



# 2022 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

### 战争的代价

市场预期 2022 年经济增速放缓，叠加高通胀，现在又遇上了地缘政治的利空。2022 年可谓开年不利，2 月下旬俄罗斯与乌克兰爆发冲突，点燃了欧洲战火。这种悲剧性的事态转变已迅速演变成了一场人道主义危机，数以千计的人遇难，数以百万计的人被迫离开乌克兰。就如同误判会引起战争一样，我们带着惶恐尽力去描绘目前这一不安定形势会如何发展下去的三种情景，并评估这一形势会如何影响相关经济体的增长、通胀和货币政策。

我们的基本观点是预计冲突和占领将持续一段时间（60%概率），这一情景的主要假设是美国及其盟国对俄罗斯施加的全面制裁将长时间持续下去。由于俄罗斯和乌克兰均是世界所需关键商品的重要生产和出口国，因此制裁产生的政治影响将会转化为从能源到农产品再到金属等商品的价格走高。

我们仍希望发生协议停火这样的乐观情景（35%概率），但随着战争的持续以及谈判破裂，这一情况发生的可能性已经降低。虽然我们认为冲突扩大，使得美国及其北约盟国牵连进去的最坏结果可能性极低（5%概率），但不能排除因误判而发生这种情景的可能性。

在我们看来，更明显的影响体现在通胀方面，尽管各经济体的修正幅度有所不同，但对于经济增速的修正将更为温和。我们上调了世界上几乎所有国家和地区的通胀预测，尤其是美国和欧元区等发达国家，这些国家和地区目前正在经历高通胀。与此同时，我们收窄了美国 GDP 增速修正幅度预测，仅为 0.2 个百分点，而欧元区由于离战争更近且依赖于俄罗斯的能源供应，因此我们对欧元区经济增速预测的下修幅度更大，为-0.7 个百分点。主要商品出口国也会录得更高的通胀水平，但其经济增长会从商品价格上涨中受益，并有助于对冲通胀对国内的负面影响，如澳大利亚，我们已上调了其 2022 年经济增速预测，而对于亚太地区大多数经济体则下调。

随着市场对通胀的担忧加深，我们认为许多经济体即将启动或正在提前进入货币政策正常化周期。就美联储来说，继今年 3 月份联邦公开市场委员会宣布加息 25 个基点后，我们预计美联储在今年剩下的六次会议中每次均会宣布加息至少 25 个基点，并且有很大可能会在至少一次会议上宣布加息 50 个基点。至于欧洲央行方面，虽然欧元区的通胀预期经历了大幅修正，但我们认为欧洲央行会谨慎行事，预计不会在 2022 年加息。虽然英格兰银行在 3 月份延续加息周期，并且很可能会在今年 5 月份再次加息 25 个基点，但我们认为此后继续加息的可能性有限。在 G7 国家央行之间，由于能源和商品价格走高可能将日本的通胀率推升至 2% 目标值以上，日本央行可能会走向极端，但这种情况会是暂时性的，将不会引发日本央行采取任何政策正常化措施作为回应。

中国方面，能源成本上升会使得国内风险因素雪上加霜，这些风险因素包括如新一轮奥密克戎疫情以及后续的大规模封控。目前预计中国经济增速可能会下滑至 5% 以下，通胀率有可能走高至 2.9%，但仍低于 3% 的官方目标，因此我们将会看到中国采取更多货币政策宽松措施，这与其他大多数经济体做法完全相反。

至于亚洲其他国家和地区，韩国和台湾等北亚经济体在经济增速下调的同时将面临更大的通胀影响。具体来说，台湾近期加息 25 个基点（市场预期是维持不变）很大程度上体现了市场因全球地缘政治局势而引发对通胀的担忧。至于东盟国家，对该地区大多数经济体而言，由于商品价格高涨，通胀率预测已上调，但考虑到各国的其他国内因素，各国经济增速修正的差异也会更大。总体而言，预计新加坡在今年 4 月和 10 月份继续实行紧缩政策，马来西亚和菲律宾会在 2022 年第二季度开始加息，而印度尼西亚和泰国会在今年下半年加息。

### 外汇策略：地缘政治紧张局势对美元而言是意外的催化剂

在过去一个月，商品经历了自 1973 和 1979 年石油危机以来最大规模的冲击，这进一步加剧了一些发达国家几十年来已经高企的通胀水平，从而提高了激进加息的可能性。因此，美联储已开启了利率收紧周期，并呈现出相当鹰派的点阵图，这暗示着今年最高会有累计 175 个基点的加息。除了货币政策方面的优势之外，美元走强的原因还有市场人士对全球经济增速放缓和通胀走高的担忧以及持续的避险情绪，这为美元走强起到了重要的推波助澜作用。总体而言，与一个季度前相比，美元走强的势头已经增强，预计美元指数（DXY）到 2022 年底时将走向 100.3。具体来说，能源价格上涨以及美国国债收益率走高对日元而言是双重利空，

因此，我们将今年年底的美元/日元汇率预测从之前的 119 进一步上调至 121。与之相反，考虑到乌克兰地缘政治风险升高，我们对欧元保持负面看法，将今年年底的欧元/美元汇率预测从之前的 1.08 进一步下调至 1.06。

亚洲方面，俄罗斯与乌克兰冲突打破了亚洲各国汇率的相对平静。随着投资者在全球避险浪潮中缩减其在亚洲新兴市场的敞口，大多数亚洲国家外汇面临抛售压力。汇率表现落后的大多为受能源价格暴涨影响的净能源进口国的货币，例如印度卢比和菲律宾比索。亚洲货币指数（Asia Dollar Index）也突然下跌并已跌破了 107 的关键支撑位，这个点位曾经顶住了自去年 8 月份以来多次下跌。跟之前任何一次美联储加息周期一样，当前加息周期的开启再次引起了人们对投资组合从亚洲新兴市场国家外流的恐惧，特别是本轮加息周期提前发生。军事冲突久拖不决带来的风险也给亚洲国家外汇整体带来了相当程度的下行风险，其中的不确定因素是人民币。人民币在经历一段期间的异常稳定和强势后，由于中国经济增速继续走向关键的 5% 点位以下，且中国人民银行为维持宽松立场而实行更多的货币宽松政策，我们预计人民币会再一次走弱。因此，我们将 2022 年底美元/人民币汇率预测从之前的 6.55 上调至 6.60。与此同时，我们将 2022 年底美元/新加坡元汇率预测从之前的 1.37 上调至 1.40。我们再次重申，在美元全球范围内普遍走强的背景下，在美元/新加坡元汇率走高的同时，新加坡金管局会继续收紧新加坡元名义有效汇率。

## 利率策略：美联储此轮加息不同往常

美联储终于启动了本轮加息周期，并呈现出相当鹰派的最新点阵图，最终利率可能会升至 2.75% 左右。美联储也表示量化紧缩很快就会到来。因此，我们可以肯定地预测收益率会走高，并且这一情况会随着美联储更灵活的加息预期以及通胀持续更长时间而稳固下来。具体到收益率曲线而言，其表现相当有趣，虽然美联储已开启加息周期，但收益率曲线却相对平坦，10 年期和 2 年期美国国债收益率利差刚好约 25 个基点。在当前供应链持续中断以及通胀可能长时间持续走高的背景下，我们认为加息对收益率曲线的影响可能会出乎人们意料地偏向于下行。另一方面，在美联储实施量化紧缩后，收益率曲线也可能暂时性地逆趋势而动，转为陡峭化。目前而言，地缘政治局势引发的避险需求限制了 10 年期美国国债收益率上行空间。当紧张局势最终消退时，制裁以及通胀走高的前景可能维持不变。在目前的时点上，10 年期美国国债收益率可能会回归更坚定的上行路线。最后，由于美联储引领了本轮加息周期，我们可以预计在整个货币政策正常化周期内，新加坡债券收益率与美国国债收益率的利差会扩大。

考虑到我们的宏观经济团队已经预判了美联储的加息路线并且上调了最终联邦基金利率（FFTC）的预测，我们也上调了长期收益率和短期货币市场利率预测。我们将今年年底 10 年期美国国债收益率预测从之前的 2.35% 上调至 2.50%，并将 10 年期新加坡政府债券收益率预测从之前的 2.10% 上调至 2.30%。我们还上调了 2022 年底的短期货币市场利率预测，具体而言，3 个月期美元 Libor、SOR（新元掉期利率）、SOFR（有担保隔夜融资利率）和 SORA（新元隔夜利率）分别从之前的 1.85%、1.60%、1.63% 和 1.51% 上调为 2.15%、1.90%、1.67% 和 1.52%。

## 商品策略：商品超级周期即将到来了吗？

今年 2 月下旬俄罗斯与乌克兰爆发的冲突引发了几乎所有商品板块的强势上涨。具体而言，那些更依赖于俄罗斯和乌克兰的商品（特别是原油）在过去一个月经历了更具爆发力的价格涨势。因此，投资者猜测目前是否开启了新一轮商品超级周期。布伦特原油在 100 美元/桶和 140 美元/桶之间来回震荡后再次下跌。虽然布伦特原油价格近期回撤，但毫无疑问原油价格目前已进入了 100 美元/桶以上的新水平。短期而言，由于俄罗斯受到制裁和石油进口禁令的打击，全球大约 5% 的石油供应已经“蒸发”。长期而言，欧洲需要多样化的能源供给结构，摆脱对俄罗斯石油和天然气的依赖。在此期间，欧佩克似乎并不急于扩大石油产量。我们对原油价格维持乐观看法，预计 2022 年第二季度和第三季度为 110 美元/桶，2022 年第四季度和 2023 年第一季度为 100 美元/桶。

与其他商品相比，伦敦铜迄今为止的涨势更加温和可控，仅上涨 10%，即从今年 1 月份的 9,500 美元/吨涨至 3 月初的 10,800 美元/吨左右，而后下滑至刚好超过 10,000 美元/吨。多样化的矿源以及预期中的全球精炼铜产量过剩防止了铜价过度波动。然而，由于全球库存水平保持在多年低位附近，我们预计伦敦铜在今年年底再次反弹至 11,000 美元/吨。至于黄金，所有的迹象都表明，战争带来的不确定性引发了对黄金的强劲避险买入需求。散户投资者已经加快了对黄金饰品的买入，而机构投资者则加大了黄金 ETF 的配置，同时全球各国央行几乎肯定会加大储备资产当中黄金的配置比重。黄金的避险买入需求和债券负的实际收益率，意味着黄金能够进一步上涨，从而摆脱预期的美联储加息周期影响。总体而言，我们维持对黄金的看涨观点，预计黄金价格会在今年年底攀升至 2,200 美元/盎司。

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：关于俄罗斯与乌克兰冲突及其对通胀和经济增长的可能影响的几种情景

由于俄罗斯（在某些商品方面还有乌克兰）是原油、天然气、小麦和工业金属等关键商品的主要出口国，至少就接下来 6-12 个月期间而言，俄罗斯与乌克兰之间的冲突最终以何种方式收场对我们评估通胀和增长前景而言是至关重要的。

在此，我们预测可能出现以下三种情景：1) 军事冲突和占领持续（基本情景，发生概率 60%）；2) 协议停火（乐观情景，概率较低，为 35%）以及；3) 冲突扩大（悲观情景，发生概率最低，为 5%）。基于我们预计的俄罗斯与乌克兰之间军事冲突持续下去的基本情景，我们的报告所涵盖的大多数经济体，在目前所面临的高通胀基础上，会遭遇进一步通胀上行风险，并且经济增速会略微下调，但在 2022 年仍保持为正增长。在目前这个时点，在通胀高企的同时，全球经济增速放缓的风险已上升，但预计主要发达经济体和亚洲经济体当中没有任何一个会进入衰退。

## 全球外汇

### 美元/日元

我们继续重申以下观点，即从中期到长期来看，美联储与日本央行之间显著的货币政策分歧会继续支持美元/日元汇率走高，因此，我们针对预测期，将现有美元/日元汇率预测上调 200 点，更新后的汇率点位分别为 2022 年第二季度为 119，第三季度为 120，第四季度为 121，2023 年第一季度为 122。

### 欧元/美元

由于突如其来的地缘政治风险，我们之前对欧元/美元汇率的年底预测值 1.08 在目前看来已不合时宜，总体而言，由于欧元遭遇多重利空打击，我们预计欧元/美元汇率继续走弱，更新后的点位预测分别为 2022 年第二季度为 1.08，第三季度为 1.07，第四季度和 2023 年第一季度为 1.06。

### 英镑/美元

总体而言，我们维持对英镑/美元汇率的看涨观点，但为了反映出新出现的地缘政治风险，我们下调了这一汇率的点位预测。更新后的英镑/美元汇率点位预测分别为 2022 年第二季度为 1.30，第三季度为 1.32，第四季度为 1.34，2023 年第一季度为 1.36。

### 澳元/美元

商品价格走高以及澳大利亚储备银行早前的加息已促使我们将澳元/美元汇率走势预测转为看涨，这一汇率更新后的点位预测分别为 2022 年第二季度为 0.73，第三季度为 0.74，第四季度和 2023 年第一季度为 0.75。

## 新西兰元/美元

由于商品价格走高，并且新西兰储备银行在今年 4 月和 8 月加息的幅度可能超过以往达到 50 个基点，我们不再看跌新西兰元/美元汇率，目前我们考虑这一汇率可能从当前水平逐渐上升。更新后的点位预测分别为 2022 年第二季度为 0.68，第三季度为 0.69，第四季度和 2023 年第一季度为 0.70。

## 亚洲外汇

### 美元/人民币

综合来看，考虑到经济增长前景面临的挑战日益加大，我们认为美元/人民币汇率走势从现在开始很可能会转向。我们在将中国 2022 年 GDP 增速预测从 5.2% 下调至 4.9% 的同时，也上调了美元/人民币汇率预测，更新后的点位预测分别为 2022 年第二季度为 6.50，第三季度为 6.55，第四季度为 6.60，2023 年第一季度为 6.65。

### 美元/新加坡元

虽然新加坡金管局预计会在今年 4 月份进一步收紧政策来应对通胀上升，但考虑到当前棘手的风险形势，新加坡元这轮如同下意识般的走强可能会是有限的。此外，美联储提前加息会继续支撑美元对其他货币普遍走强。总体而言，我们维持美元/新加坡元汇率的上行预测，将点位预测更新为 2022 年第二季度为 1.38，第三季度为 1.39，第四季度和 2023 年第一季度为 1.40。

### 美元/港元

由于美联储提前加息，我们预计美元/港元汇率与之前的加息周期相比会更快地到达 7.85 弱方兑换保证水平。因此，更新后的美元/港元汇率点位预测分别为 2022 年第二季度为 7.84，从今年第三季度至 2023 年第一季度维持在 7.85。

### 美元/新台币

总体而言，我们维持对新台币汇率的谨慎观点，考虑到我们之前预测的美元/新台币汇率目标 28.60 已经达成，我们将点位预测更新为 2022 年第二季度为 28.60，第三季度为 28.80，第四季度为 29.00，2023 年第一季度为 29.20。

### 美元/韩元

俄罗斯与乌克兰冲突加大了通胀压力并削弱了全球增长前景之后，韩元作为对全球经济增长预期敏感的高 beta 货币也遭遇了打击。总体而言，美元/韩元汇率仍倾向于走高，我们将点位预测更新为 2022 年第二季度为 1250，第三季度为 1260，第四季度为 1270，2023 年第一季度为 1280。

### 美元/马来西亚林吉特

总体而言，随着美联储启动加息周期，我们预计美元/马来西亚林吉特汇率在美元汇率普遍走强趋势的带领下走高。因此，我们预计 2022 年第二季度为 4.26，第三季度为 4.29，第四季度为 4.32，2023 年第一季度为 4.35。

## 美元/印尼盾

展望未来，自俄乌冲突爆发以来，投资组合（包括股市和债市）的外流似乎正在加速，印尼盾转为面临下行风险。10年期印度尼西亚政府债券收益率短暂触及6.80%的1年高位后回撤。总体而言，我们维持美元/印尼盾汇率走高的预期，更新后的点位预测为2022年第二季度为14,700，第三季度为14,800，第四季度和2023年第一季度为14,900。

## 美元/泰铢

过去几周，地缘政治紧张局势引起的债市资本外流的速度引发担忧，值得密切关注，特别是考虑到美联储目前已启动加息周期。总体而言，我们维持对泰铢的保守观点，预计2022年第二季度美元/泰铢汇率为33.8、第三季度为34.0，第四季度为34.2，2023年第一季度为34.4。

## 美元/菲律宾比索

从国内形势来说，市场人士对菲律宾连续两年双赤字的预期以及围绕着该国5月9日总统大选的不确定性可能会削弱投资者对菲律宾资产的风险偏好。因此，我们预计美元/比索汇率略微上行，预计2022年第二季度为53.0，第三季度为53.5，第四季度和2023年第一季度为54.0（之前预测的目标区间为52.5-53.5）。

## 美元/越南盾

由于美联储启动加息周期以及地缘政治紧张局势引发全球范围内的避险浪潮，越南面临潜在的投资组合外流，这足以使我们对越南盾汇率采取更谨慎的观点。我们对美元/越南盾汇率的点位预测为2022年第二季度为23,000，第三季度为23,100，第四季度为23,200，2023年第一季度为23,300。

## 美元/印度卢比

印度作为能源净进口国，卢比汇率容易受到油价暴涨的影响。印度债券和股票市场的资金净流出将会对卢比汇率持续产生下行压力。总体而言，我们维持对卢比的谨慎观点，更新后的点位预测分别为2022年第二季度为77.5，第三季度为78.0，第四季度为78.5，2023年第一季度为79.5。

## 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。