

全球投资观点

切勿忽视即将出现的疲弱经济



**Vincent
MORTIER**

集团首席投资官

近期，与通胀放缓和经济数据稳定相关的乐观情绪刺激股市上升，而美国股市的大部分升幅均来自巨型科技股，包括受人工智能热潮带动的科技股。

经济方面，美国频繁出现的强劲经济数据，令我们上调2023年美国经济增长的预测，预计较温和的经济衰退将会更迟出现，软数据显示经济仍然处于疲弱状态。由于欧洲各国之间表现分歧，我们略为下调2023年的增长预测。而英国受到高通胀和低投资影响，应该会持续疲弱。

然而，中国经济温和复苏，加上出现疲弱迹象，令我们下调2023年的预测。因此，我们保持谨慎，而以下因素也进一步支持此立场：

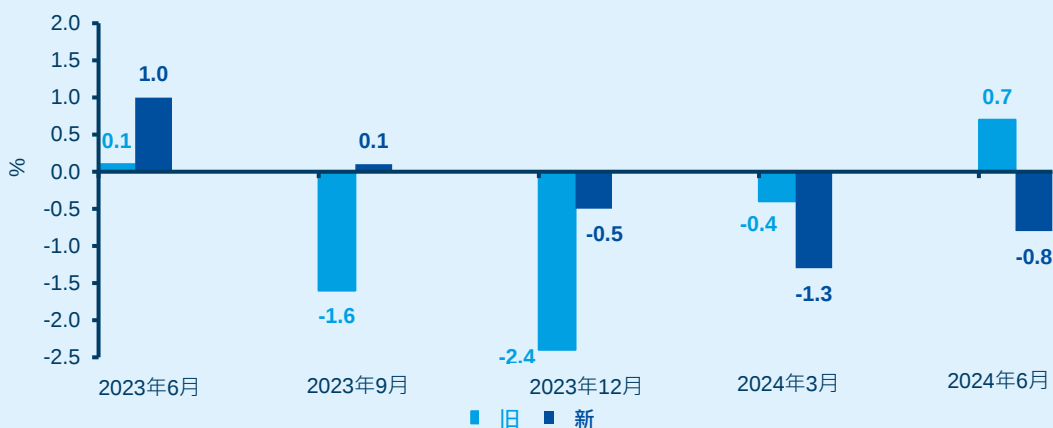
- **政策极度模糊，令下行风险加剧。**美联储很可能继续根据经济数据行事，并倾向在再次出现放缓迹象后才确认暂停加息。
- **美国消费及信贷环境。**尽管消费开支暂时理想，但劳工市场一旦出现任何问题，均可能导致消费者转趋保守。
- **通胀加上消费模式转弱，**可能对企业盈利的收入范畴造成更大压力。
- **地缘政治局势紧张，**包括中美关系及俄乌战争升级，将会加剧金融市场波动性。可惜两方面的结果仍然充满变数。



**Matteo
GERMANO**

集团副首席投资官

季度预测仍然显示美国经济增长疲弱



数据源：东方汇理资产管理研究院预测，2023年6月21日。美国按季（年度化比率）实际国内生产总值增长预测。

**“经济增长持续转差，
因为美国经济将会逐步
放缓，并应该于2023
年下半年出现温和衰退，
令我们保持谨慎。”**

我们认为各资产类别的变动如下：

- **跨资产**—对利润的持续忧虑令我们保持防御性立场，并继续看好美国久期。我们对股票和信贷估值保持谨慎，特别是美国大盘股和欧洲股票。信贷方面，我们避开可能出现流动性问题的高收益债券，并看好市场内的优质债券。此外，新兴市场的收益率具吸引力，我们认为债券和股票（中国及印度尼西亚）具有投资价值。外汇方面，我们调高对欧元兑美元的展望，现在也看好印度卢比兑离岸人民币，但仍然维持股票的大量对冲，并建议投资者通过黄金继续分散风险。
- **固定收益**—政策极度不明朗很可能令波动性居高不下，特别是对于收益率曲线的短久期部分。我们整体上保持主动管理的方针，继续略为看好美国久期，并对核心欧洲采取轻微防御性的取态。同时，我们正在评估核心通胀率、欧洲央行政策及经济状况，以判断何时恢复对欧洲的中性立场，但时机尚未到来。另一方面，我们不建议增加持有高收益债券，一旦盈利放缓和信贷条件收紧，息差波动性将会加剧。我们看好美国及欧洲的优质信贷。
- **股票**—我们并不否认股市会温和回升，但消费和增长压力可能造成阻力。投资者必须对欧洲和美国（增长股及大型科技股）保持谨慎，有必要区分能够受惠于采用人工智能等创新技术的企业，以及只能受惠于由市场气氛带动回升的企业。从正面的角度而言，价值股、优质股及派息股应该会有较好表现。价值股当前的长期表现优于成长股，但此趋势不会呈线性，投资者应该同时结合优质股。与此同时，我们正密切留意日本市场，以加强分散风险。
- **新兴市场**—新兴市场受惠于经济增长、消费趋势及盈利复苏。即使中国经济增长有放缓迹象，但与发达市场相比，新兴市场仍然具有经济增长的优势。股票方面，我们看好印度尼西亚、越南和巴西，并调高我们看好巴西的程度。新兴市场债券的收益率具有吸引力。我们尤其看好墨西哥和印度，但继续谨慎选债，并看好高收益债券。

总体承险意欲

避险

承险

我们密切留意企业盈利、消费及信贷环境，而经济增长疲弱，加上央行持续收紧政策，令我们对高风险资产保持防御性。

与上月比较变动

- **跨资产**：提高对欧元兑美元的信心。由于宏观环境更理想，现时看好印度卢比兑离岸人民币。
- **股票**：正在评估日本作为分散风险工具的潜力。
- **新兴市场**：更加看好巴西和印度股票。

整体承险意欲是不同投资平台和全球投资委员会共同对高风险资产（信贷、股票、商品）持有的定性观点。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

对美联储、
欧洲央行及
英国央行的
加息路径有
何看法？

我们仍然认为联邦基金利率将于**5.25%**见顶，其后会暂停加息。预料央行会于**2024年1月**首次减息，于**2024年9月**利率将会降至**3.00%**。同时，鉴于对通胀居高不下下的忧虑，欧洲央行尚未暂停加息，我们预计央行将于**7月**再次加息**25个基点**，利率将于**3.75%**见顶。最后，英国央行同时面对经济增长乏力，以及出现工资价格螺旋式变动的风险，进退两难。英国央行看来无可避免要进一步收紧政策，而我们预计央行会进一步加息至**5.50%**。

投资影响

- 对美国久期的取态从中性转至略为看好，对欧洲略为谨慎，对周边国家则保持中性。
- 维持对美元的谨慎立场，继续看好欧元兑英镑。

2

中国经济的
增长前景如
何？

我们将**2023年**国内生产总值(GDP)增长预测从**6.0%**下调至**5.7%**，降幅主要集中于**第二季度**。不过，由于政府推出小型货币刺激措施、温和扩张财政政策，以及逐步放宽对房地产行业的规管，预料经济会温和复苏（而非陷入衰退）。房地产行业的乐观前景减弱，也导致**2024年**的预测从**4.7%**下调至**4.3%**。考虑到长期结构性转变，中国政府愿意忍受偏低和波动的经济增长。

投资影响

- 看好香港（恒生中国企业指数）及中国（沪深300指数）。
- 2024年第一季美元兑人民币的目标汇价为**6.50**。

3

对高风险资
产的谨慎立
场会改变吗？

我们维持对高风险资产的防御取态，认为如要改变此立场，标普**500**指数必须在未来**12个月**取得至少两位数的回报，使得风险调整回报远高于债券。然而，每股盈利的增长必须达到**30%**以上，才能令标普**500**指数升至约**5,000**点，但此情况过于乐观。

投资影响

- 维持防御性的跨资产配置。
- 我们继续对股票和信贷保持谨慎。



Monica DEFEND

东方汇理资产管理研究院主管

“由于通胀仍然高于央行可接受的水平，我们预计美联储今年内不会减息。”

没有时间改变方针

我们的主要预测情况为美国经济温和衰退、欧元区经济增长低于平均水平，而区内各国的表现分歧，也出现与金融环境收紧相关的风险。我们对高风险资产的估值仍然存疑，因此维持防御性取态，且维持对组合的对冲。同时，我们认为以主动和迅速的方针管理所有资产类别，是受惠于对经济长期信心的关键。当前，我们通过黄金等金属（温和上行空间有助分散风险）和外汇分散投资，并更加看好欧元，以及转为看好印度卢比。

坚定的投资观点。股票方面，由于我们认为从经济增长和通胀的角度而言，环境仍然充满考验，因此通过美国、欧元区和日本维持对发达市场的谨慎立场。估值和盈利趋势也疲弱，令股票显得并不具有吸引力。新兴市场方面，尽管波动性将会偏高，但我们看好中国，并认为有上升的空间。

考虑到美联储于2024年减息的可能性，我们认为估值有利美国久期。我们也继续看好美国和加拿大的2年至10年期收益率。我们对日本国债保持谨慎，但正在密切留意日本银行的行动。同时，我们认为投资者应该物色不同地区的投资机会，例如瑞典债券。瑞典的货币政策更加温和，应能提供支持。此外，由于意大利债券将会受惠于基本趋势改善（例如第一季GDP）、需求稳定和欧洲央行的支持，因此我们继续略为看好意大利国债和德国国债的息差，但会保持警惕。由于澳洲央行可能继续加息，我们也维持对英国10年期收益率（与澳洲相比）的策略性立场。新兴市场方面，经济增长稳健，加上通胀受控，令我们看好个别固定收益篮子。

企业信贷容易受不利的经济环境影响，我们对美国高收益债券保持谨慎。虽然现时流动性比率理想，但金融环境收紧及利润放缓可能会改变此局面。

外汇方面，由于宏观经济环境正面，**我们现时看好印度卢比兑离岸人民币。**此外，我们看好墨西哥披索兑欧元和巴西雷亚尔兑美元。发达市场方面，鉴于估值具有吸引力和美元走弱，我们调高对欧元兑美元的立场。然而，我们对英镑兑欧元和瑞士法郎保持谨慎，但看好日圆兑欧元和瑞士法郎。

风险及对冲。对冲将会让投资者就比预期更差的美国经济衰退作好准备，因此投资者应维持对美国股票的保护措施。另一方面，如果经济和地缘政治环境恶化，黄金能发挥强劲的分散风险和保护作用。但我们明白由于估值偏高，黄金的上升潜力有限。



Francesco SANDRINI

多资产策略部主管

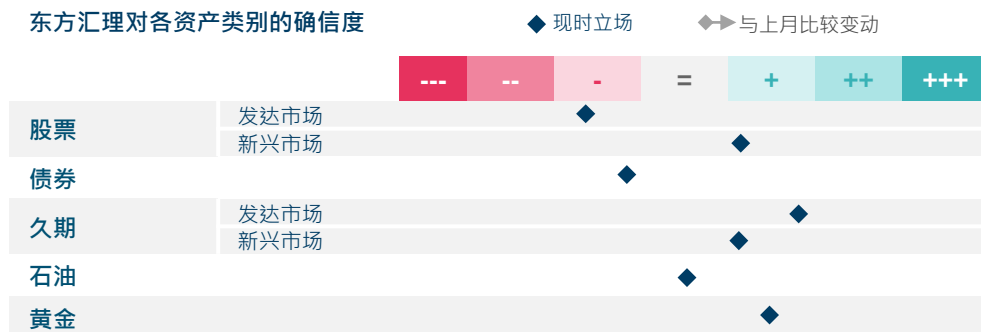


John O'TOOLE

多资产投资方案部主管

“我们正在以警惕和分散风险的方针应对目前的经济环境，让我们能维持保护措施，并受惠于较后期出现的任何潜在投资机会。”

东方汇理对各资产类别的确信度



数据源：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，并包含对冲成份的影响。

政策发展将会影响信贷；继续主动管理资产

整体评估：央行尚未放弃抑制通胀的工作，其中美联储今年减息的机会不大，欧洲央行仍然处于加息模式，而英国央行也因为当心核心通胀率高企而继续加息。因此，投资者应该主动管理政府债券投资，并留意新兴市场的投资级别债券和优质债券的息差收益。

全球及欧洲固定收益：欧洲整体通胀率逐渐缓和，但由于薪酬、企业盈利及国家层面的财政支持措施增加，核心通胀率仍然居高不下。因此，欧洲央行上调政策利率，只是政策仍然极度模糊。我们暂时主要通过核心欧洲对长期维持略为谨慎的取态，但也正在考虑转至中性立场。我们对美国久期和欧元区周边国家债券的取态中性，对日本保持谨慎，也认为美国和欧洲的收益率曲线将会走斜。企业信贷方面，欧洲现时温和增长的环境令我们偏好欧洲投资级别债券。我们对优质信贷谨慎乐观，而就行业而言则看好金融行业。我们认为高收益债券的估值比投资级别信贷高昂，而且鉴于经济增长及违约前景，前者可能受压。

美国固定收益：硬数据的利好迹象（但前瞻性数据疲弱）和仍然高企的通胀均推高核心收益率。我们继续主动管理和看好久期，也认为对长期投资者而言，美国国库抗通胀债券现时的估值具有吸引力。在企业信贷方面，我们认为大型国家金融企业比工业企业可取，也认为个别美国地区银行和房地产投资信托基金具吸引力。此外，我们也认为投资级别债券比高收益债券更具吸引力，因为美国的违约情况普遍增加，此情况在高收益债券和银行贷款范畴尤其明显，但主动管理一级投资级别债券市场可望带来个别投资机会。在息差收紧的证券化信贷方面（例如住宅按揭抵押证券），投资者可以考虑在不改变风险水平的情况下锁定部分收益，同时也需要主动管理机构按揭抵押证券，因为相关市场的息差与大市的利率波动息息相关。

新兴市场债券：新兴市场与发达市场之间的增长溢价继续利好此资产类别。虽然中国面对若干考验，但我们认为目前的财政刺激措施应会更具针对性，例如针对房地产和建筑业。此外，我们看好拉丁美洲地区，认为巴西和墨西哥出现投资机会，同时密切留意土耳其（内部政局）和南非等个别国家的特殊情况。在本地货币债券方面，我们则看好新兴市场外汇和本地货币债券（印度、罗马尼亚）。

外汇：今年的美元走势应会持续疲弱，但我们看好墨西哥披索、巴西雷亚尔和印度卢比等高息差收益的外汇，也于土耳其新政府上场后评估土耳其里拉。此外，我们看好澳元（澳洲央行态度强硬）、挪威克朗和日圆。



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

与投资级别债券相比高收益债券估值高昂



数据源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至2023年6月21日。上图显示ICE美银欧洲高收益债券指数和投资级别债券指数之间的息差差距。上述数值越低，代表高收益债券的估值越高（与投资级别债券相比）。

“我们认为收紧政策的滞后效应将会拖累表现，特别是估值高昂的低评级信贷。”

严守纪律；避免过分乐观



**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

整体评估。消费水平和劳工市场变化对股票和盈利增长十分重要，我们认同目前的消费市场强劲，但收紧政策（似乎尚未结束）的延后影响可能会影响投资、劳工市场和消费。我们继续专注于严守纪律的投资过程，在新兴市场物色价值股、优质股及实力强劲的企业，并回避由人工智能带动的过度升势。

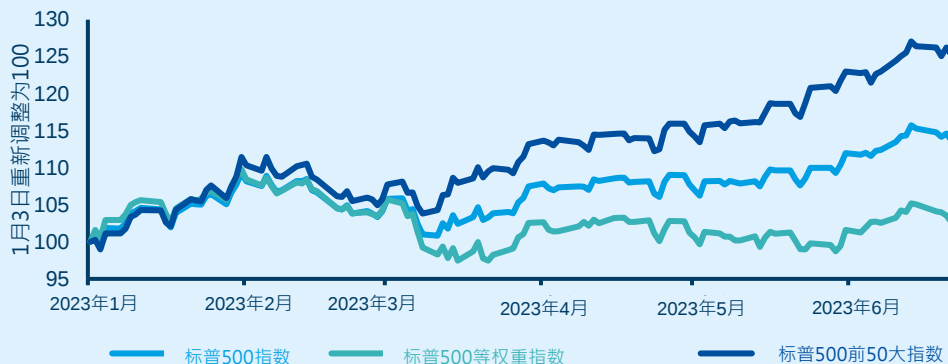
欧洲股票。我们预期边际利润近期面对的下行压力将于短期内持续，但相信许多企业的估值已反映此情况，因此带来具有吸引力的选股机会。我们维持杠铃策略，看好优质的周期性企业和防御股。我们特别看好财政稳健的企业，这类企业能在高利率时期提供保护，并继续为股东创造价值。在行业层面，我们看好必需消费品（程度比之前略低）和健康护理（更看好医疗科技）。另一方面，我们看好能够推动能源转型的金融和工业股，例如参与工厂自动化的企业。我们对科技行业保持谨慎，并对人工智能的相关强劲增长存疑。

美国股票。超大盘股继续推动回报，但回顾历史，在市场广度收窄之后，便会出现广泛的估值重估。不过，我们无法断言这次历史将会重演，因此我们对估值高昂的超大盘股和没有利润的成长股保持防御取态。投资者必须识别能长远受惠于人工智能等创新技术的企业，并避开纯粹跟随相关热潮的企业。另一方面，价值股等个别范畴带来投资机会，我们同时以个别优质和具有实力的企业来保持平衡。此外，我们正在研究周期股和防御股。对于前者，实力较弱的企业估值似乎十分低廉，但其他具有潜力的企业估值却异常高昂。防御股方面，我们确信度最高的行业之一为医疗设备（医疗科技）。此外，我们看好能源、物料、银行和非息差金融行业。

新兴市场股票。盈利复苏的潜力带来积极的环境。我们认为这股上升趋势应会在下半年持续，并会集中于欧洲、中东、非洲及亚洲。我们也看好拉丁美洲，特别是巴西（更加看好），当地政府可能维持支持市场的立场。在亚洲，我们上调对印度的立场，并密切留意中国消费面对的短期阻力，但仍然看好相关范畴。在行业层面，我们看好房地产和非必需消费品行业，但对健康护理和物料行业保持谨慎。

“我们通过了解不同企业的业务模式和基本价值，致力恪守投资过程。”

标普500指数受超大盘股带动上扬，应该严格选股



东方汇理对各资产类别的观点

资产类别	观点	1个月变动	理由
股票			
美国	-		市场的大部分升幅一直受少数大盘股带动，而相关大盘股也受人工智能热潮刺激。我们认为此情况已导致估值高昂，并与通胀持续高企和出现经济衰退忧虑的情况不符，因此我们保持防御性取态。
美国价值股	+		鉴于息率相对偏高（与过去数十年相比），令收益率略为上升，我们看好价值股的长远前景。不过，我们也会留意质量和采取自下而上的选股方式，以了解投资目标的相关业务模式。
美国增长股	--		由于经济增长放缓可能令流动性减少，估值高昂的增长股可能较受影响。同时，若衰退风险消退（并非我们的基本预测），美联储的紧缩政策便可能影响长久期的科技股。因此我们避免投资于此范畴。
欧洲	-/=		有迹象显示市场价格正在反映经济放缓，但个别软数据和近期的盈利却令人鼓舞。我们保持平衡和谨慎的方针，并偏好能将投入成本转嫁给顾客而不会影响销量的企业。
日本	=		受本地经济活动改善、日元走势和通胀升温带动，近期的市场气氛改善，但我们亦谨慎留意全球经济增长放缓对日本出口的影响。
中国	+		预料中国经济将会温和复苏，政府会推出针对性的支持政策。虽然消费数据可能疲弱，但疫情后的回升趋势仍然带来个别投资机会。面对潜在的地缘政治风险，我们看好国内市场
新兴市场（中国除外）	=		在表现各异的新兴市场，我们认为估值具有吸引力，而盈利也可望回升。由于欧洲、中东、非洲和亚洲的增长趋势比发达国家稳定，相信盈利将会持续复苏。我们尤其看好巴西、越南和印度尼西亚等国家，但对泰国、沙特阿拉伯和马来西亚则保持谨慎。

固定收益	美国国库债券	=/+	近期部分强劲的经济数据和高企的通胀率导致核心收益率上升，但我们仍然认为经济将会陷入衰退，即使出现的时间会略为延迟。鉴于波动性高企和政策模糊，我们继续略为看好美国国库债券，并灵活管理投资。
	美国投资级别企业债券	=/+	由于息差收益具有吸引力、企业财政稳健及活跃的一级市场可能带来投资机会，我们略为看好此资产类别。然而，潜在的流动性风险令我们保持严格选债。就行业而言，我们看好金融行业。
	美国高收益企业债券	-	限制性的实际利率、金融环境收紧和现金流减少会令低评级企业的违约前景转差。一旦盈利环境转差，这些企业可能无法获得融资。
	欧洲政府债券	-/=	核心通胀率持续高企，加上我们预计欧洲央行收紧政策，令我们对核心欧洲久期略为谨慎，但我们正在仔细评估欧洲央行的立场和通胀情况，以确定转至中性立场的决定。
	欧洲投资级别企业债券	=/+	我们预计投资级别债券市场不会大幅放缓，因此仍然保持谨慎乐观的取态。但全球经济转差可能令欧洲受压，影响息差波动性。内部现金生成能力稳健的企业应该会造好。
	欧洲高收益企业债券	-	市场内高杠杆比率和低评级的范畴可能会出现更广泛的息差扩大情况，特别是当盈利受压时，因而令最有需要的企业可能面对更严重的流动性紧缩。
	中国政府债券	=	中国与发达市场脱钩带来分散风险的机会，但我们正在密切留意中国的政策和财政刺激措施方面的发展。
	新兴市场硬货币债券	=/+	硬货币债券的收益率具有吸引力，特别是巴西、墨西哥和印度尼西亚等国家。我们看好高收益债券多于投资级别债券，因为前者的息差具有吸引力，但必须严格选债。我们同时也留意高收益企业债券范畴。
	新兴市场本地货币债券	+	今年美元普遍偏软的趋势可能支持本地货币债券，因此我们继续看好，但必须严格选债。我们看好印度、罗马尼亚和墨西哥等国家，并偏好能提供优质息差收益的国家。

其他	商品	尽管石油输出国组织及其盟友扩大减产规模，但油价尚未反映需求放缓的忧虑。在价格回升前，市场会一直静候其他迹象。我们对2023年下半年完成前布兰特原油的预测目标价格，仍然约为每桶90美元。我们认为金价将会轻微上升至每盎司2,050美元，但由于美联储即将改变立场，金价仍会大幅波动。
	外汇	近期的美元升势似乎只属暂时性，主要由意料之外的经济趋势带动，但通胀回落应会容许美联储就经济衰退作出响应。随着高息优势减退，美元今年应会贬值。我们维持2024年第一季欧元兑美元的目标汇价于1.18。



数据源：东方汇理，截至2023年6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。本数据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

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 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」。