

## 市場、經濟與估值：爭論激烈

經濟活動強勁，加上市場對央行政策和企業盈利的預期，一直在推動資產價格。某些領域的估值過高，例如利潤率亦很高的大型股。然而，關鍵問題是這些高利潤率是否證明當前估值合理？在環球競爭加劇和消費者疲憊不堪的背景下，這些企業是否能夠快速增長營收，同時維持利潤率？另一方面，判斷經濟走向變得越來越困難。我們認為以下因素對於未來至關重要：

- **美國經濟放緩但明顯減慢**：由於財政推動有限/不存在，加上企業部門緊張，我們看到國內需求放緩。到目前為止，消費一直受到儲蓄下降甚至過度借貸的支持。但隨著勞動市場疲軟，這種依賴可能會減弱，進而影響經濟。
- **歐洲的增長分歧/持平**：德國面臨許多結構性挑戰，由於投資和出口疲軟，德國可能成為今年主要的落後國家。西班牙等國家的情況應該會稍微好一點。在此背景下，歐盟集體財政和政治力量在綠色轉型中扮演重要角色。
- **貨幣政策**。從上半年末開始，美國聯儲局、歐洲央行和英國央行可能開始降息——今年聯儲局總共降息100個基點，歐洲央行和英國央行降息125個基點。如果通脹持續下降，我們認為聯儲局沒有理由維持利率限制。

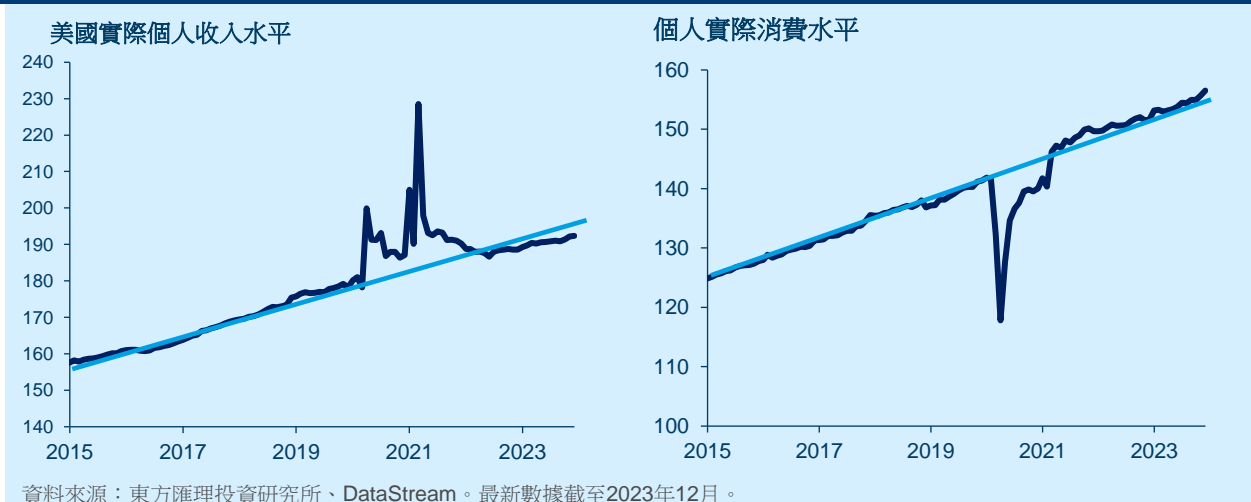


VINCENT MORTIER  
集團投資總監



MATTEO GERMANO  
集團副投資總監

### 隨美國實際個人收入下降，個人消費應會惡化





我們看到四個主要領域的價值：

- **多元資產。**由於經濟週期優於先前的預期，我們現在對發達市場股票的看法接近中性。但鑑於目前的高估值，我們避免過於樂觀，並在新興市場和日本尋找區域機會。我們已對美國保持中立。就久期而言，我們對日本持謹慎態度，但對美國和歐洲持正面態度。鑑於潛在的財政壓力和通脹意外，投資者應積極管理久期。此外，美元近期的任何走強都可能影響新興市場債券的回報，因此需要保持警惕。最後，在地緣政治壓力和短期供應緊張的情況下，石油具有溫和上漲的潛力，是一種很好的對沖工具。
- **在固定收益方面，我們對歐洲和日本的久期持謹慎態度，但對美國的久期持樂觀態度，**因為通貨膨脹持續呈下降趨勢，而且**對全球優質信貸方面亦持樂觀態度。**在歐洲方面，我們正在監測歐洲央行對歐洲地區經濟的評估，以尋找任何政策行動的跡象。在英國方面，由於英國央行面臨降息壓力，我們略持樂觀態度。企業信貸仍然是套利領域，但流動性考量很重要，特別是在高收益領域。因此，我們對美國的投資級信貸持樂觀態度，對歐盟的看法更甚。在美國方面，我們喜歡短期信貸和保險相關證券。整體而言，我們對評級較低的高收益企業持謹慎態度，但在分散性不斷加大的情況下，我們認為非週期性產業具有選擇性價值。
- **美國股市近期的走勢由特定的大型股推動，這增加了集中風險。**在較小程度上，歐洲亦是如此。隨著經濟週期的發展，市場應會開始更關注盈利軌跡。我們保持選擇性立場，對美國和歐洲最昂貴的地區略顯謹慎。然而，任何圍繞盈利和估值的市場異常都是從特殊故事中受益的機會。從風格/區域角度來看，我們對高利潤業務（優質股）、美國價值股和日本保持樂觀。
- **有吸引力的新興市場收益率**和持續的通貨緊縮使我們對硬通貨和本幣債務保持樂觀態度，並且優先考慮高收益債券而非投資級債券。從地區來看，我們青睞拉丁美洲，對亞洲和歐洲、中東和非洲地區加倍謹慎。毫不奇怪，該地區充滿了像阿根廷這樣的獨特故事。我們對股市亦持樂觀態度，特別是亞洲（印度、印尼、南韓）和拉丁美洲。

*經濟週期的延長  
使我們對風險持  
接近中性的態度，  
但我們正在監控  
美國國內消費的  
不確定性和某些  
領域的極端估值。*



## 整體風險情緒

避險

冒險



鑑於市場表現/估值與未來經濟疲軟之間的差異，我們對風險的看法接近中性。

### 與上個月相比的變化

- 多元資產：對美國股市持中性態度；保護美國久期免受通貨膨脹潛在意外影響；對新興市場債券保持樂觀，但美元的戰術走強可能會影響該領域的回報。

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共享的對風險資產（信貸、股票、大宗商品）的定性觀點。我們的立場可能會進行調整，以反映市場和經濟背景的任何變化。

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、HC=硬通貨、LC=本地貨幣。有關其他定義，請參閱本文檔的最後一頁。



## 三大熱點問題

# 1

### 主要發達市場央行將如何應對通脹放緩？

儘管歐洲正在出現通貨緊縮，但市場並未消化過度緊縮和歐洲央行落後於曲線的風險。央行正在監測傳入數據、勞動市場和近期金融狀況的寬鬆情況。我們認為央行將在上半年末左右開始降息，今年降息總額為100個基點。英國央行亦放棄了鷹派指引，並可能從年中左右開始降息125個基點，不過我們不排除提前意外降息的可能性。在美國方面，聯儲局需要確保通脹趨勢正在朝著其目標邁進。

#### 投資後果

- 美國和英國的久期：略持樂觀態度

# 2

### 您對股市創新高有何看法？

隨著美國和歐洲股市在二月達到創紀錄水平，現在是重新評估估值的好時機。更廣泛市場似乎捉襟見肘，很難相信估值額外溢價會迅速且顯著地增加。此外，雖然經濟背景的防禦性不如以前，但估值偏緊阻礙了我們對股票採取更有利的看法。如果發生戰術調整，可能會帶來以有吸引力的水平向該資產類別添加更多資金的機會。到那時，我們對經濟背景亦將更加清晰。

#### 投資後果

- 對美國和歐洲持接近中立態度
- 對日本略微樂觀

# 3

### 您對近期大宗商品的前景有何看法？

由於強勁的技術面和全球經濟增長仍具彈性，油價近期可能會走強。但由於閒置產能和石油輸出國組織供應紀律不嚴等因素，我們預期中期收益有限。另一方面，金價似乎處於觀望狀態。鑑於金屬估值溫和，且聯儲局早期轉向的希望逐漸減弱，我們預期短期內會有小幅上漲。然而，若聯儲局降息早於預期，可能會帶來更大的上漲空間。

#### 投資後果

- 布蘭特原油目標：短期每桶85美元
- 黃金：每盎司2050美元

雖然我們預計聯儲局、英格蘭銀行和歐洲央行將在六月左右開始降息，但我們仍將密切關注通貨緊縮的步伐，以防出現任何意外。

**MONICA DEFEND**  
東方匯理投資研究所  
所長





多元資產

## 動態配置：中性立場、警惕風險

雖然我們預期美國經濟會放緩，但情況並不簡單，特別是當我們考慮到收益和風險資產估值時。因此，我們保持動態評估，考慮近期細微差別並平衡長期信念。儘管我們對發達市場股票持中立態度，但我們的信念是基於地理差異（發達市場相對亞洲地區）。同時，我們透過大宗商品保持良好的多元化分散投資，並微調了我們的外匯觀點和對沖。

隨美國經濟週期延長，環球股市環境越來越不確定，但未來的增長看起來充滿挑戰。在通貨緊縮和強勁增長的背景下，我們對美國持中立態度。此外，儘管最近數據，但我們對歐洲持謹慎態度，對日本略顯樂觀。然而，我們對新興市場（印尼、南韓、印度）的立場更為直率。

鑑於未來活動的不確定性和降息預期，我們對美國和歐洲的久期保持略微樂觀的態度。鑑於通脹和財政輕率/壓力（由於美國大選）可能會影響央行的行動和殖利率走勢，我們仍然非常靈活。對於意大利國債（BTP），我們認為特殊風險有限，並且還有進一步的潛力。然而，我們對日本國債持謹慎態度，並關注最新的國內生產總值（GDP）數據如何成為日本央行退出負利率政策（NIRP）的阻力。

在發達國家信貸方面，我們看好歐盟投資等級債券，因為其品質高且相對估值有吸引力。在其他地區，新興市場的通貨緊縮趨勢以及發達市場央行在不久的將來啟動寬鬆週期，為新興市場債券描繪了一幅積極的圖景。新興市場收益率具有吸引力，但高於預期的美國通貨膨脹、較佳的美國增長前景（相對於十國集團其他國家）以及反映美元價格的鴿派貨幣政策（升值空間）均可能會延長美元的強勢。因此，投資者在配置時應考慮這一點。

雖然我們在戰術上對美元保持樂觀，但我們認為這種趨勢不太可能持續。我們對歐元兌英鎊和日圓兌瑞郎亦持樂觀態度。順帶一提，美國的貨幣政策和經濟增長亦會影響日圓。在新興市場外匯方面，我們維持對拉丁美洲（巴西雷亞爾）而不是亞洲的偏好。

美國通貨膨脹正在下降，但任何意外都可能影響美國國債，凸顯了採取一定保護措施的必要性。另一方面，由於其強大的技術面，石油可以防範地緣政治風險。

作者

**FRANCESCO SANDRINI**

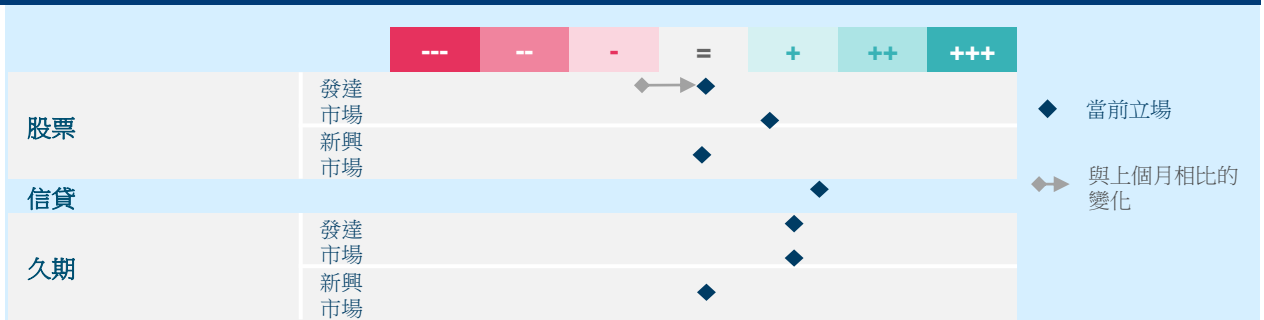
多元資產策略部主管

**JOHN O' TOOLE**

多元資產投資解決方案部  
主管

美國通貨緊縮/增長組合以及降息預期為美國股市提供動力，使我們對發達市場股票採取戰術中立態度。

### 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（+/-）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

# 債券方面走向全球，關注「最後一哩路」通脹

在央行溝通和美國通脹數據的支持下，市場一直在重新評估聯儲局降息的預期（與幾個月前相比）。聯儲局和歐洲央行都希望在首次降息前看到通脹持續取得進展。而且，考慮到美國核心服務通脹的最新趨勢，兩央行在這方面保持耐心是有道理的。從投資者的角度來看，這意味著當前水平的無風險收益率具有吸引力，尤其是在美國。然而，由於經濟發展的不確定性，我們在債券方面仍然非常靈活，並尋找全球機會。我們對環球優質信貸和新興市場債券保持樂觀。

環球及歐洲固定收益	美國固定收益	新興市場債券
<ul style="list-style-type: none"> <li>我們對<b>歐洲核心久期</b>保持<b>略微謹慎</b>。不過，隨歐洲央行行動更加明確，這種情況可能會改變。</li> <li>我們對<b>日本</b>持<b>謹慎態度</b>，並正在關注日本央行的行動。</li> <li>在<b>信貸</b>方面，我們看好<b>歐盟投資級債券</b>，但要保持敏捷性以適應市場趨勢。我們較為看好<b>金融股、次級債</b>，我們較為看好<b>投資級債券而非高收益債券</b>。在高收益債券細分市場方面，我們注意到高度分散的情況，短期<b>歐盟信貸</b>具有選擇性機遇。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在通脹取得進展的情況下，我們對<b>久期</b>持<b>樂觀態度</b>，但保持靈活性。</li> <li>與<b>高收益債券</b>相比，我們較喜歡<b>投資級債券</b>，而在投資級債券之中，我們喜歡<b>金融類</b>。此外，<b>信貸曲線</b>的中間部分和較短的期限提供了較佳價值。</li> <li>我們對高收益債券持謹慎態度，但會尋找評級較高的信貸和保險相關證券。我們亦關注<b>流動性</b>。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>持續的通貨緊縮、新興市場的強勁增長</b>以及聯儲局潛在的寬鬆政策都是正面因素。</li> <li>我們看好<b>硬通貨債券</b>和<b>企業債券</b>，但鑑於相對估值較有吸引力而且套利較佳，我們較為看好<b>高收益債券而非投資級債券</b>。在本地貨幣債券方面，我們保持對<b>拉丁美洲</b>的傾斜。</li> <li>我們看到了積極的特殊故事，如：<b>阿根廷</b>（豐收、套利有吸引力）、<b>埃及</b>。</li> <li>但我們對中東持謹慎態度，同時看好<b>大宗商品</b>出口國。</li> </ul>

## 整體通脹正在下降，但要警惕黏性服務通脹



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，截至2024年2月20日。

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**  
美國投資總監  
投資管理部  
投資總監



股票

## 關注盈利彈性和估值

隨市場觸及新高，美國和歐洲的集中風險加大，我們正在評估股市純粹從宏觀/增長角度走高是否可持續。考慮到全面估值，降息令人失望、經濟數據疲軟等形式的任何下行催化劑都可能阻礙較昂貴細分市場的回報。因此，最大的問題是我們是否會看到美國經濟放緩，如是，放緩的幅度有多大？如果我們確實看到美國和歐洲經濟疲軟，盈利將會受到影響。因此，投資者應探索在美國、歐洲、日本和新興市場能夠在未來潛在盈利增長和估值之間實現適當平衡的細分市場。

### 歐洲股票

- 我們較喜歡槓鈴風格，對優質防守型和週期性投資持樂觀態度。
- 從產業角度來看，我們對**必須消費行業**稍微較為樂觀。投資者亦應該考慮利用市場波動來探索奢侈品業務。
- 在金融領域，我們喜歡提供高股息殖利率和高於市場的盈利增長的銀行。
- 不過，一些半導體公司的估值看起來有些過高。

### 美國及環球股票

- 在偏向巨型股的市場中，我們的目標是從價值股相對於增長股、等權重相對於巨型股的**差異中受益**。
- 由於供應過剩的擔憂，對能源股的正面態度逐漸減弱。
- 我們看好估值合理的防守型股票，並喜歡近期獲利後變得有吸引力的優質週期性股票。
- 在日本方面，從自下而上的角度來看，當地存在調整潛力。

### 新興市場股票

- 對分散的新興市場領域持**樂觀態度**。由於消費疲軟，我們對中國保持警惕，但政府改善情緒的意願正面。
- 在亞洲其他國家方面，在南韓，我們在改善公司治理方面持較樂觀態度。
- 整體而言，我們關注**亞洲和拉丁美洲的結構性趨勢**，並繼續看好印度和印尼。

### 標普500指數的相對估值引起投資者對集中度風險的關注



資料來源：東方匯理投資研究所、彭博通訊社，2024年2月19日。標普500指數和標普等加權指數。SD = 標準差。

作者

**FABIO DIGIANSANTE**  
大盤股主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
新興市場部環球總監

**MARCO PIRONDINI**  
美國投資總監  
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

- **美國巨型股**：我們對巨型股持懷疑態度，並相信該領域之外還有機會，包括美國價值股。對於環球增長，我們持接近中性立場。
- **美國政府債券**：整體通脹可能會迅速下降，英國央行貨幣政策委員會的大多數成員似乎都站在降息陣營。因此，我們對英國國債「金邊債券」略顯樂觀。

## 股市及環球因素

地區	與上月相比的變化	--	-	=	+	++	環球因素	與上月相比的變化	--	-	=	+	++
美國				◆			增長股				◆		
歐洲				◆			價值股				◆		
日本					◆		小型股				◆		
新興市場					◆		優質股					◆	
中國				◆			低波動性				◆		
新興市場 (中國除外)					◆		勢頭				◆		
印度					◆		高息					◆	

## 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				◆		
歐盟核心				◆			美國高收益			◆			
歐盟週邊				◆			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	--	-	=	+	++
中國公債				◆			美元					◆	
印度公債				◆			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					◆	
新興市場公司債					◆		人民幣			◆			

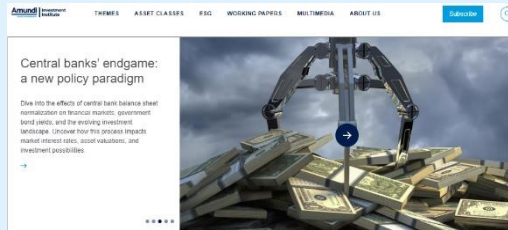
資料來源：東方匯理，截至2024年2月。對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育之用，並可能有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。

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](http://www.amundi.com) 深入  
探索東方匯理的見解



東方匯理投資研究所撰文者

**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、偶然、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.msicbarra.com](http://www.msicbarra.com)）。《環球產業分類標準》（Global Industry Classification Standard，簡稱GICS）<sup>SM</sup>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3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、偶然、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3月1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](http://www.amundi.com)。