

2024年4月

## 经济周期末段市况持续

美国经济稳定（受消费和财富效应带动）和今年的盈利预期强劲带动近期股市和收益率上升。现在面对的主要问题是鉴于市场走势已十分强劲，升势能否持续下去？而盈利预期是否可靠？

在经济方面，过去的经济强势使我们预期美国经济减慢的情况会比早前预测轻微，因而延长周期末段的市况。不过，我们不认为这是新周期的开始，并预计今年年中将会出现经济放缓，通胀减慢也会持续。以下因素对解读经济和市场走向至关重要：

- **美国劳工市场**。鉴于储蓄增加、消费下降和劳工市场疲软（雇用大部分劳工的中小企受压），加上投资低迷，需求可能会减慢。
- **货币政策分歧，通胀成为焦点**。日本央行相隔17年后再次上调利率，而美联储和欧洲央行则计划降息，但会先确定通胀的未来方向才会行动。
- **美国大选与地缘政治**。随着竞选活动更加炽热，波动性可能会上升。地缘政治和全球高债务风险可能为黄金带来长期支持。
- **新兴市场的抗跌能力**。我们略微上调对新兴市场的增长预测，主要因为亚洲和印度的国内需求和出口强劲。不过，我们维持对中国大陆的增长预期。



**VINCENT MORTIER**  
集团首席投资总监



**MATTEO GERMANO**  
集团首席副投资总监

### 随着通胀移近目标，美联储和欧洲央行可能会降息



美联储自2023年8月起维持利率不变

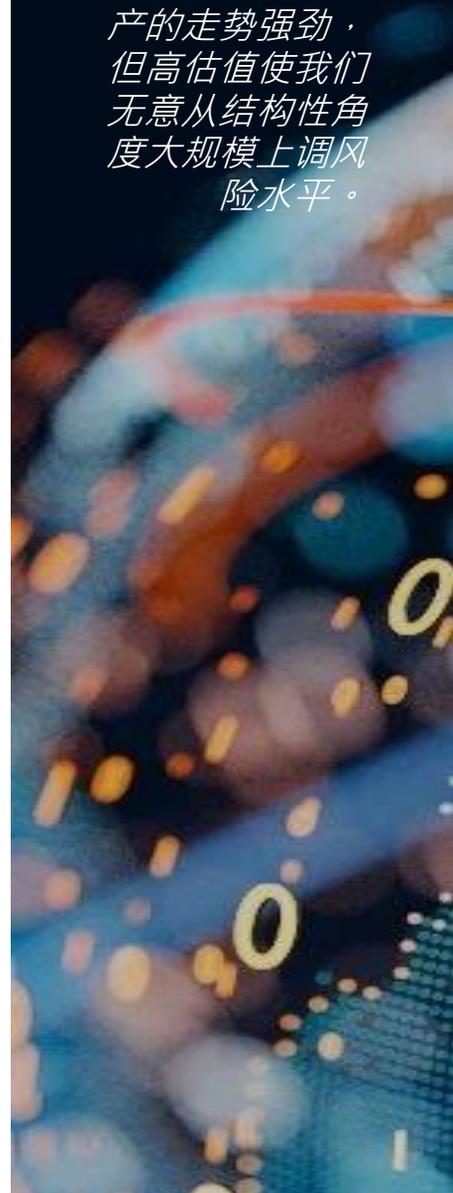
资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2024年3月29日。



在此环境下，我们对部分领域的观点概述如下：

- **跨资产。** 风险资产价格已反映盈利和增长前景改善，并继续受益于正面的投资气氛。在不承担额外风险的情况下，我们仍然看多久期。债券方面，我们也略为看多意大利政府债券，但对日本国债持谨慎态度。股票方面，我们总体的观点为看多。我们对日本股票持轻微正面的观点，目前对美国 and 欧洲持中性态度。新兴市场而言，我们看多债券和股票（印度、印度尼西亚和韩国）。外汇方面，美元、巴西雷亚尔和印度卢比略为走强，但我们根据近期的走势微调观点。总体而言，我们倾向采取分散投资的立场，认为在目前地缘政治局势紧张（石油）的环境下，必须提供充分保护。
- **固定收益方面，通胀的发展将会成为政策行动的主要推动力，因此我们继续主动管理和看多美国和英国久期。** 在欧洲，由于近期收益率上升和欧洲央行的言论温和，我们目前的观点接近中性，但对日本国债持防御性观点。在企业信贷方面，投资级别债券的基本面仍然强劲，但CCC等低评级信贷的违约率正在上升，特别是在美国，因此可能出现受品质带动的高度分散走势。我们因而重视信贷品质，认为个别较短期限的信贷具有吸引力。在欧洲，我们认为投资级别债券比高收益债券可取，并继续偏好优质债券（BB级）或短期债券。
- **美国股市的积极情绪支持等权重方针。** 我们通过寻找特殊的防御性投资机会，而非任何特定的传统板块，以保持平衡的投资组合。另外，在工业方面，我们认为优质原料是具有选择性吸引力的子板块。在欧洲，我们偏好结合优质周期股与防御性立场。由于欧洲地区的经济增长持续乏力，我们上调必需消费品板块的展望，同时对科技板块持谨慎态度。总体而言，我们看多日本和美国的优质股和价值股。
- **我们对新兴市场持正面的结构性立场。** 我们综合考虑各国的财政风险和外部脆弱性等因素，并采取自下而上的观点，因而看多印度、印度尼西亚、韩国和拉丁美洲（巴西、墨西哥）。新兴市场债务应该能受益于美联储降息和新兴市场通胀持续减慢的情况。然而，地缘政治和特殊风险使我们保持警惕。

我们认同风险资产的走势强劲，但高估值使我们无意从结构性角度大规模上调风险水平。

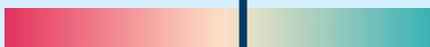


## 总体承险意欲

避险



承险



经济和投资气氛比预期理想，但对盈利和估值的质疑仍然存在。我们的承险意欲轻微上升，在周期末段谨慎选股。

## 与上月比较变动

- **跨资产：**对欧洲股票持中性态度
- **固定收益：**鉴于企业基本面和技术性因素好转，把欧盟高收益债券的观点略微上调至中性。在新兴市场方面，略微看多印度债券。

总体承险意欲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，反映全球投资委员会每月的观点。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

### 你如何评价股票在过去几周的表现？

市场似乎认为通胀减慢的趋势将会持续，而美联储改变政策几乎已成定局。尽管通胀持续放缓，但由于美联储和欧洲央行仍然依赖数据行事，因此降息的时间和幅度可能会出现不确定性。除了美联储干预市场外，经济活动和盈利超预期等良好的基本面也为包含股票在内的风险资产提供支持。只要通胀减慢没有受到严重质疑，市场便能继续受益。

#### 投资影响

- 从跨资产角度而言，略为看多股票、周期性大宗商品和通胀挂钩资产。

2

### 美国和欧洲2023年第四季的盈利反映什么主要趋势？

截至3月8日，约99%的标普500指数企业已公布截至2023年12月止的季度业绩。在通信服务、非必需消费品和科技板块的带动下，这一季美国市场的表现非常强劲。这些板块的盈利增长远超预期，按年增长率分别达53%、37%和24%。不过，欧洲的情况却有所不同，预计在所有公司公布业绩后，第四季将会成为连续第三个录得盈利负增长的季度。

#### 投资影响

- 偏好美国的优质股、价值股和等权重市场
- 看多欧洲优质股和日本价值股

3

### 你对中国大陆近期召开的全国人民代表大会结果有何意见？

全国人民代表大会并没有显著改变我们对经济增长的预测。我们认为今年8.2%的财政赤字目标高于2023年，虽然具有适度扩张性，但不足以振兴需求。因此，尽管政府提出5%的经济增长目标，我们仍然维持3.9%的目标，低于市场预测。在通胀方面，消费疲弱意味着消费者物价指数(CPI)通胀率将会维持偏低，而制造业产能过剩可能会影响企业利润率。

#### 投资影响

- 对中国股票持接近中性观点
- 对中国政府债券持中性观点

如果经济没有放缓，通胀也没有出现意外的情况，市场气氛可能会维持正面。不过，已经出现部分表现过度的领域，代表投资者需要保持警惕。

**MONICA DEFEND**  
东方汇理资产管理  
投资研究院主管





多元资产

作者

## 在炽热市场气氛中保持纪律

市场气氛在战术上支持风险资产，我们认为美国不会出现利润衰退。不过，任何有关经济增长或盈利方面让人失望的消息，也会打击安于现状的市场。同时，如果经济增长没有出现负面消息，意味着这次升势可能会继续。因此，我们不会大幅增持风险，而是**保持谨慎，在盈利增长更为明显的亚洲更严格寻找投资机会**。此外，投资者应该维持避险和分散风险的立场。

我们对发达市场股票持接近中性的立场，并认同各地市场出现细微的差异。例如，我们对美国持中性观点，并把欧洲的观点上调至中性，主要为了降低风险，但略为看多日本。我们通过印度、印度尼西亚和韩国继续看多新兴市场，并略为上调对韩国的正面观点，因为当地市场的盈利改善，企业管治也有望改善。

由于收益率具有吸引力和可能降息，加上具有分散风险的好处，我们看多美国和欧洲久期。不过，鉴于政府债务高企，以及通胀可能出现意外走势，我们保持主动和警惕，并留意收益率进一步上升带来的投资机会。由于核心欧洲收益率可能回落，我们也看多意大利国债。然而，由于日本央行最近取消负利率政策，使我们对日本国债的展望持谨慎态度，并密切留意日本央行的未来行动，以及增长和通胀趋势。

我们仍然偏好优质和估值具有吸引力的企业信贷，相信未来的表现差异会更加明显。因此，我们看多欧盟投资级别债券。新兴市场债券的利差收益具有吸引力，而且新兴市场的通胀也持续减慢。但我们明白通胀的最后阶段存在阻力，并认为利差收窄的空间越来越有限。同时，近期美元走强可能会略为影响回报，因此我们保持警惕。

我们在战术上略为看多美元兑瑞典克朗和瑞士法郎，但对美元兑日元则保持审慎。在新兴市场，我们看多巴西雷亚尔，但现在倾向通过巴西雷亚尔兑欧元反映此观点。在印度卢比兑离岸人民币表现强劲后，我们降低了投资立场，但认为利差收益和基本面仍然理想。

即使美国通胀率正在下降，不能排除会出现短暂的意外走势，因此投资者需要维持对美国久期的保护措施。此外，石油仍然是降低地缘政治风险(例如中东地区)的理想避险工具。

**FRANCESCO SANDRINI**

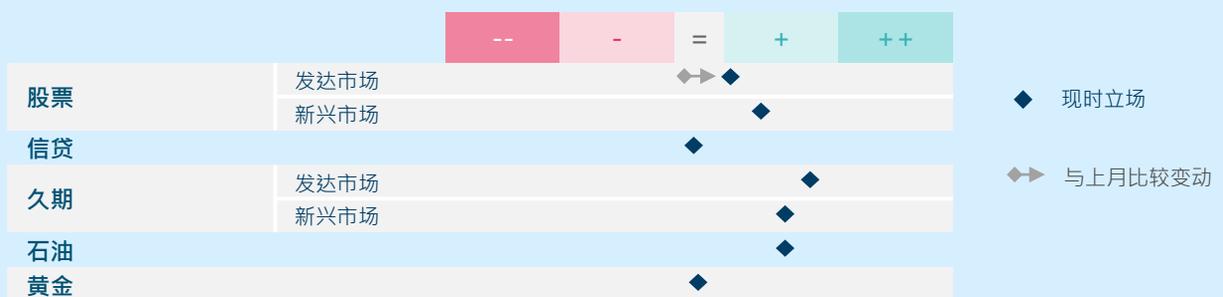
多元资产策略部主管

**JOHN O'TOOLE**

多元资产投资方案部主管

我们对发达市场股票和近期的欧洲股票改持中性立场，没有在估值过高的领域增持风险。

### 东方汇理对各资产类别的确信度



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。



固定收益

## 利差收益具有吸引力，但要平衡信贷品质

即使对于中性利率是否已经上升的争论仍然持续，美联储和欧洲央行的言论一直强调通胀必须回落，央行才能降息。由于核心收益率上升，加上市场对经济活动的气氛持续乐观，市场也调整了对降息的预期。正面的市场气氛甚至蔓延至企业信贷市场，但展望未来，我们不能忽视特殊性信贷事件的风险，特别是在评级较低的领域。因此，我们对面对过高利息成本的高负债企业保持审慎和严守纪律的态度。不过，我们看多利差收益强劲的发达和新兴市场优质债券。

### 全球和欧洲固定收益

- 欧洲央行的立场相对温和，使我们对欧洲久期转至中性观点，并继续看多英国，但对日本则保持谨慎态度。
- 信贷方面，我们看多银行类债券多于非银行类债券，因为如果经济减速，工业将会更受影响。我们也看多投资级别债券。
- 我们对高收益债券持谨慎态度。评级较低的信贷会更受经济减慢影响，但我们选择性看多短久期债券，因为其利差收益具有吸引力，而且基本面相对较佳。

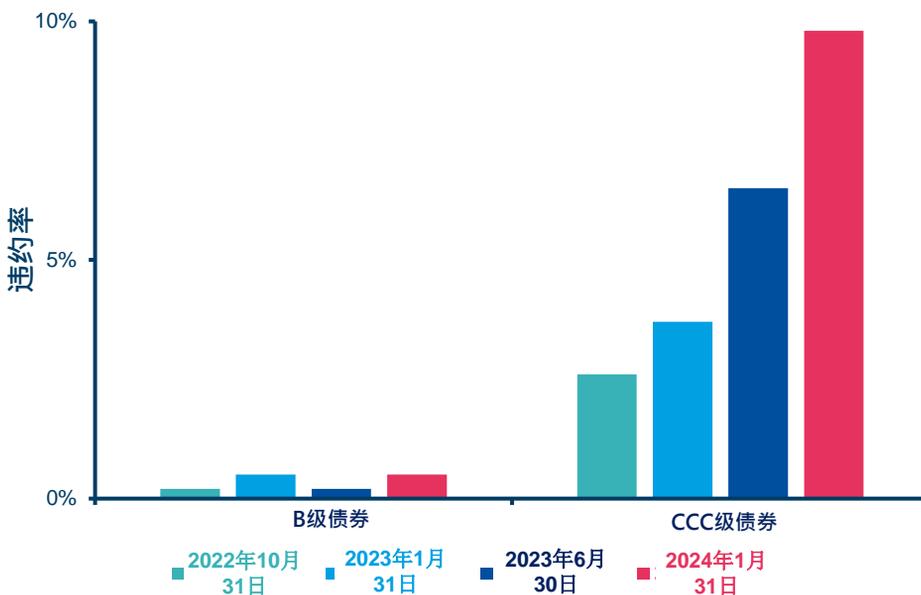
### 美国固定收益

- 我们继续略为看多久期，但会保持灵活性，并密切留意通胀和利率波动性。政府债券的收益率仍然具有吸引力。
- 企业信贷方面，我们认为投资级别债券比高收益债券可取，并看多金融类债券多于非金融类债券。一般而言，短久期信贷提供更佳的投资价值。
- 尽管证券化信贷的利差近期收窄，但仍然具有长期价值。

### 新兴市场债券

- 由于新兴市场的通胀减慢，加上美联储降息可能成为有利因素，我们继续看多此资产类别。
- 然而，新兴市场出现大量特殊主题，例如印度（利差收益具有吸引力、央行态度审慎）、埃及（与多边金融机构达成协议）和阿根廷。
- 我们看多硬货币和企业债券，但考虑到利差收益和预期波动性有限，我们偏好高收益债券。

### 保持警惕：美国CCC级债券违约率正在上升



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、穆迪投资者服务公司，2024年3月26日的最新数据。12个月滚动数据。

作者

**AMAURY D'ORSAY**  
固定收益部主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
环球新兴市场部主管

**MARCO PIRODINI**  
美国投资管理部  
首席投资总监



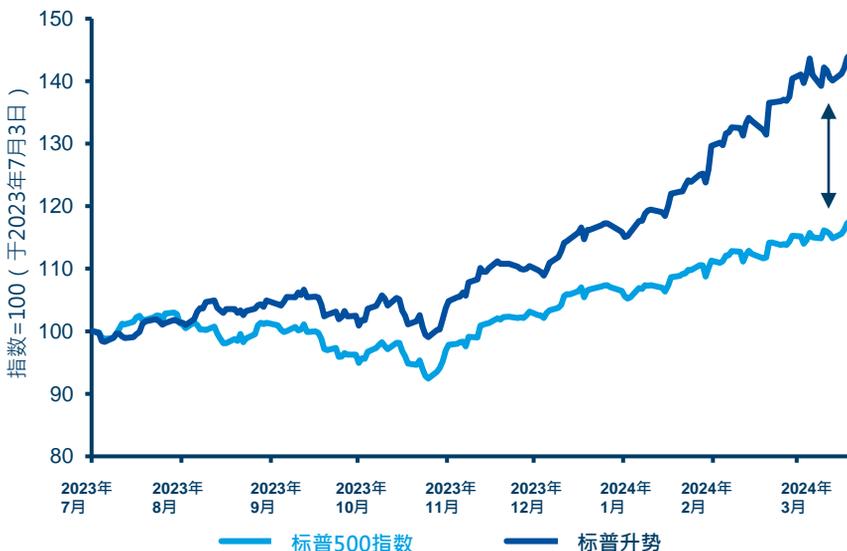
股票

## 基本面是应对市场分歧的指南针

股票价格反映市场对经济增长的展望乐观，使股市在今年出现强劲的上行空间，最近升幅更明显扩大。充裕的流动性和强劲的盈利（特别是在美国）进一步推动这些走势。不过，如果仔细研究，便会发现各个领域之间存在差异，其中大盘股的盈利一直优于其他市场领域，尽管收益率有所上升，但部分股票仍然出现极端估值。因此，在市场高度分散的情况下，我们从更基本的角度审视机会，总体保持平衡立场。就板块而言，我们看多美国价值股、日本股，以及更广泛的优质股（高利润率、差异化产品等）和红利股，包括欧洲和新兴市场。

欧洲股票	美国和环球股票	新兴市场股票
<ul style="list-style-type: none"> <li>我们认为在这个市场里，需要结合优质周期性和防御股，同时通过必需消费品股上调对防御性股的观点。</li> <li>另一方面，我们看多带来高红利和盈利增长的银行股。不过，我们对非必需消费品和科技板块持谨慎态度（但程度比以往轻微）。</li> <li>总体而言，鉴于估值几乎没有应对失望表现的空间，盈利至关重要。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>升势正在扩大，但我们认为现在并非增加风险的时机。我们对大盘股保持谨慎，看多价值股。</li> <li>我们保持平衡的投资方针，留意估值具有吸引力的领域，并采取等权重方针。另一方面，我们看多防御股，但我们的观点并不受传统板块所限，反而看多特殊企业。</li> <li>我们也看多优质金融股和原料药。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>整个新兴市场也出现结构性投资机会，例如在亚洲（印度尼西亚、印度），但需要谨慎选股。</li> <li>就国家而言，我们看多韩国，因为当地企业的红利和企业管治改善。中国大陆出现回购股份的趋势，但我们尚未改变观点。</li> <li>在巴西，我们对任何政府干预企业板块的行为保持警惕。</li> <li>然而，我们对台湾地区和马来西亚持谨慎态度。</li> </ul>

### 升势强劲，但情况能维持多久？



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，2024年3月25日。

作者

**BARRY GLAVIN**

大型股票部主管

**YERLAN SYZDYKOV**

环球新兴市场部主管

**MARCO PIRONDINI**

美国投资管理部  
首席投资总监



观点

# 东方汇理对各资产类别的观点

## 本月重点

- **新兴市场外汇**：从中期而言，我们看多新兴市场外汇。近期，我们留意到秘鲁、巴西和匈牙利等新兴市场国家的央行正审慎行事，并采取温和的货币宽松步伐，同时保持本国货币的强势。

## 股票和全球因素

地区	1个月变动	--	-	=	+	++	全球因素	1个月变动	--	-	=	+	++
美国				◆			增长股				◆		
欧洲				◆			价值股					◆	
日本					◆		小盘股					◆	
新兴市场						◆	优质股						◆
中国大陆				◆			低波幅股票				◆		
新兴市场 (中国大陆除外)					◆		动力股				◆		
印度					◆		高息股	▼			◆		

## 固定收益和外汇

政府债券	1个月变动	--	-	=	+	++	信贷	1个月变动	--	-	=	+	++
美国					◆		美国投资级别债券					◆	
美国核心					◆		美国高收益债券			◆			
欧洲周边国家					◆		欧洲投资级别债券					◆	
英国						◆	欧洲高收益债券	▲				◆	
日本			◆										
新兴市场债券	1个月变动	--	-	=	+	++	外汇	1个月变动	--	-	=	+	++
中国政府债券					◆		美元					◆	
印度政府债券						◆	欧元			◆			
新兴市场硬货币债券	▲					◆	英镑				◆		
新兴市场本币债券						◆	日元					◆	
新兴市场企业债券						◆	人民币			◆			

资料来源：东方汇理，2024年3月25日，观点与以欧元为基础的投资者相关。观点范围从--/-到+ /++，每个类别可向左或向右调整，=指中性立场。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。外汇列表列出全球投资委员会的绝对外汇观点。

东方汇理资产管理投资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。

请访问：    

请访问 [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

了解更多东方汇理资产管理的投资见解。



东方汇理资产管理  
投资研究院团队

**Claudia BERTINO**  
投资观点及出版部主管  
- 东方汇理资产管理投资研究院

**Laura FIOROT**  
投资观点及客户关系部主管  
- 东方汇理资产管理投资研究院

**Poi CARULLA**  
投资观点及客户关系部  
- 东方汇理资产管理投资研究院

**Ujjwal DHINGRA**  
投资观点及客户关系部  
- 东方汇理资产管理投资研究院

**Paula NIALL**  
投资观点及客户关系部  
- 东方汇理资产管理投资研究院

**Francesca PANELLI**  
投资观点及客户关系部  
- 东方汇理资产管理投资研究院

## 重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。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，当中包括基金股份。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士，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」。