



# 2022 年第一季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

# 2022 年第一季度全球经济展望

## 奥密克戎的到来使经济减速和通胀高企雪上加霜

在预期 2022 年经济增速放缓叠加通胀走高的基础上，新冠变异毒株奥密克戎的到来使之雪上加霜。新变异病毒的严重性目前尚不明确，我们在评估奥密克戎对经济增长和通胀前景的影响时，假设有三种可能的情景，第一（绿色）：中性；第二（黄色）：略微下行；第三（红色）：负面。我们目前认为的基本情况是第二项（即奥密克戎导致经济略微下行）。

### 增长前景

虽然我们预计下一年经济增速会进一步放缓，但发达经济体在 2022 年仍能取得高于潜在增长率的增长，随着发达经济体与新兴市场经济体之间疫苗接种率的差距缩小，新兴市场经济体的增速在 2022 年也会实现进一步提升。由于奥密克戎的出现增加了经济前景的不确定性，对旅游业较为依赖的经济体在 2022 年的经济复苏可能会遭到进一步延迟。与奥密克戎风险同步发生的是中国经济增速持续放缓，而中国当局正在尽最大努力使经济企稳。

### 美国通胀前景

我们认为，受供应链瓶颈、劳动力/原材料短缺、住房价格和工资走高，以及商品价格高企等多种因素的影响，美国的通胀压力至少会持续到 2022 年上半年，而后转为降低。新冠变异病毒奥密克戎的到来将会使得对通胀的分析变得复杂。如果这一变异病毒再现或取代德尔塔变异病毒的主流地位，那么会像德尔塔在 2021 年初那样使通胀形势恶化，从而加剧供应链的混乱局面，并将美国通胀的持续时间延长至 2022 年更往后的时间。

### 联邦公开市场委员会政策展望

在美联储宣布加快缩减量化宽松的时间表后（预计在 2022 年 3 月份完成缩减），我们预计美联储在 2022 年加息三次，其中第一次在 6 月份。诚然，美联储也有可能于 2022 年 3 月结束缩减量化宽松后的任何时间加息。我们的加息预测是基于美国通胀压力会持续更长时间（尤其是在 2022 年初）这一观点，这会导致美联储在 2022 年提前加息的可能性升高和加息频率增加。

### 外汇、利率和商品

奥密克戎不太可能会阻碍美元升值的势头，我们继续认为美元对欧元、日元和澳元汇率走高，这是因为这些国家与美联储之间货币政策分歧加大，美联储先人一步进入收紧周期，而人民币则可能带领亚洲国家货币和新加坡元汇率走低。至于利率方面，由于美联储预计在明年 6 月份加息，因此前端利率的停滞不前将会结束。10 年期美国国债收益率在明年将继续往 2% 上方爬升，但随着前端利率的走势迎头赶上，收益率曲线平坦化会继续成为一个显著特征。在商品方面，我们对黄金价格保持中性观点，认为金价会维持在 1,800 美元/盎司左右，奥密克戎带来的经济增长风险以及中国的经济减速风险会限制布伦特原油和伦敦铜价格近期往 80 美元/桶和 10,000 美元/吨上行的空间。

随着 2021 年这个多事之年走向尾声，在经济减速以及通胀走高预期的基础上，新冠变异病毒奥密克戎的到来使之雪上加霜。主要的担忧因素是世界在 2022 年的部分时间是否会进入另一轮封锁，或者只是虚惊一场，又或者会否是介于这两者之间呢？在本季度的焦点专题中，我们分析了奥密克戎对经济增长和通胀前景影响的三种可能情况。我们的结论是基本情况可能会是介于两者之间（黄色）：即经济适度减速的基础上再略微下行，而通胀压力将会持续。

## 增长前景：奥密克戎和中国是全球经济复苏面临的主要风险

虽然预计 2021 年仍会是从疫情肆虐的 2020 年走出来的复苏年，但我们注意到，由于德尔塔变异病毒扩散，2021 年的 GDP 增速稍微低于预期。之后，我们预计经济增速在明年进一步放缓，但发达经济体在 2022 年仍能取得高于潜在增长率的增速，虽然由于奥密克戎的到来而增加了不确定性。

与此同时，随着发达经济体与新兴市场经济体之间在疫苗接种率方面的差距缩小，新兴市场经济体在 2022 将会实现进一步增速提升。再者说，奥密克戎加大了新兴经济体经济复苏的不确定性，对于那些较为依赖旅游业的经济体，其经济复苏可能会遭遇进一步延迟。制造业可能会再次表现优于其他行业（但制造业面临着供应链/物流方面不断变化的挑战），而面对面服务行业则会因新冠疫情的零星散发而遭受打击。

与此同时，中国由于房地产市场转向疲软，新冠疫情卷土重来（尤其是工业和出口发达地区），全球能源短缺和供应中断，且通胀走高可能影响私人部门的消费复苏，因此经济增长风险上升。房地产占中国家庭资产的比例高达 70%，房地产市场前景疲软也会产生相当大的负面财富效应，从而导致需求复苏的势头疲软。我们仍维持以下观点，即中国 2021 年第四季度的 GDP 增速可能会进一步从 2021 年第三季度的 4.9% 放缓至 3.5%。至于全年来说，我们预计中国 2021 全年 GDP 增速为 7.9%，之后在 2022 年放缓至大约 5.7% 的水平，该国经济面临的仍是下行风险。

在今年 12 月份举行的年度中央经济工作会议上，中国政府再次强调 2022 年的经济工作重心是“稳字当头，稳中求进”，预计中国在 2022 年会加大财政和货币政策支持力度和提前采取行动。会议强调了三大挑战，即需求萎缩、供应中断和经济预期减弱。继中国央行近期下调存款准备金率后，自从中央经济工作会议以来，市场对下调基准 LPR 利率的呼声也变得响亮起来。如果经济形势恶化的速度快于预期，则不排除会打出下调 LPR 和进一步降低存款准备金率的组合拳，我们的基本观点是 LPR 在 2022 年会保持不变。至于存款准备金率，考虑到在 2022 年上半年不会有 MLF（中期借贷便利）密集到期的情况，因此央行不会很快再次下调存款准备金率。

## 通胀前景：上行压力可能维持，导致通胀持续到 2022 年

价格变动的前景不会那么直截了当，在前文所述的“中性”和“略微下行”的两个情景中，我们认为美国通胀会至少持续至 2022 年初，这部分是因为在需求保持基本不变的同时，供应链瓶颈问题仍会持续几个月得不到解决。

至于奥密克戎的悲观情景，可能会出现相互矛盾的价格压力。一方面，港口关闭和工人短缺引起的供应链瓶颈问题，为了吸引劳动者重返人力短缺行业而导致的工资上涨压力，工资增长趋势以及原材料短缺可能会推高价格。这些因素需要一些时间才能得到解决，包括需要足够多的工人来减缓港口拥堵和将商品交付至目的地，以及使生产赶上之前的正常水平。

另一方面，需求减弱可能会导致主要商品和能源价格大幅下降。美国劳动力市场形势存在暂时性的失常，新冠疫情的影响以及后续政府推出的新冠疫情刺激措施为收入上涨提供了支持，因此劳动力市场的情况不容易解释。因此，如果奥密克戎对全球经济的影响得到巩固，那么不排除美国劳动力市场会进一步失常。

当前的疫情环境存在其他的情况，而通胀预期的上升也加大了通胀前景评估的复杂性。我们认为新冠疫情推动的供给侧通胀不能上调政策利率来应对，但如脱缰之马的供给侧通胀若持续下去可能会导致通胀预期持续更长时间，从而迫使政策制定者出手收紧政策。

## 美国通胀前景：通胀压力将持续至 2022 年上半年

距离 2021 年结束只有一个月，今年初到 11 月份为止的 11 个月总体 CPI 平均水平在 4.5%，意味着通胀率仍然与我们对 2021 全年通胀率在 4.5% 的预期相符，除非今年 12 月 CPI 出现畸形走势。年初至 10 月份为止的核心 CPI 平均水平在 3.4% 左右，这也跟我们预测的全年核心 CPI 在 3.5% 的目标水平趋向一致。

考虑到推高价格的若干因素需要时间才能解决，我们预计美国在 2022 年上半年通胀压力将会维持，这些因素包括：1) 消费需求复苏，2) 半导体行业以及主要制造中心，如越南和中国等供应链关键环节仍面临物流瓶颈和供

应链中断问题，3) 商品和能源价格高企，4) 住房价格高企，以及5) 工资价格趋势。近期全球原油价格大幅下滑可能会使能源价格在今年12月和2022年第一季度下降，但之前价格上涨的第二轮通胀效应仍会掀起一些小的波澜。

我们认为美国的通胀压力至少会持续至2022年上半年，之后由于上文强调的若干因素的叠加作用而转为减轻，新冠奥密克戎变异病毒的到来会使通胀分析复杂化，其对美国 and 全球价格的影响在目前这个时点仍不确定。

如果这个“需关注的变异病毒”在全球范围内站稳脚跟，并再现或取代德尔塔变异病毒的主流地位（即比之前的变异病毒更具传染性），那么需考虑该变异病毒可能会跟之前的变异病毒一样使通胀形势恶化，从而加剧供应链中断问题，并将美国高企的通胀率维持到2022年更往后的时间。

## 联邦公开市场委员会政策展望：加快缩减量化宽松并在2022年6月首次加息

正如市场人士普遍预测的那样，美联储在12月份的联邦公开市场委员会会议上宣布加快缩减量化宽松。根据这一政策决定，从2022年1月开始，美联储每月至少增加国债持有量400亿美元，以及增加“机构抵押支持证券”持有量至少200亿美元，从2022年2月开始，每月增加国债持有量至少200亿美元，以及增加机构抵押支持证券持有量至少100亿美元，并在2022年3月完成缩减（之前预计在2022年4月完成缩减）。之后，我们预计美联储在2022年会有三次加息，与2021年12月份的点阵图保持一致。我们预测美联储会在2022年6月将联邦基金目标利率上调25个基点至0.25-0.50%区间，之后在2022年9月和12月分别再加息一次。在2023年，我们仍预计美联储会加息两次，每次25个基点（分别在2023年第一季度和第三季度）。

我们强调美联储可能会在2022年3月结束缩减量化宽松后的任何时间加息。美国通胀压力持续更长时间（尤其是在2022年初）可能会提高美联储在2022年提前加息和增加加息次数的可能性，尤其是如果就业形势大幅改善超越疫情前水平更是如此。另一方面，奥密克戎的发展形势仍然是一个很大程度上的未知因素（就目前而言），既可能减弱也可能加强加息预期。

## 外汇策略：奥密克戎是否会阻碍美元升值？

虽然奥密克戎变异病毒在近期给经济增长和复苏带来了不确定性，但现在断定发达市场国家央行的货币政策正常化计划（尤其是美联储）将受阻仍为时过早。事实上，最新新冠变异病毒可能会使美国和英国等许多发达市场经济体目前面临的通胀压力恶化（由于供应链中断），从而迫使政策制定者收紧货币政策。由于美联储已经加快缩减节奏，即使奥密克戎到来，美联储与欧央行、日本央行和澳大利亚储备银行等较为鸽派的央行之间的货币政策仍将维持较大的分歧。因此，央行货币政策分歧会使美元汇率在发达国家当中表现优于欧元、日元和澳元汇率的主要驱动因素。具体而言，我们预计到2022年第四季度，欧元/美元汇率和澳元/美元汇率分别向1.10和0.68进一步走弱，而美元/日元汇率预计会进一步升至117。

至于亚洲国家外汇，美联储在2022年下半年三次加息的前景可能会导致亚洲国家投资资金外流，奥密克戎感染率飙升再加上中国经济放缓会放大下行风险。通过与美联储上一次缩减宽松和加息周期的情况进行比对，也表明了亚洲国家外汇走弱的前路漫漫。只要奥密克戎变异病毒不引起破坏性的封锁，由于亚洲地区经济在2022年继续向疫情前水平复苏，其经济前景会保持乐观。随着亚洲地区疫苗接种率继续上升和重症率降低，从而免于亚洲国家汇率遭遇疫情开始时的急剧贬值压力，新冠疫情相关的尾部风险可能会继续减退，总体而言，我们预计明年亚洲国家货币对美元汇率普遍下降，到2022年第四季度时，美元/人民币、美元/新加坡元、美元/马来西亚林吉特、美元/泰铢和美元/印尼盾汇率预计会分别升至6.55、1.40、4.30、34.50和14,900。

## 利率策略：2022年较短期限债券的收益率会转为上升

短期利率开始上涨的时间会比之前预期的更早。由于美联储缩减宽松的路径更为激进和迅速，且预计最早在2022年6月开启加息，我们预测Libor和无风险利率（RFR）等短期利率会比之前预期更早回升。此外，在目前过剩的流动性形势下的增量资金流入也会比之前假设的情况减少地更快。我们预计3个月期美元Libor和3个月期新元SOR会在2022年底触及1.15%和1.10%水平。隔夜SOFR和隔夜SORA到2022年底时会分别在0.88%和1.01%。

关于较长期限债券收益率的前景而言，我们的基本观点是美国国债名义收益率和实际收益率的上升并不会遇不到阻力。随着实际收益率走高而走高。虽说如此，10年期美国国债名义收益率和实际收益率的上升并不会遇不到阻力。

这主要是因为全球债务水平上升，以及高收益债券的收益率能够上升到何种程度，这取决于其他资产类别对贴现系数上升的适应情况如何。综合我们的各项观点可以推断出，收益曲线在未来平坦化的这一趋势日益明朗。总体而言，我们认为10年期美国国债收益率会在2022年下半年突破2.00%，10年期美国国债和10年期新加坡政府债券收益率到2022年结束时分别在2.15%和2.10%。与此同时，2年期和10年期美国国债（2s10s）的收益差幅至2022年结束时可能会走出一条波动路线，收益差幅到2022年底大约在80基点，且有可能在美联储加息周期的中后期进一步平坦化。

## 商品策略：奥密克戎是否会终结布伦特原油和铜的强劲上涨势头？

黄金的前景在未来仍保持中性，一方面，美联储如预期加快缩减宽松节奏和拉近加息时间点将会引发美元走强和利率上升，这两个都是黄金的主要利空因素。另一方面，奥密克戎的发展形势及其对经济复苏的影响可能会引发更多对黄金的避险需求。总体而言，我们认为黄金价格在2022年全年会维持在1,800美元/盎司左右，虽然过程中偶尔会有拉锯式波动。

至于布伦特原油和伦敦铜方面，新出现的奥密克戎风险已引起近期价格走弱，并加大布伦特原油和伦敦铜近期往80美元/桶和10,000美元/每公吨水平上行的阻力。具体而言，奥密克戎加大了全球能源需求何时回归疫情前水平的不确定性。此外，不合时宜的战略石油储备释放也使得布伦特原油价格承压。我们现在将对布伦特原油的观点下调为中性，认为布伦特原油在2022年上半年会在70美元/桶左右盘整一段时间，之后在2022年下半年升至75美元/桶。至于伦敦铜，奥密克戎以及中国经济和工业活动减速这两个风险似乎已开始使铜需求承压。值得注意的是，中国的工业需求通常倾向于从冬季月份至2022年初的农历新年期间走向季节性低位。总体而言，我们对伦敦铜价格持中性观点，预计会维持在9,000美元/吨。

## 以下为主要关注点以及主要外汇和利率观点的概述。

### 全球聚焦：奥密克戎使新冠疫情从全球流行病过渡到地区流行病的道路再添波澜。

随着我们迎接新一年的到来，新冠变异病毒奥密克戎使明年经济减速叠加高通胀的预期雪上加霜。

目前谈论最新变异病毒的严重性及其对人群健康的影响为时尚早。我们知道的是，目前各经济体比2020年3月份时能够更好地应对疫情再次暴发。在本专题中，我们强调指出在评估最新变异病毒对经济增长和通胀前景影响时的三种情景，即1）（绿色）：中性；2）（黄色）：略微下行，以及3）：负面/悲观。

### 美国通胀：持续一段时间再缓和

各种因素，包括供应链/物流瓶颈问题、劳动力和原材料短缺、商品价格高企以及疫情后消费需求回升共同促成了目前的高通胀。我们预计通胀压力会至少持续至2022年上半年，之后转为下降。我们将2022年CPI通胀率预测从之前的2.0%上调为平均3%。

## 全球外汇

### 美元/日元

近期的避险资金流入可能会使美元/日元汇率维持在目前的114水平，而后，美联储加息预期上升和美国国债收益率会支撑美元/日元汇率在后期逐渐上升。更新后的汇率点位预测为2022年第一季度为114，第二季度为115，第三季度为116，第四季度为117。

## 欧元/美元

虽然奥密克戎的出现促使市场人士重新审视对欧元/美元汇率看空的一致观点，但由于收益率差距继续缩小，因此不可能导致欧元/美元汇率持续回升。因此，我们维持对欧元/美元汇率的负面观点，将汇率点位预测更新为 2022 年第一季度为 1.12，第二季度为 1.11，第三季度和第四季度为 1.10。

## 英镑/美元

英国央行在 12 月出乎意料的加息使得市场人士更加确信该国央行在 2022 年会有更多加息。与市场对该国加息的激进计价相比，英镑/美元汇率交投于 1 年低位看起来格格不入，因此这种不相称的情况可能会在未来通过英镑/美元汇率走高来得到解决。我们维持英镑/美元汇率上行观点，将点位预测更新为 2022 年第一季度为 1.36，第二季度为 1.38，第三季度和第四季度为 1.40，但我们密切关注奥密克戎和（北爱尔兰协议）第 16 条带来的风险。

## 澳元/美元

澳大利亚储备银行转向鸽派使澳元/美元汇率在未来几乎没有支撑，中国经济减速和奥密克戎变异病毒带来的不确定性对澳元也是利空。我们维持对澳元/美元汇率的谨慎观点，目前的点位预测为 2022 年第一季度为 0.71，第二季度为 0.70，第三季度为 0.69，第四季度为 0.68。

## 新西兰元/美元

虽然我们重申美元预计进一步走强而新西兰元/美元汇率走低的观点，但新西兰储备银行在明年加息 100 个基点可能会限制这一汇率的下滑。我们对这一汇率的更新点位预测为 2022 年第一季度和第二季度为 0.67，之后第三季度和第四季度为 0.66。

## 亚洲外汇

### 美元/人民币

人民币近期的强势可能会是昙花一现，与中国经济增速放缓这一情况越来越不一致。此外，中国人民银行在 12 月提高外汇存款准备金率 200 个基点来抑制人民币的升值，这已是今年的第二次。综合考虑，我们维持美元/人民币汇率上行的观点，但考虑到人民币具有韧性，因此下调了点位预测。最新的汇率点位预测为 2022 年第一季度为 6.40，第二季度为 6.45，第三季度为 6.50，第四季度为 6.55。

### 美元/新加坡元

在美元总体走强的背景下，新加坡元名义有效汇率区间的斜率为正意味着，与其他货币相比，新加坡元对美元汇率下跌会少一些。因此，我们重申美元/新加坡元适度走高的观点，点位预测为 2022 年第一季度为 1.38，第二季度为 1.39，第三季度和第四季度为 1.40。

### 美元/港元

由于预计美联储在 2022 年 6 月加息，美元/港元汇率将会逐渐走高。更新后的点位预测为 2022 年第一季度为 7.80，第二季度为 7.82，第三季度为 7.83，第四季度为 7.84。

## 美元/新台币

在 2022 年，由于市场人士普遍预计美联储加息周期会早在 6 月份开启，因此新台币优于其他货币的表现将会开始回归正常。总体而言，我们重申美元/新台币走高观点，汇率点位预测与之前相比保持不变，即 2022 年第一季度为 28.0，第二季度为 28.2，第三季度为 28.4，第四季度为 28.6。

## 美元/韩元

在 2022 年，韩元继续面临多项利空，例如美联储开启收紧周期，中国经济减速以及国内新冠疫情持续。因此，我们认为韩元会进一步走弱，并将美元/韩元汇率点位预测更新为 2022 年第一季度为 1,200，第二季度为 1,220，第三季度和第四季度为 1,250。

## 美元/马来西亚林吉特

由于我们预计美联储会早在 2022 年 6 月开始首次加息，因此美元可能会进一步走强。美联储在 2022 年三次加息的可能性（马来西亚央行只有一次加息）可能会引发投资资金从马来西亚外流，这会削弱市场对马来西亚林吉特的信心。总体而言，我们将汇率点位预测更新为 2022 年第一季度为 4.25，第二季度为 4.28，第三季度和第四季度为 4.30。

## 美元/印尼盾

虽然印尼盾近期表现稳定，但仍有若干理由对印尼盾未来的表现保持谨慎。主要风险是投资资金的外流突然增加，尤其是当美联储 2022 年三次加息的预期兑现或者奥密克戎在全球范围的形势恶化引发避险的情况下更为如此。在此情况下，市场对印尼盾的信心会迅速瓦解。印度尼西亚在明年重新回到双赤字也会巩固美元/印尼盾在中期逐渐上行的趋势。因此，我们维持美元/印尼盾汇率走高的观点，将点位预测更新为 2022 年第一季度为 14,500，第二季度为 14,700，第三季度为 14,800，第四季度为 14,900。

## 美元/泰铢

我们仍预计泰铢在 2022 年进一步走弱，但由于缺少新的特殊驱动因素，泰铢汇率的下行压力可能不如今年那样强烈。泰铢在历史上的表现也表明泰铢在经历超过 10% 的大幅下跌后会在明年企稳。因此，我们将美元/泰铢汇率预测更新为 2022 年第一季度为 33.8，第二季度为 34.1，第三季度为 34.3，第四季度为 34.5。

## 美元/菲律宾比索

奥密克戎变异病毒的出现以及经济政策的不确定性可能会使菲律宾比索在 2022 年对美元汇率保持弱势。我们将这一汇率的点位预测更新为 2022 年第一季度为 50.8，第二季度为 51.2，第三季度为 51.6，第四季度为 52.0。

## 美元/越南盾

由于美联储在明年启动加息，我们预计美元/越南盾汇率会跟随美元兑其他亚洲货币汇率的趋势继续上升。更新后的点位预测为 2022 年第一季度为 23,100，第二季度为 23,200，第三季度为 23,300，第四季度为 23,400。

## 美元/印度卢比

鉴于我们目前预计美联储在明年加息三次，包括印度在内的整个新兴市场的资金外流压力将会继续上升。围绕奥密克戎的不确定性对卢比也是利空。因此，我们维持对印度卢比汇率的谨慎观点，点位预测为 2022 年第一季度为 76.5，第二季度为 77.0，第三季度为 77.50，第四季度为 78.0。

本文件来源于大华全球经济与市场研究部（“研究部”），2022年第1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。