

十月號
2023年

資產縱橫

投資策略

本月主題

到目前為止, 能源價格上
漲對美國消費的影響有限

環球投資觀點

隨着通脹穩定,
債券收益率具有吸引力

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

「通脹放緩不會是線性的，
而且近期油價飆升進一步增加了不確定性，
支持了長期維持較高利率的論點。」



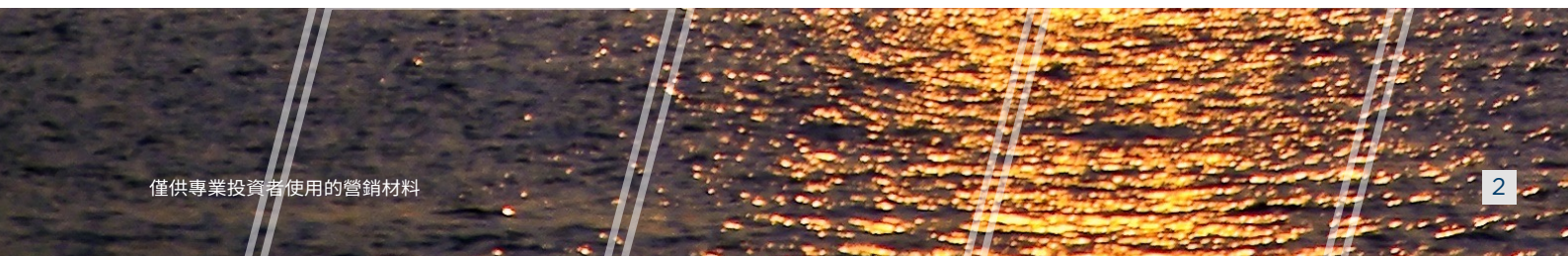
Vincent MORTIER
集團投資總監

「我們維持對優質股的偏見，
因為市場並未消化衰退風險。」



Matteo GERMANO
集團副投資總監

「在美國消費和環球經濟增
長不確定的環境下，
債券是尋找機會之處。」





2023年10月

目錄



本月主題

4

到目前為止, 能源價格上漲對美國消費的影響有限

環球投資觀點

6

投資總監的觀點

6

隨着通脹穩定, 債券收益率具有吸引力

三大熱點問題

8

資產類別觀點

9

宏觀經濟及金融市場預測

13





到目前為止， 能源價格上漲對美國 消費的影響有限

關鍵要點:在過去三十年裡，能源對美國經濟的影響有所下降，但疫情以來的一系列衝擊以及自七月以來價格飆升30%使這一話題重新浮面。我們發現，只有在能源價格大幅上漲以及家庭負面因素綜合作用的情況下，整體支出才會受到明顯影響。我們還沒有達到這個目標，預計現階段對消費只會產生邊際影響。



Jean-Baptiste BERTHON
資深多元資產策略師—
東方匯理投資研究所

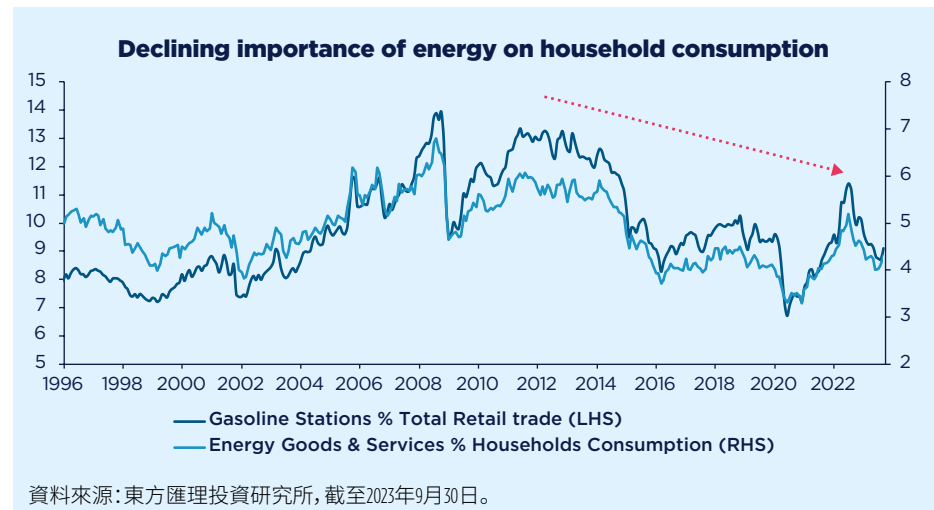
過去三十年來，能源趨勢對美國經濟的重要性有所下降。每實際GDP美元的能源消耗每年下降3%，這種情況將隨着能源轉型而持續下去。服務業在經濟中所佔的份額亦以犧牲次要活動為代價而悄悄上升。特別是，在過去二十年裡，能源對消費的影響從6%下降到4%，對生產的影響從3%下降到2%。經過70年代的巨大能源衝擊之後，當局在管理石油衝擊方面積累了經驗，進一步減輕了其影響。最後，過去十年中頁岩氣產量不斷增加，實現了石油自給自足，這改變了遊戲規則。雖然能源的重要性逐漸下降，但在一系列能源衝擊加劇價格波動後，這個問題又重新成為人們關注的焦點：疫情（需求衝擊），然後是烏克蘭以及最近石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）大幅減產（兩者均為供應衝擊）。石油價格透過各種管道影響經濟，包括通貨膨脹、消費、企業利潤和投資、生產力、國際收支和環球儲蓄（透過石油美元），長期來看可能會加劇社會壓力。這裡我們將重點放在油價對美國消費的影響。



Lorenzo PORTELLI
跨資產策略部主管、
意大利東方匯理研究部主管—
東方匯理投資研究所

1. 能源價格大幅上漲以及負面因素的綜合作用才會影響整體支出

石油價格與消費之間的關係並不容易建立，因為自70年代以來相關案例研究很少，不包括經濟衰退時期（真正的能源效應更難以隔離）。鑑於自新冠疫情以來價格/需求彈性被打破，評估今天的影響更具挑戰性。首先，考慮到美國經濟中能源比重的放鬆，需要更大幅度的價格上漲才能產生影響。





「現階段油價飆漲對消費的影響應該很小。如果布蘭特原油價格持續突破110美元/桶，我們將開始擔心。」

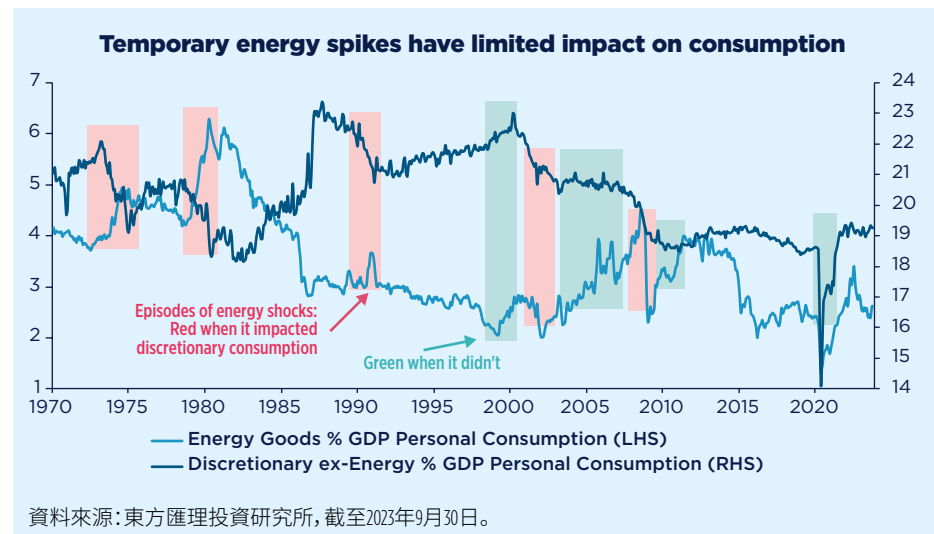
我們發現能源價格遵循典型的序列。原能源價格的上漲通常需要一個多月的時間才能傳導至最終消費者。隨着能源商品變得更加昂貴，家庭通常開始削減能源支出（購買較少數量從而減輕價格因素）。能源商品主要有兩大類：機動車燃料和住宅暖氣燃料。前一類規模大得多，對能源價格的變化亦較敏感（暖氣燃料的支出往往週期性較小）。如果這些調整無法充分吸收購買力的損失，家庭就會削減非必需品的支出，然後削減更廣泛的細分範圍。因此，能源價格往往會先影響能源支出，然後再波及非必需品。因此，我們發現，需要物質能源價格上漲（通常比去年同期高於50%）以及一系列負面因素的組合，家庭才會對整體支出產生重大影響。當供應衝擊（相對於需求衝擊）引發價格飆升時，影響亦會較大。

2. 近期油價飆漲將如何影響消費？

雖然受到供應衝擊（石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）減產和供需平衡收緊的證據）的推動，但我們預計消費不會受到重大打擊。自六月中旬以來，能源價格已上漲27%，但仍同比下降19%，這還不足以構成重大衝擊。考慮到收入、就業和資產，家庭條件亦保持相對良好。迄今為止，消費一直受到2022年底以來的週期性經濟反彈、流動性重新加速、持續的財政轉移、財富效應的恢復（由於上半年市場的支撐）以及就業和工資的逐步減速的支撐。因此，可自由支配支出仍保持彈性。消費者數據和追蹤消費行為的高頻數據並不表示轉變即將發生。我們預期支出模式稍後會發生變化，原因是利率上升和財政支持力度減弱，而不是能源價格上漲。

我們的結論是，在我們的石油基本情況（預測價格暫時上漲）中，除非價格達到至少110美元/桶（布蘭特原油），否則對消費的影響將仍然很小。儘管現階段還算可控，但我們認為油價飆升對通脹和利率以及企業利潤率的影響比對消費的影響更大。

我們注意到，這項分析主要針對美國。歐盟的情況顯然與天然氣不同，並顯示出對消費產生更大影響的所有因素：重大供應衝擊、價格大幅上漲以及能源自給自足的缺失，儘管財政補貼部分緩解了這一影響。





隨着通脹穩定， 債券收益率具有吸引力



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團副投資總監

自夏末以來，風險資產一直處於觀望狀態，但這類資產仍以軟著陸的情況定價，通貨膨脹繼續下降，但經濟成長不會受到任何損害。雖然我們相信通脹將會放緩，但央行的工作尚未完成，央行試圖在「長期較高」的口號與經濟增長之間取得平衡。

由於市場維持經濟不會衰退的觀點，美國10年期國債收益率創下了過去15年來的新高。然而，我們認為美國消費、中國增長和房地產行業以及歐洲面臨的壓力將對這一「金髮姑娘」情景提出挑戰：

- **佔GDP達70%的美國消費者之韌性現在正在讓位給疲軟**——金融狀況收緊、消費者儲蓄減少和勞動力市場寬鬆的影響將大於任何財政刺激的影響。
- **通脹趨勢將放緩**，但最近能源價格和生產成本的上漲（例如在歐洲）可能會影響通脹預期，必須對其進行監測。
- **政策困難**——如果不放緩，通脹的最後階段就更難糾正。我們維持對美國從2024年上半年開始溫和衰退以及歐洲增長緩慢的預期。
- **中國是環球經濟增長的關鍵**——中國的支持性政策不會改變我們對增長放緩的看法，這將影響其他新興市場。然而，印度、印尼和巴西等國家相對受到保護，應該會受到國內消費的提振。



「市場尚未消化與信貸週期、通膨數據波動(向上和向下)以及美國經濟任何形式的著陸相關的風險。我們保持對優質股的偏見。」

從投資角度來看，應在以下幾個方面進行探索

- **經濟前景有利於多元資產的溫和謹慎立場。**我們對美國國債持樂觀態度，同時我們認為風險資產估值已被拉伸，儘管差距正在小幅縮小。保持謹慎並不意味着忽視符合我們長期信念的戰術理念。歐洲投資級債券相對較好的基本面，使我們能夠根據我們對優質股的偏好，在戰術上提高我們的立場。相反，高收益債券可能會遭受企業艱難的環境。對於發達市場股市，我們的看法仍然謹慎，但我們認為新興市場可能提供機會，但存在較大分歧。此外，應維持對美國國債和股票的對沖，並對黃金持略微積極的看法，以實現多元化分散投資。
- **在聯儲局2024年降息的預期下，部分政府國債具有價值。**我們正在積極監控政府債務、美國國債供應的潛在增加以及外國對美國國債的需求(例如日本的需求)之減少。就核心歐洲而言，我們持中立態度，但對日本持謹慎態度。投資等級信貸是一個有趣的收入來源，而高收益市場仍存在過於良性的情況。CCC等低評級細分市場在美國和歐洲的違約率上升，導致我們保持謹慎。
- **發達市場股票的上漲空間有限；日本前景更為光明**—本季的盈利令人驚訝，我們注意到高層管理人員的溝通對於營收變得更加謹慎，並且與我們對經濟的謹慎看法更加一致。我們對美國和歐洲持防禦態度，尤其是增長股和大盤股。然而，我們看好美國和歐洲的價值，對日本的想法接近中性。整體而言，我們傾向於保持紀律，只有在經濟方向確定後才逐步建倉。
- **透過慎選，新興市場可以獲得大量價值**—我們對新興市場與發達市場的債券(本地貨幣債務和硬通貨債券)和股票評級相似，持樂觀態度。新興市場的脆弱性比過去減輕，增長前景亦較好。然而，中國增長勢頭放緩將影響一些國家，我們承認並非所有新興市場都具有相同的財政實力。我們看好巴西、墨西哥、印度、印尼，以及那些因中國經濟放緩帶來的風險有限的國家。

Overall risk sentiment

Risk off

Risk on



Pressures on consumption and tight lending conditions in the US and EU lead us to stay slightly defensive on risk assets.

與上個月相比的變化：

- **多元資產：**調整對特定收益率曲線的立場；在戰術上對歐洲投資級債券持正面態度。
- **固定收益：**跨曲線活躍；歐洲中立的久期。
- **股票：**對中國消費產業保持警覺。

整體風險情緒是由各種投資平台表達並在環球投資委員會共享的對風險資產(信貸、股票、大宗商品)的定性觀點。我們的立場可能會進行調整，以反映市場和經濟背景的任何變化。



1. 中國經濟放緩對印度有何影響? 您對印度經濟有何看法?

與其他新興市場國家相比，**印度較不受中國經濟放緩的影響**。此外，在國內需求（家庭消費和投資）的支撐下，其經濟勢頭仍相當強勁。事實上，我們已將2023-24財年GDP增長率分別從同比6.0%和5.5%上調至6.4%和5.8%。積極的盈利預期所反映的強勁增長勢頭與新興市場整體一致（9%相比12%）。

投資後果：

- **我們對印度股市持正面立場**，受益於積極的盈利前景（與亞洲相比有較佳修正），這有助於抵消支撐性較差的估值背景。

2. 您對近期油價飆漲有何評價? 您認為這將如何影響美國通脹?

我們認為油價已經過度上漲，而且我們預計這種情況不會持續太久。因此，我們對布蘭特原油的目標仍為85-90美元/桶。儘管油價應該很快就會下降，但目前的水平增加了不必要的不確定性。考慮到能源方面的最新發展，2023年平均CPI將從4%升至4.2-4.3%。我們也預計24年第一季CPI將會上升。即使對同比消費者物價指數的影響相當溫和，能源價格的持續上漲也為央行提供了在更長時間內維持較高利率的另一個理由。

投資後果：

- 石油：布蘭特原油價格穩定在每桶85-90美元的目標附近。
- 銅價目標：8,500美元/噸（3個月），8,700美元/噸（12個月）。

3. 您從多元資產角度對估值有何評價?

從我們的角度來看，目前的水平是一個非常有利的情况，這比我們的情况更樂觀。由於近期的反彈和經濟基本面的惡化，估值不利於風險資產。尤其是在股票和高收益信貸領域，情况尤其如此，而投資級信貸估值似乎不那麼緊張。假設聯儲局2024年降息幅度超過市場預期，政府公債似乎被低估。

投資後果：

- 對股票和高收益信貸持謹慎態度。
- 青睞政府公債、投資等級信貸和現金。

「我們預期2024年通脹將呈下降趨勢，但仍高於央行目標。這一過程不會是線性的，而且近期油價飆升進一步增加了不確定性，支持了長期維持較高利率的論點。」



Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

東方匯理資產類別觀點

	資產類別	目前觀點	與上月相比的變化	理由
股票平台	美國	-		市場頂部仍然昂貴，精選大盤股推動了該指數的回報。我們認為這些估值沒有考慮消費放緩和金融狀況緊張對經濟增長的影響，導致我們保持防禦性。
	美國價值	+		價值與市場其他部分之間的差異仍在繼續。我們較傾向於選擇具有較高盈利品質、定價能力和資產負債表實力、價格具吸引力的股票。我們在銀行和能源領域找到了這樣的名字，但重點是商業模式的可持續性。
	美國經濟增長	--		鑑於其估值已經很高，美國經濟增長可能會受到對「長期較高」利率的擔憂以及情緒變化的影響。我們保持謹慎態度。
	歐洲	-/=		歐洲估值公允，但經濟活動可能會低迷。我們保持謹慎態度，並探索能夠承受經濟放緩、受益於更高利率並維持強勁資產負債表的行業（零售銀行）。然而，我們會避開那些僅僅因興奮而上漲的企業，例如人工智能領域的企業，而其盈利狀況卻沒有任何改善。
	日本	=		改善公司治理是正面的，我們喜歡那些應該從收益率溫和增長中獲益的價值股。我們對環球經濟活動及其對出口的影響持謹慎態度。
	中國	=		該國正在轉向新的增長模式，較少由債務驅動，而更多由國內消費驅動。雖然政府宣佈的支援房地產行業的措施應會提供短期支撐，但我們仍保持中立，等待看到其對經濟增長的全面影響。
	新興市場（中國除外）	=/+		估值具有吸引力，盈利增長亦為中期描繪了一幅有吸引力的圖景。中國經濟放緩可能影響更加依賴對華出口的新興市場。中國以外的印度、印尼和巴西等國家亦存在機遇。這些國家的盈利預期和國內增長依然強勁。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		我們對久期持略微樂觀態度，這符合我們對聯儲局2024年降息和溫和衰退的預期。但我們很靈活，在決策時我們會考慮通脹。此外，我們仍積極探索美國收益率曲線上的不同期限。
	美國投資級公司債券	=/+		投資級基本面穩固，但我們正在監控槓桿率和現金比率，有利於維持穩定利潤和債務水平的企業。在行業層面，我們喜歡金融股，並且也在尋找符合我們對品質的偏好的有吸引力的新股。
	美國高收益公司債券	-		我們認為高收益債券的基本面存在惡化的風險，特別是對於CCC評級的發行人而言，並且對違約率也保持警惕。有必要關注品質並避免高槓桿率以及較高融資成本將顯著影響利潤率的細分市場。
	歐洲政府債券	=		歐洲央行升息週期似乎已經結束，但抑制通脹和通脹預期仍是其首要任務。我們對歐洲久期持中立態度，但正在積極管理這一立場，以考慮未來的政策行動、歐元區經濟的任何疲軟和通脹跡象。
	歐洲投資級公司債券	=/+		在主要市場後期和公允估值強勁的背景下，市場情緒積極。目前企業基本面仍然強勁，但我們看到了一些輕微的疲軟跡象。從行業角度來看，我們較看好槓桿率較低的金融類及商業類企業。
	歐洲高收益公司債券	-		更嚴格的金融環境和「長期較高」的利率環境將使低質細分市場更加痛苦，導致我們保持謹慎。我們對能源、交通和房地產尤其謹慎，避免再融資需求過多的企業。
	中國政府債券	=		中美脫鉤為中國債務創造了多元化投資機會，但需要評估近期經濟放緩和後續支持措施。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		硬通貨債券估值合理，並提供有吸引力的利差。我們喜歡政府財政實力雄厚並專注於高收益的國家，我們認為優質信貸具有更大的價值，在環球經濟放緩的環境下，這些信貸可能更具彈性。
	新興市場債券（當地貨幣）	+		本地貨幣債券收益率小幅上升，目前在利差方面提供了一個有吸引力的切入點。我們更看好能夠提供強勁套利緩衝和強勁經濟增長前景的高收益國家，以抵銷高波動性和潛在的地緣政治風險。
其他	大宗商品			近幾個月來，由於石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）減產，油價有所上漲，但我們預計布蘭特原油價格不會持續超過我們每桶90美元左右的目標。石油輸出國組織成員國現在減產越多，以後就越會尋求釋放產能。就黃金而言，當聯儲局降息時（短期內不太可能），最大的推動力將會出現。我們維持每盎司2000美元的中期目標。
	外匯			美元受益於美國經濟表現出的韌性，但我們認為，隨着2024年臨近，美元將會走弱。通脹意外上升以及聯儲局可能採取鷹派立場可能會挑戰我們的觀點，儘管我們認為這兩者的可能性都很低。



負面 中立 正面

▼ 降級（與上個月相比）

▲ 升級（與上個月相比）

資料來源：東方匯理，截至2023年9月。對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育之用，並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。

尋找信貸和債券曲線的機會

在圍繞美國彈性貨幣政策、德國馬克貨幣政策和中國房地產行業的消息傳出後，市場仍維持區間波動。儘管美國經濟增長得到了年初未預期的彈性消費和財政支出的支援，但這些因素似乎正在消退，這讓我們保持謹慎。儘管如此，投資者應考慮探索信貸品質方面的想法，並對跨地區的收益率曲線保持警惕。這應該透過平衡的方法、利用新興市場槓桿並保持多元化立場來實現。

高信念投資意念

美國等發達市場股票的背景是勞動市場疲軟、油價上漲對消費者徵稅、消費者拖欠率上升。即使在歐洲，由於工業週期疲軟，預計增長也將保持低迷，而日本則繼續面臨環球經濟放緩的影響。但隨著亞洲和拉丁美洲部分國家前景改善，我們繼續對新興市場持樂觀態度。

鑑於宏觀背景疲軟，美國國債估值現在更具吸引力。此外，我們仍維持加拿大掉期曲線陡峭化的觀點。在大西洋彼岸，我們對歐洲久期、瑞典債券和意大利國債保持略樂觀的看法，這些債券受到國內零售需求和近期負淨發行預期的支撐。整體而言，我們的積極態度使我們能夠調整對英國國債與澳洲十年期公債的相對看法。在此過程中，我們降低了對英國國債的樂觀看法，不再對澳洲持負面看法。由於國內經濟疲軟，澳洲央行應避免大幅升息。但我們對日本國債仍持防守態度。

同時，大多數新興市場和中央銀行的通脹接近峰值，緊縮週期即將結束，這讓我們對部分新興市場債券（南非、印尼、墨西哥等）保持樂觀。雖然我們對美國高收益債券保持謹慎立場，但我們更傾向於對歐洲投資級債券持樂觀態度來平衡這一點，整體上對信貸持中立立場。儘管違約率不斷上升且評級發生遷移，但對投資等級信貸的需求仍然具有高度支撐性，這使得利差擴大的時機難以評估。外匯在新興市場和發達市場提供多種相對價值概念。前者，我們對墨西哥元兌歐元保持樂觀態度，以獲得有吸引力的利差；由於印度宏觀經濟形勢樂觀，我們對巴西雷亞爾兌美元和印度盧比兌離岸人民幣保持樂觀。在發達市場方面，相對日圓，我們看淡歐元。但與英鎊相比，我們看好歐元和瑞郎。

風險與對沖

環球經濟增長和通貨膨脹的不確定性給股票和固定收益帶來了風險。我們認為投資者應該繼續保護美國國債和股票。除了金融資產之外，在嚴重衰退/地緣政治危機的情況下，黃金也是一種有效的對沖手段。考慮到其合理估值和聯儲局「長期較高」的說法，我們認為其上行空間有限。



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管

「我們對風險資產保持謹慎態度，但旨在從新興的戰術機會中受益，例如企業基本面較好的歐洲投資級。」

東方匯理資產縱橫信念

■ 當前立場 ●→ 與上月相比的變化

		---	--	-	=	+	++	+++
股票	發達市場			■				
	新興市場					■		
信貸					●→ ■			
久期	發達市場						■	
	新興市場					■		
石油				■				
黃金						■		



John O'TOOLE
多元資產投資解決方案

資料來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的跨資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向(+/-)和信念強度(+/+/+/+/+)。本評估可能會發生變化，並包括對沖成分的影響。FX=外匯；IG=投資級債券；HY=高收益債券；CB=各國央行；BIP=意大利政府債券。

青睞新興市場股票， 聚焦印度



Fabio DI GIANANTE
大型股票部主管

整體評估

當市場評估未來的經濟前景時，我們注意到美國和歐洲消費者信心下降以及企業盈利面臨壓力。更廣泛市場的股票估值（歐洲略優於美國）與我們的前景不一致，部分股票正在推動回報。儘管如此，美國、歐洲和新興市場仍存在一些價值。我們仍然專注於透過基本面和ESG分析來識別此類企業。

歐洲股票

高利率不僅影響消費者，亦影響企業及其內部回報。這種環境使我們對非必需消費品（汽車等）和週期性科技業務持謹慎態度。然而，我們認為價值與增長的差距很大：我們喜歡能源和金融（零售銀行），其資產負債表、股息收益率強勁，並受益於高利率。同時，優質週期性業務和防禦性業務的結合是此階段的關鍵。在前者中，我們尋找就其盈利潛力而言以有吸引力的價格進行交易並正在促進能源轉型的工業品牌。相反，考慮到許多終端市場的週期性，我們對科技股持謹慎態度，並對一些人工智能驅動型股票的估值感到擔憂。



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

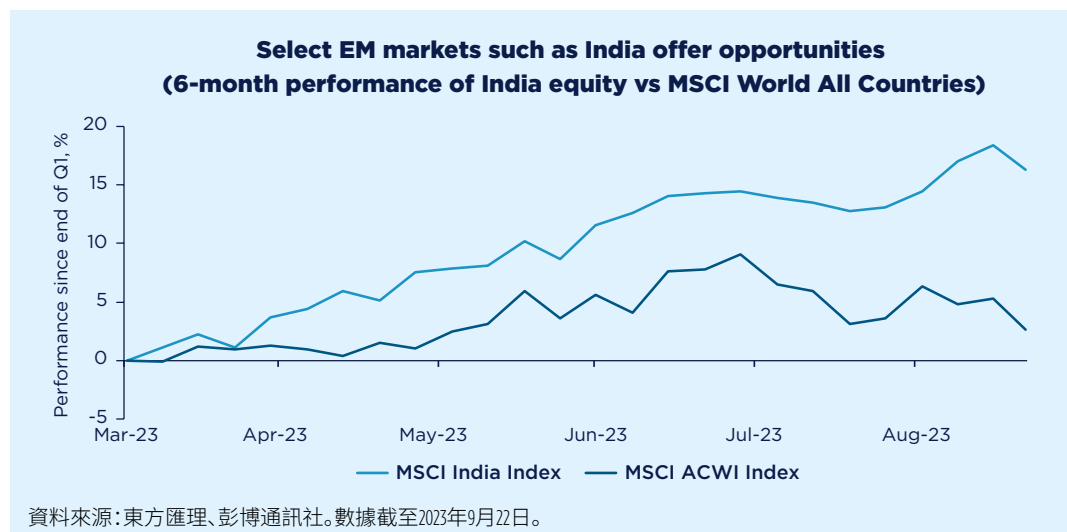
美國股票

硬數據和一些經濟先行指標開始表現疲軟。再加上更高的利率和更高的能源價格，給消費者帶來了壓力。我們認為市場的週期性和消費部分將開始反映這些問題，我們對這些問題變得謹慎。但估值存在很大差異，增加了慎選的重要性。此外，與其他尚未完全發揮潛力的細分市場相比，某些細分市場過度膨脹。我們對此類大型股和科技股保持謹慎態度。但我們喜歡價值和品質以及股息股票，並且就盈利潛力而言更喜歡各種風格中最便宜的股票。就行業而言，我們對生命科學工具、能源和材料持樂觀態度，這些領域應受益於基礎設施電氣化相關的發展。我們也喜歡擁有穩定存款基礎的大型銀行以及利用科技來改善其價值主張的銀行。

美國股票

我們預期一些拉丁美洲國家和部分亞洲國家的經濟活動將會強勁。雖然估值仍然有吸引力，但慎選是關鍵。我們正在關注中國的刺激措施，但目前在已經開始的寬鬆週期和仍然有吸引力的估值的支持下，較喜歡透過巴西和印度來演繹新興市場的故事。在行業配置方面，我們繼續看好房地產和非必需消費品，但觀察到各國之間存在重大差異。整體而言，我們維持對價值股而非增長股的偏好。

「雖然我們對發達市場股票持謹慎態度，但由於國內消費強勁，我們認為部分新興市場具有一定的價值。」



從長遠來看， 債券具有吸引力

整體評估

由於收益率處於歷史高位，通脹預計將放緩，經濟衰退風險仍然存在，政府債券市場提供了良好的機會。但鷹派的央行和對債務供應的擔憂使我們對久期保持靈活。我們也探索了新興市場和發達市場中的利差，但存在質素偏差。

環球及歐洲固定收益

歐洲央行的快速加息週期導致企業和家庭貸款需求持續下降等。但債券市場的近期脆弱性和通貨膨脹的上行風險讓我們在久期方面保持非常積極的態度，對此我們略顯謹慎——對歐洲核心持中立態度，對日本持顯著防禦態度。我們也正在監測收益率走勢，以將未來的政策行動納入我們的決策中。在信貸方面，我們略顯樂觀態度，主要是透過金融、次級債務和投資級債券。從區域角度來看，我們較喜歡歐洲，但對英國和美國持中立態度。在歐洲，投資級債券的利差相當合理，槓桿率似乎受到控制。不過，我們對高收益產業持謹慎態度，尤其是能源、運輸和房地產等產業。

美國固定收益

市場已經接受了聯儲局「長期較高」利率的訊息，隨後債券收益率走高。這些收益率水平，加上經濟放緩，使我們對久期持樂觀態度。我們對美國國債曲線的中間部分持樂觀態度，但考慮到對財政赤字的

擔憂，仍保持積極態度。此外，TIPS對於長期投資者也很有吸引力。我們注意到，迄今為止，強勁的消費者和嚴重的住房供需失配為房地產市場提供了支撐。我們較喜歡證券化信貸，但在最近的反彈之後變得警惕。在企業信貸方面，一級市場活動一直強勁，我們認為透過青睞更優質的部分，有可能從新發行溢價中受益。即使在高收益債券方面，我們也追求整體質素。從行業角度來看，我們較看好金融類而非工業類及其他非金融類企業。

新興市場債券

我們對新興市場債務持樂觀態度並相信中國經濟增長放緩正在被拉丁美洲和其他亞洲國家的較高預測所抵消。但我們正在關注對發達市場利率和美元走強的擔憂，這可能會影響回報。對於硬通貨債券，我們保持樂觀態度，尤其是高收益債券，因為套利很有吸引力。本地貨幣債務亦提供價值，我們喜歡墨西哥、巴西、印度和印尼。然而，由於西非和中非最近發生的政變，我們對撒哈拉以南非洲地區持謹慎態度。

外匯

我們維持對美元略為謹慎的看法，但對利率保持警惕。我們看好挪威克朗、澳幣和日圓，這些貨幣應該會在日本央行近期言論變化的背景下迎頭趕上。在新興市場方面，我們看好高利差外匯（墨西哥比索、巴西雷亞爾）、印尼盧比、印度盧比。



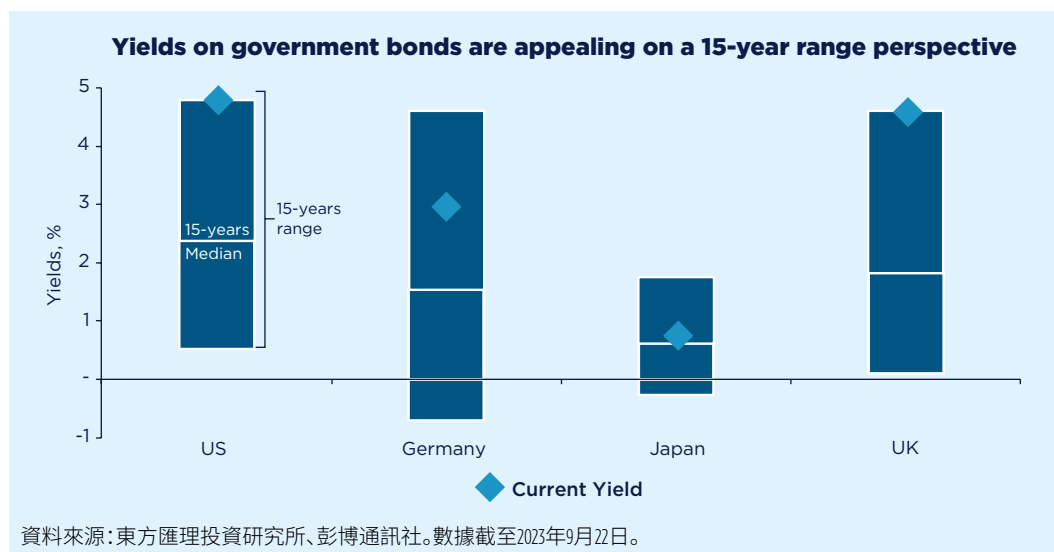
Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
投資總監



「高核心收益率、通脹放緩以及潛在的經濟活動疲軟為美國國債等債券創造了積極的背景。」



宏觀經濟預測

宏觀經濟預測, 截至2023年10月09日

全年平均值 (%)	實際國內生產總值同比增長 (%)			通脹 (消費物價指數, 按年, %)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
發達國家	2.6	1.4	0.6	7.4	4.7	2.5
美國	2.1	2.1	0.3	8.0	4.1	2.5
歐元區	3.4	0.6	0.5	8.4	5.7	2.6
德國	1.9	-0.2	0.4	8.6	6.3	2.7
法國	2.5	0.9	0.5	5.9	5.8	2.8
意大利	3.8	0.8	0.5	8.7	6.3	2.3
西班牙	5.8	2.3	0.8	8.3	3.5	2.8
英國	4.1	0.5	0.5	9.0	7.4	2.9
日本	1.0	1.9	1.5	2.5	3.2	1.9
新興市場	4.0	4.1	3.6	8.7	6.2	5.8
中國	3.0	4.9	3.7	2.0	0.4	1.3
印度	6.9	6.5	6.0	6.7	6.2	5.9
印尼	5.3	5.2	4.8	4.2	3.7	3.3
巴西	2.9	3.2	1.6	9.3	4.7	3.9
墨西哥	3.9	3.4	2.1	7.9	5.6	4.4
俄羅斯	-2.1	2.1	1.5	13.8	5.8	5.6
南非	1.9	0.6	1.0	6.9	6.0	5.1
土耳其	5.4	3.7	3.0	72.0	53.4	56.8
世界各地	3.4	3.0	2.4	8.2	5.6	4.5

央行官方利率預測

	2023年10月04日	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國*	5.50	5.50	5.65	4.00	5.12
歐元區**	4.00	4.00	3.92	3.25	3.58
英國	5.25	5.50	5.90	4.50	5.75
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
中國***	3.45	3.45	3.40	3.45	3.40
印度****	6.50	6.50	6.43	6.25	6.02
巴西	12.75	10.75	10.75	9.00	9.25
俄羅斯	13.00	12.00	12.14	9.00	10.25

資料來源: 東方匯理投資研究所。預測數字截至2023年10月04日。CPI: 消費者價格指數。*: 聯邦基金目標區間上限。**: 存款利率。***: 一年期貸款最優惠利率。****: 回購率。



金融市場預測

債券孳息

兩年期債券孳息預測 (%)

	2023年10月04日	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	5.09	4.20-4.40	4.88	3.80-4.00	4.68
德國	3.21	2.60-2.80	2.86	2.40-2.60	2.61
英國	4.97	4.30-4.50	4.70	4.10-4.30	4.69
日本	0.07	0.10-0.20	0.15	0.20-0.40	0.22

十年期債券收益率預測 (%)

	2023年10月04日	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	4.75	3.70-3.90	4.81	3.60-3.80	4.81
德國	2.95	2.40-2.60	2.95	2.30-2.50	2.94
英國	4.62	3.80-4.00	4.63	3.70-3.90	4.67
日本	0.81	0.80-1.00	0.92	0.80-1.00	1.02

匯率

	2023年10月06日	東方匯理 24年第一季	市場共識 24年第一季	東方匯理 24年第三季	市場共識 24年第三季
歐元兌美元	1.06	1.09	1.10	1.16	1.12
歐元兌日圓	157	153	153	152	150
歐元兌英鎊	0.87	0.88	0.87	0.89	0.87
歐元兌瑞士法郎	0.96	0.98	0.97	1.03	0.99
歐元兌挪威克朗	11.56	11.65	11.14	11.43	10.86
歐元兌瑞典克朗	11.61	11.74	11.45	11.58	11.38
美元兌日圓	149	141	139	132	132
澳元兌美元	0.64	0.65	0.67	0.70	0.69
紐元兌美元	0.60	0.60	0.62	0.62	0.63
美元兌人民幣	7.30	7.20	7.20	6.90	7.05

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2023年10月06日。



東方匯理投資研究所

在一個日益複雜和不斷變化的世界中，投資者需要加深了解環境和投資實踐的演變，以便設定資產配置並幫助構建自己的投資組合。

這種環境跨越經濟、金融、地緣政治、社會和環境各個方面。為幫助滿足這一需求，東方匯理創立了東方匯理投資研究所。這個獨立研究平台將東方匯理的研究、市場策略、投資主題和資產配置諮詢活動集於東方匯理投資研究所一身。其目標是製作和傳播研究和思想領導力刊物，為投資團隊和客戶的利益進行預測和創新。

年中展望：
機遇不僅僅存在於
艱難的增長之路上

瀏覽東方匯理研究中心，深入探索東方匯理的投資見解



資產類別回報預測——
2023年第三季度



央行數碼貨幣 (CBCDC)：
項目計劃和爭論的去向如何？



Outerblue Convictions –
環球投資觀點：通脹企穩，
但政策困境持續



環球投資觀點——
2023年9月號



美國信用評等下調：
投資影響



Outerblue 座談研究——
與70年代的相似之處。
漫長而曲折的道路還在繼續

追蹤本行動態：



僅供專業投資者使用的營銷材料

重要資訊

本文件僅供參考。

本文件並不構成出售要約、購買要約邀請或任何證券或任何其他產品或服務之推薦。所引用的任何證券、產品或服務可能未在您所在司法管轄區的相關當局註冊出售，並且可能不受您所在司法管轄區的任何政府或類似機關的監管或監督。

本文件所載之任何資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。

此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，否則本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2023年10月9日。多元化分散投資並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

此外，在任何情況下，參與本文件製作的任何人均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性 (包括但不限於利潤損失) 或任何其他損害承擔任何責任。

首次使用日期: 2023年10月10日。

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,143,615,555歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GPO4000036；總部地址: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

照片提供: © iStock - Getty Images Plus。Rossana Henriques。

東方匯理投資研究所撰文者

Valentine AINOUZ
環球固定收益策略主管、CFA

Alessia BERARDI
新興市場宏觀與策略研究部主管

Jean-Baptiste BERTHON
高級跨資產策略師

Sergio BERTONCINI
固定收益高級策略師

Didier BOROWSKI
宏觀政策研究部主管

PoI CARULLA
投資洞察與客戶部專家

Federico CESARINI
發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

Ujjwal DHINGRA
投資洞察與客戶部專家

Silvia DI SILVIO
跨資產研究部策略師

Patryk DROZDZIK
高級新興市場宏觀策略師

Delphine GEORGES
固定收益高級策略師

Karine HERVÉ
高級新興市場宏觀策略師

Claire HUANG
高級新興市場宏觀策略師

Éric MIJOT
環球股票策略部主管

Lorenzo PORTELLI
跨資產策略部主管、意大利東方匯理研究部主管

Mahmood PRADHAN
環球宏觀經濟部主管

Anna ROSENBERG
地緣政治部主管

Annalisa USARDI
高級經濟師、CFA

Sosi VARTANESYAN
高級主權分析師

主編

Monica DEFEND
東方匯理投資研究所所長

Vincent MORTIER
集團投資總監

編輯

Claudia BERTINO
東方匯理投資洞察及刊印部主管

Laura FIOROT
投資洞察與客戶部主管

常務副編輯

Francesca PANELLI
投資洞察與客戶部專家

Tristan PERRIER
宏觀經濟學家兼投資洞察部專家

Gianluca GALLARATE
投資洞察與出版部