

**Investment  
Institute**

# 各國央行的分歧還能持續多久

股票的輪動和擴大已經開始

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2024年七/八月號

• Document for professional investors only

## 目錄

---

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>本月主題</b>                    |           |
| 各國央行的分歧還能持續多久                  | 4         |
| <b>環球投資觀點</b>                  |           |
| <b>投資總監的觀點</b><br>股票的輪動和擴大已經開始 | 6         |
| 三大熱點問題                         | 8         |
| 資產類別觀點                         | 9         |
| <b>宏觀經濟及金融市場預測</b>             | <b>13</b> |





**MONICA DEFEND**

東方匯理投資研究所所長

「經濟增長、勞動市場和消費等宏觀數據是影響央行降息決定的關鍵變數。這些方面的任何波動都可能影響政策決策的時機。」



**VINCENT MORTIER**

集團投資總監

「在聯儲局看跌期權和盈利改善的支持下，漲勢擴大，可能會引發之前被忽視的細分市場的復甦。」



**MATTEO GERMANO**

集團副投資總監

「新興市場內部的分歧為願意在一些估值過高的地區尋求增長的投資者提供了機會。」

本月主題

# 各國央行的分歧還能持續多久

作者

**MAHMOOD PRADHAN**

環球宏觀經濟主管 -  
東方匯理投資研究所

**FEDERICO CESARINI**

發達市場外匯策略主管 -  
東方匯理投資研究所

## 關鍵要點

央行政策利率的分歧不太可能對匯率產生重大影響，因為其他核心貨幣相對於近期歷史而言並不疲軟，而且市場對歐洲終端利率的預期與美國相似。

環球金融狀況受到美國長期債券殖利率的強烈影響，如果美國赤字和債務預測惡化，則存在期限溢價上升的風險。

儘管不在我們的基準情境中，惟能源供應和價格衝擊將削弱歐洲匯率並迅速傳導至國內通貨膨脹。

### 央行政策利率可能有差異。

大多數發達經濟體的通貨緊縮步伐亦遵循類似的路徑，儘管黏性成分存在差異。各國央行政策利率不太可能出現顯著差異（我們的基準），但這並不排除歐洲央行和英國央行比聯儲局更快降息的可能性，特別是考慮到其增長前景較弱。這種情況的影響將是歐元區和英國的殖利率曲線更加陡峭，但不會像一些人擔心的那樣，匯率大幅走弱。歐洲匯率面臨的更大風險源自於（意外的）能源價格衝擊，而不是較低的相對利率。我們將探討原因。

### 美元異常堅挺，但以貿易加權計算，其他核心貨幣（日圓除外）亦表現強勁。

環球宏觀背景——通貨膨脹恐慌、地緣政治緊張局勢和經濟衰退擔憂——以及美國經濟的韌性，支撐了美元兌核心貨幣，但後者相對於近期歷史而言並不疲軟。此外，目前市場對歐洲終端利率的預期差異大大高於新冠疫情之前，與預期的美國終端利率沒有重大差異。這應該會限制歐洲匯率的持續疲軟。

### 核心貨幣以貿易加權計算表現優於其他貨幣

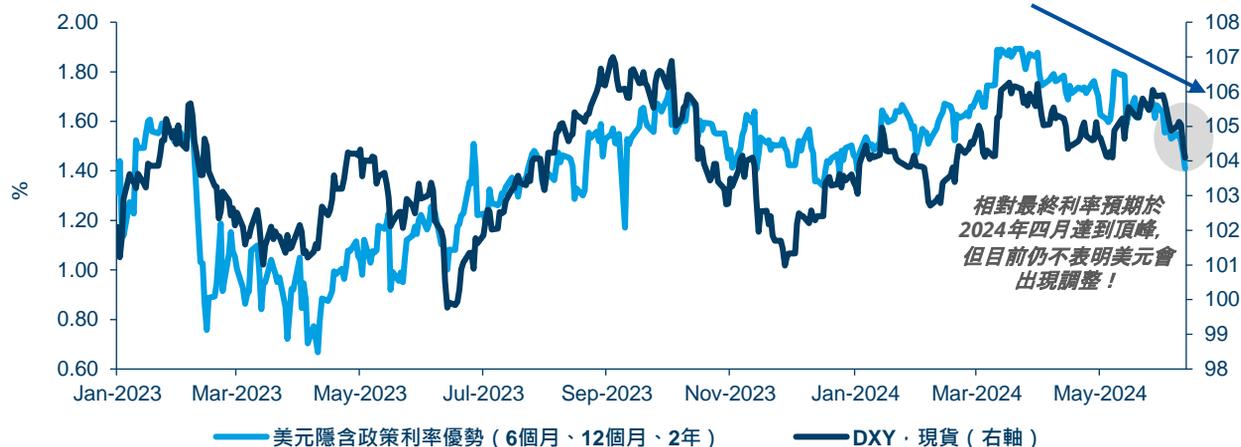


資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社。數據截至2024年7月12日。

### 對匯率貶值的擔憂有些過頭了。

當央行政策利率出現分歧時，通常會有兩個主要風險可能導致降息不可持續：1) 匯率貶值；2) 匯率貶值帶來的通貨膨脹傳導。儘管貨幣政策利率差異很重要，但這兩個風險因素在本週期中似乎都不再那麼令人擔憂。首先，儘管聯儲局相對於大多數其他央行在2024年變得越來越強硬，惟匯率波動性卻異常低。美國通貨緊縮使得聯儲局能夠維持其降息傾向，這不僅包含了預期通貨膨脹的分佈，亦包含了美國遠期利率的分佈。

相對終端利率預期支撐美元



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社。數據截至2024年7月12日。美元隱含政策利率優勢 = 美國預期政策利率 - G10FX政策利率 (使用DXY成分權重)。其中政策利率為6個月、12個月、2年之間的平均值。

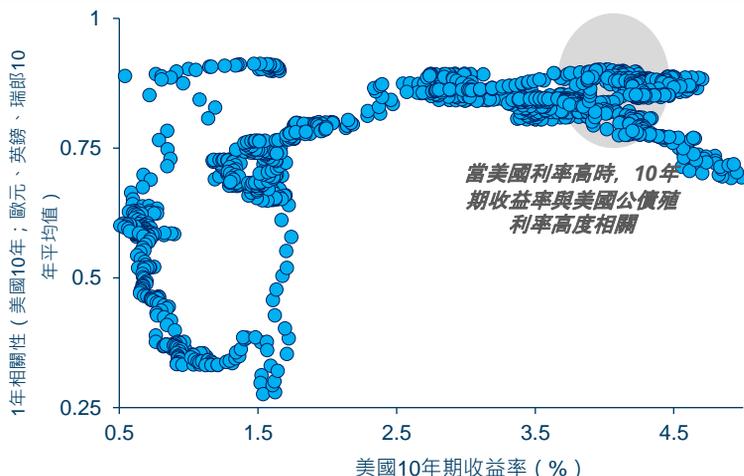
其次，匯率貶值對通貨膨脹的傳導估計相對較低（歐元區匯率每貶值1個百分點，傳導率約0.10個百分點）。相關的第三個因素是歐洲央行和英國央行沒有放鬆其限制性政策立場以應對經濟增長衝擊。隨著時間流逝，這種對經濟增長的支持將加強其匯率。第四，收益率的絕對水平很重要。預計歐元和英國的終端利率將大幅高於疫情前的水平。

然而，政策利率分歧將意味著歐洲的殖利率曲線更加陡峭。

環球長期金融狀況受到美國長期收益率（主要反映美國市場規模）的強烈影響，特別是自新冠疫情爆發以來。

到目前為止，環球市場受益於美國沒有任何實質的期限溢價，因為政策利率預計會下降（隨著通貨膨脹），而且美國正在繼續吸引外國資本。但如果美國赤字和債務預測持續惡化，則存在重大風險，即期限溢價可能在中期內上升，幅度可能很大。這是歐洲央行必須應對的真正風險：殖利率曲線比加快降息速度所實現的殖利率曲線陡峭得多。此外，收益率的絕對水平亦很重要。

歐洲10年期公債殖利率與美國10年期公債殖利率的相關性



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社。數據截至2024年7月12日。

隨著量化寬鬆的結束和美國境外政府債務負收益時代的到來，美國殖利率水平上升可能會產生更大的外溢效應。美國期限溢價的任何大幅上升（可能是由於市場對美國債務發行和財政癱瘓的擔憂）亦可能對外匯產生強烈影響。在此，我們會擔心日圓等低收益貨幣。

儘管這不是我們的基準情境，惟另一場能源衝擊亦會影響匯率。我們的基準情境認為石油和天然氣價格處於逐步緩慢下降的軌道。不過，能源供應和價格衝擊將削弱歐洲匯率並迅速傳導至國內通貨膨脹。由於大多數大宗商品以美元定價，貿易加權匯率的彈性無助於遏制輸入性通貨膨脹。

GLOBAL INVESTMENT VIEWS

2024年八月號

# 股票的輪動和擴大已經開始

在經濟活動勝於預期、人工智能昌盛和盈利優異的推動下，美國大型股今年上半年的表現顯著優於美國其他市場。展望未來，我們看到反彈擴大的潛力，這將不會是線性的，並且可能會有多个階段。在七月消費者物價指數報告提高了聯儲局九月降息的可能性之後，這種輪動的一些早期跡象最近出現了，而最近對晶片行業限制的擔憂進一步支持了這一趨勢。這為落後的領域和細分市場（小型股、歐洲、日本）帶來了機會。盈利軌跡以及以下主題現在是關鍵：

- **預計下半年美國經濟將溫和減速。** 經濟數據和調查結果都指向這個方向。這種減速的主要特徵是勞動市場重新平衡、消費疲軟，以及富裕和低收入消費者之間的二元對立。
- **貨幣政策容錯空間不大。** 過早減息可能會導致通貨膨脹稍後捲土重來，而推遲降息可能需要在未來大幅降息。因此，包括聯儲局、歐洲央行和英國央行在內的各國央行都保持耐心，並根據收到的數據作出決定，我們認為這些數據證實了通貨緊縮路徑。
- **財政揮霍和政府高水平債務均會影響利率。** 拜登和特朗普（川普）都可能採取財政擴張政策。隨著美國大選的臨近，關於赤字支出將如何影響長期借貸成本的說法可能會變得更加響亮。為促進自給自足和國內經濟增長，歐洲可能需要增加對該地區的投資。

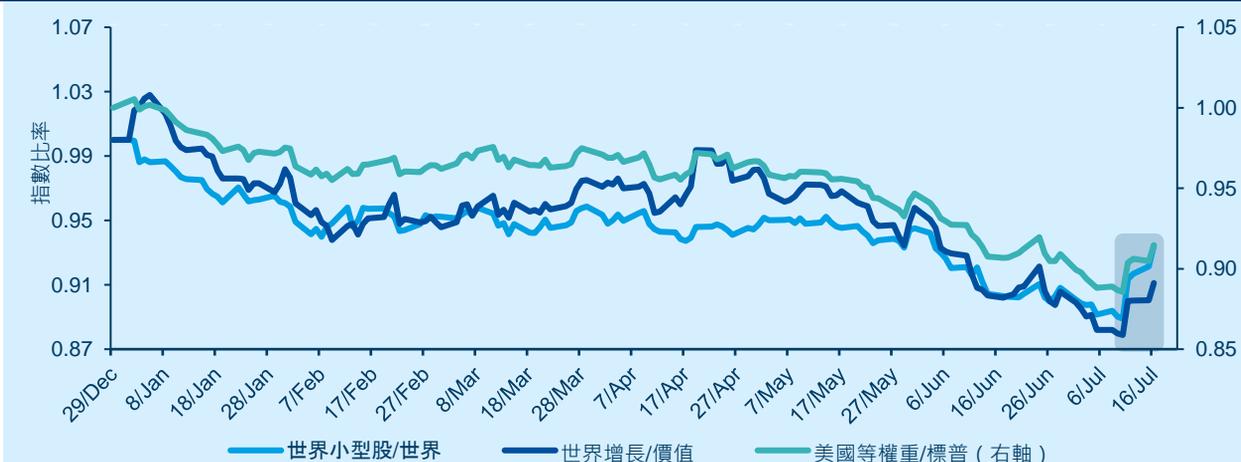


**VINCENT MORTIER**  
GROUP CIO



**MATTEO GERMANO**  
DEPUTY GROUP CIO

## 降息和盈利軌跡將是漲勢繼續擴大的關鍵



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年7月16日。MSCI、標普500、標普等權重指數。

我們認為，回歸基礎、了解估值並保持紀律至關重要。市場在某些領域已經走得太遠，但當觸發因素（增長放緩、流動性危機、盈利令人失望）到來時，走勢可能會急劇而迅速。因此，投資者應該區分哪些資產估值較高、哪些資產具有永續成長潛力。下方概述我們的四個主要投資信念領域：

- **多元資產。**美國大選和額外財政支出的風險可能會影響中長期債券的收益率。因此，我們對美國和歐洲的固定收益久期保持樂觀，但溫和調整了立場。在墨西哥新的政治領導層上任後，我們下調了墨西哥債券評級，但整體上仍對新興市場債務略為樂觀。股市的分歧越來越明顯，使我們能夠對日本持樂觀態度。我們對美國、歐洲小型股和英國仍持溫和樂觀態度，但已調整支持英國國內經濟改善的觀點。最後，地緣政治緊張局勢和對黃金的持續需求使我們對黃金持樂觀態度。
- **美國和歐洲的通貨膨脹數據支持減息，使我們對美國國債和英國國債保持樂觀態度。**在歐洲核心地區，我們略顯樂觀，但仍保持正面立場。在日本方面，我們對日本央行的溝通保持警惕，目前接近中立。TIPS亦提供長期價值。質量仍然是信貸的重點，在美國和歐洲方面，我們仍然較喜歡投資級而非高收益債券。雖然我們對歐洲投資級債券略顯樂觀，但我們已經調整了這一觀點，以考慮策略市場趨勢。
- **美國股市的某些板塊價格昂貴，但估值需要催化劑才能發揮作用。**因此，我們對如此昂貴的細分市場保持謹慎態度，轉而青睞同等權重的美國市場、價值和優質投資。在歐洲方面，我們保留了偏向防守型的槓鈴策略，以及受到能源轉型、電氣化等大趨勢影響的週期性優質股。
- **新興市場的前景受到強勁的內需和聯儲局轉向的支撐。**但我們會慎選並評估個人風險，包括與地緣政治相關的風險。我們特別看好硬通貨和地方債務以及實際收益率有吸引力的國家（例如印度和巴西）。在股票方面，我們看好南韓、印度、巴西和南非。

在聯儲局看跌期權和盈利改善的支持下，漲勢擴大，可能會引發之前被忽視的細分市場的復甦。

## 整體風險情緒

避險

冒險



採取輕微的冒險立場，探索在上漲中落後的細分市場，並可能受益於盈利前景的改善。

### 與上個月相比的變化

- **多元資產：**看好日本股市，對英國作出一些調整；黃金升級、石油降級。
- **固定收益：**對歐盟核心和升級的日本久期略持樂觀態度。
- **外匯：**看好英鎊。

整體風險情緒是由各種投資平台表達並在2024年7月17日舉行的環球投資委員會（GIC）共享的對風險資產（信貸、股票、大宗商品）的定性觀點。這反映了一個月內從一個環球投資委員會（GIC）到另一個環球投資委員會（GIC）的觀點。我們的立場可能會進行調整，以反映市場和經濟背景的變化。

ECB=歐洲央行、DM=發達市場、EM=新興市場、CB=央行、IG=投資級、HY=高收益。BTP=意大利國債、JGB=日本政府債券。有關其他定義，請參閱本文件的最後一頁。

## 三大熱點問題

1

### 英國和法國的政治情況將如何影響其經濟？

在工黨取得大勝正式執政後，英國可能會受益於政治穩定。不過，英國沒有任何重大的財政刺激空間，新政府似乎亦承認這一點。在公共服務緊張和生產力低下的情況下，我們可能會看到小規模的刺激措施。在法國，選舉結果公佈後，債券殖利率有所下降，但市場目前正在追蹤「懸浮議會」的表現。我們的近期增長和通貨膨脹預測保持不變。我們認為，由於該國面臨歐盟委員會規則下的中期財政整頓要求，因此大規模財政刺激需求的空間有限。

#### 投資影響

- 英國：由於估值低廉、防守策略的股票看好；看好英國國債和英鎊兌美元。

2

### 聯儲局和歐洲央行政策分歧背後的原因是什麼？

我們預期聯儲局和歐洲央行之間的分歧屬暫時性，反映出經濟增長和通貨緊縮步伐的邊際差異以及不同的經濟背景。儘管美國經濟增長將在短期內「減速」至潛在水平，但歐洲經濟正在「趨於」潛在增長。此外，歐洲的國內需求仍低於疫情前的趨勢。因此，由於政策利率仍然過度限制，歐洲央行有更大的動機大幅降息。不過，聯儲局最終會降息，因為如果通貨膨脹回到2%的目標，那麼聯儲局就沒有動力繼續限制利率。因此，美元的漲幅應該有限。

#### 投資影響

- 久期：對美國和歐盟核心久期持樂觀態度。
- 2024年第四季歐元兌美元目標為1.12。

3

### 您對中國和最近的「三中全會」有何看法？

中國的內需依然疲軟，但出口強勁。這對中國來說可能會變得棘手，因為美國是其主要出口目的地，亦是中國與之展開地緣政治競爭的國家。因此，中國有強烈的動機實現出口多元化，但要做到這一點並不容易。在國內方面，中國共產黨最近召開的「三中全會」重申了以現代化、可持續和優質發展為重點，並以高價值製造業和技術為重點。我們認為，政府不會重蹈先前大規模刺激政策的覆轍。相反，接受短期波動是可以的，這可能為更穩定的長期增長鋪路。

#### 投資影響

- 對中國股票和政府債券持中立態度。

經濟增長、勞動市場和消費等宏觀數據是影響央行降息決定的關鍵變數。這些方面的任何波動都可能影響政策決策的時機。

**MONICA DEFEND**  
東方匯理投資研究所  
所長



多元資產

作者

# 保持冒險但應分散投資

**FRANCESCO SANDRINI**  
多元資產策略部主管

**JOHN O'TOOLE**  
多元資產投資解決方案部  
主管

美國經濟活動疲軟反映在勞動市場再平衡和消費疲軟。這在美國財政赤字日益成為焦點之際發生。在歐洲方面，我們預計今年增長將恢復潛力，儘管可能存在一些脆弱性。這種複雜的環境要求對風險資產採取溫和積極的立場，但投資者應該分散風險。從結構角度來看，在赤字和地緣政治緊張時期，投資者亦應該考慮穩定投資組合的來源，例如黃金。

我們對股市持樂觀態度，並在日本小幅升級後，發達市場小幅上漲。日本正在見證公司治理的改善和可能支撐市場的潛在回購。我們對美國、歐洲小型股和英國亦持樂觀態度。但我們重新調整了對英國的看法，並轉向中小型股以作分散投資，以考慮到較佳的國內經濟環境、盈利增長潛力和有吸引力的估值。在新興市場方面，分歧使我們對印度和南韓等特定國家保持樂觀。

在債券方面，我們對久期整體持樂觀態度，但鑑於財政政策和多元化分散投資努力的風險，我們對美國的看法略有下降。這使我們對歐洲核心債券更加積極，因為我們認為市場並未完全消化歐洲央行降息的影響。我們亦繼續看好意大利BTP的價值，但相信日本債券可能面臨通貨膨脹和日本央行較不溫和的立場的壓力。

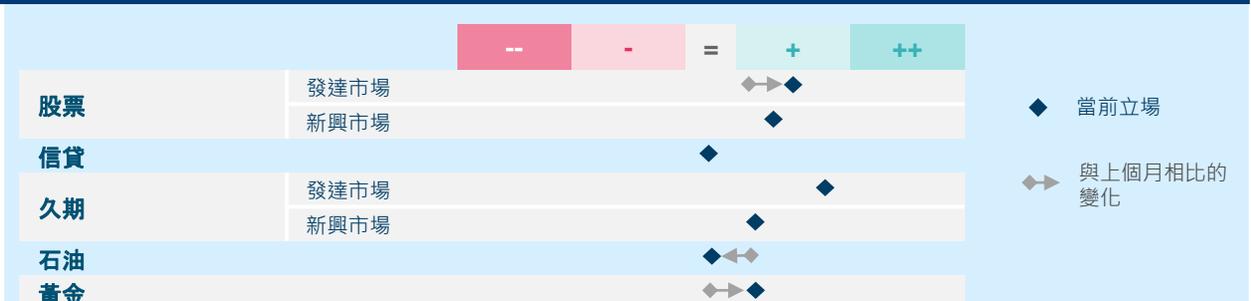
整體而言，新興市場債券繼續帶來機遇，但在墨西哥方面，辛鮑姆 (Claudia Sheinbaum) 獲得壓倒性勝利後，我們現在看到圍繞極端改革和權力集中的風險。我們正在密切關注各項政策。在發達國家信貸方面，歐盟投資級債券的基本面依然健康。

我們堅持認為美元是一個很好的分散投資工具，並且相對於部分G10國家外匯，我們近期看好美元。在大宗商品方面，鑑於石油輸出國組織計劃在第四季度提高產量和供應，我們認為石油價格不會大幅上漲。然而，由於地緣政治風險和央行需求的支持，我們對黃金持樂觀態度。

最後，我們認為，投資者應該考慮美國久期以及英美等發達市場股票特定領域投資組合帶來的保護。

*鑑於如果共和黨贏得選舉，美國財政支出過度的風險較小，我們調整了立場，看好歐盟的久期。*

## 東方匯理多元資產信念



資料來源：東方匯理。根據2024年7月17日舉行的環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的多元資產評估。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；BTP=意大利國債；BoJ=日本央行；JGB=日本政府債券；BoE=英倫銀行；NIRP=負利率政策；DM=發達市場；EM=新興市場。有關其他定義和貨幣縮寫，請參閱最後一頁。

固定收益

# 聯儲局對寬鬆政策信心增強

美國經濟放緩以及物價壓力下降預示著聯儲局即將轉向。同樣，歐洲的通貨膨脹正在下降，但核心通貨膨脹和服務通貨膨脹等一些組成部分仍然有點黏性。因此，儘管各國央行似乎正在降低政策利率，但通貨膨脹或經濟韌性的任何波動都可能意味央行將保持耐心。在財政方面，赤字是長期持有政府債務的溢價的重要決定因素。鑑於美國和歐洲的高赤字、地緣政治緊張局勢以及貿易關稅和障礙（這些都會導致通貨膨脹）的風險，我們認為積極的立場對於中期而言至關重要。發達市場和新興市場均有機會，且偏向特定的政府公債和企業信貸。

## 環球及歐洲固定收益

- 現在是對歐盟核心久期採取策略性積極態度的時候。我們可以靈活地調整這一立場，以考慮通貨膨脹波動性。我們對英國和損益平衡持樂觀態度。
- 就日本而言，我們在戰術上正走向中立，儘管從長遠來看我們保持謹慎。
- 在信貸方面，我們透過歐洲投資級債券尋求質量。但在高收益債券方面，我們主要透過消費和地產行業持謹慎態度，儘管BB級債務具有價值。

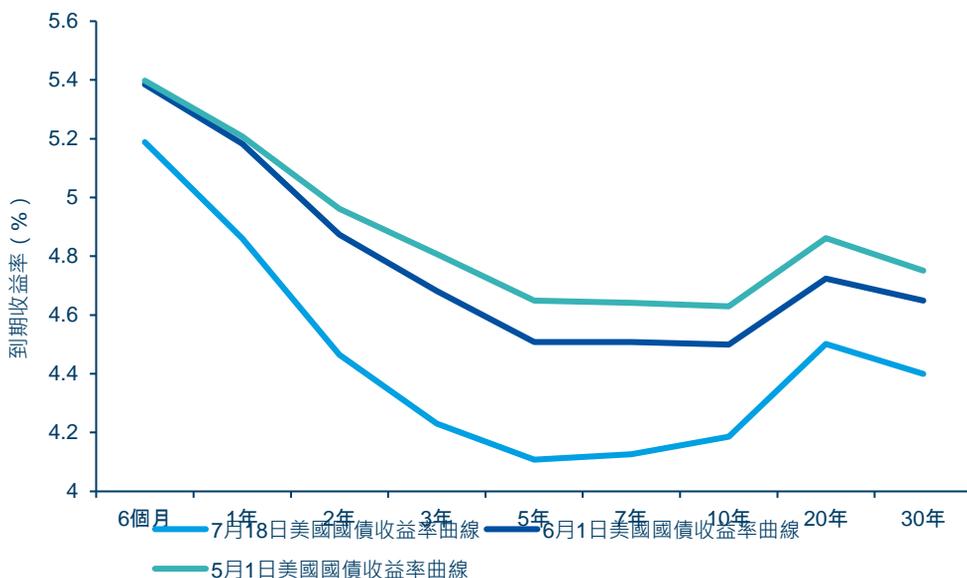
## 美國固定收益

- 由於擔心經濟軟著陸和潛在的質量問題，我們對美國國債和TIPS保持積極且主動的態度。
- 我們維持對殖利率曲線陡峭化的看法，我們認為曲線的短期和中期部分提供有吸引力的價值。
- 我們正在提高對企業信貸的質量偏見，我們較喜歡投資級債券而非高收益債券和金融類債券投資。
- 證券化信貸很有吸引力，但我們正在監察房地產市場行業。

## 新興市場債券

- 強勁的內需前景和聯儲局可能實施的寬鬆政策對新興市場債務有利。我們會小心選擇，較喜歡獨特的故事。
- 印度具有長期潛力，而在巴西，我們認為套利很有吸引力。但我們正在監測巴西的財政風險以及拉丁美洲國家如何平衡與美國和中國的關係。
- 我們亦看好高收益債券和低貝塔國家，如土耳其、埃及、烏茲別克。

### 通貨膨脹下降正在拉低國債曲線



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年7月18日。

作者

**AMAURY D'ORSAY**

固定收益部  
主管

**YERLAN SYZDYKOV**

新興市場部環球總監

**MARCO PIRONDINI**

美國  
投資管理部  
投資總監

股票

# 盈利韌性對於維持輪替至關重要

股市主要受到降息預期、政治和經濟勢頭的推動。由於通貨膨脹放緩、近期經濟數據好壞參半以及勞動力市場疲軟，預計聯儲局將降息，這支持了我們對經濟減速的看法。儘管如此，在降息預期和壞消息對市場有利的敘述所推動下，美國大盤股仍然強勁。然而，我們開始看到輪換的跡象。為繼續這種輪換，盈利季度將至關重要。大型股的盈利增長可能已經見頂，而此時其他市場的盈利應該會復甦。地緣政治亦可能影響科技股的情緒。這可能為美國價值股、歐洲、英國和新興市場股票帶來機會。

## 歐洲股票

- 由於估值有吸引力且資產負債表穩健，我們對必需消費品和醫療保健行業持樂觀態度。我們亦看好資本狀況強勁且盈利增長高於市場水平的銀行。
- 我們較之前看好與綠色轉型和人工智能相關的產業（電氣設備）。
- 沒有定價權的企業和競爭激烈的行業正在發出盈利預警。因此，我們保持對優質企業的偏見。

## 美股及環球股票

- 美國大型股估值大幅上升，但在六月消費者物價指數（CPI）公佈後，我們看到了一些變化的跡象。
- 我們對市值加權指數持謹慎態度，傾向採用等權重方法，重視能帶來永續收益的優質企業。
- 從長遠來看，我們關注財政赤字惡化和政府債務上升導致企業融資成本上升的壓力。

## 新興市場股票

- 新興市場企業的盈利可能會復甦，尤其是在下半年。儘管估值較高，但我們長期看好南韓和印度。
- 我們對巴西以及新聯合政府成立後的南非持略為樂觀的看法。
- 更廣泛地說，我們正在評估與美國之間的地緣政治緊張局勢（十一月大選後）可能如何影響中國股市和其他新興市場。

### 非大型股票的盈利增長可能有利於輪動



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，2024年7月18日。外部預測從2024年第二季開始。

作者

**BARRY GLAVIN**  
股權平台主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
新興市場部環球總監

**MARCO PIRONDINI**  
美國  
投資管理部  
投資總監

觀點

# 東方匯理資產類別觀點

## 本月焦點

- **歐盟核心債券**：隨著通貨膨脹下降和歐洲央行降息，現在是時候對核心政府債券逐漸採取積極態度，如果經濟環境惡化，這些政府債券亦應該會提供一些緩衝。
- **英鎊**：鑑於穩定的經濟前景可能會影響英國央行的利率決定，我們的態度略為樂觀。

## 股票和環球因素

| 地區          | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    | 環球因素 | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    |  |
|-------------|----------|----|---|---|---|----|------|----------|----|---|---|---|----|--|
|             |          | -- | - | = | + | ++ |      |          | -- | - | = | + | ++ |  |
| 美國          |          |    |   |   | ◆ |    | 增長   |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 歐洲          |          |    |   |   | ◆ |    | 價值   |          |    |   |   |   | ◆  |  |
| 日本          | ▲        |    |   |   | ◆ |    | 細價股  |          |    |   |   | ◆ |    |  |
| 新興市場        |          |    |   |   | ◆ |    | 優質   |          |    |   |   |   | ◆  |  |
| 中國          |          |    |   | ◆ |   |    | 低波動性 |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 新興市場 (中國除外) |          |    |   |   | ◆ |    | 動量   |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 印度          |          |    |   |   | ◆ |    | 高股息  |          |    |   | ◆ |   |    |  |

## 固定收益及外匯

| 政府債券       | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    | 信貸    | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    |  |
|------------|----------|----|---|---|---|----|-------|----------|----|---|---|---|----|--|
|            |          | -- | - | = | + | ++ |       |          | -- | - | = | + | ++ |  |
| 美國         |          |    |   |   | ◆ |    | 美國投資級 |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 歐洲核心       | ▲        |    |   |   | ◆ |    | 美國高收益 |          | ◆  |   |   |   |    |  |
| 歐洲外圍       |          |    |   | ◆ |   |    | 歐洲投資級 |          |    |   |   |   | ◆  |  |
| 英國         |          |    |   | ◆ |   |    | 歐洲高收益 |          |    | ◆ |   |   |    |  |
| 日本         | ▲        |    |   | ◆ |   |    |       |          |    |   |   |   |    |  |
| 新興市場債券     | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    | 外匯    | 與上月相比的變化 | 變化 |   |   |   |    |  |
|            |          | -- | - | = | + | ++ |       |          | -- | - | = | + | ++ |  |
| 中國政府債券     |          |    |   | ◆ |   |    | 美元    |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 印度政府債券     |          |    |   | ◆ |   |    | 歐元    |          |    | ◆ |   |   |    |  |
| 新興市場硬通貨債券  |          |    |   | ◆ |   |    | 英鎊    | ▲        |    |   | ◆ |   |    |  |
| 新興市場本地貨幣債券 |          |    |   | ◆ |   |    | 日圓    |          |    |   | ◆ |   |    |  |
| 新興市場公司債    |          |    |   | ◆ |   |    | 人民幣   |          |    | ◆ |   |   |    |  |

資料來源：2024年7月17日舉行的最近一次環球投資委員會會議上表達的觀點摘要。對歐洲投資者的相對觀點。觀點範圍從雙減號到雙正號，「=」表示中立立場。本材料代表在特定時間對市場的評估，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。外匯圖表顯示了環球投資委員會的絕對外匯觀點。

預測

## 宏觀經濟預測

| 宏觀經濟預測 · 截至2024年7月24日 |                  |      |      |                         |      |      |
|-----------------------|------------------|------|------|-------------------------|------|------|
| 全年平均值 (%)             | 實際國內生產總值同比增長 (%) |      |      | 通脹<br>(消費物價指數 · 按年 · %) |      |      |
|                       | 2023             | 2024 | 2025 | 2023                    | 2024 | 2025 |
| 發達國家                  | 1.6              | 1.5  | 1.5  | 4.7                     | 2.8  | 2.3  |
| 美國                    | 2.5              | 2.3  | 1.7  | 4.1                     | 3.3  | 2.5  |
| 歐元區                   | 0.6              | 0.8  | 1.2  | 5.4                     | 2.4  | 2.2  |
| 德國                    | 0.0              | 0.2  | 1.0  | 6.1                     | 2.4  | 2.3  |
| 法國                    | 0.9              | 0.9  | 1.3  | 5.7                     | 2.5  | 2.1  |
| 意大利                   | 1.0              | 0.8  | 0.9  | 5.9                     | 1.4  | 2.2  |
| 西班牙                   | 2.5              | 2.1  | 1.6  | 3.4                     | 3.2  | 2.2  |
| 英國                    | 0.1              | 0.8  | 1.3  | 7.5                     | 2.4  | 2.1  |
| 日本                    | 1.9              | 0.6  | 1.4  | 3.3                     | 2.4  | 2.0  |
| 新興市場                  | 4.3              | 4.2  | 4.0  | 5.8                     | 5.4  | 4.0  |
| 中國                    | 5.2              | 4.8  | 3.7  | 0.2                     | 0.4  | 0.5  |
| 印度                    | 7.8              | 6.6  | 6.1  | 5.7                     | 4.8  | 5.8  |
| 印尼                    | 5.0              | 5.1  | 4.9  | 3.7                     | 2.8  | 3.2  |
| 巴西                    | 2.9              | 2.0  | 2.3  | 4.6                     | 4.3  | 3.5  |
| 墨西哥                   | 3.2              | 1.8  | 1.5  | 5.6                     | 4.5  | 3.8  |
| 俄羅斯                   | 3.6              | 3.0  | 1.5  | 6.0                     | 7.3  | 5.7  |
| 南非                    | 0.7              | 0.8  | 1.4  | 5.9                     | 5.2  | 4.6  |
| 土耳其                   | 4.5              | 4.5  | 2.5  | 53.4                    | 59.0 | 28.9 |
| 世界                    | 3.2              | 3.1  | 3.0  | 5.3                     | 4.4  | 3.4  |

| 央行官方利率預測 |            |                  |                  |                  |                  |
|----------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|          | 2024年7月24日 | 東方匯理<br>2024年第四季 | 市場共識<br>2024年第四季 | 東方匯理<br>2025年第二季 | 市場共識<br>2025年第二季 |
| 美國*      | 5.50       | 5.00             | 5.35             | 4.25             | 4.75             |
| 歐元區**    | 3.75       | 3.00             | 3.70             | 2.50             | 3.15             |
| 英國       | 5.25       | 4.25             | 5.14             | 3.75             | 4.65             |
| 日本       | 0.10       | 0.10             | 0.25             | 0.50             | 0.50             |
| 中國***    | 3.35       | 3.15             | 3.25             | 2.85             | 3.25             |
| 印度****   | 6.50       | 6.25             | 6.20             | 6.00             | 5.95             |
| 巴西       | 10.50      | 10.50            | 10.25            | 10.00            | 9.50             |
| 俄羅斯      | 16.00      | 16.00            | 16.15            | 14.00            | 13.65            |

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2024年7月24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。「2024年第四季」表示截至2024年十二月底的數字；「2025年第二季」表示截至2025年六月底的數字。

預測

## 金融市場預測

### 債券孳息

#### 兩年期債券孳息預測 (%)

|    | 2024年7月24日 | 東方匯理<br>2024年第四季 | 遠期<br>2024年第四季 | 東方匯理<br>2025年第二季 | 遠期<br>2025年第二季 |
|----|------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| 美國 | 4.38       | 3.90-4.10        | 4.30           | 3.60-3.80        | 4.11           |
| 德國 | 2.65       | 2.30-2.50        | 2.60           | 2.10-2.30        | 2.38           |
| 英國 | 3.93       | 3.70-3.90        | 3.80           | 3.60-3.80        | 3.87           |
| 日本 | 0.35       | 0.30-0.50        | 0.50           | 0.40-0.60        | 0.52           |

#### 十年期債券孳息預測 (%)

|    | 2024年7月24日 | 東方匯理<br>2024年第四季 | 遠期<br>2024年第四季 | 東方匯理<br>2025年第二季 | 遠期<br>2025年第二季 |
|----|------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
| 美國 | 4.22       | 3.90-4.10        | 4.30           | 3.90-4.10        | 4.28           |
| 德國 | 2.44       | 2.20-2.40        | 2.50           | 2.20-2.40        | 2.53           |
| 英國 | 4.14       | 3.80-4.00        | 4.10           | 3.70-3.90        | 4.19           |
| 日本 | 1.06       | 1.10-1.30        | 1.20           | 1.20-1.40        | 1.32           |

### 匯率

|         | 2024年7月24日 | 東方匯理<br>2024年第四季 | 市場共識<br>2024年第四季 | 東方匯理<br>2025年第二季 | 市場共識<br>2025年第二季 |
|---------|------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 歐元兌美元   | 1.08       | 1.12             | 1.08             | 1.13             | 1.10             |
| 歐元兌日圓   | 167        | 167              | 165              | 159              | 162              |
| 歐元兌英鎊   | 0.84       | 0.86             | 0.85             | 0.86             | 0.85             |
| 歐元兌瑞士法郎 | 0.96       | 1.03             | 0.98             | 1.04             | 1.00             |
| 歐元兌挪威克朗 | 11.96      | 11.62            | 11.28            | 11.35            | 11.00            |
| 歐元兌瑞典克朗 | 11.68      | 11.60            | 11.30            | 11.52            | 11.00            |
| 美元兌日圓   | 154        | 150              | 153              | 140              | 147              |
| 澳元兌美元   | 0.66       | 0.69             | 0.68             | 0.71             | 0.69             |
| 紐元兌美元   | 0.59       | 0.61             | 0.62             | 0.63             | 0.63             |
| 美元兌人民幣  | 7.26       | 7.30             | 7.25             | 7.20             | 7.18             |

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2024年7月24日。「2024年第四季」表示截至2024年十二月底的數字；「2025年第二季」表示截至2025年六月底的數字。

## 東方匯理投資研究所\*撰文者

**SERGIO BERTONCINI**

固定收益高級策略師

**POL CARULLA**

投資洞察與客戶部專家

**UJJWAL DHINGRA**

投資洞察與客戶部專家

**SILVIA DI SILVIO**

多元資產宏觀策略師

**PATRYK DROZDIK**

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

**SOSI VARTANESYAN**

資深主權分析師

## 主編

**MONICA DEFEND**

東方匯理投資研究所所長

**VINCENT MORTIER**

集團投資總監

**MATTEO GERMANO**

集團副投資總監

## 編輯

**CLAUDIA BERTINO**

東方匯理投資研究所\*

東方匯理投資洞察及出版部主管

LAURA FIOROT

東方匯理投資研究所\*

投資洞察與客戶部主管

## 設計和數據視覺化

**CHIARA BENETTI**

東方匯理投資研究所\*

數碼藝術總監兼策略設計師

**VINCENT FLASSEUR**

東方匯理投資研究所\*

圖像及數據視覺化經理

## 常務副編輯

**GIANLUCA GALLARATE**

東方匯理投資研究所\*

投資洞察與出版部

**FRANCESCA PANELLI**

東方匯理投資研究所\*

投資洞察與客戶部專家

\*東方匯理投資研究所

## 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，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2024年7月25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：2024年7月26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GP04000036；總部地址：90-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

照片提供：©iStock/Getty Images Plus – GibsonPictures。

# 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。

## 了解最新動態：



- 地緣政治
- 經濟與市場
- 投資組合策略
- ESG見解
- 資本市場假設
- 多元資產研究
- 實物投資與另類投資

造訪我們的研究中心

追蹤本行動態：



**Amundi**  
Investment Solutions

Trust must be earned