进一步攀升，目前预计布伦特原油在 2022 年第二季度会升至 80 美元/桶。

另一方面，黄金涨至 1,900 美元/盎司上方的空间受到美联储转鹰的限制。黄金的大多数利好因素仍在，这些因素包括中国饰金需求强劲回升，黄金 ETF 外流放缓以及比特币相对走弱导致比特币对黄金汇率回调。展望未来，如果通胀进一步上升，实际收益率可能会进一步掉头向下。如此一来黄金可以从传统的对冲通胀需求中获得走强的动力，但美联储将加息周期提前到 2023 年则阻挡了黄金第二季度的涨势。虽然我们继续看涨黄金，但黄金任何潜在的上行势头在目前来看都是有限的。总体而言，我们下调了金价预测，目前认为黄金在 2022 年上半年会在 1,900 美元/盎司见顶。

以下是主要关注点概述以及主要外汇和利率观点

## 聚焦亚洲：经济复苏的列车延误，但尚未脱轨

国际机构相继上调全球 GDP 增速预测，但当前的复苏周期是由较富裕的发达经济体所引领，发展中经济体则明显落后。引起各国经济复苏轨迹差异的明显因素是新冠疫苗的供应能力。

亚洲地区迄今为止的经济复苏大部分是由制造业和与之关联的出口回升所驱动的，但面对面服务行业的复苏则受疫苗推广速度缓慢所拖累，因此阻碍了许多亚洲经济体的综合复苏。

2021 年上半年疫情死灰复燃以及新病毒变种的入侵带来的经济下行压力导致我们在 2021 年第二季度下调多个亚洲经济体（例如印度、印度尼西亚、菲律宾、马来西亚和中国台湾地区）的经济增速预测。尽管如此，目前我们并不认为 2021 年会重回衰退，而只是复苏较为疲弱而已，随着疫苗供应范围的扩大，我们预计今年下半年会逐渐向好，但亚洲地区在接下来 12 个月期间达到较高疫苗接种率（接种人口比例达到 75%）的可能性非常低。

## 聚焦美联储：让我们来谈谈（美联储）关于缩减宽松的看法

在今年 6 月份的联邦公开市场委员会会议后举行的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔承认开始讨论缩减量化宽松，再加上更新后的经济和利率预测，使得人们目前可以开始讨论缩减宽松，这会使美联储缩减资产购买的计划变得具体起来。

我们预计美联储会在今年 8 月 26 日于杰克逊霍尔举行的年度研讨会上作出关于缩减宽松的第一次暗示，而后在 2021 年 9 月 21/22 日期间举行的联邦公开市场委员会会议上进一步将其转化为关于缩减宽松时间点的承诺。

我们现在预计美联储会在 2021 年 12 月首次缩减宽松，缩减宽松的流程会持续将近一年半至 2023 年 5 月。之后，我们预计美联储在 2023 年加息两次，每次 25 个基点，先是在 2023 年 6 月将利率上调至 0.25%-0.50% 区间，然后在当年 12 月份继续上调至 0.50%-0.75% 区间。

## 全球外汇

### 美元/日元

10年期美国国债收益率在2021年底逐渐走高至2%，而10年期日本政府债券收益率则由于日本央行的收益率曲线控制而维持在0%，息差扩大会导致投资外流并对美元/日元汇率施加上行压力。因此，我们将美元/日元汇率预测更新为2021年第三季度为112，第四季度为113，明年第一季度和第二季度为114。

### 欧元/美元

展望未来，欧元/美元汇率可能从欧元区高达7500亿欧元的复苏基金中获得进一步的支撑，复苏基金将会在这个夏季首次发放。然而，美联储最近转鹰可能是一个新的重要催化剂，可能会将欧元/美元汇率的“双重顶”巩固在1.23左右。从现在起，我们认为今年第三季度和第四季度欧元/美元汇率在1.19左右会有一个盘整期，之后在明年第一季度回撤至1.17，第二季度回撤至1.16。

### 英镑/美元

虽然英镑从去年3月的低位稳定恢复，但在估值方面仍具有吸引力。回想起来，英镑/美元汇率在2016年6月脱欧公投前曾在1.45上方交投，而英镑/新加坡元汇率则在1.90上方。然而，考虑到美元涨势开始抬头，我们下调了英镑/美元的汇率上涨轨迹预测。总体而言，我们将英镑/美元汇率点位预测更新为今年第三季度为1.40，第四季度为1.41，明年第一季度和第二季度为1.42。

### 澳元/美元

在今年下半年，随着更多经济体的重启进一步催生需求，全球商品价格可能保持良好涨势。我们预计澳洲储备银行会在7月份将债券购买规模从1000亿澳元缩减至750亿澳元。这些因素可能会提振市场人士对澳元的信心，将这些澳元利好因素与美联储缩减宽松引起美元重定价进行比较。总体而言，我们预计澳元/美元汇率在今年下半年会在0.75盘整，然后在明年第一季度到达0.74，第二季度到达0.73。

### 新西兰元/美元

由于全球范围内的再通胀交易，商品价格强劲上涨和全球风险偏好上升，新西兰元/美元汇率在今年下半年仍有可能支撑在0.70水平。明年，随着市场对美联储加息的重定价加快，我们预计新西兰元/美元汇率在明年第一季度走低至0.69，在第二季度继续走低至0.68。

## 亚洲外汇

### 美元/人民币

虽然中国经济的稳健增长继续为人民币企稳提供基础，面对货币政策制定者采取的进一步措施，人民币兑美元汇率进一步升值的幅度会更小，在未来会有更多的双向波动，而这跟人民币在2020年下半年的平均8%升值幅度形成对比。总体而言，我们现在认为美元/人民币汇率在未来略微走强，今年第三季度和第四季度为6.43，在明年第一季度到达6.45并在第二季度到达6.48，之后，中国经济增速回归更加可持续的水平（即2022年回落至5.7%）以及美元实现更普遍的复苏将会促使人民币汇率在后期走弱。

### 美元/新加坡元

就新加坡元而言，考虑到当局对疫情形势的迅速控制以及疫苗接种加速推广，市场人士对新加坡元汇率的信心迅速回升，市场人士认为新加坡元对美元汇率会在短暂下降至1.34后再次走强至1.33。随之而来的社交隔离措施

放松意味着新加坡元会保持势头，在 1.33 兑 1 美元水平盘整至 2021 年底，这跟人民币的强势保持一致。明年，美联储缩减宽松将会对美元/新加坡元汇率产生适度的影响，在明年第一季度将这个货币对的汇率提升至 1.35，之后在第二季度提升至 1.36。

## 美元/港币

展望未来，美联储的缩减宽松计划对美元/港元汇率而言可能是最大的决定因素，跟 2013 年的“缩减恐慌”相比，只要 Libor-Hibor 利差保持接近零的水平，那么美元/港元汇率的上行波动可能有限。总体而言，我们重申以下观点，即港元/美元汇率将会维持在 7.75 强方兑换保证水平，直到美联储在 2023 年年中启动新一轮加息周期。

## 美元/新台币

现在看来，新台币明显从台湾科技行业出口的强劲外需中得到支撑，全球再通胀引起的风险偏好上升以及新冠疫情对台湾 2021 年 GDP 的影响较为有限，因此，除非台湾地区经济增速受疫情影响远比预期大，否则我们仍坚持以下看法，即 2021 年下半年新台币兑美元汇率维持在 27.7 的强势地位，到明年，随着美元复苏开始站稳脚跟，美元/新台币汇率预计会走高，在 2022 年第一季度的时候走向 28.0，在第二季度走向 28.2。

## 美元/韩元

目前来看，由于韩国国内经济增长前景很强势，并且韩国央行暗示会进行“有序的”政策正常化，因此韩元兑美元汇率在今年下半年时看来会赶上亚洲地区年初迄今对美元的涨幅。从外部来看，随着越来越多的经济体从疫情的阴影中走出，韩元也会受到全球贸易前景向好的支撑。到明年时，由于韩国央行预计会是亚洲地区首批在 2022 年第一季度启动加息的央行之一，因此韩元面临美联储缩减宽松的利空影响可能较轻。总体而言，我们将美元/韩元汇率的点位预测更新为 2021 年第三季度和第四季度为 1,110，2022 年第一季度为 1,120，第二季度为 1,140。

## 美元/马来西亚林吉特

虽然马来西亚近期经济增长前景存在下行风险，但马来西亚林吉特汇率面临的利好因素有良好的外部形势（例如经常账户顺差持续，充裕的外汇储备以及持续的外国直接投资流入）以及油价走高。全球原油价格上涨以及新冠疫苗接种计划的进展能够为马来西亚林吉特在今年第三季度兑美元汇率提供上行至 4.14 的动力。此后，随着美联储的正常化计划成为焦点，美元/马来西亚林吉特汇率将会追随美元普遍复苏的走势。因此，我们预计这个货币对的点位在 2021 年第四季度为 4.15，2022 年第一季度为 4.16，第二季度为 4.17。

## 美元/印尼盾

总体而言，我们认为印尼盾当前这轮强势不会持续下去，我们继续预计美元/印尼盾汇率走高。对印尼盾保持谨慎的原因包括印度尼西亚经常账户赤字持续并且扩大，该国新冠疫情感染率仍高企不下，这给该国预期中的经济复苏蒙上阴影。更重要的是，美联储缩减宽松的计划可能会刺激投资组合从印度尼西亚外流并因此使得印尼盾承压。与此同时，外汇市场的波动性可能因印度尼西亚央行动用外汇储备，对国内无本金交割远期外汇或本币债券市场进行干预而受到限制。我们对美元/印尼盾汇率更新后的点位预测分别为 2021 年第三季度为 14,700，今年第四季度和明年第一季度为 14,800，明年第二季度为 14,900。

## 美元/泰铢

泰国经济的增长风险仍趋向于下行，我们继续对泰铢保持谨慎。此外，过去几年里泰国充裕的经常账户顺差支撑泰铢汇率表现跑赢大市，但自那时起已大幅减少。其次，美联储最近转鹰可能会对泰铢施加进一步的压力。总体而言，我们重申泰铢进一步走弱的观点，更新后的泰铢/美元汇率点位预测为 2021 年底为 32.5，2022 年年中为 33.2。

## 美元/菲律宾比索

在接下来的半年，内外部力量仍然会支撑菲律宾比索汇率，并将有助于部分抵消美联储缩减宽松计划对比索造成的贬值压力。因此，我们认为比索对美元贬值有限，预计 2021 年第三季度和第四季度在 48.70 比索兑 1 美元（即期汇率为 48.40 对 1 美元）。下一年，随着美联储的正常化流程更清晰，再加上杜特尔特任期结束带来的政治不确定性上升，我们预计比索对美元汇率在 2022 年第一季度进一步走弱至 49.0，明年第二季度为 49.5。

## 美元/越南盾

虽然越南在今年 4 月份被美国撤下了外汇操纵国标签，但美国财政部将会继续加强与越南在外汇实务方面的接触。此外，越南国家银行也从今年 2 月份开始将（为了抑制越南盾升值而进行的）外汇干预的次数减少至每周一次（而非之前的每天一次）。所有这一切意味着，虽然即将到来的美联储缩减宽松可能会使越南盾承压，但因为越南央行进行操作会引来美国财政部的审查，因此越南盾的贬值压力将会有限。我们对美元/越南盾汇率更新的点位预测分别为 2021 年第三季度和第四季度为 23,000，2022 年第一季度为 23,100，第二季度为 23,200。

## 美元/印度卢比

虽然印度的疫情形势表面上看来有所改善，但印度的经济增长前景仍不明朗。此外，印度储备银行在今年 6 月份最新的一次会议上决定加码债券购买（即政府证券购买计划 2.0），并且印度的双赤字形成了结构性的利空，其可能会继续使卢比承压。从外部来看，美联储缩减宽松可能会刺激投资组合外流和加剧卢比汇率的下行。总体而言，我们维持美元/印度卢比汇率上行观点，并重申以下汇率点位预测，即 2021 年第三季度美元/印度卢比汇率为 76.0，第四季度为 76.5，2022 年第一季度为 77.0，第二季度为 77.5。

## 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。