

2022年展望 | 全球宏觀展望

經濟由滯脹轉為增長

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



2022年展望 | 全球宏觀展望

目錄

環球概覽	3
北美洲	
• 美國	10
• 加拿大	13
歐洲	
• 歐元區	15
• 英國	17
亞太區	
• 亞太區概覽	19
• 中國	21
• 印度	23
• 日本	25
拉丁美洲	
• 巴西	27
• 墨西哥	29

2022年展望 | 全球宏觀展望

環球概覽

宏觀大局

過去，若我們就未來一年進行經濟預測，首先會制定路線圖，仔細分析不同阻力和利好因素如何對經濟造成影響，並致力識別當中哪項因素將會在不同時刻主導經濟發展。其後，我們把這些預期納入經濟預測模型，以支持我們就政策回應所作的假設。

根據我們就2022年制定的經濟路線圖顯示，今年市場上半年表現將會與下半年截然不同。眾多宏觀阻力反映市場在2022年上半年仍面對不少問題，尤其是與2021年相比：雖然物價壓力看來或許有所緩和，但今年首數個月的通脹可能仍處於令人不安的偏高水平，特別是鑑於Omicron變種病毒出現，而環球經濟增長似乎或會使人失望。

目前市場延續去年下半年滯脹持續的趨勢；不過，2022年下半年的經濟前景顯得較佳，因為預期補充庫存和供應鏈中斷得以紓緩，相比2021年積壓需求刺激經濟反彈的情況，更能推動持續復甦。經濟增長前景改善和通脹放緩，有望令溫和而又適中的經濟環境(Goldilocks)重現，應會更為利好市場回報和普遍具備風險特性的資產。

2022年下半年的經濟前景顯得較佳，因為預期補充庫存和供應鏈中斷得以紓緩，相比2021年積壓需求刺激經濟反彈的情況，更能推動持續復甦。

2022年經濟發展走勢 — 主要動力和因素

主要宏觀動力	2022年上半年 滯脹情況	2022年下半年 溫和而又適中的經濟環境 重現
主要環球宏觀 利好因素	<ul style="list-style-type: none"> ● 環球汽車業再度加速發展 ● 家庭和企業信貸擴張 ● 美國樓市活動持續暢旺 	<ul style="list-style-type: none"> ● 環球庫存得以補充 ● 資本開支改善 ● 供應鏈中斷問題紓緩 ● 更多企業計劃要求員工重返辦公室 ● 實質工資增長 ● 假設央行立場轉趨溫和
主要環球宏觀 阻力	<ul style="list-style-type: none"> ● 流動性減少 ● 全球財政緊縮 ● 供應鏈中斷限制庫存補充 ● 全球採購經理指數或會下跌 ● 中國經濟增長衝擊的滯後影響滲透至實體經濟 ● 美國消費品開支減慢 ● 2019新型冠狀病毒持續為經濟帶來影響，尤其是對美國以外的經濟體 	<ul style="list-style-type: none"> ● 流動性減少 ● 全球財政緊縮
通脹展望	今年上半年通脹可能超過大部份央行的目標水平	隨著貨品價格急跌，整體物價大幅下降；按年計，整體通脹可能於年底回落至符合大部份央行目標的水平

資料來源：宏利投資管理，2021年12月16日。

我們認為今年市場上下半年的表現將會截然不同，對2022年來說是一個利好的基本情況，也能作為未來一年具參考價值的傳統宏觀展望。然而，當我們就2022年作出假設時，我們發現需要進行的預測工作遠遠多於過去一般所需，即使相對2021年亦然。

「然而，當我們就2022年作出假設時，我們發現需要進行的預測工作遠遠多於過去一般所需，即使是相對2021年亦然。」

我們的宏觀展望核心，當中有不少重要問題對我們和幾乎所有人來說，均是前所未見。值得注意的是，在這些問題中，有許多與政策選擇有關，這些政策選擇所需的數據分析較少，但需要較多政治洞見，這些洞見並非經濟師建立預測模型時可應用的可量化變數。

我們承認對基本情況預測的信心低於往常，雖然這並非值得褒揚，但我們認為市場應確認一點，便是踏入新一年，我們正面對眾多已知的未知因素，而且目前環境存在高度不確定性。

四大已知的未知因素

1 2019新型冠狀病毒與相關的全球政策回應

我們的基本情況預測認為，第五波疫情爆發將主要在今年首季影響環球經濟，但有關影響並不平均。

截至撰寫本文時，我們仍然不清楚這波疫情的傳染性及／或嚴重程度將有多大，但就疫情和經濟／金融市場而言，在過去18個月一些基本原則變得更加清晰和肯定。

疫情能從兩大方面影響環球經濟。首先，疫情導致家庭／企業行為出現變化（需求方面的變化）。這個情況並無劃一公式可循：不同經濟體的需求反應各異，而疫苗接種率可能變得越來越關鍵。整體而言，我們假設其後每波疫情對這些行為的影響相對較小。然而，疫情在另一方面帶來的影響較為重大，而且更難以預測：政府為應對疫情而對經濟活動、人流或貿易實施限制措施（供應方面的變化）。

我們承認對基本情況預測的信心低於往常，雖然這並非值得褒揚，但我們認為市場應確認一點，便是目前環境存在高度不確定性。

目前的問題在於我們並無任何可靠方法，能預測政府為應對疫情而推行的措施：不同司法管轄區的領袖作出的對策各異，結果也不相同。儘管我們可以嘗試就2019新型冠狀變種病毒的嚴重性與政府應對政策之間的關係建立模型，但這個關係並非一成不變，而重要的是，有關模型也不是特別可靠。

第五波疫情（或後續疫情）的嚴重程度較低，令政府的應對政策和大眾的行為反應帶來有限影響，這與我們的2022年基本情況展望一致。不過，封鎖措施、供應鏈中斷及／或家庭和企業活動減少，可能令2021年下半年出現的滯脹環境日益惡化。

2 環球供應鏈中斷

根據我們的基本情況預測，環球供應鏈中斷的最壞時刻已成過去。港口活動的壓力似乎有所緩減，環球貿易價格已見回升，企業陸續反映[供應鏈瓶頸的情況顯著改善](#)。若我們的估計正確，製造業產品的價格壓力有望在今年上半年緩和，而環球企業應能補充耗盡的庫存，從而透過重建庫存和增加資本開支推動經濟增長。從多方面來看，若能洞察環球供應鏈中斷情況於何時得以紓緩，或許是預視2022年宏觀經濟前景（包括增長和通脹）的最重要因素。

我們再次重申，我們透過建立模型來預測以下情況的能力存在限制：供應鏈瓶頸消失的步伐，以及變種病毒會否導致應對政策或其他機制帶來更多供應中斷的情況。

「從多方面來看，若能洞察環球供應鏈中斷情況於何時得以紓緩，或許是預視2022年宏觀經濟前景（包括增長和通脹）的最重要因素。」

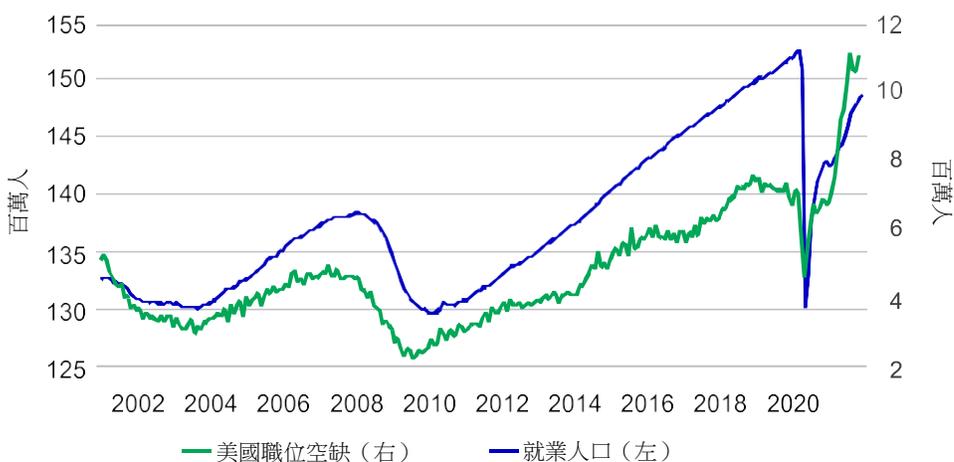
3 美國勞動人口參與率回升

我們的基本情況預測認為，美國勞工將在**2022年**逐步重回就業市場。我們相當了解為何當地勞工供應會出現歷來最大的單次跌幅，這是綜合多個問題所帶來的影響：憂慮感染**2019**新型冠狀病毒、政府直接提供援助、（對在職父母而言）子女以視像模式上學帶來的壓力、移民減少和勞工提早退休。

然而，即使在上述其中數個因素消失（例如已計及不大可能重返就業市場的退休人士）後，美國勞動人口參與率在**2021**年下半年幾乎並無變化。為何當地勞工供應需要如此長時間，才能重回疫情前的水平？我們是否忽視了整體大局？與過去兩年存在的許多其他經濟問題一樣，我們正在面對未知的挑戰，意味我們目前並無任何可靠模型，以預測勞動人口在未來一年將如何發展；我們可以作出假設，但不能清楚肯定事態發展。

美國勞動人口回升，不只對當地經濟前景至關重要，也是推動環球經濟增長的關鍵因素。若當地工人決定留在家中，工資壓力可能會持續上升，或會對個別行業的公司造成不利影響。工資壓力上升亦可能導致物價在更長時間居高不下，並使通脹預期加劇，繼而促使美國聯儲局立場更趨強硬。

職位空缺接近歷史高位，但整體狀況欠佳



資料來源：美國勞工統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

「美國勞動人口回升，不只對當地經濟前景至關重要，也是推動環球經濟增長的關鍵因素。」

4 應對物價上漲但經濟增長放緩的政策措施

根據我們的基本情況預測，聯儲局和其他主要央行在2022年實際上將經歷兩個階段。首先，我們預期這些央行將傾向在今年首數個月收緊政策，其時物價壓力仍將維持高企。環球宏觀環境的疲弱狀況可能需要數月時間，才會明顯反映在即將公布的經濟數據之上，從而為各家央行提供撤回扶持措施的理據。央行傾向收緊政策的趨勢，可能促使環球債券孳息率曲線進一步變得平坦，這是今年首季的重要投資主題。

我們對美國通脹的觀點保持不變



然而，若通脹和經濟增長壓力有所緩和，我們預期環球央行的政策立場將轉趨溫和，因而有望創造利好條件，推動經濟增長周期延長。

一如以往，預測央行政策是一門結合藝術與科學的學問，但在一般情況下，不確定性在於政策決定的時間，而非政策方向，但2022年的情況略有不同。

首先，雖然我們預計今年上半年的通脹將處於令人不安的偏高水平，但這可能是源於全球供應問題，而利率政策對環球供應的影響並非特別顯著。

「一如以往，預測央行政策是一門結合藝術與科學的學問，但在一般情況下，不確定性在於政策決定的時間，而非政策方向，但2022年的情況略有不同。」

此外，值得注意的是，不同央行就管理通脹所採取的策略不盡相同：歐洲央行持續淡化其有效應對供應帶動的通脹的能力，而加拿大央行表示，有信心能夠並將會成功控制通脹。面對同樣的數據，各家央行採取的對策各異。

其次，我們預期在2022年期間，環球勞動市場仍有改善空間，而肩負雙重任務的央行（例如聯儲局）採取行動的主觀性將高於肩負其他任務的央行（例如英倫銀行的任務是穩定物價和金融市場）。

第三，各家央行在2022年的官員組成將出現變動，尤其是聯儲局，其決策委員會需要填補三個席位。因此，解讀央行觀點變得更具挑戰性。

全球央行完全有可能（儘管這並非我們的基本情況預測）在2022年維持強硬立場，聯儲局也可能會加息兩次以上。上述局勢發展將令溫和而又適中的經濟環境重現的可能性下降；不過，就現階段來說，這並非我們的基本情況預測。

「全球央行完全有可能在2022年維持強硬立場，聯儲局也可能會加息兩次以上，儘管這並非我們的基本情況預測。」

2022年展望 | 全球宏觀展望

美國

宏觀大局

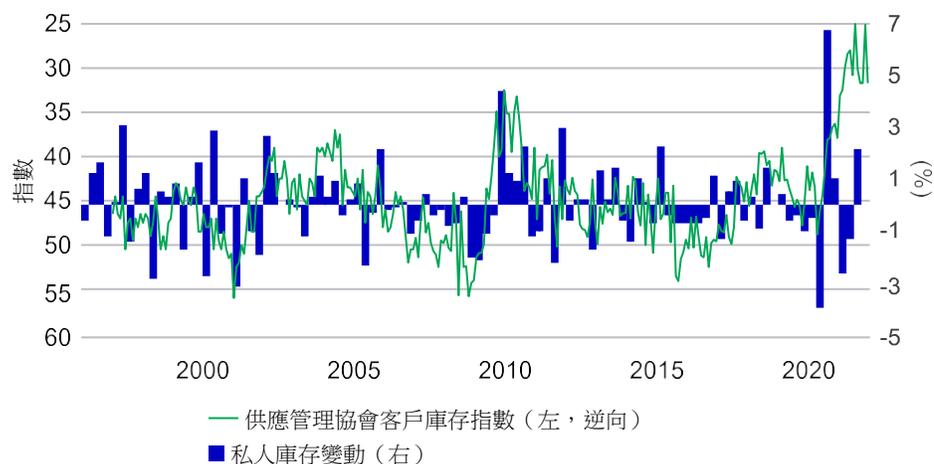
疫情大流行還是演變成風土病？通脹是暫時性還是系統性？央行採取強硬立場還是維持溫和？供應仍然短缺，還是處於庫存補充的階段？就業急增還是會出現短缺？

過去兩年大部份時間，上述問題使經濟前景複雜多變，但未來一年的發展有望為這些疑問提供清晰方向。然而，許多答案都可能要到下半年才會得知，意味宏觀環境和金融市場可能在首兩季反覆波動，其後才逐步展現清晰方向。

事實上，我們預期美國年初開局不順，迎來通脹居高不下、增長放緩的局面，其後下半年經濟增長料將回升，通脹降至較溫和水平。

儘管2022年撤銷貨幣和財政刺激政策帶來阻力，但我們預計美國部份經濟環節將繼續表現出色：未來數季，製造業生產、資本開支及商業開支的勢頭看來仍會保持強勁。

美國建立庫存應可繼續為生產提供支持



資料來源：供應管理協會、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

我們預期美國年初開局不順，迎來通脹居高不下、增長放緩的局面，其後下半年經濟增長料將回升，通脹降至較溫和水平。

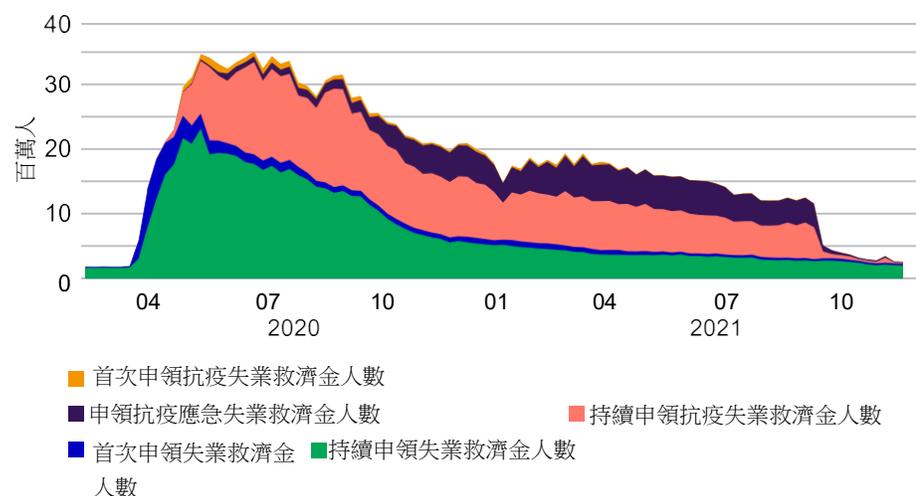
目前為止，商業調查數據明顯維持正面，雖然我們預期相關領先指標在未來數月轉弱，但其滯後效應通常意味著行業氣氛活躍，並可受惠於多個季度的庫存補充。

樓市同樣持續出現供應緊張的情況：個人收入增加、息口仍然偏低及消費者行為均反映現有動力很可能在未來數月維持。

直覺上看，目前不少問題與疫情有關。我們認為，政府將盡量不採取防疫限制相關的直接介入措施，因此理論上對本土經濟增長的影響輕微。此外，部份國家維持實施防疫限制（例如中國的「清零」政策），加上民眾出行減少，均可能持續擾亂環球供應鏈，繼而影響庫存水平和物價。隨著聯儲局嘗試掌握通脹指標的暫時性質，上述情況可能對貨幣政策帶來潛在影響。

另一個較為本土的不明朗因素是勞工持續短缺。過去兩年的額外失業救濟金令就業市場動態扭曲，導致經濟重啟後出現勞工短缺的情況。隨著有關救濟措施撤銷，受影響的申領者應會重投就業市場。

美國申領失業救濟金人數在最近數周顯著回落



「我們認為，政府將盡量不採取防疫限制相關的直接介入措施，因此理論上對本土經濟增長的影響輕微。」

📌 我們注視的因素

- **通脹** — 我們仍然相信通脹將在年底時降至接近2%，但供應鏈持續中斷意味物價可能居高不下，尤其是上半年。聯儲局面對的問題是：供應主導的通脹對利率政策的敏感度很低。
- **就業** — 隨著額外失業救濟金措施在去年秋季結束，逾850萬人不再獲得失業救濟補助。結束有關措施帶動就業率回升的速度和覆蓋範圍，將是勞工供應錯配的關鍵問題，更可能影響消費市道。

📌 主要市場觀點

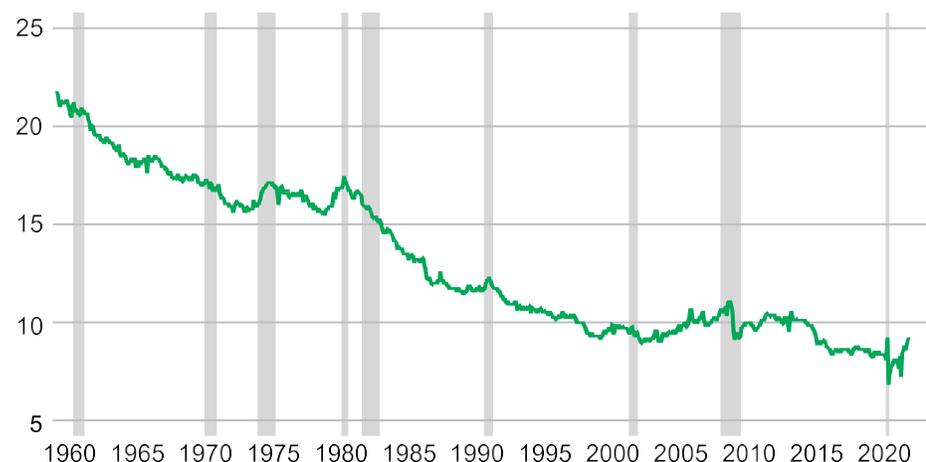
- **股市** — 雖然我們對美國中期前景保持樂觀，但短期不明朗因素和流動性降低（源於聯儲局政策常態化）略為削弱我們的樂觀看法。我們繼續預期美國股市將取得正回報，但由於上述因素，市況可能加劇波動。
- **利率** — 隨著不明朗因素減退，聯儲局收緊政策周期的前景可望變得清晰，因此預期美國10年期債券孳息率在2022年底輕微高收。

「隨著不明朗因素減退，聯儲局收緊政策周期的前景可望變得清晰，因此預期美國10年期債券孳息率在2022年底輕微高收。」

我們觀點的風險

- **供應鏈問題** — 從供應情況和物價水平來說，供應鏈中斷可持續對經濟造成壓力，繼而窒礙經濟增長。
- **通脹對消費的影響** — 物價上漲可能削弱消費市道的亮麗前景。雖然目前食品和燃氣價格佔可動用收入的比重看似可控，但這個指標逐漸升至令人不安的水平，可能驅使消費模式出現更明顯的轉變。

燃氣和食品價格佔可動用收入（%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。灰色範圍代表衰退。

2022年展望 | 全球宏觀展望

加拿大

宏觀大局

踏入2022年，加拿大享有多項優勢，尤其是相對美國而言。就業已[回升](#)至比疫情前更高的水平，財政政策維持相對具支持性，疫苗接種率偏高。儘管如此，鑑於通脹在11月觸及[4.7%](#)，加拿大央行（其單一任務是穩定物價）已無藉口拖延收緊政策；事實上，加拿大央行相當明確[表示](#)預期在2022年中加息。另一方面，在新一年之初，市場價格已反映加拿大將加息多達五次¹。我們亦不得不上調加息預期，目前預料當地可能在2022年加息一次至兩次。然而，這個展望仍遠較市場現時的預期溫和。

預料許多環球宏觀挑戰將會在2022年上半年影響大部份經濟體，加拿大也無法倖免。新一波疫情、環球貿易和製造業活動轉趨疲軟、環球流動性減弱、中國收緊政策造成的滯後影響，以及環球財政懸崖等問題，都會直接或間接透過環球增長動力影響加拿大。

同樣重要的是，加拿大仍要面對其他獨有的挑戰，包括加拿大經濟依賴樓市活動和槓桿借貸，因此對加息相對敏感。卑詩省的洪水災情嚴峻，亦可能導致供應鏈在今輪復甦中完全恢復營運產能的速度受限。

¹ 彭博資訊，截至2021年12月10日。

鑑於穩定物價是加拿大央行的單一任務，加上通脹接近5%，因此不收緊政策的理據所餘無幾，目前來看在2022年加息完全合理。

我們注視的因素

- **加拿大房地產** — 樓市活動仍然是重要焦點，並對加拿大廣泛經濟前景構成潛在風險。除了金融穩定性之外，這個因素亦令我們關注其他更廣泛的問題，例如結構性高樓價可能會削弱企業競爭力，推高成本主導的通脹，並帶動進入和離開加拿大的移民人數。
- **央行** — 加拿大央行對前景看似樂觀，但這種樂觀取態可能帶來政策失誤空間，繼而或會引起政策調整。雖然我們相信加拿大有需要加息，但當地的加息步伐很可能需要較環球其他央行緩慢，以免經濟增長急速放緩。

主要市場觀點

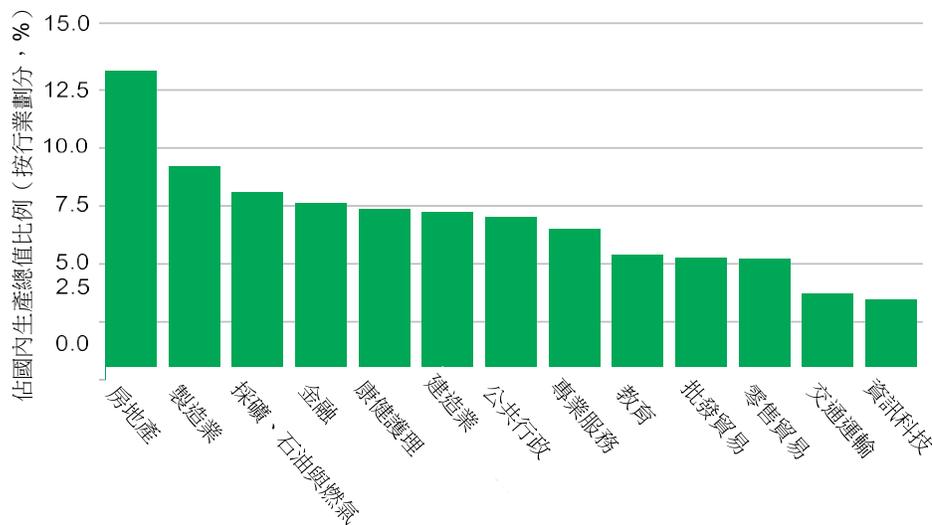
- **貨幣** — 考慮到加拿大央行未來的貨幣政策立場較美國聯儲局強硬，能源價格高企及央行相對政策因素，仍將為加元提供充分支持。然而，聯儲局立場意外轉趨強硬，削弱加元預期走強的幅度，料會限制加元在2022年的升幅。因此，我們預期美元兌加元將輕微走弱至接近1.20至1.25區間的中間點。
- **息率** — 我們認為市場最終將需要調低2022年加息次數的預期，但在第二季增長和通脹數據（按我們預期）顯著放緩之前，市場應不會改變看法。在此之前，加拿大利率可能跟隨環球趨勢繼續走平。

「我們認為市場最終將需要調低2022年加息次數的預期，但在第二季增長和通脹數據（按我們預期）顯著放緩之前，市場應不會改變看法。」

我們觀點的風險

- **上行風險** — 能源業一直是加拿大的主要經濟動力，能源價格上漲有望刺激加元走勢，提振投資，並帶動增長步伐超越我們目前預期。
- **下行風險** — 疫情仍是加拿大經濟的重大風險，因為當地防疫封鎖措施普遍較已發展市場嚴厲，而且疫苗加強劑計劃推出的時間落後於歐美地區。若出現第五或第六波疫情，加拿大經濟增長受拖累而放緩的幅度，將甚於我們的基本情況預測。

加拿大經濟非常易受貨幣政策收緊影響



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月10日。

2022年展望 | 全球宏觀展望

歐元區

宏觀大局

高頻指標顯示經濟擴張處於強勁水平，而中期增長預期持續上調，因此歐元區的經濟前景保持穩健。歐元區疫情的發展及個別成員國採取（各有不同）的防疫措施帶來短期挑戰，其中以奧地利和德國實行的嚴厲防疫政策最為明顯。

金融狀況仍有利經濟增長，但趨勢可能出現逆轉。鑑於目前通脹高於預期，歐洲央行官員正討論央行日後的資產購買計劃，因此我們密切關注歐洲區內債券息差。

歐洲央行的前瞻性指引至今取得重大成功，原因是市場價格尚未反映政策利率正常化，政策利率仍處於負數區間，因此歐洲央行與聯儲局的政策出現明顯分歧。法國總統大選很可能成為2022年上半年的主要政治風險，因為當地傳統政黨及廣受歡迎的極右派政治人物的支持率回升，令現任總統馬克龍（Emmanuel Macron）備受挑戰。

歐元區金融狀況指數



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

「金融狀況仍有利經濟增長，但趨勢可能出現逆轉。鑑於目前通脹高於預期，歐洲央行官員正討論央行日後的資產購買計劃，因此我們密切關注歐洲區內債券息差。」

我們注視的因素

- **通脹與歐洲央行**—鑑於通脹高於預期，歐洲央行的鷹派官員要求**儘快結束**資產購買計劃，為歐洲央行的資產負債表政策前景籠罩重重陰霾。
- **歐洲區內債券息差**—歐洲央行的資產負債表政策前景欠明朗，導致債券息差擴大，其中以意大利尤甚。如果息差顯著擴大，可能會再度引發核心成員國與周邊成員國之間的爭議，區內政策官員無疑希望避免這種情況出現。

主要市場觀點

- **利率**—我們認為，短期利率維持偏低。歐洲央行的前瞻性指引取得重大成功，並有助短債孳息率在關鍵水平企穩。
- **貨幣**—歐美央行政策前景再度出現分歧，可能使投資者在2022年上半年歐元兌美元維持防守性的配對交易，原因是短線投資者為聯儲局加息作準備，但同時關注歐洲央行有條件的前瞻性指引，該指引意味歐洲央行在短期內加息的風險有限。

「鑑於通脹高於預期，歐洲央行的鷹派官員要求儘快結束資產購買計劃，為歐洲央行的資產負債表政策前景籠罩重重陰霾。」

我們觀點的風險

- **金融狀況**—投資者評估歐洲央行的資產負債表政策前景及其對各類風險溢價（包括主權債券息差）的影響，反映自2020年3月以來經濟逐步改善的趨勢正面臨威脅。我們認為，歐洲央行的前瞻性指引仍是一個重要的抗衡因素，有助支持短期利率。
- **政治風險**—即將舉行的法國總統大選可能成為2022年上半年歐洲政治的焦點，屆時法國總統馬克龍將與當地傳統政黨及廣受歡迎的極右派政治人物正面交鋒。

10年期債券息差：意大利與法國主權債券相對德國主權債券（%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

2022年展望 | 全球宏觀展望

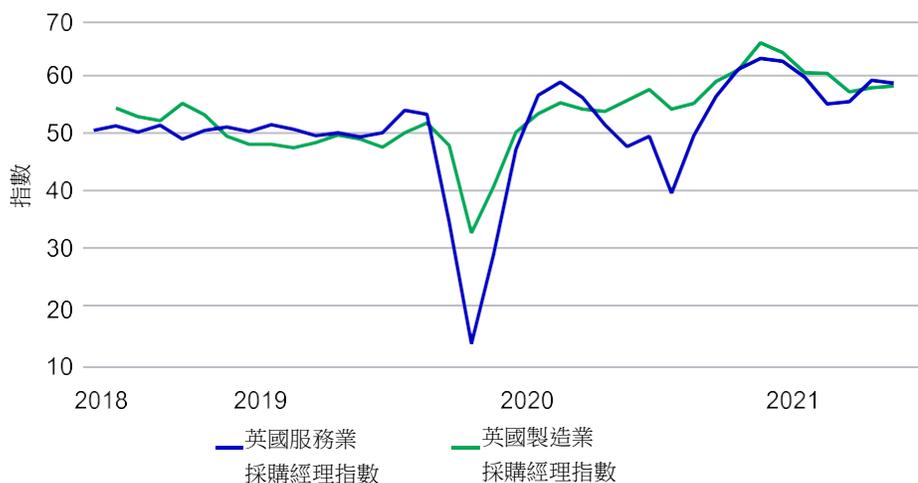
英國

宏觀大局

英國經濟的中期增長前景仍然強勁，雖然仍存在不明朗因素，但預期當地2022年的增長將處於健康水平，並在2023年有望改善。採購經理指數等高頻活動指標表現非常出色。短期風險將取決於下一階段疫情的發展及其對消費的影響，特別是服務業的消費開支。通脹仍對實質消費構成威脅，但貨物與商品價格通脹預計將在2022年下半年逐步放緩。勞工市場趨緊應會日益推動服務業通脹，但勞工市場似乎正逐漸適應英國政府結束保就業補貼計劃的環境。

我們正在密切關注官方政策利率，關鍵水平為50基點。根據英倫銀行早前言論，如果利率升穿50基點水平，當局可能會收緊貨幣政策，選擇不再對資產負債表上的到期債務回籠資金進行再投資。根據英倫銀行所持即將到期的英國國債到期時間表，當局有機會在3月採取以上行動。若發生這個情況，可能會對增長前景造成重大影響。

英國製造業及服務業採購經理指數



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2021年12月6日。採購經理指數高於50代表擴張。

「短期風險將取決於下一階段疫情的發展及其對消費的影響，特別是服務業的消費開支。」

📌 我們注視的因素

- **央行政策**—英倫銀行在數周內發表強硬的言論，其後維持利率不變，令投資者措手不及，但市場仍然預期英國採取進取的加息路線。儘管如此，投資者仍預期英倫銀行將大刀闊斧地推行利率正常化，因此我們正在密切關注50基點的關口。
- **通脹**—英國物價水平升至**十年高位**，平衡通脹率（以市場為基礎的通脹預期指標）仍居高不下，上次出現這種情況已是1990年代中前期。官方預測數據上調的趨勢亦令我們感到憂慮。

📊 主要市場觀點

- **股票**—我們認為，由於英國與歐盟關係的最終走向仍欠明朗，英國股票的估值被低估，表現繼續遜於同類資產。在此情況下，即使微不足道的利好發展，都可能推動英國股票的表現大幅上升。

「我們認為，由於英國與歐盟關係的最終走向仍欠明朗，英國股票的估值被低估，表現繼續遜於同類資產。」

我們觀點的風險

- **央行政策正常化**—投資者重新評估英倫銀行官方指引的可靠性，反映貨幣政策目前是英國經濟前景欠明朗的主因。英倫銀行的政策立場前後不一：在2021年第二季至第三季期間由溫和轉向非常強硬，其後決定維持利率不變。
- **通脹**—物價升至**十年高位**，平衡通脹率居高不下，上次出現這種情況已是1990年代中前期。官方預測數據上調的趨勢令我們感到憂慮。

2022年展望 | 全球宏觀展望

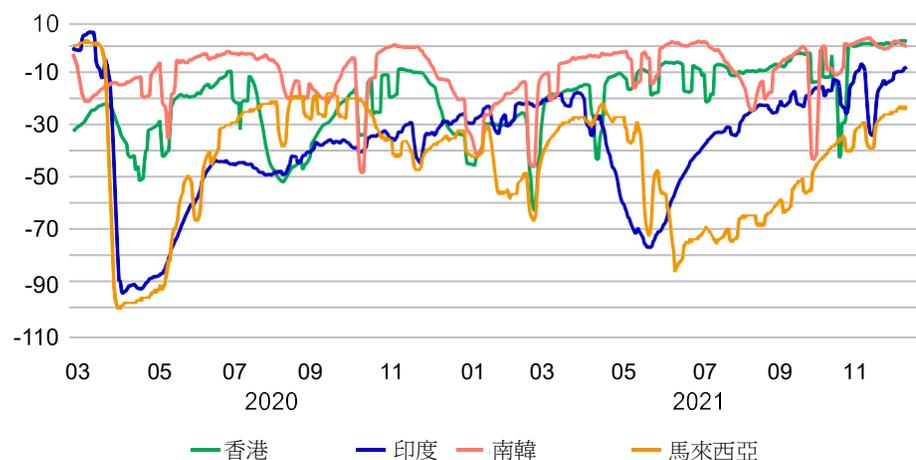
亞太區概覽

宏觀大局

正當Delta變種病毒疫情的最壞情況將近過去，地區經濟活動出現回升之際，這時候卻出現Omicron變種病毒，令前景蒙上陰霾，可說是來得不合時。雖然新變種病毒在許多關鍵方面仍屬未知之數，例如免疫逃逸和致命性，但隨著亞太區各國政府再次實施邊境限制，疫情再度對區內的旅遊及服務業造成打擊。

令人擔憂的是，區內供應鏈緊張，而且庫存水平低於過去數波疫情。若Omicron變種病毒一如市場擔憂般棘手，亞洲將不能像過去兩年般依靠外需作為增長動力。我們推測，經濟復甦動力將在2022年初逐步消退，而最新的事態發展亦印證我們的觀點：可持續復甦的關鍵在於推動內需。

人流擴散指數：Omicron變種病毒來得不合時（%）



資料來源：谷歌（Google）2019新型冠状病毒社區人流趨勢報告、宏利投資管理，截至2021年12月6日。基線是2020年1月3日至2020年2月6日的五周期間內一周相應日期的中位數。擴散指數公式：工作場所周圍的人流（偏離基線%）減去住處周圍的人流（偏離基線%），然後計算七天移動平均數。較高/較低負數代表較多/較少人留在家中，而非前往辦公場所。

「若Omicron變種病毒一如市場擔憂般棘手，亞洲將不能像過去兩年般依靠外需作為增長動力。」

我們注視的因素

- **疫情趨勢**—Omicron變種病毒的傳播能力與現有疫苗能否提供足夠的保護，將成為服務及旅遊業復甦的關鍵。
- **聯儲局言論**—聯儲局預期縮減資產購買計劃的時間仍欠明朗，因此美元和美國利率可能出現波動，或會令全球流動資金（亞洲經濟增長的關鍵因素）受壓。

主要市場觀點

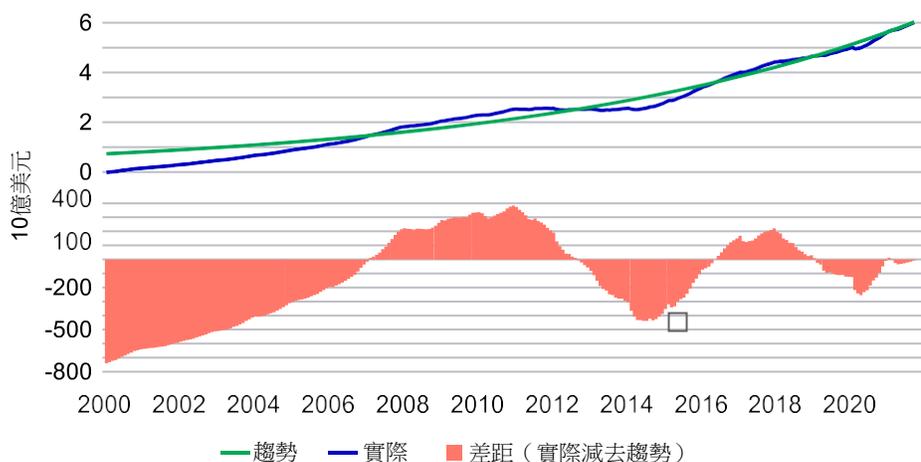
- **股票及利率**—我們認為亞洲新興市場的股票和固定收益將獲寬鬆貨幣政策立場的支持，總體而言，它們較2013年更能抵禦聯儲局縮減量寬的風險，主要受惠於對外收支狀況改善、對外部資金的依賴減少，以及發展定位較以往平衡。隨著疫情的憂慮減退，我們認為個別東南亞市場的經濟增長可能迎頭趕上。
- **外匯**—由於美元受到支持，現時美國實質孳息率似乎已觸底，因此亞洲貨幣面對的阻力可能增加¹。

「聯儲局預期縮減資產購買計劃的時間仍欠明朗，因此美元和美國利率可能出現波動，或會令全球流動資金（亞洲經濟增長的關鍵因素）受壓。」

我們觀點的風險

- **上行風險**—若Omicron變種病毒疫情對經濟的破壞力有限，這將促使各國政府迅速重開邊境，並可能刺激服務業活動。
- **下行風險**—儘管全球供應鏈中斷，但由於亞洲生產商能夠消耗偏高的庫存，因此區內出口表現堅挺。隨著庫存的緩衝減少，長期供應短缺很可能帶來更明顯的影響。

若供應鏈／庫存趨緊，淨出口能否維持？



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

¹ 彭博資訊，截至2021年12月6日。

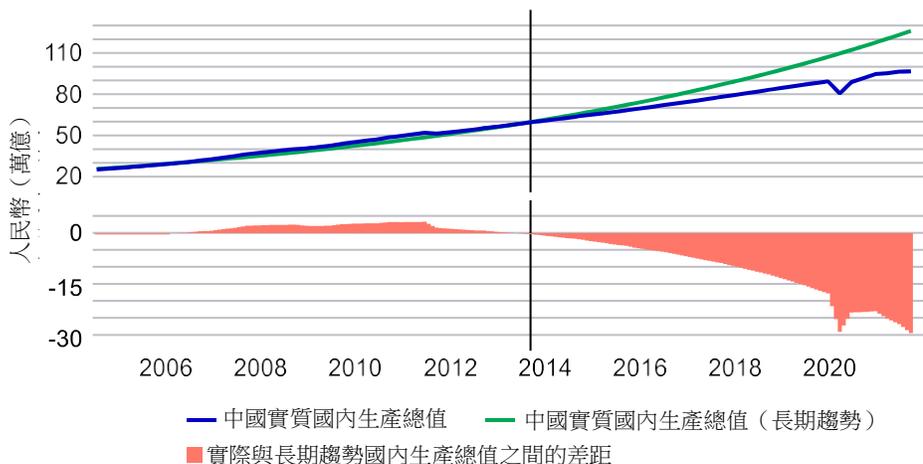
2022年展望 | 全球宏觀展望

中國

宏觀大局

中國經濟相對預期的表現開始改善，對政策放寬的憧憬亦支持市場氣氛。然而，經濟增長的阻力仍然強勁，包括間歇性封鎖措施令本土經濟活動中斷（尤其是服務業），電力持續短缺，能源密集行業的生產受到限制，以及房地產業表現疲弱。我們認為政策放寬充其量只能緩衝經濟動力持續減退的影響，而非預防相關情況出現。中國人民銀行（人行）持續收緊貨幣政策，其資產負債表規模相對國內生產總值的比率由超過40%縮減至30%至35%，規模跌至接近2009年的一半。我們注意到市場對中國經濟增長的普遍預測在最近數周確實有所下降，而我們預料將會出現進一步調低的趨勢。我們相信，國內生產總值重返長期趨勢的前景看來將會面對重重挑戰。從最近召開的中央經濟工作會議可見，控制債務和加強監管房地產業的措施將會持續。我們認為，中國政府將繼續以審慎有序的步伐提供政策支持，但並不足以預防經濟進一步放緩。

中國實質國內生產總值：日漸低於長期增長趨勢



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。圖中的黑線表示上一次中國實質國內生產總值並無低於長期增長趨勢出現的時間。

經濟增長的阻力仍然強勁，包括間歇性封鎖措施令本土經濟活動中斷（尤其是服務業），電力持續短缺，能源密集行業的生產受到限制，以及房地產業表現疲弱。

我們注視的因素

- **變種病毒的發展趨勢**—若證實Omicron變種病毒較Delta更難控制，我們預料中國政府將執行更嚴厲的防疫措施，這將對服務業及全球供應鏈造成負面影響。
- **聯儲局言論**—聯儲局開始縮減資產購買計劃規模的時間仍欠明朗，因此美元和美國利率可能出現波動，或會令美元流動性進一步收緊，並影響中國增長前景。

主要市場觀點

- **股票**—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，在可能出現滯脹的情況下對沖作用有限。此外，我們預料中國A股表現領先H股，因為前者面對的干預風險相對較低。
- **利率**—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。

「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，在可能出現滯脹的情況下對沖作用有限。」

我們觀點的風險

- **上行風險**—市場准入門檻為中國企業提供保障，以免遭受外國競爭所影響，而在全球股票投資者長期對中國A股配置不足的情況下，其投資意欲可能忽然急增。有關情況將為中國帶來急需的美元流動性，以推動國內經濟增長。
- **下行風險**—供應鏈瓶頸可能使出口量日益受限，進一步對經濟增長構成風險。

人行資產負債表相對國內生產總值比重 (%)



資料來源：中國人民銀行、中國國家統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

2022年展望 | 全球宏觀展望

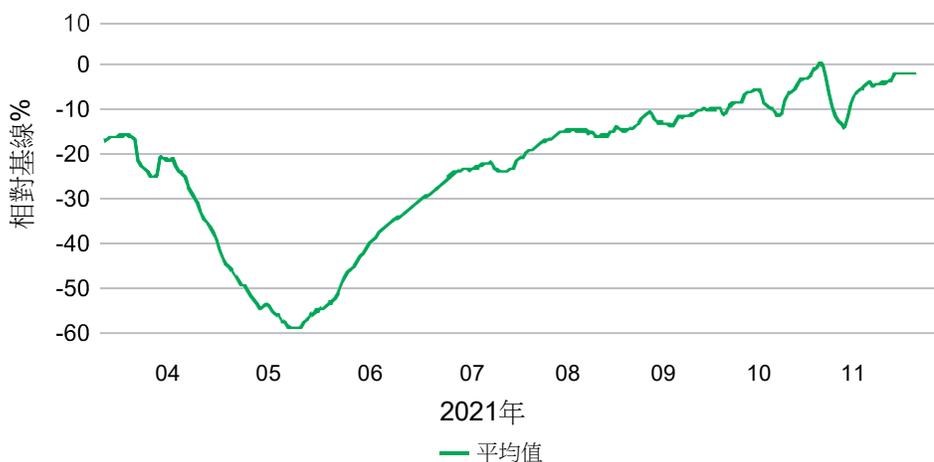
印度

宏觀大局

印度國內生產總值在2021年第三季回升，由服務業領漲，主要源於放寬社交限制帶動需要經常接觸的行業復甦；然而，Omicron變種病毒的出現，令市場再度聚焦於印度仍然偏低的疫苗接種率，意味著新一波病毒爆發及對市場造成相關衝擊的風險日漸迫近。我們預期印度儲備銀行將在未來一段時間維持寬鬆貨幣政策。

2021年第四季的重大發展是廢除旨在開放農業的改革，繼而可能成為其他重要改革的先例。有關決定使莫迪政府顯著受挫，而且該決定在擬定於2月初展開的北方邦選舉前公布。市場普遍把這次投票視為對執政印度人民黨的公投。視乎未來數周的局勢發展而定，印度政府有可能被迫擱置其他具爭議的經濟改革。

印度：工作、零售及娛樂場所的平均人流



資料來源：谷歌（Google）2019新型冠狀病毒社區人流趨勢報告、COVID-19 India、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。基線是2020年1月3日至2020年2月6日的五週期間內一周相應日期的中位數。

「我們預期印度儲備銀行將在未來一段時間維持寬鬆貨幣政策。」

🔍 我們注視的因素

- **疫情發展**—目前，市場憂慮Omicron變種病毒帶來的挑戰堪比Delta。若科學數據顯示，Omicron變種病毒雖然傳染性較高但不會引致重症，這可視為對印度而言的正面因素，因為政府專家早前在7月表示，印度接近70%人口可能已有足以抵禦病毒的抗體。
- **北方邦選舉結果**—不難理解的是，若印度人民黨在即將舉行的選舉表現欠佳，可能削弱政府推進經濟改革（或會引發陣痛）的能力，並可能進一步推延政府的改革議程。

📊 主要市場觀點

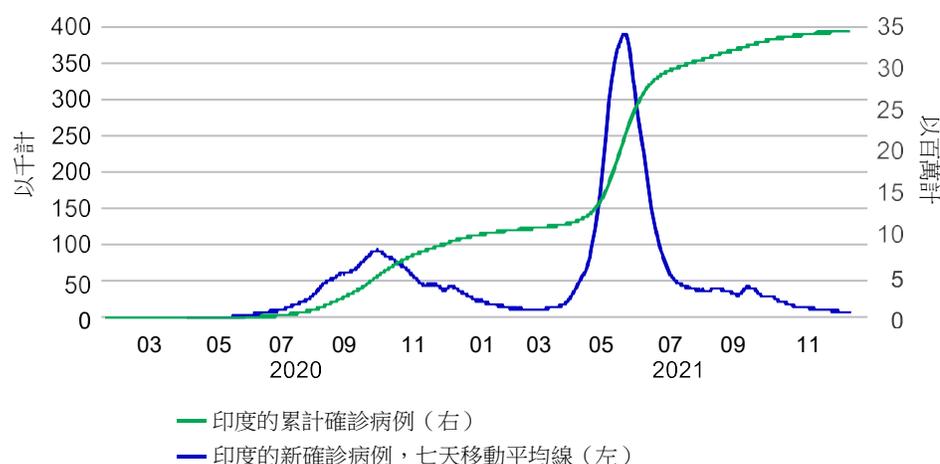
利率、股票及貨幣—我們預期在未來數月，印度的固定收益和股票表現領先。鑑於政府可能在未來數年非常緩慢地實施貨幣政策正常化，我們預期印度政府債券孳息率在中期只會輕微上升，而重要的是，相關升幅將少於其他大部份新興市場。我們認為上述情況將會令當地貨幣表現失色，而股票則表現優秀。

「鑑於政府可能在未來數年非常緩慢地實施貨幣政策正常化，我們預期印度政府債券孳息率在中期只會輕微上升，而重要的是，相關升幅將少於其他大部份新興市場。」

我們觀點的風險

上行及下行風險—消費信心仍然悲觀，而且高頻數據顯示步入11月，經濟重啟帶來的初步反彈已逐漸減退。這可說是主要取決於疫情今後的發展趨勢。

印度在經歷多輪疫情後，民眾是否擁有自然免疫力？



資料來源：COVID19India、世界衛生組織、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

2022年展望 | 全球宏觀展望

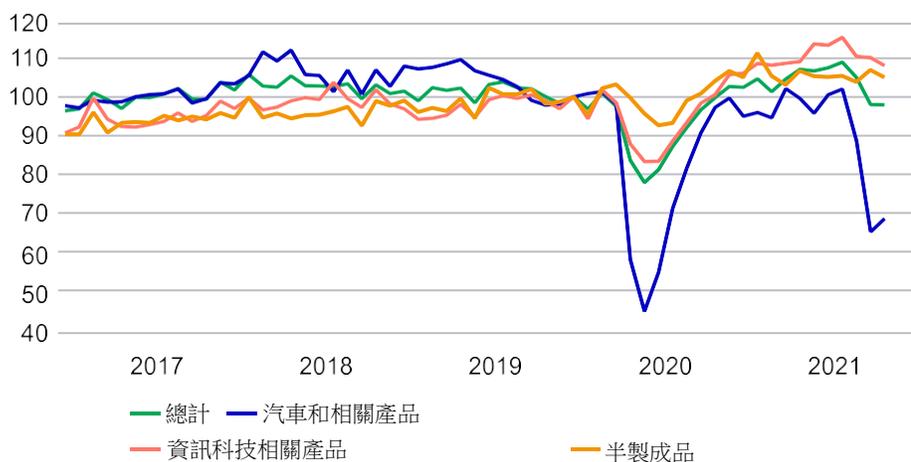
日本

宏觀大局

過去三個月，日本經濟數據持續遜於預期，Omicron變種病毒出現亦為經濟前景增添不明朗因素。隨著通脹大致受控，即使其他央行開始收緊政策，日本央行將延長寬鬆貨幣政策一段時間。財政政策亦持續帶來支持，日本首相岸田文雄最近推出追加預算案，重點是對本土工業和數碼投資增加撥款，包括提供4,000億日圓以資助台資公司興建一所新半導體製造工廠。

重要的是，以上預算案在岸田文雄提出的主要政策新資本主義支持下，務求更均衡地分配社會財富，並特別專注於國家經濟安全。儘管這計劃未必能夠紓緩短期的半導體短缺問題，但我們認為計劃反映當地政府把思維轉移至推動經濟穩健發展，應有助在未來數年促進資本開支強勁增長。

日本出口量



資料來源：日本央行、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。指數化至100，2019年12月=100。

「隨著通脹大致受控，即使其他央行開始收緊政策，日本央行將延長寬鬆貨幣政策一段時間。」

我們注視的因素

- **政治局勢** — 廣泛製造業供應鏈中斷，導致全球生產活動減少，限制日本出口量的增長。
- **家庭消費** — 我們正密切留意最近推出的家庭津貼，會在多大程度上刺激家庭消費。經濟環境仍然不明朗，有多少補貼成為儲蓄和用於消費仍是未知之數。

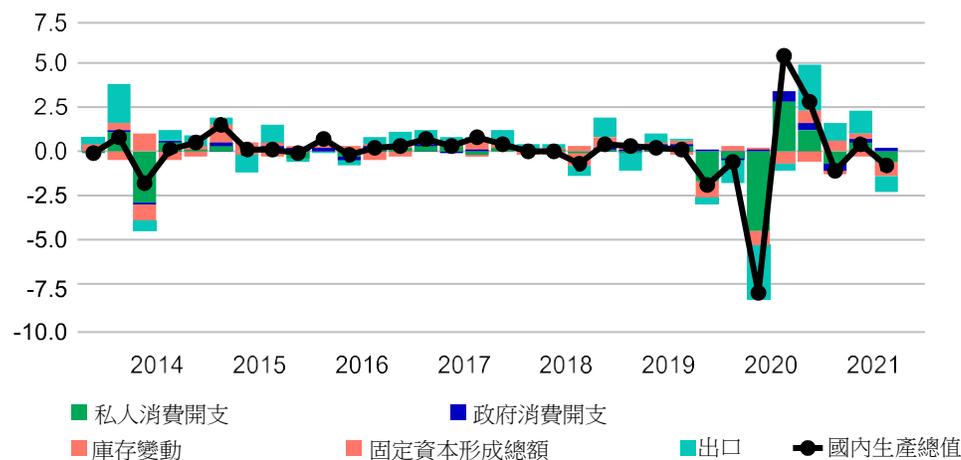
主要市場觀點

- **股票** — 我們預計日本股票將表現領先。與環球同類資產相比，日本股票估值普遍被低估，而且我們預計經濟重啟將為日本股市帶來支持。外國投資者已有一段時間對這資產類別作出有限配置，但現時值得重新考慮持有，因為歷史數據顯示，當全球流動性下跌，日本股票往往表現領先。
- **貨幣** — 日圓連續三個月表現優於十國集團貨幣後，我們在第一季對日圓轉持中性立場，源於利率差距收窄帶來競爭影響，以及疫情的不明朗因素增加。

我們觀點的風險

- **上行風險** — 在新資本主義的原則下，首相岸田文雄展開討論，籌劃將財富從企業轉移至家庭的路向。如順利實施，可能有利經濟增長，但會利淡金融資產價格。
- **下行風險** — 若日本就業結構性疲弱的趨勢持續，或會削弱經濟增長。值得一提的是，日本勞動人口參與率自8月份起走低，人均工資增長亦大幅放緩，投資者必須加以注視。

日本季度實質國內生產總值的分部貢獻 (%)



資料來源：日本內閣府、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

「廣泛製造業供應鏈中斷，導致全球生產活動減少，限制日本出口量的增長。」

2022年展望 | 全球宏觀展望

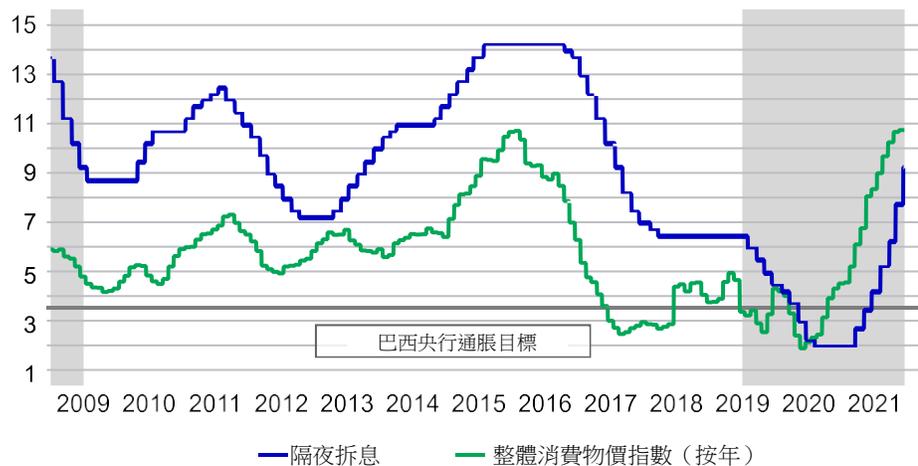
巴西

宏觀大局

雖然疫情令巴西經濟衰退的最壞時刻可能已經過去，但經濟前景仍然高度不明朗。巴西的滯漲趨勢有所加劇，經濟增長遜於預期，而通脹則高於估計。投資者尤其關注當地的財政狀況，因為總統博爾索納羅（Jair Bolsonaro）致力擴展政府的社福計劃，這計劃有可能違反財政開支上限。儘管如此，就短期流動性和信貸標準而言，過去一年的經濟狀況有所改善。由於食品和電力成本上升，通脹率仍然處於低雙位數水平¹，形成經濟增長阻力。然而，巴西的極端旱災影響當地利用水壩發電的能力，導致能源成本飆升，不過隨著當地踏入雨季，能源成本高企情況即將紓緩。

巴西中央銀行在過去12個月大幅加息，但當局的舉措尚未轉化為支持巴西雷阿爾走強的動力。我們認為，投資者憂慮當地的財赤狀況，加上在10月份總統選舉前夕，地緣政治的不確定性增加，影響投資氣氛，導致巴西雷阿爾將持續波動。

巴西央行立場強硬，消費物價指數高於目標水平(%)



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月15日。灰色範圍代表衰退。

¹ 彭博資訊，截至2021年12月10日。

「由於食品和電力成本上升，通脹率仍然處於低雙位數水平，形成經濟增長阻力。」

我們注視的因素

- **價格水平** — 通脹率仍遠高於巴西央行2022年的3.50%通脹目標，這可能繼續促使當局在今年舉行的央行會議上進一步加息。市場預期巴西基本利率在2022年上半年將達11.25%，而加息幅度符合或高於普遍預期將利好巴西雷阿爾。鑑於通脹高企會削弱消費市道，並不利經濟增長，紓緩通脹壓力或會支持經濟增長前景。
- **外資流入** — 巴西雷阿爾兌美元匯價處於歷史低位，國際對巴西資產的需求仍是巴西雷阿爾的主要動力。儘管外國投資者的投資信心似乎高於本地投資者，但2021年困境所造成的創傷仍未消退。

主要市場觀點

- **貨幣** — 有鑑於巴西雷阿爾的風險水平，加上不明朗因素顯著，我們預期巴西雷阿爾將處於2020年5月（高）至6月（低）的交易區間¹，而不會有所突破。市場整體基調沒有重大轉變，在10月份的總統選舉前，我們預期巴西雷阿爾不會大幅走強。
- **股票** — 巴西股票的估值處於歷史吸引水平，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明晟巴西指數行業分布的周期性質，我們認為該指數將繼續受惠於經濟重啟。商品價格升勢強勁應利好該指數，但中國對商品需求下跌或會利淡這個主題。

「巴西股票的估值處於歷史吸引水平，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。」

我們觀點的風險

- **政治陰霾** — 巴西即將舉行的總統選舉繼續使當地經濟受壓。截至撰文之時，[民意調查](#)顯示現任總統博爾索納羅的支持度跌至第二位，落後前總統盧拉（Luiz Inacio Lula da Silva）。由於兩位候選人的政綱顯著不同，選舉結果或會對巴西經濟帶來重要啟示。
- **財政疲弱** — 巴西政府開支有可能超過2022年官方預算。儘管社福開支通常會在選舉年份增加，但這將威脅巴西的財政狀況，並加劇巴西雷阿爾進一步走弱和通脹升溫的風險。

地緣政治風險溢價導致巴西雷阿爾存在折讓



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。

¹ 彭博資訊，截至2021年12月6日。

2022年展望 | 全球宏觀展望

墨西哥

宏觀大局

在環球經濟並非同步復甦的情況下，墨西哥的經濟增長前景仍面對一定的挑戰，尤其是在央行持續推行政策正常化，預期全球金融狀況亦會收緊的時期。儘管就經濟增長（由於鄰近美國及與美國經濟息息相關）和通脹（基於相對偏緊的財政立場）而言，墨西哥的表現稍微優於其他新興市場國家，但墨西哥受本土政治問題困擾，這繼續使全球投資者感到非常憂慮。

採購經理指數等高頻活動指標尚未擺脫經濟收縮的水平，中期經濟增長預測似乎已經見頂，2022年和2023年的增長預期顯著放緩。此外，墨西哥央行繼續發出頗不願意收緊政策的訊號，因為當局在日前收緊政策周期內公布的加息行動，未曾獲得釐定利率委員會成員的一致支持。最後，[下任墨西哥央行行長的人選在最後一刻出現重大變動](#)，既出乎市場意料，亦令人憂慮。

墨西哥：製造業採購經理指數



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6日。採購經理指數高於50代表擴張。

儘管就經濟增長和通脹而言，墨西哥的表現稍微優於其他新興市場國家，但墨西哥受本土政治問題困擾，這繼續使全球投資者感到非常憂慮。

🔍 我們注視的因素

- **央行獨立性** — 墨西哥總統洛佩斯 (Andres Manuel Lopez Obrador) 直到最後一刻才提名副財政部長加入墨西哥央行理事會，完全出乎市場意料。市場參與者和全球投資者相當關注央行理事會的獨立性，因為墨西哥央行是當地少數不受政治影響的機構之一。
- **全球金融狀況** — 政府債券的外資持有比例高，導致墨西哥容易受整體市場氣氛波動的影響。面對疫情的相關發展，墨西哥披索匯價處於弱勢，並觸及一年新低¹，這情況可能延續至2022年。

📉 主要市場觀點

貨幣 — 從技術因素的角度來看，墨西哥披索的走勢（兌美元匯價）似乎正在轉變，因為疫情的不明朗因素導致金融市場波動，削弱墨西哥披索的表現。美元兌墨西哥披索已顯著高於20.00水平的重要心理關口，並一度升穿22.00水平¹。我們認為目前的風險是墨西哥披索持續走弱，充其量也只是在這些較弱的水平整固。

「市場參與者和全球投資者相當關注央行理事會的獨立性，因為墨西哥央行是當地少數不受政治影響的機構之一。」

我們觀點的風險

我們觀點的風險

- **政治環境** — 當一個國家的經濟前景與外國對其資產的需求緊密相連，平心而論，墨西哥政府非傳統地制定政策的方針，使投資者越來越不安。
- **經濟迷失周期的風險** — 儘管美國經濟數據大幅改善，但墨西哥製造業並未顯著復甦令人憂慮，令當地面臨經濟迷失周期的風險。墨西哥與美國的經濟關係維持緊密相連，目前的風險在於美國經濟增長持續放緩，亦有可能不利墨西哥的經濟前景。

美國與墨西哥的經濟關係維持緊密相連 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年12月6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。