



2021 年第四季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

2021年将在风险四伏的第四季度迎来尾声

经济重启和边境重新开放对于跟新冠疫情共存而言是不可避免的一步，但也会带来一系列显而易见的风险以及一些特殊风险。在年初时，我们对新冠疫情后经济复苏的展望取决于疫苗接种的情况，各国政府推出激进的财政措施，同时央行延长宽松货币政策来缓冲企业和民生遭受的损失。

不均衡复苏的风险

随着时间的不断推移，新冠疫情死亡率下降，疫苗似乎已显现出效果，各国经济和边境均已开始重启，在发达国家的引领下经济活动开始加速。根据许多亚洲国家在对必要比例人口进行疫苗接种的时间表来看，有一种乐观看法认为，许多国家和地区终于可以开始重启经济和恢复经济常态。然而各国的经济增长和复苏并不均衡，并且疫苗的普及仍然向富裕国家倾斜。根据“*Our World in Data*”网站数据，截至9月22日，全球人口中大约有43%的人已接种一剂疫苗，但低收入国家的人口当中只有不到2%的人接种一剂以上疫苗。随着许多发达国家开始进行全国范围的加强针接种，这种差异在近期可能会加大。

新冠病毒变异风险

除了疫苗供应能力这一问题之外，随着传染力更强且致死率可能更高的新冠变异病毒出现，与疫情的战斗远未结束。高感染率的德尔塔变异病毒已在全球范围内传播，是许多曾经已经控制住疫情的国家新增感染人群中发现的主要毒株。中美经济预计仍将引领疫情后的经济复苏，但因为德尔塔变异病毒导致疫情反复，两国此前乐观的经济增长预期均已被下调。此外，美国之前曾在充分接种疫苗的竞赛中领跑，但最近几个月与其他发达国家相比接种率停滞不前。许多亚洲经济体（除新加坡和中国台湾等地区之外）在最近几个月也下调了GDP增速预测，德尔塔变异病毒是下调经济增速的关键因素。

通胀走高的风险

在今年这个复苏年所面临的其中一项紧迫挑战是通胀风险管理。随着需求的恢复，人们对价格上涨压力的预期也随之而来（这种担忧不无道理），而随着需求大幅回升，人们对价格上涨压力的担忧变得更为紧迫。美国和欧元区引领着疫情后经济重启，当我们审视这两个地区的近期通胀形势时会发现，这两个地区的通胀水平均远高于历史平均水平，分别在5%和3%上方。问题在于，目前的物价压力上升究竟是暂时性的或是持续性的？根据八月份CPI数据，我们发现与美国经济重启相关的价格上行压力开始减轻，但是在明年美联储缩减购债之前，预计供应链和物流的瓶颈仍将使部分通胀的压力持续下去。虽然我们认为通胀不会一直持续，随着接下来几个月供应链问题得到解决，价格仍会保持高企。尽管如此，越来越多的市场人士认为通胀开始变得持久，虽然这些人仍是少数，但数量在不断增长。

从另一方面来说，重启经济的亚洲国家继续承受着温和的价格压力，日本是G7国家当中的极端案例，该国在努力控制第四波疫情的过程中仍继续遭受通缩，另一个例子是中国，该国2021年迄今为止的CPI在0.6%水平上运行，为2020年的1/4，因此我们将今年的CPI预测从之前的1.1%下调至0.8%。

货币政策正常化风险

宽松货币政策不能无限持续下去，越来越多的央行开始加快宣布加息计划，甚至有的央行已经在执行几年来的首次加息（例如挪威央行在9月23日加息，而新西兰储备银行可能会在10月6日跟进）。虽然美联储尚未准备好在2022年底之前上调政策利率，但已经预示出开始缩减资产购买规模（即缩减量化宽松）的时间表，表示“很快”开始减少购债。该计划可能会在2021年11月份开始实施，且可能在2022年7月份之前八个月的较短期间内完成缩减（美联储在2013至2014期间在十个月内完成缩减量化宽松）。与之相比，由于东盟各国继续受困于新冠疫情和疫苗供给，各国央行可能需要在更长一段时间内维持宽松货币政策。

资本外流风险

关于美联储和东盟地区之间政策差异的风险，其中的一个担忧是：它可能再次引发地区资本外流，就像我们在2013年“缩减恐慌”（Taper Tantrum）期间看到的那样。根据我们对选定的一组亚洲新兴经济体的分析，我们发现与2013年相比，目前这些经济体的韧性更强，因此更有能力承受可能发生的投资组合资金外流。详见下文聚焦部分“美联储缩减量化宽松——区域性投资组合资金流向何去何从”。

政治风险

随着若干政治热点事件达到沸点，美国两院在 9 月和 10 月期间可能会变得更加忙碌或混乱。就美国国内政治而言，存在若干充满政治色彩的事件，包括 1 万亿美元基础设施法案、拜登政府的 3.5 万亿美元支出法案、联邦预算案（为防止政府关门而制定的拨款法案）以及美国债务上限（防止美国违约）等问题的表决。虽然可能会有发生激烈交锋和边缘政策的情况，但由于民主党人控制了国会和总统职位，我们预计这些问题都会得以解决。如果在 2022 年 10 月 8 日的美国中期选举期间，共和党人成功夺回两院多数席位，而执掌白宫的却是民主党人，那么真正的政治挑战会在之后的几年到来。

其他的主要政治因素是持续恶化的中美关系，尤其是美英澳三国出于对亚太地区安全的担忧而宣布组建名为“AUKUS”的新安全合作联盟（很明显是针对中国）。与此同时，G7 国家内部发生政治风向变化，德国将在 9 月 26 日举行联邦选举以选出新的总理取代卸任的默克尔。日本将在 9 月 29 日举行自民党新总裁选举，这将决定日本首相的人选。日本大选将在 2021 年 11 月 26 日举行。就中国方面而言，尽管“共同富裕”政策的长期前景将对经济整体有利，一家陷入困境、濒临崩溃的房地产开发商，以及该国政府针对多个行业的监管改革，都表明了市场近期存在不确定性风险。虽然目前这个时点尚无迹象表明，这个负债累累的房地产开发商将得到“纾困”，但在今年 11 月举行的中共第 19 届中央委员会第六次全体大会，以及 2022 年北京冬奥会即将到来之前，中国政府有充分的动机和资源去防止形势恶化，并防止系统性危机的发生，因为这可能会危及社会和金融稳定。

我们在此展示最新的季度宏观经济形势、货币政策、外汇、利率和商品预测。

外汇策略：美联储稳步推进货币政策正常化提振美元汇率

今年第三季度，由于美联储已开始暗示和讨论货币政策正常化计划，美元从中获得进一步的支撑。近期结束的 9 月份联邦公开市场委员会会议为美联储在 11 月份宣布缩减量化宽松铺平了道路。我们目前预计直到 2022 年 7 月之前，美联储将会逐渐缩减资产购买规模，之后会在 2022 年 12 月首次上调政策利率。总体而言，美联储逐步退出大规模货币宽松已经使美元指数（DXY）重回自去年 11 月以来的最高水平，今年 9 月 23 日的时候美元指数大约在 93.50。

在主要国家外汇方面，各国货币的表现仍然受到货币政策立场驱动。英镑、加元和纽元相较其他国家货币继续走强，因这三个国家的央行都已表示或开始缩减疫情期间的部分货币刺激措施。新西兰央行可能会在即将到来的 10 月 6 日举行的政策会议上宣布加息 25 个基点。利率期货价格也反映了英格兰银行（BOE）和加拿大银行（BOC）将在 2022 年第三季度的某个时候提高利率。相反，由于日本国内几乎没有任何通胀迹象驱使日本央行退出超宽松的货币政策，因此日元相较其他国家货币表现不佳。澳元/美元汇率经历了一个动荡的季度，由于受到新冠疫情持续爆发的影响，澳洲储备银行货币立场相当宽松，以及铁矿石遭遇急剧抛售，导致澳元兑美元汇率从 7 月初的 0.75 大幅下跌超过 5% 至接近 0.71，是自去年 11 月份以来的最低水平。

尽管市场忧虑重重，亚洲国家货币在今年第三季度展现出韧性。虽然德尔塔变异病毒肆虐导致亚洲地区的疫情持续扩散，同时越来越多迹象表明经济复苏放缓，加上美联储即将缩减量化宽松，但部分亚洲国家货币兑美元汇率略微上涨。这些货币包括印尼盾、印度卢比和新台币。美联储即将缩减量化宽松仍然是亚洲国家汇率所面临的主要尾部风险。我们认为部分主要亚洲国家的外汇将继续走弱。据此，我们认为美元/人民币汇率在 2022 年第三季度前升至 6.64，同理，美元/新加坡元汇率预计会在 2022 年第三季度前同步升至 1.39。

利率策略：前途虽已知，路程仍崎岖

短期利率方面，我们现在预计美联储会在今年 11 月份开始缩减购债规模。量化宽松的逐步退出将导致流动性形势逐渐收紧。因此，近期而言，短期限债券收益率大幅上行的空间可能相当有限，但会在 2022 年对利率形成拉升。我们预计 3 个月期 Libor 和 SOR（新加坡元掉期利率）会在今年第四季度分别走高至 0.20% 和 0.25%，两者在 2022 年第三季度会走高至 0.40%。我们认为 SOFR（有担保隔夜融资利率）和 SORA（新元隔夜利率）在今年第四季度分别在 0.09% 和 0.10% 进行区间盘整。

至于长期债券收益率，我们的基本观点仍是 10 年期美国国债和新加坡政府债券收益率将走高。考虑到宏观经济前景乐观，现行利率水平较低。货币政策收紧周期的定价适中，利率应该会上升从而缩小与联邦公开市场委员会点阵图的偏差。因此，我们认为 10 年期美国国债和新加坡政府债券收益率在今年第四季度分别在 1.85% 和 1.90%，并在 2022 年第三季度走高至 2.05%。

商品策略：将金价和铜价预测调整为中性，但对布伦特原油维持乐观

我们注意到，黄金近期的价格走势较弱，金价在今年第三季度屡次发起的冲锋均以失败告终，黄金遭遇了新一轮的小型抛售，金价回撤至 1,800 美元/盎司下方，到达 1,750 美元/盎司。在第三季度的报告中，我们下调了对金价的上涨预测，并且警示金价的潜在上涨空间受到美联储限制。展望未来，考虑到美联储即将开始缩减量化宽松并加快缩减速度，我们将进一步保持黄金中性的前景预测。因此，我们目前对黄金维持中性观点。认为金价在接下来的四个季度会维持在 1750 美元/盎司的现行水平。

在最近一个季度，虽然疫苗接种率继续上升，但德尔塔变异病毒的传播范围不断扩大，再加上其他毒性更高且致病力更强的新变异病毒出现，已经再次使全球经济蒙上阴影。具体而言，中国 8 月份高频经济活动数据明显弱于预期。展望未来，鉴于全球经济增长的不确定性上升，中国工业活动减弱，我们将伦敦铜价格预测调整为中性，即伦敦铜在接下来的四个季度会在 9,000 美元/吨水平。

在最新一期的石油市场月度报告中，欧佩克组织将 2022 年全球石油需求再次提高 900,000 桶/每天，目前预计 2022 年全球石油需求将大幅增加 420 万桶/每天至 10080 万桶/每天。实际上，欧佩克目前认为全球石油需求将在 2022 年重回疫情前的 10000 万桶以上水平。展望未来，鉴于欧佩克有限的增产措施和全球能源需求持续强劲复苏的预期，我们维持对布伦特原油预测的乐观看法。我们预计布伦特原油在 2022 年中的时候可能会试探 80 美元/桶关口。我们对布伦特原油的最新预测为今年第四季度在 76 美元/桶，明年第一季度到 79 美元，第二季度和第三季度到 82 美元/桶。

以下简要介绍关键焦点以及关键外汇和利率的观点。

聚焦亚洲：美联储缩减宽松的背景下，亚洲地区投资组合资金流向将何去何从

美联储最近的言辞表明即将缩减量化宽松和走向货币政策正常化，这使人不禁产生一种 2013 年情景再现的感觉。然而，2013 年距今已有八年时间，虽然新冠疫情仍然肆虐，但这次的情况是否会与 2013 年不同？在这部分专题中，我们对选定的亚洲新兴经济体（如印尼、马来西亚、泰国、菲律宾、越南、中国和印度）进行审视，并分析在美联储即将缩减宽松之前，这一情况对亚洲地区投资组合资金流向会有什么影响。简言之，我们认为这些国家承受潜在的投资组合资金外流的能力有所增加，即使在面临新冠疫情的经济冲击期间亦是如此。我们的结论是，这次不太可能重复 2013 年的缩减恐慌情景。

聚焦新加坡：金管局政策预览：新冠疫情风险升高之际的政策考虑因素

自 2021 年初以来，下半年全球经济基本面呈现出乐观的态势，而在新加坡，高频宏观经济数据已显示经济前景向好，这一点可以从非石油产品出口指数（NODX）和工业产值持续九个月上升得到体现。

在金管局即将发布的政策公告（政策会议预计于 2021 年 10 月 7 日至 14 日期间举行）中，我们注意到当局可能会考虑全球经济形势转好、通胀风险温和以及围绕着新冠疫情的不确定性增加等因素。预计当局目前不会着手货币政策正常化，而是会保持政策参数不变。

除了在 2021 年 10 月的会议上维持政策参数不变之外，我们预计金管局会强调今年剩余时间内 GDP 增长前景改善这一情况，并关注新加坡国内以及所处地区新冠疫情风险上升这一情况。如金管局对今年剩余的时间表示出相对乐观的措辞，则可能意味着当局在 2022 年 4 月份使新加坡元名义有效汇率进行象征性升值（估计为 0.5%）的可能性会升高。

全球外汇

美元/日元

展望未来，由于日本央行坚持超宽松的货币政策，美国国债收益率上升以及美元整体走强，我们保持以下观点，即美元兑日元汇率上升，我们的最新点位预测为今年第四季度为 111，2022 年第一季度为 112，第二季度和第三季度为 113。

欧元/美元

由于欧美之间货币政策存在较长期的分歧，我们维持对欧元/美元汇率的看跌观点，将这一汇率的点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.16，2022 年第一季度为 1.15，第二季度和第三季度为 1.14。

英镑/美元

在主要国家外汇方面，英镑今年的表现仅次于美元。支撑英镑汇率的因素包括英格兰银行作出鹰派表态，虽然英国全面重新开放，但新冠疫情引起的住院人数保持低位，并且货币估值较为可观。因此，我们重申对英镑/美元汇率的看涨观点，并将点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.40，2022 年第一季度为 1.41，第二季度为 1.42，第三季度为 1.43。

澳元/美元

由于澳洲新冠感染病例数激增，铁矿石价格大跌 44%，以及澳洲央行相对其他 G10 国家央行独树一帜地采取了鸽派立场，澳元/美元汇率经历了一个动荡的季度。因此，我们保持对澳元/美元汇率的谨慎观点，将点位预测更新为 2021 年第四季度为 0.71，2022 年第一季度和第二季度为 0.70，第三季度为 0.69。

新西兰元/美元

由于新西兰预计在 2021 年第四季度加息，新西兰元/美元汇率在今年第四季度和明年第一季度仍可能在 0.70 水平得到支撑。此外，随着美联储货币政策收紧动向成为焦点，新西兰元/美元汇率在 2022 年第二季度和第三季度将分别逐渐走低至 0.69 和 0.68。

亚洲外汇

美元/人民币

展望未来，人民币将面临日益加剧的增长阻力。市场人士之前对该国今年上半年货币政策收紧的呼声已经消散。该国货币政策可能会倾向于略微放松以对冲经济增长势头放缓的影响。由于中美两国在经济增长和货币政策方面的分歧持续缩小，我们认为美元/人民币汇率在接下来的几个季度略微走高。更新后的点位预测分别为今年第四季度为 6.52，明年第一季度为 6.56，第二季度为 6.60，第三季度为 6.64。

美元/新加坡元

即使新加坡国内新冠疫情感染人数激增，第三季度新加坡元兑美元汇率基本上仍稳定在 1.34-1.37 区间。从美元普遍走强这一趋势来看，我们预计美元/新加坡元汇率继续走高，点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.36，明年第一季度为 1.37，第二季度为 1.38，第三季度为 1.39。

美元/港币

总体而言，我们重申以下观点，在 2022 年第二季度之前，港元汇率将维持在强方兑换保证即 7.75 港元兑 1 美元的水平，之后随着美联储在 2022 年底开启新一轮加息周期，港元汇率会逐渐走弱。

美元/新台币

由于台湾地区明年经济增速放缓，新台币在今年优于其他货币的汇率表现将开始消退。此外，随着美联储开始缩量化宽松以及加息成为焦点，美元总体走强的节奏预计会进一步加快。总体而言，我们重申美元/新台币汇率略微走高的观点，点位预测更新为今年第四季度为 28.0，2022 年第一季度为 28.2，第二季度为 28.4，第三季度为 28.6。

美元/韩元

虽然目前的趋势表明韩元进一步走弱，但韩国在今年 11 月份的第二次加息可能有助于稳定市场对韩元汇率的信心。因此，我们预计韩元近期的弱势在今年第四季度到明年第一季度会止步于 1,200 韩元兑 1 美元的水平。此后，随着美联储的正常化计划成为焦点，美元/韩元汇率预计重拾上升趋势，预计在 2022 年第二季度为 1,220，第三季度为 1,250。

美元/马来西亚林吉特

随着美联储货币政策正常化计划成为焦点，美元整体走强，我们预计美元/马来西亚林吉特汇率会重新走高。据此，预计这个货币对的汇率在今年第四季度为 4.20，明年第一季度为 4.23，第二季度为 4.26，第三季度为 4.29。

美元/印尼盾

虽然印尼盾在今年第三季度表现出韧性，但仍有若干理由对印尼盾的未来表现保持谨慎。这些因素包括该国疫苗接种速度放缓，使该国经济复苏蒙上阴影，并且印尼政府债券对美国国债收益率的优势正在收窄。该国不断扩大的双赤字也稳固了美元/印尼盾汇率在中期逐渐上行的趋势。因此，我们重申美元/印尼盾汇率走高的观点，但鉴于目前的市场发展形势，我们下调了这一汇率的上行轨迹，更新后的点位预测分别为今年第四季度为 14,600，2022 年第一季度为 14,700，第二季度和第三季度为 14,800。

美元/泰铢

泰铢是今年迄今为止亚洲地区汇率表现最差的货币，泰铢兑美元汇率下跌大约 11%。到目前为止，与泰铢相关的利空因素已经在其汇率中得到体现。因此，我们不认为泰铢会从当前水平进一步走弱。更新后的汇率点位预测分别为今年第四季度为 33.8，2022 年第一季度为 34.1，第二季度为 34.4，第三季度为 34.7。

美元/菲律宾比索

我们预计菲律宾比索走弱的趋势将持续到 2022 年，但与之前预测的相比，节奏会缓和一些。这是因为该国的其他经济基本面因素（例如健全的银行体系、充裕的外汇储备和中期增长前景等等）仍然稳健。我们将美元/比索汇率的点位预测更新为今年第四季度为 51.0，2022 年第一季度为 51.5，第二季度和第三季度为 52.0。

美元/越南盾

由于美联储即将出台的货币政策正常化计划刺激美元汇率回升，正值大多数亚洲国家货币兑美元汇率回撤的时期，越南盾却在第三季度意外走强。更重要的是，越南盾的走强与该国受新冠疫情新一轮爆发影响导致的经济前景不明朗和疲弱背道相驰。总体而言，我们重申美元/越南盾汇率的上行观点，点位预测更新为 2021 年第四季度为 22,900，2022 年第一季度为 23,000，第二季度为 23,100，第三季度为 23,200。

美元/印度卢比

虽然印度的新冠疫情风险已经减退，但除了美联储正常化引起的美元整体走强之外，印度储备银行购债以及印度的双赤字仍然对卢比汇率形成结构性利空，将继续使得卢比汇率承压。总体而言，我们保持对美元/卢比汇率上行的预测，但考虑到卢比近期企稳这一情况，我们将点位预测调低 100 基点，即 2021 年第四季度为 75.5，2022 年第一季度为 76.0，第二季度为 76.5，第三季度为 77.0。

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。