

2022 年第四季度 | 全球宏观展望

前路艰辛

Frances Donald
全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
全球宏观策略师

Erica Camilleri
全球宏观分析师

Dominique Lapointe
全球宏观策略师

目录

全球概览	3
北美洲	
美国	8
加拿大	10
欧洲	
欧元区	12
英国	14
亚太区	
亚太区概览	16
中国	18
印度	20
日本	22
拉丁美洲	
巴西	24
墨西哥	26

全球概览

宏观大局

在全球经济增长放缓、通胀居高不下和投资情绪低迷的环境下，全球市场在上一个季度已消化央行加息渐趋鹰派的立场，导致各资产类别波动性飙升。

上一季度，全球固定收益市场遭受了大幅抛售，其中两年期美国国债收益率飙升至3.92%，为2007年以来的新高¹。随着美元升至超过二十年高位¹，投资者在市况欠明朗下转投美元避险，导致全球股市经历2020年6月以来表现最差的交易日。

新兴市场表现落后于发达市场，反映通胀高企、流动资金收紧及粮食和能源危机所产生的利空因素，对新兴市场的冲击远高于发达市场。

虽然投资者仍普遍预计美联储将于明年转持鸽派立场，但不太相信美国的货币政策将迅速逆转。

“通胀高企、流动资金收紧及粮食和能源危机所产生的利空因素，对新兴市场的冲击远高于发达市场。”

美联储转持鸽派立场的预期动摇



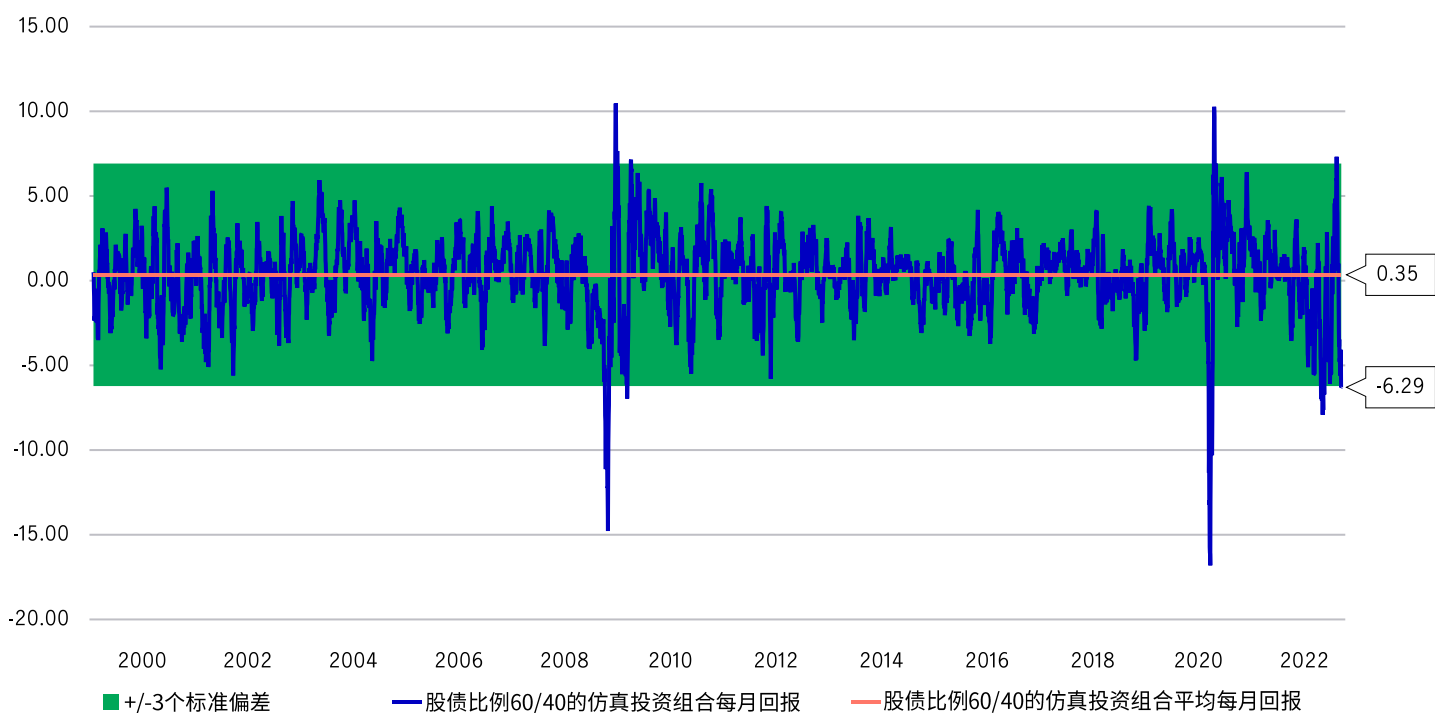
资料来源：美联储、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月26日。联邦基金差距指第二份联邦基金期货合约（六个月远期）与第六份联邦基金期货合约（18个月远期）的隐含收益率差距。

¹ 彭博资讯，截至2022年9月26日。

美联储官员发表强硬言论，以及美国8月份消费物价指数通胀数据超出预期，令市场预计利率将在未来较长的一段时间内处于偏高水平。

上述发展不利于市场回报。数据显示，全球股票／债券比例为60/40的仿真投资组合（以MSCI明晟所有国家世界指数和彭博全球综合债券指数组成的风险平价指数为基础）的年度回报，跌至2008年全球金融危机以来低位。这种投资组合的每月回报亦出现前所未见的波幅，曾多次达到 ± 3 个标准偏差。简言之，情况不容乐观。

股债比例60/40的仿真全球投资组合每月回报出现前所未见波幅（%）



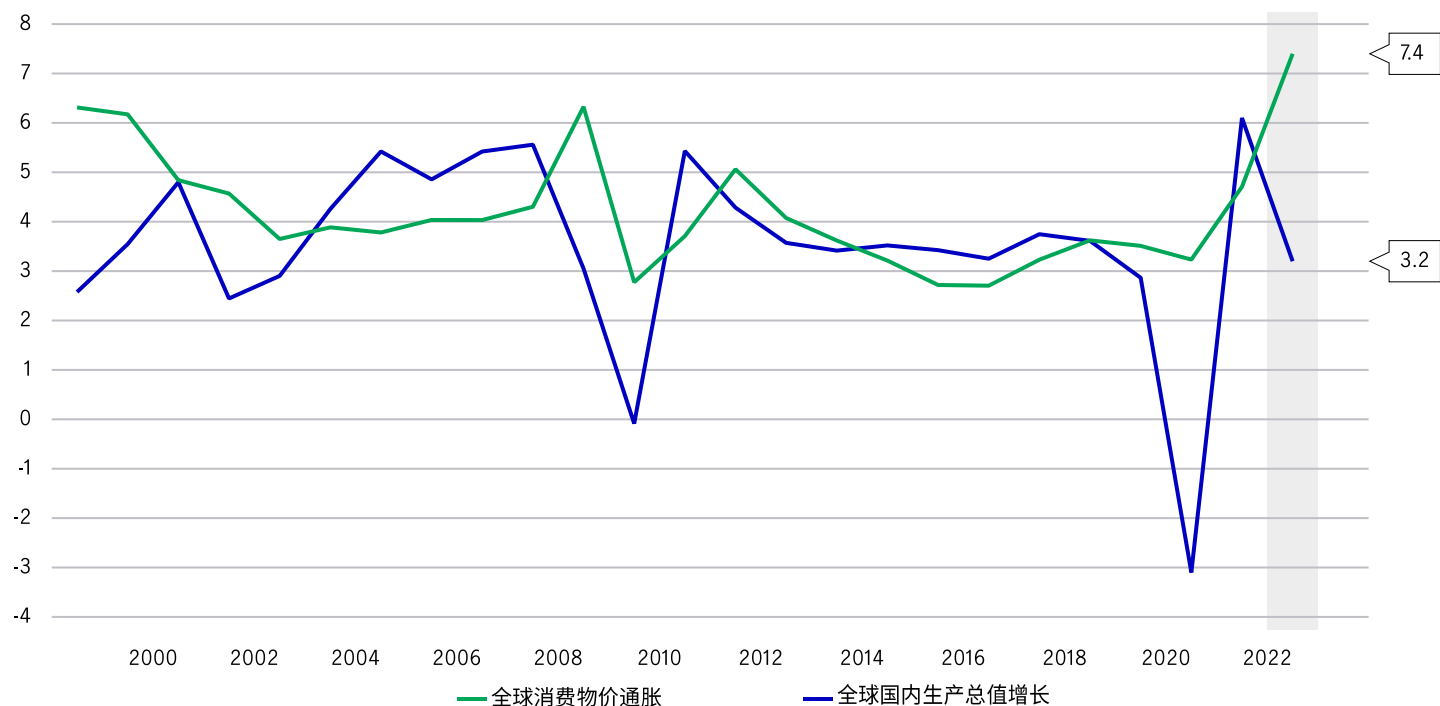
资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。

增长放缓的时期

在未来数月，期望投资环境再转炽热的投资者有可能感到失望。我们认为，反映全球增长格局的市况将于2022年余下时间走弱，并于2023年上半年持续萎靡不振。

目前，大部分市场评论似乎过度聚焦于全球或个别地区经济会否陷入衰退。我们一直认为，“会否发生”这种非此即彼的对立论调意义不大，更重要的反而是经济增长会有多快步入极为缓慢时期，以及这种走势将维持多久。我们认为，这可能历时四至六个季度。具体而言，我们的确预计美国、加拿大和欧洲经济将于明年陷入衰退：俄乌冲突令滞胀风险升温，而此风险仍然存在，并为风险资产带来挑战。

滞胀风险可能持续至2022年年底（同比%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。灰色范围代表衰退时期。

未来数月可能主导风险资产市场的宏观因素

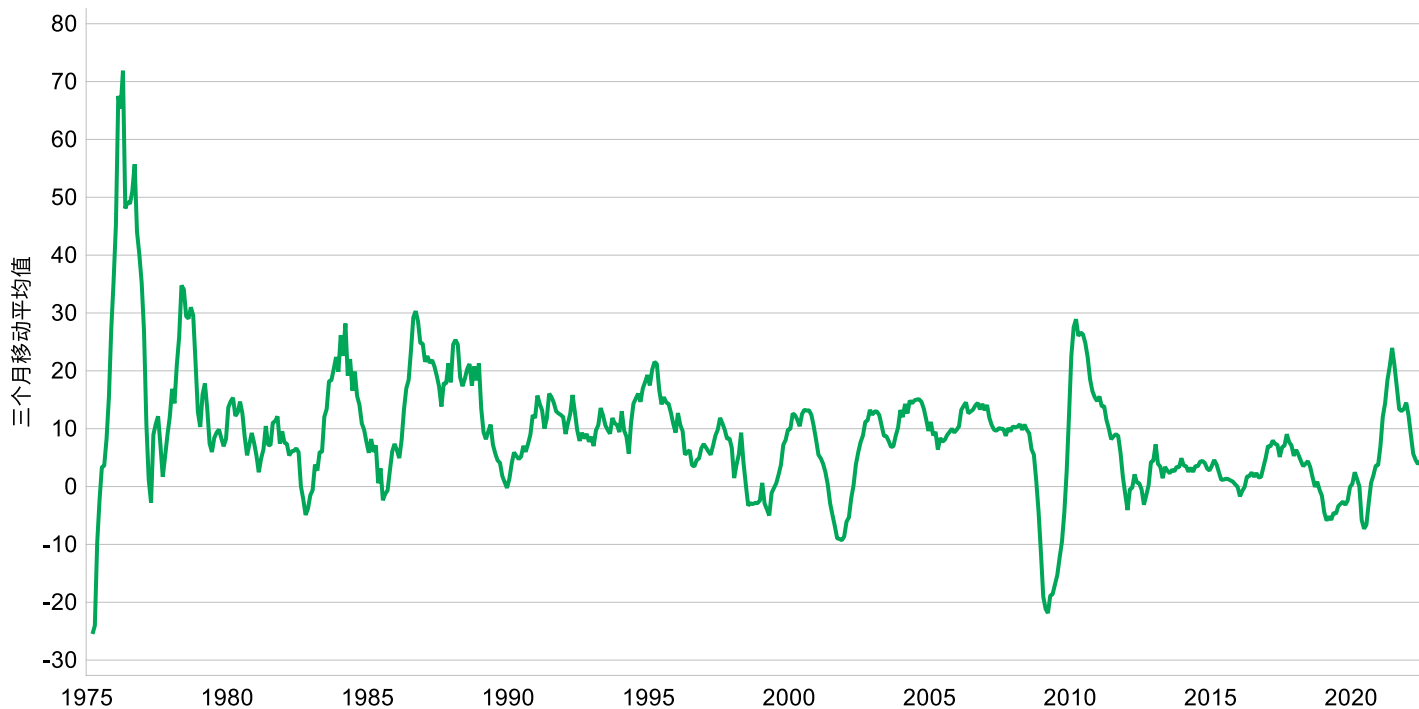
1 中国经济增长放缓

中国经济增长放缓。疫情的持续可能意味着供应链将进一步受阻，而中国房地产行业的市况也不理想。全球经济增长放缓也可能代表全球对中国出口的需求减少——这些都是不能忽视的增长阻力。另一方面是，从经济面临的挑战规模来看，目前的政策支持也不够有力。

中国经济增长放缓亦可能令亚洲地区经济受压，而亚洲本已面对库存过剩和全球增长同步受挫的影响。尽管如此，继奥密克戎变种病毒爆发后，近月经济活动逐步恢复正常，可能为南亚及东南亚经济提供缓冲。有关亚洲地区的通胀展现初步放缓迹象，可能为区内央行提供机会，在未来数月放宽各自的紧缩周期。

“中国增长放缓应会令亚洲地区经济承压，而亚洲本已面对库存过剩和全球增长同步受挫的影响。”

亚洲年度出口量增速急速放缓（同比%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。同比是指与去年同期比较。

2 通胀压力可能得以缓解，但通胀预计将持续高企

通胀压力在未来数月可能逐步缓解，但预计于2022年余下时间和明年持续高企。我们预计，整体消费物价指数与核心消费物价指数将出现分歧：食品和能源价格可能会持续高企，但对利率较为敏感的项目可能展现通胀放缓迹象。随着基数效应产生影响、非汽车零售产品的过剩库存预计将会增加，以及供应链受阻问题有所缓解，我们估计通胀将于2023年年中显著降温。

“尽管如此，我们相信美联储、加拿大央行和其他主要央行将自2023年第三季度起降息，这种观点与目前市场预期一致。”

3 央行收紧政策为增长构成阻力

全球发达及新兴市场央行收紧政策，可能导致全球流动性持续恶化，并为增长构成阻力。虽然我们最初预计，经济数据恶化将促使央行在今年底由压低通胀改为聚焦于处理增长相关忧虑，但通胀持续高企令大部分央行别无选择，即使导致增长放缓也要继续加息，继而将经济推向衰退。

尽管如此，我们相信美联储、加拿大央行和其他主要央行将由2023年第三季度起降息，这种观点与目前市场预期一致。正在酝酿的欧洲能源危机令区内前景蒙上阴霾。有言论指出当地将率先于冬季期间推行燃气配给，足证情况的严重性。

收紧金融状况

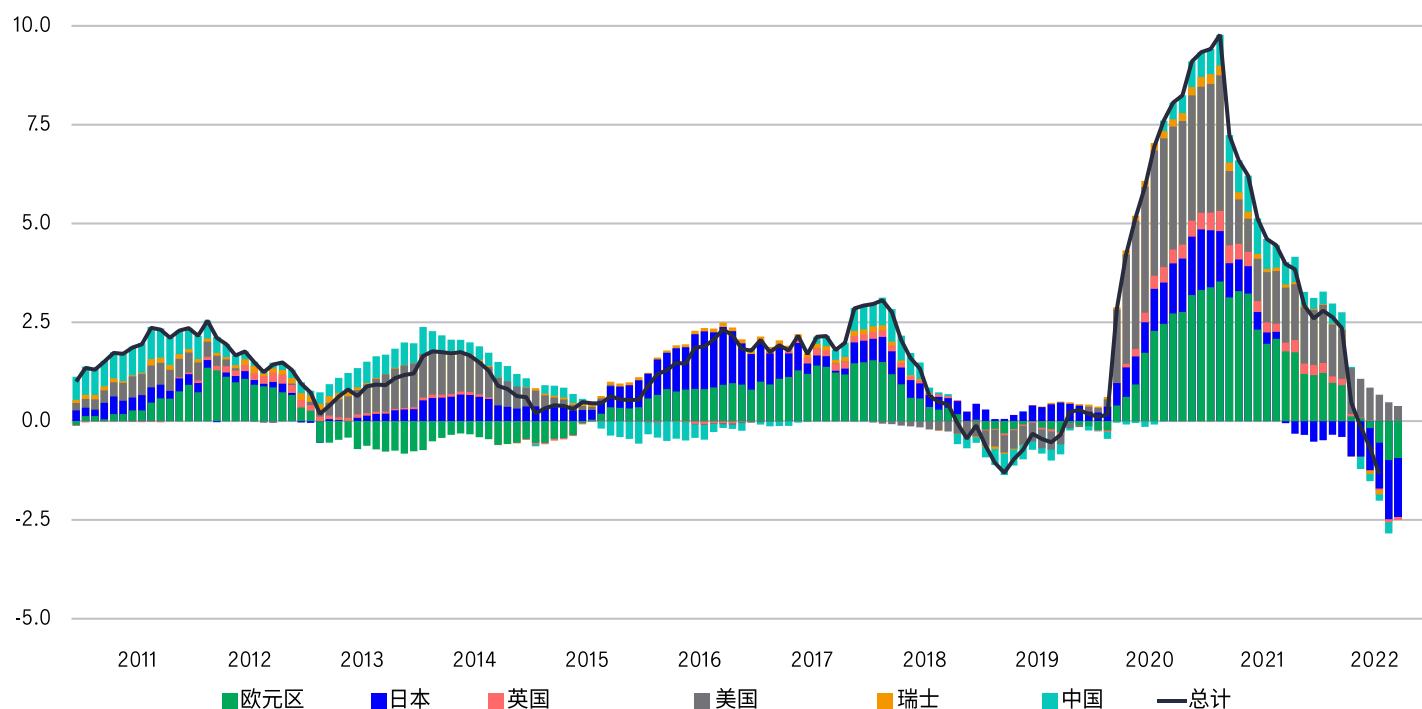
央行政策通常经历12至18个月的滞后期，才会对实体经济发挥全面影响。除了央行收紧政策外，多项事态发展亦会影响全球流动性：

- **量化紧缩**——由2022年9月起，美联储加快缩减资产负债表规模的步伐，减幅由每月475亿美元增至每月950亿美元。
- **欧洲能源危机**——由于能源价格飙升令能源市场要求收紧抵押品规定，能源危机令欧洲暗藏的金融压力忧虑升温。
- **负面反馈循环**——美元流动性收紧令美元走强，并产生自我强化的反馈循环。9月份的全球金融状况达到2020年4月以来最紧张的水平¹。

未来数月充满挑战

我们对后市的看法非常明确：风险资产市场至少在短期内将备受挑战。广泛地缘政治环境亦不会带来改变，因为市场焦点无疑将落在10月的中国共产党全国代表大会以及2022年年底的美国中期选举这两大事件上。在此环境下，考虑提升投资组合抗跌力是当务之急。虽然不确定性和波动性的确可带来机遇，但在短期内避免受市场杂音所干扰、定下更长远的目标，对投资者而言同样重要。

央行资产负债表正在收缩（同比%）



资料来源：各国央行、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。

美国

宏观大局

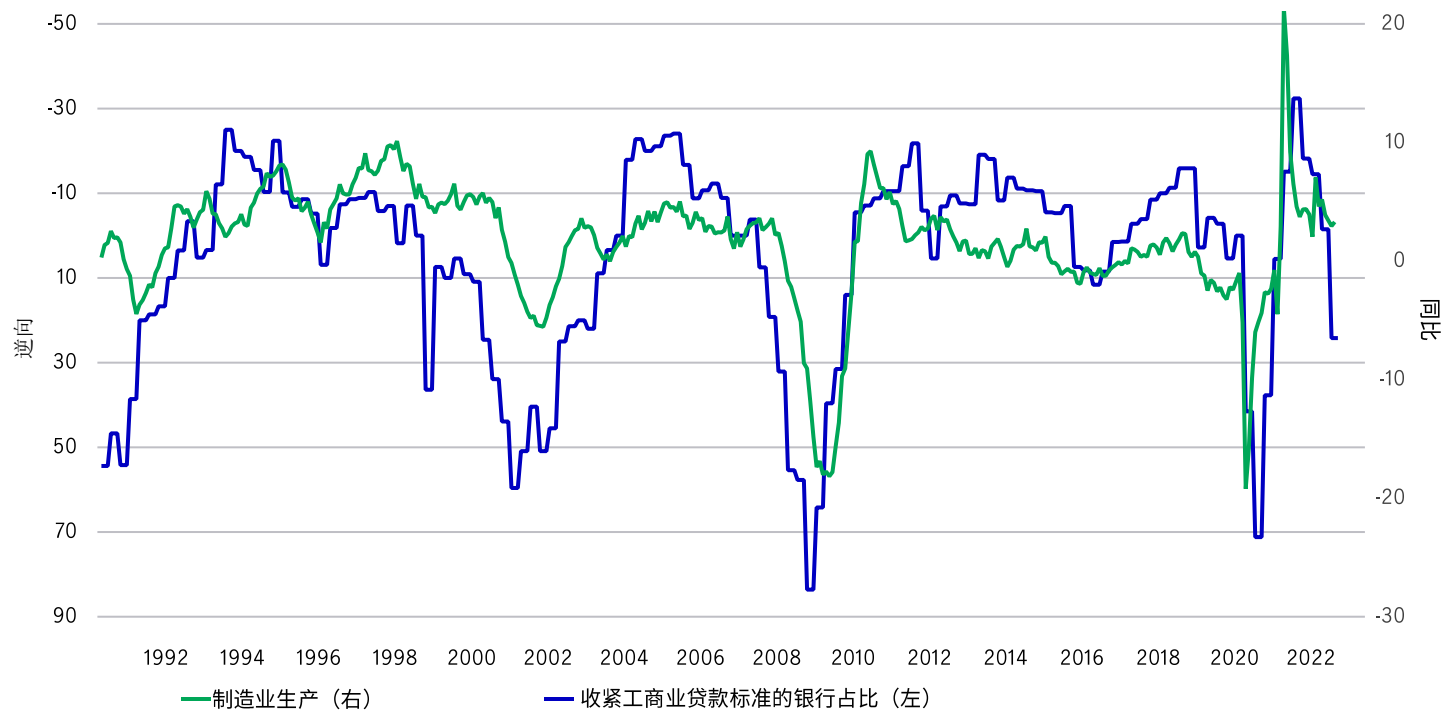
通胀依然是美国最令人忧虑的议题。在价格压力没有大幅缓解的情况下，美联储原本已被迫在经济下行期间收紧政策，将可能别无选择继续上调联邦基金利率，直至远高于目前市场反映的水平²。

美联储政策的影响已开始浮现：负担能力遭重挫，令房地产市场活动大幅减少，而商业方面调查亦较为负面。假设货币政策如常需要一段时间才对实体经济产生影响，便宜的融资渠道在未来数月减少，预计将打击其他消费领域和商业投资。

市况何时转佳？我们预计将于2023年年中或之前发生。政策制定者在一段时间后将再度以为放缓的经济提供支持为首要任务。美联储有望于明年年初暂缓紧缩周期，并可能于下半年放宽货币政策。

“市况何时转佳？我们预计将于2023年年中或之前发生。政策制定者在一段时间后将再度以为放缓的经济提供支持为首要任务。”

主要调查显示美国工业生产将放缓（%）



资料来源：美联储、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月14日。

² 彭博资讯，截至2022年9月14日。

我们关注的因素

- **通胀**——在核心通胀连续数月实现温和增长之前（即月环比增幅为0.3%或以下），相信美联储乐于停止收紧政策的可能性不大。
- **美联储**——投资者将密切关注美联储言论，寻求结束（或至少暂停）目前加息周期的信号。当释出有关信号后，预计政策更趋明确将有利经济和市场。
- **就业**——就业情况有可能逐渐步向温和增长。如果雇主根据疫情期间经验累积劳动力，为消费以至美国经济带来的支持，有望高于目前所预计的水平。

主要市场观点

- **整体市场**——我们预计在美国联储暗示结束紧缩周期前，各资产类别将持续波动，并欠缺明确方向。在此之前，投资者宜采取较防御性立场。具体而言，我们将物色较优质信贷和贝塔系数较低的股票。
- **货币**——我们预计，只要发达市场的货币政策普遍存在不确定性，美元预计将持续发挥避险作用，意味着美元汇率将继续处于较高的战术性水平。然而，我们相信当美联储立场明显趋于鸽派，美元兑其他货币可能贬值。

美元兑其他主要货币汇率升至超过二十年高位



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月14日。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退时期。

加拿大

宏观大局

年初至今，加拿大的经济动力已超越七国集团的其他国家：经济重启稍微延后以及政府开支较低构成较小阻力，带动大宗商品价格上升，服务消费则保持强韧。此外，工资强劲增长、价格具备粘性，均持续为加拿大央行提供支持。加拿大央行继上两次会议合计上调政策利率175个基点至3.25%后，似乎并没有暂停加息的意愿。然而，近期数据逊于预期，新增就业岗位步伐亦停滞不前。通胀升温持续蚕食实际工资，最终将削弱消费活动。资本投资活动尚算不俗，但能源价格上升所带动的投资增加幅度，不及过往周期。我们认为，即使通胀持续高企，加拿大经济在2022年余下月份和2023年年初将继续疲弱。事实上，大部分困扰加拿大的通胀因素仍属于全球性质，而非对利率特别敏感，对加拿大的利率则尤其不敏感。

“加拿大央行继上两次会议合计上调政策利率175个基点至3.25%后，似乎并没有暂停加息的意愿。然而，近期数据逊于预期，新增就业岗位步伐亦停滞不前。”

新增就业岗位步伐已放缓，但工资增长持续上升



资料来源：加拿大统计局、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月13日。同比是指与去年同期比较。

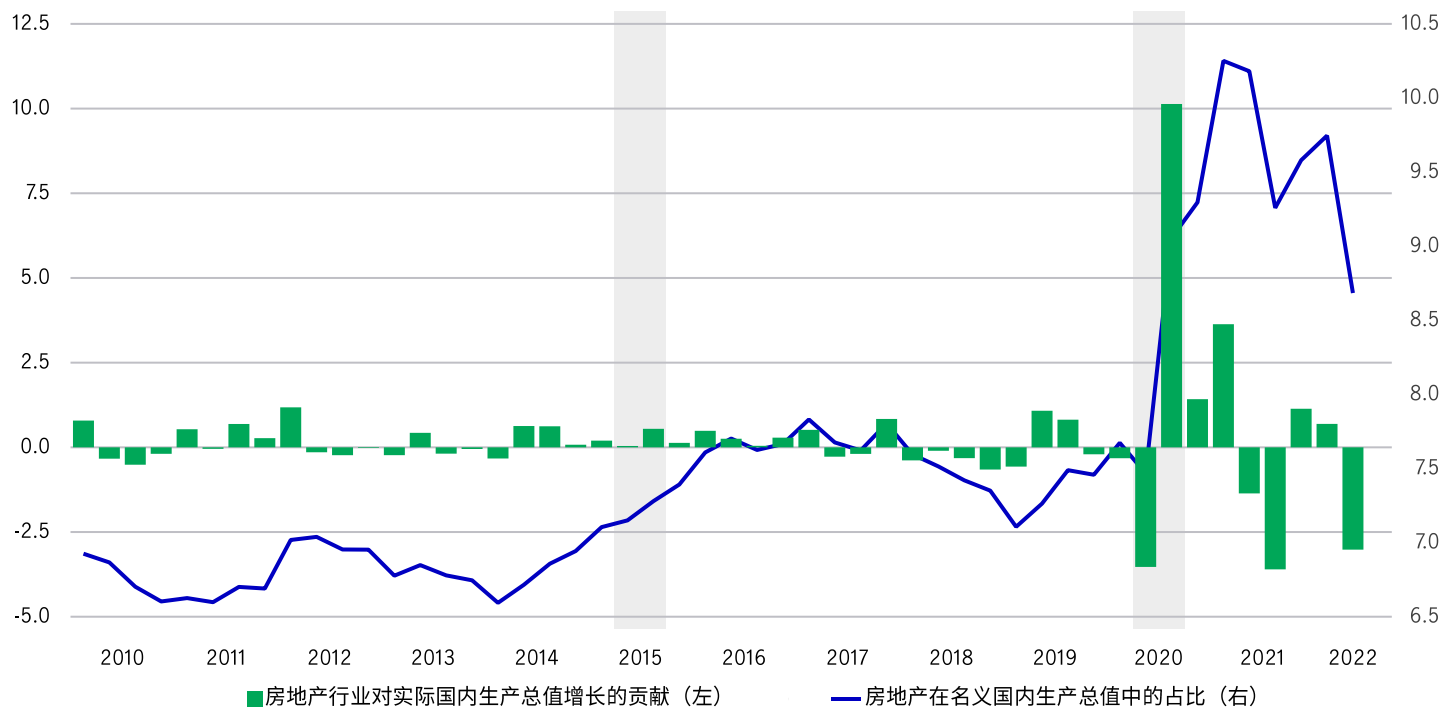
我们关注的因素

- **房地产动态**——负担能力下跌可能削弱大部分地区的房地产转让活动。价格已开始回落，预计这股负面趋势将会加速。尽管如此，2022年年初至今的建造活动维持旺盛，但有可能随着新需求消退而下跌。由于加拿大依赖房地产行业推动经济增长，因此特别容易受房地产市场转弱所影响。
- **加拿大央行**——我们预计，央行可能于明年1月将利率上调至4.25%后暂停加息。价格压力出现放缓迹象，加上潜在需求减少，应足以说服央行通胀将重返其官方目标水平，但可能需要一段时间才能够实现。核心消费物价指数通胀具有粘性，仍然对此观点构成风险，如果该数据居高不下，可能促使加拿大央行进一步加息至限制性的利率水平。

主要市场观点

- **股票**——即使宏观前景疲弱，价值股而非成长股继续于加拿大股市造好，应有助于市场今年维持出色表现。经济动力可能已经放缓，但股票可继续受益于利好的股息水平及合理估值。从战略性观点来看，金融业与房地产相关的投资领域可能是弱点，特别是如果加拿大央行明知会引发经济衰退仍坚持加息。
- **固定收益**——我们认为，基于油价转弱、利差扩大所带来的挑战，加元的基本面被削弱，并面临进一步走弱的风险。美元兑加元突破区间值得注意，但我们并不认为会在目前水平上大幅上涨，且再度试探2020年疫情高位的风险有限。

加拿大经济特别易受房地产市场周期所影响 (%)



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。灰色范围代表衰退时期。

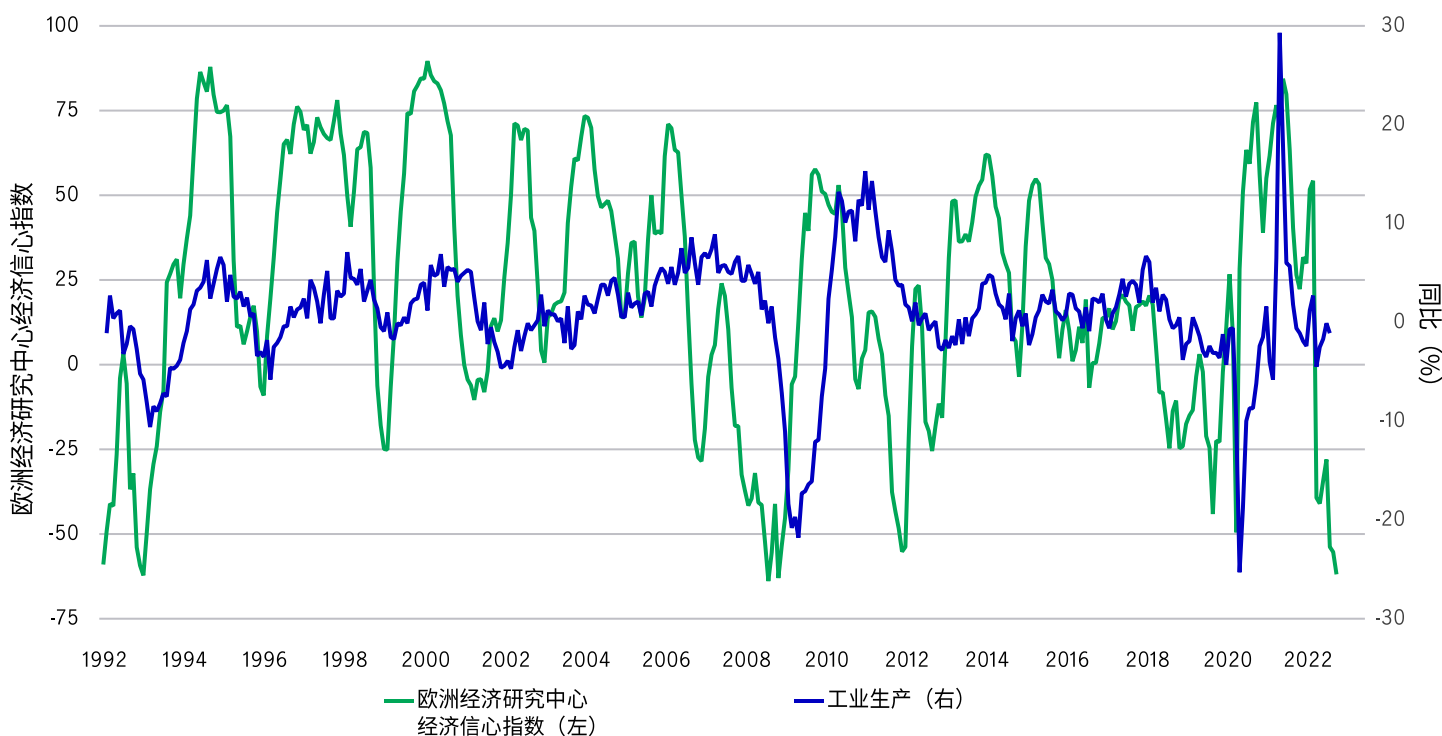
欧元区

宏观大局

欧洲经济前景继续显得黯淡。区内面临的能源危机正从通胀价格冲击迅速演变成能源供应可能缩减的局面，有可能令经济陷入停摆，困境与2020年3月和4月如出一辙。我们认为，欧洲经济增长仍面临明显下行风险，而政府推行财政措施以缓解能源危机造成的经济负担，为核心通胀带来上行风险，因为所提供的支持都聚焦于最脆弱的领域。欧洲央行提前收紧政策造成额外阻力，并产生显著扩散风险，导致主权债券息差扩大。此外，近日的政局发展反映多国出现广泛右倾化的迹象。目前这些事态发展对欧元完整性所造成的风险不大，但我们认为可能会对现有的财政框架和广泛社会政策造成挑战，尤其是有关移民议题。

“欧洲的能源危机正从通胀价格冲击，迅速演变成能源供应可能缩减的局面，有可能令经济陷入停摆。”

德国的欧洲经济研究中心经济信心指数显示工业生产严重收缩



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。投资者不可直接投资于指数。

我们关注的因素

- **欧盟能源政策**——政府加强能源危机管理，供应缩减令政府不得不准备能源配给（自愿和强制）。如果欧盟启动紧急计划以应对最严重的阶段，将会触发如2020年疫情最严峻时期类似的经济停摆。
- **意大利即将举行选举和当地的财政政策取向**——意大利的政局发展令意大利需要与欧盟重新谈判有关拨款的条款，对退休金资格的建议调整可能会不利欧洲复苏基金的发放。德国政府债券与意大利政府债券之间的息差，仍是衡量欧盟与意大利关系的重要指标。

主要市场观点

- **股票**——从绝对和相对角度而言，我们仍看空欧洲股票。整体来说，鉴于能源危机，预计欧洲股票表现将继续逊于全球基准。
- **货币和固定收益**——对投资者来说，欧元兑美元达到平价仍是一个重要的心理关口。在这个水平很可能出现大量双向交易，意味着欧元兑美元汇率可能会在短期内维持窄幅震荡。然而，我们认为意大利正在酝酿的政治风险，可能会导致主权债券息差扩大至2018年的水平，因此预计欧元兑美元走势的中期风险属中性至负面。

德国政府债券与意大利政府债券的息差正在扩大 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。

英国

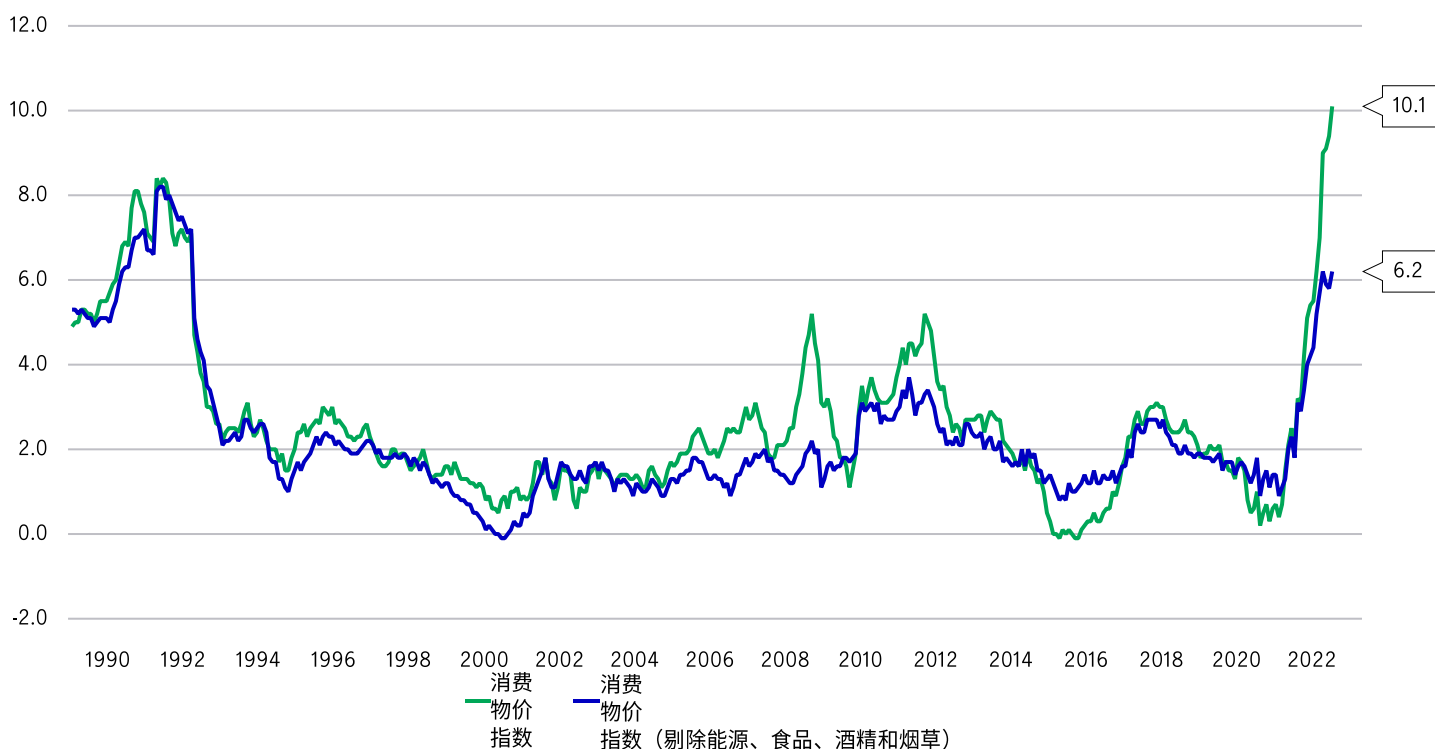
宏观大局

全球能源危机不断演变，使英国的经济前景阴霾密布，令早已居高不下的通胀水平加剧，同时也令水电费用飙升，打击消费信心。这种情况令政府不得不承受大量财政负担，导致英国债券收益率急升，反映市场预计未来数年的公共财政将严重恶化。

预计英国在 2023 年的实际国内生产总值增长接近零，而通胀于 2023 年期间保持 5% 以上的偏高水平，到 2024 年才朝着 2% 的水平回落。¹ 英格兰银行正赶上通胀的步伐，并将继续在劳动力市场紧张的情况下加息。市场关注北爱尔兰持续进行的英国脱欧谈判，以及苏格兰再度举行独立公投的初期风险，反映政局仍将维持高度不确定性。

“全球能源危机不断演变，使英国的经济前景阴霾密布，令早已居高不下的通胀水平加剧，同时也令水电费用飙升，打击消费信心。”

英国通胀飙升，同比 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。投资者不可直接投资于指数。

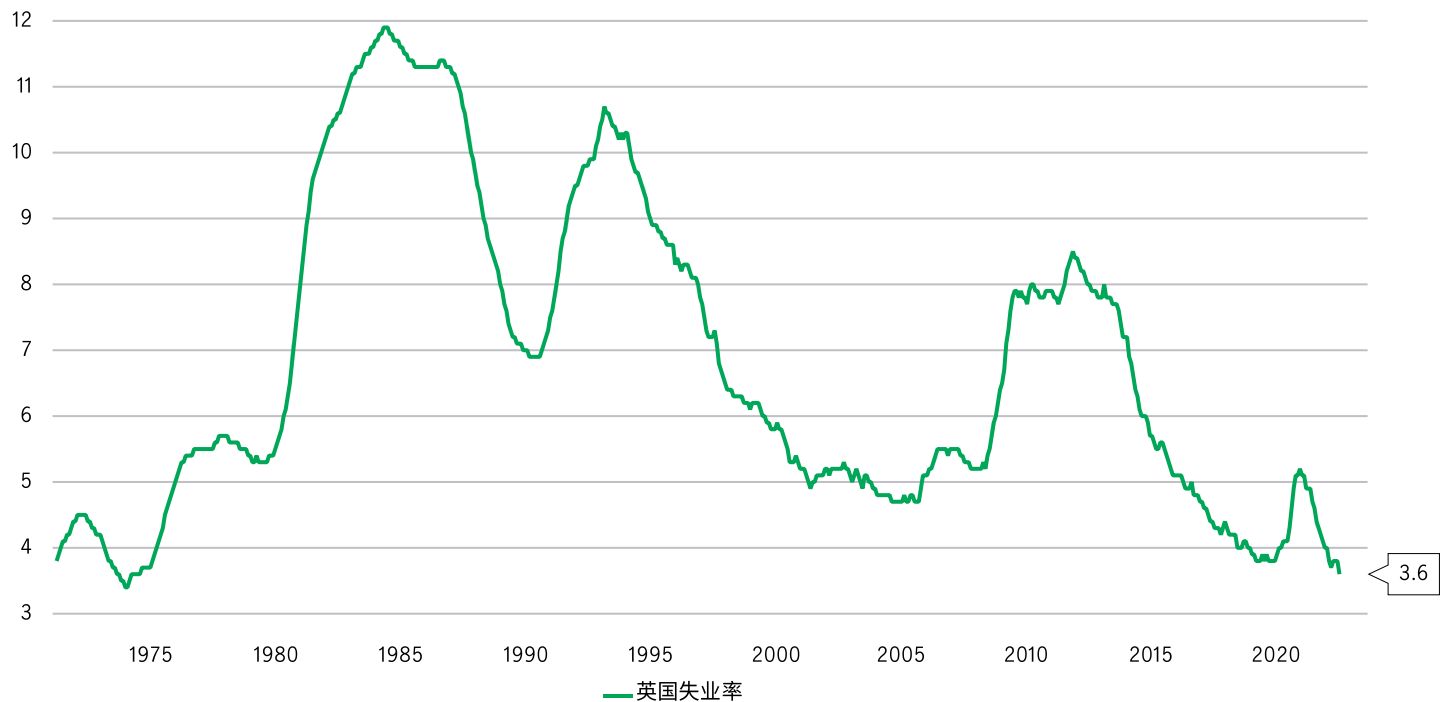
我们关注的因素

- **工资谈判和供应链受阻的风险**——英国劳动力市场依然紧张：失业率已跌至3.6%的数十年新低，达到1970年代中期的水平。工资谈判情况令人忧虑，英国多个重要行业的工会威胁采取罢工行动。
- **审查英格兰银行的职能**——新任英国首相特拉斯在竞选保守党党魁期间承诺审查英格兰银行的职能。虽然政府需要就逐渐形成的能源危机制定适当应对措施和财政对策，英格兰银行职能的议题已变得次要，但如果市场重新聚焦于此，有可能令利率和货币出现不必要的波动。

主要市场观点

- **股票**——从相对角度而言，我们认为英国股票的基本面喜忧参半：估值和盈利能力指标稳健，但盈利仍然疲弱。尽管如此，中期技术面仍属乐观，我们预计英国股票相对全球市场将持续表现优秀。
- **利率**——政府就逐渐形成的能源危机采取财政对策，导致基准英国政府债券收益率飙升，估计政府的支持措施规模接近国内生产总值15%。¹此外，即使英格兰银行推行量化紧缩政策，但仍会继续加息以抵御通胀。我们认为英国10年期政府债券收益率在短期上升，但预计将于4.0%以上水平靠稳。

英国失业率：英国劳动力市场仍非常紧张 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月14日。

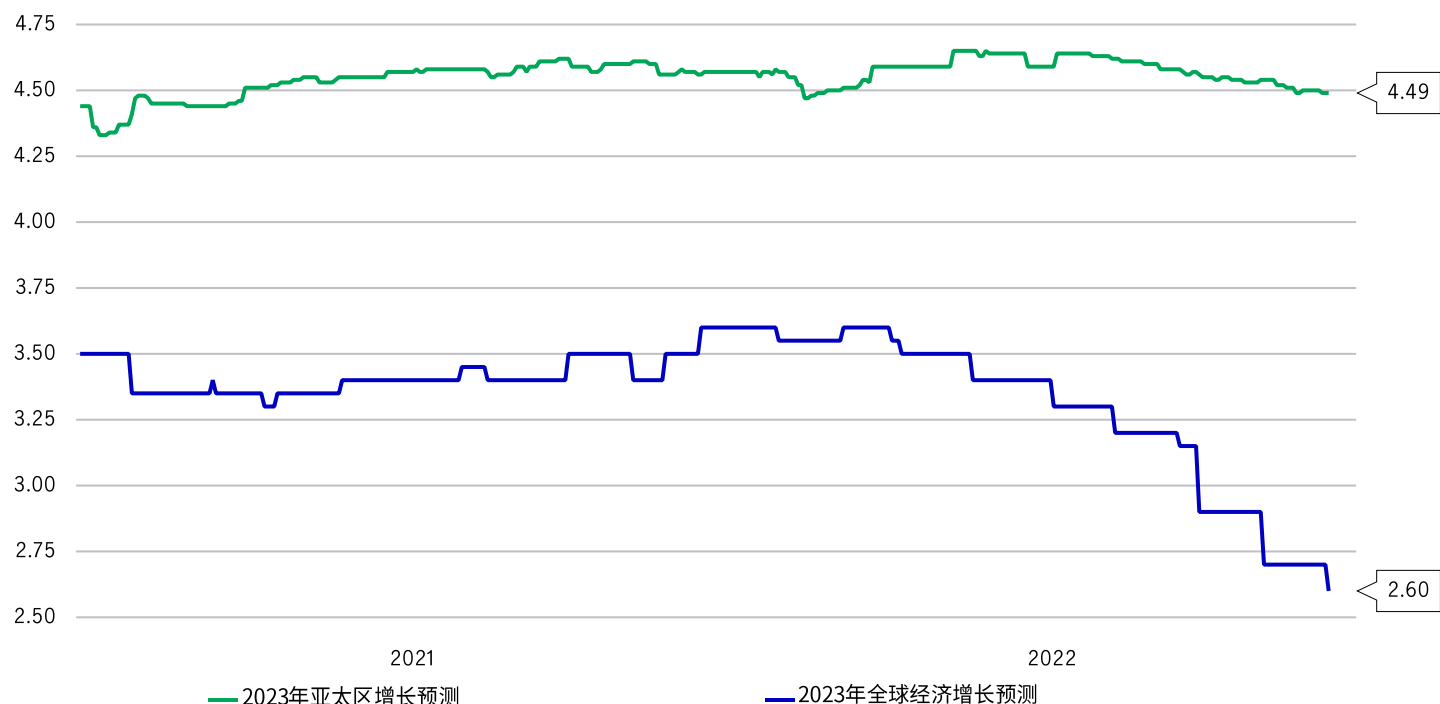
亚太区

宏观大局

面对美联储激进加息、全球经济衰退忧虑加剧以及酝酿中的粮食和能源危机，亚太区的表现仍相对良好。自俄乌冲突以来¹，2023年的全球增长预测由3.6%下调至2.7%。尽管如此，亚太区的增长预测并未发生太大变动，维持于约4.5%的水平。该地区受惠于经济重启和全球供应链趋于多元化，而除了个别例子外，东盟经济体更享有人口结构及消费趋势利好的额外优势。综观区内，印度和越南在今明两年势将实现最快的经济增速。就通胀而言，虽然今年的预测已被逐步上调，但预期高位仍低于过往周期。关键是，区内的通胀水平远低于全球其他地区的高通胀率。令人鼓舞的是，在区内11个经济体中，有六个经济体的年通胀率在8月放缓，而6月只有一个¹。如果这一趋势得以持续，或为政策制定者带来慰藉，并支持较温和及短暂的紧缩周期。

“区内11个经济体系当中，有六个的年度通胀率在8月放缓，而6月只有一个。如果这一趋势得以持续，或为政策制定者带来慰藉，并支持较温和及短暂的紧缩周期。”

亚太区国内生产总值增长预测依然稳健（同比%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月6日。同比是指与去年同期比较。

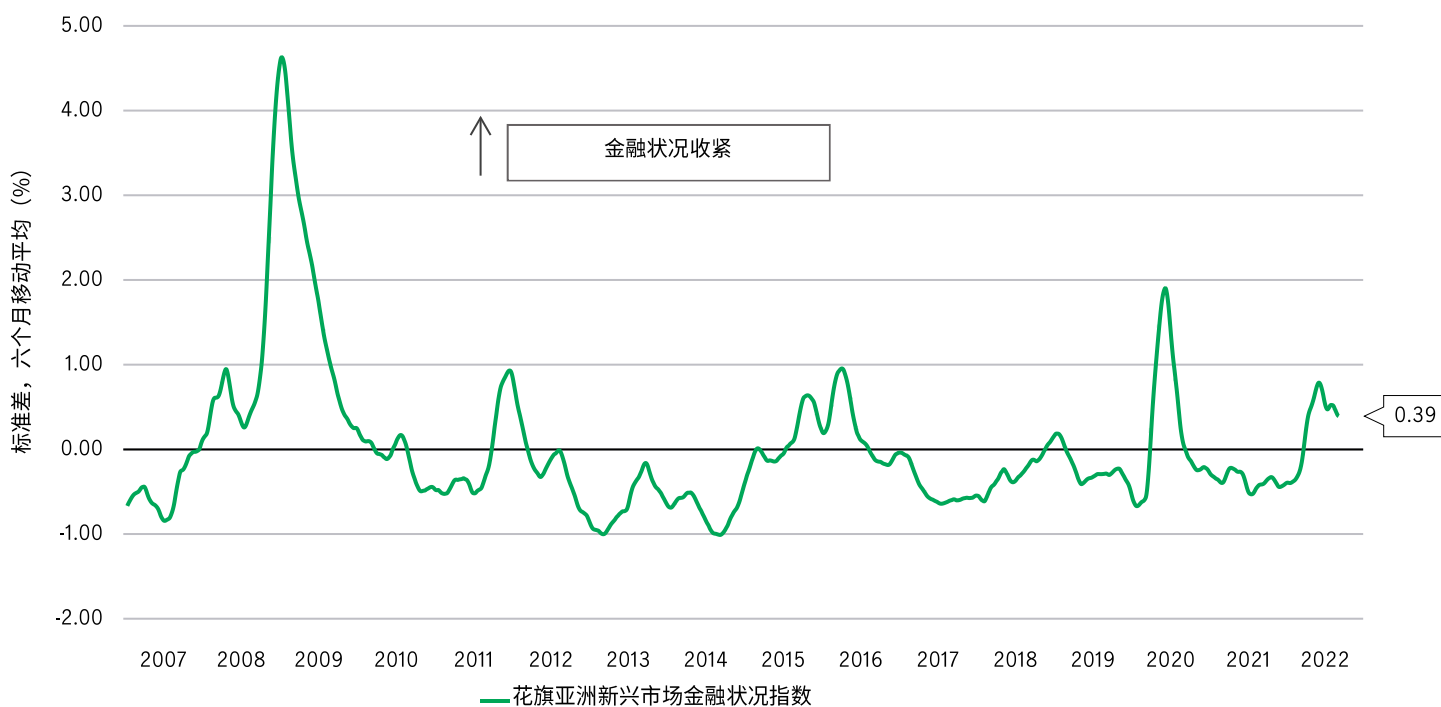
我们关注的因素

- **亚洲出口增长放缓**——东北亚库存过剩，加上亚洲出口的全球需求减弱，可能意味着区内会失去主要的美元资金来源、甚至是经济增长。
- **金融状况**——美联储立场更为鹰派，导致亚洲央行压力加剧，尤其是不愿采取相近立场的央行。举例而言，日本央行继续推行超宽松货币政策，而中国人民银行则下调政策利率。鉴于政策分歧扩大，日元兑美元汇率跌至25年低位，人民币兑美元汇率跌至两年低位²。

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，而非进口国，但全球陷入经济衰退的风险升温，意味市场将加剧波动、全球贸易疲弱和美元资金收紧，因此需要就外围流动性参数的相对强度再进行筛选。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，因此两国股票在过往季度表现失色的情况有望逆转。
- **固定收益和货币**——我们认为区内政策制定者不太可能配合美联储收紧政策周期的时机或规模。从市场观点来看，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。

新兴亚洲市场的金融状况



资料来源：花旗集团、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月6日。投资者不可直接投资于指数。

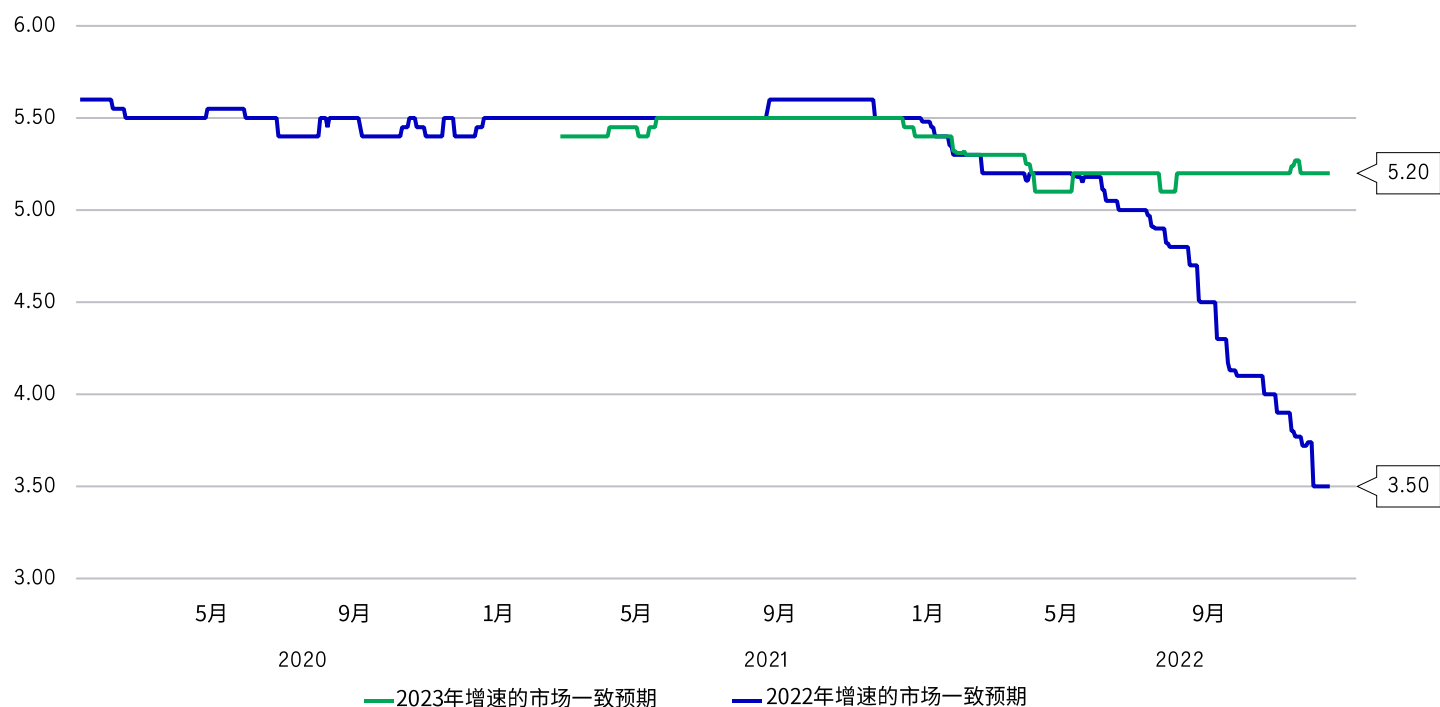
中国

宏观大局

中国经济增长面临的主要挑战仍未改变，包括：供应链持续中断，尤其是战略性大宗商品；防疫的经济成本上涨，将持续削弱经济再平衡和转型至消费主导型经济增长的进度；房地产行业的发展趋势下行；以及随着全球需求转弱，出口增长将会放缓。虽然2022年国内生产总值增速的市场一致预期已被大幅下调，我们认为对于中国中长期经济增长前景的预期仍然偏乐观。在负债上升、人口结构挑战加剧，以及全球经济迈向零和游戏的环境下，预计有关预测将进一步被下调。

“虽然2022年国内生产总值增速的市场一致预期已被大幅下调，我们认为对于中国中长期经济增长前景的预期仍然偏乐观。”

中国国内生产总值增速的市场一致预期（同比%）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月6日。同比是指与去年同期比较。

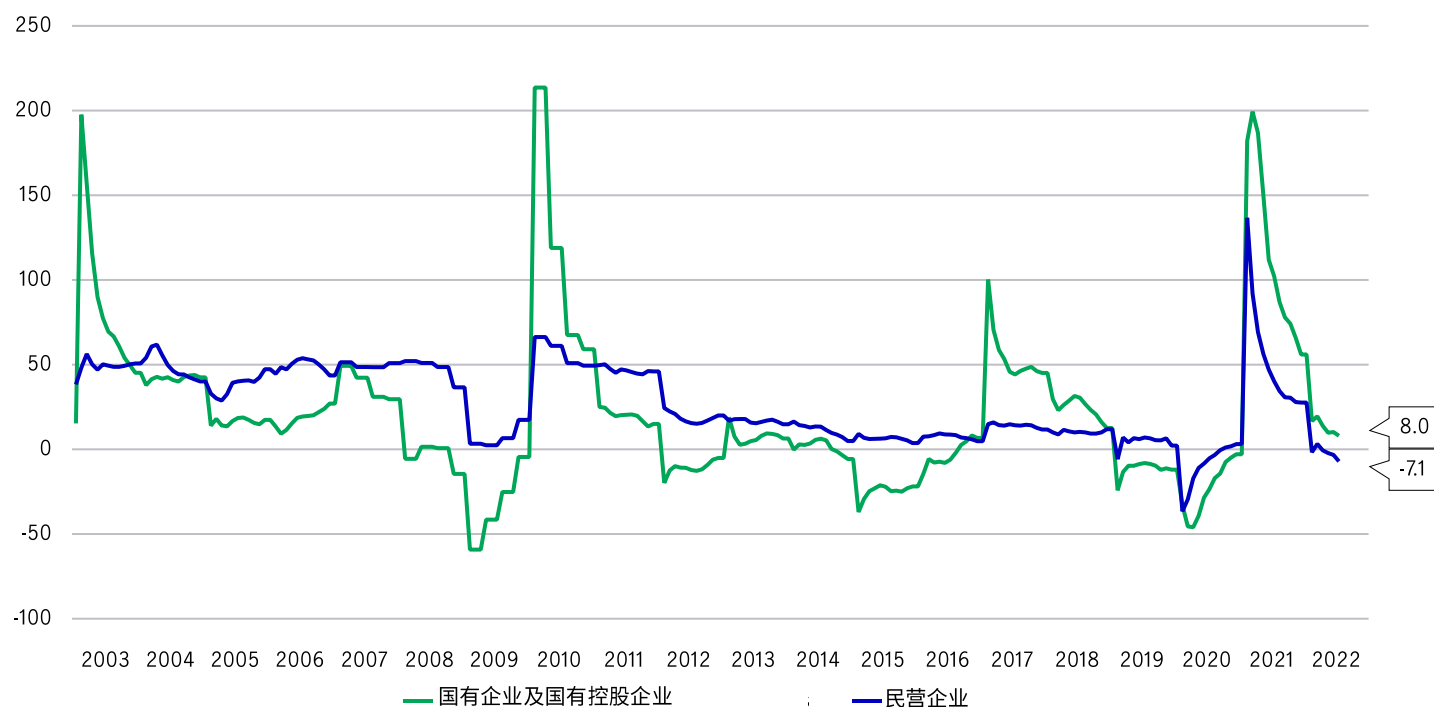
我们关注的因素

- **贸易顺差**——8月份贸易数据显示，中国贸易顺差仍然高企，达到793.9亿美元³。我们认为，这代表全球需求出现净负值的情况加剧，令全球其他地区的社会差距扩大，并可能加剧上调关税的全球压力，促使各国推行资本管制及/或加快外需转内需/近岸生产的步伐。我们也意识到这些问题可能导致地缘政治压力升温。

主要市场观点

- **股票**——中国股票短期内在技术层面表现出色仅属暂时现象。我们认为，基本面前景尚未改变，而全球滞胀环境将为中国股票带来极大挑战。此外，我们也密切留意中国企业提前从美国交易所除牌的风险。
- **固定收益**——鉴于增长不及预期，预计中国债券收益率将进一步下跌。这种观点的风险包括人民币贬值，以及美国债券收益率持续上升，通常会削弱中国政府债券对外国投资者的吸引力。

中国利润概况：国有企业及国有控股企业对比民营企业（同比%）



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14日。同比是指与去年同期比较。国有企业由国家全资拥有，国有控股企业则由国家持有大部分股份。

³ 中华人民共和国海关总署，2022年9月7日。

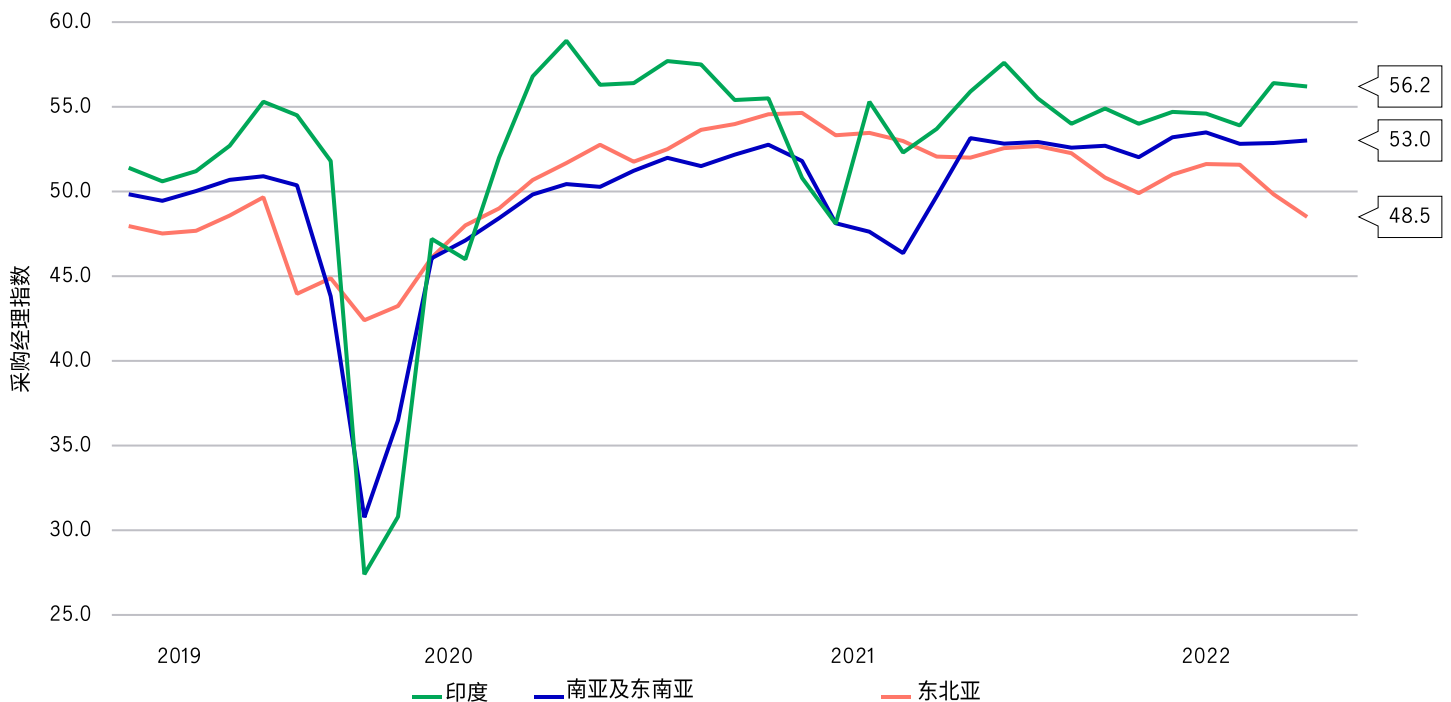
印度

宏观大局

尽管我们预计经济将于未来数季放缓，但在宏观经济环境挑战加剧之前，印度经济实现稳健增长。举例而言，宽松金融状况的滞后效应，以及经济在疫情后复苏，令内需复原力度加强，使当地制造业及服务业采购经理指数维持在扩张区间。然而，通胀具有粘性并处于高水平，燃料及核心消费物价指数通胀逐步上升。电费被调高，经济重启也为服务业通胀带来上行压力。印度储备银行采取鹰派立场，在8月加息50个基点，并表示政策利率尚未达到中性水平，因其继续专注于撤回宽松政策。尽管如此，我们认为由于全球增长可能放缓，加上印度储备银行以实现软着陆为目标，加息步伐将会放缓。

“尽管我们预计未来数个季度内，经济将会大幅放缓，但在宏观经济环境挑战加剧之前，印度经济实现稳健增长。”

制造业采购经理指数：印度表现显著优于区内其他国家



资料来源：IHS、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年8月31日。高于50的数字代表扩张。投资者不可直接投资于指数。

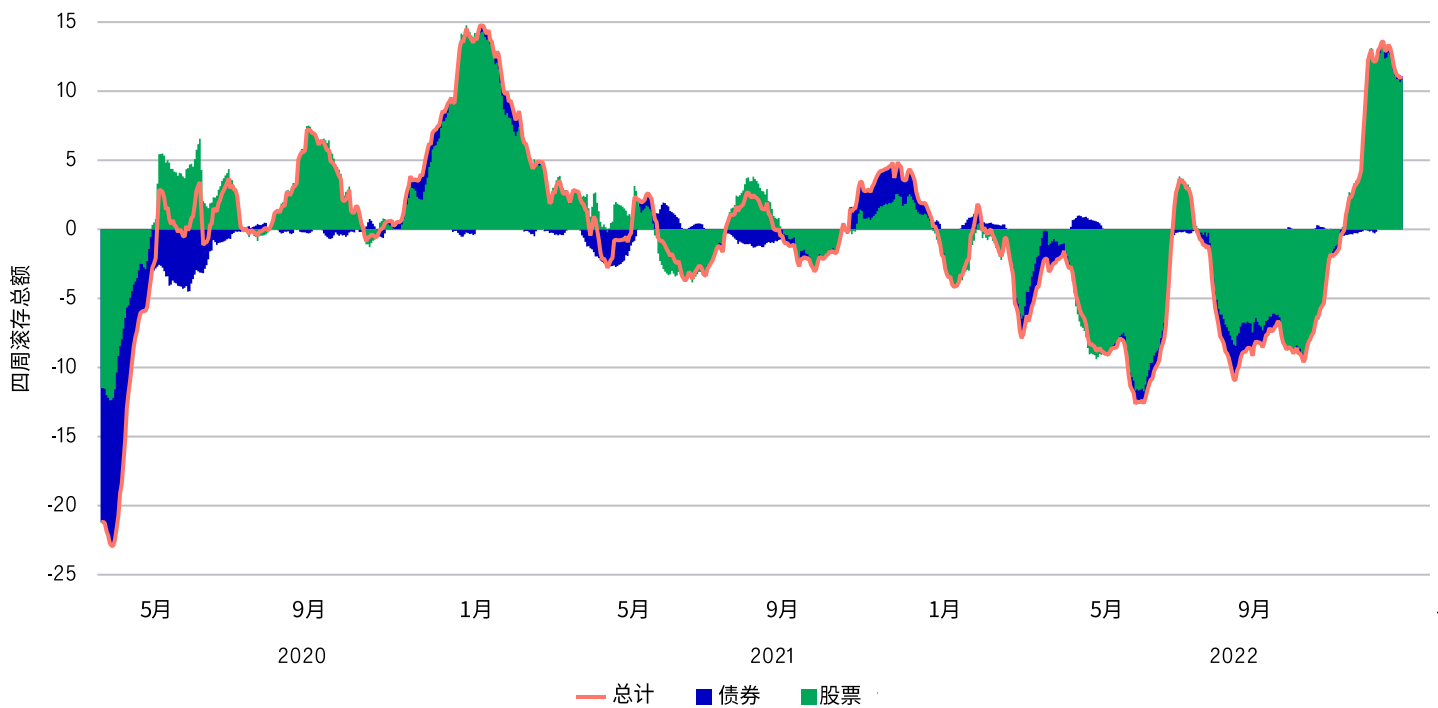
我们关注的因素

- **食品和能源价格通胀**——在过去18个月，印度储备银行倾向于低估通胀风险，我们认为能源、化肥和食品价格通胀的恶性循环，将为该央行新修订的通胀预测带来上行风险，意味着有可能需要收紧货币政策措施。
- **双赤字扩大（经常账和财政赤字）**——我们认为，食品和能源价格通胀可导致经济增速进一步放缓、实际收益率下跌，以及投资组合资金持续流出的风险。尽管如此，外国直接投资等其他较稳定的资金流入来源可能有助于降低这些风险。

主要市场观点

- **股票**——在全球错综复杂并充满挑战的环境下，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，区内相对出色的表现有望延续。外国投资者在过去一个季度已纷纷重返这一市场。
- **固定收益**——我们认为市场已充分消化印度储备银行加息，引伸终端利率约为7.15%至7.20%⁴。因此，从相对风险与回报角度来看，我们认为增持印度政府债券可能显得合理。印度储备银行表明会进行干预，以稳定印度卢比的跌势，意味着印度卢比今年的贬值幅度将较2011/2013年，以及2018年缩减量化宽松恐慌期间相对温和。

印度：外国投资资金流（十亿美元）



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月12日。

⁴ 彭博资讯，截至2022年9月12日。

日本

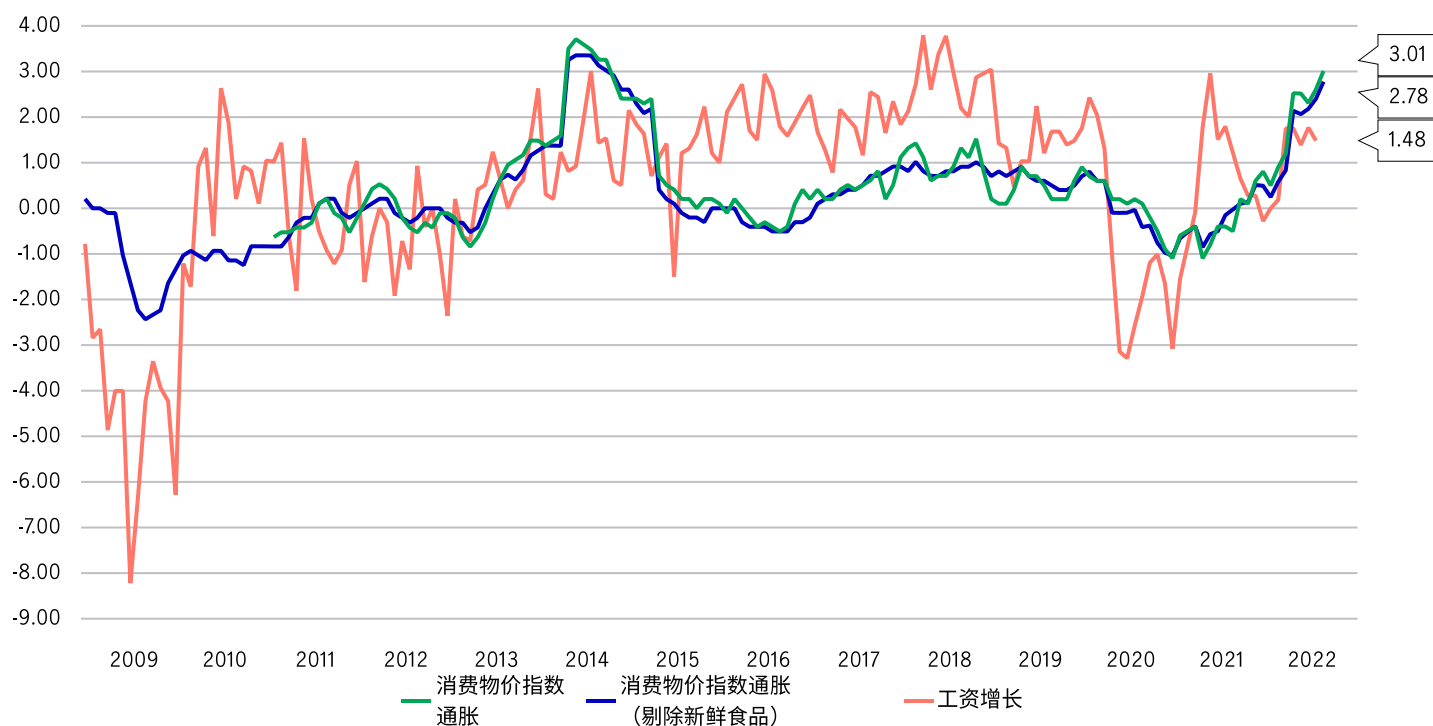
宏观大局

日本的7月份消费物价指数通胀进一步上升：整体通胀在月内达到2.6%，是1991年来的最高水平，而核心消费物价指数通胀（剔除新鲜食品和能源）则升至1.2%的六年半高位⁵。即使投资者揣测日本央行有可能调整其收益率曲线控制政策，但该行仍然坚持立场——近月日本央行捍卫10年期债券收益率目标的决心毋庸置疑。

日本央行行长黑田东彦重申，当地经济不能承受加息所带来的冲击，未来一段时间内收紧政策的可能性不大。我们认为，日本通胀由成本推动而非需求拉动，当地工资增长相对有限。此外，近期采购经理指数初值和贸易数据均反映全球需求放缓开始影响日本。日本央行持续推行宽松货币政策，以及旨在抗通胀和支持经济重启的利好消费者财政措施（包括扶持当地和国际旅游业的举措），有望为日本经济下行提供缓冲。

“即使投资者揣测日本央行或调整其收益率曲线控制政策，但该行仍然坚持立场——近月日本央行捍卫10年期债券收益率目标的决心毋庸置疑。”

日本工资增长落后于整体通胀（同比%）



资料来源：日本统计局、日本内阁府、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月6日。投资者不可直接投资于指数。同比是指与去年同期比较。

⁵日本统计局，2022年8月8日。

我们关注的因素

- **10年期日本政府债券收益率的央行容忍区间**——10年期日本政府债券收益率目标（+/-25个基点）的市场压力近期消退。然而，日元持续疲弱及投入成本上升将推高基本通胀率，可能促使市场再度揣测日本央行的容忍区间将扩大至+/-50个基点。
- **新一轮刺激经济方案**——日本首相岸田文雄表示，政府正考虑在10月加推额外预算，为额外刺激方案提供融资，并会推广一种新资本主义模式。日本政府没有公布太多细节，投资者应密切留意事态发展。

主要市场观点

股票——MSCI明晟日本指数年初至今的表现优于其他全球市场⁴。较宽松的货币和财政状况，为上调盈利预测带来支持，与全球大部分其他地区形成强烈对比。然而，当宏观环境在年底变得更为严峻时，防御性较高及受惠于经济重启的股票可能更有优势驾驭极不明朗的市场。

日本央行立场温和与全球趋势形成对比



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月6日。

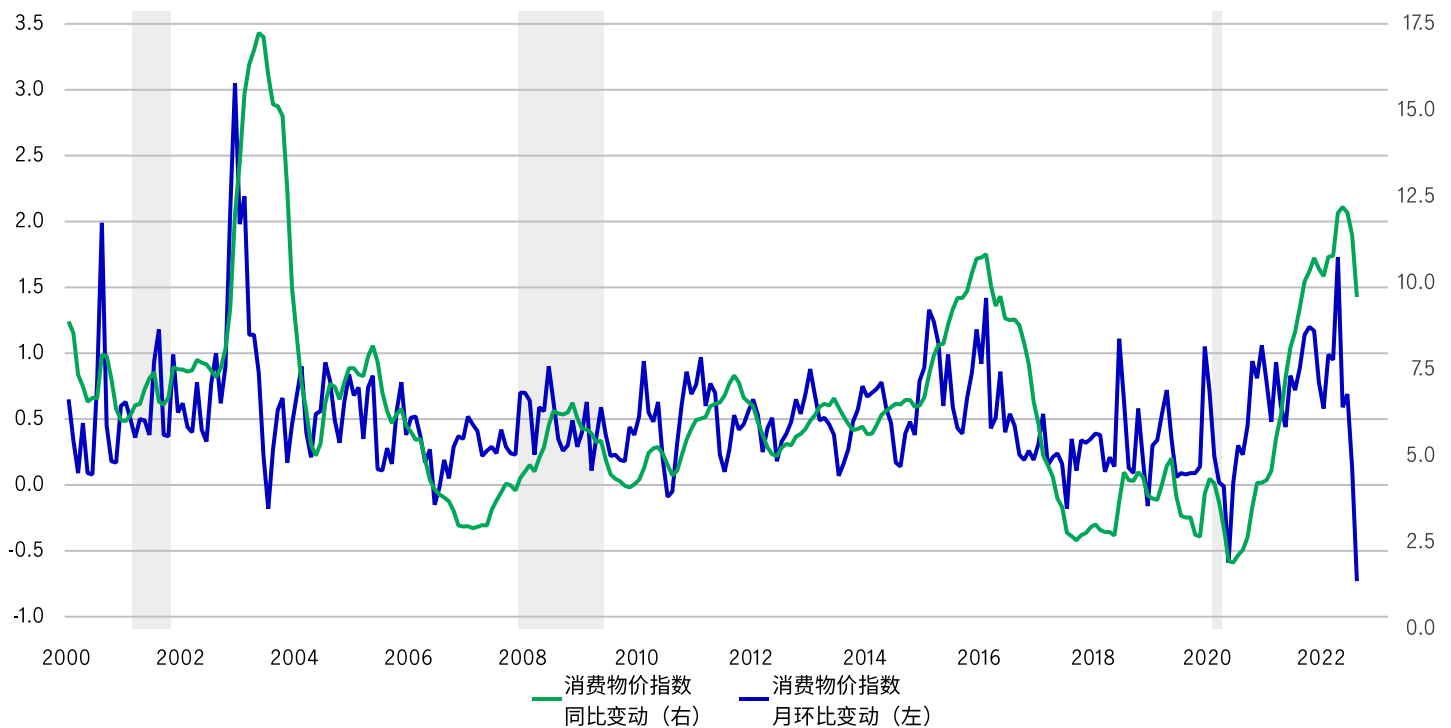
巴西

宏观大局

我们预计，巴西的宏观经济主题将维持相对强劲，但由于10月总统大选前夕和随后数天存在波动性加剧的风险，我们对此保持审慎。关键是，巴西通胀似乎已于7月见顶，可能容许巴西央行暂缓激进的加息周期。我们认为，目前的基准基本利率13.75%是终端利率，有可能为投资者带来更高的货币政策确定性，在全球层面更是如此。在财政政策支持下，就业率和实际活动增长在过去九个月走强。即使制造业和服务业采购经理指数出现轻微下跌，但仍明显处于扩张区间。虽然硬商品仍较受全球需求下跌所影响，但我们依然看好软商品，认为其有利于巴西贸易价格比率及以巴西里亚尔的计价资产，因为当地国内生产总值超过25%来自农业。

“关键是，巴西通胀似乎已于7月见顶，可能容许巴西央行暂缓激进的加息周期。”

巴西通胀似乎已见顶 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月12日。投资者不可直接投资于指数。同比是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退时期。

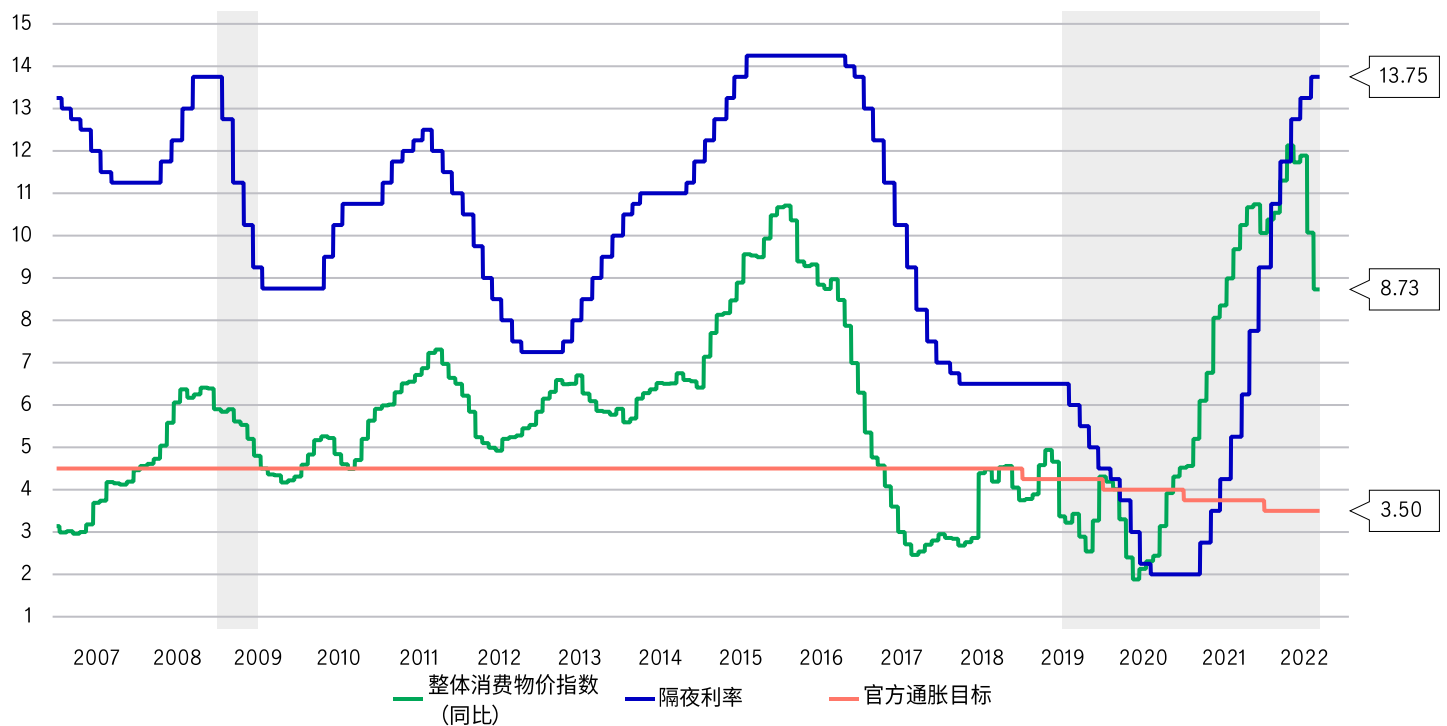
我们关注的因素

- **2022年大选**——虽然前总统卢拉一直在民意调查领先，但现任总统博索纳罗的支持度在最近数周节节上升。无论大选结果如何，我们预计，当地未来数月将推行结构性改革，但财政政策的方向未明。
- **资金流和投资氛围**——全球市场对巴西资产的需求，仍然是推动巴西里亚尔升值的主要因素。收益率水平相对较高，吸引全球资金流入这一市场整体持有量偏低的资产类别。尽管如此，由于市场仍主要由投资情绪主导，故可能会出现突然急升或急跌的情况。此外，鉴于巴西资产本质上风险较高，全球避险情绪升温，对该市场构成阻力。

主要市场观点

- **股票**——我们认为MSCI明晟巴西指数的基本面依然非常强劲，从全球相对角度来看，其远期边际利润率和股息率等指数指标均维持于高水平。从估值角度来看，巴西股票优于新兴市场和发达市场股票。指数的周期性质意味着其可受惠于目前全球商品供应短缺的情况。然而，值得注意的是，鉴于巴西股票对持续演变的地缘政治环境表现敏感，故容易大幅波动。
- **货币**——巴西里亚尔的走势反复波动，并于2023年面临下行风险。在增长放缓和金融状况收紧的环境下，全球风险维持高企。我们预计，巴西里亚尔兑美元将靠近5.60至5.80的区间。

如果通胀接近目标，巴西央行有可能结束加息周期 (%)



资料来源：彭博资讯、宏利投资管理，截至2022年9月12日。同比是指与去年同期比较。灰色范围代表衰退时期。

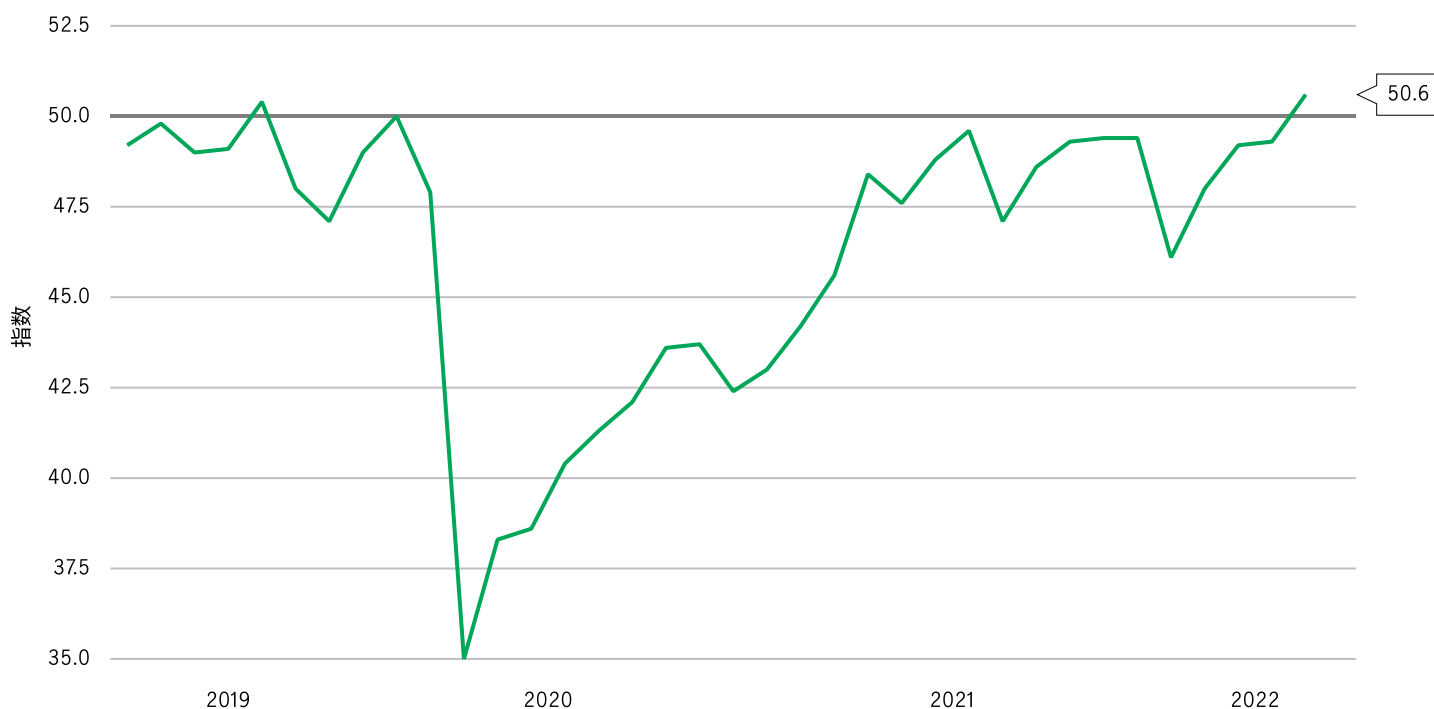
墨西哥

宏观大局

鉴于墨西哥的增长前景仍然与美国经济表现息息相关，因此当地在美国经济前景恶化下面临更大阻力实属意料之内。举例而言，本土制造业活动的高频指标已显示外部需求减弱。由于墨西哥迟于多个邻近国家放宽封锁措施，因此当地经济暂时仍受惠于本土消费增加。尽管如此，这可能不足以完全抵消2023年增长放缓的影响。通胀压力维持强劲，加上墨西哥央行正致力于抑制处于数十年高位的通胀，限制了当局推行纾困措施的空间。美国指控墨西哥优待本土企业，违反了《美国—墨西哥—加拿大贸易协议》，令贸易关系蒙上阴霾。虽然双方均表示愿意寻求解决方案，但这仍是投资者继续关注的议题。

“截至目前为止，墨西哥重启经济的进度滞后，本土消费依然为当地经济带来重大裨益，但可能不足以完全抵消2023年增长放缓的影响。”

墨西哥制造业采购经理指数重返扩张区间



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月15日。投资者不可直接投资于指数。数字高于50代表扩张。

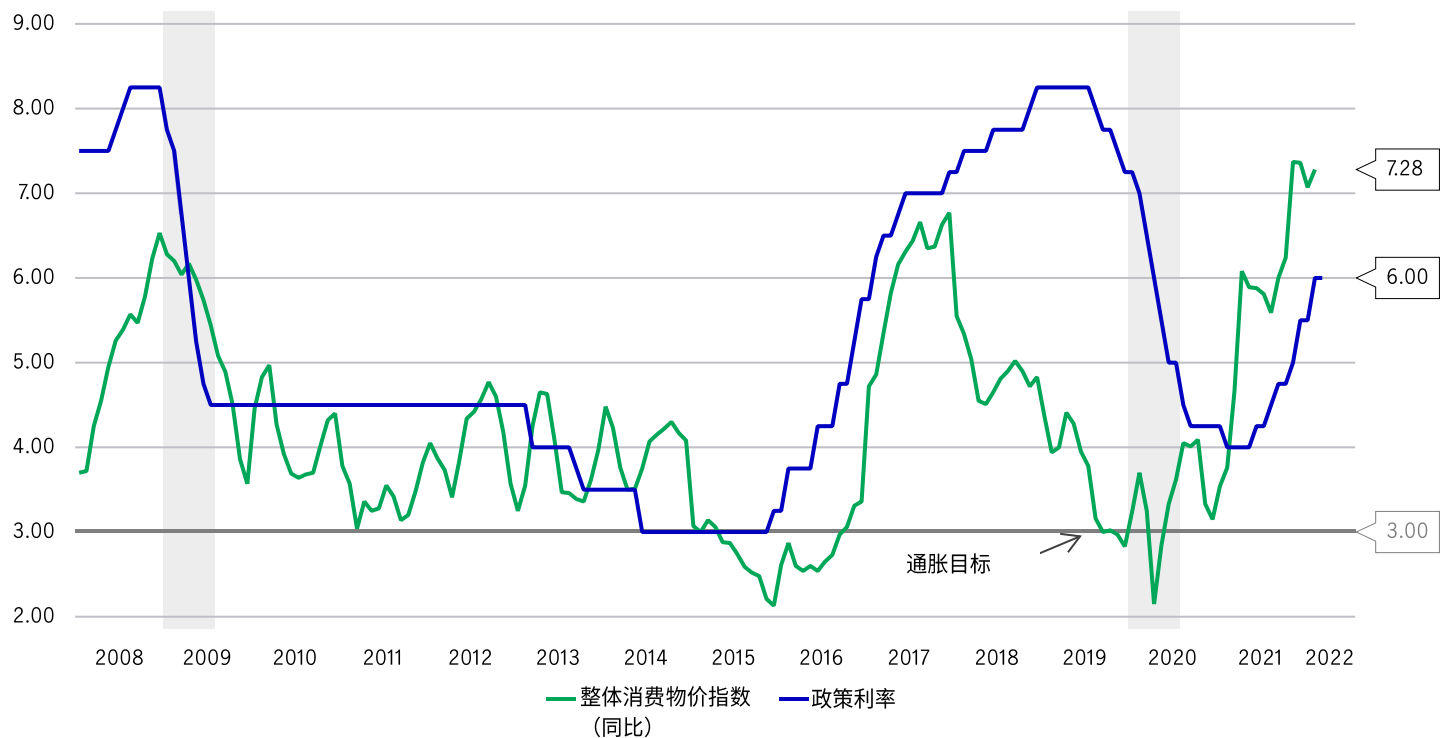
我们关注的因素

- **美墨能源纠纷**——双方初步谈判的进展令人鼓舞。由于两国正寻求合作生产半导体和电动车，因此这些会议的基调显得重要。
- **墨西哥央行**——该行继续以抑制通胀为首要任务，并维持稳定的进取加息步伐以控制物价走势。我们正寻求物价压力放缓迹象，从而可让墨西哥央行转持鸽派立场。

主要市场观点

- **股票**——相对于全球股票，我们看好墨西哥股票。过去两年，MSCI明晟墨西哥指数的表现优于MSCI明晟所有国家世界指数。随着北美洲继续去全球化和推行工业回流，预计这股领先趋势将会延续下去。
- **货币**——我们预计墨西哥比索兑美元的走势将继续靠稳。美元兑墨西哥比索汇率在过去两年大部分时间约于1兑20的水平整固，预计这种走势将会持续。

墨西哥央行试图通过进取加息以压低通胀 (%)



资料来源：彭博资讯、Macrobond、宏利投资管理，截至2022年9月14日。投资者不可直接投资于指数。灰色范围代表衰退时期。

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，对因使用所载资料及/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。