

2022年第二季 | 全球宏觀展望

形勢變化 出乎意料

Frances Donald
環球首席經濟師兼
市場策略師

Alex Grassino
北美洲宏觀策略主管

Erica Camilleri
環球宏觀分析師

Sue Trinh
亞洲宏觀策略主管

Eric Theoret
環球宏觀策略師



目錄

環球概覽	3
北美洲	
• 美國	8
• 加拿大	10
歐洲	
• 歐元區	12
• 英國	14
亞太區	
• 亞太區	16
• 中國	18
• 印度	20
• 日本	22
拉丁美洲	
• 巴西	24
• 墨西哥	26

環球概覽

宏觀大局

2022年開局不似預期！

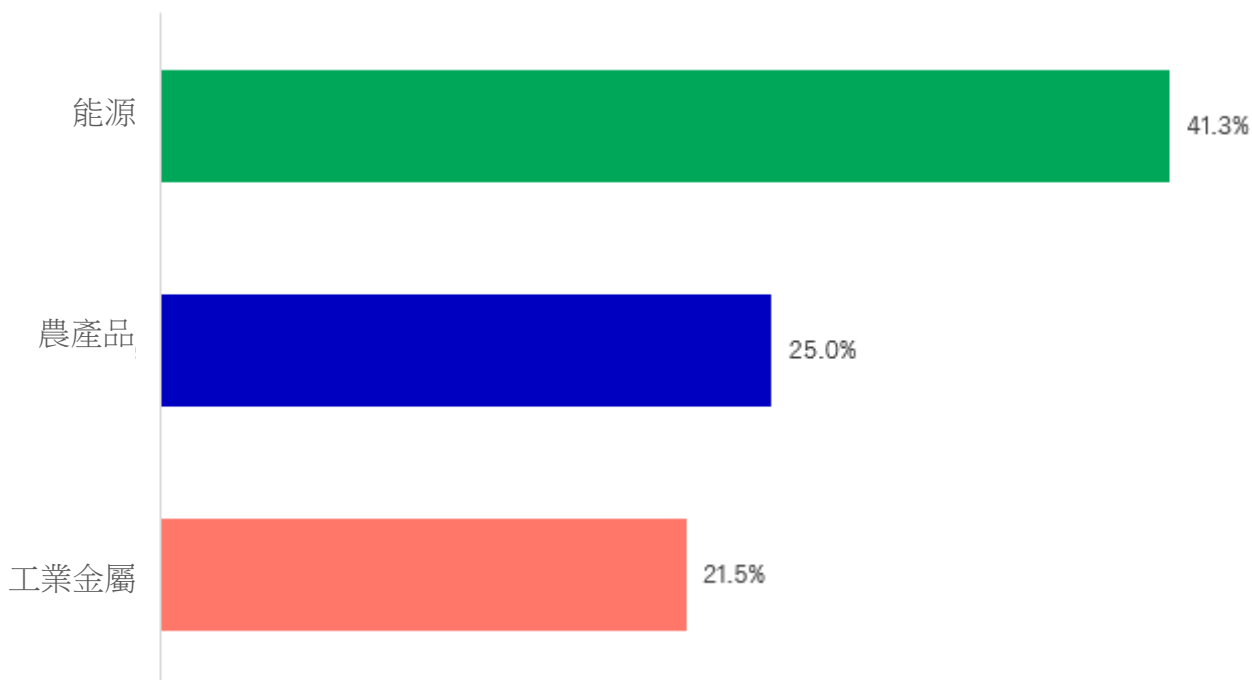
正當我們期望市場在疫後時期，表面上恢復常態時，俄烏衝突及其所引發的地緣政治壓力，使**2022年**的宏觀經濟局勢更為複雜。

誠如我們早前所述，全球供應鏈持續受阻及商品價格飆升，加劇各主要央行所處的兩難局面：一方面，這將推高整體通脹（及通脹預期）；另一方面，這亦將進一步遏抑實際收入、經濟活動及核心通脹。在這種環境下收緊政策，可能會加劇經濟增長的下行風險。我們認為，要解決由成本帶動的通脹問題，單憑貨幣政策基本上效用不大。

年初至今，表現最佳的資產類別是能源（**41.3%**）、農產品（**25.0%**）及工業金屬（**21.5%**），反映剔除從俄羅斯等關鍵生產國的供應後，全球供應短缺的情況惡化。

「在這種環境下收緊政策，可能會加劇經濟增長的下行風險。我們認為，要解決由成本帶動的通脹問題，單憑貨幣政策基本上效用不大。」

年初至今表現最佳的資產類別



由此引伸，受惠商品價格上升的股市均表現領先，例如印尼、加拿大、澳洲和巴西。相對其他表現疲弱的資產，貴金屬、美元、中國政府債券及美國國庫票據亦造好，反映其避險性質。

另一方面，權益存續期較長、以增長主導的股票和行業 — 中國股票；歐洲、中東及非洲地區股市；和亞洲高收益債券均表現遜色，反映這些市場對環球金融狀況緊縮的敏感度，以及其各自在貿易、金融和地緣政治方面與烏克蘭危機的相關性。

跨資產波幅仍處於高水平：我們的避險綜合指標顯示，風險資產將在未來一季面對困境，而許多央行正致力推動貨幣政策正常化。面對負面的全球供應衝擊，緊縮政策的成效不但令人質疑，其動態對全球流動性更可造成重大影響。

全球流動性增長已顯著放緩，由2021年3月的21.5%歷史高位降至2022年3月中的5.4%，是自2020年4月以來最慢的升幅。¹全球流動性下降與新興市場的增長及盈利息息相關，在廣泛層面亦與風險資產相關。

「全球流動性下降與新興市場的增長及盈利息息相關，在廣泛層面亦與風險資產相關。」

全球流動性增長正大幅下降（按年變幅%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月14日。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月14日。

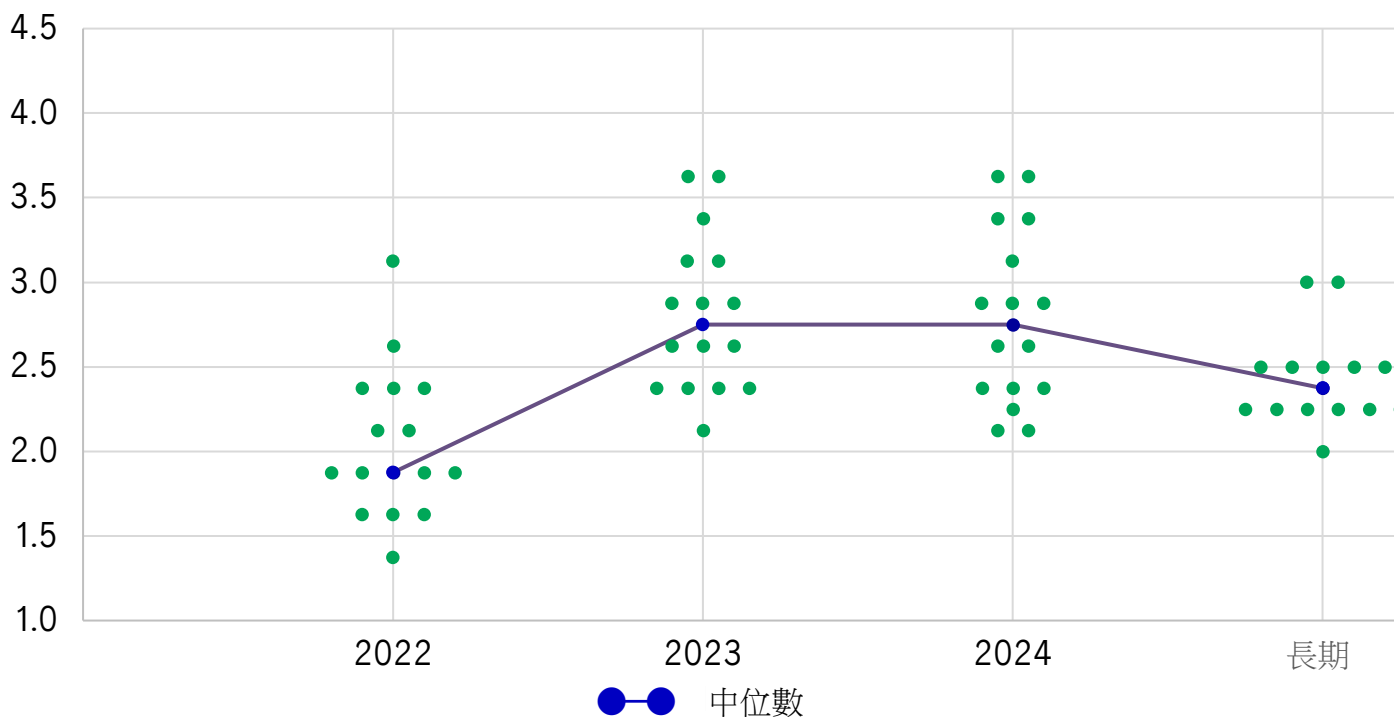
我們仍然認為政策官員對高通脹的憂慮，最終將不敵對增長放緩的擔憂。因此，我們預計美國聯儲局很可能在第三季轉向鴿派(溫和)立場，並相信從步伐、幅度及持續時間方面來說，當局的緊縮政策周期將會低於市場的定價水平。

重要的是，我們認為下一個全球刺激經濟階段極可能與環球金融危機以來，投資者常見的狀況大相逕庭。雖然在過去15年，每次應對危機所採取的公共政策均深刻體現新自由主義 — 普遍特點為全球化、離岸外判生產和自由貿易、國家在經濟發展上擔當的角色有限、消費在結構上佔國內生產總值比重偏低，以及全球經濟超級金融化。然而，現時重複這些政策措施的社會及政治意欲非常低。事實上，我們已察見朝相反方向發展的革命性變化。

歐洲已意識到大國競爭的局勢，德國作出歷史性轉變，宣布增加國防開支，並因烏克蘭危機而結束對俄羅斯能源供應的依賴。全球各國政府均大幅增加國防開支。

「我們仍然認為政策官員對高通脹的憂慮，最終將不敵對增長放緩的擔憂。」

美國聯儲局的利率點陣圖顯示，聯儲局官員的加息步伐進取（%）



資料來源：美國聯儲局，2022年3月16日。中位數值代表未來加息的引伸走勢。

此外，西方國家制裁俄羅斯的團結程度，已加強至過去無法想像的水平 — 主要俄羅斯銀行被禁止使用環球銀行金融電信協會（SWIFT）系統，主要經濟體亦推出限制性措施，阻止俄羅斯央行獲取其外匯儲備。許多西方銀行和企業均自發參與制裁，選擇迴避未受制裁的俄羅斯實體，擔心官方制裁名單日後可能擴大。

這些都是影響深遠的變化和局勢發展，促使我們的步伐顯著加速，邁向更分散的全球經濟。事實上，這股趨勢在疫情之前已存在，但俄羅斯入侵烏克蘭是一個催化劑。俄烏軍事衝突改變了一切。從歷史經驗可見，隨著政治出現變化，經濟以及金融市場也隨之轉變。

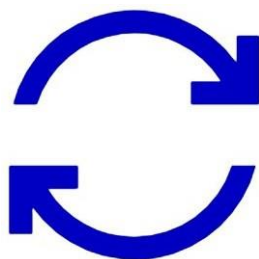
較長遠而言，我們仍然預期全球將繼續邁向政府在經濟上發揮更重要作用的中至長期宏觀局勢。當然，政府的參與程度顯著有別，視乎不同的經濟體而異；此外，央行把政府開支貨幣化的壓力可能日增。

「這些都是影響深遠的變化和局勢發展，促使我們的步伐顯著加速，邁向更分散的全球經濟。」

對俄羅斯實施的主要制裁



七大工業國集團(G7)採取行動，阻止俄羅斯央行獲取存放於其國家的儲備



多間主要俄羅斯銀行從環球銀行金融電信協會（SWIFT）系統中除名，該系統用以支持全球金融交易



美國、澳洲及英國公布計劃禁止俄羅斯石油進口

資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月14日。七大工業國集團(G7)是一個政府間組織，由全球最大的已發展經濟體組成，包括法國、德國、意大利、日本、美國、英國及加拿大。

在這樣的市場環境下，我們認為未來的宏觀主題將包括地緣政治顯著動盪、私營機構去槓桿化、已發展市場回岸和再工業化／新興市場工業化、孳息率曲線下移和趨於平坦、負實質利率的幅度日增、貨幣貶值愈趨激烈、政府加強監管，以及保護主義／本地化趨勢加劇。

根據分析宏觀經濟理論所得的策略性投資部署，我們仍然認為投資組合宜偏向優質資產、美國股票和固定收益多於其他已發展市場，以及債務貨幣化空間和意願較低的新興市場（例如歐元區及中國）。同樣，我們的宏觀經濟理論偏好美元多於高啤打值的法定貨幣。行業方面，在美國及全球其他地區受惠於工業化和提升生活質素的關鍵行業應表現領先，包括公用事業、原材料及日常消費品。此外，投資於另類資產（例如黃金、住宅房地產投資信託及加密資產），作為法定貨幣貶值的一種保障，可能也屬明智之舉。

「根據分析宏觀經濟理論所得的策略性投資部署，我們仍然認為投資組合宜偏向優質資產、美國股票和固定收益多於其他已發展市場，以及債務貨幣化空間和意願較低的新興市場。」

美國

宏觀大局

美國可能在地理上遠離俄烏衝突，但未能完全免受擴散效應的影響。商品價格飆升只會加劇並延長原本預計於第二季消退的通脹壓力。此外，信心減弱及供應鏈受阻，估計會令經濟增長受壓。在可能出現滯脹的情況下，聯儲局正面對兩難局面，當局似乎有必要收緊貨幣政策，但市場質疑此舉能否有效遏制供應方面的通脹衝擊，遑論收緊政策可能對經濟增長產生負面影響。儘管商業投資料可維持穩健，但消費前景更為脆弱。鑑於民眾在疫情期間提前消費，而且加息及市場波動令消費信心下降，因此樓市活動及非必需消費品開支或會於其後轉弱。然而，就業則可望保持強韌，或能抵銷部份影響。

「商品價格飆升只會加劇並延長原本預計於第二季消退的通脹壓力。此外，信心減弱及供應鏈受阻，估計會令經濟增長受壓。」

美國商品研究局原材料指數：商品價格飆升



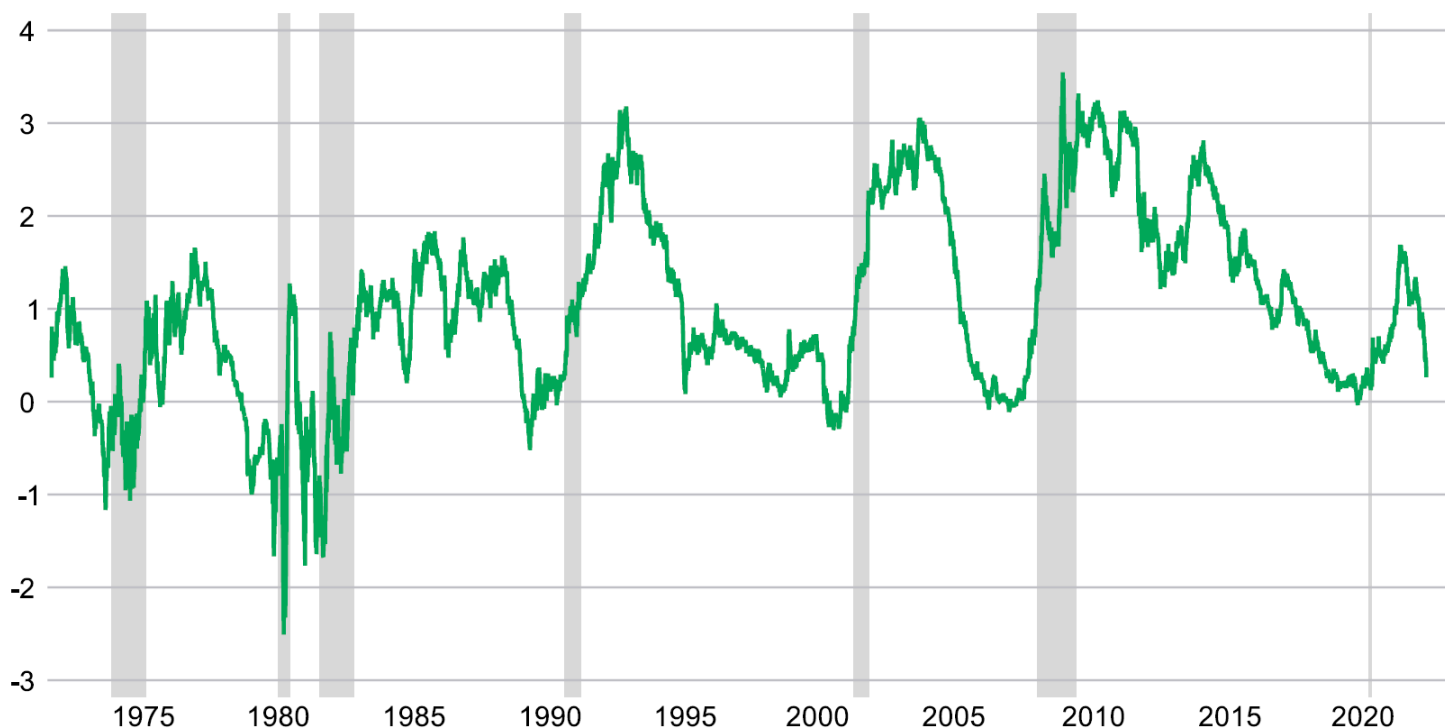
我們注視的因素

- **庫存** — 家用原材料及電子產品等行業顯著增長，可能導致若干領域供應過剩；相反，其他行業（如汽車及食品）的供應仍然偏低。因此，預期相關行業將會增補庫存。
- **物價** — 隨著主要商品價格飆升，加上短期內將有更多供應鏈受阻，物價升勢逆轉無期。
- **貨幣政策** — 經濟增長放緩期間，聯儲局處於收緊貨幣政策的困局。儘管這可能意味著當局立場將於年內稍後轉趨溫和，但這取決於通脹壓力會否緩和，或負面增長衝擊是否明顯，足以保證維持擴張政策立場。

主要市場觀點

- **固定收益** — 10年期／2年期國庫債券孳息曲線接近倒掛的危險水平，但我們依然認為，如有任何跡象表明通脹可能放緩，聯儲局的政策收緊步伐將較市場預期緩慢。
- **股市** — 股票市場預期將持續波動。踏入春季，我們預計多項因素可能會令股市回報起伏；最值得注意的是流動性消減、房屋和消費領域可能放緩，以及地緣政治事件。所有上述因素均可能令市況更趨波動。

美國10年期／2年期國庫債券孳息曲線接近倒掛（%）



資料來源：美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月11日。灰色範圍代表衰退。

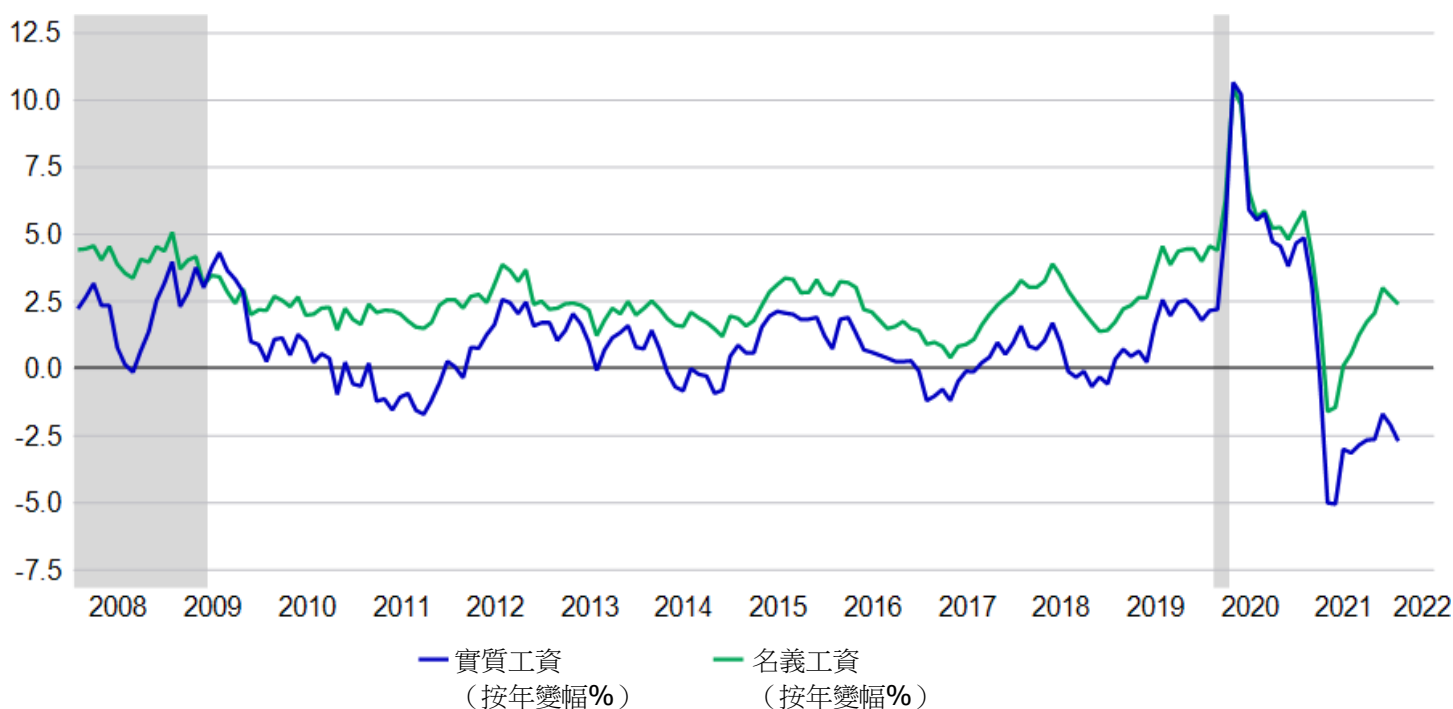
加拿大

宏觀大局

加拿大似乎已從疫情觸發的經濟衰退中完全復甦，以產量缺口衡量的閒置產能過剩已被吸收，勞工市場重回疫前的強勁水平。這促使加拿大央行展開可能是一連串的加息行動，首次加息為3月2日，下次加息料於第二季進行。儘管如此，加拿大的經濟復甦前景脆弱：隨著加息及疫情減退，政府開支大幅縮減，通脹壓力令實質工資下降，而加拿大經濟增長的主要推動因素——樓市活動亦面臨倒退風險。至關重要的是，加拿大的國內貨幣及財政政策工具，可能對未來數月由環球因素推動的增長阻力影響有限，特別是通脹方面。值得注意的是，儘管油價上漲向來有利加元升值並降低通脹，但受其他因素的影響，加元近期持續疲軟，繼而限制可能出現的經濟增長潛力。

加拿大的經濟復甦前景脆弱：政府開支大幅縮減，通脹壓力令實質工資下降，而加拿大經濟增長的主要推動因素——樓市活動亦面臨倒退風險。

加拿大實質工資表現不振：經通脹調整後的平均時薪錄得負增長



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月10日。灰色範圍代表衰退。

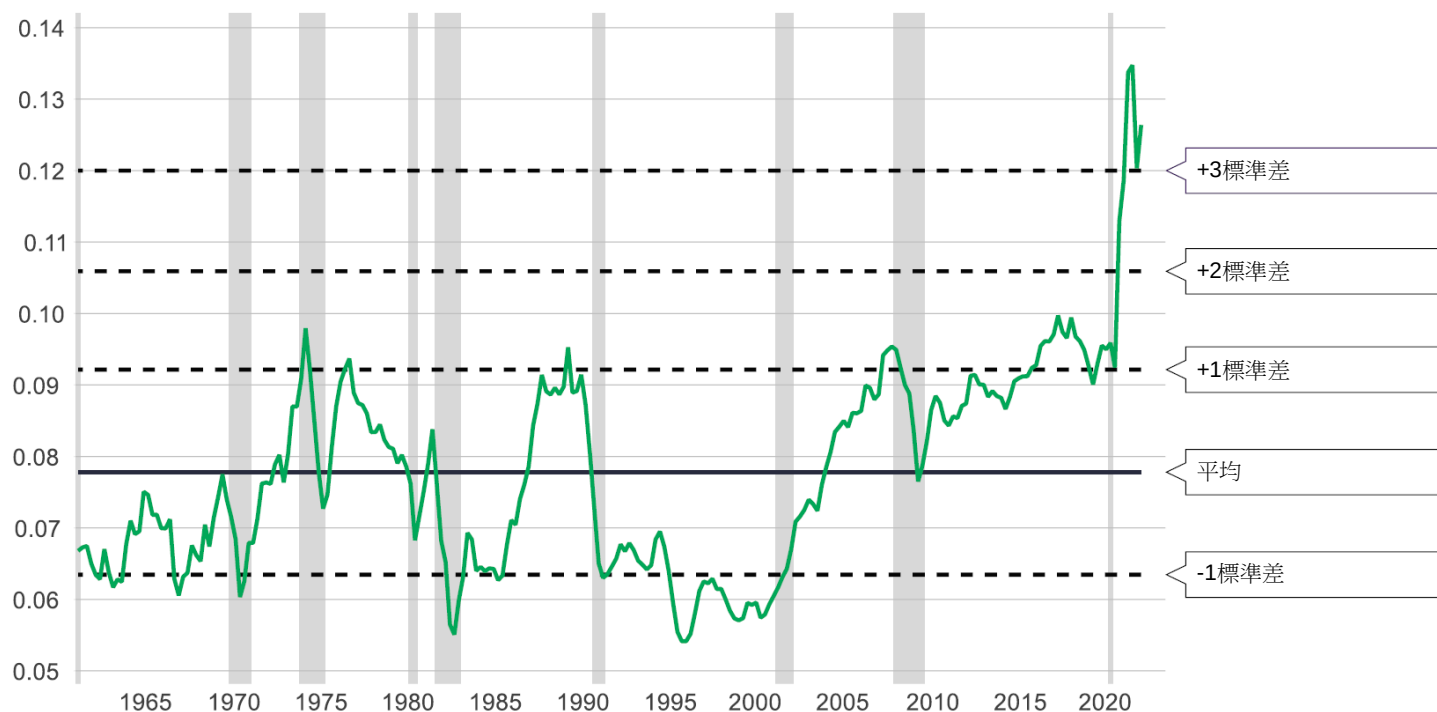
我們注視的因素

- **利率** — 債市反映潛在六次加息，但鑑於未來數季可能出現的不利因素，我們認為這個預期過於進取。我們仍然預料央行將在年內加息三至四次，並會推行量化緊縮政策。我們認為，加拿大央行的言論格外強硬，因此相對於其他央行，其面臨政策失誤（過度緊縮）的重大風險。
- **樓市** — 央行進一步加息前，樓市活動可能經歷最後一次繁盛期，但我們推測未來數月的動力將會放緩，特別是主要城市中心的樓市。問題在於加拿大對樓市的依賴於疫情期間急升。鑑於政府支持不足，加上消費者面臨沉重通脹負擔，以及非住宅投資開支普遍疲軟，樓市放緩或對整體經濟增長造成尤其嚴重的打擊。

主要市場觀點

- **貨幣** — 預期加元將在未來數月維持區間上落，因為油價上漲（利好因素）大致被投資者採取避險策略，轉投增值的美元部署所抵銷。我們對美元兌加元的年底目標維持於1.25。
- **股票** — 加拿大股市仍與基本宏觀經濟脫軌，鑑於其側重於價格趨升的商品領域，而且市場對原材料的需求不斷增加，因此股市料取得相對不俗表現。我們認為，長遠而言，股票估值亦顯得吸引。
- **固定收益** — 儘管中期增長前景看來日益令人失望，但央行似乎聚焦於加息，因此我們預期加拿大孳息曲線將繼續趨平。

加拿大住宅投資（佔名義國內生產總值%）



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月。灰色範圍代表衰退。標準差是一項統計指標，用以量度與數據集均值或平均價值的數學差距。標準差越高，與標準的偏差越大。

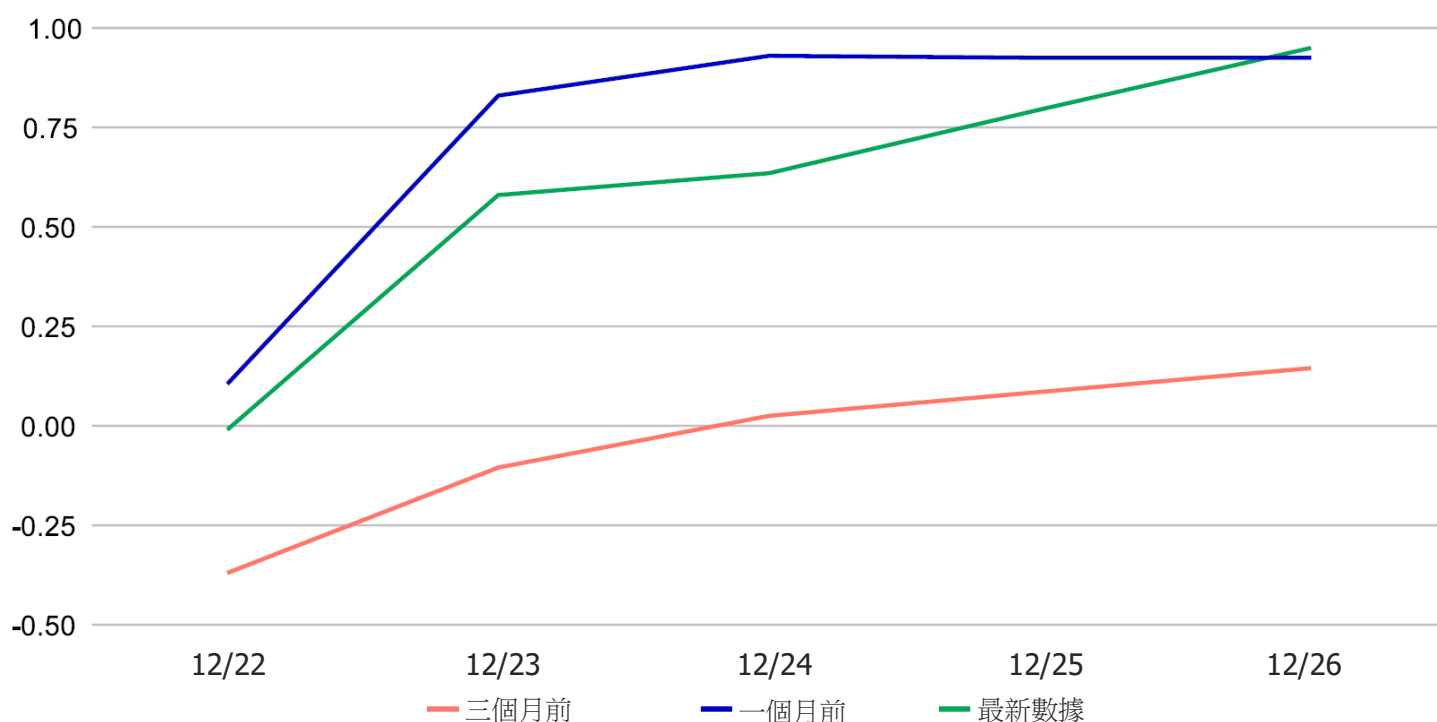
歐元區

宏觀大局

在俄烏衝突下，能源價格大幅上漲，嚴重打擊歐元區經濟增長前景。儘管通脹處於紀錄高位的情況，可能至少在未來數季持續，但市場對短期加息的預期已有所下降。歐元區的貿易比率顯著減弱，而且能源成本高漲蠶食可支配收入，令消費市道前景逐漸轉差。區內政府致力減輕消費負擔，這將帶來財政影響，但對比具歷史性的整體國防和能源投資規模，可能顯得相形見绌。歐洲央行或會推遲政策正常化，但不會完全放棄，預期當局在加息與縮減量寬的時間上擁有更大靈活性。除非出現意料之外的情況，否則政策官員應可延續歐洲復甦基金的成功，在制定新的聯合發債計劃上得到相當大的保證。

「歐洲央行或會推遲政策正常化，但不會完全放棄，預期當局在加息與縮減量寬的時間上擁有更大靈活性。」

市場（歐洲銀行同業拆息期貨）對短期加息路徑重新評估，而非終端利率（%）



我們注視的因素

- **環球能源衝擊的持續性** — 估計將削弱歐元區國內生產總值增長0.5%至1.0%，而且集中於德國和意大利等主要成員國。鑑於進口石油產品和天然氣佔歐元區消耗量分別接近100%和90%，反映區內能源依賴進口，因此貿易比率顯著轉弱。
- **歐洲央行** — 政策官員需評估這次地緣政治衝突的發展，其對能源價格，以至最終對通脹水平的影響，因此歐洲央行或需稍長時間才可擺脫負利率：我們認為央行加息的幅度會較小，時間會較晚。就資產負債表而言，我們預計歐洲央行仍希望在2022年底時完成縮減資產購買規模。

主要市場觀點

- **貨幣** — 央行政策料將出現分歧，預期歐元兌美元和兌英鎊仍然疲弱。我們認為歐元兌美元有機會跌至接近1.05的水平，但仍對續跌至平價（1兌1）的可能性存疑。另一方面，英鎊正從脫歐帶動的高位逐步回落，預料英鎊持續走弱，兌歐元或會於未來數季在0.75至0.80的水平徘徊。
- **固定收益** — 自2021年9月以來，在市場預期歐洲央行收緊政策的推動下，德國10年期政府債券與意大利長期國庫債券之間的息差持續擴闊。息差在近期收窄，確認現有的相關性，我們預期隨著市場消化歐洲財政政策的發展，息差將持續收窄至2021年以來的區間上限。

德國10年期政府債券與意大利長期國庫債券之間的息差有空間持續收窄（%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月8日。

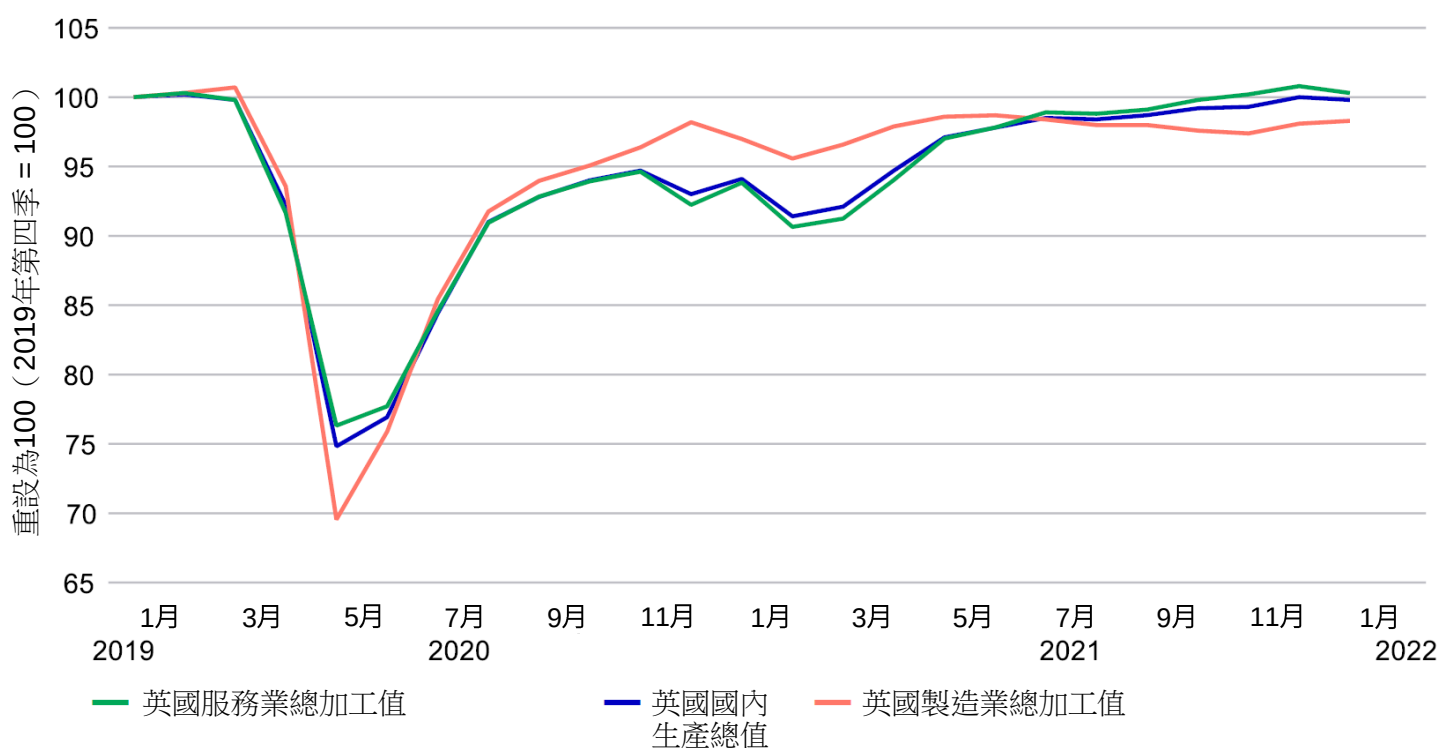
英國

宏觀大局

在最近數周，英國經濟增長的不利因素顯著加強。地緣政治發展對貿易比率造成負面衝擊，加劇現有通脹壓力。我們預期英倫銀行需在支持增長與遏抑通脹之間取得平衡，加息路徑將較目前市場所反映的溫和。預測英倫銀行將在2022年中之前再加息兩次（政策利率將升至1%），其後暫緩加息一段時間。雖然勞工狀況緊絀，而且很可能惡化，但工資增長並未跟隨能源價格急升的趨勢，因而削弱消費者的實質收入。英國經濟活動在2021年第四季重回疫前水平，但即將迎來具挑戰性的環境，政府和服務業開支增加抵銷製造業和商品尚未完全復甦的影響。

英國經濟活動在2021年第四季重回疫前水平，但即將迎來具挑戰性的環境。

2021年第四季國內生產總值回升至疫前水平



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月10日。

我們注視的因素

- **環球能源衝擊的持續性** — 英國是能源淨進口國：疫情前進口能源佔當地耗用量的 35%。考慮到家庭實質收入料將受到衝擊，因此近期能源價格急升將從貿易和消費開支層面遏抑國內生產總值。市場早前普遍估計，上述情況將令 2022 年和 2023 年國內生產總值削減 0.5%至 1.0%，但這個預測或會向上修訂。
- **英倫銀行** — 鑑於通脹處於歷來高位，政策官員持續聚焦透過加息和量化緊縮進行政策正常化。然而，隨著經濟增長前景大幅轉差，近期的局勢發展可能迫使當局重新評估收緊政策所需的整體規模。我們認為英倫銀行的政策路徑，或會為聯儲局的政策正常化帶來啟示。

主要市場觀點

貨幣 — 英鎊兌歐元已完全收復疫情期間的失地，一度回升至 2016 年英國脫歐結果公布當晚的水平。從貨幣政策角度來看，英倫銀行的預期路徑可能會為英鎊帶來額外支持，原因是英倫銀行推進加息和量化緊縮步伐，但歐洲央行仍維持量寬措施，在制定退場計劃方面備受挑戰。

期權市場亦確認英鎊兌歐元匯價前景出現重大轉變：防範歐元兌英鎊走強期權策略的期權金已完全被蠶食。風險逆轉配置（廣泛使用的對沖策略）可能即將就防範英鎊兌歐元走強期權策略的期權金進行定價。

歐元兌英鎊對比風險逆轉 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 8 日。對沖值為 25 的認沽期權是指選擇對沖值為 -25% 的行使價的認沽期權。對期權合約的需求愈多，合約價格便愈高，因此引伸波幅愈大。

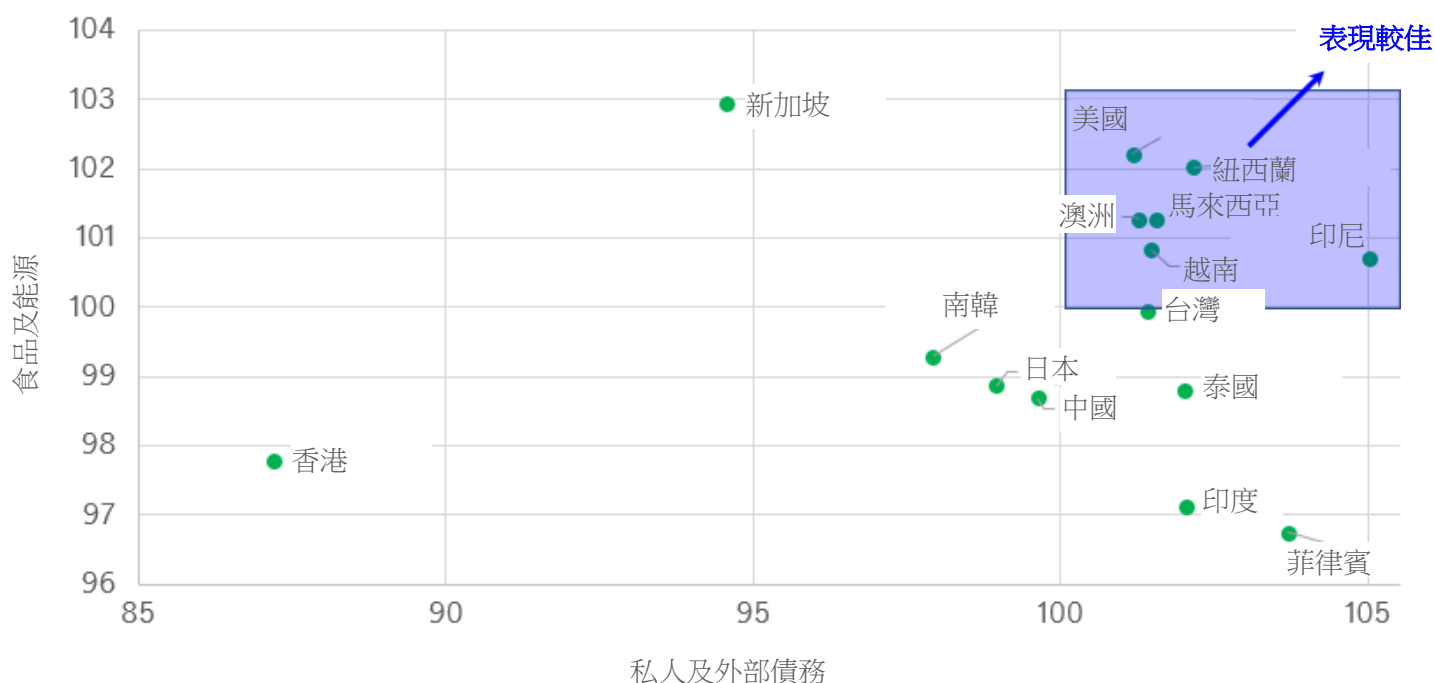
亞太區概覽

宏觀大局

在俄烏衝突下，食品、原材料和能源的供應減少，而且價格飆升，作為這些關鍵策略性資源商品的淨進口地區，亞太區容易受到影響。然而，我們強調，亞太區在本質上並非一個整體，區內所面對的影響將不盡相同。此外，投資者仍需考慮進一步的擴散效應：通脹和通脹預期可能升溫；經濟體能否借助強勁的出口增長，以大幅抵銷食品及能源進口價格的升幅，及／或其政策空間能否抵禦財政狀況進一步惡化；以及潛在的流動性／信貸衝擊。在篩選最不受上述潛在衝擊所影響的經濟體時，我們發現新加坡、馬來西亞、澳洲及紐西蘭可望成為物價上漲的最大受益者。與此同時，印尼、菲律賓、紐西蘭及印度似乎最不受潛在的流動性衝擊所影響。平衡上述兩項衝擊同時帶來的影響後，我們的分析顯示，在研究的經濟體當中，紐西蘭、馬來西亞、印尼、澳洲及越南將取得相對較佳的宏觀表現。

「我們強調，亞太區在本質上並非一個整體，俄烏衝突對區內的影響不盡相同。」

面對烏克蘭危機潛在衝擊的相對表現



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年11月26日。食品及能源的Z分數根據食品及能源的淨貿易差額、食品及能源佔消費物價指數籃子的比重和財政預算結餘計算得出。私人及外部債務的Z分數根據外幣債務、私人債務和償債成本計算得出。

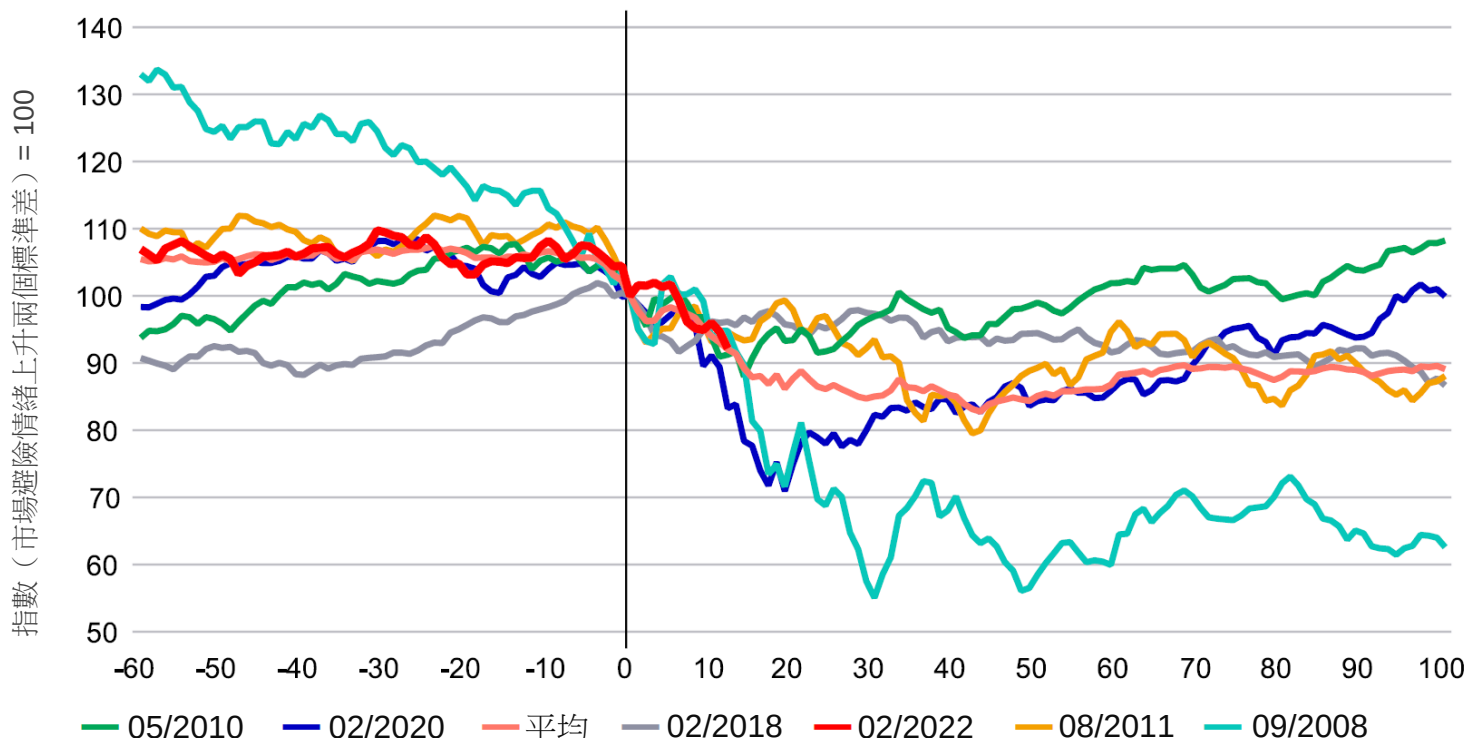
我們注視的因素

- **環球金融狀況收緊** — 環球資產市場的避險情緒上漲，較平均水平高出超過兩個標準差。我們研究環球市場在此情況下的歷史表現，以便了解當市場避險情緒持續高漲時的風險：結果顯示股票表現轉弱（其中新興市場表現落後）、美元走強，以及美國10年期國庫債券孳息率下降。
- **央行** — 對央行而言，深度滯脹衝擊是一個可怕情境，使其無力應對由供應主導或成本帶動的通脹。因此，各國央行就如何在通脹與增長之間取得平衡，會推出不同的措施，這並不令人意外。新興市場央行致力保持外部穩定並吸引資金流入，令情況更為複雜。

主要市場觀點

- **股市** — 自俄烏衝突爆發以來，股票的相對表現與我們的研究結果一致：印尼、馬來西亞、澳洲、越南及紐西蘭的表現領先區內其他市場。¹儘管如此，我們仍注意到，滯脹環境持續、地緣政治緊張局勢升溫，以及全球流動性撤回，並非帶動新興市場股市在一段時期內表現出色的常見原因。
- **固定收益及貨幣** — 區內政策官員或未能配合聯儲局收緊政策周期的時機或規模，意味著亞洲債券有望表現出色，但本地貨幣可能表現遜色。

在市場避險情緒上升兩個標準差的情況下，MSCI明晟新興市場指數的歷史表現



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月10日。股票、貨幣和企業信貸與新興市場債市息差的波動性指標匯集為一項綜合指數，用以量度整體市場避險情緒。當該指數為正數時，表示避險情緒正在上升，並假設市場趨向避險，反之亦然。標準差是一項統計指標，用以量度與數據集的平均值的數學距離。標準差越高，與標準的偏差越大。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月10日。

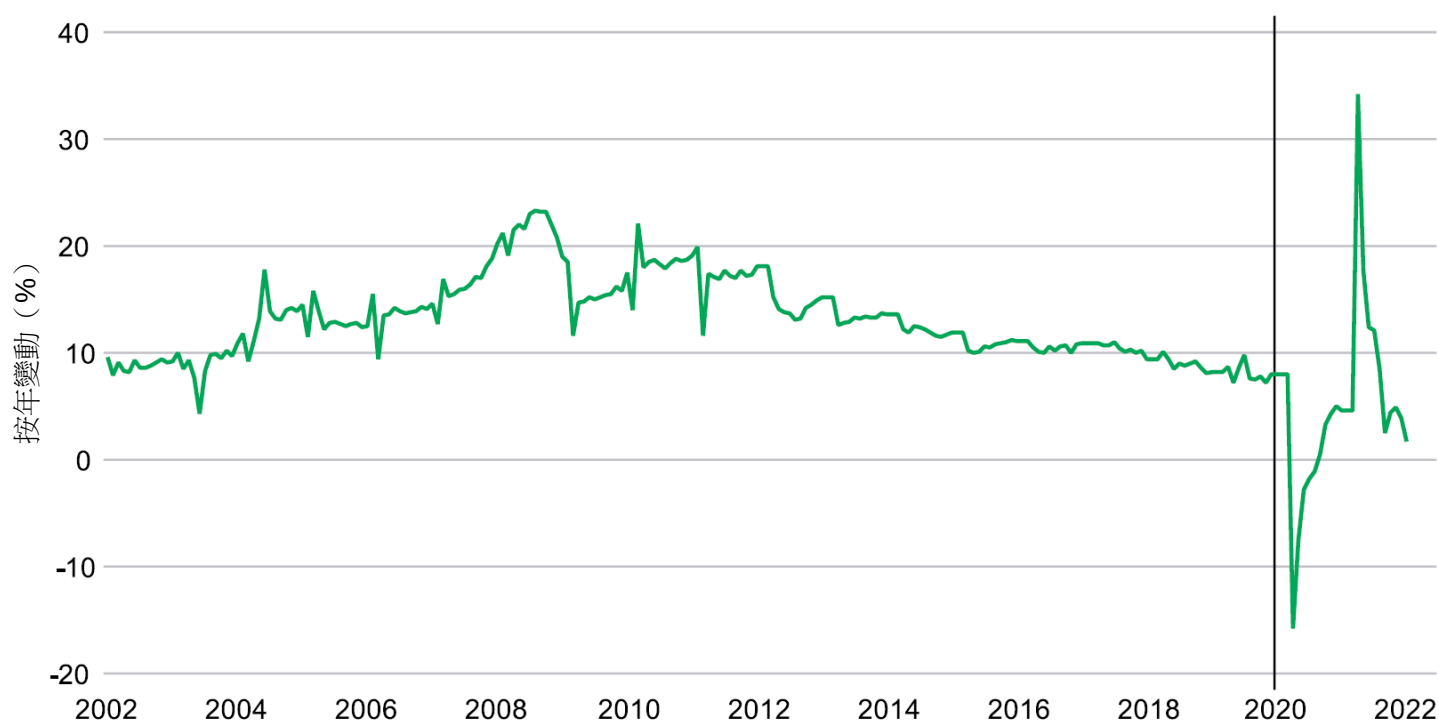
中國

宏觀大局

我們繼續預期，中國經濟增長將會放緩，主要挑戰包括供應鏈持續受阻，尤其是策略性資源商品；清零政策的經濟成本上漲，將持續削弱經濟再平衡和聚焦消費拉動型增長的進度；房地產業的發展趨勢惡化；以及隨着環球消費模式重新調整，出口增長將會放緩。中國公布**2022年**官方國內生產總值增長目標為**5.5%**，是近數十年的最低水平。中國政府的預算草案報告反映，官員預期經濟增長甚至將低於官方目標。鑑於債務水平高企、人口結構帶來嚴峻挑戰，以及環球經濟環境日益趨向零和（zero-sum），我們對中國的中長期經濟增長前景維持審慎態度。我們認為，相對之前的寬鬆周期，扶持政策仍然溫和且並不足夠，尤其是考慮到當前經濟面對強大阻力。

「我們認為，相對之前的寬鬆周期，扶持政策仍然溫和且並不足夠，尤其是考慮到當前經濟面對強大阻力。」

中國零售銷售增長跌穿疫情前水平



資料來源：中國國家統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月10日。黑線代表主流新聞機構開始報道疫情的日期。

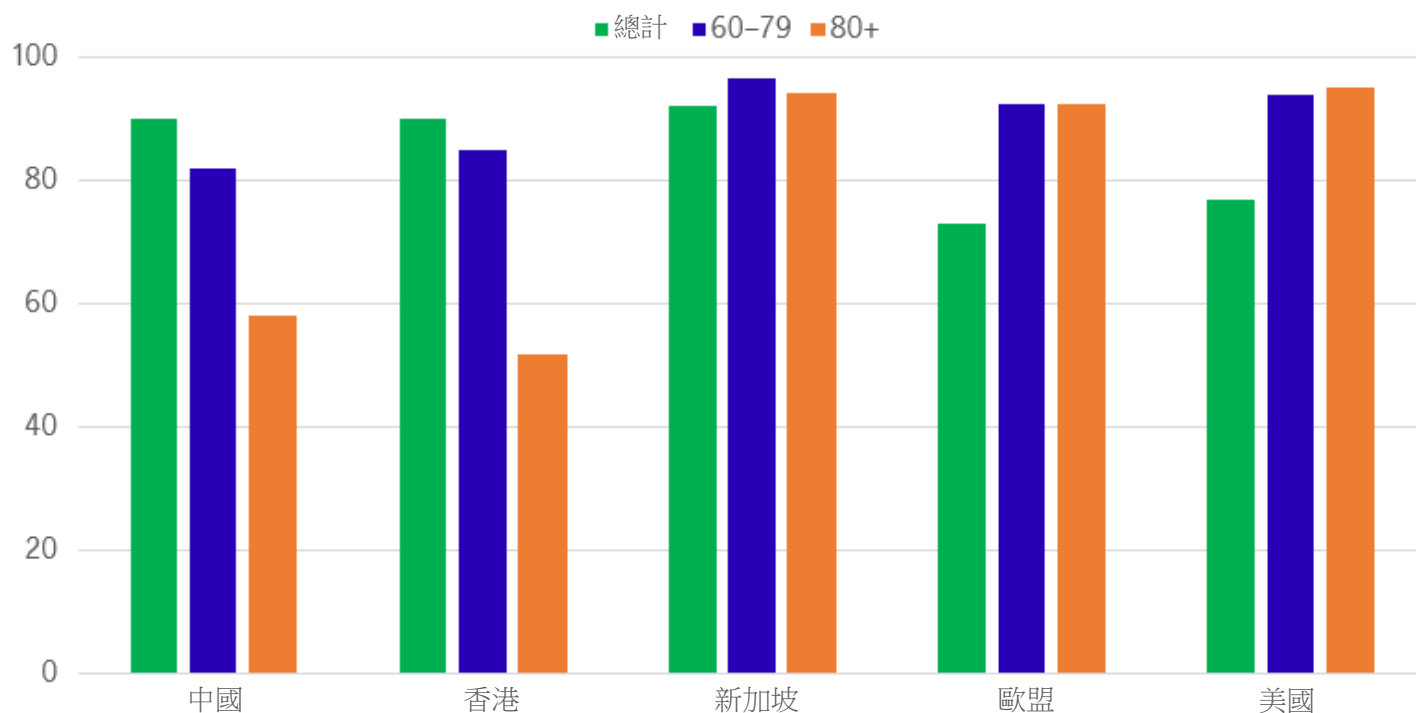
我們注視的因素

- **清零政策** — 中國會否或何時放棄清零政策措施，仍然是當地經濟面對的主要不明朗因素。在當局確信能應對相關醫療開支前，試驗性經濟重啟的範圍可能有限。就此而言，雖然中國整體疫苗接種率高，但超過40%的80歲或以上居民仍未接種疫苗。
- **中國房地產業** — 4月和5月對當地房地產業來說是關鍵時期，在經歷過去六個月遜於預期的持續跌勢後，房屋銷售反彈將在短期內令行業稍作喘息。

主要市場觀點

- **股市** — 中國股票的投資氣氛仍然利淡，主要由於監管風險偏高，以及MSCI明晟中國指數的成份股結構，使投資者憂慮中國股票對沖滯脹風險的作用有限。我們預期，中國A股的表現領先H股，因為前者面對干預風險的可能性相對較低，而且更有可能受惠於本土經濟刺激措施。
- **固定收益** — 在全球流動性持續下跌期間，中國政府債券通常表現優秀，我們預期這次亦不例外。

已經至少接種一劑疫苗的年齡組別比例（%）



資料來源：中國疾病預防控制中心、中華人民共和國國家衛生健康委員會、香港政府、新加坡衛生部、宏利投資管理，截至2022年3月2日。

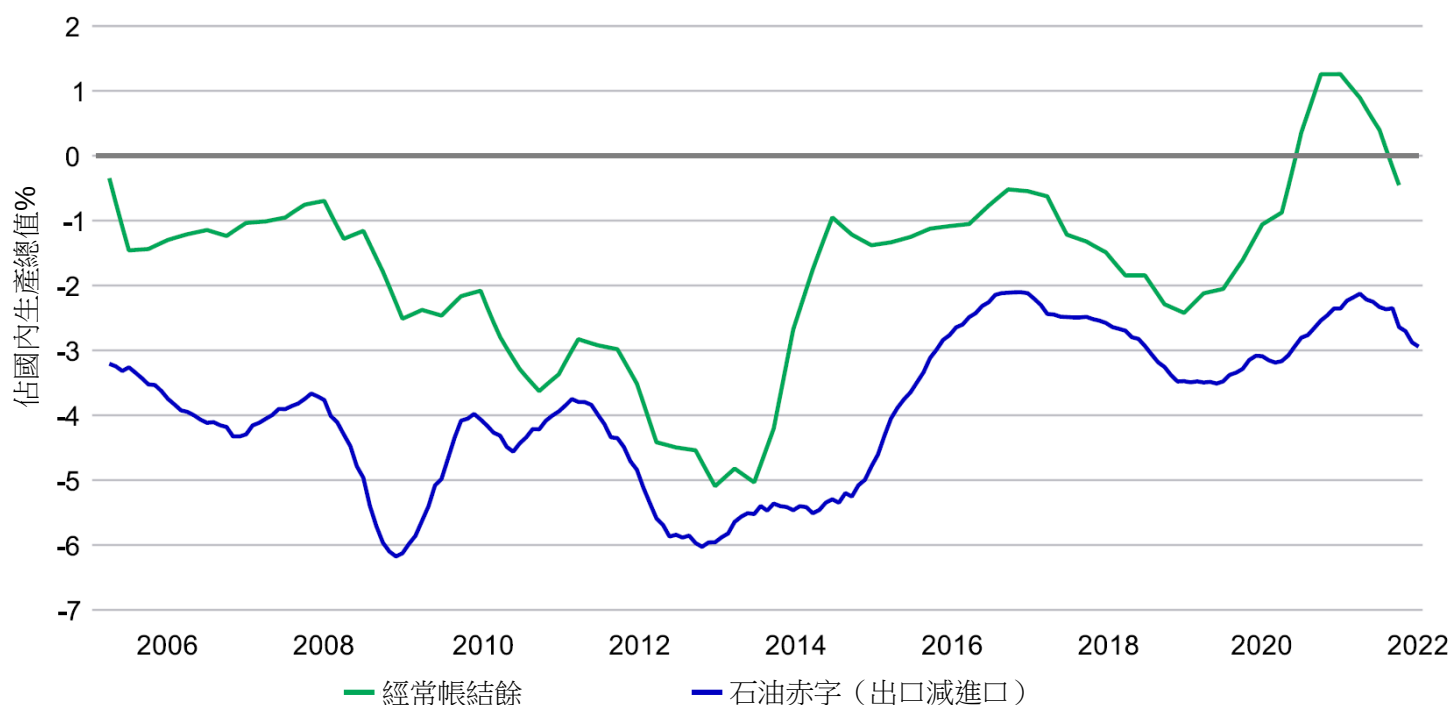
印度

宏觀大局

正當俄烏衝突引發金融市場動盪之際，印度正處於從Omicron變種病毒疫情中復甦的痛苦階段。雖然印度與俄烏兩國的直接貿易和金融聯繫相對薄弱，但由於印度是商品淨進口國，尤其是各種能源及食品佔當地消費物價指數籃子超過50%，因此在很大程度上受到間接影響。我們認為，印度是最容易受到食品及能源價格上漲影響的亞洲經濟體之一。投資組合從印度金融市場的淨流出在最近數周增加，印度盧比兌美元也跌至歷史新低。¹ 雖然印度儲備銀行在2月份維持溫和立場，同時政府實施擴張性財政預算，但通脹環境將帶來更大挑戰。我們預期，印度儲備銀行未來將繼續進一步採取非常規貨幣政策，以協調財政及貨幣政策。

「雖然印度與俄烏兩國的直接貿易和金融聯繫相對薄弱，但印度在很大程度上受到俄烏持續衝突的間接影響。」

油價對印度的對外貿易差額產生重大影響



資料來源：印度儲備銀行、印度商工部、洲際交易所、印度統計及綱領推行局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月8日。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月9日。

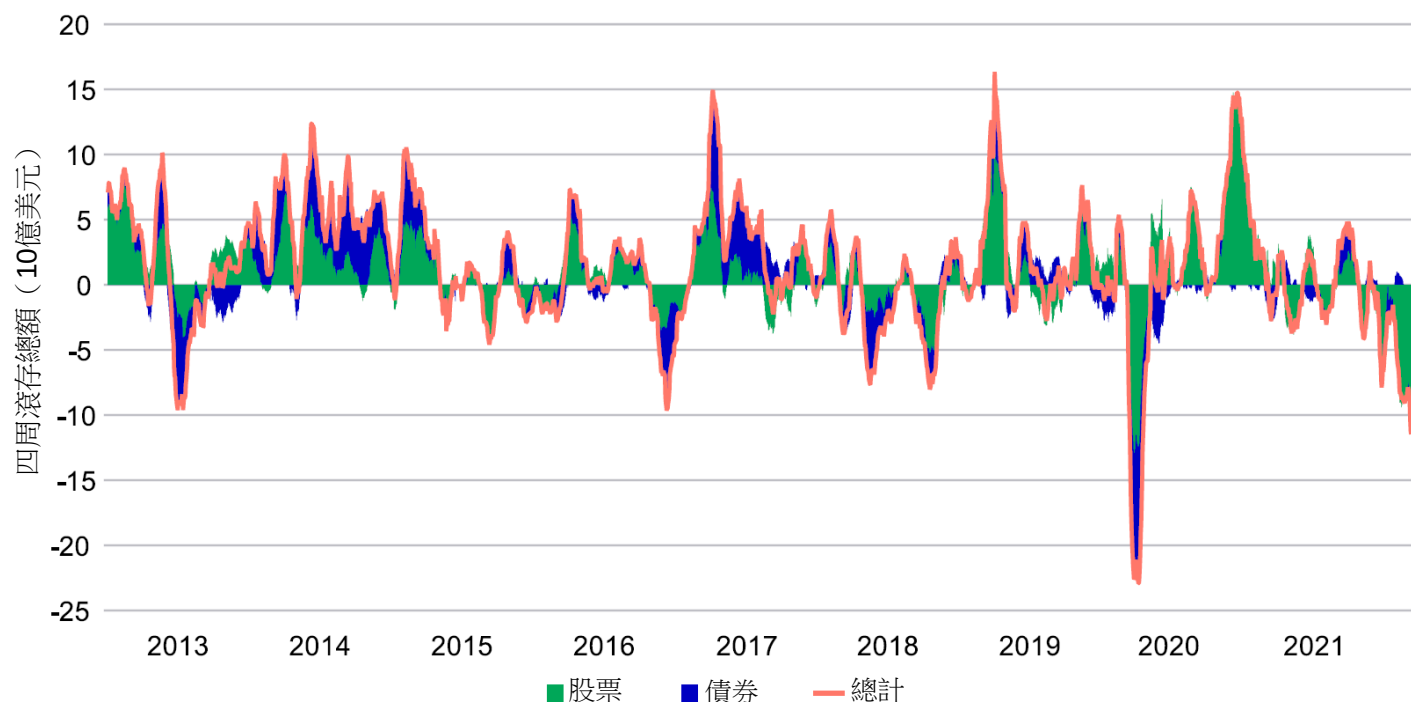
我們注視的因素

- **極端市場走勢** — 投資者對印度國營人壽保險公司的首次公開招股期待已久，但市場波動可能導致當地政府押後有關上市計劃。若情況屬實，印度政府在2021／22財政年度的資產出售目標將會落空，加劇投資者對雙赤（經常帳和財政赤字）的憂慮。
- **物價上漲** — 1月份整體消費物價指數通脹升至6.0%的七個月新高，並可能進一步加快，尤其是印度政府似乎會在3月結束的主要邦份選舉前對物價上漲採取拖延態度。通脹很可能升穿印度儲備銀行的6%目標上限。

主要市場觀點

- **股市** — 雙赤重現，導致印度市場表現顯著落後，我們預期將出現局部回升，特別是因為估值在近期下調後顯得較為合理，而投資者亦會作出適度部署。印度政府對國內生產總值增長和財政赤字的假設，是建基於2023財政年度平均油價為每桶70至75美元，以及環球供應鏈受阻的情況將有所緩和；這反映政府未來應會作出大幅修訂。雖然如此，與過去數年相比，印度經常帳的融資情況已顯著靠穩。印度以往主要依賴外國投資組合的資金流，這種資金流既不穩定，對油價波動的敏感度亦高。自2014年以來，外部融資轉向外國直接投資，這些投資較為穩定，而且對油價波動的敏感度較低。

印度經常帳的融資情況較以往穩定



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月8日。

日本

宏觀大局

受惠於每日新增病例下降及加強劑接種計劃取得進展，日本服務消費將近回升，但其後烏克蘭危機爆發。俄羅斯能源出口受阻，導致環球能源價格大幅飆升，是日本面對的主要不利影響。日本是全球最大的液化天然氣進口國和第三大煤炭進口國。其次，日本須承受環球金屬及食品供應受阻和價格飆升的影響。日本約**10%**的鋁來自俄羅斯進口；當地汽車業也依賴用於催化轉換器的鈀，其中俄羅斯生產的鈀佔全球供應**40%**。同樣，超過**10%**的日本進口集中在食品。即便如此，我們認為日本的對外和國內私人領域持續錄得盈餘，推動當地的政策環境處於有利位置，足以應對財政／經濟衝擊。

「受惠於每日新增病例下降及加強劑接種計劃取得進展，日本服務消費將近回升，但其後烏克蘭危機爆發。」

日本從俄羅斯進口資源的比例



資料來源：聯合國商品貿易統計數據庫、聯合國貿易和發展會議、日本財務省、Macrobond、宏利投資管理，截至2019年12月31日。

我們注視的因素

- **日圓** — 在危機時期，日圓通常可吸引避險資金回流，但日圓這次出乎意料表現遜色。美國與日本利率差距擴大、日本依賴能源進口，以及新設立的880億美元大學基金將於3月底投入營運，似乎是日圓面對沽壓的主因。如果日圓開始大幅升值，或許表示環球市場避險情緒正在擴大。
- **消費物價指數上升** — 日本央行的12月份通脹截尾平均值上升，錄得自2008年以來的最快增速。按照這個速度，當局設定的2%消費物價指數通脹目標可能面對風險，但對比全球其他地區，日本通脹率顯得偏低。

主要市場觀點

- **股市** — 東京證券交易所指數在年初至今表現領先，但仍然報跌約12%¹，因為全球相繼撤回寬鬆政策，以及由烏克蘭危機引發的避險情緒上升，增添不明朗因素。自2021年中以來，日本股票的估值有所上升，但仍遠低於美國股票。
- **利率** — 在2月，日本央行採取行動以捍衛當地10年期政府債券孳息率 $\pm 0.25\%$ 的許可區間上限，該類債券孳息率自此已見回落。雖然市場普遍推測，日本央行將把孳息率目標由10年期政府債券轉為5年期政府債券，但我們目前尚未了解箇中好處。

估值差距：MSCI明晟日本指數相對MSCI明晟美國指數（比率）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月9日。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月9日。

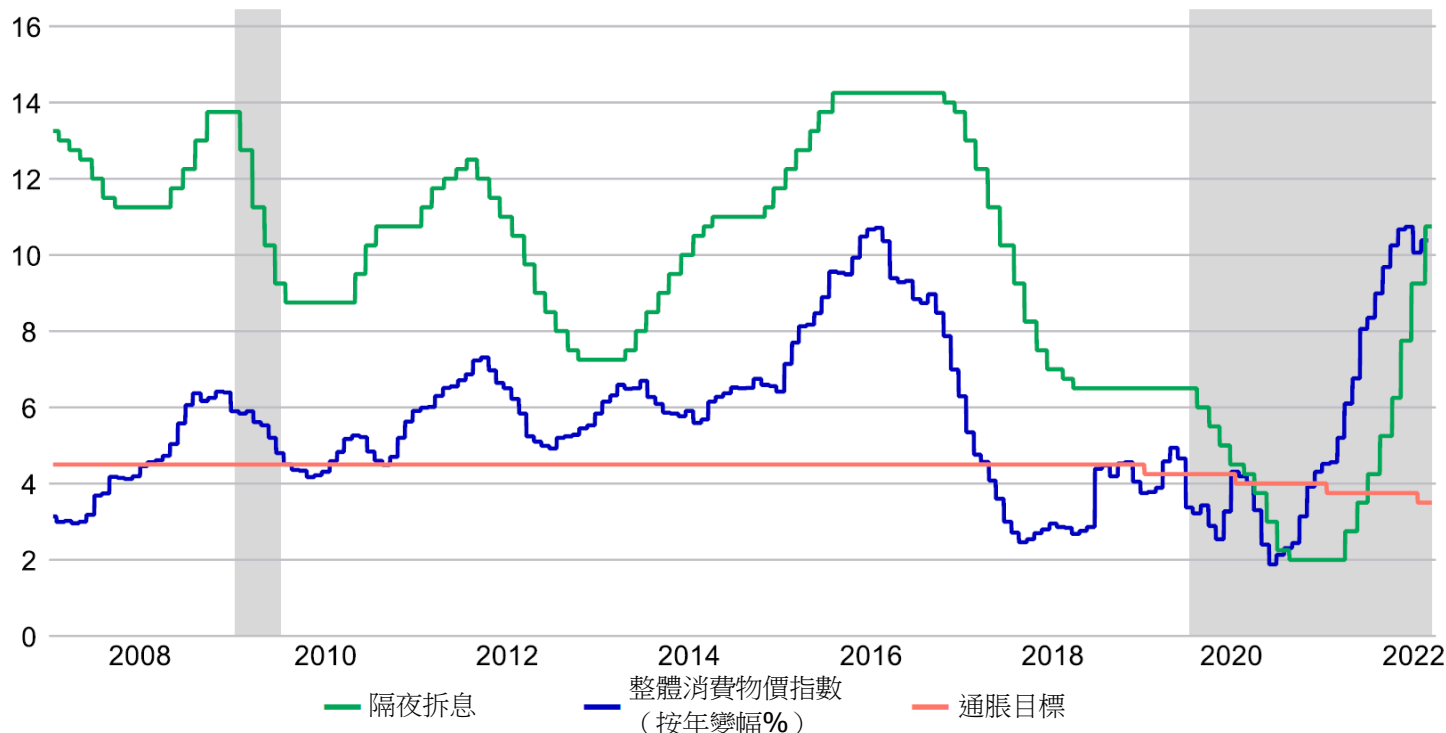
巴西

宏觀大局

隨著巴西擺脫疫情，預期宏觀經濟主題將會增強；經濟增長料可受惠於通脹放緩及財政環境改善。俄烏衝突可能惠及巴西以商品出口主導的經濟；然而，潛在供應短缺帶來通脹上升風險，特別是極為依賴從俄羅斯進口化肥的農業。巴西中央銀行將繼續尋找消費物價指數通脹見頂的跡象，以支持較為溫和的緊縮周期。能源價格在這方面至關重要：預期隨著10月份舉行的2022年大選日漸迫近，能源成本上漲將帶來更大影響。巴西央行去年將基準利率由2.00%上調至9.25%，當地經歷全球最進取的緊縮周期。目前市場價格反映加息步伐將在2022年底顯著放緩至11.90%。¹綜觀全球，這反而可能為投資者提供更為明確的貨幣前景。

「隨著巴西擺脫疫情，預期宏觀經濟主題將會增強；經濟增長料可受惠於通脹下降及財政環境改善。」

巴西央行立場強硬，消費物價指數通脹高於目標水平（%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月9日。灰色範圍代表衰退。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月9日。

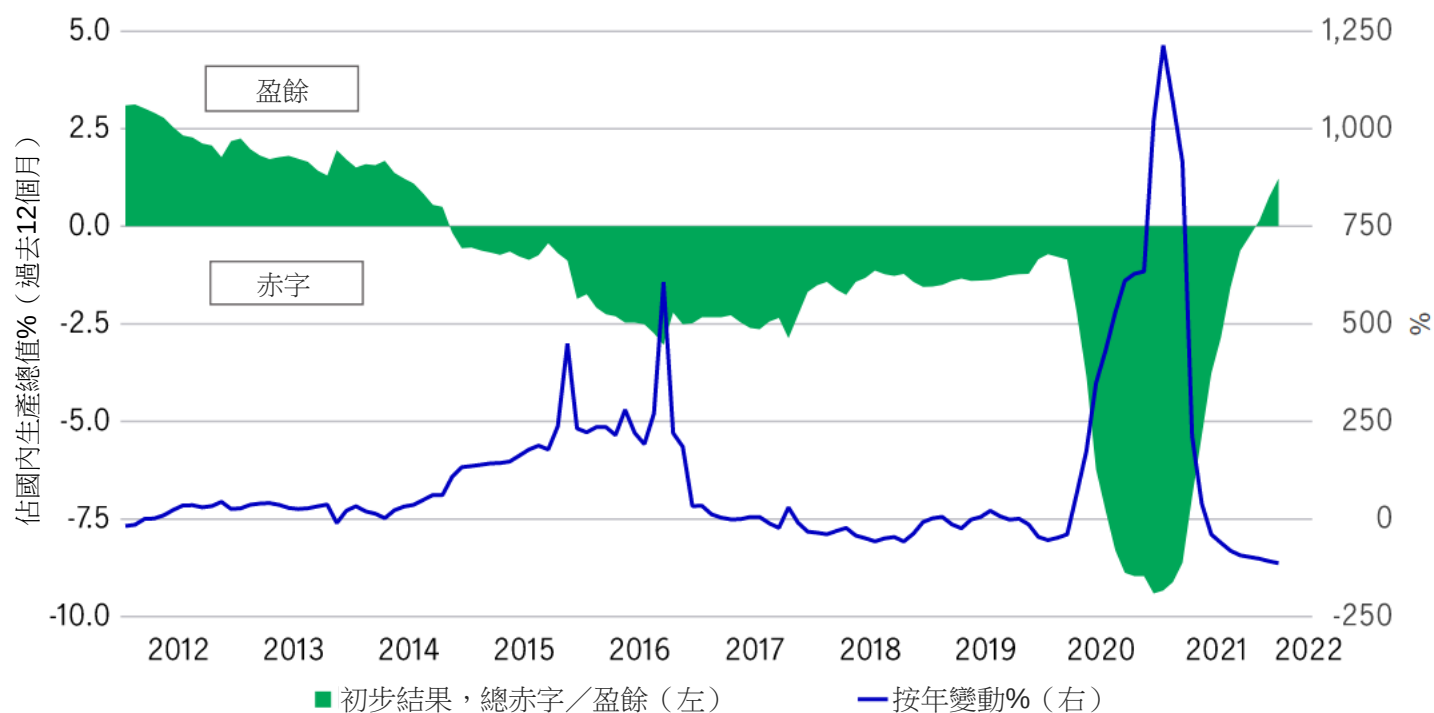
我們注視的因素

- **2022年大選** — 前總統盧拉（Luiz Inácio Lula da Silva）的競選綱領偏向中間派，市場似乎樂見其於民意調查的支持度上升，因此巴西資產面對的政治折讓影響持續減弱。市場將高度關注盧拉建議的財政緊縮政策及其對開支上限的承諾。
- **資金流及投資氣氛** — 環球市場對巴西資產的需求仍然是推動巴西雷亞爾升值的主要因素。年初至今巴西股市錄得破紀錄的外資淨流入，¹反映其高息差優勢吸引環球資金流入普遍持倉偏低的資產。然而，鑑於市場主要受投資氣氛推動，市場上下劇烈波動風險，均可能迅速削弱投資者對巴西雷亞爾計價資產的樂觀態度。

主要市場觀點

- **股市** — 股票估值處於吸引水平，我們的分析顯示，這個資產類別的基本因素整體較疫情前強勁。考慮到MSCI明晟巴西指數的成份股側重周期股，我們認為指數將繼續受惠於環球經濟重啟及商品供應短缺。
- **貨幣** — 巴西雷亞爾是年初至今表現最好的新興市場貨幣，截至3月初上漲約10%。¹貿易比率繼續提供支持，而且環球投資者將資金由陷入困境的焦點市場，重新配置於新興市場，因此地緣政治的發展帶來額外的提振。此外，本土風險似乎顯著緩和。

巴西綜合公共財政預算



資料來源：巴西中央銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月9日。

¹ 彭博資訊，截至2022年3月9日。

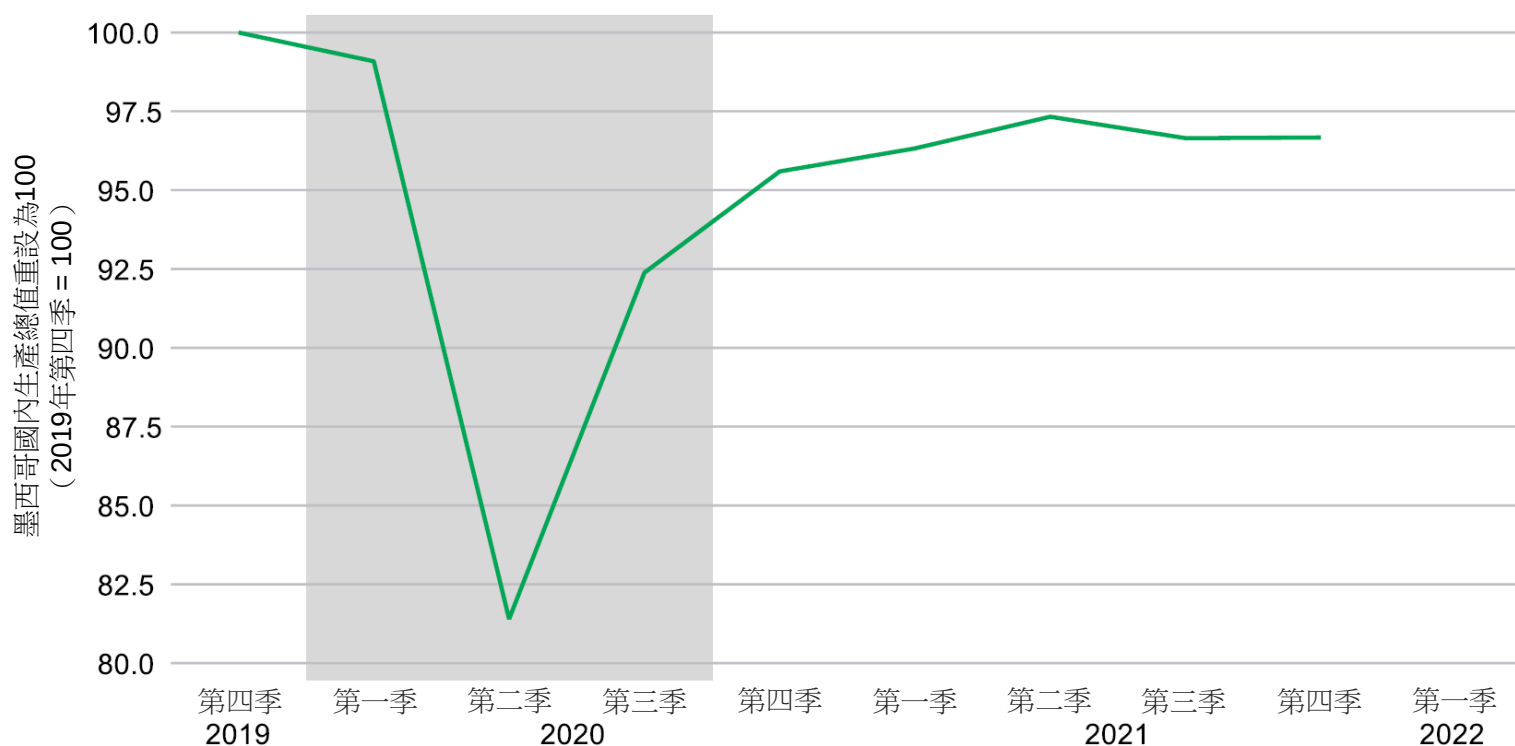
墨西哥

宏觀大局

鑑於通脹水平升至逾20年新高、當地政局再添陰霾，以及環球市況充滿挑戰，墨西哥經濟在踏入2022年後明顯失去動力。經濟增長或已停滯，但消費前景正在改善，加上內需將受惠於經濟重啟，預期可推動服務業就業增長。製造業前景與外部需求息息相關，並將取決於備受期待的美國庫存補充情況。由於市場持續憂慮通脹預期及環球金融狀況，墨西哥中央銀行維持強硬立場。緊縮步伐加快，政策官員已把加息幅度由25基點改為50基點，市場推測當局可能加息75基點，以期遏抑7%以上的全年消費物價指數升幅。墨西哥本土政局在4月10日的公投前仍將籠罩重重陰霾；然而，拉丁美洲於目前食品及能源價格上漲的環境下相對擁有優勢，推動墨西哥股市至今繼續表現出色。

「經濟增長或已停滯，但消費前景正在改善，加上內需將受惠於經濟重啟，預期可推動服務業就業增長。」

墨西哥國內生產總值增長於2021年下半年停滯不前



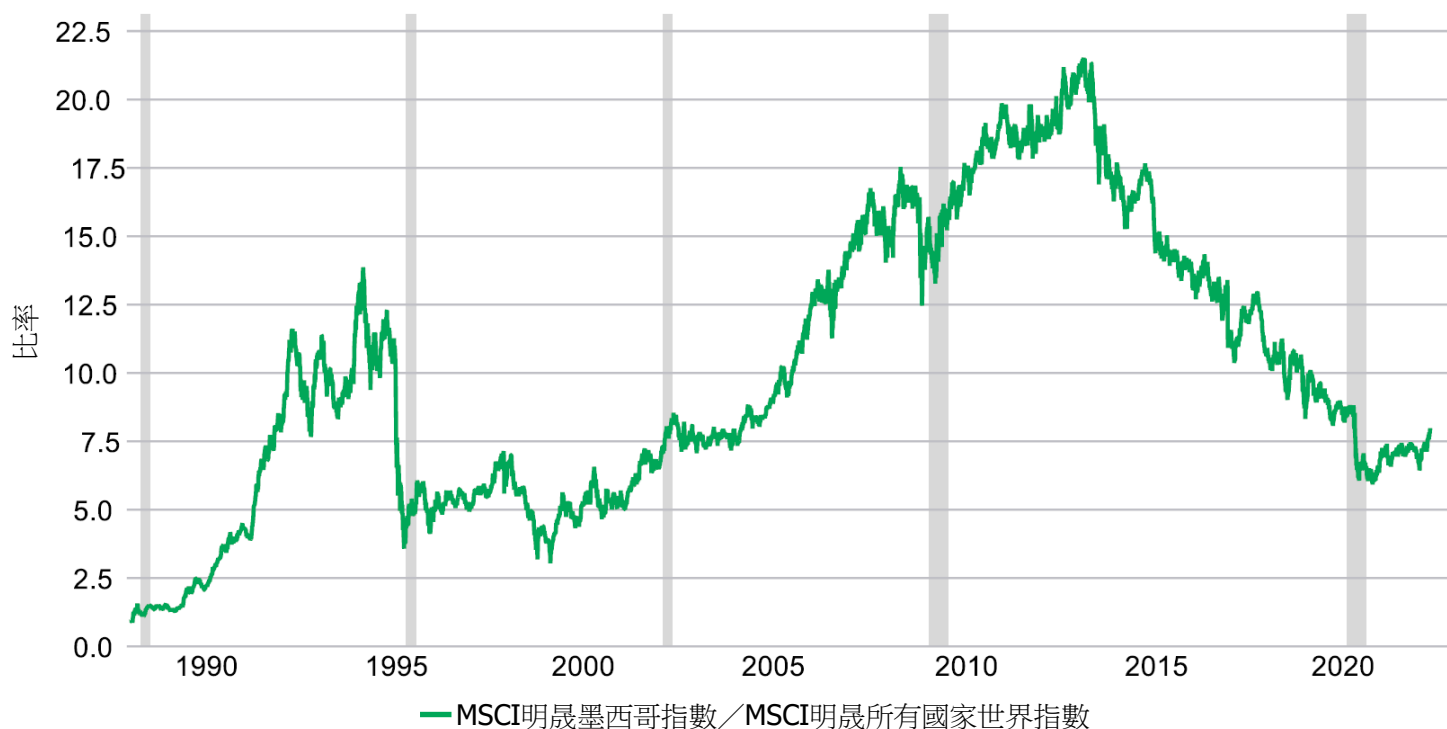
我們注視的因素

本土政局 — 總統奧夫拉多爾（Andrés Manuel López Obrador）提出的總統授權公投，於2021年8月在國會通過，最初被反對派批評為政治把戲，以炫耀其高支持率，亦可能是其進行違憲延長任期計劃的第一步。最新的發展削弱了奧夫拉多爾的支持率，更增添多一重政治陰霾。儘管如此，若奧夫拉多爾被迫下台，新政府撤銷其被視為在本質上屬反改革及日漸不利營商環境的部份政策，結果可能受到外國投資者歡迎。

主要市場觀點

股市 — MSCI明晟墨西哥指數近期表現，領先MSCI明晟所有國家世界指數基準。重要的是，該指數已突破其疫後復甦的交易區間。我們認為，這反映投資者更廣泛的輪換趨勢，最終可能帶動指數收復更大部份於2013年至2020年期間的失地。

墨西哥股市對比環球股市：仍存在一段差距



資料來源：墨西哥中央銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年3月9日。灰色範圍代表衰退。

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)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。