

2021年第三季 | 全球宏觀展望

經濟重啟主題的最後回合

Frances Donald

環球首席經濟師兼

環球宏觀經濟策略部主管

Alex Grassino

高級環球宏觀策略師

Erica Camilleri

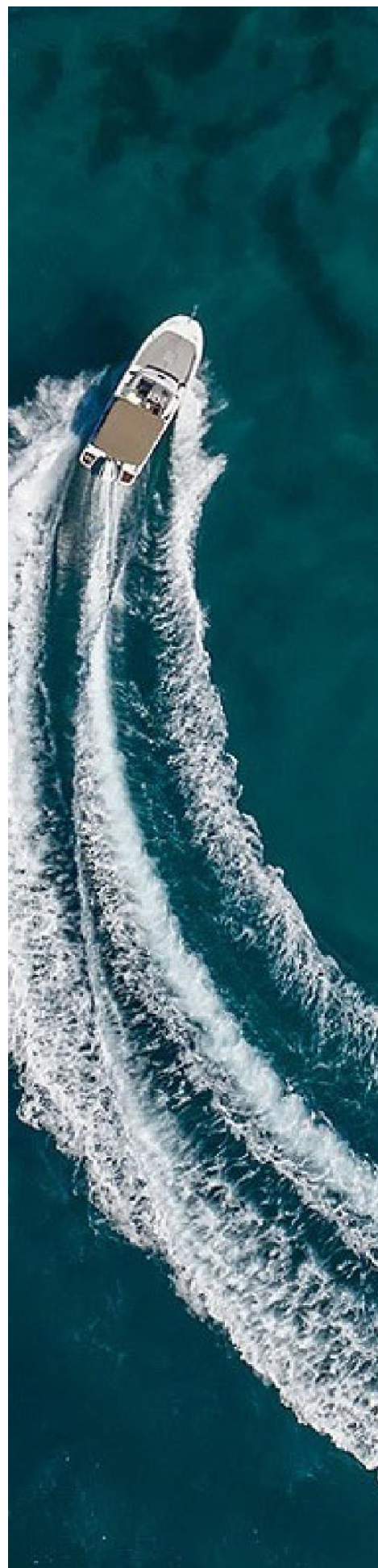
投資分析師

Sue Trinh

高級環球宏觀策略師

Eric Theoret

環球宏觀策略師



2021年第三季 | 全球宏觀展望

目錄

前言	3
美國	7
加拿大	9
歐元區	11
英國	13
亞洲	15
中國	17
印度	19
印尼	21
日本	23
馬來西亞	25
菲律賓	27
新加坡	29
南韓	31
台灣	33
巴西	35
墨西哥	37

2021年第三季 | 全球宏觀展望

環球概覽

宏觀大局

現在是時候思考重啟經濟以後的情況，審視在後疫情時期推動環球經濟的因素。不少國家剛展開重啟經濟之路，全球最大經濟體—[美國](#)及[中國](#)—早已踏上旅程，而[歐洲](#)及[加拿大](#)在疫苗接種計劃加速推行之下亦緊隨其後。事實上，各國早已制訂重啟經濟的路線圖，有關病毒、疫苗及各個經濟體重啟之後表現的不確定因素亦明顯減少。環球宏觀環境正處於重啟／通貨復脹論述的最後回合，前路將何去何從？

考慮各項因素之後，風險資產仍獲得重要因素的支持：環球增長可望在2021年（及2022年）創歷史高位，貨幣和財政政策則會持續異常寬鬆。從絕對角度來說，大部份環球宏觀指標似乎相當強勁；然而，我們認為這些利好因素將會相對轉弱，意味著宏觀因素正處於見頂水平，前路或會崎嶇不平。

根據我們的觀點，面對挑戰的宏觀環境應能緩減市場利率逐步上升帶來的影響，並預期股票受到的衝擊會較少。值得注意的是，我們認為行業篩選、國家／地區篩選及地區焦點將成為未來數月資產配置決定的重要因素，而能夠識別那些已經見頂的宏觀論述（對比那些尚未見頂的因素）將是影響2021年第三季和第四季投資表現的關鍵。

展望前景，我們認為過往利好的宏觀因素將會開始相對轉弱，意味著宏觀因素已經見頂，前路將會崎嶇不平。

宏觀因素見頂

寬鬆貨幣政策見頂

環球央行已經直接或間接表示正在減少寬鬆貨幣政策的力度。儘管貨幣政策仍然極為寬鬆，為風險帶來廣泛支持，但美國聯儲局主席鮑威爾暗示，縮減資產購買計劃的時間逐漸臨近¹，加拿大銀行早於4月已經開始縮表²，英倫銀行則上調利率預測³，其量化寬鬆計劃亦將於年底結束，歐洲央行已將增長風險平衡由側重於下行上調至中性⁴。日本央行亦繼續研究能否擴大十年期債券孳息的目標區間，中國人民銀行則已經開始收緊貨幣條件。平心而論，以上央行早已表明其計劃，但貨幣寬鬆政策已達到轉捩點，我們進入了並非不可能出現溝通錯誤（以及潛在的政策失誤）的時期。

美國財政政策支持見頂

美國及環球的財政開支可能會持續偏高（這是導致後疫情時期的五年通脹展望高於疫情之前水平的原因）；不過，我們預計財政刺激將於未來兩年明顯轉弱。如果發生這個情況，從數學上來說將會嚴重拖累2022年的增長表現；我們認為應該視之為「財政懸崖」。事實上，只要把財政支出的預期減幅以佔財政赤字預期跌幅的百分比列示，便會發現這可能是1940年代以來最嚴重的財政懸崖。這個情況自然令外界揣測現時的增長周期將會相當短暫。雖然我們預期美國經濟增長將在2022年底顯著下跌，但並不認為會出現經濟衰退。

「雖然我們預期美國經濟增長將在2022年後期顯著下跌，但並不認為會出現經濟衰退。」

¹ 「點陣圖出現異動，聯儲局縮表時間成為焦點」，彭博，2021年6月18日。² 加拿大央行，2021年4月21日。³ 英倫銀行，2021年5月6日。⁴ 歐洲央行，2021年6月。

通貨復脹見頂

我們在上一季深入討論通脹情況，而我們仍然認為第三季的通脹將繼續高企，然後在2022年回落至約2.0%，再於2023年及以後出現結構性通脹升溫，甚至可能迫近2.5%的水平。從這個角度來說，本文所用的「通貨復脹見頂」一詞並非關於直接量度的通脹數據（儘管它可能已於2021年5月見頂），而是反映我們預期市場主導的通脹數據（例如：平衡通脹率和消費者信心預測）已經見頂。問題在於我們預計市場將會把原先視為正面發展的通貨復脹論述轉變為一個警號，預示那些曾經受到供應鏈中斷影響的個別行業將面對投入成本上升的挑戰。換言之，若干行業的利潤率可能持續受壓，其他行業則可以稍作喘息，令穩健的主動股票管理策略更形重要。值得注意的是，央行在緩解這個問題方面愛莫能助。

中國政策刺激見頂

中國是最先受到疫情帶來的衰退所拖累，亦是最早擺脫其影響的經濟體。此外，中國也是首個透過連串措施，大幅收緊財政和貨幣支持政策的國家，包括推出遏抑房地產市場投機活動的新規例。中國的信貸刺激因此放緩，根據過往經驗，這將削弱環球貿易及環球工業生產。

美國綜合數據見頂

在此重申，我們對美國經濟的觀點維持不變：在絕對金額仍然偏高的財政刺激措施、積壓的消費需求和大量儲蓄的支持下，我們仍預期2021年和2022年可以維持強勁的增長。然而，我們必須指出市場已經反映以上大部份利好因素，少數關鍵領域的增長可能在今年夏季開始減速（即是回落至從歷史角度來說仍屬健康的水平），包括房屋活動、零售銷售和工業活動。事實上，我們認為這方面的下行風險高於上行風險，因此或會出現未如理想的表現。

中國的信貸刺激放緩，根據過往經驗，這將削弱環球貿易及環球工業生產。

尚未見頂的因素

雖然一些關鍵的增長因素已經見頂，但有部份因素與見頂尚有一段距離。

歐洲及加拿大

鑑於較遲開展疫苗接種計劃，歐元區及加拿大的重啟經濟步伐明顯落後於美國。雖然接種疫苗的步伐在其後加快，但市場預期仍未趕上，我們認為投資機會將隨之而來。最重要的是這兩個經濟體的宏觀論述仍有令人驚喜的上行空間，特別是歐洲，因為歐洲央行仍是環球最寬鬆的央行。

環球勞動市場

雖然就業率及相關數據一直屬於滯後指標，但在當前情況下，我們認為它們必須顯著上升。隨著美國和加拿大的政府補助計劃相繼結束，加上疫苗接種率增加及學校恢復面授課堂，有助紓緩公眾對疫情的憂慮，我們預期9月份勞工供應可能回升。除非出現意料之外的情況，這些發展可望令工資壓力受控。

環球資本開支

資本投資是推動環球增長的關鍵因素，我們認為這個領域可望帶來所需要的驚喜，以抵銷財政政策（及貨幣政策）見頂的影響。我們的領先指標顯示資本開支將成為下個環球增長階段的支柱，亦可望減輕市場對當前增長周期持續時間的關注程度。

個別新興市場

儘管我們對廣泛新興市場維持審慎態度，但認為部份市場可能帶來上行驚喜，包括[巴西](#)、[南韓](#)、[印尼](#)及[印度](#)。

「資本投資是推動環球增長的關鍵因素，我們認為這個領域可望帶來所需要的驚喜，以抵銷財政政策（及貨幣政策）見頂的影響。」

2021年第三季 | 全球宏觀展望

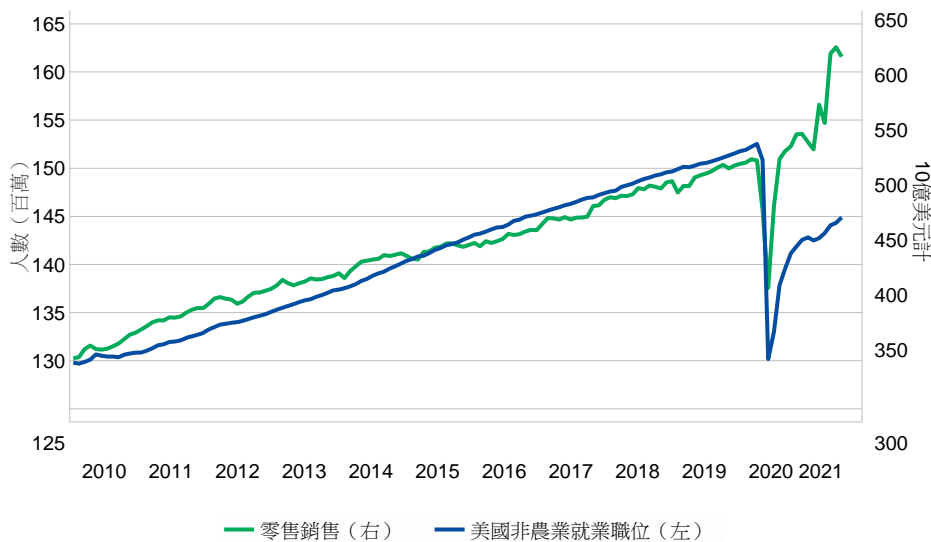
美國

宏觀大局

美國受到疫情影響之後迅速回復正常，加上當局繼續推出大型財政支持措施推動經濟活動加快，令當地經濟維持強勁增長。多項傳統上用以量度美國經濟表現的指標仍然處於扭曲狀態，可能需要數月時間才可出現足以反映真正經濟情況的可靠數據；我們認為這個主題將在今年餘下時間延續。不過，隨著這些因素減退，經濟趨向正常化將是一個令人期待的發展：如果就業率能夠上升、供應鏈有所改善，以及通脹壓力可以隨之緩解，將令市場感到安心。相反，經歷過去數季的熾熱升勢之後，房屋及貨品消費等領域的增長率可能放緩至較健康的水平，或會令市場感到失望。從政策角度而言，我們認為整體經濟數據將為聯儲局提供充份理據，支持當局表明在年底前（甚至可能是第三季）開始縮減量化寬鬆步伐的立場。

「從政策角度而言，我們認為整體經濟數據將為聯儲局提供充份理據，支持當局表明在年底前（甚至可能是第三季）開始縮減量化寬鬆步伐的立場。」

量度經濟活動的關鍵指標仍然處於極端水平



資料來源：美國人口普查局、美國勞工統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

🔍 我們注視的因素

- **證據顯示經濟活動正邁向正常化水平**—雖然大部份量度經濟活動的指標尚未回復正常，但部份指標應該出現脫離極端水平的初步跡象。具體來說，我們將注視通脹壓力有否降溫、職位能否在失業補助措施於9月份結束之前出現強勁增長，以及生產和消費指標有否回落至較溫和而仍然健康的水平。
- **清晰明確的政策方向**—這同時包括貨幣政策（我們預計當局將表明何時開始縮表）和財政政策（可行的基建方案將會出台，明確指出其規模及範圍）。

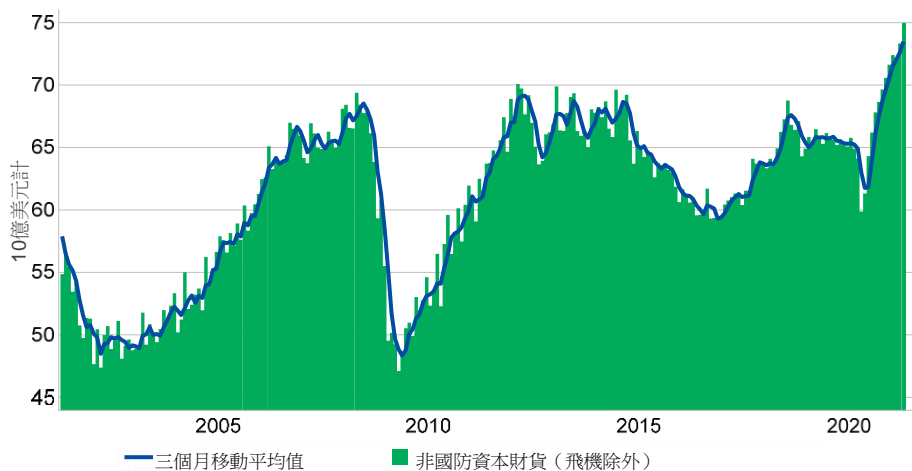
📊 主要市場觀點

- **股票**—由於標準普爾 500 指數的估值似乎已經飽和，我們認為指數回報將在夏季持續處於溫和水平。我們認為，選股和行業輪換，將是下個季度的重要回報來源。
- **利率**—利率於臨近第一季末見頂之後，大致維持橫向發展。以現時的孳息率來說，我們認為其下行風險有限。根據我們的分析，下一個觸發市場利率上升的催化因素，將會是貨幣政策趨緊、或與預期不符的經濟數據；前者將以當局縮表時間期限的形式出現，後者則會促使市場參與者重新審視何謂普遍市場共識和根深蒂固的基本情況預測。

上述觀點存在的風險因素

- **資本開支計劃／商業投資將帶來顯著的上行風險**—商業開支和持續補充庫存將繼續在短期支持增長，並在中長期推高整體生產力。
- **任何趨勢見頂之後，通常只有一個方向**—貨幣政策的刺激作用早已見頂，而最初過度進取的財政計劃正逐漸縮減規模。

美國核心商業開支在過去一年急升



資料來源：美國人口普查局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

「貨幣政策的刺激作用早已見頂，而最初過度進取的財政計劃正逐漸縮減規模。」

2021年第三季 | 全球宏觀展望

加拿大

宏觀大局

加拿大的經濟前景持續轉變，我們認為「從後趕上」一詞正好反映其宏觀表現。首先，加拿大的疫苗接種率為環球最高之一。最重要的是，儘管政策官員選擇以緩慢的步伐重啟經濟（特別是安大略省），但當經濟確實重啟時，我們認為加拿大將錄得顯著增長，至少與美國的水平相約（甚至可能更高），儘管出現的時間延遲三至六個月。

與此同時，當局繼續推出財政支援措施，聯邦政府在早前公佈的財政預算中表示，將在未來三年動用1,000億加元的新開支，包括為僱員及企業持續提供320億加元的抗疫補助¹。

經濟前景樂觀令加拿大央行的態度進取，該行可說是環球最強硬的央行之一。加拿大央行正縮減購買資產計劃，並認為「通脹將在2022年下半年持續返回2%的目標水平」²。市場參與者相信，這番言論反映加拿大央行將在明年加息多於一次，債券市場亦在其後反映這項預期。儘管政府持續提供相對強勁的財政支持，加上疫苗接種率偏高，令加拿大央行可以早於其他已發展市場把政策回復正常，但正常化之路並不平坦。加拿大經濟的槓桿率持續過高，房市尤為脆弱，加拿大元對美元的匯價較疫情之前升約8%³。具體來說，我們相信市場認為加拿大央行（強硬）和聯儲局（溫和）的政策分歧是推高加拿大元的原因之一，而這個觀感難以在短期消失。

「加拿大經濟的槓桿率持續過高，房市尤為脆弱，加拿大元對美元的匯價較疫情之前升約8%。」

¹ 「加拿大總理杜魯多在大選前公佈財政預算：重點分析」，彭博資訊，2021年4月19日。

² 「貨幣政策報告」，加拿大央行，2021年4月21日。³ 彭博資訊，截至2021年6月15日。

我們注視的因素

- **房屋**—樓市活動仍然是重要焦點，亦會為廣泛前景構成風險。我們的關注因素較過往增加（除了金融穩定以外），包括房價可能結構性上升將削弱企業競爭力、推高由成本帶動的通脹，以及刺激省內移民潮，甚至是導致居民離開加拿大，兩者均不利經濟增長。
- **加拿大央行**—該行正縮減資產購買計劃（可能由於加拿大央行仍持有約40%的加拿大政府債券³，比重處於不健康的偏高水平）。我們認為該行需要審慎調整將來的購買規模，以免無故收緊政策或造成干擾。

主要市場觀點

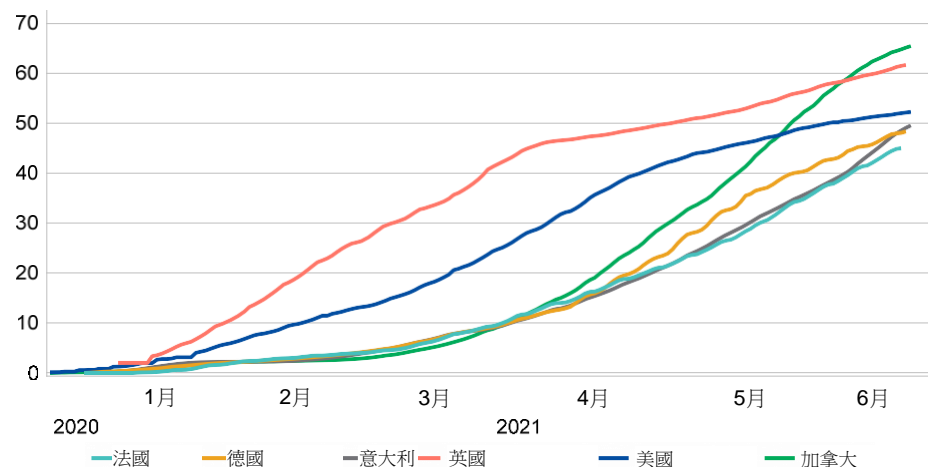
- **貨幣**—能源價格上升，以及市場認為加拿大央行和聯儲局的政策出現分歧，都為加拿大元提供支持。儘管我們預期推高加拿大元的兩項因素將會緩和，但我們認為美元將繼續相對疲弱。在這個環境下，我們預計美元/加元將在窄幅上落，第三季在1.20至1.25的範圍徘徊。
- **利率**—我們認為市場的加息預期最終將於2022年降溫（亦可能在2023年）；但我們相信在下一季出現的機會不大，因為屆時加拿大的經濟數據很可能顯著改善。因此，加拿大利率可能跟隨環球模式，繼續與美國債券市場的走勢一致。

「我們認為市場的加息預期最終將於2022年降溫（亦可能在2023年）；但我們相信在下一季出現的機會不大，因為屆時加拿大的經濟數據很可能顯著改善。」

上述觀點存在的風險因素

- **美元/加元**—雖然我們預期加元將在窄幅上落，但匯價進一步轉強或會不利經濟復甦，並影響加拿大參與環球貿易活動復甦的能力。
- **政府開支**—財政政策仍帶來有力的支持，但部份旨在提供收入補助的措施將在未來數月陸續屆滿（重要的加拿大復甦福利措施將於9月25日結束⁴）。家庭和企業可以獲得的收入補助減少，將考驗經濟復甦的韌力。
- **能源價格**—能源價格上升將為經濟提供額外的支持。

已經至少接種一劑疫苗的人口比例（%）



資料來源：Our World in Data、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月18日。

4 「[加拿大復甦福利法案](#)」，2020年10月。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

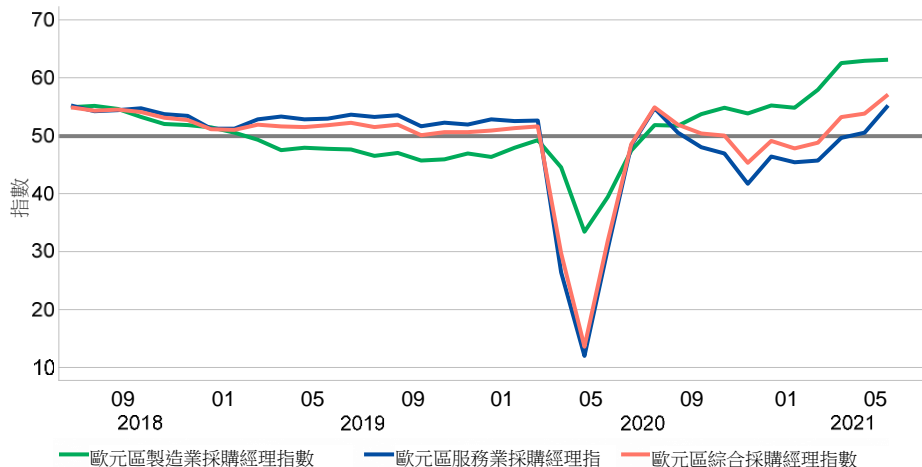
歐元區

宏觀大局

歐洲的高頻增長指標顯示製造業和服務業持續加速，我們認為，歐洲迎頭趕上的階段尚未完結¹。領先信心指數高企，經濟意外指數反映市場參與者仍然忽視風險的平衡。歐洲央行政策官員相應把增長風險評估從下行調整至中性，並致力將縮減資產購買計劃的討論，推遲至9月份會議。歐洲主權債券息差略為擴闊，但與過往範圍比較，仍然相對受控。政治風險方面，預計德國即將舉行大選之後現狀維持不變，綠黨將成為下一屆聯合政府的主要政黨¹。

「領先信心指數高企，經濟意外指數反映市場參與者仍然忽視風險的平衡。」

歐元區採購經理指數



資料來源：IHS麥凱德、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

¹ 「[德國即將舉行大選，氣候議題成為焦點](#)」，彭博資訊，2021年6月11日。

我們注視的因素

- **迎頭趕上主題**—歐洲的疫苗接種進度較落後，但終於取得成效，為下半年的經濟持續增長鋪路。
- **逆轉K形復甦**—雖然預計會出現的逆轉情況將利好經濟增長，但與英國相比可能仍較遜色。
- **通脹及歐洲央行**—歐洲央行內部員工所作的宏觀經濟預測顯示，長期通脹將處於約0.5%至1%的範圍²，該行官員正竭力維持外界對利率政策持續寬鬆的預期。

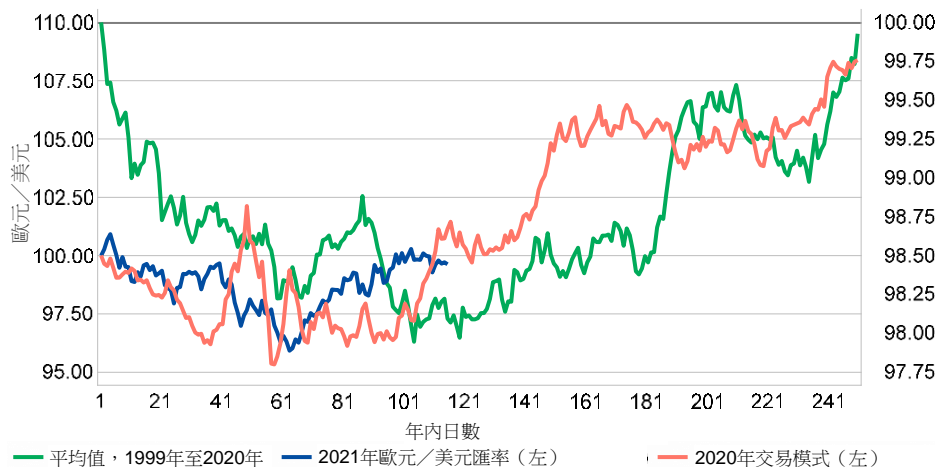
主要市場觀點

- **利率**—德國政府債券與法國及意大利政府債券的息差在過去數月擴闊，隨著歐洲央行於2021年下半年更積極討論縮表安排，息差很可能繼續偏向擴闊。
- **貨幣**—歐元對美元可望在2021年下半年持續獲得良好的支持，反映備受忽略的增長上行風險和過往經常出現的季節性趨勢。

上述觀點存在的風險因素

- **疫苗、變種病毒及重啟經濟**—市場普遍預期，經濟重啟主題將持續至下半年，但歐盟的疫苗接種率相對偏低，變種病毒引發疫情，將為增長帶來短期下行風險。
- **政治風險**—我們認為，短期政治風險僅限於9月份舉行的德國大選，預計選舉之後將維持現狀不變，綠黨將成為下一屆聯合政府的主要政黨。外匯市場亦已反映明年法國大選結果的不確定因素。

季節性交易模式：歐元兌美元



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

2 「[2021年6月宏觀經濟預測](#)」，歐洲央行，2021年6月。

「歐洲的疫苗接種進度較落後，但終於取得成效，為下半年的經濟持續增長鋪路。」

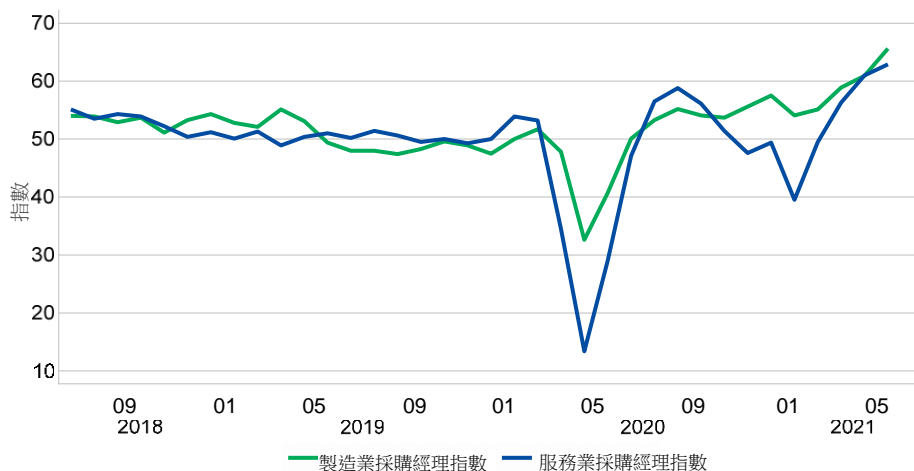
2021年第三季 | 全球宏觀展望

英國

宏觀大局

英國的疫苗接種計劃初步取得成功，因此可以相對提前重啟經濟，整體經濟前景亦轉佳。雖然如此，由於英國仍處於重啟經濟的早期階段，因此去年的K形復甦尚未逆轉（即是改變2020年製造業強勁增長而服務業表現低迷的環境）；然而，隨著政府放寬對經濟活動的限制，為服務業帶來支持，我們仍然認為，英國經濟將進一步增長。英倫銀行的決策官員，對英國經濟前景越來越充滿信心，並開始調高利率預測、和發表更肯定的前瞻性指引。財政政策方面的發展相對有限，因為官員的焦點，已由當地事務轉至有關環球稅務協調的多邊討論。

英國採購經理指數



資料來源：IHS麥凱德、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

「英倫銀行的決策官員對英國經濟前景越來越充滿信心，並開始上調利率預測和發表更肯定的前瞻性指引。」

我們注視的因素

- **證明服務業活動表現優於製造業活動的數據**—儘管經濟前景展望，已經反映政府成功推行疫苗接種計劃的因素，但其影響力尚未體現於實際數據。由於市場已消化增長前景轉強的因素，數據證明將是重要的動力。
- **英國脫歐之後／貿易及合作協議的發展**—一部份市場參與者仍然關注，英國脫歐及近期簽訂英歐貿易及合作協議之後的貿易前景。我們認為，該協議有助鞏固市場信心和穩定市況，足以化解這些關注有餘。

主要市場觀點

貨幣—英鎊兌歐元的升勢，似乎在過去數月停頓；不過我們認為，英鎊仍有進一步走強的空間，可望趨於較接近0.80算的水平。英鎊兌歐元的投機看淡倉盤在近期增加，我們認為若出現技術性破位，這些持倉將受到衝擊。期貨市場反映投資者對保障英鎊貶值的需求減少。

「雖然英鎊的升勢看來合理，但我們仍然關注其匯價會否過度上升，以及匯率走高可能導致金融狀況不必要收緊，特別是兌歐元方面。」

上述觀點存在的風險因素

- **央行政策正常化**—英倫銀行的立場由溫和轉為中性。市場對上行風險的關注升溫，但我們認為，這些憂慮氣氛不應及過早出現。
- **重啟經濟的表現相對分歧**—疫苗接種計劃取得成果，經濟可望穩定增長。雖然英鎊的升勢看來合理，但我們仍然關注其匯價會否過度上升，以及匯率走高可能導致金融狀況不必要收緊，特別是兌歐元方面。
- **貿易**—英國脫歐之後，與北愛爾蘭之間的貿易情況仍令人憂慮。隨著危機化解，歐盟可能敢於採取較強硬的立場。

歐元／英鎊及風險逆轉



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。風險逆轉反映抵禦匯價波幅的成本。當風險逆轉下跌時，可以視之為市場對某隻貨幣（在這個情況下即是歐元）可能轉強的關注降溫，反之亦然。

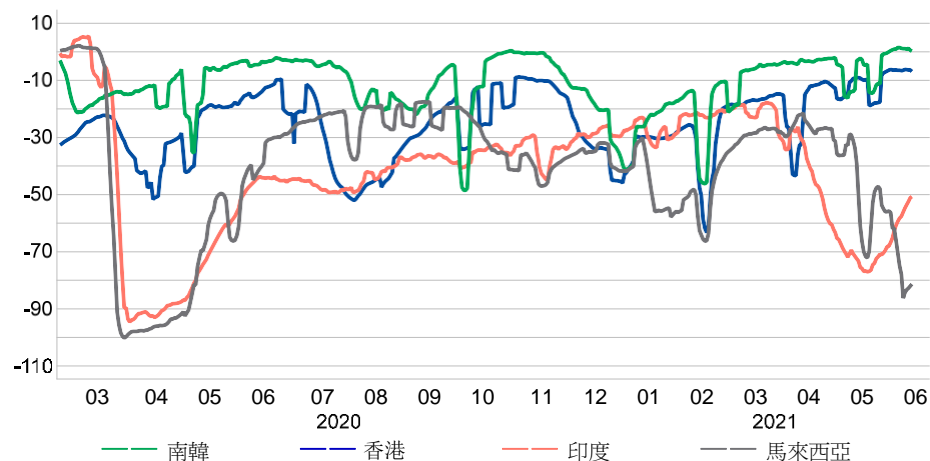
2021年第三季 | 全球宏觀展望

亞洲

宏觀大局

雖然亞洲在控疫方面取得初步成功，但區內經濟前景，仍然取決於疫情發展。亞洲地區的疫苗接種步伐落後歐美。此外，最近病毒肆虐，導致人口流動明顯收緊；目前，南韓和香港的人流最高，而馬來西亞和印度的人流則最低¹。幸而，區內製造業並未受全面封鎖措施限制，加上亞洲出口產品的外需強勁，令製造業表現較去年3月份更穩健。各地政府亦推出更多刺激措施，以支持封鎖期間的經濟發展，但刺激力度各異，加劇了區內經濟復甦步伐不一的情況。近期經濟回落，亦印證了我們的觀點：區內利率將在未來一段時間內保持低企。

人流擴散指數（相對基線）



資料來源：谷歌（Google）新冠病毒社區流動報告、牛津大學、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。基線是2020年1月3日至2月6日的五周期間內一周相應日期的中位數。

¹ Our World in Data，截至2021年5月8日。

「幸而，區內製造業並未受全面封鎖措施限制，加上亞洲出口產品的外需強勁，令製造業表現較去年3月份更穩健。」

我們注視的因素

- **製造業放緩**—疫情相關產品是疫情期間經濟增長的關鍵支柱，但隨著環球消費需求恢復正常，該類產品面對需求下降的風險。製造業採購經理指數在連續數月擴張後有所放緩，或是反映上述風險的跡象。
- **聯儲局言論**—聯儲局縮減量寬的時機仍不明朗，美元和美國利率很可能出現波動。

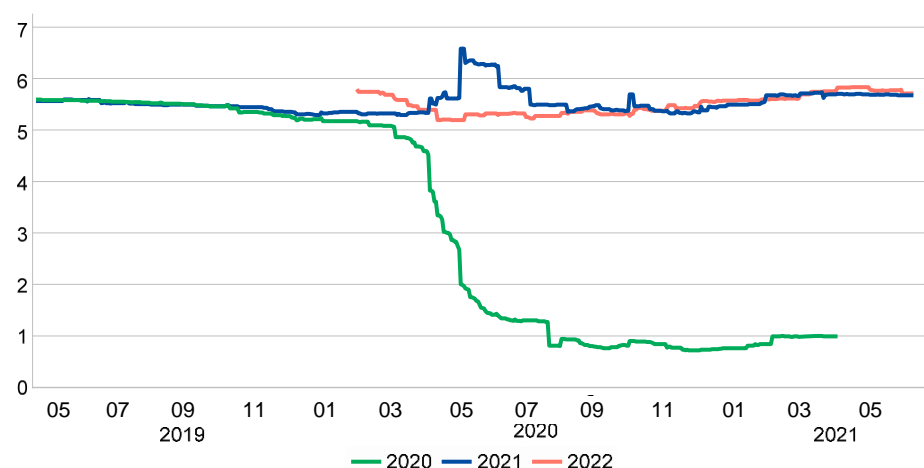
主要市場觀點

- **利率及股票**—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。我們認為，外部狀況改善、對外部資金的依賴減少以及較平衡的定位是主要的制衡因素。
- **外匯**—中國就人民幣升值向外匯市場發出警告，而美國實質利率觸底為美元帶來支持，亞洲貨幣或面臨更多不利因素。在美元兌人民幣升值的環境下，韓圓、馬來西亞林吉特和印尼盾普遍表現落後。然而在這種情況下，澳元、新西蘭元和歐元的表現通常更遜色，很可能反映這些貨幣的流動性較佳。

上述觀點存在的風險因素

上行及下行風險將取決於服務業和內需的復甦步伐—雖然製造業一直是大部份經濟體的亮點，但要實現可自我持續的經濟復甦，內需必須增長。疫苗接種計劃進展順利與否，將是內需復甦步伐的關鍵因素。

市場對亞洲（日本除外）國內生產總值增長的普遍預期（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

「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。」

2021年第三季 | 全球宏觀展望

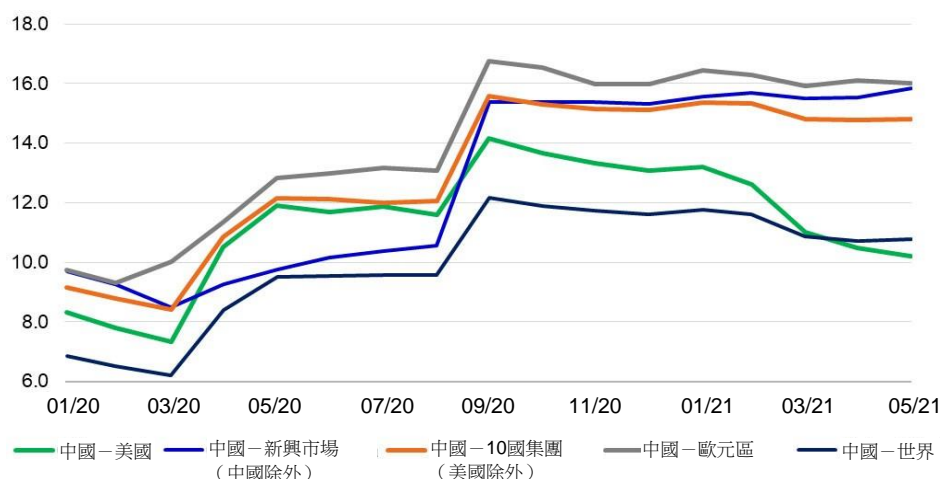
中國

宏觀大局

多項經濟活動數據遜於預期，令市場對中國國內生產總值普遍預測的差距收窄。由於整體增長率，仍然受到去年控疫封鎖措施的基數效應所扭曲，因此我們應聚焦於較長期的情況，以反映2020年產出損失，以及2021年和2022年預期復甦可抵銷經濟受損的程度。就此來說，中國自2020年9月以來只作出輕微修訂。政策執行和發揮作用之間通常出現滯後，使近期收緊貨幣、財政和監管政策的行動，可能在今年稍後對經濟造成更大拖累。

「在政策執行和發揮作用之間通常出現滯後情況，使近期收緊貨幣、財政和監管政策的行動可能在今年稍後對經濟造成更大拖累。」

2020年至2022年中國國內生產總值差距的累計預測修訂（%）



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2021年6月3日。新興市場以下列經濟體為代表：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、南非及土耳其。

我們注視的因素

- **中國信貸增長**—中央政府今年的信貸刺激目標遠低於2020年，但信貸放緩預計將進一步拖累今年下半年的廣泛經濟。這個情況不僅關乎中國，亦會拖累環球貿易、環球採購經理指數及環球工業生產。
- **供應短缺的情況惡化**—投產價格上升、新冠病毒擴散（當局因此需要採取區域性封鎖措施）及消費需求低迷，令企業利潤率受壓。地緣政治動盪將導致外國進口管制收緊，繼而加劇這股趨勢。

主要市場觀點

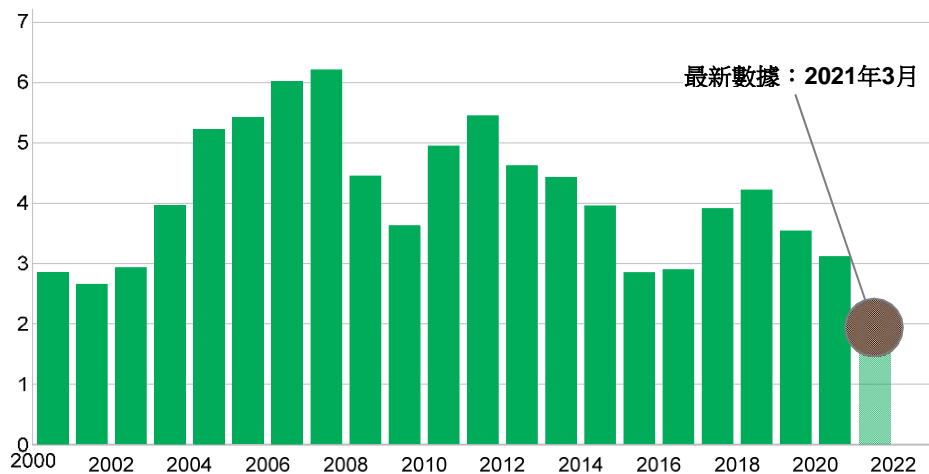
貨幣—我們預期在岸／離岸人民幣¹的表現遜色。支持在岸人民幣升值的基本因素顯著轉弱：隨著環球其他地區的經濟復甦，中國的周期性利好因素和息差已經見頂；環球消費模式逐步回復正常，可能導致經常賬盈餘減少；中國債券已經納入彭博巴克萊環球綜合債券指數和摩根大通環球債券指數—新興市場，加上富時世界政府債券指數納入中國債券的速度較預期緩慢，意味著被動流入資金將顯著減少。另外，境外上市中資企業的對外派發股息增加，以及中國政府決意以人民幣弱勢來支持對沖不足的出口商，第二季及第三季的不利季節性因素亦可能令人民幣進一步受壓。

「鑑於由生產物價指數轉嫁至消費物價指數的程度仍然有限，因此近期出現的生產物價指數通脹壓力應該不會觸發當局顯著收緊政策。」

上述觀點存在的風險因素

- **上行風險**—鑑於由生產物價指數、轉嫁至消費物價指數的程度仍然有限，因此近期出現的生產物價指數通脹壓力，應該不會觸發當局顯著收緊政策。儘管信貸增長放緩，但中國國家政策仍會支持基建投資，使之繼續錄得按年正增長。
- **下行風險**—廣泛信貸增長和財政支持的放緩速度較預期迅速，令違約增加，財政壓力升溫。持續投資不當將導致長期金融穩定風險升溫。

國營企業：資產回報（%）



資料來源：國家統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

¹ 在岸人民幣及離岸人民幣均指人民幣。在岸人民幣於中國在岸市場交易，離岸人民幣則在離岸市場交易。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

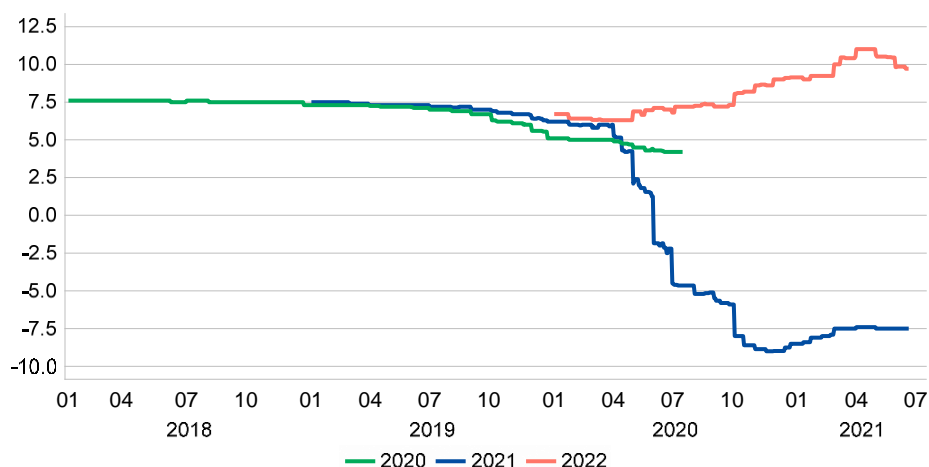
印度

宏觀大局

雖然最新一輪疫情似乎有所緩解，但各邦政府已表示，在放寬限制措施上，將採取更平穩的方式，反映經濟在未來的復甦步伐將更漸進；一項建議提出，考慮是否能視乎疫苗接種計劃的進展，而取消限制措施。鑑於疫苗接種計劃至今進展緩慢，出行限制措施或未能迅速放寬，幸而，印度中央政府和儲備銀行全力刺激經濟復甦。印度央行在6月初宣布加推量寬措施，並採取進一步行動，扶持受封鎖措施影響的經濟領域，以及為接觸密集行業提供額外的流動性支持。當地央行亦擴大印度小型企業發展銀行（Small Industries Development Bank of India）的流動性窗口，為中小企的信貸需求帶來支持，並放寬銀行重組貸款的限制。

「幸而，印度中央政府和儲備銀行全力刺激經濟復甦。」

市場對印度國內生產總值增長的普遍預期（按年%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

我們注視的因素

- **疫情進展**—我們正在留意疫苗接種計劃和出行限制措施的進展。
- **印度的消費需求**—消費需求自去年年底急劇放緩；消費信心仍遠低於疫前水平。

主要市場觀點

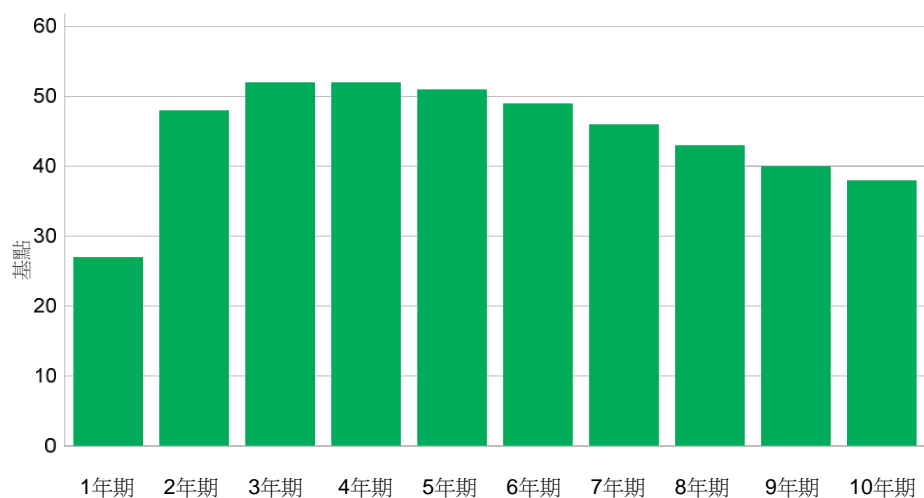
利率、貨幣及股票—我們預期，印度政府債券和股票表現領先；然而，我們認為印度盧比將表現遜色。加推量寬措施可望在未來數月限制長期孳息率升幅，並支持股市表現。由於債券孳息率走高，可能對印度剛剛開始的經濟復甦構成威脅，印度央行或需採取更多措施降低孳息率曲線。我們相信，印度央行仍在討論減息，與承諾一致，即「如有必要將保持寬鬆立場，以維持經濟繼續增長，並持續減輕疫情對經濟的影響」¹。

「消費需求復甦自去年後期急劇放緩；消費信心仍遠低於疫前水平。」

上述觀點存在的風險因素

上行及下行風險—各邦政府或會迅速放寬限制措施，是我們的短期預測的一項主要上行風險。儘管如此，雖然疫苗接種進展緩慢，或令經濟迅速重啟，但亦加劇病毒再度爆發的威脅，並可能出現更具傳染性的變種病毒。要實現較快的初期經濟復甦，代價可能是疫情在日後再度升溫。

年初至今，中期債券最受孳息率上升所影響



資料來源：印度結算有限公司（Clearing Corporation of India）、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

¹ 「貨幣政策委員會決議」，印度儲備銀行，2021年4月7日。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

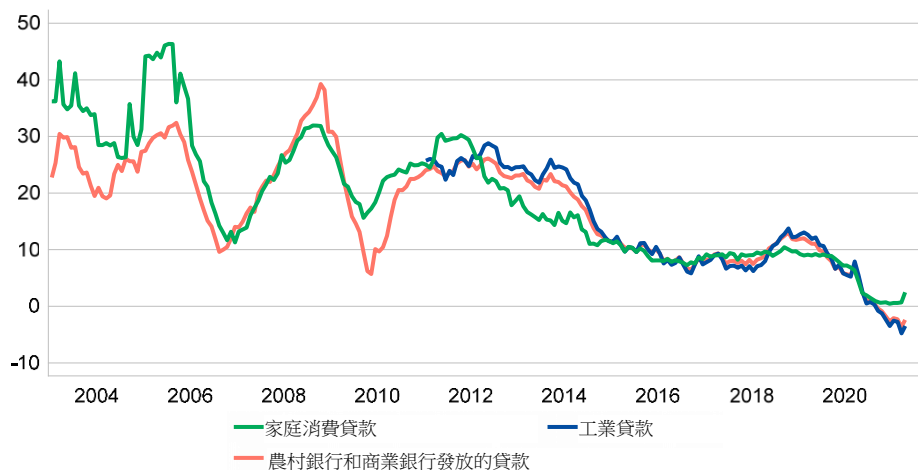
印尼

宏觀大局

印尼經濟在第一季按年收縮0.7%，雖然較去年第四季按年收縮2.2%有所回升¹，但改善主要是受惠於基數效應。雖然印尼經濟復甦疲弱，而且實質政策利率是全亞洲最高之一，但印尼央行維持3.5%政策利率，並表示今年不急於再次調整貨幣政策制定²。印尼央行的觀點之所以相對樂觀，部份基於其認為私人消費是受疫情限制措施所拖累。然而，當地經濟的信貸增長，在疫情前已經低迷，我們認為，印尼央行不得不在年內後期進一步放寬貨幣政策。

「雖然印尼經濟復甦疲弱，而且實質政策利率是全亞洲最高之一，但印尼央行維持3.5%政策利率，並表示今年不急於再次調整貨幣政策制定。」

印尼：信貸增長（按年%）



資料來源：印尼央行、印尼金融服務管理局（OJK）、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。 1 印尼中央統計局，截至2021年6月6日。 2 印尼央行，2021年5月25日。

我們注視的因素

- **疫情進展、高頻人流趨勢數據，以及疫苗接種計劃**—截至本文撰寫日期，當地每日新增超過5,000宗新冠肺炎病例。社交距離限制措施和疫苗接種進展緩慢，是拖累經濟活動的主因。目前，印尼的疫苗接種人口不足7%³。
- **美國實質孳息率**—美國實質孳息率持續上升，令印尼成為區內最脆弱的經濟體：印尼是亞洲唯一錄得經常賬赤字的經濟體（以四季移動平均數為基礎）⁴，導致印尼在外資流入債券市場方面受限。

主要市場觀點

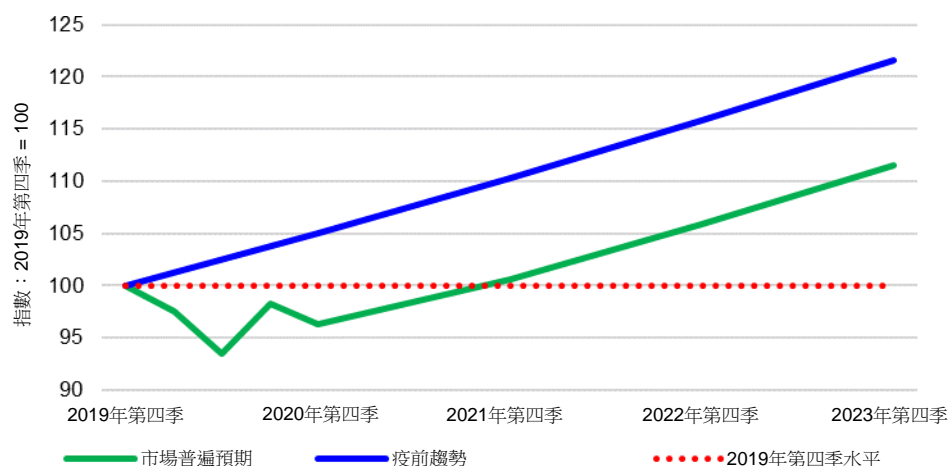
利率、股票及貨幣—我們預期，印尼政府債券和股票表現領先；然而，我們認為印尼盾將表現遜色。我們認為，印尼央行需要依賴高實質孳息率，最終將增加債務貨幣化計劃的規模。

「美國實質孳息率持續上升，令印尼成為區內最脆弱的經濟體：印尼是亞洲唯一錄得經常賬赤字的經濟體（以四季移動平均數為基礎），導致印尼受制於外國債券流入。」

上述觀點存在的風險因素

- **上行風險**—新冠肺炎病例數字較預期迅速改善，加上疫苗接種計劃加快（由較低基數），有助提升投資氣氛，並加快市場在表面上恢復正常。
- **下行風險**—刺激政策有限：政府開支維持有限，印尼央行面臨政策落後於形勢的風險。如沒有充足及時的刺激政策，經濟復甦步伐很可能大幅放緩。市場普遍預期，印尼直至2023年底的國內生產總值，仍將較疫前趨勢低10%。

印尼：國內生產總值的市場普遍預期對比疫前趨勢



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

3 Our World in Data，截至2021年6月6日。4 彭博資訊，截至2021年6月6日。

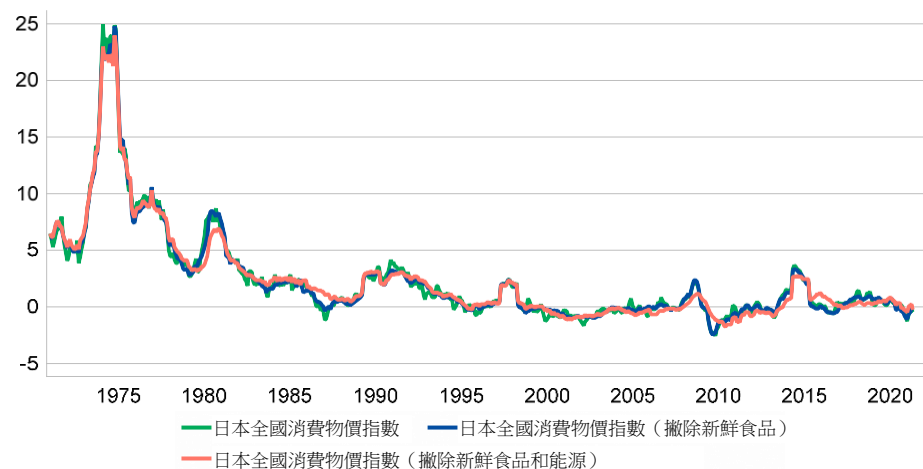
2021年第三季 | 全球宏觀展望

日本

宏觀大局

由於日本政府官員致力趕在夏季奧運會（不獲民眾支持，並已經延遲）前平復疫情，當地經濟前景轉趨黯淡，不利因素似乎在第三季加強。當地經濟在第一季收縮，根據最新的採購經理指數數據顯示，服務業仍面臨挑戰，反映經濟步向收縮¹。日本似乎難以受惠於環球經濟增長前景改善，這或許反映日本經濟的結構，當中製造業佔較大比重。鑑於以製造業為主的經濟體在疫情期間受到的影響較輕微，因此，環球經濟回升帶來的上行空間難免有限。日本通脹維持溫和，所有關鍵指標均處於通縮區間。

日本消費物價指數（按年%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

¹ 彭博資訊，截至2021年6月10日。

「日本似乎難以受惠於環球經濟增長前景改善，這或許反映日本經濟的結構，當中製造業佔較大比重。」

我們注視的因素

- **政治局勢**—日本首相菅義偉的支持率跌至新低²，外界普遍預期，日本將於今年秋季提前舉行選舉。越來越多人猜測，前首相安倍晉三可能復出政壇³，政治局面不明朗或削弱市場情緒。
- **數據**—整體經濟數據維持相對疲弱，似乎並無跡象顯示增長在短期內面臨上行風險。我們將繼續密切注視採購經理指數、貿易和工業生產數據。

主要市場觀點

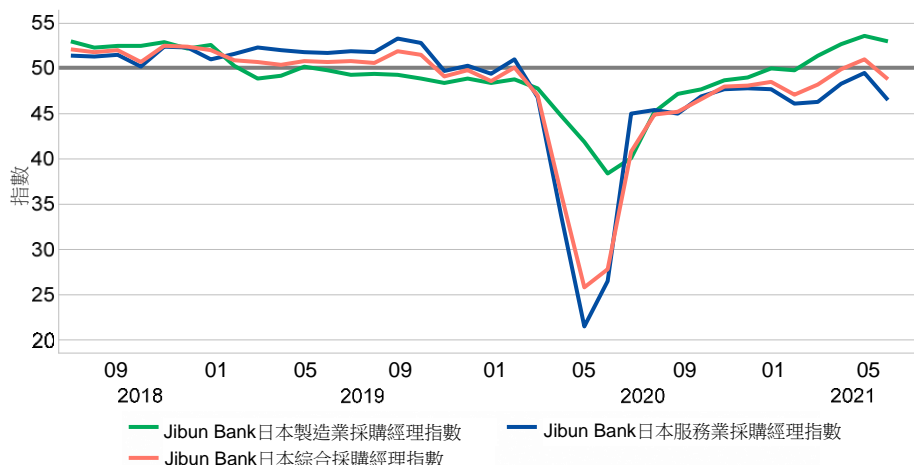
貨幣—日圓仍受全球形勢影響，尤其是美國長期利率水平。由於本地孳息率仍在略高於零的水平徘徊，美國10年期國庫債券孳息率，仍是日圓的最重要推動因素。

「越來越多人猜測，前首相安倍晉三可能復出政壇，政治局面不明朗或削弱市場情緒。」

上述觀點存在的風險因素

- **病毒及疫苗**—日本的疫苗接種進展，落後於其他已發展經濟體，而且在抗疫方面亦持續面對挑戰。截至2021年第二季後期，當地大部份主要中心府縣仍處於緊急狀態。
- **奧運會及政治局勢**—東京奧運會仍然非常不獲選民支持，選民不滿導致日本首相菅義偉的支持率跌至新低。我們認為目前的政治不明朗因素顯著。

日本採購經理指數



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

² 「菅義偉支持率跌至新低」，《The Japan News》，2021年6月7日。「安倍晉三致力鞏固保守派基礎，外界揣測安倍復出政壇」，《日本時報》，2021年5月9日。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

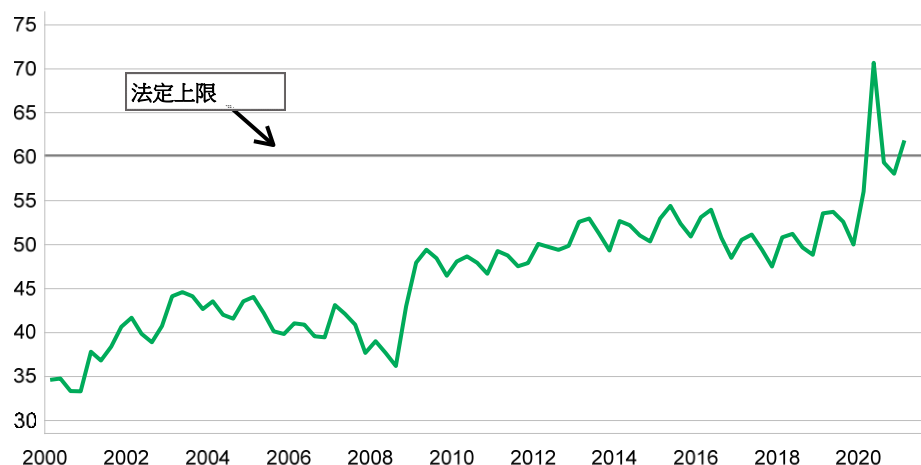
馬來西亞

宏觀大局

馬來西亞的新冠肺炎疫情惡化。東南亞地區的人均感染率最高，而馬來西亞人流目前是區內最低¹，原因是當地在進入備受爭議的全國緊急狀態後，於6月1日實施為期14日的封鎖措施²。儘管短期經濟活動受到打擊，但由於政府債務目前已達國內生產總值60%的法定債務上限³，限制政府加推支持措施的能力，令財政空間變得更為有限；因此，刺激經濟復甦的重任，落在馬來西亞國家銀行上。我們預期，當地央行將於下一季宣布減息。

「儘管短期經濟活動受到打擊，但由於政府債務目前已達國內生產總值60%的法定債務上限，限制政府加推支持措施的能力，令財政空間變得更為有限。」

政府債務佔國內生產總值的百分比(%)



資料來源：馬來西亞財政部、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

1 Our World in Data，截至2021年6月10日。2 「新冠肺炎疫情持續惡化，馬來西亞進入『全面封鎖』」，《外交家》，2021年6月1日。3 馬來西亞財政部，截至2021年3月22日。

我們注視的因素

- **信貸評級檢討**—標準普爾將對馬來西亞的主權信貸評級進行年度檢討，當地的主權信貸評級可能由A-下調至BBB+，原因是其財政狀況較預期疲弱；公共債務增加；政府決定重新引入成本高昂的燃料補貼計劃，令市場日益質疑財政改革的動力⁴；以及隨著大選在即，政治不明朗因素加劇⁵。
- **央行監管**—鑑於馬來西亞的政策利率處於顯著負數水平（約3%），當地央行很可能減息，甚至採取非常規貨幣寬鬆政策。

主要市場觀點

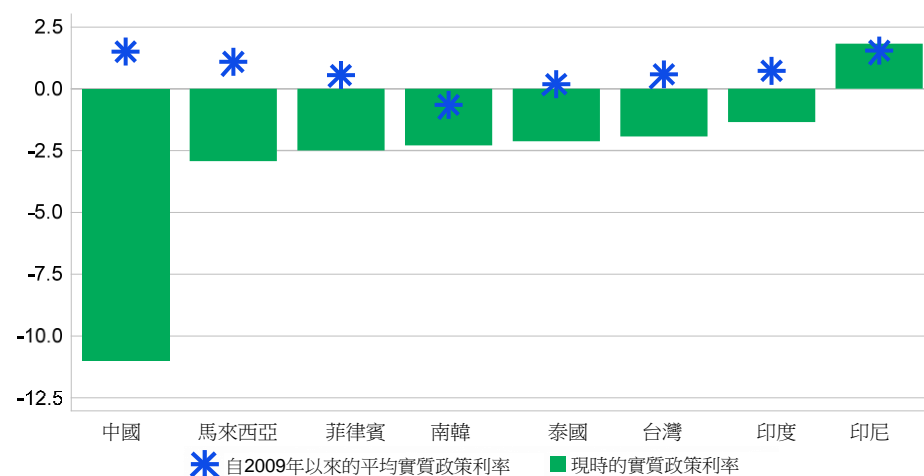
- **貨幣及股票**—馬來西亞林吉特和馬來西亞股票應會表現落後。經濟增長和孳息率的差距似乎將進一步縮窄，外國投資者未必樂見非常規貨幣政策。
- **利率**—我們預期，由於馬來西亞央行被迫加推貨幣寬鬆政策以支持經濟，短期債券孳息率將會走低。

「鑑於馬來西亞的政策利率處於顯著負數水平（約3%），當地央行很可能減息，甚至採取非常規貨幣寬鬆政策。」

上述觀點存在的風險因素

- **上行風險**—假設新冠肺炎病例再度回落，令限制措施得以放寬，當地經濟有望於下半年再度復甦。馬來西亞政府旨在於7月底前，為全國30%的高危人口組別接種疫苗。
- **下行風險**—政治不明朗因素顯著：大選預期於解除緊急狀態後舉行。緊急狀態目前定於8月1日解除，但實際會否解除緊急權力尚屬未知之數。

亞洲區的實質政策利率（%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月6日。

3 彭博資訊，截至2021年6月8日。4 馬來西亞財政部，截至2021年2月10日。5 「馬來西亞總理毛希丁（Muhyiddin）表示，大選將於新冠肺炎疫情結束後盡快舉行」，《海峽時報》，2021年3月1日。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

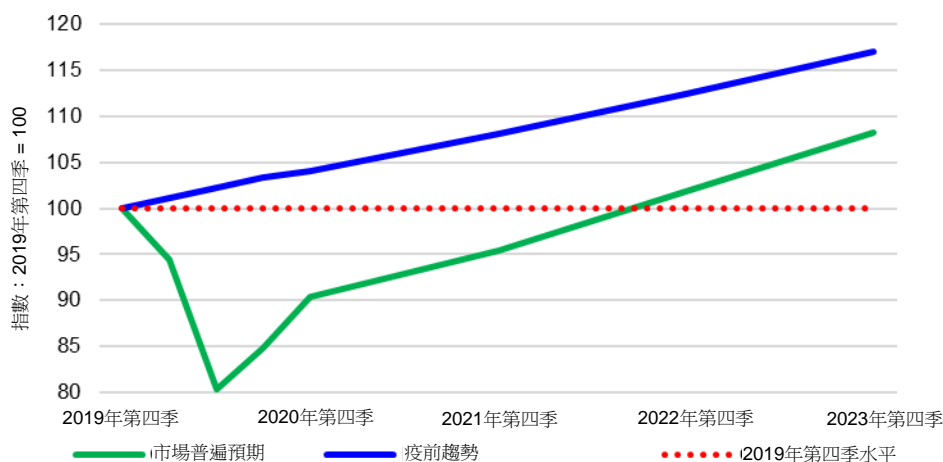
菲律賓

宏觀大局

菲律賓的經濟復甦進度，落後區內其他國家。截至2020年底，當地國內生產總值較疫前趨勢約低14%；由於新冠肺炎感染病例急增，導致出行限制措施收緊，第一季國內生產總值增長，僅按季擴張0.3%¹。自4月中以來，雖然每日新增病例回落，但仍維持在超過6,000宗的高企水平；人流數據較疫前水平約低40%²。市場目前普遍預期，在縮窄國內生產總值和國內生產總值潛力之間的差距方面，當地經濟的進展將非常受限。由於食品價格下降，加上能源的基數效應不適用於年度比較，整體通脹應會緩和，為菲律賓央行在年內稍後時間放寬貨幣政策提供空間。由於實質利率已跌至負區間³，當地央行或需另闢蹊徑，創新放寬政策模式，例如向金融體系注入更多流動性，而非直接下調基準政策利率。

「由於食品價格下降，加上能源的基數效應不適用於年度比較，整體通脹應會緩和，為菲律賓央行在年內稍後時間放寬貨幣政策提供空間。」

市場對菲律賓國內生產總值的普遍預測對比疫前趨勢



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2021年6月6日。

1 菲律賓國家統計局，截至2021年6月10日。2 Our World in Data，截至2021年6月10日。

3 彭博資訊，截至2021年6月10日。

我們注視的因素

- **新冠肺炎病例宗數**—感染率高企拖累經濟復甦。
- **融資成本增加**—由於菲律賓目前的外部指標，較2011年全球通脹時期及2013年「縮減量寬恐慌」時期疲弱，如果環球實質孳息率大幅上升，導致全球流動性緊絀，當地金融市場可能面臨更嚴重的不穩定因素。

主要市場觀點

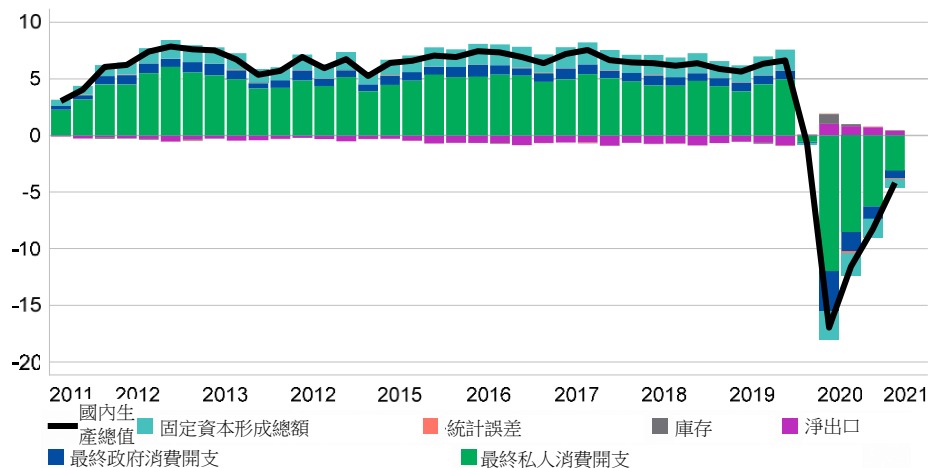
貨幣及股票—我們認為，菲律賓披索和菲律賓股票將表現落後。當地政府至今的政策支持不足，意味當地經濟可能需要更長時間，才能彌補失去的產量，因此很可能繼續落後區內其他市場。我們認為，出行限制措施有望放寬、而帶動近期股市造好，但目前估值似乎過高。自去年底以來，外國投資組合的資金流維持低迷。

「由於菲律賓目前的外部指標較2011年全球通脹時期及2013年『縮減量寬恐慌』時期疲弱，如果環球實質孳息率大幅上升，導致全球流動性緊絀，當地金融市場可能面臨更嚴重的不穩定因素。」

述觀點存在的風險因素

- **上行風險**—實施協調的財政及貨幣寬鬆政策至今、財政方面的支持一直有限，令菲律賓央行須要承擔扶持經濟復甦的主要責任。當地需要實施協調的寬鬆政策，才能刺激經濟較強勁地復甦。
- **下行風險**—疫苗接種進展仍然緩慢，加上出行限制措施維持嚴格，均對作為經濟主要增長引擎的家庭消費帶來打擊。人流數據反映經濟活動僅開始逐步恢復。

對實質國內生產總值的貢獻（按年%）



資料來源：菲律賓國家統計協調委員會、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月6日。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

新加坡

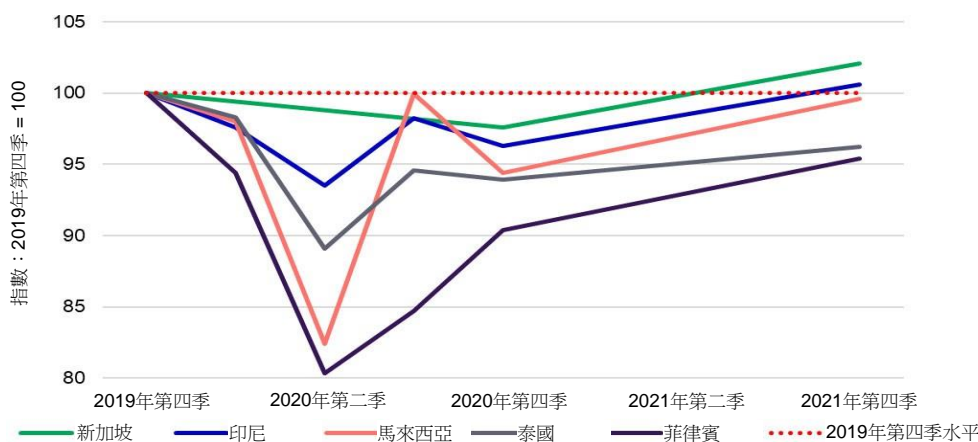
宏觀大局

由於製造業和服務業增長轉強¹，第一季國內生產總值終值由按年增長0.2%，向上修訂至高於預期的1.3%。然而，鑑於新冠肺炎病例急增，而且出行限制措施收緊，令服務業受壓，導致近期經濟復甦放緩。儘管如此，我們認為仍有一些因素值得被看好。由於新加坡加強財政和信貸支持措施，令當地第一季的經濟產量已回升至疫前水平，並領先其他東盟國家²；新加坡政府對重啟經濟，採取較為審慎的方針，亦有助經濟表現。至關重要的是，新加坡的疫苗接種計劃取得重大進展。如果新加坡目前的疫苗接種步伐持續，當地70%人口將於8月底前完全接種疫苗，經濟有望較鄰近地區更早全面復甦。

「如果新加坡目前的疫苗接種步伐持續，當地70%人口將於8月底前完全接種疫苗，經濟有望較鄰近地區更早全面重啟。」

市場對東盟國內生產總值的普遍預測對比疫前趨勢

新加坡第一季產量回升至高於疫前水平



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2021年6月11日。東盟指東南亞國家聯盟。

1 新加坡統計局，2021年5月25日。2 彭博資訊，截至2021年6月10日。

3 「新加坡致力於8月底前為所有成年人接種疫苗」，彭博資訊，2021年5月25日。

🔍 我們注視的因素

- 服務業及內需的復甦步伐—私人消費仍較疫前水平低9.8%²，成為拖累經濟增長的主因。
- 全球疫苗接種趨勢及「旅遊氣泡」發展—作為運輸及商業中樞，環球旅客回歸屬利好發展。

📊 主要市場觀點

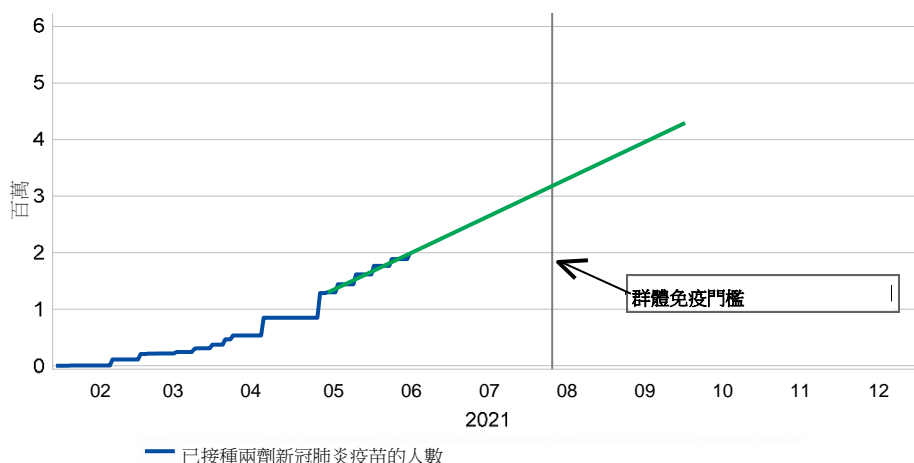
- 新加坡元利率表現出色—我們認為，隨著環球經濟復甦，新加坡經濟和市場明顯有望受惠，尤其是因為新加坡元利率較美元低。
- 貨幣—我們預期，在新加坡金融管理局於10月份發布下一項政策聲明前，市場日益估計當地將以某種形式收緊外匯政策，並為名義有效匯率帶來支持。如果環球/地區經濟體的新冠肺炎新增病例受控，收緊上述政策的可能性將提高。

「如果出行限制措施如期解除，經濟應可在2021年下半年收復大部份失地。」

上述觀點存在的風險因素

- 上行風險—如果出行限制措施如期解除，經濟應可在2021年下半年收復大部份失地。
- 下行風險—鑑於新加坡的疫苗接種進展領先，當地將成為研究疫苗有效性的良好案例。疫情持續升溫，或出行限制措施持續，將對經濟恢復正常構成重大障礙。

新加坡是否即將達致群體免疫？



資料來源：Our World in Data、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。圖中綠色部份表示根據目前接種速度而預測的接種率。

2021年第三季 | 全球宏觀展望

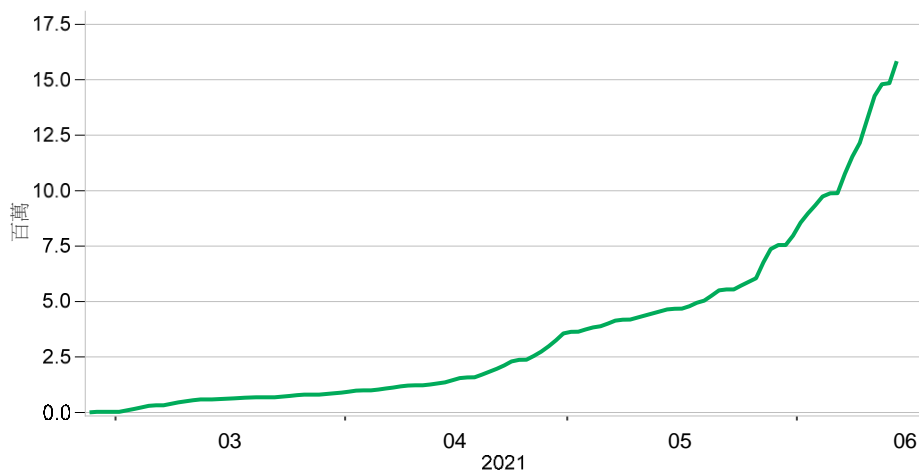
南韓

宏觀大局

南韓加快疫苗接種計劃的步伐—目前當地有**16.4%**的人口已接種第一劑疫苗¹。政府預期，能達成今年上半年的目標，為最多**1,400**萬人接種疫苗。官員更把該國在**11**月達成**70%**的人口接種率目標提早至第三季，這對經濟復甦的速度帶來重要影響¹。當地進一步放寬出人流限制措施，而且人流數據重回疫前水平²—這是消費開支強勢回升和經濟自我持續增長的先決條件。若經濟繼續按目前步伐復甦，韓國央行或會開始把焦點從支持增長，改為透過宏觀審慎的緊縮政策控制金融風險。我們認為當地在**2022**年**3**月舉行總統大選前，將維持擴張性財政政策。

「若經濟繼續按目前步伐復甦，韓國央行或會開始把焦點從支持增長，改為透過宏觀審慎的緊縮政策控制金融風險。」

南韓：新冠肺炎疫苗接種劑數



資料來源：Our World in Data、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

¹ 「南韓加快疫苗接種步伐，但新增感染病例的速度並無減慢」，路透社，2021年6月8日。
² 彭博資訊，截至2021年6月8日。

我們注視的因素

- **人流比率**—雖然南韓的社會人流趨勢已重回疫前水平，但主要問題在於有關趨勢能否持續。
- **韓國央行似乎日益憂慮長期緊急政策制定的副作用**—在5月，韓國央行在政策聲明中新增一句文字，表示當局將「更密切關注金融失衡加劇的情況，例如資金流集中於資產市場和家庭債務增長。³」韓國央行行長李柱烈在新聞發布會上補充說，這個問題需要儘快處理，以免為時已晚。

主要市場觀點

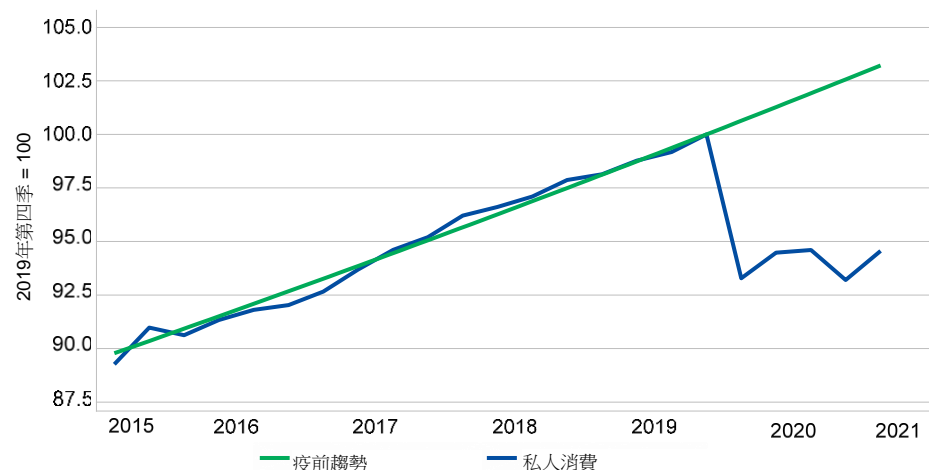
- **利率**—我們認為，市場價格反映央行提前在第四季開始加息看來過於進取。鑑於消費增長疲弱，家庭債務高企，加上當地在2022年3月舉行總統大選，政府將逐步收緊傳統貨幣政策。我們認為，韓國央行將轉而利用宏觀審慎／稅收措施，以遏止房地產價格和家庭債務上升。
- **貨幣和股市**—我們相信韓圓和南韓股市有望領先，因為市場對其持倉偏低，而且預期經濟增長表現出色，以及大幅加息的預期消退。

「我們相信韓圓和南韓股市有望領先，因為市場對其持倉偏低，而且預期經濟增長表現出色，以及大幅加息的預期消退。」

上述觀點存在的風險因素

- **上升風險**—出口暢旺有助推動第一季國內生產總值增長優於預期，情況應會在未來數月持續。
- **下行風險**—經濟的主要疲弱環節是私人消費，這是由於私營企業招聘持續疲弱及／或工資增長受限所致。

南韓：家庭消費領域仍然疲弱



資料來源：韓國央行、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

3 「貨幣政策決定」，韓國央行，2021年5月27日。

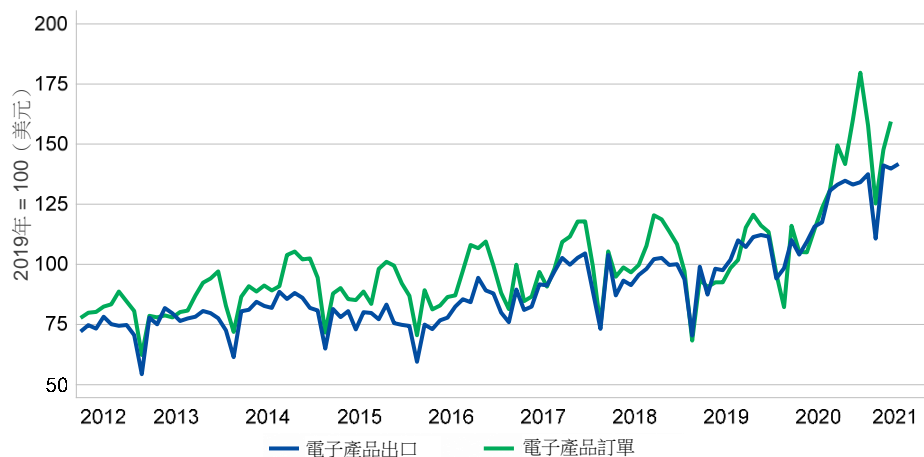
2021年第三季 | 全球宏觀展望

台灣

宏觀大局

台灣第一季經濟按年顯著增長8.2%，但由於當地出現旱災、供應短缺和新冠肺炎確診病例急升，均令增長受壓，因此最近數周的經濟前景轉差。我們的計算結果顯示，收緊人流限制措施，導致人流擴散指數大跌至低於疫前水平40%。鑑於工廠仍然運作，最近一波疫情對出口的衝擊有限，但工人需要強制隔離，仍對出口造成零星干擾¹。台灣中央銀行和政府積極推動經濟復甦：台灣央行擴大提供予中小企業的貸款保證計劃範圍，並延長計劃實施期限，政府則加大財政支持力度。

台灣出口和訂單：電子產品



資料來源：台灣經濟部、台灣財政部、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月10日。

¹ 「[台灣將隔離科技企業的工人以遏止新冠肺炎感染病例急升](#)」，路透社，2021年6月6日。

「我們的計算結果顯示，收緊人流限制措施導致人流擴散指數大跌至低於疫前水平40%。」

我們注視的因素

- **台灣接連在重要基建和物流方面遭遇意外**—台灣的大型貨櫃船長賜號（Ever Given）在蘇伊士運河擱淺成為全球新聞焦點；印尼西爪哇煉油廠發生大火，亦對台灣提高能源供應的計劃造成打擊；5月份台灣一家發電廠燃煤機組出現故障，令全台多地停電。這些事件日益頻繁，規模亦有所增加，對工廠產能構成影響。
- **通脹**—很少對台灣構成問題，但5月份核心消費物價指數通脹率按年升至1.6%²。

主要市場觀點

- **股市**—我們仍然認為台灣股市可能存在相對價值機會，並預期明年當地股市表現將遜於南韓。
- **貨幣**—儘管有跡象顯示美元正在反彈，而人民幣正在見頂（這一般意味新台幣兌美元將會走弱），但若美國金融狀況大幅緊縮（例如有限度的實質有效匯率失錯配）及／或台灣的對外收支狀況改善，市場亦會出現可紓緩貶值壓力的因素。

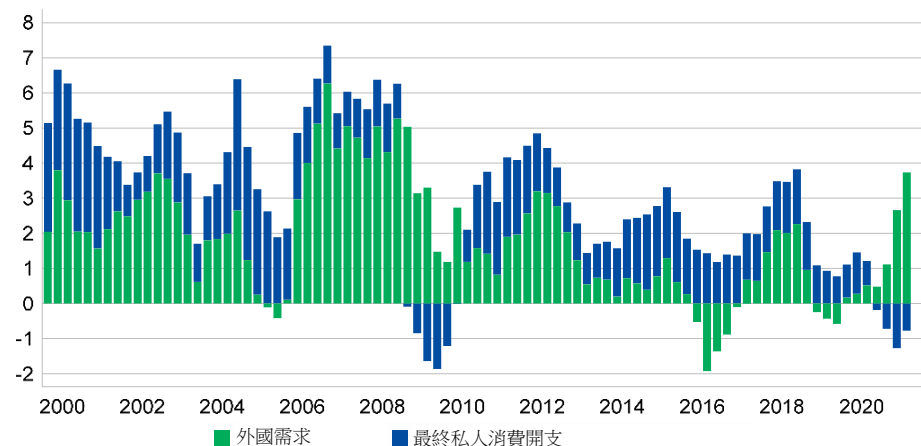
「自我持續的經濟增長需要強勁的本土私人需求，而台灣的消費增長仍然拖累國內生產總值增長。」

上述觀點存在的風險因素

- **上行風險**—電子產品的積壓需求，意味出口增長將有助緩減部份經濟損失，這從5月份採購經理指數穩處62的偏高水平可見一斑³。
- **下行風險**—過份依賴外國需求推動經濟增長，令台灣經濟容易受市場對當地出口的需求改變所影響。自我持續的經濟增長需要強勁的本土私人需求，而台灣的消費增長仍然拖累國內生產總值增長。這表示若全球消費模式回復常態，台灣的經濟前景將面臨下行風險。

對實質國內生產總值的貢獻 (%)

依賴外國需求和私人消費令經濟增長受壓



資料來源：台灣行政院主計總處、Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

2 台灣行政院主計總處，2021年5月。3 Markit，2021年6月1日。

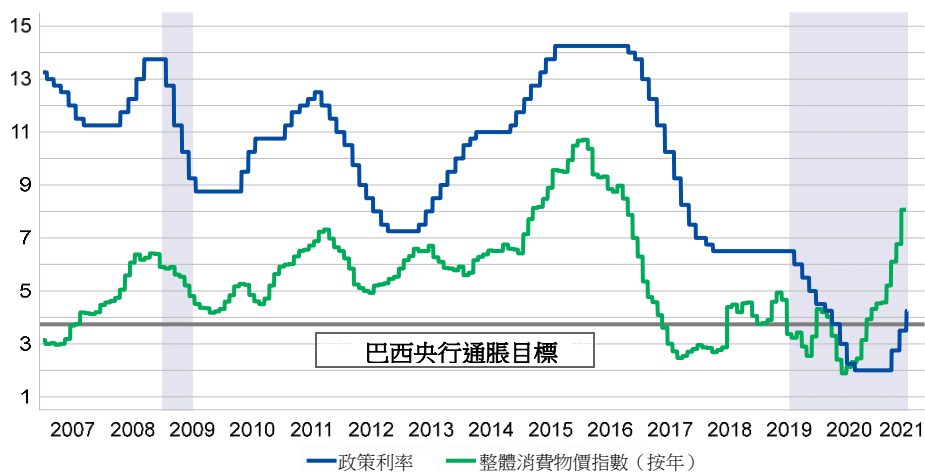
2021年第三季 | 全球宏觀展望

巴西

宏觀大局

踏入2021年下半年，疫情導致巴西出現經濟衰退的最壞時刻，可能已成過去。當地企業重建庫存，加上商品市場暢旺推帶動農業國內生產總值升至2017年以來的最高水平，帶動當地第一季經濟增長優於預期¹。巴西政府在4月恢復發放新冠肺炎優惠券（Coronavouchers）（每月向30%人口發放大約110美元²），並預期於7月結束這項計劃。鑑於上述改善情況和通脹升溫，巴西央行作出應對措施：首先在3月加息75基點，其後亦在5月和6月分別加息75基點³，使其成為全球立場最強硬的主要央行之一。因此，巴西雷阿爾在第二季走強，但仍接近歷史低位。巴西央行在2021年上半年透過貨幣掉期作出干預，以支持巴西雷阿爾，事實證明此舉奏效。我們預期，隨著疫情緩和及地緣政治風險溢價下降，負面投資情緒將在未來數季持續減弱，進一步支持更多外資流入巴西資產。

消費物價指數高於目標水平，巴西央行立場強硬(%)



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

1 Macrobond，截至2021年6月10日。2 「巴西的新冠肺炎疫情：市中心的貧民窟饑荒情況惡化」，BBC News，2021年4月18日。3 巴西央行，2021年6月16日。

「我們預期隨著疫情緩和及地緣政治風險溢價下降，負面投資情緒將在未來數季持續減弱，進一步支持更多外資流入巴西資產。」

我們注視的因素

- **通脹**—通脹仍高於巴西央行的3.75%目標水平，我們認為這可能推動當局進一步加息。
- **市場普遍預期巴西央行將加息兩次，每次75基點**—在8月份會議上第一次加息，並在9月份會議上再次加息。截至撰寫本文時，市場普遍預期巴西基本利率在年底處於5.75%的水平。一般而言，加息幅度符合或高於普遍預期將利好雷阿爾。
- **外資仍是雷阿爾轉強的主要動力**—本幣企業債券銷售的外資參與度在第二季上升⁴。若這個趨勢持續，雷阿爾有望進一步走強，整體市場氣氛亦可能改善。
- **地緣政治陰霾**—總統博爾索納羅（Jair Bolsonaro）就疫情的處理手法可能影響2022年大選的結果。

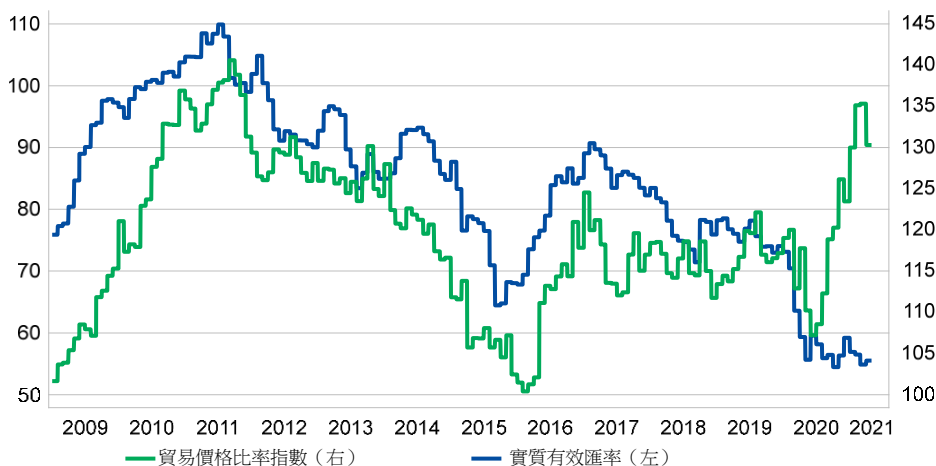
主要市場觀點

- **貨幣**—我們認為，巴西雷阿爾仍然受到巴西貿易比率持續改善、以及利率差距吸引的充分支持。雷阿爾正收復兌美元的部份跌幅，而雷阿爾兌美元在第二季大部份時間交易活躍，我們預料這股趨勢將延續至第四季。儘管我們預期2020年上半年錄得的升幅不會全面回吐，但巴西雷阿爾兌美元的匯率可能升至4.50的水平。
- **股市**—我們預期巴西股市將受惠於MSCI巴西指數偏重周期股，而MSCI巴西指數可能受到全球經濟重啟支持。商品價格升勢強勁將利好原材料和能源業，這兩個行業約佔指數三分之一的比重⁵。

上述觀點存在的風險因素

- **新冠肺炎疫情對巴西造成的打擊較其他國家嚴重**—該國是全球感染率／死亡率最高的國家之一。雖然情況似乎有所好轉，但疫情復熾的風險仍然存在。對巴西而言，戰勝疫情的關鍵在於能否及時分發疫苗。
- **地緣政治局勢**—明年大選為當地增添不確定因素。
- **巴西財政狀況**—新冠肺炎優惠券發放計劃原訂於7月結束，但可能會延長期限。雖然上述計劃可紓緩巴西民眾在疫情期間面對的困境，但也令人日益憂慮當地的財政狀況。

巴西雷阿爾與貿易比率之間的相關性正在減弱



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月6日。

4 「隨著利率飆升，巴西企業債券市場復甦」，彭博資訊，截至2021年5月5日。5 MSCI，2021年5月。

「我們預期巴西股市將受惠於MSCI巴西指數偏重周期股，而MSCI巴西指數可能受到全球經濟重啟支持。」

2021年第三季 | 全球宏觀展望

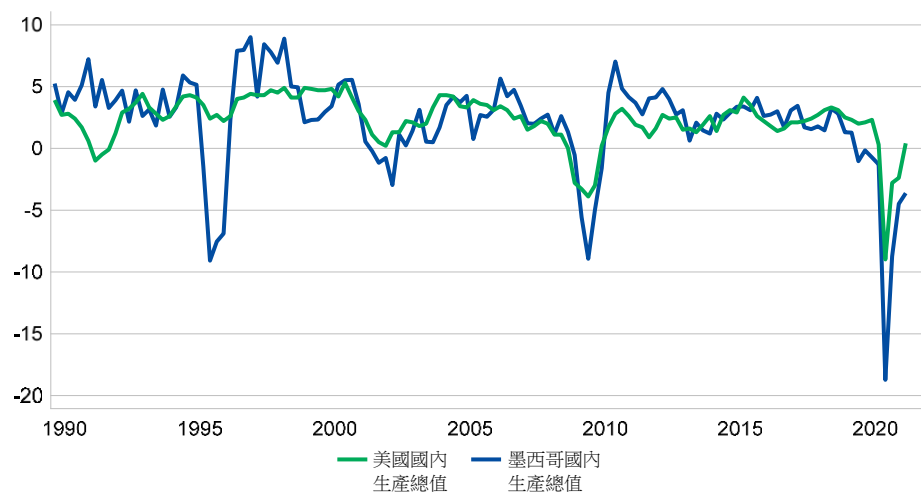
墨西哥

宏觀大局

在財政緊縮措施和政局不明朗的環境下，墨西哥仍然面對頗大的本土阻力，宏觀經濟前景繼續面對挑戰。墨西哥最近的中期選舉，為市場和國際投資者消除大部份尾端風險；然而，有關政府內閣主要官員將進行重組¹的討論，令市場參與人士須考慮一系列的變數。

外部因素方面，從採購經理指數相對偏低可見²，美國重啟經濟至今仍未為墨西哥製造業帶來顯著提振作用，該指數目前徘徊於略高於50的中性水平。環球金融狀況依然寬鬆，而國內政策組合，在很大程度上與財政緊縮措施保持一致，但貨幣政策的調整相對較為寬鬆。與同為太平洋聯盟（Pacific Alliance）的區內其他國家相比，墨西哥央行採取溫和的政策立場。墨西哥披索的表現遜色，尤其是兌巴西雷阿爾。

市場關注墨西哥與美國在短期內脫鉤發展的情況（按年%）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。

¹ 「[墨西哥總統表示在選舉過後可能改組內閣](#)」，Today，2021年6月3日。

² IHS麥凱德，2021年6月1日。

「墨西哥最近的中期選舉為市場和國際投資者消除大部份尾端風險；然而，有關政府內閣主要官員將進行重組的討論，令市場參與人士須考慮一系列的變數。」

我們注視的因素

- **聯儲局縮減量寬和環球金融狀況** — 鑑於聯儲局採取寬鬆政策立場，金融狀況寬鬆。對墨西哥而言，這仍是重要的考慮因素，因為外資持有當地政府債券的比重重大。聯儲局縮減量寬仍然是主要風險，或會對包括墨西哥在內的不少新興市場產生不利影響。
- **墨西哥央行** — 墨西哥央行於6月底開始實行貨幣政策正常化，並在市場預期以外和支持有限的情況下加息25點子。³政策官員仍然相信當地價格上漲的趨勢屬暫時性質，應會限制緊縮政策的速度和力度，因此使其情況有別於區內其他國家。

主要市場觀點

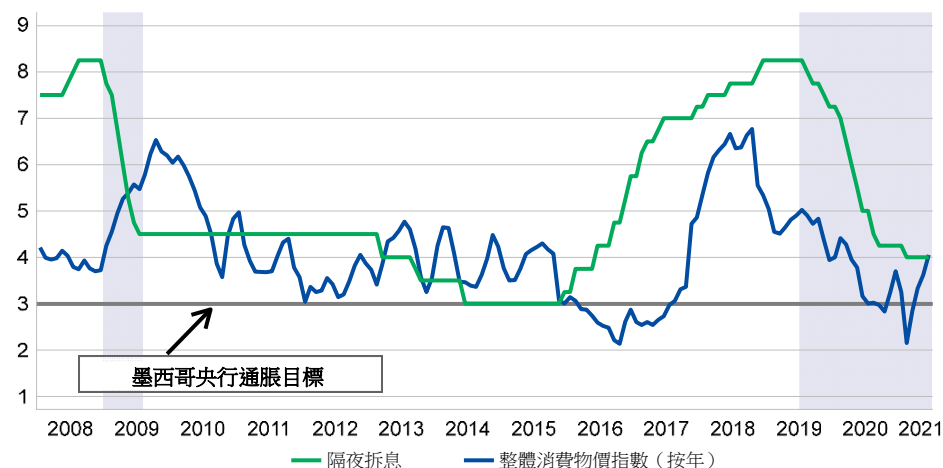
- **貨幣** — 從技術性的角度看，墨西哥披索（兌美元）的重要心理關口是20.00水平。由於墨西哥在近期舉行中期選舉，墨西哥披索兌美元的交易十分活躍，並可能導致2020年的升幅全面回吐。
- **利率** — 墨西哥央行對經濟風險平衡的評估轉趨中性³，同時宣布出乎市場預期的加息行動，令我們相信墨西哥日後加息的速度和力度，將會低於區內其他國家。

「有別於區內其他國家已經或開始準備利率正常化，墨西哥央行在2021年上半年堅決維持中性政策。」

上述觀點存在的風險因素

- **與美國經濟分道揚鑿** — 隨著美國重啟經濟，市場對兩地經濟脫鉤仍然感到憂慮。墨西哥經濟增長至今仍未優於預期，我們認為這對2021年下半年構成重大風險。
- **當地政策不明朗** — 由於政府建議進行多個重要內閣職位變動，市場仍然持續憂慮當地政策不明朗。

消費物價指數高於目標水平，但墨西哥央行仍維持中性政策(%)



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至2021年6月11日。灰色範圍代表衰退。

重要提示

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)有限公司刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。