

2023 年 1 季度 全球经济展望

该发生的总会发生



该发生的总会发生

* 《该发生的总会发生 (Whatever Will Be, Will Be) 》-这是杰伊·利文斯顿 (Jay Livingston) 与 雷·伊万斯 (Ray Evans) 在 1995 年写的一首歌。

发达市场国家在2023年不可避免经济下行

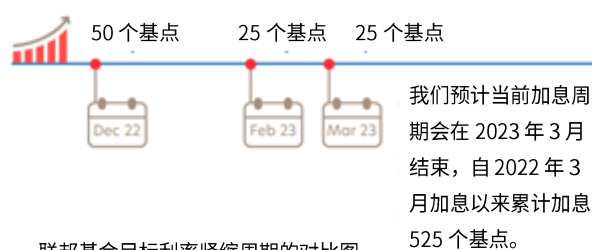
可以说，这是一个动荡不安的2022年：通胀水平处于40年来高位、欧洲战火硝烟弥漫、英国女王伊丽莎白二世离世、巴基斯坦前总理遇刺、中国国家主席迎来史无前例的第三个任期、中国经济萎靡及房地产行业暴跌、电子产品下行周期到来，以及发达市场国家的央行急剧收紧利率。

由于受到美联储和主要国家央行主导的，为了抑制处于多年高位的通胀而大幅收紧货币政策所推动，2023年全球经济前景将走弱。受利率走高影响最大的是美国房地产市场，该国住宅固定投资暴跌，极大拖累了第3季度的GDP，甚至超过了新冠疫情期间表现最差的一个季度，而月度住房市场数据继续亮红灯，住房按揭利率从2021年1月份的2.65%低位升至超过7%，导致国内住房需求进一步减弱。

尽管如此，由于通胀高企，全球经济增速放缓再加上（更重要的是）央行激进加息的影响，我们继续预计美国经济在2023年陷入轻度衰退（全年GDP增速预测为-0.5%）以及失业率走高（4.5%），而欧洲经济也陷入轻度衰退（欧元区GDP增速为-0.5%，英国GDP增速为-0.5%）。由于目前不存在金融失衡的现象，我们并不认为会发生严重衰退。因此我们认为美国经济衰退会在2023年上半年发生，因为我们预计美联储在明年第1季度将达到5%终端利率，在此后的时间一直到2024年第1季度为止将长时间按兵不动，

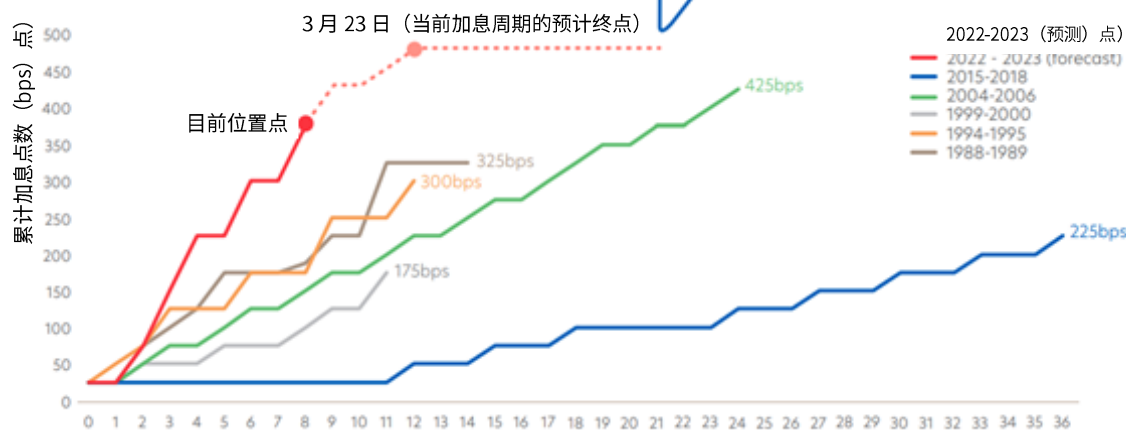
当然，其中隐含的意思是，如果美联储转为放慢加速节奏但加息周期变长，将政策利率提升至比我们预测的5%高得多，那么我们预计这会对总需求造成更加负面的影响，进而可能引发美国经济陷入更深/更持久的衰退。虽然这并非我们的基本观点，但必须承认这算是一种有可能发生和显著的风险情景。其他风险因素包括因金融环境收紧而引起的金融稳定性风险、全球资金市场可能失灵、俄罗斯-乌克兰战争以及地缘政治紧张局势继续升级。值得注意的是，许多经济体不再将新冠疫情视为导致经济下行的风险。

美联储表示可能放缓加息节奏但调高终端利率水平



在最新一轮联邦公开市场委员会会议上，“大多数”货币政策制定者称“由于货币政策措施对经济活动及通胀的影响相关的滞后性以及影响程度存在不确定性”，认为放缓加息可能很快会是适当的策略。虽说如此，但会议纪要表明以及若干高级联储官员继续强调称“美联储加息还有一段路要走”，因此，我们对于 2023 年加息终点的确定性降低。

联邦基金目标利率紧缩周期的对比图

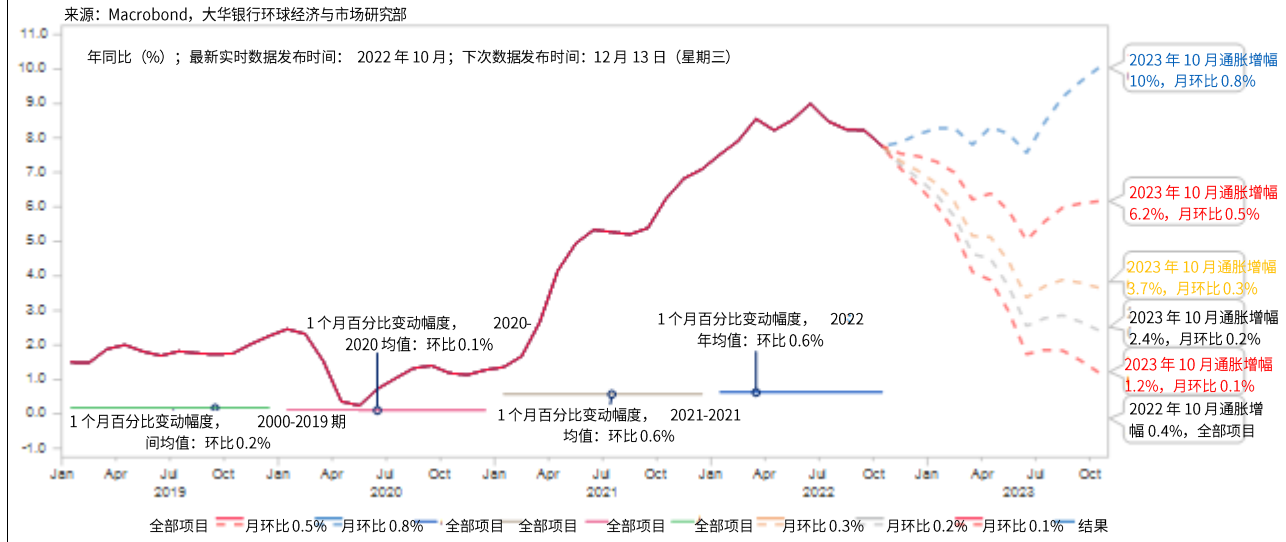


这就给各国央行带来了一个最重要的问题：2023年通胀走势将会如何？欧元区最新的11月整体通胀率（CPI）以及美国10月份CPI/核心个人消费支出平减指数（PCE）数据似乎表明了通胀已经见顶（按年同比计），虽然欧洲通胀水平可能维持高位，尤其是考虑到冬季能源价格暴涨这一点。

之后，我们预计2023年发达市场国家的整体通胀率及核心通胀率均会降低，但均值水平仍可能高于2%这个“金标准”。以美国为例，美国2023年通胀率均值可能在3%，高于美联储的通胀目标，重要的是，通胀风险的天平仍偏向于上行，美国的生活成本仍然非常高，这反映在食品和住房价格持续攀升，由于需求充足，服务业通胀水平维持在高位。我们对出现若干通胀冲击的风险感到警惕，其中包括劳资关系紧张加剧、发生新一轮全球能源价格上升、供应链再次中断、俄乌冲突的影响持续，以及工资价格螺旋上升带来的威胁。

我们用简单的图表来展示未来 12 个月期间美国通胀水平的可能表现。如果接下来 12 个月通胀数据月环比保持为正，但增幅降低为 0.1%（今年 10 月份增幅为 0.4%，而 1 月-9 月期间均值为 0.6%），那么到 2023 年 10 月通胀年同比增幅将会降至 1.2%。但如果月环比增幅为 0.2%（或更高），则意味着到明年 10 月份的年同比增幅将会是 2.4%或更高，高于美联储的 2%目标，并由此证明美联储需要较长时间按兵不动，而不是提前降息进而导致通胀卷土重来。

12个月期间美国消费价格指数可能发生的情况



对于世界上大部分国家和地区来说, 疫情相关限制措施目前看似已成为遥远的记忆, 但对于作为世界第二大经济体的中国来说仍是挥之不去的痛苦现实。即使中国已部分放松疫情防控措施, 但疫情防控“清零”政策要完全退出还需时日(特别是在冬季期间), 中国重新开放可能还有很长的路要走, 因此目前还不用急着开香槟庆祝。由于我们预计中国在明年继续逐渐放松疫情防控措施(鉴于政府目前计划加快老年人疫苗接种, 因此可能会加快放松疫情防控措施), 经济刺激措施对经济起到积极作用, 以及房地产市场有望企稳(虽然在不确定的环境下住房销售有可能会需要更长时间才能恢复), 因此中国经济前景预计在2023年下半年会更加显著改善, 2023年GDP增速可能升至4.8%(2022年预计为3.3%)。

当全球经济在2023年面临下行的时期, 中国其中的作用可谓是双刃剑, 如果中国比预期中更快地坚定开放, 那么将会是一个积极因素, 有助于抵消明年的部分负面因素, 可能使全球经济受益, 尤其使亚洲地区的经济前景受益。反过来说, 如果中国当局延续疫情防控“清零”策略, 则可能导致全球需求进一步下滑, 并加剧供应链中断问题。

除了经济增长以及通胀之忧以外, 在2023年还会迎来更多的地缘政治不确定性。最大的地缘政治风险仍是俄乌冲突, 包括俄乌冲突何时才会结束、是否会继续升级并带来更多的灾难, 以及大宗商品价格是否会再次飙升, 从而在世界范围内引起新一轮食品和能源价格暴涨?

近些年来, 中美之间的地缘政治紧张已成为全球政治舞台上一个固定现象, 我们可能不会看到这方面有所改善, 只能寄望于事情不会变得更糟, 但明年中美关系有可能会变得更加紧张。我们作出这一推断的前提是美国国内政治形势。在2022年中期选举之后, 美国国会变得更加分裂(第118届国会共和党重掌众议院, 而民主党保持参议院的微弱优势)。这可能意味着, 在新的国

会领导下，美国国内政策可能陷入僵局，虽然拜登总统在剩余任期内仍然能够使国会通过任何高级官员的任命，因为这是在参议院的权限范围内。另一个可能发生的噩梦是，美国债务上限危机可能在2023年某个时间点重演。

虽然美国的两个主要政党仍然高度分化，很可能对一切国内问题争执不下，而唯一可能让两党团结一致对外的就是针对中国的措施。因此，我们预计在下一次重大事件（即2023年美国总统选举）到来之前，美国接下来两年会有更多与中国相关的措施出台。

让2022年值得纪念的另一项特殊事件就是在卡塔尔举行的“冬季”世界杯，这给人带来了一些欢快的宿命论。我们是否会看到老牌足球强国卫冕，还是后起之秀登顶世界杯？（美国或任何其他国家？）该来的总会来。未来不是我们能够预见的，该发生的总会发生。

以下是主要关注点的概述以及主要外汇和利率观点。

外汇策略

在经历了风光的一年后，美元强势将在2023年回归正常

美元在今年经历了坚定和有着广泛基础的回升，这导致美元估值大幅上涨。由于美联储已经表示最快会在12月放缓加息，过去几个月导致美元上涨的利好因素可能开始减弱。考虑到美元指数（DXY）从年初迄今为止达到惊人的16%涨幅，美联储放缓加息而导致重新调整的仓位能够轻易引发美元指数下行。总的来说，我们重申以下观点，即美元指数可能会在2023年第1季度跟随美元利率见顶。衰退风险预计会导致欧元/美元汇率以及英镑/美元汇率在2023年第1季度分别向1.06和1.16走低，而后在2023年底前分别逐渐回升至1.08和1.25。美元/日元汇率在2022年录得显著上涨之后，将会在2023年底向132走低。

在明年，虽然我们预计2022年困扰亚洲外汇的利空因素会消退，但现在还没到拿出派对礼品来庆祝的时候。美联储放缓加息节奏可能会减轻亚洲外汇面临的投资组合外流压力。然而，围绕中国经济减速的不确定性以及美国、英国、欧盟经济衰退的溢出效应仍然是很大的未知数。其他重大风险包括俄乌军事冲突旷日持久以及全球资金市场可能发生失灵。总体而言，我们宁愿谨慎起见，预计2023年亚洲货币对美元汇率会略微贬值。具体而言，由于经济以及疫情防控政策的不确定性，美元/人民币汇率会保持上行，到2023年底的时候升向7.30。美元/新加坡元汇率可能会逐渐走高并重回1.40水平。

利率策略

对新加坡元利率走势的判断以及初步观点

从前端来说，在今年底以及2023年第1季度，收益率上行的潜力仍然还在。虽说如此，未来收益率上行幅度应该会小于2022年迄今为止见过的幅度。

从中期持有角度来看，我们对债券久期倾向于投机主义和积极观点。我们预计债券收益率在整个2023年走低，这是基于我们对联邦基金目标利率在2023年第1季度见顶的预期，以及考虑到未来的风险天平将会越来越倾向于经济增速放缓以及（债券的）资金避险溢价变得更高。

大宗商品策略

对黄金保持积极观点

2022年第4季度，黄金、伦铜和布油价格走势相对温和，仍局限于2022一整年的较大波动范围之内。至于2023年，我们重申对黄金的信心，认为黄金是风险投资组合的多元化工具，也是长期的避险资产。一旦联邦基金目标利率在2023年第1季度之后开始见顶，金价届时会有更为显著的回升。我们将金价点位预测维持为2023年第1季度在1,800美元/盎司，2023年第2季度到1,900美元，2023年整个下半年在2,000美元。

关于原油，2022年第4季度出现了更多关于全球经济增长放缓的迹象，并因此削弱了原油的需求前景，但各种供应链问题仍然存在。综合来看，我们预测2023年上半年布油价格在90美元/桶，2023年下半年到100美元，油价波动增大的概率升高。

关于铜价，与长期经济增长相关的驱动因素正在显著减弱，这些情况可能导致工业需求降低。因此，考虑到全球经济放缓以及中国需求疲软的大背景，我们预计伦铜价格很难发生任何显著回升。因此，我们维持伦铜价格点位在7,000美元/公吨，并继续警示价格间歇性波动。

东盟关注点

度过市场动荡的一年（以10个图表来展示）

随着2022年接近尾声以及新的一年向我们挥手走来，东盟主要成员国平安度过市场波动频繁的一年并不令人感到意外。2022年饱受各种不利因素的困扰，包括新冠疫情徘徊不去的后遗症、俄乌军事冲突、中美关系紧张、价格大幅上涨、能源和大宗商品的供应中断，世界各地遭遇处于多年高位的通胀、美联储及其他国家央行采取激进加息措施，以及美元升值。虽然东盟主要成员国在没有触发金融市场危机的情况下平安度过市场波动频繁的一年，但这种韧性背后的关键因素是什么呢？并且是否能够帮助其承受更多的市场波动呢？在下文的10个图表中，我们指出，基本面因素有利于东盟经济体对抗2023年的经济环境不确定性，面临的风险包括美国、英国和欧洲等地可能发生经济衰退风险，金融环境收紧、中美关系紧张以及俄乌冲突继续升级等等。

全球外汇

美元/日元：美元/日元汇率在今年的大幅变动为未来显著走低创造了空间。然而，美元/日元汇率走低的路线可能不会是一帆风顺的。如果市场人士继续认为，由于美国通胀徘徊不会导致联邦基金终端利率走高，则美元/日元汇率可能会持续双向波动。总体而言，我们将该汇率的点位预测更新为2023年第1季度在142，2023年第2季度到137，2023年第3季度到134，2023年第4季度到132。

欧元/美元：欧元/美元汇率近期的回升走势可能跑在欧元区基本面复苏的前面了。欧元区（2023年）的经济下行周期几乎没有表现出拐点，而企业及投资者信心仍接近疫情爆发以来的最低水平。因此，欧元/美元汇率在2023年第1季度存在回撤的可能性，而后在2023年剩余的时间里，随着美联储暂停加息的趋势变得明朗，欧元/美元汇率将持续走高。我们最新的点位预测为2023年第1季度在1.01，2023年第2季度到1.04，2023年第3季度到1.06，2023年第4季度到1.08。

英镑/美元：虽然趁低吸纳对于英镑来说仍然是可行的，但从现在开始，英镑的升值节奏可能会受该国面临的经济现实所限制。根据英国央行的数据，英国已在2022年第4季度进入经济衰退期，预计由于通胀失控以及利率上升导致生活成本上升进而反噬经济，2023年形势会进一步恶化。我们预计英国2023年的经济增长在G10国家内部会是表现较差的。不断强化的经济利空因素可能使英镑汇率在近期承压。总体而言，我们最新的英镑/美元汇率点位预测为2023年第1季度在1.16，2023年第2季度到1.20，2023年第3季度到1.23，2023年第4季度到1.25。

澳元/美元：虽然澳元/美元汇率的前景自从我们上一季度报告以来已经改善，但值得注意的是，未来存在显著的不确定性，包括美国、英国和欧盟预计进入经济衰退期。中国近期新冠病毒感染者病例暴增可能对澳元/美元汇率形成压力，至少从下一个季度（2023年第1季度）来说会是这样。总体而言，我们维持对澳元/美元汇率的谨慎乐观观点，更新后的点位预测为2023年第1季度在0.65，2023年第2季度到0.68，2023年第3季度和2023年第4季度分别在0.70。

新西兰元/美元：这一汇率于2022年第4季度经历大幅变动后，我们预计该汇率会经历某种程度的盘整。新西兰国内外在经济增长方面的不确定性可能导致新西兰元/美元汇率的进一步上涨的空间较为有限。总体来说，我们将点位预测更新为2023年第1季度在0.61，2023年第2季度到0.63，2023年第3季度和2023年第4季度分别在0.65。

亚洲外汇

美元/人民币：关于中国在疫情防控的道路上将如何转向“新阶段”以及如何引导经济平稳复苏这一点仍有待观察。因此，经济和政策不确定性仍将伴随我们较长一段时间，并会加强人民币汇率的双向波动。总体而言，我们维持美元/人民币汇率的上行观点直到中国经济出现明显企稳迹象为止。我们对这一汇率的最新点位预测为2023年第1季度在7.18，2023年第2季度到7.24，2023年第3季度到7.28，2023年第4季度到7.30。

美元/新加坡元：因受到人民币汇率走弱的影响，新加坡元预计会继续对美元贬值，我们维持美元/新加坡元汇率的上行观点，最新的点位预测为2023年第1季度在1.38，2023年第2季度到1.39，2023年第3季度和2023年第4季度分别在1.40。

美元/港元：三个月港元香港银行间同业拆借利率（Hibor）与伦敦银行间同业拆借利率（Libor）之间的利差已经转负，从套利交易的角度来说，相比美元而言这对港元更为有利。随着港元流动性继续收紧，上述两个利率的利差可能会进一步下跌。总体而言，我们认为美元/港元汇率很有可能会回到7.75-7.85区间的中点。最新的美元/港元汇率点位预测是维持7.80到2023年第4季度。

美元/新台币：在2023年，新台币汇率不太可能掉头转向。中国台湾地区及中国大陆经济增速放缓，全球半导体周期下行、中国疫情防控“清零”政策相关的不确定性以及人们对全球经济衰退的担忧是使我们对新台币汇率保持谨慎的部分原因。总体而言，我们维持美元/新台币汇率上行的观点，最新预测为2023年第1季度在31.3，2023年第2季度到31.5，2023年第3季度到31.8，2023年第4季度到32.0。

美元/韩元：目前仍存在可能干扰韩元汇率回升的重大风险因素。韩元汇率对全球经济增长前景非常敏感，因此全球经济前景黯淡可能会导致韩元汇率维持守势。市场人士对亚洲外汇的信心可能会因为中国近期新冠病毒感染者病例暴增而削弱。总体而言，在人民币汇率走弱的同时，我们维持对韩元汇率的谨慎观点。最新的美元/韩元汇率点位预测为2023年第1季度在1350，2023年第2季度到1360，2023年第3季度到1370，2023年第4季度到1380。

美元/林吉特：可能影响林吉特汇率的一个关键因素是人民币汇率走势。我们注意到，自今年4月份至大约11月中旬期间，林吉特汇率与人民币对美元汇率走势存在高度相关性。在目前这个时点，市场人士对马来西亚市场的信心回归是否足以使林吉特汇率克服人民币汇率贬值的拖累这一点仍有待观察。就目前而言，我们维持美元/林吉特汇率升值观点，这与美元/人民币汇率相似。最新的点位预测为2023年第1季度在4.55，2023年第2季度到4.60，2023年3季度和2023年4季度分别在4.65。

美元/印尼盾：印尼盾汇率相对较弱的价格走势意味着，一旦西方经济体衰退及中国经济减速的担忧等外部风险再次加大，印尼盾汇率仍然很可能继续下跌。因此，我们重申对美元/印尼盾汇率在未来升值的预期，点位预测维持不变，即2023年第1季度在15,900，2023年第2季度到16,000，2023年第3季度到16,100，2023年第4季度到16,200。

美元/泰铢：考虑到全球经济存在不确定性，泰国央行的鸽派立场（相对美联储和亚洲其他国家央行而言）以及泰国实际利率仍然广泛为负，目前这个时点对泰铢汇率而言不可能是等候已久的拐点。预计泰铢汇率会跟随亚洲其他国家汇率对美元下跌，我们认为，随着泰国旅游业复苏加快，泰铢的表现可能会相对好于其他亚洲国家。我们对美元/泰铢汇率的最新预测为2023年第1季度在35.6，2023年第2季度到35.8，2023年第3季度到36.0，2023年第4季度到36.2。

美元/菲律宾比索：在2023年，菲律宾比索汇率预计会受到外部不确定性的打压，例如中国近期新冠病毒感染者病例暴增以及美国、英国和欧盟经济衰退的潜在溢出效应。同时，菲律宾央行预计会在2023年第1季度进行更多加息，这有助于限制比索汇率过度波动。我们将美元/比索汇率预测略微下调为2023年第1季度在57.5，2023年第2季度到57.8，2023年第3季度和2023年第4季度分别在58.0。

美元/越南盾：未来仍存在可能困扰越南盾汇率的显著不确定性。外部风险因素，特别是中国近期新冠病毒感染者病例暴增以及美国、英国和欧盟等西方经济体经济衰退的潜在溢出效应会继续使美元/越南盾汇率上行。总体而言，我们重申目前的汇率预测，即2023年第1季度在25,200，2023年第2季度到25,400，2023年第3季度到25,600，2023年第4季度到25,800。

美元/印度卢比：展望未来，我们继续对卢比保持谨慎观点。印度国内经济增长持续疲软，印度国内双赤字以及美国、英国和欧盟等经济体衰退引起的潜在溢出效应可能使得外国资金在 2023 年是否会回流印度这一点存疑。总体而言，我们重申当前的点位预测，即 2023 年第 1 季度在 84.5，2023 年第 2 季度到 85.0，2023 年第 3 季度到 85.5，2023 年第 4 季度到 86.0。

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”），2023 年第一季度。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。

大华银行有限公司注册登记号：193500026Z