

全球投资观点

通胀降温不等于战胜通胀



**Vincent
MORTIER**
集团首席投资官

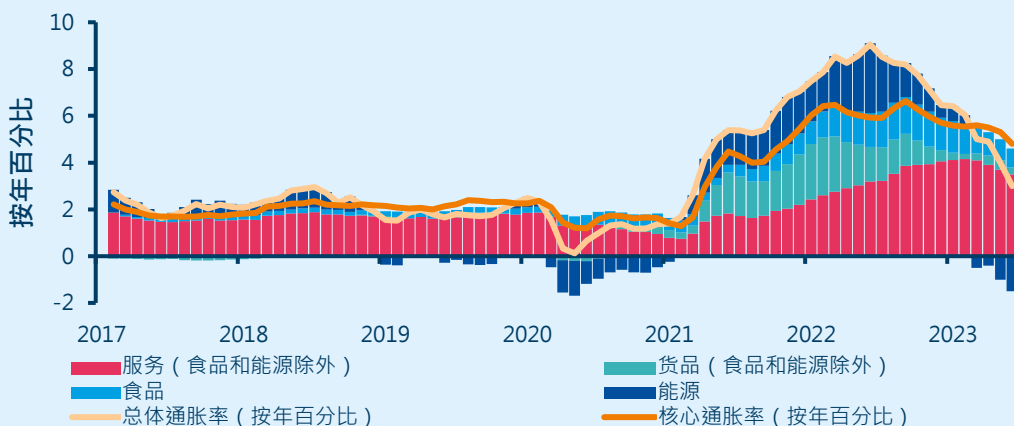
对风险资产走势的乐观情绪部分源于大部分上调利率周期已经完结，而且以美国为主的经济环境比早前预期理想。在此环境下，我们仍然预计2023年第四季 / 2024年第一季的经济会温和衰退，但由于第一季增长预测向上调整，因此我们把2023年增长预测上调至1.6%。欧元区应能避免陷入衰退，但与欧洲央行过度紧缩和各国增长差异相关的风险持续。在中国大陆，由于第二季经济疲弱和延迟推出刺激措施，我们把2023年增长预测下调至5.1%。因此，经济考虑因素可能会由以下因素带动：

- **基本面不稳，市场过度乐观。**美国经济增长的力度是更机械性的前瞻性指标，反映经济活动低迷。由于中国大陆经济疲软，欧洲面对的风险也倾向下行。
- **留意与政策走势相关的核心通胀率。**核心通缩趋势（而非温和衰退）可能促使美联储在明年降息，但核心通胀率可能仍然高企。实际基金利率是另一项需要留意的因素。
- **终端利率出现上行压力。**欧洲央行并未停下脚步，即使是美联储，我们认为5.5%的终端利率预测也面对压力。不过，面对过度紧缩的风险，必须留意金融稳定性忧虑和金融条件。
- **投资从西至东移的长期趋势持续。**尽管中国大陆的经济增长减慢，但个别新兴市场仍带来投资机会。



**Matteo
GERMANO**
集团首席副投资官

美国通胀正在降温，但核心通胀率高企，美联储将会保持谨慎



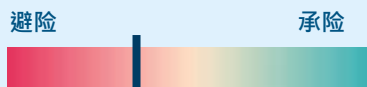
资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至2023年6月30日。

“我们对偏高的估值仍然存疑，因为风险资产的上升趋势源自表现落后的资产从后赶上，而非盈利前景显著改善。”

我们认为以下领域带来吸引的投资机会：

- **跨资产，加强分散投资。**我们目前对欧洲久期持略为正面的观点，并继续看多美国，但由于通胀走势未明，我们需要采取保护措施。我们对信贷（特别是高收益债券）和发达市场股票保持谨慎态度。在新兴市场股票方面，我们维持正面观点，但主要看多广泛的新兴市场，而非中国大陆。我们继续看多新兴市场债券，目前略为看多捷克政府债券，但认为需要为货币风险进行避险。总体而言，我们认为投资者应该为股票设立保护措施，并对黄金的分散风险作用保持略为正面的观点。
- **债券继续成为焦点。**固定收益市场波动，意味着我们继续十分主动地管理久期和企业信贷。就久期而言，我们对美国保持略为正面和灵活管理的观点。在核心欧洲方面，我们的观点接近中性，并正密切留意经济数据的发展，同时对日本持保守立场。在信贷方面，我们继续偏好优质投资级别债券，并对高收益债券保持谨慎，认为必须区分BB和B级与CCC级发行商。由于我们预计特殊性风险将会增加，因此必须严格选债。
- **发达市场股票仍具防御性。**美国大型股与市场内其他领域之间的表现差异持续。我们对价值股、优质股和防御性股票保持正面的观点，并严格选股。我们正评估欧洲经济动力下降的情况，以及欧洲央行行动的影响和通胀走向。欧洲经济增长和中国大陆经济疲弱削弱相关支持，可能对股市构成影响。因此，我们继续以能够回馈股东的优质股票、价值股和红利股为重点。
- **尽管近期中国大陆经济表现疲弱，但我们严格选股，并对新兴市场持正面观点。**中国大陆的长期增长趋势仍然稳定，但增长水平略为下降，政府也更重视提高生活品质。重要的是，除了中国大陆，新兴市场的增长也涉及印度和巴西等国家，我们更加看多这些国家的股票。在固定收益方面，在通胀缓和的情况下，我们对硬货币债券、本币债券和拉丁美洲保持乐观。

总体承险意欲



市场情绪过度乐观，我们继续留意盈利增长、金融条件和央行的政策行动。

与上月比较变动

- **跨资产：**略为看多欧盟久期；继续看多新兴市场固定收益；分散投资于新兴市场股票。
- **股票：**对中国大陆的正面观点略为下降；更加看多巴西和印度。
- **避险和外汇：**为美国久期设立保护措施。

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。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

全球货币政策周期的主要趋势是什么？

发达市场与新兴市场之间的全球政策周期步伐不一，主要发达市场央行可能进一步上调利率，而部分新兴市场央行则快将降息，并由拉丁美洲率先行动。全赖及时和进取的货币政策，拉丁美洲在过去数月的通胀持续缓和。我们预计智利和巴西央行将会率先降息，而哥伦比亚和秘鲁会在9月降息。以波兰为首的中欧和东欧国家应该会紧随其后，波兰的通胀率应该会在8月 / 9月降至个位数。

投资影响

- 放宽货币政策和通胀稳定应该会支持新兴市场本币债券，预计拉丁美洲的升幅最大。

2

预期第二季盈利业绩表现如何？

2023年第二季应该是今年美国和欧洲首个录得按年负增长的季度。预计欧洲的降幅（从+11.1%下跌至-8.2%）比美国（从第一季的+0.1%下跌至-6.4%）更大，板块之间存在巨大差异。美国能源和材料板块可能录得最大跌幅，显着影响总体表现。

投资影响

- 在地区层面，我们认为日本比美国可取，因为后者的估值高昂。
- 以类型而言，我们看多美国和欧洲的优质股，以及日本价值股。

3

近期的金融条件如何？

美国金融条件从3月底开始普遍放宽，但与历史标准相比仍然紧张。除了全球金融危机和疫情危机外，目前的金融条件比最近期的高压时期更具限制性。与以往不同的是，现在的货币政策似乎是与金融条件唯一相关的推动因素。

投资影响

- 我们总体采取保守配置，对股票和信贷保持谨慎，特别是市场内质素较低的领域。
- 我们看多个别政府债券，例如美国国债。



Monica DEFEND

东方汇理资产管理研究院主管

“我们认为主要发达市场央行会继续收紧政策，但个别新兴市场央行现在快将降低政策利率，并由拉丁美洲率先采取行动。”

继续分散投资，避免增加风险

我们正在评估经济和企业利润的前景和估值，但不太乐观，因为随着利率上升，倍数持续扩张。另一方面，利润衰退的风险仍然存在，支持我们的谨慎观点。投资者应该坚持长期的投资观点，同时保持灵活，通过分散投资的立场把握新兴市场的优势。与此同时，在调整外汇观点的同时，也要为风险资产进行避险，并为久期设立保护措施。

高确定性投资观点。我们对发达市场股票持保守观点，包括美国、欧洲和日本，但也会把握其他市场的机会。我们一直也认为新兴市场的主题不只局限于中国大陆，因此近期中国大陆的房地产和制造板块表现疲软，驱使我们对其立场转为中性。我们认为投资者应该分散投资于我们现在看多的广泛新兴市场领域。

我们对美国久期持正面观点，并把持续的（核心）通胀视为风险，必须采取一些保障措施。随着近期收益率上升，加上出现欧洲经济略为疲软的迹象，我们现在对欧盟久期也持略为正面的观点。瑞典债券应该会受惠于疲弱的国内经济，而意大利国债的需求正面和未来供应有限，也会有利意大利与德国国债的利差。

然而，我们对日本政府债券持谨慎态度，同时密切留意日本央行的言论和政策行动。我们继续主动管理不同久期，相信英国10年期收益率的投资机会比澳大利亚10年期收益率（英国央行的取态相对温和）更多，而加拿大收益率曲线走陡也带来投资机会。另一方面，我们对新兴市场固定收益持正面观点，现在也看多捷克政府债券（已避险），因为套利吸引和捷克逐渐出现通缩。

我们对美国高收益债券持保守立场。目前的估值过于乐观，与我们认为经济增长减速和金融条件收紧的观点不符。流动性是此领域可能出现的另一个问题。

在外汇方面，我们认为挪威克朗 / 加元在近期的价格变动后表现理想，因此对两者不再持正面观点。我们看跌英镑，并通过欧元、瑞士法郎和日元反映此观点。我们继续看跌美元兑欧元和美元兑澳元。在新兴市场方面，我们看多印度卢比兑离岸人民币、墨西哥披索兑欧元和巴西雷亚尔兑美元。

风险和避险。在经济增长前景未明但资产估值偏高的环境下，充足的避险应能有助应对不断变化的市况。因此，投资者必须持续为美国股票进行避险。同时，黄金等贵金属仍然发挥分散和降低风险的作用，这在地缘政治局势升温的情况下尤其明显。



Francesco SANDRINI

多元资产策略部主管

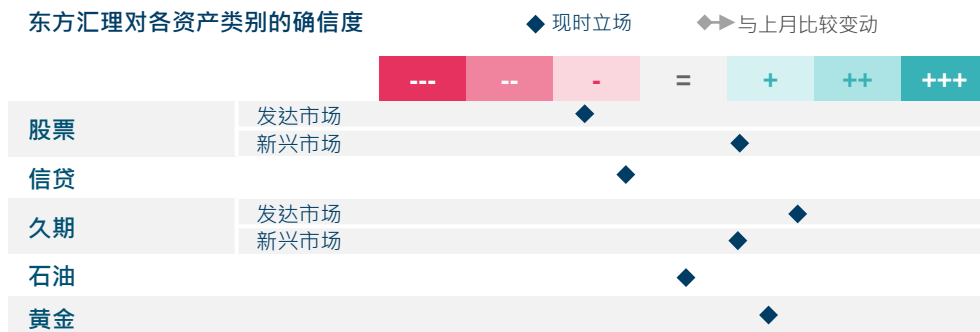


John O'TOOLE

多元资产投资方案部主管

“投资者应该考虑为美国久期（核心通胀率仍高）增设保护措施，并发掘新兴市场固定收益和股票的投资机会。”

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。

应该以信贷品质作为首要考量

总体评估：目前最大的忧虑是经济和通胀前景，以及两者对盈利和估值的影响。低杠杆和高资本缓冲的企业应能更好地抵御此阶段。我们仍然看多美国、欧洲和新兴市场的优质企业。

全球和欧洲固定收益：我们对核心欧洲和美国的久期持接近中性的立场，但对日本持保守观点。不过，我们略为看多意大利等周边国家和半核心欧洲国家的久期。同时，我们在不同地区也发现投资机会，例如加拿大和英国的久期。信贷方面，我们认为市场价格正在反映高经济增长和低通胀的情况，但我们仍然偏好优质的投资级别债券和次级金融债券。高收益债券方面，我们倾向把CCC级债券与BB/B级债券区分开来。前者的违约率远远高于B级债券。其次，我们继续看多欧盟金融债券，因为它们具有复苏潜力，资产品质也良好。相反，低评级的非金融债券可能会更受金融条件收紧和融资成本上升影响。

美国固定收益：市场价格似乎正在反映经济“不着陆”的情况，以及美联储会维持高利率更长时间。我们并不认同第一点，并认为有经济温和衰退的风险，为管理久期带来充满考验的环境。我们仍然持正面观点，但会战术性地管理投资，并认为收益率曲线中段部分的名义和实际利率也具有投资价值。企业信贷方面，我们看多投资级别债券多于高收益债券，后者的BB/B级债券与CCC级发行人之间的基本面存在差异，而CCC级发行人的杠杆情况在最近几季逐渐恶化。因此，我们总体上看多优质发行人。就板块而言，我们看多金融类投资级别债券多于非金融类债券。证券化信贷方面，近期利差收窄为投资者带来机会，能够把握年期较长、价格更波动的资产抵押证券和住宅按揭抵押证券的升势。

新兴市场债券：从历史角度而言，新兴市场债券带来具吸引力的买进机会，尽管我们对中国大陆持谨慎态度，但对久期保持中性至正面的观点。我们略为看多硬货币债券，并偏好高收益债券多于投资级别债券。我们也看多本币债券，但会谨慎选债。在地区层面，我们看多通胀缓和的拉丁美洲（巴西、墨西哥和哥伦比亚），但会密切留意俄罗斯退出谷物协议可能带来的影响。在亚洲，我们看多印度尼西亚等国家。

外汇：今年美元的弱势很可能会持续，但我们主要看多发达市场的日元和澳元，以及新兴市场的印度卢比和印度尼西亚盾。而英镑方面，一旦市场焦点转向经济增长，英镑便会受压。



**Amaury
D'ORSAY**
固定收益部主管

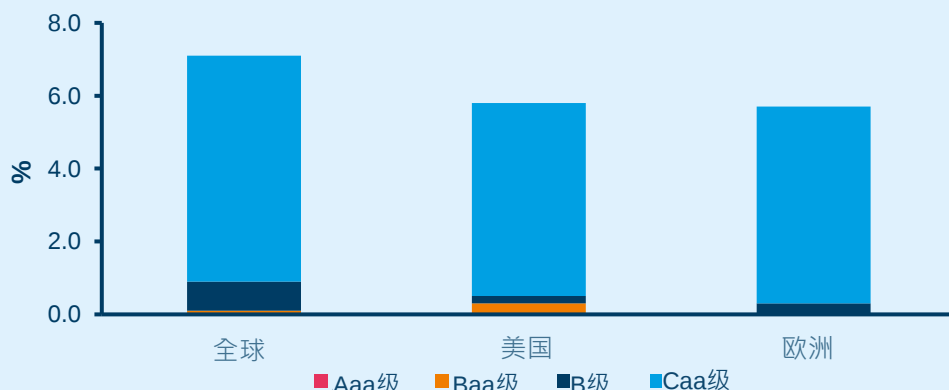


**Yerlan
SYZDYKOV**
环球新兴市场部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美国投资管理部
首席投资官

低评级领域的违约率较高，反映留意品质的必要性



资料来源：东方汇理资产管理研究院、穆迪投资者服务公司。截至2023年5月30日的最新数据。12个月滚动数据。

“在增长缓慢、高估值的时期，我们注重品质，并根据流动性缓冲、现金流实力和资产负债表杠杆率来区分资产。”

强调基本面和估值



Fabio DI GIANANTE
大型股票部主管



Yerlan SYZDYKOV
环球新兴市场部主管



Kenneth J. TAUBES
美国投资管理部
首席投资官

总体评估：尽管预测美国经济衰退的时间被推迟，但市场价格却反映经济不会受到任何损害的过分乐观预期。我们的忧虑可能很快会反映于企业盈利上，而管理层的指引将会提供更清晰的指示。我们继续避开估值与盈利潜力不一致的领域，并看多不同板块和地区内拥有稳健业务模式的企业，包括新兴市场。

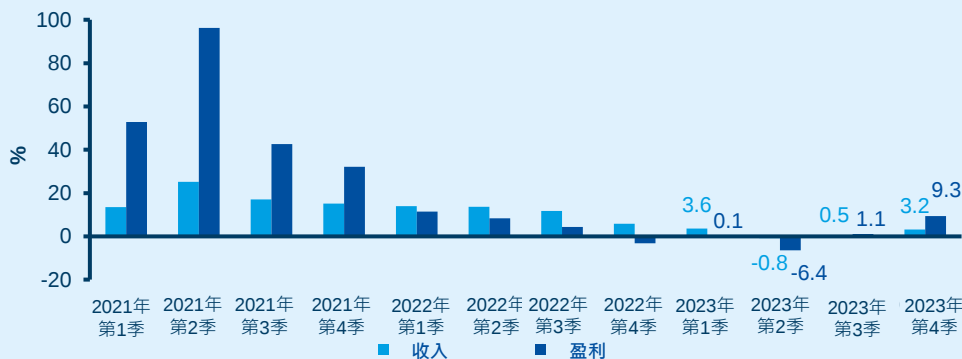
欧洲股票：我们认为投资者应该结合优质的周期性企业和防御性股票，以维持分散风险的投资组合。我们特别属意能够向股东派发现金的股票。在必需消费品板块里，我们看多长久期和防御性企业，以及具有周期性特征的公司。我们也看多健康护理和个别制药公司，因为与许多必需品企业一样，这些公司也有望实现资本增值和派发股利。周期性板块方面，推动工厂自动化、可持续运输和电气化的工业股具有理想的投资价值。在其他板块里，我们看多零售银行股，因为股利收益率理想，而且高利率会有利它们的边际利润。最后，由于科技股(特别是半导体股票)的增长前景未明，因此我们保持谨慎。

美国股票：由于总体市场估值过高，我们保持谨慎，但价值股的估值合理。价值投资策略适用于大盘增长股和大盘价值股，这意味着如果业务模式稳健，盈利增长稳定，我们会看多估值最低廉的股票。另一方面，防御性股票（甚至周期股）价格高昂，但价格便宜的股票却可能不值得投资。因此，我们挑选过往曾经回馈股东的企业，并考虑传统防御性股票（医疗设备）以外的选择。周期股方面，消费品和工业板块似乎面临最大风险。由于非必需消费品板块的估值已经很高，可能会受到工资压力影响。另一方面，我们看多能源、物料、银行和非利差金融板块。最后，我们认为市场的流动性一旦枯竭，估值过高的领域（例如巨盘股）可能会最受影响。

新兴市场股票：新兴市场今年下半年的盈利复苏预期应该为正面，但地缘政治和特殊性风险可能会削弱市场气氛。我们最看多的市场是巴西和印度，前者的估值具吸引力，而且我们预计央行会降息，而印度则会受惠于全球供应链和国内政策的转变。我们上调了这两个市场的观点，但调低了对中国大陆的评级。就板块而言，我们看多房地产和非必需消费品，并对健康护理和物料板块保持更具保守的立场。

“目前的高估值环境为按照定价能力和盈利实力选股提供了具吸引力的环境。”

盈利预测显示今年第二季将会表现欠佳



资料来源：机构经纪商预估系统、路孚特，2023年7月11日。预测从 2023 年第二季度开始。标普500指数的按年增长率。



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	-		我们认为整个市场的估值仍然过高，但如果撇除巨盘股，估值则更合理。通胀受控而没有影响增长的理想情境与我们的预期不符。我们保持保守和警惕。
	美国价值股	+		我们仍然认为此板块的估值具吸引力，特别是与增长股相比，因此我们继续看多价值股，但也一并考虑品质和盈利抗跌力，以便在经济下滑时享有足够的安全边际。
	美国增长股	--		大型增长股的估值仍然严重被高估，一旦流动性枯竭，这些股票将会首当其冲。因此，我们对此领域持谨慎态度，特别是没有利润的增长股。
	欧洲	-/=		欧洲经济增长的下行风险源于整个地区的表现分歧，因此我们维持略为谨慎的观点。我们认为基于定价能力和产品特色等因素，高估值为选股提供了具吸引力的环境。总体而言，我们保持平衡的立场。
	日本	=		我们持中性观点（比其他发达市场更为正面）。全球经济减慢可能会影响出口，但近期国内经济活动和企业管治改善也带来正面作用。
	中国大陆	=/+	▼	中国大陆逐渐移向较低增长和更注重提高生活品质，长远而言具支持作用，但房地产板块的近期挑战和财政刺激措施的不明朗性正在显现，使我们战术性地降低正面的观点。
	新兴市场（中国大陆除外）	=/+	▲	估值具吸引力、强劲增长和盈利预期使新兴市场的前景乐观。有趣的是，区内表现的差异带来强劲的选股时机，例如我们在亚洲（印度）、拉丁美洲（巴西）和新兴欧洲也发现投资机会。另一方面，我们对台湾地区和马来西亚持谨慎态度。
固定收益	美国国债	=/+		近期收益率上升和我们对美联储明年降息的主要预测情境，使我们略为看多国债。然而，由于核心通胀率仍然高于美联储的目标，加上政策行动不明朗导致波动性加剧，因此我们保持灵活方针。
	美国投资级别企业债券	=/+		优质信贷带来投资机会，但我们严格选债，并看多现金流稳定的债券。我们看多流动性强劲的领域，以及将会受惠于生产者价格通胀下跌的企业。我们仍然看多金融板块。
	美国高收益企业债券	-		就流动性、边际利润和销售增长而言，BB级和B级债券的基本面强劲，但CCC级发行人的流动性和杠杆水平在最近几季转差。因此，选择高收益债券时应该重视品质和严格选债。总体而言，我们认为高估值无法弥补市场上的信贷和流动性风险。
	欧洲政府债券	=	▲	欧洲经济增长预期将会减慢，而全球经济减速则带来下行风险。我们认为欧洲央行的上调利率周期已接近尾声，但应对通胀的工作尚未完成。因此，我们继续主动管理投资，并留意欧洲央行的言论。
	欧洲投资级别企业债券	=/+		我们继续看多优质信贷，但偏好能维持强劲资本状况和具有流动性缓冲的企业，这些优势应能有助企业抵御经济减速。
	欧洲高收益企业债券	-		基于违约前景，我们对高收益债券保持谨慎。由于低评级高收益债券发行人产生现金流的能力较低和需要再融资，因此会更难持续过渡至融资成本上升和经济增长减慢的环境。
	中国国债	=		中国大陆与发达市场债券的相关性有限，因此发挥强劲的分散风险作用，中国大陆经济增长的任何疲弱迹象，应该会带来正面作用。我们保持中性观点。
	新兴市场硬货币债券	=/+		鉴于目前的利差水平，我们略为看多硬货币债券，并看多高收益债券多于投资级别债券。个别拉丁美洲国家债券的利差收益具吸引力，但我们正在留意通胀和企业债券的总体发展。
其他	大宗商品			基本金属和大宗商品总体上会受中国大陆的经济活动影响，但能源转型仍然带来（逐步）支持。我们对12个月铜价的预测为每吨9,300美元。在公平估值有限、上调利率步伐放缓和可能出现地缘政治事件的情况下，我们把黄金价格目标维持在每盎司2,000美元。
	外汇			美元的走势似乎与对美联储政策行动的预期有关。我们对美元保持谨慎立场，并把2024年第一季欧元兑美元的目标汇率维持于1.18。我们正在等待美联储发出更清晰的信号，可能会在夏季结束后再作评估。



资料来源：东方汇理，截至2023年7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。

东方汇理资产管理 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

请访问:



请访问www.amundi.com了解更多东方汇理资产管理的投资见解。

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」。