

2023年第二季度 | 全球宏观展望

应对波动市况

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
全球宏观策略师

Erica Camilleri
全球宏观高级分析师

Dominique Lapointe
全球宏观策略师

目录

全球概览	<u>3</u>
北美洲	
美国	<u>9</u>
加拿大	<u>11</u>
欧洲	
欧元区	<u>13</u>
英国	<u>15</u>
亚太区	
亚太区	<u>17</u>
中国	<u>19</u>
印度	<u>21</u>
日本	<u>23</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>25</u>
墨西哥	<u>27</u>

美联储的三个任务

考虑到上季度所发生的若干事件，我们对团队多个核心经济观点更具信心。

- 对1月的风险定价走势保持谨慎，原因是我们预计市场将在上半年反复波动
- 过去收紧政策的影响尚未完全渗透至实体经济
- 全球经济可能在未来12个月内陷入衰退
- 市场可能需要重新评估对美联储“一定会出手救市”的观点

我们的看法是，在当前全球经济周期中，宏观环境将变得更差，之后才会好转，投资者也应预期2023年上半年将出现更大幅度、更持久的波动。

目前，我们认为有必要重新评估对美联储决策方针的看法，原因是美国发生历史上第二大银行倒闭事件，导致市场对美国银行体系稳健性产生质疑。

“我们认为宏观环境将会是‘先苦后甜’，投资者也应预期将出现更大幅度、更持久的波动。”

几十年来最激进的货币紧缩周期

发达经济体正处于几十年来最激进的紧缩周期，虽然市场价格现已反映降息的预期，但我们认为，预测央行转向宽松立场言之过早。

发达市场按国内生产总值加权的政策利率 (%)

政策利率急剧上升通常与历史上的衰退和系统性危机相对应



资料来源：发达经济体的央行、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月23日。阴影部分代表全球出现衰退和系统性金融危机的时期。过往回报并不预示未来业绩。

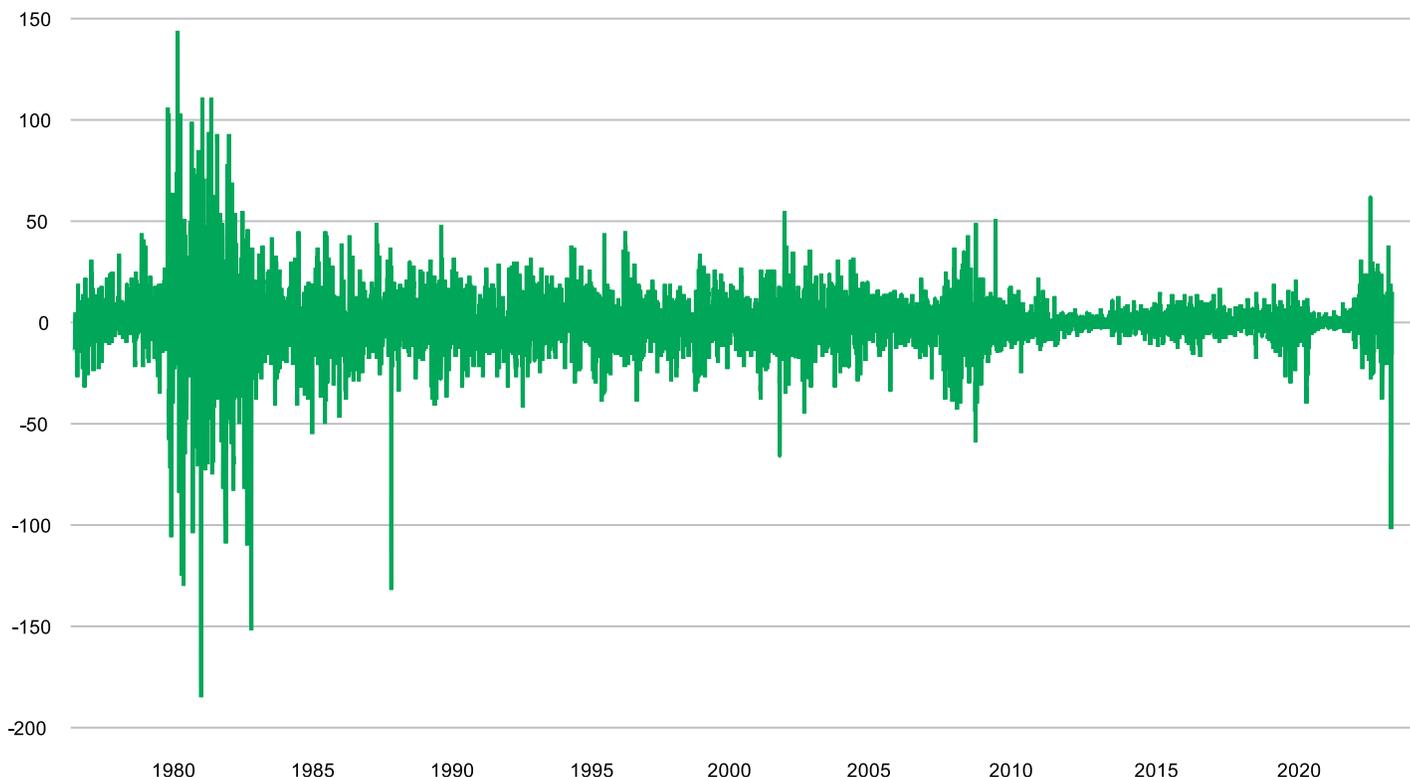
快刀斩乱麻

市场上有一句老生常谈的话：央行往往在危机出现时才停止加息。不过，危机似乎正在浮现。金融状况持续收紧，加上主要资产类别的市场流动性明显恶化，使全球金融市场所承受的压力超出关键临界点。这个情况从近期事件可见一斑：英国金边债券市场异常波动、中国内地房地产行业因债务水平高企而承压、韩国发生令市场关注的债券违约事件后，引发当地债市波动，以及最近美国有两家聚焦于科技业借贷的银行在3月第二周倒闭，导致市场对美国地区性银行失去信心。

美国这两家银行的倒闭事件导致债市波幅急剧扩大。举例来说，在发生银行倒闭事件后数天内，美国两年期国债收益率下跌了102个基点，为1987年“黑色星期一”一周以来最大的收益率变动，甚至高于2008年雷曼兄弟破产、2021年疫情大流行及2001年互联网泡沫破灭时的跌幅。¹

“市场有一句老生常谈的话：央行往往在危机出现时才停止加息。不过，危机也似乎正在浮现。”

美国两年期国债收益率的变动（基点）



资料来源：美国财政部、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月23日。

¹ 彭博资讯，截至2023年3月23日。

随着银行倒闭事件发酵，市场改变对联邦基金利率见顶水平的中期预测亦不足为奇。在3月10日至3月13日这三天内，市场对利率见顶的预期由5.70%跌至4.75%，此后在3月22日美联储会议前靠稳于4.95%。

市场最初认为，美国银行业的问题和金融不稳定的担忧日益升温会对美联储的想法产生重大影响，但我们不以为然。这个市场看法依据以下两个假设：

- 1 美联储需要通过调整利率政策来应对金融压力
- 2 美联储会不惜一切代价避免金融市场承压

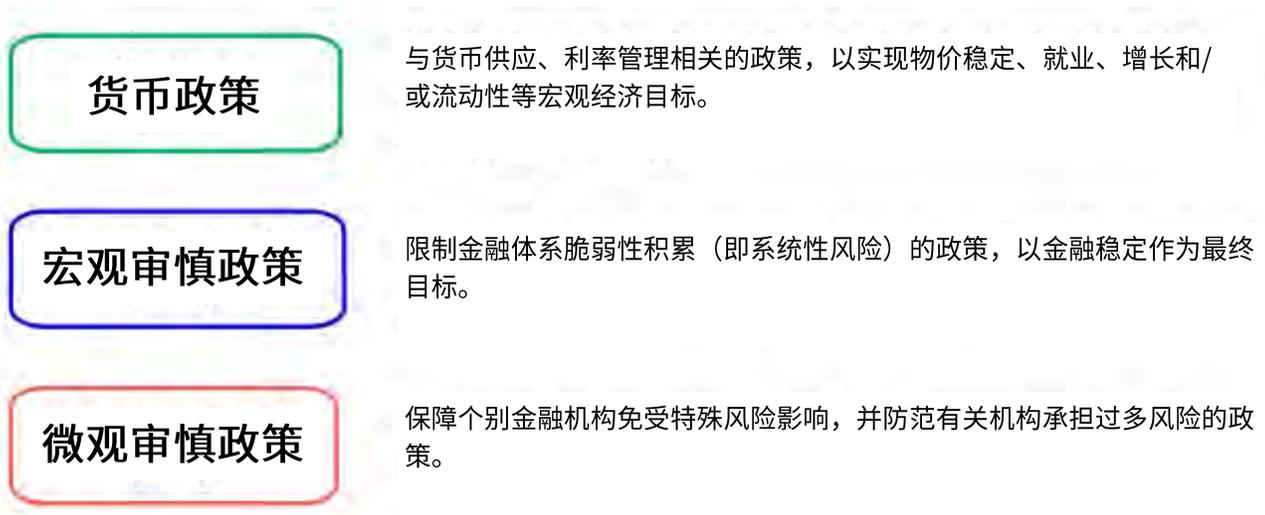
但我们不认同这两个假设。

平衡美联储隐含的三个任务：使用合适的工具完成工作

当我们评估什么是美联储应对经济持续低迷的合适货币政策工具时，我们注意到美联储前主席伯南克曾多次表示，为了实现不同政策目标，各国央行可以并应该用适当的工具做适当的事。换言之：

- 货币政策工具应用作管理经济需求（例如大部分发达经济体的利率）
- 宏观审慎工具应用作应对较广泛的系统性风险（例如抵押贷款市场的贷款与估值比率限制，以及银行的核心融资比率）
- 微观审慎工具应用作提升个别金融机构的稳定性（例如通过资本规定和披露）

央行可使用的政策工具



资料来源：宏利投资管理，截至2023年3月23日。

拥有不同的政策工具可让央行更灵活制定合适的政策，为经济提供支持，尤其是在金融和经济周期不同步的环境下。

事实上，美联储在3月推出新的银行定期融资计划，显示该央行拥有广泛的政策工具。与此同时，美国财政部和联邦存款保险公司承诺对两家被监管机构勒令关闭的银行的所有存款提供保障，包括未受保的存款。从政策角度来看，不少人认同这些是非常具针对性的工具，旨在应对特殊情况下的特定风险。

决策者采取的行动显示美国储户可能无需担心银行业危机。

已公布的措施意味着监管机构有可能介入，以解决一旦银行风险管理实务措施存有疑虑而产生的流动性和偿债问题，从而消除由银行挤兑引发的风险。不过，世界上没有免费午餐：目前市场推断监管机构将加强监管和监督，有可能对风险承担活动造成限制，并可能降低银行利润。另一方面，银行也可能需要增加储户利率，以免存款外流，因此可能削弱利润率。

我们认为，这些监管机构的对策比降息有效得多，因为降息非但不能解决根本问题，反而可能加剧其他现有问题。

美联储更加接受金融不稳定的环境？

如果这句话真的可被解读为美联储应对银行业危机的预设方针，市场也许需要适应央行可能比以往更加接受金融不稳定的观念。此外，市场也可能需要习惯面对一定程度的金融压力（尤其是这有助于缓和部分金融市场过剩的情况），这是央行思维的特点，而非漏洞。

首先，虽然为应对金融不稳定而暂停加息（或降息），可能短暂缓解部分迫在眉睫的压力，但也可能给人以美联储托市的观感，使金融市场过剩的情况加剧。这是全球金融危机后出现的现象，很可能（至少在一定程度上）导致了目前的政策两难窘境；换言之，降息也许能解决短期问题，但很可能加剧长期问题。

“市场可能需要习惯面对一定程度的金融市场压力，这是央行思维的特点，而非漏洞。”

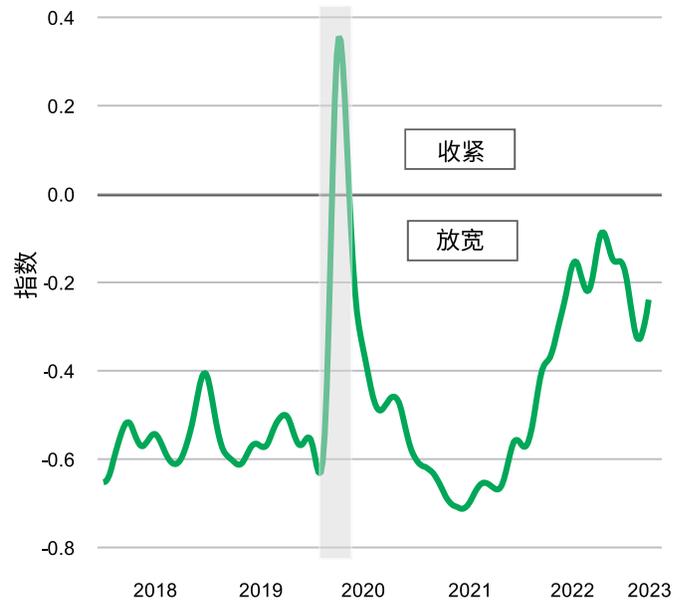
第二，就市场预计美联储将采取的行动与该央行告知市场将采取的行动而言，两者仍存在重大差距。¹ 对任何央行来说，鉴于市场预期是货币政策的重要传导渠道，央行缺乏公信力会产生市场预期差距的问题。我们的观点是，这个差距主要源于市场相信央行较有可能为金融资产价格提供支持，而美联储可能会采取行动，通过发表更强硬的言论来消除这些预期差距。

第三，美联储主席鲍威尔一再强调，金融状况是需要监察的重要指标。自2月起，反映美国金融状况的传统市场指标已偏离美联储本身的金融状况指数。市场广泛使用的高盛金融状况指数显示，金融状况在持续收紧一段时间后，在去年9月/10月至今年1月期间放宽，其后处于中性区间。

高盛金融状况指数



芝加哥联储银行金融状况指数



资料来源：高盛、圣路易斯联储储备银行、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月23日。灰色范围代表衰退。投资者不可直接投资于指数。

美联储可能并非如预期般温和

在3月联邦公开市场委员会会议后的新闻发布会上，主席鲍威尔似乎印证了这个观点。他表示，近期银行业动荡可能会收紧金融状况，影响相当于加息25个基点甚至是更大幅度的加息。不过，美联储密切关注的利率点阵图（载于季度经济预测摘要）相对去年12月份大致维持不变，差别在于2024年联邦基金利率预测中位数上调12.5个基点。此外，鲍威尔在当天的新闻发布会上多次表示，降息并非美联储的基本情景预测。正如团队早前所述，美联储加息周期可能已经接近尾声，但该央行不厌其烦地表明在适当时候可能进一步加息。因此，加息仍然是美联储考虑的选项，我们认为即将降息的想似乎不合时宜。

“加息仍然是美联储考虑的选项，我们认为即将降息的想似乎不合时宜。”

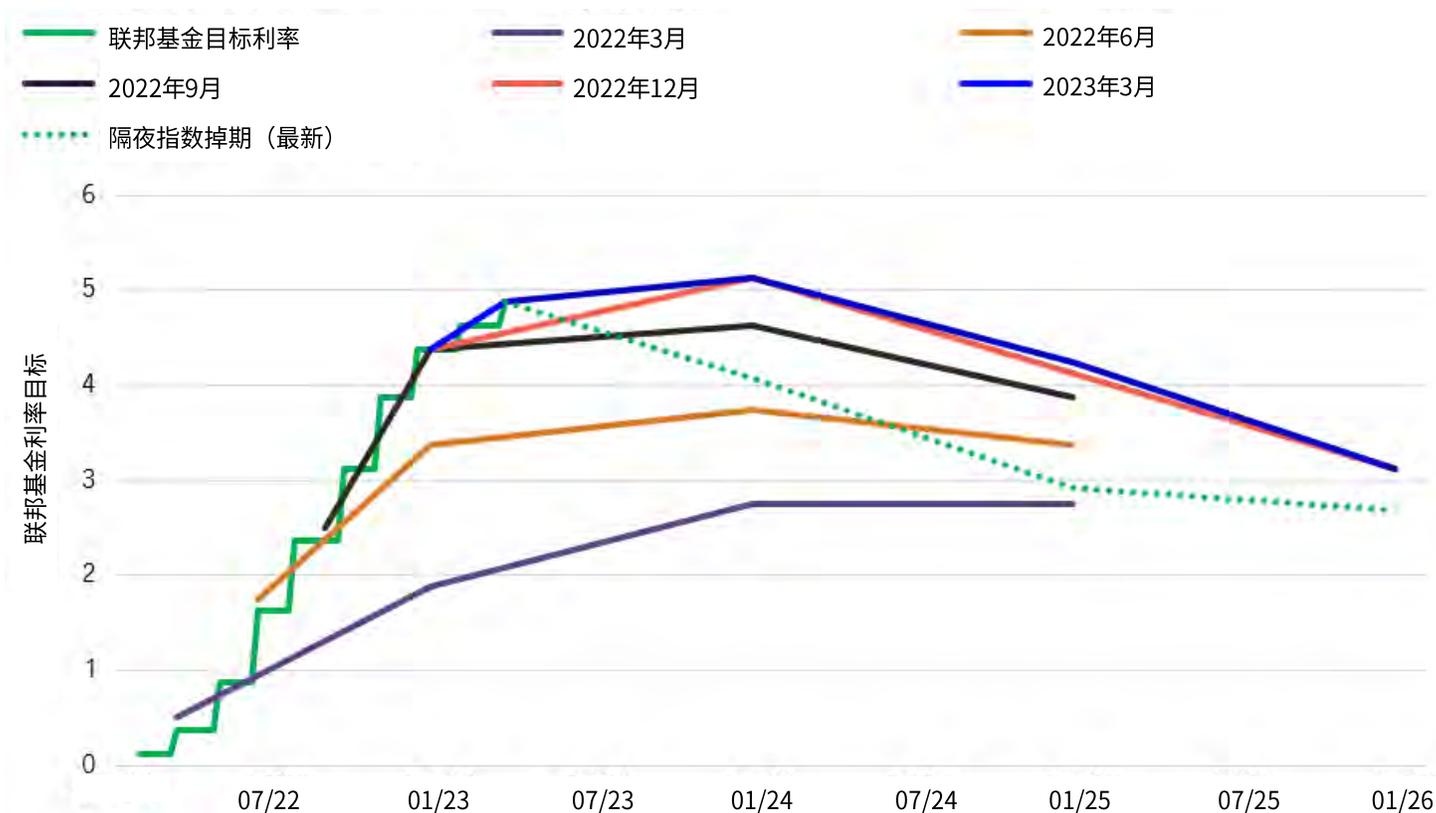
美联储新常态？

近期的事态发展反映，美联储可能更加接受金融波动的环境。我们认为，美联储最近在美国地区性银行倒闭后采取的针对性措施，已向市场逐渐传达这种对金融稳定性的态度。我们理解这并非市场乐见的消息，意味着市场需要摒弃一直以来相信美联储总会出手救市的假设，因此投资者可能需要重新调整这个想法。

从投资角度来看，我们仍聚焦于较具防御性的配置，并偏好避险策略。然而，这并非排除全球宏观环境的其他投资机会，我们的2023年第二季度展望也阐述了其中若干重点。不过，随着市场参与者消化美联储新决策职能带来的影响，这表明他们可能有必要更深入发掘和严选投资机会。

“近期的事态发展反映，美联储可能更加接受金融波动的环境。”

联邦基金利率对比美联储经济预测摘要的利率点阵图预测 (%)



资料来源：彭博资讯、美联储、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月23日。隔夜指数掉期是指对冲合约，其中一方同意在预设日期根据固定利率与隔夜指数利率（通常是联邦基金利率）之间的差额与另一方交换付款。隔夜指数掉期被广泛用作反映借贷成本走势的指标。

美国

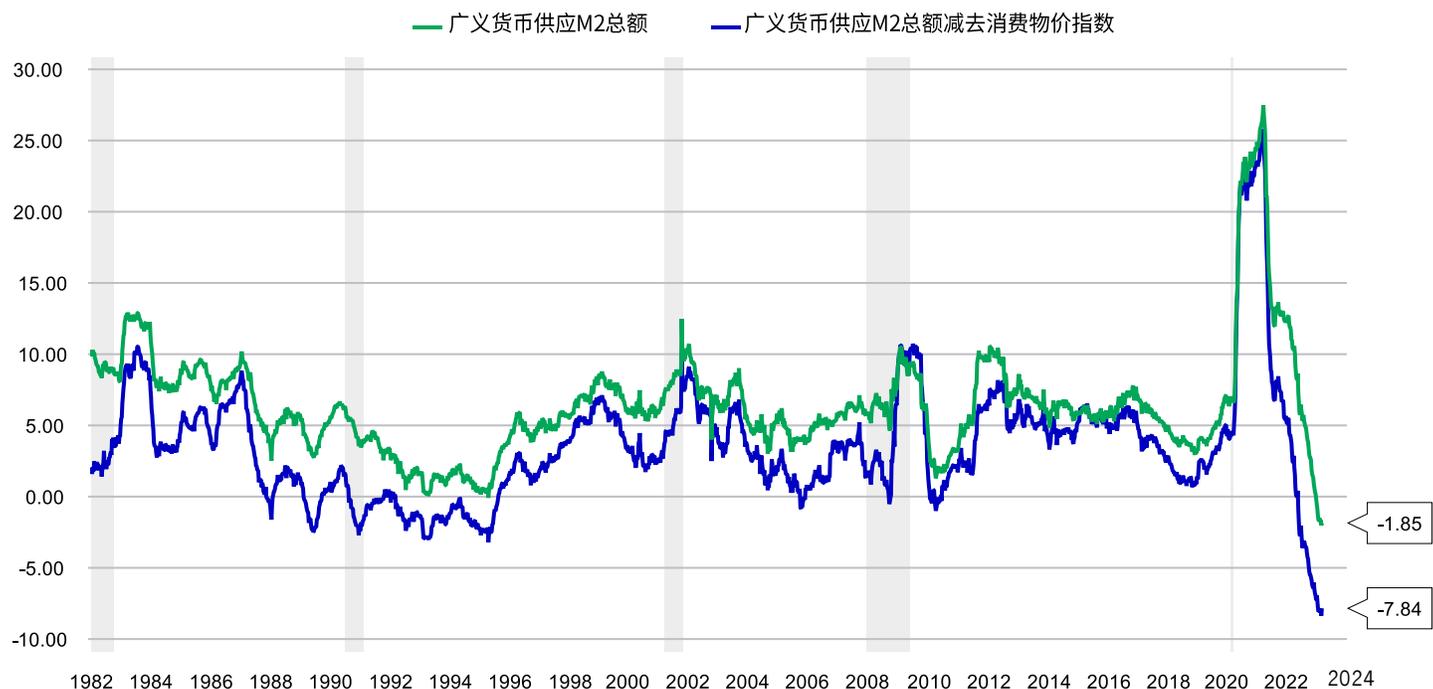
宏观大局

美国经济很有可能在未来几个月陷入衰退，这个预测几乎毋庸置疑：从货币供应增长到收益率曲线，以至商业调查和住宅建筑活动等领先经济指标都明确指向衰退。然而，经济还有多久才陷入衰退有待商榷。到目前为止，美国消费市场保持畅旺，劳动力市场仍然火热；如果两者都保持强势，就难以为经济衰退提出有力的理由。我们在现阶段的观点是，美国经济将大约在今年第四季度陷入衰退。

从货币政策的角度来看，我们认为美联储应对通胀的机制基于时间线，而现在所观察到的大宗商品通胀放缓情况，正是暂停目前紧缩周期的先决条件。更长远而言，服务业通胀放缓（与工资增长有关）很可能是美联储开始放宽政策时需要清除的障碍。为达到这一点，劳动力市场需先转弱。

“美国经济很有可能在未来几个月陷入衰退，这个预测几乎毋庸置疑，但经济还有多久才陷入衰退有待商榷。”

货币增长处于几十年来的最低水平（同比%）



资料来源：美联储、美国劳工统计局、供应管理协会、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。广义货币供应M2是衡量货币供应量的指标，其中包括现金、储蓄存款和能够轻易兑换成现金的其他形式存款。消费物价指数追踪城市消费者为一篮子市场商品和服务支付的价格随着时间的平均变动。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退。

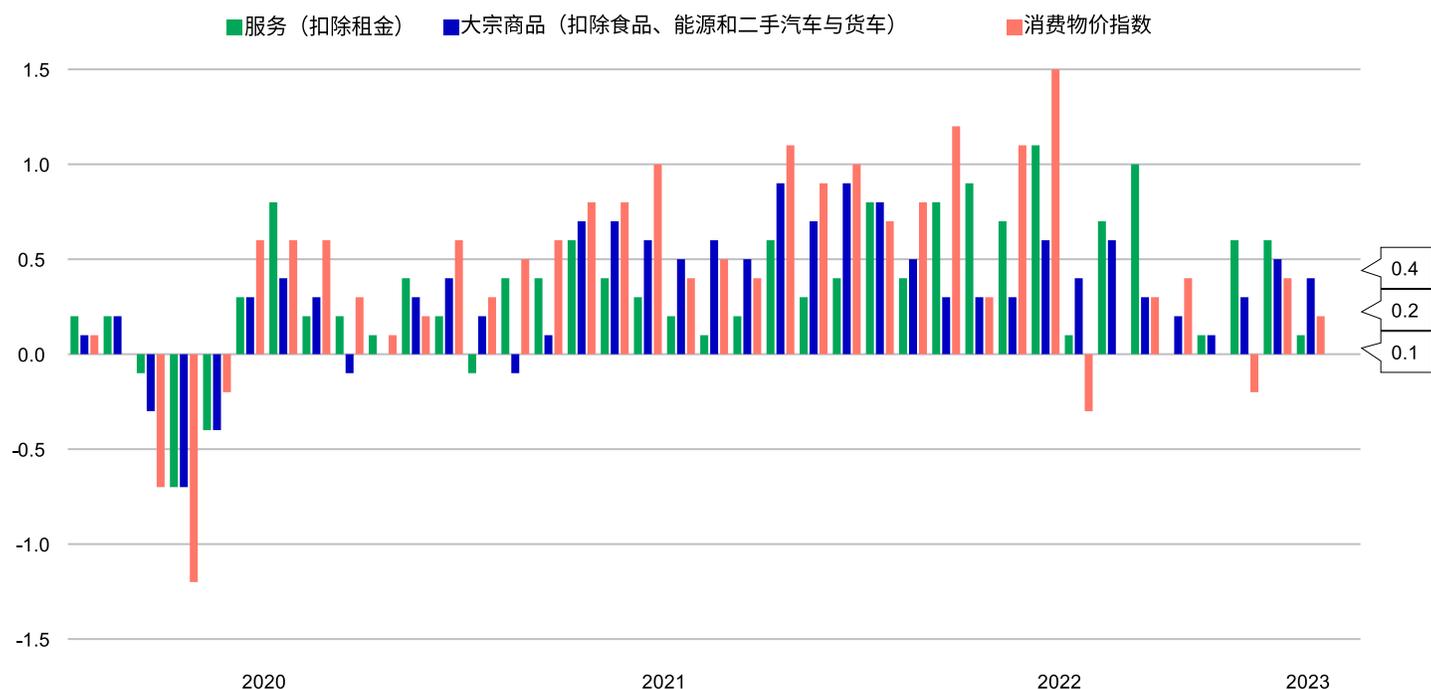
我们关注的因素

- **通胀**——与新冠疫情和俄乌冲突因素有关的通胀正在减弱；美联储目前可能聚焦服务业通胀（不包括房屋），而服务业通胀被视为反映高工资增长可对物价产生影响的指标。
- **劳动力市场**——基于服务业通胀与工资增长之间的关系，劳动力市场转弱才可能会令通胀放缓。虽然每月非农就业数据最受投资者关注，但我们也关注需求有没有减弱的迹象：工时、申领失业救济人数和离职人数等指标应能提供更全面的观点。
- **债务上限**——虽然我们不太相信债务上限最终会对美国经济产生重大影响，但围绕这个问题的担忧情绪可能导致市场在未来几个月反复波动。

主要市场观点

- **货币与固定收益**——我们认为，美国国债价格在2023年1月扬升（收益率下跌），反映市场质疑美联储在经济数据转弱的情况下维持紧缩政策立场的决心。鉴于目前反映经济放缓的具体迹象不多，我们预计，随着经济数据明显转差，这个议题将被重新审视，届时市场会开始下调美联储暂停调整利率的预期时间，有可能推动政府债券持续上升。信贷方面，我们仍然认为选择质量较高的信贷是明智之举：经济环境恶化的风险可能导致利差扩大，对较高风险证券的影响尤其明显。
- **股票**——我们预计，美国经济数据将在未来几个月开始转弱，因此对股票维持中性至略具防御性的观点。

其他衡量通胀的指标再次呈现不同走势（月环比变动，%）



资料来源：美国劳工统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。投资者不可直接投资于指数。

加拿大

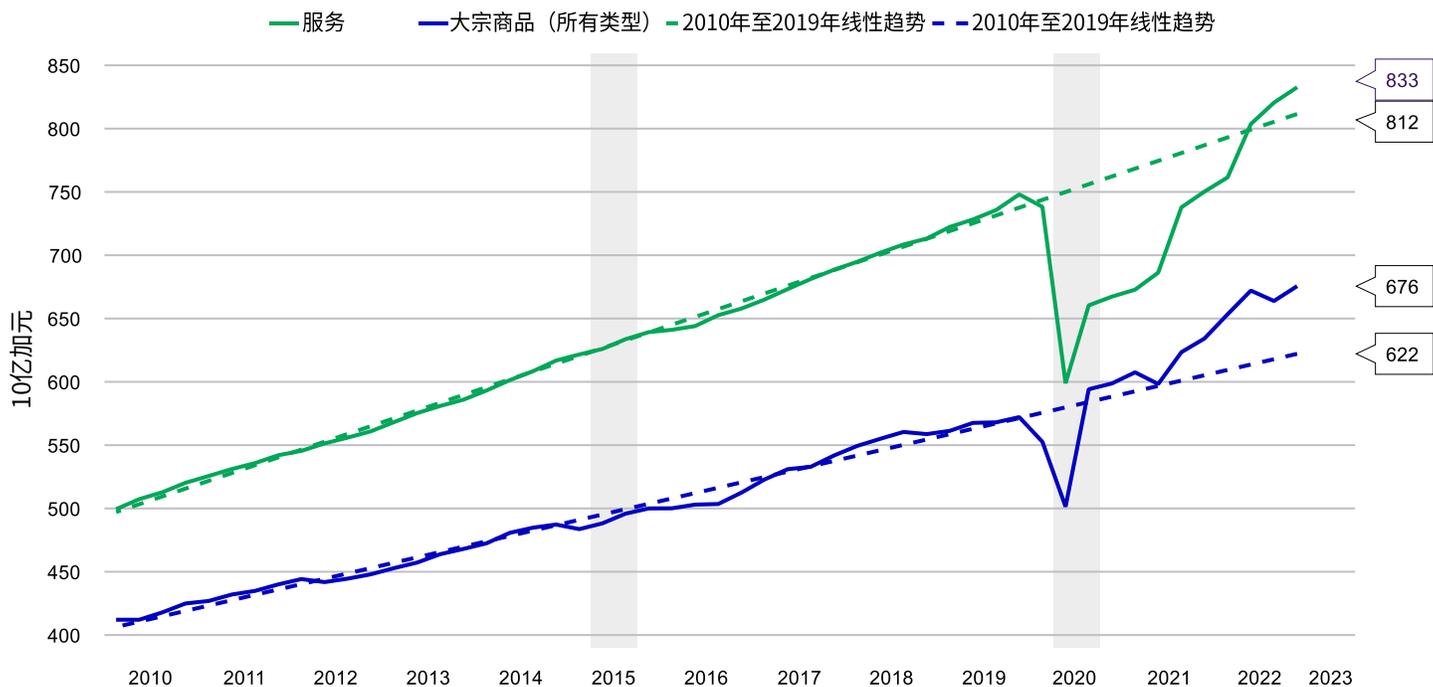
宏观大局

加拿大经济在2022年第四季度停滞不前，但在今年第一季度似乎已经反弹。尽管消费物价和利率高企，但家庭消费（尤其是服务业）保持强韧。移居加拿大的移民带来强劲的人口增长，有望在年初提振劳动力市场，并利好经济活动；然而，我们观察到劳动力需求重整的早期迹象，例如自2022年5月以来，职位空缺减少超过28万个（-27%）。¹

我们仍然预计，随着高利率对家庭（尤其是需要抵押贷款再融资的家庭）造成压力，经济将在2023年中期显著走弱；商业投资也可能减少。虽然通胀有所缓和，但主要是因为能源和耐用品价格下跌（后者跌幅较轻微）。加拿大央行之前的加息步伐超过大多数央行，但在1月暗示将暂停紧缩周期。我们预测，随着全球经济前景转弱和当地房地产行业持续萎缩，加拿大央行将在可预见的未来继续暂缓加息。

“移居加拿大的移民带来强劲的人口增长，有望在年初提振劳动力市场，并利好经济活动；然而，我们观察到劳动力需求重整的早期迹象。”

加拿大家庭消费保持畅旺



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月7日。灰色范围代表衰退。

¹ 加拿大统计局，截至2023年3月7日。

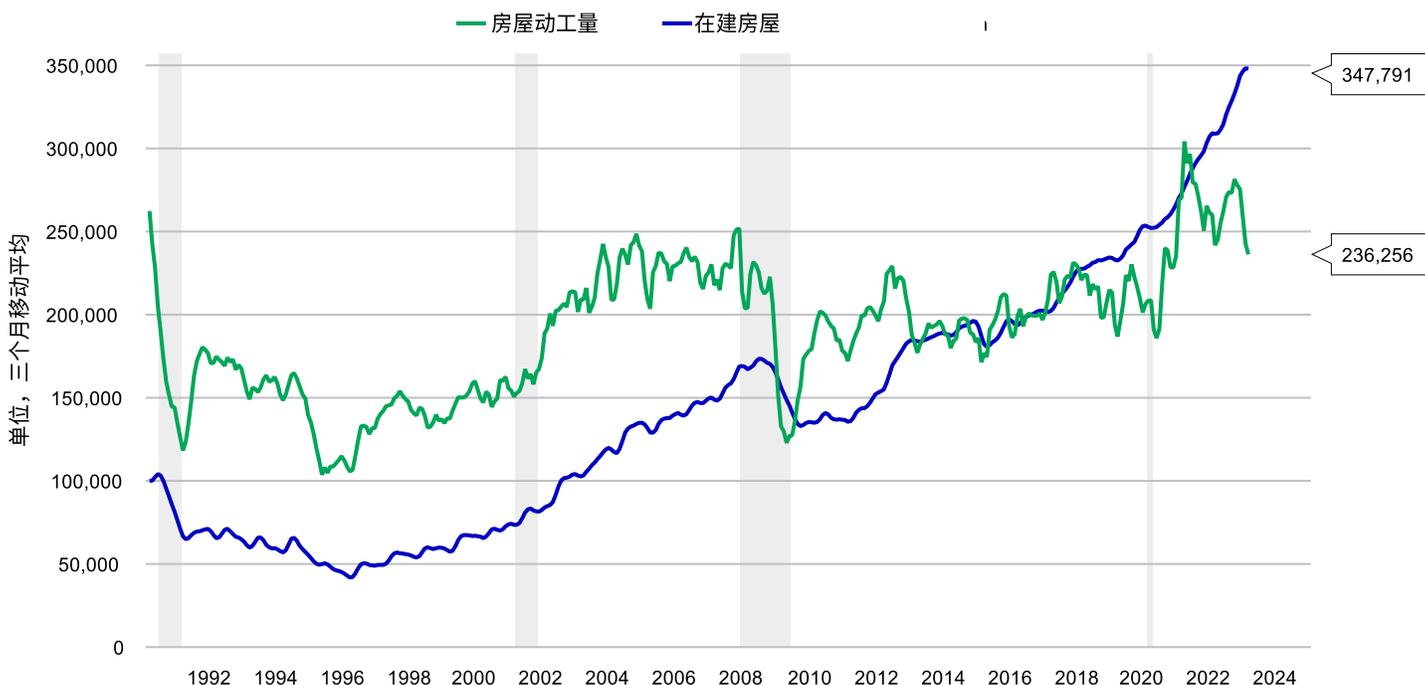
我们关注的因素

- **楼市活动**——受利率上调拖累，加拿大楼市继续做出调整。在1月，转售活动比2021年3月的高位下降接近50%，全国房屋价格也比2022年4月的高位下跌约7%。¹与此同时，尽管在建房屋达到创纪录水平，但建筑活动已开始下降。短期内，预计房地产行业将对经济活动和家庭净资产构成压力。
- **量化紧缩**——加拿大央行的资产负债表在2022年缩减接近1,000亿加元²，因为该央行没有对资产负债表的到期资产（主要为政府债券）的收益进行再投资。2023年大部分时间将计划持续进行量化紧缩，预计加拿大央行的资产负债表将不会缩减至疫前水平。由于量化紧缩被视为配合加息的紧缩政策，当需要降息时，紧缩政策措施也可能会结束。

主要市场观点

- **股票**——年初至今，标准普尔/TSX综合指数的所有行业均取得正回报³，而TSX指数表现略胜标普500指数，其中能源和金融股带来最大贡献。展望后市，我们预计能源企业将继续受益于稳健现金流；然而，如果需求减弱导致油价下跌，即将到来的经济衰退可能影响这类企业的盈利。金融企业也可能面临影响，因为楼市持续放缓拖累住房抵押贷款需求下降。总体而言，这些因素可能会对TSX指数的出色表现构成威胁。
- **货币与固定收益**——尽管美联储的利率点阵图上调利率预测，但加拿大央行宣布有条件地暂停加息周期。不出所料，这对加元构成压力；然而，鉴于大宗商品价格维持在高水平，中期而言，我们仍看好加元。

尽管在建房屋触及纪录高位，但房屋动工量开始下降



资料来源：加拿大房屋贷款局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月7日。灰色范围代表衰退。

² 加拿大央行，截至2023年3月7日。³ 彭博资讯，截至2023年3月7日。

欧元区

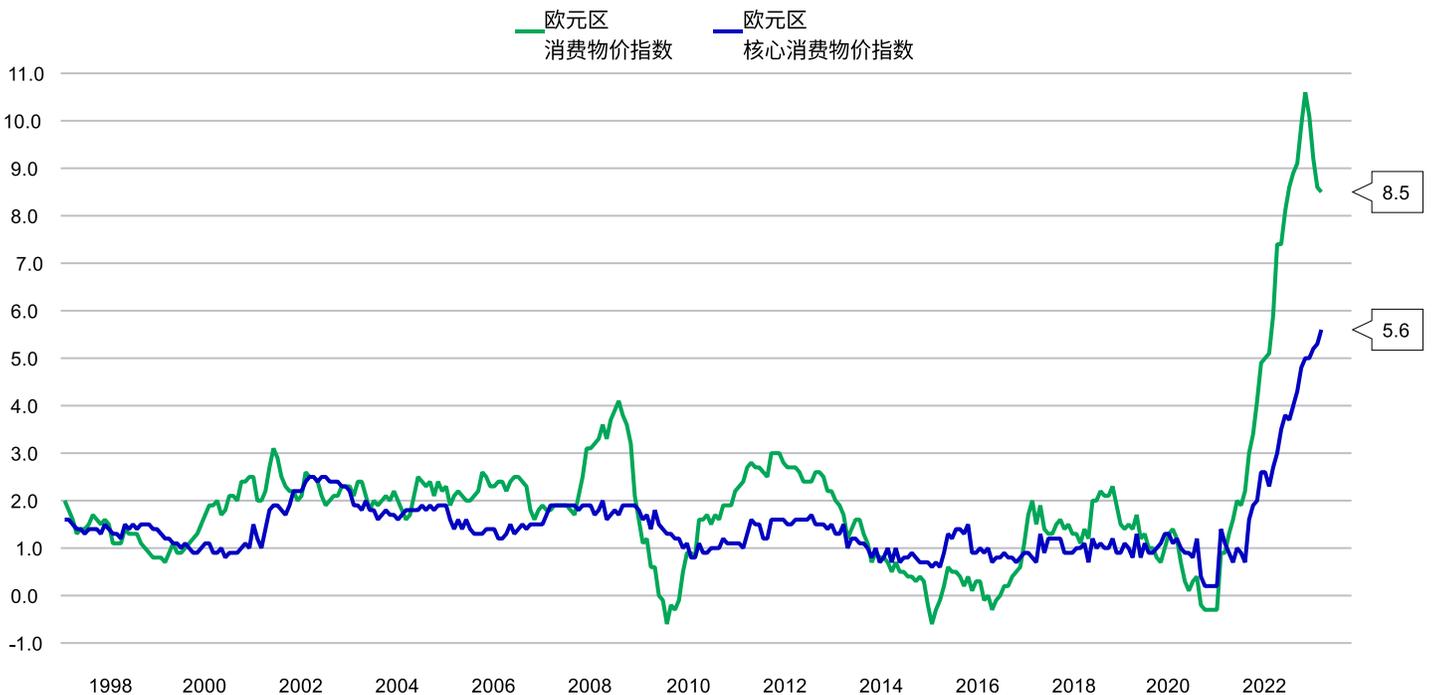
宏观大局

受益于中国内地经济重启，全球经济增长预期大幅回升，带动欧洲经济前景改善。与能源有关的担忧有所缓解，领先信心指标也显示经济活动正在显著复苏。由于欧洲央行继续聚焦于工资增长和通胀，服务业表现强韧仍是决策者的担忧。

物价压力上升，随着核心通胀继续攀升至纪录新高，整体通胀仍远高于欧洲央行2.0%的目标。利率预期正在升温，市场对欧洲央行利率见顶水平的预测远高于4.0%。¹尽管如此，我们认为，欧洲央行的政策前景为欧元提供强大的基本面支持，应可为欧元持续上行（尤其是兑美元）奠定基础。我们的观点是，随着欧洲央行推进缩表计划，金融稳定日益面临风险；但欧洲债券利差仍然受控。

“物价压力上升，随着核心通胀继续攀升至纪录新高，整体通胀仍远高于欧洲央行2.0%的目标。”

欧元区整体通胀仍然高企，核心通胀创历史新高（同比%）



资料来源：欧洲联盟统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。同比是指与去年同期比较。投资者不可直接投资于指数。

¹ 彭博资讯，截至2023年3月9日。

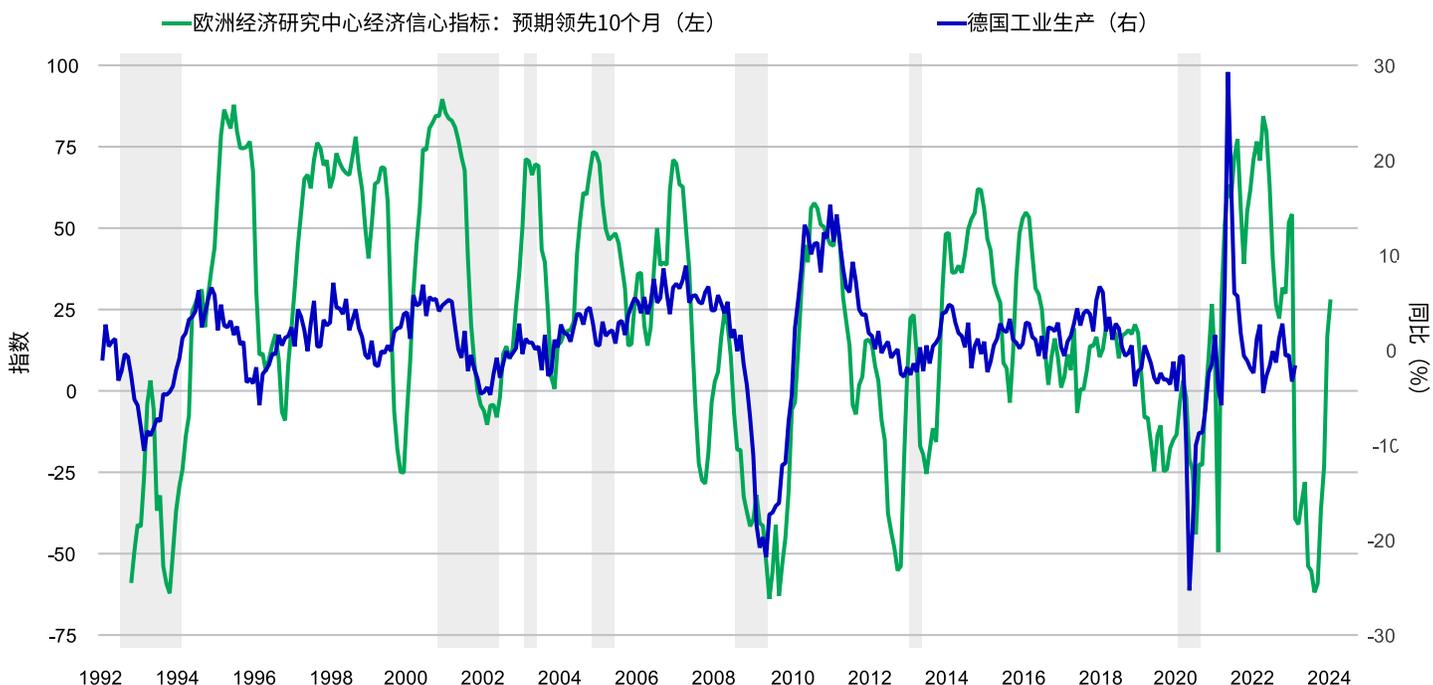
我们关注的因素

- **欧元区通胀**——整体通胀数据仍然高企，而核心通胀上升为决策者的主要担忧；工资谈判为第二轮通胀效应增添风险。
- **商业信心**——领先信心指标显示，工业生产在去年受累于俄乌冲突而下跌后出现显著复苏。我们的看法是，平衡风险状况意味着带来进一步上行空间，而且近期升势将会延续。
- **欧洲央行政策、欧洲债券利差及金融稳定风险**——我们认为，鉴于欧洲央行决策者希望加息和缩减央行资产负债表同时进行，其多管齐下收紧政策的计划对金融稳定构成重大风险。面对货币政策收紧和流动性萎缩，欧元区政府债券走弱，金融机构也可能陷入困境。

主要市场观点

- **股票**——年初至今，欧洲股市表现优于全球基准，并从2022年中期的低位显著回升至纪录新高；¹ 这股趋势似乎将继续获得动力。
- **货币**——利差继续为欧元兑美元提供良好支撑，随着市场参与者评估其他央行可能采取的潜在政策路径，以及欧洲央行继续收紧政策的决心，欧元的基本面前景保持乐观。利差推动欧元兑美元继续升值，并在近期升至1.10重大心理关口附近的高位。

领先信心指标已出现明显变化，并有利于经济增长



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。同比是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退。投资者不可直接投资于指数。

英国

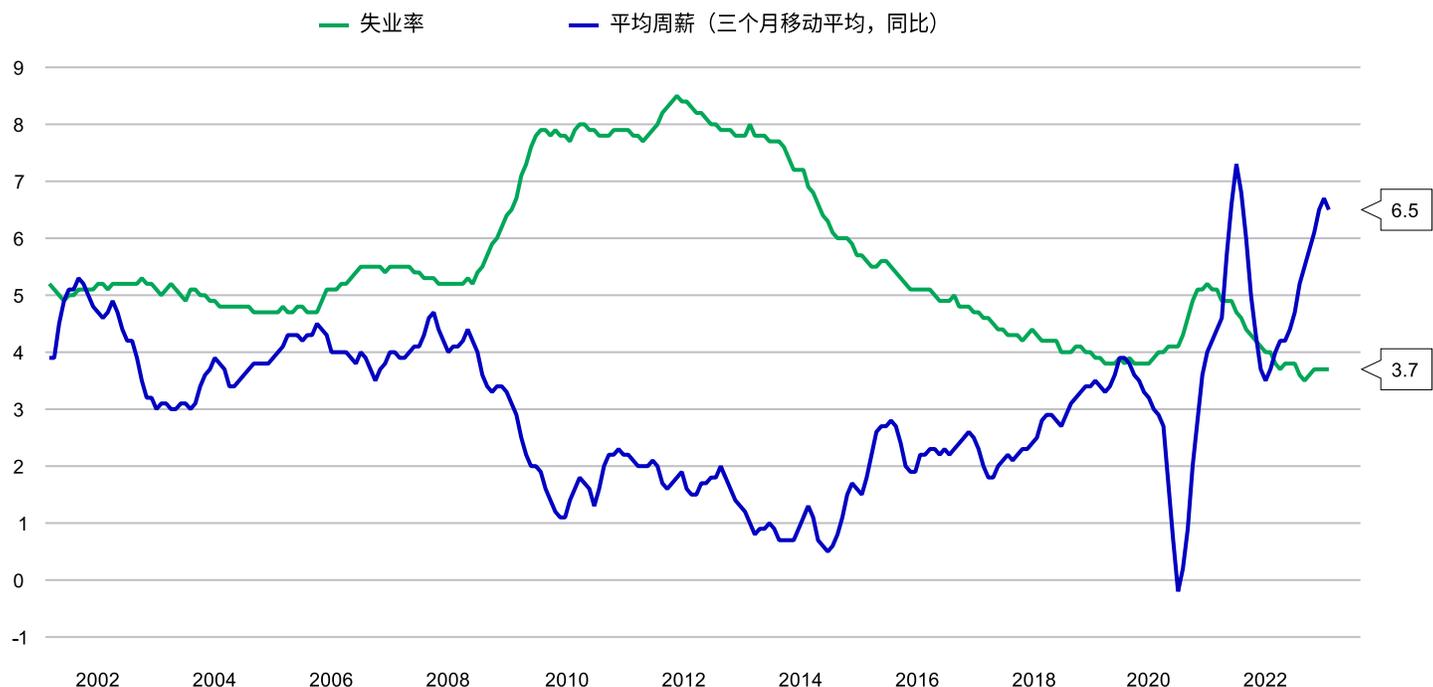
宏观大局

英国经济前景正逐步转佳。经济活动的高频指标优于预期，发达市场和新兴市场经济体的最新经济数据亦同样转趋正面。2023年经济收缩的预期降温，我们认为2024年的经济增长前景不会再恶化。服务业表现显著强韧，英国的失业率继续徘徊在略高于几十年低位的水平，反映当地劳动力市场仍然紧凑。

然而，决策者担忧工资增长回升，使通胀重返目标水平的任务更难完成，而整体和核心消费物价指数也处于无法接受的高水平。英格兰银行的利率预期攀升，因为市场预计6月或之前该央行将会多次加息25个基点，将利率推高至5%。¹另一方面，英国与欧盟就解决北爱尔兰问题取得重大进展，缓和了双方的紧张关系，政治/地缘政治风险显著下降。

“决策者担忧工资增长回升，使通胀重返目标水平的任务更难完成。”

英国失业率维持在低水平，有迹象显示工资增长再度加快 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月7日。

¹ 彭博资讯，截至2023年3月9日。

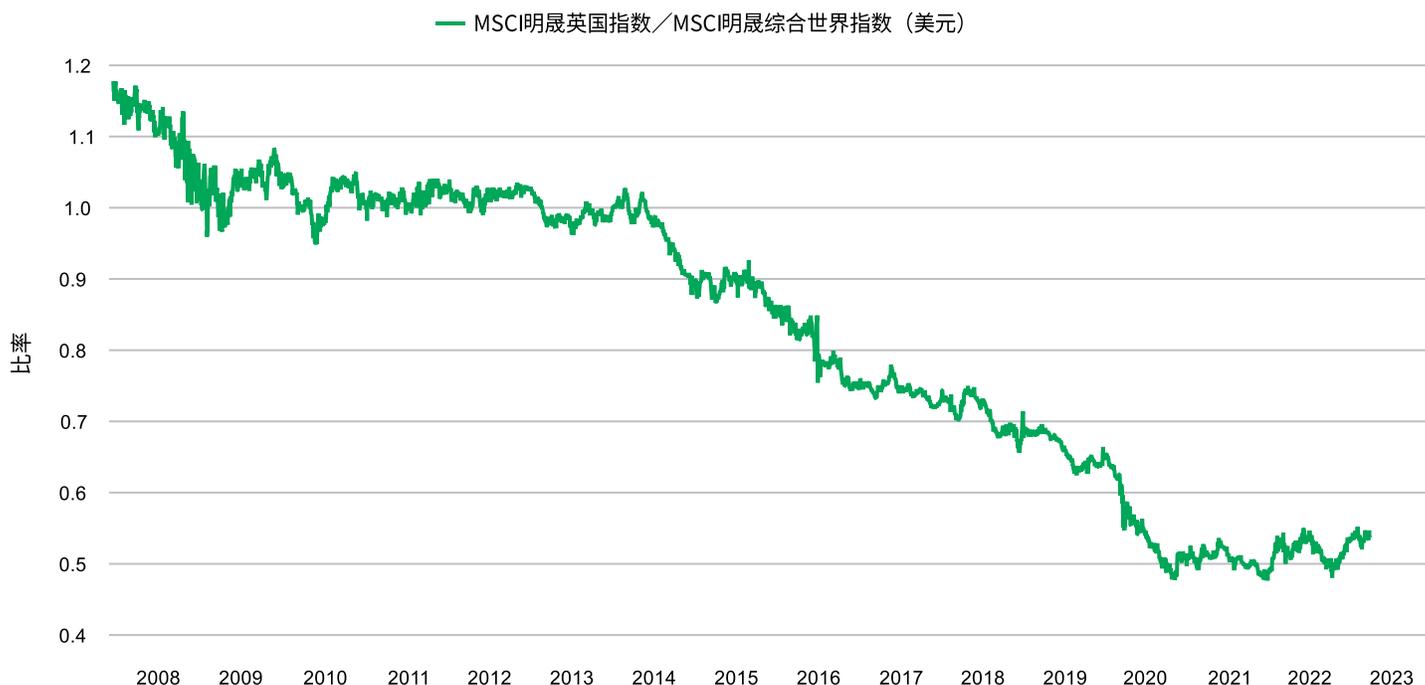
我们关注的因素

- **劳动力市场**——随着决策者评估工资增长的持续时间和对服务业通胀的影响，就业数据的变化仍然是他们的主要担忧。数据显示劳动力市场供不应求（从失业率创历史新低反映），以及工资增长再次加快（表示劳动力需求持续强劲）。
- **英格兰银行政策**——英格兰银行决策者的言论转趋强硬，导致市场在最近数周就英国利率预期重新进行评估。该央行近期转趋强硬具有重要意义，因为这反映在通胀居高不下的时期，紧缩政策可灵活调整。

主要市场观点

- **货币**——英镑兑美元和欧元的表现一直相对坚挺。随着决策者就当地数据和全球利率预期前景的发展做出调整，英格兰银行的政策灵活性为英镑带来支持。我们认为，英镑偏向上行风险，我们正等待英镑兑美元近期突破1.18至1.25的区间。
- **股票**——英国股票的表现持续优于全球其他股票，相对全球股票基准保持领先。我们预计，这股从2020年年底开始的领先趋势将会延续。

英国股票相对全球股票基准保持领先



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月13日。投资者不可直接投资于指数。

亚太区

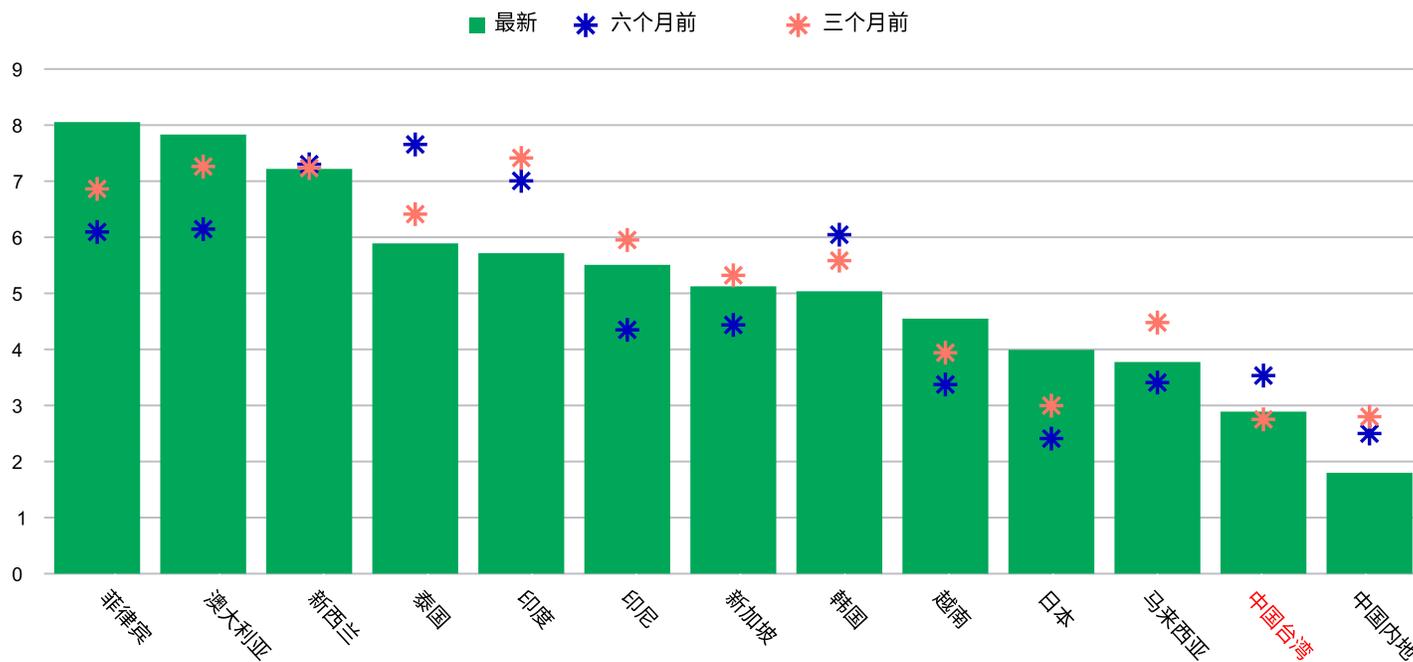
宏观大局

亚洲新兴市场的物价压力似乎有所缓和，多个经济体的整体通胀开始降温。因此，各央行开始放缓收紧货币政策的步伐：1月份，马来西亚国家银行是区内首家暂停加息的主要央行，利率维持于2.75%。2月份，韩国央行采取相同措施，利率停留在3.50%，印尼央行也维持利率于5.75%。相反，泰国央行在1月加息25个基点至1.50%；印度储备银行在2月加息25个基点至6.50%；菲律宾央行也在2月加息50个基点，将当地的政策利率提高至6.00%。

不过我们注意到，除了少数个别例子外，决策者的态度普遍转趋温和。物价压力缓和，加上经济增长前景转差，可能促使区内多家央行在未来几个月结束紧缩周期。我们认为，下半年的降息情况将取决于美元会否走弱，以及食品、燃料和能源价格通胀会否进一步下降，但这个观点可能存在风险，因为整体通胀数据有可能夸大通胀威胁减弱的程度。虽然如此，区内多个经济体的核心通胀（衡量基本物价压力的较佳指标）仍不断上升，目前处于多年高位。

“亚洲新兴市场的物价压力似乎有所缓和，多个经济体的整体通胀开始降温。因此，各央行开始放缓收紧货币政策的步伐。”

消费物价指数变化（同比%）



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。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**——东北亚的库存持续过剩，加上全球对亚洲出口的需求减弱，这两个因素会延续较长一段时间，为区内经济增长带来负面影响。
- **通胀**——虽然通胀开始广泛降温，但多个市场的通胀仍远高于目标水平，区内央行在通胀重返目标水平前可能不敢松懈。例如，印度和菲律宾近期面对通胀问题的困扰，有可能延续各自的紧缩立场：印度去年12月份消费物价指数通胀下降至印度储备银行所设定的2.0%至6.0%目标区间，但此后又再度回升。¹菲律宾方面，1月份整体通胀出乎意料地由同比8.1%升至8.7%，远高于市场普遍预期的同比升幅7.6%，也是2008年以来最高的同比通胀率。²

主要市场观点

- **股票**——由于亚洲与发达市场和新兴市场其他地区的国内生产总值增长差距预期扩大，加上通胀水平较令人安心，我们看好亚洲股票；我们认为，区内央行也很可能提前转持温和立场。然而，全球陷入经济衰退的风险升温，意味将加剧市场波动、全球贸易持续趋弱和美元资金紧缩，因此就外围流动性指标的相对强度再进行投资筛选，有可能带来裨益。我们的分析显示，印尼和菲律宾在流动性风险筛选方面表现良好。
- **固定收益和货币**——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。

市场预测：亚洲与发达市场及其他新兴市场经济体的国内生产总值增长差距预期扩大（%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。

1 印度统计和计划执行部，截至2023年3月14日。2 菲律宾国家统计局，截至2023年3月7日。

中国

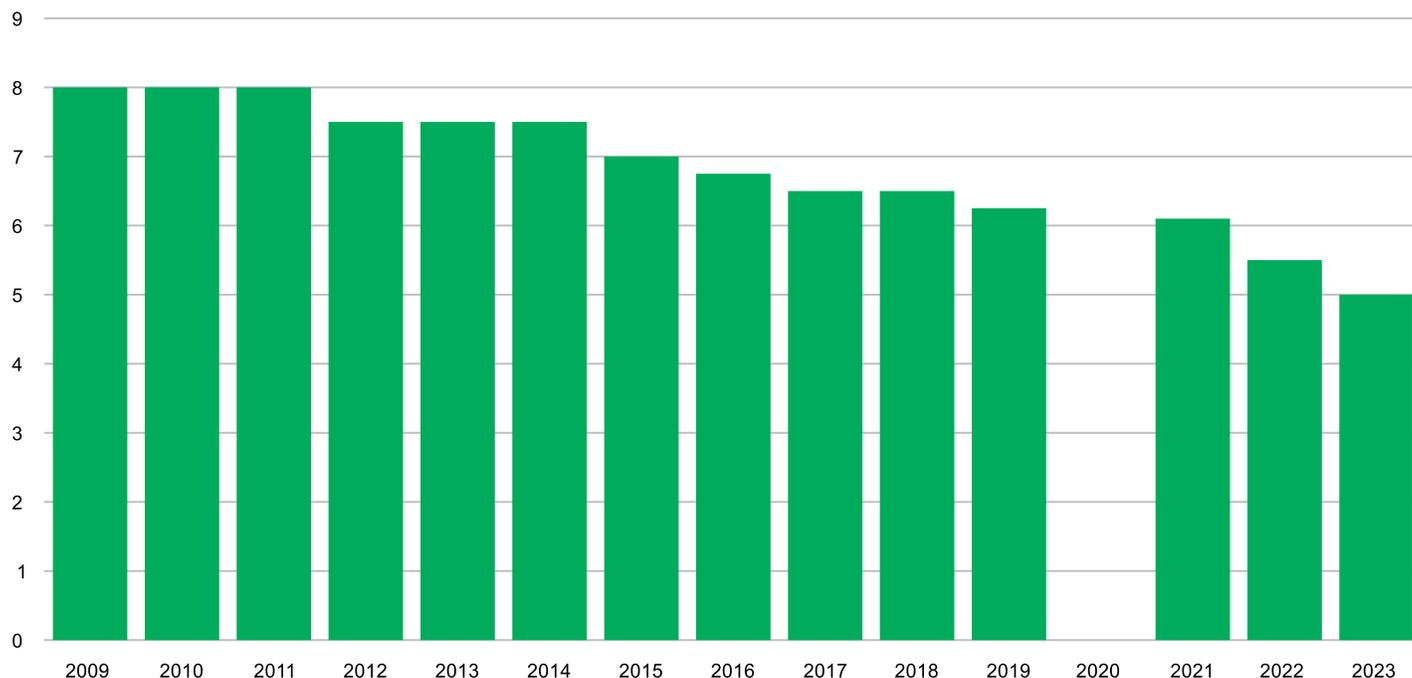
宏观大局

在全国人民代表大会（人大）会议举行前，中国政府向外界传达的信息普遍被视为有利于经济增长，但最近在会上公布的经济计划比市场预期更为谨慎和克制。中国政府将国内生产总值增长目标由2022年约5.5%下调至今年约5.0%，出乎市场意料，同时暗示计划在2023年减少对财政和货币政策的支持。这个情况可能反映，当清零防疫限制措施放宽后的机械式反弹结束，经济活动的上行空间便会减少，也意味着政府有更多政策空间，以应对结构性问题和金融风险。

这次人大会议的重点包括：民营企业经历过去几年的低迷后有可能稍作喘息，因此以提振市场信心为目前的首要目标，指出要依法保护企业家的权益。目前，对于政府改善收入分配的目标，以及政府在投入资源促进科学和科技发展方面担当的角色，如何与上述计划互相协调，人大并没有提供太多细节。

“中国政府将国内生产总值增长目标由2022年约5.5%下调至今年约5.0%，出乎市场意料，同时暗示政府计划在2023年减少对财政和货币政策的支持。”

中国的官方经济增长目标（按时间划分，%）



资料来源：中华人民共和国财政部、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。在设有目标区间的年份以中间点显示。基于疫情原因，中国政府决定不为2020年设立增长目标。

我们关注的因素

- **房地产市场**——虽然刺激行业增长并非当务之急，但高负债地产开发商似乎仍然承受偿债的压力。值得注意的是，地方政府看来并不预期今年卖地（通常是地方政府预算的关键要素）有任何增长。
- **金融业改革**——在人大举行立法会议前，国家主席习近平在2月28日发表讲话，表示政府将出台方案，深化金融体系结构改革，引起市场担忧金融业即将面对与科技和教育行业类似的监管整顿。如果并没有出现有关风险，市场可能会做出正面反应。

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，我们对中国企业可能比预期更早地从美国交易所退市的风险保持警惕。尽管如此，这个领域仍蕴藏个别战略机遇，而我们也继续看好受益于可再生能源、数字经济、高附加值全球制造、先进科技和消费升级的股票。
- **固定收益**——鉴于增长持续不振，加上中国人民银行并没有参与全球紧缩周期，我们预计中国政府债券收益率将进一步下跌。

中国股票的个别战略机遇



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14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

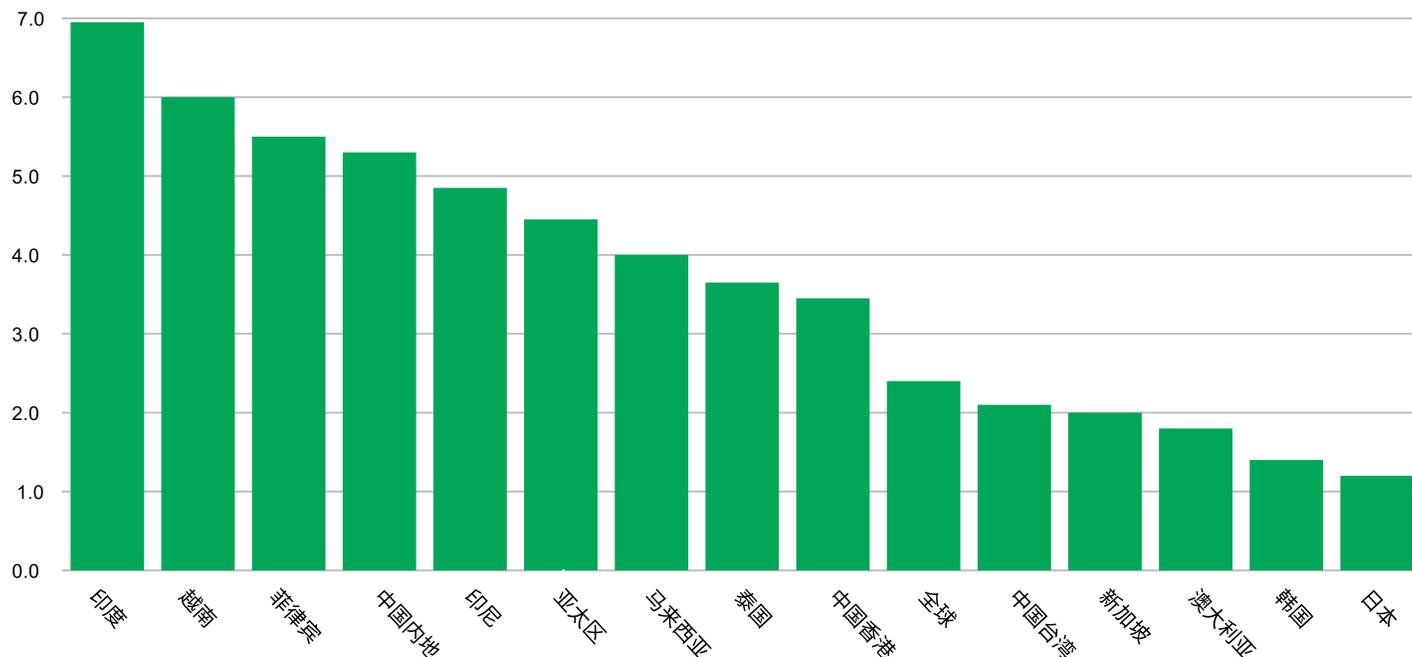
通胀居高不下，促使印度储备银行自2022年4月起累计上调回购利率225个基点¹，同时，反映经济未来走势的乘用车销量增速下滑。央行在权衡后大幅加息，导致印度资产市场自去年10月以来表现显著欠佳。

鉴于2月份核心消费物价指数通胀仍然处于6.1%的高水平，²假如全球宏观前景没有迅速恶化，印度储备银行应会在第二季度继续收紧政策，并在4月上调回购利率25个基点至6.75%。我们预计，加息周期将于届时结束，印度资产市场有可能收复过去六个月的部分失地，因为市场普遍认为，当地今年表现将大幅胜于其他经济体。³

剔除周期性因素，我们仍看好印度的结构性前景。令人鼓舞的是，印度政府继续推行改革，以推进当地营商环境便利度，而企业的资产负债表也出现去杠杆化迹象。此外，当地经济也有望受益于供应链贸易和投资的持续分散。

“印度资产市场有可能收复过去六个月的部分失地，因为市场普遍认为，当地今年表现将大幅胜于其他经济体。”

2023年国内/本地生产总值增长预测（同比%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。

1 印度储备银行，截至2023年3月14日。2 印度统计和计划执行部，截至2023年3月14日。3 彭博资讯，截至2023年3月14日。

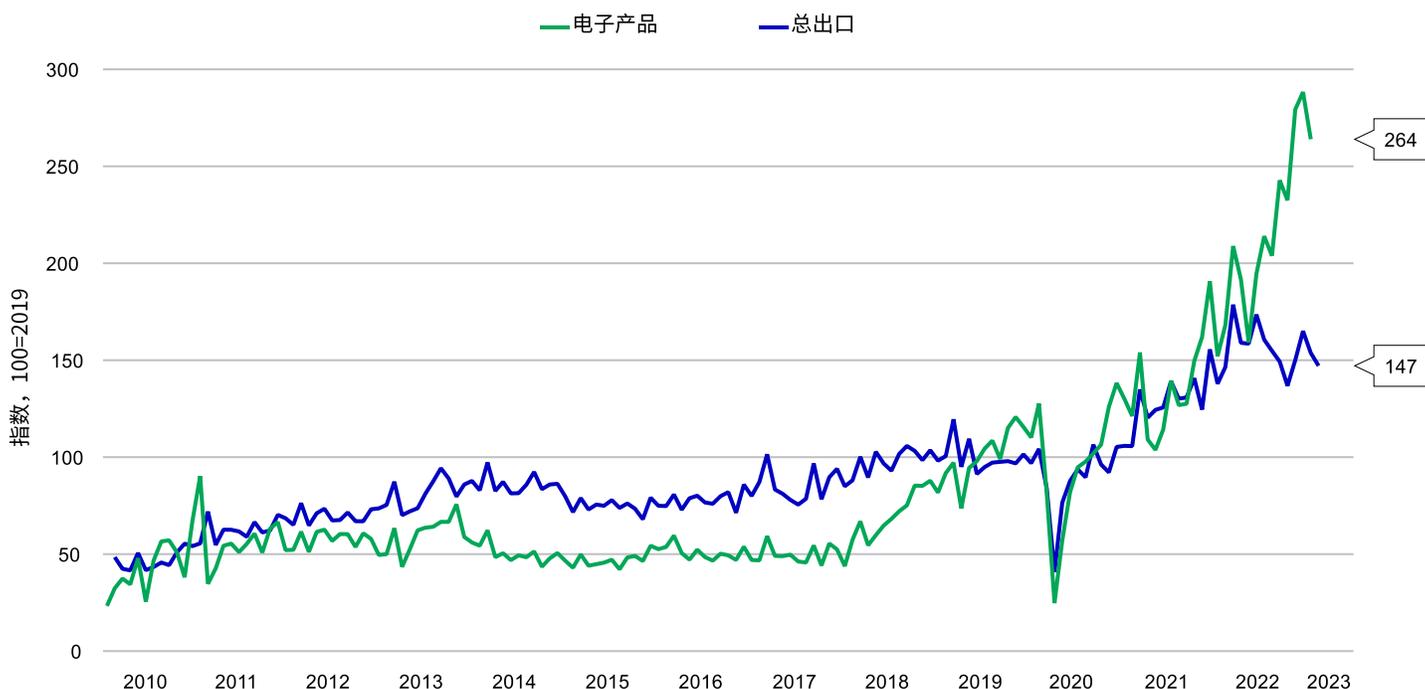
我们关注的因素

- **印度央行政策和通胀**——通胀居高不下，有可能促使印度储备银行延长紧缩周期和/或延后任何预期的宽松措施。我们认为，小麦价格急挫可能构成通胀下行风险。相反，印度遭遇炎热春季和厄尔尼诺现象，影响今年的雨季，从而有可能影响农作物收成，进而形成食品通胀上行风险。
- **建立更广泛的电子产品生态系统**——苹果公司的国际业务已获准拓展到印度市场，而Vedanta Resources/富士康有可能即将在古吉拉特邦兴建半导体厂。这些消息公布显示了一股增长趋势，同时也在印度的贸易数据中反映：该国的电子产品出口量远超全国总出口量——这个发展势头显然值得关注。

主要市场观点

- **股票**——我们认为基本面仍然正面，并预计印度股票将会在区内取得相对较佳的表现。
- **利率**——印度储备银行本可在2月捍卫印度卢比，避免兑美元汇率升穿83.0水平，但从主要涵盖的参数来看，该行的外汇储备仍然充足。利率方面，通胀居高不下、预计回购利率将于4月进一步上调、2023/2024财年债券发行量增加，以及建议向高价值保单征税的计划（可能限制保险公司的需求），均导致政府债券市场承压。我们预计将需要一段时间才知道最终结果。

印度出口——电子产品出口蓬勃发展



资料来源：印度商工部、印度统计和计划执行部、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。

日本

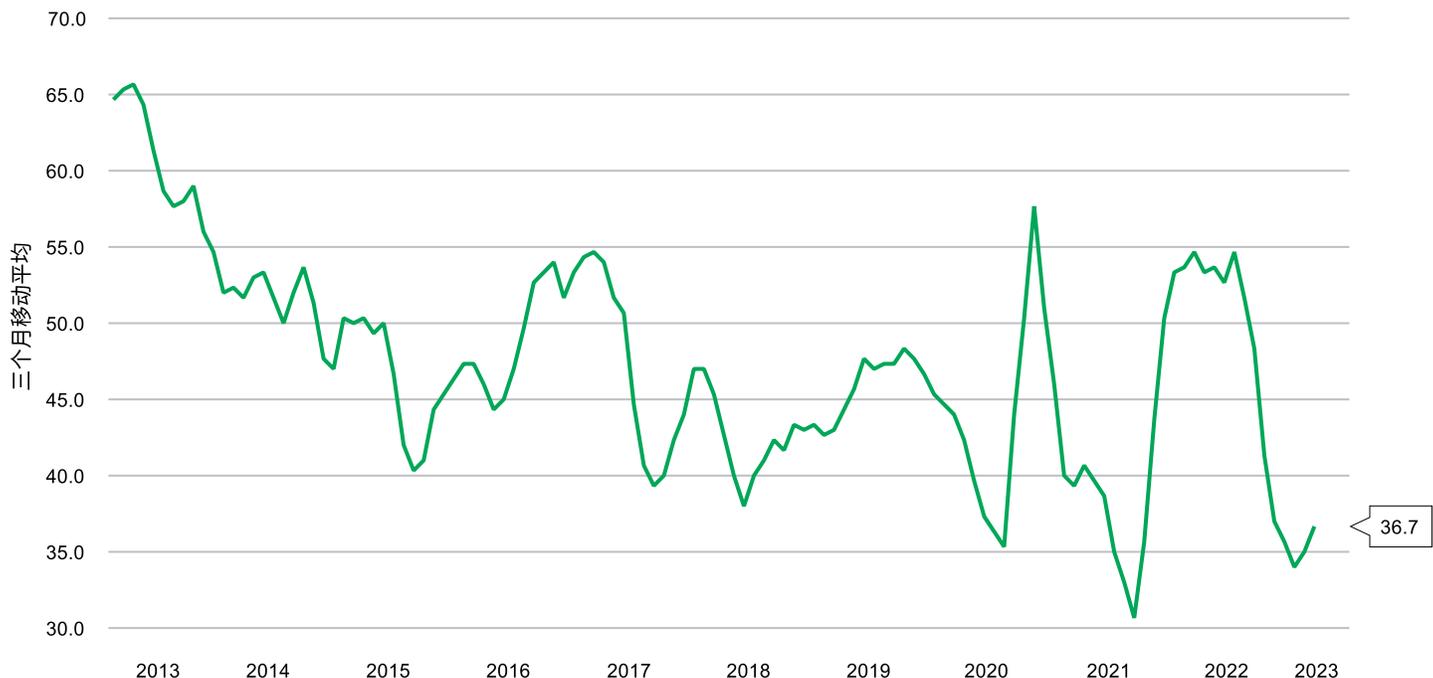
宏观大局

市场不断揣测日本即将改变甚至放弃收益率曲线控制框架，压力来自多方面，包括市场、通胀数据，更有可能影响公众对政府的观感。市场对债市运作的信心仍处于历史低位。1月份核心消费物价指数通胀同比上升4.2%，高于日本央行2.0%的目标一倍以上。重要的是，通胀急剧攀升似乎削弱了首相岸田文雄内阁的支持度。

尽管如此，我们认为现阶段假定日本央行将放弃收益率曲线控制仍言之尚早。具体而言，鉴于政府的公用事业补贴已自1月起生效，通胀有可能在未来数月大幅回落。为了抑制能源价格上升而设定价格上限，有望将通胀降低约1%。另外，多项指标均没有反映工资急剧攀升的情况。劳动力市场前景性指标转弱，反映基本薪金加速增长的可能性不大。整体而言，工资增长尚未长时间处于3%以上，即日本央行认为会构成持续通胀的水平。

“市场不断揣测日本即将改变甚至放弃收益率曲线控制框架，压力来自多方面。”

日本首相岸田文雄及其内阁的支持度 (%)



资料来源：日本广播协会、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。

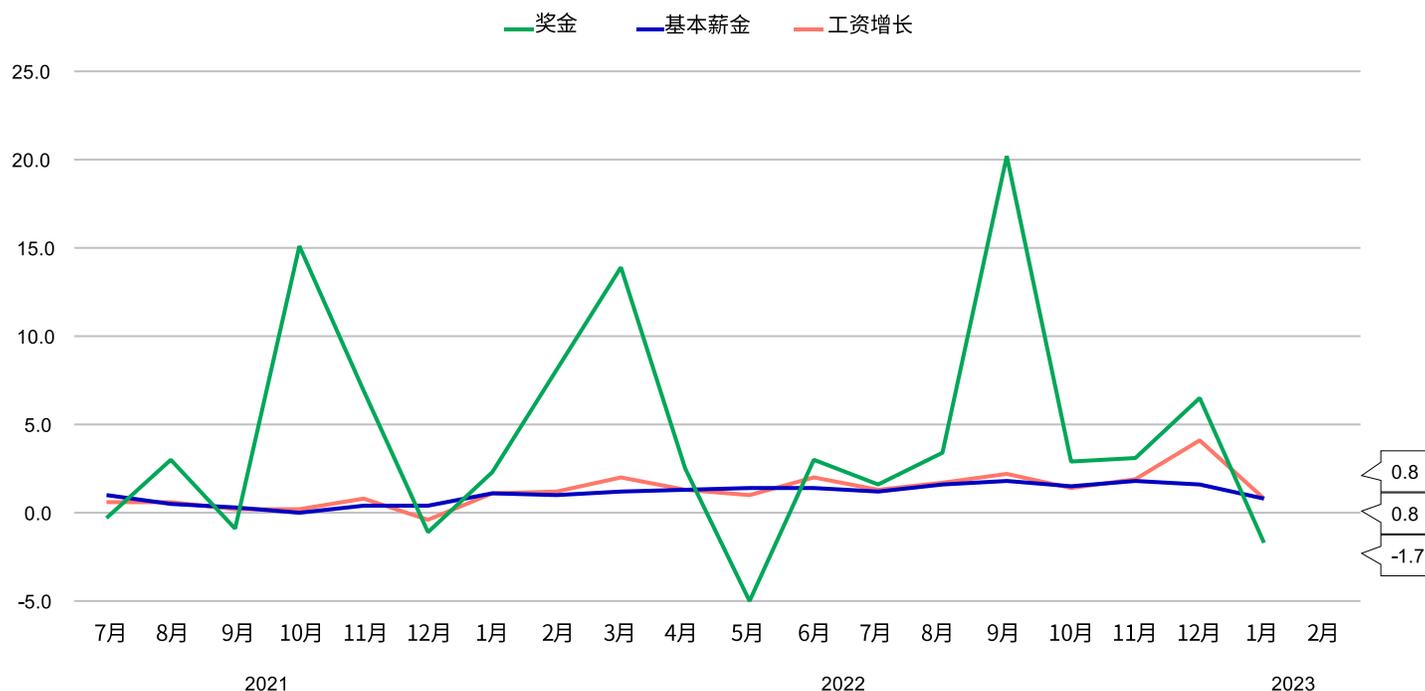
我们关注的因素

- **工资增长**——日本央行表明，强劲的工资增长是政策正常化的先决条件。工资增长近期似乎只是短暂飙升，因为主要源于非定期的奖金款项攀升：继去年11月同比上升3.1%后，实现7.6%的同比升幅。基本薪金维持于1.9%附近的相对稳定水平，远低于4%以上的消费物价指数通胀。¹
- **新任日本央行行长**——即将上任的日本央行行长植田和男曾参与构思该央行于1999年推行的零利率政策，以及于2001年推行的量化宽松政策，并以鸽派立场见称。然而，他在2005年离开日本央行，自此没有就公共政策的发言担当重要角色。因此，他的政策立场尚未明确。市场将深入分析他发表的任何言论，以寻求线索。

主要市场观点

- **股票**——MSCI明晟日本指数年初至今表现相对优于全球股票。¹当地的货币和财政状况较为宽松，支持企业盈利预测向好，与全球大部分地区形成强烈对比。当面对更具挑战性的宏观环境时，我们偏好较具防御性，并有望受益于经济重启的股票。
- **货币**——预期日本央行将于2023年收紧货币政策，带动市场普遍看好日元兑美元，但这并非我们的基本预测情况。日元经波幅调整的收益率对战略性日元长仓非常不利。日本政府债券收益率升幅不及全球利率，而且市场预期与截至目前的日本央行中央政策指引出现落差，我们认为，这很可能将在日本央行领导层交接期的前几个月导致波动性上升。

工资增长在去年12月急速跃升，主要源于奖金款项飙升（同比%）



资料来源：日本厚生劳动省、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。

¹ 彭博资讯，截至2023年3月14日。

巴西

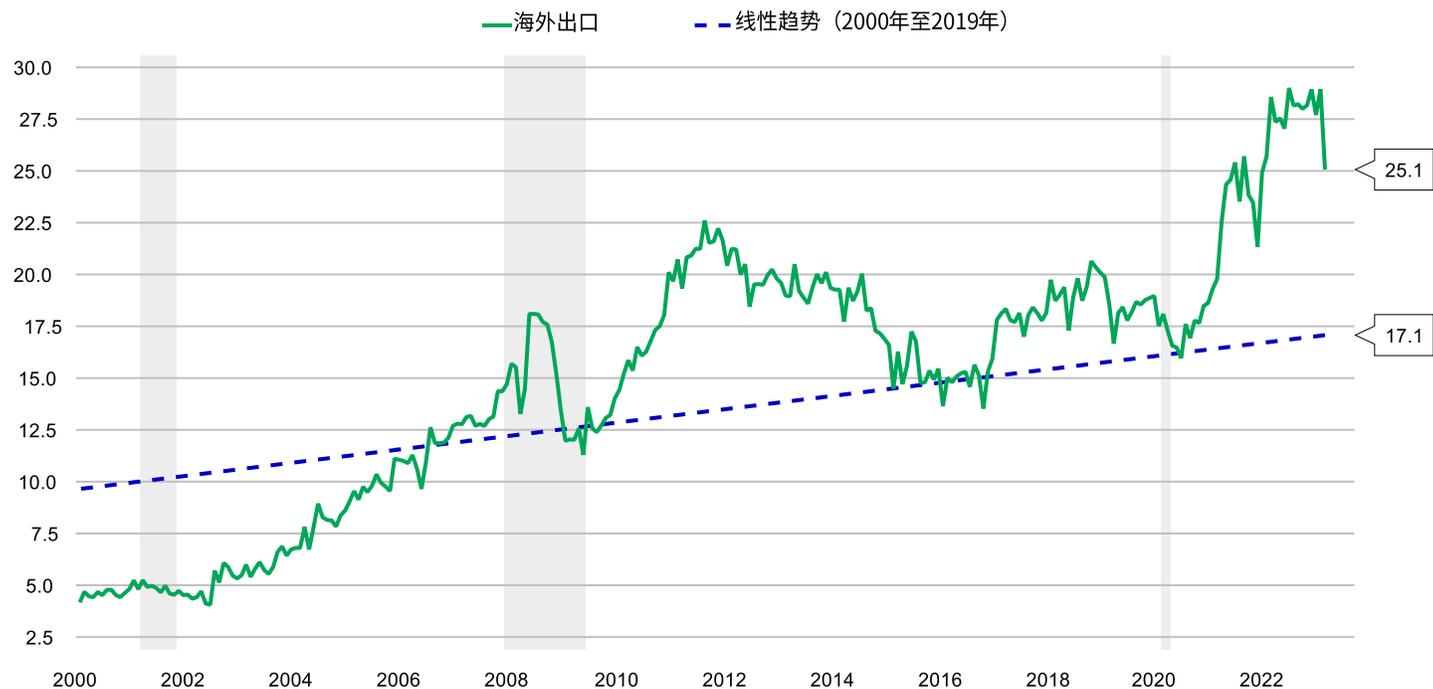
宏观大局

巴西面对激进紧缩周期的滞后影响，导致其前景持续转弱，但我们仍然对当地经济持正面的结构性观点。强劲就业市场有助于提振消费，而鉴于全球资源市场依然趋紧，高于长期趋势的出口增长继续带来支持。

然而，随着各项领先指标转弱（例如制造业新订单和产能使用率），预计巴西央行将于第二季度维持13.75%的基准政策利率不变。我们的观点是，该央行可能需要看到更多通胀放缓迹象和更明确的财政前景，才会开始降息。就巴西财政状况而言，卢拉总统的计划不明朗导致风险倾向下行，但我们认为市场担忧被过分夸大，因为政治僵局应会限制政府大规模增加财政支出，所以财政状况不会显著恶化。

“强劲就业市场有助于提振消费，而鉴于全球资源市场依然趋紧，高于长期趋势的出口增长继续带来支持。”

巴西出口仍大幅高于长期趋势（10亿美元）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。灰色范围代表衰退。

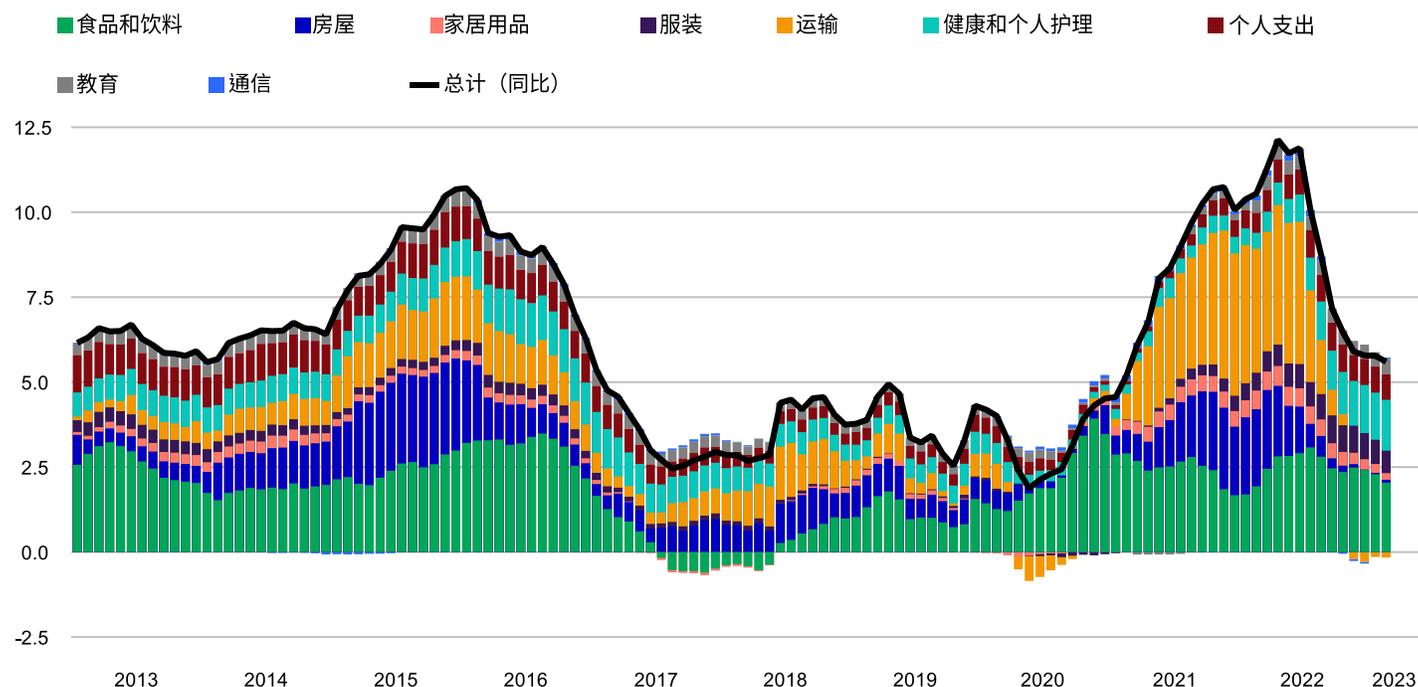
我们关注的因素

- **通胀**——虽然通胀正迈向巴西央行2023年3.25% (+/-1.25%) 的目标，但我们理解通胀回落主要由能源价格所带动。鉴于巴西通胀受全球因素而非本土因素主导，该央行也许倾向于在更长一段时间内将政策利率维持在目前的限制性水平，可能为经济增长带来重大负面影响。
- **资金流**——全球市场对巴西资产的需求仍然是推动巴西里亚尔升值的主要因素。由于巴西里亚尔仍主要由全球风险情绪主导，因此可能会出现突然急涨或急跌的情况。

主要市场观点

- **固定收益**——巴西资产的实际利率和收益率之高在全球数一数二。由于巴西央行是全球最早开始收紧政策的央行之一，预计将会比其他央行更早降息，应利好巴西的主权债券收益率曲线。此外，企业的流动资金水平仍然高企，而我们的分析显示，企业基本面较疫情前强劲。
- **股票**——短期而言，与MSCI明晟巴西指数主要成分股（占最大比重）相关的特殊政治风险有可能主导价格走势。更长远来看，基本面和估值看来非常强劲：远期利润率、股息率和市盈率等参数均优于新兴市场和发达市场。

巴西：各分部对通胀的影响 (%)



资料来源：巴西国家地理与统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月8日。

墨西哥

宏观大局

墨西哥经济前景似乎日益受到挑战，因为其最大贸易伙伴美国面对更多利空因素，增长趋势正在转弱。令人鼓舞的是，近期本土数据显示经济活动和通胀均显著强韧。墨西哥央行决策者致力于遏制居高不下的通胀，反映该央行立场相对强硬，推动墨西哥比索走强。

政局发展仍令人忧虑，但市场似乎忽略了当地近期尝试改革选举程序。墨西哥对外国直接投资仍具吸引力；跨国企业似乎开始适应地缘政治局势发展，以及全球供应链持续分散所带来的影响。墨西哥股票表现相对较佳，自2021年底以来一直跑赢全球基准指数。

“令人鼓舞的是，近期本土数据显示经济活动和通胀均显著强韧。”

高频经济活动指标反映经济显著强韧



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月9日。采购经理指数高于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。

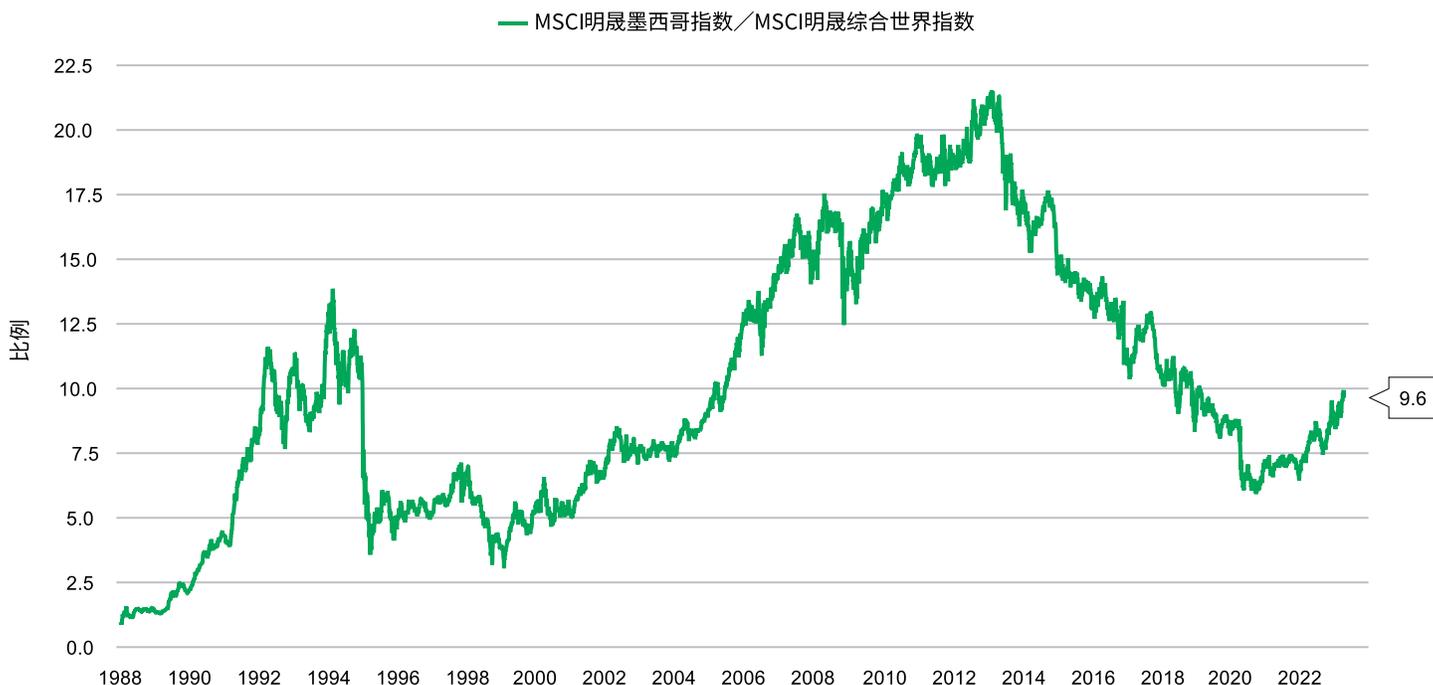
我们关注的因素

- **本土政局发展**——墨西哥总统洛佩斯近期尝试改革当地选举制度，遭到反对派和民众大力反对。虽然市场暂时没有太大反应，但这次事件值得关注，尤其是在2024年总统大选举行前夕发生。
- **外国直接投资**——在地缘政治环境持续演变下，跨国企业不断调整其全球供应链，令墨西哥成为越来越具吸引力的外国直接投资目的地。该国正吸引知名企业进驻，并有望受益于近岸生产趋势，因为许多企业计划将生产线迁移至本国附近。

主要市场观点

- **货币**——墨西哥比索去年持续平稳升值，部分是由于墨西哥央行政策立场相对强硬所带动。尽管如此，墨西哥比索在金融市场波动加剧期间仍表现脆弱。预计在未来几个月的整固期内，美元兑墨西哥比索汇率将介于18.00至20.00的水平。
- **股票**——墨西哥股票表现继续优于新兴市场和发展市场的基准指数。随着市场对地缘政治局势发展以及预期新兴市场和发展市场之间的增长差距扩大做出反应，墨西哥有望凭借相对较低的风险水平，持续缔造出色表现。

墨西哥股票延续优于全球股票基准的趋势



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至2023年3月14日。投资者不可直接投资于指数。

重要披露

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动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：Manulife Investment Management Timberland and Agriculture (Australasia) Pty Ltd、宏利投资管理（香港）有限公司。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：Manulife Investment Management (Taiwan) Co. Ltd.。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、Manulife Investment Management Timberland and Agriculture 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。