

全球投資觀點

現在並非改變方針的時機



**Vincent
MORTIER**

集團首席投資總監

股市已消化3月市場動盪的影響，但美國地區銀行業仍然明顯受到影響，未見復甦的跡象。債券市場開始預計美國經濟將有更大機會陷入衰退，以及聯儲局可能會在今年稍後開始減息，因為通脹似乎正在降溫。不過，就盈利而言，市場預期仍然過於樂觀，顯示債券價格反映的衰退風險與現時的股票估值脫節。

在市場出現各種矛盾跡象的環境下，我們認為現在並非改變方針的時候，投資者應該保持審慎，並留意中美地緣政治局勢緊張、金融市場的壓力和信心等重要因素。雖然沒有出現系統性問題，但金融環境收緊令下行風險上升，而高風險資產的價格尚未反映有關風險。



**Matteo
GERMANO**

集團首席副投資總監

我們預期全球增長前景疲弱、美國經濟衰退、歐洲前景乏力，而亞洲因為中國重啟經濟而出現的反彈，將會無法抵銷美國經濟放緩引致的影響，因為中國的復甦至今均側重本地經濟。不過，通脹正在放緩，惟部分核心服務範疇的通脹仍然高企。有見及此，我們預期聯儲局將會在5月進一步加息25個基點，然後很可能會暫停，因為近期金融環境收緊應會限制採取進一步行動的需要。在歐洲，鑑於通脹憂慮，我們預期歐洲央行將會加息。

中美經濟驚奇指數差距擴大



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，每週數據截至2023年4月20日。正值代表數據比預期強勁，負值則代表數據比預期遜色。



“由於通脹率仍然高於央行的目標、高風險資產價格反映市場過度樂觀，加上短期債券收益率吸引，投資者應調整審慎立場，並看好優質資產。”

在保持審慎的情況下，投資者應考慮採取以下方法，以構建更具抗跌力的投資組合：

- **跨資產方面**，美國可能出現利潤衰退，意味著投資者應該繼續看好美國國庫債券。但在此環境下，投資者應該考慮將部分配置轉至較短存續期的債券，以便受惠於聯儲局改變政策立場。信貸方面，我們對高收益債券保持審慎，由於估值高昂，我們現在對美國高收益債券更加謹慎。即使在股票方面，投資者可以透過調整衍生產品投資，加強對歐洲的防禦性取態，但我們認為中國具有投資價值。另一方面，投資者應該加強對沖，考慮安全外匯（日圓）。商品方面，黃金值得留意，但投資者宜策略性套現部分利潤，以策安全。
- **金融環境收緊和經濟環境惡化意味著投資者應該看好美國存續期，同時要主動管理存續期**。我們在不同地區尋找機會，因此對英國保持略為防禦性的取態，並對核心歐洲保持審慎，但未來對歐洲的觀點可能會轉趨中性。我們對日本保持防禦性，但預料加拿大的收益率曲線可能會走斜。我們對美國和歐盟高收益債券保持審慎。若經濟惡化，可能會對現金流構成壓力，因而令高收益債券面對流動性問題。我們也留意到美國商業房地產受壓，並認為多戶式住宅比辦公室可取。投資級別債券方面，我們選擇性看好穩定和能承受利率和經濟波動的債券。
- **由於股票價格尚未完全反映美國衰退的可能性，我們對美國和歐洲保持審慎**。不過，我們看好中國，當地的經濟增長前景被上調。日圓走強令日本股票受壓。外匯方面，我們現在對美元的取態為中性至看淡。
- **我們選擇性看好墨西哥**（因為息差收益吸引，加上通脹預期趨穩）和印尼等國家的**新興市場本地貨幣債券**。硬貨幣債券方面，我們專注於高收益債券，相信其回升的潛力較高。與歐盟／美國信貸相比，新興市場企業債券的估值吸引。股票方面，我們更加看好巴西，因為總統盧拉的態度務實，但我們密切留意財政改革的風險。



整體承險意欲



微調審慎觀點，留意實體經濟的信貸環境、企業邊際利潤和經濟增長。

與上月比較變動

- **跨資產**：在維持立場的情況下調整對美國國庫債券的觀點，加強對沖，並提高對股票和美國高收益債券的防禦性。
- **新興市場債券**：留意個別國家的行業範疇。
- **外匯**：對美元更加審慎，看好日圓。

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

你對聯儲局可能暫停加息週期有何看法？

自從矽谷銀行倒閉後，美國小型和地區性銀行的放貸能力已經改變。提高盈利能力的壓力將會迫使這些銀行收緊放貸標準，並調高為客戶貸款再融資的收費。任何流動性壓力也可能觸發更多銀行倒閉，最終需要聯儲局干預救助，迫使央行減息。現在聯儲局的終端利率為5.25%，預計利率將於今年餘下時間維持不變，並在2024年首季首次減息。

投資影響

- 對美國存續期取態中性；我們認為短期內收益率曲線倒掛的幅度將會加深，但預計中期內會出現牛市走峭的情況。
- 歐元兌美元的目標匯率：2023年第四季為1.15，2024年首季為1.18。

2

石油輸出國組織及其盟友減產可能帶來甚麼不利影響？

減產的決定出乎意料之外，而且很可能是由於對全球需求的憂慮。由於油價對經濟增長和流動性狀況轉差非常敏感，因此根據過往的經驗，需求下降導致的減產對推高油價的成效較差。我們認為短期的油價上升幅度有限，但預計石油市場將會比早前預計的時間更早收緊。預計布倫特原油不會持續高於每桶100美元。

投資影響

- 12個月布倫特原油目標價格：每桶90至95美元。

3

為何股票在經濟惡化之下仍具抗跌力？

儘管近期銀行業受壓，但在央行的迅速干預下，MSCI所有國家世界指數（全球股票指數）繼續上揚。然而，由於美國陷入經濟衰退的機會增加，週期性風險仍然存在，惟市場價格並未完全反映有關情況。因此，我們認為下一步可能有利防禦性股票。

投資影響

- 支持對美國保持審慎的立場。
- 優質股成為主要投資類型，而價值股則仍然是長期的選擇。
- 我們繼續看好價值股和高息股，但投資者亦應考慮出售部分歐美價值股和高息股獲利，並繼續看好美國低波動股。



Monica DEFEND
東方匯理資產管理研究院主管

“由於美國出現經濟衰退的機會增加，週期性風險持續，但市場價格並未完全反映有關情況。”

調整審慎配置

隨著聯儲局減慢收緊貨幣政策、實體經濟的信貸成本上升和核心通脹率持續高企（特別是在歐洲），美國的經濟環境正在惡化。疲弱的美國經濟很可能會波及歐洲。因此，我們建議對高風險資產保持審慎、加強對沖，並善用美國國庫債券的安全特性。就美國國庫債券而言，**聯儲局已經接近緊縮週期的尾聲，可能會令債券收益率曲線的中段出現投資機會。**不過，投資者應該繼續分散風險，並考慮在黃金（今年的價格上升）等範疇保留部分收益。

高確定性投資觀點。估值高昂、邊際利潤下降和經濟增長放緩令我們對股票保持審慎，我們更透過調整對歐洲的觀點，進一步加強此立場。然而，在新興市場方面，由於經濟增長改善和相對估值較低，我們看好中國，但相信復甦之路不會一帆風順。

固定收益方面，鑑於經濟衰退的憂慮加劇，以及通脹放緩和其對加息構成的影響，投資者應該調整美國存續期。我們預料債券收益率曲線將會出現牛市走峭的情況，促使我們改變立場，由看好10年期美國國庫債券轉至看好2年期和5年期債券。即使在加拿大，我們亦認為收益率曲線將會走斜。歐洲方面，鑑於瑞典經濟脆弱，瑞典10年期掉期利率應該表現理想。

周邊債券方面，鑑於技術因素強勁和預計歐洲央行將會提供支持，我們略為看好10年期意大利國債和德國國債的息差。不過，考慮到日本央行將會放棄控制債券收益率曲線的觀點，我們對日本政府債券保持審慎。

我們整體上對企業信貸仍然取態審慎，但已經將目標從歐洲高收益債券換成美國高收益債券，主要因為估值偏高，以及實際利率上升可能對企業的融資

成本構成影響。此外，鑑於經濟增長的壓力，我們亦憂慮美國的違約事件增加。

外匯方面，由於美國利率上升的優勢消散，美元弱勢很可能會持續，令我們繼續看好歐元兌美元和澳元兌美元。另一方面，我們現在看好日圓兌瑞士法郎，因為日圓對全球地緣政治風險的對沖作用被低估。新興市場方面，由於息差收益吸引和國際收支平衡前景正面，我們看好墨西哥披索兌歐元，也偏好巴西雷亞爾兌美元和南非蘭特兌美元（估值吸引）。

風險及對沖。美國可能出現比預期更嚴重的經濟衰退，因此我們加強股票對沖。此外，我們略為調低對黃金的展望，但仍然認為在市場受壓和地緣政治危機的時期，黃金具有強勁的分散風險和下行保護作用。最後，我們亦密切留意石油的潛在上行趨勢，但會暫時保持中性取態。



Francesco SANDRINI

多元資產策略部主管



John O'TOOLE

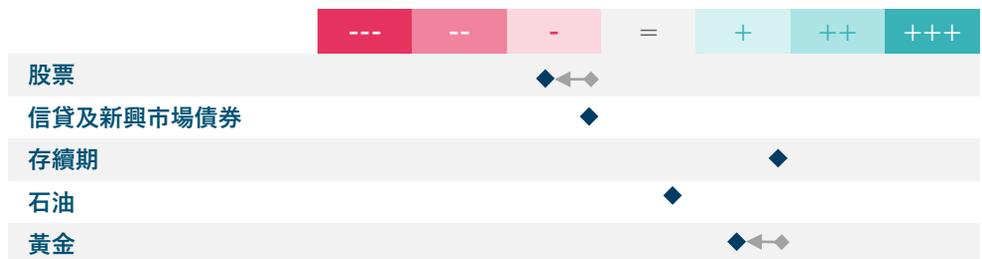
多元資產投資方案部主管

“目前的市況下，投資者應該主動管理美國存續期，我們也就此略為調整立場，並對股票變得更具防禦性。”

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



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(+ /++ /+++)

平衡流動性、質素和新興市場息差收益

整體評估：充滿考驗的經濟環境正在形成，亦即經濟增長疲弱，而各國央行繼續留意通脹。因此，投資者應繼續偏好優質債券，並審慎利用新興市場債券的息差收益，以建立具抗跌力的投資組合。

全球和歐洲固定收益：經濟增長放緩和歐洲央行對抗通脹的堅定立場，令預測市場的方向難度甚高。我們對日本保持防禦性，並對核心歐洲的存續期採取略為審慎的立場，但同時也在評估將對後者的觀點轉為中性的時機。即使在英國，我們的取態也略具防禦性。不過，我們對美國的取態中性，並認為收益率曲線走斜會帶來投資機會。我們也繼續略為看好歐洲通脹。企業信貸方面，息差波動性和現金流的不明朗性可能會增加，因此即使我們主要透過歐盟和英國的投資級別債券，繼續略為看好信貸，但亦非常嚴格選債。我們尤其偏好帶來較高回報的歐盟次級金融債券。然而，我們對高收益債券取態審慎，因此認為投資者應考慮維持高收益債券的對沖。

美國固定收益：若深入審視實體經濟，會發現許多銀行正在收緊對消費者和企業的放貸標準，可能會影響整體消費。聯儲局則維持「更高利率更長時間」的主張。以上因素令利率大幅波動，從而為主動管理存續期提供有利的時機。目前，我們仍然略為看好，但會靈活調整此立場。信貸方面，我們繼續看好優質債券，並偏好投資級別債券多於高收益債券。對於後者，我們認為如果盈利和現金流出現更嚴重的縮減，違約率才會上升。在行業層面，我們看好大型金融企業多於工業企業，並看好槓桿水平低的優質企業多於高收益債券。證券化信貸方面，個別商業房地產具有投資價值，但我們看好多戶型住宅多於辦公室/零售商業房地產。

新興市場債券：在難以判斷市場方向的環境下，新興市場固定收益出現一些有利因素，例如美國利率可能見頂、美元疲弱和新興市場增長好轉。儘管我們對存續期整體取態中性，但在硬貨幣債券方面，我們的部署能把握息差收益，並主要留意高收益債券。由於外匯具抗跌力和高息差收益，我們看好本地貨幣債券。但我們嚴格選債，偏好巴西、南非和印尼等國家，同時看好商品出口國。

外匯：在美國利率優勢減弱的情況下，我們對美元的取態為中性至略為審慎，但看好日圓和瑞士法郎。我們密切留意歐元，並偏好個別新興市場貨幣，包括墨西哥披索和巴西雷亞爾，以及印尼盾等亞洲外匯。



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部投資總監

投資級別債券和高收益債券的流動性趨勢出現分歧



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年4月20日。上圖顯示FINRA TRACE市場廣度的投資級別債券和高收益債券發行總數。數字越大，表示市場廣度越大，以及流動性越高。

“信貸息差正在忽視即將出現的經濟疲弱，但我們認為必須留意質素和流動性。”

追求強勁的盈利，而非升勢



**Kasper
ELMGREEN**
股票部主管

整體評估。 股票價格似乎並未完全反映盈利和衰退風險，我們認為這是一大錯誤。不過，在部分情況下，價格已反映邊際利潤的下行壓力，並形成高度分散和吸引的選股環境。我們的計劃是繼續保持審慎，結合優質和價值股，並在與已發展國家相關性較低的新興市場裡尋找機會。

歐洲股票。 今季和以後的企業盈利很可能會轉差，因為企業正面對週期性和結構性阻力，或會重創部分企業，而我們希望利用此輪波動物色財務穩健和能維持盈利的企業。整體而言，我們透過結合優質週期性企業及防禦性股的配置，維持槓鈴策略。在行業層面，我們看好必需品和健康護理（目前看好）行業，因為這些防禦性股票具備資本增值和理想股息潛力。不過，我們繼續看好金融業和工業，投資者應考慮善用上行走勢套現部分收益。由於高息帶來的正面影響，我們繼續看好零售銀行，並留意商業房地產行業。



**Yerlan
SYZDYKOV**
環球新興市場部主管

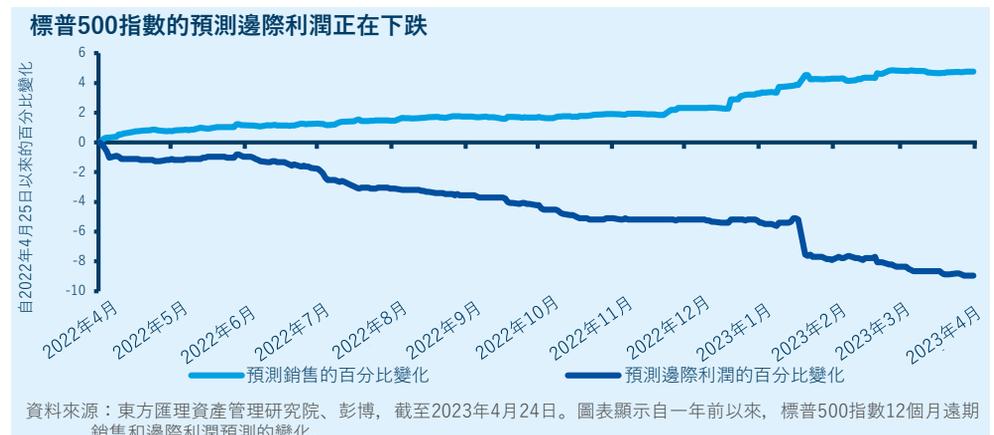
美國股票。 投資者應考慮構建不易受當前經濟影響的投資組合。例如，在金融行業，我們認為存托銀行和承擔極少資本市場風險的個別銀行或企業具備投資價值。同時，我們亦看好顧客存款基礎穩定的領先大型銀行。此外，能源股在衰退下仍可能保持穩定，因為能源行業早已下跌。不過，我們對其他週期性行業，例如工業和非必需消費品行業則保持審慎。防禦性行業內的企業估值極高，亦有其他估值較低但業務模式較弱的防禦性股。透過我們自下而上的分析，我們計劃物色估值與潛在盈利相符的企業，例如健康護理設備和服務企業。最後，價值股應會繼續領先增長股，但此走勢不會穩定發展。

新興市場股票。 中國的經濟強勁復甦很可能擴大新興市場與已發展市場的增長差距。較長遠而言，在中國以外出現更多供應鏈，將會惠及其他新興市場。不過，我們亦留意到新興市場的地緣政治緊張局勢和特殊性風險，因此倚賴自下而上的分析。例如，我們看好墨西哥，並相信巴西的財政計劃在總統盧拉的支持下將會有利，但基於估值原因，我們對馬來西亞保持審慎。在行業層面，我們看好非必需消費品和房地產行業。



**Kenneth
J. TAUBES**
美國投資管理部投資總監

“我們認為這次上升的力度不足，因為價格尚未反映盈利和邊際利潤的重大風險。”



東方匯理對各資產類別的觀點

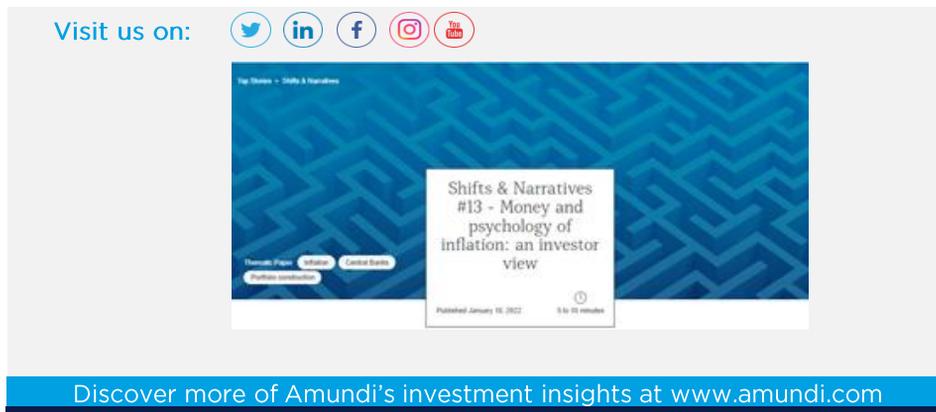
資產類別	現時觀點	1個月變動	理由
股票	美國	-/=	由於經濟增長轉差，可能影響企業盈利，我們對股票保持審慎。矽谷銀行倒閉事件或會導致當局對地區性銀行加強監管，但較大型的國家銀行和廣泛的金融體系似乎不受影響。
	美國價值股	+	多年的量化寬鬆政策令增長股比價值股出現歷來其中一個最大的週期性領先表現，但現在的利率正常化進程將會有利價值股，但升勢不會呈線性。我們專注於盈利增長，並認為在經濟增長的壓力下，投資者應同時投資於價值股與優質股。
	美國增長股	--	我們避開沒有利潤和估值過高的股票。加息的環境會打擊更依賴未來現金流的增長股。
	歐洲	-/=	由於核心通脹率高企，削弱有利的外部環境，亦導致消費環境疲弱，可能影響歐洲的盈利。我們整體上保持審慎取態，並探索估值吸引和具備價值及優質特點的範疇（例如零售銀行）。
	日本	-/=	我們密切留意可能影響日圓的貨幣政策，以評估盈利前景。全球經濟增長環境疲弱亦可能令日本市場受壓。
	中國內地	+	隨著中國的經濟增長加快，我們繼續善用經濟重啟引致的市場回升，以及更有利電商企業的環境。同時，我們密切留意地緣政治緊張局勢。
	新興市場（中國內地除外）	=	特定國家的趨勢在新興市場發揮重要作用。例如，我們看好巴西，但亦留意政府的財政改革方針。不過，馬來西亞的估值高昂。整體而言，中國重啟經濟應會有利與中國擁有穩固貿易關係的新興市場國家。
固定收益	美國國庫債券	=/+	由於我們略為降低對聯儲局最終利率的預測，宏觀經濟環境惡化令我們繼續略為看好存續期。但在央行試圖在金融穩定性和控制通脹之間取得平衡之際，我們繼續主動管理存續期。
	美國投資級別企業債券	=/+	投資級別債券發行人的邊際利潤高和財務穩健，但考慮到經濟活動下降對收入的潛在影響，以及薪酬及融資成本上升對未來盈利的影響，我們繼續嚴格選債。
	美國高收益企業債券	-	高收益債券的估值未能反映經濟衰退，但我們認為此情況過於樂觀。如果流動性轉差，企業便難以獲得資金，繼而令息差更加波動，特別是低評級的高收益債券（即CCC級債券）。
	歐洲政府債券	-/=	鑑於歐洲央行決心控制物價上升的情況，我們對核心歐洲存續期的取態略為審慎，但亦保持主動，一旦經濟增長放緩至我們預期的水平以下，便會考慮轉至中性立場。歐洲央行依賴經濟數據的方針也是我們保持靈活方針的另一原因。
	歐洲投資級別企業債券	=/+ ▲	我們密切留意收緊貨幣政策和金融環境對投資級別債券息差的影響。企業基礎因素強勁，但我們對流動性保持警惕。從全球角度而言，我們偏好歐元和英鎊投資級別債券多於美國投資級別債券，亦非常審慎地選債。
	歐洲高收益企業債券	-	由於盈利轉差和融資成本上升（特別是市場的高槓桿範疇），我們憂慮基礎因素和違約率情況可能惡化，因此保持審慎取態。
	中國政府債券	=	由於中國的經濟增長復甦和政府維持有限度的支持政策，我們保持接近中性的觀點，但仍然認為中國債券能為全球投資者提供分散風險的優勢。
	新興市場硬貨幣債券	=/+	隨著新興市場和已發展市場之間的增長溢價改善，我們專注於此範疇的個別高收益債券，相信這些債券的回升潛力較高。我們物色吸引的息差收益，但會繼續留意政治風險。
新興市場本地貨幣債券	=/+	美元偏軟有利新興市場債券：我們在墨西哥和印尼物色投資機會。通脹預期回穩有利本地貨幣債券，但地緣政治風險令我們對台灣地區保持審慎。	
其他	商品		近期石油輸出國組織及盟友減產可能令市場略為收緊，但對需求下降的憂慮可能會出現。我們的12個月布倫特原油目標價格為每桶90至95美元。黃金方面，我們認為估值高昂，但減慢加息和持續的流動性壓力可能帶來有限的支持。我們將12個月目標維持於每盎司2,050美元。
	外匯		我們認同2023年美元偏軟的趨勢，並將年底歐元兌美元的目標匯率設定為1.15。不過，我們將日圓和瑞士法郎視為於經濟衰退時的傳統避險工具。新興市場外匯方面，市場動力似乎在改善，並有利個別亞洲和拉美丁洲貨幣。



資料來源：東方匯理，截至2023年4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。

東方匯理資產管理研究院

東方匯理資產管理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。



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

策略研究部

Claudia BERTINO

投資觀點及出版部主管 –
東方匯理資產管理研究院

Laura FIOROT

投資觀點及客戶關係部主管 –
東方匯理資產管理研究院

PoI CARULLA

投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理研究院

Ujjwal DHINGRA

投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理研究院

PAULA NIALL

投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理研究院

Francesca PANELLI

投資觀點及客戶關係部 –
東方匯理資產管理研究院