



Manulife Investment Management
宏利投资管理

2022 年第三季度 | 全球宏观展望

驾驭 风云变幻

Frances Donald

环球首席经济学家兼策略师

Sue Trinh

亚洲宏观策略部主管

Alex Grassino

北美洲宏观策略部主管

Eric Theoret

环球宏观策略师

Erica Camilleri

环球宏观分析师

目录

环球概览	<u>3</u>
北美洲	
美国	<u>10</u>
加拿大	<u>12</u>
欧洲	
欧元区	<u>14</u>
英国	<u>16</u>
亚太区	
亚太区概览	<u>18</u>
中国	<u>20</u>
印度	<u>22</u>
日本	<u>24</u>
拉丁美洲	
巴西	<u>26</u>
墨西哥	<u>28</u>



环球概览

宏观大局

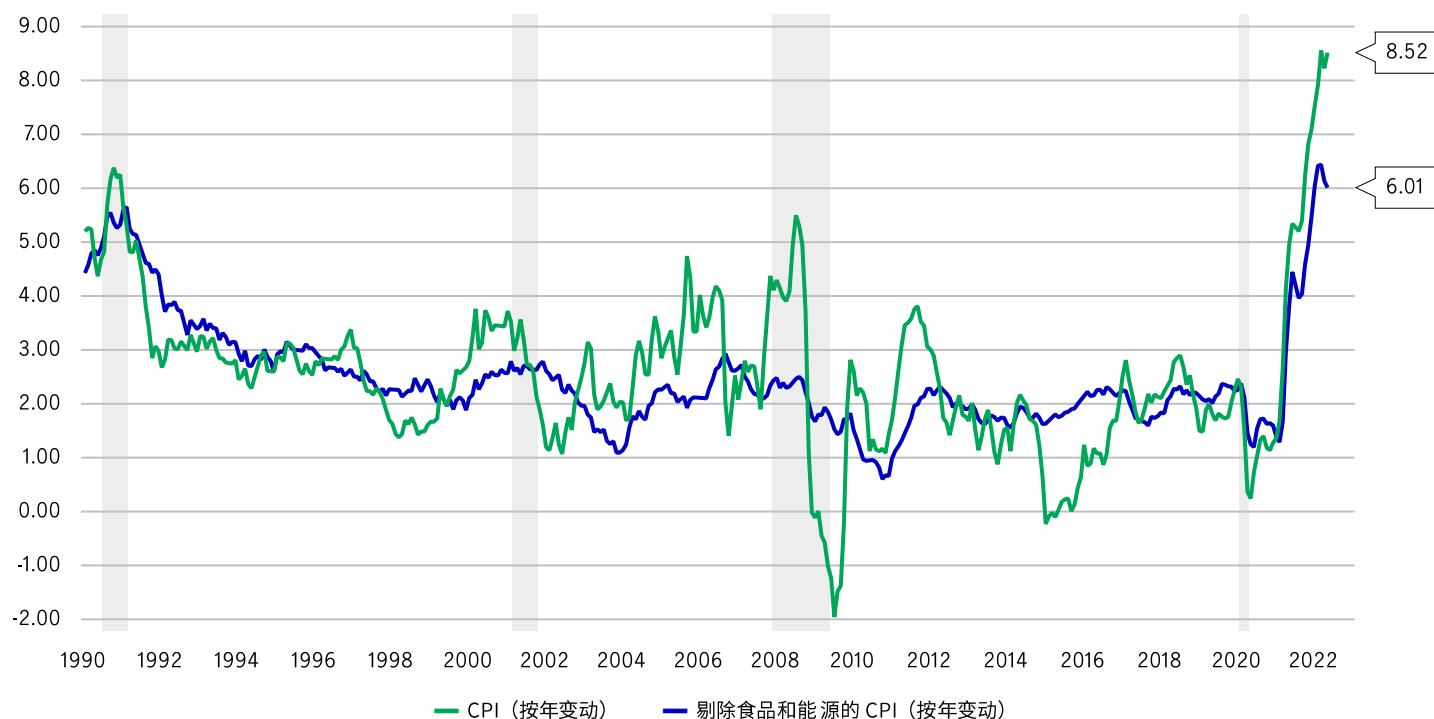
回顾 2022 年上半年，环球宏观环境和市场颇为严峻。从宏观经济的角度来看，自年初以来，我们已见证欧洲的灾难性冲突、中国的疫情挑战以及美联储极为鹰派的立场。

美联储主席鲍威尔曾表示没有积极考虑单次加息 75 个基点这一选项，但联邦储备委员会于 6 月 15 日即宣布加息 75 个基点，前后仅间隔六周的时间。在 6 月议息会议前数日，美联储已向市场隐晦地传递了这一消息，我们认为重点在于确认（尽管是间接地确认）美联储为遏抑通胀而刻意加息会导致经济增长大幅放缓。毫无疑问，我们正见证美联储数十年来最为激进的货币政策紧缩周期。

美联储的强硬立场意味着众多经济学家和预测机构（包括我们在内）不得不调整观点。至少可以肯定的是，环球经济增长前景已变得更具挑战性，实现软着陆的预期也已降低。

“上一次股债市场同向移动两个标准差是在 30 年前的 1991 年 12 月，当时股债齐升。”

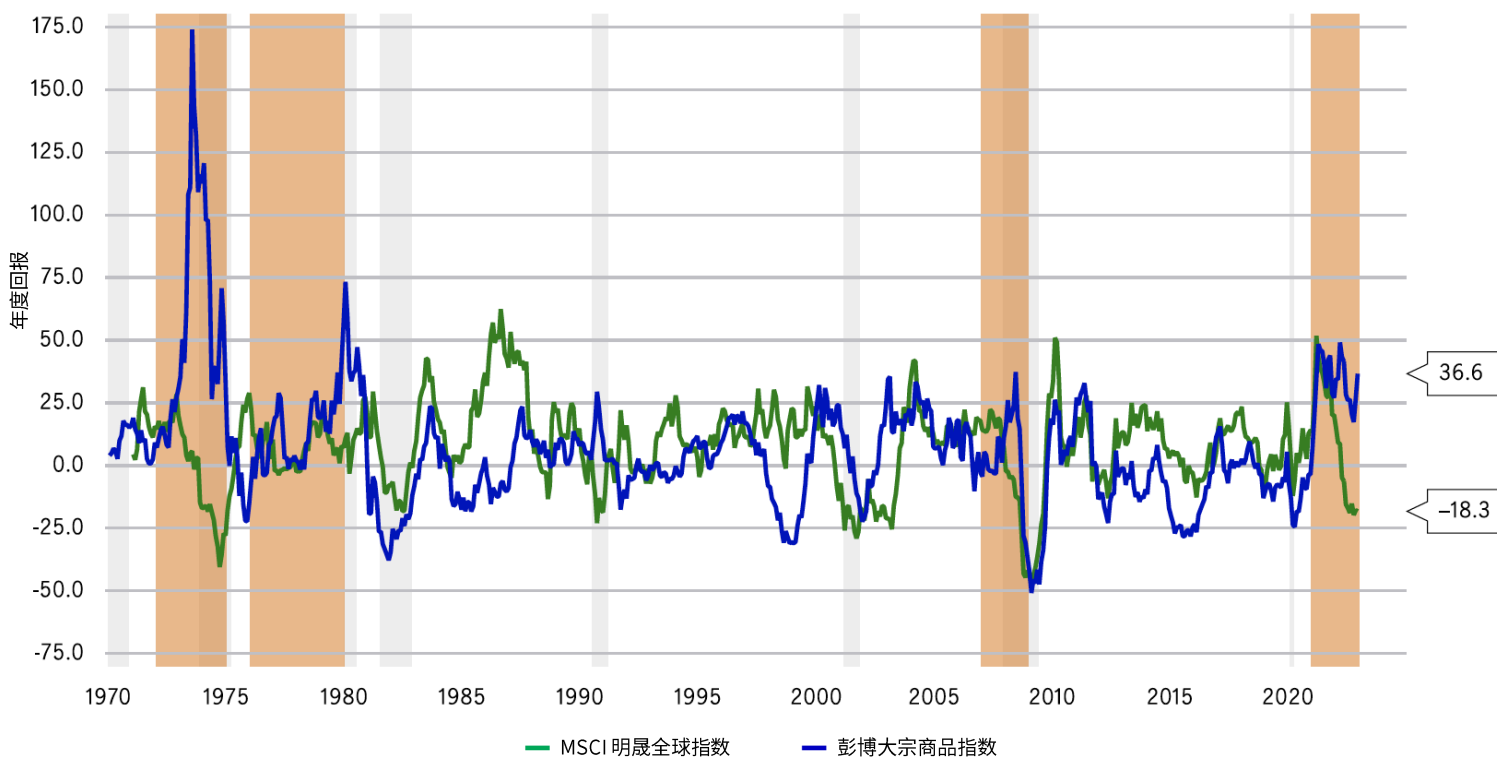
美国通胀：较预期更持久 (%)



资料来源：美国劳工统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 20 日。CPI 是指消费物价指数。投资者不可直接投资于指数。按年是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退。



大宗商品有望连续两年跑赢 MSCI 明晟全球指数 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 3 月 10 日。橙色范围显示大宗商品价格跑赢 MSCI 明晟全球指数一年以上的时期。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退。

“科技股拖累环球股市表现...甚至现金（在任何投资组合中最具流动性的资产）也受累于通胀居高不下。”

年初至今，多项金融资产出现双位数跌幅¹，情况并不令人意外。科技股拖累环球股市表现，美国国债等传统避险资产出现 1980 年以来最逊色表现，即使是现金（在任何投资组合中都属于流动性最强的资产）也受累于通胀居高不下。上一次股债市场同向移动两个标准差是在 30 年前的 1991 年 12 月，当时股债齐升。²

在市况动荡下，美元、大宗商品及大宗商品挂钩的资产为身处风暴中的投资者提供了些许庇护。然而，值得注意的是，从历史数据来看，目前美元与大宗商品市场之间的正相关性极不寻常。事实上，大宗商品很可能连续第二年跑赢 MSCI 明晟全球指数，这种情况自 1970 年以来仅出现过三次：1972/1974 年、1976/1979 年及 2007/2008 年。这些类比结果令人忧虑，且符合我们上一季度的推论——环球金融体系正处于范式转移阶段。

1 截至 2022 年 6 月 12 月。2 彭博资讯，截至 2022 年 6 月 12 月。



否极泰来？

不少投资者都希望了解环球市场数十年来的最差开局是否已经结束。然而，随着 2022 年下半年到来，宏观经济前景仍然面对通胀高企、经济增长放缓及金融环境收紧所带来的艰巨挑战。

虽然我们的基本情境为通胀将于 2023 年缓和，但在目前时点，我们应聚焦于上述观点的新兴风险。

- **通胀（尤其是总体通胀）可能在较长时间内居高不下**

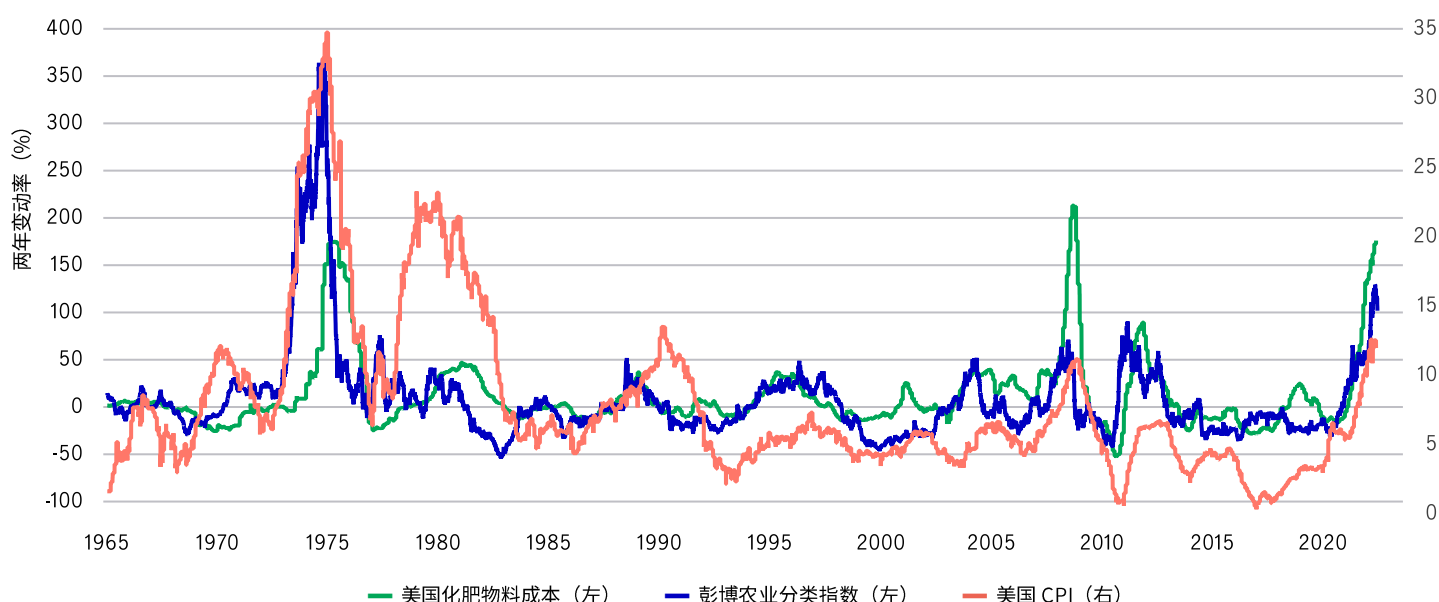
目前受多项因素影响：化肥价格急升（过去 18 个月上升 50%-200%，视乎投入品而定），意味着未来粮食短缺及食品价格通胀将会加剧；通胀因地缘政治问题而挥之不去——环球经济持续割裂，具战略资源意义的大宗商品及美元被武器化；物流问题需要更长时间才可解决。

- **市场对经济增长的忧虑升温**

对许多经济体而言，问题不在于经济会否放缓，而是放缓的程度有多深、时间有多长。由于经济衰退以实际数据衡量，因此在通胀高企时，避免衰退的门槛特别高。此外，如果前述的通胀升温风险在 2022 年继续，则可能意味着需要更大力度遏抑需求才可实现整体通胀降温。

在这一背景下，我们预期环球政策决定者将在今年下半年面对沉重压力，以同时打破供应引起的通胀并解决众多家庭面临的生活成本危机。如果政策决定者认真处理上述问题，只有大宗商品价格回落及工资上升（以占实际国内生产总值百分比表示），央行才得以转为鸽派立场。

化肥价格急升表明食品价格通胀将会升温



资料来源：国际货币基金组织、联合国粮食与农业组织、美国劳工统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。CPI 是指消费物价指数。投资者不可直接投资于指数。



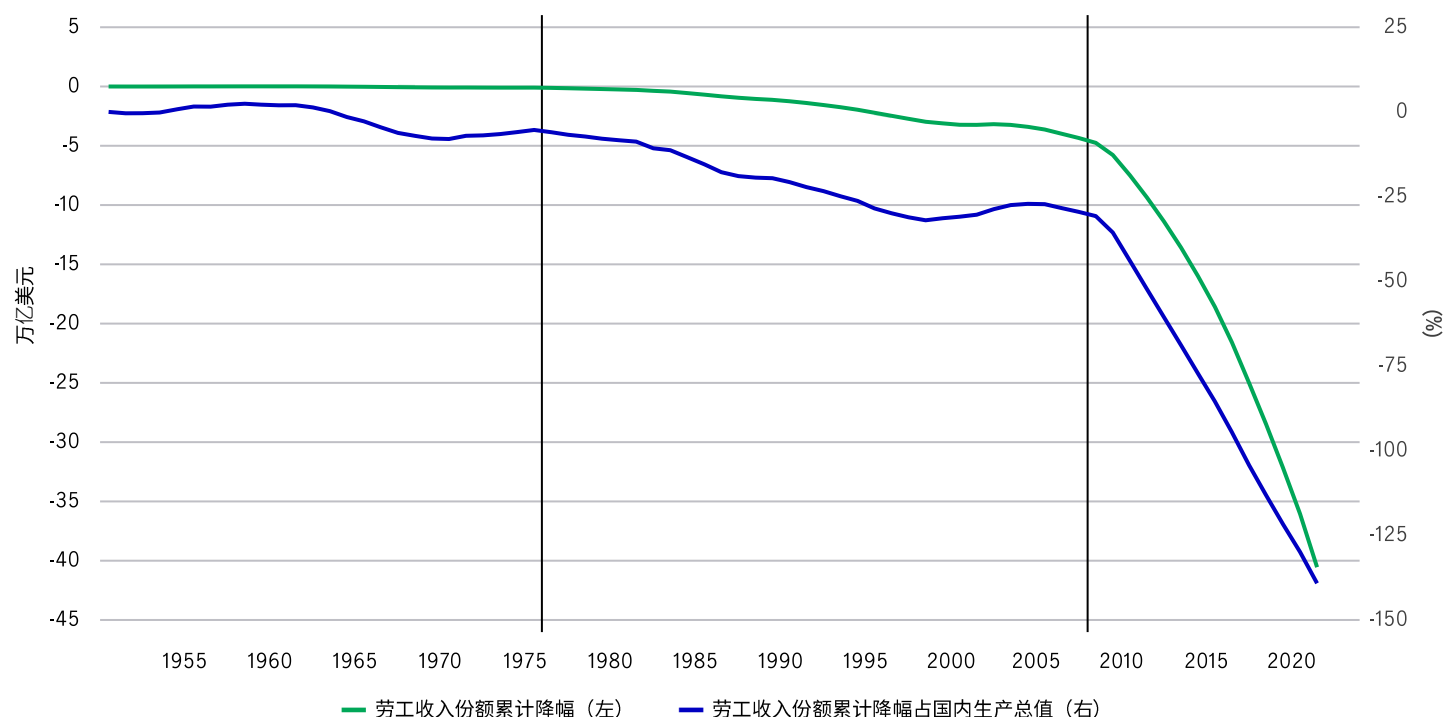
从这个角度来看，政策制定者不太可能于 2022 年下半年实现其目标，并且必须推进不利于金融资产价格的政策，这一点是意料之中，而世界银行及经济合作与发展组织（经合组织）也在最新一份全球经济展望中确认上述风险。

世界银行将 2022 年全球国内生产总值增速的预测由 2021 年的 5.7% 下调至 2.9%，较 2022 年 1 月作出的预测（4.1%）下调近三分之一。这次下调幅度相当显著，是世界银行近 80 年来对全球短期增速预测最大幅度的下调。重要的是，世界银行指出：“对许多国家而言，衰退将难以避免…即使全球性的经济衰退得以避免，滞胀之苦可能持续数年，未来十年也可能持续陷入增长低迷的情况。”

与此同时，经合组织注意到“全球经济表现势将大幅转弱”，并补充指出尽管已考虑到需求增长放缓与供应链和大宗商品价格压力缓和的预期，到 2023 年末，多个主要经济体的核心通胀“仍很可能维持于或高于央行目标”。经合组织也强调“生活成本危机将导致民众陷入困境，带来饥荒和社会动荡的风险。”

展望 2022 年下半年，我们预计欧元区将出现经济衰退，中国经济复苏步伐将逊于预期，以及美国经济大幅放缓（目前看似 2023 年初将陷入衰退）。鉴于上述地区是新兴市场出口国的三大目的地，众多新兴市场经济体或将面临环球贸易额减少及资本外流扩大。经济增长低于趋势也可能意味着，即使相关物价压力上升令紧缩周期延后结束，企业盈利增长也会逊于分析师的高预期。一般而言，在美联储刚好结束紧缩周期前，较长年期美国国债收益率才会见顶。

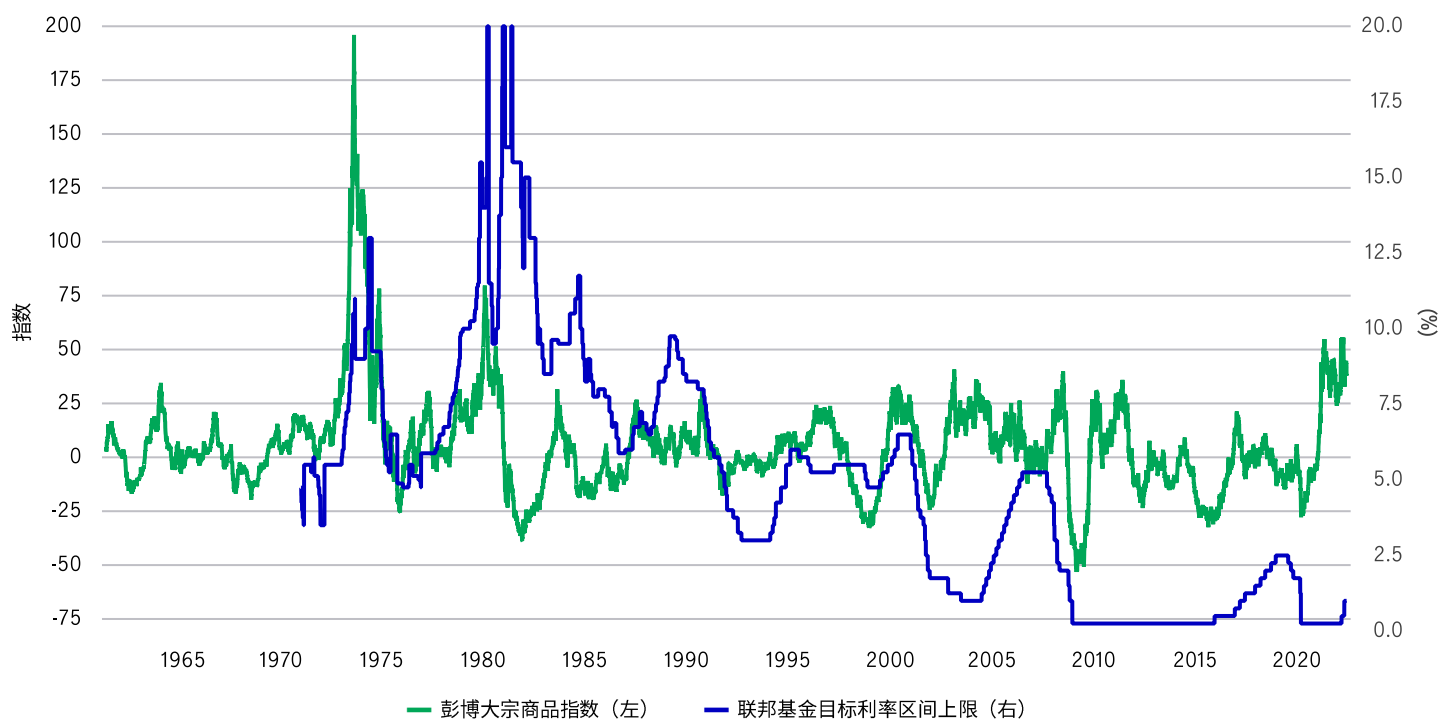
央行转鸽受制于劳工收入份额提升



资料来源：Conference Board、美国商务部经济分析局、荷兰经济政策分析局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。

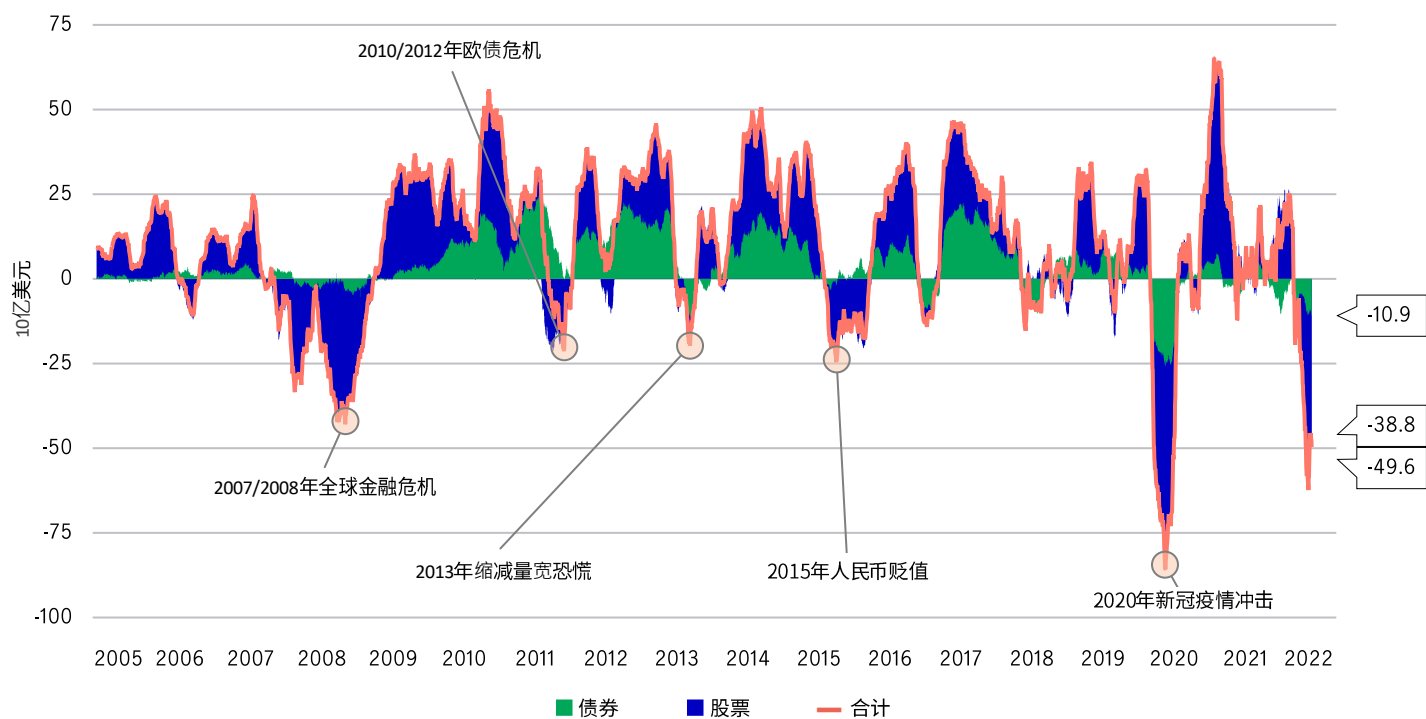


央行转鸽受制于大宗商品价格上涨



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月13日。投资者不可直接投资于指数。

非居民投资流入新兴市场



资料来源：国际金融协会、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月11日。



懦夫博弈

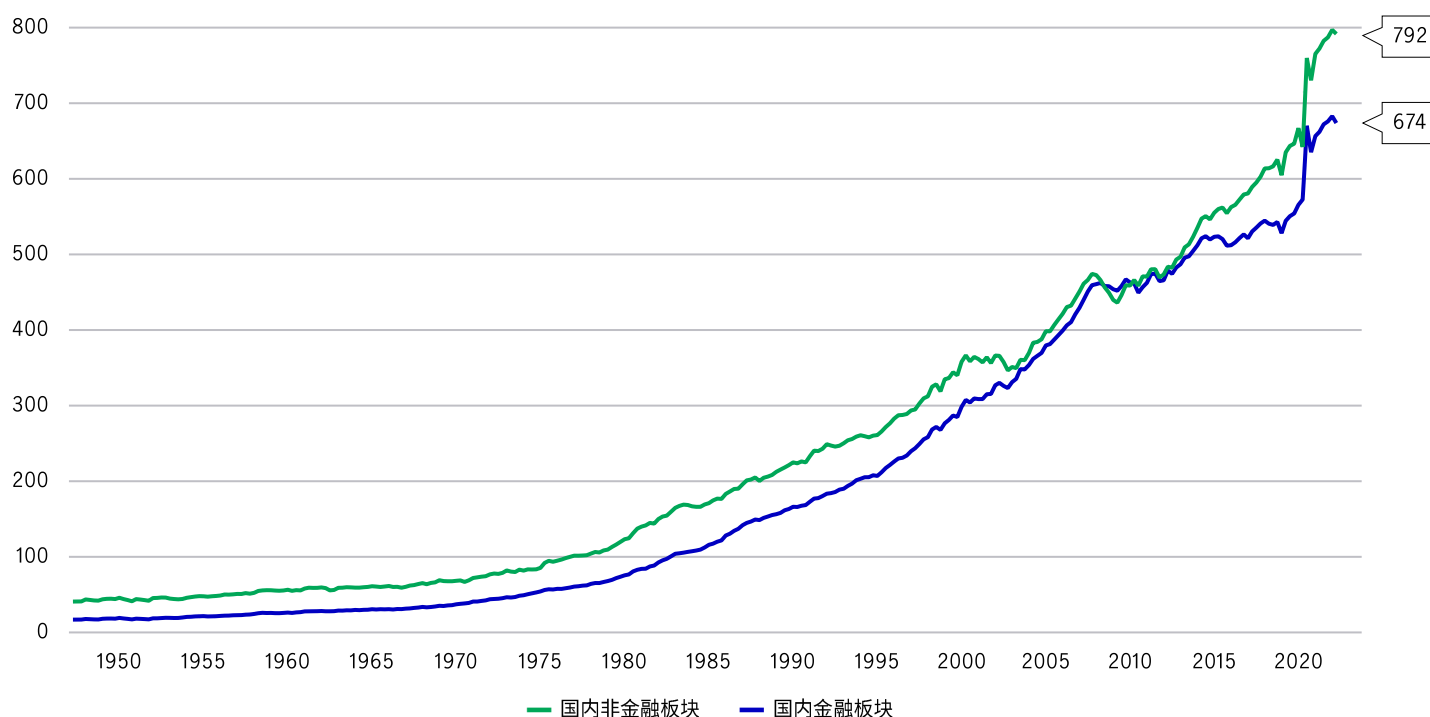
尽管市场至今持续走低，但我们认为不少市场仍未完全反映当前充满挑战的背景。原因在于，在后金融危机时期，市场普遍认为美联储会一直提供支持——在资产价格跌穿某条线时，市场相信美联储一定会介入以限制价格跌势。然而，随着无法想象的事情接踵而来，指望美联储继续托市是一场豪赌（至少有投资者已逐渐认识到这一点）。

根据历史，全球各地央行选定托市的资产市场各有不同：众所周知，美联储利用股市及/或信贷市场；欧洲央行选择周边国家债券利差；对于中国人民银行和澳洲储备银行而言，则应该是房地产市场。

这些对策导致收入分布更加扭曲，因而造成实体经济倒退，经济、社会 and 地缘政治更显脆弱。我们看到，目前市况正显著偏离后金融危机时期。

甚具影响力的前纽约联邦储备银行行长 William Dudley 认为，美联储必须令股市投资者“蒙受更多损失”，从而遏抑通胀。美国财长耶伦早前认为，如果美联储能够买入股票和企业债券，或可在未来美国经济下行时提供支持。不过，耶伦已改变看法，她在 2022 年 4 月表示并不在意股市走弱，指出股市“并不是经济潜在实力的反映”。

美国金融资产占实际国内生产总值的份额（%）



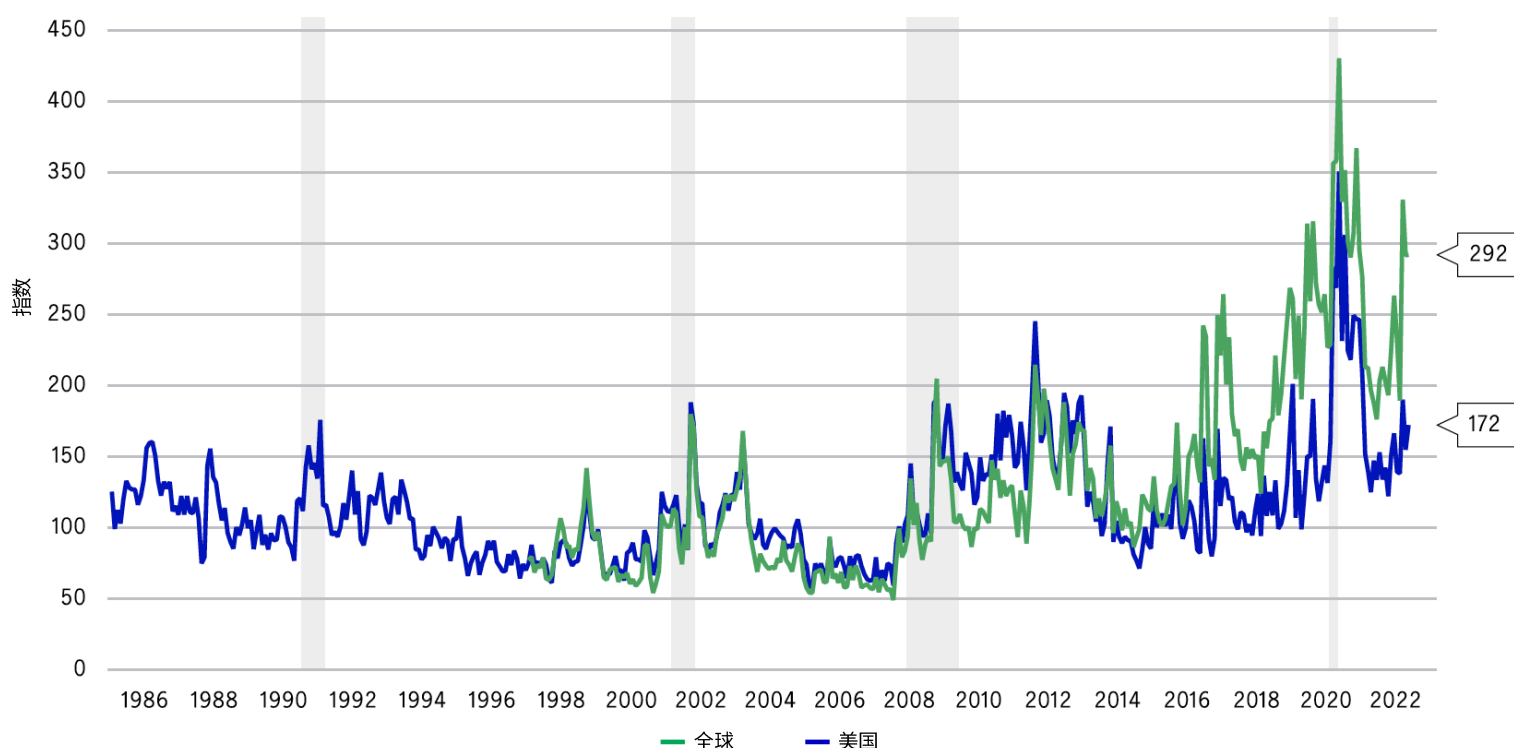
资料来源：美联储、美国经济分析局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。



在大西洋彼岸，即使周边国家主权债券利差持续扩大，欧洲央行仍表示货币政策正发挥作用，亦未有提供欧元区周边国家债券市场支持机制的细节。中国方面，尽管房地产市场具有系统重要性，但政府已系统性遏抑房地产市场。虽然澳洲大部分城市的房地产价格将在未来两年出现双位数跌幅，但澳洲储备银行仍然出乎意料地加息 50 个基点，该幅度大于市场预期，且为 2001 年以来最大幅度加息。

多年来，央行托市政策带动金融资产增值，幅度远超实体经济、关键投资和生产需求的增长，也导致目前环球经济面临滞胀动力。因此，为了扭转目前滞胀局面，央行理应采取与托市对策相反的行动。虽然这是令人感到不安的事实，但我们相信如果目前对此毫无作为，所造成的经济、社会 and 地缘政治代价只会在未来有增无减。无论是缓兵之计还是舍难取易，最终可能只是一场懦夫博弈。

经济政策不确定性指数



资料来源：经济政策不确定性指数、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退。



美国

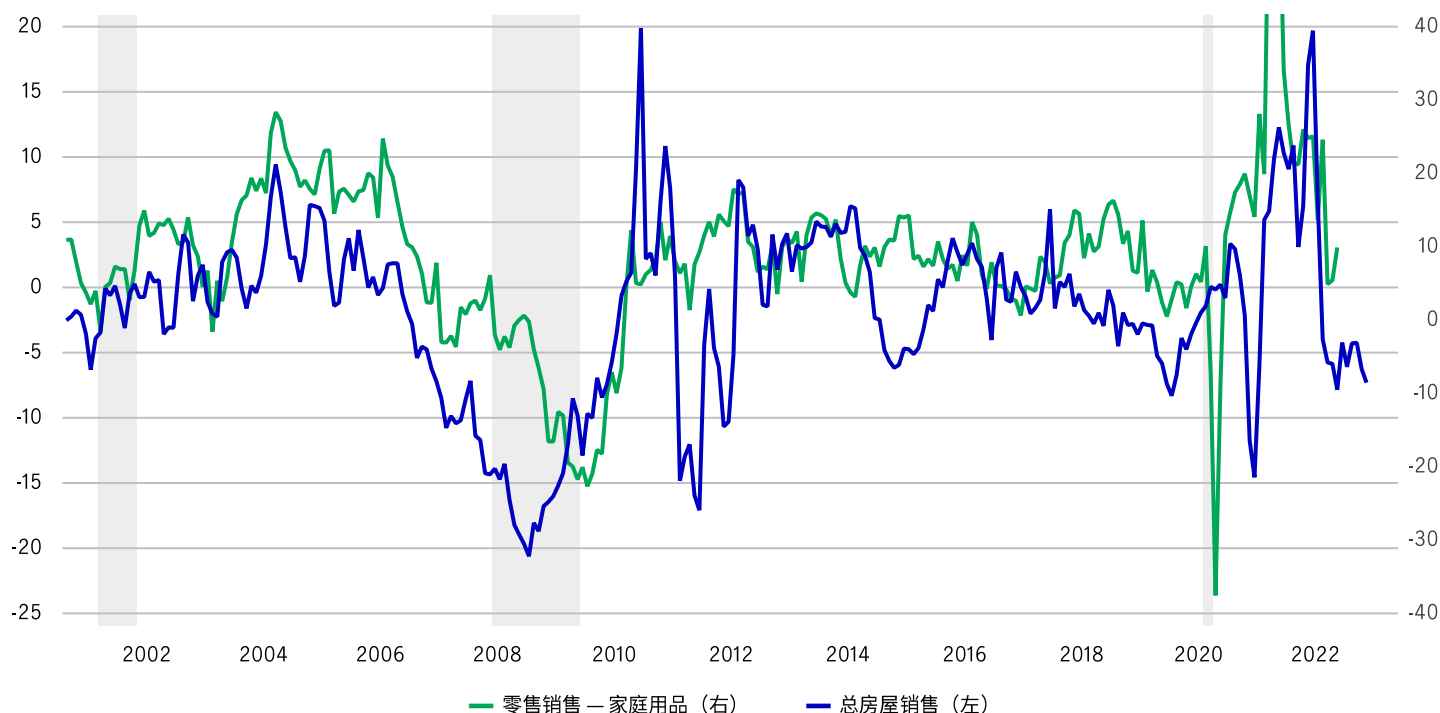
宏观大局

由于美联储继续试图遏制居高不下的通胀，金融状况急速收紧，加剧市场忧虑供应短缺的情况广泛蔓延，波及住屋、货品以至劳工等领域。收紧货币政策如何有效地缓解由地区冲突引起的食品和能源通胀，尚属未知之数，而食品和能源领域目前占消费开支的比例较大。

依照目前情况，我们认为 2022 年下半年及 2023 年前几个季度大部分风险倾向下行。除了通胀之外，利率急升已造成房地产市场活动放缓。我们预计这将影响对利率敏感的广泛货品，目前相关商品看来已累积了一定的库存。

“依照目前情况，我们认为下半年及2023年前几个季度大部分风险倾向下行。”

美国房屋销售活动转弱可能削弱耐用品需求（按年%）



资料来源：美国人口普查局、美国地产经纪协会、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。家庭用品包括零售销售报告组成部分的家具、电子产品及建材。按年是指与去年同期比较。



我们关注的因素

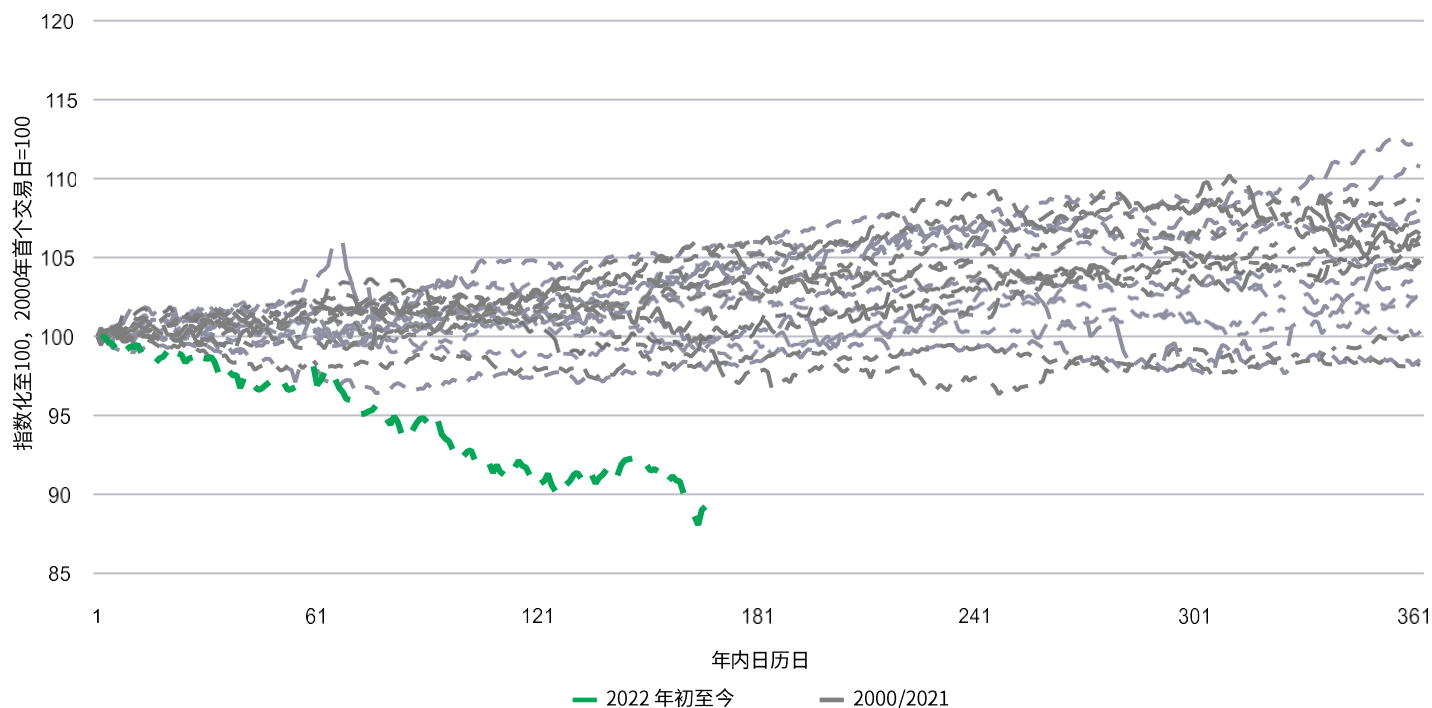
- **美联储** — 从近月发展可见，货币决策与疫前预测相距甚远。投资者必须关注美联储的措辞变化（目前已明显趋于鹰派），以掌握固定收益领域、市场动荡及对利率敏感的经济范畴。
- **美国消费市道** — 购买力侵蚀和融资成本攀升应会遏制占美国经济约 70% 的消费开支。缓解上述情况的潜在因素是家庭资产负债表稳健且负债水平偏低：如果借贷标准维持宽松，或可为消费带来支持。
- **库存** — 虽然汽车业大幅扭曲整体水平，但仔细来看，数个板块供应过剩。

主要市场观点

- **大市** — 我们预计，在美联储发出明确信号表示紧缩周期即将结束之前，各类资产仍会持续波动。届时，过去一年相对于过往表现逊色的固定收益领域应可有一定暂缓。
- **货币** — 我们预期，只要发达市场货币政策普遍存在不确定性，美元料将持续发挥避险作用。因此，我们预期在美联储措辞明显趋于温和之前，美元将持续获得支持。
- **固定收益和股票** — 鉴于市况持续波动，我们偏好较优质投资级别信贷及风险系数较低的股票。

彭博美国综合债券指数

按年份表现（总回报，美元非对冲）



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 15 日。投资者不可直接投资于指数。上图每条线代表 2000 年至 2022 年 6 月 15 日每个日历年的年初至今总回报。



加拿大

宏观大局

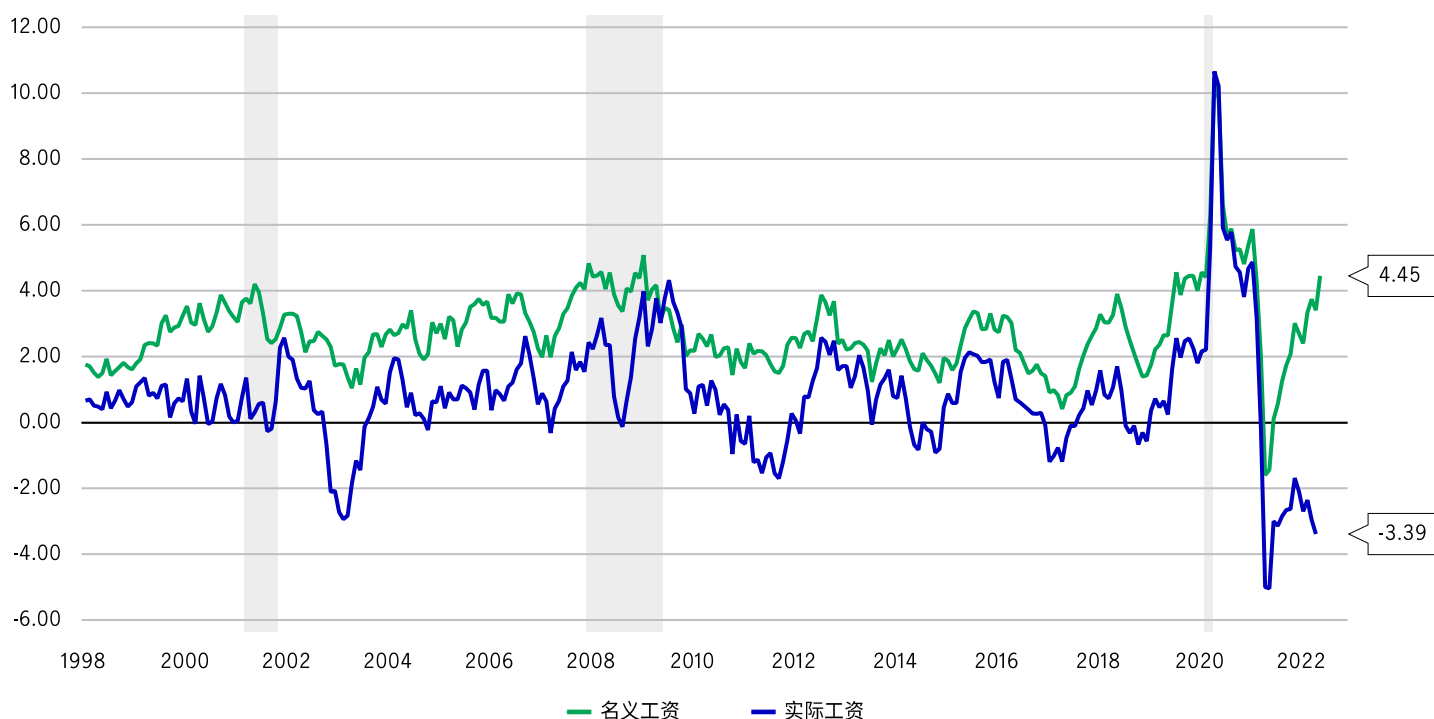
今年上半年，加拿大经济表现强健，受惠于美国经济并未享有的几项因素：能源价格上涨支持出口、财政悬崖概率较小以及劳工市场较稳健且回升至较疫前更佳的水平。上述发展令加拿大央行信心增强，坚定不移抵御通胀。

与央行行长 Tiff Macklem 的鹰派指引相符，债券市场已反映 2022 年内连续加息三次、每次 50 个基点的预期。我们认为，这个加息步伐将显著削弱加拿大 2022 年下半年和 2023 年的经济状况，也未能直接化解通胀问题。重要的是，与大多数国家一样，大部分困扰加拿大的通胀因素同样具有全球性，而且并非特别对利率敏感，尤其是对加拿大的利率而言。

相反，鉴于房地产业占加拿大经济比重庞大，达到纪录高位，加上可变利率按揭的比重增加，当地经济对利率的敏感度远高于邻国美国。

“债券市场已反映2022年内连续加息三次、每次50个基点的预期，我们认为这将显著削弱加拿大2022年下半年和2023年的经济状况。”

加拿大工资增长（按年%）



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 15 日。按年是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退时期。

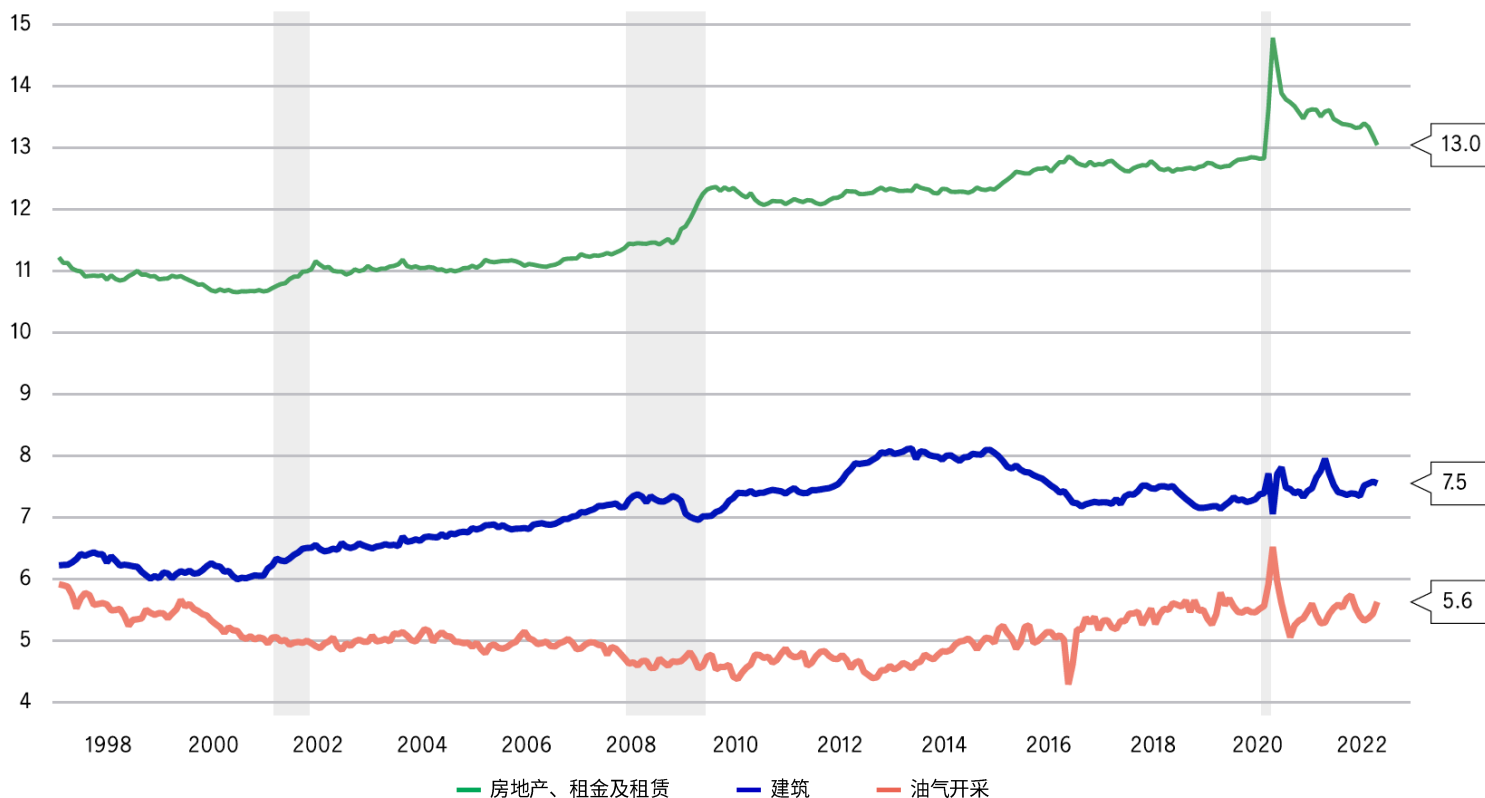
我们关注的因素

- **房地产市场活动** — 这或许是加拿大经济最重要的指标：房地产领域若干范畴急跌可能预示经济活动将出现大规模广泛下滑。我们预计，全国楼价将于年底平均下跌约 20%。
- **能源和食品价格** — 物价上涨将持续蚕蚀加拿大的实际工资增长，从而削弱消费活动。随着原油占能源结构的比例持续减少，能源价格攀升并不会带来如以往周期般的投资水平。因此，能源价格走高的抵销效益并未如以往般支持增长。
- **央行** — 由于楼市拖累经济增长，我们认为加拿大央行的政策立场将在第三季度转向鸽派；我们正关注可能触发政策转变的因素。

主要市场观点

- **股票** — 尽管宏观前景疲弱，但我们相信加拿大股市的大宗商品板块将在短期内提供具吸引力的上升空间。即使加拿大长期经济增长前景略较美国温和，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现。
- **固定收益** — 我们认为，加元面临进一步走弱的风险，美元兑加元可能升穿近期 1.25 至 1.30 的交易区间。加元的走势主要受环球风险情绪的影响多于基本因素，我们预计这一情况将会持续；然而，我们相信未来一季度加元的基本面驱动力（大宗商品及利差）的支持作用可能减弱。

加拿大能源业占整体国内生产总值 (%)



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 28 日。灰色范围代表衰退时期。



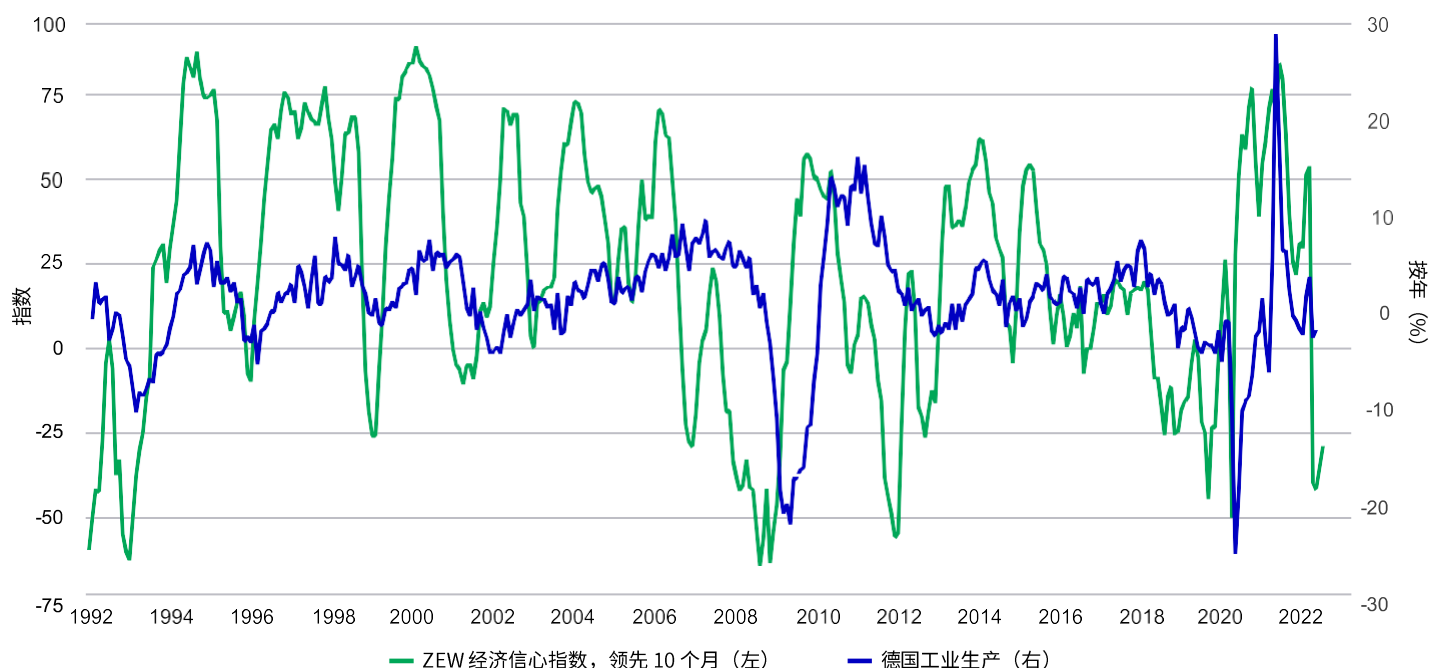
欧元区

宏观大局

我们的基本情境为欧元区在 2022 年将步入经济衰退，最值得注意的是俄乌冲突产生大规模溢出效应，其次是食品和能源受到负面冲击，以及这些关键资源的供应短缺。家庭可支配收入缩减，可能使得消费承压，投入成本上涨则拖累私人投资。通胀升温迫使欧洲央行在经济疲弱之际推动货币政策正常化（与大部分央行一样），但其施政方式为欧元区带来严重干扰。主权债券市场也受到波及，周边国家债券利差走扩，使欧洲央行的政策传导更为复杂。鉴于有关能源安全的不明朗因素尚未消退，因此中期风险仍然高涨，使欧洲易受能源价格不断上升的影响。政治风险依然举足轻重，焦点包括 6 月份法国国民议会选举结果出人意料，以及意大利民意调查反映，在定于 2023 年中举行的下一届大选前夕，民众倾向转为支持极右政党。

“有关能源安全的不明朗因素尚未消退，因此中期风险仍然高涨，使欧洲面对能源价格不断上升的影响。”

德国智库欧洲经济研究中心（ZEW）的经济信心指数：已达到普遍视为经济衰退的水平



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。按年是指与去年同期比较。投资者不可直接投资于指数。

我们关注的因素

- **欧洲央行政策正常化的演进** — 通胀高企迫使欧洲央行加快减少购买资产的步伐，并把加息预期推前。鉴于货币政策前景出现调整，并构成重大干扰，我们正寻找线索，借此厘清欧洲央行的政策利率目标，以及计划动用多长时间以实现目标。我们认为欧洲央行无法如目前市场所反映，在年底前将政策利率调整至1.50%³。
- **欧洲能源冲击的发展** — 基于欧洲对俄乌冲突作出的回应，最初的能源价格冲击已演变成供应冲击。随着欧洲各国致力于物色俄罗斯能源供应的替代品，能源安全很难不成为2022年下半年的重要主题。

主要市场观点

- **货币** — 我们预计欧元将在中期表现疲弱。由于主权债券危机正在升温，目前尚无解决方案，我们预计欧元将以防守交易为主。至今致力于遏抑周边国家债券利差走扩的努力被证明尚不足够，并已致欧元承压。由于我们质疑欧洲央行满足市场对收紧政策的预期，我们也看到相关央行政策前景持续恶化。我们预计，欧元兑美元汇率在2022年下半年将继续迈向平价。

欧元兑美元汇率可能在2022年下半年达到平价



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月15日。

³ 彭博资讯，截至2022年6月16日。



英国

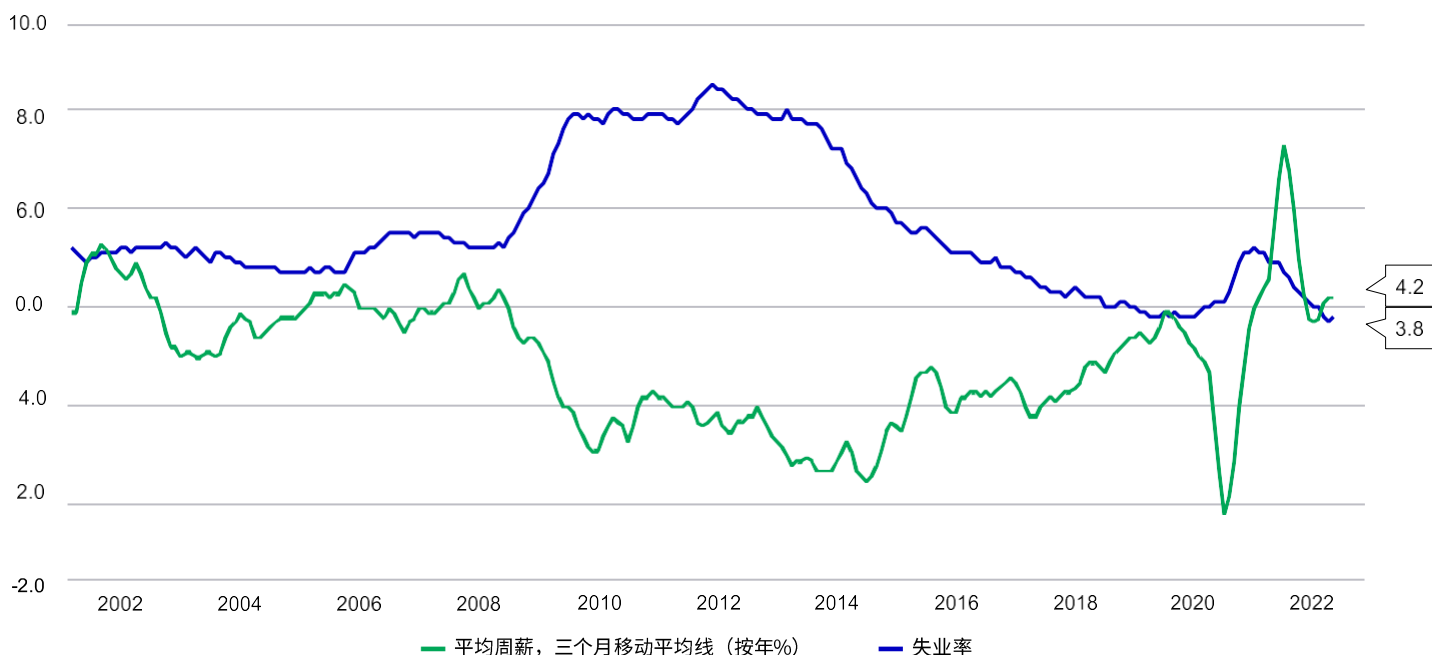
宏观大局

英国经济前景仍然令人担忧。增长数据一直在放缓，为 2022 年下半年开局带来挑战。英国劳工市场紧缺，但我们预计情况将在下半年得以缓解，我们将关注工资增长走势。英格兰银行的任务艰巨，一方面需要控制通胀，同时也需关注下行风险日益加剧的中期增长前景。因此，即使英格兰银行在 6 月份发出更鹰派的前瞻性指引，政策收紧之路仍可能受限。

英格兰银行在 8 月份举行会议之前及期间，市场将聚焦于有关该行量化紧缩计划的公布。整体而言，英格兰银行解决消费生活成本的财政措施一直相对有限，而且官员看似有意在迈入第四季度之际保留更多选择。政治风险看来已经缓和，但英国寻求单方面修改脱离欧盟协议的重要部分，因此英国脱欧议题仍会持续产生不明朗因素。

“英格兰银行的任务艰巨，一方面需要控制通胀，同时也需关注下行风险日益加剧的中期增长前景。”

英国劳工市场紧缺的情况预计将得以缓和 (%)



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。按年是指与去年同期比较。



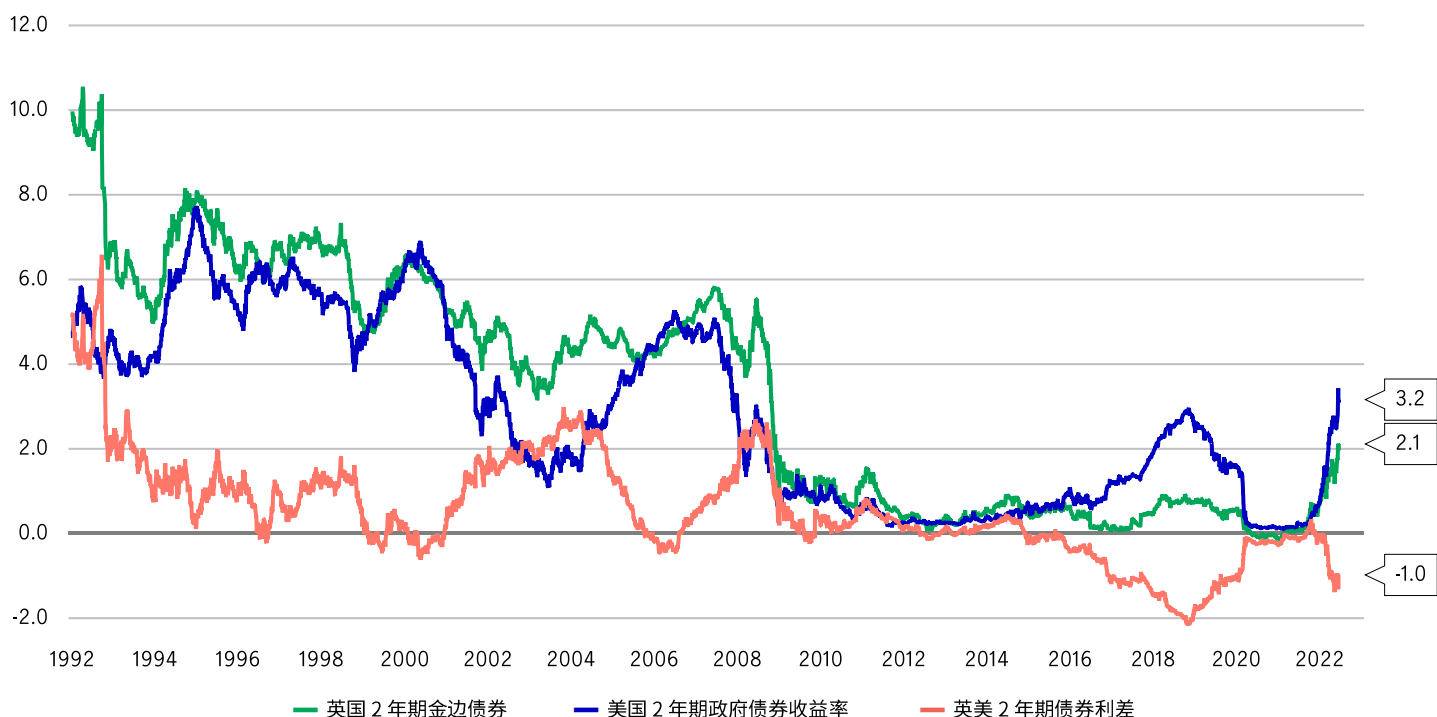
我们关注的因素

- **劳工市场的演进** — 我们预计，劳工市场紧缺将在2022年下半年得以缓解，并预计失业率将会上升，工资增长则会放缓。对英格兰银行来说，劳工市场从现阶段的发展至关重要，原因是该行将会据此厘定利率正常化的幅度和步伐，以及其量化紧缩计划的路径。
- **政治风险** — 围绕执政党领导层的不明朗因素或已缓和，但英国脱欧风险仍然偏高，因为英国寻求单方面修改脱欧协议的重要部分，从而可能增加经济不明朗因素。

主要市场观点

- **货币** — 英镑持续表现逊色的风险仍在。年初至今，英镑一直是发达国家当中表现最弱的货币之一，截至撰写本文当天⁴，英镑兑美元贬值约11%，只有挪威克朗（-12%）和日元（-15%）的表现更逊色⁵。英镑走弱主要源于与其他货币的利率差距大幅收窄。尽管如此，有迹象显示情况或很快逆转，因为英格兰银行表示，其倾向采取较积极的量化紧缩措施，而不是加息至超过1.00%的银行利率上限。

英美息差对英镑兑美元汇率构成阻力 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月15日。

⁴ 截至2022年7月6日。

⁵ 彭博资讯，截至2022年6月13日。



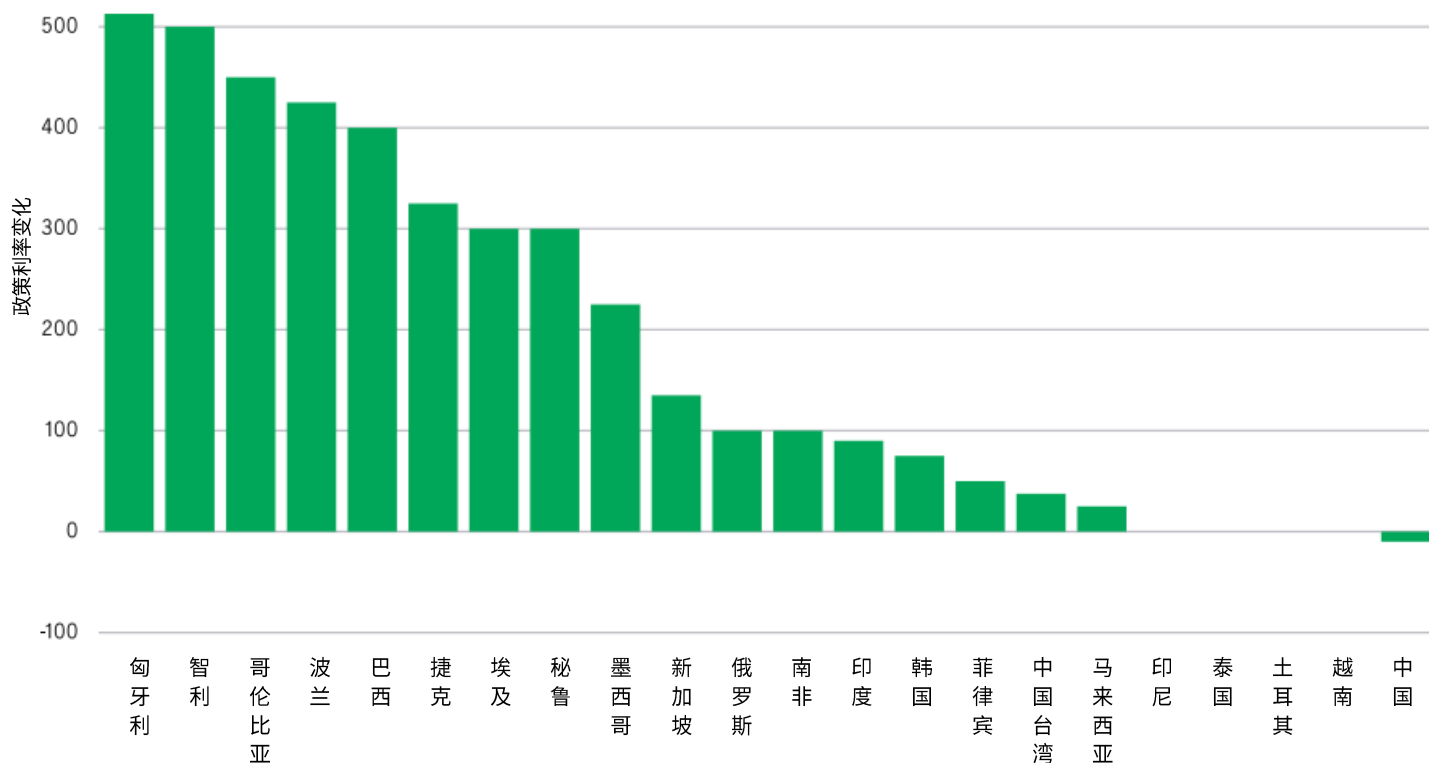
亚太区

宏观大局

本土限制放宽，加上国际边境重新开放，带动大部分经济体第一季度的国内生产总值实现扩张。在过去一季，区内央行的鹰派立场令市场感到意外。然而，增长放缓与通胀升温之间的政策取舍可能会变得更明显。我们认为，亚洲尚未从疫情完全复苏。尽管如此，外需见顶和大宗商品价格走高将削弱消费者的购买力，而全球金融状况收紧，将进一步遏抑复苏。此外，财政支持/巩固之路看来充满挑战。政府财政在疫情期间遭受重创，其后因推行政策以缓解家庭生活成本急升（通过补贴、限价令、减税、现金转移等）和不断演变的地缘政治气候（增加国防开支），导致财政状况再度受压。我们预计，央行的首要任务是解决通胀，但亚太区的广泛价格压力较环球其他地区更为温和，故紧缩政策周期的最终幅度应相对较低。

“我们预期央行的首要任务是解决通胀，但亚太区的广泛价格压力较环球其他地区更为温和，故紧缩政策周期的最终幅度应相对较低。”

货币政策收紧：年初至今，亚洲落后于新兴市场（基点）

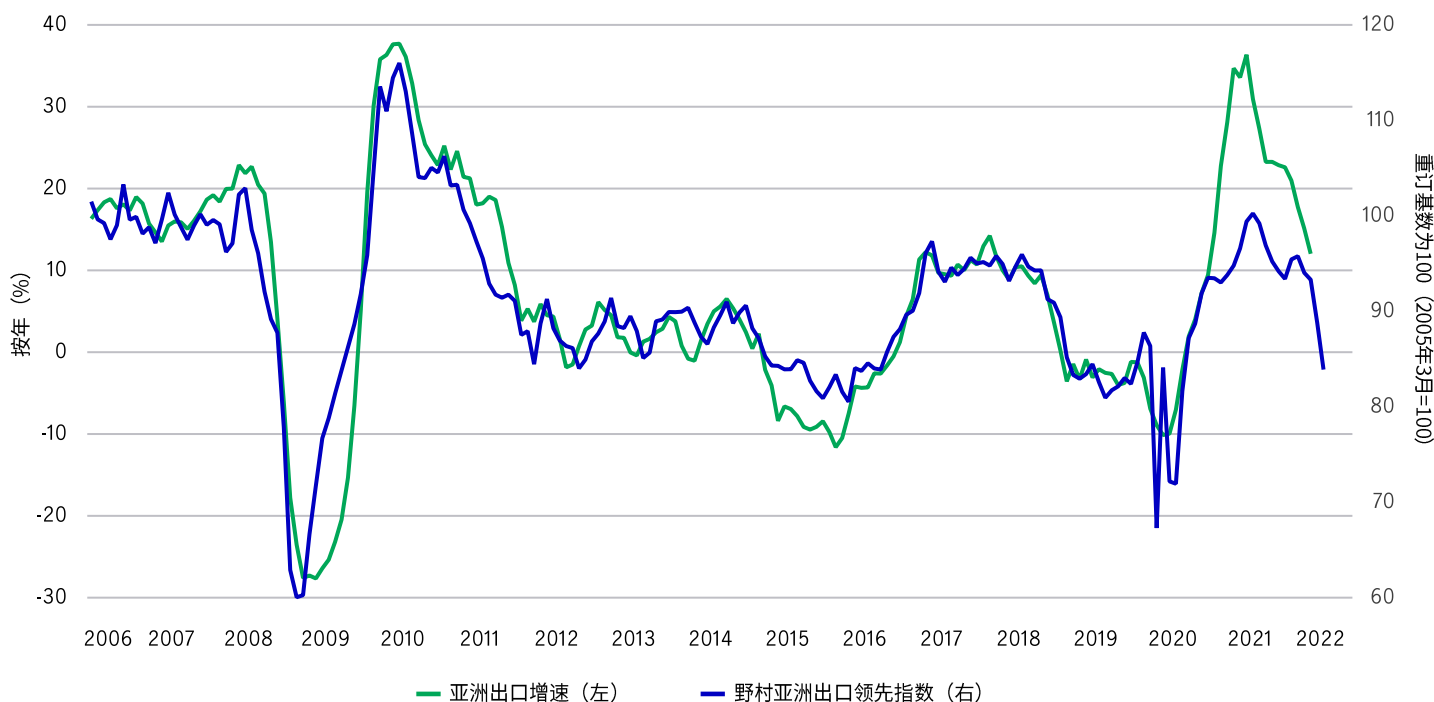


资料来源：各国央行、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月13日。

我们关注的因素

- **亚洲出口增速放缓** — 多项领先指数急挫至相当于大约零出口增长的水平。一旦跌至有关水平，亚洲地区将失去美元资金和经济增长的一大关键来源。
- **日元显著走弱的影响** — 日元走弱主要通过两个途径影响区内经济：最终外需减弱和贸易竞争加剧。就亚洲出口的最终外需来源，以及相对国内生产总值而言，越南、泰国、马来西亚、中国台湾和澳洲出口至日本的占比最高⁶。根据我们的分析，韩国和中国与日本的净出口相似度最高，因此在维持与日本的竞争力时面临最大压力。

领先指标反映亚洲出口增长显著放缓



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。投资者不可直接投资于指数。亚洲出口增长以中国内地、中国香港、印度、印尼、日本、马来西亚、菲律宾、新加坡、韩国、中国台湾、泰国和越南的简单平均出口增长值计算。按年是指与去年同期比较。

⁶Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 13 日。

主要市场观点

- **股票** — 我们先前建议选择性投资于大宗商品出口国，而非商品进口商，但全球陷入经济衰退的风险升温，意味着市场将加剧波动、环球贸易偏软和美元资金状况收紧，因此需要就外围流动性参数的相对强度进行额外筛选。我们的分析显示，印尼和菲律宾经过额外的流动性风险筛选后排名领先，因此两国股票在上一季度表现逊色的情况有望逆转。
- **固定收益和货币** — 我们认为，区内政策制定者或未能配合美联储收紧政策周期的时机或规模，这意味着亚洲债券有望表现出色，但本地货币可能表现逊色。



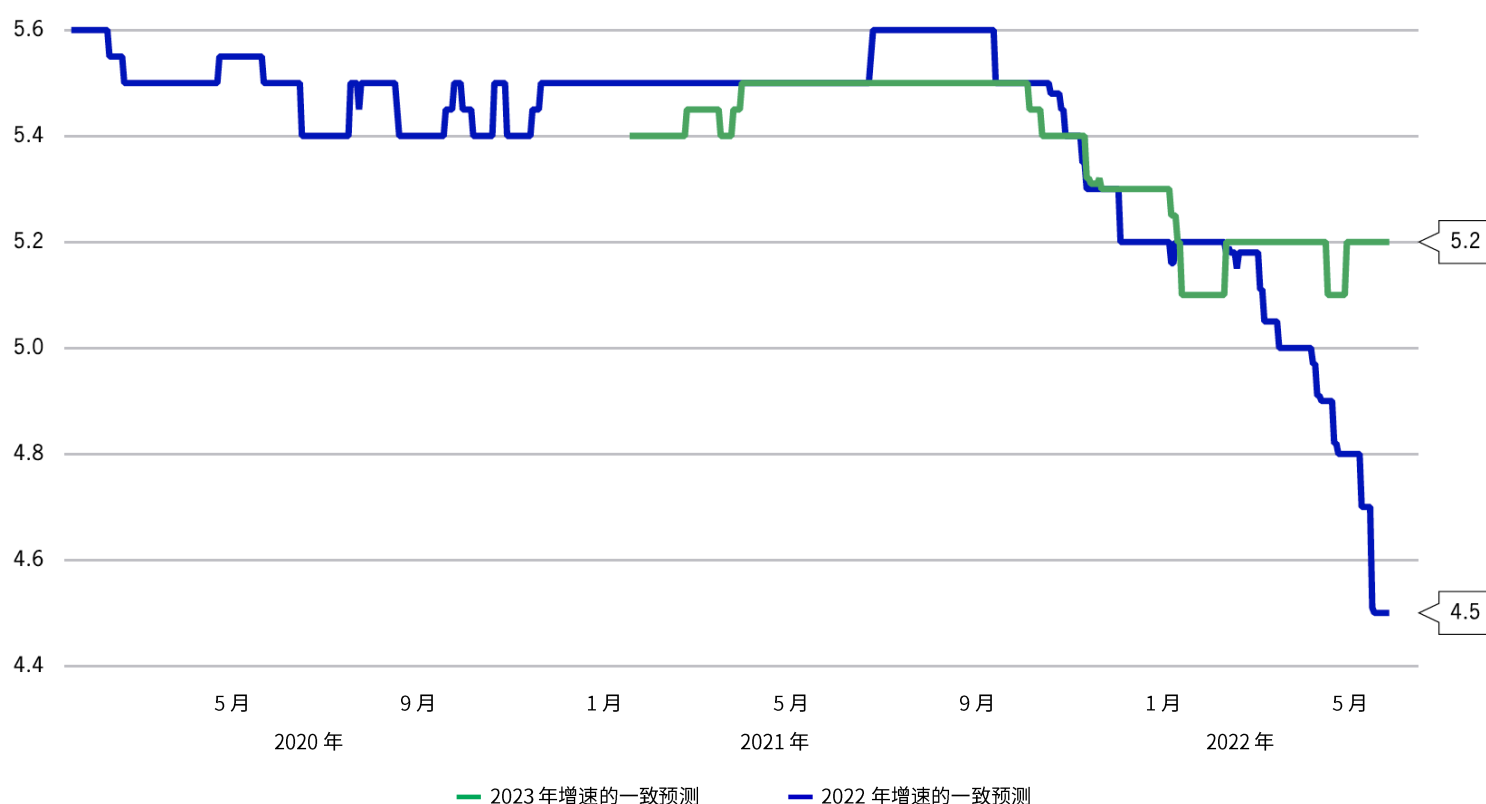
中国

宏观大局

中国经济增长的主要挑战包括：供应链持续中断，尤其是战略性资源商品；新冠疫情清零政策的经济成本上涨，将持续削弱经济再平衡和转型至消费主导增长的进度；房地产行业的发展趋势恶化；以及随着环球消费模式重新调整，出口增长将会放缓。短期国内生产总值增速的一致预测最终下调至与我们观点一致的水平，但我们认为市场对中国的中长期增长前景仍稍微乐观。在债务高举、人口结构挑战加剧，以及全球经济迈向零和游戏的环境下，我们认为有关预测将进一步被下调。我们认为，中国为应对其经济问题而进行的刺激政策可能依然不足。令人担忧的是，中国劳工市场也不容乐观。

“短期国内生产总值增速的一致预测最终下调至与我们观点一致的水平，但我们认为市场对中国的中长期增长前景仍稍微乐观。”

中国国内生产总值的一致预期（按年%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月14日。按年是指与去年同期比较。

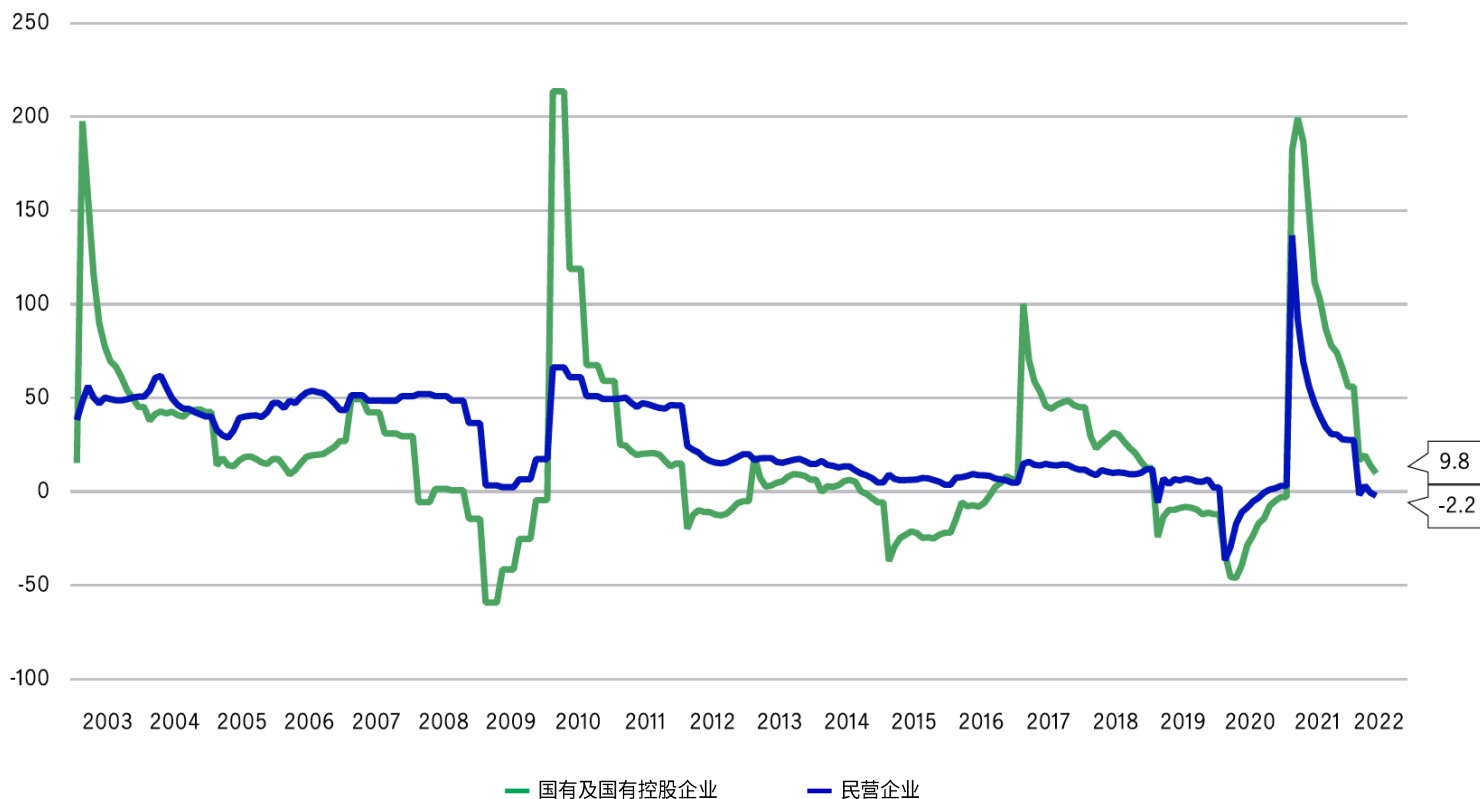
我们关注的因素

- **贸易顺差** — 5 月份贸易数据显示，中国的贸易顺差由 4 月的 511 亿美元跃升至 788 亿美元。我们认为，这代表全球需求出现净负值的情况增加，令环球其他地区的社会差距扩大，加剧上调关税的全球压力，促使各国引入资本管制及/或加快在岸/近岸生产的步伐，更关键的是导致地缘政治紧张局势升温。
- **收紧监管** — 我们认为，在今年晚些时候举行的二十大前夕，中国政府将加强对私营经济的监管工作。近期出台的民营企业收入监管措施以及中央政府建议地方政府出售资产以减轻财政负担，都支持我们的观点。

主要市场观点

- **股票** — 投资者仓位偏低，加上市场认为新冠防疫封锁措施和监管环境有所改善，带动中国股票近期出现技术性反弹。尽管如此，我们认为基本面前景尚未改变，而全球滞胀环境仍带来挑战。此外，我们对中企预计被美国交易所加速除牌的风险保持警惕。
- **固定收益** — 鉴于增长持续令人失望，中国债券收益率预计将进一步下跌。这一观点的风险包括人民币贬值，以及美债收益率持续上升，从而削弱中国政府债券对外国投资者的吸引力。

中国利润概况：国有及国有控股企业对比民营企业（按年%）



资料来源：中国国家统计局、中国银行保险监督管理委员会、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 28 日。按年是指与去年同期比较。

印度

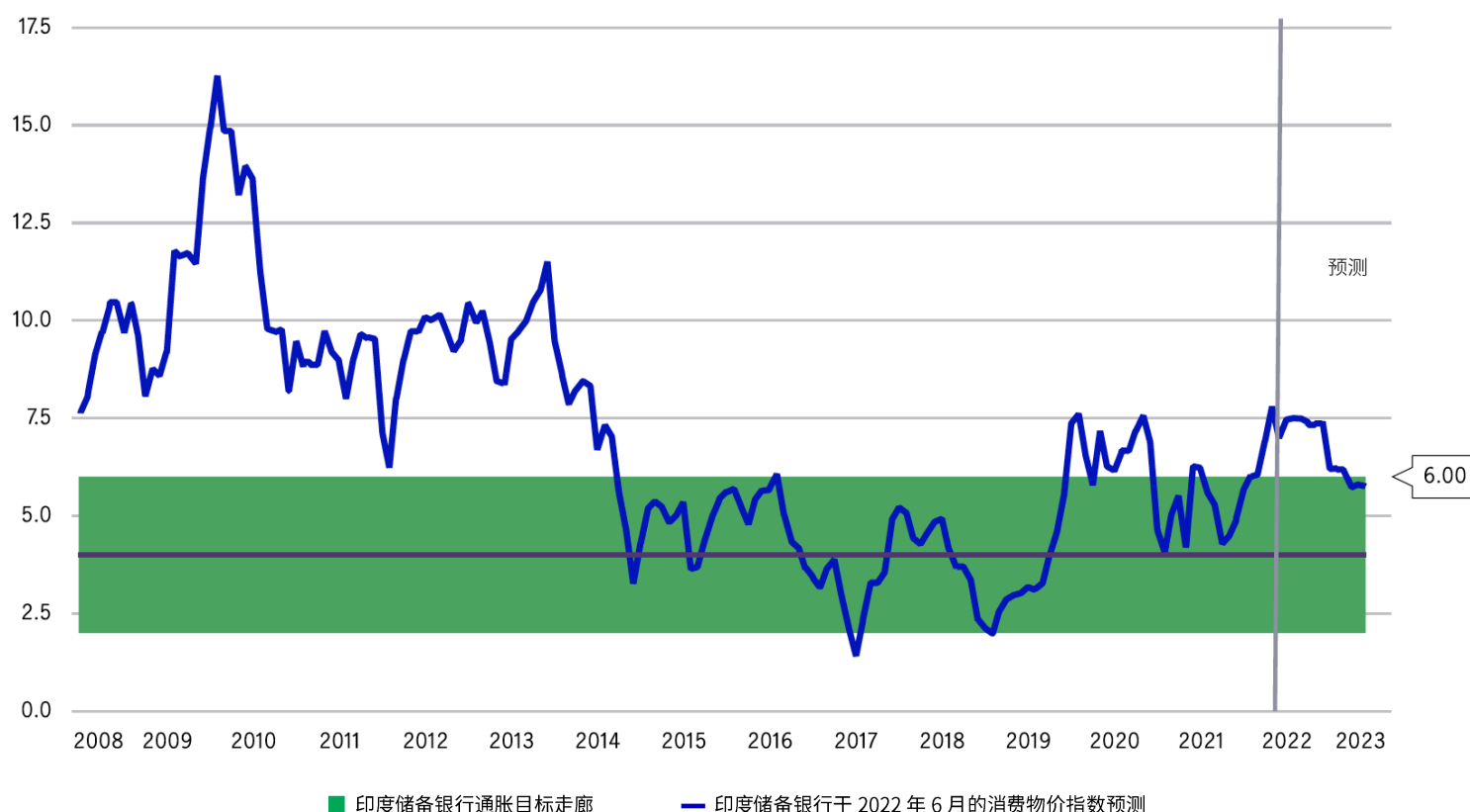
宏观大局

印度的政策制定者对物价压力的忧虑与日俱增。在 6 月份会议上，印度储备银行将 2022 至 2023 财政年度的消费物价指数通胀预测由 5.7% 上调至 6.7%，反映通胀长期高于目标水平。印度储备银行亦加快收紧步伐，并采取较鹰派的立场。好消息是，从 1 月至 3 月当季的国内生产总值读数可见，面对这一波奥密克戎变种病毒，印度经济表现强韧，并具备相当良好的基础，以应对目前更具挑战性的宏观经济环境。

尽管通胀忧虑升温，印度储备银行已释放出对增长前景更有信心的信号，并维持 4 月份对 2023 财政年度国内生产总值增长 7.2% 的预测。除周期性不利因素之外，我们仍看好印度的中长期宏观经济前景。受惠于制造业的重大改革、外需风险相对较低，以及内需带动增长的比例远高于其他国家，印度依然是全球增长最快的经济体之一。

“从1月至3月当季的国内生产总值读数可见，面对这一波奥密克戎变种病毒，印度经济表现强韧，并具备相当良好的基础，以应对目前更具挑战性的宏观经济环境。”

印度储备银行的消费物价指数通胀预测长期高于目标水平，但仍可能低估通胀风险（按年%）



资料来源：印度储备银行、印度统计和计划执行部、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 14 日。投资者不可直接投资于指数。按年是指与去年同期比较。

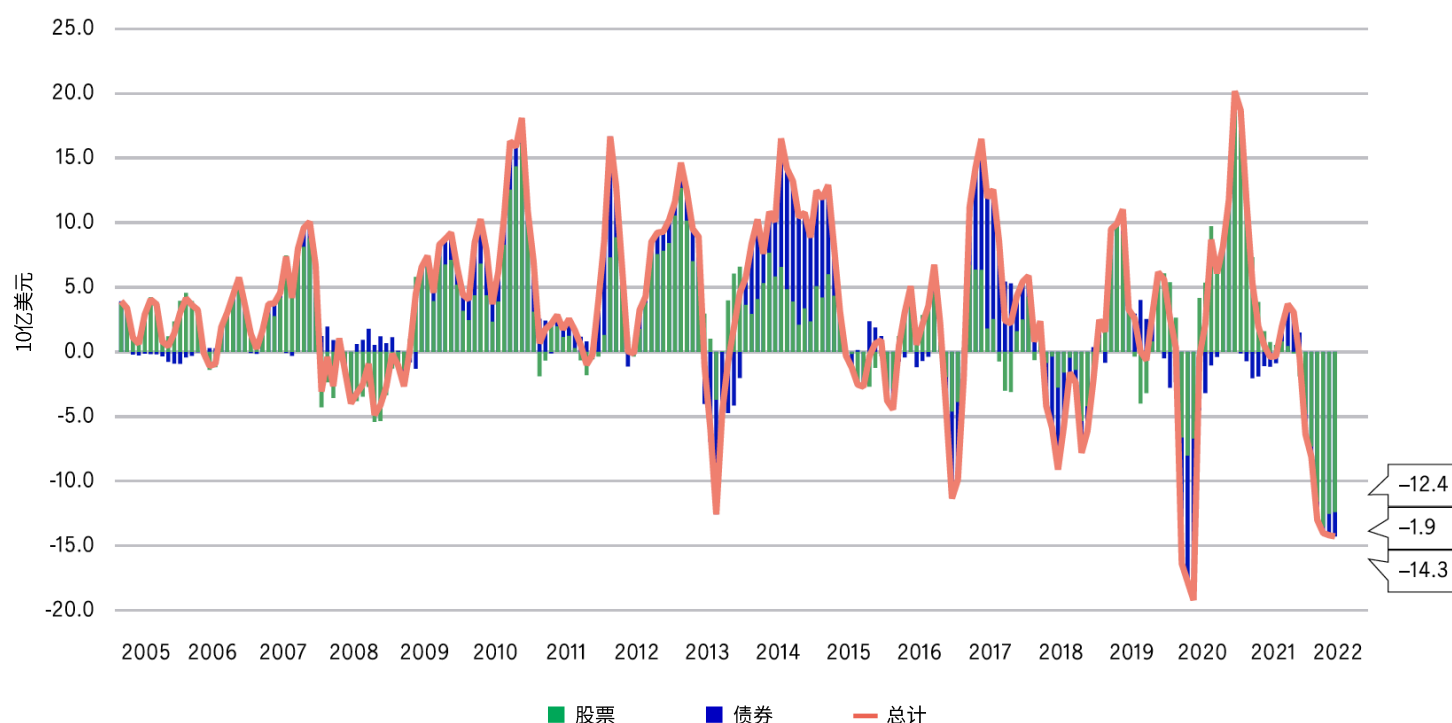
我们关注的因素

- **食品和能源价格通胀** — 过去 18 个月，印度储备银行倾向于低估通胀风险，我们认为能源、化肥和食品通胀的恶性循环将为印度储备银行新修订的通胀预测带来上行风险，意味着或有需要收紧货币政策措施。
- **双赤字扩大（经常帐及财政赤字）** — 我们认为，食品和能源持续通胀可能导致经济增长进一步减慢、实际收益率下跌，以及潜在的投资组合资金外流。尽管如此，外国直接投资等更为稳定的资金流入来源或有助于降低这些风险。

主要市场观点

- **股票** — 在错综复杂并充满挑战的全球环境下，印度股票表现相对良好。我们认为，这足以证明印度市场的基本面积极，并且印度在区内相对出色的表现有望延续。外国投资者目前的配置偏低，或会逐步增加投资。
- **固定收益** — 我们认为，市场已充分消化印度储备银行加息，隐含终端利率约为 7.15% 至 7.20%⁷。因此，从相对风险与回报角度来看，偏重印度政府债券或显得合理。印度储备银行也表明，会对印度卢比进行干预以稳定走势，表明印度卢比今年的贬值幅度将较 2011//2013 年以及 2018 年缩减量宽恐慌期间更为温和。

印度：外国投资资金流



资料来源：国际金融协会、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 14 日。

⁷ 彭博资讯，截至 2022 年 6 月 14 日。



日本

宏观大局

内需仍然是日本经济增长的重要支柱。即使全国大部分地区因奥密克戎变种病毒疫情爆发而实施社交限制，私人消费在2021年第四季度依然上升2.5%，在2022年第一季度则维持不变⁸。

然而，全球经济放缓的外围阻力正在升温。虽然日本通胀水平可能继续远低于其他发达国家，但家庭收入和消费信心仍然受到打击。因此，即使日本央行在捍卫十年期债券收益率目标方面承受更大压力，仍希望维持低利率目标。

首相岸田文雄内阁在6月7日发表2022年经济财政管理与改革基本方针，暗示未来将进一步扩大财政开支。我们认为，日本央行需采取鸽派立场，才可让政府以较低成本推行相关政策措施。日本将于7月举行参议院选举，其后政府或会推出另一个财政刺激方案及2022财政年度追加预算案。

“即使日本央行在捍卫十年期债券收益率目标方面承受更大压力，仍希望维持低利率目标。”

日本央行的鸽派立场偏离全球央行趋势（基点）



资料来源：Macrobond、宏利投资管理，截至2022年6月16日。

⁸ 日本内阁府，2022年6月8日。

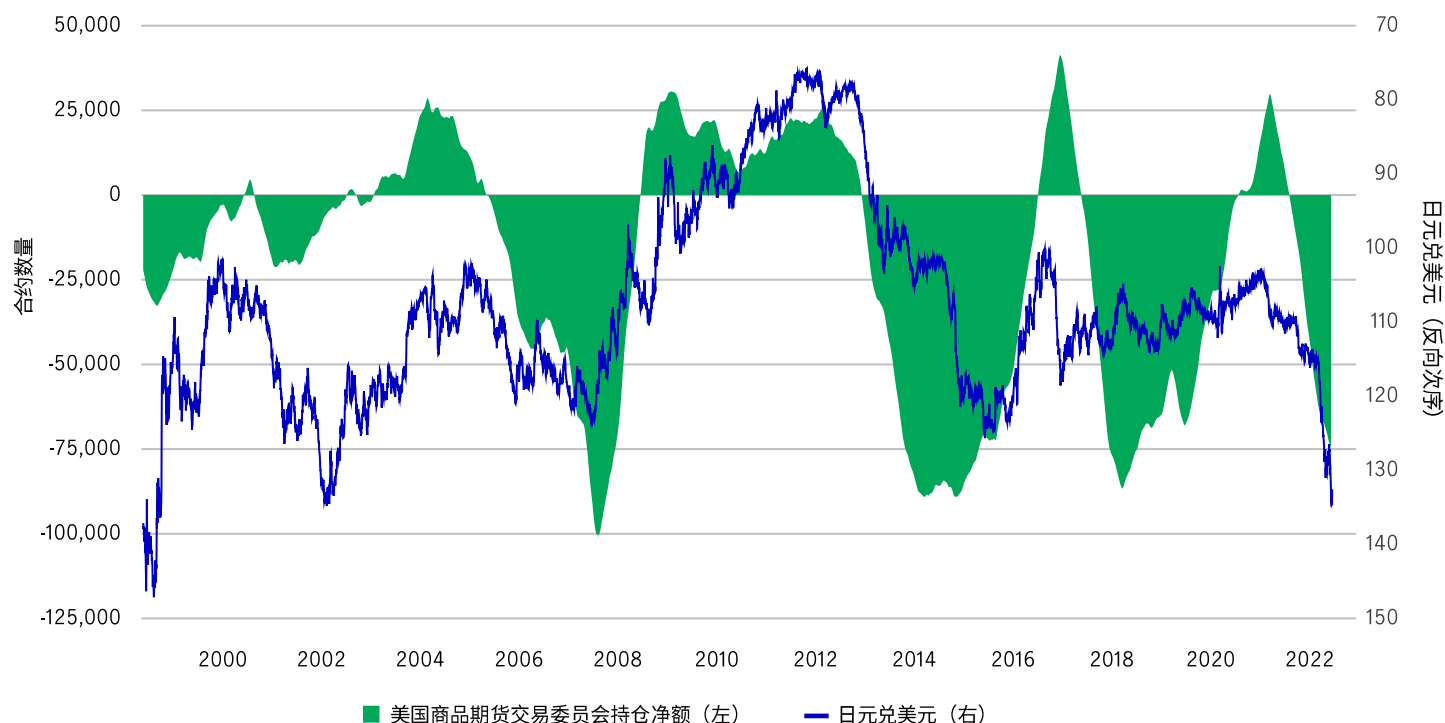
我们关注的因素

- **日本央行 10 年期日本政府债券收益率的容许区间** — 鉴于日元兑主要货币汇率接近 24 年低位，加上投入成本上涨，将潜在通胀率推高至接近日本央行的 2% 目标⁹，市场在全球债券收益率上升之际，继续挑战 +/-25 个基点的 10 年期债券收益率目标。有更多投资者揣测日本央行或会将其容许区间扩大至 ±50 个基点。
- **日元疲弱** — 日元表现非常逊色，在全球利率上升之际，把日本视为超便宜的环球融资来源为合理观点。然而，如果日本央行收紧货币政策，并厘定更高的收益率目标，则可能促使投机者争相补淡仓，导致日元无序升值。

主要市场观点

- **股票** — 全球撤回宽松货币政策的不明朗因素增加，且俄乌危机导致避险升温，带动日本东证股价指数（TOPIX）在过去三个月表现领先。日本股票估值较 2021 年中有所改善，但仍远较美股便宜。

投机者持有大量日元淡仓——争相补淡仓或会为市场带来无序的局面



资料来源：美国商品期货交易委员会、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。

⁹ 彭博资讯，截至 2022 年 6 月 16 日。



巴西

宏观大局

我们预计，巴西的宏观经济主题将维持相对强劲：俄乌冲突为该商品出口主导经济体带来支持并可提升贸易价格比率，盈余增长亦有望继续改善其财政状况。

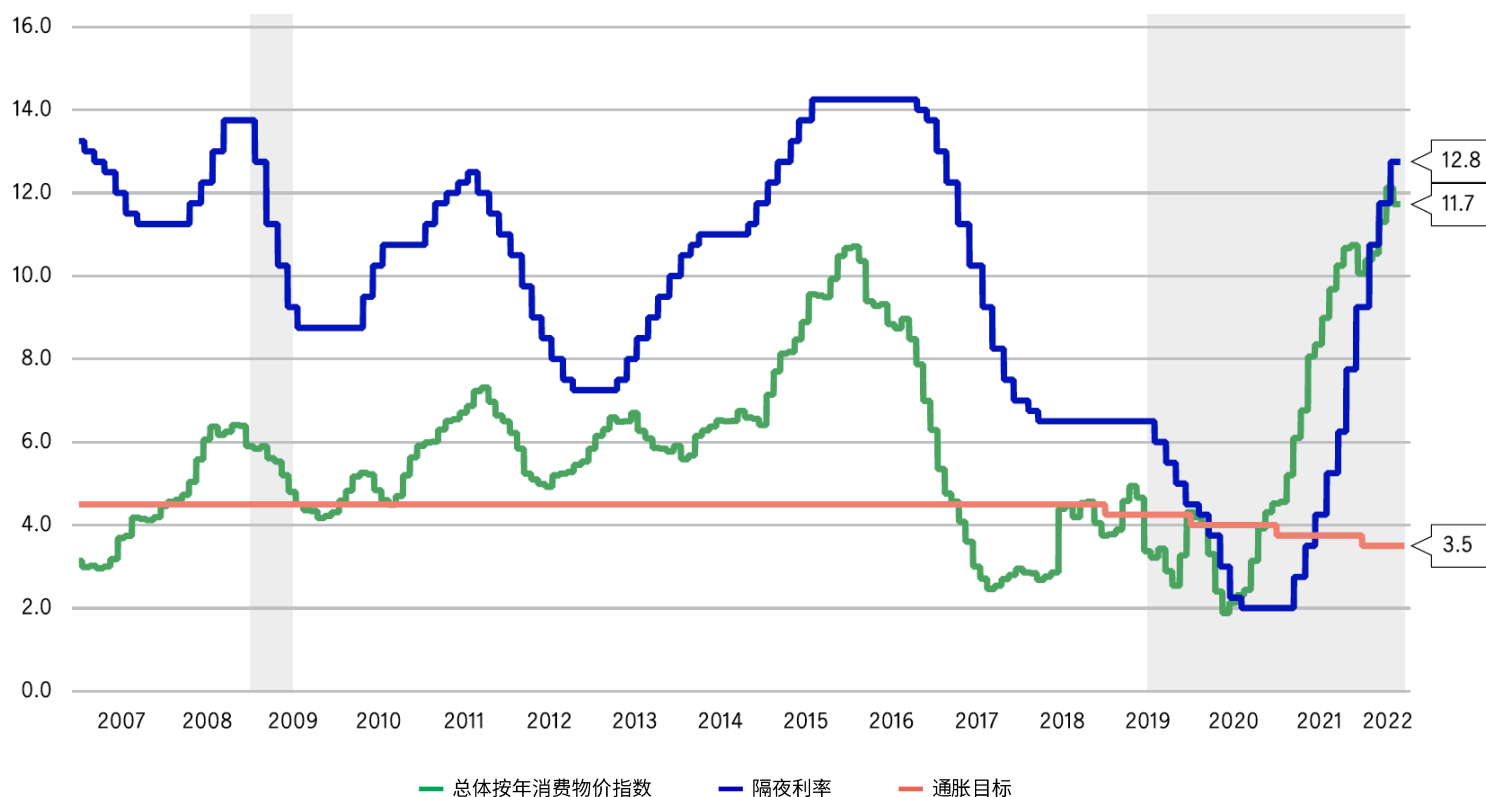
尽管如此，一些新兴的不利因素仍值得注意。由于该国处于财政紧缩周期，财政盈余或未能持续改善。事实上，巴西政府在 6 月提出削减电力和燃料税，以减轻家庭生活成本上涨的压力。

持续的通胀压力仍带来忧虑。市场普遍认为 2023 年通胀接近巴西中央银行目标通胀区间 3.25% (+/-1.5%) 的顶端，潜在通胀率则持续高于目标水平。

整体而言，巴西央行表示已进入货币紧缩周期末段，而市场价格反映当地终端基本利率将介乎 13.5%至 14.0%，略高于目前的 13.25%。有鉴于风险平衡，我们认为这是合理推测。综观全球，这反而可能为投资者提供更为明确的货币政策前景。

“巴西央行表示已进入货币紧缩周期末段。”

巴西央行立场鹰派，消费物价指数升幅高于目标水平 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 15 日。投资者不可直接投资于指数。按年是指与去年同期比较。

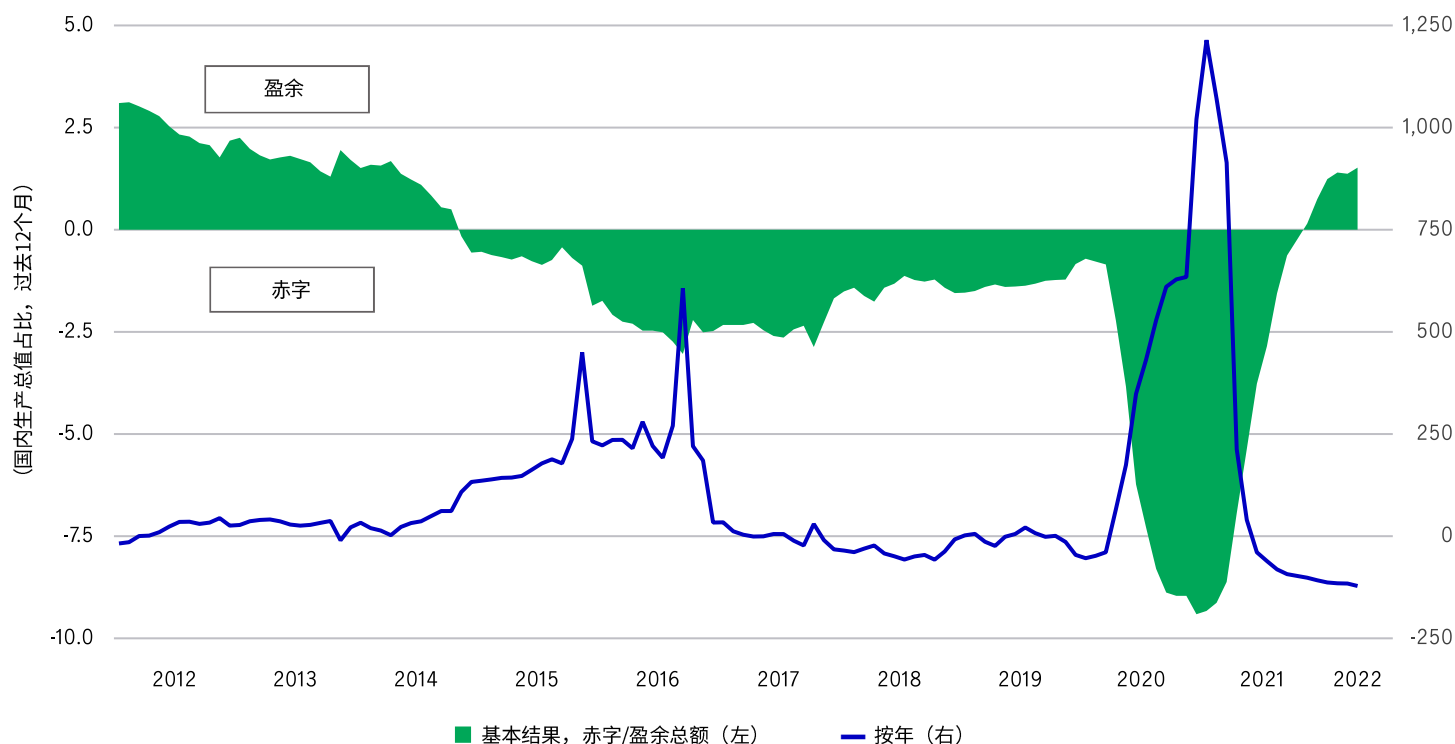
我们关注的因素

- **2022 年大选** — 前总统卢拉的竞选纲领偏向中间派，市场似乎乐见其于民意调查的支持度上升，因此巴西资产面对的政治折让影响持续减弱。虽然民调结果仍然平稳，但政权交替可能带来结构性改革，令大选后的财政政策前景越趋不明朗。
- **资金流及投资气氛** — 环球市场对巴西资产的需求仍然是推动巴西巴西里亚尔升值的主要因素。高水平的利差吸引全球资金流入这一市场整体持有量偏低的资产类别。然而，市场主要由投资气氛主导，因此可能出现大幅上升或下跌的双向波动。此外，考虑到巴西资产的风险偏高，负面的全球风险气氛将构成阻力。

主要市场观点

- **股票** — 股票估值处于吸引水平，我们的分析显示，这一资产类别的基本面整体较疫情前强劲。考虑到 MSCI 明晟巴西指数成份股的周期性质，大宗商品供应短缺有望继续令该指数受惠。
- **货币** — 巴西里亚尔第二季度的表现更加波动，而全球风险升温也为 2022 年下半年带来具挑战性的环境。全球金融状况收紧无疑为巴西里亚尔等对增长敏感的大宗商品货币构成挑战。我们预计，巴西里亚尔兑美元汇率将在 5.00 至 6.00 的区间徘徊。

巴西盈余持续增长，但步伐应会放缓 (%)



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。按年是指与去年同期比较。



墨西哥

宏观大局

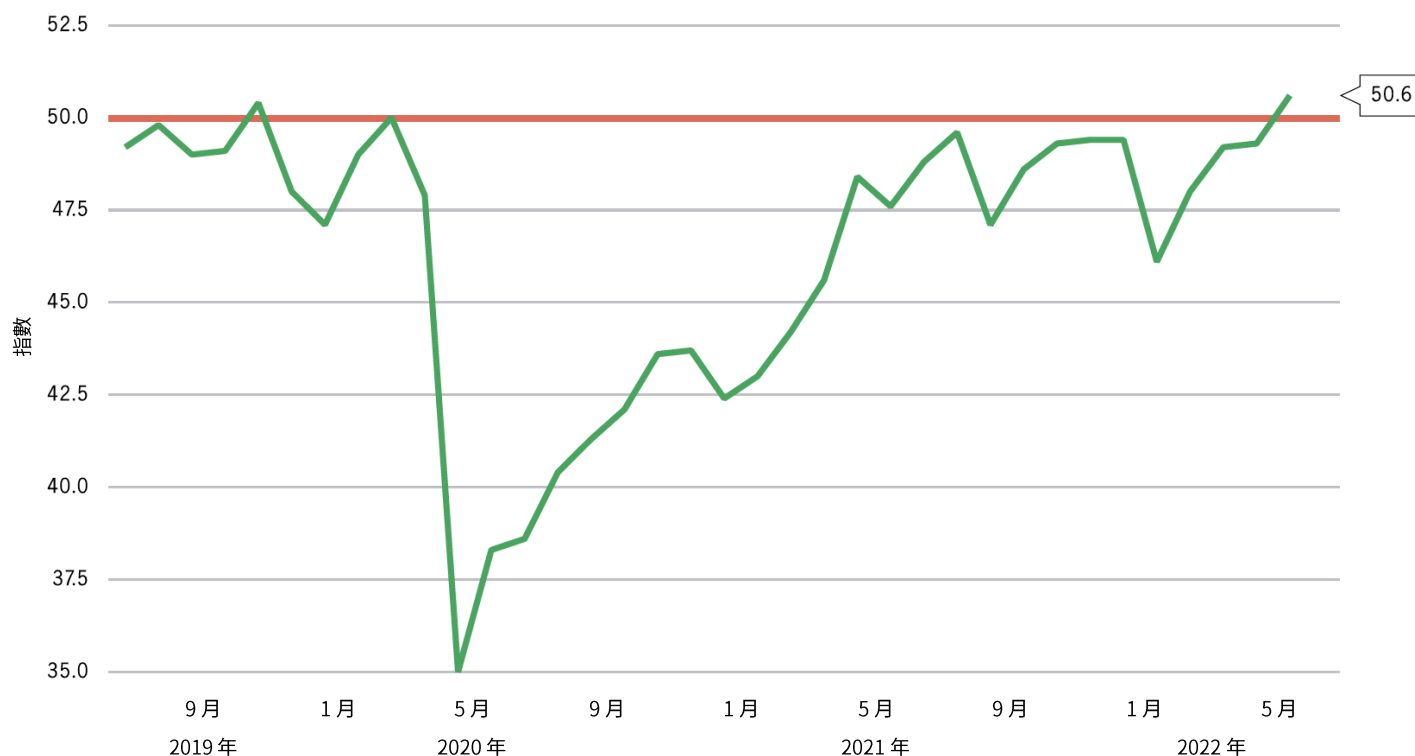
由于本土情况改善被外围环境恶化所抵消，墨西哥的经济前景好淡纷呈。经过一段时间的延误，墨西哥正处于疫后经济重启复苏所带来的困境，意味着服务业的上行风险将会升温。制造业方面，短期活动指数自 2019 年以来首次处于扩张区间。然而，踏入 2022 年下半年，墨西哥最大的中期风险集中于美国的经济前景。

墨西哥通胀似乎已经见顶，而早前展开紧缩周期的墨西哥央行一直以缓慢平稳的步伐收紧政策，一旦经济放缓亦处于有利位置。

政治风险方面，随着总统洛佩斯的六年任期进入下半段，预计本土的不确定因素将会减少。至于墨西哥比索，我们注意到其表现非常稳定，兑美元的汇率接近 20.00 的重要心理关口。

“短期制造业活动指数自 2019 年以来首次处于扩张区间。”

墨西哥制造业采购经理指数进入扩张区间



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。投资者不可直接投资于指数。数字为 50 代表扩张。



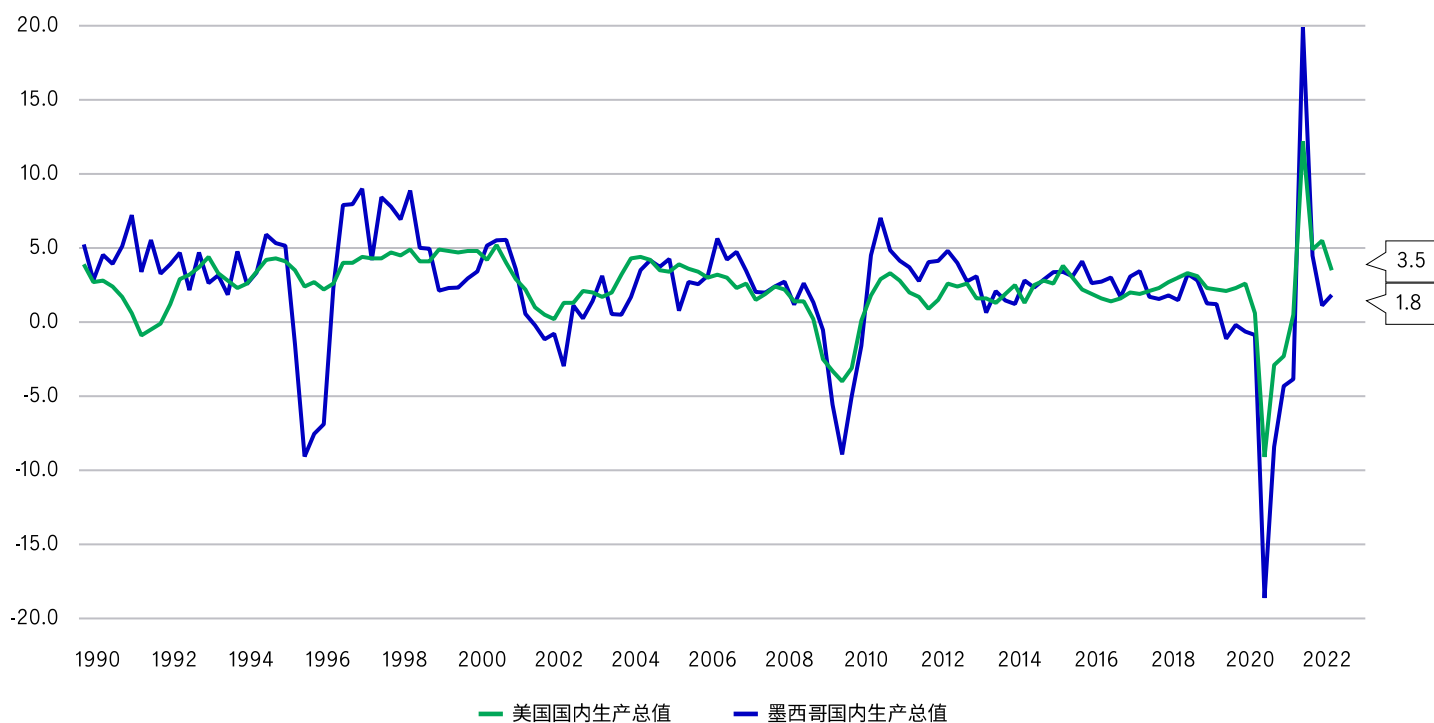
我们关注的因素

- **美国经济** — 根据往绩，墨西哥的经济前景与美国息息相关，但由于美墨两国疫后经济重启的时间不同，墨西哥的疫后复苏一反常态地落后于美国。尽管如此，美国的经济前景依然对墨西哥制造业至关重要，而我们也会在 2022 年下半年密切注视美国经济增长的变化。

主要市场观点

- **货币** — 墨西哥比索在过去大约 18 个月的表现非常稳定，兑美元的汇率在 20.00 的重要心理关口靠稳。此外，该货币自 2021 年底兑美元一直走强也值得注意。

根据往绩，墨西哥与美国经济息息相关，按年 (%)



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至 2022 年 6 月 16 日。按年是指与去年同期比较。

Manulife Investment Management 宏利投资管理

全球大流行疾病等广泛传播的健康危机可能导致市场大幅波动，交易所暂停交易及关闭，并影响投资组合表现。举例而言，新型冠状病毒（新冠肺炎）已对全球商业活动造成重大冲击。健康危机及未来可能出现的其他流行病和全球流行病可能会以目前无法预见的方式影响全球经济。健康危机可能加剧其他现存的政治、社会和经济风险。任何有关影响都可能对投资组合表现构成不利影响，导致您的投资蒙受损失。

投资涉及风险，包括可能损失本金。金融市场反复不定，并可能因公司、行业、政治、监管、市场或经济发展而大幅波动。对新兴市场投资而言，这些风险会加剧。货币风险是指汇率波动可能对投资组合的投资价值造成不利影响的风险。

所提供的资料没有考虑任何特定人士的适当性、投资目标、财务状况或特殊需求。您应考虑任何类型的投资是否适合您的情况，如有需要，应寻求专业意见。

本材料的目的在于仅供根据适用法例允许接收本材料的司法管辖区内的收件人使用。所表达的意见是撰文者意见，可予以更改而无须另行通知。我们的投资团队可能持有不同观点和作出不同投资决定。这些意见不一定反映宏利投资管理或其附属公司的观点。宏利投资管理乃根据其认为可靠的来源汇编或得出本材料所载的资料和/或分析，但对其准确性、正确性、实用性及完整性概不发表任何声明，对因使用所载资料/或分析而引致的任何损失也概不负责。本材料的资料可能包含就未来事件、目标、管理规定或其他预期所作出的预测或其他前瞻性陈述，只显示至所示日期。本文件的资料包括对金融市场走势的陈述，乃根据目前市况编撰，市况会有波动，或会因其后的市场事件或其他原因而被取代。宏利投资管理概不承担更新有关资料的责任。

宏利投资管理或其附属公司、亦或两者的任何董事、高级职员或雇员概不就任何人士依赖本文件所包含的资料而行动或不行动所遭受的任何直接或间接损失、损害或其他后果而承担任何责任或负责。所有概述和评论属于一般性质，并供当前参考。这些概述虽有帮助，但不能取代专业税务、投资或法律意见。客户应根据个人具体情况寻求专业意见。宏利、宏利投资管理、两者任何附属公司或代表均不提供税务、投资或法律意见。本材料仅供参考，并不构成宏利投资管理或其代表向任何人士就买卖任何证券或采纳任何投资策略提供建议、专业意见、要约或邀请，也不表示在宏利投资管理所管理的任何基金或账户上的交易意向。没有投资策略或风险管理技巧能在任何市场环境下保证回报或消除风险。多样化或资产配置并不保证在任何市场带来利润或防止亏损风险。除非另有载明，所有数据均来自宏利投资管理。过往表现并非未来业绩的保证。

宏利投资管理

宏利投资管理是宏利金融有限公司的全球财富和资产管理业务的分支机构。集团拥有超过一个世纪的财务管理经验，与全球机构、零售和退休业务的投资者达成伙伴关系。我们专业的资金管理方法包括我们的固定收益、股票、多资产解决方案和私募市场团队的高度差异化的策略，以及通过我们的多管理人模式获得来自世界各地的专业的、非关联的资产管理人。

本材料未经任何证券或其他监管机构审查，以及未在任何证券或其他监管机构注册，并可能（在适当情况下）经由以下宏利实体在其各自的司法管辖区内分发。有关宏利投资管理的更多资料，请参阅 manulifeim.com/institutional。

澳大利亚：Hancock Natural Resource Group Australasia Pty Limited、宏利投资管理（香港）有限公司。巴西：Hancock Asset Management Brasil Ltda. 加拿大：Manulife Investment Management Limited、Manulife Investment Management Distributors Inc.、Manulife Investment Management (North America) Limited、Manulife Investment Management Private Markets (Canada) Corp. 中国内地：宏利海外投资基金管理（上海）有限公司。欧洲经济区：Manulife Investment Management (Ireland) Ltd（受爱尔兰央行认可和监管）。中国香港：宏利投资管理（香港）有限公司。印尼：PT Manulife Aset Manajemen Indonesia。日本：Manulife Investment Management (Japan) Limited。马来西亚：Manulife Investment Management (M) Berhad 200801033087 (834424-U)。菲律宾：Manulife Investment Management and Trust Corporation。新加坡：Manulife Investment Management (Singapore) Pte. Ltd.（公司注册编号：200709952G）。韩国：宏利投资管理（香港）有限公司。瑞士：Manulife IM (Switzerland) LLC。中国台湾：宏利证券投资信托股份有限公司。英国：Manulife Investment Management (Europe) Ltd（受英国金融市场行为监管局认可和监管）。美国：John Hancock Investment Management LLC、Manulife Investment Management (US) LLC、Manulife Investment Management Private Markets (US) LLC and Hancock Natural Resource Group, Inc.。越南：Manulife Investment Fund Management (Vietnam) Company Limited。

宏利、宏利投资管理、特色 M 字设计，以及宏利投资管理和特色 M 字设计都是宏利人寿保险公司的商标，由该公司和其附属公司在许可情况下使用。