

後期週期環境持續發揮作用

強勁的美國經濟（由於消費和財富效應）和強勁的今年盈利預期正在推動近期股市上漲和殖利率上升。現在，最大的問題是，考慮到已經強勁的市場趨勢，這種情況是否可以繼續下去，而這些盈利預期是否可信？

在經濟方面，過去的強勢讓我們預測美國經濟放緩不會那麼嚴重，因此延長了週期末期的環境。儘管如此，我們並不認為這是新週期的開始，並預計今年稍後日子會出現經濟放緩，並持續通貨緊縮。以下列出的因素對於了解經濟和市場的方向至關重要：

- **美國勞動市場**。由於儲蓄增加、消費減少、勞動力市場疲軟（僱用大量勞動力的中小企*面臨壓力）加上投資低迷，需求可能會放緩。
- **貨幣政策分歧，通脹成為焦點**。儘管日本央行在17年後升息，但聯儲局和歐洲央行正在尋求降息，但希望首先確定未來通脹的方向。
- **美國選舉和地緣政治**。隨著我們進入更活躍的活動階段，波動性可能會上升。地緣政治和環球高債務風險可能為黃金提供長期支撐。
- **新興市場的韌性**。我們小幅上調了新興市場的增長預測，主要是因為亞洲和印度國內需求和出口強勁。然而，我們對中國經濟增長的預期並沒改變。

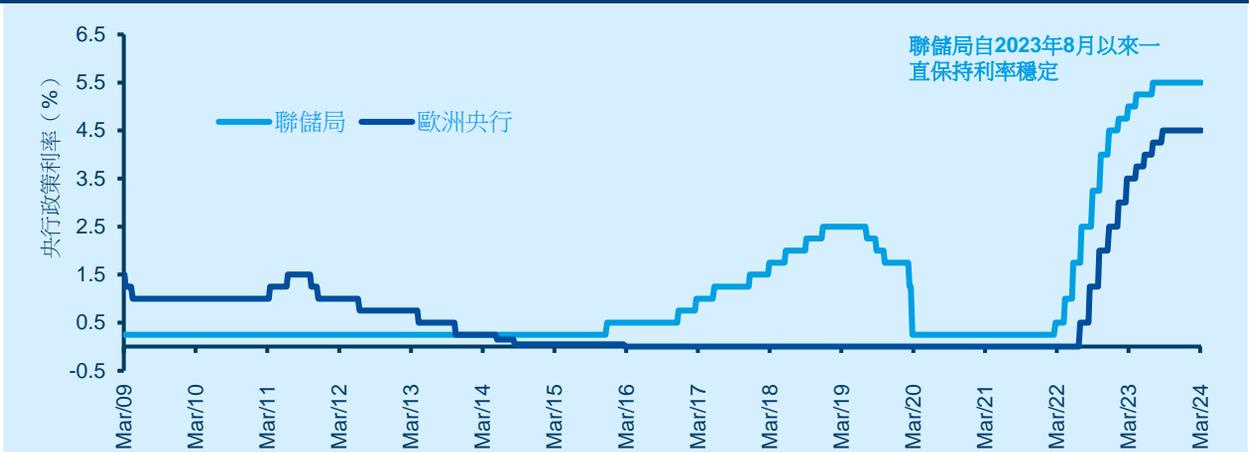


VINCENT MORTIER
集團投資總監



MATTEO GERMANO
集團副投資總監

隨著通脹接近目標，聯儲局和歐洲央行可能會降息



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年3月29日。*中型及小型企業。



鑑於這種背景，我們概述了我們在以下選定領域的立場：

- **多元資產。**風險資產已經反映了盈利和增長前景的改善，並繼續受益於積極的市場情緒。在不承擔額外風險的情況下，我們維持積極的久期立場。在債券方面，我們對意大利國債（BTP）亦略顯樂觀，但對日本政府債券持謹慎態度。在股市方面，我們整體看好。我們對日本股市持略微樂觀態度，對美國股市和歐洲股市則持中立態度。在新興市場，我們看好債券和股票（印度、印尼、南韓）。在外匯方面，我們看到美元、巴西雷亞爾、印度盧比有所走強，但根據近期走勢調整了我們的觀點。整體而言，我們更傾向於採取多元化立場，對當前環境下至關重要的地緣政治緊張局勢（石油）提供充分的保護。
- **在固定收益領域，通脹的演變將成為政策行動的主要驅動力，考慮到這一點，我們對美國和英國的久期保持積極和樂觀。**在歐洲，在最近殖利率上升和歐洲央行發出鴿派訊息之後，我們現在接近中性，但對日本國債持防禦態度。在企業信貸方面，投資等級信貸的基本面仍然強勁，但低評級信貸（CCC）的違約率正在上升，特別是在美國。因此，可能出現基於質量的更高分散度。因此，我們的重點是質量，我們發現較低期限的信貸有選擇性地具有吸引力。在歐洲方面，我們更青睞投資級而非高收益債券，並維持對較高質量（BB）或短期期限的偏好。
- **美股的過度情緒支持採取等權重策略。**我們透過探索防守型特殊機會而不是任何特定的傳統領域來保持平衡。另一方面，在工業領域，優質材料選擇性地成為有吸引力的子行業。在歐洲方面，我們較喜歡將優質週期性股票與防守型立場結合。該地區的低迷增長將持續下去，這導致我們升級消費必需品，同時我們對科技持謹慎態度。整體而言，我們喜歡日本和美國的優質和價值投資機遇。
- **我們對新興市場的結構立場持樂觀態度。**我們將各國的財政風險和外部脆弱性等因素與自下而上的觀點結合。這使我們對印度、印尼、南韓國、拉丁美洲（巴西、墨西哥）持正面態度。新興市場債務應受惠於聯儲局降息以及新興市場持續通貨緊縮。然而，地緣政治和特殊風險讓我們保持警惕。

我們承認風險資產的趨勢強勁，但高估值阻礙了我們從結構性角度大幅上調風險資產。

整體風險情緒

避險



冒險

經濟和情緒好於預期，但對盈利和估值的疑慮仍然存在。稍微向右移動，選擇性地利用週期後期階段。

與上個月相比的變化

- 多元資產：對歐洲股市持中立態度
- 固定收益：由於企業基本面和較佳的技術面，我們對歐盟高收益的評級小幅上調至中性。在新興市場方面，印度債券略顯樂觀。

整體風險情緒是由各種投資平台表達並在環球投資委員會（GIC）共享的對風險資產（信貸、股票、大宗商品）的定性觀點。這反映了一個月內從一個環球投資委員會（GIC）到另一個環球投資委員會（GIC）的觀點。我們的立場可能會進行調整，以反映市場和經濟背景的變化。

ECB=歐洲央行、DM=發達市場、EM=新興市場、CB=央行、IG=投資級、HY=高收益。BTP=意大利國債、JBG=日本政府債券。有關其他定義，請參閱本文件的最後一頁。



三大熱點問題

1

您如何評估過去幾週股市的表現？

市場似乎在這樣的信念下運作：通貨緊縮過程將持續下去，而且聯儲局的轉向幾乎為必然。儘管通脹放緩的故事仍在軌道上，但由於聯儲局和歐洲央行仍然依賴數據，降息的時間和幅度可能會出現不確定性。除了聯儲局的看跌立場之外，經濟活動和勝於預期的盈利等良好基本面亦提振了包括股票在內的風險資產。只要通貨緊縮沒有受到嚴重質疑，市場就可以繼續受益。

投資後果

- 從多元資產角度來看，對股票、週期性大宗商品和通脹掛鉤產品略持樂觀態度。

2

美國、歐洲2023年第四季獲利的主要趨勢是什麼？

截至3月8日，約99%的標準普爾500指數企業已報告其截至2023年12月的季度業績。事實證明，本季美國市場表現非常強勁，其中以通訊服務、非必需消費品和科技業為首。這些產業的盈利增長遠強於預期，分別為53%、37%和24%（年比）。然而，歐洲的情況有所不同，截至所有公司公佈財報時，預計第四季將是連續第三個季度盈利出現負成長。

投資後果

- 偏向美國的優質股、價值股、同等權重市場
- 青睞歐洲優質股、日本價值股

3

您如何看待近期中國全國人大會議的成果？

全國人民代表大會並沒有為我們的經濟增長帶來推動。我們認為今年8.2%的財政赤字目標高於2023年，雖然有適度擴張，但不足以重振需求。因此，儘管政府設定了5%的增長目標，但我們仍堅持3.9%的目標，低於共識。在通脹方面，消費疲軟意味著消費者物價指數（CPI）通脹應該保持在較低水平，而過剩的製造業產能可能會影響企業的利潤率。

投資後果

- 對中國股票持接近中性態度
- 對中國政府公債持中性態度

如果我們看不到經濟放緩且通脹亦不令人意外，市場情緒可能會保持樂觀。然而，過剩領域已經出現，凸顯了保持警覺的必要性。

**MONICA
DEFEND**
東方匯理投資研究所
所長





多元資產

作者

在市場繁榮中保持紀律

市場情緒在戰術上支撐風險資產，我們預期美國利潤不會衰退。但增長或盈利方面的任何失望都可能影響自滿的市場。同時，如果沒有關於經濟增長的負面消息，這意味著這種反彈可能會持續下去。因此，**我們不會冒太大風險，而是保持謹慎態度，有選擇性地在盈利增長較為明顯的亞洲尋找機會。**此外，投資者應保持對沖和多元化立場。

我們對發達市場股票持近乎中立的立場，承認環球範圍內的細微差別。例如，我們對美國持中性態度，並將歐洲升級至中性，主要是為了緩解風險，但對日本持略微樂觀態度。在新興市場方面，我們對印度、印尼和南韓保持樂觀態度。在南韓，由於盈利改善和公司治理可能會改善，我們略微提高了正面看法。

由於收益率具有吸引力、降息潛力和多元化收益，我們對美國和歐洲的久期持樂觀態度。然而，鑑於政府債務高企以及未來通脹意外，我們將保持積極態度，並對收益率進一步上升的機會保持警惕。由於歐洲核心公債殖利率可能走低，我們對意大利國債（BTP）亦持樂觀態度。然而，日本央行最近終止負利率政策的舉動證明了我們對日本政府債券的謹慎看法合理。我們正在監控其未來行動以及增長和通脹趨勢。

我們對企業信貸質量和有吸引力的估值的偏好沒有改變，因為我們看到未來的差異化越來越大。因此，我們看好歐洲投資級債券。新興市場債券提供有吸引力的利差，新興市場通脹正在放緩。但我們承認「最後一哩通脹」存在困難，並相信利差壓縮的空間越來越有限。同時，近期美元走強可能會對回報產生小幅影響，因此我們保持警覺。

策略上，我們對美元兌瑞典克朗和美元兌瑞士法郎略顯樂觀，但對美元兌日圓持謹慎態度。在新興市場方面，我們看好巴西雷亞爾，但現在更傾向於針對歐元表達這一觀點。對於印度盧比兌離岸人民幣，我們在表現強勁後降低了立場，但相信這仍然提供良好的利差和基本面。

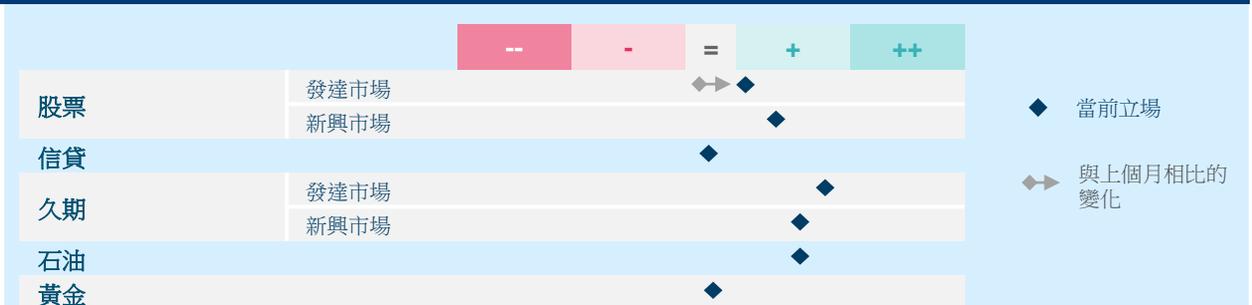
即使美國通脹正在下降，我們亦不能排除暫時意外的可能性，這凸顯了維持美國久期保護的必要性。此外，石油仍然是抵禦中東等地緣政治風險的良好工具。

FRANCESCO SANDRINI
多元資產策略部主管

JOHN O' TOOLE
多元資產投資解決方案部
主管

我們對發達市場股票以及最近對歐洲的股票採取了中性立場，而沒有增加估值過高的細分市場的風險。

東方匯理多元資產信念



資料來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的多元資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向 (+/-) 和信念強度 (+/++)。本評估可能會發生變化，並包括對沖成分的影響。FX = 外匯；BTP = 意大利國債；BoJ = 日本央行；JGB = 日本政府債券；BoE = 英倫銀行；NIRP = 負利率政策；DM = 發達市場；EM = 新興市場。有關其他定義和貨幣縮寫，請參閱最後一頁。



固定收益

套利很有吸引力，但要與信債質量互相平衡

聯儲局和歐洲央行傳遞的訊息一直集中在通脹下降對其降息的重要性上，即使關於中性利率是否已經走高的爭論仍在繼續。就市場而言，隨著核心殖利率走高且圍繞經濟活動的正面情緒持續存在，市場調整了降息預期。後者甚至已經進入企業信貸市場，但展望未來，我們不能忽視特殊信貸事件的風險，特別是在評級較低的領域。因此，我們對面臨過高利息成本的高負債企業持謹慎和自律的態度。然而，我們對發達市場和新興市場債券的優質債券持樂觀態度，這些債券的利差強勁。

環球及歐洲固定收益

- 在歐洲央行相對鴿派之後，我們對歐洲久期的看法回到中性，並對英國保持樂觀。但我們對日本保持謹慎。
- 在信貸方面，我們喜歡銀行類而不是非銀行類，因為如果經濟減速，工業企業將遭受更大損失，並支持投資級債券。
- 在高收益債券方面，我們持謹慎態度。評級較低的信貸將因經濟放緩而遭受較大損失。不過，在小心選擇的情況下，我們喜歡具有吸引力利差且基本面相對較好的短期債務。

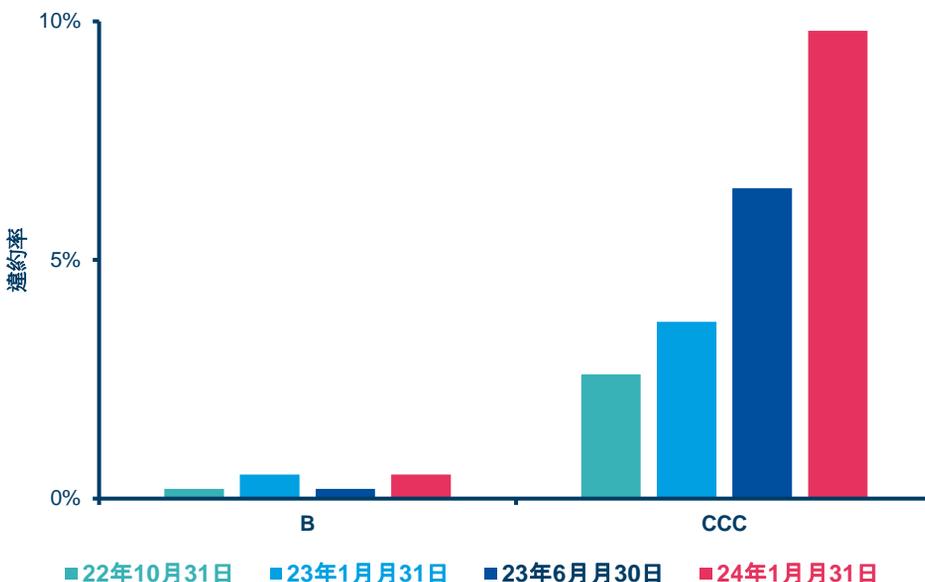
美國固定收益

- 我們對久期保持略顯樂觀但靈活的態度，並正在監測通脹和利率波動。政府公債的收益率仍然具有吸引力。
- 在企業信貸方面，我們對投資級債券的偏好仍高於高收益債券，對金融類的偏好高於非金融類。一般而言，短期信貸價值較佳。
- 儘管證券化信貸的利差最近有所縮小，但它們仍然具有長期價值。

新興市場債券

- 在一個通脹放緩、資產類別可能因聯儲局降息而提振的地區，我們保持樂觀態度。
- 然而，這呈現出許多獨特的故事，例如印度（利差有吸引力、央行審慎）、埃及（與多邊機構達成協議）、阿根廷。
- 我們看好硬通貨債券和企業債，但考慮到利差和波動性有限的預期，我們更傾向於高收益債券。

保持警覺：美國CCC級債務違約正在上升



作者

**AMAURY
D'ORSAY**
固定收益部
主管

**YERLAN
SYZDYKOV**
新興市場部環球總監

**MARCO
PIRONDINI**
美國
投資管理部
投資總監

資料來源：東方匯理投資研究所、穆迪投資者服務公司，最新數據截至2024年3月26日。12個月滾動數據。



股票

基本面是不穩定市場中的指南針

股市的定價反映了經濟增長的樂觀前景，這已導致今年的股市上漲非常強勁，最近漲勢有所擴大。充足的流動性和強勁的利潤進一步推動了這些趨勢，尤其是在美國。然而，如果我們深入挖掘，我們會發現細分市場之間的差異——大型股的盈利一直好於市場的其他部分，這在某些情況下導致了極端估值，儘管收益率有所上升。因此，在高度分散的情況下，我們從較基本的角度看待機遇，整體持平衡態度。就產業而言，我們偏好美國價值股、日本以及更廣泛的優質股（高利潤、差異化產品等）和股息股，包括歐洲和新興市場。

歐洲股票

- 我們認為，在這個市場上，將優質週期性股票與防守型股票結合非常重要。特別是，我們升級了對消費必需品防守型股票的看法。
- 另一方面，我們喜歡銀行股，因為其高股息和盈利增長。然而，我們對全權委託和科技持謹慎態度（儘管比以前略有減少）。
- 整體而言，鑑於估值幾乎沒有令人失望的空間，盈利至關重要。

美股及環球股票

- 漲勢正在擴大，但我們不認為現在是增加風險的時候。我們對大型股保持謹慎態度，看好價值股。
- 我們採用平衡的方法，探索估值有吸引力的細分市場，例如等權重方式。一方面，我們喜歡防守型，但我們不喜歡透過傳統產業來表達我們的觀點，而是青睞特殊的企業。
- 我們亦喜歡優質的金融類和材料類股。

新興市場股票

- 整個新興市場的結構性機會，例如在亞洲（印尼、印度），但需要十分小心選擇。
- 就國家而言，我們看好南韓，因為其股利和公司治理有所改善。在中國方面，有股票回購的趨勢，但我們還沒有改變我們的觀點。
- 在巴西方面，我們對政府對企業部門的任何干預保持警惕。
- 然而，我們對台灣和馬來西亞持謹慎態度。

勢頭強勁，但這種情況能持續多久？



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，2024年3月25日。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
新興市場部環球總監

MARCO PIRONDINI
美國
投資管理部
投資總監



觀點

東方匯理資產類別觀點

本月焦點

- **新興市場外匯**：從中期角度來看，我們對新興市場外匯持樂觀態度。近期，我們注意到秘魯、巴西、匈牙利等新興市場央行表現審慎，採取適度寬鬆的貨幣政策，維持貨幣強勢。

股票和環球因素

地區	與上月相比的變化	--	-	=	+	++	環球因素	與上月相比的變化	--	-	=	+	++
美國					◆		增長					◆	
歐洲					◆		價值					◆	
日本						◆	細價股					◆	
新興市場						◆	優質						◆
中國					◆		低波動性					◆	
新興市場 (中國除外)						◆	動量					◆	
印度						◆	高股息	▼				◆	

固定收益及外匯

政府債券	與上月相比的變化	--	-	=	+	++	信貸	與上月相比的變化	--	-	=	+	++
美國					◆		美國投資級					◆	
歐洲核心					◆		美國高收益			◆			
歐洲外圍					◆		歐洲投資級					◆	
英國					◆		歐洲高收益	▲				◆	
日本			◆										
新興市場債券	與上月相比的變化	--	-	=	+	++	外匯	與上月相比的變化	--	-	=	+	++
中國政府債券					◆		美元					◆	
印度政府債券	▲				◆		歐元			◆			
新興市場硬通貨債券					◆		英鎊			◆			
新興市場本地貨幣債券					◆		日圓					◆	
新興市場公司					◆		人民幣			◆			

資料來源：東方匯理，25日。對歐洲投資者的相對觀點。觀點範圍從--/+，每個類別都可以左對齊或右對齊。= 表示中立立場。本材料代表在特定時間對市場的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育之用，並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。外匯圖表顯示了環球投資委員會的絕對外匯觀點。

在一個日益複雜和不斷變化的世界中，投資者表達了迫切的需求，需要加深了解環境和投資實踐的演變，以便設定資產配置並幫助構建自己的投資組合。東方匯理投資研究所位於環球投資流程的核心，其目標是為所有客戶（分銷商、機構和企業）提供思想領導力，就所有資產類型，加強在這些主題方面的建議、培訓和日常對話。東方匯理投資研究所匯集了東方匯理的研究、市場策略、投資見解和資產配置諮詢活動。其目的是表達東方匯理的觀點和投資建議。

追蹤本行動態：



瀏覽 www.amundi.com 深入
探索東方匯理的見解



撰文

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察及刊印部主管

Laura FIOROT——投資洞察與客戶部主管

Poi CARULLA——投資洞察與客戶部專家

Ujjwal DHINGRA——投資洞察與客戶部專家

Paula NIALL——投資洞察與客戶部專家

Francesca PANELLI——投資洞察與客戶部專家

定義縮寫

貨幣縮寫：USD=美元、BRL=巴西雷亞爾、JPY=日圓、GBP=英鎊、EUR=歐元、CAD=加幣、SEK=瑞典克朗、NOK=挪威克朗、CHF=瑞士法郎、NZD=紐西蘭元、AUD=澳元、CNY=人民幣、CLP=智利比索、MXN=墨西哥比索、IDR=印尼盾、RUB=俄羅斯盧布、ZAR=南非蘭特、TRY=土耳其里拉、KRW=韓圓、THB=泰銖、HUF=匈牙利福林。

重要資訊

MSCI資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。MSCI資訊均無意構成投資建議或作出（或不作出）任何類型投資決策的建議，且不得以此為依據。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。MSCI資訊「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。MSCI、其各附屬公司以及參與或涉及編譯、計算或製作任何MSCI資訊的每個其他人（統稱為「MSCI各方」）明確否認所有保證（包括但不限於對原創性、準確性、完整性、及時性、不侵權、適銷性和特定用途的適用性的任何保證）。在不限制上述任何規定的情況下，任何MSCI方均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性（包括但不限於利潤損失）或任何其他損害承擔任何責任。（www.msclub.com）。《環球產業分類標準》（Global Industry Classification Standard，簡稱GICS）SM由標準普爾和MSCI開發，是標準普爾和MSCI的專有財產和服務標誌。標準普爾、MSCI或參與制定或編制任何GICS分類的任何其他方均不對此類標準或分類（或透過使用其獲得的結果）作出任何明示或暗示的保證或陳述，並且該等關係方均特此明確否認對任何此類標準或分類的原創性、準確性、完整性、適銷性或特定用途適用性的所有保證。在不限制上述任何規定的情況下，標準普爾、MSCI、其任何附屬公司或參與制定或編制任何GICS分類的任何第三方均不對任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性或任何其他損害（包括利潤損失）承擔任何責任，即使已被告知發生此類損害的可能性。

本文件僅供參考。本文件並不構成出售要約、購買要約邀請或任何證券或任何其他產品或服務之推薦。所引用的任何證券、產品或服務可能未在您所在司法管轄區的相關當局註冊出售，並且可能不受您所在司法管轄區的任何政府或類似機關的監管或監督。本文件所載之任何資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。除非另有說明，本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司（Amundi Asset Management S.A.S.），截至2024年4月1日。多元化分散投資並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司（Amundi Asset Management S.A.S.）的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。此外，在任何情況下，東方匯理均不對因使用本文而造成的任何直接、間接、特殊、懲罰性、後果性（包括但不限於利潤損失）或任何其他損害承擔任何責任。首次使用日期：2024年4月2日。本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司（SAS），資本為1,143,615,555歐元，屬受法國金融市場監管機構AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GP04000036；總部地址：91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com。