



投資展望 | 2023

暴風雨後投資者漸見曙光

憑藉實力 贏得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
東方匯理 資產管理

首席投資總監對2023年的主要投資觀點

1. 在債務水平極高的世界，俄烏衝突加快了系統性轉變，令通脹升溫、地緣政治局勢不明朗，以及貨幣與財政政策之間的拉鋸，因此預料經濟分歧將會加劇。
2. 能源危機將會成為推動歐洲經濟的主要動力，而歐洲將會僅僅避免陷入經濟衰退。財政措施可能緩和有關情況，但真實情況將於2023年第四季揭曉，屆時歐洲將需要補充天然氣庫存。在充滿變化的2023年，實現策略性能源自主和建立新的商業合作將會成為關鍵。
3. 2023年中國經濟可能帶來正面的驚喜，但要視乎房地產市場和防疫政策兩大考驗的結果而定。前者在政策放寬之下有所好轉，後者亦逐步放寬限制。地緣政治壓力和中美對抗加劇成為主要風險。
4. 各國央行將會不惜一切遏抑通脹，防止出現類似1970年代的危機。緊縮周期還會繼續，但步伐會比2022年慢。金融市場可能已經消化了未來加息的大部分預期，但聯儲局的終端利率水平將會成為關鍵所在，若終端利率接近6%，美國便很可能陷入經濟衰退，而且可能比目前預期的情況更嚴重。
5. 經過大幅重新定價後，市場估值變得更加吸引。雖然經濟環境持續惡化，而市場仍然波動，但市場價格將會開始反映聯儲局的態度於第一和第二季之間轉趨溫和。投資者宜按部就班行事：因應盈利前景疲弱，開始時先採取審慎配置，然後逐步為入市時機作好準備。
6. 「債券回歸」仍然是踏入2023年的投資主題，投資者聚焦於優質信貸、主動管理存續期，以及在各國政策不一的環境下管理貨幣。投資者應留意流動性風險和企業槓桿。
7. 我們認為年內股票將會出現入市時機。投資者在初期應保持謹慎，偏好美股和優質/價值型/高息股票，但亦要準備增持歐洲和中國股票，以及周期性股和深度價值股，以把握市場回升的機會。
8. 2023年新興市場的分歧將會加劇。審慎選擇證券仍然十分重要。投資者宜物色通脹和貨幣前景似乎較溫和的國家，並預料聯儲局會改變立場，利好新興市場股票。
9. 疫情危機和烏克蘭戰事鞏固了環境、社會和管治(ESG)主題的長遠前景。投資者應把握能源轉型和糧食安全主題的機會，加快實現淨零排放的步伐，並物色有能力改善ESG表現的企業，特別是透過主動參與提升表現的企業。
10. 經濟衰退風險迫近，意味著以政府債券分散風險的策略將再度奏效，因此60/40比例的股債配置將會再度成為主流。在通脹持續之際，投資者應該增持實體資產，以及能抵禦不同通脹來源的行業。



Vincent
MORTIER
集團首席投資總監

「2023年將會是雙速增長的一年，有大量風險需要留意。債券將會回歸，市場估值亦變得更加吸引。若聯儲局於上半年改變立場，更可能觸發吸引的入市機會。」



Matteo
GERMANO
集團首席副投資總監

索引

首席投資總監對2023年的主要投資觀點	2	構建投資組合的通脹考慮	13
投資觀點	3	資產類別觀點	14
2023年環球經濟前景面對眾多嚴峻考驗	4-5	已發展市場股票和固定收益	15
資訊圖表：決定2023年市況的主題；2023年投資	6-7	新興市場	16
熱門議題	8	信息圖：2023年的ESG主題	17
聚焦地緣政治局面	9	已發展市場和新興市場貨幣	18
貨幣和財政政策組合	10	商品和對沖基金	19
留意央行動態	11	私募市場	20
中國經濟考驗	12	經濟及央行預測	21-22



投資觀點

我們於2022年9月底聚首巴黎，探討主要的客戶投資主題，並分享對2023年投資組合配置的觀點。今年的《東方匯理資產管理投資展望》涵蓋首屆東方匯理資產管理研究院及投資部研討會上討論的熱門議題和主要投資觀點。

2023年的資產類別偏好應採取槓鈴策略

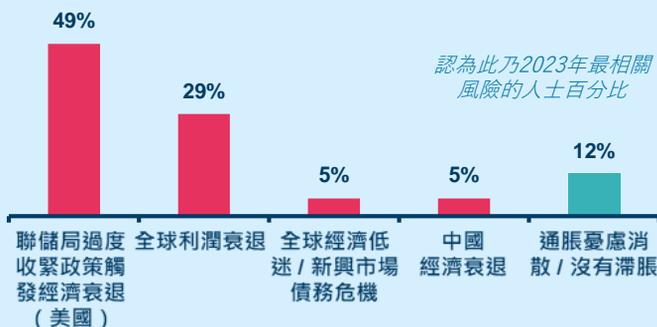
47%

認為**股票**將表現最佳

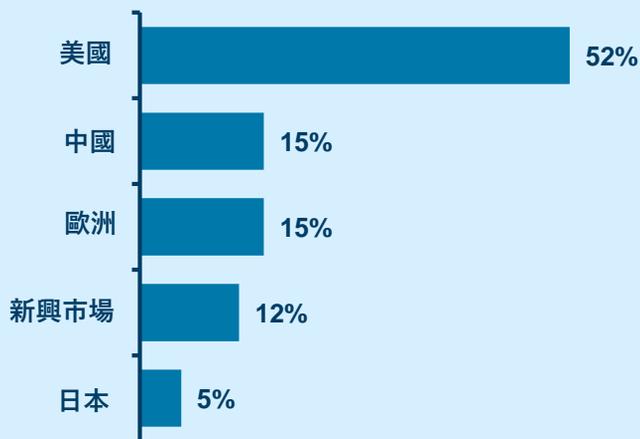
28%

認為**現金**將表現最佳

目前的下行風險：聯儲局過度收緊政策似乎是2023年最大的風險



在股票方面，美國最受投票人士歡迎；而中國可望於2023年回升



美元應會至少於上半年繼續走強，但可能於2023年稍後偏軟



數據為於東方匯理資產管理研究院及投資部研討會上50位高級投資組合經理和研究專家的投票結果。數據截至2022年9月23日。

2023年環球經濟前景面對眾多嚴峻考驗

通脹持續高企和各地政策分歧，令經濟可能輕微衰退

我們預料全球經濟增長將會大幅放緩，已發展市場和新興市場部分國家將會出現滯脹，而其他國家則可能只會面對經濟放緩。2023年的全球經濟增長應為2.2%左右，低於2022年的3.4%。其中，預計已發展市場的增長率會由2.6%減慢至0.3%，而新興市場增長則會由4.0%放緩至3.5%。雖然兩者的整體增長應會減慢，但新興市場與已發展市場的增長差距應會有利前者。經濟放緩的部分原因為各國更加同步地撤回寬鬆政策，而地區性或個別國家因素則令經濟趨勢各異。滯脹環境的嚴重程度和持續時間，將取決於各國如何應對意識形態、政治、經濟和科技上的轉型。

能源衝擊仍然是推動歐洲經濟增長方向的主要因素，而疫後供應方面的通脹壓力尚未解決，因而導致通脹率雙位數增長，更令情況雪上加霜。此情況正引發生活成本危機，預料將會令歐洲於今年冬季陷入經濟衰退，其後再緩慢復甦。儘管面對經濟衰退，但於2023年底前，通脹率應會繼續大幅高於目標水平。外部因素方面，歐洲的經濟前景取決於能源價格，以及天然氣供應及儲存的問題，這些問題可能於2023年中再度出現，而主要的內在風險則為貨幣和財政政策失誤。在大西洋彼岸，為了遏抑由勞工市場緊張和本地需求強勁引致的本地通脹壓力，聯儲局展開進取的緊縮周期，可能令美國2023年下半年的經濟增長大幅低於潛在水平。由於收緊政策的步伐加快，而短期內應該不會放慢，美國於2023年下半年的經濟衰退風險增加。我們預料消費和住宅投資將會放緩，但會被入口減少而抵銷部分影響。雖然租金降溫和庫存水平偏高，但2023年底的通脹率應會繼續大幅高於目標水平。避免信貸事件和保持金融穩定成為實現有關預測的關鍵。

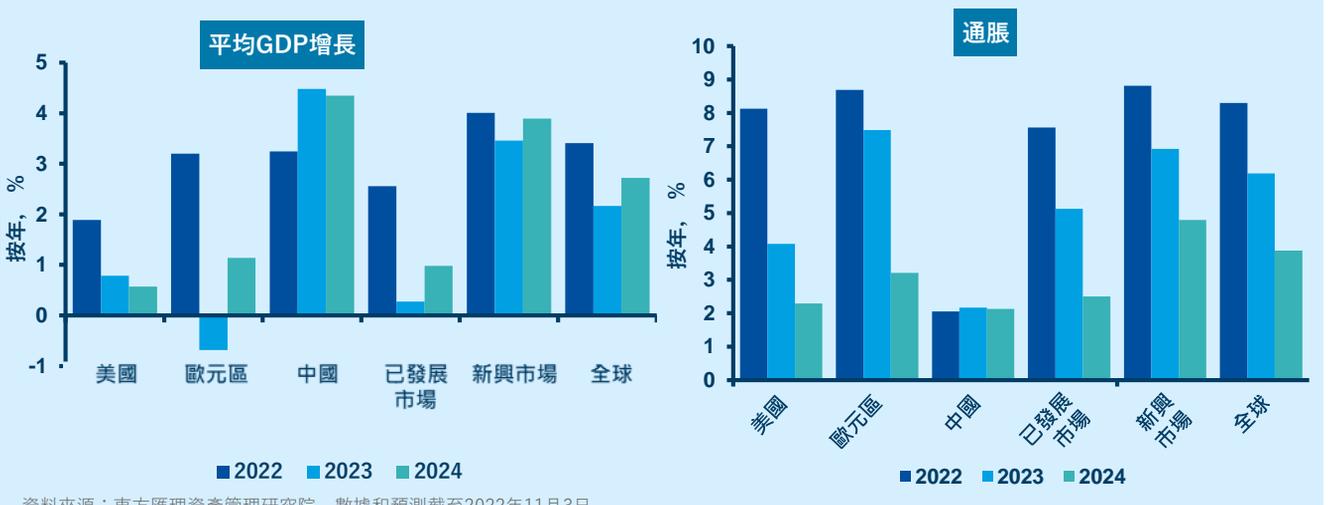
各新興市場應會平均地出現低增長而高通脹的環境，只有少數例外，而中國則是最重要的市場。我們將中國2023年經濟增長的預測從5.2%下調至4.5%，但與2022年的3.2%疲弱增長相比，增長仍有上升。房地產市場穩定和中國逐步重啟經濟成為主要假設。事實上，全球經濟增長減慢和過早和進取地收緊貨幣政策帶來的影響，將會拖累新興市場增長。有利的2022年名義增長環境應會在2023年重現，令許多國家更難負擔財政刺激措施，因為債務水平變得更難持續下去。雖然通脹緩和應能容許央行改變貨幣政策立場，但全球金融環境令新興市場央行在放寬政策上取態謹慎。面對新的貨幣政策方向，部分國家展現長期而可信的通縮趨勢（例如巴西），部分則接近或出現嚴重經濟衰退，例如中東歐或相對較小的拉丁美洲國家。



Monica DEFEND,
東方匯理資產管理研究院主管

「系統性轉變
造就了全新的
世界秩序。」

東方匯理資產管理對經濟增長和通脹的預測



初期採用防禦性的資產配置，但準備於年內調整

2023年上半年的經濟環境，應會延續目前的金融市場調整階段，亦即出現利潤衰退和高通脹。根據東方匯理資產管理研究院高級投資分析工具 (Amundi Institute's Advanced Investment Phazer) 的分析，這是最可能出現的情況。

引致有關結果的首個因素為宏觀經濟前景。已發展市場的經濟增長應會減慢，當中美國的增長將會低於平均水平，而歐元區和英國則會面臨經濟衰退。過去18個月環球通脹率急升的情況應會持續至2023年（但速度放緩），打擊消費開支和消費意欲。此外，此情況亦會令央行維持緊縮模式，務求透過降低需求和避免過度放寬金融環境，紓緩價格壓力。

主導2023年商業周期的第二個因素直接源自第一個因素：第一和第二季可能出現利潤衰退，若按照過去12個月的數據計算，預測美國的每股盈利將分別收縮10%和15%。美元走強和名義國內生產總值(GDP)增長減弱引致的收入放緩，將會影響盈利。此外，鑑於生產、資本和勞動力等各範疇的成本均上升，邊際利潤亦受壓。

調整階段的資產配置有利防禦性方針，當中黃金和投資級別債券為最可取的資產類別。聯儲局秉持強硬立場進入2023年，並很可能持續至第一季，令上半年政府債券收益率的上行風險增加，因為聯儲局尚未明顯改變立場，而且通脹壓力持續。投資者應該主動管理政府債券的存續期，其為「典型」調整階段的受惠資產類別。

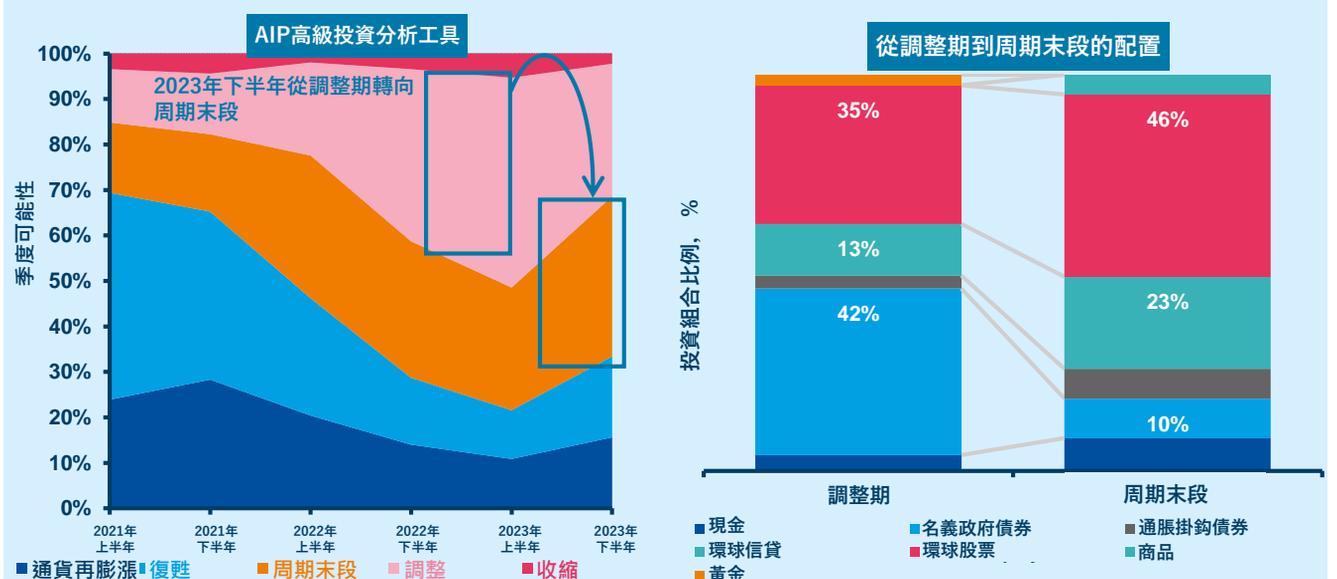
根據AIP的分析，上述不利因素應會在2023年下半年略為減退，有利商業周期改善，以及從調整期轉至周期末段。事實上，另一個東方匯理資產管理研究院的專屬模型（Inflation Phazer通脹分析工具）顯示，2022年持續的過度通脹局面（也可能持續至2023年第一季），將會轉為較溫和的通脹局面，而過往的價格壓力幅度則介乎3%至6%。雖然此幅度仍然高於目標水平，但價格壓力緩和應能減輕消費者生活成本上升的負擔，讓經濟能從上半年的低位復甦，並促使聯儲局停止加息。

上述情況最關鍵的影響之一為美元，預料按照貿易加權基礎，美元將於2023年貶值4.7%，鑑於宏觀經濟環境對利潤的阻力減輕，美元貶值應會對每股盈利修訂帶來正面的溢出效應，使利潤從上半年的低位回升。就資產配置而言，由於預料貨幣政策的下一步行動將為減息，收益率曲線應會看漲走斜，而環境將會有利高風險資產，並傾向已發展市場股票和優質信貸。

說到於2023年對商業周期威脅性最大的風險，第一個將會是已實現的通脹模式。若通脹無法正常化至可持續的水平，宏觀經濟環境將會演變成更嚴重的滯脹，屆時即使經濟衰退，聯儲局也不得不繼續加息。在此情況下，面對市場劇烈波動和流動性壓力，高風險資產將會出現虧蝕。正如英國近期的事件顯示，貨幣和財政政策必須一致。

除了通脹外，地緣政治因素也繼續對未來數季的宏觀經濟和金融趨勢影響深遠。因此，投資者應該密切留意俄烏戰爭和中美關係的發展。

於2023年初採用審慎的投資組合配置，然後於稍後增持風險



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至2022年10月31日。僅供說明用途。請參閱 [Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation](#) 了解有關東方匯理AIP的詳情。

決定2023年主要市況的主題

全球經濟復甦的時間和幅度

2022年底 2023年第一季 2023年第二季 2023年第三季 2023年第四季

具有潛在全球溢生效應的區域主題

美國：
聯儲局轉向

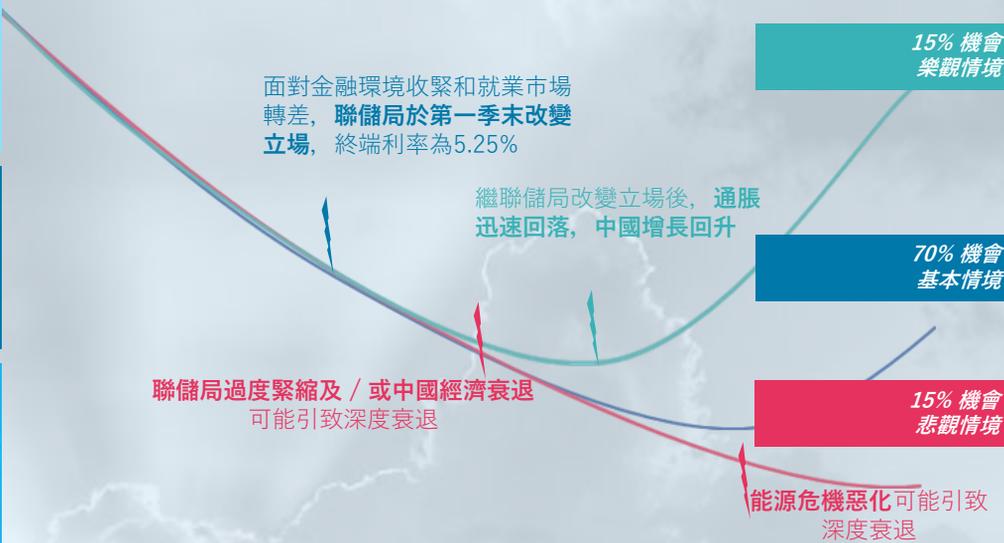


歐洲：
能源危機



中國：
增長路徑



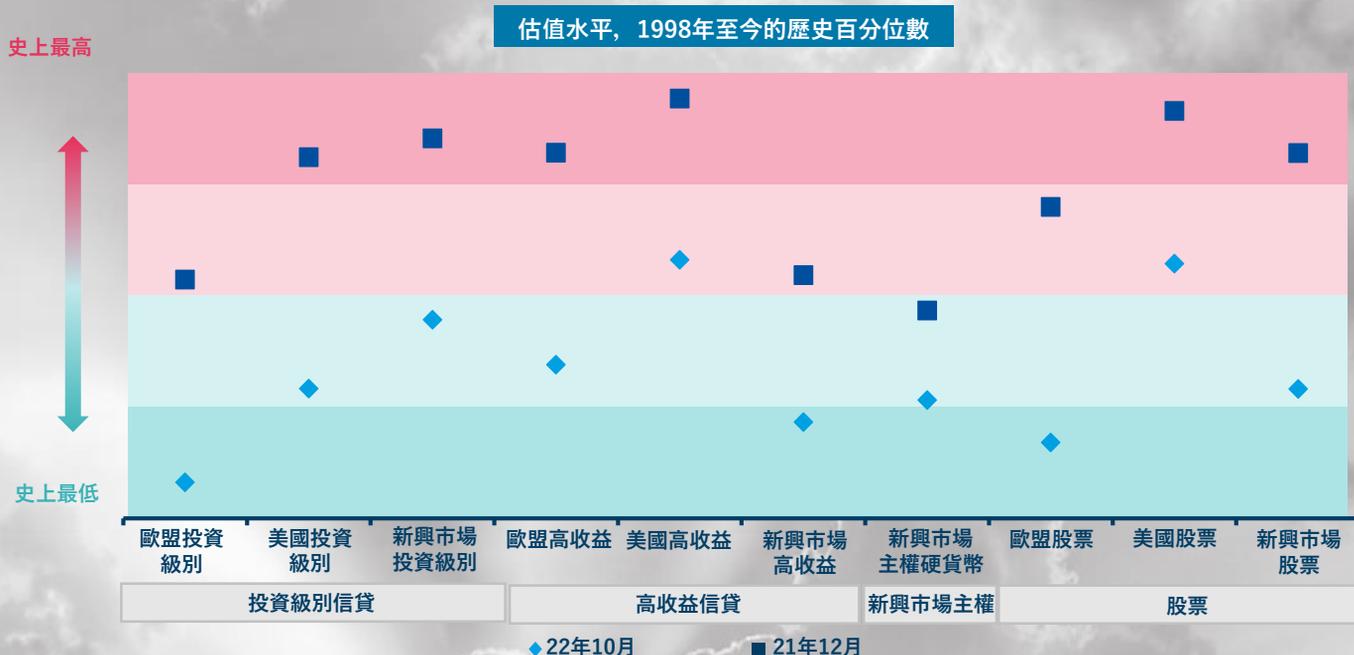


基本及其他預測情境

15% 悲觀情境 全球經濟深度衰退	70% 基本情境 出現滯脹，同時分歧擴大和通脹持續	15% 樂觀情境 通脹回落，滯脹結束
<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰事惡化 / 擴大。 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰事陷入僵局。 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰事停火。 俄羅斯恢復部分對歐洲的天然氣出口。
<ul style="list-style-type: none"> 通脹預期脫錨，央行反應過度。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政和貨幣政策不一。 聯儲局於2023年首季結束緊縮政策，並於2023年第四季轉趨溫和立場；英國央行的加息周期溫和；歐洲央行加息 / 啟動傳導保護機制；中國人民銀行放寬政策。 歐洲啟動救助計劃，以應對能源危機。 	<ul style="list-style-type: none"> 財政紀律逐漸恢復。
<ul style="list-style-type: none"> 全球經濟下滑（美國、中國、歐洲） / 通縮壓力再現、通脹失控 / 通脹預期脫錨。 2023年下半年能源危機再度加劇。 	<ul style="list-style-type: none"> 2023年下半年能源危機緩和。 通脹：於2024年前高於央行目標。 全球名義GDP增長上揚，出現經濟衰退（歐盟）、溫和復甦（中國）和增長低於平均水平（美國）等情況。 2023年上半年企業利潤衰退持續，其後復甦。 	<ul style="list-style-type: none"> 通脹迅速回落。 不明朗性降低、額外的儲蓄和重建購買力，令已發展市場的需求上升。
<ul style="list-style-type: none"> 出現全球金融危機、債務危機，多個新興市場出現違約。 信貸事件。 	<ul style="list-style-type: none"> 鑑於緊縮周期持續，全球金融環境惡化。 息差擴闊幅度有限。 	<ul style="list-style-type: none"> 市場恢復承險意欲。
<ul style="list-style-type: none"> 延後氣候轉型措施。 廣泛的極端天氣情況。 	<ul style="list-style-type: none"> 氣候變化加劇滯脹趨勢。 氣候風險阻礙增長。 	<ul style="list-style-type: none"> 氣候變化政策和能源轉型成為優先事項。

資料來源：東方匯理資產管理研究院，截至2022年10月28日。

2023年投資：估值更加吸引



2023年投資：循序漸進

2022年底 2023年第一季 2023年第二季 2023年第三季 2023年第四季

基本情境	債券重臨	尋找股票入市機會	60/40股債配置比例重現	ESG主題		
悲觀情境	<ul style="list-style-type: none"> 政府債券； 美國投資級別信貸； 對高收益信貸保持審慎，嚴格挑選新興市場硬貨幣債券。 	<ul style="list-style-type: none"> 繼續專注於優質信貸； 增持新興市場債券。 	<ul style="list-style-type: none"> 高收益信貸可能開始出現個別投資機會。 	<ul style="list-style-type: none"> 整體保持審慎； 把握優質價值股及高息股的投資機會； 美國股票與其他國家股票。 	<ul style="list-style-type: none"> 增持環球股票； 物色個別新興市場股票。 	<ul style="list-style-type: none"> 深度價值股投資機會、周期股、小型股及新興市場。
樂觀情境	<ul style="list-style-type: none"> 對高風險資產更加審慎； 傾向以現金、黃金、美元及美國國庫債券作為對沖； 利用最低波幅策略。 	<ul style="list-style-type: none"> 增持高風險資產，看好周期股和價值股； 看好通脹掛鉤資產，並把握分散通脹風險的機會。 	<p>在經濟環境持續放緩的情況下，再度採取60/40股債配置比例，並繼續留意通脹。</p>	<p>尋找ESG表現改善的企業，加快推動淨零排放、把握能源轉型和糧食安全主題，以及更廣泛的氣候變化和社會為本策略(農業、基建、運輸和健康醫療)。</p>		

資料來源：東方匯理管理資產研究院、彭博、DataStream。最新每月數據，截至2022年11月14日。歐盟投資級別、美國投資級別、新興市場投資級別、歐盟高收益、美國高收益及新興市場高收益債券以ICE美銀美林企業債券指數為基準。新興市場主權硬貨幣債券以摩根大通新興市場環球分散債券指數為基準。歐盟股票、美國股票及新興市場股票以MSCI股票市場指數為基準。所有指數針對特定地區市場。分析以債券指數息差及股票指數12個月遠期市盈率為基礎。估值以1998年至今歷史百分位數呈列。最低平均值處於首百分位數內，最高平均值處於第四百分位數內。

熱門議題

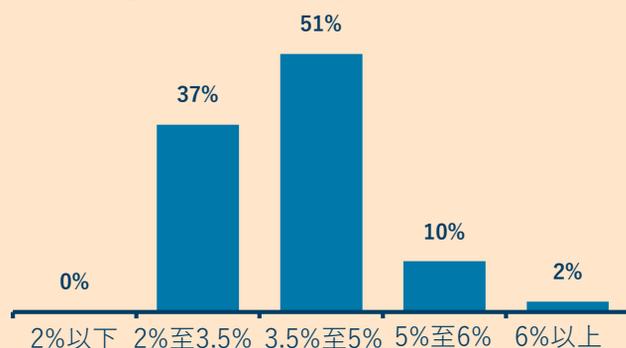
投資者於2023年應留意的地緣政治風險

第1位

烏俄戰爭發展

政策組合將於2023年帶動美國國庫債券收益率走勢

於2023年底10年期美國國庫債券收益率預測



2023年需要留意的重要中國主題

1 清零政策

2 房地產行業靠穩及企業房地產投資

3 國家現代化及改革

通脹仍是2023的熱門議題

10%

通脹率 >6%

52%

通脹率介乎4%至6%

38%

通脹率 <4%

數據為東方匯理資產管理研究院及投資部研討會40名高級投資組合經理及研究專家投票的結果。數據截至 2022年9月23日，2023年底預測。

聚焦地緣政治局面

明年難關重重，但沿途仍有點點曙光

2023年將會為歐洲帶來重重考驗，但同時也充滿變革。俄烏戰爭的進展將會決定歐洲經濟衰退的程度、財政及能源政策、國內政局方向，以及歐洲的國際關係，而西方的氣氛亦會左右影響戰爭的發展。

我們就俄烏戰爭的未來發展，整合出六種可能出現的情境。我們的基本預測情境為兩國停火（最可能在下半年發生），戰爭結束，此情境的可能性為35%。不過，風險傾向下行，包括戰爭可能升級至俄羅斯與西方國家在烏克蘭進行的正面軍事衝突（可能性為25%），隨著俄羅斯軍隊節節敗退，此風險正在升溫。

我們的基本預測情境（於2023年下半年停火）能否成真，取決於多個條件：俄烏兩國的軍事實力減弱（烏克蘭可能因為西方的支援減少，而俄羅斯則可能因為耗盡軍備及已佔領足夠土地以宣佈勝利）。若西方提供足夠的安全保證（西方亦不得不提供），烏克蘭將會停火。上述保證加上俄軍的折損，應會令戰爭結束，而非暫時停火，直至俄羅斯重整軍備為止。

能源危機將會帶來嚴峻考驗。由於供應緊張，能源價格可能持續高企，但嚴重的能源短缺並非我們的基本預測情境，因為需求將會被降低，以彌補俄羅斯暫停供應天然氣的影響，而其他供應來源很可能即將到位。較「好」的能源前景，使政策制定者較不願意作出艱難的抉擇。除非出現嚴重的危機，否則德國應該不會重新考慮於4月關閉餘下核反應堆的決定。雖然荷蘭擁有格羅寧根氣田的充足儲備，但會堅守當地停產的承諾。各國在節能上的態度各異，將會降低各國分享能源的意欲，因而導致歐洲可能面臨更嚴重的經濟衰退。

我們預期針對整個歐盟的全新財政支援方案能減輕經濟下滑的幅度，但隨著各國政府再度採取「財政保守主義」，加息及英國市場近期的波動，將會令財政支援措施的規模變得更小和更集中，因此令更多人承受戰爭帶來的經濟影響。上述情況支持我們的基本預測情境（停火），因為公眾反戰的意見改變，將會促使政客說服烏克蘭與俄羅斯進行談判。

這場戰爭亦會影響歐盟的外交政策。2024年大選前民主黨面對的激烈鬥爭，將會提醒歐盟領導人過份依賴美國的風險。拜登政府在2023年將會忙於應付國內的政治鬥爭，因為共和黨將會發揮更具破壞性的影響力。

上述壓力加上經濟環境欠佳，將會削弱美國對烏克蘭的承諾，進一步支持我們對戰爭的基本預測情境。

只要台海局勢不會引致正面軍事衝突，歐盟將會避免捲入中美脫鈎的問題之中。俄烏戰爭帶來的經濟影響減低歐盟削弱與中國關係的意欲。在2023年，歐盟迫切需要增加可再生能源供應，而中國則是太陽能板的主要生產國。

不過，有關過份依賴中國（如稀土礦物）的憂慮將會促使歐盟建立新的貿易關係，可能與墨西哥和智利磋商貿易安排，並再度考慮與南方共同市場合作。歐洲正與澳洲和新西蘭磋商協議。英國與歐盟的關係可能改善，而英國或許能與印度達成貿易協定，減輕英國脫歐的影響。歐盟內部關係將會受惠於波蘭大選，因為選舉可能迎來親歐盟的政府，繼而解凍數十億元的歐盟資金。

歐盟往往在危急關頭變得更加強大。疫情及戰爭令歐盟在共同債務、制裁、國防和能源上作出了前所未有的決定。雖然正值戰爭，但正因為這場戰爭，歐盟在實現環保目標上亦取得進展，預料2023年的情況應該大同小異。

俄烏戰爭可能出現的主要情況（並不詳盡）



資料來源：東方匯理資產管理研究院，截至2022年11月7日。*例如在俄羅斯對烏克蘭發動戰術性核武攻擊後。

Anna Rosenberg

東方匯理資產管理研究院地緣政治研究部主管

貨幣和財政政策組合

制定歐洲能源危機計劃為時尚早；經歷痛楚後才會採取行動

面對低或負增長和通脹高企，**歐元區現正經歷滯脹，使經濟政策備受考驗。價格升勢不再局限於能源**，預料薪酬將會抵銷購買力的跌幅（至少抵銷部分）。鑑於公信力受到威脅，歐洲央行擬進一步正常化貨幣政策。由於經濟衰退未必足以令通脹率降至目標水平，因此是否確定通脹預期則由歐洲央行決定。

各國政府積極利用財政政策限制能源危機引致的衰退影響。能源價格上升促使政府實施一連串保護家庭和企業的措施，例如降低能源稅或增值稅、規管零售和批發價格、向弱勢社群派發現金資助，以及徵收暴利稅。自年初起，歐元區已公佈涉及逾5,000億歐元的措施，佔整體GDP約4%。

由此形成的政策組合由於兩大原因而成效欠佳。首先，歐盟各國政府未就財政措施展開討論。德國推出的2,000億歐元計劃（佔GDP 5.5%）並未獲得其他歐盟成員國支持，特別是沒有同等預算空間應對能源危機的國家。最終，由年初至今成功調配的資金佔比利時、芬蘭、愛沙尼亞、斯洛文尼亞和愛爾蘭的GDP不足1.0%，而佔法國、意大利和德國GDP的比例則分別為2.3%、3.5%和8%。若歐盟政府繼續下去，經濟和金融分裂將會加劇，禍及所有歐元區國家。**其次，財政和貨幣政策背道而馳。**財政措施會帶來通脹效應，促使歐洲央行進一步正常化貨幣政策，令金融環境在政府需要承擔更多債務之際收緊。

近期的英國危機已向各國政府發出警號，提醒各國再無迴旋的餘地，特別是在央行有意同時收緊政策之際。若無量化寬鬆的支持，主權債券的風險溢價將會與公債同步上升，而且不再只涉及周邊國家。

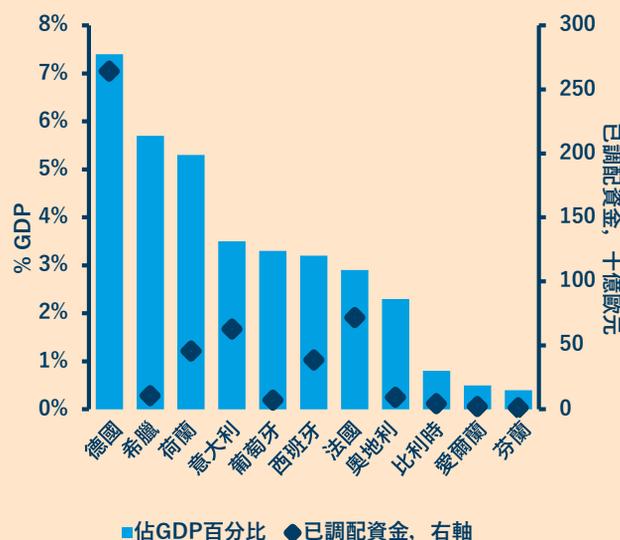
未來發展

在我們對能源危機持續的基本預測情境中，財政政策將會出現兩個不同的情況：歐盟政府繼續以缺乏協調的方式行動，或者設立一個專門應對能源危機的歐洲基金（共同債務）。後者的**可能性最大，原有至少有二。首先，財政法則無法提供充足的框架，以有效應對當前的能源危機。**一如新冠疫情危機的情況，在俄羅斯不供應天然氣的情況下，實現能源結構多元化成為整個歐盟的難題，必須共同應對。持續上升的債券收益率，亦令政府不能無限制地動用資金。

需要動用的金額可能超過部分國家的借貸能力。由於脆弱國家將會受惠於較低的風險溢價，涵蓋整個歐洲的對策將會令投資者安心。**然而，現在尚未符合設立有關基金的條件。**在政治上，各國元首的立場仍然存在分歧。**為防止危機發生，歐洲最終需要在2023年稍後釐定一個「歐洲解決方案」。**「新的」財政法則需要提供一个具充分約束力的框架，以確保債務的可持續性。預料財政法規將會變得更加簡單（以開支為基礎）。然而，由於《穩定及增長協定》的法則將暫停至2023年底，最終框架難以在2023年中前落實。**新的歐盟計劃需要為重建財政法則作出補償。**最後，**歐盟各國應會等待貨幣政策正常化結束**（預料於2023年春季），以及通脹顯著放緩，否則歐洲央行可能會過度反應，以致適得其反。只有在政策組合一致時，發行新債（即使為共同債務）才會受到投資者歡迎。

總括而言，我們在基本預測情境中，預料歐盟很可能會發行共同債券，但可能在2023年中前也未能符合先決條件。2020年設立的「支持緩解緊急情況下的失業風險」(SURE)計劃旨在防止實施防疫封鎖措施後出現的大規模失業，該計劃一直深受投資者歡迎，而其經濟成果也非常正面，可以作為參考。德國領袖已表明不再反對新的歐盟聯合債務計劃，惟有關計劃必須以貸款（例如SURE計劃）而非補助金的形式為基礎，使各國政府為其債務承擔全部責任。

部分歐元區國家的資金調配情況，2022年



資料來源：東方匯理資產管理研究院，截至2022年10月31日。

Didier Borowski

東方匯理資產管理研究院宏觀政策研究主管兼環球宏觀經濟副主管

留意央行動態

市場將會留意央行立場轉趨溫和的跡象

已發展市場央行於2022年進取地加息，以抑制通脹壓力，但很可能難以在2023年保持此步伐。

美國聯儲局將聯邦基金利率上調至3.75%至4.00%，但不希望市場將未來加息步伐放緩，理解為聯儲局立場轉趨溫和，以確保金融環境不會進一步放寬（市場對10月消費者物價指數(CPI)反應正面便是很好的例子）。鑑於美國經濟穩定、通脹持續，以及聯儲局願意加息至高度限制性的水平，**我們認為官方利率很可能上升至5.25%的終端政策利率，略高於市場價格現時反映的水平。**

聯儲局加息對美國經濟的影響將會主要取決於終端利率水平。我們比較目前市場價格反映的水平（4.75/5%）和終端利率為6.00%的情況，發現在壓力水平情境時的經濟後果為：美國經濟衰退持續的時間比預期更長，失業率上升（2024年高於5%），令2024年的通脹率回落至2%。在金融環境方面，我們預期美元走強、利率上升、股市熊市持續，以及企業面對更大壓力。

此外，**歐洲央行亦加息**，存款利率於10月底上調至2.00%。歐洲央行在這次會議上的遠期指引似乎溫和，暗示未來的加息步伐將會放緩，顯示已實現「撤回寬鬆貨幣政策的實質性進展」，而且也會考慮收緊貨幣政策引致的滯後效應。**因此，我們已將終端利率預測從2.75%下調至2.50%。**

由於10月的會議上並無討論量化緊縮的議題，可見央行對可能推行量化緊縮的立場亦溫和。直至2024年底，「抗疫緊急買債計劃」(PEPP)的再投資應會保持彈性。鑑於就「定向長期再融資操作」(TLTRO)計劃的還款和到期，未來數季歐洲央行的資產規模將會收縮。

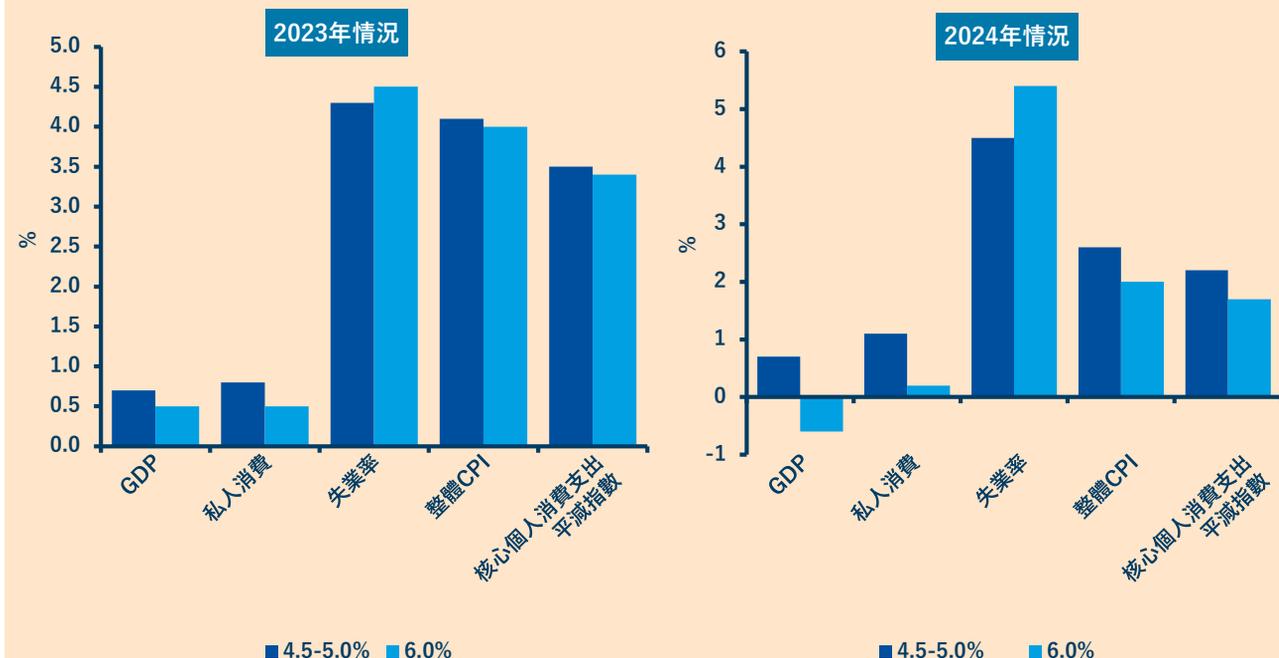
英國央行亦進取地加息，10月時加息至3.00%，並發表若干溫和言論。央行的遠期指引確認有需要進一步收緊政策，但低於市場隱含的幅度。我們預料利率將於4.50%見頂。

日本方面，美元兌日圓匯價跌至150，創32年新低，促使財務省干預外匯市場，令日圓貶值放緩。同時，**日本央行亦不得不緊急買入日本政府債券**，以維持保控制收益率的目標。

隨著日圓偏軟導致進口通脹加劇，前所未見的美元強勢和貨幣政策差距為日本政府債券收益率構成上行壓力，令市場估計日本央行最終亦會收緊政策。

我們預期在可見未來不會出現任何變化，因為日本央行似乎準備拖延時間，等待美國利率見頂為止。

美國聯邦基金終端利率很可能決定經濟影響的程度



資源來源：東方匯理資產管理研究院。數據截至2022年10月24日。在兩種情況下，一旦利率於2023年3月見頂，終端利率便會維持不變。

中國經濟考驗

2023年前景取決於經濟重啟多於房地產市場

經濟重啟：耐性是一種美德

「中國經濟何時重啟」將會成為2023年市場的一大疑問，因為這會影響到多個層面，包括中國的經濟增長、地區貿易及全球通脹。過去兩年，我們經歷了盼望和失望，而市場的投資如今更加依賴經濟重啟的結果。

經濟重啟的進展令人沮喪，反映相關問題仍然充滿變數。坊間的預測大多純屬揣測性。我們不太相信對取消清零政策方面的各種預測，因為中國政府明言不會放棄政策。

除了政治意願，增加本地治療方案或為長者接種加強劑也一樣重要(甚至更加重要)。 習近平表示中國重視人民和他們的生命多於一切。但考慮到現有的醫療資源和病毒迅速變種，上述目標頗難達到。

大部份人認為提高接種率是重啟經濟的前提，但我們懷疑單靠高接種率是否足夠。以新加坡為例，當地92%人口已接種兩劑疫苗，79%更已接種加強劑，但仍有0.24%已接種加強劑的人士入住普通病房時需要供氧、入住深切治療部(ICU)，甚至死亡。

若將這些數字套用在中國，便至少需310萬張ICU病床或設有呼吸機的病房。若再考慮到疫苗效用的差異，有關數字更可能增至1,000萬以上，但中國只有約6萬個ICU床位。即使成功增加大量床位，亦沒有足夠的ICU護士和醫生，畢竟兩者都需要培訓數年。

即使中國成功提高長者的接種率，或者開始入口西方的mRNA疫苗，我們仍要保持審慎，因為國內很可能繼續出現大量死亡個案或醫療資源緊絀的情況。我們認為中國政府較重視死亡人數而非死亡率。中國政府在未來的政策規劃中必須改變此思維，否則很可能永遠無法實現目標。

清零政策應會在2023年維持。 動態清零是疫情防控的基本原則，在中國宣布戰勝疫情前，都不太可能改變。而「勝利」可能就是世界衛生組織宣布疫情結束的那一天。

雖然中國維持「清零」目標，但政府在執行上亦有調整。 我們預料這會成為基本的預測情境，亦即會窒礙經濟，但不會令經濟全面癱瘓。我們對中國增長的預測亦以此假設為基礎。

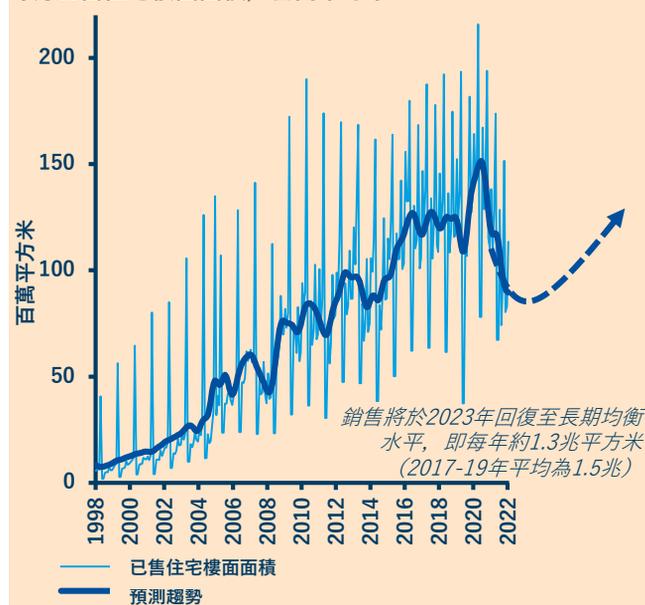
經濟復甦速度不太理想，更遠低於疫情前的水平，但仍可避免陷入經濟衰退。

房地產市場：即將走出困境

房地產市場是投資者的另一個主要憂慮。新屋銷售額在2020年第四季見頂後，至2022年第三季已大跌40%，消除過去五年的增長。每月銷售量則跌至2015年中的水平，而各個政府機構亦繼續加大放寬力度。首次置業和二房買家的房貸利率在一年內分別下跌162和109個基點，降至4.1%和4.9%。現時，買家取得房貸審批一般平均需時25天，而本地限購措施已放寬至週期低位。

市場出現回穩跡象。 中國人民銀行的第三季調查顯示，計劃置業的家庭比例繼2021年中後首次上升。新屋銷售量經季度調整後，於9月連續第二個月上升。我們的預測趨勢顯示跌勢已明顯放緩。同時，10月的頻密經濟數據顯示，房地產市場現在更能抵禦實施封鎖措施的衝擊，主要由於中國人民銀行和中國財政部持續放寬政策。上述證據顯示**房地產銷售於2022年底回穩，因此我們相信房地產銷售已接近週期低位。** 房屋政策放寬開始起效，我們預期房地產銷售將於2023年出現輕微增長，對GDP增長的影響亦會減輕。不過，就結構而言，收縮後的房地產市場不會如以往般，成為有效（或高效的）增長動力來源。

每月已售住宅樓面面積，百萬平方米



資料來源：東方匯理資產管理研究院、CEIC，截至2022年10月31日。

Claire Huang

東方匯理資產管理研究院高級新興市場宏觀經濟策略師

構建投資組合的通脹考慮

「通脹平價」方針能如何惠及投資者？

投資者數十年以來也沒有留意與通脹相關的範疇，因為這並非他們注意的重點。可惜，2022年令通脹再次成為焦點，而我們認為即使預料通脹會放緩，但仍然是2023年的重要主題。

評估通脹走勢對構建投資組合的影響時，投資者應該考慮四大主題：

1. **通脹比經濟增長持續更久和更難預測：**通脹走勢不及經濟增長趨勢般規律，而波動和變化卻更持久；
2. **通脹涉及多方面：**不同力量會引致通脹，而在本質上，相關力量對通脹波動的持續性也會帶來不同影響，防止出現線性均值回歸。
3. **通脹由內在和外部力量驅動，**亦即部分力量源於經濟體系內部，其他則源自外部，例如經濟體系的衝擊（正面或負面）。
4. **央行在應對內在力量方面更有效，在消化外部衝擊方面的成效則稍遜，**而且央行往往並非消化衝擊，而是加劇衝擊在經濟體系中的影響。

投資者需要考慮四個重要通脹來源：周期性（需求帶動）、服務、能源和食品。這些來源源於不同因素，並對不同力量作出反應。部分反映經濟需求復甦（周期性），部分則往往因為央行反應進取而引致衰退（例如服務），而其他（例如食品和能源）則可能最終導致滯脹。由於四個通脹來源不同，以及央行對其的敏感度各異，因此會引致不同的資產類別行為。

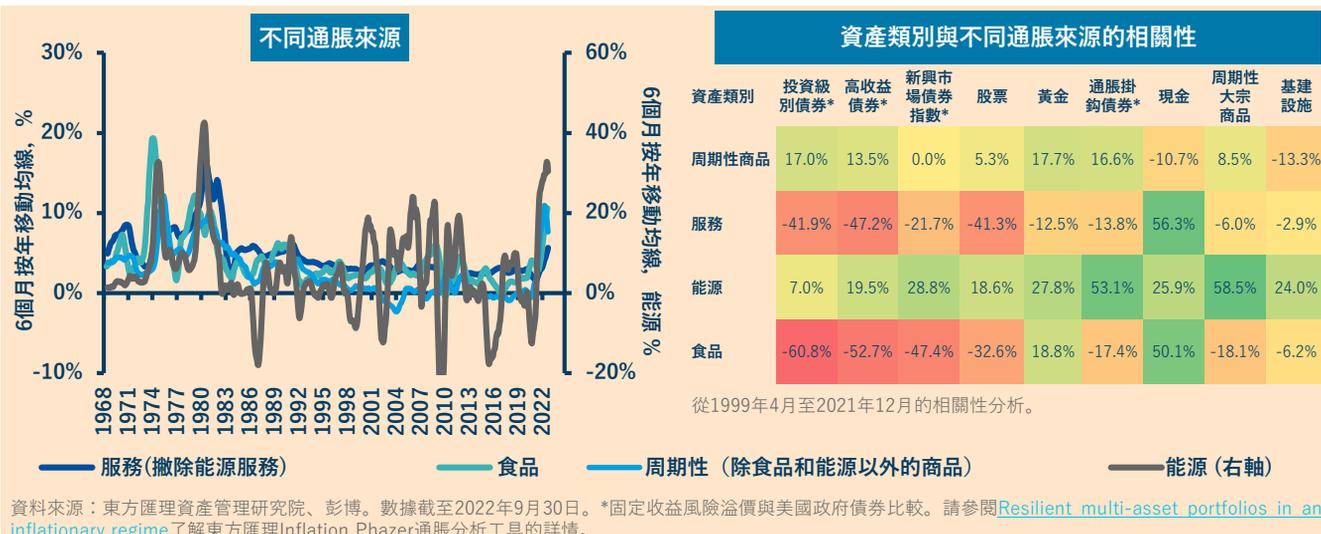
因此，「通脹平價」概念可以考慮這些資產配置上的差異。

在2022年，當通脹壓力從周期性轉至服務和勞動力時，多個市場分部（例如行業）的回報便逆轉。服務通脹迫使央行採取進取的行動，形成對市場更不利的環境，使高風險資產大幅受挫，傳統安全資產亦表現欠佳。我們預料服務和其他長期通脹部分將於2023年持續，因此2023年資產配置的重點將會是構建更平衡和分散風險的投資組合。通脹平價概念的原則為：

1. 基於資產類別與各通脹來源之間的相關性而作出**主題性的資產配置**。
2. 有關配置對**四個通脹來源同樣重視**（平價概念），平衡傳統的周期性偏好，與服務、食品和能源等較不利增長的通脹來源，形成集中度較低的配置，有助降低宏觀經濟風險。
3. 在**資產類別和股票內，分散對通脹來源的敏感度**，當中涉及行業層面（因為部分行業會直接受影響，包括能源、必需品和物料）、地區層面（由於不同行業組成）和因素層面（例如在需求通脹時偏好價值型資產，而在不太有利市場的環境下，偏好具備定價能力的優質資產）。
4. **基建和普遍的實際資產是分散通脹風險的理想選擇**，因為在通脹升溫，這些資產展現穩定的相關性趨勢。
5. 在通脹時期，**根據基於資產與不同通脹來源相關性所制定的同等權重方針調整比重**，能有助產生額外回報。

Lorenzo Portelli

東方匯理資產管理研究院跨資產策略主管



資產類別觀點

	資產類別	現時觀點	2023年上半年展望	
股票	美國	=/+	=/+	穩定
	美國價值股	+	+	穩定
	美國增長股	-	-/=	正在改善
	歐洲	-	=/+	正在改善
	日本	=	=	穩定
	中國	=	=/+	正在改善
	新興市場 (中國除外)	=	=/+	正在改善
固定收益	美國國庫債券	=/+	+	正在改善
	美國投資級別企業債券	=/+	+	正在改善
	美國高收益企業債券	-	-/=	正在改善
	歐洲政府債券 (核心國家)	=	=/+	正在改善
	歐洲政府債券 (周邊國家)	-/=	=/+	正在改善
	歐元投資級別企業債券	=	=/+	正在改善
	歐元高收益企業債券	-	-/=	正在改善
	中國政府債券	=/+	=/+	穩定
	新興市場硬貨幣債券	=/+	+	正在改善
	新興市場本地貨幣債券	=	=/+	正在改善
	其他	商品	=/+	=/+
貨幣 (美元兌G10國家貨幣)		+	=	轉差

資料來源：東方匯理，截至2022年11月16日。

-- - = + ++
看淡 中性 看好

已發展市場股票

保持審慎；股市可能於2023年中見底

2022年市場處於熊市，主要因為市盈率大跌，在邊際利潤收縮之下，盈利預測開始向下調整。因此，**我們仍需保持審慎，但若市場於2023年見底，應會令情況徹底逆轉。**上述情況若要成真，需要符合兩大條件：首先，聯儲局將焦點從通脹過高轉至增長不足；股市在看漲走斜(而非趨平時)期間週期性觸底回升。第二，盈利調整幅度必須更大，此情況往往會引致高收益債券息差急劇波動和資金外流。

地區方面，隨著焦點轉至利潤預測被下調，令美國現時比歐元區可取，但預料美國以外地區的股票會在復甦後期表現領先。**以類型而言**，優質價值股為核心持倉，但最終應會被深度價值股取代。另外，高息股和低波幅股能互相補足，但稍後將會被小型股和高啤打股取代。**行業方面**，防禦性行業的表現應該會持續領先一段時間，但若仔細審視，會發現目前部份優質週期性行業亦值得考慮。

- **市場觸發因素：**利率上升及預期利潤下調。
- **密切留意：**聯儲局極可能轉向及波幅急升。
- **風險：**地緣政治局勢，以及比預期更嚴重和更持久的衰退。



已發展市場固定收益

央行設法提升可信度，並穩定通脹預期

在不斷惡化的增長環境下，央行貨幣政策的同步程度將會下降。通脹和金融穩定性之間將會更加平衡。不過，若通脹率逐步回落至目標水平時，央行意外地轉至溫和立場，才能維持可信度。否則，更寬鬆的取態很可能導致貨幣和通脹預期進一步受壓。由於核心通脹率正往下降，勞工市場環境亦正降溫，我們預期**聯儲局將於2023年3月暫停加息，令利率維持在5.25%**。鑑於美國經濟穩定及通脹持續，終端利率預測被上調的風險仍然存在。聯儲局立場轉趨溫和將會減輕其餘G10國家央行面對的壓力。不過，**能源價格導致的持續通脹仍然是主要的決定因素。**

在未來數月，短存續期**美國**債券收益率曲線估計會繼續受壓。持續惡化的增長前景將於2023年某個時刻對長期利率構成下行壓力。在**歐元區**，投資者應密切留意新的政府債券供應帶來的影響。我們預期信貸息差將會擴大，而違約率亦會溫和上升。**我們看好投資級別債券多於高收益債券**，但並沒有特別偏好個別地區。

- **市場觸發因素：**通脹見頂、聯儲局轉向及歐洲財政政策。
- **密切留意：**通脹、勞工市場及能源價格。
- **風險：**美國衰退及歐洲能源危機持續。



新興市場

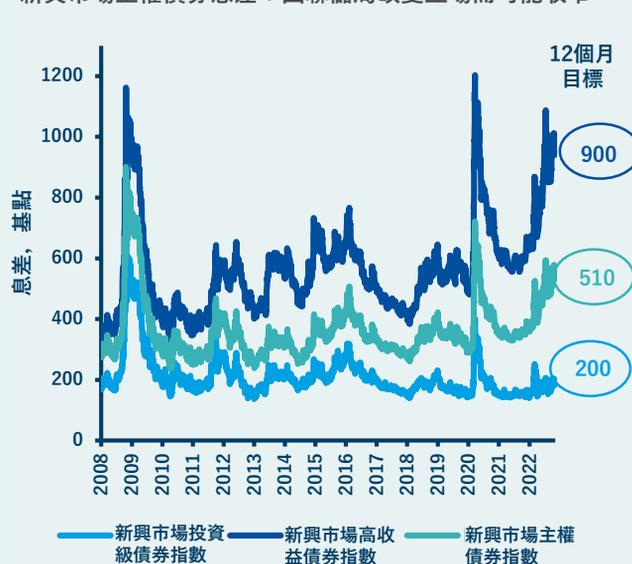
全球環境靠穩將會令投資者對新興市場資產的投資意欲好轉

踏入2023年，預料新興市場的本地宏觀經濟環境只會出現輕微增長（部分國家會陷入經濟衰退），整體通脹率亦會相對偏高，但逐步緩和。這種不利高風險資產的環境，加上全球金融環境收緊，將會觸發於週期末段出現熊市，導致新興市場息差擴大，其本地債券收益率亦很可能在極短時間內上升。

上述環境應會令本已承受重壓的主權資產負債表，在主權債務人與主要債權人之間的談判結果失利時崩潰（共同框架幾乎沒有進展）。疫情、能源和食品價格衝擊及加息，令許多國家的債務變得無以為繼，特別是低收入國家。新興市場多元化債券指數的息差已擴大至2008年環球金融危機和2020年疫情危機以來的最闊幅度。地緣政治局勢緊張一直令市況大幅波動，並增加風險溢價。在此市況下，投資級別債券的息差擴大的幅度遠小於高收益債券。由於新興市場與已發展市場的GDP增長差距有利（有利前者），以及通脹緩和令金融環境靠穩，預計2023年新興市場債券指數的息差將會在高收益債券帶動下收窄（約50個基點）。

在2023年期間，新興市場本地貨幣債券（全球債券指數）應會受惠於債券收益率下跌，帶來正總回報。全球債券指數收益率在2022年大部分時間也意外地上行，而且在極短期內，市場價格尚未完全反映不利的環境，甚或可能出現更多始料未及的不利發展（例如全球新興市場繼續收緊貨幣政策，美國債券收益率進一步上升，以及新興市場外匯疲弱）。不過，新興市場的通脹率似乎已於2022年後期見頂（以全球債券指數加權計算），實際債券收益率亦已見底。因此，在未來三至六個月，名義債券收益率應會下跌。投資者必須對亞洲新興市場利率持更加審慎，因為新興市場央行較遲開始加息，所以會較遲結束加息，而美元走強和美國利率上升亦令新興市場的外匯儲備減少。在貨幣政策週期較成熟的地區，通脹率應會較早回落，而更持續和更明朗的經濟增長環境應於2023年下半年重臨。我們略為看好歐洲、中東、非洲和拉丁美洲。新興市場貨幣似乎被低估，以全球債券指數加權計算，此情況應會略為利好此資產類別的總回報，特別是商品貨幣，惟波動性應會持續偏高。

新興市場主權債券息差：因聯儲局改變立場而可能收窄



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至2022年11月4日。摩根大通已於3月31日將俄羅斯從各固定收益指數中剔除，並重新調整所有指數。

整體而言，預料股票將於2023年帶來輕微的正回報。按照短期宏觀金融環境，投資者應更側重質素和盈利能力，當中以拉丁美洲和印尼等亞洲新興市場的優質資產為主。隨著我們踏入2023年下半年，預料股票表現將會改善（但低於歷史平均水平），顯示估值類型的轉變（歐洲、中東、非洲和亞洲新興市場，著眼於與科技相關的主題和國家，例如南韓）。按年盈利增長在2022年上半年強勁復甦後，目前卻錄得輕微的負盈利增長。我們預料2023年全球新興市場的盈利將會回升，並主要集中在2023年下半年。此趨勢應會由較不受任何基數效應影響的亞洲新興市場帶動。

- 市場觸發因素：全球經濟和利潤放緩。
- 密切留意：通脹見頂（首先為拉丁美洲）和聯儲局下一次改變立場。
- 風險：地緣政治局勢和政策失誤引致經濟衰退。

新興市場的主要投資觀點

- » 充滿考驗的宏觀金融環境應會逐步演變成更正面的環境。
- » 地緣政治環境加劇分裂風險；需要留意不同聯盟。
- » 在短期內保持審慎。儘管我們認為上行空間少於早前預期，但仍看好硬貨幣（留意促使流動性流走並導致情況進一步惡化的因素，而非系統性因素）。
- » 全球宏觀金融環境靠穩應會令新興市場資產類別成為焦點所在。在本地貨幣存續期方面，部分拉丁美洲、中東、中東和非洲國家的估值仍然吸引。鑑於經濟環境更理想，對新興市場股票和外匯的配置將會增加。股票估值比外匯更吸引。

2023年的ESG主題

1 自上而下的宏觀經濟/地緣政治/監管觀點



自上而下而言，重要的主題為：

- **能源轉型**（在能源危機後加強），並透過股票和綠色債券帶來投資機會。
- 各資產類別的**糧食安全**；
- 支持能源轉型和地緣政治局勢引致的回流趨勢而發展的**基建**。

2 週期性觀點及其對ESG的影響



- 經濟減速加上通脹高企，往往有利採納**最佳ESG方針**的企業，讓投資者避免錯過能受惠於通脹的行業。
- 鑑於勞工市場惡化和通脹持續高企，會令公眾更加關注社會的福祉，令**社會主題**可能再次成為焦點。

3 深入研究主要的E、S和G主題



- **尋求**在E、S和G三方面表現**改善**的企業；留意每個行業內主導E、S和G範疇的關鍵因素，相關因素一旦改善，可能引致重新定價。

4 淨零排放的影響



- 由於投資者需要加快推動淨零排放，對**淨零排放**的承諾將會成為2023年的**重點**。

已發展市場貨幣

美元：從缺乏正面因素到估值過高

由於美元匯價與歷史水平相比高昂，加上聯儲局的緊縮週期進入成熟階段，**美元更易受回調影響**。不過，鑑於控制通脹仍然是聯儲局的首要任務，而且經濟放緩可能蔓延全球，情況可能會進一步惡化，然後才見好轉。美元是唯一具有避險功能的高收益貨幣，鑑於其他地區的結構性衝擊（歐元區、英國和日本），**我們認為並無可靠因素能觸發均值回歸至公允估值**。

由於美國通脹率未見大幅下降，我們預料美元將在短期內表現強勁，並在聯儲局的緊縮週期末段出現轉捩點。聯儲局將會成為決定各市場相對表現的關鍵。由於聯儲局未必會在2023年改變立場，因此日圓和瑞士法郎是開始降低美元風險的安全選擇，而風險較高的部署可能在較後期出現。然而，由於全球參與者的美元儲備不多，金融環境不穩可能很快成為推動市場的主要因素。聯儲局或美國財政部為減輕壓力所採取的任何行動（向體系注入流動性），均可能即時觸發更廣泛的美元拋售情況。

- **市場觸發因素：**全球經濟放緩、聯儲局收緊政策。
- **密切留意：**通脹和環球增長趨勢。
- **風險：**金融不穩、政策組合不一和地緣政治局勢緊張。

G10國家外匯估值

匯率	目前估值相對公允價值	政策利率預測	對經濟增長減慢的敏感度	貿易條件改善	對聯儲局實際改變立場的反應
挪威克朗	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
澳元	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
加元	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
美元	深紅	深綠	淺綠	深紅	深紅
新西蘭元	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
瑞士法郎	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
英鎊	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
瑞典克朗	深綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
歐元	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠
日圓	淺綠	淺綠	深紅	淺綠	深綠

資料來源：東方匯理資產管理研究院，截至2022年11月7日。僅供說明貨幣過往對指定因素的反應。深綠/紅色代表對相關因素的高度正/負敏感度及/或估值過低/過高。淺綠/紅色代表有限的正面/負面反應及/或估值過低/過高。

新興市場貨幣

新興市場央行並不急於放寬政策

作為新興市場資產類別中最能吸納衝擊的範疇，新興市場外匯一直出現超賣跡象。由於預料美元將會溫和貶值，加上新興市場外匯估值吸引，**2023年此資產類別的前景理想**。通脹放緩和審慎的貨幣政策轉變（由最成熟的加息週期開始）將會引致中性/正實際利率，遠比近年的極端負利率吸引。另一方面，由於雙赤字反映目前的脆弱性，新興市場央行過早改變立場（相對於通脹和聯儲局）也可能令表現落後。

我們預料市況會劇烈波動，但**利好因素會為最被低估的貨幣帶來正面表現，並以拉丁美洲為先**，屆時主要的緊縮週期將會令通脹放緩。投資者應該密切留意在通脹放緩下政策的放寬速度，以避免吸引程度最終可能低於預期的實際利率。

- **市場觸發因素：**全球經濟和利潤衰退。
- **密切留意：**通脹見頂和聯儲局下一次改變立場。
- **風險：**地緣政治局勢和政策失誤引致經濟衰退。

新興市場外匯前景



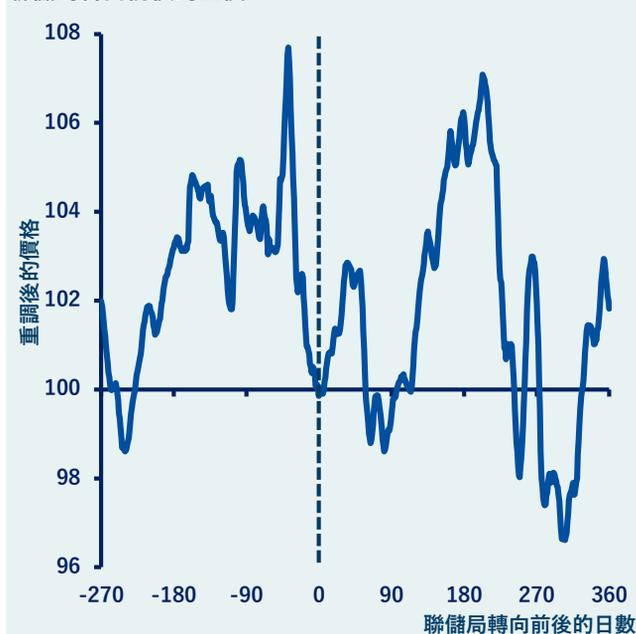
資料來源：東方匯理資產管理研究院。數據截至2022年11月2日。

商品 石油市場緊張，金價均值回歸

油價在2023年初可能繼續受增長放緩所限，而供應議題可能再次成為焦點。石油輸出國組織與盟友(OPEC+)的產量及儲備緊張、歐盟禁止進口俄羅斯原油、石油庫存量低和美國重建策略性儲備，可能導致供應短缺。布蘭特原油平均價格可能為每桶約95美元，並於2023年底出現上升風險。鑑於美國產油企業的財務狀況好轉，美國石油產出會再次變得重要。歐盟成功填補庫存，並齊心應對能源危機，意味著今年冬季無需實施嚴格的天然氣配給。不過，由於歐盟尚未有方法迅速取代失去的俄羅斯供應量，因此必須降低需求，使高天然氣價格維持至2023年底（平均每兆瓦時100至150歐元）。受其週期性影響，基本金屬可能於上半年受壓，而於下半年，美元回落及生產成本上升可能有助基本金屬回升。長期前景仍然理想，供應可能難以滿足能源轉型的需求，而歐盟可能會加快能源轉型。在聯儲局臨近轉向之際，市場應會將焦點轉至增長放緩。黃金的需求將會上升，其估值及持倉將會提供吸引的入市時機。

- **市場觸發因素：**投資者已漠視經濟衰退。
- **密切留意：**利率見頂和核心通脹率趨勢。
- **風險：**中國房地產市場及美國石油產量增加。

聯儲局轉向前的金價



資料來源：東方匯理資產管理研究院，紐約商品交易所。數據截至2022年11月2日。數據從1967年1月1日起開始計算，並重新調整為100。金價被重新調整為100=聯儲局自1965年起轉向當日。

對沖基金 投資者更積極尋求超額回報

對沖基金的吸引力很可能持續至2023年。持續多年的債券牛市很可能已經結束，令分散投資的難度更高。對沖基金的波動性、市場系統風險和對存續期的敏感度低，因而具有吸引力。右表概述不同策略於2023年的前景。另外，短期債券收益率較高，亦為現金長倉的對沖基金帶來更多回報。地緣政治風險上升、全球化見頂、能源轉型、主權債務膨脹及人口老化，均導致通脹過高、增長偏低、經濟週期變短和資產波幅過高。

因此，在傳統資產回報較低的情況下，投資者會更積極尋求超額回報。過去數年，一連串特殊衝擊均削弱超額回報，包括貿易戰、英國脫歐、疫情、供應鏈受阻和大規模刺激措施引致的異常情況。我們預料部份障礙將會消失。全球流動性收縮將導致資產更加分散、估值分歧更顯著、更多基礎定價，以及有更多空間進行主題買賣，將會利好超額回報。

- **市場觸發因素：**流動性持續收縮，以及資產估值被重設。
- **密切留意：**利率見頂及企業活動。
- **風險：**市場迅速回升，以及另一次「特殊」衝擊。

對沖基金策略展望

		-	中性	+
股票多空對沖	方向性	■	●	
	市場中性			●
由事件帶動	併購套戩		●	■
	特殊情形			●
固定收益套戩	美國信貸多空對沖	■	●	
	歐洲信貸多空對沖		●	
	新興市場信貸多空對沖		■	●
	相對固定收益套戩		●	
全球宏觀經濟	全權委託		■	●
	多元策略		■	●
商品交易顧問		●		■

■ 3個月立場 ● 6個月趨勢

資料來源：東方匯理資產管理研究院。數據截至2022年11月2日。

私募市場 抵禦通脹和低增長

目前加息、全球經濟增長放緩和通脹持續的環境將會繼續令企業盈利受壓，可能引致市場進一步廣泛調整。在此市況下，投資者應該考慮於私募市場物色在現階段似乎更具抗跌能力的資產（即基建），並以嚴格選擇的方針開始物色較長期的投資機會，因為各資產類別內的回報很可能會更加分散。事實上，單一的私募資產市場並不存在。

基建投資能提供保護，並加強投資組合分散風險的程度。此範疇的業務量增長強勁，而且定價穩定的情況亦非常明顯，更有多个增長趨勢支持明年及之後的投資環境。例如，**減碳**是多國政府的主要重點，但需要私人資本配合公共資金。此主題需要大量新投資，除了興建太陽能發電廠和風力發電場，亦要配合新型發電方式而進行網絡數碼化。此外，歐盟各國領導人若要實現**能源獨立，不依賴俄羅斯和化石燃料**，便需要進行大規模的新基建投資。另外，企業和政府**分拆資產**也是推動增長的主要動力。一旦此類資產進入市場，便可以透過優化管理或重新磋商合約等策略創造價值。而在**通脹方面**，基建投資亦能透過產生與指數掛鈎的現金流抵禦通脹，例如監管機構授予收費道路營運商的長期合約，往往包含調整收費的條款，從而令公司的收入與通脹掛鈎。另外，對部分企業而言，與能源價格掛鈎也能提供保護，因為能源價格是通脹的重要組成部分。

私募債券方面，鑑於息差擴大，此資產類別被重新定價，但仍然受惠於持續強勁的基礎因素。與上市企業債券相比，目前私募債券市場的流動性溢價偏低，但我們深信溢價將會再度上升。當上市市場出現大幅變動時（正如近期所見），私募債券的估值水平便需要時間調整。整體而言，目前估值為著眼於中長期投資的投資者帶來吸引的入市時機。此外，私募債券的結構一般包括浮息票據，能抵禦加息和通脹。隨著利率上升，企業的債務負擔或會非常沉重，但直接貸款計劃卻往往要求企業對沖利率風險。展望未來，由於銀行融資仍然受到限制，相關基金在磋商貸款合約時應能受惠於強大的議價能力。事實上，銀行在借貸領域的不太活躍，因為其資產負債表內有大量價值下跌的槓桿貸款，令銀行不願出售有關貸款。

銀行貸款活動減少亦影響交易量和定價放緩的**私募股權**範疇，我們預料此趨勢將會持續一段時間。事實上，放緩趨勢主要源於難以向銀行取得融資，但即使如此，健康護理和科技等行業的交易水平卻僅略低於危機前的水平。這類企業面對強勁的增長趨勢，並往往憑著定價能力而未受通脹升溫影響。雖然許多行業的價格均下跌及交投淡靜，但我們認為未來五年（私募股權基金的一般投資年期）私募股權市場將開始為投資年期合適的投資者帶來個別入市時機。

房地產是另一個分散投資組合風險的理想選擇，應能受惠於與指數掛鈎的租金，以及對位置和能源表現優越之建築的穩定需求。不過，此優勢未必足以抵銷預期收益率上升為全球帶來的影響（至少在2023年初）。對於現有建築的新投資，修訂後的估值仍然能帶來投資機會。

總括而言，上述資產類別投資買入持有的性質，以及其吸納或轉嫁成本升幅的能力，能讓投資者抵禦通脹和低增長。另外，相關資產亦為投資者提供尋求收益和獲取回報的機會（雖然只限個別資產）。我們相信這些資產類別對尋求可觀實質回報的投資者將會越來越重要。

2023年及之後的實質資產展望

	基建	私募股權	私募債券	房地產
2023年前景	++	-/=	+	-/=
未來5年的入市機會	=	+	+	+
抵禦通脹潛力	++	=	++	+
分散風險優點	+++	+	+	++

資料來源：東方匯理實質資產定性評估，截至2022年11月8日。僅供說明用途，評分介乎---至+++

宏觀經濟預測

宏觀經濟預測 (截至 2022 年 11 月 3 日)

年度平均值, %	實際 GDP 同比增長, %			通貨膨脹率 (消費者物價指數, 同比, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美國	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
日本	1.6	0.5	1.2	2.3	1.3	0.4
歐元區	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
德國	1.7	-0.7	1.1	9.0	7.6	3.1
法國	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
義大利	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
西班牙	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4
英國	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
巴西	3.1	0.9	1.6	9.3	4.3	4.1
墨西哥	2.6	0.7	0.6	8.0	5.8	4.2
俄羅斯	-3.3	-1.5	2.0	13.9	7.5	4.5
中國	3.2	4.5	4.3	2.1	2.3	2.1
印度	7.3	5.6	6.0	6.9	6.3	6.0
印尼	5.3	4.8	4.7	4.3	5.0	4.1
南非	1.7	1.2	1.5	6.8	5.6	4.8
土耳其	5.3	3.1	4.4	73.1	53.7	24.1
發達國家	2.6	0.3	1.0	7.6	5.1	2.5
新興國家	4.0	3.5	3.9	8.8	6.9	4.8
全球	3.4	2.2	2.7	8.3	6.2	3.9

央行官方利率預測, %

	2022 年 11 月 4 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*	4.00	5.00	5.10	5.25	5.00
歐元區**	1.50	2.50	2.80	2.50	3.00
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英國	3.00	4.50	4.50	4.75	4.70
中國***	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	5.90	6.15	6.20	6.15	6.15
巴西	13.75	12.25	13.10	10.00	10.80
俄羅斯	7.50	7.00	7.00	6.50	6.75

資料來源：東方匯理資產管理研究院。預測截至 2022 年 11 月 3 日。*聯邦基金目標區間上限。 **存款利率。 ***一年期貸款最優惠利率。

金融市場預測

債券收益率

兩年期債券收益率預測, %

	2022年11月11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	4.42	4.50/4.70	4.71	4.30/4.50	4.57
德國	2.09	1.80/2.00	2.11	1.80/2.00	1.69
日本	-0.06	-0.10/0.00	-0.01	-0.10/0.00	0.01
英國	3.02	3.90/4.10	3.03	3.90/4.10	3.39

十年期債券收益率預測, %

	2022年11月11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	3.87	4.00/4.20	4.18	3.90/4.10	4.17
德國	2.11	2.30/2.50	2.29	2.30/2.50	2.29
日本	0.24	0.10/0.30	0.37	0.10/0.30	0.47
英國	3.29	3.70/3.90	3.60	3.70/3.90	3.72

未來 12 個月的股票預測

MSCI 指數水準	美國	歐洲	歐盟	英國	日本	太平洋 (日本除外)	全球	全球 所有國家
2022年11月11日	3796	1740	239	2102	1213	1266	2674	619
下限	3260	1540	200	1920	1080	1090	2320	550
上限	4160	1850	260	2220	1300	1340	2910	680

匯率

匯率預測 (兌美元)

	2022年11月11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	1.03	0.96	1.01	1.04	1.04
美元/日元	139	140	140	129	134
英鎊/美元	1.18	1.10	1.13	1.17	1.18
美元/瑞士法郎	0.94	0.95	0.98	0.95	0.97
美元/挪威克朗	9.93	10.50	9.93	9.45	9.17
美元/瑞典克朗	10.37	11.10	10.67	9.92	9.72
美元/加元	1.33	1.38	1.35	1.30	1.32
澳元/美元	0.67	0.65	0.66	0.71	0.68
紐元/美元	0.61	0.58	0.60	0.62	0.63
美元/人民幣	7.10	7.10	7.15	6.80	7.03

匯率預測 (兌歐元)

	2022年11月11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	0.99	0.92	1.00	1.04	1.05
歐元/日元	144	135	141	134	139
歐元/英鎊	0.87	0.88	0.88	0.89	0.88
歐元/瑞士法郎	0.97	0.92	0.99	1.00	1.00
歐元/挪威克朗	10.27	10.13	10.10	9.87	9.85
歐元/瑞典克朗	10.74	10.70	10.80	10.36	10.50
歐元/澳元	1.54	1.48	1.53	1.47	1.53
歐元/紐元	1.69	1.65	1.68	1.67	1.65
歐元/人民幣	7.34	6.85	7.22	7.10	7.31

資料來源：東方匯理資產管理研究院。預測截至 2022 年 11 月 11 日。

作者

首席主編

Monica DEFEND, 東方匯理資產管理研究院主管
Vincent MORTIER, 集團首席投資總監
Matteo GERMANO, 集團首席副投資總監

主編, 東方匯理資產管理研究院

Claudia BERTINO, 投資觀點及出版部主管
Laura FIOROT, 投資觀點及客戶關係部主管

各大投資團隊的主管

Amaury D'ORSAY, 固定收益部主管
Kasper ELMGREEN, 股票部主管
John O'TOOLE, 多元資產投資方案部主管
Francesco SANDRINI, 多元資產策略部主管
Yerlan SYZDYKOV, 環球新興市場部主管
Kenneth J. TAUBES, 美國投資管理部投資總監

投資研究團隊, 東方匯理資產管理研究院

Valentine AINOUIZ, CFA, 環球固定收益策略主管
Mickael BELLAICHE, 固定收益及信貸研究策略師
Alessia BERARDI, 新興市場宏觀及策略研究部主管
Jean-Baptiste BERTHON, 高級跨資產策略師
Sergio BERTONCINI, 高級固定收益研究員
Pierre BROUSSE, 分析師
Didier BOROWSKI, 宏觀政策研究部主管兼環球宏觀經濟部副主任
Federico CESARINI, 已發展市場外匯部主管
John COADOU, 股票策略師
Debora DELBO', 高級新興市場宏觀經濟策略師
Silvia DI SILVIO, 跨資產策略師
Patrek DROZDZIK, 高級新興市場宏觀經濟策略師
Delphine GEORGES, 高級固定收益研究策略師
Karine HERVE', 高級新興市場宏觀經濟策略師
Claire HUANG, 高級新興市場宏觀經濟策略師
Jung Hun KIM MOON, CFA, 高級跨資產策略師
Valérie LETORT, 經濟師
Eric MIJOT, 環球股票策略師主管
Shail NATHOO, 新興市場研究員 (V.I.E.)
Lorenzo PORTELLI, 跨資產策略及研究部主管, 東方匯理資產管理
意大利
Anna ROSENBERG, 地緣政治研究部主管
Joao TONIATO, 高級股票策略師
Annalisa USARDI, CFA, 高級經濟師
Sosi VARTANESYAN, 高級主權國家分析師

投資觀點與客戶傳訊部, 東方匯理資產管理研究院

Pol CARULLA, 投資觀點及客戶關係部專員
Ujjwal DHINGRA, 投資觀點及客戶關係部專員
Paula NIALL, 投資觀點及客戶關係部專員
Francesca PANELLI, 投資觀點及客戶關係部專員
Tristan PERRIER, 宏觀經濟師及投資觀點與客戶傳訊部專員

東方匯理資產管理研究院

在日益複雜、瞬息萬變的世界，投資者急需加深了解他們身處的環境和投資實務的演變，以便配置資產和構建投資組合。東方匯理資產管理研究院作為全球投資流程的中心，致力就所有資產為所有客戶（經銷商、機構和企業）提供專業指導、更完善的建議和相關培訓，同時與客戶保持密切溝通。東方匯理資產管理研究院凝聚東方匯理在研究、市場策略和投資方面的真知灼見，以及資產配置諮詢服務，藉此闡述東方匯理的觀點和投資建議。

Thematics > Asset Allocation

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation

Thematic Paper Portfolio allocation
Economic cycle Artificial Intelligence

Published 1 September, 2022 > 10 minutes

重要資料

本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人仕，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk