

2023 年第一季 | 全球宏觀展望

陰霾散 曙光現

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

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>11</u>
加拿大	<u>13</u>
歐洲	
歐元區	<u>15</u>
英國	<u>17</u>
亞太區	
亞太區	<u>19</u>
中國內地	<u>21</u>
印度	<u>23</u>
日本	<u>25</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>27</u>
墨西哥	<u>29</u>

環球概覽

可能定義 2023 年的趨勢

展望 2023 年，我們預期環球宏觀形勢將在年中出現劇變，上半年將經歷重重挑戰，情況要等到下半年才得到改善。主要央行大刀闊斧收緊貨幣政策及相關的滯後影響，估計會導致環球經濟增長在上半年同步放緩。

我們預期，環球經濟增長將大幅放緩，並遠低於國際貨幣基金組織（IMF）對環球經濟衰退定下的標準（低於 3%）¹。撇除新冠疫情衝擊和環球金融危機所造成的兩年衰退，2023 年的環球經濟，可能是 1980 年代以來增長最差的一年。我們預計，經濟下滑的情況在 2023 年上半年更為明顯，周期底部要等到第二或第三季才出現。

我們的分析顯示，大部份已發展經濟體可能會在未來一年陷入衰退，鑑於美國聯儲局以數十年來最迅速的步伐加息，美國經濟將持續受到政策大幅收緊所影響，實質利率將會上升，通脹將逐步緩和。

對不少投資者來說，2022 年令人不堪回首。持續滯脹的環境、揮之不去的地緣政治動盪，以及聯儲局進取的貨幣政策立場，導致多個資產類別錄得雙位數跌幅，投資者幾乎無險可避。

市場預期環球經濟出現衰退的機會率 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。

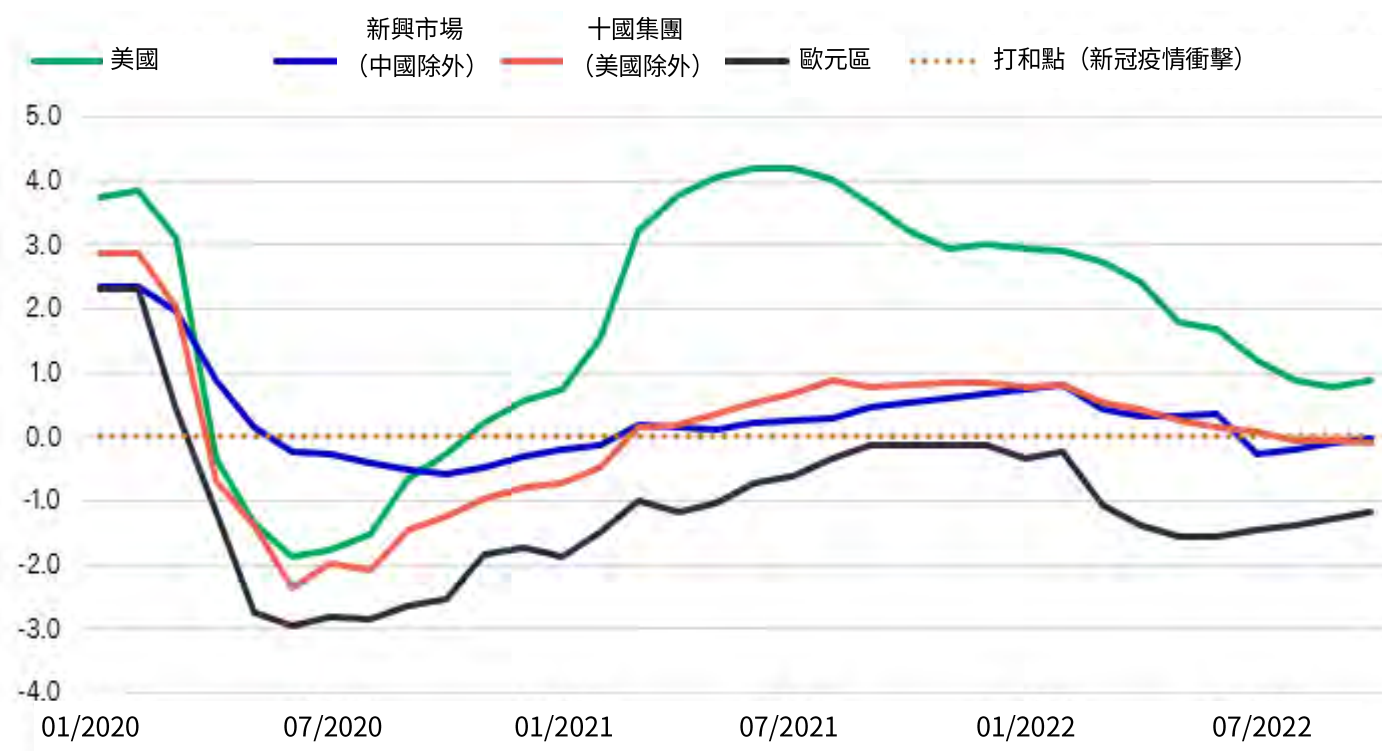
¹ 《崩潰與重生：理解全球經濟衰退與復甦》（Collapse and Revival: Understanding Global Recessions and Recoveries），國際貨幣基金組織，2015 年。

加拿大、澳洲、紐西蘭和英國等對利率敏感國家的經濟將顯得特別疲弱，受各自房地產市場低迷的溢出效應拖累，上述經濟體勢必面臨下行風險。歐洲大陸方面，增長阻力主要來自貿易價格比率造成的巨大負面衝擊。

與此同時，已發展經濟體的最終需求放緩、通脹高企和美元維持強勢，可能會對新興市場增長構成嚴重阻力。中國內地方面，全面撤銷防疫措施的過程崎嶇，加上外部需求疲弱、房地產行業持續受困，以及政策支持不足，預料到了 2024 年，中國國內生產總值增幅將維持低於長期趨勢。儘管如此，亞洲其他經濟體的前景略為好淡紛呈：我們預期外需疲弱將拖累出口增長，但由於庫存可能過剩，北亞地區尤其脆弱。另一方面，經濟重啟帶來強勁的反彈動力，以及家庭的資產負債狀況相對健康，有望緩解東盟國家的經濟弱勢。

面對環球通脹高企，聯儲局利率見頂的時間存在不確定性，以及全球經濟衰退可能性增加的宏觀環境，市場可能在 2023 年上半年接連出現較大幅及較長時間的波動。幸而，情況應會在下半年略為好轉，上述不利因素有望減弱，為金融市場營造更有利的環境。

對國內生產總值增長的累計預測修訂 (2020 年至 2023 年)



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至 2022 年 11 月 26 日。上圖中，新興市場代表以下經濟體的綜合數據：阿根廷、巴西、智利、中國、哥倫比亞、匈牙利、印度、印尼、南韓、馬來西亞、墨西哥、菲律賓、波蘭、俄羅斯、南非和土耳其。十國集團代表由十一個主要工業國家組成的集團：比利時、加拿大、法國、德國、意大利、日本、荷蘭、瑞典、瑞士、英國和美國。

我們的基本情況預測

我們的基本情況預測是，負面需求衝擊即將出現，足以令市場憂慮經濟增長狀況多於通脹，有關發展或會為各大央行轉向溫和政策奠定基礎，並在第四季放寬貨幣政策。這與當前市場價格所反映的情況及過去 50 年的歷史趨勢一致；在過去 50 年，大刀闊斧的加息政策使金融狀況迅速收緊，隨後經濟增長放緩，促使聯儲局周期由緊縮急轉至寬鬆。

雖然我們對 2023 年上半年的預測可能顯得悲觀，但謹記市況波動期間往往創造機遇。這也是主動型基金經理發揮才能，締造超額回報的時機。最重要的是，陰霾散盡終見曙光，我們預期下半年的市況將會改善。

我們的基本情況預測面臨三大主要風險

1 滯脹的持續時間：滯脹環境可能持續至 2023 年底 / 2024 年初

貨幣政策對實體經濟的影響通常要在 12 至 18 個月後才會浮現。我們憂慮目前環球緊縮周期的連鎖影響只是剛剛開始；從歷史上看，一旦緊縮周期結束，經濟增長便會顯著放緩。回顧剛剛過去的一年，環球金融環境在 2022 年 3 月才進入緊縮階段，美國在六個月後才跨過這個階段。換言之，環球經濟可能需要一段時間，才能度過最艱難的時期。同樣值得注意的是，當前周期的性質（大部份通脹因素由供應主導，且與地緣政治關係密切）也與過去的周期截然不同。供求平衡仍然緊張，商品所受的限制較以往更具約束力。重要的是，中國經濟重啟可能令市場再次聚焦商品面臨的限制，使已發展市場的貨幣政策前景變得複雜。

補充石油（例如美國戰略石油儲備）、天然氣（例如歐洲在冬季後補充天然氣庫存）、穀物（印度可能開始重建糧食緩衝）、戰略商品（例如高端半導體和碳氫化合物等關鍵商品）等商品庫存，以及綠色轉型所需的金屬用量，均很可能推高商品價格。貨幣政策方面，雖然聯儲局將以較慢的步伐加息，但聯儲局主席鮑威爾指出，當局目前的緊縮周期最終可能導致利率見頂水平高於早前預期。與此同時，個別聯儲局發言人表示，在開始考慮放寬貨幣政策前，利率可能於一段長時間內維持較高水平。

「我們憂慮目前環球緊縮周期的連鎖影響只是剛剛開始；從歷史上看，一旦緊縮周期結束，經濟增長便會顯著放緩。」

需要關注的主要跡象：

- 環球通脹
- 聯儲局政策與聲明
- 中國防疫政策的演變
- 庫存調整步伐

2 中國內地的防疫管控

我們認為，在 2023 年 3 月人大會議結束後，經濟重啟之路會取得進一步進展。近日，中國政府呼籲全社會推動長者接種疫苗，這是一個重大轉變，但僅靠勸說能否提高疫苗接種率，或疫苗接種工作能否如期迅速進行，結果尚待觀察。

需要關注的主要跡象：

- 疫苗接種率／死亡率
- 醫療基建容量
- 中國政府宣布中央策劃「由上而下」的結構性經濟重啟

3 美元強勢：過早斷定已見頂

美元走弱通常與環球增長前景改善及風險市場的承險環境有關；反之亦然。要令美元持續貶值，環球經濟（美國除外）增長就需要超越美國，而且美國與世界其他地區之間的利率差距也需要收窄；然而，這兩種情況目前似乎不太可能發生。新興市場央行補充外匯儲備緩衝，也可能為美元增添有利因素。

需要關注的主要跡象：

- 美國經濟增長
- 相對世界其他地區的息差

美元持續強勢可能對環球增長前景造成負面影響



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。灰色範圍代表經濟衰退。投資者不可直接投資於指數。

預測央行行動：何時改變政策才能稱得上真正轉向？

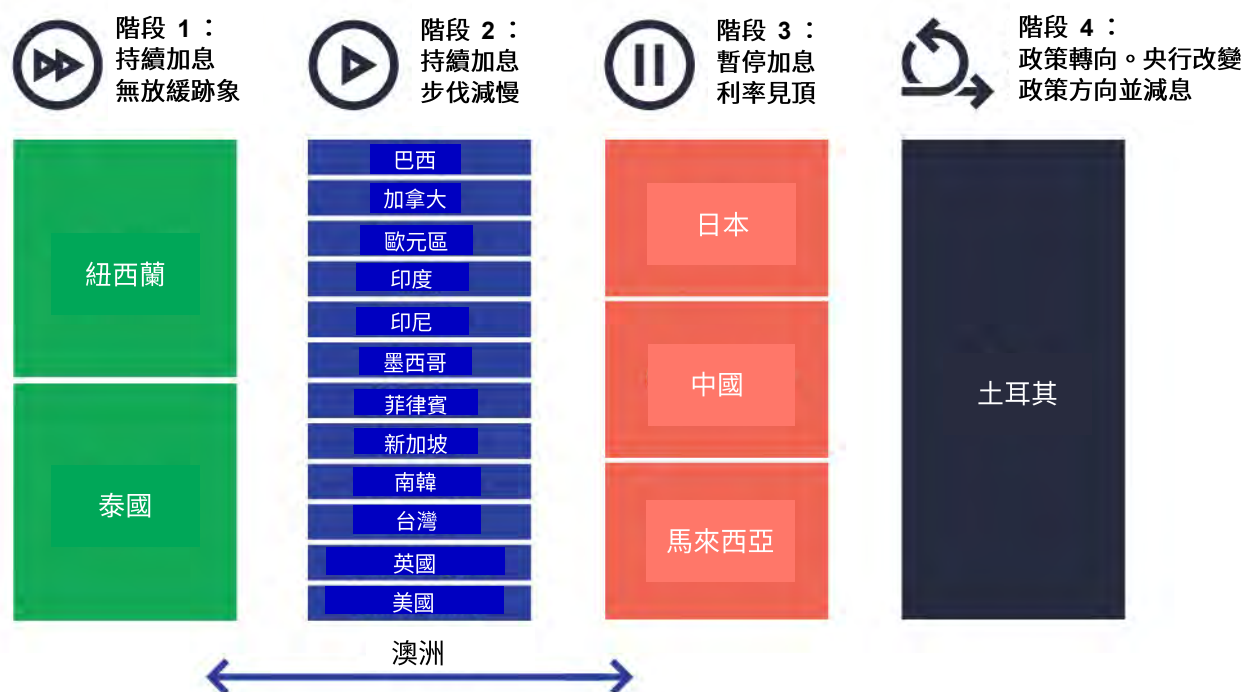
這是我們認為投資者應要考慮的另一個因素：我們應如何定義政策轉向？最近數周，市場焦點已轉至預測環球緊縮周期何時見頂，其中多次提及央行政策轉向。我們認為，「政策轉向」這四個字已成為當前描述貨幣政策出現任何變化的常用語。

然而，有關描述並未充分解釋利率周期的細微差別，因為政策轉向的時機和程度總是充滿變數。重要的是，我們討論的不只是個別央行，而是不同的央行，各自運作時均面臨不同的掣肘和挑戰。

我們認為，透過以下框架思考政策轉向的順序可能有所幫助：

- 階段 1 主動收緊政策—加快步伐／沒有放緩步伐的跡象
- 階段 2 持續收緊政策—減慢緊縮步伐
- 階段 3 政策利率見頂—暫停加息
- 階段 4 政策轉向—央行改變政策方向並減息

貨幣政策：由緊縮轉向寬鬆



資料來源：宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 16 日。澳洲儲備銀行橫跨第一至第三階段：雖然近日宣布下調加息幅度，但澳洲央行的會議紀錄和聲明反映，當局希望在日後保持較大的加息空間。

透過這個框架，我們能夠清楚了解到只有少數央行真正處於政策轉向的時機，或準備好結束緊縮周期並展開寬鬆周期。因此，我們認為在 2023 年上半年，市場的討論焦點將會是處於第一和第二階段的央行進入第三和第四階段的步伐。

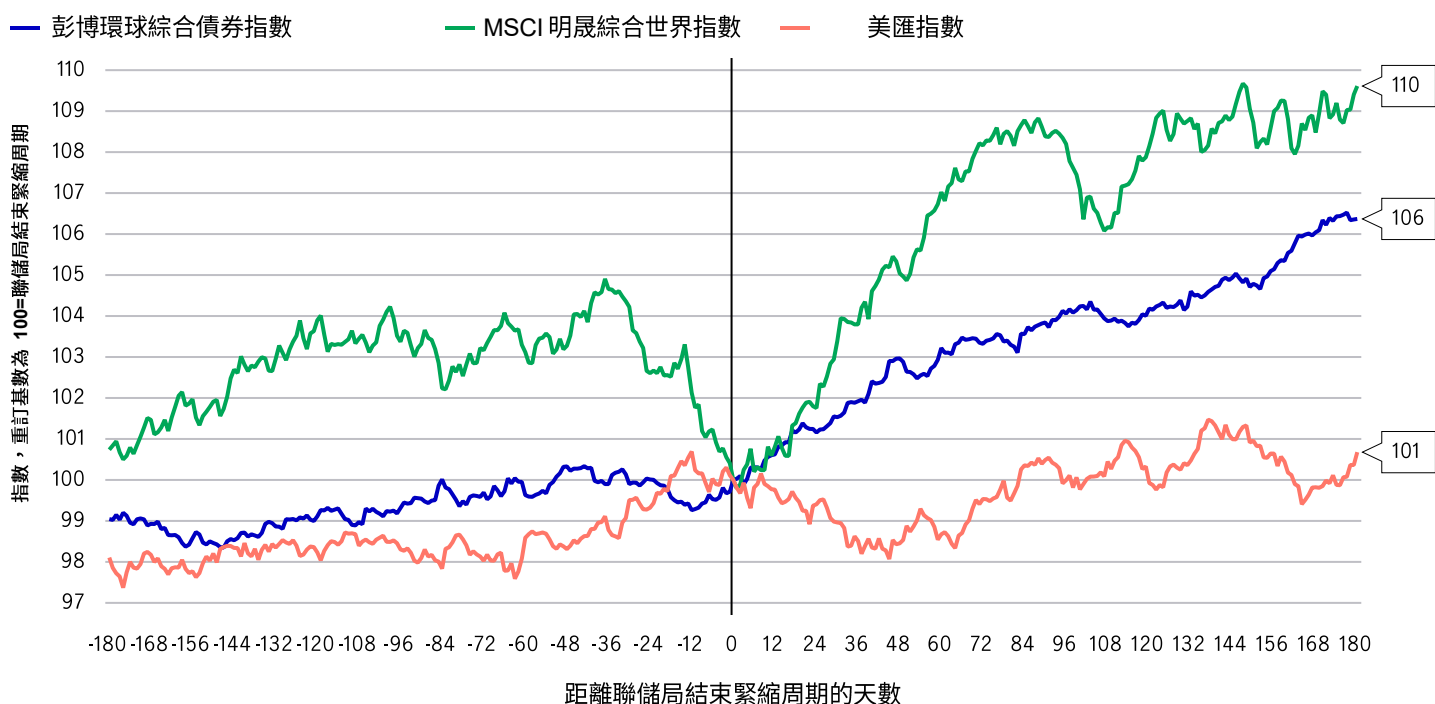
我們認為，只有少數央行真正處於政策轉向的時機。

在聯儲局利率周期變化期間，風險市場通常有何表現？

綜觀各國央行，聯儲局的政策路徑為金融市場造成的影響最大，這一點幾乎毋庸置疑。考慮到我們的基本情況預測是，聯邦基金利率將在 2023 年上半年升至接近 5%才見頂，隨著市場憂慮經濟增長狀況多於通脹環境，聯儲局將在年底前減息，因此我們有必要評估在聯儲局改變緊縮周期之際，風險資產通常有何表現。

- **環球股票**²—環球股票自 2022 年 10 月觸及低位以來，現已回升 10%至 15%³，因為有跡象顯示聯儲局可能減慢緊縮步伐。然而，我們的分析顯示，股票往往只在緊縮周期結束時觸底，而非周期結束前。換言之，加息步伐放緩通常不足以導致股票觸底。

聯儲局結束緊縮周期時的市場表現



資料來源：標準普爾道瓊斯指數、美國財政部、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。

² 我們所使用的 MSCI 明晟綜合世界指數是一項自由流通加權股票指數，涵蓋已發展市場和新興市場的大型及中型公司股票，用以代表環球股票。投資者不可直接投資於指數。
³ 彭博資訊，截至 2022 年 12 月 13 日。

- **環球債券**⁴—與股票無異，環球債券已從去年 10 月的拋售中回升過來，原因是聯儲局減慢緊縮步伐。我們的分析再次顯示，環球債券通常在聯儲局結束緊縮周期時觸底；但聯儲局放緩加息步伐可能並非充分誘因。
- **外匯**—截至撰文之時，由於市場認為聯儲局將放緩加息步伐，美匯指數（代表美元的指標）由去年 9 月底的高位下跌約 8.5%³。市場普遍認為美元已經見頂，聯儲局或會即將暫停加息，並在 2023 年開始減息。雖然美國孳息率見頂是美元走弱的必要條件，但並非充分條件。要令美元持續貶值，環球經濟增長（美國除外）就需要超越美國，而且美國與世界其他地區之間的利率差距也需要收窄。然而，這兩種情況目前似乎不太可能發生。

此外，我們的分析顯示，在聯儲局結束緊縮周期之際，美元通常會暫時貶值，一般持續約 40 天；但美元往往能夠在隨後三個月內收復所有失地。我們預期這次的情況也一樣：無論聯儲局會否在 2023 年暫停加息周期，美元相對大部份其他貨幣仍具有收益優勢。此觀點也跟第二項推動美元表現的周期性因素（美國經濟表現出色）保持一致。

利率差距：美國債券息差相對美匯指數減去美國 2 年期債券孳息率（基點）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。

⁴ 我們所使用的彭博環球綜合債券指數是一項追蹤環球投資級別債券的表現，包括固定美國國債、政府相關債券、企業債券及證券化債券。投資者不可直接投資於指數。

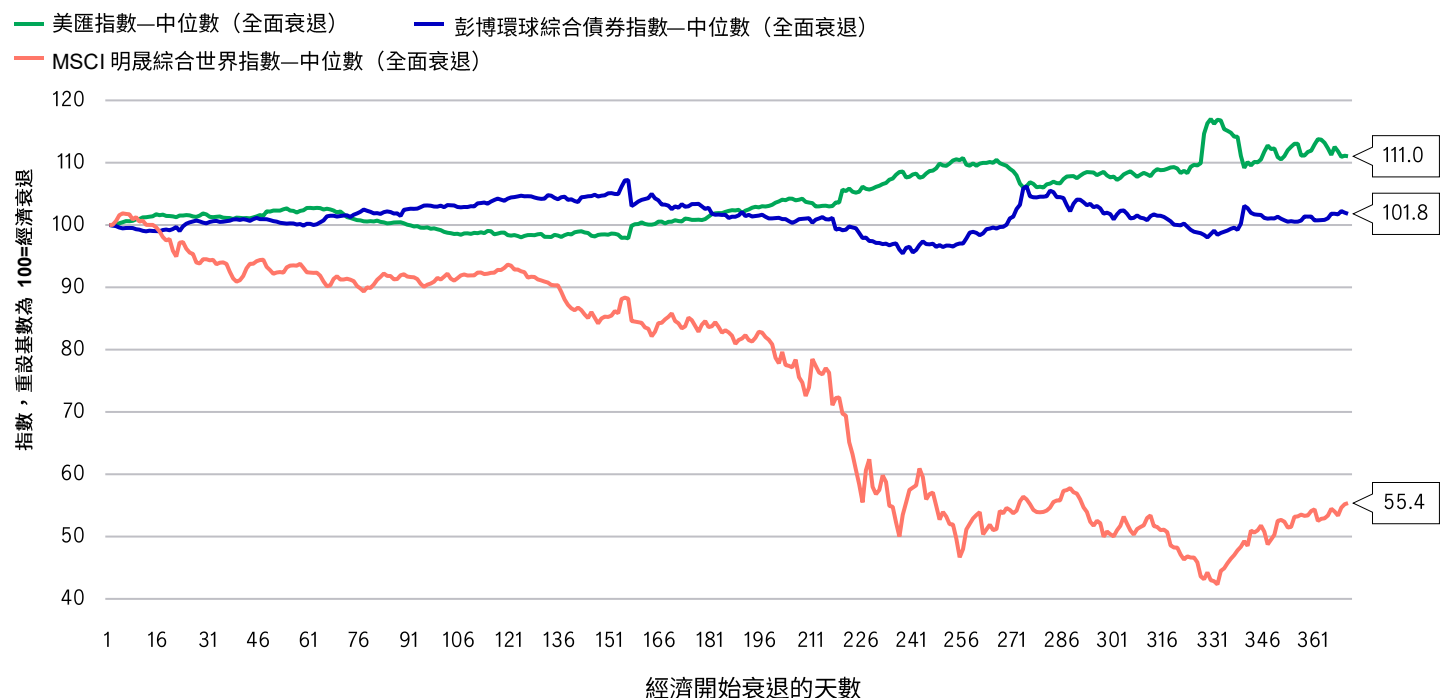
有關環球經濟可能衰退的猜測不斷升溫

儘管在最近數月，市場對環球經濟衰退的預測不斷升溫，但有關預測尚未形成共識，經濟衰退的機會率低於 50%。值得注意的是，市場仍然質疑美國經濟陷入衰退的可能性。在分析風險資產於美國經濟衰退期間的表現時，我們再次進行篩選，並發現在經濟衰退開始前，環球股票往往不會觸底。然而，主張環球孳息率在美國經濟正式陷入衰退前便已見頂的論點較具說服力。美元方面，美國經濟衰退未必利淡美元，除非美國經濟導致全球陷入經濟衰退。即使聯儲局的減息幅度較其他央行進取，情況也是如此（因為美元具避險性質）。

一如既往，箇中關鍵在於保持審慎，避免確認偏差和群體思維

總括而言，雖然投資者在心理上可能認為市場最動盪的時期已經過去，但我們的分析顯示情況並非如此。政策需要一段時間才能對實體經濟發揮作用，這次的情況也是一樣。儘管如此，經驗豐富的投資者自然會明白，市場波動可帶來吸引的機遇，而且較長投資年期通常有助緩和急劇的市場波動。一如既往，箇中關鍵在於保持審慎，避免確認偏誤和群體思維。我們認為，經濟前景將會改善，並即將出現正面變化，但我們仍需等待一段時間。

股票、債券和美元在過去美國經濟衰退期間的表現



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。

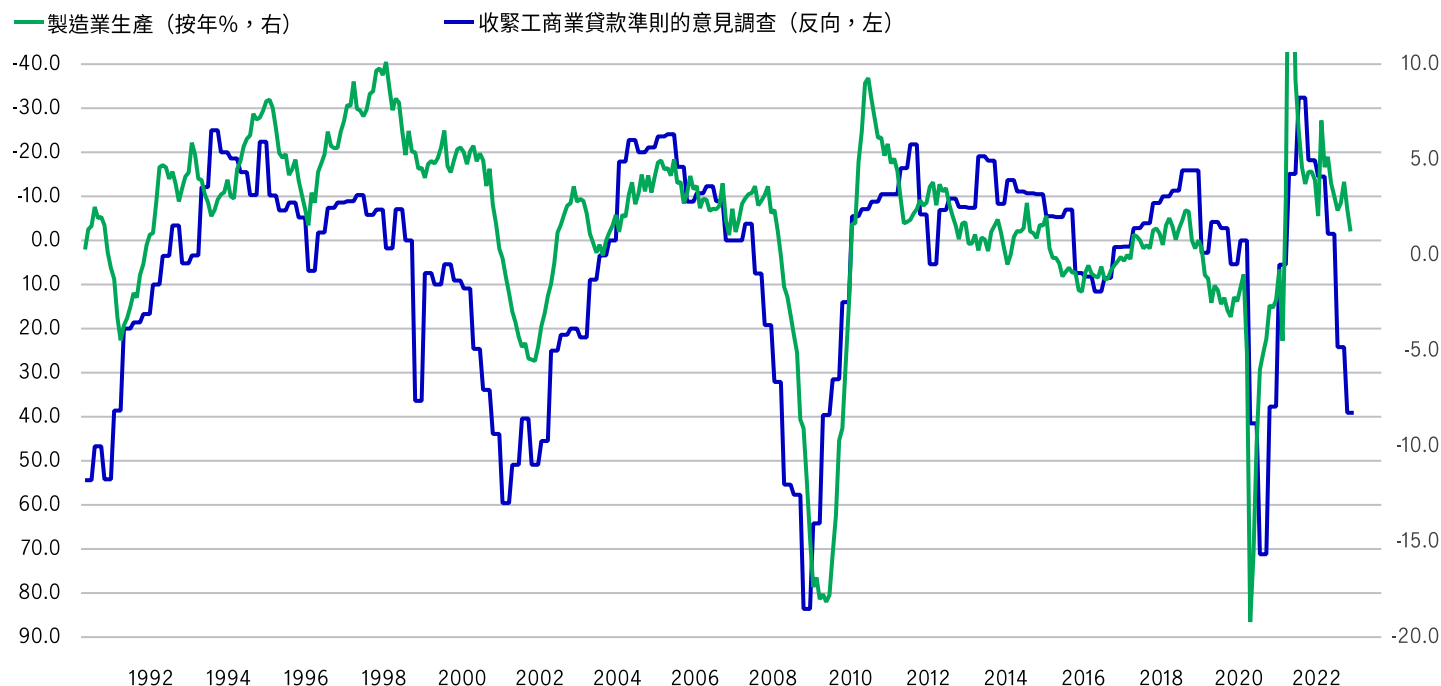
美國

宏觀大局

我們預期美國的經濟前景將在未來一年逐步趨於樂觀。展望 2023 年，隨著美國聯儲局在 2022 年收緊貨幣政策後所累積的滯後效應逐漸削弱消費、就業和製造業活動，當地經濟或會在年初步入衰退。一般而言，當局本來可以推出財政支持政策以緩解相關衝擊，但考慮到此前已實行規模龐大的防疫紓困措施，因此政府開支也可能不利於經濟增長。此外，在國會分治下，進一步加推大規模刺激措施的可能性不大。鑑於市場試圖預測聯邦基金利率的見頂水平和時間，貨幣政策可能再次成為左右市場的主題。我們預期美國利率將在 3 月見頂，屆時息口料升至 5.00% 至 5.25% 水平。除此之外，投資者的焦點或會轉向可能首次減息的時間。我們相信隨著美國就業和通脹壓力減弱，程度足以提供放寬政策的理據，當局將在第四季作出首次減息。

「鑑於市場試圖捕捉聯邦基金利率的見頂水平和時間，貨幣政策可能再次成為左右市場的主題。」

收緊政策導致放貸準則趨於嚴謹，繼而削弱經濟增長 (%)



資料來源：美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

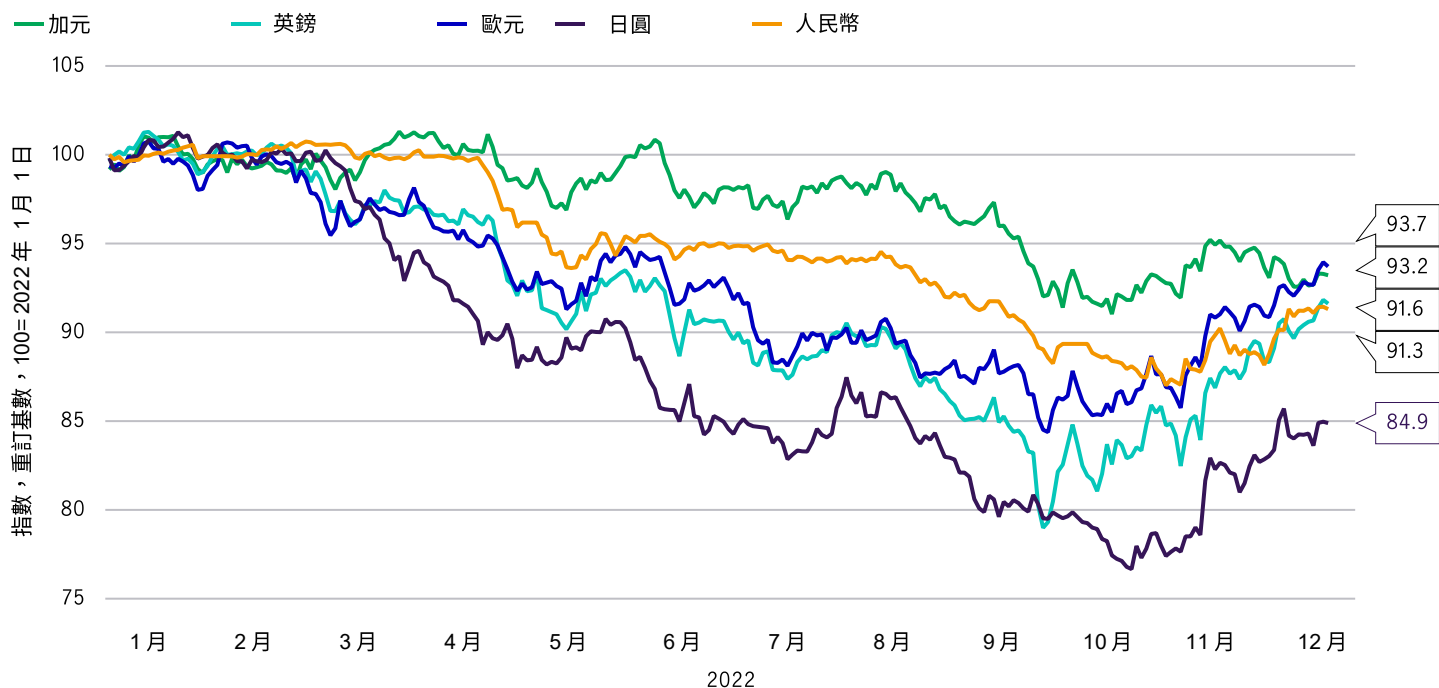
我們注視的因素

- **勞動力過剩的程度** — 通脹幾乎是 2022 年唯一的市場焦點，但我們預期 2023 年投資者將日益注視勞動力過剩的程度。聯儲局放寬政策的前提是工資增長減慢（中期通脹的關鍵動力），但若勞工市場在年內大部份時間仍然緊張，則可能令當局推遲政策轉向。
- **服務業** — 雖然大部份跡象顯示消費明顯放緩，但服務業的穩健勢頭仍難以逆轉。服務業料將在未來一年如市場預期般逐漸放緩。
- **美元** — 我們認為投資於任何國際股票時，至少應從外匯角度進行評估。

主要市場觀點

- **股票** — 除非利率見頂的時間顯得明朗，而且我們確信市場價格已妥為反映衰退的可能性，否則我們仍會保持謹慎。因此，我們相信未來一年對股票傾向防守性部署屬合理之舉。
- **固定收益** — 隨著固定收益範疇日益吸引，過去十年一直佔主導的追求收益基調已被利率攀升所掩蓋。與股票情況一樣，信貸和高收益債券的息差尚未觸及一般隨著經濟衰退出現的水平；因此，我們側重於質素較高的債券。

匯率是 2023 年作出任何投資的關鍵考慮因素



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

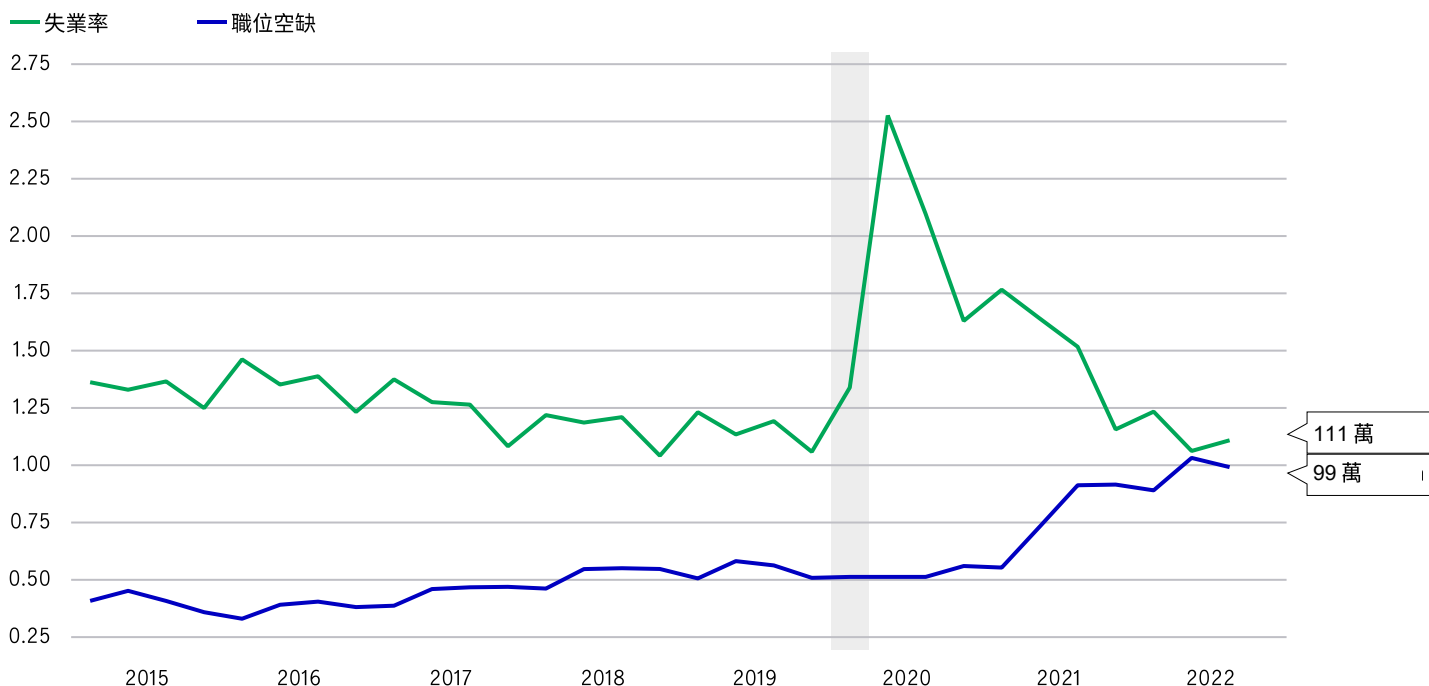
加拿大

宏觀大局

我們預期加拿大經濟將在 2023 年錄得負增長。在消費增長放緩、庫存顯著過剩及環球需求疲弱的共同影響下，加拿大經濟料將陷入溫和衰退，其後展現輕微復甦。住宅投資至今大致受房地產交投下滑所拖累。新屋動工量應會在其後放緩，繼而對國內生產總值增長加添下行壓力，但這應屬暫時性質。此外，鑑於加拿大的建造和製造業等高度周期性行業的就業率佔比高於美國，因此當地勞工市場在一定程度上更容易受環球經濟衰退衝擊。儘管如此，大部份行業仍面對創紀錄的勞工短缺問題，因此未來一年相關工時或會較往常縮短。最後，我們預期隨著供應面改善，加上貨品和服務需求轉弱，當地通脹將持續降溫。

我們認為，大部份行業仍面對創紀錄的勞工短缺問題，因此未來一年相關工時或會較往常縮短。

勞工短缺問題嚴重，或會抵銷失業率的影響



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。灰色範圍代表經濟衰退。

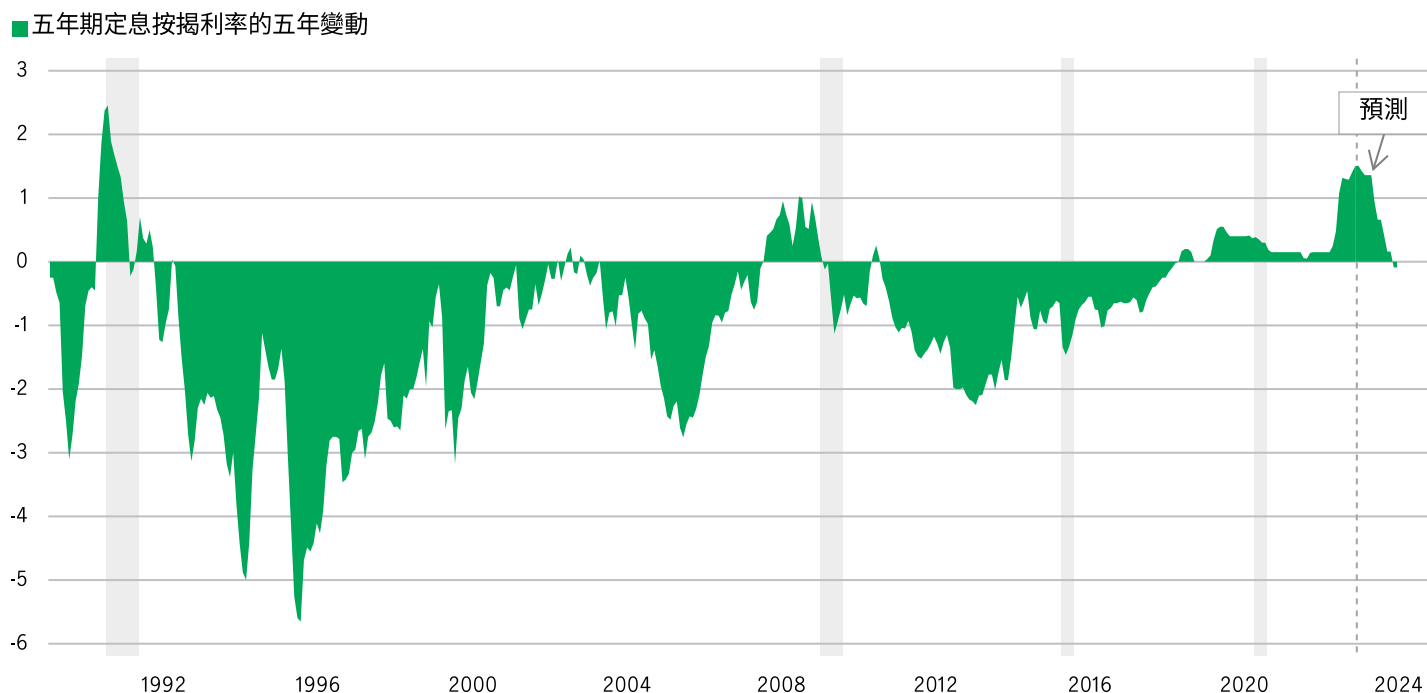
我們注視的因素

- **樓市活動** — 擁有物業按揭的加拿大民眾佔 35%⁵，預期在 2023 年大部份時間，他們將需要以遠高於目前水平的利率進行再融資。任何財務受困的跡象均會令市場憂慮，但加拿大央行已接近結束緊縮周期，因此我們相信按揭利率可望在短期內見頂。
- **量化緊縮** — 在 2022 年，加拿大央行的資產負債表收縮約 900 億加元⁵，因為央行沒有回購即將到期的資產（以政府債券為主）。量化緊縮措施料將延續至 2023 年，對本已波動及流動性略為不足的債市增添壓力。我們將注視這加拿大金融體系重要環節的受壓跡象。

主要市場觀點

- **股票** — 2022 年初至今，標準普爾 / TSX 綜合指數大部份行業表現領先標準普爾 500 指數，反映在艱難市況下，配置於該指數看來是可靠的防守性策略。鑑於 2023 年將迎來通脹放緩的環境，商品價料回落，因此該指數或難以重演 2022 年的出色表現。樓市下行可能對金融企業的業績構成壓力。
- **利率與貨幣** — 鑑於經濟環境疲弱及通脹放緩，我們仍然預料央行將在 2023 年下半年減息。在市場預期減息下，加拿大政府債券孳息率很可能走低。另外，商品價格回落，加上美國與加拿大債券息差高於往常，或會遏止加元大幅升值。

加拿大：1990 年代以來最顯著的按揭再融資衝擊 (%)



資料來源：加拿大央行、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 12 日。灰色範圍代表經濟衰退。

⁵ 加拿大央行，截至 2022 年 12 月 6 日。

歐元區

宏觀大局

歐元區經濟前景惡化的情況似乎已經回穩，市場預期在 2023 年，區內經濟接近零增長，其後在 2024 年溫和擴張。雖然前景持續令人失望，但近期已告回穩，帶動歐洲股市的絕對和相對回報均大幅回升。我們相信歐洲央行將在第一季進一步加息 100 基點。歐洲央行實施緊縮周期至今，避免區內主權債券息差出現令人憂慮的擴闊情況，但隨著央行應會在 2023 年初開始量化緊縮，市場仍然關注資產負債表的發展。歐元區通脹前景持續帶來挑戰，原因是政策官員一直注視仍在進行的工資談判及其對廣泛物價壓力的影響。投資者對能源危機的憂慮似乎有所降溫，但由於其進一步發展及連鎖效應與政治風險相關，因此我們仍會保持警惕。

「歐元區通脹前景持續帶來挑戰，原因是政策官員一直注視仍在進行的工資談判及其對廣泛物價壓力的影響。」

德國與意大利 10 年期政府債券息差收窄 (%)



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 6 日。

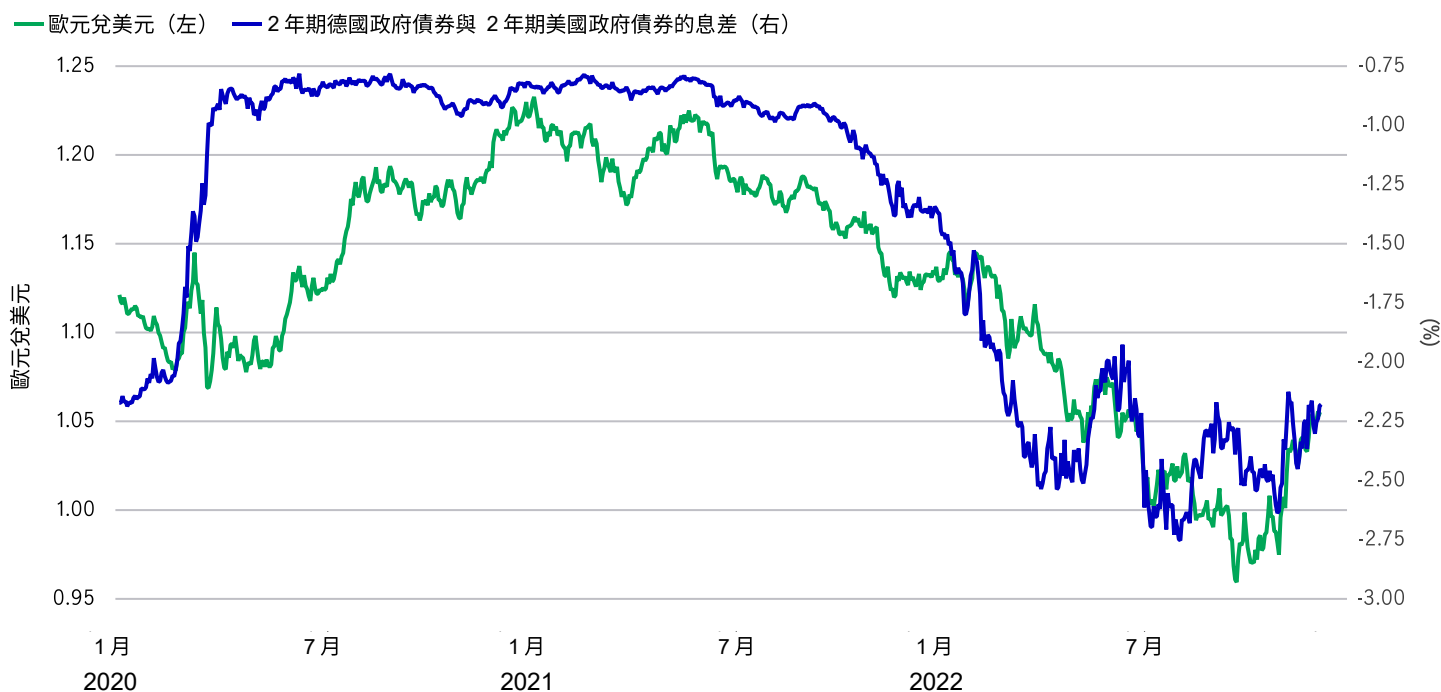
我們注視的因素

- **歐元區工資增長** — 考慮到歐元區工資壓力廣泛上升，政策官員正密切注視持續進行的工資談判，原因是談判結果或會對中期通脹前景帶來重大風險。
- **歐元區利率** — 在歐洲央行緊縮周期的首個階段，基準政府債券孳息率和周邊國家債券息差已顯著受控，但央行將在 2023 年初推行量化緊縮，可能引起市場劇烈迴響。

主要市場觀點

- **股票** — 隨著市場參與者對能源、地緣政治局勢、通脹和增長相關風險顯著緩和作出反應，歐洲股市的絕對和相對回報均大幅反彈。我們認為區內股市有望在 2023 年延續出色表現。
- **貨幣** — 我們預期歐元兌美元將繼續收復去年失地，逐步升至 1.10 至 1.15 的水平。美國與歐元區的利率差距收窄，為歐元帶來基本因素支持。隨著投資者重新評估其持有的歐元計價資產，我們認為對歐元過度看淡的情緒和現有持倉，也可能為歐元提供進一步上升空間。

歐美息差收窄為歐元兌美元帶來基本因素支持



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

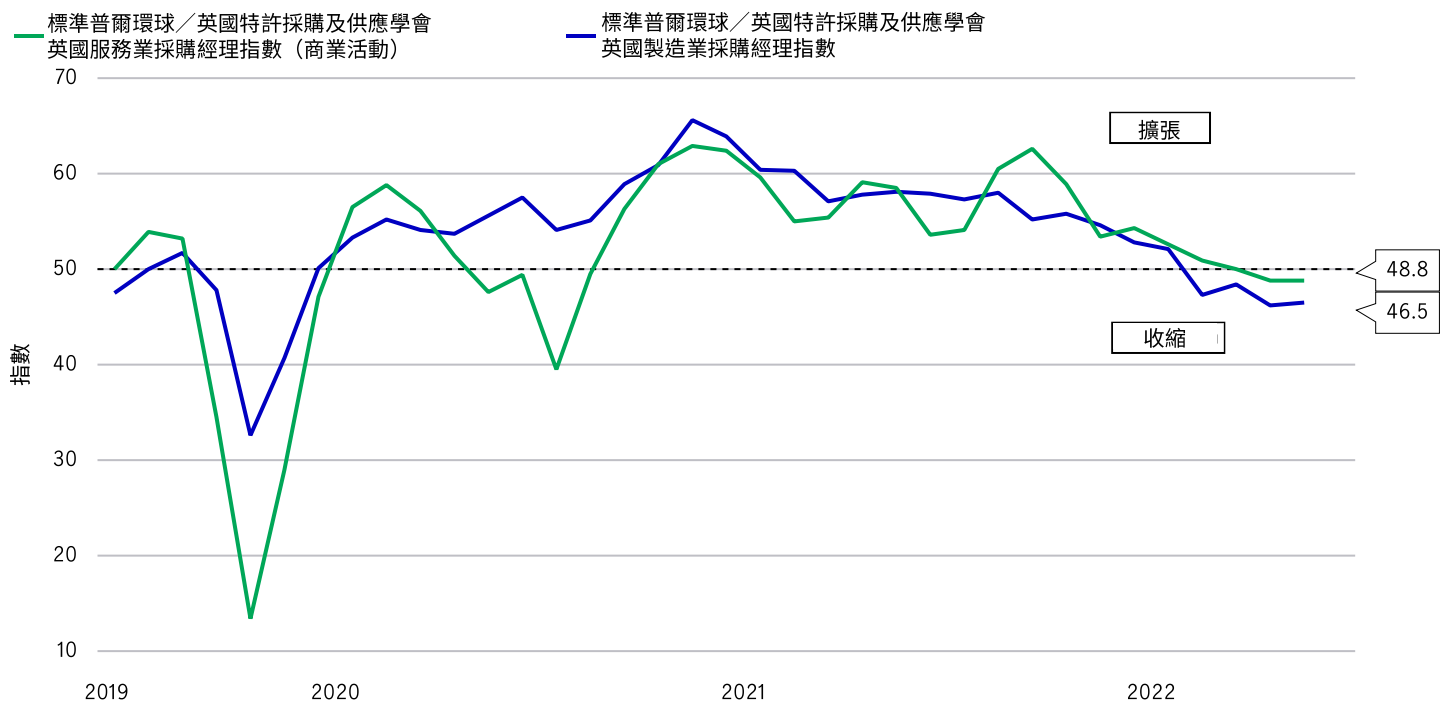
英國

宏觀大局

市場預期英國經濟將在 2023 年上半年收縮，其後在年底溫和復甦，可見其經濟前景持續面對挑戰。經濟增長的阻力仍然廣泛，金融狀況趨緊，勢將影響消費、商業和住宅投資。辛偉誠接任英國首相後，發表市場迫切需要的紓困方案，此前財政前景的不明朗因素一直令市場飽受困擾。在錄得雙位數整體通脹的環境下，英倫銀行維持強硬立場，但近期的聲明已淡化市場預期一直反映的進一步收緊政策力度。我們預期英倫銀行會在 2023 年首季把利率調高至 4%。儘管《北愛爾蘭協定》的不明朗因素仍然持續，蘇格蘭也繼續試圖爭取舉行獨立公投，但政治和地緣政治風險看來已顯著減弱。

「經濟增長的阻力仍然廣泛，金融狀況趨緊，勢將影響消費、商業和住宅投資。」

高頻增長指標已跌至收縮區間



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 7 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

- **英國樓市** — 利率趨升嚴重影響按揭需求，而且樓價跌勢加快。隨著定息按揭持有人在未來數年尋求再融資，英倫銀行收緊政策的滯後影響對家庭消費帶來重大風險。
- **英國勞工市場的發展** — 失業率觸及 1974 年以來最低水平，反映勞工市場仍然非常緊絀。鑑於英倫銀行致力遏抑通脹，工資再度加快增長或會對央行政策構成主要挑戰。

主要市場觀點

- **股票** — 近期英國股市的相對表現甚為出色。我們認為，若環球經濟增長在 2023 年下半年好轉，英國股票有可能創疫後新高。
- **貨幣** — 英鎊由去年 9 月底的低位顯著回升近 20%。考慮到在一段長時間投資氣氛仍屬利淡，加上投資者採取看淡部署，意味英鎊只要一些利好因素，便可取得優於預期的升勢，因此英鎊前景仍然向好。

近期英國股市的領先步伐加快



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 7 日。投資者不可直接投資於指數。

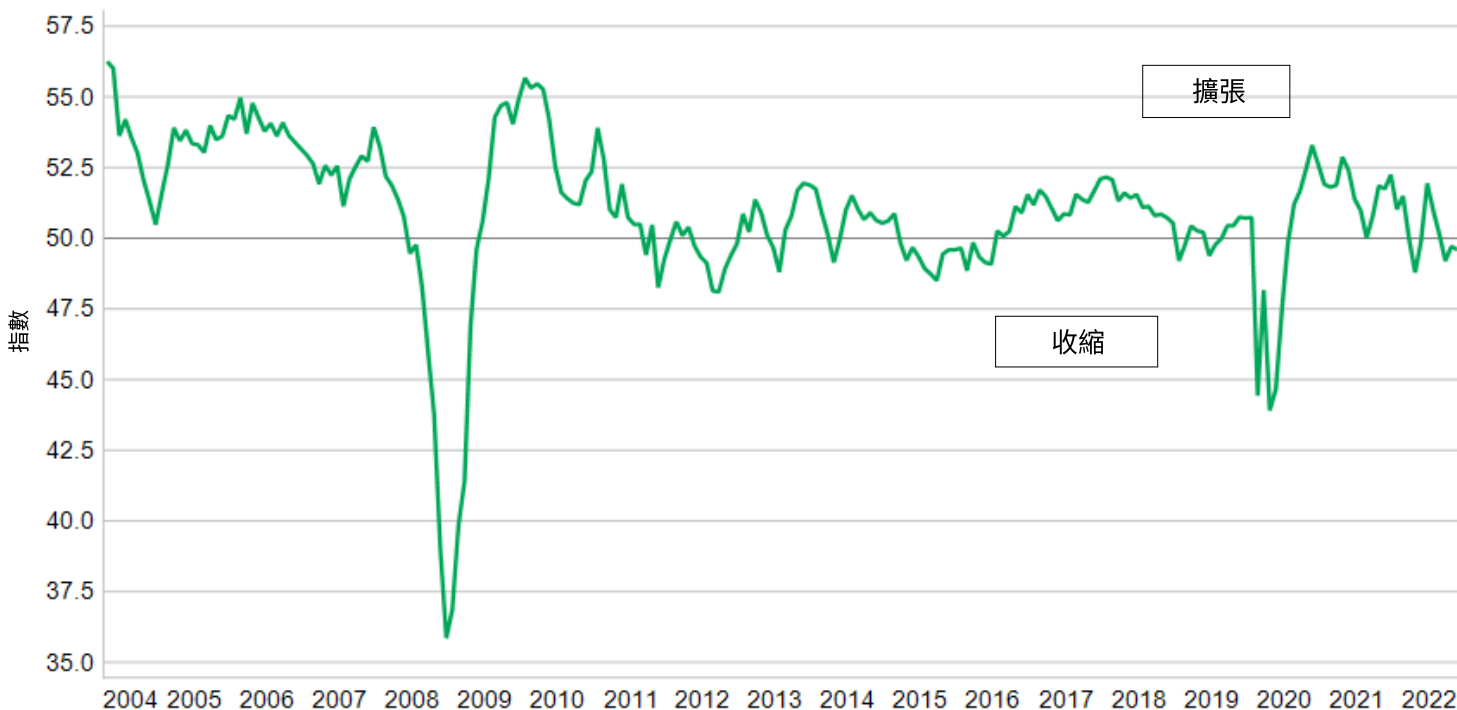
亞太區

宏觀大局

隨著環球經濟陷入衰退，亞太區經濟將難免受拖累。近期央行積極加息，而且通脹居高不下，亦可能對消費開支構成限制。2022 年 11 月，區內經濟活動明顯展現初步放緩的跡象，由於就業指數急跌，製造業採購經理指數進一步跌至收縮區間。另外，有跡象顯示出口增長正在減速。利好消息是區內經濟重啟及國際旅客人數持續回升，可望為著名旅遊目的地的增長帶來支持，尤其是泰國。與此同時，隨著運輸及能源價格通脹持續降溫，多個經濟體的整體通脹似乎已經見頂，並有機會於未來數月進一步下跌。我們亦預料區內央行的焦點將由控制通脹轉至推動需求。我們認為大部份緊縮周期將於 2023 年第一季前後結束，個別央行更可能於 2023 年底開始減息。

「利好消息是區內經濟重啟及國際旅客人數持續回升，可望為著名旅遊目的地的增長帶來支持，尤其是泰國。」

亞洲製造業採購經理指數跌至收縮區間



資料來源：IHS 麥凱德、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 8 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。

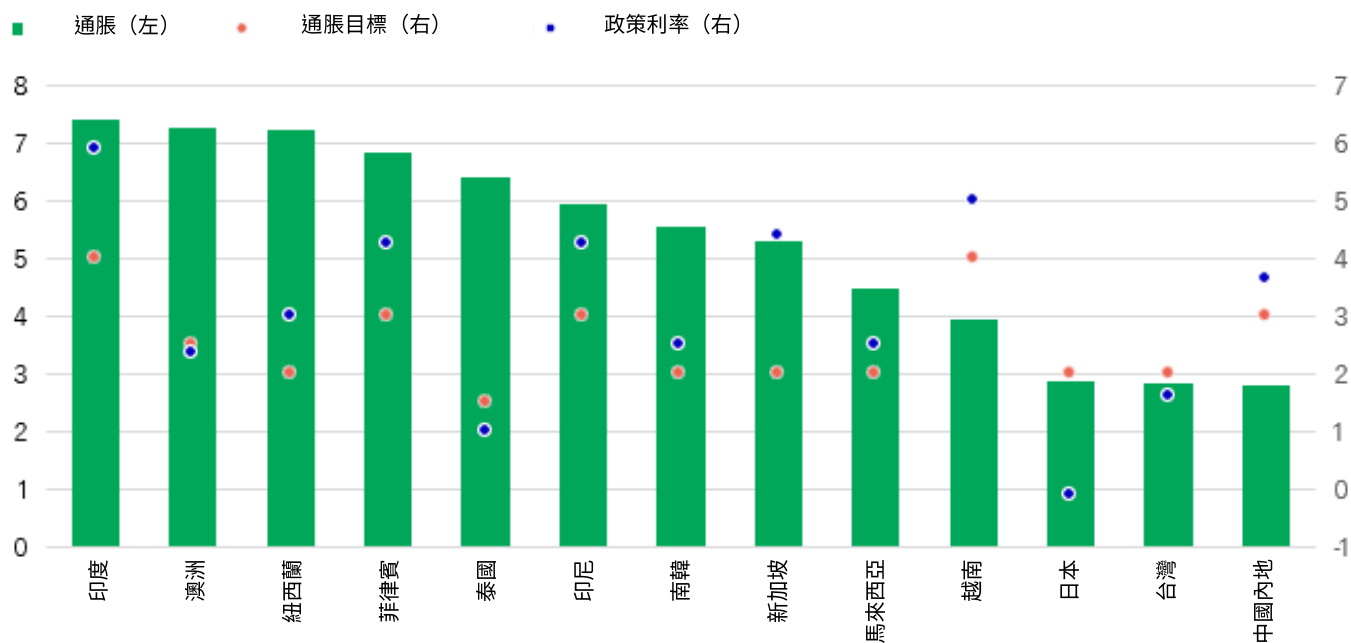
我們注視的因素

- **亞洲出口增長放緩** — 東北亞的庫存過剩，加上環球對亞洲出口貨品的需求減弱，意味亞太區將失去美元資金的主要來源，可能為區內經濟增長帶來負面影響。
- **通脹** — 雖然區內普遍出現通脹放緩，但多個市場的通脹仍遠高於目標水平，央行在通脹重返目標水平前或未敢鬆懈。

主要市場觀點

- **股票** — 我們先前建議選擇性投資於商品出口國，而非商品進口商，但全球陷入經濟衰退的風險升溫，意味市場將加劇波動、環球貿易持續偏軟和美元資金狀況收緊，因此就外圍流動性參數的相對強度再進行篩選或有助提振表現。經過額外的流動性風險篩選後，我們發現印尼及菲律賓的排名領先。
- **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。

政策利率、通脹及通脹目標（按年%）



資料來源：各地央行及統計辦公室、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 2 日。投資者不可直接投資於指數。

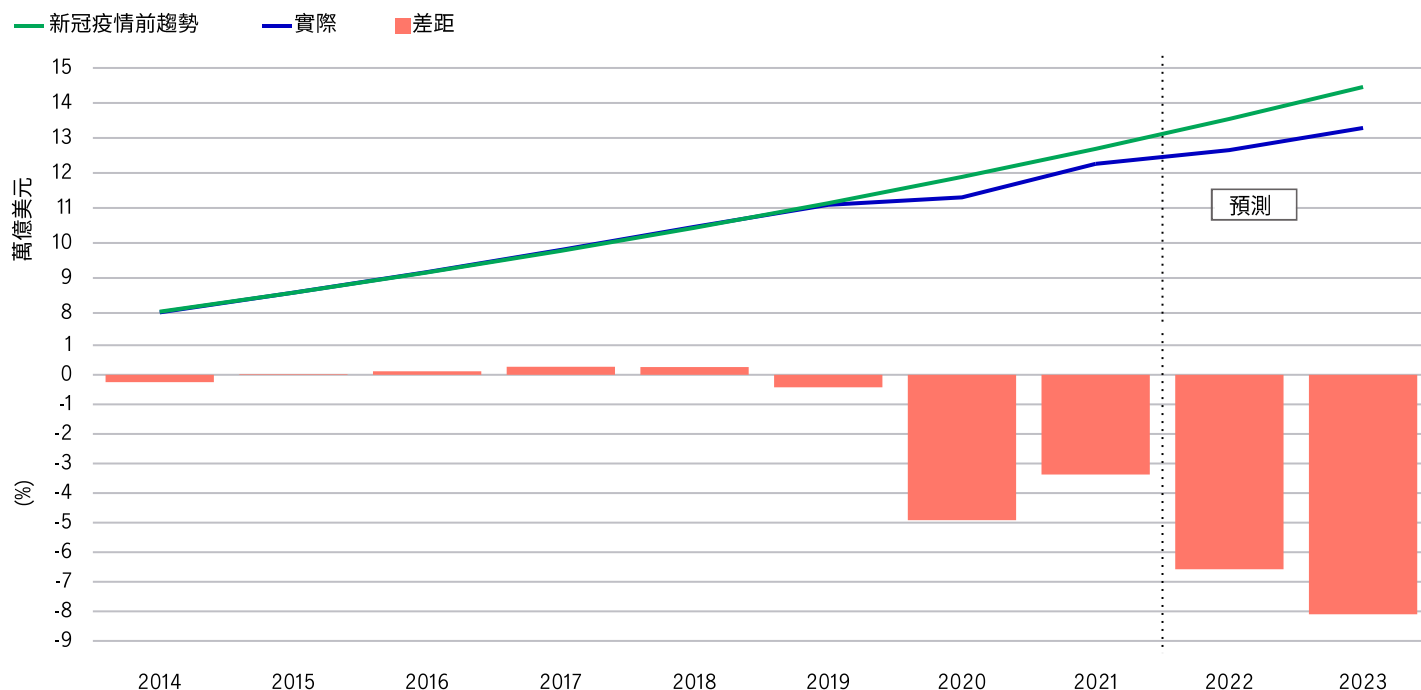
中國內地

宏觀大局

放寬多項清零措施的消息曝光後，市場樂觀情緒隨即飆升。例如數個城市將放寬公眾地方的陰性檢測規定和削減檢測站數目。此外，有報道指政府將 1 月底的長者疫苗接種率目標定於 90%。這些是令人非常鼓舞的訊號，但不明朗因素仍然存在：佔國內生產總值約 50% 的高風險地區仍可能被封鎖，而疫苗接種能否按計劃進行，以及較寬鬆的防疫政策能否平定這一波疫情仍屬未知之數。關鍵的是，若這些政策未能取得成效，我們不清楚當局將以甚麼措施應對。我們維持基本預測，認為中國經濟將在 3 月舉行的全國人民代表大會後進一步重啟。事實上，即使出現近期的事態發展，但大部份分析師對經濟重啟時間的預測未有改變。據報高級官員正在討論應否將 2023 年的國內生產總值增長目標定於 5% 左右。中國 2022 年國內生產總值增長估計為 3.2%，較新冠疫情前的趨勢（2014 年至 2019 年）低約 8%。

「我們認為中國經濟將在 3 月人大會議後進一步重啟。事實上，即使出現近期的事態發展，但大部份分析師對經濟重啟時間的預測未有改變。」

中國：若經濟在 2023 年增長 5%，經濟規模將較新冠疫情前的趨勢低 8%



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 9 日。

我們注視的因素

- **疫苗接種率、死亡率和醫療基建容量** — 我們認為這些關鍵指標將決定中國內地經濟能否如期在 2023 年第一季末全面重啟。
- **周期性動力** — 隨著感染率上升，加上政府需要實施限制以保障醫療系統，由清零政策過渡至與病毒共存或會構成干擾（在一至三個月的投資期內）。感染憂慮升溫，可能促使許多家庭盡量減少人際交往，令人流比率和消費受到限制。當醫院入住率及死亡率靠穩並轉趨溫和（應該在第二季發生），人流比率和消費活動可望回升。政府推出愈來愈多政策措施，為房地產發展商提供額外融資，但土地及房屋銷售依然欠佳，將使 2023 年的建築項目數量減少。

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，我們對預期中國企業提早從美國交易所除牌的風險保持警剔。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業、數碼經濟、高價值環球生產、先進科技和消費升級的股票。
- **固定收益** — 鑑於增長持續不振，加上中國人民銀行維持寬鬆立場，我們預料中國政府債券孳息率將進一步下跌。

中國股票蘊藏個別策略性投資機遇



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 9 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。

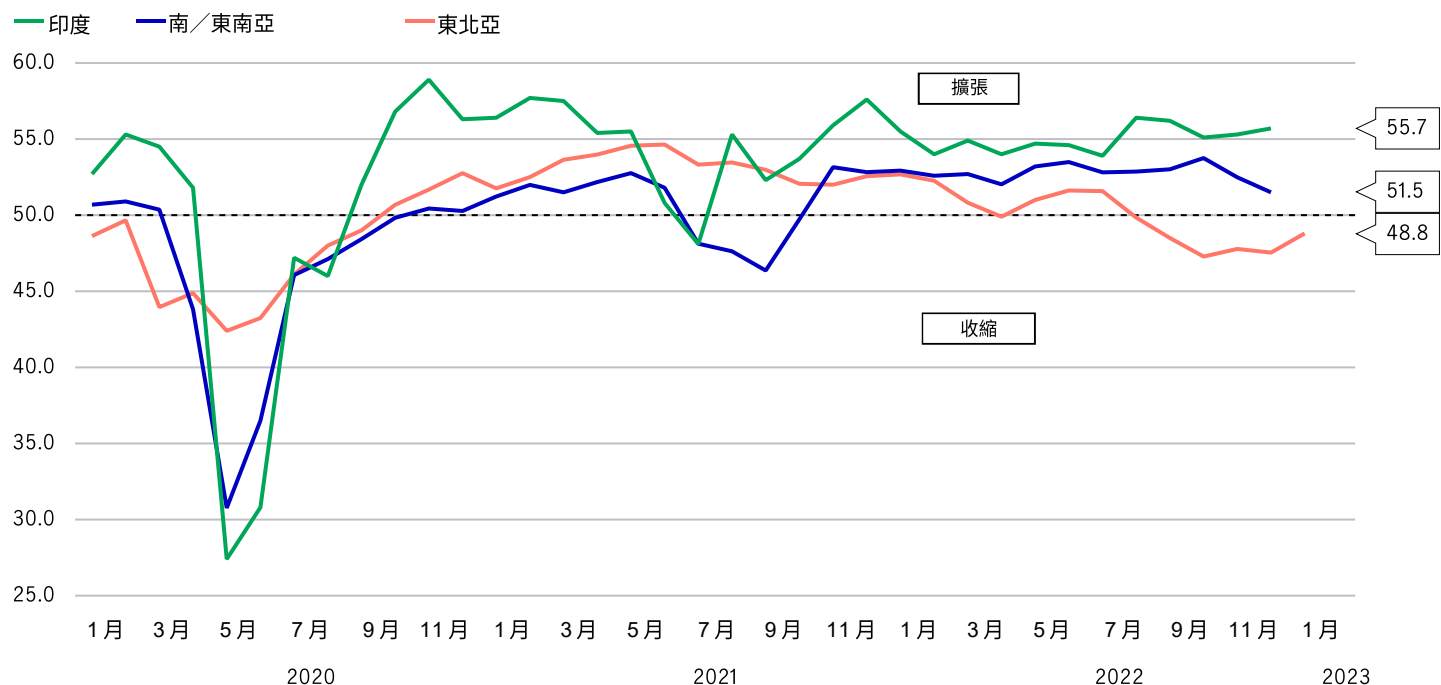
印度

宏觀大局

印度經濟如期在 2022 年重啟，自此成為區內經濟增長及金融市場表現出色的地區之一。在商品價格回落、財政立場更為強硬和基數效應帶動下，通脹在 2022 年 11 月回落至印度儲備銀行的 2%至 6%目標區間。鑑於通脹已見頂，加上有跡象顯示內需偏軟，印度儲備銀行貨幣政策委員會在 2022 年 12 月會議結束後，減慢了收緊貨幣政策的步伐，僅調高回購利率 35 基點。我們認為印度儲備銀行的加息周期已接近尾聲。此外，印度政府多年來不斷擴張本地製造業產能和提高資本開支，目標是將經濟規模由 2022 年約 3.4 萬億美元，增加至 2026 年/2027 年的 5 萬億美元（2033 年/2034 年進一步增至 10 萬億美元），令當地的結構性增長主題得以延續。

「印度經濟如期在 2022 年重啟，自此成為區內經濟增長及金融市場表現出色的地區之一。」

製造業採購經理指數：印度表現顯著領先區內其他國家



資料來源：IHS 麥凱德、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 11 月 30 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。

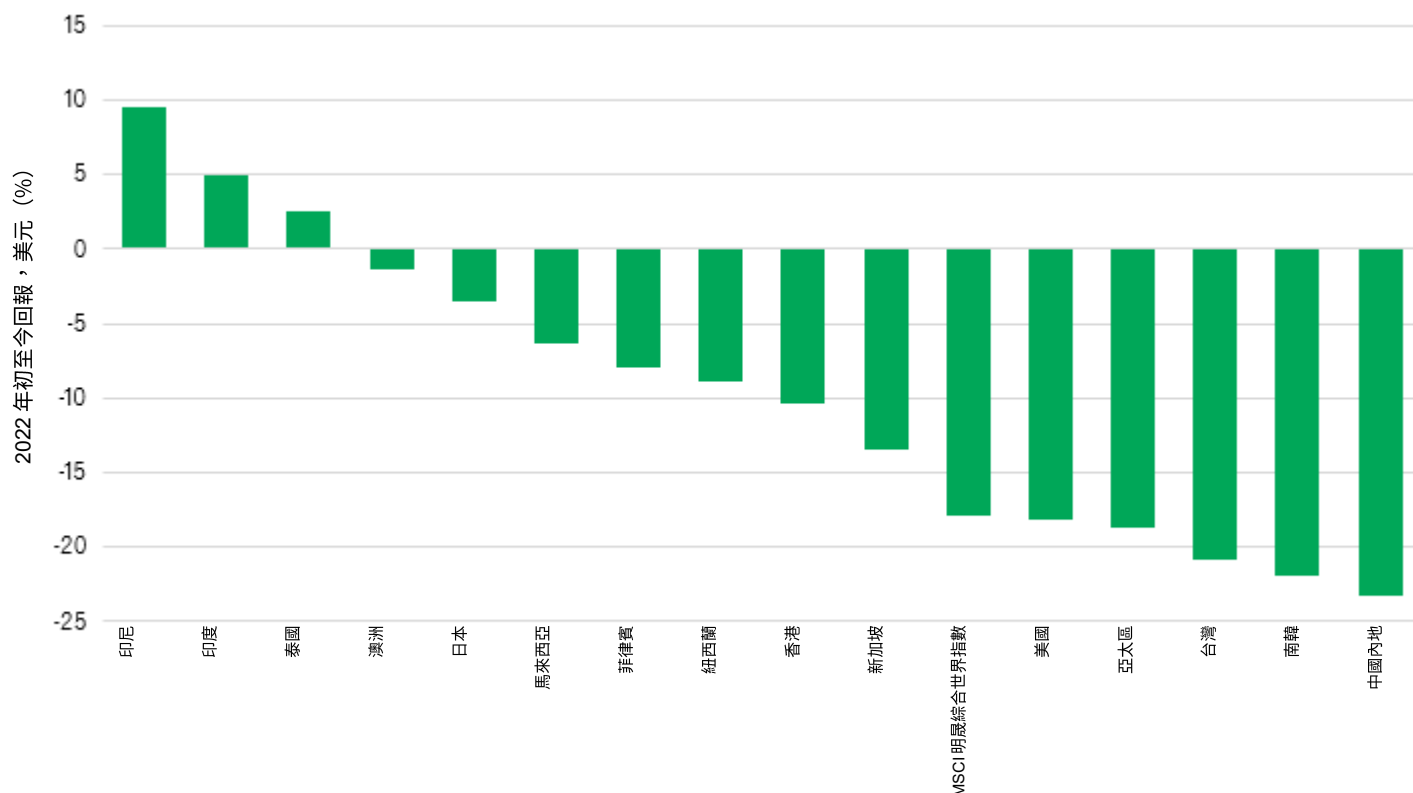
我們注視的因素

- **印度儲備銀行政策及通脹** — 去年 12 月，印度儲備銀行行長達斯 (Shaktikanta Das) 立場趨於強硬，表示通脹依然高企和廣泛，未來 12 個月可能仍高於 4% 的中期目標。通脹揮之不去，或許促使印度儲備銀行延長緊縮周期及／或延後預期推行的寬鬆措施。
- **2023 年印度財政預算案** — 預料印度財政部長西塔拉曼 (Nirmala Sitharaman) 將於 2023 年 2 月或之前發表預算案。我們預期將繼續支持增長，與政府傾向為基建及製造業給予供應面支持的立場一致。

主要市場觀點

- **股票** — 在全球錯綜複雜並充滿挑戰的環境下，印度股票表現相對良好。我們認為這足以證明印度市場的基本因素正面，與區內市場相比，預期當地股市可望持續取得出色表現。
- **利率** — 印度儲備銀行行長達斯宣布，持有至到期證券需要相當於淨存款 23% 的法定流動資金比率（在其他市場的商業銀行一般稱為存款準備金率）規定將延續至 2024 年 3 月，並由 2024 年 6 月起分階段復常。這項規定原定於 2023 年 3 月失效，但現在或利好固定收益市場，因為有助紓緩短期沽售壓力。

印度股票：2022 年區內表現優秀的市場之一



資料來源：MSCI 明晟、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 8 日。投資者不可直接投資於指數。

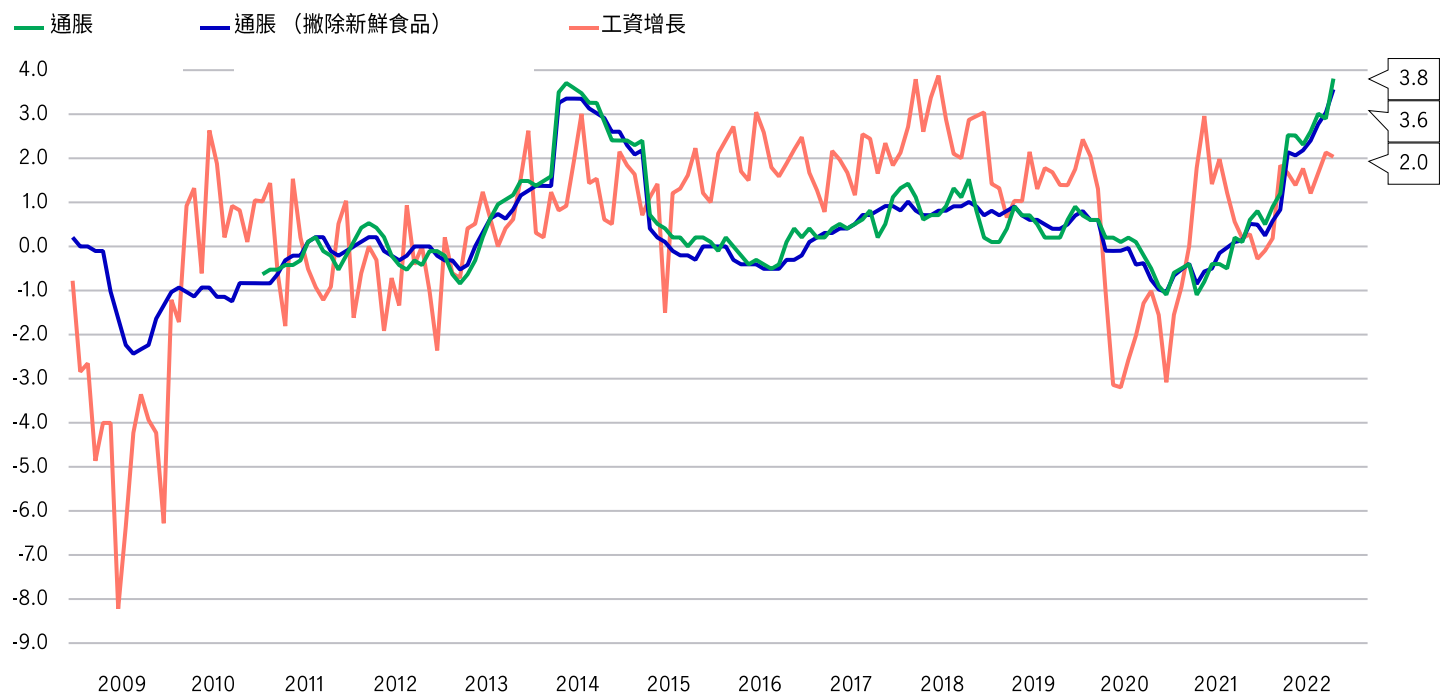
日本

宏觀大局

日本央行在去年 12 月調整其孳息率曲線控制政策，將 10 年期日本政府債券孳息率目標波動區間，由上下浮動 25 基點擴大至上下浮動 50 基點，令市場感到意外。孳息率目標維持於零水平附近，以及短期利率於-0.1%不變。央行較預期提早公布有關政策變動。市場普遍預料日本央行將於 4 月作出意料之內的領導層人事變動時，調整孳息率曲線控制政策。雖然這項公布過往會被視為政策立場轉趨強硬，但央行同時增加量化寬鬆規模，減低了相關的負面影響。日本央行表示買債規模將由原定的每月 7.3 萬億日圓，大幅提高至 9 萬億日圓（大約相當於 675 億美元），以加強貨幣寬鬆行動的可持續性。整體而言，我們認為政策調整不會拖累日本的經濟復甦進程。日本工資增長繼續落後於整體通脹。此外，電費及燃氣的政府補貼將於 1 月生效，預料可為通脹帶來一定的紓緩作用。

日本央行調整其孳息率曲線控制政策，將 10 年期日本政府債券孳息率目標波動區間，由上下浮動 25 基點擴大至 50 基點，令市場感意外。然而，當局同時增加量化寬鬆規模，減低了政策變動的強硬性。

日本工資增長落後於整體通脹（按年%）



資料來源：日本統計局、日本內閣府、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 6 日。投資者不可直接投資於指數。

我們注視的因素

- **2 月 / 3 月期間的年度工資談判** — 日本最大工會聯盟近期表示，將於年度工資談判要求調高基本薪金 3%。日本央行表明，強勁的工資增長是貨幣政策正常化的先決條件。
- **日本央行領導層在 4 月出現人事變動** — 我們的基本預測是，日本首相岸田文雄將會從現任及前任副行長中，挑選具備深厚技術官僚專長的人選擔任日本央行新行長，以確保交接過程順利、政策得以延續和市場維持穩定。較實質的工資談判結果及（下任）日本央行行長立場較強硬，可令貨幣政策正常化的時間較預期為早。

主要市場觀點

- **股票** — 由 2022 年初至今及在過去三個月，MSCI 明晟日本指數一直表現優於環球股票。³ 貨幣及財政狀況較寬鬆，支持企業盈利預測被調高，與全球大部份其他地區形成強烈對比。當宏觀環境更具挑戰性，我們暫時偏好較具防守性，並可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（相對美元）。然而，日本政府債券孳息率上調 25 基點，需與美元對沖資產成本上升近 500 基點作出平衡。

現有美國國庫債券外匯對沖成本對比現時孳息率，反映美元兌日圓仍在升值



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 6 日。當負差越大，外匯對沖成本便越高，意味日本投資者更有可能減少對目前持有的美國資產對沖，有機會導致這個投資者基礎的美元沽售活動減少。

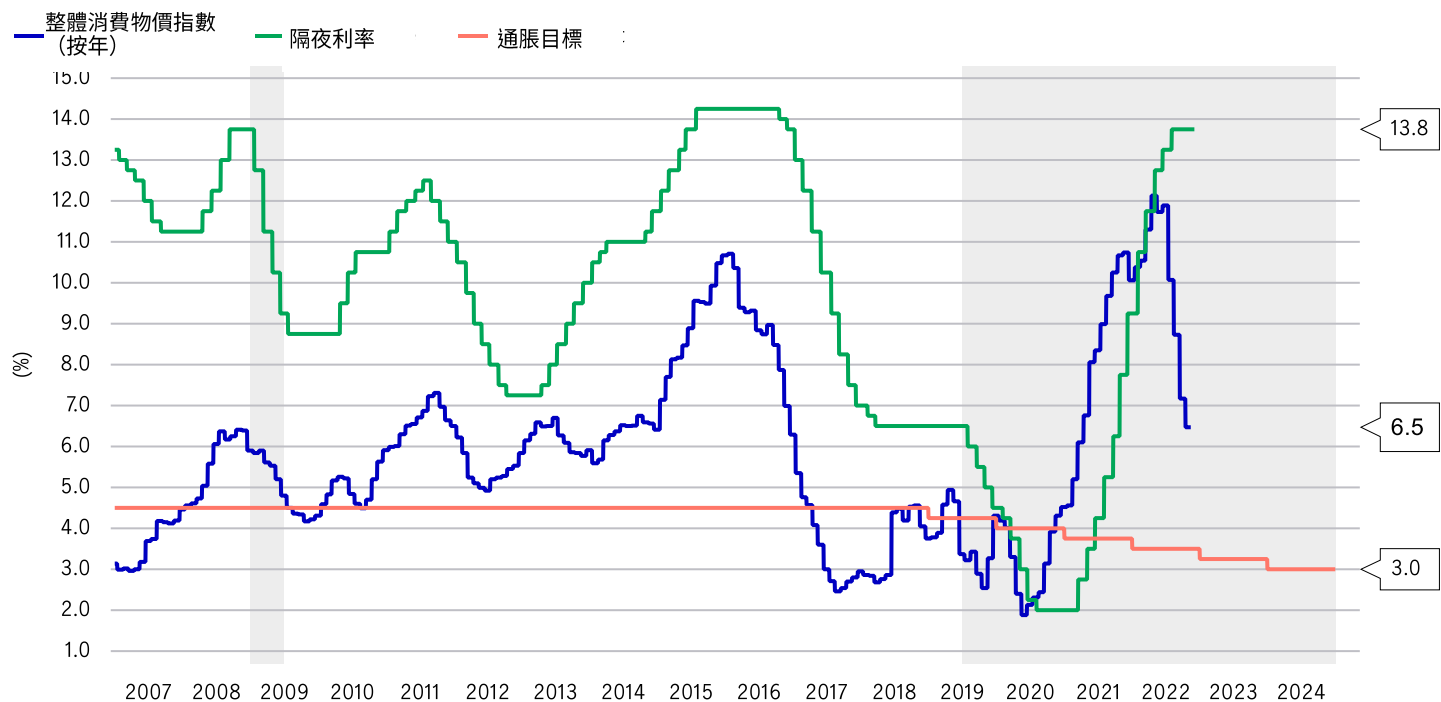
巴西

宏觀大局

雖然貨幣緊縮政策帶來滯後影響，可能使巴西的 2023 年宏觀經濟前景疲軟，但相對於全球其他市場，巴西的部份範疇展現強勢，應可為當地資產提供支持。舉例說，巴西可把握仍然緊張的農業及能源市場，因此當地的貿易價格比率應受到支持。此外，實際經濟活動強勁、就業情況穩健及財政開支增加均有利消費（佔巴西經濟約 70%）。政策方面，巴西中央銀行是最早展開加息周期的央行之一，我們預料當局將於上半年維持目前的限制性政策利率水平，並可能在通脹壓力沒有緩和的情況下進一步收緊利率。與結構性稅務改革有關的財政政策存在一些不明朗因素，財政前景惡化可能促使巴西中央銀行進一步收緊利率，這個情況或會對現有財政盈餘帶來風險。

「巴西中央銀行是最早展開加息周期的央行之一，我們預料當局將於上半年維持目前的限制性政策利率水平，並可能在通脹壓力沒有緩和的情況下進一步收緊利率。」

通脹正在下跌，但仍高於巴西中央銀行所訂 3.25%的目標



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表經濟衰退。

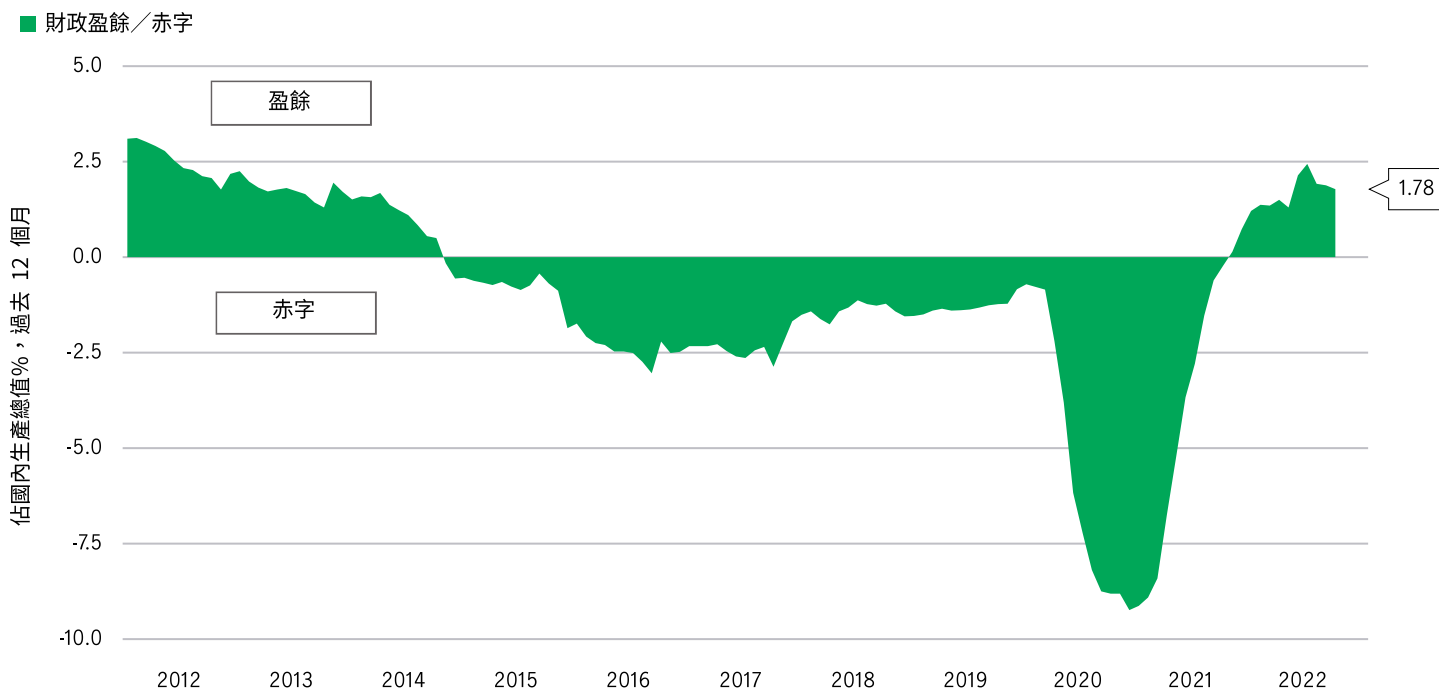
我們注視的因素

- **財政前景** — 在撰寫本文時，總統盧拉 (Luiz Inácio Lula da Silva) 的 2023 年財政計劃仍未確定，我們預計開支將會增加，造成赤字，令人感到不安；但國會的政治僵局可能限制政府顯著擴大財政開支。
- **資金流及投資氣氛** — 環球市場對巴西資產的需求，仍然是影響巴西雷阿爾的主要因素。收益水平相對較高，吸引全球資金流入這項市場整體持有量偏低的資產類別。然而，市場仍主要受投資氣氛左右，因此可能突然出現大幅升跌的雙向波動。此外，考慮到巴西資產的風險偏高，負面的全球承險氣氛將對市場構成阻力。

主要市場觀點

- **股票** — 我們認為 MSCI 明晟巴西指數的基本因素依然非常強勁；預測毛利率及股息率等指數指標均維持於高水平。從估值角度來看，巴西股票優於新興及已發展市場股票。此外，指數具周期性質，意味著其可受惠於目前環球商品供應短缺的情況。然而，鑑於巴西股票對持續演變的地緣政治環境表現敏感，因此容易大幅波動。
- **貨幣** — 巴西雷阿爾的走勢反覆，並於 2023 年繼續面對下行風險。環球增長風險及當地財政風險維持高企，但巴西的貿易價格比率正面，可減輕上述部份阻力。我們預計，巴西雷阿爾兌美元將處於 5.0 至 5.6 的區間。

巴西財政盈餘或會在 2023 年轉為赤字



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至 2022 年 12 月 5 日。按年是指與去年同期比較。

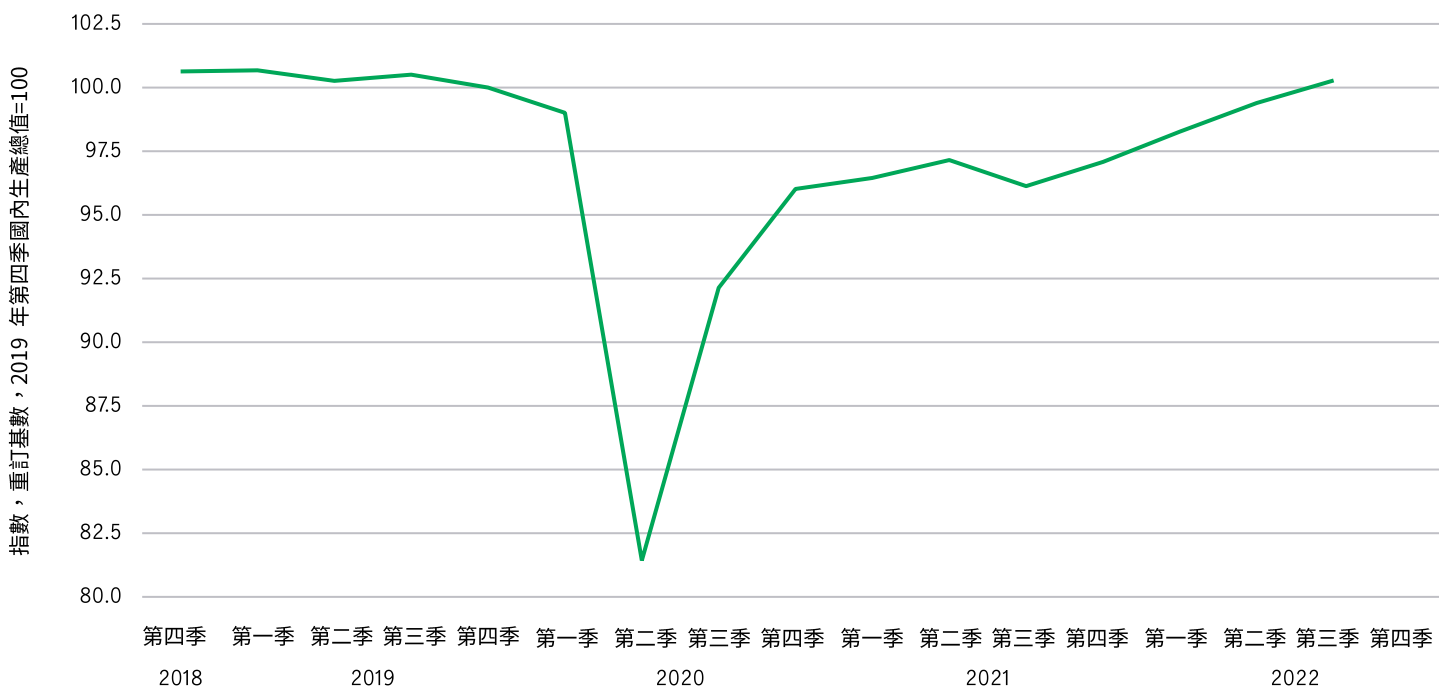
墨西哥

宏觀大局

墨西哥的經濟前景仍然疲弱。不過，當地增長前景惡化的情況似乎可望稍作喘息，預料 2023 年將出現輕微正增長。隨著整體消費物價指數通脹從近期的數十年高位回落，通脹預期亦逐步回穩。墨西哥中央銀行料將於第一季實現終端利率水平，與聯儲局的加息時間表保持一致。高頻經濟指標反映經濟非常強韌，因為增長動力由重啟相關行業轉向製造業及農業，有助經濟活動回升至疫情前的水平。墨西哥披索仍相當穩定，美元兌墨西哥披索匯率一直無法長期維持在 20.00 這個重要心理關口以上的水平。與其他地區市場相比，墨西哥政局仍十分穩定，意味墨西哥股票可望在 2023 年受投資氣氛推動而上升。

「與其他地區市場相比，墨西哥政局仍十分穩定，意味墨西哥股票可望在 2023 年受投資氣氛推動而上升。」

墨西哥國內生產總值已回升至疫情前的水平



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 11 月 30 日。

我們注視的因素

核心通脹 — 墨西哥中央銀行的預期政策轉向似乎受慣常的潛在因素 —— 核心通脹前景推動，這並不令人意外。投資者早前感到安心，但隨後再次出現憂慮。因此，對市場參與者而言，未來數月的核心通脹走勢將至為重要，因為他們希望評估央行如何調整貨幣政策，包括終端利率，以及貨幣政策委員會認為利率將需要保持高位的時間。

主要市場觀點

- **股票** — 許多其他拉丁美洲國家存在重大地區隱憂，但墨西哥的政局相對穩定，因此以絕對及相對基準而言，當地股市料繼續表現優秀。
- **貨幣** — 墨西哥披索在去年仍相當穩定，美元兌墨西哥披索匯率一直無法長期維持在 20.00 這個重要心理關口以上的水平。

墨西哥核心通脹走勢對墨西哥中央銀行而言仍至為重要 (按年，%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 11 月 30 日。

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场況作出，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。