

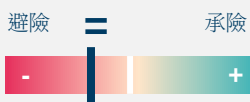


Pascal BLANQUÉ,
集團投資總監



Vincent MORTIER,
集團副投資總監

整體承險意欲



防禦性風險配置。市場期望更利好的央行政策推行，若果未能實現，市場波動性將會加劇。

對比上月的變動

- 短期策略上減少了股票短倉，專注於質素和估值
- 美國債券方面，較為看好投資級別信貸
- 在歐元信貸領域，較為看好金融債券

整體承險意欲是全球投資委員會最新整體風險評估的質化觀點。

在高度不確定的市場環境中保持靈活

過去數週，市場升跌的原因是地緣政治方面的利好消息（美中貿易談判、義大利政局和英國「無協議」退歐的風險下降）及經濟數據不太理想的消息（德國經濟衰退、美國製造業和中國經濟放緩），推動股票反彈及核心債券收益率上升。新的觀望階段可能已經開始，在此期間，市場將重新評估有關衰退的憂慮以及貿易戰問題對企業資產負債表的壓力。去年，市場的主要驅動力是通脹預期和利率。**現時，導致市場波動的主要因素是對衰退和（貨幣及財政）政策行動的預期。在這兩方面，我們認為市場期望過高。**在核心情景中，我們認為未來 12 個月不會出現經濟衰退，因為（儘管製造業疲軟）國內消費仍然強勁。然而，企業收入仍可能受到影響，這對股票來說是個脆弱的市場環境。

此外，我們認為，**市場對政策措施的預期過於樂觀。**歐洲央行實施寬鬆措施，似乎超出了投資者的預期。但明顯地，貨幣政策必須伴隨財政措施（僅僅依靠財政措施不足以抵消低增長和低通脹）。關於財政刺激，我們預期歐盟財政規則會作出一些微調，但不會有實質性變化。當對政策行動抱有高期望時，投資者失望的風險也很高，這導致大多數市場出現波動。話雖如此，未來尚有另外兩種可能情景。當中較消極的情景是，由於貿易戰持續，經濟放緩比預期更為顯著，這可能會影響資本支出，甚至導致員工被解僱，尤其是在勞動法靈活的美國（但短期內企業不願裁員，因為撤換員工的成本高昂），進而影響「強勁」的消費。對衰退風險的恐懼也可能導致衰退，這可能會直接對風險資產不利。還有第三種可能性——央行實施積極的貨幣政策，同時政府也採取財政措施，這將進一步支持風險資產。這些情景當中，我們認為第一和第二種情景（經濟環境脆弱、市場多個領域估值高企及投資者失望的風險）目前最有可能出現，投資者應該保持審慎和靈活。

我們列出四個確信的投資觀點：(1)由於經濟增長可能仍然疲弱，利率將維持在低位，投資者繼續追求收益率。(2)隨著全球化的程度下降，貿易和政治仍將是焦點。因此，新興市場和已發展市場各國國內消費和相關服務的重要性將會增加。(3)股票方面，關注將會回到基本面和收入。(4)流動性對投資者仍然至關重要，他們應該意識到必須考慮風險、回報和流動性之間的平衡。總括而言，我們希望傳達給投資者的主要訊息是，在這種高度不確定的環境下，努力保有本金，並在波動中靈活尋找機會。展望未來，投資者須評估不同情景的發生機率。如今，市場對政策措施期望過高的情景最有可能出現。人們過度擔心經濟衰退，貨幣措施的邊際效用也在下降。此外，我們認為政治和經濟方面存在限制，這將阻止歐洲/德國財政大逆轉。

短期過後，當前的爭論將推動有利增長的政策與「不惜一切代價」的措施。這意味著我們或可看到政府更加努力地收窄財政和貨幣政策空間之間的差距。貨幣政策「政治化」和預算「貨幣化」可能會因不同國家和機構而出現不同的框架。這可能會在經濟衰退或採取避免衰退預防措施的情況下左右市場環境。投資者不得不評估預期最終可能發生的變化（包括通脹）會造成何種短期影響（不同資產類別的收益率下降至更低水平）。

宏觀和策略



Philippe ITHURBIDE,
全球研究部主管



Monica DEFEND,
策略部主管兼
研究部副主任



Didier BOROWSKI,
宏觀經濟研究部主管

關注企業基本面，而非 GDP

在全球製造業活動疲軟的環境下，近期增長似乎仍將疲弱，這可見於企業活動下跌，正如最近的中期業績報告所示。好消息是，消費者方面仍保持韌性。

在此環境下，為了評估未來的經濟和市場走向，本研究團隊討論最多的四個主題是：

貿易戰：儘管中美兩國在貿易協議方面取得一些進展，但在 9 月會談之前，貿易前景仍充滿挑戰，這是關鍵的風險因素。

各國央行：市場繼續向央行施壓，要求它們提供更多流動性以抑制金融波動，並對財政政策設有非常高的預期，務求在結構上支持經濟週期。歐洲央行推行了積極的寬鬆措施來支持通脹預期，而美國聯儲局則逐步制定利率策略。主導市場走向的是（地緣）政治，而非經濟因素，這在我們看來是個合理方法。

金融狀況：央行的行動最終將影響外匯，改變金融狀況。這是需要監察的關鍵因素，因為其影響企業的盈利週期。利率和貨幣（國際銷售中所謂的「折算效應」）影響企業利潤。目前，金融狀況是利潤衰退的主要風險來源（根據分析，我們認為這一風險事件出現的概率為 30%）。（由關稅糾紛導致的）全球貿易惡化影響製造及批發行業。由於批發及製造業佔總銷售額三分之二，我們可能正步向一個轉捩點。若果不確定性持續，將進一步使商業投資（環球資本支出週期已然停止）降溫，最終阻礙創造及維持就業職位，這樣，蔓延至消費者的影響將會很快顯現。從正面的角度看，國內零售數據良好，這是個好消息，因為它們主要由國內消費者帶動，並能抵禦外部衝擊。

中國經濟增長：剛剛公佈的中國經濟數據符合我們的觀點，即 2019 年下半年 GDP 按年增長率為 6%，2020 年按年增長率低於 6%(5.8%)。然而，情況並沒有看起來那樣悲觀：房地產行業、汽車以外零售及基建投資即使沒有出現溫和增長（由發行特別債券支持），但在低迷中仍保持韌性。我們確實預期當局將加大刺激力度，以應對經濟放緩。更多的刺激措施必須為放寬貨幣政策、提前發行地方政府特別債券、支持汽車行業（放寬或取消購買限制）以及預算基金。在貿易方面向美國作出更多讓步，將有助減輕外部短期壓力，致力避免新關稅或提高現有關稅稅率（分別於 10 月 15 日和 12 月生效）。這一最新目標具有挑戰性，但下一輪貿易談判或有機會讓情況暫時緩和。

策略師的觀點 — 聚焦政治和貨幣

- 1) 政治主導著英國和義大利的投資環境：**在英國議會休會消息傳出後，英鎊兌美元匯率跌破英國退歐公投後的水準，達到 1.2033，其後國會議員通過的一項法案為匯率帶來支持，該法案將迫使約翰遜要求歐盟推遲英國退歐，以防無法達成協議。英國十年期政府債券收益率也觸及 0.40% 的歷史低位。然而，即使在延期之後英國退歐結果仍然存在很大的不確定性。因此，政府債券收益率和英鎊仍將面臨壓力。此外，義大利和德國政府債券之間的息差大幅跌至 150 個基點以下，原因是義大利政府出現了新的多數派，歐洲懷疑論勢力被邊緣化。這一政治發展，加上歐洲央行對量化寬鬆期限的「狀態依存性」前瞻性指引，以及投資者持續追求收益率，均支持我們看好義大利政府債券。
- 2) 高度波動的外匯市場：**今年 9 月以來，儘管貿易加權美元匯率回落，但貿易談判的進展、中國財政支出和存款準備金率下調應能防止風險情緒進一步惡化。由於環球經濟增長難以反彈，歐元兌美元匯率在 8 月份跌破 1.10 水準。至今為止，過去數月美國的低息差、便宜的估值和低倉位一直難以推高美元匯率。若果貿易和環球經濟指標不穩，對美元的樂觀情緒或會消失。

“在增長前景不明朗時期，只看 GDP 數據可能會造成誤導。GDP 數據疲軟並不代表利潤衰退。”

多元資產



Matteo GERMANO

多元資產部主管

“

在這經濟放緩的不明朗時期，保持靈活十分重要。投資者應該考慮將股票投資調整至較低權重。

”

保持審慎，但調高策略上的證券評級

考慮到過期後段的環境、央行極之溫和的取態以及貿易風險，我們在風險配置方面採取了具防禦性的靈活立場。我們在夏季前主張看好美國國庫券存續期以降低投資組合風險，這讓我們取得了理想的回報。我們對股票保持審慎，儘管有調高策略上的評級，但對信貸（主要是歐元投資級別信貸）保持樂觀。明顯的偏向可能會帶來過高風險，我們認為關注相對價值機會更為合適。

高確信度投資概念

我們堅持兩個主要投資觀點，是經濟依然疲軟（但環球並無出現衰退），以及央行的溫和態度。首先，我們整體上維持審慎的風險配置，因為估值並不便宜，不確定性依然存在。其次，我們認為投資者在看到市場機遇並調整風險投資時應該保持靈活。考慮到收入增長的壓力，即使沒有衰退，我們對股票仍維持選擇性及審慎的看法。投資者也應該繼續考慮對沖策略。然而，由於預期可能出現反彈，我們在短期策略上靈活評估並改善對股票（尤其是美國股票）的看法。為保持靈活的股票風險配置，投資者可以採取期權策略。信貸方面，相比美國投資級別信貸，我們較看好歐元投資級別信貸，從基本面看，美國信貸的槓桿及價格似乎過高。固定收益方面，相對德國五年期政府債券，我們仍然較看好美國五年期國庫券，我們認為，德國五年期債券的價格已經反映了進一步的減息預期，德國政府債券收益率進一步下跌的空間有限。十年期美國國庫券的收益率最近回升至 1.80% 以上，因此我們對美國國庫券更為樂觀。意大利政府債券方面，我們的偏好從十年期轉為三十年期，因為新政府成立後大部分正面的新聞消息已反映在前者的定價之上。然而，這將增加存續期風險，因此我們認為投資者應考慮對沖部分新增風險。新興市場債券方面，我們認為利差交易吸引、美國利率低企、通脹溫和、聯儲局取態溫和，加上新興市場央行均支持利差投資（但需對沖存續期風險）。我們對已發展市場硬通貨債券維持正面看法，然而我們認為，由於最近美元強勁反彈，歐元投資者應該考慮部分對沖美元風險。貨幣方面，相對於南非蘭特和韓圓，我們仍然傾向於高利差的新興市場貨幣，而在已發展市場方面，相對於歐元，（由於挪威強勁的經濟前景）我們較看好挪威克朗。

風險和對沖

雖然地緣政治事件（中美貿易爭議、英國退歐）很難預測，但我們必須對其進行評估，以便管理風險和尋求機會。我們建議投資者保持靈活及風險意識，因為我們正處於一個欠缺市場方向的時期。若果各國央行令人失望，流動性風險問題也會重新顯現。為了應對這些風險，投資者應該採取多元化的投資組合。其次，投資者應該（使用黃金、日圓和美國國庫券）主動對沖風險，以避免在動盪時期被迫拋售。第三，對投資組合進行「壓力測試」，這可讓投資者評估市場波動的潛在不利影響。最後，在波動加劇的情況下，現金或高流動性政府債券（美國存續期）可以作為流動性緩衝。

東方匯理對各資產類別的確信度

	1 個月變動	---	--	-	0	+	++	+++
股票	↗			■				
信貸							■	
存續期						■		
石油					■			
黃金						■		
歐元現金				■				
美元現金						■		

上表顯示三至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（+/++/+++）。有關評估可予更改。

固定收益



**Eric
BRARD**

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

債券選擇及流動性仍是焦點

最近數週，貿易戰加劇、英國退歐未能達成協議以及意大利政治危機捲土重來的風險減退。在市場上行的風險背景下，各國央行正走上舞台的中心。儘管歐洲央行推出了全面的貨幣寬鬆政策，包括減息 10 個基點和資產購買計劃，以及銀行超額準備金存款利率採取「分級制」，但市場仍預期央行將實施大規模的貨幣寬鬆政策，這可能不切實際。**總括而言，投資者需要採取靈活管理存續期的方式，並主動管理信貸，重點是債券選擇和流動性管理。**

已發展市場債券

在環球固定收益領域，我們對存續期保持中立，但投資者應該繼續在收益率曲線及國家配置上尋找機會，比如美國/德國的長/短倉策略。在主權國家中，我們對主要的歐洲週邊國家（西班牙和意大利，我們認為投資者應該考慮先行獲取部分利潤）維持樂觀，支持因素包括歐洲央行放寬貨幣政策以及意大利的新政黨聯盟願意與歐盟委員會就 2020 年預算案達成協議。通脹方面，在歐洲央行最近放寬政策後，歐元的盈虧平衡通脹率*有所回升，我們認為有可能進一步上升。我們對美國盈虧平衡通脹率持正面看法。信貸方面，**我們看好歐元投資級別信貸，在金融領域，我們尤其看好次級金融債券及高評級金融債券（歐洲）。**歐元信貸投資者也可以在一級市場尋找機會。歐洲央行近期的舉措有利於投資級別信貸。從美國投資者的角度來看，受避險情緒和全球追求收益率所推動，十年期美國國庫券收益率下跌至 1.50% 以下，其後回升，但我們仍看好會進一步反彈。在我們看來，投資者對聯儲局大幅減息的預期過高。因此，我們認為，當市場預期變得極端時，投資者應該在短期策略上主動調整存續期投資。考慮到美國國庫券長期收益率大幅波動，我們預期美國國庫券曲線將會變得陡峭。

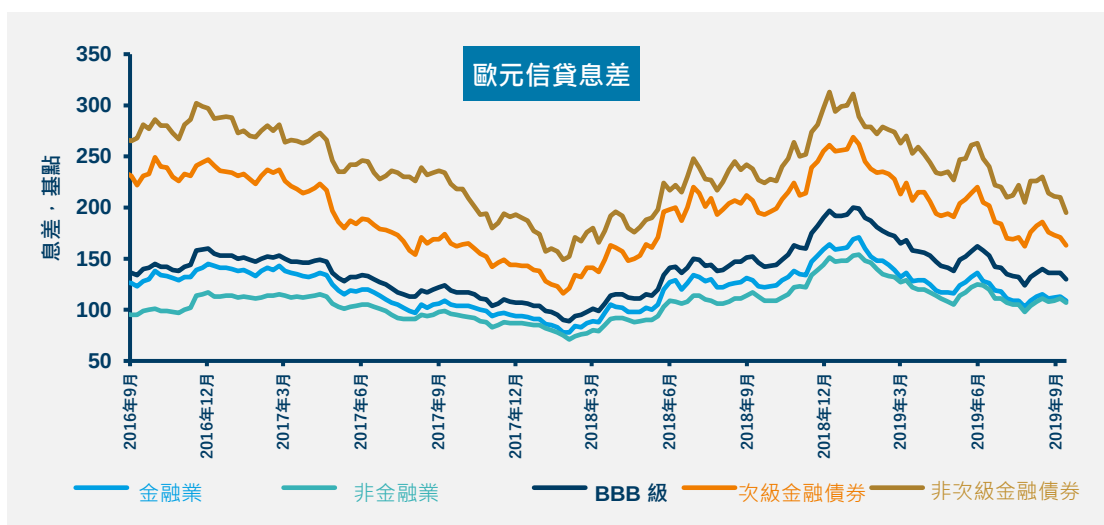
美國信貸方面，我們看好優質的套息交易和低風險資產。預期消費和服務行業表現理想，相對企業信貸，我們較看好證券化信貸。資產抵押證券、商業抵押證券(CMBS)、按揭抵押證券(RMBS)和以前發行的機構按揭抵押證券似乎很具吸引力。美國投資級別債券市場依然強勁。最近的大規模企業債券發行，不論是高收益還是投資級別債券，以迎合上升的環球需求，這顯示美國資產仍然很具吸引力。

新興市場債券

我們認為投資者應該更加審慎，透過降低存續期和提高現金水平來應對潛在的流動性縮減。我們最確信的投資觀點仍然是巴西、埃及、印尼、塞爾維亞和烏克蘭（由於前景改善和高收益率），但我們對中國（增長放緩）持審慎態度。信貸方面，我們一直選擇性地尋找投資級別和高收益債券的投資機會。

外匯

我們仍然看好美元和日圓，前者提供高度流動性、安全性和理想的收益率，後者則主要是避險的防禦性貨幣。我們對英鎊（英國退歐）持悲觀看法。由於環球經濟放緩和貿易摩擦，人民幣和韓圓的前景也很疲弱。



資料來源：彭博及東方匯理，截至 2019 年 9 月 13 日

“在各國央行的支持下，投資級別信貸繼續存在機會，但維持選擇性和流動性管理更為重要。

”

股票

在優質/價值型股票中尋找機會

整體評估

環球經濟增長或會放緩，但我們認為，由於美國、歐洲和新興市場強勁的國內消費（服務業）以及環球央行溫和的政策，衰退不太可能會發生。雖然 8 月標準普爾 500 指數下跌，但現時市場又回到了夏季前的高位。展望未來，收入預期將決定市場是向上還是向下突破。然而，**收入不斷下調，具選擇性仍然是識別資產負債表可持續的企業的關鍵。**

已發展市場股票

在歐洲，企業基本面依然穩健，雖然長期收入的不確定性已然惡化。在某些領域，估值似乎是合理且吸引人的，我們認為波動加劇和市場混亂（增長/價值、週期性/防禦性）或可提供投資機會。**在行業層面，工業和非必需消費品行業的優質/價值型股票出現錯誤定價。**我們選擇性地對健康護理和電訊行業持正面看法，其為股票投資組合提供了合理的安全性。由於估值較高，我們對公用事業和必需消費品等行業持消極看法，這些行業通常被視為「與債券相似」的股票。**我們在英國當地行業看到了一些機會，應該根據具體情況進行評估。**

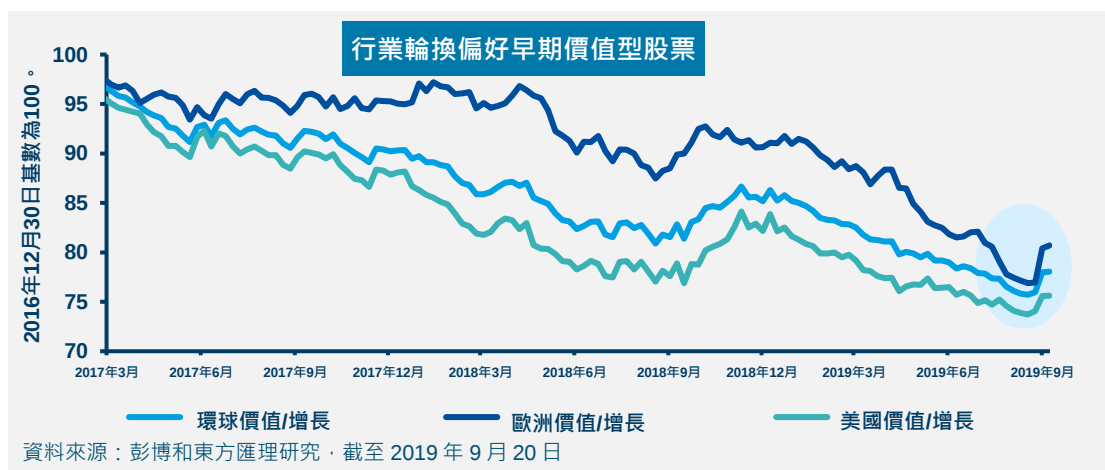
在美國，雖然最近油價飆升令人憂慮，但消費品行業保持強勁。企業也可能受到油價的影響，但油價會否持續上升仍有待觀察（儘管存在憂慮，但供應可能會恢復，美國產量也已大幅增長）。

投資風格方面，由於估值高企，我們對增長股持審慎取態，尤其是在醫療科技、軟件及非必需消費品領域。

我們較之前更加看好週期性行業內的優質股票，因為其估值頗具吸引力。在我們看來，防禦型和週期性行業的表現可能即將結束，週期性行業的風險現時可能正在上升。我們認為「與債券相似」的股票的行業估值偏高，對其仍持負面看法。但我們仍然看好房地產行業內優質股票的投資機會。在特殊價值狀況領域，我們對兼具價值和增長特性的股票持樂觀看法，我們亦認為基本面有所改善，這可能推動估值重估。在整個行業層面，**我們看好金融、非必需消費品和房地產行業。**我們對工業、公用事業和資訊科技則持負面看法。

新興市場股票

儘管**我們在中期內仍對新興市場股票持正面看法**，但整體而言我們傾向於在短期內更加審慎，因為（沙地阿拉伯的無人機襲擊事件造成）油價飆升和貿易緊張局勢無可避免地對該資產類別（製造業、出口和盈利預期）造成負面影響。因此，未來數月我們偏好自力更生的國家（如巴西、印尼、俄羅斯和印度），而不太看好中國。就行業配置而言，我們偏好韓國和台灣的科技硬件行業（其可以全面從環球經濟增長中受惠）。



“

由於企業收入前景不明朗，關注週期性行業內優質的低估值公司非常重要。

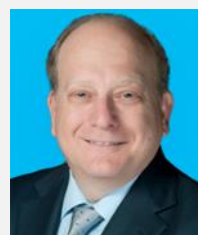
”



**Kasper
ELMGREEN**
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
投資總監

東方匯理對各項資產類別的觀點

	資產類別	觀點	一個月變動	理據
股票	美國	=	▲	美國企業盈利大致優於市場預期，不過，貿易戰開始產生影響導致盈利展望不明朗，雖然經濟環境仍保持韌性。整體而言，市場價格並無偏低。我們對週期性股份持審慎取態，較看好估值並無偏高的增長類股份。
	歐洲	=/+		歐洲股票估值相對具吸引力，但市場依然面臨貿易戰升溫、英國脫歐與意大利政治危機的風險。利好消息方面，歐洲央行的干預可望支持市場表現。
	日本	-/=		我們仍對日股持審慎取態。估值看似具吸引力，國內經濟復甦力道令人驚喜，但這只是事實的其中一部分，我們審慎的理由在於日圓升值以及環球貿易放緩打擊盈利勢頭。
	新興市場	-/=		新興國家內需強勁、中國軟著陸，以及利好的貨幣與財政政策，可望支持股市表現。不過，我們認為新興市場目前面臨若干阻力，應密切監察，例如貿易戰升溫、特殊風險、人民幣貶值，以及聯儲局政策是否合乎市場預期等問題。
固定收益	美國政府債券	=/+		由於聯儲局在貨幣政策方面仍有不少可用的方案，我們繼續看好美國存續期。不過 8 月份的長存續期表現可能過度，因此在目前水平短暫獲利套現可能較吸引。
	美國投資級別企業債券	=/+	▲	各國央行的寬鬆取態，為信貸市場普遍帶來支持。然而，信貸息差收窄與宏觀經濟不確定性陰霾未散，因此我們對信貸風險格外審慎，看好優質的套利項目，並且加倍注重流動性評估。
	美國高收益企業債券	=		美國高收益債券的息差雖較長期平均緊窄，但我們認為息差仍顯著高於違約成本。違約展望保持理想，聯儲局的明確寬鬆立場應有助於維持偏低的衰退風險。不過，我們在意的特殊風險，並專注於債券選擇與流動性管理。
	歐洲政府債券	-/=		近期歐洲央行的溫和立場，可望避免核心收益率上升。市場價格高企，並將維持頗為昂貴，因為投資者的首要考慮仍是尋找安全避風港。我們看好歐洲週邊的主要國家，但對意大利政府債券轉為採取較審慎的態度，因為 10 年期債券與德國政府債券的息差在 7 月份大幅收窄。
	歐洲投資級別企業債券	++		我們認為，市場的主要動力來自於企業基本面良好、技術面改善、投資者追求收益，以及歐洲央行的支持（預期 9 月將重啟企業債券收購方案）。我們仍然看好相關資產類別，但對金融業債券持審慎態度（意大利與英國銀行），並留意低流動性的問題。
	歐洲高收益企業債券	+		高收益債券的套利機會展現吸引力。在歐洲央行的支持下，違約展望仍然正面。專注於債券選擇、特殊風險與流動性管理。
	新興市場硬貨幣債券	+		貿易爭議升溫，令投資者的信心稍有惡化。但因各國央行支持及投資者持續追求收益，市場表現仍然堅挺。阿根廷問題的蔓延程度有限。中期而言，市場略為調整時，可能是增持相關資產類別的良機。
其他	新興市場本幣債券	=		我們看好新興市場的國內利率與新興市場信貸的投資價值，但考慮到環球增長環境面臨挑戰，地緣政治亦有風險，新興市場貨幣承受的壓力料將增加。
	商品			貿易戰升溫與經濟增長放緩，成為商品需求的阻力。金融環境可望持續提供合理的支持，不過美元升值可能引發相關資產表現波動。由於石油輸出國組織（OPEC）的彈性操作空間與穩定價格的意願，我們仍預期美國德州西部中級原油（WTI）的價格區間為每桶 55-65 美元。黃金方面，金融環境寬鬆，投資者尋求安全資產，加上聯儲局結束資產負債表縮減，我們遂將 12 個月目標上調至每盎司 1550 美元左右。基本金屬方面，我們預期 12 個月總回報率為 4-5%，因為庫存週期持續提供合理的支持。
	貨幣			由於聯儲局及歐洲央行重新調整減息與預期，歐元兌美元匯價或會維持窄幅上落。宏觀數據持續走軟以及英國脫歐的變數增加，也影響了歐元的走勢，12 個月目標維持在 1.14 左右。繼近期日圓兌美元強勁升值後，日圓匯價也可能在短期內整固，美元兌日圓的 12 個月目標維持在 105。由於無協議脫歐的機會提高，英鎊兌美元可能持續受壓。

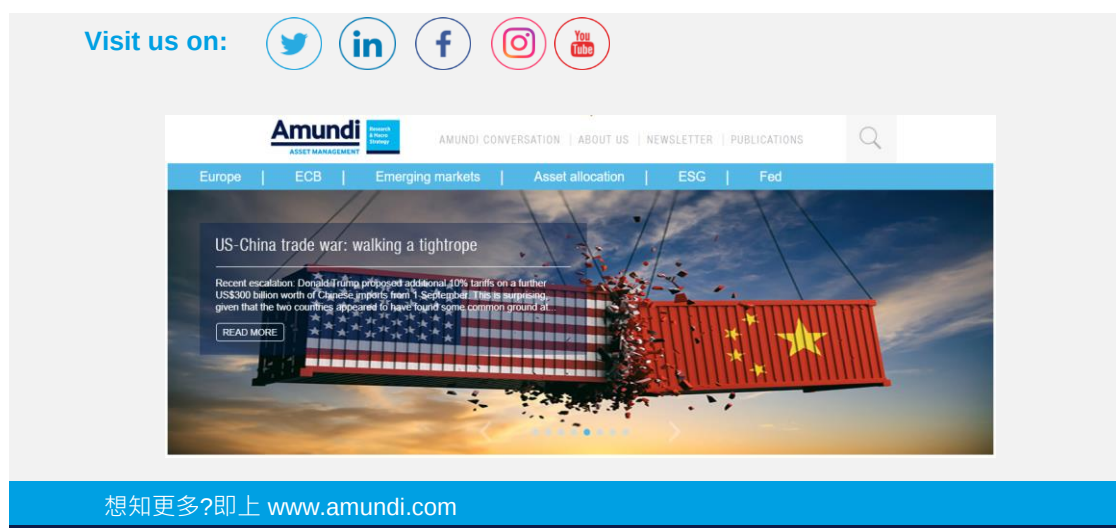
圖例



東方匯理投資策略研究部

東方匯理投資策略研究部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。

在投資者面對多個信息來源的環境下，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，以助客戶在充足的信息下作出投資決策。



想知更多? 即上 www.amundi.com

策略研究部

Claudia BERTINO

東方匯理投資策略研究部
主管

Laura FIOROT

東方匯理投資策略研究部
副主管

Ujjwal DHINGRA

東方匯理投資策略研究部

Giovanni LICCARDO

東方匯理投資策略研究部

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