



Manulife Investment Management
宏利投资管理

2023 年第一季度 | 全球宏观展望

阴霾散 曙光现



Frances Donald

全球首席经济学家兼策略师

Sue Trinh

全球宏观策略部联席主管

Alex Grassino

全球宏观策略部联席主管

Eric Theoret, CFA, CMT

全球宏观策略师

Erica Camilleri

全球宏观分析师

Dominique Lapointe

全球宏观策略师

目录

全球概览 [3](#)

北美洲

美国 [11](#)

加拿大 [13](#)

欧洲

欧元区 [15](#)

英国 [17](#)

亚太区

亚太区 [19](#)

中国 [21](#)

印度 [23](#)

日本 [25](#)

拉丁美洲

巴西 [27](#)

墨西哥 [29](#)

全球概览

2023 年趋势展望

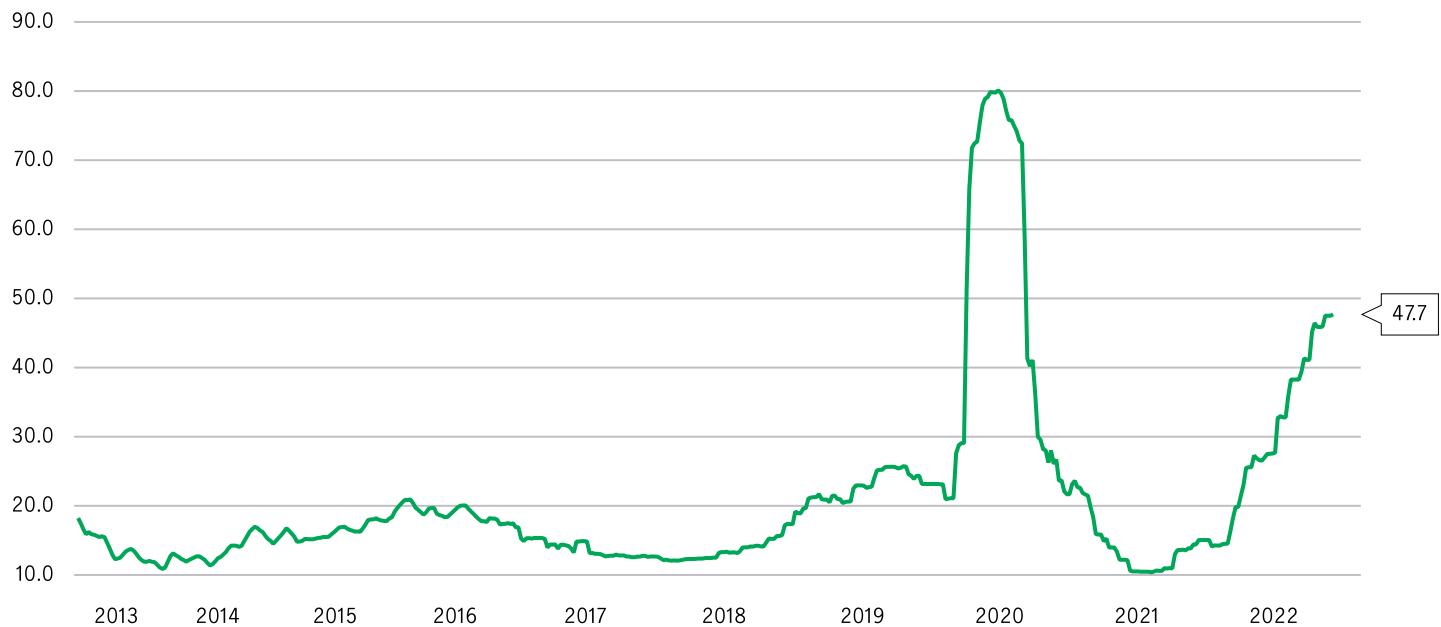
展望 2023 年，我们预计全球宏观形势将在年中出现剧变，上半年将经历重重挑战，情况要等到下半年才得到改善。主要央行大刀阔斧收紧货币政策和相关的滞后影响，估计会导致全球经济增长在上半年同步放缓。

我们预计，全球经济增长将大幅放缓，并远低于国际货币基金组织（IMF）对全球经济衰退定下的标准（低于 3%）¹。剔除新冠疫情冲击和全球金融危机所造成的两年衰退，2023 年的全球经济可能会是 1980 年代以来增长最差的一年。我们预计，经济下滑的情况在 2023 年上半年更为明显，周期底部要等到第二或第三季度才出现。

我们的分析显示，大部分发达经济体可能会在未来一年陷入衰退，鉴于美联储以数十年来最快的速度加息，美国经济将持续受到政策大幅收紧所影响，实际利率将会上升，通胀将逐步缓和。

“对不少投资者来说，2022 年令人不堪回首。持续滞胀的环境、挥之不去的地缘政治动荡，以及美联储激进的货币政策立场，导致多个资产类别蒙受双位数跌幅，投资者几乎无险可避。”

市场预计全球经济出现衰退的几率 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。

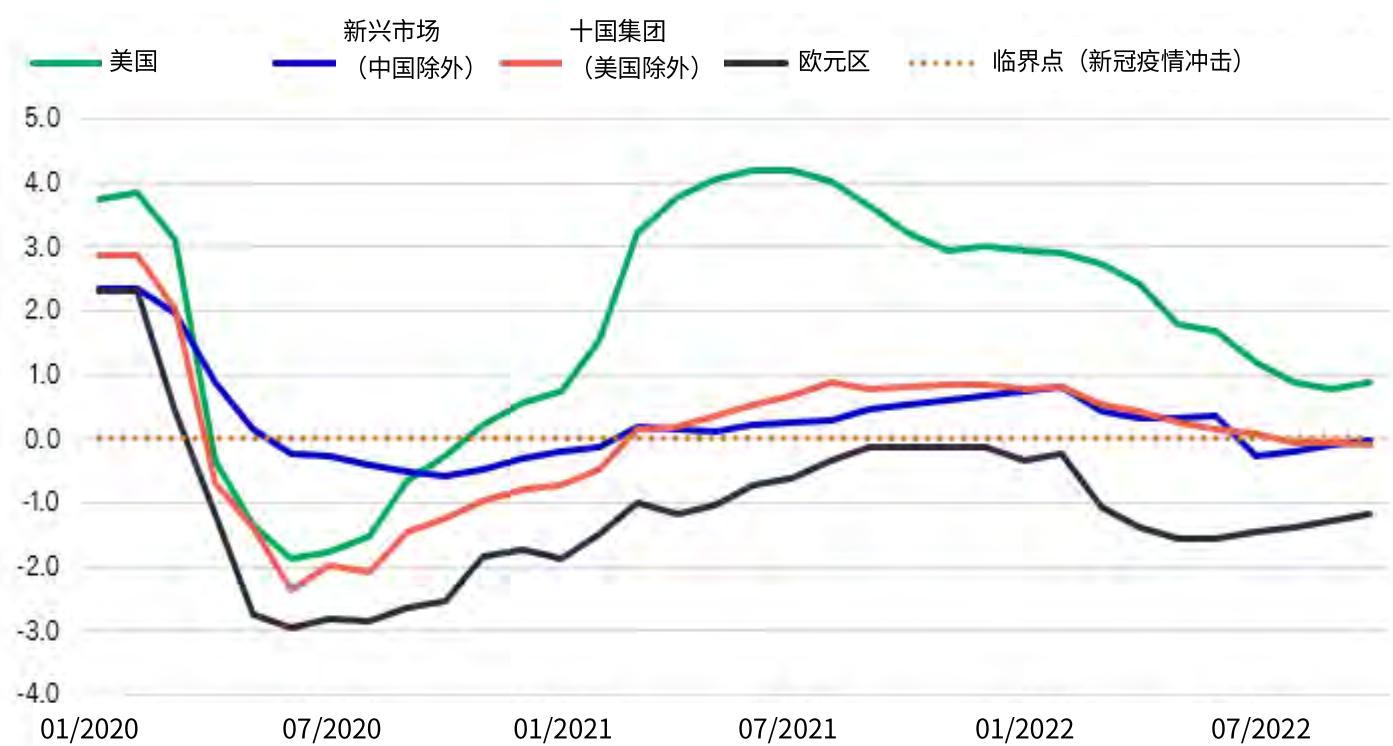
¹ 《崩溃与重生：理解全球经济衰退与复苏》（Collapse and Revival: Understanding Global Recessions and Recoveries），国际货币基金组织，2015 年。

加拿大、澳大利亚、新西兰和英国等对利率敏感国家的经济将显得特别疲弱，受各自房地产市场低迷的溢出效应拖累，上述经济体势必面临下行风险。欧洲方面，增长阻力主要来自贸易价格比率造成巨大负面冲击。

与此同时，发达经济体的最终需求放缓、通胀高企和美元维持强势，可能会对新兴市场增长构成严重阻力。中国内地方面，全面取消防疫措施的进程崎岖，加上外部需求疲弱、房地产行业持续受困，以及政策支持不足，预计到 2024 年，中国国内生产总值增速将维持低于长期趋势。尽管如此，亚洲其他经济体的前景略为喜忧参半：我们预计外需疲弱将拖累出口增长，但由于库存可能过剩，北亚地区尤其脆弱。另一方面，经济重启带来强劲的反弹动力，以及家庭的资产负债状况相对健康，有望缓解东盟国家的经济弱势。

面对全球通胀高企，美联储利率见顶的时间不明朗，以及全球经济衰退可能性增加的宏观环境，市场可能在 2023 年上半年接连出现较大幅及较长时间的波动。幸而，情况应会在下半年略为好转，上述不利因素有望减弱，为金融市场营造更有利的环境。

对国内生产总值增速的累计预测修订（2020 年至 2023 年）



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 11 月 26 日。上图中，新兴市场代表以下经济体的综合数据：阿根廷、巴西、智利、中国、哥伦比亚、匈牙利、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、南非和土耳其。十国集团代表由十一个主要工业国家组成的集团：比利时、加拿大、法国、德国、意大利、日本、荷兰、瑞典、瑞士、英国和美国。

我们的基本情况预测

我们的基本情况预测是，负面需求冲击即将出现，足以令市场担忧经济增长状况更甚于通胀，有关进展有可能为各大央行转向鸽派政策奠定基础，并在第四季度放宽货币政策。这与当前市场价格所反映的情况及过去 50 年的历史趋势一致；在过去 50 年，大刀阔斧的加息政策使金融状况迅速收紧，随后经济增长放缓，促使美联储周期由紧缩急转至宽松。

虽然我们对 2023 年上半年的预测可能显得悲观，但谨记市况波动期间往往创造机遇。这也是主动型基金经理发挥才能，缔造超额回报的时机。最重要的是，阴霾散尽终见曙光，我们预计下半年的市况将会改善。

我们的基本情况预测面临三大主要风险

1 滞胀的持续时间：滞胀环境可能持续至 2023 年底/2024 年初

货币政策对实体经济的影响通常要在 12 至 18 个月后才会浮现。我们忧虑目前全球紧缩周期的连锁影响只是刚刚开始；从历史上看，一旦紧缩周期结束，经济增长便会显著放缓。回顾刚刚过去的一年，全球金融环境在 2022 年 3 月才进入紧缩阶段，美国在六个月后才跨过这个阶段。换言之，全球经济可能需要一段时间，才能度过最艰难的时期。同样值得注意的是，当前周期的性质（大部分通胀因素由供应主导，且与地缘政治关系密切）也与过去的周期截然不同。供求平衡仍然紧张，大宗商品所受的限制较以往更具约束力。重要的是，中国经济重启可能令市场再次聚焦大宗商品面临的限制，使发达市场的货币政策前景变得复杂。

“我们忧虑目前全球紧缩周期的连锁影响只是刚刚开始；从历史上看，一旦紧缩周期结束，经济增长便会显著放缓。”

石油（例如美国战略石油储备）、天然气（例如欧洲在冬季后补充天然气库存）、谷物（印度可能开始重建粮食缓冲）、战略大宗商品（例如高端半导体和碳氢化合物等关键大宗商品）等大宗商品补库存，以及绿色转型所需的金属用量，均很可能推高大宗商品价格。货币政策方面，虽然美联储将以较慢的速度加息，但美联储主席鲍威尔指出，美联储目前的紧缩周期最终可能导致利率见顶水平高于早前预期。与此同时，个别美联储发言人表示，在开始考虑放宽货币政策前，利率可能于较长时期内维持在较高水平。

需要关注的主要迹象：

- 全球通胀
- 美联储政策与声明
- 中国防疫政策的演变
- 库存调整步伐

2 中国内地的防疫管控

我们认为，在 2023 年 3 月人大会议结束后，经济重启之路会取得进一步进展。近日，中国政府呼吁全社会推动老年人接种疫苗，这是一个重大转变，但仅靠劝说能否提高疫苗接种率，或疫苗接种工作能否如期迅速进行，结果尚待观察。

需要关注的主要迹象：

- 疫苗接种率／死亡率
- 医疗基础设施容量
- 中国政府宣布中央计划
“由上而下”的结构性经
济重启

3 美元强势：过早断定已见顶

美元走弱通常与全球增长前景改善和风险市场的风险偏好环境有关；反之亦然。要令美元持续贬值，全球经济（美国除外）增长就需要超越美国，而且美国与世界其他地区之间的利率差距也需要收窄；然而，这两种情况目前似乎不太可能发生。新兴市场央行补充外汇储备缓冲，也可能为美元增添有利因素。

需要关注的主要迹象：

- 美国经济增长
- 相对世界其他地区的利率
差距

美元持续强势可能对全球增长前景造成负面影响



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。灰色范围代表经济衰退。投资者不可直接投资于指数。

预测央行行动：何时改变政策才能称得上真正转向？

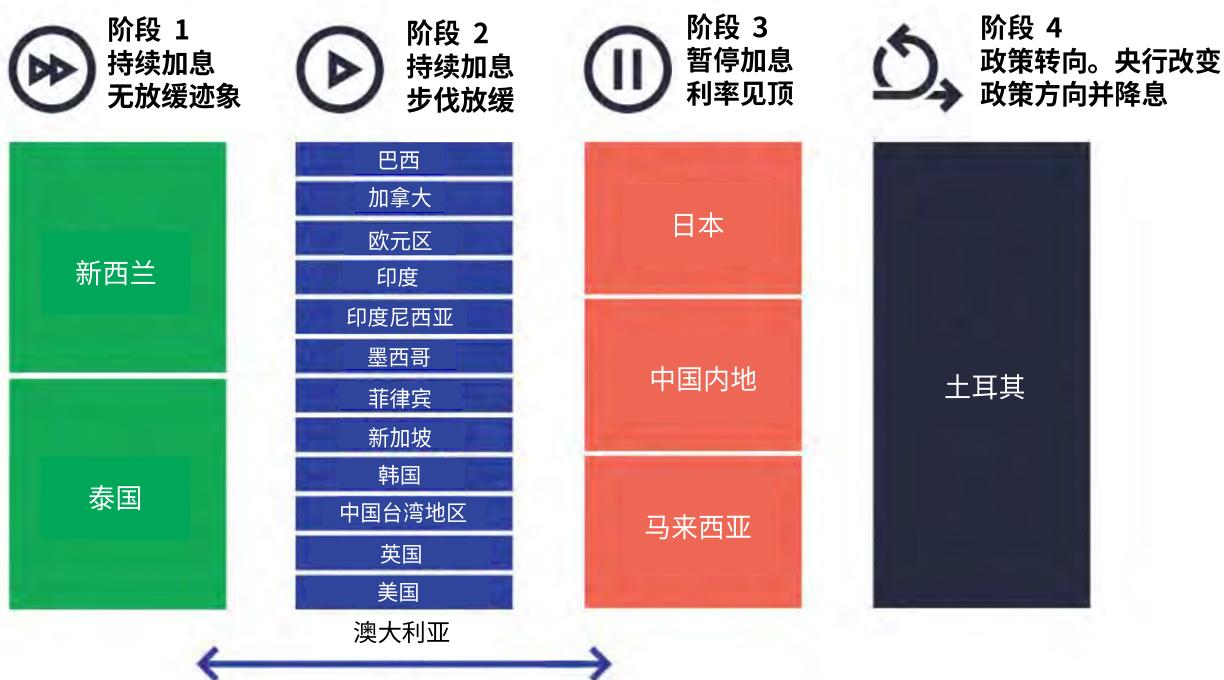
这是我们相信投资者应该考虑的另一个因素：我们应如何定义政策转向？最近数周，市场焦点已转至预测全球紧缩周期何时见顶，其中多次提及央行政策转向。我们认为，“政策转向”这四个字已成为当前描述货币政策出现任何变化的常用语。

然而，有关描述并未充分解释利率周期的细微差别，因为政策转向的时机和程度总是充满变数。重要的是，我们讨论的不只是个别央行，而是不同的央行，各自运作时均面临不同的掣肘和挑战。

我们认为，通过以下框架思考政策转向的顺序可能有所帮助：

- 阶段 1 主动收紧政策——加快步伐／没有放缓步伐的迹象**
- 阶段 2 持续收紧政策——放缓紧缩步伐**
- 阶段 3 政策利率见顶——暂停加息**
- 阶段 4 政策转向——央行改变政策方向并降息**

货币政策：由紧缩转向宽松



资料来源：宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 16 日。澳大利亚储备银行横跨第一至第三阶段：虽然近日宣布下调加息幅度，但澳大利亚央行的会议记录和声明反映，该央行希望在日后保持较大的加息空间。

通过这个框架，我们能够清楚了解到只有少数央行真正处于政策转向的时机，或准备好结束紧缩周期并展开宽松周期。因此，我们认为在 2023 年上半年，市场的讨论焦点将会是处于第一和第二阶段的央行进入第三和第四阶段的速度。

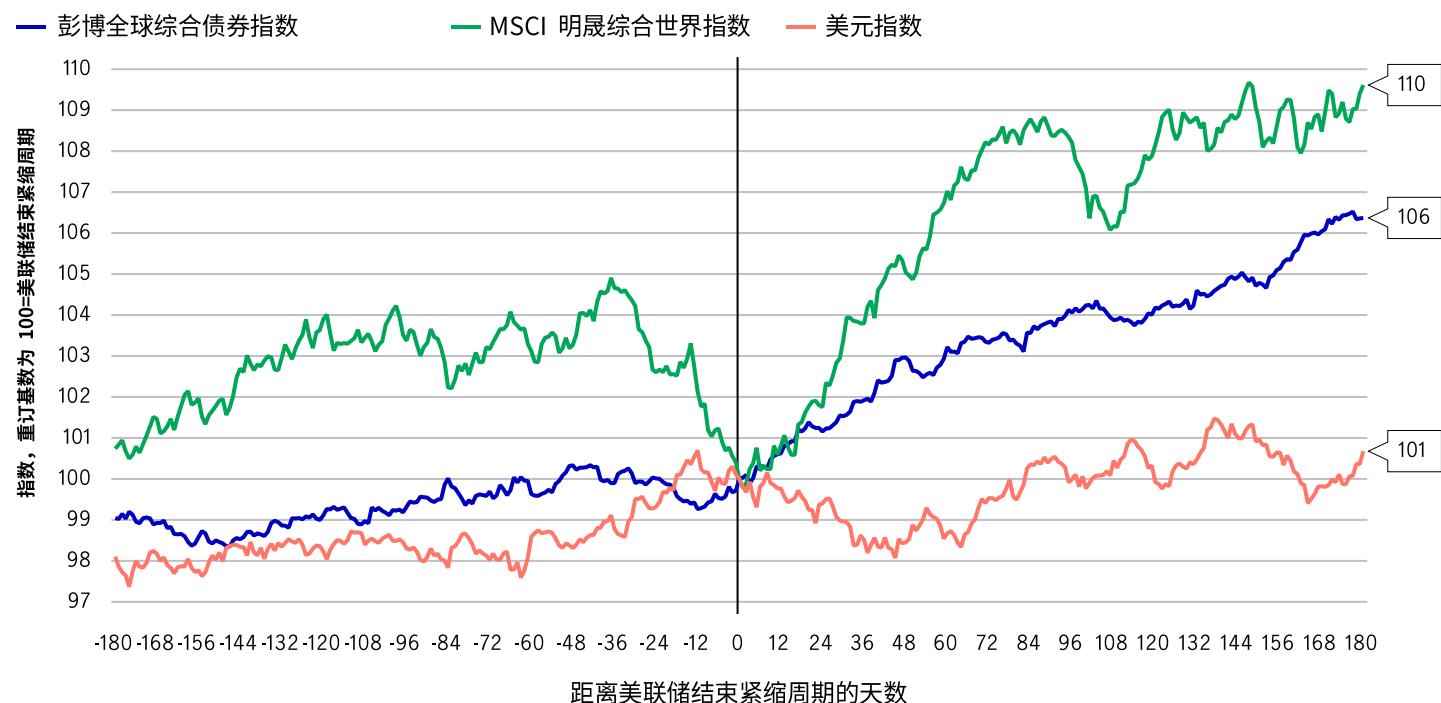
“我们认为，只有少数央行真正处于政策转向的时机。”

在美联储利率周期变化期间，风险市场通常有何表现？

综观各国央行，美联储的政策路径对金融市场造成的影响最大，这一点几乎毋庸置疑。考虑到我们的基本情况预测是，联邦基金利率将在 2023 年上半年升至接近 5% 才见顶，随着市场担忧经济增长状况更甚于通胀环境，美联储将在年底前降息，因此我们有必要评估在美联储改变紧缩周期之际，风险资产通常有何表现。

- **全球股票²**——全球股票自 2022 年 10 月触及低位以来，现已回升 10% 至 15%³，因为有迹象显示美联储可能放缓紧缩步伐。然而，我们的分析显示，股票往往只在紧缩周期结束时触底，而非周期结束前。换言之，加息步伐放缓通常不足以导致股票触底。

美联储结束紧缩周期时的市场表现



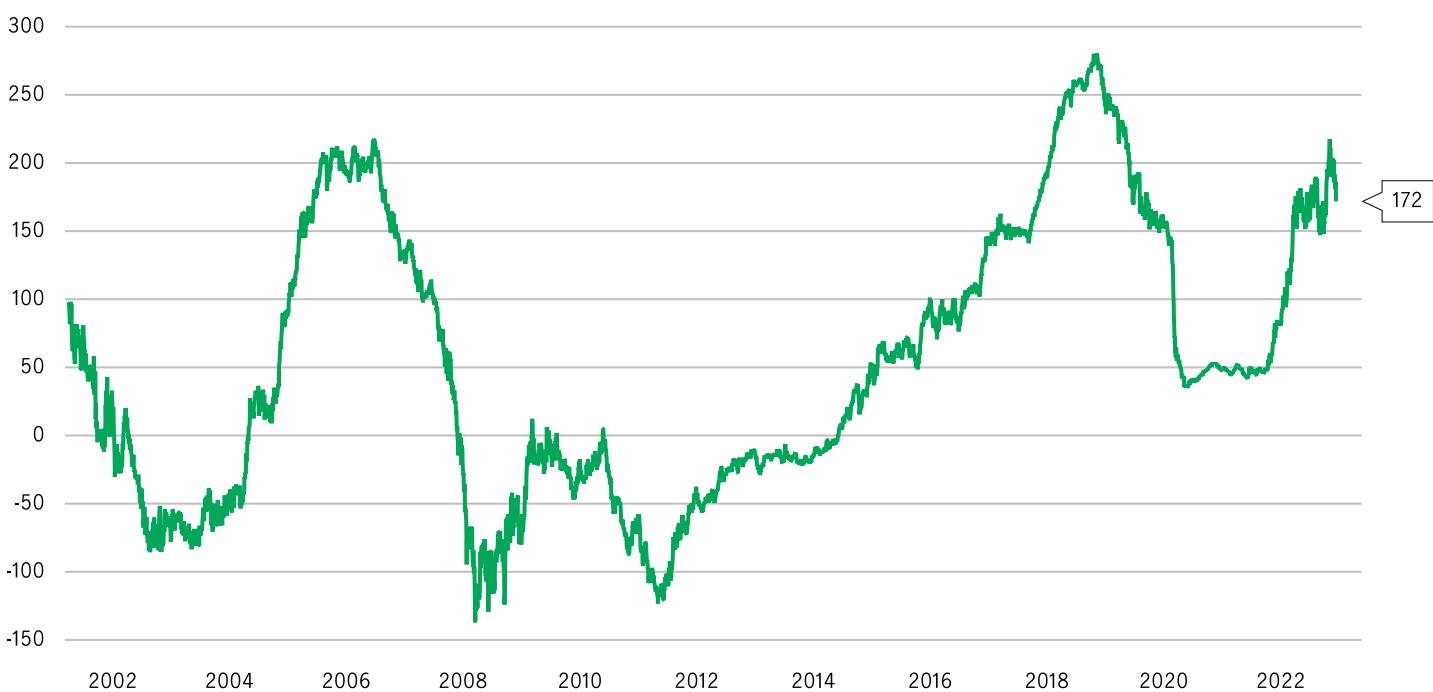
资料来源：标准普尔道琼斯指数、美国财政部、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。

² 我们所使用的 MSCI 明晟综合世界指数是一项自由流通加权股票指数，涵盖发达市场和新兴市场的大型及中型公司股票，用以代表全球股票。投资者不可直接投资于指数。³ 彭博资讯，截至 2022 年 12 月 13 日。

- 全球债券⁴**——与股票无异，全球债券已从去年 10 月的抛售中回升过来，原因是美联储放缓紧缩步伐。我们的分析再次显示，全球债券通常在美联储结束紧缩周期时触底；但美联储放缓加息步伐可能并非充分诱因。
- 外汇**——截至撰文之时，由于市场认为美联储将放缓加息步伐，美元指数（代表美元的指标）由去年 9 月底的高位下跌约 8.5%³。市场普遍认为美元已经见顶，美联储有可能即将暂停加息，并在 2023 年开始降息。虽然美国收益率见顶是美元走弱的必要条件，但并非充分条件。要令美元持续贬值，全球经济增长（美国除外）就需要超越美国，而且美国与世界其他地区之间的利率差距也需要收窄。然而，这两种情况目前似乎不太可能发生。

此外，我们的分析显示，在美联储结束紧缩周期之际，美元通常会暂时贬值，一般持续约 40 天；但美元往往能够在随后三个月内收复所有失地。我们预计这次的情况也一样：无论美联储会否在 2023 年暂停加息周期，美元相对大部分其他货币仍具有收益优势。此观点也跟第二项推动美元表现的周期性因素（美国经济表现出色）保持一致。

利率差距：美国债券利差相对美元指数减去美国 2 年期债券收益率（基点）



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。

⁴ 我们所使用的彭博全球综合债券指数是一项追踪全球投资级债券的表现，包括固定美国国债、政府相关债券、企业债券和证券化债券。投资者不可直接投资于指数。

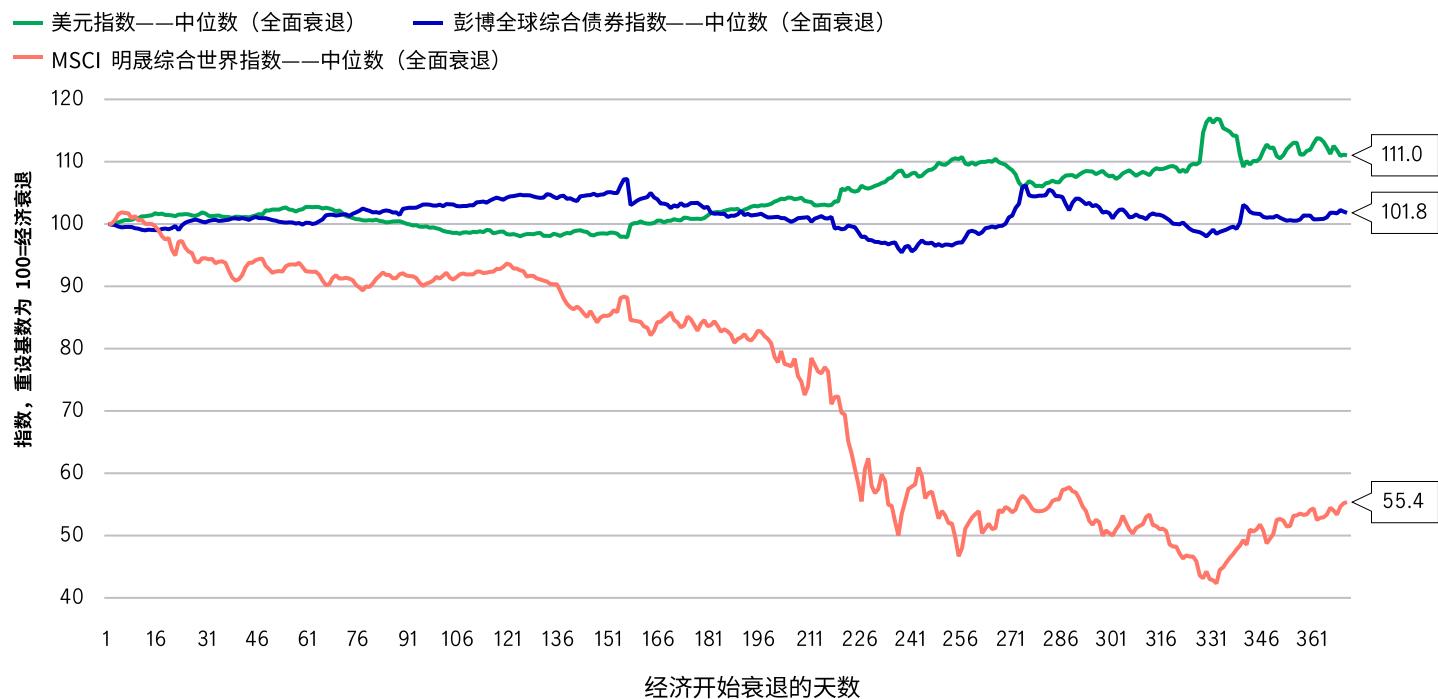
有关全球经济可能衰退的猜测不断升温

尽管在最近数月，市场对全球经济衰退的预测不断升温，但有关预测尚未形成共识，经济衰退的几率低于 50%。值得注意的是，市场仍然质疑美国经济陷入衰退的可能性。在分析风险资产于美国经济衰退期间的表现时，我们再次进行筛选，并发现在经济衰退开始前，全球股票往往不会触底。然而，主张全球收益率在美国经济正式陷入衰退前便已见顶的论点较具说服力。美元方面，美国经济衰退未必利空美元，除非美国经济导致全球陷入经济衰退。即使美联储的降息幅度较其他央行进取，情况也是如此（因为美元具避险性质）。

“一如既往，其中的关键在于保持审慎，避免确认偏误和群体思维。”

总括而言，虽然投资者在心理上可能认为市场最动荡的时期已经过去，但我们的分析显示情况并非如此。政策需要一段时间才能对实体经济发挥作用，这次的情况也是一样。尽管如此，经验丰富的投资者自然会明白，市场波动可带来具吸引力的机遇，而且较长投资年期通常有助于缓和剧烈的市场波动。一如既往，其中的关键在于保持审慎，避免确认偏误和群体思维。我们认为，经济前景将会改善，并即将出现正面变化，但我们仍需等待一段时间。

股票、债券和美元在过去美国经济衰退期间的表现



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。

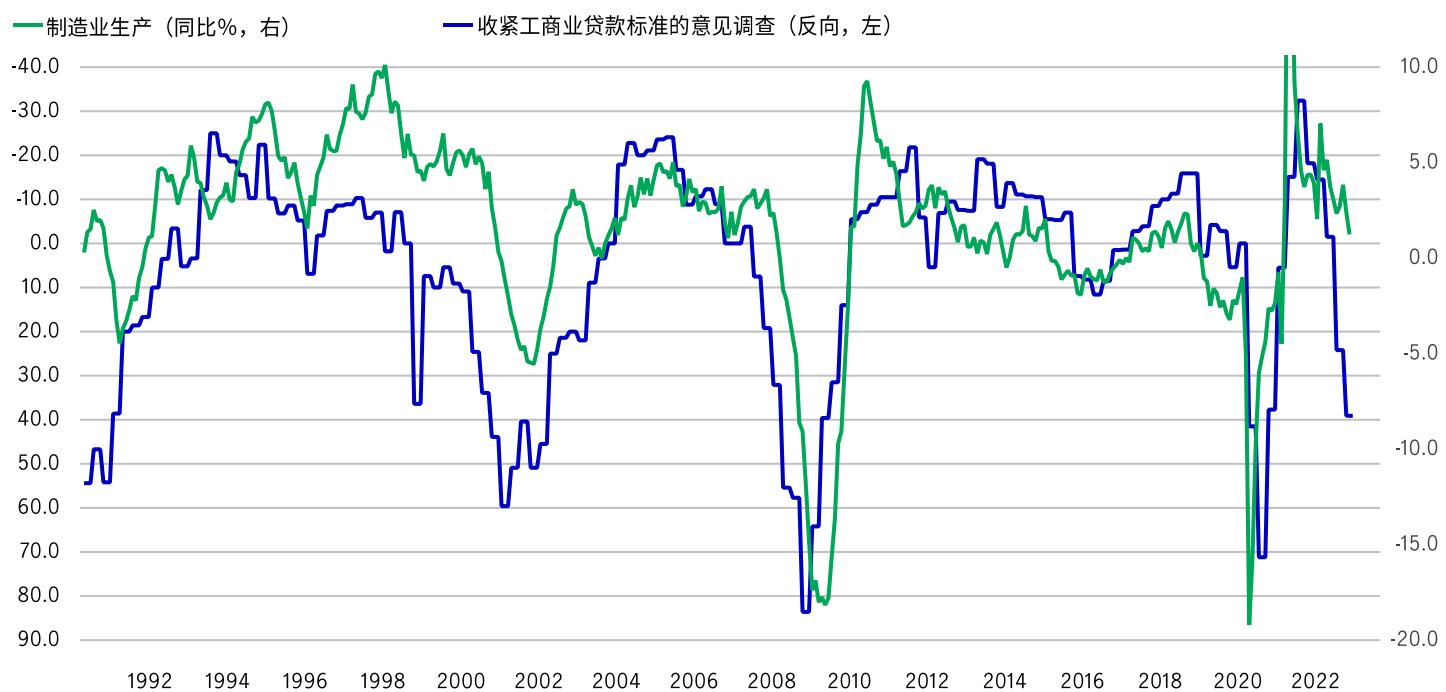
美国

宏观大局

我们预计，美国的经济前景将在未来一年逐步趋于乐观。展望 2023 年，随着美联储在 2022 年收紧货币政策后所累积的滞后效应逐渐削弱消费、就业和制造业活动，当地经济有可能在年初步入衰退。一般而言，美国本可以推出财政支持政策以缓解相关冲击，但考虑到此前已实行规模庞大的防疫纾困措施，因此政府支出也可能不利于经济增长。此外，在国会分治下，进一步加推大规模刺激措施的可能性不大。鉴于市场试图预测联邦基金利率的见顶水平和时间，货币政策可能再次成为左右市场的主题。我们预计，美国的利率将在 3 月见顶，届时利率料升至 5.00% 至 5.25% 水平。除此之外，投资者的焦点有可能转向可能首次降息的时间。我们相信，随着美国就业和通胀压力减弱，程度足以提供放宽政策的理由，美联储将在第四季度作出首次降息。

“鉴于市场试图预测联邦基金利率的见顶水平和时间，货币政策可能再次成为左右市场的主题。”

收紧政策导致放贷标准趋于严谨，继而削弱经济增长 (%)



资料来源：美联储、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

我们关注的因素

- 劳动力过剩的程度**——通胀几乎是 2022 年唯一的市场焦点，但我们预计 2023 年投资者将日益关注劳动力过剩的程度。美联储放宽政策的前提是工资增长放缓（中期通胀的关键动力），但如果劳动力市场在年内大部分时间仍然紧张，则可能令美联储推迟政策转向。
- 服务业**——虽然大部分迹象显示消费明显放缓，但服务业的稳健势头仍难以逆转。服务业预计将在未来一年如市场预期般逐渐放缓。
- 美元**——我们认为投资于任何国际股票时，至少应从外汇角度进行评估。

主要市场观点

- 股票**——除非利率见顶的时间显得明朗，而且我们确信市场价格已合理反映衰退的可能性，否则我们仍会保持谨慎。因此，我们相信未来一年对股票倾向防御性部署属合理之举。
- 固定收益**——随着固定收益领域日益具吸引力，过去十年一直占主导的追求收益基调已被利率攀升所掩盖。与股票情况一样，信贷和高收益债券的利差尚未触及一般随着经济衰退出现的水平；因此，我们侧重于质量较高的债券。

汇率是 2023 年作出任何投资的关键考虑因素



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

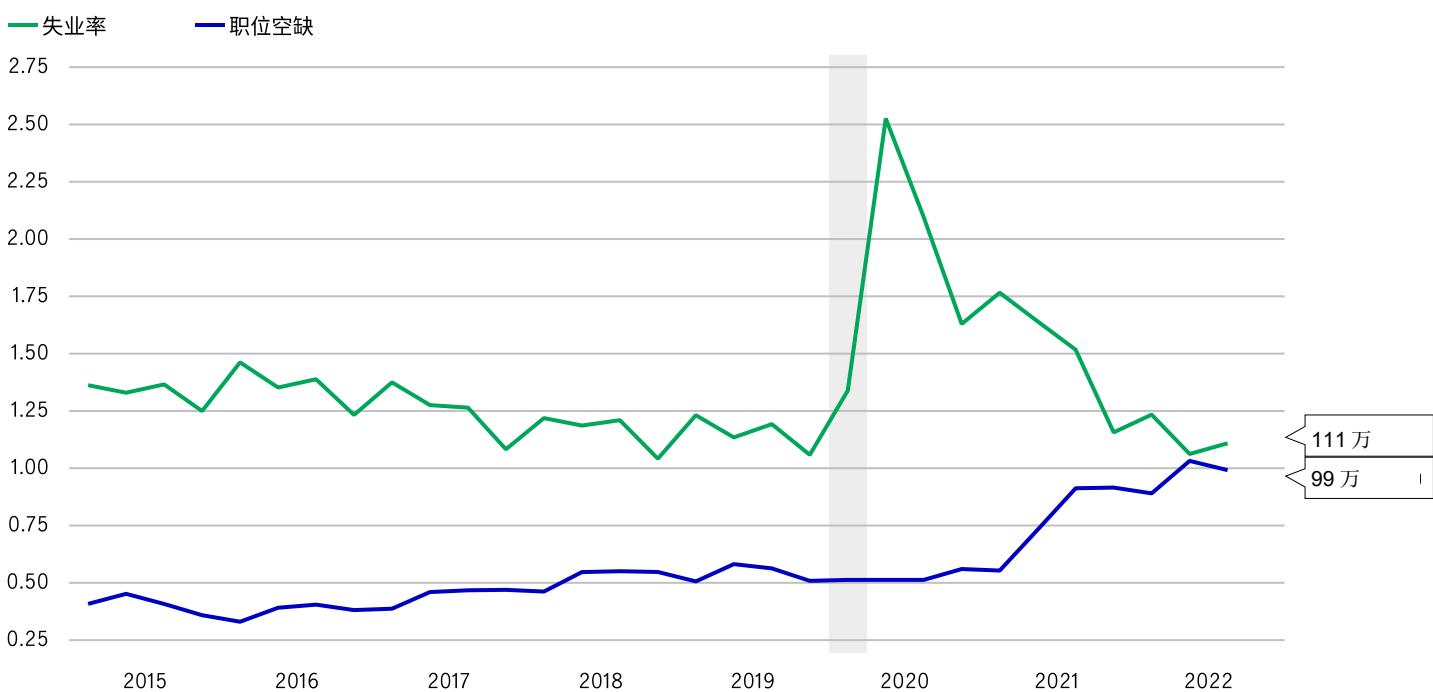
加拿大

宏观大局

我们预计，加拿大经济将在 2023 年迎来负增长。在消费增长放缓、库存显著过剩和全球需求疲弱的共同影响下，加拿大经济预计将陷入温和衰退，此后展现轻微复苏。住宅投资至今大致受房地产交易下滑所拖累。新屋动工量应会在此后放缓，继而对国内生产总值增长添加下行压力，但这应属暂时性质。此外，鉴于加拿大的建造和制造业等高度周期性行业的就业率占比高于美国，因此当地劳动力市场在一定程度上更容易受全球经济衰退冲击。尽管如此，大部分行业仍面对创纪录的劳工短缺问题，因此未来一年相关工时有可能比往常缩短。最后，我们预计随着供应面改善，加上货品和服务需求转弱，当地通胀将持续降温。

“我们认为，大部分行业仍面对创纪录的劳工短缺问题，因此未来一年相关工时有可能比往常缩短。”

劳工短缺问题严重，有可能抵消失业率的影响



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。灰色范围代表经济衰退。

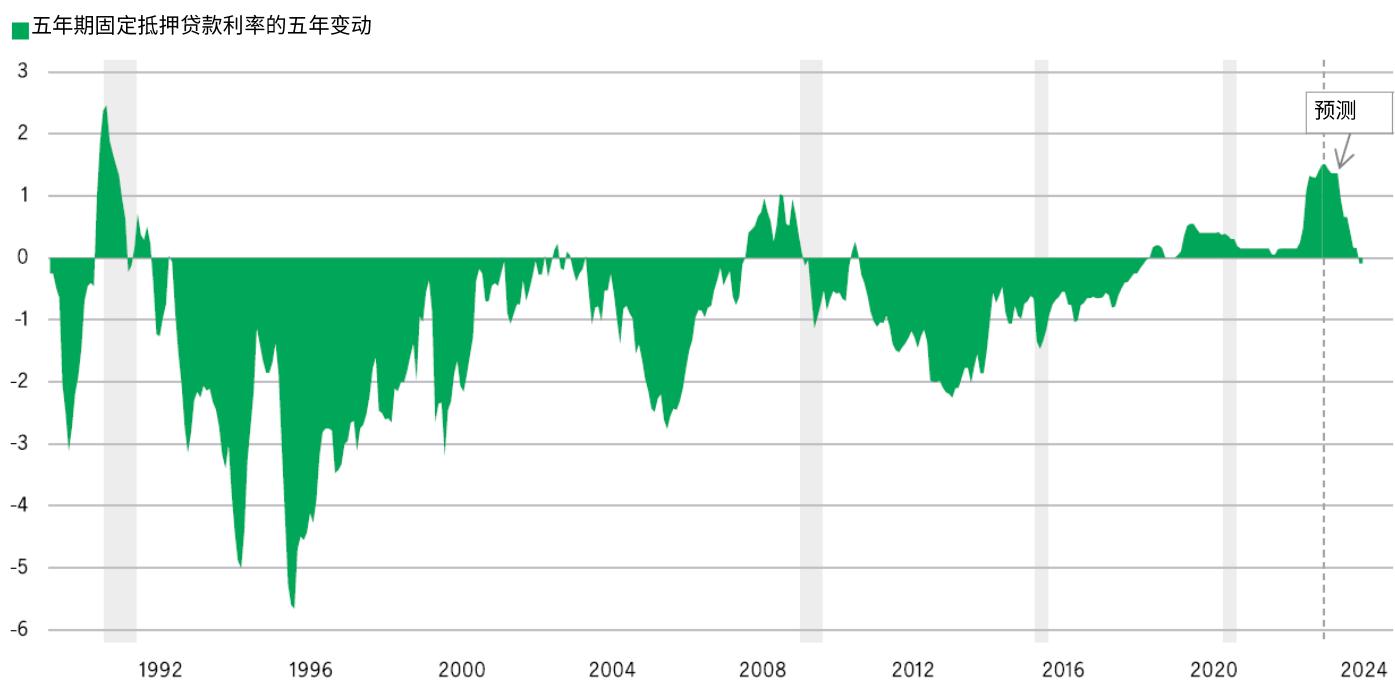
我们关注的因素

- 楼市活动**——有 35% 的加拿大民众持有房贷⁵，预计在 2023 年大部分时间，他们需以远高于目前水平的利率进行再融资。任何财务受困的迹象均会令市场忧虑，但加拿大央行已接近结束紧缩周期，因此我们相信抵押贷款利率有望在短期内见顶。
- 量化紧缩**——在 2022 年，加拿大央行的资产负债表收缩约 900 亿加元⁵，因为央行没有回购即将到期的资产（以政府债券为主）。量化紧缩措施预计将延续至 2023 年，对本已波动和流动性略为不足的债市增添压力。我们将关注加拿大金融体系重要环节的承压迹象。

主要市场观点

- 股票**——2022 年年初至今，标准普尔/TSX 综合指数大部分行业表现领先于标准普尔 500 指数，反映在艰难市况下，配置于该指数看来是可靠的防御性策略。鉴于 2023 年将迎来通胀放缓的环境，大宗商品价格预计将回落，因此该指数可能难以重演 2022 年的出色表现。楼市下行可能对金融企业的业绩构成压力。
- 利率与货币**——鉴于经济环境疲弱和通胀放缓，我们仍然预计央行将在 2023 年下半年降息。在市场预计降息下，加拿大政府债券收益率很可能走低。另外，大宗商品价格回落，加上美国与加拿大债券利差高于往常，有可能遏制加元大幅升值。

加拿大：1990 年代以来最显著的抵押贷款再融资冲击 (%)



资料来源：加拿大央行、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 12 日。灰色范围代表经济衰退。

⁵ 加拿大央行，截至 2022 年 12 月 6 日。

欧元区

宏观大局

欧元区经济前景恶化的情况似乎已经回稳，市场预计在 2023 年，区内经济接近零增长，此后在 2024 年温和扩张。虽然前景持续令人失望，但近期已告回稳，带动欧洲股市的绝对和相对回报均大幅回升。我们相信，欧洲央行将在第一季度进一步加息 100 个基点。欧洲央行实施紧缩周期至今，避免区内主权债券利差出现令人忧虑的扩大情况，但随着央行应会在 2023 年初开始量化紧缩，市场仍然关注资产负债表的进展。欧元区通胀前景持续带来挑战，原因是决策者一直关注仍在进行的工资谈判及其对广泛物价压力的影响。投资者对能源危机的担忧似乎有所降温，但由于其进一步发展和连锁效应与政治风险相关，因此我们仍会保持警惕。

“欧元区通胀前景持续带来挑战，原因是决策者一直关注仍在进行的工资谈判及其对广泛物价压力的影响。”

德国与意大利 10 年期政府债券利差收窄 (%)



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 6 日。

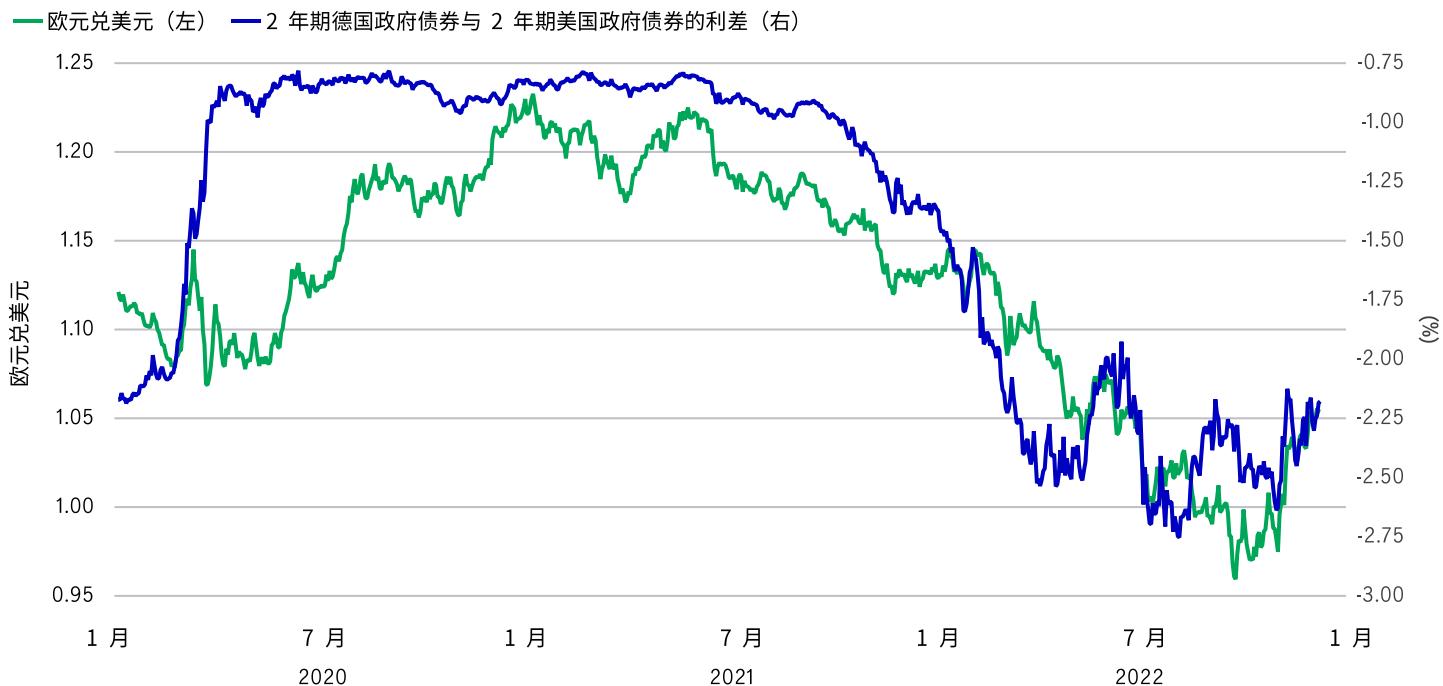
我们关注的因素

- **欧元区工资增长**——考虑到欧元区工资压力广泛上升，决策者正密切关注持续进行的工资谈判，原因是谈判结果有可能对中期通胀前景带来重大风险。
- **欧元区利率**——在欧洲央行紧缩周期的首个阶段，基准政府债券收益率和周边国家债券利差已显著受控，但央行将在 2023 年初推行量化紧缩，可能引发市场剧烈反应。

主要市场观点

- **股票**——随着市场参与者对能源、地缘政治局势、通胀和增长相关风险显著缓和作出反应，欧洲股市的绝对和相对回报均大幅反弹。我们认为区内股市有望在 2023 年延续出色表现。
- **货币**——我们预计欧元兑美元将继续收复去年失地，逐步升至 1.10 至 1.15 的水平。美国与欧元区的利率差距收窄，为欧元带来基本面支撑。随着投资者重新评估其持有的欧元计价资产，我们认为对欧元过度看空的情绪和现有持仓，也可能为欧元提供进一步上升空间。

欧美利率差距收窄为欧元兑美元带来基本面支撑



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 12 日。

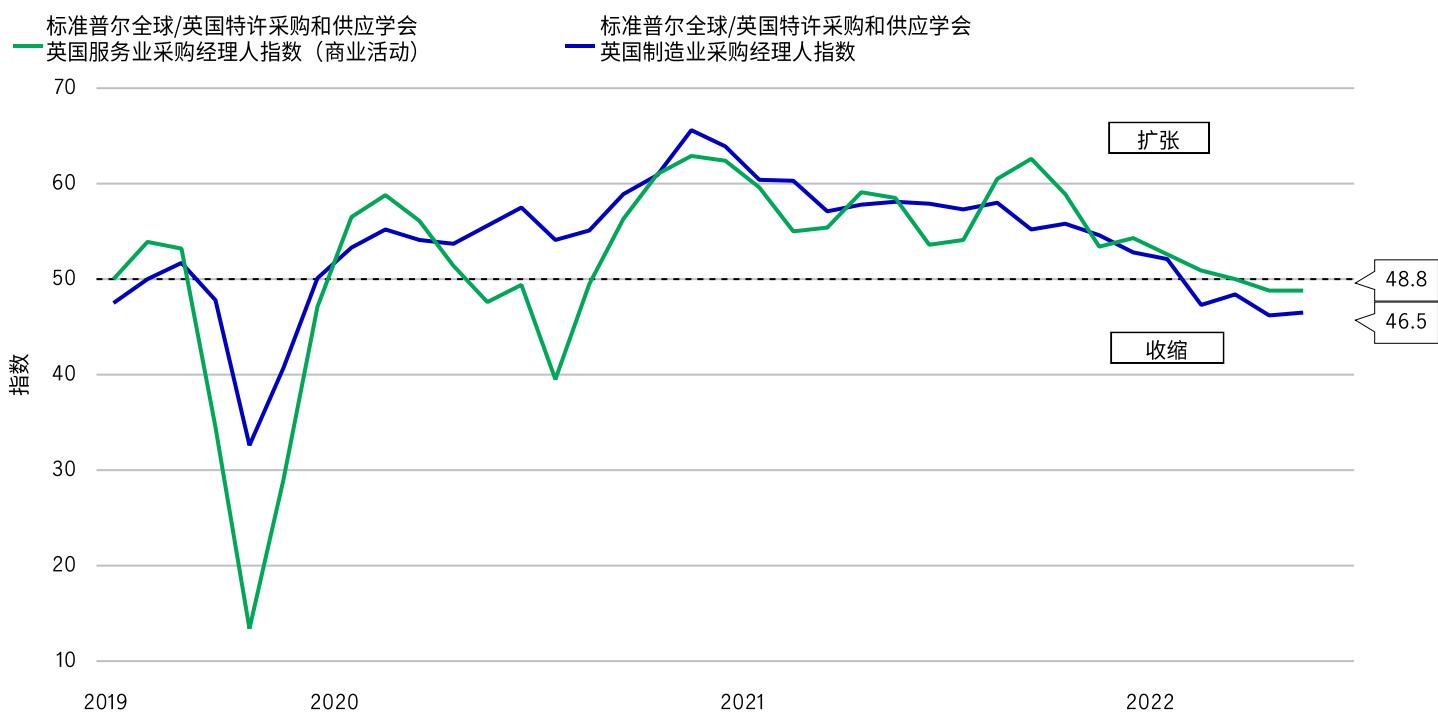
英国

宏观大局

市场预计英国经济将在 2023 年上半年收缩，此后在年底温和复苏，可见其经济前景持续面临挑战。经济增长仍然遭遇广泛阻力，金融状况趋紧，势将影响消费、商业和住宅投资。苏纳克接任英国首相后，发表市场亟需的纾困方案，此前财政前景的不确定性一直令市场饱受困扰。在高达双位数的整体通胀率环境下，英格兰银行维持鹰派立场，但近期的声明已淡化市场预期一直反映的进一步收紧政策力度。我们预计英格兰银行会在 2023 年第一季度将利率调高至 4%。尽管《北爱尔兰协定》的不确定性仍然持续，苏格兰也继续试图争取举行独立公投，但政治和地缘政治风险看来已显著减弱。

“经济增长仍然遭遇广泛阻力，金融状况趋紧，势将影响消费、商业和住宅投资。”

高频增长指标已跌至收缩区间



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 7 日。采购经理人指数高于 50 代表扩张，低于 50 则代表收缩。投资者不可直接投资于指数。

我们关注的因素

- **英国楼市**——利率趋升严重影响房贷需求，而且楼价跌势加快。随着固定利率抵押贷款持有人在未来数年寻求再融资，英格兰银行收紧政策的滞后影响对家庭消费带来重大风险。
- **英国劳动力市场的进展**——失业率触及 1974 年以来最低水平，反映劳动力市场仍然非常紧凑。鉴于英格兰银行致力于遏制通胀，工资再度加快增长有可能对央行政策构成主要挑战。

主要市场观点

- **股票**——近期英国股市的相对表现极为出色。我们认为，如果全球经济增长在 2023 年下半年好转，英国股票有可能创下疫后新高。
- **货币**——英镑由去年 9 月底的低位大幅回升近 20%。考虑到在一段长时间投资情绪低迷，加上投资者采取看跌部署，意味着英镑只要一些利好因素，便可取得优于预期的升势，因此英镑前景仍然向好。

近期英国股市的领先步伐加快



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 7 日。投资者不可直接投资于指数。

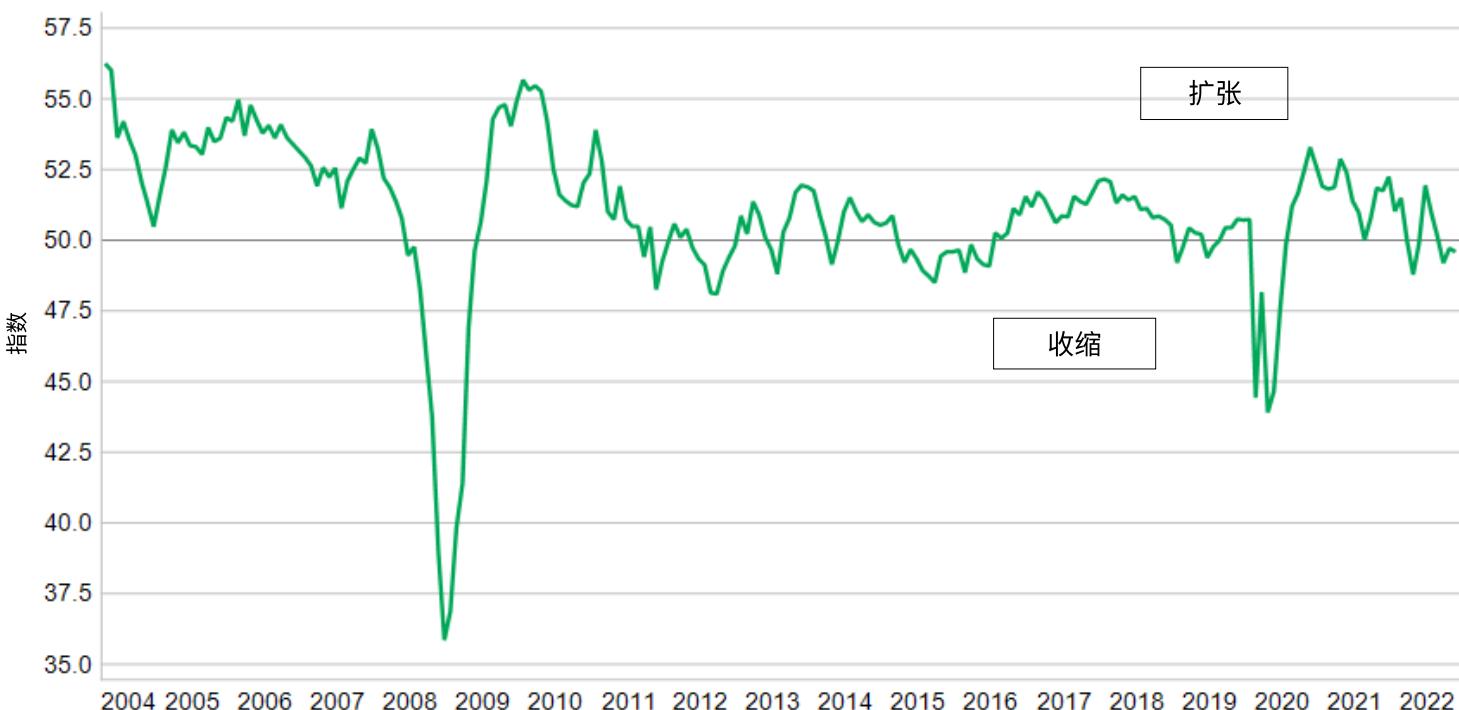
亚太区

宏观大局

随着全球经济陷入衰退，亚太区经济将难免受拖累。近期央行积极加息，而且通胀居高不下，也可能对消费支出构成限制。2022 年 11 月，区内经济活动明显展现初步放缓的迹象，由于就业指数急跌，制造业采购经理人指数进一步跌至收缩区间。另外，有迹象显示出口增长正在减速。利好消息是区内经济重启和国际旅客人数持续回升，有望为著名旅游目的地的增长带来支持，尤其是泰国。与此同时，随着运输和能源价格通胀持续降温，多个经济体的整体通胀似乎已经见顶，并可能在未来数月进一步下跌。我们也预计区内央行的焦点将由控制通胀转至推动需求。我们认为大部分紧缩周期将于 2023 年第一季度前后结束，个别央行更可能于 2023 年底前开始降息。

“利好消息是区内经济重启和国际旅客人数持续回升，有望为著名旅游目的地的增长带来支持，尤其是泰国。”

亚洲制造业采购经理人指数跌至收缩区间



资料来源： IHS 麦凯德、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 8 日。采购经理人指数高于 50 代表扩张；低于 50 则代表收缩。投资者不可直接投资于指数。

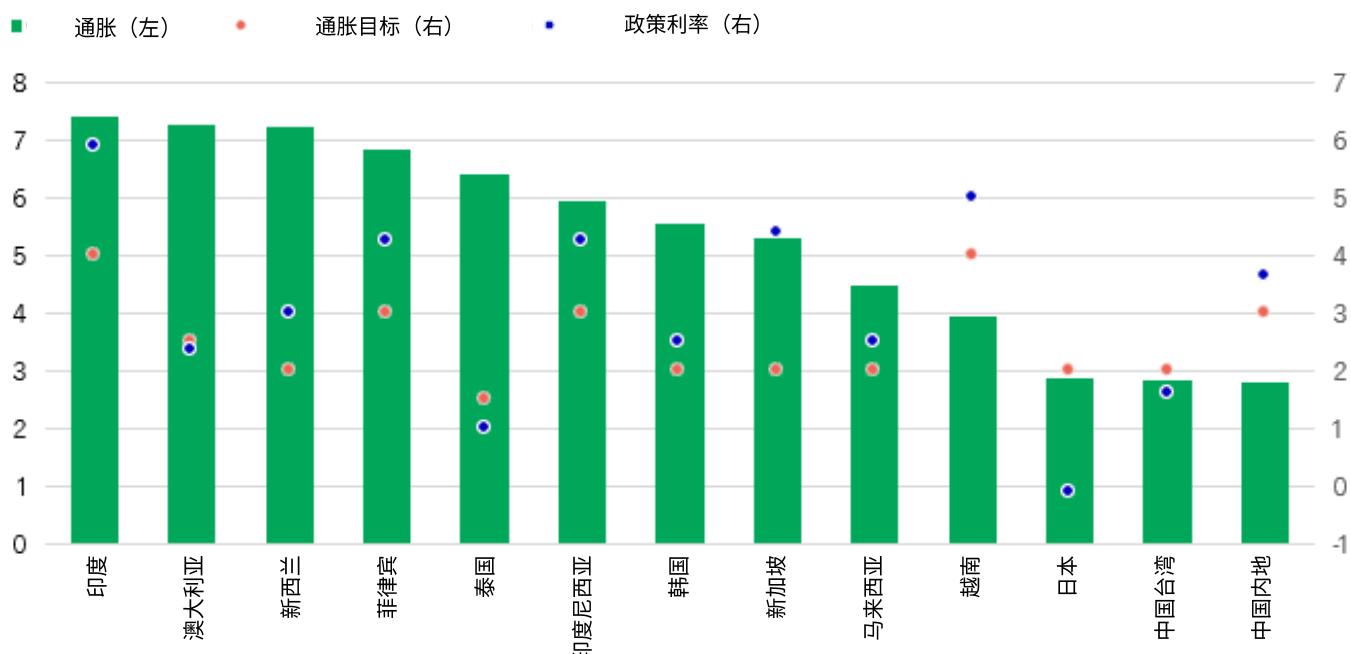
我们关注的因素

- 亚洲出口增长放缓**——东北亚的库存过剩，加上全球对亚洲出口货品的需求减弱，意味着亚太区将失去美元资金的主要来源，可能为区内经济增长带来负面影响。
- 通胀**——虽然区内普遍出现通胀放缓，但多个市场的通胀仍远高于目标水平，央行在通胀重返目标水平前可能不敢松懈。

主要市场观点

- 股票**——我们先前建议选择性投资于大宗商品出口国，而非大宗商品进口商，但全球陷入经济衰退的风险升温，意味着市场将加剧波动、全球贸易持续疲弱和美元资金状况收紧，因此就外围流动性参数的相对强度再进行筛选可能有助于提振表现。经过额外的流动性风险筛选后，我们发现印度尼西亚及菲律宾的排名领先。
- 固定收益及货币**——我们认为区内决策者不太可能配合美联储收紧政策周期的时机和规模，意味着亚洲债券有望表现出色，但本地货币可能表现逊色。

政策利率、通胀和通胀目标（年比%）



资料来源：各地央行及统计办公室、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 2 日。投资者不可直接投资于指数。

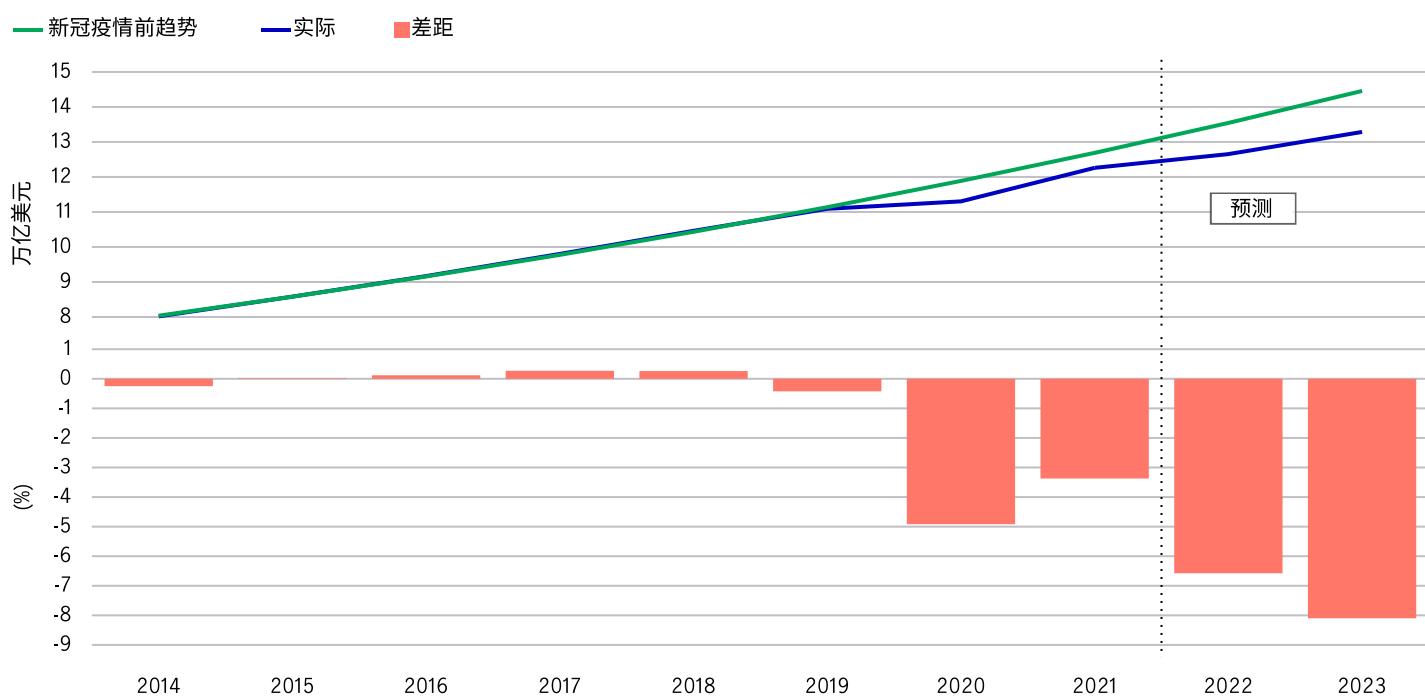
中国

宏观大局

有报道称中国将优化防疫措施，包括多个城市将放宽进入部分公共场所时的核酸检测证明、减少核酸检测点数量。相关新闻报道后，市场乐观情绪随即飙升。此外，有报道指政府将 1 月底的老年人疫苗接种率目标定于 90%。这些信号令人鼓舞，但不确定性仍然存在：疫苗接种能否按计划进行，以及较宽松的防疫政策能否平定这一波疫情仍属未知之数。关键是，如果这些政策未能取得成效，我们不清楚政府将采取什么何种应对措施。我们维持基本预测，认为中国经济将在 3 月举行的全国人民代表大会后进一步重启。事实上，即使出现近期的事态发展，但大部分分析师对经济重启时间的预测没有改变。据报中国正在讨论应否将 2023 年的国内生产总值增长目标定于 5% 左右。中国 2022 年国内生产总值增长估计为 3.2%，较新冠疫情前的趋势（2014 年至 2019 年）低约 8%。

“我们认为，中国经济将在 3 月人大会议后进一步重启。事实上，即使出现近期的事态发展，但大部分分析师对经济重启时间的预测没有改变。”

中国：如果经济在 2023 年增长 5%，经济规模将较新冠疫情前的趋势低 8%



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 9 日。

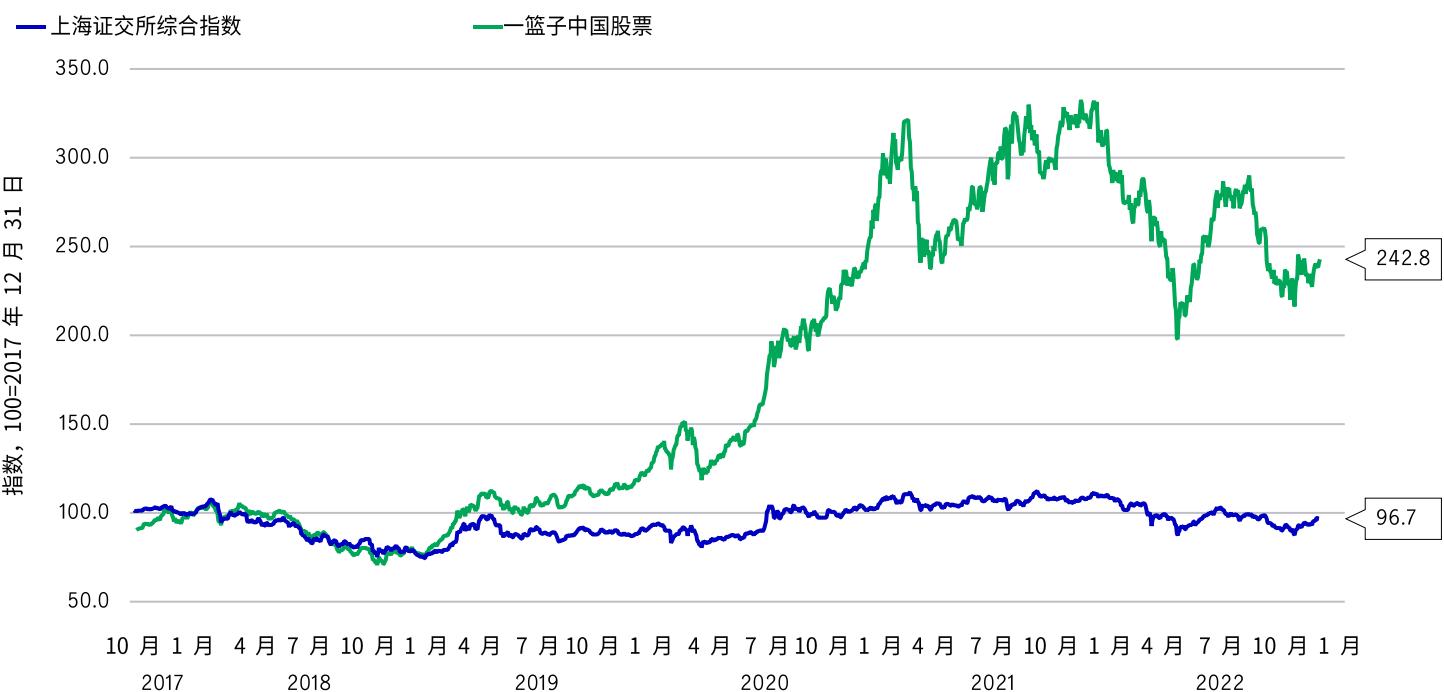
我们关注的因素

- 疫苗接种率、死亡率和医疗基础设施容量**——我们认为这些关键指标将决定中国内地经济能否如期在 2023 年第一季度末全面重启。
- 周期性动力**——随着感染率上升，加上政府需要实施限制以保障医疗系统，由清零政策过渡到与病毒共存有可能构成干扰（在一至三个月的投资期内）。感染忧虑升温，可能促使许多家庭尽量减少人际交往，令客流比率和消费受到限制。当医院入住率及死亡率靠稳并转趋温和（应该在第二季度发生），客流比率和消费活动有望回升。政府加推政策措施，为房地产开发商提供额外融资，但土地和房屋销售依然欠佳，将使 2023 年的建筑项目数量减少。

主要市场观点

- 股票**——全球经济出现滞胀，尤其继续为中国股票带来挑战。此外，我们对预计中国企业提前从美国交易所除牌的风险保持警惕。尽管如此，这个领域仍蕴藏个别战略性机遇，而我们也继续看好受益于可再生能源业、数字经济、高价值全球生产、先进科技和消费升级的股票。
- 固定收益**——鉴于增长持续不振，加上中国人民银行维持宽松立场，我们预计中国政府债券收益率将进一步下跌。

中国股票蕴藏个别战略性投资机遇



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 9 日。图表所指的一篮子中国股票包括涉足可再生能源、创新和消费的中国企业。投资者不可直接投资于指数。

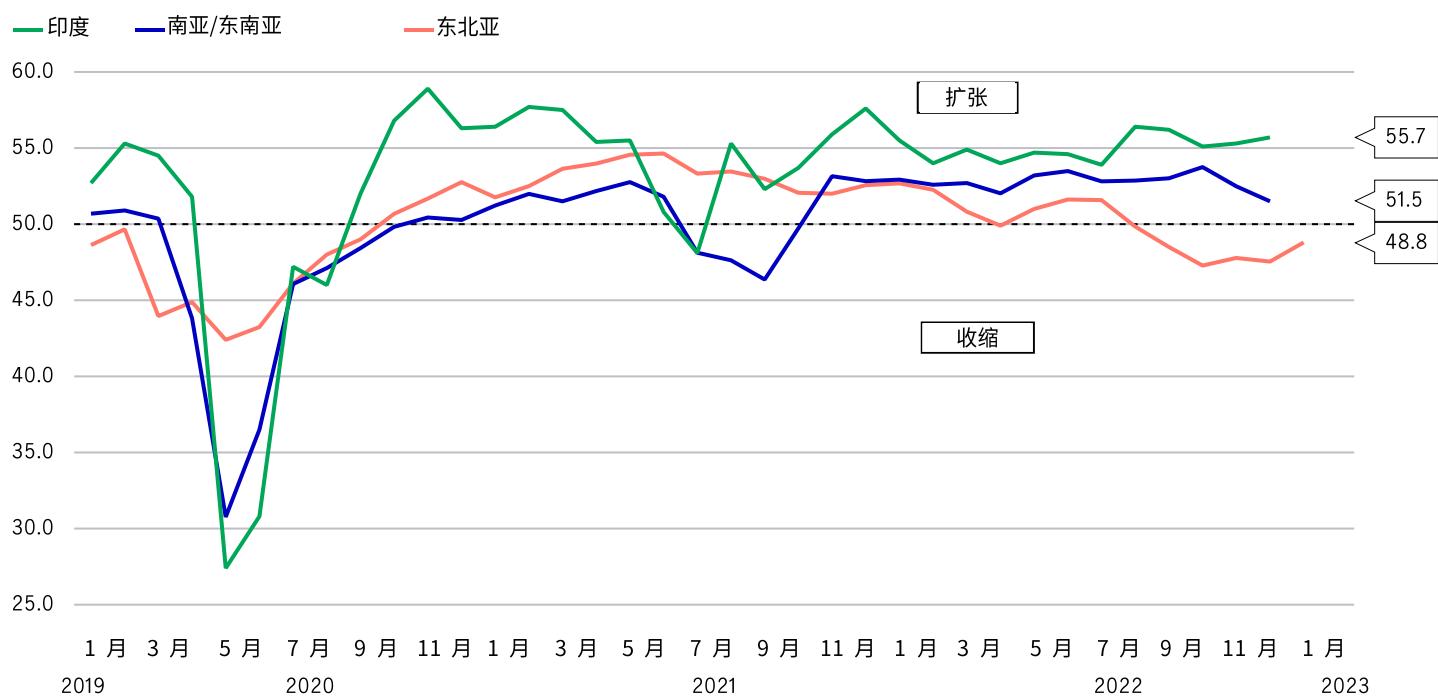
印度

宏观大局

印度经济如期在 2022 年重启，自此成为区内经济增长和金融市场表现出色的地区之一。在大宗商品价格回落、财政立场更为鹰派和基数效应带动下，通胀在 2022 年 11 月回落至印度储备银行的 2% 至 6% 目标区间。鉴于通胀已见顶，加上有迹象显示内需走弱，印度储备银行货币政策委员会在 2022 年 12 月会议结束后，放缓了收紧货币政策的步伐，仅调高回购利率 35 个基点。我们认为，印度储备银行的加息周期已接近尾声。此外，印度政府多年来不断扩张本地制造业产能和提高资本支出，目标是将经济规模由 2022 年约 3.4 万亿美元，增加至 2026 年/2027 年的 5 万亿美元（2033 年/2034 年进一步增至 10 万亿美元），令当地的结构性增长态势得以延续。

“印度经济如期在 2022 年重启，自此成为区内经济增长和金融市场表现出色的地区之一。”

制造业采购经理指人数：印度表现大幅领先于区内其他国家



资料来源：IHS 麦凯德、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 11 月 30 日。采购经理人指数高于 50 代表扩张；低于 50 则代表收缩。投资者不可直接投资于指数。

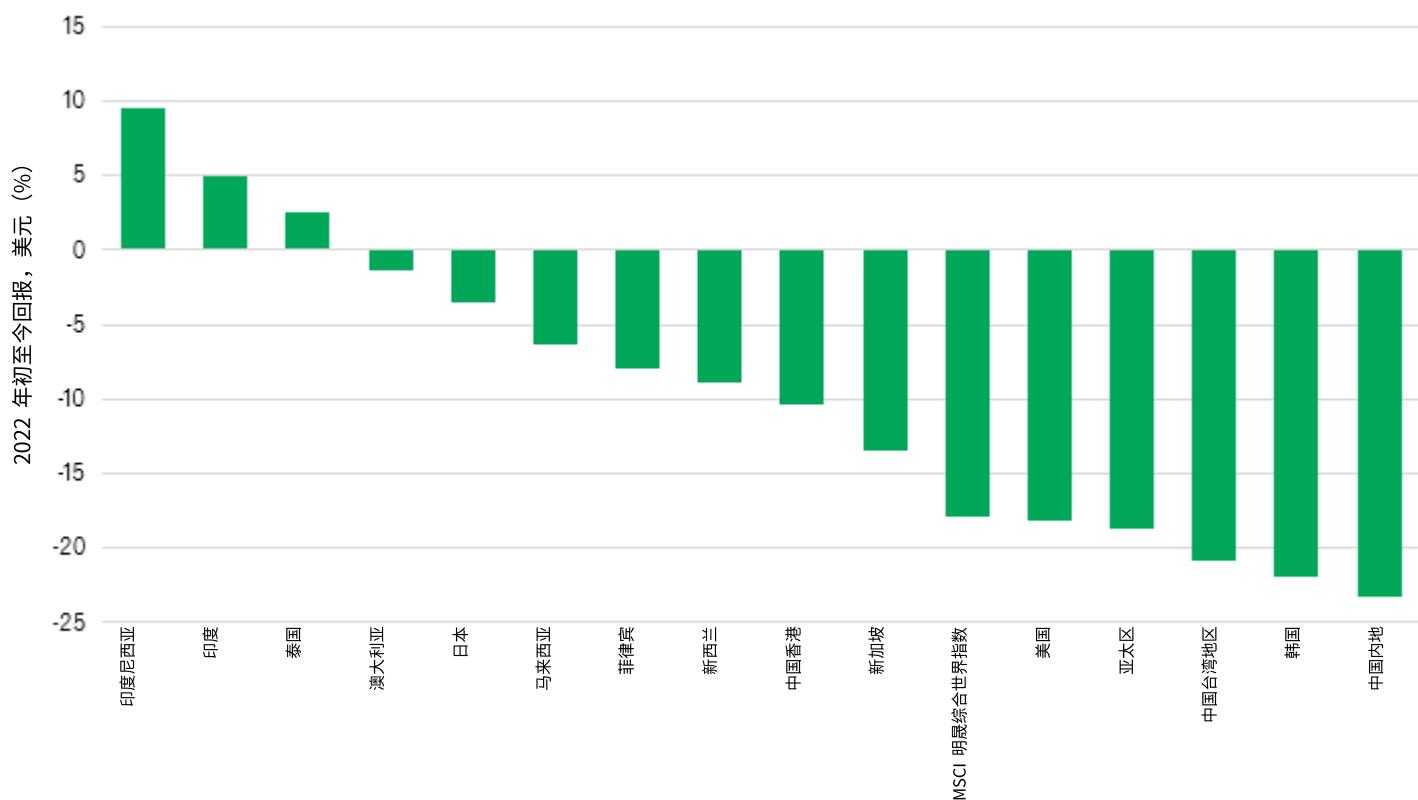
我们关注的因素

- 印度储备银行政策和通胀**——去年 12 月，印度储备银行行长达斯的立场趋于鹰派，表示通胀依然高企和普遍，未来 12 个月可能仍高于 4% 的中期目标。通胀挥之不去，或许促使印度储备银行延长紧缩周期及/或延后预计推行的宽松措施。
- 2023 年印度财政预算案**——预计印度财政部长西塔拉曼将于 2023 年 2 月或之前发表预算案。我们预计将支持增长，与政府倾向于为基础设施建设和制造业给予供应面支持的立场一致。

主要市场观点

- 股票**——在全球错综复杂并充满挑战的环境下，印度股票表现相对良好。我们认为这足以证明印度市场的基本面正面，与区内市场相比，预计当地股市有望持续实现出色表现。
- 利率**——印度储备银行行长达斯宣布，持有至到期证券需要相当于净存款 23% 的法定流动资金比率（在其他市场的商业银行一般称为存款准备金率）规定将延续至 2024 年 3 月，并由 2024 年 6 月起分阶段恢复正常。这项规定原定于 2023 年 3 月失效，但现在可能利好固定收益市场，因为有助于缓解短期沽售压力。

印度股票：2022 年区内表现优秀的市场之一



资料来源：MSCI 明晟、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 8 日。投资者不可直接投资于指数。

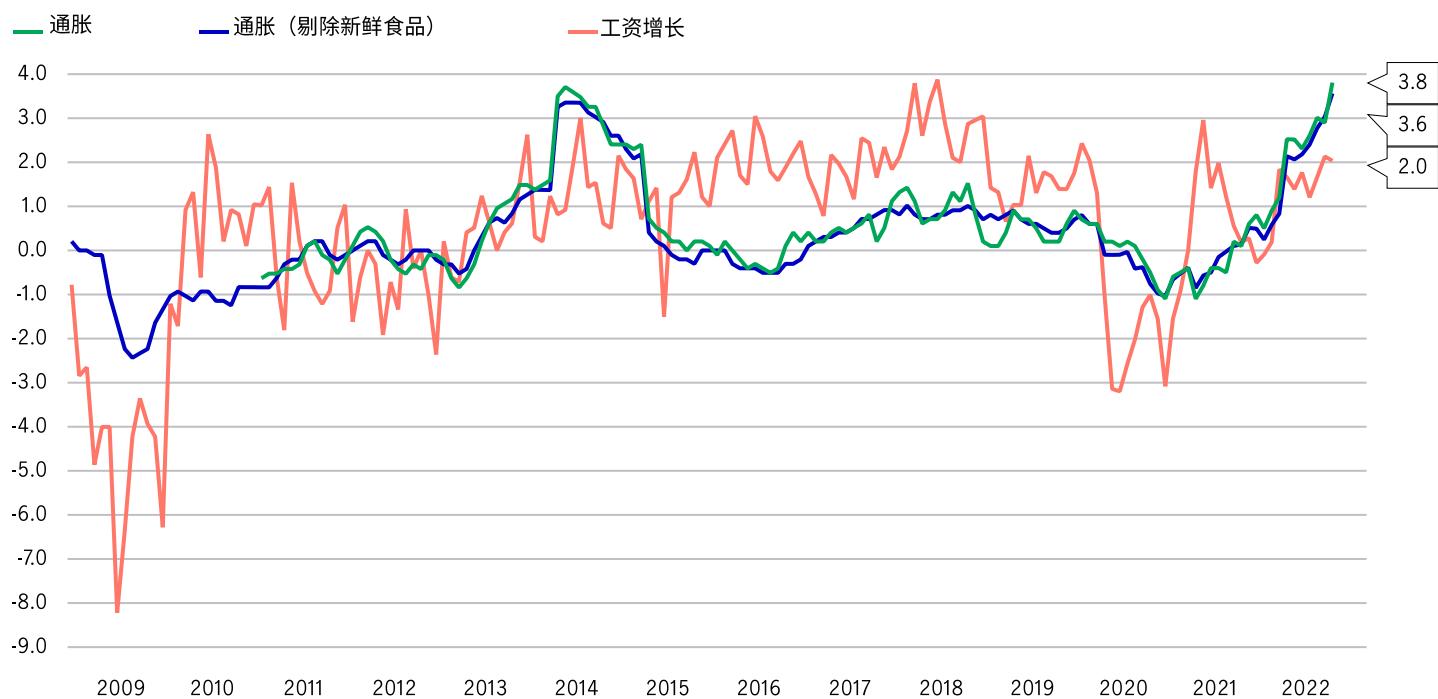
日本

宏观大局

日本央行在去年 12 月调整其收益率曲线控制政策，将 10 年期日本政府债券收益率目标波动区间，由上下浮动 25 个基点扩大至上下浮动 50 个基点，令市场感到意外。收益率目标维持于零水平附近，以及短期利率于-0.1%不变。央行早于预期公布有关政策变动。市场普遍预计日本央行将于 4 月作出意料之内的领导层人事变动时，调整收益率曲线控制政策。虽然这项公布过往会被视为政策立场转趋鹰派，但央行同时增加量化宽松规模，降低了相关负面影响。日本央行表示购债规模将由原定的每月 7.3 万亿日圆，大幅提高至 9 万亿日圆（大约相当于 675 亿美元），以加强货币宽松行动的可持续性。整体而言，我们认为政策调整不会拖累日本的经济复苏进程。日本工资增长继续落后于整体通胀。此外，电费和燃气的政府补贴将于 1 月生效，预计可为通胀带来一定的缓解作用。

“日本央行调整其收益率曲线控制政策，将 10 年期日本政府债券收益率目标波动区间，由上下浮动 25 个基点扩大至 50 个基点，令市场感到意外。然而，日本央行同时增加量化宽松规模，缓和了政策变动的鹰派立场。”

日本工资增长落后于整体通胀（年比%）



资料来源：日本统计局、日本内阁府、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 6 日。投资者不可直接投资于指数。

我们关注的因素

- 2月/3月期间的年度工资谈判——日本最大工会联盟近期表示，将于年度工资谈判中要求调高基本薪金 3%。日本央行表明，强劲的工资增长是货币政策正常化的先决条件。**
- 日本央行领导层在 4 月出现人事变动——我们的基本预测是，日本首相岸田文雄将会从现任及前任副行长中，挑选具备深厚技术官僚专长的人选担任日本央行新行长，以确保交接过程顺利、政策得以延续和市场维持稳定。较实质的工资谈判结果和（下任）日本央行行长立场较鹰派，可令货币政策正常化的时间早于预期。**

主要市场观点

- 股票——由 2022 年年初至今和过去三个月，MSCI 明晟日本指数一直表现优于全球股票。³货币及财政状况较宽松，支持企业盈利预测被调高，与全球大部分其他地区形成强烈对比。当宏观环境更具挑战性，我们暂时偏好较具防御性，并可受益于经济重启的股票。**
- 货币——预计日本央行将于 2023 年收紧货币政策，带动市场普遍看好日元（相对美元）。然而，日本政府债券收益率上调 25 个基点，需与美元对冲资产成本上升近 500 个基点作出平衡。**

现有美国国债外汇对冲成本对比当期收益率，反映美元兑日元仍在升值



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 6 日。当负差越大，外汇对冲成本便越高，意味日本投资者更有可能减少对目前持有的美国资产对冲，有可能导致这个投资者基础的美元沽售活动减少。

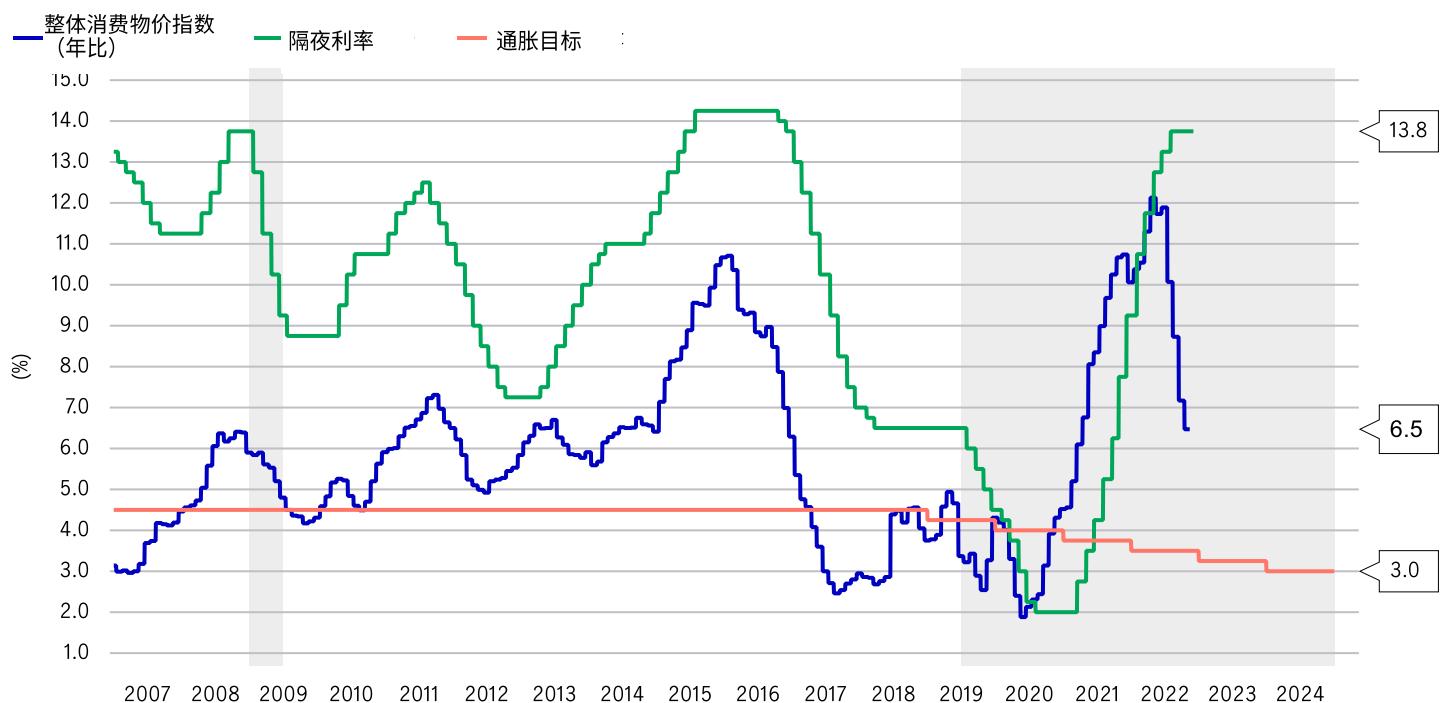
巴西

宏观大局

虽然货币紧缩政策带来滞后影响，可能使巴西的 2023 年宏观经济前景走弱，但相对于全球其他市场，巴西的部分领域展现强势，应可为当地资产提供支持。例如，巴西可把握仍然紧张的农业和能源市场，因此当地的贸易价格比率应受到支持。此外，实际经济活动强劲、就业情况稳健和财政支出增加均有利消费（占巴西经济约 70%）。政策方面，巴西中央银行是最早启动加息周期的央行之一，我们预计该央行将于上半年维持目前的限制性政策利率水平，并可能在通胀压力没有缓和的情况下进一步收紧利率。与结构性税务改革有关的财政政策存在一些不确定性，财政前景恶化可能促使巴西中央银行进一步收紧利率，这种情况可能对现有财政盈余带来风险。

“巴西中央银行是最早启动加息周期的央行之一，我们预计该央行将于上半年维持目前的限制性政策利率水平，并可能在通胀压力没有缓和的情况下进一步收紧利率。”

通胀正在下跌，但仍高于巴西中央银行所制定的目标（3.25%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表经济衰退。

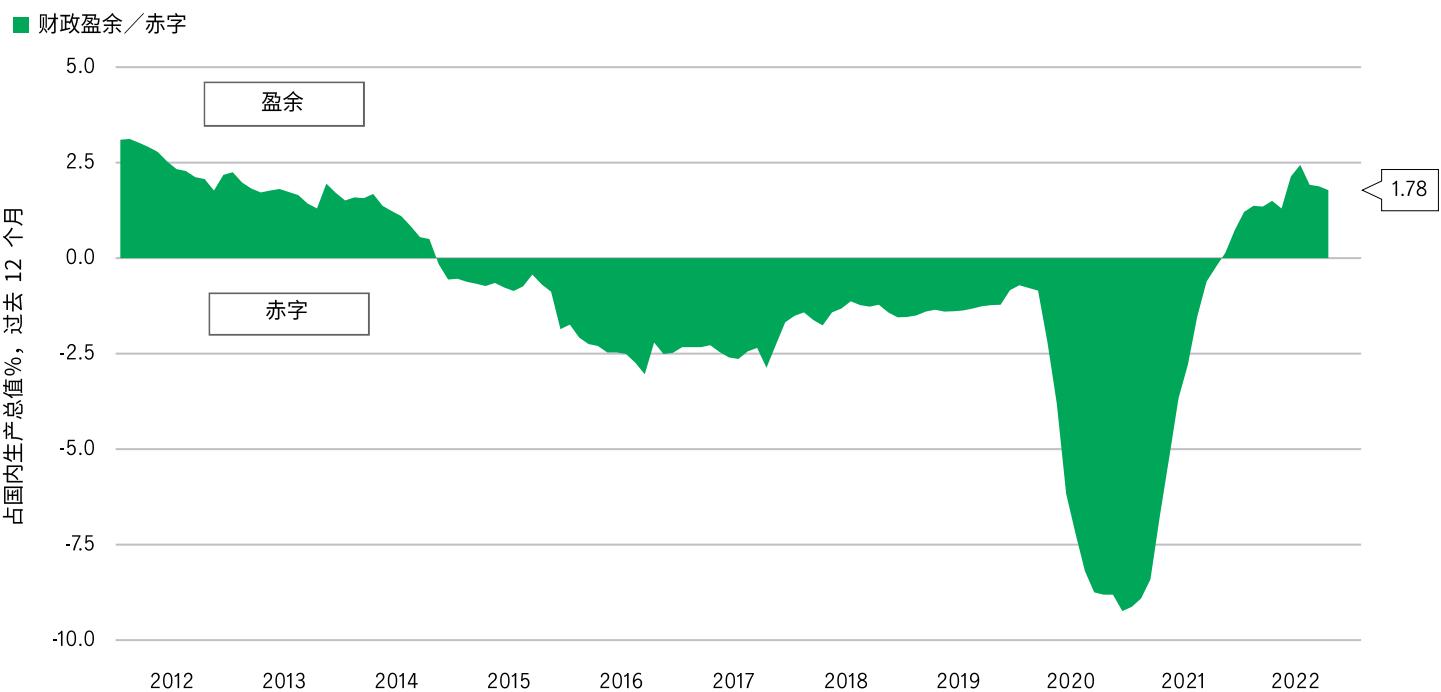
我们关注的因素

- 财政前景**——在撰写本文时，总统卢拉的 2023 年财政计划仍未确定，我们预计支出将会增加，造成赤字，令人感到不安；但国会的政治僵局可能限制政府大幅扩大财政支出。
- 资金流和投资情绪**——全球市场对巴西资产的需求，仍然是影响巴西里亚尔的主要因素。收益水平相对较高，吸引全球资金流入这项市场整体持有量偏低的资产类别。然而，市场仍主要受投资情绪左右，因此可能突然出现大幅升跌的双向波动。此外，考虑到巴西资产的风险偏高，全球避险情绪将对市场构成阻力。

主要市场观点

- 股票**——我们认为 MSCI 明晟巴西指数的基本面依然非常强劲；预测毛利率和股息率等指数指标均维持在高水平。从估值角度来看，巴西股票优于新兴和发达市场股票。此外，指数具周期性质，意味着其可受益于目前全球大宗商品供应短缺的情况。然而，鉴于巴西股票对持续演变的地缘政治环境表现敏感，因此容易大幅波动。
- 货币**——巴西里亚尔的走势反复波动，并于 2023 年继续面临下行风险。全球增长风险和当地财政风险维持高企，但巴西的贸易价格比率正面，可降低上述部分阻力。我们预计，巴西里亚尔兑美元将处于 5.0 至 5.6 的区间。

巴西财政盈余有可能在 2023 年转为赤字



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 12 月 5 日。年比是指与去年同期比较。

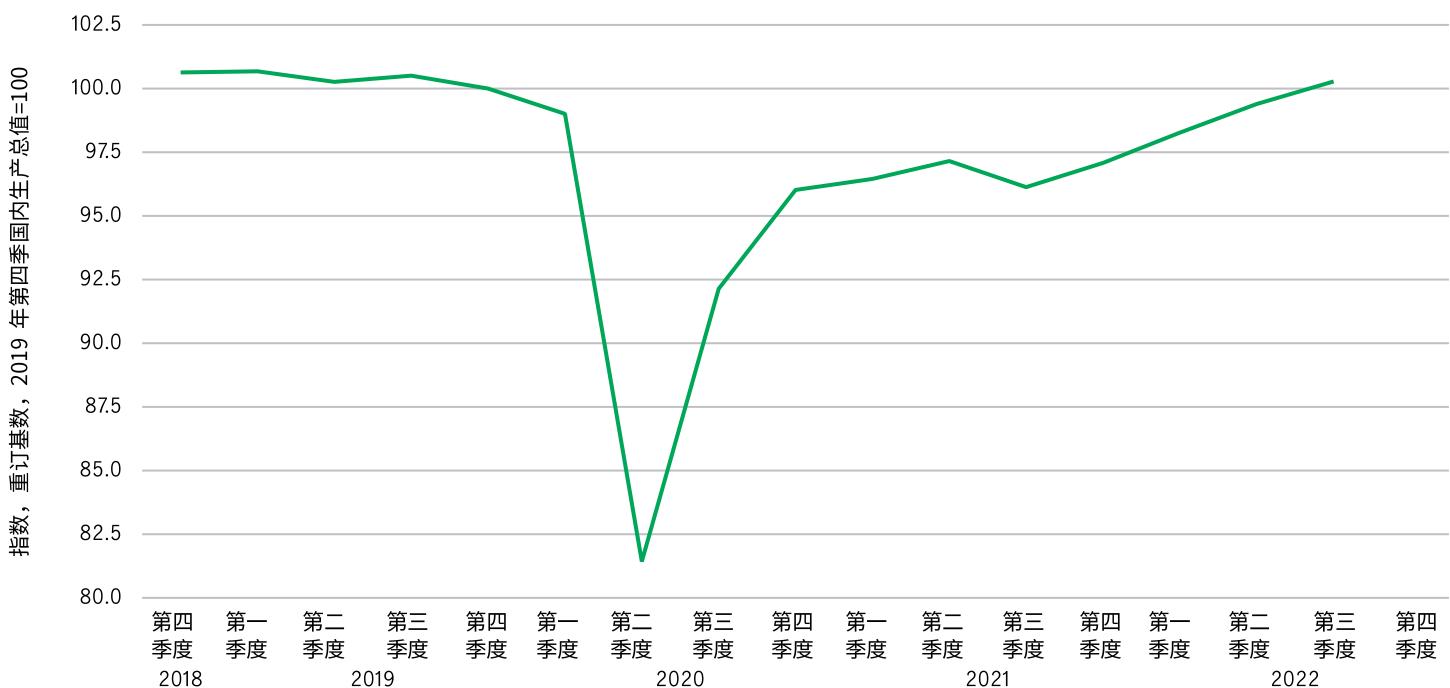
墨西哥

宏观大局

墨西哥的经济前景仍然疲弱。不过，当地增长前景恶化的情况似乎有望稍作喘息，预计 2023 年将出现轻微正增长。随着整体消费物价指数通胀从近期的数十年高位回落，通胀预期也逐步回稳。墨西哥中央银行料将于第一季度实现终端利率水平，与美联储的加息时间表保持一致。高频经济指标反映经济非常强韧，因为增长动力由重启相关行业转向制造业及农业，有助于经济活动回升至疫情前的水平。墨西哥比索仍相当稳定，美元兑墨西哥比索汇率一直无法长期维持在 20.00 这个重要心理关口以上的水平。与其他地区市场相比，墨西哥政局仍十分稳定，意味着墨西哥股票有望在 2023 年受投资情绪推动而上升。

“与其他地区市场相比，墨西哥政局仍十分稳定，意味着墨西哥股票有望在 2023 年受投资情绪推动而上升。”

墨西哥国内生产总值已回升至疫情前的水平



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 11 月 30 日。

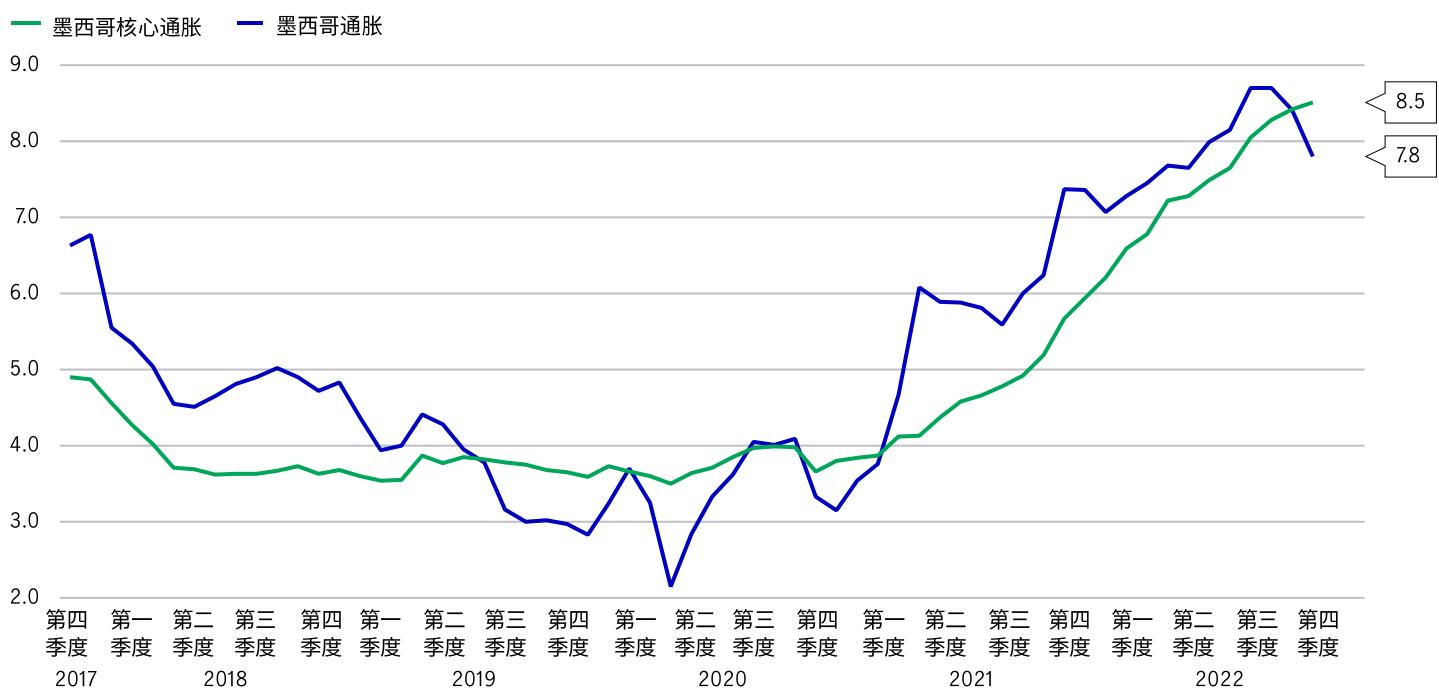
我们关注的因素

核心通胀——墨西哥中央银行的预计政策转向似乎受惯常的潜在因素——核心通胀前景推动，这并不令人意外。投资者早前感到安心，但随后忧虑重燃。因此，对市场参与者而言，未来数月的核心通胀走势将至为重要，因为他们希望评估央行如何调整货币政策，包括终端利率，以及货币政策委员会认为利率将需要保持高位的时间。

主要市场观点

- **股票**——许多其他拉丁美洲国家存在重大地区隐忧，但墨西哥的政局相对稳定，因此以绝对和相对基准而言，当地股市料继续表现优秀。
- **货币**——墨西哥比索在去年仍相当稳定，美元兑墨西哥比索汇率一直无法长期维持在 20.00 这个重要心理关口以上的水平。

墨西哥核心通胀走势对墨西哥中央银行而言仍至为重要（年比， %）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 11 月 30 日。



Manulife Investment Management

宏利投资管理

全球大流行疾病等广泛传播的健康危机可能导致市场大幅波动，交易所暂停交易及关闭，并影响投资组合表现。举例而言，新型冠状病毒（新冠肺炎）已对全球商业活动造成重大冲击。健康危机及未来可能出现的其他流行病和全球流行病可能会以目前无法预见的方式影响全球经济。健康危机可能加剧其他现存的政治、社会和经济风险。任何有关影响都可能对投资组合表现构成不利影响，导致您的投资蒙受损失。

投资涉及风险，包括可能损失本金。金融市场反复不定，并可能因公司、行业、政治、监管、市场或经济发展而大幅波动。对新兴市场投资而言，这些风险会加剧。货币风险是指汇率波动可能对投资组合的投资价值造成不利影响的风险。

所提供的资料没有考虑任何特定人士的适当性、投资目标、财务状况或特殊需求。您应考虑任何类型的投资是否适合您的情况，如有需要，应寻求专业意见。

本材料的目的在于仅供根据适用法例允许接收本材料的司法管辖区内的收件人使用。所表达的意见是撰文者意见，可予以更改而无须另行通知。我们的投资团队可能持有不同观点和作出不同投资决定。这些意见不一定反映宏利投资管理或其附属公司的观点。宏利投资管理乃根据其认为可靠的来源汇编或得出本材料所载的资料和/或分析，但对其准确性、正确性、实用性及完整性概不发表任何声明，对因使用所载资料和/或分析而引致的任何损失也概不负责。本材料的资料可能包含就未来事件、目标、管理规定或其他预期所作出的预测或其他前瞻性陈述，只显示至所示日期。本文件的资料包括对金融市场走势的陈述，乃根据目前市况编撰，市况会有波动，或会因其后的市场事件或其他原因而被取代。宏利投资管理概不承担更新有关资料的责任。

宏利投资管理或其附属公司、亦或两者的任何董事、高级职员或雇员概不就任何人士依赖本文件所包含的资料而行动或不行使所遭受的任何直接或间接损失、损害或其他后果而承担任何责任或负责。所有概述和评论属于一般性质，并供当前参考。这些概述虽有帮助，但不能取代专业税务、投资或法律意见。客户应根据个人具体情况寻求专业意见。宏利、宏利投资管理、两者任何附属公司或代表均不提供税务、投资或法律意见。本材料仅供参考，并不构成宏利投资管理或其代表向任何人士就买卖任何证券或采纳任何投资策略提供建议、专业意见、要约或邀请，也不表示在宏利投资管理所管理的任何基金或账户上的交易意向。没有投资策略或风险管理技巧能在任何市场环境下保证回报或消除风险。多样化或资产配置并不保证在任何市场带来利润或防止亏损风险。除非另有载明，所有数据均来自宏利投资管理。过往表现并非未来业绩的保证。

宏利投资管理

宏利投资管理是宏利金融有限公司的全球财富和资产管理业务的分支机构。集团拥有超过一个世纪的财务管理经验，与全球机构、零售和退休业务的投资者达成伙伴关系。我们专业的资金管理方法包括我们的固定收益、股票、多资产解决方案和私募市场团队的高度差异化的策略，以及通过我们的多管理人模式获得来自世界各地的专业性的、非关联的资产管理人。

本材料未经任何证券或其他监管机构审查，以及未在任何证券或其他监管机构注册，并可能（在适当情况下）经由以下宏利实体在其各自的司法管辖区内分发。有关宏利投资管理的更多资料，请参阅manulifeim.com/institutional。

澳大利亚：Hancock Natural Resource Group Australasia Pty Limited.、宏利投资管理（香港）有限公司。巴西：Hancock Asset Management Brasil Ltda。加拿大：Manulife Investment Management Limited、Manulife Investment Management Distributors Inc.、Manulife Investment Management (North America) Limited、Manulife Investment Management Private Markets (Canada) Corp。中国内地：宏利海外投资基金管理（上海）有限公司。欧洲经济区：Manulife Investment Management (Ireland) Ltd（受爱尔兰央行认可和监管）。中国香港：宏利投资管理（香港）有限公司。印尼：PT Manulife Aset Manajemen Indonesia。日本：Manulife Investment Management (Japan) Limited。马来西亚：Manulife Investment Management (M) Berhad 200801033087 (834424-U)。菲律宾：Manulife Investment Management and Trust Corporation。新加坡：Manulife Investment Management (Singapore) Pte. Ltd.（公司注册编号：200709952G）。韩国：宏利投资管理（香港）有限公司。瑞士：Manulife IM (Switzerland) LLC。中国台湾：宏利证券投资信托股份有限公司。英国：Manulife Investment Management (Europe) Ltd（受英国金融市场行为监管局认可和监管）。美国：John Hancock Investment Management LLC、Manulife Investment Management (US) LLC、Manulife Investment Management Private Markets (US) LLC and Hancock Natural Resource Group, Inc.。越南：Manulife Investment Fund Management (Vietnam) Company Limited。

宏利、宏利投资管理、特色M字设计，以及宏利投资管理和特色M字设计都是宏利人寿保险公司的商标，由该公司和其附属公司在许可情况下使用。