

全球投资观点

现在并非改变方针的时机



**Vincent
MORTIER**
集团首席投资官

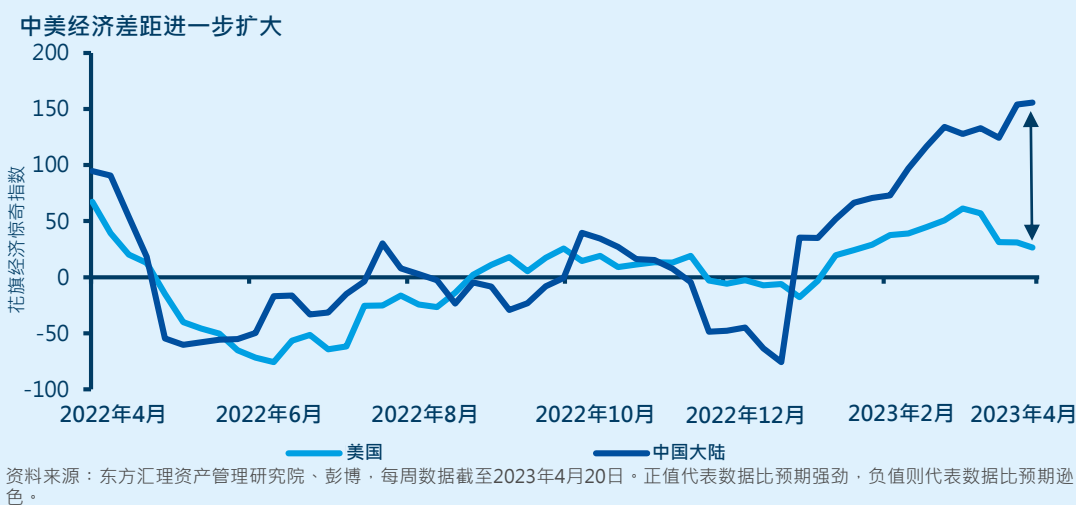
股市已消化3月市场动荡的影响，但美国地区银行板块明显受到影响，未见复苏的迹象。债券市场反映出美国经济将会有较大可能陷入衰退，以及美联储可能会在今年晚些开始降息，因为通胀似乎正在降温。不过，就盈利而言，市场预期仍然过于乐观，体现在债券价格反映的衰退风险与现时的股票估值脱节。

在市场出现各种矛盾迹象的环境下，我们认为现在并非改变方针的时候，投资者应该保持谨慎，并留意中美地缘政治局势紧张、金融市场的压力和信心等重要因素。虽然没有出现系统性问题，但金融环境收紧使下行风险上升，而风险资产的价格尚未反映有关风险。



**Matteo
GERMANO**
集团副首席投资官

我们预期全球增长前景疲弱、美国经济衰退、欧洲前景乏力，而亚洲因为中国大陆重启经济而出现的反弹，将会无法抵消美国经济减速引致的影响，因为中国大陆的复苏至今均侧重本地经济。不过，通胀正在减速，除部分核心服务领域的通胀仍然高企。由此，我们预计美联储将会在5月进一步将利率上调25个基点，然后很可能会暂停，因为近期金融环境收紧应该会限制采取进一步行动的需要。在欧洲，鉴于通胀忧虑，我们预期欧洲央行将会上调利率。



“由于通胀率仍然高于央行的目标、风险资产价格反映市场过度乐观，加上短期债券收益率具吸引力，投资者应该调整谨慎立场，并看多优质资产。”

在保持谨慎的情况下，投资者应该考虑采取以下方法，以构建更具抗跌力的投资组合：

- **跨资产方面**，美国可能出现利润衰退，意味着投资者应该继续看多美国国债。但在此环境下，投资者应该考虑把部分配置转至较短久期的债券，以便受惠于美联储改变政策立场。信贷方面，我们对高收益债券保持谨慎，由于估值高昂，我们现在对美国高收益债券更加谨慎。即使在股票方面，投资者可以通过调整衍生产品投资，对欧洲采取更具保守的立场，但我们认为中国大陆具有投资价值。另一方面，投资者应该加强避险，考虑安全外汇（日元）。大宗商品方面，黄金值得留意，但投资者宜战略性地吐现部分利润，以策安全。
- **金融环境收紧和经济环境恶化意味着投资者应该对美国久期保持正面的观点，同时要主动管理久期。**我们在不同地区寻找机会，因此对英国持略为保守的观点，并对核心欧洲持谨慎态度，但未来对欧洲的观点可能会转趋中性。我们对日本保持保守立场，但预计加拿大的收益率曲线可能会走斜。我们对美国和欧盟高收益债券保持谨慎。假如经济恶化，可能会对现金流构成压力，因而使高收益债券面对流动性问题。我们也留意到美国商业房地产受压，并认为多户式住宅比办公室可取。投资级别债券方面，我们选择性看多稳定且能承受利率和经济波动的债券。
- **由于股票价格尚未完全反映美国衰退的可能性，我们对美国和欧洲保持谨慎立场。**不过，我们看多中国大陆，当地的经济增长前景被上调。日元走强使日本股票受压。外汇方面，我们现在对美元持中性至看跌的观点。
- **我们选择性看多墨西哥（因为利差收益具吸引力，加上通胀预期趋于稳定）和印度尼西亚等国家的新兴市场本币债券。**硬货币债券方面，我们专注于高收益债券，相信其回升的潜力较高。与欧盟 / 美国信贷相比，新兴市场企业债券的估值具吸引力。股票方面，我们更加看多巴西，因为总统卢拉的态度务实，但我们密切留意财政改革的风险。

总体承险意愿



微调谨慎观点，留意实体经济的信贷环境、企业边际利润和经济增长。

与上月比较变动

- **跨资产**：在维持立场的情况下调整对美国国债的观点，加强避险，并加强对股票和美国高收益债券的保守观点。
- **新兴市场债券**：留意个别国家的板块领域。
- **外汇**：对美元更加谨慎，看多日元。

总体承险意愿是不同投资平台和全球投资委员会共同对风险资产（信贷、股票、大宗商品）持有的质化观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的任何变化。

三大热门问题

1

你对美联储可能暂停上调利率周期有何看法？

自从硅谷银行倒闭后，美国小型和地区性银行的放贷能力已经改变。提高盈利能力的压力将会迫使这些银行收紧放贷标准，并上调为客户贷款再融资的收费。任何流动性压力也可能触发更多银行倒闭，最终需要美联储干预救助，迫使美国央行降息。现在美联储的终端利率为5.25%，预计利率将在今年内维持不变，并在2024年第一季度进行首次降息。

投资影响

- 对美国久期保持中立态度；我们认为短期内收益率曲线倒挂的幅度将会加深，但预计中期内会出现牛市走峭的情况。
- 欧元兑美元的目标汇率：2023年第四季度为1.15，2024年第一季度为1.18。

2

石油输出国组织及其盟友减产可能带来什么不利影响？

减产的决定出乎意料，很可能是基于对全球需求的忧虑。由于油价对经济增长和流动性状况转差非常敏感，因此根据过往的经验，需求下降导致的减产对推高油价的成效较差。我们认为短期的油价上升幅度有限，但预计石油市场将会比早前预计的时间更早收紧。预计布伦特原油不会持续高于每桶100美元。

投资影响

- 12个月布伦特原油目标价格：每桶90至95美元。

3

为何股票在经济恶化之下仍具抗跌力？

尽管近期银行板块受压，但在美国央行的迅速干预下，MSCI所有国家世界指数（全球股票指数）继续上扬。然而，由于美国陷入经济衰退的可能性增加，周期性风险仍然存在，惟市场价格并未完全反映有关情况。因此，我们认为下一步可能有利防御性股票

投资影响

- 支持对美国持谨慎态度。
- 优质股成为主要投资类型，而价值股则仍然是长期的选择。
- 我们继续看多价值股和高红利股，但投资者也应该考虑出售部分欧美价值股和高红利股套利，并对美国低波动股保持正面预期。



Monica DEFEND
东方汇理资产管理研究院主管

“由于美国出现经济衰退的机会增加，周期性风险持续，但市场价格并未完全反映有关情况。”

调整谨慎配置

随着美联储减慢收紧货币政策、实体经济的信贷成本上升和核心通胀率持续高企（特别是在欧洲），美国的经济环境正在恶化。疲弱的美国经济很可能会波及欧洲。因此，我们建议对风险资产保持谨慎、加强避险，并善用美国国债的安全特性。就美国国债而言，**美联储已经接近紧缩周期的末段，可能会使债券收益率曲线的中段出现投资机会**。不过，投资者应该继续分散风险，并考虑在黄金（今年的价格上升）等领域保留部分收益。

高确定性投资观点。估值高昂、边际利润下降和经济增长减速使我们对股票保持谨慎观点，我们更通过调整对欧洲的观点，进一步加强此立场。然而，在新兴市场方面，由于经济增长改善和相对估值较低，我们看多中国大陆，但相信复苏之路不会呈线性。

固定收益方面，鉴于经济衰退的忧虑加剧，以及通胀放缓和其对上调利率构成的影响，投资者应该对美国久期进行微调。我们预料债券收益率曲线将会出现牛市走峭情况，促使我们把对10年期美国国债的正面观点部分转向2年期和5年期债券。对于加拿大，我们同样维持对收益率曲线走陡的观点。欧洲方面，鉴于瑞典经济脆弱，瑞典10年期掉期利率应该表现理想。

周边债券方面，鉴于技术因素强劲和预计欧洲央行将会提供支持，我们对10年期意大利国债和德国国债的利差维持略为正面的观点。不过，考虑到日本央行将会放弃控制债券收益率曲线的观点，我们对日本政府债券则持谨慎观点。

我们总体上对企业信贷仍然持谨慎态度，但已经把目标从欧洲高收益债券换成美国高收益债券，主要

因为估值偏高，以及实际利率上升可能对企业的融资成本构成影响。此外，鉴于经济增长的压力，我们也忧虑美国的违约事件增加。

外汇方面，由于美国利率上升的优势消散，美元弱势很可能会持续，这使得我们维持对欧元兑美元和澳元兑美元的正面观点。另一方面，我们现在看多日元兑瑞士法郎，因为日元对全球地缘政治风险的避险作用被低估。新兴市场方面，由于利差收益具吸引力和国际收支平衡前景较为明朗，我们看多墨西哥披索兑欧元，也偏好巴西雷亚尔兑美元和南非兰特兑美元（估值具吸引力）。

风险和避险。美国可能出现比预期更严重的经济衰退，因此我们加强股票避险。此外，我们略为下调对黄金的观点，但仍然认为在市场受压和地缘政治危机的时期，黄金具有强劲的分散风险和下行保护作用。最后，我们也密切留意石油的潜在上行趋势，但会暂时保持中性观点。



Francesco SANDRINI

多元资产策略部主管



John O'TOOLE

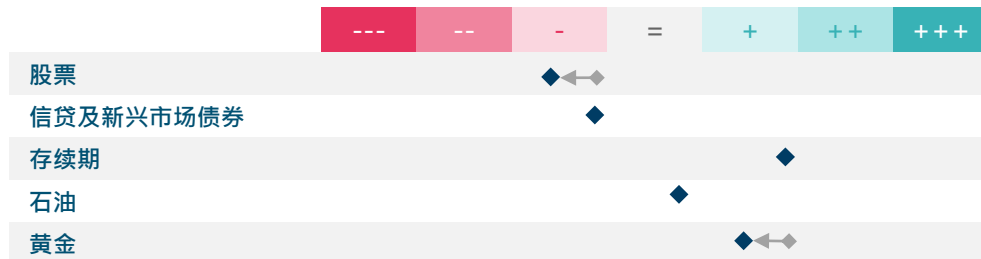
多元资产投资方案部主管

“目前的市况下，投资者应该主动管理美国久期，我们也对此略为调整了观点，并对股票变得更保守。”

东方汇理对各资产类别的确信度

◆ 现时立场

◀▶ 与上月比较变动



资料来源：东方汇理。上表显示三到六个月的交叉资产评估，以全球投资委员会最新观点为依据。资产类别评估的展望、展望变动和意见反映预期走向(+/-)和信心强度(+++/++++)。有关评估或会更改，并包含避险成份的影响。

平衡流动性、高质量和新兴市场利差收益

总体评估：我们逐渐步入充满考验的经济环境，亦即经济增长疲弱，而各国央行继续留意通胀。因此，投资者应该继续偏好优质债券，并谨慎利用新兴市场债券的利差收益，来建立具抗跌力的投资组合。

全球和欧洲固定收益：经济增长减速和欧洲央行对抗通胀的坚定立场，使预测市场的方向难度甚高。我们对日本持保守的观点，并对核心欧洲的久期持略为谨慎的观点，但也正在评估把对后者的观点转为中性的时机。即使在英国，我们也持略为保守的观点。不过，我们对美国持中性观点，并认为收益率曲线走斜会带来投资机会。我们也对欧洲通胀保持略为正面的立场。企业信贷方面，利差波动性和现金流的不明朗性可能会增加，因此即使我们主要通过欧盟和英国的投资级别债券，对信贷保持略为正面的观点，也需严格选债。我们尤其偏好带来较高回报的欧盟次级金融债券。然而，我们对高收益债券持谨慎观点，因此认为投资者应该考虑维持高收益债券的避险。

美国固定收益：如果深入审视实体经济，会发现许多银行正在收紧对消费者和企业的放贷标准，可能会影响总体消费。美联储则维持“更高利率更长时间”的主张。以上因素使利率大幅波动，从而为主动管理久期提供有利的时机。目前，我们保持略为正面的观点，但会灵活调整此立场。信贷方面，我们继续看多优质债券，并偏好投资级别债券多于高收益债券。对于后者，我们认为如果盈利和现金流出现更严重的缩减，违约率才会上升。在板块层面，我们看多大型金融企业多于工业企业，并看多杠杆水平低的优质企业多于高收益债券。证券化信贷方面，个别商业地产具有投资价值，但我们看多多户型住宅多于办公室/零售商业地产。

新兴市场债券：在难以判断市场方向的环境下，新兴市场固定收益出现一些有利因素，例如美国利率可能接近峰值、美元疲弱和新兴市场增长好转。尽管我们对总体久期保持中立立场，但在硬货币债券方面，我们的部署能把握利差收益，并主要留意高收益债券。本币债券方面，由于外汇具抗跌力和高利差收益，我们持正面观点。但我们严格选债，偏好巴西、南非和印度尼西亚等国家，同时看多大宗商品出口国。

外汇：在美国利率优势减弱的情况下，我们对美元持中性至略为谨慎的观点，但对日元和瑞士法郎持正面观点。我们密切留意欧元，并偏好个别新兴市场货币，包括墨西哥披索和巴西雷亚尔，以及印度尼西亚盾等亚洲外汇。



**Amaury
D'ORSAY**
固定收益部主管



**Yerlan
SYZDYKOV**
环球新兴市场部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美国投资管理部投资总监

投资级别债券和高收益债券的流动性趋势出现分歧



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至2023年4月20日。上图显示FINRA TRACE市场广度的投资级别债券和高收益债券发行总数。数字越大，表示市场广度越大，以及流动性越高。

“信贷利差正在忽视即将出现的经济疲弱，但我们认为必须留意品质和流动性。”

追求强劲的盈利，而非升势



**Kasper
ELMGREEN**
股票部主管



**Yerlan
SYZDYKOV**
环球新兴市场部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美国投资管理部投资总监

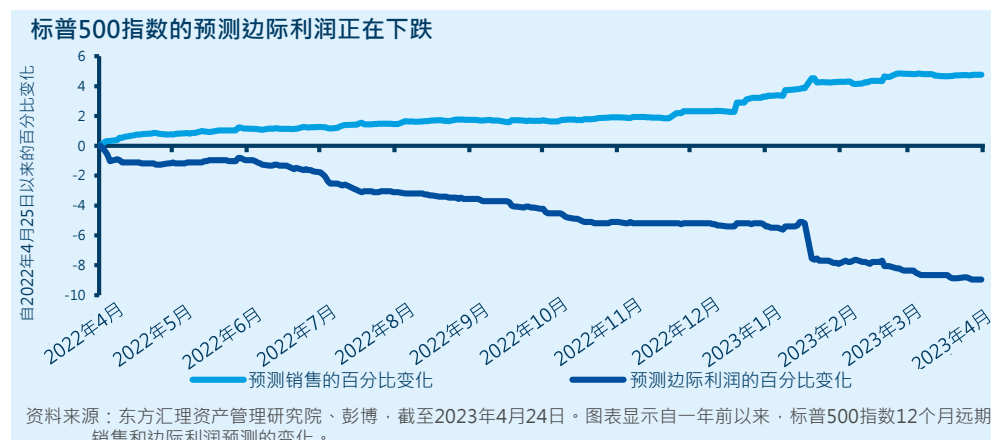
总体评估。 股票价格似乎并未完全反映盈利和衰退风险，我们认为这是一大错误。不过，在部分情况下，价格已反映边际利润的下行压力，并形成高度分散和具吸引力的选股环境。我们的计划是继续保持谨慎，结合优质和价值股，并在与发达国家相关性较低的新兴市场里寻找机会。

欧洲股票。 本季和以后的企业盈利很可能会转差，因为企业正面对周期性和结构性阻力，或会重创部分企业，而我们希望利用这一轮波动物色财务稳健和能维持盈利的企业。总体而言，我们通过结合优质周期性企业及防御性股的配置，维持杠铃策略。在板块层面，我们看多消费必需品和医疗健康（目前看多）板块，因为这些防御性股票具备资本增值和理想股利的潜力。不过，我们继续看多金融和工业板块，投资者应该考虑善用上行走势套现部分收益。由于高利率带来的正面影响，我们继续看多零售银行，并留意商业房地产板块。

美国股票。 投资者应该考虑构建较不易受当前经济影响的投资组合。例如，在金融板块，我们认为保管银行和承受极少资本市场风险的银行或企业存在个别投资价值。同时，我们也看多顾客存款基础稳健的领先大型银行。此外，能源股在衰退下仍可能表现稳定，因为此板块早已下跌。不过，我们对其他周期性板块，例如工业和奢侈品板块，则保持谨慎。防御性板块企业的估值极高，也有其他估值较低但业务模式较弱的防御性企业。我们通过自下而上的分析，物色估值与潜在盈利相符的企业，例如健康护理设备和服务公司。最后，价值股应会继续领先成长股，但此走势不会呈线性。

新兴市场股票。 中国大陆的经济强劲复苏很可能扩大新兴市场与发达市场的增长差距。较长远而言，在中国大陆以外出现更多供应链，将会惠及其他新兴市场。不过，我们也留意到新兴市场的地缘政治紧张局势和特殊性风险，因此倚赖自下而上的分析。例如，我们看多墨西哥，并相信巴西的财政计划在总统卢拉的支持下将会有利，但基于估值原因，我们对马来西亚保持谨慎。在板块层面，我们看多奢侈品和房地产板块。

“我们认为这次上升的力量不足，因为价格尚未反映盈利和边际利润的重大风险。”





东方汇理对各资产类别的观点

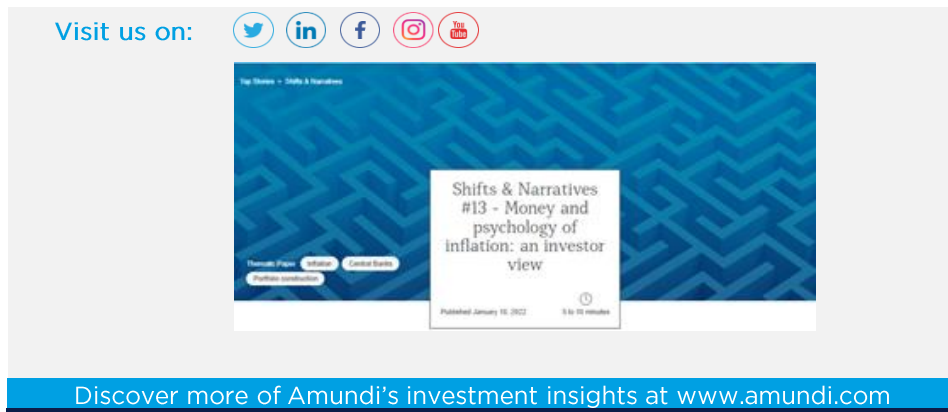
	资产类别	现时观点	1个月变动	理由
股票	美国	-/=		由于经济增长转差，可能影响企业盈利，我们对股票保持谨慎的取态。硅谷银行倒闭事件或会导致当局对地区性银行加强监管，但较大型的国家银行和广泛的金融体系似乎不受影响。
	美国价值股	+		多年的量化宽松政策使增长股比价值股出现历来其中一个最大的周期性领先表现，但现在的利率正常化进程将会有利价值股，但升势不会呈线性。我们专注于盈利增长，并认为在经济增长的压力下，投资者应该同时投资于价值股与优质股。
	美国增长股	--		我们避开没有利润和估值过高的股票。上调利率的环境会打击更依赖未来现金流的增长股。
	欧洲	-/=		由于核心通胀率高企，削弱有利的外部环境，也导致消费环境疲弱，可能影响欧洲的盈利。我们总体上保持谨慎的观点，并探索估值具吸引力和具备价值及品质特点的领域（例如零售银行）。
	日本	-/=		我们密切留意可能影响日元的货币政策，以评估盈利前景。全球经济增长环境疲弱也可能使日本市场受压。
	中国大陆	+		随着中国大陆的经济增长加快，我们继续善用经济重启引致的市场回升，以及更有利电商企业的环境。同时，我们密切留意地缘政治紧张局势。
	新兴市场（中国大陆除外）	=		特定国家的趋势在新兴市场发挥重要作用。例如，我们看多巴西，但也留意政府的财政改革方针。不过，马来西亚的估值高昂。总体而言，中国大陆重启经济应该会有利与中国大陆拥有稳固贸易关系的新兴市场国家。
固定收益	美国国债	=/+		由于我们略为降低了对美联储最终利率的预测，宏观经济环境恶化使我们对久期保持略为正面的观点但在美国央行试图在金融稳定性和控制通胀之间取得平衡之际，我们继续主动管理久期。
	美国投资级别企业债券	=/+		投资级别债券发行人的边际利润高和财务稳健，但考虑到经济活动下降对收入的潜在影响，以及工资和融资成本上升对未来盈利的影响，我们继续严格选债。
	美国高收益企业债券	-		高收益债券的估值未能反映经济衰退，但我们认为此情况过于乐观。如果流动性转差，企业便难以获得资金，继而使利差波动性加剧，特别是低评级的高收益债券（即CCC级债券）。
	欧洲政府债券	-/=		鉴于欧洲央行决心控制物价上升的情况，我们对核心欧洲久期持略为谨慎的观点，但也保持主动，一旦经济增长减慢至我们预期的水平以下，便会考虑转至中性立场。欧洲央行依赖经济数据的方针也是我们保持灵活方针的另一原因。
	欧洲投资级别企业债券	=/+	▲	我们密切留意收紧货币政策和金融环境对投资级别债券利差的影响。企业基本面强劲，但我们对流动性保持警惕。从全球角度而言，我们偏好欧元和英镑投资级别债券多于美国投资级别债券，也非常谨慎地选债。
	欧洲高收益企业债券	-		由于在盈利转差和融资成本上升（特别是市场的高杠杆领域）之际，我们忧虑基本面和违约率情况可能恶化，我们保持谨慎立场。
	中国政府债券	=		由于中国大陆的经济增长复苏和政府维持有限度的支持政策，我们维持接近中性的观点，但仍然认为中国债券能为全球投资者提供分散风险的好处。
	新兴市场硬货币债券	=/+		随着新兴市场 and 发达市场之间的增长溢价改善，我们专注于此领域的个别高收益债券，相信这些债券的回升潜力较高。我们物色具吸引力的利差收益，但会继续留意政治风险。
	新兴市场本币债券	=/+		美元走弱有利新兴市场债券：我们在墨西哥和印度尼西亚物色投资机会。通胀预期回稳有利本币债券但地缘政治风险使我们对台湾地区持谨慎态度。
其他	大宗商品			近期石油输出国组织及盟友减产可能使市场略为收紧，但对需求下降的忧虑可能会出现。我们的12个月布伦特原油目标价格为每桶90至95美元。黄金方面，我们认为估值高昂，但减慢上调利率和持续的流动性压力可能带来有限的支持。我们把12个月目标维持于每盎司2,050美元。
	外汇			我们认同2023年美元走弱的趋势，并把年底欧元兑美元的目标汇率设定为1.15。不过，我们把日元和瑞士法郎视为于经济衰退时的传统避险工具。新兴市场外汇方面，市场动力似乎正在改善，并有利个别亚洲和拉美洲货币。



资料来源：东方汇理，截至2023年4月，观点与以欧元为基础的投资者相关。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。

东方汇理资产管理研究院

东方汇理资产管理研究院旨在把首席投资官的专长和公司的整体投资知识，转化成可作为投资行动依据的见解，以及因应投资者需要而量身定制的工具。在投资者面对多个资讯来源的环境下，我们旨在成为投资者甄选的伙伴，以提供定期、清晰、适时，可参与其中和相关的见解，以助客户在充足的资讯下作出投资决策。



重要资料

本文乃由东方汇理资产管理香港有限公司编制。本文不拟被视为要约或招揽购买或出售证券，当中包括基金份额。本文所载的观点及/或所提及的公司不应被视为东方汇理资产管理的建议。所有意见及估计可以随时作出更改而毋须事先通知。在适用之法律、规则、守则及指引允许的范围内，东方汇理资产管理及其相关公司对任何因使用本文所载之资料而引致的直接或间接损失概不负责。本文只能分发给获准接受之人仕，及任何可能接受本文而没有违反适用法例及条例之人士。本文及所提及之网站并未得到由中国证券监督管理委员会或香港证券及期货事务监察委员会（「证监会」）的审阅。本文撰写的目的只为提供资讯，并不代表已参考个别可能接收到本文人士的个别投资目标，财务情况及个别需求。有意投资者应就个别投资项目的适合程度或其他因素寻求独立的意见。投资者不可单靠本文而作出投资决定。投资涉及风险。市场、基金经理以及投资的过往表现及经济市场、股市、债市或经济趋势预测并非将来表现依据。投资回报以非港元或美元为单位可能因汇率波动而令投资总值下跌或上升。投资可跌可升。本文不拟提供予美国公民、美国居民或任何根据美国 1933 年证券法下的规则 S 所定义的「美国人士」。

想知更多? 即上www.amundi.com.hk

策略研究部

Claudia BERTINO

投资观点及出版部主管
- 东方汇理资产管理研究院

Laura FIOROT

投资观点及客户关系部主管
- 东方汇理资产管理研究院

PoI CARULLA

投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理研究院

Ujjwal DHINGRA

投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理研究院

PAULA NIALI

投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理研究院

Francesca PANELLI

投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理研究院