



中银香港 2022年市场展望与投资策略

6月版





中银香港 2022年市场展望与投资策略

6月版

报告摘要

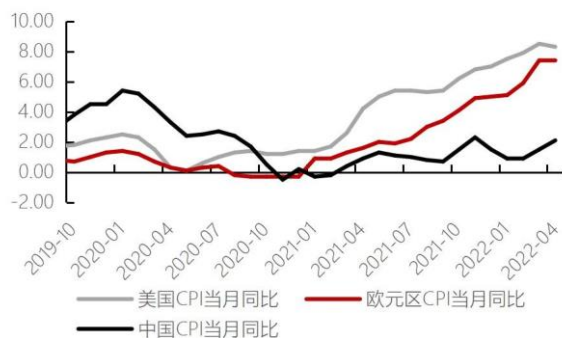
- **宏观：**美国 4 月通胀有所回落，主要因素为去年同期基数抬升，而非自然回落。美联储试图通过快速加息抑制通胀，考虑到本轮通胀由供给端推动，一旦通胀未如期回落，美联储或将站到市场对立面上。美国就业强劲但经济景气周期可能已过顶峰，美联储加息对市场冲击暂告一段落，当前市场价格已充分反映加息预期，后续需关注紧缩政策传导。在疫情逐步放宽及地缘政治因素的推拉因素下，欧洲经济增长续见分歧，欧元区服务业采购经理人指数上升至 8 个月的新高。反之，由于供应链问题持续，欧元区制造业采购经理人指数下跌至 15 个月的低位。在经济前景持续下调及通胀高企的背景下，货币政策的改变或会提振市场对欧元区经济的信心。英国方面，在经历连续四个季度的增长后，总产出已恢复至疫情前水平。受年初解封效应所推动，2022 年一季度英国 GDP 环比增长 0.8%。5 月 5 日，英伦银行将 0.75% 的基准利率上调 25 个基点至 1%，并将于 8 月制定出售英国国债的计划，英伦银行货币政策收紧或增添其经济下行压力，不排除今年二季度英国经济开始出现负增长的可能性。受疫情影响，中国 4 月经济数据走弱，社会消费品零售总额与工业增加值分别同比下降 11.1% 和 2.9%，融资需求也有所下降，其中居民贷款净减少 2170 亿元。虽然预计 5 月、6 月经济数据仍将受到疫情的负面影响，但近期宏观政策“稳增长”的二度发力逐步提振市场信心，下一步适当关注通胀上行的影响。
- **股市：**4 月中旬以来，美股市场开始消化美联储快速加息和缩表的影响，指数跌势较为明显。美国通胀高企对其消费的冲击也逐步显现，其中零售商业绩表现不佳。由于通胀情况远超目标，美联储不得不收紧政策，长时间的供应链混乱，引发了市场对企业利润和经济衰退的担忧，美国股市或面临货币紧缩与经济衰退的双重压力。欧股估值及性价比有比较优势，且价值板块仍有较大上升空间。斯托克 600 指数已形成日线双底走势，能否继续向上挑战仍取决于未来欧洲宏观环境演进。中国 A 股在疫情消散、供应链修复、货币政策加码宽松、地缘政治影响减弱等多重利好因素支撑下有望震荡反弹。中国香港 4 月 PMI 重返扩张区间，企业新订单及产品回归正轨，政府放宽防疫政策，加码消费刺激。尽管流动性冲击仍在，中国港股市场仍有望企稳回升。大宗商品价格攀升及日圆大幅走软导致日本企业成本持续抬升，企业面临两难境地，一方面成本抬升利润大幅回落，业绩遭遇急刹车，另一方面若被迫向消费者转嫁成本，或将导致消费低迷进而打击销售。亚洲股市（除日本外）经历 30% 以上回落后估值接近 10 年低位，充分反映悲观预期。考虑到美联储继续加码加息幅度可能性尚小，美元升值冲击有望放缓，预期亚洲股市将随市场环境改善开始筑底。
- **债市：**美联储加快加息和缩表的前景，美债收益率维持高位震荡。欧央行逐步趋鹰，使得国债收益率或有较大的上行空间。受疫情拖累，中国内地金融经济数据较为低迷，为了实现稳增长的目标，宽松的货币财政政策可期，使 6 月中国内地债市受到流动性支撑，同时也建议对宽信用引起的需求改善而保持一定的理性。整体而言，6 月中国内地债市或呈前高后低格局。中资美元债和新兴市场债主要承压于全球通胀和美国加息的大环境，目前吸引力仍有限，6 月继续维持谨慎。



- 大宗商品：**5月5日，美国宣布加息50个基点，并从6月1日开始以每月475亿美元的步伐缩表，三个月内逐步提高缩表上限至950亿美元。在记者会上，美联储主席鲍威尔排除了单月加息75个基点的选项，不过市场的担忧情绪仅仅缓解了一天，随后美联邦基金期货反映出6月加息75个基点的概率攀升至70%左右。受此影响，金价冲高回落，其他数据也反映了市场对流动性紧缩的担忧，10年期美国国债收益率向上突破3%，挑战2018年高点；纳斯达克指数年内跌幅扩大至约25%。目前贵金属的利淡因素主要是美联储加息和缩表，一方面名义利率升高抑制通胀，促使实际利率正向波动，抑制金价；另一方面，缩表可能会带来流动性恐慌，同时将继续提升美债收益率，均对金价形成利淡。但是整体来看，当前市场对货币政策的敏感度较高，有过度计价的可能。维持金银正处于筑底阶段的判断，但双向波动较大，多空均应重视市场风险。展望2022年6月，我们预计原油延续高位震荡的态势。受俄乌局势影响，市场对于原油供应不足的担忧依然是影响油价的主要因素，同时中国疫情逐步缓解提振原油需求，原油价格料维持震荡偏强的态势。
- 外汇：**2022年4月初以来，截至5月中旬，美元表现一枝独秀，非美货币集体承压。其中受俄乌局势影响较大的欧元、英镑两个币种以及货币政策与发达经济体反向而行的日元表现较差。人民币汇率方面，受外部美联储收紧以及中国疫情的冲击，出现了一定的贬值。展望6月，美联储加息步伐仍将延续，6月和7月两次议息会议各加息50个基点已成为共识，考虑到市场预期已较为充分，美联储出现更加鹰派的概率较低，因此，美元指数上升的斜率或有所放缓，但是在持续收紧的背景下，美元方向性优势暂难以改变。欧元方面，随着外部压力减轻，短期有望开启反弹整固。英镑方面，通胀高企与经济衰退双重压力下，英伦银行已开始有所转鸽，英镑难有理想表现。日元方面，虽然日本央行口头上表达了不希望汇率过度波动，但是在货币政策宽松的背景下，日元基本面仍面临颓势，小幅震荡贬值继续是最可能方向。商品货币方面，加元受货币政策收紧与油价高位，有一定支撑，澳元在澳洲联储跟随美联储收紧的情形下，大幅贬值的概率较低，有望低位企稳，向上试探。人民币汇率方面，短期受美联储加息与中国疫情的双重影响，汇率经历了一次集中的压力释放，长周期视角下，基于制造业产业链优势以及管理层对于汇率保持合理区间运行的政策表态，出现大幅贬值的概率较低，下行空间有限。

宏观

图表1：CPI当月（截至2022-4-30）同比



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

图表2：制造业PMI当月（截至2022-4-30）同比



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心



美国：消费者担忧通胀，投资者担忧抗通胀

美国4月CPI同比上涨8.3%，虽然如期较3月有所回落，但幅度不及预期，通胀形势依然非常严峻。美联储与白宫均宣称降低通胀率为首要目标。然而，美联储坦言其对造成高通胀的供应端因素无能为力。在地缘冲突、疫情、极端气候、逆全球化等多种不利因素的持续影响下，能源、粮食、原材料的供给及全球供应链并未见改善之势。若此后美国的通胀率未如市场预期回落，迫使美联储加大紧缩力度，那么联邦利率峰值将比当前3%的预期水平进一步走高，而长端利率则可能会计入更多经济衰退风险而不变甚至下跌，导致收益率曲线倒挂。美国利率市场对美联储的快速加息进程最早反应，两年期国债在3月底就已预期今年底前加息至2.75%左右，而美股指数却从4月中下旬才开始通过连续大跌消化加息、缩表的影响。美股市场正在适应一个与过去10年立场相反的美联储：现在的美联储旨在通过收紧金融状况减少需求来降低通胀率，并乐见资产价格下跌及其造成的逆财富效应。开弓难有回头箭，在通胀率显著下降或金融状况恶化至危机水平前，美联储很难做“市场的朋友”，美股投资者习惯的“美联储看跌期权”如今的行权价恐怕非常低。

经济数据方面，滞后性指标如新增就业人数、失业率显示美国经济依然强劲，然而领先指标如PMI、消费者信心指数则忧心通胀而相反。几乎可以确定的是，美国经济景气度已过本轮周期顶峰，接下来需关注紧缩政策效应的传导和显现。如果未来数月美国经济数据明显转弱，并成功转化为紧缩力度预期的减缓及长端美债收益率的回落，那么反而可以成为利率敏感型科技股超跌反弹的催化剂。

欧元区：正受经济下行及高通胀的影响

欧洲经济增长续见分歧，受疫情逐步放宽及地缘政治因素的推拉因素下，欧元区4月的制造业及服务业表现各有差异。欧元区服务业采购经理人指数上升至8个月的新高，主要受到防疫措施陆续放宽所推动。反之由于供应链问题持续，令欧元区制造业采购经理人指数下跌至15个月的低位。另外，自4月开始由于个别欧洲国家的天然气供应受阻，令物价上升，欧元区通胀上升至历史高位。根据欧盟委员会的最新预测，如果天然气供应出现严重中断，欧元区疫情后的复苏将几乎停滞，物价也会以更快速度飙升。同时委员会预计在基准情景下，今年欧元区的经济增长将下调至2.7%，而今年预估通胀率则被上调至6.1%，值得留意。当局预期欧元区的通胀会在本季度见顶。

鉴于欧元区现时正面对经济下行风险及高通胀，而近日多位欧央行委员亦表示对通胀高企忧虑而认为需要开始收紧货币政策。行长拉加德早前亦表示，在结束量宽的数周后会开始加息，以4月央行议息会议内容推论，欧央行很可能在7月开始加息，现时市场预期欧洲将于7月及9月各自加息0.25个百分点。惟在经济前景持续下调及通胀高企下，货币政策即将的改变或会影响市场对欧元区经济的信心。

英国：一季度GDP环比增长放缓，英伦银行货币政策或进一步收紧

5月12日，英国国家统计局数据显示，2022年一季度英国GDP环比增长0.8%，低于市场预期1%和去年四季度的1%。其中服务业环比增长0.4%，建筑业增长3.8%，工业增长1.2%，工业产出仍低于疫情前水平。英国今年前三个月的GDP环比增长分别为0.7%、0%和-0.1%，经济增速呈现走弱趋势。服务业和工业环比下降0.2%是3月GDP下降的主要原因。英国经济经历了连续四个季度的增长，总产出已恢复至疫情前水平，今年一季度的经济增长主要由年初的解封效应所推动。

5月5日，英伦银行将0.75%的基准利率上调25个基点至1%，并预计年底英国通胀率将略高于10%，货币政策委员会多数成员支持未来几个月继续加息以缓解居高不下的通胀压力，英伦银行将于八月制定出售英国国债的计划，缩表方式将是渐进式的和可预测的。货币市场预计到2023年中期，英伦银行基准利率将达到2.5%。货币政策收紧将增添英国经济下行压力，居民实际收入下降将继续拖累消费，不排除今年二季度英国经济开始出现负增长的可能性。此外，英国地方议会选举后北爱局势的变化以及英国和欧盟在《北爱尔兰议定书》上的冲突可能加剧经济前景的进一步恶化。



中国：4月经济数据受疫情影响走弱

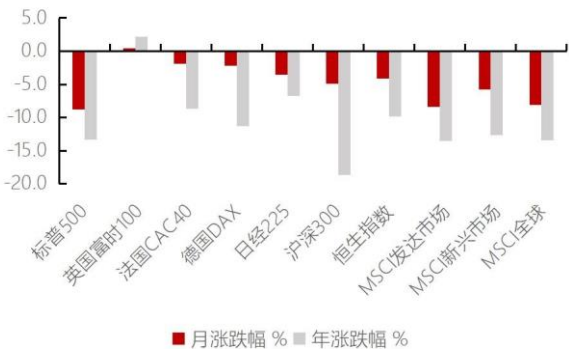
受疫情影响，中国4月经济数据大幅走弱。4月工业增加值同比下降2.9%，环比下降7.08%；4月社会消费品零售总额同比下降11.1%，环比下降0.7%；1—4月固定资产投资同比增长6.8%，其中制造业投资增长12.2%，基建投资增长8.3%，房地产开发投资下降2.7%。4月，按美元计价，中国出口2736.2亿美元，同比增长3.9%；进口2225亿美元，同比持平；贸易顺差511.2亿美元，继续扩大。

4月CPI 同比增长2.1%，环比增长0.4；其中核心CPI同比增长0.9%，同比增幅较上月收窄0.2个百分点。4月PPI 同比上涨8%，环比上涨0.6%。CPI开始呈现出上升迹象，4月新增社融9102亿元，社融存量同比增长10.2%，新增信贷6454亿元，融资需求大幅下降，其中居民贷款净减少2170亿元。

综合看，4月经济数据受疫情影响大幅走弱。考虑到中国疫情走势，预计5月至6月经济数据仍将受到疫情的负面影响；不过从5月高频数据看，已较4月有所改善，4月应是年内经济数据最差的时间。二季度经济增速二度探底是大概率事件，全年5.5%左右的增长目标压力巨大。相应地，宏观政策“稳增长”或将二度发力，4月26日中央财经委会议强调全面加强基础设施建设，明确“我国基础设施同国家发展和安全保障需要相比还不适应”，后续基建投资将成为经济增长的主要支撑力量，关注基建投资的后续资金来源问题。同时，仍需关注通胀上行的影响。

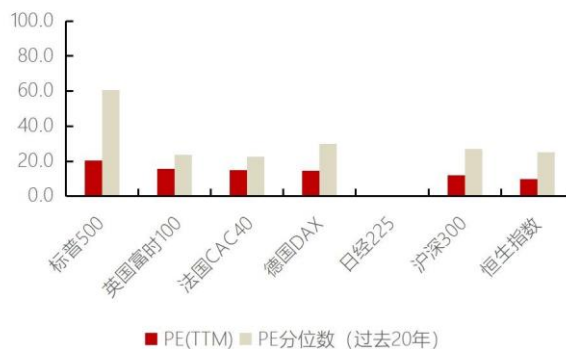
股市

图表3：股票指数涨跌幅（截止2022-04-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心资料

图表4：股票指数估值水准（截止2022-04-30）



来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

美国：面临货币紧缩与经济衰退风险双重逆风

4月中旬以来，美股市场开始消化美联储快速加息和缩表的影响，指数跌势明显，对利率变化更敏感的纳斯达克指数今年至今已下跌27%，陷入熊市，标普500距离下跌20%的熊市也只是一步之遥。事实上，近期的下跌已经不仅反映货币紧缩的效应，而且投资者开始忧虑美国经济衰退的风险。

美国通胀高企对其消费的冲击开始逐步显现，美国零售商站在风暴第一线。5月18日，美国连锁零售集团塔吉特公布一季度利润“腰斩”并预警经营成本上升导致利润率将受更大影响，股价暴跌25%。这成为了标普500当日暴跌4%、创2020年6月以来最大单日跌幅的导火索。事实上，美国其他零售巨头如亚马逊、沃尔玛的利润均受到高通胀的侵蚀，成本的上升无法全部转嫁给消费者，因为消费者在物价全面上涨的环境中“钱包”不容乐观。通胀远超目标，美联储不得不收紧政策，长时间的供应链混乱，引发了市场对企业利润和经济衰退的担忧。在通胀问题显著缓解、美联储政策重心转向增长前，美股难以回到上涨周期。



欧洲：全球市场环境有望改善，欧洲股市将跟随大市反弹

近期全球投资市场均受美联储加快加息进程影响，欧洲股市难以独善其身。但美国通胀于4月起开始见顶回落。通胀回落主因是2021年二季度基数较高，而非通胀有明显改善，可以预期通胀高企仍可维持数月，所以尽管预期美联储将于6月及7月议息会议继续加息0.5%，但暂不需要比市场预期更激进。由于8月没有议息会议，美联储加息对欧洲股市的压力，有望在未来数月得以纾缓。全球市场环境改善之下，欧洲股市有望跟随大市反弹。

欧洲Stoxx600指数年初至今下跌12%，考虑到预测每股盈利上升了10%，使市盈率下降至12.9倍，估值上已反映一定负面因素。债息虽因加息预期上升，但以Stoxx600指数预测股利率仍然高于德国十年期债息约2.4%，显示欧股仍然比债券更具吸引力。欧洲股市较偏重价值型板块，如将欧洲价值型板块与增长型板块比较，其相对表现仍远远落后于德国十年债息，显示若市场环境改善，欧洲价值型股票有一定追赶的空间。

由于全球已充分消化美联储近几月加息预期，相信欧央行将于7月启动的加息影响相对更小。技术走势上Stoxx600指数已于200天移动平均线下方形形成双底，有望重新挑战约位于460点阻力的50周线，但是否能进一步突破关键仍在欧洲宏观环境未来发展。

中国：6月A股有望触底反弹，中国港股或企稳上升

5月中国A股盘整反弹为主，4月中下旬逐步探底，次月开始不断反弹。创业板指4月底触底，次月回升。行业方面多数板块下跌，其中汽车、电气设备和国防军工领跑市场，钢铁、房地产和非银金融跌幅居前。

展望6月，中国A股市场或有所提振。宏观层面，在地缘冲突影响相对减弱、中国内地疫情防控逐步可控的背景下，下滑的PMI在新的预期内有望得到改善；市场层面，疫情期物流需求延缓在疫后或得到补偿，大宗商品价格增长温和，受疫情拖累基建增速有所放缓；流动性层面，新增贷款和社融回落较大，主因实体经济融资需求不足，M2与M1剪刀差持续扩大，实体经济活跃度有待提升，5年期LPR下降15个基点，精准对冲房地产下行压力；风险层面，外围政治影响叠加中国内地疫情反复，或冲击实体经济复苏和居民需求端补偿，经济风险仍不容小觑。

5月中国港股持续震荡，4月下旬触底后出现反弹拉升，次月上中旬震荡加剧。行业层面部分行业出现反弹，医疗保健业和必须性消费业领跑市场，原材料业跌幅居前。

展望6月，中国港股市场或企稳上升。宏观层面，中国香港4月PMI数据受到疫情减退带动，在连续收缩3个月后重返扩张水平。期内，企业新增订单量和产量也回归正轨；市场层面，政府防疫措施逐步松绑，并进一步加强消费端刺激；流动性层面，当前中美经济周期持续分化、出现中美利差倒挂现象，美联储紧缩政策进一步加速，在一定程度上难免对流动性造成冲击，但南向资金流入速度明显加快，对市场提供了一定支撑，市场预计仍需一定时间消化外部不确定性。

亚洲其他：亚洲股市将随大市环境改善开始筑底

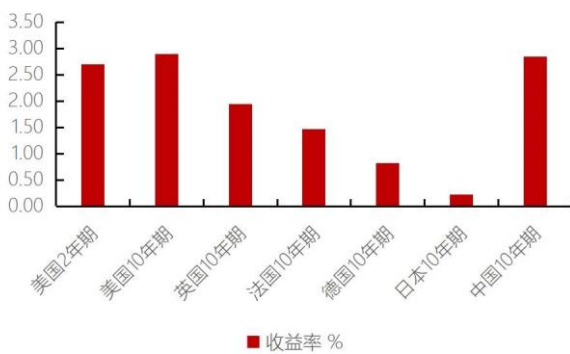
日经225指数4月下旬震荡回落，5月上旬有所反弹。随着美日货币政策分歧继续加大，日圆兑美元本轮贬值持续3月有余，幅度一度超15%，美元日圆在触及130.85的20年高位后有所回落，半导体、电子零件、精密机器等高科技以及汽车等出口占比较大行业受益。在能源等大宗商品价格不断攀升以及日圆大幅走软共同助推下，日本4月企业物价指数同比上升10%，已连续14个月上涨。成本上升将导致企业利润减少或被迫向消费者转嫁成本。日本上市企业第四财季净利润较第三财季减少41.3%，即使剔除巨亏的软银后净利润也下滑16%，显示疫情叠加俄乌冲突导致的资源价格上涨，企业业绩恢复遭遇急刹车。经济上面临的困境使得日本政府有更大动力加大开放进度。日本在重启两年来的首个五一黄金周后疫情有所反弹，日本政府仍计划最快6月放宽外国游客入境，以促进经济复苏。



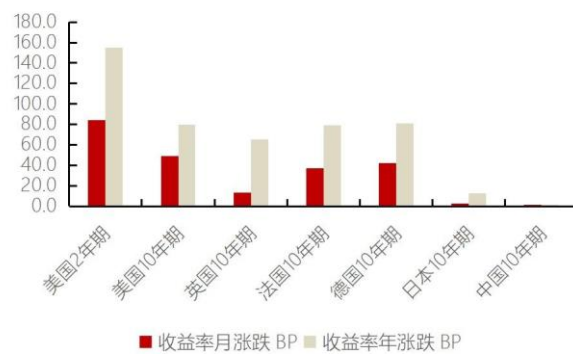
美联储加快加息推动债息及美元自4月起急升，使亚洲股市在5月进一步调整，MSCI亚洲日本除外指数由去年12月高位回落超过30%。在亚洲股市大幅回落后，MSCI日本除外指数预测市盈率已下调至12倍，已非常接近过去10年的低位，估值已反映了不少负面因素。从相互关系计算，亚洲股市最受美元影响，其次则是美国实际利率，而美国名义利率影响最少。基于此，美元自4月的大幅急升对亚洲股市影响较大。虽然美元在美国通胀高企下，利率上升空间仍然支持美元方向上的优势，但因目前美国通胀受同比基数影响而见顶回落，预期未来数月美联储应不会进一步加大加息幅度，美元这一轮的强势有望放缓，预期亚洲股市将随大市环境改善开始筑底。

债市

图表 5、6：国债收益率（截止 2022-04-30）



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心



资料来源：Wind，中国银行投资策略研究中心

发达市场：美债收益率仍高位震荡，欧债面临政策收紧压力

美债：美联储加快加息和缩表的前景，继续打压债市，但通胀高企加剧市场对经济衰退的忧虑，避险需求上升，加上美国国债收益率急升后估值吸引力有所增加，如美国财政部5月发行的3年、10年及30年期国债，需求得到改善。多空因素并存，料国债收益率于6月仍以高位震荡为主。企业债方面，于高通胀情况及经济数据未见改善之前，或整体维持较高波动性。从估值上看，投资级别债及高收益债券收益率最差的表现分别升至过去10年平均值的逾2个及1.5个标准差，较疫情暴发后曾创的历史低位大幅攀升，尤其高收益债更具利差优势，受利率上行影响较低，后续表现有望优于投资级别债。

欧债：受益市场避险情绪升温，欧洲国债于5月中旬一度受支持。但面对大宗商品和能源价格高企带来的高通胀持续，欧央行行长表示可能在下个季度初结束债券购买计划，并在其数周之后进行十多年来的首次加息。欧央行逐步趋鹰方向料不变，欧元区国债收益率或有较大的上行空间，同时杠杆比率较高的国家的国债影响更大。企业债方面，违约预期加大，欧洲高评级债及高收益企业债的违约保险成本于5月曾分别创2020年4月及5月以来新高。面对经济增长下行风险，加上欧央行的收紧表态或使市场流动性减少，对整体企业债压力将陆续浮现，故仍需保持谨慎。



新兴市场：中国债市上涨空间或有限，中资美元债和新兴债券市场压力未减

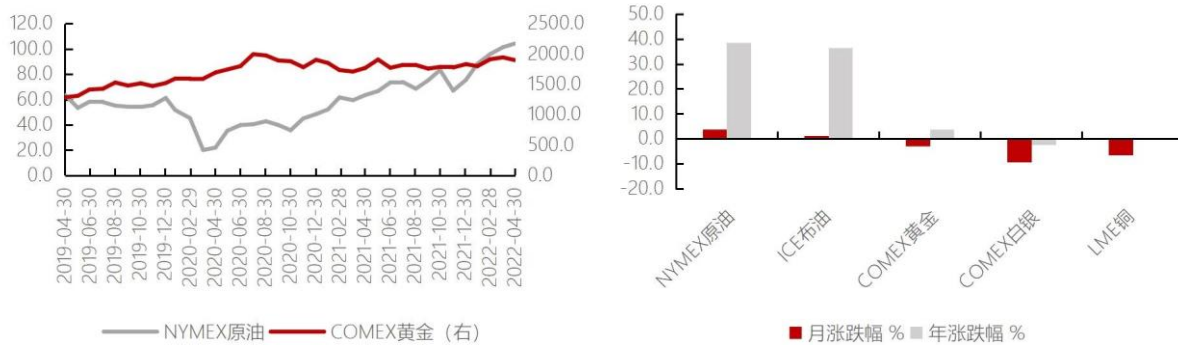
中国债券市场：受新一轮疫情形势影响，经济增长压力骤增。4月末社融存量同比增长10.2%，较上月下降0.4个百分点；其中，4月投向实体贷款3616亿元，创近十年单月新低。同时4月全国规模以上工业增加值、投资、消费等数据均表现疲弱，无论是企业端还是居民端的需求都受到了明显的抑制。为实现稳增长的目标，央行后续的政策将进一步发力，综合运用多种货币政策工具，稳定信贷总量。6月债市整体将在对宽松政策的期待中情绪偏暖，但整体上涨空间或有限。随着疫情后复工复产的开展，需要考虑到在下调首套个人住房贷款利率下限、加大重点领域和薄弱环节信贷支持力度等一系列宽信用政策下，基本面对债市的支撑或将受到考验。综上，中国债市6月或呈前高后低格局，整体维持中性建议。

中资美元债市场：美国4月CPI同比增长8.3%，大大高于市场预期不超过8.1%。降低通胀是美国首要经济任务，促使美联储加快收紧货币政策。在5月上调基准利率50个基点并宣布自6月缩表后，预计6月和7月将继续加息50个基点，且不排除有更大幅度加息的可能。短期仍然对长久期或永续的债券构成压力，建议以买入短久期且高评级的债券为主。此外，虽然各地近月多次给地产政策松绑，但仍有个别地产集团的融资情况未能得到明显改善，叠加国际评级被下调，导致积极推动的包括资产处置、专项融资等多种资金方案难以落地。因此我们维持对内房的离岸美元债审慎看法，并建议投资者回避低评级的债券，出现违约的机会仍然相当之高。

环球新兴债券市场：大宗商品价格上涨，使多个新兴国家央行陆续上调通胀预期并开始政策正常化，并将其增长预期向下修正。新兴国家PMI与长期均值偏差处于负值并呈加剧情况，滞胀风险对新兴市场资产带来进一步压力，加上随美联储加息周期加快，全球流动性状况收紧，新兴市场债券较难吸引资金流入，因此整体仍维持谨慎的看法。其中受惠于大宗商品价格上升的出口国和评级较高的主权国债表现会相对好些。

大宗商品

图表7、8：大宗商品价格（截止2022-04-30）



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心

资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心



贵金属：海外紧缩加速，黄金继续筑底

从美联储政策意图判断其趋势，美联储加大货币政策紧缩力度的直接原因是自去年起美国通胀不断攀升至历史高位，另一视角来看，内在原因也包括今年美国中期选举带来压制通胀的选票需求。虽然历史数据显示快速紧缩很可能在一到两年内导致经济衰退，但由于欧洲经济复苏的情况远落后于美国，因此紧缩政策导致的美元回流或将进一步扩大美国相较于其他发达国家的比较优势。另一方面，正是由于美元利率市场对美联储的政策预期比较敏感，我们预计年内可能出现“物极必反”的现象。一是因为能源价格可能已度过俄乌局势的峰值考验，制造业供应链也随疫情有望逐步好转，由此引发的通胀警报如能解除，就没必要继续加速紧缩；二是因为11月份美国中期选举之后，选票需求迅速衰退。综合看，美联储的加息缩表步伐仍有可能再超预期，但下半年开始，政策拐点的出现概率也在提升。关注就业、通胀和利率的变化。由于美元利率市场反映出美国经济衰退的概率在不断加大，并且美国失业率已有小幅上升的迹象，我们预计今年下半年随着能源价格和通胀预期见顶，美国选票政治需求也在消弭，海外货币政策紧缩程度或将放缓。

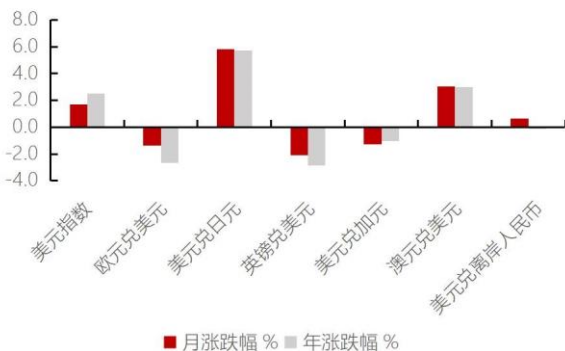
总体而言，近期的贵金属市场利淡因素略占主导，同时也存在利多的展望，或将维持宽幅震荡的走势。5月11日，美国公布的4月份CPI同比为8.3%，低于上个月的8.5%，但仍处于历史高位。如未来的通胀数据能有持续的回落，则在一定程度上可以缓解市场对美联储货币紧缩的恐慌情绪。综合判断，今年2月初以来黄金价格已经进入筑底阶段，多空因素在未来几个月存在较大变化的可能。

原油：供应持续存疑，油价震荡偏强

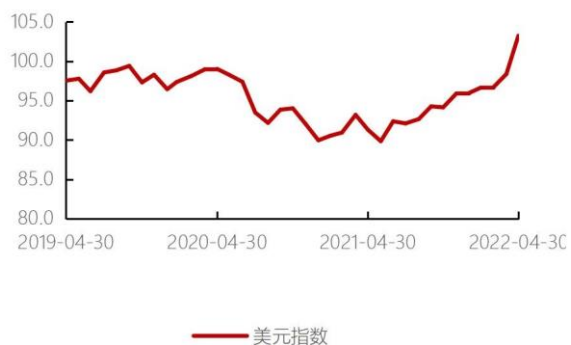
回顾5月走势，石油输出国组织连续第二个月下调2022年全球石油需求增长预测，理由是俄罗斯入侵乌克兰、通胀上升和中国疫情反扑的影响，受此影响，原油在月初呈现大幅震荡的态势。随后，欧盟提议对俄罗斯石油实施分阶段禁运，这是迄今为止因乌克兰战争对俄采取的最严厉制裁。同时中国需求将出现显著复苏，种种积极迹象表明，中国受打击最严重地区的疫情正在缓解展望。之前数据显示，中国4月的原油加工量比上年同期减少了11%，日加工量降至2020年3月以来的最低水平，因为广泛的防疫封控导致需求减弱，炼油厂削减了业务。受上述因素影响，油价在下半月重返强势。展望6月，我们预计原油延续高位震荡的态势。受俄乌局势影响，市场对于原油供应不足的担忧依然是影响油价的主要因素，同时中国疫情逐步缓解提振原油需求，原油料维持震荡偏强的态势。

外汇

图表9、10：外汇价格（截止2022-04-30）



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心



资料来源：Wind·中国银行投资策略研究中心



美元：美联储鹰派程度边际减弱，美元方向性优势暂难变化

随着美联储加快加息，市场自4月起持续提升对加息的预期，使美元急速上升。美元自年初至今升幅已高于去年全年，而其中主要升幅均来自4月至今的升幅。整体上，美联储仍比环球其他央行更有加息的决心，美联储主席鲍威尔公开表示6月及7月均可能加息半厘，这一方面利差因素对美元带来支持，另一方面加快加息带来经济衰退的风险，经济衰退的压力同样利好资金流入美元，故此美元方向性的优势并未改变。考虑到按年效应已使美国4月份通胀开始回落，尽管回落速度较预期为低，但按年效应将维持一段时间。美联储8月并无议息会议，代表未来数月美联储较少机会再度提升市场对加息的预期，故此短期内美元上升空间应下降，美元将进入一段整固期，纾缓其他货币的下行压力，而各地的微观因素对其货币的影响将转大。

欧元：外部压力减弱，短期有望开启反弹整固

欧元区特别受到俄乌问题的影响，而欧央行采取比美联储明显宽松的货币政策支持经济增长，导致4月至5月中旬欧元持续下行，反映欧元需要更大的风险溢价。俄乌问题仍于未来一段时间影响欧元区经济表现，考虑到持续上升通胀已驱使欧央行改变货币政策方向。欧央行表示将于资产购买计划结束后数周开始加息，市场预期欧央行于7月开始加息。但相比美国，欧洲货币政策仍然温和，市场已经对欧央行年内加息广泛预期，欧央行需要更进取才能为欧元带来更大的支持，加上俄乌风险事件未能消除，预期欧元弱势仍难以消除。考虑到因美国通胀开始见顶回落，预期美联储将不会于未来数月进一步提升市场对其加息幅度或次数的预期，使美元进入一段整固期，为欧元提升了整固的空间，相信欧元将于5月中测试了2016年低位之后开始反弹整固。

英镑：面临国内外双重挑战

4月份月报中着重指出，英伦银行政策错误定价的风险不断加剧，即使对此持谨慎看跌观点仍不足以反映这一趋势。英镑兑美元汇率目前已跌破1.30的水平，并维持在1.20的低位上进行交易。尽管英镑汇率下行的速度十分突然，但从现实情况来看，致使英镑贬值的因素并非最近才出现，只不过其以更快的速度带来了更为严峻的挑战。总体来看，近期英镑走势主要受到两股力量的共同驱动，但这两股力量在短期内均不大可能成为积极的驱动因素。其一，关于风险偏好的恶化。俄乌战争局势不断升级，而中国为应对新冠肺炎疫情，再次实施封控措施，也面临着更具挑战性的增长前景，这使得风险偏好出现大幅下降的趋势。全球经济增长的前瞻性指标存在进一步下行的态势，而地缘政治方面面临的挑战几乎没有消减的迹象。鉴于英国作为小型开放经济体的地位，英镑较易受到上述发展趋势的影响，致使英镑汇率难以实现有意义或可持续的回升。其二，关于英国国内经济增长与通胀形势的动态恶化。由于英国受到实际收入严重紧缩的影响，消费领域的前景已大幅恶化。这一因素致使英伦银行难以实现接近远期利率市场的定价水平。相较于其他国家和地区央行而言，英伦银行近期的鸽派倾向十分明显，使得英镑的下行压力有所增加。

日圆：央行干预不改基本面颓势，小幅震荡贬值继续是最可能方向

连续大幅走升两个月以后，美元兑日圆走势在130附近高位盘整，技术面上没有大的回调迹象，表明美元的买盘依旧强烈。基本面方面，日本央行行长黑田东彦5月16日表示，日圆汇率应保持稳定，反映经济基本面，因为近期出现的过度波动将使制定商业计划变得困难。黑田东彦对日本参议院表示：“近期日圆过度波动，是我们不想看到的。”，他将密切关注汇率变动对日本经济和物价的影响。显示日本央行对于日圆的快速贬值已显示出不安，但是另一方面，4月末的日本央行会议显示央行仍然坚持其收益率曲线控制策略，我们不认为在此种情况下日圆自身有扭转其基本面颓势的可能。日圆兑美元小幅震荡贬值继续是最可能的方向。



商品货币：

加元：高位震荡，向上试探

为应对逐步攀升的通胀水平使经济恢复平衡，加拿大央行主要官员近期表态释放鹰派基调。加央行提出利率中枢上升到2-3%的范围言论，提升了市场对加央行在6月议息会议上进行第二次加息的预期，加元仍有向上空间。油价方面，因行业数据显示美国原油库存下降，且防疫封控措施缓解可能刺激需求，油价短期上行。但在面临美联储持续加息的主基调下，油价难有长期表现，进而对加元形成拖累。技术面看，加元走势仍是反复，短线多空双方持续博弈，关注1.24附近强阻力能否突破。整体来看，在加央行更加鹰派的决策预期及趋于稳定的油价背景下，我们预计加元仍将维持高位震荡，但短期有向上试探迹象。

澳元：低位企稳，寻求反弹

澳元的超跌超出我们的预期。新冠疫情的持续影响下，全球经济疲弱，对矿石的需求减弱，澳元的支撑逐步减小，外加美元强势的加息步伐，对澳元形成较大打压，澳元被动走弱。值得注意的是，根据澳洲联储最新会议纪要显示，更及时的数据表明，在劳动力市场紧张的情况下，劳动力成本正在上升，澳联储有望进一步提高利率，以确保澳大利亚的通胀随着时间的推移恢复到目标水平，进而扭转澳元持续劣势地位。技术面看，澳元在短线急跌后迎来反弹，短线料继续企稳筑底，寻找反弹支撑。整体来看，在全球经济逐步修复的向好预期下，若澳联储加息政策逐步跟进，我们认为澳元仍有继续反弹空间。

人民币：短期有压力，长期不悲观

4月下旬以来，人民币汇率出现了一轮明显的回调，截至5月13日，CFETS人民币汇率指数较4月15日下跌4.07%，美元兑人民币汇率也从4月中旬的6.38附近贬值到6.7上方。我们在5月的月报中提出助推人民币升值的因素边际上有所减弱，外部压力短期略有增强。回顾4月以来影响人民币汇率的因素，主要由以下2个方面。一是以美联储为代表的西方发达经济体央行持续收紧货币政策，带来汇率的外部压力，回顾2015年“811”汇改以来的美元兑人民币汇率走势可以看出，人民币汇率2次大幅回调均发生在美联储加息的宏观背景下，短期看，美联储6、7月的议息会议各加息50个基点是大概率事件，外部压力或仍将持续一段时间。第二，中国疫情导致的消费下滑与供应链阶段性紧张，使得中国4月进出口数据表现较弱，贸易盈余有所下降。随着上海疫情的逐步缓解，疫情对于中国经济基本面冲击边际上会逐步减弱。总体上，短期内考虑到海外央行收紧步伐尚未结束，中国经济基本面仍有压力的情况下，汇率短期可能还会面临阶段性压力。但是长期看，考虑到中国制造业的全产业链优势，管理层多次强调保持汇率合理区间运行的政策态度，人民币汇率不存在大幅贬值基础，下行空间有限。



大类资产配置

图表 11：2022年大类资产配置一览

股票	低配程度		标准配置	超配程度	
	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国 (标普 500)			●		
欧洲 (DAX · CAC)			●		
英国 (富时100)			●		
日本(日经225)			●		
中国A股 (沪深300)				●	
中国港股 (恒生指数)				●	
债券	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美国国债		●	○		
中资美元债		●			
中国：货币市场			●		
中国：利率债			●		
中国：信用债			●		
中国：可转债				●	
贵金属	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
黄金			●		
白银			●		
原油		○	●		
外汇	看空	保守	标配	推荐	积极推荐
美元				●	
欧元			●		
英镑			●		
加元			●		
澳元				●	
日圆		●			
人民币			●		

注：空心圆圈为我们预设条件，择机调整配置的方向，红色圆点为一季度已做修正，黑色保持一致。

资料来源：中国银行投资策略研究中心

我们认为，2022年在“全球延续复苏，政策逐渐回归”的基本面下，全球大类资产配置顺序为权益、债券、黄金、商品。中国经济复苏趋缓，稳中求进，中国资产继续价值重估，全球权益优先配置中国股市，超配中国A股（推荐）、中国港股（推荐）。鉴于美国经济韧性仍在，股票配置需求较强，建议标配美股，美联储加息前后或现剧烈波动；欧洲复苏偏强，政策温和，建议标配；日本股市流动性支撑，基本面向好，建议标配；新兴市场关注越南、菲律宾等东南亚市场，印度市场估值高企，保持谨慎。债市方面，鉴于可转债资产类别独特，需求支撑估值，建议超配（推荐）；利率债区间震荡延续，难见趋势行情，建议标配；信用债因结构性宽信用支撑或有局部机会，建议标配；中资美元债两极分化，跟随美债，建议保守。美债因货币政策收紧，加息落地，建议低配（保守）。贵金属方面，黄金较大机会以加息为界先抑后扬，建议先低配后标配；原油供需逐渐平衡，高位筑顶，建议年初维持标配，年内择机调整为低配。货币方面，美元经济复苏迭加货币政策紧缩周期快于主要发达国家，建议超配（推荐）；澳元受益全球商贸恢复，建议超配（推荐）；欧元、加元、英镑标配，日圆保守；人民币因过去两年升值较多，存在超调压力，迭加出口预期回落，建议标配。



根据一季度全球经济、金融形势的变化及其对全年市场走势可能带来的影响，我们预计2022大类资产表现从好到差的顺序为商品、黄金、债券、权益。但考虑到一季度相关资产已经充分计价，站在二季度初的时点，大类资产的性价比从高到低的顺序反而为权益、黄金、债券、商品，也就是说权益很可能是二季度表现最好的资产，而一季度大涨的商品二季度继续上涨压力较大。

总编：王亚

副总编：程慧心

主编：文晓波

责任编辑：

宏观：朱启兵、李振龙、张诗琪、柳映堤、常珂

股市：高耀豪、蔡俊生、王君、余超、柳映堤、赵媛

债市：洪郑冲、陈卫全、梁启隽、赵艳群

大宗商品：王者星、孟凡强、Savin Dan、苏康苗

外汇：高耀豪、Kai Lim、丁孟、潘剑锋、刘畅

统编：李品章、苏康苗、郭岑、余超、洪郑冲、刘畅

顾问：徐高、管涛



风险披露

- ▲ 投资涉及风险。买卖证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资未必一定能够赚取利润，并有机会招致损失。投资者须注意证券及投资价格可升可跌，甚至会变成毫无价值，过往的表现不一定可预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例（如外汇管制）出现不利变动。本文件并非，亦无意总览本档所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。客户在作出任何投资决定前，应参阅及明白有关该等证券或投资的所有销售文件，尤其是其中的风险披露声明及风险警告。
- ▲ 外汇买卖的风险声明：外币/人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将外币/人民币兑换为港币或其他外币时，可能受外币/人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- ▲ 人民币兑换限制风险的风险声明：人民币投资受汇率波动的影响而可能产生获利机会及亏损风险。客户如将人民币兑换为港币或其他外币时，可能受人民币汇率的变动而蒙受亏损。
- ▲（只适用于个人客户）目前人民币并非完全可自由兑换，个人客户可以通过银行帐户进行人民币兑换的汇率是人民币（离岸）汇率，是否可以全部或即时办理，须视乎当时银行的人民币头寸情况及其商业考虑。客户应事先考虑及了解因此在人民币资金方面可能受到的影响。
- ▲（只适用于企业客户）目前人民币并非完全可自由兑换，企业客户通过银行进行人民币兑换是否可以全部或即时办理，须视乎当时银行的人民币头寸情况及其商业考虑。客户应事先考虑及了解因此在人民币资金方面可能受到的影响。

免责声明及重要注意事项

- ▲ 本文件由中国银行(香港)有限公司(「中银香港」)刊发，只供参考。
- ▲ 本档的内容并未经香港证券及期货事务监察委员会审阅。
- ▲ 本档无意向派发本档即触犯法例或规例的司法权区或国家的任何人士或实体派发，亦无意供该等人士或实体使用。
- ▲ 本文件仅供参考，并不构成，亦无意作为，也不应被诠释为投资建议、专业意见，或对任何人作出买卖、认购或交易在此所载的任何投资产品或服务的要约、招揽、建议、意见或任何保证。客户不应依靠本档之内容作出任何投资决定。
- ▲ 本档所载资料乃根据中银香港认为可靠的资料来源而编制，惟该等资料来源未经独立核证，故中银香港不会就本档及其所提供意见的准确性或完整性作出任何保证、陈述或担保。在本档表达的预测及意见只作为一般的市场评论，并非独立研究报告及不构成投资意见或保证回报。所有意见、预测及估计乃中银香港于本档刊发日期前之判断，任何修改将不作另行通知。中银香港及有关资料提供者亦不会就使用及/或依赖本档所载任何资料、预测及/或意见而负责或承担任何法律责任。投资者须自行评估本档所载资料、预测及/或意见的相关性、准确性及充足性，并作出彼等为该等评估而认为必要或恰当的独立调查。



▶ 免责声明及重要注意事项

▲本档所述的证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资可能并不适合所有投资者，且并未考虑本档各读者的特定投资目标或经验、财务状况或其他需要。因此，本档并无就其中所述任何投资是否适合或切合任何个别人士的情况作出任何声明或推荐，亦不会就此承担任何责任。投资者须了解有关投资产品的性质及风险，并基于本身的财务状况、投资目标及经验、承受风险的意愿及能力和特定需要而作出投资决定。如有疑问或在有需要情况下，应于作出任何投资前征询独立专业顾问的意见。本档无意提供任何专业意见，故投资者在任何情况下都不应依赖本档作为专业意见之用。

▲中银香港为中国银行股份有限公司的附属公司。中国银行股份有限公司及其子公司及 / 或其高级职员、董事及雇员可能会持有本档所述全部或任何证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资的仓盘，亦可能会为本身买卖全部或任何该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资项目。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就该等证券、商品、外汇、相关衍生工具和其他投资提供投资服务（无论为有关投资银行服务或非投资银行服务）、或承销该等证券或作为该等证券的庄家。中国银行股份有限公司及其子公司可能会就因应该等证券、商品、外汇、相关衍生工具或其他投资专案而提供的服务赚得佣金或其他费用。

▲除非获中银香港书面允许，否则不可把本档作任何编辑、复制、摘录或以任何方式或途径（包括电子、机械、复印、摄录或其他形式）转发或传送本档任何部份予公众或其他未经核准的人士或将本档任何部份储存于可予检索的系统。