



# 2020 年第四季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

### 新的开始还是似曾相识？

2016 年有两个事件成为了全球经济和金融市场的焦点，即英国脱欧公投和特朗普出乎意料赢得美国总统大选。当我们将时间快进 4 年来到 2020 年，虽然我们并没有回到原点，但这两个事件一同再次出现仍给人一种似曾相识的感觉，虽然其中一件是自己公投产生的，而另一件则是按预定时间进行的。

那么在 2016 年和 2020 年之间这两起事件又有何主要区别呢？第一个明显的区别就是新冠疫情，这是整整一代人的公共卫生危机。另一个则是日益恶化的中美关系，中美关系自 2018 年以来明显恶化（虽然两国之间的紧张早在 21 世纪 00 年代就存在）。

在英国脱欧方面，由于英国政府推出《内部市场法案》，如果该法案获得通过而成为法律，其将允许英国部分推翻与欧盟之间达成的脱欧协议，因此英国与欧盟之间越来越可能在不达成贸易协定的情况下在今年结束脱欧过渡期。这将对英国和欧盟带来不利影响，但对全球其他经济体的影响可能较小。

与之相比，美国总统大选对美国本身乃至全球经济而言被视为是一个关键的风险事件，而且，不仅仅是总统大选，我们还会看到美国国会众议院全部 435 个席位以及参议院（100 个席位当中）35 个席位改选。因此美国政治格局在 2021 年可能会极为不同。现任总统特朗普几乎在所有（截至 9 月 20 日）主流民调中落后于民主党候选人拜登，但我们认为大选结果仍存在不确定性。

从 2016 年吸取的一个主要教训就是，如果以民主方式作出决定，那么美国大选出现任何结果都是有可能。由于是在疫情期间举行大选，与之前的大选相比，这次大选将扩大邮寄投票的范围，有人估算 2020 年会有数千万美国人以邮寄方式投票。但与此同时，由于美国邮政存在若干问题，可能导致邮寄投票无法及时到达。（除了投票欺诈指控之外）上述因素综合起来可能会出现相持不下和争议不断的结果，从而导致在大选日没有人明确胜出。届时这个问题将会被提交到最高法院裁决，但结果或许不会像 2000 年小布什与戈尔之争那样，这次任何一方可能都不会接受法院的裁定，从而导致美国领导层出现临时空缺。

鉴于美国大选前景不明，我们的策略团队预计到投票日之前外汇市场的波动会加剧，而如果在 11 月 3 日没有决出胜负，那么外汇市场可能陷入一片混乱。在利率方面，虽然我们仍认为市场人士会对大选结果的争议作出“避险”反应，其结果对利率市场的影响可能较轻（与 2000 年时相比），这是因为当前全球货币政策仍处于高度宽松的环境。

那么，美国大选之后不会改变的是什么呢？那就是中美关系恶化这一趋势。我们认为这是一种结构性趋势而非周期性挑战，即便白宫易主，也只会改变中美之间交涉的风格而不会改变结果的走向。虽然美国国会两院已变得非常两极化并沿着党派路线发生明显的分歧，但共和党 and 民主党对中国的观点是一致的，从两党几乎一致通过针对中国个人、企业和国家的议案这点可以看出（详见下文聚焦美国部分）。

我们在过去强调，中美摩擦是世界上两个最重要经济体在各方面的意识形态对抗。贸易战只是开始，中美之间的对抗还包括科技方面（以及谁来主导科技）、军事领导权、第一经济体以及世界领袖之争。只要美国把和中国之间的竞争（无论在哪个领域）视为零和博弈，那么中美之间的摩擦只会加剧，其他国家越来越难以不在中美之间站队，这会进一步削弱人们对全球化以及多边秩序和制度的信心。

随着新冠疫情感染人数在全球范围内持续上升，死亡人数接近 100 万人（截至 9 月 25 日），全球经济仍在复苏路上艰难前行。但这种复苏是不平衡的，看起来更像是“K 型”复苏，不同的经济体、行业/部门以及个体之间的表现并不一致。中国引领着全球经济增长，中国是第一个从经济下滑中走出的主要经济体，在第二季度录得同比正增长，而其他主要经济体由于为了抑制新冠疫情传播实施严厉的封锁和其他限制措施，使得第二季度发生创纪录的 GDP 下滑。

但随后，部分原本在复苏方面落后的主要经济体由于对经济体系注入大量的货币和财政刺激并在控制疫情方面取得不同程度的成绩，因此也走上了复苏的道路。大多数 G7 国家，尤其是美国，制造业和服务业 PMI 指数从 4 月份疫情高峰期间的低位反弹，到 7/8 月份的时候已重回 50 以上区间（即意味着整体经济活动扩张）。目前来看，美国预计会在第三季度实现出色的“V 型”增长，但 G7 国家中日本是一个例外，因为日本的 PMI 指数仍低于 50，出口仍处于两位数下滑状态，而国内消费则继续萎缩。

从贸易数据方面也能看出哪些经济体和行业在当前的环境中表现良好。中国出口在近几个月录得同比增长，更重要的是，中国占全球进口的份额在第二季度期间升至本年度最高水平。这证明了中国经济具有韧性并且已经从新冠疫情中复苏，但与此同时也意味着其他经济体仍走在艰难的复苏道路上，使得市场份额下降。同样，北亚经济体如台湾和韩国的出口在最近几个月也表现良好。

表现良好的出口品类有助于说明哪些行业或部门在当前的环境下发展良好。北亚地区的出口商认为电子产品（电子零部件和 IT 以及通讯设备）和医疗设备具有强劲的需求，而船舶以及汽车出口则仍然承压。

与此同时，旅游相关行业是受新冠疫情引起的跨境人员流动限制打击最大的行业，包括航空公司、旅游酒店业、餐饮娱乐业以及会展行业。只要各国为了防止疫情传播继续封锁或限制边境出入，那么这些行业仍会受到影响。根据世界旅游组织消息，2020 年上半年国际旅行减少 65%，在此期间减少的 4.4 亿国际入境人次相当于旅游业损失了 4600 亿美元收入。严重依赖旅游业的经济体如泰国自然受到严重打击，即使该国的新冠感染人数非常少。中国国内航空出行迅速恢复正常，但由于全球范围内边境封锁/限制，中国前往其他国家的出境游人数尚未大幅增加。

2020 年仍然是一个衰退年，但从（相比 3/4 月份低谷时期）整体好于预期的经济数据来看，几个月之前的悲观情绪已经有所改善。经合组织将 2020 年全球 GDP 增速预期从 6 月初时的-6%修正为-4.5%，而美联储也在今年 9 月份将 2020 年 GDP 下滑幅度从 6 月份的-6.5%显著上修为-3.7%。国际货币基金组织目前看来似乎会在 10 月初的时候上调世界经济展望报告中的预测数字，从而体现出今年第三季度全球经济在各种刺激措施推动下的复苏。

但我们不能将全球经济企稳的迹象视为是理所当然。全球经济复苏轨迹仍存在高度不确定性，并且受新冠疫情再次爆发风险的影响。英国就是一个很好的例证，由于英国和多数欧洲国家感染人数大幅上升，英国首相约翰逊在 9 月 22 日的时候为了抗击可能发生的第二波疫情推出了为期半年的封锁，约翰逊决定不重新实施全面的全国性封锁，而外交部长多米尼克·拉布称封锁措施没有固定的结束时间。

在为了保护企业、就业以及民生不受新冠疫情影响而大幅增加支出之后，各国政府推出的许多刺激措施除非延长实施，否则其效果将在第四季度消退。因此，某些经济体可能不得不面临财政刺激结束时的悬崖效应。在不延长财政刺激的情况下，可能会再次损失许多就业岗位，而信用违约率将会开始上升。

疫苗的希望：2021 年破局的希望在于新冠疫苗研发。各国在疫苗研究方面已投入巨额资源，新闻报道显示有多个候选疫苗在临床试验方面已取得良好进展。我们的基本观点是有效的疫苗会在 2021 年中面世，而乐观的看法则是在 2020 年底/2021 年初，但我们提醒在寻找有效疫苗的过程中仍存在失败的可能。

以下是最新的外汇、利率和商品策略更新。

## 外汇策略：今年美元将以三年来首次走弱而告终

美元在第三季度继续下滑，因美元走弱的主要驱动因素（我们之前季度报告中有提到）仍然存在。这些因素包括美联储的无限量化宽松、美元货币供应增加、美元利差收窄以及持续上升的风险偏好情绪。我们的基本观点仍是美元在未来将继续走弱，而欧元和澳元会继续从全球复苏中受益。另一方面，由于在 2020 年脱欧过渡截止日期前英国脱欧进展缓慢，英镑可能会维持弱势。

亚洲方面，我们继续认为多数亚洲国家货币将在强势人民币的带领下受益。中国强于预期的经济复苏、中国人民银行稳定的货币政策立场以及较高的收益差是人民币兑美元走强的主要利好因素。我们预计到 2021 年第二季度人民币兑美元将走强至 6.60。预计新加坡元会随人民币一同走强，到 2021 年第二季度新元兑美元将走强至 1.33。然而，泰铢、印度卢比和印尼盾由于国内各种特有的利空因素而可能会走弱。

我们对美元走弱这一预测所面临的风险是，众多的美元空头集中平仓可能会在美国总统大选之前给外汇市场带来波动性，反而导致美元暂时性走强。在 11 月份美国总统大选之前避险情绪可能会再次抬头。如果到时避险情绪占上风，导致股市和债市走弱，则美元可能会收复近期的失地。技术分析图的确显示出，我们看空美元这一基本观点有可能面临近期风险。

## 利率策略：重回“通胀通缩”之争，关注美国大选风险

美元和新加坡元的货币市场利率刚好在零上方位置见底。美元和新加坡元货币市场利率可能发生的情况是在现行水平上维持区间盘整，直到出现经济过热的迹象为止。我们继续认为3个月期 Libor、3个月期 Sibor 和3个月期 SOR 将分别维持在0.25%、0.35%和0.25%不变，直至2021年底为止。至于较长期限的债券收益率，我们认为，随着经济活动恢复，流动性支持措施逐渐退出，债券收益率有提高的空间。因此，可以预计收益率曲线会继续少许陡峭化，但无限量宽松的存在压缩了收益率过度增长的空间。在本季度报告中，我们对“通胀和通缩”之争进行了更进一步的审视。

我们认为，新的平均通胀目标机制意味着，美联储对通胀上行不会像以前那么敏感，以弥补之前通胀水平低于平均目标的时期。同时，我们还可以肯定，由于新冠疫情影响仍在持续，加上疫情可能在冬季再次爆发，进一步拖累经济复苏，因此短期通缩风险大于通胀风险。

此外，我们认为第四季度的风险因素还有竞争激烈的美国总统大选。随之产生的“避险”情绪可能会使收益率承压，而美元溢价将会再次扩大。

## 商品策略：商品普遍反弹，布伦特原油表现落后

尽管黄金近期有波动，但仍在整个第三季度引领商品板块反弹，黄金从7月份的1,800美元/盎司涨至8月份的2,060美元/盎司。驱动黄金走高的所有主要利好因素仍然存在，尤其是美联储和全球各国央行推出的前所未有的货币宽松政策。2020年整个上半年，我们看到在ETF（交易所交易基金）投资需求带动下，首饰金到投资金的需求均发生了变化。总体而言，我们仍看好黄金，认为到2021年第二季度黄金会上涨至2,200美元/盎司。

伦敦铜跟随黄金及其他贵金属一同反弹，在8月份上涨至6,800美元/吨。然而，我们认为伦敦铜的涨势可能已超出了经济基本面的复苏步伐，因此接下来几个季度会在6,500美元/吨左右盘整。布伦特原油在商品板块普遍反弹中表现落后，由于存在欧佩克不遵守减产协议的忧虑，并且石油终端产品需求持续疲软，因此布伦特原油仍在40美元/桶水平左右挣扎。

以下简要介绍关键焦点以及主要外汇和利率的观点。

## 聚焦东盟 1：投资和贸易机会

在接下来几年，东盟作为制造业中心以及全球供应链主要参与者的地位将会更加牢固。虽然新冠疫情带来重重挑战，且全球供应链的混乱在接下来几年可能仍会持续，但东盟国家的经济基本面依然强劲并继续吸引外国直接投资（FDI）流入。我们认为随着世界从疫情中走出，东盟地区将会从更强的贸易和投资流动中获益。

## 聚焦东盟2：新冠疫情带来的衰退、经济重启和复苏

亚洲经济体总体上已经从今年上半年经济活动大幅下滑的低谷中走出。最近的数据表明亚洲地区从2020年第三季度开始初步复苏。然而，由于亚洲各国在新冠疫情曲线平缓化方面并不一致，且旅游相关行业的衰退情况仍很明显，因此复苏的道路可能会是崎岖不平的。

我们预计亚洲地区总体经济增长会在2021年转负为正。预计东盟经济可能从2020年的下滑3.5%转为在2021年增长5.6%。

## 聚焦新加坡：政策转为中性后还能做些什么？

考虑到目前为止观察到的宏观经济指标，新加坡金管局在接下来2020年10月份举行的货币政策会议上应该考虑更多的政策宽松。然而，由于新元名义有效汇率政策区间的斜率已处于中性，而新元名义有效汇率在上季度中旬左右在+0.5%~-0.5%之间，当局的政策空间有限。我们的基本观点是金管局会在接下来10月份的会议上将政策参数保持不变。

尽管如此，金管局仍存在将政策区间中点调低的可能性，这可能是为了先于曲线变化制定货币政策。如这一情况真的发生，其将能够在当前的通缩环境中进一步缓冲经济下滑。此外，政策区间中点下调应该伴随着新元名义有效汇率的进一步走弱，以及2020年经济表现低于预期。

## 聚焦印度尼西亚：2021年的财政立场

印度尼西亚政府已经披露了 2021 年国家预算方案，预算目标是加快疫情后经济复苏以及推动结构性改革以提升生产效率、创新和经济竞争力。国家预算方案经人民代表会议审议后将在今年早些时候由国会通过而成为法律。

在为了支持其他方面支出而对 2020 年预算进行分配之后，印度尼西亚 2021 年的基础设施支出将重回正常，并同时维持社会安全网和交易方面的支出。印度尼西亚当局已安排预算采购新冠疫苗并为发展信息和通讯技术基础设施而作出新的预算分配。

## 2020年美国大选：主要事实和观点

对美国乃至全球经济而言，2020 年 11 月 3 日举行的美国总统大选被认为是一个主要风险事件。无论大选结果如何，我们强调的一个不变情况是，中美关系恶化会是一个持续的结构性的趋势，而非周期性挑战。总统换人只会改变两国交涉的风格而不会改变结果的走向。

## 全球外汇

### 美元兑日元

总体而言，我们继续认为美元/日元汇率会和美元总体走弱的趋势保持一致，即逐渐下滑，但这一情况会部分被对外投资流动引起的居民售汇所缓冲，因此，我们将美元/日元汇率的预测更新为 2020 年第四季度为 104，2021 年第一季度为 103，2021 年第二季度和第三季度为 102。

### 欧元兑美元

就目前而言，虽然这一货币对的头寸似乎已经很大且容易受回撤影响，但我们预计欧元/美元汇率的上行趋势会持续。我们对欧元/美元汇率的最新汇率预测为 2020 年第四季度为 1.18，2021 年第一季度为 1.19，第二季度和第三季度为 1.20。

### 英镑兑美元

由于年底时硬脱欧的可能性上升，我们目前预计英镑/美元汇率会在 2020 年第四季度维持在 1.25（之前预计为 1.32）。此后，由于美元整体走弱，英镑/美元汇率会有适度的反弹，汇率预测分别为 2021 年第一季度为 1.27，第二季度和第三季度为 1.29。

### 澳元兑美元

排除全球风险情绪遭遇重大挫折的前提下，我们倾向于预测澳元/美元汇率走高。我们将这个货币对的汇率预测更新为 2020 年第四季度为 0.72，2021 年第一季度为 0.73，2021 年第二季度和第三季度为 0.74。

### 纽元兑美元

展望未来，由于美元整体走弱的趋势会持续，纽元/美元这个货币对最可能出现的情况仍然是纽元兑美元走高。我们的最新汇率预测为 2020 年第四季度 0.67，2021 年第一季度为 0.68，2021 年第二季度和第三季度为 0.69。不利于这一预测的主要风险为新西兰储备银行采取激进措施，为了在疫情中确保经济安全而提前进一步实施宽松政策。

## 美元兑人民币

尽管中美关系日益紧张，中国强于预期的增长势头以及稳定的货币政策立场是人民币兑美元升值的主要驱动因素。预计中国的经济复苏会一直持续到 2021 年，我们认为人民币接下来会有进一步走强的空间。此外，中国人民银行近来并没有暗示或明示人民币近期走强至 6.79 的幅度过大，据此我们将美元/人民币汇率的预测更新为 2020 年第四季度 6.70，2021 年第一季度为 6.65，2021 年第二季度和第三季度为 6.60。

## 美元兑新加坡元

自今年第二季度开始以来，我们注意到新加坡元兑人民币出现了具有统计学意义的正相关关系。因此，考虑到人民币在未来会升值，我们认为新加坡元兑美元仍有升值空间。我们将美元/新加坡元汇率预测更新为 2020 年第四季度 1.35，2021 年第一季度为 1.34，2021 年第二季度和第三季度为 1.33。

## 美元兑港元

由于港元走强的驱动因素在近期可能持续，因此香港金管局可能会有更多的工作要做，直到 Hibor-Libor 息差收窄从而导致港元的利差交易失去吸引力为止。我们将美元/港元汇率的预测更新为 2020 年第四季度 7.75，2021 年第一季度为 7.78，2021 年第二季度和第三季度为 7.80。

## 美元兑新台币

由于美元整体走弱，最可能发生的情况是新台币进一步走强。然而，由于泛亚洲地区经济复苏在接下来几个季度加速，投资者可能会转向其他“更高风险”或者升值步伐方面较为落后的亚洲国家货币。这意味着我们应该会开始看到新台币盘整。我们的最新美元/新台币汇率预测为 2020 年第四季度 28.80，2021 年第一季度为 28.50，2021 年第二季度和第三季度为 28.30。

## 美元兑韩元

展望未来，由于韩国以及亚洲地区经济复苏站稳脚跟，这会转化为韩元的走强势头。这种趋势将会被美元整体走弱进一步强化。因此，美元兑韩元汇率在接下来几个季度仍会趋于走低。我们最新的汇率预测为 2020 年第四季度为 1,160，2021 年第一季度为 1,150，2021 年第二季度和第三季度为 1,140。

## 美元兑林吉特

我们预计在接下来几个季度，随着布伦特原油稳定在 40 美元/桶上方，马来西亚林吉特将会继续适度升值。我们对美元/马来西亚林吉特汇率的最新预测为 2020 年第四季度 4.12，2021 年第一季度为 4.08，2021 年第二季度和第三季度为 4.05。

## 美元兑印尼盾

总体而言，我们预计印尼盾在接下来的季度会维持弱势，之后反弹。我们对美元/印尼盾汇率的最新预测为 2020 年第四季度 14,900，2021 年第一季度为 14,800，2021 年第二季度为 14,700，第三季度为 14,500。

## 美元兑印度卢比

展望未来，直至印度经济增长的利空因素缓解为止，我们对印度卢比维持负面观点。虽然美元整体回撤会部分减轻对印度卢比的打击，我们仍然对美元/印度卢比持走高观点。我们将汇率预测更新为 2020 年第四季度 74.00，2021 年第一季度为 74.50，2021 年第二季度为 75.00，第三季度为 75.50。

## 美元兑泰铢

从技术分析图来看，尽管美元整体走弱，但美元兑泰铢汇率在 31 点位上有强劲的支撑。由于泰国国内存在经济困难，我们预计泰铢至少在接下来两个季度走弱，然后企稳。我们将美元兑泰铢汇率的预测更新为 2020 年第四季度 31.00，2021 年第一季度为 31.30，2021 年第二季度和第三季度为 31.50。

## 美元兑菲律宾比索

我们预计在接下来几个季度，菲律宾比索兑美元会保持强势，并在 48.0 水平左右徘徊。然而，菲律宾比索的估值已接近“过高”（至少根据国际清算银行对菲律宾比索的真实有效汇率测算来看是这样，标准差+1.7）。我们将比索兑美元的汇率预测更新为 2020 年第四季度 8.2，2021 年第一季度为 47.9，2021 年第二季度和第三季度为 47.5。

## 美元兑越南盾

美国财政部在 8 月底的时候发布一份报告称，由于“越南政府对汇率采取的行为”导致越南盾在 2019 年被低估。这可能会导致越南当局避免干预外汇来使越南盾走弱（至少在近期会是这样），因此越南盾可能会跟随人民币和其他亚洲国家货币重新升值。我们将美元兑越南盾汇率预测更新为 2020 年第四季度 23,000，2021 年第一季度 22,800，2021 年第二季度和第三季度 22,600。

## 美元兑缅甸元

缅甸元今年的走强明显是过度的，尤其是考虑到该国未来的经济前景疲软。我们预计随着缅甸元接近 1,300 的关键水平，其进一步上涨的幅度将会下降。我们将美元兑缅甸元汇率预测更新为 2020 年第四季度 1,325，2021 年第一季度为 1,310，2021 年第二季度和第三季度为 1,300。

## 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 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。