

2023 年 4 季度 全球经济展望

在较长时间内维持较高利率



在较长时间内维持较高利率

2023年第3季度的特点是全球投资者预期和希望美联储（Fed）已处于或者接近加息周期的尾声，事实上，正如市场所广泛预期的那样，联邦公开市场委员会（FOMC）将基准联邦基金目标利率（FFTR）维持在5.25-5.50%区间不变。然而，联邦公开市场委员会将其对于美国经济健康度的评价从“适度”上调为“强劲”，并将2024和2025年的利率点阵图中位数提高50个基点。美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）本人也在开场致辞中坦率地指出，可能有必要进一步巩固当前的政策。

总体而言，美联储已明显强化其关于“在较长时间内维持较高利率”的措辞。不仅降息变得更加遥远，而且还需警惕联邦公开市场委员会可能考虑在今年11月举行“现场实况会议”。具体来说，我们目前认为美联储会在11月份的会议上最后一次加息25个基点。因此，我们将最终的联邦基金目标利率区间预测从5.25-5.50%上调至5.50-5.75%。此外，我们目前还认为美联储降息时间点会（从之前预测的2024年第1季度）推迟至2024年年中，并认为2024年降息幅度不会那么激进，只有75个基点（之前预测是降息125个基点）。总体而言，虽然我们正在接近加息周期的尾声，但这一进程似乎已经延长。尽管如此，我们仍认为联邦基金目标利率不可能超过6%。

既然有关美联储货币政策前景的不确定性已基本消散，这并不意味着全球经济和金融市场在未来没有危险。继联邦公开市场委员会今年9月份举行会议之后美国国债再次经历抛售，美元汇率也更加坚定地走强。展望未来，我们认为有三个主要事件风险可能会给相关利率和货币汇率带来新的波动性。这些事件分别是原油价格走高、日本央行（BOJ）退出收益率曲线控制（YCC）政策以及中国持续面临经济减速。

事件风险1

原油价格向100美元/桶回升

背景

在今年6月份沙特阿拉伯首次公布其石油减产意图时，考虑到全球经济增长前景疲软，市场人士对于沙特阿拉伯能否维持原油价格稳定普遍持怀疑态度。然而，美国经济增长表现远强于预期，而中国方面虽然存在经济不确定性，但其能源需求保持稳健。

因此，2023年第3季度，布伦特原油在80美元/桶见底并收复了年初迄今的全部失地。自那时起，沙特阿拉伯将单方面减产1百万桶/天石油的时间延长至今年年底，从而维持了原油供应紧张的趋势。美国原油库存消耗日益加大也是加剧供应紧张的因素。在撰写本文的同时，布伦特原油价格已反弹至95美元/桶。全球原油供应紧张是真实存在的情况，我们将布伦特原油价格预测更新为2024年年初试探100美元/桶关口。

后果

毋庸置疑，原油和能源价格的再度上涨，恰逢全球经济即将控制住通胀之际。主要国家央行如美联储和欧洲中央银行（ECB）刚刚才到达同步加息周期的尾声，而布伦特原油价格重新朝着100美元/桶整数关口回升则可能导致通胀徘徊不去且有可能延长加息周期，并导致2024年全球经济复苏承压。至少，能源价格再次走高加强了市场的一致预期，即全球利率会“在更长时间内维持较高”。

事件风险2

日本银行退出收益率曲线控制政策

背景

日本央行目前是唯一一个仍坚持在货币市场维持负的短端基准利率（负10个基点）的主要国家央行，而其他曾经将利率降至零以下的央行（例如欧洲中央银行、瑞士国家银行（SNB）以及挪威银行（NB））均已将基准利率正常化，大幅上调至零以上。诚然，当全球基准利率大幅走高并在目前处于4-5%区间的情况下，日本央行目前是“一枝独秀”。

值得赞扬日本央行的一点是，日本央行行长植田和男（Kazuo Ueda）努力强调日本央行可能即将进行货币政策正常化并有可能退出收益率曲线控制政策。近期在接受日本《读卖新闻》（Yomiuri Shimbun）采访时，植田和男称有意“平静退出”宽松货币政策。事实上，我们认为日本央行已准备好在2024年第1季度将短端基准利率提升至零以上，并随后逐步对收益率曲线控制采取正常化，在2024年逐渐将10年期日本政府债券收益率提高到1.0%以上。

后果

自去年年末以来，投资者一直期望和准备迎接日本央行退出收益率曲线控制政策。实际上，随着10年期日本政府债券收益率爬升，远期掉期利率一直瞄准1%的水平。此刻的关注点是日本央行可能无法实现对收益率曲线控制的有序正常化或“平静退出”宽松货币政策，日元利率可能反而会跳升，从而给全球金融市场注入不合时宜的新的波动性。如果日本政府债券收益率和日元利率真的跳升，那么可能引发日元汇率重新走强，从而导致投资者退出日元利差交易，这可能会影响全球风险资产的价格。

风险事件3

中国在新冠疫情结束后经济表现乏力，人民币汇率持续疲软

背景

如果说中国在新冠疫情肺炎疫情后的经济复苏令人失望，那将是较为保守的说法。中国当局去年年底宣布退出新冠疫情防控清零政策在起初曾令人欢欣鼓舞，然而，备受期待的中国在疫情结束后的经济复苏在2023年的表现不及预期，强劲复苏并未兑现。从外部角度来看，在外贸形式艰难的情况下，中国出口持续萎缩，中美关系也保持紧张，以及供应链转移等。从国内角度来看，在零售保持萎靡的同时，内需和消费未有好转。在面临内外部挑战的同时，中国房地产行业继续深陷债务泥沼，主要的房地产开发商陷入再融资困境，徘徊在违约边缘。

从积极角度来看，中国人民银行（PBOC）屡次下调贷款利率以支持国内经济复苏。同样地，中国当局也出台了一整套财政刺激措施来促进房地产行业复苏。具体而言，我们预计基准利率（LPR）会进一步下调。虽然中国经济的全面复苏仍存在变数，但我们认为各种财政刺激和货币政策宽松措施将有助于中国经济在2024年企稳，并在2023年保持GDP略高于5%的关键水平。

后果

由于中国人民银行为了应对中国经济疲软而进入宽松周期，人民币失去了关键的利率支撑。具体来说，在去年年中时人民币对美元利差转负且利差持续扩大。再次具体来说，美元与人民币10年期收益率差值已再次扩大，10年期收益率差幅已超过1.5%，利好美元。利差扩大再加上市场人士对中国经济减速的担忧导致美元/人民币汇率在2023年第3季度冲向7.30上方。人民币汇率的过度疲软使得美元持久坚挺，并使得主要亚洲和东盟国家外汇承压。诚然，我们对于美元强势已见顶的这一判断在今年下半年被不断地延后，以至于我们目前认为美元只有到2024年第1季度才会转弱。显而易见，美元汇率持续坚挺对亚洲企业而言加重了离岸债务负担，并可能会减慢预期中的经济复苏。

在认识到上述三个风险的基础上，我们更新了对于汇率、利率和大宗商品价格的展望和观点。关键要点如下。

外汇策略

“在较长时间内维持较高利率”这一政策为美元汇率赢得了时间

虽然我们对于美元兑其他发达国家货币汇率维持长期看跌观点，但美元汇率在近期可能还会有最后一波狂欢。美国经济数据表现出韧性，使得美联储有政策空间将较高的美元利率维持更长时间，从而支撑美元汇率的表现。我们的宏观团队已将美联储首次降息的时间点从之前预测的2024年第1季度推迟至2024年第2季度，这与市场人士的预期一致。其他国家央行（例如欧洲中央银行和英格兰银行（BOE））近期加息预期减弱，这意味着美元仍会在更长时间内维持对其他发达国家货币的利率优势，直至美联储开启降息周期将利差优势收窄。总体而言，我们预计2023年第4季度美元将维持对大多数主要国家货币（除日元外）的强势，之后，

随着市场人士对美联储降息的预期强化，美元将从2024年第1季度开始走弱。因此，我们的最新欧元/美元、英镑/美元以及澳元/美元汇率点位预测分别为1.14、1.34和0.69。

随着人民币对美元汇率跌至7.35，大多数亚洲国家货币对美元汇率均下跌，这是自2007年年末以来最弱的表现。中国当局采取了进一步降息和其他货币政策措施来提振内需、稳定房地产市场以及应对地方债风险。虽然出现了企稳迹象，但在明年美联储降息预期强化，并且与中国人民银行之间较大的货币政策分歧开始缩小之前，目前来说人民币汇率不可能强劲反弹。展望未来，随着中国国内信心和宏观经济数据进一步稳固，我们预计美元/亚洲货币和美元/人民币汇率会在2023年第4季度见顶，之后，随着美元再次开始走弱，美元对亚洲货币和美元对人民币汇率将会走低。至于新加坡元，随着人民币汇率再次稳住阵脚，新加坡元预计将触底回升，但由于新加坡金融管理局（MAS）不可能在今年10月份进一步加快新加坡元名义有效汇率的升值节奏，因此新加坡元汇率回升幅度会较为适度。总体而言，2024年第3季度我们的最新美元/人民币汇率和美元/新加坡元汇率点位预测分别为6.90和1.31。

利率策略

大体上采取伺机而动策略

继考虑本月举行的联邦公开市场委员会会议后，我们的美国宏观团队预计美联储在2023年11月会再次加息，从而将联邦基金利率提高至本轮紧缩周期的5.75%峰值。联邦基金利率预计在2023年剩余时间内维持在这个高位，此后，美元宽松周期预计从2024年开始，并延伸至2026年。我们认为美联储会采取弱于之前的鸽派立场，虽然我们仍预计加息周期转向尾声，但是我们对于利率转为宽松的观点是基于当前政策利率普遍较高且假定未来经济增长不会发生严重萎缩。如未来的经济增长遭遇重大负面冲击，则政策利率很可能会下冲进入更宽松的区间。目前的情况时，我们认为2024年全年降息幅度为75个基点，而截止9月21日的期货市场定价也是将大约70个基点降息计入。就整个周期而言，与普遍的市场对降息的计价相比，我们认为联邦基金利率的走势会更加温和。具体来说，我们认为联邦基金利率在宽松周期的底部会在3.25%，这比期货市场预测的4.00%低75个基点。

总体而言，考虑到我们将2024年第3季度联邦基金目标利率的最新预测从之前的4.25%上调为5.25%，在此基础上，我们更新了整套的利率预测数据。具体来说，我们目前认为3个月复合有担保隔夜融资利率（SOFR）到2024年第3季度会在5.23%（从之前预测的4.23%上调），我们将10年期美债收益率从之前预测的3.45%上调为4.10%。因此，值得指出的是，我们目前认为，在截止2024年第3季度的接下来四个季度里，3个月复合有担保隔夜融资利率和10年期美债收益率分别会在5%和4%上方。相同地，对于新加坡元利率，我们预计2024年第3季度的3个月复合新加坡平均隔夜利率（SORA）和10年期新加坡政府债券（SGS）收益率分别上升至3.80%和3.35%。详情见后文的更新附表。

大宗商品策略

2023年第3季度供应紧张引发布伦特原油强劲回升

9月初，我们将布伦特原油价格预测上调5美元至90-95美元/每桶区间。此次上调是由于沙特阿拉伯出乎意料地宣布将单方面减产1百万桶/天石油的时间延长至今年年底。沙特阿拉伯的这一举动导致原油供应更加紧张，进而使布伦特原油价格朝向95美元走高。欲知更多详情，请参考2023年9月6日的大宗商品简报《沙特阿拉伯维持原油供应紧张的趋势，布伦特原油继续攀升至95美元/每桶》。自那时起，在过去的一个月里，布伦特原油价格已坚定地突破90美元/每桶，交投于93美元上方。我们之前提到的油价上涨关键因素仍然有效，甚至在某些情况下还得到了强化。首先，沙特阿拉伯和欧佩克+（OPEC+）组织维持原油供应紧张的趋势，其次，美国经济表现超出预期，今年GDP增速强劲，接近3%。第三，由于出现经济增速加强的迹象，导致美国原油库存同步下降。总体而言，我们的观点是，上述原油利好因素已经强化，布伦特原油目前已准备好测试100美元/每桶的关键阻力位。因此，我们将布伦特原油价格预测再次上调5美元至95-100美元区间。我们目前预计布伦特原油价格在2023年第4季度和2024年第1季度会在95美元，之后在2024年第2季度和2024年第3季度升至100美元。

至于黄金，我们维持以下观点，即黄金最终会持续超越2,000美元/盎司价位。黄金仍然是资产组合的主要风险分散器，当前的美元强势以及长期债券收益率走高这两项对金价而言的利空因素在明年应该会逆转，转变为使金价再次上涨的主要利好因素。我们对于金价的预测分别为2023年第4季度和2024年第1季度在2,000美元/盎司，之后在2024年第2季度和2024年第3季度升至2,100美元。至于铜，显而易见的事实是，铜板块不存在价格联盟（像原油那样的缩减供应的价格联盟），因此，在中国经济增长前景于2024

年中企稳之前，铜易于受到近期下行风险的影响。因此，我们维持对铜价的略偏负面观点，预测铜价在2023年第4季度和2024年第1季度在8,000美元/公吨，之后在2024年第2季度和2024年第4季度降至7,000美元。

东盟关注点

均衡金融深度是使东盟更强大的关键因素

众所周知，东盟各成员国之间具有不同水平的金融深度。例如，虽然印度尼西亚是东盟内最大的经济体，但其金融行业仅占印度尼西亚 GDP 的 4%，甚至低于 2008 年全球金融危机之前时期的水平，并且落后于其他亚洲国家。作为金融中心的新加坡保持领先地位，其金融服务业占 GDP 比重为 13%，其次的菲律宾金融服务业占 GDP 比重为 11%，而泰国金融服务业和马来西亚金融服务业占 GDP 比重分别为 8%和 7%。

在本报告中，我们认为，若东盟想达到和发挥出最大的潜在经济实力，其必须要在某种程度上将各国的金融深度调整至同等水平。为了实现东盟地区较高的经济增长率，其中两项必要的关键改革措施是深化金融市场和加强金融形势稳健性。在数字化驱动下不断变化的金融环境中以及在传统金融面临诸多挑战的情况下尤为如此。我们认为通过将东盟各成员国的金融深度调整至同等水平和加强其金融深度将会使东盟经济更具强度和韧性。

新加坡关注点

2023年10月货币政策声明前瞻——新加坡金融管理局可能维持现状，但很有可能会略微下调新加坡元名义有效汇率区间的斜率

新加坡的 2023 年 10 月份货币政策声明仍有待确认，我们预计新加坡金融管理局会议会在 2023 年 10 月 9 日-13 日的一周内举行，最有可能是 2023 年 10 月 13 日（星期五）。考虑到近期因气候相关事件及印度限制糖出口和禁止非巴斯马蒂白米（non-basmati White Rice）出口引起的食品供应冲击，核心通胀仍面临上行风险。

我们的基本观点（有60%概率）是，在即将到来的2023年10月份政策会议上，新加坡元名义有效汇率区间的斜率、政策区间宽度和中点均无变化。然而，我们认为，如果新加坡金融管理局更加重视外部形势弱化（意味着产出缺口的负差值大于预期）和/或在评估通胀走势时完全排除商品服务税（GST）的影响，则其有40%概率会略微降低新加坡元名义有效汇率区间的斜率（50个基点），意味着2024年平均核心通胀率实际上接近2%整数关口。

全球外汇

美元/日元：市场人士对于日本银行政策正常化的猜测再次可能强化，从而提振日元汇率表现。总体而言，我们的最新美元/日元汇率点位预测分别为2023年第4季度在146，2024年第1季度到140，2024年第2季度到135，2024年第3季度到132。

欧元/美元：由于我们认为明年欧洲中央银行启动降息的时间点（2024年第3季度开始降息）会晚于美联储（2024年第2季度开始降息），且其降息幅度小于美联储，因此利差进一步收窄将成为欧元的利好因素，从而促使欧元/美元汇率上升。总体而言，我们维持对欧元/美元汇率上行的看法，预计欧元/美元汇率点位分别为2023年第4季度在1.06，2024年第1季度到1.09，2024年第2季度到1.12，2024年第3季度到1.14。

英镑/美元：英镑作为套利交易币种的吸引力日益增加，且英镑对其他货币的相对估值优势可能会为英镑汇率提供支撑。总体而言，我们重申对英镑/美元汇率的积极观点，我们的最新英镑/美元汇率点位预测分别为2023年第4季度在1.23，2024年第1季度到1.28，2024年第2季度到1.32，2024年第4季度到1.34。

澳元/美元：由于我们预计中国当局出台的大量政策支持工具会有助于提振人民币汇率，进而利好澳元，因此从现在开始澳元汇率的下行空间可能有限。此外，随着美联储结束加息周期，美元整体走弱也可能促使澳元/美元汇率回升。总体而言，我们的最新澳元/美元汇率点位预测分别为2023年第4季度在0.64，2024年第1季度到0.66，2024年第2季度到0.68，2024年第3季度到0.69。

新西兰元/美元：由于我们预计美联储在11月会再次加息，这可能会提振美元表现，因此在接下来的一个季度，新西兰元/美元汇率可能保持低迷。随着美联储降息开始进入视野，新西兰元/美元汇率可能在明年回升。总体而言，我们的最新新西兰元/美元汇率点位预测为2023年第4季度在0.59，2024年第1季度到0.60，2024年第2季度到0.62，2024年第3季度到0.63。

亚洲外汇

美元/人民币：展望未来，随着中国国内信心恢复和宏观经济数据进一步企稳，我们预计美元/人民币汇率会在2023年第4季度见顶，之后，随着美元开始整体走弱，这一汇率在2024年会走低。总体而言，我们的最新美元/人民币汇率预测分别为2023年第4季度在7.30，2024年第1季度到7.10，2024年第2季度到7.00，2024年第3季度到6.90。

美元/新加坡元：从现在起，随着人民币汇率重新稳住阵脚，新加坡元预计也会从2024年第1季度开始触底回升，但由于新加坡金融管理局不可能在今年10月份进一步提高新加坡元名义有效汇率的升值节奏，因此新加坡元升值的幅度会较为适度。总体而言，我们的最新美元/坡元汇率点位预测分别为2023年第4季度在1.37，2024年第1季度到1.34，2024年第2季度到1.32，2024年第3季度到1.31。

美元/港元：与所谓“在较长时间内维持较高利率”的论调保持一致，美元/港元汇率（至少在2023年第4季度）可能会接近于“弱方兑换保证水平”即7.85，之后，随着联邦基金利率下调在2024年开始进入视野，美元/港元汇率将逐渐走低。总体而言，我们的最新美元/港元汇率点位预测分别为2023年第4季度在7.85，2024年第1季度到7.83，2024年第2季度和2024年第3季度均到7.80。

美元/新台币：在接下来的一个季度，由于所谓“在较长时间内维持较高利率”的言论为美元提供了支撑，因此美元/新台币汇率可能维持高企。进入2024年后，随着联邦基金利率下调逐渐进入视野，美元/新台币汇率可能会随着人民币引领的亚洲外汇整体回升而开始重新走弱。总体而言，我们的最新美元/新台币汇率预测分别为2023年第4季度在32.0，2024年第1季度到31.5，2024年第2季度到31.0，2024年第3季度到30.5。

美元/韩元：可能只有从明年第1季度开始，韩元汇率才会跟随人民币汇率回升，这是因为中国当局出台的刺激措施的效果需要时间才能够传导至整个体系。总体而言，我们的最新美元/韩元汇率点位预测分别为2023年第4季度在1340，2024年第1季度到1300，2024年第2季度到1280，2024年第3季度到1260。

美元/林吉特：我们继续认为林吉特汇率从明年第1季度开始会跟随人民币的步伐适度回升。我们的最新美元/林吉特汇率点位预测分别为2023年第4季度在4.70，2024年第1季度到4.55，2024年第2季度到4.48，2024年第3季度到4.42。

美元/印尼盾：一旦人民币汇率稳住阵脚，印尼盾面临的利空因素将会减退。总体而言，我们预计美元/印尼盾汇率从2024年第1季度开始跟随该地区的趋势一并走低。我们的最新美元/印尼盾汇率点位预测分别为2023年第4季度在15,400，2024年第1季度到15,100，2024年第2季度到14,800，2024年第3季度到14,500。

美元/泰铢：对于泰铢而言，最坏的情况可能已经过去，从2024年第1季度开始泰铢将随着人民币汇率回升而受益。泰铢汇率的潜在利好因素是因泰铢当局出台新的免签政策而导致中国游客人数增加。总体而言，我们的最新美元/泰铢汇率点位预测分别为2023年第4季度在36.3，2024年第1季度到35.3，2024年第2季度到34.5，2024年第3季度到34.0。

美元/菲律宾比索：随着美联储在2024年第2季度的首次降息逐渐变得明朗，我们预计美元指数（DXY）从2024年第1季度开始走低。对于人民币汇率而言，随着中国当局出台的刺激措施开始起效，看到中国经济出现企稳迹象是鼓舞人心的。进入2024年后，菲律宾国内信贷前景稳定且经常账户和财政收支改善，所有这些因素将有助于菲律宾比索汇率从2024年第1季度开始回升。总体而言，我们的最新美元/菲律宾比索汇率点位预测分别为2023年第4季度在57.0，2024年第1季度到56.0，2024年第2季度到55.0，2024年第3季度到54.0。

美元/越南盾：总体而言，我们重申以下观点，即越南盾汇率可能会跟随亚洲外汇的整体走势，美元/越南盾汇率在今年第4季度维持高企，之后从明年第1季度开始走低。我们的最新美元/越南盾汇率点位预测分别为2023年第4季度在24,500，2024年第1季度到24,000，2024年第2季度到23,800，2024年第3季度到23,600。

美元/印度卢比：总体而言，我们预计在接下来的一个季度（2023 年第 4 季度），印度卢比汇率在接近历史低位的水平上保持疲软，之后从 2024 年第 1 季度开始跟随其他亚洲货币回升。我们的最新美元/印度卢比汇率点位预测分别为 2023 年第 4 季度在 83，2024 年第 1 季度到 82，2024 年第 2 季度到 81，2024 年第 3 季度到 80。

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年第四季度。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