

Institute

5月  
2023年

# 資產縱橫

## 投資策略

本月主題

國際貨幣基金組織春季會議的主要收穫

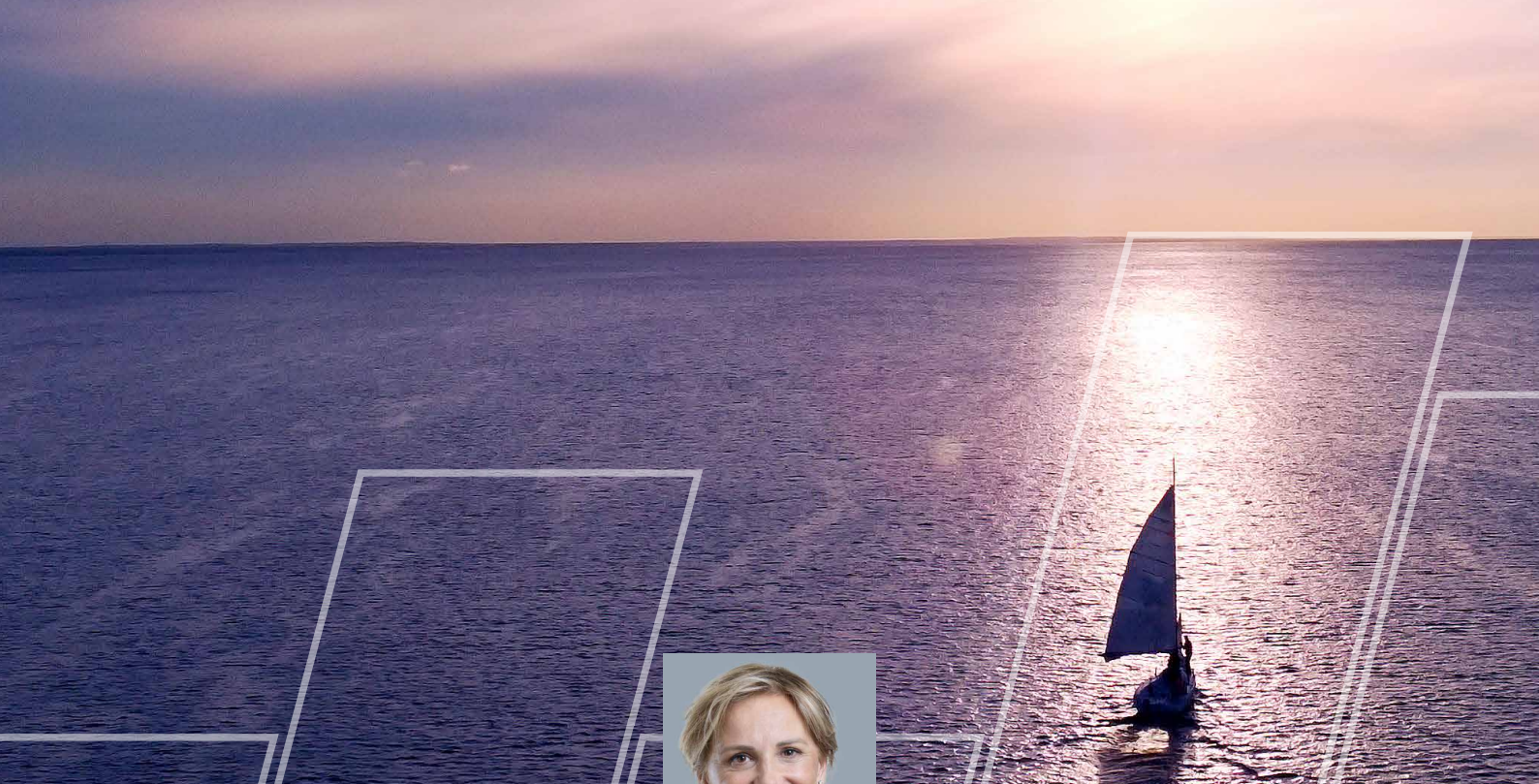
環球投資觀點

並非改變路線的時候

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT





**Monica DEFEND**  
東方匯理研究所所長

「週期性風險持續存在, 因為美國經濟衰退的可能性正在上升, 但市場並未完全消化這些風險。」



**Vincent MORTIER**  
集團投資總監

「由於通脹高於目標且過度樂觀情緒反映在風險資產之中, 投資者應微調其立場並遠離股票和信貸中的昂貴部分。」



**Matteo GERMANO**  
集團副投資總監

「我們認為當前的漲勢缺乏力量, 因為盈利和利潤率存在風險, 這凸顯了關注優質資產和保持投資組合保護的必要性。」



2023年5月

## 目錄



### 本月主題

頁4

國際貨幣基金組織春季會議的主要收穫

### 環球投資觀點

頁7

#### 投資總監的觀點

頁7

並非改變路線的時候

#### 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





## 國際貨幣基金組織春季會議的主要收穫

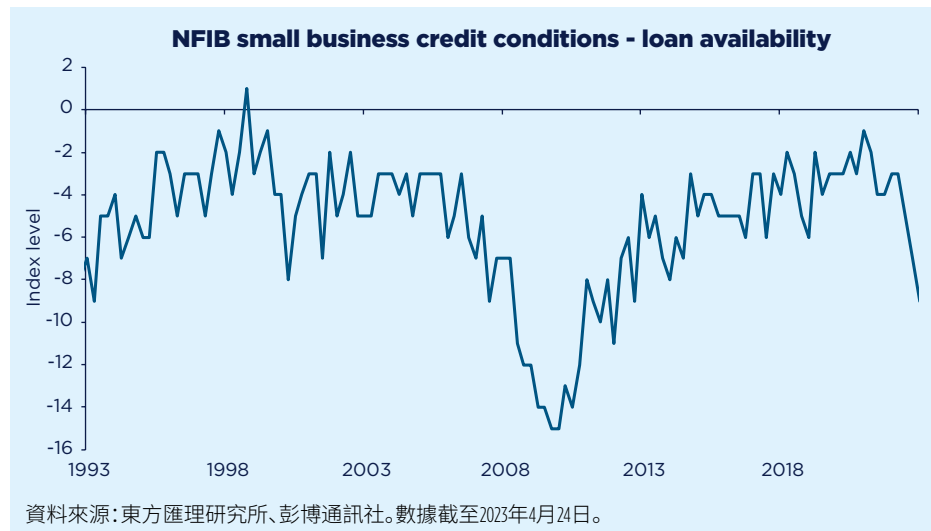
**關鍵要點:**投資者情緒悲觀,但並不過分悲觀。隨着信貸條件收緊,我們的美國增長前景較國際貨幣基金組織的前景為低,而我們對中國則較為樂觀。這支持採取謹慎的態度,並支持從中國開始在新興世界尋找機會。有跡象顯示,市場對歐洲感到自滿,而辯論主要集中在地緣經濟分散情況,以及有關危機管理和確保人工智能發展的政策行動的緊迫性上。



**Monica DEFEND**  
東方匯理研究所所長

儘管在過去四年中發生了一系列不幸的危機,但環球經濟已證明具有彈性並保持在正軌上。經濟放緩的加劇將在今年和明年逐步實現,儘管中國在經濟重新開放後預計會出現反彈,但目前尚未波及串流合作伙伴。通脹應會更具粘性,並在更長時間內保持在央行目標之上。我們的基本情景在很大程度上與國際貨幣基金組織展示的「合理」情景一致。一個關鍵的區別是,根據國際貨幣基金組織的數據,2024年環球預期經濟增長的大約一半應會來自中國和印度,而約90%的發達市場經濟體的經濟增長預計將放緩。我們預計發達經濟體和新興經濟體之間的差異會擴大,因為我們預計美國會陷入經濟衰退,而中國會加速經濟增長。此外,預計不會出現工資螺旋上升的情況。因此,環球央行將需要堅持不懈,透過加息來對抗通脹並穩定通脹預期,同時應使用宏觀審慎工具應對金融穩定風險。只有系統性風險的出現,才會導致各國央行開始減息:這是強硬的言論,但不足以讓市場改變主意。

這種前景應該會為信貸市場帶來壓力,特別是在今年的下半年。我們已看到美國信貸狀況惡化的跡象,小型企業的貸款狀況迅速惡化至十年來的最差水平。到目前為止,疲軟的一級市場活動掩蓋了這一充滿挑戰的環境,但今年下半年情況可能會發生變化,屆時越來越多的低評級企業將為市場帶來考驗,看看是以能為2024-25年即將到期的貸款進行再融資。財政和貨幣政策應齊頭並進





「這三個元素看起來無法共同存在，我們無法同時實現健康的GDP增長、維持通脹在目標水平並實現金融穩定。」

前者需要社會支持來保護最弱勢群體免受利率上升的影響。因此，債務可持續性可能面臨風險，原因是高槓桿、利率上升和GDP增長放緩。這將是關鍵，尤其是在低收入和中等收入經濟體中，其中約15%被歸類為受債務困擾，而另外45%為高風險，而其中一些甚至不符合共同框架的條件，就像斯里蘭卡的情況。此外，隨着中國越來越多地參與雙邊協議，向其中不少國家提供信貸，中國有成為全球債權人的雄心。中國有能力非常迅速地締結雙邊協議，而且顯然沒有任何條件。因此，新興市場經濟體將受到越來越多的審查。總而言之，這三個元素看起來無法共同存在，我們無法同時實現健康的GDP增長、維持通脹在目標水平並實現金融穩定。

就國際關係而言，所謂的「和平紅利」似乎已經結束，全球化正在被近鄰支持或友好支持所取代，這對拉丁美洲等地區來說是一個真正的機會。然而，並非所有國家都以同樣的速度前進，因為有些國家更關心內部政治問題。中美關係惡化——儘管仍在演變——亦是一個重要的收穫，中國在與美國友好國家的貿易關係上更為溫和，而美國的目標是逐步削弱中國經濟。

最後，新科技例如人工智能(AI)將改變遊戲規則，並將確定新大國力量。各國政府將需要監督和監控事態發展，因為它們來得很快，而且可能被掩蓋，正如烏俄戰爭的某些方面在溝通方面所顯示的那樣。

### 投資影響

整體而言，市場情緒不像十月份那樣消極，儘管不確定性仍然很高。市場普遍認為目前聯儲局降息太多，這證實了我們對美國久期的積極看法。雖然不斷惡化的貸款環境和對盈利仍然過於樂觀的市場看法要求對風險資產採取謹慎態度。

在大宗商品方面，石油輸出國組織成員國與產油國盟友(OPEC+)減產後，今年布蘭特原油價格預計平均為每桶90美元，但由於歐洲沒有替代石油和天然氣供應的全面計劃，能源轉型需要時間，因此稍後可能會走高。俄羅斯不太可能回到戰前的生產水平。更普遍而言，由於不少經濟體的投資嚴重不足，大宗商品價格在中期內應該會上漲。

### 東方匯理研究所相對國際貨幣基金組織

- 在粘性、高通脹使聯儲局的工作複雜化並推高市場不確定性的時期，我們看到美國GDP增長下跌
- 我們對中國更為樂觀，但這需要一些時間才能在庫存高企的情況下對其他出口國產生積極影響。
- 我們看到，在今年晚些時候將出現信用狀況惡化。

### 對投資者的啟示

- 期待在債券方面出現高波動性，而股票似乎低估了持續的盈利衰退。
- 中國股市仍然受到青睞；開始在亞洲和新興市場出口國尋找切入點。
- 對信貸保持謹慎，對新興市場債券保持慎選，由於市場流動性可能在今年晚些時候消散；探索跨大宗商品的多元化分散投資機會。

資料來源：東方匯理研究所，截至2023年4月24日。





## 環球投資觀點





## 並非改變路線的時候



**Vincent MORTIER**  
集團投資總監

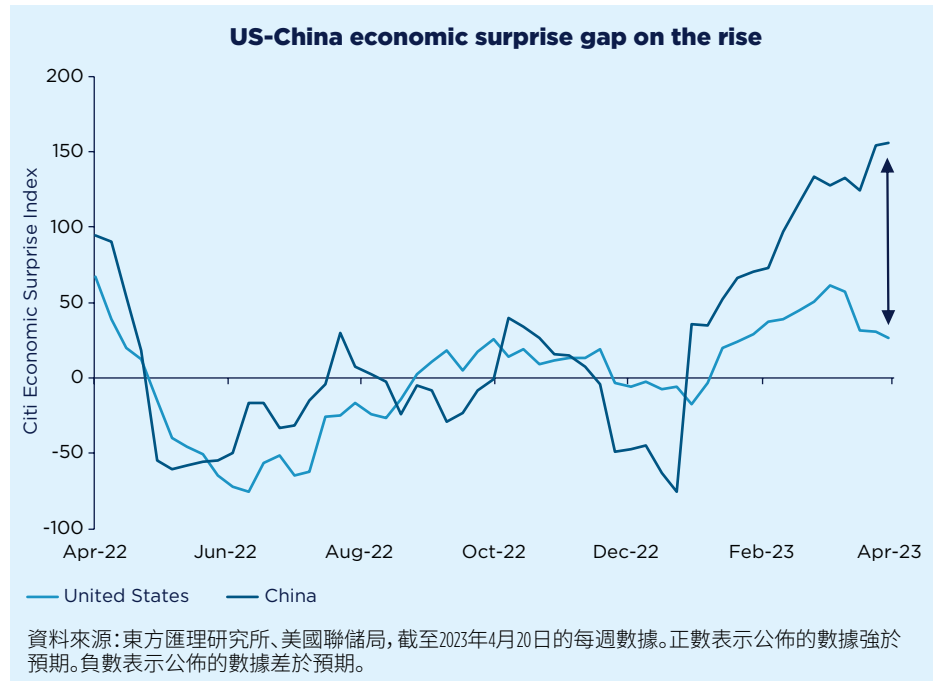


**Matteo GERMANO**  
集團副投資總監

更廣泛的股票市場已經消化了三月份的動盪，但美國地區銀行業的中斷仍然很明顯，沒有顯示出復甦的跡象。債券市場開始評估美國經濟衰退的可能性更高，以及聯儲局可能在今年晚些時候開始降息的可能性，因為通脹緊張局勢似乎正在放緩。相反，在盈利方面，市場預期仍然過於樂觀，表明債券定價的衰退風險與當前股票估值之間存在脫節的情況。

在這種相互矛盾的訊號背景下，我們認為現在不是改變方向的時候：投資者應保持謹慎。中美之間的地緣政治緊張局勢、金融市場壓力和信心是其他需要關注的關鍵因素。雖然我們沒有看到系統性問題，但金融環境收緊正在增加未計入風險資產的下行風險。

我們預計環球經濟增長前景疲軟，美國經濟衰退，歐洲的疲軟前景以及亞洲因中國重新開放而出現的反彈將無法抵消美國的減速。這是因為迄今為止，中國的復甦偏向於國內經濟。然而，通脹正在減速，但在一些核心服務部分的情況仍然很棘手。考慮到這一點，我們預計聯儲局將在五月再加息25個基點，然後可能會暫停，因為近期金融狀況的收緊應會限制採取進一步行動的必要性。在歐洲方面，我們預計歐洲央行將加息，因為通脹令人擔憂。





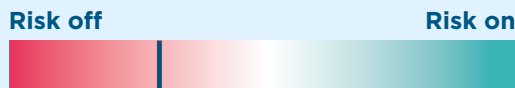
「在通脹仍高於央行目標、過度樂觀情緒反映在風險資產中以及短期債券收益率具有吸引力的情況下，投資者應調整謹慎立場並青睞優質資產。」

在不改變謹慎立場的情況下，投資者應考慮採用以下方法來構建彈性投資組合：

- 在交叉資產方面，美國潛在的利潤衰退凸顯了對美國國債保持積極態度的必要性。但鑑於這種背景，投資者應考慮部分將倉位轉向較短期限的債券，因為聯儲局政策的變化可能會令其受益。在信貸方面，我們對高收益債券持謹慎態度——由於估值昂貴，現在於美國更是如此。即使在股票方面，歐洲也可以透過調整衍生品來採取更具防禦性的立場，但我們在中國看到了價值。另一方面，投資者應加強對沖並考慮避險外匯（例如：日圓）。在大宗商品方面，黃金是一個有趣的情況，但謹慎的做法是在戰術上鎖定一些利潤。
- 就美國久續而言，金融環境收緊和經濟背景惡化需要積極且主動的立場。我們尋找跨地域的機遇。因此，我們對英國持輕微防守態度，對核心歐洲持謹慎態度，但未來可能會考慮對後者持中立態度。在日本方面，我們持守勢，但在加拿大看到曲線變陡的可能性。美國和歐盟的高收益債券是我們保持謹慎的領域。如果經濟惡化，這可能會對現金流造成壓力，流動性可能成為高收益債券的一個問題。我們也承認美國商業地產\*的壓力，並且較喜歡多戶型房地產而非辦公室。在投資級債券方面，我們有選擇地看好穩定且能夠承受利率相關和經濟波動的名稱。
- 美國經濟衰退的可能性並未完全反映在股市中，因此我們維持對美國和歐洲股市的審慎立場。然而，我們看好中國，其經濟增長已經升級。日本股市可能會因日圓走強而承壓。就外匯而言，我們現在對美元持中立甚至負面看法。
- 我們有選擇地看好新興市場本幣債券，例如在墨西哥（由於利差有吸引力，加上通脹預期穩定）以及在印尼。在硬通貨債券方面，我們關注高收益債券，因為反彈的潛力更大。與歐盟/美國信貸相比，新興市場公司債券的估值也頗具吸引力。在股票方面，由於盧拉總統的務實態度，我們對巴西持更為樂觀的立場。然而，我們正在監測有關財政改革的風險。



Overall risk sentiment



Fine-tune the cautious views, with an eye on credit conditions in the real economy, corporate profit margins, and economic growth.

與上個月相比的變化

- 多元資產：在不改變立場的情況下調整對美國國債的立場，加強對沖，對股票和美國高收益債券更持防守態度。
- 新興市場債券：關注特定國家、行業方面。
- 外匯：對美元更加謹慎，對日圓持積極態度。

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。

\*CRE = 商業地產。





## 1. 您對聯儲局加息週期可能暫停有何看法？

自SVB崩潰以來，美國小型和地區性銀行的放貸能力發生了變化。提高盈利能力的壓力將迫使銀行收緊貸款標準，並在為客戶貸款再融資時收取更高費用。任何流動性壓力都可能引發更多倒閉，並最終引發聯儲局的救助，迫使央行降息。我們預計聯儲局的最終利率為5.25%，並在2023年剩餘時間內維持利率不變。預計2024年第一季度將首次降息。

### 投資後果

- 對美國久期中立態度；在短期內，我們看到更深的曲線倒置，而我們預計中期牛市會變得陡峭。
- 歐元兌美元目標：2023年第四季度為1.15，2024年第一季度為1.18。

## 2. 石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）減產的後果是什麼？

減產出乎意料，可能是出於對環球需求的擔憂。由於油價對不斷惡化的增長和流動性狀況高度敏感，從歷史上看，需求下降引發的減產已被證明在推高油價方面效果較差。我們認為近期價格上漲空間有限，但預計石油市場將比之前預期的更早收緊。我們預計布蘭特原油不會持續突破每桶100美元以上。

### 投資後果

- 12個月布蘭特原油價格目標：每桶90-95美元。

## 3. 為何在經濟惡化的情況下股市仍表現出韌性？

儘管近期銀行業面臨壓力，但由於央行的及時干預，MSCI ACWI指數（環球股票指數）繼續呈上升趨勢。然而，週期性風險持續存在，因為美國經濟衰退的可能性正在上升，但市場並未完全消化這些風險。因此，我們認為下一步可能有利於防守型股票。

### 投資後果

- 確認對美國持謹慎態度。
- 優質股成為核心風格，而價值股則長期存在。
- 雖然我們對價值股和高股息股持樂觀態度，但投資者應考慮在美國和歐洲的價值股和高股息股中獲利了結，並保持對美國低波動股的積極展望。

「週期性風險持續存在，因為美國經濟衰退的可能性正在上升，但市場並未完全消化這些風險。」



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	-/=		由於經濟增長惡化可能對企業盈利產生影響，我們對股票保持審慎態度。SVB事件可能導致對地區性銀行實施更多監管，但更大型的國家銀行和更廣泛的金融體系似乎具有彈性。
	美國價值股	+		多年的量化寬鬆政策創造了成長股相對於價值股出現其中一次的最大週期性出色表現，但現在利率正常化將有利於價值股，儘管這不會直線發展。我們關注盈利增長，認為投資者應在經濟增長面臨壓力的情況下將價值股與優質股結合起來。
	美國成長股	-		我們避免無利可圖和估值過高的名字。較高的利率環境可能不利於更依賴未來現金流的成長股。
	歐洲	-/=		由於核心通脹率高而導致的外部環境支持力度減弱和消費背景疲軟可能會影響歐洲企業的盈利。我們整體上保持謹慎，並探索估值具有吸引力，加上具有價值股與優質股特徵的領域（例如：零售銀行）。
	日本	-/=		我們正在監測可能影響日圓的貨幣政策，以評估盈利前景。疲軟的環球增長背景也可能對該國市場造成壓力。
	中國	+		隨着中國經濟增長加速，我們繼續利用經濟重新開放引發的反彈和電子商務公司更寬鬆的環境。同時，我們對地緣政治緊張局勢保持警惕。
	新興市場（中國除外）	=		特定國家/地區的動態在新興市場中扮演着重要角色。我們對巴西持樂觀態度，但正在關注政府的財政改革方法。然而，馬來西亞的估值很高。整體而言，中國重新開放，對與中國有牢固貿易關係的新興市場國家來說應是積極的。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		宏觀經濟環境的惡化使我們對久期略持樂觀態度，因為我們略微降低了對聯儲局最終利率的估計。但我們仍然積極，因為央行試圖平衡金融穩定與控制通脹。
	美國投資級公司債券	=/+		我們看到投資級債券發行人的高利潤率和健康的資產負債表。鑑於經濟活動下滑對收入的潛在影響，以及更高的工資和融資成本對未來盈利的影響，我們仍保持謹慎。
	美國高收益公司債券	-		高收益債券估值並未反映經濟衰退，但我們認為這過於樂觀。如果流動性惡化，企業發現難以獲得資金，那麼利差波動將會增加，特別是對於低評級（即CCC級）的高收益債券名稱。
	歐洲政府債券	-/=		鑑於歐洲央行控制價格上漲的決心，我們對核心歐洲的久期持謹慎態度。但如果經濟增長放緩至低於我們預期的水平，我們將保持積極並願意轉向中立。歐洲央行依賴數據的方法是讓我們保持敏捷的另一個原因。
	歐洲投資級公司債券	=/+	▲	我們正在監測貨幣緊縮和金融狀況對投資級債券利差的影響。企業基本面強勁，但我們對流動性保持警惕。從環球角度來看，我們較喜歡歐元和英鎊投資級債券而非美國，並且非常有選擇性。
	歐洲高收益公司債券	-		我們持謹慎態度，因為我們擔心在盈利疲軟和融資成本上升的情況下，基本面和違約率情況可能會惡化，特別是對於高槓桿的市場部分。
	中國政府債券	=		由於經濟增長復甦且政府支持有限，我們保持接近中立。但我們堅持認為，中國債券為全球投資者提供了多元化投資機會。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		在新興市場與發達市場之間的增長溢價改善的情況下，我們專注於該領域的精選高收益債券，我們認為這些債券具有更高的反彈潛力。我們尋找有吸引力的利差，但繼續監控政治風險。
新興市場債券（當地貨幣）	=/+		美元疲軟有利於新興市場債務：我們探索墨西哥和印尼的機會。通脹預期企穩對本幣債利好。然而，由於地緣政治風險，我們對台灣持謹慎態度。	
其他	大宗商品			石油輸出國組織成員國與產油國盟友（OPEC+）最近的石油減產可能會略微收緊市場，但對需求下降的擔憂可能會普遍存在。我們對布蘭特原油的12個月目標是每桶90-95美元。在黃金方面，我們認為估值很高，但加息放緩和持續的流動性壓力可能提供有限的支持。我們維持每盎司2050美元的十二個月目標。
	外匯			我們確認2023年美元走弱趨勢，年底歐元兌美元目標為1.15。然而，我們將日圓和瑞士法郎視為經濟衰退時期的傳統避風港。在新興市場外匯方面，勢頭似乎正在局部改善，有利於亞洲和拉丁美洲。



負面 中立 正面

▼ 降級（與上個月相比）

▲ 升級（與上個月相比）

資料來源：東方匯理截至2023年4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。



# 微調謹慎配置

在聯儲局貨幣緊縮放緩、實體經濟信貸成本上升以及核心通脹頑固(尤其在歐洲)的背景下,我們看到美國經濟環境正在惡化。疲軟的美國經濟不可能讓歐洲毫髮無傷。我們建議保持對風險資產的謹慎傾斜,加強對沖,利用美國國債的避險特性。對於後者,聯儲局接近其緊縮週期的尾聲,這可能會在收益率曲線的中期範圍內創造機會。儘管如此,鑑於今年的上漲,投資者應保持多元化並考慮在黃金等領域保留部分利潤。

## 高信念投資意念

高估值、利潤率下降和增長放緩讓我們對股市持謹慎態度,我們透過調整對歐洲的立場強化了這一觀點。在新興市場方面,由於經濟增長改善而且估值相對便宜,我們對中國持樂觀態度。但這條路徑將不會呈線性。

在固定收益方面,對經濟衰退的擔憂加劇,但通脹放緩及其對加息的影響要求對美國久期進行微調。我們預計收益率曲線會出現一些牛市陡峭化,導致我們將對十年期美國國債的積極看法,部分轉向兩年期和五年期。同樣在加拿大,我們保持曲線變陡的立場。在歐洲方面,鑑於瑞典經濟脆弱,瑞典十年期國債掉期率應該表現良好。

在週邊債務方面,由於強勁的技術面和對歐洲央行支持的預期,我們對十年期意大利政府債券(BTP)與德國國債(Bund)之間的

利差保持略微樂觀的態度。然而,鑑於日本央行將放棄其收益率曲線控制,我們對日本政府債券持謹慎態度。

我們整體上對企業信貸保持謹慎,但將這種立場從歐盟高收益債券轉向美國高收益債券。這主要是由於高估值和較高的實際利率對企業融資成本的潛在影響。鑑於增長壓力,我們還擔心美國違約率上升。

在外匯方面,隨著美國高利率優勢的消散,美元可能會持續走軟,這使我們能夠維持對歐元兌美元和澳元兌美元的樂觀立場。另一方面,我們對日圓兌瑞士法郎的匯率持樂觀態度。日圓是一種被低估的對沖環球地緣政治風險的工具。在新興市場方面,我們看好墨西哥比索兌歐元,因為利差具有吸引力,加上國際收支前景樂觀。我們也看好巴西雷亞爾兌美元和南非蘭特兌美元(估值有吸引力)。

## 風險與對沖

美國可能出現比預期更嚴重的衰退,這促使我們加強了對股票的對沖。此外,雖然我們略微下調了黃金評級,但我們認為黃金在壓力和地緣政治危機時期提供強大的多元化分散投資機會和下行保護。最後,我們正在監測石油的任何潛在上漲空間,但目前保持中立。

「當前的背景要求對美國久期採取積極的態度,我們略微調整了我們的觀點並轉向對股票採取較為防守的態度。」

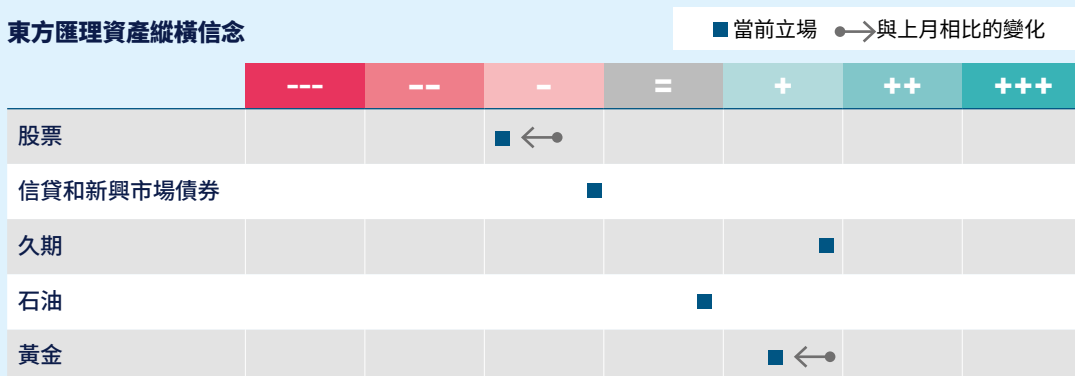


Francesco SANDRINI  
多元資產策略部主管



John O'TOOLE  
多元資產投資解決方案

### 東方匯理資產縱橫信念



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。

# 追逐盈利實力, 而不是漲勢



**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

股市似乎並未完全反映盈利和衰退風險, 我們認為這是一個錯誤。在某些情況下, 利潤率的下行壓力已反映在價格中, 從而創造了高度分散和有吸引力的選股環境。我們的路線圖仍然謹慎, 結合優質股和價值股, 並在與發達市場相關性較低的新興市場中探索機遇。

## 歐洲股票

我們可能會看到本季度及以後的企業盈利惡化, 因為企業正面臨週期性和結構性的逆風。這可能會導致損失, 我們旨在利用這種波動性來識別資產負債表強勁且有能力捍衛盈利的企業。整體而言, 我們透過結合對優質週期性企業和防守型股票的敞口, 維持槓鈴式投資策略。在行業層面, 必需品和醫療保健(目前為正面)是首選, 因為這些防守型股票提供資本增值和健康股息的前景。然而, 在我們保持樂觀態度的金融和工業領域, 投資者應考慮利用上漲空間來鎖定部分利潤。但由於高利率的積極影響, 我們仍然看好零售銀行, 並正在關注商業地產行業。

## 美國股票

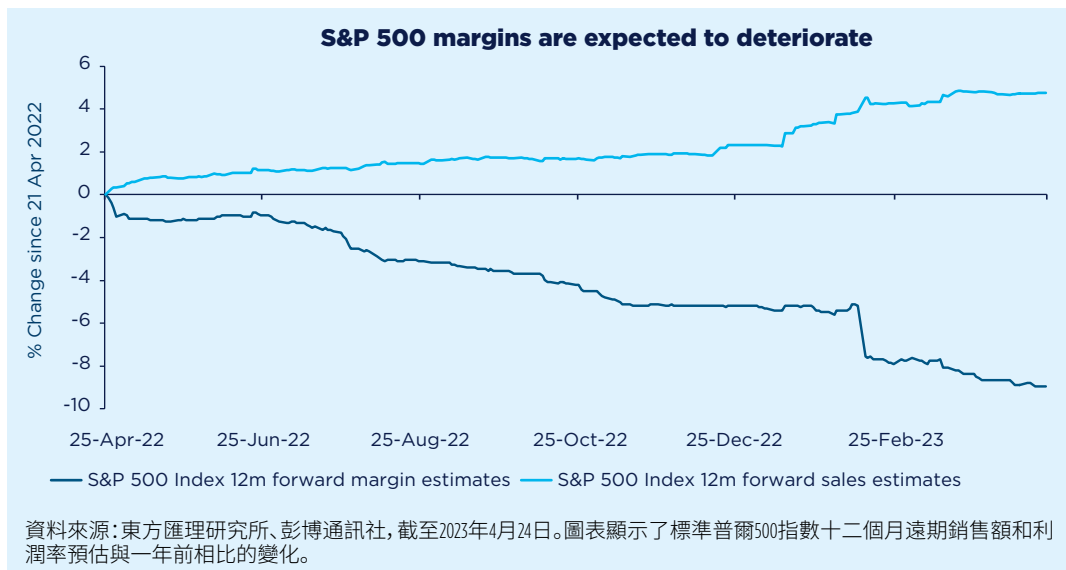
投資者應考慮建立對當前經濟敏感性較低的投資組合。例如, 在金融領域, 我們看到存款銀行和資本市場敞口非常有限的銀行具有一

些價值。我們也看好擁有穩定客戶存款基礎的大型贏家。其次, 即使在經濟衰退期間, 能源股也可能表現得更好, 因為該行業曾出現萎縮。然而, 對於工業和非必需品等其他週期性行業, 我們持謹慎態度。在防守型企業方面, 有些企業的估值非常高。還有其他估值便宜但商業模式較弱的防守型企業。透過我們自下而上的分析, 我們旨在確定估值符合其盈利潛力的公司, 例如: 醫療保健設備和服務。最後, 價值股相對成長股的表現應會繼續, 但不會直線發展。

## 新興市場股票

中國強勁的復甦可能會擴大新興市場與發達市場的增長差距。從長遠來看, 中國以外供應鏈的多元化將使其他新興市場受益。我們確定新興市場的地緣政治緊張局勢和特殊風險, 因此依賴自下而上的分析。例如, 我們看好墨西哥, 並認為盧拉總統支持的巴西財政計劃應該利好。不過, 由於估值的緣故, 我們對馬來西亞持謹慎態度。在行業層面, 我們較喜歡非必需消費品和地產股。

「我們認為當前的漲勢缺乏力量, 因為盈利和利潤率存在重大風險, 但尚未反映在價格之中。」





# 平衡流動性、優質企業和新興市場利差

## 整體評估

我們正走向增長疲軟且央行仍關注通脹的充滿挑戰的背景。投資者應保持對信貸質量的傾斜，並有選擇地利用新興市場債務套利，以建立有彈性的投資組合。

## 環球及歐洲固定收益

增長放緩和歐洲央行對通脹的堅決立場使得定向押注變得困難。我們對日本持防守態度，對核心歐洲的久期持謹慎態度，但正在評估何時對後者恢復中立。即使在英國，我們也略為採取防守態度。在美國，我們持中立態度，看到曲線變陡帶來的機會。我們對歐元區通脹持略微積極的態度。在企業信貸方面，利差波動和現金流的不確定性可能會增加。儘管我們主要透過歐盟和英國投資級債券對信貸保持輕微的樂觀態度，但我們會慎選。我們喜歡提供較高回報的歐洲次級金融股。我們對高收益債券持謹慎態度，認為投資者應考慮對沖其高收益債券敞口。

## 美國固定收益

在實體經濟中，不少銀行正在收緊對消費者和企業的貸款標準，這可能會對整體消費產生影響。聯儲局則堅持「更長、更高」訊息。這些都會導致利率大幅波動，從而為積極主動的久期管理創造一個合適時機。目前，我們保持

略微樂觀的偏見，但會靈活調整這一立場。在信貸方面，我們保持對優質企業的偏見，較喜歡投資級債券而非高收益債券。對於後者，我們認為違約增加需要更嚴重的盈利和現金流縮減。在行業層面，我們較看好大型金融公司而非工業公司，較看好低杠桿的優質企業而非高收益債券。在證券化信貸方面，商業地產有一些價值，但我們較喜歡多戶型而非辦公室/零售商業地產。

## 新興市場債券

在難以判斷市場方向的环境中，我們看到美國利率可能見頂、美元疲軟和新興市場增長較佳等形式對新興市場金融機構產生一些積極影響。雖然我們的整體久期立場為中立，但在硬通貨方面，我們定位於獲取利差，主要專注於高收益債券。在本幣債券方面，由於具有彈性的外匯和高利差，我們持樂觀態度。我們有選擇性地喜好巴西、南非和印尼等國家。我們亦看好大宗商品出口國。

## 外匯

美國利率優勢的消退使我們對美元持中性至略微謹慎的態度，但我們對日圓和瑞士法郎持樂觀態度。我們對歐元持謹慎態度，卻喜歡特定新興市場貨幣（例如：墨西哥比索、巴西雷亞爾和包括印尼盾在內的亞洲外匯）。



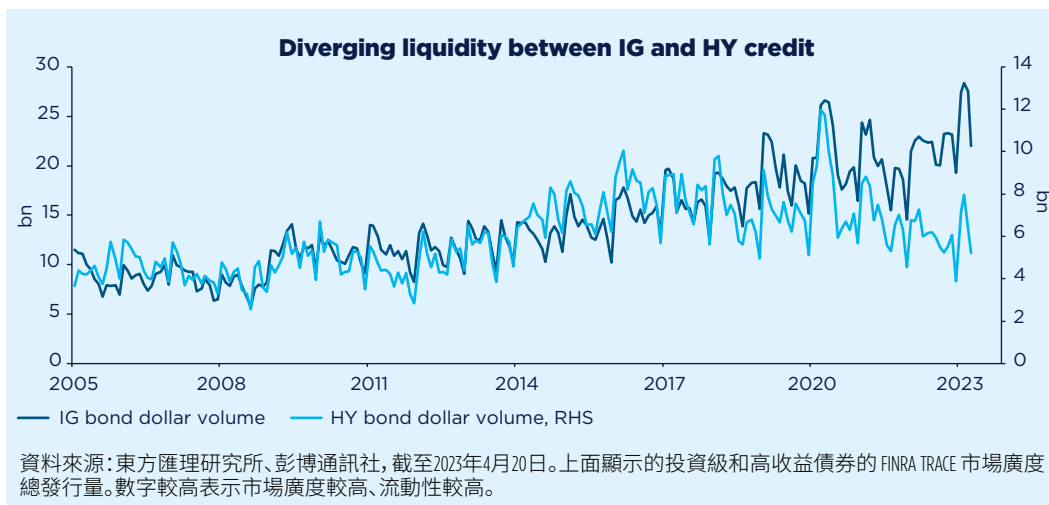
**Amaury D'ORSAY**  
固定收益部主管



**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



「信貸利差忽略了即將出現的經濟疲軟，但我們認為必須關注質量和流動性。」



## 宏觀經濟預測

宏觀經濟預測, 截至2023年4月26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年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
<b>發達國家</b>	<b>2.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>7.4</b>	<b>4.8</b>	<b>2.5</b>
美國	2.1	0.5	0.1	8.0	4.2	2.4
歐元區	3.5	0.5	0.7	8.4	5.7	3.0
德國	1.9	0.2	0.7	8.7	6.2	2.8
法國	2.6	0.5	0.8	5.9	5.9	2.7
意大利	3.8	0.6	0.7	8.7	6.7	2.3
西班牙	5.5	1.1	0.8	8.3	3.8	2.8
英國	4.1	-0.3	0.7	9.0	6.9	2.8
日本	1.0	0.5	1.0	2.5	2.9	1.1
<b>新興市場</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>	<b>4.0</b>	<b>8.7</b>	<b>6.3</b>	<b>5.4</b>
中國	3.0	6.0	4.7	2.0	1.3	2.2
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	4.0
巴西	2.9	0.9	1.2	9.3	5.0	5.0
墨西哥	3.1	1.8	0.6	7.9	5.6	4.4
俄羅斯	-2.3	0.6	2.0	13.8	5.6	4.5
南非	2.1	0.3	0.5	6.9	6.1	4.9
土耳其	5.5	2.6	4.0	72.0	46.9	38.1
<b>世界各地</b>	<b>3.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.6</b>	<b>8.2</b>	<b>5.6</b>	<b>4.3</b>

央行官方利率預測

	26/4/2023	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	4.89	4.75	4.07
歐元區**	3.00	3.50	3.79	3.50	3.50
英國	4.25	4.50	4.74	4.25	4.40
日本	-0.10	0.00	0.04	0.00	0.05
中國***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度****	6.50	6.50	6.65	6.25	6.45
巴西	13.75	11.75	13.35	9.75	11.70
俄羅斯	7.50	7.00	7.55	7.00	7.25

資料來源: 東方匯理研究所。預測數字截至2023年04月26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

	26/4/2023	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	3.92	3.40-3.60	3.44	3.10-3.30	3.15
德國	2.73	2.50-2.70	2.44	2.30-2.50	2.13
英國	3.73	3.20-3.40	3.43	3.20-3.40	3.36
日本	-0.04	0.10-0.20	0.01	0.10-0.20	0.03

#### 十年期債券收益率預測

	26/4/2023	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	3.41	3.30-3.50	3.36	3.30-3.50	3.35
德國	2.35	2.40-2.60	2.31	2.30-2.50	2.28
英國	3.68	3.50-3.70	3.64	3.50-3.70	3.66
日本	0.47	0.50-0.70	0.55	0.60-0.80	0.63

### 匯率

	21/4/2023	東方匯理 23年第二季	市場共識 23年第二季	東方匯理 23年第四季	市場共識 23年第四季
歐元兌美元	1.10	1.08	1.11	1.18	1.13
歐元兌日圓	147	136	140	138	139
歐元兌英鎊	0.88	0.90	0.89	0.90	0.90
歐元兌瑞士法郎	0.98	0.95	1.00	1.06	1.01
歐元兌挪威克朗	11.63	11.47	11.00	10.79	10.53
歐元兌瑞典克朗	11.32	11.45	11.00	11.04	10.91
美元兌日圓	134	126	127	118	123
澳元兌美元	0.67	0.67	0.70	0.76	0.72
紐元兌美元	0.61	0.60	0.64	0.66	0.65
美元兌人民幣	6.89	6.70	6.75	6.40	6.63

資料來源：東方匯理研究所。預測數字截至2023年04月26日。



新興市場圖表和觀點——新興市場在中國重新開放和聯儲局政策前景下的春天

# 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



氣候變化和社會不平等：氣候變化如何影響不平等？



美國銀行業的潛在機遇



起訴特朗普：對美國政治和資產的影響



艱難的淨零路徑需要一種新的投資組合方法



Outerblue Convictions - 環球投資觀點：沒有時間改變路線



Outerblue Talks Research - 金融穩定問題使美國經濟衰退問題重新成為關注焦點

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5月8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 - Kroshanosha。

### 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