

2023年第二季 | 全球宏觀展望

應對波動市況

Frances Donald
環球首席經濟師兼策略師

Sue Trinh
環球宏觀策略部聯席主管

Alex Grassino
環球宏觀策略部聯席主管

Eric Theoret
環球宏觀策略師

Erica Camilleri
高級環球宏觀分析師

Dominique Lapointe
環球宏觀策略師

目錄

環球概覽	<u>3</u>
北美洲	
美國	<u>9</u>
加拿大	<u>11</u>
歐洲	
歐元區	<u>13</u>
英國	<u>15</u>
亞太區	
亞太區	<u>17</u>
中國內地	<u>19</u>
印度	<u>21</u>
日本	<u>23</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>25</u>
墨西哥	<u>27</u>

聯儲局的三個任務

上一季發生的事件，增強了我們對團隊數個核心經濟觀點的信心。

- 對1月的承險價格走勢保持審慎，因為我們預期市場在上半年反覆波動
- 過去收緊政策的影響尚未完全滲透至實體經濟
- 環球經濟可能在未來12個月內陷入衰退
- 市場可能需要重新評估對聯儲局「一定會出手救市」的想法

我們的看法是，在當前環球經濟周期中，宏觀環境將變得更差，然後才會轉佳，投資者亦應預期2023年上半年將出現更大及持續更長的波動。

目前，我們認為有必要重新評估對美國聯儲局決策方針的看法，尤其是美國發生歷來第二大銀行倒閉事件，引起了市場質疑美國銀行體系的穩健性。

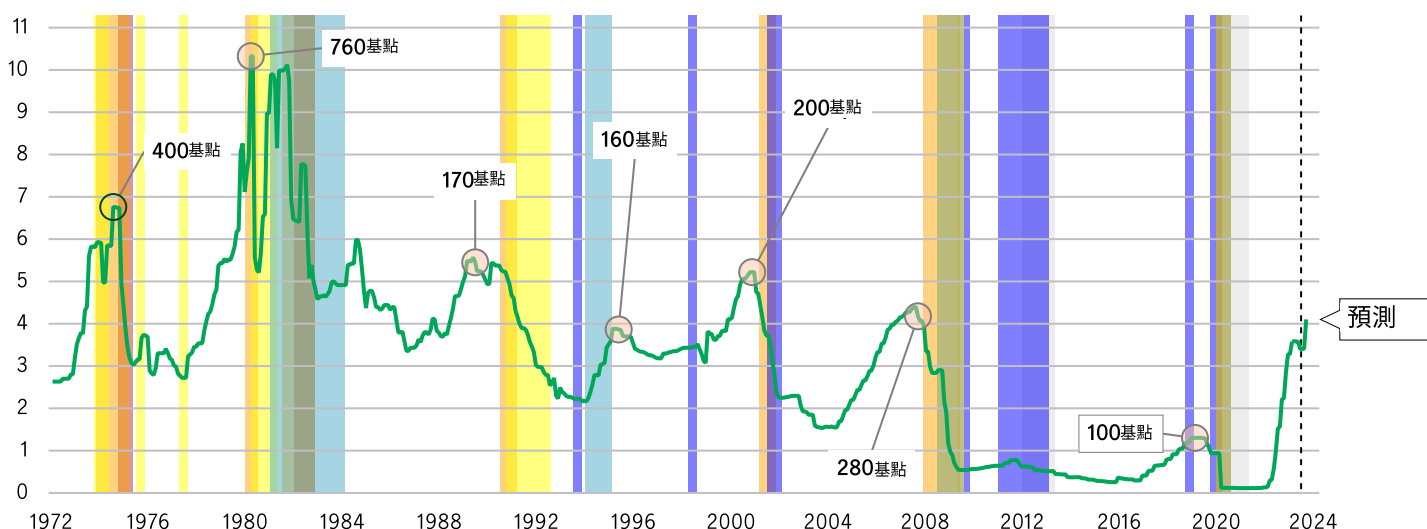
我們認為宏觀環境將會是「先苦後甜」，投資者亦應預期將出現更大及持續更長的波動。

數十年來最進取的貨幣緊縮周期

先進經濟體正處於數十年來最進取的緊縮周期，雖然市場價格現已反映減息的預期，但我們認為，預測央行轉向寬鬆立場是言之過早。

已發展市場按國內生產總值加權的政策利率 (%)

政策利率急升通常與歷史上的衰退和系統性危機相對應



資料來源：已發展經濟體的國家央行、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月23日。陰影部份代表全球出現衰退及系統性金融危機的時期。過往回報並不預示未來業績。

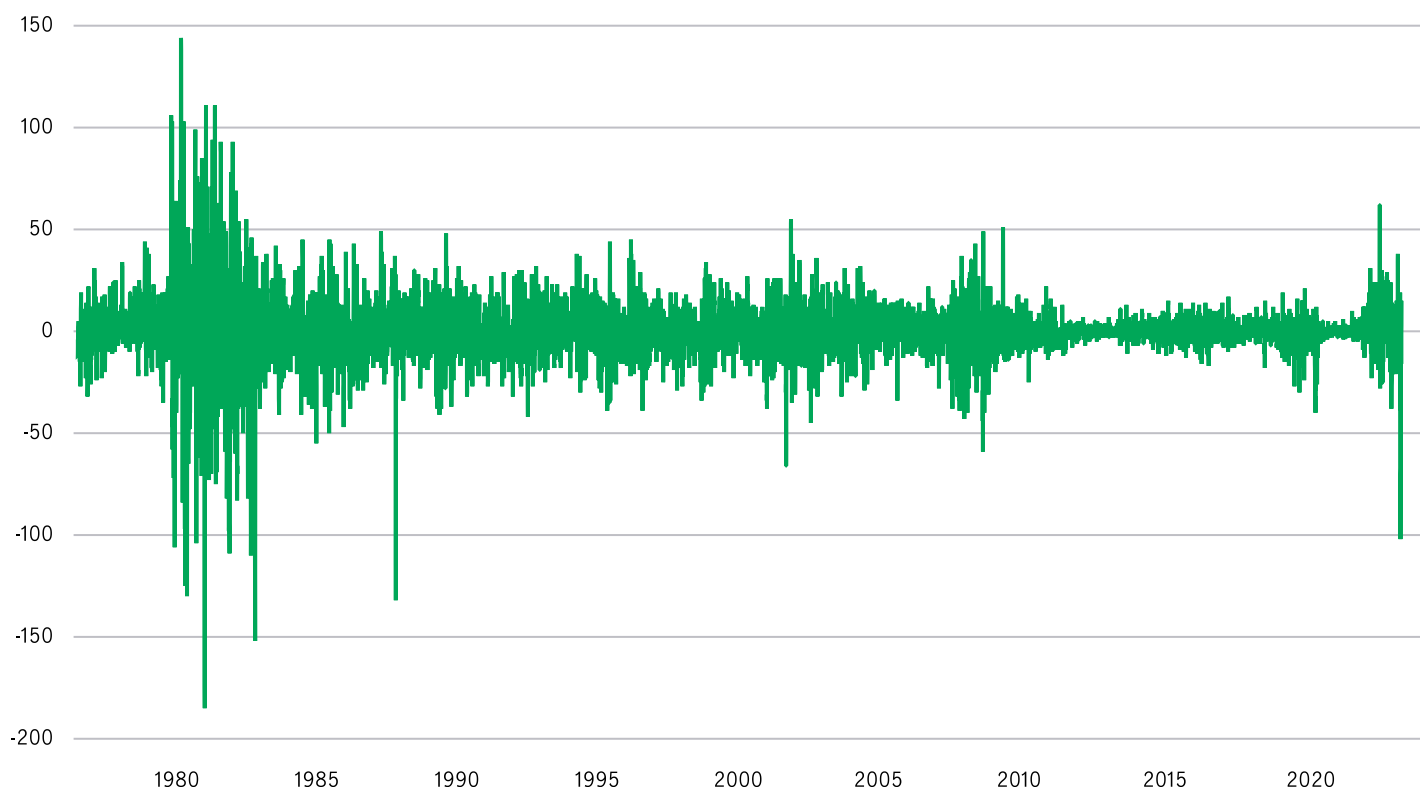
快刀斬亂麻 (Moving fast and breaking things)

市場有一句老生常談的話：央行往往在危機出現時才停止加息，而危機亦似乎正在浮現。金融狀況持續收緊，加上主要資產類別的市場流動性明顯惡化，使環球金融市場所承受的壓力超出關鍵臨界點。這個情況從近期事件可見一斑：英國金邊債券市場異常波動、內地房地產業因債務水平高企而受壓、南韓發生令市場注目的債券違約事件後，引發當地債市波動，以及最近兩家聚焦於科技業借貸的銀行_在3月第二周倒閉，觸發市場對美國地區性銀行失去信心。

上述最後一宗事件尤其導致債市波幅急劇擴大。舉例說，2年期美國國庫債券孳息率在發生銀行倒閉事件後數天內下跌102基點，為1987年「黑色星期一」一周以來最大的孳息率變動，甚至高於2008年雷曼兄弟破產、2021年疫情大流行及2001年科網泡沫爆破當時的跌幅。¹

「市場有一句老生常談的話：央行往往在危機出現時才停止加息，而危機亦似乎正在浮現。」

2年期美國國庫債券孳息率的變動（基點）



資料來源：美國財政部、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月23日。

¹ 彭博資訊，截至2023年3月23日。

隨著銀行倒閉事件發酵，市場改變對聯邦基金利率見頂水平的中期預測亦不足為奇。在3月10日至3月13日這三天內，市場對利率見頂的預期由5.70%跌至4.75%，其後在3月22日聯儲局會議前靠穩於4.95%。

市場最初認為，美國銀行業的問題及金融不穩定的憂慮日益升溫會大幅改變聯儲局想法，但我們不以為然。這個市場看法建基於以下兩個假設：

- 1 聯儲局需要透過調整利率政策來應對金融壓力
- 2 聯儲局為免金融市場受壓而不惜一切代價

但我們不認同這兩個假設。

平衡聯儲局隱含的三個任務：使用合適的工具完成工作

當我們評估何謂聯儲局應對經濟持續低迷的合適貨幣政策工具時，我們注意到聯儲局前主席伯南克曾多次表示，為了實現不同政策目標，各國央行可以並應該用適當工具做適當的事。換言之：

- 貨幣政策工具應用作管理經濟需求（例如大部份先進經濟體的利率）
- 宏觀審慎工具應用作應對較廣泛的系統性風險（例如按揭市場的貸款與估值比率限制，以及銀行的核心融資比率）
- 微觀審慎工具應用作提升個別金融機構的穩定性（例如透過資本規定和披露）

央行可使用的政策工具

貨幣政策

與貨幣供應／利率管理相關的政策，以實現物價穩定、就業、增長及／或流動性等宏觀經濟目標。

宏觀審慎政策

限制金融體系脆弱性積累（即系統性風險）的政策，以金融穩定作為最終目標。

微觀審慎政策

保障個別金融機構免受特殊風險影響，並防範有關機構承擔過多風險的政策。

資料來源：宏利投資管理，截至2023年3月23日。

擁有不同的政策工具可讓央行更靈活制訂合適的政策，為經濟提供支持，尤其是在金融及經濟周期不同步的環境下。

事實上，聯儲局在3月推出新的銀行定期融資計劃，顯示當局擁有廣泛的政策工具。與此同時，美國財政部及聯邦存款保險公司承諾對兩家被監管機構勒令關閉的銀行的所有存款提供保障，包括未受保的存款。從政策角度來看，不少人認同這些是非常具針對性的工具，旨在應對特別情況下的特定風險。

政策官員採取的行動顯示美國存戶可能無需擔心銀行業危機。

已公布的措施意味監管機構或會介入，以解決一旦銀行風險管理實務措施存有疑慮而產生的流動性及償債問題，從而消除由銀行擠提引申的風險。不過，世界上沒有免費午餐：目前市場推論當局將加強監管及監督，或會對承險活動造成限制，並可能降低銀行利潤。另一方面，銀行亦可能需要增加存戶利率，以免存款外流，因此或會削弱利潤率。

我們認為，這些監管機構的對策比減息有效得多，因為減息不但未能解決根本問題，反而可能加劇其他現有問題。

聯儲局更加接受金融不穩定的環境？

如果這句話真的可被解讀為聯儲局應對銀行業危機的預設方針，市場或需要適應央行可能比以往更加接受金融不穩定的觀念。此外，市場亦可能需要習慣面對一定程度的金融壓力（尤其是這有助緩和部份金融市場過剩的情況），這是央行思維的特點，而非漏洞。

首先，雖然為應對金融不穩定而暫停加息（或減息），可能短暫緩解部份即時壓力，但亦可能令人聯想起聯儲局托市的觀感，使金融市場過剩的情況加劇。這是環球金融危機後出現的現象，很可能（至少某程度上）導致了目前的政策兩難窘境；換言之，減息或許能解決短期問題，但很可能加劇長期問題。

市場可能需要習慣面對一定程度的金融市場壓力，這是央行思維的特點，而非漏洞。

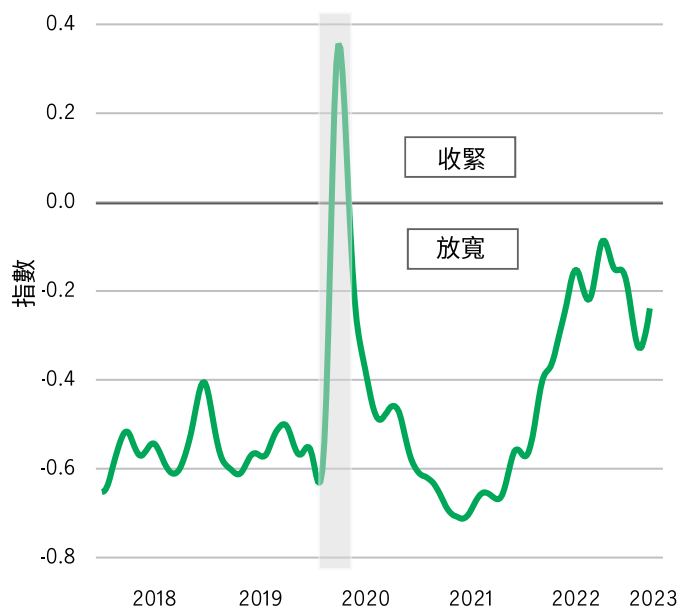
第二，就市場預期聯儲局將採取的行動與當局告知市場將採取的行動而言，兩者仍存在重大差距。¹ 對任何央行來說，鑑於市場預期是貨幣政策的重要傳導渠道，央行缺乏公信力會產生市場預期差距的問題。我們的觀點是，這個差距主要源於市場相信央行較有可能為金融資產價格提供支持，而聯儲局可能會採取行動，透過發表更強硬的言論來消除這些預期差距。

第三，聯儲局主席鮑威爾一再強調，金融狀況是需要監察的重要指標。自2月起，反映美國金融狀況的傳統市場指標已偏離聯儲局本身的金融狀況指數。市場廣泛使用的高盛金融狀況指數顯示，金融狀況在持續收緊一段時間後，在去年9月／10月至今年1月期間放寬，其後處於中性區間。

高盛金融狀況指數



芝加哥聯儲銀行金融狀況指數



資料來源：高盛、聖路易聯儲備銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月23日。灰色範圍代表衰退。投資者不可直接投資於指數。

聯儲局可能並非如預期般溫和

在3月聯邦公開市場委員會會議後的新聞發布會上，主席鮑威爾似乎印證了這個觀點。他表示，近期銀行業動盪可能會收緊金融狀況，影響相當於加息25基點甚至是更大幅度的加息。不過，聯儲局密切關注的利率點陣圖（載於季度經濟預測摘要）相對去年12月份大致維持不變，分別在於2024年聯邦基金利率預測中位數上調12.5基點。此外，鮑威爾在當天的新聞發布會上多次表示，減息並非聯儲局的基本情景預測。正如團隊早前所述，聯儲局加息周期可能已經接近尾聲，但當局不厭其煩地表明在適當時候可能進一步加息。因此，加息仍然是當局考慮的選項，我們認為即將減息的想法似乎不合時宜。

「加息仍然是當局考慮的選項，我們認為即將減息的想法似乎不合時宜。」

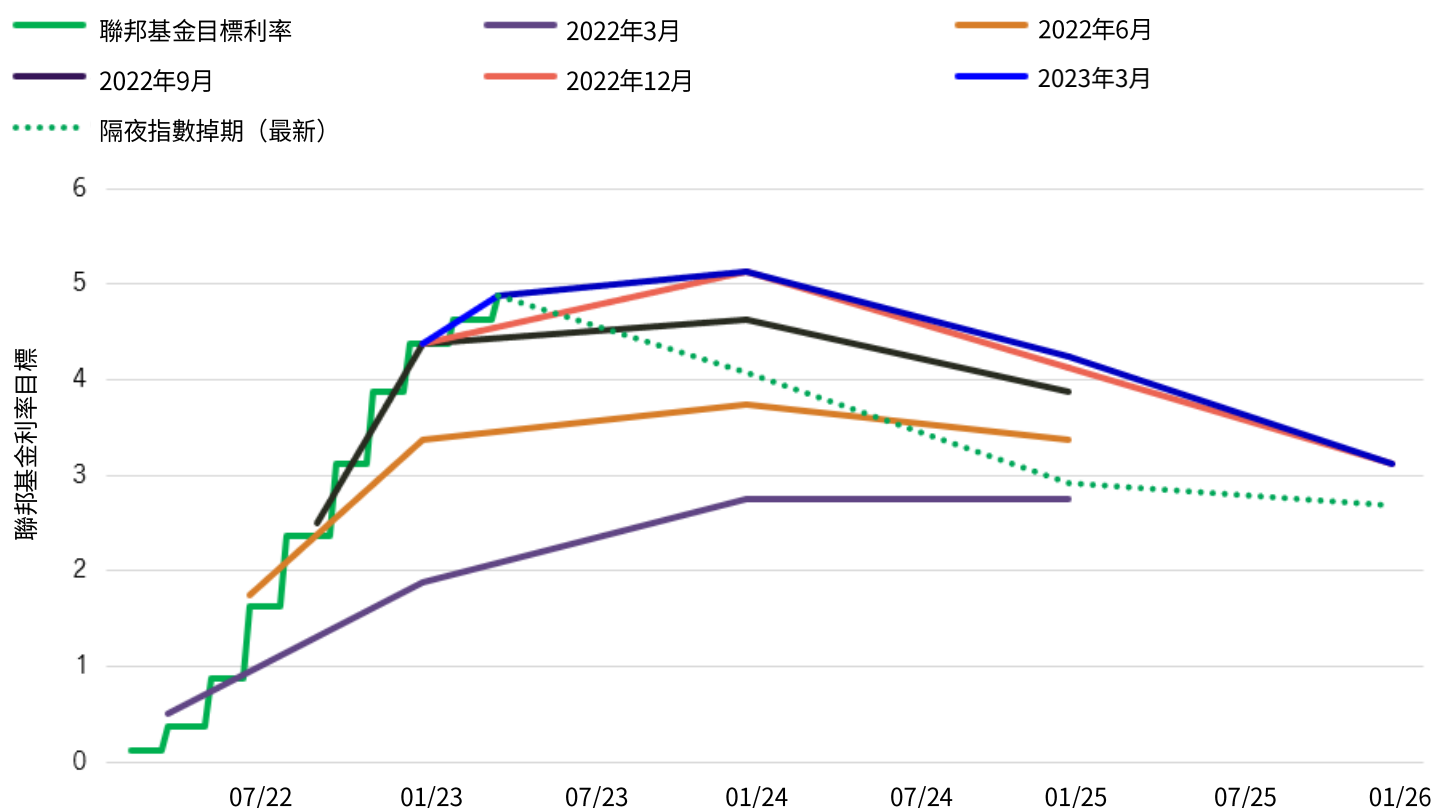
聯儲局新常態？

近期的事態發展反映，聯儲局可能更加接受金融波動的環境。我們認為，當局最近在美國地區性銀行倒閉後採取的針對性措施，已向市場逐漸傳達這種對金融穩定性的取態。我們理解這並非市場樂見的消息，意味市場需要摒棄一直以來相信聯儲局總會出手救市的假設，因此投資者可能需要重新調整這個想法。

從投資角度來看，我們仍聚焦於較具防守性的配置，並偏好避險的取態。然而，這並非排除環球宏觀環境的其他投資機會，我們的2023年第二季展望亦闡述了當中若干重點。不過，隨著市場參與者消化聯儲局新決策職能帶來的影響，這表明他們或有必要更深入發掘及嚴選投資機會。

「近期的事態發展反映，聯儲局可能更加接受金融波動的環境。」

聯邦基金利率對比聯儲局經濟預測摘要的利率點陣圖預測 (%)



資料來源：彭博資訊、美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月23日。隔夜指數掉期是指對沖合約，其中一方同意在預設日期根據固定利率與隔夜指數利率（通常是聯邦基金利率）之間的差額與另一方交換付款。隔夜指數掉期被廣泛用作反映借貸成本走勢的指標。

美國

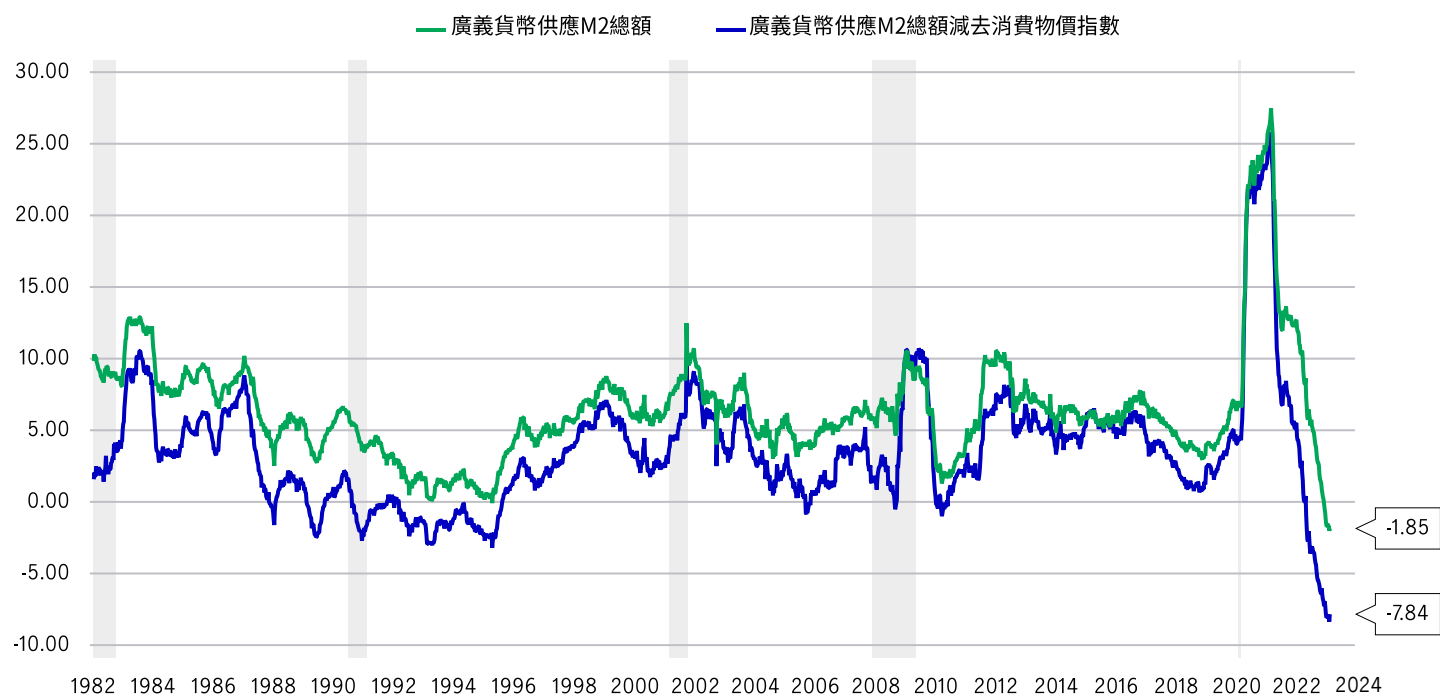
宏觀大局

美國經濟很有可能在未來數月陷入衰退，這個預測幾乎毋庸置疑：從貨幣供應增長到孳息曲線，以至商業調查和住宅建築活動等領先經濟指標都明確指向衰退。然而，經濟還有多久才陷入衰退有待商榷。到目前為止，美國消費市道保持暢旺，勞工市場仍然熾熱；若兩者都保持強勢，就難以為經濟衰退提出有力的理據。我們在現階段的觀點是，美國經濟將大約在今年第四季陷入衰退。

從貨幣政策的角度來看，我們認為聯儲局應對通脹的機制建基於時序，而現時所觀察到的商品通脹放緩情況，正是暫停目前緊縮周期的先決條件。更長遠而言，服務業通脹放緩（與工資增長有關）很可能是聯儲局開始放寬政策時需要清除的障礙。為達到這一點，勞工市場需先轉弱。

美國經濟很有可能在未來數月陷入衰退，這個預測幾乎毋庸置疑，但經濟還有多久才陷入衰退有待商榷。

貨幣增長處於數十年來的最低水平（按年%）



資料來源：美國聯儲局、美國勞工統計局、供應管理協會、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。廣義貨幣供應M2是衡量貨幣供應量的指標，當中包括現金、儲蓄存款和能夠輕易兌換成現金的其他形式存款。消費物價指數追蹤城市消費者為一籃子市場商品和服務支付的價格隨著時間的平均變動。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

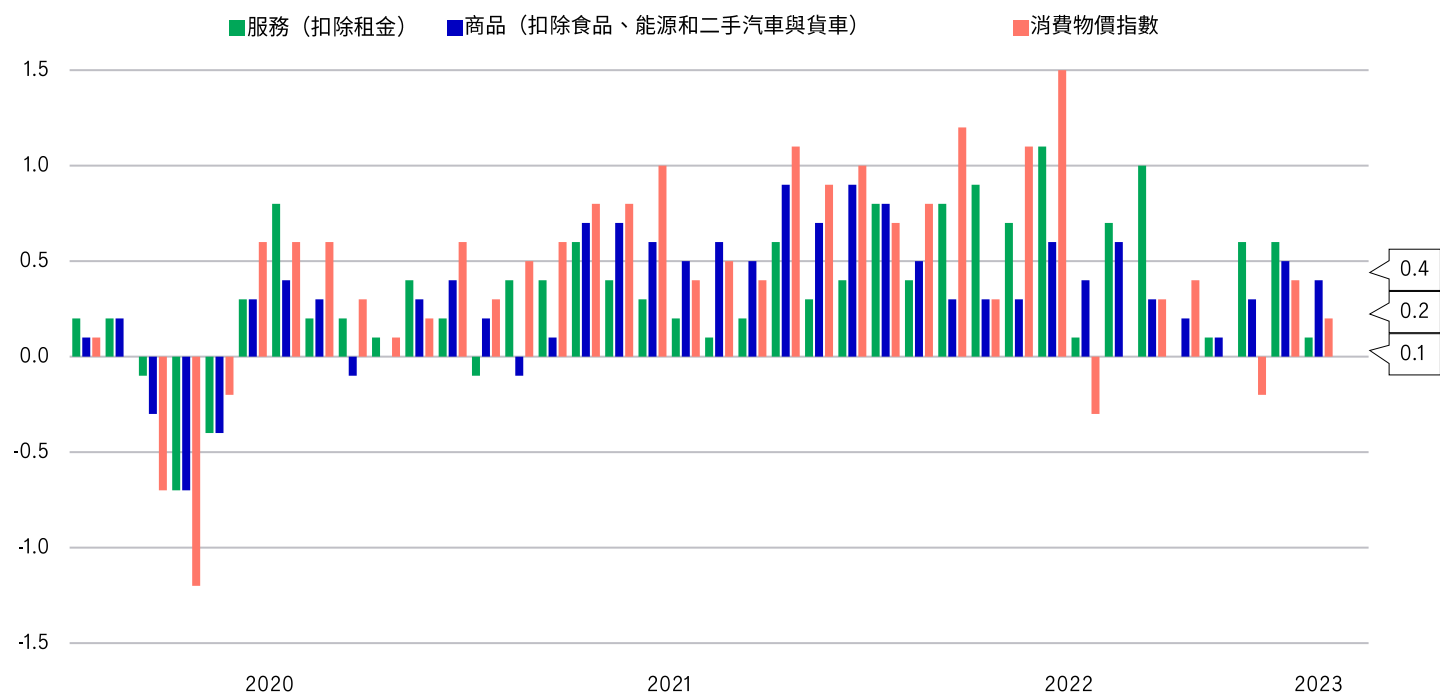
我們注視的因素

- **通脹** — 與新冠疫情和俄烏衝突因素有關的通脹正在減弱；聯儲局現時可能聚焦服務業通脹（不包括房屋），而服務業通脹被視為反映高工資增長可對物價產生影響的指標。
- **勞工市場** — 基於服務業通脹與工資增長之間的關係，勞工市場轉弱才可能會令通脹放緩。雖然每月非農業就業數據最受投資者關注，但我們亦注視需求有沒有減弱的跡象：工時、申領失業救濟人數和離職人數等指標應能提供更全面的觀點。
- **債務上限** — 雖然我們不太相信債務上限最終會對美國經濟產生重大影響，但圍繞這個問題的憂慮情緒可能導致市場在未來數月反覆波動。

主要市場觀點

- **貨幣與固定收益** — 我們認為，美國國庫券價格在2023年1月揚升（孳息率下跌），反映市場質疑聯儲局在經濟數據轉弱的情況下維持緊縮政策立場的決心。鑑於目前反映經濟放緩的具體跡象不多，我們預期，隨著經濟數據明顯轉差，這個議題將被重新審視，屆時市場會開始下調聯儲局暫停調整利率的預期時間，或會推動政府債券持續上升。信貸方面，我們仍然認為選擇質素較高的信貸是明智之舉：經濟環境惡化的風險可能導致息差擴大，對較高風險證券的影響尤其明顯。
- **股票** — 我們預計，美國經濟數據將在未來數月開始轉弱，因此對股票維持中性至略具防守性的觀點。

其他衡量通脹的指標再次呈不同走勢（按月變動，%）



資料來源：美國勞工統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。投資者不可直接投資於指數。

加拿大

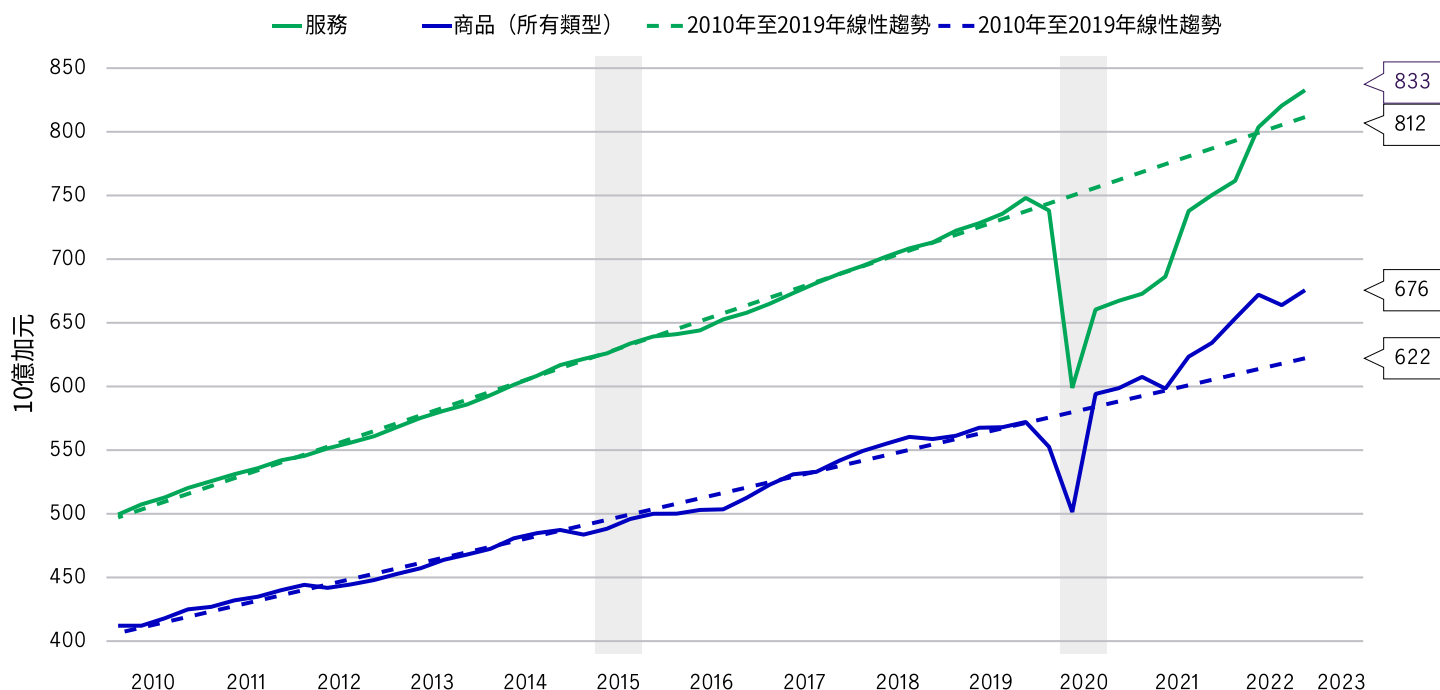
宏觀大局

加拿大經濟在2022年第四季停滯不前，但在今年第一季似乎已經反彈。儘管消費物價和利率高企，但家庭消費（尤其是服務業）保持強韌。移居加拿大的移民帶來強勁的人口增長，有望在年初提振勞工市場，並支持經濟活動；然而，我們觀察到勞工需求重整的早期跡象，例如自2022年5月以來，職位空缺減少逾28萬個（-27%）。¹

我們仍然預期，隨著高利率對家庭（尤其是需要按揭再融資的家庭）造成壓力，經濟將在2023年中期顯著走弱；商業投資亦可能減少。雖然通脹有所緩和，但主要是因為能源和耐用品價格下跌（後者跌幅較輕微）。加拿大央行之前的加息步伐超過大多數央行，但在1月暗示將暫停緊縮周期。我們預測，隨著環球經濟前景轉弱及當地房地產業持續萎縮，加拿大央行將在可預見的未來繼續暫緩加息。

「移居加拿大的移民帶來強勁的人口增長，有望在年初提振勞工市場，並支持經濟活動；然而，我們觀察到勞工需求重整的早期跡象。」

加拿大家庭消費保持暢旺



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月7日。灰色範圍代表衰退。

¹ 加拿大統計局，截至2023年3月7日。

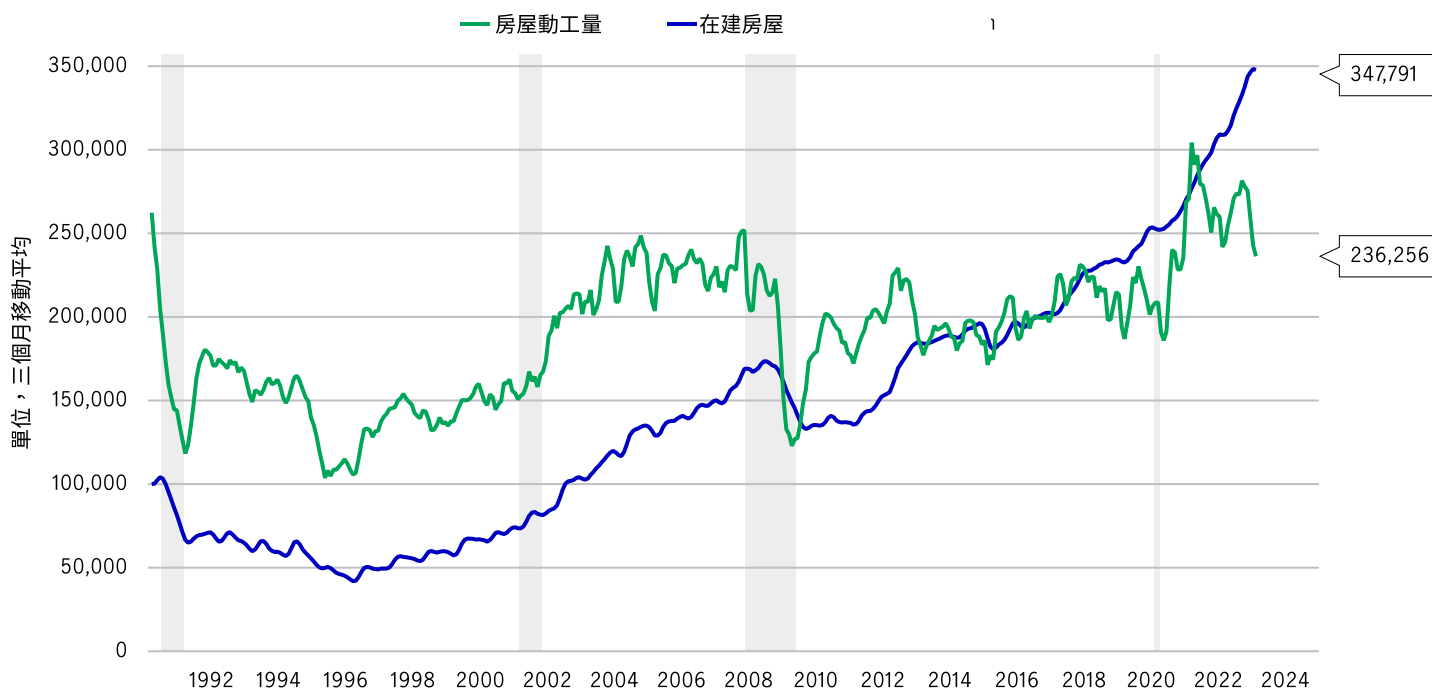
我們注視的因素

- **樓市活動** — 受利率上調拖累，加拿大房屋市場繼續作出調整。在1月，轉售活動較2021年3月的高位下降接近50%，全國房屋價格亦較2022年4月的高位下跌約7%。¹與此同時，儘管在建房屋達到創紀錄水平，但建築活動已開始下降。短期內，預計房地產業將對經濟活動和家庭淨資產構成壓力。
- **量化緊縮** — 加拿大央行的資產負債表在2022年縮減接近1,000億加元²，因為當局並無對資產負債表的到期資產（主要為政府債券）的收益進行再投資。2023年大部份時間擬將持續進行量化緊縮，但我們並不預期加拿大央行的資產負債表會縮減至疫前水平。由於量化緊縮被視為配合加息的緊縮政策，當需要減息時，緊縮政策措施亦可能會結束。

主要市場觀點

- **股票** — 年初至今，標準普爾／TSX綜合指數的所有行業均錄得正回報³，而TSX指數表現略勝標普500指數，當中能源和金融股帶來最大貢獻。展望後市，我們預期能源企業將繼續受惠於穩健現金流；然而，如果需求減弱導致油價下跌，即將到來的經濟衰退可能影響這類企業的盈利。金融企業也可能面臨影響，因為房屋市場持續放緩拖累按揭需求下降。總括而言，這些因素可能會對TSX指數的出色表現構成威脅。
- **貨幣與固定收益** — 儘管聯儲局的利率點陣圖調高利率預測，但加拿大央行宣布有條件地暫停加息周期。不出所料，這對加元構成壓力；然而，鑑於商品價格維持在高水平，中期而言，我們仍看好加元。

儘管在建房屋觸及紀錄高位，但房屋動工量開始下降



資料來源：加拿大房屋貸款局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月7日。灰色範圍代表衰退。

2 加拿大央行，截至2023年3月7日。3 彭博資訊，截至2023年3月7日。

歐元區

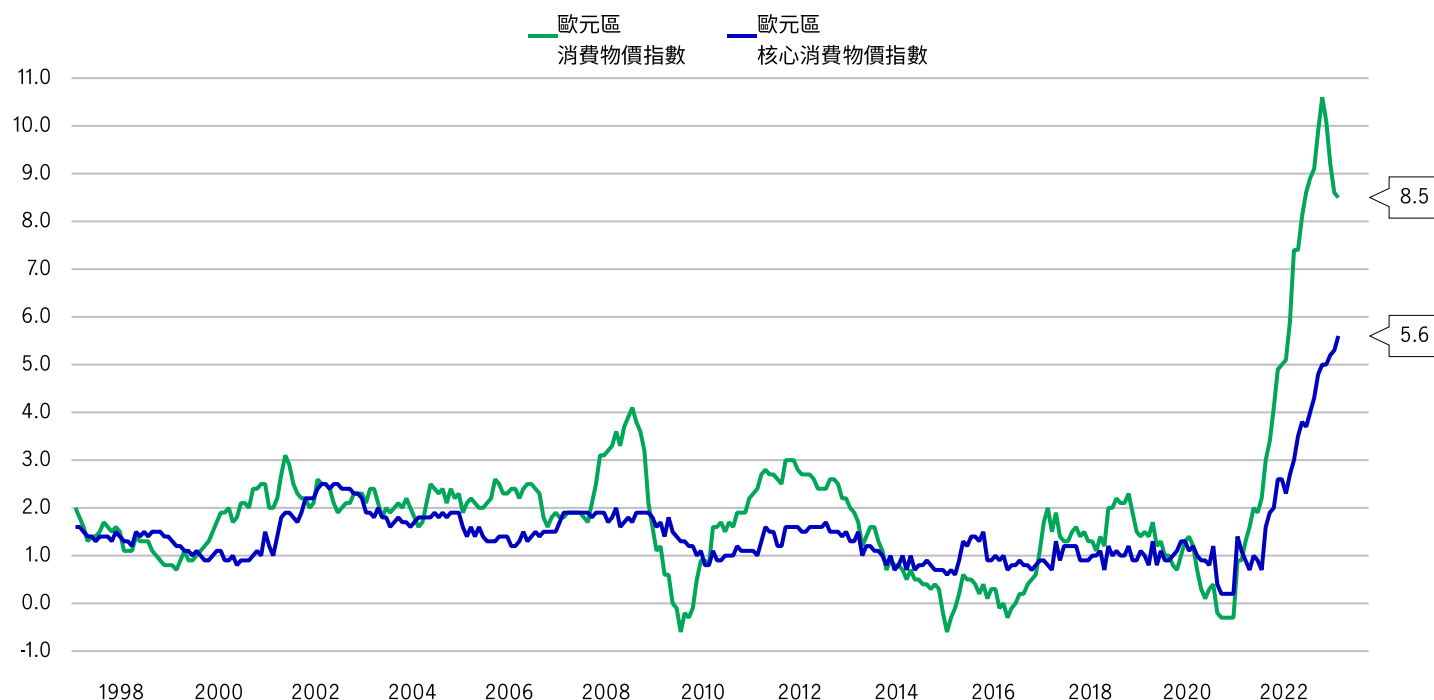
宏觀大局

受惠於中國內地經濟重啟，環球經濟增長預期大幅回升，帶動歐洲經濟前景改善。與能源有關的憂慮有所緩解，領先信心指標亦顯示經濟活動正在顯著復甦。由於歐洲央行繼續聚焦於工資增長和通脹，服務業表現強韌仍是政策官員的憂慮。

物價壓力上升，隨著核心通脹繼續攀升至紀錄新高，整體通脹仍遠高於歐洲央行2.0%的目標。利率預期正在升溫，市場對歐洲央行利率見頂水平的預測遠高於4.0%。¹ 儘管如此，我們認為，歐洲央行的政策前景為歐元提供強大的基本因素支持，應為歐元持續上行（尤其是兌美元）奠定基礎。我們的觀點是，隨著歐洲央行推進縮表計劃，金融穩定日益面臨風險；但歐洲債券息差仍然受控。

「物價壓力上升，隨著核心通脹繼續攀升至紀錄新高，整體通脹仍遠高於歐洲央行2.0%的目標。」

歐元區整體通脹仍然高企，核心通脹創歷史新高（按年%）



資料來源：歐洲聯盟統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。按年是指與去年同期比較。投資者不可直接投資於指數。

¹ 彭博資訊，截至2023年3月9日。

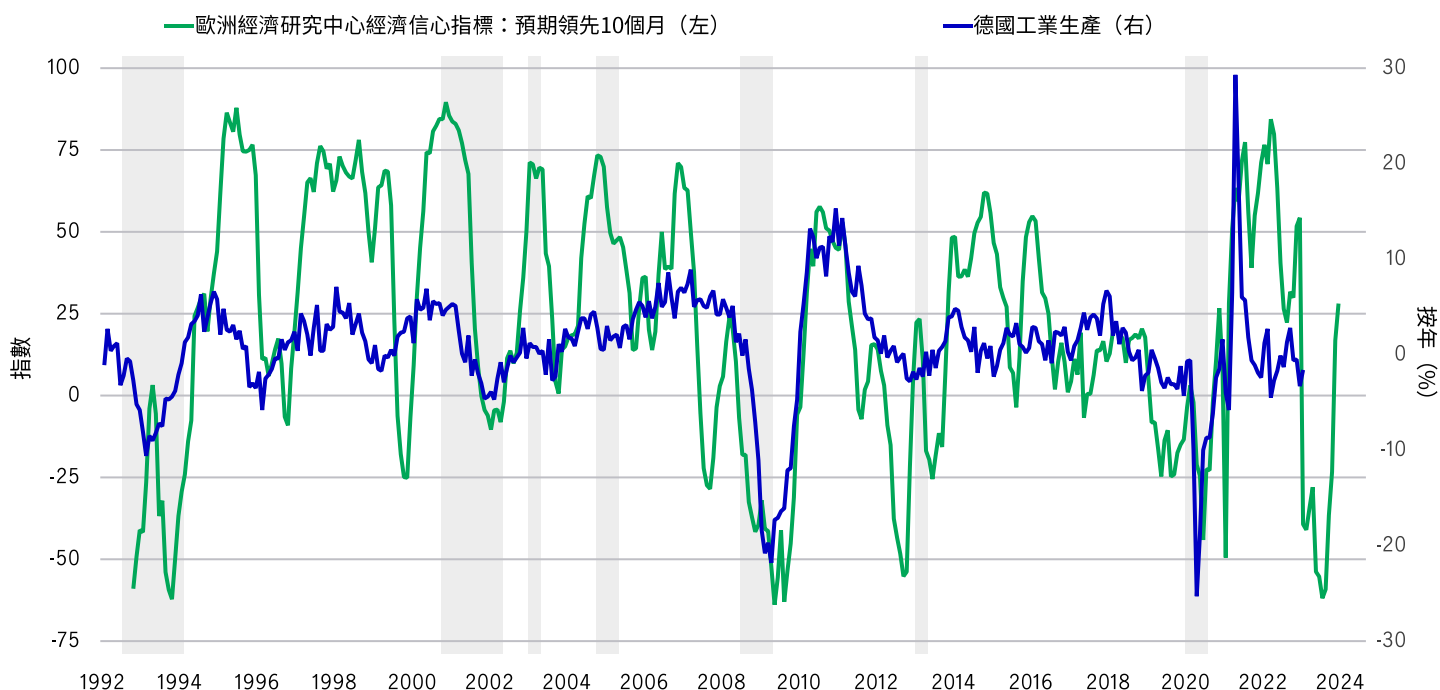
我們注視的因素

- **歐元區通脹** — 整體通脹數據仍然高企，而核心通脹上升為政策官員的主要憂慮；工資談判為第二輪通脹效應增添風險。
- **商業信心** — 領先信心指標顯示，工業生產在去年受累於俄烏衝突而下跌後出現顯著復甦。我們的看法是，平衡風險狀況意味帶來進一步上行空間，而且近期升勢將會延續。
- **歐洲央行政策、歐洲債券息差及金融穩定風險** — 我們認為，鑑於歐洲央行政策官員希望加息和縮減央行資產負債表同時進行，其多管齊下收緊政策的計劃對金融穩定構成重大風險。面對貨幣政策收緊和流動性萎縮，歐元區政府債券走弱，金融機構亦可能陷入困境。

主要市場觀點

- **股票** — 年初至今，歐洲股市表現優於環球基準，並從2022年中期的低位顯著回升至紀錄新高；¹ 這股趨勢似乎將繼續獲得動力。
- **貨幣** — 息差繼續為歐元兌美元提供良好支撐，隨著市場參與者評估其他央行可能採取的潛在政策路徑，以及歐洲央行繼續收緊政策的決心，歐元的基本因素前景保持樂觀。息差推動歐元兌美元繼續升值，並在近期升至1.10重大心理關口附近的高位。

領先信心指標已出現明顯變化，並有利於經濟增長



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。按年是指與去年同期比較。灰色範圍代表衰退。投資者不可直接投資於指數。

英國

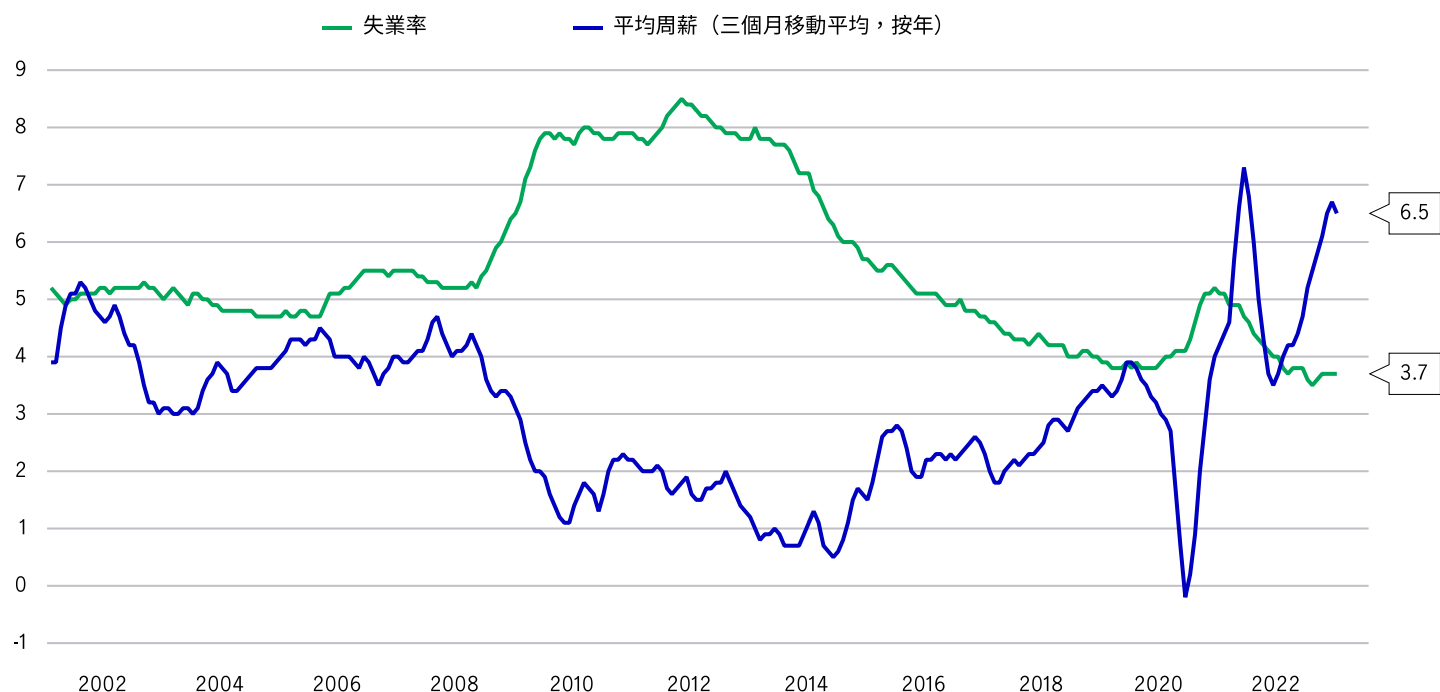
宏觀大局

英國經濟前景正逐步轉佳。經濟活動的高頻指標優於預期，已發展市場和新興市場經濟體的最新經濟數據亦同樣轉趨正面。2023年經濟收縮的預期降溫，我們認為2024年的經濟增長前景不會再惡化。服務業表現顯著強韌，英國的失業率繼續徘徊在略高於數十年低位的水平，反映當地勞工市場仍然緊絀。

然而，政策官員憂慮工資增長回升，使通脹重返目標水平的任務更難完成，而整體及核心消費物價指數亦處於無法接受的高水平。英倫銀行的利率預期攀升，因為市場預料6月或之前當局將會多次加息25基點，將利率推高至5%。¹ 另一方面，英國與歐盟就解決北愛爾蘭問題取得重大進展，緩和了雙方的緊張關係，政治／地緣政治風險顯著下降。

政策官員憂慮工資增長回升，使通脹重返目標水平的任務更難完成。

英國失業率維持在低水平，有跡象顯示工資增長再度加快（%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月7日。

¹ 彭博資訊，截至2023年3月9日。

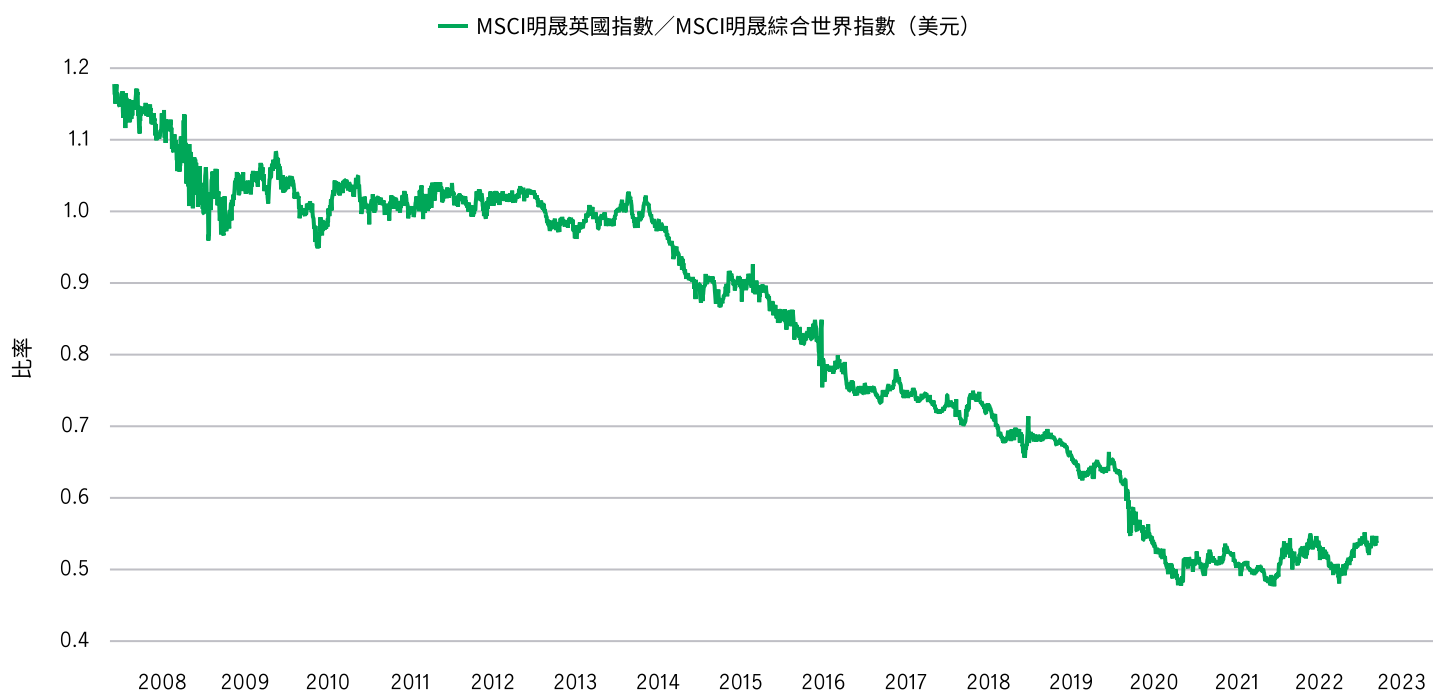
我們注視的因素

- **勞工市場** — 隨著政策官員評估工資增長的持續時間和對服務業通脹的影響，就業數據的變化仍然是他們的主要憂慮。數據顯示勞工市場緊絀（從失業率創歷史新低反映），以及工資增長再次加快（表示勞工需求持續強勁）。
- **英倫銀行政策** — 英倫銀行政策官員的言論轉趨強硬，導致市場在最近數周就英國利率預期重新進行評估。當局近期轉趨強硬具有重要意義，因為這反映在通脹居高不下的時期，緊縮政策可靈活調整。

主要市場觀點

- **貨幣** — 英鎊兌美元及歐元的表現一直相對堅挺。隨著政策官員就當地數據及環球利率預期前景的發展作出調整，英倫銀行的政策靈活性為英鎊帶來支持。我們認為，英鎊偏向上行風險，我們正等待英鎊兌美元近期突破1.18至1.25的區間。
- **股票** — 英國股票的表現持續優於環球其他股票，相對環球股票基準保持領先。我們預期，這股從2020年底開始的領先趨勢將會延續。

英國股票相對環球股票基準保持領先



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月13日。投資者不可直接投資於指數。

亞太區

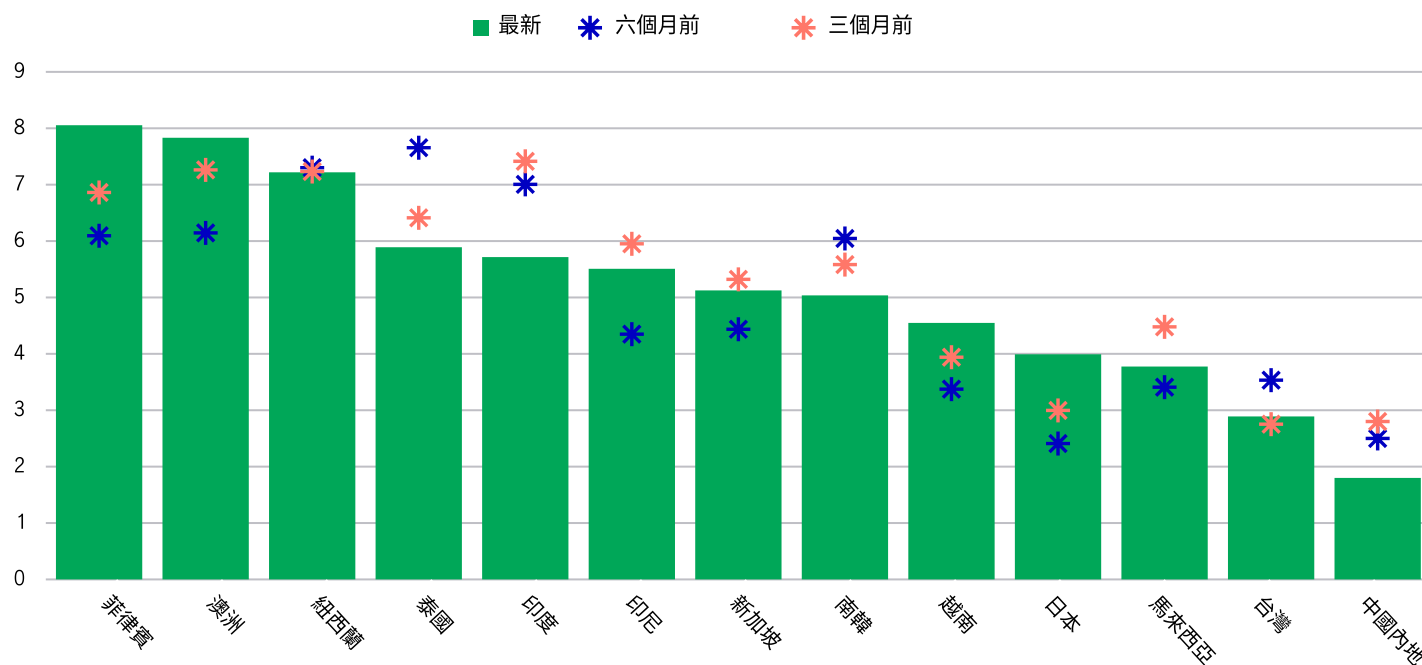
宏觀大局

亞洲新興市場的物價壓力似乎有所緩和，多個經濟體的整體通脹開始降溫。因此，各央行開始減慢收緊貨幣政策的步伐：1月份，馬來西亞國家銀行是區內首家暫停加息的主要央行，利率維持於2.75%。2月份，南韓央行採取相同措施，利率停留在3.50%，印尼央行亦維持利率於5.75%。相反，泰國央行在1月加息25基點至1.50%；印度儲備銀行在2月加息25基點至6.50%；菲律賓央行亦在2月加息50基點，將當地的政策利率提高至6.00%。

不過我們注意到，除了少數個別例子外，政策官員的取態普遍轉趨溫和。物價壓力緩和，加上經濟增長前景轉差，可能促使區內多家央行在未來數月結束緊縮周期。我們認為，下半年的減息情況將取決於美元會否走弱，以及食品、燃料和能源價格通脹會否進一步下降，但這個觀點可能存在風險，因為整體通脹數據或會誇大通脹威脅減弱的程度。雖然如此，區內多個經濟體的核心通脹（量度基本物價壓力的較佳指標）仍不斷上升，目前處於多年高位。

「亞洲新興市場的物價壓力似乎有所緩和，多個經濟體的整體通脹開始降溫。因此，各央行開始減慢收緊貨幣政策的步伐。」

消費物價指數變化（按年%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。投資者不可直接投資於指數。

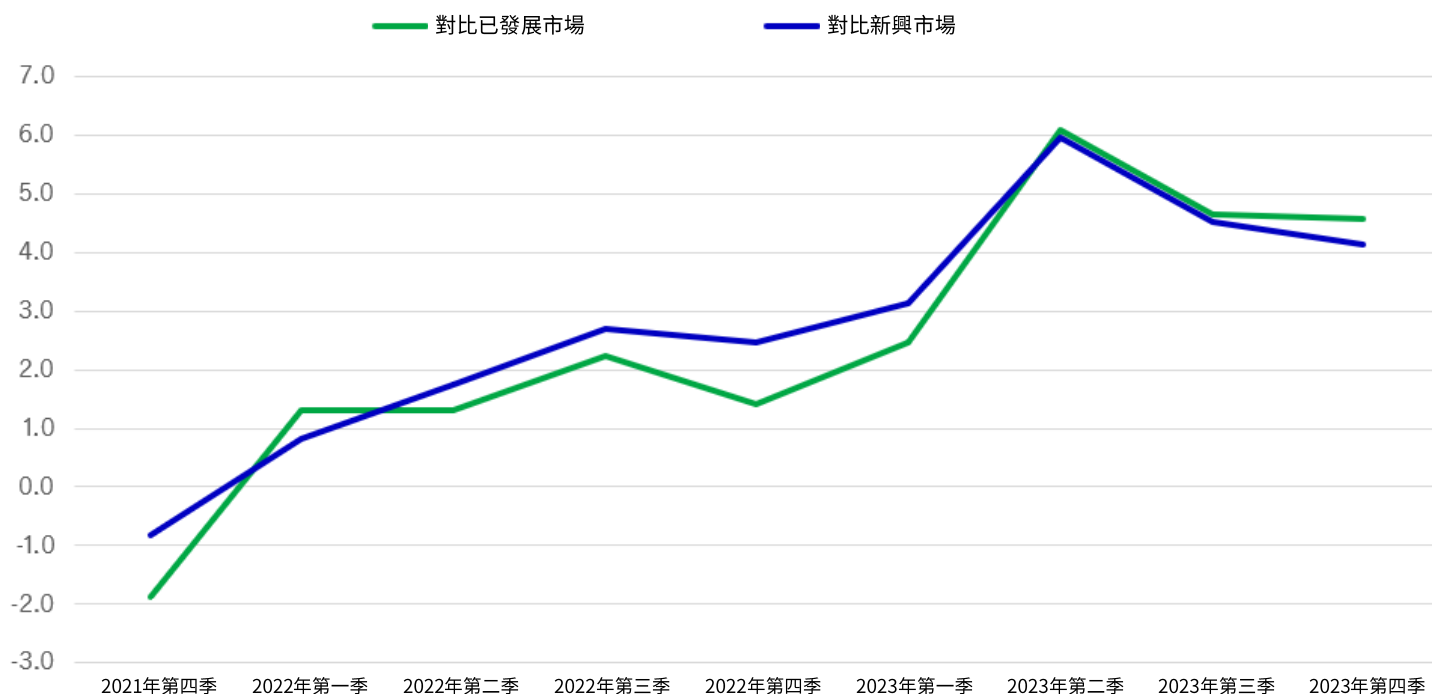
我們注視的因素

- **亞洲出口增長放緩** — 東北亞的庫存持續過剩，加上全球對亞洲出口的需求減弱，這兩個因素會延續一段較長時間，為區內經濟增長帶來負面影響。
- **通脹** — 雖然通脹開始廣泛降溫，但多個市場的通脹仍遠高於目標水平，區內央行在通脹重返目標水平前或未敢鬆懈。例如，印度及菲律賓近期面對通脹問題的困擾，或會延續各自的緊縮立場：印度去年12月份消費物價指數通脹下降至印度儲備銀行所設定的2.0%至6.0%目標區間，但其後又再度回升。¹ 菲律賓方面，1月份整體通脹出乎意料地由按年8.1%升至8.7%，遠高於市場普遍預期的按年升幅7.6%，亦為2008年以來最高的按年通脹率。²

主要市場觀點

- **股票** — 由於亞洲與已發展市場及新興市場其他地區的國內生產總值增長差距預期擴大，加上通脹水平較令人安心，我們看好亞洲股票；我們認為，區內央行亦很可能提早轉持溫和立場。然而，全球陷入經濟衰退的風險升溫，意味將加劇市場波動、環球貿易持續偏軟和美元資金緊縮，因此就外圍流動性指標的相對強度再進行投資篩選，或會帶來裨益。我們的分析顯示，印尼及菲律賓在流動性風險篩選方面表現良好。
- **固定收益及貨幣** — 我們認為，區內政策官員或未能配合聯儲局收緊政策周期的時機及規模，意味著亞洲債券有望表現出色，但本地貨幣可能表現遜色。

市場預測：亞洲與已發展市場及其他新興市場經濟體的國內生產總值增長差距預期擴大 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。

1 印度統計及綱領推行局，截至2023年3月14日。2 菲律賓國家統計局，截至2023年3月7日。

中國內地

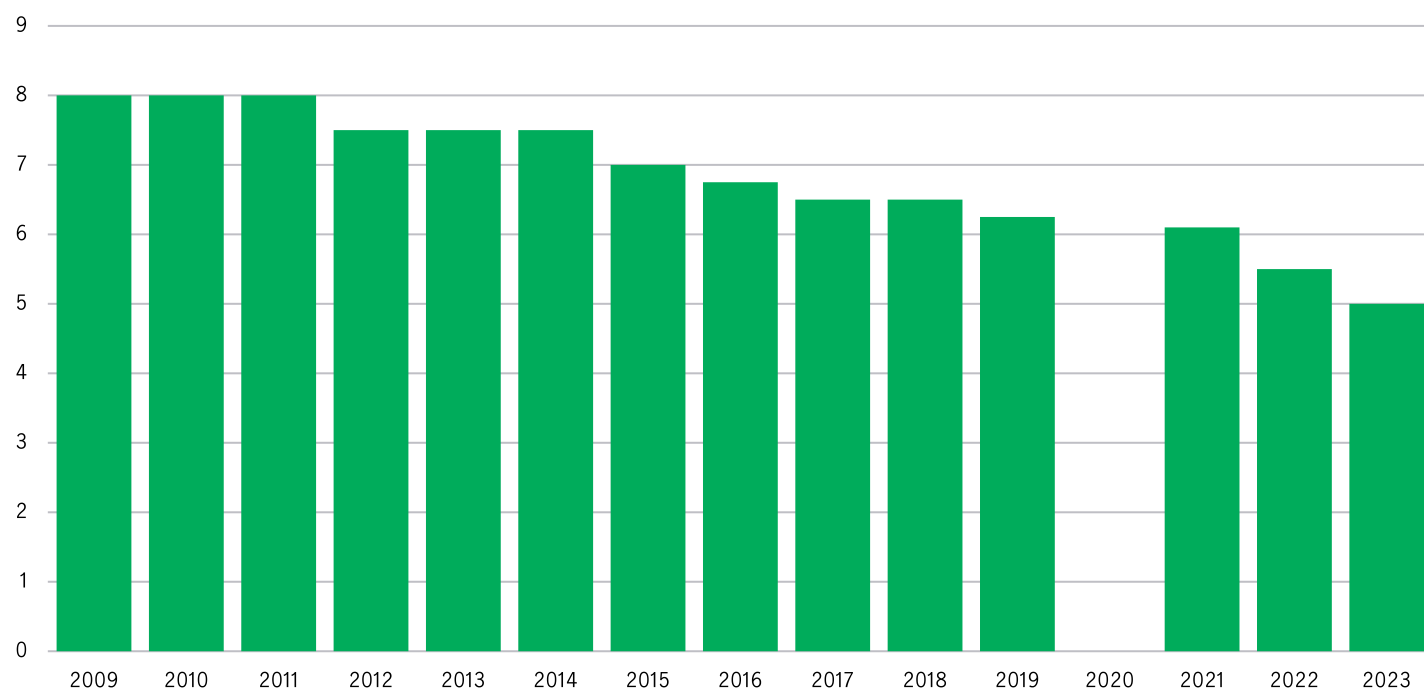
宏觀大局

在全國人民代表大會（人大）會議舉行前，中國政府向外界傳達的訊息普遍被視為有利經濟增長，但最近在會上公布的經濟計劃較市場預期審慎及克制。中國政府將國內生產總值增長目標由2022年約5.5%下調至今年約5.0%，出乎市場意料，同時暗示計劃在2023年減少對財政和貨幣政策的支持。這個情況可能反映，當清零防疫限制措施放寬後的機械式反彈結束，經濟活動的上行空間便會減少，亦意味當局有更多政策空間，以應對結構性問題和財務風險。

這次人大會議的重點包括：民營企業經歷過去數年的低迷後或可稍作喘息，因此以提振市場信心為現時的首要目標，而且企業家的權利和權益將受到保障。目前，對於政府改善收入分配的目標，以及政府在投入資源促進科學和科技發展方面擔當的角色，如何與上述計劃互相協調，人大並無提供太多細節。

「中國政府將國內生產總值增長目標由2022年約5.5%下調至今年約5.0%，出乎市場意料，同時暗示政府計劃在2023年減少對財政和貨幣政策的支持。」

中國內地的官方增長目標（按時間劃分，%）



資料來源：中華人民共和國財政部、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。在設有目標區間的年份以中間點顯示。基於疫情考慮，中國政府決定不為2020年設立增長目標。

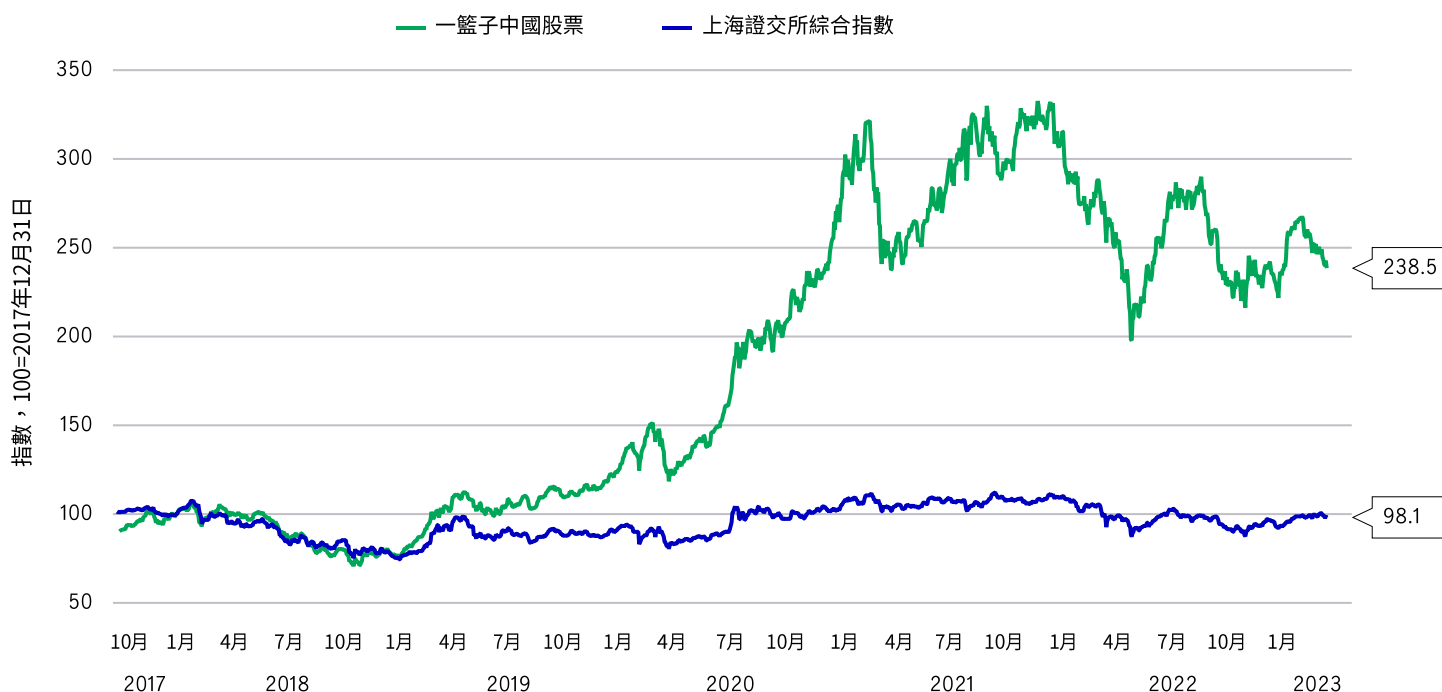
我們注視的因素

- **房地產市場** — 雖然刺激行業增長並非當務之急，但高負債地產發展商似乎仍然承受償債的壓力。值得注意的是，地方政府看來並不預期今年賣地（通常是地方政府預算的關鍵要素）有任何增長。
- **金融業改革** — 在人大舉行立法會議前，國家主席習近平在2月28日發表講話，表示政府將出台方案，深化金融體系結構改革，引起市場憂慮金融業即將面對與科技和教育行業類似的監管整頓。若有關風險並無出現，市場可能會作出正面反應。

主要市場觀點

- **股票** — 環球經濟出現滯脹，尤其繼續為中國股票帶來挑戰。此外，我們對中國企業可能較預期提早從美國交易所除牌的風險保持警惕。儘管如此，這領域仍蘊藏個別策略機遇，而我們亦繼續看好受惠於可再生能源、數字經濟、高附加值環球製造、先進科技和消費升級的股票。
- **固定收益** — 鑑於增長持續不振，加上中國人民銀行並無參與環球緊縮周期，我們預料中國政府債券孳息率將進一步下跌。

中國股票的個別策略機遇



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。圖表所指的一籃子中國股票包括涉足可再生能源、創新和消費的中國企業。投資者不可直接投資於指數。

印度

宏觀大局

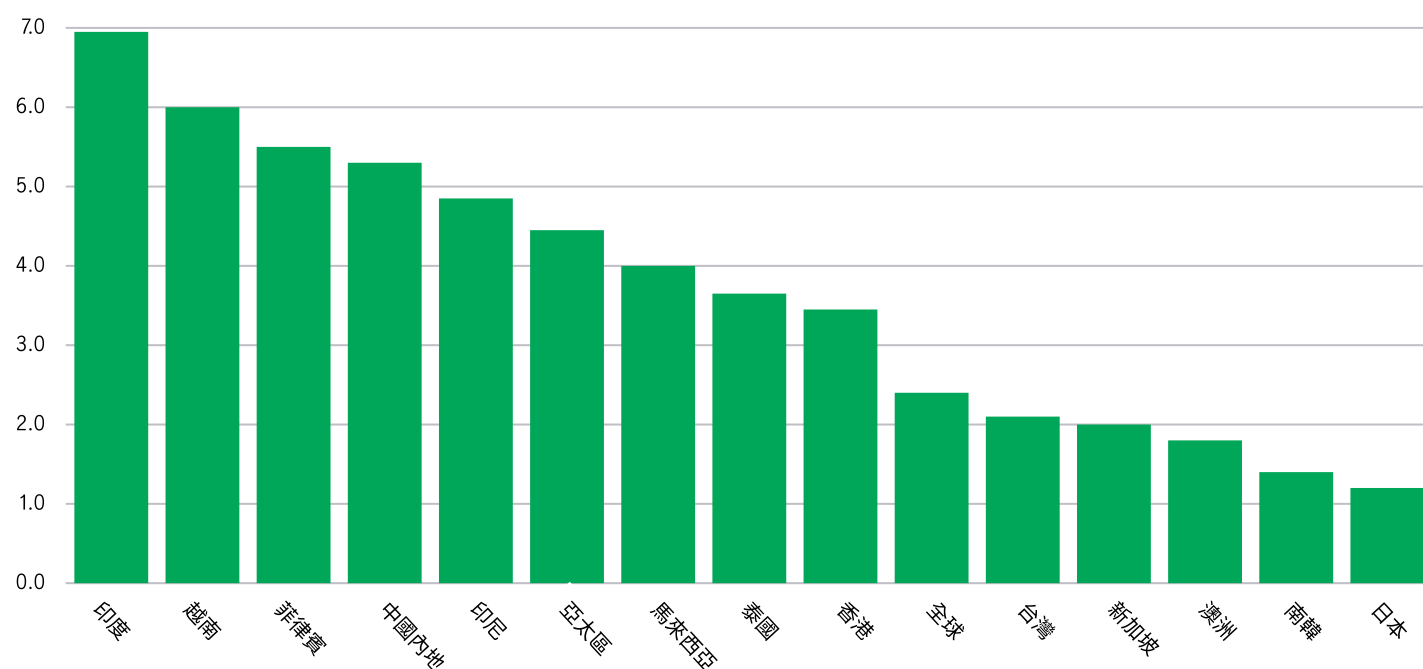
通脹居高不下，促使印度儲備銀行自2022年4月起累計調高回購利率225基點¹，同時，反映經濟未來走勢的乘用車銷量增長下挫。央行在權衡後大幅加息，導致印度資產市場自去年10月以來表現顯著欠佳。

鑑於2月份核心消費物價指數通脹仍然處於6.1%的高水平，²假如全球宏觀前景未有迅速惡化，印度儲備銀行應會在第二季繼續收緊政策，並在4月調高回購利率25基點至6.75%。我們預料，加息周期將於屆時結束，印度資產市場有機會收復過去六個月的部份失地，因為市場普遍認為，當地今年表現將大幅拋離其他經濟體。³

撇除周期性因素，我們仍看好印度的結構性前景。令人鼓舞的是，印度政府繼續推行改革，以提升在當地營商的便利度，而企業的資產負債表亦出現去槓桿化跡象。此外，當地經濟亦可望受惠於供應鏈貿易和投資的持續分散。

印度資產市場有機會收復過去六個月的部份失地，因為市場普遍認為，當地今年表現將大幅拋離其他經濟體。

2023年國內生產總值增長預測（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。

1 印度儲備銀行，截至2023年3月14日。2 印度統計及綱領推行局，截至2023年3月14日。3 彭博資訊，截至2023年3月14日。

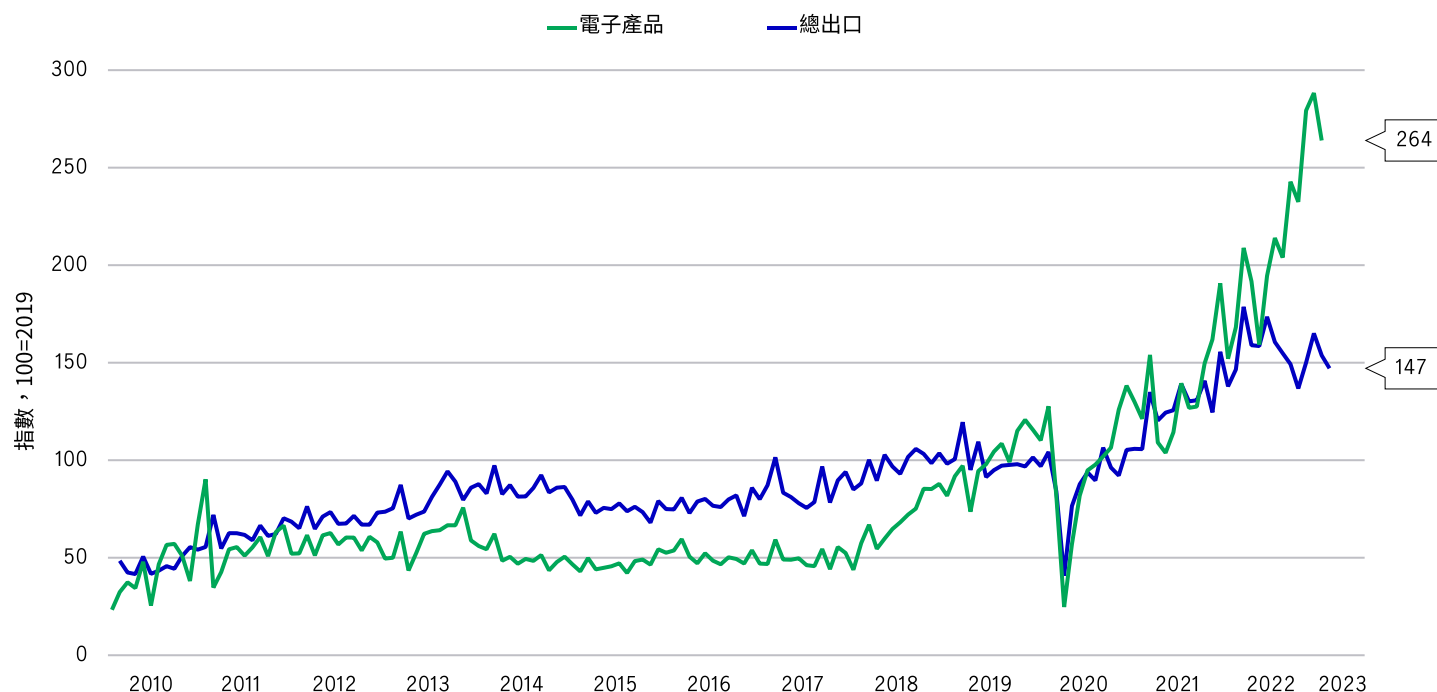
我們注視的因素

- **印度央行政策及通脹** — 通脹居高不下，或會促使印度儲備銀行延長緊縮周期及／或延後任何預期的寬鬆措施。我們認為，小麥價格急挫或構成通脹下行風險。相反，印度面對炎熱春季和厄爾尼諾現象，影響今年的雨季，有機會影響農作物收成，或形成食品通脹上行風險。
- **建立更廣泛的電子產品生態系統** — 蘋果公司的國際業務已獲得批准擴充至印度，而Vedanta Resources／富士康或即將於古吉拉特邦興建半導體廠。這些消息公布顯示了一股增長趨勢，同時也在印度的貿易數據中反映：該國的電子產品出口量遠超全國總出口量 — 這個發展無疑值得注視。

主要市場觀點

- **股票** — 我們認為基本因素仍然正面，並預料印度股票將會在區內取得相對較佳的表現。
- **利率** — 印度儲備銀行本可在2月捍衛印度盧比，避免兌美元匯率升穿83.0水平，但從主要涵蓋的參數來看，該行的外匯儲備仍然充足。利率方面，通脹居高不下、預料回購利率將於4月進一步調高、2023/2024財年債券發行量增加，以及建議向高價值保單徵稅的計劃（或限制保險公司的需求），均導致政府債券市場受壓。我們預計將需要一段時間才知道最終結果。

印度出口 — 電子產品出口蓬勃



資料來源：印度商工部、印度統計及綱領推行局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。

日本

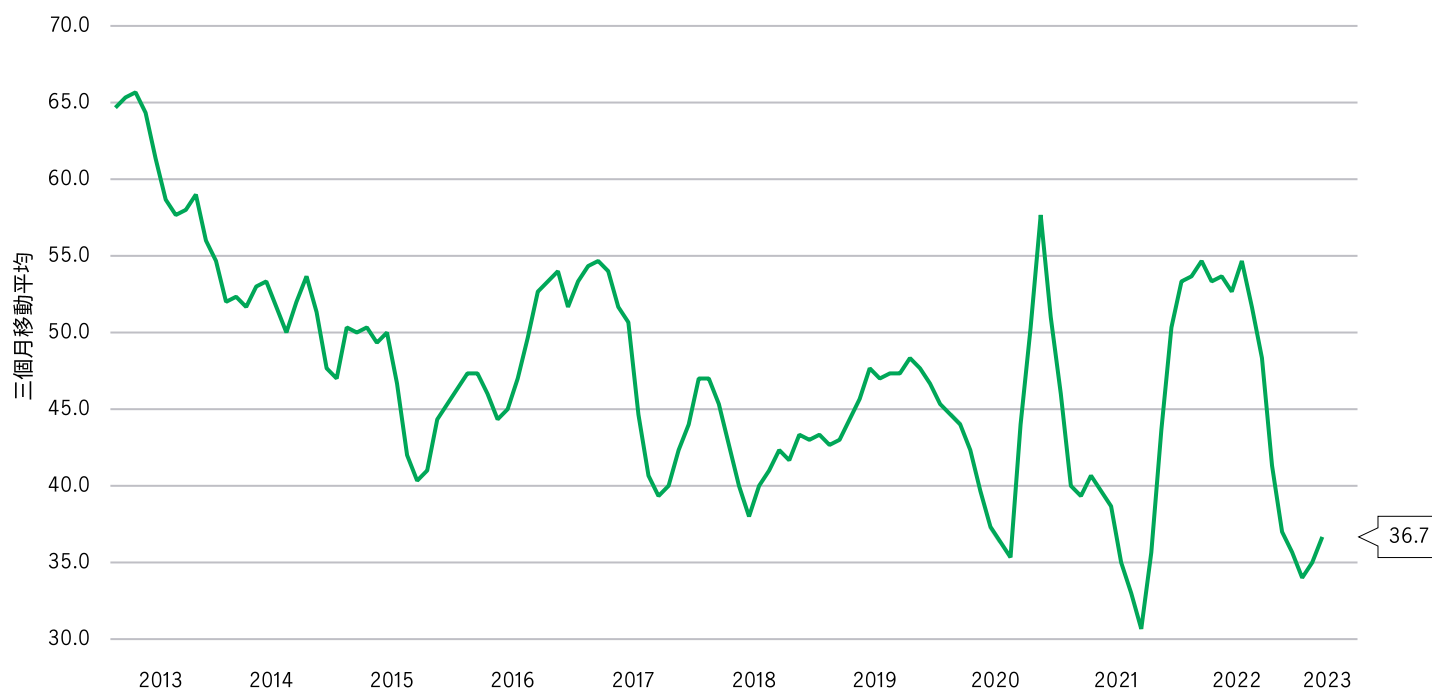
宏觀大局

市場不斷揣測日本即將改變甚至放棄孳息率曲線控制框架，壓力來自多方面，包括市場、通脹數據，更有可能影響公眾對政府的觀感。市場對債市運作的信心仍處於歷史低位。1月份核心消費物價指數通脹按年升4.2%，高於日本央行2.0%的目標逾一倍。重要的是，通脹急升似乎削弱了首相岸田文雄內閣的支持度。

儘管如此，我們認為現階段假定日本央行將放棄孳息率曲線控制仍言之尚早。具體而言，鑑於政府的公用事業補貼已自1月起生效，通脹或會於未來數月大幅回落。為了抑制能源價格上升而設定價格上限，可望降低通脹約1%。另外，多項指標均未有反映工資出現急升的情況。勞工市場前瞻性指標轉弱，反映基本薪金加速增長的可能性不大。整體而言，工資增長尚未長時間處於3%以上，即日本央行認為會構成持續通脹的水平。

市場不斷揣測日本即將改變甚至放棄孳息率曲線控制框架，壓力來自多方面。

日本首相岸田文雄以及其內閣的支持度 (%)



資料來源：日本放送協會、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。

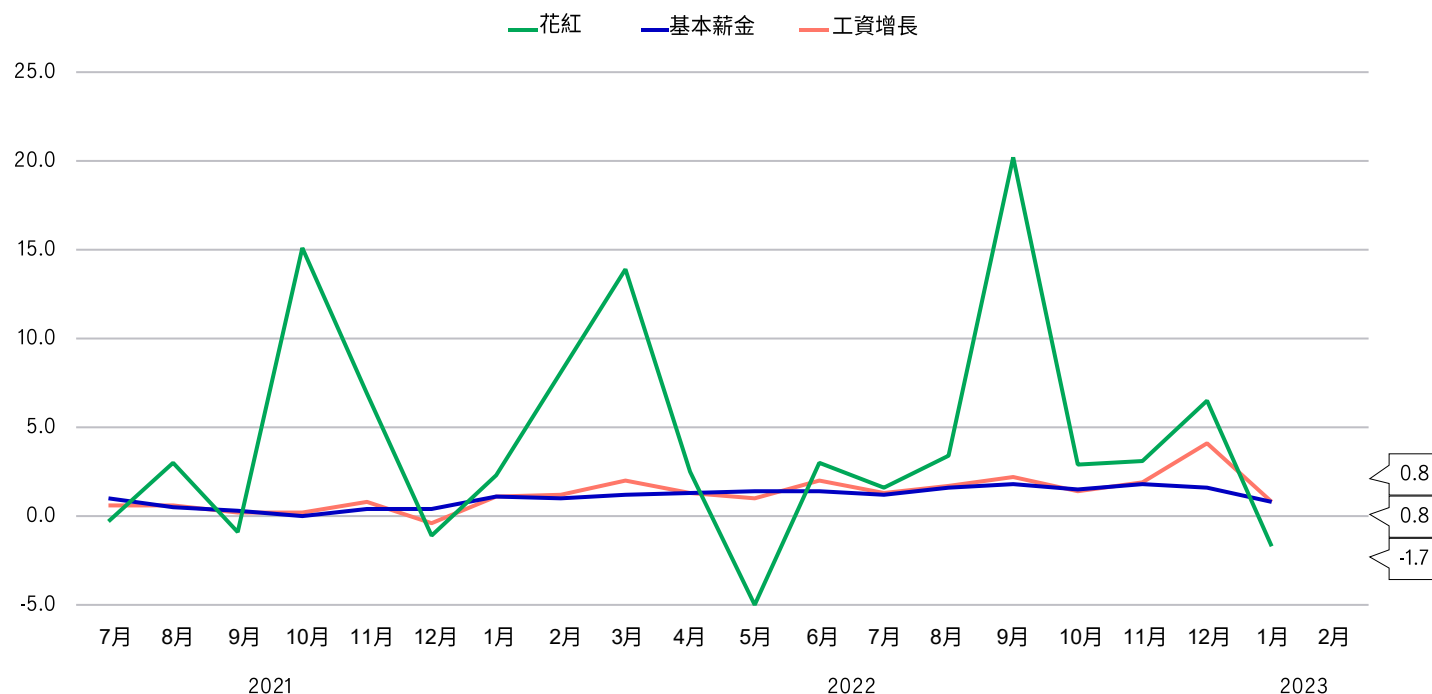
我們注視的因素

- **工資增長** — 日本央行表明，強勁的工資增長是政策正常化的先決條件。工資增長近期似乎只是短暫飆升，因為主要源於非定期的花紅款項攀升：繼去年11月按年升3.1%後，錄得7.6%的按年升幅。基本薪金維持於1.9%附近的相對穩定水平，遠低於4%以上的消費物價指數通脹。¹
- **新任日本央行行長** — 即將上任的日本央行行長植田和男曾參與構思當局於1999年推行的零利率政策，以及於2001年推行的量化寬鬆政策，並以立場偏鴿見稱。然而，他在2005年離開日本央行，自此未有就公共政策的發言擔當重要角色。因此，他的政策立場尚未明確。市場將深入分析他發表的任何言論，以尋求線索。

主要市場觀點

- **股票** — MSCI明晟日本指數年初至今表現相對優於環球股票。¹當地的貨幣及財政狀況較為寬鬆，支持企業盈利預測向好，與全球大部份地區形成強烈對比。當面對更具挑戰性的宏觀環境時，我們偏好較具防守性，並有望受惠於經濟重啟的股票。
- **貨幣** — 預期日本央行將於2023年收緊貨幣政策，帶動市場普遍看好日圓兌美元，但這並非我們的基本預測情況。日圓經波幅調整的收益率對策略性日圓長倉非常不利。日本政府債券孳息率升幅不及環球利率，而且市場預期與截至目前為止的日本央行中央政策指引出現落差，我們認為，這很可能將在日本央行領導層交接期首數月導致波幅上升。

工資增長在去年12月急速躍升，主要源於花紅款項飆升（按年%）



資料來源：日本厚生勞動省、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。

¹ 彭博資訊，截至2023年3月14日。

巴西

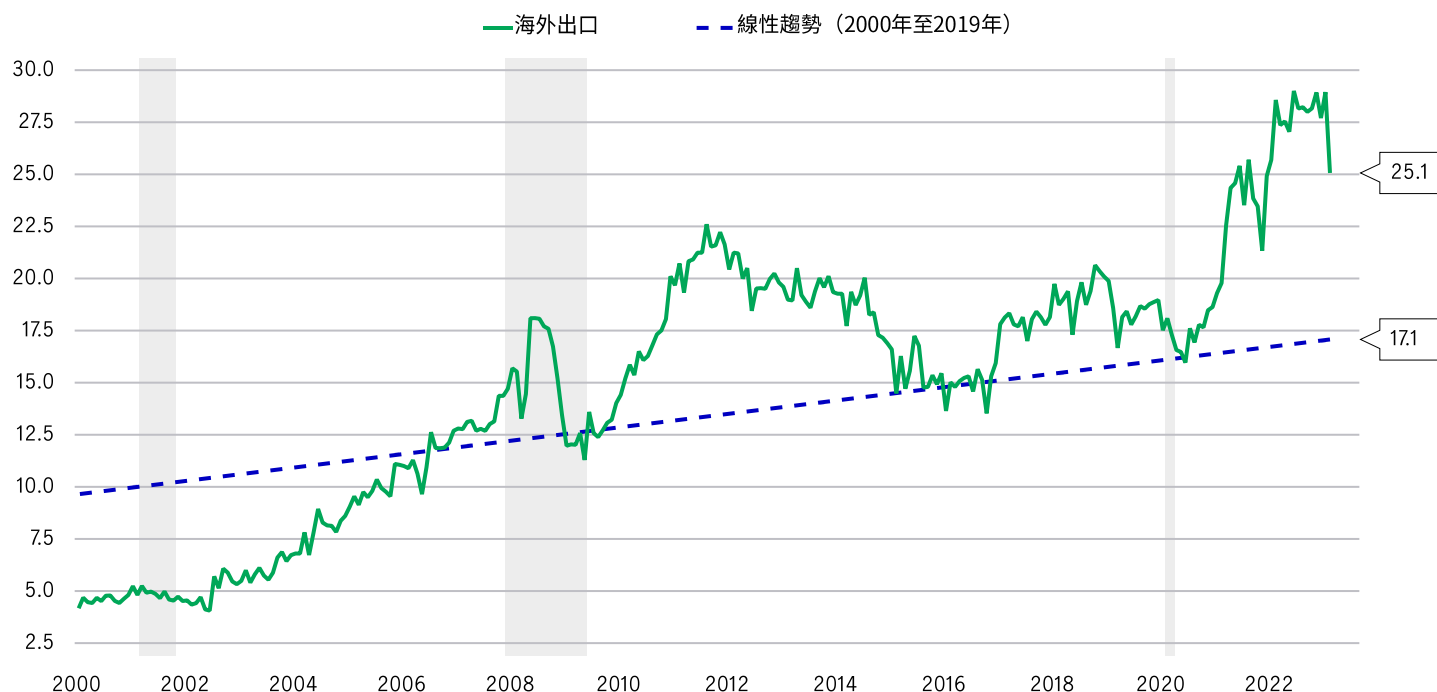
宏觀大局

巴西面對進取緊縮周期的滯後影響，導致其前景持續轉弱，但我們仍然對當地經濟持正面的結構性觀點。就業市場強勁有助提振消費，而鑑於環球資源市場依然緊絀，高於長期趨勢的出口增長繼續帶來支持。

然而，隨著各項領先指標轉遜（例如製造業新訂單和產能使用率），預料巴西央行將於第二季維持13.75%的基準政策利率不變。我們的觀點是，當局可能需要看到更多通脹放緩跡象及更明確的財政前景，才會開始減息。就巴西財政狀況而言，總統盧拉（Luiz Inácio Lula da Silva）的計劃欠明朗導致風險傾向下行，但我們認為市場憂慮被過份誇大，因為政治僵局應會限制政府大規模增加財政開支，故財政狀況不會顯著惡化。

「就業市場強勁有助提振消費，而鑑於環球資源市場依然緊絀，高於長期趨勢的出口增長繼續帶來支持。」

巴西出口仍大幅高於長期趨勢（10億美元）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。灰色範圍代表衰退。

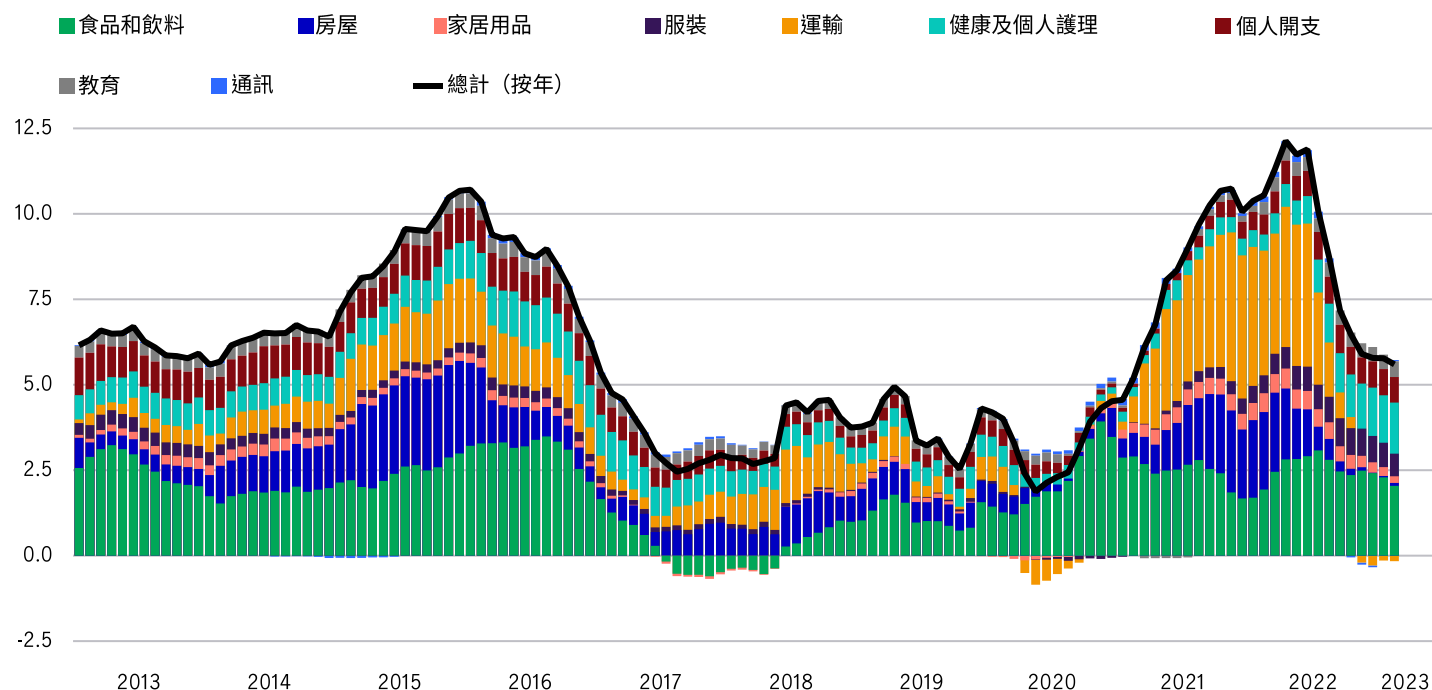
我們注視的因素

- **通脹** — 雖然通脹正邁向巴西央行2023年3.25% (+/-1.25%) 的目標，但我們理解通脹回落主要是由能源價格帶動。鑑於巴西通脹受環球因素而非本土因素主導，當局或傾向將政策利率維持於目前的限制性水平多一段時間，可能為經濟增長帶來重大負面影響。
- **資金流** — 環球市場對巴西資產的需求仍然是推動巴西雷阿爾升值的主要因素。由於巴西雷阿爾仍主要由環球承險氣氛主導，故可能會出現突然急升或急跌的情況。

主要市場觀點

- **固定收益** — 巴西資產的實質利率和孳息率之高在全球數一數二。由於巴西央行是全球最早開始收緊政策的央行之一，預料將會較其他央行更早減息，應利好巴西的主權債券孳息率曲線。此外，企業的流動資金水平仍然高企，而我們的分析顯示，企業基本因素較疫情前強勁。
- **股票** — 短期而言，與MSCI明晟巴西指數主要成份股（佔最大比重）相關的特殊政治風險或會主導價格走勢。更長遠來看，基本因素和估值看來非常強勁：遠期利潤率、股息率和市盈率等參數均優於新興市場及已發展市場。

巴西：各分部對通脹的影響 (%)



資料來源：巴西國家地理與統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月8日。

墨西哥

宏觀大局

墨西哥經濟前景似乎日益受到挑戰，因為其最大貿易夥伴美國面對更多利淡因素，增長趨勢正在轉弱。令人鼓舞的是，近期本土數據顯示經濟活動及通脹均顯著強韌。墨西哥央行決策官員致力抑制居高不下的通脹，反映當局立場相對強硬，推動墨西哥披索走強。

政治發展仍令人憂慮，但市場似乎忽略了當地近期嘗試改革選舉程序。墨西哥對外國直接投資仍具吸引力；跨國企業似乎開始適應地緣政治發展，以及環球供應鏈持續分散所帶來的影響。墨西哥股票表現相對較佳，自2021年底以來一直跑贏環球基準指數。

「令人鼓舞的是，近期本土數據顯示經濟活動及通脹均顯著強韌。」

高頻經濟活動指標反映經濟顯著強韌



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月9日。採購經理指數高於50代表擴張，低於50則代表收縮。投資者不可直接投資於指數。

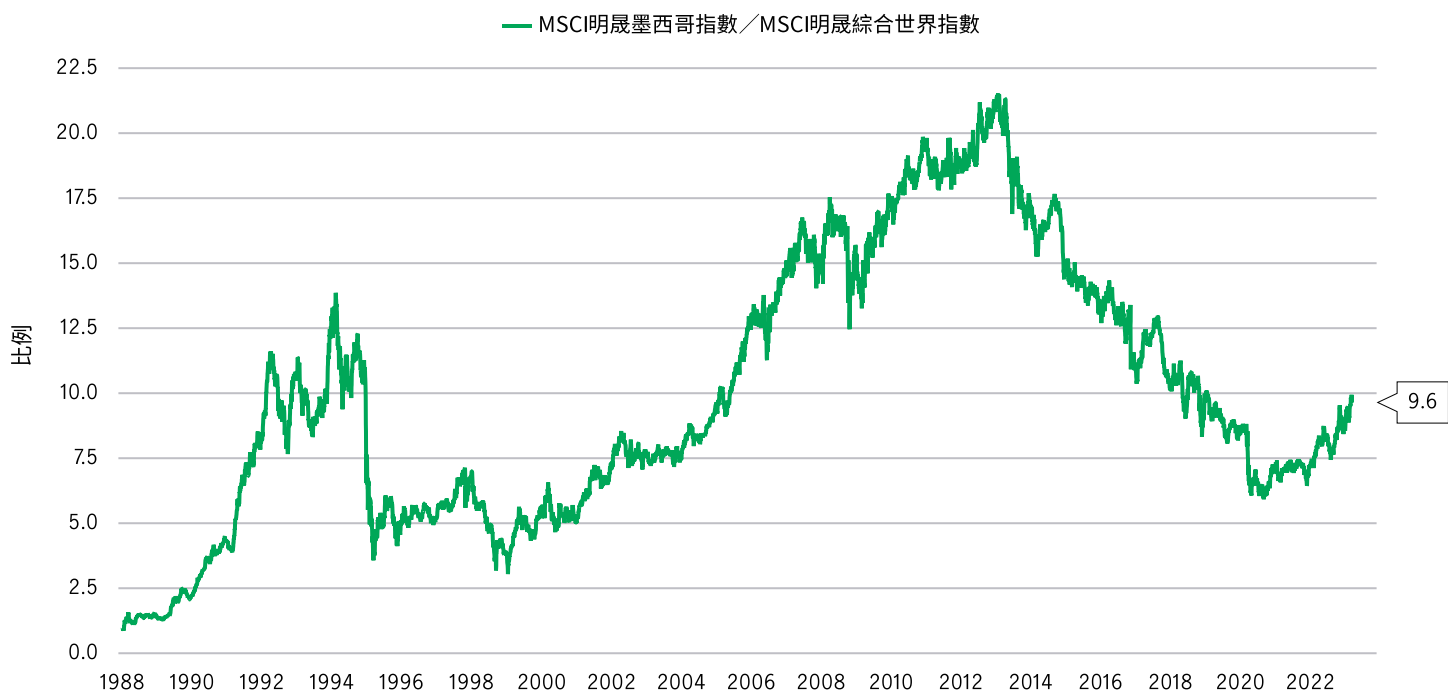
我們注視的因素

- **本土政局發展** — 墨西哥總統洛佩斯（Andrés Manuel López Obrador）近期嘗試改革當地選舉制度，遭到反對派及民眾大力反對。雖然市場暫時未有太大反應，但這次事件值得關注，尤其是在2024年總統大選舉行前夕發生。
- **外國直接投資** — 在地緣政治環境持續演變下，跨國企業不斷調整其環球供應鏈，令墨西哥成為越來越吸引的外國直接投資目的地。該國正吸引知名企業進駐，並可望受惠於近岸生產趨勢，因為許多企業計劃將生產線遷移至本國附近。

主要市場觀點

- **貨幣** — 墨西哥披索去年持續平穩升值，部份是由於墨西哥央行政策立場相對強硬所帶動。儘管如此，墨西哥披索在金融市場波動加劇期間仍表現脆弱。預料在未來數月的整固期內，美元兌墨西哥披索匯率將介乎18.00至20.00的水平。
- **股票** — 墨西哥股票表現繼續優於新興市場及已發展市場的基準指數。隨著市場對地緣政治發展以及預期新興市場和已發展市場之間的增長差距擴大作出反應，墨西哥可望憑藉相對較低的風險水平，持續締造出色表現。

墨西哥股票延續優於環球股票基準的趨勢



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2023年3月14日。投資者不可直接投資於指數。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。