

2024年8月

股市輪動及升勢擴大已經開始

經濟活動比預期理想、人工智能發展蓬勃，加上企業盈利可觀，美國超大型股上半年表現大幅領先美國其他市場。展望未來，我們認為升勢可望擴大，然而不會呈直線性發展，而會分多個階段上升。公佈7月消費物價指數後，聯儲局於9月減息的機會增加，因而出現股市輪換的早期跡象，而市場近期對晶片行業限制的憂慮亦進一步支持這個走勢，為表現落後的範疇及類別（小型股、歐洲及日本）創造機會。盈利走勢及以下主題現在成為關鍵：

- **預計下半年美國經濟將會輕微放緩。**經濟數據及調查亦反映此趨勢。經濟放緩的主要特點包括勞工市場重新調整、消費轉差，以及富裕和低收入消費者的差距明顯。
- **貨幣政策出錯的空間較小。**過早減息可能會令通脹重現，而推遲減息可能引致未來減息幅度大增。因此，聯儲局、歐洲央行和英國央行等央行現時保持耐性，並根據經濟數據作出決定，而我們認為現時情況支持通脹放緩的趨勢。
- **過度耗用公帑及龐大的政府債務將會影響利率。**隨著美國即將舉行大選，有關赤字支出對借貸成本的長期影響的討論應會更加激烈。為了推動自給自足經濟和國內經濟增長，歐洲可能需要增加區內的投資。

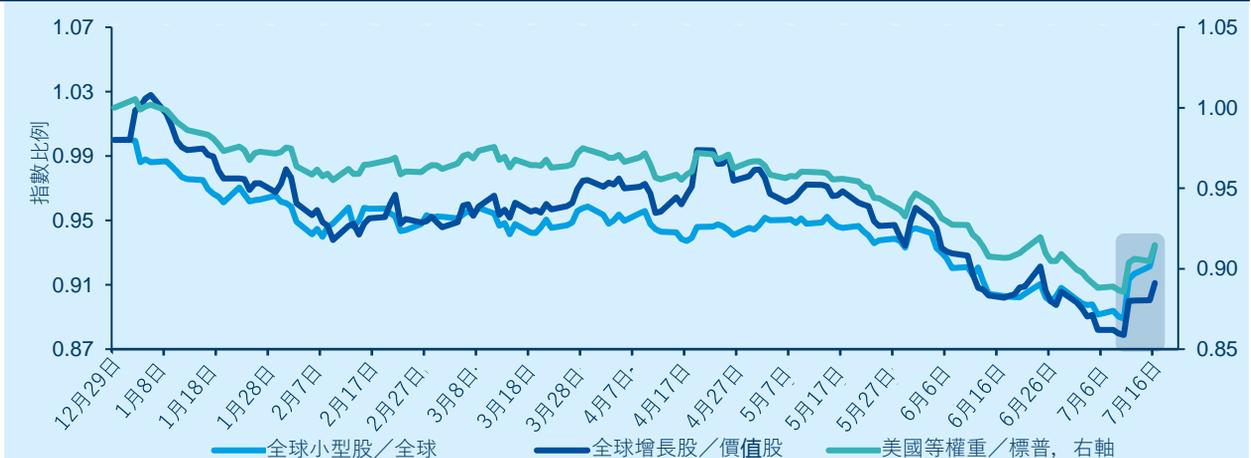


VINCENT MORTIER
集團首席投資總監



MATTEO GERMANO
集團首席副投資總監

減息及盈利趨勢將會成為升幅持續擴大的關鍵



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年7月16日。MSCI、標普500指數和標普等權重指數。

我們認為回歸基本、留意估值及保持投資紀律十分重要。各大市場的部分範疇表現過熱，當有觸發因素（增長放緩、流動性危機、盈利遜預期）出現，市場走勢可能急轉直下。因此，投資者應該區分估值偏高及可望持續增長的範疇。以下為我們的四大投資觀點概要：

- **跨資產：美國大選及額外財政支出的風險可能影響中／長期債券收益率。**因此，我們繼續看好美國及歐洲固定收益存續期，但輕微調整立場。在墨西哥新總統上任後，我們下調墨西哥債券的觀點，但整體仍然略為看好新興市場債券。**股市分歧愈見明顯**，我們轉為看好日本。我們仍然略為看好美國、歐洲小型股及英國，但已微調觀點，並看好國內經濟正在改善的英國。最後，由於地緣政治局勢緊張及黃金需求持續，我們亦看好黃金。
- **美國及歐洲通脹數據支持減息，因此我們繼續看好美國國庫債券及英國國債。**我們略為看好核心歐洲市場，並維持主動管理立場。在日本方面，我們密切留意日本央行的言論，目前立場接近中性。美國國庫抗通脹債券亦具有長期投資價值。質素仍是信貸的重點，我們繼續認為美國及歐洲的投資級別債券比高收益債券可取。雖然我們略為看好歐洲投資級別債券，但略為調低觀點，以反映策略性市場變動。
- **美國股市部分範疇估值高昂，但估值需要驅動因素才能展現。**因此，我們對估值高昂的範疇保持審慎，並偏好等權重美國市場、價值股及優質股。在歐洲方面，我們維持側重防禦性股票的槓鈴策略，以及受能源轉型及電氣化等大趨勢帶動的優質周期股。
- **內需強勁及聯儲局改變立場支持新興市場前景**，但我們審慎選擇投資及評估個別風險，包括與地緣政治相關的風險。我們特別看好硬貨幣及本地債券，以及實際收益率吸引的國家，例如印度及巴西。在股票方面，我們看好南韓、印度、巴西及南非。

聯儲局支撐資產價格的行動及盈利改善支持升勢擴大，可能令以往被忽視的範疇重拾升勢。

整體承險意欲

避險

承險



略為傾向承險，留意沒有跟隨大市上升及可能受惠於盈利前景改善的市場範疇。

與上月比較變動

- 跨資產：看好日本股票，並略為調整對英國的立場；上調對黃金的觀點，並下調對石油的展望。
- 固定收益：略為看好歐洲核心國家，並上調對日本存續期的觀點。
- 外匯：對英鎊展望樂觀。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對風險資產（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7月17日發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

三問三答

1

英國及法國的政局會對經濟有何影響？

工黨取得強勁的民意授權後，穩定的政局應會令英國經濟受惠，但推行財政刺激措施的空間有限，而新政府似乎亦明白這一點。在公共服務緊張及生產力低下的情況下，英國可能會推行小型刺激措施。在法國，債券收益率在公佈大選結果後下降，但各個市場現正密切留意懸峙議會的發展走向。我們的短期增長及通脹預測維持不變，並認為由於法國需要應付歐盟委員會規則下的中期財政整頓要求，因此推出大規模財政刺激措施的空間有限。

投資影響

- 英國：看好估值偏低的股票及防禦性股票，看好英國國債及英鎊兌美元。

2

為何聯儲局及歐洲央行的政策會出現分歧？

我們預計聯儲局及歐洲央行之間的分歧屬暫時性，反映增長和通縮步伐略有不同，並受經濟背景差別所影響。儘管美國經濟增長將會在短期內「放緩」至潛在水平，但歐洲經濟卻正在「加快」至潛在增長。此外，歐洲內需仍然低於疫情前趨勢，加上政策利率仍然處於過度限制性的水平，因此歐洲央行有更大誘因大幅減息。不過，聯儲局最終也會減息，因為一旦通脹率回落至2%的目標水平，聯儲局便會失去維持限制性利率的動機，因此美元升幅應處於有限度水平。

投資影響

- 存續期：看好美國及歐洲核心國家存續期。
- 2024年第四季歐元兌美元目標匯率為1.12。

3

你對中國及近期的三中全會有何看法？

中國的內需仍然疲弱，唯出口強勁。由於美國是中國的主要出口國，雙方於地緣政治競賽中對壘可能為中國帶來考驗。因此，中國有強烈的動機分散出口，但要實踐並不容易。在國內方面，共產黨最近舉行三中全會，重申以現代化、可持續發展及高質量發展為重點，並專注於高價值的製造業及科技。我們認為中央政府不會重犯推出大規模刺激政策的錯誤，而是會接受短期波動，為更穩定的長期增長鋪路。

投資影響

- 對中國股票及政府債券取態中性。

經濟增長、勞工市場及消費等宏觀數據是影響央行減息決定的關鍵變數，任何數據波動也會影響政策決策的時機。

MONICA
DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



多元資產

作者

繼續承險，但妥善分散投資

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

勞工市場重新調整及消費轉趨疲弱，反映美國經濟活動偏軟，與此同時，美國財政赤字更受市場關注。在歐洲，預計經濟增長今年可以回升至潛在水平，但可能出現一些脆弱性。在這種複雜環境下，我們略為看好高風險資產，但投資者應該分散風險。從結構性角度而言，在赤字及地緣政治局勢緊張時期，投資者亦要考慮維持投資組合穩定性的來源，例如黃金。

我們看好股票，而在輕微上調對日本的觀點後，看好已發展市場的程度亦略為增加。日本企業管治改善及潛在回購可為市場提供支持。我們亦看好美國、歐洲小型股及英國，但重新調整對英國的觀點，並分散投資於中小型股，藉此反映國內經濟環境好轉、盈利增長潛力及吸引的估值。由於新興市場表現分歧，我們看好印度及南韓等個別國家。

債券方面，我們看好整體存續期，但鑑於財政政策的風險及分散投資的策略，我們略為下調對美國的觀點，並更加看好核心歐洲債券，因為我們認為此市場尚未完全反映歐洲央行減息的影響。我們仍然認為意大利國債具有投資價值，但相信通脹及日本央行的溫和立場轉弱應會令日本債券受壓。

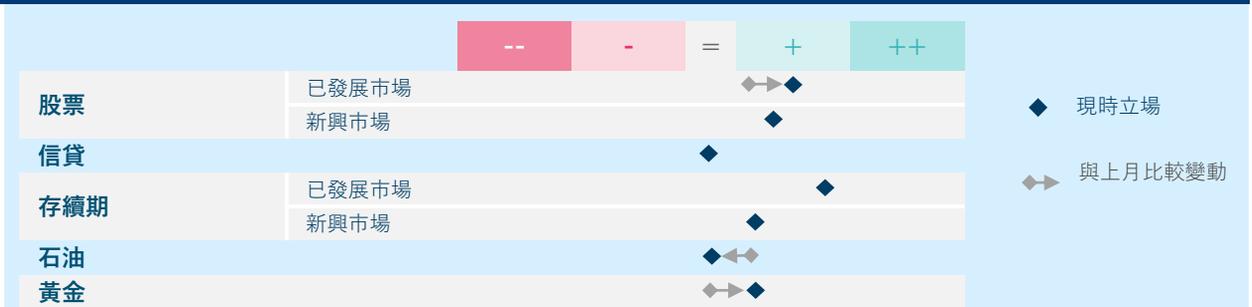
新興市場債券普遍繼續帶來機遇。值得注意的是薛恩鮑姆(Claudia Sheinbaum)取得壓倒性勝利後，墨西哥出現極端改革及權力集中的風險。我們正在密切關注有關政策。在已發展市場信貸方面，歐洲投資級別企業的基本因素仍然穩健。

我們仍然認為美元是理想的分散投資工具，相信美元短期前景比個別G10國家外匯樂觀。在商品方面，由於石油輸出國組織計劃在第四季提高產量及供應，我們認為油價不會大幅上升。然而，在地緣政治風險及央行需求支持下，我們看好黃金。

最後，我們認為投資者應考慮透過美國存續期，以及美國及英國等個別已發展市場的股票，為投資組合提供保護。

如果共和黨勝出大選，美國會出現輕微的財政支出過度風險，因此我們已經調整立場，看好歐洲存續期。

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跨資產評估，以全球投資委員會於2024年7月17日的最新觀點為依據。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

聯儲局更有信心放寬政策

美國經濟放緩及物價壓力下降均反映聯儲局將會改變立場。同樣，歐洲通脹回落，但核心和服務通脹等組成部分仍然高企。因此，儘管各國央行似乎正準備降低政策利率，通脹或經濟穩定性的任何波動也可能促使央行保持耐性。在財政方面，赤字是釐定長期持有政府債券溢價的重要因素，鑑於美國和歐洲赤字高企、地緣政治局勢緊張，以及貿易關稅及壁壘（這些因素會導致通脹）等風險，我們認為投資者在中期內必須保持主動。已發展市場及新興市場也有投資機會，並側重個別政府債券及企業信貸。

全球及歐洲固定收益

- 現在是策略性看好核心歐洲存續期的時機。我們靈活調整此立場，以考慮通脹波動。我們看好英國及平衡通脹率。
- 在日本，我們策略性調整立場至接近中性，但長遠而言會保持審慎。
- 在信貸方面，我們透過歐洲投資級別債券尋找優質債券。在高收益債券方面，我們主要透過消費品及房地產行業反映審慎立場，但認為BB級債券具有投資價值。

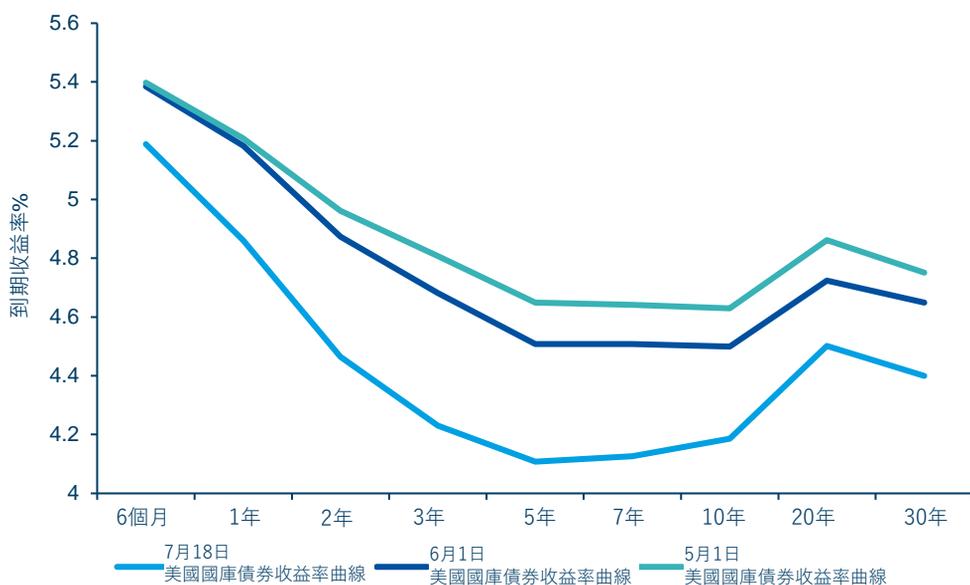
美國固定收益

- 儘管憂慮經濟軟著陸及資金可能流向優質債券，我們仍然看好及主動管理美國國庫債券及美國國庫抗通脹債券。
- 我們維持收益率曲線走斜的觀點，並認為中短期債券具有吸引的投資價值。
- 我們更加看好優質的企業信貸，並認為投資級別債券比高收益債券及金融類債券可取。
- 證券化信貸吸引，我們正密切留意房地產市場。

新興市場債券

- 內需前景穩健及聯儲局可能放寬政策均有利新興市場債券。我們審慎選債，偏好特殊主題。
- 印度具有長期投資潛力，而巴西息差收益亦吸引，但我們正在密切留意巴西的財政風險，以及拉丁美洲國家如何平衡與美國及中國的關係。
- 我們亦看好高收益及低啤打 (Beta) 國家，例如土耳其、埃及和烏茲別克。

通脹回落令美國國庫債券收益率曲線向下



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年7月18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

盈利抗跌力是輪換配置持續的關鍵

股市主要受到減息預期、政局及經濟動力推動。由於通脹緩和、近期經濟數據好壞參半及勞工市場疲弱，預計聯儲局將會減息，支持我們有關經濟放緩的觀點。儘管如此，在受到減息預期帶動及「壞消息對市場有利」的論調下，美國大型股依然表現強勁。然而，股市開始出現輪換配置的跡象，此趨勢如要持續，盈利季度將會成為關鍵。超大型股的盈利增長可能已經見頂，而此時市場其他企業的盈利應會回升。地緣政治局勢也可能影響市場對科技股的投資意欲，可能會為美國價值股、歐洲、英國及新興市場股票帶來投資機會。

歐洲股票

- 由於估值吸引及資產負債表穩健，我們看好必需消費品及健康護理行業。我們亦看好資本水平強勁、盈利增長高於市場水平的銀行。
- 我們上調對與綠色轉型及人工智能相關的工業股（電器設備）的觀點。
- 沒有定價能力的企業及競爭激烈的行業均發出盈利預警，因此我們仍然偏好優質股。

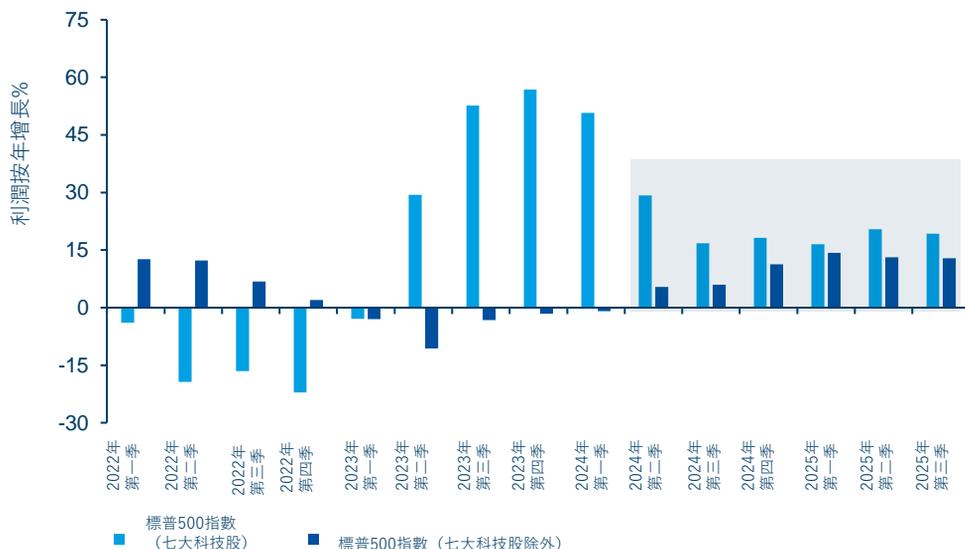
美國及環球股票

- 美國超大型股的估值已大幅上升，但在公佈6月消費物價指數後，升勢出現改變的跡象。
- 我們對市值加權指數取態謹慎，看好等權重指數、價值股，以及能創造長期盈利的優質企業。
- 長遠而言，我們密切留意財務赤字惡化及政府債務增加對企業融資成本造成的任何上行壓力。

新興市場股票

- 新興市場企業的盈利可能會回升，特別是在下半年。儘管南韓及印度的估值偏高，但我們看好這兩個國家的長期前景。
- 我們略為更加看好組成新聯合政府後的南非及巴西。
- 從廣泛的角度而言，我們正在評估中美地緣政治緊張局勢（11月美國總統大選後）會如何影響中國股市及其他新興市場。

七大科技股以外股票的盈利增長會利好輪換配置



作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI
美國投資管理部
首席投資總監

資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年7月18日。從2024年第二季開始的外部預測。

東方匯理對各資產類別的觀點

本月重點

- **歐洲核心債券**：隨著通脹回落及歐洲央行減息，現在應該逐漸看好核心國家政府債券，若經濟環境轉差，核心國家政府債券應能抵禦部分風險。
- **英鎊**：由於經濟前景穩定會影響英國央行的利率決定，因此我們略為看好英鎊。

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 | | | | ◆ | | |

固定收益和外匯

| 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7月17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。外匯列表列出全球投資委員會的絕對外匯觀點。

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