



Vincent MORTIER
集团首席投资总监



Matteo GERMANO
集团首席副投资总监

总体承险意欲

避险 承险



在滞胀环境下，避免增加风险，而是应该继续分散投资，转至股票和信贷中更优质、周期性更低的领域。

与上月比较变动

- 盈利衰退风险使我们短期内对欧洲持审慎态度。
- 在中国经济重启和政策支持下，对中国持正面观点。
- 由于日本央行坚持宽松政策，对日圆的乐观展望减弱。

总体承险意欲是全球投资委员会近期对总体风险评估的质化观点。

把握经济周期的分歧

在过去数周，随着通胀升温，各国央行采取行动和对经济增长的忧虑加剧，股票和债券的价格大幅波动。这些事件提醒我们形势正在大幅转变，滞胀风险再次出现，而各国央行则试图维护公信力。展望未来，经济增长、通胀和央行政策将会继续推动市场：

(1) 增长：我们在今年初已预期经济增长减速，但现在增长却明显放缓，特别是在欧盟，并出现技术性衰退的风险，主要是因为欧洲的私人消费和投资疲弱（欧洲受通胀影响最严重）。相反，美国的私人消费和投资强劲，应该能继续支持增长。但我们预计经济增长将会在 2023 年明显放缓，衰退风险则会增加。市场将会注视增长路径，更特别留意美国前景恶化的任何迹象。

(2) 通胀——尚未达到峰值，欧美各有不同的推动因素：预期的通胀高峰迟迟未到，而峰值也比最初的预期更高。推动美国和欧洲通胀的因素各有不同，美国的通胀主要由需求带动，而欧洲的主因则是供应限制，战争导致的能源冲击也进一步使通胀前景转差。在增长放缓的情况下，通胀亦应该会缓和。

(3) 央行面对恢复公信力的艰巨工作：一般而言，当通胀受到强劲的内部需求带动时，货币紧缩政策更为有效。然而，若通胀由外部因素（供应限制）造成，央行紧缩政策便难以控制通胀。因此，美国有更大的紧缩空间，而从欧洲央行宣布推出专门防分裂的工具来看，其处境更为严峻，因为央行必须处理欧盟金融分裂的问题。总体而言，我们认为当通胀到达峰值和市场焦点转向增长下降时，央行很可能会暂停并采取比最初表明规模更小的行动。

在波动性仍然极高的环境下，投资者应该继续分散投资，并避免增加风险，因为市场重新定价虽然已进行多时，但尚未结束。现在是时候转至优质领域，以及能够维持边际利润和具抗跌能力的业务模式。特别是：

- **近期债券抛售潮使个别债券更具吸引力，**因为价格已反映央行的强硬态度，而到了某个时刻，央行可能被迫减少行动，以免经济陷入衰退或进一步分裂。保险公司和退休基金的目前水平对投资者而言更加吸引，可能会限制收益率进一步上行的空间。**我们对美国 and 核心欧洲的久期的观点比以往更加正面，持接近中性的立场，**但总体上保持灵活的方针。在欧元区周边国家债券方面，我们保持中性立场，并密切留意分裂风险。
- **信贷——**鉴于对盈利的忧虑，**我们建议投资者转至优质信贷，**并在信贷范围（投资级别和高收益）内更加审慎选债。不过，由于美国消费和劳工市场强劲，应该会有利经济增长好转，因此我们仍然偏好美国投资级别债券。
- **股票——**我们总体上保持警惕，由于股价尚未完全反映欧洲盈利预测被进一步下调，加上高通胀的阻力可能会打击消费者需求，我们保持审慎。另一方面，美国的情况应该会相对理想，我们仍然偏好美国。类型方面，投资者应该在价值股、优质股和高股利股票当中选择周期性较低的股票。企业若拥有稳健财政和定价能力，并能够把成本增幅转嫁予消费者和保持边际利润，应该能在股市内表现理想。
- **我们对中国 A 股的观点变得更为更加正面，**因为 A 股似乎没有受滞胀风险急增的发达国家影响。我们也预期中国 A 股会受惠于中国经济重启和现有的刺激措施。
- **就分散投资目的而言，投资者应该考虑与股票和债券相关度低的大宗商品和策略。**货币方面，我们仍然偏好美元多于欧元，也颇为偏好日圆。



Pascal
BLANQUE
东方汇理资产管理
研究院主席

东方汇理资产管研究院:简述宏观大局

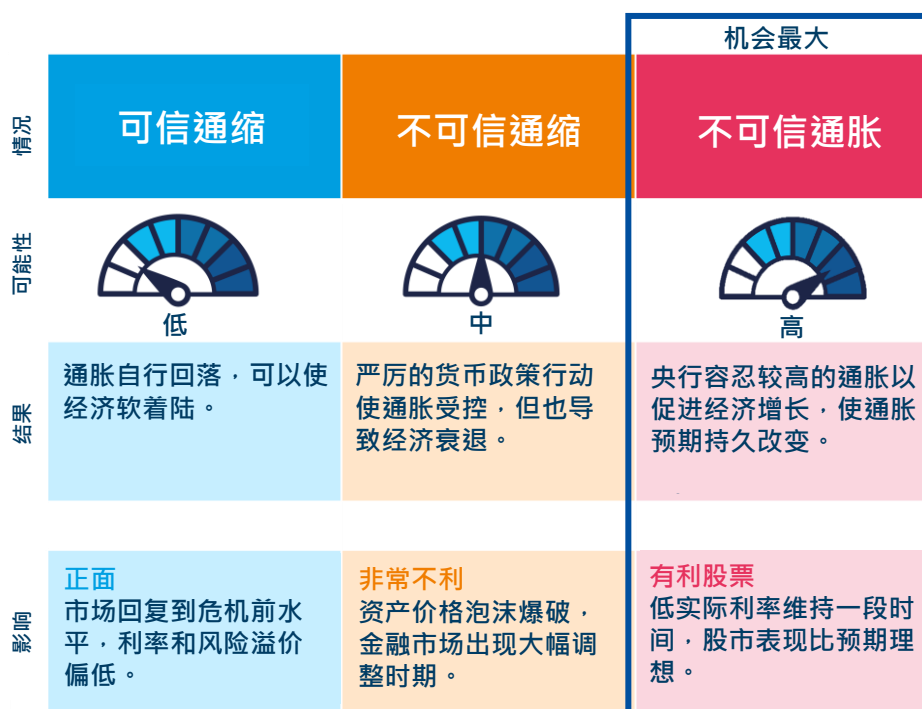
央行积极重建公信力

西方货币政策在几周内彻底转向。美联储自 1994 年以来最大幅度地上调利率，而欧洲央行也准备快将跟随。市场表现动荡，投资者质疑央行的公信力，同时出现经济衰退的可能性亦开始增加。央行的言论与市场观点之间的差距越大，使通胀受控的成本便越高，因为央行必须大幅度地收紧货币政策，才能控制市场对物价上升速度的预期。

现在，大部分人也从未面对过长期的高通胀，而目前的集体印象是央行更担心无法达到通胀目标，于是任意采取行动支持经济增长。然而，过去数十年的低通胀与货币政策的关系不大，反而源于其他因素（巧合），例如中国走进世界经济舞台，使全球劳工成本被压低。既然现在的通胀预期变得不稳定，便需要采取新的方针。我认为最可能出现以下三种情况：

1. **“可信通缩”**：近年的低通胀持续，央行重建公信力。在此情况下，可以使经济软着陆。金融市场将会回到危机前的水平，亦即利率相对较低，风险溢价也不高。现在的价格已经或多或少地反映这个情况，但部分估值过高的资产类别和市场领域表现受挫。除非通胀自行消退，亦即出现过去几十年因为各个巧合而导致低通胀的运势，否则出现此情况的机会极微。
2. **“不可信通缩”**：央行初期远远落后于形势，现在努力阻止长期低通胀的回忆再度出现和变得根深蒂固。货币政策行动会打击市场和经济活动，但却是遏止通胀的必要手段。在此情况下，投资者应该回避风险，等待风暴过去。经济将会衰退，而资产价格泡沫将会爆破，但之后便会回复正常。这是一个可行的情况，但政策制定者很可能缺乏展开这场漫长硬仗的决心。
3. **“不可信通胀”**：央行因为偶然或出错而没有落后于形势，但正作出重大的改变。央行会容忍较高的通胀率，以实现名义增长，这代表公众的心态也出现结构性变化，对通胀加剧的预期也会变成常态。在此情况下，股票表现可能会超过预期，而实际利率会维持偏低一段时间，使经济衰退风险延迟出现（但不会消除）。在此情况下，投资者应该通过实质资产应对通胀。这也是目前市场预测情况以外的另一个可能出现的情况。

央行言论与市场观点的差距越大，使通胀受控的成本便可能越高。



资料来源：东方汇理资产管理研究院，截至 2022 年 6 月 27 日。

多元资产

保持审慎，看好中国和美国

俄乌战争、能源供需情况和央行上调利率的影响正在接连打击市场。在增长受压之际，通胀的上行压力亦已形成了一段时间（金融抑制），两者将会影响企业盈利，特别是欧洲。政策措施使情况更加复杂，并会使金融环境收紧。我们认为投资者应该寻找相对价值和善用分歧：对欧洲股票保持审慎，并选择性地从美国的稳定性和中国经济重启中获益。在久期方面，未来的重点在于保持中性和灵活。此外，股票与债券之间的正面相关性，反映投资者需要通过大宗商品（如石油和黄金）等非传统资产类别来分散投资。

高确定性投资观点

我们对股票略为审慎，主要由于我们对欧洲抱持的立场，而就地区而言，我们仍然偏好美国。乌克兰危机及其对通胀和需求的影响，以及企业盈利疲弱，对欧洲的影响较为严重。在新兴市场，我们寻找相对价值的投资机会，并对中国持正面观点（相对于印度，因为大宗商品通胀的影响），因为中国与全球经济发展并不同步，而且政策宽松。

在固定收益方面，由于美国的核心收益率大幅上升，出现对经济增长的忧虑，我们正在降低对久期的审慎立场（美国和欧洲核心），并转至中性立场。然而，在通胀路径和央行终端利率尚未明朗的情况下，我们保持灵活。我们不再认为 2 至 10 年期英国收益率曲线会更陡峭。由于央行态度强硬导致短期收益率大幅上升，全球收益率曲线趋于平缓，可能会为英国短期收益率带来上行压力。我们建议投资者主动管理不同久期和地区的投资，以把握未来的投资机会。

在欧元区周边国家债券方面，我们对 10 年期意大利政府债券的正面观点减弱。欧洲央行的强硬态度和核心收益率普遍上行已经造成市场波动。我们正在密切留意欧洲央行为免欧元区分裂而作出的行动和发放的信息。此外，我们认为美联储收紧政策的决心可能会影响新兴市场债券，我们现在对后者持中性态度，但情况不断变化，我们保持警惕。在信贷方面，由于美国盈利稳定、消费和企业基本面强劲，我们仍然认为美国投资级别信贷带来投资机会。不过，由于利差扩大和违约率进一步增加的风险，我们对有关高收益领域的方向性观点保持警惕。现在有机会在波动性急升时赚取回报，但我们保持审慎选债。

一如所料，央行的政策决定正在影响外汇市场。日本央行决定坚持宽松立场后，应该会对日元造成压力，因此我们现在对日元兑欧元的乐观展望减弱。但我们维持对瑞士法郎兑欧元的正面观点，而在有利美国的庞大利差下，我们对欧元兑美元保持审慎。美元兑加元应该会继续表现良好。在新兴市场，尽管我们总体上对外汇保持审慎，但我们仍然对巴西雷亚尔兑波兰兹罗提和匈牙利福林持正面观点。雷亚尔应能受惠于大宗商品价格上升，而波兰和匈牙利则是大宗商品进口国，而且地理上接近乌克兰危机。

风险和避险

由于波动性大增，避险成本持续上升。我们建议投资者评估避险的成本效益，并就信贷、外汇和股票维持避险。投资者建立保护措施时，应该考虑即将到来的盈利季度和经济衰退（目前可能性有限）的潜在风险。

东方汇理对各资产类别的确信度

	1 个月变动	---	--	-	0	+	++	+++
股票								
信贷及新兴市场债券	↓							
久期	↑							
石油	↓							
黄金								

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(+ / ++ / +++)。有关评估可予更改。



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

“虽然市场已经对股票和收益率重新定价，但我们认为还未结束。投资者不应该增加风险，而是应该尝试把握全球经济前景不一带来的机会。”

固定收益



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

政府债券和投资级别信贷成为焦点

通胀压力、长期瓶颈和金融环境收紧可能导致部分发达市场陷入经济衰退。央行现正积极采取行动控制通胀，因此短期利率很可能会高于中性利率。市场面对的主要问题是必须多大程度地收紧货币政策，以及其对消费者需求和企业盈利的影响。**债券收益率可能会更加波动，但考虑到增长减慢和通胀到达峰值，目前的水平更具吸引力。**信贷方面，投资者必须考虑增加投资组合内的优质资产，并避开高风险的杠杆领域。

全球和欧洲固定收益

我们对久期普遍维持接近中性的立场，但鉴于终端利率含糊、通胀和有关经济增长的忧虑，我们对各地区和久期保持灵活立场。例如，**我们对欧洲和英国持略为审慎至中性的立场，但对美国则保持防御性态度。**在平衡通胀率方面，我们认为美联储的进取立场可能导致实际利率上升，因此不再抱持正面观点。我们留意欧洲央行政策发展，以及央行如何通过尚未清楚说明的反分裂工具应对欧盟分裂的议题，因此我们对周边国家债券维持中性观点。**中国债券继续提供分散风险的机会。**部分信贷有机会受惠于新发债券溢价的个别机会。普遍而言，**我们偏好美国投资级别债券多于欧盟，并相信基本面稳健，但随着有关增长和流动性的忧虑蔓延至高风险领域，便可能变得疲弱。**因此，投资者应该维持足够缓冲，从高风险债券转向流动性更高的优质 A 级债券。

美国固定收益

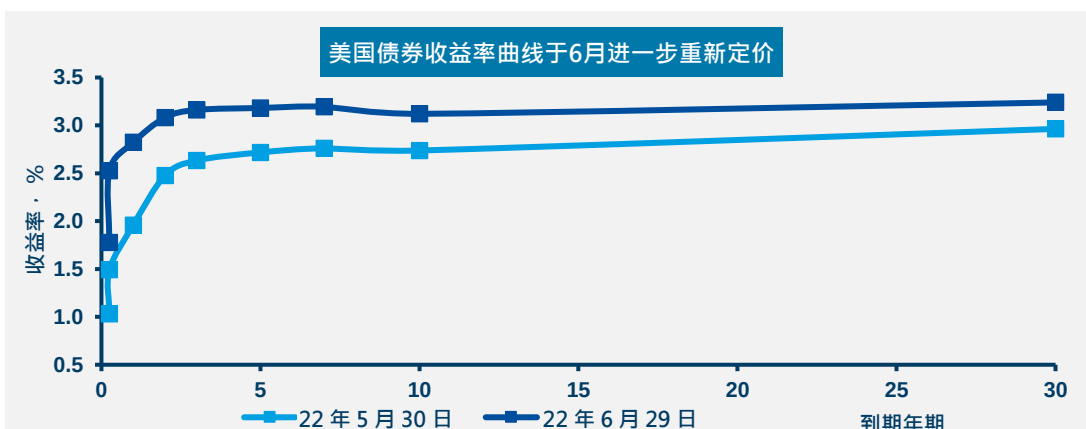
即使美联储继续致力实现“软着陆”，但由于美联储试图在遏抑通胀时不影响经济增长，因此我们认为将会留意经济增长放缓的情况。我们也认为就业和消费者需求仍然强劲，应该能防止经济于短期内衰退。因此，虽然市场价格已反映美联储大幅收紧政策，但收益率的风险仍然为双向。故此，**我们抱持接近中性的观点，但继续主动管理投资。**消费者资产方面，机构房贷抵押证券似乎已从量化紧缩的恐慌之中恢复过来，我们认为个别机构房贷抵押证券提供理想的投资价值。**在企业信贷方面，我们重视质量，并在过程中限制利差久期。**这一点非常重要，因为信贷估值（投资级别和高收益债券）已接近长期平均水平，但估值确实并不便宜（总体上），若流动性减少，估值将会受到影响。因此，流动性和个别企业因素仍然是优先考虑的重点。

新兴市场债券

我们对新兴市场总体保持审慎立场，并认为新兴市场的增长将会在 2022 年放缓，并在 2023 年回升。鉴于今年的走势，我们对久期的审慎立场稍微减轻。在硬货币债券方面，高收益债券比投资级别债券的估值更加吸引。至于本币债券方面，面对通胀的不明朗性，严格选债仍然至为关键，而我们对新兴市场外汇保持审慎观点。在地区层面，我们偏好较受大宗商品周期影响的国家（拉丁美洲和南非）。

外汇

鉴于对利率上升的预期，我们看多美元，但会密切留意利率走势。我们对欧元、日元和人民币保持审慎。在新兴市场，大宗商品出口国的外汇（墨西哥披索和智利披索）受惠于价格升幅，但东欧外汇则受压。



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，数据截至 2022 年 6 月 29 日。

“
在经济增长和通胀前景不明朗的情况下，市场可能持续波动，但目前的债券收益率水平使政府债券领域比以往更具吸引力。
”

股票

盈利面临考验的关键时刻

总体评估

我们已经强调多时，指出鉴于经济增长风险临近，估值并非完全合理，但市场近期才恍然大悟。对增长的忧虑、央行大幅收紧政策和高通胀等因素，导致近期出现抛售潮。展望未来，我们认为盈利增长可能会受到可支配收入下降、融资成本上升和投入成本增加（盈利可能向下修正）影响。然而，各个板块、地区和企业承受的影响会有所分别。拥有定价能力和独特产品的企业应该表现更理想。严格选股是创造长期回报的关键，我们也把握地区分歧，在短期内偏好美国和中国。

欧洲股票

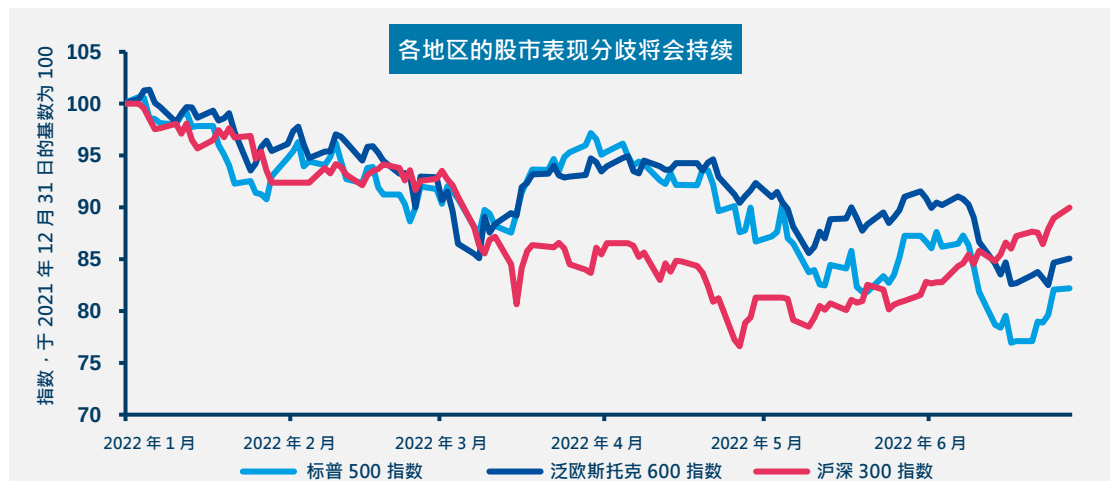
欧洲目前情况严峻，我们认为投入价格上升和上调利率将会影响企业盈利和估值。我们也留意到各个板块的估值高度分散，并认为投资者应该维持杠铃策略，一方面持有防御股（健康护理和必需消费品），另一方面持有周期性价值股（物料和工业）。不过，投资者必须保持平衡，投资组合应该倾向优质股，并留意企业的定价能力和财政实力，因为能够把投入成本升幅转嫁予消费者的企业很可能会保持边际利润。因此，我们继续严格选股，以此作为风险的主要推动因素。我们对信息技术和公用事业板块保持审慎立场，特别是估值高昂的领域，以及我们认为风险与回报的取舍并不吸引的领域。

美国股票

“财富效应”（资产值下降削弱非必需开支的意欲）加上高通胀，可能导致增长放缓，但经济衰退并非我们的基本预测情况。近期的调整使估值下降，但倍数并不低廉，而由于目前的边际利润高，企业仍然面对盈利修正的风险。另一方面，目前市场认为出现高通胀和增长放缓，但对此却未完全理解。我们继续偏好能够通过回购和股利为股东带来回报、并在投入价格上升的环境下维持运营效率的企业。我们在市场内定价合理的优质股和价值股领域发现这类企业。此外，我们于特定增长领域中发掘能够获利的企业，因为这些企业经过调整后变得吸引，但选股仍然是关键。不过，我们对没有利润的增长股保持审慎，并寻找稳定的股本回报率，价值股、美国银行，以及部分能源、物料和健康护理股也具备这个特点。但我们专注于市场内周期性较低和质素较佳的领域。

新兴市场股票

由于全球不明朗性持续，我们保持审慎立场。估值吸引加上各国持续出现明显分歧，使我们能够严格选股，我们看多大宗商品出口国（巴西、阿联酋）。在中国，由于预期需求回升，市场气氛好转，特别非必需消费品板块。总体而言，我们仍然偏好价值股多于增长股。



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至 2022 年 6 月 27 日。

“

定价能力是关键，
现在并非对财政实
力妥协的时候，因
为盈利受压只是迟
早的问题。

”



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

东方汇理对各项资产类别的观点

资产类别	观点	1 个月变动	理由
股票	美国	=/+	经济衰退并非我们的基本预测情况，但美联储在高通胀下继续收紧政策，可能会影响增长以至企业盈利。消费和劳工市场仍然强劲，我们严格选股，优先考虑价值股、优质股和高股利股票，同时避开估值高昂的增长股和超大盘股。
	美国价值股	+	过去一个月的抛售潮没有妨碍价值股的领先表现，但我们认为投资者应该严格选股，寻找周期性较低板块内的企业，并继续倾向优质股。在高通胀时期，投资者应该进行自下而上的深入分析，选择能够以股利等方式向股东发还剩余现金的企业。
	美国增长股	-	随着股票和利率继续重新定价，我们认为估值依赖未来现金流的增长型企业可能会进一步被拖累。虽然科技等领域的估值已下降，但仍不便宜，因此我们总体上对增长股保持审慎。
	欧洲	- ▼	俄乌战争使通胀压力加剧，可能对欧洲地区的需求造成压力，从而影响企业盈利（以至估值）。在此环境下，短期内我们保持警惕，并认为财政稳健和有能力把上升成本转嫁予消费者的企业应该能保持利润。
	日本	=	全球增长减速可能会拖累受出口带动的日本市场，但日圆疲弱可能有利日本股市。鉴于日本市场的周期性，我们持中性观点。
	中国	=/+ ▲	随着中国转至由国内消费带动的健康增长模式，中国与全球经济状况不同步、支持政策和经济重启，也使前景好转。我们看多内地股票，并继续严格选股。
	新兴市场	=	尽管于近期的重新定价后估值吸引，但我们保持审慎。在物色大宗商品出口国（巴西、阿联酋）和为强劲内需带动的企业时，我们严格选股并保持高度分散。总体而言，我们留意估值，并继续偏好价值股多于增长股。
固定收益	美国国库债券	=	随着美联储继续积极收紧政策，核心收益率同时面对经济增长和联邦利率上升的双重压力。我们暂时维持接近中性的观点，并略为倾向负面，同时继续准备因应终端利率和通胀发展调整立场。我们正在限制对美国国库抗通胀债券的观点。
	美国投资级别企业债券	=/+	我们对美国投资级别债券的观点仍然略为正面，特别是评级较高的信贷，因为其利差收益吸引，加上美国消费强劲，劳工市场也稳定。企业基本面亦强劲，因为企业能够把投入成本的升幅转嫁予消费者。不过，估值并不便宜。
	美国高收益企业债券	=	我们留意流动性和个别企业的因素，同时对高收益债券持中性观点。我们密切留意美联储对货币政策的进取立场可能引致利差扩大，并最终使金融环境收紧的情况。
	欧洲政府债券	=	经济不明朗性和欧元区分裂风险，加上高通胀和欧洲央行收紧政策，也使我们对核心欧洲久期持接近中性的观点。不过，我们继续对欧洲债券收益率曲线的不同久期保持灵活和策略性方针，并密切留意政策路径。我们对周边国家债券持中性立场。由于欧洲央行致力在不损害经济增长的情况下收紧政策，因此我们正在等待欧洲央行厘清防止欧盟分裂的新框架。
	欧洲投资级别企业债券	=	虽然企业基本面暂时仍然强劲，但经济增长的不明朗性持续、欧洲央行的强硬态度和对盈利的忧虑（由于高投入成本）稍为影响市场前景。投资者应该考虑在高度杠杆债券以外增持高流动性的优质债券。
	欧洲高收益企业债券	=	违约率暂时偏低，若经济环境恶化，便可能出现流动性问题。因此，为寻找财政稳健的投资目标，我们按照流动性和质量风险区分高收益债券。总体而言，我们不欲就此资产类别承担定向风险。
	中国政府债券	=/+	中国债券继续为全球投资组合提供分散风险的机会，加上中国人民银行采取温和宽松的立场，应该有利政府债券。
	新兴市场硬货币债券	=/+ ▼	我们对硬货币债券持略为正面的观点，并偏好高收益债券，因为我们相信后者的估值比投资级别债券吸引，但我们会维持自下而上的选股方针。
其他	新兴市场本币债券	=	本币债券领域表现分歧，我们偏向拉丁美洲（大宗商品出口国），对亚洲则保持审慎。鉴于美国上调利率和投资者可能转至安全资产，我们对新兴市场外汇尤其谨慎。
	大宗商品		大宗商品在通胀时期带来理想的风险分散潜力。在石油供应稀少的预期下，我们对石油持略为正面的观点，供应不足应该能抵销中期石油需求放缓（尽管价格出现短期波动）。我们预测的纽约原油三个月目标价为每桶 105 美元。
	货币		我们认为美元没有理由在短期内停止涨势，并认为在美联储态度强硬、美国生产力提升和欧洲经济增长放缓的情况下，欧元兑美元可能接近平价（六个月目标维持于 1.02）。

图例

▼ 比上月降级 ▲ 比上月升级



资料来源：东方汇理，截至 2022 年 6 月 28 日，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。



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。本文不拟提供于美国公民、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

东方汇理投资策略研究部
主管 - 东方汇理研究院

Laura FIOROT

东方汇理投资策略研究部
副主管 - 东方汇理研究院

Poi CARULLA

东方汇理投资策略研究部
- 东方汇理研究院

Ujjwal DHINGRA

东方汇理投资策略研究部
- 东方汇理研究院

Francesca PANELLI

东方汇理投资策略研究部
- 东方汇理研究院