

股市开始轮转和扩大升势

经济活动比预期理想、人工智能发展蓬勃，加上企业盈利可观，美国超大盘股上半年表现大幅领先美国其他市场。展望未来，我们认为升势可望扩大，不会呈线性发展，而是应该会分为多个阶段上升。公布7月消费物价指数后，美联储于9月降息的机会增加，因而出现股市轮换的早期迹象，而市场近期对芯片板块限制的忧虑，也进一步支持这个走势，为表现落后的领域和类别（小盘股、欧洲和日本）创造机会。盈利走势和以下主题现在成为关键：

- **预计下半年美国经济将会轻微减慢。**经济数据和调查也反映此趋势。经济减速的主要特点包括劳工市场重新调整、消费转差，以及富裕和低收入消费者的差距明显。
- **货币政策出错的空间极小。**过早降息可能会使通胀卷土重来，而推迟降息可能需要在未来大幅降息。因此，美联储、欧洲央行和英国央行等央行也保持耐性，并根据经济数据作出决定，而我们认为有关数据确定通胀减慢的趋势。
- **挥霍公帑和政府债务庞大将会影响利率。**随着美国快将举行大选，有关赤字支出将会如何影响长期借贷成本的讨论应该会更加激烈。为了推动经济自给自足和国内经济增长，欧洲可能需要增加区内的投资。

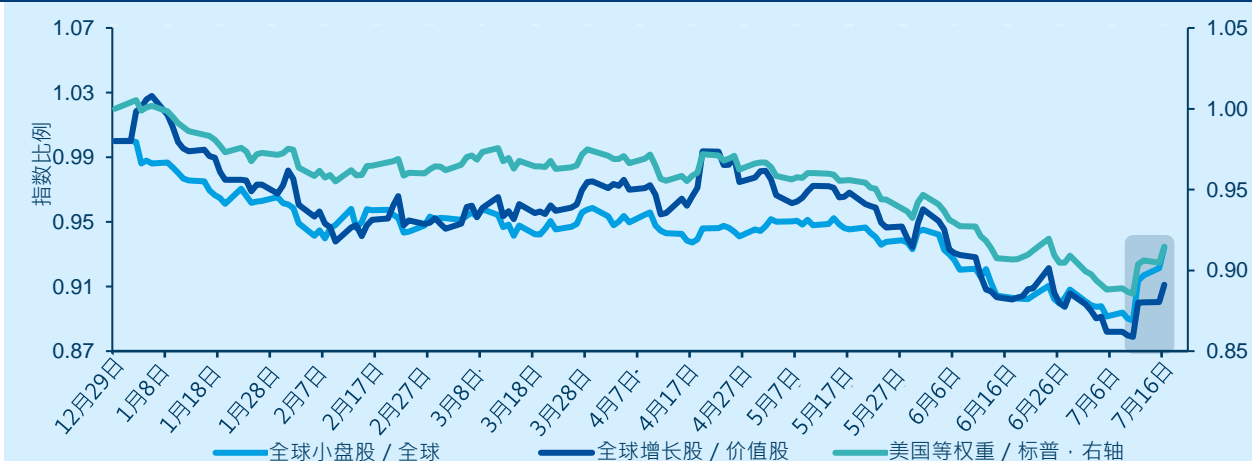


VINCENT
MORTIER
集团首席投资总监



MATTEO GERMANO
集团首席副投资总监

降息和盈利趋势将会成为升幅持续扩大的关键

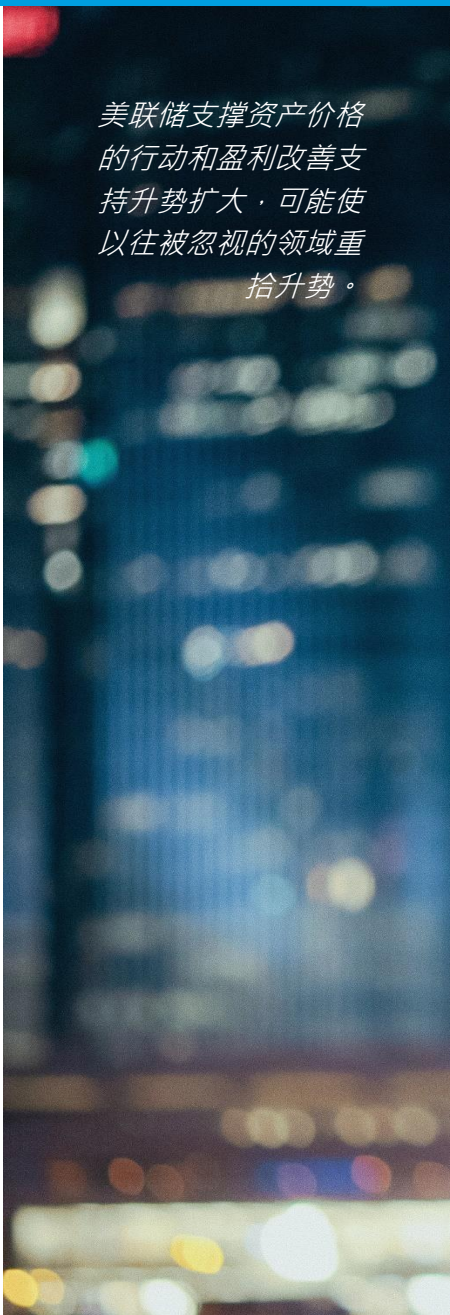


资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2024年7月16日。MSCI、标普500指数和标普等权重指数。

我们认为回归基本、留意估值和保持纪律十分重要。各大市场的部分领域的表现过热，当有触发因素（增长减慢、流动性危机、盈利逊预期）出现，市场走势可能急转直下。因此，投资者应该区分估值偏高和可望持续增长的领域。以下为我们的四大投资观点概要：

- **跨资产：美国大选和额外财政支出的风险可能影响中 / 长期债券收益率。**因此，我们继续看好美国和欧洲固定收益久期，但轻微调整立场。在墨西哥新总统上任后，我们下调墨西哥债券的观点，但总体仍然略为看好新兴市场债券。**股市分歧越来越明显**，我们转为看好日本。我们仍然略为看好美国、欧洲小盘股和英国，但已微调观点，并看好国内经济正在改善的英国。最后，由于地缘政治局势紧张和黄金需求持续，我们也看好黄金。
- **美国和欧洲通胀数据支持降息，因此我们继续看好美国国债和英国国债。**我们略为看好核心欧洲市场，并维持主动管理立场。在日本方面，我们密切留意日本央行的言论，目前立场接近中性。美国国库抗通胀债券也具有长期投资价值。品质仍然是信贷的重点，我们继续认为美国和欧洲的投资级别债券比高收益债券可取。虽然我们略为看好欧洲投资级别债券，但略为调低观点，以反映战略性市场变动。
- **美国股市部分领域估值高昂，估值需要驱动因素才能展现。**因此，我们对估值高昂的领域保持审慎，并偏好等权重美国市场、价值股和优质股。在欧洲方面，我们维持侧重防御性股票的杠铃策略，以及受能源转型和电气化等大趋势带动的优质周期股。
- **内需强劲和美联储改变立场支持新兴市场前景**，但我们审慎选择投资和评估个别风险，包括与地缘政治相关的风险。我们特别看好硬货币和本地债券，以及实际收益率具有吸引力的国家，例如印度和巴西。在股票方面，我们看好韩国、印度、巴西和南非。

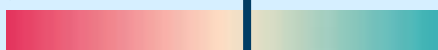
美联储支撑资产价格的行动和盈利改善支持升势扩大，可能使以往被忽视的领域重拾升势。



总体承险意欲

避险

承险



略为倾向承险，留意没有跟随大市升势和可能受益于盈利前景改善的市场领域。

与上月比较变动

- **跨资产：**看好日本股票，并略为调整对英国的立场；上调对黄金的观点，并下调对石油的展望。
- **固定收益：**略为看好欧洲核心国家，并上调对日本久期的观点。
- **外汇：**对英镑展望乐观。

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，反映全球投资委员会于2024年7月17日发表的每月观点。我们的观点或会调整，以反映市场和经济环境的变化。

三大热门问题

1

英国和法国的政局会对经济有何影响？

工党取得强劲的民意授权后，稳定的政局应会使英国受惠，但推行财政刺激措施的空间有限，而新政府似乎也明白这一点。在公共服务紧张和生产力低下的情况下，英国可能会推行小型刺激措施。在法国，债券收益率在公布大选结果后下降，但各个市场现正密切留意悬峙议会将会如何发展。我们的短期增长和通胀预测维持不变，并认为由于法国需要应付欧盟委员会规则下的中期财政整顿要求，因此推出大规模财政刺激措施的空间有限。

投资影响

- 英国：看好估值偏低的股票和防御性股票，看好英国国债和英镑兑美元。

2

为何美联储和欧洲央行的政策会出现分歧？

我们预计美联储和欧洲央行之间的分歧属暂时性，反映增长和通缩步伐略有不同，而且经济背景不尽相同。尽管美国经济增长将会在短期内“减慢”至潜在水平，但欧洲经济却正在“加快”至潜在增长。此外，欧洲内需仍然低于疫情前趋势，加上政策利率仍然处于过度限制性的水平，因此欧洲央行有更大诱因大幅降息。不过，美联储最终也会降息，因为一旦通胀率回落至2%的目标水平，美联储便会失去维持限制性利率的动机，因此美元升幅应该有限。

投资影响

- 久期：看好美国和欧洲核心国家久期。
- 2024年第四季欧元兑美元目标汇率为1.12。

3

你对中国大陆和近期的三中全会有何看法？

中国大陆的内需仍然疲弱，但出口强劲。由于美国是中国大陆的主要出口国，并与其进行地缘政治竞赛，此情况可能为中国大陆带来考验。因此，中国大陆有强烈的动机分散出口，但要实践却并不容易。在国内方面，共产党最近举行三中全会，重申以现代化、可持续发展和高质量发展为重点，并专注于高价值的制造业和技术。我们认为中央政府不会重犯推出大规模刺激政策的错误，而是会接受短期波动，为更稳定的长期增长铺路。

投资影响

- 对中国大陆股票和政府债券持中性观点。

经济增长、劳工市场和消费等宏观数据是影响央行降息决定的关键变数，任何数据波动也会影响政策决策的时机。

MONICA
DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



多元资产

作者

继续承险，但妥善分散投资

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

劳工市场重新调整和消费转趋疲弱，反映美国经济活动偏软，与此同时，美国财政赤字更受市场关注。在欧洲，预计经济增长今年可以回升至潜在水平，但可能出现一些脆弱性。在这种复杂环境下，我们略为看好风险资产，但投资者应该分散风险。从结构性角度而言，在赤字和地缘政治局势紧张时期，投资者也要考虑维持投资组合稳定性的来源，例如黄金。

我们看好股票，而在轻微上调对日本的观点后，看好发达市场的程度也略为上升。日本企业管治改善和潜在回购可为市场提供支持。我们也看好美国、欧洲小盘股和英国，但重新调整对英国的观点，并分散投资于中小盘股，藉此反映国内经济环境好转、盈利增长潜力和具吸引力的估值。由于新兴市场表现分歧，我们看好印度和韩国等个别国家。

债券方面，我们看好总体久期，但鉴于财政政策的风险和分散投资的策略，我们略为下调对美国的观点，并更加看好核心欧洲债券，因为我们认为此市场尚未完全反映欧洲央行降息的影响。我们仍然认为意大利国债具有投资价值，但相信通胀和日本央行的温和立场转弱应该会使日本债券受压。

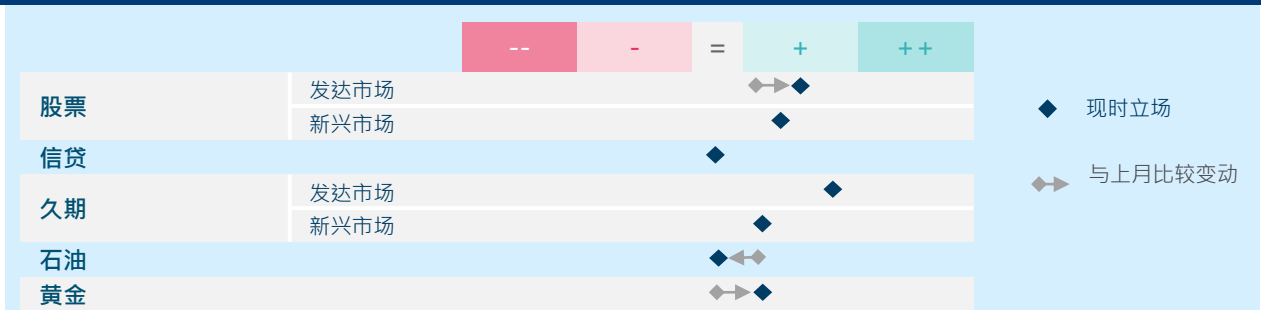
新兴市场债券普遍继续带来机遇，但薛恩鲍姆(Claudia Sheinbaum)取得压倒性胜利后，墨西哥出现极端改革和权力集中的风险。我们正在密切关注有关政策。在发达市场信贷方面，欧洲投资级别企业的基本面仍然稳健。

我们仍然认为美元是理想的分散投资工具，相信美元短期前景比个别G10国家外汇乐观。在大宗商品方面，由于石油输出国组织计划在第四季提高产量和供应，我们认为油价不会大幅上升。然而，在地缘政治风险和央行需求支持下，我们看好黄金。

最后，我们认为投资者应该考虑通过美国久期，以及美国和英国等个别发达市场的股票，为投资组合提供保护。

如果共和党胜出大选，美国会出现轻微的财政支出过度风险，因此我们已经调整立场，看好欧洲久期。

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，以全球投资委员会于2024年7月17日的最新观点为依据。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。

固定收益

美联储更有信心放宽政策

美国经济减慢和物价压力下降均反映美联储将会改变立场。同样，欧洲通胀回落，但核心和服务通胀等组成部分仍然高企。因此，尽管各国央行似乎正准备降低政策利率，通胀或经济稳定性的任何波动也可能促使央行保持耐性。在财政方面，赤字是厘定长期持有政府债券溢价的重要因素，鉴于美国和欧洲赤字高企、地缘政治局势紧张，以及贸易关税和障碍（这些因素会导致通胀）等风险，我们认为投资者在中期内必须保持主动。发达市场和新兴市场也有投资机会，并且侧重个别政府债券和企业信贷。

全球和欧洲固定收益

- 现在是策略性看好核心欧洲久期的时候。我们灵活调整此立场，以考虑通胀波动。我们看好英国和平衡通胀率。
- 在日本，我们策略性调整立场至接近中性，但长远而言会保持审慎。
- 在信贷方面，我们通过欧洲投资级别债券寻找优质债券。在高收益债券方面，我们主要通过消费品和房地产板块反映审慎立场，但认为BB级债券具有投资价值。

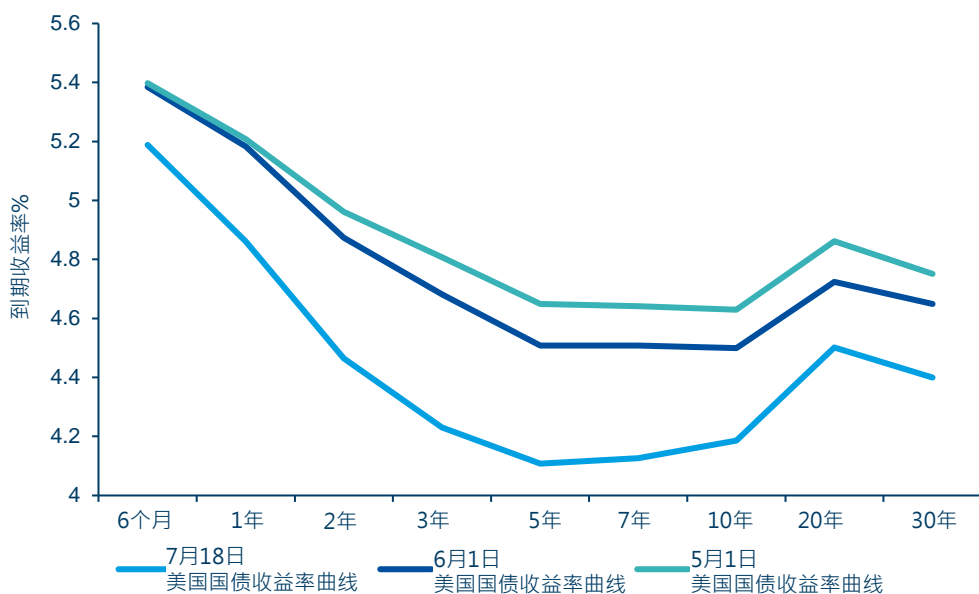
美国固定收益

- 尽管忧虑经济软着陆和资金可能流向优质债券，我们仍然看好和主动管理美国国债和美国国库抗通胀债券。
- 我们维持收益率曲线走峭的观点，并认为中短期债券具有吸引的投资价值。
- 我们更加看好优质的企业信贷，并认为投资级别债券比高收益债券和金融类债券可取。
- 证券化信贷具有吸引力，我们正密切留意房地产市场。

新兴市场债券

- 内需前景稳健和美联储可能放宽政策均有利新兴市场债券。我们审慎选债，偏好特殊主题。
- 印度具有长期投资潜力，而巴西利差收益也具有吸引力，但我们正在密切留意巴西的财政风险，以及拉丁美洲国家如何平衡与美国和中国大陆的关系。
- 我们也看好高收益和低贝塔国家，例如土耳其、埃及和乌兹别克。

通胀回落使美国国债收益率曲线向下



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2024年7月18日。

作者

AMAURY D'ORSAY
固定收益部主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRONDINI
美国投资管理部
首席投资总监

股票

盈利抗跌力是轮换配置持续的关键

股市主要受到降息预期、政局和经济动力推动。由于通胀缓和、近期经济数据好坏参半和劳工市场疲弱，预计美联储将会降息，支持了我们关于经济减速的观点。尽管如此，在受到降息预期带动和“坏消息对市场有利”的论调下，美国大盘股依然表现强劲。然而，股市开始出现轮换配置的迹象，此趋势如要持续，盈利季度将会成为关键。超大盘股的盈利增长可能已经到达峰值，而此时市场其他企业的盈利应该会回升。地缘政治局势也可能影响市场对技术股的投资意欲，可能会为美国价值股、欧洲、英国和新兴市场股票带来投资机会。

欧洲股票

- 由于估值具吸引力和资产负债表稳健，我们看好必需消费品和健康护理板块。我们也看好资本水平强劲、盈利增长高于市场水平的银行。
- 我们上调了对与绿色转型和人工智能相关的工业股（电气设备）的观点。
- 没有定价能力的企业和竞争激烈的板块均发出盈利预警，因此我们仍然偏好优质股。

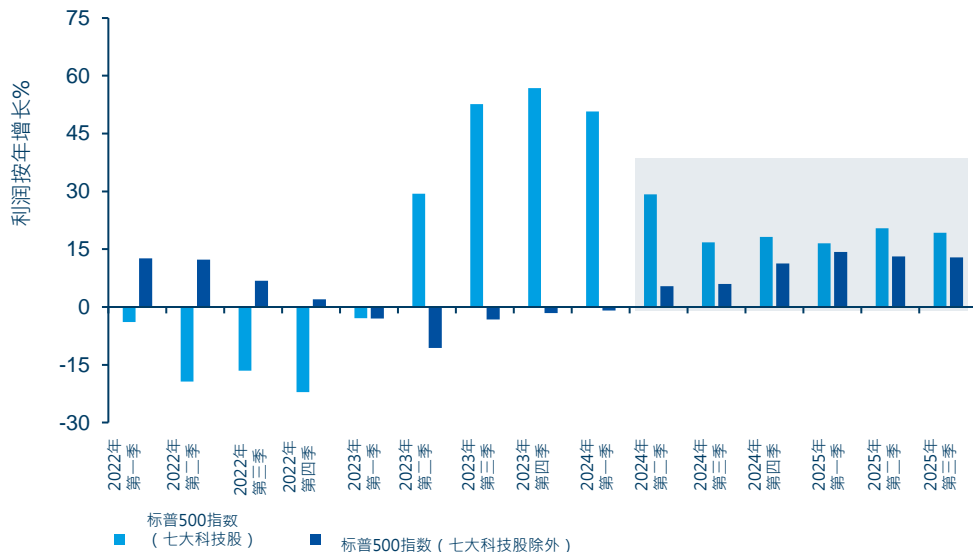
美国和环球股票

- 美国超大盘股的估值已大幅上升，但在公布6月消费物价指数后，升势出现改变的迹象。
- 我们对市值加权指数取态谨慎，看好等权重指数、价值股，以及能创造长期盈利的优质企业。
- 长远而言，我们密切留意财务赤字恶化和政府债务增加对企业融资成本造成的任何上行压力。

新兴市场股票

- 新兴市场企业的盈利可能会回升，特别是在下半年。尽管韩国和印度的估值偏高，但我们看好这两个国家的长期前景。
- 我们略为更加看好组成新联合政府后的南非及巴西。
- 从广泛的角度而言，我们正在评估中美地缘政治紧张局势（11月总统大选后）会如何影响中国大陆股市和其他新兴市场。

七大科技股以外股票的盈利增长会对轮换配置有利



作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRONDINI
美国投资管理部
首席投资总监

资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，2024年7月18日。从2024年第二季开始的外部预测。

东方汇理对各资产类别的观点

本月重点

- **欧洲核心债券**：随着通胀回落和欧洲央行降息，现在应该逐渐看好核心国家政府债券，如果经济环境转差，核心国家政府债券应该能防御部分风险。
- **英镑**：由于经济前景稳定会影响英国央行的利率决定，因此我们略为看好英镑。

股票和全球因素

地区	1个月变动	--	-	=	+	++	全球因素	1个月变动	--	-	=	+	++
美国					◆		增长股					◆	
欧洲					◆		价值股						◆
日本	▲				◆		小盘股						◆
新兴市场					◆		优质股						◆
中国大陆					◆		低波幅股票						◆
新兴市场 (中国大陆除外)					◆		动力股						◆
印度					◆		高息股						◆

固定收益和外汇

政府债券	1个月变动	--	-	=	+	++	信贷	1个月变动	--	-	=	+	++
美国					◆		美国投资级别债券					◆	
欧盟核心	▲				◆		美国高收益债券			◆			
欧盟周边国家					◆		欧洲投资级别债券						◆
英国					◆		欧洲高收益债券			◆			
日本	▲				◆								
新兴市场债券	1个月变动	--	-	=	+	++	外汇	1个月变动	--	-	=	+	++
中国政府债券					◆		美元						◆
印度政府债券					◆		欧元				◆		
新兴市场硬货币债券					◆		英镑	▲				◆	
新兴市场本币债券					◆		日元						◆
新兴市场企业债券					◆		人民币				◆		

资料来源：全球投资委员会于2024年7月17日发表的观点摘要。观点与以欧元为基础的投资者相关。观点范围从--到++，=指中性立场。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。外汇列表列出全球投资委员会的绝对外汇观点。

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」。