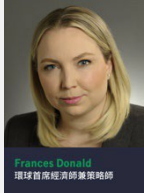
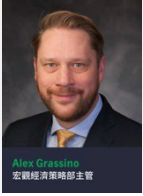


2024 年前景展望系列：新經濟崛起



Frances Donald
環球首席經濟師兼策略師



Alex Grassino
宏觀經濟策略部主管

在本「2024 年全年前景展望」中，環球首席經濟師兼策略師 Frances Donald 與宏觀經濟策略部主管 Alex Grassino 深入探討了 2024 年推動全球經濟和市場的五大動力。

2024 年五大宏觀經濟主題

1. 黎明前最黑暗：經濟周期的增長頂峰已過。

全年增長備受挑戰

無論技術性衰退出現與否，與 2023 年相比，全球增長將會在 2024 年面臨更嚴峻的挑戰。這種經濟困境對不同收入階層或國家帶來的影響不盡相同，相對於多個其他主要經濟體，美國更有可能抵禦金融體系收緊的影響，因為當地聚焦本土發展、就業狀況強勁，而且消費者財政相對健康，均可望帶來支持。

相反，嚴重依賴國際貿易及受借貸能力所限的國家，可能會在上半年面臨重大阻力，隨著各國央行開始放寬金融狀況，情況將逐漸改善。事實上，2024 年與 2021 年至 2023 年盛行的主題「咆哮的二十年代」（Roaring Twenties）不可同日而語。雖然沒有經濟周期是完全相同，但這種環境為周期後段的投資策略帶來啟示，尤其是在上半年。儘管如此，對於許多經濟體來說，黎明前往往是最黑暗，到了 2024 年的某個時候，就該考慮為下一個周期展開作好布局。然而，過早為經濟終會反彈的假設進行布局是危險之舉，因為艱難的時期尚未結束。

2024 年成功經濟體的驅動因素

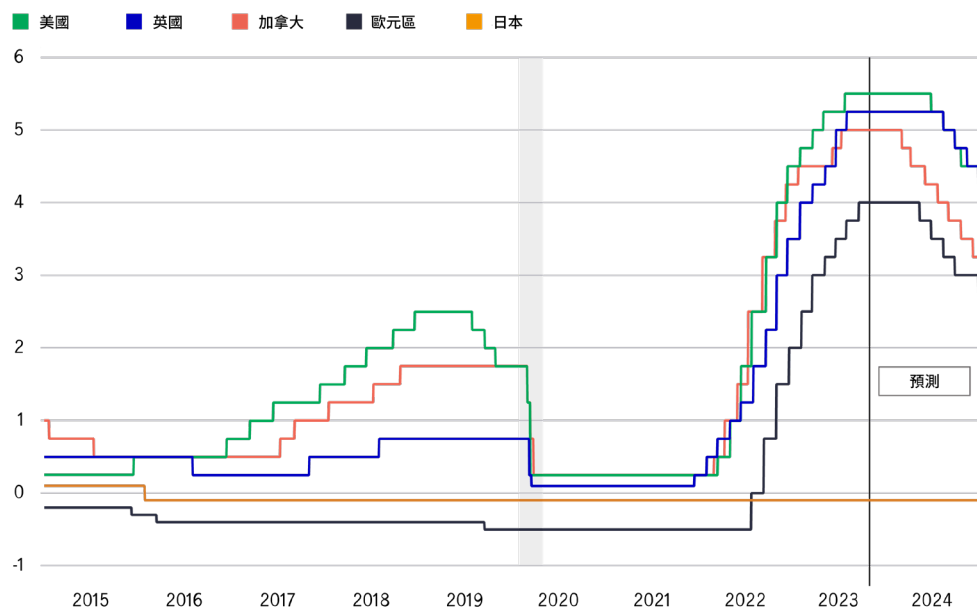
- 債務敏感度較低 — 對於債務水準（政府、企業和消費者層面）相對偏低或債務期限較長的國家而言，升息帶來的衝擊可能相對輕微。
- 財政空間較大 — 能夠加推政府刺激政策作為逆周期措施的國家，可能會比無法推出這些措施的國家更能減輕經濟放緩的全面影響。
- 製造業出口敏感度較低 — 從目前環境來看，影響商業周期的關鍵動力已不同步。疫情過後，市場焦點已由商品主導型經濟轉向服務主導型經濟，導致製造業大幅走弱。因此，依賴製造業和貨品出口的經濟體可能較受製造業放緩所累。
- 出口側重必需商品 — 雖然製造業的動力可能已顯著放緩，但供應鏈中斷令市場對核心商品的需求仍然非常殷切。例如，氣候和供應鏈問題導致主要農作物的價格居高不下，這對出口相關商品的國家來說是個好消息。

2. 關鍵讓步：各地央行仍不願開始降息。

繼續對抗通膨

全球通膨在 2023 年顯著放緩，但預料在 2024 年，最後一輪通膨戰役可能會更加棘手 — 不僅是因為物價年成長難以恢復到全球金融危機後／新冠疫情前

預計全球利率將在 2024 年下降 (%)



資料來源：各國央行、Macrobond、宏利投資管理，截至 2023 年 11 月 30 日。灰色範圍代表衰退。

的常態，而且我們認為，在通膨確切重返目標水準之前，各國央行終究會開始放寬政策，這會引發需求再度加快的風險，並可能導致通膨壓力重現。

各國央行正處於尷尬的局面：儘管通膨仍可能大幅高於目標（而且從物價水準來看，遠高於疫情之前），但面對經濟增長不斷惡化，央行會否放寬政策？我們預計央行終究會直接或間接地承認，這些直截了當的工具並非明確解決目前通膨環境的正確選擇。

目前通膨的本質正是官員不得不面對現實的主因：央行工具旨在冷卻由需求主導的通膨壓力，但對供應衝擊的成效較小，不論這些衝擊是源自強化檢疫措施、氣候變化抑或地緣政治緊張局勢。個別央行官員已坦言他們應對外部衝擊的能力有限。

這種情況的後果是，由於通膨壓力的迫切性不大，政策官員可能會因增長疲軟而讓步，選擇減少限制性政策，以抵銷經濟走弱的影響。

對於須兼顧雙重任務的央行（例如聯準會或紐西蘭央行）或因債務水準偏高而對升息特別敏感的經濟體而

言，這個趨勢尤其明顯。以加拿大為例，當地消費者持有債務，而且房屋價格昂貴。

然而，需要注意的是，將政策正常化至更中性的水準（這代表貨幣政策既不具限制性，也不具刺激性）與轉向寬鬆狀態（將營造一個實際上有助刺激經濟的低利環境）是有區別的。在此環境下，我們認為後者不太可能發生，尤其是在通膨仍高於大部份央行目標的情況下。

面對此情況，央行政策的限制變得顯而易見，我們預期有關新的非傳統央行工具（例如央行數位貨幣）和採取定向工具（例如在金融體系受壓時可用的工具）的討論將漸趨熱烈。此外，我們預料市場將更關注核心央行假設 — 從各個經濟體的適當中性利率，到不少已開發市場經濟體所採取的 2% 通膨目標概念。

央行在全年面臨的關鍵問題

通膨目標：2%是否正確目標？

鑑於經濟放緩的速度超過通膨正常化的速度，放寬當前貨幣政策立場的壓力將加劇。如果事實證明通膨回落至傳統目標的最後一步難以實現，那麼提高通膨目標來降低降息門檻的呼聲可能會越來越高。

終端利率：疫後經濟截然不同：市場是否已步入持續較高利率的環境？

我們認為答案是「肯定」的，但無可否認，目前所謂的高利率環境門檻極低，因為各國央行在過去十年大部份時間將政策利率維持在零水準。除非發生重大危機，否則我們預計這種情況在短期內不會再發生。

新工具：量化寬鬆和緊縮政策是否已成過去？

我們對此表示懷疑。多個經濟體（包括美國）仍然實施量化緊縮政策。我們傾向認為這樣的政策就如同為工具箱增添更多工具，以備不時之需。不過，有這些工具不代表需要派上用場。

3. 重大轉變：由需求主導轉向供給主導。

- 全球經濟動力（以及由此產生的市場影響）正從傳統需求面因素轉向全球供應面影響：由於地緣政治環境改變，全球化已被友岸外包（生產及商業運作轉移至盟邦）／境內轉包（生產及商業運作回流至本土市場）所取代，氣候事件導致關鍵商品的供應鏈中斷，疫後政策亦使供應鏈出現重大延誤。雖然在後疫情時代的大部份時間內，有關供給面因素的討論都以通膨為主，但其正擴大到包括勞工市場和生產力等廣泛核心經濟問題，且預料將延續至2024年及之後。我們認為供應主導的經濟環境未必是單向貿易（儘管在結構上必然對實體資產更有利）；反之，多個指標、經濟體和政策的相對重要性將產生變化。重

要的是，這需要對傳統預測工具進行審慎評估。這亦可能開闢新的投資機會：在地區層面上，因戰略性供應鏈重組而衍生的友岸外包／境內轉包趨勢都可能值得關注，與政府戰略優先事項息息相關的主題投資亦然，例如綠色投資或國防開支。

在供給主導環境下須多加注意的數據

勞工短缺 — 勞工老齡化可能繼續從兩方面影響就業環境：第一，隨著55歲以上人口接近退休年齡，可用的勞工資源受到影響；第二，資深員工離職可能會導致機構內部出現知識差距。

人工智能 — 人工智能普及可能會為生產力帶來奇蹟，類似互聯網時代早期的情況，即增長似乎高於趨勢而通膨壓力溫和。

氣候 — 氣候事件是造成供應鏈中斷和相應價格衝擊的因素之一，而且日益重要。

更受投資者關注的資產類別

戰略商品 — 不可或缺（例如農業資產）或具有戰略重要性的原物料將成為焦點。

固定收益 — 我們的基本假設是，雖然央行放寬政策，但不會將政策利率降至足以刺激經濟的水準。在一定程度上，這至少是因為供應鏈重組帶來漸進而溫和的通膨壓力。因此，在基礎殖利率較高的情況下，相對於其他資產類別，固定收益的回報水準可能與零利率時代截然不同。

供應鏈重組的相對受害者 — 由於生產及商業運作回流至本土市場、以及將運作轉移至友好伙伴地的做法，正成為供應鏈中日漸普遍的結構性因素，被視為更安全的國家應可持續受惠於外國投資。同樣，負責

協助將生產及商業運作回流至本土市場計劃的企業也可能獲益。

4. 經濟不同步：全球經濟不同步的情況擴大且加快。

- 雖然全球發展不同步已是廣為人知的宏觀主題，但它通常以中美經濟脫鉤或其他廣泛去全球化指標的方式被解讀。到了2024年，預料這些全球不同步因素將會加快，其他領域亦會相繼脫鉤。首先，環球經濟依然因新冠疫情衝擊而有所扭曲，環球製造業和服務業的脫節一反常態：製造業經歷了一段疲弱或負增長時期，從德國等出口主導國已徘徊衰退邊緣可見一斑。相反，雖然服務業需求緩和，但仍相對穩健：西班牙就是一個好例子。這對預測模型來說是個問題，但即使全球經濟的若干領域步履蹣跚，亦可能展現機會。此外，我們預計在2024年，不同經濟體或不同收入階層所面對的增長挑戰不盡相同，再次令適用於所有情況的單一簡化全球經濟預測備受質疑。展望2024年，市場將更為專注於區域發展。除了如上所述的歐洲例子之外，同樣的一般因素亦適用於新興市場：某些國家對中國結構性放緩及／或美國增長挑戰的全面影響可能有不同感受。

市場認識較深的不同步增長領域

商品與服務之間的分歧— 隨著焦點從商品轉向服務，製造業已出現放緩。這某種程度上是由於可支配收入已從購買商品轉為購買服務，例如度假和外出用餐。

退出封鎖的時機— 花更長時間才擺脫封控政策的國家仍然在不同程度上享受著經濟重啟後的反彈，而較早解封的地區則更接近正常化。舉例說，儘管最終證

實僅屬短暫，但中國結束封鎖是刺激風險偏好投資在2022年底和2023年初短期反彈的主因。

較不被重視的不同步增長領域

遞延時間（較）長及更多變數— 市場參與者明白並預期，環球貨幣政策在2022年和2023年收緊將導致增長放緩。目前尚未明確的是，這些舉措的全面影響將有多快浮現。

勞工市場動態— 由於僱主近日仍處於勞動力短缺的陰霾，因此即使增長放緩，企業仍可能想盡辦法留住員工，或會反過來支持經濟並延長目前週期。

放寬政策的後果？主導2023年的多個主題都是因高政策利率所致，例如現金作為一種資產類別，以及美國新屋和成屋銷售之間出現分歧。隨著央行放鬆政策，若干決策（抵押貸款再融資、注入貨幣市場基金的資金流）的機會成本將下降，並可能扭轉某些趨勢。

5. 財政主導地位：政府加大干預力度且更具破壞性。

新冠疫情以至近年財政刺激措施增加，引致各國政府開支激增，其中一些可能是必要且有利無害，但另一些則可能過多並引發通脹。我們預計個別國家以至全球各地的2024年政府開支比例將更為顯著和具結構性，其可能會帶來更實在的影響，包括主權債券供應急增的破壞性，以及主權債務龐大的成本上升。幾場主要大選將成為市場焦點，使關鍵政策措施的前景趨於不明朗及波動加劇：荷蘭近期便經歷了一次選舉，2024年11月的美國大選亦將備受注目。從更具戰略意義的角度來看，擁有更多財政空間來支持經濟過渡疲弱時期的國家將享有優勢，雖然這將取決於政府如

何動用相關開支（例如：綠色開支、國防開支及直接重新分配開支）。

宏利投資管理為宏利金融旗下資產管理分部，並透過旗下一系列的公司及聯屬公司，為全球各主要市場的機構投資者、投資基金及個人客戶提供全面的資產管理服務，擅長管理不同類型的資產，為客戶制訂資產分配策略。本資料本公司經授權使用僅供參考，請勿將本資料視為買賣基金或其他任何投資之建議或要約。本公司相信此資料均取自可靠之來源，惟並不保證其係絕對正確無誤。但如有任何錯誤，本公司及員工將不負任何法律責任。另，本公司就此資料中發表其意見及看法，日後可能會隨時作出修改。未經授權不得複製、修改或散發引用。基金不受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部。本文提及之經濟走勢預測，不必然代表基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。如因基金交易所生紛爭，台端可向中華民國證券投資信託暨顧問商業同業公會或財團法人金融消費評議中心提出申訴。110金管投信新字第001號[宏利投信獨立經營管理]宏利證券投資信託股份有限公司／地址：台北市松仁路97號3樓／電話：02-2757-5999 / 客 服 專 線：0800-070-998
MKT-364-202312-202405