

Institute

3月
2023

資產縱橫

投資策略

本月主題

歐洲股市在脆弱的盈利前景中受到青睞

環球投資觀點

市場反彈疲勞：市場和經濟之間分歧太大

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



Monica DEFEND
東方匯理研究所所長



「通脹比預期更具粘性, 各國央行可能會在更長時間內保持緊縮政策。」



Vincent MORTIER
集團投資總監

「儘管盈利前景越來越疲軟, 但實體經濟與市場之間的分歧仍在加劇, 這導致我們對風險反彈持懷疑態度。」



Matteo GERMANO
集團副投資總監

「經濟增長的阻力依然存在, 因此在不增加風險的情況下, 投資者應探索不同市場和地區的差異。」



2023年3月

目錄



本月主題

頁4

歐洲股市在脆弱的盈利前景中受到青睞



環球投資觀點

頁6

投資總監的觀點

頁7

市場反彈疲勞：市場和經濟之間分歧太大

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



歐洲股市在脆弱的盈利前景中受到青睞

關鍵要點：2022年第四季度是美國利潤同比下跌的首個季度，而歐洲則表現較好。在美國方面，大型科技相關行業受到的影響最大，我們對此持謹慎態度。就歐洲而言，儘管股市自九月下旬以來強勁反彈，但盈利韌性使估值保持在有吸引力的水平。只要軟著陸情景普遍存在，歐洲市場就可以被視為國際股票投資組合的通配符。



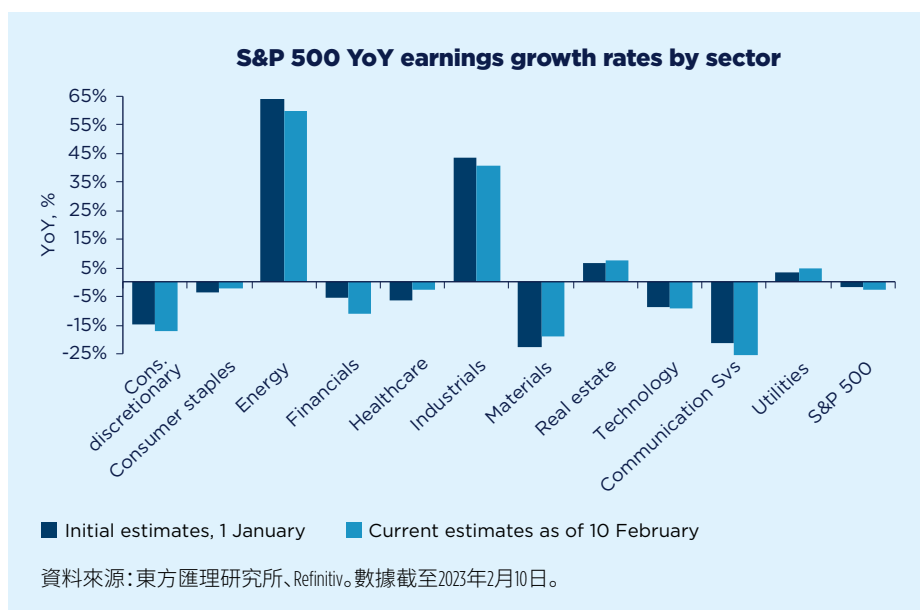
Éric MIJOT
東方匯理研究所環
球股票策略部主管

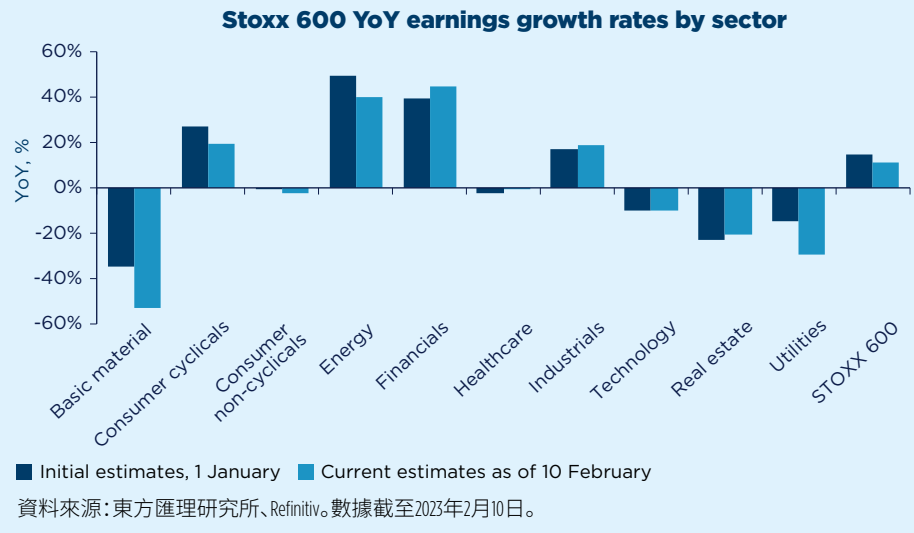
美國盈利季度已提前到足以得出一些結論

根據機構經紀商預估系統 (IBES) 的數據，隨着標準普爾500指數近70%的企業公佈業績，**同比盈利增長在本週內首次出現負增長** (-2.8%對比2022年第三季度的+4.4%、第二季度的+8.4%、第一季度的+11.4%)。這比分析師在一月初的預期 (-1.6%) 略微更負面，並且結合了銷售放緩和利潤率下降。

富含大型科技公司的行業錄得比平均水平更明顯的跌幅。科技 (-9.2%)、非必需消費品 (-17%)、通訊服務 (-25.4%) 就是這種情況，其結果在一月初的降幅超過預期。這些增長型股票——該三個板塊佔MSCI美國增長指數的70%以上——已被證明亦具有週期性特徵，需要糾正其過度盈利能力，這種情況在新冠疫情危機時達到頂峰。**這證實了我們對這些行業（鑑於行業在指數中的權重）以及整個美國市場的謹慎態度。**

因此，對這些少數大型股票估值過高的修正與週期性修正相結合。在這方面，美國經濟增長的年內情況並不樂觀；預計下半年同比增長將逐漸放緩，至多在一季度至下一個季度保持穩定。





儘管目前經濟具有韌性，但我們可以預計2023年利潤將繼續下降。從歷史上看，美國實際GDP增長需要超過+2.0%才能實現正盈利增長，但我們的宏觀預測僅為2023年增長1.0%、2024年增長0.6%。即使在這種軟着陸的情況下，未來幾個月利潤也可能會像機構經紀商預估系統（IBES）預測的那樣（2023年增長0.6%）進一步下調至-3.0/-5.0%。

最後，美國市場的反彈意味着其市盈率再次高於歷史中值（十二個月遠期收益18.7倍，而過去十二年的中值為16.8倍）。因此，很容易將目光投向國際市場。

在歐洲，盈利季度正如火如荼地進行，為市場提供不少資訊。

根據機構經紀商預估系統（IBES）的數據，預計Stoxx 600指數成份股中將近一半的企業將公佈業績，第四季度的盈利增長率迄今已達到+11.3%。此情況勝於美國，今年前三個季度亦然。然而，與美國一樣，該數字也在1月1日至2月14日期間向下修正（一月初預計為+14.5%）。

在歐洲方面，最引人注目的事實是週期性行業的表現優於防守型行業。金融類股尤其如此（+44.7%，數字甚至好於一月份預期的+39.0%）——明顯受益於央行利率上升；消費週期股（+19.5%）——尤其是具有強大定價能力的奢侈品股；工業股（+18.8%）——行業非常廣泛，包括受益於地緣政治緊張局勢的國防股。除了能源，這些是本季度末唯一實現正增長的行業。非必需消費品、醫療保健和公用事業等較為防守型的行業的盈利同比下降，而公用事業的降幅甚至超過預期。

當然，正如機構經紀商預估系統（IBES）預測的那樣（2023年增長1.2%），利潤增長亦必須進一步下調。我們的經濟學家預測2023年和2024年的環球GDP增長分別為+2.4%和+2.8%，但預計這不足以讓利潤在2023年底實現正增長。就歐洲而言，歷史上需要環球GDP增長達+3.0%才能做到這一點。**2023年可能下跌8.0%/10.0%。**

然而，儘管歐洲市場自2022年9月29日的低點以來大幅反彈——截至二月中旬，Stoxx 600指數上漲了20%——**但大西洋彼岸更大的利潤韌性，使歐洲市場能夠在目前保持仍比美國同行便宜**，即使我們逐個行業比較市場。歐洲的十二個月遠期市盈率为13倍，略低於其十二年平均值13.6倍。

在這樣的反彈之後，盤整當然是可能，甚至是可取。然而，隨着負利率的消失，估值已成為更重要的選擇標準，只要軟着陸情景普遍存在，歐洲市場就應被視為國際股票投資組合的通配符。

「利潤的更大韌性
使歐洲市場保持比
美國市場便宜。」

The background is a complex digital-themed abstract. It features a large, glowing blue '0' in the upper left. A series of concentric, glowing blue and white lines curve across the top half. The lower half is filled with a dense pattern of small white dots, with larger, stylized binary digits '0' and '1' scattered throughout. A bright yellow curved line sweeps across the bottom right. The overall color palette is dominated by deep blues, teals, and bright yellows.

環球投資觀點

市場反彈疲勞： 市場和經濟之間分歧太大



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團副投資總監

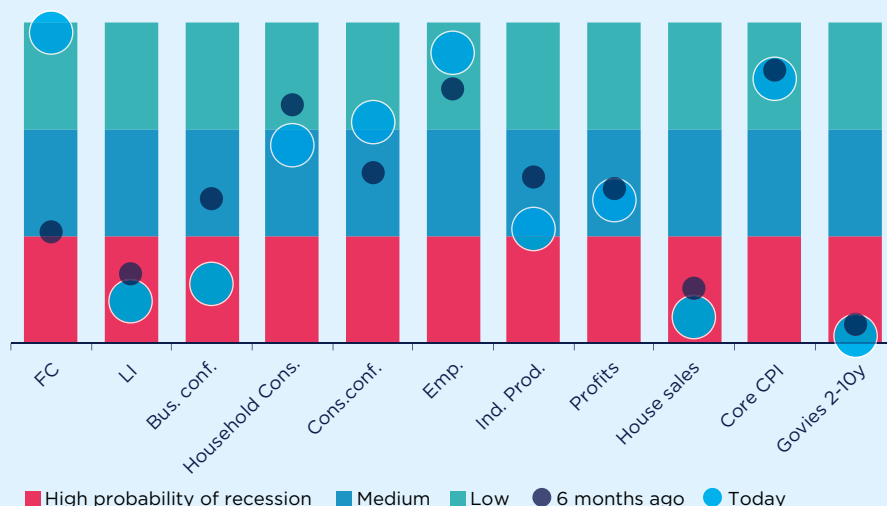
在空頭回補和散戶投資者風險偏好回歸的情況下，今年伊始，市場情緒回升。這種情況有一些支撐原因，至少在歐洲和中國，天然氣價格下降和中國經濟重新開放有助於消除去年的一些下行經濟風險。然而，基於通脹正在快速下跌、央行的任務已經完成、經濟有望軟着陸且沒有盈利衰退的假設，漲勢已經過頭。

投資者棘手的部分現在開始。熊市可能不會到來，但現在有必要謹慎行事。寬鬆金融環境和嚴格實體經濟貸款標準之間的矛盾驚人。儘管經濟方面存在高度不明朗和分歧情況，但市場仍然按完美情況定價。特別是，儘管我們最近提昇了對2023年的預測，惟細節決定成敗。就美國而言，我們的GDP預測保持不變，但我們認為今年下半年的季度動態正在惡化。就歐元區而言，我們上調了2023年的GDP預測，但這主要是由於去年的結轉和增長預期仍然持平。中國經濟重新開放顯然對環球經濟有利，但我們認為這將主要支持國內表現。

其次，通脹正在緩慢下降，但市場認為其正在迅速下降，實現2%央行目標的道路似乎漫長而坎坷。就各國央行而言，我們看到聯儲局的緊縮政策接近尾聲，但歐洲央行仍持強硬態度。最後，對新興市場的興趣正在恢復，但對於發達市場，仍需事事以謹慎為先。

在這種分散的背景下，我們認為投資者應保持謹慎，但要認識到上行和下行兩方面的不明朗因素都很多。

US economic indicators: percentile rank relative to historical data



資料來源：東方匯理研究所就美國聯儲局、國際貨幣基金組織 (IMF)、標準普爾 (S&P)、國際清算銀行 (BIS)、大型企業聯合會、經濟合作與發展組織 (OECD)、美國供應管理學院 (ISM)、美國勞工統計局 (BLS)、美國人口普查局、美國經濟分析局 (BEA) 的數據作出分析。數據截至2023年2月14日。基於相對於歷史數據的百分位數排名。數據 - 財務狀況、領先指標、商業信心、家庭消費、消費者信心、就業、工業生產、企業利潤。

「儘管盈利前景越來越疲軟，但實體經濟與市場之間的分歧仍在加劇，這導致我們對風險反彈持懷疑態度。」

因此，我們更新了部分主要信念(如下)：

- **在跨資產方面，我們對股票持謹慎態度，因為鑑於企業盈利面臨壓力，風險反彈可能已經過頭。**然而，我們看到透過期權從股票上漲中獲益的可能性。我們認為實際工資增長低迷可能會使美國和歐洲的需求和消費者支出保持疲軟，最終影響盈利收益。投資者應透過石油和外匯保持強勁的多元化分散投資，並透過股票對沖和黃金加強保護。
- **在債券方面，投資者應利用貨幣政策分化帶來的曲線機會，並青睞投資級信貸。**雖然我們對久期(主要是核心歐洲和日本)保持防禦，但我們對英國和中國的看法又回到中立。相比之下，在美國固定收益方面，鑑於去年金融環境收緊，我們對增長前景進一步走弱的預期持有適度積極的久期立場。在信貸方面，我們對高收益債券持審慎態度，因為其違約前景正在惡化。我們繼續看好投資級信貸——尤其是在估值低於美國的歐洲。
- **在股票方面，我們對美國持謹慎態度，但較喜歡工業和金融類價值股和優質股，而較不喜歡科技和非必需消費品行業。**儘管能源價格下跌在一定程度上減輕了家庭和消費者的壓力，但對實際工資增長和財政拖累的衝擊巨大，而且隨時間流逝會更加分散。這意味着消費將保持低迷，而當前的盈利季度為標準普爾500指數提供了迄今為止第四季度每股盈利負增長的跡象。從風格上看，投資者應將價值股與優質股和紅利股結合起來，以補充收益。我們的整體評估強調識別具有強大定價能力的企業的重要性。
- **新興市場前景改善。**我們現已上調對新興市場外匯的看法，因為美元在預期聯儲局今年將不那麼激進的情況下走軟，而且美元的峰值很可能已成過去。儘管我們對新興市場外匯仍持中立至略微謹慎的態度，但我們相信該資產類別今年會表現良好。我們的觀點因今年疲軟的增長前景而有所緩和。我們對新興市場的本地息率更為滿意，尤其是在拉丁美洲。在股票方面，我們增加了對中國的積極立場，並認為經濟重新開放對與中國有牢固貿易關係的國家和地區應該是積極正面的。然而，在印度方面，我們在短期內對估值持謹慎態度，但長期情況仍然完好。

Overall risk sentiment

Risk off

Risk on

Overall risk sentiment remains unchanged. The rally in risk assets keeps us cautious on the basis that a deteriorating earnings outlook is not properly priced in the market.

與上個月相比的變化

- 跨資產：透過期權尋求上行風險敞口，同時透過對沖尋求限制下行風險。
- 對新興市場本幣債務持溫和樂觀態度。

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. 貴行的增長預測有哪些最新變化？

我們已將2023年第四季度美國GDP同比增長預期從0.4%下調至0.0%。由於投資疲軟和私人消費放緩，預計美國增長動力將在2023年下半年惡化。基於2022年的結轉效應和不斷改善的數據，歐元區2023年的GDP已從-0.5%上調至0.2%。然而，主要阻力依然存在，國內需求正在減弱

投資後果

- 股票：確認我們對發達市場股票的謹慎立場。
- 信貸：對高收益持防守立場，但對投資級債券持樂觀態度。

2. 央行降息前景如何？

最近美國通脹放緩是容易的部分——任何進一步的進展都會在就業方面付出更大代價。在此背景下，聯儲局應會保持謹慎，並在2024年一月開始減息。在歐元區方面，我們預計整體或核心通脹不會迅速下降。

投資後果

- 我們對美國利率保持中立。由於更多的前期負荷，我們認為短期內曲線有更深的反轉空間，而曲線在中期應會變得陡峭。
- 我們確認對歐元久期持謹慎態度。

3. 哪些觸發因素可能導致進入股票市場？

今年迄今的股市上漲由幾個因素引發，包括中國經濟重新開放、央行立場軟化、歐盟能源危機緩和，加上美元貶值。我們不確定中國經濟重新開放是否足以抵消美國經濟增長放緩帶來的負面影響。美國收益率曲線的牛市趨陡一直是美國股市週期以可持續方式開始的先決條件。

投資後果

- 我們看好美國和歐洲的價值投資。
- 我們看好高息股票，但日本除外，由於日本可能即將取消收益率曲線控制，我們專注日本的價值投資。

「我們認為，美國收益率曲線的牛市趨陡將是美國股市週期以可持續方式開始的先決條件。」



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	-/=		能源價格下跌正在刺激消費者的可支配收入，導致市場上漲，我們認為此情況並不可能持續。由於高估值和即將出現的經濟增長減速，最近的盈利季度表現疲軟，並證實了我們的謹慎立場。
	美國價值	+		我們維持對價值股的偏好，價值股應該會受益於收益率的小幅上升。不過，我們將其與即使在經濟壓力時期亦能維持利潤並回報股東的優質企業互相结合。
	美國經濟增長	--		我們對增長型股票持謹慎態度，尤其是無利可圖的增長型股票，因為其估值過高，而其盈利潛力並不合理。此外，較高的利率繼續拖累久期較長的股票。
	歐洲	-/=		韌性經濟增長和能源價格下跌對該地區有利，但收益令人擔憂。我們認為，在某些情況下，就未來盈利潛力而言，估值過高。因此，我們保持謹慎（尋找具有強大定價能力的企業），並保持謹慎態度。
	日本	-/=		可能取消收益率曲線控制應會對價值股有利，但我們正在關注新任行長的貨幣政策和更廣泛市場的企業盈利。
	中國	+		從新冠清零政策退出，加上支持政策框架，正在幫助近期前景。由於與美國的地緣政治緊張局勢和探索自下而上的想法，我們保持謹慎。
	新興市場（中國除外）	=		新興市場（尤其是歐洲、中東非洲地區、拉丁美洲）的估值具有吸引力，盈利預期正在改善。然而，由於特定國家的驅動因素和分散性，我們的立場是要謹慎。由於市場對估值的擔憂，我們對巴西持樂觀態度（比以前有所減少）並關注印度。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		我們對美國國債保持溫和的樂觀態度，但我們注意到強勁的經濟數據，並對久期保持非常積極的態度。我們認為強勁的消費數據可能會導致聯儲局變得更加強硬，進而可能進一步增加經濟衰退的風險。
	美國投資級公司債券	=/+		套利機會具有吸引力，但利差忽略了經濟增長和貨幣政策收緊帶來的風險。此外，銀行對實體經濟企業的貸款標準收緊，這可能會影響現金流狀況較差的公司，使我們更看好優質股。
	美國高收益公司債券	-		在利率上升可能影響企業借貸能力、經濟增長放緩可能對違約前景產生負面影響的情況下，高收益債券估值顯得昂貴。因此，我們對流動性風險保持防守態度和警惕。
	歐洲政府債券	-/=		我們預計最終利率將高於市場定價，因為歐洲經濟放緩不太可能在短期內抑制通脹。因此，我們對核心歐洲的久期持謹慎態度。但我們對歐元外圍國家債務持溫和防守態度。
	歐洲投資級公司債券	=		估值具有吸引力、中國經濟重新開放為歐洲投資級債券描繪了積極樂觀的前景，但市場對於緊縮貨幣政策、地緣政治緊張局勢和高通脹的擔憂依然存在。因此，我們目前持中立態度，並尋找利差進一步收緊的潛在催化劑。
	歐洲高收益公司債券	-		由於可能影響違約前景的盈利和現金流環境充滿挑戰，基本面惡化的風險很高。這可能會導致高收益利差的波動性較高。
	中國政府債券	=		考慮到全球投資者的多元化優勢以及中國在經濟重新開放後復甦的增長動力，我們維持對中國政府債務的中立態度。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		我們正在評估聯儲局政策如何影響新興市場債務領域。硬通貨債務的利差和估值具有吸引力，但貨幣政策分散、環球增長環境疲軟，加上地緣政治風險，均需要採取謹慎立場。
	新興市場債券（當地貨幣）	=/+	▲	在美元疲軟的情況下，我們對本幣債券持謹慎樂觀態度，但正在關注新興市場的經濟增長。我們喜歡拉丁美洲的特定本地利率，例如哥倫比亞，因為該地區的央行一直積極加息（以控制通脹），這將會支持當地外匯。
其他	大宗商品			我們認為經濟衰退比預期更嚴重會為油價帶來一些下行風險，但我們將2023年十二月WTI價格目標維持在每桶95美元，原因是預期中國需求增加、石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）的閒置產能有限，加上（涉及伊朗的）潛在地緣政治危機。在黃金方面，我們維持每盎司2000美元的十二個月目標。聯儲局政策和宏觀經濟環境可能會影響到這一點。



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。

切勿在宏觀經濟不明朗的情況下增加風險

通脹放緩，加上央行立場較不強硬，都正在誤導市場，讓投資者相信物價上漲很快就會得到控制。與此同時，實體經濟中消費者和企業的融資條件和貸款標準正在收緊，這可能會影響消費。在估值昂貴的情況下，這可能會導致盈利動態進一步惡化。**我們保持防守態度，但利用衍生品的機會在不增加風險的情況下尋求參與潛在的上漲。**投資者還應加強保護和多元化分散投資，包括利用外匯、商品和黃金。

高信念投資意念

我們對發達市場股票（美國、歐元區、日本）持謹慎態度。我們還觀察到，不斷變化的市場波動可能會揭示新意念，並讓投資者從戰術性市場變動中獲益。此外，我們繼續看到相對價值機會有利於美國小型股而不是昂貴的大型股，但正在評估加息放緩可能如何影響這一觀點。在新興市場股票方面，由於增長前景改善而且估值相對便宜，我們維持對中國的正面看法。就資金流動和投資者定位而言，考慮到去年大量資金流出中國，中國仍有恢復資本流動的空間。在固定收益方面，鑑於聯儲局加息步伐放緩和增長前景疲軟，我們對美國久期持樂觀態度。但我們很積極主動，並正在從創造就業機會方面監測勞動力市場，並密切注視聯儲局可能不得不在較長時間內保持較高利率的言論。在其他地方，我們在全球各地尋找機會。例如，在日本方面，我們對政府債券持謹慎態度，但認為加拿大2至10年期曲線有可能變陡。在歐洲，我們看好十年期意大利政府債券（BTP）

與德國國債（Bund）之間的利差，該利差對歐洲央行鷹派觀點後終端利率的重新定價具有韌性。中國經濟重新開放和能源價格下跌應該有助於意大利經濟，為公共財政和意大利政府債券（BTP）帶來支持。在企業信貸方面，我們對歐盟高收益債券持謹慎態度，因為我們認為信貸反彈已經過頭並且不符合我們的風險情景。此外，大量供應雖然受到市場歡迎，但需要消化，我們已經看到一些板塊獲利回吐。展望未來，我們預計信貸流動對利差的支持將減弱。外匯支柱使我們能夠發揮我們的戰術和長期觀點。能源價格下跌將減輕歐洲生活成本危機的影響，有助於近期增長。這讓我們看好歐元兌英鎊。我們對日圓兌歐元持積極態度，因為日圓可能會受益於仍然疲弱的環球增長。出於估值原因，我們亦對挪威克朗兌加元持樂觀態度。在新興市場方面，我們現在對南非蘭特兌美元持樂觀態度。南非蘭特提供了具有吸引力的風險回報率，而我們認為外匯中蘊含的政治不明朗因素過大。

風險與對沖

多元化分散投資和投資組合保護仍然是我們的兩個主要目標，我們將繼續使用商品（石油、黃金）和金融衍生品來實現這一目標。我們認為結構性失衡、中國經濟重新開放和地緣政治風險（伊朗緊張局勢為主要風險）可能會提振石油。我們還認為投資者應該對高收益信貸進行對沖，並加強對美國股票的保護。



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管

「經濟增長的逆風依然存在，因此在不增加風險的情況下，投資者應探索參與反彈的其他方式：例如，利用衍生品。」

東方匯理資產縱橫信念

	---	--	-	=	+	++	+++
股票			→■				
信貸和新興市場債券				■			
存續期					■		
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；HY=高收益；CB=各國央行；BTP=意大利政府債券；*在股票方面，我們在戰術上保持中立，同時在脆弱的經濟背景下，我們保持謹慎態度，準備減少整體立場。*我們稍微升級了我們的立場，對整體信念水平沒有實質性影響。

估值分散支持價值機會



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

在能源危機消退、中國經濟重新開放以及央行強硬態度達到頂峰的背景之下，市場一直在上漲，儘管盈利季度迄今表現平淡。在美國方面，鑑於市場對消費和增長減速的擔憂，對2023年營業收入和利潤率的普遍預期似乎並不可靠。在歐洲方面，儘管經濟近期有所改善，但預期中的盈利收益放緩得到證實。因此，投資者不應依賴市場，而應探索能夠維持利潤率和回報股東但估值具有吸引力的企業。我們認為，可以透過強勁自下而上分析以及結合對發達市場和新興市場的優質和價值投資來識別此類企業。

歐洲股票

基於均衡投資風格，我們探索優質週期性企業和防守型股票，例如消費必需品和醫藥公司。然而，鑑於目前一些週期性板塊的價格跑贏基本面的現有環境，我們認為投資者應考慮撤出，轉向風險回報狀況較佳的防守型板塊。我們略微下調了對金融股的有利立場（儘管仍然樂觀），並上調了對醫藥股的立場。儘管如此，由於高利率對其淨息差產生有利影響，我們仍然看好零售銀行。我們還看好正在推動能源轉型的工業公司。對於消費必需品行業，我們保持樂觀態度，選擇具有強大定價能力和穩健資產負債表的公司，這些公司可以在利率上升時提供保護。相反，我們對公用事業公司和科技行業持謹慎態度，因為監管風險仍然是一個問題。

美國股票

今年的反彈更多是倍數擴張的情況，由於某些情況下估值昂貴，因此我們整體上持謹慎態度。因此，我們認為投資者應避免現在過度依賴不可預測的經濟週期的高風險、高貝塔值的股票。相比之下，我們較喜歡致力於向股東返還現金的企業：例如，防守型企業。在此，我們關注估值合理的名稱，即使這意味著超越傳統的防守型投資。兩個這樣的例子是醫療保健設備和服務以及生命科學工具行業。但我們認為必需品、公用事業和地產的價值不大。另一方面，在週期性板塊中，我們最看好的板塊是能源和銀行。我們亦喜歡週期性股票中的資本貨物和材料，但較喜歡應該能夠超越週期的特殊故事。然而，自去年十月以來週期性股票的反彈使得非必需消費品和工業企業更容易面臨經濟收縮的風險。

新興市場股票

在中國經濟重新開放、估值具有合理吸引力和盈利動態的背景之下，我們對前景保持謹慎樂觀。然而，投資者應保持謹慎選擇並專注於基本面。我們的主要信念是中國和巴西，但由於政治動盪，我們對後者的看法不如以前樂觀。我們看到印度的一些估值問題，但長期情況看起來完好無損。從行業角度而言，我們對非必需消費品和地產股持樂觀態度，對並對醫療保健行業保持謹慎。

「估值的高度分散會帶來潛在的股票機會，尤其是在價值投資領域。」



平衡有吸引力的信貸收益率與選擇需求

整體評估

市場支持軟着陸情景，即經濟不會衰退並且價格將回到央行目標。我們認為勞動力市場、消費和企業盈利存在很大的不確定性。實體經濟的融資成本也很緊張。如果央行不削減政策，經濟內的利率很難下降；然而，短期內這看起來不太可能出現，因為通脹率仍然高企，儘管步伐正在放緩。我們預計聯儲局不會在2024年一月之前開始減息，歐洲央行亦不太可能很快減息。因此，我們投資者應尋求繼續受益於具有吸引力的信貸收益率環境，但更偏好優質信貸，並隨着後者環境的改善探索精選新興市場債券，同時對高收益債務保持謹慎。

環球及歐洲固定收益

我們對久期持積極態度，對核心歐洲和日本持略微謹慎的態度，並將對英國和中國久期的看法上調至中立。我們正在探索跨地域的曲線，並看到美國、歐洲和加拿大曲線變陡的可能性。在歐元外圍國家債務方面，我們整體上保持略微防守的立場。鑑於盈利和增長喜憂參半，我們在信貸方面保持非常小心選擇，並主要在投資級債券和次級金融領域保持溫和的積極立場。就高收益債券而言，由於對潛在違約的擔憂，我們認為投資者應該在戰術上對沖。我們對擔保債券部分保持警惕。

美國固定收益

我們承認經濟數據參差不齊，聯儲局有可能收緊政策以致經濟走弱。如果通脹居高不下，收益率重新定價亦可能在上行方向發生。

目前，我們持樂觀態度，對久期持積極態度，對聯儲局言論保持警惕，並認為時機很重要。從中期來看，TIPS看起來很有吸引力。我們對證券化信貸持樂觀態度，但相信最近的表現可能會提供一個窗口，讓我們可以利用利差收緊的機會，並在未來改變立場，使其更加保守，以適應增長放緩的趨勢。在企業信貸方面，我們保持謹慎，優先選擇金融類而不是非金融類和工業類信貸，並優先選擇投資級而非高收益類債務。整體而言，投資者應考慮在市場反彈帶來機會時獲利退場，並且在高收益債券方面保持低貝塔值。

新興市場債券

美國利率和政策的變動正在影響新興市場的債務環境，這讓我們非常警惕。我們在硬通貨、當地利率和外匯方面看到機會。然而，我們小心選擇，因為地緣政治和特定國家風險依然存在。由於中國經濟重新開放，我們看好大宗商品出口國（巴西、墨西哥、南非、印尼）。有趣的是，哥倫比亞等央行一直積極主動的國家看起來很有吸引力。

外匯

我們看好部分高利差新興市場外匯，例如：墨西哥比索、巴西雷亞爾、印尼盾、南非蘭特。然而，我們透過對日圓等避險貨幣持樂觀態度來平衡這一觀點，同時我們對美元保持中立。我們關注的另一個主要風險是俄烏戰爭升級，這可能對波蘭貨幣茲羅提和捷克貨幣克朗產生負面影響。



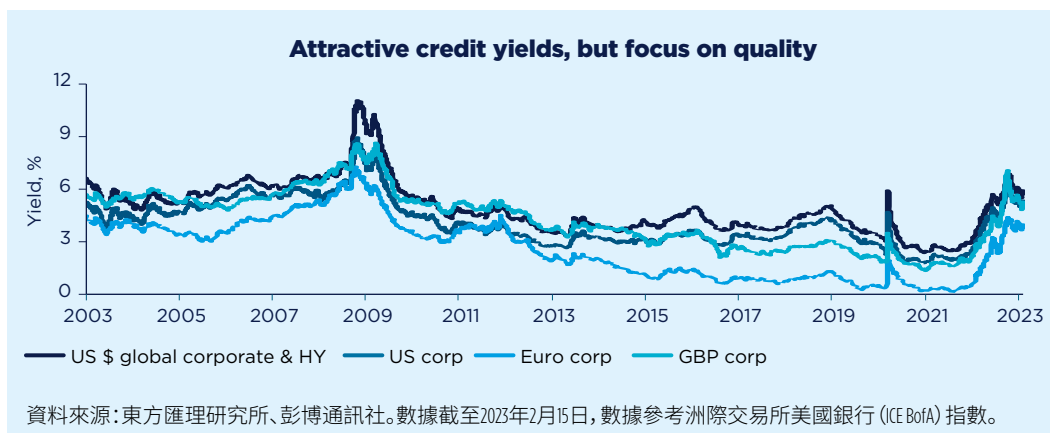
Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



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



「我們認為，聯儲局在改變其行動方針之前，可能會評估通脹趨勢、勞動力市場和整體消費環境，而不會出現一次性的通脹減速。」



宏觀經濟預測

宏觀經濟預測, 截至2023年2月21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	2023	2024	2022	2023	2024
發達國家	2.7	0.7	0.9	7.4	4.6	2.6
美國	2.1	1.0	0.6	8.0	3.7	2.4
歐元區	3.5	0.2	1.0	8.4	6.2	3.2
德國	1.9	0.0	0.9	8.7	7.3	3.0
法國	2.6	0.3	1.0	5.9	5.4	2.9
意大利	3.9	0.3	0.9	8.7	6.9	2.3
西班牙	5.5	0.8	1.1	8.3	3.6	3.3
英國	4.0	-0.4	1.0	9.0	7.4	3.7
日本	1.0	0.6	1.0	2.5	1.4	0.6
新興市場	3.9	3.7	4.0	8.7	6.8	5.4
中國	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
印度	7.0	5.3	6.0	6.7	5.7	5.7
印尼	5.3	5.2	4.8	4.2	4.3	4.0
巴西	2.9	0.7	1.7	9.3	4.9	5.0
墨西哥	3.1	0.8	0.8	7.9	5.8	4.6
俄羅斯	-2.3	0.6	2.0	13.8	7.5	4.5
南非	2.4	0.2	0.6	6.9	5.5	4.5
土耳其	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0
世界各地	3.4	2.5	2.8	8.2	5.9	4.2

央行官方利率預測

	2023年2月22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*	4.75	5.25	5.35	5.00	5.00
歐元區**	2.50	3.50	3.60	3.50	3.60
英國	4.00	4.50	4.60	4.25	4.40
日本	-0.10	0.00	0.02	0.00	0.09
中國***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度****	6.50	6.50	6.50	6.25	6.30
巴西	13.75	13.75	13.35	11.75	11.65
俄羅斯	7.50	7.50	7.20	7.50	6.95

資料來源：東方匯理研究所。預測數字截至2023年2月21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2月22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	4.69	3.90-4.10	4.36	3.50-3.70	4.07
德國	2.97	2.50-2.70	2.80	2.30-2.50	2.57
英國	3.98	3.20-3.40	3.39	3.20-3.40	3.41
日本	-0.02	0.10-0.20	0.03	0.20-0.40	0.11

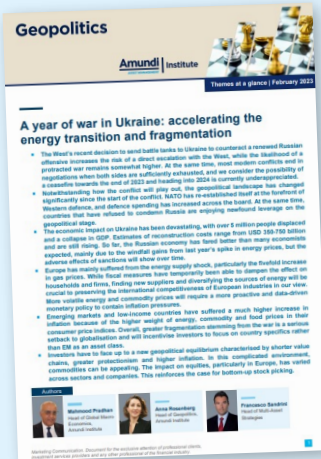
十年期債券收益率預測

	2023年2月22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	3.95	3.60-3.80	3.88	3.30-3.50	3.83
德國	2.56	2.40-2.60	2.52	2.30-2.50	2.49
英國	3.67	3.50-3.70	3.68	3.50-3.70	3.72
日本	0.51	0.50-0.70	0.64	0.60-0.80	0.76

匯率

	2023年2月20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
歐元／美元	1.07	1.05	1.09	1.15	1.12
歐元／日圓	143	136	138	136	138
歐元／英鎊	0.89	0.90	0.89	0.90	0.89
歐元／瑞士法郎	0.99	0.96	1.00	1.04	1.01
歐元／挪威克朗	10.94	11.06	10.55	10.52	10.25
歐元／瑞典克朗	11.06	11.27	10.98	10.86	10.70
美元／日圓	134	129	127	119	124
澳元／美元	0.69	0.67	0.71	0.76	0.73
紐元／美元	0.63	0.61	0.64	0.66	0.65
美元／人民幣	6.86	6.70	6.75	6.40	6.60

資料來源：東方匯理研究所。預測數字截至2023年2月20日。



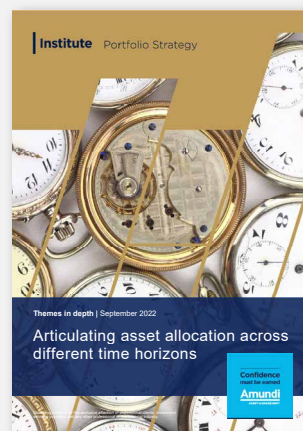
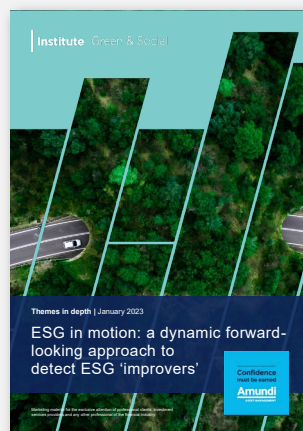
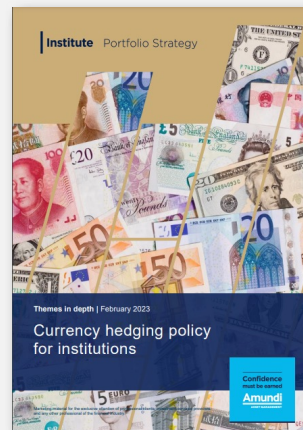
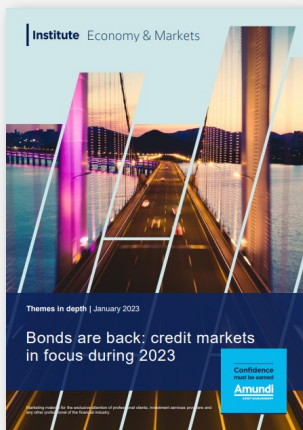
專題論文：
烏克蘭戰爭之年

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/>



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2月22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3月1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 - Charles O'Rear

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——宏觀政策研究部總監
Pol CARULLA——投資洞察和客戶部專家
Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師
Ujjwal DHINGRA——投資洞察和客戶部專家
Silvia DI SILVIO——高級跨資產策略師
Patryk DROZDZIK——高級新興市場宏觀策略師
Delphine GEORGES——固定收益研究部高級策略師
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——環球股票策略研究部主管
Lorenzo PORTELLI——跨資產策略部主管、意大利東方匯理研究部主管
Mahmood PRADHAN——東方匯理研究所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——投資洞察和客戶部專家
Tristan PERRIER——宏觀經濟學家和投資洞察部專家