



投资展望 | 2023

暴风雨后投资者渐见曙光

凭借实力 赢得信任

Amundi

ASSET MANAGEMENT
东方汇理 资产管理

首席投资官对2023年的主要投资观点

1. 在债务水平极高的世界里，俄乌冲突加快了系统性转变，使通胀升温、地缘政治局势不明朗，以及货币与财政政策之间的拉锯，因此预料经济分歧将会加剧。
2. 能源危机将会成为推动欧洲经济的主要驱动力，而欧洲几乎无法摆脱衰退。财政措施可能缓和有关情况，但真实情况将于2023年第四季揭晓，届时欧洲需要补充天然气库存。在充满变化的2023年，实现战略策略性能源自主和建立新的商业合作将会成为关键。
3. 2023年中国经济可能带来正面的惊喜，但要视房地产市场和防疫政策两大考验的结果而定。前者在政策放宽之下好转，后者也逐步放宽限制。地缘政治压力和中美对抗加剧成为主要风险。
4. 各国央行将会不惜一切遏抑通胀，防止出现类似1970年代的危机。紧缩周期还会持续，但步伐会比2022年慢。金融市场可能已经消化了未来上调利率的大部分预期，但美联储的终端利率水平将会成为关键所在，假如终端利率接近6%，美国则很可能陷入经济衰退，而且可能比目前预期的情况更严重。
5. 经过大幅重新定价后，市场估值变得更具吸引力。虽然经济环境持续恶化，而市场仍然波动，但市场价格开始定价反映美联储的在第一和第二季之间转向。投资者应该遵循以下顺序：因盈利前景疲弱，开始时先采取审慎配置，然后逐步为买进时机作好准备。
6. “债券回归”仍然是踏入2023年的投资主题，投资者聚焦于优质信贷、主动管理久期，以及在各国政策不一的环境下管理货币。投资者应该留意流动性风险和企业杠杆。
7. 我们认为年内股票将会出现买进时机。投资者在初期应该保持谨慎，偏好美股和优质/价值型/高股利股票，但也要准备增持欧洲和中国股票，以及周期性股和深度价值股，以把握市场回升的机会。
8. 2023年新兴市场的分歧将会加剧。审慎选择证券仍然十分重要。投资者应该物色通胀和货币前景似乎较温和的国家，美联储如改变立场，将有利新兴市场股票。
9. 疫情危机和乌克兰战事巩固了环境、社会和治理(ESG)主题的长远前景。投资者应该把握能源转型和粮食安全主题的机会，加快实现净零排放的步伐，并物色有能力改善ESG表现的企业，特别是通过主动参与提升表现的企业。
10. 经济衰退风险迫近，意味着以政府债券分散风险的策略将会再度奏效，因此60/40比例的股债配置将会再度成为主流。在通胀持续之际，投资者应该增持实体资产，以及能抵御不同通胀来源的板块。



“2023年将会是双速增长的一年，
有大量风险需要留意。
债券将会回归，市场估值也变得更加吸引。
如果美联储在上半年改变立场，
更可能触发有吸引力的买进机会。”



目录

首席投资官对2023年的主要投资观点	2	构建投资组合的通胀考虑	13
投资观点	3	资产类别观点	14
2023年环球经济前景面对众多严峻考验	4-5	发达市场股票和固定收益	15
信息图：决定2023年市况的主题；2023年投资	6-7	新兴市场	16
热门议题	8	信息图：2023年的ESG主题	17
聚焦地缘政治	9	发达市场和新兴市场货币	18
货币和财政政策组合	10	大宗商品和对冲基金	19
聚焦央行	11	私募市场	20
中国经济挑战	12	经济及央行预测	21-22

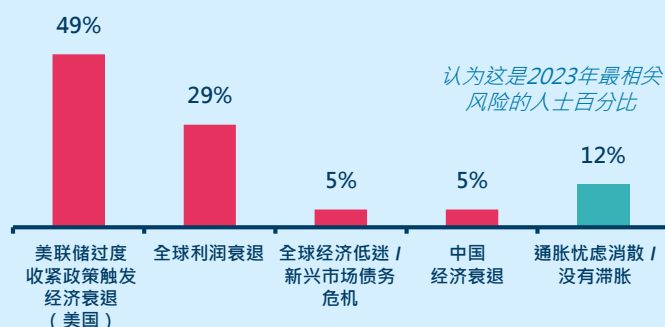
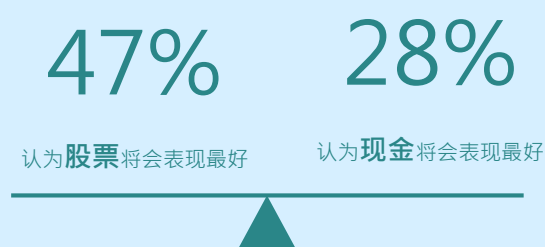


投资观点

我们在2022年9月底聚首巴黎，探讨主要的客户投资主题，并分享对2023年投资组合配置的观点。今年的《东方汇理投资展望》涵盖首届东方汇理资产管理研究院及投资部研讨会上讨论的热门议题和主要投资观点。

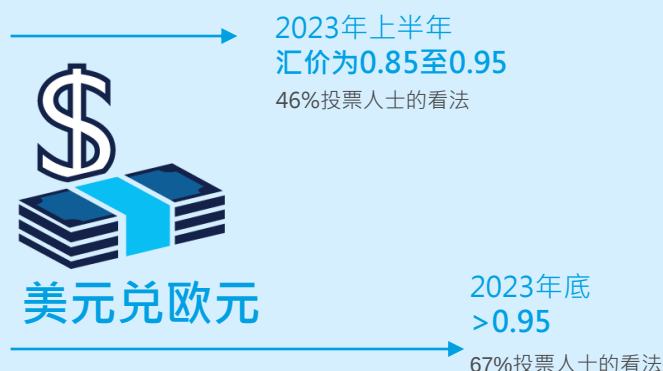
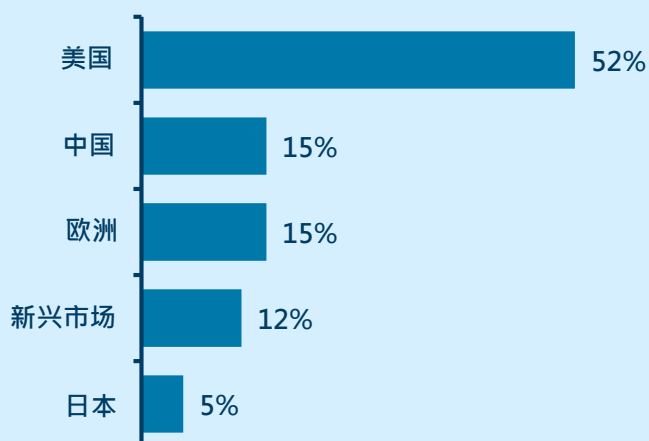
2023年的资产类别应该采取杠铃策略

主要的下行风险：美联储过度收紧政策似乎是2023年最大的风险



在股票方面，美国最受投票人士关注；而中国可望于2023年回升

美元应该会至少在上半年继续走强，但可能于2023年稍后偏软



数据为于东方汇理资产管理研究院及投资部研讨会上50位高级投资组合经理和研究专家的投票结果。数据截至2022年9月23日。

2023年环球经济前景面对众多严峻考验

通胀持续高企和全球分化，使经济可能轻微衰退

我们预料全球经济增长将会大幅减缓，发达市场和新兴市场部分国家将会出现滞胀，而其他国家则可能只会面对经济减速。2023年的全球经济增长预料为2.2%左右，低于2022年的3.4%。其中，预计发达市场的增长率会从2.6%减慢至0.3%，而新兴市场增长则会从4.0%减慢至3.5%。虽然两者的总体增长应该会减慢，但新兴市场与发达市场的增长差距应该有利前者。经济减速的部分原因是各国更加同步地撤回宽松政策，而地区性或个别国家因素则使经济趋势各异。滞胀环境的严重程度和持续时间，将会取决于各国如何应对意识形态、政治、经济和科技上的转型。

能源冲击仍然是推动欧洲经济增长方向的主要因素，而疫后供应方面的通胀压力尚未解决，因而导致通胀率双位数增长，使情况雪上加霜。此情况正引发生活成本危机，预料将会使欧洲在今年冬季陷入经济衰退，其后再缓慢复苏。尽管面对经济衰退，但于2023年底前，通胀率应该会继续大幅高于目标水平。外部因素方面，欧洲的经济前景取决于能源价格，以及天然气供应和储存的问题，这些问题可能于2023年中再度出现，而主要的内在风险则为货币和财政政策失误。在大西洋彼岸，为了遏抑由劳工市场紧张和本地需求强劲引致的本地通胀压力，美联储展开激进的紧缩周期，可能使美国2023年下半年的经济增长大幅低于潜在水平。由于收紧政策的步伐加快，而且短期内应该不会放慢，美国于2023年下半年的经济衰退风险增加。我们预料消费和住宅投资将会减慢，但会被进口减少而抵销部分影响。虽然租金降温 and 库存水平偏高，但2023年底的通胀率预料会继续大幅高于目标水平。避免信用事件和保持金融稳定成为实现有关预测的关键。

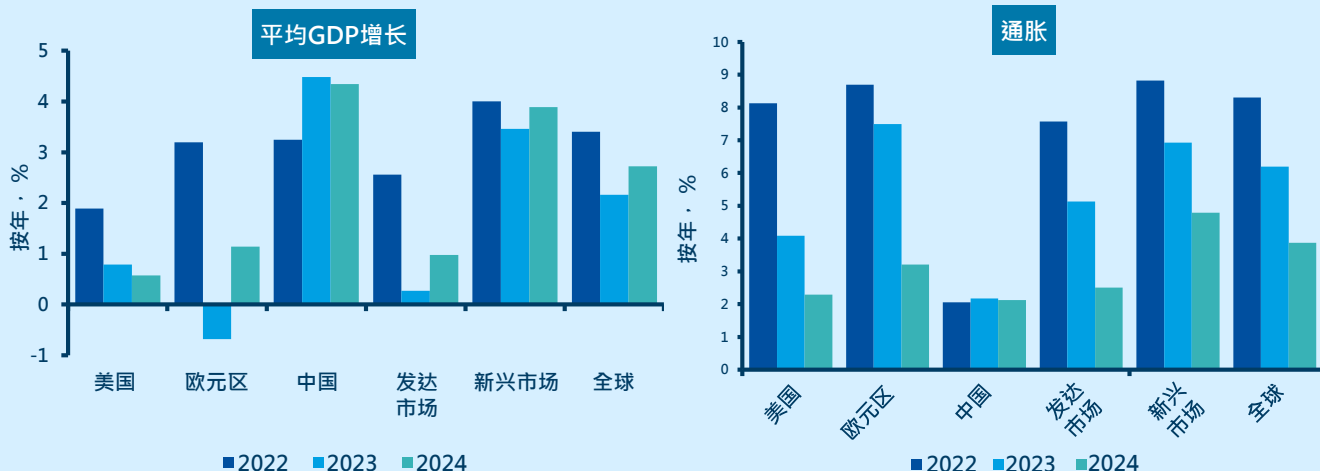
相信各个新兴市场会平均地出现低增长而高通胀的环境，只有少数例外，而中国则是最重要的市场。我们把中国2023年经济增长的预测从5.2%下调至4.5%，但与2022年的3.2%疲弱增长相比，增长仍有上升。房地产市场稳定和中国逐步重启经济成为主要假设。事实上，全球经济增长减慢和过早和进取地收紧货币政策带来的影响，将会影响新兴市场增长。有利的2022年名义增长环境应该会在2023年重现，使许多国家更难负担财政刺激措施，因为债务水平变得更难持续下去。虽然通胀缓和能容许央行改变货币政策立场，但全球金融环境使新兴市场央行在放宽政策上采取谨慎态度。面对新的货币政策方向，部分国家展现长期而可信的通缩趋势（例如巴西），部分则接近或出现严重经济衰退，例如中东欧或相对较小的拉丁美洲国家。



Monica DEFEND,
东方汇理资产管理研究院主管

“系统性转变
创造了全新的
世界秩序。”

东方汇理对经济增长和通胀的预测



资料来源：东方汇理资产管理研究院。数据和预测截至2022年11月3日。

初期采取防御性的资产配置，但准备在年内进行调整

2023年上半年的经济环境，应该会延续目前的金融市场 **调整 (Correction)** 状态，亦即出现利润衰退和高通胀。根据东方汇理资产管理研究院Advanced Investment Phazer (AIP) 高级投资分析工具的分析，这是最可能出现的情况。

导致有关结果的首个因素为宏观经济前景。发达市场的经济增长应该会减慢，美国的增长将会低于平均水平，而欧元区 and 英国则会面临经济衰退。过去18个月环球通胀率急升的情况很可能持续至2023年（但速度减慢），打击消费开支和消费欲望。此外，此情况也会使央行维持紧缩模式，务求通过降低需求和避免过度放宽金融环境，藉此缓解价格压力。

主导2023年商业周期的第二个因素直接源自第一个因素：第一和第二季可能出现利润衰退，如果按照过去12个月的数据计算，预测美国的每股盈利将会分别收缩10%和15%。美元走强和名义国内生产总值(GDP)增长减弱引致的收入放缓，将会影响盈利。此外，鉴于生产、资本和劳动力等各领域的成本均上升，边际利润也受压。

调整阶段的资产配置宜采用防御性方针，当中黄金和投资级别债券是最可取的资产类别。美联储秉持强硬立场进入2023年，并很可能持续至第一季，使上半年政府债券收益率的上行风险增加，因为美联储尚未明显改变立场，而且通胀压力持续。投资者应该主动管理政府债券的久期，这是“典型”调整阶段的受惠资产类别。

根据AIP的分析，上述不利因素应该会在2023年下半年略为减退，有利商业周期改善，以及从 **调整期(Correction)** 转至 **后周期(Late Cycle)**。事实上，另一个东方汇理资产管理研究院的专属模型（Inflation Phazer通胀分析工具）显示，2022年持续的 **过度通胀(Hyperinflationary)** 局面（也可能持续至2023年第一季），将会转为较温和的 **通胀** 局面，而过往的价格压力幅度则介乎3%至6%。虽然此幅度仍然高于目标水平，但价格压力缓和应该能减轻消费者生活成本上升的负担，让经济能从上半年的低水平复苏，并促使美联储停止上调利率。

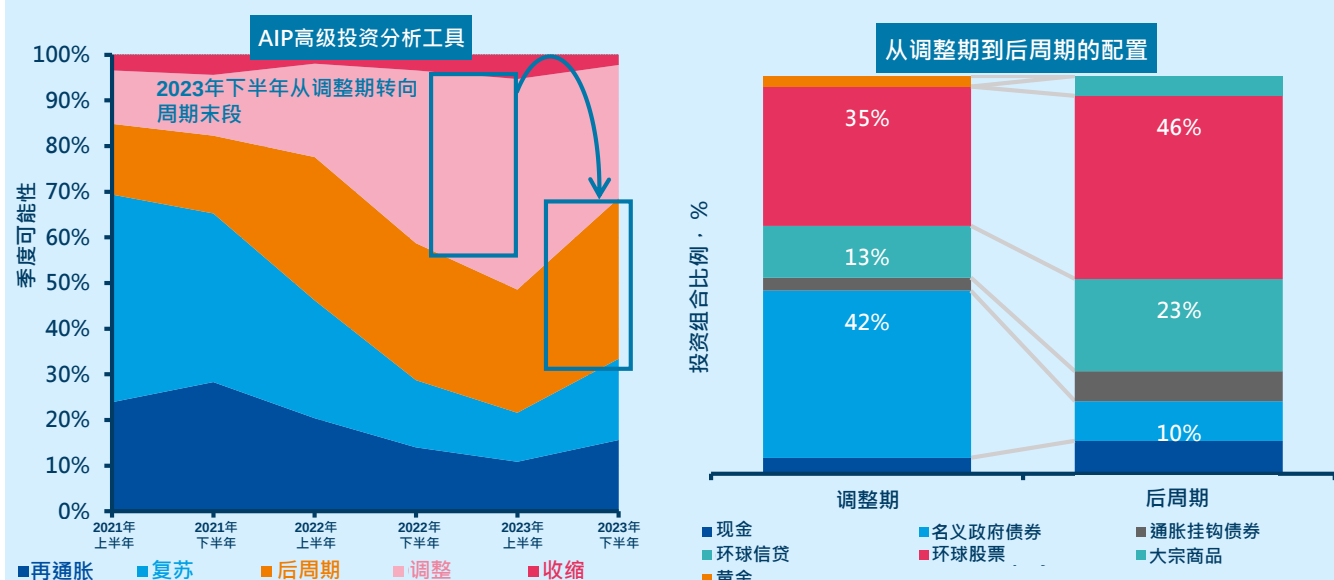
上述情况最关键的影响之一是美元，预计按照贸易加权基础，美元将于2023年贬值4.7%，鉴于宏观经济环境对利润的阻力

减轻，美元贬值应该会对每股盈利修订带来正面的溢出效应，使利润从上半年的低水平回升。**就资产配置而言，由于预料货币政策的下一步行动将为下调利率，收益率曲线应该会看涨走陡，而环境将会有利风险资产，并倾向发达市场股票和优质信贷。**

说到于2023年对商业周期威胁性最大的风险，第一个将会是已实现的通胀模式。假如通胀无法正常化至可持续的水平，宏观经济环境将会演变成更严重的滞胀，届时即使经济衰退，美联储也不得不继续上调利率。在此情况下，面对市场剧烈波动和流动性压力，高风险资产将会出现亏蚀。正如英国近期的事件显示，货币和财政政策必须一致。

除了通胀外，地缘政治因素也继续对未来几个季度的宏观经济和金融趋势影响深远。因此，投资者应该密切留意俄乌战争和中美关系的发展。

于2023年初采取审慎的投资组合配置，然后在稍后增持风险



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至2022年10月31日。仅供说明用途。请参阅[Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation](#)了解有关东方汇理AIP的详情。

决定2023年主要市况的主题

全球经济复苏的时间和幅度

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

具有潜在全球溢出效应的区域主题

美国：
美联储改变立场



欧洲：
能源危机



中国：
增长路径



面对金融环境收紧和就业市场转差，美联储在第一季末改变立场，终端利率为5.25%

继美联储改变立场后，通胀迅速回落，中国增长回升

美联储过度紧缩和 / 或中国经济衰退可能引致深度衰退

15% 概率
乐观情境

70% 概率
基本情境

15% 概率
悲观情境

能源危机恶化可能引致深度衰退

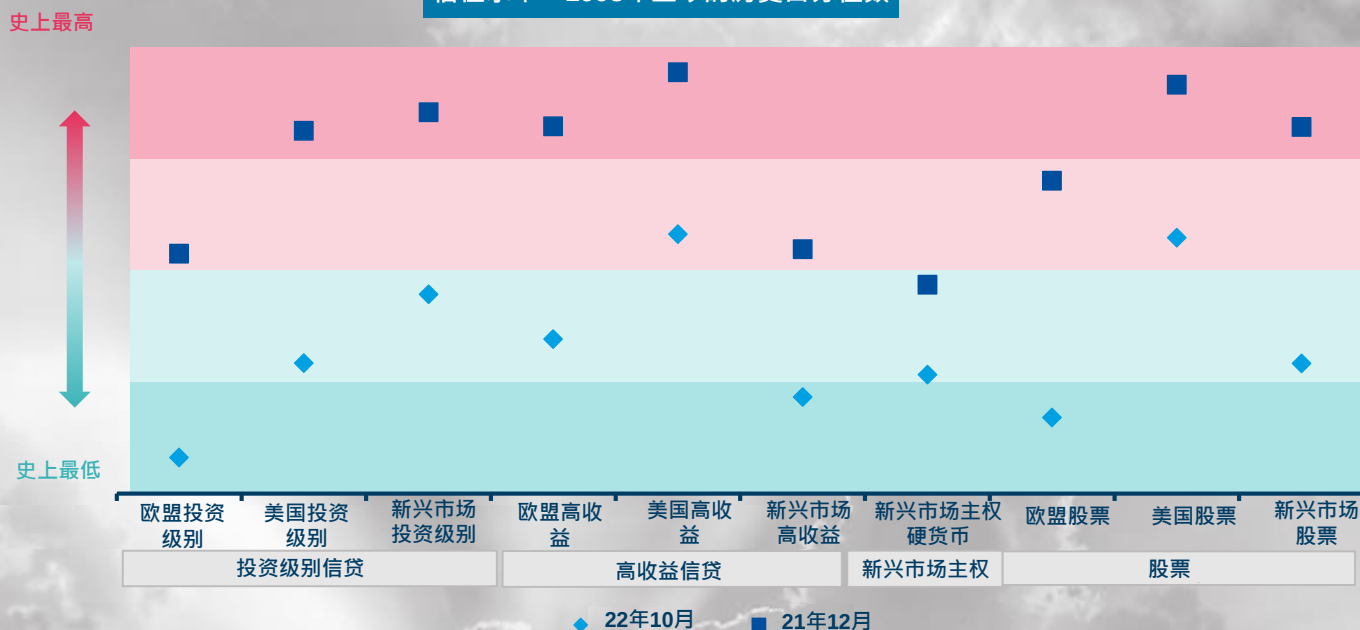
基本和其他预测情境

15% 悲观情境 全球经济深度衰退	70% 基本情境 出现滞胀，同时分歧扩大和通胀持续	15% 乐观情境 通胀回落，滞胀结束
乌克兰战事恶化 / 扩大。	乌克兰战事陷入僵局。	- 乌克兰战事停火。 - 俄罗斯恢复部分对欧洲的天然气出口。
通胀预期脱锚，央行反应过度。	- 财政和货币政策不一。 - 美联储在2023年首季结束紧缩政策，并在2023年第四季转至温和立场；英国央行的上调利率周期温和；欧洲央行上调利率 / 启动传导保护机制；中国人民银行放宽政策。 - 欧洲启动救助计划，以应对能源危机。	财政纪律逐渐恢复。
- 全球经济下滑（美国、中国、欧洲）/ 通缩压力再现、通胀失控 / 通胀预期脱锚。 2023年下半年能源危机再度加剧。	2023年下半年能源危机缓和。 - 通胀：于2024年前高于央行目标。 - 全球名义GDP增长上扬，出现经济衰退（欧盟）、温和复苏（中国）和增长低于平均水平（美国）等情况。 2023年上半年企业利润衰退持续，其后复苏。	- 通胀迅速回落。 - 不明朗性降低、额外的储蓄和重建购买力，使发达市场的需求上升。
- 出现全球金融危机、债务危机，多个新兴市场出现违约。 - 信用事件。	- 鉴于紧缩周期持续，全球金融环境恶化。 - 利差扩阔幅度有限。	市场恢复承险意欲。
- 延后气候转型措施。 - 广泛的极端天气情况。	- 气候变化加剧滞胀趋势。 - 气候风险阻碍增长。	气候变化政策和能源转型成为优先事项。

资料来源：东方汇理资产管理研究院，截至2022年10月28日。

2023年投资：估值更具吸引力

估值水平 · 1998年至今的历史百分位数



2023年投资：循序渐进

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

基本情境	债券回归	- 政府债券； - 美国投资级别信贷； - 对高收益信贷保持审慎，严格挑选新兴市场硬货币债券。	- 继续专注于优质信贷； - 增持新兴市场债券。	高收益信贷可能开始出现个别投资机会。
	寻找买进股票机会	- 总体保持审慎； - 把握优质价值股和高股利股的投资机会； - 美国股票与其他国家股票。	- 增持环球股票； - 物色个别新兴市场股票。	深度价值股投资机会、周期股、小盘股和新兴市场。
	60/40股债配置比例重现	在经济环境持续放缓的情况下，再度采取60/40股债配置比例，并继续留意通胀。		
	ESG主题	寻找ESG表现改善的企业，加快推动净零排放、把握能源转型和粮食安全主题，以及更广泛的气候变化和社会为本策略(农业、基建、运输和健康医疗)。		
其他情境	悲观情境	- 对风险资产更加审慎； - 倾向以现金、黄金、美元和美国国库债券作为避险； - 采用最低波幅策略。		
	乐观情境	- 增持风险资产，看多周期股和价值股； - 看多通胀挂钩资产，并把握分散通胀风险的机会。		

资料来源：东方汇理管理资产研究院、彭博、DataStream。最新每月数据，截至2022年11月14日。欧盟投资级别、美国投资级别、新兴市场投资级别、欧盟高收益、美国高收益及新兴市场高收益债券以ICE美银美林企业债券指数为基准。新兴市场主权硬货币债券以摩根大通新兴市场环球分散债券指数为基准。欧盟股票、美国股票及新兴市场股票以MSCI股票市场指数为基准。所有指数针对特定地区市场。分析以债券指数利差及股票指数12个月远期市盈率为基础。估值以1998年至今历史百分位数呈列。最低平均值处于首百分位数内，最高平均值处于第四百百分位数内。



热门议题

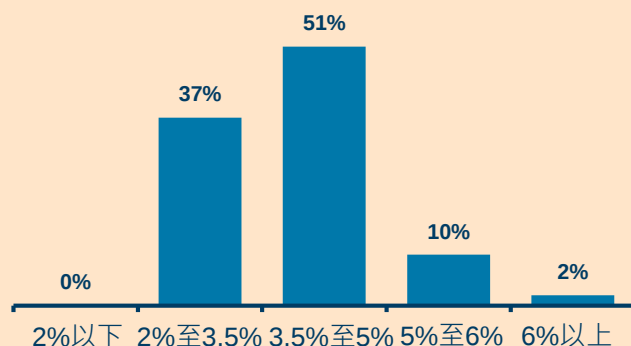
投资者于2023年应该留意的地缘政治风险

第1位

乌俄战争发展

政策组合将于2023年带动美国国库债券收益率走势

于2023年底10年期美国国库债券收益率预测



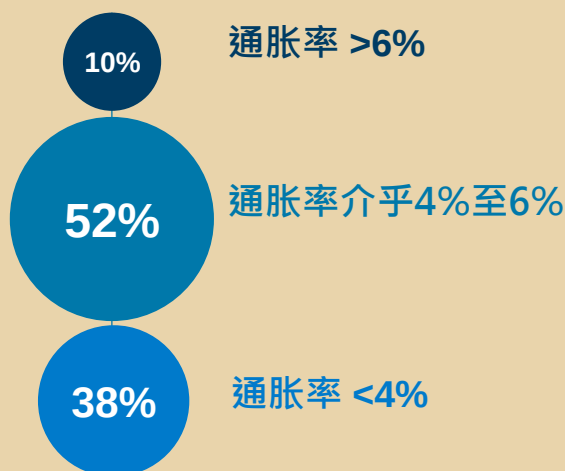
2023年需要留意的重要中国主题

1 清零政策

2 房地产板块企稳和企业房地产投资

3 国家现代化和改革

通胀仍是2023的热门议题



数据为东方汇理资产管理研究院及投资部研讨会40名高级投资组合经理及研究专家投票的结果。数据截至 2022年9月23日，2023年底预测。

聚焦地缘政治局面 明年险阻重重，但沿途仍有点点曙光

2023年将会为欧洲带来重重考验，但同时也充满改变。俄乌战争的进展将会决定欧洲经济衰退的程度、财政和能源政策、国内政局方向，以及欧洲的国际关系，而西方的氛围也会左右影响战争的发展。

我们就俄乌战争的未来发展，整合了六种可能出现的情境。我们的基本预测情境为两国停火（最可能在下半年发生），战争结束，此情境的可能性为35%。不过，风险倾向下行，包括战争可能升级至俄罗斯与西方国家在乌克兰进行的正面军事冲突（可能性为25%），随着俄罗斯军队节节败退，这项风险正在升温。

我们的基本预测情境（在2023年下半年停火）能否成真，取决于多个条件：俄乌两国的军事实力减弱（乌克兰可能因为西方的支援减少，而俄罗斯则可能因为耗尽军备和已占领足够土地以宣布胜利）。假如西方提供足够的安全保证（西方也不得不提供），乌克兰将会停火。上述保证加上俄军的折损，应该会使战争结束，而非暂时停火，直至俄罗斯重整军备为止。

能源危机将会带来严峻考验。由于供应紧张，能源价格可能持续高企，但严重的能源短缺并非我们的基本预测情境，因为需求将会被降低，以弥补俄罗斯暂停供应天然气的影响，而其他供应来源很可能快将到位。较“好”的能源前景，使政策制定者较不愿意作出艰难的抉择。除非出现严重的危机，否则德国应该不会重新考虑在4月关闭余下核反应堆。虽然荷兰拥有格罗宁根气田的充足储备，但会坚守当地停产的承诺。各国在节能上的态度各异，将会降低各国分享能源的意欲，因而导致欧洲可能面临更严重的经济衰退。

我们预期针对整个欧盟的全新财政支援方案能减轻经济下滑的幅度，但随着各国政府再度采取“财政保守主义”，上调利率和英国市场近期的波动，将会使财政支援措施的规模变得更小和更集中，因此使更多人承受战争带来的经济影响。上述情况支持我们的基本预测情境（停火），因为公众反战的意见改变，将会促使政客说服乌克兰与俄罗斯进行谈判。

这场战争也会影响欧盟的外交政策。2024年大选前民主党面对的激烈斗争，将会提醒欧盟领导人过分依赖美国的风险。拜登政府在2023年将会忙于应付国内的政治斗争，因为共和党将会发挥更具破坏性的影响力。

上述压力加上经济环境欠佳，将会削弱美国对乌克兰的承诺，进一步支持我们对战争的基本预测情境。

只要台海局势不会引致正面军事冲突，欧盟将会避免卷入中美脱钩的问题之中。俄乌战争带来的经济影响减低欧盟削弱与中国关系的意欲。在2023年，欧盟迫切需要增加可再生能源供应，而中国则是太阳能板的主要生产国。

不过，有关过分依赖中国（如稀土矿物）的忧虑将会促使欧盟建立新的贸易关系，可能与墨西哥和智利磋商贸易安排，并再度考虑与南方共同市场合作。欧洲正与澳大利亚和新西兰磋商协议。英国与欧盟的关系可能改善，而英国或许能与印度达成贸易协定，减轻英国脱欧的影响。欧盟内部关系将会受惠于波兰大选，因为选举可能迎来亲欧盟的政府，继而解冻数十亿元的欧盟资金。

欧盟往往在危急关头变得更加强大。疫情和战争使欧盟在共同债务、制裁、国防和能源上作出了前所未有的决定。虽然正值战争，但正因为这场战争，欧盟在实现环保目标上也取得进展，预料2023年的情况应该大同小异。

俄乌战争可能出现的主要情况（并不详尽）



资料来源：东方汇理资产管理研究院，截至2022年11月7日。*例如，在俄罗斯对乌克兰发动战术性核武攻击后。

Anna Rosenberg

东方汇理资产管理研究院地缘政治研究部主管

货币和财政政策组合

制定欧洲能源危机计划为时尚早；经历痛楚后才会采取行动

面对低或负增长和通胀高企，欧元区现正经历滞胀，使经济政策备受考验。价格升势不再局限于能源，预料工资将会抵销购买力的跌幅（至少抵消部分）。鉴于公信力受到威胁，欧洲央行计划进一步正常化货币政策。由于经济衰退未必足以使通胀率降至目标水平，因此是否确定通胀预期将会由欧洲央行决定。

各国政府积极使用财政政策限制能源危机引致的衰退影响。能源价格上升促使政府实施一连串保护家庭和企业的措施，例如降低能源税或增值税、规管零售和批发价格、向弱势社群派发现金资助，以及征收暴利税。从年初开始，欧元区已公布涉及超过5,000亿欧元的措施，占总体GDP约4%。

由此形成的政策组合由于两大原因而成效欠佳。首先，欧盟各国政府未就财政措施展开讨论。德国推出的2,000亿欧元计划（占GDP 5.5%）并未获得其他欧盟成员国支持，特别是没有同等预算空间应对能源危机的国家。最终，由年初至今成功调配的资金占比利时、芬兰、爱沙尼亚、斯洛文尼亚和爱尔兰的GDP不足1.0%，而占法国、意大利和德国GDP的比例则分别为2.3%、3.5%和8%。如果欧盟政府继续下去，经济和金融分裂将会加剧，祸及所有欧元区国家。其次，财政和货币政策背道而驰。财政措施会带来通胀效应，促使欧洲央行进一步正常化货币政策，使金融环境在政府需要承担更多债务之际收紧。

最近的英国危机已向各国政府发出警告，提醒各国已经没有回旋的余地，特别是在央行有意同时收紧政策之际。假如没有量化宽松的支持，主权债券的风险溢价将会与公债同步上升，而且不再只涉及周边国家。

未来发展

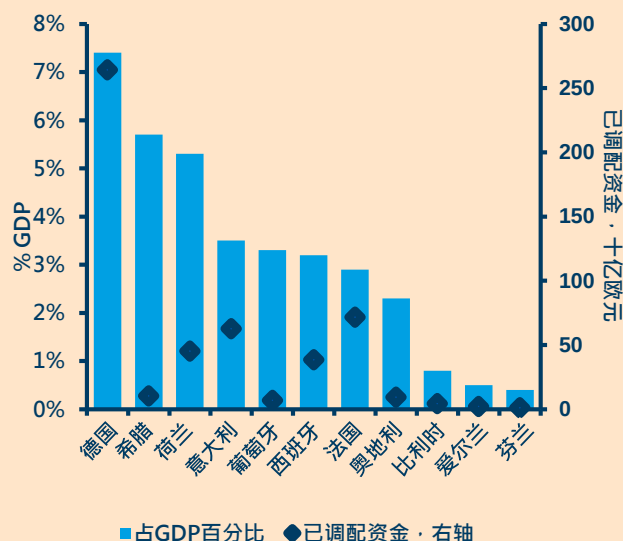
在我们对能源危机持续的基本预测情境中，财政政策将会出现两个不同的情况：欧盟政府继续以缺乏协调的方式行动，或者设立一个专门应对能源危机的欧洲基金（共同债务）。后者的可能性最大，原因至少有两个。首先，财政法则无法提供充足的框架，以有效应对当前的能源危机。一如新冠疫情危机的情况，在俄罗斯不供应天然气的情况下，实现能源结构多样化成为整个欧盟的难题，必须共同应对。持续上升的债券收益率，也使政府不能无限制地动用资金。

需要动用的金额可能超过部分国家的借贷能力。由于脆弱国家将会受惠于较低的风险溢价，涵盖整个欧洲的对策将会让投资者安心。然而，现在尚未符合设立有关基金的条件。在政治上，各国元首的立场仍然存在分歧。为防止危机发生，欧洲最终需要在2023年稍后制定一个“欧洲解决方案”。

“新的”财政法则需要提供一个具充分约束力的框架，以确保债务的可持续性。预料财政法规将会变得更加简单（以开支为基础）。然而，由于《稳定及增长协定》的法则将会暂停至2023年底，最终框架难以在2023年中前落实。新的欧盟计划需要为重建财政法则作出补偿。最后，欧盟各国应该会等待货币政策正常化结束（预料在2023年春季），以及通胀显著放缓，否则欧洲央行可能会过度反应，以致适得其反。只有在政策组合一致时，发行新债（即使为共同债务）才会受到投资者欢迎。

总而言之，我们在基本预测情境中，预料欧盟很可能会发行共同债券，但可能在2023年中前也未能符合先决条件。2020年设立的“支持缓解紧急情况下的失业风险”（SURE）计划旨在防止实施防疫封锁措施后出现的大规模失业，该计划一直深受投资者欢迎，而其经济成果也非常正面，可以作为参考。德国领袖已表明不再反对新的欧盟联合债务计划，但有关计划必须以贷款（例如SURE计划）而非补助金的形式为基础，使各国政府为其债务承担全部责任。

部分欧元区国家的资金调配情况，2022年



资料来源：东方汇理资产管理研究院，截至2022年10月31日。

Didier Borowski

东方汇理资产管理研究院宏观政策研究主管兼环球宏观经济副主管

留意央行动态

市场将会留意央行立场转趋温和的迹象

发达市场央行在2022年进取地上调利率，以抑制通胀压力，但很可能难以在2023年保持这种步伐。

美联储把联邦基金利率上调至3.75%至4.00%，但不希望市场把未来上调利率的步伐放慢，理解美联储立场转趋温和，以确保金融环境不会进一步放宽（市场对10月消费者物价指数(CPI)反应正面便是很好的例子）。鉴于美国经济稳定、通胀持续，以及美联储愿意上调利率至高度限制性的水平，我们认为官方利率很可能上升至5.25%的终端政策利率，略高于市场价格现时反映的水平。

美联储上调利率对美国的影响将会主要取决于终端利率水平。我们比较目前市场价格反映的水平（4.75/5%）和终端利率为6.00%的情况，发现压力水平测试的经济后果为：美国经济衰退持续的时间比预期更长，失业率上升（2024年高于5%），这将使2024年的通胀率回落至2%。在金融环境方面，我们预期美元走强、利率上升、股市持续上涨，以及企业面对更大压力。

另外，欧洲央行也上调利率，存款利率在10月底上调至2.00%。欧洲央行在这次会议上的远期指引似乎温和，暗示未来的上调利率步伐将会放慢，显示已实现“撤回宽松货币政策实质性进展”，而且也会考虑收紧货币政策引致的滞后效应。因此，我们已经把终端利率预测从2.75%下调至2.50%。

由于10月的会议上并没有讨论量化紧缩的议题，可见央行对可能推行量化紧缩的立场依然温和。直至2024年底前，“抗疫紧急买债计划”(PEPP)的再投资应该会保持弹性。鉴于就“定向长期再融资操作”(TLTRO)计划的还款和到期，未来几季欧洲央行的资产规模将会收缩。

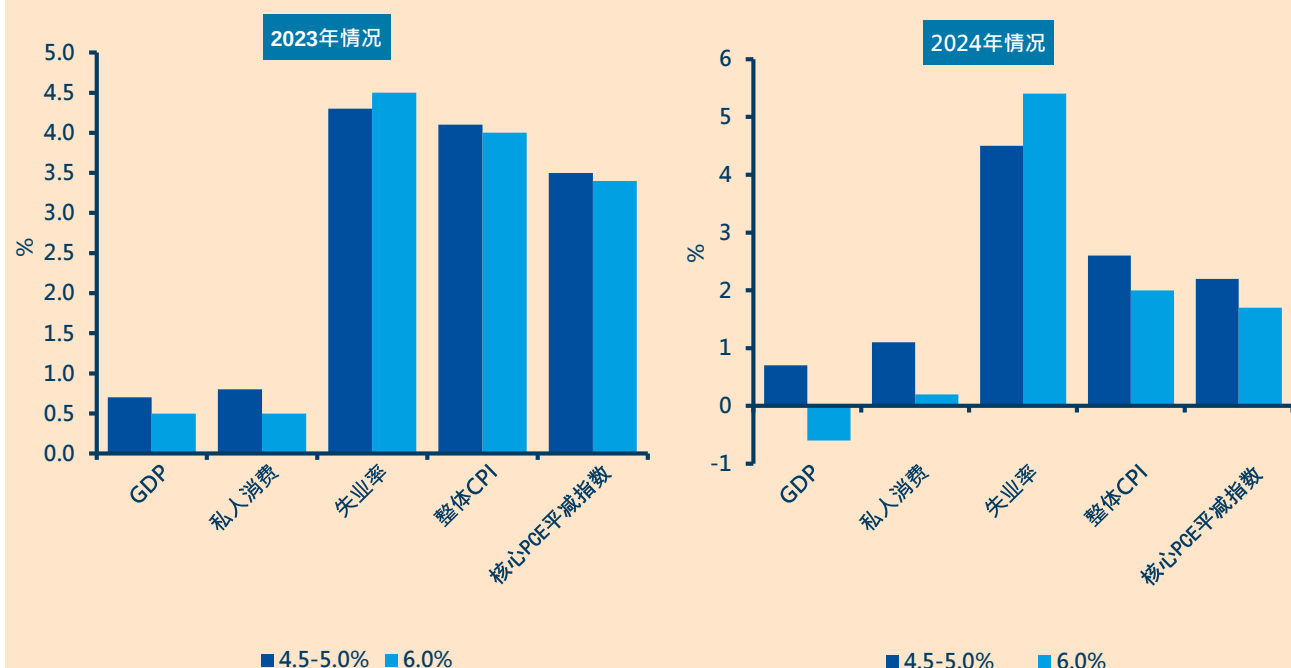
英国央行也进取地上调利率，10月时上调利率至3.00%，并发表若干温和隐含的幅度。我们预料利率峰值将会是4.50%。言论。央行的远期指引证实了进一步收紧政策的必要性，但低于市场

日本方面，美元兑日元汇价跌至150，创32年新低，促使财务省干预外汇市场，使日元减慢贬值。同时，日本央行也不得不紧急购买日本政府债券，以维持控制收益率的目标。

随着日元疲弱导致进口通胀加剧，前所未见的美元强势和货币政策差距为日本政府债券收益率构成上行压力，使市场估计日本央行最终也会收紧政策。

我们预期在可见未来不会出现任何变化，因为日本央行似乎准备拖延时间，等待美国利率到达峰值为止。

美国联邦基金终端利率很可能决定经济影响的程度



资源来源：东方汇理资产管理研究院。数据截至2022年10月24日。在两种情况下，一旦利率于2023年3月到达峰值，终端利率便会维持不变。

中国经济考验

2023年前景取决于经济重启多于房地产市场

经济重启：耐心是一种美德

“中国经济何时重启”将会成为2023年市场的一大疑问，因为这会影响多个层面，包括中国的经济增长、地区贸易和全球通胀。过去两年，我们经历了盼望和失望，而市场的投资如今更加依赖经济重启的结果。

经济重启的道路坎坷不断，过程充满变数。对于市场的预测大多为含有揣测成分。我们不太相信对取消清零政策方面的各种预测，因为中国政府明言不会放弃该政策。

除了政治意愿，增加本地治疗方案或为老年人接种加强剂也同样重要(甚至更加重要)。习近平主席表示中国重视人民和他们的生命多于一切。但考虑到现有的医疗资源和病毒迅速变种，上述目标颇难达到。

大部份人认为提高接种率是重启经济的前提，但我们怀疑单靠高接种率是否足够。以新加坡为例，当地92%人口已接种两剂疫苗，79%更已接种加强剂，但仍有0.24%已接种加强剂的人士入住普通病房时需要供氧、入住加护病房，甚至死亡。

假如把这些数字套用到中国，便最少需要310万张加护病房病床或设有呼吸器的病房。如果再考虑到疫苗效用的差异，有关数字更可能增至1,000万以上，但中国只有大约6万张加护病房病床。即使成功增加大量病床，也没有足够的加护病房护士和医生，毕竟两者都需要培训数年。

即使中国成功提高长者的接种率，或者开始进口西方的mRNA疫苗，我们仍要保持审慎，因为国内很可能继续出现大量死亡个案或医疗资源紧绌的情况。我们认为中国政府较重视死亡人数而非死亡率。中国政府在未来的政策规划中必须寻求多种解决方案。

清零政策应该会在2023年维持。动态清零是疫情防控的基本原则，在中国宣布战胜疫情前，都不太可能改变。而“胜利”可能就是世界卫生组织宣布疫情结束的那一天。

虽然中国维持“清零”目标，但政府在执行上也有调整。我们预料这会成为基本的预测情境，亦即会窒碍经济，但不会使经济全面瘫痪。我们对中国增长的预测也以这个假设为基础。

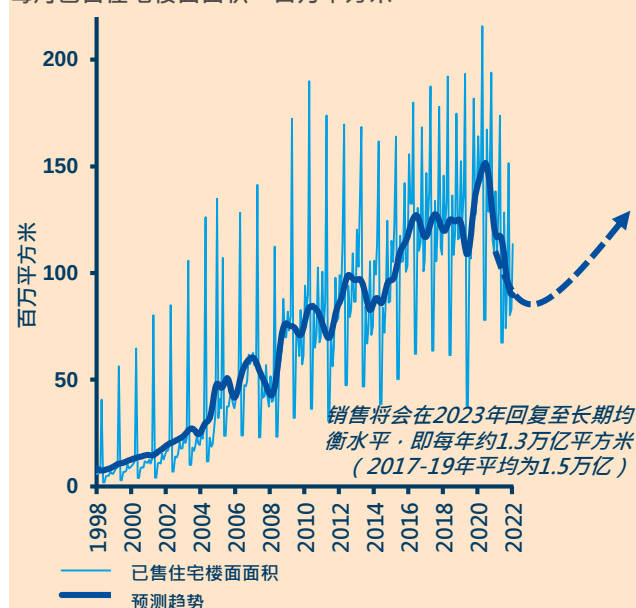
经济复苏速度不太理想，更远低于疫情前的水平，但仍然能避免陷入经济衰退。

房地产市场：即将走出困境

房地产市场是投资者的另一个主要忧虑。新房销售额在2020年第四季到达峰值后，至2022年第三季已大跌40%，消除过去五年的增长。每月销售量则降至2015年中的水平，而各个政府部门也继续加大放宽力度。首次买房和二手房买家的房贷利率在一年内分别下跌162和109个基点，降至4.1%和4.9%。现在，买家取得房贷审批一般平均需时25天，而本地限购措施已放宽至周期的最低水平。

出现回稳迹象。中国人民银行的第三季调查显示，计划买房的家庭比例继2021年中后首次上升。新房销售量经季度调整后，在9月连续第二个月上升。我们的预测趋势显示跌势已明显减慢。同时，10月的频密经济数据显示，房地产市场现在更能抵御实施封锁措施的冲击，主要由于中国人民银行和中国财政部持续放宽政策。上述证据显示**房地产销售在2022年底回稳，因此我们相信房地产销售已接近周期的最低水平**。房屋政策放宽的传递效应改善，我们预期房地产销售将会在2023年出现轻微增长，对GDP增长的影响也会减轻。不过，就结构而言，收缩后的房地产市场不会如以往般，成为有效（或高效）的增长动力来源。

每月已售住宅楼面面积，百万平方米



资料来源：东方汇理资产管理研究院、CEIC，截至2022年10月31日。

Claire Huang

东方汇理资产管理研究院高级新兴市场宏观策略分析师

构建投资组合的通胀考虑

“通胀平价”方针能如何惠及投资者？

投资者几十年以来也没有留意与通胀相关的领域，因为这并非他们注意的重点。可惜，2022年使通胀再次成为焦点，而我们认为即使预料通胀会减慢，但仍然是2023年的重要主题。

评估通胀走势对构建投资组合的影响时，投资者应该考虑四大主题：

1. **通胀比经济增长持续更久和更难预测：**通胀走势不及经济增长趋势般规律，而波动和变化却更持久；
2. **通胀涉及多方面：**不同力量会引致通胀，而在本质上，这些力量对通胀波动的持续性也会带来不同影响，防止出现线性均值回归。
3. **通胀由内在和外部力量驱动，**亦即部分力量源于经济体系内部，其他则源自外部，例如经济体系的冲击（正面或负面）。
4. **央行在应对内在力量方面更有效，在消化外部冲击方面的成效则稍逊，**而且央行往往并非消化冲击，而是加剧冲击在经济体系中的影响。

投资者需要考虑四个重要通胀来源：周期性（需求带动）、服务、能源和食品。这些来源源于不同因素，并对不同力量作出反应。部分反映经济需求复苏（周期性），部分则往往因为央行反应进取而引致衰退（例如服务），而其他（例如食品和能源）则可能最终导致滞胀。由于四个通胀来源不同，以及央行对其的敏感度各异，因此会引致不同的资产类别行为。

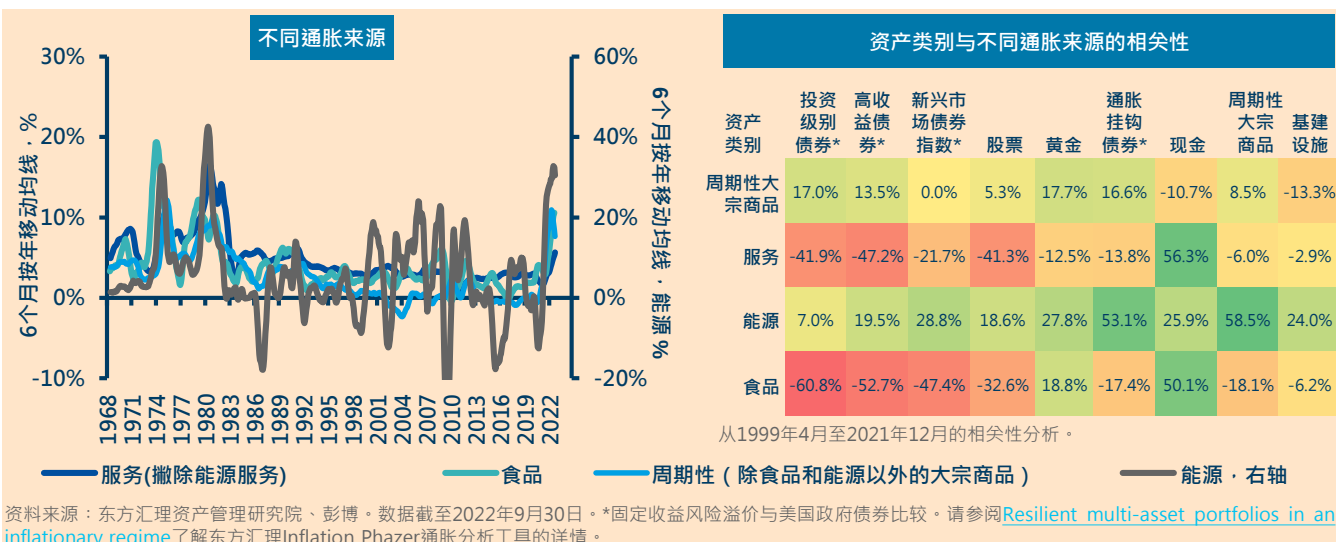
因此，“通胀平价”概念可以考虑这些资产配置上的差异。

在2022年，当通胀压力从周期性转至服务和劳动力时，多个市场分部（例如板块）的回报便逆转。服务通胀迫使央行采取进取的行动，形成对市场更不利的环境，使风险资产大幅受挫，传统安全资产也表现欠佳。我们预料服务和其他长期通胀部分将会在2023年持续，因此2023年资产配置的重点将会是构建更平衡和分散风险的投资组合。通胀平价概念的原则为：

1. 基于资产类别与各通胀来源之间的相关性而作出**主题性的资产配置**。
2. 有关配置对四个通胀来源同样重视（平价概念），平衡传统的周期性偏好，与服务、食品和能源等较不利增长的通胀来源，形成集中度较低的配置，有助降低宏观经济风险。
3. 在**资产类别和股票内，分散对通胀来源的敏感度**，当中涉及板块层面（因为部分板块会直接受影响，包括能源、必需品和材料）、地区层面（由于不同板块组成）和因素层面（例如在需求通胀时偏好价值型资产，而在不太有利市场的环境下，偏好具备定价能力的优质资产）。
4. **基建和普遍的实际资产是分散通胀风险的理想选择**，因为在通胀升温时，这些资产展现稳定的相关性趋势。
5. 在通胀时期，**根据基于资产与不同通胀来源相关性所制定**

Lorenzo Portelli

东方汇理资产管理研究院跨资产策略主管





资产类别观点

	资产类别	现时观点	2023年上半年展望	
股票	美国	=/+	=/+	稳定
	美国价值股	+	+	稳定
	美国增长股	-	-/=	正在改善
	欧洲	-	=/+	正在改善
	日本	=	=	稳定
	中国	=	=/+	正在改善
	新兴市场 (中国除外)	=	=/+	正在改善
固定收益	美国国库债券	=/+	+	正在改善
	美国投资级别企业债券	=/+	+	正在改善
	美国高收益企业债券	-	-/=	正在改善
	欧洲政府债券 (核心国家)	=	=/+	正在改善
	欧洲政府债券 (周边国家)	-/=	=/+	正在改善
	欧元投资级别企业债券	=	=/+	正在改善
	欧元高收益企业债券	-	-/=	正在改善
	中国政府债券	=/+	=/+	稳定
	新兴市场硬货币债券	=/+	+	正在改善
	新兴市场本币债券	=	=/+	正在改善
	大宗商品	=/+	=/+	稳定
其他	货币 (美元兑G10国家货币)	+	=	转差

资料来源：东方汇理，截至2022年11月16日。

-- 看跌 - 中性 = 中性 + 看多 ++ 看多

发达市场股票

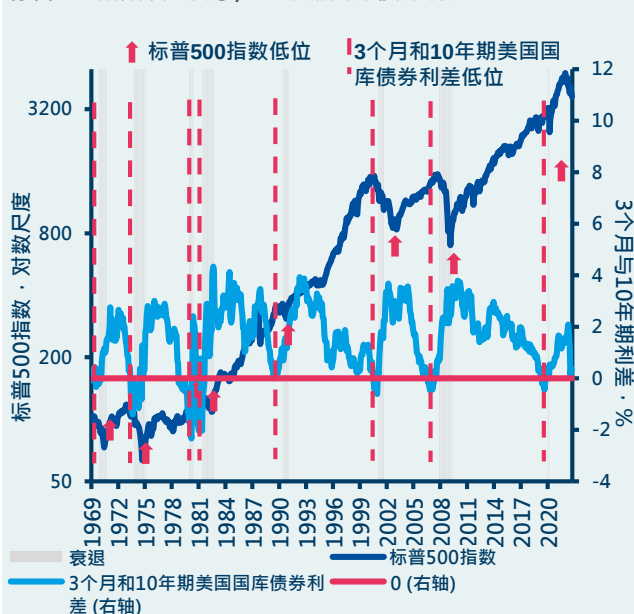
保持审慎；股市可能在2023年中触底

2022年市场处于跌市，主要因为市盈率大跌，在边际利润收缩的情况下，盈利预测开始向下调整。因此，我们仍然要保持审慎，但假如市场在2023年触底，情况应该会彻底逆转。上述情况如果要成真，需要符合两大条件：首先，美联储把焦点从通胀过高转至增长不足；股市在看涨走陡(而非趋平时)期间周期性触底回升。第二，盈利调整幅度必须更大，这种情况往往会引致高收益债券利差急剧波动和资金外流。

地区方面，随着焦点转至利润预测被下调，使美国现在比欧元区更具吸引力，但预料美国以外地区的股票会在复苏后期表现领先。以类型而言，优质价值股为核心仓位，但最终应该会被深度价值股取代。另外，高息股和低波幅股能互相补足，但稍后将会被小盘股和高贝塔股取代。板块方面，防御性板块的表现应该会持续领先一段时间，但假如仔细审视，便会发现目前部分优质周期性板块也值得考虑。

- **市场触发因素：**利率上升和预期利润下调。
- **密切留意：**美联储极可能转向和波幅急升。
- **风险：**地缘政治局势，以及比预期更严重和更持久的衰退。

标普500指数及3个月 / 10年期国库债券利差



发达市场固定收益

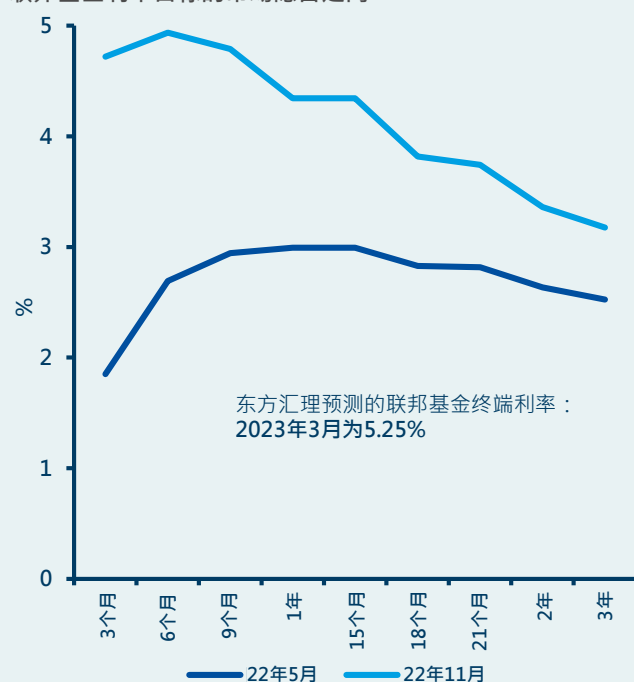
央行设法提升可信度，并稳定通胀预期

在不断恶化的增长环境下，央行货币政策的同步程度将会下降。通胀和金融稳定性之间将会更加平衡。不过，假如通胀率逐步回落至目标水平时，央行意外地转至温和立场，才能维持可信度。否则，更宽松的取态很可能导致货币和通胀预期进一步受压。由于核心通胀率正往下降，劳动力市场环境也正在降温，我们预期美联储将会在2023年3月暂停上调利率，使利率维持在5.25%。鉴于美国经济稳定和通胀持续，终端利率预测被上调的风险仍然存在。美联储立场转趋温和将会减轻其余G10国家央行面对的压力。不过，能源价格导致的持续通胀仍然是主要的决定因素。

在未来几个月，短久期美国债券收益率曲线估计会继续受压。持续恶化的增长前景将会在2023年某一个时刻对长期利率构成下行压力。在欧元区，投资者应该密切留意新的政府债券供应带来的影响。我们预期信贷利差将会扩大，而违约率也会温和上升。我们看多投资级债券多于高收益债券，但并没有特别偏好个别地区。

- **市场触发因素：**通胀到达峰值、美联储转向和欧洲财政政策。
- **密切留意：**通胀、劳动力市场和能源价格。
- **风险：**美国衰退和欧洲能源危机持续。

联邦基金利率目标的市场隐含走向



新兴市场

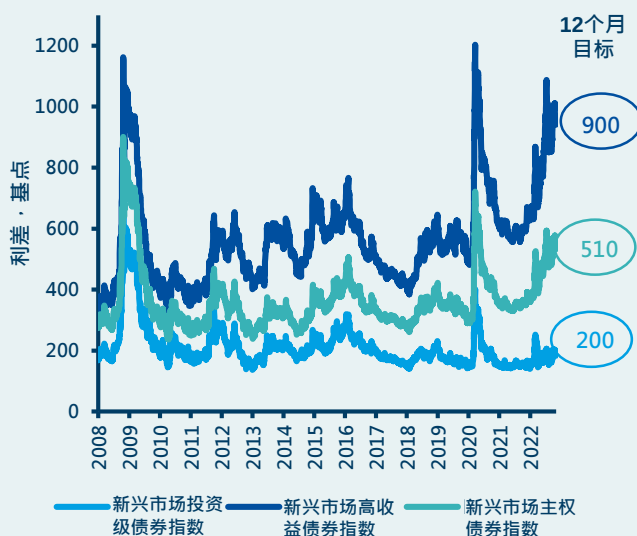
全球环境趋于稳定将会使投资者对新兴市场资产的投资意欲好转

踏入2023年，预料新兴市场的本地宏观经济环境只会出现轻微增长（部分国家会陷入经济衰退），整体通胀率也会相对偏高，但逐步缓和。这种不利风险资产的环境，加上全球金融环境收紧，将会触发在周期末段出现跌市，导致新兴市场利差扩大，其本地债券收益率也很可能在极短时间内上升。

上述环境应该会使本已承受重压的主权资产负债表，在主权债务人与主要债权人之间的谈判结果失利时崩塌（共同框架几乎没有进展）。疫情、能源和食品价格冲击及上调利率，使许多国家的债务变得无以为继，特别是低收入国家。新兴市场多元化债券指数的利差已扩大至2008年环球金融危机和2020年疫情危机以来的最宽幅度。地缘政治局势紧张一直使市况大幅波动，并增加风险溢价。在此市况下，投资级别债券的利差扩大的幅度远小于高收益债券。由于新兴市场与发达市场的GDP增长差距有利于前者，以及通胀缓和使金融环境趋稳，预计2023年新兴市场债券指数的利差将会在高收益债券带动下收窄（约50个基点）。

在2023年期间，新兴市场本币债券（全球债券指数）应该能受惠于债券收益率下跌，带来正总回报。全球债券指数收益率在2022年大部分时间也意外地上行，而且在极短期内，市场价格尚未完全反映不利的环境，甚或可能出现更多始料未及的不利发展（例如全球新兴市场继续收紧货币政策，美国债券收益率进一步上升，以及新兴市场外汇疲弱）。不过，新兴市场的通胀率似乎已在2022年后期到达峰值（以全球债券指数加权计算），实际债券收益率也已触底。因此，在未来三至六个月，名义债券收益率应该会下跌。投资者必须对亚洲新兴市场利率加倍审慎，因为新兴市场央行较迟开始上调利率，所以会较迟结束此举措，而美元走强和美国利率上升也使新兴市场的外汇储备减少。在货币政策周期较成熟的地区，通胀率应该会较早回落，而更持续和更明朗的经济增长环境应该会2023年下半年重临。我们略为看多欧洲、中东、非洲和拉丁美洲。新兴市场货币似乎被低估，以全球债券指数加权计算，此情况应该会略为有利这个资产类别的总回报，特别是商品货币，但波动性应该会持续偏高。

新兴市场主权债券利差：因美联储改变立场而可能收窄



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至2022年11月4日。摩根大通已于3月31日将俄罗斯从各国固定收益指数中剔除，并重新调整所有指数。

总体而言，预料股票将会在2023年带来轻微的正回报。按照短期宏观金融环境，投资者应该更加重视品质和盈利能力，当中以拉丁美洲和印度尼西亚等亚洲新兴市场的优质资产为主。建议改为：随着进入2023年下半年，我们预测股票的表现将会有所改善，估值类型也会有所改变（欧洲、中东、非洲和亚洲新兴市场，着眼于与科技相关的主题和国家，例如韩国）。按年盈利增长在2022年上半年强劲复苏后，目前却录得轻微的负盈利增长。我们预料2023年全球新兴市场的盈利将会回升，并主要集中在2023年下半年。这种趋势应该会由较不受任何基数效应影响的亚洲新兴市场带动。

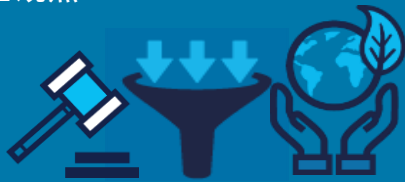
- **市场触发因素：**全球经济和盈利承压。
- **密切留意：**通胀到达峰值（首先为拉丁美洲）和美联储下一次改变立场。
- **风险：**地缘政治局势和政策失误引致经济衰退。

新兴市场的主要投资观点

- » 充满考验的宏观金融环境应该会逐步演变成更正面的环境。
- » 地缘政治环境加剧分裂风险；需要留意不同联盟。
- » 在短期内保持审慎。尽管我们认为上行空间少于早前预期，但仍看多硬货币（留意促使流动性流走并导致情况进一步恶化的因素，而非系统性因素）。
- » 全球宏观金融环境趋稳应该会使新兴市场资产类别成为焦点所在。在本币债券资产方面，部分拉丁美洲、中东欧、中东和非洲国家的估值仍具吸引力。鉴于经济环境更理想，对新兴市场股票和外汇的配置将会增加。股票估值比外汇更具吸引力。

2023年的ESG主题

1 自上而下的宏观经济/地缘政治/监管观点



自上而下而言，重要的主题为：

- **能源转型**（在能源危机后加强），并通过股票和绿色债券带来投资机会。
- 各资产类别中的**粮食安全相关资产**；
- 支持能源转型和地缘政治局势引致的回流趋势而发展的**基建**。

2 周期性观点和其对ESG的影响



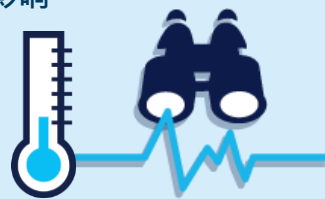
- 经济减速加上通胀高企，往往有利采纳**最佳ESG表现**的企业，让投资者避免错过能受惠于通胀的板块。
- 鉴于劳动力市场恶化和通胀持续高企，会使公众更加关注社会的福祉，使**社会主题**可能再次成为焦点。

3 深入研究主要的E、S和G主题



- 寻求在E（环境）、S（社会）和G（公司治理）三方面表现**改善**的企业；留意每个板块内主导E、S和G领域的关键因素，相关因素一旦改善，可能引致重新定价。

4 净零排放的影响



- 由于投资者需要加快推动净零排放，对**净零排放**的承诺将会成为2023年的重点。

发达市场货币

美元：从缺乏正面因素到估值过高

由于美元汇价与历史水平相比高昂，加上美联储的紧缩周期进入成熟阶段，美元更易受回调影响。不过，鉴于控制通胀仍然是美联储的首要任务，而且经济减速可能蔓延全球，情况可能会进一步恶化，然后才见好转。美元是唯一具有避险功能的高收益货币，鉴于其他地区的结构性冲击（欧元区、英国和日本），我们认为并没有可靠因素能触发均值回归至公允估值。

由于美国通胀率没有大幅下降，我们预料美元将会在短期内表现强劲，并在美联储的紧缩周期末段出现转折点。美联储将会成为决定各市场相对表现的关键。由于美联储未必会在2023年改变立场，因此日元和瑞士法郎是开始降低美元风险的安全选择，而风险较高的部署可能在较后期出现。然而，由于全球参与者的美元储备不多，金融环境不稳可能很快成为推动市场的主要因素。美联储或美国财政部为减轻压力所采取的任何行动（向体系注入流动性），也可能即时触发更广泛的美元抛售情况。

- **市场触发因素：**全球经济减慢、美联储收紧政策。
- **密切留意：**通胀和环球增长趋势。
- **风险：**金融不稳、政策组合不一和地缘政治局势紧张。

G10国家外汇估值

汇率	目前估值相对公允价值	政策利率预测	对经济增长减慢的敏感度	贸易条件改善	对美联储实际改变立场的反应
挪威克朗					
澳元					
加元					
美元					
新西兰元					
瑞士法郎					
英镑					
瑞典克朗					
欧元					
日元					

资料来源：东方汇理资产管理研究院，截至2022年11月7日。仅供说明货币过往对指定因素的反应。深绿/红色代表对相关因素的高度正/负敏感度和/或估值过低/过高。浅绿/红色代表有限的正面/负面反应和/或估值过低/过高。

新兴市场货币

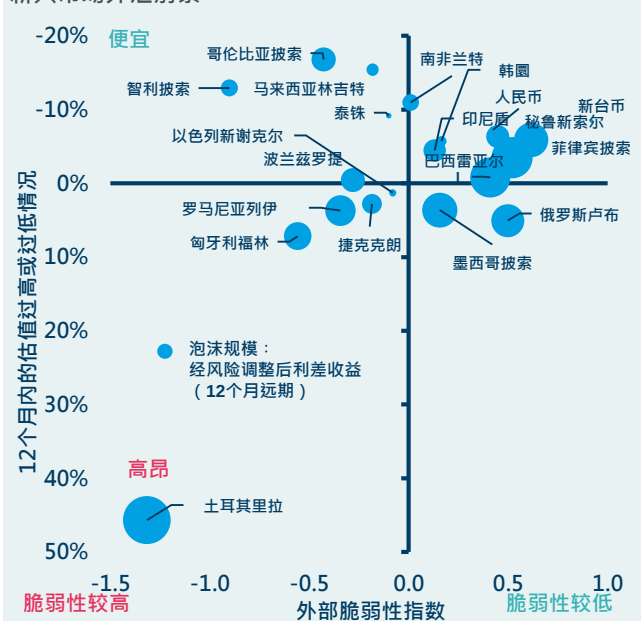
新兴市场央行并不急于放宽政策

作为新兴市场资产类别里最能吸纳冲击的领域，新兴市场外汇一直出现超卖迹象。由于预料美元将会温和贬值，加上新兴市场外汇估值吸引，2023年这个资产类别的前景理想。通胀放缓和审慎的货币政策转变（由最成熟的上调利率周期开始）将会引致中性/正实际利率，远比近年的极端负利率具有吸引力。另一方面，由于双赤字反映目前的脆弱性，新兴市场央行过早改变立场（相对于通胀和美联储）也可能使表现落后。

我们预料市况会剧烈波动，但有利因素会为最被低估的货币带来正面表现，并以拉丁美洲为先，届时主要的紧缩周期将会使通胀减慢。投资者应该密切留意在通胀缓和下政策的放宽速度，以避免吸引程度最终可能低于预期的实际利率。

- **市场触发因素：**全球经济和利润衰退。
- **密切留意：**通胀到达峰值和美联储下一次改变立场。
- **风险：**地缘政治局势和政策失误导致经济衰退。

新兴市场外汇前景



资料来源：东方汇理资产管理研究院。数据截至2022年11月2日。

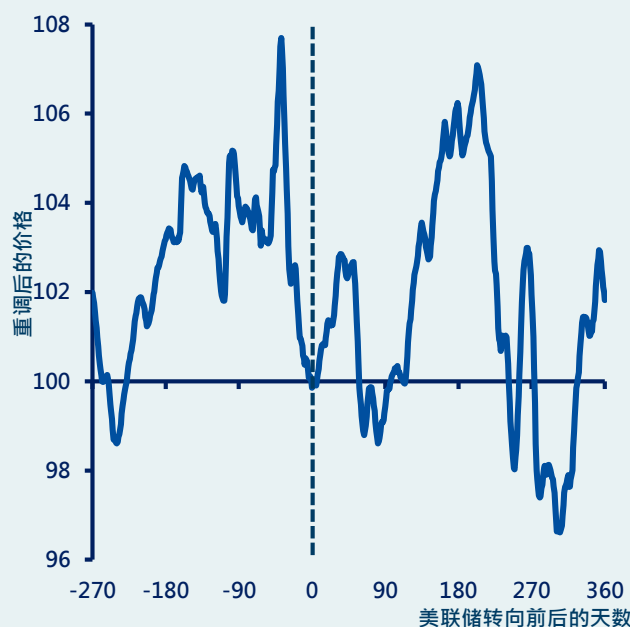
大宗商品

石油市场紧张，黄金价格均值回归

油价在2023年初可能继续受增长减慢限制，而供应议题可能再次成为焦点。石油输出国组织与盟友(OPEC+)的产量和储备紧张、欧盟禁止进口俄罗斯原油、石油库存量低和美国重建战略性储备，可能导致供应短缺。布兰特原油平均价格可能为每桶约95美元，并在2023年底出现上升风险。鉴于美国产油企业的财务状况好转，美国石油产出会再次变得重要。欧盟成功填补库存，并齐心应对能源危机，意味着今年冬季无需实施严格的天然气配给。不过，欧盟尚未有方法迅速取代失去的俄罗斯供应量，因此必须降低需求，使高天然气价格维持至2023年底（平均每兆瓦时100至150欧元）。受其周期性影响，基本金属可能在上半年受压，而在下半年，美元回落和生产成本上升可能有助基本金属回升。长期前景仍然理想，供应可能难以满足能源转型的需求，而欧盟可能会加快能源转型。在美联储临近转向之际，市场应该会把焦点转至增长减慢。黄金的需求将会上升，其估值和部位将会提供具有吸引力的买进时机。

- **市场触发因素：**投资者已漠视经济衰退。
- **密切留意：**利率到达峰值和核心通胀率趋势。
- **风险：**中国房地产市场和美国石油产量增加。

美联储转向前后的黄金价格



资料来源：东方汇理资产管理研究院，纽约商品交易所。数据截至2022年11月2日。数据从1967年1月1日起开始计算，并重新调整为100。黄金价格被重新调整为100=美联储自1965年起转向当天。

对冲基金

投资者更积极寻求超额回报

对冲基金的吸引力很可能持续至2023年。持续多年的债券涨市很可能已经结束，使分散投资的难度更高。对冲基金的波动性、市场系统风险和对久期的敏感度低，因而具有吸引力。右表概述不同策略在2023年的前景。另外，短期债券收益率较高，也为现金好仓的对冲基金带来更多回报。地缘政治风险上升、全球化到达高峰、能源转型、主权债务膨胀和人口老龄化，也导致通胀过高、增长偏低、经济周期变短和资产波幅过高。

因此，在传统资产回报较低的情况下，投资者会更积极寻求超额回报。过去几年，一连串特殊冲击削弱了超额回报，包括贸易战、英国脱欧、疫情、供应链受阻和大规模刺激措施引致的异常情况。我们预料部份障碍将会消失。全球流动性收缩将会导致资产更加分散、估值分歧更显著、更多基础定价，以及有更多空间进行主题买卖，将会有利超额回报。

- **市场触发因素：**流动性持续收缩，以及资产估值被重设。
- **密切留意：**利率到达峰值和企业活动。
- **风险：**市场迅速回升，以及另一次“特殊”冲击。

对冲基金策略展望

		-	中性	+
多 / 空仓	方向性		●	
	市场中性			●
事件驱动	并购套利		●	
	特殊情形			●
固定收益套利	美国信贷多 / 空仓		●	
	欧洲信贷多 / 空仓		●	
	新兴市场信贷多 / 空仓			●
	相对固定收益套利		●	
全球宏观经济	全权委托			●
	多元策略			●
商品交易顾问		●		

■ 3个月立场

● 6个月趋势

资料来源：东方汇理资产管理研究院。数据截至2022年11月2日。

私募市场 抵御通胀和低增长

目前上调利率、全球经济增长减慢和通胀持续的环境将会继续使企业盈利受压，可能引致市场进一步广泛调整。在这种市况下，投资者应该考虑在私募市场物色在现阶段似乎更具抗跌能力的资产（即基建），并以**严格选择的方针开始物色较长期的投资机会，因为各资产类别内的回报很可能会更加分散。事实上，单一的私募资产市场并不存在。**

基建投资能提供保护，并加强投资组合分散风险的程度。此领域的业务量增长强劲，而且定价稳定的情况也非常明显，更有多个增长趋势支持明年和往后的投资环境。例如，**减碳**是多国政府的主要重点，但需要私人资本配合公共资金。此主题需要大量新投资，除了兴建太阳能发电厂和风力发电场，也要配合新型发电方式而进行网络数字化。另外，欧盟各国领导人假如要实现**能源独立，不依赖俄罗斯和化石燃料**，便需要进行大规模的新基建投资。而且，企业和政府**分拆资产**也是推动增长的主要动力。一旦这类资产进入市场，便可以通过优化管理或重新磋商合同等策略创造价值。而在**通胀方面**，基建投资也能通过产生与指数挂钩的现金流抵御通胀，例如监管机构授予收费道路运营商的长期合同，往往包含调整收费的条款，从而让公司的收入与通胀挂钩。另外，对部分企业而言，与能源价格挂钩也能提供保护，因为能源价格是通胀的重要组成部分。

私募债券方面，鉴于利差扩大，该资产类别被重新定价，但仍然受惠于持续强劲的基本面。与上市企业债券相比，目前私募债券市场的流动性溢价偏低，但我们深信溢价将会再度上升。当上市市场出现大幅变动时（正如近期所见），私募债券的估值水平便需要时间调整。总体而言，目前估值为着眼于中长期投资的投资者带来吸引的买进时机。另外，私募债券的结构一般包含浮动利率票据，能抵御上调利率和通胀。随着利率上升，企业的债务负担或会非常沉重，但直接贷款计划却往往要求企业就利率风险进行避险。展望未来，由于银行融资仍然受到限制，相关基金在磋商贷款合同时应该能受惠于强大的议价能力。事实上，银行在借贷领域的不太活跃，因为其资产负债表内有大量价值下跌的杠杆贷款，使银行不愿出售有关贷款。

银行贷款活动减少也影响交易量和定价减慢的**私募股权**领域，我们预料这个趋势将会持续一段时间。事实上，减慢的趋势主要源于难以向银行取得融资，但即便如此，健康护理和科技等板块的交易水平却仅略低于危机前的水平。这类企业面对强劲的增长趋势，并往往凭着定价能力而未受通胀升温影响。虽然许多板块的价格也下跌和交投不多，但我们认为未来五年（私募股权基金的一般投资年期）私募股权市场将会开始为投资年期合适的投资者带来个别买进时机。

房地产是另一个分散投资组合风险的理想选择，应该能受惠于与指数挂钩的租金，以及对位置和能源性能表现优越之建筑的稳定需求。不过，此优势未必足以抵销预期收益率上升为全球带来的影响（至少在2023年初）。对于现有建筑的新投资，修订后的估值仍然能带来投资机会。

总而言之，上述资产类别投资买进持有的性质，以及其吸纳或转嫁成本升幅的能力，能让投资者抵御通胀和低增长。另外，相关资产也为投资者提供寻求收益和获取回报的机会（虽然只限个别资产）。我们相信这些资产类别对寻求可观实质回报的投资者将会越来越重要。

2023年和往后的实质资产展望

	基建	私募股权	私募债券	房地产
2023年前景	++	-/=	+	-/=
未来5年的买进机会	=	+	+	+
抵御通胀潜力	++	=	++	+
分散风险优点	+++	+	+	++

资料来源：东方汇理实质资产定性评估，截至2022年11月8日。仅供说明用途，评分介乎---至+++

宏观经济预测

宏观经济预测 (截至 2022 年 11 月 3 日)

年度平均值, %	实际 GDP 同比增长, %			通货膨胀率 (消费者物价指数·同比·%)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美国	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
欧元区	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
德国	1.7	-0.7	1.1	9.0	7.6	3.1
法国	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
意大利	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
英国	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
俄罗斯	-3.3	-1.5	2.0	13.9	7.5	4.5
中国	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
印度尼西亚	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
发达国家	2.6	0.3	1.0	7.6	5.1	2.5
新兴国家	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

央行官方利率预测 · %

	2022 年 11 月 4 日	东方汇理+6个月	市场共识+6个月	东方汇理+12个月	市场共识+12个月
美国*	4.00	5.00	5.10	5.25	5.00
欧元区**	1.50	2.50	2.80	2.50	3.00
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英国	3.00	4.50	4.50	4.75	4.70
中国***	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
俄罗斯	7.50	7.00	7.00	6.50	6.75

数据源：东方汇理资产管理研究院。预测截至 2022 年 11 月 3 日。*联邦基金目标区间上限。 **存款利率。 ***一年期贷款最优惠利率。

金融市场预测

债券收益率

两年期债券收益率预测 · %

	2022年11月11日	东方汇理+6个月	远期+6个月	东方汇理+12个月	远期+12个月
美国	4.42	4.50/4.70	4.71	4.30/4.50	4.57
德国	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
英国	3.02	3.90/4.10	3.03	3.90/4.10	3.39

十年期债券收益率预测 · %

	2022年11月11日	东方汇理+6个月	远期+6个月	东方汇理+12个月	远期+12个月
美国	3.87	4.00/4.20	4.18	3.90/4.10	4.17
德国	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
英国	3.29	3.70/3.90	3.60	3.70/3.90	3.72

未来 12 个月的股票预测

MSCI 指数水平	美国	欧洲	欧盟	英国	日本	太平洋 (日本除外)	全球	全球 所有国家
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

汇率

汇率预测 (兑美元)

	2022年11月11日	东方汇理+6个月	市场共识+6个月	东方汇理+12个月	市场共识+12个月
欧元/美元	1.03	0.96	1.01	1.04	1.04
美元/日元	139	140	140	129	134
英镑/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
纽元/美元	0.61	0.58	0.60	0.62	0.63
美元/人民币	7.10	7.10	7.15	6.80	7.03

汇率预测 (兑欧元)

	2022年11月11日	东方汇理+6个月	市场共识+6个月	东方汇理+12个月	市场共识+12个月
欧元/美元	0.99	0.92	1.00	1.04	1.05
欧元/日元	144	135	141	134	139
欧元/英镑	0.87	0.88	0.88	0.89	0.88
欧元/瑞士法郎	0.97	0.92	0.99	1.00	1.00
欧元/挪威克朗	10.27	10.13	10.10	9.87	9.85
欧元/瑞典克朗	10.74	10.70	10.80	10.36	10.50
欧元/澳元	1.54	1.48	1.53	1.47	1.53
欧元/纽元	1.69	1.65	1.68	1.67	1.65
欧元/人民币	7.34	6.85	7.22	7.10	7.31

数据源：东方汇理资产管理研究院。预测截至 2022 年 11 月 11 日。

AUTHORS

首席主编

Monica DEFEND, 东方汇理资产管理研究院主管
Vincent MORTIER, 集团首席投资总监
Matteo GERMANO, 集团首席副投资总监

各大投资团队的主管

Amaury D'ORSAY, 固定收益部主管
Kasper ELMGREEN, 股票部主管
John O'TOOLE, 多元资产投资方案部主管
Francesco SANDRINI, 多元资产策略部主管
Yerlan SYZDYKOV, 环球新兴市场部主管
Kenneth J. TAUBES, 美国投资管理部投资总监

投资观点与客户传讯部, 东方汇理资产管理研究院

Pol CARULLA, 投资观点及客户关系部专员
Ujjwal DHINGRA, 投资观点及客户关系部专员
Paula NIAL, 投资观点及客户关系部专员
Francesca PANELLI, 投资观点及客户关系部专员
Tristan PERRIER, 宏观经济师及投资观点与客户传讯部专员

主编, 东方汇理资产管理研究院

Claudia BERTINO, 投资观点及出版部主管
Laura FIOROT, 投资观点及客户关系部主管

投资研究团队, 东方汇理资产管理研究院

Valentine AINOUEZ, CFA, 环球固定收益策略主管
Mickael BELLAICHE, 固定收益及信贷研究策略师
Alessia BERARDI, 新兴市场宏观及策略研究部主管
Jean-Baptiste BERTHON, 高级跨资产策略师
Sergio BERTONCINI, 高级固定收益研究员
Pierre BROUSSE, 分析师
Didier BOROWSKI, 宏观政策研究部主管兼环球宏观经济部副主管
Federico CESARINI, 已发展市场外汇部主管
John COADOU, 股票策略师
Debora DELBO', 高级新兴市场宏观策略策略师
Silvia DI SILVIO, 跨资产策略师
Patryk DROZDZIK, 高级新兴市场宏观经济策略师
Delphine GEORGES, 高级固定收益研究策略师
Karine HERVE', 高级新兴市场宏观经济策略师
Claire HUANG, 高级新兴市场宏观经济策略师
Jung Hun KIM MOON, CFA, 高级跨资产策略师
Valérie LETORT, 经济师
Eric MIJOT, 环球股票策略师主管
Shail NATHOO, 新兴市场研究员 (V.I.E.)
Lorenzo PORTELLI, 跨资产策略及研究部主管 · 东方汇理资产管理意大利
Anna ROSENBERG, 地缘政治研究部主管
Joao TONIATO, 高级股票策略师
Annalisa USARDI, CFA, 高级经济师
Sosi VARTANESYAN, 高级主权国家分析师

东方汇理资产管理研究院

在日益复杂、瞬息万变的世界，投资者急需加深了解他们身处的环境和投资实务的演变，以便配置资产和构建投资组合。东方汇理资产管理研究院所作为全球投资流程的中心，致力就所有资产为所有客户（经销商、机构和企业）提供专业指导、更完善的建议和相关培训，同时与客户保持密切沟通。东方汇理资产管理研究院凝聚东方汇理在研究、市场策略和投资方面的真知灼见，以及资产配置咨询服务，藉此阐述东方汇理的观点和投资建议。



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

重要资料

本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金股份。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之数据而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发予获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）的审阅。本文撰写的目的只为提供信息，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标，财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。

想知更多? 即上 www.amundi.com.hk