

A photograph of several hurdles on a red running track, arranged in a line that recedes into the distance. The hurdles have white tops and red bases. The track has white lane markings.

Research

#12
2021年
12月

資產縱橫

投資策略

投資總監的觀點

「實際」的投資難題

專題環球投資觀點

美國的政策組合會有利於「重建更好未來」嗎？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#12 - 2021年12月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

「實際」的投資難題

頁3

儘管最新的消費物價指數 (CPI) 數據支持「粘性」的說法，但各國央行仍堅持其臨時通脹主張。我們認為，投資者應該在提供更高收益率的信貸產品以及實際資產中尋找「實際」回報。此外，我們對股票保持整體中性立場，但較喜歡可以補充投資者收入的價值股、優質股和派息股票。然而，對於政府債券，我們整體上保持謹慎，但建議投資者保持靈活。由於市場上剩餘的實際價值並不充足，因此需要探索各種資產。

宏觀

中國經濟增長會在2022年保持穩定

頁4

在追求共同繁榮的過程中，2021年出現了前所未有的監管變化。但未來的政策清晰度和協調應該有助於中國的結構轉型。

多元資產

尋找上行潛力，同時限制下行幅度

頁5

雖然我們對風險資產保持中立並整體多元化，但有選擇性的機會將透過期權從股票的溫和近期上漲中受益。

固定收益

關注實際利率的方向

頁6

各國央行對通脹採取溫和的忽視方式，並保持在曲線後面。投資者應保持主動並密切關注影響資產估值的實際利率方向。

股票

積極的收益季度，卻帶有一些陰雲

頁7

股票仍然提供具吸引力的風險調整後回報，但情況更加微妙，因為通貨膨脹是企業的一個主要問題，強調了選擇的重要性。

專題環球投資觀點

美國的政策組合會有利於「重建更好未來」嗎？

頁8

11月19日，眾議院通過了《重建更好未來法案》(Build Back Better Act)。該法案現在將由參議院審議。這是拜登政府向前邁出的一大步，特別是因為這次投票在拜登總統簽署基建計劃成為法律之後進行。

市場情景與風險

> 中央和替代情景

頁10

> 最高風險

頁11

> 資產縱橫：
檢測市場轉折點

頁12

> 環球研究資料集

頁13

> 東方匯理資產類別觀點

頁14

宏觀經濟狀況

> 發達國家

宏觀經濟前景——市場預測

頁15

> 新興市場

宏觀經濟前景——市場預測

頁16

> 宏觀經濟及市場預測

頁17

> 本行預測的免責聲明/研究方法

頁18

> 刊物精選

頁19

投資總監的觀點

Pascal BLANQUÉ——
集團投資總監Vincent MORTIER——
集團副投資總監

「實際」的投資難題

美國聯儲局縮減規模、恆大危機和財報季度的萬聖節「幽靈」並沒有嚇到市場。美國聯儲局有效地傳達了其信息：在保留根據經濟狀況調整逐漸縮減的選項的同時，重申了「暫時性」通貨膨脹的說法。事實證明，英國央行比預期更為鴿派，實際上在通脹風險方面保持利率不變（「良性忽視」）。結果，名義收益率下降，實際收益率跌至接近新的歷史低點。儘管各國央行堅持其臨時措辭，但我們認為，相比之下，最新的消費物價指數（CPI）數據支持「粘性」的敘述。

股市方面，財報季度整體表現強勁。另一個值得關注的領域，即恆大可能在中國違約的情況再次被避免，我們預計政策干預將在必要時再次啟動以避免違約。在美國方面，即使拜登總統重新任命鮑威爾為美國聯儲局主席以確保貨幣政策的連續性，他亦確認布雷納德為副主席。但隨著民主黨努力透過參議院通過社會基建法案（將於12月13日之前通過），一些波動性可能會回歸。路徑看起來不確定，「套餐」的最終金額亦然。

最後，我們進入了新一輪新冠疫情浪潮。進入冬季，歐美病例將增加。然而，由於疫苗接種活動進行得如火如荼，我們預計這不會破壞增長前景。另一方面，在最近的股市高點之後，很難看到任何顯著的上行空間：聖誕老人已經派發了聖誕禮物。到年底前，最有可能出現的情況是股票市場呈現區間波動，債券亦出現波動，流動性全面下降。在此背景下，我們維持對股票的中性立場和對核心債券的短久期觀點，對信貸和外國債券的觀點溫和看好。在投資組合構建方面，以實際回報為目標將是重點。

- 整體資產配置將繼續看好股票，因為沒有其他選擇可以進入後期週期。一旦經濟在2022年第二、第三季度重新加速，股票立場可能會從中性轉向戰術增持。但隨着政策失誤的風險不斷上升，對沖的需求仍將很高。我們還認識到，股票敞口已在週期中達到頂峰，特別看好發達市場，尤其是估值目前處於極端水平的美國。隨着新興市場的復甦擴大，其配置低於策略目標且回報潛力更高，我們預計投資者將開始重新配置這些市場以尋求有吸引力的估值。整體而言，在股市方面，泡沫區域持續存在。我們不知道哪些公司缺乏定價權（在股海中「裸泳」），因為基於此的歧視尚未在市場上發生。因此，投資者應看好優質股/價值股、派息股和表明可持續定價能力（不易衡量）的股票。
- 收益率較高且期限較短的信貸可能是應對高通脹的最佳手段，但慎選將是關鍵，因為隨着金融狀況的支持性減弱，違約率將開始觸底。
- 實物資產將受到青睞，因為這些資產可以在通脹保護方面有所幫助。在這方面有很多機會。在私人債務方面，該市場上可用的浮動利率和流動性溢價可能有助於在融資需求上升的市場中尋找對核心收益率可能增加更有韌性的收入機會。在與能源轉型相關的機會方面，基建投資也呈現強勁勢頭，這通常也是提供通脹保護的資產類別。私募股權是為復甦融資和尋求更高潛在回報的關鍵。房地產也可以在復甦階段提供具選擇性的機會。
- 一些環境、社會、治理（ESG）風險正在成為現實。COP26會議強調了採取緊急減排行動的必要性。中美最後一刻達成的協議可能標誌着這一趨勢的進一步加速，可能導致投資者的需求上升，並最終在正反饋循環中轉化為更高的市場價格。

我們認為，投資者在未來三年面臨着微薄的實際回報前景。我們認為，不論是在美國¹還是在歐洲²，六成股票、四成債券組合的實際年回報率可能接近於零。未來的投資難題是如何增加實際回報潛力。這將需要捉緊所有資產類別的現有機會，因為市場上剩餘的實際價值並不充足，這突顯出投資者需要保持廣泛的工具庫。

整體風險情緒

避險 冒險



在以金融抑制為特徵的市場風險不對稱的情況下，我們保持風險中性，但對任何機會都保持警惕。

與上個月相比的變化

- ▶ 在謹慎範圍內對存續期進行戰術調整。
- ▶ 增強衍生品敞口發揮風險資產的優勢，提高保障。
- ▶ 自始至終對信貸更加警惕。

整體風險情緒是對最近環球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

¹ 60%標準普爾500指數和40%美國綜合債券。假設通貨膨脹率為3.2%。

² 60%MSCI歐元區指數和40%歐元綜合債券。假設通貨膨脹率為2.1%。

跨資產研究分析

Monica DEFEND—
研究部環球總監Claire HUANG—
新興市場宏觀策略師

中國經濟增長會在2022年保持穩定

第四季度初，中國經濟繼續受自身政策約束的影響，復甦乏力。造成這種放緩的罪魁禍首如下：

- 零容忍的新冠疫情政策；
- 高污染和高排放行業部門的能源排放控制；及
- 自2020年第四季度以來房地產市場收緊。

儘管如此，經濟普遍疲軟引起了決策者的注意。10月，國家發展和改革委員會顯著加大煤炭生產以解決電力短缺問題，而一些地方政府亦開始取消能源使用控制並恢復正常生產。年底可能會進一步放鬆，緩解工業方面的壓力。

在疫情防控方面，北京冬奧會（2月4日至20日）之前，當局似乎沒有改變零容忍政策的意圖。但鑑於中國的高疫苗接種率，我們確實預計二月後國內旅行政策會有所調整。住房政策的操作調整也在進行中。

也就是說，迄今為止的政策微調有助於緩解開發商的近期流動性壓力，但這並不足以改變我們對中期房地產放緩的評估。

展望未來，一旦上述制約因素一一解除，我們預計整體經濟將緩慢重啟。然而，住房部門去槓桿化最有可能繼續下去，在中國人民銀行的目標是保持債務/GDP比率穩定的情況下，期待新一輪廣泛的信貸刺激將是過於自滿的

想法。因此，我們預計政策寬鬆仍將有針對性，而退出突然的去槓桿和緊縮政策足以幫助穩定增長。我們維持我們原來的觀點，即經濟增長將在第四季度從第三季度的低谷回升，然後在2022年保持略低於趨勢水平。

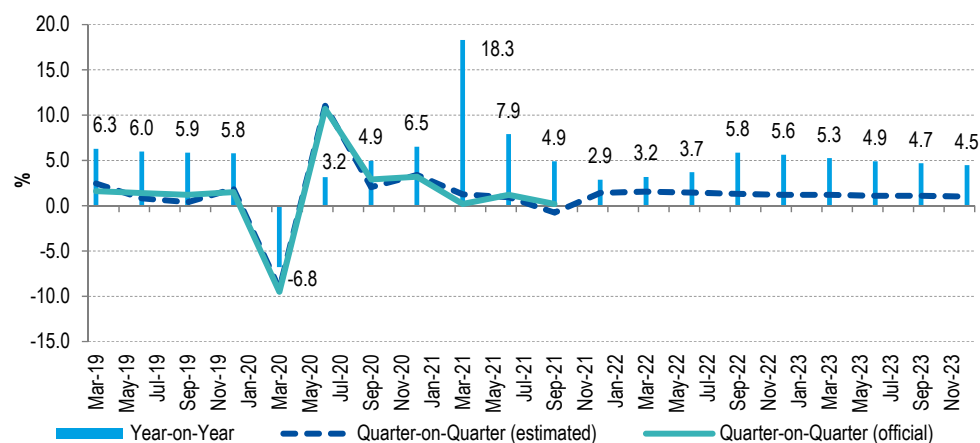
然而，由於強大的負基數效應，中國的整體同比增長率在第四季度應降至略低於3%，並在2022年上半年達到3-4%，然後回升至5%以上。我們預測的主要下行風險是，在沒有額外政策刺激的情況下，房地產市場會出現更大幅度的放緩。

從投資者的角度來看，這需要在短期內保持警惕，因為該國正在進行監管變革並走向「共同富裕」。北京對增長放緩的容忍度顯著提高，但我們預計政策清晰度和協調性的提高將有助於這種結構性經濟轉型。從長遠來看，我們認為這些措施應會降低系統性風險，讓我們能夠透過慎選的視角來探索機會。

總括而言，包括離岸人民幣在內的中國資產為尋求更高實際收入的環球投資組合提供了強大的多元化收益，這得益於中國在亞洲區域貿易中的作用不斷擴大以及中國政府希望提高人民幣的國際相關性。

在追求共同繁榮的過程中，2021年出現了前所未有的監管變化。但未來的政策清晰和協調應該有助於中國的結構轉型

中國國內生產總值增長(%)



Source: NBS, CEIC, Amundi Research, as of 16 November

多元資產



Matteo GERMANO——
多元資產部主管

雖然我們對風險資產保持中立並整體多元化，但有選擇性的機會將透過期權從股票的溫和近期上漲中受益

尋找上行潛力，同時限制下行幅度

由於滯脹風險持續存在，環球經濟增長前景略有減弱，但市場似乎暫時忽略了這一點，並專注於強勁的收益和勢頭。我們承認這種實力，但認為鑑於對未來利潤率壓力的擔憂，投資者必須保持警惕。因此，積極主動管理債券和股票的空間很大，因為從表面上看便宜而有吸引力的東西可能無法提供長期的可持續回報。**我們建議投資者保持風險中性，尋找有吸引力的切入點並探索參與任何戰術上行的選擇。**此外，在估值偏緊的情況下，應考慮對沖以保護股票和信貸風險。

高信念投資意念

雖然我們維持對發達市場和新興市場股票的整體中性立場，但我們正在關注當前強於預期的收益季度，尤其是在美國，這凸顯了供應瓶頸情況對企業利潤率的影響已經減弱。在美國方面，我們略微上調了我們認為股票在戰術上可能具有吸引力的水平。然而，我們在這方面仍然很活躍，努力尋找企業定價能力減弱的任何跡象。基於整體中性的態度，投資者應着眼於包括衍生品在內的一系列工具，以發揮美國股市進一步溫和上漲的潛力，但應保持良好的平衡和多元化。在新興市場方面，我們保持中立立場，並密切關注中國近期的任何疲軟情況。**在債券方面，我們保持敏捷，並從環球收益率曲線的戰術和長期角度識別機會。**因此，隨着收益率接近我們的目標水平，我們現在對10年期美國國債持中立態度。然而，這並不代表我們對存續期的謹慎看法有任何結構性變化。事實上，我們繼續看到美國國債曲線上其他期限較短的部分的收益率有上行潛力。其次，在英國央行決定不加息後，英國兩年期收益率也達到了我們的目標。

關於意大利外圍債務——即30年期BTP（相對於德國國債）——我們仍然看好，因為意大利第二季度和第三季度GDP增長意外上行，導致評級前景改善。在亞洲方面，我們繼續看好中國政府債券，因為我們預期近期利率穩定、多元化收益，加上中國經濟增長疲軟。但對於新興市場債券，我們則保持中立。

信貸能提供回報潛力，尤其是歐洲投資級和高收益債券，因為利差對核心收益率仍然具有韌性，基本面和技術面正在改善，並且各國央行透過保持短期利率錨定來維持其支持。在歐洲方面，在違約率呈下降趨勢的情況下，高貝塔值细分市场，如高收益債券和次級債券，是有吸引力的領域。

在市場許多角落的估值已飽和的時候，外匯提供了相對價值的機會。整體而言，隨着年底臨近，美國聯儲局溫和的政策正常化應會略微支持美元。我們喜歡一籃子外匯套利投資機會，相對於瑞士法郎而言，較為看好英鎊。然而，相對於美元和歐元，由於地緣政治問題和通脹對消費者購買力的影響，我們對英鎊持謹慎態度。在新興市場，我們看好盧布兌歐元，因為前者具有吸引力的估值，加上俄羅斯央行的強硬立場。在亞洲方面，我們對離岸人民幣兌歐元的樂觀看法仍然存在，因為中國將繼續成為區域貿易的推動者，而政府使中國成為環球超級大國的目標也應可支撐離岸人民幣。然而，我們現在認為流入南韓的資本減弱可能會在短期內影響韓圓。

風險與對沖

儘管經濟持續增長，但就其潛在影響而言，通脹制度對市場構成了高風險。我們認為投資者應該使用具有成本效益的對沖方式來保護高收益信貸風險，同時保持對其持有的發達市場股票的保護。

東方匯理資產縱橫信念

	一個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票					■			
信貸						■		
存續期				■				
石油					■			
黃金					■			

來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表顯示了3至6個月期的跨資產評估。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 (+/+/+/+).

此評估可能會有所變化。
EM=新興市場; FX=外匯; IG=投資級; HY=高收益; CB=各國央行; BTP=意大利政府債券; EMBI=新興市場債券指數。

固定收益

關注實際利率的方向



Amaury D'ORSAY —
固定收益部主管



Yerlan SYZDYKOV —
新興市場部環球總監



Kenneth J. TAUBES —
美國投資管理部投資總監

各國央行對通脹採取溫和的忽視方式，並保持在曲線後面。投資者應保持主動並密切關注影響資產估值的實際利率方向

經濟增長依然強勁，但預測顯示環境趨弱（增長分散）。另一方面，在供需不匹配、大宗商品價格和勞動力市場壓力的推動下，通脹仍然居高不下。通脹過高正在考驗央行採取行動的耐心：美國聯儲局一如預期宣布了退市計劃，但英國央行維持利率不變（央行不同步）。我們認為，市場正試圖判斷各國央行對通脹的容忍度閾值，儘管美國聯儲局澄清說，供應瓶頸情況造成的「暫時性」通脹壓力可能會持續到2022年下半年。由於實際收益率繼續處於不可持續的低水平，我們對政府債券保持謹慎態度，取而代之，我們將透過非常小心選擇的積極主動方式在外圍國家、發達市場信貸和新興市場債券中尋找收入來源。

環球及歐洲固定收益

就存續期而言，我們對美國和核心（現在略少）以及半核心歐洲採防守但靈活的態度。我們對英國和加拿大亦保持謹慎。然而，在意大利外圍債務（強勁增長）、中國（多元化）和澳洲方面，我們的樂觀態度仍然存在。

在信貸方面，對評級和第三季度業績的樂觀展望表明，供應瓶頸情況並未出現廣泛警告。但核心收益率的波動、財務比率演變的離散以及年終流動性問題都是潛在的脆弱性。

我們透過更加重視信貸選擇來探索高利差的短期債務（低久期風險）。與A級債務相比，我們還看到高收益和BBB-級債券的去槓桿化加速，並繼續探索後起之秀的主題。在進行這一切的同時，我們仔細監控ESG動態，並將這一因素納入我們的整體選擇過程。

美國固定收益

儘管最近的數據和通脹主題的政治呼聲不斷上升，但市場似乎已經接受了美國聯儲局的臨時通脹論調。我們亦認為財政刺激將會消退，但不會像市場預期的那樣多。因此，我們對盈虧平衡點持樂觀態度（與美國國債相比），但由於估值問題建議進行一些微調。由於政府支出和債務增加以及經濟持續增長，我們對美國國債持防守態度，但正在戰術上控制我們的立場。信貸方面，我們透過更小心選擇的視角對投資級和高收益債券保持適度樂觀態度。收益的另一個來源是消費、住宅抵押貸款和證券化市場，消費者儲蓄強勁，但我們非常警惕。我們亦在證券化信貸（RMBS、ABS）中小心尋找機會。

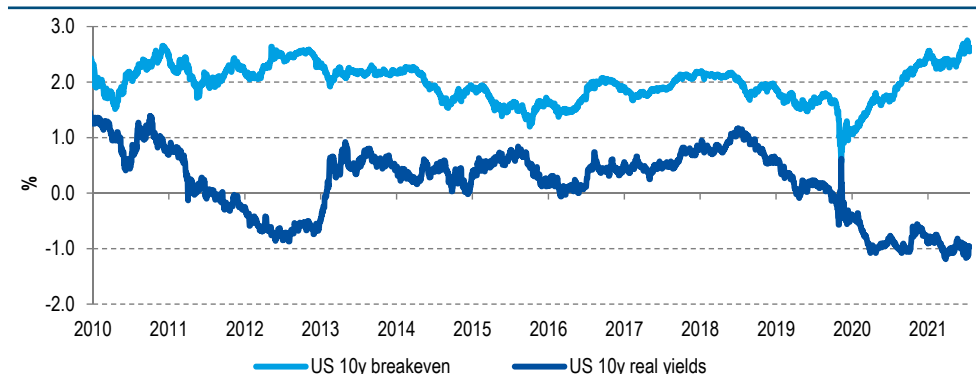
新興市場債券

新興市場債券是一個值得關注的領域，尤其是在低收益率的世界中，並且考慮到我們對美國聯儲局審慎政策正常化的預期。我們看好硬通貨債券並保持對高收益而非投資級債券的偏見，但對本幣債券持謹慎態度。有趣的是，上行通脹意外繼續推動新興市場央行提前收緊，尤其是在東歐、中東和非洲（EEMEA）地區和拉丁美洲。我們專注於由大宗商品驅動的國家（俄羅斯）和行業，同時我們對巴西和土耳其保持警惕。

外匯

各國央行推遲加息可能會影響外匯，我們正在積極關注這些事態發展。我們維持對美元的長期持有看法，而鑑於英國央行最近的決定，我們對英鎊保持中性立場。在新興市場外匯方面，我們看好俄羅斯盧布、印尼盾和哥倫比亞比索，因為這些貨幣的套利很高，而且當地商品出口強勁。

重要的變量是實際收益率，而實際收益率仍然很低



Source: Amundi, Bloomberg, as of 16 November 2021

GFI=環球固定收益；GEMs/EM FX=環球新興市場外匯；HY=高收益；IG=投資級；EUR=歐元；UST=美國國庫債券；RMBS=住房抵押貸款支持證券；ABS=資產支持證券；HC=硬通貨；LC=本地貨幣；CRE=商業房地產；CEE=中歐及東歐；JGBs=日本政府債券；EZ=歐元區；BoP=國際收支。

股票

積極的收益季度，卻帶有一些陰雲

Kasper ELMGREEN——
股票部主管Yerlan SYZDYKOV——
新興市場部環球總監Kenneth J. TAUBES——
美國投資管理部投資總監

整體評估

最近幾週，在強勁的收益、令人鼓舞的前瞻性指引和經濟重新開放方面取得進展的帶動下，倍數效應擴大，市場蓬勃。然而，三個因素對我們來說很突出：通脹壓力、相對和絕對估值、實際利率。最後一個因素——即利率開始上升時——將挑戰更高的股權倍數，這可能會加劇擁有定價權的公司與不具備定價權的公司之間的區別。這一點，再加上市場中的高估值分散，強調了我們自下而上的紀律嚴明流程的重要性，透過該流程，我們可以確定有能力將不斷上漲的成本轉嫁給消費者的公司。因此，現在是有選擇地進行有利於優質股和價值股的輪換交易的好時機。

歐洲股票

在向經濟重新開放的整體傾斜中，我們正在透過小心選擇來探索價值股、優質股和週期性領域的投資機會。我們在金融和工業中發現了這些投資機會，儘管我們較不樂觀。本季度來自金融和週期性投資的強勁收益進一步讓我們相信我們的立場。在槓鈴的另一端，我們喜歡防守型行業（醫療保健）。然而，在成本不斷上升的世界中，定價能力是關鍵，為了判斷這一點，我們會評估一家公司的品牌組合、知識產權等。相比之下，我們仍然對高速增長的科技公司和非必需消費品行業持懷疑態度。在歐盟綠色協議等政策措施的推動下，環境、社會、治理（ESG）仍然受到關注。整體而言，我們將環境（E）和社會（S）方面視為使我們能夠參與綠色轉型並可以在不影響回報的情況下減少不平等的機會池。

美國股票

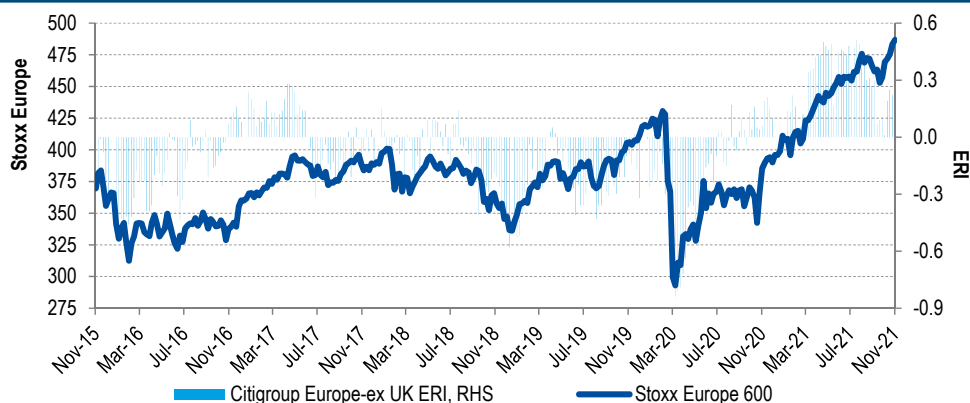
在標準普爾500指數公司取得積極成果的推動下，市場觸及新高時情緒依然強勁，這些公司目前已成功應對供應鏈中斷和通脹上升的問題。現在，我們正在等待勞動力市場和工資的明朗化，並同時關注公司是否願意放棄一些利潤以保護一點市場份額。這仍然是我們決策中的一個關鍵輸入：即定價能力是否可以持續。相對於防守型股票，我們對優質的週期性價值股持樂觀態度，但相信選股將推動回報，因為每家公司在解決供應和勞動力等營運問題方面的能力各不相同。然而，我們對債券代理（長期）行業股、高勢頭/增長股（科技股，包括大盤科技股）和陷入困境的價值股持謹慎態度。在行業層面，我們繼續偏愛金融和能源而非工業，特別是我們可以將公司決策傾斜到促進綠色能源和減少碳排放方面的企業。消費品行業似乎受到充分重視，並面臨勞動力 and 供應鏈問題。

新興市場股票

新興市場/發達市場增長溢價在2022年擴大的前景以及低廉的相對估值應會支撐新興市場股票，但由於市場方向的不確定性，我們建議在年底前保持防守定位。中國的近期前景受到當前放緩的不確定性的影響，儘管長期前景完好無損。在其他方面，我們對俄羅斯（大宗商品、能源出口國）、匈牙利和印度持樂觀態度。在行業層面，我們更喜歡能源而非材料、非必需品和通訊服務，我們更看重價值股/週期性而非增長股。

股票仍然提供具吸引力的風險調整後回報，但情況更加微妙，因為通貨膨脹是企業的一個主要問題，強調了選擇的重要性

盈利收益一直強勁，但圍繞定價能力的選擇是關鍵



專題環球投資觀點

Didier BOROWSKI——
環球投資觀點總監

最終，目標是使經濟增長在中長期更具包容性

拜登希望該法案在聖誕節前通過，但這並非必然

美國的政策組合會有利於「重建更好未來」嗎？

11月19日，眾議院通過了《重建更好未來法案》(Build Back Better Act)。該法案現在將由參議院審議。這是拜登政府向前邁出的一大步，特別是因為這次投票在拜登總統簽署基建計劃成為法律之後進行。

眾議院通過的《重建更好未來法案》將在未來幾週內在參議院進行審議。這樣出現了幾個問題。為何要在當前環境下實施刺激措施？這個新計劃設想了哪些措施？《重建更好未來法案》在年底通過的機率有多大？參議院是否有陷入僵局

為何要制定大型財政計劃？

美國的經濟形勢正在正常化。到明年年底，經濟應該會恢復到充分就業。通貨膨脹處於三十多年來的最高水平。通常，這種情況與繼續擴張性政策組合並不相容。

然而，《重建更好未來法案》計劃並不是為了在短期內穩定經濟。這主要是為中低收入家庭實

參議院會阻止《重建更好未來》計劃嗎？

溫和民主黨員公開擔心，是否要在一個對某些人來說已顯示出過熱跡象的經濟體中實施擴張性財政政策。儘管經濟並未處於充分就業狀態，但工資已經顯著加速，就業成本指數（在其薪酬部分）在第三季度年化增長率為6%（同比增長4.2%）。

在這種情況下，參議院溫和民主黨員將尋求撤銷眾議院提出的一些條款，甚至廢除這些條款。他們關注三個支出項目：移民支出、帶薪休假和調整SALT扣除額（見方框）。

- 1200億美元的移民支出可能會被削減
- 可能必須取消帶薪休假（延長約2000億美元）才能獲得所有民主黨員的批准
- 可能需要降低SALT扣除上限及／或進行經濟狀況調查（見方框）

和解程序理論上允許法案以簡單多數通過。然而，在參議院，這個程序賦予了反對派更多的權力，這有可能減緩法案的通過，並在民主黨之間製造不和。每個預算條款都必須符合某些預算

對赤字和增長有何影響？

文本設想了無數措施。因此很難準確估計影響。據CBO稱，這項立法或多或少需要付出代價。但由於支出將集中在前幾年（2022-25年），而稅收將集中在後幾年，因此未來四年對聯邦赤字的影響將更大。

鑑於參議院將削減甚至取消的措施，對聯邦赤字的影響應該相當小（尤其是與2020年新冠危機的影響相比）。然而，一些即將到期的條款（例如兒

童稅收抵免）如果延長，將在以後對聯邦赤字造成壓力。眾議院計劃對明年增長的影響估計也非常溫和（不超過2022年增長0.5個百分點，這已被納入我們當前的預測中）。也就是說，《重建更好未來法案》應有助於鞏固對勞動力市場增長和可持續復甦的預期，從而鼓勵家庭調動其在危機期間積累的過剩儲蓄。經濟影響最終將更會是取決於私人需求而不是公共需求

施一籃子社會支出和稅收減免。目標是根據民主黨的選舉承諾，使中長期增長更具包容性。

因此，拜登政府有三重動機：經濟（增加中期增長潛力）、社會（擁有更具包容性和不平等的增長模式）和政治（在中期選舉中保留參議院）。

規則（否則這些條款將被刪除，這就是所謂的「伯德規則」¹）。此外，共和黨員可以阻撓議案，提出許多可以強制對困難問題進行投票的修正案（即「投票拉瑪」²）。

拜登希望法案在聖誕節前通過，但存在很大風險，法案可能被推遲到一月下旬才審議，這將降低其獲得通過的機會。

然而，在我們看來，共和黨員不會如願以償。民主黨將希望團結在一起。他們在民意調查中的人氣下降預示着2022年11月的中期選舉將面臨一場艱苦的戰鬥。目前的預測顯示，民主黨很可能會失去對眾議院的控制權。如果他們想在參議院保持多數席位，就必須避免讓共和黨陣營獲勝。

由於該法案目前正在參議院審議，這很可能是拜登政府能夠通過的最後一項預算措施。時間至關重要，因為競選活動將於一月開始。新一輪疫情的風險應該有助於鞏固民主黨，因為Omicron變體有可能進一步放緩明年的總需求（過熱風險較小）。

童稅收抵免）如果延長，將在以後對聯邦赤字造成壓力。眾議院計劃對明年增長的影響估計也非常溫和（不超過2022年增長0.5個百分點，這已被納入我們當前的預測中）。也就是說，《重建更好未來法案》應有助於鞏固對勞動力市場增長和可持續復甦的預期，從而鼓勵家庭調動其在危機期間積累的過剩儲蓄。經濟影響最終將更會是取決於私人需求而不是公共需求

¹ 反對在和解立法中加入無關規定（與執行預算決議政策的目的無關）的參議員可以提出修正案，將此類規定從立法中剔除。

² 這些程序允許國會議員對與預算相關的措施提出無限數量的修正案，這些修正案都在分配的辯論時間結束後逐項表決。

專題環球投資觀點

經濟影響最終將更會是取決於私人需求而不是公共需求

貨幣政策：風險管理方法的回歸？

美國第四季度增長加速，通脹處於30年高位。儘管明年的經濟增長將放緩，但我們相信經濟增長在2022年末仍將略高於潛在水平。通脹亦將放緩，但仍將高於美國聯儲局的目標。

在正常情況下，擴張性財政立場會伴隨不太寬鬆的貨幣立場。但在其策略評估修訂後，美國聯儲局實際上已經改變了其反應功能。一方面，《重建更好未來法案》計劃如果獲得參議院通過，將加強那些認為是時候重新平衡政策組合者的陣營，並減少貨幣支持（加速縮減）。另一方面，來自Omicron新病毒變體的威脅可能會影響明年的經濟增長。

過去，這種不確定時期通常會導致美國聯儲局選擇風險管理方法（即支持維持增長而不是對抗通脹）。最終，我們認為即使《重建更好未來法案》計劃在參議院獲得通過，美國聯儲局仍將比市場預期的更加謹慎。美國聯儲局可能會減少/結束資產購買，但距離提高關鍵利率還很遠。最重要的是，儘管採取了財政立場，但實際利率不會回到正值區域。

本文於2021年11月30日定稿

基建及《重建更好未來》法案簡介

1. 基建投資和就業法案

該計劃於11月5日由眾議院通過，得到13名共和黨代表支持，但遭到6名進步派民主黨員反對，該些民主黨員只希望有條件地接受《重建更好未來法案》。已經在8月10日於參議院由兩黨（69-30）通過。總統已簽署成為法律。

- 在2022年至2031年的十年間，在交通和其他實物基建設施上的支出**超過1兆美元，其中包括近6000億美元的額外資金。**
- **強勁增長：**公路和橋樑、電力系統、鐵路、寬頻網絡、供水網絡和公共交通（其中2740億美元用於交通基建設施、2390億美元用於公共事業）的支出。
- **目標：**降低公司成本，提高競爭力和生產力，並減少碳排放。
- **支持該計劃的主要論點之一是，現在正是這樣做的時機：**公共基建設施的預期回報估計遠高於其融資成本（30年期國債收益率低於2%）。
- **事後，成本適中。**一旦考慮到對未來10年增長的預期乘數效應，對未來10年預算期內的赤字和債務沒有實質性影響。

2. 眾議院通過的《重建更好未來法案》

該計劃仍需參議院批准，計劃將提供：

大約21000億美元的支出：

- 在社會保障項目（兒童保育、教育、醫療保健）方面的新支出和稅收抵免為21000億美元，可分為三類：
 - 社會保障項目（11000億美元）。
 - 氣候和房屋（7000億美元）。
 - 其他支出（3000億美元）。
- 增加對氣候和住房投資的支出。

為資助項目，一些措施將產生約二兆美元的收入：

- 公司稅（8200億美元）。
 - 公司稅率將保持穩定在21%。
 - 新的替代性最低稅將於2023年生效（3200億美元）。
 - 對股票回購徵收1%的稅項（1200億美元）。
 - 對跨國公司增稅（2800億美元）。
- 高收入家庭的稅收（6400億美元）。
 - 就高收入者（每年超過40萬美元）而言：4000億美元的收入。
 - 就超高收入者（每年超過500萬美元）而言：2300億美元。
 - 然而，通過的計劃將目前10,000美元的州稅和地方稅（SALT）扣除上限提高到80,000美元。這將導致高收入者從2022-25年開始大幅減稅。
 - 藥品定價改革帶來的節省（3000億美元）。
 - 更有效地執行稅法（據CBO估計為2000億美元）。白宮更為樂觀，希望能有4000億美元的收入。

中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們根據我們的2022年展望改變了情景的敘述和概率。核心情景假設新冠疫情流行並出現多輪疫情，儘管可以控制，但財政槓桿仍然很重要並與貨幣政策掛鉤，而增長可在2023年恢復潛力。

下行情景 15%	中央情景 70%	上行情景 15%
重新陷入滯脹	道路坎坷，地區分化	包容且可持續的增長
分析	分析	分析
● 若干風險導致經濟衰退，其深度取決於衝擊的性質和強度。 ✱ 隨着環球需求下降和勞動力市場惡化，價格上漲壓力消退。 ⊙ 重新實施貨幣和財政寬鬆政策，可能是金融抑制的進一步舉措。 ⊙ 通貨膨脹稍後會重新出現，迫使央行偏離其指導並失去信譽。 — 潛在觸發因素包括中國硬着陸、新冠疫情死灰復燃、金融衝擊、解除通脹預期、與氣候變化相關的自然災害和政策失誤。	✱ 新冠肺炎成為風土流行病，並有一波波的隨機傳染浪潮 ✱ 2021-22年的經濟增長追趕趨於2022-23年的趨勢。由於中國經濟放緩和通脹加速，2022年上半年疲軟 ✱ 由於供應方面的瓶頸情況和不斷上升的工資壓力，通脹壓力持續存在。 ⊙ 貨幣政策不同步：美國聯儲局縮減規模、英國央行可能加息、歐洲央行處於重新校準模式，而中國人民銀行則傾向於寬鬆。利率更長時間保持低位。 ⊙ 財政政策：取消部分寬鬆政策，但能源轉型仍需支持。 ✱ 氣候變化會擾亂商品週期並加劇滯脹趨勢，從而影響經濟增長和通脹。	✱ 疫情消退速度比預期要快。 ● 額外儲蓄和工資增長會鼓勵消費，而不會侵蝕企業利潤。 ● 由於技術變革和結構改革，生產力將提高。 ✱ 與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。 ✱ 通貨膨脹仍然得到控制。 ⊙ 由於更強勁的投資和更少的儲蓄，利率有所上升。 ⊙ 各國央行正在走向正常化，受到金融市場的歡迎。 ● 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。 — 潛在觸發因素包括良好的政策（例如，結構性改革、有效的疫苗運動和由於權力下放而產生的包容性金融）。
市場影響	市場影響	市場影響
— 偏好現金、美元和美國國債 — 使用最小波動率策略 — 黃金	— 由於高估值和增長放緩，風險調整後的預期回報較低 — 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制 — 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹 — 新興市場：短期謹慎，長期收入和增長故事完好無損	— 美國國債曲線熊市變陡 — 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產 — 偏好掛鉤產品作為通脹對沖

✱ 新冠疫情相關主題

✱ 增長和通脹預期

⊙ 貨幣和財政政策

▲ 復甦計劃或金融環境

● 私人或公共發行人的償付能力

● 經濟或金融制度

✱ 社會或氣候相關議題

最高風險

本月更新

我們已經修訂了風險評估，以便考慮我們的2022年中心情景，但概率沒有變化。

我們將新冠疫情相關風險視為經濟風險的一部分。風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。

經濟風險
20%

- 新冠疫情大流行 2.0
 - 儘管進行了大規模疫苗接種運動，但新一輪的新冠疫情浪潮還是在北半球中拉開帷幕。
 - 出現病毒變異而疫苗效力有限，會破壞經濟復甦（新的封城措施或行動限制）。
- 供應鏈瓶頸的影響持續，投入成本壓力導致企業盈利衰退
- 中國房地產市場崩潰，導致增長前景下降
- 需求激增和資本支出削減引發石油和天然氣沖擊
- 貨幣政策失誤
 - 隨着通脹預期上升，美國聯儲局和發達市場大型央行過早收緊融資條件，損害復甦，而通脹最終回落
 - 央行的錯誤溝通導致更大的不確定性。
- 與氣候變化相關的自然事件損害了經濟增長的能見度。

財務風險
20%

- 解除通脹預期導致債券市場混亂和更嚴厲的貨幣緊縮。
- 儘管一旦央行流動性和政府支持被撤回，基本面會有所改善，但企業償付能力風險會增加。
- 主權債務危機
 - 公共債務佔GDP的比重達到在和平時期的歷史最高水平，大多數國家很容易受到評級下調和利率上升的影響。
 - 新興市場的脆弱性亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險。
- 廣泛的「漂綠」行為和ESG投資泡沫
- 美元不穩定並逐漸喪失其儲備貨幣地位

(地緣) 政治風險
20%

- 南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭
- 歐美對中國冷和平
 - 局勢隨着美國對中國採取強硬路線而升級；
 - 美國退出阿富汗後失去影響力，加上北約盟國的不信任；
 - 歐盟可能效仿美國，儘管其經濟利益。
- 在新冠疫情危機和能源價格上漲的背景下，法國或意大利歐洲民粹主義者投下選票。歐盟分裂加劇
- 新興市場政治不穩定由以下因素驅動：
 - 混亂的病毒危機管理
 - 食品及能源價格上漲，導致類似阿拉伯之春的動盪浪潮
- 中美在能源轉型上失去公信力，破壞巴黎協定。
- 由於缺水和遷徙，全球變暖導致衝突風險增加。
- 網絡攻擊或數據洩露，破壞安全、能源和健康服務領域的資訊科技系統

+ 現金、掛鈎證券、日圓、黃金、美元、優質（相對增長型）投資產品、防守型（相對週期性）投資產品

- 石油、風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

+ 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

- 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

+ 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品

- 石油、信貸和股票、EMBI

新冠疫情更新

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

11月中旬在南非發現的新變種Omicron有50個突變，據推測，這使其更具傳染性並可能更嚴重。世衛組織強調，與其他變體相比，再感染的風險也在增加。南非的低疫苗接種率（不到24%的人口完全接種疫苗）或博茨瓦納（20%）部分解釋了我們如何做到這一點。自從Delta變種於2020年12月在印度出現並迅速席捲歐洲，從英國開始，然後到達美國，已成為SARS-CoV-2病毒的最突出版本。Omicron可能會出現類似的情況，因此，主要問題是疫苗、測試和當前治療方法的有效性。

在撰寫本文時，這些問題都沒有明確的答案，可能要到12月中旬才會有答案。因此，過去幾星期金融市場的波動性很大。mRNA疫苗生產商已確認他們可以在幾個月內生產出一種新疫苗，但覆蓋全球所需的數十億劑疫苗要到夏天才能準備好。此外，針對Delta變體的保護仍然是首要任務。作為臨時預防措施，旅行限制以及新的行動限制和跨地區社交疏遠措施已經實施。

資產縱橫：檢測市場轉折點

轉折點已經出現

接近轉折點

言之尚早

經濟背景

- 在第三季度的強勁擴張之後，歐元區的經濟增長率預計將保持強勁，儘管逐漸放緩。高頻數據趨於疫情前水平而趨於穩定，而問題調查和軟數據提供的證據表明，供應鏈中斷對製造業活動的影響越來越大，在經濟重新開放驅動的強勁反彈之後，服務業活動增長正在放緩。歐元區的共識繼續向下調整，而除了意大利之外，儘管有一些非常溫和的潛在上行逆轉跡象，惟歐元區的經濟意外仍然消極。
- 隨著高頻和軟數據的持續逐步改善，美國經濟活動在第三季度下半部分出現減速後正在第四季度回升。CESI指數回到正值區間，主要是軟數據和硬數據都出現了強勁的上升趨勢。共識繼續呈下降趨勢，略低於平價。

基本面與估值

- 由於非常昂貴的水平，即使考慮到低利率，倍數和幾個指標都發出了警報。流動性一直是風險資產的最強大驅動力，但隨着央行平穩正常化，這種支撐應該會以某種方式消退。
- 相對價值提供了一些基礎，儘管我們的核心案例是利率上升，這將減少風險情緒的順風。

中立 +
資產配置

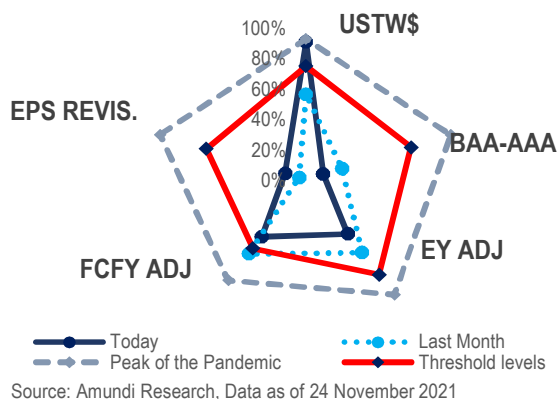
技術資料

- 我們仍然在技術面看到相同的混合環境。儘管風險資產的中期趨勢穩健，惟我們大部分資產缺乏短期動力。
- 反向指標顯示，11月一些市場接近超買水平（基於RSI），但最近的整合已經解決了其中一些錯位。
- 在撰寫本文時，技術面仍然喜憂參半，缺乏方向性偏見。
- 這與不斷惡化的經濟背景和相當豐富的估值定位是一致的。這些因素都指向更高的市場波動性。

情緒

- 環球通脹正在走高，儘管環球經濟增長放緩，但投資者已開始預期貨幣條件將更加激進地收緊。然而，我們沒有發現市場風險情緒結構性惡化的證據。
- 儘管擔憂不斷增加，但大多數地區的金融狀況仍然寬鬆（新興市場仍顯示出收緊的早期跡象），我們的CAST（美元是唯一高於警報的相關指標）和Mood-ON Mood-OFF都在苦苦掙扎轉為風險規避。
- 機構投資者的行為似乎與這一發現一致：他們繼續表現出偏向冒險的態度，尤其是在大宗商品、債券和股票方面。

資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



CAST風險認知未能顯示結構性增加。隨着第三季度報告季好於預期，每股盈利修正已經停止惡化，信貸風險溢價仍然很低，而且金融狀況仍然寬鬆。然而，美元是強烈呼籲規避風險的維度，其對剩餘維度的溢出需要密切監控。

研究方法：我們考慮五種我們稱之為「前哨」的輸入數據：美元貿易加權指數 (USTW\$)、穆迪的Baa-Aaa、每股盈利修正、已調整盈利收益率風險、已調整現金流收益率風險。這些「前哨」用於為我們的戰術資產配置進行重新定位。一旦檢測到合理的閾值，就會將這五個變量匯聚為一個指標，以一定的信念水平預測市場的壓力狀況。五邊形顯示五個「前哨」，其中紅線表示警報閾值。紅線上方的距離越大，風險感知就越高，最終需要更接近防守型資產配置。

環球研究資料集

1 重新評估發達市場央行的政策

- 美國聯儲局已經掌握了其溝通方式，引導市場以最平穩的方式開始其逐步退市的過程，而不會出現顯著的市場波動。
- 歐洲央行推遲了近期政策加息模式的回升（和預期），但不得不多次強調這一訊息，以對定價產生有意義的影響。
- 英格蘭銀行沒有按預期加息，亦沒有對未來幾個月給予明確指導，從而誤導了市場參與者，不僅實際地引發了英國曲線和其他發達市場短期收益率的重大調整。
- 12月的貨幣政策決定將考慮新Omicron病毒變體的影響及其對經濟增長和通脹前景的影響。

投資後果：

- 市場正在重新評估利率上升的不太激進定價，並越來越接近東方匯理的觀點。我們預計聯儲局將於2022年兩次加息。
- 隨着增長放緩，曲線可能會趨於平緩，但我們重申短期看漲期權。

2 意大利：經濟背景、估值和技術面都起着支撐作用

- 第三季度GDP高於預期（在第二季度非常強勁之後）、評級前景改善（標準普爾、DBRS）、支持性技術面和有吸引力的相對估值等新的樂觀宏觀驚喜支持了對意大利債務的新一輪樂觀浪潮。
- 由於估值具有吸引力（2022年市盈率為11.5倍，而歐洲為14.5倍）、消費者和商業信心處於歷史高位，加上明年有可能實現良好的相對每股盈利增長和盈利修正，意大利股市亦提供良好機會。

投資後果：

- 多頭BTP和多頭BTP-德國國債價差以及對FTSE/MIB的樂觀看法加強了投資理由。

3 發達市場股票市場：仍然以勢頭和風險偏好為重

- 由於強勁的需求和一定的定價能力，強勁的財報季勝過對利潤率壓力的擔憂。
- 主要得益於良性的金融狀況和風險偏好上升，股市的強勢成功克服了具有挑戰性的經濟背景（滯脹、經濟勢頭放緩和經濟意外惡化）和高估值。

投資後果：

- 由盈利能力和債務而非估值驅動的區域配置：我們較喜歡日本和美國，而非新興市場、亞太地區（日本除外）和歐洲。

4 新興市場宏觀勢頭：亞洲相對於拉丁美洲、中歐、東歐、中東、非洲地區溫和回升

- 雖然新興市場宏觀勢頭仍然為負，但我們在一段時間內首次看到各地區出現轉變，相對於拉丁美洲、中歐、東歐、中東、非洲地區，更看好亞洲。
- 整體而言，國內需求和主要是外部需求疲軟將導致增長預測降低。
- 我們預計未來兩年中國的GDP增長將保持在接近但低於5%的水平。2022年新興市場增長率應高於6%，2023年應為4.3%，而通脹率平均應高於4%。

5 重申我們對美元的積極呼籲

- 近期美元走強是由積極正面的宏觀數據和歷史上的高通脹所引發，導致市場預期2022年將加快縮減進程和加息。
- 看跌美元的觀點——假設已定價太多，美國聯儲局可能會失望——已在2021年被證明錯誤，並可能在2022年再次被證明為錯誤。我們認為美元並未偏離其長期估值水平。
- 雖然預期的增長/利差指向較低的上行空間，但我們對12個月期的美元仍持樂觀態度。
- 我們的歐元兌美元2022年第二季度目標現在為1.10，而市場普遍預期為1.15。我們的12個月目標仍然是1.14（市場共識為1.17）。

東方匯理資產類別觀點

	資產類別	觀點	1個月內的 改變	理由
股票平台	美國	=		目前的財報季突顯出，公司目前已經能夠應對利潤壓力和供應鏈瓶頸。然而，由於通脹和供需錯配在高估值和增長勢頭放緩的情況下持續存在，我們仍然非常小心選擇並繼續關注基本面。在這方面，我們正在監測旨在促進長期經濟增長的社會基建法案的進展情況。
	美國價值	+		隨著經濟沿着較慢的復甦曲線前進，我們尋找能夠從重新開放中受益但同時擁有定價權，可將不斷上漲的成本轉嫁給消費者（可持續的盈利增長）、擁有粘性客戶群並顯示出改善其ESG表現的公司。慎選對於識別這些公司至關重要。
	美國經濟增長	-		在通脹上升和美國利率可能上升的環境下，估值更依賴長期未來現金流的長期股票可能會受到負面影響。這一點，再加上市場某些角落的估值已經很高，使我們在這方面保持謹慎。
	歐洲	=		市場受到強勁盈利和經濟復甦進展（不平衡）的推動，但我們認為某些細分市場的絕對估值過高，因此選股空間很大。我們看好能夠保持利潤率的公司以及在價值股、優質股和週期性股領域營運的公司。我們的重點是基本面和ESG，因為這將發掘可以在短期收益季節之後提供回報的名字。
	日本	=		日本將受益於新領導層領導下的政治穩定（刺激）、盈利增長改善的預期以及有吸引力的相對估值。隨著新冠病毒例減少，該國的復甦應該會趕上發達市場的其他部分。
	新興市場	=		隨著該地區擺脫危機，從長期來看，新興市場前景看起來很有吸引力。然而，我們在不同地區仍然非常小心選擇，並將中國的監管行動視為近期疲軟的根源，儘管該國從長遠來看存在機遇。此外，新興市場的相對估值看起來很有吸引力，中期經濟增長也是如此。由於傾向於價值股和週期性股票，我們喜歡俄羅斯和印度等國家。
固定收益平台	美國政府債券	-		通脹壓力持續存在，考驗美國聯儲局的容忍門檻，即使央行宣布了縮減計劃並走向正常化。必須監測名義利率和實際利率的中期路徑，我們認為巨額債務和財政赤字將對核心收益率構成上行壓力。鑑於這一變動不會是線性的，我們對存續期保持謹慎，但在曲線上保持靈活。在TIPS方面，我們仍然持樂觀態度，但對估值持謹慎態度。
	美國投資級公司債券	=		我們尋求優質信貸，但更喜歡公司特定風險而不是投資級中的貝塔敞口。另一方面，我們避免債務，因為核心收益率的增加可能會產生負面影響。由於拖欠率保持溫和，消費和住宅抵押貸款市場依然強勁，但我們認為投資者應注意由於利率上升導致的存續期延長。
	美國高收益公司債券	=		根據我們平衡收益率和質量的目標，即使信貸基本面正在改善，我們仍對高收益小心選擇，並減少對方向性的依賴。我們避免過度槓桿化的領域。
	歐洲政府債券	-/=		在通脹壓力下，我們對核心和半核心歐洲政府債務保持防禦性，但承認歐洲央行將保持支持立場以維持寬鬆的金融環境，儘管其資產購買放緩。然而，對於意大利等週邊國家的債務，由於該國強勁的經濟增長前景和下一代歐盟基金的潛在收益，我們持樂觀態度。
	歐洲投資級公司債券	=/+		最近的結果證明，信貸基本面正在改善，企業目前希望能夠抵禦供應瓶頸。然而，我們正在監測核心收益率的波動性、跨公司信貸指標的分散性和流動性。因此，透過選擇性方法，我們較喜歡短期資產，方向風險有限，並且正在探索在溢價開始之前顯示出改善指標的潛力的投資機會（新星、BBB級投資）。
	歐洲高收益公司債券	=		我們仍然積極投資高收益並相信次級債務提供有吸引力的收益率，因為我們看到不良率改善和寬鬆的融資條件。然而，有必要保持選擇性。鑑於臨近年底，投資者應平衡質量、收益率並注意市場的流動性。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		在久期方面的整體防禦立場上，我們繼續看好硬通貨債券，並維持高收益而非投資級的偏好，因為這能提供有吸引力的收益率。然而，鑑於美國聯儲局的政策正常化以及新興市場的疫苗接種率低於發達市場，我們需要非常小心選擇。
其他	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們認為，由於美元走強，本幣債務面臨一些挑戰，但從自下而上的角度來看，亦存在機會。俄羅斯等國家繼續受到大宗商品價格強勁的支撐，但我們正在關注特殊風險和中國房地產行業的情況。
	大宗商品			大宗商品仍在當前水平上盤整，消化有關增長和潛在短缺的消息。供應問題和瓶頸情況將持續一段時間，支撐基本金屬和能源價格。然而，各國央行和實際利率仍然是黃金的关键變量。最後，石油目前受到石油輸出國組織增產決定的推動。
	貨幣			強於預期的美國通脹、勞動力市場和零售銷售數據正在影響投資者的預期，表明美國聯儲局提前加息，但我們正在密切關注這一點。短期內，我們維持對美元的偏好，尤其是相對於低收益貨幣。

圖例



資料來源：東方匯理截至2021年11月26日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目的使用，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。

IG=投資級公司債券；HY=高收益公司債券；EM Bonds HC/LC=新興市場硬通貨/本幣債券。WTI=西德克薩斯中級原油。QE=量化寬鬆。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至26/11/2021

全年平均(%)	實際國內生產總值增長(%)				通脹(消費物價指數, 按年, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界各地	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4
發達國家	-5.1	5.0	3.6	2.1	0.8	2.9	3.1	2.1
美國	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
英國	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
歐元區	-6.5	5.1	4.1	2.3	0.3	2.4	2.6	1.9
德國	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
法國	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
意大利	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
西班牙	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8

來源: 東方匯理研究

- **美國:** 在第三季度減速超過預期之後, 我們預計第四季度將重新加速, 因為目前有幾個活動指標發出訊號。展望2022年, 我們預計增長將連續減速, 同時保持高於趨勢並最終在2023年趨於潛力。其原因是當前的通脹飆升由預計將在明年逐漸消退的重大暫時性因素造成。然而, 這亦是真正強勁的需求和第二輪效應的結果, 我們預計這將是在我們的預測範圍內使通貨膨脹率顯著高於新冠疫情前趨勢的因素之一。
- **歐元區:** 我們認為增長的峰值現在已經過去, 從現在開始我們預計會出現連續減速。隨着經濟重新開放的提振, 消費者和企業將不得不面對能源價格上漲和供應瓶頸的逆風。通貨膨脹還拖累國內需求和消費, 但尚未透過更高的工資增長得到補償。因此, 一旦支持2021年第四季度通脹峰值的暫時性因素結束, 我們預計從2022年中期開始, 當前核心通脹和整體通脹之間的差距將縮小, 通脹明顯放緩, 儘管我們預計通脹會穩定在略高於新冠疫情之前的趨勢。
- **英國:** 在2021年以消費為主導的反彈之後, 我們預計增長將因通脹、政策收緊、英國脫歐調整和政治風險等不利因素而連續放緩。國內需求將保持強勁, 消費受到強勁勞動力市場的支持以及稅收抵免支撐的投資, 但國內需求將面臨一些不利因素, 尤其是能源和商品通脹。通脹將從2021年的峰值緩慢下降, 在預測範圍結束時達到目標, 因為大宗商品和瓶頸情況只會逐漸減輕其對價格的上行壓力。
- **日本:** 第三季度GDP大幅低於預期, 表明內需和外需普遍走弱。因此, 我們下調了2021/2022年的預測, 但未來增長復甦的情況幾乎沒有變化。岸田文雄的刺激方案為我們2022年的預測帶來了上行風險。九月底解除緊急狀態, 流動性開始加快改善。我們預計私人消費將在2021年底開始反彈, 引領復甦。由於單次因素的消退, 通貨膨脹將在2022年更有意義地加強。

主要利率展望

	30-11 2021	東方 匯理 6個月	市場 觀點 +6個月	東方 匯理 +12 個月	市場 觀點 +12 個月
美國	0.13	0/0.25	0.22	0.5/0.75	0.49
歐元區	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.50	0.64	0.75	1.06

來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 按照目前的速度, 減產預計將在六月結束, 但一些參與者開始表示可能需要加速。如果勞動力市場報告和通脹在未來幾個月內持續走強, 很難說美國聯儲局是否不會加快縮減規模。關於首次加息的時間、關於勞動力參與、本週期中充分就業將是什麼樣子的辯論至關重要, 因為根據前瞻性指導, 首次加息之前的必要條件是達到充分就業。我們預計2022年將有三次加息。
- **歐洲央行:** 行長拉加德重申了關於2022年利率穩定前景的鴿派訊息, 反對近期的市場定價。與前兩個季度相比, 歐洲央行僅在第四季度適度縮減了量化寬鬆政策, 但根據歐洲央行行長最近的言論, PEPP可能會在2022年3月結束。我們預計歐洲央行將在2022年保持其刺激措施, 調整其規模以彌補(減少)預期的EGB淨發行量並支持歐盟新債券。12月的會議可能會為2022年的刺激部署提供指導。
- **日本央行:** 在通脹低迷的情況下, 我們預計日本央行不會改變其政策立場以加入政策正常化的陣營。但隨着ETF和JGB購買量下降, 事實上的縮減已經進行了一段時間。此外, 2022年的一個重要討論是日本央行是否會抓住通脹合理較高(1%左右)的機會, 對其收益曲線控制(YCC)框架進行一些技術性調整。討論最多的選項是將收益率目標從10年期改為5年期, 因為後者與日本銀行的資產到期日更相關。
- **英國央行:** 利率在建立起升幅預期後升幅不足令市場非常驚訝, 上次會議上獲7-2絕大多數(包括行長貝利)支持下利率保持不變, 行長貝利最近成為貨幣政策委員會中最踴躍發言的鷹派成員之一, 為建立預期作出貢獻。然而, 未來幾個月可能採取行動的前景使英國央行比其主要同行在緊縮的道路上走得更遠。最新公佈的就業數據好於預期, 加上高通脹數據, 支持了12月會議首次加息的大門仍然敞開的觀點。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
聯儲局聯邦公開市場委員會	12月15日
英倫銀行貨幣政策委員會	12月16日
歐洲央行理事會	12月16日
日本銀行金融政策決定會合	12月17日

資料來源: 東方匯理研究

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至26/11/2021

全年平均 值(%)	實際國內生產 總值增長(%)				通脹(消費物價 指數, 按年, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界各地	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4
新興市場	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.3	4.9	4.2
中國	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	2.0
巴西	-4.1	4.9	0.5	1.6	3.2	8.3	8.2	3.7
墨西哥	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.6	5.2	4.1
俄羅斯	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	5.8	4.2
印度	-7.1	8.3	6.4	6.4	6.6	5.1	5.8	5.8
印尼	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南非	-6.4	6.9	3.2	2.3	3.3	4.5	5.3	5.1
土耳其	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	18.2	19.1	15.0

來源: 東方匯理研究

- **中國**: 十月數據顯示復甦仍處於脆弱階段。零售銷售的反彈主要是受通脹走強的推動, 而樓市放緩更為嚴重。在我們看來, 本輪放緩的罪魁禍首是自我施加的政策約束, 其中大部分約束仍然存在。2022年, 我們預計整體經濟將緩慢重啟引擎。一旦政策約束(能源使用控制、零容忍政策和行業緊縮政策)一一解除, 經濟將在沒有任何廣泛寬鬆的情況下自行恢復活力。
- **印尼**: 在新的疫情大流行浪潮以及強制實施嚴格封城措施的推動下, 21年第三季度經濟嚴重疲軟, 再次引領外部再平衡, 導致經常賬戶為正(佔GDP的1.5%)。要看到外部頭寸惡化, 我們需要等待更強勁的反彈和更可觀的基建支出。相對穩健的外部賬戶, 加上通脹仍然低迷(十月份的整體通脹率為1.7%, 核心通脹率為1.3%), 這使得印尼銀行能夠更長時間地保持其寬鬆立場。我們預計第一次加息要到明年下半年。
- **巴西**: 雖然新冠疫情似乎得到控制, 整體經濟已恢復到疫情前的水平, 但復甦面臨多重阻力。通脹壓力並未減弱, 一次性波動和溢出效應導致政策利率上升。隨著兩位數的通脹惡化, 可支配收入和社會需求不斷增長, 政府正在透過創造性的會計核算以符合上限的額外福利支出作為回應。市場並不確定財政錨的可信度, 對這一消息做出了嚴厲的反應, 為惡性循環動態增添了動力。雖然我們繼續期待「財政三難困境」的某種良性解決方案, 但明年對經濟造成的週期性損害不太可能增加太多。
- **CEE-3**: 由於半導體短缺和新一輪新冠疫情, 我們預計2022年的增長率將從2021年的較高水平下降至4%。由於與歐盟的一些爭端, 匈牙利和波蘭的歐盟基金批准(「下一代歐盟」)仍懸而未決, 主要風險正給匈牙利和波蘭帶來壓力。通脹數據上行使加息週期繼續(捷克國家銀行增加125個基點、波蘭國家銀行增加75個基點), 匈牙利中央銀行採用不太正統的政策框架, 其一週存款利率(增加70個基點至2.5%)高於基本利率(增加30個基點至2.1%)。由於持續的通脹壓力和透過持續的財政支持縮小產出缺口, 我們認為加息週期仍在繼續。

主要利率展望

	30-11 2021	東方 匯理 月數	市場觀 點 +6個月	東方 匯理 +12 個月	市場觀 點 +12個 月
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
巴西	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
俄羅斯	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行**: 在2022年, 我們預計中國人民銀行將繼續有針對性的貨幣寬鬆政策。我們預計不會降息或大幅下調存款準備金率, 尤其是在推出支持碳減排的專項資金工具之後。在最新的貨幣政策報告中, 央行重申了穩定宏觀槓桿率的目標, 這意味著廣泛的信貸增長可能與名義GDP增長保持一致, 並在2022年進一步正常化, 儘管增速低於2021年。我們預計未來整體信貸狀況將不那麼緊張。
- **印度儲備銀行**: 10月份的通脹數據包括整體消費物價指數(CPI)從4.3%同比增長上升至4.5%, 對印度儲備銀行來說仍然處於非常舒適的水平。相比之下, 核心CPI(同比5.9%)和WPI(同比12.5%)可能會迫使印度央行在12月的會議上開始其正常化進程, 將逆回購利率提高至3.75%(+40個基點)並回到圍繞政策利率的對稱走廊(4.0%)。預計直到2022年4月才會開始透過政策利率進行適當的加息週期。只要通脹在印度儲備銀行的上限範圍內波動, 我們確實預計2022年將逐步收緊。
- **巴西央行**: 央行再次加息150個基點(至7.75%), 並預先宣佈在12月再次以類似幅度加息。此外, 央行收緊了前瞻指引, 指出政策利率需要「進一步」升至緊縮區間, 以應對日益加劇的財政擔憂。這是由於政府宣布支出上限, 即最終的財政支柱, 將「傾向於」創造必要的財政空間, 以緩解緊迫的社會需求——以及額外的通脹上行風險。我們看到巴西央行在新的一年將巴西基準利率帶入兩位數, 最終利率約為11%, 是接近五年來的新高。
- **俄羅斯央行**: 繼10月加息75個基點至7.5%和10月同比通脹8.1%之後, 我們預計12月會議將再次加息。十月, 央行曾提到國內需求增速快於供給能力增速, 導致通脹預期上升, 並為進一步加息敞開大門。根據修訂後的中期預測, 俄羅斯央行預計年底通脹將在7.4-7.9%的範圍內, 高於之前的預測, 並在2022年底下降至4-4.5%。我們預計12月通脹率將接近8%。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
印度儲備銀行	12月8日
巴西央行	12月8日
俄羅斯央行	12月17日
人民銀行	12月20日

資料來源: 東方匯理研究

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

(2021年11月26日)

全年平均值(%)	實際國內生產總值 增長(%)				通脹 (消費物價指數, 按年, %)			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
美國	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
歐元區	-6.5	5.1	4.1	2.3	0.3	2.4	2.6	1.9
德國	-4.9	2.9	3.7	2.0	0.3	3.2	2.7	1.8
法國	-8.0	6.8	4.2	2.0	0.5	2.1	2.5	2.0
意大利	-9.0	6.3	4.8	2.3	-0.1	1.9	2.5	1.8
西班牙	-10.8	4.5	5.6	2.8	-0.3	3.0	2.9	1.8
英國	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
中國	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	2.0
巴西	-4.1	4.9	0.5	1.6	3.2	8.3	8.2	3.7
墨西哥	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.6	5.2	4.1
俄羅斯	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	5.8	4.2
印度	-7.1	8.3	6.4	6.4	6.6	5.1	5.8	5.8
印尼	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南非	-6.4	6.9	3.2	2.3	3.3	4.5	5.3	5.1
土耳其	1.6	7.8	4.4	4.0	12.3	18.2	19.1	15.0
發達國家	-5.1	5.0	3.6	2.1	0.8	2.9	3.1	2.1
新興市場	-2.0	6.4	4.3	4.3	3.9	4.3	4.9	4.2
世界各地	-3.3	5.8	4.0	3.4	2.6	3.7	4.2	3.4

主要利率展望

發達國家

	30/11/2021	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
美國	0.13	0/0.25	0.22	0.5/0.75	0.49
歐元區	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.50	0.64	0.75	1.06

新興市場

	30/11/2021	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4.00	4.25	4.15	4.75	4.50
巴西	7.75	10.75	11.25	10.75	10.95
俄羅斯	7.50	8.50	8.15	7.50	7.20

長期利率展望

2年期債券孳息

	30/11/2021	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	0.46	0.8/1.0	0.79	1/1.2	1.05
德國	-0.76	-0.70/-0.50	-0.74	-0.70/-0.50	-0.74
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.13
英國	0.45	0.50/0.7	0.59	0.7/0.8	0.64

10年期債券孳息

	30/11/2021	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	1.42	1.6/1.8	1.57	1.8/2.0	1.67
德國	-0.35	-0.3/-0.1	-0.27	-0.3/-0.1	-0.22
日本	0.06	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
英國	0.79	1.0/1.2	0.90	1.2/1.4	0.95

匯市展望

	30/11/2021	東方匯理 2022年第二季	市場觀點 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場觀點 2022年第四季
歐元/美元	1.13	1.10	1.15	1.14	1.17
美元/日圓	114	113	114	117	115
歐元/英鎊	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84
歐元/瑞士法郎	1.04	1.05	1.08	1.09	1.10
歐元/挪威克朗	10.19	10.30	9.70	9.46	9.65

	30/11/2021	東方匯理 2022年第二季	市場觀點 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場觀點 2022年第四季
歐元/瑞典克朗	10.24	10.48	9.90	9.98	9.75
美元/加元	1.27	1.31	1.24	1.23	1.22
澳元/美元	0.71	0.70	0.75	0.76	0.77
紐元/美元	0.68	0.66	0.72	0.69	0.73
美元/人民幣	6.39	6.45	6.44	6.50	6.40

來源: 東方匯理研究

本行預測的免責聲明

宏觀經濟預測的不確定性非常高，並且只要有新的高頻數據出現，就會觸發頻繁的重新評估。在這一點上，我們的宏觀經濟預測包括較高的定性成分，從而降低了統計的準確性，並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

研究方法

— 情景

這些概率反映了由我們的宏觀金融預測所確定和定義的金融體制（中央、下行和上行情景）的可能性。

— 風險

風險概率為內部調查結果。要監控的風險分為三類：經濟、金融、（地緣）政治。儘管這三個類別相關，但它們具有與三個驅動因素有關的特定中心。權重（百分比）是在投資底線進行的季度調查得出的影響最大的方案所組成。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

INSIGHTS PAPERS



Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

Real assets favoured in a post-Covid-19 world, but higher fragmentation requires scrutiny (06-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt

WORKING PAPERS



Green Sentiment, Stock Returns, and Corporate Behavior (09-11-2021)

Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

ESG Improvers in Credit Investing (12-11-2021)

Alejandro ALVAREZ, Alpha Fixed-income Solution - Mohamed BEN SLIMANE, Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (20-10-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS



Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

Evergrande and its spill-over effects: ongoing adjustments, but inflection point may be close (25-10-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Global Research - BOYCHUK Andriy, Head of EM Research

Higher rates provide a second chance to play US value opportunities (12-10-2021)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Client Portfolio Manager - Equities

China in the spotlight: what markets (24-09-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

DISCUSSION PAPERS



Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)

BRIÈRE Marie, Amundi Research

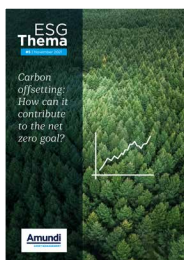
Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Inequality - what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #5 - Carbon offsetting: How can it contribute to the net zero goal? (17-11-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - FOLL Julien, ESG Analyst - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst Transports - HESSENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation

ESG Thema - Special COP26 - From Paris to Glasgow - Are we moving fast enough? (15-11-2021)

ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer

ESG Thema #4 - Investing in the Circular Economy : Closing the loop (20-09-2021)

LUCET Lorna, ESG Analyst, Circular Economy Expert - MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products

ESG Thema #3 - How can investors contribute to Net Zero efforts? (22-09-2021)

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation

東方匯理研究中心



深入了解
東方匯理刊物
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
High Yield Real Estate
ESG Quant Investment Asset
Strategies Allocation

免責聲明

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 SAS)，截至2021年11月30日。投資多元化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 SAS) 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，參與本文件製作的任何人均不對任何直接、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。

首次使用日期：2021年12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1,086,262,605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：90 boulevard Pasteur, 75015 Paris, France (法國巴黎)；巴黎商業法庭登記處註冊編號437 574 452 RCS；網址：www.amundi.com

照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - DenysKuvaiev

主編

Pascal BLANQUÉ——集團投資總監

編輯

MONICA DEFEND——研究部環球總監

環球研究部參與供稿

Valentine AINOUS——發達市場策略研究部副主管、CFA
Mickael BELLAÏCHE——固定收益及信貸研究策略師
Alessia BERARDI——新興市場宏觀與策略研究部主管
Sergio BERTONCINI——固定收益研究部高級策略師
Pierre BLANCHET——投資情報部主管
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監
Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

常務副編輯

PIERRE BLANCHET——投資情報部主管
DIDIER BOROWSKI——環球投資觀點總監

Patryk DROZDZIK——高級新興市場宏觀策略師
Delphine GEORGES——固定收益高級策略師
Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師
Lorenzo PORTELLI——跨資產研究部主管
Annalisa USARDI——跨資產研究部高級宏觀策略師
Gregorio VANIN——跨資產研究分析師
Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

東方匯理投資洞察部參與撰文

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察部主管
POL CARULLA——東方匯理投資洞察部
Laura FIOROT——東方匯理投資洞察部副主管

Ujjwal DHINGRA——東方匯理投資洞察部
Francesca PANELLI——東方匯理投資洞察部

設計及製作

Pia BERGER——研究部
Benoit PONCET——研究部