



2023年第三季度 | 全球宏观展望

# 经济前路 蜿蜒漫长

Frances Donald  
全球首席经济学家兼策略师

Sue Trinh  
全球宏观策略部联席主管

Alex Grassino  
全球宏观策略部联席主管

Dominique Lapointe  
全球宏观策略师

Erica Camilleri  
高级全球宏观分析师

# 目录

全球概览	<u><a href="#">3</a></u>
北美洲	
美国	<u><a href="#">9</a></u>
加拿大	<u><a href="#">11</a></u>
欧洲	
欧元区	<u><a href="#">13</a></u>
英国	<u><a href="#">15</a></u>
亚太区	
亚太区	<u><a href="#">17</a></u>
中国	<u><a href="#">19</a></u>
印度	<u><a href="#">21</a></u>
日本	<u><a href="#">23</a></u>
拉丁美洲	
巴西	<u><a href="#">25</a></u>
墨西哥	<u><a href="#">27</a></u>

# 经济前路蜿蜒漫长

## 关键点

- 经济延迟衰退，但并非不会出现——尽管央行至今大幅收紧政策，但在服务业的强劲复苏下，发达经济体的经济活动比预期更为强韧。
- 通胀仍然极具黏性，情况使人担忧——整体通胀逐步降温，但核心通胀居高不下，且不只源于服务通胀：商品通胀下跌一段时期后也逐渐回升。
- 我们认为央行放宽政策的步伐将较市场普遍预期更为循序渐进——加拿大央行、澳大利亚储备银行、马来西亚央行，以至美联储等全球央行的立场都比预期强硬。
- 地缘政局转变，投资者需要新的市场对策——有迹象显示我们正踏进全新的全球格局，因此必须重新审视风险资产如何应对宏观环境变化。

“加拿大央行、  
澳大利亚储备银行、  
马来西亚央行，  
以至美联储等  
全球央行的立场  
都比预期强硬。”

## 经济延迟衰退，但不宜过早庆祝

年初至今的经济数据显示，发达经济体的开局优于预期。在撰文之时，只有欧元区和新西兰步入衰退（定义为连续两个季度出现负增长）。<sup>1</sup> 然而，我们不宜过早庆祝：目前的情况只是反映经济延迟衰退，而非不会出现。下文列举三个意外为经济活动提供支撑的因素。

### 比预期强健：支撑经济增长的三大因素

- 1  **金融状况显著宽松**
- 2  **过剩储蓄持续减少**
- 3  **消费重心由商品转向服务**

资料来源：宏利投资管理，截至2023年6月7日。仅供说明用途。

<sup>1</sup> 彭博资讯，截至2023年6月15日。

## 1 金融状况显著宽松

美联储的数据显示，基于目前经济增长和通胀水平，金融状况仍比平均水平宽松。重要的是，相比今年3月银行业动荡之前和美联储于2022年3月开始收紧政策的时候，目前的金融状况更为宽松。

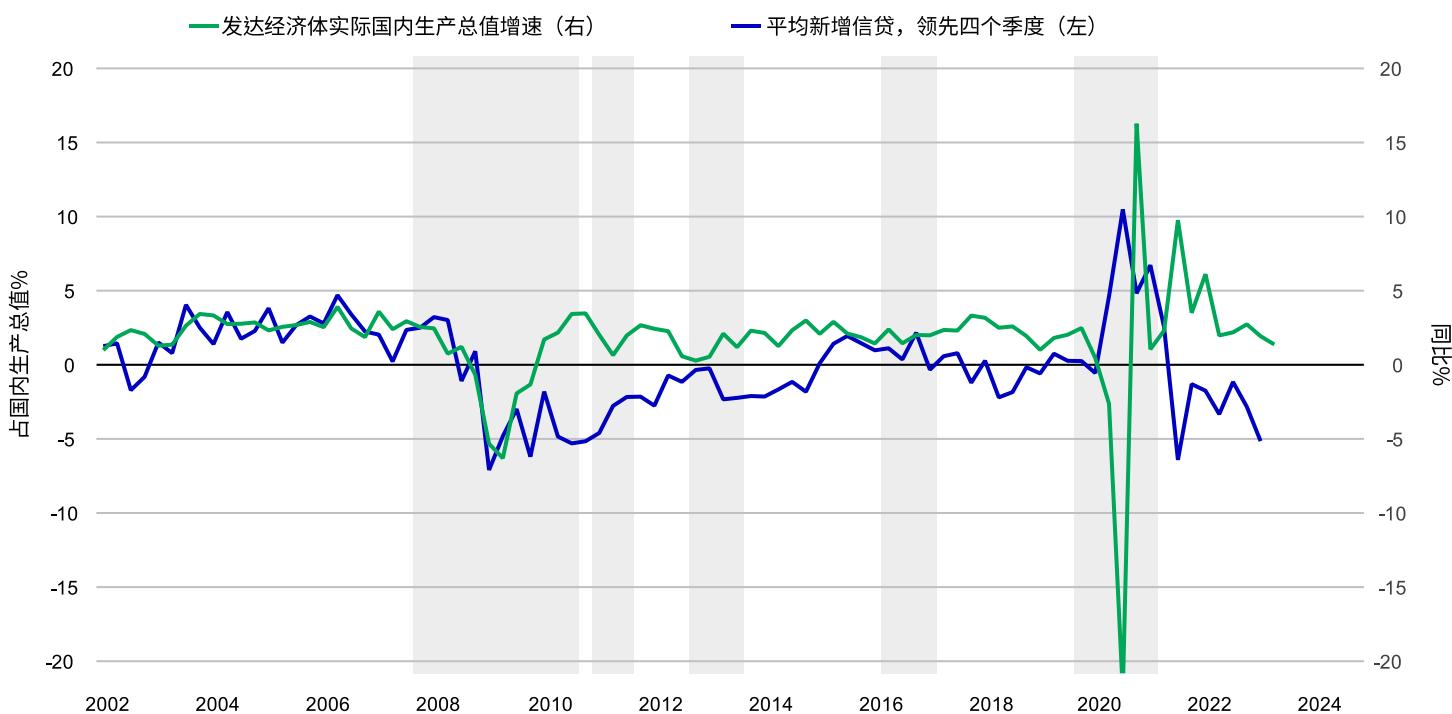
## 2 过剩储蓄持续减少

从美联储的资料来看，抗疫财政支援措施使美国消费者积累过剩储蓄：直到2021年8月底，名义储蓄约为2.1万亿美元。相反，截至2023年3月，为支持家庭开支，累计已有1.6万亿美元被提取。

## 3 消费重心由商品转向服务

疫情期间，服务需求（例如餐饮、电影院和旅游）承受的冲击远高于电视、家具和家居修缮相关项目等消费品的需求。当经济重启时，积压需求获得释放，消费模式重心由商品转向服务，部分原因是受益于财政支援措施。

### 发达市场私人领域的信贷脉冲和国内生产总值增长



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月1日。同比是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退。

尽管如此，美国实际服务开支已重回长期趋势水平，经通胀调整后的商品消费开支仍远高于长期趋势。<sup>1</sup>

我们认为，随着收紧货币政策的滞后效应逐渐浮现，而且消费者积累下来的储蓄缓冲耗尽，上述利好因素可能消退。诚然，信贷状况收紧和贷款增长放缓（从美国、欧元区和英国的最新数据可见），反映这只是把即将发生的衰退延后，而不是完全幸免于衰退。

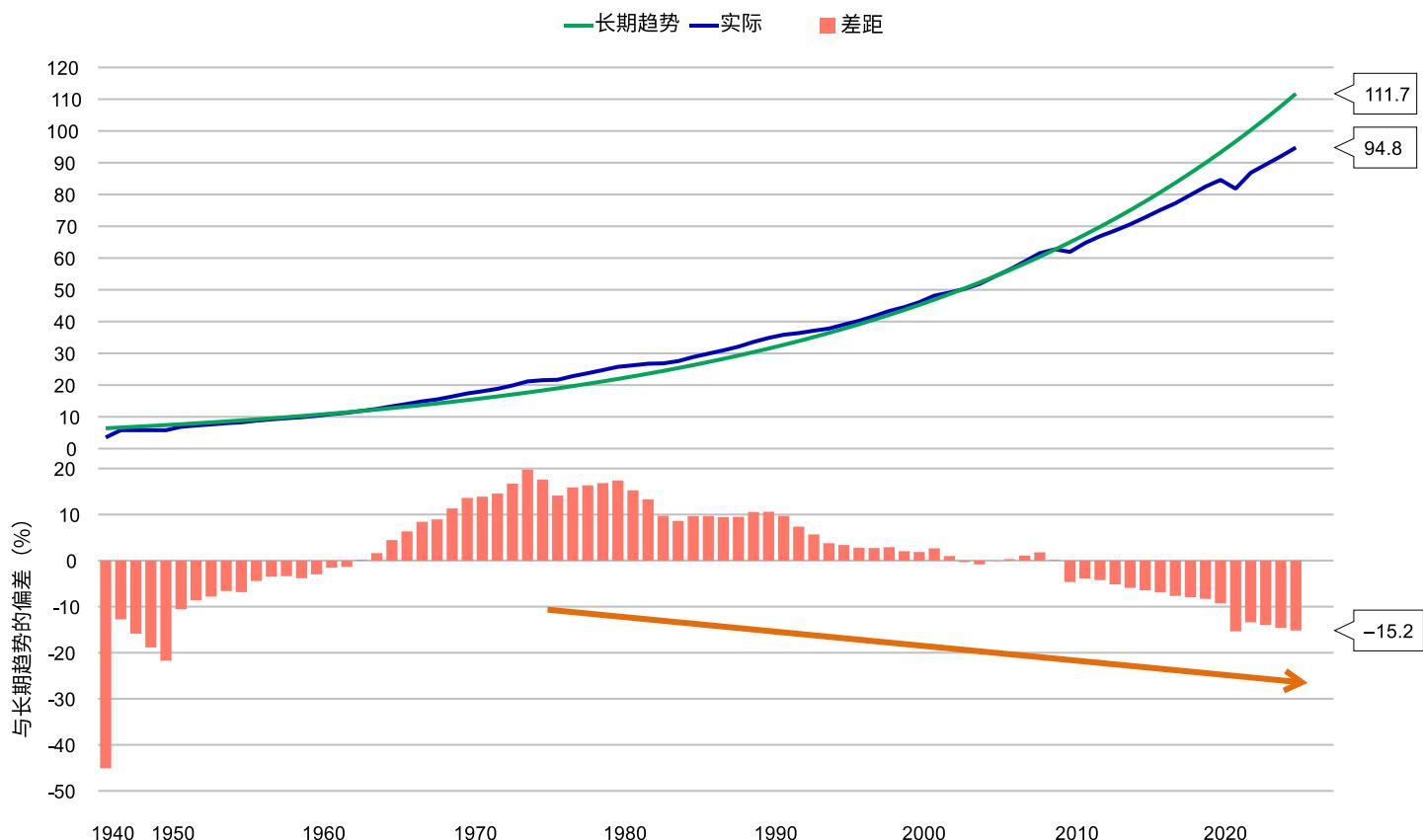
## 衰退不衰退：摆脱“非此即彼”的二元观念

“衰退是否来临并非最重要，更关键的是国内生产总值增长低于趋势的情况会维持多长时间。”

准确预测何时何地出现衰退极为困难，但诚如我们在前文所述，衰退是否来临并非最重要，更关键的是国内生产总值增速低于趋势的情况会维持多长时间。此外，我们也需留意经济衰退对不同地域和板块的影响程度并不一致。

市场普遍认为，今明两年全球经济增速将达到2.5%左右。<sup>1</sup>这绝对谈不上是低迷，但值得注意的是，2.5%的增速远低于3%的分界线<sup>2</sup>——低于3%的分界线可能预示全球将陷入衰退。具体来说，如果市场普遍预测正确，意味着全球国内生产总值增长比长期趋势低15.2%，这一情况为2020年疫情肆虐期间，以及1940年代以来首见。

### “小心空隙”：实际国内生产总值增长与长期趋势增长之间的差距拉大



资料来源：世界银行、欧盟统计局、美国经济分析局、美国圣路易斯联邦储备银行、美联储、新加坡统计局、国际结算银行、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月1日。市场普遍预测适用于2023年和2024年。

<sup>2</sup>《2008年世界经济展望：住房与商业周期》，国际货币基金组织，2008年4月9日。

## 通胀粘性过高，情况使人担忧

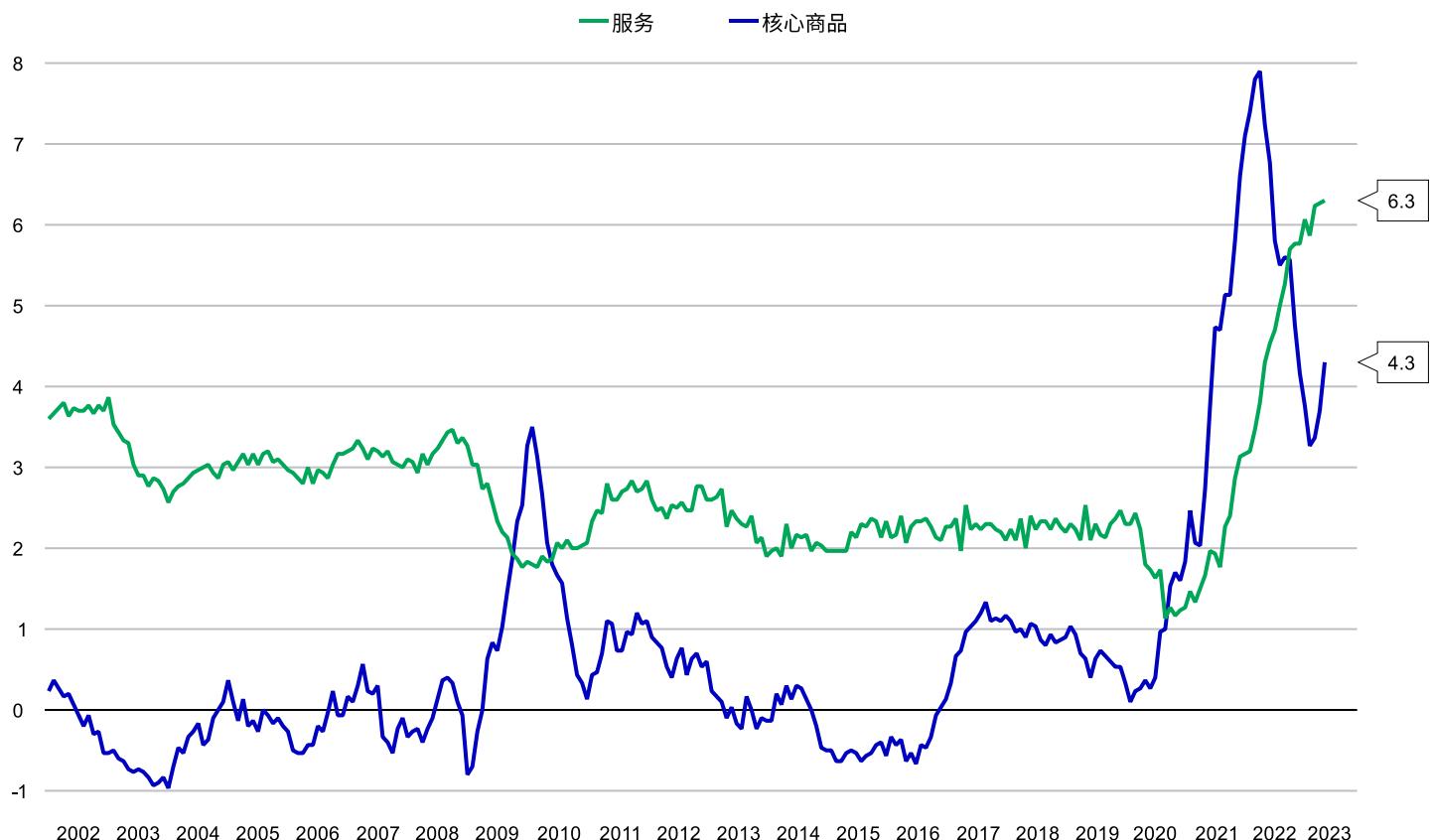
商品物价急升是过去两年半通胀飙升的主因。能源、食品以至航运等多项在2021年和2022年推高通胀的因素，已在今年显著降温。

然而，在收入增长强劲和经济活动强韧等因素影响下，核心通胀居高不下，显示劳动力供应紧张导致服务通胀升温的风险加剧。

最新数据显示，美国和英国核心通胀再度走高，欧元区更创新高。虽然核心通胀攀升受服务价格上涨的影响大于商品价格，但核心商品物价通胀似乎重拾上升动力，因为有利的基数效应<sup>3</sup>已大致消退。

“核心通胀居高不下...  
显示劳动力供应紧张  
导致服务通胀升温的  
风险加剧。”

先进经济体的平均核心商品和服务通胀率（同比，%）



资料来源：美国劳工统计局、英国国家统计局、欧盟统计局、加拿大统计局、日本统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月1日。同比是指与去年同期比较。

<sup>3</sup> 虽然商品价格升幅在2023年1月前数月放缓，但主要是因基数效应所致。例如，原油和小麦价格在一年前同比跃升近60%，但目前分别回落约20%和45%。关键大宗商品价格未来进一步下跌的空间有限。

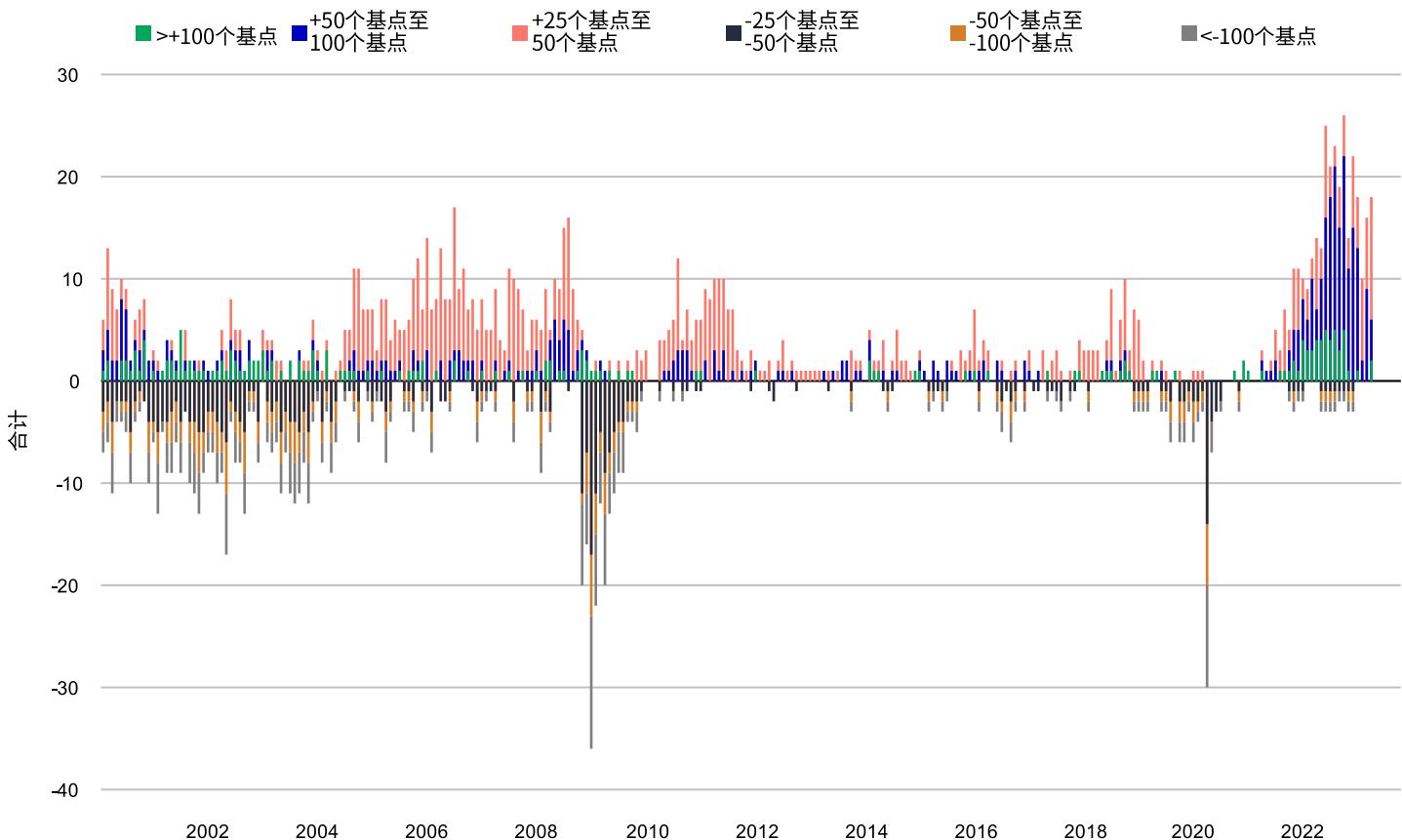
## 为什么利率持续在较高位维持较长时间

物价压力持续，迫使全球央行延长加息周期，但立场却较市场预期强硬。亚洲部分央行暂停加息后再度收紧政策，与市场所想过于简单直接的定价模型相反，也就是说：收紧政策后暂停加息，然后放宽政策并推高市场风险情绪。在本周期中，这个模型至今并不适用。我们认为，市场沿用的定价模型，确实适合过去20到30年的经济环境，但已今非昔比。

我们当然希望央行是政治中立的独立机构，但实际上，货币政策难以与当前政局发展完全分开。无论如何，央行都不会，也无法脱离现实行事。过去20到30年，新自由主义（政治经济学的理论之一）主导西方政治意识形态，作为政策、资源分配和金融市场的指导思想。

然而，这个时代已经告终：我们即将迎来全新的格局。

### 央行加息50个基点或以上的次数仍接近纪录高位



资料来源：国际结算银行、Macrobond、宏利投资管理，截至 2023 年 6 月 5 日。

## 地缘政局不断演变

4月，有两篇重要讲话标志着意识形态的转变：一篇来自欧洲央行行长拉加德，另一篇来自美国国家安全顾问沙利文。

拉加德在《割裂环境下的央行》的讲话中指出，全球多个互相竞争的贸易集团相继出现，欧洲央行的分析显示，如果全球价值链随着地缘政治阵营割裂，全球消费者物价指数可能因而攀升 1%（长期）到 5%（短期）。拉加德也警告，面对供应冲击挥之不去，央行不能重蹈 1970 年代加息力度不足的覆辙。她继续指出，货币政策必须与财政和结构性政策配合，才可消除供应限制，暗示有需要采取针对供应面的刺激措施，同时调高利率。

“我们认为市场定价行动过早反映全球央行立场转鸽的时间和幅度。”

“国际货币基金组织警告，如果其所谓‘伙伴国家’之间的地缘政治紧张关系升温，可能导致跨境资金流骤然逆转。”

另一方面，沙利文在发表《重塑美国的经济领袖角色》讲话时，否定自由市场最擅于分配资本的论点。值得注意的是，为防范正在形成的地缘政治和社会经济风险，官员有必要采取新的政策路径。他强调，有需要识别和加强“属经济增长的基石、而具有国家安全战略意义的特定领域，而私人企业本身并无条件投入能实现国家目标所需的投资。”

假如这两位具影响力领袖所言属实，有关言论将带来深远影响。我们认为，两位领袖预示西方政府已重整政策优次顺序，未来将分配资源，以重建本土工业产能、缩窄美国经常帐赤字、提高劳动收入比，并积极运用资本捍卫其全球主导地位。换句话来说，他们不再奉行新自由主义。我们认为，这种政策格局的转变，会加深全球“零和博弈”的意识，从而加剧地缘政治紧张局势。

国际货币基金组织也注意到有关发展。在近期发表的刊物中，国际货币基金组织警告，如果其所谓“伙伴国家”之间的地缘政治紧张关系升温，可能导致跨境资金流骤然逆转。意料之内的是，上述发展将影响新兴市场和发展中国家、多于发达市场，并可能演变成宏观金融稳定性风险。国际货币基金组织特别指出：“地缘政局紧张加深金融割裂程度，长远也可能加剧宏观金融波动性，因为面对不利的国内外冲击，在国际市场分散风险的机会减少。”

正所谓“先知先防备”，我们仍然认为：

- 1 市场定价行动过早反映央行立场转鸽的时间和幅度。
- 2 即使美联储在未来几个月暂停加息，下一步行动仍存在收紧而非放宽政策的风险。
- 3 市场需要重新评估央行对资产价格托底的态度。

# 美国

## 宏观大局

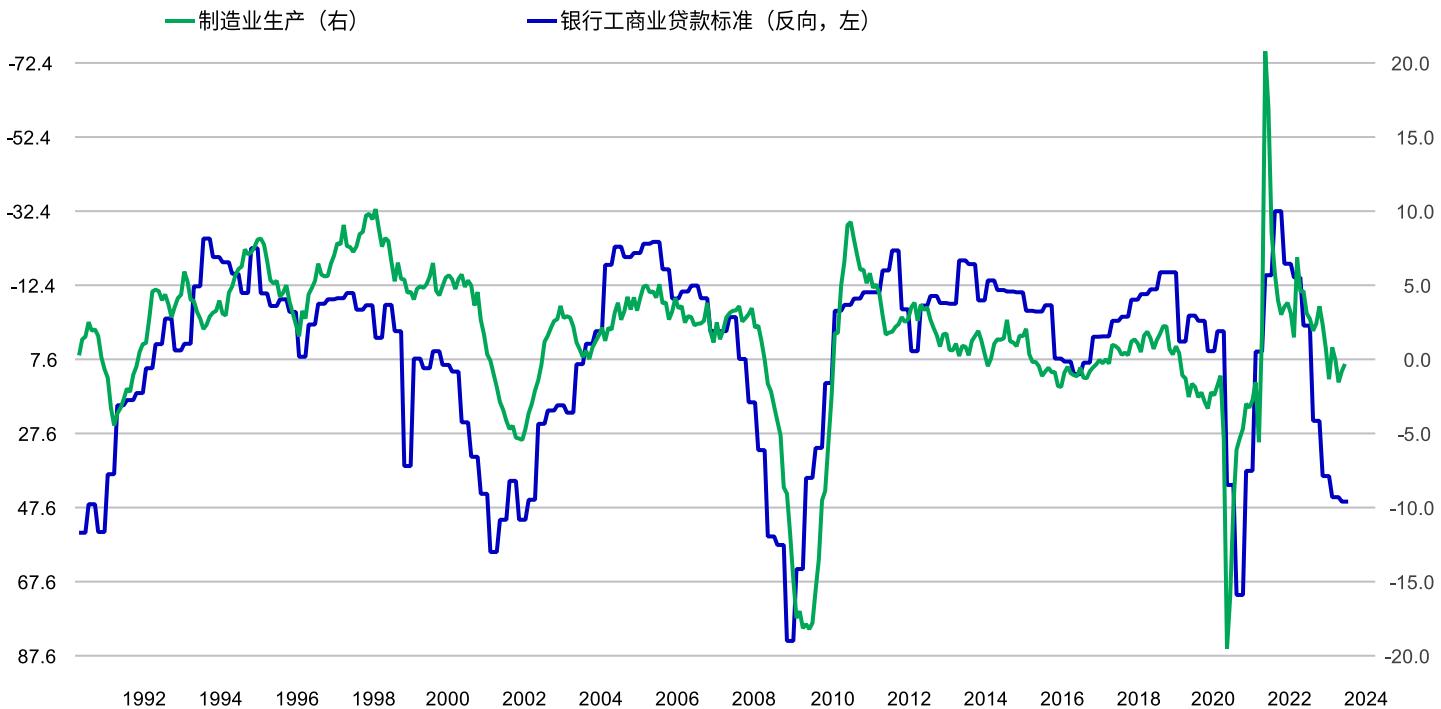
货币政策和贷款标准收紧的幅度，明确显示美国经济出现陷入衰退的条件，但何时发生则甚为不明确。

劳动力市场出现初步疲软迹象，但仍然紧张。这种情况有助于刺激消费（占美国国内生产总值约70%），并有望延长商业周期；如果经济增长和就业没有转弱，美联储将缺乏开始放宽政策的诱因。

从另一方面来看，就业环境对美联储往后的政策立场也有重大影响：中期来看，劳动力市场趋紧一般与工资通胀持续走强有关。这种趋势可能加剧通胀压力，从而支持美联储需要逐步收紧政策的观点，而且利率维持于高位的时间有可能比债市定价反映的时间更长。

“货币政策和贷款标准收紧的幅度，明确显示美国经济出现陷入衰退的条件，但何时发生则甚为不明确。”

### 信贷状况收紧意味著工业生产放缓（同比%）



资料来源：美联储、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月16日。同比是指与去年同期比较。

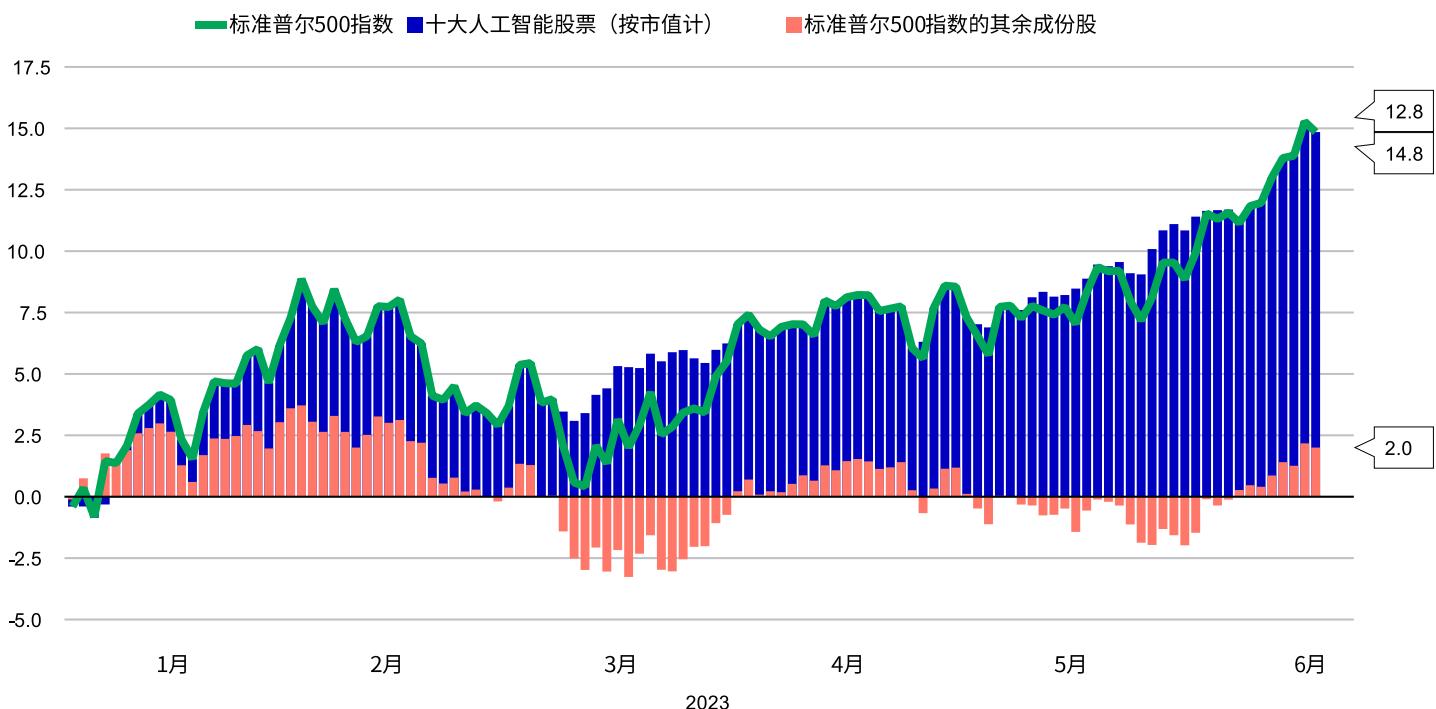
## 我们关注的因素

- 劳动力市场疲软**——鉴于劳动力市场紧张程度对美联储利率决策举足轻重，我们继续关注雇员优势会不会出现减弱迹象。在这方面，工时已逐渐恢复常态，离职率也日渐放缓，反映劳动力需求略微减少。
- 美联储如何解读居高不下的通胀成份**——个别通胀成份已出现下跌迹象，但其他成份仍处于较高水平。随着美联储不再于每次会议加息，往后暂停加息的时间长短，又或（在更基本层面上）未来利率决策何去何从，都很有可能取决于委员会是否愿意不再聚焦于高企的通胀成份，例如住房、二手车、食品价格，以及工资增长与通胀的关系。

## 主要市场观点

- 固定收益**——随着货币政策的预期改变，我们预计短期证券将更为波动，但直到经济出现明显恶化迹象之前，长期证券有可能于较高水平维持窄幅横盘。尽管信贷的收益率具吸引力，且在特定情况下提供资本增值潜力，但在宏观经济恶化的环境下，我们对这种资产类别持保守态度。
- 股票**——虽然人工智能以外的市场领域普遍低迷，但标准普尔500指数出现好转迹象。以一年期计，我们对股票维持中性至略具防守性的观点；然而我们确认，股市风险偏好在较短期内可能回暖，特别是当经济衰退的威胁大幅减弱之时。

### 人工智能相关股票是今年市场回报的重大动力（%）



资料来源：标准普尔全球、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月16日。投资者不可直接投资于指数。

# 加拿大

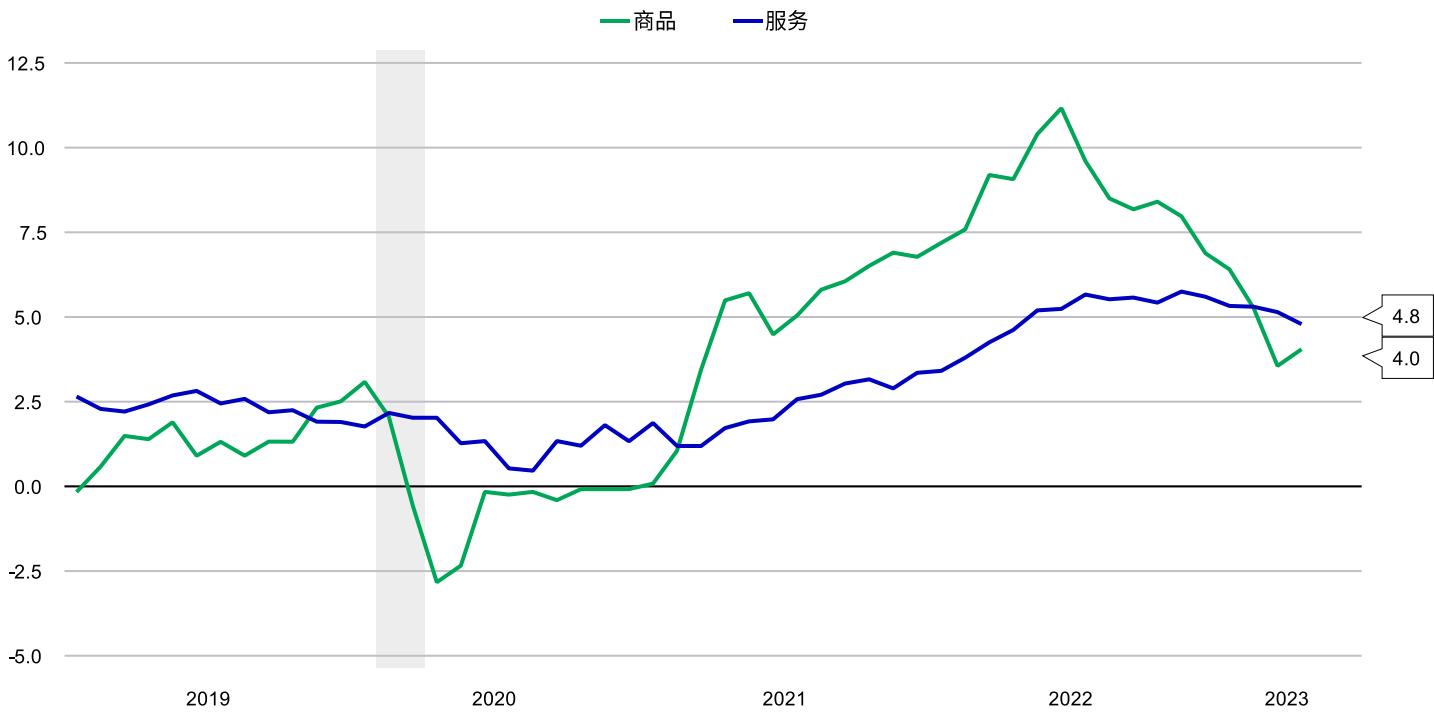
## 宏观大局

加拿大经济并没有出现放缓迹象。家庭消费过高和债务积累已导致越来越多消费者无力偿债，情况使人担忧。尽管移民使当地人口强劲增长，继续为劳动力市场提供支撑，但工时出现放缓的初步迹象，整体经济活动也是如此。

在加息环境下，房地产市场依然有所改善。虽然新盘数目持续下降，但劳动力市场紧张和家庭结构稳健继续支撑住房需求，最终削弱群众的住房负担能力。通胀居高不下，促使加拿大央行在6月恢复加息周期，且未来几个月可能进一步收紧政策。事实上，商品通胀近日再度升温，服务通胀则继续缓慢下跌。我们仍然预计，加拿大经济将于2023年下半年温和收缩。

“通胀居高不下  
促使加拿大央行在 6 月  
恢复加息周期，且未来  
几个月可能进一步  
收紧政策。”

### 加拿大家庭消费保持畅旺（同比%）



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。灰色范围代表衰退。

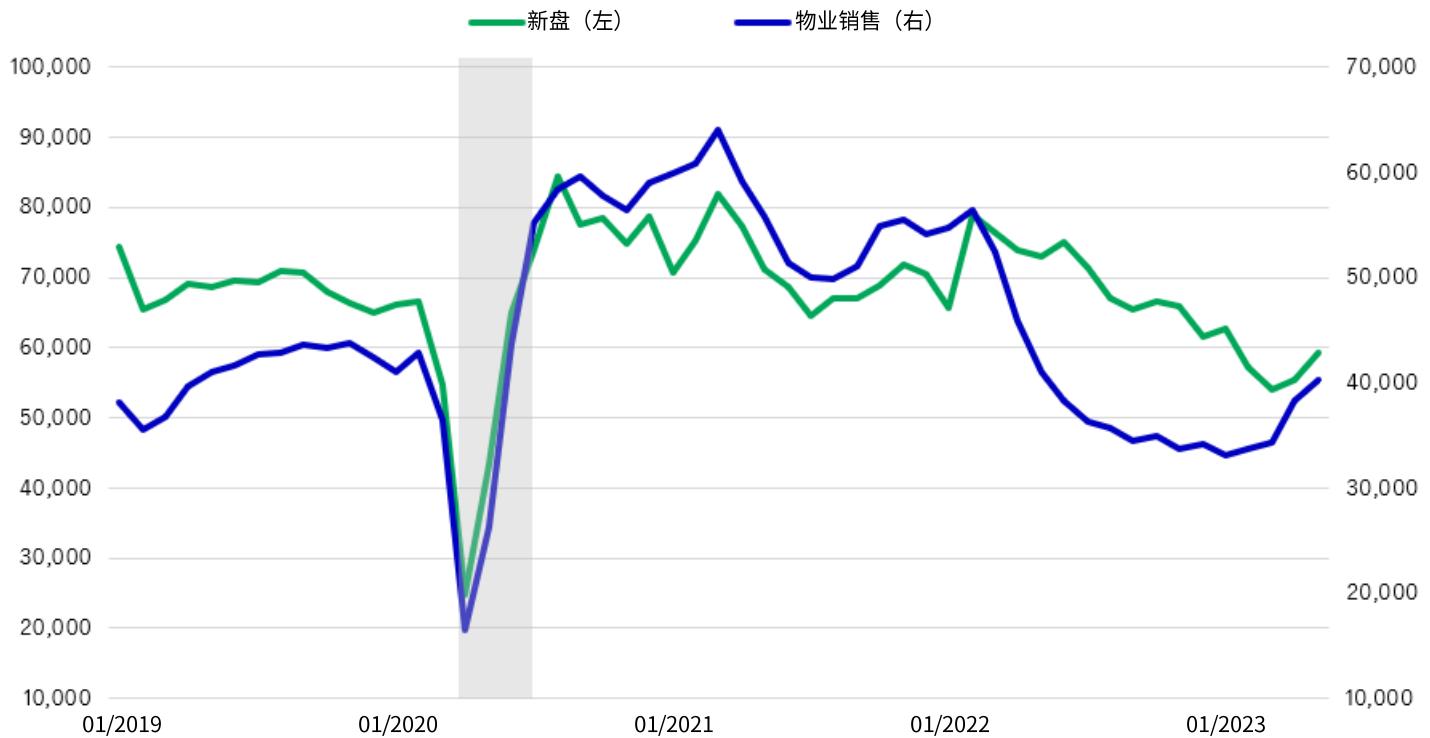
## 我们关注的因素

楼市活动——住宅投资持续拖累经济增长，归咎于在楼市供应长期不足下，新建项目受到限制，加剧楼价上升的压力。此外，房贷利息成本上涨，使负债家庭受困，加剧金融稳定性风险。5月公布的数据显示，再融资活动在2022年下半年减少超过32%<sup>4</sup>。鉴于加拿大央行可能进一步加息，加上利率持续高企多一段时间的可能性渐增，我们认为，金融体系内压力向外蔓延的风险，在2024年和2025年应有所增加。

## 主要市场观点

- **股票**——地区性银行事件在年初爆发，带动加拿大银行股（标准普尔／TSX综合指数内最大板块）表现领先于美国银行股。然而，楼市持续放缓，加拿大金融机构有可能面对贷款需求减弱。
- **货币与固定收益**——过去一个季度，加拿大政府债券与美国政府债券之间的利率差距拉大，使加元兑美元汇率升至2月以来的最高水平<sup>5</sup>。我们认为，利率差距短期内将会靠稳，有助于加元踏入整固期。

### 房屋销售逐步回升但新盘数目持续下滑



资料来源：加拿大房地产协会、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。灰色范围代表衰退。

<sup>4</sup> 加拿大房屋贷款局，2023年5月。 <sup>5</sup> 彭博资讯，截至2023年6月9月。

# 欧元区

## 宏观大局

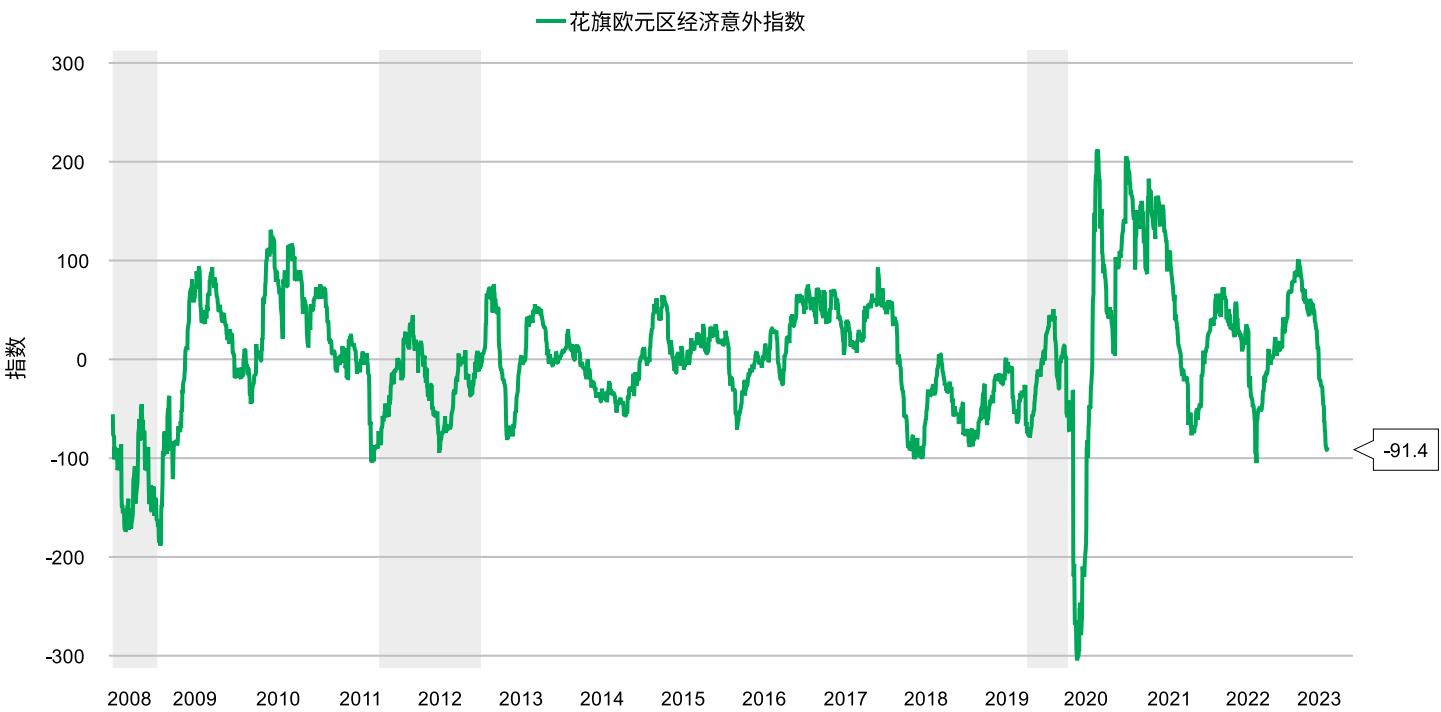
全球经济增长前景黯淡，使年初围绕欧洲市场前景的普遍乐观情绪逐渐消退，部分原因是中国经济重启的强度逊于预期，并影响了全球贸易。由于欧元区相对依赖制造业生产和贸易，因此上述发展拖累欧洲经济。

通胀继续带来挑战：整体数据逐渐改善，但工资谈判结果对通胀压力的影响可能挥之不去，情况使人关注。在利空环境下，欧洲央行似乎被迫在加强量化紧缩力度的同时，继续在较长时间维持政策利率于较高水平。

西班牙极右派胜出地方选举，推前全国大选到7月，有可能加深投资者担忧。德国从2023年6月起发放的通胀补偿金，短期内有可能刺激消费，因此有望为区内经济增长提供动力。

“在通胀居高不下的利空环境下，尽管经济增长前景黯淡，但欧洲央行可能被迫继续在较长时间维持利率于较高水平。”

### 欧元区经济数据令人失望



资料来源：花旗、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月12日。灰色范围代表衰退。投资者不可直接投资于指数。

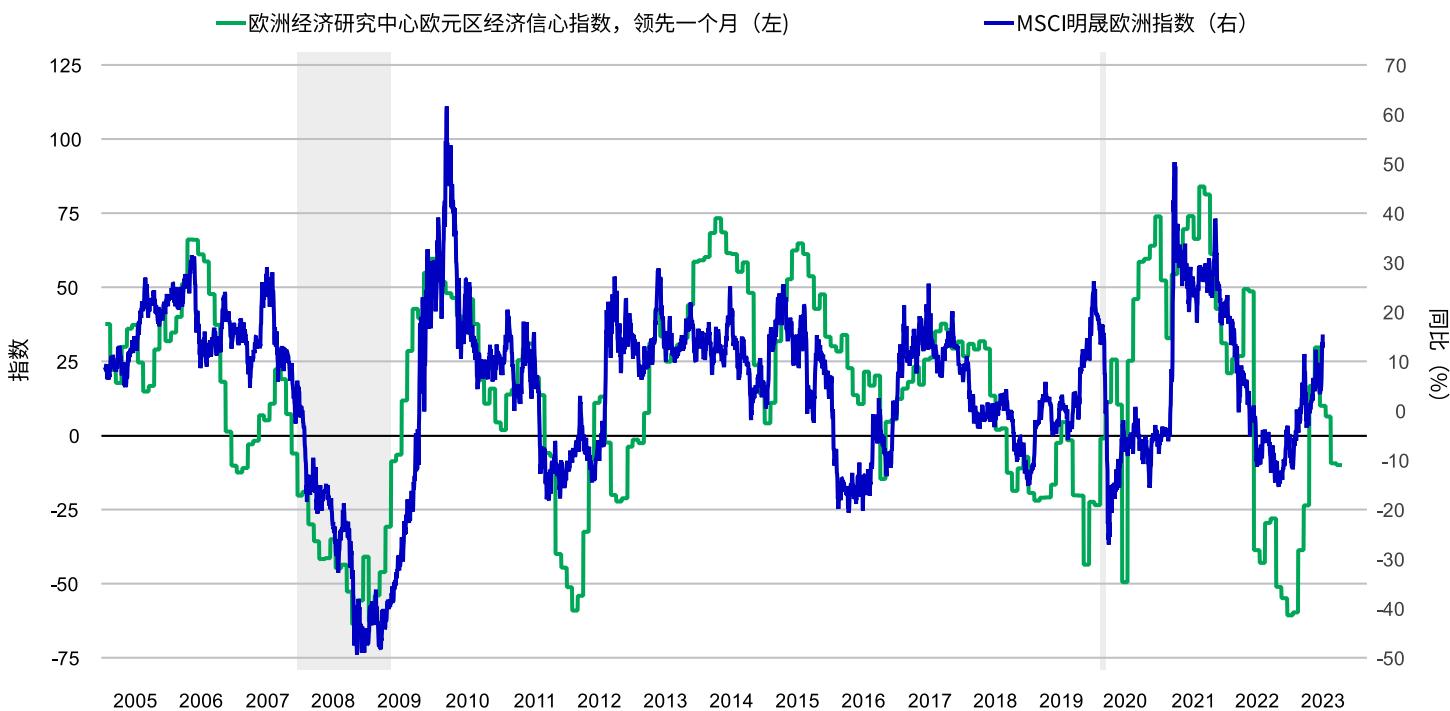
## 我们关注的因素

- 全球贸易——这是欧洲制造业密集型经济的重要组成部分。中国内地经济重启力度令人失望，缺乏可持续经济动力，已导致总体宏观数据意外下跌。
- 工资谈判——与主要工会进行工资谈判是欧洲通胀前景的主要风险之一：有别于疫情和俄乌冲突的扭曲影响，不利的谈判结果可能导致通胀压力更加持久，迫使欧洲央行维持紧缩政策立场较长时间。
- 气候——近年的旱情对德国主要输电线路造成严重破坏，今年冬季的前景也将成为会不会引发欧洲能源短缺担忧的关键。

## 主要市场观点

- 股票——随着潜在能源危机的担忧消退，欧元区股市表现连续六个月领先全球股市。中国内地重启经济和财政刺激措施所触发的乐观情绪，也提供其他市场领域未见的上升动力。然而，这些利好因素已变成逆风，欧洲股市现时面对潜在下跌风险。
- 固定收益——欧洲通胀风险仍然偏向升温，欧洲央行可能需要加息多一段时间。

一般情况下，欧元区经济疲软利空欧洲股市



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月14日。灰色范围代表衰退。同比是指与去年同期比较。投资者不可直接投资于指数。

# 英国

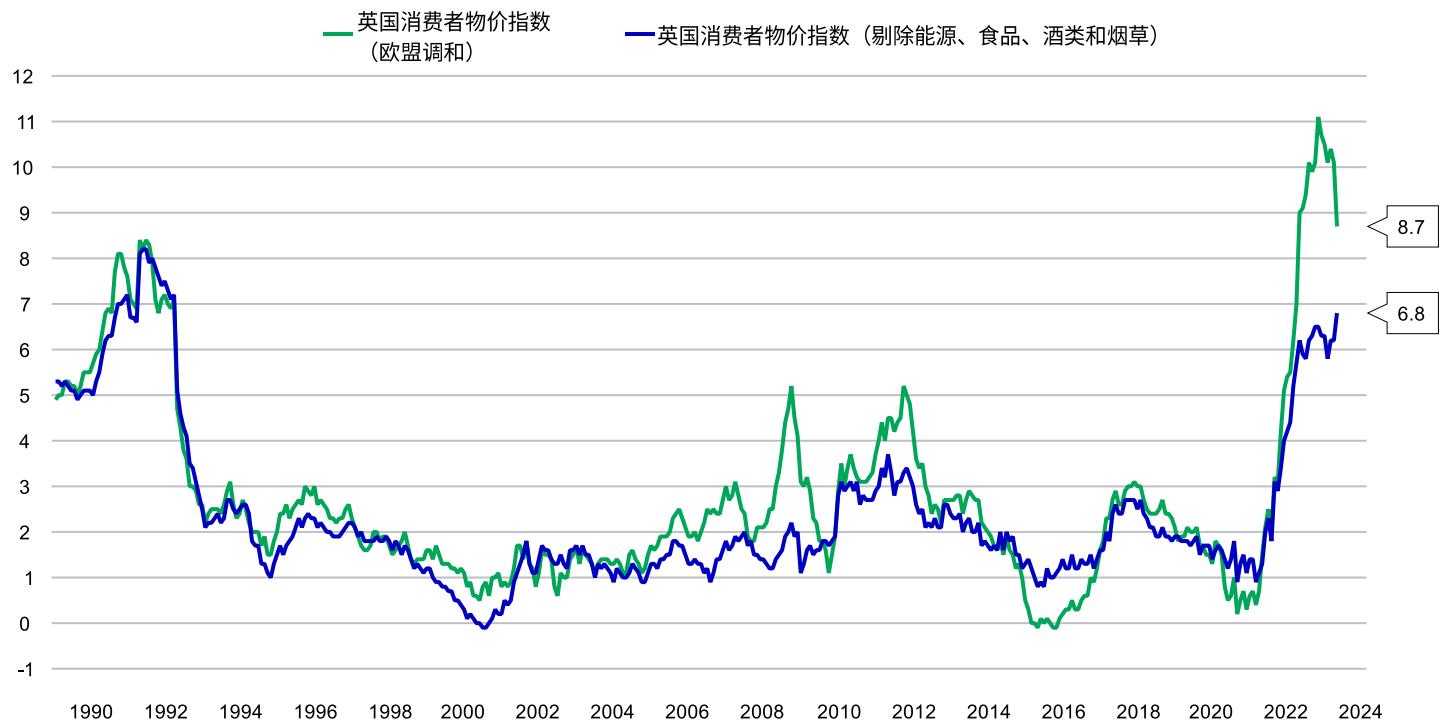
## 宏观大局

应对通胀仍是英国政策官员的首要任务。与其他地区不同，英国核心通胀仍在攀升，导致市场对英格兰银行利率峰值的预期也不断上扬。至今，紧缩货币政策的滞后效应尚未显现，但消费和住宅投资增长在未来几个月可能面临更多阻力。

随着全球经济活动放缓导致贸易量减少，国际贸易表现疲弱，使总体形势进一步恶化。去年英国公布大规模刺激经济方案，触发市场激烈反应后，财政政策似乎不太可能成为支持经济的重要来源。

“英国核心通胀仍在攀升，导致市场对英格兰银行利率峰值的预期也不断上扬。”

基本（核心）通胀指标屡创高位（同比变动, %）



资料来源：花旗、Macrobond、宏利投资管理，截至 2023年6月12日。

## 我们关注的因素

- **通胀**——核心通胀居高不下，甚至创下多年高位<sup>6</sup>，投资者和政策官员对此同感担忧。虽然整体通胀远低于其历史高位，但由于食品价格持续高企，抵消能源成本下降的影响，因此通胀下跌的步伐远比预期缓慢。
- **就业**——就业市场出现初步走软的迹象：失业率从几十年来的低位逐步上升；然而，工资增长强劲复苏，反映中期通胀压力依然是潜在隐忧之一。

## 主要市场观点

- **固定收益**——英格兰银行利率峰值水平的预测重回去年第三季度的高位。市场定价反映利率将于今年底升至5.75%见顶，2024年第三季度／第四季度前降息的预期甚低。<sup>6</sup>
- **货币**——货币政策紧缩步伐相若，使英镑兑美元汇率大致稳定，但我们注意到，在相对利率和通胀趋势的支持下，英镑兑欧元逐渐升值。
- **股票**——我们对英国股票持中性观点。潜在利多的货币走势可能为销售和企业盈利带来支持，且富时100指数估值也比以往便宜。然而，与同类指数相比，富时100指数显得昂贵，而且在全球经济放缓的环境下，其受国际企业营收影响的特性使我们保持审慎。

### 失业率上升，劳动力市场出现初步放缓迹象



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月14日。同比是指与去年同期比较。

<sup>6</sup> 彭博资讯，截至2023年6月14月。

# 亚太区

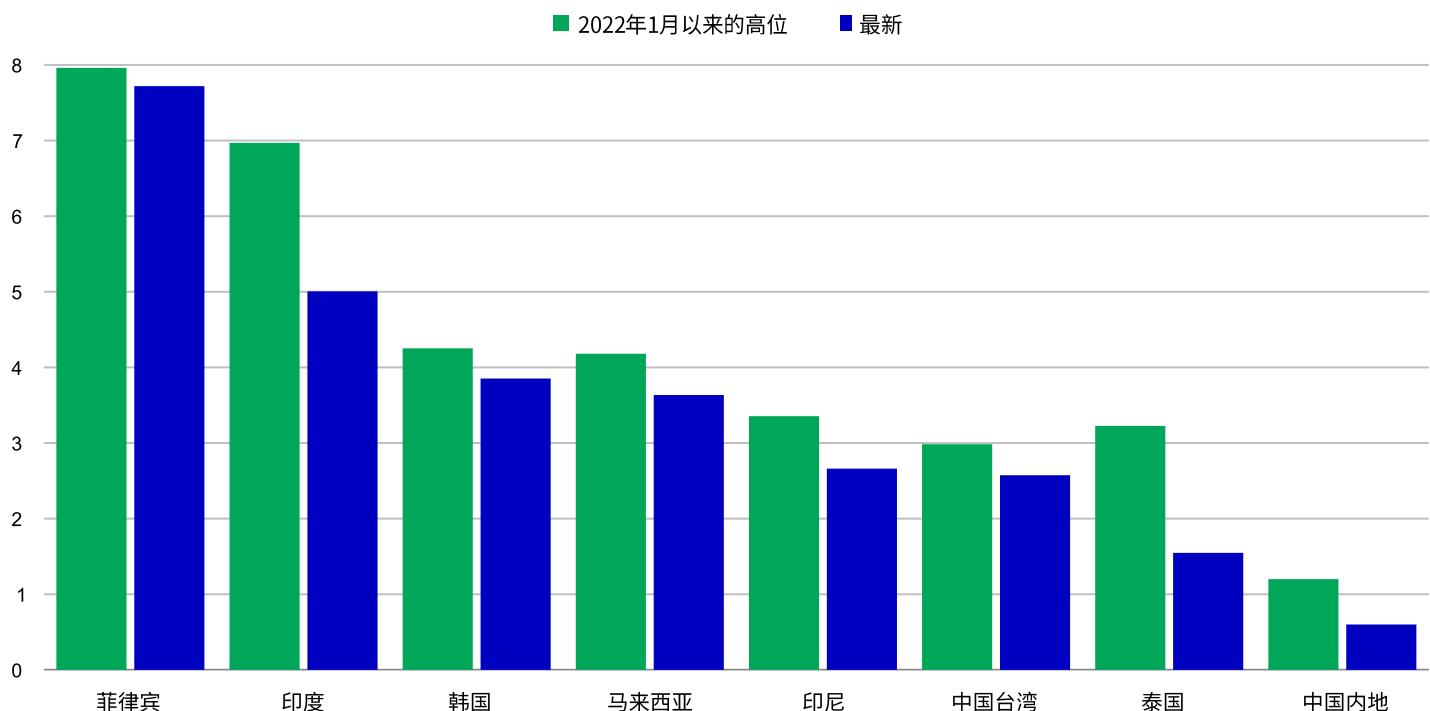
## 宏观大局

尽管物价压力回落，区内央行出乎市场预期维持鹰派。马来西亚央行进一步加息25个基点至3.25%。澳大利亚储备银行自4月暂停加息后，在两次会议上总共加息50个基点，将利率上调至4.10%。此外，韩国央行和印度储备银行展示鹰式暂停加息，利率分别停留于3.5%和6.5%，推翻可能提前降息的预期。泰国央行认为政策进一步正常化仍属适当之举，故上调政策利率25个基点至2.00%。

我们预期经济增长和通胀压力放缓，将为区内多家央行提供结束紧缩周期的空间。然而，我们的观察取决于核心通胀（量度基本物价压力的较佳指标）在合理期间内下降的情况。目前为止，数据显示区内几乎所有经济体的核心通胀都以相当缓慢的速度下降，而且仍远高于平均值。近期走势反映各央行政策转向的预期时间延迟。

“区内几乎所有经济体的核心通胀都以相当缓慢的速度下降，而且仍远高于平均值。”

消费者物价指数维持在令人不安的高位（同比变动，%）



资料来源：中国国家统计局；印度统计及纲领推行局；印尼中央统计局；马来西亚统计局；韩国统计厅；泰国贸易及经济指标局；中国台湾“行政院主计总处”；菲律宾统计局；Macrobond；宏利投资管理，截至2023年6月9日。消费者物价指数追踪城市消费者在一段时间内一篮子市场货品和服务的价格平均变动。投资者不可直接投资于指数。

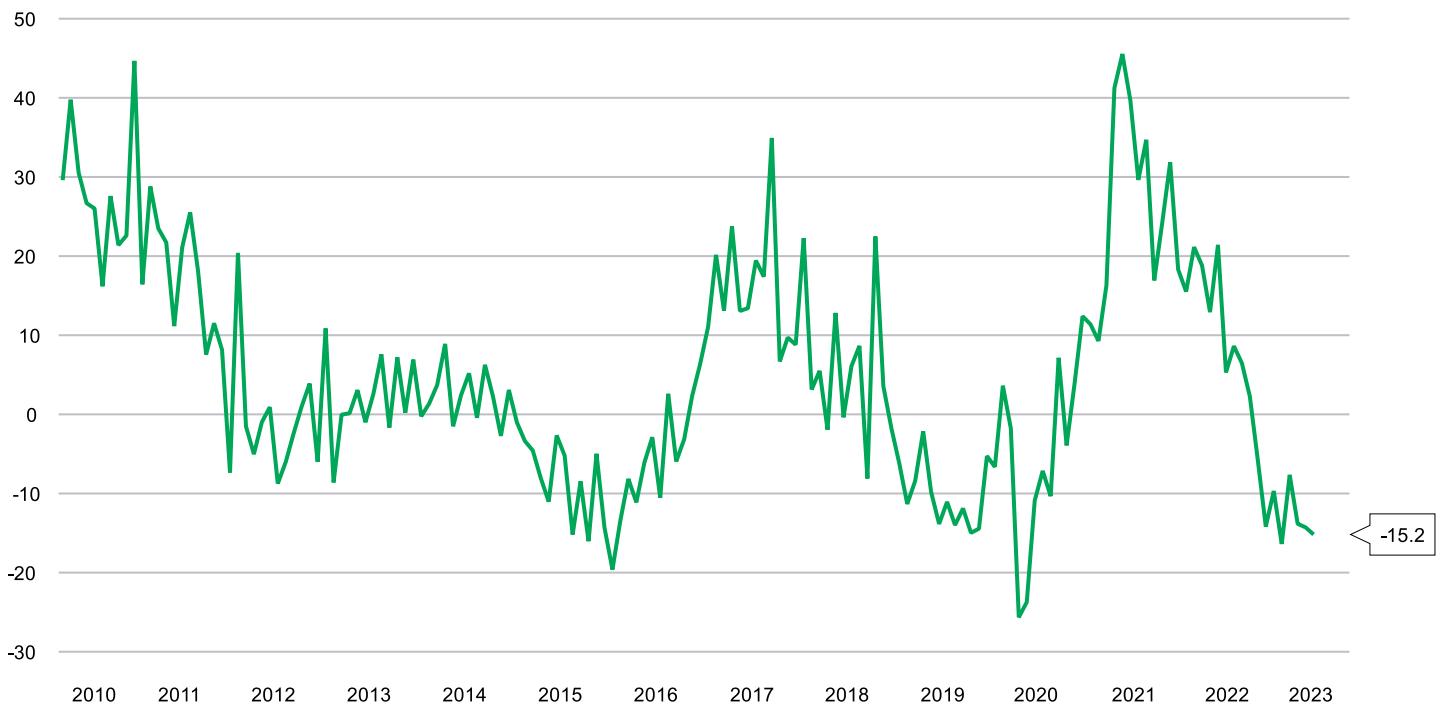
## 我们关注的因素

- **亚洲出口**—出口仍然疲弱，但我们会留意触底回升的迹象。外需偏弱和库存水平上升，导致亚洲制造业产出承压。我们尤其关注韩国的发展，当地总体出口在5月延续跌势，同比急挫15.2%，整体制造业采购经理人指数同样收缩，5月为48.4。<sup>6</sup>
- **通胀**—虽然许多经济体确实出现广泛通胀放缓的情况，但不少的通胀仍远高于目标水平，区内央行在通胀重返目标水平和核心通胀持续转弱前，有可能未敢松懈。在我们关注的经济体中，几乎所有的核心通胀同比升幅高于2.5%。<sup>6</sup>

## 主要市场观点

- **股票**—亚洲与发达市场和新兴市场其他地区的国内生产总值增长差距预期扩大，加上通胀水平较令人安心，我们看多亚洲股票。区内央行也很可能提早出现政策转向。然而，全球陷入经济衰退的风险升温，意味着大盘将加剧波动、全球贸易持续疲弱和美元资金紧张，因此，就外部流动性指标的相对强度筛选投资，有可能带来裨益。
- **固定收益和货币**—我们认为区内政策官员有可能未能配合美联储收紧政策周期的时机和规模，意味着亚洲债券有望表现出色，但本地货币可能表现逊色。

韩国出口增长尚未回升（同比变动，%）



资料来源：韩国关税厅；韩国产业通商资源部；Macrobond；宏利投资管理，截至2023年6月9日。

# 中国

## 宏观大局

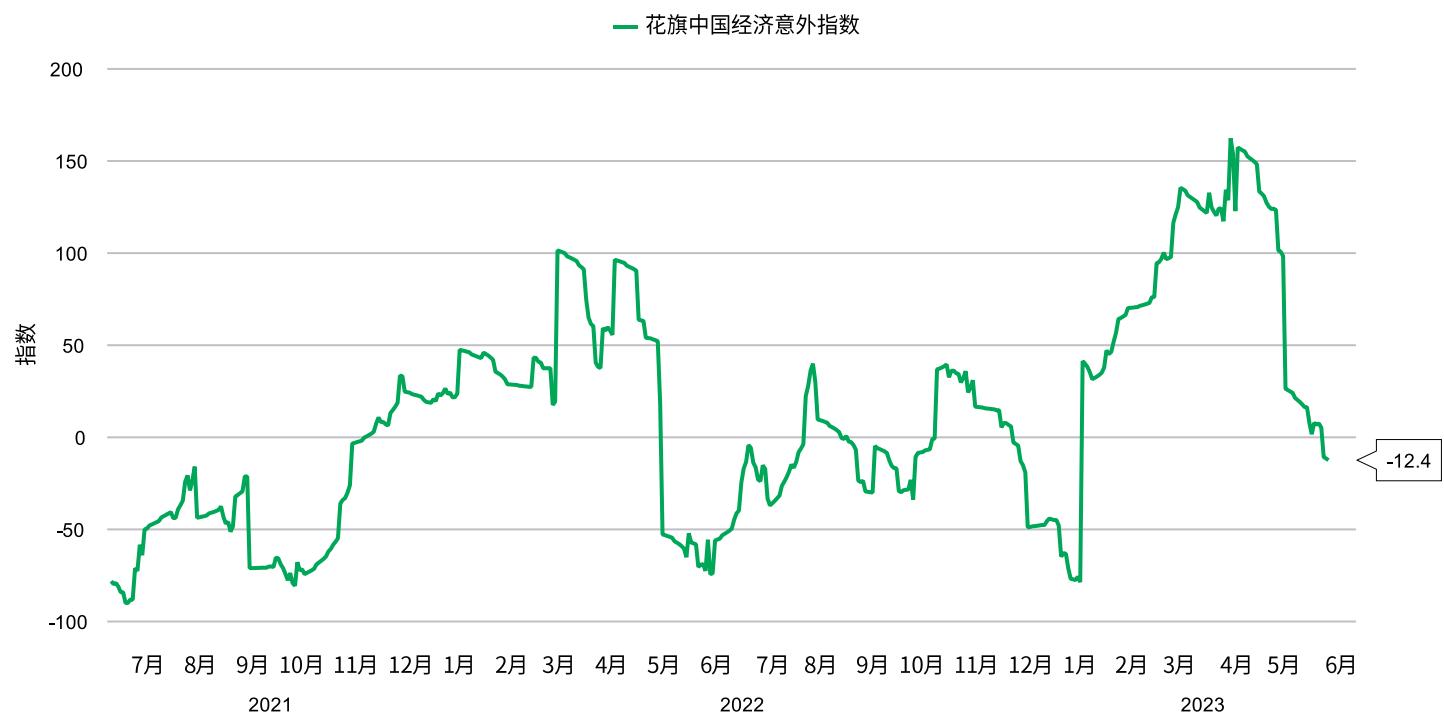
大部分周期性活动指标显示，经济在5月和6月初放缓，与官方制造业采购经理人指数调查出现收缩的情况一致。值得注意的是，信贷动力和房地产销售转弱，反映经济重启的复苏势头消退。

我们认为，除刺激措施之外，要加强周期复苏需要家庭消费和房地产销售持续回升，但目前未有太多证据反映这种趋势抬头。消费指标仍低于疫情前水平和增速。<sup>5</sup> 此外，房地产开工量依然是拖累经济的重大因素，销售和建筑活动持续疲弱。目前，市场希望中国政府提供扶持。

至今为止，政府似乎并不愿推出广泛宽松措施。2023年国内生产总值增长目标为“[5.0%左右](#)”，在基数效应下能轻易达成，加上决策官员担心积累过多债务会对财务稳定性构成威胁，我们仍然预期政策刺激措施有限。

“除刺激措施之外，要加强周期复苏需要家庭消费和房地产销售持续回升，但目前未有太多证据反映有此趋势。”

### 中国经济数据在最近几个月意外下跌



资料来源：花旗银行、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。花旗中国经济意外指数衡量一组核心经济数据是否低于预期、与预期相符或高于预期。投资者不可直接投资于指数。

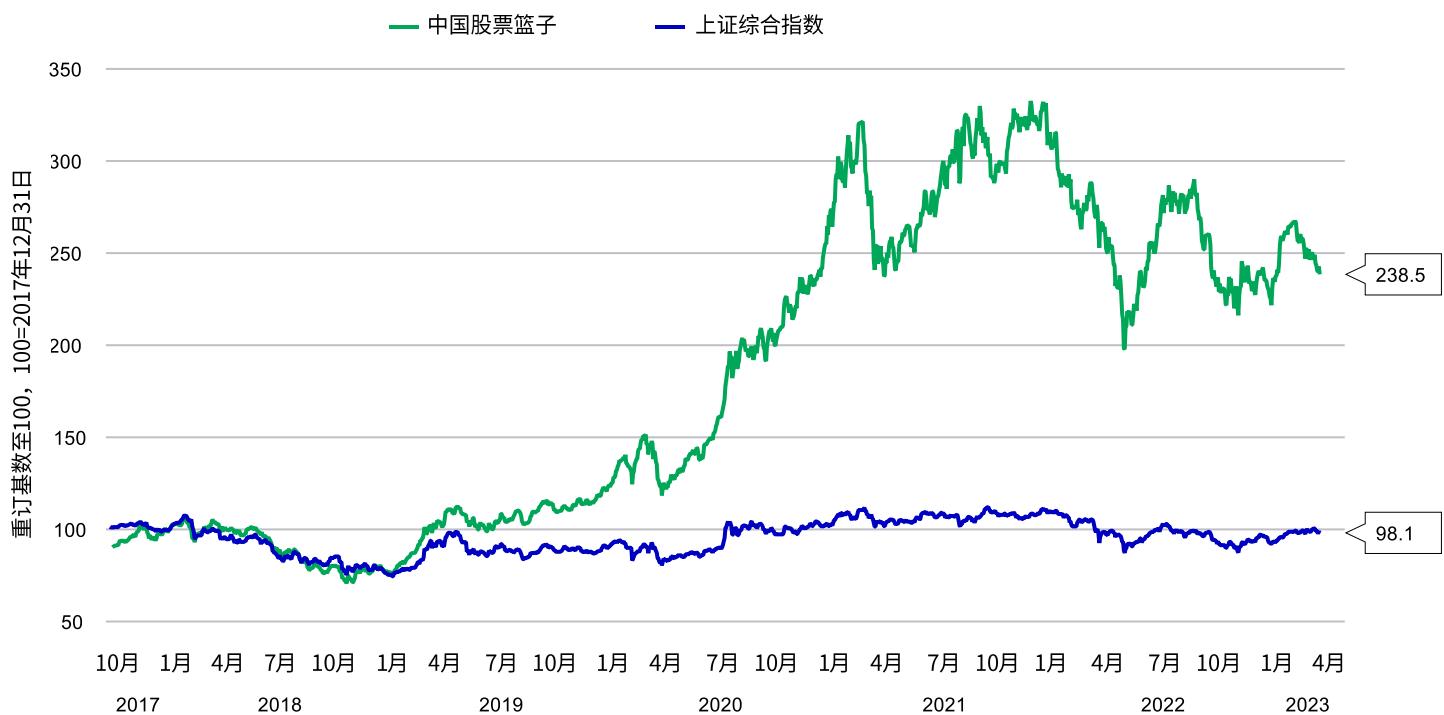
## 我们关注的因素

- **再融资压力**——尽管刺激增长并非当务之急，但在信贷环境恶化的情况下，负债率高企的房地产开发商和地方政府的再融资压力可能持续增加。
- **金融业改革**——在全国人大会议前夕，国家主席习近平在2月28日发表讲话，表示政府将就“深化金融结构性改革”推出相关政策，引起市场担心金融板块即将面对与科技和教育板块如出一辙的监管整顿。如果有关风险没有出现，市场可能会做出正面反应。

## 主要市场观点

- **股票**——全球经济出现滞胀，对中国股票的挑战尤其严峻。此外，我们对地缘政治风险升温保持警惕。尽管如此，中国股票仍蕴藏个别策略机遇，而我们也继续看好受益于可再生能源板块、数字经济、高产值全球制造、先进科技和消费升级的股票。
- **固定收益**——鉴于经济增长持续落后于极高的预期，加上中国人民银行并没有参与全球紧缩周期，我们预计中国政府债券收益率将进一步下跌。

### 中国股票蕴藏个别策略机遇



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。图表所指的中国股票篮子包括涉足可再生能源、创新和消费的中国企业。投资者不可直接投资于指数。

# 印度

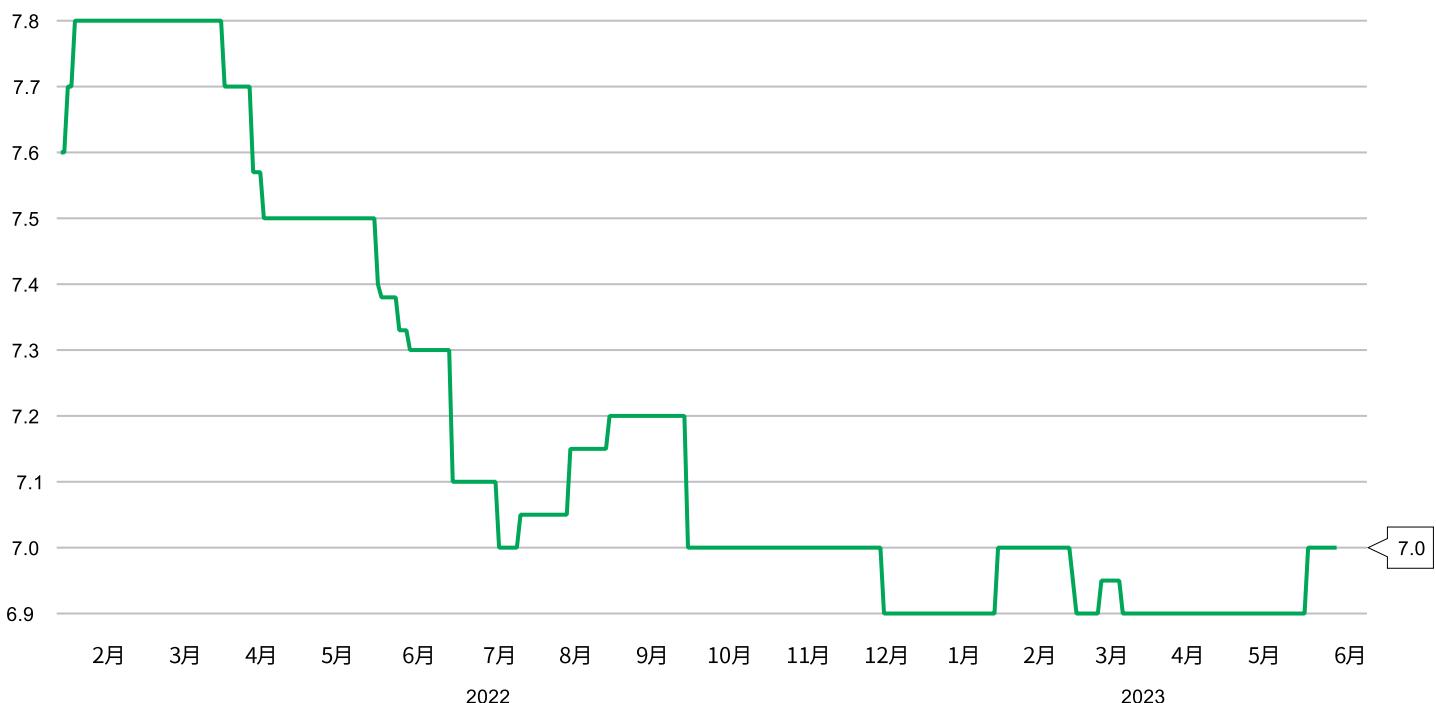
## 宏观大局

印度储备银行连续第二次在会议上维持政策利率于6.5%不变，但其鹰派立场出乎市场意料。尽管印度储备银行下调通胀预测，但仍然担忧通胀上升风险，因为政府于6月7日宣布增加对农作物收成的补助，厄尔尼诺现象也可能影响雨季。如果出现厄尔尼诺现象，印度可能面对降雨量少于正常水平及严重干旱等问题，继而影响收成表现，并可能加剧广泛食品价格通胀。

非粮食方面，印度储备银行货币政策委员会确认原油价格放缓，但主要源于基数效应，本地价格仍然高企。另一方面，印度经济远胜预期，为印度储备银行带来一些喘息空间。国内生产总值同比增长由4.5%加快至第一季度的6.1%。<sup>7</sup>此外，采购经理人指数调查等较高频数据显示，制造业和服务业最近几个月的增长稳健。该数据年初至今表现强劲，促使市场上调2023年国内生产总值增长预测。

“我们认为，印度经济远胜预期，为印度储备银行带来一些喘息空间。”

2023年印度国内生产总值增长预测开始上调（同比变动，%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。

<sup>7</sup> 印度统计及纲领推行局，截至2023年6月12日。

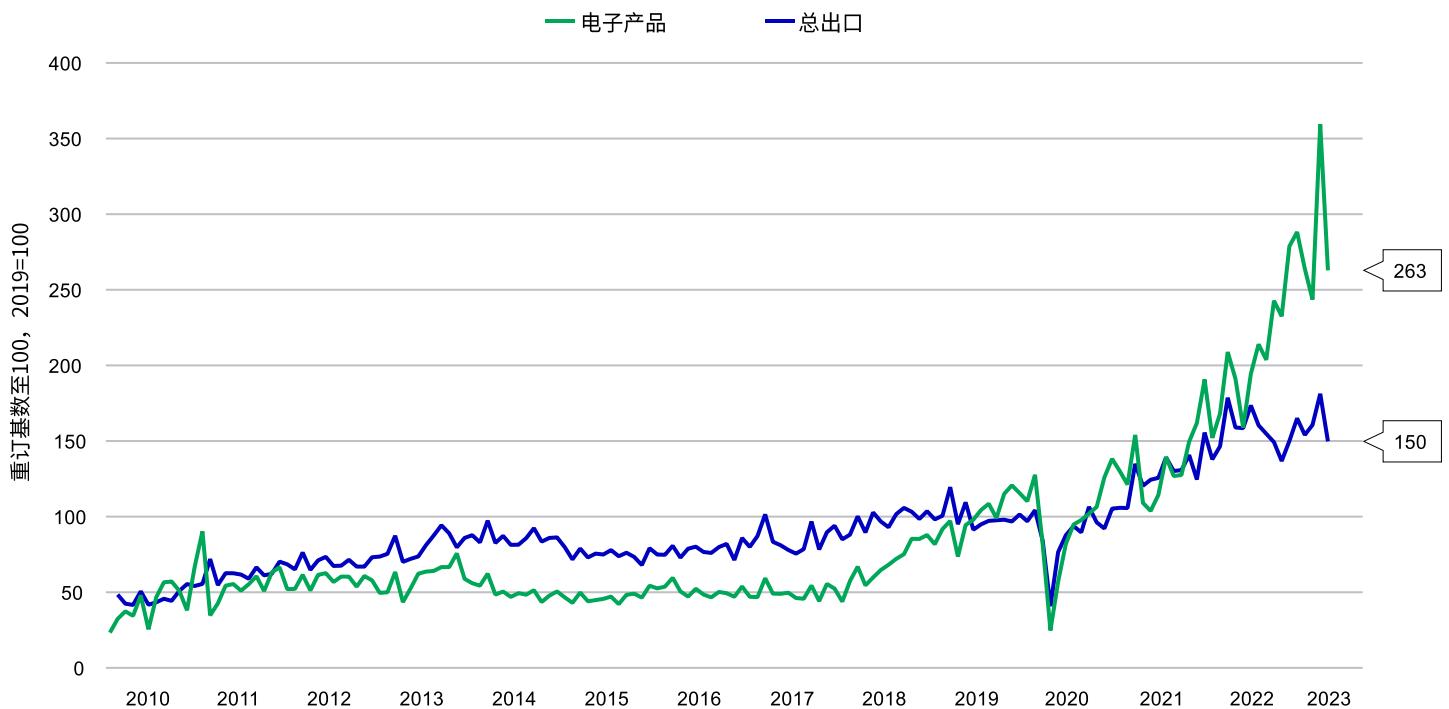
## 我们关注的因素

- **印度央行政策和通胀**——通胀居高不下，可能促使印度储备银行延长紧缩周期及／或延后任何预期的宽松措施。
- **建立更广泛的电子产品生态系统**——至少两家全球科技制造商将部分业务转移至印度运营。印度贸易数据的近期走势反映了这个新兴发展，包括电子产品出口表现远优于总出口。

## 主要市场观点

- **股票**——我们认为基本面仍然正面，并预计印度股票将会在区内取得相对较佳的表现，而市场预期今年印度经济的表现将显著领先其他经济体。<sup>6</sup> 除去周期性因素，我们继续看好印度的结构性前景。印度政府继续致力改革，以改善国内营商环境，我们从企业的资产负债表可见，部分已进行去杠杆化。此外，当地经济也可能受益于贸易持续和供应链分散相关的投资。
- **货币**——我们认为印度卢比继续是亚洲货币的亮点，因其波动性偏低和利差偏高。

### 印度：电子产品出口蓬勃



资料来源：印度商业及工业部、印度统计及纲领推行局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。

# 日本

## 宏观大局

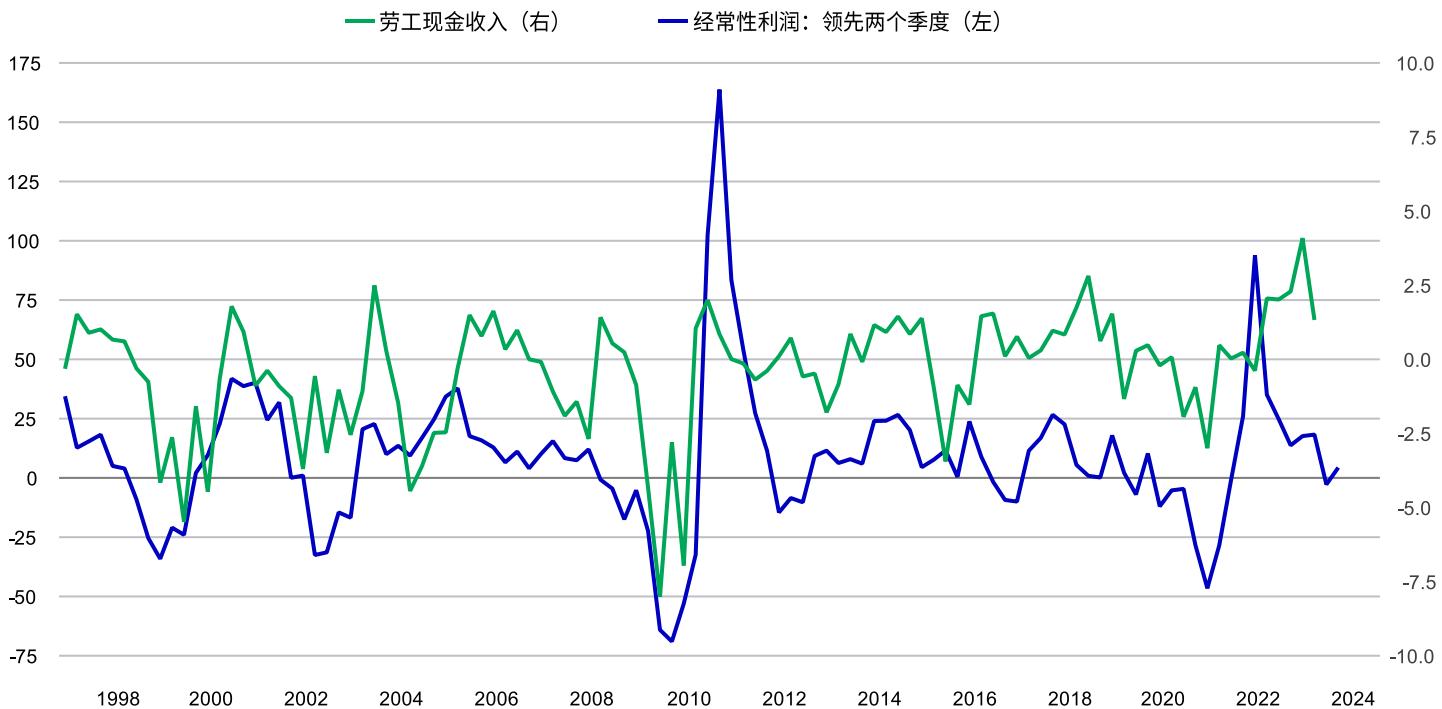
日本央行行长植田和男早前的讲话，确认了我们对该央行采取鸽派立场的预期。相较市场早前预期，他对潜在收紧政策的态度更为谨慎，并强调通胀放缓到低于日本央行目标的风险，比高于目标的风险大。

日本央行收紧政策的前提是，工资增长维持在一定水平，以支持通胀达到或高于央行的2%目标。具体来说，央行指出工资增长需稳处于3%，以维持通胀于2%目标或以上。最新数据却让人失望。

工资增长在去年12月达到4.1%，但年初至今升幅回落到约1%，主要源于花红减少，而一般常规工资也放慢增长步伐，于1%水平附近徘徊，去年下半年平均处于1.3%。<sup>6</sup>目前企业不再受益于去年日元走弱带来的超常利润，上调工资的意愿也减少。事实上，经常性利润于2022年第四季度同比下跌，是两年来首次，反映工资可能随之下跌。

“日本央行行长植田和男早前的讲话，确认了我们对该央行采取鸽派立场的预期。相较市场早前预期，他对潜在收紧政策的态度更为谨慎。”

经常性利润对比劳工现金收入（同比变动, %）



资料来源：日本财务省；日本厚生劳动省；Macrobond；宏利投资管理，截至2023年6月9日。

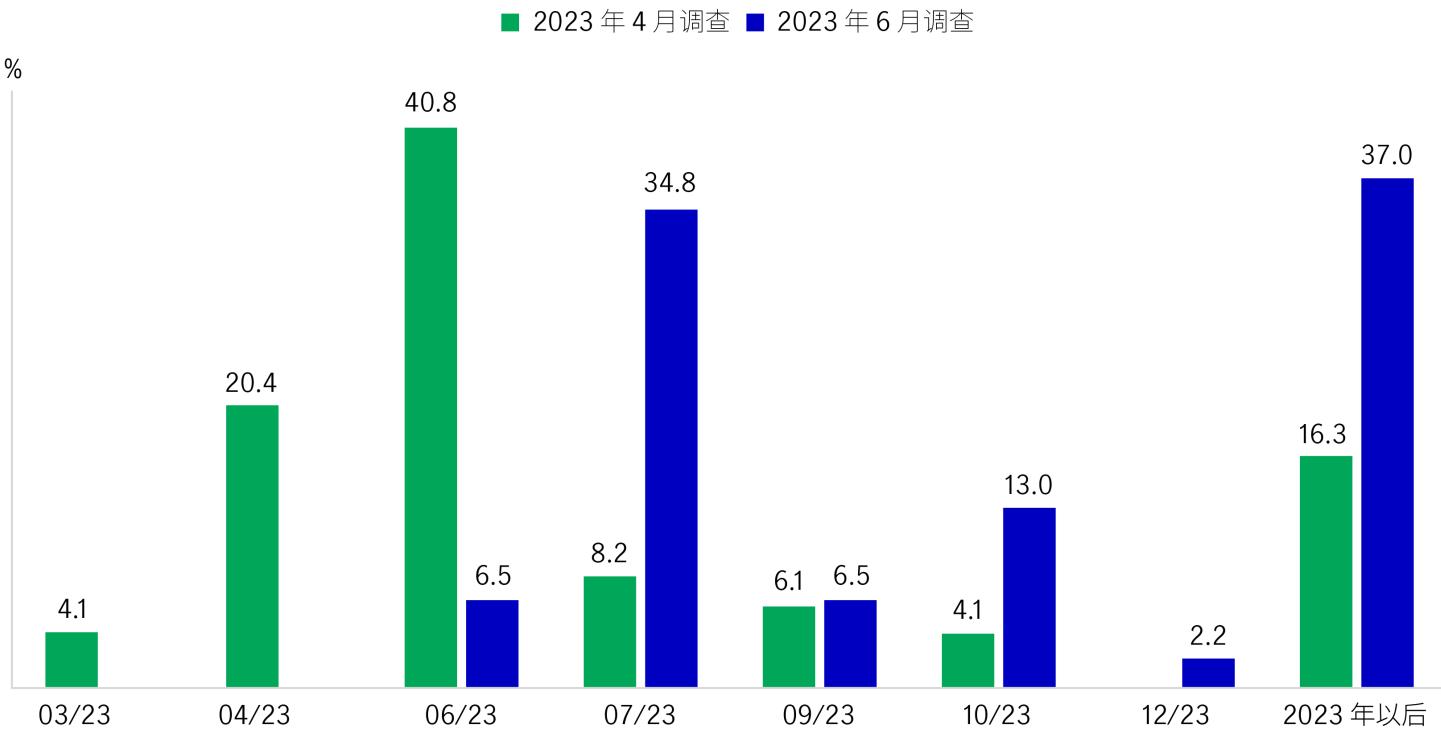
## 我们关注的因素

- 工资增长——日本央行表明，较强劲的工资增长是政策正常化的先决条件。
- 日本央行——继日本央行行长植田和男多次暗示，需要维持宽松货币政策后，市场预期调整政策的时间将延迟。然而，我们不能排除央行调整收益率曲线控制措施的机会，例如将目标由10年期日本政府债券收益率，转为较短期限债券收益率。

## 主要市场观点

- 股票——MSCI明晟日本指数年初至今表现优秀。<sup>6</sup>当地的货币及财政状况更为宽松，支持企业盈利预测向好，与全球大部分地区形成强烈对比。当面对更具挑战性的宏观环境时，我们偏好更具防御性的股票。
- 货币——货币政策将于2023年收紧的预期，带动市场普遍看空美元兑日元，但这并非我们的基本预测情况。日元经波动性调整的收益率对策略性日元多头部署非常不利。我们认为日本政府债券收益率的升幅不及全球利率，而且与市场预期出现落差。因此，我们认为日本投资者将继续偏好非对冲海外债券。

### 调查结果：日本央行将于什么时候收紧政策？



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月15日。

# 巴西

## 宏观大局

巴西经济放缓，但多个周期性指标仍然稳健。劳动力市场强劲和物价压力放缓，为一般经济活动和消费带来支持。

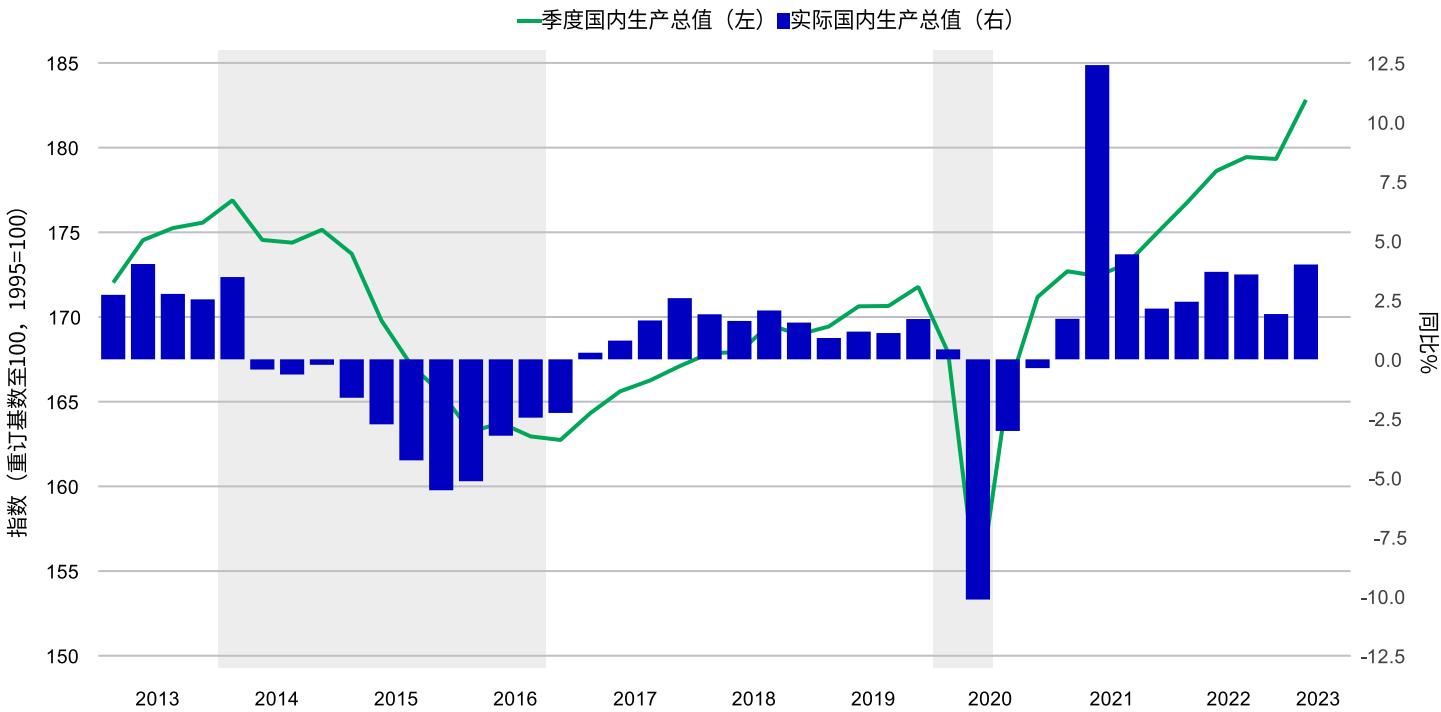
农业一直是本地经济供给侧扩张的主要动力，而鉴于全球资源市场紧张，我们预计这种情况会持续。通胀放缓应会促使巴西央行在第三季度末，转持较宽松的货币政策立场。

随着当地政府在2023年5月通过新财政框架，市场对实施大规模财政政策的担忧减退。外资投资也出现正面发展，中国和欧洲在当地的投資涉足多个不同行业，支持我们看好巴西的结构性投资主题的观点。

巴西清洁能源业也吸引全球关注，而且在资源短缺的环境下，前景更为乐观。我们继续关注巴西的国际关系，以及中美紧张关系对当地贸易的影响。

“外资投资也出现正面发展，中国和欧洲在当地的投資涉足多个不同行业，支持我们看好巴西的结构性投资主题的观点。”

### 巴西：国内生产总值增长持续扩大



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。灰色范围代表衰退。

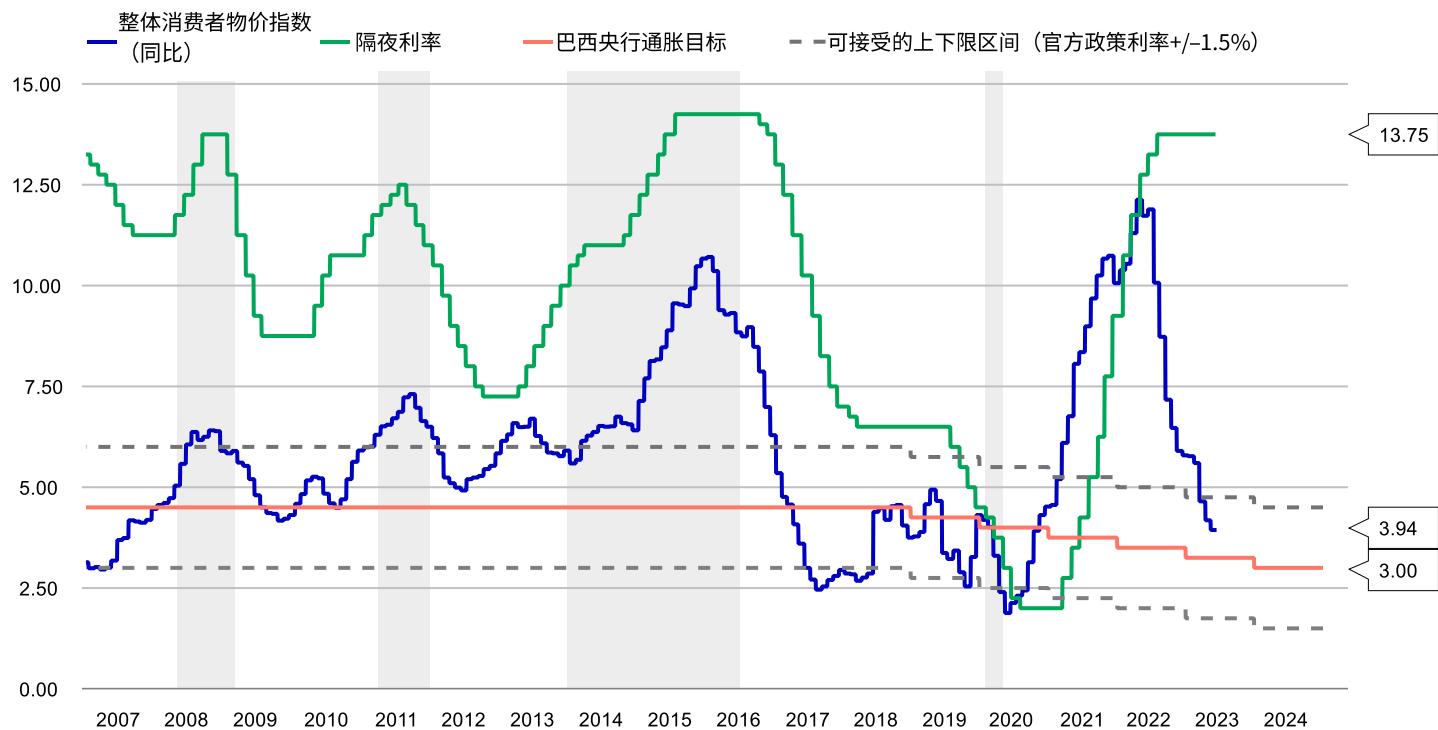
## 我们关注的因素

- 政治和财政政策**——这两种因素持续推高全球对巴西的投资气氛和资金流入。当地政府的新财政框架应有利低收入群体，并稳定财政目标。尽管如此，我们注意到巴西整体财政动态仍充满不确定性，政府下半年将聚焦于重大税制改革，届时有可能左右市场氛围。
- 货币政策**——年度通胀由2022年4月的12%高位，回落至目前低于4%的水平，处于巴西央行3.25%  
 $(+/-1.5\%)$ 的通胀目标区间。我们认为央行在8月或9月很大机会降息。巴西央行的货币政策立场略转趋宽松，有望缓和高利率带来的财政利空因素和消费压力。

## 主要市场观点

- 固定收益**——相对发达市场和新兴市场，巴西是全球最高实际利率和利差的市场之一。由于巴西央行是全球最早进入紧缩周期的央行之一，预计也比其他央行更早降息，这将利好巴西的主权债券收益率曲线。此外，负债覆盖率等企业基本面指标，比疫情前强劲。
- 股票**——短期而言，MSCI明晟巴西指数部分主要成分股可能涉及特殊政治风险，或会主导价格走势。从更长期的角度看，基本面和估值非常强劲。预测利润率、股息率和市盈率都优于其他新兴市场和发达市场。

巴西：通胀处于巴西央行的目标区间 (%)



资料来源：巴西国家地理与统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月9日。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退。

# 墨西哥

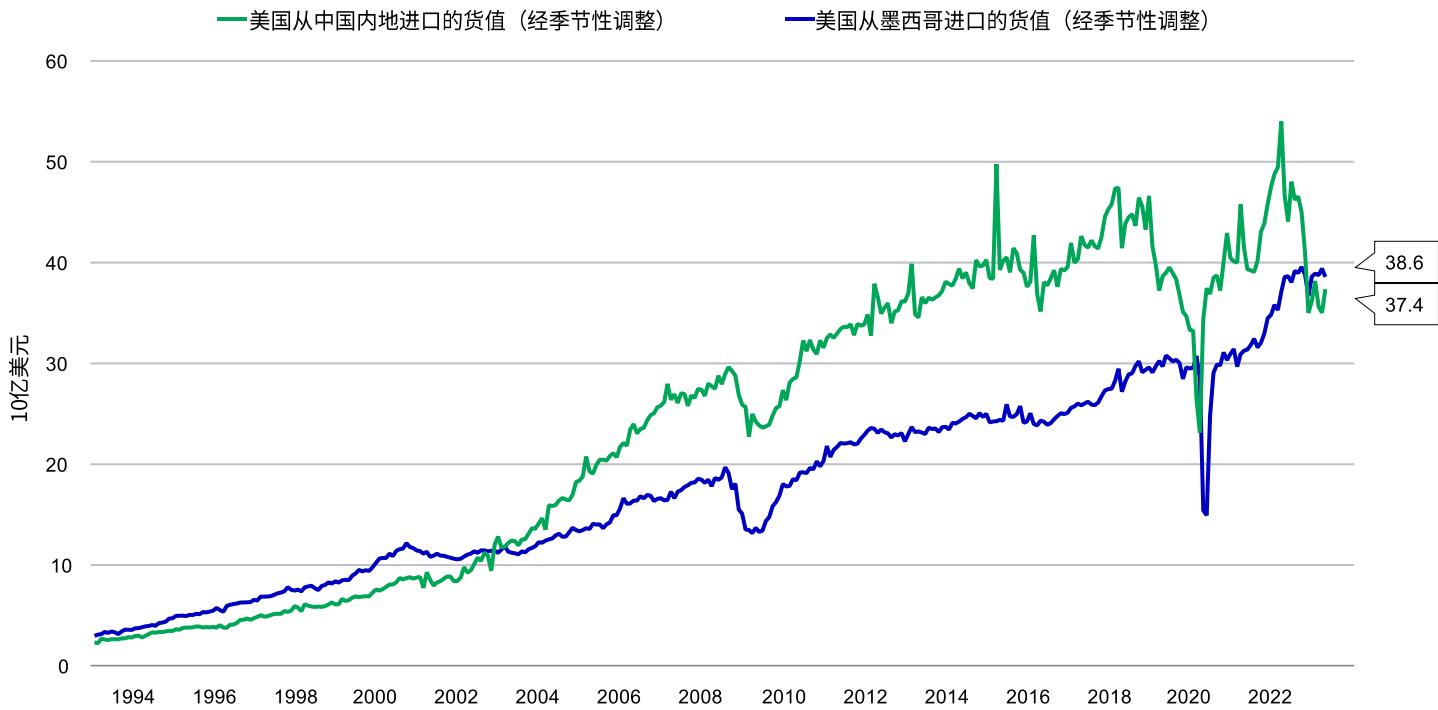
## 宏观大局

尽管前景转趋温和，墨西哥仍然是全球较具吸引力的地区之一。当地与美国的贸易放缓反映增长受阻，但预计继续受益于全球供应链分散的趋势。墨西哥输往美国的每月出口货值近期超越中国内地。

一如大部分国家，墨西哥收紧货币政策减慢了消费增长，但直到目前为止，财政政策提供了一定支撑。通胀压力缓和，促使墨西哥央行暂停货币政策紧缩周期，将隔晚政策利率维持在11.25%。相对其他国家，墨西哥提供较高收益，宏观环境也利好，因此带动墨西哥比索大幅升值，墨西哥比索兑美元汇率在最近升到多年高位。

“墨西哥预计继续受益于全球供应链分散。”

### 墨西哥输往美国的每月出口超越中国内地



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月14日。

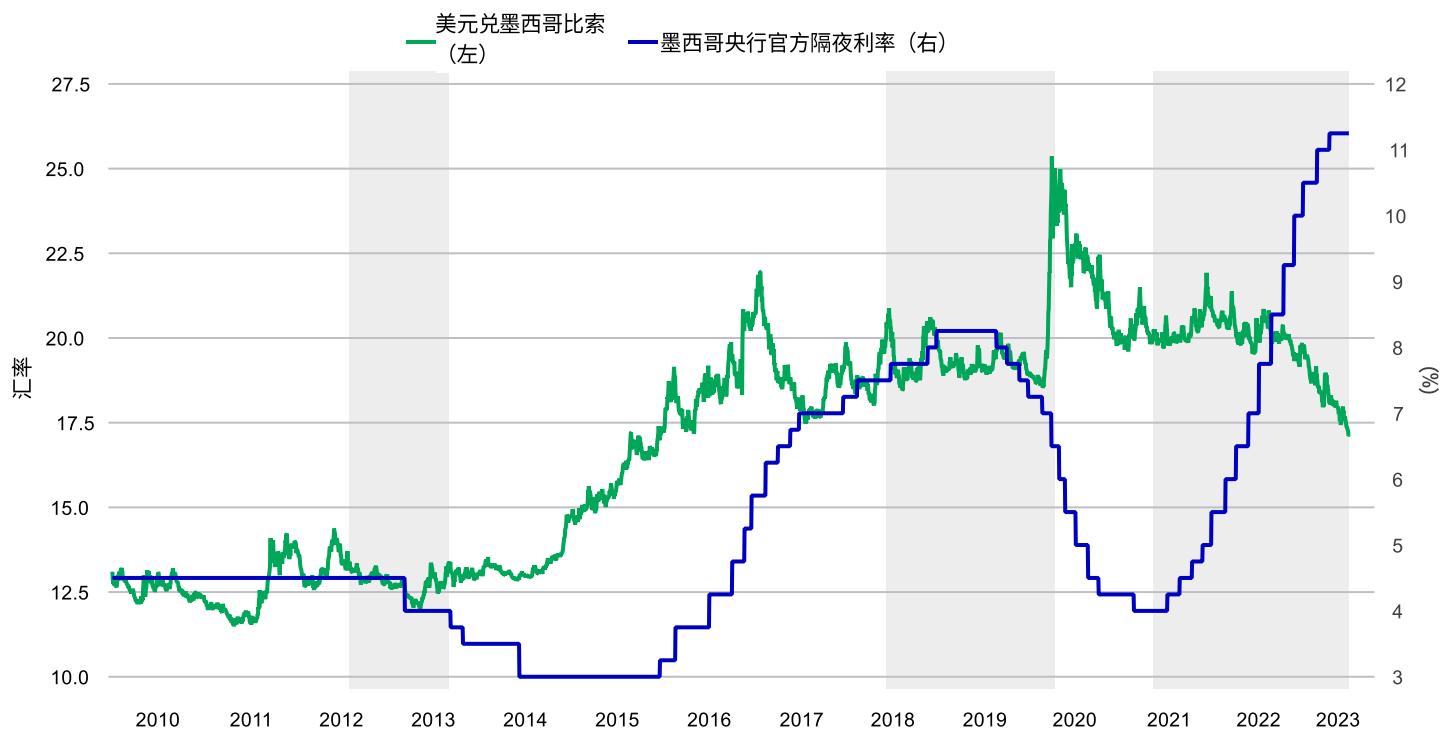
## 我们关注的因素

- **近岸／友岸外包**—虽然墨西哥的贸易转弱，但全球供应链重新调整，转向关系较密切的盟国，可能为当地带来支持，有望利好贸易和资本投资。然而，有组织犯罪问题恶化，某程度上破坏上述发展，可视为外资投资当地的潜在障碍。
- **政策走向**—通胀压力下降促使墨西哥央行暂停加息周期。此外，3月份货币政策声明的变动似乎与利率见顶的主题相符，当中提及通胀降幅比预期大，以及删除有关进一步加息的措辞。

## 主要市场观点

- **货币**—货币政策立场转变和利率差距的走势，可能使墨西哥比索在大幅升值后进入整固期。
- **股票**—我们认为墨西哥股市有可能延续近期相对优秀的表现。当地风险水平持续改善，加上宏观环境相对稳健，因此吸引海外投资者。然而，墨西哥股票的估值相对其他拉美市场昂贵，因此需要在相对较高的估值及基本面改善之间做出平衡。

### 墨西哥比索和墨西哥隔夜利率



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2023年6月14日。灰色范围代表衰退。

## 免责声明

### 重要披露

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，对因使用所载资料和/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](http://manulifeim.com/institutional)。

澳大利亚：Manulife Investment Management Timberland and Agriculture (Australasia) Pty Ltd、宏利投资管理（香港）有限公司。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：Manulife Investment Management (Taiwan) Co. Ltd.。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、Manulife Investment Management Timberland and Agriculture 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。