

全球投资观点

债券（和现金）必定会再次成为焦点



**Vincent
MORTIER**
集团首席投资官

由于美国银行业受压，加上美国债务上限的不明确性，以及信贷条件收紧令经济放缓的迹象，令市场于上月缺乏明确的方向。然而，美国第一季盈利业务胜于预期，成为支持市场的主要因素。美联储暂停大幅加息周期也会提供支持作用。

现在，市场价格反映美国经济放缓将会迫使美联储于2023年减息的理想情景，但我们认为美联储今年将会按兵不动，留待2024年才减息。在此市况下，有四个主题是我们更加坚定相对保守的观点：

- **通胀正在缓慢降温**，而正如下图所示，开始出现通胀心理的迹象。鉴于通胀预期的不明朗性，美联储于短期内减息的可能性较低。
- **美国经济逐渐降温**。预计美国国内生产总值(GDP)将由第二季开始大幅放缓，并在今年下半年收缩。美国消费市场的抗跌力是必须留意的重要变量。
- **中国正在重启经济，但过程崎岖不平**。经济回升主要集中于内部需求，而制造业却表现疲弱，房屋数据的变量也更高。
- **市场过度安于现状，并忽视众多风险**。有迹象显示多个范畴的基础因素与过高估值之间存在差距，例如美国股票和高收益债券。



**Matteo
GERMANO**
集团副首席投资官

消费者对未来5至10年价格变动的预期



数据来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，2023年5月18日。密歇根大学预期未来5至10年的价格变动。



“经济增长和通胀之间出现脱节，加上市场预期美联储迅速转至宽松立场，意味着投资者应该对高风险资产保持谨慎，并更加看好债券和现金。”

我们认为投资者应按以下方式调整谨慎配置：

- **跨资产**—我们仍然忧虑未来利润，因此对股票和信贷保持防御性取态。我们看好美国久期，并因市场的潜在流动性忧虑而上调对现金的观点。此外，我们现在更加看好新兴市场债券，因为央行在加息方面领先收益率曲线（特别是拉丁美洲）和控制通胀，市场气氛好转。美联储可能暂停加息也利好市况，但我们正在留意流动性风险。投资者应考虑加强股票对冲，并继续略为看好黄金。
- **固定资产**—美国经济前景渐趋疲弱，因此我们继续看好美国久期，并预计美国收益率曲线走斜。就全球而言，我们依然对核心欧洲、日本、加拿大和英国的久期更加谨慎。我们整体上对信贷取态谨慎，并认为投资者应继续看好投资级别债券，同时留意企业基础因素的变化。我们对高收益债券保持防御性。考虑到我们对欧洲和美国的经济增长放缓和借贷标准收紧的忧虑，我们认为息差偏窄。利润下跌可能会进一步影响企业进入资本市场的能力。
- **股票方面**—分析师的盈利预测尚未计及经济衰退的风险。我们对美国采取防御性取态，特别是对超大型股和增长股。市场集中度日趋极端，巨型股与小型股的表现存在巨大差距。此外，一旦债务上限的问题得以解决，我们认为若发行大量美国国债将会减少体系内的流动性。欧洲方面，尽管该地区受惠于能源成本下降和中国重启经济，但股票将会受经济增长放缓拖累。就投资类型而言，我们看好价值股和优质股。
- **新兴市场资产**—已发展市场央行的加息速度放缓，加上美元偏软，均有利本地货币债券。股票方面，市场看好巴西和中国，但保持严格选股的方针。中国近期的房屋数据反映市况尚未明朗。



总体承险意愿



市场对与经济衰退和盈利相关的风险过度乐观，在此市况下，投资者应保持防御性取态，避免被冲昏头脑。

与上月比较变动

- **跨资产**：主动管理全球收益率曲线，把握新兴市场增长趋势，加强股票对冲
- **股票**：对美国更加谨慎，对日本保持中性
- **新兴市场**：略为更加看好本地货币债券和巴西股票

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

央行利率是否即将见顶？下一步有何行动？

我们认为美联储于5月加息，并将利率上调至5.25%后，本周期的基金利率已经见顶，但由于央行会「视乎数据」行事，因此可能会向上调整。然而，欧洲央行强调无意暂停加息，并有许多问题需要解决。我们预计欧洲央行会将利率上调至3.5%。日本央行近期的态度意外地温和，因此我们对央行改变收益率曲线控制政策的确信度有所下降。

投资影响

- 看好美国久期；预期收益率曲线牛市走斜。
- 对欧洲久期略为谨慎，对周边国家保持中性。

2

美国债务上限：预计会如何发展？

美国于1月19日达到债务上限，财政部可能在6月初耗尽现金。为免违约，美国政府可能会「优先偿还债务」，以便继续支付利息，但可能会削减开支，而公共服务开支等必要支出应会维持不变。不过，如果不能提高债务上限，将会令经济陷入衰退。财政部无法支付利息的风险将会令违约风险增加。我们预料政府会于最后一刻达成共识，因为两党均不欲承受公众压力。在任何情况下，市场波动性应会持续一段时间。

投资影响

- 调低评级可能会扰乱货币市场，导致流动性收紧。
- 美联储表示，若财政部无法支付一个月的所有开支，可能导致10年期收益率上升80个基点，股票下跌30%，美元下跌10%。

3

至今公布的第一季盈利业绩对你有何启示？

企业至今公布的第一季盈利业绩均较预期理想。在美国，最终的平均每股盈利应为约-0.7%（第四季为-3.2%），现时84%的企业已公布业绩。此数据远较4月初的预测（-5.2%）理想。然而在欧洲，只有42%的企业已公布业绩，而2023年第一季的混合每股盈利增长即使低于4月的预期，但仍会属正增长（+2.0%）。

投资影响

- 对美国保持谨慎。
- 优质股成为我们在美国和欧元区的首选，而价值股则是长期投资的选择。
- 在日本，我们偏好价值股。



Monica DEFEND
东方汇理资产管理研究院主管

“我们认为美联储于5月加息后，本周期的联邦基金利率已见顶。”

加强股市风险防范，留意新兴市场资产

由于美国和欧洲的货币紧缩政策和消费模式放缓出现滞后影响，经济增长很可能会持续向下，对企业盈利带来明显影响，但目前的高风险资产估值(特别是股票)并未反映以上忧虑。因此，我们维持防御性取态，并物色与发达市场相关性较低的投资机会，比如通过新兴市场分散风险。我也继续主动管理不同地区的收益率曲线，但必须同时加强投资组合的保护和维持分散投资，以保持平衡。

高确定性投资观点。在边际利润下降和估值高昂的情况下，我们对已发展市场股票（美国、欧洲和日本）保持谨慎。消费者开支疲弱将会打击美国企业，而欧洲正受惠于能源成本下降，但却并不足以令我们看好欧洲。另一方面，我们继续看好中国，因其估价与其他新兴市场相比仍然偏低。

面对经济衰退风险，我们看好美国久期，并继续认为美国的收益率曲线将会走斜。同时，我们对日本国债取态谨慎。增长和通胀前景令各国央行的政策行动不同步，因而带来主动管理固定收益的机会。

例如，现在英国和澳洲收益率曲线带来策略性投资机会，而我们认为英国10年期收益率比澳洲可取。英国央行的加息周期即将完结，而澳洲央行则展示强硬态度。新兴市场方面，通胀见顶和美联储即将暂停加息，均令市场气氛好转。因此，我们现在略为看好一篮子新兴市场债券（因为息差收益吸引和高利率）。

在整体不利于高收益债券的环境下，由于经济放缓和估值之间的不匹配，我们维持对美国的防御性。尽管目前流动性尚未构成问题，若金融环境持续收紧，利润下降可能令信贷紧缩加剧。

由于南非与俄罗斯的关系、政治环境恶化和能源短缺引致潜在风险，地缘政治成为月内外汇的重要主题。我们不再看好南非兰特兑美元。另一方面，我们留意墨西哥披索兑欧元和巴西雷亚尔兑美元，因为两者也提供高息差收益。已发展市场方面，全球风险令我们继续看好日元兑瑞士法郎和欧元，而英镑兑欧元和瑞士法郎应会走弱。

风险及对冲。我们留意到全球经济增长风险，因此相信有加强股票对冲的空间。此外，出现地缘政治危机时，黄金等贵金属能发挥分散风险和保护作用，但我们明白由于估值略为过高，其上升潜力有限。



Francesco SANDRINI
多元资产策略部主管

“我们保持防御性取态，鉴于新兴市场与已发展市场的增长差距扩大，我们正在物色新兴市场的投资机会，以加强分散风险和增加回报。”

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。



John O'TOOLE
多元资产投资方案部主管

借助优质债券提高抗跌能力

整体评估：市场希望出现理想的情景，即通胀会迅速降温，而增长放缓对边际利润的影响也有限。然而，我们认为在信贷环境可能收紧之际，盈利可能会受压。投资者应物色优质的投资级别债券、新兴市场债券和个别政府债券。

全球和欧洲固定收益：欧洲通胀持续，控制通胀仍然是欧洲央行的首要任务，加上我们认为欧洲不会陷入经济衰退，令我们对久期的取态略为谨慎，但我们正在研究投资者对欧洲的观点转至中性的时机。我们对日本、加拿大和英国也采取略为防御性的立场，但我们对美国和欧元区周边债券的取态中性，并更加认为美国、欧洲和加拿大的收益率曲线将会走斜。在波动性高企的情况下，我们看好优质信贷和拥有庞大现金流潜力的公司。因此，我们透过欧洲投资级别债券和英国维持略为看好的立场，并特别看好欧洲次级金融债券，以及偏好投资级别债券多于高收益债券。我们担心后者的流动性问题，并认为投资者应在可行情况下对冲高收益债券。

美国固定收益：美联储似乎即将暂停紧缩周期，但会采用视乎经济数据行事的方针。这种含糊的局面，加上经济衰退和金融稳定性风险，均造成不明朗因素，令我们保持灵活取态。我们看好久期，但偏好美国国债收益率曲线的中段。整体而言，银行开始忧虑借贷的质量，因而影响企业的流动性，特别是质素较低的企业。因此，我们继续严格选债，并偏好信贷质素较佳的债券，即看好投资级别债券多于高收益债券。个别地区银行和房地产投资信托可能值得留意。在机构按揭抵押证券方面，我们密切留意供求趋势，因为在目前情况下，银行可能会透过清算以应付资金需求，从而导致机构息差受压。

新兴市场债券：强劲的增长支持我们看好新兴市场债券，但与地缘政治紧张局势和特定国家因素相关的风险，也令我们继续严格选债。硬货币债券的息差收益吸引，我们留意当中的高收益债券。我们也看好新兴市场外汇和本地货币。对于后者，鉴于近岸外包的趋势，我们看好墨西哥，但我们也正在评估中国经济疲弱的迹象会对商品出口国构成什么影响。最后，具有完善管治和强劲现金流的新兴市场企业带来个别投资机会。

外汇：利率下降和对美国经济放缓的忧虑很可能会拖累美元。但由于息差收益，我们看好墨西哥披索等新兴市场外汇。为了保持平衡，投资者应考虑以日元和瑞士法郎保护投资组合。



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

美国银行正在收紧借贷标准



数据源：东方汇理资产管理研究院、彭博和圣路易斯联邦储备银行，截至2023年5月17日。最新的季度数据。ICE美银高收益指数的数据。

“收紧借贷标准可能影响低评级债券发行人的借贷能力，令他们的流动性紧缩情况加剧。”

留意资产负债表质素和估值



Fabio DI GIANSANTE
大型股票部主管



Yerlan SYZDYKOV
环球新兴市场部主管



Kenneth J. TAUBES
美国投资管理部投资总监

整体评估。企业盈利和消费是我们密切留意的重要变数，尽管在美国消费方面，高收入阶层出现问题，但企业储备暂时稳健。由于提高价格必然会影响销售量，因此企业储备最终也会受影响，届时企业利润也会下跌。因此，我们在优质股、价值股和新兴市场范畴优先考虑财务实力/估值。

欧洲股票。部分行业能维持边际利润，欧洲尚有受惠于对外贸易关系的空间，但我们密切留意市场价格已反映中国重启经济的程度。因此，我们保持平衡的方针，因为任何调整都可能影响估值高昂的范畴（即周期性增长）。我们看好价格吸引的防御性必需品股，以及周期性（工业）行业的优质股。就这些股票而言，我们重视定价能力，因为通胀持续，而企业正努力透过影响边际利润来抵消不断上升的成本。我们认为中型股和价值股也具投资价值，但面对经济增长放缓，我们正在评估其盈利潜力。另一方面，我们对科技和非必需消费品行业取态谨慎。

美国股票。随着政策的影响浮现，美国可能出现裁员和消费模式转弱的情况，但市场对此毫不在意，而波动性也持续偏低。这种抗跌力源于我们认为估值过高的巨型股和增长股。有趣的是，在边际利润极高之际，这些股票却估值高昂，如果消费方面出现任何问题，边际利润将会受挫。因此，我们继续严格选股，并看好防御性股票（但并非只是传统股票），例如我们看好价格吸引的健康护理设备（医疗科技）行业。另一方面，部分周期股的估值低廉，而拥有强劲业务模式的股票则估值高昂，我们希望在两者之间取得平衡。然而，我们对科技行业和半导体企业保持谨慎，也正在评估提高美国债务上限的潜在协议对市场流动性的影响。

新兴市场股票。已发展市场的增长放缓，同时新兴市场的增长前景正在改善。虽然此情况令我们看好新兴市场和亚洲（中国和印度尼西亚），但我们认同中国经济复苏的步伐可能并不平均。拉丁美洲方面，我们略为增加对巴西的信心，但继续留意财政改革的发展。在行业层面上，我们看好非必需消费品和房地产行业，并偏好价值股多于增长股。然而，我们对健康护理和科技半导体行业保持谨慎。

“在目前情况下，只着眼于业务模式的稳定性而不考虑估值可能是一大错误。”



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	-	▼	今年的市场走势似乎由倍数扩张带动，并由个别巨型股主导。我们认为低波动性并未完全反映未来的盈利压力，因此我们保持谨慎，也对债务上限的讨论保持警惕。
	美国价值股	+		美国价值股带来值得留意的长期投资机会，应能受惠于核心收益率的温和增长。我们专注于在经济增长放缓的环境下提供足够安全边际的优质股。
	美国增长股	--		我们认为巨型股和增长股等市场内的顶层股票估值过高，若流动性情况转差，可能会受影响。因此，我们避开那些没有利润的企业，因为相关企业的估值更加取决于利率，而非本身的业务实力。
	欧洲	-/=		即使我们认为增长问题对欧洲的影响暂时较轻微，但我们对上升走势的信心不大。我们在优质和价值股范畴寻找有价格吸引力的企业。整体而言，投资者应优先考虑盈利水平，避免追逐升势。
	日本	=	▲	企业管治改善和估值吸引力均利好日本，但我们正在评估全球增长放缓对以出口为主的日本可能构成的影响。
	中国大陆	+		中国经济有望稳健增长（即使会有波折），估值也似乎相对有吸引力。尽管疫情后经济回升和电子商贸行业带来投资机会，但也存在风险，例如与美国和欧洲的地缘政治局势紧张。
	新兴市场（中国大陆除外）	=		我们对此资产类别取态中性，但认为在走势各异的新兴市场内，个别国家带来投资机会。拉丁美洲方面，我们看好巴西，因为预期政府会采取有利市场和谨慎理财的立场。然而，我们对马来西亚（估值高昂）保持谨慎。

资产类别	现时观点	1个月变动	理由	
固定收益	美国国债	=/+		美联储今年继续加息，但步伐放缓。下半年出现经济衰退的风险较高，因此我们略为看好久期。不过，正在放缓的高通胀及债务上限讨论的发展，促使我们保持灵活方针。
	美国投资级别企业债券	=/+		高级别企业的财政稳健，但鉴于金融环境收紧和经济增长放缓，导致息差波动，我们继续严格选债。我们看好此范畴的特殊性风险，而就行业而言，则看好金融业。
	美国高收益企业债券	-		在高通胀的情况下，市场安于现状，价格未能正确反映美联储减息的预期。若高利息成本影响边际利润，当盈利下降，以及对美国违约的忧虑令波动性持续时，实力较弱的企业便可能无法进入市场。
	欧洲政府债券	-/=		尽管我们认为欧洲难免会受美国经济放缓的影响，但欧元区出现衰退并非我们的主要预测情况。我们仍然对核心欧洲长期取态略为谨慎，但正在评估是否需要转至中性立场，并继续主动管理投资。而欧洲央行的政策行动和特定国家的成长趋势也是重要的考虑因素。
	欧洲投资级别企业债券	=/+		我们继续略为看好，但明白内部现金结余难以长期代替强劲的营运现金流。我们认为欧洲经济活动承受的压力有限，因此继续看好欧盟投资级别债券，并谨慎选债。
	欧洲高收益企业债券	-		收紧借贷标准可能会令企业盈利受压，加剧对流动性的需求，信贷评级低和杠杆比率高的企业尤其如此。我们保持防御性，并密切留意违约情况。
	中国政府债券	=		由于中美经济增长出现差距，中国债券为全球投资者提供分散风险的选择。我们正在评估中国人民银行的货币政策，以及其对经济增长的影响。
	新兴市场硬货币债券	=/+		新兴市场债券的息差收益吸引，当中我们认为高收益债券回升的潜力较高，而经济增长情况改善应会提供支持，但我们严格选债。此外，新兴市场企业债券范畴出现个别投资机会。
新兴市场本币债券	+	▲	已发展市场的加息步伐放缓，加上美元偏软，均支持本地货币债券。我们看好印度尼西亚等国家，但对土耳其取态谨慎，因为该国采取特殊政策以人为方式压低利率，意味着随着政治局势改变，土耳其将会重新调整政策。	

其他	现时观点	理由
大宗商品		油价很可能会受经济增长忧虑和石油输出国组织的决定带动，但在短期内，价格可能更易受不利的经济消息影响。黄金方面，目前的估值略高，但美联储可能改变立场及地缘政治局势持续紧张，均继续提供长期支持。
外汇		今年美元兑日元、瑞士法郎和欧元应会继续偏软，但美国通胀率高于预期，迫使美联储改变立场（并非我们的基本预测）也会构成风险。我们将2024年第1季欧元兑美元的目标汇价设定为1.18。



资料来源：东方汇理，截至2023年5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。



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 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內，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。本文只能分发给予获准接受之人仕，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