

2024年3月

市場、經濟與估值：爭論依然激烈

經濟活動蓬勃，加上市場對央行政策和企業盈利的預期，一直推動資產價格。部分範疇的估值過高，例如利潤率仍然偏高的大型股。然而，目前主要的問題是高利潤率與目前的估值是否相符？在全球競爭加劇和消費疲弱的環境下，這些企業能否實現營業收入快速增長，同時維持邊際利潤？另一方面，預測經濟走向變得更加困難。我們認為未來以下因素將會非常重要：

- **儘管有所延遲，但美國經濟明顯放緩**：由於缺乏財政刺激措施或措施有限，以及企業受壓，國內需求放緩。消費市場至今一直依賴消費者動用儲蓄，甚至過度借貸，但隨著勞工市場疲弱，這種依賴情況可能會消失，從而影響經濟。
- **歐洲增長差異化較大，整體呈現疲乏狀態**：由於投資及出口疲弱，面對多項結構性挑戰的德國今年的經濟可能大幅落後，而西班牙等國家的表現則略佳。在此情況下，歐盟集體財政和政治力量在推動綠色轉型中的作用非常重要。
- **貨幣政策**：聯儲局、歐洲央行和英國央行可能會從上半年末開始減息，聯儲局今年的減息幅度為100個基點，歐洲央行和英國央行則為125個基點。若通脹率繼續回落，我們認為聯儲局維持限制性利率的理據有限。

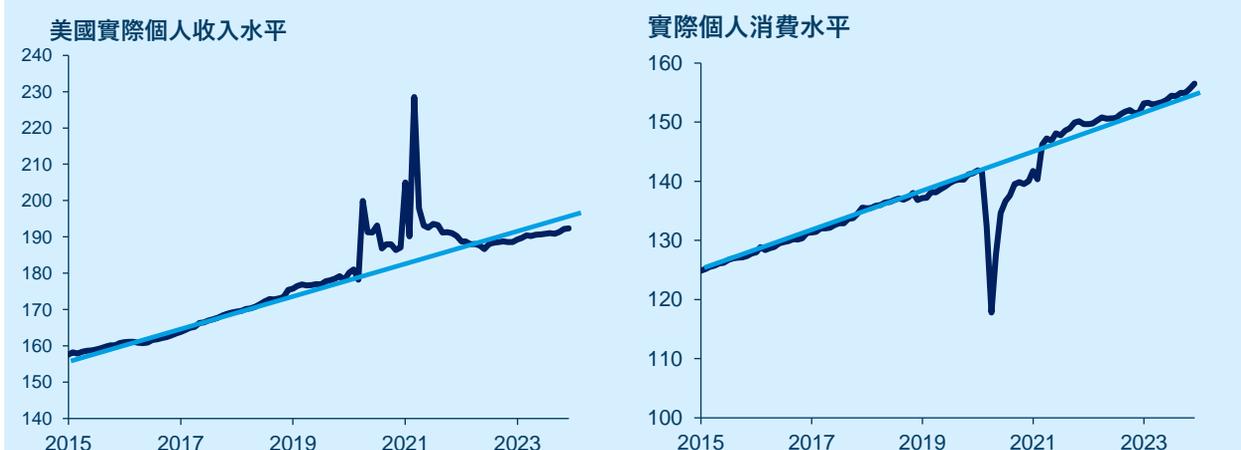


VINCENT
MORTIER
集團首席投資總監



MATTEO GERMANO
集團首席副投資總監

隨著美國實際個人收入下降，個人消費應會轉差



資料來源：東方匯理資產管理研究院、DataStream，數據截至2023年12月。



我們在四大範疇發現投資價值：

- **跨資產。**由於經濟週期比早前預期理想，我們目前對已發展市場股票的觀點接近中性，但考慮到目前的估值偏高，我們避免過分樂觀，並在新興市場和日本尋找地區性投資機會。我們對美國取態中性。在存續期方面，我們對日本保持審慎，但看好美國和歐洲。鑑於可能出現財政壓力和通脹走勢可能令人意外，投資者應考慮主動管理存續期。此外，一旦美元在短期內走強，也可能影響新興市場債券的回報，因此投資者需要保持警惕。最後，面對地緣政治壓力，石油成為理想的對沖工具，而短期供應緊張亦令油價具有溫和上行的潛力。
- **固定收益方面，我們對歐洲和日本存續期略為審慎，但看好通脹率繼續下降的美國和全球優質信貸。**在歐洲，我們密切留意歐洲央行對區內經濟的評估，留意央行採取任何政策行動的跡象。在英國，由於英國央行面對減息壓力，我們略為看好英國。企業信貸繼續帶來息差收益，但必須考慮流動性，特別是在高收益債券範疇。因此，我們看好美國投資級別債券，亦更看好歐盟投資級別債券。在美國，我們看好短期信貸及保險掛鈎證券。整體而言，我們對評級較低的高收益債券態度謹慎，但在表現分歧較大的非週期性行業發現個別具投資價值的機會。
- **美國股市近期走勢主要受個別大型股帶動，增加集中風險，**歐洲亦出現類似情況，但程度較輕微。隨著經濟週期發展，市場應會更加關注盈利走勢。我們保持嚴格選股的立場，對美國和歐洲估值最高昂的範疇取態略為審慎，但任何關於盈利及估值的市場異常情況，也成為透過特殊主題受惠的機會。從類型／地區的角度而言，我們繼續看好高利潤率的優質企業、美國價值股及日本。
- **吸引的新興市場收益率和通脹持續放緩令我們看好硬貨幣和本地貨幣債券，**並偏好高收益債券多於投資級別債券。就地區而言，我們看好拉丁美洲，更嚴謹地選擇亞洲和歐洲、中東和非洲國家。一如所料，拉丁美洲地區出現大量特殊主題，例如阿根廷。我們亦看好股票，特別是亞洲（印度、印尼、南韓）及拉丁美洲。

經濟週期延長令我們對風險的觀點接近中性，但我們正密切留意美國國內消費的不確定性，以及部分範疇的極端估值。

整體承險意欲

避險

承險



鑑於市場表現／估值與未來經濟疲弱之間的分歧，我們對風險的觀點接近中性。

與上月比較變動

- **跨資產：**對美國股票取態中性；由於通脹可能出現意外的走勢，需要保護美國存續期；繼續看好新興市場債券，但美元策略性走強可能會影響此範疇的回報。

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

主要已發展市場央行將會如何應對通脹放緩？

即使歐洲的通脹正在放緩，但市場價格尚未反映過度緊縮和歐洲央行落後於收益率曲線的風險。央行正在密切留意即將公布的數據、勞工市場和近期放寬的金融環境。我們仍然認為歐洲央行會在上半年末左右開始減息，全年的減息幅度為100個基點。英國央行亦放棄了強硬的指引，可能會在年中左右開始減息125個基點，但不能排除更早減息的可能性。在美國方面，聯儲局需要確定通脹趨勢正朝著目標發展。

投資影響

- 美國及英國存續期：略為看好

2

你對股票創新高有何看法？

隨著美國和歐洲股票在2月創下歷史新高，現在是重新評估估值的適合時機。整體市場似乎估值偏高，相信估值難以迅速地出現大幅溢價。此外，儘管經濟環境的防禦性不及以往，但偏高的估值令我們無法更加看好股票。若出現策略性調整，我們會考慮在具吸引力的情況下增持此資產類別。屆時，我們便能更清晰地了解經濟環境。

投資影響

- 對美國和歐洲的觀點接近中性
- 略為看好日本

3

你認為商品的短期前景如何？

由於技術因素強勁和全球經濟增長仍具抗跌力，油價可能在短期內走強。不過，由於石油輸出國組織的備用產能和供應紀律欠佳等因素，我們預計油價的中期漲幅有限。另一方面，黃金價格似乎處於觀望狀態。鑑於黃金的估值適中，加上聯儲局提前改變政策的希望減退，我們預計短期內黃金價格將會略為上升。不過，假如聯儲局比預期更早減息，可能會帶來更大的上升空間。

投資影響

- 布蘭特原油目標價格：短期內為每桶85美元
- 黃金：每盎司2,050美元

我們預計聯儲局、英國央行和歐洲央行將會在6月左右開始減息，但仍會密切留意通脹放緩的步伐，以防出現意料之外的情況。

MONICA
DEFEND
東方匯理資產管
理研究院主管





多元資產

作者

靈活配置：保持中性，對風險保持警惕

我們預計美國經濟將會放緩，但情況並非簡單直接，特別是考慮到盈利和高風險資產估值。因此，我們保持靈活評估，既考慮短期的細微變化，亦平衡長期的高確定性投資觀點。儘管我們對已發展市場股票的觀點轉至中性，但我們的高確定性投資觀點以地域差異（已發展市場與亞洲相比）為依據。同時，我們繼續透過商品分散投資，並調整了對外匯的取態及對沖措施。

隨著美國經濟週期延長，環球股票環境更加不明朗，但未來的增長前景充滿阻力。在通脹放緩及增長強勁的環境下，我們對美國的觀點轉為中性。此外，我們對歐洲取態審慎，而即使近期數據欠佳，我們也略為看好日本。不過，我們對新興市場（印尼、南韓和印度）的立場更加明確。

鑑於未來經濟活動的不確定性和減息預期，我們繼續略為看好美國和歐洲存續期。由於通脹及美國大選引致政府不審慎理財／財政壓力可能會影響央行的行動和收益率走勢，我們保持高度靈活性。意大利國債方面，我們認為特殊性風險有限，而且有進一步上升的潛力。然而，我們對日本國債態度審慎，並密切留意最新的國內生產總值(GDP)數據如何成為日本央行取消負利率政策的阻力。

在已發展市場信貸方面，我們看好優質及相對估值吸引的歐盟投資級別債券。在其他範疇，新興市場的通脹放緩趨勢及已發展國家央行在短期內展開寬鬆週期，亦為新興市場債券創造了正面的環境。新興市場的收益率吸引，但美國通脹率高於預期、美國經濟增長前景比其他G10國家理想，加上美元反映的溫和貨幣政策（升值的空間），均可能延長美元的強勢。因此，投資者的資產配置必須考慮此因素。

我們策略上繼續看好美元，但認為此趨勢不會持續。我們亦看好歐元兌英鎊及日圓兌瑞士法郎。此外，美國的貨幣政策及經濟增長亦會影響日圓。在新興市場外匯方面，我們仍然看好拉丁美洲國家（巴西雷亞爾）多於亞洲國家。

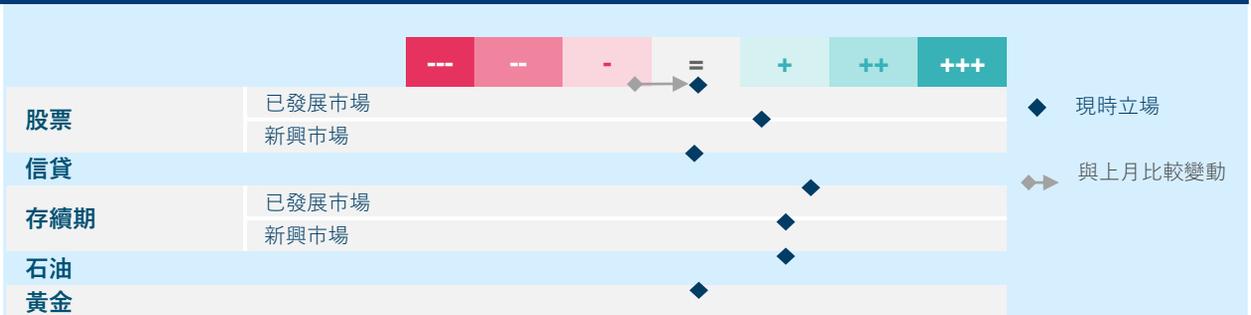
美國通脹率正在下降，但任何意外情況均可能影響美國國債，因此投資者必須採取保護措施。另一方面，鑑於石油的技術因素強勁，因此能作為抵禦地緣政治風險的選擇。

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

美國通脹放緩、經濟增長情況和減息預期為美國股票提供動力，令我們對已發展市場股票採取策略性中性的立場。

東方匯理對各資產類別的確信度



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。

固定收益

探索全球債券，留意通脹的「最後階段」

央行的言論及美國通脹數據，令市場重新評估對聯儲局減息的預期（與幾個月前比較）。聯儲局及歐洲央行也希望在開始減息前通脹能持續取得進展。同時，考慮到美國核心服務通脹率的近期走勢，央行暫時按兵不動亦屬合理。從投資者的角度而言，這意味著當前的無風險收益率水平吸引，特別是在美國。不過，由於各個經濟體發展的不確定性，我們在債券方面保持高度靈活性，並在全球尋找機會。我們仍然看好全球優質信貸及新興市場債券。

全球及歐洲固定收益

- 我們對核心歐洲存續期略為謹慎，但隨著歐洲央行的行動更加清晰，情況可能會改變。
- 日本方面，我們態度謹慎，並留意日本央行的行動。
- 在信貸方面，我們看好歐盟投資級別債券，但會根據市場變化作出靈活調整。我們看好金融類債券和及級債券，亦認為投資級別債券比高收益債券可取。在高收益債券方面，我們留意到分散度較高，而短存續期的歐盟信貸則帶來嚴格選債的機會。

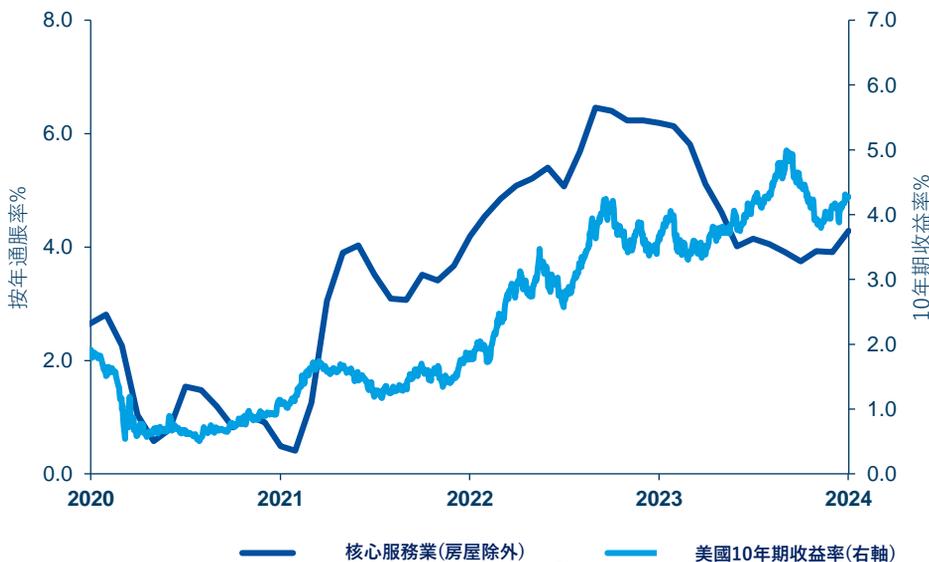
美國固定收益

- 由於通脹進展理想，我們看好存續期，但會保持靈活性。
- 我們認為投資級別債券比高收益債券可取，而在前者中，我們看好金融類債券。此外，信貸曲線的中段及存續期較短的信貸提供更佳的投資價值。
- 我們對高收益債券持謹慎態度，但留意評級較高的信貸及保險掛鈎證券，同時亦留意流動性。

新興市場債券

- 通脹持續放緩、新興市場增長強勁及聯儲局可能放寬政策，亦成為利好因素。
- 我們看好硬貨幣債券和企業債券，但考慮到相對估值更吸引和息差收益較佳，我們認為高收益債券比投資級別債券可取。在本地貨幣債券方面，我們繼續看好拉丁美洲。
- 我們認為阿根廷（高回報、息差收益吸引）和埃及等國家成為有利的特殊性主題。
- 不過，我們對中東持謹慎態度，同時看好商品出口國。

整體通脹率正在下降，但要留意居高不下的服務通脹



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2024年2月20日。

作者

AMAURY
D'ORSAY
固定收益部主管

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



股票

關注盈利抗跌能力及估值

隨著市場屢創新高，美國及歐洲的集中風險上升，我們正評估單從宏觀／增長角度，股票會否持續上揚。鑑於估值偏高，令人失望的減息行動和經濟數據疲弱等觸發市場下行的因素，也可能會影響估值較高範疇的回報。因此，目前的主要問題是美國經濟會否放緩？如果會，放緩的幅度有多大？如果歐美經濟疲弱的情況屬實，盈利將會受到影響。因此，投資者應留意美國、歐洲、日本和新興市場內能平衡未來盈利增長潛力與估值的範疇。

歐洲股票

- 我們偏好槓鈴型策略，看好優質防禦股和週期股。
- 在行業方面，我們略為更加看好必需品行業。投資者亦應考慮利用市場波動發掘奢侈品企業的投資機會。
- 在金融股方面，我們看好帶來高收益率及盈利增長領先市場的銀行股。
- 然而，部分半導體企業的估值偏高。

美國及環球股票

- 在側重大型股的市場內，我們致力善用價值股與增長股、等權重股票與大型股之間的差異。
- 鑑於供應過剩的憂慮，逐漸降低對能源股的樂觀展望。
- 我們看好估值合理的防禦股，並偏好在近期公佈盈利後變得吸引的優質週期股。
- 自下而上而言，日本股市可能出現調整。

新興市場股票

- 看好走勢各異的新興市場股票。由於消費疲弱，我們對中國保持審慎，但政府有意改善市場氣氛，成為有利因素。
- 在其他亞洲市場，隨著企業管治改善，我們略為更加看好南韓。
- 整體而言，我們留意亞洲及拉丁美洲的結構性趨勢，並繼續看好印度和印尼。

標普500指數的相對估值令投資者必須留意集中風險



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，2024年2月19日。標普500指數及標普等權重指數。

作者

FABIO DIGIANANTE
大型股票部主管

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



觀點

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **美國大型股**：我們對大型股感到懷疑，並相信此範疇以外有其他投資機會，包括美國價值股。我們對全球增長股的立場接近中性。
- **英國政府債券**：整體通脹率應會迅速回落，英國央行貨幣政策委員會大部分成員似乎亦支持減息，因此我們略為看好英國政府債券。

股票及全球因素

地區	1個月變動	--	-	=	+	++	全球因素	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆			增長股				◆		
歐洲				◆			價值股				◆		
日本					◆		小型股				◆		
新興市場					◆		優質股					◆	
中國				◆			低波幅股票				◆		
新興市場 (中國除外)					◆		動力股				◆		
印度					◆		高息股					◆	

固定收益及外匯

政府債券	1個月變動	--	-	=	+	++	信貸	1個月變動	--	-	=	+	++
美國					◆		美國投資級別債券				◆		
美國核心				◆			美國高收益債券			◆			
歐洲周邊國家				◆			歐洲投資級別債券					◆	
英國					◆		歐洲高收益債券			◆			
日本			◆										
新興市場債券	1個月變動	--	-	=	+	++	外匯	1個月變動	--	-	=	+	++
中國政府債券				◆			美元					◆	
印度政府債券				◆			歐元			◆			
新興市場硬貨幣債券					◆		英鎊			◆			
新興市場本地貨幣債券					◆		日圓					◆	
新興市場企業債券					◆		人民幣			◆			

資料來源：東方匯理，2024年2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 NIALL
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