



The Globe

歐義銳榮投資觀點

2024年七月25日

宏觀經濟

宏觀經濟在過去一個月表現良好，美國總統選舉日益成為焦點。

美國通膨率低於預期，恢復了自2023年中期以來的下降趨勢。宏觀數據顯示經濟增長穩定。

在歐元區，通膨率穩定在2.5%左右，經濟活動正在從2023年底的半衰退狀態中復甦。

歐洲央行在7月會議上維持利率不變，但9月或10月可能進一步降息。

新的通膨數據低於預期，市場預計聯儲會也將開始降息，首次降息可能在9月會議上進行。

美國選舉活動成為焦點，特別是在特朗普通刺未遂事件後。最新民調顯示，特朗普領先，市場預計可能實施支持企業盈利的政策，並對貿易政策採取更強硬態度（不利於中國和歐洲）。然而，這些預期需觀察民主黨在拜登退出後選出的挑戰者。

- 美國經濟穩定增長，而歐元區逐漸加速復甦。歐元區的通膨接近中央銀行的目標，美國的通膨則恢復下降趨勢。
- 預計歐洲央行將在秋季進一步降息；聯儲會的首次降息預計在9月進行。

資產配置

- 整體情況確定為正面，全球經濟周期持續。政治不確定性可能是暫時的波動來源。
- 債券市場提供有吸引力的票面利率。股市估值與歷史平均水平一致，但美國科技板塊的估值較高，收益增長主要集中在該領域。

固定收益

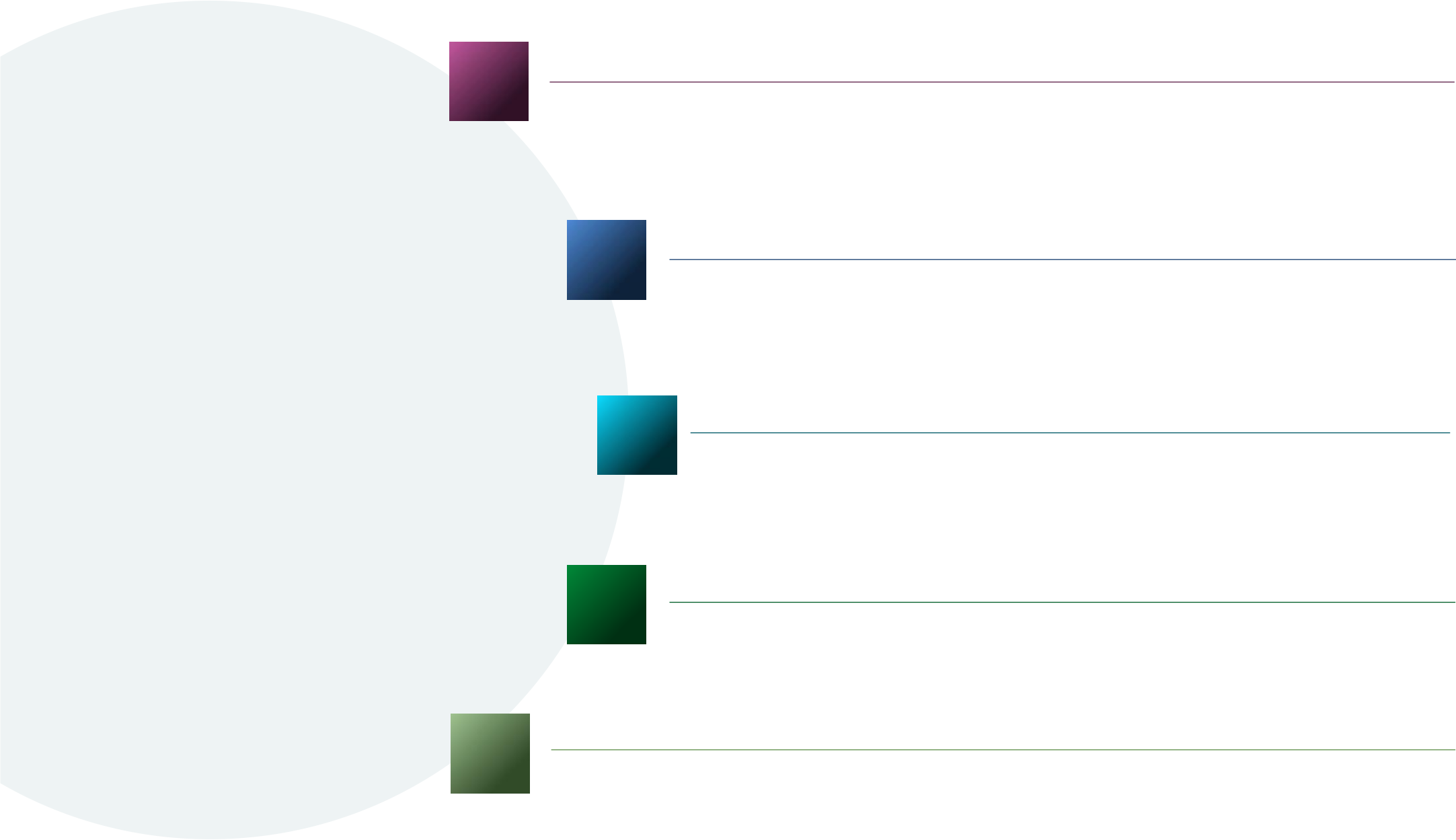
- 從中期角度看，債券市場具有吸引力。我們偏好短期和中期債券，以及實際利率債券。
- 企業債券利差已經相對壓縮，但相較於政府債券，仍是額外票息收入的一個來源。

股票

- 儘管短期內股市走勢顯得有些過度，但從中期角度來看，持續的經濟周期和收益增長是支持因素。
- 從地區角度看，確認對美國的相對偏好。

貨幣

- 低於預期的美國通膨削弱了美元，兌歐元匯率降至1.09，但未能創造條件突破自2023年初以來的1.05至1.12的寬幅區間。



投資觀點

基線情景顯示美國經濟穩定增長，歐元區逐步復甦。歐元區通膨接近央行目標，而美國通膨已恢復下降。

預計歐洲央行將在秋季進一步降息，聯儲會則可能在9月首次降息。美國選舉的日益關注可能引發市場短期波動，市場目前似乎略顯過度。

資產類別

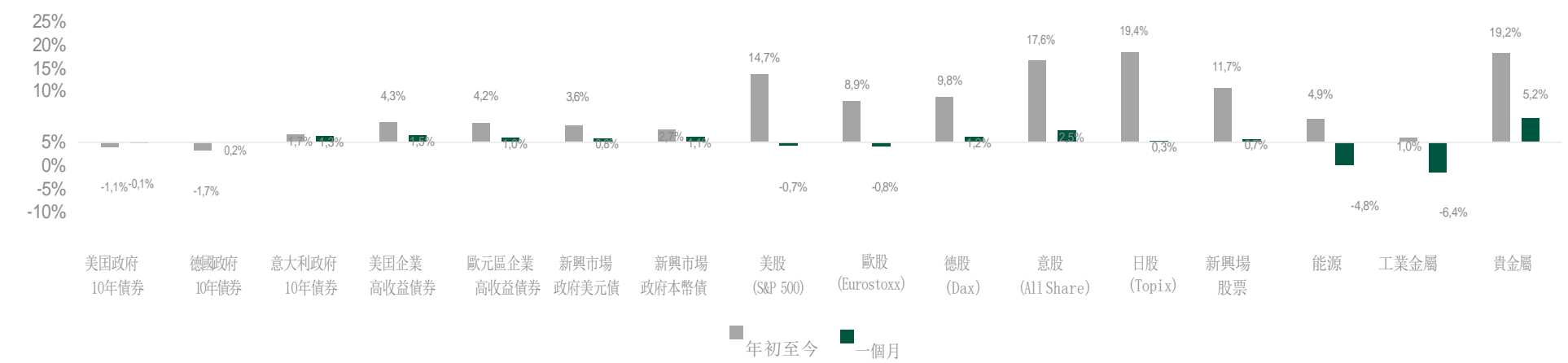
	觀點
固定收益 全球政府	<div> <p>美國 中性 (+)</p> <p>德國 積極 (=)</p> <p>歐元區邊緣國家 積極 (+)</p> </div> <p>對德國債券期限持正面觀點，對美國債券期限持中立觀點。</p> <p>對歐元區債券期限（德國利率）的觀點從中立上調至正面。對美國債券期限的觀點從正面調整至中立，以獲利了結；我們偏好短期和中期債券以及實際利率債券。</p> <p>對歐元區周邊國家政府債券持正面觀點。</p> <p>確認對非核心歐元區政府債券的正面觀點。</p>
固定收益 信用利差債券	<div> <p>企業債券 積極 (+)</p> <p>新興市場債券 中性 (=)</p> </div> <p>對企業債券利差持正面觀點，對新興市場債券持中立觀點。</p> <p>確認對企業債券利差（投資級和非投資級）的正面觀點，對硬貨幣新興市場債券的中立觀點也得以確認。</p>
股票	<div> <p>中性 (+)</p> </div> <p>對股票持中立觀點。</p> <p>對股票的觀點從正面調整至中立，以獲利了結並減少當前的超配；按地區偏好順序如下確認：(1) 美國，(2) 歐洲、日本、新興市場國家，(3) 不包括日本的太平洋地區。</p>
貨幣	<div> <p>美元 中性 (=)</p> <p>新興市場貨幣 中性 (+)</p> </div> <p>對主要貨幣和新興市場貨幣持中立觀點。</p> <p>確認對主要貨幣的中立觀點，對新興市場貨幣的觀點從正面下調至中立。</p>

資產類別對比

過去一個月，政府債券收益率在短端下降，長端保持穩定。

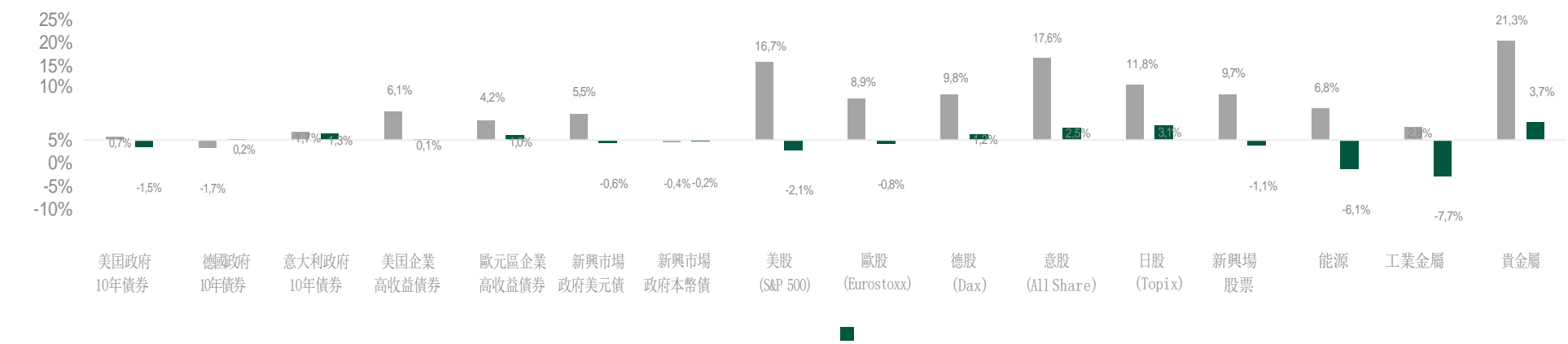
美國和德國的收益率曲線仍略微倒掛法國第二輪選舉後，歐元區邊緣國家的利差收窄（意大利約130個基點）。投資級、非投資級和新興市場債券利差變化不大，仍處於歷史壓縮水平。股市上漲，美國創新高，新興市場指數復甦，歐洲變化不大。美元兌歐元匯率降至1.09。

以本地貨幣計



數據來源：歐義銳榮對LSEG Workspace數據分析，截至2024年7月24日

以歐元計



■ 年初至今 一個月

數據來源：歐義銳榮對LSEG Workspace數據分析，截至2024年7月24日

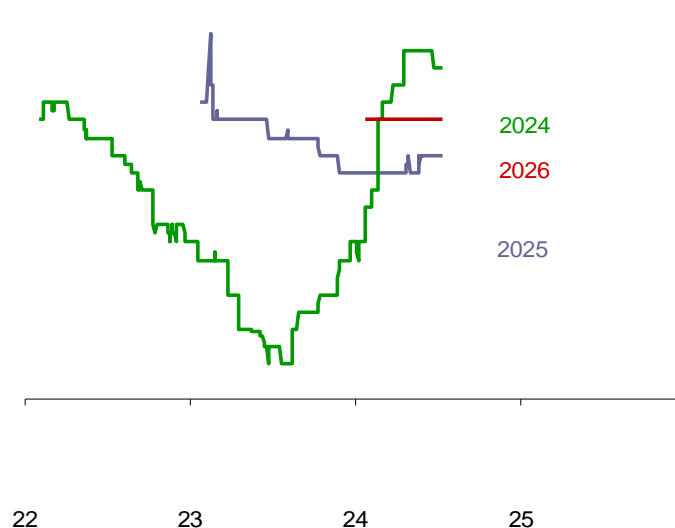
僅適用專業投資者

本月主題

Summer check-up of consensus estimates

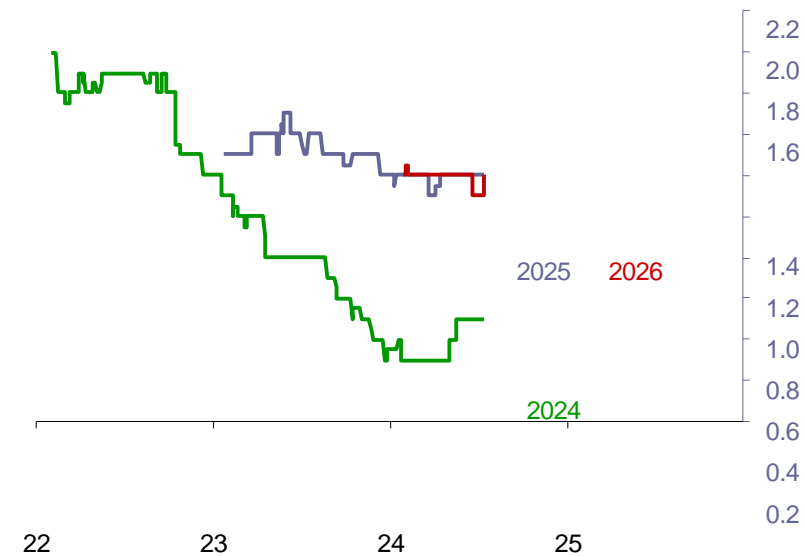
- 如年初預測的那樣，**2024年**全球經濟周期持續進行。
- 2024年上半年**，美國宏觀數據系統性地超過共識預測，年經濟增長率現估計為2.3%，而年初預測僅為1.2%。
- 然而，2024年的增長預估似乎已穩定，不再上調。未來兩年，共識預測指向美國經濟增長接近每年2%。
- 歐元區2023年的增長僅為0.4%，今年估計為0.7%，在年末有小幅上調。歐元區正從2023年底的半衰退狀態中復甦，但增長速度仍慢於疫情前。
- 這主要是由於全球貿易增長放緩，抑制了出口和製造業。從這個角度看，對歐元區**2025**和**2026**年的共識預測可能過於樂觀。

美國2024-2026年GDP增長 – 共識預測



來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

歐元區2024-2026年GDP增長 – 共識預測

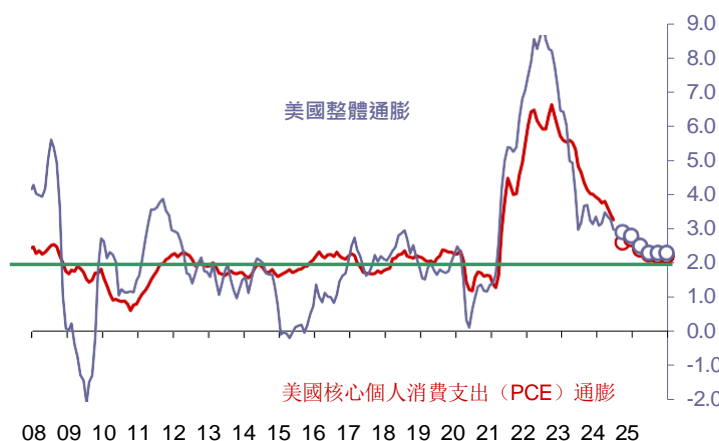


來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

本月主題

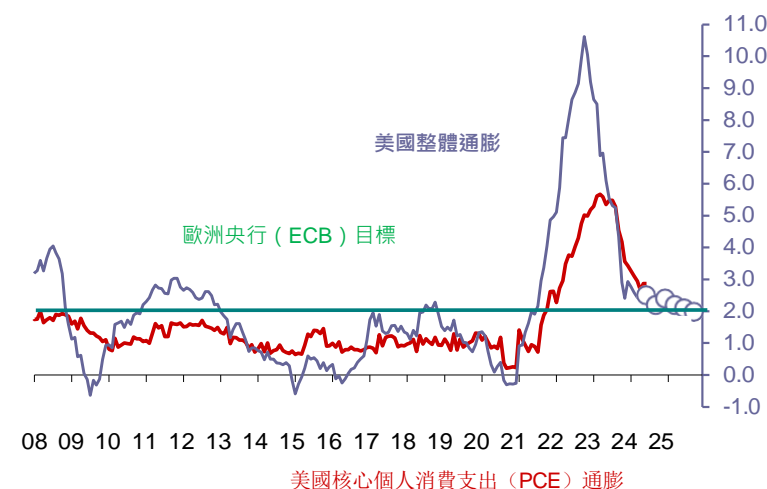
- 在通膨方面，歐元區似乎已經成功回到了疫情前的價格穩定狀態，自**2023年底**以來通膨穩定在**2.5%左右**。而在美國，2024年初的價格增長超出預期，但目前通膨下行趨勢已恢復，共識預測顯示通膨將逐步放緩至**2%左右**，預計在**2025年**達到。
- 因此，市場共識反映的不僅對**2024年**，還包括接下來兩年經濟周期持續的預期，並且在動盪的疫情後復甦年之後，增長和通膨的組合終於趨於穩定。
- 未來幾個月，這些預測可能會受到美國選舉結果預期的影響。
- 總的來說，美國兩個主要政治派別都沒有提出可能破壞全球宏觀經濟基本面的政綱。然而，特朗普的議程在財政方面略顯擴張，可能支持企業收益，但在進口關稅和移民控制方面會適度推高通膨。相比之下，民主黨的議程可能包括提高企業稅收，對經濟有抑制效應，但這會給聯儲會更多降息的空間。

美國消費者物價指數 (CPI) 通膨 (同比變化)



來源: Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

美國消費者物價指數 (CPI) 通膨 (同比變化)

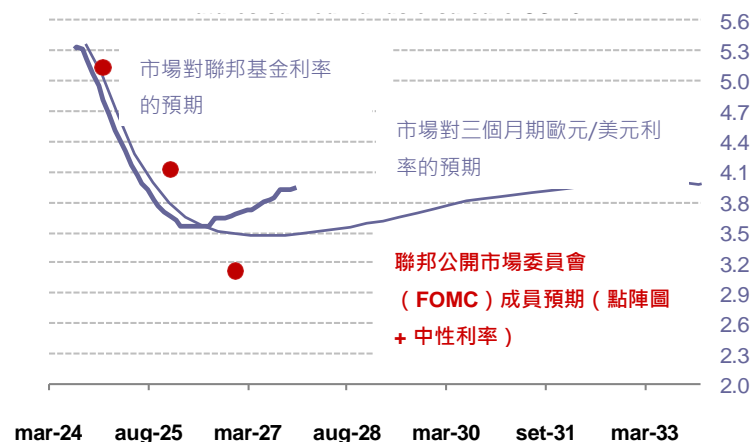


來源: Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

本月主題

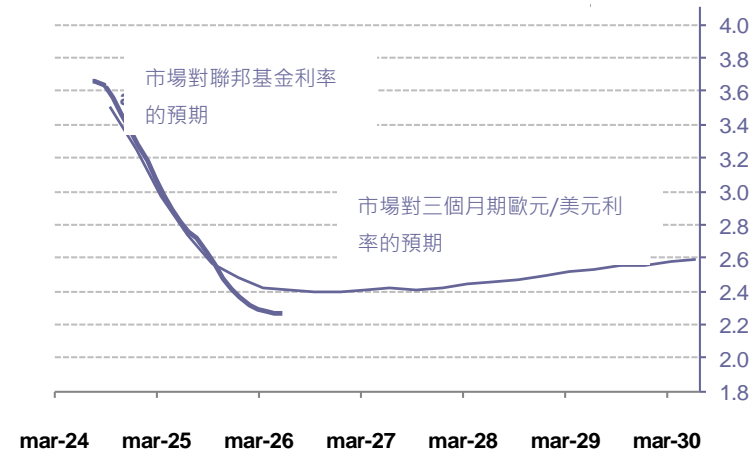
- 增長和通膨的穩定也為央行逐步撤回**2022/2023年**引入的緊急反通膨措施提供了空間。
- 到目前為止，儘管通膨水平已遠低於**2022年**的高峰，但歐洲央行和聯儲會（尤其是後者）仍猶豫是否降息，選擇在應對通膨方面採取更為保守的措施，這也基於經濟增長的韌性。
- 央行的謹慎態度得到貨幣市場利率期貨預測的印證。預計歐洲央行和聯儲會在**2025年底前將降息150-200個基點**，但預期的降息速度將是漸進的，與以往快速和果斷的降息周期有很大不同，當時是為了應對經濟衰退風險。
- 預測的終端利率也證實了央行的謹慎態度。**2025年底，聯邦基金利率預計為3.5%，歐洲央行政策利率為2.5%**，這些都將高於當時預測的通膨水平。因此，主要假設是取消過度的貨幣緊縮，以便讓增長周期得以持續，而不是採取擴張性政策來遏制基線情景中未考慮的經濟放緩。

聯邦基金利率和三個月期歐元/美元期貨



來源: Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

歐洲短期利率 (ESTR) 遠期和三個月期歐元期貨

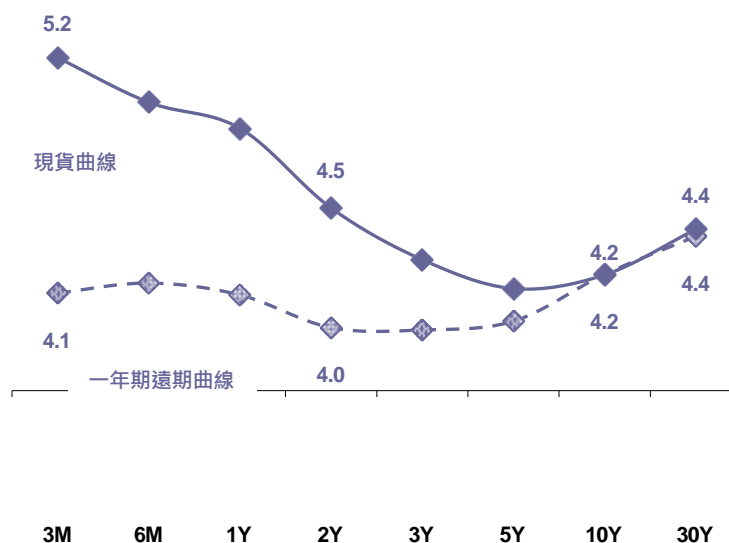


來源: Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

本月主題

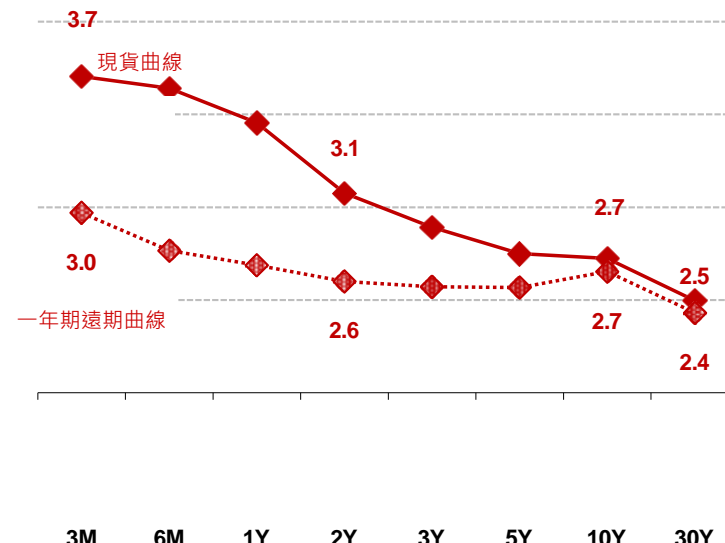
- 關於債券市場，遠期利率曲線讓我們能夠展望未來，解讀市場預期的基線情景。
- 美國曲線目前顯示短期利率超過5%，而長期利率（10年期）為4%，暗示一年後的未來曲線基本平坦，短期利率會低於目前水平，長期利率變化不大。
- 歐元曲線的演變類似。當前，短期利率高於3.5%，而長期利率低一個百分點。預計一年後，曲線應該幾乎平坦，略低於3%。
- 這些指示與宏觀經濟場景和貨幣政策的預期一致。一年後，貨幣寬鬆周期應該已經過半，債券曲線可能正處於回歸正常形狀的中間階段，即短期利率低於長期利率。
- 值得注意的是，美國曲線的超長端（10-30年）斜率已經為正。這進一步證明了投資者相信經濟周期將長期持續。

歐元現貨掉期和一年期遠期利率曲線



來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

歐元現貨掉期和一年期遠期利率曲線

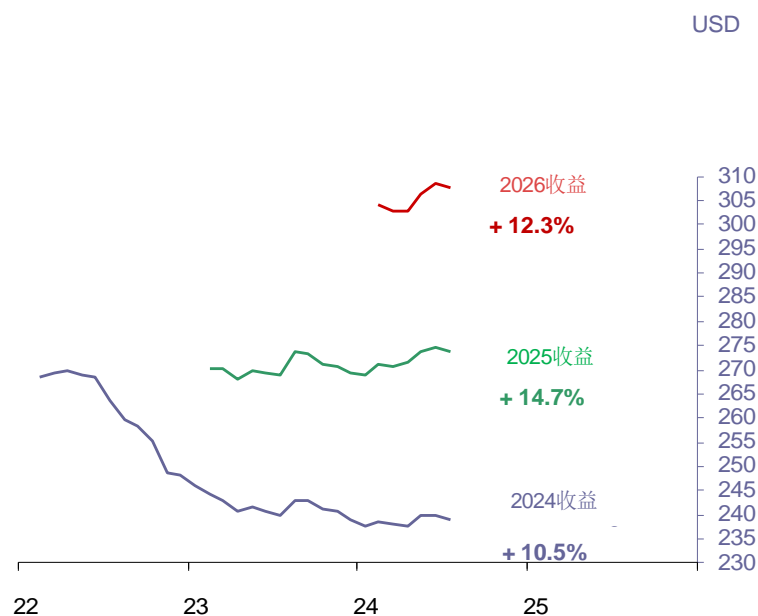


來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

本月主題

- 經濟長周期對企業、收益以及股市來說，將是一個有利的情景。
- 事實上，美國的收益增長預測顯示，今年、明年及2026年的增長率分別為+10.5%、+14.7%和+12.3%。
- 歐洲斯托克50指數的預測雖然不如美國樂觀，但仍然是正面的：今年為+3.9%（受去年經濟放緩影響），明年為+10.7%，2026年為+9.3%。
- 我們認同這些預測，因為它們有可能受到持續的經濟增長、穩定的通膨以及央行利率下降的支持。市場也認同這一前景，因此已經部分反映在價格中。
- 特別是在美國市場的一些板塊（如科技）中，估值相當高，可能會面臨調整。8月的交易量通常會減少，加上美國的政治不確定性，可能成為觸發因素。然而，在上述基線情景下，潛在的調整應被視為健康的喘息機會。

標普500指數：每股收益預測 (IBES)



來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析

歐洲斯托克50指數：每股收益預測 (IBES)



來源：Eurizon Capital 基於 LSEG Workspace 數據的分析



FOR PROFESSIONAL INVESTORS ONLY

This document was prepared by Eurizon Capital SGR S.p.A., a savings management company authorised to provide mutual management services by the Bank of Italy. The information provided and the opinions contained herein are based on sources that are considered reliable and given in good faith. However, no statement or guarantee, expressed or implied, is provided by Eurizon Capital SGR S.p.A. regarding the accuracy, completeness or correctness of this information and these opinions. The opinions, forecasts or estimates contained in this publication are expressed with exclusive reference to the date of drafting of the document, and there is no guarantee that future results or any other future event will be consistent with the opinions, forecasts or estimates contained herein. Any information contained in the document may, subsequent to the drafting of the document, be amended or updated by Eurizon Capital SGR S.p.A. without any obligation to communicate these amendments or updates.

This document was not prepared for circulation to the public but is intended for information purposes only for the placement agents of savings products managed by Eurizon Capital SGR S.p.A. and Eurizon Capital S.A. who do not assume any liability for the personal or professional use of the information contained herein. Specifically, this publication is not, nor is intended to be, nor should it be interpreted as, a document offering sales or subscriptions, nor as a document to solicit requests for purchases or subscriptions of any type of financial instrument. No company belonging to the Intesa Sanpaolo Banking Group, or any of its directors, representatives or employees, will be liable in any way (through fault or otherwise) for any indirect damage that may be caused by using this document or its contents or in any case arising in relation to this documentation, and no liability regarding the above may therefore be attributed to these parties. This document is for the exclusive use of the parties to whom Eurizon Capital SGR S.p.A. provides it and may not be copied, re-distributed, directly or indirectly, to third parties, or published in whole or in part, for any reason, without the prior express approval in writing of Eurizon Capital SGR S.p.A. This document may not be distributed outside the Republic of Italy under any circumstances or made available to parties who are not resident in Italy. Specifically, and without limitation to the above, this document, including its copying, including partial copying, may not be received, sent or transmitted to the United States of America or to any resident of the United States of America, as defined in accordance with Regulation S regarding the U.S. Securities Act of 1933, nor to the United Kingdom, Luxembourg, or Japan.

More information on financial market performance can be found on the www.eurizoncapital.com website.

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Inserted in the Register of Asset Management Companies held by the Bank of Italy in accordance with Article 35 of Legislative Decree 58/98, under No. 3 in the Section of UCITS management companies, and under No. 2 in the Section of AIF management companies. Share capital: euro 99,000,000,00 entirely paid in.

Registered office: Via Melchiorre Gioia, 22 – 20124 Milan - Italy - Tel. +39 02 8810.1

Tax code and Company Register log number: 04550250015. Company participating in the VAT Group Intesa Sanpaolo, VAT code 11991500015 (IT11991500015). Company subject to the management and coordination activities of Intesa Sanpaolo S.p.A., part of the Intesa Sanpaolo Banking Group, inserted in the Register of Banking Groups. Sole shareholder: Intesa Sanpaolo S.p.A. Member of the National Guarantee Fund.