



# 2022年第四季度 大华银行投资观察

## 全球宏观背景

市场对于经济增长放缓的预期，如今已转为对全球经济前景更加不利的展望。推动这一悲观趋势的主要因素是发达经济体为了抑制处于多年高位的通胀率而在美联储带领下采取激进的货币政策收紧措施。全球各国央行明确首要任务是抑制通胀，并愿意为此承担经济衰退的风险。

## 固定收益

考虑到在美联储政策收紧的背景下，前端利率重新定价，中短期债券的风险报酬率最具吸引力。随着长端利率根据经济形势弱化而相应变化，较长期限的投资级债券也可能变得具有吸引力。考虑到明年发生经济衰退的风险升高，相较于高收益债券而言，债券配置应向投资级债券倾斜。

## 资产配置

由于市场对美联储激进加息的恐慌加剧，我们决定战术性地维持对股票的中性配置。虽然近期数据表明通胀可能比预想的要顽固，但我们认为通胀可能已经见顶，并且将会开始缓和。

## 商品

考虑到原油和黄金价格在2022年第3季度大幅回撤，这样的价格是否修正过度？我们对金价保持乐观，但将金价点位预测下调为2022年第4季度在1,700美元/盎司，2023年第1季度到1,800美元，2023年第2季度和2023年第3季度都在1,900美元。并将布油价格点位预测修正为2022年第4季度和2023年第1季度都在90美元/每桶，2023年第2季度和2023年第3季度都在100美元/每桶。

## 外汇和利率

联邦基金目标利率（FFTR）预计在2023年第1季度达到其上限4.75%终端水平，意味着美元指数（DXY）可能也会在这个时间区间见顶，但美元指数见顶的过程充满了不确定性。继最新上调联邦基金目标利率预测之后，我们预计较长期限债券的收益率顶部可能会在2023年初到来，在那之前，收益率仍有上行的可能，但未来上涨速度应该会放缓。

## 股票

由于发达市场明年经济增长前景黯淡的预期，股市短期内很可能继续面临阻力。全球股市估值今年已大幅下降，并且仍可能继续下降，投资者心中唯一的问题是，还会下调多少？我们注意到，在不同的股市周期之中，远期市盈率及股价通常会在远期盈利之前触底。

## 全球宏观背景与市场策略

### 全球经济前景黯淡

“我们必须摆脱通胀，我希望能够以无痛的方式来做到这一点……但可惜没有。”——2022年6月21日美联储主席杰罗姆·鲍威尔（Jerome Powell）在联邦公开市场委员会会议后的新闻发布会上如是称。

市场对于经济增长放缓的预期，如今已转为对全球经济前景更加不利的景象。推动这一悲观趋势的主要因素是各发达经济体为了抑制处于多年高位的通胀率而在美联储带领下采取激进的货币政策收紧措施。全球各国央行明确表示首要任务是抑制通胀，并愿意为此承担经济衰退的风险。

欧洲方面，由于极高的通胀叠加潜在的冬季能源危机，该地区的形势更加令人忧心忡忡。至于英国，该国在2022年第3季度可能已进入衰退，但该国政府新一轮如赌博一般的财政措施已遭遇了市场的严厉反应，导致英镑大幅跳水，英国国债收益率暴涨。中国方面，其问题已经得到了很好的呈现，但令人稍感宽慰的是，如中国当局放松疫情防控“清零”政策，则被压抑的需求有可能会爆发。总体来说，我们目前预计英国和欧元区在2023年遭遇经济衰退，而美国经济则萎缩程度较轻。

**联邦基金目标利率（FFTR）预计在2023年第1季度前到达4.75%终端利率区间的上限**，意味着美元指数（DXY）可能也会在那个时点左右见顶，但注意，美元指数见顶的过程充满了不确定性，详情正如近期一连串政策意外所预示的那样。无需多言，欧元和英镑汇率将会进一步走弱，之后回升。在此期间，随着人民币汇率继续下跌，亚洲外汇可能会在较长时期内维持弱势。

关于我们对利率的展望，总的来说，预计较长期限债券的收益率顶部可能会在2023年初到来，在此之前，仍有可能继续上涨，但此后收益率的上涨速度应该会放缓。最后，大宗商品方面，考虑到原油和黄金价格在2022年第3季度大幅回撤，这样的价格修正是否过度？

**新加坡金管局货币政策预览—预计当局在10月份会提高新加坡元汇率升值的斜率，并有可能重新设定政策区间的中点**。我们的核心观点维持不变，即预计新加坡金管局（MAS）会在接下来10月份举行的会议上再次宣布收紧货币政策（预计在10月10日-14日之间举行），使新加坡元名义有效汇率的斜率陡峭化。我们估算目前新加坡元名义有效汇率的斜率为每年升值1.5%，并预计新加坡当局会在10月份将斜率调整为2%。

由于新加坡元名义有效汇率目前已在1.8%（接近9月27日当时预测的区间顶部），新加坡金管局有可能会采取新一轮“双重收紧”措施，重新设定政策区间的中点，并且不能排除会将斜率陡峭化（例如上调至2.5%），特别是考虑到新加坡8月份核心通胀率已加速飙升至5%上方。

我们对于金管局10月份政策公布的预期是基于以下前提，即：通胀水平维持高企至2022年第3季度之后，有可能延续到2023年初，虽然我们对该国明年的GDP增速预测已大幅下调。新加坡国内通胀持续走高，核心通胀率上升，且服务通胀所面临的上行压力尤其令人担忧。金管局对于核心通胀率发展形势的预期变化进一步证实了我们的以下观点，即：核心通胀率可能在较长时期内维持高企。我们维持对整体通胀率的预测，认为2022年整体通胀率平均值在6.0%，而核心通胀率平均值为4.2%。值得注意的是，虽然我们对整体通胀率的预测处于官方预测区间（5.0%-6.0%）的顶部，但我们预测的核心通胀率则超出了官方估计值（3.0%-4.0%）。我们认为新加坡当局会很快上调官方预测数字。

**外汇策略—美元强势得到巩固，今年不可能见顶：**受到美联储激进加息预期的支撑，美元指数（DXY）在2022年第3季度连续第五个季度上升，并触及二十多年以来的最高水平。至于美元指数何时见顶，需注意的是，在本轮周期，美联储加息预期一直是推动美元指数上升的关键因素。由于联邦基金目标利率（FFTR）预计会在2023年第1季度前到达4.75%终端利率区间的上限，意味着美元指数也可能在那个时间点左右见顶。虽说如此，美元指数最终见顶的过程充满了不确定性，详情正如近期一连串政策意外所预示的那样。

### **主要外汇展望：欧元和英镑汇率可能继续下跌**

在撰写本报告的同时，英镑崩盘跌至历史最低位，继英国政府在其“迷你预算案（mini budget）”内宣布大规模减税计划，引起市场人士对英国财政可持续性的怀疑后，英镑甚至可能跌到与美元平价（1:1）。欧洲方面，在极右翼赢得意大利大选后，欧元被进一步抛售，跌至和美元平价（1:1）的区间以下，从而再次引起市场人士对意大利这个欧元区第三大经济体的大规模债务可持续性的担忧。简而言之，我们预计英镑和欧元还会经受更多的阵痛才能好转。

### **亚洲外汇策略：亚洲外汇随着人民币汇率下跌而延续弱势**

与发达市场国家类似，亚洲地区外汇在2022年第3季度进一步走弱，美元指数（ADXY）跌至19年来的最低水平。由于美联储延续先发制人的激进加息路径，而亚洲各国央行则采取渐进的货币政策正常化进程，亚洲地区的投资组合有可能进一步外流，因此亚洲外汇将维持守势。人民币对美元汇率再次走弱突破7.0心理关口，这也加大了亚洲外汇的压力。总的来说，我们继续认为亚洲外汇延续弱势至2023年第3季度为止。具体而言，我们预计美元/人民币汇率到2023年第2季度升至7.25，使美元/泰铢、美元/林吉特以及美元/印尼盾汇率分别走高至38.40、4.69和15,400。预计新加坡金管局在10月中会进一步收紧货币政策，这会限制新加坡元汇率过度下跌，但美元/新加坡元汇率预计仍会在2023年第2季度同步攀升至1.45。欲知更多关于我们的外汇观点的信息，请参阅我们最新一期《2022年第4季度外汇策略》。

**利率策略—债券处于投资价值上升的早期阶段：**在联邦公开市场委员会第三次大幅加息75个基点后，我们对于联邦基金利率顶部的基本预测观点已上调为2023年第1季度升至4.75%，天平已朝着“衰退溢价”上升的方向倾斜。我们得出这样的结论是基于下列观点，即：我们在未来对较长期限债券的收益率逐渐变得没那么看跌，特别是考虑到10年期美债收益率在9月份创新高，因此与低收益率的（别无其他选择的）期限相比，在资产配置方面，较长期限债券提供了比之前好得多的价值主张。问题在于，什么时候是准备应对货币政策周期转向以及收益率下降的最佳时机呢？

总的来说，我们预计较长期限债券的收益率顶部可能会在2023年初到来，在那之前，仍有上涨的可能性，但此后收益率上涨速度应该会放缓。我们已根据最新（上调后）的联邦基金利率的基本预测观点修改了收益率曲线，目前认为10年期美债和新加坡政府债券收益率到2022年底时分别在4.30%和3.80%。此后，由于我们预计联邦基金利率在2023年第1季度见顶，并考虑到未来经济增速放缓的概率越来越大，因此我们预计2023年债券收益率将会下滑。

如果上文所述的基本观点被证明站不住脚，则我们认为另一种情况会是整个收益率曲线的收益率上升。发生另一种情况取决于以下两个主要因素，即：联邦基金利率的顶部比预期高得多，可能进入5%区间，以及，经济增长形势好于预期导致（债券的）避险需求溢价降低。欲知更多关于我们的利率观点的信息，请参阅最新一期《2022年第4季度利率策略》。

**商品策略——布油和黄金遭遇的大幅抛售是否反应过度？黄金：**美联储以毫不减弱的势头延续了激进的先发制人加息路径，导致美元继续走强以及利率继续上升，这两种情况都是打压金价的关键负面因素，而这两个负面因素在过去的一个季度都加强了。因此，黄金无路可走，只有掉头向下。最近一段时间内，黄金尝试朝着1,800美元/盎司的价位发起冲锋，但无功而返，随后回落至1,700美元/盎司的心理支撑位以下。尽管如此，我们维持之前的观点，即：一旦这些利空因素消退，金价会随着持续的避险需求以及实体金饰需求的回归而上升。但不幸的是，这种回升趋势可能会延迟至明年第1季度以后，届时美联储加息预计会到达峰值。在此前，我们对黄金保持乐观，但将价位预测下调为2022年第4季度在1,700美元/盎司，2023年第1季度到1,800美元/盎司，2023年第2季度和2023年第3季度都在1,900美元/盎司。

布油在2022年第3季度的表现令人失望，油价非但没有因为地缘政治风险上升而被推高，反而因市场普遍存在的经济衰退担忧而遭到大幅打压。市场人士对经济衰退的担忧加强是推动油价在2022年第3季度初从110美元/每桶整数关口大幅回撤，以及在丽兹·特拉斯（Liz Truss）领导下的英国政府公布灾难性的“增长计划”后油价在9月末遭遇抛售跌向85美元/每桶的关键因素。尽管如此，迫在眉睫的潜在供应问题也是难以忽视的因素。总体而言，原油价格可

能跌得过多，跌得过快。我们将油价点位预测调整为2022年第4季度和2023年第1季度都在90美元/桶，2023年第2季度和2023年第3季度都升至100美元/桶。

铜：在7,500美元-8,000美元/公吨左右经历盘整后，由于市场对全球经济衰退的担忧加剧，伦铜价格再次跌至7,000美元/公吨的低位。然而，值得注意的是，铜价存在若干关键的下行价格支撑因素，包括矿山产量下降，交易所库存下降，以及中间机构的融资难可能引起逼空。总体而言，我们维持以下观点，即伦铜价格在接下来四个季度会继续盘整，但会在7,000美元/公吨的较低水平盘整，并指出，由于存在暂时性的逼空，铜价可能发生短期波动。欲知更多关于原油、铜价和金价展望的信息，详见我们最新一期《2022年第4季度大宗商品策略》。

## 资产配置

由于市场人士对于美联储激进加息的担忧加剧，导致资产价格大幅下跌，我们决定战术性地维持股票中性配置。虽然近期数据表明通胀可能比预期的还要顽固，但我们认为通胀可能已经见顶，此后将会开始缓和。

这也意味着即将出炉的经济数据会显示出未来有显著的经济减速。在这样的背景下，从投资策略来说，仍然是防御型股票和优质成长型股票并重的均衡投资组合最为

合适；成长型股票的周期性盈利表现较弱，但通常会从利率见顶过程中受益。

由于前端利率走高，包括政府和投资级债券在内的固收资产收益率在目前变得具有吸引力。在经济衰退时期，这些资产能够很好地保值，并能作为投资组合内部风险较高资产的有效对冲。

## 2022年第四季度全球资产配置

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

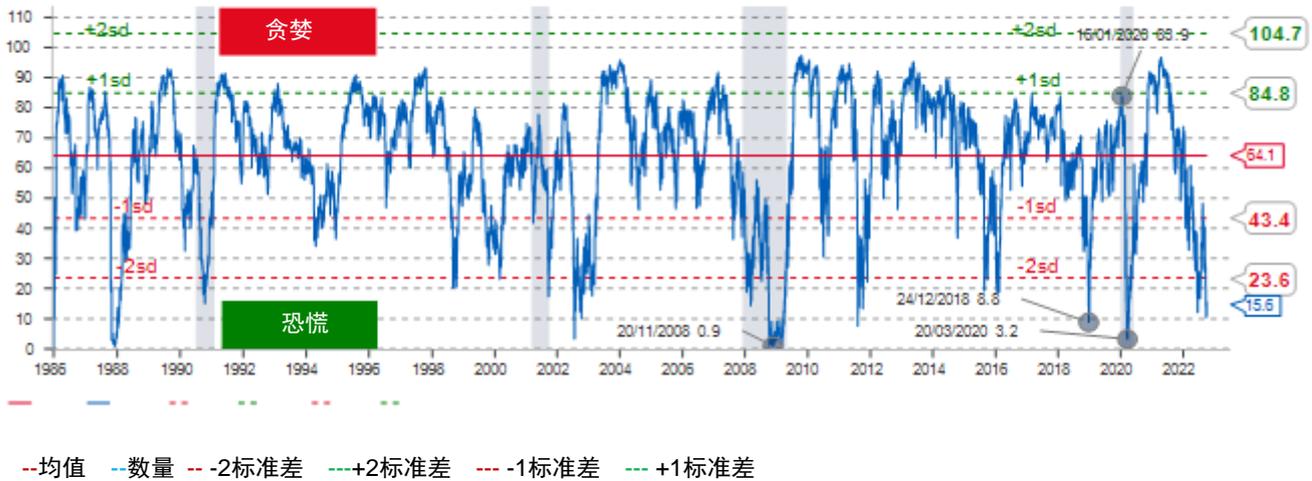
## 股票

由于明年发达市场国家预计经济增长前景黯淡，从近期来看股票很有可能继续面临利空。全球股市估值今年已大幅下降，并且仍有可能继续下降，投资者心中唯一考虑的问题是，还会下降多少？我们注意到，在不同的股市周期当中，远期市盈率倍数以及股价通常比远期盈利更早触底。

虽然股票进一步贬值是有可能的，但目前股票已经超卖。以标普500指数为例，下表显示出标普500指数当中只有15.6%的成分股的交易价格在200天移动平均值上方。大多数成分股都已经历大幅抛售。9月底压垮骆驼的最后一根稻草是美联储新一轮75个基点加息，导致标普500指数再次下滑8%，更进一步将美股带向熊市。

标普500成分股中股价>其新冠疫情开始爆发以来200天移动平均值的占比(%)

标普500成分股中股价>其新冠疫情开始爆发以来200天移动平均值的占比(%)

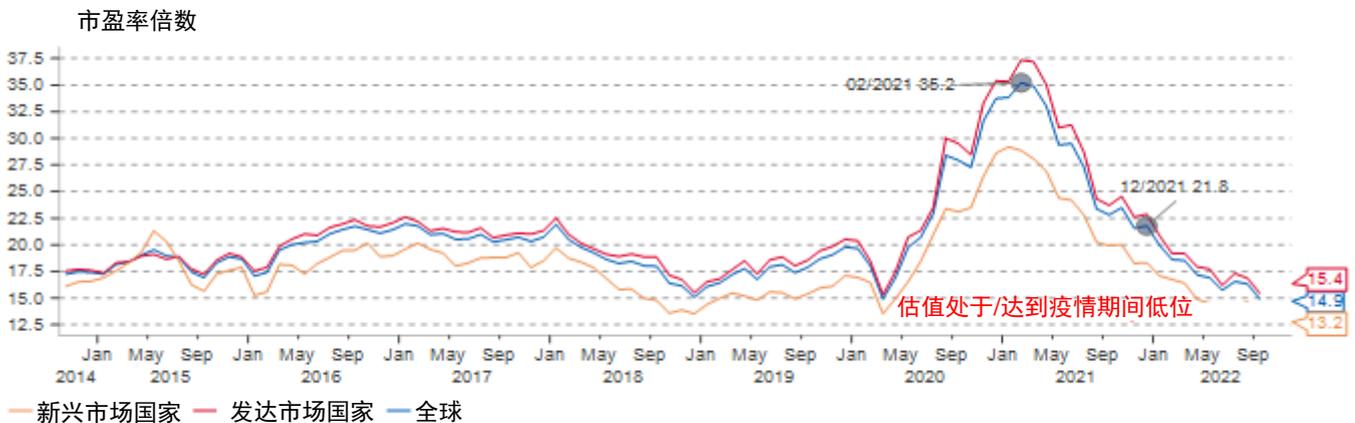


来源: Macrobond, 大华银行私人银行

在上期《2022年第三季度报告》中，我们指出，全球股市估值已经在疫情期间的低位徘徊。过去了一个季度，股市仍然在与之前相同的估值水平附近交易。这一水平的股市估值已经将全球经济大幅走弱因素计入股价内。然而，由于各大主要央行为了抑制通胀而坚持鹰派政策（我们认为通胀已经见顶，但还需要时间才能走向那神奇的2%通胀率目标），因此股市命运逆转的可能性较小。我们需要先看到主要国家央行发出第一个“鸽派”信号。

全球市盈率处于/达到疫情期间低位

全球市盈率再次处于/达到疫情期间低位

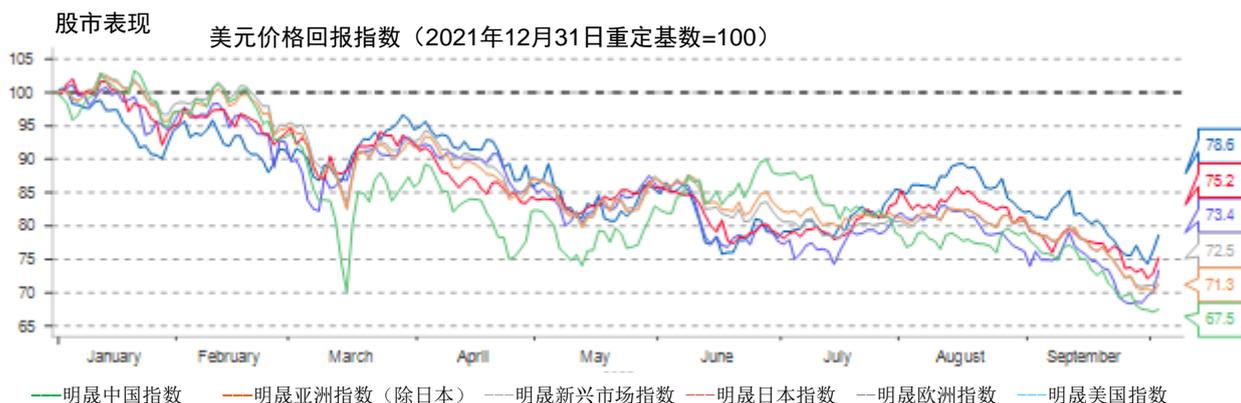


来源: Macrobond, 大华银行私人银行部门

就目前而言，由于美联储仍处于“限制模式”，因此直到我们看到通胀率大幅下降为止，预计美国经济将发生周期性衰退，这种情况下，通常标普500指数会经历由高峰到谷底的下跌，即从2022年1月3日的4,796点经历30-35%跌幅。**这意味着标普500指数的合理价值可能会到达周期底部的3,200。**由于美联储政策的杀伤力过大，有理由预计股价可能经历大幅波动。

就目前而言，由于市场对于美联储激进加息的恐慌加剧已导致资产价格大幅下跌，**我们决定战术性地维持股票的中性配置。**从近期来看，地区性股票仓位配置应兼顾寻找获利机会和保本。

## 股市表现



来源：Macrobond，大华银行私人银行

## 固定收益

因美联储发布了更为激进的前瞻指引，美元固定收益资产大多下跌。联邦公开市场委员会9月份会议的点阵图表明了联邦基金利率的峰值接近4.5-4.75%区间。此外，虽然美国经济形势弱化且资产价格大幅下滑，但美联储主席鲍威尔早前在杰克逊霍尔会议上的发言排除了近期暂停加息的可能性。

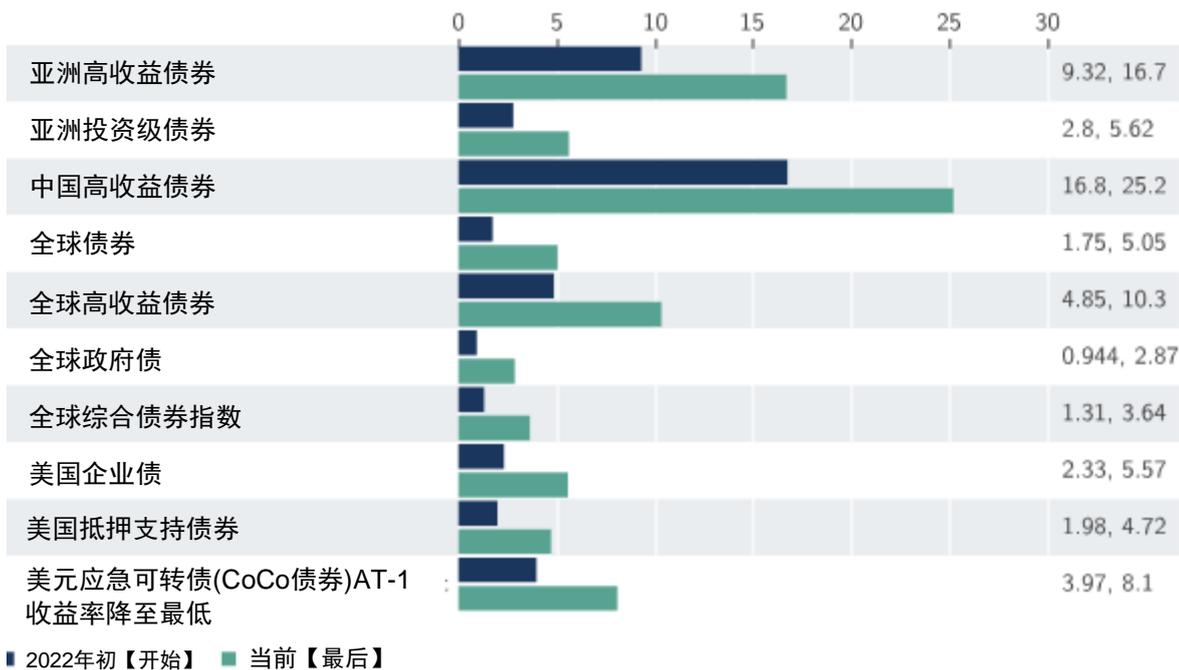
虽然经济形势弱化且存在成本压力，**美国企业债的总体基本面仍然稳健**。金融、医疗、能源和科技行业企业债在9月份的评级净上调数（上调数减下调数）增加。被评级机构给予负面评级展望的发行人数量保持稳定，而“堕落天使”（指评级从投资级降为“高收益”级别的发行人）的数量保持较低。

考虑到在美联储政策收紧的背景下前端利率重新定价，**中短期期限债券的风险报酬率最具吸引力**。随着长端利率根据经济形势弱化而相应调整，较长期限的投资级债券

也可能变得具有吸引力。考虑到明年发生经济衰退的风险升高，因此相较于高收益债券而言，**债券配置应继续向投资级债券倾斜**。

年初迄今为止，虽然中国存在流动性极度紧张的情况，但亚洲投资级债券的回报基本上与全球基准保持一致。虽说如此，由于中国的房地产危机继续在整个金融体系内蔓延，亚洲高收益债券的表现明显弱化。下图显示出亚洲和中国高收益债券的收益率升高，这表明存在较高违约风险，特别是那些财务实力较弱的发行人。虽然中国当局推出更多支持性措施来缓解流动性紧张和提振需求，但由于疫情防控“清零”政策导致经济受挫和就业疲软，房地产预售额仍然没有起色。虽然债券价格已针对大量风险因素计价，但因为在整个房地产行业范围内缺少针对财务处境困难发行人的有效债务重组，这将会限制其债券上行空间。

2022年初以来的收益率变动情况



大华银行私人银行，彭博社，Macrobond

# 外汇、利率和商品展望

## 全球经济和市场研究

汇率	2022年 9月26日	2022年 第四季度预测	2023年 第一季度预测	2023年 第二季度预测	2023年 第三季度预测
美元兑日元	144	145	145	142	139
欧元兑美元	0.96	0.95	0.95	0.98	1.00
英镑兑美元	1.08	1.05	1.05	1.08	1.12
澳元兑美元	0.65	0.64	0.63	0.65	0.68
纽元兑美元	0.57	0.56	0.55	0.57	0.60
美元指数	113.68	114.3	114.5	111.0	108.7
美元兑人民币	7.16	7.20	7.23	7.25	7.25
美元兑港元	7.85	7.85	7.85	7.85	7.85
美元兑新台币	31.84	32.0	32.2	32.4	32.4
美元兑韩元	1,428	1,440	1,450	1,460	1,460
美元兑菲律宾比索	58.99	59.2	59.4	59.6	59.8
美元兑马来西亚林吉特	4.61	4.63	4.67	4.69	4.69
美元兑印尼盾	15,153	15,200	15,300	15,400	15,400
美元兑泰铢	37.95	38.0	38.2	38.4	38.4
美元兑越南盾	23,731	24,000	24,100	24,200	24,300
美元兑印度卢比	81.39	82.0	82.5	83.0	83.5
美元兑新加坡元	1.44	1.44	1.45	1.45	1.45
欧元兑新加坡元	1.38	1.37	1.38	1.42	1.45
英镑兑新加坡元	1.55	1.51	1.52	1.57	1.62
澳元兑新加坡元	0.93	0.92	0.91	0.94	0.99
新加坡元兑马来西亚林吉特	3.21	3.22	3.22	3.23	3.23
新加坡元兑人民币	4.99	5.00	4.99	5.00	5.00
日元兑新加坡元X100	0.99	0.99	1.00	1.02	1.04

利率	2022年 9月26日	2022年 第四季度预测	2023年 第一季度预测	2023年 第二季度预测	2023年 第三季度预测
美国联邦基金利率	3.25	4.50	4.75	4.75	4.75
3个月期美元SOFR（复合）	2.07	3.66	4.47	4.63	4.66
3个月期美元LIBOR	3.63	4.60	4.85	4.85	
10年期美国国债收益率	3.87	4.30	4.00	3.80	3.80
日元政策利率	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
欧元再融资利率	1.25	1.75	1.75	1.75	1.75
英镑回购利率	2.25	4.25	5.25	5.25	5.25
澳元官方现金利率	2.35	2.75	3.10	3.10	3.10
新西兰元官方现金利率	3.00	4.00	4.00	4.00	4.00
人民币1年期LPR	3.65	3.55	3.55	3.55	3.70
港元基准利率	3.50	4.75	5.00	5.00	5.00
新台币官方贴现率	1.63	1.75	1.88	1.88	1.88
韩元基准利率	2.50	3.00	3.00	3.00	3.00
菲律宾比索隔夜逆回购利率	4.25	5.00	5.00	5.00	5.00
新加坡元3个月期SORA（复合）	1.92	2.97	3.62	3.71	3.86
新加坡元3个月期SIBOR	3.03	3.75	3.80	3.80	3.85
新加坡元3个月期SOR	3.04	3.80	3.85	3.85	
新加坡元10年期政府债券收益率	3.36	3.80	3.55	3.40	3.40
马来西亚林吉特隔夜政策利率	2.50	2.50	2.75	3.00	3.00
印尼盾7天逆回购利率	4.25	5.00	5.25	5.50	5.50
泰铢1天回购利率	0.75	1.00	1.25	1.50	1.50
越南盾再融资利率	5.00	5.50	6.00	6.00	6.00
印度卢比回购利率	5.40	5.90	5.90	5.90	5.90

商品	2022年 9月26日	2022年 第四季度预测	2023年 第一季度预测	2023年 第二季度预测	2023年 第三季度预测
黄金（美元/盎司）	1,631	1,700	1,800	1,900	1,900
布伦特原油（美元/桶）	85	90	90	100	100
铜（美元/吨）	7,342	7,000	7,000	7,000	7,000

美元3个月LIBOR以及新加坡元3个月SOR将在2023年6月底停用

更新日期：2022年9月27日（星期二）

来源：大华银行环球经济与市场研究部

## 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年第四季度。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