

Institute



4月
2023年

資產縱橫

投資策略

本月主題

金融穩定問題使天平向美國經濟衰退傾斜

環球投資觀點

脆弱市場的危機記憶重現

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND

東方匯理研究所所長



「我們正走向更加不確定的經濟背景, 央行行動的可見度降低。美國經濟衰退即將來臨。」



Vincent MORTIER

集團投資總監

「我們確認謹慎的立場; 由於在過度負債的世界之中利率上升, 脆弱性正在增加。」



Matteo GERMANO

集團副投資總監

「銀行業拖累市場下跌, 但歐洲銀行業表現穩健。」



2023年4月

目錄



本月主題

頁4

金融穩定問題使天平向美國經濟衰退傾斜



環球投資觀點

頁6

投資總監的觀點

頁7

脆弱市場的危機記憶重現

三大熱點問題

頁9

資產類別觀點

頁10

宏觀經濟及金融市場預測

頁14



金融穩定問題使天平向美國經濟衰退傾斜

關鍵要點： 部分銀行業最近承受的壓力將提高融資成本並減少對眾多部門的貸款。現在，我們預計美國經濟將在2023年萎縮1.1%，原因是國內需求萎縮。在通脹居高不下的情況下，歐元區增長應該會停滯不前。



Mahmood PRADHAN
東方匯理研究所環球宏觀經濟部主管

美國大部分銀行業最近承受的壓力很大。這增加了融資成本和盈利能力的壓力，原因是貨幣緊縮有紀錄以來最快，加上長期的反向收益率曲線。這些壓力將限制眾多銀行的放貸能力，並將對前景產生重大影響。因此，我們正在修訂我們對美國的預測。我們現在預計2023年經濟衰退將持續更長時間，而不是溫和疲軟。

中小型銀行佔美國貸款的很大比例（約佔商業房地產、住宅房地產和消費貸款的40-60%）。這些銀行承受着存款外流和資產組合損失的壓力。其放貸能力將受到反向收益率曲線的限制，貨幣市場基金和短期美國國債利率較高的競爭，以及低收益遺留資產的損失和更高的資本成本。

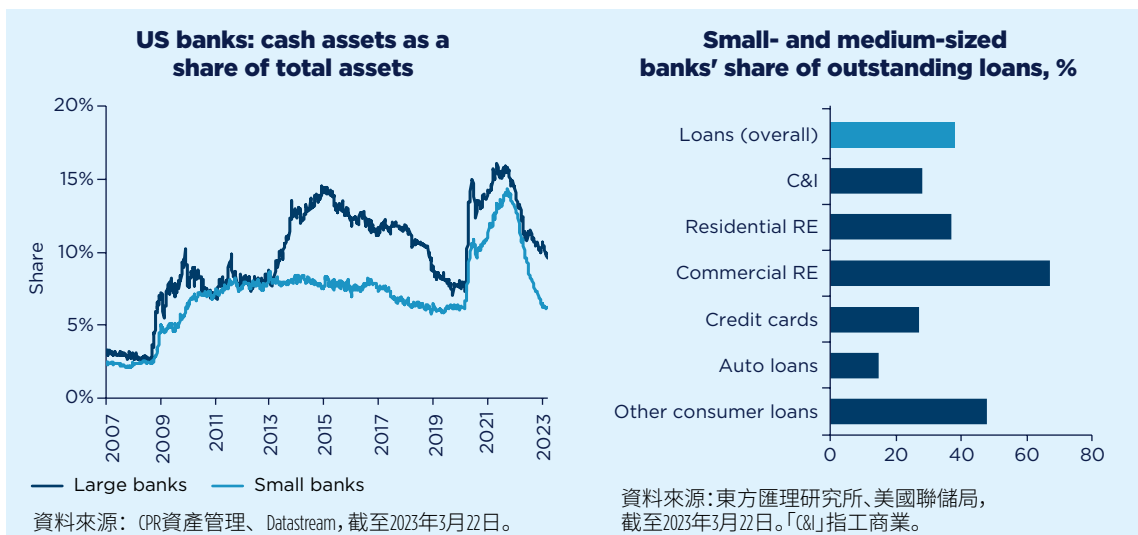
這種影響將持續遠遠超過目前為穩定銀行業而實施的政策反應。雖然政策制定者可以透過擴大存款保險來降低銀行擠兌的風險，但無法降低融資成本或限制資產損失。同樣，央行的流動性供應將減輕這些銀行出售資產的壓力，但無助於降低其融資成本。

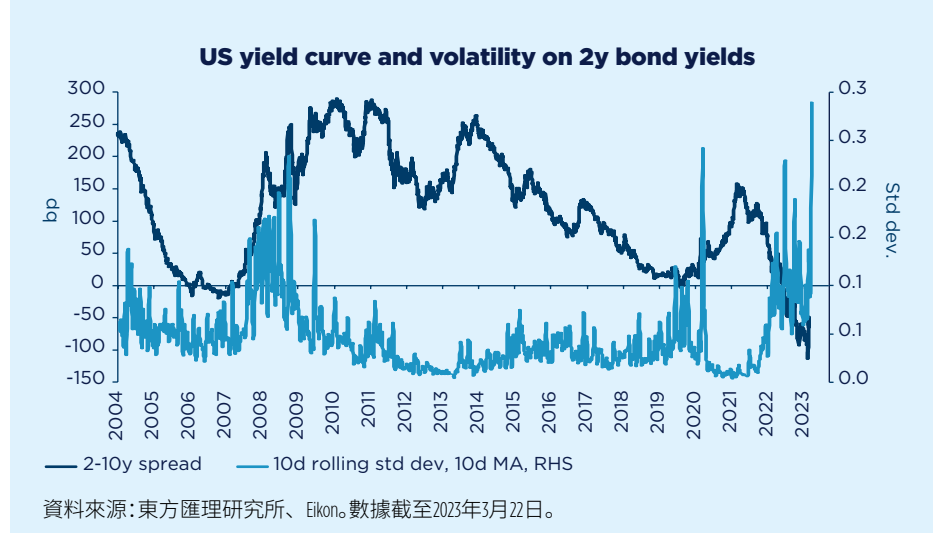


Annalisa USARDI—CFA
東方匯理研究所高級經濟師

承受壓力的銀行導致市場利率出現前所未有的波動，並導致市場對政策利率的預期，最近的波動率高於環球金融危機期間或新冠疫情封城措施開始時的波動率。這種動蕩的環境對於穩定銀行的市場融資來說並非好兆頭。這還將使銀行在放貸時更加保守。因此，我們認為這是由於信貸供應的結構性下降、美國經濟大部分行業的信貸成本上升，加上受到貨幣緊縮的持續影響。

隨着銀行貸款收緊帶來額外的緊縮政策，政策利率將取決於經濟活動放緩的程度，但我們維持美國聯儲局政策利率將在5.25%見頂的觀點。





貨幣緊縮的類似影響——存款利率壓力和資產組合估值損失——正在影響歐洲銀行，儘管我們看不到歐洲銀行業出現因監管薄弱和風險管理不當而已經對一些美國小型銀行造成影響的極端壓力。

預測修訂

信貸供應減少和信貸價格上漲將減少消費者支出和資本支出，並將限制企業增長和招聘，加劇美國和歐元區本已疲軟的國內需求。

在美國方面，我們曾預計今年下半年經濟至少會收縮四分之一，但這次新的信貸衝擊是一個更大的挫折，將進一步惡化經濟中大部分行業的融資環境。尤其是，佔就業人數超過45%（超過6000萬工人）的小企業將面臨嚴峻的融資壓力。

我們預計連鎖反應將緩解勞動力市場的壓力並削弱消費支出，而消費支出迄今一直非常有彈性。**這意味着第二季度和第三季度將出現更明顯的收縮，並在2023年出現經濟衰退。**

所以，**我們已將2023年第四季度同比增長0.2%的預測轉變為收縮1.1%**。在主要組成部分中，我們預計實際個人消費支出將收縮至少兩個季度，住宅和非住宅投資均下降，儲蓄增加。勞動力市場壓力應該會開始緩解，並且隨時間流逝，成本推動的通脹壓力會減輕。

儘管國內需求惡化，但核心通脹今年仍然很棘手，遠高於美國聯儲局的目標，不過按順序應該比以前更快地正常化，並在2024年底前接近目標。

在歐元區，2022年第四季度的消費和投資支出都非常疲軟，我們甚至在當前的金融穩定問題出現之前就預計2023年會出現疲軟。**現在，這種額外的不利因素意味着銀行面臨更高的融資成本和資產負債表限制。**由於歐洲信貸總量一半以上由銀行提供，這削弱了今年下半年經濟復甦的前景。中國經濟重新開放將提供部分抵消，但我們認為這不足以抵消美國經濟前景疲軟的影響。**我們認為歐洲的上行空間有限，經濟增長將繼續停滯，通脹居高不下。**

「對於美國，我們已將2023年第四季度同比增長0.2%的預測轉變為收縮1.1%。」



環球投資觀點



脆弱市場的危機記憶重現



Vincent MORTIER
集團投資總監

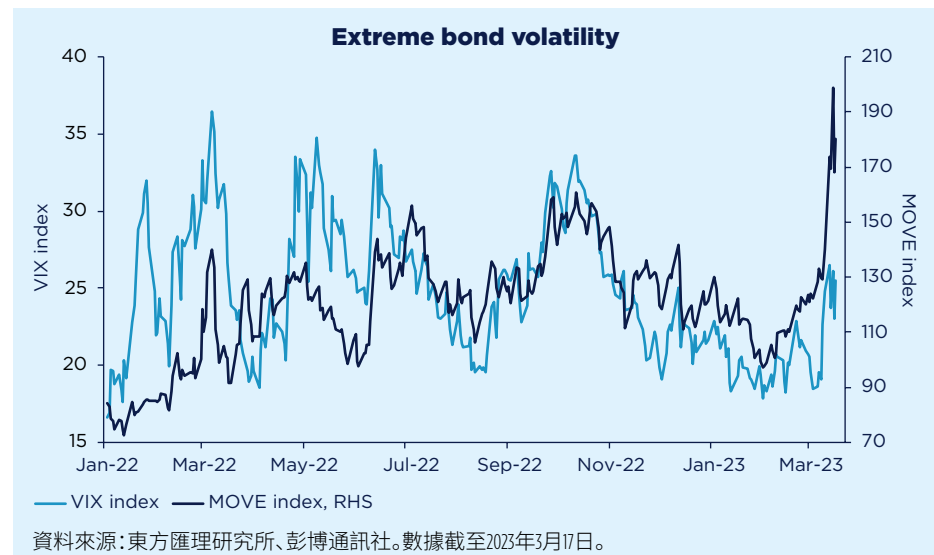


Matteo GERMANO
集團副投資總監

在今年開局時自滿之後，3月為市場敲響了警鐘。導火線是美國矽谷銀行和其他美國地區銀行倒閉，其次是歐洲的瑞士信貸銀行。在美國和歐洲方面，核心收益率的重新定價和市場對央行行動的預期發生了巨大變化。債券波動率達到自環球金融危機以來的最高水平，而股票波動率亦飆升，然而幅度較小。

展望未來，我們認為投資者應考慮以下因素：

- **對系統性風險的擔憂。** 我們不認為我們會面臨系統性危機，因為與2008年相比，美國和歐洲的銀行狀況要好得多，監管亦更加嚴格。重要的是，歐洲監管機構確認不打算改變信貸等級（瑞士情況較為特殊）應能為市場提供支持。
- **壓力條件下的經濟增長。** 近期的事件意味着經濟的着陸可能比之前預期的更難。信貸緊縮將影響經濟增長，並決定經濟衰退的嚴重程度。儘管中國經濟重新開放對全世界均有所幫助，但不足以抵消美國經濟衰退的影響。
- **通脹持續時央行的行動。** 各國央行迅速採取行動穩定市場表明各國央行正在認真對待這場動盪，同時繼續關注通貨膨脹。各國央行現在將更加依賴數據，很少或根本沒有政策指導。反過來，由於通脹仍高於目標，這將使債券波動性保持在高位。
- **對新興市場的影響。** 新興市場世界已受到上述波動的影響，但新興市場相對於發達市場的增長優勢應該會持續存在。在更為脆弱的市場環境中，慎選將是關鍵。



「我們正走向更加不確定的經濟背景，央行行動的可見度降低。這就要求對風險資產採取審慎的態度。」

鑑於這種風險越來越大的環境，我們確認我們的謹慎立場，具體如下：

- 從跨資產的角度來看，為加強保障措施，在近期收益率下行重新定價之前，我們已經提高了對美國久期債券的樂觀立場。我們對高收益信貸越來越謹慎。在風險資產方面，我們在股票方面持防守態度，我們仍然偏好中國。我們繼續看好股票和信貸領域的優質公司。我們還認為投資者應該加強對美國股票的對沖，並透過黃金保持多元化。在石油方面，鑑於經濟增長放緩，我們在戰術上保持中立。
- 在固定收益方面，利率市場的走勢一直非常強勁，最初由粘性通脹數據推動，然後是銀行業動盪後避險資產的推動。就我們而言，我們保持主動，對美國固定收益的久期保持中立至樂觀的偏見，而我們對歐洲的久期持略微防守的態度。在信貸方面，我們專注於優質的名字，避免在歐盟和美國的高槓桿業務，同時我們對高收益債券保持謹慎。整體而言，我們認為歐洲銀行體系穩健，當前的重新定價可能會為資本狀況和治理標準穩健的企業提供機會。
- 在股票方面，我們很長一段時間以來一直持謹慎態度，因為我們對過高的估值感到不安。美國和歐洲最近的波動部分是市場自滿的結果。我們認為，投資者應着眼於從迄今為止週期性板塊等細分市場的強勁表現中獲益，並且現在應該考慮探索估值具有吸引力和盈利潛力強勁的防禦性領域。另一方面，由於通脹仍高於央行目標，我們看好能提高投資者收入的派息股票。最後，這場動盪再次印證了我們對質素的立場，對價值傾斜和偏好非美國銀行，並具有高度選擇焦點。
- 避險情緒主要影響近期表現良好的硬通貨債務中的新興市場，但本幣債務看起來具有彈性。由於新興市場與發達市場的經濟增長差異和疲軟的美元對新興市場起到積極作用，我們正在優先考慮選擇。在本幣債務方面，我們喜歡墨西哥、哥倫比亞、南非和印度。我們亦喜歡泰國等國家，其加息週期已接近尾聲。在股票方面，我們看好中國，但下調了對巴西的偏好。另一方面，精選拉丁美洲外匯（如：墨西哥比索）能提供有吸引力的利差。

Overall risk sentiment

Risk off

Risk on



Strengthen portfolio protection and stay diversified as inflation, growth and earnings concerns remain, with additional stability risks now to be considered.

與上個月相比的變化

- 跨資產：對信貸持防守態度，對美國國債較為樂觀，並在核心歐洲曲線之外尋找機會。
- 在固定收益方面，我們現在整體上對長期美國債券持中立態度。
- 新興市場本幣債務的戰術機會和精選新興市場外匯。

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. 您對歐洲銀行業有何看法？

我們預計淨息差將低於之前的預期，並且由於近期動盪後信環境收緊，交易量將減少。這將對歐洲整體收益增長產生影響，因為銀行預計將成為歐洲中短期每股盈利收益的頭號驅動因素。歐洲銀行的盈利增長仍將是正面，只是低於之前的預期。在歐洲銀行強勁的流動性狀況和資本狀況下，對信貸緊縮的擔憂似乎過度。

投資後果

- 整體而言，對歐洲股票謹慎。
- 注重質素。

2. 您如何看待中國機構改革和政府改組？

國家主席習近平的機構改革強化權力集中，同時設立全新直屬黨的「超級部委」，負責監管金融和科技。這些改革還旨在增加國防開支和加強國土安全，反映出當局對地區不穩定和國內動盪的擔憂日益加劇。在經濟方面，經濟增長仍可能意外上行，尤其是在地產領域，而長期議程旨在穩定債務與GDP的比率。

投資後果

- 整體對股市持謹慎態度，看好中國大陸和香港。
- 對高收益債券採防守態度，但對投資級債券持樂觀態度，尤其是短期債券。

3. 您對第四季度報告季度的最終看法是什麼？

在第四季度報告季中，美國的每股盈利結果喜憂參半，而歐洲的業績好於預期。標準普爾500指數每股盈利自2020年以來首次出現負值。到目前為止，第四季度業績——約96%企業已匯報業績——從第三季度的+4.4%指向-3.2%，這主要是由於利潤率被下調。Stoxx 600指數盈利收益大幅下滑，但降幅低於預期，仍保持強勁，為+16.9%，低於第三季度的+33.1%。

投資後果

- 對美國股市的防守立場得到確認。
- 偏好價值股、優質股和高股息投資風格。

「我們正在走向更加不確定的經濟背景，央行行動的可見度降低。美國經濟衰退即將來臨。」



Monica DEFEND
東方匯理研究所所長

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	-/=		由於市場在高通脹和高利率的情況下消化了第四季度盈利質素不佳的情況，估值必然會受到影響。區域銀行倒閉導致的下跌表明市場忽視了值得關注的風險。我們保持謹慎，但喜歡向股東提供回報的企業。
	美國價值	+		在收益率溫和上升的情況下，我們更看好價值股，但仍關注優質股和盈利收益，以及能夠超越週期的差異化業務。我們對銀行小心選擇。
	美國經濟增長	--		儘管大型科技股和大盤股的財報季度令人失望，但其估值仍然過高。我們避免受利率上升影響較大的無利可圖業務。
	歐洲	-/=		圍繞經濟衰退、通脹和盈利的不確定性讓我們保持謹慎，儘管我們看到週期性行業近期的盈利出現一些積極的驚喜。在銀行方面，我們更看好資本狀況和流動性比率強勁的企業。當前的波動甚至可能為具有強大長期潛力的名字打開切入點。整體而言，我們喜歡優質股、價值股。
	日本	-/=		日本央行擴大債券收益率區間和市場對收益曲線控制(YCC)的預期可能會影響日圓走勢，使我們對日本股市略微謹慎。我們將繼續監測收益以及環球增長放緩對以出口為導向的日本市場的影響。
	中國	+		我們看好非必需消費品等行業，因為新冠疫情封城措施帶來的反彈在硬數據中亦很明顯。但我們對地緣政治風險(美國、俄羅斯)和財政政策框架的演變保持選擇性和警惕。
	新興市場(中國除外)	=		盈利動態整體上利好，但巴西的政治環境(溫和積極)以及印度和馬來西亞的估值等特定國家/地區的因素使我們保持選擇性。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		美國聯儲局在利率方面的工作因金融穩定問題而變得複雜，此外還有促進增長和抑制通脹的艱難平衡任務。我們認為央行將保持其緊縮軌跡，但會變得不那麼激進。因此，我們對久期持樂觀態度，但由於形勢不穩定，我們仍然非常積極。
	美國投資級公司債券	=/+		利差並未完全考慮到收益率波動和消費壓力，這最終將影響企業現金流。我們略微樂觀，但看好高利差和能夠承受盈利壓力的企業。
	美國高收益公司債券	-		經濟增長放緩、違約前景惡化以及企業面臨更高的成本壓力使我們保持謹慎。我們密切關注實際利率和金融穩定性對利差的影響。
	歐洲政府債券	-/=		歐洲央行似乎決心對抗通脹，導致我們在久期上略微持守勢。然而，我們會根據歐洲央行言論和收益率走勢的任何變化靈活調整這一立場。我們對外圍債務保持警惕。
	歐洲投資級公司債券	=		與歷史相比，槓桿率保持穩定，但歐洲緊縮的貨幣政策框架和潛在的地緣政治風險使我們持接近中立的態度。我們正在監控穩定性風險以及經濟減速如何影響企業的現金流和流動性需求。
	歐洲高收益公司債券	-		隨着內部流動性緩沖減少，高收益企業可能會在盈利疲軟、利息成本上升和違約前景惡化時提高槓桿率。因此，我們保持謹慎並注意可能引發任何價差波動的因素。
	中國政府債券	=		我們正在監測政府的財政和貨幣政策，以及這些政策如何共同影響中國的收益率。目前，我們持中立態度，認為中國政府債券具有多元化優勢。
	新興市場債券(硬通貨)	=/+		在環球增長疲軟的環境下，新興市場債務提供有吸引力的利差，即使利差壓縮可能受限於當前水平。我們特別關注土耳其和尼日利亞的政治事件，對土耳其持謹慎樂觀態度。
	新興市場債券(當地貨幣)	=/+		我們對新興市場久期和外匯持樂觀態度，但仍非常小心選擇，因為中期的方向確定性仍然有限。然而，我們相信墨西哥和泰國存在機遇，並且在戰術上看好哥倫比亞、南非和印度。
其他	大宗商品			對經濟增長的擔憂打壓油價，影響了近期前景。然而，石油輸出國組織成員國與產油國盟友(OPEC+)和美國生產商的生產紀律以及中國需求的激增導致我們將12個月布蘭特原油價格目標維持在每桶100美元。我們亦將12個月黃金價格目標維持在每盎司2000美元。
	外匯			由於預期美元走軟，我們降低了對英鎊兌美元的謹慎態度。我們亦確認對歐元兌美元匯價為1.15的12個月目標。隨着市場情緒改善，部分新興市場外匯提供了在拉丁美洲和亞洲發揮優勢的機會。



資料來源：東方匯理截至2023年3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。

加強保障

我們呼籲保持防守態度，不要被年初以來風險資產的反彈沖昏頭腦，這一點已被近期的市場壓力所證實。雖然估值過高是造成壓力的原因之一，但經濟、盈利收益和蔓延擔憂亦是原因，而且這些憂慮仍然存在。此外，圍繞地緣政治緊張局勢的不確定性亦在增加。不斷變化的生態政治環境要求對風險資產採取防守態度，並強調需要加強投資組合保護。與此同時，投資者應探索跨地區的收益率曲線，例如核心歐洲以外的地區，並透過黃金等資產保持多元化。

高信念投資意念

企業利潤率疲軟、估值昂貴以及大型養老基金可能從股票中撤出的潛在再平衡，讓我們對發達市場股票持謹慎態度。我們預計市場將繼續受制於美國和歐洲終端利率預期的調整。在美國方面，由於波動性較高，我們取消了對小型股的相對偏好。相比之下，由於經濟前景改善、相對估值低廉以及資金流入增加的空間，我們對中國保持正面看法。

在固定收益方面，我們略微提高對美國國債的樂觀態度，在較高的經濟衰退風險和金融穩定擔憂的推動下，這應該會從避險中獲益。在這種風險環境下，國債的多元化收益又回來。我們在各個地區保持活躍主動，在瑞典和加拿大曲線中尋找機會。我們亦對十年期意大利政府債券 (BTP) 與德國國債 (Bund) 之間的利差持溫和樂觀態度，但由於我們預計日本央行可能會放棄對收益率曲線的控制，因此對日本政府債券持謹慎態度。

由於財務狀況可能惡化，我們認為當前的企業信貸估值不合理。

我們對歐洲高收益債券持越來越謹慎的態度，因為我們看到有跡象表明高收益債券未來的整體環境會惡化。儘管信貸供應受到市場歡迎，但一些獲利回吐正在出現。因此，信貸市場的流動現在對未來利差的支持將減弱，在最近發生的事件之後更是如此。

在外匯方面，美元是我們外匯策略的主要驅動力。我們認為匯價應該會逐漸走弱，因此我們不再看空英鎊兌美元，但這更多是因為美元而不是英鎊的任何強勢。我們上調澳元兌美元的目標，並保持看好歐元兌美元。在新興市場，鑑於有吸引力的利差，我們現在看好墨西哥比索兌歐元。該貨幣應受益於近岸化（靠近美國）和穩健貨幣政策框架的結構性影響。在新興市場的其他地方，我們亦看好巴西雷亞爾兌美元和南非蘭特兌美元。

風險與對沖

圍繞經濟增長的隱約風險和居高不下的通脹突顯了黃金作為安全資產的重要性。另一方面，由於收緊貸款標準可能影響整體消費，並可能影響石油，我們看到美國和歐洲需求減弱的一些風險。因此，我們目前對石油持戰術上中立的態度，但會繼續關注這一立場。最後，我們看到了加強金融對沖（尤其是美國股票）和維持信貸保護的空間。



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管

「市場走勢強化了我們對久期的看法以及我們謹慎、多元化的立場。在這個低增長和穩定風險階段，投資者現在應該加強對沖。」

東方匯理資產縱橫信念

	---	--	-	=	+	++	+++
股票			■				
信貸和新興市場債券				■ ←			
久期					→ ■		
石油				■ ←			
黃金					■		

■ 當前立場 ●→ 與上月相比的變化



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；BTP=意大利政府債券。

探索優質股的韌性



Kasper ELMGREEN
股票部主管



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

整體評估

美國一些地區性銀行的倒閉和歐洲的壓力，以及由此產生的波動，引發了對市場繁榮可持續性的質疑。儘管我們一直持謹慎態度，但最近發生的事件促使我們根據基本面重新評估我們的觀點。儘管受到能源價格下跌的支撐，但由於通脹繼續對企業／個人造成無形徵稅，消費背景仍然疲軟。因此，投資者應關注在優質股和價值股領域擁有強大資產負債表的企業。在這些領域，我們着眼於具有營運效率的企業的盈利潛力。**低週期部分存在機會，投資者應以警惕的態度探索中國等與發達市場相關性有限的國家。**

歐洲股票

儘管基本面正在惡化，但我們認為第四季度的財報季略勝於預期，但現在開始斷定情況改善還為時過早。**投資者不應被波動所淹沒，而應優先考慮估值並保持平衡，看好市場的優質和價值投資領域。**這亦可能是在關鍵信念中輪換的時候。**例如，我們看好資本充足的核心歐洲零售銀行。**在槓鈴式方法中，我們探索優質的週期性企業和防守型股票，例如必需品和醫療保健行業的股票。但在一些估值過高的週期性領域（消費、工業），投資者應保持謹慎。話雖如此，鑑於高利率對其淨息差的有利影響，我們繼續看好優質零售銀行。

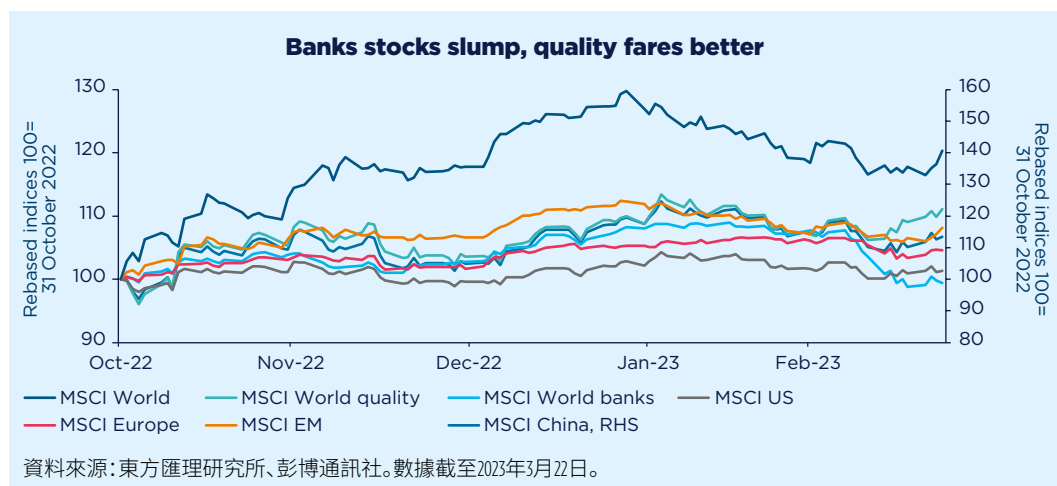
美國股票

我們認為，鑑於通脹背景、利率上升預期和軟數據疲弱，目前的估值並不合理。在最新的第四季度業績中，我們注意到盈利增長低於上一季度，企業的前瞻性指引疲軟。**因此，我們評估企業的盈利質量，以了解利潤的增長是否是商業模式實力的結果，因此是否可重複實現。**在此，我們看好營運效率較高的企業和有潛力為股東帶來回報的企業。我們尤其看好銀行和能源等行業的優質股、價值股，但避免無利可圖的增長股和超大市值大盤股。此外，資本貨物和能源領域的一些精選名字應該能夠超越其行業。然而，非必需消費品的估值昂貴，該行業將受到持續工資壓力的影響。醫療設備和服務以及生命科學工具行業中相對防禦性的名字亦具有吸引力。

新興市場股票

新興市場正顯示出地緣政治/國內政治風險，但我們看到了由中國經濟復甦、估值具有吸引力和盈利改善所引領的精選機會。例如，我們看好中國和巴西。對於後者，雖然我們不如以前那麼樂觀，但我們預計未來政府會採取更加有利於市場的立場。我們看好非必需消費品，但對醫療保健持負面看法。相對而言，能源優於材料，價值股優於增長股。

「投資者應避免投資昂貴的企業，並考慮轉向資產負債表強勁的優質企業。」



政府債券重新成為投資組合多元化工具

整體評估

美國和歐洲的收益率大幅波動，以及市場對最終利率預期的重新定價，都是波動加劇和金融狀況收緊的結果。儘管央行和監管機構迅速向市場提供流動性支持，但由於高通脹和穩定性問題依然存在，其任務尚未完成。因此，兩者必須保持這種微妙的平衡以維持其信譽。**這意味着投資者應積極探索債券，尤其是美國政府債券，以便在市場金融狀況和經濟貸款標準收緊之際為其投資組合提供一定的穩定性。**投資組合中還應包括通脹保護資產，並探索信貸和新興市場債務的精選機會，重點是質量。

環球及歐洲固定收益

高通脹導致我們略為對歐洲和日本的整體久期持謹慎態度，但在最近對金融穩定和經濟增長的擔憂之後，我們現在對美國持中立態度。然而，我們在此保持靈活性。在收支平衡方面，我們現在透過意大利政府債券 (BTP) 對歐洲持樂觀態度，但認為美國二年期損益平衡債券現在很昂貴。對於風險資產，市場並未充分認識到工資增長壓力等問題，這可能會影響收益並最終導致信貸指標惡化。雖然我們對信貸略為樂觀，惟我們對高收益債券持謹慎態度，但看好歐洲投資級債券。投資級債券的企業資產負債表強勁，槓桿率低，我們主要看到固定利率貸款。在行業層面，我們承認銀行的波動性，但相信重新定價可能會為資本狀況良好的金融機構帶來機會。此外，我們喜歡我們可以參與並改善其環境、社會、治理 (ESG) 表現的綠色債券發行商。

美國固定收益

在美國聯儲局努力應對抑制通脹的艱鉅任務之際，當局亦面臨信譽問題。在這種環境下，我們對久期持略有樂觀態度，但仍保持主動。**信貸利差風險已經增加，特別是對於較弱的高槓桿部分。**儘管利差全面擴大，但市場仍未完全解釋經濟放緩的原因。因此，投資者應考慮利用反彈來鎖定表現。整體而言，相對於非金融類股 (如：工業股)，我們看好金融類股；我們看好投資級債券而非高收益債券；我們亦看好具有穩健資本緩衝的名字。在證券化市場方面，我們認為隨著就業市場疲軟和失業率攀升，美國消費可能會有所縮減。銀行收緊貸款標準和提高貸款賬簿的定價將使情況更加複雜。因此，我們非常警惕。

新興市場債券

本幣債務的近期走勢可能會帶來機會，我們專注於拉丁美洲、南非和印度。我們並看好加息週期即將結束的國家 (泰國、哥倫比亞)。整體而言，新興市場經濟增長和穩定政策背景對包括硬通貨債券在內的新興市場資產有利。我們正在監測土耳其的政治環境，但看不到破產風險。在中美地緣政治緊張局勢中，慎選至關重要。

外匯

在美國利率優勢減弱的情況下，我們對美元持接近中立的態度，但對避險貨幣 (瑞士法郎、日圓) 持樂觀態度。我們看好拉丁美洲的墨西哥比索、巴西雷亞爾，以及亞洲的印尼盾、印度盧比。



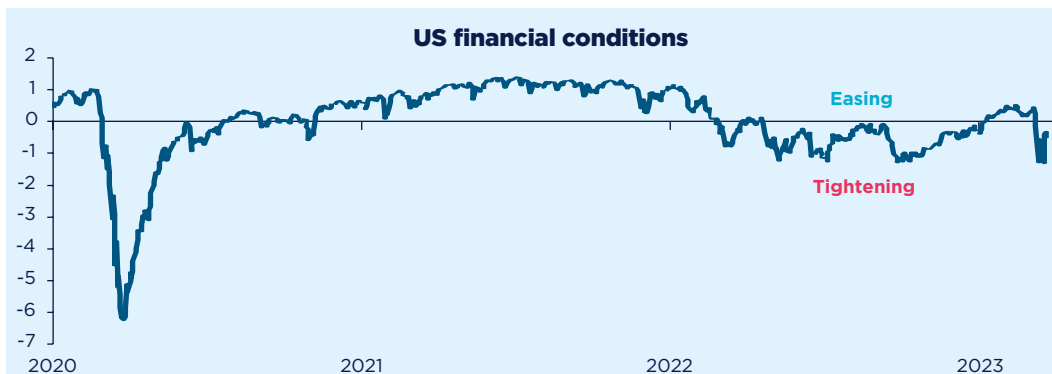
Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



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



資料來源：東方匯理研究所、彭博通訊社。數據截至2023年3月17日。彭博美國金融狀況指數追蹤美國貨幣、債券和股票市場的整體財務壓力水平，以助評估信貸供應和成本。正值表示金融環境寬鬆，而負值表示相對於危機前標準的金融環境較為緊縮。

「環境收緊和消費放緩可能會為企業現金流帶來壓力，從而可能惡化違約前景。」



宏觀經濟預測

宏觀經濟預測, 截至2023年3月23日

全平均值 (%)	實際國內生產總值同比增長 (%)			通脹(消費物價指數, 按, %)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
發達國家	2.7	0.6	0.6	7.4	4.8	2.5
美國	2.1	0.5	0.1	8.0	4.2	2.4
歐元區	3.5	0.3	0.7	8.4	6.0	3.0
德國	1.9	0.0	0.7	8.7	6.2	2.9
法國	2.6	0.3	0.8	5.9	5.6	3.0
意大利	3.8	0.4	0.8	8.7	6.8	2.3
西班牙	5.5	0.8	0.9	8.3	4.0	3.1
英國	4.0	-0.4	0.9	9.0	7.2	2.9
日本	1.0	0.5	1.0	2.5	1.9	0.6
新興市場	4.0	3.9	3.9	8.7	6.5	5.6
中國	3.0	5.6	4.7	2.0	1.5	2.5
印度	7.0	5.4	6.0	6.7	6.0	6.0
印尼	5.3	5.2	4.8	4.2	4.3	4.1
巴西	2.9	0.7	1.1	9.3	5.0	5.0
墨西哥	3.1	1.4	0.4	7.9	6.0	4.7
俄羅斯	-2.3	0.6	2.0	13.8	6.7	4.5
南非	2.1	0.3	0.5	6.9	5.9	4.8
土耳其	5.5	2.6	4.0	72.0	49.6	38.8
世界各地	3.4	2.5	2.6	8.2	5.8	4.3

央行官方利率預測

	23/3/2023	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*	5.00	5.25	4.50	4.75	3.90
歐元區**	3.00	3.50	3.30	3.50	3.20
英國	4.25	4.50	4.40	4.25	4.10
日本	-0.10	0.00	0.00	0.00	0.10
中國***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度****	6.50	6.50	6.70	6.25	6.50
巴西	13.75	12.25	13.30	10.25	11.70
俄羅斯	7.50	7.00	7.55	7.00	7.20

資料來源: 東方匯理研究所。預測數字截至2023年03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。



金融市場預測

債券孳息

兩期債券孳息預測

	24/3/2023	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	3.59	3.40-3.60	3.38	3.10-3.30	3.17
德國	2.27	2.50-2.70	2.16	2.30-2.50	1.92
英國	3.07	3.20-3.40	3.05	3.20-3.40	3.00
日本	-0.06	0.10-0.20	-0.06	0.10-0.20	-0.04

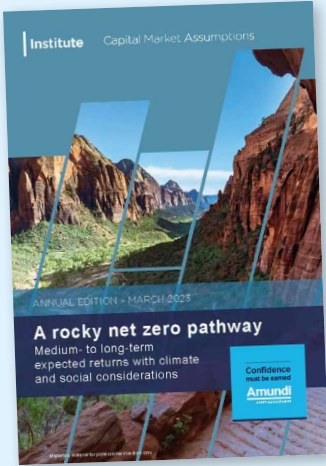
十期債券收益率預測

	24/3/2023	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	3.29	3.30-3.50	3.36	3.30-3.50	3.37
德國	2.02	2.40-2.60	2.11	2.30-2.50	2.09
英國	3.17	3.50-3.70	3.34	3.50-3.70	3.36
日本	0.32	0.50-0.70	0.42	0.60-0.80	0.51

匯率

	22/3/2023	東方匯理 23第二季	市場共識 23第二季	東方匯理 23第四季	市場共識 23第四季
歐元／美元	1.09	1.05	1.08	1.15	1.12
歐元／日圓	143	136	140	136	139
歐元／英鎊	0.88	0.90	0.89	0.90	0.90
歐元／瑞士法郎	1.00	0.96	1.00	1.04	1.01
歐元／挪威克朗	11.36	11.09	10.70	10.78	10.35
歐元／瑞典克朗	11.19	11.24	11.00	10.86	10.65
美元兌日圓	131	128	130	119	126
澳元／美元	0.67	0.67	0.70	0.76	0.72
紐元／美元	0.62	0.61	0.63	0.66	0.66
美元／人民幣	6.87	6.70	6.80	6.40	6.70

資料來源：東方匯理研究所。預測數字截至2023年03月23日。



專題論文: 崎嶇的淨零路徑

東方匯理研究所

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。

瀏覽東方匯理研究中心，深入探索東方匯理的投資見解
<https://research-center.amundi.com/>



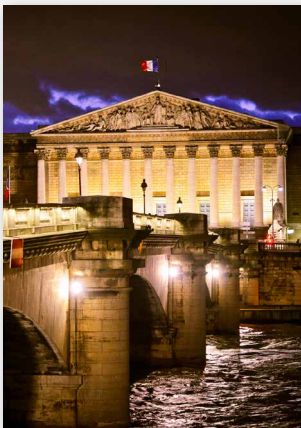
美國矽谷銀行 (SVB) 倒閉不會帶來系統性風險，但要注意脆弱領域



歐洲銀行業將承受瑞士信貸的脆弱



歐洲央行加息：通脹工作尚未完成，但預計會走更溫和的道路



法國：養老金改革使政治面臨壓力，但不太可能出現重大不穩定



對近期銀行業發展影響的環球評估



美國聯儲局溫和加息：利率週期峰值可能接近

追蹤本行動態：



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03月30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4月3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 - © Gettyimages - Radoslav Zilinsky

東方匯理研究所撰文:

Valentine AINOUIZ
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 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

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