

2024年9月

在夏季看清市場預期的實況

夏季的市場走勢提醒我們，在估值高企的情況下，任何企業盈利或貨幣政策預期的錯配，以及對經濟增長的憂慮，也能觸發市場驟然下跌。儘管大部分主要市場已從8月初因為「聯儲局認沽期權」而引發的波動中恢復過來，但不能忽視部分範疇的估值仍然反映對完美局面的預期，意味著企業盈利及政策行動將會更受關注，特別是在通脹降溫、經濟活動減弱及美國大選討論熾熱的時期。

- **美國經濟軟著陸，並確認不會出現經濟衰退。** 勞工市場放緩但未有崩潰，加上固定投資疲弱，均反映美國經濟僅輕微放緩。英國方面，我們輕微上調今年的增長預測，但對國內需求仍然存疑。
- **美國及歐洲的通脹放緩趨勢已得到證實。** 由於單位勞工成本及就業成本指數疲弱，我們調低對2024年第四季美國整體消費物價通脹的預測。勞工生產力改善亦能促使通脹進一步放緩。在歐洲，由於通脹放緩的速度與服務通脹掛鉤，有關通脹可能居高不下。
- **央行行動不一的階段或接近尾聲，** 只有日本例外。預期聯儲局會在今年餘下時間內減息三次，歐洲央行與英國央行亦各自減息三次。
- **中國經濟的復甦之路面對多項挑戰。** 即使勞工市場轉差，對房地產市場的支持也只屬暫時性，企業盈利能力亦受消費者信心下降影響。



VINCENT
MORTIER

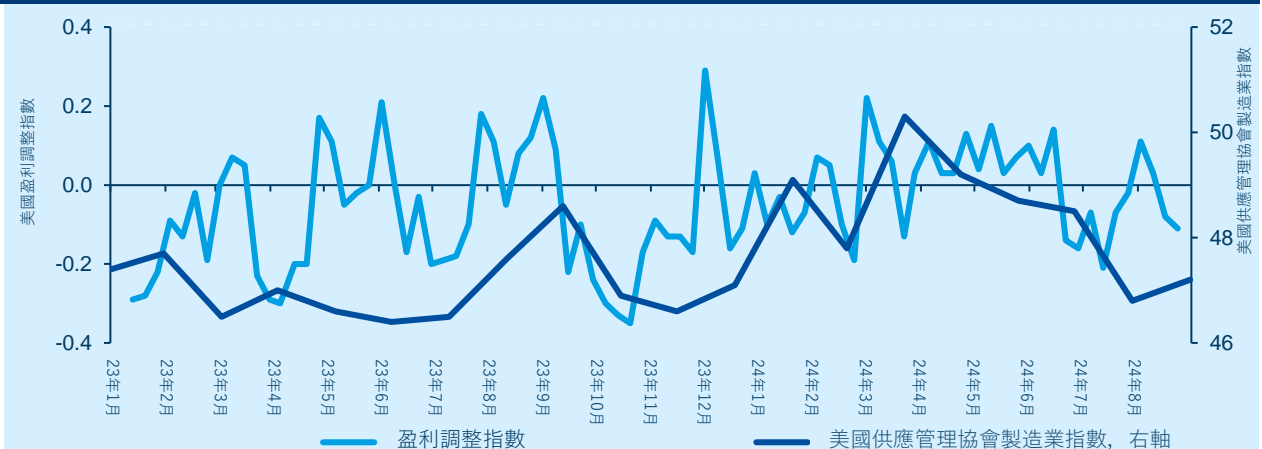
集團首席投資總監



MATTEO
GERMANO

集團首席副投資總監

美國：股價可能反映盈利調整及經濟疲弱



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，截至2024年8月31日。美國花旗集團盈利調整指數，數字低於0表示分析師對盈利前景感到悲觀。

市場在短期內應會在窄幅徘徊，沒有任何明確的方向性。不過，各類資產中也有**值得探索及具有投資價值**的範疇：

- **跨資產**：鑑於美國經濟輕微放緩、歐洲經濟增長的脆弱性及個別範疇的估值過高，投資者應審慎調整風險水平，但無需結構性去風險。因此，我們策略性地下調對美國、歐洲小型股及新興市場的觀點。我們整體上仍然略為看好英國及日本股票。在其他方面，儘管我們繼續看好新興市場債券，但認為美國大選引發的波動性可能會影響部分貨幣及本地債券。美國國庫債券及歐洲債券的收益率仍然吸引，但投資者應考慮加強保護措施。鑑於地緣政治局勢緊張及黃金作為避險資產的吸引力，我們繼續看好黃金。
- **收益率在夏季大幅波動，適宜靈活／主動管理存續期**。長期而言，我們看好美國國庫債券，但策略性略為下調觀點。我們認為收益率曲線的短存續期部分（2年期）目前估值高企，但中段仍然具有投資價值。我們繼續看好核心歐洲市場，但對英國的觀點下調至中性。此外，美國證券化市場吸引，但我們審慎選債。我們看好汽車資產抵押債券，並認為聯儲局的溫和態度將會支持機構按揭抵押債券的息差。在美國和歐洲，企業信貸帶來投資機會，而相對高收益債券，我們偏好投資級別債券。
- **保持平衡，善用市場異常情況**。在8月初，市場壓力支持美國大型股以外的整體升勢擴大。我們認為隨著這些範疇以外的盈利回升，升勢應會持續擴大，但未必會呈線性發展。因此，我們對估值高企的股票、美國增長股及大型股保持審慎。另一方面，我們偏好等權重投資方針及美國價值股。在估值較低廉的歐洲，我們保持平衡，並看好週期性及防禦性股票。
- **新興市場繼續穩定增長**，但由於美國舉行大選，短期內可能會承受源自保護主義的壓力。在中國，儘管政府正在採取零碎的措施刺激房地產市場，但我們仍然保持警惕。我們看好印尼、印度及巴西等市場的股票。新興市場債券的息差收益強勁，但我們審慎選債，並密切留意本地貨幣債券的任何不利因素。

當各國央行正在減息，而美國經濟衰退的風險有限時，我們繼續保持紀律，並略為看好高風險資產。

整體承險意欲

避險

承險



略為傾向承險，對估值過高的範疇進行策略性調整並保持謹慎。

與上月比較的變動

- 跨資產：對美國、歐洲小型股及新興市場股票持策略性中性立場。
- 固定收益：看好美國及英國存續期的程度低於以往，並趨向中性，整體上保持靈活投資的方針。

整體承險意欲是不同投資平台及全球投資委員會共同對風險資產（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8月30日**發表的每月觀點。我們的觀點或會調整，以反映市場及經濟環境的變化。

三大熱門問題

1

你認為今年央行的政策將會如何演變？

早前各國央行政策出現短暫分歧，而現在我們留意到這些分歧正在收窄，預期聯儲局今年會減息三次（每次25個基點），而除了已經採取的減息行動，歐洲央行及英國央行亦將各自減息三次。儘管市場預期聯儲局將會減息四次以上，但我們認為此預期過於樂觀，若通脹在最後階段持續，將對此預期存疑。歐元區的薪酬增長及通脹放緩將會支持歐洲央行放寬政策。然而，日本央行卻是例外。日本央行在作出進一步決定前，或會考慮薪酬增長、通脹及金融市場的穩定性。我們認為日本央行今年應會避免加息，但預期會在2025年第二季加息一次。

央行利率預測

- 年底預測：聯儲局(上限)4.75%、歐洲央行(存款機制利率)3.00%、日本央行0.25%。

2

你對美國經濟及勞工市場有何看法？

市場對美國經濟活動的討論甚多，但我們在夏季的觀點維持不變，仍然認為在現階段出現經濟衰退的可能性不大。不過，由於勞工市場持續疲弱，預計經濟在下半年輕微放緩。勞工市場是評估美國消費與經濟增長的關鍵變數。在現階段，我們認為與上述特別相關的永久性裁員情況受控。整體而言，我們對2024年實質本地生產總值增長的預測維持在按年2.5%。通脹方面，預計會保持持續下降的趨勢。

投資影響

- 對美國股市取態中性。
- 2025年第二季歐元兌美元匯率為1.15。

3

你認為金價能維持年初至今的上升趨勢嗎？

受美元疲弱、地緣政治局勢緊張及對聯儲局改變立場的預期推動，金價走高。此外，從長期而言，財政政策的過度支出及日益膨脹的政府債務，也可能對法定貨幣構成壓力，因而增加黃金作為保值工具的吸引力。因此，我們繼續看好黃金。在銅方面，經濟活動對於週期性商品的影響比聯儲局政策轉向更為重要，但全球經濟增長放緩及中國需求的不確定性似乎已反映在銅等商品的價格之中，故我們仍然略為看好。

投資影響

- 12個月目標：銅每噸10,000美元；黃金價格略為上調至每盎司2,700美元

聯儲局似乎並不擔心通脹，反而更加專注於防止勞工市場惡化，促使我們將今年預期的減息次數從兩次上調至三次。

MONICA DEFEND
東方匯理資產管理
投資研究院主管



多元資產

作者

FRANCESCO SANDRINI
多元資產策略部主管

JOHN O'TOOLE
多元資產投資方案部主管

市場波濤起伏，宜重新調整風險

隨著通脹率持續下降，市場正在將焦點轉至經濟增長，似乎主要因為消費逐漸疲弱，並正擴散至更廣泛的經濟範疇。在歐元區，各國之間的復甦步伐不一及表現分歧成為主要主題。此外，財政政策或會拖累中期經濟增長。綜合上述因素，我們採取更審慎的立場，並策略性地逐步降低風險，而非結構性去風險。整體而言，我們略為看好高風險資產，並繼續妥善分散投資。

股市於8月初劇烈波動，由於增長環境存在不確定性，以及需要盡量減低特殊性風險，我們主要透過美國、歐洲小型股及一籃子新興市場股票，調低對股票的觀點。我們繼續提防在短期內的任何跌市。我們透過英國及日本繼續略為看好已發展市場，因為前者的估值吸引，股息潛力可觀，而且應能受惠於英國央行的寬鬆政策。雖然日本早前經歷劇烈波動，但亦是能分散風險的長期選擇。

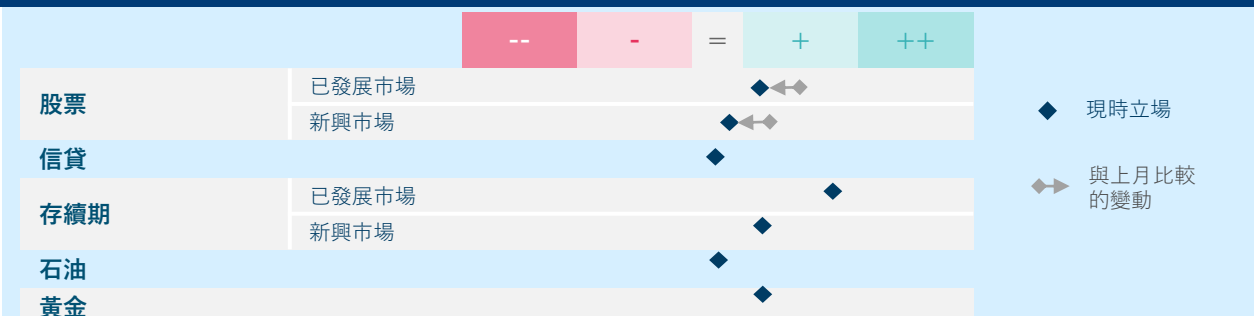
通脹率下降應會推動聯儲局及歐洲央行減息，令我們繼續看好美國及核心歐洲存續期。收益率近期出現變動後，我們保持警惕，並密切留意任何潛在的財政風險。我們亦看好意大利國債，相信應會受惠於核心歐洲收益率下降。在亞洲方面，由於我們預計日本央行的溫和立場轉弱後，收益率將會上升，因此仍然對日本債券保持審慎。

由於基本因素穩健、需求殷切及收益率吸引，我們繼續看好歐洲投資級別企業信貸，亦偏好新興市場債券的息差收益，但對本地債券的外匯部分轉趨審慎。地緣政治風險及聯儲局維持長期走高的利率可能會對部分貨幣產生不利影響。不過，由於巴西的宏觀環境向好，而印度盧比兌離岸人民幣具有吸引的息差收益及穩定性，我們仍然認為巴西雷亞爾兌歐元及印度盧比兌離岸人民幣具有投資價值。在短期內，美元兌瑞典克朗及瑞士法郎應會造好，因為相關國家的央行已經展開貨幣寬鬆週期。

最後，在需求強勁的情況下，黃金維持能抵禦地緣政治壓力的吸引力。投資者亦可考慮加強對美國存續期的對沖，並維持對股票的保護措施，以應對收益率上升。

夏季的市場波動令我們基於風險管理目的而調低對股票的觀點，同時靜候更明確的經濟方向。

東方匯理對各資產類別的確信度



資料來源：東方匯理資產管理。上表顯示三到六個月的不同資產評估，以全球投資委員會於2024年8月30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(+/-)和確信度(+++/+++). 有關評估或會更改，並包含對沖成份的影響。

固定收益

靈活調整存續期於現階段至關重要

主要由於通脹持續改善，聯儲局主席鮑威爾重申「聯儲局認沽期權」的政策，令市場的焦點轉至勞工市場及經濟增長。雖然有跡象顯示勞工市場放緩，將會促使聯儲局減息，但市場價格已反映放寬貨幣政策的大部分預期。在歐洲，通脹回落的情況亦相似，但服務業等若干組成部分的通脹持續。因此，央行放寬政策的程度實際上會取決於宏觀數據。有見及此，我們認為投資者必須靈活處理存續期，以計入市場走勢因素，並維持有信心的長期投資。在信貸方面，投資者可以留意已發展市場及新興市場的優質信貸，以受惠於高息差收益。

全球及歐洲固定收益

- 我們在夏季前看好存續期。雖然收益率已下降，但相信存續期仍吸引，而且存在地區差異。
- 我們看好核心歐洲，但將英國的觀點策略性調整至中性，並密切留意經濟增長的任何意外走勢。我們仍然認為美國收益率曲線將會走斜。
- 信貸息差收益吸引，但我們看好歐元金融類債券，亦認為投資級別債券比高收益債券可取。

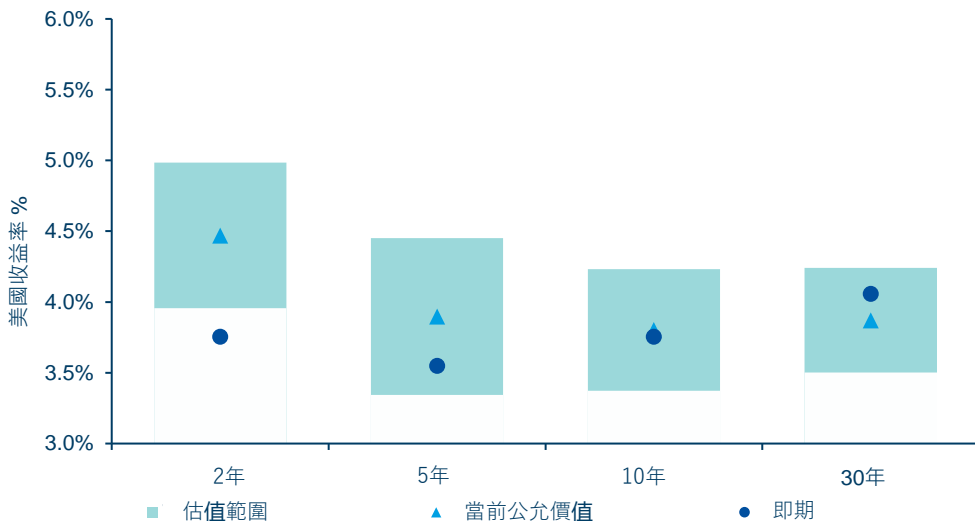
美國固定收益

- 我們繼續主動管理及略為看好美國國庫債券，但策略性下調觀點，因為收益率曲線個別部分的估值已經變得高企，而中段部分則提供可觀的風險／回報。
- 在信貸方面，我們繼續偏好優質信貸，並在風險錯誤定價的新債中發現個別投資機會。
- 在證券化市場內，部分機構按揭抵押債券及汽車資產抵押債券具吸引力。

新興市場債券

- 我們正密切關注聯儲局政策、美元及美國大選等影響新興市場債券的主要全球因素。我們認為聯儲局放寬政策有利此資產類別，但個別國家的風險促使我們審慎選債。
- 在拉丁美洲，我們看好巴西和秘魯，而南非通脹放緩亦成為利好因素。
- 另外，我們略微調低看好土耳其（通脹）的程度，但等待指標達到吸引的水平後，我們便會上調觀點。

美國收益率曲線的前段估值高企



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4日。灰色方格代表收益率公允價值的上下限範圍。如果即期數值低於下限範圍，則代表債券價格高企，反之亦然。估值範圍的上下限按照目前的公允價值和過往公允價值及即期價值的標準差計算。

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

把握由基本因素主導的市場異常情況

部分美國科技公司的盈利業績意外地比預期遜色，令市場在8月走勢波動，後來又因為宏觀數據疲弱而加劇波動。我們早已表示目前尚未能確定企業能否迅速將人工智能相關的投資轉化為長期的盈利增長，而現在市場亦對此存疑，因為部分範疇的估值仍然令人憂慮，而且宏觀動能亦疲弱。即使在經濟逐漸恢復至潛在水平的歐元區，經濟復甦之路亦較脆弱，而且依賴出口。在此環境下，盈利及財政實力等基本因素變得更加重要。我們認為投資者應把握市場錯配帶來的機會，看好美國等權重指數、價值股及新興市場等範疇。

歐洲股票

- 我們善用市場走勢，但仍然主要透過價格較低的防禦性股票及優質週期性股票維持槓鈴策略。
- 我們看好必需消費品及健康護理行業，但對科技行業態度審慎。近期的下跌可能為科技諮詢範疇帶來機會。
- 最近的盈利表現強勁，但對於奢侈品等以出口為主的行業，中國的疲弱走勢更加明顯。

美國及環球股票

- 市值加權指數與整體市場之間的估值存在龐大差距。我們認為在流動性恐慌的情況下，表現最出色的股票將會首當其衝。
- 整體市場的每股盈利增長或會改善，並支持大型股/人工智能驅動行業以外的範疇擴大升勢。
- 我們保持平衡，看好金融股（大型銀行）及物料股，並透過特定投資看好防禦性股票。

新興市場股票

- 經濟增長依然強勁，盈利穩步復甦，但美國大選（賀錦麗與特朗普之爭）及有關貿易壁壘的討論等，可能會引發市場波動。
- 在拉丁美洲，鑑於巴西估值吸引，我們上調對巴西的觀點，同時亦看好墨西哥。
- 印度及印尼具有強勁的長期潛力，我們亦看好南韓，但下調對部分銀行股的觀點。

本季升勢繼續擴大至美國大型股以外的範疇



資料來源：東方匯理資產管理投資研究院、彭博，2024年8月30日。美國市場指數比率。

作者

BARRY GLAVIN
股票平台主管

YERLAN SYZDYKOV
環球新興市場部主管

MARCO PIRODINI
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

- 美元兌日圓**：日本央行立場強硬，以及市場憂慮當地經濟衰退，導致投資者近日就日圓息差交易平倉。我們將美元兌日圓的12個月目標匯率從140略為調整至135。若全球經濟增長變得更疲弱，或者日本央行展開更明顯的加息週期時，將會觸發日圓匯率進一步調整。

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8月30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。本文件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。本資料僅供說明及教學用途，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

了解更多東方匯理資產管理的投資見解。



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