

2024年7月

通胀趋势、各国央行和地缘政治主导市场发展

最近几周的情况显示，除了央行政策和通胀趋势外，本地政治和其对国际关系的影响也是主导金融市场和经济方向的重要因素。就市场而言，由于美国通胀缓和，但劳工数据却显示经济强劲，市场对美联储降息的预期不断改变。我们认为通胀下降是央行作出决策的关键，这一点和以下主题将会主导市场：

- **经济增长速度不一。**我们略为上调今年的全球经济增长预测，主要因为新兴市场的预测作出调整。但在美国，劳工市场显示作为经济重要部分的消费将会逐渐减慢，而欧洲的经济活动应该会受国内需求和实际收入支持。
- **美国通胀持续减慢。**最近美国核心服务通胀率缓和让人鼓舞，但仍然存在一定的黏性。我们把2024年和2025年的总体消费物价指数预测分别上调至3.3%和2.5%。美联储也上调了2024年个人消费支出通胀预测。
- **各国央行政策不同步。**欧洲银行(欧洲央行、瑞士国家银行)已经开始降息。随着美国通胀率下降，与美联储的政策分歧将不会持续太久。此外，我们认为其他央行不会在美联储采取行动前作出决定。
- **我们早已强调地缘政治的重要性。**现在，贸易保护主义抬头(即贸易关税)和政治不确定性等主题正在发生。如果特朗普胜出总统大选可能导致美国与欧盟的关系恶化，并继续与中国大陆竞争。

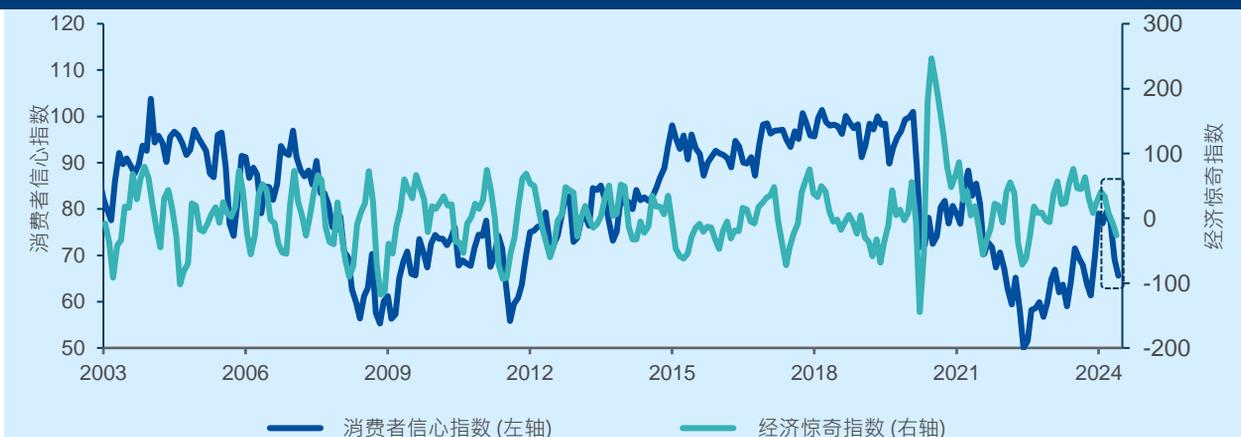


VINCENT MORTIER
集团首席投资总监



MATTEO GERMANO
集团首席副投资总监

美国消费市场的任何疲弱迹象也可能影响经济



以下是我们在经济周期末段的主要观点：

- **经济前景相对强劲，但部分风险资产领域的估值仍然偏高，这使我们继续略为看好总体股票。**不过，我们略微下调对发达市场股票的立场，并认为投资者应该考虑在部分领域设立保护措施。在债券方面，我们看好美国久期、核心欧洲，同时对日本持谨慎态度。在企业信贷方面，我们看好欧元投资级别债券。在其他地区，新兴市场债券在当地经济增长理想的情况下提供良好的利差收益。**我们认为其他重要的因素是各国央行和他们对通胀的立场。**我们认为相对强硬的澳大利亚储备银行有利澳元兑新台币，但我们不再对英镑兑欧元持谨慎态度。
- **价格压力下降和对降息的预期，使我们坚持对固定收益久期的立场，并总体上主动管理投资。**我们看好美国，特别是收益率曲线的前段，我们也看好机构债券和优质企业信贷，但认为低质债券在利率长期高企的情况下，可能会受高利息支出影响。在欧洲，尽管我们对久期持中性立场，但随着欧洲央行继续放宽政策，我们正在评估把观点改为看好的时间。另一方面，我们看好英国久期，但对日本持谨慎态度，并正评估此观点。欧洲投资级别债券的估值具有吸引力，我们继续看好，但对高收益债券则看跌。
- **股票方面，对于股价受人工智能带动的多家美国公司而言，实际的优势需要一段时间才能展现。**因此，我们对这些估值偏高的科技公司和超大盘股持谨慎态度，并看好能够实现持续盈利增长的优质和价值型企业。在欧洲，我们密切留意企业维持利润的能力，保持平衡立场，并看好必需消费品和健康护理股，但对信息技术股持谨慎态度。
- **新兴市场方面，美国降息、大宗商品价格走强和新兴市场增长的前景，暗示全球宏观环境对利差收益和新兴市场债券有利。**其他发达市场的宽松周期可能会推动投资者寻找更高收益的资产。我们看好硬货币多于本币。就国家而言，我们看好印度和墨西哥，而在股票方面则看好增长前景强劲的国家，例如韩国、阿联酋和印度尼西亚。

经济环境正在改善，但已大致反映在资产价格上。因此，我们略为看好风险。

总体承险意欲

避险 承险



市场气氛具支持性，盈利前景合理，但估值偏高，因此我们维持风险立场不变。

与上月比较变动

- 跨资产：看好英国股票的程度下降，对英镑兑欧元不再持谨慎态度。
- 在发达市场股票有设立保护措施的空间。

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6月19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

你认为今年美国劳工市场会如何变化？

有证据显示劳工市场正在重新调整，但迹象不一，数据有时更互相矛盾。工资和时薪的最新数据稳定，但5月的失业率上升至4.0%，也是自2022年1月以来最高水平。我们认为总体数据符合劳工市场逐渐疲弱但并未迅速恶化的趋势，显示下半年的消费增长可能会更明显减慢，影响总体经济增长。

投资影响

- 股票：对美国增长股保持谨慎，看好等权重股票、优质股和价值股。

2

你对美联储和欧洲央行的政策有何预期？

近期劳工市场温和走强，阻止了美联储在6月降息。但我们认为随着通胀逐步下降，美联储最终也会在今年降息两次，合共降息50个基点。另一方面，欧洲央行比美联储更早启动降息周期，为五年来首次降息。由于服务业通胀和工资增长压力正在减弱，使欧洲央行更有信心，我们认为欧洲央行会在今年再降息三次。英国央行可能会从8月开始降息，在今年内合共降息四次。

投资影响

- 久期：略有看好美国和英国久期，对核心欧洲持接近中性的观点。

3

你认为短期内中美欧的关系如何？

我们认为不论11月美国总统大选结果如何，中美博弈仍会持续。拜登和特朗普都可能继续与中国大陆竞争。鉴于特朗普对国际关系（包括与欧盟的关系）采取对抗的态度，欧盟将会谨慎处理疏远其主要贸易伙伴中国大陆的议题。新一届欧盟委员会将会面对平衡欧盟与中美关系的艰巨任务。在其他国家方面，印度全国民主联盟筹组第三届政府，尽管我们对该国的财政政策和政府支出保持警惕，但印度很可能迎来强劲的经济增长。

投资影响

- 对中国大陆股票持接近中性的观点。
- 看好印度股票。

在物价压力减弱的环境下，欧洲央行等央行将会继续降低政策利率，但时间可能因各个国家/地区的发展而有所不同。

MONICA DEFEND
东方汇理资产管理
投资研究院主管



多元资产

作者

市场气氛乐观，但需要采取保护措施

FRANCESCO SANDRINI

多元资产策略部主管

在美国经济表现稳定、盈利相当强劲的情况下，市场一直看好风险资产。不过，劳工市场出现疲弱迹象，而经济的脆弱领域也面对高融资成本的风险，为风险资产创造了略为正面的环境。但鉴于过剩的情况增加，通胀可能再次波动，投资者应该考虑对发达市场股票的个别领域采取保障措施。

在发达市场股票方面，基于风险管理原因，我们下调看好英国的程度，但认为英国股票应该会从侧重防御性股票和价值股的特点受惠。我们也继续看好美国和欧洲小盘股，因为有关股票分别拥有稳健的盈利和温和的经济增长。目前利率高企，随着各国央行展开宽松周期，股票应该会受益，但我们认为需要就发达市场采取保护措施。新兴市场的优势受到亚洲和墨西哥的个别增长情况支持。

我们仍然看好美国债券，并相信美国和加拿大收益率曲线将会走陡。尽管通胀率高于美联储的目标，但仍在下降，家庭消费转弱应该会影响美国的经济增长。另外，我们也看好欧洲。欧洲央行已开展降息周期，而随着通胀降温，央行将会继续通过降息来刺激经济。意大利债券的收益率也具有吸引力。然而，我们对日本持谨慎态度，并密切留意日本央行立场温和的任何迹象。

欧洲投资级别债券展示强劲的基本面和稳健的利差收益。新兴市场债券也同样拥有具有吸引力的收益率，而发达市场的央行降息的可能性只会促使投资者更积极寻求收益。美元可能在短期内走强，因此我们严格选债。

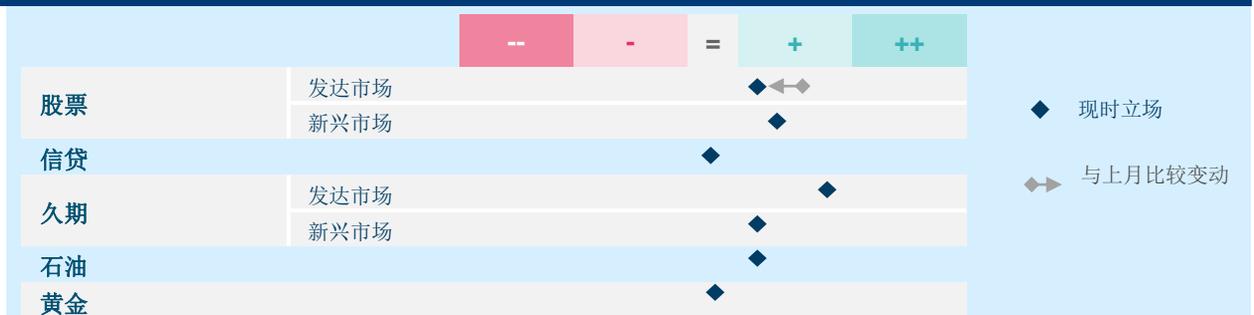
在外汇方面，我们现在看好澳元兑新台币，前者应该会受到相对强硬的央行和中国大陆的经济增长支持。巴西雷亚尔兑欧元和印度卢比兑离岸人民币也提供良好的利差收益。在发达市场，经过近期的走势后，我们现在对英镑兑欧元不再持谨慎态度。美联储对降息保持耐心，使我们继续看好美国兑瑞典克朗和瑞士法郎。最后，我们认为多元资产投资者应该通过保护美国久期及美国和英国股票的方式，为投资组合设立保护措施。另一方面，石油仍然是应对地缘政治紧张局势的理想避险工具。

JOHN O'TOOLE

多元资产投资方案部主管

我们继续略为看好风险资产，但下调对英国股票的立场，并认为投资者可以通过个别股票领域进行避险。

东方汇理对各资产类别的观点



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6月19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

各国央行的分歧未必持久

目前的通胀数据减慢，显示年初的数据可能只是通胀减慢的反常现象。虽然这个情况使收益率下降，但美联储保持耐心，似乎并不急于采取行动。在决策过程中，美联储可能还要考虑经济活动减慢、就业数据和工资增长等因素，因为这些因素对服务业通胀非常重要。由于目前的利率对经济的限制过多，美联储最终也会降息。因此，对投资者而言，随着各国央行(欧洲央行)开展宽松周期，从长期战略角度来看，政府债券具有良好的投资价值。我们认为从总体主动管理投资的方针而言，美国和英国久期带来投资机会。此外，对于追求额外收益的投资者而言，发达市场的优质企业信贷和个别新兴市场债券也具有吸引力。

全球和欧洲固定收益

- 在通胀减慢的情况下，英国债券具有吸引力，而我们暂时对核心欧洲持接近中性的立场。我们认为可能会在短期内改变对欧洲的立场。
- 我们对日本政府债券持谨慎态度，但正在进行检讨。
- 欧洲投资级别债券提供良好的利差收益和质量，我们看好金融类债券和次级债务。但总体而言，我们对高收益债券持谨慎态度，非周期性领域的BB级信贷具有投资价值。

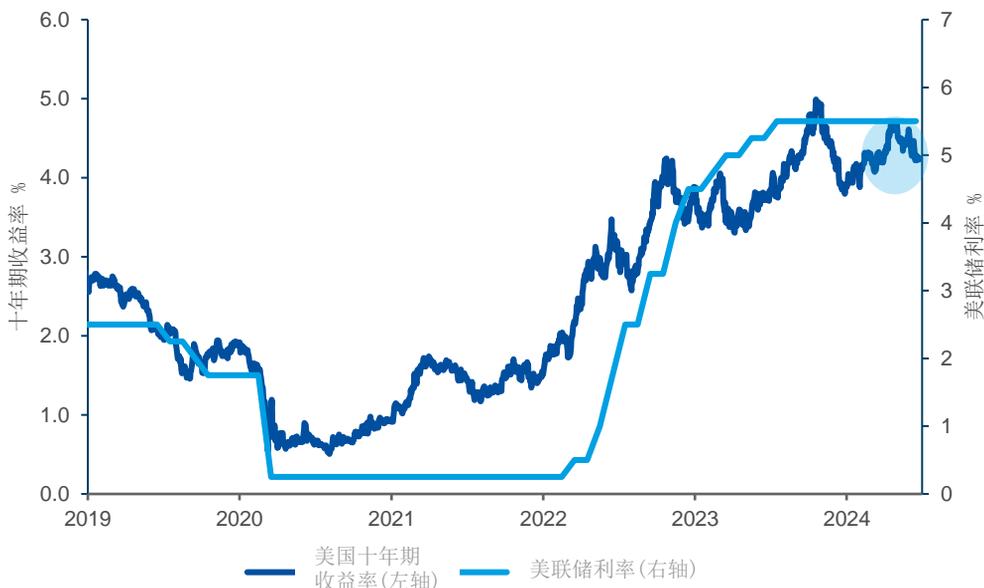
美国固定收益

- 在收益率走势的支持下，我们维持长久期的立场（曲线的短期和中间部分）。
- 在信贷方面，投资者可以考虑转向优质债券，我们看好投资级别金融类债券。进一步的升势可能会带来机会，让投资者选择性地改变对高估值领域的观点。
- 与其他板块相比，机构抵押贷款证券具有吸引力，也具备高流动性。

新兴市场债券

- 宏观环境支持新兴市场债券。随着美联储降息，可能有利在新兴市场寻找收益的投资者。
- 总体而言，我们看好实际收益率高的国家，并认为严格选债很重要。
- 例如，我们看好印度，即使大选结果让人意外，但当地债券和货币的波动性偏低。
- 在拉丁美洲，墨西哥债券将会受惠于央行降息。

美联储暂时维持利率不变



资料来源：东方汇理资产管理投资研究院、彭博，截至2024年6月26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

选股：留意财务实力和定价能力

美国股市近期屡创历史新高，市场寄望人工智能(AI)会有助于提高企业和宏观层面的盈利，但目前最大的问题仍然是AI能否在未来五至10年内提高总体经济的盈利。在欧洲，由于政治消息趋于稳定，股市收复部分失地。展望未来，我们认为市场价格已经反映显著的潜在生产力增长和稳定的经济活动。因此，不论是在美国或全球，也难以想象下一波上升趋势将会仅仅受倍数扩张或利率带动。因此，我们专注在发达和新兴市场物色能够维持盈利增长和估值合理的优质企业。

欧洲股票

- 我们的观点可以称为杠铃观点。
- 我们留意估值具有吸引力和预期盈利趋势理想的防御股。
- 我们也看好资产负债表稳健和与能源转型和电气化等结构性主题相关的周期股。
- 在板块层面，我们看好必需消费品和健康护理板块，但对技术板块的态度更加谨慎。

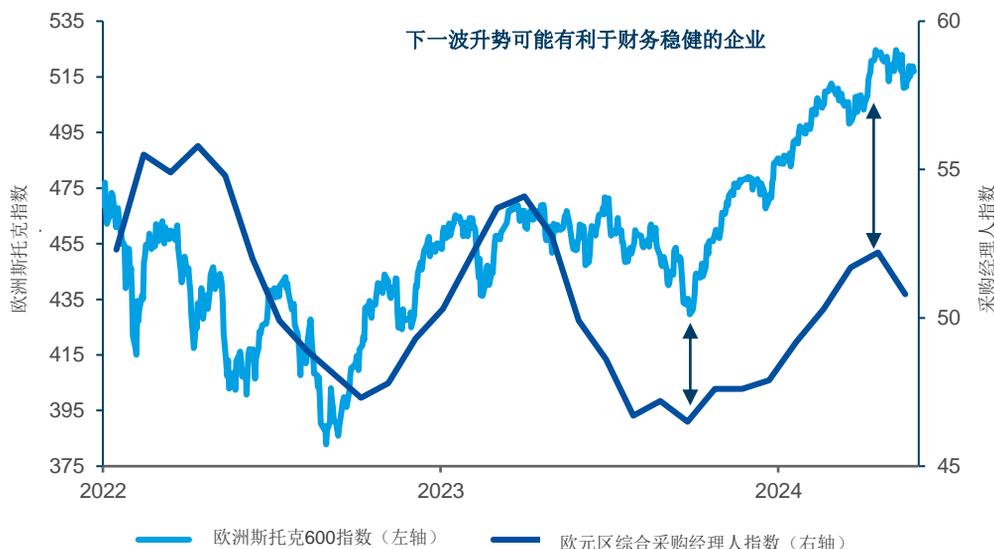
美国和环球股票

- 我们继续专注于在各板块寻找资产负债表稳健和估值合理的领先企业。我们看好等权重指数，多于偏重科技股的市场。
- 我们看好金融和银行等其他板块，相信应该会表现理想，而且也不会带来人工智能过度发展的风险。
- 我们也看好优质材料板块，以及美国优质股和价值股。

新兴市场股票

- 经济增长强劲，为新兴市场股票创造有利的环境。此外，新兴市场股票应该会受益于绿色转型等全球主题。
- 在国内需求和出口的支持下，印度尼西亚（金融板块）、韩国和印度等出现结构性增长的国家长期而言应该会表现理想。
- 在拉丁美洲，我们继续看好巴西（但程度略低于以往），同时也密切留意财政风险。

前景正在改善，但继续反弹需要更多实质内容支持



作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
环球新兴市场部主管

MARCO PIRODINI
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6月25日。

观点

东方汇理对各资产类别的观点

本月重点

- **欧洲股票：** 鉴于欧洲和英国的增长前景相当强劲和预期降息，我们继续略为看好欧洲和英国。英国仍然是价格具有吸引力的市场，也具有高股利率和防御性倾向。

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6月19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」。