

全球投資觀點

脆弱市場的危機記憶再度湧現



**Vincent
MORTIER**
集團首席投資總監

市場在年初洋溢一片安逸的氣氛，但在3月時卻響起警號。觸發點是矽谷銀行和其他美國地區銀行相繼倒閉，接著歐洲瑞士信貸集團也失守。美國和歐洲的核心債券收益率被大幅重新定價，市場對央行行動的預期也出現重大轉變。債券波動率達到了環球金融危機以來的最高水平，而股市的波動率也急升，但幅度比債券市場輕微。

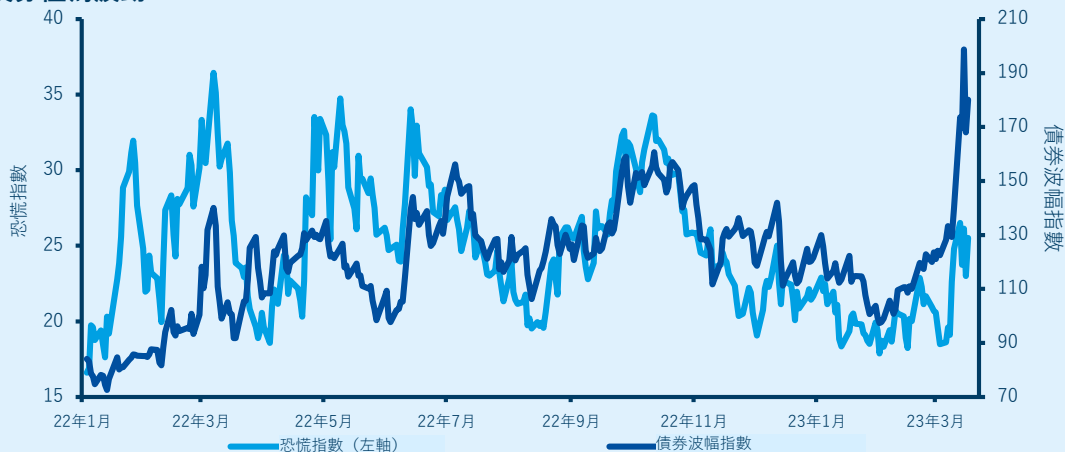
展望未來，我們認為投資者應該考慮以下因素：

- **有系統性風險的憂慮。**由於美國和歐洲銀行的情況比2008年更理想，監管方面也更加嚴格，我們並不認為目前出現系統性風險。重要的是，歐洲監管者也表明無意變更信貸等級（瑞士信貸為特殊情況），此情況應會支持市場。
- **在受壓情況下的經濟增長。**最近的事件顯示經濟著陸的情況可能比早前預期的情況困難。信貸緊縮將會影響經濟增長，並決定經濟衰退的嚴重程度。雖然中國重啟經濟將會有利全球經濟，但並不足以抵銷美國經濟衰退的影響。
- **通脹持續之際的央行行動。**各國央行迅速採取行動穩定市場，顯示它們認真看待這次的市場動盪，同時繼續留意通脹。央行現在會更加依賴數據，而且幾乎沒有或完全沒有提供政策指引。由於通脹率仍然高於目標水平，此情況將會令債券市場繼續劇烈波動。
- **對新興市場的影響。**新興市場已經受到上述波動影響，但新興市場應能維持相對於已發展市場的增長優勢。面對更脆弱的市場環境，審慎選擇投資將會成為關鍵。



**Matteo
GERMANO**
集團首席副投資總監

債券極為波動



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，最新數據截至2023年3月17日。

“我們正過渡至更加不確定的經濟環境，各國央行行動的明確性降低，因此投資者必須對高風險資產保持審慎。”

面對風險逐漸增加的環境，我們維持審慎立場，具體觀點如下：

- **從跨資產的角度而言，為了加強保護，我們早在近期債券收益率向下重新定價之前，已經提高我們看好美國存續期的立場。我們對高收益信貸更加謹慎。**在高風險資產方面，我們仍然對股票保持防禦性，並繼續看好中國。我們仍然偏好優質的股票和信貸，也認為投資者應該加強美國股票的對沖，並透過黃金分散風險。在石油方面，鑑於經濟增長放緩，我們採取策略性中性的立場。
- **在固定收益方面，利率市場一直大幅波動，初期主要受持續偏高的通脹數據帶動，後來則由銀行業的動盪引致的避險行動導致。**我們繼續主動管理投資，也對美國固定收益的存續期維持中性至看好的立場，而對歐洲存續期則保持略為防禦性的取態。在信貸方面，我們以優質信貸為主，避免歐盟和美國的高度槓桿企業，而對高收益債券則保持審慎。整體而言，我們認為歐洲銀行體系穩健，而目前的重新定價也能帶來投資機會，以買入資本狀況穩健和管治標準良好的企業。
- **在股票方面，由於我們認為估值過高，因此已採取審慎立場一段時間。美國和歐洲近期的市場波動部分源於市場過度安於現狀。**我們認為投資者應該致力從週期性行業等至今表現強勁的範疇獲利，並應該開始考慮估值吸引和盈利潛力可觀的防禦性範疇。另一方面，由於通脹率仍然高於央行的目標水平，我們看好能增加投資者收入的派息股。最後，這次動盪再次支持我們對優質股的立場，亦即傾向價值股，並嚴格選擇和看好非美國銀行股。
- **避險情緒主要影響新興市場硬貨幣債券（此範疇最近表現理想），但本地貨幣債券具抗跌力。**鑑於新興市場與已發展市場之間的增長差異，加上美元疲軟有利新興市場，我們現在以嚴格選債為首要工作。在本地貨幣方面，我們看好墨西哥、哥倫比亞、南非和印度，也偏好泰國等加息週期快將結束的國家。在股票方面，我們看好中國，但看好巴西的程度則下降。另外，個別拉丁美洲外匯（例如墨西哥披索）帶來吸引的息差收益。

整體承險意欲



鑑於有關通脹、增長和盈利的憂慮持續，我們加強對投資組合的保護，同時分散風險，並開始考慮額外的穩定性風險。

與上月比較變動

- **跨資產：**對信貸保持防禦性，更加看好美國國庫債券，並在核心歐洲收益率曲線以外尋找投資機會。
- **在固定收益方面，**我們目前對美國長存續期債券整體取態中性。
- **新興市場本地貨幣債券和個別新興市場外匯**出現策略性投資機會。

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

你對歐洲銀行業有何看法？

鑑於近期市場動盪導致信貸環境收緊，我們預計淨利息收益率將會低於早前預期，而交易量也會降低，將會影響整體歐洲盈利增長，因為早前預計在中短期內，銀行業會是歐洲每股盈利的主要驅動因素。歐洲銀行將會維持正盈利增長，但幅度比早前預期小。鑑於歐洲銀行業的流動性和資本狀況穩健，市場似乎過度憂慮信貸緊縮的情況。

投資影響

- 整體上對歐洲股票取態審慎。
- 留意優質股。

2

你對中國的機構改革和政府換屆有何看法？

國家主席習近平透過機構改革方案，加強集中權力，同時設置了直接隸屬黨中央的「超級部委」，以監督財政和科技。這些改革也旨在增加國防開支，並加強國內安全，反映對地區不穩定和國內動盪的憂慮加劇。在經濟方面，增長仍有可能意外地上升，特別是在房地產行業，而長期計劃則旨在穩定債務與國內生產總值(GDP)的比率。

投資影響

- 整體上對股票取態審慎，看好中國和香港。
- 對高收益信貸保持防禦性，但看好投資級別債券，特別是短存續期債券。

3

你對去年第四季盈利季度有何評論？

在去年第四季的盈利季度，美國每股盈利業績好壞參半，而歐洲的表現則比預期理想。標普500指數每股盈利自2020年以來首次降至負值。至今公佈的第四季業績（約96%企業已公佈）下跌3.2%，而去年第三季則為增長4.4%，業績下降主要是受邊際利潤被下調所致。斯托克600指數的盈利大幅下降，從第三季的增長33.1%下跌至增長16.9%，但降幅小於預期，而且盈利仍然保持強勁。

投資影響

- 支持對美國股票的防禦性立場。
- 看好價值股、優質股和高息股。



Monica DEFEND
東方匯理資產管理研究院主管

“我們維持對股票的審慎取態，並看好價值股、優質股和高息股。”

加強保護

近期市場受壓，支持了我們認為投資者要保持防禦性，別被高風險資產年初至今的升勢沖昏頭腦的觀點。估值過高是造成壓力的原因之一，而對經濟、盈利和金融問題蔓延的憂慮仍然存在。此外，有關地緣政治緊張局勢的不確定性亦正增加。經濟政治環境不斷變化，投資者必須對高風險資產保持防禦性，並要加強保護投資組合。同時，投資者應在各地區的收益率曲線尋找投資機會，例如核心歐洲以外的地區，並透過黃金等資產積極分散風險。

高確定性投資觀點。企業利潤率遜色、估值高昂，以及大型養老基金可能透過減持股票以重新平衡資產，令我們對已發展市場股票取態審慎。我們預計市場會繼續受制於對美國和歐洲終端利率預期的變化。美國方面，在波動增加的情況下，我們不再相對看好小型股。另一方面，由於經濟前景改善、相對估值便宜和資金流入幅度增加，我們繼續看好中國。

固定收益方面，我們略為更加看好美國國庫債券，在經濟衰退風險增加和對金融穩定的憂慮驅動下，美國國庫債券應會受惠於投資者轉投安全資產的趨勢。在如此高風險的環境下，政府債券再次展現分散風險的優勢。我們仍然主動管理各個地區的投資，並把握瑞典和加拿大收益率曲線的投資機會。我們也略為看好10年期意大利政府債券和德國國債的息差，但對日本政府債券持審慎態度，因為我們預計日本央行可能會放棄控制收益率曲線。

由於金融環境可能轉差，我們認為目前的企業信貸估值並不合理。我們對歐盟高收益債券的取態更加審慎，因為有跡象顯示高收益債券的未來整體環境將會惡化。儘管信貸供應受到市場歡迎，但現在出現獲利回吐的情況。因此，展望未來，信貸市場的資金流對息差的支持度將會降低，特別是在近期的事件之後。

外匯方面，美元成為外匯策略的重要驅動因素。我們認為美元應會逐漸偏軟，因此不再看淡英鎊兌美元，但原因主要是美元，而非英鎊的強勢。我們調高對澳元兌美元的觀點，並看好歐元兌美元。新興市場方面，鑑於息差收益吸引，我們現在看好墨西哥披索兌歐元。墨西哥披索應能受惠於近岸生產的結構性影響（靠近美國），以及穩健的貨幣政策框架。在其他新興市場，我們亦看好巴西雷亞爾兌美元和南非蘭特兌美元。

風險及對沖。有關經濟增長和通脹率持續高企的風險迫近，使黃金作為安全資產的重要性增加。另一方面，借貸標準收緊可能會影響整體消費，特別是石油，美國和歐洲的需求減弱也帶來風險。因此，我們目前對石油的取態為策略性中性，但會繼續密切留意此立場。最後，我們認為有需要加強金融對沖，特別是美國股票方面，並保持對信貸的保護。



Francesco SANDRINI

多元資產策略部主管



John O'TOOLE

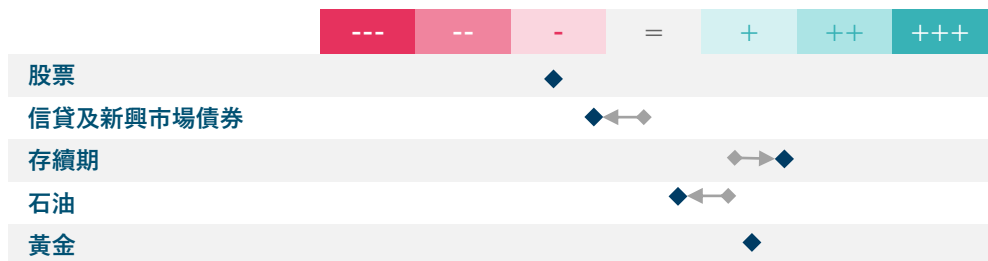
多元資產投資方案部主管

“市場變動加強了我們對存續期的觀點，以及分散風險的審慎立場。現在，投資者應在這個增長和穩定性風險較低的階段加強對沖。”

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。

政府債券再度成為分散投資組合風險的工具

整體評估：美國和歐洲的收益率劇烈波動，加上市場對終端利率預期的重新定價，都是波動加劇和金融環境收緊的結果。雖然央行和監管機構迅速向市場提供流動性支持，但他們的任務尚未完成，因為高通脹和穩定性憂慮依然存在。因此，他們必須保持這種微妙的平衡，以維持公信力。**這意味著投資者應該積極物色債券，特別是美國政府債券，以便在市場金融環境和經濟體的借貸標準收緊之時，加強投資組合的穩定性。**他們也要加入抗通脹資產，同時在信貸和新興市場債券物色個別投資機會，並專注於優質債券。

全球和歐洲固定收益：高通脹導致我們對歐洲和日本的整體存續期略為審慎，但由於最近出現對金融穩定性和增長的憂慮，我們現在對美國的取態中性。不過，我們仍然保持靈活。在平衡通脹率方面，我們現在透過意大利政府債券看好歐洲，但認為2年期的美國平衡通脹率現在估值高昂。高風險資產方面，市場尚未完全意識到新酬增長壓力等問題，此問題可能會影響盈利，並最終導致信貸指標惡化。儘管我們略為看好信貸，但對高收益債券保持審慎，並偏好歐盟投資級別債券。投資級別債券的企業資產負債表強勁，槓桿率較低，並主要涉及定息貸款。在行業層面，我們留意到銀行業的波動，但認為重新定價可能使投資者有機會投資於資本狀況良好的金融類債券。此外，我們看好可以與他們互動和改善環境、社會和企業管治(ESG)表現的綠色債券發行人。

美國固定收益：聯儲局在努力應付遏抑通脹的難題時，亦面對公信力受到質疑的問題。在此環境下，我們略為看好存續期的前景，但繼續主動管理存續期。**信貸息差的風險已經增加，特別是在較疲弱的高槓桿範疇。**儘管息差已經全面擴大，但市場仍未完全反映經濟放緩。因此，投資者應該考慮利用市場升勢來鞏固表現。整體而言，我們看好金融類債券多於工業等非金融類債券，亦看好投資級別債券多於高收益債券，並偏好具備強大資本緩衝的企業。證券化市場方面，我們認為隨著就業市場疲弱，失業率上升，美國消費者很可能會略為減少開支，加上銀行收緊借貸標準和提高所有貸款的定價，將會令情況變得更加複雜，因此我們非常警惕。

新興市場債券：本地貨幣債券的近期變動可能帶來投資機會，而我們重點留意拉丁美洲、南非和印度，亦看好泰國和哥倫比亞等加息週期幾乎已完結的國家。整體而言，新興市場增長和穩定的政策背景，對硬貨幣債券等新興市場資產有利。我們正在密切留意土耳其的政治環境，但並未看到無力償債的風險。由於中國與美國的地緣政治局勢緊張，嚴格選債至關重要。

外匯：在美國利率優勢逐漸消失的情況下，我們對美元的取態接近中性，但看好瑞士法郎和日圓等安全外匯。我們看好拉丁美洲的墨西哥披索和巴西雷亞爾，以及亞洲的印尼盾和印度盧比。



**Amaury
D'ORSAY**
固定收益部主管

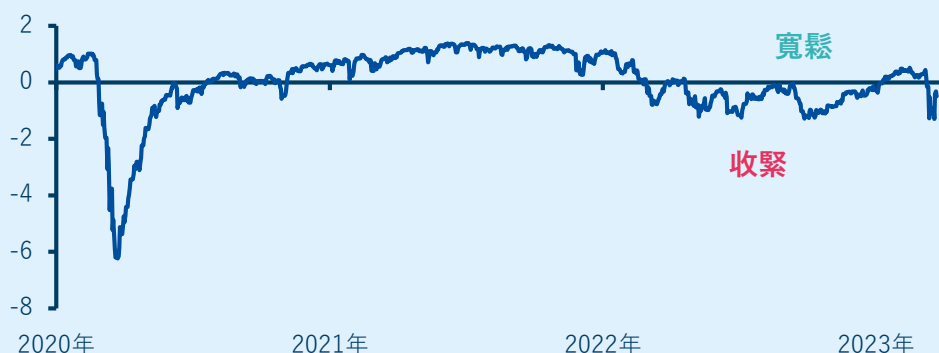


**Yerlan
SYZDYKOV**
環球新興市場部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美國投資管理部投資總監

美國金融環境



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至2023年3月17日。彭博美國金融環境指數追蹤美國貨幣、債券和股票市場的整體金融壓力水平，以幫助評估信貸的可用性和成本。正值表示寬鬆的金融環境，負值表示與危機前標準相比，金融環境更加收緊。

“環境收緊和消費減慢可能會對企業現金流造成壓力，可能令違約前景惡化。”

發掘優質股的抗跌能力



**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

整體評估。部分美國地區銀行倒閉、歐洲面對的壓力，以及由此引致的市場波動，引發了對市場高漲情緒持續性的質疑。雖然我們一直保持審慎立場，但近期的事件令我們按照基礎因素重新審視有關觀點。能源價格下跌有利消費，但由於通脹持續影響企業／個人，消費環境仍然疲弱。因此，投資者應該著眼於財務穩健的優質股和價值股。在這些範疇，我們留意具營運效率企業的盈利潛力。**週期性較低的範疇出現投資機會，同時投資者也應探索與已發展市場相關性有限的國家，例如中國，並保持警惕。**

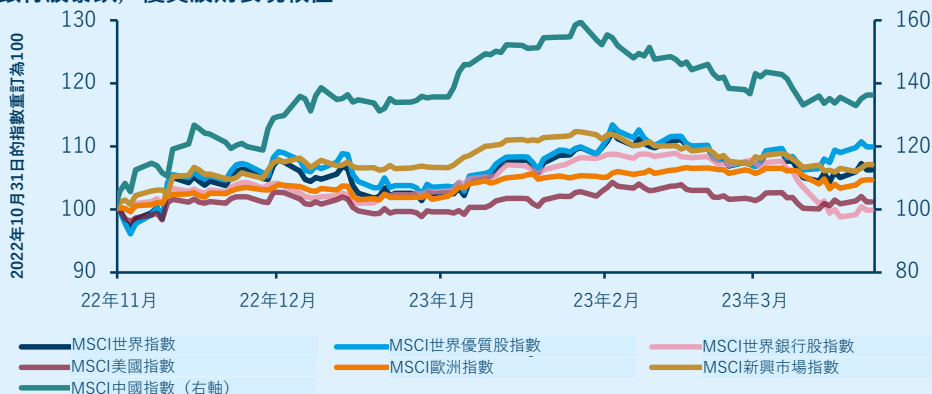
歐洲股票。儘管基礎因素正在轉差，我們認為去年第四季盈利季度的表現已經略勝預期，但現時開始貼現更好的情況依然為時尚早。**與其只著眼於市場變化，投資者應該優先考慮估值，並保持平衡的投資方針，看好市場內的優質股和價值股範疇。**另外，現在也可能是輪換主要高確信度投資的時機，**例如我們看好資本充足的核心歐洲零售銀行。**我們按照槓鈴策略，積極探索優質週期性企業和防禦性股票，例如必需消費品和健康護理行業，但對於目前估值過高的部分週期性範疇（消費品和工業行業），投資者應該保持審慎。話雖如此，鑑於高息對淨利息收益的利好效應，我們仍然看好優質零售銀行股。

美國股票。鑑於通脹環境、對加息的預期和軟性數據疲弱，我們認為目前的估值並不合理。最新公佈的第四季業績顯示，盈利增長低於上一季度，而企業的遠期指引亦疲弱。**因此，我們評估企業的盈利質素，以了解利潤增長是否源於穩健的商業模式，並且能夠重複出現。**我們看好營運效率高的企業和有潛力回饋股東的企業，特別是銀行和能源等行業的優質價值型企業，但會避免沒有利潤的增長和超大型股。此外，個別資本財貨和能源股的增長應該能超越各自的行業，但非必需消費品股的估值高昂，有關行業將會受到持續的薪酬壓力影響。在醫療設備及服務和生命科學工具行業內防禦性相對較高的股票亦吸引。

新興市場股票。新興市場出現地緣政治／本地政治風險，但由於中國經濟復甦、估值吸引和盈利改善，新興市場出現個別投資機會。例如，我們看好中國和巴西，儘管我們看好後者的程度比之前略低，但預料巴西政府未來將會採取更加有利市場的立場。我們看好非必需消費品行業，對看淡健康護理行業，同時相對偏好能源行業和價值股多於物料行業和增長股。

“投資者應該避免估值高昂的股票，並考慮轉向財務穩健的優質企業。”

銀行股暴跌，優質股則表現較佳



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，數據截至2023年3月22日。

東方匯理對各資產類別的觀點

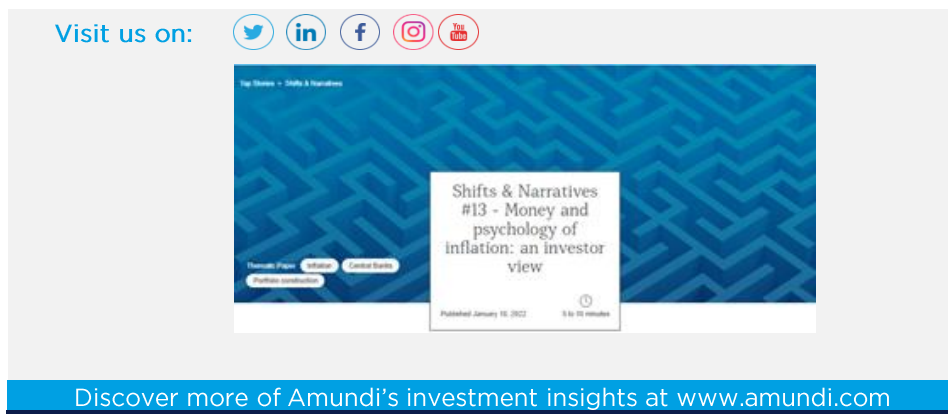
	資產類別	現時觀點	1個月變動	理由
股票	美國	-/=		在高通脹和加息的情況下，市場已經消化第四季盈利欠佳的消息，估值難免受到影響。地區銀行倒閉導致股市下跌，顯示市場忽視了值得留意的風險。我們仍然保持審慎態度，但偏好回饋股東的企業。
	美國價值股	+		在收益率溫和上升的情況下，我們偏好價值股，但仍然集中於優質股和盈利，以及增長能夠超越週期和具有特色的企業。我們嚴格選擇銀行。
	美國增長股	--		儘管大型科技企業的盈利表現讓人失望，但相關企業和大型股的估值仍然過高。我們避開受加息影響更大和沒有利潤的企業。
	歐洲	-/=		儘管近期週期性行業的盈利比預期理想，經濟衰退、通脹和盈利的不明朗性令我們保持審慎態度。銀行業方面，我們偏好資本狀況和流動性比率穩健的企業。目前的波動甚至可能帶來機會，以投資於具備強大長期潛力的企業。整體而言，我們偏好優質價值型企業。
	日本	-/=		日本央行擴大債券收益率的區間，以及市場對控制收益率曲線的預期可能會影響日圓走勢，令我們對日本股票的取態略為審慎。我們繼續密切留意盈利，以及全球增長減慢對以出口為主導的日本市場的影響。
	中國內地	+		我們看好非必需消費品等行業，因為這些行業從防疫封城中恢復，並反映於硬經濟數據上。不過，由於地緣政治風險（美國、俄羅斯）和財政政策框架不斷變化，我們嚴格選股和保持警惕。
	新興市場（中國內地除外）	=		盈利趨勢普遍具支持作用，但特定國家的因素，例如巴西的政治環境（略為正面），以及印度和馬來西亞的估值，令我們繼續審慎選股。
固定收益	美國國庫債券	=/+		除了要在刺激增長和遏抑通脹之間取得平衡，對金融穩定性的憂慮亦令聯儲局在利率方面的工作變得更複雜。我們認為央行將會維持緊縮立場，但態度將會軟化。因此，我們看好存續期，但仍然主動管理存續期，因為情況充滿變數。
	美國投資級別企業債券	=/+		息差並未全面反映收益率的波動和消費面對的壓力，後者將會影響企業的現金流。我們的取態略為正面，但看好具備高息差收益和有能力承受盈利壓力的企業。
	美國高收益企業債券	-		經濟增長放緩、違約前景惡化和企業成本壓力增加，均令我們保持審慎。我們密切留意實際利率和金融穩定對息差的影響。
	歐洲政府債券	-/=		歐洲央行似乎決心遏抑通脹，令我們對存續期保持略為防禦性的立場。不過，我們亦會因應歐洲央行的言論和債券收益率的任何變化而靈活調整立場，並對周邊國家的債券保持警惕。
	歐洲投資級別企業債券	=		與過去的情況相比，槓桿率仍然穩定，但歐洲收緊貨幣政策框架和潛在的地緣政治風險，令我們的取態接近中性。我們正在密切留意穩定性風險，以及經濟放緩對企業現金流和流動性需要的影響。
	歐洲高收益企業債券	-		隨著內部流動性緩衝減少，高收益企業可能會在盈利疲弱、利息成本上升和違約前景轉差之際增加槓桿。因此，我們保持審慎態度，同時密切留意可能觸發任何息差波動的因素。
	中國政府債券	=		我們密切留意中國政府的財政和貨幣政策，以及兩者對中國債券收益率的影響。由於中國政府債券提供分散風險的優勢，我們暫時取態中性。
	新興市場硬貨幣債券	=/+		在全球經濟增長疲弱的環境下，新興市場債券提供吸引的息差收益，儘管息差從目前水平收縮的幅度可能有限。我們特別留意土耳其和尼日利亞的政治事件，並對前者感到審慎樂觀。
其他	商品			油價受到對增長的憂慮拖累，影響短期前景。不過，石油輸出國組織和美國產油公司維持生產紀律，加上中國需求急增，令我們將12個月布蘭特原油目標維持於每桶100美元。我們亦將黃金的12個月目標維持於每盎司2,000美元。
	外匯			由於預計美元下跌，我們調低對英鎊兌美元的審慎立場，亦將歐元兌美元的12個月目標維持於1.15。隨著市場氣氛好轉，個別新興市場外匯為投資者帶來機會，以把握拉丁美洲和亞洲的強勢。



資料來源：東方匯理，截至2023年3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 NIALI

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