



儘管俄羅斯與烏克蘭之間的衝突仍處於初期階段，但我們不能忽視有關事件對我們中期展望的影響。為此，環球首席經濟師兼環球宏觀經濟策略部主管 Frances Donald 設定了一個框架，把局勢發展納入考慮之列。

## 俄烏衝突成為全球宏觀展望的考慮因素之一

對宏觀策略師來說，地緣政治發展最難處理，其不但難以預測及估算時間，可能會對市場定價造成重大干擾（儘管通常為期較短），而且往往會分散市場人士對核心較長期主題的注意力。當發生地緣政治事件時，經驗豐富的宏觀策略師通常會強調不要聚焦有關消息，應繼續專注於現時的商業周期階段、利率走向及消費市道。

然而，鑑於我們在過去數周持續剖析俄烏衝突的影響，我們無法否認其對我們全球宏觀觀點造成的衝擊。雖然許多資產初期出現拋售後現已反彈回升，但我們仍然保持審慎，認為應考慮局勢發展將如何影響我們的中期展望。

### 經濟滯脹衝擊

事實上，俄烏衝突及其影響構成經濟滯脹衝擊，對早已面對通脹沉重打擊，並出現增長放緩跡象的全球經濟來說更是雪上加霜。雖然衝擊的幅度尚未清楚，這將取決於局勢發展而定，但就這項特定地緣政治事件的發展軌跡來看，足以使我們：

1. 更加確信我們的現有預測，認為經濟在2022年上半年（尤其是第二季）可能會陷入滯脹局面（增長放緩、通脹上升）、持續波動，而且市場避險情緒將更頻繁
2. 但我們對2022年下半年重返「舒適圈」（增長穩定及通脹放緩）的信心卻有所下降

值得注意的是，由於局勢發展仍處於初期階段，上述調整只反映我們對基本情況預測的信心改變，而不是我們的整體展望有變。

### 商品通脹至關重要

首先，商品將成為俄烏衝突影響全球增長及通脹預測的主要渠道。正如 Sue Trinh [近期所解釋](#)，我們需要密切注視俄烏衝突，尤其是考慮到俄羅斯在商品市場上擔當的關鍵角色：

「俄羅斯是全球最大的天然氣出口國（佔全球產量 17.1%），而且是第二大原油出口國（12.1%），僅次於佔原油市場 12.5% 的沙特阿拉伯。」

俄羅斯和烏克蘭亦分別是主要的農產國：兩國的小麥、大麥和玉米出口共佔全球整體的 21%，並佔全球葵花籽油供應的 60%。此外，俄羅斯與白俄羅斯合共佔整體肥料出口約 20%，對全球糧食生產甚為重要。

另一方面，俄羅斯是全球最大的關鍵金屬生產國之一。當地是全球最大的鈹出口國（佔全球產量 20.7%），而且是僅次於智利的第二大精煉銅出口國（7.1%），其於鎳（11.2%）和鋁（9.0%）的出口亦位列全球第三。」

## 我們的框架分三部份評估局勢發展

了解上述情況後，我們建構了一個簡單的框架，從而把俄烏衝突的局勢發展納入我們的展望。

1. 另一次滯脹衝擊。我們的固定讀者可能已熟知我們的觀點，即經濟在2022年上半年（尤其是第一季末及第二季）可能會陷入滯脹局面（通脹高於正常水平，增長低於正常水平）。有關通脹高於正常水平的觀點相信不會引起爭議，因為俄烏衝突實際上已導致能源（及食品）價格持續上漲的情況急劇惡化。

能源及食品價格急升引發的進一步影響是增長衝擊，眾所周知，能源需求的彈性有限；換言之，即使天然氣價格或取暖成本飆升，我們仍然需要上班及取暖，因此，消費者唯有動用儲蓄，或削減其他領域的開支。畢竟，大部份主要經濟體的實質工資正處於負增長，而且消費信心數據疲弱。本周公布的美國個人收入數據顯示，收入按月增長0.0%，開支增加完全是由儲蓄率下降所支持。

在這種不健康的消費環境下，將難以承受另一次價格衝擊。在未來數周，我們預期將會更詳細考慮能源風險對全球消費者的影響。

我們早已預期高成本將會抑制增長，但俄烏衝突使問題更趨複雜，並將會導致孳息曲線持續走平。這也可能會擾亂我們的預期，即大部份主要經濟體的通脹率將於2月之後開始降溫，並在年底前大幅下降至2%。我們仍然相信通脹將會下降，但其速度可能會受到緊張局勢所影響。

此外，供應鏈中斷可能會限制我們期望能推動2022年下半年經濟增長的補充庫存，因此，我們認為年底前重返「舒適圈」的機會似乎不大。

2. 央行可能減慢政策收緊步伐。本周不少央行官員在公開場合發言，無可避免談及俄烏衝突。大部份官員強調這次事件對前景帶來的不明朗因素，並且淡化3月加息50基點的可能性。與此同時，市場對聯儲局加息50基點的觀點，已由兩周前的「接近肯定」降至目前只有20%。這與我們的[央行政策展望](#)一致：認為加息50基點的機率被高估。事實上，我們仍然相信美國聯儲局於年內可能合共加息三次，並會進行量化緊縮，而市場目前仍然認為未來12個月將加息六至七次。

現時，聯儲局再次面對來自全球及供應鏈情況所造成的通脹，而且加息對紓緩地緣政局發展引致能源帶動的通脹幫助不大。然而，由於服務業通脹溫和上升帶來的壓力，以及通脹按年上升超過7%所形成的政治挑戰，預料當局仍會繼續推進正常化。

我們認為聯儲局在年內立場將轉趨溫和，最主要原因是我們預期當局言論主調將由高通脹轉為低增長。若我們的預期正確，俄烏衝突將令增長衝擊惡化，我們便更有信心認為市場被高估：這是基於目前價格反映3月份加息50基點的機會仍有20%，以及市場預期聯儲局在2022年收緊政策的幅度。假設聯儲局調整立場，孳息率曲線將會重新走斜（投資者殷切希望出現的情況），以支持本周期延續。

當然，俄烏衝突並非只對美國聯儲局政策造成影響。我們預期加拿大央行、英倫銀行及歐洲央行的取態將轉趨溫和，尤其是正在評估滯脹動力的歐洲央行。

3. **相對影響。**我們預期環球步伐漸趨分歧的主題將在2022年變得更重要。雖然俄烏衝突帶來的滯脹衝擊影響全球，但不同市場承受的影響不一。對主要宏觀經濟體來說，鑑於歐洲倚賴天然氣供應，加上目前面對的弱勢，因此能源價格上漲對歐洲經濟增長的打擊最大。事實上，歐洲未來數年陷入經濟衰退的可能性將會增加（但目前衰退並非我們的基本情況預測）。我們相信美國具有較佳條件，能抵銷部份能源和食品價格通脹，但以絕對值來看，美國經濟仍會受損。

誠如[Sue Trinh的分析](#)所示，新興市場整體轉弱，但能夠承受能源和食品價格攀升的經濟體（例如新加坡及馬來西亞），或流動性衝擊風險最低的市場（例如印尼和菲律賓）表現可能相對較佳。環球出口動力亦可能略為放緩，因此較少倚賴外需的經濟體可能享有溫和的相對優勢。

## 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。

550174