



# 2022年第一季度 大华银行投资观察

## 全球宏观背景

随着2021年这个多事之年走向尾声，新冠变异病毒奥密克戎的到来使明年经济减速和通胀走高的预期雪上加霜。人们主要的担忧是世界在2022年的部分时间究竟会进入新一轮封锁呢，还是虚惊一场？又或者介于两者之间呢？至于美联储方面，其已将重心放在应对通胀问题方面，将会在2022年第一季度加快缩减量化宽松并开始着眼于加息，可能从明年6月份开始加息三次。

## 固定收益

我们对固定收益资产转为适度减配观点，看跌久期风险并对信用风险持中性观点。我们对信用风险（即全球高收益债券和投资级债券，包括新兴市场债券）的观点转为中性。即便如此，当10年期美国国债收益率在2022年上半年向2%走高时，固定收益资产可能会稍微变得更具吸引力，在明年，收益策略可能会带来更好的“回报-风险”表现。

## 资产配置

我们的基本预期是全球经济会维持周期中段扩张的路径，这倾向于支撑股票的表现并导致债券收益率上涨，而这对固定收益资产而言是利空。当前的经济扩张呈现出“周期中段扩张”的许多特点。周期中段扩张还会引起关于本轮周期可能持续多长时间的问题。总体而言，我们的目标是增配成长性资产和实物资产。

## 商品

黄金在上涨的利率和增加的避险需求之间左右为难，预计会继续在1,800美元/盎司左右区间盘整，期间波动增多。奥密克戎可能会在近期限制布伦特原油往80美元/桶上方和伦敦铜往10,000美元/吨上方进一步上涨的空间。具体而言，由于奥密克戎对需求的负面影响以及近期战略石油储备释放带来的供给增加，我们将对布伦特原油价格的观点下调为中性。我们认为布伦特原油在2022年下半年会在75美元/桶。

## 外汇和利率

受到美联储在2022年3月结束缩减量化宽松并在2022年加息三次预期的提振，美元汇率将无视奥密克戎继续上涨。总体而言，我们预计美元/人民币和美元/新加坡元汇率分别在2022年底升至6.55和1.40。前端利率预计终将走出停滞不前的状态。虽然较长期限债券的收益率预计继续爬升，但即将到来的加息会引发收益率曲线进一步平坦化。3个月期美元Libor到2022年底会升向1.15%，而10年期美国国债收益率到2022年底会升至2.15%。

## 股票

对于2022年第一季度，我们维持对股票的“适度增配”观点。对那些重仓美国股票尤其是成长型股票的投资者而言，我们建议稳扎稳打地转向美股中的价值型股票，因为价值型股票会从经济重启中受益。根据我们对过去若干商业周期的观察，在商业周期的中间阶段每股盈利增长会倾向于放缓，但周期性行业例如能源、金融、工业和原材料行业应该会继续产生良好的总回报。

# 全球宏观背景

## 奥密克戎的到来使经济减速和通胀走高雪上加霜

“（奥密克戎）对通胀、经济增长或就业的影响有多大尚不明确……但我的确认为，经过一波又一波疫情的洗礼，人们已学会与之共存……如果从经济运行的状态和强劲的总需求来看，提前结束缩减宽松是正确的，这跟奥密克戎并没有多大关系。”联邦公开市场委员会主席杰罗姆·鲍威尔在2021年12月15日举行的联邦公开市场委员会会议之后对记者称。

随着2021这个多事之年走向尾声，新冠变异病毒奥密克戎的出现使得明年经济减速和通胀走高的预期雪上加霜。人们主要的担忧是世界在2022年的部分时间究竟会进入另一轮封锁呢，或只是虚惊一场？又或者是介于两者之间呢？

新变异病毒的严重性在目前尚不够明确，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存在三种可能的情景，即下文图中所示：1）（绿色）：中性，2）（黄色）：略微下行，以及3）（红色）：负面/悲观。我们目前的基本观点是第2项，即略微下行情景。

**增长前景：**我们虽然预计明年经济增速进一步放缓，但发达市场经济体在2022年仍能够取得高于潜在增长率的增速，由于新兴市场经济体与发达经济体之间在疫苗接种率方面的差距已缩小，因此新兴市场经济体增速在2022年也会实现进一步提升。奥密克戎加大了不确定性，那些对旅游业较为依赖的经济体在2022年的经济复苏可能遭遇进一步延迟。与奥密克戎风险同时并存的还有中国经济持续减速，中国当局正在尽最大努力稳定经济。

**美国通胀前景：**我们认为，受供应链瓶颈、劳动力/原材料短缺、住房和工资-物价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至2022年上半年，而后转为降低。奥密克戎变异病毒的到来会使得通胀分析复杂化。如果新变异病毒再现或取代德尔塔变异病毒的主流地位，那么奥密克戎也会像之前的变异病毒在2021年初的情况那样加大通胀压力，加剧供应链的混乱局面以及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），我们预计美联储在2022年会有三次加息，其中第一次在6月份。诚然，美联储也有可能会在2022年3月结束缩减量化宽松后的任何时间加息。我们对加息的预测是基于美国通胀压力持续更长时间这一情况（尤其是在2022年初），这会使美联储在2022年提前加息和增加加息次数的可能性升高。

我们在评估新冠变异病毒对经济增长和通胀前景的影响时强调存在以下三种可能的情景：

2022年我们关于奥密克戎的思考			
情景	绿色：中性	黄色：略微下行	红色：负面
当前疫苗的有效性	总体有效	部分有效	无效
住院率	正常	较高，但可控	严重
对重启的影响	一切照常	一切照常，但有些调整	一切重来-回到2021年初的状态
对经济重启和复苏的影响	大多数经济体继续重启和复苏，尤其是那些疫苗接种率充足或上升的经济体。	大多数经济体能够以谨慎的方式重启经济，可能会为了抑制感染率/重症暴增而偶尔采取限制措施。	经济失速风险：需要采取物理/社交隔离措施（即“封锁”）直至（新的）疫苗接种率上升至充分水平，即与2020年末/2021年初的情况相似。
对全球经济增长和行业的影响	影响持续至2022年甚至可能更长时间；制造业和服务业继续复苏，服务业有可能表现更佳。	暂时性影响全球经济增长，偶尔会面对面服务、旅游业、出行、餐饮、线下实体零售业造成破坏；制造业能够正常运行，上半年亏损，并通过下半年的较好表现得到弥补。	经济增长受阻：由于实施社交隔离和旅行限制措施，至少有几个月经济活动受到扰乱；与2020末/2021年初的情况相似；制造业能够正常运行，但面对面服务业将遭遇困境。
对通胀的影响	在消费需求继续回升的同时，由于供应链/物流瓶颈问题需要几个月时间才能解决，引起增长驱动型的通胀，通胀上行压力至少持续至2022年上半年。	由于消费需求没有受到严重影响，通胀上行压力维持，重要的是，由于定期封锁的关系，供应链/物流瓶颈问题会持续或甚至恶化。	由于制造业偶尔遭遇封锁/物流供应链中断导致通胀上行压力加剧；消费需求减弱但不足以抵消供应链的压力
对央行政策的影响	继续退出宽松措施，美联储在2022年3月完成QE缩减，并在2022年进行三次加息，其中第一次在6月，如通胀加快，有可能会加快加息。	继续退出宽松措施，但由于存在不确定性而更加谨慎，美联储在2022年3月完成QE缩减，并进行三次加息，第一次在6月份	维持宽松或由于不确定性上升而推出进一步刺激措施。美联储延长缩减QE的时间表并将首次加息推迟至2022年末或甚至2023年。
对财政政策的影响	退出过去的财政刺激措施	退出过去的财政刺激措施	再次延长财政刺激措施
风险偏好	逐险：促增长	适度下行：偶尔发生中断，但保持增长	避险：某些行业遭遇挫折，增长明显放缓
资料来源：大华银行全球经济与市场研究部			

## 资产配置

2021年第四季度，全球各资产大类遭遇经济减速、通胀上升、主要国家央行转向鹰派以及新冠疫情徘徊不去等诸多挑战。但到了季度末的时候，全球宏观形势似乎经受住了这一切不利因素的考验，并为全球市场在2022年开拓了一条更为平坦的路径，我们将之称为“周期中段扩张”。

我们的基本预期是全球经济会继续在“周期中段扩张”路线上前行，这倾向于提振股市和引起债券收益率上升，这对固定收益资产而言是利空。我们预计疫情作为市场主要驱动因素的作用将会减弱，但新冠变异病毒的风险仍将持续存在。随着12月走向尾声，我们认为应该承认奥密克戎是一项风险，但目前还无需为此开始转变我们的基本预期。随着奥密克戎变异病毒的传染性、免疫逃逸水平和致病严重程度相关信息在下个月变得更加明朗，我们将能够更好地评估是否需要修改我们的基本观点。就目前而言，我们基本观点的其中一部分是，对新冠变异病毒的恐慌可能会成为接下来几年风险管理流程的一个典型组成部分。

当前的经济扩张呈现出许多“周期中段扩张”的特点。首先，大多数主要经济体的总体经济活动已经从2020年的衰退中复苏，并已恢复至疫情前水平。由于主要经济体的经济扩张继续保持在趋势增长率以上，这类扩张的典型特征为通胀率上升、利率上行、房地产和商品等实体类资产的价格上涨。2022年全球GDP增速预测为4.5%，这是一个良好的增长水平，高于我们称之为“趋势增长率”的3.5%。

欧美通胀率上升，房地产和商品等实物资产的价格上涨，通常

而言，随着经济体经历“周期中段扩张”，成长性资产如股票的表现会优于安全资产例如债券。企业盈利将会从高于趋势增长率的经济增长中受益，从而支撑股票价格上涨。但通胀率上升会导致利率上调，这对债券而言是利空。

周期中段扩张也引起了关于经济周期会持续多久的问题。在过去五十年，平均的经济周期大约为7年，本轮经济复苏和扩张周期是在2020年中开始的，因此到目前为止只经过了一年半，意味着目前的经济扩张环境可能至少还有几年时间的投资窗口。

然而，通胀率上升可能意味着经济周期会提前结束。总体而言，我们建议在2022年投资成长性资产，但在2023年底的时候需要开始寻找是否存在本次周期短于预期的迹象。本次经济周期可能会经历长达若干年的扩张，但疫情引发的衰退与其他几轮经济周期的衰退相比具有不同的特点，因此有必要关注明年经济扩张的不同模式。

总体而言，我们的目标是增配成长性资产和实物资产。这意味着我们看涨股票、商品并建议进行房地产投资。我们看跌固定收益类资产，并对政府债券保持最大程度的谨慎，在固定收益资产板块内部，我们偏好公司债和较高收益的债券。

我们认为Alpha-创造型策略例如另类投资和对冲基金在这样的环境下应该能表现良好。我们对现金类资产持中性观点，直到短期收益率在明年开始上涨为止。

## 2022年第一季度全球资产配置

	减配	适度减配	中性	适度增配	增配
股票				✓	
固定收益		✓			
商品				✓	
另类资产(对冲策略)				✓	
现金类资产			✓		

# 股票

随着风险资产强势上涨中，我们开始进入2022年，我们注意到目前的总体投资环境与20世纪90年代末相似。当时全球经济从亚洲经济危机带来的衰退中走出，美国的经济强劲，而世界上其他国家和地区则疲软，利率和债券收益率处于低位，1999年初到2000年末期间美元升值而CRB商品指数翻倍。

**当前投资者的恐惧——与90年代惊人的相似。**在90年代期间，纳斯达克指数从1999年到2000年3月份（科技股泡沫开始破裂）期间暴涨120%，而SPX（标普500）指数同期上涨26%。20世纪90年代末，在美联储开始加息很久以后，股市继续高歌前进。所有这一切几乎与今时今日的情况一致，除了引领股市上涨的是一组不同的股票之外，并且目前距离美联储开始收紧政策仍有几个月时间。

**历史不会重演，但总是惊人的相似。**当然，历史的确不会重复，尤其是因为并非所有因素总会保持一致。当前的一个主要不同之处在于企业盈利的强劲回升。自2020年中以来企业每股收益的跳涨是史无前例的，这也许能够解释为什么当前的价格上涨速度与20世纪90年代末相似，但估值仍低于当时的原因。当前强劲的企业盈利增长与名义GDP增速上升、生产效率强劲增长以及超强的商品需求增长有很大关系。由于债券收益率比20世纪90年代低得多，当前的股票风险溢价显著高于当时。因此，目前的牛市短期内仍可能呈抛物线走势，特别是当通胀压力比预期更快缓和的情况下尤为如此（通胀率应该会在2022年下降）。由于零售（散户）交易保持强劲，因此未来还会有强劲的上涨势头，但债券收益率大幅上升会将股票按收益率调整后的PE倍数推高，从而引起估值过高的担忧。

**股市泡沫是由某些板块推动。**展望未来，基础市场条件将会发生变化。在未来3到6个月期间，投资环境可能会变得更为复杂，各种风险开始增大。首先，美国股市目前来说已经估值过高，且未来可能尤甚。标普500指数市净率（P/B）倍数为4.4倍；这一指标在2000年科技股泡沫破裂当时曾五次触顶。对股票估值而言，市净率（P/B）倍数比市盈率（P/E）是更好的指标，这是因为市净率不受短期盈利波动或操纵的影响。第二，股市总市值与M2货币供应量之间的比例正在达到最高点，虽然M2已经呈指数级增长。这可能表明货币供应量的爆炸性增长已经在股价的急剧暴涨中得到体现或被股价所消化。从历史角度而言，当这一比例较高的时候，股市会变得更加脆弱。第三，联邦公开市场委员会在12

月份的最新会议上表明美联储会将缩减资产购买的节奏加倍，并将加息的节奏提高到2022年三次加息，盈利为负的成长型股票将遭遇更大的波动和抛售。较高的市盈率倍数不一定意味着会崩盘，而只是意味着投资者在这样的情况下更应该居安思危和调整投资组合的配置权重从而减少风险。

**2022年的股市投资策略—偏好美国以外的股市，价值型股票和小市值股票。**

面对美国股市日益增加的不确定性，我们提高了欧洲、日本和亚洲新兴市场国家股市的资产配置股票权重，并减少了美国股市配置权重。迄今为止，世界上其他国家股市每股盈利的上涨速度落后于美国，因此在接下来12个月期间具有“追赶”潜力和较低的盈利波动性。如之前所见，债券收益率预期中的上涨趋势也会有助于欧洲和日本股市，这是根据我们对股票指数总回报在5年期通胀保值债券（TIPS）收益率每变动1pp情况下进行回归分析得出的结果。部分原因可归于周期性股票在这些指数中占较大比例，而周期性股票倾向于跟债券收益率上升（意味着经济复苏）呈正相关关系。对经济增长敏感的新兴市场国家资产和商品（除能源外）仍然较为脆弱。虽然期望立即发生增速改善是不现实的，但中国股市似乎已经被风险资产所消化，并已体现在较低的估值中，这限制了股市的下行风险。此外，如果中国政府放松政策促增长，那么会对新兴市场国家资产整体带来支持，但首先会使中国股市收益。我们继续看好中国股票。

**总之，我们维持对股票这个资产大类整体的“适度增配”观点。**虽然股市近期可能会下跌，但随着经济走过重启和复苏的最后一个阶段，整体投资环境在2022年上半年会变得复杂。对那些重仓美国股票尤其是成长性股票的投资者而言，我们建议稳扎稳打地转向美股中的价值型股票，这是因为价值型股票会从美国以及欧日和亚洲新兴市场国家的经济重启中受益。这一转变是因为我们持续担忧股市估值过高，这意味着当债券收益持续上涨的情况下股市可能会遭遇抛售。根据我们的风格因素回归分析，我们发现，5年期通胀保值债券收益率每变动1个基点，小市值股票和价值型股票倾向于产生最强劲的总回报。各大央行启动货币正常化使得我们坚定地进入商业周期的中期阶段。从我们对过去若干商业周期的观察来看，在这个阶段每股盈利增长倾向于放缓，但周期性行业例如能源、金融、工业和原材料行业（以及科技行业，但由于目前科技股估值过高，我们对此持犹疑态度）应该会继续产生良好的总回报。

## 商品

### 奥密克戎是否会终结布伦特原油和铜的强劲涨势？

在今年10月和11月初，布伦特原油和伦敦铜的强劲涨势似乎在今年最后一个季度进入了自动驾驶模式。布伦特原油和伦敦铜涨势一度风光无限，无人能挡。在10月中旬的时候，布伦特原油已上涨超过85美元/桶，而伦敦铜价格则冲上10,000/吨上方至几乎高达10,500美元/吨的水平。然后，感恩节期间奥密克戎出现，引发伦敦铜价格大幅回撤至9,400美元/吨，并导致布伦特原油价格大跌至70美元/桶。这轮工业和能源板块的强劲上涨是否终于到头了？

### 黄金：夹在美联储货币正常化风险与新一轮避险需求之间左右为难

黄金交易模式的摇摆不定可能会在未来几个月再现。一方面，市场人士对通胀水平的担忧，美联储更加激进的货币政策正常化立场会导致美元走强和美国国债收益率走高，这两个都会限制黄金价格进一步上涨。而另一方面，奥密克戎对经济增长带来的新一轮威胁以及其他事件风险毫无疑问会助长人们对黄金的避险需求。这也是为什么基金经理继续为高风险投资组合配置一小部分黄金来作为尾部风险对冲的原因。实际收益率为负也被认为是黄金的另一个主要支撑因素。总体而言，我们继续维持对黄金的中性观点，预计黄金价格在2022年的四个季度维持在1,800美元/盎司，黄金现货价格普遍在1,800美元/盎司。

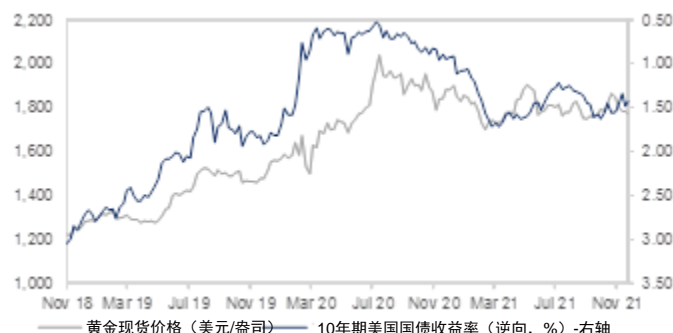
### 伦敦铜：奥密克戎风险和中国经济减速限制伦敦铜价格进一步上涨

中国经济放缓，在冬季和农历新年的淡季期间工业需求也可能减弱。除了中国经济减速风险之外，奥密克戎变异病毒也给全球经济进一步增加了不确定性。因此，考虑到一方面全球库存形势紧张，另一方面中国经济增速放缓和奥密克戎的潜在负面影响，我们维持对伦敦铜的谨慎中性观点。要点是10,000美元/吨的水平是伦敦铜价格近期的关键阻力位。总体而言，我们将2022年四个季度的伦敦铜价格预测维持在9,000美元/吨。

### 布伦特原油：奥密克戎给即将到来的能源需求复苏带来不确定性

在感恩节长周末假期间，奥密克戎变异病毒的消息给金融市场带来冲击，引发布伦特原油价格崩盘，大幅下跌10美元/桶至72美元/桶。奥密克戎变异病毒是在第四波疫情席卷德国和欧洲的同时到来的，也正好是中国发生经济减速的时候。考虑到与奥密克戎对全球能源需求负面影响相关的不确定性，我们认为有必要将对布伦特原油价格的预测从正面下调为中性，并将点位预测降低为2022年上半年在70美元/桶，下半年在75美元/桶。布伦特原油当前近月期货价格在72美元/桶。

### 黄金：美国国债收益率上升对黄金构成利空



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

### 铜：在进入季节性衰退之前，中国的铜需求可能已见顶



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

### 布伦特原油：在奥密克戎到来之前，美国的原油库存曾有过良性的下降



资料来源：彭博社、大华银行全球经济与市场研究部

## 固定收益

全球大多数固定收益市场的回报在2021年第四季度转负。在过去的一个季度，由于市场对央行加快收紧政策的预期，短到中期债券收益率走高。随着通胀走高的趋势持续，价格上涨越来越被认为是更具持续性的（即价格高企可能会维持至2022年上半年）。由于政策收紧存在不确定性，以及市场人士猜测由于企业倾向于采取对股东更为友好的措施从而影响资产负债表的表现，全球债券息差扩大。具体而言，由于中国房地产行业持续面临违约风险，亚洲高收益债券息差大幅走阔。

总体而言，虽然人们担忧德尔塔和最新的奥密克戎变异病毒会如何影响供应链瓶颈并给经济增长和通胀造成难题，但全球经济增长势头仍保持稳固。亚洲方面，中国的降杠杆和“共同富裕”（即减少收入不平等）双目标可能会抑制近期的经济增长。

今年12月举行的最新一轮联邦公开市场委员会会议表明美联储将加快缩减量化宽松并在描述通胀时弃用“暂时性”一词。大华银行投资观察认为，缩减量化宽松的时间表将会在2022年3月完结。我们预计美联储会在2022年开始上调联邦基金利率，可能加息三次，每次25个基点，其中首次加息在6月，而后分别在9月和12月各加息一次，每次25个基点。之后，我们预计在2023年还会有两次加息，每次25个基点。美联储有可能会在2022年3月完成缩减量化宽松后的任何时间启动加息周期。最后，我们预计10年期美国国债收益率在2022年上半年升向2%。

**我们对固定收益资产大类转向适度减持观点，我们对久期风险看空并对信用风险持中性观点。**虽然2022年经济活动预计保持健康并维持在趋势增长率以上的增长水平，但如果德尔塔/奥密克戎变异病毒引起的供应短缺持续，那么供应受限类别商品对核心通胀率的贡献可能比大多数市场人士想象的更持久。对企业而言面临的一项潜在挑战是如何在面对成本压力的同时守住利润率。在美国，由于熟练劳动力供应发生非暂时性的减少导

致该国存在持续的劳动力工资上涨压力。这种情况会给利润率带来下行压力以及给债券收益率带来上行压力。在目前这个时点，我们对久期风险看空和对信用风险（即全球高收益债券和投资级债券，包括新兴市场债券）持中性观点。

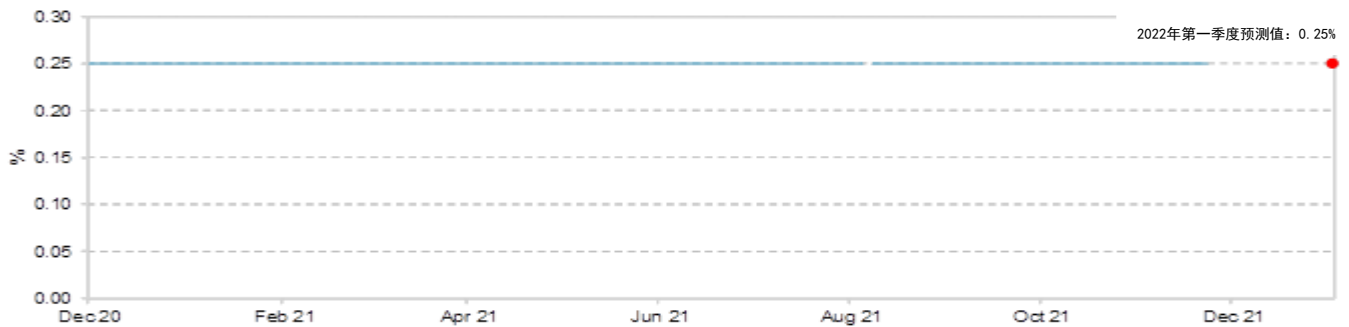
**我们转为对信用风险（即全球高收益债券和投资级债券，包括新兴市场债券）持中性观点。**虽然经济复苏持续超出趋势增长率以上，债券息差应该会保持较窄的水平，但考虑到2022年货币政策预期收紧相关的不确定性，明年的债券息差波动性可能会增大。

投资者应保持关注中国当局如何处理房地产去杠杆及其影响。虽然中国整个房地产行业对经济总体而言具有系统重要性，但个别开发商并不会被认为具有系统重要性。我们注意到房地产开发商和相关行业（例如重型机械设备和建材供应商）的总债务水平已经占到中国金融体系的35%，相当于中国GDP的100%。政府当局很有可能会采取措施确保整个房地产行业受到的影响有限，即使允许个别开发商破产。但话又说回来，如果房地产行业困境蔓延迹象增加，中国当局可能会帮助缓解资金压力和通过协调大型国有银行和政策调整来重振投资者信心。

**当10年期美国国债收益率在2022年上半年向2%走高时，固定收益资产大类可能稍微变得更具吸引力。**在这方面来说，收益策略在明年可能会产生更好的回报-风险表现。2021年迄今为止，虽然股票和商品已大幅上涨，但从现在开始，如果通胀率上升迫使各大央行提前收回资产购买形式的政策支持，那么股票的回报增长可能会放缓。我们认为投资者会回到收益为主的投资策略，这种策略试图在债券的稳定收益和股票的较高股息收益之间取得平衡，从而实现比纯股票投资更稳定可靠的回报和较小的波动。我们认为这种投资策略在过去一年较少被关注，但到2022年上半年的时候对投资者而言不失为一种良好的备选策略。

## 美国

### 联邦基金利率



联邦基金利率

正如市场人士所普遍预期的那样，美联储在今年12月举行的联邦公开市场委员会会议上宣布加快缩减量化宽松。根据其决定，从2022年1月开始，每月至少增加400亿美元的国债持有量和至少200亿美元的机构抵押支持证券，从2022年2月开始，每月至少增加200亿美元的国债持有量以及至少100亿美元的机构抵押支持证券，之后在2022年3月完成缩减。此后，我们预计美联储在2022年会加息三次，与2021年12月的点阵图保持一致。

我们预测美联储首次上调联邦基金目标利率会在2022年6月份，上调25个基点至0.25-0.50%区间，之后在2022年9月和12月分别加息一次。我们预计美联储在2023年还会有两次加息，每次加息25个基点（分别在第一季度和第三季度）。我们强调指出，美联储有可能会在2022年3月结束缩减量化宽松之后的任何时间加息。美国通胀压力持续更长时间（尤其是在2022年初）可能会使得美联储在2022年提前加息和增加加息次数的可能性升高，特别是当就业形势大幅改善并超越疫情前水平的情况下尤为如此。一方面，奥密克戎的发展形势在很大程度上仍是一个未知数（就目前而言），既可能减弱也可能增强加息预期。

### 3个月期美元Libor



— 3个月期Libor

- 我们预计3个月期Libor到2022年第一季度末会大约在0.23%。
- Libor在2022年会进入上行周期，Libor曲线将陡峭化且与联邦基金利率之间的利差会扩大。
- 流动性形势虽然没有之前那么宽松，但远未到紧张的地步。我们可能会看到联邦公开市场委员会在2022年后期会有不再将到期债券进行再投资的讨论。

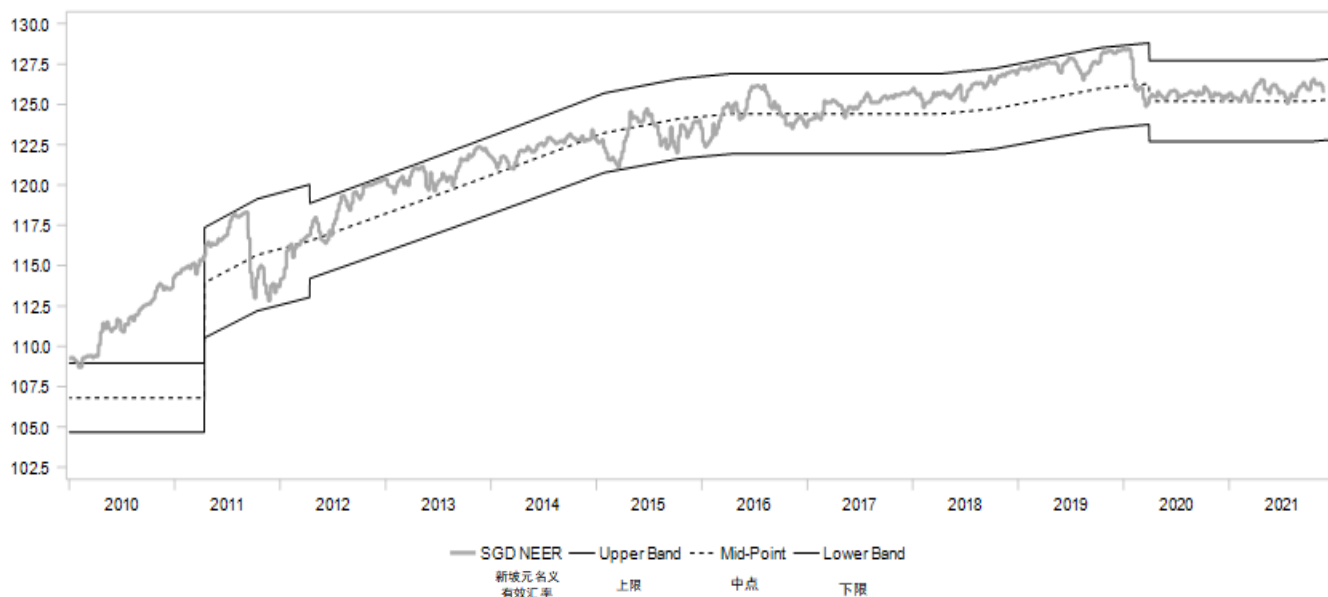
### 10年期美国国债收益率



— 10年期美国国债收益率

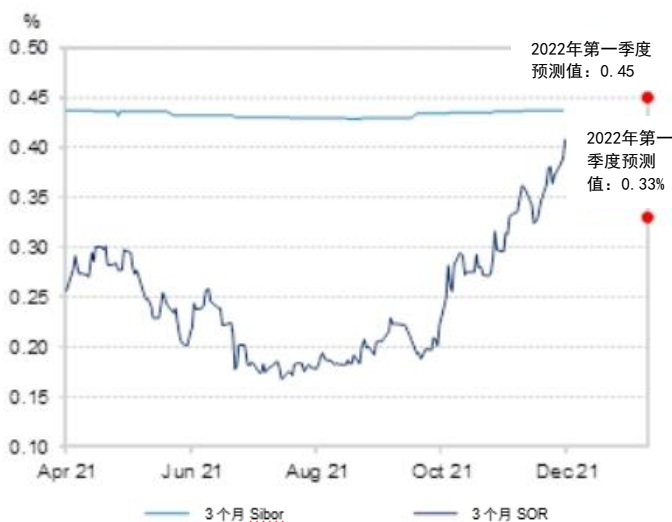
- 我们预计10年期美国国债收益率到2022年第一季度末会在1.80%。
- 10年期美国国债收益率上升周期的最高点会在政策收紧周期的后期发生。
- 10年期美国国债收益率的上限将取决于其他资产大类在未来对联邦基金利率走高的适应情况而定。

新元名义有效汇率



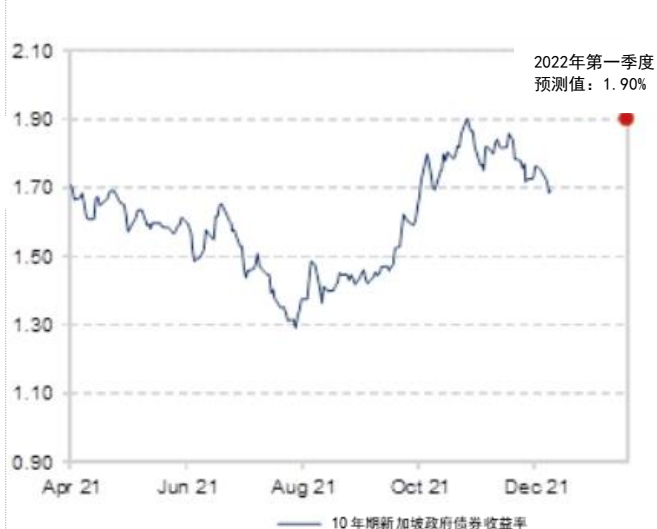
新加坡2021和2022年GDP增速预计分别为6.8%和3.5%。在今年10月份发布的最新一期政策声明中，新加坡金管局出乎市场意料地上调了新元名义有效汇率区间的斜率，并维持政策区间的中点和宽度不变。这表明金管局对中期通胀压力越来越谨慎。在不发生任何意外的经济形势恶化的情况下，我们认为金管局可能会在2022年4月以及之后的期间进一步收紧政策，从而将政策立场恢复到疫情前水平。因此，我们认为新元名义有效汇率政策区间在2022年4月再次略微陡峭化（斜率增加0.5%）是有可能的，届时斜率将变为1.0%。在美元对其他货币普遍走强的背景下，上述情况意味着新元与其他货币相比，对美元汇率下跌的幅度会较小。因此，我们重申美元/新元汇率适度走高的观点，点位预测分别为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。

3个月期新加坡元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）



- 我们预计 3 个月期新元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）到 2022 年第一季度末分别在 0.33%和 0.45%。
- 6 个月期的 SIBOR 定价将会在 2022 年 3 月底停止。
- SOR 曲线将随着美元 Libor 曲线的变动而陡峭化。

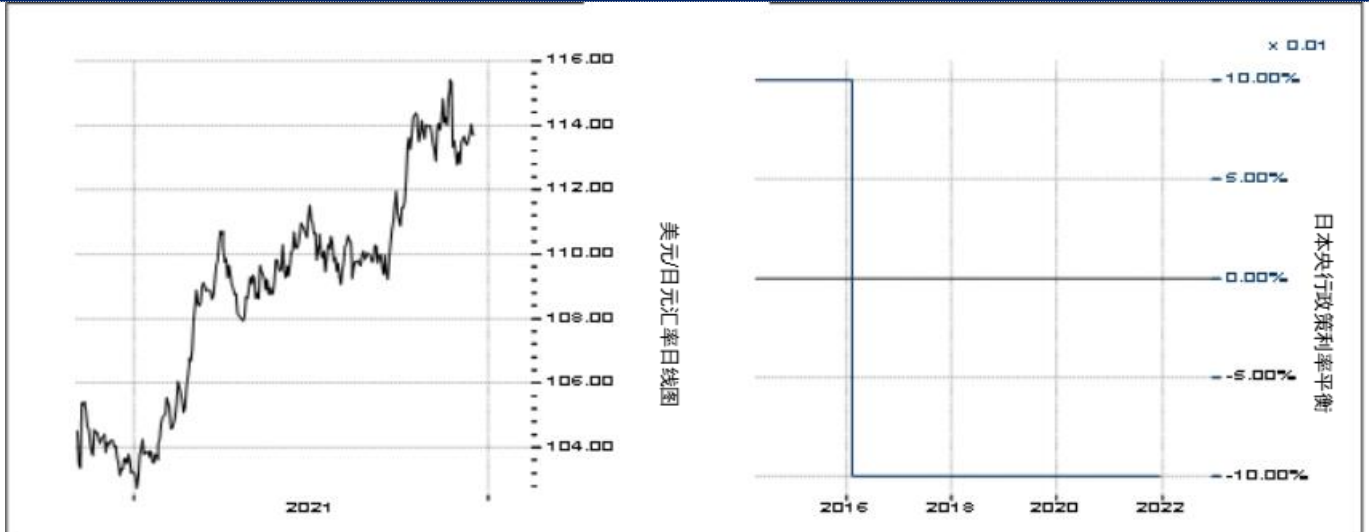
10年期新加坡政府债券



- 我们预计 10 年期新加坡政府债券收益率到 2022 年第一季度末为 1.90%。
- 收益率上行趋势是源自于对美国国债收益率的观点。
- 新加坡政府债券的 2022 年拍卖时间表偏向 2 年期和 5 年期债券。其对影响美国国债收益率曲线的周期性平坦化力量形成补充。



## 日本

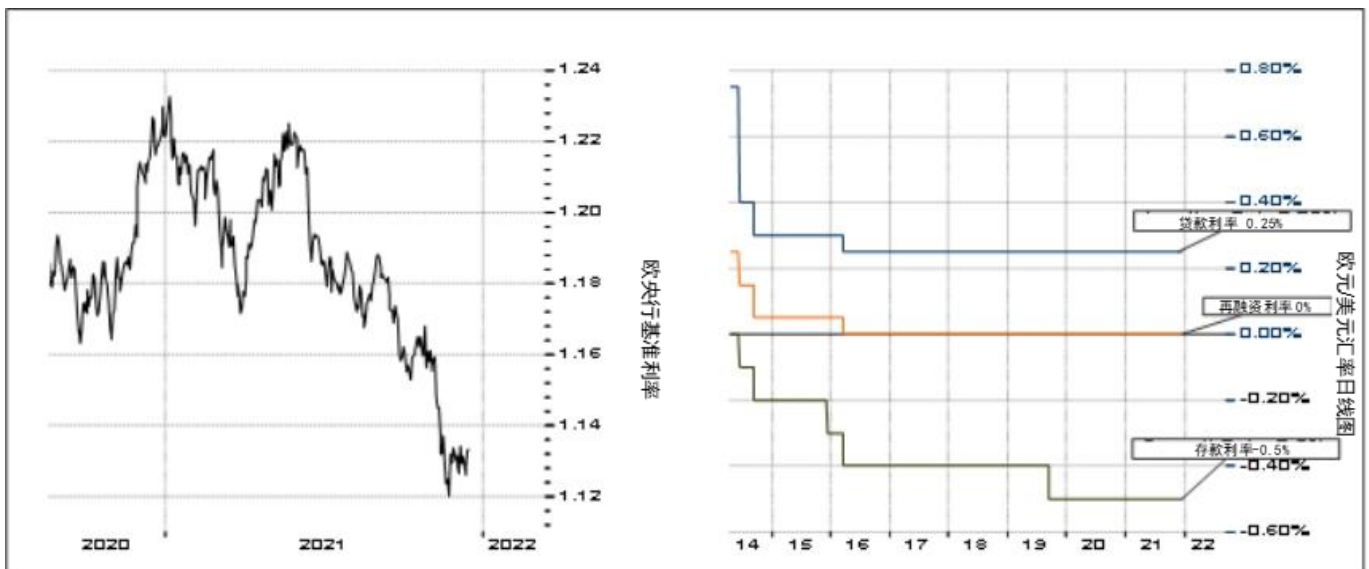


来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

在12月份的货币政策会议上，日本央行维持政策利率不变但作出了一些调整，包括将新冠疫情中小企业贷款计划的期限延长六个月但微调了贷款条件，并从2022年4月开始将企业债券和商票购买规模减少到疫情前水平（称“日本的金融形势已改善”）。由于日本近期经济增长前景不明朗且通胀前景甚至有可能更弱（由于原油价格修正），使得我们坚持认为日本央行不会很快收紧政策，因此我们对该国央行的政策展望保持不变。有一种根深蒂固的看法认为，日本跟其他G7国家不同，日本央行没有多少（或根本没有）货币政策正常化的空间，并将会保持按兵不动至少到2023年4月（行长黑田预定离任时间）为止。

当奥密克戎出现时，美元/日元汇率（在11月26日）暴跌2%至113.05，是自从去年3月份以来1天内最大跌幅。在公布奥密克戎消息的一周，日元期货净空头头寸以2020年3月以来最快的周速度减少。近期的避险资金流入可能会使美元/日元汇率保持在目前约114的水平，之后由于美联储加息预期进一步上升以及美国国债收益率走高支撑起美元/日元汇率在后期逐渐回升。美元/日元汇率更新后的点位预测为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。

## 欧元区

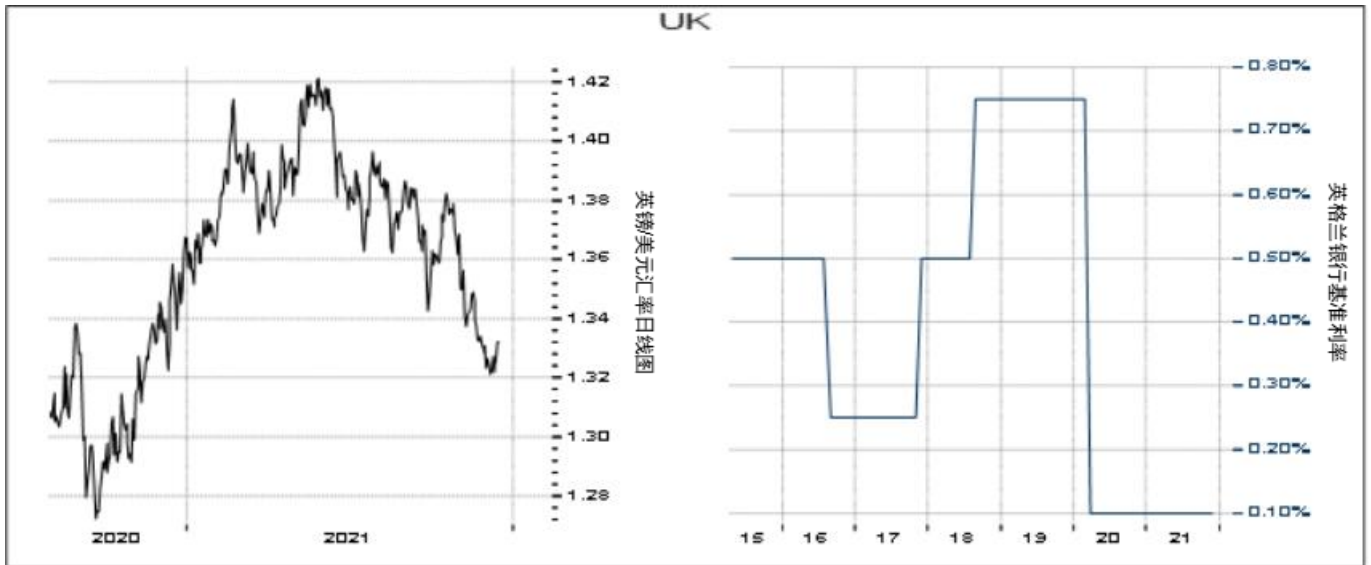


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

随着定于2022年3月底到期的1.85万亿欧元疫情紧急购债计划（PEPP）逐渐告一段落，2022年第一季度该计划项下的债券购买节奏将会比2021年第四季度放缓。然而，资产购买计划（APP）项下的债券购买节奏将会加快，以便作为疫情紧急购债计划（PEPP）的衔接过渡，该计划项下的净购买规模在2022年第二季度为每月400亿欧元，第三季度为每月300亿欧元，之后欧央行会在必要的期间内将资产购买计划项下的净资产购买规模维持在每月200亿欧元。至于政策利率，我们认为至少到2023年中后期为止不会有任何加息。

虽然奥密克戎的出现促使市场人士重新审视对欧元/美元汇率空头的一致共识，但不太可能导致欧元/美元汇率持续回升，这是因为收益差幅仍继续下滑。因此，我们维持对欧元/美元汇率的负面观点，将点位预测更新为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。

## 英国

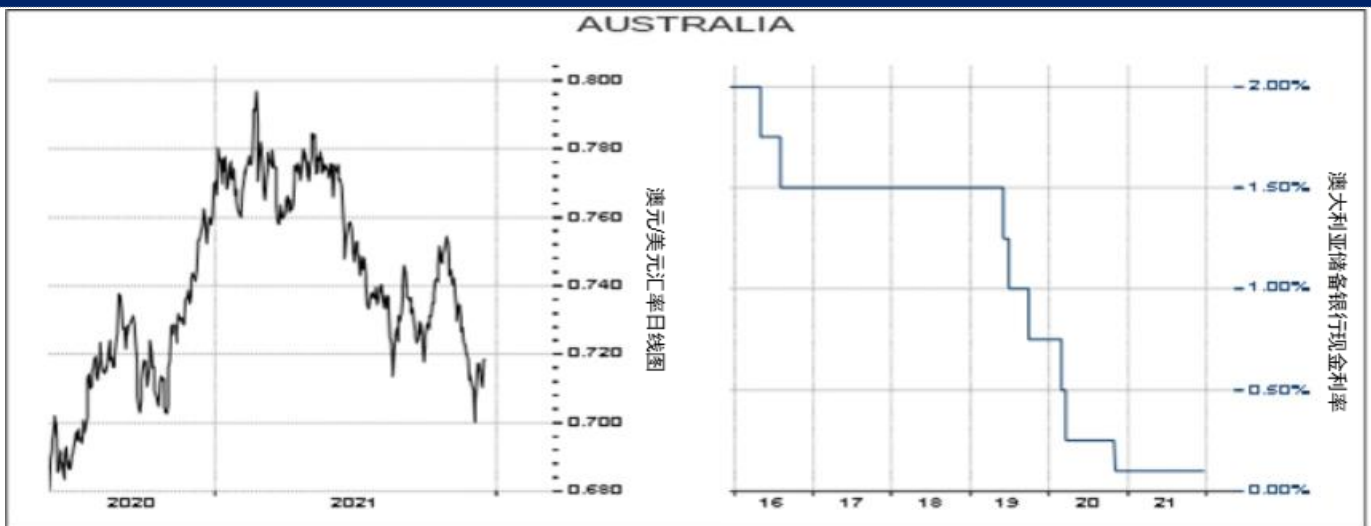


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

就目前而言,我们预计英格兰银行在明年会再有两次加息。我们暂定该国央行在明年2月份加息25个基点至0.50%,据报道称该利率为一个门槛值,上调至该利率后,央行会使其规模达8750亿英镑的资产购买计划内到期的英国国债从投资组合中退出,且不会被替换,并且还可能决定英国央行是否会将明年3月份到期的债券产生的280亿英镑收益再投资。后期,我们预计英国央行会在8月份再次加息25个基点,从而在2022年底前将银行基准利率上调至0.75%。

与市场人士对英国央行加息采取激进定价相比,英镑/美元汇率交投于1年低位这一情况显得格格不入。这种不相称的情况将会通过英镑/美元汇率在未来走高得到解决。此外,从长期来看,我们继续认为,基于贸易加权观点,英镑具有吸引力。总体而言,我们维持英镑/美元汇率的上行观点,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。我们对英镑的正面观点所面临的风险包括奥密克戎引起疫情形势恶化导致重回封锁,以及英国当局可能会援引《北爱尔兰议定书》第16条,这可能会导致两年前达成的英国脱欧协议的部分内容暂停。

## 澳大利亚

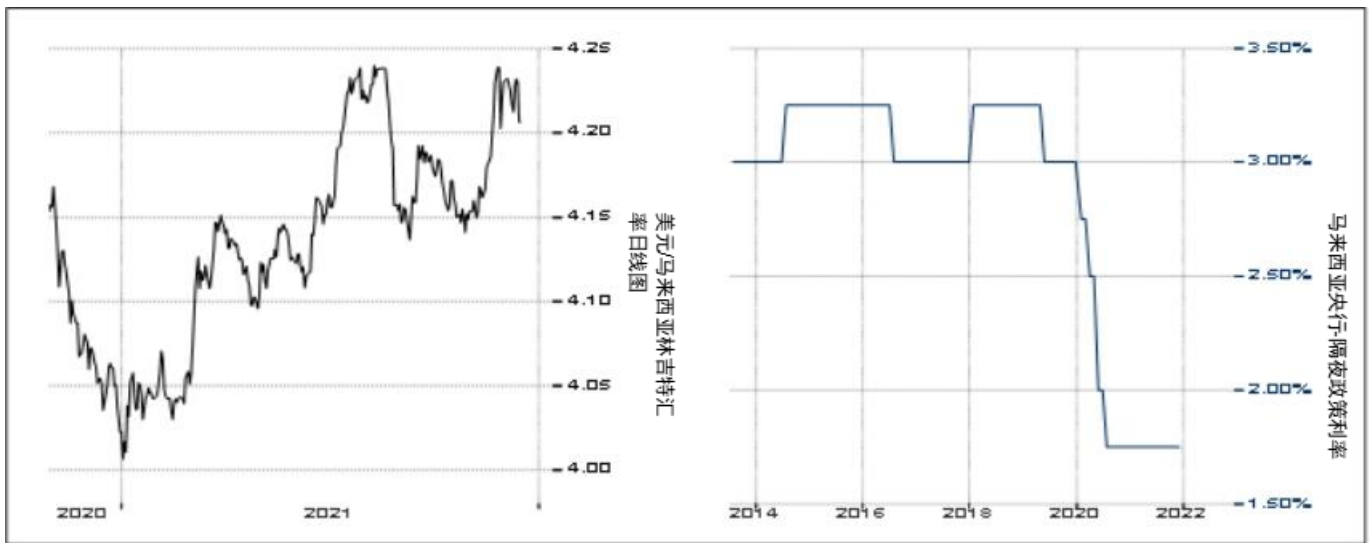


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

澳大利亚储备银行的下一次会议将在2022年2月1日举行,考虑到届时会对债券购买计划进行定期审视,因此该次会议会更具重要性。关于现金利率目标方面,我们目前认为该国央行可能会比我们起初预计的2024年初更早开始加息,虽然我们仍认为目前市场对该国央行加息的计价是过于激进了。在目前这个时间点,我们暂定该国央行于2023年第四季度加息。

今年11月末,澳元/美元汇率从10月末的0.7556高位暴跌至0.7000,是14个月内的最低水平。澳大利亚储备银行转向鸽派立场几乎没有为澳元/美元汇率的未来走势提供支持。虽然该国央行在11月份取消了3年期国债收益率目标,并提醒称澳大利亚与其他发达国家相比不存在“通胀问题”,最新数据和预测表明没有必要在2022年加息。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。总体而言,我们维持对澳元/美元汇率的谨慎观点,将这一汇率在明年4个季度的点位预测下调100pip,分别为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。

## 马来西亚

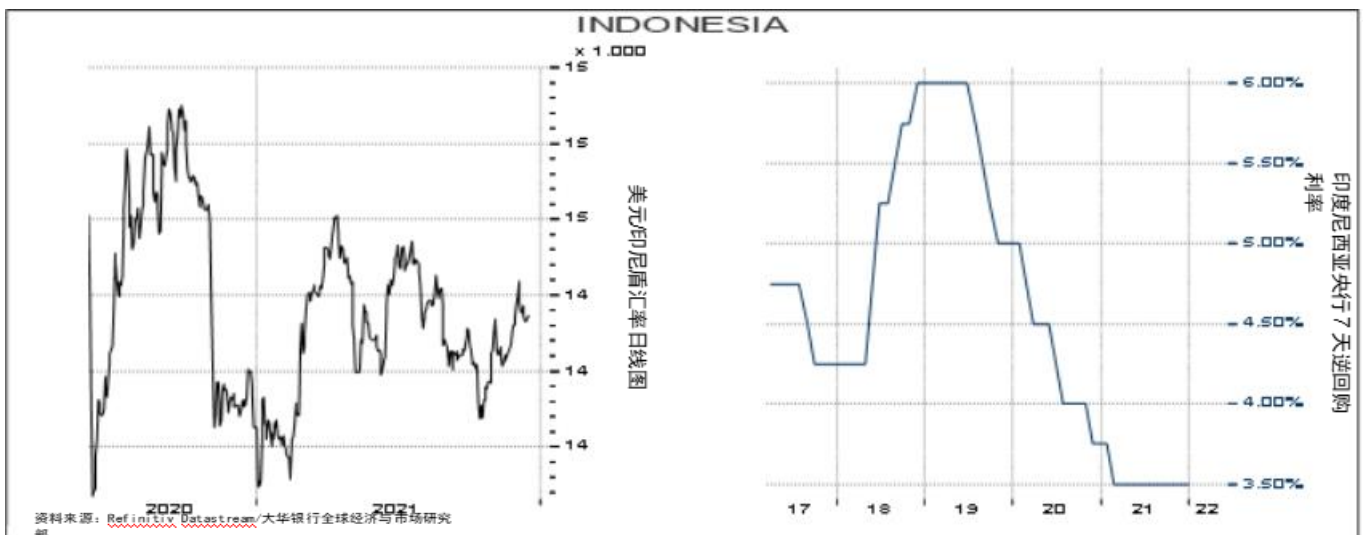


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

由于疫情相关的不确定性,以及旷日持久且恶化的供应链混乱局面的影响徘徊不去,马来西亚银行在11月3日举行的会议上连续第八次将隔夜政策利率维持在1.75%不变。考虑到2022年预算案提供的进一步财政政策支持,11月份货币政策委员会会议上发布的大体上中性的政策声明,以及马来西亚国内经济处于经济复苏早期,我们继续预计该国央行会将隔夜政策利率保持不变至2022年中,此后预计会在2022年第三季度加息25个基点至2.00%。

我们认为可能引发马来西亚央行提前加息的因素如下:接下来几个月国内经济增长更加稳健,以及随着经济恢复,成本的上涨能够更好地传递到消费端。我们继续认为,由于美元可能进一步走强,马来西亚林吉特汇率倾向于走弱至2022年。市场人士对布伦特原油价格的中性观点,马来西亚国内可能重现政治方面担忧以及国内政策的不确定性都会在明年削弱市场对马来西亚林吉特的信心。我们将美元/马来西亚林吉特汇率的点位预测更新为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。

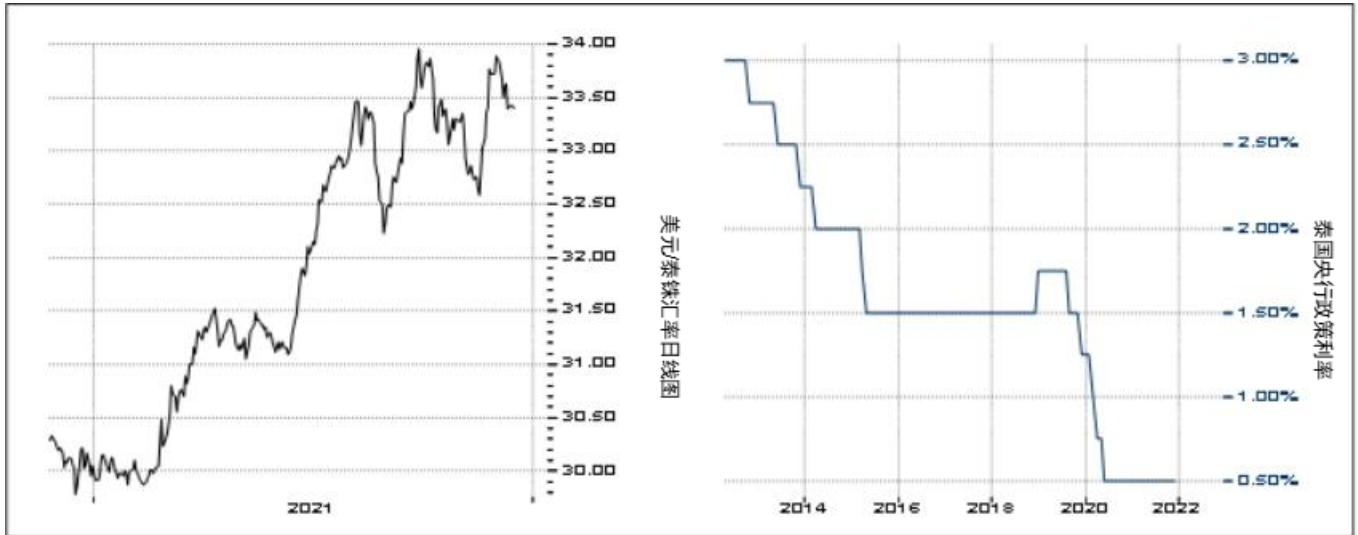
## 印度尼西亚



资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

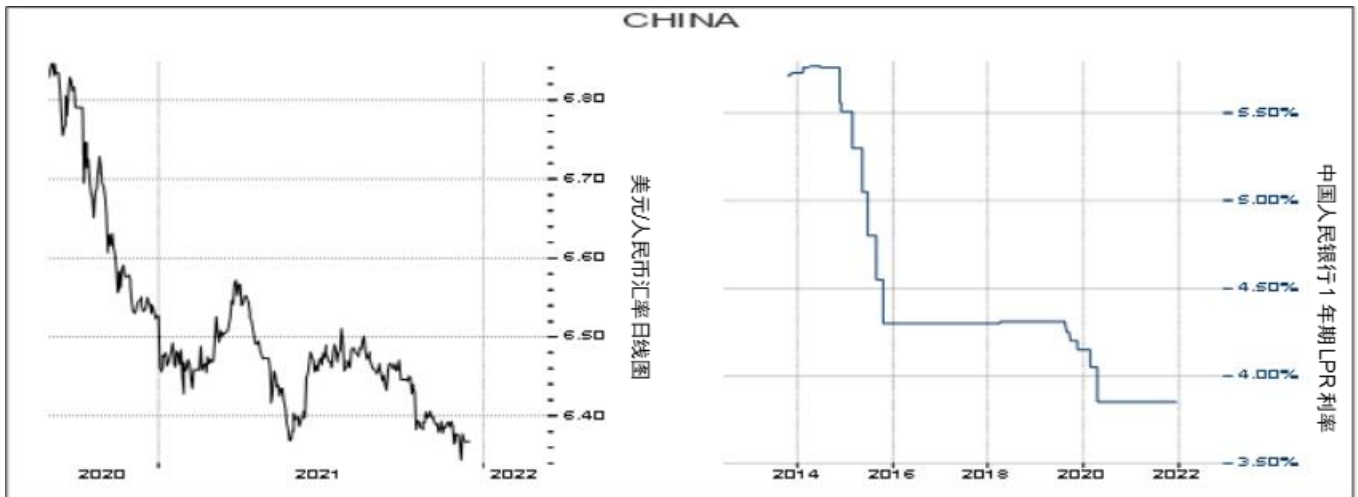
印度尼西亚央行将基准利率维持在2021年2月份以来的历史低位3.50%不变。该国央行重申其决定与巩固金融稳定性并促增长的政策保持一致。尽管如此,我们认为该国央行可能会在2022年下半年期间开启政策利率正常化。与国内需求复苏保持一致,通胀的抬头可能开始成为该国央行改变政策利率的原因。此外,美联储加速缩减量化宽松以及早于预期加息等外部因素也会对印度尼西亚央行形成额外压力,迫使其更快进入加息周期。就目前而言,由于通胀率维持在该国央行设定的目标区间2%-4%以下,该国央行有政策空间保持宽松来支持经济复苏。因此,我们预计印度尼西亚央行在2022年上半年会继续维持基准利率不变。尽管如此,我们认为加息周期会很快开启,预计印度尼西亚央行会在2022年下半年开始上调基准利率。我们目前的预测是在2022年第三季度加息两次,每次25个基点,从而将利率上调至4.00%,之后在2022年第四季度再加息两次,每次25个基点,将利率上调至4.50%。我们目前将印度尼西亚央行的最终利率预测定在5.00%,可能会在2023年第一季度上调至该利率。但仍有若干理由对印尼盾汇率未来的表现保持谨慎,包括该国疫苗接种放缓,给经济复苏带来不确定性,并且印度尼西亚政府债券收益率对美国国债收益率的收益差优势正在缩小。该国持续且不断扩大的双赤字也巩固了美元/印尼盾中期的逐渐上行趋势。我们重申美元/印尼盾汇率走高的观点,但将幅度调低,最新点位预测为2021年第四季度为14,600,2022年第一季度为14,700,第二季度和第三季度为14,800。

## 泰国



泰国仍是亚洲地区受新冠疫情影响最大的经济体之一。根据“World In Data”网站数据，截至2021年11月，泰国人口的疫苗接种率仅为56%，尽管比10月份的平均35%已有改善。考虑到新冠疫情对泰国旅游业、劳动力和内需的负面影响，疫情风险仍是拖累该国经济表现的主要因素。即便如此，新出现的可能具有免疫逃逸潜力的奥密克戎变异病毒可能在2022年给经济增加新的不确定性。我们继续将泰国GDP增速暂定为2021年全年增长0.7%，这意味着该国在2021年第四季度GDP再次萎缩0.8%。至于2022年，随着泰国经济逐渐从疫情中恢复，我们预计泰国GDP增长3.5%（官方预测为3.5%-4.5%）。泰铢仍是今年亚洲国家汇率表现最差的，暴跌超10%至33.40兑1美元。我们预计泰铢在2022年进一步走弱，前提是不会出现新的特殊驱动因素。据此，我们将美元/泰铢汇率的点位预测更新为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。

## 中国



12月15日，中国人民银行今年第二次下调商业银行存款准备金率50个基点开始生效。该国央行早于预期采取行动可能是为了防止信贷市场因房地产开发商违约而紧缩。中国央行也将再贷款利率下调0.25个百分点以支持农村地区以及小微企业，从12月7日起生效。此外，在年度中央经济工作会议举行之后（会议上重申2022年经济工作重心仍是“稳字当头”），市场对下调基准LPR利率的呼声也开始高涨起来。如果中国经济形势恶化速度比预期快，不排除该国央行会下调LPR和再次下调银行准备金率，虽然我们的基本观点是LPR在2022年维持不变。至于存款准备金率，考虑到2022年上半年没有MLF（中期借贷便利）密集到期的情况，因此不会很快再次下调准备金率。近期人民币汇率的强势可能会是昙花一现，与中国经济放缓这一情况日益显得格格不入。此外，中国人民银行已采取行动通过在今年12月再次上调外汇存款准备金率200个基点来减缓人民币升值。综合考虑，我们维持美元/人民币汇率的上行观点，但考虑到人民币的韧性，我们将下调点位预测，最新的点位预测为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。

## 汇率、利率和商品展望

外汇	2021年12月16日	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测
美元兑日元	114	114	115	116	117
欧元兑美元	1.13	1.12	1.11	1.10	1.10
英镑兑美元	1.33	1.36	1.38	1.40	1.40
澳元兑美元	0.72	0.71	0.70	0.69	0.68
纽元兑美元	0.68	0.67	0.67	0.66	0.66
美元指数	95.92	96.20	96.60	97.00	97.00
美元兑人民币	6.46	6.40	6.45	6.50	6.55
美元兑港元	7.79	7.80	7.82	7.83	7.84
美元兑新台币	27.73	28.00	28.20	28.40	28.60
美元兑韩元	1,175	1,200	1,220	1,250	1,250
美元兑菲律宾比索	50.31	50.80	51.20	51.60	52.00
美元兑马来西亚林吉特	4.18	4.25	4.28	4.30	4.30
美元兑印尼盾	14,243	14,500	14,700	14,800	14,900
美元兑泰铢	33.39	33.80	34.10	34.30	34.50
美元兑越南盾	22,766	23,100	23,200	23,300	23,400
美元兑印度卢比	73.64	76.50	77.00	77.50	78.00
美元兑新加坡元	1.35	1.38	1.39	1.40	1.40
欧元兑新加坡元	1.58	1.55	1.54	1.54	1.54
英镑兑新加坡元	1.85	1.88	1.92	1.96	1.96
澳元兑新加坡元	0.99	0.98	0.97	0.97	0.95
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.10	3.08	3.08	3.07	3.07
新加坡元兑人民币	4.79	4.64	4.64	4.64	4.68
日元兑新加坡元X100	1.22	1.21	1.21	1.21	1.20

利率	2021年12月16日	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测
美元联邦基金利率	0.25	0.25	0.50	0.75	1.00
美元SOFR	0.05	0.21	0.45	0.61	0.88
3个月期美元LIBOR	0.22	0.23	0.60	0.85	1.15
10年期美国国债收益率	1.42	1.80	1.95	2.05	2.15
日元政策利率	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
欧元再融资利率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
英镑回购利率	0.25	0.50	0.50	0.75	0.75
澳元官方现金利率	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
新西兰元官方现金利率	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75
人民币1年期LPR	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
港元基准利率	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25
新台币官方贴现利率	1.13	1.13	1.13	1.25	1.25
韩元基准利率	1.00	1.25	1.25	1.25	1.25
菲律宾比索隔夜逆回购利率	2.00	2.00	2.00	2.25	2.25
新加坡元SORA	0.19	0.25	0.48	0.73	1.01
新加坡元3个月期Sibor	0.44	0.45	0.70	0.90	1.15
新加坡元3个月期SOR	0.41	0.33	0.60	0.85	1.10
新加坡元10年期政府债券收益率	1.59	1.90	2.00	2.05	2.10
马来西亚林吉特隔夜政策利率	1.75	1.75	1.75	2.00	2.00
印尼盾7天逆回购利率	3.50	3.50	3.50	4.00	4.50
泰铢1天回购利率	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75
越南盾再融资利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
印度卢比回购利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25

商品	2021年12月16日	2022年第一季度预测	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测
黄金（美元/盎司）	1,806	1,800	1,800	1,800	1,800
布伦特原油（美元/桶）	74	70	70	75	75
伦敦金属交易所LME铜（美元/吨）	9,508	9,000	9,000	9,000	9,000

## 团队

全球经济与市场研究部

资产管理部

私人银行业务部



### 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”），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。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z