



2021 年第三季度

大华银行投资观察

全球宏观背景

随着新冠疫情逐步得到控制，人们对经济增长和复苏前景，货币政策看法的分歧越来越大，就连通胀上升与收益率曲线之间的差异也越来越大。最显著的差异是发达国家与世界其他地区之间的疫苗接种率。虽然这明显阻碍了亚洲的经济复苏，但我们仍然认为，这只不过是亚洲经济复苏道路上的一个暂时性障碍。

固定收益

虽然我们对固定收益资产类持中立态度，但收益率的上升使得固定收益更具吸引力。我们增持了高收益债和亚洲投资级债。我们也增持了新兴市场债，并将继续在一些高波动率细分市场寻找机会，我们会有选择性的进行投资，因为利差水准已整体压缩。

资产配置

我们观察到了一些在 2021 年第三季度有吸引力的投资方向。我们建议适度增持全球股票和企业债等风险资产。我们预计亚洲股市将在 2021 年跑赢全球市场，认为公司债券的固定收益前景具有吸引力，但随着债券收益率逐渐上升，政府债券将面临一些压力。最后，建议增持大宗商品和另类投资，减持现金。

商品

尽管目前大部分支持金价的积极因素仍然存在，但美联储最近转鹰导致金价表现疲软，近期徘徊在 1,800 美元/盎司左右，该转变也将限制金价最高在 1,900 美元/盎司左右。近期伦敦铜会在 10,000 美元/吨附近盘整，随着基础设施和电动汽车需求的进一步提升，到 2022 年第二季度，伦敦铜价格将升至 11,000 美元/吨。至于布伦特原油，随着全球能源需求的进一步恢复和库存的减少，其价格将逼近 80 美元/桶。但这取决于欧佩克能否保持其生产纪律。

股票

2021 年第三季度，我们将股票战略由之前的“增持”下调为“适度增持”，虽然这表明我们对当前市场估值的担忧，但更重要的是，我们也想强调在当前的通胀环境中继续投资风险资产的重要性，因资产通胀仍将快于消费品价格通胀。

外汇和利率

美联储最近转鹰意味着自 2020 年年中以来的一波美元疲软可能即将结束。目前，我们预计美元兑多数主要货币和亚洲货币的汇率将在 2021 年下半年盘整并触底，2022 年上半年开始逐步回升，并推动美元指数（DXY）升至 93。我们对美元/人民币和美元/新加坡元汇率在 2022 年第二季度的最新预测分别为 6.48 和 1.36。然而，我们对泰铢、印尼盾和印度卢比仍持较保守态度。我们预测年底 10 年期美国国债收益率目标为 2.0%，与之前观点一致。

全球宏观背景

分道扬镳者终将殊途同归

“我们的看法与实际存在的事物之间总是存在差异。” 乔治·索罗斯。

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。长期限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？

资产配置

我们对 2021 年的基本观点仍然是：我们会看到经济增长强劲的一年，这将对增长型资产提供较大支持而非低风险资产。截至 2021 年年中，经济增长仍然保持正轨，且逐月超出预期。目前市场的主要疑问是复苏是否过于强劲，会否带来一个推高债券收益率的过热环境。今年上半年，市场消化了不良因素，并在强劲增长与通胀和债券收益率上升之间取得了平衡。这导致股票等增长型资产的市场表现强劲，而固定收益等资产表现温和（但不乏积极因素）。

市场正翻过疫情这一页。全球疫情仍是世界增长最重要的问题之一，但市场似乎正在翻过这一页（诸如新变种和印度的爆发）。市场似乎相信疫苗将在明年促使一定程度上的正常化。随着北美和欧洲大部分地区接近群体免疫水平，西方在正常化路上正取得重大进展。而在亚洲，疫苗接种的速度要慢得多，疫苗的供应也非常有限。然而，我们对联合疫苗制造商生产预测进行了研究，我们认为，市场可能会对 2021 年下半年的疫苗生产水平感到惊喜。具体来说，2021 年上半年生产了约 20 亿剂疫苗，但 2021 年下半年的生产目标则可达到 100 亿剂。疫苗生产商似乎对他们的生产目标充满信心，如果是这样，我们预计，到 2021 年底，亚洲大部分地区将得以接种疫苗，并开始逐步恢复正常。

GDP 增长和盈利增长均超出预期。在今年年初，我们还强调指出，对全球经济和企业盈利来说，今年似乎将是强劲增长的一年。彭博经济学家也曾一致预测，美国 12 月 GDP 增长为 3.8%，但到 5 月底，该预测值已升至 6.0%。对全球企业盈利的预测也一直在稳步上升，在一些主要地区的企业盈利预期将增长 30% 或更多。2021 年的 GDP 增

长和盈利增长水平是过去 20 年来的最高水平之一，而这也为股票和商品等增长型资产提供了坚实的投资背景。

债券收益率正在上升，但短期利率稳定。虽然我们上调了对 2021 年债券收益率的预测，但我们仍相信，最终政策利率将在 2023 年之前保持在低位。因此，尽管债券收益率将面临一些温和的上行压力，我们仍然认为，在未来几年，收益资产（固定收益和股息收益率）会表现良好。

通货膨胀已成为头号风险。在这之前，全球市场的主要风险似乎取决于应对全球疫情的卫生措施实施情况。随着疫情在年底前得到控制的可能性越来越高，对风险的关注也已转移到增长是否会过于强劲以致引发高通胀。美国 5 月份的核心通胀率飙升至 3.8%，达到十多年来的最高水平。虽然，目前大多数经济学家认为这是由暂时性因素驱动的，但我们还是需要在今后几个月细致观察，以确定这是否会转化为降低央行维持低利率预期的持久通胀。

我们观察到了一些在 2021 年第三季度有吸引力的投资主题。首先，我们建议适度增持全球股票和企业债等风险资产。在股市方面，我们预计 2021 年亚洲在经济增长和市场表现方面都将表现出色。其次，我们认为企业债券的固定收益前景具有吸引力，但我们也认为随着债券收益率逐渐上升，政府债券将面临一些不利因素。最后，我们建议增持商品和另类投资，减持现金。

2021 年第三季度全球资产配置

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

股票

过去一年中，全球财政刺激和货币再通胀政策推高了大多数风险资产。史无前例的政府刺激措施缩短了衰退并推动了经济增长。这些举措再叠加疫苗的持续推出，全球经济应该会在 2021 年剩下的时间里迎来小规模繁荣，并持续到 2022 年初。而与此同时，各央行也一直在坚决锚定多数固定收益工具的收益率。

从概念上讲，再通胀策略的一个关键部分是以牺牲未来回报为代价的。换句话说，这将在事实上刺激投资周期大幅领先于经济周期。一旦政策制定者致力于推动经济活动的反弹，风险资产价格就会超前于基本面。而这次的不同之处在于投资周期提前的幅度，过度的流动性为各种上市和非上市证券的高估和投机活动创造了一个理想环境。

PMI(采购经理人指数)是一个能较好反映未来经济活动的通行指标。目前，全球 41 个经济体中有报告扩张性 PMI 高于 50 的占比达 90.2%。虽然，这预示着未来 6 个月经济会强劲复苏，但其中的投资含义却不尽相同。如果投资者在增长疲软(即 ISM 低于 50)时购买股票，他们将获得丰厚回报。那些愿冒险押注增长会在今后改善的人已经获得了回报，但是，目前 ISM 较高的水平表明，股市可能不会出现类似过去一年中的大幅上涨。

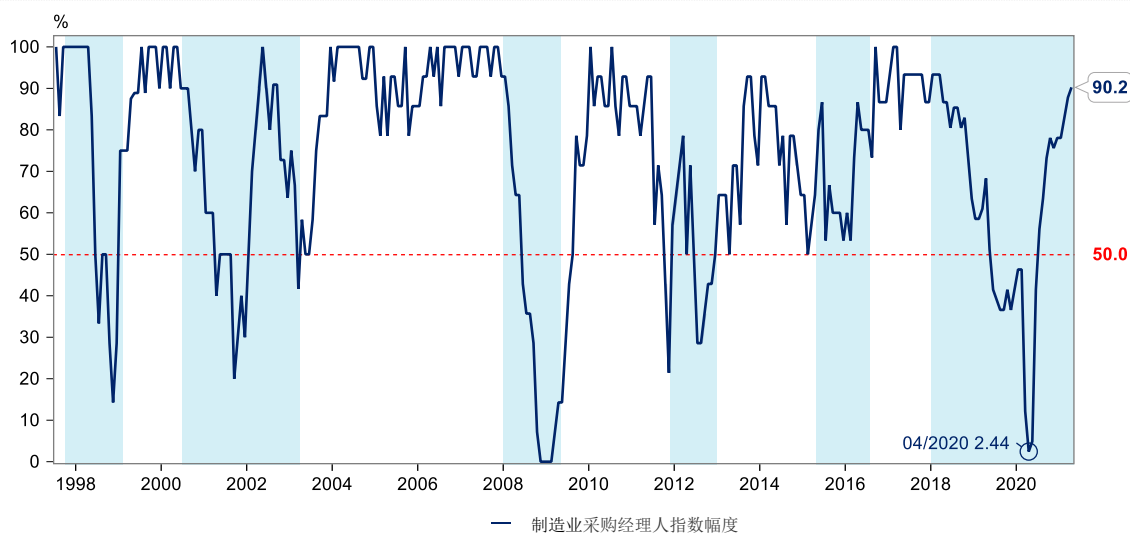
例如，目前美国 ISM 制造业 PMI 指数处于+1 标准差位置。历史显示，在未来 12 个月内，美国股市将小幅上涨 1.3%，但如果 PMI 从 50 以下升上来，则股市的平均涨幅为 15.4%。

鉴于目前的估值水平，投资者应保持谨慎，并可考虑做部分获利了结。从这时开始，投资者的“买入”策略将不会像 2020 年 4 月 PMI 增幅为 2.4%时那样奏效，投资者应开始关注“阿尔法 (alphas)”，而选股和主动资产管理将成为保护投资组合的关键策略。我们建议增加一些现金配置，以确保市场回调时有可用于投资的现金储备。

因此，对于 2021 年第三季度，我们将股票策略从之前的“增持”下调至“适度增持”。虽然这表明我们对当前市场估值的担忧，但更重要的是，我们也想强调，在当前再通胀环境中继续投资风险资产的重要性，因为资产通胀仍可能比消费品价格通胀快得多。

在新商业周期的早期，我们继续建议投资者将精力主要集中在到各周期性行业(金融、工业、原材料和能源等再通胀行业)，并同时回避防御性行业(公用事业、必需消费品、医疗保健、通信服务)。

制造业 PMI > 50 的经济体所占的百分比



资料来源: Macrobond、大华银行私人银行业务部
注: 样本来自 41 个经济体/地区
阴影区域表示经合组织经济衰退期

商品

继续看涨商品，因为当前反弹仍在持续

第二季度对各商品来说，是一个多事之秋，伦敦铜和布伦特原油价格强劲上涨，而黄金在美联储转鹰后遭到抛售。新冠经济重启后的强劲增长复苏，叠加全球宽松和扩张性的货币政策，共同助推了全球商品的同步上涨。但美联储已提前了加息时间表，那么金价回升的势头会停止吗？伦敦铜价能否持续攀升至 10,000 美元/吨上方？全球能源需求是否强到足以将布伦特原油推向 80 美元/桶？

黄金：美联储转鹰将限制金价低于 1,900 美元/盎司

我们之前所提及的金价积极驱动因素目前多数仍然有效。这些积极因素包括中国黄金首饰需求强劲反弹、黄金 ETF 流出放缓，以及比特币相对疲软，导致比特币与黄金比率回落。此外，黄金最近还受益于美国实际收益率的再次回落。然而，6 月美联储最近转鹰限制了黄金的近期涨势。虽然总体而言，我们仍看好黄金，但现在任何潜在上行力量都将受到美联储转鹰的限制和削弱。因此，我们将 2021 年第三季度的预测下调至 1,800 美元/盎司，第四季度至 1,850 美元/盎司，2022 年第一季度和第二季度至 1,900 美元/盎司。

伦敦铜：处于历史性 10,000 美元的十字路口

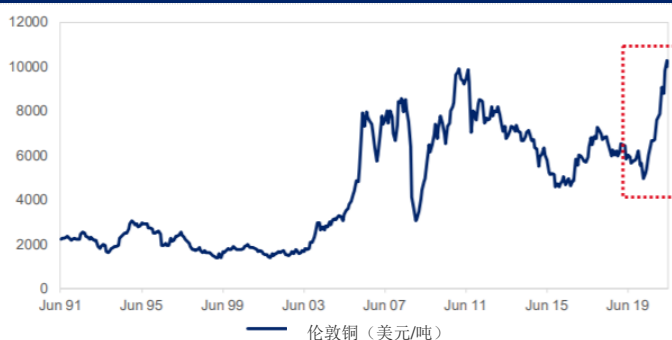
随着矿业供应恢复的增加以及中国工业强劲反弹的放缓，近期伦敦铜的进一步走强可能会受到抑制。不过，对精炼铜的需求依然强劲。中国在一季度的季节性淡季后，现在对精炼铜的需求尤其巨大。更令人兴奋的是，由于基础设施建设和电动汽车(EV)的强劲需求，铜供应过剩的预计很可能不会实现。因此，总得说来，我们认为，在 2021 年第三季度，伦敦铜会在 10,000 美元/吨附近盘整，然后在 2021 年第四季度攀升至 10,500 美元/吨，2022 年第一季度和第二季度上涨至 11,000 美元/吨。

布伦特：欧佩克续实施的生产纪律有助于强化价格上涨

欧佩克的最新需求预测明显乐观。欧佩克目前预测，到今年第四季度，全球石油需求将激增超过 9900 万桶/日，欧佩克指出，这将“让我们回到疫情前的水平”。在库存方面，目前经合组织的原油库存仅比 2015 年至 2019 年的平均水平高出“微不足道的”的 3000 万桶。

欧佩克指出，经合组织的这一库存很可能在今年下半年低于 5 年平均水平。在市场参数方面，布伦特原油在过去一个季度已恢复到不错的现货溢价状态，而这也表明全球需求的恢复。因此，我们将布伦特原油预测进一步上调至 2021 年第三季度为 73 美元/桶，第四季度为 76 美元/桶，2022 年第一季度和第二季度均为 80 美元/桶。

铜：伦敦铜现在的交易价格已达数十年来的高点，约 10,000 美元/吨



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

黄金：6 月美联储转鹰可能会将金价限制在 1,900 美元/盎司以下



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：能源需求回升推动布伦特原油升至 80 美元/桶



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

2021 年第二季度，全球大多数固定收益市场的回报率再次转为正值（此前第一季度为小幅负值）。债券收益率在年初大幅上涨，但最近几个月的上涨趋势都较为温和。展望未来，我们预计固定收益市场将受益于年初的较高收益率，以及收益率仅会出现温和上升的趋势，这将确保固定收益市场在下半年继续产生正回报。

大华银行的观点是短期利率将锚定，但到 2023 年，我们预计美联储将开始提高联邦基金利率。我们预计美联储将在 2021 年 12 月底前开始缩减债券购买水平，而到 2021 年底长期债券收益率将升至 2%。

虽然我们对固定收益资产类别持中性观点，但不断上升的收益率却提升了固定收益类的吸引力。全球复苏的强劲势头以及 GDP 的高水平增长，正在带来足够多的通胀，因此，即使美联储保持低利率，市场对长期债券收益率的定价也在上升。多数经济学家认为，5 月份核心通胀率上升至 3.8% 是暂时现象，但如果出现劳动力工资上涨的迹象，那么市场可能会更加关注通胀，并对债券收益率构成进一步上行压力。在目前时刻，我们建议减持久期风险（duration risk），增持信用风险（即高收益债、新兴市场债、亚洲投资级债）。

我们正增持高收益债、新兴市场债和亚洲投资级债。高收益债与股票的相关性往往高于与利率的相关性。展望未来，持续性“寻找收益”现象与 2021 年宏观经济基本面改善相结合，将推动缩小全球和亚洲高收益债券的利差（如今

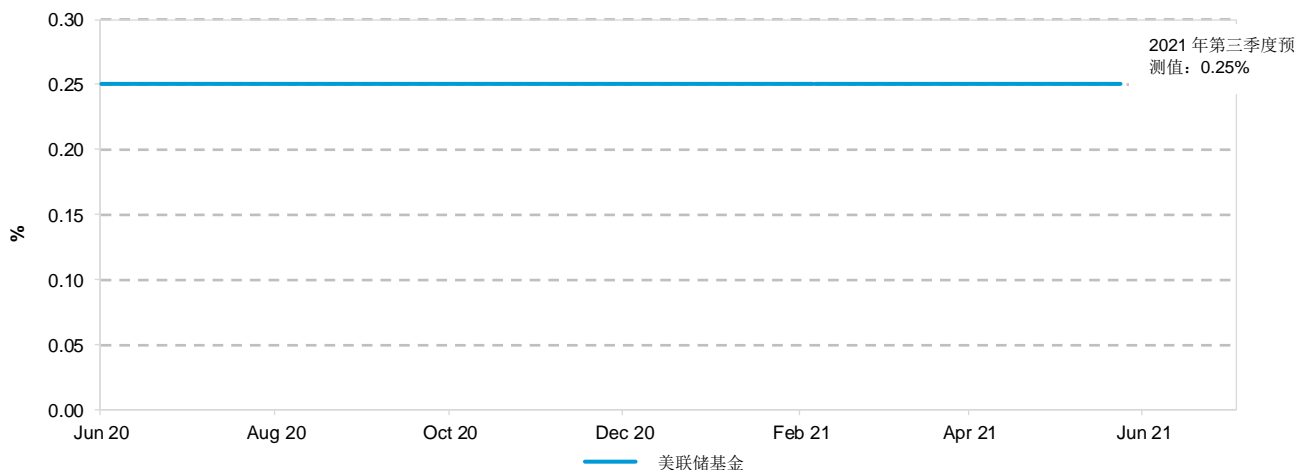
年违约活动将继续下降）。到 2021 年第四季度，美国高收益违约率应正常化，降至 4% 的长期平均水平。

我们也增持了新兴市场债，并将继续在一些高波动率细分市场寻找机会，我们会有选择性的投资，因为利差水准已整体压缩。我们继续看好滞后于整体经济活动复苏的周期性行业（如非必需消费品、房地产和航空）。

最后，我们也看好亚洲投资级债。亚洲投资级债不仅拥有稳定的杠杆率，还对企业基本面恶化具有相对较高的缓冲能力。此外，我们发现，相比大多数其他地区，亚洲在投资级领域的收益率相对较高。

收益策略可能会在未来一年提供可靠的风险回报。2021 年从年初至今，我们的投资重点一直集中在股票和商品的大幅反弹。但在经历危机后的强劲反弹后，我们预计未来一年的增长将开始放缓。此外，过去一年中诸如股票等资产的估值也已大幅上升。因此，如果增长开始放缓，且股票回报在估值大幅上升后开始放缓，我们认为，投资者将回归稳定的收益类资产，以平衡债券收入和股息收入，从而获得可观但波动性低于纯股票的回报。我们认为，虽然该方向在过去一年不太受关注，但到 2021 年底其将重新成为投资者的不错选择。

美联储基金利率



6月份，在美联储主席鲍威尔主持的会后新闻发布会上，FED(美联储)承认他们讨论了缩减量化宽松(QE)，以及最新的经济和利率预测，这种逐步启动缩表的讨论，将使得其资产购买计划的缩表过程更具体化。

我们预计，首个指示性暗示可能会在杰克逊霍尔研讨会（8月26日）期间发布，2021年9月21日/22日的FOMC会上将进一步阐明缩表计划的承诺。我们现在预计，首次缩表将在2021年12月进行，缩表过程将持续近1年半，直到2023年5月。我们预计2023年可能执行两次25个基点的加息，6月首次加息至0.50%，12月再次加息至0.75%。

3个月期美元 Libor



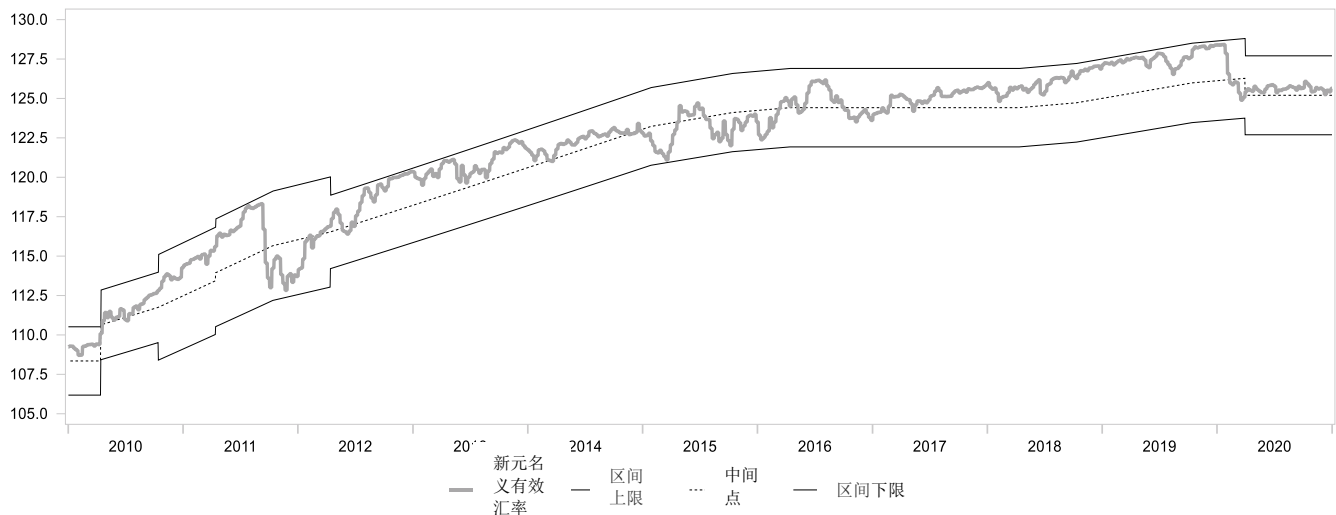
- 我们预计3个月期 Libor 到2021年第三季度末会在0.15%左右。
- 最新的美联储点阵图已将首次加息提前至2023年。
- 美国流动性状况仍然过剩。美联储提高了IOER（超额准备金利率）和反向回购利率，以帮助降低负O/N收益率风险，但正在进行的量化宽松计划仍存在供应压力。

10年期美国国债



- 我们预计10年期美国国债收益率到2021年第三季度末会在1.75%。
- 逐步缩减量化宽松政策最初可能会支持更高的收益率。进一步的财政刺激也在进行中，这可能会在提高预期的同时推高收益率。
- 通胀预期保持不变，短期内下行空间有限。

新元名义有效汇率



在 2021 年 4 月的最后一次央行会议上，新加坡金融管理局(MAS)正如普遍预期的那样，保持了其新元 NEER 政策参数的不变。这意味着政策区间的梯度和幅度以及其中心水平没有任何变化。尽管目前认为幅度应为 $\pm 2.0\%$ ，但 MAS 将政策区间的年升值利率维持为零。新加坡的 GDP 预计将在 2021 年恢复至 $+5.5\%$ ，2022 年保持在 $+3.5\%$ 。尽管存在通胀风险，但预计新加坡的消费价格将保持温和趋势，明年的总体和核心 CPI 预计平均为 $+1.0\%$ 。总的说来，我们维持 MAS 在 2021 年 10 月保持政策参数不变的预期，因为在经济刚从新冠肺炎疫情中复苏的这个阶段，央行就做出反应可能为时过早。这之后社会防疫措施的放松，也意味着新元可以保持买盘，在 2021 年底前在 1.33 新元/美元盘整，对标强势的 CNY（人民币）。

3 个月期新元掉期利率（SOR）与新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

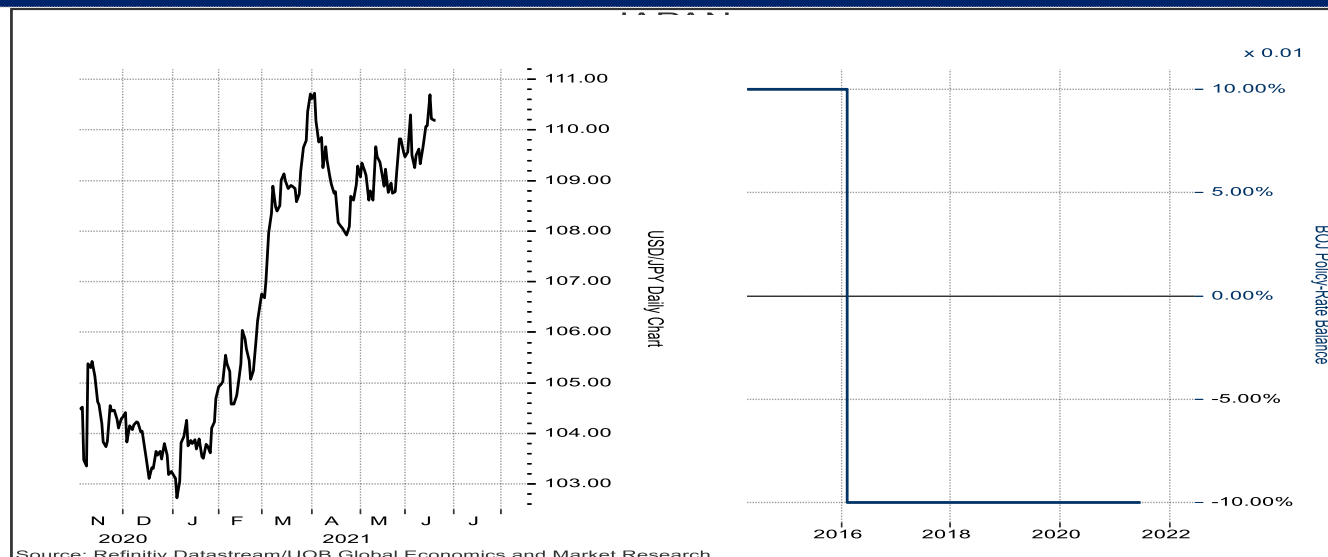


- 我们预计 3 个月期 SOR 以及 SIBOR 到 2021 年第三季度末会分别在 0.25% 和 0.40%。
- 随着报价/询价之间价差的缩小以及 SORA(新加坡隔夜利率)衍生品量的增加，向 SORA 的转移继续取得良好进展。
- 9 月底，新的 SIBOR 和新的 SOR 衍生品将停止。

10 年期新加坡政府债券收益率

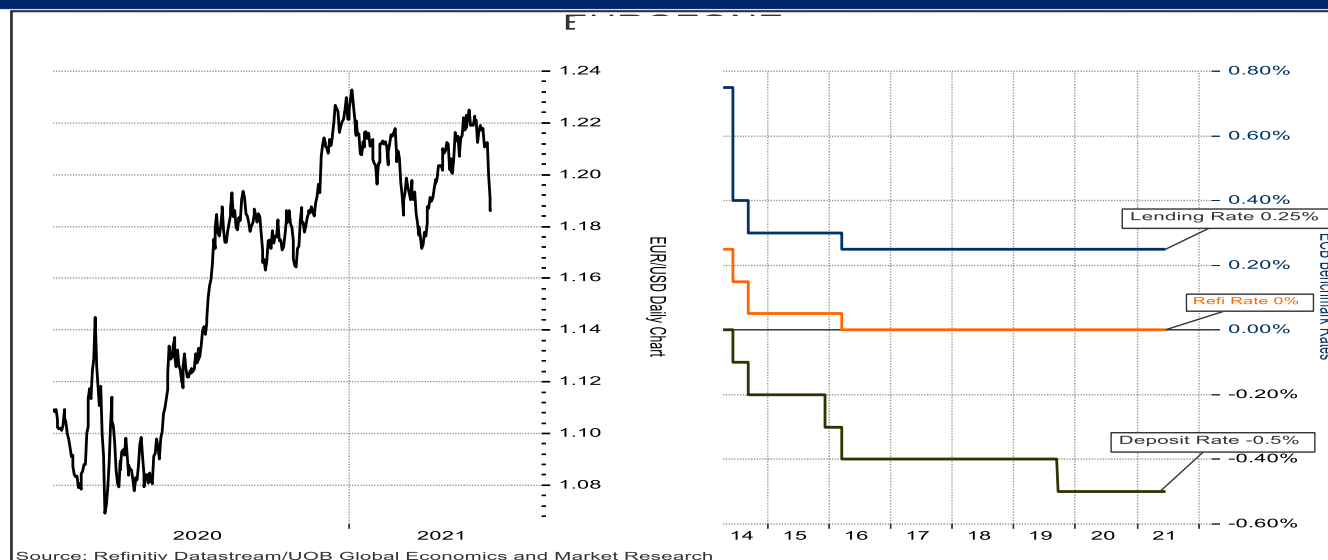


- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2021 年第三季度末会在 1.70%。
- 直接收益率方向仍与美国政府债券（UST）相关。如果对美国融资赤字的担忧推高 UST 收益率，新加坡政府债券（SGS）可能会跑赢大市。
- 今年晚些时候首次发行的 SINGA 债券可能会导致 SGS 收益率曲线的末端出现急剧变化。



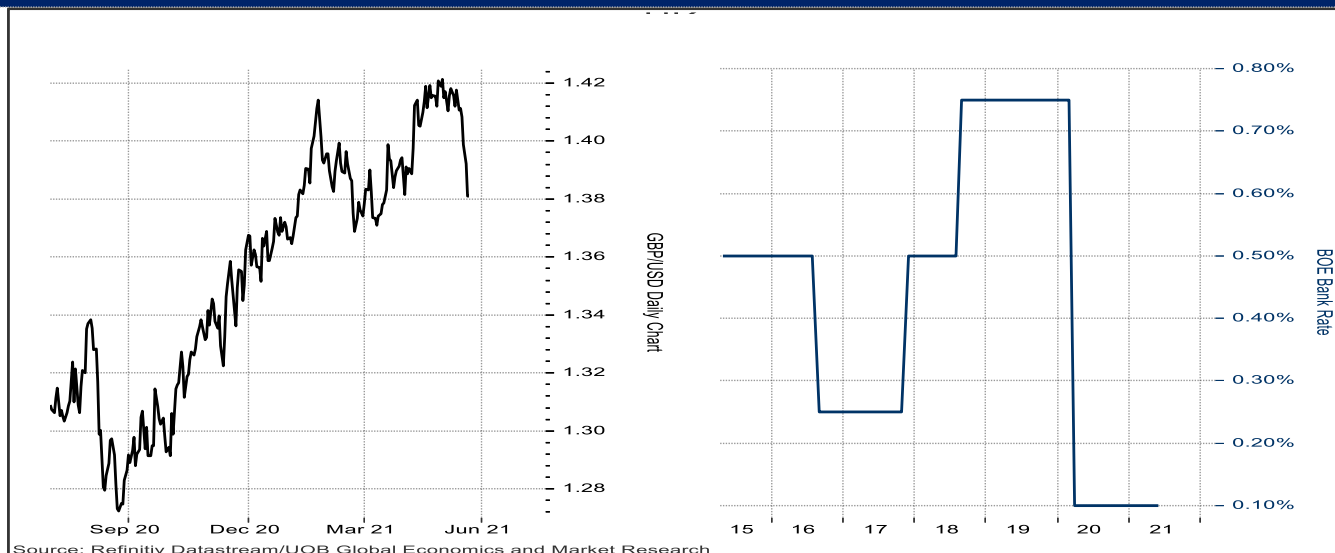
尽管已有一些发达经济体在经济复苏和通胀显著上升的情况下，发出货币政策正常化的信号，但日本的总体和核心 CPI 仍处于温和通缩状态（4 月分别为同比-0.4%和-0.1%）。虽然我们确实预计日本物价将回归通胀，但其涨幅可能表现温和，2021 年平均上涨 1%，2022 年平均上涨 1.5%，仍低于日本央行(BOJ)2%的价格目标。日本疲弱的通胀前景（尤其是与 G7 国家相比）和近期会议上的政策不作为强化了我们的观点，即日本央行近期不会采取紧缩政策，其将在未来几年（至少到 2023 年）维持大规模刺激措施。不过，虽然我们相信日本央行仍可采取更多措施以强化其货币宽松政策，但我们也意识到日本央行可能已达到其货币政策的极限，日本央行可能至少会在 2023 年 4 月黑田东彦计划离开日本央行之前，保持政策不变。日本央行的下一个重点是其新的气候变化倡议（将于 7 月 15/16 日公布）及其对整体经济活动和价格的影响。我们预计，2021 年底前 10 年期美国国债收益率将小幅上涨至 2%，而 10 年期日本国债收益率将保持在 0%（因日本央行控制其收益率曲线），收益率差距扩大将刺激日本对外投资并对美元兑日元施加上行压力。因此，我们将美元兑日元预测上调至 2021 年第三季度的 112，第四季度的 113，2022 年第一季度及第二季度的 114。

欧元区



欧洲央行(ECB)继续为欧元区经济提供大量货币刺激措施。尽管欧洲央行认为经济前景有所改善并担忧通胀可能上升，但还是在今年 6 月重申了以“明显高于”今年前几个月的速度购买债券的承诺。这一最新公告强化了我们的观点，即欧洲央行将在更长时间内保持高度宽松。

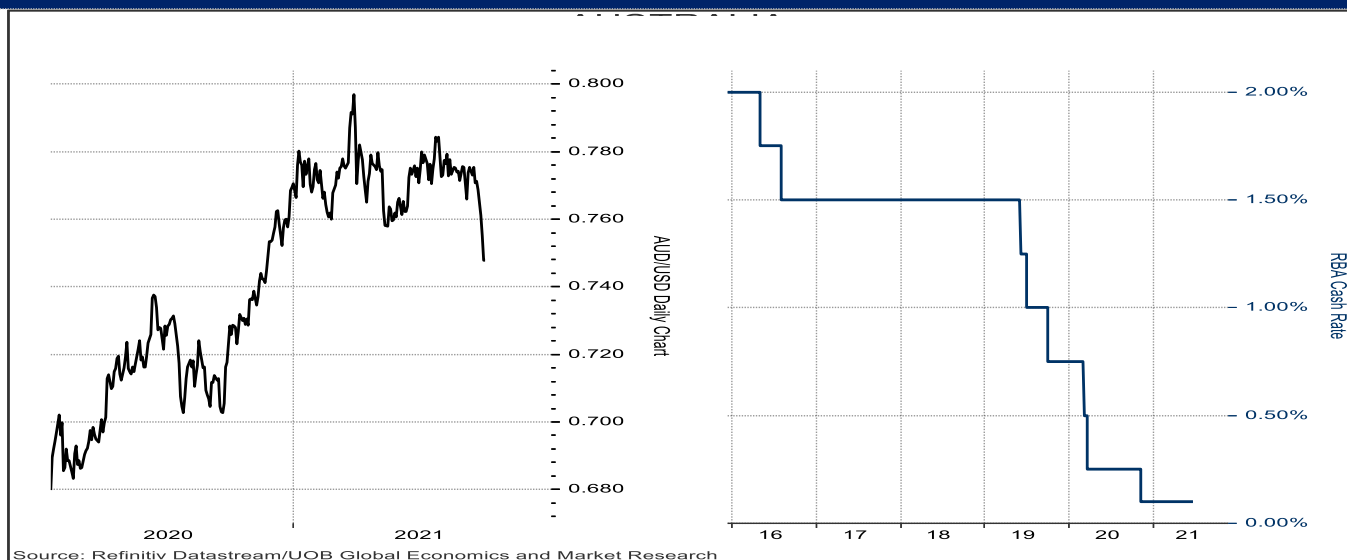
在 2021 年第一季度至第二季度市场情绪改善的支撑下，欧元兑美元自 4 月 19 日以来重新升至 1.20 以上，此后基本保持在关键心理水平上方。德国国债收益率的增长前景也逐渐向好，其 10 年期国债收益率在 5 月份升至-10 个基点，为一年来的最高水平，与美国国债收益率的差距也从本季度初的-200 个基点收窄至 6 月初的-168 个基点（但在 6 月 FOMC 后回落至-182 个基点），这些均有利于支撑欧元兑美元汇率。因此，我们预测，2021 年第三季度和第四季度欧元/美元将在 1.19 附近盘整，然后在 2022 年第一季度回落至 1.17，在 2022 年第二季度回落至 1.16。



英格兰银行(BOE)在5月份决定将关键利率维持在0.1%不变,并以8比1的多数票,确认了以最高8,750亿英镑的投资组合(以及另外200亿英镑的公司债券)继续购买英国政府债券直至年底的决定。这其中更重要的一点是,英国央行决定,其将放慢其债券购买的步伐。鉴于“缩表”不再是困难选项,英国下一个问题可能是英国央行将如何以及何时进入正式的紧缩周期。我们怀疑在2023年之前英国是否会有任何形式的加息。

英镑是主要外汇中今年迄今表现最好的货币之一,归因于英国央行的鹰派暗示、英国经济复苏的乐观前景以及估值的吸引力,其兑美元汇率上涨2.3%至1.40。英国央行政策制定者Gertjan Vlieghe暗示,如果劳动力市场复苏顺利,英国将在2022年初加息—这是发达市场央行中加息最早的之一,得益于这一消息,英镑进一步走强。即使从去年3月的低点回升到现在水准,英镑的估值仍具有吸引力。回想在2016年6月英国脱欧公投之前,英镑/美元稳定在1.45以上,英镑/新加坡元在1.90以上。不过,鉴于美元趋势,我们对英镑/美元的走势持温和观点。总体而言,我们将2021年第三季度英镑/美元调整为1.40,第四季度为1.41,2022年一季度和二季度为1.42。

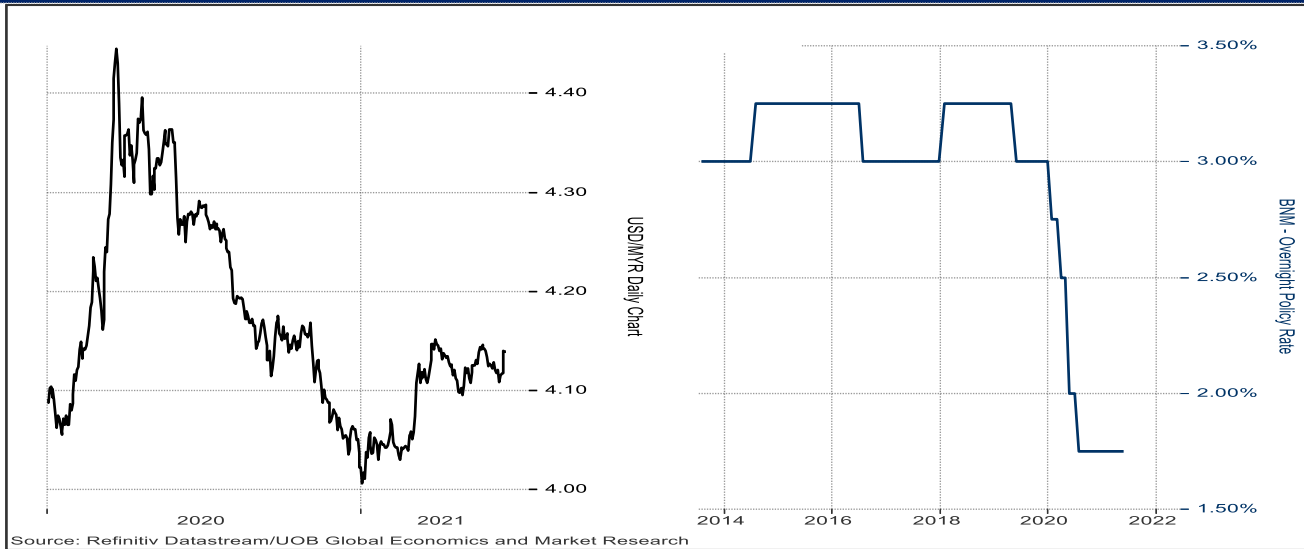
澳大利亚



澳大利亚储备银行(RBA)已强调,现金利率将基于实际经济结果,在实现充分就业且通胀持续满足要求之前不会上升。在2023年末之前,我们不认为会看到这些情况的发生。

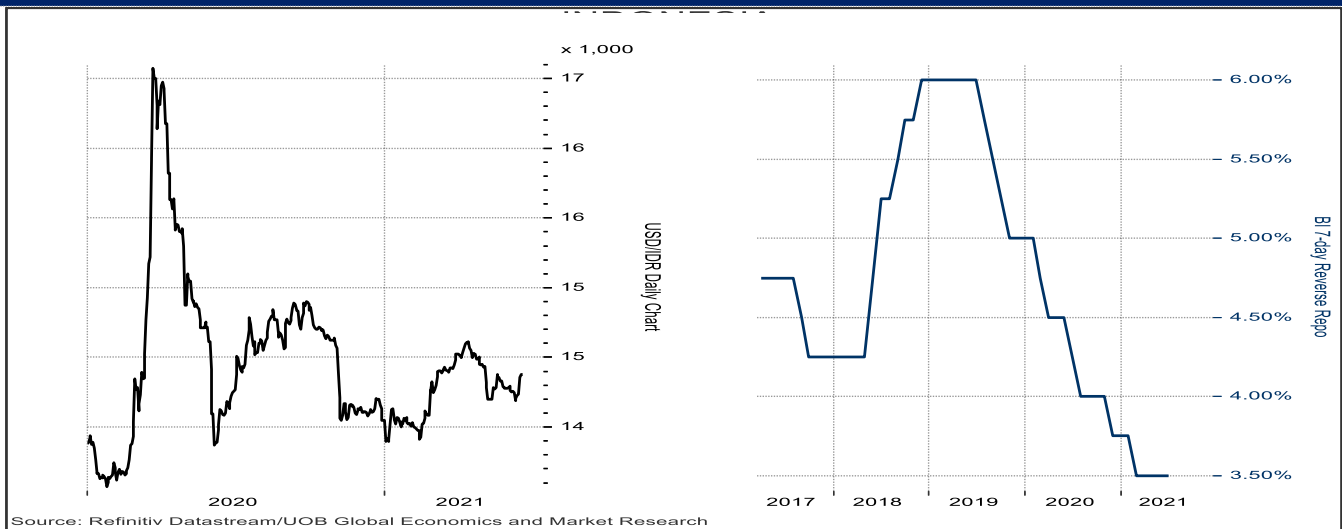
鉴于通胀保持良性(2020年第一季度为1.1%,2020年第四季度为0.9%),澳大利亚央行似乎愿意坚持其宽松政策,澳元/美元将很难涨至0.78以上。2021年第二季度铁矿石(澳大利亚主要出口产品)价格的波动也抑制了澳元市场的情绪。2021年下半年,全球商品的价格可能会有较好表现,因为更多经济体的重新开放将进一步刺激需求。此外,我们预计澳大利亚央行将在7月份将其债券购买计划从1000亿澳元缩减至750亿澳元。这些因素可能会提振对澳元的信心,但因美联储缩表,所以其汇率的衡量也须依据美元的重定价。总体而言,我们预计2021年下半年澳元兑美元将在0.75盘整,随后在2022年第一季度降为0.74,2022年第二季度至0.73。

马来西亚



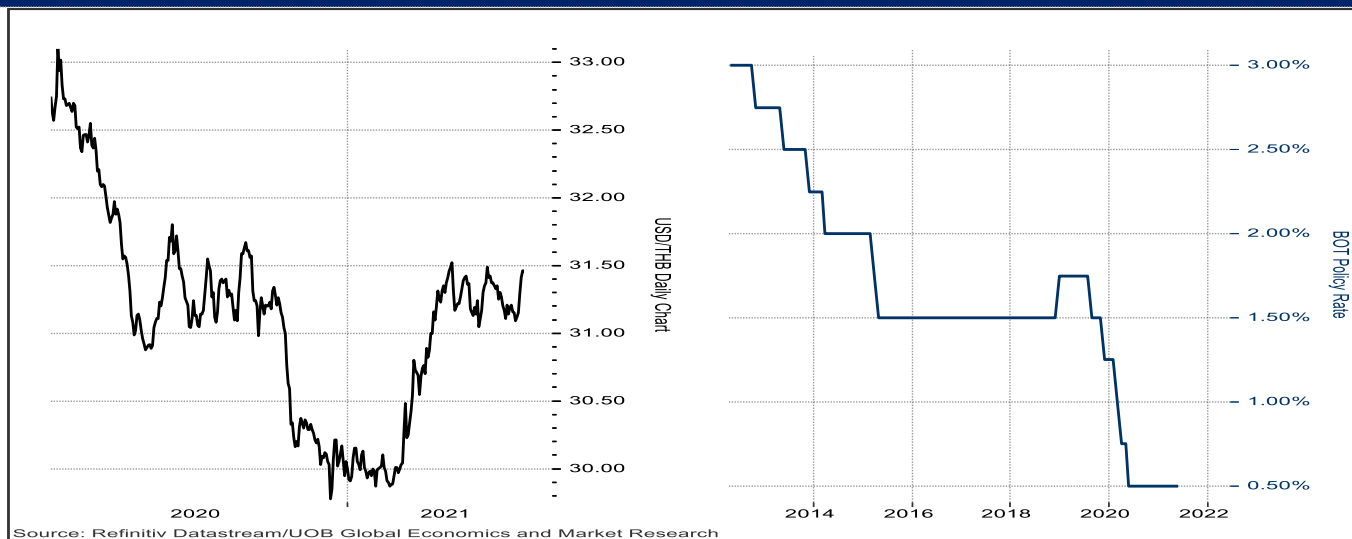
为缓冲全国封锁对经济的不利影响，马来西亚政府宣布了额外的财政支持，有鉴于此，我们预计马来西亚国家银行（BNM）会在下一次货币政策会议（7月7日至8日召开）前管控流动性状况。BNM在之前的指导中对市场持中性立场，并倾向采用针对性强的措施，而不是使用大量生硬的政策工具。在最新的刺激计划中，BNM将中小企业贷款融资的可用资金增加至70亿马来西亚林吉特（增加了20亿马来西亚林吉特）。我们认为，BNM可能会维持中性立场，在2021年底前保持1.75%的隔夜政策利率(OPR)不变。尽管马来西亚近期增长前景面临下行风险，但健康的外部头寸（即当前账户持续盈余、充足的外汇储备以及不断流入的外国直接投资）和更高油价等积极因素对马来西亚林吉特（MYR）构成了潜在支持。全球原油价格上涨和稳步推进的新冠肺炎疫情免疫计划将为马来西亚林吉特在2021年第三季度回升至4.14/美元提供动力。这之后，随着美联储正常化计划的实施，美元兑马来西亚林吉汇率将跟随美元全面复苏而走强。因此，我们预计美元/马来西亚林吉特在2021年第四季度为4.15，2022年第一季度为4.16，2022年第二季度为4.17。

印度尼西亚



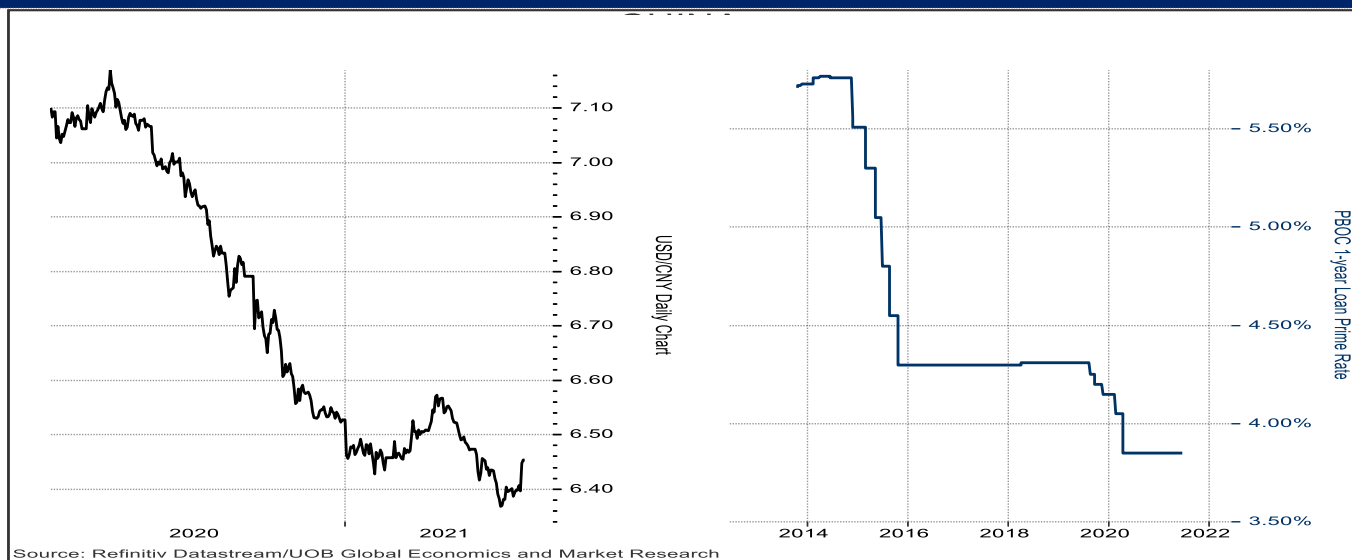
在2月最后一次降息25个基点之后，印度尼西亚央行（BI）在2021年3月至5月的货币政策会议(MPC)上决定将基准利率维持在3.50%不变。印度尼西亚央行重申，该决定符合通胀保持低位的预测，有助于维持印尼盾汇率稳定并加速经济复苏。到目前为止，印度尼西亚央行一直在全力推进其他措施，如(i)降低财产信贷的LTV/FTV（贷款房价比）和购车的首付款，(ii)恢复较低的抑制性参数，以鼓励向实体部门分配银行信贷/融资。展望未来，为确保货币政策有效传导至经济体，我们预计印度尼西亚央行会累计下调基准利率150个基点，并通过其他宏观审慎政策和流动性支持措施维持宽松的货币政策。我们预测2021年BI会将利率稳定在3.50%。我们预计印尼盾目前的强势不会持续，美元兑印尼盾将走高。相关原因包括印度尼西亚不断扩大的经常账户赤字以及该国病毒感染率仍然很高，更为重要的是，美联储的缩表计划可能会刺激投资组合外流并打压印尼盾。但与此同时，印度尼西亚央行减少其外汇储备，干预当地债券市场或国内无本金交割远期外汇也会限制外汇市场的波动性。我们对美元兑印尼盾的最新预测为2021年第三季度为14,700，2021年第四季度和2022年第一季度为14,800，2022年第二季度为14,900。

泰国



自 2021 年初以来，泰国经济前景有所恶化。与 2021 年第一季度 GDP 增长的其他亚洲经济体不同，泰国 GDP 同比收缩 2.6%（季度调整后环比+0.2%）。我们注意到，泰国国家经济和社会发展委员会(NESDC)将其 2021 年的增长前景从之前的 2.5%和 3.5%，下调至 1.5%至 2.5%。考虑到病毒对泰国旅游业、劳动力和国内消费的负面影响，新一波新冠肺炎疫情风险仍可能是拖累其经济表现的主要因素。虽然我们预计 2021 年泰国的全年增长率将保持在 1.5%，但如果泰国境内的新冠肺炎疫情感染继续得不到控制，我们对泰国经济前景的预测仍可能会下调。我们预测泰国央行（BOT）在 2021 年全年会将基准利率维持在 0.50%不变。由于增长风险仍偏下行，我们继续对泰铢持保守态度。此外，泰国之前雄厚的经常账户盈余—支撑泰铢在过去几年表现出色的重要因素—在疫情后出现大幅减少，而美联储最近的鹰派转变也可能对泰铢施加进一步压力。因此，总体而言，我们重申对泰铢进一步走软的看法，我们对其兑美元的最新预测为 2021 年底至 32.5，2022 年年中为 33.2。

中国



鉴于目前中国经济景气持续恢复向好，以及中国人民银行（PBOC）对金融风险的担忧，我们预测中国仍会逐步推进去杠杆化。根据央行的指导，贷款增长将继续放缓，今年新增贷款的上限将限定在 2020 年的历史高位，即 19.63 万亿元人民币。1-5 月新增贷款已达人民币 10.64 万亿元，这符合增长放缓预期，今年剩余时间的贷款增长将大幅放缓。然而，由于私人消费仍落后于预期，预计中国人民银行可能不会全面收紧货币政策。我们维持 1 年期 LPR 和 5 年及以上 LPR 在 2021 年剩余时间保持在 3.85%和 4.65%不变的预测。虽然强劲的中国经济继续为人民币走强提供坚实基础，但政策制定者可能会采取进一步措施，以推进汇率双向波动，确保人民币兑美元的涨势更有节制。这将与人民币在 2020 年下半年直线升值 8%形成鲜明对比。总体而言，我们预计，美元兑人民币将温和走强，2021 年第三季度和第四季度为 6.43，2022 年第一季度为 6.45，2022 年第二季度为 6.4，之后，随着中国经济增长恢复到更加可持续性水平（2022 年为 5.7%）以及美元复苏势头的增强，人民币可能会在后期走软。

外汇、利率和商品展望

外汇	2021年6月17日	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测
美元兑日元	110	112	113	114	114
欧元兑美元	1.19	1.19	1.19	1.17	1.16
英镑兑美元	1.39	1.40	1.41	1.42	1.42
澳元兑美元	0.76	0.75	0.75	0.74	0.73
纽元兑美元	0.70	0.70	0.70	0.69	0.68
美元指数	91.9	91.7	91.8	92.8	93.2
美元兑人民币	6.45	6.43	6.43	6.45	6.48
美元兑港元	7.76	7.75	7.75	7.75	7.75
美元兑新台币	27.76	27.70	27.70	28.00	28.20
美元兑韩元	1,132	1,110	1,110	1,120	1,140
美元兑菲律宾比索	48.39	48.70	48.70	49.00	49.50
美元兑马来西亚林吉特	4.14	4.14	4.15	4.16	4.17
美元兑印尼盾	14,355	14,700	14,800	14,800	14,900
美元兑泰铢	31.39	32.00	32.50	32.80	33.20
美元兑缅甸元	22,964	23,000	23,000	23,100	23,200
美元兑越南盾	74.08	76.00	76.50	77.00	77.50
美元兑印度卢比					
美元兑新加坡元	1.34	1.33	1.33	1.35	1.36
欧元兑新加坡元	1.60	1.58	1.58	1.58	1.58
英镑兑新加坡元	1.87	1.86	1.88	1.92	1.93
澳元兑新加坡元	1.01	1.00	1.00	1.00	0.99
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.09	3.11	3.12	3.08	3.07
新加坡元兑人民币	4.81	4.83	4.83	4.78	4.76
日元兑新加坡元 x100	1.22	1.19	1.18	1.18	1.19

利率	2021年6月17日	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测	2022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
美元 SOFR	0.01	0.11	0.11	0.11	0.19
3个月期美元 LIBOR	0.13	0.15	0.18	0.20	0.20
10年期美国国债收益率	1.52	1.75	2.00	2.10	2.25
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	0.75	0.75
菲律宾披索隔夜逆回购利率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
新加坡元 SORA	0.11	0.16	0.16	0.16	0.24
新加坡元3个月SIBOR(银行同业拆借利率)	0.43	0.40	0.40	0.40	0.40
新加坡元3个月SOR(新加坡元掉期利率)	0.24	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)	1.47	1.70	1.95	2.05	2.15
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	3.75	4.00
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	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
缅甸元中央银行利率					
商品	2021年6月17日	2021年第三季度预测	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测
黄金(美元/盎司)	1,779	1,800	1,850	1,900	1,900
布伦特原油(美元/桶)	73	73	76	80	80
伦敦金属交易所LME铜(美元/吨)	9,316	10,000	10,500	11,000	11,000

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。