



2022年第二季度 大华银行投资观察

全球宏观背景

市场对2022年经济增速放缓叠加高通胀的预期，现在又遇上了地缘政治事件。在我们预计的基本情景中（即俄罗斯与乌克兰的军事冲突长时间持续），预计大多数经济体在目前已经处于高位的通胀水平上，会面临进一步的上行风险，而经济增速将会下修，尽管各经济体的修正幅度有所不同，且2022年经济仍保持正增长。

固定收益

固定收益市场继续面临利率上升和债券利差扩大的双重利空。虽然2021年对固定收益资产而言是困难的一年，但2022年或将更具挑战。虽然我们认为债券收益率走高最终会使得固定收益资产在未来的回报再次变得具有吸引力，但就接下来的季度而言，我们认为投资者仍需对固定收益投资采取谨慎态度。

资产配置

在俄罗斯针对乌克兰的军事行动开始之前，市场人士普遍认为2022年全球经济会强劲增长。随着欧美针对俄罗斯实行严厉制裁，经济增长前景已转为非常不确定。总体而言，我们建议投资者对股票转为中性，并维持减配固定收益资产。由于商品展望正面且有助于将投资从其他资产大类分散，因此我们建议增配商品。在当前高度不确定的时期，我们对现金资产转为增配观点。

商品

俄罗斯与乌克兰之间的军事冲突为商品的上涨势头推波助澜，并导致了明显的商品增配。因俄罗斯原油被封锁而导致的5%供应损失，布伦特原油价格会维持在接近110美元/桶的高位。由于全球铜库存处于多年低位，伦敦铜将会继续朝着11,000美元/吨攀升。黄金吸引了来自散户投资者和机构投资者的大量避险资金涌入。处于负值的实际收益率也是推高黄金价格的关键因素。我们认为黄金价格到今年年底会进一步攀升至2,200美元/盎司。

外汇和利率

随着地缘政治紧张局势加剧和美联储启动加息周期，美元走强的势头得到加强。总体而言，我们预计美元/人民币汇率和美元/新加坡元汇率在2023年第一季度分别升至6.65和1.40。由于美联储激进加息的预期且通胀可能长时间持续，我们预计收益率会走高。3个月期美元Libor在2022年第二季度末将升至1.25%，而10年期美国国债收益率在第二季度末将升至2.25%。

股票

虽然投资者担心战争长期持续，但过去大多数地缘政治事件表明，市场最终将从事件风险中恢复，回归经济基本面来判断股市走向。因此我们建议投资者在投资组合管理过程中不妨将眼光放长远一些。虽然，出于地缘政治风险和其他担忧因素，我们目前建议对股票持中性观点，但并不建议减配，因为我们认为当前的股票抛售给投资者提供了在较合理估值水平上挑选有潜力个股的机会。

全球宏观背景

战争的代价

“战争是误判的延展。” ——芭芭拉·W. 塔奇曼

市场对2022年经济增速放缓叠加高通胀的预期，现在又遇上了地缘政治利空。2022年可谓开局不利，2月下旬的时候俄罗斯与乌克兰爆发冲突，点燃了西欧战火。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出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。

我们强调以下三种可能出现的情景：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%）。

在我们设想的基本情景中（即军事冲突和占领长时间持续），其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商品（从能源到农产品再到金属）价格走高。

在我们设想的基本情景中（即俄罗斯与乌克兰的军事冲突长时间持续），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，而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。

我们仍希望发生协议停火这种乐观情景（35%概率），但随着战争一天天持续下去以及谈判破裂，这种情景发生的概率已经降低。虽然我们仍认为冲突扩大，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%），但由于在战争的迷雾当中可能发生误判，因此我们不能排除这种情景的可能性。

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都会宣布加息至少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，这些风险因素包括最新一轮奥密克戎疫情以及后续部分城市实行的大规模封控。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），我们应该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（市场人士预期是维持不变）很大程度上体现了市场人士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。

外汇策略展望：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。

利率策略展望：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。

商品策略展望：短期而言，由于俄罗斯受到制裁和石油进口禁令打击，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增加石油产量。

资产配置

全球市场形势在今年第一季度变得更加复杂。今年1月时，各国央行在美联储的带领下转向鹰派，立场比我们或市场在去年底时预计的强硬得多，加大了市场的波动。之后在2月，俄罗斯与乌克兰之间的军事冲突颠覆了人们对世界秩序的认识，并给全球经济增长前景蒙上了阴云。虽然我们并不建议投资者对全球市场持非常负面的看法，但认为当前的不确定性足以让我们减少风险敞口并将股票增持观点改为中性，这样更为谨慎合理。

在俄罗斯与乌克兰军事冲突发生之前，市场普遍预期2022年全球经济将强劲增长。市场普遍预期2022年全球GDP增长4.4%，这是过去15年以来两个最高的增长率之一，并且将会是自20世纪70年代以来排名前20%的增长率。在经历今年的前两个月后，分析师继续上调主要指数中上市公司的盈利展望。我们在今年初的观点是，尽管利率走高，但这一足够强劲的盈利增速仍可持续。

但由于欧美各国对俄罗斯实施严厉制裁，经济增长前景突然变

得极为不确定。俄罗斯是否向欧洲出口能源现已存疑，这可能引发能源短缺，继而影响经济增长。此外，能源短缺会引发能源价格走高，增加了全球消费者和企业的成本负担，并加剧了现有的通胀压力。通常而言，当增长前景变得更加不确定时，债券收益率会下降而各国央行将推迟加息预期，市场会从中得到缓冲。但当前环境则更具挑战性，因在经济走弱时，通胀数据却居高不下，因此债券收益率仍继续处于高位，而且预计整个2022年仍会继续加息。

总体而言，我们建议对股票转为中性配置，短期内应更关注风险管理。通常而言，随着风险上升，固定收益类资产可以成为安全的避风港，但在目前这个时期，通胀率和利率都在上升，这意味着我们需要减配固定收益类资产。相对来说，商品类别展望正面，有助于投资者实现与其他资产大类进行分散投资。我们对贵金属增持观点，因其可作为避险资产并抵御通胀。我们还建议增配能源和工业金属板块。此外，在目前这个高度不确定的时期，我们将现金类资产转为增配观点，直到市场形势变得更为明朗。

2022年第二季度全球资产配置

	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

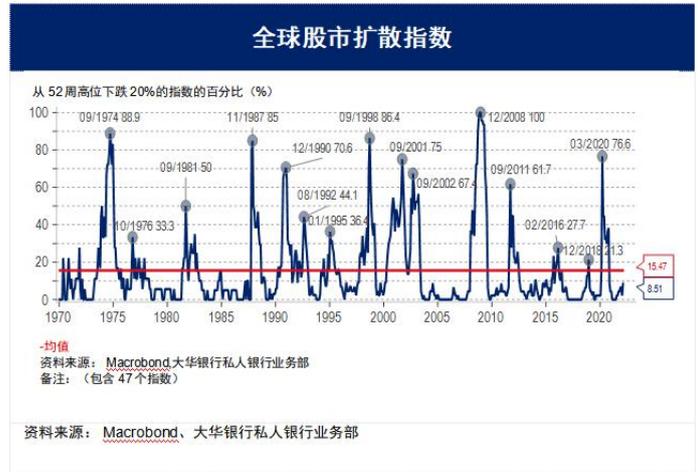
地缘政治、监管和经济因素共同导致2022年第一季度全球股市的大幅抛售，和上一次在2020年第一季度新冠疫情爆发期间股市抛售的情形类似。俄罗斯与乌克兰之间的紧张局势，以及美国监管机构因中资企业未能满足审计要求而威胁中概股从美国退市，是引发投资者从股市逃离的最新诱因。

在撰写本文的同时，全球主要股票指数中进入“熊市”的指数比例约为17%，高于15.5%的长期均值。但我们认为投资者反应过度，导致在不顾基本面因素的情况下作出了极端的条件反射式的恐慌抛售。我们会进一步探讨上述两个事件风险。

虽然投资者担心战争长期持续，但过去的大多数地缘政治事件表明，市场终究会从风险事件中恢复，并回归经济基本面以判断股市的走向。事实上，随着俄罗斯与乌克兰之间的大范围冲突已成事实，历史表明市场将会接近底部。这次也一样，从更佳的风险回报角度来说，现在开始入市建仓的客户可以加大防御型股票仓位。如果以史为鉴，中国科技股最近的抛售代表着进入狂热消退的“投降”阶段，通常预示着市场触底。事实上，中国科技股即使是在去年的顶峰期间也没有像在2000年全球股市/美国科技股那么大的泡沫，目前的估值水平与2002年中期全球科技股板块相比只是小巫见大巫。

境外上市的中国科技股（以恒生科技指数来衡量）目前为0.8倍市净率，股价/现金流比率为4.7倍，过去12个月滚动市盈率为8.4倍，这些指标都大幅低于全球科技企业。虽然从美国退市的风险使中概股交易变得更为复杂，但应不会对中资企业长期经营前景造成重大影响，而这是推动现金流增长以及最终提升股票价值的主要因素。此外，大多数大型中国科技股均已通过港交所实现两地上市，这些港股与美国上市的股份具有替代性。因此，从美国退市对这些科技股的影响应该更小一些。

至于投资者针对中国监管层对科技股打压的担忧，我们认为市场夸大了负面影响。我们从周期性来看，中国当局正在将重心转为支持经济增长，这从今年3月份结束的“两会”中可见一斑。



虽然对于个别公司可能仍有挥之不去的隐忧，但我们认为中国科技行业的监管风险可能已经见顶。

事实上，鉴于其基本面因素，我们对处于当前估值水平的中国科技行业保持热情，这是因为该板块涵盖了重要消费品行业的所有主要企业，例如电商、移动互联网、移动支付和电动汽车。我们对中国经济部门当中这些生气蓬勃的行业保持着长期的乐观看法。虽然反垄断措施可能会针对某些行业内处于市场领导地位的公司，但公司之间相对竞争力的转变并不会导致整个行业股票价值的全盘崩塌，反而这是发展创新型经济的更加可持续道路，并不会打击小规模企业的创业精神。

从更根本上来说，长期来看，抑制自己的科技行业发展肯定不是中国当局的意愿。令人担忧的外部经济和地缘政治环境只会促使中国领导层加大支持国内科技领军行业，以提高中国关键科技产品的自主性。

总之，虽然市场可能仍会过于担忧当前的地缘政治形势和监管措施，但我们建议投资者在投资组合中将眼光放长远一些。虽然仍有挥之不去的担忧，我们仍建议投资者对股票采取中性配置而不建议减配，因为我们认为投资者更应把握当前的股市抛售机会，以更合理的估值水平挑选一些有潜力的个股。

商品

商品超级周期即将到来吗？

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上涨。

黄金：面临大量避险资金涌入，价格将继续上涨

在整个第一季度，有明显迹象表明各类投资者重新开始增配黄金。散户投资者已将整个第一季度的黄金饰品购买量推升到疫情前水平。机构投资者也已经回归到黄金ETF。各国央行很可能会加大在储备资产中黄金的配置比例。总体而言，随着战争的爆发，对通胀的担忧不断增加以及强劲的避险资金流入现在已经成为推高黄金价格的主导因素，这削弱了美联储加息预期对黄金价格的负面影响。根据我们2022年3月9日商品策略报告（“面临大量避险资金涌入，黄金价格将继续上涨”），我们将黄金价格预测从中性上调为正面，并将价位预测上调为2022年第二季度至2,100美元/盎司，第三季度至2,150美元，第四季度和2023年第一季度至2,200美元。

伦敦铜：在10,000美元/吨上方巩固涨幅

虽然俄罗斯与乌克兰冲突打乱了镍供应，但幸运的是全球铜供应结构更加多样化，分散在多个国家，例如智利、秘鲁和印度尼西亚。更重要的是，精炼铜市场预计今年会处于相当的供应过剩状态。在战争爆发之前，国际铜业研究组织（ICSG）就已预测精炼铜市场的产量在今年会从2021年短缺42,000吨转为过剩328,000吨。因此，伦敦铜迄今为止的价格涨势更加温和可控，从今年1月份的9,500美元/吨“仅微升10%”至3月初的10,800美元/吨，而后再次下滑至10,200美元/吨。尽管如此，在可预见的未来，由于注册仓单铜库存紧缺加上全球交易所库存处于十年低位，预计会将伦敦铜价格维持在10,000美元/吨上方的高位。总体而言，我们认为，到今年底，伦敦铜价格会向着11,000美元/吨逐渐缓慢爬升。

布伦特原油：进入100美元/桶上方的“美丽新世界”

在俄罗斯与乌克兰冲突爆发之前，经合组织统计的全球原油库存已经下滑到几乎十年来的低位。冲突爆发后，随着美国和世界大多数国家停止购买俄罗斯原油，全球原油供应进一步紧缩。这导致全球原油供应“直接损失”大约5%。此外，由于只有沙特阿拉伯和阿联酋还有闲置产能，欧佩克并不急于提高产量。根据我们在2022年2月28日的商品策略报告（布伦特原油进入100美元/桶上方的“美丽新世界”），我们将2022年上半年和下半年的布伦特原油价格预测分别上调至110美元/桶和100美元/桶。我们维持对今年第二季度和第三季度为110美元/桶、第四季度和2023年第一季度为100美元/桶的滚动预测，并预计油价仍将波动，并倾向于上行。



固定收益

固定收益市场继续面临利率上升和债券利差扩大的双重利空。虽然2021年对固定收益基准指数而言是困难的一年，但2022年或将更具挑战。虽然我们认为债券收益率走高最终会使得固定收益资产在未来的回报重回吸引，但就接下来的一个季度而言，我们认为投资者仍需要继续对固定收益投资保持谨慎。

全球大多数固定收益市场在2021年的回报偏负面，但在2022年第一季度转向显著负面。债券收益率，如10年期美国国债收益率在今年3月中旬从今年初的1.5%升至超过2%。与此同时，债券利差在3月中旬时从100个基点扩大至140个基点以上。在整个3月份，收益率上升和利差扩大导致固定收益基准指数（如巴克莱全球综合债券指数以及摩根大通亚洲债券指数）下跌超过7%。通常而言，在非常时期，债券收益率会下跌并有助于抵消利差扩大的影响。但由于目前的乌克兰危机导致油价上升，继而引发持续的通胀压力，因此债券收益率上升，而非像我们在之前危机时期看到的那样下跌。

美联储向鹰派立场的转变是极为迅速的，意味着市场应该准备好面对2022年连续加息。大华银行目前预计美联储在2022年的每次会议上均会宣布加息，从而在2022年底将联邦基金利率提高至1.75%-2.0%区间。这种利率持续上涨压力对全球固定收益市场而言可能始终是一个利空因素。

投资者应注意到“隧道尽头的曙光”。虽然债券收益率上升，固定收益市场将会遭受资本增值损失，但同样改善了未来的展望。我们预计在2022年下半年的某个时点，债券投资组合收益率改善将会抵消因利率上升带来的损失。如果10年期美国国债

收益率升至2.5%且债券利差再扩大1-1.5%，那么固定收益资产的回报在之后的期间应该能保持稳定和正面。在地缘政治风险上升的背景下，拥有低波动且有望带来正回报的资产大类是令人感到欣慰的。

在固定收益资产类别中，我们偏好投资级企业债而非政府债券和高收益债券。利率上升的风险以及针对俄罗斯的制裁可能会导致全球经济增速放缓。经济增速放缓会给企业债券的信用带来压力。但我们的观点是，虽然这些问题会引起增速放缓，但我们认为增速不会放缓到足以引起衰退的地步。因此，我们相信投资级债券通常不会因为经济增速适度放缓而违约。高收益债券的利差虽然吸引人，但由于风险水平上升，我们认为应专注于投资级债券更佳。政府债券的利差较小且对抗利率上升的能力也较低。

相比全球债券，我们继续看好亚洲债券。与全球债券市场相比，由于亚洲债券市场利差更大并且与欧洲冲突关联的直接风险更低，我们继续偏好亚洲债券市场，在去年，亚洲债券表现优于其他市场，我们预计这一趋势会持续下去。中国在亚洲债券市场仍极具影响力，虽然我们预计中国经济增速在2022年上半年保持低位，但我们认为中国在2022年的政策倾向变得越来越支持经济增长。

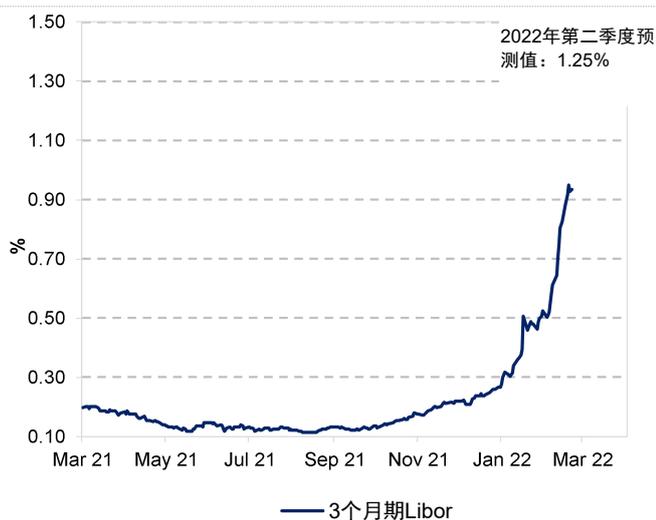
总体而言，在2022年第二季度我们仍建议减配固定收益资产。我们建议将债券久期的范围保持在3-5年区间，因这些期限的债券收益率接近10年期债券收益率，但对利率上升的敏感度更低。我们也继续建议增配亚洲投资级债券。

联邦基金利率



2022年3月15/16日期间举行的联邦公开市场委员会会议明显表现出鹰派立场，在会上美联储踏出了加息第一步，将联邦基金目标利率（FFTR）上调25个基点至0.25%-0.50%区间，并明确表示接下来会有更多加息，重点是抑制通胀。其他关键要素是3月份的点阵图显示出政策制定者倾向于加快正常化进程，委员们目前倾向于认为美联储的政策利率到2022年底时会在1.9%（高于2021年12月预测的0.9%），这意味着在2022年还会有六次加息，每次25个基点（即2022年剩余的时间内每次会议均宣布加息25个基点）。重要的是，点阵图的分布表现出联邦公开市场委员会的委员具有在2022年加息至少50个基点的意愿。**联邦公开市场委员会政策展望：（加息）更快、（利率）更高、（间隔）更短：**考虑到3月份联邦公开市场委员会的政策声明清晰地表示出鹰派政策路线，我们现在预计联邦基金目标利率上调速度会更快，接下来每次会议都会宣布加息，每次加息幅度为25个基点（含3月份加息25个基点），这意味着2022年累计加息175个基点，从而在2022年底将联邦基金目标利率提升至1.75-2.00%区间（之前我们的预测是累计加息150个基点，到2022年底时上调至1.50-1.75%区间）。我们还认为美联储仍有可能出乎意料地在今年5月份更激进地加息50个基点，尤其是在3月份CPI通胀率（在4月12日公布）超出同比8%的情况。我们预计2023年还会有三次加息，每次加息25个基点，之后美联储将结束本轮加息周期，从而在2023年第三季度将最终的联邦基金目标利率区间上调至2.50%-2.75%。

3个月期美元Libor



10年期美国国债收益率



- 我们预计3个月期Libor到2022年第二季度末为大约1.25%。
- 继美联储表现出激进的加息预期之后，Libor在2022年已进入上行周期。
- 流动性形势变得越来越不宽松，但远未到紧张的地步。

- 我们预计10年期美国国债收益率到2022年第二季度末为2.25%。
- 10年期美国国债收益率在加息周期中的高点会出现于紧缩周期的后段。
- 10年期美国国债收益率的上限取决于未来其他资产大类能在多大程度上适应联邦基金利率走高。

新元名义有效汇率



2022年1月，新加坡金管局通过非周期性的政策转变来应对通胀水平上升。在其政策声明中，金管局“略微”调高了新元名义有效汇率的政策斜率，同时维持政策区间的宽度以及中点不变。对于预定在2022年4月进行的货币政策发布，我们预计金管局会进一步“略微”提高新元名义有效汇率的斜率。预计这将会使政策区间的斜率上调至1.5%（即升值1.5%）。尽管如此，考虑到新元名义有效汇率自2021年10月份的政策会议以来已经升值进入政策区间的上半部分，因此还存在货币当局通过重新设定政策区间中点来加大紧缩力度的重大风险。

即使金管局在今年1月下旬出乎意料地通过非周期措施提高政策斜率，我们对美元/新元汇率走高的预期并未落空。由于在金管局采取措施后，美元/新元汇率并未下探1.34下方（之前预测大约为1.3460），并且后来俄罗斯与乌克兰冲突爆发导致这一汇率升至超过1.3600，我们的观点似乎颇有先见之明。虽然预计金管局会在今年4月进一步收紧政策以应对通胀上升，但考虑到目前风险形势相当不乐观，新元汇率条件反射般走强的空间可能有限。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/新元汇率上行的观点，更新后的点位预测分别为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。

3个月期新元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）



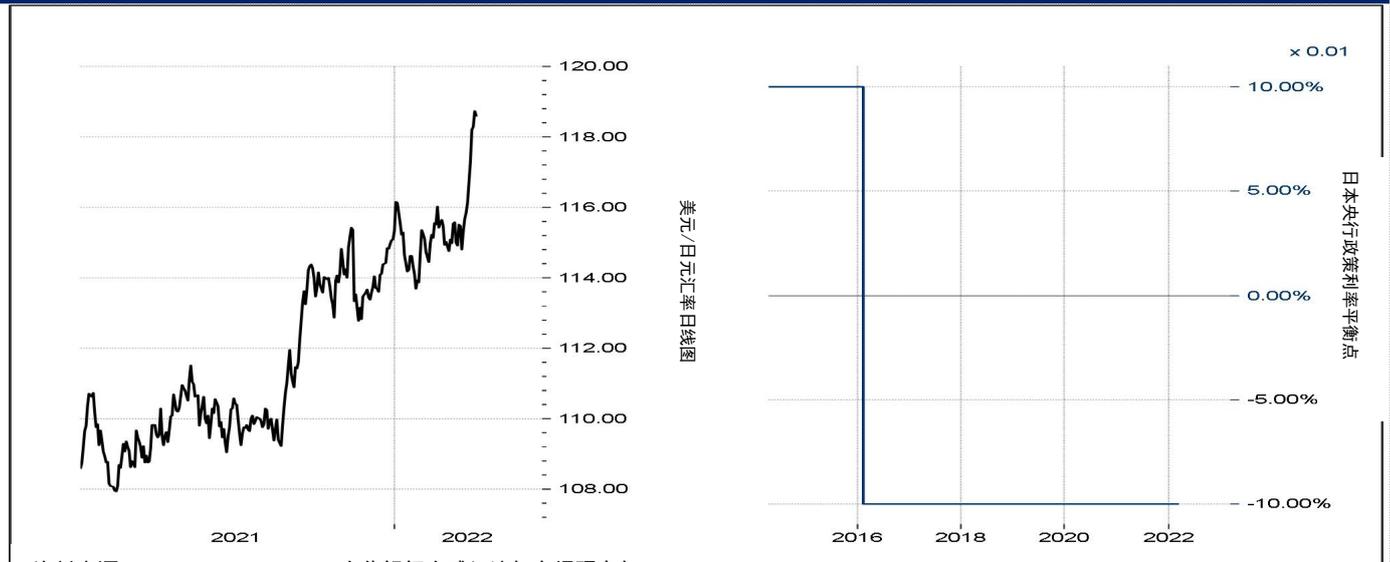
- 我们预计3个月期新元掉期利率（SOR）和新加坡银行同业拆借利率（SIBOR）到2022年第二季度末分别在1.10%和1.15%。
- 由于联邦基金利率走高，以及新加坡元名义有效汇率倾向于走强，美元/新元外汇掉期贴水将会持续。

10年期新加坡政府债券收益率



- 我们预计10年期新加坡政府债券收益率到2022年第二季度末为2.15%。
- 对新加坡政府债券收益率的上行观点源自于对美国国债收益率的观点。
- 在整个紧缩周期，新加坡政府债券收益率对美国国债的收益差幅将会扩大。
- 收益率曲线将保持平缓。

日本

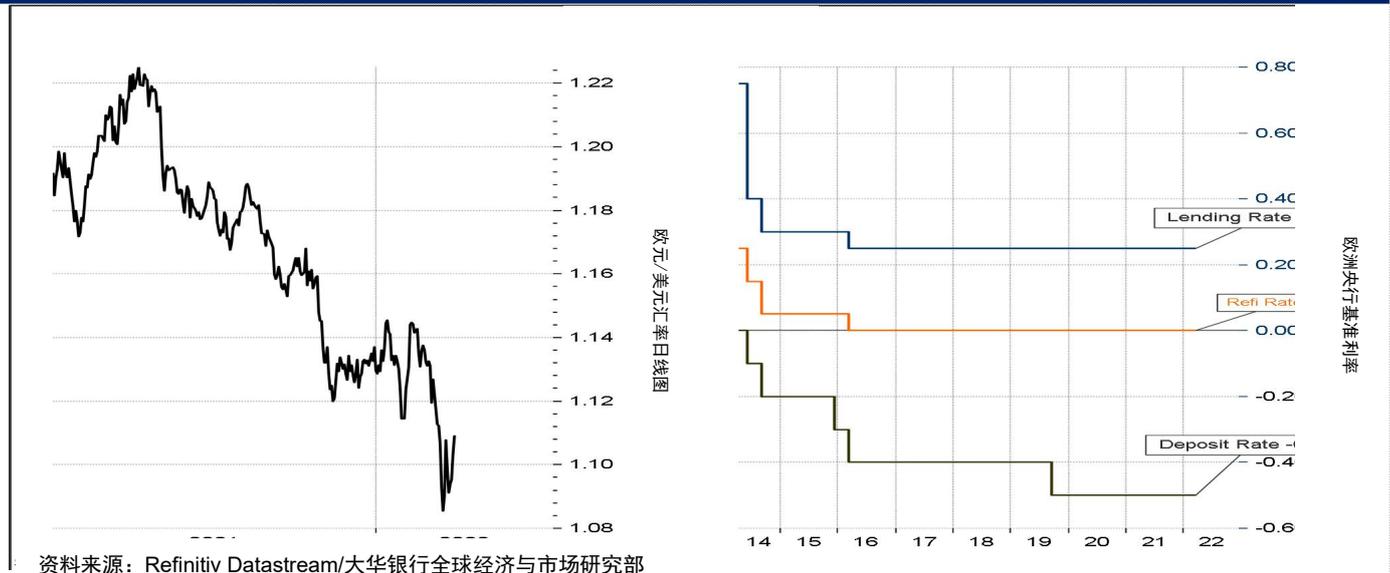


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

在今年3月份的货币政策会议上,由于新冠疫情的影响,日本央行维持政策利率不变并下调了经济展望。与那些即将开启或者已经进行货币正常化的其他G7国家明显不同,日本央行延续之前的声明称“预计短期和长期政策利率将维持在当前或更低水平”,维持了宽松立场,同时还强调指出,俄罗斯与乌克兰冲突的高度不确定性将影响日本的经济活动和物价。由于通胀很大程度上源自于不确定的供应链冲击,而日本国内需求保持疲软,我们肯定日本央行会在2022年维持当前的宽松货币政策不变,并维持大规模的刺激措施,可能至少持续至2023财年。有一种根深蒂固的看法认为,日本与其他G7国家不同,该国央行只有很少(或甚至没有)正常化的空间,并且会将政策不变维持到至少2023年4月,届时行长黑田东彦将会离开日本央行。

我们继续重申以下观点,即美联储与日本央行之间显著的货币政策分歧会继续支撑美元/日元汇率在中期到长期内走高。据此,我们针对整个预测期将现有的美元/日元汇率预测上调大约200个点,更新后的点位预测分别为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。

欧元区

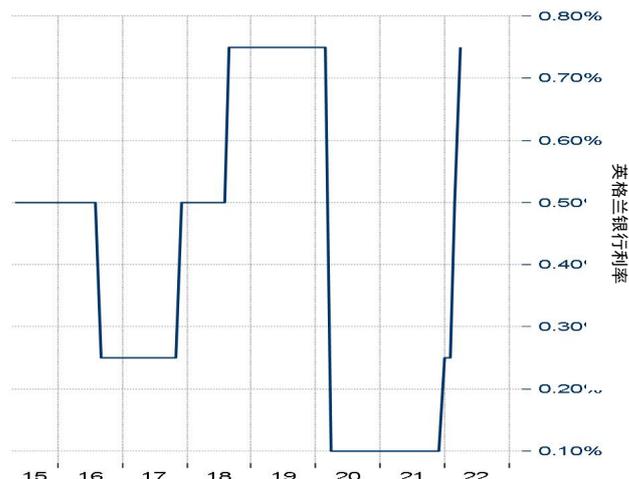
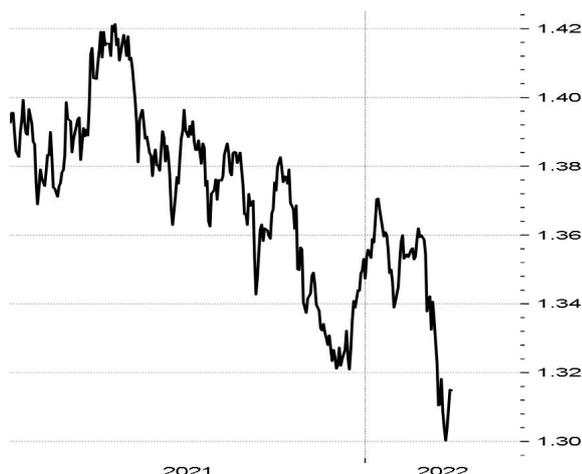


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

俄罗斯与乌克兰的冲突如何进展下去及其对能源价格的影响会是至关重要的,就目前而言,我们预计关键利率不会有任何变化,欧洲央行如有任何政策收紧举措,也只是会结束量化宽松计划。

欧元区在后疫情时期的初步经济复苏已经受到威胁,欧洲央行几乎肯定会在加息方面按兵不动,我们预计欧洲央行只有到2023年第一季度才会加息。欧元与美元之间利差扩大将会继续使欧元/美元汇率承压,因此,当前欧元/美元净多头仓位提供了足够多的进行额外地缘政治风险对冲的空间,在那之后净多头仓位才会变得过剩。由于地缘政治风险突然爆发,我们之前对欧元/美元汇率在年底指向1.08的预测已经不合时宜,总体而言,由于欧元遭遇多重利空袭击,我们预计欧元/美元汇率进一步走弱。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。

英国

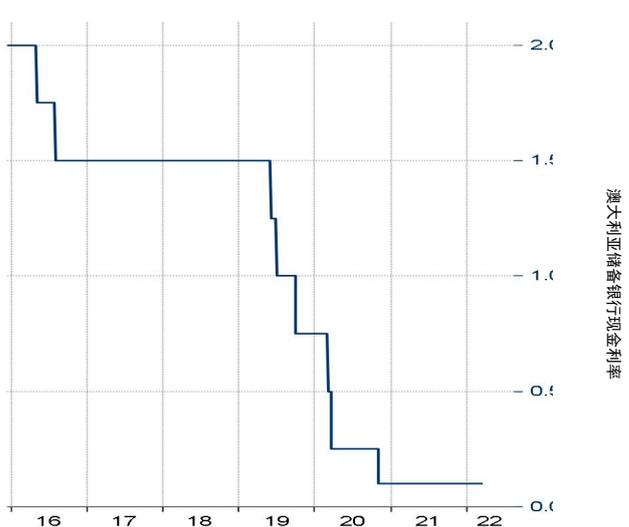
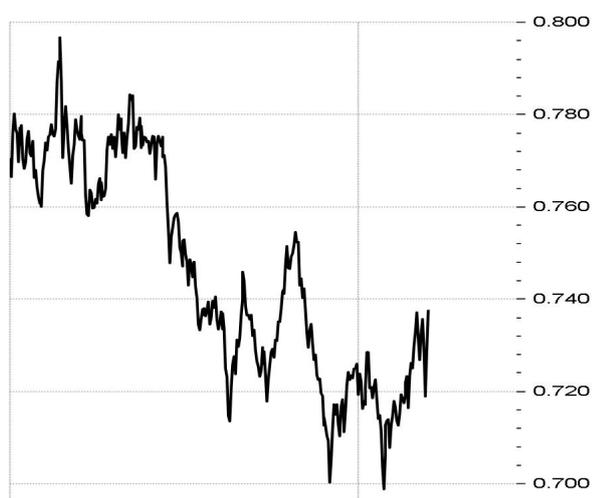


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

我们认为,考虑到通胀高企与经济增速减弱之间的利弊权衡,英格兰银行会谨慎行事。由于英国劳动力市场表现强劲并且通胀预测上修(目前2022年通胀率预测为5.0%,而之前为3.6%),我们认为该国央行有进一步加息25个基点的空间。就目前而言,我们暂定该国央行下一次加息会是在今年5月5日的会议上。在之后剩余的时间里,我们认为该国央行会暂停加息(考虑到在银行利率达到1.00%后英国会启动积极的金边债券销售),之后预计英格兰银行会在2023年再次收紧。

由于俄罗斯与乌克兰冲突导致普遍的避险式抛售,英镑/美元汇率跌至脱欧后时代的低位(几乎到达1.30)。虽然地缘政治引起的波动以及继英格兰银行在3月份的鸽派加息后人们降低对该国央行激进加息的预期,这些因素可能会使得英镑/美元汇率在近期承压,但英镑的较长期估值仍具有吸引力。英镑的真实有效汇率估值仍处于过去四十年里的最低百分位,我们预计结构性的“脱欧折扣(意指由于脱欧而导致英镑被低估)”会继续消退。总体而言,我们维持英镑/美元汇率的看涨观点,但为了体现出最近发生的地缘政治风险,我们下调了点位预测。更新后的英镑/美元汇率预测分别为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。

澳大利亚

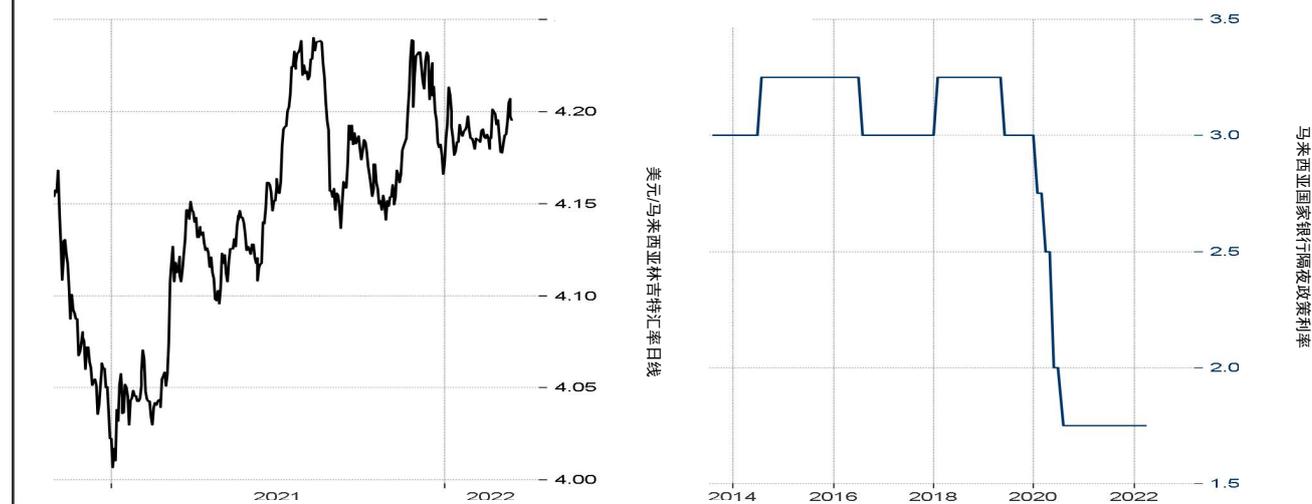


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

由于我们上调澳大利亚的通胀预测,并且该国劳动力市场变得更为紧张,导致我们将澳大利亚储备银行加息的预期提前。我们目前认为该国央行会在8月份将现金利率目标提高15个基点,之后在11月份再次提高25个基点。这将导致现金利率目标在2022年底到达0.50%。

即使面临着全球风险形势恶化以及市场对美元的争夺,澳元/美元汇率仍在3月7日升至4个月来的高位0.7441,之后回吐部分涨幅。我们的基本观点是俄罗斯与乌克兰的冲突会长时间持续,因此商品价格高企可能会持续更长时间,商品价格是支撑澳元上涨的主因。考虑到突然发生的商品价格冲击,澳元面临的另一个利好因素可能是澳大利亚储备银行今年会屈服于市场的加息预期(即转为加息立场)。我们还将对该国央行加息时点的预测提前,目前预计会在今年8月份加息15个基点,在11月份再次加息25个基点。综合来看,我们目前对澳元/美元汇率走势转为积极观点,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。

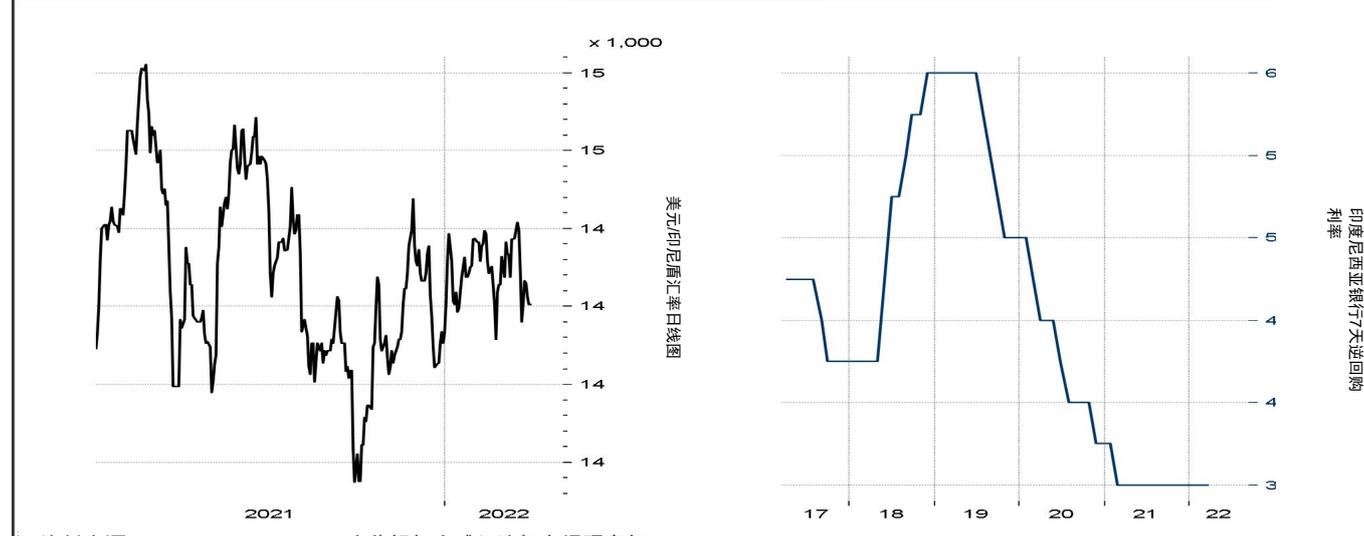
马来西亚



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

马来西亚国家银行在今年3月份举行的会议上连续第10次宣布将隔夜政策利率维持在1.75%不变。该国银行警示,乌克兰军事冲突已成为全球经济增长、贸易前景、商品价格和金融市场形势所面临的新的主要风险。尽管如此,该国央行保持对国内经济复苏以及通胀水平适度的乐观看法。由于地缘政治风险持续,我们目前维持对该国央行加息两次,每次25个基点的观点。这将使得利率目标水平在今年底到达2.25%。在面临地缘政治风险升高的同时,由于马来西亚是商品出口国并且其贸易结构多样化,从今年2月份有59亿马来西亚林吉特外资净流入国内股债两市的情况来看,马来西亚似乎会从避险需求中受益。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会随着美元对其他币种普遍走强而上行。因此,我们预计这一汇率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。

印度尼西亚

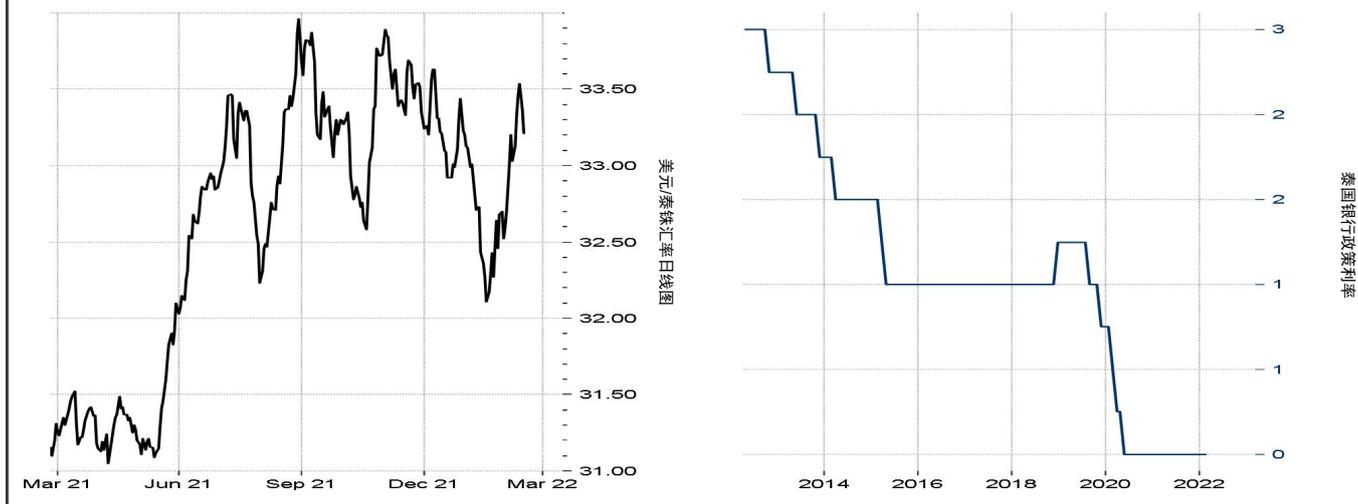


资料来源: Refinitiv Datastream/大华银行全球经济与市场研究部

印度尼西亚央行在3月份举行的货币政策委员会会议上宣布将基准利率维持在3.50%不变。我们重申以下观点,即该国央行在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启动,预计印度尼西亚央行会在2022年下半年开始上调基准利率。我们的预测是2022年第三季度两次加息25个基点到4%,之后在今年第四季度继续两次加息25个基点到4.5%。此外,印度尼西亚央行目前仅预计美联储今年加息4次,每次25个基点,而当前市场预期则是至少加息5次,每次加息25个基点。

印尼盾目前处于微妙的平衡过程,印度尼西亚作为净能源出口国,印尼盾汇率一方面受益于高企的能源价格,另一方面又被投资组合外流打击印尼盾所抵消。展望未来,印尼盾倾向于下行。10年期印度尼西亚政府债券收益率已短暂触及1年期高位6.80%,而后冲高回落。总体而言,我们维持美元/印尼盾汇率走高的预期,点位预测分别为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。

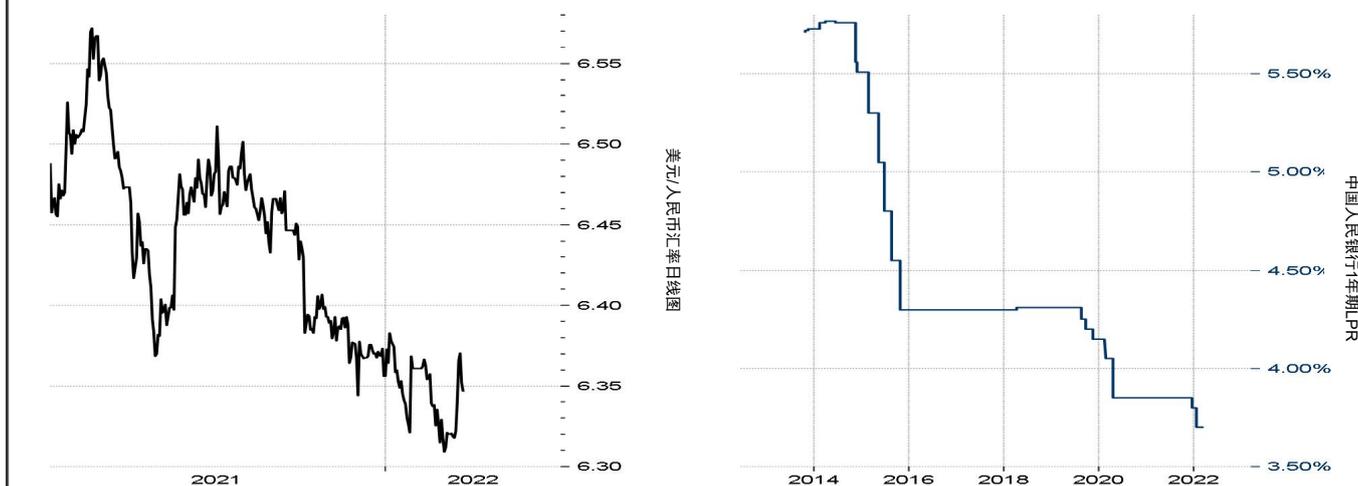
泰国



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

泰国央行在今年2月9日举行的会议上连续第14次将1天回购利率维持在0.50%不变。考虑到国内经济增长放缓而通胀走高,该国央行的政策操作目前变得越来越棘手。此外,泰国央行可能会需要考虑全球利率走高这一点,尤其是在美联储加息的引领下。我们注意到,联邦公开市场委员会上一次收紧利率的过程中,泰国易于受到资金外流的负面影响。因此,我们预计泰国央行为了应对通胀上升风险以及联邦公开市场委员会在明年快于预期的加息步伐,会在2022年象征性地加息25个基点,有可能最早在第三季度加息。虽然预计泰国会在今年晚些时候加息25个基点,但我们继续认为该国央行会保持宽松货币政策立场,特别是面临着全球利率可能走高的这一大背景。过去几周因地缘政治局势紧张引起泰国债券市场资金外流的速度令人担忧,值得密切关注,特别是目前美联储已启动加息周期。总体而言,我们维持对泰铢的谨慎观点,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。

中国



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

中国当局近期的重心仍然是支持经济增长,因此,我们维持对1年期LPR基准利率的预测,认为到2022年第二季度末该国央行会再次将LPR下调15个基点至3.55%。该国央行也有可能进一步下调存款准备金率以帮助降低银行的资金成本。随着今年下半年中国国内经济形势向好,同时信贷增长更强劲回升,当局的注意力可能会转向应对全球通胀走高。

在俄罗斯与乌克兰冲突期间,继中国录得两年来新冠感染人数的最大增长后,人民币兑美元汇率稳定在6.32附近的事实被打破了。中国重回封锁及其对经济活动的破坏性影响重新引起了市场人士对于中国当局(在近期疫情爆发的几天前)设定的2022年GDP增长5.5%的宏大目标的担忧。在我们将中国2022年GDP增速预测从5.2%下调至4.9%的同时,我们也将美元/人民币汇率预测下调500个点,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。

汇率、利率和商品展望

外汇	2022年3月18日	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测
美元兑日元	119	119	120	121	122
欧元兑美元	1.11	1.08	1.07	1.06	1.06
英镑兑美元	1.32	1.30	1.32	1.34	1.36
澳元兑美元	0.74	0.73	0.74	0.75	0.75
新西兰元兑美元	0.69	0.68	0.69	0.70	0.70
美元指数	98.07	99.6	99.9	100.3	100.1
美元兑人民币	6.36	6.50	6.55	6.60	6.65
美元兑港元	7.82	7.84	7.85	7.85	7.85
美元兑新台币	28.33	28.6	28.8	29.0	29.2
美元兑韩元	1.213	1.250	1.260	1.270	1.280
美元兑菲律宾比索	52.34	53.0	53.5	54.0	54.0
美元兑马来西亚林吉特	4.20	4.26	4.29	4.32	4.35
美元兑印尼盾	14,330	14,700	14,800	14,900	14,900
美元兑泰铢	33.34	33.8	34.0	34.2	34.4
美元兑越南盾	22,870	23,000	23,100	23,200	23,300
美元兑印度卢比	75.81	77.5	78.0	78.5	79.5
美元兑新加坡元	1.36	1.38	1.39	1.40	1.40
欧元兑新加坡元	1.50	1.49	1.49	1.48	1.48
英镑兑新加坡元	1.78	1.79	1.83	1.88	1.90
澳元兑新加坡元	1.00	1.01	1.03	1.05	1.05
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.10	3.09	3.09	3.09	3.11
新加坡元兑人民币	4.69	4.71	4.71	4.71	4.75
日元兑新加坡元X100	1.14	1.16	1.16	1.16	1.15

利率	2022年3月18日	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测
美元联邦基金利率 (上限)	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25
美元SOFR*	0.05*	0.91	1.46	1.90	2.24
3个月期美元Libor	0.95	1.25	1.70	2.15	2.35
10年期美国国债收益率	2.18	2.25	2.35	2.50	2.80
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	0.25
英镑回购利率	0.75	1.00	1.00	1.00	1.25
澳元官方现金利率	0.10	0.10	0.25	0.50	0.75
新西兰元官方现金利率	1.00	1.50	2.00	2.25	2.50
人民币1年期LPR	3.70	3.55	3.55	3.55	3.55
港元基准利率	0.75	1.25	1.75	2.25	2.50
新台币官方贴现利率	1.38	1.38	1.38	1.38	1.38
韩元基准利率	1.25	1.50	1.75	1.75	1.75
菲律宾比索隔夜逆回购利率	2.00	2.25	2.50	2.75	3.00
新加坡元SORA (新元隔夜利率)	0.28	0.81	1.34	1.72	2.05
新加坡元3个月SIBOR (新加坡银行同业拆借利率)	0.63	1.15	1.55	1.95	2.10
新加坡元3个月SOR (新加坡元掉期利率)	0.87	1.10	1.50	1.90	2.05
新加坡元10年期政府债券收益率	2.09	2.15	2.20	2.30	2.50
马来西亚林吉特隔夜政策利率	1.75	2.00	2.25	2.25	2.25
印尼盾7天逆回购利率	3.50	3.50	4.00	4.50	4.75
泰铢1天回购利率	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00
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	4.25	4.50	4.75	4.75
*最后确定的时间为3月16日					

商品	2022年3月18日	2022年第二季度预测	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测
黄金 (美元/盎司)	1,937	2,100	2,150	2,200	2,200
布伦特原油 (美元/桶)	108	110	110	100	100
伦敦金属交易所LME铜 (美元/吨)	10,243	10,500	10,500	11,000	11,000

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 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