

2023年第三季 | 全球宏觀展望

經濟前路 蜿蜒漫長

Frances Donald
環球首席經濟師兼策略師

Sue Trinh
環球宏觀策略部聯席主管

Alex Grassino
環球宏觀策略部聯席主管

Dominique Lapointe
環球宏觀策略師

Erica Camilleri
高級環球宏觀分析師

目錄

環球概覽	<u>3</u>
北美洲	
美國	<u>9</u>
加拿大	<u>11</u>
歐洲	
歐元區	<u>13</u>
英國	<u>15</u>
亞太區	
亞太區	<u>17</u>
中國	<u>19</u>
印度	<u>21</u>
日本	<u>23</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>25</u>
墨西哥	<u>27</u>

經濟前路蜿蜒漫長

重點

- 經濟延遲衰退，但並非不會出現 — 儘管央行至今大幅收緊政策，但在服務業強勁復甦下，已發展經濟體的經濟活動比預期更強韌。
- 通脹仍然極具黏性，情況令人擔憂 — 整體通脹逐步降溫，但核心通脹居高不下，而且不只源於服務通脹：貨品通脹下跌一段時期後亦逐漸回升。
- 我們相信央行放寬政策的步伐將比市場普遍預期循序漸進 — 加拿大央行、澳洲儲備銀行、馬來西亞央行，以至美國聯儲局等全球央行的立場都比預期強硬。
- 地緣政局轉變，投資者需要新的市場對策 — 有跡象顯示我們正步入全新的環球格局，故必須重新審視風險資產如何應對宏觀環境變化。

「加拿大央行、澳洲儲備銀行、馬來西亞央行，以至美國聯儲局等全球央行的立場都比預期強硬。」

經濟延遲衰退，但不宜過早慶祝

年初至今的經濟數據顯示，已發展經濟體的開局優於預期。在撰文之時，只有歐元區和紐西蘭步入衰退（定義為連續兩季錄得負增長）。¹ 然而，我們不宜過早慶祝：目前的情況只是反映經濟延遲衰退，而非不會出現。下文列舉三個出乎意料為經濟活動提供支持的因素。

較預期強健：支持經濟增長的三大因素

1



金融狀況
顯著寬鬆

2



過剩儲蓄
持續減少

3



消費重心
由貨品轉向
服務

資料來源：宏利投資管理，截至2023年6月7日。僅供說明用途。

¹ 彭博資訊，截至2023年6月15日。

1 金融狀況顯著寬鬆

美國聯儲局的數據顯示，基於現時的經濟增長和通脹水平，金融狀況仍較平均水平寬鬆。重要的是，相比今年3月銀行業動盪之前和當局於2022年3月開始收緊政策之時，目前的金融狀況更為寬鬆。

2 過剩儲蓄持續減少

從聯儲局的資料來看，抗疫財政支援措施令美國消費者累積過剩儲蓄：直至2021年8月底，名義儲蓄約為2.1萬億美元。相反，截至2023年3月，為支持家庭開支，累計已有1.6萬億美元被提取。

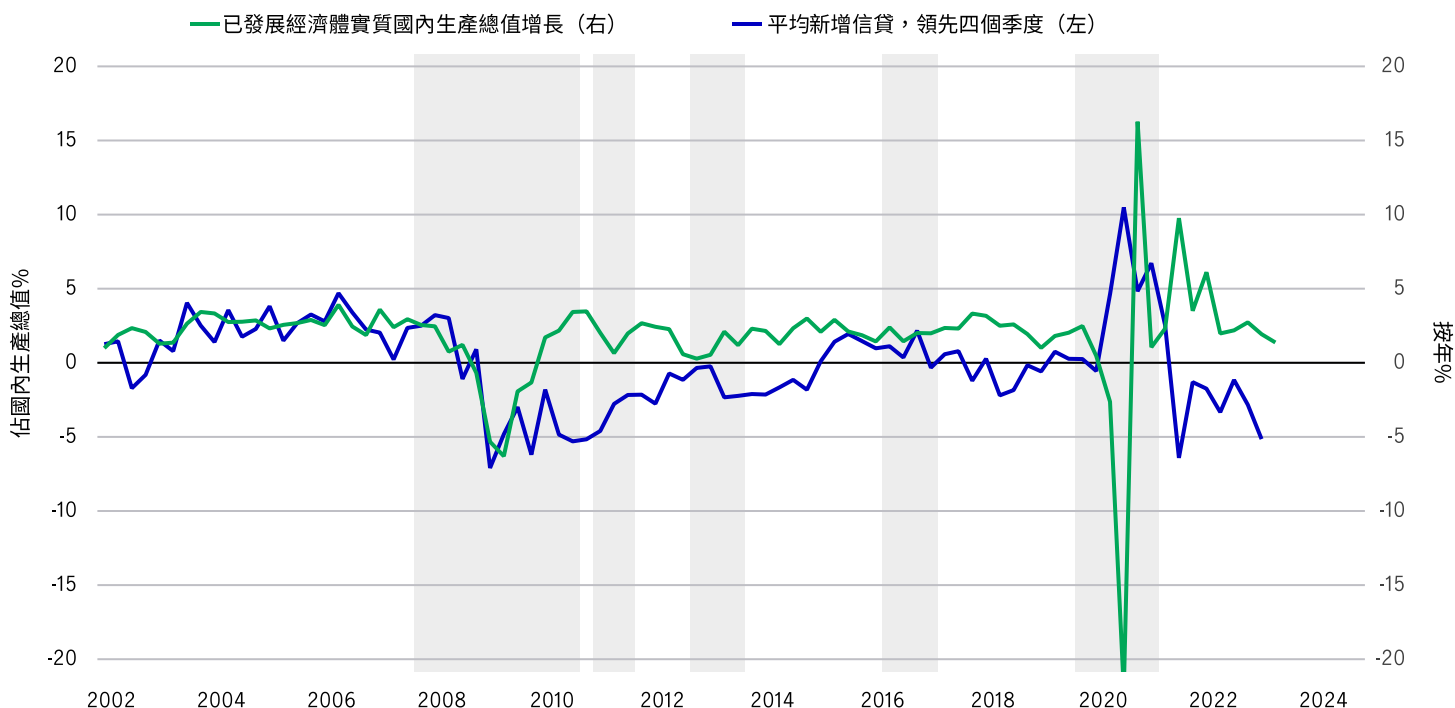
3 消費重心由貨品轉向服務

疫情期間，服務需求（例如餐飲、電影院和旅遊）承受的衝擊遠高於電視、傢俱和家居修繕相關項目等消費品的需求。當經濟重啟時，積壓需求獲釋放，消費模式重心由貨品轉向服務，部份原因是受惠於財政支援措施。

儘管如此，美國實質服務開支已重返長期趨勢水平，經通脹調整後的貨品消費開支仍遠高於長期趨勢。¹

我們認為，隨著收緊貨幣政策的滯後效應逐漸浮現，而且消費者累積下來的儲蓄緩衝耗盡，上述利好因素或將消退。誠然，信貸狀況收緊及貸款增長放緩（從美國、歐元區和英國的最新數據可見），反映只是令即將發生的衰退延後，而不是完全倖免於衰退。

已發展市場私營範疇的信貸脈衝和國內生產總值增長



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月1日。灰色範圍代表衰退。

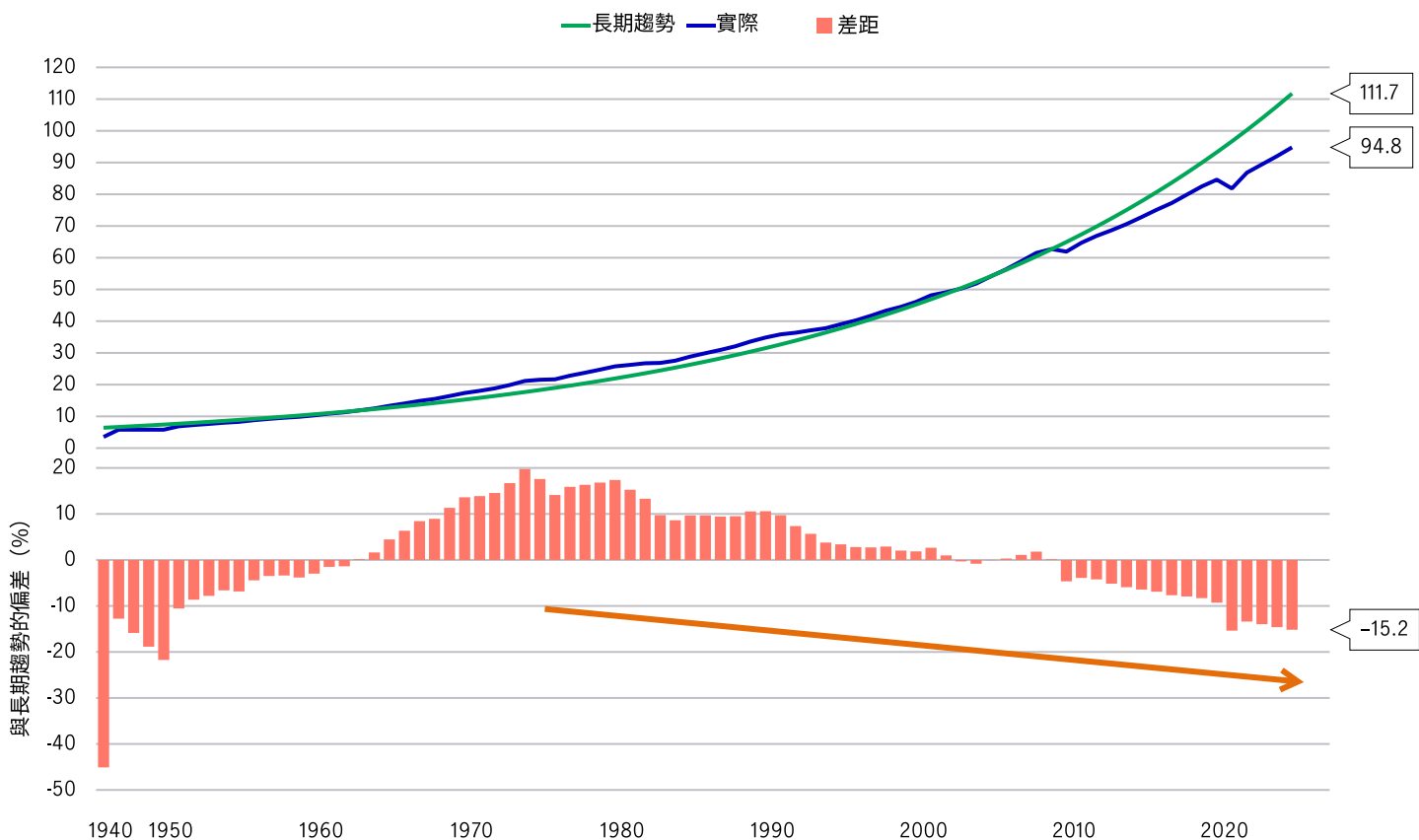
衰退不衰退：擺脫「非此即彼」的二元觀念

與其推測衰退會否來臨，探討國內生產總值增長會低於趨勢多久更為重要。

準確預測何時何地出現衰退極為困難，但誠如我們在前文所述，與其推測衰退會否來臨，探討國內生產總值增長會低於趨勢多久更為重要。此外，我們也需留意經濟衰退對不同地域和行業的影響程度並不一致。

市場普遍認為，今明兩年環球經濟增長將達到2.5%左右。¹ 這絕對談不上是低迷，但值得注意的是，2.5%增長率遠低於3%的分界線²—低於3%的分界線或預示全球將陷入衰退。具體來說，若市場普遍預測正確，意味著環球國內生產總值增長比長期趨勢低15.2%，這情況是2020年疫情肆虐期間，以及1940年代以來首見。

「小心空隙」：實質國內生產總值增長與長期趨勢增長之間的差距擴大



資料來源：世界銀行、歐盟統計局、美國經濟分析局、美國聖路易斯聯邦儲備銀行、美國聯儲局、新加坡統計局、國際清算銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月1日。市場普遍預測適用於2023年和2024年。

² 《2008年世界經濟展望：住房與商業周期》，國際貨幣基金組織，2008年4月9日。

通脹黏性過高，情況令人憂慮

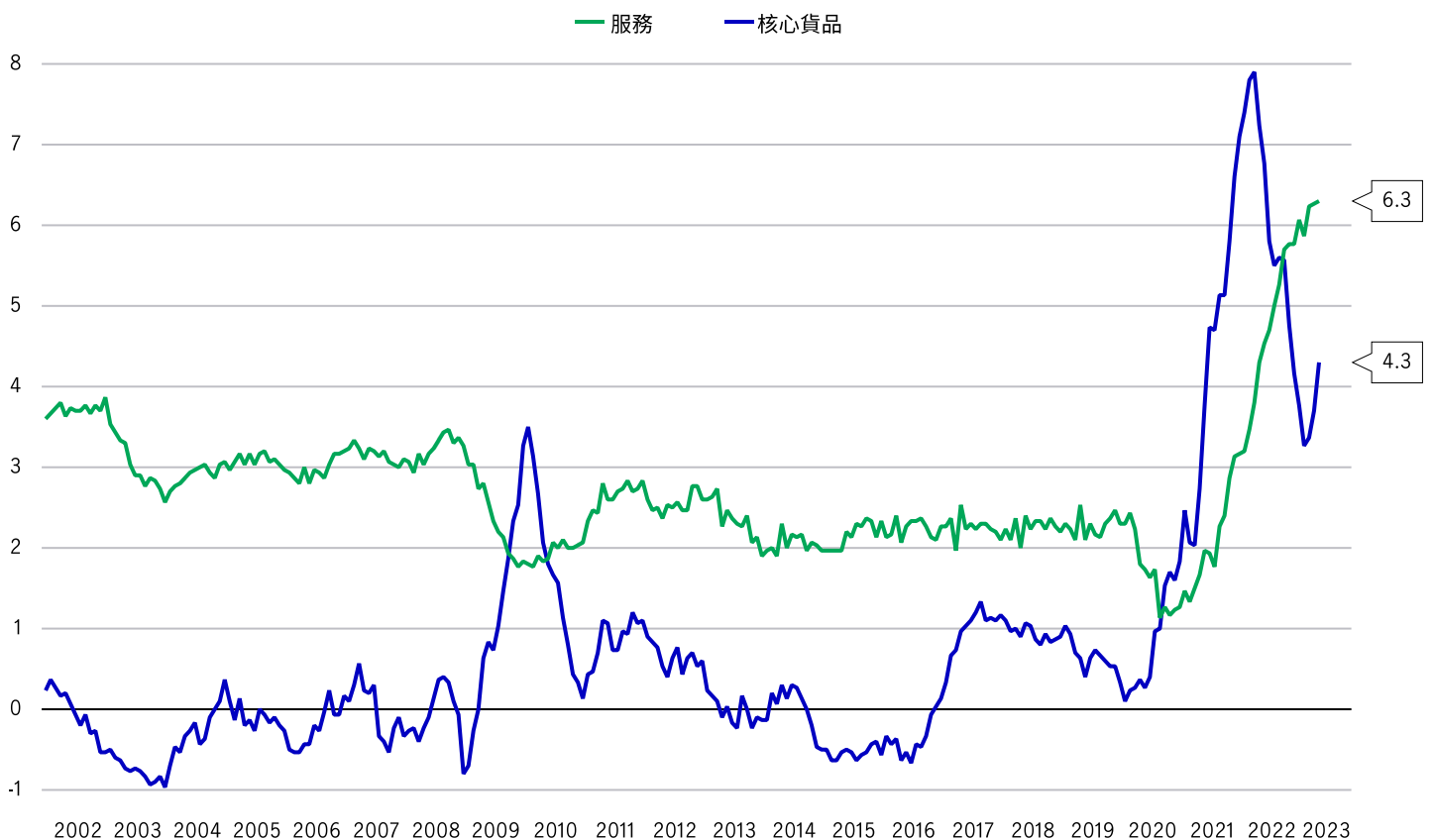
貨品物價急升是過去兩年半通脹飆升的主因。能源、食品以至航運等多項在2021年和2022年推高通脹的因素，已在今年顯著降溫。

然而，在收入增長強勁和經濟活動強韌等因素影響下，核心通脹居高不下，顯示勞動力供應緊張導致服務通脹升溫的風險加劇。

最新數據顯示，美國和英國核心通脹再度走高，歐元區更創新高。雖然核心通脹攀升受服務價格上漲的影響大於貨品價格，但核心貨品物價通脹似乎重拾上升動力，因為有利的基數效應³已大致消退。

「核心通脹居高不下... 顯示勞動力供應緊張導致服務通脹升溫的風險加劇。」

先進經濟體的平均核心貨品和服務通脹率（按年，%）



資料來源：美國勞工統計局、英國國家統計局、歐盟統計局、加拿大統計局、日本統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月1日。

³ 雖然貨品價格升幅在2023年1月前數月放緩，但主要是因基數效應所致。例如，原油和小麥價格在一年前按年躍升近60%，但現時分別回落約20%和45%。關鍵商品價格未來進一步下跌的空間有限。

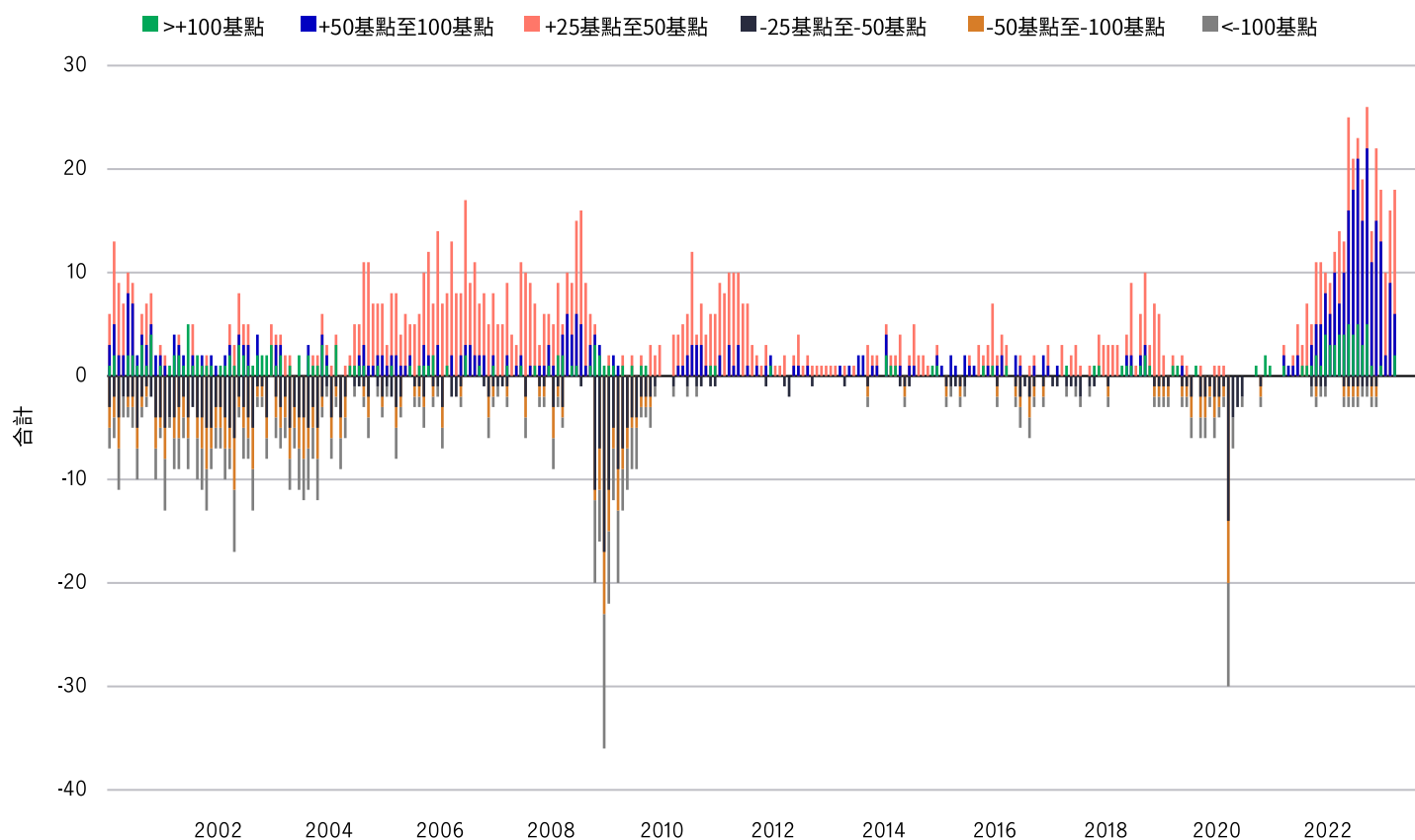
為何利率持續在較高位維持較長時間

物價壓力持續，迫使全球央行延長加息周期，但立場卻比市場預期強硬。亞洲部份央行暫緩加息後再度收緊政策，與市場所想過於簡單直接的定價模型相反，亦即是：收緊政策後暫緩加息，然後放寬政策並帶動市場承險。在本周期中，這個模型至今並不適用。我們認為，市場沿用的定價模型，確實適合過去20至30年的經濟環境，但已今非昔比。

我們當然希望央行是政治中立的獨立機構，但實際上，貨幣政策難以與當前政局發展完全分開。無論如何，央行都不會亦無法脫離現實行事。過去20至30年，新自由主義（政治經濟學的理論之一）主導西方政治意識形態，作為政策、資源分配和金融市場的指導思想。

然而，這個時代已經告終：我們即將踏入全新的格局。

央行加息50基點或以上的次數仍接近紀錄高位



資料來源：國際結算銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月5日。

地緣政局不斷演變

在4月份，有兩篇重要演說標誌著意識形態的轉變：一篇來自歐洲央行行長拉加德，另一篇來自美國國家安全顧問蘇利文（Jake Sullivan）。

拉加德在《割裂環境下的央行》（[Central banks in a fragmenting world](#)）的演說中指出，全球多個互相競爭的貿易集團相繼冒起，歐洲央行的分析顯示，若環球價值鏈隨著地緣政治陣營割裂，全球消費物價指數可能因而攀升1%（長期）至5%（短期）。拉加德亦警告，面對供應衝擊揮之不去，央行不能重蹈1970年代加息力度不足的覆轍。她續指出，貨幣政策必須與財政和結構性政策配合，才可消除供應限制，暗示有需要採取針對供應面的刺激措施，同時調高利率。

我們認為市場定價行動，過早反映環球央行立場轉趨溫和的時間和幅度。

國際貨幣基金組織警告，若其所謂「夥伴國家（partner countries）」之間的地緣政治緊張關係升溫，可能導致跨境資金流驟然逆轉。

另一方面，蘇利文在發表《重塑美國的經濟領袖角色》（[Renewing American Economic Leadership](#)）演說時，否定自由市場最擅於分配資本的論點。值得注意的是，為防範正在形成的地緣政治和社會經濟風險，官員有必要採取新的政策路徑。他強調，有需要識別和加強「屬經濟增長的基石、而具有國家安全戰略意義的特定領域，而私營企業本身並無條件投入能實現國家目標所需的投資。」

若這兩位具影響力的領袖所言屬實，有關言論將帶來深遠影響。我們認為，兩位領袖預示西方政府已重整政策優次順序，未來將分配資源，以重建本土工業產能、縮窄美國經常帳赤字、提高勞動收入佔比，並積極運用資本捍衛其全球主導地位。換言之，他們不再奉行新自由主義。我們認為，這種政策格局的轉變，會加深全球「零和博弈」的意識，從而加劇地緣政治緊張局勢。

國際貨幣基金組織亦注意到有關發展。在近期發表的刊物中，國際貨幣基金組織警告，若其所謂「夥伴國家（partner countries）」之間的地緣政治緊張關係升溫，可能導致跨境資金流驟然逆轉。意料之內的是，上述發展將影響新興市場和發展中國家、多於已發展市場，並可能演變成宏觀金融穩定性風險。國際貨幣基金組織特別指出：「地緣政局緊張加深金融割裂程度，長遠亦可能加劇宏觀金融波動性，因為面對不利的國內外衝擊，在國際市場分散風險的機會減少。」

正所謂「先知先防備」，我們仍然相信：

- 1 市場定價行為過早反映央行立場轉趨溫和的時間和幅度。
- 2 即使聯儲局在未來數月暫停加息，下一步行動仍存在收緊而非放寬政策的風險。
- 3 市場需要重新評估央行對支持資產價格的取向。

美國

宏觀大局

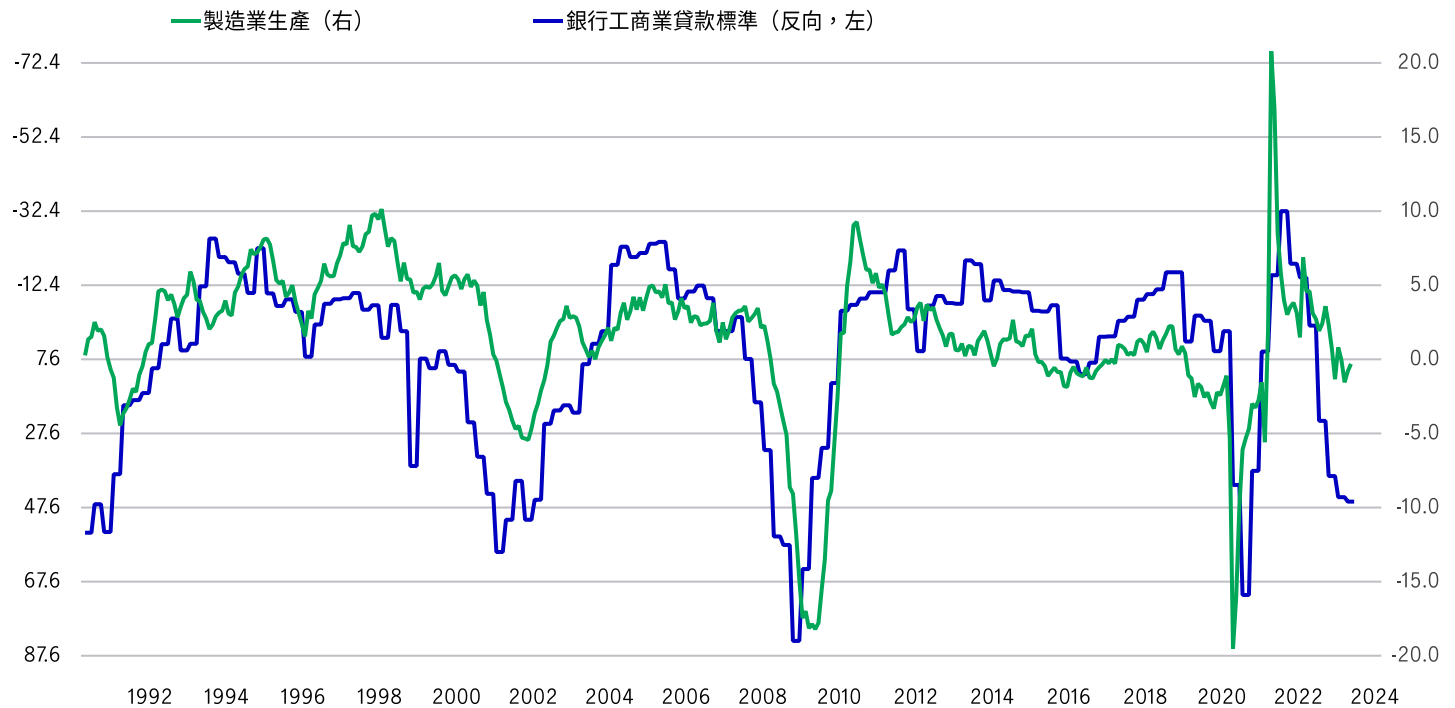
貨幣政策和貸款標準收緊的幅度，強烈顯示美國經濟出現陷入衰退的條件，但何時發生則甚為不明確。

勞工市場出現初步疲軟跡象，但仍然緊絀。這個情況有助刺激消費（佔美國國內生產總值約70%），並有望延長商業周期；若經濟增長和就業並無轉弱，聯儲局將缺乏開始放寬政策的誘因。

從另一方面來看，就業環境對聯儲局日後的政策立場亦有重大影響：中期來看，勞工市場緊絀一般與工資通脹持續走強有關。此趨勢可能加劇通脹壓力，從而支持聯儲局需要逐步收緊政策的觀點，而且利率維持於高位的時間或較債市定價反映的時間更長。

「貨幣政策和貸款標準收緊的幅度，強烈顯示美國經濟出現陷入衰退的條件，但何時發生則甚為不明確。」

信貸狀況收緊意味工業生產放緩（按年%）



資料來源：美國聯儲局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月16日。

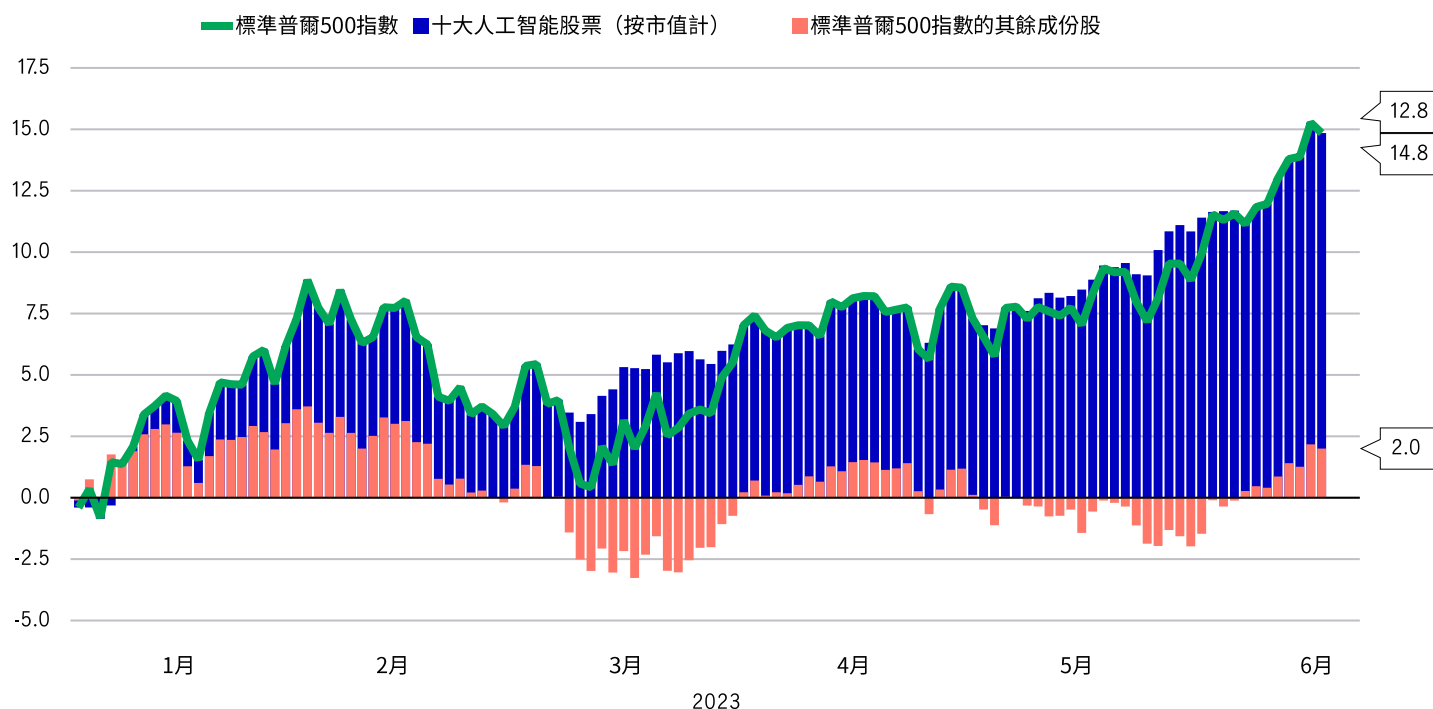
我們注視的因素

- **勞工市場疲軟** — 鑑於勞工市場緊絀程度對聯儲局利率決策舉足輕重，我們繼續關注僱員優勢有否減弱跡象。就此而言，工時已逐漸正常化，離職率亦日漸放緩，反映勞工需求略為減少。
- **聯儲局如何解讀居高不下的通脹成份** — 個別通脹成份已出現下跌跡象，但其他成份仍處於較高水平。隨著聯儲局不再於每次會議加息，釐定當局日後暫停加息的時間長短，又或（在更基本層面上）未來利率決策方向的關鍵因素，可能是議息委員會是否願意不再聚焦於高企的通脹成份，例如住房、二手車、食品價格，以及工資增長與通脹的關係。

主要市場觀點

- **固定收益** — 隨著貨幣政策的預期改變，我們預計短期證券將更為波動，但直至經濟出現明顯惡化跡象前，長期證券或於較高水平維持窄幅上落。儘管信貸的孳息率吸引，且在特定情況下提供資本增值潛力，但在宏觀經濟惡化的環境下，我們對此資產類別取態保守。
- **股票** — 雖然人工智能以外的市場領域普遍低迷，但標準普爾500指數出現好轉跡象。以一年期計，我們對股票維持中性至略具防守性的觀點；然而我們確認，股市在較短期內可能出現承險活動，特別是當經濟衰退的威脅顯著減弱之時。

人工智能相關股票是今年市場回報的重大動力（%）



資料來源：標準普爾環球、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月16日。投資者不可直接投資於指數。

加拿大

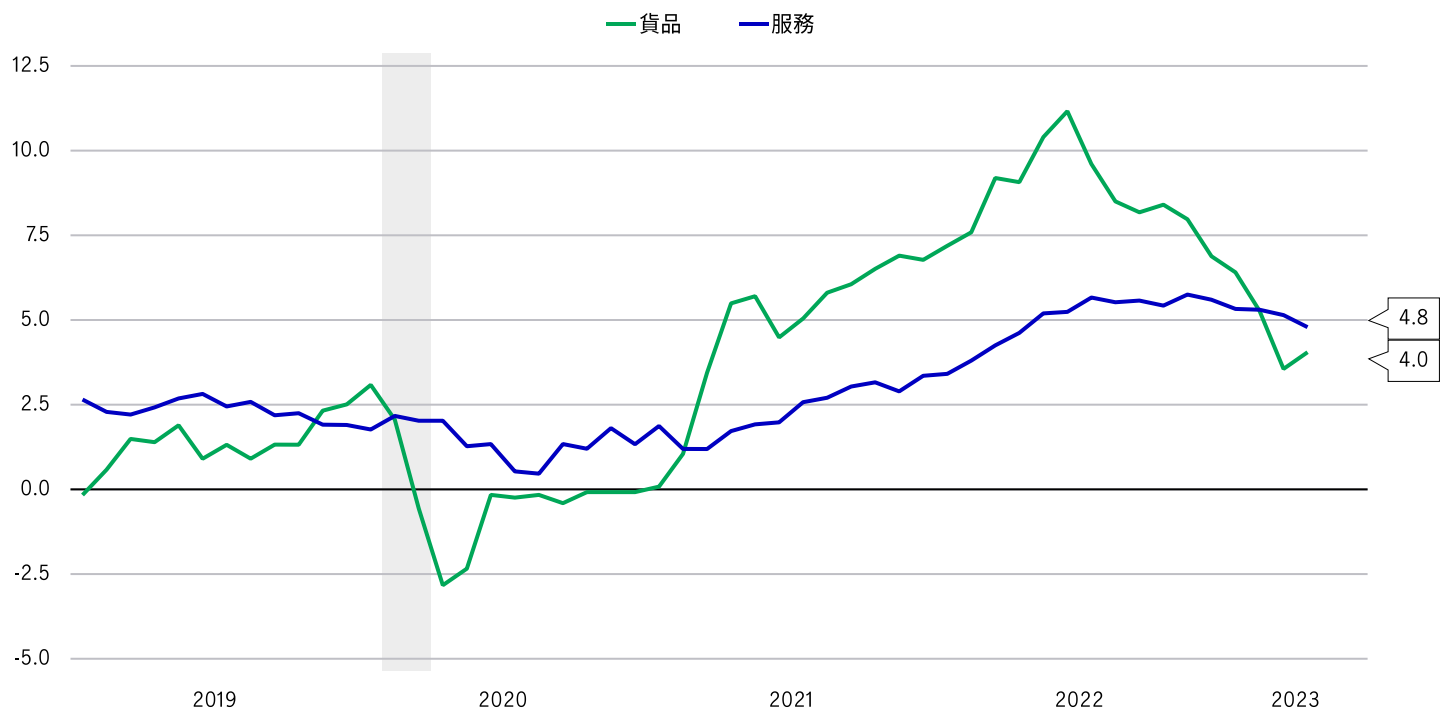
宏觀大局

加拿大經濟並無出現放緩跡象。家庭消費過高和債務累積已導致越來越多消費者無力償債，情況令人擔憂。儘管移民令當地人口強勁增長，繼續為勞工市場帶來支持，但工時出現放緩的初步跡象，整體經濟活動亦然。

在加息環境下，房地產市場依然錄得改善。雖然新樓盤數目持續下降，但勞工市場緊絀和家庭結構穩健繼續支持住房需求，最終削弱住房負擔能力。通脹居高不下，促使加拿大央行在6月恢復加息周期，且未來數月可能進一步收緊政策。事實上，貨品通脹近日再度升溫，服務通脹則繼續緩慢下跌。我們仍然預期，加拿大經濟將於2023年下半年溫和收縮。

「通脹居高不下促使加拿大央行在6月恢復加息周期，且未來數月可能進一步收緊政策。」

加拿大家庭消費保持暢旺（按年%）



資料來源：加拿大統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。灰色範圍代表衰退。

我們注視的因素

房市活動 — 住宅投資持續拖累經濟增長，歸咎於在房市供應長期不足下，新建項目受到限制，增添樓價的上升壓力。此外，按揭利息成本上漲，令負債家庭受困，加劇金融穩定性風險。5月份公布的數據顯示，再融資活動在2022年下半年減少超過32%⁴。鑑於加拿大央行可能進一步加息，加上利率持續高企多一段時間的可能性日增，我們認為，金融體系內壓力向外蔓延的風險，在2024年和2025年有所增加。

主要市場觀點

- **股票** — 地區性銀行事件在年初爆發，帶動加拿大銀行股（標準普爾／TSX綜合指數內最大行業）表現領先美國銀行股。然而，房市持續放緩，加拿大金融機構或面對貸款需求減弱。
- **貨幣與固定收益** — 過去一季，加拿大政府債券與美國政府債券之間的利率差距擴大，使加元兌美元匯價升至2月以來的最高水平⁵。我們認為，利率差距短期內將會靠穩，令加元踏入整固期。

房屋銷售逐步回升但新樓盤數目持續下滑



資料來源：加拿大房地產協會（Canadian Real Estate Association）、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。灰色範圍代表衰退。

4 加拿大房屋貸款局，2023年5月。5 彭博資訊，截至2023年6月9日。

歐元區

宏觀大局

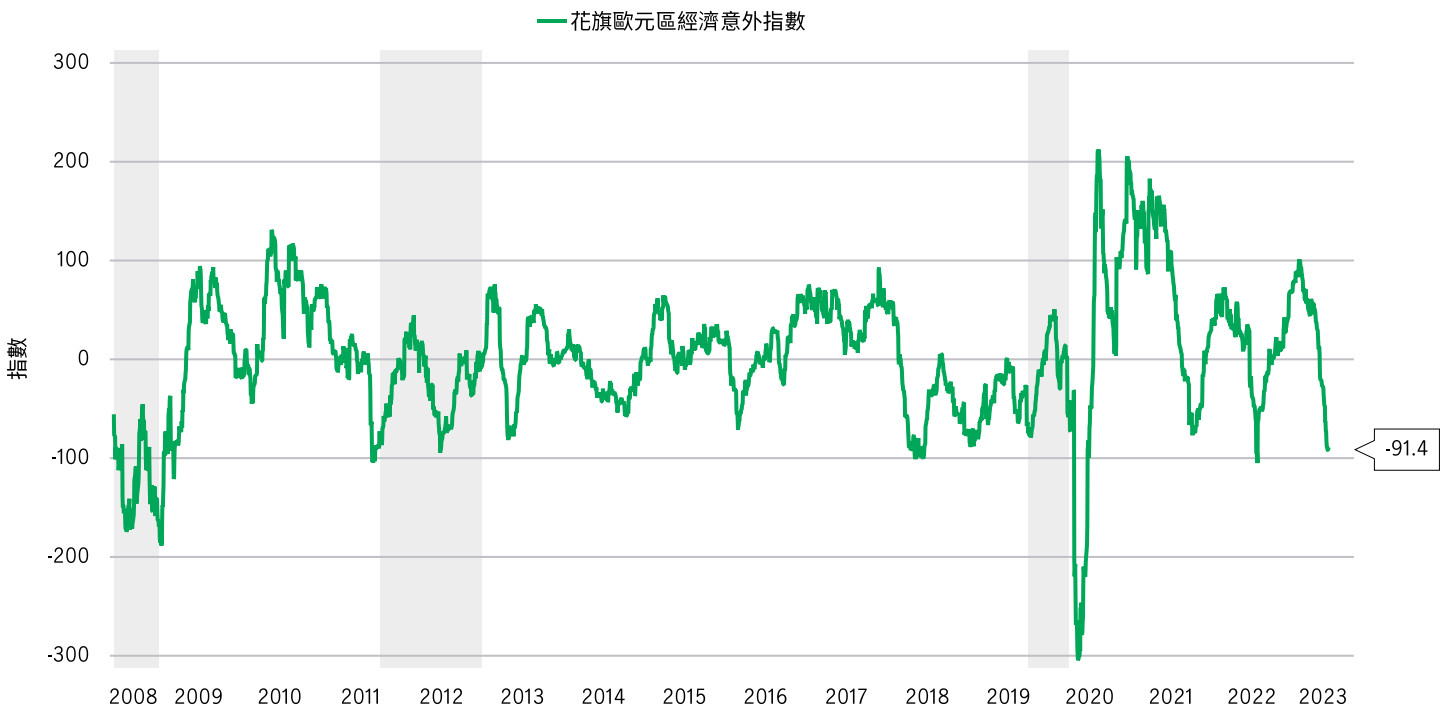
環球經濟增長前景黯淡，令年初圍繞歐洲市場前景的普遍樂觀情緒逐漸消退，部份原因是中國經濟重啟的強度遜於預期，並影響環球貿易。由於歐元區相對依賴製造業生產和貿易，因此上述發展令歐洲經濟受累。

通脹繼續帶來挑戰：整體數據逐漸改善，但工資談判結果對通脹壓力的影響可能揮之不去，情況令人關注。在利淡環境下，歐洲央行似乎被迫在加強量化緊縮力度的同時，繼續調高政策利率多一段時間。

西班牙極右派勝出地方選舉，令全國大選提前至7月，或會加深投資者憂慮。德國自2023年6月起發放的通脹補償金，短期內或可刺激消費，因此有望為區內經濟增長提供動力。

在通脹居高不下的利淡環境下，儘管經濟增長前景黯淡，但歐洲央行可能被迫繼續加息多一段時間。

歐元區經濟數據令人失望



資料來源：花旗、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月12日。灰色範圍代表衰退。投資者不可直接投資於指數。

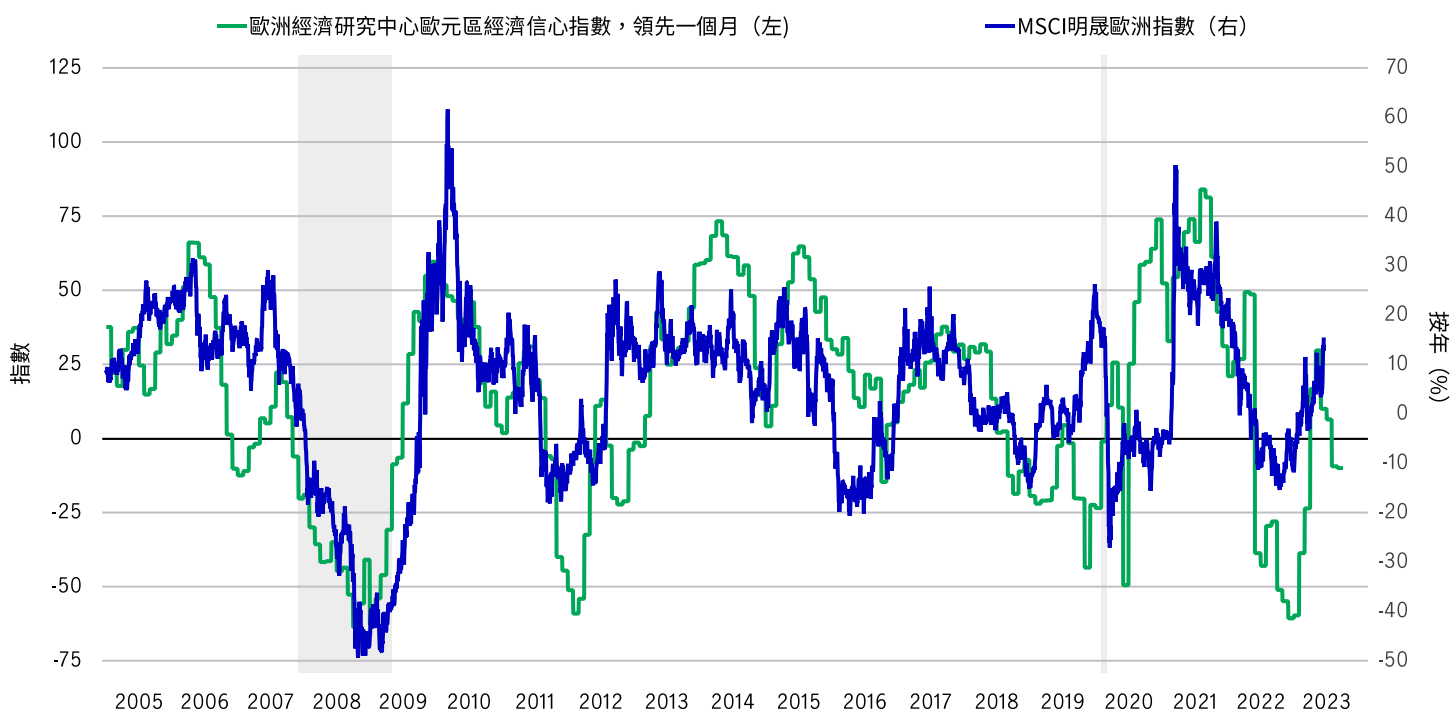
我們注視的因素

- **環球貿易** — 其為歐洲製造業密集型經濟的重要組成部份。中國內地經濟重啟力度令人失望，缺乏可持續經濟動力，已導致整體宏觀數據意外下跌。
- **工資談判** — 與主要工會進行工資談判是歐洲通脹前景的主要風險之一：有別於疫情和俄烏衝突的扭曲影響，不利談判結果可能導致通脹壓力更加持久，迫使歐洲央行維持緊縮政策立場較長時間。
- **氣候** — 近年的旱災對德國主要的輸電線路造成嚴重破壞，本年冬季的前景亦將成為會否引發歐洲能源短缺憂慮的關鍵。

主要市場觀點

- **股票** — 隨著潛在能源危機的憂慮消退，歐元區股市表現連續六個月領先環球股市。中國內地重啟經濟和財政刺激措施所觸發的樂觀情緒，亦提供其他市場領域未見的上行動力。然而，這些利好因素已變成阻力，歐洲股市現時面對潛在下跌風險。
- **固定收益** — 歐洲通脹風險仍然偏向上行，歐洲央行可能需要加息多一段時間。

一般情況下，歐元區經濟疲軟對歐洲股市構成阻力



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月14日。灰色範圍代表衰退。投資者不可直接投資於指數。

英國

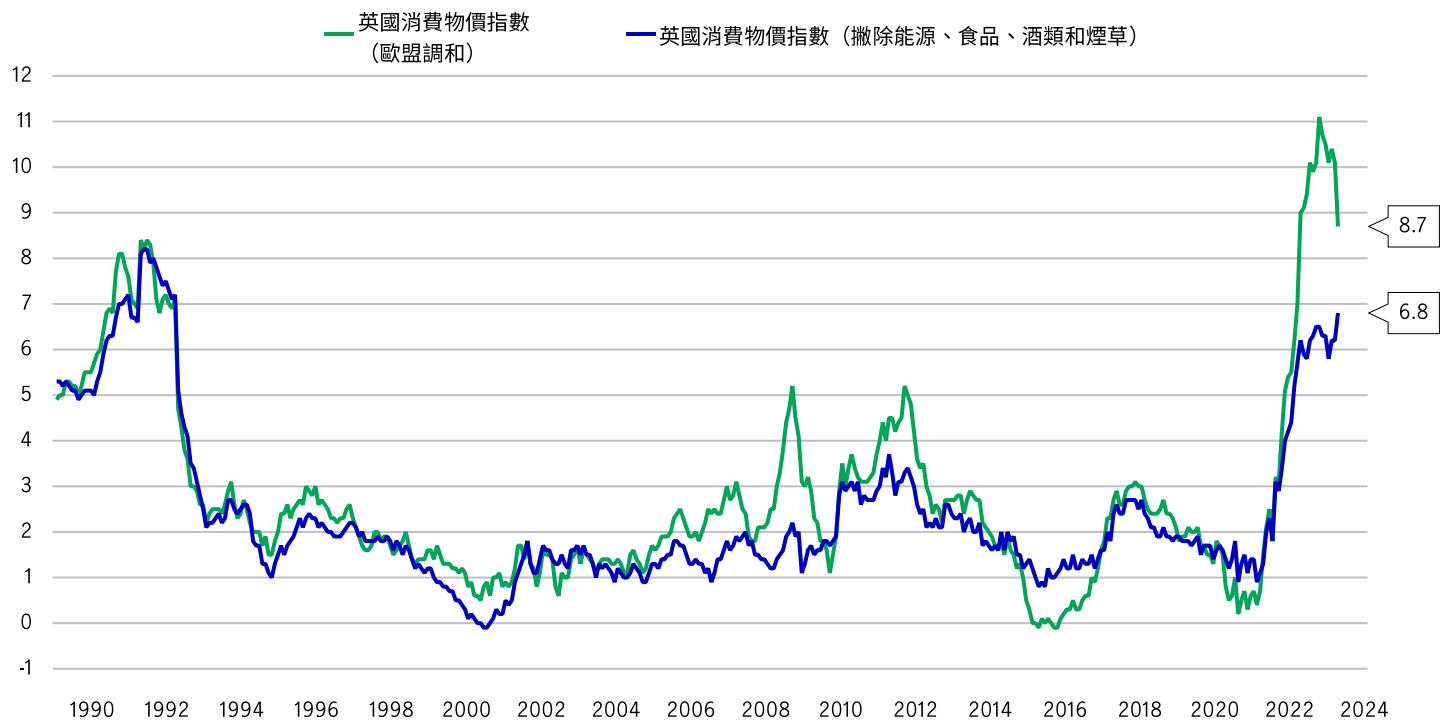
宏觀大局

應對通脹仍是英國政策官員的首要任務。與其他地區不同，英國核心通脹仍在攀升，導致市場對英倫銀行見頂利率的預期亦不斷上揚。至今，緊縮貨幣政策的滯後效應尚未顯現，但消費和住宅投資增長在未來數月可能面臨更多阻力。

隨著環球經濟活動放緩令貿易量減少，國際貿易表現疲弱，使整體形勢進一步惡化。去年英國公布大規模刺激經濟方案，觸發市場激烈反應後，財政政策似乎不太可能成為支持經濟的重要來源。

英國核心通脹仍在攀升，導致市場對英倫銀行見頂利率的預期亦不斷上揚。

基本（核心）通脹指標屢創高位（按年變動, %）



資料來源：花旗、Macrobond、宏利投資管理，截至 2023年6月12日。

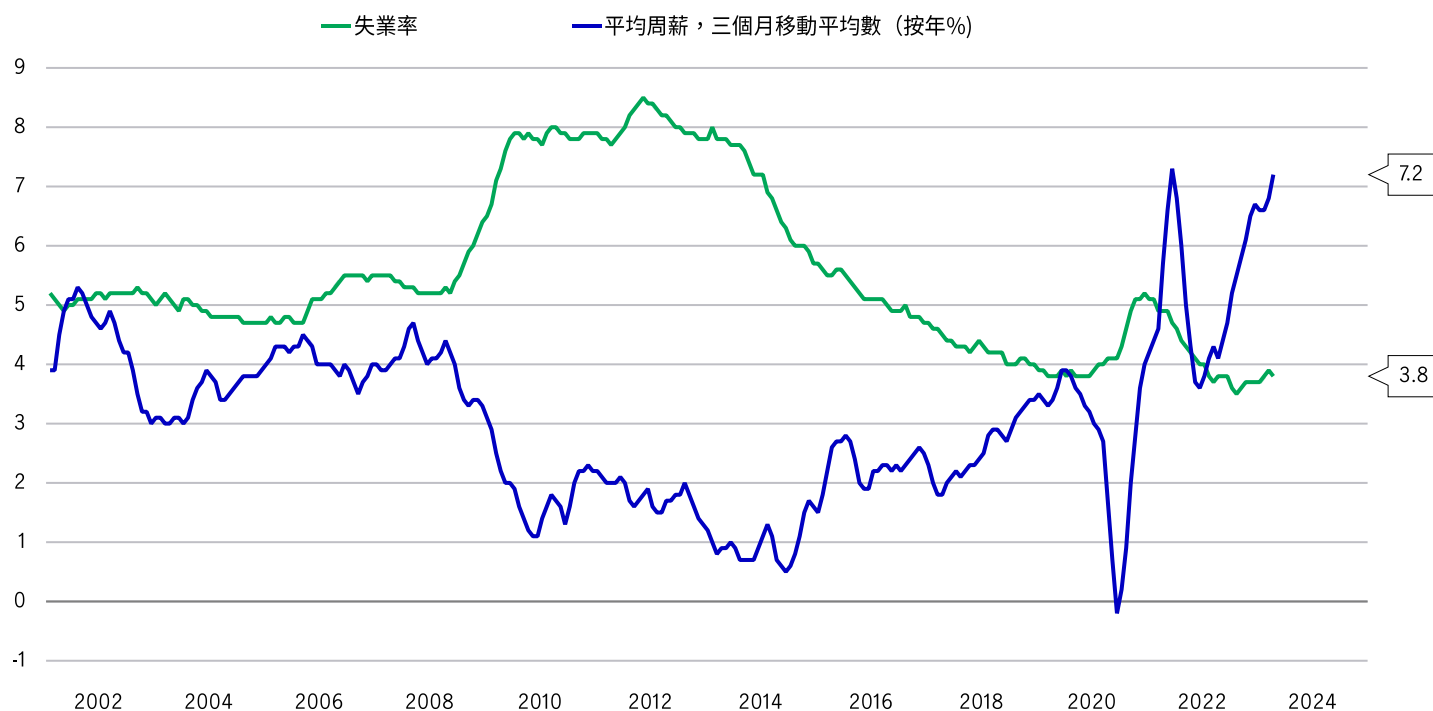
我們注視的因素

- **通脹** — 核心通脹居高不下，甚至創下多年高位⁶，投資者和政策官員對此同感憂慮。雖然整體通脹遠低於其歷史高位，但由於食品價格持續高企，抵銷能源成本下降的影響，故通脹下跌的步伐遠較預期緩慢。
- **就業** — 就業市場出現初步走軟的跡象：失業率自數十年來的低位逐步上升；然而，工資增長的強勁復甦反映中期通脹壓力仍是潛在隱憂之一。

主要市場觀點

- **固定收益** — 英倫銀行見頂利率水平的預測重回去年第三季的高位。市場定價反映利率將於今年底升至5.75%見頂，2024年第三季／第四季前減息的預期甚低。⁶
- **貨幣** — 貨幣政策緊縮步伐相若，使英鎊兌美元匯價大致穩定，但我們注意到，在相對利率和通脹趨勢的支持下，英鎊兌歐元逐漸升值。
- **股票** — 我們對英國股票持中性觀點。潛在利好的貨幣走勢可能為銷售和企業盈利帶來支持，且富時100指數估值亦較過往便宜。然而，富時100指數較同類指數顯得昂貴，而且在環球經濟放緩的環境下，其受國際企業收入影響的特性使我們保持審慎。

失業率上升，勞工市場出現初步放緩跡象



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月14日。按年是指與去年同期比較。

⁶ 彭博資訊，截至2023年6月14月。

亞太區

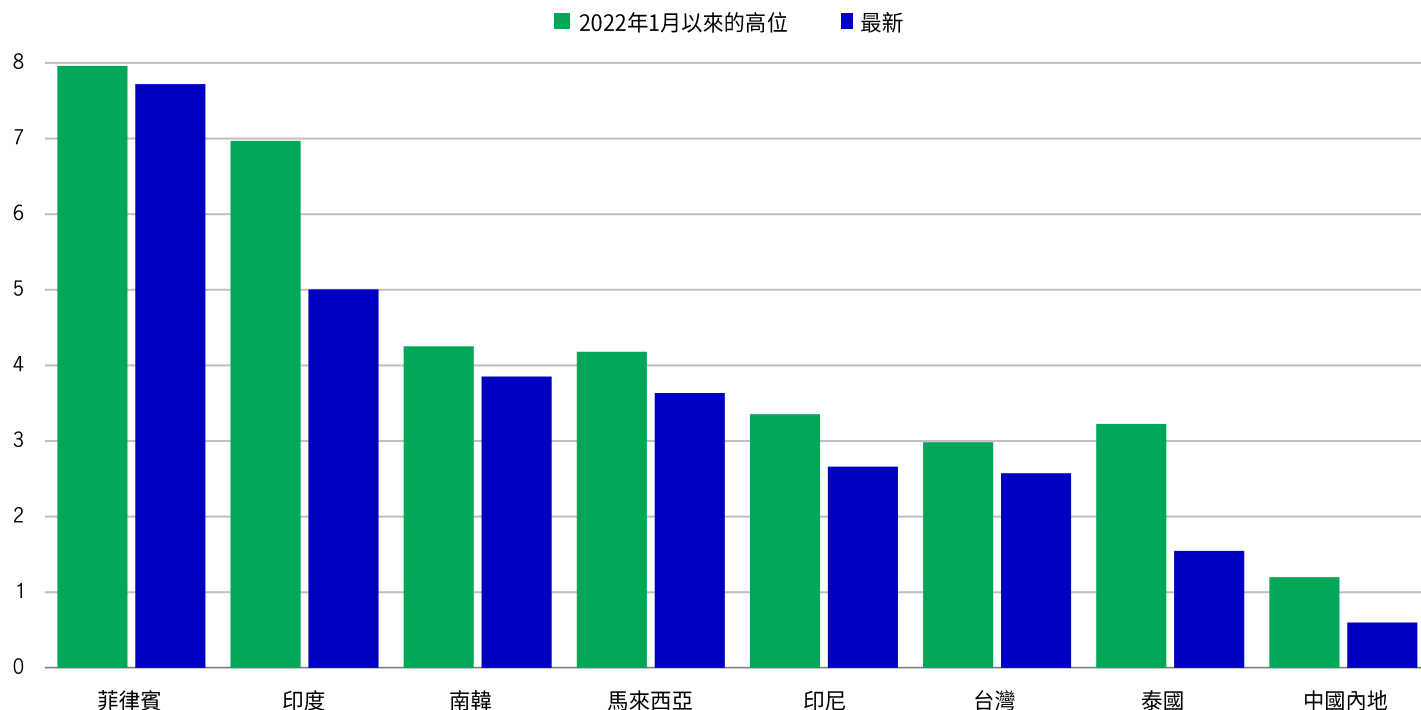
宏觀大局

儘管物價面對下行壓力，區內央行出乎市場預期維持強硬立場。馬來西亞央行進一步加息25基點至3.25%。澳洲儲備銀行自4月份暫停加息後，在兩次會議上總共加息50基點，將利率上調至4.10%。此外，韓國央行和印度儲備銀行展示鷹式暫停加息，利率分別停留於3.5%和6.5%，推翻可能提前減息的預期。泰國央行認為政策進一步正常化仍屬適當之舉，故上調政策利率25基點至2.00%。

我們預期經濟增長及通脹壓力放緩，將為區內多家央行提供結束緊縮周期的空間。然而，我們的觀察乃取決於核心通脹（量度基本物價壓力的較佳指標）在合理期間內下降的情況。目前為止，數據顯示區內幾乎所有經濟體的核心通脹均以相當緩慢的速度下降，而且仍遠高於平均值。近期走勢反映各央行政策轉向的預期時間延遲。

區內幾乎所有經濟體的核心通脹均以相當緩慢的速度下降，而且仍遠高於平均值

消費物價指數維持在令人不安的高位（按年變動，%）



資料來源：中國國家統計局；印度統計及綱領推行局；印尼中央統計局；馬來西亞統計局；韓國統計廳；泰國貿易及經濟指標局；台灣行政院主計總處；菲律賓統計局；Macrobond；宏利投資管理，截至2023年6月9日。消費物價指數追蹤城市消費者在一段時間內一籃子市場貨品和服務的價格平均變動。投資者不可直接投資於指數。

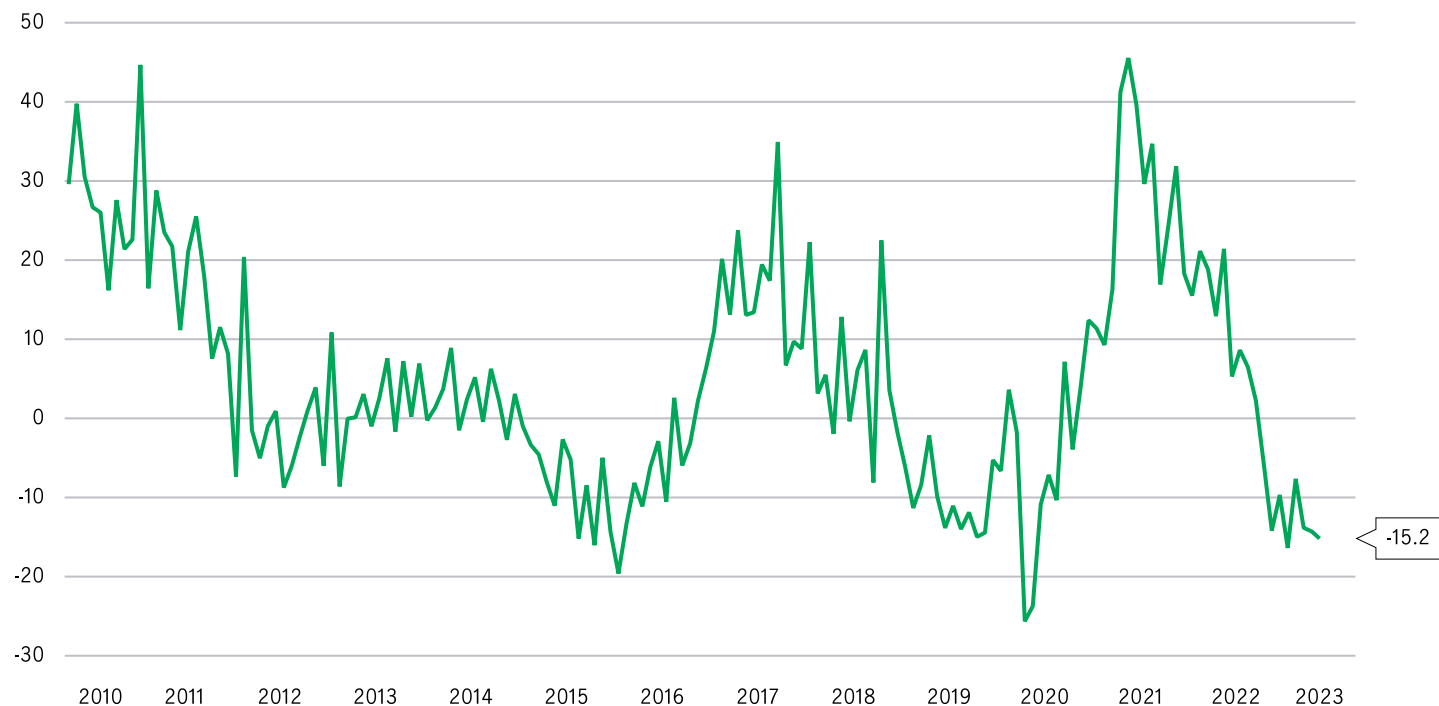
我們注視的因素

- **亞洲出口** — 出口仍然疲弱，但我們會留意觸底回升的跡象。外需偏軟及庫存水平上升，導致亞洲製造業產量受壓。我們尤其關注南韓的發展，當地整體出口在5月延續跌勢，按年急挫15.2%，整體製造業採購經理指數同樣收縮，5月份為48.4。⁶
- **通脹** — 雖然許多經濟體確實出現廣泛通脹放緩的情況，但不少的通脹仍遠高於目標水平，區內央行在通脹重返目標水平及核心通脹持續轉弱前，或未敢鬆懈。在我們關注的經濟體中，幾乎所有的核心通脹按年升幅高於2.5%。⁶

主要市場觀點

- **股票** — 亞洲與已發展市場及新興市場其他地區的國內生產總值增長差距預期擴大，加上通脹水平較令人安心，我們看好亞洲股票。區內央行亦很可能提早出現政策轉向。然而，全球陷入經濟衰退的風險升溫，意味市場將加劇波動、環球貿易持續疲弱和美元資金緊絀，因此，就外部流動性指標的相對強度篩選投資，或會帶來裨益。
- **固定收益及貨幣** — 我們認為區內政策官員或未能配合聯儲局收緊政策周期的時機及規模，意味著亞洲債券有望表現出色，但本地貨幣可能表現遜色。

南韓出口增長尚未回升（按年變動，%）



資料來源：韓國關稅廳；韓國產業通商資源部；Macrobond；宏利投資管理，截至2023年6月9日。

中國內地

宏觀大局

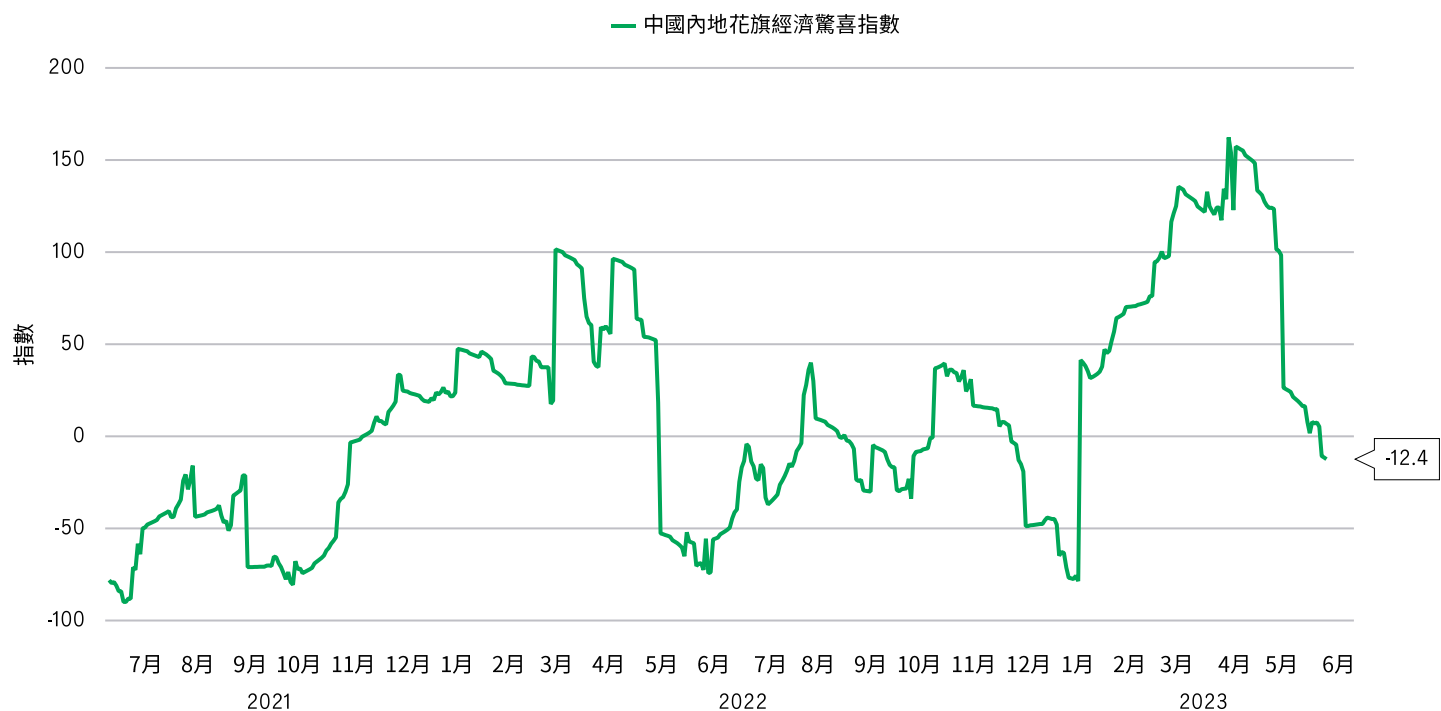
大部份周期活動指標顯示，經濟在5月和6月初放緩，與官方製造業採購經理指數調查出現收縮的情況一致。值得注意的是，信貸動力和房地產銷售轉弱，反映經濟重啟的復甦勢頭消退。

我們認為，除刺激措施之外，要加強周期復甦需要家庭消費和房地產銷售持續回升，但目前未有太多證據反映有此趨勢。消費指標仍低於疫情前水平和增長率。⁵此外，房地產動工依然是拖累經濟的重大因素，銷售和建築活動持續疲弱。現時，市場希望中國政府提供幫助。

至今為止，政府似乎並不願推出廣泛寬鬆措施。2023年國內生產總值增長目標為「5.0%左右」，在基數效應下能輕易達成，加上決策官員擔心累積過多債務會對財務穩定性構成威脅，我們仍然預期政策刺激措施有限。

除刺激措施之外，要加強周期復甦需要家庭消費和房地產銷售持續回升，但目前未有太多證據反映有此趨勢。

中國內地經濟數據在最近數月意外下跌



資料來源：花旗銀行、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。花旗經濟驚喜指數衡量一組核心經濟數據是否低於預期、與預期相符或高於預期。投資者不可直接投資於指數。

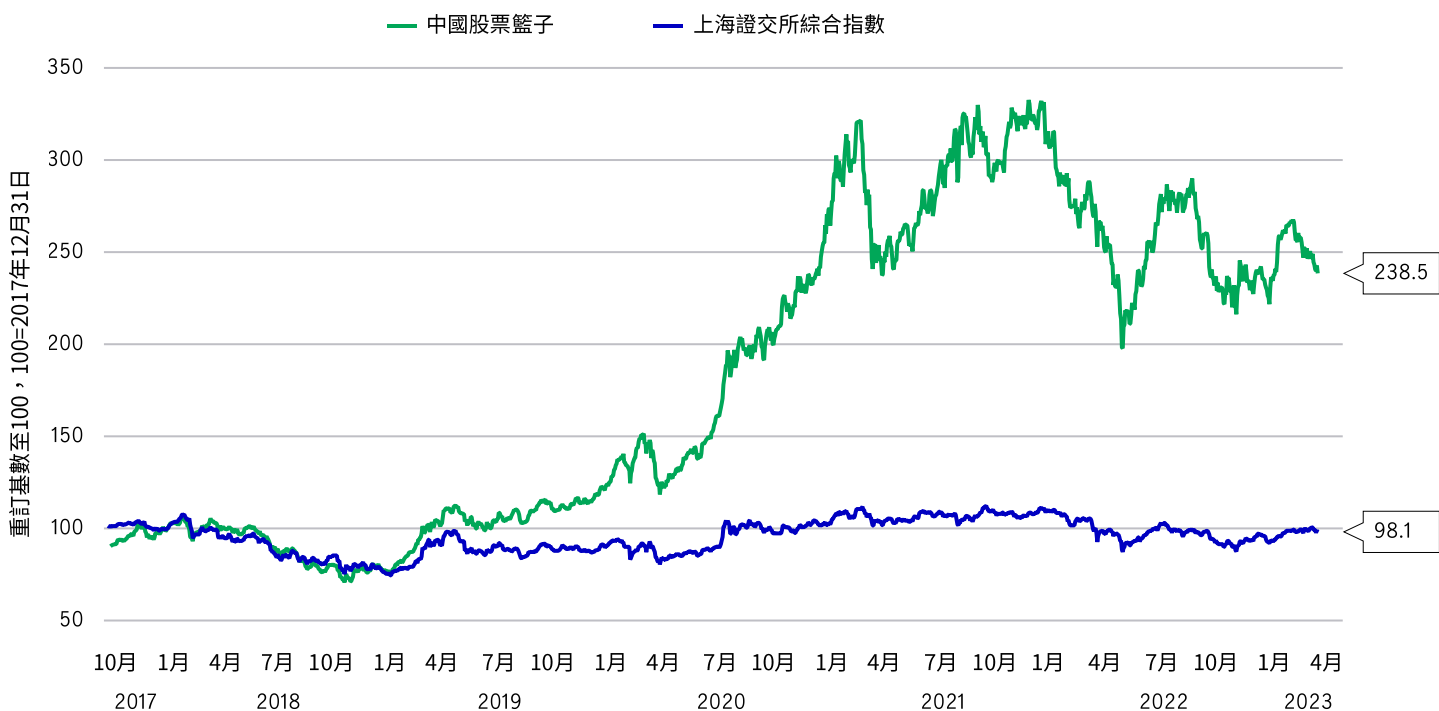
我們注視的因素

- **再融資壓力** — 儘管刺激增長並非當務之急，但在信貸環境惡化的情況下，負債率高的房地產發展商和地方政府的再融資壓力可能持續增加。
- **金融業改革** — 在全國人民大會前夕，國家主席習近平在2月28日發表講話，表示政府將就「[深化金融業結構性改革](#)」推出相關政策，引起市場憂慮金融業即將面對與科技和教育行業類似的監管整頓。若有關風險並無出現，市場可能會作出正面反應。

主要市場觀點

- **股票** — 環球經濟出現滯脹，對中國股票的挑戰尤其嚴峻。此外，我們對地緣政治風險升溫保持警惕。儘管如此，中國股票仍蘊藏個別策略機遇，而我們亦繼續看好受惠於可再生能源業、數字經濟、高價值環球製造、先進科技和消費升級的股票。
- **固定收益** — 鑑於經濟增長持續落後於極高的預期，加上中國人民銀行並無參與環球緊縮周期，我們預料中國政府債券孳息率將進一步下跌。

中國股票蘊藏個別策略機遇



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。圖表所指的中國股票籃子包括涉足可再生能源、創新和消費的中國企業。投資者不可直接投資於指數。

印度

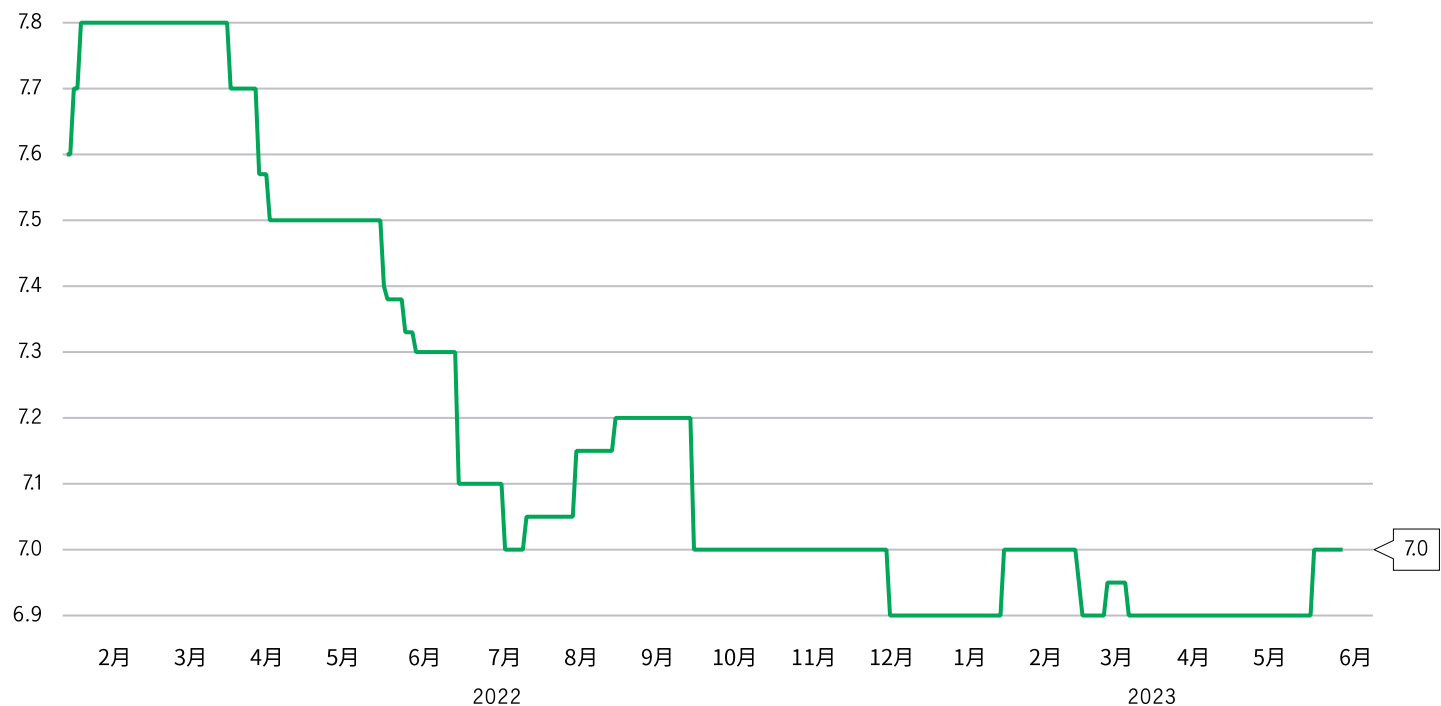
宏觀大局

印度儲備銀行連續第二次在會議上維持政策利率於6.5%，但其強硬立場出乎市場意料。儘管印度儲備銀行調低通脹預測，但仍然憂慮通脹上升風險，因為政府於6月7日宣布增加對農作物的支持，及厄爾尼諾現象可能影響雨季。如這情況發生，印度可能面對降雨量少於正常水平及嚴重旱災等問題，因而影響農作物表現，並可能加劇廣泛食品價格通脹。

非食品方面，央行的貨幣政策委員會確認原油價格放緩，但主要源於基數效應，本地價格仍然高企。另一方面，印度經濟遠勝預期，為印度儲備銀行帶來一些喘息空間。國內生產總值按年增長由4.5%加快至第一季的6.1%。⁷此外，採購經理指數調查等較高頻數據顯示，製造業和服務業最近數月的增長穩建。該數據年初至今表現強勁，促使市場調高2023年國內生產總值增長預測。

我們認為，印度經濟遠勝預期，為印度儲備銀行帶來一些喘息空間。

2023年印度國內生產總值增長預測開始上調（按年變動，%）



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。

⁷ 印度統計及綱領推行局，截至2023年6月12日。

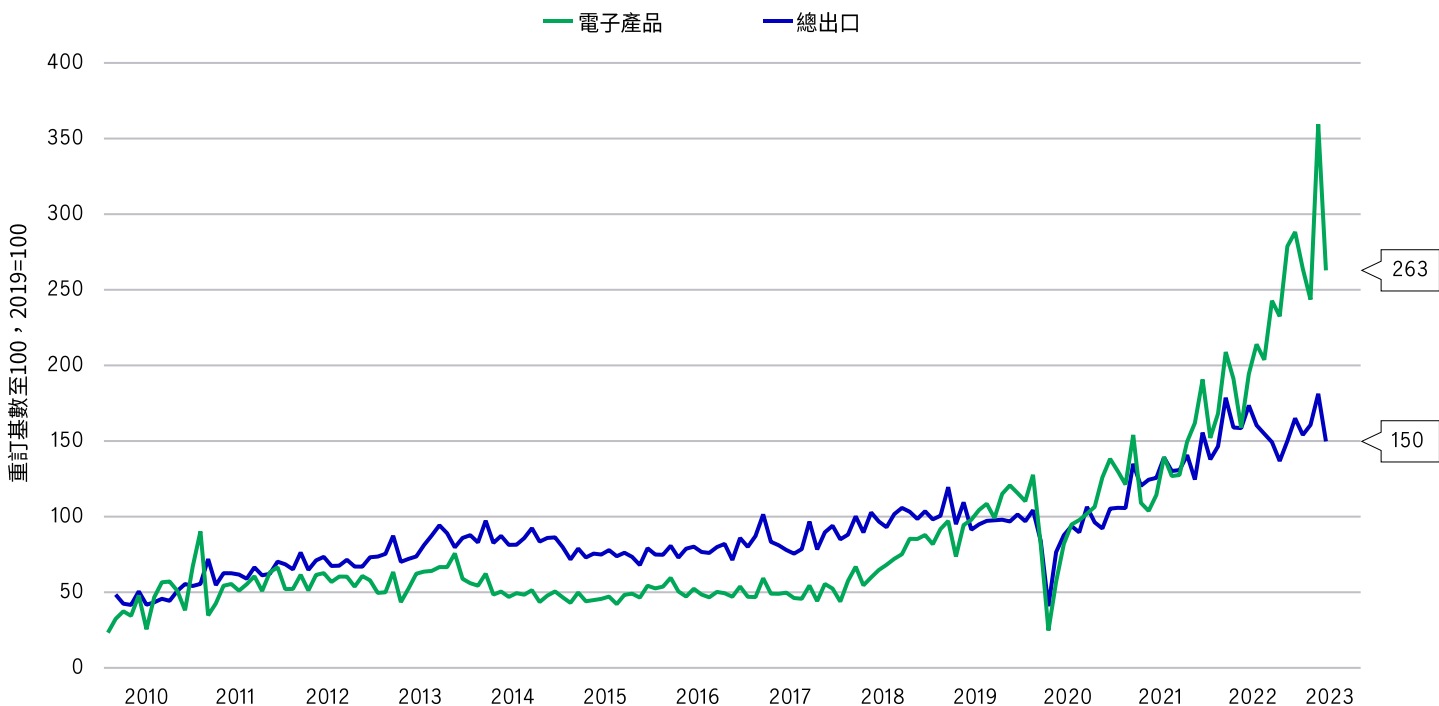
我們注視的因素

- **印度央行政策及通脹** — 通脹居高不下，或會促使印度儲備銀行延長緊縮周期及／或延後任何預期的寬鬆措施。
- **建立更廣泛的電子產品生態系統** — 至少兩家環球科技製造商將部份業務轉移至印度營運。印度貿易數據的近期走勢反映了這個新興發展，包括電子產品出口表現遠優於總出口。

主要市場觀點

- **股票** — 我們認為基本因素仍然正面，並預料印度股票將會在區內取得相對較佳的表現，而市場預期今年印度經濟的表現將顯著領先其他經濟體。⁶ 除去周期性因素，我們繼續看好印度的結構性前景。印度政府繼續致力改革，以改善國內營商環境，我們從企業的資產負債表可見，部份已進行去槓桿化。此外，當地經濟亦可能受惠於貿易持續和供應鏈分散相關的投資。
- **貨幣** — 我們認為印度盧比依然是亞洲貨幣的亮點，因其波幅偏低及利差偏高。

印度：電子產品出口蓬勃



資料來源：印度商業及工業部、印度統計及綱領推行局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。

日本

宏觀大局

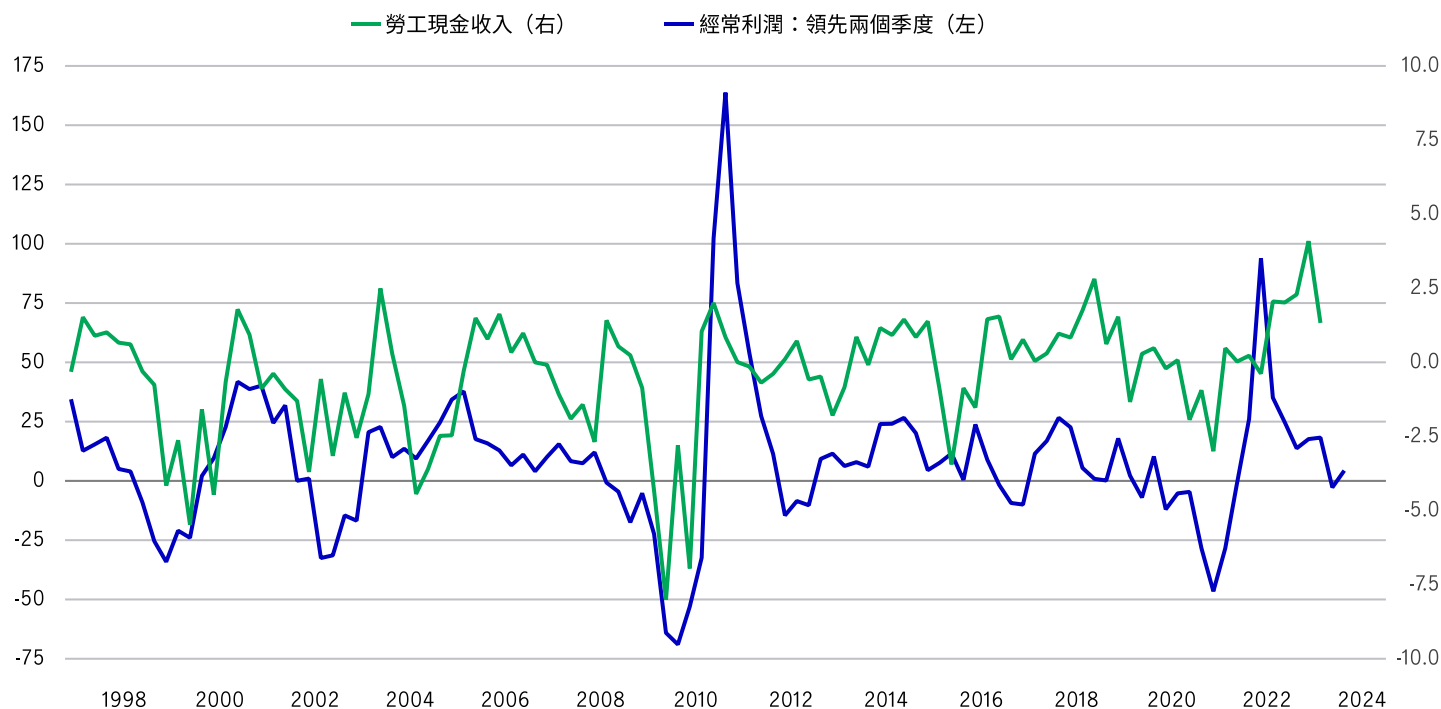
日本央行行長植田和男早前發表言論，確認了我們對該央行採取溫和立場的預期。相較市場早前預期，他對潛在收緊政策的態度更為謹慎，並強調通脹放緩至低於日本央行目標的風險，比高於目標的風險大。

日本央行收緊政策的前提是，工資增長維持在一個水平，以支持通脹達到或高於央行的2%目標。具體而言，央行指出工資增長需穩企於3%，以維持通脹於2%目標或以上。最新數據卻令人失望。

工資增長在去年12月達到4.1%，但年初至今升幅回落至約1%，主要源於花紅減少，而一般常規工資增長亦緩慢，徘徊於約1%水平，去年下半年則為平均1.3%。⁶現時企業不再受惠於去年日圓走弱帶來的超常利潤，調高工資的意願亦減少。事實上，經常性利潤於2022年第四季按年下跌，是兩年來首次，反映工資可能隨之下跌。

「日本央行行長植田和男早前發表言論，確認了我們對該央行採取溫和立場的預期。相較市場早前預期，他對潛在收緊政策的態度更為謹慎。」

經常性利潤對比勞工現金收入（按年變動，%）



資料來源：日本財務省；日本厚生勞動省；Macrobond；宏利投資管理，截至2023年6月9日。

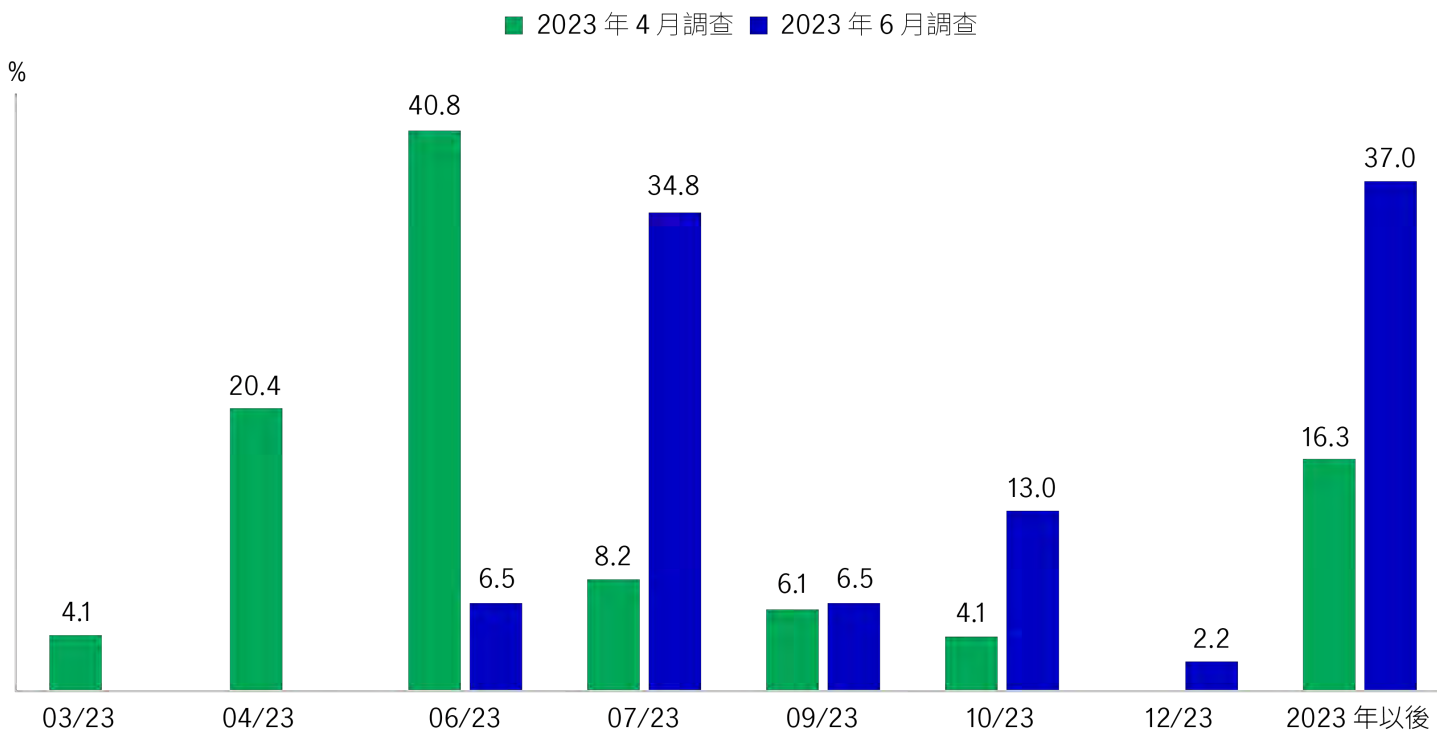
我們注視的因素

- **工資增長** — 日本央行表明，較強勁的工資增長是政策正常化的先決條件。
- **日本央行** — 繼日本央行行長植田和男多次暗示，需要維持寬鬆貨幣政策後，市場延遲政策調整的預期時間。然而，我們不能排除央行調整孳息率曲線控制計劃的機會，例如將目標由10年期日本政府債券孳息率，轉為較短年期債券孳息率。

主要市場觀點

- **股票** — MSCI明晟日本指數年初至今表現優秀。當地的貨幣及財政狀況較為寬鬆，支持企業盈利預測向好，與全球大部份地區形成強烈對比。當面對更具挑戰性的宏觀環境時，我們偏好較具防守性的股票。
- **貨幣** — 貨幣政策將於2023年收緊的預期，帶動市場普遍看淡美元兌日圓，但這並非我們的基本預測情況。日圓經波幅調整的收益率對策略性日圓長倉非常不利。我們認為日本政府債券孳息率的升幅不及環球利率，而且與市場預期出現落差。因此，我們認為日本投資者將繼續偏好非對沖海外債券。

調查結果：日本央行將於何時收緊政策？



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月15日。

巴西

宏觀大局

巴西經濟放緩，但多個周期性指標仍然穩建。勞工市場強勁及價格壓力放緩，為一般經濟活動和消費帶來支持。

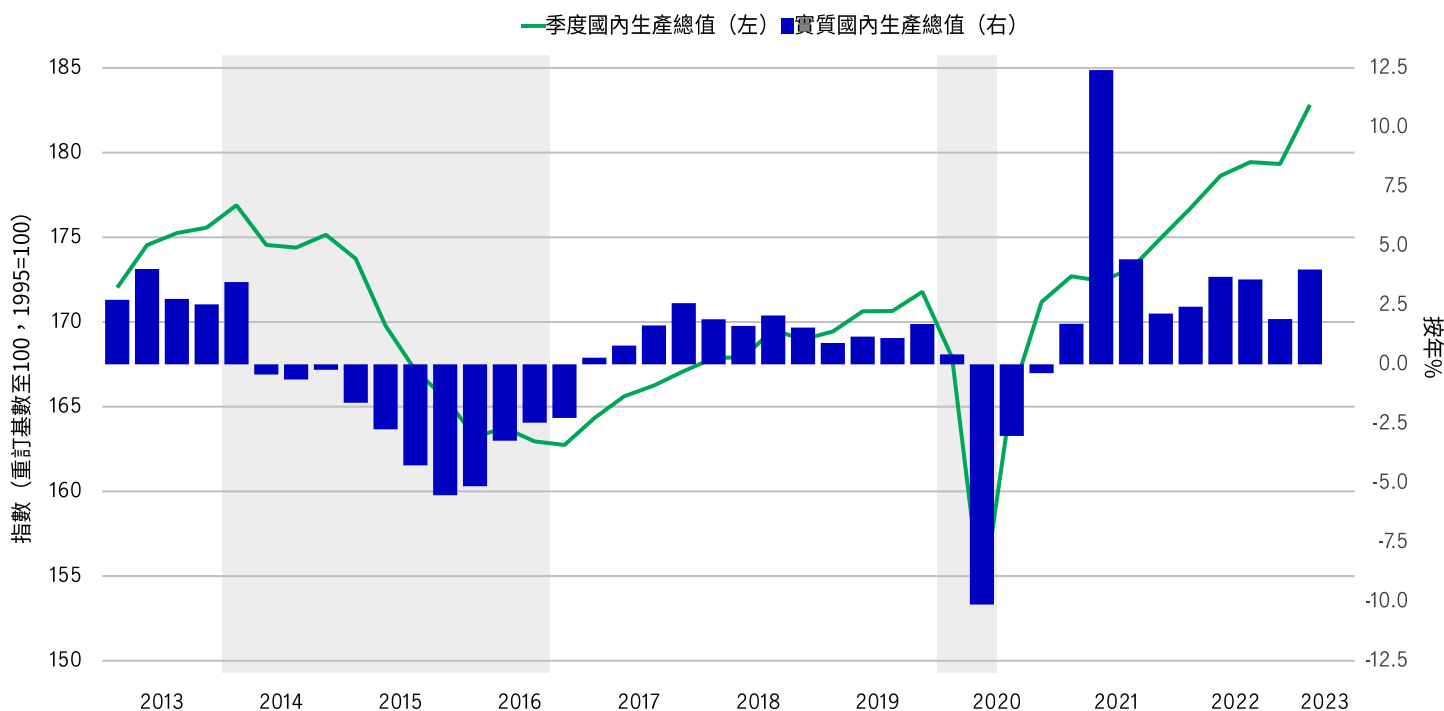
農業一直是擴大當地經濟供應層面的主要動力，而鑑於全球資源市場緊絀，我們預期這個情況會持續。通脹放緩應會促使巴西央行在第三季末，轉持較寬鬆的貨幣政策立場。

隨著當地政府在2023年5月通過新財政框架，市場對實施大規模財政政策的憂慮減退。外資投資亦見正面發展，中國內地和歐洲在當地的投資涉足多個不同行業，支持我們看好巴西的結構性投資主題的觀點。

巴西潔淨能源業亦吸引全球關注，而且在資源短缺的環境下，前景更為樂觀。我們繼續注視巴西的國際關係，以及中美緊張關係對當地貿易的影響。

「外資投資亦見正面發展，中國內地和歐洲在當地的投資涉足多個不同行業，支持我們看好巴西的結構性投資主題的觀點。」

巴西：國內生產總值增長持續擴大



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。灰色範圍代表衰退。

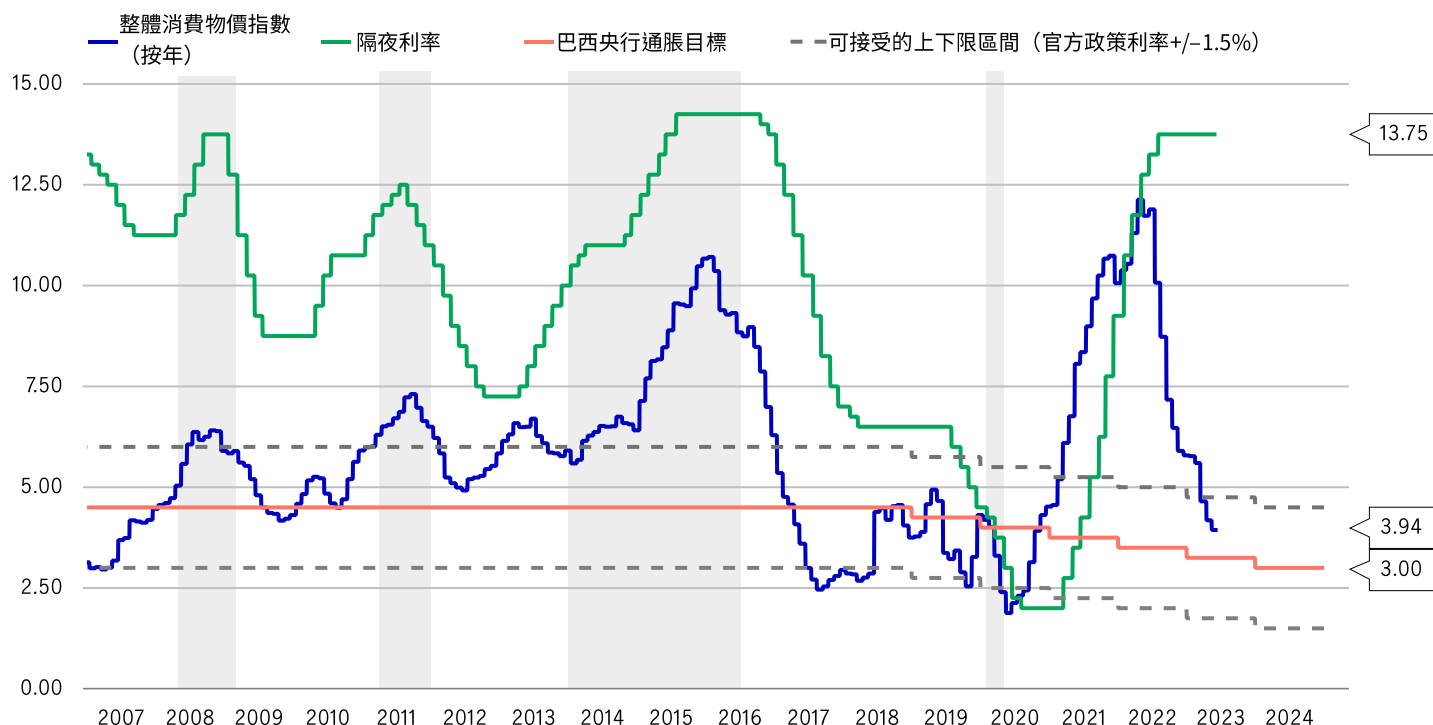
我們注視的因素

- **政治和財政政策** — 這兩個因素持續帶動環球投資氣氛及流入巴西的資金。當地政府的新財政框架應有利低收入人士，並穩定財政目標。儘管如此，我們注意到巴西整體財政動態仍充滿不確定因素，政府下半年的焦點將為重大稅制改革，可能推動或削弱市場氣氛。
- **貨幣政策** — 年度通脹由2022年4月的12%高位，回落至目前低於4%的水平，處於巴西央行3.25%（+/-1.5%）的通脹目標區間。我們認為央行於8月或9月很大機會減息。當局的貨幣政策立場略轉趨寬鬆，有望緩和和高利率帶來的財政利淡因素和消費壓力。

主要市場觀點

- **固定收益** — 相對已發展市場和新興市場，巴西是全球最高實質利率和利差的市場之一。由於巴西央行是全球最早進入緊縮周期的央行之一，預料亦較其他央行更早減息，將利好巴西的主權債券孳息率曲線。此外，負債覆蓋率等企業基本因素指標，較疫情前強勁。
- **股票** — 短期而言，MSCI明晟巴西指數部份主要成份股可能涉及特殊政治風險，或會主導價格走勢。從較長期的角度看，基本因素和估值非常強勁。預測利潤率、股息率和市盈率均優於其他新興市場及已發展市場。

巴西：通脹處於巴西央行的目標區間（%）



資料來源：巴西國家地理與統計局、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月9日。投資者不可直接投資於指數。灰色範圍代表衰退。

墨西哥

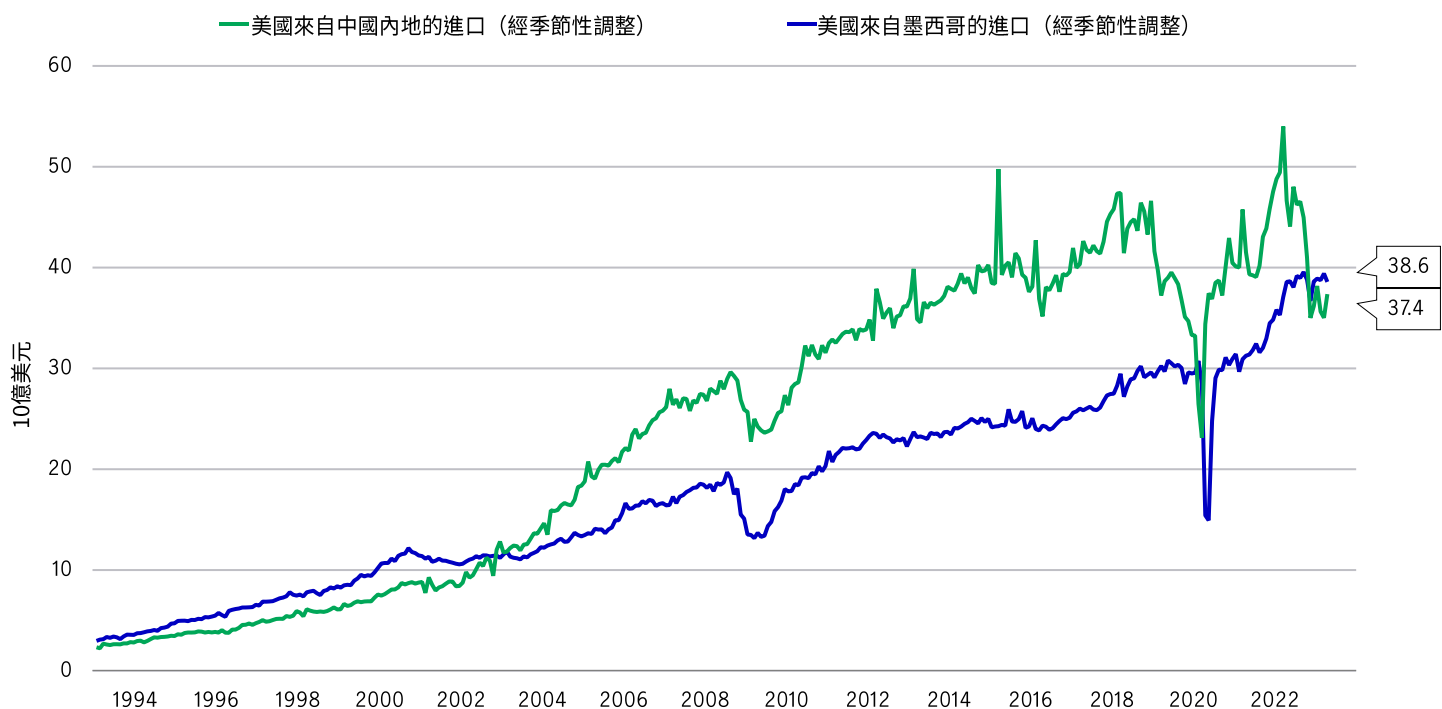
宏觀大局

儘管前景轉趨溫和，墨西哥仍然是全球較吸引的地區之一。當地與美國的貿易放緩反映增長受阻，但料繼續受惠於環球供應鏈分散的趨勢。墨西哥輸往美國的每月出口貨值近期超越中國內地。

一如大部份國家，墨西哥收緊貨幣政策令消費增長放緩，但直至目前為止，財政政策提供了一定支持。通脹壓力緩和，促使墨西哥央行暫停貨幣政策緊縮周期，將隔夜政策利率維持在11.25%。相對其他國家，墨西哥提供較高收益，宏觀環境亦利好，因此帶動墨西哥披索大幅升值，墨西哥披索兌美元匯率在最近升至數年高位。

墨西哥料繼續受惠於環球供應鏈分散。

墨西哥輸往美國的每月出口超越中國內地



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月14日。

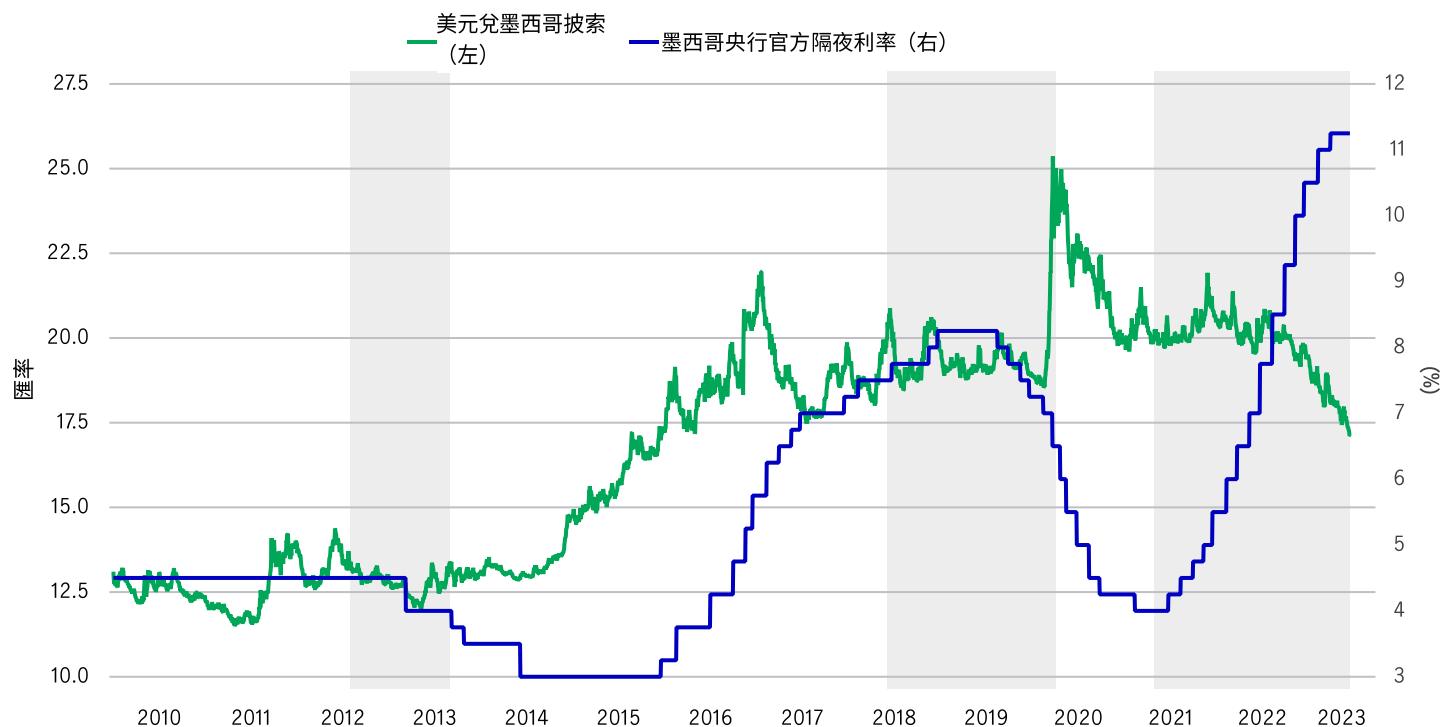
我們注視的因素

- **近岸／友岸外包** — 雖然墨西哥的貿易轉弱，但全球供應鏈重新調整，轉向關係較密切的盟國，或可為當地帶來支持，潛在利好貿易和資本投資。然而，有組織犯罪問題惡化，某程度上破壞上述發展，可視為外資投資當地的潛在障礙。
- **政策走向** — 通脹壓力下降促使墨西哥央行暫停加息周期。此外，3月份貨幣政策聲明的變動似乎與利率見頂的主題相符，當中提及通脹降幅較預期大，以及刪除有關進一步加息的措辭。

主要市場觀點

- **貨幣** — 貨幣政策立場轉變及利率差距的走勢，可能令墨西哥披索在大幅升值後進入整固期。
- **股票** — 我們認為墨西哥股市近期相對優秀的表現可能延續。當地風險水平持續改善，加上宏觀環境相對穩健，因此吸引海外投資者。然而，墨西哥股票的價格相對其他拉丁美洲市場昂貴，因此需要在相對較高的估值及基本因素改善之間作出平衡。

墨西哥披索和墨西哥隔夜利率



資料來源：彭博資訊、Macrobond、宏利投資管理，截至2023年6月14日。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)有限公司刊發。