

全球投资观点

债券和新兴市场在12月升市中表现突出



**Vincent
MORTIER**

集团首席投资总监

由于通胀压力下降和美联储的态度相对温和，债券和风险资产在最近数周呈上升趋势。不过，与投机相关的风险正在上升，因为市场价格已经反映2024年的大部分预期升幅。我们认为各国央行将会在2024年改变立场，并有望在5月或6月开始降息，而此举背后的原因也非常重要。我们认为经济减速（不仅是通胀缓和）将会促使美联储放宽政策，因为央行将会密切留意通胀率意外地上升的情况。我们认为以下主题可能是推动全球经济环境的主要因素：

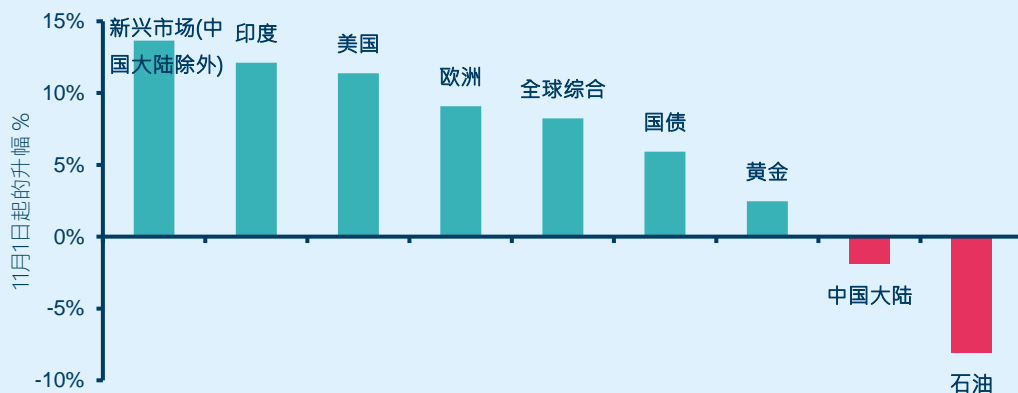
- **通胀正在缓和，但宣布成功遏止通胀言之过早。**美国核心通胀率仍然居高不下，欧洲央行对工资上涨表示担忧，因为这个情况有违市场对央行会在短期内降息的预期。央行可能会观望几个月才决定放宽政策。
- **美国和欧洲经济疲软。**劳工市场逐渐放缓，消费者对就业稳定性的观点转差，加强我们对美国经济在上半年陷入温和衰退的预测，再加上中国大陆经济减速，两者也会影响欧洲。欧洲的前瞻性指标疲弱，而亚洲其他地区和新市场应该能保持稳定。
- **欧美面对财政限制。**目前市场忽视美国长期债务可持续性的问题，并受美联储政策前景主导。在欧洲，德国的预算案是寻求削减开支的妥协方案，但可能会影响经济增长。
- **进入选举年，地缘政治局势成为市场焦点，**并由1月的台湾地区选举掀开帷幕。



**Matteo
GERMANO**

集团首席副投资总监

升势理想，但要注意升幅过高



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，2023年12月21日。资产类别以指数代表。股票以本地货币计算的MSCI价格指数代表。债券以彭博指数代表。



“虽然年末的升势可能带来一些战术性机会，但我们对股市保持略为谨慎的观点，因为市场价格反映经济温和增长、低通胀和低利率的预测情景。”

投资者可以留意以下资产类别：

- **跨资产**：即使近期收益率上升，由于经济可能在上半年受压，美国国债和部分政府债券可以作为分散投资组合风险的工具。另一方面，我们对发达市场股票保持略为谨慎的观点，但投资者不应该排除通过衍生工具把握潜在战术性升幅的机会。我们看多新兴市场，但随着巴西等市场表现理想后，市场可能会略为整固。在外汇方面，鉴于近期美元兑周期性外汇过度下跌，我们对美元的观点更接近中性，但维持对美元兑日元的谨慎观点。总体而言，我们继续通过大宗商品分散投资。
- **基本面具有吸引力的无风险收益率支持我们看多美国债券，但在近期上升之后，投资者应该保持灵活的久期管理方针。**欧洲的久期具有长期价值，但经历近期的强劲走势后，我们战术性地转至略为谨慎的立场。我们对日本保持保守观点，但十分主动管理投资。在企业信贷领域，美国投资级别和高收益债券的利差已收窄至2022年初的水平，使我们保持谨慎选债，并倾向选择高评级债券。
- **股票的运营和盈利环境充满挑战，经济在上半年后正常化将会使市场气氛普遍更加乐观。**目前，我们对日本保持中性观点，对美国和欧洲保持谨慎立场，特别是大盘股、成长股和七大科技巨头股。我们倾向保持平衡的立场，看多防御性、低贝塔值的股票，但并不局限于传统板块。此外，我们倾向看多欧洲和美国的优质股、价值股和股利为本型股票。
- **新兴市场经济增长强劲，盈利有望复苏，支持我们对股票的正面观点。**我们看多可选消费品和金融股票，而在国家层面，我们认为印度和印度尼西亚具有投资机会。在债券方面，美联储可能改变利率政策、新兴市场通胀缓和及经济增长强劲，也是我们持有相关观点的主因。在地区层面，我们看多拉丁美洲，并在主权债券和企业债券严格选债。



总体承险意欲



我们降低对风险资产的谨慎取态，以计及年末的战术性机会。由于经济即将减速，政府债券是理想的分散投资工具。

与上月比较变动

- **固定收益**：战术性地对核心欧洲久期采取略为谨慎的观点。
- **跨资产**：战术性地管理对股票的立场，总体倾向谨慎。在外汇方面，我们对美元的观点转至接近中性。

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. 在美国和欧洲公布最新通胀数据后，你认为为美联储和欧洲央行的政策会有何变化？

随着通胀的进展迅速和经济即将减速，核心收益率快速下降。市场预计限制性的货币政策立场将会在2024年大幅放宽。我们大致认同市场价格目前反映的预期降息幅度：市场预料美联储和欧洲央行会在2024年12月前降息130个基点，而我们则预计美联储将会降息150个基点，欧洲央行则降息125个基点。然而，我们对降息的时间另有考虑。虽然市场预计美联储和欧洲央行会在3月起降息，但我们认为央行可能会在5月/6月才行动。

投资影响：

- 美国久期：略有看多
- 核心欧洲：中性至略有防御性

2. 面对美国经济增长的忧虑和美联储可能改变立场，你认为美元的前景如何？

美元近期的跌势显示美国例外论对数据比预期逊色，一级市场对联邦基金利率下调进行大幅重新定价的应对受到打击。我们认为美元在短期内没有大幅下滑的空间。不过，一旦央行下调政策利率，美元可能再度疲软。同时，鉴于经济疲软和通胀回落，美元大幅上行的机会也不大。

投资影响：

- 对美元和欧元的观点接近中性

3. 中国台湾地区的选举会如何影响中国大陆，以至中美关系？

中国台湾地区选举很可能使中国大陆采取强硬立场，因为立场激进的执政民进党有望在1月的总统选举中胜出，但也可能会失去议会多数席位。在此情况下，有关中美竞争的地缘政治风险可能在中期内增加，并可能在全球新格局中推动近岸外包和供应链重新分配等主题。

投资影响：

- 股票：对中国大陆持中性观点，对中国台湾地区的立场谨慎
- 外汇：略有看多新台币，因为已经大致消化选举风险

“在通胀方面取得进展后，美联储似乎进入‘温和暂停’模式，但我们认为工作尚未完成。央行很可能会保持这种模式，直至第二季末才开始降息。”



Monica DEFEND

东方汇理资产管理投资研究院主管

在近期升市后，必须保持灵活性

央行的温和言论及通胀缓和最近一直为风险资产和债券营造正面的环境，虽然我们乐见市场回升，但对升势的持续性持怀疑态度，并认为在基本面不断转差的情况下，投资者可能要在2024年初面对现实。平衡长期投资观点与短期趋势的分散立场是提高潜在回报的关键。为此，我们仍然略为看多久期对发达市场股票持谨慎态度（稍微低于之前），对美元持中性立场，并在发达市场和新兴市场寻找投资机会。

高确定性投资观点：我们对美国和欧洲股票持谨慎态度，但认同回购和承险意欲改善可能会战术性推动股市，投资者可以通过衍生工具把握机会。鉴于日本国内的情况正在改善，我们对日本维持中性立场。在新兴市场方面，我们看多部分国家，但也认为投资者应该尝试通过个别国家从中获益，例如巴西。总体而言，新兴市场的前景乐观。

我们看多美国久期，而美国和加拿大的收益率曲线走陡。在欧洲，尽管收益率急跌，但我们认为疲软的经济增长仍然支持我们略为看多欧洲久期。此外，由于意大利被下调评级没有带来即时风险，我们继续稍微看多意大利国债。

日本方面，经济前景正面和预料日本央行会在2024年初结束负利率政策，使我们维持对日本国债的谨慎立场。

在新兴市场债券方面，由于美国基本面强劲和出现通缩，加上新兴市场通胀缓和，我们看多硬货币债券和本币债券。发达市场和新兴市场央行的立场更宽松，应该会降低与全球经济硬着陆相关的部分风

险。

另一方面，我们认为欧洲优质信贷具有潜力，但对美国高收益债券持谨慎态度。

外汇方面，经过近期的跌势后，我们对美元的观点转为中性，不再看多澳元。美元兑瑞典克朗等周期性外汇的走势过大。我们对瑞典克朗的立场转至谨慎，因为瑞典经济疲弱，陷入衰退。不过就美元兑日元而言，我们对美元持保守立场。在新兴市场，我们看多巴西雷亚尔兑美元和印度卢比兑离岸人民币。鉴于中东地区的以色列与哈马斯战争持续，我们仍然看多石油。

风险和避险：经济环境和对盈利的忧虑使我们对发达市场股票持保守立场，但我们认为期权性风险和衍生工具能协助投资者在不改变谨慎立场的情况下，把握任何短期上行空间。我们维持固定收益的保护措施。



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

“我们看多久期，但在收益率近期下滑之后，必须保持灵活性，而在发达市场股票方面，在不改变谨慎立场的情况下，可以选择利用期权性风险把握战术性上行空间。”

东方汇理对各资产类别的确信度



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。

美联储可能太早宣布成功遏抑通胀

总体评估：通胀率下降和央行态度温和导致收益率迅速回落，继而影响估值，但进入经济减速时期，债券仍然是分散风险的理想工具。不过，收益率可能会因为通胀而略为回升，因此投资者必须继续主动管理发达市场的久期，并倾向选择优质的信贷和新兴市场。

全球和欧洲固定收益：核心收益率大幅波动削弱了久期的吸引力，但随着欧洲经济渐趋疲弱，市场环境仍在不断变化。我们认为欧洲央行可能会在经济增长减缓时降息（对债券有利），但在此之前，通胀是足以带动收益率回升的主要变数。目前，虽然从战术性的角度而言，我们对欧洲久期的观点转至略为谨慎，但仍然保持灵活，并认为具有潜在的长期价值。在信贷方面，我们略为看多和偏好投资级别债券多于高收益债券，并通过消费品和汽车板块维持对优质债券的观点。我们对评级较低的高收益债券仍然非常谨慎，但认为BB级债券等欧洲高评级领域存在庞大差异，因此具有可探索的空间。总体而言，我们希望善用质量与回报的良好平衡。

美国固定收益：我们预计美联储会希望确保通胀真正受控，而其后出现的经济衰退可能促使央行降息，并很可能在第二季末开始行动。债券的收益率仍具吸引力，但现在的吸引力却略为下降。展望未来，由于市场尝试在美联储政策与经济增长前景之间取得平衡，利率将会更加波动。因此，我们继续看多久期，并认为美国国库抗通胀债券具有投资价值，因为目前的平衡通胀率已接近美联储的长期目标。在信贷方面，个别投资级别债券的利差具有吸引力，但投资者应该考虑把握这次升势。我们继续看多金融类债券（银行）多于非金融类债券，并认为这两个板块存在明显的差距。另一个基本面具有吸引力的领域是机构抵押贷款证券。住房供需错配的现象为房屋市场提供支持，但我们继续严格选债。

新兴市场债券：新兴市场的增长前景和美联储表示会在2024年降息，均支持新兴市场债券，但我们对特殊议题保持警惕。例如，由于石油输出国组织和盟友的支持不足以提振油价，我们正在密切留意石油出口企业。我们看多硬货币债券，并在主权和企业债券领域看多高收益债券多于投资级别债券。就地区而言，我们仍然看多拉丁美洲。在本地利率方面，我们严格选择，并偏好实际收益率具吸引力的国家。

外汇：由于美国利率上升和经济增长等美元先前享有的优势正在消失，我们对美元持中性观点。在新兴市场，我们继续看多个别高收益的拉丁美洲国家外汇兑美元，并看多墨西哥披索、巴西雷亚尔和印度卢比。



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
首席投资总监

收益率从峰值回落，但降低政策利率和经济减速有利债券



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，截至2023年12月21日。

“通胀尚未完全受控，收益率可能会略为上升和波动，反映投资者需要灵活地管理久期。”

在过度亢奋的市场中保持平衡



Fabio DI GIANSANTE
大盘股票部主管



Yerlan SYZDYKOV
全球新兴市场部主管



Kenneth J. TAUBES
美国投资管理部
首席投资官

总体评估：带动近期升势的主要因素为金融环境放宽，以及市场预期明年经济软着陆或不着陆。部分领域的估值与其盈利潜力不符，增加了评级下降的风险。不过，欧洲等个别市场可能会受惠于利率达到峰值和经济活动触底回升。我们继续严格选股，并物色美国、欧洲和日本等发达市场和新兴市场的价值股和优质股。

欧洲股票：实际工资增长使欧洲的消费保持强劲，而通缩则持续。我们看多能够支持边际利润和回馈股东的企业。其次，我们通过对优质周期股和防御股的观点维持平衡立场，但在两者之中，我们偏好估值较低的股票。在周期股方面，工业是我们主要看多的板块之一，但也有受惠于大幅回升的机会。在防御股方面，我们看多必需消费和健康护理板块，后者包括因为市场对GLP-1等治疗肥胖症药物的疗效反应过度热烈而被过度抛售的企业。在金融板块，我们认为部分银行可能会受到潜在暴利税的影响。相反，我们对科技板块持谨慎态度，但总体上看多具有上升潜力的优质业务模式。

美国股票：估值过高反映市场预期经济将会软着陆/不着陆，以及预测盈利增长强劲。不过，随着经济不断变化和前景更清晰，市场将会开始更加留意估值。因此，我们认为优质股和价值股是理所当然的选择，而投资者应该考虑加强防御性，但除了考虑传统的防御性板块，也可以利用各板块的特殊性投资机会。我们特别看多金融、银行和材料板块，但能源板块的吸引力正在逐渐减弱。在银行板块方面，我们看多存款稳定的企业，并密切留意贷款增长。收益率急降减轻了银行企业在债券投资未变现亏损方面的压力。但由于利率上升和劳工市场疲弱对消费的影响，我们对科技和个别消费品板块保持谨慎。总体而言，我们避免投资于缺乏资本纪律的企业。

新兴市场股票：新兴市场的盈利和经济环境正面，但市场之间的差异明显。我们看多价值股多于成长股，并看多可选消费品、房地产和金融板块（特别是印度和印度尼西亚）。然而，我们调低对健康护理、材料和能源板块的正面观点。就地区而言，我们看多墨西哥和巴西等拉丁美洲国家，因为它们在放宽政策方面的进展更快。我们也看多受国内增长动力推动的印度尼西亚和印度，以及阿联酋，而对台湾地区、沙特阿拉伯和马来西亚的态度则更加谨慎。

“市场预期经济会出现“完美”的状态，但我们认为会出现评级下降的风险，并偏好盈利稳定的股票。”

处于历史高位的纳斯达克100指数



资料来源：东方汇理资产管理研究院、彭博，2023年12月20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 | -/= | | 市场价格反映经济温和增长、低通胀和低利率的预测情景，导致部分领域的估值过高。我们维持平衡的观点，并留意盈利稳定的股票。 |
| | 美国价值股 | + | | 我们看多价值股的长期前景，但认为走势不会呈线性。在此阶段，我们也同时投资于优质股（边际利润抗跌力、独特产品）。 |
| | 美国成长股 | -- | | 市场盈利预期和高估值与可能出现的温和经济衰退不符。任何流动性紧缩也会对过热的领域造成更大影响。 |
| | 欧洲 | -/= | | 我们认同欧洲可能会从通胀缓和中受惠。我们的立场是严格选股和保持平衡，并偏好必需消费品和工业股。 |
| | 日本 | = | | 在其他发达市场面对增长压力之际，日本却表现强劲。此外，2024年第一季的工资谈判应该会进一步确定摆脱通缩的展望。 |
| | 中国大陆 | = | | 我们维持长期的正面观点，但短期而言保持中性，并留意政府如何平衡短期冲击以实现更长久的增长。 |
| | 新兴市场（中国大陆除外） | =/+ | | 部分新兴市场与发达市场之间的增长差距可能仍然偏高。我们看多印度、印度尼西亚、巴西和墨西哥。 |

| | | | | |
|------|------------|-----|---|--|
| 固定收益 | 美国国债 | =/+ | | 尽管收益率急降，但我们仍然看多和非常主动地管理久期，并偏好收益率曲线的中段。 |
| | 美国投资级别企业债券 | =/+ | | 我们留意到基本面从健康的水平轻微转差。鉴于经济将会减速，我们专注于金融类债券、优质债券和现金流。 |
| | 美国高收益企业债券 | - | | 由于低评级债券的违约情况转差，我们对这类资产保持谨慎，而优质和低质债券的差距更加明显。 |
| | 欧洲政府债券 | -/= | ▼ | 我们认为欧洲央行会在通胀率重返目标时降息。在市场上升后，出现不对称的风险回报情况，因此我们的立场转至略为谨慎（对意大利国债持中性观点）。 |
| | 欧洲投资级别企业债券 | =/+ | | 我们略为看多投资级别债券，并偏好消费品和汽车等板块的投资级别债券。我们对更容易受经济减速影响的领域保持审慎。 |
| | 欧洲高收益企业债券 | -/= | | 由于基本面正在转差，我们对CCC级债务等低评级领域采取非常谨慎的立场。我们认为评级较高的领域和短期债券具有投资价值。 |
| | 中国政府债券 | = | | 对全球投资者而言，中国债券仍然具有分散风险的优势，而政府的去杠杆化计划和中国人民银行的行动则成为关键。 |
| | 新兴市场硬货币债券 | =/+ | | 随着近期美国收益率下降，估值具有吸引力。考虑到利差水平，我们看多高收益债券多于投资级别债券，并偏好财政稳健的国家和企业。 |
| | 新兴市场本币债券 | =/+ | | 高利差收益、预期美元疲软和各国央行积极控制通胀均对本币债券有利。由于踏入选举年，我们严格选债。 |

| | | | | |
|----|------|--|--|--|
| 其他 | 大宗商品 | | | 石油的沽售压力过大，但也要考虑到早前推高油价的短期利好因素（石油输出国组织和盟友减产）影响力正在减退。我们维持布伦特原油价格的中期目标价为每桶85至90美元。黄金中期目标价为每盎司2,000至2,100美元。 |
| | 外汇 | | | 美元被大幅抛售使我们在短期内保持中性观点。目前的美元定价已经反映美联储将于2024年降息的预期。同时，我们认为美元不会大幅上升，并继续看多日元对美元的汇价。 |



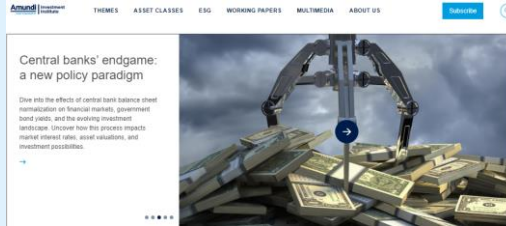
资料来源：东方汇理，2023年12月，观点与以欧元为基础的投资者相关。本文件为于特定时间对市况的评估，并不拟作为未来事件的预测或未来回报的保证。读者不应依赖有关资料，特别是作为任何基金或任何证券的研究、投资建议或推荐。本资料仅供说明和教学用途，可予更改。本资料并不代表任何东方汇理产品的实际当前、过去或未来资产配置或投资组合。

东方汇理资产管理投资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。

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。



东方汇理资产管理
投资研究院团队

Claudia BERTINO
投资观点及出版部主管
- 东方汇理资产管理投资研究院

Laura FIOROT
投资观点及客户关系部主管
- 东方汇理资产管理投资研究院

Poi CARULLA
投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理投资研究院

Ujjwal DHINGRA
投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理投资研究院

Paula NIALL
投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理投资研究院

Francesca PANELLI
投资观点及客户关系部
- 东方汇理资产管理投资研究院

重要资料

本文提及的东方汇理是指东方汇理资产管理。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士，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」。