



# 2022年第三季度 大华银行投资观察

2022年第三季度

## 全球宏观背景

随着美联储加快升息周期，席卷全球的通胀压力使货币政策制定者陷入困境，因此更多国家的央行（包括亚洲地区）也跟随加息。各种因素阻碍了部分亚洲经济体的货币政策正常化进程，由于美联储加快货币收紧步伐，导致利差扩大，产生不利的影响，使亚洲地区央行要维持宽松立场面临更大挑战。

## 固定收益

考虑到美联储预计对经济采取限制措施（加息），固定收益资产配置应重新将重点放到质量上。然而，由于前端利率已将美联储激进加息的影响计入，中等期限投资级债券的综合收益率在目前而言相对具有吸引力。美联储可能继续加息和使收益率曲线平坦化，这意味着长端利率的上行风险相对较低。

## 资产配置

第三季度资产配置的变化反映了较为不利的政策组合，如价格上涨、货币政策收紧以及经济增速放缓。考虑到周期性变化，我们在第三季度对固定收益资产转为增配观点，对股市配置维持中性，但从地区配置来说更倾向于亚洲股市。我们对商品和另类投资持中性观点，对现金类资产持配观点。

## 商品

支撑原油价格持续上涨的是一系列供应问题。我们将布伦特原油价格预测进一步上调为2022年第三季度和第四季度在130美元/桶，2023年第一季度和第二季度到120美元/桶，并继续警示波动性上升，价格倾向于上行。至于黄金，我们注意到由于美元走强，黄金在近期面临若干利空。因此，我们将对金价的乐观预测略微下调，2022年第三季度和第四季度金价在1,900美元/盎司，2023年第一季度和第二季度到2,100美元/盎司。

## 外汇和利率

美联储贯彻了其信念，大幅提前收紧货币政策以期抑制通胀。这有助于巩固美元强势，再加上一系列全球经济增速下调也加强了美元作为避险资产的吸引力。在上调联邦基金目标利率预测的基础上，我们也上调了对其余的收益率曲线的预期。我们目前认为10年期美国国债和新加坡政府债券收益率到2022年底时分别在3.80%和3.40%。

## 股票

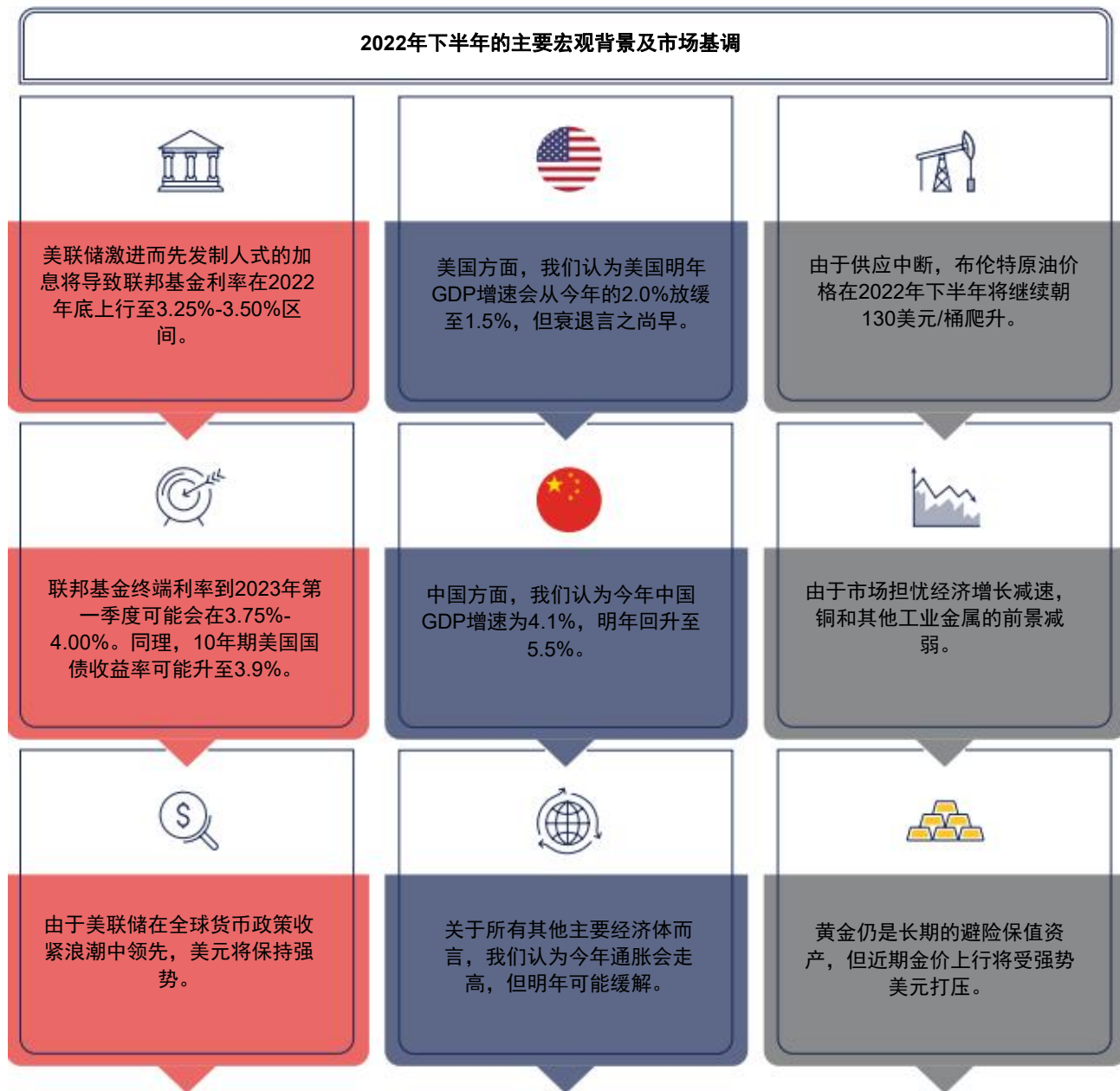
在当前货币政策收紧的背景下，我们预计股市交易在接下来6-12个月期间会存在波动，平均而言略有上涨。在美国/全球通胀压力见顶，美联储鹰派立场减弱以及市场对经济衰退的担忧消退之前，股市要维持上涨存在困难。随着估值回调，股市前景将很大程度上取决于企业盈利表现

# 全球宏观背景与市场策略

## 美联储激进加息，2022年下半年波动不断

“让我们明确这一点，我们并不打算引起衰退。”在2022年6月15日举行的联邦公开市场委员会会议上宣布加息75个基点后，美联储主席鲍威尔于会后举行的新闻发布会上答记者问时如是说。

对全球市场来说，过去的一个季度是相当波动纷乱的一个季度，由于全球各国央行和投资者开始追赶持续走高的通胀脚步，主要的资产大类遭遇投资者大幅抛售。随着人们对经济衰退/滞涨和脱缰野马般通胀的讨论日趋白热化，全球各地似乎无处可躲。无需多言，人们很容易因为对未来几个月利率可能大幅上升这一情况的恐惧而失去自控力。然而，关于今年剩下几个月内经济和市场方面仍有若干值得关注的主要事项。



**到2023年第一季度美联储可能将联邦基金利率最高调至4%：**关于货币政策，美联储已经在加息和收紧流动性方面走在全球各国央行的前面。为了抑制如脱缰野马般的通胀，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加息75个基点，再次加强了先发制人激进加息的力度，并强化了市场普遍存在的担忧，即：今年底美联储会继续大幅加息，可能将利率区间上调至3.25%-3.50%区间。总体而言，我们目前认为联邦基金目标利率到2023年第一季度会最终升至3.75%-4.00%的终端利率区间。同理，我们认为10年期美国国债收益率到2023年第一季度会升至3.9%。详情请参阅《央行政策焦点：美联储激进加息的背景下，亚洲各国央行加息能达到多高？》

这种先发制人加息的现象在主要国家央行当中都有见到。具体来说，欧央行预计会在7月份启动加息，并在9月份将利率从负区间提升至1.00%左右，或者在2023年第一季度上调至更高。英格兰银行和澳大利亚储备银行预计会在2023年第一季度加息至2.25%。G7国家中的异数仍然是日本，该国央行行长黑田东彦顽固地坚持宽松货币政策，当全球各国债券基准收益率竞相走高的背景下，日本央行试图将10年期日本政府债券收益率维持在25个基点这个不现实的水平。

**随着不受控的通胀开始反噬经济，全球经济增速将进一步放缓：**宏观经济方面，人们普遍存在对于通胀继续走高背景下发生经济衰退或滞涨的担忧，而这种担忧情绪已升温。特别是美国经济部门当中之前曾异常繁荣的部门（尤其是科技和加密货币行业）已经开始宣布大规模裁员。对此无需多言，我们最新的季度预测显示，我们的报告所涉及的主要经济体增速将会放缓，通胀走高。

但有以下几个主要方面值得关注，具体到美国经济来说，虽然我们认为美国GDP明年增速将从今年的2.0%放缓至1.5%，但我们目前不认为美国经济即将迎来大范围衰退，虽然由于美联储过度鹰派的转向，美国经济在2023年发生衰退的风险已经同步升高。至于中国，虽然我们认为中国今年第二季度经济增速很低，只有1.0%，但预计明年中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表明今年中国国内通胀走高，但我们的宏观团队认为明年通胀会缓和。

**外汇策略-别试图对抗美联储和美元：**与三个月前相比，由于有更多的主要国家央行加入了全球货币政策收紧的队伍并追赶美联储的加息步伐，因此在目前看涨美元并不像之前那样简单明了，但美元强势的主要驱动因素仍然健在。美国国内强劲的劳动力市场表现以及美国高于趋势增长率的GDP增速都给了美联储大幅收紧货币政策抑制通胀的信心。迄今为止美联储都信守承诺，兑现了市场人士对其加息的预期。在此基础上，全球各国经济增速下调，加强了美元作为避险资产的吸引力，从而帮助巩固了美元强势。总体来说，在主要国家外汇板块内部，我们继续看涨美元/欧元和美元/日元汇率，这将使美元指数（DXY）维持在近期高位水平的附近。具体到欧元而言，欧元区碎片化的风险（即欧央行收紧政策的影响对欧元区各国的影响并不一致）可能会超越利率差成为欧元/美元汇率近期走势的主要驱动因素，这一情况在近期可能会使得上述货币汇率下行。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，而后在2023年第三季度回升至1.06。虽然澳元和英镑在过去的一个季度重新走弱，但我们仍维持对这两个货币兑美元汇率的略偏积极观点。

因受到美联储激进加息周期以及中国经济放缓双重利空的影响，亚洲货币指数（ADXY）在2022年第二季度连续第二个季度下滑，并且会是四年来表现最差的一个季度。人民币领跌亚洲地区汇率，由于上海持续两个月的封锁加大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5月份的时候跌至6.81元人民币兑1美元。人民币突然走弱也引发了亚洲外汇当中较具韧性的货币（如马来西亚林吉特和印尼盾）的重新定价，这两个货币兑美元汇率均走弱至2020年的低位，虽然这两国的经济基本面仍保持稳健。由于美联储在2022年下半年继续先发制人加息，亚洲地区外汇的抛售远未结束。随着美联储加息和量化紧缩同步进行，2018年剧本的重演可能会导致亚洲货币遭遇资金外流。

此外，市场对中国经济减速以及全球衰退风险上升的担忧也会使亚洲地区外汇继续承压。我们对亚洲外汇维持负面观点，下调了对各种亚洲货币汇率的预测，尤其是人民币和新加坡元，我们将这两个货币兑美元汇率的2023年第一季度预测分别进一步下调至6.90和1.41。关于我们汇率观点的更多详情，请参阅最新的《2022年第三季度外汇策略》。

**利率策略-通胀的确是一个可怕的敌人：**美联储兑现了市场预期，在今年6月份上调联邦基金目标利率75个基点。联邦公开市场委员会7月份的政策指引表明当局仍在考虑再次加息75个基点的可能性，这相当于推翻了美联储主席鲍威尔之前称没有积极考虑再次加息75个基点的立场。最新的6月份点阵图显示上移，联邦基金目标利率的峰值与长期中性利率之间的差距也扩大。更新后的点阵图更加明确地与联邦公开市场委员会委员关于加快将利率收紧至中性利率以上的言辞保持一致。在我们宏观团队对于联邦基金目标利率最新预测的基础上，我们也将其余的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收益率到2022年底会分别在3.80%和3.40%。进入2023年后，随着货币政策收紧到达顶峰，债券收益率的涨幅应该会开始缩小。我们预测3个月复合SOFR以及SORA到2022年第四季度会分别在2.99%和2.30%。

对于新加坡，如果接下来的几个核心通胀数据继续升温，我们预计市场人士会越来越关注以下关键问题：即新加坡金管局是否会在今年10月份举行的半年度会议上宣布新一轮收紧措施，或者是否会在今年1月份的基础上再次推出新一轮的非周期性措施。金管局一年内采取两轮非周期性措施是前所未有的，但相比部分主要发达市场国家央行在今年采取的超规格货币政策措施而言也只是小巫见大巫。总体来说，今年第二季度的通胀数据已增加了新加坡金管局在今年继续收紧货币政策的可能性。如果通胀数据在接下来几个月继续升温，我们认为会提高当局采取新一轮非周期性收紧措施的可能性。关于我们利率观点的更多详情，请参阅最新的《2022年第三季度利率策略》。

**商品策略---供应紧张持续，布伦特原油延续强劲涨势：**支撑原油价格持续上涨的是一系列供应问题。俄罗斯原油供应实际上已经被剔除出“主流”能源市场，并且，由于欧盟已决定禁止海上运输的俄罗斯原油，因此这一情况将会维持。此外，欧佩克似乎完全不急于填补俄罗斯原油退出后形成的供应真空。虽然欧佩克略微提高了月产量，但沙特后来立即大幅上调原油官方售价，因此抵消了增产的效果。因此，由于存在明确迹象表明原油库存水平继续下滑，全球原油供应将继续保持紧张。随着裂解价差进一步上升至历史新高水平，布伦特原油维持强劲的现货升水。这些现象表明布伦特原油在当前价格水平具有强大的价格支撑。因此，我们将布伦特原油价格预测进一步上调为2022年第三季度和第四季度为130美元/桶，2023年第一季度和第二季度为120美元/桶，并继续警示油价波动性升高，原油价格倾向于上行。

黄金经历了一个艰难的季度，虽然发起了几轮价格冲锋，但受到强势美元的打压。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75个基点的大幅加息，进一步加快了升息周期。总体而言，由于持续存在强劲的资金避险需求，因此我们维持对黄金的积极观点。全球黄金ETF仓位保持强劲，中国全境可能放松新冠隔离措施也可能导致2022年下半年实体金饰需求上升。然而，我们注意到，由于美元走强，黄金近期面临利空。因此，我们略微下调了对金价的乐观预测，预计2022年第三季度和第四季度为1,900美元/盎司，2023年第一季度到2,100美元/盎司。

伦敦铜也经历了某种程度的走弱，铜价回撤至9,500美元/吨。考虑到中国主要城市维持新冠疫情相关的社交隔离措施和封锁，导致该国制造业活动暂时停滞，因此伦敦铜价格的回撤是合理的。事实上，考虑到整个4月份部分宏观经济指标例如工业产值大幅修正，伦敦铜价格所经历的修正可以说是温和的。虽然中国第二季度工业活动放缓，但伦敦铜价格的其中一个关键支撑因素是铜库存持续紧张。在整个第二季度，库存紧张对许多其他商品而言也是类似的价格支撑因素。总体而言，与全球经济增长面临的困难持续加大保持一致，我们目前对伦敦铜价格观点转为谨慎，预计今年第三季度铜价为9,000美元/吨，之后在2023年第一季度到8,500美元/吨。关于我们对原油、铜价和金价的观点，详情请参阅最新一期《2022年第三季度商品策略》。

**随着加息的效果开始显现，信用风险上升日益令人担忧：**之前在2020年初几个月新冠疫情爆发期间，由于各国政府加大了对各国经济的财政支持力度，全球经济得以幸免大面积的信用违约。然而，随着（除中国以外的）主要经济体重新开放边界和取消了新冠疫情相关隔离措施，期望未来会有同样力度的财政支持是不现实的。因此，由于经济当中的较弱部门无法适应利率从一年前的零利率急剧上升，信用风险不断增加和扩大。

有两个关键的债券息差值得关注。第一个是美国境内高收益债券和投资级债券基准收益率之间的息差，第二个是意大利和德国10年期政府债券基准收益率之间的息差。前面所说的息差反映了美国境内非投资级债券的健康度，如果这一息差进一步上升，则需要密切关注经济当中较弱行业的潜在违约风险。后者在严格意义上是收益差幅，它是反映意大利债务问题以及欧元区碎片化风险的关键指标。总体而言，上面所说的两个息差都存在明显的上升迹象，虽然两者均未超过2020年第一季度新冠疫情爆发期间录得的高位。考虑到之前提到的经济滞胀/衰退风险，由于资金成本随着各国央行在今年下半年持续收紧货币政策而同步上升，这又将是另一个值得密切关注的方面。

## 资产配置

第三季度资产配置的变动反映了一个较为不利的政策组合，即价格上涨、货币政策收紧以及经济增速放缓。尽管存在这些利空因素，实际消费支出保持良好，企业盈利率也保持韧性。然而，在通胀率接近2%通胀目标之前，美联储的前瞻指引会继续倾向于收紧政策，而经济增长前景恶化，因此风险资产会倾向于下行。

虽然经济基本面的发展形势是负面的，但仍存在若干机会。中国经济目前正在从自我实施的“清零政策”，房地产行业去杠杆以及针对互联网行业的监管中恢复过来。由于中国股市估值低迷且投资者仓位不足，随着信息面转为正面，股市从三月份低位强劲回升。迄今为止，亚洲和新兴市场股市总体上表现优于发达市场国家。

考虑到周期性变化，进入三季度后资产配置转为增配固定收益资产。迄今为止，固定收益资产收益率的重定价导致债券价格大幅修正。随着接下来几个月发达国家的经济增长前景持续恶化，以及美联储鹰派的点阵图已经在前端利率中得到体现，中等期限的高质量固定

收益资产将会是合适的投资类别。考虑到2023年可能发生经济衰退，因此，随着利率最终见顶，固定收益资产也可以作为有效的投资组合稳定器。由于经济下行通常会导致债券息差重调整，因此对高收益固定收益资产的配置应当更为谨慎和有选择性。

我们对股票配置维持中性，但就地区配置而言，考虑到亚洲地区的产出缺口更为有利以及该地区疫情后重启的利好因素，因此我们更倾向于亚洲股市。就中国方面而言，其政策周期明显向好，而股票估值接近历史低位。

最后，在另类投资方面，相较于基本金属而言，另类投资配置应倾向于非定向第三方对冲基金。由于实际利率和美元均已按照美联储的政策进程走高，因此黄金近期的价格疲软应该会有所缓解。

## 2022年第三季度全球资产配置

	减配	中性	增配
股票		•	
固定收益			•
商品		•	
另类投资（对冲策略）		•	
现金	•		

# 股票

在当前货币政策收紧的背景下，我们预计股市在接下来的6-12个月会遭遇波动，平均而言略有上涨。在美国/全球通胀压力见顶，美联储鹰派立场减弱以及市场人士对经济衰退的担忧消退之前，股市要持续上涨并非易事。

就目前而言，技术性超卖（例子如下图标普500指数所示）和投资者轻仓意味着股市确有某些上行空间。

## 价格 > 200dma的标普500指数成分股占比达到新冠疫情爆发期间的水平



数据来源：Macrobond、大华银行私人银行业务部

从市盈率角度来说，股票估值已经从早前的高位大幅修正，“Factset世界指数”当中的市盈率倍数已经从2021年12月的21.8以及2021年2月份峰值35.2下降至15.7，表明近些年的大部分股票估值水分已经被挤出。因此，如果全球经济增长保持韧性，并且假设2022年下半年的利率预期和债券收益率保持平稳，全球股市有回升潜力，非美地区股票将引领涨势。

## 全球市盈率再次处于/到达疫情期间低位

全球市盈率再次处于/到达疫情期间低位



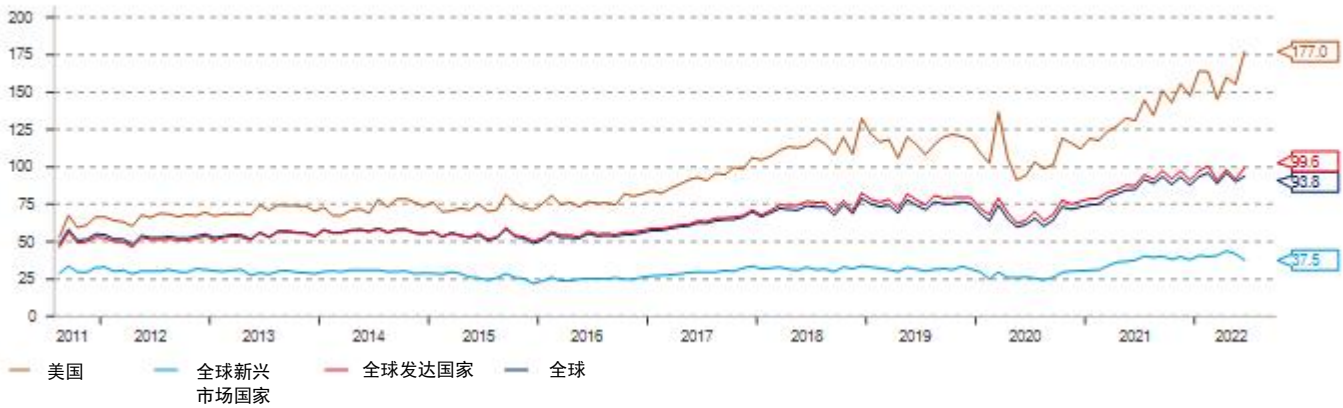
数据来源：Macrobond、大华银行私人银行业务部

随着估值回调，股市前景将很大程度上取决于企业盈利表现。大部分市场的企业盈利均保持韧性。发达市场国家的12个月远期盈利以及新兴市场国家股票基准指数均保持上行趋势。更重要的是，美国企业继续表现出众，潜在远期盈利创新高。虽然在近期结束的第一季度盈利报告中存在部分明显令人失望的情况，但总体盈利是出色的，大多数美国企业的盈利表现均超出预期。

## 未来12个月每股盈利保持稳健

未来12个月每股盈利保持稳健

美元



来源：Macrobond、大华银行私人银行业务部

考虑到全球经济增长前景的不确定性上升，供应链问题持续，以及企业发布的言论和指引均转为谨慎，在未来几个月全球盈利预测有下调的可能性。

这也意味着年同比盈利增速将放缓，这与全球经济增长势头放缓保持一致。随着经济增长减速以及部分盈利下调成为现实，投资者可能会对盈利前景变得更为不安，特别是考虑到利润率目前已经很高（导致股市遭遇额外抛压）这一情况，这些动态支持我们的以下观点，即股价在找到一个稳定的底部之前，股市表现将维持波动起伏。

我们继续倾向于适度支持增长的投资立场，建议增配新兴市场股市，尤其是中国（考虑到中国跟发达市场国家存在政策分歧）。随着二十大在10月份到来，中国当局采取的温和适度的通货再膨胀宏观政策以及放松对互联网平台企业的监管压力，这些因素可能会有助于中国风险资产的表现。

由于美股相对估值已高企，这使得我们在6-12个月期间对美股持中性观点。从行业角度来看，我们倾向于金融、工业、原材料和能源行业。由于各国央行加息，信贷扩张导致银行净利息收入增加，并且健康的企业盈利环境以及低失业率支撑了信贷资产的质量，因此金融行业在明年的盈利表现仍将优于其他行业。与此同时，即使全球经济增长势头放缓，考虑到资本设备存在大量的订单积压，国防开支上升，商用飞机需求随着航空出行恢复正常而有所改善，因此我们预计工业部门的相对盈利会出于意料上升。从个股选择来看，由于某些大型科技企业遭遇抛售，再叠加负面的市场情绪，因此成长型企业板块存在选择性的投资机会。

## 固定收益

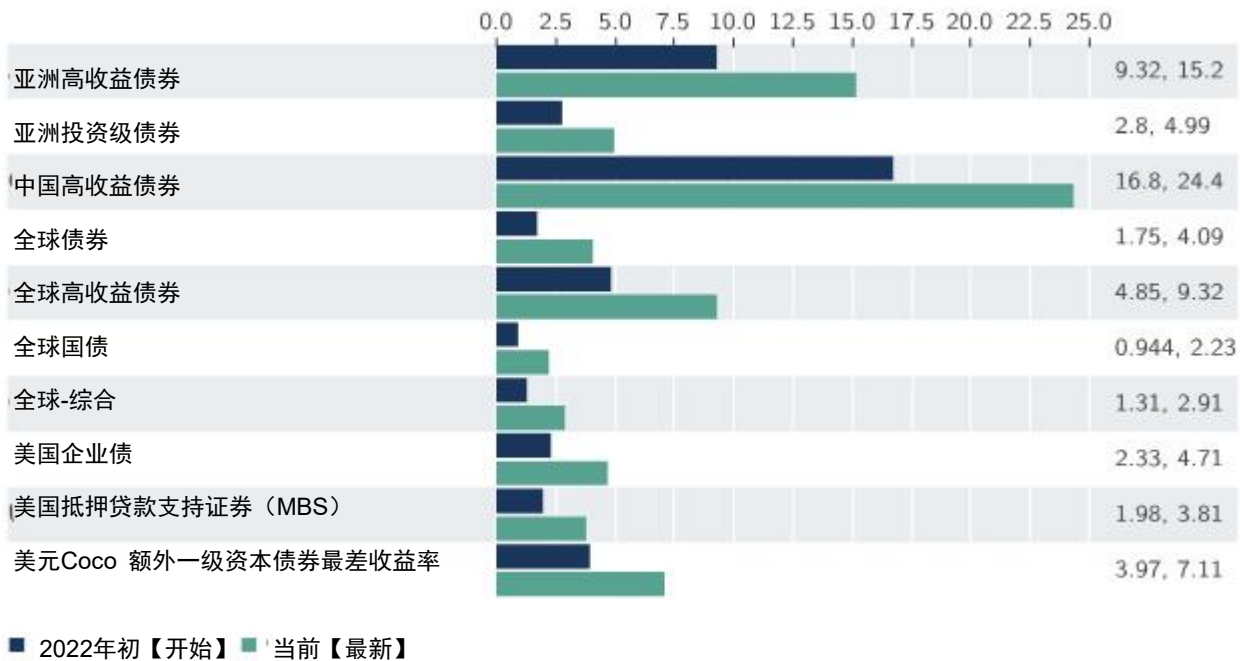
考虑到美联储预计对经济采取抑制措施（加息），固定收益资产配置应重新将重点放到质量上。目前来说，美国投资级债券的基本面表现良好，评级上调多于下调。债券息差已走阔至150个基点，虽然已属合理，但尚未将经济衰退因素计入。然而，由于前端利率已经将美联储激进加息的影响计入，中等期限投资级债券的综合收益率目前相对具有吸引力。美联储可能继续加息和使收益率曲线平坦化，这意味着长端利率的上行风险相对较低。

美国高收益债券的基本面并无多大不同。事实上，信用计量模型显示出高收益债券具有韧性，包括杠杆率和利息覆盖率。总的来说，（债券评级）上调超过下调也支持这一观点。然而，随着高收益债

券的息差扩大至将增长放缓因素计入，并且，高收益作为总回报的关键因素，高收益债价格必然会更加波动。总体而言，我们对高收益债券持谨慎观点。

亚洲地区债券则呈现出不一致的景象，投资级债券保持韧性，年初至今息差扩大45个基点左右，中国房地产行业的民营发行人遭遇席卷全行业的流动性危机，因此高收益债券在面临投资者抛售时首当其冲，亚洲高收益债券的综合息差已扩大至1050个基点，比2008年全球金融危机时期还要大。随着中国房地产行业因持续疫情封锁和当局政策的变动而陷入停滞，该行业大部分债券的价格处于极低水平。幸存者可能仅限于国有企业或少数实力最强的企业，因此，建议投资者对此采取具有高度选择性的策略。

自2022年初以来的收益率变动情况



大华银行私人银行业务部、彭博社、Macrobond

## 外汇、利率和商品展望

外汇	2022年6月16日	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测	2023年第二季度预测
美元兑日元	133	134	135	136	136
欧元兑美元	1.05	1.04	1.03	1.05	1.06
英镑兑美元	1.23	1.25	1.26	1.28	1.30
澳元兑美元	0.70	0.71	0.72	0.73	0.74
纽元兑美元	0.63	0.65	0.66	0.67	0.68
美元指数	104.04	104.4	104.8	103.3	102.5

美元兑人民币	6.70	6.80	6.85	6.90	6.90
美元兑港元	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85
美元兑新台币	29.73	30.0	30.2	30.4	30.5
美元兑韩元	1,289	1,300	1,310	1,320	1,330
美元兑菲律宾比索	53.44	54.0	54.5	55.0	55.0

美元兑马来西亚林吉特	4.40	4.46	4.48	4.50	4.52
美元兑印尼盾	14,768	15,000	15,100	15,100	15,200
美元兑泰铢	35.1	35.4	35.8	36.2	36.2
美元兑越南盾	23,200	23,400	23,500	23,550	23,600
美元兑印度卢比	78.08	79.0	80.0	80.5	81.0

美元兑新加坡元	1.38	1.40	1.41	1.41	1.41
欧元兑新加坡元	1.46	1.46	1.45	1.48	1.49
英镑兑新加坡元	1.71	1.75	1.78	1.80	1.83
澳元兑新加坡元	0.97	0.99	1.02	1.03	1.04
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.17	3.19	3.18	3.19	3.21
新加坡元兑人民币	4.84	4.86	4.86	4.89	4.89
日元兑新加坡元x100	1.04	1.04	1.04	1.04	1.04

利率	2022年6月16日	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测	2023年第二季度预测
美国联邦基金利率	1.75	2.75	3.50	4.00	4.00
美元SOFR	0.51	2.05	2.99	3.64	3.91
3个月期美元Libor	2.03	3.00	3.65	4.10	4.10
10年期美国国债收益率	3.26	3.60	3.80	3.90	3.90
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	0.75	0.75	1.00	1.00
英镑回购利率	1.25	1.75	2.25	2.25	2.25
澳元官方现金利率	0.85	1.25	1.75	2.25	2.25
新西兰元官方现金利率	2.00	2.50	3.00	3.50	3.50
人民币1年期贷款市场报价利率	3.70	3.55	3.55	3.55	3.65
港元基准利率	2.00	3.00	3.75	4.25	4.25
新台币官方贴现率	1.50	1.63	1.75	1.88	1.88
韩元基准利率	1.75	2.25	2.50	2.50	2.50
菲律宾比索隔夜逆回购利率	2.25	3.00	3.50	3.75	4.00
新加坡元SORA	0.61	1.53	2.29	2.78	2.96
新加坡元3个月SIBOR（银行同业拆借利率）	1.56	2.15	2.75	3.10	3.10
新加坡元3个月SOR（新加坡元掉期利率）	1.77	2.20	2.75	3.10	3.10
新加坡元10年期SGS（新加坡政府债券收益率）	3.11	3.30	3.40	3.50	3.50
马来西亚林吉特隔夜政策利率	2.00	2.50	2.50	2.75	3.00
印尼盾7天逆回购利率	3.50	4.00	4.50	4.75	5.00
泰铢1天回购利率	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
越南盾再融资利率	4.00	4.00	4.00	4.00	4.25
印度卢比回购利率	4.90	5.65	5.65	5.65	5.65
商品	2022年6月16日	2022年第三季度预测	2022年第四季度预测	2023年第一季度预测	2023年第二季度预测
黄金（美元/盎司）	1,845	1,900	2,000	2,100	2,100
布伦特原油（美元/桶）	119	130	130	120	120
伦敦金属交易所LME铜（美元/吨）	9,075	9,000	9,000	8,500	8,500



# 团队

全球经济与市场研究部

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 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，包括进行营销、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