凭借实力 赢得信任

Amundi
ASSET MANAGEMENT
东方汇理 资产管理

2023年10月

全球投资观点

随着通胀回稳，债券收益率具吸引力

Vincent MORTIER
集团首席投资总监

Matteo GERMANO
集团首席副投资总监

自夏末以来，投资者对高风险资产一直处于观望状态，但其定价仍然反映出市场对于经济软着陆的预期，即通胀将继续回落，不会影响经济增长。尽管我们认为通胀将会减缓，但央行的工作尚未完成，会继续尝试在“利率长期走高”的原则与经济增长之间取得平衡。

由于市场仍然认为经济不会衰退，美国10年期国债收益率创下15年来的新高。不过，我们认为美国消费、中国大陆经济增长和房地产板块，以及欧洲面对的压力，将会为高增长、低通胀的理想预测情景带来挑战：

- **美国消费市场占国内生产总值(GDP) 70%，過往一直展现抗跌能力，但现在开始变得疲软**——金融环境收紧、消费者储蓄减少和劳工市场缓和的影响将会比任何财政刺激措施的影响更大。
- **通胀趋势将会放缓**，但最近能源价格和生产成本（例如欧洲）上涨可能会影响通胀预期，必须密切留意。
- **政策难题**——如果经济不放缓，通胀的最后阶段便更难纠正。我们仍然预期美国会从2024年上半年开始温和衰退，而欧洲的增长将会乏力。
- **中国大陆是全球增长的关键**——中国大陆的支持政策没有改变我们对增长减慢的观点，此情况将会影响其他新兴市场。不过，印度、印度尼西亚和巴西等国家所受的影响相对较轻微，应该能受到国内消费带动。

随着收益率创15年新高和通胀缓和，美国国债带来长远投资价值

资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至2023年9月21日。CPI = 消费物价指数

“市场价格尚未反映与信贷周期、通胀数据波动（上行和下行）和美国经济以任何形式着陆的相关风险。我们继续偏好优质资产。”

从投资角度而言，投资者可留意以下几个领域：

- **经济前景支持投资者对跨资产采取温和谨慎的立场**。我们看多美国国债，同时认为风险资产估值高昂，但差距正在温和收窄。取态谨慎并不代表忽视符合我们长期观点的战术性投资目标。欧盟投资级别债券的基本面相对较好，让我们能够战术性地提高立场，以配合我们看多优质资产的观点。相反，高收益债券可能会受企业面对的艰困环境影响。在发达市场股票方面，我们保持谨慎，但认为新兴市场的表现差距明显，可能带来投资机会。此外，投资者可就美国国债和股票进行对冲，并对黄金持略微看多的观点，藉此分散投资。
- **鉴于预期美联储在2024年降息，部分政府债券具有投资价值**。我们积极地留意政府债、美国国债供应的潜在增加，以及外国（例如日本）对美国国债的需求下降。在核心欧洲，我们持中性立场，但对日本持谨慎态度。投资级别债券是值得留意的收入来源，而高收益市场仍然反映对前景过于乐观的预测。CCC级等低评级债券在美国和欧洲的违约率上升，因此我们保持谨慎。
- **发达市场股票的上涨空间有限；日本更加明朗**——本季度的盈利业绩让人意外，我们注意到高级管理人员对收入的言论变得更加谨慎，并与我们对经济的谨慎观点更加一致。我们对美国和欧洲持保守观点，特别是增长股和大盘股。不过，我们看多美国和欧洲的价值股，对日本的观点接近中性。总体而言，我们倾向于保持投资纪律，只会在确定经济方向后才会逐步建立部位。
- **通过严格挑选证券在新兴市场把握大量投资价值**——对于相同的信用评级，我们看多新兴市场的债券（本币和硬货币）和股票多于发达市场。新兴市场现在比过去更稳健，增长前景也更好。不过，中国大陆的增长动力减速将会影响部分国家，我们也明白并非所有新兴市场都具有相同的财政实力。我们看多巴西、墨西哥、印度、印度尼西亚，以及中国大陆经济放缓对其带来的风险有限的国家。

总体承险意欲

避险 — 承险

美国和欧盟的消费压力和经济着陆条件紧张，使我们对风险资产保持略为防御性的观点。

与上月比较变动

- 跨资产：调整对个别收益率曲线的取态；战术性看多欧盟投资级别债券。
- 固定收益：主动管理曲线，对欧洲久期持中性观点。
- 股票：对中国大陆的消费板块保持警惕。

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. 中国经济减速对印度有何影响？你对印度经济有何看法？

与其他新兴市场国家相比，**印度受中国大陆经济减速的影响较轻微**。此外，在国内需求（家庭消费和投资）的支持下，印度的经济动力仍然相当强劲。事实上，我们已经把2023-24年度的GDP增长预测分别从按年6.0%和5.5%上调至按年6.4%和5.8%。正面的盈利预测反映强劲的增长动力，与创业板的总体情况一致（9%相对于12%）。

投资影响：

- **我们看多印度股票**，认为能受惠于明朗的盈利前景（与亚洲相比调整情况更理想），有助抵消支持度较弱的估值情况。

2. 你如何评价近期的油价急升情况？你认为会对美国通胀有何影响？

我们认为油价过度上涨，预计情况不会持续太久。因此，我们对布伦特原油的目标价格仍然为每桶85至90美元。尽管油价应该快将下降，但目前的水平却增加了不确定性。考虑到能源方面的最新发展，2023年平均CPI从4%调升至4.2%至4.3%。我们也预计2024年第一季的CPI将会上升。即使对按年CPI的影响相当温和，但能源价格持续上涨也为央行提供了支持利率长期走高的另一个理据。

投资影响：

- 石油：布伦特原油的预测目标价格为每桶85至90美元。
- 目标铜价：每吨8,500美元（3个月），每吨8,700美元（12个月）。

3. 从跨资产的角度而言，你对估值有何评价？

我们认为目前的水平反映了一个非常有利的情况，比我们的预测更加乐观。由于近期的回升和经济基本面恶化，估值不利于风险资产，特别是在股票和高收益信贷领域，而投资级别信贷的估值则较为温和。根据我们的主要预测，假如美联储在2024年降息的幅度超过市场预期，政府债券便被低估。

投资影响：

- 对股票和高收益信贷持谨慎态度。
- 看多政府债券、投资级别信贷和现金。

“我们预计2024年通胀将会下降，但仍然高于央行的目标。这个过程不会呈线性，而近期油价急升也进一步增加不确定性，支持利率长期走高的论点。”

Monica DEFEND
东方汇理资产管理研究院主管

在信贷和债券收益率曲线寻找投资机会

在美国经济稳定、发达市场货币政策和中国大陆房地产板块的消息推动下，市场继续在窄幅徘徊。尽管美国经济增长受年初没有预期的稳定消费和财政支出支持，但这些因素似乎正在消退，促使我们保持谨慎。不过，**投资者应该考虑在优质信贷领域物色机会，并对各个地区的收益率曲线保持警惕**。为此，投资者应该采取平衡的方针，并使用新兴市场杠杆和保持分散投资的立场。

高确定性投资观点： 美国等发达市场股票面对劳工市场疲软、油价上涨加重消费者负担，以及消费者拖欠率上升等问题。即使在欧洲，由于工业周期疲弱，预计增长也会持续低迷，而日本则继续面对全球经济减慢的影响。不过，随着亚洲和拉丁美洲部分国家的前景改善，我们继续看多新兴市场。

鉴于宏观环境转弱，美国国债估值现在更具吸引力。此外，我们维持加拿大掉期曲线走陡的观点。在大西洋彼岸，我们对欧洲久期、瑞典债券和意大利国债保持略为乐观的观点，国内零售需求和短期内负净发行量的预期也支持意大利国债。总体而言，我们主动管理投资的方针使我们能够调整对英国国债与澳大利亚10年期国债的相对观点。**在此过程中，我们降低对英国国债的乐观展望，也不再看跌澳大利亚**。由于国内经济疲弱，澳大利亚央行应该会避免大幅上调利率。不过，我们仍然对日本国债持保守观点。

同时，大部分新兴市场的通胀率接近峰值，加上央行的紧缩周期即将结束，让我们对部分新兴市场债券（南非、印度尼西亚、墨西哥等）保持乐观。

我们对美国高收益债券保持谨慎立场，但倾向通过看多欧盟投资级债券来平衡此观点，使总体信贷的观点为中性。尽管违约率上升和评级改变，但市场对投资级信贷的需求仍然极为有利，使预测利差扩大时间的难度甚高。

新兴市场和发达市场外汇也带来多个相对价值投资机会。在新兴市场，我们看多墨西哥披索兑欧元，以把握具有吸引力的利差，也看多巴西雷亚尔兑美元，而由于印度宏观环境乐观，我们也看多印度卢比兑离岸人民币。在发达市场方面，我们看空欧元兑日元，但与英镑相比，我们看多欧元和瑞士法郎。

风险和避险： 全球增长和通胀的不确定性为股票和固定收益带来风险。我们认为投资者应该继续对美国国债和权益资产进行保护。除金融资产以外，在严重经济衰退/地缘政治危机的情况下，黄金也是有效的避险工具。考虑到黄金的合理估值和美联储“利率长期走高”的论调，我们认为其上行空间有限。

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

“我们对风险资产保持谨慎态度，但目标是从新兴的战术性投资机会中受益，例如企业基本面较佳的欧盟投资级别债券。”

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。

长远而言债券具吸引力

总体评估：由于收益率处于历史高位，而预期通胀将会缓和，加上经济衰退的风险持续，政府债券市场提供良好的投资机会。但态度强硬的央行和对债券供应的忧虑使我们继续灵活管理久期。我们也在新兴市场和发达市场寻找利差收益，并偏好优质证券。

全球和欧洲固定收益：欧洲央行迅速上调利率周期导致企业和家庭贷款需求持续下降，但债券市场近期的脆弱性和通胀上升的风险使我们**非常主动地管理久期，而我们对久期持略为谨慎的观点，对核心欧洲国家持中性立场，而对日本则持显着的保守观点。**我们也留意收益率的走势，以便在决策中考虑到未来的政策行动。我们略为看多信贷，并主要通过金融、次级债务和投资级别债券反映。就地区而言，我们偏好欧洲，但对英国和美国的取态中性。在欧洲，投资级别债券的利差合理，杠杆率似乎也受控。不过，我们对高收益债券持谨慎态度，特别是能源、运输和房地产等板块。

美国固定收益：市场已经接受了美联储“利率长期走高”的说法，随后债券收益率也上扬。**收益率水平加上经济放缓，使我们看好久期。**我们看好美国国债收益率曲线的中段，但考虑到对财政赤字的忧虑，我们继续主动管理久期。此外，对长期投资者而言，美国国库抗通胀债券也具有吸引力。我们注意到迄今为止，强劲的消费和严重的住房供求错配也为房地产市场提供支持。我们认为证券化信贷可取，但在最近的回升之后变得警惕。在企业信贷方面，一级市场活动蓬勃，我们认为通过着眼于较优质的领域，有望能受惠于新发行溢价。即使在高收益债券领域，我们也留意总体的质量。从板块角度而言，我们认为金融板块比工业和其他非金融板块可取。

新兴市场债券：我们看多新兴市场债券，并相信拉丁美洲和其他亚洲国家的较高增长预测正在抵消中国大陆增长减慢的影响。不过，我们正在留意发达市场利率和美元走强引发的忧虑，两者可能会影响回报。我们看多硬货币债券，特别是利差回报具吸引力的高收益债券。本币债券也带来投资价值，我们看多墨西哥、巴西、印度和印度尼西亚。不过，由于西非和中非最近发生的政变，我们对撒哈拉以南非洲地区持谨慎态度。

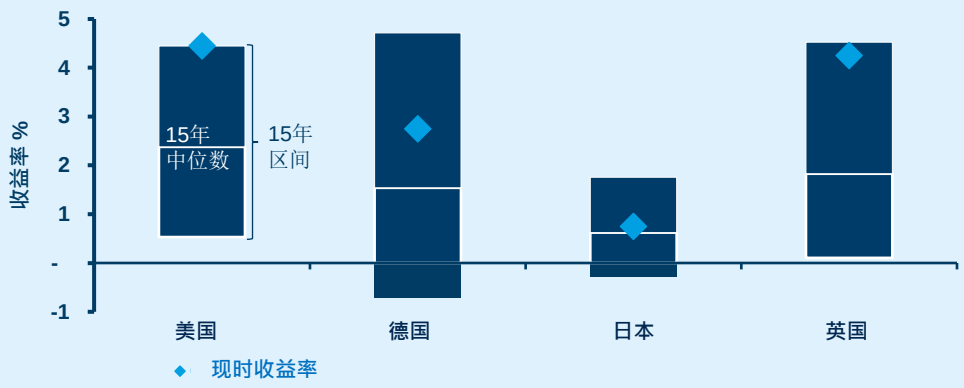
外汇：我们维持对美元略为谨慎的观点，但对利率保持警惕。我们看多挪威克朗、澳元和日元，相信日元能在日本央行近期改变论调后迎头赶上。在新兴市场，我们看多高利差回报的外汇（墨西哥披索、巴西雷亚尔）、印度尼西亚盾和印度卢比。

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
首席投资总监

以15年的区间而言，政府债券收益率具吸引力



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至2023年9月22日数据。

“核心收益率高企、通胀放缓及经济活动可能疲软，为美国国债等债券创造了正面的环境。”

看多新兴市场股票，重点关注印度

Fabio DI GIANSANTE
大盘股票部主管

Yerlan SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

Kenneth J. TAUBES
美国投资管理部
首席投资总监

总体评估：在市场评估未来的经济方向之际，我们注意到美国和欧洲消费者信心下降，以及企业盈利受压。广泛市场的股票估值（欧洲略胜美国）与我们的展望不符，并由少数股票带动回报。不过，美国、欧洲和新兴市场的部分领域仍然存在投资价值。我们继续通过基本面和ESG分析识别相关股票。

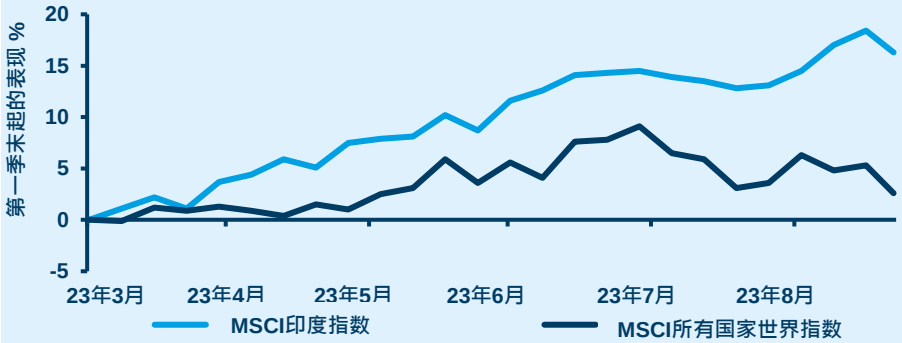
欧洲股票：高利率不仅影响消费者，也对企业产生了不小的影响。在此环境下，我们对可选消费品（汽车等）和周期性科技企业保持谨慎态度。然而，我们认为价值股与成长股较为不同：我们看多能源和金融股（零售银行），相关企业的财务稳健、股利收益率强劲，并受惠于高利率。同时，**结合优质周期股和防御性股票是此阶段的关键。**在优质周期股中，我们物色相对于盈利潜力而言股价具吸引力及推动能源转型的工业股。另一方面，考虑到多个终端市场的周期性，我们对科技股持谨慎态度，并担心部分由人工智能带动的股票的估值。

美国股票：硬数据和部分主要经济指标开始疲弱，加上利率和能源价格上升，使消费者受压。**我们认为市场的周期性和消费领域将会开始反映这些问题**，我们对相关领域变得谨慎。不过，估值差距明显，增加了严格选股的重要性。此外，与其他尚未完全发挥潜力的领域相比，部分领域过度上涨。我们对这类超大盘股和科技股保持谨慎态度，但我们看多价值股、优质股和红利股，并视乎盈利潜力而看多每种类型里估值最便宜的股票。就板块而言，我们看多生命科学工具、能源和材料板块，这些板块应该能受惠于基建的电气化相关发展。我们也看多拥有稳定存款基础的大型银行，以及善用技术改善价值的银行。

新兴市场股票：我们预计部分拉丁美洲国家和部分亚洲国家的经济活动将会蓬勃。虽然估值仍然具吸引力，但必须严格选股。我们正在留意中国大陆的刺激措施，但目前**倾向通过巴西（受到已经开始放宽的周期和仍然具吸引力的估值支持）和印度把握新兴市场的投资机会。**在板块配置方面，我们继续看多房地产和可选消费品，但留意到各国之间存在重大差异。总体而言，我们仍然偏好价值股多于成长股。

“我们对发达市场股票持谨慎态度，但由于国内消费强劲，我们认为部分新兴市场领域具有投资价值。”

印度等个别新兴市场带来投资机会
(印度股票6个月表现与MSCI所有国家世界指数比较)



资料来源：东方汇理、彭博，数据截至2023年9月22日。

东方汇理对各资产类别的观点

	资产类别	与上月比较的观点	理由
股票	美国	-	市场顶部的股票估值仍然高昂，部分大盘股推动指数回报。我们认为这些估值没有考虑消费放缓和金融环境紧张对经济增长的影响，因此我们保持防御性立场。
	美国价值股	+	价值股与市场其他领域之间的差异持续，我们倾向选择具有较高盈利质量、定价能力、财务实力和价格具有吸引力的股票。我们在银行和能源板块现这类股票，但会重点留意业务模式的持久性。
	美国增长股	--	鉴于估值偏高，美国增长股可能会受到「利率长期走高」的忧虑及市场气氛变化影响，我们保持谨慎。
	欧洲	-/=	欧洲的估值合理，但经济活动可能会乏力。我们保持谨慎态度，并物色能够抵御经济减慢受惠于利率上升和保持强劲财务实力的板块（零售银行）。不过，我们会避开仅仅因为短暂热潮（例如人工智能）而上涨、但盈利没有任何改善的企业。
	日本	=	企业管治改善是利好因素，我们看好应该能受惠于收益率温和上升的价值股，并对全球经济活动和其对出口的影响持谨慎态度。
	中国大陆	=	中国大陆正在转向全新的增长模式，减少对债务的依赖，转为更多由国内消费带动。虽然政府公布的支持房地产措施应该会提供短期支持，但我们保持中性的观点，以静观对经济增长的全面影响。
	新兴市场(中国大陆除外)	=/+	估值具吸引力，盈利增长也为中期塑造了具吸引力的环境。中国大陆经济增长放缓可能会令新兴市场更加依赖对华出口。中国大陆以外的印度、印度尼西亚和巴西等国家也存在投资机会，这些国家的盈利预测和国内增长依然强劲。
固定收益	美国国债	=/+	我们略为看多久期，符合我们对美联储在2024年降息和经济温和衰退的预期。但我们保持灵活，在决策时会考虑通胀。此外，我们继续沿着美国收益率曲线主动物色不同久期的投资机会。
	美国投资级别企业债券	=/+	投资级别债券的基本面稳固，但我们正在留意杠杆和现金比率，偏好能维持稳定利润和债务水平的企业。在板块层面，我们看多金融板块，同时也按照我们对质量的偏好物色具吸引力的新债。
	美国高收益企业债券	-	我们认为高收益债券的基本面可能转差，特别是CCC级的发行人，我们也对违约率保持警惕。投资者必须留意质量，并避开高杠杆水平和融资成本上升会显着影响边际利润的领域。
	欧洲政府债券	=	欧洲央行似乎已经结束上调利率周期，但抑制通胀和通胀预期仍然是其首要任务。我们对欧洲久期持中性态度，但正在主动管理投资，并会考虑未来的政策行动、欧元区经济的任何疲软迹象和通胀率。
	欧洲投资级别企业债券	=/+	一级市场近期表现强劲和估值合理，使市场气氛正面。目前企业基本面仍然强劲，但我们留意到一些轻微的疲软迹象。就板块而言，我们看多杠杆率较低的金融板块和企业。
	欧洲高收益企业债券	-	更严格的金融环境和「利率长期走高」的环境将会使低评级领域更加受压，因此我们保持谨慎。我们对能源、运输和房地产板块尤其谨慎，避开有过度再融资需求的企业。
	中国政府债券	=	中美脱钩为中国债券带来分散投资的机会，但需要评估近期经济增长放缓的情况和其后的支持措施。
	新兴市场硬货币债券	=/+	硬货币债券估值合理，并提供具吸引力的利差回报。我们看多政府财政实力雄厚的国家，并专注于高收益债券，我们认为优质的债券具有更大的投资价值，而在全球经济放缓的环境下会更具抗跌力。
	新兴市场本币债券	+	本币债券收益率轻微上升，目前的利差提供具吸引力的买进机会。我们看多高收益国家，这些国家能够提供强劲的套利缓冲，而且经济增长前景理想，能抵消高波动性和潜在的地缘政治风险。
其他	大宗商品		由于石油输出国组织及其盟友减产，油价近月上升，但预计布伦特原油价格不会持续超过我们每桶90美元的目标。石油输出国组织现在减产越多，稍后就会更积极释放产能。黄金方面，当美联储降息时（短期内机会不大），便会出现重要的推动力。我们把中期目标维持在每盎司2,000美元。
	外汇		美元受惠于美国经济的抗跌能力，但我们仍然认为随着2024年临近，美元将会走弱。通胀率意外上升和美联储的立场可能变得强硬均会对我们的观点带来挑战，尽管我们认为两者发生的机率很低。

--- -- - = + ++ +++
看跌 中性 看多
▼ 较上月看空
▲ 较上月看多

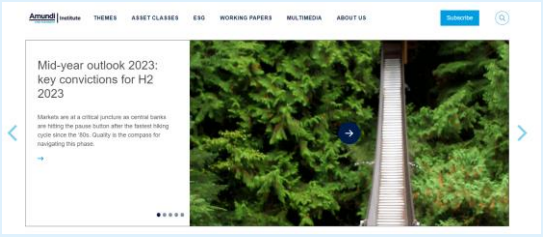
资料来源：东方汇理，截至2023年9月，观点与以欧元为基础的投资者相关。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。

Amundi ASSET MANAGEMENT | Investment Institute

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。

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。



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

Pol 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 NIALL
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

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。本文只能分发予获准接受之人士，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」。