

2024年10月

## 聯儲局減息提振市場，但此影響將維持多久？

資本市場受美國勞工市場疲弱與聯儲局成功帶領經濟軟著陸的希望左右，市場對最新的政策行動反應樂觀，或有助刺激消費及投資。而另一觀點則認為聯儲局若不憂慮經濟狀況，將不會大幅減息。我們認為事實介乎於兩者之間，最終可能出現結合以上兩種觀點的情況，但具體取決於：

- **美國經濟略為放緩，歐元區預測遭下調。**我們仍然認為經濟只會溫和放緩。勞工市場、消費模式及儲蓄率仍然是監察經濟放緩程度的關鍵。在歐元區，由於本地需求疲弱，我們將2025年實際本地生產總值增長的預測從1.2%下調至1.0%。
- **由於聯儲局傾向更大幅度減息，預計將會為歐洲及英國央行提供更多下調各自政策利率的空間。**聯儲局減息的次數越多，代表其終端利率會越低，並對歐洲央行及英國央行產生連鎖反應。
- **美國（目前）似乎不太擔心財政赤字。**賀錦麗與特朗普的政治傾向不同，但二人似乎沒有為龐大赤字感到憂慮。歐洲的情況卻相反，因此多年來在投資及生產力方面均與美國存在差距。
- **中國的貨幣刺激措施無疑會提振市場氣氛。**放寬貨幣政策及調整房屋政策代表中國正致力推行新一輪的政策以提振經濟，但我們仍靜候更明確的財政刺激措施。



VINCENT MORTIER

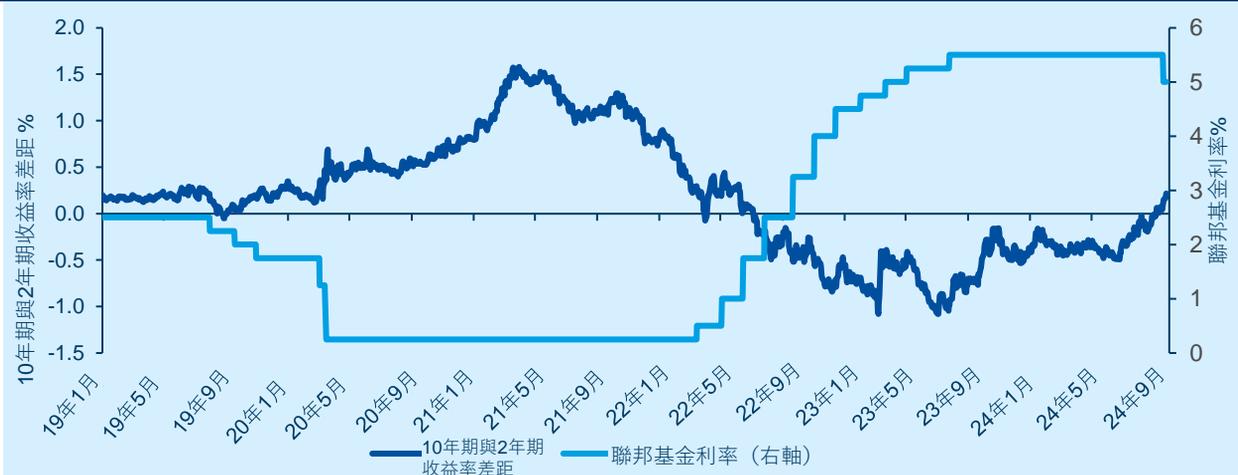
集團首席投資總監



MONICA DEFEND

東方匯理資產管理  
投資研究院主管

### 聯儲局減息及高財政赤字支持美國收益率曲線走斜



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年9月25日。10年期與2年期收益率差距高於零代表收益率曲線偏斜。

由於經濟陷入衰退的機會不大，加上通脹率持續下降，令各國央行繼續展開寬鬆週期，因此今後宜維持略為看好的風險立場。然而，單靠寬鬆貨幣政策無法長期提振市場。減息需要一段時間才能對整體經濟產生影響，長遠而言，我們需要理想的經濟增長、強勁的企業盈利及投資以提高生產率，從而長遠推動市場表現。具體而言，以下類別帶來投資機會：

- **跨資產：**我們看好存續期，並留意全球收益率曲線的分歧。我們繼續看好美國及歐洲（程度比以前略低），並對英國轉為樂觀。整體而言，已發展市場的收益率曲線將會繼續走斜，但短期將會出現差距。新興市場債券的收益率吸引，但有關美國關稅的討論可能會影響估值偏高的範疇。我們正在尋找股票的入市時機，並繼續略為看好英國及日本。在地緣政治不確定性較高的時期，特別是在各國央行減息之際，黃金具有抗跌能力。
- **策略性地主動管理政府債券，並看好信貸的息差收益。**從長期角度而言，美國國庫債券的收益率吸引，令我們維持接近中性的取態。隨著美國及歐洲央行以不同的速度實現利率正常化，主動管理投資至關重要。在通脹壓力減弱及經濟增長憂慮持續的情況下，我們調高對英國存續期的觀點。在美國信貸方面，我們認為金融類債券比非金融類債券可取，而在歐盟地區則看好金融類債券及次級債券，但對消費及零售行業保持謹慎。
- **優先考慮股票的基礎因素／估值。**經濟過渡至復甦階段應會利好市場。然而在此之前，市場的方向性較弱，並更受輪動及估值影響。我們等待盈利擴張延伸至超大型股以外的股票，並在美國保持平衡方針，留意優質的防禦性股票，同時看好價值股多於增長股。即使在歐洲，我們亦計劃透過優質的週期性及防禦性股票保持平衡的立場。
- **全球放寬政策支持新興市場。**我們看好硬貨幣債券，同時更加審慎選擇本地貨幣債券，特別留意近期因出現過度拋售而變得吸引的市場。國家方面，我們看好巴西、哥倫比亞及秘魯。在股票方面，亞洲帶來大量投資機會，但我們繼續審慎選股。

我們希望保持靈活，因為一旦經濟增長意外下行、通脹率意外上升或地緣政治風險惡化，形勢可能會急轉直下。



## 整體承險意欲

避險

承險



在經濟沒有衰退及各國央行放寬政策的環境下，我們仍然略為看好高風險資產。

### 與上月比較變動

- 固定收益：看好日本存續期的程度比以往低，並更加看好英國政府債券。
- 外匯：略為看好英鎊。

整體承險意欲是不同投資平台和全球投資委員會共同對高風險資產（信貸、股票、商品）持有的定性觀點，反映全球投資委員會於2024年9月25日發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場和經濟環境的變化。

## 三大熱門問題

1

### 聯儲局於9月大幅減息後，你對政策的預期有否調整？

我們認為聯儲局會在今年再次減息50個基點（早前預期為75個基點），在餘下兩次會議中下調幅度相同。我們亦預期明年的減息次數會增加一次，使終端利率預測從3.50%下調至3.0%，預計會於2025年9月達標。聯儲局的溫和態度減輕歐洲央行等其他央行的減息壓力。就歐洲央行而言，我們預計明年會再減息25個基點，令終端利率預期在4月或之前降至2.25%。我們亦將英國央行的終端利率下調25個基點，預期會在2025年底降至3.50%。

#### 投資影響

- 存續期：對美國的取態接近中性，略為看好核心歐洲，並改為看好英國。

2

### 你認為日本央行與聯儲局的分歧原因何在？

日本核心消費物價指數於8月加快，有別於早前預測的輕微下降，我們現在預計指數明年會維持於2%左右。日本央行表示如果達致預測的經濟狀況，則有意加息。我們認為央行會留意薪酬增長、未來數據及外部市場的穩定性，這些都是央行行長植田和男在收緊政策前需要考慮的重要因素。因此，我們認為日本央行會在今年12月和2025年5月分別加息25個基點，但我們不會改變終端利率預測。

#### 投資影響

- 對日本政府債券取態謹慎。

3

### 中國的貨幣刺激措施對其經濟增長有何影響？

中國人民銀行推出放寬貨幣及刺激流動性的措施，並降低政策利率及存款準備金率（銀行必須持有作為法定儲備金的資本金額），令國民更容易購買第二套住房，似乎為市場注入新動力。我們歡迎這些措施，並等待有關財政措施的更明確消息，以解決中國經濟的高槓桿問題及鼓勵消費。為持續促進經濟增長及市場表現，改善消費者情緒和就業情況致為關鍵。

#### 投資影響

- 我們目前對中國股市保持接近中性的取態，並密切留意情況。

聯儲局對抑制通脹更有信心，因此對利率發表強勁的前瞻性指引，這與聯儲局近期對通脹保持警惕／依賴數據行事的做法形成較大反差，加上對經濟增長的憂慮，導致我們調低終端利率預測。

多元資產

作者

## 在已發展市場的收益率曲線尋找投資機會

FRANCESCO SANDRINI  
多元資產策略部主管

已發展國家的經濟增長放緩但沒有崩潰，通脹逐漸回落，與央行目標一致，反映央行的「認沽期權」政策依然有效。因此，我們略為看好風險，並確保全面檢視能提高長期回報及投資組合穩健性（對沖及存續期）的所有要素。**對於後者，我們分散投資於收益率曲線的不同部分，並考慮收益率面對的對立壓力（通脹下降、經濟增長、財政赤字），然後根據各地區的具體情況主動調整立場。**

JOHN O'TOOLE  
多元資產投資方案部主管

我們透過英國及日本繼續略為看好已發展市場股票，但對美國及歐盟的取態則為中性。英國的國內及國際因素維持良好平衡，並提供高股息。在中東緊張局勢加劇之際，英國在能源行業的投資提供一定的支持。亞洲方面，日本受惠於企業管治改善，亦有助分散投資。整體而言，我們正在探索其他已發展及新興市場，物色能平衡估值、波動性及潛在回報的市場。

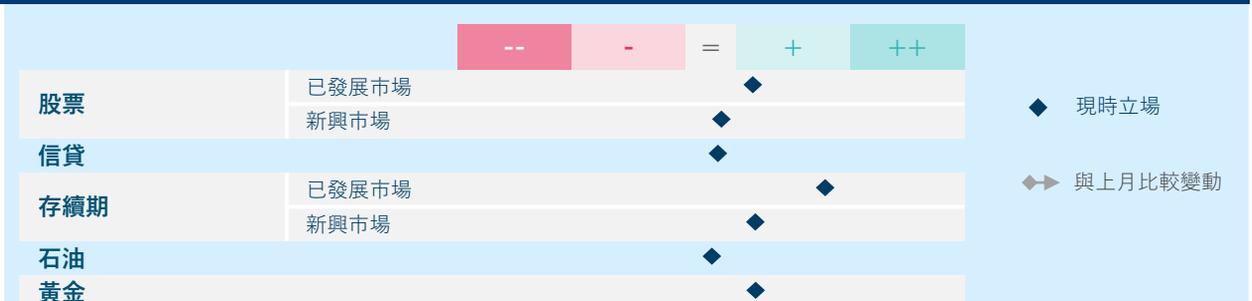
我們看好美國存續期及核心歐洲，但略為調低對核心歐洲的觀點，更看好英國。英國應會受惠於通脹放緩及財政紀律，而意大利國債亦有進一步上升的空間。鑑於加拿大收益率曲線在過去數月的走勢，我們認為曲線斜度增加的空間有限。但在中期而言，主要已發展市場（即美國）的收益率曲線應會變得更陡峭。日本方面，日本央行的政策可能令債券持續受壓。

在窄幅徘徊的市場裡，  
我們繼續分散投資，  
並計劃增持風險回報  
平均的範疇。

企業信貸方面，歐洲投資級別信貸吸引，基礎因素強勁，槓桿率偏低。此外，新興市場債券維持相對於美國的收益率優勢，特別是本地貨幣債券。我們仍然看好新興市場債券，但程度略為降低。在部分地區，特朗普當選（保護主義）的任何可能性也會為偏高的估值帶來壓力。我們略為看好美元，但保持警惕，因為美元可能受到聯儲局減息影響。澳元估值吸引，可受惠於中國的經濟增長改善。在新興市場，我們看好巴西雷亞爾兌歐元及印度盧比兌離岸人民幣。

黃金受惠於聯儲局放寬政策，能繼續抵禦地緣政治緊張的影響。為進一步加強投資組合的防禦性，投資者應考慮為債券及股票進行對沖。

### 東方匯理對各資產類別的確信度



資料來源：東方匯理。上表顯示三到六個月的交叉資產評估，以全球投資委員會於2024年9月25日的最新觀點為依據。資產類別評估的展望、展望變動和意見反映預期走向(+/-)和信心強度(+ /++ /+++ /++++)。有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

## 息差收益吸引，但傾向優質債券

美國大選令市場再度關注美國以至其他已發展國家的財政赤字及債務。因此，投資者需要長期留意存續期，以及赤字如何對債券收益率造成上行壓力，同時不應忽視短期的市場動態。在貨幣方面，歐洲央行、英國央行及聯儲局維持減息週期，而且經濟沒有陷入衰退，意味著信貸具有值得探索的投資價值，但由於可能再次出現波動性，因此必須仔細篩選。基礎因素穩健的優質企業才能更好地抵禦潛在的市場壓力，因此在美國、歐洲及新興市場，平衡息差收益與質素及流動性非常重要。

### 全球及歐洲固定收益

- 鑑於各國表現分歧，我們主動管理存續期，並略為看好歐洲。隨著通脹回落，我們轉為看好英國，但由於日本央行表示會提前加息，我們對日本保持審慎。
- 減息預期及強勁的企業基礎因素，令我們透過歐元金融類債券繼續看好信貸。
- 我們亦看好個別非週期性範疇。

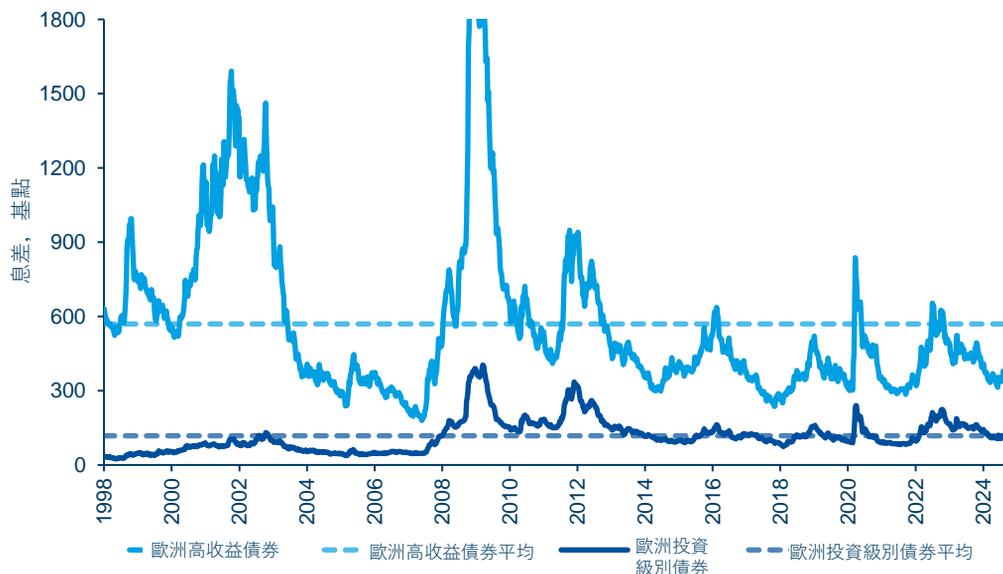
### 美國固定收益

- 由於赤字支出持續增加，美國收益率曲線的長存續期部分估值仍然偏高，但中段吸引。
- 聯儲局也許能令經濟取得圓滿的成果，但我們會作好準備，繼續偏好優質信貸。具體而言，我們看好金融類債券多於非金融類債券。
- 在證券化信貸方面，與其他優質息差行業相比，機構按揭抵押債券吸引。

### 新興市場債券

- 美國通脹下降及聯儲局減息利好此資產類別，但新興市場的顯著分歧、有關聯儲局的波動性及有關潛在關稅的討論，促使我們審慎選債。
- 值得注意的是，新興市場的央行具有放寬貨幣政策的靈活性。
- 在本地貨幣方面，我們留意高息差收益債券，例如一直被超賣的墨西哥。在拉丁美洲，我們看好巴西及哥倫比亞，並偏好高收益硬貨幣債券。

### 有別於高收益債券，投資級別債券的息差仍然接近長期平均水平



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年9月30日。ICE美林指數。為更清楚顯示目前的息差，圖表已隱藏2008年金融危機期間的極端變動。

作者

AMAURY  
D'ORSAY  
固定收益部主管

YERLAN  
SYZDYKOV  
環球新興市場部主管

MARCO  
PIRONDINI  
美國投資管理部  
首席投資總監

股票

## 參與並優先考慮估值

美國數據疲弱與經濟軟著陸的情況相符，但市場價格尚未反映環境惡化的任何可能性。在經濟放緩的情況下，利潤難以增長，我們相信盈利預測可能會下調。另一方面，部分企業產生強勁的現金流，有利股份回購，從而支持市場(特別是美國)及刺激承險意欲。不過，就中期而言，高估值未能為長期回報建立穩固的基礎，因此我們留意具有穩健的盈利假設、定價能力及股息前景的範疇，但認為投資者應小心避免過高的估值。我們在歐洲、日本及新興市場也發現這類企業。

### 歐洲股票

- 我們致力在優質防禦性股票及週期性股票之間取得良好的平衡。在防禦性股票中，我們略為調低對必需品行業的觀點，但健康護理行業下跌讓我們在個別專門製藥企業中看到投資機遇。
- 我們亦選擇性看好具有強勁特許經營權及資本緩衝的優質銀行。
- 此外，電氣化、綠色轉型、數據中心擴大產能等主題亦帶來理想的投資機會。

### 美國及環球股票

- 名義增長疲弱及高估值並非理想的回報組合，因此我們希望能從升勢中受惠，但傾向於優質股票。
- 本季至今，防禦性股票表現領先週期性股票，但情況或會改變，支持我們物色估值合理的防禦性股票的投資方針。另一方面，我們看好優質材料、工業及銀行股。
- 我們偏好價值股多於增長股，並對超大型股保持謹慎。

### 新興市場股票

- 有關中國的消息勢不可擋，我們繼續評估刺激措施對本地消費模式、實體經濟及巴西和墨西哥等其他新興市場出口國的影響。我們暫時對中國保持中性取態。
- 另外，我們看好印尼的金融行業，即使市場略為憂慮巴西的財政環境，但我們亦看好巴西。
- 在行業層面，我們看好房地產及必需消費品行業。

### 對估值保持審慎，看好盈利穩健性



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年9月27日。右縱軸為MSCI指數。

作者

**BARRY GLAVIN**  
股票平台主管

**YERLAN SYZDYKOV**  
環球新興市場部主管

**MARCO PIRONDINI**  
美國投資管理部  
首席投資總監

觀點

# 東方匯理對各資產類別的觀點

## 本月重點

- **英國政府債券**：市場低估了英國央行減息的可能性，消費物價指數亦開始回落，因此我們看好英國債券。整體而言，我們對G10國家的國債取態中性。

## 股票及全球因素

地區	1個月變動	--	-	=	+	++	全球因素	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆			增長股			◆			
歐洲				◆			價值股					◆	
日本				◆			小型股					◆	
新興市場					◆		優質股					◆	
中國				◆			低波幅股票				◆		
新興市場 (中國除外)					◆		動力股				◆		
印度					◆		高息股				◆		

## 固定收益及外匯

政府債券	1個月變動	--	-	=	+	++	信貸	1個月變動	--	-	=	+	++
美國				◆			美國投資級別債券				◆		
歐盟核心					◆		美國高收益債券			◆			
歐盟周邊國家				◆			歐洲投資級別債券					◆	
英國	▲				◆		歐洲高收益債券				◆		
日本	▼			◆									
新興市場債券	1個月變動	--	-	=	+	++	外匯	1個月變動	--	-	=	+	++
中國政府債券				◆			美元					◆	
印度政府債券					◆		歐元				◆		
新興市場硬貨幣債券					◆		英鎊	▲				◆	
新興市場本地貨幣債券				◆			日圓					◆	
新興市場企業債券					◆		人民幣				◆		

資料來源：全球投資委員會於2024年9月25日發表的觀點摘要。觀點與以歐元為基礎的投資者相關。觀點範圍從--到++，=指中性立場。本文作為於特定時間對市況的評估，並不擬作為未來事件的預測或未來回報的保證。讀者不應依賴有關資料，特別是作為任何基金或任何證券的研究、投資建議或推薦。本資料僅供說明和教學用途，可予更改。本資料並不代表任何東方匯理產品的實際當前、過去或未來資產配置或投資組合。外匯列表列出全球投資委員會的絕對外匯觀點。

東方匯理資產管理投資研究院旨在把首席投資總監的專長和公司的整體投資知識，轉化成可作為投資行動依據的見解，以及因應投資者需要而量身定制的工具。在投資者面對多個資訊來源的環境下，我們旨在成為投資者甄選的夥伴，以提供定期、清晰、適時，可參與其中和相關的見解，以助客戶在充足的資訊下作出投資決策。

請瀏覽：    

請瀏覽 [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。

### 人工智能變革：行業觀點



### 東方匯理資產管理 投資研究院團隊

**Claudia BERTINO**  
投資觀點及出版部主管

**Laura FIOROT**  
投資觀點及客戶關係部主管

**Pol CARULLA**  
投資觀點及客戶關係部專家

**Ujjwal DHINGRA**  
投資觀點及客戶關係部專家

**PAULA NIALL**  
投資觀點及客戶關係部專家

**Francesca PANELLI**  
投資觀點及客戶關係部專家

### 重要資料

本文提及的東方匯理是指東方匯理資產管理。本文乃由東方匯理資產管理香港有限公司編制。本文不擬被視為要約或招攬購買或出售證券，當中包括基金股份。本文所載的觀點及/或所提及的公司不應被視為東方匯理資產管理的建議。所有意見及估計可以隨時作出更改而毋須事先通知。在適用之法律、規則、守則及指引允許的範圍內，東方匯理資產管理及其相關公司對任何因使用本文所載之資料而引致的直接或間接損失概不負責。本文只能分發予獲准接受之人士，及任何可能接受本文而沒有違反適用法例及條例之人士。本文及所提及之網站並未得到由中國證券監督管理委員會或香港證券及期貨事務監察委員會（「證監會」）的審閱。本文撰寫的目的只為提供資訊，並不代表已參考個別可能接收到本文人士的個別投資目標，財務情況及個別需求。有意投資者應就個別投資項目的適合程度或其他因素尋求獨立的意見。投資者不可單靠本文而作出投資決定。投資涉及風險。市場、基金經理以及投資的過往表現及經濟市場、股市、債市或經濟趨勢預測並非將來表現依據。投資回報以非港元或美元為單位可能因匯率波動而令投資總值下跌或上升。投資可跌可升。本文不擬提供予美國公民、美國居民或任何根據美國 1933 年證券法下的規則 S 所定義的「美國人士」。

想知更多? 即上 [www.amundi.com.hk](http://www.amundi.com.hk)