

2022 年第三季 | 全球宏觀展望

# 駕馭風雲變幻 的環境

Frances Donald

環球首席經濟師兼策略師

Sue Trinh

亞洲宏觀策略部主管

Alex Grassino

北美洲宏觀策略部主管

Eric Theoret

環球宏觀策略師

Erica Camilleri

環球宏觀分析師



# 目錄

環球概覽	<a href="#"><u>3</u></a>
北美洲	
美國	<a href="#"><u>10</u></a>
加拿大	<a href="#"><u>12</u></a>
歐洲	
歐元區	<a href="#"><u>14</u></a>
英國	<a href="#"><u>16</u></a>
亞太區	
亞太區概覽	<a href="#"><u>18</u></a>
中國	<a href="#"><u>20</u></a>
印度	<a href="#"><u>22</u></a>
日本	<a href="#"><u>24</u></a>
拉丁美洲	
巴西	<a href="#"><u>26</u></a>
墨西哥	<a href="#"><u>28</u></a>



# 環球概覽

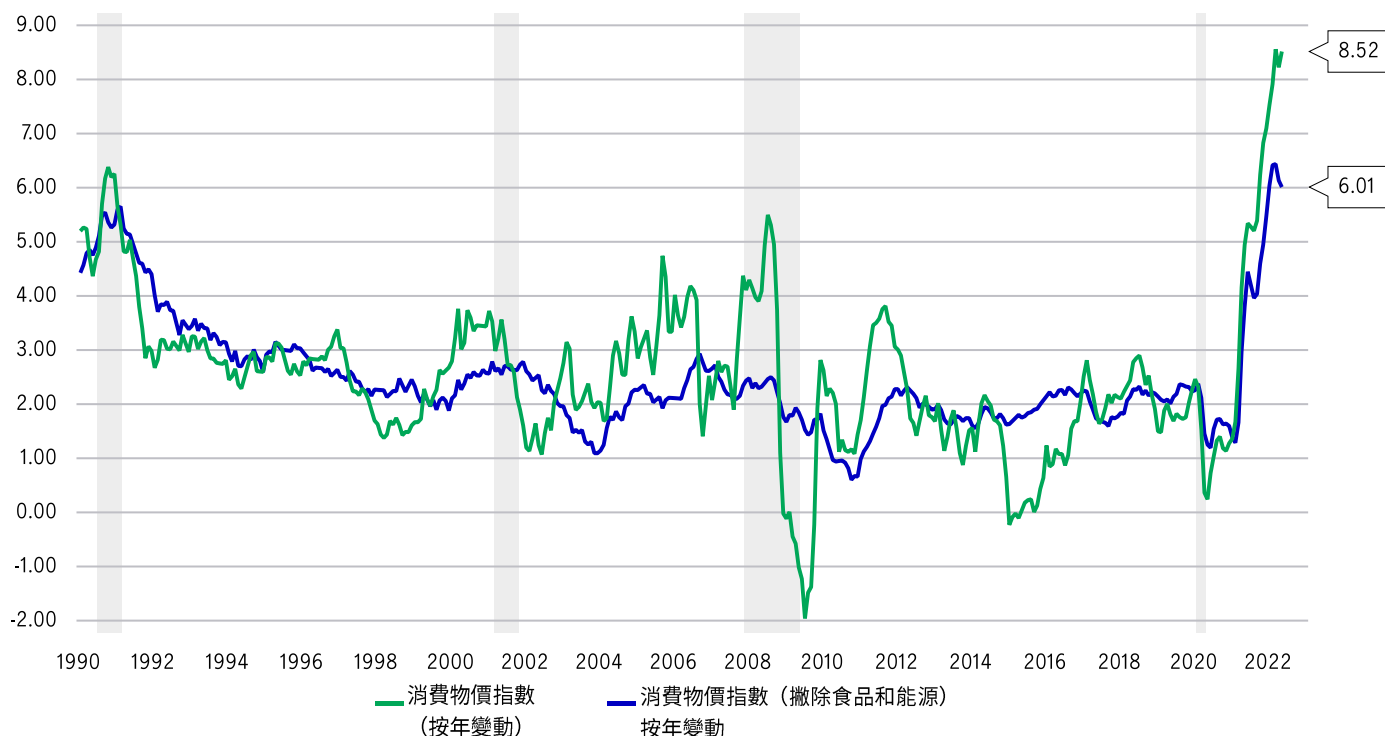
## 宏觀大局

回顧 2022 年上半年，環球宏觀經濟和市場面對極不平凡的境況。從宏觀經濟來看，自年初以來，歐洲的衝突愈趨激烈，中國陷入疫情危機，最顯而易見的是美國聯儲局取態極為強硬。

聯儲局主席鮑威爾曾表示當局不會積極考慮加息 75 點子，但僅於六週後，聯邦公開市場委員會就在 6 月 15 日加息 75 點子。聯儲局在 6 月議息會議前數日已向市場隱晦地傳遞這個訊息，但我們認為重點在於，這間接確認聯儲局為遏抑通脹而決意加息，或將導致經濟增長大幅放緩。毫無疑問，聯儲局勢將展開數十年來最強硬的貨幣政策緊縮周期。

聯儲局採取強硬立場，意味眾多經濟師和預測機構（包括我們在內）需修訂展望。至少可以肯定的是，環球經濟增長前景變得更具挑戰，軟著陸的機會亦已降低。

### 美國通脹：較預期更持久 (%)

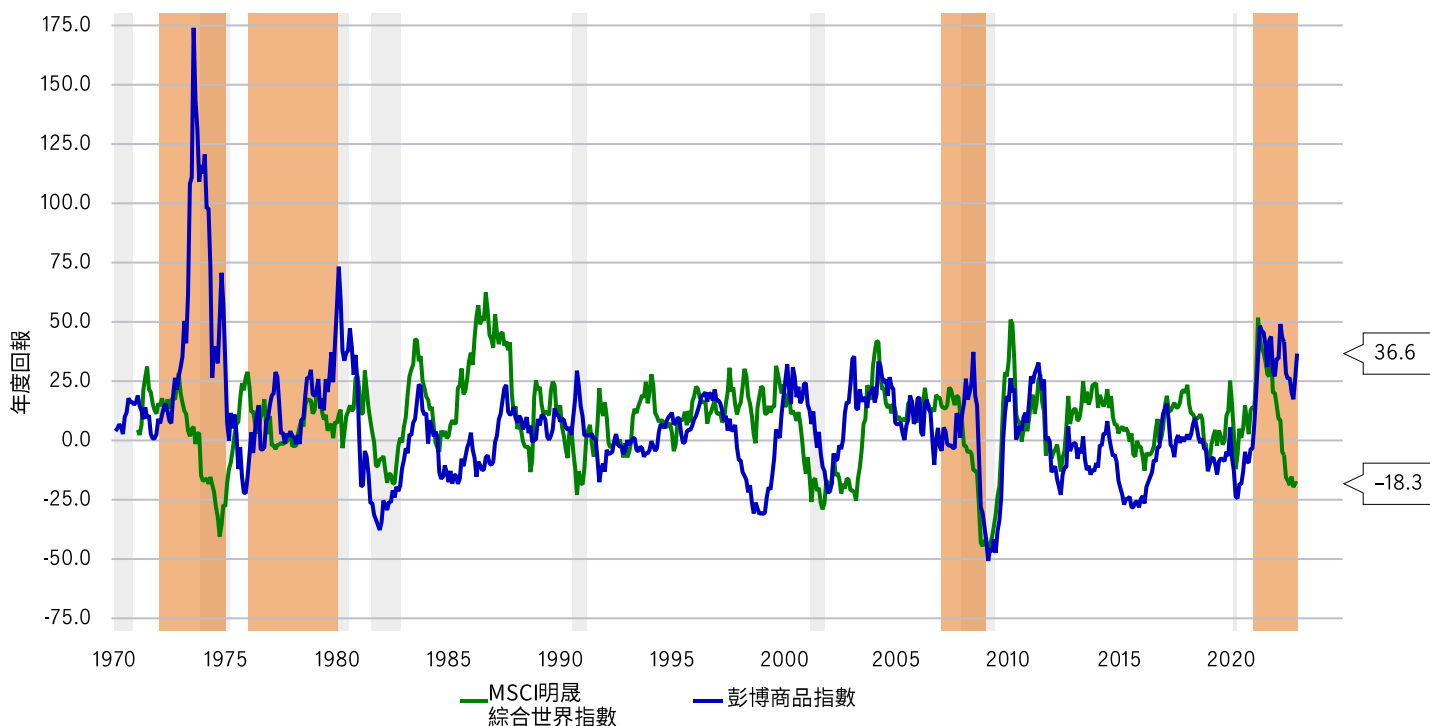


資料來源：美國勞工統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 20 日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

「對上一次股債市場於同一方向出現兩個標準差的變動，是在 30 年前的 1991 年 12 月，當時股債同告上揚。」



### 商品很可能連續第二年表現領先 MSCI 明晟綜合世界指數 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 3 月 10 日。橙色範圍顯示商品價格表現領先 MSCI 明晟綜合世界指數的一年以上期間。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

「科技股拖低環球股市表現……即使是現金（在任何投資組合中都屬於最具流動性的資產）也受累於通脹居高不下。」

多項金融資產年初至今錄得雙位數跌幅<sup>1</sup>，情況並不令人意外。科技股拖低環球股市表現，美國國庫債券等傳統避險資產錄得 1980 年以來最差表現，即使是現金（在任何投資組合中都屬於最具流動性的資產）也受累於通脹居高不下。對上一次股債市場於同一方向出現兩個標準差的變動，是在 30 年前的 1991 年 12 月，當時股債同告上揚。<sup>2</sup>

在市況動盪下，美元、商品及商品掛鉤資產為投資者提供若干避險作用。然而，值得注意的是，從歷史數據來看，目前美元與商品市場之間的正相關性極不尋常。事實上，商品很可能連續第二年表現領先 MSCI 明晟綜合世界指數，自 1970 年以來只曾出現三次這類情況：1972/1974 年、1976/1979 年及 2007/2008 年。從類比結果來看，情況令人憂慮，而且符合我們上一季的推論：環球金融體系正處於範式轉移（Paradigm Shift）階段。

<sup>1</sup> 截至 2022 年 6 月 12 日。 <sup>2</sup> 彭博資訊，截至 2022 年 6 月 12 日。



## 否極泰來？

不少投資者提出相同疑問：環球市場數十年來最差開局是否已經結束？然而，隨著 2022 年下半年到來，宏觀經濟前景仍然面對高通脹、經濟增長動力轉弱及金融環境收緊所帶來的艱巨挑戰。

雖然我們的基本情況預測反映通脹於 2023 年放緩，但依目前情況來看，我們應聚焦於新的風險對上述預測的影響。

- **通脹(尤其是整體通脹)可能在一段較長時間內居高不下**

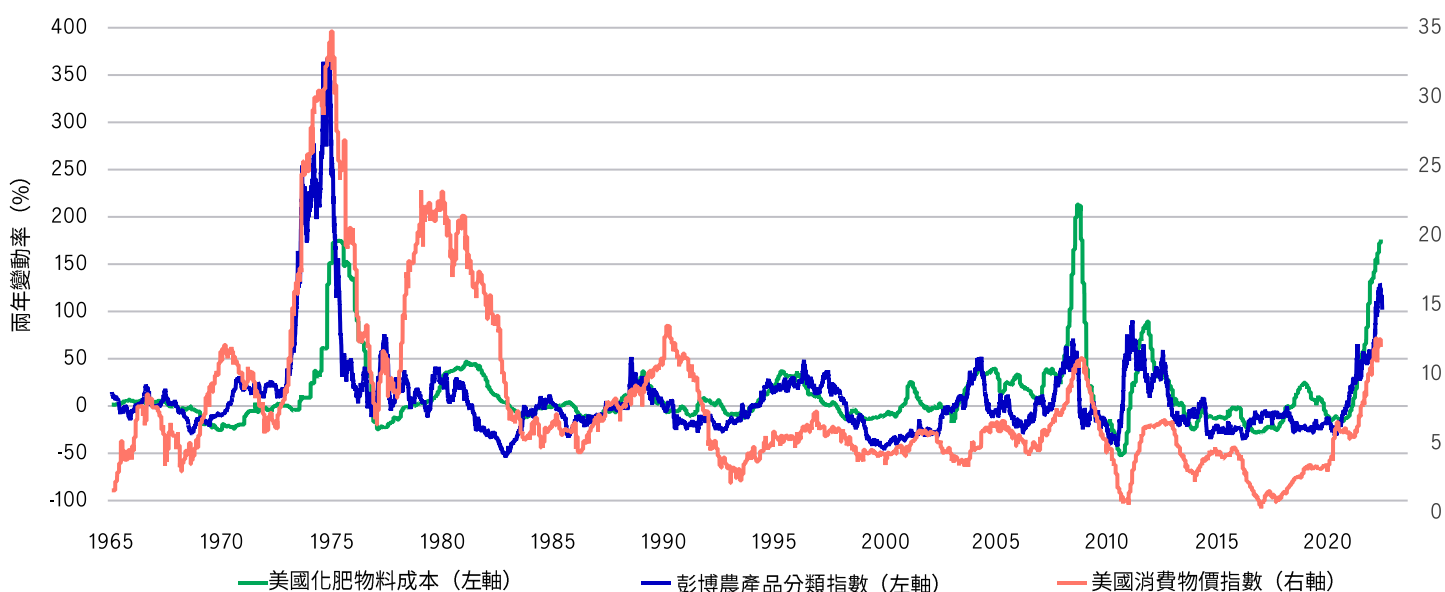
現時受多項因素影響：化肥價格急升（過去 18 個月上升 50%-200%，視乎投入品而定），意味未來糧食短缺及食品價格通脹將會惡化；通脹因地緣政治問題而揮之不去 — 環球經濟持續碎裂化，戰略資源商品及美元被當作武器使用；物流問題需要更多時間才可解決。

- **市場對經濟增長的憂慮升溫**

對不少經濟體而言，問題不在於經濟會否放緩，而是放緩的程度有多深及多持久。由於經濟衰退是以實質數據量度，因此在通脹高企時，避免衰退的門檻顯得特別高。此外，一旦前述的通脹升溫風險於 2022 年持續，這或意味需要更大力度遏抑需求才可令整體通脹放緩。

在這情況下，我們預期下半年環球決策官員將面對沉重壓力，他們需要同時應對供應引起的通脹，及困擾眾多家庭的生活成本危機。若決策官員認真處理上述問題，除非商品價格回落及工資上升（以實質國內生產總值百分比份額表示），否則央行將難以轉持溫和政策立場。

### 化肥價格急升，意味食品價格通脹將會升溫



資料來源：國際貨幣基金組織、聯合國糧食與農業組織、美國勞工統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。



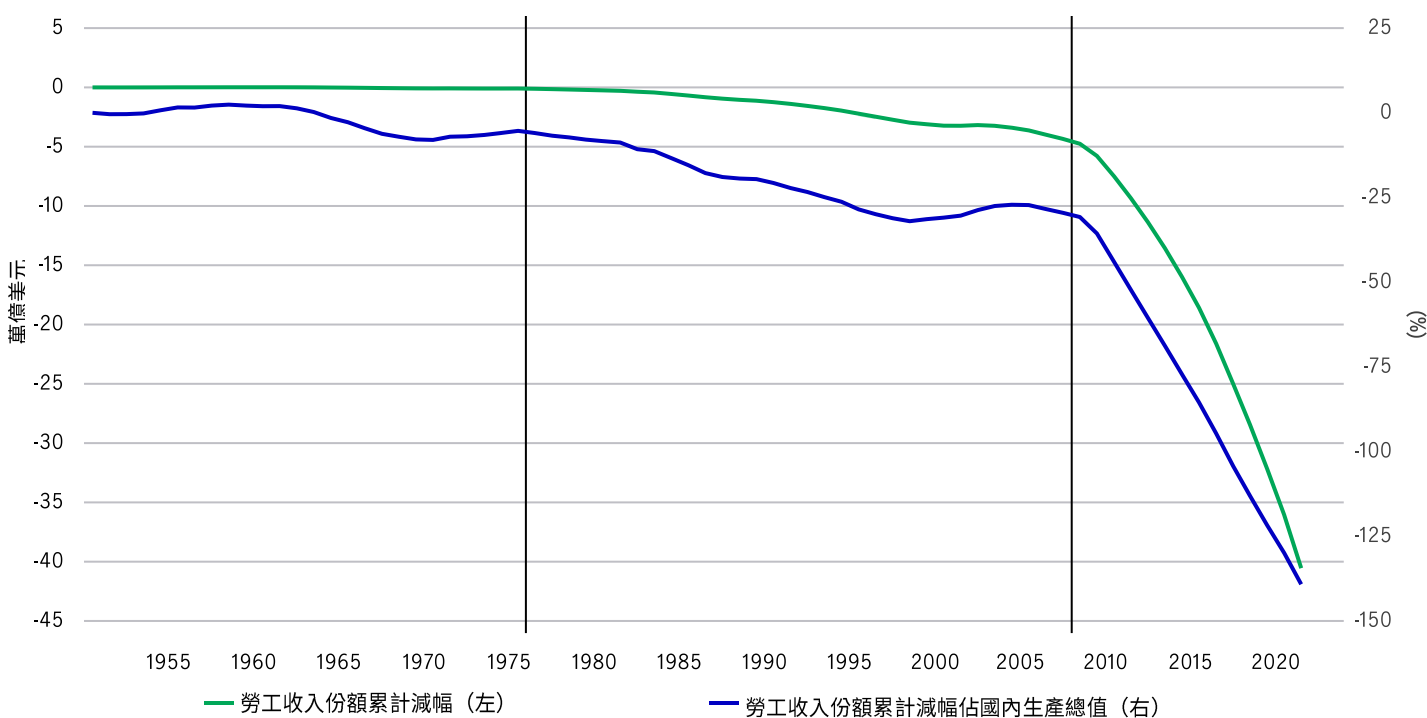
從這個角度來看，決策官員不大可能在 2022 年下半年達標，因此必須推進政策，結果或一如預期不利於金融資產價格。世界銀行（世銀）及經濟合作與發展組織（經合組織）亦在最新一份環球經濟展望中，確認上述風險。

世銀調低 2022 年環球國內生產總值增長預測，由 2021 年的 5.7% 降至 2.9%，較 2022 年 1 月作出的預測（4.1%）削減近三分之一。這次降幅相當顯著，是世銀 80 年來最大幅度降低環球短期增長預測。重要的是，世銀指出：「即使經濟衰退並非全球性，但不少國家仍難免出現衰退，滯脹之苦可能持續數年，未來十年亦可能持續陷入增長低迷的情況。」

與此同時，經合組織注意到「環球經濟表現勢將大幅轉弱」，並補充指儘管央行已考慮到需求增長放緩與供應鏈和商品價格壓力緩和的預期，但 2023 年底多個主要經濟體的核心通脹仍很可能「維持於或高於央行目標」。經合組織也強調「生活成本危機將導致民眾陷入困境，帶來饑荒和社會動盪的風險。」

展望 2022 年下半年，我們預期歐元區出現經濟衰退，中國經濟復甦步伐遜於預期，以及美國經濟大幅放緩（目前看似 2023 年初陷入衰退）。鑑於上述地區是新興市場出口國的三大目的地，因此眾多新興市場經濟體或將面臨環球貿易額減少及資本外流擴大。經濟增長低於趨勢，也可能意味即使相關物價壓力上升，令緊縮周期延後結束，企業盈利增長亦會遜於分析師偏高的預期。一般而言，直至聯儲局緊縮周期剛好完結為止，較長年期美國國庫債券孳息率都不會見頂。

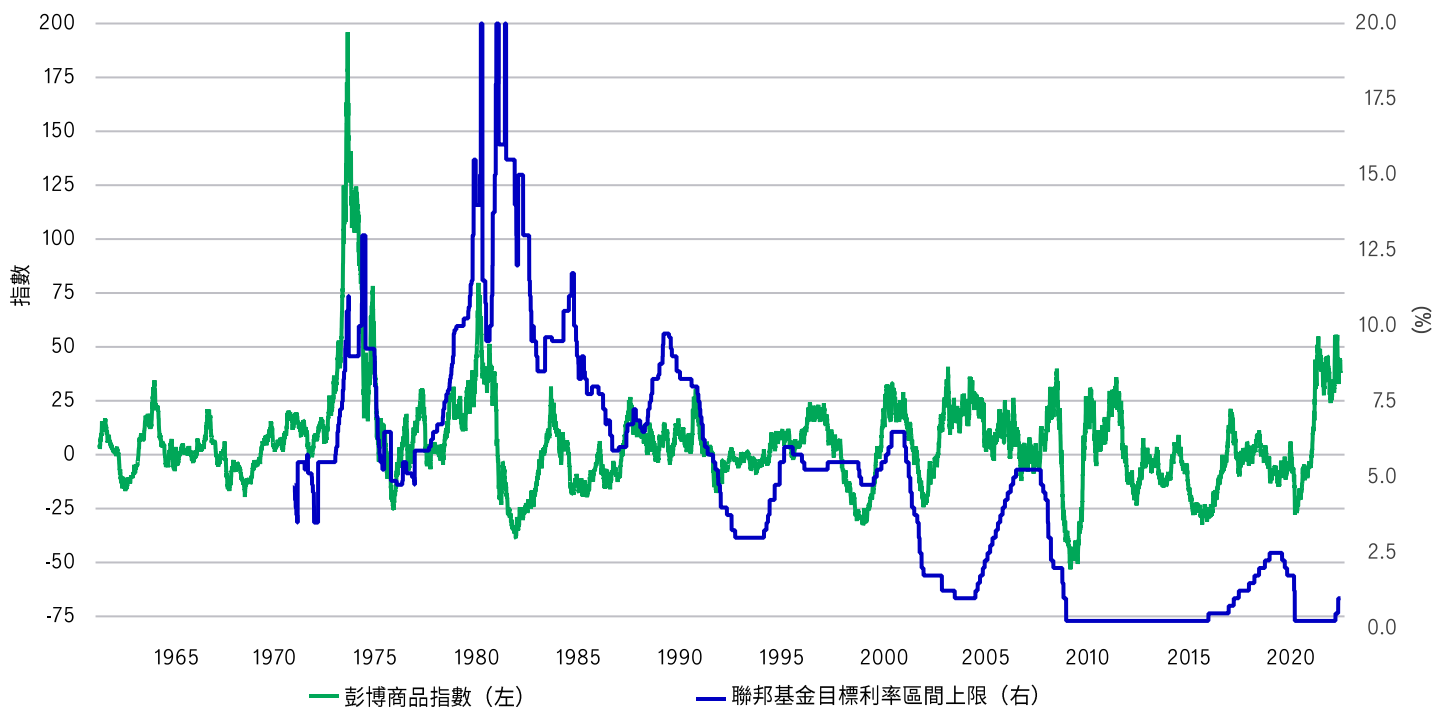
### 勞工收入份額需要提高，央行才會轉持溫和立場



資料來源：Conference Board、美國商務部經濟分析局、荷蘭經濟政策分析局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 13 日。

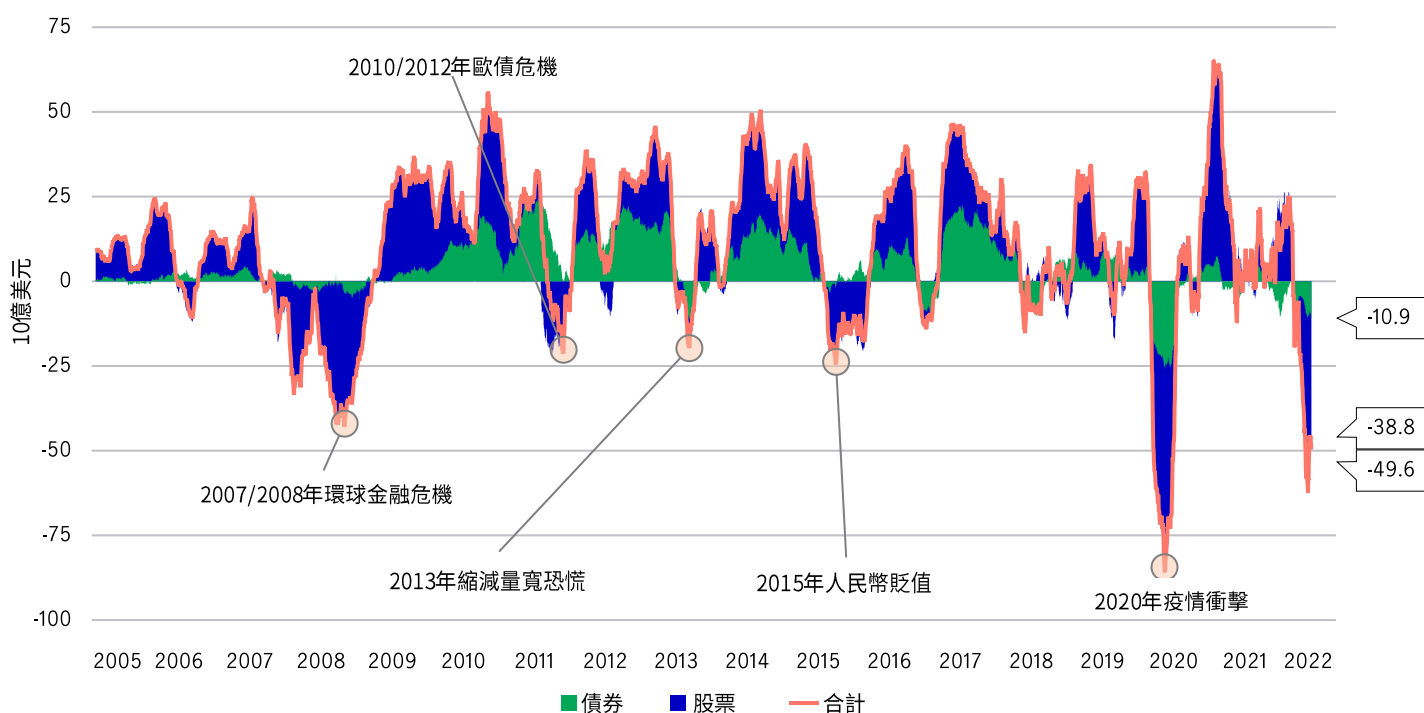


### 商品價格攀升窒礙央行轉持溫和立場



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月13日。投資者不可直接投資於指數。

### 非居民投資流入新興市場



資料來源：國際金融協會、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月11日。投資者不可直接投資於指數。



## 懦夫博弈

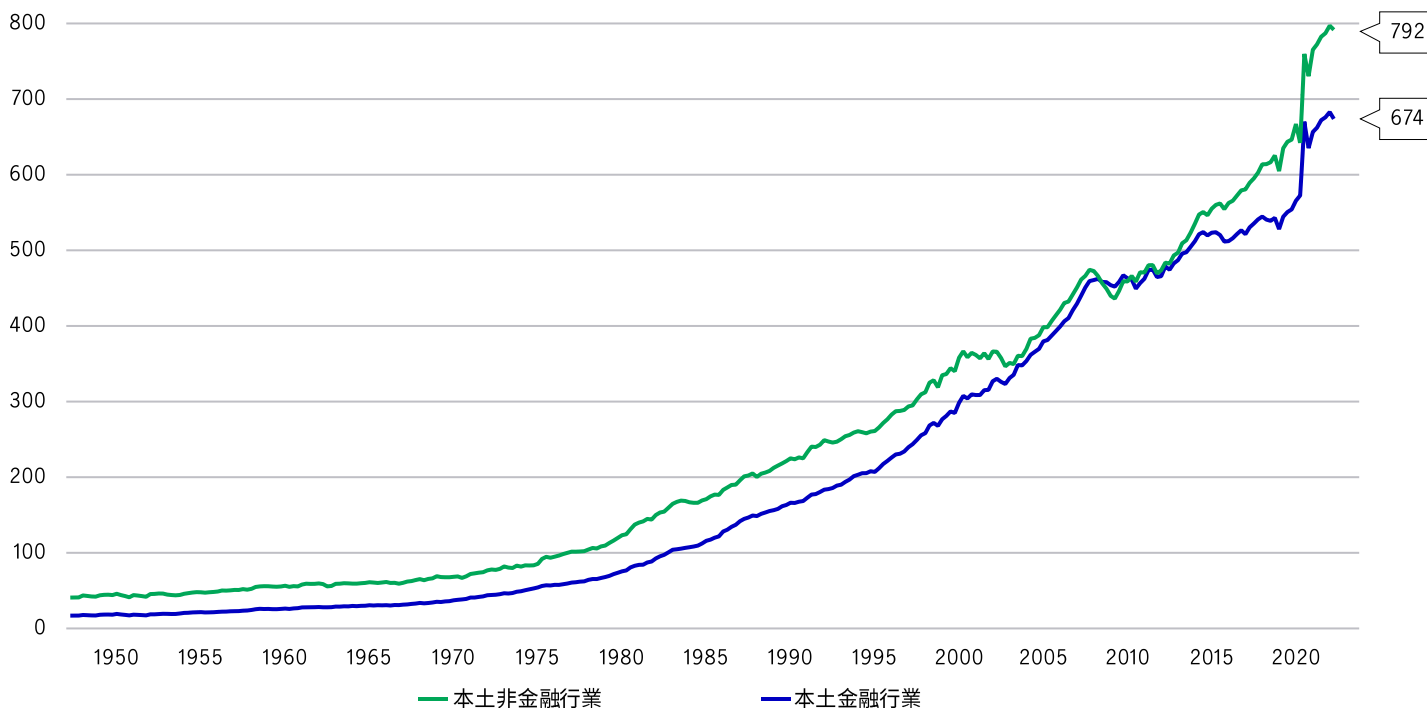
儘管市場至今持續走低，但我們認為不少市場的定價仍未完全反映當前充滿挑戰的環境，部份源於：市場普遍在後環球金融危機時代認為聯儲局會一直提供支持——在資產價格跌穿某條界線時，市場相信當局一定會介入以限制跌勢。然而，隨著無法想像的事情接踵而來，指望聯儲局繼續托高資產價格（至少有投資者已逐漸了解）是一場豪賭。

根據歷史，全球各地央行選定托市的資產市場各有不同：眾所周知美國聯儲局利用股市及／或信貸市場；歐洲央行則選擇周邊國家債券息差；對於中國人民銀行和澳洲儲備銀行而言，普遍認為是房地產市場。

央行的托市對策導致收入分布更加扭曲，因而造成實體經濟倒退，經濟、社會和地緣政治更顯脆弱。目前市況正顯著偏離後環球金融危機時期。

甚具影響力的前紐約聯邦儲備銀行行長 William Dudley 認為，聯儲局必須令股市投資者「蒙受更多損失」，從而遏抑通脹。美國財長耶倫早前認為，若聯儲局能夠買入股票和企業債券，或可在未來美國經濟下行時提供支持，但現時已改變看法，她在 2022 年 4 月表示並不在意股市走弱，指出股市不能「反映經濟潛在實力」。

美國金融資產佔實質國內生產總值 (%)



資料來源：美國聯儲局、美國商務部經濟分析局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 13 日。

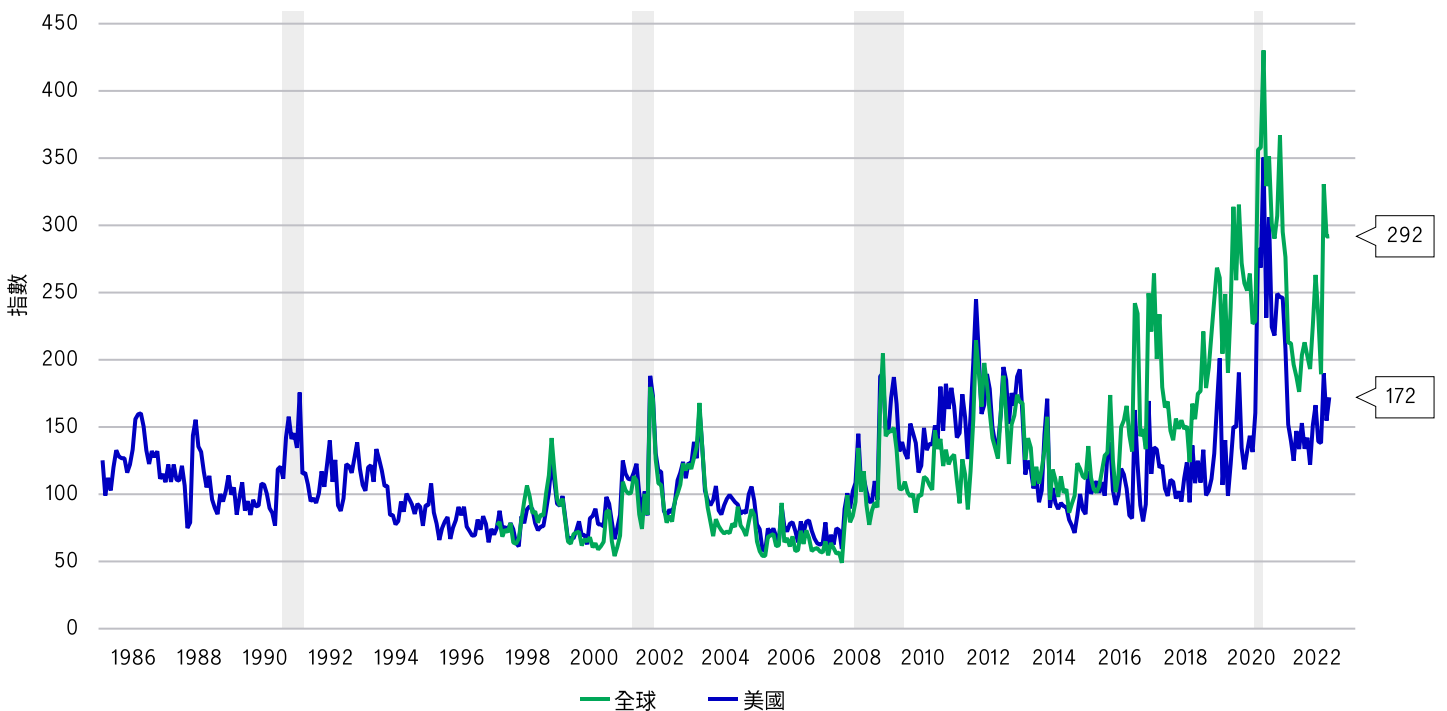




在大西洋彼岸，即使周邊國家主權債券息差持續擴大，但歐洲央行表示貨幣政策正發揮作用，亦未有提供歐元區周邊國家債券市場支持機制的細節。中國方面，儘管房地產市場具有系統重要性，但當局一直有計劃地遏抑樓市；雖然預期大部份澳洲城市房地產價格將在未來兩年錄得雙位數跌幅，但澳洲儲備銀行仍然出乎意料地加息 50 基點，幅度大於市場預期，是 2001 年以來最大幅度加息。

多年來，央行支持市場措施帶動金融資產增值，幅度遠超實體經濟、關鍵投資和生產需求的增長，也導致目前環球經濟面臨滯脹動力。因此，為了扭轉目前滯脹局面，央行理應採取與托市對策相反的行動。雖然這是令人感到不安的事實，但我們相信若目前不採取行動，所造成的經濟、社會和地緣政治代價未來只會有增無減。無論是拖字訣還是捨難取易，但終歸可能只是一場懦夫博弈（game of chicken）。

### 經濟政策不確定指數



資料來源：經濟政策不確定指數、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 13 日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。



# 美國

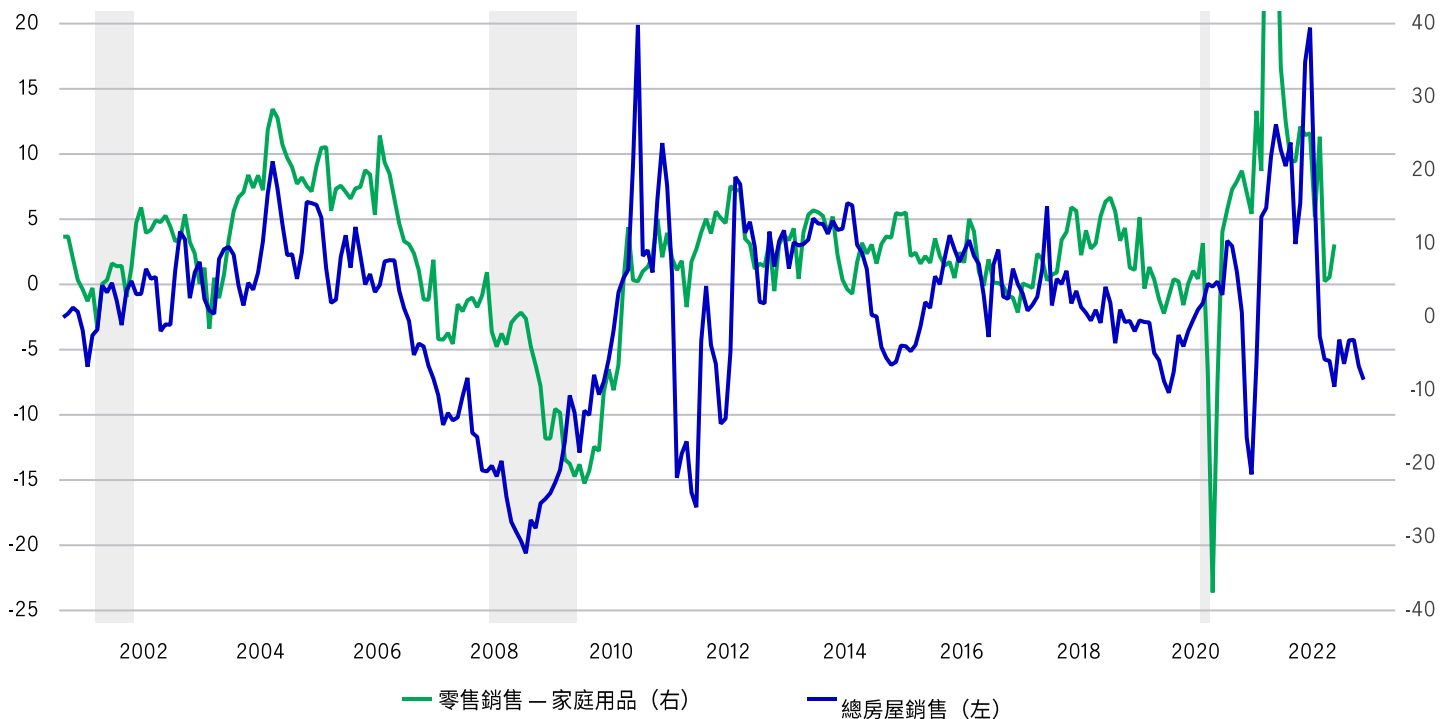
## 宏觀大局

隨著聯儲局繼續試圖遏抑居高不下的通脹，金融狀況急速收緊，加劇市場憂慮供應短缺的情況廣泛蔓延，影響住屋、貨品以至勞工等範疇。收緊貨幣政策如何有效地紓緩由地區衝突引起的食品和能源通脹，尚屬未知之數，而食品和能源範疇目前佔消費開支的比例較大。

依照目前情況，我們認為下半年及 2023 年首數季大部份風險傾向下行。除了通脹之外，利率急升已造成樓市活動放緩，預期這將影響對利率敏感的廣泛貨品，目前有關範疇看來已累積一定的庫存。

「依照目前情況，我們認為下半年及 2023 年首數季大部份風險傾向下行。」

美國房屋銷售活動轉弱，可能削弱對耐用品需求（按年%）



資料來源：美國人口普查局、美國地產經紀協會、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 16 日。家庭用品包括零售銷售報告組成部份的傢俱、電子產品及建材。



## 我們注視的因素

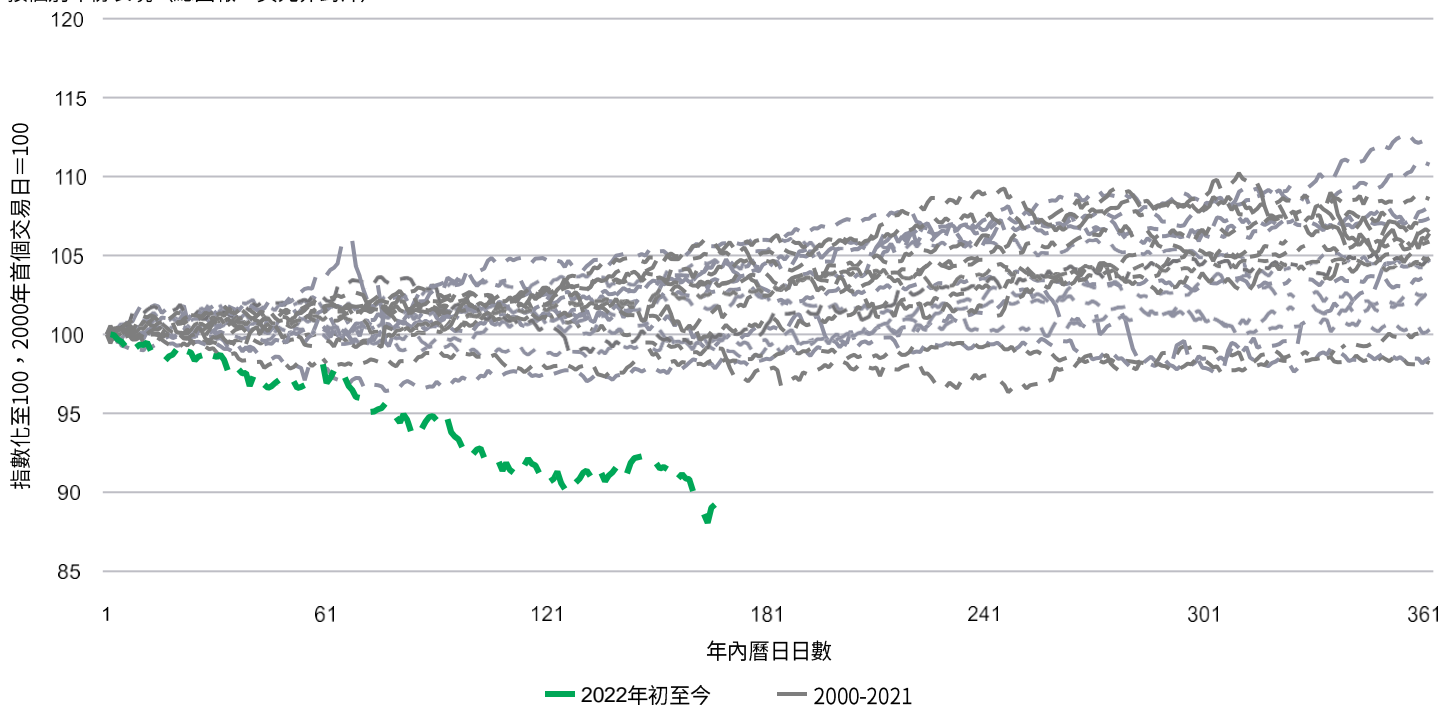
- **聯儲局** — 從近月發展可見，貨幣決策與疫前預測相距甚遠。投資者必須注視當局措辭的變化（目前已明顯趨於強硬），以掌握固定收益領域、市場波動性及對利率敏感的經濟範疇動向。
- **美國消費市道** — 購買力遭蠶食和融資成本攀升應會遏抑佔美國經濟約 70% 的消費開支。紓緩上述情況的潛在因素是家庭資產負債表維持健康，以及負債水平偏低：若借貸準則維持寬鬆，或可為消費市道帶來支持。
- **庫存** — 雖然汽車業大幅扭曲整體水平，但仔細來看，數類行業供應過剩。

## 主要市場觀點

- **大市** — 我們預期在聯儲局發出明確訊息表示緊縮周期即將告終之前，各類資產仍會持續波動。屆時，過去一年相對於過往表現遜色的固定收益領域應可略為喘定。
- **貨幣** — 我們預期，只要已發展市場貨幣政策普遍存在不確定性，美元料將持續發揮避險作用。因此我們預期在聯儲局改用明顯趨於溫和措辭之前，美元將持續獲得支持。
- **固定收益和股票** — 鑑於市況持續波動，我們偏好較優質投資級別信貸及風險系數較低的股票。

### 彭博美國綜合債券指數

按個別年份表現（總回報，美元非對沖）



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 15 日。投資者不可直接投資於指數。上圖每條灰色線代表 2000 年至 2021 年期間每個曆年的總回報，綠色線代表 2022 年年初至 2022 年 6 月 15 日的總回報。



# 加拿大

## 宏觀大局

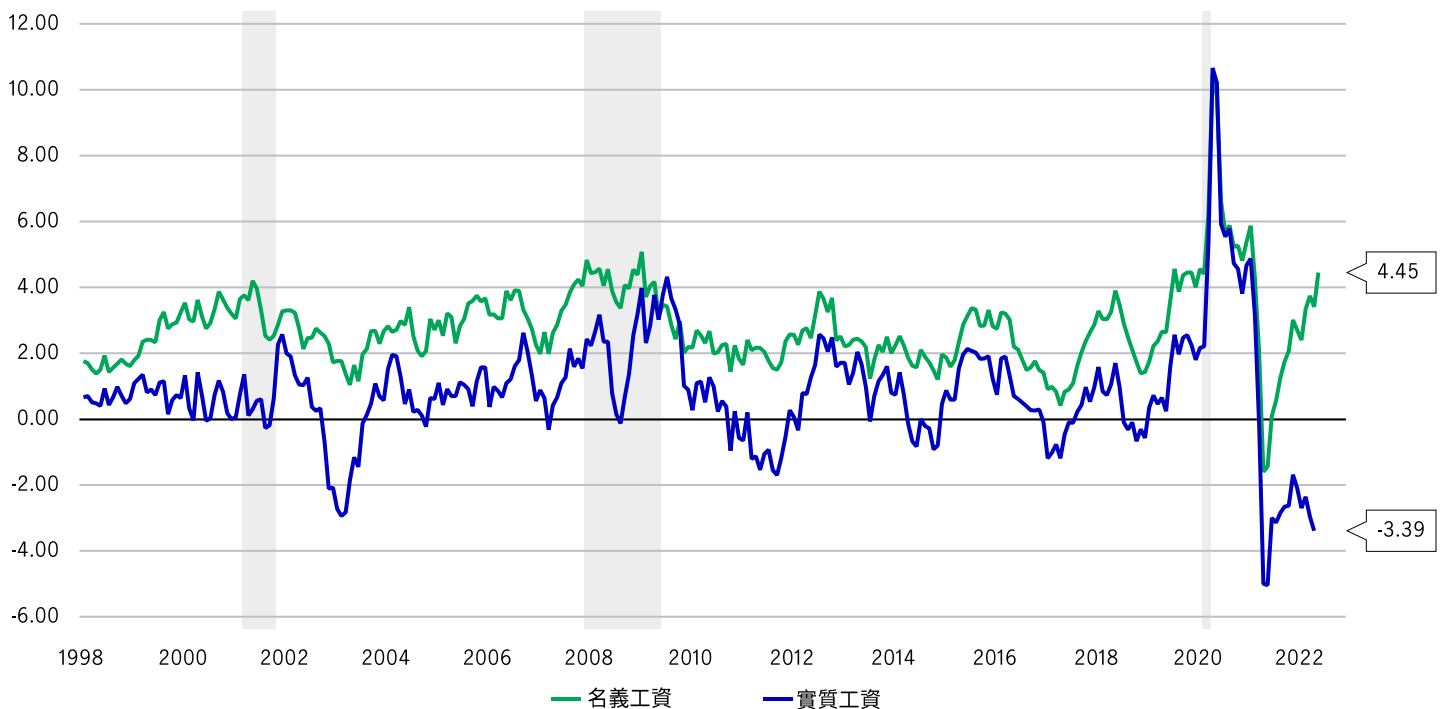
上半年加拿大經濟表現強健，受惠於美國經濟並未享有的數項因素：能源價格上漲，支持出口表現；財政懸崖的壓力較低；勞工市場較穩健，而且回升至較疫前更佳的水平。上述發展令加拿大央行增強信心，堅定不移抵禦通脹。

從債券市場定價反映，投資者預期 2022 年內將連續再加息三次，每次 50 點子，與加拿大央行行長 Tiff Macklem 立場強硬的指引相符，我們認為這個加息步伐將顯著削弱加拿大 2022 年下半年和 2023 年的經濟狀況，亦未能直接化解通脹問題。重要的是，與大多數國家一樣，大部份困擾加拿大的通脹因素同樣屬於全球性，而且並非特別對利率敏感，尤其是對加拿大的利率。

相反，鑑於房地產業佔加拿大經濟比重龐大，達到紀錄高位，加上浮息利率按揭的比重增加，因此當地經濟對利率的敏感度遠高於鄰國美國。

從債券市場定價反映，投資者預期 2022 年內將連續再加息三次，每次 50 基點，我們認為這將顯著削弱加拿大 2022 年下半年和 2023 年的經濟狀況。

### 加拿大工資增長（按年%）



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 15 日。灰色範圍代表衰退時期。



## 我們注視的因素

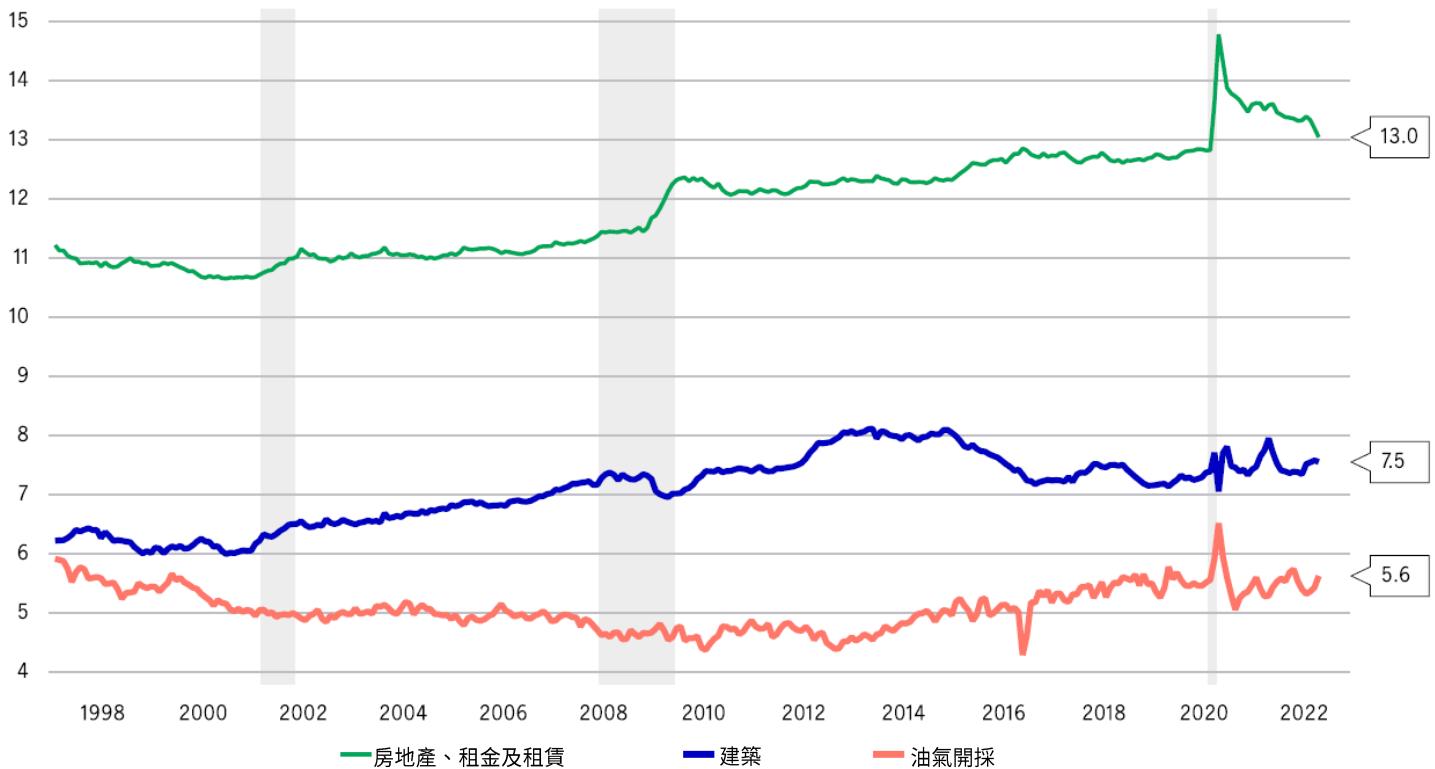
- **樓市活動** — 這或許是加拿大經濟最重要的指標：房地產領域若干範疇急跌可能預示經濟活動將出現大規模廣泛下滑。我們預期在年底時，全國樓價將平均下跌約 20%。
- **能源和食品價格** — 物價上漲將持續蠶蝕加拿大實質工資增長，削弱消費活動。隨著石油佔能源結構的比例持續減少，能源價格攀升並不會帶來如以往周期般的投資水平。因此，能源價格走高的抵銷效益並未如以往般支持增長。
- **央行** — 我們認為鑑於樓市拖累經濟增長，加拿大央行的政策立場將在第三季轉向溫和；我們正注視可能觸發政策轉變的因素。

## 主要市場觀點

**股票** — 儘管宏觀前景疲弱，但我們相信加拿大股市的商品範疇，短期內提供可觀的上升空間。即使加拿大長期經濟增長前景略較美國溫和，但股息水平可提供支持，加上估值合理，可利好加拿大股票表現。

- **固定收益** — 我們認為加元面臨進一步走弱的風險，美元兌加元可能升穿近期 1.25 至 1.30 的區間。加元的走勢主要受環球承險氣氛影響，多於基本因素，我們預期這情況將會持續；然而，我們相信未來一季加元基本因素動力（商品及利率差距）的支持作用可能減弱。

加拿大能源業佔整體國內生產總值 (%)



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 28 日。灰色範圍代表衰退時期。



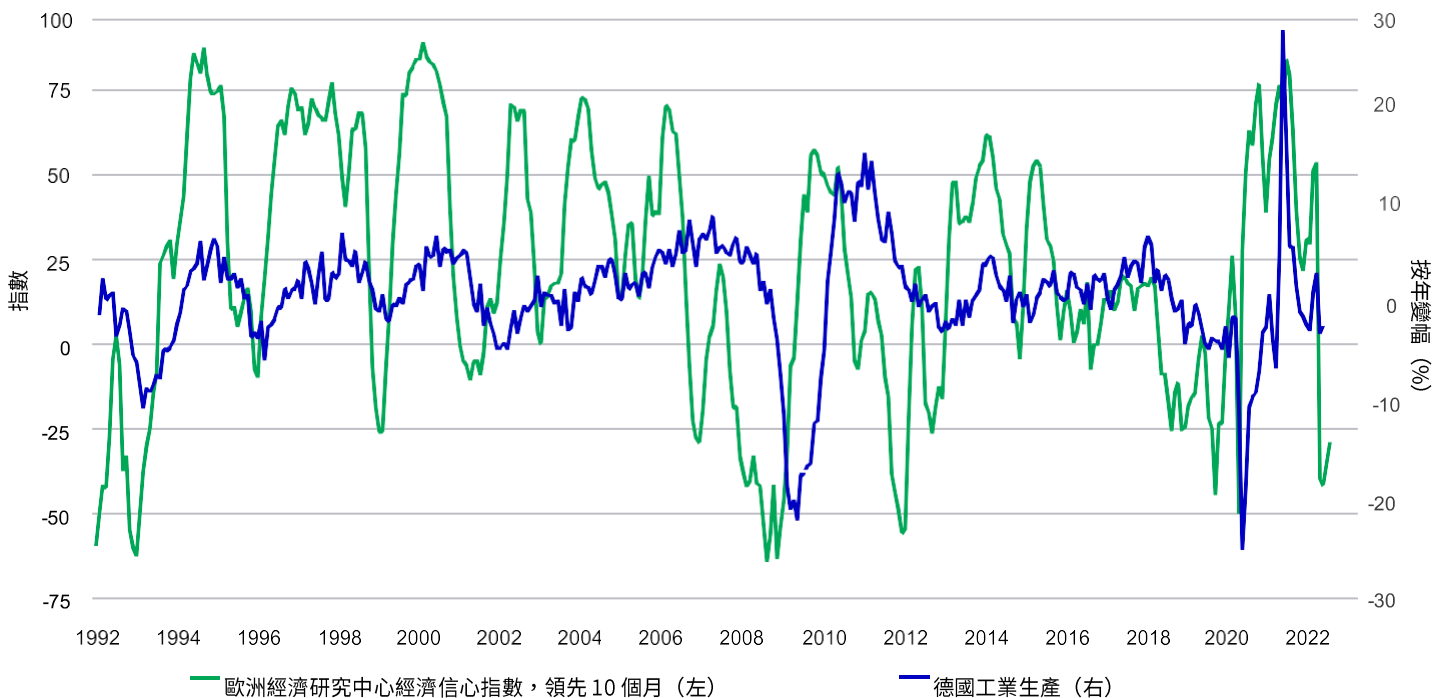
# 歐元區

## 宏觀大局

我們的基本情況預測，歐元區在 2022 年將步入經濟衰退，最值得注意的原因是俄羅斯入侵烏克蘭，產生大規模擴散效應，其次是食品和能源貿易價格比率受到負面衝擊，以及這些關鍵資源的供應短缺。家庭可動用收入緊絀，可能遏抑消費，投入成本上漲則拖累私人投資。通脹升溫迫使歐洲央行在經濟疲弱之際推動貨幣政策正常化（正如大部份央行一樣），但其施政方式為歐元區帶來嚴重干擾。主權債券市場亦被波及，周邊國家債券息差擴闊，使歐洲央行的政策傳導更為複雜。鑑於有關能源安全的不明朗因素尚未消退，因此中期風險仍然高漲，使歐洲易受能源價格不斷上升的影響。政治風險依然舉足輕重，焦點包括 6 月份法國國會選舉結果出人意料，以及意大利民意調查反映，在定於 2023 年中舉行的大選前夕，民眾傾向轉為支持極右政黨。

「有關能源安全的不明朗因素尚未消退，因此中期風險仍然高企，使歐洲面對能源價格不斷上升的影響。」

歐洲經濟研究中心德國經濟信心指數：已屆普遍視為經濟衰退的水平



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 16 日。投資者不可直接投資於指數。



## 我們注視的因素

- **歐洲央行政策正常化的演進** — 通脹高企迫使歐洲央行加快減少購買資產的步伐，並把加息預期時間表推前。鑑於貨幣政策前景出現調整，並構成重大干擾，我們正尋找線索，藉此釐清歐洲央行的政策利率目標，以及計劃動用多長時間以實現目標。我們認為歐洲央行無法如目前市場定價所反映，在年底前將政策利率調整至 1.50%<sup>3</sup>。
- **歐洲能源衝擊的發展** — 基於歐洲對俄烏衝突作出的回應，最初的能源價格衝擊已演變成供應衝擊。隨著歐洲各國致力物色俄羅斯能源供應的替代品，不難想像，能源安全將成為 2022 年下半年的重要主題。

## 主要市場觀點

**貨幣** — 我們預料歐元中期表現疲弱。由於主權債券危機正在升溫，目前尚無解決方案，預期歐元將以防守性交易為主。致力遏抑周邊國家債券息差擴闊的措施至今未見成效，並導致歐元受壓。相對其他央行，我們認為歐洲央行的貨幣政策前景或有進一步轉差的空間，因它應無法滿足市場對收緊政策的預期。我們預料歐元兌美元匯價在 2022 年下半年將繼續邁向 1 算水平。

歐元兌美元匯價可能在 2022 年下半年跌至 1 算



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月15日。

<sup>3</sup> 資料來源：彭博資訊，截至 2022 年 6 月 16 日。



# 英國

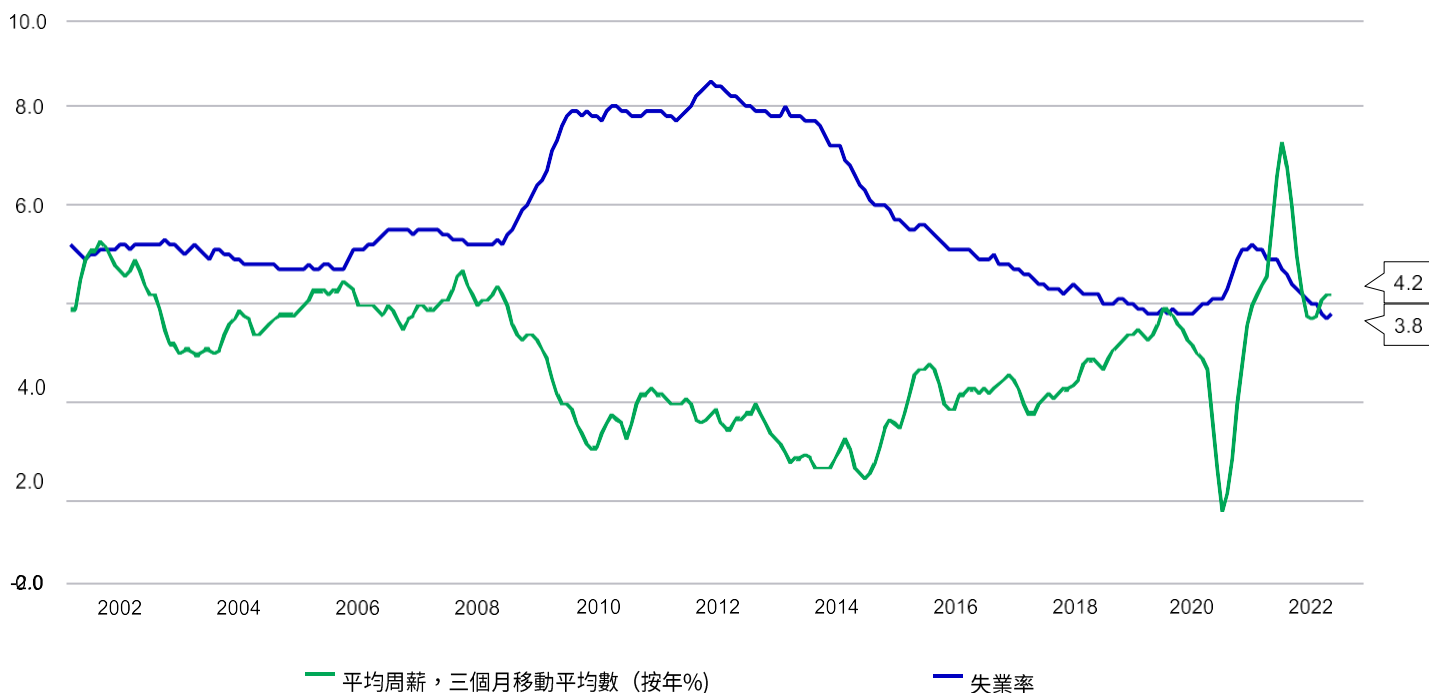
## 宏觀大局

英國經濟前景仍然令人擔憂。增長數據正在放緩，為 2022 年下半年開局帶來挑戰。英國勞工市場緊絀，但預料情況將在下半年得以緩解，我們將注視工資增長走勢。英倫銀行的任務艱巨，一方面需要控制通脹，同時亦需注視下行風險日增的中期增長前景。因此，即使英倫銀行在 6 月份發出更強硬的前瞻性指引，但緊縮進程可能仍然受到限制。

英倫銀行在 8 月份舉行會議期間，市場將聚焦於有關量化緊縮計劃的公布。整體而言，當局紓緩消費生活成本的財政措施相對有限，而且官員看來有意在踏入第四季之際保留更多選擇。本地的政治風險需要繼續關注，英國尋求單方面修改脫離歐盟協議的重要部份，令英國脫歐議題仍會持續產生不明朗因素。

「英倫銀行的任務艱巨，一方面需要控制通脹，同時亦需注視下行風險日增的中期增長前景。」

### 英國勞工市場緊絀的情況料將得到緩解 (%)



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 13 日。





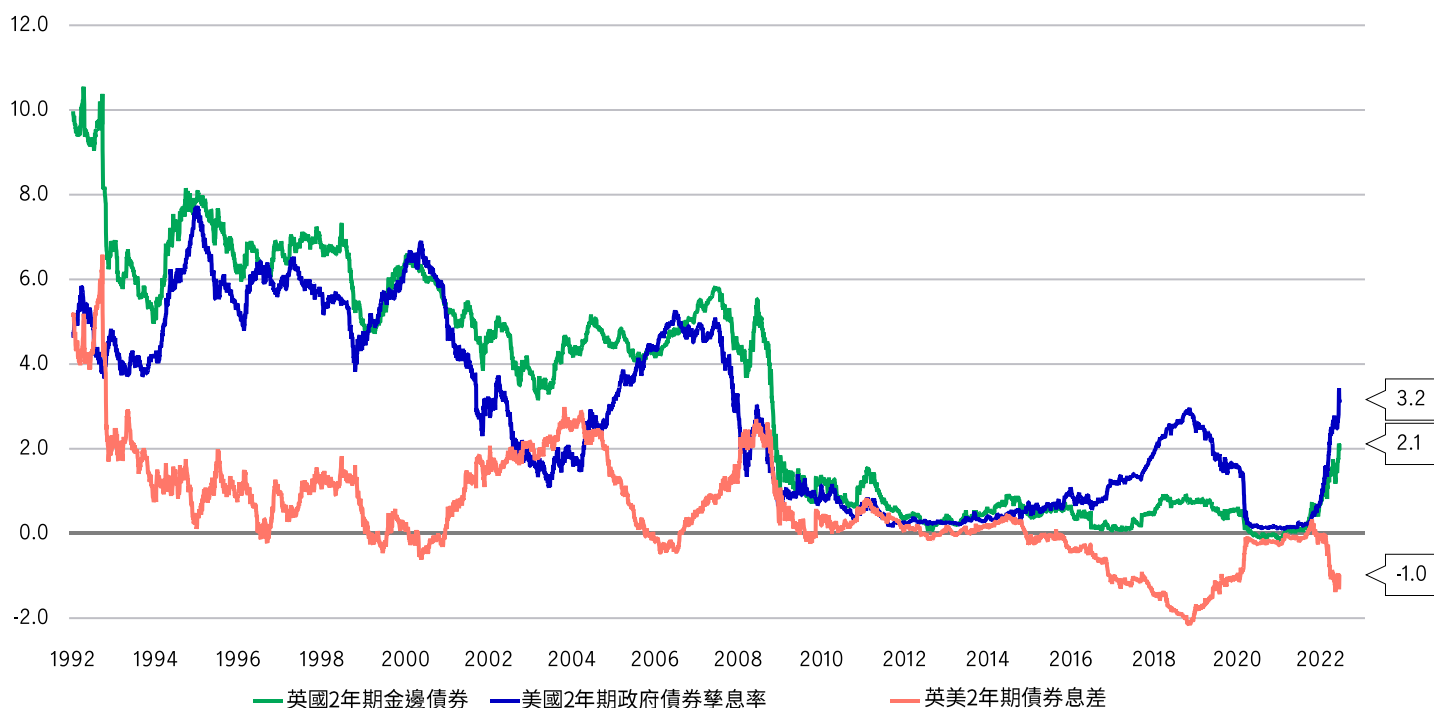
## 我們注視的因素

- **勞工市場的演進** — 我們預料勞工市場緊絀的情況將在 2022 年下半年得以紓緩，並預期失業率將會上升，工資增長則會減慢。對英倫銀行來說，勞工市場從現階段的發展至為關鍵，因為當局將會據此釐定利率正常化的幅度和步伐，以及其量化緊縮計劃的路徑。
- **政治風險** — 圍繞執政黨領導層的不明朗因素仍高企，英國脫歐風險仍然偏高，因為英國尋求單方面修改脫歐協議的關鍵部份，有機會增加經濟不明朗因素。

## 主要市場觀點

**貨幣** — 英鎊持續表現遜色的風險仍在。年初至今，英鎊仍是十國集團當中表現最弱的貨幣之一，截至撰寫本文當天，英鎊兌美元貶值約 11%，只有挪威克朗 (-12%) 和日圓 (-15%) 的表現更遜色<sup>4</sup>。英鎊走弱主要源於與其他貨幣的利率差距大幅收窄。儘管如此，有跡象顯示情況或即將逆轉，因為英倫銀行表示，其傾向採取較積極的量化緊縮措施，而不是加息至超過 1.00% 的銀行利率上限。

英美利率差距對英鎊兌美元匯率構成阻力 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 15 日。

<sup>4</sup> 彭博資訊，截至 2022 年 6 月 13 日。



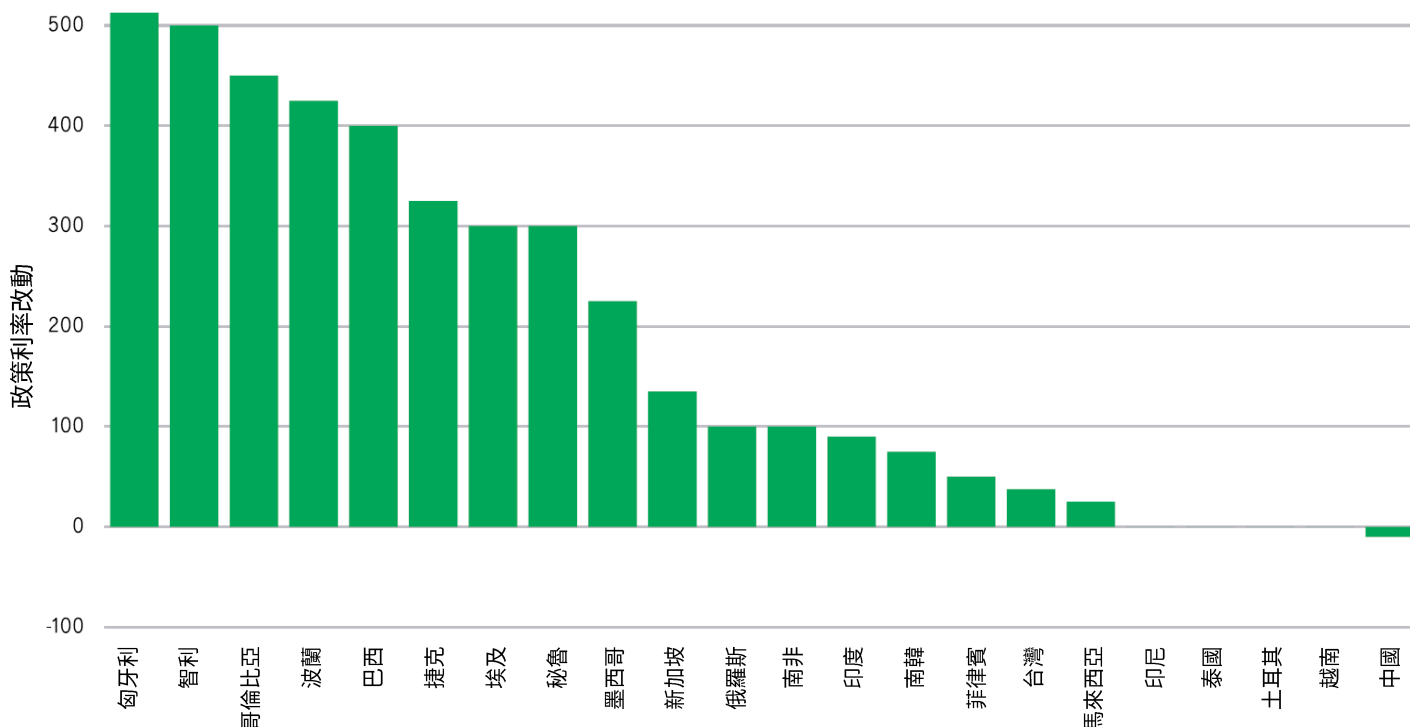
# 亞太區

## 宏觀大局

本土限制放寬，加上國際邊境重新開放，帶動大部份經濟體的國內生產總值在第一季擴張。在過去一季，區內央行立場強硬，令市場感到意外。然而，增長放緩與通脹升溫之間的政策取捨可能會變得更明顯。我們認為亞洲尚未從疫情完全復甦。儘管如此，外需見頂和商品價格走高將削弱消費者的購買力，而全球金融狀況收緊，將進一步遏抑復甦進度。此外，財政支持／整固之路看來充滿挑戰。政府財政在疫情期間被重創，其後因推行政策以紓緩家庭生活成本急升（透過津貼、限價令、減稅、現金轉移等）和不斷演變的地緣政治氣候（增加國防開支），導致財政狀況再度受壓。我們預期央行的首要任務是遏抑通脹，但亞太區的廣泛價格壓力較其他地區溫和，故緊縮政策周期的最終幅度應相對較低。

「我們預期央行的首要任務是遏抑通脹，但亞太區的廣泛價格壓力較其他地區溫和，故緊縮政策周期的最終幅度應相對較低。」

### 亞洲年初至今收緊貨幣政策的進度落後於新興市場（基點）



資料來源：各國央行、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月13日。



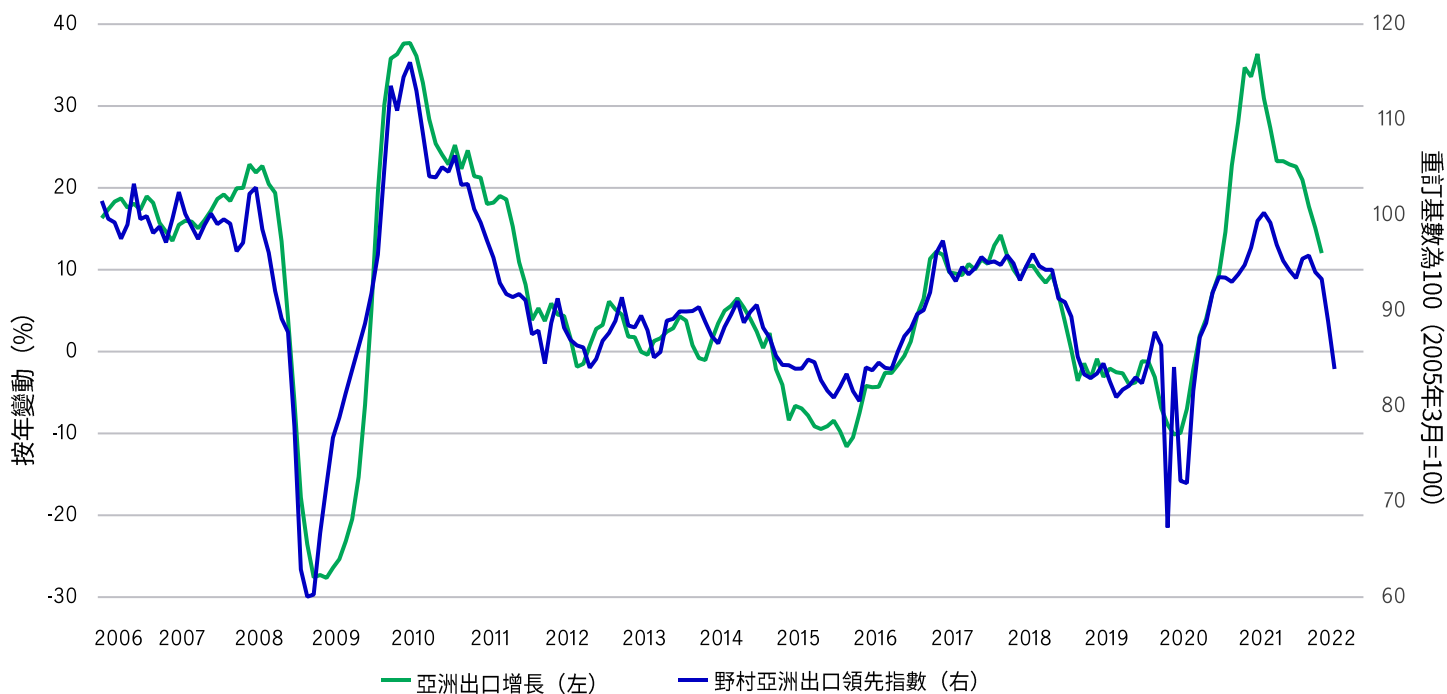
## 我們注視的因素

- **亞洲出口增長放緩** — 領先指數急挫至相當於大約零出口增長的水平。一旦跌至有關水平，亞洲地區將失去美元資金和經濟增長的主要來源。
- **日圓顯著走弱的影響** — 日圓走弱主要透過兩個途徑影響區內經濟：最終外需減弱和貿易競爭加劇。就亞洲出口的最終外需來源，以及相對國內生產總值而言，越南、泰國、馬來西亞、台灣和澳洲出口至日本的佔比最高<sup>5</sup>。根據我們的分析，南韓和中國與日本的淨出口相似度最高，因此在維持與日本的競爭力時面臨最大壓力。

## 主要市場觀點

- **股票** — 我們先前建議選擇性投資於商品出口國，而非商品進口商，但全球陷入經濟衰退的風險升溫，意味市場將加劇波動、環球貿易偏軟和美元資金狀況收緊，因此需要就外圍流動性參數的相對強度再進行篩選。我們的分析顯示，印尼和菲律賓經過額外的流動性風險篩選後排名領先，因此兩國股票在過去季度表現失色的情況可望逆轉。
- **固定收益和貨幣** — 我們認為區內決策官員或未能配合聯儲局收緊政策周期的時機或規模，意味著亞洲債券有望表現出色，但本地貨幣可能表現遜色。

領先指標反映亞洲出口增長顯著放緩



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月13日。投資者不可直接投資於指數。亞洲出口增長以中國內地、香港、印度、印尼、日本、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣、泰國和越南的簡單平均出口增長值計算。按年是指與去年同期比較。

<sup>5</sup> Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月13日。



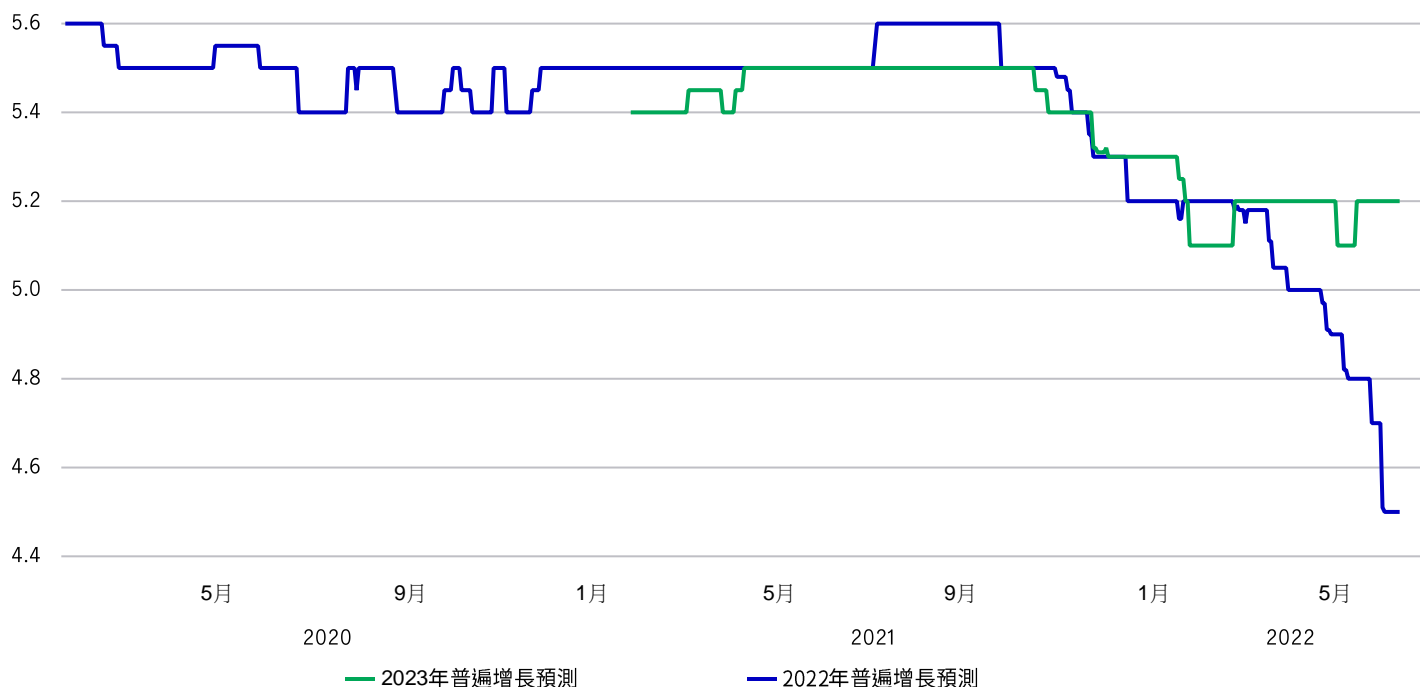
# 中國內地

## 宏觀大局

中國經濟增長的主要挑戰包括：供應鏈持續中斷，尤其是策略性資源商品；疫情清零政策的經濟成本上漲，將持續削弱經濟再平衡和轉型至消費主導增長的進度；房地產業的發展趨勢惡化；以及隨着環球消費模式重新調整，出口增長將會放緩。短期國內生產總值增長的普遍預測最終調低至與我們觀點一致的水平，但我們認為市場對中國的中長期增長前景仍略為樂觀。在負債沉重、人口結構挑戰加劇，以及全球經濟邁向零和遊戲的環境下，預料有關預測將進一步被調低。我們認為中國為應對其經濟問題、而進行的刺激政策相對依然不足。令人擔憂的是，中國勞工市場正加速惡化。

「短期國內生產總值增長的普遍預測最終調低至與我們觀點一致的水平，但我們認為市場對中國的中長期增長前景仍略為樂觀。」

### 中國國內生產總值普遍預測（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月14日。按年是指與去年同期比較。

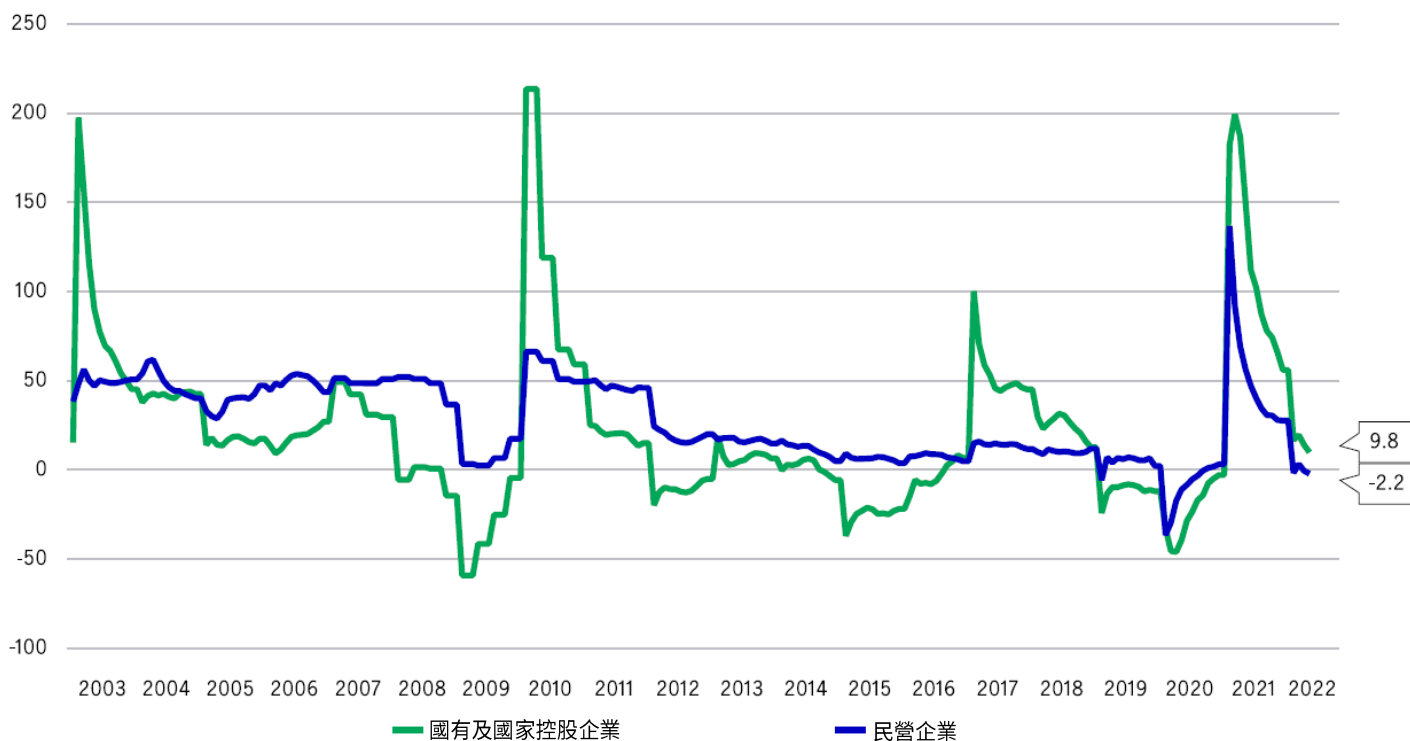
## 我們注視的因素

- **貿易順差** — 5月份貿易數據顯示，中國貿易順差由4月的511億美元躍升至788億美元，是有史以來的第三高水平。我們認為這代表全球需求出現淨負值的情況加劇，令環球其他地區的社會差距擴闊，增添調高關稅的全球壓力，促使各國推行資本管制及／或加快外需轉內需／近岸生產的步伐，更關鍵的是導致地緣政治緊張局勢升溫。
- **收緊監管** — 我們認為在今年底舉行二十大前夕，中國政府將進一步收緊對民營市場的監管。近期出台的私企收益監管措施，以及中央政府建議地方政府出售資產以減輕財政負擔，都支持我們的觀點。

## 主要市場觀點

- **股票** — 投資者配置偏低，加上市場認為控疫封鎖措施和監管環境有所改善，帶動中國股票近期出現技術性反彈。儘管如此，我們認為基本因素前景尚未改變，而全球滯脹環境仍帶來挑戰。此外，我們對預期中國企業加快從美國交易所除牌的風險保持警惕。
- **固定收益** — 鑑於增長持續令人失望，預料中國債券孳息率將進一步下跌。這觀點的風險包括人民幣貶值，以及美國債券孳息率持續上升，削弱中國政府債券對外國投資者的吸引力。

中國盈利概況：國有及國家控股企業對比民營企業（按年%）



資料來源：中國國家統計局、中國銀行保險監督管理委員會、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 28 日。國有企業是指由國家全資擁有的企業，國家控股企業是指國家持有控股權的企業。



# 印度

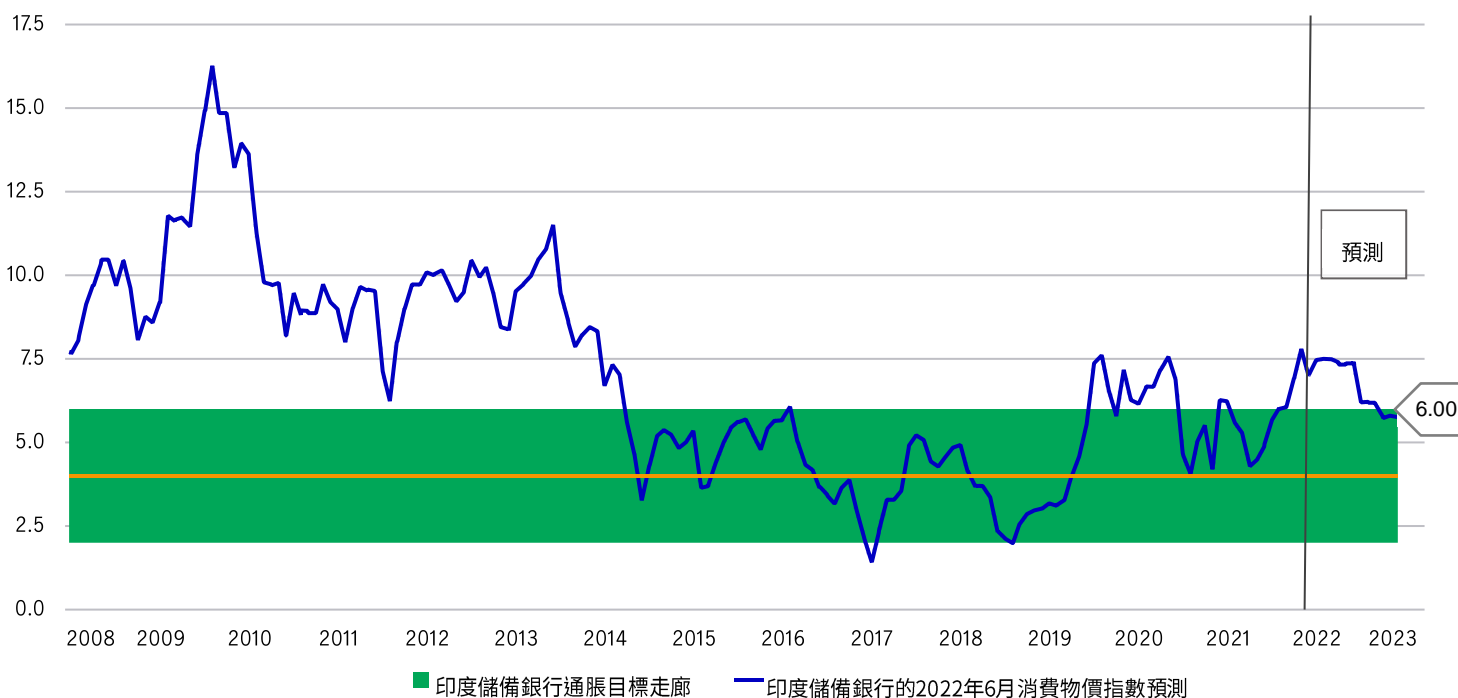
## 宏觀大局

印度決策官員對物價壓力的憂慮日增。在 6 月份會議上，印度儲備銀行將 2022 至 23 財政年度的消費物價指數通脹預測由 5.7%調高至 6.7%，反映通脹長期高於目標水平。儲備銀行亦加快收緊政策的步伐，並採取較強硬立場。利好消息方面，從 1 月至 3 月季度的國內生產總值數據可見，面對 Omicron 變種病毒疫情期間，印度經濟表現強韌，並具備相當良好的基礎，以應對目前更具挑戰的宏觀經濟環境。

儘管通脹憂慮升溫，但印度儲備銀行依然暗示對增長前景更有信心，並維持 4 月份對 2023 財政年度國內生產總值增長 7.2%的預測。撇除周期性利淡因素，我們仍看好印度的中長期宏觀經濟前景。受惠於製造業的重大改革、外需風險相對較低，以及內需帶動增長的比例遠高於其他國家，印度依然是全球增長最迅速的經濟體之一。

從1月至3月季度的國內生產總值數據可見，面對Omicron變種病毒疫情期間，印度經濟表現強韌，並具備相當良好的基礎，以應對目前更具挑戰的環境。

印度儲備銀行的消費物價指數通脹預測長期高於目標水平，但仍可能低估通脹風險（按年%）



資料來源：印度儲備銀行、印度統計及綱領推行局、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 14 日。投資者不可直接投資於指數。按年是指與去年同期比較。



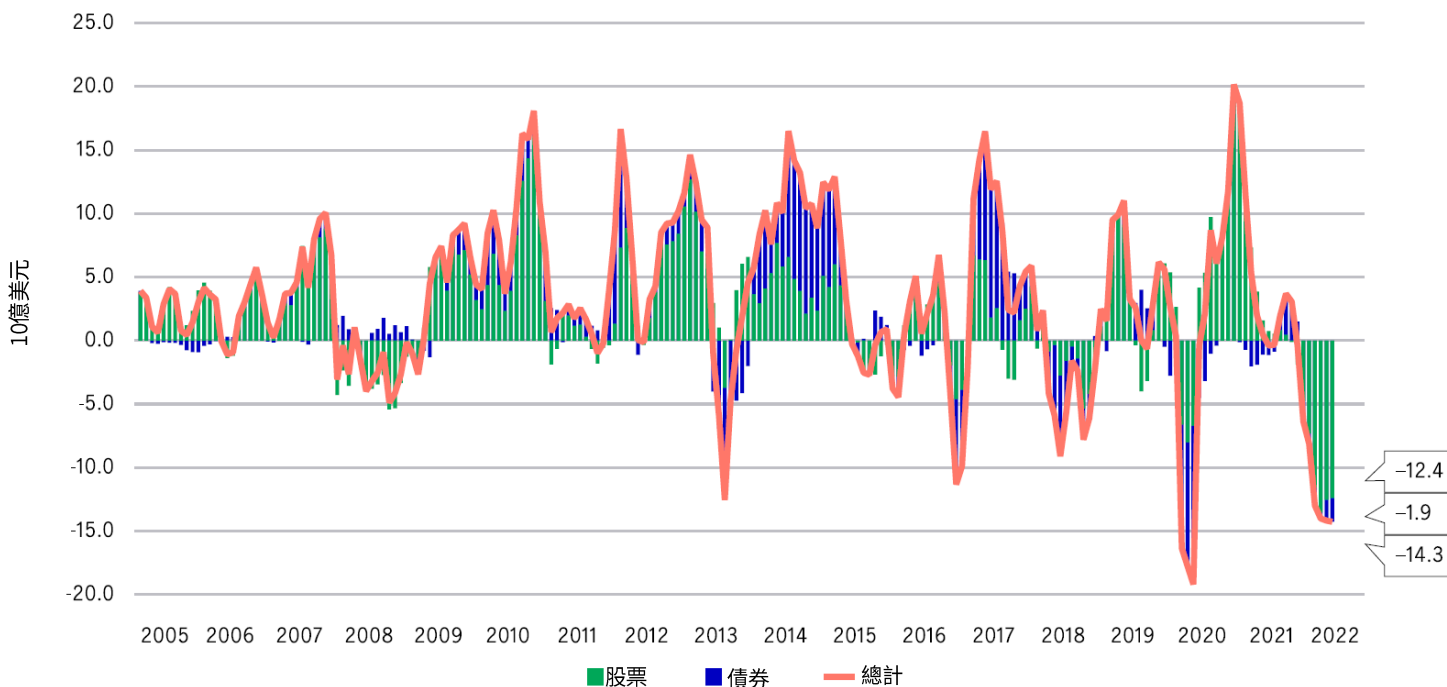
## 我們注視的因素

- **食品和能源價格通脹** — 在過去 18 個月，印度儲備銀行傾向低估通脹風險，我們認為能源、化肥和食品價格通脹的惡性循環將為儲備銀行新修訂的通脹預測帶來上行風險，意味或有需要收緊貨幣政策措施。
- **雙赤字擴闊（經常帳及財政赤字）** — 我們認為食品和能源價格通脹，可導致經濟增長進一步減慢、實質孳息率下跌，以及投資組合的資金可能持續流失。儘管如此，外國直接投資等較穩定的資金流入來源或有助降低這些風險。

## 主要市場觀點

- **股票** — 在全球錯綜複雜並充滿挑戰的環境下，印度股票表現相對良好。我們認為這足以證明印度市場的基本因素正面，印度相對出色的表現可望延續。外國投資者目前的配置偏低，或會逐步增加投資。
- **固定收益** — 我們認為市場已充份消化印度儲備銀行加息，引伸終端利率約為 7.15% 至 7.20%<sup>6</sup>。因此，從相對風險與回報角度來看，偏重印度政府債券或顯得合理。印度儲備銀行表明會進行干預，以穩定印度盧比的走勢，意味著印度盧比今年的貶值幅度將較 2011 年至 2013 年，以及 2018 年縮減量寬恐慌期間溫和。

### 印度：外國投資資金流



資料來源：國際金融協會、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 14 日。

<sup>6</sup> 彭博資訊，截至 2022 年 6 月 14 日。



# 日本

## 宏觀大局

內需仍然是日本經濟增長的重要支柱。即使全國大部份地區因 Omicron 變種病毒疫情爆發而實施社交限制，但私人消費在 2021 年第四季依然上升 2.5%，在 2022 年第一季度則維持不變<sup>7</sup>。

然而，全球經濟放緩的外圍阻力正在升溫。雖然日本通脹水平可能繼續遠低於其他已發展國家，但家庭收入和消費信心亦受到打擊。因此，即使日本央行在捍衛十年期債券孳息率目標方面承受更大壓力，仍希望維持低利率目標。

首相岸田文雄內閣在 6 月 7 日發表 2022 年經濟財政管理與改革基本方針，暗示未來將進一步擴大財政開支。我們認為日本央行需採取溫和立場，才可讓政府以較低成本推行相關政策措施。日本將於 7 月舉行參議院選舉，其後政府或會推出另一個財政刺激方案及 2022 財政年度追加預算案。

即使日本央行在捍衛  
10年期債券孳息率目標  
方面承受更大壓力，仍  
希望維持低利率目標。

### 日本央行的溫和立場偏離全球央行趨勢（基點）



資料來源：Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 16 日。

<sup>7</sup> 日本內閣府，2022 年 6 月 8 日。





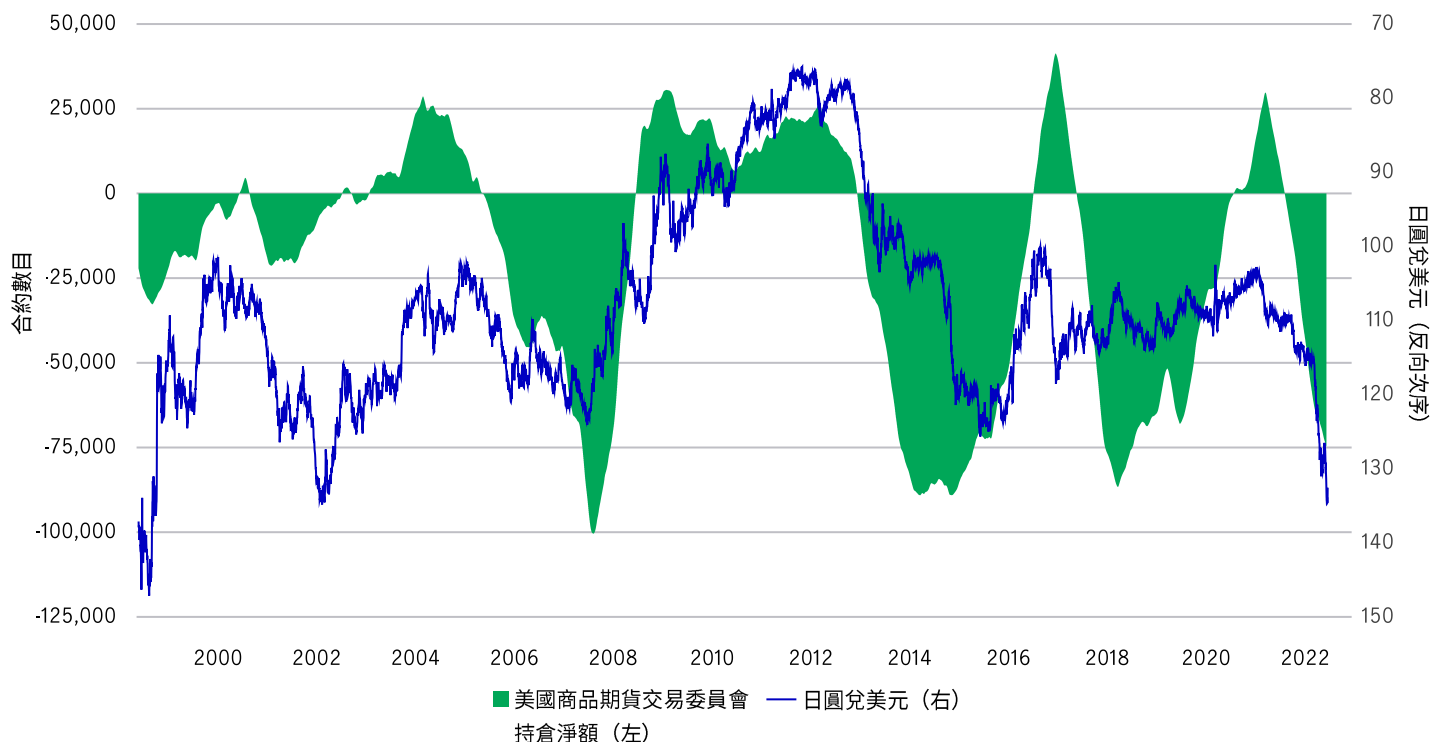
## 我們注視的因素

- **日本央行10年期日本政府債券孳息率的容許區間** — 鑑於日圓兌主要貨幣匯率接近24年低位，加上投入成本上漲，把基本通脹率推高至接近日本央行的2%目標<sup>8</sup>，市場在全球債券孳息率上升之際，繼續挑戰 +/-25基點的10年期債券孳息率目標。有更多投資者揣測日本央行或會將其容許區間擴闊至±50基點。
- **日圓疲弱** — 日圓表現非常遜色，在全球利率上升之際，把日本視為超便宜的環球融資來源，是一個合理的觀點。然而，一旦日本央行收緊貨幣政策，並釐定更高的孳息率目標，可能促使投機者爭相補淡倉，導致日圓無序升值。

## 主要市場觀點

**股票** — 全球撤回寬鬆貨幣政策的不明朗因素增加，而且俄烏危機導致避險情緒升溫，帶動日本TOPIX指數在過去三個月表現領先。日本股票估值較2021年中有改善，但仍遠較美股便宜。

投機者持有大量日圓淡倉 — 爭相補淡倉或會為市場帶來無序的局面



資料來源：美國商品期貨交易委員會、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年6月16日。

<sup>8</sup> 彭博資訊，截至2022年6月16日。



# 巴西

## 宏觀大局

我們預料巴西的宏觀經濟主題將維持相對強勁：俄烏衝突為該商品出口主導經濟體帶來支持並可提升貿易價格比率，盈餘增長亦可望繼續改善其財政狀況。

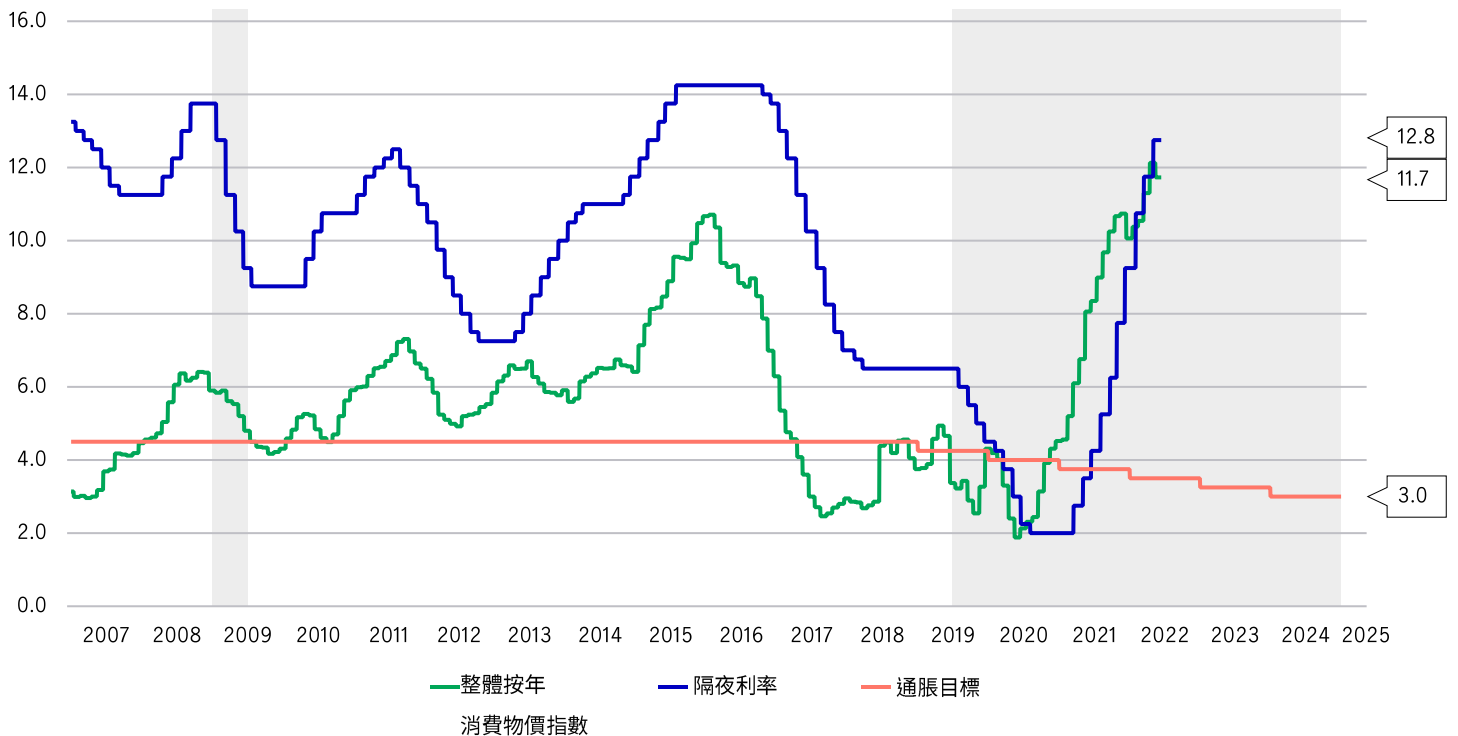
儘管如此，一些不利因素仍值得注意。由於該國處於財政緊縮周期，財政盈餘或未能持續改善。事實上，巴西政府在6月提出削減電力和燃料稅，以減輕家庭生活成本上漲的壓力。

持續的通脹壓力仍帶來憂慮。市場普遍認為 2023 年通脹接近巴西中央銀行目標通脹區間 3.25% (+/-1.5%) 的頂端，基本通脹率則持續高於目標水平。

整體而言，巴西央行表示已進入貨幣緊縮周期末段，而市場價格反映當地終端基本利率將介乎 13.5%至 14.0%，略高於目前的 13.25%。基於所面對的風險，我們認為這是合理的推測。綜觀全球，這反而可能為投資者提供更為明確的貨幣政策前景。

巴西央行表示已進入  
貨幣緊縮周期末段。

### 巴西央行立場強硬，消費物價指數升幅高於目標水平 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 15 日。投資者不可直接投資於指數。按年是指與去年同期比較。灰色範圍代表衰退期間。



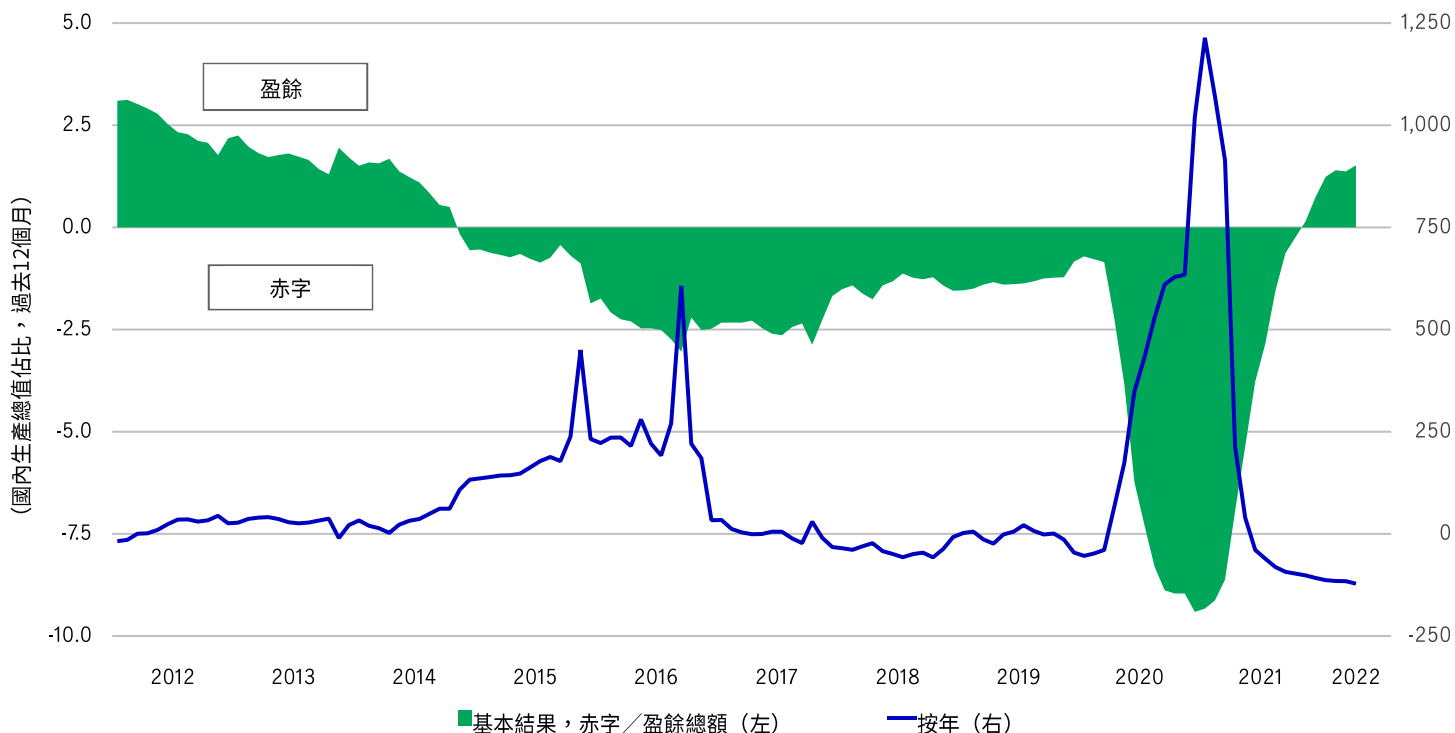
## 我們注視的因素

- **2022 年大選** — 前總統盧拉 (Luiz Inácio Lula da Silva) 的競選綱領偏向中間派，市場似乎樂見其於民意調查的支持度上升，因此巴西資產面對的政治折讓影響持續減弱。雖然民調結果仍然平穩，但政權交替可能帶來結構性改革，令大選後的財政政策前景越趨不明朗。
- **資金流及投資氣氛** — 環球市場對巴西資產的需求仍然是推動巴西雷阿爾升值的主要因素。高水平的利差吸引全球資金流入這項市場整體持有量偏低的資產類別。然而，市場主要由投資氣氛主導，因此可能出現大幅上升或下跌的雙向波動。此外，考慮到巴西資產的風險偏高，負面的全球承險氣氛將構成阻力。

## 主要市場觀點

- **股票** — 股票估值處於吸引水平，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 明晟巴西指數成份股的周期性質，商品供應短缺可望繼續令該指數受惠。
- **貨幣** — 巴西雷阿爾第二季的表現更加反覆，而全球風險升溫亦為2022下半年帶來具挑戰性的環境。全球金融狀況收緊無疑為巴西雷阿爾等對增長敏感的商品貨幣構成挑戰。我們預料巴西雷阿爾兌美元匯率將在 5.00 至 6.00 的區間徘徊。

巴西盈餘持續增長，但步伐應會放緩 (%)



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 16 日。按年是指與去年同期比較。



# 墨西哥

## 宏觀大局

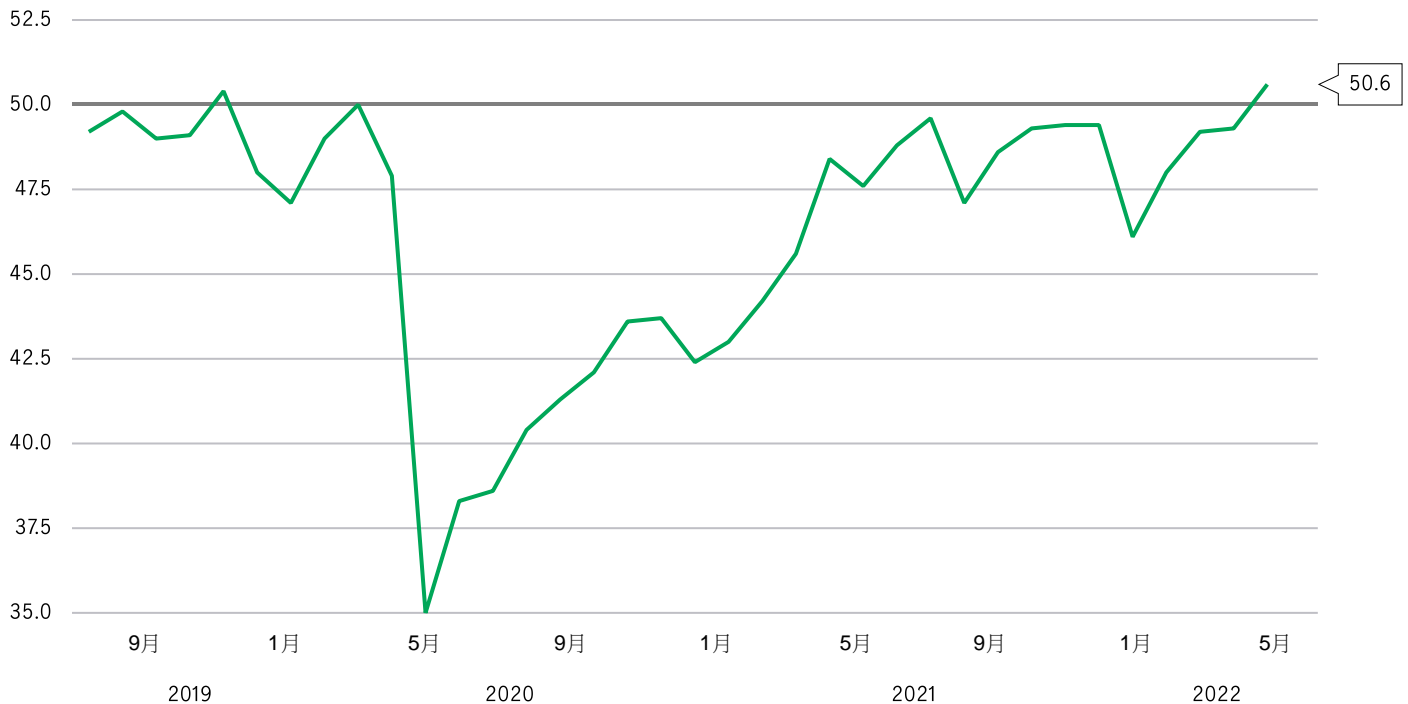
由於本土情況改善被外圍環境惡化所抵銷，墨西哥的經濟前景好淡紛呈。經過一段時間的延誤，墨西哥正處於疫後經濟重啟及復甦所帶來的困境，意味服務業的上行風險將會升溫。製造業方面，短期活動指數自 2019 年以來首次處於擴張區間。然而，踏入 2022 年下半年，墨西哥最大的中期風險集中於美國的經濟前景。

墨西哥通脹似乎已經見頂，而早前展開緊縮周期的墨西哥央行一直以緩慢平穩的步伐收緊政策，一旦經濟放緩亦處於有利位置。

政治風險方面，隨著總統洛佩斯（Andrés Manuel López Obrador）的六年任期進入下半段，預料本土的不確定因素將會減少。至於墨西哥披索，我們注意到其表現非常穩定，兌美元的匯率接近 20.00 的重要心理關口。

短期製造業活動指數  
自 2019 年以來首次處  
於擴張區間。

### 墨西哥製造業採購經理指數進入擴張區間



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至 2022 年 6 月 16 日。投資者不可直接投資於指數。數字為 50 代表擴張。



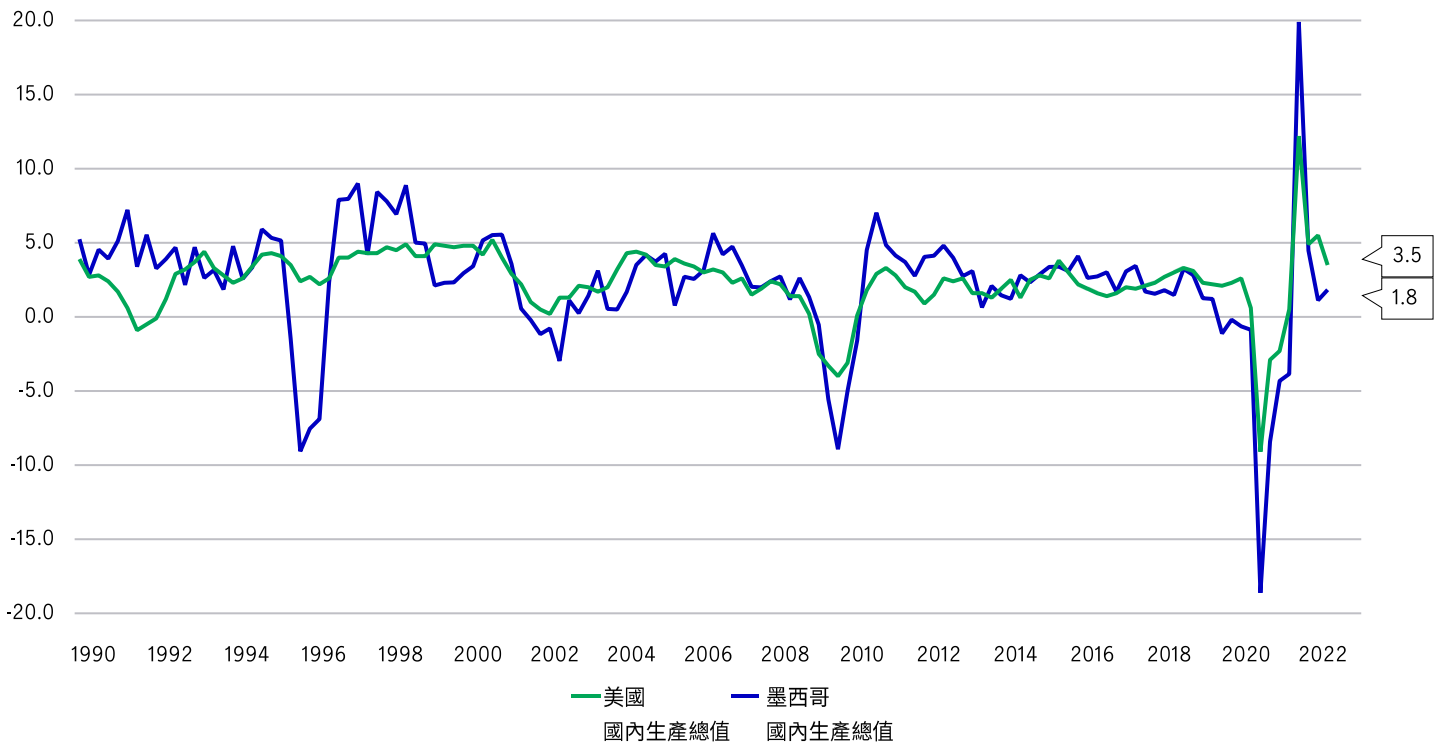
## 我們注視的因素

**美國經濟** — 根據往績，墨西哥的經濟前景與美國息息相關，但由於美墨兩國疫後經濟重啟的時間不同，墨西哥的疫後復甦一反常態地落後於美國。儘管如此，美國的經濟前景依然對墨西哥製造業至關重要，而我們亦會在2022年下半年密切注視美國經濟增長的變化。

## 主要市場觀點

**貨幣** — 墨西哥披索在過去大約18個月的表現非常穩定，兌美元的匯率在20.00的重要心理關口靠穩。此外，該貨幣自2021年底兌美元一直走強亦值得注意。

根據往績，墨西哥與美國經濟息息相關，按年 (%)



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2022年6月16日。按年是指與去年同期比較。

## 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。