

全球投资观点

回升疲劳：市场与经济之间的分歧太大



Vincent MORTIER
集团首席投资总监

鉴于空头回补和零售投资者的承险意欲增强，市场在年初洋溢一片市场回升的乐观氛围。支持这种市况的原因有几个，至少在欧洲和中国大陆，天然气价格下跌和中国大陆重启经济，有助消除去年的几个经济下行风险。然而，基于通胀率快速下降、央行的工作已经完成，以及经济完全处于软着陆的轨道上，盈利衰退的假设不复存在，反弹已经走得太远。

投资者现在开始要处理棘手的局面。熊市可能不会出现，但现在必需更加谨慎。宽松的金融环境与实体经济的严格贷款标准之间的分歧十分明显。尽管经济方面存在很大的不确定性和分歧，但市场仍然有完美的定价。特别是，虽然我们最近上调了对2023年的预测，但细节不容忽视。我们对美国国内生产总值(GDP)的预测维持不变，但预计今年下半年的季度趋势将会转差。在欧元区方面，我们上调2023年的GDP预测，但原因主要是去年的结转，经济增长的预期仍然持平。中国大陆重启经济显然有利全球经济，但我们认为将会主要支持本地经济表现。

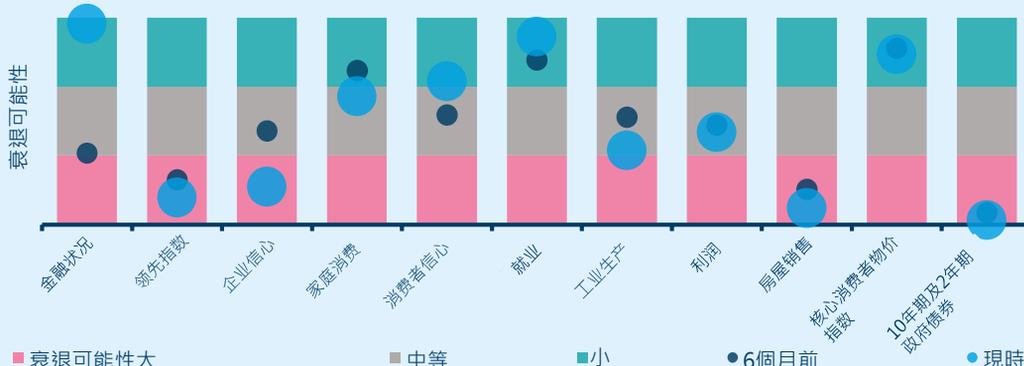


Matteo GERMANO
集团首席副投资总监

另外，通胀率正在缓慢下降，但市场却认为通胀率正在急速回落，而要达到央行的2%通胀目标，尚有一段漫长而崎岖的路。就央行而言，我们认为美联储收紧政策的行动快将完结，但欧洲央行的态度依然强硬。最后，投资者对新兴市场的投资兴趣回升，但对发达市场则保持审慎态度。

在此种分裂的背景下，我们认为投资者应该保持审慎，并意识到上行和下行的不确定性都很高。

美国经济指标：相对于历史数据的百分位数排名



资料来源：东方汇理资产管理研究院，综合联储局、国际货币基金组织、标普、国际结算银行、世界大型企业联合会、经济合作暨发展组织、美国供应管理协会、美国劳工统计局、美国普查局和美国经济分析局的数据。数据截至2023年2月14日。根据相对于历史数据的百分位数排名。



“尽管盈利前景转弱，但实体经济与市场之间的分歧却越来越大，使我们对风险偏好回升保持怀疑态度”。

因此，我们更新了部分主要观点，详情如下：

- **在跨资产方面**，由于企业盈利受压，风险偏好回升的幅度可能已经过大，因此我们对股票保持审慎态度，但认为有通过期权从股票升幅获利的可能性。我们认为温和的实际工资增长很可能使美国和欧洲的需求和消费者支出疲弱，最终影响盈利。投资者应该通过石油和外汇继续积极分散风险，同时通过股票避险和黄金加强保护。
- **在债券方面**，投资者应该沿着收益率曲线把握货币政策分歧带来的投资机会，尤其关注投资级别信贷。我们对久期维持防御性观点（主要为欧洲和日本），对英国和中国大陆则转回中性立场。相比之下，在美国固定收益方面，鉴于去年金融条件的收紧，我们对增长前景的预期进一步减弱，持有适度积极的久期观点。在信贷方面，我们维持对高收益债券的审慎观点，这类债券的违约前景正在恶化。我们继续偏好投资级别信贷尤其是在欧洲，那里的估值比美国低一些。
- **在股票方面**，我们对美国持审慎观点，但相对于科技和消费类行业，更喜欢有价值且高质量的制造业和金融类行业。尽管能源价格下跌略为减轻家庭和消费者的压力，但其对实际工资增长和财政拖累的冲击巨大，并会逐渐扩散，意味着消费将会保持低迷，而目前的盈利季度也有相关的迹象，例如去年第四季标普500指数的每股盈利增长均为负值。从类别而言，投资者应该结合价值股、优质股和红利股，这些公司收入有望增长。我们的总体评估显示，必须识别具有强劲定价能力的企业。
- **新兴市场的前景改善**。由于预计今年美联储的强硬态度将会有所缓和，加上美元汇率的峰值很可能已经过去，使美元转弱，我们现在对新兴市场外汇的观点变得更加正面。虽然我们对新兴市场外汇仍然抱持中性至略为审慎的观点，但相信这个资产类别今年应该会表现理想。我们的观点略为受到2023年增长前景疲弱影响。我们更看重新兴市场的本地利率，特别是拉丁美洲。在股票方面，我们上调对中国大陆的正面观点，也认为中国大陆重启经济应该会有利于与该国贸易关系紧密的国家。然而，在印度方面，我们短期内对估值持审慎立场，对其长远前景的看法则保持不变。



总体承险意欲



总体承险意欲维持不变。风险资产回升使我们保持审慎，因为市场价格尚未适当反映正在转差的盈利前景。

与上月比较变动

- **跨资产**：寻求通过期权把握上行机会，并通过对冲限制下行风险。
- **对新兴市场本币债券持略为正面的观点。**

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

最新的增长预测有什么变动？

我们把2023年第四季美国GDP增长预期从0.4%下调至0.0%。由于投资疲弱和私人消费减慢，预计美国2023年下半年的增长趋势将会转差。由于经济数据改善，加上2022年的结转效应，我们上调了对欧元区2023年GDP增长的预测，从-0.5%调高至0.2%，但主要的不利因素仍然存在，而国内需求正在减弱。

投资影响

- 股票：维持对发达市场股票的审慎立场。
- 信贷：对高收益信贷持防御性观点，但对投资级别信贷持正面观点。

2

央行降息的前景如何？

近期美国通胀率回落相对容易处理，但任何进一步的进展将会使就业方面付出更大代价。在此环境下，美联储应该保持审慎，并于2024年1月开始降息。欧元区方面，我们预计整体或核心通胀率都不会迅速下降。

投资影响

- 我们对美国利率保持中性观点，并认为在短期内，由于进行更多超前部署，曲线倒挂的幅度会更大，而曲线在中期内应该会看涨走斜。
- 我们维持对欧元久期的审慎立场。

3

哪些触发因素会带来买进股票的机会？

年初至今股市回升由几个因素引发，包括中国大陆重启经济、各国央行的强硬立场减弱、欧盟能源危机缓和及美元贬值。我们并不确定中国大陆重启经济是否足以抵消美国增长减慢带来的负面影响。美国收益率曲线看涨走斜一向是美国股市周期持续启动的先决条件。

投资影响

- 我们看多美国和欧洲的价值股。
- 我们看多高红利股(日本除外)，而由于日本央行可能会放弃控制收益率曲线，我们留意当地的价值股。



Monica DEFEND
东方汇理资产管理研究院主管

“我们认为美国收益率曲线看涨走斜，将会是美国股市周期持续启动的先决条件”



避免在宏观环境不明朗时增加风险

通胀减慢，加上各国央行的强硬态度有所缓和，让市场误信物价上涨快将受控。同时，实体经济内的消费者和企业面对逐渐收紧的融资环境和借贷标准，或会影响消费，并可能导致盈利趋势在估值高昂的情况下进一步转差。**我们维持防御性观点，同时把握机会使用衍生工具，在不增加风险的情况下，把握潜在上升机会。**投资者应该通过外汇、大宗商品和黄金加强保护和分散风险。

高确定性投资观点。我们对发达市场股票（美国、欧元区、日本）持审慎观点，也留意到市场波动性变动可能带来投资机会，让投资者能在战术性市场变动中得益。此外，相对估值机会继续有利美国小盘股多于估值高昂的大盘股，但我们正在评估减慢上调利率的步伐会如何影响此观点。新兴市场股票方面，我们继续看多中国大陆，因为增长前景好转，加上相对估值便宜。至于资金流和投资者部署方面，由于去年大量资金流出，中国大陆尚有恢复资本现金流的空间。

固定收益方面，由于美联储减慢上调利率的步伐，加上增长前景疲弱，我们继续看多美国久期。不过，我们主动管理投资，并密切留意劳工市场内的新增职位，以及美联储可能不得不长时间维持更高利率的说法。另外，我们在全球寻求机会，例如在日本，我们对政府债券保持审慎，但认为加拿大的2年期和10年期曲线可能会走斜。欧洲方面，我们看多10年期意大利政府债券和德国国债的利差，在欧洲央行发表强硬言论后，有关利差一直没有受终端利率的重新定价影响。中国大陆重启经济和能源价格下跌，应会有助意大利经济，且有助于公共财政和政府债券。**企业信贷方面，我们对欧洲高收益债券维持审慎，**因为我们认为信贷回升的幅度过大，与我们的预测风险情景不符。另外，大量的供应受到市场欢迎，但需要被消化，而部分领域已经出现

获利回吐。展望未来，我们预期信贷资金流对利差的支持度将会减少。

外汇部分让我们能按照策略性和长期观点作出部署。能源价格下跌将会纾缓欧洲生活成本危机的影响，并有助短期增长，因此我们看多欧元兑英镑。我们也看多日元兑英镑，因为日元会受惠于仍然疲弱的全球增长。同时，基于估值因素，我们继续看多挪威克朗兑加元。新兴市场方面，我们现在对南非兰特兑美元持正面观点，前者提供具有吸引力的风险/回报水平，而我们认为目前外汇反映的政治不明朗因素远高于实况。

风险和避险。我们继续以分散风险和保护投资组合为主要目标，并继续以大宗商品（石油、黄金）和金融衍生工具实现目标。我们认为结构性失衡、中国大陆重启经济和地缘政治风险（主要风险为伊朗紧张局势）将会刺激石油。我们也认为投资者应该维持高收益债券避险，并加强对美国股票的避险对冲。

“阻碍经济增长的因素仍然存在，因此投资者应该在不增加风险的情况下寻找其他途径参与市场升势，例如利用衍生工具。”



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

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。

在具吸引力的债券收益率和审慎选债之间取得平衡

总体评估：市场相信经济将会软着陆，预料不会出现经济衰退，而价格也会重返央行目标。然而，我们认为劳工市场、消费和企业盈利也存在极大的不明朗性。实体经济的融资成本也偏高。如果央行不降低政策利率，经济体系里的利率就难以下降，但由于正在减慢的通胀仍然高企，因此在短期内降息的机会极微。我们预计美联储在2024年1月前不会开始降息，欧洲央行也暂时不会降息。因此，投资者应该继续善用具吸引力的债券收益率环境，但看多优质信贷，同时探索环境有所改善的个别新兴市场债券，并对高收益债券保持审慎。

全球和欧洲固定收益：我们继续主动管理久期，并特别对核心欧洲和日本持略为审慎的观点，但对英国和中国大陆的观点则上调至中性。我们也在各地区的收益率曲线寻找投资机会，而现时相信美国、欧洲和加拿大的曲线可能走斜。欧元周边国家债券方面，我们总体上持略为防御性的立场。鉴于盈利和增长情况好坏参半，我们继续严格选债，并主要对投资级别债券和次级金融类债券等保持略为正面的观点。在高收益债券方面，我们认为由于对潜在违约的忧虑，投资者应该进行战术性避险。另一方面，我们对资产担保债券领域保持警惕。

美国固定收益：我们留意到经济数据不平均，美联储可能收紧政策，导致经济疲弱。但如果通胀率仍然高企，收益率也可能被往上重新定价。因此，我们目前持正面观点，继续非常主动地管理久期，同时对美联储的言论保持警惕，并认为时机十分重要。美国国库抗通胀债券的中段久期部分也具吸引力。我们对证券化信贷持正面观点，但认为近期表现可能让投资者把握利差收窄的机会，并在未来调整至更保守的立场，以配合增长减慢的环境。企业信贷方面，我们保持审慎选债，看多金融类债券多于非金融类债券和工业类债券，也看多投资级别债券多于高收益债券。总体而言，投资者应该考虑在市场回升带来的机会中获利，并在高收益债券中维持低贝塔。

新兴市场债券：美国利率和政策的变动正在影响新兴市场债券的环境，使我们十分警惕。硬货币债券、本地利率和外汇带来投资机会，但由于地缘政治和特定国家的风险持续，我们严格选债。由于中国大陆重启经济，我们对大宗商品出口国（巴西、墨西哥、南非和印度尼西亚）持正面观点。有趣的是，央行态度积极的哥伦比亚等国家似乎具吸引力。

外汇：我们看多高利差收益的个别新兴市场外汇，例如墨西哥披索、巴西雷亚尔、印尼盾和南非兰特。不过，尽管我们对美元保持中性观点，但也通过看多日元等安全外汇，以平衡此观点。我们留意的另一个主要风险是俄乌战争升级，可能会对波兰兹罗提和捷克克朗造成负面影响。



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

吸引的信贷收益率，但以优质债券为主



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至2023年2月15日，ICE美银指数。

“信贷市场的收益率具吸引力，但融资成本上升和经济环境放缓，投资者必须严格选债”



估值分散有利价值股的投资机会



**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。由于能源危机减退、中国大陆重启经济，以及央行态度最强硬的时期似乎已经过去，市场持续回升，尽管盈利季度至今的表现平平。在美国，鉴于对消费和增长减速的忧虑，市场普遍预料2023年录得经营盈利和边际利润的机会极微。在欧洲方面，即使经济近期好转，但盈利仍然一如所料放缓。因此，与其寄望市场，投资者应该物色能够维持边际利润和回馈股东，而且估值具吸引力的企业。我们认为可以通过自下而上的深入分析，以及在投资于发达和新兴市场时结合优质股和价值股，以识别有关企业。

欧洲股票。我们按照平衡投资风格的原则，寻找优质的周期性企业和防御性股票，例如必需消费品和制药企业。不过，鉴于在当前环境下，部分周期性板块的价格已经超出其基本面，我们认为投资者应该考虑沽售有关股票，以换入风险回报较佳的防御性股票。我们略为下调对金融板块的正面观点（虽然仍然看多），也上调对制药板块的正面观点。不过，鉴于高利率对利息收益净值的利好效应，我们仍然看多零售银行股。此外，我们也看多促进能源转型的工业企业。在必需消费品方面，我们维持正面观点，并选择具备强劲定价能力、财务状况稳健和能够在利率上升时提供保护的企业。相反，我们对公用事业企业和科技板块持审慎观点。

美国股票。今年的市场回升主要涉及倍数扩张，使我们总体保持审慎，因为部分股票的估值高昂。因此，我们认为投资者应该避开高风险和高贝塔的股票，这些股票目前过度依赖难以预测的经济周期。相反，我们偏好致力向股东发放现金的企业，例如防御性股票。就此，我们专注于估值合理的股票，更不惜在传统的防御性领域以外物色股票，例如医疗设备及服务，以及生命科学工具板块。不过，必需消费品、公用事业和房地产板块的投资价值不大。另一方面，在周期性股票方面，我们最看多的板块为能源和银行，也看多资本财货和材料板块，但偏好增长能够超越周期的特殊性股票。然而，去年10月开始的周期性板块反弹，却使非必需消费品和工业股更容易受到经济收缩的风险影响。

新兴市场股票。鉴于中国大陆重启经济、具有吸引力的合理估值、以及盈利动力的支持下，我们继续对新兴市场股票持审慎乐观的观点，但投资者应该继续严格选股，并着眼于基本面。我们主要看多中国大陆和巴西，但由于后者出现政治波动，因此我们降低正面观点。印度出现估值忧虑，但长远前景未受影响。从板块的角度而言，我们看多非必需消费品和房地产板块，对健康护理板块则保持审慎。

“估值更加分散带来潜在的股票投资机会，特别是在价值股领域”





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
美国	-	=	能源价格下跌刺激消费者的可支配收入，导致市场上涨，但我们认为升势不会持续。鉴于估值偏高和增长将会减慢，近期盈利季度表现疲弱，支持我们保持审慎立场。
美国价值股	+		我们继续偏好价值股，相信应可受惠于收益率轻微上行。我们也结合一些即使在经济受压时也能维持边际利润和回馈股东的优质企业。
美国增长股	--		我们对增长股持审慎观点，特别是没有利润的增长股，因为相关估值过高，与其盈利潜力不相符。此外，利率上升继续使更长周期的股票受压。
欧洲	-	=	稳定的经济增长和能源价格下跌对欧洲有利，但盈利构成忧虑。我们认为在部分情况下，就未来盈利潜力而言，估值高昂。因此，我们继续严格选股（物色定价能力强劲的企业）和保持审慎。
日本	-	=	日本央行可能放弃控制收益率曲线，应该会对价值股有利，但我们正在密切留意新央行行长的货币政策和企业盈利对广泛市场的影响。
中国大陆	+		中国大陆撤销清零政策，并推出具支持作用的政策框架，均有利短期前景。由于中国大陆与美国的地缘政治局势紧张，我们严格选股，并寻找自下而上的投资机会。
新兴市场（中国大陆除外）	=		新兴市场估值具吸引力，特别是在欧洲、中东和非洲及拉丁美洲，盈利预期也正在改善。不过，由于特定国家的驱动因素和经济分裂，我们审慎选股。我们看多巴西（程度低于以往），并鉴于估值忧虑而对印度保持警惕。

美国国债	=	/+	我们对美国国债保持略为正面的观点，但留意到强劲的经济数据，并主动管理久期。我们认为强劲的消费数据可能会导致美联储态度变得更强硬，因而可能进一步增加经济衰退的风险。	
美国投资级别企业债券	=	/+	利差收益具吸引力，但利差却忽略有关经济增长和货币政策收紧的风险。此外，实体经济内的企业面对已收紧的贷款标准，可能会影响现金流欠佳的企业，因此我们偏好优质债券。	
美国高收益企业债券	-		在利率上升可能影响企业借贷能力，而经济增长减慢可能对违约前景带来负面影响之际，高收益债券的估值高昂，因此我们对流动性风险维持防御性观点和保持警惕。	
欧洲政府债券	-	=	由于欧洲经济减慢不太可能在短期内使通胀降温，我们预计终端利率上升，而升幅将会高于市场价格反映的幅度。因此，我们对核心欧洲长期保持略为审慎的观点，但对欧元周边国家债券持略为防御性的观点。	
欧洲投资级别企业债券	=		估值具吸引力，加上中国大陆重启经济，均为欧洲投资级别债券带来理想的环境，但收紧货币政策、地缘政治紧张局势和通胀高企的忧虑持续。因此，我们暂时持中性观点，并留意导致利差进一步收窄的潜在因素。	
欧洲高收益企业债券	-		由于盈利和现金流的环境富有挑战性，可能影响违约前景，基本面转差的风险很高，可能使高收益债券利差更加波动。	
中国政府债券	=		由于中国政府债券为全球投资者带来分散投资的机会，而中国大陆重启经济后，再次出现增长动力，我们对中国政府债券维持中性立场。	
新兴市场硬货币债券	=	/+	我们正在评估美联储政策对新兴市场债券的影响。硬货币债券的利差收益和估值具吸引力，但面对货币政策分裂、全球增长环境转弱和地缘政治风险，投资者必须严格选股。	
新兴市场本币债券	=	/+	▲	在美元疲弱的情况下，我们对本币债券持审慎乐观的观点，但也密切留意新兴市场的增长。我们看多哥伦比亚等个别拉丁美洲国家的本地利率，因为区内的央行一直积极上调利率（以控制通胀），应会支持外汇。

其他	大宗商品		我们留意到经济衰退比预期更严重，为油价带来下行风险，但由于预期中国大陆的需求上升，加上石油输出国组织的剩余产能有限，以及涉及伊朗的潜在地缘政治危机，我们把2023年12月WTI原油价格目标维持于每桶95美元。在黄金方面，我们把12个月目标维持于每盎司2,000美元。而美联储政策和宏观经济环境可能会影响价格。
----	------	--	--



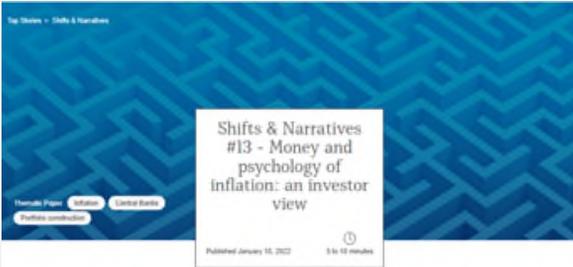
资料来源：东方汇理，截至2023年3月，观点与以欧元为基础的投资者相关。本文件为于特定时间对市场评估的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。



东方汇理投资策略研究部

东方汇理投资策略研究部旨在把首席投资总监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。

Visit us on:     



Discover more of Amundi's investment insights at www.amundi.com

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 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