

全球投資觀點

通脹回落是好消息，但對抗通脹之路尚未完結



**Vincent
MORTIER**
集團首席投資總監



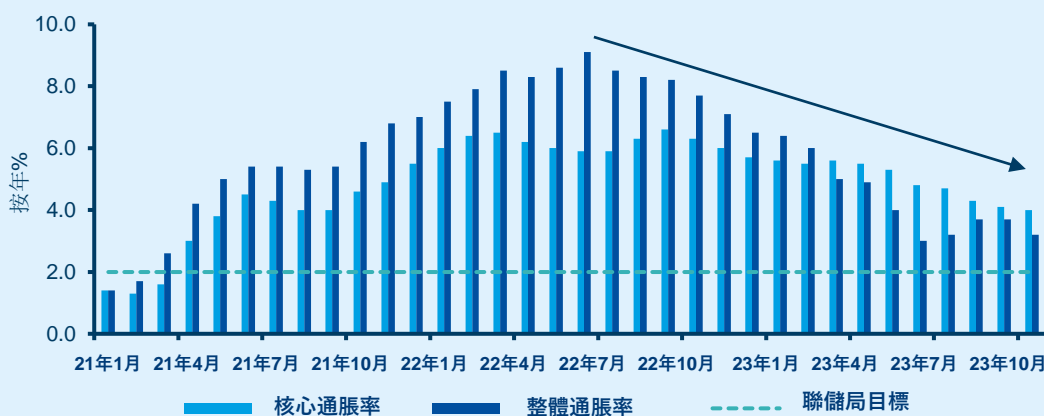
**Matteo
GERMANO**
集團首席副投資總監

在11月，由於通縮持續和有跡象顯示聯儲局已接近利率高位，高風險資產回升，導致美國和歐洲的收益率回落。現在要思考的主要問題是還需要多久才能宣布成功對抗通脹？以及經濟增長將會如何發展？

我們認為以下因素有助解決這些問題：

- **美國經濟前景黯淡。**我們對2023年美國經濟增長的預測略微上調至2.4%，但考慮到實體經濟的金融狀況緊張，我們仍然預計美國經濟將會在2024年上半年出現溫和衰退。
- **歐元區的經濟增長可能乏力，但不會陷入衰退，**而經濟增長的起點會低於美國。此外，德國的財政能力有限和歐盟的財政規則也增加不確定性。
- **央行的行動將會由數據主導。**對央行來說，經濟的借貸成本和勞工市場的強度更為重要。聯儲局和歐洲央行將會關注這些因素對終端消費和通脹的影響（油價下跌對此有利）。
- **企業變得更加謹慎。**調查顯示企業的就業和資本開支計劃態度謹慎。最新的企業業績也反映消費需求疲弱。
- **世界變得多極化，中美競爭持續。**無論明年美國大選的結果如何，中美關係應該會在受控的情況下轉差。其次，以色列和哈馬斯的戰爭應該會局限於當地。整體地緣政治風險頗高。

美國通脹回落，但仍高於目標



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年11月22日。



“市場價格所反映的「完美」情景似乎有點過度樂觀。投資者應該保持防禦性，略為看好存續期，對股票取態謹慎，並研究新興市場的長期價值。”

我們主張透過以下重點維持謹慎態度：

- **跨資產。**我們旨在透過各個資產類別的策略機會和加強對沖，平衡長期投資觀點（例如看好存續期）。因此，我們對已發展市場的股票取態謹慎，但我們認為有輕微上升的潛力。在新興市場，各國之間的差異擴大，令我們現在更加謹慎選擇，並專注於印度、墨西哥和巴西的長期增長前景。我們認為新興市場的硬貨幣和本地貨幣債券現在具有更高的投資價值。由於地緣政治風險可能會持續至2024年，我們上調對石油的觀點，但對黃金的觀點則轉為中性。外匯方面，在近期升值之後，我們認為墨西哥披索兌歐元的戰略性上行空間有限，但我們仍然看好拉丁美洲的長期增長前景。
- **收益率下滑支持我們的觀點，亦即政府債券尚有大量潛在價值。**我們繼續看好美國存續期，對歐洲取態中性，對日本持謹慎態度，整體上則採取主動管理立場。企業信貸市場的差異逐漸擴大，CCC等低評級範疇的違約環境正在轉差。然而，投資級別企業的財政穩定，因此我們偏好優質債券。就地區而言，我們看好歐洲投資級別債券，並認為美國高收益債券價格非常高昂。
- **近期的經濟復甦並未改變我們對已發展市場股票的謹慎立場。**然而，如果撇除價格高昂的範疇，例如美國增長股和大型股，整體美國市場的估值未算非常極端。此外，我們看好價格吸引的範疇，例如美國和歐洲的價值股和優質股。目前的盈利業績季度支持此觀點，許多美國和歐洲公司的銷售也比預期遜色，顯示消費壓力擴大。
- **已發展市場的通縮趨勢及其對央行政策的影響將會有利新興市場資產。**硬貨幣債券和本地貨幣債券提供理想的息差收益，但我們密切留意美元的潛在強勢。在硬貨幣債券和企業債券方面，我們看好高收益債券多於投資級別債券，儘管在前者方面，我們仍然偏好優質債券。股票也帶來投資機會，特別是中國以外的亞洲股票。我們繼續看好增長前景強勁的印度、印尼和巴西。



整體承險意欲



整體承險意欲維持輕微的防禦性和高度分散，政府債券和個別新興市場資產帶來投資機會。

與上月比較變動

- **跨資產：**更加看好新興市場債券；鞏固對股票的觀點；輕微上調對石油的觀點；將黃金的取態降至中性。外匯方面，不再看好墨西哥披索。
- **股票：**與整體市場相比，美國大型股的估值更為極端。

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. 在德國憲法法院就政府預算作出裁決後，你認為財政狀況會如何變化？

法院的裁決對歐元區最大經濟體的財政開支計劃提出質疑。雖然目前政府宣布2023年為緊急年份，暫停「債務限制」，但長遠而言問題無法輕易解決。我們認為聯合政府面臨一個艱難的選擇，就是減少計劃開支、提高稅收，又或重新審視債務限制規定。此外，歐盟公布有關成員國預算計劃的財政政策指引，明年有九個國家的赤字將會超過國內生產總值(GDP)的3%。但目前歐盟會在明年春季之前留意情況。

投資影響：

- 固定收益：對核心歐洲存續期和周邊國家債券取態中性。
- 股票：對歐洲略為審慎，並略為看好優質股和價值股。

2. 你認為中國新一輪的小型刺激措施能推動該國的經濟增長嗎？

新一輪刺激措施包括發行額外的主權債券，以為基建和建造項目提供資金。這當然會在一定程度上促進經濟增長，因此我們將2023年和2024年的預測分別輕微上調至5.2%和3.9%，但這並不能完全抵銷房地產行業需求下降和去槓桿化的影響。如果政府希望在明年實現更高的經濟增長，便需要採取更大規模的擴張性政策，但現階段似乎不太可能，因為出現長期的債務紀律結構性轉變。

投資影響：

- 中國：對股票和債券的立場為中性。
- 亞洲新興市場（中國除外）：略為看好。

3. 在經濟增長放緩的環境下，你認為企業信貸的前景如何？

在現金流和盈利受壓、利息成本高企的環境下，再融資需求較高和盈利能力較低的企業將會更受影響，但投資級別債券沒有類似的問題。例如，全球高收益債券的違約率上升，特別是CCC級債券。企業的利息覆蓋率等基礎因素正在轉差，但高評級債券的基礎因素仍然穩健。

投資影響：

- 對美國高收益債券保持審慎，略為看好投資級別債券。
- 地區方面，看好歐洲投資級別債券。

“歐元區的經濟指標和借貸標準收緊，均顯示經濟活動減弱，而財政限制亦令情況更複雜。不過，通脹似乎會在2024年底回落至歐洲央行的目標。”



Monica DEFEND

東方匯理資產管理投資研究院主管

留意存續期及新興市場的差異

已發展及新興市場的經濟變化、通脹趨勢，以及與消費和地緣政治相關的風險，均影響我們的立場。鑑於上述因素，我們對高風險資產保持審慎。儘管如此，我們不排除在個別範疇出現策略性反彈的可能性，但認為投資者的觀點不應該受其左右。相反，投資者應該保持平衡，看好存續期，並在新興市場資產尋找能受惠於強勁增長前景的機會。與此同時，地緣政治風險顯示投資者需要繼續分散風險。

高確定性投資觀點：我們對美國和歐洲股票保持審慎，但看好新興市場。不過我們認為鑑於表現差異擴大，現在是鞏固新興市場觀點的時機。例如，中國經濟出現放緩跡象，但我們認為印度、巴西和墨西哥的增長前景強勁。巴西將會受惠於有利的盈利趨勢和商品出口，而印度則面臨結構性/長期的國內需求和改革。

我們繼續看好美國存續期，但在聯儲局發表較溫和的言論後，我們認為收益率曲線中段部分更具投資價值。我們仍然認為加拿大的收益率曲線將會走斜，而鑑於經濟前景疲弱，我們亦繼續看好歐洲存續期和意大利國債。外資持有量有限、有利的供應趨勢和國內零售投資者的需求，加上評級機構最近的行動，令我們看好意大利國債。然而，在亞洲方面，我們對日本國債保持審慎，因為通脹率上升，而且預期日本央行可能即將結束負利率政策。我們整體看好存續期，而上述觀點則發揮分散風險的作用。

在新興市場債券方面，我們透過特定本地貨幣債券略為上調立場，現在亦看好硬貨幣債券。美國通脹率下降和對聯儲局政策的預期應該會發揮支持作用。

企業信貸方面，我們仍然看好歐盟投資級別債券。儘管基礎因素略為轉差，但整體情況依然穩健。供

應減少也成為有利因素。不過，由於違約前景惡化和估值高昂，我們仍然看淡美國高收益債券。

外匯方面，在墨西哥披索近期上漲後，我們不再看好墨西哥披索兌歐元，但仍然看好巴西雷亞爾兌美元和印度盧比兌離岸人民幣。在已發展市場，我們預計美元兌歐元將會疲弱。我們亦看好歐元兌英鎊、美元兌瑞士法郎和澳元兌美元。我們更加看好石油，因為石油能受惠於中東緊張局勢升溫，但我們對早前受惠於地緣政治不確定性的黃金取態中性。

風險及對沖：儘管我們對已發展市場股票保持防禦性，但期權性風險和對沖可能讓投資者在維持整體立場的情況下，捕捉股票的任何潛在上行空間。在固定收益方面，我們維持對債券的保護措施，以防範高於預期的通脹率和聯儲局的強硬觀點。



Francesco SANDRINI

多元資產策略部主管



John O'TOOLE

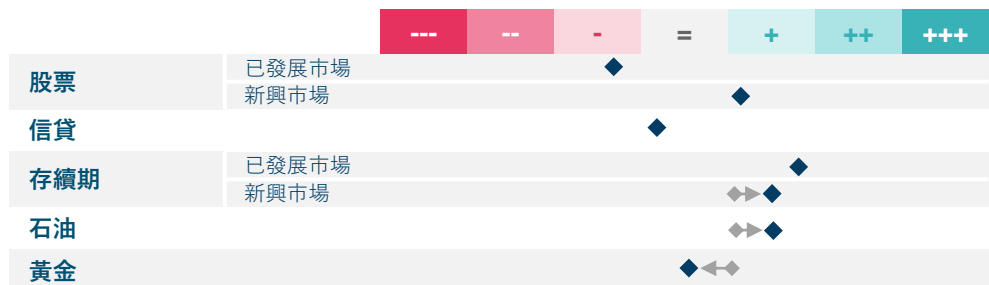
多元資產投資方案部主管

“我們認為新興市場債券的前景更理想，並認為保持分散風險的立場，能夠保護投資組合不受地緣政治緊張局勢加劇的影響。”

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。

債券主題才剛剛開始，宜保持靈活

整體評估：貨幣緊縮政策的累計影響將會打擊明年的整體需求，因此我們認為美國經濟衰退的風險很高。因此，投資者應該留意政府債券，尋找優質且收益吸引的範疇。

全球和歐洲固定收益：歐洲經濟正受到外部需求放緩和內部財政限制的影響。同時，通脹並未完全受控，導致歐洲央行繼續依賴數據行事。因此，儘管我們對存續期保持中性，也會主動管理存續期，並認為收益率面對來自兩方面的壓力。我們對日本取態謹慎，同時也保持警惕。我們更加偏好優質信貸，並略為看好金融債券、次級債券、BBB級債券和投資級別債券。不過，我們對能源、運輸和房地產行業取態審慎，也留意到投資級別債券和高收益債券之間出現重大差異，低評級高收益債券發行人最受大幅加息影響。在全球和歐洲方面，CCC級債券帶動違約率上升，因此我們對高收益債券保持審慎。

美國固定收益：隨著聯儲局將利率維持於目前的限制性水平，加上通脹率下降，過去幾週的核心收益率有所回落。我們繼續看好存續期，採取主動管理的立場，並密切留意財政赤字和美國國債的供應情況。美國國庫抗通脹債券亦為長期投資者帶來投資價值。在證券化信貸方面，與歷史水平相比，機構按揭抵押證券的息差吸引，但我們會根據息差變化而靈活調整立場。重要的是，我們認為個別非住宅和商業房地產證券化（多戶住宅）市場具有投資價值。而消費者的財政狀況仍然強勁，以及住房供需嚴重錯配的現象，均提供了支持。在企業信貸方面，我們仍然看好投資級別債券多於高收益債券，並偏好金融債券多於非金融債券。即使我們認為高收益債券具備自下而上的投資機會，我們偏好更優質的債券。

新興市場債券：隨著美國經濟數據疲弱和在聯儲局發表演論後，投資者對新興市場債券的投資氣氛好轉。雖然我們的判斷領先於市場，但我們認為未來會出現值得留意的時期。地緣政治/政治局勢、全球供應鏈重新分配和特殊性風險（阿根廷）也可能發揮一定作用。硬貨幣債券方面，我們偏好能提供息差收益緩衝的國家，而本地貨幣債券方面則必須嚴格選債。就地區而言，我們看好拉丁美洲國家，也看好印尼的增長與通脹走勢。

外匯：雖然我們看好日圓、挪威克朗和瑞士法郎，但對聯儲局的行動保持警惕。日圓近來一直受挫，但美國經濟硬著陸和日本央行改變立場可能會提供支持。在新興市場，我們看好墨西哥披索、巴西雷亞爾、印尼盾和印度盧比。



Amaury D'ORSAY
固定收益部主管

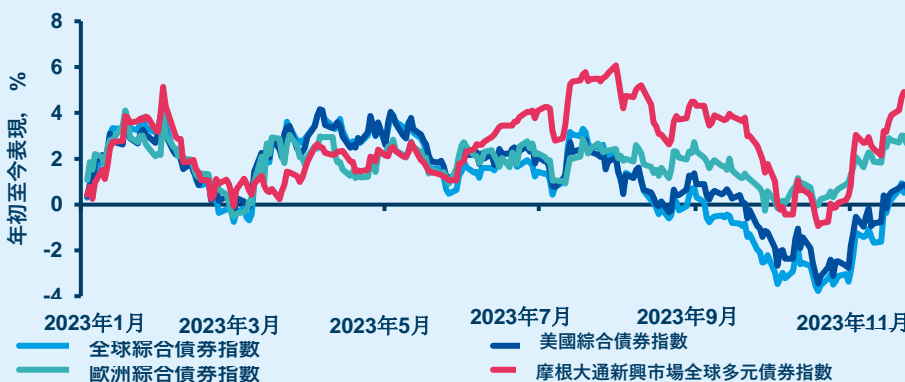


Yerlan SYZDYKOV
環球新興市場部主管



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
首席投資總監

在11月，主要債券指數年初至今的表現重回正值



資料來源：東方匯理資產管理研究院、彭博，截至2023年11月24日。所有指數均以美元為單位，而歐洲綜合指數以歐元為單位。

“我們一直認為，優質信貸和政府債券帶來理想的投資價值，近期核心收益率下降肯定了這一點。”

在價格高昂的超大型股以外尋找投資機會



Fabio DI GIANSANTE
大型股票部主管

整體評估：近期股票市場回升與（美國和歐洲）企業的前瞻性指引不符，這些企業對需求疲弱表示憂慮，而成本壓力仍然存在。我們認為市場會進一步區分以高定價能力創造超越預期表現和價格吸引的企業，與只是順勢而為的企業。因此，我們看好業務和財務穩健的已發展及新興市場企業。

歐洲股票：由於消費者的實際收入受壓，企業的定價能力可能會受到考驗。盈利遜預期、需求價格彈性大和財務實力疲弱的企業，更有可能受到市場拋售的影響。因此，我們保持平衡的投資方針，尋求結合優質的週期性和防禦性企業。對於後者，我們略為上調對必需品的觀點，並認為在近期的跌勢後，部分非必需品企業具有潛力。在其他範疇，我們看好可再生能源，並認為該行業的泡沫已經爆破，將會為能把握消費者對潔淨可再生能源的需求和長期表現領先的企業帶來機會。零售銀行也具有良好的投資潛力，但我們避免利潤過於依賴政府行動的範疇，而科技則是另一個我們較不看好的範疇。



Yerlan SYZDYKOV
環球新興市場部主管

美國股票：現在出現兩極分化的情況，亦即部分範疇的估值和盈利潛力高於其他範疇，讓我們能嚴格選股。例如，超大型股的估值極高，但在這類股票以外，等權重指數的升幅未算強勁。因此，我們看好優質股和價值股等範疇，以及涉及電氣化和自動化等結構性主題的範疇。目前正在展開與綠化和電動汽車相關的大量基建項目，但我們傾向審慎選股，而並非純粹相信任何週期。此外，由於估值差異較大，只考慮週期股和防禦股兩個選項可能具有誤導性。因此，我們維持平衡方針，探索價格吸引的防禦股，而並非只考慮傳統股票。就行業而言，我們看好能源（該行業在過去幾年投資不足，現在帶來投資機會）、物料、金融和生命科學工具行業。銀行股也帶來投資機會，但我們正密切留意信貸風險。

新興市場股票：新興市場增長強勁、盈利預測和吸引的估值令我們繼續看好股票。儘管中美之間的地緣政治競爭應會持續，但最近中國國家主席習近平與美國總統拜登會晤，顯示關係有所緩和。我們亦密切留意全球地緣政治風險和對油價的影響，這對出口新興市場國家非常重要。就地區而言，我們看好墨西哥和巴西，以及印尼和印度等部分亞洲國家。在行業層面，我們看好房地產和非必需消費品，但各國之間仍存在明顯差異。



Kenneth J. TAUBES
美國投資管理部
首席投資總監

（此處為 Kenneth J. Taubes 的發言內容，已在上方文字中整合）

“最新業績季度的企業盈利指引疲弱，支持我們繼續遠離高風險和價格高昂的範疇，同時偏好優質股。”



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	-/=	▲	我們對美國股票保持謹慎，但留意到超大型股以外的股票估值更理想。最新的盈利業績季度顯示管理層的指引變得謹慎，表示整體需求疲弱和消費者信心減弱。
	美國價值股	+		雖然我們意識到未來經濟增長疲弱，但仍然認為價值是長期的主題。投資者應該同時留意質素，看好能夠維持邊際利潤的企業，以及能受惠於基建等結構性主題的企業。
	美國增長股	--		增長股的估值仍然高昂，如果市場急跌，流動性枯竭，此範疇便會更受影響。我們採取防禦性立場，特別是對於沒有利潤的增長股。
	歐洲	-/=		我們認為內外需求疲弱的前景可能開始影響企業，而最新的盈利業績季度亦證實此觀點。因此，我們保持平衡立場，看好必需消費品和工業股。我們留意定價能力強和有能力維持邊際利潤的企業。
	日本	=		在私人消費溫和復甦下，日本國內經濟活動改善。然而，全球經濟放緩的程度比預期更嚴重，可能會影響出口。
	中國	=		面對政府去槓桿化和債務紀律，需求可能會持續疲軟，可能會導致短期影響，但也會帶來更可持續的長期增長。最新的刺激措施旨在減少相關影響，但無法抵銷消費疲弱的影響。
	新興市場 (中國除外)	=/+		新興市場出現多個結構性趨勢（近岸/友岸外包、亞洲外資增加、印度崛起等），有望改變各個行業，同時也帶來機會。印度、印尼、巴西等國家擁有龐大的本地市場，還有可觀的出口潛力。我們看好新興市場，並承認市場表現存在分歧。
固定收益	美國國債	=/+		通脹緩和及有跡象顯示聯儲局利率可能見頂，均為債券帶來吸引的環境，但我們也對公共債券供應和美國財政赤字保持謹慎。因此，在面對吸引的收益率和經濟即將放緩的情況下，我們看好美國國債，同時繼續主動管理投資。
	美國投資級別企業債券	=/+		企業基礎因素（例如利息覆蓋率等）強勁，但正從健康水平下滑。我們密切留意銷售增長，以及與此範疇槓桿率的比較。我們繼續偏好能夠保持穩定銷售和現金流的企業。
	美國高收益企業債券	-		違約前景轉差，並以CCC級債務為主，令我們更加相信轉至較高利率的環境時，低評級範疇會更受影響。對於2024年再融資需求較高的企業而言，情況可能會更加嚴峻。
	歐洲政府債券	=		歐洲的通脹情況令存續期更值得投資，但考慮到歐洲央行視乎數據來決定處理通脹的方針，我們取態中性。雖然通脹率下降，但仍高於央行的目標。對於周邊國家債券，我們目前也持中性觀點。由於出現有關意大利信用評級的利好消息，意大利國債收益率與歐洲核心國家同步下降。
	歐洲投資級別企業債券	=/+		雖然歐洲投資級別債券的估值合理，但我們仍然專注於特殊風險，並偏好能夠維持現金流的企業，例如金融行業。我們也認為BBB級債券能平衡收益率、質素和流動性。
	歐洲高收益企業債券	-/=	▲	我們態度謹慎，並密切留意違約前景。不過，我們認為再融資需求有限，並認為低評級的CCC級債券只佔整體歐洲高收益債券的一小部分。整體而言，我們看好評級較高（BB級和以上）的部分和短年期債券。
	中國政府債券	=		我們密切留意政府的整體債務水平，以及最近的刺激措施對財政的影響。我們取態中性，並認為人民銀行將會在中期內維持低利率。
	新興市場硬貨幣債券	=/+		整體而言，聯儲局即將改變立場、通脹率下降和經濟增長強勁均利好新興市場債券。由於我們預計在估值和息差收益吸引的情況下，將會出現更強勁的反彈，我們嚴格選擇企業和高收益債券（多於投資級別債券）。
	新興市場本地貨幣債券	=/+		我們略為看好本地貨幣債券，但正密切留意美元走勢和國內通脹壓力。我們看好息差收益和實際收益率較高的國家。
其他	商品			市場更加憂慮石油輸出國組織及其盟友的供應紀律薄弱，導致近期油價偏軟。我們認為市場過度憂慮，而成員國可能會在短期內採取行動。需求方面也暫時理想。我們維持布蘭特原油價格的中期目標為每桶85至90美元，但不排除油價可能在短期內急升。
	外匯			市場不再聚焦於聯儲局利率長期走高的說法，顯示美元將會偏軟，特別是在美國通脹率下降的情況下。我們將2024年第二季歐元兌美元的目標匯價維持於1.09。我們略為看好日圓兌美元，明年第二季的目標匯價為141。



資料來源：東方匯理，截至2023年11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。

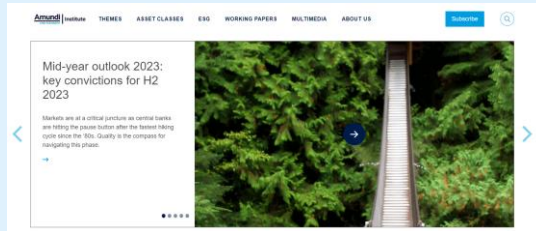
東方匯理資產管理投資研究院旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

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