

全球投資觀點

隨著通脹回穩，債券收益率具吸引力



**Vincent
MORTIER**
集團首席投資總監

自夏末以來，投資者對高風險資產一直處於觀望狀態，但其定價仍然反映出市場對於經濟軟著陸的預期，即通脹將繼續回落，不會影響經濟增長。儘管我們認為通脹將會放緩，但央行的工作尚未完成，會繼續嘗試在「利率長期走高」的原則與經濟增長之間取得平衡。

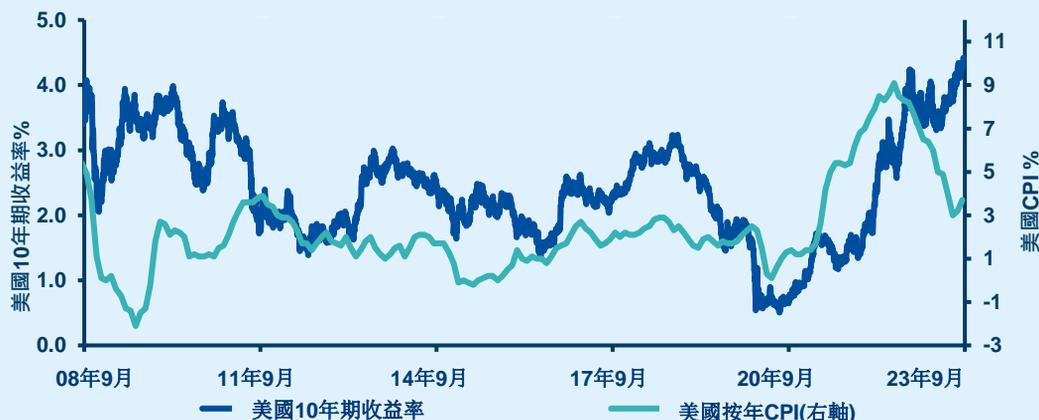
由於市場仍然認為經濟不會衰退，美國10年期國債收益率創15年新高。不過，我們認為美國消費、中國經濟增長和房地產行業，以及歐洲面對的壓力，將會為高增長、低通脹的理想預測情景帶來挑戰：

- **美國消費市場佔國內生產總值 (GDP) 70%，過往一直展現抗跌能力，但現在開始偏軟**——金融環境收緊、消費者儲蓄減少和勞工市場緩和的影響將會比任何財政刺激措施的影響更大。
- **通脹趨勢將會放緩**，但最近能源價格和生產成本（例如歐洲）上漲可能會影響通脹預期，必須密切留意。
- **政策難題**——如果經濟不放緩，通脹的最後階段便更難糾正。我們仍然預期美國會從2024年上半年開始溫和衰退，而歐洲的增長將會乏力。
- **中國是全球增長的關鍵**——中國的支持政策沒有改變我們對增長放緩的觀點，此情況將會影響其他新興市場。不過，印度、印尼和巴西等國家所受的影響相對較輕微，應能受到國內消費帶動。



**Matteo
GERMANO**
集團首席副投資總監

隨著收益率創15年新高和通脹緩和，美國國庫債券帶來長期投資價值



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年9月21日。CPI = 消費物價指數



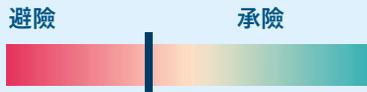
“市場價格尚未反映與信貸週期、通脹數據波動（上行和下行）和美國經濟以任何形式著陸的相關風險。我們繼續偏好優質資產。”

從投資角度而言，投資者可留意以下幾個範疇：

- **經濟前景支持投資者對跨資產採取溫和審慎的立場。**我們看好美國國庫債券，同時認為高風險資產估值高昂，但差距正在溫和收窄。取態審慎並不代表忽視符合我們長期觀點的策略性投資目標。歐盟投資級別債券的基礎因素相對較好，讓我們能夠策略性地提高立場，以配合我們看好優質資產的觀點。相反，高收益債券可能會受企業面對的艱困環境影響。我們對已發展市場股票保持審慎，但認為新興市場的表現差距明顯，可能帶來投資機會。此外，投資者可就美國國庫債券和股票進行對沖，並略為看好黃金，藉此分散投資。
- **鑑於預期聯儲局在2024年減息，部分政府債券具有投資價值。**我們積極地留意政府債券、美國國庫債券供應的潛在增加，以及外國（例如日本）對美國國庫債券的需求下降。在核心歐洲，我們持中性看法，但對日本取態審慎。投資級別債券是值得留意的收入來源，而高收益市場仍然反映對前景過於樂觀的預測。CCC級等低評級債券在美國和歐洲的違約率上升，因此我們保持審慎。
- **已發展市場股票的上行空間有限；日本更加明朗——**今季的盈利業績令人意外，我們留意到高級管理人員對收入的言論變得更加謹慎，並與我們對經濟的審慎觀點更加一致。我們對美國和歐洲採取防禦性的立場，特別是增長股和大型股。不過，我們看好美國和歐洲的價值股，對日本的觀點接近中性。整體而言，我們傾向維持投資紀律，只會在確定經濟方向後才會逐步建立持倉。
- **透過嚴格挑選證券在新興市場把握大量投資價值——**對於相同的信貸評級，我們看好新興市場的債券（本幣和硬貨幣）和股票多於已發展市場。新興市場現在比過去更穩健，增長前景亦更好。不過，中國的增長動力緩和將會影響部分國家，我們亦明白並非所有新興市場也具有相同的財政實力。我們看好巴西、墨西哥、印度、印尼，以及中國經濟放緩對其帶來的風險有限的國家。



整體承險意欲



美國和歐盟的消費壓力和經濟著陸條件緊張，令我們對高風險資產維持略為防禦性的取態。

與上月比較變動

- **跨資產：**調整對個別收益率曲線的取態；策略性看好歐盟投資級別債券。
- **固定收益：**主動管理曲線，對歐洲存續期取態中性。
- **股票：**對中國的消費行業保持警惕。

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. 中國經濟增速放緩對印度有何影響？你對印度經濟有何看法？

與其他新興市場國家相比，印度受中國經濟放緩的影響較輕微。此外，在國內需求（家庭消費和投資）的支持下，印度的經濟動力仍然相當強勁。事實上，我們已經將2023-24年度的GDP增長預測分別從按年6.0%和5.5%上調至按年6.4%和5.8%。正面的盈利預測反映強勁的增長動力，與創業板的整體情況一致（9%相對於12%）。

投資影響：

- 我們看好印度股票，認為能受惠於明朗的盈利前景（與亞洲相比調整情況更理想），有助抵銷略為欠佳的估值情況。

2. 你如何評價近期的油價急升情況？你認為會對美國通脹有何影響？

我們認為油價過度上漲，預計情況不會持續太久。因此，我們對布蘭特原油的目標價格仍然為每桶85至90美元。儘管油價應該即將回落，但目前的水平卻增加了不確定性。考慮到能源方面的最新發展，2023年平均CPI從4%調升至4.2%至4.3%。我們亦預計2024年第一季的CPI將會上升。即使對按年CPI的影響相當溫和，但能源價格持續上漲也為央行提供了支持利率長期走高的另一個理據。

投資影響：

- 石油：布蘭特原油的預測目標價格為每桶85至90美元。
- 目標銅價：每噸8,500美元（3個月），每噸8,700美元（12個月）。

3. 從跨資產的角度而言，你對估值有何評價？

我們認為目前的水平反映了一個非常有利的情况，比我們的預測更加樂觀。由於近期的回升和經濟基礎因素轉差，估值不利高風險資產，特別是在股票和高收益信貸範疇，而投資級別信貸的估值則較為溫和。根據我們的主要預測，假如聯儲局在2024年減息的幅度超過市場預期，政府債券便被低估。

投資影響：

- 對股票和高收益信貸取態謹慎。
- 看好政府債券、投資級別信貸和現金。

“我們預計2024年通脹將會下降，但仍然高於央行的目標。這個過程不會呈線性，而近期油價急升也進一步增加不確定性，支持利率長期走高的論點。”



Monica DEFEND
東方匯理資產管理研究院主管

在信貸和債券收益率曲線尋找投資機會

在美國經濟穩定、已發展市場貨幣政策和中國房地產行業的消息帶動下，市場繼續在窄幅徘徊。儘管美國經濟增長受年初沒有預期的穩定消費和財政支出支持，但這些因素似乎正在消退，促使我們保持審慎。不過，**投資者應該考慮在優質信貸範疇物色機會，並對各個地區的收益率曲線保持警惕。**為此，投資者應該採取平衡的方針，並利用新興市場槓桿和保持分散投資的立場。

高確定性投資觀點。美國等已發展市場股票面對勞工市場疲弱、油價上漲加重消費者負擔，以及消費者拖欠率上升等問題。即使在歐洲，由於工業週期疲弱，預計增長也會持續低迷，而日本則繼續面對全球經濟放緩的影響。不過，隨著亞洲和拉丁美洲部分國家的前景改善，我們繼續看好新興市場。

鑑於宏觀環境轉弱，美國國庫債券估值現在更吸引。此外，我們仍然預計加拿大掉期曲線將會走斜。在大西洋彼岸，我們繼續略為看好歐洲存續期、瑞典債券和意大利國債，國內零售需求和短期內負淨發行量的預期均支持意大利國債。整體而言，我們主動管理投資的方針令我們能夠調整對英國國債與澳洲10年期國債的相對觀點。**在此過程中，我們降低對英國國債的樂觀展望，亦不再看淡澳洲。**由於國內經濟疲弱，澳洲央行應會避免大幅加息。不過，我們仍然對日本國債保持防禦性立場。

同時，大部分新興市場的通脹率即將見頂，加上央行的緊縮週期即將結束，令我們看好部分新興市場債券（南非、印尼、墨西哥等）。

我們對美國高收益債券保持審慎，但傾向透過看好歐盟投資級債券來平衡此觀點，令整體信貸的觀點為中性。儘管違約率上升和評級改變，但市場對投

資級信貸的需求仍然極為有利，令預測息差擴大時間的難度甚高。

新興市場和已發展市場外匯也帶來多個相對價值投資機會。在新興市場，我們看好墨西哥披索兌歐元，以把握吸引的息差，亦看好巴西雷亞爾兌美元，而由於印度宏觀環境樂觀，我們也看好印度盧比兌離岸人民幣。在已發展市場方面，我們看淡歐元兌日圓，但與英鎊相比，我們看好歐元和瑞士法郎。

風險和對沖。全球增長和通脹的不確定性為股票和固定收益帶來風險。我們認為投資者應該繼續對美國國庫債券和股票投資進行保護。在金融資產以外，在嚴重經濟衰退／地緣政治危機的情況下，黃金也是有效的對沖工具。考慮到黃金的合理估值和聯儲局「利率長期走高」的論調，我們認為其上行空間有限。



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

“我們對高風險資產保持審慎，但致力把握新興的策略性投資機會，例如企業基礎因素較佳的歐盟投資級別債券。”

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(+++/+++). 有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

長遠而言債券具有吸引力

整體評估：由於收益率處於歷史高位，而預期通脹將會緩和，加上經濟衰退的風險持續，政府債券市場提供良好的投資機會。但態度強硬的央行和對債券供應的憂慮令我們繼續靈活管理存續期。我們亦在新興市場和已發展市場尋找息差收益，並偏好優質證券。

全球和歐洲固定收益：歐洲央行迅速加息的週期導致企業和家庭貸款需求持續下降，但債券市場近期的脆弱性和通脹上升的風險令我們**非常主動地管理存續期，而我們對存續期的取態略為審慎，對核心歐洲國家持中性立場，而對日本則採取顯著的防禦性立場。**我們亦留意收益率的走勢，以便在決策中考慮到未來的政策行動。我們略為看好信貸，並主要透過金融、次級債務和投資級別債券反映此立場。就地區而言，我們偏好歐洲，但對英國和美國的取態中性。在歐洲，投資級別債券的息差合理，槓桿率似乎亦受控。不過，我們對高收益債券取態謹慎，特別是能源、運輸和房地產等行業。

美國固定收益：市場已經接受了聯儲局「利率長期走高」的說法，隨後債券收益率亦上揚。**收益率水平加上經濟放緩，令我們看好存續期。**我們看好美國國庫券收益率曲線的中段，但考慮到對財政赤字的憂慮，我們繼續主動管理存續期。此外，對長線投資者而言，美國國庫抗通脹債券亦吸引。我們注意到迄今為止，強勁的消費和嚴重的住房供求錯配也為房地產市場提供支持。我們認為證券化信貸可取，但在最近的回升之後變得警惕。在企業信貸方面，一級市場活躍，我們認為透過著眼於較優質的範疇，有望能受惠於新發行溢價。即使在低收益債券範疇，我們亦留意整體的質素。從行業角度而言，我們認為金融行業比工業和其他非金融行業可取。

新興市場債券：我們看好新興市場債券，並相信拉丁美洲和其他亞洲國家的較高增長預測正在抵銷中國增長放緩的影響。不過，我們正在留意已發展市場利率和美元走強引發的憂慮，兩者可能會影響回報。我們看好硬貨幣債券，特別是息差回報吸引的高收益債券。本地貨幣債券亦帶來投資價值，我們看好墨西哥、巴西、印度和印尼。不過，由於西非和中非最近發生的政變，我們對撒哈拉以南非洲地區取態審慎。

外匯：我們維持對美元略為審慎的立場，但對利率保持警惕。我們看好挪威克朗、澳元和日圓，相信日圓能在日本央行近期改變論調後迎頭趕上。在新興市場，我們看好高息差回報的外匯（墨西哥披索、巴西雷亞爾）、印尼盾和印度盧比。



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管

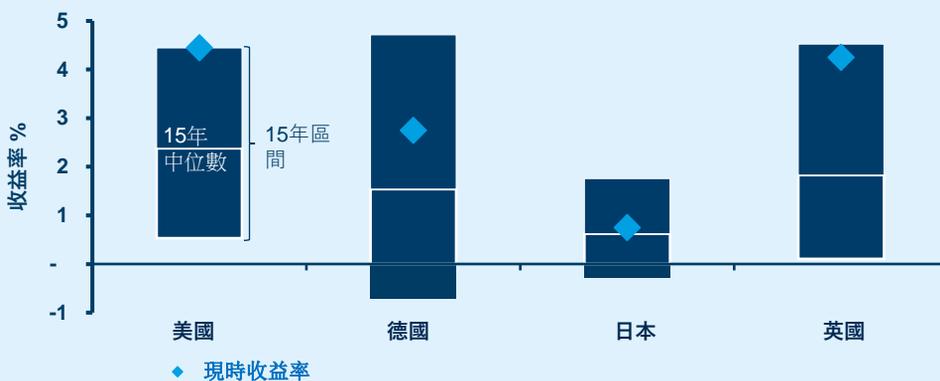


Yerlan SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
首席投資總監

以15年的區間而言，政府債券收益率吸引



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年9月22日數據。

“核心收益率高企、通脹放緩及經濟活動可能疲弱，為美國國庫債券等債券創造了正面的環境。”

看好新興市場股票，重點關注印度



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：在市場評估未來的經濟方向之際，我們注意到美國和歐洲消費者信心下降，以及企業盈利受壓。廣泛市場的股票估值（歐洲略勝美國）與我們的展望不符，並由少數股票帶動回報。不過，美國、歐洲和新興市場的部分範疇仍然存在投資價值。我們繼續透過基礎因素和ESG分析識別相關股票。

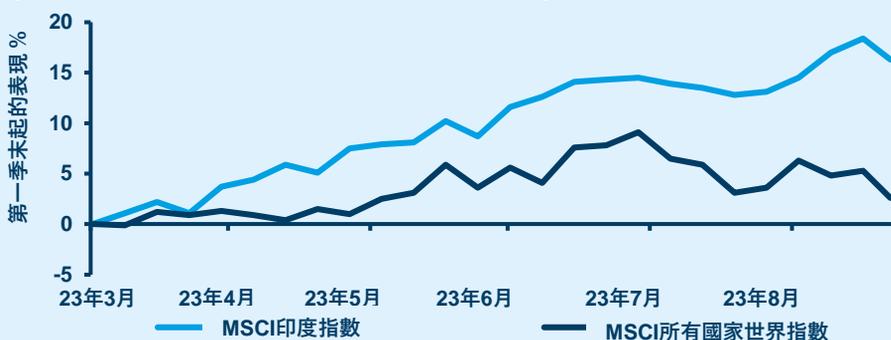
歐洲股票：高息不僅影響消費者，也對企業產生了不小的影響。在此環境下，我們對非必需消費品（汽車等）和週期性科技企業保持謹慎態度。然而，我們認為價值股與增長股的差距偏闊：我們看好能源和金融股（零售銀行），相關企業的財務穩健、股息收益率強勁，並受惠於高利率。同時，**結合優質週期股和防禦性股票是此階段的關鍵。**在優質週期股中，我們物色相對於盈利潛力而言股價吸引及推動能源轉型的工業股。另一方面，考慮到多個終端市場的週期性，我們對科技股取態審慎，並擔心部分由人工智能帶動的股票的估值。

美國股票：硬數據和部分主要經濟指標開始偏軟，加上利率和能源價格上升，令消費者受壓。**我們認為市場的週期性和消費範疇將會開始反映這些問題**，我們對相關範疇變得審慎。不過，估值差距明顯，增加了嚴格選股的重要性。此外，與其他尚未完全發揮潛力的範疇相比，部分範疇過度上升。我們對這類超大型股和科技股保持審慎態度，但我們看好價值股、優質股和派息股，並視乎盈利潛力而看好每種類型中估值最低廉的股票。就行業而言，我們看好生命科學工具、能源和物料行業，這些行業應能受惠於基建的電氣化相關發展。我們亦看好擁有穩定存款基礎的大型銀行，以及善用技術改善價值的銀行。

新興市場股票：我們預計部分拉丁美洲國家和部分亞洲國家的經濟活動將會蓬勃。雖然估值仍然吸引，但必須嚴格選股。我們正在留意中國的刺激措施，但目前**傾向透過巴西（受到已經開始放寬的週期和仍然吸引的估值支持）和印度把握新興市場的投資機會。**在行業配置方面，我們繼續看好房地產和非必需消費品，但留意到各國之間存在重大差異。整體而言，我們仍然偏好價值股多於增長股。

“我們對已發展市場股票取態審慎，但由於國內消費強勁，我們認為部分新興市場範疇具有投資價值。”

印度等個別新興市場帶來投資機會
(印度股票6個月表現與MSCI所有國家世界指數比較)



資料來源：東方匯理、彭博，數據截至2023年9月22日。

東方匯理對各資產類別的觀點

資產類別	與上月比較的觀點	理由	
股票	美國	-	市場頂部的股票估值仍然高昂，部分大型股推動指數回報。我們認為這些估值沒有考慮消費放緩和金融環境緊張對經濟增長的影響，因此我們保持防禦性立場。
	美國價值股	+	價值股與市場其他範疇之間的差異持續，我們傾向選擇具有較高盈利質素、定價能力、財務實力和價格吸引的股票。我們在銀行和能源行業發現這類股票，但會重點留意業務模式的持久性。
	美國增長股	--	鑑於估值偏高，美國增長股可能會受到「利率長期走高」的憂慮及市場氣氛變化影響，我們保持審慎。
	歐洲	-/=	歐洲的估值合理，但經濟活動可能會乏力。我們保持審慎態度，並物色能夠抵禦經濟放緩、受惠於加息和保持強勁財務實力的行業（零售銀行）。不過，我們會避開僅僅因為短暫熱潮（例如人工智能）而上漲、但盈利沒有任何改善的企業。
	日本	=	企業管治改善是利好因素，我們看好應能受惠於收益率溫和上升的價值股，並對全球經濟活動及其對出口的影響持審慎態度。
	中國	=	中國正在轉向全新的增長模式，減少對債務的倚賴，轉為更多由國內消費帶動。雖然政府公布的支持房地產措施應會提供短期支持，但我們維持中性立場，靜觀措施對經濟增長的全面影響。
	新興市場（中國除外）	=/+	估值吸引，盈利增長亦為中期塑造了吸引的環境。中國經濟增長放緩可能會令新興市場更加依賴對華出口。中國以外的印度、印尼和巴西等國家也存在投資機會，這些國家的盈利預測和國內增長依然強勁。

固定收益	美國國庫債券	=/+	我們略為看好存續期，符合我們對聯儲局在2024年減息和經濟溫和衰退的預期。但我們保持靈活，在決策時會考慮通脹。此外，我們繼續沿著美國收益率曲線主動物色不同存續期的投資機會。
	美國投資級別企業債券	=/+	投資級別債券的基礎因素穩固，但我們正在留意槓桿和現金比率，偏好能維持穩定利潤和債務水平的企業。在行業層面，我們看好金融行業，同時亦按照我們重視質素的原則物色吸引的新債。
	美國高收益企業債券	-	我們認為高收益債券的基礎因素可能轉差，特別是CCC級的發行人，我們也對違約率保持警惕。投資者必須留意債券質素，並避開高槓桿水平和融資成本上升會顯著影響邊際利潤的範疇。
	歐洲政府債券	=	歐洲央行似乎已經結束加息週期，但遏抑通脹和通脹預期仍然是其首要任務。我們對歐洲存續期取態中性，但正在主動管理投資，並會考慮未來的政策行動、歐元區經濟的任何疲弱跡象和通脹率。
	歐洲投資級別企業債券	=/+	一級市場近期表現強勁和估值合理，令市場氣氛正面。目前企業基礎因素仍然強勁，但我們留意到一些輕微的疲弱跡象。就行業而言，我們看好槓桿率較低的金融行業和企業。
	歐洲高收益企業債券	-	更嚴格的金融環境和「利率長期走高」的環境將會令低評級範疇更加受壓，因此我們保持審慎。我們對能源、運輸和房地產行業尤其審慎，並避開有過度再融資需求的企業。
	中國政府債券	=	中美脫鉤為中國債券帶來分散投資的機會，但需要評估近期經濟增長放緩的情況和其後的支持措施。
	新興市場硬貨幣債券	=/+	硬貨幣債券估值合理，並提供吸引的息差回報。我們看好政府財政實力雄厚的國家，並重點關注高收益債券，我們認為優質的信貸具有更大價值，而在全球經濟放緩的環境下會更具抗跌力。
新興市場本地貨幣債券	+	本地貨幣債券收益率輕微上升，目前的息差提供吸引的入市機會。我們看好高收益國家，這些國家能夠提供強勁的套利緩沖，而且經濟增長前景理想，能抵銷高波動性和潛在的地緣政治風險。	

其他	商品	由於石油輸出國組織及其盟友減產，油價近月上升，但預計布蘭特原油價格不會持續超出我們每桶90美元的目標。石油輸出國組織現在減產越多，稍後就會更積極釋放產能。黃金方面，當聯儲局減息時（短期內機會不大），便會出現重要的推動力。我們把中期目標維持在每盎司2,000美元。
	外匯	美元受惠於美國經濟的抗跌能力，但我們仍然認為隨著2024年臨近，美元將會走弱。通脹率意外上升及聯儲局的立場可能變得強硬均會對我們的觀點帶來挑戰，惟我們認為兩者發生的機率很低。



資料來源：東方匯理，截至2023年9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。

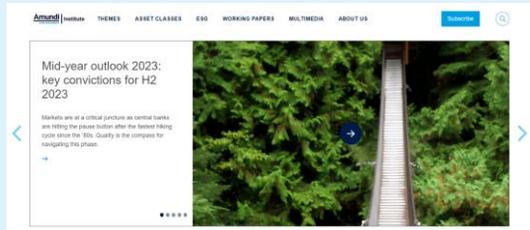
東方匯理資產管理研究院旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

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

Pol 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

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