

Institute

#02
2023年2月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

發揮市場輪換潛能, 焦點集中在中國

東方匯理研究所

為什麼通脹下降速度快於預期?
後果會怎樣?

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



#02 - 2023年2月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

發揮市場輪換潛能, 焦點集中在中國

頁3

儘管經濟方面略有改善, 但增長、通脹和企業盈利的不確定性依然存在。這些趨勢強調了積極主動和多元化分散投資的必要性。在股票方面, 投資者應保持謹慎並考慮進行偏好中國的輪換, 但對發達市場(美國、日本)則應加倍謹慎。歐洲的估值看起來亦很有吸引力, 但我們維持守勢。在固定收益方面, 美國政府債券可能有助於保護投資組合, 但企業違約前景可能惡化。這導致我們更喜歡優質的投資級債券(而非高收益債券)並選擇新興市場名稱。整體而言, 我們保持敏捷、防禦態度, 因為市場的某些領域可能會在以後糾正並出現機會。

東方匯理研究所

如果歐洲央行立場變得比預期更鷹派怎麼辦?

頁4

與貨幣政策相比, 歐元區2023年的通脹前景與能源和供應鏈瓶頸的動態更為相關。

多元資產

從分歧中獲益, 但保持防禦

頁5

我們對上半年美國利潤衰退的擔憂使我們保持謹慎並加強我們的多元化分散投資。

固定收益

信貸為重, 質素為先

頁6

在「債券回歸」的市場主題下, 發揮投資級信貸潛能, 對高收益信貸持謹慎態度

股票

反彈後過度樂觀情緒被消化

頁7

儘管盈利增長預期疲軟, 但我們仍可能對下行感到意外。因此, 我們持謹慎態度並尋求可持續的利潤率。

本月主題

為什麼通脹下降速度快於預期?後果會怎樣?

頁8

高通脹並未引發發達經濟體的工資價格螺旋上升。貨幣緊縮抑制了通脹預期, 持續的堅定立場將拉低通脹, 速度可能快於預期。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁10
> 最高風險	頁11
> 資產縱橫: 檢測市場轉折點	頁12
> 環球研究資料集	頁13
> 東方匯理資產類別觀點	頁14

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁15
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁16
> 宏觀經濟及市場預測	頁17
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁18
> 刊物精選	頁19



投資總監的觀點

發揮市場輪換潛能，焦點集中在中國

Vincent MORTIER
集團投資總監Matteo GERMANO
集團副投資總監

市場正在將焦點從通脹轉向增長，歐洲經濟前景的破壞力略微減弱，對中國的態度更為樂觀。這正在形成強勁的輪動：中國和新興市場表現優於市場是最明顯的趨勢，其次是美元強勢的大幅逆轉。市場內輪動亦成為現實，週期性股票在歐洲比防守型股票更受青睞，而在美國，對聯儲局不那麼激進的預期支撐了科技股。展望未來，四個主題應該至關重要：(1) 通脹/增長平衡；(2) 央行行動；(3) 美元走弱；(4) 企業盈利軌跡。任何負增長和盈利意外都可能推動市場走低，而目前的估值水平沒有短期上漲的誘因。這需要防守型資產配置，但投資者應按以下方式進行輪換：

- **保持謹慎的風險立場，但重新調整區域偏好。**我們現在對中國股票比對發達市場更為樂觀，對發達市場我們持謹慎態度並且更符合市值（減少對歐洲股票的負面立場）。從跨資產的角度來看，我們略微看好久期，因為我們認為政府債券正在保持其投資組合保護優勢。我們對高收益信貸變得更加謹慎，同時我們亦繼續關注透過石油和黃金等商品實現多元化分散投資。
- 在固定資產中，積極主動的久期管理是關鍵。通脹和政策利率預期在債券收益率中表現得最快，債券收益率已經出現下行，支持我們對美國久期的輕微正面看法和對核心歐洲略微謹慎的立場。雖然近期對經濟增長的擔憂有建設性，但我們不建議認為這是理所當然，因為通脹仍然很高。各國央行決心解決通脹，特別是粘性服務通脹，這需要採取積極主動的立場。另一方面，日本央行可能會在上調2023年通脹預測後退出負利率政策，令我們目前對日本政府債券持謹慎態度。
- 在「債券回歸」的市場主題下，有選擇地利用信貸。迄今為止，由於再融資需求有限且內部現金使用率高，貨幣緊縮對企業信貸的影響有限。雖然後者迄今支撐利差，但與一年前相比也導致流動性惡化，尤其是對於CCC評級的發行人而言。展望未來，低評級高收益發行人將更會感受到利率上升和低經濟增長的影響。因此，我們繼續看好投資級而不是高收益債券。從區域角度而言，歐洲投資級債券的利差低於歷史水平，而美國投資級債券的情況並非如此。
- 對於發達市場股票，投資者應加倍關注單一公司層面的盈利彈性。宏觀經濟和貨幣動態的修正要求美國和日本採取更為謹慎的立場，而歐洲經濟前景的改善支持對該地區的負面看法減少。然而，由於地緣政治風險或比預期強硬的央行立場，市場考慮的積極情景很容易變壞。同樣值得注意的是，通常年初並不能有效地表明今年剩餘時間的回報。當前的財報季應該會為上半年呈現更清晰的畫面。
- 新興市場（由中國開始）的機會。中國繼續快速開放經濟並支持其房地產市場，這使我們保持樂觀態度，同時我們亦提升了對該國的增長前景。這可能會對與中國貿易關係密切的國家產生積極的涓滴效應。在新興市場債務方面，美元趨勢、新興市場與發達市場的經濟增長差異和估值是情緒的主要驅動因素。

整體而言，隨着市場重新評估盈利前景，我們正在進入一個風險較高的階段，這可能導致市場的某些領域出現調整，而未來幾週可能會出現一些增加風險的機會。重要的是，即使在「軟着陸」的經濟情景下，我們亦可能會看到盈利衰退。因此，敏捷是現階段的關鍵，但目前要謹慎。

整體風險情緒

避險 冒險



低迷的盈利和經濟背景要求採取謹慎、多元化分散投資的方法。

與上個月相比的變化

- ▶ 跨資產：對發達市場股市和歐盟高收益信貸整體較為謹慎；對石油持樂觀態度。
- ▶ 股票：下調美國、日本評級；對中國持正面態度。
- ▶ 固定資產：對歐盟核心政府債券持謹慎態度；對新興市場債券持輕微正面態度。

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。

東方匯理研究所



Monica DEFEND
東方匯理研究所所長



Annalisa USARDI—CFA
東方匯理研究所高級經濟師

與貨幣政策相比，歐元區2023年的通脹前景與能源和供應鏈瓶頸的動態更為相關

如果歐洲央行立場變得比預期更鷹派怎麼辦？

當前經濟評估

最近，我們略微上調了對歐元區的經濟前景，評估了迄今為止冬季經濟活動好於預期的數據。天然氣市場和儲存水平的近期發展有助於消除能源配給的尾隨風險。能源價格下跌、國家財政支持有效以及中國重啟速度快於預期的消息亦改善了市場情緒。展望未來，即使冬季經濟衰退可能比擔心的更輕微，惟我們認為歐元區經濟的逆風依然存在。特別是，緊縮的貨幣環境將傳遞給實體經濟，並在2023全年保持經濟增長低迷。

歐洲央行鷹派模擬：如果歐洲央行將政策利率上調至4%及以上

雖然整體通脹顯示歐元區和全球出現放緩跡象，但基礎通脹仍然很具粘性且呈上升趨勢，表明早些時候對經濟造成衝擊的供應衝擊尚未完全消除。我們認為，這將支持歐洲央行採取強硬態度，現階段存在一些上行風險。出於警惕，我們模擬了更高利率和歐洲央行更長時間的緊縮政策對通脹和經濟增長的影響。

關鍵假設是增長和通脹都證明比預期更具彈性

為了讓歐洲央行堅持4%或更高的存款利率，我們假設2023年上半年的經濟狀況將在增長和通脹方面比2022年第四季度和2023年第一季度的基線情景中的預期更具彈性（我們在此假設只有輕微收縮）。與此同時，我們假設勞動報酬在上半年繼續走強，這不僅是由於協商工資，而且是由於新空缺崗位的工資增長加快。這可能是勞動力市場持續緊張的結果，這可能會引發政策制訂者對第二輪效應和通脹持續存在的擔憂。

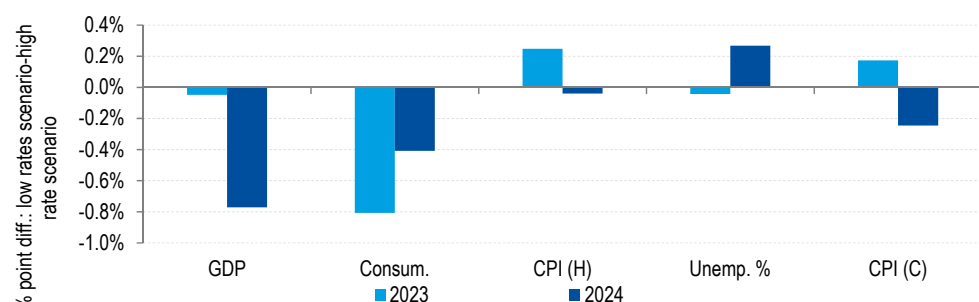
粘性核心通脹導致歐洲央行積極收緊政策，因此市場作出反應。歐元區國家非金融企業借貸成本的分散性顯著擴大，碎片化風險上升。需要注意的是，大宗商品、石油、天然氣、環球增長和政府支出的情景與基線相比保持不變。

對經濟的影響

在這種情況下，我們的模擬表明從2023年下半年開始將持續疲軟，屆時我們預計將出現嚴重收縮，隨後進入2024年將出現不確定的發展。整體而言，這意味着增長將更加疲軟，尤其是在2024年。我們認為，這將是貨幣政策收緊、財政支持退出和持續生活成本壓力共同作用的結果，因為潛在通脹雖然從目前的高位放緩，但儘管經濟低迷，但仍然相當棘手。簡而言之，這樣的發展類似於可以被解釋為「政策錯誤」的情況：儘管更緊縮的政策對GDP、就業、收入和投資產生負面影響，但並沒有在預測範圍內在控制通脹（歐洲央行目標）方面取得重大進展。

從另一個角度來看，這相當於承認今年通脹方面的大部分進展不會在很大程度上取決於貨幣政策，因為導致通脹飆升的衝擊的性質（供應方；即：瓶頸、能源）首先還是要完全吸收和通過。然而，我們正在監控關鍵觸發因素和風險：工資增長動態和工資指數化趨勢；核心通貨膨脹的粘性和廣度；供給側瓶頸緩解；能源和食物的成本。

鷹派歐洲央行對經濟的影響



Source: Amundi Institute, analysis done in December 2022. The chart above simulates two scenarios – one where ECB rates (deposit facility) are close to 3-3.25% and another where interest rates are close to 4% – and their effects on economic parameters such as GDP, consumption, CPI headline, unemployment rate and CPI core.

多元資產

從分歧中獲益，
但保持防禦



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管



John O'TOOLE
多元資產投資解決方案主管

我們對上半年美國利潤衰退的擔憂使我們保持謹慎並加強我們的多元化分散投資

我們確認我們的經濟減速情景，但承認圍繞環球收益、通脹和貨幣政策不斷變化的背景。然而，我們注意到不斷變化的新冠疫情政策和個別地區(如中國)的優勢使差異成為可能。在市場方面，最近情緒有所改善，但這主要是美元走軟和央行加息步伐改變的結果。目前還沒有跡象表明全球範圍內的基本面有所改善。因此，我們對風險資產保持謹慎，建議投資者考慮從市場輪動中受益。這亦是透過石油等大宗商品加強投資組合多元化的時候。

高信念投資意念

我們對主要透過美國和日本的發達市場股票變得更加謹慎。在前者，財報季應該會導致利潤率和盈利的指引下調。我們還調整了對歐洲的看法，以降低防禦性，因為我們傾向於根據我們的風險觀點保持更一致的區域立場。我們正在評估歐洲的收益和估值與美國相比如何演變。目前，由於滯脹衝擊的風險較高，我們較看好美國而非歐元區，而在美國，我們較看好小盤股而非大盤股。在新興市場，我們上調了對中國的立場，因為中國放棄了清零政策和對投資者流動的預期。

我們對十年期美國國債的久期持有略微樂觀的立場。美國國債應會受益於聯儲局加息步伐放緩、通脹下降和經濟前景疲軟。估值看起來亦很有吸引力。就其他地區而言，我們現在對日本政府債券持守勢。我們認為日本央行可能會在上半年放棄其收益率曲線控制(推高收益率)以控制高通脹。在加拿大方面，我們維持2至10年互換曲線變陡的觀點。該曲線是此成熟度區

間中倒置程度最高的曲線之一，並且具有最強的牛市陡峭化潛力。言歸正傳，我們對十年期意大利政府債券(BTP)與德國國債(Bund)之間的利差持樂觀態度，該利差一直具有彈性。與過去相比，外國投資者流動現在對意大利政府債券市場的推動作用有所減弱。

信貸市場的風險依然存在，我們預計經濟增長將放緩。我們認為美國投資級債券的估值接近公允價值，我們目前保持中性。在歐洲方面，高收益前景已經惡化，我們現在比以前更為謹慎。漲勢過頭，價格不符合我們的收益和經濟增長預期。

外匯方面，我們對歐元兌日圓持謹慎態度，因為日圓應受益於其避險地位和日本央行的政策立場。我們亦對英鎊(相對於美元和瑞郎)持防守態度。英國相對疲軟的經濟增長對週期性英鎊不利。此外，挪威克朗應會繼續表現優於加元(週期性外匯)。在新興市場方面，巴西雷亞爾兌美元可能受益於積極的國內宏觀發展、中國重新開放以及聯儲局較不激進的立場，但我們正在關注國內政治的演變。

風險與對沖

投資者應考慮透過石油採取更多元化的立場，這應可從結構性失衡中受益，亦是防範涉及伊朗(相對於美國、沙特阿拉伯、以色列)的潛在地緣政治危機風險的保障。同樣，在比預期更嚴重的經濟衰退導致壓力時，黃金可以提供多元化分散和保護作用。此外，我們認為必須維持股票和高收益信貸領域的金融對沖，以防止第一季度基本面可能走弱。

東方匯理資產縱橫信念

	一個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票*	↘			■				
信貸和新興市場債券**	↘			■				
存續期						■		
石油***	↗					■		
黃金						■		

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。

*我們對整體股市變得更為謹慎，持單一負值偏低的立場。

**雖然我們整體上對信貸和新興市場債券持中性態度，但我們對歐元高收益債券持較為謹慎的態度。

***與上個月相比，我們進一步增持了石油，但整體立場仍為正面。



固定收益

信貸為重，質素為先

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

各國央行擔心通脹以及失去信譽的風險。因此，央行對轉向鴿派支點猶豫不決。另一方面，市場擔心加息對終端消費的影響，進而可能影響企業盈利能力和現金流。儘管公司在新冠疫情危機後改善了資產負債表，但現在面臨眾多挑戰：融資成本上升、能源價格上升，以及在某些情況下勞動力成本上升（例如：美國）。我們認為投資級空間定位良好，因為近年來基本面有所改善，而高收益則面臨風險，因為違約前景可能在不久的將來惡化。因此，透過整體警惕的方法，我們保持選擇性，保持對投資級而非高收益債券的偏好。在美元疲軟的情況下，新興市場債務也有一些機會。

環球及歐洲固定收益

我們對久期（核心歐洲和日本）保持略微謹慎的立場（對美國則持中性立場），但對通脹、貨幣政策和收益率變動動態保持警惕以對此進行調整。在外圍債務方面，雖然我們的立場接近中性，但我們正在評估不同地區的收益率曲線以找出任何差異。發達國家的經濟活動水平出乎意料地好轉，這對企業信貸有利。然而，情況將在多大程度上改善仍存在疑問，這促使我們監控信貸質量和違約情況。因此，我們會慎選，並保持略微樂觀的立場，並偏愛投資級而非高收益債券。我們還認為歐洲投資級債券的估值具有吸引力，但遵循基於特殊風險的嚴格選擇過程。我們尤其喜歡次級金融和政府擔保的債務。

美國固定收益

美國核心通脹比整體通脹更具粘性，工資增長也高於與聯儲局長期通脹目標一致的水平。因此，政策行動和「暫停」（如有）將視乎勞動力市場和服務行業通脹的演變。這導致我們積極管理自己的久期立場，目前有積極正面的偏好。儘管機構抵押貸款與政府債券相比提供了有吸引力的長期價值，但我們正在監測不斷變化的估值和量化緊縮政策如何影響回報。目前，我們仍然保持謹慎，因為利差與利率波動有關。在企業信貸方面，我們非常有選擇性，認為投資者應限制其利差久期。具體而言，我們看好投資級而非高收益債券，並看好金融類而非工業類投資。話雖如此，流動性仍然是我們的一個重要因素，但發行人的基本面穩健，至少目前是這樣。

新興市場債券

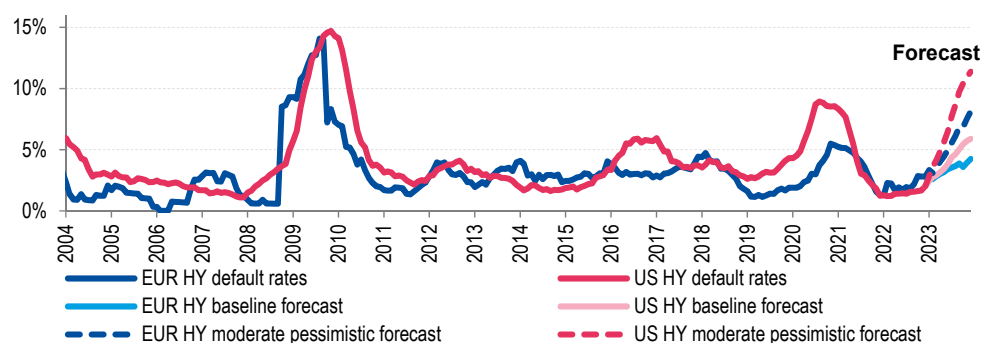
雖然我們在久期方面仍保持輕微防禦，但我們對前景保持謹慎樂觀。在去年環球收益率飆升後，新興市場提供了有吸引力的利差。硬通貨債券提供了引人注目的切入點。我們尤其看好巴西和南非（商品出口國）。隨著我們探索部分中東歐國家的上行潛力，本幣債券和外匯應該會受益於美元的潛在峰值。

外匯

出於對資本流動可能逆轉的擔憂，我們現在對美元持中性態度，但對日圓和挪威克朗，我們保持樂觀態度。美元走軟可能會為部分拉丁美洲外匯營造一個積極的環境，我們看好墨西哥比索和巴西雷亞爾。在亞洲方面，我們看好印尼盧比和泰銖，但對新台幣、菲律賓披索和某些東歐外匯持防禦態度。

在「債券回歸」的市場主題下，發揮投資級信貸潛能，對高收益信貸持謹慎態度

歐美高收益信貸違約前景



Source: Amundi Institute, Moody's. Data as of 25 January 2023. Forecasts start from January 2023.

GF=環球固定收益; GEMs/EM FX=環球新興市場外匯; HY=高收益; IG=投資級; EUR=歐元; US=美國國庫債券; RMBS=住房抵押貸款支持證券; ABS=資產支持證券; HC=硬通貨; LC=本地貨幣; MBS=抵押貸款支持證券; CRE=商業房地產; QT=量化緊縮。CEE = 中歐和東歐



股票

反彈後過度樂觀情緒被消化



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

儘管盈利增長預期疲軟，但我們仍可能對下行感到意外。因此，我們持謹慎態度並尋求可持續的利潤率

整體評估

家庭購買力下降和經濟活動放緩的雙重打擊正在為盈利和利潤率帶來壓力。下降趨勢可能會持續一段時間，但已經反映在眾多公司的估值中。這導致了波動性和回報分散，使其成為選股者的市場。因此，我們的重點仍然是**估值和識別有能力捍衛收益的企業和低負債的企業**。這些更有可能承受更高的借貸成本並避免任何籌集股本的需要。整體而言，我們對企業利潤率保持警惕，偏好價值型、優質型和高股息的企業。

歐洲股票

我們保持均衡的投資方法，結合對優質股和價值股的偏好。我們尤其看好週期股（工業股），但在最近的反彈後不打算升級。然而，能源供應投資不足的問題仍然存在，促使我們探索該領域。在金融領域，息差和盈利應該會因利率上升而得到提振。鑑於零售銀行的資產負債表和估值穩健，我們較為看好。另一方面，精選的防守型名稱看起來便宜。**我們不僅關注公司的盈利質量，還評估我們的投資組合如何保持對終端消費者市場的多元化敞口。**在必需品方面，我們較看好擁有定價權的企業，這些企業可以確保在不影響銷售的情況下將不斷上漲的投入成本轉嫁給客戶。不少這類企業的資產負債表在利率上升時提供了保護。反過來說，我們對公用事業股、科技股持謹慎態度。

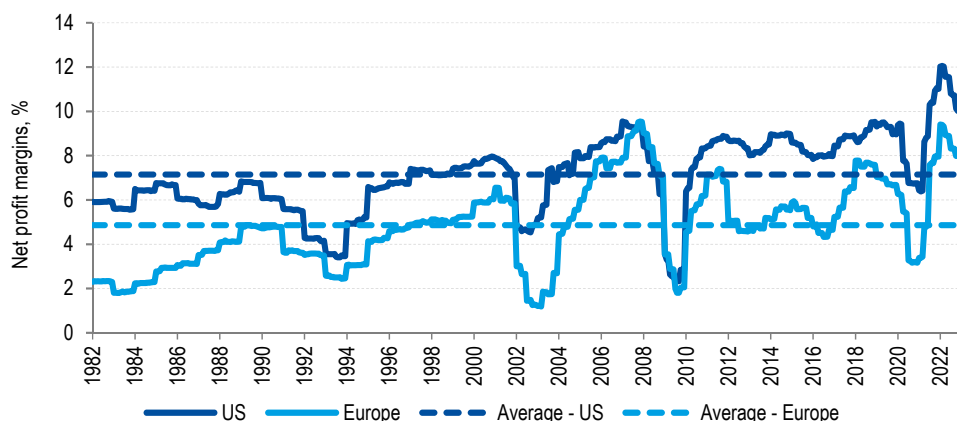
美國股票

當前的盈利指引並未完全反映即將到來的經濟放緩，即使我們看到市場存在巨大的估值異常。這一點，加上去年美元上漲對第一季度和第二季度企業盈利可能產生的負面影響，以及利潤率處於創紀錄水平，導致我們**對大型股公司持非常謹慎的態度**。另一方面，我們正在討論環境最終改善後的時機以及哪些行業會表現良好（除了能源和銀行業之外）。太早或太晚都可能阻礙回報。因此，我們保持活躍，並且只是透過探索可以在經濟放緩的情況下實現盈利增長的業務來逐步採取行動。我們喜歡銀行股，但信貸風險仍然是我們的關鍵參數。從風格的角度來看，我們**喜歡優質股和價值股，但注意到週期性名稱在最近的反彈之後變得不那麼有吸引力了。我們避免無利可圖的增長和不良價值**，並認為必需品、公用事業和房地產行業不具吸引力。

新興市場股票

該資產類別受到早於預期的中國重新開放以及具有吸引力的估值和盈利預期的支持。然而，鑑於地緣政治緊張局勢（烏克蘭戰爭、中國/台灣）和某些情況下增長前景低迷，我們會有所選擇。我們正變得**對中國持樂觀態度**，發揮新冠疫情政策引發的反彈，並維持我們對巴西的樂觀態度。在行業層面，我們對非必需消費品和地產股持樂觀態度。我們亦較喜歡能源而非材料行業，但對醫療保健和科技半導體企業保持謹慎。

利潤率有所下降，但仍高於長期平均水平



Source: Amundi Institute, DataStream as of January 2023. DataStream indices above representing US and European markets.

本月主題



Mahmood PRADHAN
東方匯理研究所環球宏觀經濟部主管



Annalisa USARDI—CFA
東方匯理研究所高級經濟師

隨着財政支持的減弱，這可能會導致2023年下半年通脹壓力降低，並導致通脹加速下降

為什麼通脹下降速度快於預期？ 後果會怎樣？

高通脹並未引發發達經濟體的工資價格螺旋上升。貨幣緊縮抑制了通脹預期，持續的堅定立場將拉低通脹，速度可能快於預期。

現在市場普遍認為，美國和歐洲的主要通脹指標已經見頂並正在下降。然而，核心通脹仍然處於高位，央行可以放心，尤其是在歐洲，該通脹仍在上升。我們的核心情景是聯儲局和歐洲央行將在2023年下半年之前繼續收緊政策，並維持限制性政策立場。預計財政支持亦將逐漸減弱，這是否會導致2023年下半年通脹壓力降低，通脹加速下降？相對於我們的中央情景，我們考慮了一些可能對通脹施加下行壓力的因素。

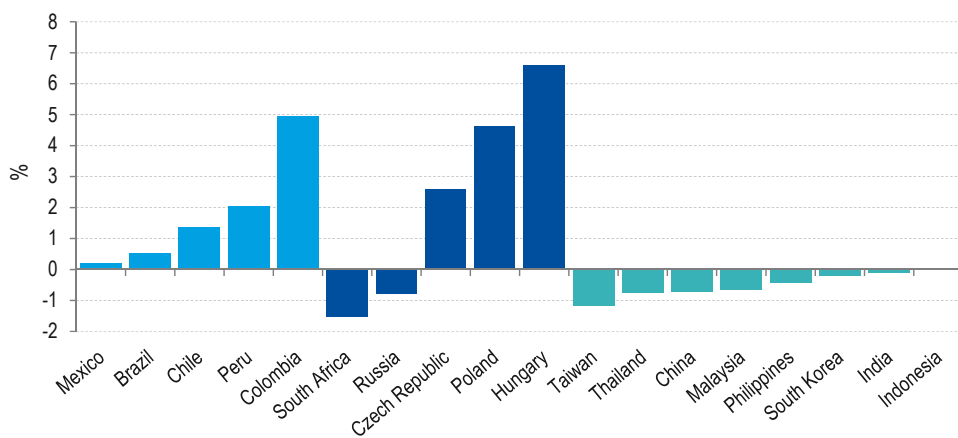
在美國，我們的整體通脹率為4.3%的中央情景比官方預測（聯儲局的中值點陣圖）略為樂觀，因為我們預計2023年和2024年的增長前景將更加疲軟，概率相對較高，為40%，2023年下半年預計經濟衰退。在主要組成部分中，商品價格下跌的速度快於我們的預期，而服務通脹和住

房價格只會逐漸下降，核心通脹將在一段時間內居高不下。儘管如此，整體和核心措施都發生了決定性的轉變。

在歐洲，我們預計較低的能源價格將繼續對整體通脹施加顯著下行壓力，但核心通脹將保持高位並逐漸下降，到今年年底略低於4%。這反映出我們預計今明兩年仍溫和的整體工資支出（就業補償）將繼續增長約3.5%。因此，貨幣政策制訂者將對任何近期的暫停措施保持謹慎，直到核心通脹穩步下降。

新興市場的通脹也已見頂，儘管處於非常高的水平，而且各國之間存在很大差異。整體而言，隨着供應鏈繼續正常化，中國的重新開放應該會降低新興市場的通脹，儘管商品價格上漲會有所抵消。

1/ 2023年第四季度通脹預期相對於央行目標上限的變化



Source: Amundi Institute, CEIC, Bloomberg. Data is as of 24 January 2023.

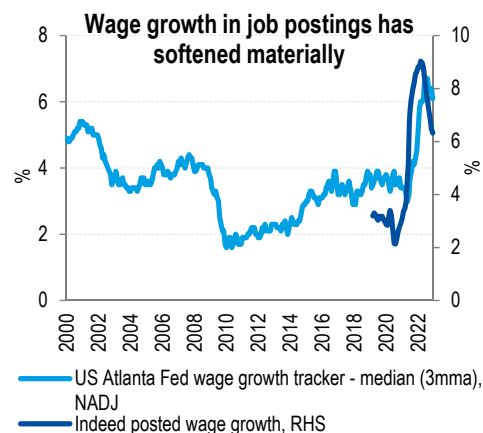
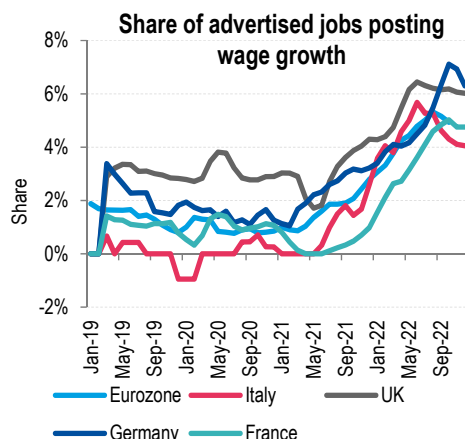
為什麼通脹會下降得更快？

1. 這次工資價格螺旋上升的風險較低。在以往不少通脹上升的事件中，當實際工資下降且通脹預期因貨幣緊縮而保持穩定時，工資增長並未加速。國際貨幣基金組織最近的一項研究證實了發達經濟體 22 個類似的通脹上升時期。當前的高通脹並非源於勞動力市場，在歐洲和美國都顯示出相似的

特徵——儘管名義工資出現正增長，但實際工資下降，但貨幣政策預計將保持緊縮。在勞動力市場壓力較大的美國，平均收入已經放緩，並且有證據表明，僱主在招聘廣告中提供較低的工資增長（與現有工作的工資增長中位數相比）。

本月主題

2/ 工資增長：歐元區對美國



Source: Amundi Institute, Datastream. Data is as of 25 January 2023.

整體通脹和核心通脹按比例下降的情景對大多數資產類別來說都是一個強烈的利好因素

2. 金融環境將變得更加緊縮。 儘管迄今為止大幅收緊貨幣政策，但隨着市場因經濟增長的韌性而受到鼓舞，金融狀況最近有所緩和。然而，與貨幣政策相關的典型滯後效應最終會消失，企業和家庭的借貸成本已大幅收緊。再加上財政對需求的持續支持前景渺茫，整體宏觀政策不會增加通脹壓力。即使在歐洲，不少政府亦會發現很難維持目前對能源價格的支持水平。

3. 中國經濟重新開放將緩解通脹壓力。 中國經濟活動逐漸正常化將緩解供應鏈壓力並

如果通脹下降速度比預期快怎麼辦？

就資產價格而言，最有利的情況是由於工資放緩、能源價格持續走低以及貨幣政策收緊的滯後效應已在醞釀之中，整體指標和核心指標都會按比例下降。這對大多數資產類別來說都是一個強烈的積極因素——本質上是一次「良性」的軟着陸。相比之下，如果核心通脹仍然堅挺（而整體通脹繼續下跌），央行將陷入困境。央行將繼續擔心未來的工資通脹和通脹預期。

降低全球通脹壓力。總括而言，這種影響將超過中國國內需求的增加，這將在很大程度上影響消費，而對大宗商品的整體需求顯著增加（一些工業大宗商品除外）。中國國內通脹的任何顯著上升亦可能導致政策緊縮。

4. 經濟增長前景依然疲軟。 預計今年和明年美國和歐洲的增長將保持非常低迷（遠低於潛力），歐美經濟衰退的可能性很大。由於應對政策的空間很小，一段時期的長期疲軟應該會對通脹造成壓力。

央行的耐心減少將增加硬着陸的風險，這將打壓股市並導致利率市場的熊市趨於平緩。

然而，通脹加速下降可能是喜憂參半。如果通脹因增長下滑幅度大於預期而下降，則經濟衰退加劇和經濟持續疲軟的風險將很大，尤其是在這一次幾乎沒有政策回應空間的情況下。除了固定收益，大多數資產類別都將承受持續壓力。

本文於2023年2月2日定稿

中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們修改了替代方案的概率。我們確定的一些風險因素可能出現在我們的中央情景中，尤其是股票市場可能尚未完全在定價時考慮該等因素。我們認為，短期內風險仍然偏向下行，但與此同時，我們相信，要在12至18個月的範圍內觸發下行情景，需要多種不可能出現的風險因素組合。在這個範圍內，我們認為通脹迅速下降的上行情景現在更有可能成為現實。事實上，有幾個不同性質的因素可以壓低價格：天然氣價格下降、環球貨幣政策的聯合收緊（具有延遲影響）以及由於中國經濟重新開放而導致的環球價值鏈正常化。

下行情景 10%	中央情景 70%	上行情景 20%
發達市場經濟衰退	滯脹期, 分歧和持續性上升	通脹回落
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> 🌐 烏克蘭戰爭惡化／擴大。 🌐 歐洲不斷惡化的能源危機和深度經濟衰退，加上美國經濟衰退。 🔥 新冠疫情死灰復燃。 ✳️🕒 通脹預期脫錨。 🕒 政府不能再實施反週期財政政策。 🌿 氣候過渡措施被推遲。 	<ul style="list-style-type: none"> 🌐 烏克蘭戰爭陷入僵局。我們預計在2023年後期的某個時候停火；與此同時，情況可能會進一步惡化。 🌐 能源危機將繼續存在。天然氣價格預計將在補貨階段上漲。 🔥 新冠肺炎成為風土病。 ✳️ 單位勞動力成本導致的粘性核心通脹。通貨膨脹在2024年前不能恢復到央行目標。 ✳️ 2023年環球經濟放緩，但分化加劇：歐洲增長乏力，美國經濟衰退風險上升，中國經濟重啟復甦。預計2024年大多數發達市場的增長將低於平均水平。 ✳️ 全球的名義GDP增長趨勢走高，減輕對盈利收益的影響。 🕒 央行政策分歧：聯儲局和歐洲央行將在2023年中期停止加息；中國央行偏向寬鬆。 🕒 在歐洲方面，財政政策沒有得到很好的協調和針對性，但歐洲人在協商應對美國個人退休金帳戶（IRA）方面正在取得進展。預計2023至24年美國的財政刺激將保持中性。 	<ul style="list-style-type: none"> 🌐 烏克蘭停火在望。 🌐 俄羅斯部分恢復對歐洲的天然氣出口，商品市場正常化。 ✳️ 通脹和核心通脹迅速回落。 ✳️ 經濟衰退擔憂消散，通脹恢復至正常水平，緩解央行壓力。 ● 沒有「V」型復甦，但不確定性減少和信心增強可能會刺激國內對發達市場的需求。 🌿 氣候變化政策和能源轉型成為首要考慮。
市場影響	市場影響	市場影響
<ul style="list-style-type: none"> — 偏好現金、美元和美國國債。 — 使用最小波動率策略。 — 黃金。 	<ul style="list-style-type: none"> — 經風險調整後的實際預期回報較低。 — 收益率曲線趨陡，政府債券恢復對沖更深層經濟衰退的功能。 — 透過黃金、掛鈎證券、股票、實物資產和商品對沖通脹。 — 新興市場：短期謹慎，長期實際收入和增長故事完好無損。 	<ul style="list-style-type: none"> — 美國國債曲線熊市變態。 — 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產。 — 美元貶值。 — 選擇性增加對本幣債券之中新興市場債務的敞口。

🌐 地緣政治 🔥 新冠疫情相關主題
✳️ 增長和通脹預期
🕒 貨幣和財政政策

▲ 復甦計劃或財務狀況
● 私人 and 公共發行人的償付能力

● 經濟或金融制度
🌿 社會或氣候相關議題



最高風險

本月更新

我們在各個方面都看到風險，但在年初強度有所減弱。因此，我們將經濟和金融風險的概率從25%降低到20%。環球經濟基本面惡化，這反映在中央情景中，但尚未在股票市場中完全反映出來。烏克蘭戰爭的進程及其潛在影響可能使局勢朝任一方向傾斜；風險在短期內傾向於下行，然而，在年底前停火的可能性仍然很大。我們將新冠疫情相關風險視為經濟風險的一部分。風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但各對沖策略息息相關。

經濟風險
20%

- 環球經濟衰退，受到石油／天然氣沖擊、貨幣環境收緊和購買力下降的推動。
- 歐洲嚴重的能源危機，導致深度衰退（衝擊信心）。
- 在俄羅斯經濟崩潰、能源價格上漲、通脹失控和移民危機之後，東歐出現經濟危機。
- 各國央行繼續加息，優先抗擊通脹。
- 環球利潤衰退，由環球經濟放緩和持續的投入成本壓力引發。
- 大巧合的結束：伴隨着滯脹壓力，央行和政府的目標不再完全一致：反週期財政政策的空間縮小。
- 歐洲：政策組合不一致（寬鬆的財政立場加上緊縮的貨幣政策）
- 疫症大流行：
 - 出現更危險和抗疫苗變種的風險。
 - 新的封城或行動限制措施。
- 與氣候變化相關的自然事件損害了經濟增長的能見度及社會平衡。

財務風險
20%

- 美國債務上限
 - 共和黨和民主黨未能達成妥協：美國違約的風險導致嚴重的金融動盪，並可能引發嚴重的金融危機
- 主權債務危機：
 - 持續的戰爭將損害發達市場脆弱的公共財政，因為公共債務佔GDP的比例已經處於歷史高位。
 - 通脹預期脫鉤可能導致更嚴峻的貨幣緊縮和債券市場錯位。
 - 大多數國家都容易受到評級下調和利率上升的影響。
 - 脆弱的新興市場可能面臨國際收支危機並增加違約風險。
- 企業償付能力風險增加，儘管基本因素變差、不確定性上升和企業利潤率受壓（投入成本高、雙訂單導致盈利預警）。
- 廣泛的漂綠和ESG投資泡沫損害了能源轉型資金。

(地緣) 政治風險
25%

- 烏克蘭戰爭：
 - 風險偏向下行。戰爭出現負面發展的概率為60%，包括與西方直接對抗的概率為25%。俄羅斯面臨的軍事行動失敗越多，這種風險就越大。
 - 儘管我們預計衝突會在此期間惡化，但我們的基本情況是2023年結束敵對行動（很可能是在下半年），其概率為35%。
- 中期選舉之後，美國將專注於國內政治鬥爭，這將加劇與中國的緊張關係，因為共和黨和民主黨爭奪鷹派立場，助長了2023年的「台灣」風險。
- 新興市場政治不穩定由食品和能源價格上漲引起，引發一波社會動盪。
- 伊朗或北韓的核計劃再次引發擔憂和制裁。
- 隨着俄羅斯試圖破壞西方對烏克蘭的支持，網絡攻擊或數據洩露、破壞安全、能源和醫療服務中的資訊科技系統的情況有所增加。

+ 現金、掛鉤證券、日圓、黃金、美元、優質（相對增長型）投資產品、防守型（相對週期性）投資產品。

+ 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量。

+ 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品、石油。

- 風險資產、澳幣、加幣及紐幣、新興市場本地CCY。

- 石油、風險資產、前沿市場、新興市場。

- 信貸及股票、EMBI。

資產縱橫：檢測市場轉折點

本月更新：技術指標方面的紅綠燈已從紅燈變為綠燈，情緒指標的紅綠燈則已從紅燈變為黃燈。

- 轉折點已經出現
- 接近轉折點
- 言之尚早

經濟背景

- 在持續高企的通脹壓力下，環球經濟勢頭正在放緩。美國2023年下半年的經濟衰退風險仍然很大，而歐洲的前景有所改善，儘管我們仍然預計冬季GDP增長緩慢/收縮且下半年增長低於潛在水平。
- 美國和歐元區的整體通脹可能已經見頂。然而，這對於核心通脹而言尚不明確，尤其是在歐洲。整體而言，我們預計美國和歐洲的潛在通脹將表現出比整體通脹更高的粘性，整體通脹已開始明顯下調，因為基礎效應有助於拖累能源通脹。這種潛在的粘性將成為貨幣政策選擇的重要驅動力。
- 地緣政治方面的長期壓力以及財政支持和貨幣政策緊縮之間的拉鋸戰使最終的經濟結果不明朗，加劇了數據波動。



基本面與估值

- 在最近的回調之後，股票看起來便宜，而我們在接下來的幾週內沒有看到任何強大的切入點催化劑。
- 股票倍數看起來更符合當前的通脹環境和緊縮的貨幣政策，但沒有完全計入預期出現的利潤衰退。相對而言，考慮到高利率，基本面並不利好風險資產。
- 基本面進一步惡化；利潤衰退亦是2023年上半年的核心情景。

技術面

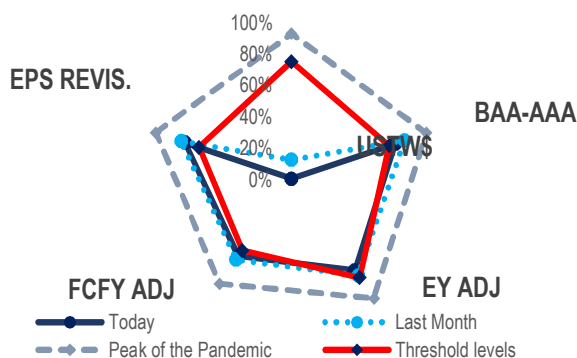
- 2023年一月的技術面仍然喜憂參半。大多數資產在2023年初強勁反彈，極少數例外。趨勢追蹤指標繼續顯示所有資產的正不對稱性，優先選擇久期產品（信貸和政府債券）而不是股票。另一方面，大多數逆勢指標表明市場自滿。RSI回到其範圍的上限（表明市場在整個範圍內變得超買）並且倉位強化了這一訊息（2022年倉位沒有投降，2022年首個月增加了股票）。

情緒

- 自2022年第四季度以來，通脹連續三次意外下行導致利率波動性急劇重置，從而導致金融狀況更加寬鬆並改善風險情緒指標。自去年以來，市場情緒大幅改善，美元是最近的主要驅動因素之一（我們的CAST OFF概率因此大幅下降，儘管每股盈利修正和信貸風險溢價仍高於警戒水平）。另一方面，金融狀況有所緩解，但仍處於歷史緊縮狀態。市場風險集中度上升，謹慎追市（多數資產同步反彈，系統性風險上升）。這使我們的情緒支柱在2023年1月處於中性積極區域。

資產縱橫前哨閾值 (CAST)

自2022年十一月以來，美元的拋售一直是強大的支撐因素，進而轉化為較低的CAST OFF概率。該消息於2023年一月得到確認。



自2022年11月以來，CAST風險認知大幅改善，因為貿易加權美元 (USTWD) 的拋售更多地抵消了其他哨兵的負面貢獻。自2022年第四季度以來，每股盈利修正和信貸風險溢價一直在改善，但仍處於警戒狀態。

研究方法：我們考慮五種我們稱之為「前哨」的輸入變量：美元貿易加權指數、穆迪的Baa-Aaa價差、每股盈利修正、已調整盈利收益率風險、已調整現金流收益率風險。這些「前哨」用於為我們的戰術資產配置進行重新定位。一旦檢測到合理的閾值，就會將這五個變量匯聚為一個指標，以一定的信念水平預測市場的任何壓力狀況。五邊形顯示五個「前哨」，其中紅線表示警報閾值。紅線上方的距離越大，風險感知就越高，最終需要更接近防守型資產配置。



東方匯理研究所短片

1 如果通脹下降速度比預期快得多怎麼辦？

- 我們預見到不同的結果，這取決於這種下降的原因。
- 美國和歐元區2023年的下降速度比我們目前的預測快2%，如果核心通脹以同樣的速度下降，並且如果價格壓力出現如此積極的意外並非增長低於預期的結果，則可能會導致風險資產更加友好的情景。

投資後果

- 跨資產定位仍具防禦性，低配配置股票，高配配置高收益。
- 我們已下調政府債券評級，但政府債券仍處於高配區域。
- 投資級債券移為中性。

2 如果歐洲央行終端利率為4%會怎樣？

- 更高的歐洲央行終端利率將在增長方面帶來更高的成本，而在通脹方面幾乎沒有好處。
- 如果2023年上半年通脹強於預期，歐洲央行將比目前預期更加強硬，並可能將利率推高至4%。
- 由於貨幣緊縮和生活成本問題，這應該會導致下半年出現長期收縮，整體而言，2024年的增長將更加疲弱，而核心通脹整體上應該會保持粘性。

投資後果

- 歐元兌美元應強於預期。

3 量化緊縮政策和供應對歐元政府利率的影響

- 今年歐元淨發行量將大幅上升：EMU-10淨發行量應躍升至4200億歐元，歐盟發行量應增至1500億歐元，核心和半核心發行量將從2260億歐元增至3000億歐元。
- 這意味着今年市場必須吸收總計7200億歐元的資金，供應來自核心和半核心國家，而外圍供應預計將從1400億歐元下降到1200億歐元。

投資後果

- 歐元久期空頭頭寸。
- 對週邊利差持謹慎態度。

4 整個歐元區的預算趨勢

- 借貸利率上升並不非對公共債務可持續性的直接威脅。
- 由於仍然有利的利率與GDP增長差異，歐元區政府債務在短期內保持在良好的軌道上。
- 然而，從長遠來看，需要恢復財政紀律以確保債務可持續性。就此方面而言，2024-25年的預算將是關鍵。

投資後果

- 保持空頭歐元久期。
- 對週邊利差持謹慎態度。

5 財報季提前收穫

- 到目前為止，美國首批結果積極正面，超出預期約5%。
- 標準普爾500指數2022年第四季度每股盈利預計將是自2020年第三季度以來的第一個負季度，降幅為-1.6%，導致2022年底收益為+4.5%；材料和通訊服務應該是最差的行業板塊。
- Stoxx 600指數第四季度每股盈利預計為+14.5%；2022財年增長19.9%。
- 整體而言，2023年為標準普爾500指數每股盈利增長預期設定了有史以來的最低標準(+3.2%)；在歐洲，預期接近於零(0.6%)。

投資後果

- 美國股票相對於世界其他地區的評級從中性下調至低配，主要是基於增長價值論點。

6 一級信貸市場展望

- 我們預計加息對主要信貸市場的影響有限，因為低再融資需求和大量使用現金持有量已經減輕了迄今為止貨幣緊縮的影響。
- 然而，融資成本上升和經濟增長放緩應該會在2023年開始對低評級的高收益發行人造成最大打擊。

投資後果

- 長期信貸：我們保持對歐洲相對美國的偏好，以及對投資級而非高收益債券的偏好。



東方匯理資產類別觀點

	資產類別	觀點	1個月內的改變	理由
股票平台	美國	-/=	▼	近期的經濟增長減速及其對已經非常高的盈利和利潤率的後續影響讓我們非常警惕。在這種環境下，我們非常小心選擇，專注於價值、股息和優質股票，因為估值通常與盈利前景不一致。
	美國價值	+		我們繼續看到價值與增長之間的估值差異，這可能會支持前者的表現。然而，在經濟增長放緩的情況下，我們更傾向於將價值與質量結合起來。
	美國經濟增長	--	▼	昂貴的成長股和大盤股顯示出與其他市場不同的估值，並且繼續成為我們避免的細分市場。政策利率上升和通脹放緩意味著實際利率將會上升，這對長期成長型股票的估值不利。
	歐洲	-/=	▲	能源和生活成本危機正在塑造歐洲股市的前景，因為這些因素直接影響最終消費，進而影響企業盈利。雖然從歷史角度來看，我們看到天然氣價格有所下降且估值具有吸引力，但出於對盈利收益的擔憂，我們仍然持謹慎態度，並且較喜歡有強勁資產負債表的企業。
	日本	-/=	▼	我們認為日本央行可能會退出負利率政策，給日圓帶來上行壓力，進而可能對日本出口造成壓力。然而，中國經濟重新開放應該是正面積極的，而我們更願意保持均衡。
	中國	+	▲	經濟重新開放的持續可能會促進經濟活動，同時為電子商務公司提供更寬鬆的政策環境。我們保持略微樂觀和小心選擇（考慮到與美國和台灣關係的地緣政治風險），尋找具有可持續回報潛力的長期故事。
	新興市場（中國除外）	=		新興市場應該獲得較佳估值和盈利前景的支持，特別是對於財政狀況良好的國家。但考慮到一些地緣政治風險，我們認為選擇範圍很大。在此背景下，我們對巴西持樂觀態度，但對總統盧拉的政策保持警惕。我們繼續看好價值股而非增長股。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		聯儲局仍然擔心物價上漲，不希望市場將加息減少解釋為缺乏抗擊通脹的承諾，通脹率仍然高企但正在減速。與此同時，經濟增長前景黯淡。因此，我們保持對久期保持積極態度。TIPS看起來價值合理，尤其是在中間範圍內。
	美國投資級公司債券	=/+		我們看到該行業的利差有吸引力而且資產負債表強勁，但不能排除政策失誤的可能性，這種失誤可能會導致更深層次的放緩，最終可能會影響利差。因此，我們保持小心選擇，並且較喜歡金融而不是非金融行業和一般的特殊故事。
	美國高收益公司債券	-		我們對流動性和違約前景保持警惕，預計今年將比去年增加。這一點，加上展望未來更高的資金和勞動力成本，以及增長緩慢，讓我們對高收益持謹慎態度。
	歐洲政府債券	-/=	▼	歐洲央行致力於穩步加息，因為控制通脹仍然是其首要任務，導致其將利率維持在限制性區域（以及即將到來的量化緊縮）。因此，我們保持略微謹慎，但在評估該地區的經濟增長軌跡時積極調整立場。
	歐洲投資級公司債券	=		歐洲投資級債券的估值具有吸引力，但地緣政治緊張局勢和能源危機構成了主要風險。我們正在監測企業如何應對經濟放緩、其再融資需求以及流動性風險的演變。
	歐洲高收益公司債券	-		由於對違約率和現金流的擔憂，以及在融資成本上升的情況下營運指標可能惡化，我們預計利差會出現波動。因此，我們保持防禦。
	中國政府債券	=		中國債務為環球投資者提供了強大的多元化收益，但我們繼續關注中國人民銀行在經濟重新開放期間的溫和寬鬆政策立場。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		環球收益率上升增加了新興市場債券套利的吸引力，新興市場債券的前景溫和樂觀，而硬通貨債券的估值具有吸引力。我們在巴西等國家保持慎選，並在最近的暴力抗議活動後監測特定國家的經濟和政治風險。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們對新興市場外匯持接近中性的態度，但相信該資產類別可能會受到美元疲軟和聯儲局較不激進的態度所支持。就當地利率而言，我們認為今年（與去年相比）有可能獲得較佳的環境，但目前，我們保持小心選擇，並在羅馬尼亞等中歐和東歐國家尋找機會。
其他	大宗商品			隨着聯儲局放慢加息步伐，以及市場將焦點從政策利率上升轉移到經濟增長放緩，我們認為金價有上漲空間。我們將1200萬美元的目標從1900美元/盎司修改為2000美元/盎司。石油輸出國組織+的生產紀律及其有限的閒置產能以及中國的需求應該會支撐油價。在基本金屬方面，中國經濟重新開放的利好消息已經反映在價格中，我們可能會在短期內看到溫和回調，但長期前景依然存在。
	貨幣			聯儲局加息可能放緩（對美元的主要支撐）、美國以外的經濟增長略有彈性以及國內經濟活動弱於預期都使我們不那麼看好美元。

圖例



資料來源：東方匯理截至2023年1月30日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目的使用，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。

IG-投資級公司債券；HY-高收益公司債券；EM Bonds HC/LC-新興市場硬通貨/本幣債券；WTI-西德克薩斯中質原油；QE-量化寬鬆政策。



發達國家

宏觀經濟前景

數據截至2023年2月3日

全年平均 值(%)	實際國內生產 總值增長(%)			通脹(消費物價 指數, 按年, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
世界各地	3.4	2.4	2.8	8.2	5.8	4.2
發達國家	2.7	0.6	0.9	7.4	4.5	2.6
美國	2.1	1.0	0.6	8.0	3.7	2.4
日本	1.3	0.5	1.2	2.5	1.0	0.6
英國	4.1	-0.5	1.0	9.2	7.8	3.8
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

資料來源: 東方匯理研究所。

- **美國:** 由於財政和貨幣政策拖累經濟活動, 儘管強度不同, 但美國經濟一直顯示出減速跡象。儘管第四季度強於預期可能會帶來一些上行驚喜, 但在國內需求疲軟和環球增長的推動下, 我們繼續看到增長顯著放緩。2023-24年的平均增長仍將大大低於潛在水平, 2023年下半年尤其疲軟, 這意味着經濟衰退風險加劇。通脹似乎已經見頂並已轉向較低的月度制度, 但我們預計潛在通貨膨脹具有粘性, 核心指數的下降速度比整體指數慢。
- **歐元區:** 我們上調了歐元區增長前景。雖然我們仍然預計冬季經濟疲軟和活動收縮, 但我們預計情況沒有以前擔心的那麼嚴重。儘管略有上調, 但歐元區經濟的阻力依然很大。在春夏期間, 我們預計在通脹放緩和情緒改善的幫助下, 增長會出現一些復甦, 即使在現階段的增長溫和。收緊貨幣政策將是一個明顯的逆風, 使2023-24年的增長低於潛在水平。與能源危機相關的風險似乎已經消退, 但與通脹和增長前景相關的風險仍然很明顯。
- **英國:** 由於通脹預測持續——連續幾個季度高於目標——我們預計2023年初英國將出現由生活成本引發的經濟衰退, 並持續幾個季度。財政和貨幣政策將拖累經濟增長。儘管我們略微改善了我們的前景, 但我們認為英國經濟仍然存在所有不利因素。隨着隨後的溫和復甦, 我們預計2024年經濟亦將低於潛力水平。在歐元區方面, 就通脹和增長前景而言, 與能源危機相關的風險仍然很明顯。
- **日本:** 2023年增長表現的初步訊號喜憂參半, 目前我們維持2023年增長0.5%的低於市場普遍預期, 復甦不均衡正在形成。正如商業調查數據所示, 一方面, 強勁的外向型製造業將受到環球需求疲軟的嚴重打擊。另一方面, 中國經濟重新開放使日本成為中國人出境遊最重要的目的地之一。與此同時, 十二月的全國CPI數據證實了東京CPI描繪的悲觀景象(同比4.0%, 約40年來最強勁的增長), 儘管日本央行的工作更加艱難。

主要利率展望

	06-02 2023	東方 匯理 +6個 月	市場觀 點 +6個月	東方 匯理 +12個 月	市場觀 點 +12個月
美國	4.75	5.25	4.90	4.75	4.50
歐元區	2.50	3.50	3.30	3.50	3.30
日本	-0.10	0.00	0.12	0.00	0.20
英國	4.00	4.50	4.20	4.25	4.00

資料來源: 東方匯理研究所。

- **聯儲局:** 在溫和增長的背景下, 過去幾個月通脹一直在下降, 但在通脹仍處於高位且供需持續失衡的跡像下, 貨幣政策仍有工作要做才能使通脹回到2%。我們預計聯儲局將在三月份將聯邦基金利率上調至5.25%, 然後暫停幾個月。聯儲局官員強調, 重點應該從「多快」轉向利率需要上升「多遠」以及這些水平需要維持多長時間。我們現在的情景包括第三季度經濟活動收縮和通脹迅速下降。現在, 我們預計十二月將首次降息, 而此前我們預計將在一月進行。
- **歐洲央行:** 在二月份的會議上, 歐洲央行加息50個基點, 並指有意在三月份再次加息50個基點。儘管歐洲央行不再認為其通脹預測存在上行風險, 惟聲明和新聞發布會的立場都偏鷹派。我們的基本預期是歐洲央行將在三月份的會議上加息50個基點, 然後在五月和六月加息25個基點。這意味夏季前的最終利率為3.50%, 高於市場預期, 目前為3.25%。核心通脹的持續存在將給歐洲央行帶來壓力, 根據我們的情景, 第三季度核心CPI接近4.5%。
- **日本央行:** 繼去年十二月的意外舉措後, 日本央行在一月會議上維持政策不變。預計2023年復甦溫和, 上半年通脹壓力提前, 我們認為政策正常化的目標是在不加息的情況下退出負利率政策(NIRP)。我們預計日本央行將在三月終止YCC, 並在六月終止NIRP。我們預測的風險偏向於NIRP的延遲結束。
- **英國央行:** 英國央行在二月份的會議上宣布加息50個基點, 目前銀行利率為4.0%。對該決定的投票出現分歧是意料中事, 因為九名投票者中有七名支持加息50個基點的舉措, 而兩名成員則傾向於不加息。在利率指引方面, 貨幣政策委員會表示可能會在即將召開的會議上加息步伐降至25個基點。在提及未來走勢時, 會議紀要放棄了「有力」加息的提法(理解為加息50個基點)。我們確認了我們對本次加息週期最終利率的預期, 從三月開始可能放緩至25個基點, 在我們的基線情景中峰值仍為4.5%。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
日本銀行金融政策決定會合	3月10日
歐洲央行理事會	3月16日
聯儲局聯邦公開市場委員會	3月22日
英倫銀行貨幣政策委員會	3月23日

資料來源: 東方匯理研究所。



新興市場

宏觀經濟前景

數據截至2023年2月3日

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長(%)			通脹(消費物價指數, 按年, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
世界各地	3.4	2.4	2.8	8.2	5.8	4.2
新興市場	3.9	3.6	4.0	8.7	6.7	5.4
中國	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
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	5.7	4.5
俄羅斯	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
印度	7.0	5.3	6.0	6.7	5.3	5.6
印尼	5.2	4.7	4.8	4.2	4.3	4.0
南非	2.4	0.2	0.6	6.9	5.7	4.5
土耳其	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0

資料來源: 東方匯理研究所。

- **中國:** 在2022年第四季度GDP強於預期、月度數據(零售銷售)更具彈性以及流動性上升的高頻指標反彈的背景下,我們將2023年GDP預測從同比4.4%上調至5.1%。反彈比預期來得早,亦早於農曆新年假期。另一方面,房地產行業在十二月再次表現不佳,為2023年的一些微弱企穩鋪路。同樣,房地產行業對今年的經濟增長幾乎沒有支撐作用。
- **南非:** 上半年年底通脹有望回到央行目標區間上端,但上行風險依然存在。在經歷了相當有彈性的2022年之後,增長前景疲軟。家庭消費可能會繼續萎縮,而斷電頻率的增加可能會進一步削弱經濟增長。因此, SARB放慢了加息步伐,在最近一次會議上僅加息25個基點,這無疑是最後一次加息。如果條件合適,當局可能會在今年下半年早些時候開始寬鬆週期。
- **墨西哥:** 與拉丁美洲其他地區一樣,經濟在強勁的2022年之後一直在放緩。隨著美國經濟降溫,外部需求一直在走軟,而墨西哥緊張的勞動力市場使國內需求更具彈性。整體通脹在2022年第三季度達到頂峰。墨西哥央行正處於其加息週期的微調階段,考慮到更具粘性的核心通脹和聯儲局的行動,轉向放慢緊縮步伐。在政治上,與該地區其他國家相比,該國是一片和平綠洲,亦是近岸化趨勢的一大潛在受益者。
- **巴西:** 經濟在2022年前三個季度強勁增長後明顯放緩,因為經濟重新開放階段已經結束,緊縮的貨幣政策開始更有力影響信貸週期。我們預計今年GDP將從2022年的同比增長3.0%下跌至不到1.0%。通脹率在四月份達到12.1%的峰值後,到2022年十二月減少了一半以上,這使得巴西央行能夠在八月份以13.75%的水平結束其加息週期。總統盧拉的財政政策不如預期審慎,這可能會使央行的反通脹鬥爭複雜化,從而推遲巴西央行的寬鬆週期(至第四季度),同時對該國的債務軌跡提出質疑。

主要利率展望

	07-02 2023	東方 匯理 +6個月	市場 觀點 +6個月	東方 匯理 +12個月	市場 觀點 +12個月
中國	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	6.25	6.50	6.5	6.50	6.4
巴西	13.75	13.75	13.65	12.75	11.9
俄羅斯	7.50	7.50	7.30	7.50	7.10

資料來源: 東方匯理研究所。

- **中國人民銀行:** 當局在一月維持政策利率不變。基於早於預期的經濟反彈,我們預計2023年不會進一步降息。然而,就目前而言,央行亦沒有加息的緊迫感。到2023年,通脹率將保持在3%以下,處於低水平並因消費者需求上升而走強。儘管如此,來自年度經濟會議的訊號表明,中國人民銀行將退出廣泛的寬鬆政策。當局將透過結構性貸款工具和特別金融計劃繼續實施越來越有針對性的貨幣寬鬆政策。
- **印度儲備銀行:** 印度12月通脹再次全面低於市場共識(整體通脹為5.7%同比和WPI為5.0%同比),但核心價格仍然頑固地略高於6.0%同比。食品價格有效地回到了印度儲備銀行的目標範圍內,而能源價格仍然高企(同比增長11%)。整體而言,反通脹路徑可能會讓印度儲備銀行在二月份暫停其加息週期。然而,印度儲備銀行行長Shri Shaktikanta Das重申了其對核心價格動態的關注。目前,我們仍然呼籲在二月初進行最後一次加息25個基點,但不太有說服力。
- **巴西央行:** 更長時間保持高位。第一次亦是最激進的一次加息(從2021年三月開始,整體1200個基點)和第一次暫停加息(2022年八月)最肯定不會成為2023年的第一次減息。這是因為總統盧拉的擴張性財政政策破壞了巴西央行旨在使通脹回到目標水平的緊縮貨幣政策立場。更重要的是,近期有關上調通脹目標的傳言將對通脹預期造成上行壓力。我們認為巴西央行僅在第四季度降息,此後的寬鬆政策將比之前預期的更為緩慢,這與巴西央行最新的前瞻性指引一致。
- **俄羅斯央行:** 央行在十二月的會議上第二次將政策利率維持在7.5%不變。俄羅斯央行的訊號是中性的,帶有強硬的基調。儘管當前的通脹壓力仍然較低,但由於供給側限制、勞動力市場壓力和寬鬆的財政政策,促通脹的風險有所增加。同比通脹繼續下跌,同比通脹從十一月的12.0%下跌至十二月的11.9%。我們預計俄羅斯央行將在未來六個月或更長時間內保持不變,然後根據地緣政治和當地經濟狀況開始其緊縮週期。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
印度儲備銀行	2月8日
俄羅斯央行	2月10日
人民銀行	2月20日
巴西央行	3月22日

資料來源: 東方匯理研究所。

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

2023年2月3日

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長 %			通脹 (消費物價指數, 按年, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美國	2.1	1.0	0.6	8.0	3.7	2.4
日本	1.3	0.5	1.2	2.5	1.0	0.6
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	4.1	-0.5	1.0	9.2	7.8	3.8
中國	3.0	5.1	4.7	2.0	2.1	2.2
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	5.7	4.5
俄羅斯	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
印度	7.0	5.3	6.0	6.7	5.3	5.6
印尼	5.2	4.7	4.8	4.2	4.3	4.0
南非	2.4	0.2	0.6	6.9	5.7	4.5
土耳其	4.9	3.1	4.3	72.0	51.1	39.0
發達國家	2.7	0.6	0.9	7.4	4.5	2.6
新興市場	3.9	3.6	4.0	8.7	6.7	5.4
世界各地	3.4	2.4	2.8	8.2	5.8	4.2

主要利率展望

發達國家

	2022年 2月6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	4.90	4.75	4.50
歐元區	2.50	3.50	3.30	3.50	3.30
日本	-0.10	0.00	0.12	0.00	0.20
英國	4.00	4.50	4.20	4.25	4.00

新興市場

	2022年 2月7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
中國	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	6.25	6.50	6.50	6.50	6.40
巴西	13.75	13.75	13.65	12.75	11.90
俄羅斯	7.50	7.50	7.30	7.50	7.10

長期利率展望

兩年期債券收益率

	2022年 2月6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	4.12	3.90/4.10	3.64	3.50/3.70	3.30
德國	2.47	2.50/2.70	2.21	2.30/2.50	1.92
日本	0.02	0.10/0.20	0.06	0.20/0.40	0.09
英國	3.49	3.20/3.40	3.06	3.20/3.40	3.18

十年期債券收益率

	2022年 2月6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	3.42	3.60/3.80	3.35	3.30/3.50	3.32
德國	2.02	2.40/2.60	1.96	2.30/2.50	1.93
日本	0.46	0.50/0.70	0.55	0.60/0.80	0.67
英國	3.32	3.50/3.70	3.31	3.50/3.70	3.38

匯市展望

	2023年 2月2日	東方匯理 2023年 第二季	市場觀點 2023年 第二季	東方匯理 2023年 第四季	市場觀點 2023年 第四季		2023年 2月2日	東方匯理 2023年 第二季	市場共識 2023年 第二季	東方匯理 2023年 第四季	市場共識 2023年 第四季
歐元/美元	1.09	1.05	1.08	1.15	1.11	歐元/瑞典克朗	11.31	11.38	10.89	10.83	10.60
美元/日圓	129	125	127	119	125	美元/加元	1.33	1.35	1.32	1.28	1.29
歐元/英鎊	0.89	0.90	0.88	0.90	0.89	澳元/美元	0.71	0.69	0.70	0.76	0.72
歐元/瑞士法郎	1.00	0.95	1.00	1.04	1.02	紐元/美元	0.65	0.63	0.64	0.67	0.66
歐元/挪威克朗	10.96	10.69	10.48	10.24	10.11	美元/人民幣	6.73	6.70	6.75	6.40	6.65

資料來源: 東方匯理研究所

本行預測的免責聲明

宏觀經濟預測的不確定性非常高，並且只要有新的高頻數據出現，就會觸發頻繁的重新評估。在這一點上，我們的宏觀經濟預測包括較高的定性成分，從而降低了統計的準確性，並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

研究方法

一 情景

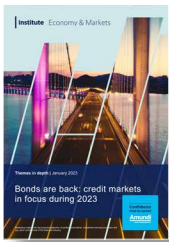
這些概率反映了由我們的宏觀金融預測所確定和定義的金融體制（中央、下行和上行情景）的可能性。

一 風險

風險概率為內部調查結果。要監控的風險分為三類：經濟、金融、（地緣）政治。儘管這三個類別相關，但它們具有與三個驅動因素有關的特定中心。權重（百分比）是在投資底線進行的季度調查得出的影響最大的方案所組成。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

THEMATIC PAPERS ECONOMY AND MARKETS



Bonds are back: credit markets in focus during 2023 (19-01-2023)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy, BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Research Strategist - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - COHEN Marina, Head of Euro HY Bond Portfolio Management - BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit - FAWN Steven, Head of Global Credit
With the contribution of: ABAZA Nadine, Portfolio Manager - Global Corporate Bonds and PANELLI Francesca, Investment Insights and Client Division, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Themes at a glance/ What Artificial Intelligence reveals about share price reactions? (13-01-2023)

BRIÈRE Marie, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - HUYNH Karen, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - LAUDY Olav, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - POUGET Sebastien, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes at a glance / The market effect of acute biodiversity risk: the case of Brazilian corporate bonds (19-01-2023)

Amina CHERIEF, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Takaya SEKINE, Deputy Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute - Lauren STAGNOL, Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Themes in depth/ ESG in motion: a dynamic forward-looking approach to detect ESG 'improvers' (06-01-2023)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - DRABOWICZ Alexandre, Deputy Head of Equities - KEANE Suzanne, Senior European Equity Portfolio Manager - Equity Solutions - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions - FIOROT Laura, Head of Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute - NIALL Paula, Investment Insights & Client Divisions - Amundi Institute

COMPASS



Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INVESTMENT TALKS



Fed continuing to downshift: 31 January-1 February FOMC review (07-02-2023)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - Timothy ROWE, Director of Multi-Sector Fixed Income - Paresh UPADHYAYA, Director of Fixed Income and Currency Strategy

ECB-inspired rally risks going too far (03-02-2023)

PRADHAN Mahmood, Head of Global Macro Economics - Amundi Institute - AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)

AINOZ Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



The Impact of Climate Risks on Social Inequality (16-01-2023)

Raphaël SEMET, Quant Portfolio Strategy, Amundi Institute

What do we Learn from a Machine Understanding News Content? Stock Market Reaction to News (13-01-2023)

Marie BRIÈRE, Head of Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Karen HUYNH, Investor Intelligence & Academic Partnerships, Amundi Institute - Olav LAUDY, Chief Data Scientist of Causality Link, Utrecht University - Sebastien POUGET, Toulouse School of Economics, University of Toulouse Capitole

The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute
RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

DISCUSSION PAPERS



Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fueled world (1-12-2022)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ESG



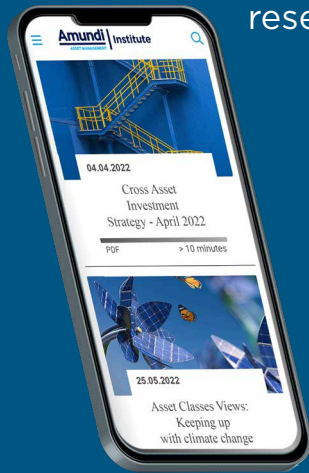
Biodiversity: It's Time to Protect Our Only Home _Biodiversity in Mining & Metals, Utilities, Paper & Forest Products (27-01-2023)

ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

深入了解
東方匯理刊物

research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities Policies
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

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7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2月7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：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Laurent Renault / EyeEm

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

東方匯理研究所撰文：

Valentine AINOUI——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
Sergio BERTONCINI——固定收益高級策略師
Didier BOROWSKI——宏觀政策研究部總監
Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師
Patrik 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

東方匯理投資 洞察部共同撰文

PoI CARULLA——投資洞察和客戶部專家
Ujjwal DHINGRA——投資洞察和客戶部專家

設計及製作

Pia BERGER——傳訊專家
Benoit PONCET——傳訊專家

常務副編輯

BOROWSKI DIDIER——宏觀政策研究部總監
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

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師
Francesca PANELLI——投資洞察和客戶部專家
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
Annalisa USARDI——高級經濟師
Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

Paula NIALL——投資洞察部及客戶部