

全球投资观点

脆弱市场再次勾起危机的回忆



**Vincent
MORTIER**
集团首席投资官

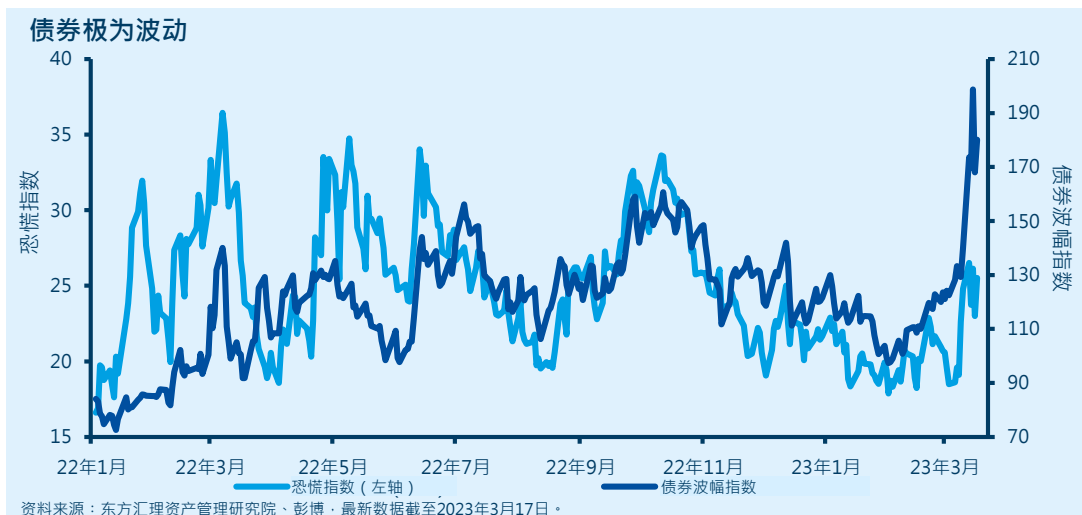
市场在年初洋溢一片安逸的氛围，但在3月时却响起警号。触发点是硅谷银行和其他美国地区银行相继倒闭，接着欧洲瑞士信贷集团也失守。美国 and 欧洲的核心债券收益率被大幅重新定价，市场对央行行动的预期也出现重大转变。债券波动率达到了环球金融危机以来的最高水平，而股市的波动率也急升，但幅度比债券市场轻微。

展望未来，我们认为投资者应该考虑以下因素：

- **有系统性风险的忧虑。**由于美国和欧洲银行的情况比2008年更理想，监管方面也更加严格，我们目前不认为会出现系统性风险。重要的是，欧洲监管者也表明无意变更信贷等级（瑞士信贷为特殊情况），此情况应会有利于市场。
- **在受压情况下的经济增长。**最近的事件显示经济着陆的情况可能比早前预期的情况困难。信贷紧缩将会影响经济增长，并决定经济衰退的严重程度。虽然中国大陆重启经济将会有利全球经济，但并不足以抵消美国经济衰退的影响。
- **通胀持续之际的央行行动。**各国央行迅速采取行动稳定市场，展示出各国对这次市场动荡的重视，同时继续留意通胀。央行现在会更加依赖数据，而且几乎没有或完全没有提供政策指引。由于通胀率仍然高于目标水平，此情况将会使债券市场继续剧烈波动。
- **对新兴市场的影响。**新兴市场已经受到上述的波动影响，但新兴市场应该能维持相对于发达市场的增长优势。面对更脆弱的市场环境，审慎选择投资将会成为关键。



**Matteo
GERMANO**
集团首席副投资官



“我们正过渡至充满更多不确定性的经济环境，各国央行行动的明确性降低，因此投资者必须对风险资产保持审慎。”

面对风险逐渐增加的环境，我们维持审慎立场，具体观点如下：

- **从跨资产的角度而言，为了加强保护，我们早在近期债券收益率向下重新定价之前，已经提高我们对美国久期的正面观点。我们对高收益信贷更加谨慎。**在风险资产方面，我们仍然对股票持防御性观点，并继续看多中国大陆。我们仍然偏好优质的股票和信贷，也认为投资者应该加强对美国股票的对冲，并通过黄金分散风险。在石油方面，鉴于经济增长减速，我们短期内持中性观点。
- **在固定收益方面，利率市场一直大幅波动，初期主要受持续偏高的通胀数据带动，后来则由银行板块的动荡引发的避险行动导致。**我们继续主动管理投资，也对美国固定收益的久期维持中性至正面的观点，而对欧洲久期则持略为防御性的立场。在信贷方面，我们以优质信贷为主，避免欧盟和美国的高度杠杆企业，而对高收益债券则保持审慎。总体而言，我们认为欧洲银行体系稳健，而目前的重新定价也能带来投资机会，以买进资本状况稳健和管治标准良好的企业。
- **在股票方面，由于我们认为估值过高，因此已持审慎观点一段时间。**美国和欧洲近期的市场波动部分源于市场过度安于现状。我们认为投资者应该致力从周期性板块等至今表现强劲的领域获利，并应该开始考虑估值具吸引力和盈利潜力可观的防御性领域。另一方面，由于通胀率仍然高于央行的目标水平，我们看多能增加投资者收入的红利股。最后，这次动荡再次支持我们对优质股的立场，亦即倾向价值股，并严格选择和看多非美国银行股。
- **避险情绪主要影响新兴市场硬货币债券（此领域最近表现理想），但本币债券具抗跌力。**鉴于新兴市场与发达市场之间的增长差异，加上美元走弱有利新兴市场，我们现在以严格选债为首要工作。在本币方面，我们看多墨西哥、哥伦比亚、南非和印度，也偏好泰国等利率上调周期快将结束的国家。在股票方面，我们看多中国大陆，但对巴西的乐观看法有所保留。另外，个别拉丁美洲外汇（例如墨西哥披索）提供具吸引力的利差收益。

总体承险意愿



鉴于有关通胀、增长和盈利的忧虑持续，我们加强对投资组合的保护，同时分散风险，并开始考虑额外的稳定性风险。

与上月比较变动

- **跨资产：**对信贷持防御性观点，对美国国债的观点更加正面，并在核心欧洲收益率曲线以外寻找投资机会。
- **在固定收益方面，**我们目前对美国长久期债券总体取态中性。
- **新兴市场本币债券和个别新兴市场外汇**出现战术性投资机会。

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

你对欧洲银行板块有何看法？

鉴于近期市场动荡导致信贷环境收紧，我们预计净利息收益率将会低于早前预期，而交易量也会降低，这会对总体欧洲盈利增长造成影响，因为早前预测在中短期内，银行板块会是欧洲每股盈利的主要驱动因素。欧洲银行将会维持正盈利增长，但幅度比早前预期小。鉴于欧洲银行板块的流动性和资本状况稳健，市场似乎过度忧虑信贷紧缩的情况。

投资影响

- 总体上对欧洲股票持审慎观点。
- 留意优质股。

2

你对中国大陆的机构改革和政府换届有何看法？

国家主席习近平通过机构改革方案，强化党对金融工作的集中统一领导，同时设置了直接隶属党中央的“超级部委”，以监督财政和科技。这些改革也旨在增加国防开支，并加强国内安全，反映对地区不稳定的关注。在经济方面，增长仍然可能意外地上升，特别是在房地产板块，而长期计划则旨在稳定债务与国内生产总值(GDP)的比率。

投资影响

- 总体上对股票持审慎观点，看多中国大陆和香港。
- 对高收益信贷持防御性观点，但看多投资级别债券，特别是短久期债券。

3

你对去年第四季盈利季度有何评论？

在去年第四季的盈利季度，美国每股盈利业绩好坏参半，而欧洲的表现则比预期理想。标普500指数每股盈利自2020年以来首次降至负值。至今公布的第四季业绩（约96%企业已公布）下跌3.2%，而去年第三季则为增长4.4%，业绩下降主要是受利润率被下调所致。斯托克600指数的盈利大幅下降，从第三季的增长33.1%下跌至增长16.9%，但降幅小于预期，而且盈利仍然保持强劲。

投资影响

- 支持对美国股票的防御性立场。
- 看多价值股、优质股和高红利股。



Monica DEFEND
东方汇理资产管理研究院主管

“我们维持对股票的审慎观点，并看多价值股、优质股和高红利股。”

加强保护

近期市场受压，支持了我们认为投资者要保持防御性，别被风险资产年初至今的升势冲昏头脑的观点。估值过高是造成压力的原因之一，而对经济、盈利和金融问题蔓延的忧虑仍然存在。此外，有关地缘政治紧张局势的不确定性也在增加。经济政治环境不断变化，投资者必须对风险资产采取防御性立场，并要加强对投资组合的保护。同时，投资者应该在各地区的收益率曲线寻找投资机会，例如核心欧洲以外的地区，并通过黄金等资产积极分散风险。

高确定性投资观点。企业利润率逊色、估值高昂，以及大型养老基金可能通过减持股票以重新平衡资产，使我们对发达市场股票持审慎观点。**我们预计市场会继续受制于对美国和欧洲终端利率预期的变化。**美国方面，在波动性增加的情况下，我们不再相对看多小盘股。另一方面，由于经济前景改善、相对估值便宜和资金流入幅度增加，我们维持对中国大陆的正面观点。

固定收益方面，我们略为提高对美国国债的正面观点，在经济衰退风险增加和对金融稳定的忧虑驱动下，美国国债应会受惠于投资者转投安全资产的趋势。在如此高风险的环境下，政府债券再次展现分散风险的优势。我们仍然主动管理各个地区的投资，并把握瑞典和加拿大收益率曲线的投资机会。我们也略为看多10年期意大利政府债券和德国国债的利差，但对日本政府债券持审慎观点，因为我们预计日本央行可能会放弃控制收益率曲线。

由于金融环境可能转差，我们认为目前的企业信贷估值并不合理。我们对欧盟高收益债券的观点更加审慎，因为有迹象显示高收益债券的未来总体环境将会恶化。尽管信贷供应受到市场欢迎，但现在出现获利回吐的情况。因此，展望未来，信贷市场的资金流对利差的支持度将会降低，特别是在近期的事件之后。

外汇方面，美元成为外汇策略的重要驱动因素。我们认为美元应该会逐渐疲软，因此不再看跌英镑兑美元，但原因主要是美元，而非英镑的强势。我们上调对澳元兑美元的观点，并看多欧元兑美元。新兴市场方面，鉴于利差收益具吸引力，我们现在看多墨西哥披索兑欧元。墨西哥披索应能受惠于近岸外包的结构性影响（靠近美国），以及稳健的货币政策框架。在其他新兴市场，我们也看多巴西雷亚尔兑美元和南非兰特兑美元。

风险和避险。有关经济增长和通胀率持续高企的风险迫近，使黄金作为安全资产的重要性增加。另一方面，借贷标准收紧可能会影响总体消费，特别是石油，美国和需求欧洲的需求减弱也带来风险。因此，我们目前对石油持战术性的中性观点，但会继续密切留意此立场。最后，我们认为有需要加强金融避险，特别是美国股票方面，并保持对信贷的保护。



Francesco SANDRINI

多元资产策略部主管



John O'TOOLE

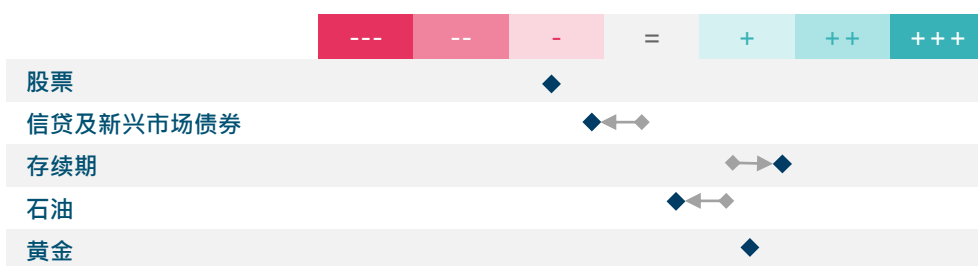
多元资产投资方案部主管

“市场变动加强了对久期的观点，以及分散风险的审慎立场。现在，投资者应该在这个增长和稳定性风险较低的阶段加强避险。”

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。

政府债券再度成为分散投资组合风险的工具

总体评估：美国和欧洲的收益率剧烈波动，加上市场对终端利率预期的重新定价，都是波动性加剧和金融环境收紧的结果。虽然央行和监管机构迅速向市场提供流动性支持，但他们的任务尚未完成，因为高通胀和稳定性忧虑依然存在。因此，他们必须保持这种微妙的平衡，以维持公信力。**这意味着投资者应该积极物色债券，特别是美国政府债券，以便在市场金融环境和经济体的借贷标准收紧之时，加强投资组合的稳定性。**他们也要加入抗通胀资产，同时在信贷和新兴市场债券物色个别投资机会，并专注于优质债券。

全球和欧洲固定收益：高通胀导致我们对欧洲和日本的总体久期持略为审慎的观点，但由于最近出现对金融稳定性和增长的忧虑，我们现在对美国持中性观点。不过，我们仍然保持灵活。在平衡通胀率方面，我们现在通过意大利政府债券看多欧洲，但认为2年期的美国平衡通胀率现在估值高昂。风险资产方面，市场尚未完全意识到工资增长压力等问题，此问题可能会影响盈利，并最终导致信贷指标恶化。尽管我们对信贷持略为正面的观点，但对高收益债券保持审慎态度，并偏好欧盟投资级别债券。投资级别债券的企业资产负债表强劲，杠杆率较低，并主要涉及固定利率贷款。在板块层面，我们留意到银行板块的波动性，但认为重新定价可能让投资者有机会投资于资本状况良好的金融类债券。此外，我们看多可以与他们互动和改善环境、社会和企业管治(ESG)表现的绿色债券发行人。

美国固定收益：美联储在努力应付遏抑通胀的难题时，面对公信力受到质疑的问题。在此环境下，我们略为看多长期的前景，但继续主动管理久期。**信贷利差的风险已经增加，特别是在较疲弱的高杠杆领域。**尽管利差已经全面扩大，但市场仍未完全反映经济放缓。因此，投资者应该考虑利用市场升势来巩固表现。总体而言，我们看多金融类债券多于工业等非金融类债券，也看多投资级别债券多于高收益债券，并偏好具备强大资本缓冲的企业。证券化市场方面，我们认为随着就业市场疲弱，失业率上升，美国消费者很可能会略为减少开支，加上银行收紧信贷标准和提高所有贷款的定价，将会使情况变得更加复杂，因此我们非常警惕。

新兴市场债券：本币债券的近期变动可能带来投资机会，而我们重点留意拉丁美洲、南非和印度，也看好泰国和哥伦比亚等上调利率周期几乎已完结的国家。总体而言，新兴市场增长和稳定的政策背景，对硬货币债券等新兴市场资产有利。我们正在密切留意土耳其的政治环境，但并未看到无力偿债的风险。由于中国大陆与美国的地缘政治局势紧张，严格选债至关重要。

外汇：在美国利率优势逐渐消失的情况下，我们对美元持接近中性的观点，但对瑞士法郎和日元等安全外汇持正面观点。我们看多拉丁美洲的墨西哥披索和巴西雷亚尔，以及亚洲的印度尼西亚盾和印度卢比。



**Amaury
D'ORSAY**
固定收益部主管

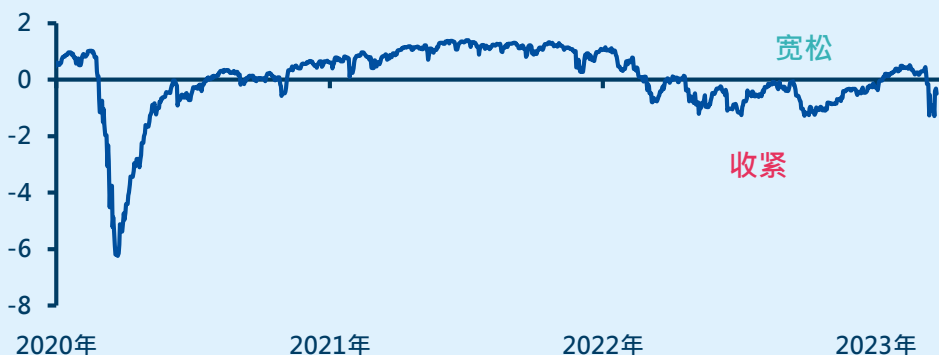


**Yerlan
SYZDYKOV**
环球新兴市场部主管



**Kenneth
J. TAUBES**
美国投资管理部投资总监

美国金融环境



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博。数据截至2023年3月17日。彭博美国金融环境指数追踪美国货币、债券和股票市场的总体金融压力水平，以帮助评估信贷的可用性和成本。正值表示宽松的金融环境，负值表示与危机前标准相比，金融环境更加收紧。

**“环境收紧和消费减慢可能会对
企业现金流造成
压力，可能使违
约前景恶化。”**

探索优质股的抗跌能力



**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。部分美国地区银行倒闭、欧洲面对的压力，以及由此引致的市场波动，引发了对市场高涨情绪持续性的质疑。虽然我们一直保持审慎立场，但近期的事件使我们按照基本面重新审视有关观点。能源价格下跌有利消费，但由于通胀持续影响企业/个人，消费环境仍然疲弱。因此，投资者应该着眼于财务稳健的优质股和价值股。在这些领域，我们留意具运营效率企业的盈利潜力。周期性较低的领域出现投资机会，同时投资者也应该探索与发达市场相关性有限的国家，例如中国大陆，但同时保持审慎。

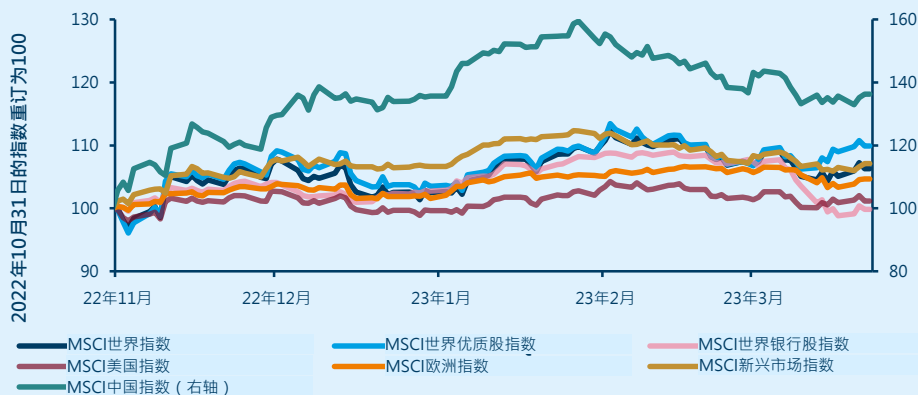
欧洲股票。尽管基本面正在转差，我们认为去年第四季盈利季度的表现已经略超过预期，但现时开始贴现更好的情况还为时尚早。与其只着眼于市场变化，投资者应该优先考虑估值，并保持平衡的投资方针，看多市场内的优质股和价值股领域。另外，现在也可能是轮换主要高确信度投资的时机，例如我们看多资本充足的核心欧洲零售银行。我们按照杠铃策略，积极探索优质周期性企业和防御性股票，例如必需消费品和健康护理板块，但对于目前估值过高的部分周期性领域（消费品和工业板块），投资者应该保持审慎。话虽如此，鉴于高利率对净利息收益的利好效应，我们仍然看多优质零售银行股。

美国股票。鉴于通胀环境、对利率上升的预期和软性数据疲弱，我们认为目前的估值并不合理。最新公布的第四季业绩显示，盈利增长低于上一季度，而企业的远期指引也疲弱。因此，我们评估企业的盈利质量，以了解利润增长是否源于稳健的商业模式，并且能够重复出现。我们看多运营效率高的企业和有潜力回馈股东的企业，特别是银行和能源等板块的优质价值型企业，但会避免没有利润的成长股。此外，个别资本财货和能源股的增长应该能超越各自的板块，但非必需消费品股的估值高昂，有关板块将会受到持续的工资压力影响。在医疗设备及服务 and 生命科学工具板块内防御性相对较高的股票也具吸引力。

新兴市场股票。新兴市场出现地缘政治/本地政治风险，但由于中国大陆经济复苏、估值具吸引力和盈利改善，新兴市场出现个别投资机会。例如，我们看多中国大陆和巴西，尽管我们看多后者的程度比之前略低，但预料巴西政府未来将会采取更加有利的立场。我们对非必需消费品板块持正面观点，对看跌健康护理板块，同时相对偏好能源板块和价值股多于材料板块和增长股。

“投资者应该避免估值高昂的股票，并考虑转向财务稳健的优质企业。”

银行股暴跌，优质股则表现较佳



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，数据截至2023年3月22日。

东方汇理对各资产类别的观点

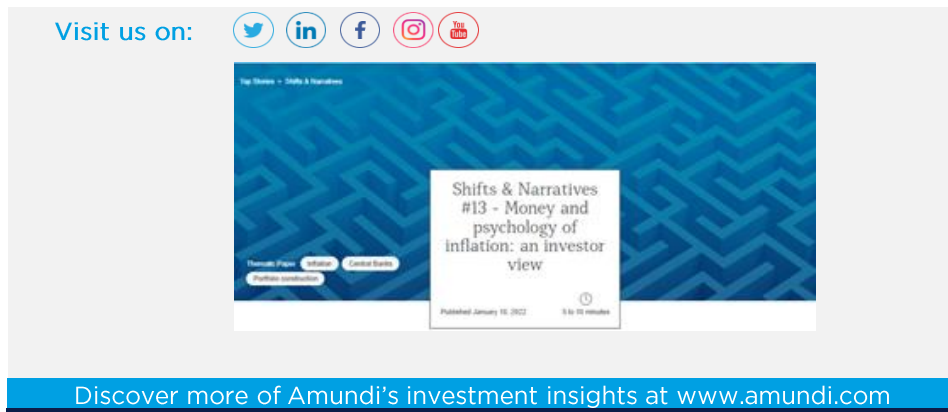
	资产类别	现时观点	1个月变动	理由
股票	美国	-	/=	在高通胀和利率上升的情况下，市场已经消化第四季盈利欠佳的消息，估值难免受到影响。地区银行倒闭导致股市下跌，显示市场忽视了值得留意的风险。我们仍然保持审慎态度，但偏好回馈股东的企业。
	美国价值股	+		在收益率温和上升的情况下，我们偏好价值股，但仍然集中于优质股和盈利，以及增长能够超越周期和具有特色的企业。我们严格选择银行。
	美国增长股	--		尽管大型科技企业的盈利表现让人失望，但它们和大盘股的估值仍然过高。我们避开受利率上升影响更大和没有利润的企业。
	欧洲	-	/=	尽管近期周期性板块的盈利意外地比预期理想，经济衰退、通胀和盈利的不明朗性使我们保持审慎态度。银行板块方面，我们偏好资本状况和流动性比率稳健的企业。目前的波动性甚至可能带来机会，以投资于具备强大长期潜力的企业。总体而言，我们偏好优质价值型企业。
	日本	-	/=	日本央行扩大债券收益率的区间，以及市场对控制收益率曲线的预期可能会影响日元走势，使我们对日本股票持略为审慎的观点。我们继续密切留意盈利，以及全球增长减慢对以出口为主导的日本市场的影响。
	中国大陆	+		我们看多非必需消费品等板块，因为这些板块从防疫封城中恢复，并反映于硬经济数据上。不过，由于地缘政治风险（美国、俄罗斯）和财政政策框架不断变化，我们严格选股和保持警惕。
	新兴市场（中国大陆除外）	=		盈利趋势普遍具支持作用，但特定国家的因素，例如巴西的政治环境（略为正面），以及印度和马来西亚的估值，使我们继续审慎选股。
固定收益	美国国债	=	/+	除了要在刺激增长和遏抑通胀之间取得平衡的艰巨任务之外，对金融稳定性的忧虑也使美联储在利率方面的工作变得更复杂。我们认为央行将会保持收紧立场，但程度将会减轻。因此，我们对久期持正面观点，但仍然主动管理久期，因为情况充满变数。
	美国投资级别企业债券	=	/+	利差并未全面反映收益率的波动性和消费面对的压力，后者将会影响企业的现金流。我们的观点略为正面，但看多具备高利差收益和有能力承受盈利压力的企业。
	美国高收益企业债券	-		经济增长减速、违约前景恶化和企业成本压力增加，均使我们保持审慎。我们密切留意实际利率和金融稳定性对利差的影响。
	欧洲政府债券	-	/=	欧洲央行似乎决心遏抑通胀，使我们对久期持略为防御性的观点。不过，我们也会因应欧洲央行的言论和债券收益率的任何变化而灵活调整立场，并对周边债券保持警惕。
	欧洲投资级别企业债券	=		与过去的情况相比，杠杆率仍然稳定，但欧洲收紧货币政策框架和潜在的地缘政治风险，使我们持接近中性的观点。我们正在密切留意稳定性风险，以及经济减速对企业现金流和流动性需要的影响。
	欧洲高收益企业债券	-		随着内部流动性缓冲减少，高收益企业可能会在盈利疲弱、利息成本上升和违约前景转差之际增加杠杆。因此，我们保持审慎态度，同时密切留意可能触发任何利差波动的因素。
	中国政府债券	=		我们密切留意中国大陆政府的财政和货币政策，以及两者对中国债券收益率的影响。由于中国政府债券提供分散风险的优势，我们暂时取态中性。
	新兴市场硬货币债券	=	/+	在全球经济增长疲弱的环境下，新兴市场债券提供具吸引力的利差收益，尽管利差从目前水平收缩的幅度可能有限。我们特别留意土耳其和尼日利亚的政治事件，并对前者保持审慎乐观。
其他	大宗商品			油价受到对增长的忧虑拖累，影响短期前景。不过，石油输出国组织和美国产油公司维持生产纪律，加上中国大陆需求急增，使我们把12个月布伦特原油目标维持于每桶100美元。我们也把黄金的12个月目标维持于每盎司2,000美元。
	外汇			由于预计美元下跌，我们下调了对英镑兑美元的审慎立场，也把欧元兑美元的12个月目标维持于1.15。随着市场气氛好转，个别新兴市场外汇为投资者带来机会，以把握拉丁美洲和亚洲的强势。



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，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。



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 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