

2023年3月21日

投资策略更新： 砥砺前行



摘要

尽管市场近日受银行业影响而出现极端波动，我们的投资策略观点并无重大变动。

经济展望：在通胀回落的环境下，预期美国经济今年仍将陷入温和衰退，信贷状况紧缩将被利率下降及全球流动性大幅提升局部抵销。此外，中央银行参考利率已接近见顶。

资产类别观点：我们对股票的观点为正面；政府债券为中性；投资级别信贷为正面；另类投资（包括大宗商品）为正面；房地产为中性。

观点变化：在过去两周出现大幅反弹后，我们将短期政府债券下调至中性。

投资者寻找避风港，推动黄金价格上涨至约每盎司2,000美元。长远而言，我们对黄金维持正面观点，但价格自3月8日以来反弹9%后，我们现阶段将局部出售获利。

注重股票质量：我们依然较看好对欧洲、英国及新兴市场。投资风格方面，鉴于长期利率下跌及近期经济前景较不明朗，我们现时更偏好优质股票。

股票指数下跌、波幅高企，以及较高的股息率，增加了股票挂钩资本保证结构性产品的吸引力。

短期投资级别信贷：由于长期利率有机会回升，我们偏好短期欧元和美国投资级别信贷。

大宗商品：在原油价格受经济衰退忧虑拖累而下挫后，我们在目前水平看见能源的投资机会。

当局迅速采取行动

各国央行都已汲取雷曼事件的教训：美联储、欧洲央行、瑞士央行、英国央行、日本央行及加拿大央行等均采取了有力的协调行动，以遏制目前的银行危机，同时避免出现骨牌效应。

经济影响

因此，对消费者和企业情绪造成系统性影响的风险已急剧下降。消费者信心主要受通胀不确定性及就业市场表现影响。

我们维持通胀在未来数月持续下降的假设。其中，美国和欧洲通胀率或于今年12月回落至3%以下（同比），经济活动及就业市场则由于近期央行加息而将降温。

然而，与长期平均水平相比，失业率或将保持低企。即使在经济活动放缓幅度更大的情况下，技术人员的缺乏亦将导致劳动力囤积（即企业不愿解雇员工，因为担心在经济复苏期间不再重新聘用）。结合上述趋势，将为消费者情绪和需求提供支持。

Edmund SHING博士

法国巴黎银行财富管理
全球首席投资官



全球投资策略团队

法国巴黎银行财富管理



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界

与近期银行业动荡相关的主要威胁，是银行在信贷活动方面的行为。银行可能会变得更为规避风险，并收紧其信贷条件。

这可能会影响未来数月的经济活动。商业信心可能会下降，但供应链情况和通胀能见度改善将可带来支持。

美国陷入暂时性经济衰退是我们的基本预测情景。而在欧元区，经济活动或将进一步放缓，但有机会避免陷入衰退。债券收益率可能会短暂反弹，但随着通胀明显见顶，加上央行可以在2024年下调政策利率，我们预计债券收益率将在今年年底前再次在较低水平企稳。

这一因素，加上中国经济活动加快复苏，将促使经济增长在今年较后时间恢复，并于2024年提速。

出售短期债券获利

债券收益率已大幅下降：目前债券市场的定价，反映着非常负面的情景，包括所有主要央行的紧缩周期结束，以及预期美联储将于6月至12月降息100个基点。紧缩周期结束可能为时尚早，因为通胀问题依然存在，央行亦可透过宏观审慎工具确保金融稳定。

市场反应似乎过大，因为目前的情况并非全球金融危机重演。我们预期债券收益率将温和反弹，因此将欧元和美国短期政府债券以及美国长期政府债券的观点由正面下调至中性。同时，我们对欧元长期政府债券维持中性观点。

优质信贷仍非常稳健：在银行危机笼罩市场的过去一周，欧元和美国投资级债券均录得正数总回报，因为债券收益率的下降足以抵销信贷利差扩大。相反，高收益债券上周则录得负总回报。

我们依然偏重质量，对欧元和美国投资级别债券保持正面观点，并采取低于基准的存续期（欧元区为5年，美国则为7年），而对高收益债券则持中性观点。

额外一级资本（AT1）债券成为焦点

瑞士金融市场监管局决定，瑞信的额外一级资本（AT1）债券将被全数撇账，但股东则并未遭遇同一情况。这种对赔偿顺序的无视惹来市场疑问，并触发了AT1债券的抛售。然而，适用于不同司法管辖区及发行人的规则各有不同。

我们仍对欧洲AT1抱有信心，因为欧洲央行重申了该区的赔偿顺序，即“普通股权工具将首先用作吸收亏损，只有在用尽后才需要将额外一级资本撇减”。此外，欧洲银行业目前资本相当充足。

股票：银行业反应迅速

股票方面，我们的观点并无根本上的改变。我们认为，近期某些美国地区银行的倒闭事件，以及受诸多问题困扰的瑞信最终出售至瑞银，都是个别特殊情况，并不反映全球银行体系存在系统性问题。

还有以下几点值得留意：

1. 瑞银收购瑞信的解决方案，在目前动荡的市况下迅速达成（与全球金融危机期间作出决定的缓慢步伐相比）；
2. 同时，美国当局亦迅速干预三间美国地区银行的倒闭事件；
3. 整体而言，美国和欧洲银行体系从未如此强韧，资本充足且监管良好。由于利率/收益率于过去12个月急升，其盈利能力亦正在改善。



偏好优质股票

短期而言，金融和周期性行业面对的财务不确定性（以及因此引发的波动性）居高不下，优质防守性股有望进一步跑赢大市。外界焦点可能会转向美国，陷入困境的第一共和银行(First Republic Bank)也许需要更多结构性解决方案。此外，市场也注视美联储本周三议息会议后的决议和评论。

在当前的避险环境下，防守性股而言，我们最看好医疗保健和公用事业板块。

但请注意，周期性股的估值处于历史低位，且此类公司拥有稳健的资产负债表，特别是欧洲金融类股和大宗商品类股。这通常意味着良好的中期买入机遇。

许多周期性股仍有望产生前所未有的现金流收益，使其能够支付丰厚的股息和回购股票。对于实力最强劲的公司来说，可透过机会型收购来拓展公司版图。但我们仍在观望周期性股的走势，等待出现更清晰水平进场。

看好中国

我们仍看好中国。中国人民银行于上周五（3月17日）意外宣布降低金融机构存款准备金率(RRR)，表明中国的货币政策仍然宽松。中国各城市也纷纷推出促进消费的措施。

最近的经济数据表明，中国2023年的经济增速有望超过政府设定的5%的经济增长目标。

中国A股市场短期内受银行业危机的影响可能较小。一旦此次危机尘埃落定，我们预期该市场有望表现优异。

石油和黄金前景

信贷条件紧缩导致经济衰退预期升温，进而令大宗商品近期表现疲软。油价在过去两周大幅下跌，布兰特原油价格跌至72美元/桶，纽约西德州原油(WTI)跌至66美元/桶。基本金属价格的跌幅超过1月份的涨幅。

而黄金价格则跃升至2000美元/盎司，主要由于利率下降，以及各央行准备为面临挤兑的银行提供大规模流动性，导致市场不确定性加剧。

我们认为，石油和基本金属价格下滑以及黄金价格飙升都被夸大，因为我们认为陷入严重衰退的可能性不大。

美国政府此前表示，计划在WTI低于70美元时回购石油补充战略石油储备，加上中国消费市场逐步恢复，石油需求应会增加。但由于石油行业多年来投资不足以及针对俄罗斯的制裁，石油供应仍然受到限制。中国经济复苏缓慢令工业价格承压，但我们相信，对能源转型的巨大需求将支持未来的价格走势。因此，我们建议保留现有仓位，并利用被夸大的跌幅来加仓。

在黄金价格触及2000美元/盎司水平时局部出售获利，也较合理，因为金价未能突破此前两个关键关口，可能会导致大幅回调。然而，长远而言，我们对黄金仍持乐观态度，它仍是我们最看好的对冲极端风险事件的工具。



结论：砥砺前行

过去两周，债市和股市（例如银行板块）均出现创纪录剧烈震荡。

然而，我们应该退一步，审视更广泛的宏观和金融市场格局。值得注意的是：

1. 短期经济增长前景并没有发生重大变化 - 美国而言，亚特兰大联储GDPNow模型最新预测显示，2023年第一季度国内生产总值(GDP)增速预期为3.2%，远高于潜在水平。欧洲方面，花旗欧洲经济惊奇指数仍远高于盈亏平衡点，达+48（若该指数大于零，则代表整体经济表现普遍优于预期），突显欧元区经济势头好于预期。
2. 随着通胀率稳步回落，美联储、欧洲央行和英国央行等主要央行都已接近加息周期尾声。
3. 短债和长债券收益率均大幅下跌。自3月8日起，美国2年期国债收益率累计下跌1.2%至3.9%，德国10年期国债收益率累计下跌0.65%至2.1%，美国10年期实际收益率累计下跌0.4%至1.3%。
4. 除银行业外，股票市场表现出惊人的韧性：近期银行业危机引发市场动荡期间，欧洲斯托克50指数仅较近期高位回落不到5%，而纳斯达克100指数甚至录得涨幅。

基于上述几点，我们看不到有任何令人信服的理由让我们对目前的资产配置观点做出重大改变。

全球投资策略团队

法国

Edmund SHING

全球首席投资官

Jean-Roland DESSARD

首席投资官

Isabelle ENOS

首席投资策略师

意大利

Luca IANDIMARINO

首席投资官

比利时

Philippe GJSELS

首席投资官

Alain GERARD

资深投资策略师，股票市场

Xavier TIMMERMANS

资深投资策略师，私人银行业务

卢森堡

Guy ERTZ

首席投资官

Edouard DESBONNETS

资深投资策略师，固定收益市场

亚洲

Prashant BHAYANI

亚洲首席投资官

谭慧敏

亚洲首席投资策略师



BNP PARIBAS
法国巴黎银行财富管理

携手变通世界

免责声明

本文件/通讯/信息（统称“文件”）由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡提供，并由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港提供。法国巴黎银行是一家在法国成立的公众有限公司(société anonyme)，其成员承担有限法律责任。法国巴黎银行，透过其香港分行为受香港金融管理局监管的持牌银行，及《证券及期货条例》（香港法例第571章）所指的注册机构；于香港证券及期货事务监察委员会（“证监会”）注册，获准进行第1、4、6及9类受规管活动（证监会中央编号：AAF564）。法国巴黎银行，透过其新加坡分行（单一机构识别号码/注册编号：S71FC2142G）为受新加坡金融管理局监管的持牌银行。“法国巴黎银行财富管理”乃法国巴黎银行营运之财富管理业务之名称。“法国巴黎银行财富管理”（单一机构识别号码/注册编号：53347235X）是根据 Business Names Registration Act 2014在新加坡注册之企业名称。

本文件仅供一般参考，不应用作订立任何特定交易的唯一参考。阁下不应对本文件的资料和意见加以依赖，亦不应用以代替阁下的任何决定或寻求独立专业意见（如不论是财务、法律、会计、税务或其他意见）的需要。本文件不拟作为进行买卖或订立交易的要约或游说。此外，本文件及其内容不拟作为任何类别或形式的广告、诱因或声明。法国巴黎银行保留权利（但并无责任）随时在不发出通知的情况下更改本文件的资料，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须对有关变动所引致的任何后果负责。

本文件所载资料仅拟作讨论用途，若投资者决定进行有关交易，将受制于有关交易的最终条款所约束。它并不代表（1）交易的实际条款，（2）任何现有交易可以解除的实际条款，（3）交易提早终止后应支付金额的计算或估算，或（4）法国巴黎银行在其财务报告账目中给出的交易实际估值。交易的最终条款将载于条款清单、适用条款合同和/或确认书。另请参阅有关文件所载之免责声明，以及本行收费表中有关费用、收费及/或佣金的披露及其他重要资料。

若本文件是交易完成/交易确认书，请仔细检查本文件中所列出的资料，如发现任何差异，请阁下立即与我们联系。本文件的内容取决于我们随后以邮件形式寄出之银行对账单中的最终交易详情/信息及/或建议（如有）。本文件包含仅供上述收件人使用之机密信息。若阁下并非收件人，请勿传播、复制或依据本文件采取任何行动。若阁下误收到本文件，请立即通知法国巴黎银行并删除/销毁本文件。

尽管本文件提供的资料和意见可能取自或源自被视为可靠的已发布或未发布的来源，而且在拟备本文件时已采取一切合理审慎的措施，但法国巴黎银行并无就其准确性或完整性作出任何明示或隐含的声明或担保，而且，除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行毋须就任何不确资料、误差或遗漏承担责任。本文件所载的所有估计及意见构成法国巴黎银行在截至本文件刊发日期的判断，而所表达的意見可予更改，毋须另行通知。本文所载资料可能包含前瞻性陈述。“认为”、“预期”、“预计”、“预测”、“估计”、“预估”、“有信心”、“具信心”等字词和其他类似用语亦旨在表明前瞻性陈述。此等前瞻性陈述并非历史事实，而是法国巴黎银行根据当前可用资料所建立的现行信念、假设、预期、估计和预测，并包括已知和未知风险及不确定因素。此等前瞻性陈述并非未来表现的保证，并附带各种风险、不确定因素和其他因素，部份无法控制及难以预估。因此，实际结果可能与此等前瞻性陈述所表达、暗示或预测显着有别。投资者应自行独立判断任何前瞻性陈述，并自行咨询专业意见以理解该等前瞻性陈述。法国巴黎银行概不保证更新有关前瞻性陈述。当投资者考虑关于产品/投资表现的任何理论历史资料时，投资者应注意有关过往表现的任何提述不应被视为未来表现的指标。法国巴黎银行并无就任何投资/交易的预期或预计成效、盈利能力、回报、表现、结果、影响、后果或利益作出任何担保、保证或声明。除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则法国巴黎银行集团公司或实体概不会就使用或依赖本文件或所提供的资料的任何部份而直接或间接引致的任何损失承担任何责任。



免责声明

结构性交易为复杂的交易，可能涉及的损失风险甚高，包括可能损失所投资的本金。若本文件所述的任何产品是涉及衍生工具的结构性产品，除非阁下已完全了解并同意接受所有风险，否则阁下不应对该产品进行投资。若阁下对任何产品/交易有任何疑问，应寻求独立专业意见。

各投资者/认购方在订立任何一项交易前，应充份了解产品/投资的条款、条件及特点，以及订立交易/投资的风险、优点及适用性（包括与发行人相关的任何市场风险），并在作出投资前咨询其本身独立的法律、监管、税务、财务及会计顾问。投资者/认购方应充份了解有关投资的特点，而且具有承担投资损失的财力，和愿意承担所有相关风险。除非另有明确书面协定，否则 (1) 若法国巴黎银行无向投资者/认购方游说出售或建议任何金融产品，其于任何交易中均非以财务顾问的身份为投资者/认购方行事，以及 (2) 无论如何，法国巴黎银行于任何交易中均非以受信人的身份为投资者/认购方行事。

在本文件刊发之前或之后，法国巴黎银行及/或它的联系人或关连人士可能或经已为其本身进行有关本文件所述的产品或任何相关产品的交易。在本文件刊发当日，法国巴黎银行、它的联系人或关连人士及其各自的董事及/或代表及/或雇员可能就本文件所述的产品，或以该产品为基础的衍生工具进行坐盘交易，并可能持有长仓或短仓或其他权益，或进行庄家活动，及可能随时在公开市场或其他市场以主事人或代理或市场庄家的身份购入及/或沽售投资。此外，法国巴黎银行及/或它的联系或关连人士在过去十二个月内可能担任投资银行，或可能已向本文件所述的公司或就本文件所述的产品提供重要的意见或投资服务。

本文件属机密性质，并仅拟供法国巴黎银行、它的联营公司、其各自的董事、高级职员及/或雇员和本文件的收件人使用。在未获得法国巴黎银行的事先书面同意前，本文件不可由任何收件人向任何其他人士派发、发布、复制或披露，亦不可在任何文件中引用或提述。

香港：本文件由法国巴黎银行，透过其香港分行在香港派发。本文件在香港仅派发予专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法例第571章）附表1第1部）。本文件所述的部份产品或交易在香港可能未经许可，及不可向香港投资者发售。

新加坡：本文件由法国巴黎银行，透过其新加坡分行在新加坡仅派发予认可投资者 (Accredited Investors)（定义见新加坡法例《证券及期货法》(Securities and Futures Act 2001)），并且不拟向非认可投资者的新加坡投资者派发，亦不应供任何该等人士传阅。本文件所述的部份产品或交易在新加坡可能未经许可，及不可向新加坡投资者发售。

如本文件由法国巴黎银行在新加坡派发予非认可投资者、非专家投资者 (Expert Investor) 或非机构投资者 (Institutional Investor) 人士，法国巴黎银行（透过其新加坡分行）仅就本文件内容向该人士承担相关法例所规定的法律责任。

除非适用于阁下帐户的条款及条件第6.5条另有规定，否则本文件的资料仅供拟定收件人传阅，不拟作为向本文件的收件人提供的建议或投资意见。本文件的收件人在作出购买或订立任何产品或交易的承约前，应就产品或交易的合适性（经考虑收件人的特定投资目标、财务状况和特别需要），以及有关产品或交易所涉及的风险，咨询其本身的专业顾问的意见。

请注意，本文件可能与法国巴黎银行作为发行人的产品有关，在此情况下，本文件或本文件所载资料可能由法国巴黎银行作为产品发行人的身份编制（“发行人文件”）。当发行人文件由法国巴黎银行，透过其香港分行，或由法国巴黎银行，透过其新加坡分行，以分销商的身份提供给阁下时，亦受制于法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条所约束。如发行人文件的条款与法国巴黎银行财富管理适用于阁下账户的条款及条件第6.5条之间存在任何不一致，概以后者为准。



免责声明

请注意：任何投资产品或交易所涉及各方、其投资专业人士和/或其联营公司的整体投资活动或角色，可能会导致各种潜在和实际利益冲突。具体而言，交易对手/发行人/提供商或其相关实体或联营公司可能提供或管理其他投资，其利益可能与阁下在该投资产品或交易中的投资利益有所不同；或当产品交易对手或发行人是法国巴黎银行或其相关实体或联营公司时，法国巴黎银行亦可能是同一产品的分销商、担保人、计算代理人及/或安排人。法国巴黎银行及其联属公司以及与其有联系或有关连的人士(统称“法国巴黎银行集团”)可能以庄家身份或可作为委托人或代理人买卖本文件所述证券或有关衍生产品。法国巴黎银行集团可能于本文件所载的发行人中拥有财务权益,包括于持有其证券的长仓或短仓及/或有关期权、期货或其他衍生工具。法国巴黎银行集团(包括其高级职员及雇员)可能或已经出任本文件所述任何发行人的高级职员、董事或顾问。法国巴黎银行集团可能于过去12个月内不时为本文件所述的任何发行人招揽、进行或已进行投资银行、包销或其他服务(包括作为顾问、经办人、包销商或放款人)。法国巴黎银行集团可在法律准许的情况下,于本文件所载的资料刊发之前,依据有关资料或据此进行的研究或分析行事,或使用有关资料或据此进行的研究或分析。法国巴黎银行集团的成员公司可能对于有关结构性产品项下若干责任有利益冲突。例如,其及其联属公司可能为其本身或为其他人士进行相关产品的交易。其或其联属公司可能收取任何相关产品的部分管理或其他费用。法国巴黎银行可向与相关产品有关的实体提供其他服务并获支付酬金。所有此等活动均可能导致有关法国巴黎银行的若干财务权益出现利益冲突。

如本文件涉及房地产，请注意，法国巴黎银行透过其香港分行在香港提供的房地产服务仅限香港以外的物业。具体而言，法国巴黎银行，透过其香港分行并未持有牌照处理位于香港的任何物业。法国巴黎银行，透过其新加坡分行并未持有牌照处理及不提供房地产服务，本文件亦不可这样被诠释。

法国巴黎银行之客户及交易对手有责任确保自身遵守美国第13959号行政命令(E.O.) (经修订) 适用之规定 (及后续所有官方指引)。有关该行政命令的全部详情，请阁下参阅以下网页：如需查阅该行政命令全文，请访问 <https://home.treasury.gov/system/files/126/13959.pdf>，如需了解美国财政部外国资产管理办公室(OFAC)就该行政命令发布之最新指引，请访问 <https://home.treasury.gov/policy-issues/financial-sanctions/recent-actions>。

阁下一经接纳本文件，即同意受以上限制所约束。如中英文版本有任何含糊不清或歧异，概以英文版本为准。在与法国巴黎银行透过其新加坡分行进行的任何交易或安排中，英文版是唯一有效版本，中文版将不予以考虑。

就任何有关本文件或因本文件产生的事宜，阁下可与法国巴黎银行 (透过其新加坡分行) (10 Collyer Quay, #35-01 Ocean Financial Centre, Singapore 049315 (电话：(65) 6210 3888；传真：(65) 6210 3861)) 联系。如阁下 (a) 并非新加坡居民，及 (b) 由在香港的客户经理提供服务，则本段落不适用于阁下。如阁下符合 (a) 及 (b) 条件，阁下可就任何有关本文件或因本文件产生的事宜与法国巴黎银行 (透过其香港分行) (香港中环金融街8号国际金融中心二期63楼 (电话：(852) 2909 8888)) 联系。

图片源自 © Getty Images。

© BNP Paribas (2023) 版权所有。

