



在不明朗時期，如能了解影響環球增長動力的關鍵宏觀驅動因素，將有助洞悉金融市場的未來走向。在今期市場通訊，環球首席經濟師兼環球宏觀經濟策略部主管 Frances Donald 將分享其展望。

## 宏觀因素掌舵 駛出增長航道

### 環球經濟復甦尚顯脆弱

目前環球經濟復甦尚顯脆弱。若要維持現有復甦步伐，則需滿足眾多條件：經濟動力由公共部門向私營部門的成功轉變、復甦範疇由製造業向服務業活動的平穩過渡、消費和營商信心的持續強勁等。我們認為，若上述條件未能及時滿足，環球經濟則有可能較預期加速放緩。

Delta 變種病毒導致疫情升溫，加深本輪經濟復甦的脆弱性，並使我們產生疑問：如果最新一輪的爆發有望成為最後一波疫情，那麼本輪是否只是需求延遲？還是我們已經因新變種病毒而停滯不前，供應鏈將反覆受到干擾，需求被破壞而導致整體消費開支持續減少？對於這些問題，我們也無法輕易得知。

在高度不明朗的時期，我們堅持自己的核心宏觀經濟觀點。隨著宏觀環境動盪加劇，經濟浪潮上下起伏（也因此突顯保持機警的重要性），我們堅持上述觀點，以助於確保最新數據或新聞消息不會動搖我們的信心。

以目前訊息來看，我們堅持的觀點偏向負面，但隨著訊息變化，我們亦會調整觀點。此外，我們相信宏觀動態持續變化，對固定收益產品的負面影響可能甚於股票，但情況可能會繼續演變。

## 戰術性宏觀觀點：3 至 6 個月

### 早退市，遲加息

我們預期美國聯儲局將在今年秋季公佈縮減資產購買計劃規模（很可能在 9 月至 12 月期間正式公佈）。我們認為，未來數月的經濟數據質量較有可能決定央行如何退市，而非何時退市。同樣，聯儲局如何傳達其退市計劃及執行安排，亦很可能決定市場反應。我們預期當局將在 2023 年下半年首次加息，但亦可能會更遲。

### 技術層面上，預料本輪只屬短暫性通脹，但滯脹動力仍然存在。

環球整體通脹有望回落，令市場主導的通脹數據保持受控。然而，物價壓力或將持續，Delta 變種病毒令情況惡化，這些壓力可能會繼續存在且可能需要一段時間才會減弱。我們認為，物價壓力對消費需求的風險與日俱增，對住屋、汽車及耐用品而言尤其如此。此外，我們相信越來越應該從增長（而非通脹）的角度審視物價上漲。關鍵的是，聯儲局以至環球各央行均無法透過收緊貨幣政策來減輕供應面的物價壓力。這情況將繼續產生通脹數據與債券孳息率看似脫節的現象。

### 市場已反映宏觀經濟見頂，但未反映悲觀情緒見頂

雖然市場已充分了解和反映宏觀經濟見頂的概念，但我們認為經濟在年底前有進一步下行空間，表現令人略感失望，尤其是消費相關領域。這情況會對固定收益市場起重要影響，應可維持債息受控。

### 中國因素為 2021 年下半年環球經濟增長帶來重大阻力

鑑於中國將面臨更嚴格的防疫封鎖措施以及財政、貨幣和監管政策收緊的滯後效應，我們預期中國的經濟增長將被下調。事實上，我們相信 Delta 變種病毒或減緩亞洲的經濟增長，從而令環球增長和國際貿易受壓。

### 政策不明朗令預期結果出現更多可能性

全球不明朗因素加劇，導致投資者對宏觀預期和市場前景的信心減弱。從投資角度來看，在目前環境下採取情境分析和戰術性策略應更為可取。

資料來源：宏利投資管理，2021 年 8 月 17 日。

## 策略性宏觀觀點：12 個月以上

- 美國即將迎來巨大的財政懸崖** 美國將在 2022/2023 年度面對大規模的財政緊縮，即使基建法案亦無法抵消其影響。私營部門將承擔彌補財政開支急降的重任。我們認為，私營部門內部有可能透過資本開支以加速填補這一缺口，這代表我們預期中的一大上行風險。
- 環球增長並未同步復甦** 環球經濟復甦可能進程各異，並且防疫封鎖措施存在加碼的可能性（不同地區可能會於不同時間實施），或損害全球增長勢頭。
- 通脹過山車** 隨著製造業產品步入通縮階段（按年計），我們預期 2022 年整體通脹壓力將大幅放緩，但較長期通脹壓力或會在 2022 年底至 2023 年初開始浮現。鑑於租金上漲（介乎 4.0%至 4.5%範疇）、政府開支水平上升、企業調高低薪員工薪酬條件的預期升溫，疊加去全球化趨勢，我們預期後疫情時期的美國通脹壓力將在略高於 2.0%的水平保持穩定。由於目前的通脹構成與以往有別，因此我們把這個略高於 2%的通脹稱為**新通脹**。儘管如此，**新通脹**之路可能崎嶇曲折。
- 目前處於增長周期的哪個階段？** 隨著全球經濟開始復甦，市場日益相信經濟或已由 2020 年初開始步入一個壓縮的／短暫的增長周期。從近期經濟數據來看，我們更加相信目前仍然處於疫情前的增長周期。換言之，新冠疫情並未重設增長周期，只是導致增長暫停。關鍵的是，現時並無實證顯示經濟已踏入**周期末段**，事實上目前經濟可能在未來一段時間維持在**周期中／後段**。
- 美國債券孳息率不大可能擺脫長期下行趨勢** 如果美國債券孳息率欲擺脫長期區間，我們需要在相當短時間內見到以下組合因素：聯儲局堅定實行平均通脹目標框架；財政開支持續大幅高於目前預期；及／或生產力顯著改善。進一步來說，這反映宏觀經濟狀況有望持續支持股票、另類資產及較高收益的債務工具。
- 去全球化** 去全球化的趨勢或將延續。我們預期去全球化將刺激對本地／區域性供應鏈的投資，繼而帶來一定的通脹壓力，亦可能引致地緣政治風險高企。
- 加快採納 ESG 因素** 環境、社會及管治（ESG）因素日益受重視，可能會扭曲傳統宏觀經濟訊號，遏抑全球利率水平，並推動財政開支持續增長。因此，我們越來越有必要從 ESG 的角度建立投資觀點。

資料來源：宏利投資管理，2021 年 8 月 17 日。

## 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。