

經濟週期末段市況持續

美國經濟穩定（受消費及財富效應帶動）及今年的盈利預期強勁帶動近日股市及收益率上升。現在面對的主要問題是鑑於市場走勢已非常強勁，升勢能否持續下去？而盈利預期是否可靠？

在經濟方面，過去的經濟強勢令我們預期美國經濟放緩的情況會比早前預測輕微，因而延長週期末段的市況。不過，我們並不認為這是新週期的開始，並預計今年年中將會出現經濟放緩，通脹放緩亦會持續。以下因素對解讀經濟和市場走向至關重要：

- **美國勞工市場。**鑑於儲蓄增加、消費下降和勞工市場疲弱（僱用大部分勞工的中小企受壓），加上投資低迷，需求可能會放緩。
- **貨幣政策分歧，通脹成為焦點。**日本央行相隔17年後再次加息，而聯儲局和歐洲央行則計劃減息，但會先確定通脹的未來方向才會行動。
- **美國大選與地緣政治。**隨著競選活動更加熾熱，波動性可能會上升。地緣政治及全球高債務風險可能為黃金帶來長期支持。
- **新興市場的抗跌能力。**我們略為上調對新興市場的增長預測，主要因為亞洲和印度的國內需求和出口強勁。不過，我們維持對中國的增長預期。

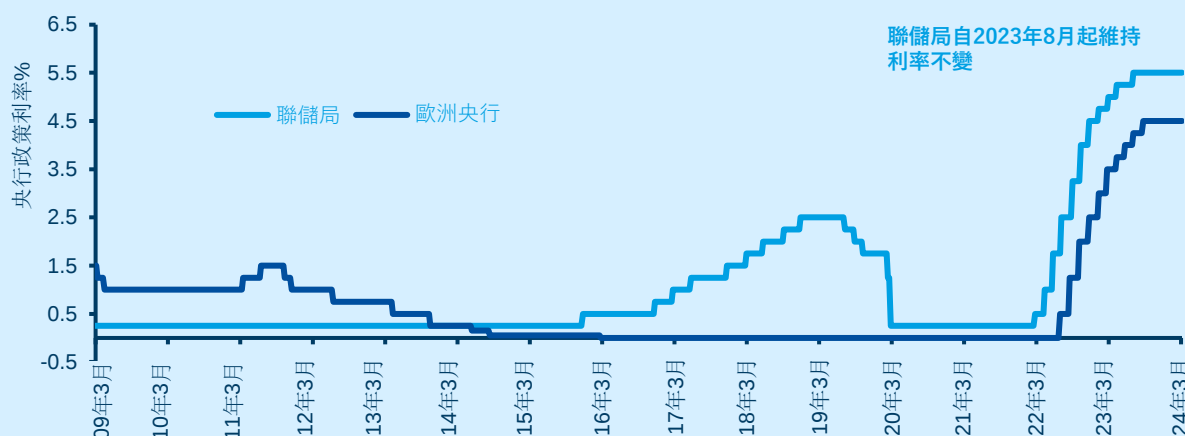


VINCENT
MORTIER
集團首席投資總監



MATTEO
GERMANO
集團首席副投資總監

隨著通脹移近目標，聯儲局和歐洲央行可能會減息



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年3月29日。



在此環境下，我們對部分範疇的觀點概述如下：

- **跨資產。**高風險資產價格已反映盈利及增長前景改善，並繼續受惠於正面的投資氣氛。在不承擔額外風險的情況下，我們仍然看好存續期。債券方面，我們也略為看好意大利政府債券，但對日本國債取態謹慎。股票方面，我們整體的觀點正面。我們略為看好日本股票，目前對美國和歐洲取態中性。新興市場而言，我們看好債券和股票（印度、印尼和南韓）。外匯方面，美元、巴西雷亞爾和印度盧比略為走強，但我們根據近期的走勢微調觀點。整體而言，我們傾向採取分散投資的策略，認為在目前地緣政治局勢緊張（石油）的環境下，必須提供充分保護。
- **固定收益方面，通脹的發展將會成為政策行動的主要推動力，因此我們繼續主動管理和看好美國及英國存續期。**在歐洲，由於近期收益率上升和歐洲央行的言論溫和，我們目前的觀點接近中性，但對日本國債保持防禦性。在企業信貸方面，投資級別債券的基礎因素仍然強勁，但CCC等低評級信貸的違約率正在上升，特別是在美國，因此可能出現受質素帶動的高度分散走勢。故此，我們重視信貸質素，並認為個別較短期限的信貸具吸引力。在歐洲，我們認為投資級別債券比高收益債券可取，並繼續偏好優質債券（BB級）或短期債券。
- **美國股市的樂觀情緒支持等權重方針。**我們透過尋找特殊的防禦性投資機會，而非任何特定的傳統行業，以保持平衡的投資組合。另外，在工業方面，我們認為優質原料是具有選擇性吸引力的行業。在歐洲，我們偏好結合優質週期股與防禦性立場。由於歐洲地區的經濟增長持續乏力，我們上調必需消費品行業的展望，同時對科技行業取態謹慎。整體而言，我們看好日本和美國的優質股和價值股。
- **我們結構性看好新興市場。**我們綜合考慮各國的財政風險及外部脆弱性等因素，並採取自下而上的觀點，因而看好印度、印尼、南韓和拉丁美洲（巴西、墨西哥）。新興市場債務應能受惠於聯儲局減息和新興市場通脹持續放緩的情況。然而，地緣政治和特殊風險令我們保持警惕。

我們認同高風險資產的走勢強勁，但高估值令我們無意從結構性角度大規模增持風險。



整體承險意欲

避險

承險

經濟及投資氣氛比預期理想，但對盈利和估值的質疑仍然存在。我們的承險意欲輕微上升，在週期末段謹慎選股。

與上月比較變動

- 跨資產：對歐洲股票取態中性
- 固定收益：鑑於企業基礎因素及技術性因素好轉，歐盟高收益債券的觀點略為調高至中性。在新興市場方面，略為看好印度債券。

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，反映全球投資委員會每月的觀點。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 你如何評價股票在過去數週的表現？

市場似乎認為通脹放緩的趨勢將會持續，而聯儲局改變政策幾乎已成定局。儘管通脹持續放緩，但由於聯儲局和歐洲央行仍然依賴數據行事，因此減息的時間和幅度可能會出現不確定性。除了聯儲局干預市場外，經濟活動及盈利勝預期等良好的基礎因素也為包括股票在內的高風險資產提供支持。只要通脹放緩沒有受到嚴重質疑，市場便能繼續受惠。

投資影響

- 從跨資產角度而言，略為看好股票、週期性商品和通脹掛鉤資產。

2 美國和歐洲2023年第四季的盈利反映甚麼主要趨勢？

截至3月8日，約99%的標普500指數企業已公布截至2023年12月止的季度業績。在通訊服務、非必需消費品及科技行業的帶動下，此季美國市場的表現非常強勁。這些行業的盈利增長遠超預期，按年增長率分別達53%、37%和24%。不過，歐洲的情況卻有所不同，預計在所有公司公布業績後，第四季將會成為連續第三個錄得盈利負增長的季度。

投資影響

- 偏好美國的優質股、價值股和等權重市場
- 看好歐洲優質股和日本價值股

3 你對中國近期召開的全國人民代表大會結果有何意見？

全國人民代表大會並沒有顯著改變我們對經濟增長的預測。我們認為今年8.2%的財政赤字目標高於2023年，雖然具有適度擴張性，但不足以振興需求。因此，儘管政府提出5%的經濟增長目標，我們仍然維持3.9%的目標，低於市場預測。在通脹方面，消費疲弱意味著消費物價指數(CPI)通脹率將會維持偏低，而製造業產能過剩可能會影響企業利潤率。

投資影響

- 對中國股票的立場接近中性
- 對中國政府債券取態中性

若經濟沒有放緩，通脹也沒有出現意外的情況，市場氣氛可能會維持正面。不過，已經出現部分表現過度的範疇，代表投資者需要保持警惕。

MONICA
DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管





多元資產

作者

在熾熱市場氣氛中保持審慎

市場氣氛在策略上支持高風險資產，我們認為美國不會出現利潤衰退。不過，任何有關經濟增長或盈利方面令人失望的消息，也會打擊安於現狀的市場。同時，如果經濟增長沒有出現不利消息，意味著這次升勢或會繼續。因此，我們不會大幅增持風險，而是**保持審慎，在盈利增長更為明顯的亞洲更嚴格尋找投資機會**。此外，投資者應該維持對沖和分散風險的立場。

我們對已發展市場股票的取態接近中性，並了解各地市場出現細微的差異。例如，我們對美國取態中性，並將歐洲的觀點上調至中性，主要為了降低風險，但略為看好日本。我們透過印度、印尼和南韓繼續看好新興市場，並就南韓市場的盈利及企業管治改善略為調高對南韓的樂觀展望，。

由於收益率吸引和可能減息，加上具有分散風險的優勢，我們看好美國和歐洲存續期。不過，鑑於政府債務高企，以及通脹可能出現意外走勢，我們保持主動和警惕，並留意收益率進一步上升帶來的投資機會。由於核心歐洲收益率可能回落，我們亦看好意大利國債。然而，由於日本央行最近取消負利率政策，令我們對日本國債的前景保持審謹，並密切留意日本央行的未來行動，以及增長及通脹走勢。

我們仍然偏好優質和估值吸引的企業信貸，相信未來的表現差異會更加明顯。因此，我們看好歐盟投資級別債券。新興市場債券的息差收益吸引，而且新興市場的通脹亦持續放緩。但我們明白通脹的最後階段存在阻力，並認為息差收窄的空間越來越有限。同時，近期美元走強可能會略為影響回報，因此我們保持警惕。

我們在策略上略為看好美元兌瑞典克朗和瑞士法郎，但對美元兌日圓則保持審慎。在新興市場，我們看好巴西雷亞爾，但現在傾向透過巴西雷亞爾兌歐元反映此觀點。在印度盧比兌離岸人民幣表現強勁後，我們降低投資觀點，但認為息差收益及基礎因素仍然理想。

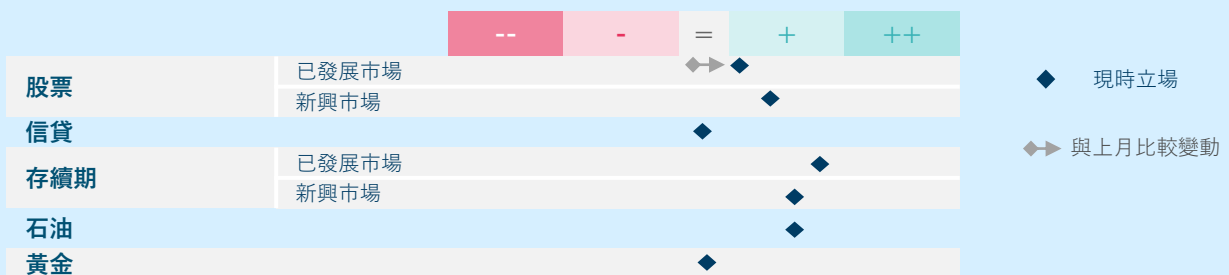
即使美國通脹率正在下降，不能排除會出現短暫的意外走勢，因此投資者需要維持對美國存續期的保護措施。此外，石油仍然是降低地緣政治風險(例如中東地區)的理想對沖工具。

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

我們對已發展市場股票和近期的歐洲股票改持中性立場，沒有在估值過高的範疇增持風險。

東方匯理對各資產類別的確信度



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。



固定收益

息差收益吸引，但要平衡信貸質素

即使對於中性利率是否已經上升的爭論持續，聯儲局和歐洲央行的言論一直強調通脹必須回落，央行才能減息。由於核心收益率上升，加上市場對經濟活動的氣氛持續樂觀，市場亦調整了對減息的預期。正面的市場氣氛甚至蔓延至企業信貸市場，但展望未來，我們不能忽視特殊性信貸事件的風險，特別是在評級較低的範疇。因此，我們對面對過高利息成本的高負債企業保持審慎和嚴守紀律的立場。不過，我們看好息差收益強勁的已發展和新興市場優質債券。

全球及歐洲固定收益

- 歐洲央行的立場相對溫和，令我們對歐洲存續期的立場轉至中性，並繼續看好英國，但對日本則保持謹慎態度。
- 信貸方面，我們看好銀行類債券多於非銀行類債券，因為一旦經濟放緩，工業將會更受影響。我們亦看好投資級別債券。
- 我們對高收益債券持謹慎態度。評級較低的信貸會更受經濟放緩影響，但我們選擇性看好短存續期債券，因為其息差收益吸引，而且基礎因素相對較佳。

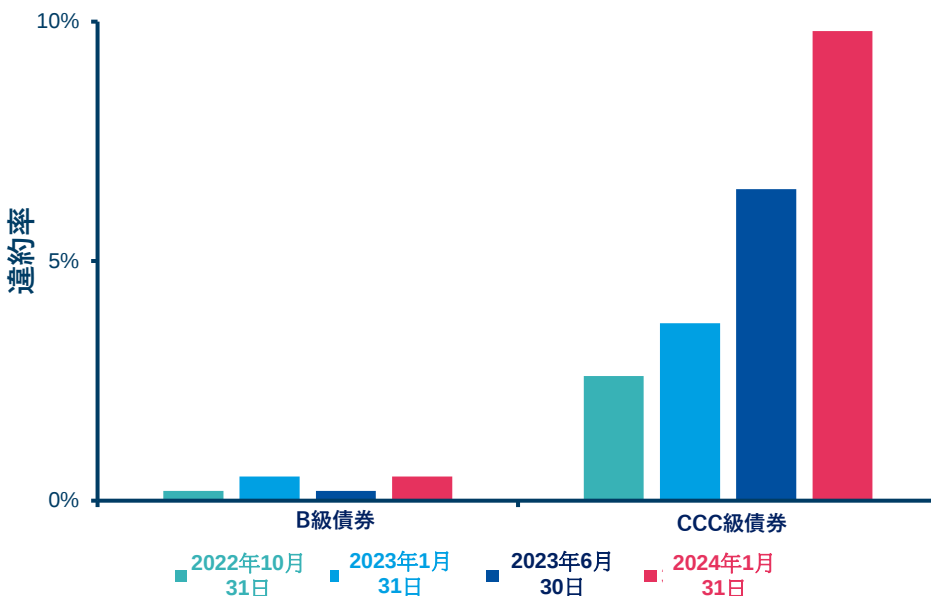
美國固定收益

- 我們繼續略為看好存續期，但會保持靈活性，並密切留意通脹和利率波動性。政府債券的收益率仍然吸引。
- 企業信貸方面，我們認為投資級別債券比高收益債券可取，並看好金融類債券多於非金融類債券。一般而言，短存續期信貸提供更佳的投資價值。
- 儘管證券化信貸的息差近期收窄，但仍然具有長期價值。

新興市場債券

- 由於新興市場的通脹放緩，加上聯儲局減息可能成為有利因素，我們繼續看好此資產類別。
- 然而，新興市場出現大量特殊主題，例如印度（息差收益吸引、央行態度審慎）、埃及（與多邊金融機構達成協議）和阿根廷。
- 我們看好硬貨幣及企業債券，但考慮到息差收益和預期波動性有限，我們偏好高收益債券。

保持警惕：美國CCC級債券違約率正在上升



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、穆迪投資者服務公司，2024年3月26日的最新數據。12個月滾動數據。

作者

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN
SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO
PIRONDINI
美國投資管理部
首席投資總監



股票

基礎因素是應對市場分歧的指南針

股票價格反映市場對經濟增長的樂觀展望，令股市在今年出現強勁的上行空間，最近升幅更明顯擴大。充裕的流動性和強勁的盈利（特別是在美國）進一步推動這些走勢。不過，若仔細研究，便會發現各個範疇之間存在差異，其中大型股的盈利一直領先其他市場範疇，儘管收益率上升，但部分股票仍然出現極端估值。因此，在市場高度分散的情況下，我們從更基本的角度審視機會，整體保持平衡立場。就行業而言，我們看好美國價值股、日本股，以及更廣泛的優質股（高利潤率、差異化產品等）和高息股，包括歐洲和新興市場。

歐洲股票

- 我們認為在此市場內，必須結合優質週期性和防禦股，同時透過必需消費品股調高對防禦性股的取態。
- 另一方面，我們看好帶來高股息和盈利增長的銀行股。不過，我們對非必需消費品和科技行業持謹慎態度（但程度比以往輕微）。
- 整體而言，鑑於估值幾乎沒有應對失望表現的空間，盈利至關重要。

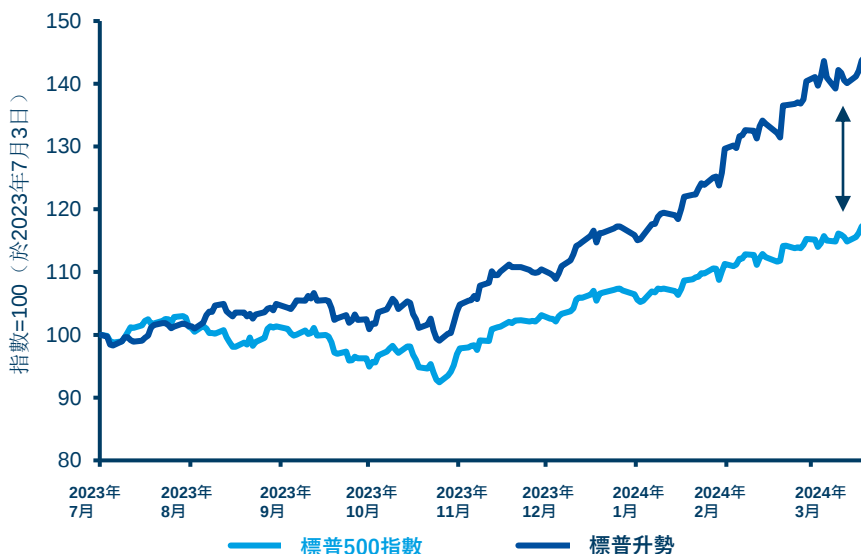
美國和環球股票

- 升勢正在擴大，但我們認為現在並非增持風險的時機。我們對大型股保持謹慎，看好價值股。
- 我們保持平衡的投資方針，留意估值吸引的範疇，並採取等權重方針。另一方面，我們看好防禦股，但我們的觀點並不受傳統行業所限，反而看好特殊企業。
- 我們亦看好優質金融股和原料股。

新興市場股票

- 整個新興市場也出現結構性投資機會，例如在亞洲（印尼、印度），但需要謹慎選股。
- 就國家而言，我們看好南韓，因為當地企業的股息和企業管治改善。中國出現回購股份的趨勢，但我們尚未改變觀點。
- 在巴西，我們對任何政府干預企業行業的行為保持警惕。
- 然而，我們對台灣和馬來西亞取態謹慎。

升勢強勁，但情況能維持多久？



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年3月25日。

作者

BARRY
GLAVIN

大型股票部主管

YERLAN
SYZDYKOV

環球新興市場部主管

MARCO
PIRONDINI

美國投資管理部
首席投資總監



觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **新興市場外匯**：從中期而言，我們看好新興市場外匯。近期，我們留意到秘魯、巴西和匈牙利等新興市場國家的央行正審慎行事，並採取溫和的貨幣寬鬆步伐，同時保持本國貨幣的強勢。

股票及全球因素

地區	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆		
歐洲				◆		
日本					◆	
新興市場						◆
中國				◆		
新興市場 (中國除外)					◆	
印度					◆	

全球因素	1個月變動	--	-	=	+	++
增長股				◆		
價值股					◆	
小型股					◆	
優質股						◆
低波幅股票					◆	
動力股					◆	
高息股					◆	

固定收益及外匯

政府債券	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆		
美國核心				◆		
歐洲週邊國家				◆		
英國					◆	
日本		◆				

信貸	1個月變動	--	-	=	+	++
美國投資級別債券				◆		
美國高收益債券			◆			
歐洲投資級別債券					◆	
歐洲高收益債券	▲			◆		

新興市場債券	1個月變動	--	-	=	+	++
中國政府債券				◆		
印度政府債券					◆	
新興市場硬貨幣債券	▲				◆	
新興市場本地貨幣債券					◆	
新興市場企業債券					◆	

外匯	1個月變動	--	-	=	+	++
美元					◆	
歐元			◆			
英鎊			◆			
日圓					◆	
人民幣			◆			

資料來源：東方匯理，2024年3月25日，觀點與以歐元為基礎的投資者相關。觀點範圍從--/-到+/++，每個類別可向左或向右調整，=指中性立場。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。外匯列表列出全球投資委員會的絕對外匯觀點。

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