

全球投資觀點

債券和新興市場在12月升市中表現突出



**Vincent
MORTIER**
集團首席投資總監

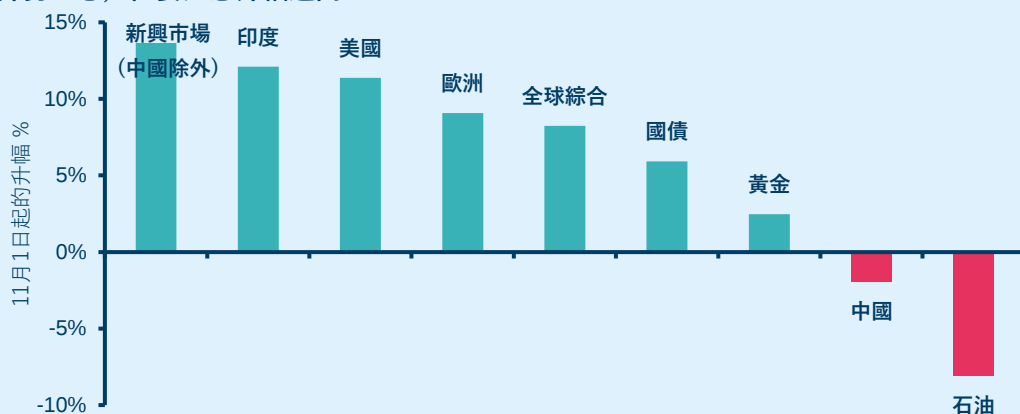
由於通脹壓力下降和聯儲局的態度相對溫和，債券及高風險資產在最近數周上揚。不過，與投機相關的風險正在上升，因為市場價格已經反映2024年的大部分預期升幅。我們認為各國央行將會在2024年改變立場，並預計在5月或6月開始減息，而此舉背後的原因也非常重要。我們認為經濟放緩（不僅是通脹緩和）將會促使聯儲局放寬政策，因為央行將會密切留意通脹率意外地上升的情況。我們認為以下主題可能是推動全球經濟環境的主要因素：

- **通脹正在緩和，但宣佈成功遏止通脹卻言之過早。**美國核心通脹率仍然居高不下，歐洲央行對薪酬上升表示憂慮，因為此情況有違市場對央行會在短期內減息的預期。央行可能會觀望數月才決定放寬政策。
- **美國及歐洲經濟疲弱。**勞工市場逐漸放緩，消費者對就業穩定性的展望轉差，令我們更加預期美國經濟將會在上半年陷入溫和衰退，再加上中國經濟放緩，兩者均會影響歐洲。歐洲的前瞻性指標疲弱，而亞洲其他地區及新興市場應能保持穩定。
- **歐美面對財政限制。**目前市場忽視美國長期債務可持續性的問題，並受聯儲局政策前景主導。在歐洲，德國的預算案是尋求削減開支的妥協方案，但可能會影響經濟增長。
- **進入選舉年，地緣政治局勢成為市場焦點，**並由1月的台灣選舉拉開序幕。



**Matteo
GERMANO**
集團首席副投資總監

升勢理想，但要注意升幅過高



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，2023年12月21日。資產類別以指數代表。股票以本地貨幣計算的MSCI價格指數代表。債券以彭博指數代表。



“雖然年底的升勢可能帶來一些策略性機會，但我們仍然對股市略為謹慎，因為市場價格反映經濟溫和增長、低通脹和低利率的預測情景。”

投資者可以留意以下資產類別：

- **跨資產：**即使近期收益率上升，由於經濟可能在上半年受壓，美國國庫債券及部分政府債券可以作為分散投資組合風險的工具。另一方面，我們對已發展市場股票仍然略為審慎，但投資者不應排除透過衍生工具把握潛在策略性升幅的機會。我們看好新興市場，但隨著巴西等市場表現造好後，市場可能會略為整固。外匯方面，鑑於近期美元兌週期性外匯過度下跌，我們對美元的取態更接近中性，但維持對美元兌日圓的審慎立場。整體而言，我們繼續透過商品分散投資。
- **基礎因素吸引的無風險收益率支持我們看好美國債券，但在近期上升之後，投資者應該保持靈活的存續期管理方針。**歐洲的存續期具有長期價值，但經歷近期的強勁走勢後，我們策略性地轉至略為謹慎的立場。我們對日本保持防禦性，但十分主動管理投資。在企業信貸範疇，美國投資級別及高收益債券的息差已收窄至2022年初的水平，令我們繼續謹慎選債，並傾向選擇高評級債券。
- **股票的營運和盈利環境充滿考驗，經濟在上半年後正常化將會令市場氣氛普遍更加樂觀。目前，我們對日本保持中性，對美國和歐洲保持審慎，特別是大型股、增長股和七大科技巨頭股。**我們傾向保持平衡的立場，看好防禦性、低啤打值的股票，但並不局限於傳統行業。此外，我們傾向看好歐洲和美國的優質股、價值股和股息為本型股票。
- **新興市場經濟增長強勁，盈利有望復甦，支持我們看好股票。**我們亦看好非必需消費品及金融股票，而在國家層面，我們認為印度和印尼具有投資機會。在債券方面，聯儲局可能改變利率政策、新興市場通脹緩和及經濟增長強勁，亦是我們持有相關觀點的主因。在地區層面，我們看好拉丁美洲，並嚴格挑選主權債券和企業債券。



整體承險意欲



我們降低對高風險資產的謹慎取態，以計及年底的策略性機會。由於經濟即將放緩，政府債券是理想的分散投資工具。

與上月比較變動

- **固定收益：**策略性地對核心歐洲存續期採取略為謹慎的取態。
- **跨資產：**策略性地管理對股票的觀點，整體傾向謹慎。在外匯方面，我們對美元的取態轉至接近中性。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對高風險資產（信貸、股票、商品）持有的定性觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的任何變化。

三大熱門問題

1. 在美國和歐洲公佈最新通脹數據後，你認為聯儲局和歐洲央行的政策會有何變化？

隨著通脹的進展迅速和經濟即將放緩，核心收益率快速下降。市場預計限制性的貨幣政策立場將會在2024年大幅放寬。我們大致認同市場價格目前反映的預期減息幅度：市場預料聯儲局和歐洲央行會在2024年12月前減息130個基點，而我們則預計聯儲局將會減息150個基點，歐洲央行則減息125個基點。然而，我們對減息的時間另有考慮。雖然市場預計聯儲局和歐洲央行會在3月起減息，但我們認為央行可能會在5月/6月才行動。

投資影響：

- 美國存續期：略為看好
- 核心歐洲：中性至略為防禦性

2. 面對美國經濟增長的憂慮和聯儲局可能改變立場，你認為美元的前景如何？

美元近期的跌勢顯示美國例外論對數據比預期遜色，以及市場對聯邦基金利率下調進行大幅重新定價的應對受到打擊。我們認為美元在短期內沒有大幅下滑的空間。不過，一旦央行降低政策利率，美元可能再度疲弱。同時，鑑於經濟疲弱和通脹回落，美元大幅上行的機會亦不大。

投資影響：

- 對美元和歐元的取態接近中性

3. 中國台灣的選舉會如何影響中國，以至中美關係？

中國台灣選舉很可能令中國採取強硬立場，因為立場激進的執政民進黨有望在1月的總統選舉中勝出，但也許會失去議會多數席位。在此情況下，有關中美競爭的地緣政治風險可能在中期內增加，並可能在全球新格局中推動近岸外包和供應鏈重新分配等主題。

投資影響：

- 股票：對中國取態中性，對台灣的立場審慎
- 外匯：略為看好新台幣，因為已經大致消化選舉風險

“在通脹方面取得進展後，聯儲局似乎進入「溫和暫停」模式，但我們認為工作尚未完成。央行很可能會保持這種模式，直至第二季末才開始減息。”



Monica DEFEND
東方匯理資產管理投資研究院主管

在近期升市後，必須保持靈活性

央行的溫和言論及通脹緩和最近一直為高風險資產和債券創造正面的環境，雖然我們樂見市場回升，但對升勢的持續性存疑，並認為在基礎因素不斷轉差的情況下，投資者可能要在2024年初面對現實。平衡長期投資觀點與短期趨勢的分散立場是提高潛在回報的關鍵。為此，我們仍然略為看好存續期，對已發展市場股票取態審慎（稍微低於之前），對美元則持中性立場，並在已發展市場和新興市場尋找投資機會。

高確定性投資觀點：我們對美國及歐洲股票態度審慎，但認同回購和承險意欲改善可能會策略性推動股市，投資者可以透過衍生工具把握機會。鑑於日本國內的情況正在改善，我們對日本維持中性取態。在新興市場方面，我們看好部分國家，但亦認為投資者應該嘗試透過個別國家從中得益，例如巴西。整體而言，新興市場的前景樂觀。

我們看好美國存續期，而美國和加拿大的收益率曲線走斜。在歐洲，儘管收益率急跌，但我們認為疲弱的經濟增長仍然支持我們略為看好歐洲存續期。此外，由於意大利被下調評級沒有帶來即時風險，我們繼續略為看好意大利國債。

日本方面，經濟前景正面和預料日本央行會在2024年初結束負利率政策，令我們維持對日本國債的審慎立場。

在新興市場債券方面，由於美國基礎因素強勁和出現通縮，加上新興市場通脹緩和，我們看好硬貨幣債券和本地貨幣債券。已發展市場和新興市場央行的立場更寬鬆，應該會降低與全球經濟硬著陸相關

的部分風險。

另一方面，我們認為歐洲優質信貸具有潛力，但對美國高收益債券態度審慎。

外匯方面，經過近期的跌勢後，我們對美元的觀點轉為中性，不再看好澳元。美元兌瑞典克朗等週期性外匯的走勢過大。我們對瑞典克朗的立場轉至謹慎，因為瑞典經濟疲弱，陷入衰退。不過就美元兌日圓而言，我們對美元保持防禦性。在新興市場，我們看好巴西雷亞爾兌美元和印度盧比兌離岸人民幣。鑑於中東地區的以色列與哈馬斯戰爭持續，我們仍然看好石油。

風險及對沖：經濟環境和對盈利的憂慮令我們對已發展市場股票保持防禦性，但我們認為期權性風險及衍生工具能協助投資者在不變審慎立場的情況下，把握任何短期上行空間。我們維持固定收益的保護措施。



Francesco SANDRINI

多元資產策略部主管



John O'TOOLE

多元資產投資方案部主管

“我們看好存續期，但在收益率近期下滑之後，必須保持靈活性，而在已發展市場股票方面，在不改變審慎立場的情況下，可以選擇利用期權性風險把握策略性上行空間。”

東方匯理對各資產類別的確信度

◆ 現時立場

◆ 與上月比較變動

		---	--	-	=	+	++	+++
股票	已發展市場							
	新興市場							
信貸								
存續期	已發展市場							
	新興市場							
石油								
黃金								

資料來源：東方匯理。上表顯示三到六個月的交叉資產評估，以全球投資委員會最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動和意見反映預期走向(+/-)和信心強度(+++/++++)。有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

聯儲局宣佈成功遏抑通脹

整體評估：通脹率回落及央行態度溫和導致收益率迅速下降，繼而影響估值，但進入經濟放緩時期，債券仍然是分散風險的理想工具。然而，收益率可能會因為通脹而略為回升，因此投資者必須繼續主動管理已發展市場的存續期，並傾向選擇優質的信貸及新興市場。

全球及歐洲固定收益：核心收益率大幅波動削弱了存續期的吸引力，但隨著歐洲經濟漸趨疲弱，市場環境仍在不斷變化。我們認為歐洲央行可能會在經濟增長減慢時減息（對債券有利），但在此之前，通脹是足以帶動收益率回升的主要變數。目前，雖然從策略性的角度而言，我們對歐洲存續期的觀點轉至略為審慎，但仍然保持靈活，並認為具有潛在的長期價值。在信貸方面，我們略為看好和偏好投資級別債券多於高收益債券，並透過消費品及汽車行業維持對優質債券的觀點。我們對評級較低的高收益債券仍然非常審慎，但認為BB級債券等歐洲高評級範疇存在重大差異，因此值得留意。整體而言，我們希望善用質素與回報的良好平衡。

美國固定收益：我們預計聯儲局會希望確保通脹真正受控，而其後出現的經濟衰退可能促使央行減息，並很可能在第二季末開始行動。債券的收益率仍吸引，但現在的吸引力卻稍為下降。展望未來，由於市場嘗試在聯儲局政策與經濟增長前景之間取得平衡，利率將會更加波動。因此，我們繼續看好存續期，並認為美國國庫抗通脹債券具有投資價值，因為目前的平衡通脹率已接近聯儲局的長期目標。在信貸方面，個別投資級別債券的息差吸引，但投資者應該考慮把握這次升勢。我們繼續看好金融類債券（銀行）多於非金融類債券，並認為這兩個行業存在明顯的差距。另一個基礎因素吸引的範疇為機構按揭抵押證券。住房供需錯配的現象為房屋市場提供支持，但我們繼續嚴格選債。

新興市場債券：新興市場的增長前景及聯儲局表示會在2024年減息，均支持新興市場債券，但我們對特殊議題保持警惕。例如，由於石油輸出國組織和盟友的支持不足以提振油價，我們正在密切留意石油出口企業。我們看好硬貨幣債券，並在主權和企業債券範疇看好高收益債券多於投資級別債券。就地區而言，我們仍然看好拉丁美洲。在本地利率方面，我們嚴格選擇，並偏好實際收益率吸引的國家。

外匯：由於美國利率上升和經濟增長等美元先前享有的優勢正在減退，我們對美元取態中性。在新興市場，我們繼續看好個別高收益的拉丁美洲國家外匯兌美元，並看好墨西哥披索、巴西雷亞爾和印度盧比。



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
首席投資總監

收益率從高位回落，但降低政策利率和經濟放緩利好債券



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年12月21日。

“通脹尚未完全受控，收益率可能會略為上升和波動，反映投資者需要靈活地管理存續期。”

在過度亢奮的市場中保持平衡



**Fabio
DI GIANSANTE**
大型股票部主管



**Yerlan
SYZDYKOV**
環球新興市場部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美國投資管理部
首席投資總監

整體評估：帶動近期升勢的主要因素為金融環境放寬，以及市場預期明年經濟軟著陸或不著陸。部分範疇的估值與其盈利潛力不符，增加了評級下降的風險。不過，歐洲等個別市場可能會受惠於利率見頂和經濟活動觸底回升。我們繼續嚴格選股，並物色美國、歐洲和日本等已發展市場及新興市場的價值股和優質股。

歐洲股票：實際薪酬增長令歐洲的消費保持強勁，而通縮則持續。我們看好能夠支持邊際利潤和回饋股東的企業。其次，我們透過對優質週期股和防禦股的觀點維持平衡立場，但在兩者之中，我們偏好估值低廉的股票。在週期股方面，工業是我們主要看好的行業之一，但亦有受惠於大幅回升的機會。在防禦股方面，我們看好必需消費及健康護理行業，後者包括因為市場對GLP-1等治療肥胖症藥物的療效反應過度熱烈而被過度拋售的企業。在金融行業，我們認為部分銀行可能會受到潛在暴利稅的影響。相反，我們對科技行業態度審慎，但整體上看好具有上升潛力的優質業務模式。

美國股票：估值過高反映市場預期經濟將會軟著陸/不著陸，以及預測盈利增長強勁。不過，隨著經濟不斷變化和前景更清晰，市場將會開始更加留意估值。因此，我們認為優質股及價值股是理所當然的選擇，而投資者應該考慮加強防禦性，但除了考慮傳統的防禦性行業，亦可以利用各行業的特殊投資機會。我們特別看好金融、銀行和材料行業，但能源行業的吸引力正在逐漸減弱。在銀行業方面，我們看好存款穩定的企業，並密切留意貸款增長。收益率急降減輕了銀行企業在債券投資未變現虧損方面的壓力。但由於加息和勞工市場疲弱對消費的影響，我們對科技和個別消費品行業保持謹慎。整體而言，我們避免投資於缺乏資本紀律的企業。

新興市場股票：新興市場的盈利及經濟環境正面，但市場之間的差異明顯。我們看好價值股多於增長股，並看好非必需消費品、房地產及金融行業（特別是印度和印尼）。然而，我們降低看好健康護理、材料和能源行業的程度。就地區而言，我們看好墨西哥和巴西等拉丁美洲國家，因為這些國家在放寬政策方面的進展更快。我們亦看好受國內增長動力推動的印尼和印度，以及阿聯酋，而對台灣、沙特阿拉伯和馬來西亞的態度則更加審慎。

“市場預期經濟會出現「完美」的狀態，但我們認為會出現評級下降的風險，並偏好盈利穩定的股票。”

處於歷史高位的納斯達克100指數



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，2023年12月20日。



東方匯理對各資產類別的觀點

	資產類別	現時 觀點	1個月變 動	理由
股票	美國	-/=		市場價格反映經濟溫和增長、低通脹和低利率的情境，導致部分範疇的估值過高。我們維持平衡的觀點，並專注於盈利穩健的股票。
	美國價值股	+		我們看好價值股的長期前景，但認為走勢不會呈線性。在此階段，我們亦同時投資於優質股（邊際利潤抗跌力、獨特產品）。
	美國增長股	--		市場盈利預期和高估值與可能出現的溫和經濟衰退不符。任何流動性緊縮也會對過熱的範疇造成更大影響。
	歐洲	-/=		我們認為歐洲可能會受惠於通脹緩和。我們的立場是嚴格選股和保持平衡，並偏好必需消費品和工業股。
	日本	=		在其他已發展市場面對增長壓力之際，日本卻表現強勁。此外，2024年第一季的薪酬談判應該會進一步確定擺脫通縮的前景。
	中國	=		我們維持長期看好的觀點，但短期而言保持中性，並留意政府如何平衡短期衝擊以實現更長久的增長。
	新興市場 (中國除外)	=/+		部分新興市場與已發展市場之間的增長差距可能仍然偏高。我們看好印度、印尼、巴西和墨西哥。
固定收益	美國國庫債券	=/+		儘管收益率急降，但我們仍然看好和非常主動地管理存續期，並偏好收益率曲線的中段。
	美國投資級別企業債券	=/+		我們留意到基礎因素從健康的水平輕微轉差。鑑於經濟將會放緩，我們專注於金融類債券、優質債券和現金流。
	美國高收益企業債券	-		由於低評級債券的違約情況轉差，我們對這類資產保持謹慎，而優質及低質債券的差距更加明顯。
	歐洲政府債券	-/=	▼	我們認為歐洲央行會在通脹率重返目標時減息。在市場上升後，出現不對稱的風險回報情況，因此我們的立場轉至略為審慎（對意大利國債持中性）。
	歐洲投資級別企業債券	=/+		我們略為看好投資級別債券，並偏好消費品及汽車等行業的投資級別債券。我們對更容易受經濟放緩影響的範疇保持審慎。
	歐洲高收益企業債券	-/=		由於基礎因素正在轉差，我們對CCC級債務等低評級範疇採取非常審慎的立場。我們認為評級較高的範疇及短期債券具有投資價值。
	中國政府債券	=		對全球投資者而言，中國債券仍然具有分散風險的優勢，而政府的去槓桿化計劃及中國人民銀行的政策行動則成為關鍵。
	新興市場硬貨幣債券	=/+		隨著近期美國收益率下降，估值吸引。考慮到息差水平，我們看好高收益債券多於投資級別債券，並偏好財政穩健的國家和企業。
	新興市場本地貨幣債券	=/+		高息差收益、預期美元疲弱及各國央行積極控制通脹均利好本地貨幣債券。由於踏入選舉年，我們嚴格選債。
其他	商品			石油的沽售壓力過大，但亦要考慮到早前推高油價的短期利好因素（石油輸出國組織和盟友減產）影響力正在減退。我們維持布倫特原油價格的中期目標價為每桶85至90美元。黃金中期目標價為每盎司2,000至2,100美元。
	外匯			美元被大幅拋售令我們在短期內保持中性。目前的美元定價已經反映聯儲局將於2024年減息的預期。同時，我們認為美元不會大幅上升，並繼續看好日圓對美元的匯價。



▼ 較上月看淡
▲ 較上月看好

資料來源：東方匯理，2023年12月，觀點與以歐元為基礎的投資者相關。本文件為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予更改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。

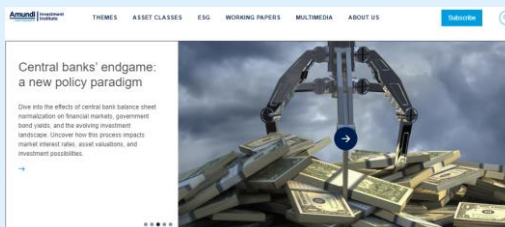
東方匯理資產管理投資研究院旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

請瀏覽：



請瀏覽 www.amundi.com

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。



東方匯理資產管理 投資研究院團隊

Claudia BERTINO
投資觀點及出版部主管 –
東方匯理資產管理投資研究院

Laura FIOROT
投資觀點及客戶關係部主管 –
東方匯理資產管理投資研究院

Pol CARULLA
投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理投資研究院

Ujjwal DHINGRA
投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理投資研究院

PAULA NIALI
投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理投資研究院

Francesca PANELLI
投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理投資研究院

重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。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士，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