



# 2020 年第三季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

## 金融市场期待疫情后复苏

“只要朝着阳光，便不会看见阴影。”  
——海伦·凯勒

在 2020 年 3 月末发布的 2020 年第二季度全球经济展望中，我们指出，由于全球范围内几乎每个经济体均为了控制新冠疫情而采取同步封锁措施，全球经济将进入急剧和普遍的“同步衰退”浪潮中。

当时我们对经济前景的预测相当黯淡，并提醒道：由于新冠疫情爆发破坏了全球供应链，冻结了全球贸易和国内消费，拖累了全球债市和金融市场，供给端和需求端的双重冲击最终将演化为对整个金融市场的冲击。

## 全球各国央行和政府纷纷采取措施挽救经济

自疫情爆发时起，全球各国央行已立即采取行动，在整个第二季度推出大规模的货币和财政刺激措施以期帮助重启因新冠疫情而陷入衰退的经济。

美联储通过推出无限量宽松首先作出表率，仅第二季度便将资产负债表规模扩大至超过 3 万亿美元，大幅增加了美元供应，4 月份美国 M1 增幅达到前所未有的水平：同比增加 27.5%。

在做出初步尝试之后，克里斯蒂娜·拉加德带领下的欧洲央行将疫情紧急资产购买计划（PEPP）的规模几乎翻倍，从 7500 亿欧元增至 13000 亿欧元。日本央行除了通过收益率曲线控制对日本政府债券购买进行长期干预之外，还进一步将量化宽松范围扩大到商业票据和企业债，并增加了为中小企业提供高达 110 万亿日元相关融资的特别贷款计划。

从财政方面来看，全球范围内几乎所有政府都推出了多项补充预算，大幅增加财政支出以防止本国经济、就业和民生受到新冠疫情的破坏。各国政府打破了之前设定的，作为底线不可逾越的财政赤字限额，许多国家的财政赤字攀升至占 GDP 20% 的高位。日本以约占 GDP 40% 的财政应对措施遥遥领先其他国家。

## 全球资本市场大幅反弹

所有这些大规模和同步的货币宽松和财政刺激措施似乎在稳定资本市场和金融市场方面起到了作用。遭遇寒冬的全球债市已经复苏，这将利于企业借款和强化其资产负债表。

10 年期美国投资级别债基准利率已大体上恢复至新冠疫情之前的水平，即比 10 年期美国国债收益率高出 2% 以下，而 10 年期美国高收益债基准利率几乎已从比 10 年期美国国债收益率高出 10% 的峰值水平腰斩至大约高出 5% 的水平。

## 但经济仍面临挑战

展望未来，市场人士对这一轮资本市场和金融市场复苏是否能持续下去意见不一。毕竟世界银行刚刚将全球经济展望进一步下调，预测全球经济增长将会面临 150 年以来最大的跌幅，预计 2020 年全球 GDP 将大幅萎缩 5.2%。这比今年 4 月份国际货币基金组织的预测还要负面，当时预计 2020 年全球经济将萎缩 3%。

悲观者认为一旦政府应对措施的效果逐渐消退，信用违约将难以避免。此外，全球范围内每个国家在未来数年将感受到失业率激增所带来的结构性和社会性损害。

## 外汇和利率是“前瞻性指标”

乐观者认为全球资本市场和金融市场是前瞻性指标，随着全球经济从新冠疫情引起的封锁中走出，这些指标已开始体现出全球贸易和国内消费的重启。由于中国各大城市在今年 4 月份解除封城，中国引领了这一轮新冠疫情后的复苏。中国高频经济数据尤其是工业产值和 PMI 指数的强劲反弹令人感到振奋。

最近几周，这一复苏现象在外汇和利率市场也已显现出来。随着 G7 国家、新兴市场国家和亚洲地区外汇市场风险情绪的回升，美元兑这些国家货币的汇率普遍回撤。欧元兑美元汇率强势回升突破 1.10 至 1.13，澳元兑美元汇率则从 0.65 急速反弹至 0.70，而美元兑离岸人民币汇率则从 7.19 大幅下滑至 7.10 以下。

在利率方面，收益率曲线已开始陡峭化，30 年期和 5 年期美国国债收益率息差重新扩大到 100 个基点以上。这是因为 30 年期美国国债收益率已经从 3 月份的低位 1% 跳升至目前的 1.5%。这是否意味着较长期限美国国债收益率反弹反映出经济复苏和通胀回升？或者这是否是因为采取了前所未有的、可能会引发未来财政风险上升的新冠疫情刺激措施产生的结果？

**总体而言，我们目前认为经济 V 型复苏的概率略微提高，达到 30%。**

在上个季度，我们的结论是 2020 年经济有 55% 概率呈现 U 型复苏（基本情况），强劲 V 型复苏的概率较小，为 20%，而较弱的 L 型复苏则有 25% 的概率。

考虑到中国疫情解封后经济复苏令人振奋，以及全球资本市场和金融市场在经历前所未有的货币宽松政策和财政刺激之后，投资者的风险情绪强劲回升，我们目前认为有较大的概率会实现 V 型复苏。

因此，我们现在认为 U 型复苏的概率降低为 45%，V 型复苏的概率提高为 30%，而 L 型复苏的概率保持 25% 不变。

虽然这明显是朝正确方向迈出了一步，但我们不能忘记的是全球经济复苏轨迹仍存在高度不确定性，且始终存在爆发第二轮疫情的风险。这会给全球资本市场和金融市场带来一定的波动性和不确定性。我们据此相应更新外汇、利率和商品预测。

2020 年可能出现的经济复苏形态			
复苏轨迹形态	V 型	U 型	颠簸起伏的 L 型
发生概率	30% (最优情况)	45% (基本情况)	25% (最差情况)
新冠疫情控制情况	2020 年第二季度末	2020 年第四季度末	疫情在整个 2020 年持续，第四季度爆发第二波疫情，在 2021 年下半年得到控制。
全球经济	上半年衰退，下半年复苏（与 SARS 时期类似）。经济增速为正，但低于 2019 年的 2.9%	上半年发生急剧技术性衰退，下半年复苏但势头不强，2020 年全球经济录得全年萎缩。	全年陷入深度衰退，供应链大面积中断，需求遭到破坏，金融压力环境延续
利率	维持在近期低位，若通胀回升则可能强劲反弹	维持低位至 2021 年，但不可能会大幅下滑	发达市场国家维持在零利率，某些情况下会出现负利率
汇率	商品和能源相关的货币例如澳元会持续强劲反弹	亚洲国家外汇在人民币带领下逐渐复苏	美元兑大多数新兴市场国家和亚洲国家货币汇率反弹

## 外汇策略：随着经济在颠簸不平的复苏之路上前行，美元汇率在下半年将进一步下滑

美元似乎已在三月份见顶。在主要国家内部，澳元和新西兰元等风险货币兑美元汇率在今年第二季度出现剧烈的上涨，实现了从 3 月份低位的强劲 V 型反弹。欧元/美元汇率受到欧元区经济复苏资金的支撑，在 5 月底被推高至 1.10 的关键阻力位上方。总体而言，在整个第二季度，我们看到强劲美元失去了光环，美元指数（DXY）似乎已经在三月份的 103 见顶，之后便在 6 月中旬回撤至 96。除印尼盾和泰铢外，与主要国家相比，亚洲国家货币兑美元汇率在第二季度的走势更加缓和。市场对日益紧张的中美关系的担忧阻碍了大多数亚洲新兴市场国家货币实现更大幅度的反弹，如果不是因为中美关系紧张，上述币种原本对全球风险偏好上升将会更敏感。此外，大多数亚洲新兴市场国家的股市和债市仍在经历本季度至今和年初至今的投资者的资金流出。

展望未来，我们继续认为美元会继续逐渐回撤。随着全球经济在颠簸不平的复苏之路上前行，主要国家货币例如欧元和澳元预计会在下半年巩固近期对美元的涨幅。亚洲国家货币预计对美元会进一步上涨，但将以更加可持续性的步伐在人民币和东南亚国家货币的引领下在下半年更强劲的复苏。针对美元从现在开始逐渐走弱这一观点，需关注的主要风险因素是第二波新冠疫情的爆发可轻易逆转金融市场目前的相对稳定性，并会导致新一轮的波动，从而导致美元再次走强。我们继续建议投资者采取谨慎的风险管理策略来应对新冠疫情的不确定性。

## 利率策略：低利率只是其中一个方面

在几乎每个国家，收益率曲线的前端均被固定，就美国和新加坡市场而言，利率接近零引起人们对负利率的担忧。全球货币决策者均固守宽松货币政策，往货币政策收紧方向的任何转变（就目前而言仍为之尚早）将会是谨慎的并渐进的。简而言之，预计利率不会很快实现 V 型反弹，我们继续认为目前对可能发生的负利率的讨论将会持续下去。与此同时，在全球经济逐渐向新冠疫情前水平复苏的过程中，不断恶化的赤字前景为收益率曲线的后端带来支撑，并会带来轻微的收益率曲线陡峭化。但市场人士对美联储实施收益率曲线控制的猜测会降低人们对收益率曲线大幅陡峭化的期望。

总体而言，我们继续认为在未来货币市场利率保持为零，我们对 2020 年底货币市场利率的预测如下：3 个月期美元 LIBOR 为 0.35%，3 个月期新元掉期利率（SOR）为 0.30%，而 3 个月期新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）为 0.45%。关于较长期限的收益率，我们认为会轻微走高，对 2020 年底的预测如下：10 年期美国国债收益率为 1.05%，10 年期新加坡政府债券收益率为 1.15%。

## 商品策略：近期的大幅价格反弹是否可持续？

工业金属和能源板块的价格已经从 3 月份和 4 月份的低位强势回升。伦敦铜和布伦特原油在整个第二季度引领强劲的 V 型反弹，似乎已经收复了年初迄今的大部分跌幅。伦敦铜和布伦特原油似乎已经消化了整个第二季度的深度衰退的影响，并将迎来继新冠疫情封锁之后的全球经济重启。然而，考虑到全球需求极度疲软，我们认为伦敦铜和布伦特原油难以将涨幅维持在近期 5,500 美元/吨和 40 美元/桶价格的整数关口上方。就伦敦铜而言，预期的供应不足已经延迟，而布伦特原油方面，欧佩克+成员国是否能继续维持减产仍有待观察。

黄金明显是一个例外，这是因为黄金是主要受央行持续大幅货币政策宽松所驱动的投资分散化工具。鉴于全球同步货币宽松的趋势还看不到尽头，我们继续认为黄金会维持近期涨势，到下半年将继续逐渐走高至 1,800 美元/盎司上方。

以下为主要关注点及主要外汇和利率观点的概要。

## 聚焦香港：新国安法的影响

全国人大在 5 月 28 日通过对香港新国安法的决议。该法规几乎立即遭到来自美国官员的措辞强烈的回应，但目前为止没有关于美国拟采取措施的进一步详情。尽管美国总统特朗普能够利用行政权力取消香港的贸易优惠待遇，但我们的分析显示，这会使得美国企业和中美关系付出巨大的代价。

我们注意到，相比对香港的影响而言，这对美国企业的影响可能会更大些，主要是因为美国向香港出口的商品和服务比香港向美国出口的更多。香港是美国贸易顺差为数不多的来源地之一，美国政府将会面临重大压力迫使其不去损害与香港之间的贸易，这对以美国贸易利益为优先的特朗普总统而言是一个重大的考虑因素。此外，与中国之间的贸易关系也是需要考虑的因素。

香港作为国际金融中心 and 出口贸易中心对中国仍具有重要性，可以想象随着美国政府收紧对在美上市大陆企业的审查，香港作为金融中心的作用对大陆而言将会变得更为重要。我们认为，新国安法可能对香港资本市场的自由流动或港元联系汇率制度没有任何影响。

## 聚焦印度尼西亚：更新：新冠疫情发展形势、政府措施和融资需求

政府预计将发行估计规模为 960.3 万亿印尼盾的政府债券（包括本币和外币）来弥补赤字。考虑到迄今为止的发行量，我们预计该国在 2020 年第二季度剩余时间至年底为止会有更高的债券发行目标。

截至 6 月初，有 11 亿美元的流入政府债券，从而使累计流动净额达到-77 亿美元（4 月份为-88 亿美元）。这意味着随着全球若干经济体逐步重启经济，投资者信心缓慢回升。

## 全球外汇

### 美元兑日元

展望未来，美元兑日元汇率可能会在风险情绪（这会使日元承压）和美元下跌这两种相反力量的影响下来回波动。我们预计在接下来几个季度美元下跌会逐渐成为驱动因素。总体而言，我们更新美元兑日元汇率的预测为，2020 年第三季度为 109，第四季度为 108，2021 年第一季度和第二季度为 106。

### 欧元兑美元

虽然很可能欧元兑美元汇率在 3 月份达到了中期低位 1.0636，但由于欧元区前景黯淡，进一步上涨的步伐可能会较为缓和。美国商品期货交易委员会估算的欧元对美元净多头头寸为 135 亿美元，为两年最高水平。总体而言，我们对欧元/美元汇率的预测更新为 2020 年第三季度和第四季度为 1.13，2021 年第一季度为 1.14，第二季度为 1.15。

### 英镑兑美元

英镑继续面临重重困难。无协议脱欧的风险使得对英国坠崖式下跌的经济预期再次雪上加霜。英格兰银行考虑实施负利率和在 6 月份进一步扩大量化宽松规模可能会使得最狂热的英镑多头也望而生畏。事实上，即使即期汇率上涨，英镑/美元的净空头持仓也继续增加。因此，即使广义美元预计进一步下滑，英镑兑美元汇率进一步上涨空间也有限。预计英镑汇率会在 2020 年下半年维持在 1.25，到 2021 年上半年轻微反弹至 1.27。

### 澳元兑美元

我们注意到澳元近期可能面临过度抛售，我们认为在下一阶段上涨之前会有一个盘整期。推动澳元下一次反弹的因素为澳元/美元的远期点数已转为负，自从 2018 年初以来首次利好澳元。我们将澳元兑美元汇率的预测更新为 2020 年第三季度和第四季度为 0.69，2021 年第一季度和第二季度为 0.71。主要风险为中美关系进一步恶化，这可能会引发风险厌恶情绪的突然爆发。

### 新西兰元兑美元

假如下半年全球经济继续复苏，从中期来看我们仍倾向于持新西兰元兑美元汇率会走高的观点。此外，新西兰迅速回归正常意味着与其他国家相比，其在经济复苏方面将会有领先优势。然而，由于近期新西兰元兑美元汇率看起来已上涨过度，因此可能会先进入一个盘整期。我们将新西兰元兑美元汇率的预测更新为 2020 年第三季度和第四季度为 0.65，而后在 2021 年第一季度和第二季度为 0.67。

## 亚洲外汇

### 美元兑人民币

随着中国经济在今年下半年走向更坚定的复苏，假设中美关系不会在目前口水战基础上进一步恶化，我们将先前对人民币下半年汇率反弹的观点维持不变。我们将美元兑人民币汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 7.12，第四季度为 7.09，2021 年第一季度为 7.05，第二季度为 7.00。

## 美元兑新加坡元

虽然我们深信美元兑新加坡元汇率在今年 3 月份到达了中期顶部的 1.4646，但由于新加坡元名义有效汇率走弱，因此美元兑新加坡元汇率进一步走弱的势头可能得到控制。美元兑新加坡元汇率需关注的主要上行风险为中美关系突然恶化，这会引发人民币新一轮走弱，而新加坡元的走势与人民币密切相关。因此，与广义美元近期走弱以及新加坡金管局按兵不动的行为一致，我们将美元兑新加坡元汇率预测更新为 2020 年第三季度为 1.39，第四季度为 1.38，2021 年第一季度和第二季度为 1.36。

## 美元兑港元

从短期来看，企业扎堆赴港 IPO 可能会支撑对港元的需求。结合广义美元的走弱，美元兑港元汇率可能会在 2020 年第三季度稳固在 7.76。展望未来，随着 HIBOR-LIBOR 利差开始收窄，美元兑港元汇率可能会在今年第四季度开始向 7.78 走高，从 2021 年第一季度开始最终在 7.80 企稳。

## 美元兑新台币

若全球风险偏好继续得到支撑，结合台湾地区宏观经济在下半年进一步回升，新台币预计会再次逐渐走强。台湾地区稳定的政策也可能降低新台币的波动性。总体而言，我们将美元兑新台币的预测更新为 2020 年第三季度为 29.60，第四季度为 29.50，2021 年第一季度和第二季度为 29.30。

## 美元兑韩元

随着更多地区经济体开始解除疫情封锁，重启经济引擎和贸易活动，作为亚洲地区贸易和经济增长的体现，韩元汇率在今年 6 月份加速回升。在接下来数月，只要第二波疫情感染人数保持低位和经济复苏轨迹不中断，韩元就有进一步上涨的空间。韩元作为一个对经济增长周期敏感的高 Beta 系数货币，可能会赶上其他亚洲国家货币的上涨幅度。从另一方面来讲，朝鲜与韩国之间新出现的紧张局势可能会削弱人们对韩元的信心。总体而言，我们将美元兑韩元汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 1,230，2020 年第四季度为 1,210，2021 年第一季度和第二季度为 1,190。

## 美元兑林吉特

林吉特从目前的水平进一步上涨的节奏可能会更加缓和。我们注意到林吉特对过去几个月对油价回升的敏感性大大降低。主要的利空因素为该国实行动管控制令后，失业率居高不下，经济复苏无力叠加潜在的政治风险因素。从外部环境而言，中美关系紧张抑制了市场对亚洲国家资产整体（包括林吉特）的热情。综合考虑，我们将美元兑林吉特汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 4.28，第四季度为 4.25，2021 年第一季度为 4.19，第二季度为 4.15。

## 美元兑印尼盾

从目前来看，印尼盾在近期似乎被过度超买，正在与疲弱的经济基本面背离。因此，印尼盾可能今年第三季度会在 14,300 而第四季度在 14,500 水平盘整，到 2021 年第一季度反弹至 14,300，而后在 2021 年第二季度达到 13,900。

## 美元兑印度卢比

展望未来，在政策改革开始显示出重大成果以及经济增长前景开始向好之前，投资者可能会继续避免持有印度卢比。因此，我们维持对美元/印度卢比汇率在未来走高的判断。我们将这一货币对的预测更新为 2020 年第三季度为 76.00，第四季度为 76.50，2021 年第一季度为 77.00，第二季度为 77.50。

## 美元兑泰铢

虽然泰铢可能继续从美元下跌中受益，其上涨幅度可能会较为缓和，尤其是泰国央行在 6 月初表示会考虑采取措施抑制泰铢的强势。总体而言，我们将美元兑泰铢汇率的预测更新为 2020 年第三季度为 30.70，第四季度为 30.50，2021 年第一季度和第二季度为 30.30。

## 美元兑菲律宾比索

总体而言，我们预计美元兑比索汇率在接下来几个季度会维持在 49.5-50.5 区间，美元轻微走弱预计有助于将汇率维持在这个区间。我们对美元/比索汇率的预测为 2020 年第三季度末为 50.5，第四季度为 50.3，2021 年第一季度末为 50.0，2021 年第二季度末为 49.5。

## 美元兑越南盾

从目前来看，由于其他亚洲国家货币兑美元汇率反弹，越南盾可能会进一步回升。与此同时，越南国家银行不太可能容忍越南盾与人民币差距太大（中国是越南的主要贸易伙伴）。由于美元/人民币汇率预计在 2021 年第一季度下滑至 7.00，美元/越南盾汇率可能会在 22,600 水平见底。我们对美元/越南盾汇率的预测为 2020 年第三季度为 23,000，第四季度为 22,800，2021 年第一季度和第二季度为 22,600。

## 美元兑缅甸元

从今年下半年开始，随着其他亚洲国家货币汇率的回升，缅甸元可能会跟随，但由于缅甸中央银行可能倾向于管理缅甸元的强势，因此缅甸元的上涨可能会是渐进的。我们对美元/缅甸元汇率的预测为 2020 年第三季度为 1,400，第四季度为 1,390，2021 年第一季度和第二季度为 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 34 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。