



2021 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

再通胀狂欢之后将面临通胀的痛苦

自新冠疫情爆发以来，已经过去一年多时间，疫情使世界经济陷入自二次世界大战以来的衰退深渊。在经历全球性的绝望之后，由于寄希望于有效新冠疫苗的问世，市场情绪在 2020 年下半年开始转为谨慎乐观。随着疫苗在更多国家和地区被紧急授权使用，这种最初带着些防范心理的谨慎乐观情绪迅速高涨，几个月内，疫苗接种总剂量目前已超过全球范围内的感染病例总数（截至 2021 年 2 月初为止）。尽管完成全部剂量接种的人数仍低于感染总人数，但差距正在迅速缩小，并且接种人数应该很快就会超过感染人数，尤其是现在有更多的疫苗被批准紧急使用的情况下。

这场对抗新冠疫情的战役尚未结束，疫情正面临再次爆发，部分社交隔离措施也再次开始实施（比如在欧洲部分国家），且人们担忧病毒新变种的传染性、致死性可能更强，且对现有疫苗免疫，而疫苗供应瓶颈的消息和人们对部分疫苗安全性的担忧也使得疫苗在部分国家的推广速度暂缓。尽管存在种种问题，但是只要保持自律并坚持推广疫苗以实现可接受的群体免疫水平，则长期情况仍然乐观。

虽然对经济恢复到正常水平而言，新冠疫苗的研发是最重要和长久的因素，但在等待有效疫苗面世期间，有助于支撑全球经济复苏的其他重要因素则是扩张性财政刺激（至少达到全球范围内 10 万亿美元的程度）和超宽松货币政策组合拳。

得益于“续命”的刺激政策和“救命”疫苗，全球经济复苏预计会越来越强，这一点从国际货币基金组织上调经济预测中也能得到体现（IMF 在 2021 年 1 月世界经济展望中预测全球经济增长速率为 5.5%，之前的预测为 5.2%），而最近经合组织也上调了经济增长预测（2021 年 3 月份预计全球增速 5.6%，之前的预测为 4.6%）。

中美两国是世界上引领和支撑全球经济增长的两个最大的经济体。美联储预计美国 2021 年实际 GDP 增速将达到 6.5%，是自 20 世纪 80 年代的 40 年以来最强劲的年增速，随着时间流逝美国经济增长将会对全球经济活动形成支撑。与此同时，中国飙升的月度数据表明中国 2021 年第一季度 GDP 增速可能达到两位数，我们暂且保守估计中国 2021 年全年经济增速为 8.5%。

尽管如此，其他国家和地区的经济复苏可能并不平衡，例如欧元区和日本，这两个地区的经济复苏因疫情复发和疫苗供应问题受到阻碍。从行业角度而言，则仍然存在 K 型的两极化复苏，在制造业持续复苏和电商繁荣的同时，与现场消费、旅游和观光相关的行业在今年大多数时间仍将持续承压。

通胀的巨龙是否来临？

经济刺激措施和疫苗对经济前景的提振带来的后果是：越来越多人担忧扩张性财政刺激和超宽松货币政策引起通胀走高，尤其是对美国而言。

虽然美国的通胀数据仍属温和，但毕竟这些只是滞后指标，关键是市场人士对通胀走高的预期已上升。疫苗催生的再通胀预期，美国大手笔的财政刺激，以及市场人士对通胀的恐慌，可能导致货币政策的收紧比预期早，这些因素叠加起来导致美国国债收益率在 2021 年第一季度走高。联邦公开市场委员会主席鲍威尔向市场人士作出保证：美联储愿意忽略暂时性的通胀影响，不会提前加息，以及会在缩减债券购买规模之前事先发出明确信号。然而该声明作出后不到 24 小时，10 年期美国国债收益率就突破 1.7%（3 月 18 日）。

我们认为在今年剩下时间里，市场对美国通胀的担忧以及美国国债收益率上升将会继续成为金融市场的棘手话题，并且对其他资产大类和市场产生溢出效应。金融市场将继续担忧通胀的走高并质疑美联储的鸽派观点——认为经济增长强劲而通胀只是暂时性的。

具体而言，鉴于强劲的增长预期和美国快于预期的疫苗接种速度，我们现在将美国 2021 年经济增速和通胀率预测分别上调至 6.3% 和 2.4%。据此我们将今年底的 10 年期美国国债收益率预测上调至 2%。

市场人士在接下来的一个季度中需要面对的另一问题是中美关系这个熟悉的话题。我们认为这两个大国之间的关系不会有重大进展或重置，但在全球经济在疫苗接种带来的曙光下从新冠疫情阴影中挣扎走出时，中美关系长时间维持现状将有助于防止市场形势进一步恶化。

外汇策略：美元从走高的美国国债收益率中寻获短暂支撑，但下行趋势可能持续

虽然美国国债收益率走高刺激美元反弹，但据此而推断美元在 2021 年第二季度之后持续走高则为时过早。美国国债收益率近期的强势上涨最终会减弱至 2% 左右（对 10 年期美国国债而言），因此收益率走高引起美元走强的这种正反馈将会开始减弱。在近期的波动性之外，全球经济增长前景乐观意味着主要国家包括亚洲在内的周期性货币和风险货币将会重新站稳脚跟并再次对美元走强。欧元将从全球经济前景向好中获得支撑，前景向好最终会导致再通胀交易抬头，而欧元将会是受益者之一。因此，我们维持欧元/美元汇率上行的预测，点位预测更新为 2021 年第二季度为 1.18，第三季度为 1.19，2021 年第四季度和 2022 年第一季度为 1.20。

由于英国脱欧、英国负政策利率和新冠疫情带来的尾部风险已基本消退，基于估值角度，我们维持对英镑的乐观看法。我们对英镑/美元汇率的更新点位预测分别为 2021 年第二季度为 1.38，第三季度为 1.40，第四季度为 1.41，2022 年第一季度为 1.42。虽然近期风险可能导致澳元走弱，但我们认为商品价格走高的乐观前景以及澳洲国内经济强劲复苏可能会支撑澳元在中期走高。我们对澳元/美元汇率的更新点位预测为 2021 年第二季度为 0.77，第三季度为 0.78，今年第四季度和 2022 年第一季度为 0.79。

就亚洲货币而言，在早期经历美国国债收益率走高引起的波动后，大多数货币预计将回升。由于中国经济基本面稳定并且对美元债依赖较低，因此预计人民币可能不会像新兴市场国家货币那样，发生普遍的波动。中美之间看似好转的关系也会降低人民币发生类似 2018-19 年贸易战期间贬值的尾部风险。总体而言，我们对美元/人民币汇率更新的点位预测为 2021 年第二季度为 6.55，第三季度为 6.50，今年第四季度和 2022 年第一季度为 6.40。新加坡元仍然紧跟人民币的脚步，人民币在之后的回升也会有助于提振新加坡元的表现。总之，我们对美元/新加坡元汇率更新的点位预测分别为 2021 年第二季度为 1.35，第三季度为 1.33，第四季度和明年第一季度为 1.32。油价走高和人民币在后期上涨对马来西亚林吉特而言同样是利好。总而言之，我们对美元/马来西亚林吉特汇率的更新点位预测分别为 2021 年第二季度为 4.15，第三季度为 4.10，第四季度和明年第一季度为 4.05。然而，印尼盾和印度卢比这些高收益货币是例外，由于印度尼西亚和印度存在经常账户逆差和财政赤字，这两个货币最容易受到美国国债收益率上升和债市波动的影响。

利率策略：收益率的波动趋势将持续

在本报告内，我们的美国宏观经济团队已分别上调美国 2021 年 GDP 增速（之前预测 GDP 增速为 4.5%，现修正为 6.3%）和通胀率预测（之前预测为 1.7%，现修正为 2.4%）。据此，我们现在预计 10 年期美国国债收益率将迅速向 2.0% 靠拢，并在今年剩余时间内在该水平上盘整。具体而言，迄今为止，美联储对美国国债收益率走高很少作出负面反馈，意味着市场可以继续试探美联储对收益率走高的容忍极限，10 年期美国国债收益率下一个要试探的极限是 2.0% 关口。

假设 10 年期美国国债 2.0% 的收益率被市场充分接受，那么美国国债是否会继续直冲 3.0%？我们认为暂时不会出现这种情景。2021 年大多数政策利率都锁定在较低水平，主要国家央行将继续进行债券购买以平滑收益率走势。在未来，我们预计最有可能推动下一波收益率持续走高的因素是货币政策转向收紧。总体而言，我们现在预测 10 年期美国国债收益率在 2021 年第二季度为 1.90%，第三季度为 1.95%，第四季度为 2.00%，明年第一季度为 2.10%。考虑到美联储已很明确表示近期没有加息的打算，收益率曲线预计会进一步走峭，3 个月期美元 Libor 在 2021 年第四季度会锁定在 0.25% 水平。

商品策略：黄金在全球商品同步回升浪潮中被抛下

在商品板块，在伦敦铜和布伦特原油价格走势越来越强的同时，黄金在再通胀引起的商品同步回升浪潮中被抛弃。在整个第一季度，由于美国国债收益率向着 2020 年初新冠疫情爆发前的 1.70% 走去，黄金价格从 1,900 美元/盎司进一步回撤至 1,700 美元/盎司。虽然金价可能继续处于守势，我们认为近期的抛售可能已经结束。总体而言，我们对黄金维持建设性的预测观点，但根据过去一个季度美国国债收益率走高的情况下调对金价的点位预

测，更新后的金价点位预测分别为 2021 年第二季度为 1,700 美元/盎司，第三季度为 1,750 美元/盎司，第四季度和明年第一季度为 1,800 美元/盎司。

伦敦铜和其他工业金属是全球经济复苏的主要受益者。仅仅在一年的时间内，伦敦铜就已从去年 3 月份时约 4,500 美元/吨的低谷走出，价格翻番至 9,000 美元/吨。总体而言，我们之前预测伦敦铜在 2021 年下半年会在 7,500 美元/吨，现在看来是过于保守。鉴于市场信心的提振，且接下来几个月全球经济复苏的强度显著加大，再加上电动车行业对铜的需求提升，我们将伦敦铜的点位预测上调至 2021 年第二季度为 9,000 美元/吨，第三季度为 9,500 美元/吨，第四季度和明年第一季度为 10,000 美元/吨。

关于布伦特原油，欧佩克将产量限额维持不变的决定是成功的，这个决定的时机非常完美地契合了全球需求接下来几个月的复苏。这一出乎意料的决定加强了布伦特原油价格的强势反弹，使其从第一季度 50 美元/桶的低位上涨至 60 美元/桶以上。展望未来，虽然因为美国国债收益率走高而引起新一轮的走弱，但是全球经济增长形势似乎支持布伦特原油价格在未来逐渐走高。期货价格曲线再次出现的升水，明显预示着能源需求即将增加，并伴随着期货未平仓合约数量的大幅上升。因此，我们将布伦特原油价格预测上调为今年第二季度为 60 美元/桶，第三季度为 65 美元/桶，第四季度和明年第一季度为 70 美元/桶。

聚焦通货膨胀：我们是否无法回避通胀意外？

美国国债收益率近期飙升归因于以下三个因素，即疫苗催生的再通胀预期，美国大手笔的财政刺激，以及市场对通胀的恐慌可能导致货币政策收紧比预期早。

虽然最新的美国通胀数据保持温和，但这些毕竟是滞后指标，关键的是市场对通胀走高的预期已经上升。

我们认为美国通胀率将走高，但尚未处于过热阶段，随着疫苗成功推广以及更多的财政刺激措施，通胀的趋势已经倾向于上行。我们预计美国 2021 年平均通胀率会在 2.4%（2020 年为 1.4%），并且在 2021 年部分月份有超过 2.5% 的可能。

聚焦印度尼西亚：国内需求不振，低通胀可能持续

众所周知，受政府管控价格的调整和一些季节性因素影响，印度尼西亚国内的通胀率曾一度普遍较高且伴随一定程度的波动。在近年来，得益于当局通过优化基础设施和物流规划减少供应瓶颈，拓宽进口来源，以及相关地区通胀指导机构的成立，印度尼西亚通胀水平较为稳定和降低。

在疫情期间，由于需求极度疲软，通胀水平变得更低。国内消费能力上升使得除食品以外的其他商品消费增加，这是近些年通胀的原因，而当人们停止非必要消费时则会使通胀水平在更长一段时间保持极低水平。

聚焦新加坡：金管局政策预览——面向通胀的政策制定

金管局在 2021 年 4 月份制定货币政策时可能将通胀预期作为一个重要的考虑因素。我们维持以下基本观点，即金管局在 4 月份维持政策参数不变，这意味着政策区间的斜率、宽度以及中点可能保持不变。

无论有没有通胀风险，我们预计金管局均会调整措辞，承认进口商品价格走高以及存在较强的通胀压力，尤其是在 2021 年下半年。如果真的发生这样的情况，则表明金管局在 2021 年 10 月份对新加坡元名义有效汇率的斜率进行象征性上调的可能性上升。

全球外汇

美元/日元

与我们认为美元在今年略微走弱的预期相符，随着债券市场近期的波动性消退，被超买的美元/日元汇率将开始恢复正常并走低。我们对点位预测更新为 2021 年第二季度为 109，第三季度为 108，第四季度和明年第一季度为 107。

欧元/美元

由于得到欧洲央行的支持，欧元近期的波动消退，并将从全球经济前景向好中获得支持，经济前景向好最终会导致再通胀交易抬头，而欧元将会是受益者之一。因此，我们维持对欧元/美元汇率上行的预测，点位预测更新为 2021 年第二季度为 1.18，第三季度为 1.19，第四季度和明年第一季度为 1.20。

英镑/美元

由于在过去几年持续受到英国脱欧的打击，英镑价值被低估，但现在由于新冠疫情对英国今年下旬的经济复苏造成的下行风险已经减弱，因此资金流入提振了英镑的表现。随着英国脱欧、英国货币政策利率和新冠疫情带来的尾部风险基本上完全消退，从估值角度而言，我们维持对英镑的乐观看法。我们对英镑/美元汇率更新后的点位预测分别为 2021 年第二季度为 1.38，第三季度为 1.40，第四季度为 1.41，明年第一季度为 1.42。

澳元/美元

虽然近期风险可能倾向于导致澳元走弱，但我们对商品价格走高前景乐观，且澳洲国内经济复苏势头强劲，这可能会支持澳元在中期走高。我们对澳元/美元汇率更新后的点位预测为今年第二季度为 0.77，第三季度为 0.78，第四季度和明年第一季度为 0.79，与我们上个季度报告中的预测相比变化不大。

新西兰元/美元

展望未来，只要全球再通胀的浪潮持续，风险偏好上升以及美元对其他货币普遍走弱这些因素可能会继续支持新西兰元走高。我们对新西兰元/美元的最近点位预测分别为 2021 年第二季度为 0.72，第三季度为 0.73，第四季度和明年第一季度为 0.74。

亚洲外汇

美元/人民币

由于中国经济基本面稳固且对美元债依赖程度低，预计人民币可能不会像新兴市场国家货币一样，发生普遍的波动。中美之间看似好转的关系也会降低人民币发生 2018-19 年贸易战期间贬值的尾部风险。因此，我们对美元/人民币汇率最新的点位预测为 2021 年第二季度为 6.55，第三季度为 6.50，第四季度和明年第一季度为 6.40。

美元/新加坡元

新加坡元因为全球债市崩盘不断扩大的后果而遭遇了相当大的波动性。美元/新加坡元汇率在 3 月份的前两个星期从 1.32 上涨至 1.35，这是自从去年 4 月份启动跌势以来的最大幅上涨。然而，考虑到新加坡当局对疫情的有效控制以及国内 GDP 今年预计取得 5% 的强劲增长，因此在目前这个时点，预计新加坡元不会持续进一步下滑。此外，新加坡元目前仍紧跟人民币的脚步，而人民币后期上涨将会支撑新加坡元汇率。总体而言，我们对美元/新加坡元汇率的最新预测为 2021 年第二季度为 1.35，第三季度为 1.33，第四季度和明年第一季度为 1.32。

美元/港币

相对港币，美元不可能很快地持续升值。由于美联储愿意忽略通胀率在短期内超出目标，至少到 2023 年底为止，短期美元利率都会保持在接近零的水平。此外，虽然港府 2 月份宣布港股交易印花税上调，但南下资金对港股（以及港币）的需求仍然存在。

总体而言，港币可能会维持在强方兑换保证水平。因此，我们继续认为美元/港元汇率从 2021 年第二季度开始的四个季度将保持在 7.75。

美元/新台币

虽然我们预计新出现的利空因素至少在接下来的一个季度使新台币走弱，但随着全球再通胀交易势头加强以及台湾地区今年复苏速度加快，新台币会受益于亚洲外汇今年下半年的普遍回升。

与去年相比的区别是美元走弱的势头预计会逐渐消退，因此，美元/新台币汇率在未来可能会在 28.00 的关键支撑点位上方。我们对美元/新台币汇率的最新点位预测分别为 2021 年第二季度为 28.50，第三季度为 28.30，第四季度和明年第一季度为 28.20。

美元/韩元

我们认为，由于韩国是全球贸易前景向好的代表性国家，韩元进一步走弱空间有限。随着全球债市的近期波动消退，并受益于韩国经济今年的 V 型复苏，韩元将企稳并最终保持反弹趋势直至年底。我们对美元/韩元汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 1,150，第三季度为 1,130，第四季度和明年第一季度为 1,100。

美元/马来西亚林吉特

虽然马来西亚林吉特在 3 月初的时候意外下跌至 4.14，我们预计这只是暂时性的，马来西亚林吉特之后会重拾逐渐反弹的势头。马来西亚的对外头寸保持良好，经常账户顺差将为马来西亚林吉特汇率提供缓冲。

更重要的是，马来西亚林吉特会受到中国主导的亚洲地区进一步复苏的支撑。需关注的风险包括疫苗推广速度，马来西亚国内疫情控制以及国内经济复苏情况。油价走高对马来西亚林吉特有利。考虑到近期的走势，我们将美元/马来西亚林吉特汇率点位预测更新为 2021 年第二季度为 4.15，第三季度为 4.10，第四季度和明年第一季度为 4.05。

美元/印尼盾

应强调的是，本次债券收益率上升反映出全球经济前景向好，而不是一项意外的负面风险事件。因此，全球风险偏好将得以保持，并抵消债券收益率上升对印尼盾的部分影响。此外，考虑到印度尼西亚央行已准备好充足的弹药，因此可能会出手干预以平缓印尼盾的外汇走势。印度尼西亚的外汇储备在 2 月份站上 1388 亿美元的历史高位。总体而言，我们对美元/印尼盾汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 14,600，第三季度为 14,700，第四季度和明年第一季度为 14,800。

美元/泰铢

我们一直对泰铢抱有谨慎观点，认为泰铢的强势与该国不明朗的经济前景不符，泰铢强势可能会破坏泰国出口以及该国 GDP 处于早期阶段的复苏。泰国央行始终表示有意抑制泰铢的强势。因此，我们预计泰铢汇率在接下来四个季度维持在 1 美元对 30 泰铢区间的弱端。我们对美元/泰铢汇率的最新点位预测为 2021 年第二季度为 31.1，第三季度为 31.2，第四季度和明年第一季度为 31.5。

美元/菲律宾比索

菲律宾国内货币政策立场预计维持稳定，比索受到菲律宾稳固的经济基本面支撑（例如健康的银行体系、充足的外汇储备以及本币债务持有量较低）。

总体而言，我们继续认为菲律宾比索倾向于小幅升值，我们对美元/比索最新的点位预测为 2021 年第二季度为 48.5，第三季度为 48.2，第四季度和明年第一季度为 48.0。

美元/越南盾

我们预计，在人民币带领下，大多数亚洲国家货币在之后将回升，预计目前的越南盾走弱会是短暂性的。美元/越南盾汇率预计将从上季度的峰值 23,100 逐渐走低至今年底。我们对美元/越南盾汇率最新的点位预测为 2021 年第二季度为 23,100，第三季度为 23,050，第四季度和明年第一季度为 23,000。

美元/印度卢比

虽然印度的经济增长前景自我们上季度报告以来已有所改善，但考虑到印度自 2 月中旬以来再次出现新冠疫情新增病例，因此不能够忽视下行风险。

综合来看，我们维持对卢比的谨慎观点，美元/卢比汇率的更新点位预测分别为 2021 年第二季度为 74.0，第三季度为 74.5，第四季度和明年第一季度为 75.0。

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”），2021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。