

全球投資觀點

各國央行的減息之路充滿挑戰



**Vincent
MORTIER**
集團首席投資總監

在通脹回落、經濟可能放緩但歷史數據穩定的情況下，市場正在重新評估央行的政策方向。然而，通脹放緩的速度可能會受紅海的緊張局勢影響，特別是在歐洲。因此，各國央行致力在合適的時間內將利率維持在約束性水平之際，現在面對更大考驗。

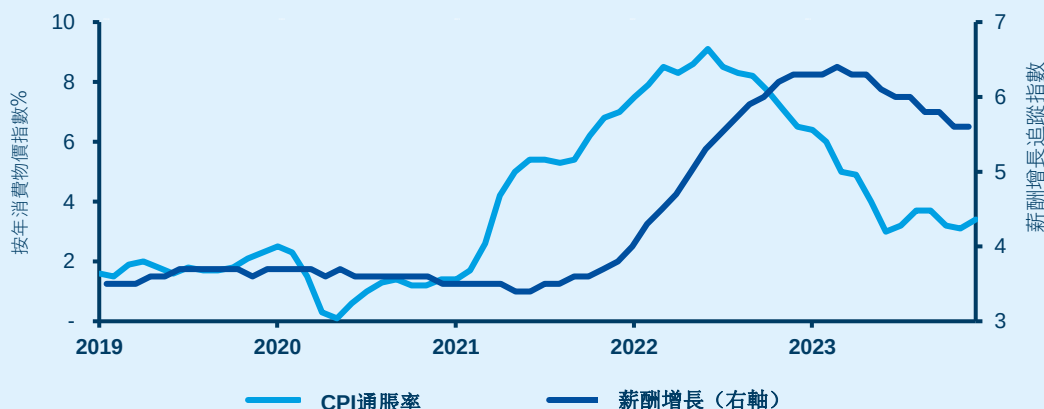
在經濟增長方面，我們預計美國的經濟增長會在年中左右開始長期放緩。在歐洲，我們降低今年的增長預測，並預計中國的通脹率將會低於市場預測，但這些變化並無影響我們對經濟活動的觀點：

- **美國勞工市場疲弱。**薪酬增長正在下降，而薪酬趨勢的大部分動力也來自政府等非週期性行業，可能會影響目前仍然強勁的消費。
- **歐元區出現衰退的可能性較小，但風險較高。**政府支出疲弱和財政限制（德國、法國）可能會打擊經濟，但個人消費和薪酬增長有利區內發展，薪酬增長對歐洲央行的決策亦十分重要。
- **中國經濟增長放緩，並面臨通脹回落風險。**由於政府嘗試實施去槓桿化政策，採取大規模財政刺激措施的機會不大。考慮到房地產和消費壓力等基本問題，提振市場情緒的零散舉措效果難以持久。
- **地緣政治／政治局勢更加重要。**全球約一半人口將會在今年投票選出領導人。當選領導人或國內言論可能對美國、中國、歐盟和新興市場之間的關係產生影響。



**Matteo
GERMANO**
集團首席副投資總監

聯儲局的任務艱巨，但薪酬增長下降顯示通脹可能持續回落



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年1月25日。上圖右軸為美國亞特蘭大聯儲薪酬增長追蹤指數。

“經濟環境似乎比預期更具抗跌力，但部分範疇的估值過高。在目前的週期階段，投資者必須採取放眼全球的基本投資方針。”

我們仍然關注以下範疇：

- **跨資產：**我們留意到美國經濟放緩，但尚有盈利。盈利可能會持續疲弱，因此我們整體上保持警惕。儘管我們對已發展市場股票採取防禦性立場，但略為看好日本股票。即使我們仍然看好新興市場，但現在主要集中於亞洲。由於通脹回落，我們也略為看好美國和歐洲的存續期，但認為必需主動管理存續期，特別是在歐洲。我們亦認為區內的投資級別信貸吸引。在外匯方面，由於美元估值已反映過度減息的預期，我們降低美元兌日圓匯價的謹慎取態，但日圓仍然是抵禦全球經濟增長風險的良好對沖工具，而石油則是降低地緣政治風險的對沖選擇。
- **固定收益方面，**我們略為看好美國存續期，並對歐洲和日本略為審慎。但鑑於市場對央行減息的評估不斷改變，我們保持靈活性。在信貸方面，我們略為看好優質的歐盟投資級別債券（如BBB級的銀行業債券），並認為投資者應該考慮一級市場的投資機會。另外，考慮到違約風險和估值高昂，我們認為美國投資級別債券比高收益債券可取。此外，美國證券化市場（例如機構按揭抵押證券）具有長期投資價值，但整體而言，我們密切留意流動性風險和利率波動性。
- **儘管美國整體市場和增長股似乎估值過高，但部分範疇（即美國價值股）的企業和盈利增長前景吸引。**日本目前也出現經濟持續復甦的跡象，並有可能擺脫通縮，應該會成為利好因素。而在估值比美國相對理想的歐洲，我們保持平衡取態，並看好優質的週期性企業及防禦股。
- **新興市場資產，特別是佔全球人口一半以上的亞洲，為固定收益和股票營造有利的環境。**不過，我們正密切留意通脹，並認為新興市場各國的情況不盡相同。拉丁美洲國家（巴西、墨西哥和哥倫比亞）和亞洲國家（印度和印尼）也各具特點。在債券方面，我們看好硬貨幣債券及本地貨幣債券，但偏好高收益債券多於投資級別債券。我們亦對中美兩國之間和中東地區的地緣政治風險保持警惕，因而對海灣合作委員會地區取態謹慎。

整體承險意欲



我們認同疲弱的經濟環境略為好轉，顯示投資者必須留意市場的優質範疇。但在市況不明朗的情況下，我們仍然繼續看好政府債券。

與上月比較變動

- **股票：**略為看好日本；更加看好中國除外的新興市場。
- **固定收益：**鑑於估值和基礎因素吸引，略為看好歐盟投資級別債券。
- **外匯：**降低對美元短期的審慎取態，觀點接近中性。

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. 近期中國的通脹數據疲弱，你認為該國的通脹和經濟增長前景如何？

我們認為中國不會出現全面通縮，但將2024年和2025年的預測通脹率分別下調至 0.2%和0.4%。中國的消費受壓，因為目前房價下降，而本地家庭的大部分資產均為房地產，他們會受到薪酬壓力和財富效應減弱所影響。另一方面，我們認為中國會更快過渡至較低但更持續的長期增長。雖然並非我們的基本預測情況，但如果中央政府透過社會保障支出或資助和基建等形式推出大規模經濟刺激措施，便可能會影響我們對經濟增長疲弱的預測。

投資影響：

- 對中國政府債券和信貸取態中性

2. 你的資產配置立場有何改變？

從跨資產的角度而言，我們整體上保持警惕，但考慮到美國經濟衰退的程度比早前預期輕微，我們降低了對環球股票的防禦性立場。在盈利方面，我們認為今年不會出現利潤衰退，但盈利增長仍然稍微乏力。由於估值偏高，股票難以大幅急升。

投資影響：

- 股票：對環球股票略為審慎；看好美國和歐洲的優質股和股息股；看好日本
- 信貸：看好投資級別債券，看淡高收益債券

3. 你預計今年歐洲的經濟環境將會如何變化？

我們調低歐元區今年（0.3%）和2025年（1.0%）的經濟增長預測，但預計區內不會出現經濟衰退，因為今年勞工市場緊張，家庭實際收入可能會改善。另一方面，工業生產疲弱、政府撤回全國財政支持措施，以及區內國家迅速採取緊縮貨幣政策，亦可能打擊需求。

投資影響：

- 對核心歐洲存續期略為審慎，對周邊國家債券保持中性
- 歐元兌美元匯率：2024年第二季約為1.09，但歐元在第一季可能會略為走強。

“美國消費者繼續消費(即使是透過過度舉債的方式，略為支持高風險資產回升，但估值高昂和經濟不確定性，令我們保持警惕。”



Monica DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

在亞洲尋找投資機會

我們認同經濟環境頗具支持性，因為美國經濟放緩的速度比早前預期溫和，應能防止盈利大幅下挫，而且我們認為2024年不會出現利潤衰退。不過，我們並不認同市場的盈利預測，相信市場對美國和歐洲的預測過於樂觀。因此，我們對已發展市場股票保持警惕，並認為部分國家（例如亞洲國家）的經濟環境更佳。另一方面，我們繼續看好政府債券，並認為投資者應該繼續透過商品分散投資。

高確定性投資觀點：儘管我們對美國和歐洲股票取態審慎，但略為看好日本股票。日本服務業持續復甦，加上企業改革和薪酬談判，將會支持日本經濟擺脫通縮。在新興市場，在墨西哥股票回升後，由於個別國家的因素，我們亦透過印尼及南韓（半導體週期）調整對亞洲的觀點，並繼續看好印度。

美國和歐洲的通脹放緩情況符合我們的預期，因此我們繼續看好美國和歐洲存續期，但也認為鑑於美國大選可能會影響審慎運用財政的原則，因此必須對兩個地區保持靈活性。我們仍然認為美國和加拿大的收益率曲線將會走斜，並繼續看好歐盟周邊國家的意大利國債。然而在日本，由於日本國債可能會受到略為正面的日本經濟前景影響，我們看淡日本國債，並藉此分散整體的存續期立場。

由於有跡象顯示已發展市場央行將會改變立場，導致美國利率下降，新興市場債券繼續展現強勁的潛力。新興市場增長強勁亦成為有利因素，但我們對地緣政治風險和制裁保持警惕。

信貸方面，我們看好優質和相對估值吸引的歐洲高評級信貸，相信應能受惠於貨幣寬鬆政策。不過，

我們看淡估值偏高的美國高收益債券。

外匯方面，聯儲局政策是影響美元走勢的關鍵，我們認為一旦聯儲局真正開始減息，美元將會受壓。然而，鑑於市場價格已經反映過度和過早減息的預期，短期內美元可能走強，因此我們看好日圓兌美元的程度下降。鑑於全球經濟增長面臨的風險，日圓仍然是理想的對沖工具。在新興市場，我們預計不會出現大幅升值，但仍然相對看好拉丁美洲。

風險及對沖：中東地區的地緣政治局勢緊張，加上近期有關紅海的消息，顯示投資者需要透過石油對沖風險。油價落後於其他週期性商品近期的升勢，因此尚有進一步上升的空間。



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

“我們的風險配置接近中性，但認為現在是時候留意與全球經濟增長疲弱觀點不符的地區／範疇。”

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	已發展市場				◆			
	新興市場							
存續期	已發展市場						◆	
	新興市場					◆		
石油	已發展市場							
	新興市場							
黃金	已發展市場							
	新興市場				◆			

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。

善用優質債券應對減息和經濟放緩

整體評估：美國經濟迄今的強勁表現令我們確信聯儲局不會在5月底前開始降低政策利率，而歐洲央行也會對通脹放緩保持警惕。未來經濟增長乏力的預期意味著投資者更加重視優質信貸和估值，例如在歐洲。

全球和歐洲固定收益：由於前瞻性指標疲弱，投資者仍然憂慮歐洲的經濟增長，但在通脹方面，由於亞洲至歐洲的海運（貨物）成本上升，中東地區帶來風險。我們正密切留意以上風險和持續的時間，並對存續期保持略為防禦性的策略取態，但亦會靈活調整立場。企業信貸帶來投資機會，但高收益債券的風險／回報比率並不理想，令我們對此範疇，特別是B-級和CC級等低評級範疇保持防禦性。然而，從歷史角度而言，投資級別債券的估值尚可，我們看好優質和回報理想的BBB級債券。我們亦看好在中期內到期的債券和銀行業。此外，投資者可以考慮與1月一樣，在一級市場尋找吸引的優質債券。

美國固定收益：我們維持對聯儲局減息的觀點，但要視乎通脹回落和經濟活動放緩的情況。因此，我們仍然略為看好，並認為投資者必須在大選年主動管理投資，以應對任何潛在的財政刺激措施（並非我們的主要預測情況）。重要的是，如果經濟保持強勁，利率可能不會大幅下降。同時，我們留意機構按揭抵押證券，因為此資產類別能提供額外收入，而且與歷史水平比較，估值亦較合理。我們認為具有投資價值的另一個範疇為投資級別債券，我們看好金融類債券多於非金融類債券，但認為投資者需要審慎選擇發行人。新債發行亦帶來投資機會，但前提是回報足以抵銷承擔的流動性和信貸風險。不過，我們密切留意高收益債券的利率波動性，並評估週期性行業在經濟放緩時可能受到的影響。

新興市場債券：我們仍然看好新興市場債券，但中東地區和烏克蘭的地緣政治風險、美國令人意外的通脹趨勢和特殊性風險，可能會帶來意料之外的影響。例如，我們認為中國的財政刺激措施長遠而言不太可能改變市場局面，而土耳其的非傳統貨幣政策也難以維持。我們看好新興市場硬貨幣債券和企業債券，但考慮到估值較佳，我們看好高收益債券多於投資級別債券。在本地貨幣債券方面，我們看好拉丁美洲，並審慎挑選亞洲債券。

外匯：面對地緣政治風險和市場波動，美元可能會在短期內走強，因此我們略為看好美元。在新興市場，我們看好拉丁美洲國家外匯和印度盧比，但對墨西哥披索保持警惕，因為即將舉行的墨西哥選舉可能會引發市場波動。



**Amaury
D'ORSAY**
固定收益部主管

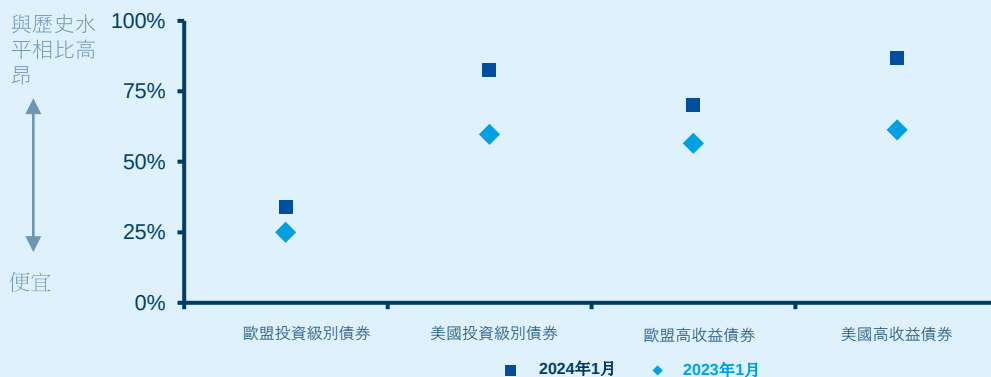


**Yerlan
SYZDYKOV**
環球新興市場部主管



**Marco
PIRODINI**
美國投資管理部
首席投資總監

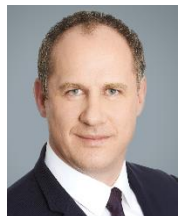
歐洲投資級信貸吸引



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2024年1月25日。從1998年1月31日起每月數據的估值歷史百分位數。

“經濟放緩和降低政策利率可能在信貸市場帶來吸引的入市時機，特別是在歐洲。”

優先考慮基礎因素和定價能力



Andreas WOSOL
股票部主管-價值股



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

整體評估：市場正在猜測減息的時間和經濟活動的抗跌能力。我們認為歐洲的增長將會乏力，而美國經濟活動將會輕微收縮，影響盈利。雖然我們認為不會出現盈利衰退，但市場預期頗高。因此，我們優先考慮基礎因素，並在日本和美國價值股範疇物色實力雄厚的企業。在新興市場，印度和印尼等個別亞洲國家和拉丁美洲的前景樂觀。

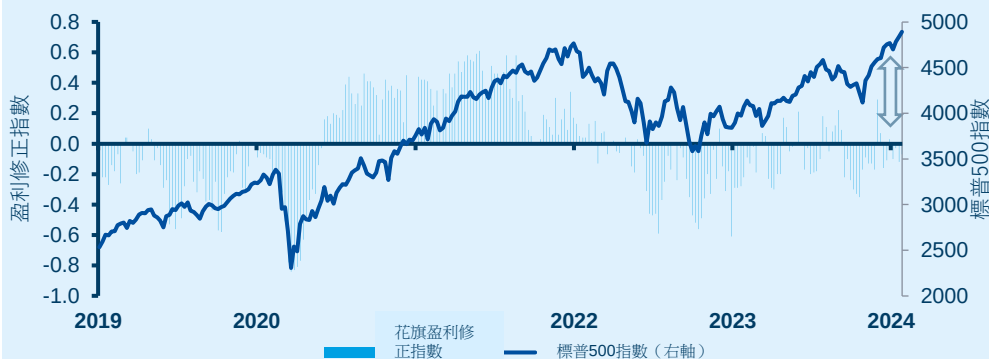
歐洲股票：股市升勢很可能受經濟活動的發展和歐洲央行的言論影響。此外，本盈利季度可能帶來投資機會，特別是消費品行業。鑑於宏觀經濟的不確定性和地緣政治風險，我們預料企業不會作出強勁的指引。整體而言，我們透過優質週期股和防禦股維持平衡立場，並看好定價能力強、品牌出色和現金充裕的優質企業。在防禦股方面，我們略為看好健康護理行業，但在運輸行業出現顯著的價格波動後，我們略為降低對工業的立場。然而，我們仍然對工業和銀行業（股息和盈利增長）最有信心。相反，由於憂慮體育用品等範疇的定價能力下降，我們一直對非必需消費品行業持審慎態度。

美國股票：與歷史情況相比，市場出現明顯的異常，增長股和價值股之間的估值差異極大，而且異常地集中於最大型的股票。這些異常情況通常會在長期內回復正常，不利高估值及大型股。此外，我們留意到消費品和工業企業有放緩跡象，其中低端消費者尤其脆弱，因為他們大多已在疫情期間耗盡額外的儲蓄，現在債務不斷增加。在此環境下，我們維持週期末段的立場，預期經濟將會繼續偏軟。我們看好金融股，但偏好資本充足、商用房地產風險較低的業務模式。健康護理行業是另一個提供估值合理的投資機會和不依賴經濟的行業。整體而言，我們專注於具有可持續業務模式、優質和估值理想的企業。

新興市場股票：在新興市場整體環境理想的情況下，我們更加看好新興市場（中國除外）。中國增加經濟刺激措施有利短期前景，但不太可能改變經濟增長走勢或解決當地房地產行業的問題。我們主要看好巴西、墨西哥、印度和阿聯酋。在行業方面，我們看好印度和印尼的房地產和金融行業，因為有關行業具有結構性趨勢和吸引的估值。然而，我們對馬來西亞、沙地阿拉伯採取防禦立場，看好中國非必需消費品行業的程度亦下降。

“投資者不應忽視估值和盈利之間的分歧，特別是當可以接受的表現落後幅度很小的時候。”

即使盈利預測下調，美國股票仍創新高



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，2024年1月26日。美國花旗盈利修正指數(左軸)。



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	-/=		由於市場忽略過高的估值，而盈利預期亦過於樂觀，因此並無充分的理由支持升勢。我們保持平衡。
	美國價值股	+		我們認為價值股為長期的趨勢，若（短期）經濟實現軟著陸，價值股應會帶來回報。因此我們將其與優質屬性（即知識產權和穩定的邊際利潤）結合。
	美國增長股	--		包括大型股及科技股在內的部分市場範疇估值過高，若市場出現流動性恐慌，將受到更大影響。
	歐洲	-/=		市場已反映利率方面的利好消息已被定價，但估值相對較佳。我們維持槓鈴投資風格，並看好消費、銀行和工業企業的穩健性。
	日本	=/+	▲	日本國內服務業正在復蘇，企業改革和工資談判也在推進，有助於解決通縮問題。
	中國	=		最新的通脹數據令我們對通縮風險和消費保持警惕，但我們仍然認為中國正在轉型至較低但持續增長的模式。
	新興市場 （中國除外）	+	▲	中國以外的新興市場增長可能受個別國家的因素帶動而保持強勁，特別是亞洲（印度、印尼消費強勁）和拉丁美洲經濟體。
固定收益	美國國債	=/+		在經濟放緩的環境下，無風險收益率吸引，因此我們略為看好美國國債，但考慮到市場關注央行的政策，我們繼續保持積極及策略性。
	美國投資級別企業債券	=/+		由於企業的再融資需求較低，收益率上升帶來的溢出效應仍然有限。我們謹慎選債，並偏好金融類債券多於非金融類債券。
	美國高收益企業債券	-		由於CCC級等低評級債券的違約情況欠佳，我們保持謹慎，而且質素差距更加明顯。
	歐洲政府債券	-/=		歐洲央行的限制性政策正在引致通脹回落，但央行對通脹減緩的速度、薪酬談判和源自中東的供應鏈風險保持謹慎。
	歐洲投資級別企業債券	+	▲	由於基礎因素穩健、相對估值吸引和一級市場強勁（收益率吸引），我們保持樂觀。我們重點關注銀行業、BBB級債券和中期債券。
	歐洲高收益企業債券	-/=		儘管我們認為加息對企業的影響有限，但緊縮的環境對前景造成壓力。我們對消費品和科技行業取態謹慎，但選擇性偏好銀行業。
	中國政府債券	=		中國債券的前景好壞參半，因為我們對通脹的預測較低，而且債券為投資者帶來分散風險的好處。我們對去槓桿化計劃保持警惕。
	新興市場硬貨幣債券	=/+		美國減息應該有利硬貨幣債券，但鑑於投資級別債券的估值吸引，我們認為高收益債券的投資價值高於投資級別債券。我們看好財政穩健的企業／國家。
	新興市場本地貨幣債券	=/+		在出現通脹回落趨勢和預期聯儲局即將開始減息的情況下，我們繼續看好拉丁美洲，並看好個別亞洲、歐洲、中東和非洲地區市場。
其他	商品			預計石油需求將會保持穩定，加上上半年供應略為不足，令今季的布蘭特原油價格預測稍微上升至每桶 85 美元。不過，若拜登在選舉年增加美國的石油供應，便會為此預測帶來風險。
	外匯			由於市場價格反映聯儲局過於進取地減息的預期，我們認為美元策略性走強。一旦全球經濟增長形勢更加明朗和聯儲局開始放寬貨幣政策，我們認為美元可能偏軟。



資料來源：東方匯理，截至2024年1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。

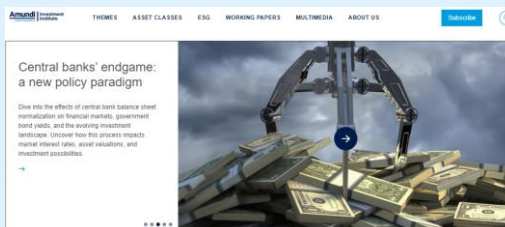
東方匯理資產管理投資研究院旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

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