



2024年
二月號

多元資產 投資策略

本月主題

日本股市：2023年表現最佳；2024年仍然是有吸引力的選擇

環球投資觀點

央行降息之路充滿挑戰

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



**Monica
DEFEND**

「美國股市持續受到彈性消費的支撐。但高估值和經濟不明朗讓我們保持警覺」
東市匯理投資研究所所長



Vincent MORTIER
集團投資總監

「經濟背景仍顯示經濟明顯放緩。在週期的這個階段，關鍵是要以全球為重點的基本方法」



Matteo GERMANO
集團副投資總監

「亞洲是我們目前最為看好的地區，首先是日本股票、印度和印尼。」



2024年2月

目錄



本月主題	4
日本股市：2023年表現最佳；2024年仍然是有吸引力的選擇	
環球投資觀點	6
投資總監的觀點	6
央行降息之路充滿挑戰	
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



日本股市：2023年表現最佳；2024年仍然是有吸引力的選擇

關鍵要點：支撐日本市場三個關鍵論點：**1) 利潤恢復；2) 東京證券交易所對企業提高資本效率的強烈激勵；3) 擺脫通貨緊縮正在推動市場重估。**這些正面觀點的風險主要與日圓有關，特別是如果日圓升值的話。因此，**2024年不對沖日圓可能是個有吸引力的選擇。**



Eric MIJOT

東方匯理投資研究所環球股票策略部主管



Claire HUANG

高級新興市場宏觀策略師
東方匯理投資研究所



Federico CESARINI

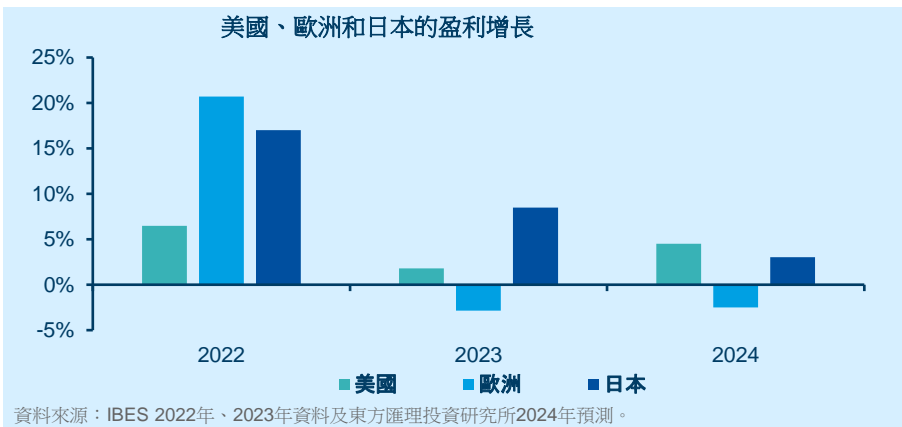
東方匯理投資研究所發達市場外匯部主管

日本股市持續復甦

日本股市的總回報率和價格回報率都處於歷史最高水平，達到近**34**年來的最高水平。日本股市是2023年表現最好的股市之一。東證股價指數（東京股票價格指數）上漲了**25%**，而**MSCI ACWI**指數上漲了**20%**。這種強勁的表現不太可能在2024年以同樣的強度複製，但市場前景仍然樂觀。

支持正向立場的論點對我們來說似乎仍然可信：

- 首先，日本市場的盈利增長仍然具有吸引力。高於2022年和2023年美國市場，且波動性小於歐洲市場。對於2024年，Ibes的普遍預測為**+7.6%**，低於**MSCI ACWI**指數的預測（**+10%**），但與其他市場（特別是除日本外的太平洋地區）不同，其對東證股價指數的預測會定期向上修正。2023年日圓兌美元平均下跌**6.9%**是市場表現背後的正面因素，這種情況在2024年將難以複製，並證明獲利成長低於2023年是合理的。此外，正如2023年第四季GDP初步報告所述，無論是家庭消費還是私人資本支出，國內需求都表現疲軟。未來的復甦溫和，通貨膨脹只會緩慢減速，家庭定價能力逐漸增強。同時，全球增長應進一步放緩（2024年為**+2.4%**，而2023年為**+3.1%**）。
- 其次，東京證券交易所（TSE）於2023年3月推出的改革將在2024年持續產生正面影響。其目的是鼓勵「P/BV」（市淨率）低於一倍的公司（根據TSE的計算，43%的公司的P/BV低於一倍，而美國為5%，歐盟為24%），到2025年3月實施改善此問題的措施。換句話說，股本回報率應該會增加，而不僅僅是透過回購。





「日本正處於重新評級過程中，儘管並非沒有風險。」

2024年1月中旬，東京證券交易所公佈了已採取行動的660家公司的名稱，這應該會鼓勵這些公司繼續採取行動，並鼓勵其他公司效仿。

- **最後，日本市場應繼續重估。**根據定義，東京證交所改革有利於市場重估。長期以來一直損害日本市盈率均衡水平的通貨緊縮環境的結束，是2023年業績的關鍵潛在因素（對MSCI日本總回報表現的貢獻為77%）。市場的本益比現已恢復到過去12年的平均水平，約為12個月遠期收益的14倍。春季的薪資談判應該會導致薪資連續第二年上漲，這應該足以確認通貨緊縮結束的情況，並確認市場繼續重新評級高於近年來的平均水平。

這些正面觀點的風險主要與日圓有關。如果2024年全球股市波動性充分增加以鼓勵套利交易平倉，日圓強勢反彈將對以本幣計價的日本股市表現帶來壓力。這將損害利潤，並且在其他條件相同的情況下，減緩通貨膨脹的進程，同時打壓估值。因此，對於國際股票投資者來說，2024年不對沖日圓可能是個有吸引力的選擇。

日本的宏觀狀況與貨幣情景

我們預計，在出口週期和企業資本支出回流的推動下，日本的增長將出現波動，但高於趨勢；後者受到強勁盈利、高產能利用率和勞動力短缺的支撐。隨著工資和物價動態顯示出改善跡象，私人消費將繼續逐步復甦。

一月新核心CPI（不包括生鮮食品和能源）較去年同期進一步放緩至3%，從夏季高峰的年減4.3%。通貨膨脹預期和潛在通貨膨脹指標有所放緩，顯示通貨膨脹壓力減弱。**關鍵問題是這種軌跡是否會導致日本重新陷入通貨緊縮。我們不這麼認為，我們預計核心CPI通貨膨脹將在2024年第四季和2025年實現1.5%左右的年增長率——持續溫和的通貨膨脹率表明日本可能會避免通貨緊縮。**

宏觀狀況

與我們的預測相反，日本央行一月維持負利率政策（NIRP）。我們認為**央行將抓住數十年一次的機會實現貨幣政策正常化**，但最終利率為0%，意味著不會啟動升息週期。

儘管日本央行有權選擇最佳的政策調整時機，但由於其他主要央行的政策寬鬆預期，五月後理想條件的窗口可能會縮小。事實上，日本銀行總裁植田和男並不排除三月政策轉變的可能性，因此我們認為三月和四月都有可能升息。

日本央行在一月經濟活動和物價展望中繼續預測基本CPI通貨膨脹將逐步上升，以實現物價穩定目標。此外，央行自十月以來上調了評估，表示「**實現這一前景的可能性持續逐步上升**」。

中央銀行

從基本面角度來看，日圓的趨勢似乎從這裡開始走高，因為：

1. PPP模型目前建議相對於美元有40%以上的折扣貼現
2. 與日本貿易平衡和大宗商品貿易條件的相對進步相比，日圓變得越來越便宜。

然而，追趕基本面通常需要一個觸發點，對於日圓交易來說，觸發點在於投資人平倉套利倉位的傾向。由於日本央行似乎不太可能出現適當的升息週期，因此我們仍然認為美國利率和環球經濟增長對該貨幣更為重要。在我們對美國經濟明顯放緩的基線中，我們預計美元兌日圓將在2024年底達到135，但預計這是一個緩慢且非線性的過程，其中美元週期仍將發揮主要作用。我們認為，日圓需要更持續和更廣泛的升值，需要更明顯的增長衝擊。

貨幣



央行降息之路充滿挑戰



Vincent MORTIER
集團投資總監



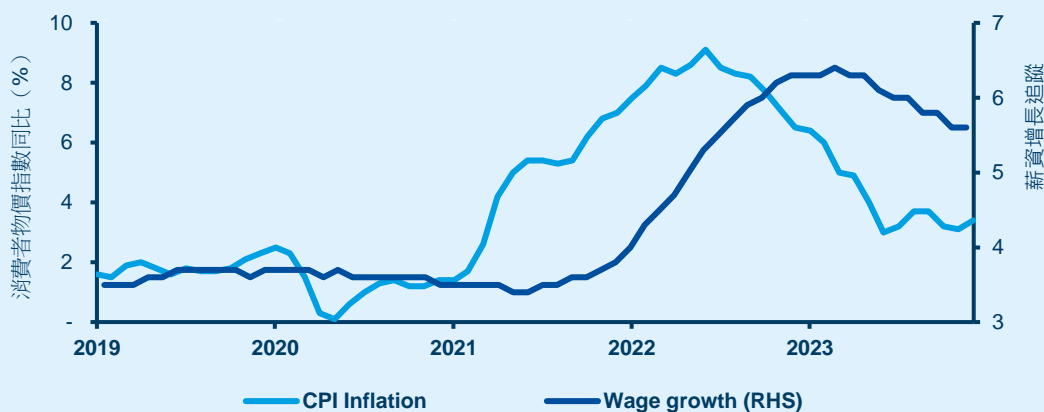
Matteo GERMANO
集團副投資總監

在通貨膨脹放緩和潛在經濟放緩但歷史數據具有彈性的情況下，市場正在重新評估央行的政策路徑。特別是對歐洲而言，通貨緊縮的速度可能會受到紅海緊張局勢的影響。因此，各國央行的工作變得越來越困難，因為各國央行的目標是在適當時間內將利率維持在限制性水平。

就經濟增長而言，我們預計美國將在年中左右出現長期放緩。在歐洲方面，我們下調了今年的經濟增長預測，並預期中國的通貨膨脹率將低於市場共識。這些變化不會影響我們對經濟活動的看法：

- **美國勞動市場疲軟。**薪資增長正在下降，大部分勞動力來自非週期性行業（如：政府等）。這可能會影響目前強勁的消費
- **歐元區沒有經濟衰退跡象，但風險很高。**疲軟的政府開支和約束（德國、法國）可能會給經濟帶來壓力，但個人消費和薪資增長對該地區有利。後者對於歐洲央行的決策亦很重要。
- **中國的經濟增長放緩和通貨緊縮風險。**政府嘗試去槓桿，財政激勵方案似乎不太可能。但考慮到房地產和消費壓力等根本性問題，零星的提振情緒努力不會產生持久的效果。
- **地緣政治/政治日益突出。**全球一半人口將在今年投票選出其領導人。美國、中國、歐盟、新興市場之間的關係將受到領導人選擇/國內言論的影響。

聯儲局的任務艱難，但薪資增長下降表明通貨緊縮可能會持續



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年1月25日。美國亞特蘭大工資增長追蹤指數（上方右側）。



“經濟背景似乎比預期更有彈性，但某些領域的估值過高。在週期的這個階段，關鍵是要以全球為重點的基本方法”。

以下領域是我們關注的重點：

- **多元資產。**我們注意到美國經濟放緩，但盈利並未崩潰。盈利可能仍然疲軟，導致我們整體保持警惕。雖然我們對發達市場股票持防禦態度，但我們對日本股票持溫和樂觀態度。即使在新興市場，我們亦保持樂觀的態度，但現在主要集中在亞洲。由於目前正處於通貨緊縮，我們對美國和歐洲的久期亦持略微樂觀的態度，但我們認為非常需要積極主動，特別是在歐洲。我們亦認為該地區的投資級信貸具有吸引力。在外匯方面，我們對美元兌日圓的謹慎態度減弱，因為市場已經在美元估值中消化了過度降息的影響。但日圓仍然是環球經濟增長風險的良好對沖工具，而石油則是地緣政治風險的良好對沖工具。
- **在固定收益方面，我們對美國久期持略微樂觀態度，對歐洲和日本持溫和謹慎態度。但鑑於市場對央行降息的評估不斷變化，我們保持彈性。**在信貸方面，我們對優質歐盟投資級債券（BBB 級、銀行業）的看法稍微更為樂觀，並相信投資者可能會考慮一級市場機會。同樣，考慮到違約風險和高估值，美國投資級債券優於高收益債券。此外，機構MBS等美國證券化市場提供長期價值，但整體而言，我們關注流動性風險和利率波動。
- **即使更廣泛的美國市場和增長似乎被高估，我們仍然看到提供有吸引力的業務和盈利增長前景的細分市場（如美國價值股）。**日本現在亦顯示出持續復甦的跡象以及擺脫通貨緊縮的可能性，這應該被視為積極的情況。在歐洲方面，估值優於美國，我們保持平衡，並喜歡優質的週期性企業和防禦性企業。
- **新興市場資產，尤其是全球一半以上人口居住的亞洲，為固定收益和股票提供了強勁的背景。**然而，我們正在監測通貨膨脹以及新興市場並非同質性這一事實：拉丁美洲（巴西、墨西哥、哥倫比亞）和亞洲（印度、印尼）的這些國家均獨一無二。在債券方面，我們看好硬通貨債券和本地貨幣債券，但相對於投資級債券，我們較看好高收益債券。我們亦對中美之間以及中東的地緣政治風險保持警惕，這使得我們對海灣合作委員會地區持謹慎態度。

整體風險情緒



我們承認經濟背景有所改善，這強調了探索市場優質領域的重要性。但在不明朗的情況下，我們亦對政府公債保持樂觀。

與上個月相比的變化

- 股市：略微看好日本；對中國以外的新興市場較為樂觀。
- 固定收益：鑑於其具吸引力的估值和基本面，對歐洲投資級債券略顯樂觀。
- 外匯：對近期美元不太謹慎，接近中立。

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。

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、HC=硬通貨、LC=本地貨幣。有關其他定義，請參閱本文件的最後一頁。

三大熱點問題

1. 在近期疲軟的通貨膨脹數據之後，您對中國的通貨膨脹和經濟增長前景有何看法？

我們並未呼籲中國出現徹底的通貨緊縮，但將2024年和2025年的通貨膨脹預測分別下調至0.2%和0.4%。中國消費面臨壓力。家庭將受到工資壓力和財富效應下降的影響，因為其大部分資產都持有房地產（在房地產價格較低的情況下）。另一方面，我們看到中國將更快轉向較低但更可持續的長期增長。然而，如果北京以社會保障開支或施捨和基建的形式推出大規模刺激計劃（不是我們的基本情境），這可能會影響我們的疲弱增長情景。

投資後果：

- 對中國政府債券和信貸持中立態度。

2. 您的資產配置立場如何演變？

從跨資產角度來看，我們整體保持警惕，但考慮到美國經濟衰退比之前預期的來得溫和，我們降低了對環球股市的防禦性看法。在盈利方面，我們預計今年企業盈利不會衰退，但盈利增長仍將放緩。但估值已經很高——很難看到股市大幅、快速上漲。

投資後果：

- 股票：對環球略顯謹慎；看好美國和歐洲的優質股和高股息股；對日本持樂觀態度。
- 信貸：看好投資級債券，對高收益債券持負面看法。

3. 您預計今年歐洲的經濟環境將如何演變？

我們下調了歐元區今年（0.3%）和2025年（1.0%）的經濟增長預測，但預計該地區不會出現經濟衰退，因為勞動力市場緊張且今年家庭實際收入可能會改善。另一方面，工業生產疲軟、國家財政支持措施的撤回，加上該地區緊縮貨幣政策的快速傳導，均可能會對需求造成壓力。

投資後果：

- 對核心歐洲久期持謹慎態度，對外圍債券持中立態度。
- 歐元兌美元：到24年第二季約為1.08，但我們可以看到歐元在第一季邊際走強。

“美國消費者繼續花費，即使是透過過度舉債，為風險資產反彈提供了一定支撐。但高估值和經濟不明朗讓我們保持警覺”



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	觀點	與上月相比的變化	理由
股票平台	美國	-/=		由於市場忽視了過高的估值，而盈利預期對我們來說過於樂觀，因此沒有強有力的理由支持升值。我們保持平衡。
	美國價值股	+		如果（近期）軟着陸得以實現，對我們來說是一個長期現象的價值股應該會獲得收益。我們將其與質量屬性（即知識財產、穩定利潤）結合起來。
	美國增長股	--		包括大盤股、科技股在內的特定細分市場估值過高，如果市場出現流動性恐慌，這些細分市場將會受到更大影響。
	歐洲	-/=		利率方面的好消息已經被消化，但估值相對較好。我們保持積鈴風格，並維持對有彈性的消費、銀行、工業企業的看法。
	日本	=/+	▲	該國正在見證國內服務業的復甦，同時推動企業改革和薪資談判，這將有助於應對通貨緊縮。
	中國	=		最新的通貨膨脹數據讓我們對通貨緊縮風險和消費保持警惕。但我們堅持認為，中國正在走向較低但可持續的增長模式。
	新興市場（中國除外）	+	▲	中國以外的新興市場經濟增長可能會因國家特定因素而保持強勁，特別是在亞洲（印度、印尼消費強勁）和拉丁美洲經濟體。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		在經濟放緩的背景下，鑑於無風險收益率具有吸引力，我們略顯樂觀。但鑑於市場對央行政策的關注，我們仍保持積極和戰術性的態度。
	美國投資級公司債券	=/+		由於再融資需求較低，該領域企業的殖利率上升的外溢效應仍然有限。我們仍然保持慎選，偏好金融類股多於非金融類股。
	美國高收益公司債券	-		CCC等低評級債券的違約情況更糟，我們保持謹慎。質量的差異越來越明顯。
	歐洲政府債券	-/=		歐洲央行的限制性政策正在加劇通貨緊縮，但該行對通貨緊縮的步伐、薪資談判和中東出現的供應鏈風險持謹慎態度。
	歐洲投資級公司債券	+	▲	強勁的基本面、有吸引力的相對估值和強勁的一級市場（有吸引力的收益率）讓我們保持樂觀。我們專注於銀行板塊、BBB級債券和中期期限的債券。
	歐洲高收益公司債券	-/=		儘管我們認為升息對企業的影響有限，但嚴峻的情況仍對前景構成壓力。我們對消費和科技板塊持謹慎態度，但有選擇地喜歡銀行業。
	中國政府債券	=		由於我們的低通貨膨脹預測以及債券多元化對投資者的好處，中國債券的情況好壞參半。我們對去槓桿努力保持警覺。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		硬通貨債券應該會受益於較低的美國利率，但鑑於估值頗具吸引力，我們認為高收益債券的價值高於投資級債券。我們喜歡財政實力雄厚的企業/國家。
	新興市場債券（當地貨幣）	=/+		我們對拉丁美洲保持樂觀，並在通貨緊縮趨勢和聯儲局即將開始降息的預期下，選擇性地對亞洲和歐洲、中東和非洲持樂觀態度。
其他	大宗商品			石油需求預計將保持彈性，加上上半年供應不足，導致本季布蘭特原油價格小幅上漲至每桶85美元左右。但如果拜登在選舉年增加美國供應，這項預測就存在風險。
	外匯			由於市場消化了聯儲局過於激進的降息舉措，我們看到美元在戰術上有所走強。但一旦我們更清楚地了解環球增長前景以及聯儲局開始實施貨幣寬鬆政策，我們就會看到美元有可能走弱。



資料來源：東方匯理，截至2024年1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。

尋找亞洲機會

我們承認，經濟背景有點支撐——美國經濟放緩比之前預期的溫和，應該可以防止利潤大幅下滑，而且我們預計2024年不會出現利潤衰退。然而，這並不代表我們同意市場的盈利預期，我們認為這對美國和歐洲來說都過於樂觀。因此，雖然我們對發達市場股票保持警惕，但我們看到一些國家/地區（例如亞洲）的背景較好。另一方面，我們維持對政府債券的正面看法，並認為投資者應透過大宗商品保持良好的多元化。

高信念投資意念。儘管我們對美國和歐洲股市持謹慎態度，但我們對日本股市變得稍為樂觀。該國的服務業、企業改革和工資談判正在持續復甦，這將支持經濟擺脫通貨緊縮。即使在新興市場，在墨西哥股市上漲之後，由於特定國家的因素，我們也透過印尼和南韓（半導體週期）將我們的觀點轉向亞洲，同時對印度保持樂觀。

美國和歐洲的通貨緊縮正在按照我們的預期進行。因此，我們對美國和歐洲的久期持樂觀態度，但意識到鑑於美國選舉可能影響財政審慎，這兩個地區都需要保持彈性。我們維持美國和加拿大曲線陡峭化的觀點。關於週邊意大利國債，我們維持樂觀立場。然而，在日本方面，我們對日本國債持負面看法，日本國債可能會因日本溫和樂觀的經濟前景而受到影響。這亦使我們對久期的整體立場變得多樣化。

新興市場債券繼續顯示出強勁的潛力，因為發達市場央行的轉向跡象可能導致美國利率下降。新興市場的強勁增長也是一個正面因素，但我們對地緣政治風險和制裁保持警惕。

在信貸方面，高評級歐洲信貸因其優質和有吸引力的相對估值而成為我們的亮點，這應該會受益於貨幣寬鬆政策。然而，我們不看好估值偏緊的美國高收益債券。

在外匯方面，聯儲局政策是美元走勢的關鍵，我們認為一旦聯儲局真正開始降息，美元就會陷入困境。然而，鑑於市場已經消化了過度、過快的降息，短期內美元可能會走強。因此，我們減少了對日圓兌美元的正面立場。在環球經濟增長面臨風險的情況下，日圓仍然是一種良好的對沖工具。在新興市場，我們預期不會出現大幅升值，但仍維持對拉丁美洲的相對偏好。

風險與對沖。中東地緣政治緊張局勢和最近有關紅海地區的新聞流凸顯了透過石油對沖這方面風險的必要性。油價近期漲幅落後於其他週期性大宗商品，為進一步提振留下了空間。



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

「我們的風險配置接近中性，但相信現在是時候探索與環球增長疲軟的敘事不同的地區/領域」

東方匯理多元資產信念



本評估可能會發生變化，並包括對沖成分的影響。FX = 外匯。RTP = 意大利國債。BofJ = 日本央行。IGR = 日本政府債券。BoE = 荷倫銀行。有關其他定義和貨幣敞口，請參閱

優先考慮基本面和定價能力



**Andreas
WOSOL**
價值股主管



**Yerlan
SYZDYKOV**
新興市場部環球總監



**Marco
PIRONDINI**
美國
投資管理部
投資總監

整體評估。市場正試圖對降息時機和經濟活動的彈性進行事後猜測。我們認為歐洲增長緩慢，美國經濟活動溫和收縮將影響盈利——儘管我們沒有看到盈利衰退，但我們認為市場預期很高。因此，我們優先考慮基本面，並探索日本、美國價值強勁的業務。在新興市場方面，部分亞洲國家（印度、印尼）和拉丁美洲的前景強勁。

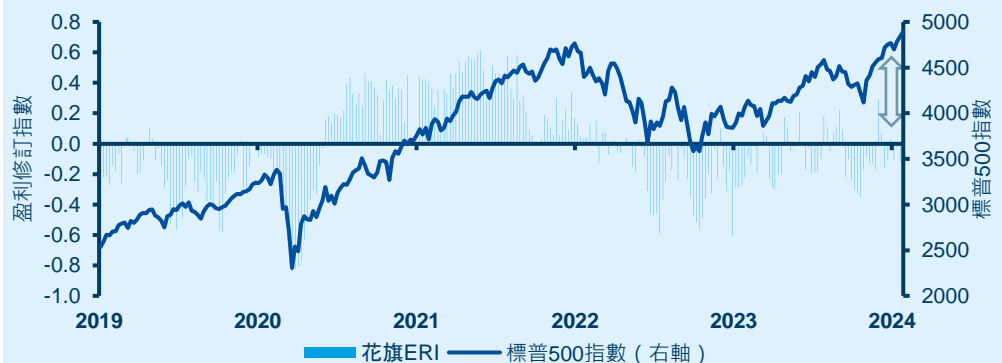
歐洲股票。這次反彈可能會受到經濟活動演變和歐洲央行訊息的影響。此外，目前的盈利季度可能會提供機會，特別是在消費領域。但由於宏觀經濟的不明朗情況和地緣政治風險，我們預期企業不會給予強而有力的指引。整體而言，我們保持平衡（優質週期性、防禦性），並喜歡具有強大定價能力、品牌和現金充裕的資產負債表的優質企業。在防守股方面，我們對醫療保健略顯樂觀，但在運輸業價格強勁波動後，我們略微降低了對工業股的立場。儘管如此，工業和銀行（股息和盈利增長）仍然是我們的主要信念。相較之下，由於擔心體育用品等領域的定價能力受到削弱，我們對非必需消費品行業一直持謹慎態度。

美國股票。與歷史常態相比，市場表現出嚴重的異常現象，增長股和價值股之間的估值差距很大，而且特別集中在最大型的證券。從長遠來看，這些異常現象往往會正常化，從而損害高估值和巨型股。此外，我們看到消費和工業企業出現放緩跡象。尤其是低端消費者很容易受到影響，因為他們大部分都花掉了新冠疫情期間累積的額外積蓄，現在又增加了債務。在這種環境下，我們維持週期末立場，預期經濟將繼續疲軟。我們喜歡金融業，但較喜歡資本充足且較少涉足商業房地產的商業模式。醫療保健產業是另一個提供不依賴經濟的合理價值機會的領域。整體而言，我們專注於具有可持續商業模式的企業的品質和估值。

新興市場股票。在新興市場整體樂觀的環境下，我們對新興市場（不包括中國）的看法變得更為正面。中國增量刺激措施在短期內利好，但不太可能改變經濟增長軌跡或該國房地產行業的問題。我們的主要信念在巴西、墨西哥、印度、阿聯酋。就行業而言，由於結構性趨勢和有吸引力的估值，我們看好印度和印尼的房地產和金融業。然而，我們對馬來西亞和沙地阿拉伯持防禦態度，並對中國的非必需消費品行業持減弱的正面態度。

“投資者不應忽視
估值和盈利的不一
致，特別是當失望
的空間很小時”

儘管盈利預測下調，美股仍創新高



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，2024年1月26日。花旗美國盈利修正指數（左側）。

利用質量來應對降息和放緩

整體評估。到目前為止，美國經濟的強勁表現讓我們相信聯儲局不會在五月底之前開始降息，歐洲央行亦將對通貨緊縮保持警惕。未來緩慢的增長預期代表了對優質信貸和估值的重視將會加強，例如在歐洲。

環球及歐洲固定收益。由於前瞻性指標疲軟，對歐洲經濟增長的擔憂依然存在。但在通貨膨脹方面，隨著從亞洲到歐洲的（貨物）運輸成本增加，中東存在風險。我們正在監控這些風險及其持續時間，並在戰術上保持一定的防禦性，儘管我們會靈活地調整這一立場。企業信貸提供了機遇，但在高收益風險回報並非最為優化，導致我們在這一領域採取防禦措施，特別是B-和CC等低評級債券領域。然而，從歷史角度來看，投資級債券的估值還不錯，我們更喜歡BBB評級債券，因為這是質量和回報之間的最佳點。我們亦看好中期到期債券和銀行業。此外，投資者可能會考慮在一級市場尋找有吸引力的優質企業，就像一月份的情況一樣。

美國固定收益。我們維持對聯儲局降息的看法，但這視乎通貨膨脹下降和經濟活動放緩。因此，我們保持溫和的樂觀態度，並認識到在選舉年需要積極採取任何潛在的財政推動措施（這不是我們的主要情境）。重要的是，如果經濟保持強勁，利率不太可能大幅下降。同時，我們將重點放在能提供額外收入的機構MBS，其估值相對於歷史而言也較為公平。我們認為有價值的另一個細分市場是投資級債券，相對於非金融類，我們更青睞金融類，但認為投資者需要對發行人的風險敞口進行選擇性投資。只要有足夠的補償來承擔流動性和信貸風險，新發債亦值得投資。然而，我們關注高收益市場的利率波動，並評估隨經濟放緩，週期性產業可能受到的影響。

新興市場債券。我們對新興市場債券保持正面立場。但中東和烏克蘭的地緣政治風險以及美國通貨膨脹意外和特殊風險可能會帶來一些意外。例如，我們認為，從長遠來看，中國的刺激措施不太可能改變遊戲規則，而土耳其的非常規貨幣政策也無法持續。我們看好新興市場硬通貨債券和企業債券，但由於估值較好，我們較為看好高收益債券而非投資級債券。在本地貨幣債券方面，我們偏愛拉丁美洲債券，並小心選擇亞洲債券。

外匯。在地緣政治風險和市場趨勢的影響下，美元近期可能會走強，這讓我們略顯樂觀。在新興市場方面，我們看好拉丁美洲外匯和印度盧比，但對墨西哥比索保持警惕，因為即將舉行的大選可能會導致波動。



Amaury D'ORSAY
固定收益部
主管

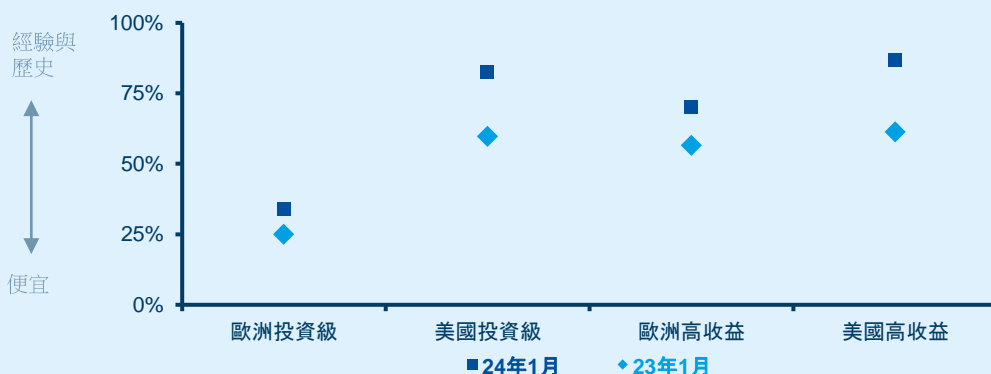


Yerlan SYZDYKOV
新興市場部環球總監



Marco PIRONDINI
美國
投資管理部
投資總監

歐洲投資級信貸看起來很有吸引力



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年1月25日。1998年1月31日以來月度資料的估值歷史百分位數。

“經濟放緩和政策削減可能會提供令人信服的信貸切入點，尤其是在歐洲”

宏觀經濟預測

宏觀經濟預測，截至2024年2月2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，%)		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025
發達國家	1.6	1.0	1.1	4.7	2.6	2.1
美國	2.5	1.4	1.0	4.2	2.6	2.1
歐元區	0.5	0.3	1.0	5.5	2.4	2.2
德國	-0.1	0.2	0.7	6.1	2.4	2.3
法國	0.8	0.5	1.1	5.8	2.8	2.1
意大利	0.7	0.5	0.8	6.0	2.3	2.1
西班牙	2.3	1.1	1.5	3.4	2.7	2.2
英國	0.5	0.2	1.0	7.7	2.5	2.3
日本	1.8	1.6	1.4	3.3	2.3	1.5
新興市場	4.2	3.7	3.7	5.8	5.4	4.1
中國	5.2	3.9	3.4	0.2	0.2	0.4
印度	6.9	5.8	5.8	5.7	5.5	6.1
印尼	5.0	4.9	4.7	3.7	3.0	3.7
巴西	3.0	1.7	2.0	4.6	3.7	3.6
墨西哥	3.3	2.2	2.2	5.6	4.3	4.0
俄羅斯	3.2	1.6	2.0	6.0	6.3	4.5
南非	0.5	1.0	1.3	5.9	4.7	3.5
土耳其	3.6	2.9	3.6	53.4	58.4	29.1
世界各地	3.1	2.6	2.7	5.4	4.2	3.3

央行官方利率預測

	2024年2月12日	東方匯理 24年第二季	市場共識 24年第二季	東方匯理 24年第四季	市場共識 24年第四季
美國*	5.50	5.00	4.69	4.25	3.90
歐元區**	4.00	3.75	3.30	2.75	2.48
英國	5.25	4.75	4.80	4.00	4.04
日本	-0.10	0.00	0.02	0.00	0.14
中國***	3.45	3.25	3.06	3.25	3.02
印度****	6.50	6.50	6.35	6.00	6.00
巴西	11.25	9.70	9.75	8.75	9.00
俄羅斯	16.00	16.00	14.40	12.00	11.15

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2024年2月12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年第二季」表示截至2024年6月底的數字；「2024年第四季」表示截至2024年12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2月1日	東方匯理 24年第二季	遠期 +6個月	東方匯理 24年第四季	遠期 +12個月
美國	4.24	3.80-4.00	3.82	3.50-3.70	3.66
德國	2.49	2.30-2.50	2.00	1.90-2.10	1.74
英國	4.25	3.60-3.80	3.66	3.40-3.60	3.57
日本	0.09	0.10-0.20	0.13	0.10-0.20	0.15

十年期債券孳息預測 (%)

	2024年2月1日	東方匯理 24年第二季	遠期 +6個月	東方匯理 24年第四季	遠期 +12個月
美國	3.95	3.70-3.90	3.92	3.70-3.90	3.94
德國	2.21	2.20-2.40	2.14	2.00-2.20	2.14
英國	3.80	3.80-4.00	3.83	3.70-3.90	3.87
日本	0.71	0.80-1.00	0.81	0.80-1.00	0.91

匯率

	2024年2月7日	東方匯理 24年第二季	市場共識 24年第二季	東方匯理 24年第四季	市場共識 24年第四季
歐元兌美元	1.08	1.08	1.10	1.14	1.12
歐元兌日圓	160	154	155	154	152
歐元兌英鎊	0.85	0.87	0.87	0.88	0.88
歐元兌瑞士法郎	0.94	0.95	0.96	1.01	0.98
歐元兌挪威克朗	11.40	11.28	11.20	11.39	11.00
歐元兌瑞典克朗	11.28	11.37	11.20	11.48	11.10
美元兌日圓	148	142	141	135	136
澳元兌美元	0.65	0.65	0.68	0.70	0.70
紐元兌美元	0.61	0.60	0.62	0.63	0.64
美元兌人民幣	7.19	7.10	7.14	7.00	7.03

資料來源：東方匯理投資研究所。預測數字截至2024年2月7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。

2024年投資展望—扭轉局勢

瀏覽 www.amundi.com 深入探索東方匯理的投資見解



人工智能會促進經濟增長嗎？



民進黨贏得台灣大選：投資者的主要得著



Outerblue Convictions – 環球投資觀點：各國央行仍處於舞台中心



環球投資觀點——2024年一月號



債券投資組合最佳化與混合整數規劃



Outerblue Talks Research——2024年新興市場等待着什麼？



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2月12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2月12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

照片提供：©iStock/Getty Images Plus – pongnathee kluaythong

東方匯理投資研究所撰文者

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

Jean-Baptiste BERTHON

高級多元資產策略師

Sergio BERTONCINI

固定收益高級策略師

Didier BOROWSKI

宏觀政策研究部主管

Poï CARULLA

投資洞察與客戶部專家

Federico CESARINI

發達市場外匯部主管、多元資產策略師

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 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

多元資產策略部主管、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