

2023 年 2 季度 全球经济展望

信任危机



信任危机

银行业面临自身的信任危机

在 2023 年初，继美联储（Fed）进行其中一轮最大幅度的加息之后，投资者就在小心留意“已发生的坏事”。诚然，商业房地产、学生贷款、汽车贷款以及私募股权领域确实存在一些信贷问题。然而，这些担忧似乎都不是系统性的，可以很容易地解释为，在经历三年新冠疫情重创后，经济正面临着初步复苏的特殊试探性压力。整体来说，投资者们对于“没发生什么坏事”感到欣慰，并转向期待中国在退出新冠清零政策之后成功重启经济。

然后，银行业的黑天鹅事件来袭。不是借款人和消费者的信贷危机，而是银行业内部发生的危机。在极短的时间内，三家美国区域性银行相继倒闭。银行业危机越过大西洋来到欧洲，并引发了危机，一家已受创严重的瑞士银行加速倒闭。突然之间，银行，尤其是美国和欧洲的银行，现在需要捍卫和争取自己的信用价值。现在每家银行都需要说服投资者和客户相信其资产负债表具有流动性，并且其“持有至到期”的债券组合没有发生重大的估值损失。

就目前这个时点来说，沃尔特·白芝浩（Walter Bagehot）在 150 多年以前撰写的一本有重要影响的书中所记载的关于银行和金融方面的思想，现在看起来是多么有先见之明。白芝浩在 1873 年撰写的名为《伦巴第街：货币市场记述》（Lombard Street: A Description of Money Market）一书中指出了信用价值的特性。具体来说，如果一个银行家（按如今的话来说是指银行机构）需要证明其信用良好，那么它本身就失去了信用。

白芝浩还警告说道，“银行业务应当简单，如果很复杂那就是错的。”一个银行家利用需随时归还的短期资金来投资证券时，唯一应该碰的就是那些易于出售且易于理解的证券。可是，这次席卷整个银行业的信任危机，其实就是围绕着实力较弱银行在其资产负债表内持有的“按市值计价”证券发生的。

风险指标已大幅上升，但仍远低于2008全球金融危机时期的高位

由于 3 月份发生的银行业危机，许多风险指标已大幅上升。具体来说，美国和欧洲主要银行机构的信用违约掉期利率已上升。与此同时，美国主权信用违约掉期利率自年初以来已经翻倍，从年初大约 20 个基点升至目前的 40 个基点以上。造成美国主权信用违约掉期利率上升的原因也有投资者美国债务违约风险日益升高。与典型的 AAA 或甚至 BBB 评级的债券利差相比，美国和欧洲高收益债券的利差已显著上升。虽然这些风险指标的上升确实令人担忧，但更重要的是应注意到，这些风险指标仍远低于 2008 年全球金融危机时期的高位。

利率波动性也飙升至极端水平。这是意料之中的事，因为这次银行业危机的重灾板块就是固定收益和债务工具。还应注意的是，利率之外的波动，例如其他如外汇、股票和大宗商品等资产大类的波动按照历史标准来说仍保持相对适度。这可能意味着这场危机并非系统性的。

各国央行采取迅速和针对性的干预措施抑制银行业危机的传导风险

迄今为止，美联储和全球各国央行非常积极主动，采取了许多针对性的政策来抑制危机蔓延。为了满足美国各银行增加的资金需求，美联储推出了新的“银行定期融资计划（BTFP）”并降低了现有贴现贷款的利率。为了确保全球外汇市场的有序运行以及先发制人地应对美元资金紧张，美联储还大幅增加了与其他五家主要发达国家央行（即加拿大银行、英格兰银行、日本银行、瑞士国家银行以及欧央行）之间的美元流动性互换额度。之前这些央行每周进行美元流动性互换操作，如今追加的流动性互换额度通过每日美元流动性互换操作来满足全球美元资金需求。这种迅速的行动使外汇市场维持相对温和。在这场危机中，美元指数（DXY）可谓是一片宁静的绿洲，在103点位几乎没有变动。

货币当局采取的迅速、有针对性和果断的响应措施显著地抑制了危机传导和系统风险，并且会大大有助于恢复人们对银行体系的信心。应注意的是，近期发生的银行倒闭在本质上看起来是特殊的，很大程度是因为部分银行自身的内部控制、治理以及风险管理/风险文化的缺陷所致。

美联储不出预料加息25个基点，鲍威尔警示称信贷紧缩风险加大

正如市场人士广泛预期的那样，在近期结束的3月份美联储议息会议（FOMC）上，美联储宣布加息25个基点，虽然点阵图仍显示终点利率为5.10%。美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）在会后举行的新闻发布会上变得更加坦诚。他多次间接提到，由于银行业危机，信贷紧缩的风险加大。鲍威尔甚至暗示美联储未来在审议加息时会考虑信贷紧缩。我们最新的观点是，美联储最有可能在后续5月份举行的美联储议息会议上宣布再次加息25个基点达到5.25%。5.25%可能就是未来的终端利率了，此后美联储会一直保持这个利率不变到2023年结束。

美国经济仍被认为具有韧性

虽然美国银行业发生动荡（但并没有搅动时局），我们的看法仍然是美国经济相对具有韧性，刚从疫情走出来的就业市场保持健康。虽然美国失业率从1月份的3.4%回升至2月份的3.6%，但仍徘徊在疫情爆发之前的历史低位。我们的基本观点仍是美国经济会经历轻度衰退，GDP萎缩0.5%，而后在2024年恢复2.5%的GDP增速。

但是，目前美国经济前景的路线分布比之前宽得多。如果美联储和各个监管机构未能遏制银行业的信任危机，经济下行风险将会上升；如果货币当局未能遏制银行业危机，毫无疑问会导致普遍的贷款收紧，引发更加明显的经济下行和溢出效应。从另一方面来说，如果美联储提前停止加息周期，很可能会引起通胀再次急剧上升，继而导致将来需要甚至更多加息。总的来说，目前美国经济前景的不可预测性上升了。

就目前来说，美国的通胀预期已显著下降，2年期预期通胀率回退到2%关口。美债收益率显著下降也表明了通胀预期走低。在本次信用危机爆发之前，2年期美债收益率有持续上升至超过5%的风险。美债收益率目前已回落至4%下方。

中国经济经历缓慢但坚定的复苏

然而，在不确定的环境中有一个相对的亮点，那就是中国经济稳步摆脱疫情引起的停滞冲击，正在逐渐复苏。怀疑主义者可能会声称中国经济复苏成色不足和令人失望。事实上，我们也并不是预测中国经济会出现2021年初那样的迅速回升，而是认为此次经济复苏可能会是更加适度的，但毋庸置疑的是，中国的零售销售额已经在2月份回归到3.5%的同比正增长。在经历2年暴跌后，中国商品住宅的价格下滑似乎已经见底，住房价格目前已录得环比正增长。虽然中国官方设定的经济增长目标为“5%”左右，可能低得令人失望，新任国务院总理李强承诺专注于经济复苏的质量而非专注于实现数字增长。中国人民银行（PBOC）在最近几个月第二轮下调银行准备金率25个基点会大大有助于确保中国经济复苏的可持续性。我们的观点仍是中国经济今年会录得5.2%的年同比正增长，这对于欧元区和美国的不确定经济走向而言是一股稳定力量。

以下是主要关注点及主要外汇和利率观点摘要。

外汇策略

金融稳定性风险引起新的美元下行风险

美元利率在3月份大幅走低不可避免地使美元汇率承压。此外，金融稳定性风险的出现已经对美联储“加息将持续较长时间，终点利率会更高”这一论调构成了挑战，并对我们目前所预测的联邦基金利率和美元走向带来了新的下行风险。因此，与上一次（3月1日）更新外汇预测时相比，我们现在更加确信美元汇率在接下来几个季度会进一步走弱。持续一年的美元加息周期已接近尾声，市场人士越来越猜测美联储会在2023年下半年降息，美元已开始失去关键的利率支撑因素。因此，我们重申从2023年第2季度开始美元对主要国家汇率走低的观点。美元指数预计在2024年第1季度下滑至95.9。类似地，到2024年第1季度，我们认为欧元兑美元、英镑兑美元以及澳元兑美元汇率分别升至1.16、1.32和0.72。与此同时，美元兑日元汇率预计到2024年第1季度跌至120。

亚洲外汇在最近几个星期的表现似乎具有韧性，虽然自从美国突然出现金融稳定性风险以来，其他资产大类已进入避险模式。这主要是市场人士对于美联储在2023年下半年降息的预期推动了美元走弱。亚洲外汇表现出韧性的另一个原因是美国银行业危机对

亚洲的传导风险在目前这个时点来看似乎比较低。尽管如此，目前并不是将谨慎抛诸脑后转向增配亚洲外汇的好时机，至少在最近的一个季度（2023年第2季度）并非如此。之前几轮避险潮向我们表明了波动性向亚洲外汇板块传导只是时间问题而已。总体而言，我们维持以下观点，即：在中国出现明确的经济持续复苏迹象从而引发美元对亚洲货币汇率在2023年下半年再次走弱之前，美元对亚洲货币汇率在2023年第2季度会适度走高。当中国在2023年下半年出现较为明确的经济持续复苏迹象的前提下，我们认为亚洲外汇之后会立即走强。因此，我们认为美元兑人民币、美元兑新加坡元、美元兑林吉特、美元兑泰铢和美元兑印尼盾汇率在2024年第1季度会分别跌至6.70、1.28、4.30、32.0和14,800。

利率策略

3月份的美联储议息会议已过去，4月份即将迎来新加坡金管局（MAS）会议

在考虑过美联储在3月份举行的最新一次议息会议后，我们的美国宏观团队认为联邦基金终点利率会在5.25%，2023年不会有降息。以此种美国货币政策作为基准，我们得出10年期美债收益率在2023年第2季度的合理点位为3.80%。从中期持有角度来看，我们的基本看法仍是“在顶部时会有坏事发生”，也许我们正在见证着这件事情发生。基于我们对联邦基金利率在2023年第2季度见顶的预期，并考虑到风险天平已经越来越倾向于经济增速放缓和债券的避险溢价上升，我们预计债券收益率在整个2023年走低。

我们的新加坡宏观团队的基本观点是：新加坡金管局有空间通过再次调高新加坡元政策区间的中点来收紧货币政策。事实上，仅仅根据核心消费者价格指数（CPI）的水平及其最近变动速度加快这一点来看，金管局收紧货币政策应该是共识观点。新加坡元名义有效汇率对比去年的表现差距意味着，如果市场人士一致转向认为金管局会收紧政策，那么新加坡元名义有效汇率（对比去年）会发生大量的急赶直追。在汇率方面，外汇走强将支持新加坡政府债券收益率低于美债收益率。如果我们的新加坡宏观团队的基本观点成为现实，那么我们可能会看到新加坡政府债券收益率对美债收益率的利差在短期内持续或扩大。然而，较大范围的宏观形势表明美元货币政策周期转向即将到来。

大宗商品策略

全球不确定性上升导致原油下跌，黄金表现亮眼

由于投资者大多数都在观望，等待美联储给出更明确的信号，2023年前两个月对于大宗商品价格而言基本上算是波澜不惊。自从全球银行业突然爆发信任危机以来，3月份金融市场波动性急剧上升，尤其是固定收益板块。在发生信任危机的同时全球经济增长放缓的威胁助长了新一轮波动，并以迥然不同的方式影响到大宗商品板块。黄金是本轮波动的主要受益者，虽然我们从去年以来就对黄金前景保持乐观，但是金价上涨比想象的更快更高。我们重申对黄金的正面观点。在未来，长期收益率大幅下降对于黄金而言是一个主要的利好因素。市场上持续存在的不确定性进一步助长了黄金的避险需求。简而言之，黄金已准备好再次挑战2,000美元/盎司的关键阻力位。我们将金价的点位预测提高为2023年第2季度和2023年第3季度在2,000美元/盎司，2023年第4季度以及2024年第1季度到2,100美元。

至于布伦特原油，我们需要承认全球经济增长面临日益上升的重大风险。虽说如此，俄罗斯持续入侵乌克兰引起的能源供应风险意味着抛弃原油资产为时过早。也可以明确地说，由于全球对俄罗斯海运原油的制裁已开始反噬，而美国的战略石油储备（SPR）水平已下降至历史低位，供给问题仍普遍存在。总体而言，由于全球经济增长放缓的风险上升，我们将接下来几个季度的布伦特原油点位预测下调10美元/每桶。目前我们认为布伦特原油在2023年第2季度和2023年3季度在80美元/每桶，2023年第4季度以及2024年第1季度到90美元/每桶。

伦敦铜的情况也类似，由于市场人士对后疫情时期的中国经济重启感到乐观，伦敦铜价格在过去一个月很坚挺。然而，由于全球经济增长放缓的风险上升，伦敦铜价格可能会遭遇日益增加的下行压力。我们维持对伦敦铜价格的负面观点，将价格预测更新为2023年第2季度和2023年第3季度在8,000美元/公吨，2023年第4季度以及2024年第1季度到7,000美元。

东盟关注点

在面临衰退风险的同时展现出韧性

随着世界上主要国家央行仍然着手为对抗通胀压力而加息，加息对于经济增长的影响，无论是以衰退风险或增速显著放缓的形式表现出来，都是不可避免的。东盟在面临衰退风险时已表现出韧性，经济增长保持相对稳定，且通胀水平显著低于G3经济体，并且与其他新兴市场（EM）国家相比表现好得多。

马来西亚关注点

2023年旅游业将GDP拉升1.0%

马来西亚的多元文化吸引力以及多种多样的自然风光有助于推动境内旅游业复苏、国际旅游活动的恢复，以及中国对马来西亚出境游的重启。旅游业活动加强带来的效果可能会将马来西亚 GDP 拉升至少 1.0%，这会进一步支持我们提出的关于马来西亚 2023 年 GDP 增长 4.0% 的基本预测。

全球外汇

美元/日元：日本央行（BOJ）预期中的政策转向，再加上美元利率持续走低会在未来几个季度使美元/日元汇率维持走低。我们重申当前提出的美元/日元汇率预测，即2023年第2季度在128，2023年第3季度到125，2023年第4季度到122，2024年第1季度到120。

欧元/美元：尽管存在近期波动，我们重申欧元/美元汇率走高的观点，最新的点位预测为2023年第2季度在1.10，2023年第3季度到1.12，2023年第4季度到1.14，2024年第1季度到1.16。我们对于欧元/美元汇率的积极观点所面临的风险是，美国银行业问题形成的溢出效应可能会引发欧洲外围国家利差的暴涨，这会使得欧元/美元汇率承压。

英镑/美元：英镑对一揽子货币的汇率似乎正在从几十年的低谷强劲反弹，这些低谷分别对应了当时的主要危机，例如1992年的英镑危机、2008年的全球金融危机、2016年的英国脱欧以及2022年英国政府“迷你预算”。总体而言，我们维持英镑/美元汇率的正面观点，最新的点位预测分别为2023年第2季度在1.25，2023年第3季度到1.28，2023年第4季度到1.30，2024年第1季度到1.32。

澳元/美元：虽然我们继续对澳元/美元汇率维持正面观点，但点位预测与我们上次在3月1日提出的预测相比略低。最新的点位预测分别为2023年第2季度在0.68，2023年第3季度到0.69，2023年第4季度，2024年第1季度到0.71。

新西兰元/美元：由于预计美元走弱，我们重申新西兰元/美元汇率走高的观点，但由于避险情绪扩散，与我们上次在3月1日提出的预测相比，这条汇率走高的路线会更加渐进。我们最新提出的新西兰元/美元汇率预测分别为2023年第2季度在0.64，2023年第3季度到0.65，2023年第4季度到0.66，2024年第1季度到0.67。由于与澳大利亚相比，新西兰经济增速放缓的风险升高，我们在预测汇率时也考虑到了澳元/新西兰元汇率走高的因素。

亚洲外汇

美元/人民币：从近期而言，全球避险浪潮可能会削弱投资者对于新兴市场国家资产和货币（包括人民币）的兴趣。考虑到中国复苏势头成色不足以及外部风险上升，我们对人民币汇率维持谨慎观点，预计美元/人民币汇率在2023年第2季度走高到6.95。在2023年下半年，我们预计，由于出现较为明确的中国经济持续复苏迹象，人民币会再次走强。最新的美元/人民币汇率点位预测为2023年第3季度在6.85，2023年第4季度到6.80，2024年第1季度到6.70。

美元/新加坡元：美元/新加坡元汇率可能继续与美元/人民币汇率走势相同，在2023年年中逐渐升至1.34，而后在2023年第3季度回跌至1.32，2023年第4季度到1.30，接着在2024年第1季度到1.28。这与我们对中国经济复苏路线颠簸不平的观点是一致的，只有从2023年第3季度起中国经济复苏才会对亚洲外汇产生更加明显和持续的正面影响。

美元/港元：总体而言，我们重申美元/港元回到7.75和7.85交易区间中点的观点，我们提出的美元/港元汇率预测保持为2023年第2季度在7.82，之后降至7.80并持续到2024年第1季度为止。

美元/新台币：展望未来，由于全球避险情绪，我们预计新台币在下个季度（2023年第2季度）短暂走弱，之后，当中国经济重启的势头在2023年下半年日益强劲，新台币会开始回升。我们最新提出的美元/新台币汇率预测分别为2023年第2季度在30.8，2023年第3季度到30.5，2023年第4季度到30，2024年第1季度到29.5。

美元/韩元：就目前而言，在较为明确的中国经济持续复苏迹象助力韩元从2023年第3季度起开始回升之前，韩元汇率从现在开始最有可能的走势是继续走弱。我们最新提出的美元/韩元汇率预测分别为2023年第2季度在1,350，2023年第3季度到1,300，2023年第4季度到1,280，2024年第1季度到1,260。

美元/林吉特：与其他亚洲货币一样，林吉特在2023年第2季度经历一段时间走弱后，随着中国经济复苏的脚步在2023年下半年变得更加坚定，预计会使林吉特从中受到提振。我们最新提出的美元/林吉特汇率预测为2023年第2季度在4.48，2023年第3季度到4.45，2023年第4季度到4.35，2024年第1季度到4.30。

美元/印尼盾：虽然存在利好的国内因素，印尼盾在2023年上半年可能仍然会受到亚洲各国外汇（尤其是人民币汇率）走弱的牵制。总体而言，我们预计美元/印尼盾汇率在2023年第2季度微升至15,500，之后2023年第3季度掉头向下至15,000，2023年第4季度到14,900，2024年第1季度到14,800。

美元/泰铢：由于中国赴泰旅游人数更加明显地上升，因此泰铢汇率可能在2023年下半年回升。在此期间，泰铢可能会随着全球避险情绪上升而适度走弱。总体而言，我们最新提出的美元/泰铢汇率预测分别为2023年第2季度在35.0，2023年第3季度到34.0，2023年第4季度到33.0，2024年第1季度到32.0。这使得泰铢仍是今年亚洲外汇市场表现突出的货币之一。

美元/菲律宾比索：考虑到全球大环境的诸多不确定性，菲律宾比索汇率近期的稳定性并未使我们感到宽慰。再加上中国经济复苏势头成色不足，我们认为比索在2023年第2季度会短暂走弱。之后，由于出现更加明确的中国经济持续复苏迹象，比索从2023年第3季度开始回升。我们最新提出的美元/比索预测分别为2023年第2季度在55.5，2023年第3季度到54.5，2023年第4季度到54.0，2024年第1季度到53.5。

美元/越南盾：总体而言，我们预计美元/越南盾汇率会追随美元/其他亚洲货币汇率走高，2023年第2季度走高至24,200，之后在2023年第3季度下跌至24,000，2023年第4季度到23,800，2024年第1季度到23,600。

美元/印度卢比：展望未来，全球避险情绪可能会促使印度卢比对美元汇率跟随其他亚洲货币在2023年第2季度走弱。之后，中国经济持续复苏有助于印度卢比从2023年第3季度开始回升。我们重申现有的美元/卢比汇率点位预测，即2023年第2季度在83.5，2023年第3季度到82.5，2023年第4季度到82.0，2024年第1季度到81.5。

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”），2023年第二季度。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