

全球投資觀點

回升疲勞：市場與經濟之間的分歧太大



Vincent
MORTIER
集團首席投資總監

鑑於短倉回補和散戶投資者的承險意欲增強，市場在年初洋溢一片回升的樂觀氣氛，支持此市況的原因有幾個，至少在歐洲和中國內地，天然氣價格下跌和中國內地重啟經濟，均有助消除去年的幾個經濟下行風險。市場基於通脹迅速降溫、央行結束緊縮政策，以及經濟邁向軟著陸而沒有出現盈利衰退的假設而上升，但升幅卻過大。

投資者現在開始要處理棘手的局面。熊市可能不會出現，但必須更加謹慎。寬鬆的金融環境與實體經濟的嚴格貸款標準之間的分歧十分明顯。儘管經濟極度不明朗和差距日益明顯，但市場價格仍然反映最理想的情況。特別是，雖然我們最近調高對2023年的預測，但魔鬼藏在細節裡。我們對美國國內生產總值(GDP)的預測維持不變，但預料今年下半年的季度趨勢將會轉差。在歐元區方面，我們上調2023年的GDP預測，但原因主要是去年的結轉，經濟增長的預期仍然持平。中國內地重啟經濟顯然有利全球經濟，但我們認為將會主要支持本地經濟表現。

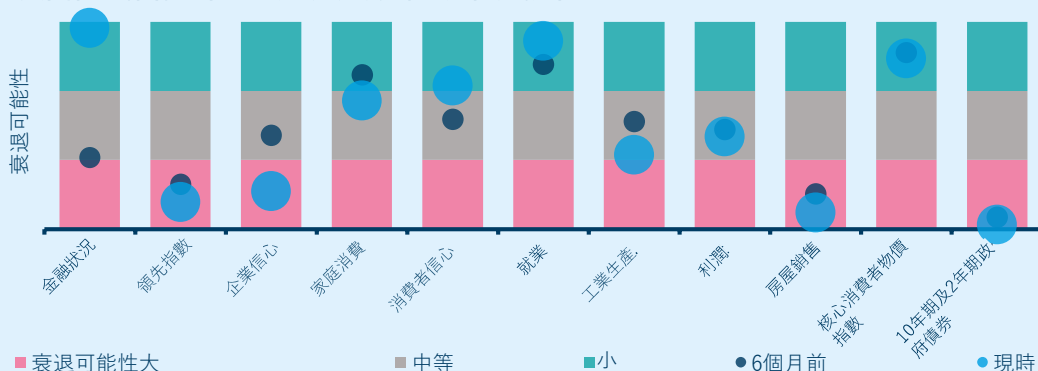


Matteo
GERMANO
集團首席副投資總監

另外，通脹率正在緩慢下降，但市場卻認為通脹率正在急速回落，而要到達央行的2%通脹目標，尚有一段漫長而崎嶇的路。就央行而言，我們認為聯儲局收緊政策的行動快將完結，但歐洲央行的態度依然強硬。最後，投資者對新興市場的投資興趣回升，但對已發展市場則保持審慎態度。

在這種不明朗的背景下，我們認為投資者應該保持審慎，並明白上行和下行的不確定性也甚高。

美國經濟指標：相對於歷史數據的百分位數排名



資料來源：東方匯理資產管理研究院，綜合聯儲局、國際貨幣基金組織、標普、國際結算銀行、世界大型企業聯合會、經濟合作暨發展組織、美國供應管理協會、美國勞工統計局、美國普查局和美國經濟分析局的數據。數據截至2023年2月14日。根據相對於歷史數據的百分位數排名。

“儘管盈利前景轉弱，但實體經濟與市場之間的分歧卻越來越大，令我們對風險偏好回升抱持懷疑態度”。

因此，我們更新了部分主要觀點，詳情如下：

- **在跨資產方面，由於企業盈利受壓，風險偏好回升的幅度可能過大，因此我們對股票保持審慎，但認為可以透過期權從股票升幅獲利。**我們認為溫和的實際薪酬增長很可能令美國和歐洲的需求和消費者支出疲弱，最終影響盈利。投資者應該透過石油和外匯繼續積極分散風險，同時透過股票進行對沖和以黃金加強保護。
- **在債券方面，投資者應該沿著收益率曲線把握貨幣政策分歧帶來的投資機會，並看好投資級別信貸。**我們對存續期保持防禦性（主要為核心歐洲和日本），對英國和中國內地則轉至中立。相反，由於金融環境去年收緊，我們預料增長前景將會進一步轉弱，因此略為看好美國固定收益存續期。在信貸方面，我們對高收益債券依然審慎，這類債券的違約前景正在惡化。我們繼續看好投資級別信貸，特別是估值比美國便宜的歐洲。
- **在股票方面，我們對美國取態審慎，但認為價值股、優質股、工業和金融行業，比科技和非必需消費品行業可取。**儘管能源價格下跌略為減輕家庭和消費者的壓力，但其對實際薪酬增長和財政拖累的衝擊甚大，並會逐漸擴散，意味著消費將會保持低迷，而目前的盈利季度也有相關的跡象，例如去年第四季標普500指數的每股盈利增長均為負值。就類別而言，投資者應該結合價值股、優質股和高息股，這些股票能夠增加收入。我們的整體評估顯示，必須識別具有強勁定價能力的企業。
- **新興市場的前景改善。**由於預料今年聯儲局的強硬態度將會軟化，加上美元匯率很可能已經見頂，令美元轉弱，我們現在更加看好新興市場外匯。雖然我們對新興市場外匯的取態仍然為中立至略為審慎，但相信此資產類別今年應該會表現理想。我們的觀點略為受到2023年增長前景疲弱影響。我們更看好新興市場的本地利率，特別是拉丁美洲。在股票方面，我們更加看好中國內地，亦認為當地重啟經濟應會有利與中國貿易關係密切的國家。然而，在印度方面，我們短期內對估值保持審慎，對其長遠前景的展望則維持不變。

整體承險意欲



整體承險意欲維持不變。高風險資產回升令我們保持審慎，因為市場價格尚未適當反映正在轉差的盈利前景。

與上月比較變動

- **跨資產：**致力透過期權把握上行機會，並透過對沖限制下行風險。
- **略為看好新興市場本地貨幣債券。**

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

最新的增長
預測有何變
化？

我們將2023年第四季美國GDP增長預期從按年0.4%下調至0.0%。由於投資疲弱和私人消費減慢，預計美國2023年下半年的增長趨勢將會轉差。由於經濟數據改善，加上2022年的結轉效應，我們調高對歐元區2023年GDP增長的預測，從-0.5%調高至0.2%，但主要的不利因素仍然存在，而國內需求正在減弱。

投資影響

- 股票：對已發展市場股票保持審慎。
- 信貸：對高收益信貸持防禦性立場，但看好投資級別信貸。

2

央行減息的
前景如何？

近期美國通脹率回落相對容易處理，但任何進一步的進展將會令就業市場付出更大代價。在此環境下，聯儲局應該保持審慎，並於2024年1月開始減息。歐元區方面，我們預計整體或核心通脹率都不會迅速回落。

投資影響

- 我們對美國利率保持中立，並認為在短期內，由於進行更多超前部署，曲線倒掛的幅度會更大，而曲線在中期內應該會看漲走斜。
- 我們對歐元存續期保持審慎。

3

哪些因素會
觸發買入股
票的時機？

年初至今股市回升由幾個因素引發，包括中國內地重啟經濟、各國央行的強硬立場軟化、歐盟能源危機緩和及美元貶值。我們並不確定中國內地重啟經濟是否足以抵銷美國增長放緩帶來的負面影響。美國收益率曲線看漲走斜一向是美國股市週期持續啟動的先決條件。

投資影響

- 我們看好美國和歐洲的價值股。
- 我們看好高息股(日本除外)，而由於日本央行可能會放棄控制收益率曲線，我們留意當地的價值股。



**Monica
DEFEND**
東方匯理資產管理研究院主管

“我們認為美國收益率曲線看漲走斜，將會是美國股市週期持續啟動的先決條件”。

避免在宏觀環境不明朗時增持風險

通脹放緩，加上央行的強硬態度軟化，令市場誤信物價上漲的走勢即將受控。同時，實體經濟內的消費者和企業面對逐漸收緊的融資環境和借貸標準，或會影響消費，並可能導致盈利趨勢在估值高昂的情況下進一步轉差。**我們維持防禦性立場，同時把握機會利用衍生工具，在不增持風險的情況下把握潛在上升機會。**投資者應該透過外匯、商品和黃金加強保護和分散風險。

高確定性投資觀點。我們對已發展市場股票（美國、歐元區、日本）保持審慎，亦留意到市場波動性變動可能帶來投資機會，讓投資者能受惠於策略性市場波動。此外，相對估值機會繼續有利美國小型股多於估值高昂的大型股，但我們正在評估減慢加息的步伐會如何影響此觀點。新興市場股票方面，我們繼續看好中國內地，因為增長前景好轉，加上相對估值便宜。至於資金流和投資者部署方面，由於去年大量資金流出，中國內地尚有恢復資本現金流的空間。

固定收益方面，由於聯儲局減慢加息的步伐，加上增長前景疲弱，我們繼續看好美國存續期。不過，我們主動管理投資，並密切留意勞工市場內的新增職位，以及聯儲局可能不得不維持更高利率更長時間的說法。另外，我們在全球物色機會，例如在日本，我們對政府債券保持審慎，但認為加拿大的2年期和10年期曲線可能會走斜。歐洲方面，我們看好10年期意大利政府債券和德國國債的息差，在歐洲央行發表強硬言論後，有關息差一直沒有受終端利率的重新定價影響。中國內地重啟經濟和能源價格下跌，應會有助意大利經濟，支持公共財政和政府債券。**企業信貸方面，我們對歐洲高收益債券維持審慎，**因為我們認為信貸回升的幅度過大，與我們的預測風險情景不符。另外，大量的供應受到市場歡迎，但需要時間消化，而部分範疇已經出現獲

利回吐。展望未來，我們預期信貸資金流對息差的支持度將會減弱。

外匯部分讓我們能按照策略性和長期觀點作出部署。能源價格下跌將會紓緩歐洲生活成本危機的影響，並有助短期增長，因此我們看好歐元兌英鎊。我們亦看好日圓兌英鎊，因為日圓會受惠於仍然疲弱的全球增長。同時，基於估值因素，我們繼續看好挪威克朗兌加元。新興市場方面，我們現在看好南非蘭特兌美元，前者提供吸引的風險／回報水平，而我們認為目前外匯反映的政治不明朗因素遠高於實況。

風險及對沖。我們繼續以分散風險和保護投資組合為主要目標，並繼續以商品（石油、黃金）和金融衍生工具實現目標。我們認為結構性失衡、中國內地重啟經濟和地緣政治風險（主要風險為伊朗緊張局勢）將會刺激石油。我們也認為投資者應該維持高收益債券對沖，並加強對美國股票的保護。



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

“阻礙經濟增長的因素仍然存在，因此投資者應該在不增加風險的情況下尋找其他途徑參與市場升勢，例如利用衍生工具。”

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				◆▶			
信貸及新興市場債券				◆			
存續期					◆		
石油						◆	
黃金					◆		

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。

在吸引人的債券收益率和審慎選債之間取得平衡

整體評估：市場相信經濟將會軟著陸，預料不會出現經濟衰退，而價格也會重返央行目標。然而，我們認為勞工市場、消費和企業盈利也存在極大的不明朗性。實體經濟的融資成本也偏高。若央行不降低政策利率，經濟體系內的利率便難以下降，但由於正在減慢的通脹仍然高企，因此在短期內減息的機會極微。我們預計聯儲局在2024年1月前不會開始減息，歐洲央行也暫時不會減息。因此，投資者應該繼續善用吸引人的債券收益率環境，但看好優質信貸，同時探索環境有所改善的個別新興市場債券，並對高收益債券保持審慎。

全球和歐洲固定收益：我們繼續主動管理存續期，並特別對核心歐洲和日本持略為審慎的立場，但對英國和中國內地的立場則上調至中立。我們也在各地區的收益率曲線尋找投資機會，而現時相信美國、歐洲和加拿大的曲線可能走斜。歐元周邊國家債券方面，我們整體上採取略為防禦性的立場。鑑於盈利和增長情況好壞參半，我們繼續嚴格選債，並主要略為看好投資級別債券和次級金融類債券等。在高收益債券方面，我們認為由於對潛在違約的憂慮，投資者應該進行策略性對沖。另一方面，我們對資產擔保債券範疇保持警惕。

美國固定收益：我們留意到經濟數據不平均，聯儲局可能收緊政策，導致經濟疲弱。但如果通脹率仍然高企，收益率亦可能被往上重新定價。因此，我們目前的立場正面，繼續非常主動地管理存續期，同時對聯儲局的言論保持警惕，並認為時機十分重要。美國國庫抗通脹債券的中段存續期部分亦吸引。我們看好證券化信貸，但認為近期表現可能讓投資者把握息差收窄的機會，並在未來調整至更保守的立場，以配合增長減慢的環境。企業信貸方面，我們保持審慎選債，看好金融類債券多於非金融類債券和工業類債券，亦看好投資級別債券多於高收益債券。整體而言，投資者應該考慮在市場回升帶來的機會中獲利，並在高收益債券中維持低啤打。

新興市場債券：美國利率和政策的變動正在影響新興市場債券的環境，令我們十分警惕。硬貨幣債券、本地利率和外匯帶來投資機會，但由於地緣政治和特定國家的風險持續，我們嚴格選債。由於中國內地重啟經濟，我們看好商品出口國（巴西、墨西哥、南非和印尼）。有趣的是，央行態度積極的哥倫比亞等國家似乎頗為吸引。

外匯：我們看好高息差收益的個別新興市場外匯，例如墨西哥披索、巴西雷亞爾、印尼盾和南非蘭特。不過，儘管我們對美元保持中立，但亦透過看好日圓等安全外匯，以平衡此觀點。我們留意的另一個主要風險是俄烏戰爭升級，可能會對波蘭茲羅提和捷克克朗造成負面影響。



Amaury
D'ORSAY
固定收益部主管

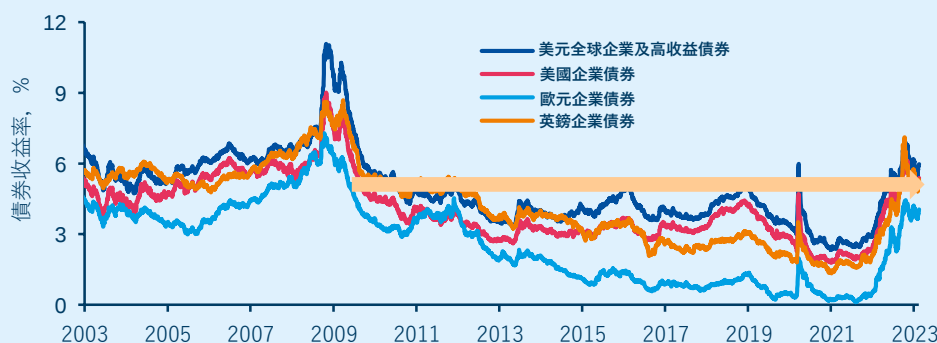


Yerlan
SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J.
TAUBES
美國投資管理部投資總監

吸引人的信貸收益率，但以優質債券為主



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博。數據截至2023年2月15日，ICE美銀指數。

“信貸市場的收益率吸引，但融資成本上升和經濟環境放緩，投資者必須嚴格選債”



估值分散有利投資於價值股



**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。由於能源危機減退、中國內地重啟經濟，以及央行態度最強硬的時期似乎已經過去，市場持續回升，儘管盈利季度至今的表現平平。在美國，鑑於對消費和增長減速的憂慮，市場普遍預料2023年錄得經營盈利和邊際利潤的機會極微。在歐洲方面，即使經濟近期好轉，但盈利仍然一如所料放緩。因此，與其寄望市場，投資者應該物色能夠維持邊際利潤和回饋股東，而且估值吸引的企業。我們認為可以透過自下而上的深入分析，以及在投資於已發展和新興市場時結合優質股和價值股，以識別有關企業。

歐洲股票。我們按照平衡投資風格的原則，尋找優質的週期性企業和防禦性股票，例如必需消費品和製藥企業。不過，鑑於在當前環境下，部分週期性行業的價格已經超出其基礎因素，我們認為投資者應該考慮沽售有關股票，以換入風險回報較佳的防禦性股票。我們看好金融行業的程度略為下降（雖然仍然看好），亦更加看好製藥行業。不過，鑑於高息對利息收益淨值的利好效應，我們仍然看好零售銀行股。此外，我們亦看好促進能源轉型的工業企業。我們仍然看好必需消費品，並選擇具備強勁定價能力、財務狀況穩建和能夠在加息時提供保護的企業。相反，我們對公用事業企業和科技行業保持審慎。

美國股票。今年的市場回升主要涉及倍數擴張，令我們整體保持審慎，因為部分股票的估值高昂。因此，我們認為投資者應該避開高風險和高價打的股票，這些股票目前過度依賴難以預測的經濟週期。相反，我們偏好致力向股東發放現金的企業，例如防禦性股票。就此，我們專注於估值合理的股票，更不惜在傳統的防禦性範疇以外物色股票，例如醫療設備及服務，以及生命科學工具行業。不過，必需消費品、公用事業和房地產行業的投資價值不大。另一方面，在週期性股票方面，我們最看好的行業為能源和銀行，亦看好資本財貨和物料行業，但偏好增長能夠超越週期的特殊性股票。然而，去年10月開始的週期性行業反彈，卻令非必需消費品和工業股更容易受到經濟收縮的風險影響。

新興市場股票。鑑於中國內地重啟經濟、估值合理吸引和盈利趨勢理想，我們繼續看好新興市場股票，但投資者應該繼續嚴格選股，並留意基礎因素。我們主要看好中國內地和巴西，但由於後者出現政治波動，因此我們降低看好的程度。印度出現估值憂慮，但長遠前景未受影響。從行業的角度而言，我們看好非必需消費品和房地產行業，對健康護理行業則保持審慎。

“估值更加分散
帶來潛在的股票
投資機會，特別
是在價值股範疇
”

歐洲價值股表現落後盈利預測

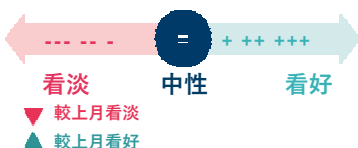


資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，2023年2月16日。上方為MSCI指數。



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	- / =		能源價格下跌刺激消費者的可支配收入，導致市場上揚，但我們認為升勢不會持續。鑑於估值偏高和增長將會放緩，近期盈利季度表現疲弱，支持我們維持審慎取態。
	美國價值股	+		我們繼續看好價值股，相信應受惠於收益率輕微上行。我們亦結合一些即使在經濟受壓時也能維持邊際利潤和回饋股東的優質企業。
	美國增長股	--		我們對增長股保持審慎，特別是沒有利潤的增長股，因為相關估值過高，與其盈利潛力不相符。此外，加息繼續令更長存續期的股票受壓。
	歐洲	- / =		穩定的經濟增長和能源價格下跌對歐洲有利，但盈利構成憂慮。我們認為在部分情況下，以未來盈利潛力而言，估值高昂。因此，我們繼續嚴格選股（物色定價能力強勁的企業）和保持審慎。
	日本	- / =		日本央行可能放棄控制收益率曲線，應該會利好價值股，但我們正在密切留意新央行行長的貨幣政策和企業盈利對廣泛市場的影響。
	中國內地	+		中國內地撤銷清零政策，並推出具支持作用的政策框架，均有利短期前景。由於中國內地與美國的地緣政治局勢緊張，我們嚴格選股，並尋找自下而上的投資機會。
	新興市場（中國內地除外）	=		新興市場估值吸引，特別是在歐洲、中東和非洲及拉丁美洲，盈利預期也正在改善。不過，由於特定國家的驅動因素和經濟不明朗，我們審慎選股。我們看好巴西（程度低於以往），並鑑於估值憂慮而對印度保持警惕。
固定收益	美國國庫債券	= / +		我們繼續略為看好美國國庫債券，但留意到強勁的經濟數據，並主動管理存續期。我們認為強勁的消費數據可能會導致聯儲局態度變得更強硬，因而可能進一步增加經濟衰退的風險。
	美國投資級別企業債券	= / +		息差收益吸引，但息差卻忽略有關經濟增長和貨幣政策收緊的風險。此外，實體經濟內的企業面對已收緊的貸款標準，可能會影響現金流欠佳的企業，因此我們看好優質債券。
	美國高收益企業債券	-		在加息可能影響企業借貸能力，而經濟增長放緩可能對違約前景帶來負面影響之際，高收益債券的估值高昂，因此我們對流動性風險保持防禦性和警惕。
	歐洲政府債券	- / =		由於歐洲經濟放緩不太可能在短期內令通脹降溫，我們預計終端利率上升，而升幅將會高於市場價格反映的幅度。因此，我們對核心歐洲存續期略為審慎，但對歐元周邊國家債券則採取略為防禦性的立場。
	歐洲投資級別企業債券	=		估值吸引，加上中國內地重啟經濟，均為歐洲投資級別債券帶來理想的環境，但收緊貨幣政策、地緣政治緊張局勢和通脹高企的憂慮持續。因此，我們暫時持中立態度，並留意導致息差進一步收窄的潛在因素。
	歐洲高收益企業債券	-		由於盈利和現金流的環境充滿考驗，可能影響違約前景，基礎因素轉差的風險很高，可能令高收益債券息差更加波動。
	中國政府債券	=		由於中國政府債券為全球投資者帶來分散投資的機會，而中國內地重啟經濟後，再次出現增長動力，我們對中國政府債券保持中立態度。
	新興市場硬貨幣債券	= / +		我們正在評估聯儲局政策對新興市場債券的影響。硬貨幣債券的息差收益和估值吸引，但面對貨幣政策分化、全球增長環境轉弱和地緣政治風險，投資者必須嚴格選債。
其他	商品			我們留意到經濟衰退比預期更嚴重，為油價帶來下行風險，但由於預期中國內地的需求上升，加上石油輸出國組織的剩餘產能有限，以及伊朗的潛在地緣政治危機，我們將2023年12月WTI原油價格目標維持於每桶95美元。在黃金方面，我們將12個月目標維持於每盎司2,000美元。而聯儲局政策和宏觀經濟環境可能會影響價格。
	新興市場本地貨幣債券	= / +	▲	在美元疲弱的情況下，我們對本地貨幣債券保持審慎樂觀，但亦密切留意新興市場的增長。我們看好哥倫比亞等個別拉丁美洲國家的本地利率，因為區內的央行一直積極加息（以控制通脹），應會支持外匯。



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