



2021 年第四季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

经济重启和边境重新开放是与新冠病毒共存无法避免的一步，但也会带来一系列广泛风险和特有风险。在 2021 年剩下数月里我们关注的风险，包括经济复苏不均衡风险、新冠病毒变异风险、通胀走高风险、货币政策正常化风险、资本外流风险以及政治风险。

固定收益

全球大多数固定收益市场在 2021 年第三季度继续保持正回报。虽然我们对固定收益资产整体持中性观点，但低配久期风险和高配信用风险。我们看多高收益债、新兴市场信用债和亚洲投资级别债。最后，随着 10 年期美国国债收益率在 2021 年底向 1.85% 走高，固定收益资产应该会变得更具吸引力。

资产配置

我们继续建议适度增持增长型资产，如股票和商品，尤其是从半年到一年的投资时期来说，随着经济周期持续，这些资产应该会表现良好。但我们也指出，近期风险因素已增加，我们建议投资者不要过于激进，而是应持有部分现金以防近期波动。我们对固定收益资产整体持中性观点，但重点关注信用债并保持短久期。

商品

我们将铜和黄金的观点调整为中性。铜价将因中国工业活动再次减速而承压，而金价则因美联储更激进和更快缩债而遭遇利空。总体而言，我们目前认为伦敦铜和黄金会分别在 9,000 美元/吨和 1,750 美元/盎司的当前水平上盘整。至于布伦特原油，我们对其保持乐观，认为全球能源需求复苏会继续利好布伦特原油，因此我们将 2022 年第二季度布伦特原油预测上调至 82 美元/桶。

外汇和利率

美国联邦公开市场委员会最新决定在 11 月以更激进的速度启动缩量化宽松进一步确认我们对美元汇率的积极观点，我们认为美元对主要发达国家货币和亚洲货币将走强。总体而言，我们预计美元/人民币汇率在 2022 年第三季度升至 6.64，而美元/新加坡元汇率升至 1.39。缩量化宽松将在 2022 年更加推升货币市场利率。而 10 年期美国国债和新加坡政府债券收益率，我们的基本观点仍然是会再次攀升，认为两者在 2022 年第三季度均会到达 2.05%。

股票

就 2021 年第四季度而言，我们对股票保持“适度增持”观点，以体现我们对当前市场估值的担忧，尤其是美股。就中国股市而言，由于股票估值已大幅下降，因此存在大量投资机会，我们建议在谨慎的基础上加仓。我们继续偏重于再通胀交易，如周期性行业股票（金融、工业和能源板块）并回避防御性行业（如公用事业、必需消费品和医疗保健行业）。

全球宏观背景

2021 年将在风险四伏的四季度迎来尾声

“什么也不做和做点什么，两者的风险是一样的。”--- Trammell Crow

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常态（见图 1）。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（即缩量量化宽松）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量量化宽松）。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”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。

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。

资产配置

由于全球经济和企业盈利继续稳健回升，中长期投资前景继续向好，然而，经济增速放缓、德尔塔变异病毒的应对以及货币政策开始收紧等近期利空因素可能会对市场带来短期波动。**我们的总体建议是继续略微增持增长型资产，例如股票和商品，同时应注意，由于近期风险可能会带来波动，因此不要过于激进。**我们对固定收益资产保持中性观点，但重点关注信用债并保持短久期。我们建议略微提升现金比例以便逢低买入和应对短期波动。

经典投资周期理论建议关注增长型资产。投资周期理论强调在经济扩张时应关注增长型资产如股票和信用债，而在经济放缓期间则应关注安全资产如政府债券和高质量信用债。我们认为有明显证据表明目前仍处于健康的经济扩张周期，这个周期可能至少会再持续若干年。在过去五十年里，全球经济扩张的平均周期至少达到 5 年时间，我们目前刚进入健康经济扩张周期的第一年。全球 GDP 和企业盈利增长的超趋势表现预计至少还会持续一年。

目前的宏观形势各方面均表明增长型资产具有良好的投资环境。全球 GDP 在 2021 和 2022 年预计会实现加速增长。通常而言，我们会说全球 GDP 增速高于 3.5% 就属于健康的经济扩张。在 2021 年，市场普遍预期全球 GDP 增速为 6.0%，而 2022 年全球 GDP 增速则预计达到 4.5%。全球企业盈利增长除中国之外的所有主要地区预计均超过 30%。虽然 2021 年中国落后于其他国家，但其在 2020 年表现较好，且预计在 2022 年会再次表现更佳。很明显地，宏观经济环境是健康经济扩张的

一个要素，如果投资者希望将事情简单化并着眼于中期投资，则应增持增长型资产例如股票、房产和商品。

部分风险因素已开始增强。虽然经济增长的整体水平良好，但增长势头已放缓。当 GDP 加速增长并且实际结果超预期时，增长型资产表现更佳。在过去数月，市场普遍认为经济增速仍较高，但会逐渐减弱。经济意外指数之前表明去年正面惊喜，而对中美这两个世界最大经济体目前观点已变为负面。看起来德尔塔变异病毒仍然是下调经济增速预测的主要原因。虽然我们认为是世界会继续重启和过渡到将新冠作为地方性流行病管理的阶段，但我们认为这个过程会是断断续续的。

自疫情爆发以来，全球财政和货币政策支持已经变得极度宽松。明年的政策将保持宽松。财政政策仍会继续，利率仍将维持极低水平，但这种支持的范围会逐渐收缩。我们预计美联储会在 2021 年底开始缩减购债规模，然后预计会在 2022 年下半年开始加息。我们的基本观点是，这将是一个温和的过程，从而使市场能够平稳地度过政策变动时期。

总之，我们继续看好增长型资产例如股票和商品，特别是从半年到一年的投资角度而言。这是因为，随着经济周期持续，这些资产应该会表现良好。但我们强调近期已有足够多的风险因素，建议投资者不要过于激进，手头保留部分现金以应对近期波动。我们对固定收益资产整体持中性观点，但重点关注信用债并保持短久期。

股票

虽然存在因德尔塔变异病毒感染人数上升导致经济增长低于预期的担忧，股票仍因债券收益率处于低位和企业收入和盈利大幅增长而受益，资金成本也远低于资金回报率，从而支持了风险偏好上升。一般而言，当企业盈利增长时股票倾向于表现良好，即使明年盈利增速会不可避免放缓。

关于股票（和企业盈利）的早期预警信号，高收益债与政府债券之间的利差仍预示正面。利差略微走高，但仍接近于周期低位（除亚洲）。债券利差走高通常领先或同步于股市回撤。考虑到债券利差仍接近历史低位，我们认为当前股市只会有暂时性的抛售。

当盈利周期开始走弱，高收益债的利差通常会走高，从而增加违约机率，但考虑到支持性政策和利润率的背景，在随后一两年发生的可能性较低。事实上，2021年二季度的美国企业营收和盈利超预期强劲。虽然经济活动和利润增速或正在见顶，但我们预计不会急转直下至负区间，较大可能是增速放缓。

从全球范围来说，与GDP增速相比，企业营收增长总体上比较强劲。难以置信的是，在投入成本上升的情况下，利润率仍能保持高位，这意味着公司有能力提高平均售价。

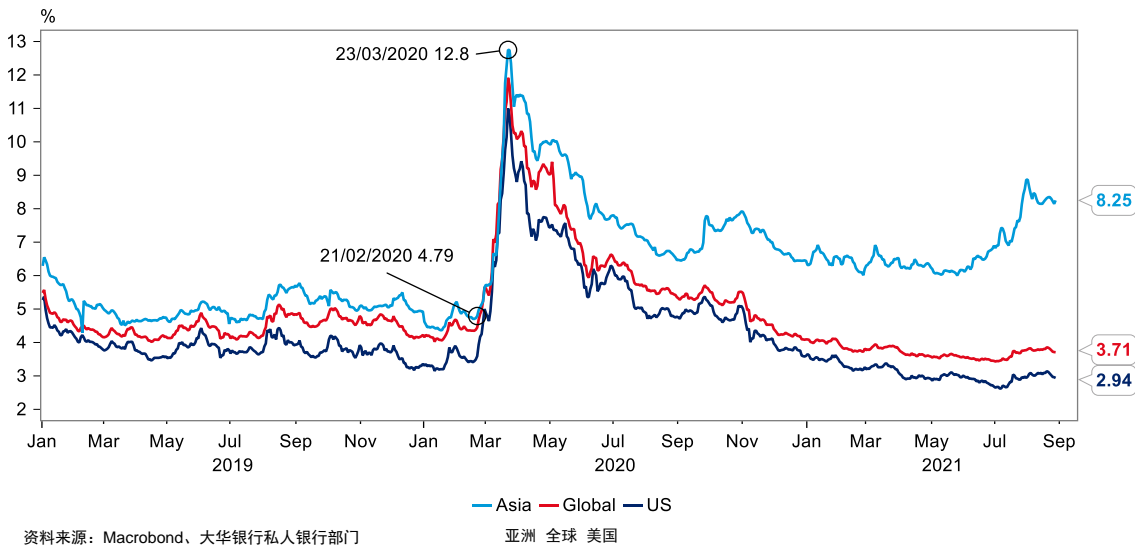
尽管如此，美股估值已经变得过高，标普500指数的周期性调整市盈率为38.3，略高于历史水平的两倍标准差。虽然这仍远

低于互联网泡沫时期的44.2峰值，但投资者有必要保持谨慎，不要过于激进。与此同时，中国对私营部门的监管审查，再次强调“共同富裕”以及经济增速放缓或会使政府在接下来几个季度出台逆周期政策。我们认为，中国资产的当前估值水平已经体现出了部分风险，而长期风险报酬率则变得更具吸引力。

就2021年四季度而言，我们维持对股票“略微增持”的观点，这表明了我们对当前市场估值的担忧，特别是美股。就中国股市而言，由于估值已大幅下降，因此有很多的投资机会，我们建议在谨慎的基础上加仓。更重要的是，我们仍支持增长型资产，目前由于商业周期仍处于“再通胀”阶段，我们仍认为资产增值速度大幅快于消费价格的增长，因此仍有必要保持对风险资产的投资。

在新商业周期的早期阶段，我们继续提倡偏重于再通胀交易，如周期性行业（金融、工业、原材料和能源），同时应回避防御型行业（如公用事业、必需消费品、医疗保健以及通讯服务行业）。

全球（除亚洲）高收益债券的期权调整价差(OAS) 保持稳定



商品

我们对黄金和铜的展望调整为中性，但对布伦特原油保持乐观

在经历 2021 年上半年的强劲上涨后，主要商品指数似乎已经在第三季度趋于平稳并得到巩固。标普高盛商品指数（S&P GSCI）以及路透商品研究局（CRB）的商品指数自今年 6 月份以来就未能进一步上涨，基本上在过去三个月区间盘整。然而，透过表面来看问题，在不同商品板块之间已经出现了分歧。例如黄金再次抛售，工业金属试图企稳，而能源价格则上涨势头强劲。具体而言，各种与气候相关的特定风险已引发美国和欧洲天然气价格急剧上升。

黄金：美联储更激进地缩减量化宽松是主要风险

我们注意到金价近期走势较弱。金价继今年第三季度屡次发起向上冲锋失败之后，遭遇再一轮小幅抛售，跌破 1,800 美元/盎司至 1,750 美元/盎司。在第三季度的季度更新报告中，我们对金价的上涨预测进行了下调，警示金价的潜在上行空间受美联储政策所限。展望未来，考虑到美联储越来越接近于启动缩减宽松以及以更快的速度进行缩减，我们进一步将金价展望调整为中性。因此，我们现在对黄金持中性观点，认为金价在接下来的四个季度维持在 1,750 美元/盎司左右。

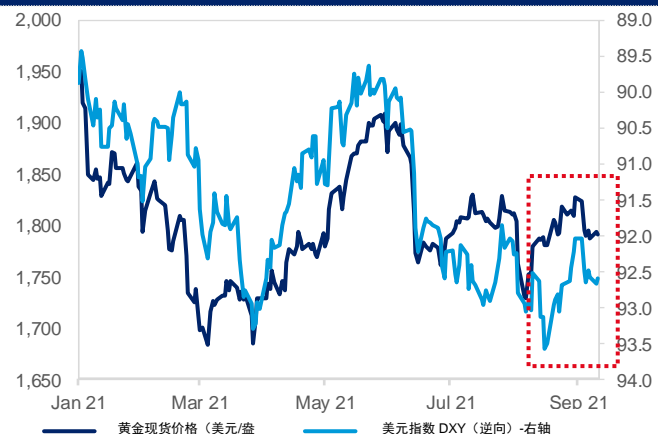
铜：中国工业活动的减速限制了铜价上行空间

在最近的一个季度，虽然疫苗接种率继续上升，但德尔塔变异病毒广泛传播，再叠加毒性更强且健康风险更大的新变异病毒出现，使得全球经济再次承压。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，考虑到全球经济增长的不确定性增加以及中国工业活动减速，我们对接下来的四个季度伦敦铜价格预测下调至 9,000 美元/吨。

布伦特原油：价格继续走强，上探 80 美元/桶关口。

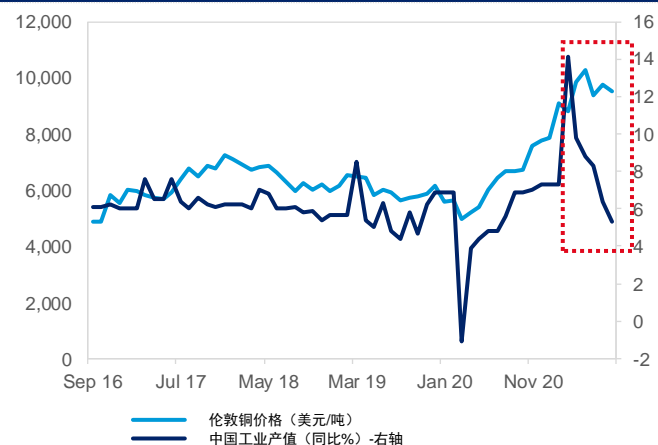
欧佩克在最新一期的石油市场月度报告中将 2022 年的全球石油需求预测再次提高 900,000 桶/天，目前预计全球石油需求在 2022 年将增加 420 万桶至 10,080 万桶。实际上，欧佩克目前认为全球需求会在 2022 年恢复到疫情前 10,000 万桶以上的水平。展望未来，考虑到欧佩克有节制地增产以及预计全球能源需求持续强劲复苏，我们维持对布伦特原油价格预测的看涨观点。继续认为布伦特原油可能会在 2022 年年中之前上探 80 美元/桶关口。我们对布伦特原油的最新预测为 2021 年第四季度为 76 美元/桶，2022 年第一季度为 79 美元/桶，第二季度和第三季度为 82 美元/桶。

黄金：金价维持与美元指数（DXY）的密切负相关关系



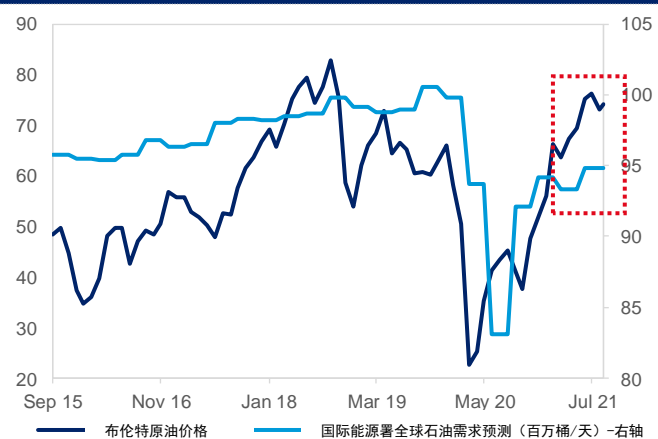
资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

铜：中国工业产出减速限制铜价上行空间



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：全球能源需求复苏，布伦特原油价格上升



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

全球大多数固定收益市场在今年第三季度继续保持正面的回报。在过去的一个季度，由于全球经济增长预期已经见顶，且近期通胀水平走高普遍被认为是暂时性的，债券收益率处于区间盘整。但由于经济增长势头放缓的迹象增加，债券利差最初一度扩大，但在最近几周重新收窄。由于对德尔塔变异病毒的担忧以及中国监管政策可能抑制全球经济增长，全球经济增长势头受到负面影响。在货币政策方面，虽然各国货币政策仍然极为宽松，但美联储已经为 2021 年 11 月宣布缩减资产购买规模做好了铺垫。

大华银行投资观察认为，美联储会在 2021 年 11 月 2/3 日举行的联邦公开市场委员会会议上宣布缩减量化宽松的时间表，完成缩减的时间大约为 8 个月，也就是在 2022 年 7 月左右结束。我们预计美联储会在 2022 年 12 月开始上调联邦基金目标利率，之后在 2023 年加息两次，每次 25 个基点。我们注意到联邦公开市场委员会在今年 9 月份的会议上有一项重要变化，即点阵图显示出一半的委员（18 个中的 9 个）在当前预计 2022 年加息，而今年 6 月份的时候只有 7 个。最后，我们预计长期债券收益率会在 2021 年底前升向 1.85%。

虽然我们对固定收益资产大类整体持中性观点，但低配久期风险，而高配信用风险。由于 2022 年经济活动预计保持良好，如果新冠疫情引起的供应短缺持续，则其导致的核心通胀水平上升，可能并不会象大多数市场人士认为的那么短暂。此外，如果新冠疫情导致熟练劳动力供应非暂时性地减少，那么劳动力工资上涨可能会出现。这样的情况会对债券收益率造成上行压力。在目前这个时点，我们低配久期风险，而高配信用风险（即：我们看好全球高收益债、新兴市场信用债和亚洲投资级债）。

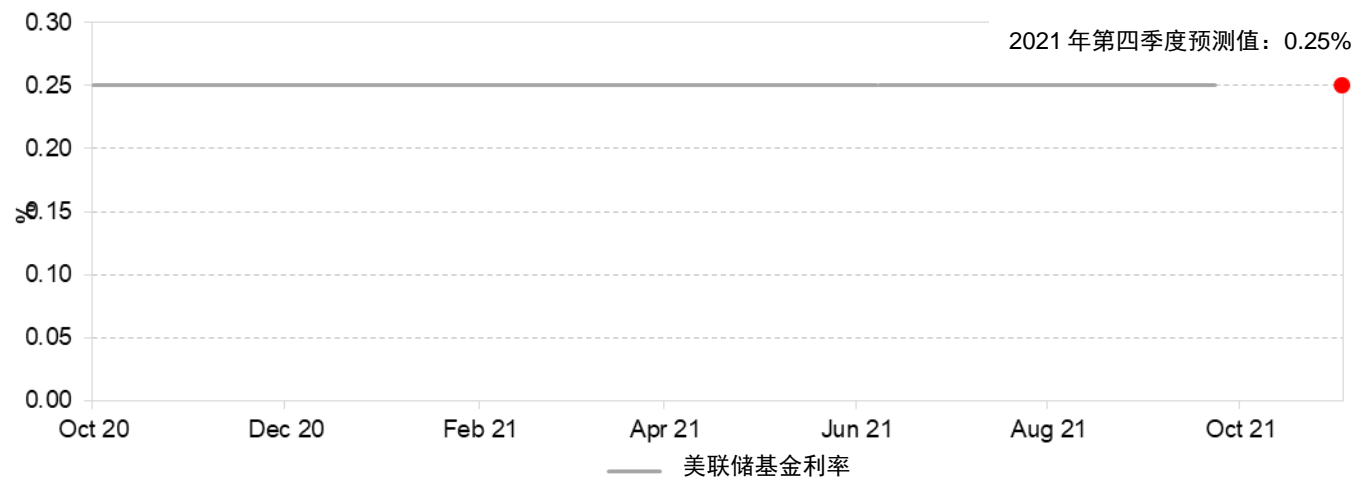
我们看好高收益债、新兴市场信用债和亚洲投资级债。与利率相比，高收益债与股票的相关性更强。展望未来，债券市场持续“追求收益率”的现象叠加 2021 年全年宏观经济基本面改善，应该会有助于全球投资级债券和高收益债息差收窄（即今年的债券违约会继续减少）。具体而言，美国高收益债违约率应该会在 2021 年第四季度前下降至低于 4% 的长期平均水平。

我们看多新兴市场信用债，并继续认为部分较高 beta 值的债券会有投资机会，但是由于息差在整体上已经压缩，我们会采取更具选择性的策略。我们继续看好周期性行业（例如非必需消费品、房地产和航空业），这是因为这些行业滞后于大部分行业的经济活动复苏。

最后，我们也偏好亚洲投资级债。亚洲投资级债对企业基本面的恶化具有相对较高的缓冲能力，且杠杆水平较稳定。在投资级债券板块内部，相比大多数其他地区，我们继续在亚洲地区寻找相对高收益的债券。

最后，当 10 年期美国国债收益率在 2021 年底走高至 1.85% 时，固定收益资产在某种程度上会变得更具有吸引力。在这方面，收益策略在明年可能会产生更好的风险报酬率。2021 年迄今为止，虽然股票和商品价格大幅上涨，但从现在开始，如果通胀上升迫使各国央行提前（而非延后）退出资产购买形式的政策支持，则股票回报率可能会开始下降。我们认为投资者会回归到收益为主的投资策略，试图在债券的稳定收益与股息收益之间取得平衡，以低于纯股票投资的波动性来实现稳定的回报。我们认为这种投资策略在去年较不受关注，但到 2021 年底的时候对投资者而言不失为一种良好的备选策略。

美联储基金利率



在今年 9 月份的联邦公开市场委员会会议之后，鲍威尔的言辞转向鹰派，更新后的点阵图以及经济预测全部表明美联储发生政策转向的时间点前移。因此，我们将美联储缩减量化宽松的时间点提前至将于 2021 年 11 月 2/3 日举行的会议（之前预测在今年 12 月的会议上宣布缩减宽松），且预测缩减宽松的时间范围缩短到大约 8 个月（即 2022 年 7 月前结束缩减，之前是预计持续一年半）。即使从 11 月开始缩减量化宽松，美联储仍有足够时间来了解美国政界人士如何解决即将来临的美国债务上限僵局。

我们也将联邦基金目标利率首次上调的时间预测提前到 2022 年 12 月（之前预计是在 2023 年 6 月）。注意，我们预测在 2022 年仅加息 25 个基点至 0.25-0.50% 区间。在 2023 年，我们预计美联储会加息两次，每次 25 个基点。回想起 2013 年的时候，美联储缩减量化宽松的时间范围为 10 个月（从 2013 年 12 月开始到 2014 年 10 月结束），而首次加息的时间则是在结束缩减宽松一年多以后（即 2015 年 12 月首次加息）。

3 个月期美元 Libor



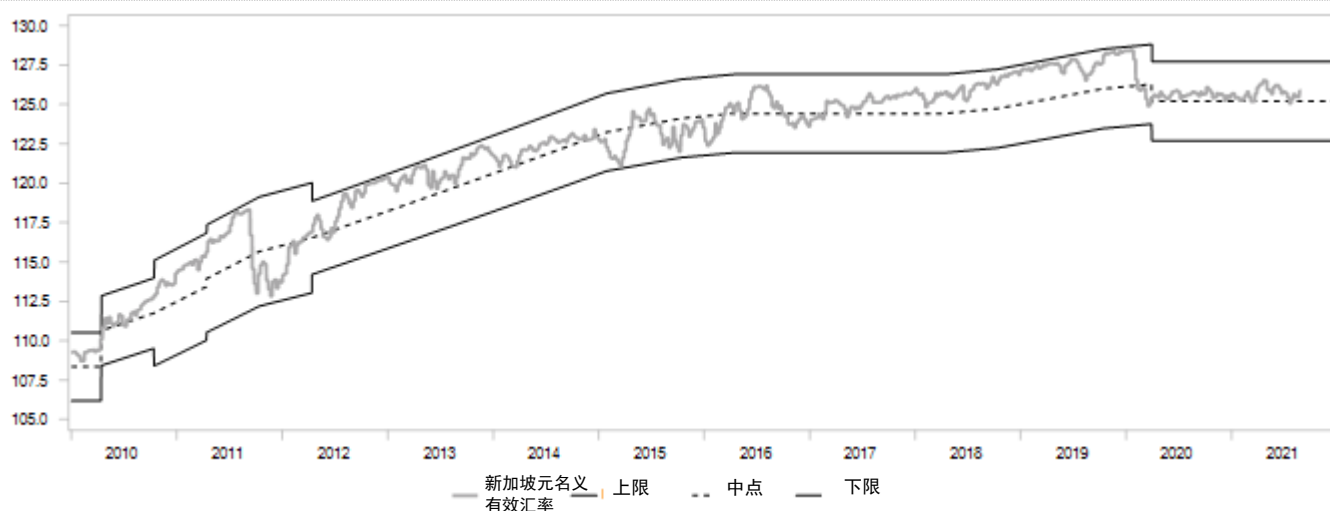
- 我们预计 3 个月 Libor 利率到 2021 年第四季度末在 0.20% 左右。
- 我们预计美联储缩减宽松的时间范围缩短，且加息时间点提前。
- 随着流动性收紧，缩减量化宽松对利率的拉动将越来越强。

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 年第四季度末会在 1.85%。
- 由于央行货币政策立场变得更加鹰派，市场对收益率的定价不足，并且第四季度的季节性趋势更为有利，因此收益率将倾向于走高。
- 上述基本观点面临的问题可能来自于政治方面，即美国债务上限的边缘政策。

新元名义有效汇率



新加坡 2021 和 2022 年的 GDP 增速预计分别为 6.5% 和 3.5%。在即将到来的金管局政策公告（预计在 2021 年 10 月 7 日和 14 日举行政策会议）中，我们注意到金管局可能会考虑全球经济环境改善，良性通胀风险以及新冠疫情不确定性上升这些因素。我们的基本观点是，金管局会保持政策参数不变，意味着政策区间的斜率、宽度以及中点均不会变化。

除了在 2021 年 10 月份的会议上保持政策参数不变之外，预计金管局会强调 2021 年剩余的时间 GDP 增长预期改善，同时关注新加坡国内以及所处亚洲地区的新冠疫情风险上升这一情况。如果金管局针对 2021 年剩余的时间采取较为乐观的论调，那么可能意味着金管局比较有可能会在 2022 年 4 月份的时候使新加坡元名义有效汇率进行系统性升值（估计升值 0.5%）。从美元汇率总体回升这一情况来看，我们继续预计美元/新加坡元汇率走高，点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.36，2022 年第一季度为 1.37，第二季度为 1.38，第三季度为 1.39。

3 个月期新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）

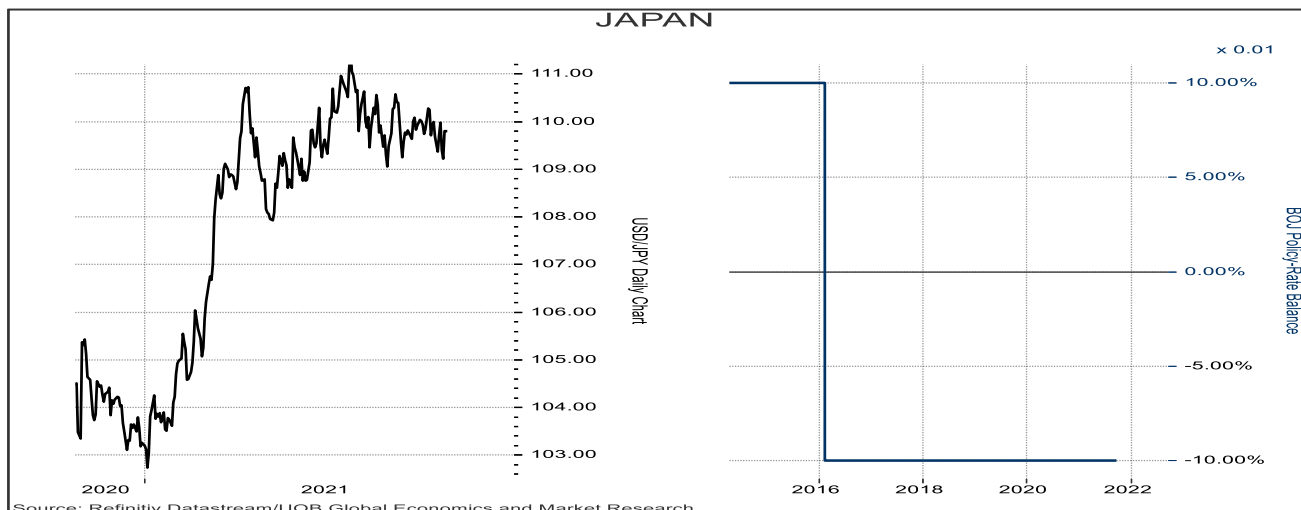


- 我们预计 3 个月期 SOR 和 SIBOR 到 2021 年第四季度末分别在 0.25% 和 0.40%。
- 继 9 月份为了推新产品（即 SORA）而停用 SOR 与 SIBOR 后，这两者的市场相关性将会减小。
- 利率过渡的下一个里程碑将会是 2022 年第一季度末停用 6 个月 SIBOR。

10 年期新加坡政府债券收益率



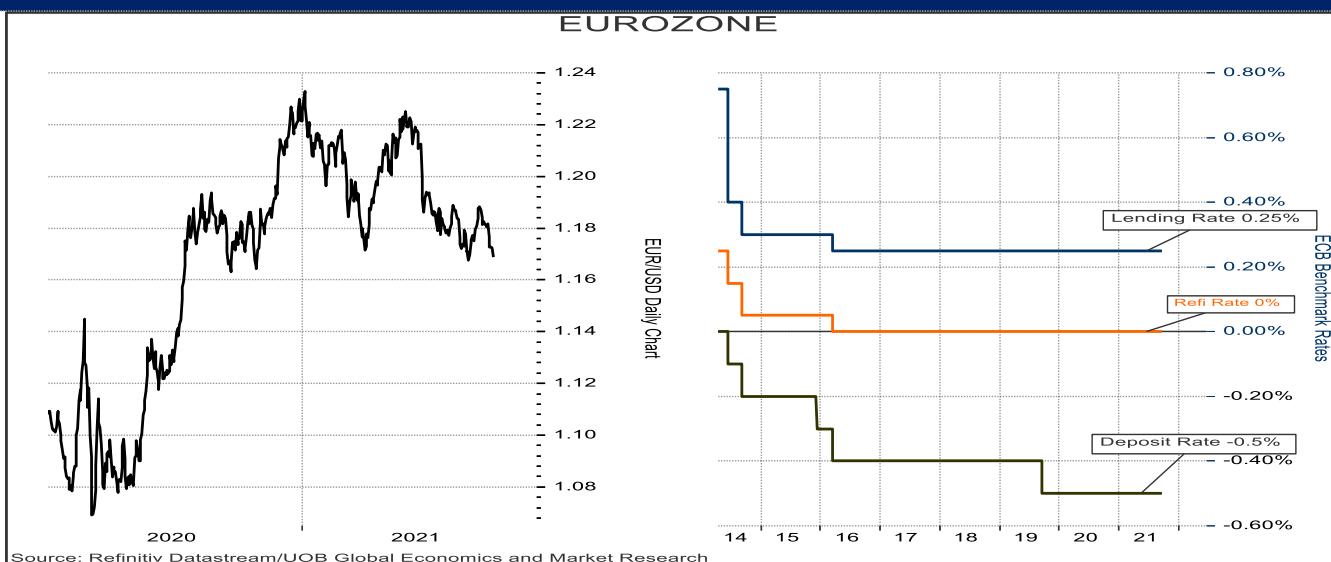
- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2021 年第四季度末会在 1.90%。
- 新加坡债券收益率的上行取决于美国国债收益率观点。
- 在经历五年的发行之后，新加坡 2021 年的政府债券拍卖日程表在今年 10 月份终止。政府债券供给的中断将有利于新加坡政府债券对美国国债的利差收窄。



日本央行在 9 月份的政策不作为与市场预期相符，并未改变我们对日本央行的货币政策展望。日本与其他 G7 国家相比更弱的通胀前景（在对 CPI 重订基数后）更加坚定了我们对于日本央行不会很快收紧货币政策的看法，反而会在接下来几年维持大规模刺激措施，可能至少持续至 2023 年财年，且日本央行行长黑田认为通胀不会在 2023 年前回到 2% 的目标水平。

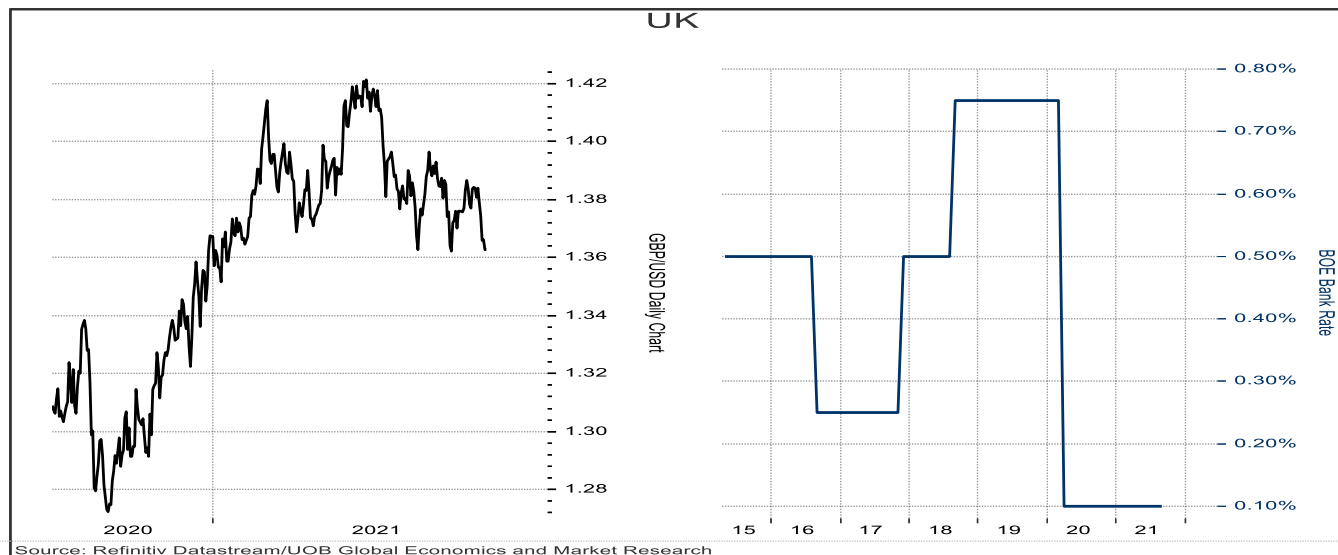
即使行长黑田最近（9 月 15 日）称日本央行会在必要时进一步放松货币政策例如下调利率，但由于下调利率对日本银行体系造成的间接影响，我们不认为该国央行会有任何深化负利率的意愿。与此同时，市场人士坚信日本央行已到达了货币正常化路线的端点，至少到 2023 年 4 月份（届时行长黑田将离任）之前会保持货币政策不变。随着日本央行开始将主要政策措施转向绿色战略，目前央行的注意力可能会转向处理长期气候变化议题。展望未来，由于日本央行维持超宽松货币政策，美国国债收益率走高以及美元整体走强，我们维持对美元/日元汇率走高的观点，最新的汇率点位预测为 2021 年第四季度为 111，2022 年第一季度为 112，第二季度和第三季度为 113。

欧元区



随着“紧急抗疫购债计划”实施时间的流逝，欧央行会逐渐放缓月度净资产购买的节奏，但我们预计欧央行会通过较为灵活和更大规模的资产购买计划来延长宽松货币政策，而不可能会在 2024 年之前加息。

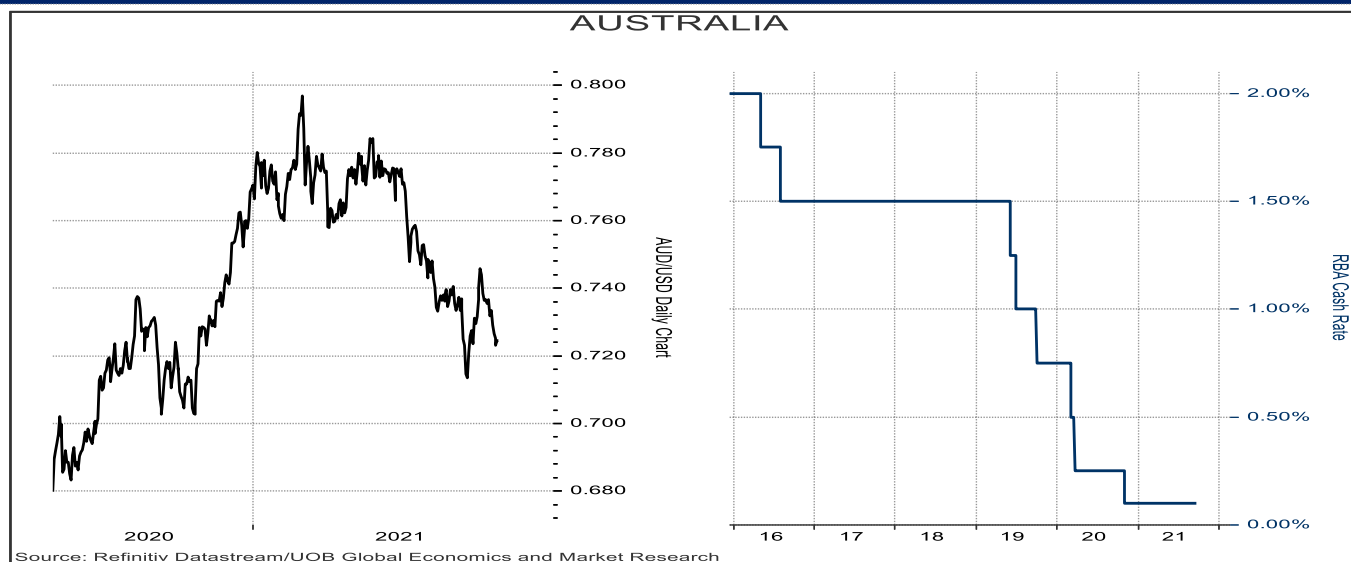
由于美联储转向鹰派立场，欧元/美元汇率从 6 月到 8 月经历了一个夏季的抛售，从 1.21 下跌至 1.1664 的低位。欧央行预计到 2024 年之前不会加息，至少比美联储加息要迟两个季度。由于欧美之间存在较长期的货币政策分歧，我们继续对欧元/美元汇率持看跌观点，点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.16，2022 年第一季度为 1.15，第二季度和第三季度为 1.14。与我们 9 月初提出的上一次观点相比，最新的汇率预测大约高 100-200 个基点。这是因为在 9 月份观察到收益差幅趋于平稳这一情况。我们上述观点所面临的风险在于：欧元区出现通胀持续加速的迹象更明显，这会导致欧央行进行决定性的货币政策调整。



英国央行对加息的讨论明显变得热烈起来。在 9 月份英格兰银行举行的会议上，Dave Ramsden 和 Michael Saunders 投票反对该国央行将英国政府金边债券（即英国国债）的购买规模削减至 8400 亿英镑，据此，我们将该国央行加息的时间点预测从 2023 年中提前到 2022 年底。然而，我们认为英格兰银行不会急于立即采取行动，而是会缓慢地退出货币政策支持措施，以便让经济复苏持续下去。

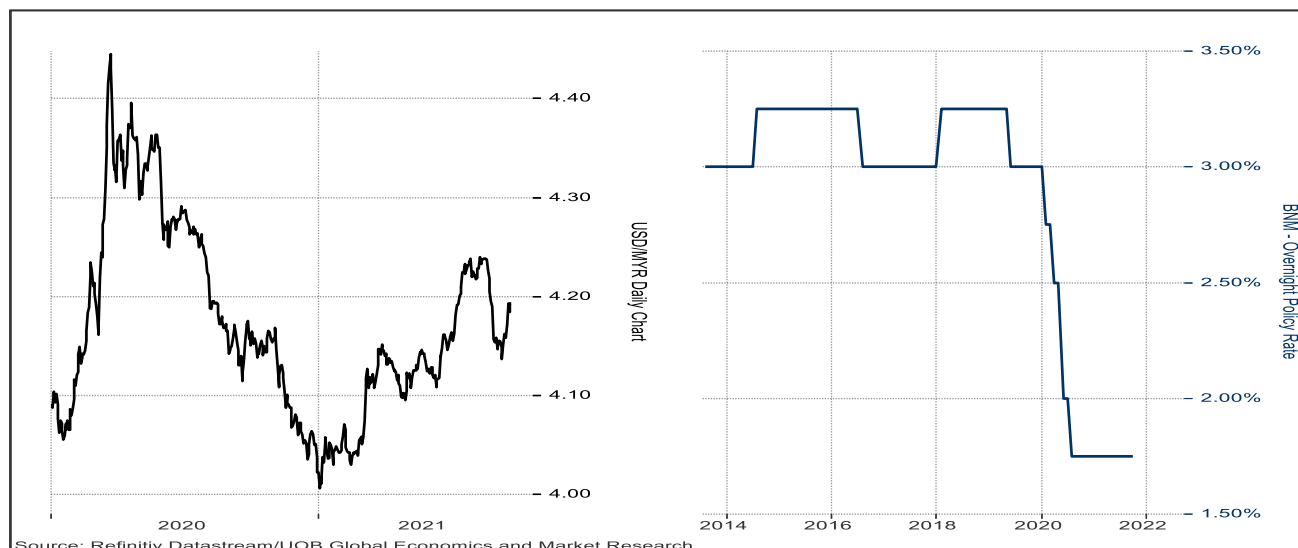
在主要国家外汇方面，今年英镑的表现仅次于美元。英镑的支持性因素包括英格兰银行的鹰派表态，英国全面放开疫情管控后新冠住院人数保持低位，并且英镑的估值具有吸引力。英格兰银行行长 Andrew Bailey 称 9 月初的时候他跟部分其他官员（在 8 月份举行的货币政策委员会会议上赞成和反对收紧的委员比例为 4:4）均认为已达到了收紧货币政策的最低门槛，并且“有理由”预计会在接下来几年加息。英国的总体通胀率在 8 月份急升至 3.2%，为 9 年来的最高点，且继续向着该国央行预测的年底时的 4% 峰值水平前进。因此，我们重申对英镑/美元汇率的看涨观点，点位预测更新为 2021 年第四季度为 1.40，2022 年第一季度为 1.41，第二季度为 1.42，第三季度为 1.43。

澳大利亚



我们认为澳洲储备银行下一次缩减量化宽松会是在明年的 2 月份，届时经济将会明显回升。如此一来，该国央行将会把 9 月份总规模达到 1300 亿澳元左右的量化宽松逐渐缩减，直至 2022 年中后期为止。关于现金利率目标，我们预计该国只有到 2024 年初才会加息。之前我们考虑到可能会提前加息，但由于该国经济活动较长时间低于潜在增长率，工资和价格上涨压力可能会推迟。澳元/美元汇率经历了一个动荡的季度，从 7 月初的 0.75 下跌超过 5% 至 0.71（自去年 11 月以来的最低点）。因受到德尔塔变异病毒的影响，今年夏季澳洲国内新冠病例人数激增（自疫情开始爆发以来的最坏情况），叠加铁矿石价格暴跌 44%，此外，澳元汇率的利空因素还包括澳洲储备银行相对其他 G10 国家采取特立独行的鸽派立场。据此，我们维持对澳元/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。

马来西亚



马来西亚央行在今年 9 月份举行的会议上连续第七次将隔夜政策利率（OPR）维持在 1.75% 不变。该国央行保持中性和均衡的立场。马来西亚央行警示新冠病毒变异出现，以及主要经济体启动货币政策正常化导致波动性加大的潜在风险。从国内经济来看，有乐观看法认为进一步放松疫情控制措施、疫苗接种进展以及全球需求上升均有助于经济复苏和增长。该国不存在通胀压力上升和国内金融风险（例如：房地产价格疲软）这两点表明该国央行在目前这个时点没有加息的紧迫性。我们预计马来西亚央行会将利率维持现状至 2022 年中期，然后在下半年加息 25 个基点。

随着美联储的政策正常化计划进入视野，我们预计美元/林吉特汇率会跟随美元整体回升而走高，据此，我们预计这个货币对的汇率在 2021 年第四季度为 4.20，2022 年第一季度为 4.23，第二季度为 4.26，第三季度为 4.29。

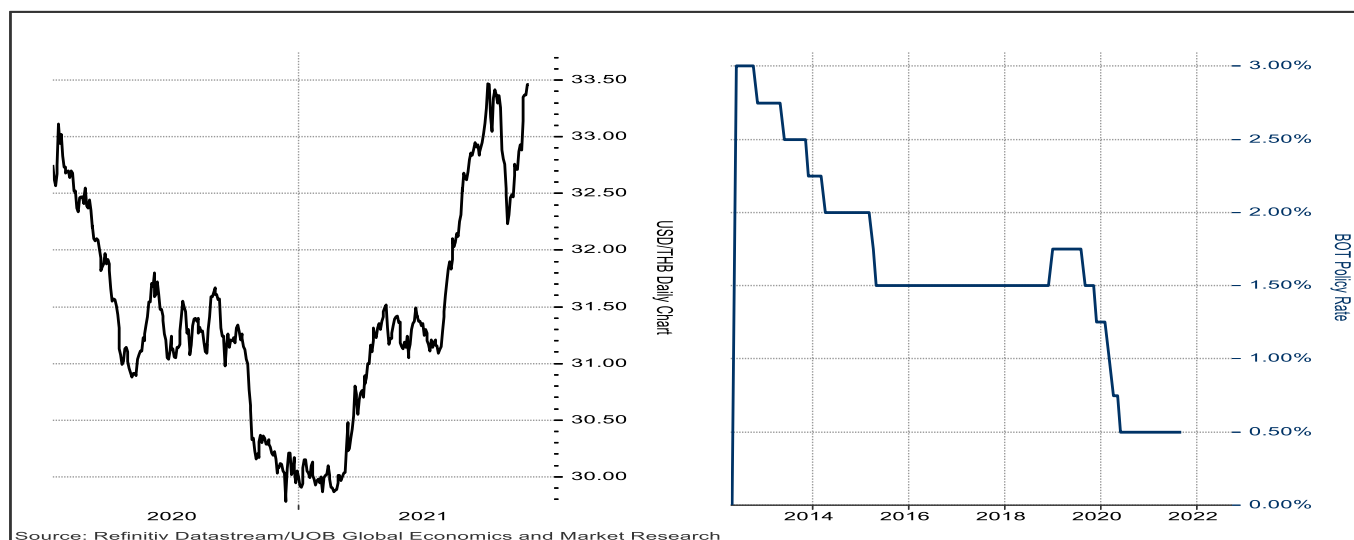
印度尼西亚



自 2021 年 2 月份以来，印度尼西亚央行一直将基准利率维持在 3.50% 的历史低位不变。该国央行重申其决定是跟支持经济增长和维持金融稳定的目标保持一致。尽管如此，我们认为印度尼西亚央行可能会在 2022 年下半年期间开始政策利率正常化。与印度尼西亚国内需求复苏保持一致，该国的通胀水平可能已开始形成了调整政策利率的理由。此外，美联储缩减量化宽松等外部因素也有影响，与此同时，我们预计，印度尼西亚在保持较大规模的财政赤字同时可能会出现大规模经常账户赤字，从而导致未来面临双赤字的挑战。

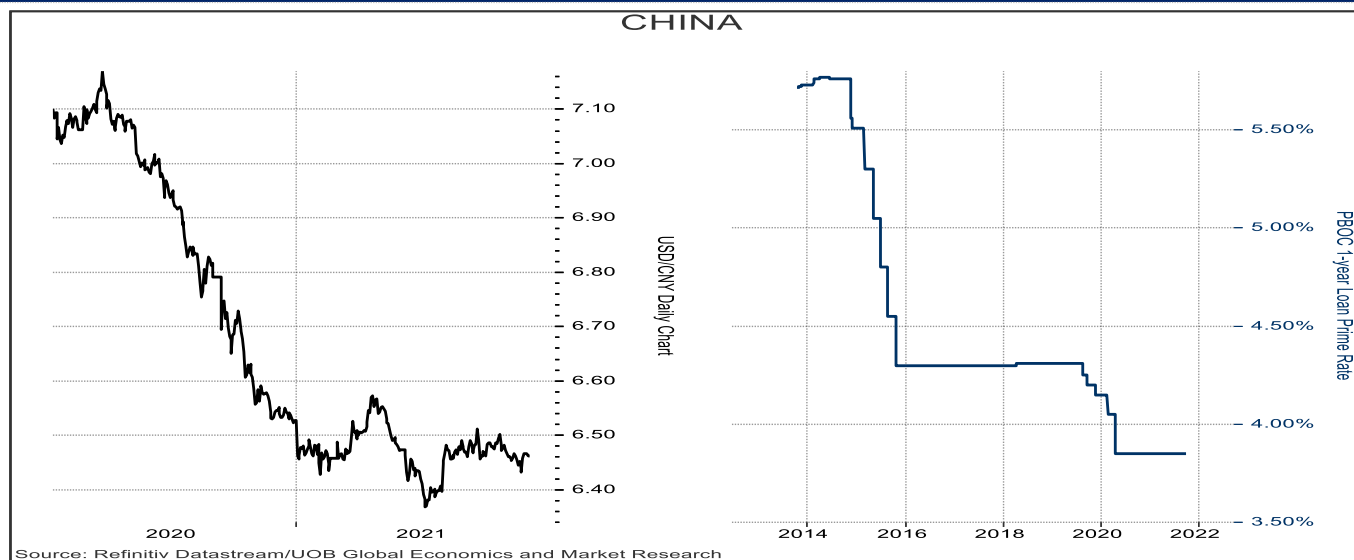
虽然与 2013 年缩减恐慌期间相比，印度尼西亚目前的情况更好，但仍需通过有吸引力的投资收益差幅来平衡这些变量因素，从而保持印度尼西亚经济对外部冲击的韧性。我们预计该国央行会在 2022 年下半年开始利率正常化，每季度上调 50 个基点，从而在 2022 年底将 7 天逆回购利率提高至 4.50%。未来仍有理由对印尼盾汇率保持谨慎，这些利益包括该国疫苗接种速度缓慢（该国只有到 2022 年第四季度才能达到 80% 接种率），对经济复苏带来不确定性，并且印度尼西亚政府债券对美国国债的收益率优势正在缩小。印度尼西亚持续和不断扩大的双赤字也坚定了美元/印尼盾汇率在中期逐渐上行的趋势，据此，我们重申美元/印尼盾汇率走高的观点，但根据当前的市场发展形势下调了上行的轨迹。最新的点位预测为 2021 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。

泰国



泰国仍是亚洲地区受新冠疫情影响最大的经济体之一。考虑到卷土重来的新冠疫情风险对泰国旅游业、劳动力和内需的负面影响，其仍是拖累该国经济表现的关键因素。需注意的是，泰国国家经济及社会发展委员会（NESDC）称由于住户部门和企业的“财务状况脆弱”，将全年经济增速展望从之前的 1.5%-2.5% 区间下调至 0.7%-1.2% 区间。虽然我们维持以下基本观点，即泰国基准利率在 2021 年维持不变，但如果泰国的经济环境在 2021 年第四季度恶化，则会存在降息 25 个基点的尾端风险。泰铢似乎已处于超卖状态，其估值（按真实有效汇率计）在超过五年期间以来首次从超买状态回归中性水平。据此，我们不认为泰铢汇率会从当前水平进一步过度走弱。我们对美元/泰铢汇率的最新点位预测为 2021 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。

中国



中国 7 月和 8 月经济数据显示该国的经济增长引擎正在迅速降档。由于该国监管环境收紧，且国内新冠疫情零病例政策继续阻碍私人消费的恢复，因此中国还会面临更多的下行风险。中国近期零星的疫情封锁表明了更具传染力的毒株对经济破坏的程度，并且该国房地产商恒大债务危机的传导范围仍不明确。

我们维持对央行在 2021 年第四季度再次下调银行准备金率 50 个基点的预测观点。这会使得商业银行有更大的能力去促进信贷增长以及偿还即将于 2021 年第四季度到期的金额达到 2.45 万亿人民币的 MLF 贷款（中期借贷便利）。然而，考虑到中国人民银行担心金融失衡，可能会将基准 LPR 利率维持不变至 2022 年上半年。展望未来，人民币将面临不断增加的利空因素。货币政策可能略微倾向于放松以便对冲经济增长减速。由于中美之间的经济增长和货币政策分歧继续缩小，我们坚持之前的观点，即美元/人民币汇率在接下来几个季度适度走高，最新的点位预测为 2021 年第四季度为 6.52，2022 年第一季度为 6.56，第二季度为 6.60，第三季度为 6.64。

外汇、利率和商品展望

汇率	2021年9月23日	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测
美元兑日元	110	111	112	113	113
欧元兑美元	1.17	1.16	1.15	1.14	1.14
英镑兑美元	1.37	1.40	1.41	1.42	1.43
澳元兑美元	0.73	0.71	0.70	0.70	0.69
纽元兑美元	0.71	0.70	0.70	0.69	0.68
美元指数	93.1	93.4	93.9	94.4	94.3
美元兑人民币	6.46	6.52	6.56	6.60	6.64
美元兑港元	7.79	7.75	7.75	7.75	7.78
美元兑新台币	27.73	28.00	28.20	28.40	28.60
美元兑韩元	1,175	1,200	1,200	1,220	1,250
美元兑菲律宾比索	50.31	51.00	51.50	52.00	52.00
美元兑马来西亚林吉特	4.18	4.20	4.23	4.26	4.29
美元兑印尼盾	14,243	14,600	14,700	14,800	14,800
美元兑泰铢	33.39	33.80	34.10	34.40	34.70
美元兑越南盾	22,766	22,900	23,000	23,100	23,200
美元兑印度卢比	73.64	75.50	76.00	76.50	77.00
美元兑新加坡元	1.35	1.36	1.37	1.38	1.39
欧元兑新加坡元	1.58	1.58	1.58	1.57	1.58
英镑兑新加坡元	1.85	1.90	1.93	1.96	1.99
澳元兑新加坡元	0.99	0.97	0.96	0.97	0.96
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.10	3.09	3.09	3.09	3.09
新加坡元兑人民币	4.79	4.79	4.79	4.78	4.78
日元兑新加坡元 X100	1.22	1.23	1.22	1.22	1.23

利率	2021年9月23日	2021年第四季度预测	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测
美国联邦基金利率	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
美元 SOFR	0.05	0.09	0.09	0.13	0.23
3个月期美元 Libor	0.13	0.20	0.20	0.30	0.40
10年期美国国债收益率	1.43	1.85	1.90	2.00	2.05
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	0.50	0.75	1.00	1.00
人民币1年期 LPR	3.85	3.85	3.85	3.85	3.95
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	1.25
韩元基准利率	0.75	1.00	1.25	1.25	1.25
菲律宾比索隔夜逆回购利率	2.00	2.00	2.00	2.00	2.25
新加坡元 SORA	0.12	0.10	0.10	0.14	0.20
新加坡元3个月期 SIBOR	0.43	0.40	0.40	0.50	0.55
新加坡元3个月期 SOR	0.22	0.25	0.25	0.35	0.40
新加坡元10年期政府债券收益率	1.47	1.90	1.95	2.00	2.05
马来西亚林吉特隔夜政策利率	1.75	1.75	1.75	1.75	2.00
印尼盾7天逆回购	3.50	3.50	3.50	3.50	3.75

利率					
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

商品	2021 年 9 月 23 日	2021 年第四季度预测	2022 年第一季度预测	2022 年第二季度预测	2022 年第三季度预测
黄金（美元/盎司）	1,750	1,750	1,750	1,750	1,750
布伦特原油（美元/桶）	78	76	79	82	82
伦敦金属交易所 LME 铜（美元/吨）	9,274	9,000	9,000	9,000	9,000

团队

环球经济与市场研究
资产管理
私人银行部门



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。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z