



2020 年第二季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

遏制疫情的代价是全球经济陷入同步衰退

全球经济前景与我们年初时的预期有所变化。新型冠状病毒肺炎（COVID-19）在 2019 年 12 月底爆发于中国，数月之内已席卷全球主要经济体，演变为一场全球流行病（世卫组织在 2020 年 3 月 11 日宣布新冠肺炎为全球流行病）。迄今为止，欧美等国的疫情爆发没有减弱的迹象，并且很可能在第二季度恶化。

新冠肺炎不仅是一场公共卫生危机，还是一场全球经济危机，这是因为全球的经济活动受疫情影响发生中断。国际货币基金组织（IMF）预计今年全球经济衰退至少会与 2008/2009 全球金融危机一样严重，国际金融协会（IIF）预计全球经济增速今年会下滑 1.5%，而发达经济体则会下滑更多，为 3.3%。

新冠肺炎疫情就像是压力测试情景中的黑天鹅事件成为现实一般，但情况却更为严重。因为它带来了三重冲击，首先是供给端，工厂停工扰乱了全球供应链，其次是需求端的冲击，由于封城、关闭边境、居家隔离和旅行限制等措施干扰了人们的日常生活并影响了正常的经济和消费活动，给经济造成了实质性的打击。最后是金融方面的冲击，公司和消费者在面临现金流中断的情况下支取信用额度，从而进一步导致美元短缺。此外，非美国借款人和金融机构面临着额外的美元短缺的两难困境，这给金融市场带来风险：随着新冠疫情继续蔓延，经济活动的衰退将导致未来几个月新一轮的债券违约和信用风险。

截至本报告撰写之时（3 月 26 日），新冠肺炎疫情的重灾区已经从亚洲转移至欧洲，因欧洲新冠肺炎死亡的病例迅速上升。与此同时，美国的感染和死亡人数也在迅速增加，美国很可能成为下一个新冠肺炎疫情大爆发的重灾区。为了战胜新一轮的疫情，世界各地都必须遏制病毒传播，在争分夺秒研发疫苗的同时还必须中断病毒的传播途径。

世界各国都在为减缓新冠肺炎感染率和传播速度（例如使感染人数增长率曲线平缓化）而实施隔离、保持社交距离、旅行限制、封城和关闭边境等保护措施，以期挽救生命和防止医疗系统崩溃。然而，这些措施不可避免地会导致全球经济陷入同步衰退。

从我们的角度来看，预计美国、欧洲大部分地区以及许多其他主要经济体会在 2020 年经济收缩，而中国可能会录得 5% 以下的经济增长记录。所以这将是全球同步衰退。目前最为关注的问题是在上半年经济产出大幅下滑之后，下半年将会出现怎样的情形呢？

经济复苏轨迹会呈现出“V型反弹”、“U型反弹”或更糟的情形？

以下是我们认为的三种经济复苏情形的可能性，在这三种情形中，我们假设唯一的变量是新冠肺炎得到全面控制所需的时间。

鉴于目前新冠疫情快速蔓延的趋势，与我们的上一季度报告（甚至是一周前的报告）相比，我们对经济前景的预测更加谨慎。由于我们面临疫情的威胁，并且难以甚至是不可能预测疫情得到控制的速度，因此我们的经济预测中存在较多的不确定性。

中国是首个大规模爆发新冠疫情的国家，其通过极为强硬、严厉但行之有效的措施，用了大约两个月时间将疫情控制下来。但由于输入型感染病例正在上升，因此中国仍处于高度警戒状态。目前的风险是随着夏季到来人们迎来一个短暂的喘息后，今年下半年新冠疫情可能会报复性地卷土重来，这意味着又会恢复人身限制、封城、关闭边境和其他抑制病毒的措施，这将不可避免地再次使经济活动遭到破坏。

我们的基础假设情形是经济会呈现出 U 型复苏（55% 概率），由于我们认为在目前成功大规模地抑制病毒蔓延的可能性不高，因此 L 型复苏的概率（25%）比 V 型复苏的概率（20%）要高。

财政刺激与货币宽松并举，但这还不够

自新冠疫情的严重程度不断上升以来，全球各国央行通过激进下调政策利率以及常规和非常规手段积极应对，以期恢复金融市场的稳定，缓和美元资金紧张局面，保障各国经济正常运行。

各国政府也推出了不寻常的财政刺激措施来应对新冠肺炎疫情带来的负面影响，预计今后会有更多的财政措施出台。国际货币基金组织等国际组织承诺将大幅加快应急纾困资金的投放，准备好向处于困境的国家发放总计 1 万亿美元的贷款。经过前两轮较小规模的措施后，美国国会正在通过金额达 2 万亿美元的大规模救助计划以支持受新冠疫情影响的工薪阶层和企业。

尽管各国推出了各种干预措施，但新冠疫情带来的前所未有的经济不确定性还是使全球金融市场持续震荡。在应对金融市场动荡方面，美联储积极采取了行动，表明其将竭尽所能，通过维持信贷流动来恢复金融市场信心和稳定。美联储的这些行动被认为有效防止了金融市场成为加重新冠疫情对实体经济和美国家庭影响的另一个因素。尽管如此，我们认为美联储（以及其他许多国家的央行）不会希望将利率推入负区间。利率政策并不适合对抗新冠疫情对经济的负面影响，但美联储似乎准备好尽一切努力避免金融系统陷入危机，直至一切恢复正常为止。

事实上，货币政策和财政政策在应对公共卫生危机方面是有些不足的，决定经济从全球性经济危机中恢复速度的一个关键要素是卫生安全措施能够在多大程度上成功遏制新冠疫情，从而使得经济活动恢复正常。从好的方面来看，鉴于科技发展水平、人类的创造力以及目前的紧迫感，我们认为疫苗等解决方案会在可预见的未来实现。中国已经有疫苗进入临床试验，我们最终是能够战胜疫情的。

考虑到新冠疫情给全球经济带来的巨大挑战，以下是我们对外汇、利率和商品预测的主要观点。

利率策略：零利率政策和量化宽松

所有主要国家央行已经将基准利率降为零。货币市场利率会在可预见的未来维持低位。此外，值得注意的是，主要国家央行，尤其是美联储和英格兰银行，不愿意冒险进入负利率区间。

由于信用风险和违约风险上升，因此利率不太可能往零利率方向走。持续的信贷紧缩导致对固定收益工具的信用风险被重新定价，其中明显区分了信用良好的与那些资产负债表较弱或有问题的固定收益类工具。

能源价格的急剧下跌也导致通货紧缩，并可能会在接下来几个月引发新一轮违约和信用风险。因此，我们认为三个月美元 Libor 会在年底降至 0.35%。从远端利率来看，由于为减轻新冠疫情危机而推出的大规模财政刺激措施，主权债券收益率将会维持波动，10 年期美国国债收益率到年底会在 1.3% 企稳。

外汇策略：全球经济衰退引起的恐慌导致美元优势地位凸显，“现金为王”

在近期而言，由于资金紧缩，美元将会维持强势和统治地位，亚洲国家和新兴市场国家方面，在未来两个季度随着经济猛然掉头往下进入衰退，其货币将可能会进一步走弱。

考虑到人民币近期的稳定性已经将其贸易加权价值推高了相当大的一部分，因此存在新一轮贬值风险。总体而言，我们认为美元/人民币会爬升越过 2019 年贸易战时期的峰值，在今年第三季度到达 7.25 的新高。同样，美元/新元将可能会在第三季度走向 1.50。

此后，一旦经济衰退的风险消散，美元可能回落。到年底，人民币和亚洲国家外汇的复苏程度取决于整个亚洲地区的经济恢复速度。

商品策略：全球经济衰退的背景下商品未能幸免

随着全球需求和经济活动陷入停顿，布伦特原油和伦敦铜可能会在下个季度保持弱势。在第二季度，我们可能看到布伦特原油试探 20 美元/桶区间的下沿，而伦敦铜可能会进一步下跌至 4,000 美元/吨。此后，缓慢而漫长的恢复之路将在年底开始。但布伦特原油在 35 美元/桶上方大幅上涨的可能性不大，除非沙特和俄罗斯达成一致。至于铜，由于工业活动依然疲弱，铜价可能会在 5,000 美元/吨下方见顶。

关于黄金，各国大规模的货币宽松和量化宽松政策支撑了金价。一旦美元不再短缺，预计黄金会进一步走高。事实上，由于最近伦敦和纽约主要金银交易中心被封锁，运输路线被中断，导致实物黄金的空头回补，金价得到提振。总体而言，我们认为黄金会在 2021 年第一季度稳步攀升至 1,800 美元/盎司。

以下为主要聚焦点概要，以及主要外汇和利率观点。

聚焦全球政策：财政政策和货币刺激联手抗击新冠疫情

自新冠肺炎疫情不断加剧以来，主要国家央行通过激进下调政策利率以及常规和非常规手段进行应对，以期恢复金融市场稳定，缓和美元短缺局面，保障各国经济正常运行。

各国政府已推出了非常规财政刺激措施应对新冠疫情带来的负面影响，预计今后会有更多的财政措施出台。

聚焦新加坡：需要采取更多宽松政策来推动经济增长

我们重申新加坡金管局将政策利率放松至中性的基本观点，即从目前的+0.5%升值曲线斜率下调。这是根据最近经济基本面恶化的情况预测的。新加坡金管局有可能会将新元名义有效汇率区间的中点下移，虽然这并非我们的基本预测。

聚焦印度尼西亚：国内银行业的回顾和展望

经济增长停滞叠加相对较低的通胀压力使印度尼西亚央行延续宽松货币政策。尽管如此，鉴于 2018 年合计 175 个基点的降息的效果尚未完全传导至实体经济，贷款需求仍然疲软，2019 年降息的正面影响有限。随着经济增速放缓至 5.02%（2018 年为 5.17%），同期贷款增速从 2018 年的 11.8%大幅放缓至 2019 年的 6.1%。

由于新冠疫情全球爆发可能导致经济放缓，2020 年对印度尼西亚而言将更具挑战，尤其在疫情持续较长时间的情况下更是如此。印度尼西亚央行预计 2020 年信贷增长会处于 6.0~8.0%区间，这与之前的 9.0~11.0%相比大幅下跌，而第三方存款增速可能会在 6.0%~8.0%区间。

全球外汇

美元兑日元

考虑到近期的美元需求，美元/日元可能会在 2020 年第二季度试探 112 点位，并在 2020 年第三季度试探 114 点位。之后，假设美元在第四季度恢复正常化的情况下，我们预计美元/日元会下降至新冠疫情危机之前的水平，在 2020 年第四季度的时候达到 112，到 2021 年第一季度达到 109。

欧元兑美元

欧元兑美元：由于世界范围内美元短缺，且欧元区（跟随美国）不可避免地陷入衰退，欧元可能会在下季度下跌。从 2020 年下半年开始，随着资金压力在一定程度上得到缓和，我们预计美元会再次走弱。因此，我们更新了欧元/美元的预测为 2020 年第二季度为 1.05，第三季度为 1.08，第四季度为 1.10，2021 年第一季度为 1.12。

英镑兑美元

由于接下来几个月美元可能会保持强势，英镑/美元将维持在数十年来的低位。与欧元/美元相似，我们虽然预计英镑/美元在下半年反弹，但由于受英国脱欧过渡期不确定性的影响，因此复苏轨迹可能会更加平缓。总体而

言，我们将英镑/美元的预测更新为 2020 年第二季度为 1.15，第三季度为 1.17，第四季度和 2021 年第一季度为 1.20。

澳元兑美元

中国经济的“阶段性重启”意味着对澳大利亚商品出口的需求会保持温和。这使得澳元/美元在下一个季度可能进一步下跌，之后中国下半年经济温和复苏将会支撑市场对澳元/美元反弹的信心。我们将外汇预测更新为 2020 年第二季度为 0.56，第三季度到为 0.58，第四季度为 0.60，2021 年第一季度为 0.62。

新西兰元兑美元

由于全球风险偏好情绪疲弱，大宗商品相关的货币例如新西兰元预计会处于守势。再加上新西兰对遏制新冠疫情采取强硬举措，因此导致的经济急速下滑会扼杀新西兰元在此期间的任何大幅反弹。只有当目前的美元短缺情况得到缓解（预计会在 2020 年下半年发生）以及风险偏好情绪恢复，新西兰元/美元才可能会在下半年企稳。我们将外汇预测更新为 2020 年第二季度为 0.56，第三季度为 0.58，第四季度为 0.61，2021 年第一季度为 0.63。

亚洲外汇

美元兑人民币

越来越多的迹象表明中国经济正缓慢从新冠疫情的影响中走出，假设中国不会发生疫情二次爆发的情况下，我们谨慎预计中国在下半年会有一轮消费主导的复苏，第三季度和第四季度 GDP 增速平均为 6.5%。这意味着在当前美元走强回落之后，美元/人民币很可能从 2020 年第四季度缓和走低。我们将预测更新为 2020 年第二季度为 7.20，第三季度为 7.25，第四季度为 7.10，2021 年第一季度为 7.00。

美元兑新加坡元

在一个充满挑战的宏观经济背景下，新加坡元名义有效汇率可能会在接下来几个月保持在中点以下。尽管如此，新加坡元会跟大多数亚洲国家对美元汇率的预期走弱趋势保持一致，我们预计新元会在第二季度和第三季度分别走弱至 1.48 和 1.50。假设全球经济在 2020 年底复苏，美元/新加坡元很可能恢复正常，在 2020 年第四季度走向 1.48，2021 年季度回到 1.45。我们更新后的预测所面临的风险就是新加坡金管局可能会采取更激进的宽松政策，一次性将新元名义有效汇率的中点调低。这样的举措会导致我们对美元/新加坡元的预测面临上行风险，尤其是在接下来的第二季度更是如此。

美元兑港元

由于我们预测在未来 LIBOR 会相对 HIBOR 利率走低，港元兑美元汇率可能维持在 7.75-7.80 的强势区间。总体而言，我们预计美元/港元在 2020 年第二季度达到 7.76，第三季度达到 7.78。随着 HIBOR-LIBOR 息差开始收窄，港元汇率在第三季度开始正常化走向 7.80。

美元兑新台币

虽然新台币可能在接下来两个季度跟随其他亚洲地区外汇倾向于下行，但新台币的弱势可能在第二季度和第三季度限于 30.60 和 31.00。到 2020 年年底，随着亚洲地区从疫情中恢复，新台币可能会再次跑赢其他货币，在 2020 年第四季度走向 30.50，2021 年第一季度走向 30.00。

美元兑韩元

虽然韩国境内新冠疫情显示出得到控制的初步迹象，该国仍然可能需要两个季度左右的时间经济才能走向正轨。在此期间，随着美元在短缺的压力下保持强势，韩元可能在 2020 年第二季度走弱至 1,280，第三季度走向 1,300。在此之后，假设在今年第四季度整个亚洲范围的经济开始复苏，美元/韩元汇率可能会逐渐恢复正常，在今年第四季度下行至 1,250，在 2021 年第一季度下行至 1,220。

美元兑马来西亚林吉特

虽然马来西亚经济可能从之前公布的财政和货币刺激政策中得到提振，但林吉特持续受新兴市场国家去杠杆以及原油价格大幅下跌的影响。因此，我们认为林吉特会在今年第二季度继续走弱至 4.50 并在第三季度走弱至 4.55。之后，随着新冠疫情显示出得到控制的迹象，今年下半年经济将开始适度复苏，因此美元/林吉特应该最终在今年第四季度下滑至 4.45，在 2021 年第一季度走向 4.40。

美元兑印尼盾

在接下来几个月，由于投资者倾向于“安全投资转移”并且新冠疫情继续蔓延，因此印尼盾仍然承压，预计美元/印尼盾汇率在今年第二季度为 16,900，在第三季度达到 17,300。与此同时，印度尼西亚央行可能会继续维持对印尼盾即期汇率、国内无本金交割远期外汇交易以及债券市场的三重干预，以期压制市场波动。从 2020 年第四季度开始，假设新冠疫情在全球范围内得到控制，随着市场企稳，印度尼西亚主权债券的实际高收益可能会再次吸引投资者，从而刺激印尼盾复苏。我们对印尼盾汇率的预测为 2020 年第四季度为 16,500，2021 年第一季度为 16,000。

美元兑印度卢比

随着印度国内经济增长和通胀倾向于下行，叠加疲软的全球风险偏好，预计印度卢比会进一步走弱。因此，我们维持对美元/印度卢比走高的预测，预计会在 2020 年第二季度稳定走向 77，今年第三季度走向 78，第四季度到 79，明年第一季度达到 80。

美元兑泰铢

由于人们对旅游业信心仍不足，再加上泰国股市和债市出现持续资金外流，泰铢可能会在今年第二季度走弱至 33.30，在第三季度进一步走弱至 34.00，而后随着今年下半年中国主导的经济复苏来临，这将推动泰铢在第四季度反弹至 33.50，并在明年第一季度走向 33.00。

美元兑菲律宾比索

总体而言，我们预计近期美元强势会使得美元/菲律宾比索在接下来两个季度进一步走高，在今年第二季度到达 52.0 并在第三季度走向 52.5。此后，随着风险偏好的恢复，比索应该从今年第四季度开始企稳，我们预计美元/菲律宾比索在今年第四季度正常化，朝向 5.15 前进，并在明年第一季度到达 50.0。

美元兑越南盾

虽然美元强势在近期可能持续，但由于越南国家银行愿意动用外汇储备来平息外汇市场的波动，因此美元/越南盾的波动可能会得到控制。尽管如此，市场上美元短缺意味着美元/越南盾至少在接下来两个季度将录得新高，

在今年第二季度和第三季度将分别达到 23,900 和 24,200。此后，随着新冠疫情达到峰值，越南盾可能与其他亚洲国家外汇一同适度复苏，在今年第四季度和明年第一季度分别到达 24,000 和 23,500。

美元兑缅甸元

近期，越来越多的缅甸国内企业呼吁该国央行对外汇市场进行干预以抑制缅甸元的走强。因此，我们认为缅甸元会抵消其部分涨幅，在今年第二季度和第三季度走弱至 1,400 和 1,420。展望未来，随着其他亚洲国家外汇反弹，缅甸元可能会一同升值，在今年第四季度和明年第一季度分别走向 1,400 和 1,380。

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”），2020 年第 2 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。