

2022 年第四季 | 全球宏觀展望

前路艱辛

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

Dominique Lapointe

環球宏觀分析師

目錄

環球概覽	<u>3</u>
北美洲	
美國	<u>8</u>
加拿大	<u>10</u>
歐洲	
歐元區	<u>12</u>
英國	<u>14</u>
亞太區	
亞太區概覽	<u>16</u>
中國	<u>18</u>
印度	<u>20</u>
日本	<u>22</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>24</u>
墨西哥	<u>26</u>

環球概覽

宏觀大局

在環球經濟增長轉差、通脹居高不下和投資氣氛負面的環境下，環球市場在過去季度消化央行加息立場漸趨強硬的消息，導致各資產類別波幅飆升。

環球固定收益市場在季內出現大幅拋售，其中兩年期美國國庫債券孳息率飆升至3.92%，是2007年以來的高位¹。隨著美元升至逾廿年高位¹，投資者在市況欠明朗下轉投美元避險，導致環球股市經歷2020年6月以來表現最差的交易日。

新興市場表現落後於已發展市場，反映通脹高企、流動資金收緊及糧食和能源危機所產生的利淡因素，對新興市場的衝擊遠高於已發展市場。

雖然投資者仍普遍預期聯儲局將於明年轉持溫和立場，但他們不太相信美國貨幣政策將迅速逆轉。

通脹高企、流動資金收緊及糧食和能源危機所產生的利淡因素，對新興市場的衝擊遠高於已發展市場。

聯儲局轉持溫和立場的預期開始動搖



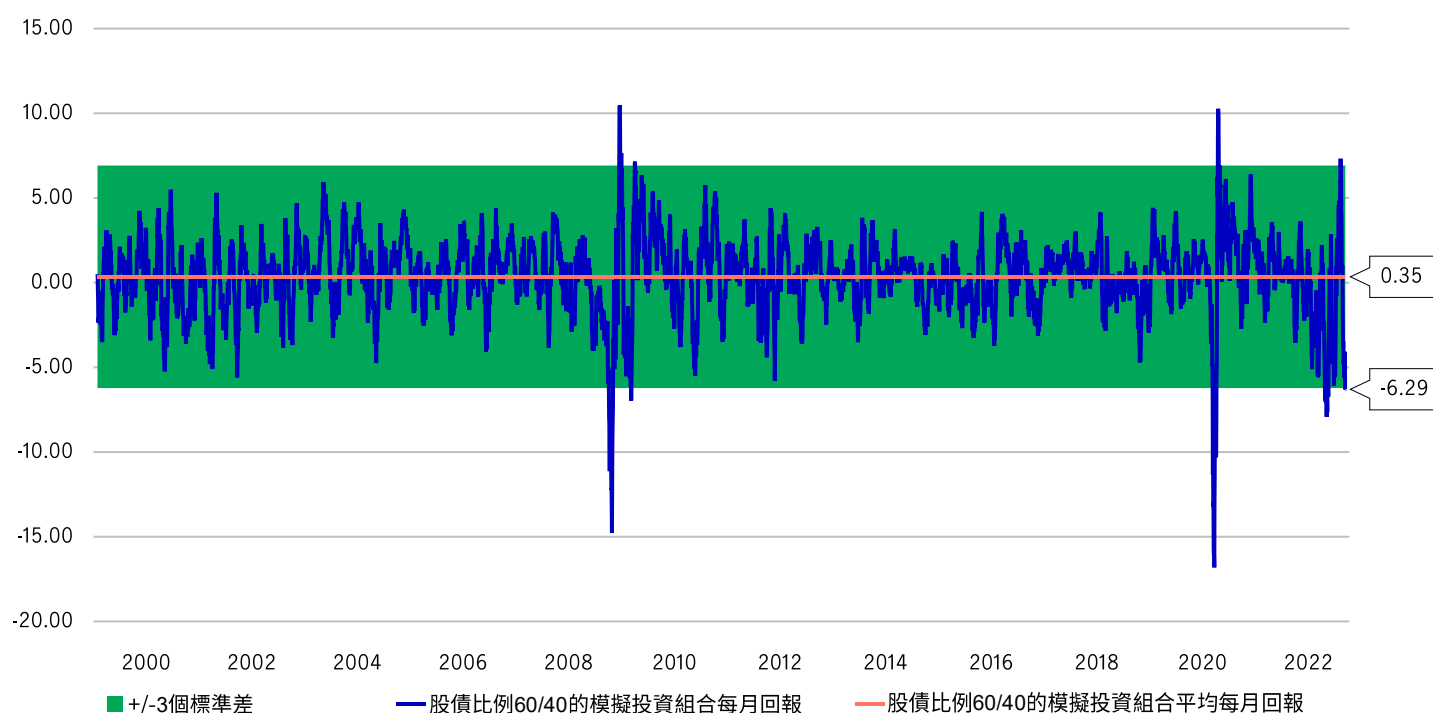
資料來源：美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月26日。聯邦基金差距指第二份聯邦基金期貨合約（六個月遠期）與第六份聯邦基金期貨合約（18個月遠期）的引伸孳息率差距。

¹ 彭博資訊，截至2022年9月26日。

聯儲局官員發表強硬言論，以及美國8月份消費物價指數通脹數據超出預期，令市場預期利率將持續一段時間處於偏高水平。

上述發展不利市場回報。數據顯示，環球股票／債券比例為60/40的模擬投資組合（以MSCI明晟所有國家世界指數和彭博環球綜合債券指數組成的風險平價指數為基礎）的年度回報，跌至2008年環球金融危機以來低位。這種投資組合的每月回報亦出現前所未見的波幅，曾多次達到 ± 3 個標準差。簡言之，情況不容樂觀。

股債比例60/40的模擬環球投資組合每月回報出現前所未見波幅（%）



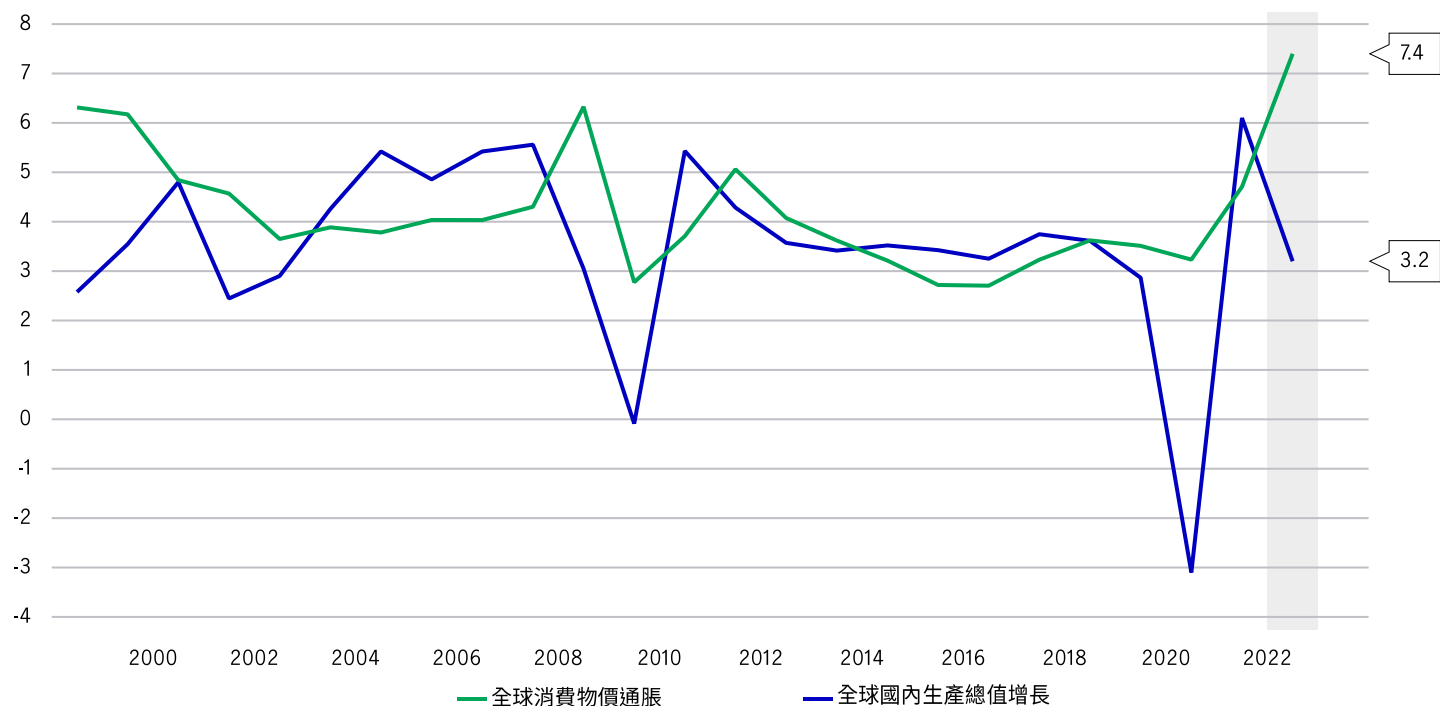
資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。

增長放緩的時期

在未來數月，期望投資環境再轉熾熱的投資者或會感到失望。我們認為反映環球增長格局的市況將於2022年餘下時間走弱，並於2023上半年持續不振。

目前，大部份市場評論似乎過度聚焦於環球或個別地區經濟會否陷入衰退。我們一直認為，「會否發生」這種非此即彼的對立論調意義不大，更重要的反而是經濟增長會有多快步入極為緩慢時期，以及將維持多久。就我們來看，這可能歷時四至六個季度。具體而言，我們的確預料美國、加拿大和歐洲經濟將於明年陷入衰退：俄羅斯入侵烏克蘭令滯脹風險升溫，而此風險仍然存在，並為風險資產帶來挑戰。

滯脹風險或持續至2022年底（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。灰色範圍代表衰退。

未來數月可能主導風險資產市場的宏觀因素

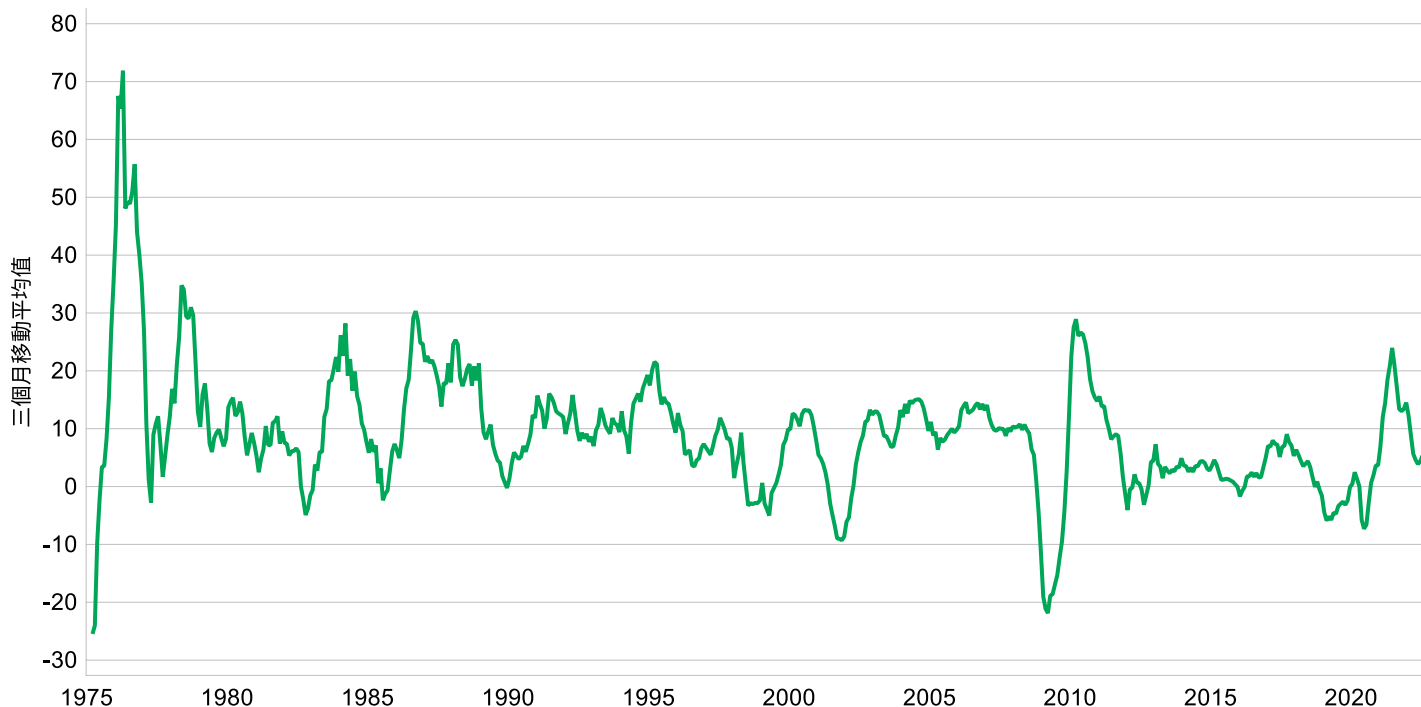
1 中國經濟增長放緩

我們繼續對中國經濟感到憂慮。隨著市場憂慮更多大規模的封控措施將會持續，中國動態清零政策的經濟成本不斷上漲。這或意味供應鏈將進一步受阻，而內房產業繼續惡化。環球增長減弱亦可能代表全球對中國出口的需求減少。這些都是不能忽視的增長阻力。關鍵的是，從經濟面對的挑戰規模來看，目前的扶持政策依然不足。

中國增長放緩亦可能令亞洲地區經濟受壓，而亞洲本已面對庫存過剩和環球增長同步受挫的影響。儘管如此，繼Omicron變種病毒爆發後，近月經濟活動逐步回復正常，或可為南亞及東南亞經濟提供緩衝。有關亞洲地區的通脹展現初步放緩跡象，可能為區內央行提供機會，在未來數月放寬各自的緊縮周期。

「中國增長放緩應會令亞洲地區經濟受壓，而亞洲本已面對庫存過剩和環球增長同步受挫的影響。」

亞洲年度出口量增長急速放緩（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。按年是指與去年同期比較。

2 通脹壓力或得以紓緩，但通脹料持續高企

通脹壓力在未來數月或逐步緩解，但預料於2022年餘下時間和明年持續高企。我們預期整體消費物價指數與核心消費物價指數將出現分歧：食品和能源價格可能會持續高企，但對利率較為敏感的項目或展現通脹放緩跡象。隨著基數效應產生影響、非汽車零售產品的過剩庫存預料將會增加，以及供應鏈受阻問題有所紓緩，我們估計通脹將於2023年中顯著降溫。

「儘管如此，我們相信聯儲局、加拿大央行和其他主要央行將由2023年第三季起減息，這觀點與目前市場預期一致。」

3 央行收緊政策為增長構成阻力

全球已發展及新興市場央行收緊政策，或導致環球流動性持續惡化，並為增長構成阻力。雖然我們最初預料經濟數據惡化，將促使央行在今年底由壓低通脹改為聚焦於處理增長相關憂慮，但通脹持續高企令大部份央行別無選擇，即使導致增長放緩仍繼續加息，繼而將經濟推向衰退。

儘管如此，我們相信聯儲局、加拿大央行和其他主要央行將由2023年第三季起減息，這觀點與目前市場預期一致。正在醞釀的歐洲能源危機令區內前景蒙上陰霾。有言論指當地將率先於冬季期間推行燃氣配給，足證情況的嚴重性。

收緊金融狀況

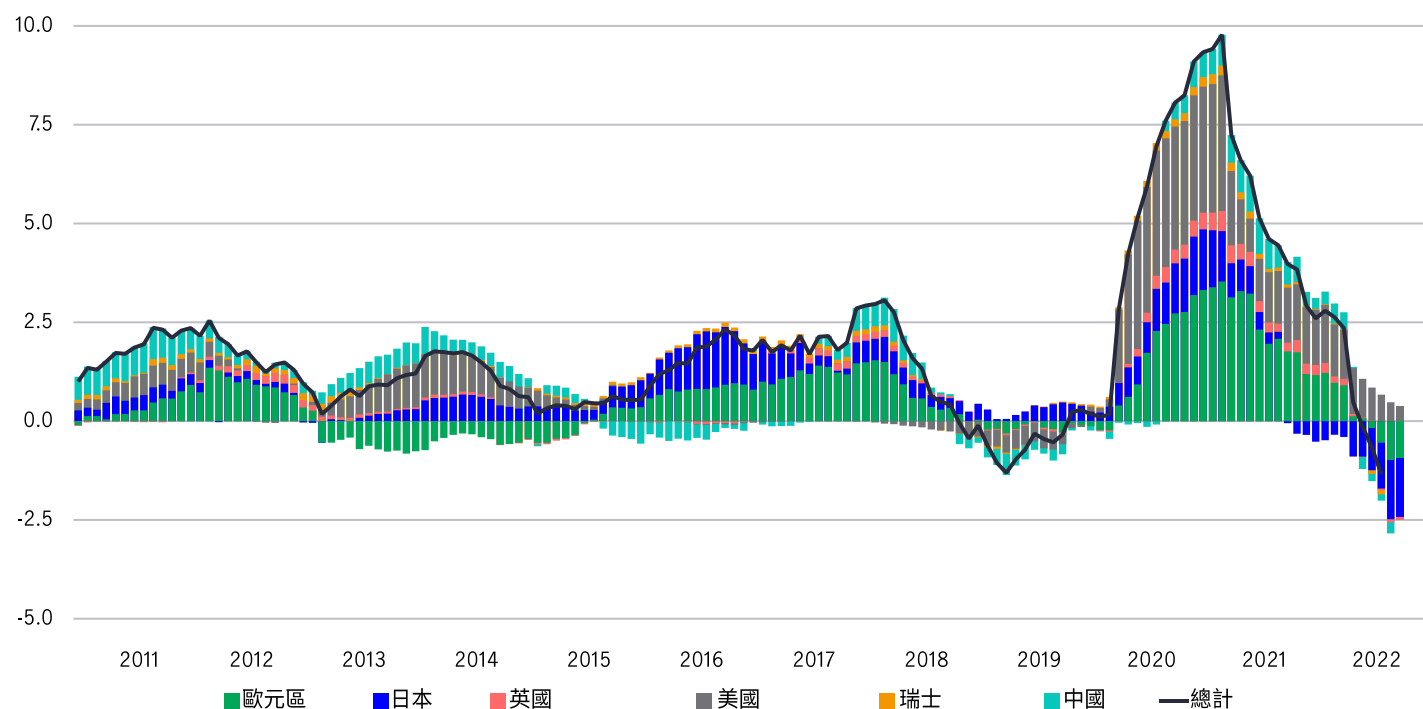
央行政策通常經歷12至18個月的滯後期，才會對實體經濟發揮全面影響。除了央行收緊政策外，數項事態發展亦會影響環球流動性：

- **量化緊縮** — 由2022年9月起，聯儲局加快縮減資產負債表規模的步伐，減幅由每月475億美元增至每月950億美元。
- **歐洲能源危機** — 由於能源價格飆升令能源市場要求收緊抵押品規定，能源危機令歐洲暗藏的金融壓力憂慮升溫。
- **負面反饋循環** — 美元流動性收緊令美元走強，並產生自我強化的反饋循環。9月份的環球金融狀況達到2020年4月以來最緊絀的水平¹。

未來數月充滿挑戰

我們對後市的看法非常明確：風險資產市場至少在短期內將備受挑戰。廣泛地緣政治環境亦不會帶來改變，因為市場焦點無疑將落在10月的中國共產黨全國代表大會，以及2022年底的美國中期選舉這兩大事件上。在此環境下，考慮提升投資組合韌性是當務之急。雖然不確定性和波幅的確可帶來機遇，但對投資者同樣重要的是，短期內避免受市場雜音所干擾，並定下更長遠的目標。

央行資產負債表正在收縮（按年%）



資料來源：各國央行、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。

美國

宏觀大局

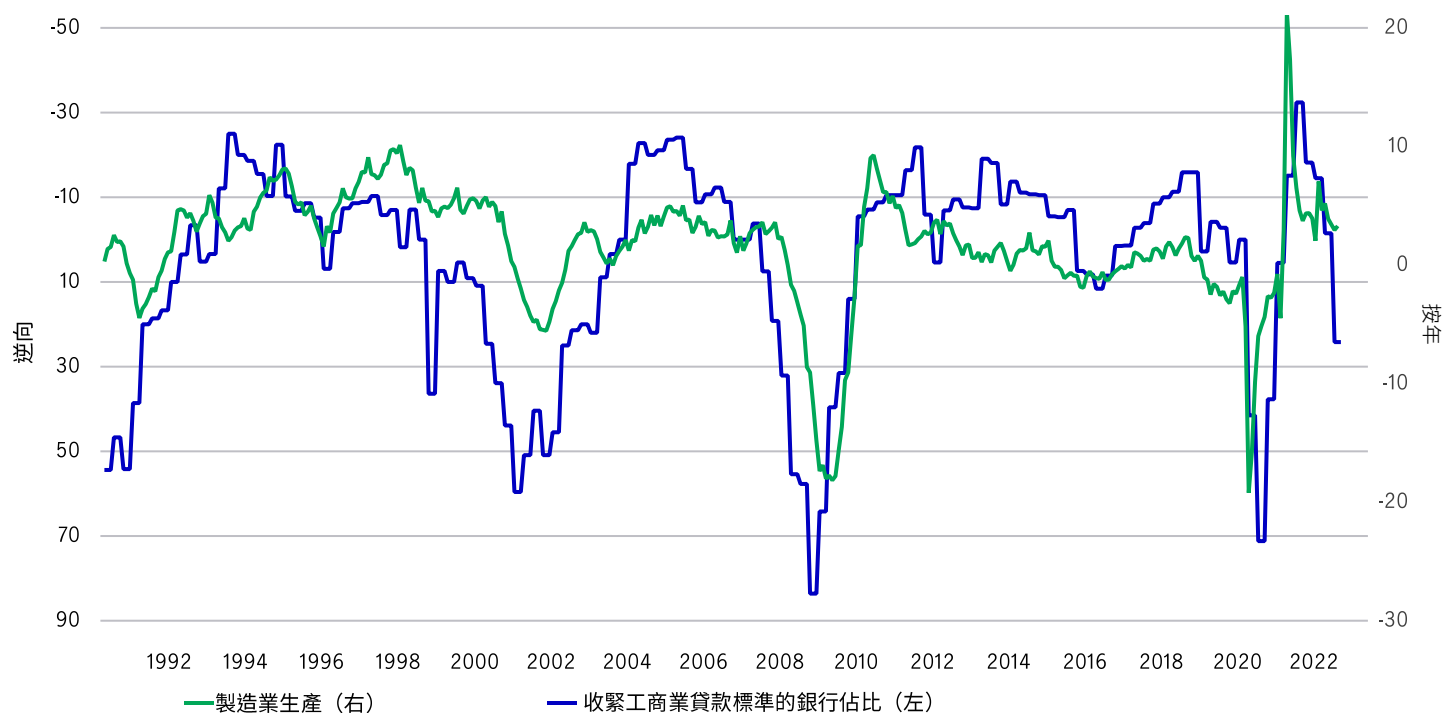
通脹依然是美國最令人憂慮的議題。在價格壓力沒有顯著紓緩的情況下，本身已被迫於經濟下行期間收緊政策的聯儲局，將別無選擇繼續調高聯邦基金利率，直至遠高於目前市場反映的水平²。

聯儲局政策的影響已開始浮現：負擔能力急挫令樓市活動大幅減少，而商業方面調查亦較為負面。假設貨幣政策如常需要一段時間才對實體經濟產生影響，便宜的融資渠道在未來數月減少，料會打擊其他消費領域和商業投資。

市況何時轉佳？我們相信將於2023年中或之前發生。政策官員在一段時間後將再度以支持放緩經濟為首要任務。聯儲局或有望於明年初暫緩緊縮周期，並可能於下半年放寬貨幣政策。

「市況何時轉佳？我們相信將於2023年中或之前發生。政策官員在一段時間後將再度以支持放緩經濟為首要任務。」

主要調查顯示美國工業生產將放緩（%）



資料來源：美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月14日。

我們注視的因素

- **通脹** — 在核心通脹連續數月錄得溫和增長之前（即按月增幅為0.3%或以下），相信聯儲局樂於停止收緊政策的機會不大。
- **聯儲局** — 投資者將密切注視聯儲局言論，尋求結束（或至少暫緩）目前加息周期的訊號。當釋出有關訊號後，預料政策更趨明確將有利經濟和市場。
- **就業** — 就業情況或可逐漸步向溫和增長。若僱主根據疫情期間經驗累積勞動力，為消費以至美國經濟帶來的支持，可望高於目前所預期的水平。

主要市場觀點

- **整體市場** — 我們預計在聯儲局暗示結束緊縮周期前，各資產類別將持續波動，並欠缺明確方向。在此之前，投資者宜採取較防守性立場。具體而言，我們將物色較優質信貸和啤打系數較低的股票。
- **貨幣** — 我們預期，只要已發展市場的貨幣政策普遍存在不確定性，美元料將持續發揮避險作用，意味著美元匯率將繼續處於較高的戰術性水平。然而，我們相信當聯儲局取態明顯趨於溫和，美元兌其他貨幣可能貶值。

美元兌其他主要貨幣匯率升至逾廿年高位



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月14日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

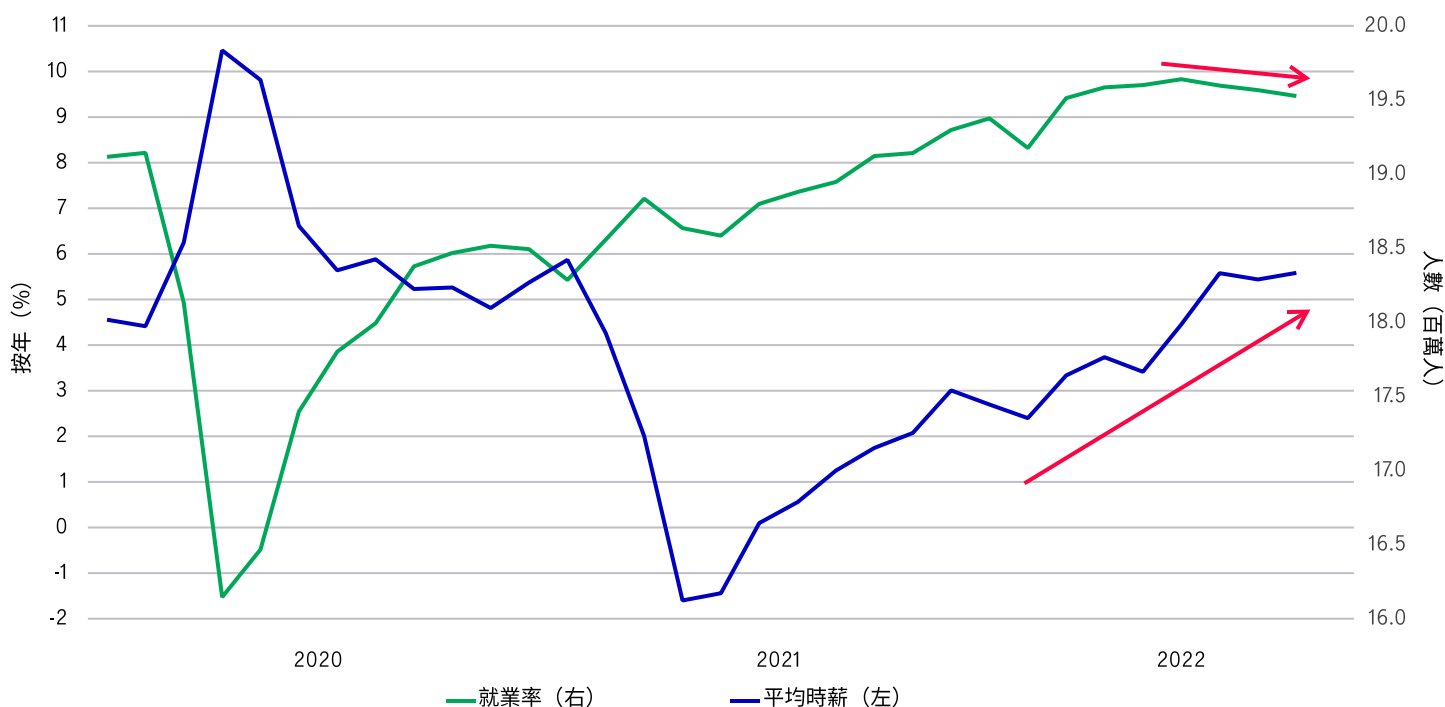
加拿大

宏觀大局

加拿大年初至今的經濟動力已超越其他七國集團國家：經濟重啟稍為延後，以及政府開支較低，構成較小阻力，帶動商品價格揚升，服務消費則維持強韌。上述發展正值工資強勁增長，而且價格具黏性，均持續為加拿大央行壯膽。當局繼上兩次會議合共調高政策利率175基點至3.25%後，似乎未有意圖暫緩加息。然而，近期數據遜於預期，新增職位步伐亦停滯不前。通脹升溫持續蠶蝕實質工資，最終將削弱消費活動。資本投資活動尚算不俗，但能源價格上升所帶動的投資增加幅度，不及過往周期。我們認為，即使通脹持續高企，加拿大經濟在2022年餘下月份和2023年初將繼續偏軟。事實上，大部份困擾加拿大的通脹因素仍屬於全球性質，而且並非特別對利率敏感，尤其是對加拿大的利率。

「加拿大央行繼上兩次會議合共調高政策利率175基點至3.25%後，似乎未有意圖暫緩加息。然而，近期數據遜於預期，新增職位步伐亦停滯不前。」

新增職位步伐已放緩，但工資增長持續揚升



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月13日。按年是指與去年同期比較。

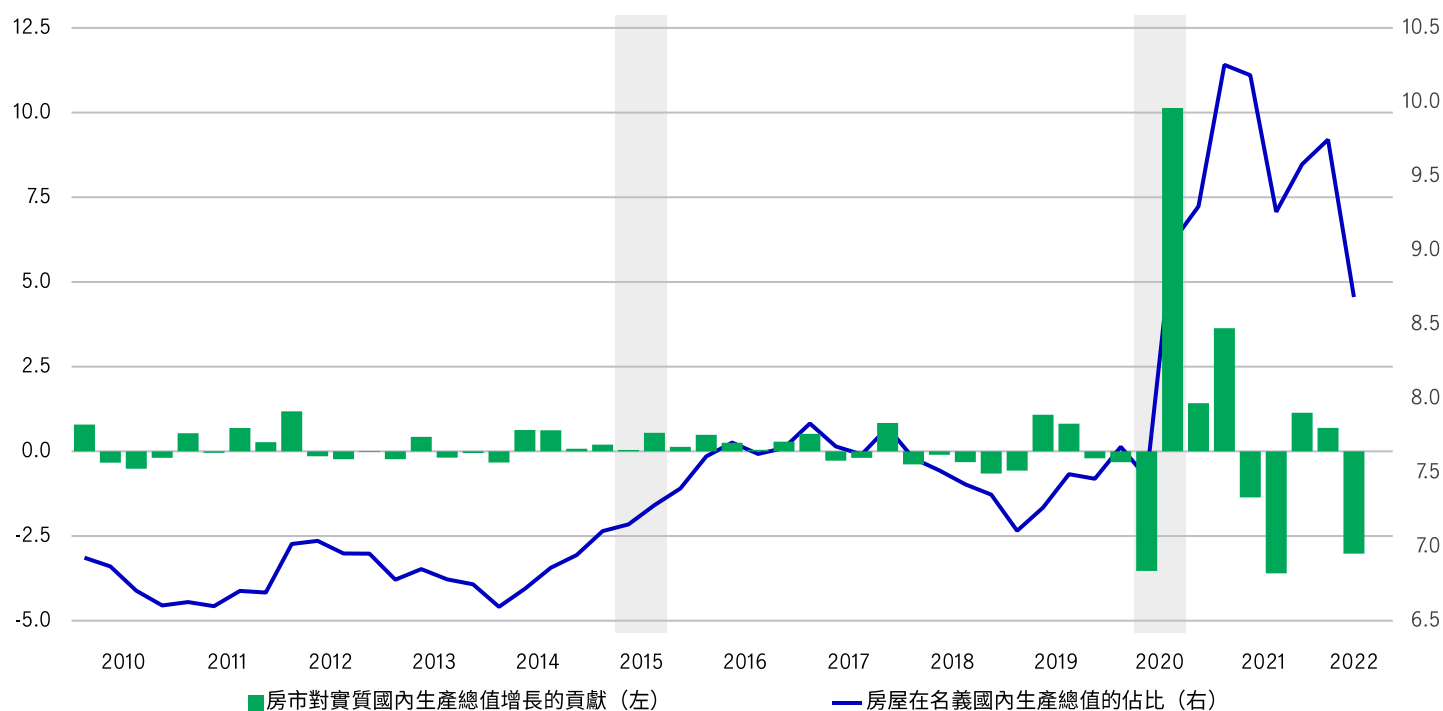
我們注視的因素

- **樓市活動** — 負擔能力下跌或削弱大部份地區的轉售活動。價格已開始回落，預料這股負面趨勢將會加速。儘管如此，2022年初至今的建造活動維持暢旺，但有可能隨著新需求消退而下跌。由於加拿大依賴房地產業推動經濟增長，因此特別容易受房市轉弱所影響。
- **加拿大央行** — 我們預料，央行可能於明年1月將利率調高至4.25%後暫緩加息。價格壓力展現放緩跡象，加上潛在需求減少，應足以說服當局通脹將重返其官方目標水平，但可能需要一段時間才能夠實現。核心消費物價指數通脹具黏性，仍然對此觀點構成風險，若該數據居高不下，或促使加拿大央行採取過份緊縮政策。

主要市場觀點

- **股票** — 即使宏觀前景疲弱，但價值股而非增長股繼續於加拿大股市造好，有助市場今年維持出色表現。即使經濟動力轉弱，但股票可藉利好的股息水平及合理估值而受益。從策略性觀點來看，金融業於樓市相關的投資可能是弱點，特別是如果加拿大央行明知會引發經濟衰退仍堅持加息。
- **固定收益** — 我們認為，基於油價轉弱、利差擴大所帶來的挑戰，加元的基本因素被削弱，並面臨進一步走弱的風險。美元兌加元明顯突破交易區間，我們並不預期美元於現水平進一步顯著上升，再上試2020年疫情爆發時的高位之風險有限。

加拿大經濟特別受房市周期影響 (%)



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。

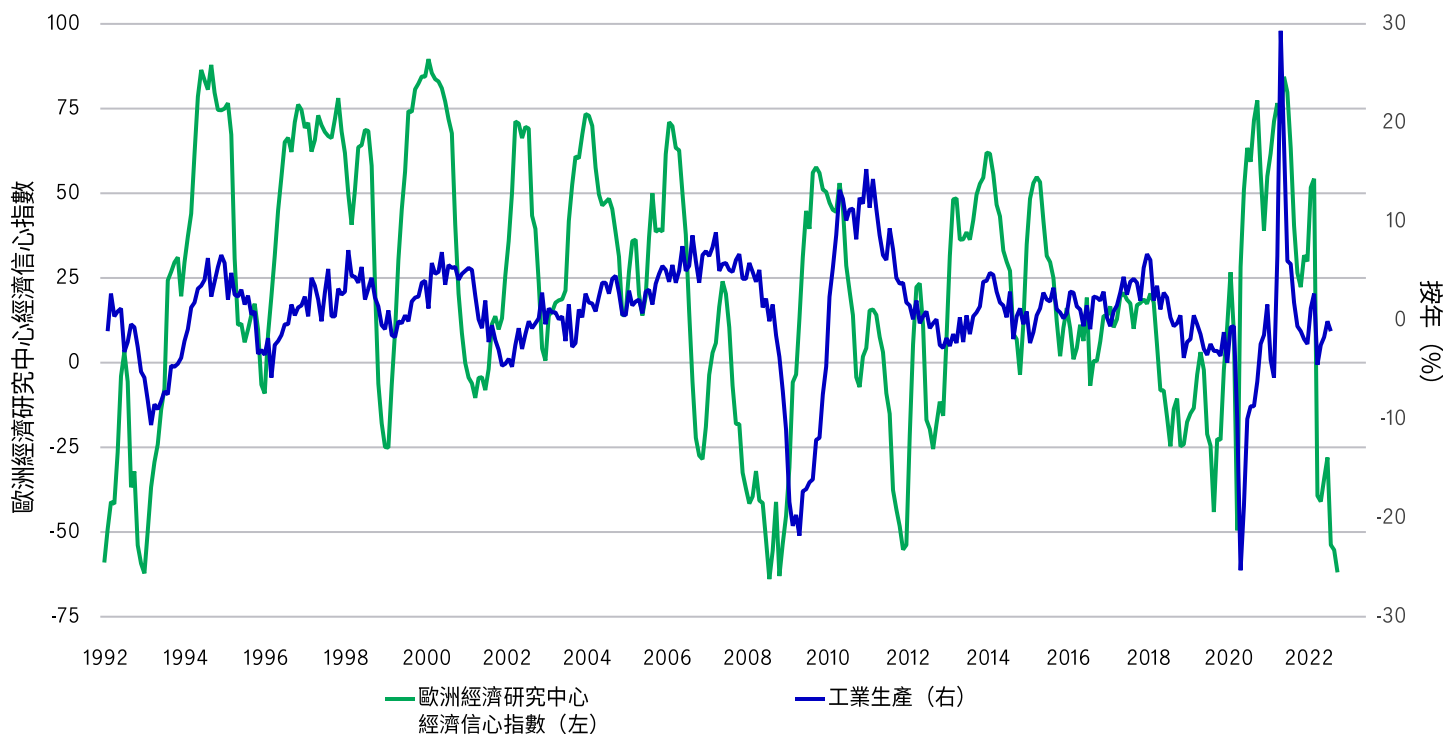
歐元區

宏觀大局

歐洲經濟前景繼續顯得黯淡。區內面臨的能源危機正從通脹價格衝擊，迅速演變成能源供應可能縮減的局面，或會令經濟陷入停擺，情況與2020年3月和4月相似。我們認為歐洲經濟增長仍明顯面對下行風險，而政府推行財政措施以緩減能源危機造成的經濟負擔，為核心通脹帶來上行風險，因為所提供的支持都聚焦於最脆弱的範疇。歐洲央行提前收緊政策造成額外阻力，並產生顯著擴散風險，導致主權債券息差擴闊。此外，近日的政局發展反映多國出現廣泛右傾跡象。目前這些事態發展對歐元完整性所造成的風險不大，但我們認為可能會對現有的財政框架和廣泛社會政策造成挑戰，尤其是有關移民議題。

歐洲的能源危機正從通脹價格衝擊，迅速演變成能源供應可能縮減的局面，或會令經濟陷入停擺。

德國的歐洲經濟研究中心經濟信心指數顯示工業生產嚴重收縮



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。投資者不可直接投資於指數。

我們注視的因素

- **歐盟能源政策** — 政府加強能源危機管理，供應縮減令政府不得不準備能源配給（自願和強制）。若歐盟啟動緊急計劃最嚴重的階段，將會觸發如2020年疫情最嚴峻時期般的經濟停擺。
- **意大利即將舉行選舉和當地的財政政策取向** — 意大利的政局發展令意大利需要與歐盟重新談判有關撥款的條款，對退休金資格的建議調整可能會不利歐洲復甦基金的發放。德國政府債券與意大利政府債券之間的息差，仍是衡量歐盟與意大利關係的重要指標。

主要市場觀點

- **股票** — 從絕對和相對角度而言，我們仍看淡歐洲股票。整體來說，鑑於能源危機，預期歐洲股票表現將繼續遜於環球基準。
- **貨幣和固定收益** — 對投資者來說，歐元兌美元達致平價(1算)仍是一個重要的心理關口。在這個水平很可能會出現大量雙向交易，意味著歐元兌美元匯價或會在短期內維持窄幅上落。然而，我們認為意大利正在醞釀的政治風險，可能會導致主權債券息差擴大至2018年的水平，因此預料歐元兌美元走勢的中期風險屬中性至負面。

德國政府債券與意大利政府債券的息差正在擴闊 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。

英國

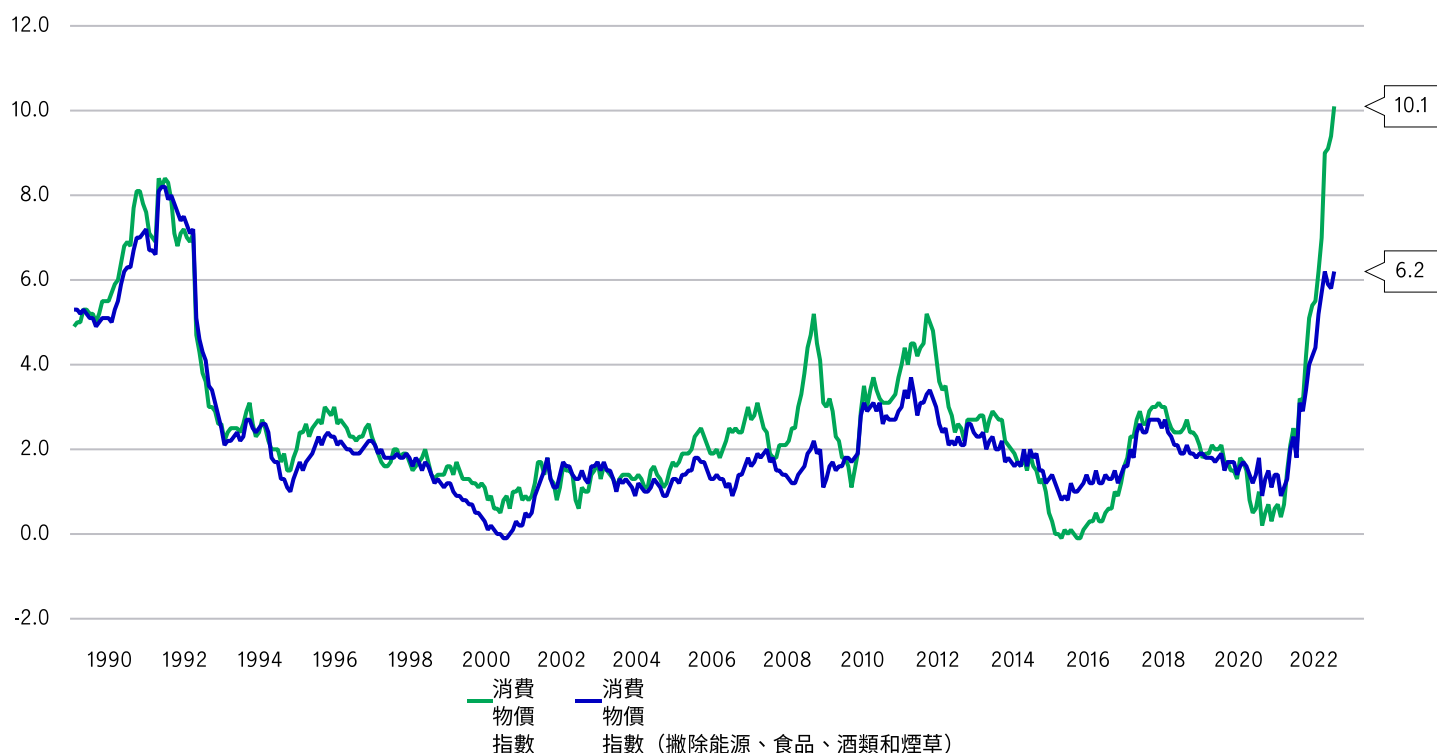
宏觀大局

全球能源危機不斷演變，使英國的經濟前景陰霾密布，令早已居高不下的通脹水平加劇，同時也令水電費用飆升，打擊消費意欲。這種情況令政府不得不承受大量財政負擔，導致英國債券孳息率急升，反映市場預期未來數年的公共財政將嚴重惡化。

預期英國在 2023 年的實質國內生產總值增長接近零，而通脹於 2023 年期間保持 5% 以上的偏高水平，到 2024 年才朝著 2% 的水平回落。¹ 英倫銀行正趕上通脹的步伐，並將繼續在勞工市場緊絀的情況下加息。市場關注北愛爾蘭持續進行的英國脫歐談判，以及蘇格蘭再度舉行獨立公投的初期風險，反映政局仍將維持高度不確定性。

「全球能源危機不斷演變，使英國的經濟前景陰霾密布，令早已居高不下的通脹水平加劇，同時也令水電費用飆升，打擊消費意欲。」

英國通脹飆升，按年 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。投資者不可直接投資於指數。

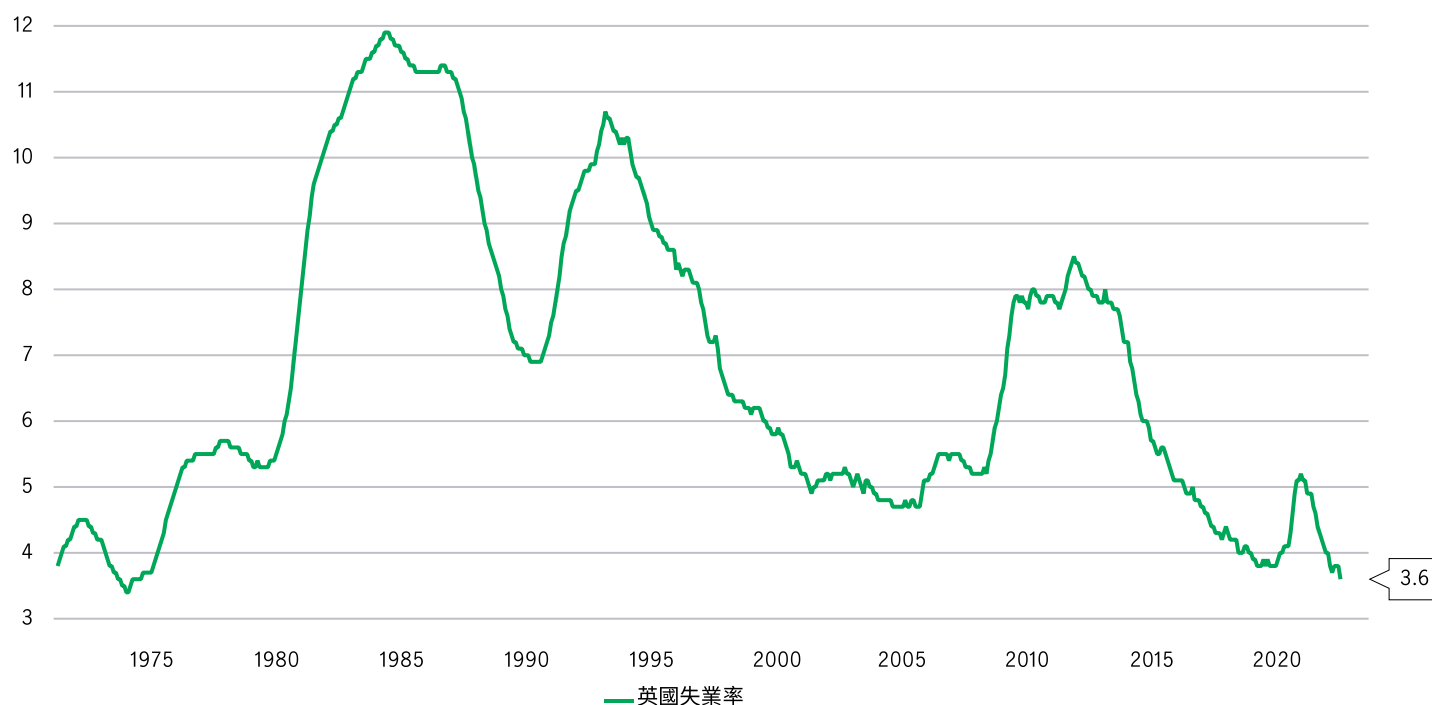
我們注視的因素

- **工資談判和供應鏈受阻的風險** — 英國勞工市場依然緊絀：失業率已跌至3.6%的數十年新低，至1970年代中期的水平。工資談判情況令人憂慮，英國多個重要行業的工會威脅採取罷工行動。
- **檢視英倫銀行的職能** — 新任英國首相卓慧思在競選保守黨黨魁期間承諾檢視英倫銀行的職能。雖然政府需要就逐漸形成的能源危機制定適當應對措施和財政對策，英倫銀行職能的議題已變得次要，但若市場重新聚焦於此，或會令利率和貨幣出現不必要的波動。

主要市場觀點

- **股票** — 從相對角度而言，我們認為英國股票的基本因素好淡紛呈：估值和盈利能力指標穩健，但盈利仍然疲軟。儘管如此，中期技術因素仍屬樂觀，我們預計英國股票相對環球市場將持續表現優秀。
- **利率** — 政府就逐漸形成的能源危機採取財政對策，導致基準英國政府債券孳息率飆升，估計政府的支持措施規模接近國內生產總值15%。¹此外，即使英倫銀行推行量化緊縮，但仍會繼續加息以對抗通脹。我們認為英國10年期政府債券孳息率在短期上升，但預計將於4.0%以上水平靠穩。

英國失業率：英國勞工市場仍非常緊絀 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月14日。

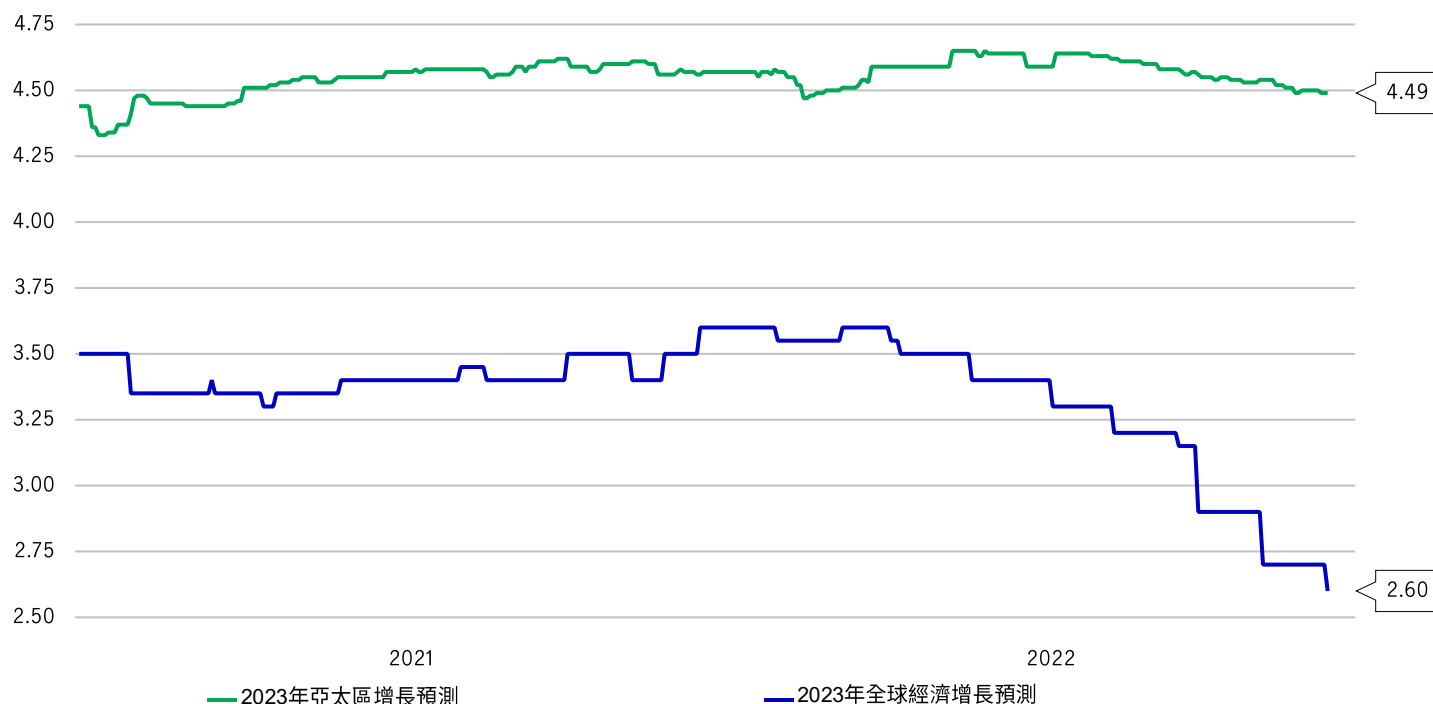
亞太區

宏觀大局

考慮到亞太區正面對三大主要衝擊，包括聯儲局立場強硬、全球經濟衰退的憂慮漸增，以及蘊釀中的糧食和能源危機，其表現仍相對良好。即使2023年的環球增長預測，由俄羅斯入侵烏克蘭以來¹的3.6%被調低至2.7%，但亞太區的增長預測未有太大變動，維持於大約4.5%水平。整個地區受惠於經濟重啟和環球供應鏈趨於多元化，而除了個別例子外，東盟經濟體更享有人口結構及消費趨勢利好的額外優勢。綜觀區內，印度和越南在今明兩年勢將締造最快的經濟增長率。就通脹而言，雖然今年的預測已被逐步調高，但預期高位仍低於過往周期。關鍵的是，區內通脹遠低於全球其他地區的高通脹率。令人鼓舞的是，區內11個經濟體系當中，有六個的年度通脹率在8月放緩，多於6月的只有一個¹。若這趨勢持續下去，或可令政策官員感到安心，支持較溫和及短暫的緊縮周期。

區內11個經濟體系當中，有六個的年度通脹率在8月放緩，多於6月的只有一個。若這趨勢持續下去，或可為較溫和及短暫的緊縮周期帶來支持。

亞太區國內生產總值增長預測依然穩健（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月6日。按年是指與去年同期比較。

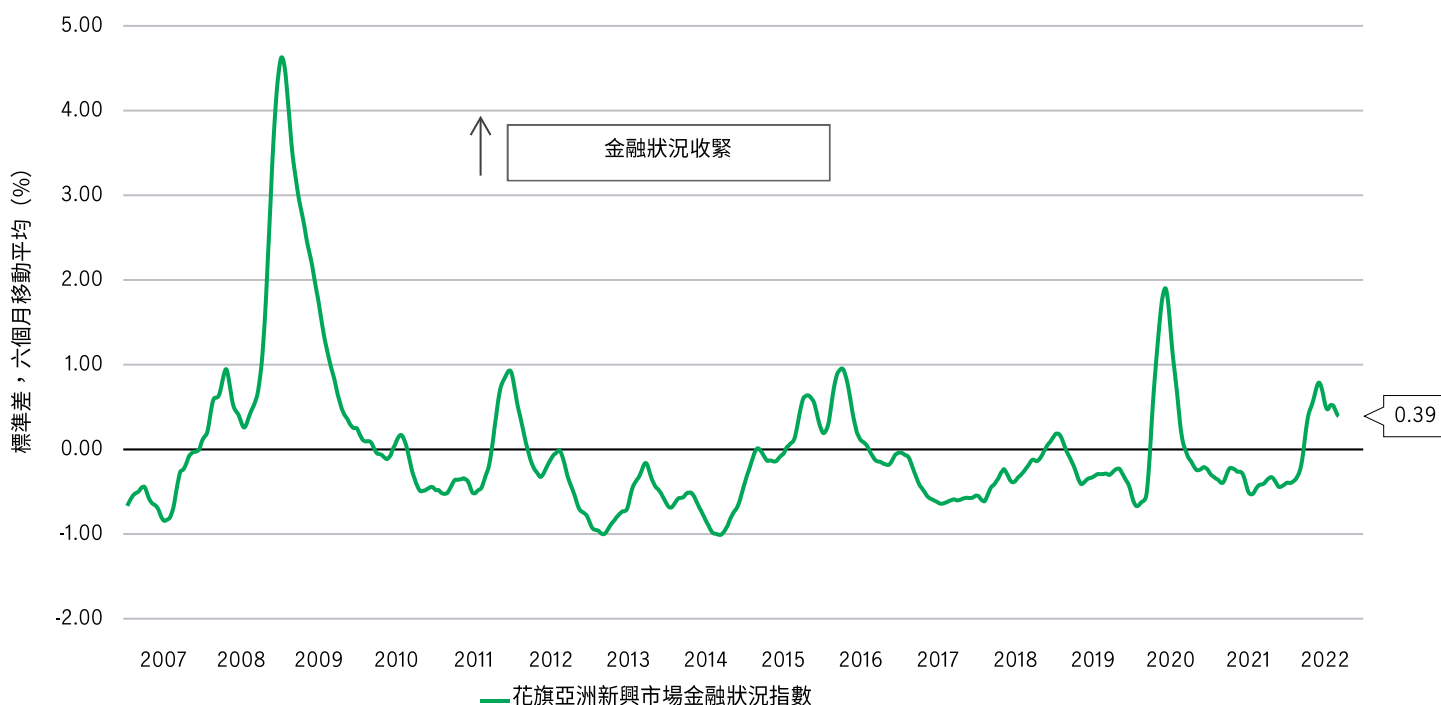
我們注視的因素

- **亞洲出口增長放緩** — 東北亞庫存過剩，加上亞洲出口的全球需求減弱，應意味著區內會失去主要的美元資金來源、甚至是經濟長。
- **金融狀況** — 聯儲局立場更為強硬，更為亞洲央行帶來壓力，尤其是不願採取相近立場的央行。舉例而言，日本央行繼續推行超寬鬆貨幣政策，而中國人民銀行則調低政策利率。鑑於政策分歧擴闊，日圓兌美元匯率跌至25年低位，人民幣兌美元匯率跌至兩年低位²。

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，而非商品進口國，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。從市場觀點來看，這意味著亞洲債券有望表現出色，但本地貨幣可能表現遜色。

新興亞洲市場的金融狀況



資料來源：花旗集團、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月6日。投資者不可直接投資於指數。

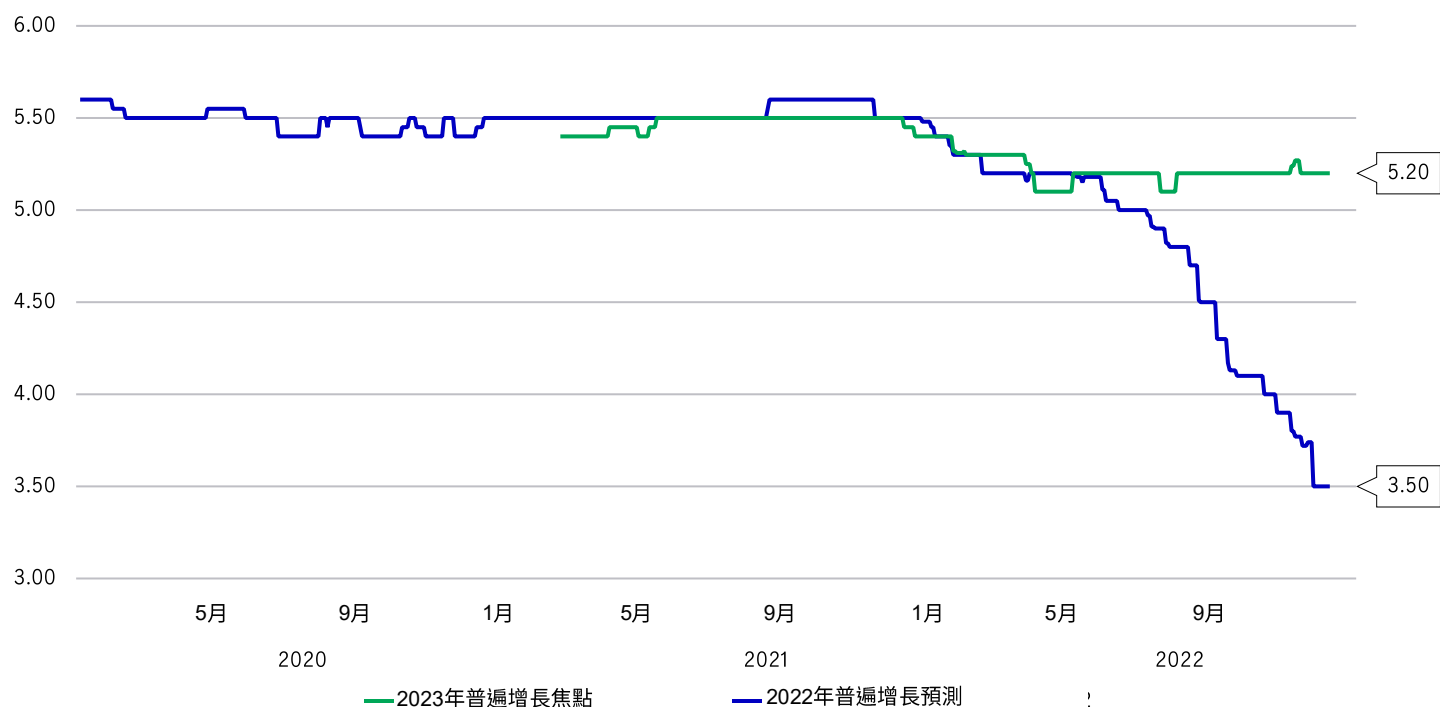
中國內地

宏觀大局

中國經濟增長的主要挑戰仍然維持，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；以及隨著環球需求轉弱，出口增長將會放緩。雖然2022年國內生產總值增長的普遍預測已被大幅調低，但我們依然認為中國的中長期經濟增長前景預測過於樂觀。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。就我們來看，刺激政策並不足夠，尤其是考慮到內地經濟面對的挑戰規模。令人擔憂的是，中國勞工市場正加速惡化。

「雖然2022年國內生產總值增長的普遍預測已被大幅調低，但我們依然認為中國的中長期增長前景預測過於樂觀。」

中國國內生產總值增長普遍預測（按年%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月6日。按年是指與去年同期比較。

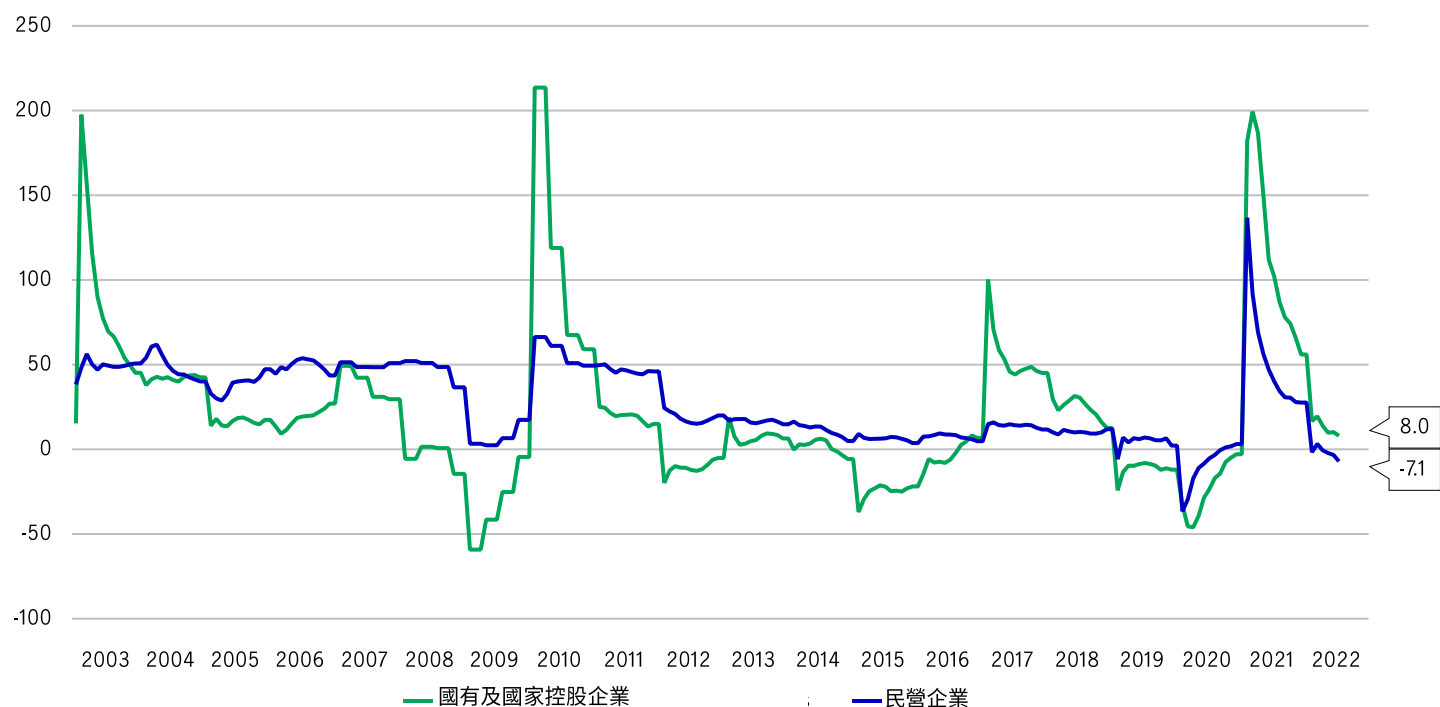
我們注視的因素

- **貿易順差** — 8月份貿易數據顯示，內地貿易順差仍然高企，達到793.9億美元³。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，並可能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。我們亦意識到這些議題可能導致地緣政治壓力升溫。
- **收緊監管** — 我們預期，在二十大舉行前夕，中國政府將收緊對民營市場的監管，而近期當局有意規管民營企業收入的政策，亦支持這觀點。愈來愈多民營企業的利潤錄得負增長，促使中央政府建議地方政府出售資產。

主要市場觀點

- **股票** — 中國股票短期內在技術層面表現出色僅屬暫時性。我們認為，基本因素前景尚未改變，而全球滯脹環境將為中國股票帶來特別大的挑戰。此外，我們亦密切留意中國企業提前從美國交易所除牌的風險。
- **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，通常會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14日。按年是指與去年同期比較。國有企業由國家全資擁有，國家控股企業則由國家持有大部份股份。

3 中華人民共和國海關總署，2022年9月7日。

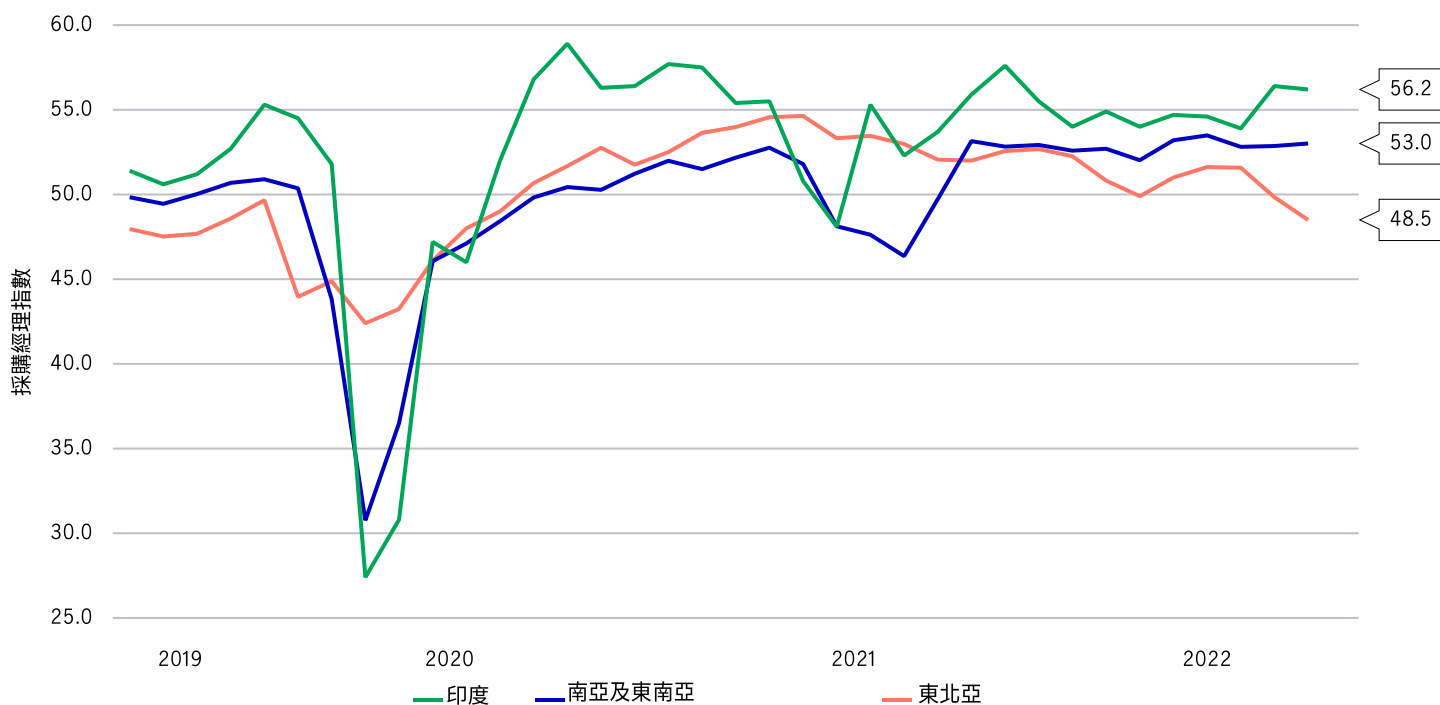
印度

宏觀大局

儘管我們預料經濟將於未來數季放緩，但在踏入這更具挑戰的宏觀經濟環境之際，印度經濟錄得穩健增長。舉例而言，寬鬆金融狀況的滯後效應、以及經濟在疫情後復甦，令內需復原力度加強，使當地製造業及服務業採購經理指數維持於擴充區間。然而，通脹具黏性並處於高水平，燃料及核心消費物價指數通脹逐步上升。電費被調高，經濟重啟為亦服務業通脹帶來上行壓力。印度儲備銀行採取強硬立場，在8月加息50點子，並表示政策利率尚未達到中性水平，因其繼續專注於撤回寬鬆政策。儘管如此，我們認為由於環球增長可能放緩，加上印度儲備銀行以實現軟著陸為目標，加息步伐將會放緩。

儘管我們預期未來數個季度內，經濟將會顯著放慢，在踏入這更具挑戰的宏觀經濟環境之際，印度經濟錄得穩健增長。

製造業採購經理指數：印度表現顯著優於區內其他國家



資料來源：IHS麥凱德、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年8月31日。高於50的數字代表擴張。投資者不可直接投資於指數。

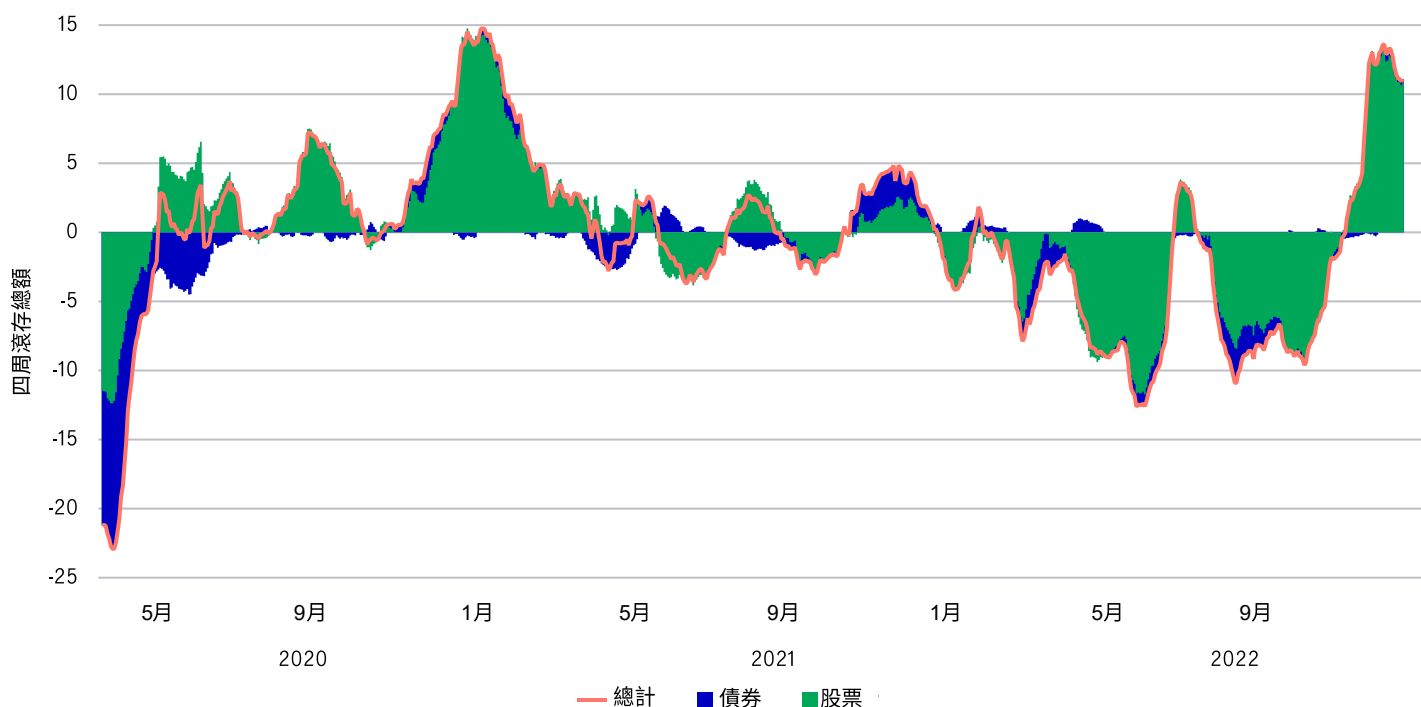
我們注視的因素

- **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，可構成經濟增長進一步減慢、實質孳息率下跌，以及投資組合資金持續流出的風險。儘管如此，外國直接投資等其他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，區內相對出色的表現可望延續。外國投資者在過去一季已紛紛重返這市場。
- **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%⁴。因此，從相對風險與回報角度來看，我們認為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，以穩定印度盧比的跌勢，意味著印度盧比今年的貶值幅度將較2011／2013年，以及2018年縮減量寬恐慌期間相對溫和。

印度：外國投資資金流（十億美元）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月12日。

4 彭博資訊，截至2022年9月12日。

日本

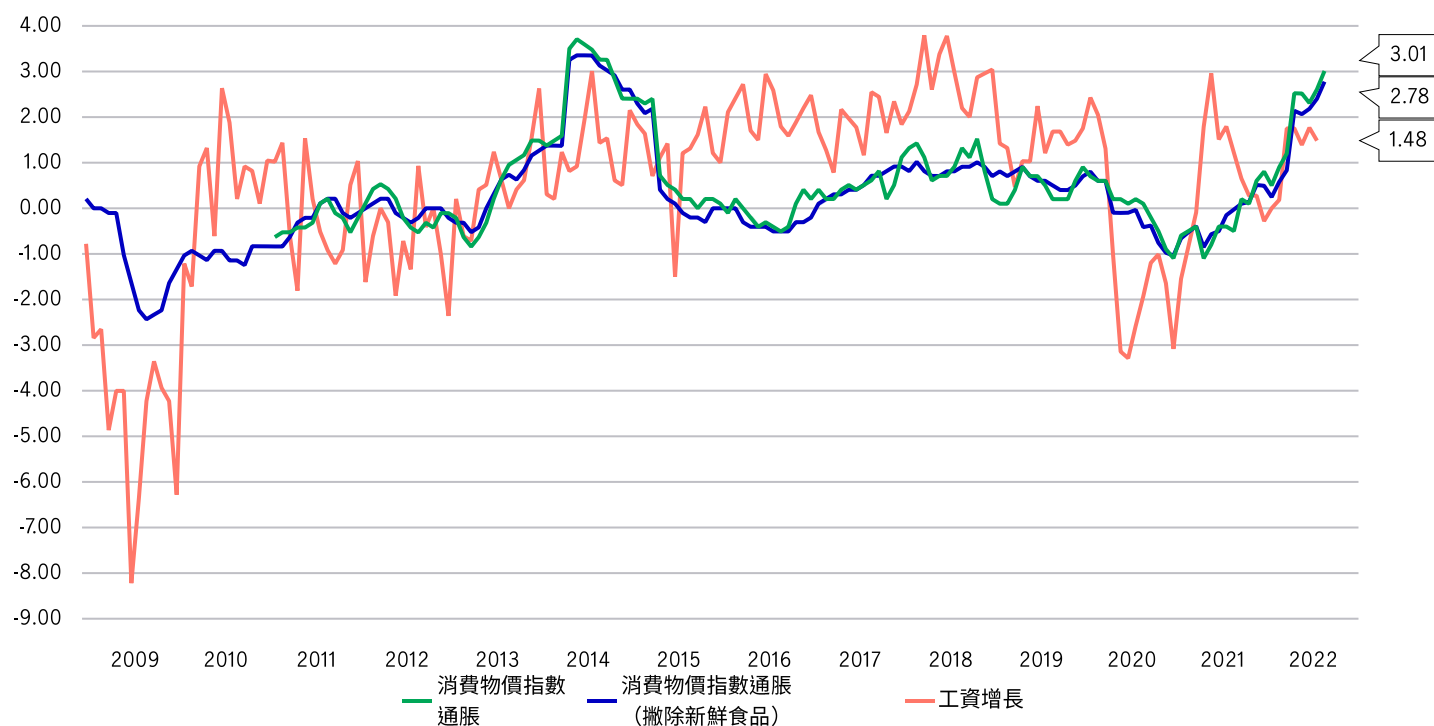
宏觀大局

日本的7月份消費物價指數通脹進一步揚升：整體通脹在月內達到2.6%，是1991年來的最高水平，而核心消費物價指數通脹（撇除新鮮食品和能源）則升至1.2%的六年半高位⁵。即使投資者揣測日本央行或調整其孳息率曲線管控政策，但該行暫時未有退讓——近月當局捍衛10年期債券孳息率目標的決心毋庸置疑。

日本央行行長黑田東彥重申，當地經濟不能承受加息所帶來的衝擊，未來一段時間內收緊政策的機會不大。我們認為日本通脹由成本推動而非需求拉動，當地工資增長相對有限。此外，近期採購經理指數初值和貿易數據均反映環球需求放緩開始影響日本。當局持續推行寬鬆貨幣政策，以及旨在抗通脹和支持經濟重啟的利好消費者財政措施（包括扶持當地和國際旅遊業的舉措），可望為日本經濟下行提供緩衝。

「即使投資者揣測日本央行或調整其孳息率曲線管控政策，但該行暫時未有退讓——近月當局捍衛10年期債券孳息率目標的決心毋庸置疑。」

日本工資增長落後於整體通脹（按年%）



資料來源：日本統計局、日本內閣府、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月6日。投資者不可直接投資於指數。按年是指與去年同期比較。

5 日本統計局，2022年8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——10年期債券孳息率目標（+/-25點子）的市場壓力近期消退。然而，日圓持續偏軟及投入成本上升將推高基本通脹率，或促使市場再度揣測日本央行的容許區間將擴闊至+/-50點子。
- 新一輪刺激經濟方案 — 日本首相岸田文雄表示，政府正考慮在10月加推額外預算，為額外刺激方案提供融資，並會推廣一種新資本主義模式。當局未有公布太多細節，投資者固然應密切留意事態發展。

主要市場觀點

股票 — MSCI明晟日本指數年初至今表現優於其他環球市場⁴。較寬鬆的貨幣和財政狀況，為調升盈利預測帶來支持，與全球大部份其他地區形成強烈對比。然而，當宏觀環境在年底變得更為嚴峻，防守性較高及受惠於經濟重啟的股份可能具備優勢，以駕馭更趨不明朗的市場。

日本央行立場溫和與環球趨勢形成對比



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月6日。

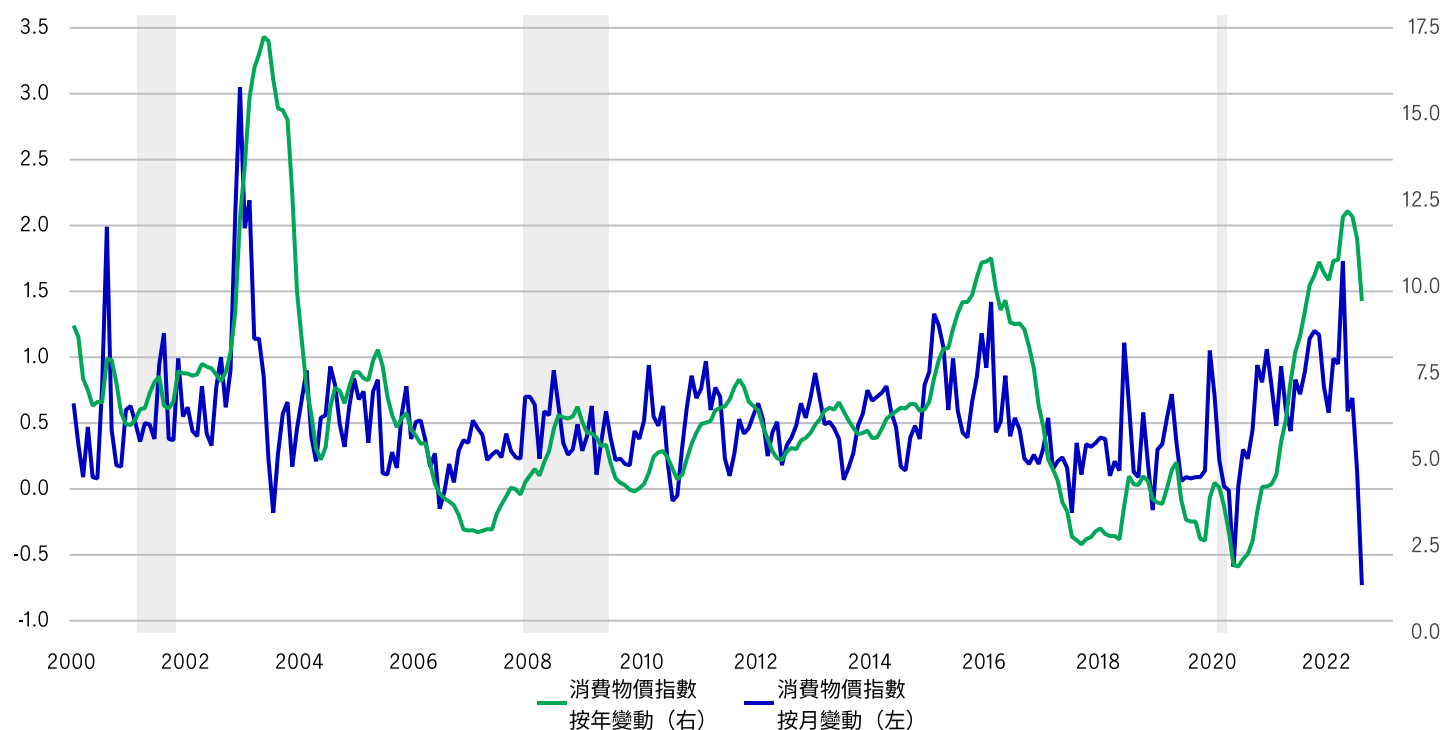
巴西

宏觀大局

我們預料巴西的宏觀經濟主題將維持相對強勁，但由於10月總統大選前夕和其後數天存在波幅加劇的風險，我們對此保持審慎。關鍵的是，巴西通脹似乎已於7月見頂，或容許巴西央行暫緩進取加息周期。我們認為，目前的基準基本利率13.75%是終端利率，或可為投資者帶來更高的貨幣政策確定性，特別在環球層面。在財政政策支持下，就業率和實質活動增長在過去九個月走強。即使製造業和服務業採購經理指數錄得輕微跌幅，但仍顯然處於擴張區間。雖然硬性商品仍較受環球需求下跌所影響，但我們依然看好軟性商品，認為其有利於巴西貿易價格比率及以巴西雷阿爾計價資產，因為當地國內生產總值逾25%來自農業。

「關鍵的是，巴西通脹似乎已於7月見頂，或容許巴西央行暫緩進取加息周期。」

巴西通脹似乎已見頂 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月12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。

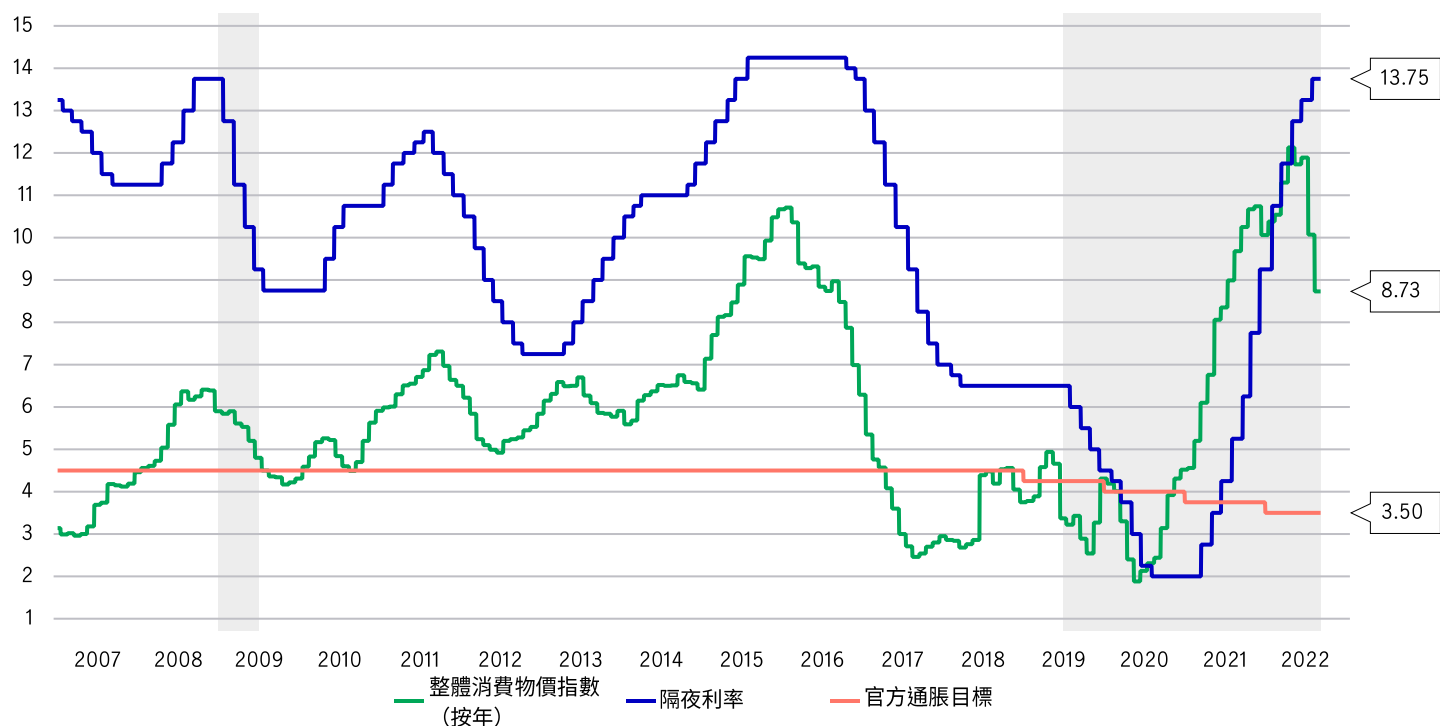
我們注視的因素

- **2022年大選** — 雖然前總統盧拉（Luiz Inácio Lula da Silva）一直在民意調查領先，但現任總統博爾索納羅（Jair Bolsonaro）的支持度在最近數周節節上升。無論大選結果如何，我們預料，當地未來數月將推行結構性改革，但財政政策的方向未明。
- **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。孳息率水平相對較高，吸引全球資金流入這項市場整體持有量偏低的資產類別。儘管如此，由於市場仍主要由投資氣氛主導，故可能會出現突然急升或急跌的情況。此外，鑑於巴西資產本質上風險較高，環球承險氣氛利淡為該市場構成阻力。

主要市場觀點

- **股票** — 我們認為MSCI明晟巴西指數的基本因素依然非常強勁，從環球相對角度來看，其遠期邊際利潤率、和股息率等指數指標，維持於高水平。從估值角度來看，巴西股票亦優於新興市場及已發展市場股票。指數的周期性質意味其可受惠於目前全球商品供應短缺的情況。然而，值得注意的是，鑑於巴西股票對持續演變的地緣政治環境表現敏感，故容易大幅波動。
- **貨幣** — 巴西雷阿爾的走勢反覆，並於2023年面對下行風險。在增長放緩和金融狀況收緊的環境下，環球風險維持高企。我們預料巴西雷阿爾兌美元匯率將靠近5.60至5.80的區間。

若通脹接近目標，巴西央行或會結束加息周期（%）



資料來源：彭博資訊、宏利投資管理，截至2022年9月12日。按年是指與去年同期比較。灰色範圍代表衰退時期。

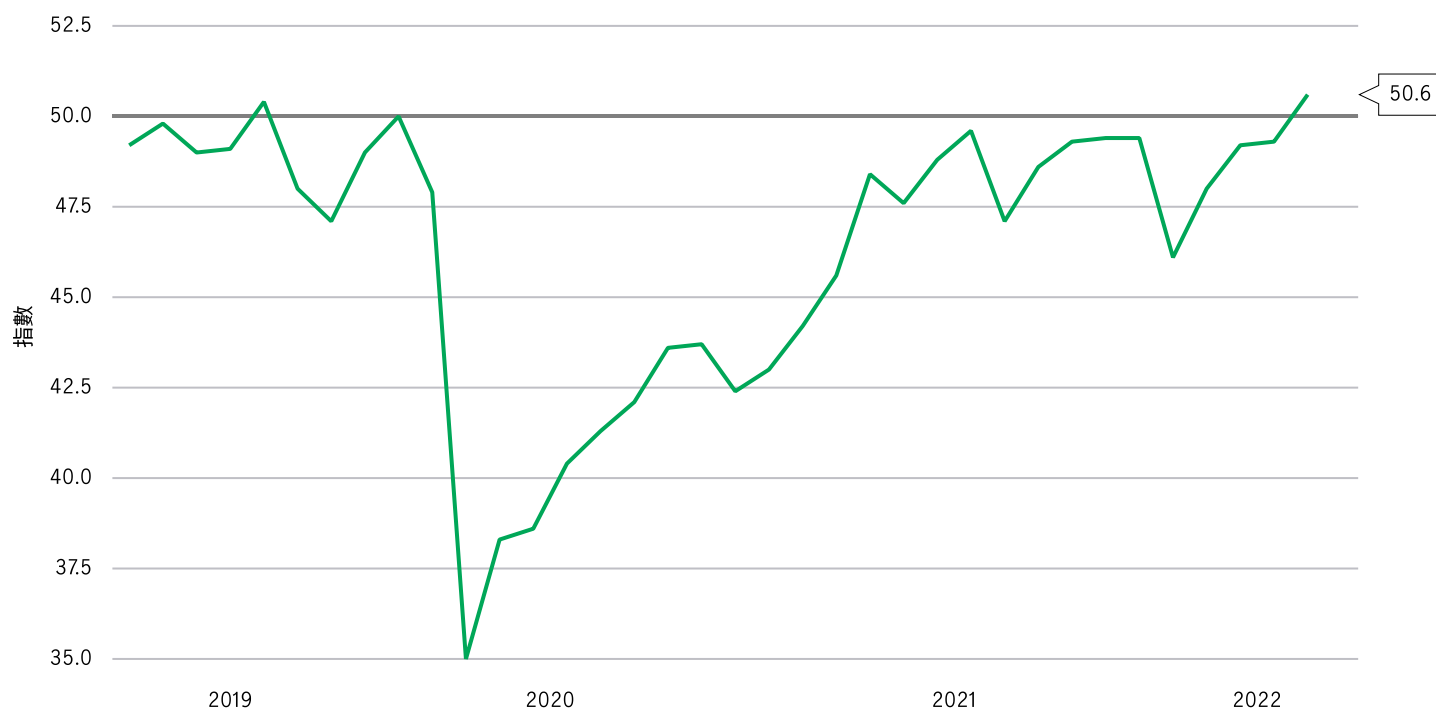
墨西哥

宏觀大局

鑑於墨西哥的增長前景仍然與美國經濟表現息息相關，因此當地在美國前景惡化下面對更大阻力是意料之內。舉例而言，本土製造業活動的高頻指標已顯示外部需求減弱。由於墨西哥遲於多個鄰近國家放寬封鎖措施，因此當地經濟暫時仍受惠於本土消費增加。儘管如此，這可能不足以完全抵銷2023年增長放緩的影響。通脹壓力維持強勁，加上墨西哥央行正致力抑制處於數十年高位的通脹，限制了當局推行紓困措施的空間。美國指控墨西哥優待本土企業，違反了《美國－墨西哥－加拿大貿易協議》，令貿易關係蒙上陰霾。雖然雙方均表示願意尋求解決方案，但這仍是投資者繼續關注的議題。

截至目前為止，墨西哥重啟經濟的進度滯後，本土消費依然為當地經濟帶來重大裨益，但可能不足以完全抵銷2023年增長放緩的影響。

墨西哥製造業採購經理指數重返擴張區間



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月15日。投資者不可直接投資於指數。數字高於50代表擴張。

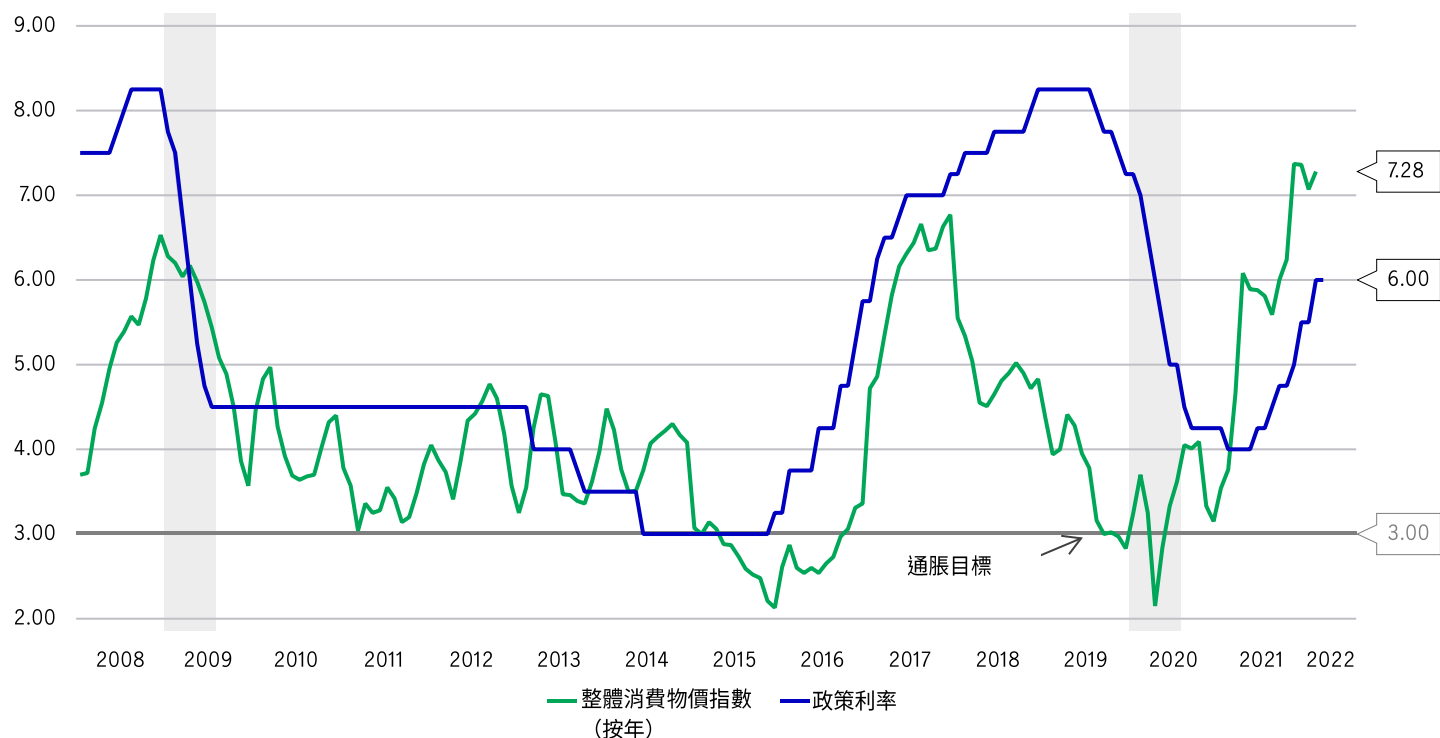
我們注視的因素

- **美墨能源糾紛** — 雙方初步談判的進展令人鼓舞。由於兩國正尋求合作生產半導體和電動車，因此這些會議的基調顯得重要。
- **墨西哥央行** — 該行繼續以抑制通脹為首要任務，並維持穩定的進取加息步伐以控制物價走勢。我們正尋求物價壓力放緩跡象，從而可讓墨西哥央行轉持溫和立場。

主要市場觀點

- **股票** — 相對於環球股票，我們看好墨西哥股票。過去兩年，MSCI明晟墨西哥指數的表現優於MSCI明晟所有國家世界指數。隨著北美洲繼續去全球化和推行工業回流，預料這股領先趨勢將會延續下去。
- **貨幣** — 我們預期墨西哥披索兌美元的走勢將繼續靠穩。美元兌墨西哥披索匯價在過去兩年大部份時間約於1兌20的水平整固，預料這走勢將會持續。

墨西哥央行試圖透過進取加息以壓低通脹 (%)



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2022年9月14日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

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。