



2022 年第三季度 全球经济展望

大华银行环球经济与市场研究部

美联储激进加息，2022 年下半年波动不断

过去的一个季度对全球市场而言是一个相当波动和混乱的季度，由于全球各国央行和投资者都在追急遽前行的通胀步伐，主要资产大类均遭到投资者全面和激进的抛售。随着人们对经济衰退/滞涨和脱缰野马般通胀的讨论日益白热化，全球市场似乎已无处可避。无需多言，在接下来几个月，人们很容易因为对利率可能急遽上升的恐惧而变得失去自制力。然而，关于本年度剩下几个月的经济和市场形势还是有若干关键情况值得关注。

到 2023 年第一季度时美联储最高可能将联邦基金利率上调至 4%

货币政策方面，美联储已经在加息和收紧流动性方面领先全球各国央行。为了抑制如脱缰野马般的通胀，美联储进一步加快其激进的提前加息步伐，在近期 6 月份结束的联邦公开市场委员会上宣布加息 75 个基点，并强化了人们普遍存在的关于美联储继续激进加息从而可能在今年底将利率上调至 3.25%-3.50% 区间的恐慌。总体而言，我们目前认为联邦基金目标利率会在 2023 年第一季度逐渐升至 3.75%-4.00% 的终端利率区间。同样，我们认为十年期美国国债收益率会在 2023 年第一季度升至 3.9%。详情请参阅下文《央行政策聚焦：美联储激进加息的背景下，亚洲各国央行加息能达到多高？》关于更多详情，请参考我们关于美联储加息路径的最新展望。

这种先发制人的激进加息现象在主要国家央行当中都有见到。具体来说，预计欧洲央行会在 7 月份启动加息，从而在今年 9 月份将利率拉升至负区间上方，在 2023 年第一季度进入大约 1.00% 或更高的水平。预计英格兰银行和澳大利亚储备银行也会在 2023 年第一季度前将利息上调至 2.25%。G7 国家当中的异数仍然是日本央行，该国央行行长黑田顽固地坚持宽松货币政策，在全球基准收益率竞相走高的背景下，日本央行努力将 10 年期日本政府债券收益率维持在不现实的 25 个基点。

随着失控的通胀开始反噬，全球经济增速进一步放缓

关于宏观经济，随着通胀进一步上升，人们普遍存在一种关于经济衰退或滞涨的担忧，而这种担忧正在加剧，尤其是美国经济部门当中之前曾高速增长的行业（尤其是科技和加密货币行业）也开始宣布大规模裁员。无需多言，我们最新的季度预测显示，相关主要经济体的增速会进一步放缓，通胀进一步走高。

但需要注意下列几个关键点。具体到美国经济而言，虽然我们认为明年美国经济增速会从今年的 2.0% 放缓至 1.5%，但我们目前并不认为很快会出现普遍的衰退，虽然 2023 年出现经济衰退的风险已随着美联储过度的鹰派转向而上升。至于中国方面，虽然我们认为中国今年第二季度的经济增速很低，只有 1.0%，但预计到明年该国经济增速会从今年的 4.1% 回升至 5.5%。此外，虽然我们最新的预测显示中国今年通胀走高，但我们的宏观经济团队认为明年通胀将会缓和。

原油价格继续攀升的同时，美元维持稳定

金融市场方面，虽然我们的核心观点认为美元走强和利率走高这一点是正确的，但这并不令人感到欣慰。考虑到美联储激进加息巩固了美元对其他货币的利差，因此我们维持对美元的积极观点，可以预计美元会继续保持强势。商品方面，由于供应链混乱持续以及库存下滑，预计布伦特原油价格进一步攀升，将试探 130 美元/桶的心理阻力位。预计铜价会因为市场人士对全球经济减速（尤其是中国）的担忧不断增加而承压。黄金仍被认为是很好的避险资产，虽然金价的上行潜力目前受到美元强势的打压。关于最新外汇策略和商品策略观点以及预测，详情请参考本报告后文的资产类别分析章节。

随着加息开始反噬，不断上升的信用风险已日益令人担忧

在 2020 年的前几个月新冠疫情爆发期间，由于各国政府加大对经济的财政支持力度，因此当时全球经济幸免于大面积的信用违约。然而，随着主要经济体（除中国外）重新开放边界和取消新冠疫情相关隔离措施，因此期望未来还会有同样力度的财政支持是不现实的。由于经济中较弱的部门不能适应利率从一年前的零水平急剧上升，因此信用风险目前不断上升和扩大。

值得关注的有两个关键的债券息差，第一个是美国高收益债券和投资级债券基准收益之间的债券息差，第二个是意大利与德国 10 年期债券基准收益率之间的息差。前一个债券息差反映了美国国内非投资级债券的健康程度，如果这个息差继续扩大，则需要更密切关注经济部门当中的较弱部门是否可能发生违约风险。后面一个息差严格意义上来说属于收益率息差，是反映意大利债务问题以及欧元区碎片化风险的主要指标。总体而言，上面所说的两个息差都存在明显的上升趋势，虽然两者仍未超出 2020 年第一季度新冠疫情爆发期间的高位。由于各国央行

在今年下半年继续收紧政策，资金成本同步上升，因此与前面所说的滞涨/衰退风险一样，这是另一个值得密切关注的方面。

外汇策略：不要试图对抗美联储和美元强势

随着主要国家央行加入全球货币紧缩的队伍并追赶美联储的加息步伐，与三个月前相比，现在看涨美元变得没有之前那样简单明了，但是美元强势的主要驱动因素仍然存在。美国国内强劲的劳动力市场以及美国高于趋势增长率的 GDP 增速都给予美联储信心去大幅提前收紧货币政策以便抑制通胀急升。迄今为止，美联储已恪守信用并兑现了市场人士的加息预期。这有助于巩固美元强势，再加上全球经济增速下调，进一步强化了美元作为避险资产的吸引力。总体而言，在主要国家外汇方面，我们继续对美元/欧元汇率和美元/日元汇率看涨，这将使美元指数（DXY）稳定在近期高位附近。具体到欧元而言，欧元区碎片化（即欧元区内不同国家受欧洲央行收紧政策的影响不一致）带来的威胁可能会在近期超越利率差成为欧元/美元汇率走势的主要驱动因素，可能会在近期推动欧元汇率下行。就目前而言，我们预计欧元/美元汇率到年底会朝着 1.03 进一步走弱，然后在 2023 年第二季度回升至 1.06。虽然澳元和英镑在过去的一个季度重新走弱，我们仍维持对澳元/美元汇率和英镑/美元汇率的略偏积极观点。

受美联储激进加息周期以及中国经济减速的双重利空影响，亚洲货币指数（ADXY）在 2022 年第二季度连续第二个季度下跌，并且将会成为四年来表现最差的一个季度。人民币汇率领跌亚洲各国货币，由于上海持续达两个月的封锁加剧了人们对该国经济增长的担忧，人民币汇率在第二季度下跌幅度高达 7.5%，在今年 5 月份跌至 1 美元兑 6.81 元人民币。人民币急剧走弱也引发了部分较具韧性的亚洲货币的重新定价，例如马来西亚林吉特和印尼盾。这两个货币对美元汇率均走弱至 2020 年的低位，虽然这两国的经济基本面保持稳健。由于美联储在今年下半年继续推进先发制人的加息步伐，亚洲货币的抛售浪潮远未结束。随着美联储加息和量化紧缩同步进行，2018 年的剧本再次上演可能会导致亚洲货币遭遇投资组合外流。此外，人们对中国经济减速的担忧以及全球衰退风险上升将会使得亚洲货币继续承压。我们维持对亚洲外汇的负面观点，并下调我们之前的汇率预测，尤其是将 2023 年第一季度人民币和新加坡元对美元汇率分别下调至 6.90 和 1.41。

利率策略：通胀确实是一个可怕的敌人

美联储兑现了市场预期，在 6 月份将联邦基金目标利率上调 75 个基点。联邦公开市场委员会 7 月份的政策指引显示，再次加息 75 个基点仍是摆在台面上的一个选项，这相当于推翻了美联储主席鲍威尔之前的观点，当时他称没有积极地考虑加息 75 个基点。最新的 6 月份点阵图已经上移，联邦基金目标利率的峰值与长期中性目标利率之间的差距已扩大。最新的点阵图更为明确地与联邦公开市场委员会委员们的说辞（也就是将利率迅速上调至中性利率上方）保持一致。在我们宏观团队作出的最新联邦基金利率预测的基础上，我们将其余收益率曲线的预期调高。总体而言，我们目前认为 10 年期美国国债和新加坡政府债券的收益率到 2022 年底分别为 3.80% 和 3.40%。随着货币政策收紧到达高潮，债券收益率的增幅应该会开始逐渐减少一直到进入 2023 年。我们认为 3 个月复合 SOFR（有担保隔夜融资利率）以及 SORA 在今年第四季度分别在 2.99% 和 2.30%。

对于新加坡，如果接下来两次的核心通胀率数据均升温，我们预计人们会越来越关注以下主要问题，即新加坡金管局下一轮收紧措施是否会在今年 10 月份的半年度会议上兑现，或者会以另一轮非周期性措施的形式体现（在今年 1 月份那一次的基础上）。金管局在一年内采取两次非周期性措施是史无前例的，但相较于其他一些主要发达国家央行在今年采取的超规模货币政策措施来说也并不显得那么前所未闻。总体而言，今年第二季度的通胀数据已经提高了金管局在今年进一步收紧政策的可能性。如果在接下来几个月通胀数据继续升温，我们认为这将会加大金管局采取另一轮非周期性收紧措施的可能性。

商品策略：布伦特原油供应紧张持续，延续强劲涨势

支撑原油价格持续上涨的因素是一系列的供应问题。俄罗斯原油供应实际上已经被剔除出“主流”能源市场，并且现在欧盟也决定禁止海上运输的俄罗斯原油，因此目前这种情况仍将维持。此外，欧佩克似乎完全不急于填补俄罗斯供应被剔除后产生的原油供应真空。虽然欧佩克已略微提高了月产量，但沙特在之后立即大幅提高其原油运输的官方售价，从而抵消了增产的效果。因此，全球原油供应仍然紧张，有明显迹象表明库存水平持续下滑。

因此，布伦特原油仍处于强劲的现货升水状态，而“裂解价差”也进一步升至新的历史高位。这些迹象表明了原油价格在当前水平上具有强大的价格支撑。因此，我们将 2022 年第三季度和第四季度，2023 年第一季度和第二季度的布伦特原油价格预测分别进一步上调至 130 美元/桶以及 120 美元/桶，并继续指出油价波动性上升，油价倾向于上行。

黄金走势经历了一个困难的季度，虽然金价发起了多次冲锋，但均被美元强势打压。特别是美联储在近期结束的 6 月份联邦公开市场委员会会议上宣布了超大幅度的 75 个基点加息，进一步加快了加息周期。总体而言，考虑到资金避险需求仍然强大，我们对金价保持乐观。全球黄金 ETF 的仓位仍然高企。中国全境可能放松新冠疫情隔离措施这一点可能导致金饰需求在 2022 年下半年走高。然而，我们注意到，由于美元走强，近期金价面临一些利空。因此，我们略微调低了对金价的乐观预测，认为金价在今年第三季度和第四季度为 1,900 美元/盎司，明年第一季度和第二季度为 2,100 美元/盎司。

伦敦铜经历了一段走弱，价格回撤至 9,500 美元/吨。考虑到中国境内主要城市因疫情相关的社交隔离措施和封锁导致制造业活动暂时停滞，因此伦敦铜价格回撤是完全能够理解的。事实上，考虑到部分宏观经济指标大幅修正（例如整个 4 月份的工业产值），因此伦敦铜价格经历的修正可以说是温和的。虽然中国 2022 年第二季度工业活动放缓，但支撑伦敦铜价格的一个关键的因素是铜库存持续紧张。上述情况在 2022 年第二季度对于许多商品来说也是一个类似的支撑因素。总体而言，随着全球经济增长所面临的挑战日益加大，我们现在对于伦敦铜价格前景转为谨慎观点，预测 2022 年第三季度和第四季度为 9,000 美元/吨，明年第一季度和第二季度为 8,500 美元/吨。

央行政策聚焦：在美联储激进加息的背景下，亚洲各国央行加息能够达到多高？

随着美联储加快加息周期，全球范围内上升的通胀压力使得货币政策制定者陷入困境，因此更多的央行（包括亚洲地区央行）也开始跟随加息。各种因素阻碍了亚洲经济体的货币政策正常化进程，但随着美联储加快货币政策收紧的速度，利差扩大将引发不利金融后果（包括破坏性的资本外流以及货币汇率走弱），亚洲地区央行要维持宽松政策立场将会面临越来越大的困难。

我们预计区域型经济体如菲律宾、泰国和印尼会在接下来几个月加息，但加息幅度与美联储相比不能相提并论。至于新加坡金管局，其在货币政策收紧方面相对于亚洲地区央行来说算是少数先发制人采取行动的央行之一，我们认为，如果新加坡的核心通胀率出乎意料上升，金管局在今年 1 月份（见相关报告）采取出乎意料行动的基础上，有可能会采取另一轮非周期性措施。

全球外汇

美元/日元

我们在预计 10 年期美国国债收益率继续上升的同时，考虑到我们之前预测美元/日元汇率在今年底达到 130 的目标已相对容易达成，因此我们将美元/日元汇率预测上调，最新的汇率点位预测分别为今年第三季度为 134，第四季度为 135，明年第一季度和第二季度为 136。我们对美元/日元汇率看涨观点所面临的一个主要风险是，如果人们对经济衰退的恐慌加剧，日元会重回避险资产的角色。

欧元/美元

欧元区的碎片化风险，即欧元区内各国受欧洲央行货币政策收紧的影响并不一致这一点，可能会超越利差成为推动欧元/美元汇率近期走势的主要驱动因素，其可能会使得该汇率倾向于下行。就目前而言，我们预计欧元/美元汇率在今年底朝向 1.03 进一步走弱，而后在明年初迎来回升。我们最新的汇率点位预测分别为今年第三季度为 1.04，第四季度为 1.03，明年第一季度为 1.05，第二季度为 1.06。

英镑/美元

当没有新的利空出现的情况下，英镑/美元仓位水平可能难以维持在自 2019 年 9 月份以来的最大规模的净空头仓位。考虑到英镑估值在较长期间具有吸引力，我们维持英镑/美元汇率上行的预测观点，最新的点位预测分别为今年第三季度为 1.25，第四季度为 1.26，明年第一季度为 1.28，明年第二季度为 1.30。

澳元/美元

总体而言，澳元/美元汇率预计会在 0.70 上方水平维持。从另一方面来说，市场人士对中国经济放缓的担忧徘徊不去以及风险资产的波动性可能会限制澳元/美元汇率的涨幅。总体而言，我们维持澳元/美元汇率的上行预测，最新点位预测分别为今年第三季度到 0.71，第四季度到 0.72，明年第一季度到 0.73，第二季度到 0.74。

纽元/美元

除了近期的波动之外，纽元汇率预计将从新西兰储备银行的激进加息中得到支撑。隔夜指数掉期市场已经对该国央行在今年剩下四次会议上加息 269 个基点的影响进行计价。如果这些市场预期最终兑现，那么到年底纽元将会是 G10 国家当中涨幅最高的货币，官方现金利率会在 4.60%。总体而言，我们维持对纽元/美元汇率的看涨观点，最新的点位预测分别为今年第三季度为 0.65，第四季度为 0.66，明年第一季度为 0.67，明年第二季度为 0.68。

亚洲外汇

美元/人民币

由于中国经济仍面临下行风险，并且中国人民银行倾向于宽松立场（与其他大多数主要国家央行的政策收紧形成鲜明对比），由于中国经济基本面走弱，因此我们可能尚不能预期该国货币政策正常化。自今年 4 月以来，中国政府债券相对美国国债收益率的利差优势被完全侵蚀，再加上全球范围内风险偏好转为谨慎，可能会继续刺激投资组合外流（从今年 2 月份已开始）并继续使人民币汇率承压。中国境外上市企业向境外支付股息可能会使人民币汇率承压，并且付息季已经开始。总体而言，我们重申人民币汇率继续走弱的观点，最新的美元/人民币汇率点位预测分别为今年第三季度为 6.80，第四季度为 6.85，明年第一季度和第二季度为 6.90。

美元/新加坡元

虽然新加坡元汇率具有韧性，但美元对其他货币普遍走强这种情况预计仍将占主导地位。美元兑新加坡元汇率与美元兑人民币汇率上升之间的越来越紧密的相关性也会支撑美元兑新元汇率。然而，新加坡金管局在今年 10 月份继续收紧政策或者进行另一轮的非周期性收紧（在 10 月份之前）将会使新加坡元汇率表现良好，就目前而言可能会将美元兑新加坡元汇率涨幅限制在 1.40。总体而言，我们重申美元/新加坡元汇率在未来略微走高的观点，最新的点位预测分别为今年第三季度为 1.40，今年第四季度以及明年第一季度和第二季度为 1.41。

美元/港元

美元/港元汇率的远期点数日益下降，这是由于港元利率上涨滞后于美元所引起的，这促使投资者大量进行以港元融资的美元套利交易。此外，由于美联储仍预计会在今年下半年进行激进的先发制人加息，我们继续认为美元/港元汇率会在接下来几个季度维持在 7.85。

美元/新台币

我们继续认为新台币汇率目前的回撤是因为新台币在过去几年估值过高引起的正常化。总体而言，由于美元受美联储激进加息的支撑，我们维持美元/新台币汇率上行观点，最新的点位预测分别为今年第三季度为 30.0，第四季度为 30.2，明年第一季度为 30.4，明年第二季度为 30.5。

美元/韩元

虽然韩国央行是亚洲地区较为激进加息的央行之一，但美元收益率上涨仍然比韩元快，因此对美元/韩元汇率给予了适度支撑。总体而言，我们重申美元/韩元汇率在未来走高的观点，最新的点位预测分别为今年第三季度为 1300，第四季度为 1310，明年第一季度为 1320，明年第二季度为 1330。

美元/马来西亚林吉特

在预期人民币汇率进一步走弱的基础上，我们认为，由于美联储刚刚开启激进的货币收紧路径，因此我们预计美元/马来西亚林吉特汇率会走高。预计美元/马来西亚林吉特汇率在今年第三季度达到 4.46，第四季度为 4.48，明年第一季度为 4.50，第二季度为 4.52。

美元/印尼盾

借鉴 2018 年当时美联储同步进行加息和量化紧缩的经验，印尼盾汇率在接下来几个季度可能会处于守势。然而，印尼国内经济强劲升温，再加上印尼央行与美联储同步加息，这可能会限制印尼盾汇率的跌幅。总的来说，我们最新的美元/印尼度汇率预测为 2022 年第三季度为 15,000，第四季度和明年第一季度为 15,100，明年第二季度为 15,200。

美元/泰铢

除了外部因素之外，由于泰国国内连续第二年产生经常账户赤字，且泰国央行今年货币政策收紧的幅度有限（相对美联储和其他亚洲国家央行而言），这可能会促使投资组合外流，因此泰铢可能在今年下半年处于守势。因此，我们维持美元/泰铢汇率的上行观点，最新点位预测分别为今年第三季度为 35.4，第四季度为 35.8，明年第一季度和第二季度为 36.2。

美元/菲律宾比索

削弱菲律宾比索汇率表现的国内因素包括该国经常账户赤字规模增加，并且，与疫情前水平相比，该国在 2022 和 2023 年的财政赤字预计仍会高企。此外，比索与美元利率之间的利率差幅缩小以及国内通胀预期升温也会削弱部分菲律宾投资资产的吸引力，从而导致外国资本外流。因此，我们维持美元/比索的上行观点，点位预测分别为今年第三季度为 54.0，第四季度为 54.5，明年第一季度和第二季度为 55.0。

美元/越南盾

展望未来，由于美联储看起来确定会在今年下半年继续靠前加息，我们预计亚洲新兴国家货币例如越南盾会因为避险情绪而承压。因此，我们更新了美元/越南盾汇率点位预测以体现出该汇率更加急遽的上行轨迹。最新的点位预测分别为今年第三季度为 23400，第四季度为 23500，明年第一季度为 23550，明年第二季度为 23600。

美元/印度卢比

总体而言，由于美联储在今年下半年保持激进的加息路径，加上人们对中国经济放缓的担忧情绪上升，与预期中的地区性货币走弱保持一致，我们重申美元/印度卢比汇率在未来走高的观点。最新的汇率点位预测分别为今年第三季度为 79.00，第四季度为 80.00，明年第一季度为 80.50，明年第二季度为 81.00。

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3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。