

2024年11月

## 經濟訊號走勢不一或迎來投資機會

債券收益率上揚、美股（於10月創下歷史新高）及歐洲的表現，均反映市場預期會出現理想的情況，即美國經濟增長強勁、通脹下降，以及歐洲放寬貨幣政策帶來正面的推動力。儘管我們認同美國經濟具抗跌力，但相信並非所有美國及歐洲的數據也能直接反映現實情況。在中國，關鍵因素在於財政政策是否能夠符合預期，並持續推動經濟。在如此複雜的情況下，以下因素可能會推動全球經濟：

- **企業對勞工的需求正在降溫。**在美國就業市場惡化之際，我們預計失業率將會上升。最近的數據顯示職位空缺、招聘人數及薪酬增長持續下行。消費者可能會減少非必要開支，以應對「已經降溫」的勞工市場。
- **美國及歐洲的通脹水平繼續回落。**通脹率應會在2025年中期接近聯儲局的目標。持續偏高的通脹部分及美國新一屆政府的政策可能會帶來風險，而歐洲則可能出現經濟增長不平均及國內需求疲弱的情況。
- **各國央行將會忽視通脹的短期波動（如有）。**目前，市場對聯儲局的預期更加接近我們對減息周期的內部預測，即今年可能會再減息兩次。歐洲央行已於10月按預期減息，今年內很可能會再減息一次。
- **中國當局表明希望調整政策，但要對經濟增長帶來持久的影響，便必須就解決房地產等問題提供明確的方向。**



VINCENT  
MORTIER  
集團首席投資總監



MONICA  
DEFEND  
東方匯理資產管理  
投資研究院主管

### 美國就業市場轉弱，但盈利預測至今也沒有反映此情況



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、美國勞工統計局、彭博。最新數據截至2024年10月28日。職位空缺率為職位空缺總數佔就業及職位空缺總和（即所有已填補及未填補的職位空間）的百分比。

在經濟增長放緩但仍能保持,加上通脹回落的溫和展望下,主要問題在於市場已經消化多少利好消息。市場往往會對重要消息迅速作出反應,中國及美國的情況亦是如此,收益率會隨著美國大選、財政赤字及強勁的經濟數據而波動。我們認為美國經濟溫和放緩,不會陷入衰退,而歐洲的經濟增長仍然合理,但財政限制可能會削弱經濟環境。因此,我們仍然略為看好風險,並在此環境下尋找理想的投資機會。

- **跨資產：**在美國股市回落及中國股市氣氛好轉的情況下，我們採取主動管理投資的策略，因此略為看好美國及中國股市。我們亦看好英國及日本，整體上略為看好股票。另一方面，我們透過美國國庫債券、歐洲債券及黃金維持投資組合的穩定性，亦基於息差收益的考慮而對新興市場債務取態樂觀。然而，我們對日本債券保持謹慎，並密切留意日本央行的行動和財政政策，特別是執政聯盟近期失勢及任何可能缺乏財政紀律的情況。
- **在通脹回落的情況下，因應市場波動把握存續期帶來的機會。**市場對經濟及財政赤字的憂慮帶動美國收益率上升，使其比以前更加吸引，但我們目前維持接近中性的觀點。不過，我們略為看好歐洲及英國，並傾向把握策略性機會。在企業信貸方面，我們認為質素、息差收益及特殊性風險均是重要因素，並看好歐元投資級別債券（銀行及保險），同時繼續偏好美國的優質信貸。
- **對股票採取平衡立場。**在估值偏高但經濟衰退風險偏低、以及各國央行相繼減息的情況下，我們建議投資者不應過度謹慎。然而，我們繼續審慎選股和保持平衡，並看好於第三季表現理想的美國等權重指數等範疇，相關範疇應會受惠於股市升勢擴大。在歐洲，我們透過市場各個範疇的優質週期性股票及防禦性股票結合不同觀點。
- **新興市場的特殊性主題令我們保持樂觀。**由於各國的具體趨勢各異，預計新興市場央行放寬政策的步伐將會比聯儲局緩慢，這或將提示新興市場債券的吸引力。我們對中國股票的取態接近中性，但也會根據財政政策細則的具體刺激力度適時調整立場。

我們略為看好基礎因素強勁範疇的風險，同時迴避上行潛力有限的範疇。

## 整體承險意欲

避險

承險

鑑於多項高風險資產的估值偏高，我們發掘具有合理上升潛力的策略性投資機會。

### 與上月比較變動

- 多元資產：策略性更加看好股票，並根據美元中期走弱的趨勢，略為調整對外匯的觀點。
- 固定收益：現在對歐盟高收益債券的取態中性，偏好優質債券。
- 外匯：對人民幣的謹慎程度下降。

整體承險意欲是不同投資平台及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，反映全球投資委員會於**2024年10月16日**發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場及經濟環境的變化。

## 三大熱門問題

1

### 在美國經濟分析局近期修訂數據後，你對美國經濟有何看法？

近期對美國國內生產總值作出的修訂，令美國經濟與其他指標更加一致，並顯示如今已無需過份憂慮消費方面的脆弱性（我們早前預計）。儘管如此，勞工市場逐步降溫是最可能出現的情況，而市場特別需要留意企業裁員（包括永久性裁員）這項重要變數。我們認為總勞工收入將會放緩，從而影響消費及國內生產總值增長。因此，我們繼續預期美國經濟及通脹持續放緩。

#### 投資影響

- 對美國存續期的取態中性；2至10年期及5至30年期的收益率曲線走斜。

2

### 從跨資產角度而言，哪些範疇帶來投資機會？

在周期末段的環境下，投資者適宜略為看好高風險資產，但必須留意目前多個範疇的估值高昂，其中股票已經超越我們的合理估值目標，標普500指數的估值亦顯得過高。好消息方面，高風險資產進一步上行可能源自通脹加快正常化，而且沒有對經濟增長帶來負面影響（可能性較低）。然而，潛在的信貸事件或地緣政治緊張局勢升溫亦帶來下行風險。因此，投資者應專注於價格吸引和能夠在潛在受壓的時期提供穩定性的資產。

#### 投資影響

- 看好投資級別信貸、黃金及週期性商品，對高收益債券保持謹慎。

3

### 你認為中東地緣政治緊張局勢加劇會影響油價嗎？

我們認為中東衝突導致的波動性上升不太可能完全抵銷明年供應過剩等基本因素。儘管伊朗能源基建可能遭受襲擊而導致供應受阻，但只會導致油價出現溫和溢價。考慮到沙特阿拉伯願意接受較低的價格，以重建石油輸出國組織的信譽及重奪市場份額，加上非石油輸出國組織國家的產量不斷上升，石油均衡價格將會較低。

#### 投資影響

- 2025年布蘭特原油目標價格約為每桶75至80美元。

美國及歐元區通脹放緩，但亦存在若干風險，令央行維持減息路徑。對市場而言，隨著歐盟更重視管治規則及美國組成新一屆政府，財政政策變得更加重要。

多元資產

作者

## 尋找策略性入市時機並保持靈活

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

美國經濟增長溫和放緩，歐洲經濟增長趨向潛在水平，而兩地的通脹率均現下降趨勢，因此投資者應略為看好風險。具體而言，歐元區的薪酬增長緩和令歐洲央行得以維持減息政策。這種放寬貨幣的行動，加上預期中國等國家推出刺激政策，促使我們調整對股票的立場，但同時亦保持充足的制衡，以提供穩定性及分散投資。

我們主要透過日本、英國及美國看好已發展市場股票。8月的市場波動令我們略為調低對股票的取態，但最近聯儲局持續減息及近期的經濟數據締創造了合適的時機，讓我們能策略性地上調對美國的觀點。鑒於中國的估值，我們亦透過中國略為看好新興市場。中國支持地方政府及住房的貨幣措施和公告，也提振市場情緒。

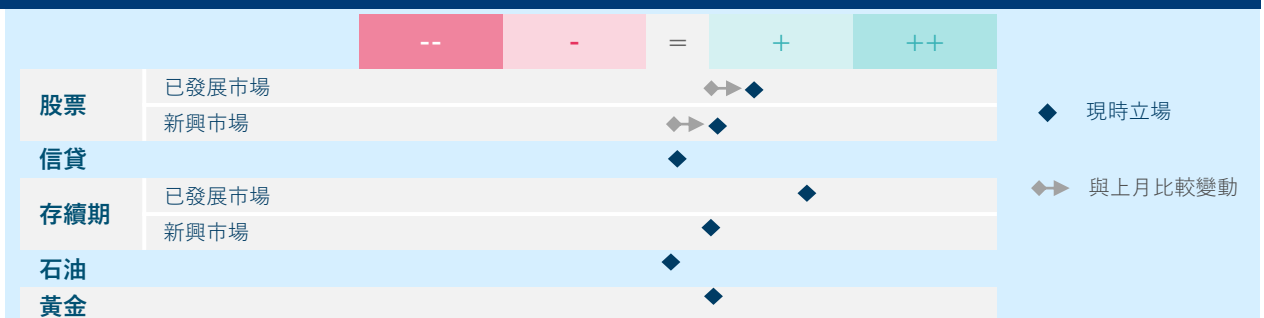
我們正在留意全球的收益率曲線，並認為市場價格目前尚未反映美國經濟硬著陸及歐元區潛在疲弱的風險。因此，我們略為看好美國及核心歐洲的存續期。由於預期息差會進一步收窄，利好意大利，因此我們認為意大利國債比德國國債更可取，亦相信意大利能受惠於貨幣寬鬆的環境。由於估值吸引，我們繼續看好英國存續期，但由於預期日本收益率上升，我們對日本債券保持謹慎。

歐洲投資級別債券的企業基礎因素穩健，因此我們仍然略為看好此資產類別。在其他範疇，新興市場債券應會受惠於通脹放緩和與美國的收益率差距，但我們對美國大選結果引發的任何波動保持警惕。在外匯方面，我們仍然認為隨著聯儲局減息，美元中期內應會偏軟。因此，我們不再看好美元兌瑞典克朗。但美元可能在短期內走強，加上瑞士央行比聯儲局更早展開寬鬆週期，我們略為看好美元兌瑞士法郎。我們亦對歐元兌巴西雷亞爾略為謹慎，對歐元兌日圓及挪威克朗則持懷疑態度。

在全球主要央行陸續減息之際，黃金仍然是投資組合穩定性的重要支柱。此外，我們認為必須為債券及股票進行有效對沖，以保護投資組合。

在經濟環境和財政政策不斷變化的情況下，我們轉至略為看好股票。

### 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，以全球投資委員會於2024年10月16日的最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動及意見反映預期走向(+/-)及信心強度(+ /++ /+++)。有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

# 通脹走勢令央行繼續放寬政策

美國經濟明顯的抗跌能力及近期的通脹數據均令市場上調對美國利率的預期。如今市場似乎正在爭論聯儲局是否認為已成功遏制通脹，因此將會維持減息路徑。雖然通脹放緩的過程涉及若干尾部風險，但通脹整體呈下降趨勢，而聯儲局及歐洲央行亦十分關注失業率及經濟活動。在經濟活動方面，我們預計隨著勞工市場調整平衡及出現消費壓力，美國通脹將會溫及放緩。因此，在研究政府債券的優勢及穩定性之際，投資者可以考慮透過優質信貸享有額外的息差收益，特別是在歐洲、美國及新興市場。

## 全球及歐洲固定收益

- 我們整體上對存續期的觀點接近中性，但在各個地區均發現策略性投資機會。例如，我們看好歐洲存續期（因為存在若干增長風險）及英國。我們亦認為歐洲的收益率曲線應會走斜。
- 投資級別信貸帶來投資機會，我們看好BBB級債券及銀行業。
- 我們繼續審慎挑選高收益債券，並偏好優質債券，同時認為短存續期債券具有投資價值。

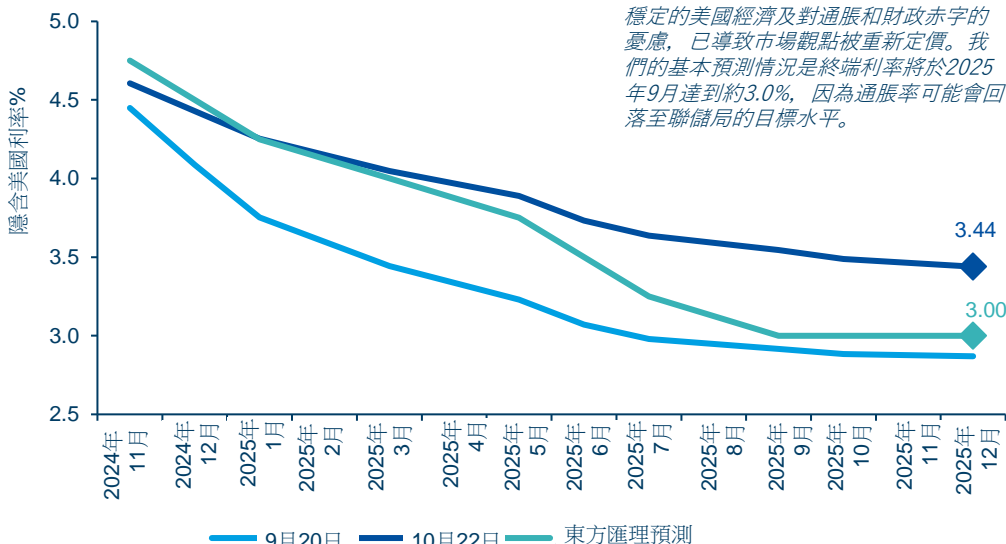
## 美國固定收益

- 我們正根據市場波動性主動管理對美國國庫債券的觀點。收益率吸引，但我們的觀點接近中性，並偏好曲線的中段。
- 企業信貸方面，我們繼續偏好優質信貸，並看好金融類債券。由於發行人的存續期曲線平坦，而且相對估值較理想，我們偏好較短存續期的債券。
- 與部分企業信貸範疇相比，消費者資產抵押債券具有合理的吸引力。

## 新興市場債券

- 在聯儲局持續放寬政策的時期，新興市場債券帶來理想的特殊性主題，應能提高額外收益率的吸引力。
- 在硬貨幣方面，由於息差收益吸引，我們繼續偏好高收益債券多於投資級別債券。在本地利率方面，我們審慎挑選巴西及哥倫比亞的投資，但假如特朗普勝出美國大選，便可能會對這些地區不利，因此我們保持警惕。
- 在新興歐洲，我們看好羅馬尼亞。

## 市場對美國利率的預期在上月上升



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年10月21日。東方匯理預測為聯儲局上限利率。彭博數據為市場對未來聯邦基金利率的預期。

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

# 平衡「美國經濟沒有衰退」的觀點與估值

通脹回落和美國經濟溫和放緩而並無衰退的環境利好股票，但並不代表投資者應直接增持風險，因為並非所有市場也具備類似的盈利潛力及估值。就盈利潛力而言，歐洲及美國在本盈利季度的表現應能讓我們一窺前瞻性指引。任何讓人失望的表現也可能引發波動性，並提供適合選股的環境（基於財務實力及回報股東的潛力等）。在亞洲，中國政策制定者公佈的措施顯示當局支持經濟的明確意願，但我們認為最重要的是提振消費者情緒的財政政策細節。我們會密切留意相關方面，同時亦在其他新興市場、歐洲及日本物色優質企業。

## 歐洲股票

- 我們結合週期性及防禦性行業，以保持平衡的方針。雖然我們整體上對金融行業取態謹慎，但仍然看好資本狀況穩健的銀行。
- 在防禦性股票方面，減息預期提振了部分公用事業企業，可能帶來沽售持倉獲利的機會。
- 盈利季度應能顯示早前夏季增強的動力能否持續。

## 美國及環球股票

- 美國經濟狀況看似合理，但一旦消費轉差，情況可能會改變。
- 估值是另一個關鍵因素，市值加權及等權重指數之間的差距龐大。後者也是把握小型股主題的另一個途徑。
- 我們專注選股，同時繼續看好前者，以及價值股及優質股。此外，我們亦看好防禦性股票，但希望不受傳統行業所限。

## 新興市場股票

- 我們對中國的態度審慎樂觀，因為其估值吸引，而且當局似乎即將調整政策。然而，盈利增長可能會受到依然疲弱的消費影響，我們靜候政府針對前者公佈相關的措施。
- 同時，我們在亞洲其他地區尋找機會，例如印尼（金融行業）及印度。
- 巴西等拉丁美洲國家的估值具支持作用，但我們亦密切留意財政風險。

## 平衡經濟抗跌能力與估值

事實證明美國經濟具抗跌能力，令今年的股票表現強勁，估值偏高。在中國，市場復甦仍處於初步階段，實體經濟必須改善，才能維持動力和吸引全球投資者。



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年10月28日。以上為MSCI指數。歐洲、澳洲及遠東地區指歐洲、澳大拉西亞、以色列及遠東的已發展國家。

作者

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

**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

- **歐洲高收益債券**：鑑於違約率穩定，我們目前的取態中性，但繼續審慎挑選BB級和金融類債券。
- **人民幣**：中國的政策轉至刺激國內需求，而預料推出的財政刺激措施有望抵銷美國大選導致的部分風險溢價。我們對人民幣的謹慎程度有所下降。

## 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				◆		
歐盟核心				◆			美國高收益債券			◆			
歐盟周邊國家				◆			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：全球投資委員會於2024年10月16日發表的觀點摘要。觀點與以歐元為基礎的投資者相關。觀點範圍從--到++，=指中性立場。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。本資料僅供說明及教學用途，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。外匯列表列出全球投資委員會的絕對外匯觀點。

在日益複雜及不斷變化的世界裡，投資者需要全面了解環境及投資方式的演變，才能妥善規劃資產配置及構建投資組合。這種環境涵蓋經濟、金融、地緣政治、社會及環境範疇。為了配合投資者的需要，東方匯理創立東方匯理資產管理投資研究院。這個獨立研究平台結集東方匯理的研究、市場策略、投資主題及資產配置諮詢業務，同時致力編製及發佈研究和思想領導力刊物，並持續進行預測和力求創新，為投資團隊及客戶提供重要的參考。

請瀏覽：



請瀏覽 [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。

### 人工智能變革：行業觀點



### 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

**Laura FIOROT**  
投資觀點及客戶關係部主管

**Pol CARULLA**  
投資觀點及客戶關係部專家

**Ujjwal DHINGRA**  
投資觀點及客戶關係部專家

**PAULA NIALL**  
投資觀點及客戶關係部專家

**Francesca PANELLI**  
投資觀點及客戶關係部專家

### 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](http://www.amundi.com.hk)