

資產縱橫 投資策略

月刊

#07/08

2020年7至8月號

投資總監的觀點

通向「明日之後」式復興的崎嶇之路

本月主題

港幣：渡過難關

#07/08 - 2020年7至8月號

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

通向「明日之後」式復興的崎嶇之路 頁3

貨幣和財政政策措施共同描繪了「明日之後」式復興的新景象，導致市場價格計入最糟糕的情況。然而，市場對疫情已結束的預期可能過於樂觀，任何意外都會使市場再次升溫。在這種背景下，我們建議投資者保持平衡的風險敞口，（在央行行動的支持下）對投資級信貸保持樂觀，並繼續關注流動性。

宏觀

對歐洲興趣增強，但是否出現牛市還為時過早 頁4

「節儉」四國對歐盟復甦基金的潛在反對、歐元區經濟增長相對較低，以及其相對於美國的每股盈利增長差異表明，歐元兌美元短期上漲空間有限。

多元資產

市場欣喜情緒籠罩審慎的需要 頁5

隨着市場（尤其股票）的價格趨於完美，我們保持保守態度。

固定收益

沉迷於各國央行的市場：注重質素 頁6

與以往的經濟衰退相比，由於各國央行史無前例地注入流動性，利差正在收緊，且違約率目前較低。這要求在行業板塊和公司方面具有高選擇性。

股票

央行的支持正在推動市場情緒 頁7

對各國央行的信心正在提振股票市場。轉向週期性主題可能會在定價完善的市場中提供一些機會。

專題

應對歐盟分裂風險 頁8

新冠肺炎疫情是具有非對稱結果的對稱性衝擊。歐洲內部現有的不平衡狀況，例如：公共債務、經濟模式或對歐盟的願景，都變成了裂痕，歐盟正面臨分裂的風險。然而，歐盟應該能夠克服環球金融危機的影響。

英國脫歐：不排除無協議脫歐 頁10

英國脫歐之爭在某種程度上被新冠肺炎危機所掩蓋，卻繼續存在，並可能在今年夏天重新成為人們關注的焦點。儘管一輪又一輪的談判沒有取得具體進展，惟英國拒絕延長最後期限增加了在年底未達成協議的情況下退出單一市場的風險。這可能為英鎊和英國股票帶來負面的後果。然而，面對我們正在經歷的歷史性衰退影響經濟復甦的風險，實用主義最終將佔上風。

BBB-BB級為最佳信貸投資 頁12

在低增長、低利率和違約率上升的環境下，投資級別和BB級發行人仍然是理想的投資領域。(1) 主要央行將透過其資產購買計劃較長期地支持這些發行人。(2) 在低利率環境下，由於對收益率的需求，投資者的需求將保持強勁。(3) 這些發行人違約的可能性仍然很小。

美國樓市展望：為何我們不預期樓價崩潰 頁15

鑑於中位數收入預料將下降，我們預計2020年樓價將適度下降。樓價的基本情況已經惡化。我們認為，更為重要的是，樓價大幅下跌的壓力情景仍然遙不可及。對2008年環球金融危機的回顧分析表明，樓價不太可能大幅下跌，因為導致這場危機的條件獨特，並且在大多數情況下與當前環境相反。

本月主題

港幣：渡過難關 頁18

香港陷入北京與華盛頓的鬥爭之中，是否能在沒有特殊貿易地位的情況下渡過難關？特朗普宣佈的措施對香港具有象徵性還是破壞性意義？港幣聯繫匯率制度是否會崩潰？在此分析中，我們將逐一探討這些問題。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁21
> 最高風險	頁22
> 交叉資產調度： 檢測市場轉折點	頁23
> 環球研究資料集	頁24
> 東方匯理資產類別觀點	頁25

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁26
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁27
> 宏觀經濟及市場預測	頁28
> 本行預測的免責聲明	頁29
> 刊物精選	頁30

投資總監的觀點

PASCAL BLANQUÉ
集團投資總監VINCENT MORTIER
集團副投資總監

通向「明日之後」式復興的崎嶇之路

新冠肺炎疫情引發了一系列的經濟和金融市場敘事，並讓位於以極端的財政和貨幣措施為特徵的新現狀，儘管過去幾天出現了一些動盪，但市場對此反應良好。實際上，這些**政策措施正在描繪新的景象，就是「明日之後」式的復興。市場定價已計入最艱難的情況：病毒週期最糟糕的時期結束、第二波可能會比第一波更弱，而且在新疫情推動經濟進入新一輪禁足措施之前，治愈方法和疫苗很快就會出現並廣泛可用。**最近的一些數據支持了這種觀點，例如：採購經理人指數（PMI）觸底反彈（仍然疲軟）、美國就業市場數字令人驚訝地上揚（儘管趨勢呈下降趨勢）。

整體而言，數據並不理想，但整體思路是經濟凍結期已接近尾聲，是時候要展望未來。這就是促使股票市場幾乎抵消美國年初至今損失的原因，截至6月17日收盤，標普500指數（總回報）年初至今累計下跌2.7%，而季初至今的表現則上升21%。最近，**強勁輪換明顯出現，有利於週期性股票、小型股、價值股票和落後股票。投資者一直在追隨這一趨勢，青睞落後的市場，例如：歐洲、日本和新興市場資產，企業信貸亦很有吸引力。**

在「明日之後」式情景中，由於股息收益率超過債券收益率，因此預期債券收益率低和央行大量購買債券亦有利於股票相對於債券的相對偏好。的確，投資者對盈利增長的期望仍然過高，但如果我們認為最糟糕的時期已經過去，且債券和流動性充裕，那麼我們別無選擇，只能關注股市，試圖抓住尚未完全恢復危機前估值的領域的機會。**然而，復甦階段的道路可能崎嶇不平。**到目前為止，只有最直接受到禁足措施影響的公司宣佈破產。不過，償付能力和流動性之間的時間爭奪仍在繼續。可能會有更多受害者出現，而不少降級仍陸續有來。

市場對疫情已結束的預期可能過於樂觀，任何意外都會使市場再次升溫。儘管各國政府和央行確實採取了不少極端措施，但仍需要採取更多措施，尤其是在美國以外的措施規模與經濟損失不符。此外，政策錯誤的風險不可低估。可用的資金必須有針對性地瞄準對象，而過於匆忙地達成選舉共識可能會導致資本分配錯誤。**隨著我們邁向美國總統大選的最後階段，地緣政治將越來越佔據中心地位。**

在這種背景下，我們建議在投資組合構建方面遵循以下準則：

- **保持平衡的風險敞口，並朝價值和週期性股票方向進行輪換。**市場定價過快計入禁足措施結束及之後的復甦。當前的估值是**流動性驅動的反彈**的結果，並且只有在持續積極的貨幣擴張的情況下才能在短期內維持下去。目前，市場顯然沉迷於央行的流動性，但是在下半年，**則必須考慮對收益增長的現實情況進行檢查。**因此，我們建議將高流動性與對週期性資產的一些敞口相結合，以期在有利的情況下提供較高的表現潛力。
- **在信貸領域保持積極的態度，該領域得益於財政和貨幣措施，而且非常有選擇性。**在經濟復甦緩慢、利率極低且違約率上升的背景下，投資級信貸和高收益方面的優質BB級公司仍將是最佳選擇。投資者應在歷史最高活躍水平的投資級一級市場中尋找機會。我們預計低利率高收益發行人的違約率會增加，而且市場尚未完全定價，因此在高收益空間必須小心選擇。
- **在新秩序中，流動性一直是並將繼續成為關鍵變量。**在這一階段保持流動性緩衝尤為重要，因為不能排除市場再次下跌的可能性。這將為進入具有有吸引力接入點的細分市場和市場提供空間。

對於投資者而言，這意味我們不能忽略任何「明日之後」式的指示，但我們還必須謹慎行事並小心選擇。不要從沮喪轉變為欣喜，而是要從不確定轉變為審慎前進。

整體風險情緒

避險 冒險



在缺乏對收入增長的了解以及違約前景惡化的情況下，優先考慮流動性並保持積極和平衡

與上個月相比的變化

▶ 在央行行動支持下，對信貸、外圍債務和週期性股票的看法較為積極。

整體風險情緒是對最近全球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

宏觀

對歐洲興趣增強，但是否出現牛市還為時過早



MONICA DEFEND
研究部環球總監



FEDERICO CESARINI
交叉資產策略師

「節儉」四國對歐盟復甦基金的潛在反對、歐元區經濟增長相對較低，以及其相對於美國的每股盈利增長差異表明，歐元兌美元短期上漲空間有限

貨幣市場在2020年上半年的贏家顯然是美元。儘管美國聯儲局的干預實際上消除了自利率正常化以來美元所享有的利率優勢的週期性支持，但對質量和美元流動性需求的逃避起了帶頭作用，並且不斷推動貨幣遠離公允價值。估值並非總能奏效，尤其是在環球增長萎縮且可見度仍然很低的情況下。此時美元的避險性質變得至關重要，因此，情緒和投資者流量是主要的業績推動力。當投資者對美元存續期和低貝塔市場（如：標準普爾500指數）的偏愛如此突出時，很難想像美元會大幅下跌。

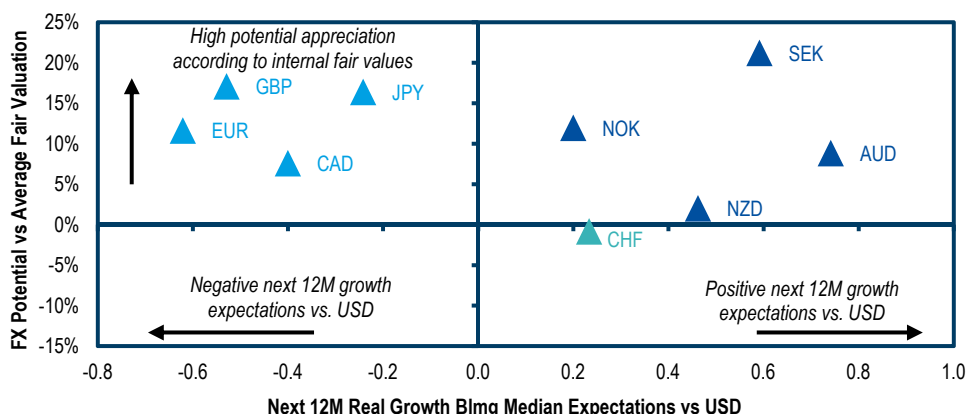
但全球範圍內的禁足措施正在放鬆，央行的堅定承諾以及國家層面一些雄心勃勃的政策舉措已開始將增長預期推高，從而為評估業績和美元最終退後一步提供了框架。

此外，歐盟委員會關於「下一代基金」的提案（7500億歐元，由相互債務發行融資，包括贈款和貸款），旨在確保歐盟的長期前景保持不變，該提案大大降低了歐元區崩潰的尾隨風險。我們承認，該事件可能會在中期改變歐元的遊戲規則（因為各成員國之間的債務可持續性問題事實上正在消退）。然而，在短期內，我們仍然懷疑我們正處於歐元牛市之初，尤其是相對於美元。

下行風險已經減少，應該可以防止歐元進一步下跌，但到目前為止，市場情緒一直是唯一支撐6月初歐元兌美元反彈的因素。即使假設歐盟委員會的提案沒有對其批准有任何實質性障礙，潛在的陷阱仍然存在（「節儉四國」的潛在反對為首，而且關於分配和規模的許多細節仍有待審核）。這些問題可能導致風險情緒再次迴旋。歐元區仍然沒有短期的週期性支撐（預計仍將是未來12個月內增速低於美國的少數地區/國家之一），鑑於短期驅動因素很少，本月迄今的反彈似乎過多。實物商品及其相對於美國企業的每股盈利預期差異表明，情況會先惡化後才會好轉，並且短期內相對於美元的上漲空間很小（參見圖表）。

我們認為，朝這種單一貨幣方向轉變的最簡潔辦法是以英鎊作對沖。英國似乎正在經歷G10成員國之中最糟糕的經濟後果，而隨着歐盟委員會的提議，無協議脫歐的風險已大大增加。如果我們考慮一旦計劃獲得批准，將要求所有成員國（暫時包括英國）提供給歐盟預算的供款增加，則應大幅降低過渡時期進一步延長的可能性。我們認為歐元兌英鎊短期內將會上漲，因為對歐元的樂觀情緒和對沖無協議結果的需要都將提供支持。

相對未來12個月增長預期的公允價值潛力



Source: Amundi Research, Bloomberg, as at 18 June 2020. FX upside/downside calculated vs. the average of four internal econometric models – purchasing power parity (PPP) and three behavioural equilibrium exchange rate (BEER) models. Price dynamics, rates and productivity differential, together with terms of trades, fiscal spending and the degree of openness of a given economy, are the main variables that we consider. Models' estimations have been run with the USD being the base. Currency expansion on last page.

多元資產

MATTEO GERMANO
多元資產部主管

隨着市場（尤其股票）的價格趨於完美，我們保持保守態度

市場欣喜情緒籠罩審慎的需要

在過去一個月，我們目睹了兩個主要方面的變化：(1) 有序重啟經濟；(2) 美國的強大財政支持和歐洲的重要政策行動——我們認為歐盟復甦基金和各國的財政干預措施可能會在短期內改變遊戲規則。然而，在第三方面，企業盈利的可持續性沒有改善的跡象。**因此，我們維持防守態度、保持平衡和多元化風險立場**，並相信投資者可以在價值和週期性行業、綠色主題和美國消費領域（該領域仍受到財政計劃的支持）發揮一些戰術輪換機會。在此階段，流動性緩衝至關重要。

高信念投資意念

在**發達市場股票**方面，我們對硬數據保持**保守和警惕**，但看到歐洲在價值投資、與可再生能源相關的公用事業以及涉及綠色倡議的工業方面的戰術機會（政治風險溢價減少）。在美國方面，價值投資、銀行、信用卡、工業（回收風險）和非必需消費品等板塊（包括汽車）看起來很有吸引力。然而，美國的軟件和互聯網、必需消費品和公用事業板塊的增長股昂貴。**我們對新興市場仍持中立態度**，由於其行業敞口、強勁刺激措施和防疫措施較佳，因此偏愛中國大陸、南韓和台灣等地區。在一些東盟國家（泰國、印尼、菲律賓）的估值很有吸引力，但由於對疫情的擔憂，我們對某些國家持謹慎態度。整體而言，對沖環球股票風險很重要。**在存續期方面**，由於當前的曲線控制環境以及美國聯儲局在2022年之前不增加政策利率的立場，**我們堅持對美國持接近中性的觀點**。美國聯儲局將防止長期收益率升得過高，以避免緊縮金融狀況。**我們正在監測美國的5-30年曲線**，考慮到基本經濟狀況和美國聯儲局的政策，我們認為該曲線相當陡峭，但短期仍受市場情緒驅動，而部分受技術因素驅動。美國聯儲局購買（尤其是在短期至中

期市場）、避險需求以及環球對收益率的追求（儘管程度較低）使我們能夠維持對美國5年期相對於德國5年期債券的偏好。此外，如果美國聯儲局發出對負利率開放的訊號，則美國國債收益率仍有下跌空間。由於估值下跌和長期通脹，**我們對美國通脹債券（中期）持樂觀態度**。**歐元外圍債務**應會受歐洲央行行動（最近的「大流行緊急採購計劃」（PEPP）擴張）和歐盟復甦基金的支持。後者應會降低外圍債券的風險溢價，並且兩者將共同限制意大利債券的收益率。因此，相對於意大利30年期債券對德國30年期債券的投資，我們現在更傾向於直接持有意大利BTP投資。前者與股票的相關性也較低。**在央行的持續支持下，我們繼續保持對信貸的樂觀立場**，並且相對於高收益債券，我們更看重投資級債券（估值較佳），而相對於美國（高槓桿），我們較喜歡歐洲的投資工具。投資者應在各個行業板塊（週期性、防禦性、金融高級債務）中擁有多元化的投資敞口，尤其要關注A級、A+級和BBB+級的高評級債務。然而，流動性評估和高收益債券的某些保護很重要（違約風險）。**我們對新興市場債務持中立態度**。投資級與高收益國家之間的差距正在縮小，高收益債券利差大大壓縮但仍具吸引力，而投資級債券現在已達到更符合歷史平均水平的水平。**在新興市場外匯市場**，我們現在對一些高收益貨幣持樂觀態度，因為這些貨幣受益於市場情緒、資金流向以及對改善增長動力的關注，但仍存在一些風險因素（石油戰爭、中美緊張局勢）。

風險與對沖

以黃金、日圓兌美元（避險港）和衍生品形式的對沖對於減輕與盈利、破產和地緣政治有關的風險非常重要。

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						■		

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個月期的交叉資產評估。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。USD=美元；JPY=日圓；UST=美國國庫債券；DM=發達市場；EM/GEM=新興市場；FX=外匯；FI=固定收益；IG=投資級；HY=高收益；CHF=瑞士法郎；NOK=挪威克朗；EUR=歐元；CBs=各國央行；TIPS=國債通脹保護證券；BTP=意大利政府債券；ASEAN=東盟。

固定收益

沉迷於各國央行的市場：
注重質素ÉRIC BRARD
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

與以往的經濟衰退相比，由於各國央行史無前例地注入流動性，利差正在收緊，且違約率目前較低。這要求在行業板塊和公司方面具有高選擇性

超寬鬆的央行態度和強大的財政支持繼續逐步使市場狀況正常化，導致風險資產反彈並導致美元疲軟。然而，由於市場現在沉迷於央行的支持，因此當支持消失時，信貸違約就有增加的風險。因此，在尋求收益時，投資者應確保信貸質量不要過低，因為風險並不對稱。相反，這是保持選擇性和積極性，並保持流動性以及能戰術管理配置的空間的時候。投資綠色策略將是駕馭市場的關鍵方法。

環球及歐洲固定收益

我們避免對存續期提出任何強烈要求，並保持立場接近中立，對美國和法國國債持樂觀偏見，對德國國債持負面態度。我們看到美國和歐洲國債（10-30年期）收益率曲線的長端有加深曲線的機會，因為鑑於大規模的發行計劃，長期收益率仍有上升的空間。歐洲央行的持續支持以及歐盟復甦計劃的前景，現在使我們對**歐元週邊債務持樂觀態度**。在通脹債券方面，由於有吸引力的盈虧平衡估值，我們維持略微樂觀的前景，但預計通脹不會大幅上升（經濟復甦緩慢）。**在投資者尋求低利率環境下的收益的同時，我們對信貸稍微更為樂觀。**在投資級債券方面，我們對財務狀況尤其是次級債持樂觀態度，並在科技、媒體與電訊（TMT）、能源和其他週期性資產中發現具選擇性的機會（再槓桿化）。央行近期公佈的支撐公告應可繼續支持高收益債券。然而，由於對債務的擔憂和盈利的可見性低，投資者應保持謹慎並保持較高的現金水平。

美國固定收益

由於受刺激驅動的流動性，市場已經趨於

穩定，但市場卻低估了下行風險。我們承認這種樂觀態度，但認為保持現金緩衝至關重要。**在信貸方面，需求正在推動利差收緊。**我們持樂觀態度，尤其是對於擁有穩定現金流的優質企業（金融、工業、消費行業）的長期信貸。消費和住房市場正在展現出韌性，因此，我們對非機構性的住房抵押貸款支持證券（RMBS）持樂觀態度，並看到次級而深奧難懂的資產支持證券（ABS）的價值。由於估值高企以及對財政赤字上升的擔憂，我們對美國10年期國債持謹慎態度，並認為收益率曲線可能會趨於陡峭，由於經濟活動的回升和發行量的增加，到期日較長的債券的收益率亦將上升。TIPS從中長期角度提供通脹保護。機構抵押貸款提供流動性和更高收益率的前景，但必須小心選擇，因為證券化市場可能會滯後於復甦，而且就業疲軟可能損害消費者支出和償還債務。

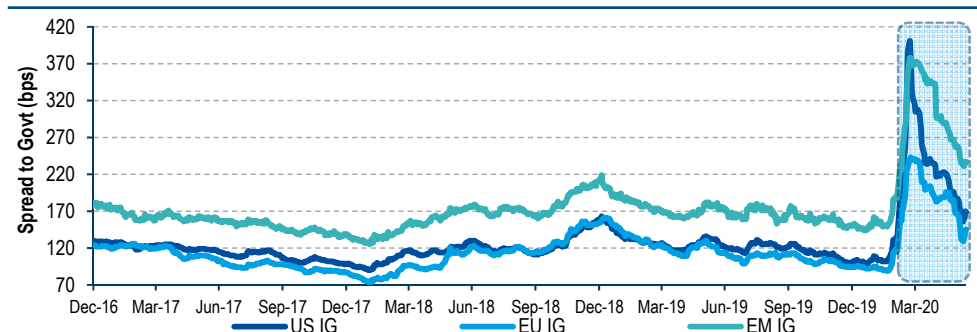
新興市場債券

我們支持硬通貨債務，但估值開始顯得不那麼具吸引力。我們對高收益債券（塞爾維亞、烏克蘭）較為樂觀，因為其估值具有吸引力，並且與投資級債券相比，價差可能會進一步壓縮。不過，鑑於俄羅斯、墨西哥和埃及的強勁表現，**我們對匯率保持謹慎態度**。在本幣債券方面，需要選擇性和曲線定位。考慮美國大選也很重要。

外匯

在發達市場方面，我們在短期內對美元保持謹慎，現在對歐元兌美元持樂觀態度。在新興市場方面，由於經濟重新開放，加上石油反彈，我們對大宗商品和高貝塔貨幣持樂觀態度。

投資級信貸利差



Source: Bloomberg, daily data as at 15 June 2020. Analysis based on ICE BoA indexes

GFI=環球固定收益; EM FX =新興市場外匯; HY=高收益; IG=投資級; CHF=瑞士法郎; EUR=歐元; USD=美元; 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; TIPS=國債通脹保護證券; GFC=2008年環球金融危機; JPY=日圓。

股票

央行的支持正在推動市場情緒

**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

對各國央行的信心正在提振股票市場。
轉向週期性主題可能會在定價完善的市場中提供一些機會

整體評估

市場正在以「最糟糕已成過去」的看法來考慮定價，這導致股市強勁反彈，這意味隱含預期不再受壓。然而，由於在疲弱經濟數據、美國大選和地緣政治緊張局勢中仍然存在不確定性，因此對於投資者而言，保持高度的選擇性並專注於優質股非常重要。同時，美國經濟重新開放和歐洲復甦基金的一些積極訊號，有利於轉向價值和週期性空間，這可能對復甦階段有利。

歐洲股票

整體而言，在強勁的反彈之後，我們保持謹慎，並相信維持強勁的流動性緩衝並重新評估我們的週期性偏差，重點是有彈性、不受干擾的業務模式和資產負債表實力。隨着歐盟復甦基金的進展，銀行業的價值股票存在輪換機會（相對於保險公司，我們偏好銀行）。但重點應放在具有強大資本持倉和利潤的企業上。同樣重要的是，要注意小盤股方面的流動性，在這種情況下流動性更大。在行業層面，我們建議採用槓鈴方式，既要考慮防守領域（例如，醫療保健等彈性但有吸引力的行業）又要注意週期性領域（奢侈品和建材的週期性優質股），這些領域將受益於經濟復甦。由於結構性和週期性挑戰的結合，我們對科技股（因為其高估值）和非必需消費品（汽車）持謹慎態度。在所有情況下，都需要敏捷性，我們將繼續關注流程紀律和選股，並嚴格管理市場、因素和風格風險。這使我們能夠在任何市場調整後有選擇地尋找錯位。

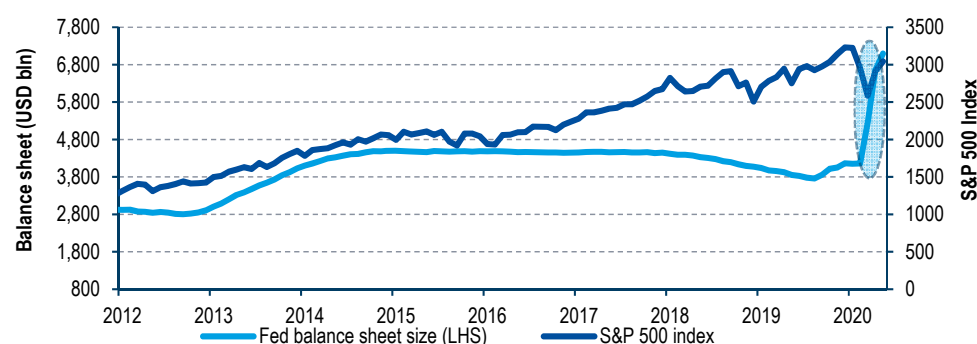
美國股票

在新冠肺炎危機期間，美國股票表現出強大的彈性。重要的是，儘管經濟受到阻礙，但標準普爾500指數中約有三分之二的企業是因禁足措施而對行業產生積極／中立影響的企業（科技、醫療保健、通訊、必需消費品等）。經濟正在迅速重新開放，並且在少數大型集中股票之外的估值合理。我們看到領導者輪換支持價值股和復甦股，我們喜歡擁有穩健的資產負債表和某些長期優勢的優質股。我們在金融（大盤金融股）、工業、傳統週期性消費（通訊服務）和週期性商品領域尋找具有吸引力的企業。我們認為，週期性產品在復甦的情況下可能會表現出較佳表現，但需要進行徹底的基本面分析。另一方面，由於債券的估值不可持續，我們對債券代理（必需消費品和公用事業）採取防守態度，並避免購買昂貴的增長型股票。增長和大型股票之間的估值差異極大。從市值的角度來看，在大盤股質量範圍內將市值譜圖下移可能會提供選擇性的機會。

新興市場股票

我們對新興市場股票較為樂觀，但仍保持謹慎態度，並相信決策者的行動將支撐環球增長的加速。我們對中美關係持謹慎態度，因為潛在的制裁（對中國和整個新興市場而言）可能百害而無一利。與發達市場股票相比，新興市場股票的估值更具吸引力，但盈利前景仍然充滿挑戰。我們對俄羅斯和印度持樂觀態度，並在行業配置（工業、非必需消費品、材料）方面尋求更多的價值和週期性。

標普500指數受量化寬鬆政策推動反彈



專題

應對歐盟分裂風險

新冠肺炎疫情是具有非對稱結果的對稱性衝擊。歐洲內部現有的不平衡狀況，例如：公共債務、經濟模式或對歐盟的願景，都變成了裂痕，歐盟正面臨分裂的風險。然而，歐盟應該能夠克服環球金融危機的影響。



DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監



PIERRE BLANCHET
投資情報部主管

公共債務失衡是歐元區緊張情況的主要根源

計劃於今年早些時候召開的歐洲未來會議可能在9月開幕，其背景與最初的設想大相逕庭。誰將主持這個會議以及議程上是否將有新歐盟條約尚不清楚，但很明顯的是，有必要強化歐洲的機構和金融體系。確實，歐盟面臨着幾方面的分化風險，可能會嚴重破壞其應對未來十年的挑戰的能力。

債務與增長分化

自歐元誕生二十多年來，北歐國家的人均GDP幾乎是南歐的兩倍。事實證明，貨幣聯盟有利於1999年至2008年之間的經濟趨同。然而，自環球金融危機以來，由於主權債務危機，經濟分化加劇，特別是在歐元區。換句話說，歐洲在「一切都進展順利」時運作良好，但在危機時期表現出了其不足，特別是在歐洲貨幣聯盟方面。由於經濟分裂，國家債務日益分散。法國和德國之間的脫鉤在這方面令人震驚，表明碎片化並不局限於南北軸心。自歐元區危機以來，公共債務的水平和管理是成員國之間關係緊張和不信任的主要根源。北歐與南歐公共債務失衡構成了核心市場與外圍國家之間的債券市場崩潰，而利差變動包含了可轉換風險的剩餘部分，這種風險從未完全消失。

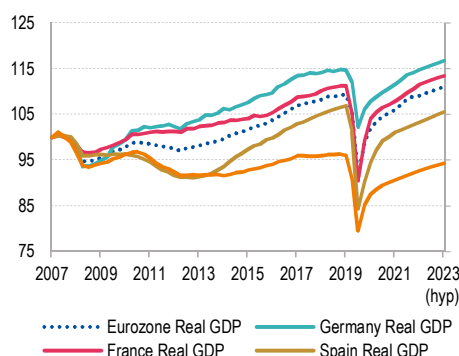
新冠肺炎危機加劇了歐元區的實際經濟分化。由於歷史的不幸事故，誠然，債務最高及／或遭受主權債務危機經濟損失最大的國家才是當前危機的首批受害者（意

大利和西班牙）。新冠肺炎疫情之後的巨額赤字將導致南北之間進一步的分歧，而南歐的實際增長放緩將在某個時間點引發債務可持續性問題。歐洲央行的資產購買計劃在避免加劇金融分裂（主權債務、企業債務）方面發揮着關鍵作用。然而，這只能是結構性問題的臨時解決方案。泛歐洲的轉移和國家改革是解決這些不平衡問題的唯一方法，因此可以增強歐元區對未來衝擊的抵禦能力。這場危機（像上一次一樣）顯示了歐元區的財務和體制架構的缺陷。

經濟模型分化

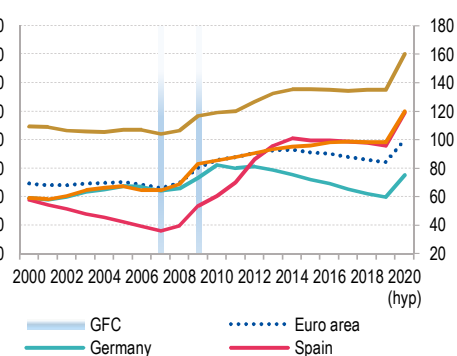
第二個分化風險來自另一個因素，可以概括為內部相對於外部的依賴性和經濟模式類型。一些國家比其他國家更為依賴外部需求。歐元區的對外貿易順差佔GDP的7%（2019年數字）。所有的歐元區國家都顯示有盈餘（法國除外），但是一些國家比歐元區盈餘更高，例如德國（高6%）或荷蘭（高11%）。這說明北歐國家的盈餘儲蓄不能滿足南歐國家的投資需求。此外，北歐國家對環球貿易的依賴（汽車、工業產品）比歐盟27國的其餘國家為大。其他國家更依賴內部需求，特別是服務業實力較強的國家，例如法國或西班牙¹。新冠肺炎危機表明，這些差異是脆弱性的根源，因為對稱的衝擊會帶來不對稱的結果。因此，歐洲委員會的「復甦基金」提案旨在解決這一問題。

1/ 與西班牙不同，意大利從未從環球金融危機中完全復甦



Source: Amundi Research, Data as of 22nd June 2020

2/ 自環球金融危機以來，西班牙債務佔GDP的比例增加了兩倍



Source: Amundi Research, Eurostat, Data as of 22nd June 2020

專題

歐盟願景

第三種分化來自歐盟的國家級視野。該問題比傳統的聯邦主義者相對民族主義者的二元論戰更為複雜。儘管在十年前，歐

盟計劃仍被認為是向歐洲人帶來和平與財富的積極途徑，但成員國之間卻出現了不同的願望。應當記住，在構思歐元時，原意是所有歐盟國家都應該加入貨幣聯

貿易差額 9國*	2019年國內生產總值 (歐元, 十億計)	歐元區內部差額 國民生產總值佔比	歐元區外部差額 國民生產總值佔比
德國	3 435	7%	0%
法國	2 419	1%	-4%
意大利	1 788	3%	0%
西班牙	1 245	-3%	0%
荷蘭	812	-12%	20%
比利時	473	-2%	5%
奧地利	399	4%	-5%
愛爾蘭	347	12%	6%
葡萄牙	212	-2%	-8%

*9國共佔歐元區GDP的95%

資料來源：東方匯理研究、歐盟統計局

成員國之間對歐盟的看法
分歧

盟。今天，這項歐洲計劃變得模稜兩可。英國脫歐需要重新思考歐元區經濟和財政範圍以外的目標。歐洲機構（例如：歐洲央行和歐洲法院）正受到德國憲法法院的挑戰，這說明各機構在政治合法性方面的分歧越來越深。此外，國家輿論渴望在敏感問題（例如：外交政策和移民政策）上保持一定程度的主權，這反映在各國大選中「反建制」政黨的興起。聯邦主義者與民族主義者之間的爭論已經變成了全球化精英與現實人民之間的爭論。這些緊張關係不應該被低估，因為這些緊張關係就是英國脫歐投票的核心。

話雖如此，英國政府在英國脫歐方面遇到的困難（以及與此相關的經濟成本）是一種威懾力。可以看出，（在法國和意大利的）反建制政黨不再將退出歐元區列入議程。諷刺的是，英國脫歐甚至可以為歐盟計劃開闢新的前景。確實，歐元區在歐盟GDP中的份額從72%（歐盟28國）上升到86%（歐盟27國）。法國和德國（佔歐元區GDP的50%以上）加在一起，實際上已成為歐洲的新重心，這可以使建立「新歐洲計劃」更加容易。

新冠肺炎危機加劇了歐元區內的經濟分化，並再次說明加強歐元區金融體系的必要性。關於風險分擔的辯論遠遠超出了關於財政聯邦制的辯論，而北歐國家一直拒絕實施財政聯邦制。這場危機表明，需要打造可以吸收不對稱衝擊的「工具」，而又無需令北歐納稅人他朝為南歐償還債務。有不少建議可以更有效地分擔風險。建議包括：加強資本市場聯盟、建立共同債務工具以及修訂《增長與穩定公約》的預算規則（事實證明，這些規則過於順週期）。不過，像任何妥協一樣，這將需要可能從危機時期的轉移中受益的國家作出讓步。成員國將要求對已制訂的政策擁有「審查權」。

如果問題不解決，失衡加劇與分化可能變得不可逆轉。發揮作用的力量比經典的南北公共債務失衡更為複雜，因為歐盟的經濟模式和願景是另兩個不和諧的軸心。歐盟的下一代措施應對了部份風險，但需要更多的政治支持，以幫助歐盟向前邁進。

¹「經濟依賴於面向客戶的服務、出口或大量小企業的國家和地區將遭受較大的打擊。儘管各成員國都盡可能為當地工人和企業提供支持，但並非所有成員國都能做到這一點。這帶來了復甦不平衡、營商環境不公平、差距擴大的風險。」歐盟復甦基金提案

專題

英國脫歐：不排除無協議脫歐

英國脫歐之爭在某種程度上被新冠肺炎危機所掩蓋，卻繼續存在，並可能在今年夏天重新成為人們關注的焦點。儘管一輪又一輪的談判沒有取得具體進展，惟英國拒絕延長最後期限增加了在年底未達成協議的情況下退出單一市場的風險。這可能為英鎊和英國股票帶來負面的後果。然而，面對我們正在經歷的歷史性衰退影響經濟復甦的風險，實用主義最終將佔上風。



TRISTAN PERRIER
環球觀點分析師



PIERRE BLANCHET
投資情報部主管

幾週後，英國脫歐主題再次浮出水面，在此期間，新冠肺炎疫情（英法海峽兩岸的一些主要決策者亦受感染）引起一切注目。最近幾天，在首相約翰遜（Boris Johnson）領導下，談判以新的勢頭恢復，但隨着時間表的緊縮和各方之間緊張關係的加劇，談判沒有取得重大進展。

沒有進展，亦沒有延期

正如歐盟談判代表巴尼爾（Michel Barnier）所建議的那樣，在撰寫本文之時，英國拒絕要求將過渡期延長至2020年底之後（原則上，6月30日為提出延長談判期要求的截止日期）。除非有延期，否則在沒有其他協議的情況下，英國將於1月31日離開歐盟，並將突然在12月31日失去進入單一市場的通道。

另一方面，關於自由貿易協定的談判仍面臨重大分歧。歐盟希望通過一項確保公平競爭的機制達成全面協議。就英國而言，英國卻打算優先考慮部分行業。最重要的是，英國拒絕任何會導致根據單一市場規則對其立法進行準自動調整以及導致歐洲法院解決爭端的機制。此外，英國談判代表正在挑戰歐洲對2019年底就愛爾蘭邊境而簽署的協議的解釋，事實證明，這

是解決允許英國離開歐盟的最困難點。最後，在諸如捕魚權或司法合作等敏感問題上，一些關鍵問題仍未解決。

迅速達成協議的前景不佳

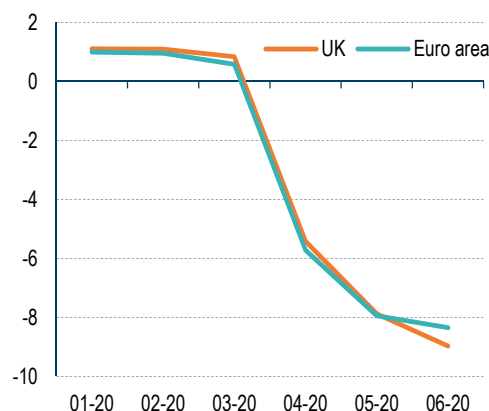
實際上，政治動機並沒有朝這個方向發揮作用。在歐盟方面，成員國擔心英國可能獲得「單點」進入單一市場的渠道，並最終在聯盟之外而非聯盟之內獲得更優惠的機制。在英國方面，約翰遜儘管在應對這場疫情方面受到挑戰，但他可以依靠非常強大的議會多數，而不會迫使他迅速達成協議。約翰遜亦不希望其任期只專注於英國脫歐談判。此外，與疫情造成的直接破壞相比，投資者對2020年底無協議脫歐的經濟風險的認識可能已成為次要的擔憂。

市場將在定價時考量2020年下半年無協議脫歐的影響

因此，2020年底出現「英國脫歐懸崖」的風險是真實的，歐盟和英國之間的貿易僅受世貿條款約束。隨着這一截止日期的臨近，市場可能會受到關注。確實，引入關稅和貿易摩擦（邊境管制、標準分歧）的經濟成本可能巨大。當英國經濟開始復甦之時，投資者可能會在幾個月內增加對這種

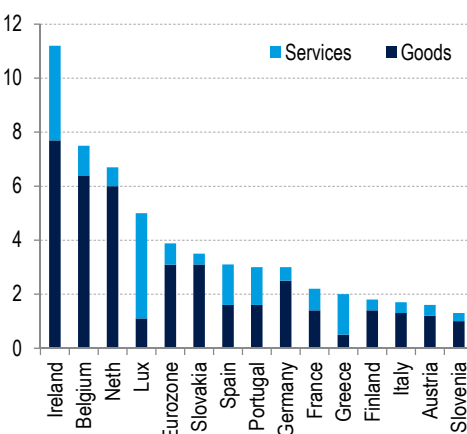
2020年底出現「英國脫歐懸崖」的風險是真實的

1/ 現在的共識是，預計英國的2020年GDP下跌情況將比歐元區為差



Source: Consensus Economics, Amundi Research
Data as of June 15 2020

2/ 出口到英國，佔各出口國的GDP百分比



Source: IMF, Amundi Research - Data as of 2016

專題

市場可能會早於年底截止日期之前就風險進行折價

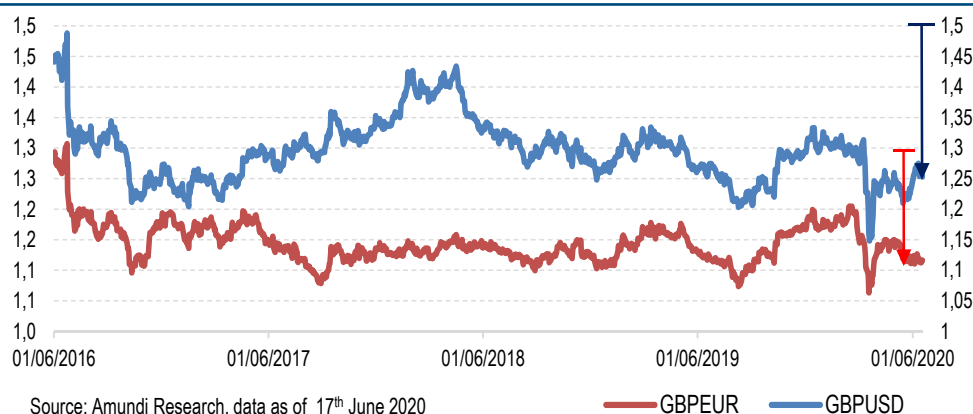
成本的認識，而由於疫情而導致的GDP即時崩潰亦不再吸引所有注意力。此外，如果在這一日期之前尚未完全解決，北愛爾蘭邊界問題可能對英國（因為實際邊界可能威脅到1998年和平協議）和對歐盟（因為開放邊界可能違反單一市場的完整性）產生嚴重的政治影響。

自2016年6月公投以來，英鎊兌美元已下跌近20%，如果「無協議脫歐」的可能性增加，英鎊可能會再次下跌（尤其是兌歐元）。預計主要由國內投資者驅動的Gilts（英國國庫券）市場不會受到影響，尤其是隨着英格蘭銀行正在實施一項龐大的回購國債計劃。

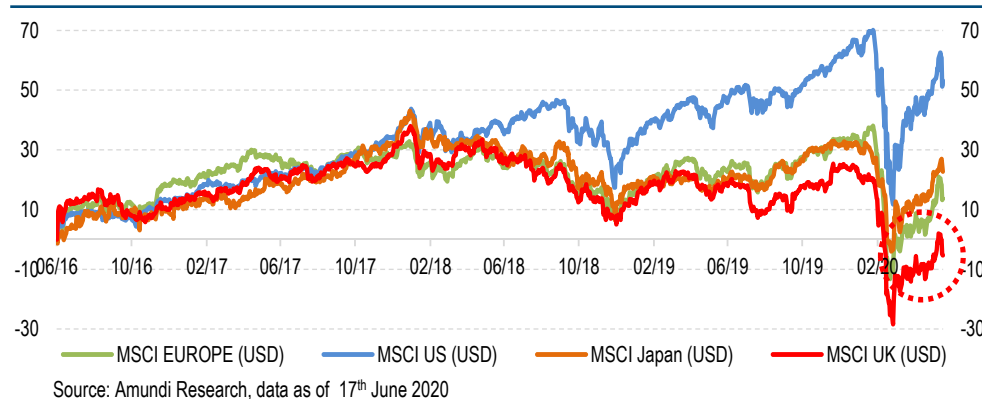
然而，企業債券市場可能會受到懲罰，股票市場某些與單一市場緊密相關的領域（例如：工業和金融）也可能受到懲罰。過去四年，英國股市表現落後於環球主要市場（相對歐洲落後0%，相對美國落後50%）。正如通常在政治刺激因素下發生的那樣，市場可能會在年底截止日期之前降低存在的風險，然後在事後向相反的方向發展。因此，英國風險資產的下行風險可能集中在2020年下半年的主題而非2021年。

然而，投資者對這些風險的認識仍然有可能不斷增長，導致決策者縮小分歧，並使貿易不再完全基於世貿規則。儘管有

3/ 自脫歐公投以來的英鎊走勢



4/ 自英國就脫歐進行公投以來，主要股票指數的相對表現（以美元為本重新計算）



最終，實用主義應佔上風

種種障礙，締結有限的自由貿易協定並非完全不可能（請記住，最初的情況是監管統一，而與第三國的談判並非如此）。減輕貿易衝擊的臨時行業層面措施仍可能發生。2019年的談判表明，約翰遜在比賽結束時可能比其語氣所暗示的更為務實。

無論如何，新一輪的英國脫歐之爭不可能持續數月之久。理論上，必須在今年秋季

之前達成一項協議（如有），以留出足夠的時間供國家級機構和歐洲機構批准。雖然收場可能會令人滿意，但其首集可追溯至2016年的肥皂劇肯定會給我們帶來新的變化。

本文於18/6/2020定稿

專題

BBB-BB級為最佳信貸投資

在低增長、低利率和違約率上升的環境下，投資級別和BB級發行人仍然是理想的投資領域。(1) 主要央行將透過其資產購買計劃在較長時期內直接支持這些發行人。(2) 在低利率環境下，由於對收益率的需求，投資者的需求將保持強勁。(3) 這些發行人違約的可能性仍然很小。



VALENTINE AINOZ, CFA
發達市場策略研究部副主管



BELLAICHE MICKAEL
固定收益策略師

財政政策與貨幣政策之間空前的協調支撐了緩慢的復甦

由新冠肺炎危機引起的衝擊前所未有。有助於挽救生命的禁足措施還導致環球經濟活動急劇下降。經合組織和世界銀行最近宣佈，2020年環球GDP將下降5-6%。同時，各國政府和中央銀行對危機的反應在規模和速度上也屬空前。最初採取支持措施以幫助維持其營運能力並防止家庭損失過多收入的政府，現在均在採取刺激措施。這場危機使政府的赤字達到了歷史最高水平。CBO估計，美國聯邦赤字將在2020年達到3.7兆美元，到2021年將達到2.1兆美元，分別佔GDP的18%和10%。歐盟委員會估計，到2020年，歐元區的公共赤字將達到1兆歐元左右，相當於GDP的8.5%。在接下來的幾個月中，這些估計都可能向上修正。

1/ G4央行資產負債表



Source: Bloomberg, Amundi Research as of 22/06/2020

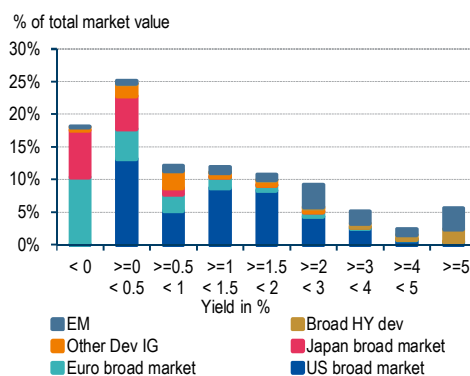
動的減少；(2) 避免大規模的企業違約；(3) 防止失業率急劇上升。失業率急劇上升和企業違約將導致經濟蕭條，而不僅僅是暫時削弱經濟。因此，對企業的支持措施是刺激措施的核心要素，而信貸市場已成為主要央行的貨幣政策核心工具。

在接下來的幾個季度中，我們將繼續看到低利率。我們認為，主權債務的這種大量供應不太可能引起利率的大幅上升。主要央行正以前所未有的速度購買資產，並吸收政府的新融資需求。

- 歐洲央行將其「大流行緊急採購計劃」(PEPP)的金額增加了6000億歐元，增至1.350兆歐元，並將其至少延長至2021年6月底。
- 在3月的最後一次會議上，美國聯儲局宣佈無限制購買國債和抵押貸款支持證券(MBS)。美國聯儲局主席鮑威爾(Jerome Powell)表示，購買速度至少為每月1200億美元，其中包括800億美元的美國國債和400億美元的抵押貸款支持證券(MBS)。

我們認為，經濟活動在2022年之前不會恢復到危機前的水平。央行和政府的協調行動背後有明確的目標：(1) 限制經濟活

2/ 固定收益市場收益分配



Source: Bloomberg, Amundi Research as of 22/06/2020

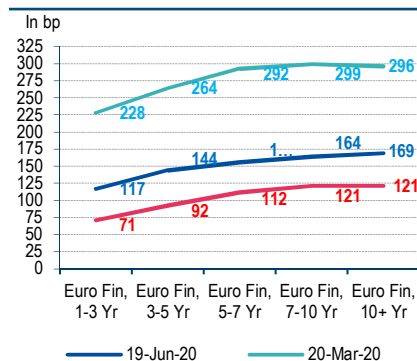
各國央行已採取實質性措施改善融資環境

新冠肺炎危機對信貸市場的影響巨大。利差已經擴大，尤其是在美國市場。利差曲線已明顯變平甚至逆轉。一級市場的活動已大大放緩。如果沒有央行行動，融資環

我們甚至沒有考慮過加息
(鮑威爾，2020年6月)

專題

3/ OAS曲線：歐洲投資級金融類產品



Source: Bloomberg, Amundi Research

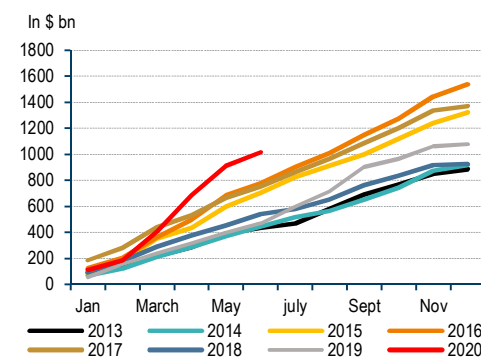
境的惡化和流動性的缺乏將對經濟活動產生第二輪影響。

各國央行採取了實質性措施，改善信貸市場的融資環境。進展很快。

- 利差收緊，特別是到期日較短的工具。
- 市場再次受益於資金流入，因為投資者的需求得到了中央銀行參與所支撐。
- 在美國和歐洲方面，投資級債券在一級市場上的活動達到創紀錄的水平。2020年，美國投資級債券一級市場的交易量已達到1兆美元，相當於2019年全年發

強大的央行支持將使BBB-BB級債券受益

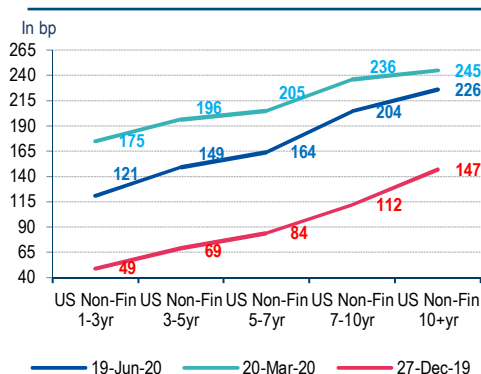
5/ 美國投資級一級市場(累積流量)



Source: Bloomberg, Amundi Research as of 20/06/2020

額度或延期到期日。這與環球金融危機形成了鮮明的對比，當時銀行因保留資產負債表以保護其資產負債表而加劇了經濟衰退。與環球金融危機相比，銀行的資本狀況較佳，並受益於央行的大力支持。否則，歐洲央行的長期再融資操作是成功的：各大小銀行從歐洲央行借入了創紀錄的1.31兆歐元。銀行將使用約7600億歐元的超低價貸款償還早期的歐洲央行貸款，並將使用剩餘的5490億歐元向企業發放貸款和購買本國政府發行的債券。

4/ OAS曲線：美國投資級非金融類



Source: Bloomberg, Amundi Research

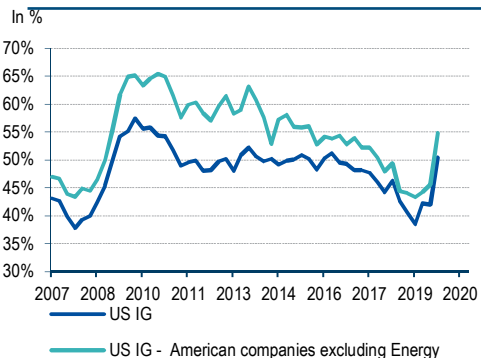
行量的總和。

- 在美國聯儲局決定擴大對因危機而下跌為高收益(墮落天使)的投資級證券的支持之後，美國恢復了高收益市場的活動。
- 各企業利用募集得來的資金加強資產負債表並增加現金持有量

預計未來幾個季度的違約率將會增加

在這一點上，很難評估危機對企業償付能力的影響。大多數發行人仍然容易獲得流動性：國家擔保的貸款、使用現有信貸

6/ 美國投資級債券——現金比率



Source: Bloomberg, Amundi Research as of 1Q 2020

重要的是，我們必須區分處境會正常化的受困企業和處境會繼續惡化的受困企業。當國家擔保的措施用盡時，債務很高而產生利潤能力很低的企業將陷入困境。應該指出的是，在新冠肺炎危機之前，不少企業已負債累累，而為維持生產能力而借錢的企業只是在增加債務。

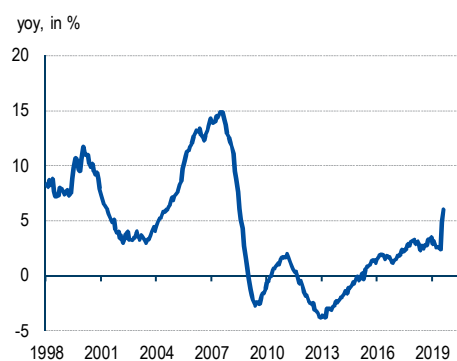
此外，不良貸款的增加可能導致銀行收緊其財務狀況。在這種情況下，企業不會從增加的銀行流動性中受益，而這會導致盈餘儲備的增加。

專題

違約率正在上升

我們預計未來幾個季度的違約率將會增加。企業違約情況可能會隨着時間的流逝而擴大，並不同於2008年的峰值。這將使企業不會由於缺乏流動性而違約，而是由於與高債務水平相關的缺乏盈利能力。

7/ 歐元區向非金融企業的貸款



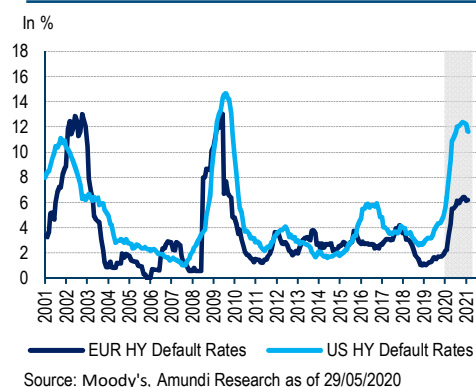
青睞，以支撐經濟復甦並限制失業人數的增加。

2. 在低利率環境下，對回報的需求將繼續驅動投資者的需求。財政和貨幣政策的協調應有助於避免債券收益率的上升。

在這種情況下，在低增長、低利率和違約率上升的環境下，投資級和BB級發行人仍然是理想的策略。

1. 主要央行將透過其資產購買計劃較長期地支持這些發行人。這些企業將受到

8/ 12個月遠期違約率



3. 這些發行人違約的可能性仍然很小。各企業已利用募集得來的資金支撐資產負債表。

本文於22/6/2020定稿

專題



NOAH FUNDERBURK
副總裁
投資組合經理
鋒裕匯理

不少投資者將環球金融危機作為未來幾年可能面臨的壓力測試

美國房屋展望 為何我們不預期樓價崩潰

鑑於中位數收入預料將下降，我們預計2020年樓價將適度下降。樓價的基本情況已經惡化。我們認為，更為重要的是，樓價大幅下跌的壓力情景仍然遙不可及。對2008年環球金融危機的回顧分析表明，樓價不太可能大幅下跌，因為導致這場危機的條件獨特，並且在大多數情況下與當前環境相反。

在短短幾週內，對新冠肺炎疫情的公共政策反應徹底改變了經濟前景。面對兩位數失業的前景，不少投資者將環球金融危機用作為未來幾年可能面臨的壓力測試。雖然這是一種指導性的過程，但由於今天的住房市場與導致環球金融危機的市場之間存在巨大差異，因此環球金融危機的標題數字對當今的住房市場的適用性受到限制。相反，透過剖析樓價驅動因素，大家可以形成更現實的期望和對這些期望的敏感性。我們目前預測未來幾年樓價將出現個位數的小幅下降，並且我們將重點放在收入中位數上，這是樓價上漲的最重要驅動力。

是什麼導致樓價變動？

儘管兩者相互交織，但我們可以將樓價變化的驅動因素分為四類：

1. 負擔能力校正
2. 供應過剩
3. 不良銷售
4. 收入下降

負擔能力校正

負擔能力是樓價的命運。從歷史上看，業主一直願意將其稅後月收入的大約三分之一用於住房。如下表所示，我們將「市場價值」（房屋中位價格）與「公允價值」的估

計值進行比較。我們透過計算樓價來估算公允價值，中位數收入家庭所能承受的公允價值為使用傳統融資（其首期付款為20%，而按揭率則合理）將稅後收入的30%花費在房屋上。圖表顯示，在環球金融危機之前的幾年，市場價值與公允價值之間的長期關係破裂了，在引發債務的投機泡沫中，市場價格飛漲。當泡沫破滅時，價格過度下跌修正。自樓價觸底反彈以來的大約八年中，我們看到樓價有所回升，但不足以達到公允價值。由於住房市場進入了當前經濟衰退的時期，樓價普遍可負擔，因此我們預期不會像環球金融危機期間那樣出現調整。

供應過剩

每年都會建造新房屋，以滿足正在組成的新家庭的增量需求。在短期內，樓價會出現波動，以平衡住屋供應和住屋需求。在環球金融危機爆發前的幾年中，在價格訊號出現錯誤的刺激下，房屋建築商急於增加供應，最後卻造成住房需求在危機爆發時驟降。隨後的過剩情況加劇了價格下跌。從那時起，新建單戶住房尚未恢復到與長期家庭組建率相匹配的速度。結果，住房市場進入了當前危機，庫存水平降至數十年來最低。我們認為，樓價上漲有兩個含義。首先，從短缺（而非過剩）的狀況進入當前危機可能會使房地產市場免受

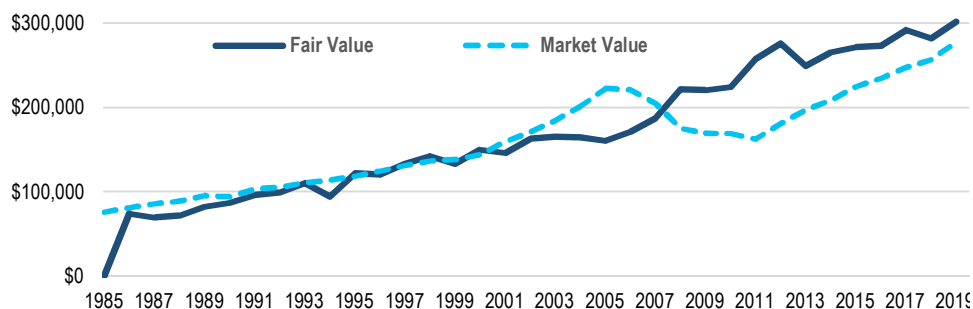
樓價下跌的驅動因素

	2008年金融危機	當前危機
負擔能力校正	↓ 樓價從危機前難以承受的水平進行了修正。	↑ 我們進入目前的經濟衰退時期，樓價普遍在可負擔範圍。
供應過剩	↓ 在環球金融危機爆發之前的繁榮時期，房屋建築商建築過度，造成了過剩。	↑ 在過去十年間，新建住房供應不足使住房市場處於短缺而不是過剩的狀態。
不良銷售	↓ 環球金融危機期間導致數百萬業主申請止贖，不良銷售最終佔所有房屋銷售的40%以上。	↑ 按揭金融政策的根本變化要求適當的貸款承銷，並改進了減輕損失策略，該等策略着重修改條款而非清盤。
收入下降	↓ 在金融危機期間，家庭收入中位數下降了約8%。	↓ 我們預計收入將下降，從而使樓價略為下跌。

資料來源：鋒裕匯理。2020年5月。

專題

1/ 住房：市場價值與公允價值



As of December 31, 2019, data is updated semi-annually. Source: Amundi Pioneer, National Association of Realtors and Federal Housing Finance Agency (FHFA).

儘管住房需求隨着失業和不確定性加劇而減少，但新的平衡很大程度上可以透過數量而非價格來實現

樓價急劇下跌的影響。其次，儘管住房需求隨着失業和不確定性的加劇而下降，但新的平衡在很大程度上可以透過數量而非價格來實現，因為新屋建造將比價格下降更多。

不良銷售

在環球金融危機期間，不良住房供應激增，形成了惡性循環，加劇樓價下跌。過度樂觀的危機前評估使業主無資產來捍衛自己的住房，數百萬新失業的業主選擇停止供款。儘管短期穩定的抵押貸款利率到期，就業穩定，但仍有數以百萬計的人經歷財務困境，導致無法每月還款。在2010年宣佈申請止贖禁令之前，不良銷售已從所有房屋銷售的6-8%攀升至40%以上。（資料來源：Attom數據解決方案，2017年3月1日）

由於買方具有定價權，不良銷售的交易價格往往會比非不良銷售的交易折價。交易通常僅是現金交易，而在許多情況下，潛在買家無法進行內部檢查。從歷史上看，由於「替代效應」，不良房屋銷售趨向於將所有價格推低。儘管預計在當前危機中的不良銷售將會增加，但由於在危機中汲取的教訓，我們預計在環球金融危機期間不會出

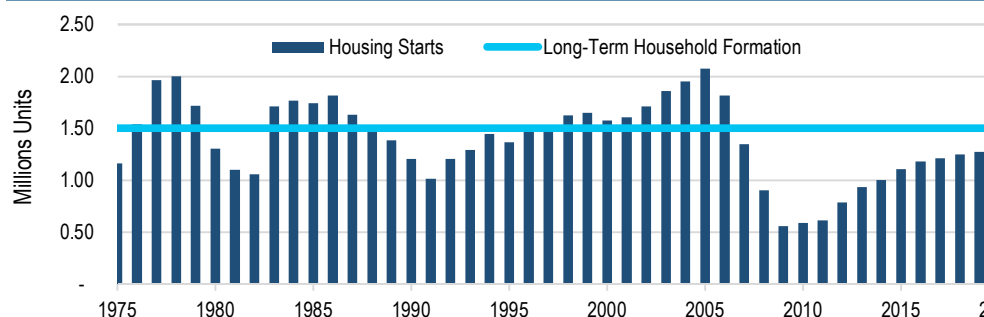
現任何規模的增長。我們預計不良銷售對房屋總價的影響將受到限制，因為由於較佳的承銷、評估、抵押產品和減輕損失的程序（着重修改條款而非申請止贖），供應將受到限制。此外，對於少數最終透過清盤解決的抵押貸款拖欠問題，申請止贖的程序將在宣佈的寬容計劃之後花費更長時間。到陷入困境的住房供應到來之時，我們預計總收入將已經處於復甦模式。

收入下降

住房是一種實際資產，其價格往往隨收入而波動隨着收入下降，樓價也將下降。這是與環球金融危機的經驗重疊而影響樓價的一個因素。實際上，我們認為，與之前的經濟衰退相比，當前的經濟衰退期間的失業率可能會上升得更快。就是說，由於樓價和收入之間存在長期而直觀的關係，而且由於歷史上失業一直是收入的不完美替代，因此我們認為樓價的重點在於收入。失業統計數據受到未充分就業和灰心喪氣的工人的扭曲，並且整個勞動力市場的就業趨勢與包括當前和潛在業主的一部分勞動力市場之間的就業趨勢不匹配。最後，在當前的經濟衰退中，我們注意到聯邦政府前所未有的收入穩定計劃應會改變失業與收入之間的歷史關係。

住房是一種實際資產，其價格往往隨收入而波動

2/ 新建房屋與組建家庭



As of December 31, 2019, data is updated semi-annually. Source: Amundi Pioneer, National Association of Realtors and Federal Housing Finance Agency (FHFA).

專題

我們將低概率分配給反映環球金融危機期間見證的樓價經驗的情景

宏觀經濟環境的任何改善都應透過略微增加收入以及住房短缺為特徵的市場回歸而使樓價略微提高

像不少投資者一樣，我們借鑑了環球金融危機的教訓，以告知我們對當前危機的期望。考慮到環球金融危機與當今危機之間的上述差異，我們將低概率分配給與在環球金融危機期間見證的樓價經驗相仿的情況。我們注意到，自1980年代以來的三場衰退中，住房總量下降的唯一原因是住房本身造成的衰退。

我們何去何從？

我們預計樓價將跟隨整體經濟走低，來年將出現適度的個位數下降，隨後樓價回升，同時收入和就業也有望回升。在住屋供求方面，應主要透過數量而非價格達到平衡。我們預計，在貸方申請止贖和賣空之前，將進行廣泛的抵押寬容和修改條款計劃。由於房利美 (Fannie Mae) 和房地美 (Freddie Mac) 已經宣佈對經歷困境的借款人長達12個月的寬容期，對於無法追償的借款人而言，典型的清盤時間表為12至24個月，我們預計將需數年時間不良供應才能有意義地出現，此時收入將已經開始恢復。

有什麼會出錯？

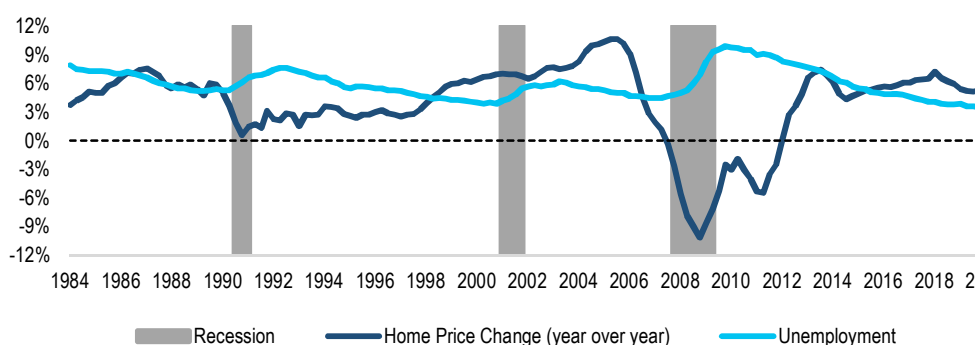
隨着經濟活動受到限制，失業率飆升，可能達到20%，但我們認為，在放寬社會隔離措施並開始重新開放經濟之後，失業率應開始下跌。收入和就業可能需要幾年的時間才能完全恢復，確切的時間和路徑仍然高度不確定。長時間的第二或第三波感染浪潮可能會阻礙復甦，因為可能會延遲針對該病毒的長期治療的到來。此外，經濟復甦部分取決於財政和貨幣政策的有效性。如果這些證明不足或無效，則樓價

中位數將跟隨收入中位數降低。最後，我們注意到地產的本地性質。整體而言，樓價不應決定所有地區和所有價格點的結果。

有什麼會正確？

進入這場危機的原因，是大家期望樓價上漲將適度超過通脹率，但由於住房供應緊張，因此存在上行風險。我們認為，宏觀經濟環境的任何改善都應透過略微增加收入以及住房短缺為特徵的市場回歸而使樓價略微提高。此外，即使在較溫和的環境中，利率亦提供上行空間。目前抵押貸款利率接近歷史最低水平，但抵押貸款利率相對於美國國債收益率處於自1980年代以來的最高水平（值得注意的是，在2008年雷曼兄弟破產後的三個月內例外）。如今創紀錄的低抵押貸款利率已為樓價帶來了利好因素，但在一定程度上，按揭利率與美國國債收益率之間的價差趨於正常水平至歷史正常水平，我們認為這種不利因素只會變得更加強大。

本文於17/6/2020定稿

3/除因樓價造成的衰退外，樓價對衰退具有韌性

Source: Bloomberg As of June 17, 2020

本月主題



CLAIRE HUANG
新興市場宏觀策略師



JOEVIN TEO
亞洲固定收益部主管

港幣：渡過難關

香港陷入北京與華盛頓的鬥爭之中，是否能在沒有特殊貿易地位的情況下渡過難關？特朗普宣佈的措施對香港具有象徵性還是破壞性意義？港幣聯繫匯率制度是否會崩潰？在此分析中，我們將逐一探討這些問題。

香港在沒有特殊貿易地位的情況下保持現狀

香港是環球主要的金融中心，亦是世界上最開放的經濟體之一，在經濟競爭力和機構健全性方面一直名列前茅。

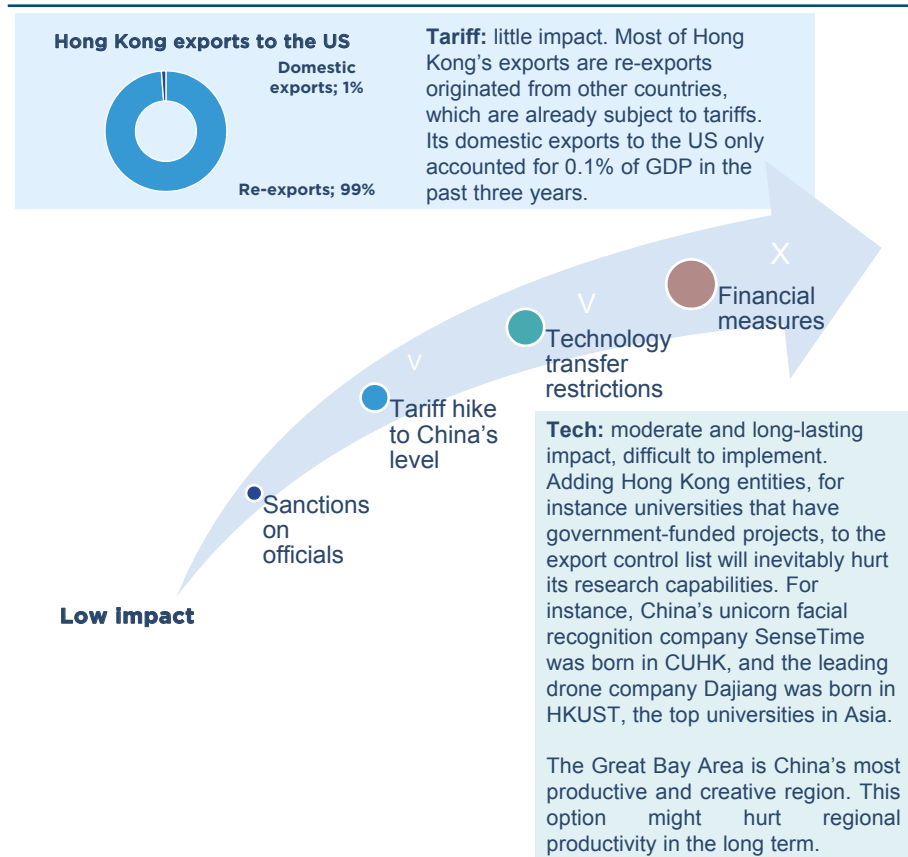
然而，香港並非無法倖免於北京和華盛頓之間的鬥爭。為回應五月底香港頒布的《國家安全法》，特朗普政府宣佈計劃撤銷美國對香港的特殊待遇。在對各種方案進行逐一審查之後，我們發現，除非美國選擇「核方案」（將香港與華爾街隔離），否則撤銷特殊地位將使香港處於與以前類似的地位。

取消香港的貿易優惠政策將導致關稅上調，這對經濟幾乎沒有影響，因為香港對美國的國內出口僅佔GDP的0.1%。其餘多數為轉口，美國一直對原產國徵收關稅。另外，鑑於香港的製造業基礎較小（佔

GDP的1%），並且沒有參與區域生產鏈，因此將香港加入美國出口管制清單將在很大程度上影響該地區的研發，供應鏈卻保持完好無缺。儘管短期內的衝擊似乎很小，但從長遠來看，就其自身的技術進步而言，這些新障礙對香港而言可能代價高昂。

目前市場鬆了一口氣，美國沒有跡象表明會剝奪香港進入西方世界的金融渠道。對於美國而言，此方案可能帶來的弊大於利。如今，香港不僅為美國的貿易順差貢獻最大（2019年為260億美元），而且還保持了對美國的對外債權淨額（2019年底為940億美元，佔美國GDP的0.5%）。2019年，278間美國企業於香港設立地區總部，並有1000間美國企業於香港設立地區/本地辦事處。

1/香港：陷入中美鬥爭



Source: Amundi Research, CEIC

High impact

Financial: nuclear option would be costly. Limited impact if sanctions on individual institutions, while highly damaging if extreme approaches adopted. For instance to isolate Hong Kong from Wall Street and the dollar system could severely impair the HKD peg and Hong Kong's global financial center status, resulting in capital exodus.



本月主題

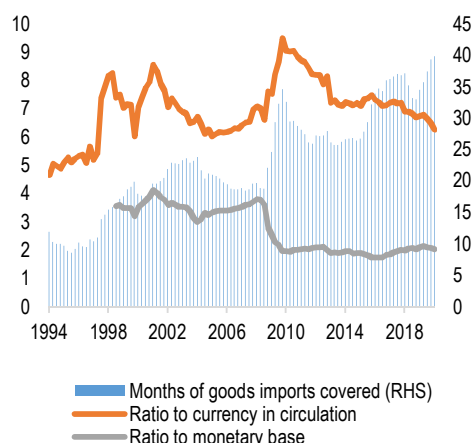
《基本法》將繼續保障資金的自由流通和港幣的自由兌換。

美元與港幣的聯繫匯率制度繼續

鑑於不確定性上升，到底香港是否可以維持其聯繫匯率制度並繼續將美元兌港幣保持在目標範圍內(7.75-7.85)是合理的疑問。我們認為，香港和中國大陸當局都願意並有能力捍衛聯繫匯率制度。值得注意的是，香港有自主權設計其貨幣制度，包括匯率政策。

最新的政策言論確實令人放心。香港特別行政區政府和香港金管局作出強烈回應，重申資金可自由流動，而《基本法》第一百一十二條將繼續保障港幣能自由兌換。此外，中國人民銀行在6月4日強調將堅定不移地支持香港金融市場的發展，並保持其經濟金融穩定與繁榮。北京於6月8日表示，將在《國家安全法》出台後加強對香港的支持。當局將鞏固香港作為國際金融中

2/ 香港：外匯儲備充足



Source: Amundi Research, CEIC, HKMA, Data as of 5 June 2020

由於股票流入，港幣需求激增，帶動香港銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的息差擴大至20年來最大

上市交易推高了對港幣的需求，導致在美國聯儲局降息的情況下，港元銀行同業拆息與倫敦銀行同業拆息之間的利差擴大至20年來的最高水平。巨大的利率差異反過來又支撐了港元走強。

多種因素將繼續支持港元走強。隨著香港放寬雙重上市規則，更多在美國上市的中國企業將選擇在港交所雙重上市，京東和網易就是這種情況。中國企業的股息日曆和強勁的南向流入將在短期內帶來額外的流入。

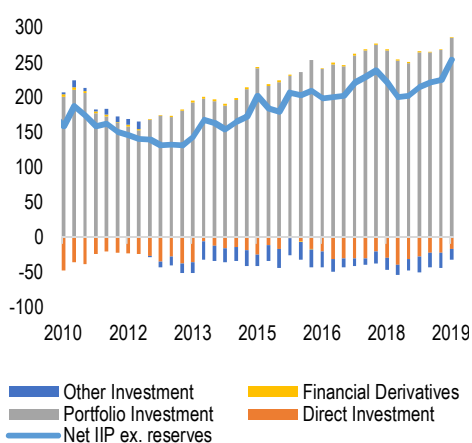
包括住樓價格和存款增長在內的其他資本流動晴雨表顯示，迄今為止，流出壓力有所減輕。儘管2019-20年度經濟不景氣，但在外幣存款擴張的帶動下，香港的存款仍設法實現正增長。住樓價格比一年前略

高的地位，並繼續將香港定位為中國內地與世界其他地區之間的超級代理。

同時，擁有長期良好財務管理紀錄的香港金管局擁有充足的彈藥來捍衛港幣。香港金管局擁有4400億美元的外匯儲備，是整個貨幣基礎的兩倍，涵蓋了30至40天的留用商品進口。香港強大的對外投資亦應有所幫助。香港在環球其他地區保持巨大的投資組合投資持倉淨額。在動盪時期，即使在中央銀行需要動用其儲備儲蓄之前，將對外投資資產匯回亦有助於緩解非本地證券投資的流出壓力。

資金流入支持港幣走強

在全國人大公佈法例後，儘管美元兌港幣現貨出現了急劇的變動，但美元兌港幣自此一直在強勢區間附近交易。大量的新股

3/ 私人國際投資淨額
(佔外匯儲備的百分比)

Source: Amundi Research, CEIC, HKMA, Data as of 5 June 2020

高，鑑於長期的社會動盪，住樓價格具有驚人的彈性。

信心問題

我們不能排除中美緊張關係大幅度升級將導致雙方採取進一步報復措施的風險。儘管美國不太可能在香港採取金融措施，但這並非完全不可能。選擇的範圍包括將香港銀行業從SWIFT剔除，以至是退出雙邊監管協議。例如，香港證監會與美國證券交易委員會之間的執行協議，以及香港金管局受美國聯儲局監管的CLS監督委員會中的地位，僅舉幾例。在這種風險情況下，資本外逃和美元兌港幣走強可能無可避免。話雖如此，鑑於香港金管局的證券投資負債總

區域的高增長以及其通往中國大陸的門戶地位將為香港的競爭力提供支持

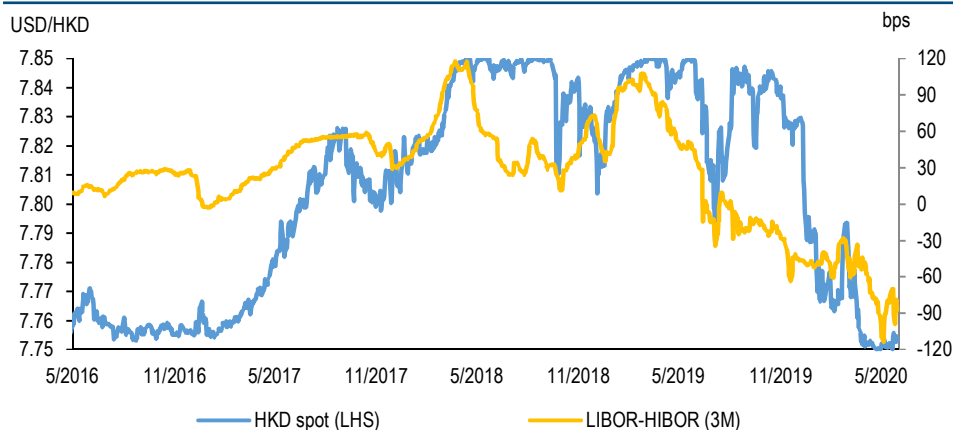
額是其外匯儲備的1.3倍，金管局可能僅有足夠的彈藥來彌補急劇的單向拋售。這不是一個基本情況，但未來任何對美國聯儲局加息的預期都可能導致美港元短線價差收窄，可能導致港幣疲軟。在這種情況下，香港金管局將能夠消耗流動性以提高港幣利率；聯匯匯率的結構可行性將

不成問題。

從長遠來看，香港的競爭力將受到地區高速增長以及其通往中國大陸的門戶地位所支持。這些因素將緩解一些因中美關係引起的政治不確定性的擔憂。

本文於11/6/2020定稿

4/港元與利率差異



Source: Amundi Research, Bloomberg, Data as of 5 June 2020

中央和替代情景

本月更新

在最近事態發展的背景下，我們略微修改了我們的中央情景和替代情景的敘述。我們還將中央情景的可能性從50%增加到60%，同時將上行情景的可能性從30%減少到20%。

下行情景
20%

- 2020年末爆發第二波疫情
 - 大流行擴大，醫療進展緩慢
 - 各國「禁足」恢復措施
- 2020年第四季度和2021年第一季度經濟轉差
 - 企業違約激增導致償付能力危機
 - 持續的高失業率和不斷加劇的社會緊張局勢
- 長期且深遠的環球經濟衰退導致經濟蕭條以及金融危機。
- 貨幣和財政政策還不足夠
 - 央行受規模和流動性約束
 - 歐洲的財政反應太遲
- 長期停滯重燃，債務貨幣化、去全球化成為新規範

中間情景
60%

- 從短期嚴重衰退(2020年上半年)開始的短期反彈(2020年第三季度)，收斂至危機前的水平，時間和差距有所不同(新興市場為2021年第二季度，發達市場為2022年底)
 - 疫情被控制在可控制的水平
 - 信貸分散和違約激增
 - 失業在不利方面逐步糾正
 - 南亞/南非和拉丁美洲的脆弱性在上升。
- 央行資產負債表膨脹，環球債務全額(新發行)貨幣化
 - 踏入2021年，刺激措施的緊迫性逐漸減弱
 - 持續的不利因素(遲滯會影響不確定性、企業疲軟、預防性儲蓄)。
- 製造業比服務業復甦較快，消費恢復緩慢
- 環球貿易有所復甦，但按照歷史標準仍然疲軟。環球週期越來越依賴於國內引擎
- 復甦緩慢

上行情景
20%

- 經濟活動到2021年中期恢復到危機前的水平(美國、歐元區)，其增長將在2020年下半年至2021年上半年超過其潛力
 - 疫情幾乎被抑制(治療方式、疫苗或自然消失)
 - 即時和先發性刺激(歐洲/美國) / 高財政乘數
- 貨幣和財政政策融合繼續，並迅速向實體經濟和金融市場溢出
 - 刺激需求實現(充分動員家庭被迫儲蓄、重新開始商業投資)
 - 政策旨在提高生產率
- 「V」型經濟復甦導致強大的風險資產勢頭

評估新冠肺炎疫情之後的復甦路徑

疫情爆發改變了我們在2019年底預計的情況。新冠肺炎疫情使我們陷入了深度的環球經濟收縮，並在2020年第二季度末觸底反彈。2020年第三季度將出現反彈。得益於政策的推動，我們將逐步有序恢復，各地區之間存在分歧。我們預計新興市場將在2021年第二季度趨同至危機前的GDP水平，而發達市場則必須等到2022年底。

在這種環境下，增長、利率、通脹、貨幣和財政政策均緊密相連。只要其中一項出現潛在不匹配，則可能會影響整體結果。我們預計超寬鬆的貨幣政策將繼續存在，從而導致全球穩定而低迷的利率。央行的強勁需求將限制收益率，而重新校準與曲線短端相比，將緩解長端的緊張關係。實際上，政府透過短期發行為緊急情況提供資金。央行的購買計劃和國家擔保正在支撐點差，以試圖至少在短期內維護違約率穩定。

低收益率環境下的利差推動了信貸的吸引力。貨幣政策正在提振股票市場，但與基本面的脫鉤正在增加下行風險。我們比市場共識更為謹慎，我們預計每股盈利將下降，然後在2021年反彈。利率差異的崩潰和美國長期赤字正在為中期看跌美元奠定基礎。必須小心。

最高風險

本月更新

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。儘管我們確認整體前景敘述，但疫情加劇了現有的脆弱性，同時，我們看到更多風險實現：金融和地緣政治風險的可能性將越來越高。

經濟風險
10%

經濟蕭條

- 新冠肺炎疫情第二波死亡人數不斷上升，禁足措施恢復，將拖累市場情緒，加劇國內和國際政治緊張局勢，並引發「W形」的經濟復甦。
- 無論刺激方案如何，**環球深度長期衰退**造成需求仍然疲弱，加上失業率居高不下，可能會破壞中期經濟前景。衛生危機結束後，將難以實現協調一致的應對措施，導致環球經濟長期停滯
- 廣泛困境和違約率飆升將迫使去槓桿化以及投資和就業的回落，從而使經濟衰退變成經濟蕭條。

財務風險
15%

財務不穩定

- **企業脆弱性日益嚴重**
 - 在新冠肺炎危機之前，企業槓桿達到了環球金融危機之前的最高水平。
 - 無論各國央行採取何種行動和政府擔保計劃，衰退的程度都會增加償付能力風險。
 - 隨着信貸市場的溢出和銀行資產負債表的壓力，違約率可能上升到15%甚至20%。
 - 溢出到銀行業的效應和金融風險加劇
- **主權債務危機**
 - 從歐洲、日本和美國本已很高的水平開始，未來幾年大多數國家的公共債務將佔GDP的比重上升。從長遠來看，這可能會導致評級下調和利率上升。
 - 新興市場的脆弱性（單一商品出口國、旅遊業）亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險。

(地緣) 政治風險
15%

新冠肺炎疫情加劇了政治緊張局勢

- 從新冠肺炎對應到貿易和技術等許多領域，**美中裂痕**日益加深美國大選和特朗普總統的強硬言論可能會加劇緊張局勢的負面溢出效應。隨着經濟形勢的惡化，第二階段協議可能更具挑戰性。
- **歐洲分化**
 - 各歐盟成員國未能同意及／或執行復甦計劃，最終破壞了政治一體化
 - **或者**，歐洲復甦基金姍姍來遲，實施動力不足。隨着經濟分歧加劇，影響到歐洲央行的定位，而且歐元區變得不可持續。
 - 對歐盟未來的不同看法可能導致成員國脫歐。
 - 無協議脫歐
- 在新冠肺炎危機和國家安全利益的背景下，掀起了**新一波的貿易衝突**。

+ 現金、掛鉤證券、日圓、黃金、美元、防禦性相對週期性產品

+ 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

+ 發達市場政府債券、現金、黃金、掛鉤證券、美元、波動率、優質股

- 石油、風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY出口商

- 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

- 石油、風險資產、EMBI

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。我們對擴大後的宏觀經濟數據集使用k均值聚類算法，將觀察結果劃分為K聚類，其中K代表數據集中的大部分可變性。根據其相似性，觀察結果屬於其中一個群集。透過最小化觀測值和聚類質心之間平方歐幾里德距離的總和（即每個聚類的參考值），可以將觀測值分組為k個聚類。距離越大，屬於指定體制的可能性越低。最終應用了GIC定性疊加。

— 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。

交叉資產調度：檢測市場轉折點

如何解讀轉折點評估

● 言之尚早

● 轉機即將來臨

● 轉機已發生

經濟背景

- 環球共識一直在下降，惟儘管隨着與禁足期有關的第二季度數據可能會進一步下降，但經濟意外應該意味復甦（即開始變得越來越消極），因為共識已經得到重大修正。在美國方面，由於軟數據和硬數據都出乎意料，經濟驚喜指數（Citi）達到歷史高位。

基本面與估值

- 預計盈利將在今年第二、第三季度下跌，並在2021年反彈。
 - 一般而言，在中央情景下潛在的上升空間不足以抵消下行風險情景潛在的進一步下跌。
 - 估值：市盈率並沒有標出下半年的潛在切入點（標準普爾500指數市盈率為17；2020年Euro Stoxx 600指數市盈率為15）。

防禦性資產配置

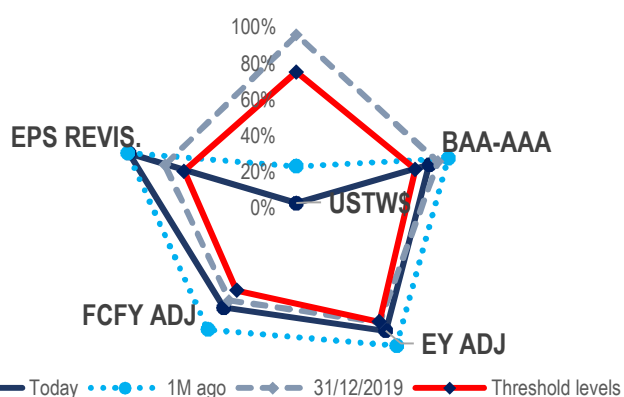
技術資料

- 當處理戰術訊號（即除了純粹的情緒指標之外的技術因素）時，**情況仍然脆弱，但與上個月相比有明顯改善的跡象**。技術面證明自3月底以來一直在移動市場（趨勢持續、訊號持續表明風險資產存在空間），但自新冠肺炎爆發以來，情緒指標一直為負數，6月初開始有所改善。

情緒

- 在中央銀行的干預下，金融環境進一步緩解：i) 銀行系統的健康代理——泰德利差、倫敦銀行同業拆息/隔夜指數掉期、商業票據回升至正常水平；及ii) 企業利差大幅收緊。然而，**市場情緒的主要變化與我們的CAST呼籲有關，該呼籲在美元（環比）動態的支持下轉變為支持風險**。從流量的角度（State Street數據），在4月和5月「中性+」之後，由於對高收益債券（企業和主權債券）和股票（資產配置自本月初以來變為股市飆升）的興趣再次增強，資產風險在「冒險」區域劇烈波動。

跨資產前哨閾值（CAST）觸頂



Amundi Research, Data as of 15 June 2020

CAST標誌着極高的風險感知。

由於美元疲軟以及一些金融狀況的影響，哨兵從警戒線中退縮。

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（USTWS）、穆迪的Baa-Aaa、每股盈利修訂、已調整收益率風險、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 歐元

歐元兌美元的需求增長太快、太遠。我們確認自己的短期目標1.07/1.10和中期目標1.14。

- 自5月份以來，對歐元走強的支持來自：(1) 較低的政治風險感知（歐盟委員會提出的復甦基金建議；美國對香港的新《國安法》缺乏強烈回應，雙方均承諾維持第一階段協議生效；(2) 由於調整了財政規模，使增長溢價重新平衡到世界其他地區。
- 儘管我們承認歐元尾隨風險已大幅下降，但我們仍然認為**當前走勢已經超越了一些短期驅動因素**。此外，**每股盈利12個月增長預期之間的差異繼續對美國有利，實物商品（我們首選的增長指標）並未一致地反彈**。我們更傾向於歐元兌英鎊（同時對沖英國脫歐風險），並預期歐元兌美元會出現調整。
- 財務狀況有所緩解，但仍然脆弱。我們看不到獲得充足美元流動資金（泰德利差、倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期之間的息差已回到正常水平）的銀行將流動資金循環到系統中。
外匯將繼續成為定價計入這種風險的資產類別，且為美元提供支持。

2 通脹

我們預計出現短期的低通脹風險，即使不是通貨緊縮風險。然後，中長期通脹率可能會上升，但惡性通脹則不會出現。

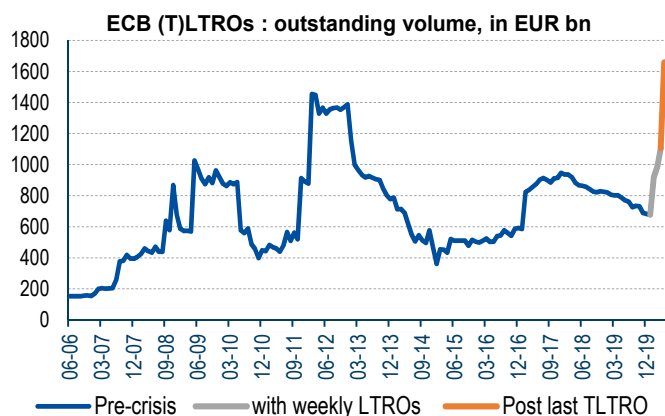
- 負的產出缺口和勞動力市場疲軟將克服特定項目的短期價格飆升或石油基準效應。歐洲央行設定2022年目標為0.9%
- 在起訴貨幣和財政貨幣融合的過程中，債務過剩可能導致中長期通脹率上升。
- 各國央行將系統地管理價格動態，以避免長期停滯，以防實際利率沒有下降到足以平衡私人部門儲蓄和投資的程度。各國央行可能會修改其任務規定，並允許暫時超調以避免過早收緊。

3 潛在的市場催化劑

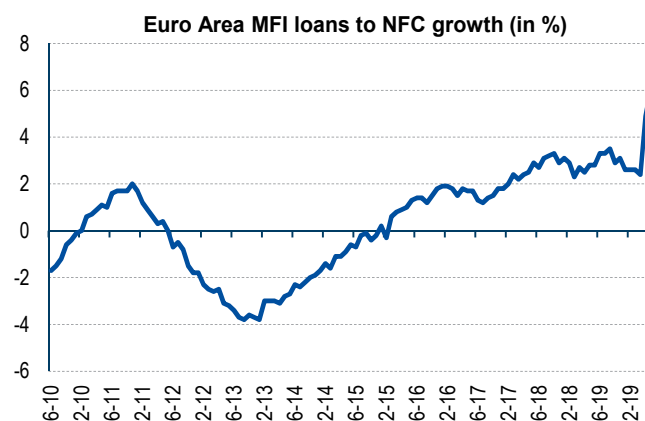
- (+) 新冠肺炎病例下跌，採購經理人指數 (PMI) 上升加上持續政策支持的積極組合，導致增長預期提高
- (+) 歐洲委員會批准歐盟復甦計劃，鞏固歐元區的承諾和政治資本
- (+) 美國勞動力市場改善
- (+/-) 11月美國大選，年底英國脫歐截止日期
- (-) 中國與新興市場之間的差距不斷擴大
- (-) 德國憲法法院8月初進行歐洲央行PSPP比例評估的截止日期

TLTRO: 對利差有利並為實體經濟提供支持

歐洲央行的TLTRO成功地增加了5500億歐元的淨流動性，這是自3月以來透過每週LTRO注入的4000億歐元之外的舉措。自新冠肺炎危機爆發以來，由於長期融資，注入了近1兆歐元的額外流動資金。接受率高表示貨幣和財政政策在支持中小企業和緩解金融狀況方面的有效性受到了積極考驗。



Source: Bloomberg, Amundi Research. Data as of June 2020



Source: Bloomberg, Amundi Research. Data as of April 2020

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	-/=		美國市場是2009-2019年週期的核心。還有更多的週期性市場可以追趕，但美國大選可能會帶來不確定性，形式可能是民主黨（同時於參眾兩院）獲勝。這可能會導致法規和稅收政策方面的變化。然而，流入市場的巨大流動性及低利率也將保留下來，低利率可能再次支撐優質股票，而優質股票在美國市場中佔很大比例。美國市場集中在某些大型股票上，在這些大型股票之外，估值往往會較高。
	歐洲	-/=		在過去的週期中，歐洲遭受了痛苦。引起國際關注的因素有兩個：復甦基金計劃（如確認）以及週期性/價值追趕。這種復興還有漫漫長路。風險在於，如果歐洲發揮價值作用，則作為價值行業板塊的金融類和能源類亦將受到干擾，從而可能限制其表現。
	日本	=		日本在上一個週期經歷了跌宕起伏。作為世界上最週期性的市場之一，日本受益於當前的週期性追趕。如果得到確認，該國將在今年剩餘時間內受益。
	新興市場	=		在全球範圍內，新興市場在2011年以來表現不佳（2016至18年度除外）。如果美元確認下跌，新興市場將能追趕。考慮到除其他因素外，亞洲可能更為安全，因為該地區擁有技術，但中美緊張局勢和地緣政治風險（北韓）可能會帶來拖累。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		從環球投資組合的角度來看，因為相對較佳的絕對和相對估值，以及美國聯儲局透過無限量化寬鬆政策而擁有更多的迴旋餘地，我們仍然偏愛美國國債（相對於其他發達市場）的存續期。我們預計，美國聯儲局將在未來幾個月內吸收最多的美國國債淨增發。在美國投資組合方面，由於財政赤字上升和空前的財政支援計劃，我們對美國國庫債券持謹慎態度。
	美國投資級公司債券	=/+		儘管最近收緊，美國投資級債券利差仍然提供有吸引力的絕對和相對估值。主要市場活動活躍，得益於對收益率和投資流的尋求，而美國聯儲局將透過其量化寬鬆計劃繼續支持該資產類別的需求。在脆弱的宏觀和微觀經濟環境中，選擇性越來越重要。
	美國高收益公司債券	-/=	▲	央行近期公佈的支撐公告應繼續支持高收益債券。美國高收益債券利差的估值似乎比其他信貸市場的估值更緊。由於這個原因，再加上流動性問題，我們傾向於使用優質企業而不是低評級的企業，因為後者僅會以折價考慮部分正在上升的違約風險。選擇行業和發行人仍然是關鍵。
	歐洲政府債券	-/=		我們對歐洲核心政府債券持謹慎態度，但在歐洲央行最近擴大和延長其「大流行緊急採購計劃」（PEPP），加上歐盟財政方面令人鼓舞的步驟之後，對外圍國家的樂觀舉措略有幫助。核心曲線應保持穩定，接近當前的收益水平。然而，我們仍然需要復甦基金的具體實施細節。
	歐洲投資級公司債券	++		我們對歐洲投資級產品持樂觀態度，尤其是BBB等級債務及金融類產品。歐洲央行將直接透過CSPP和PEPP支持這種資產類別的技術類投資，並在推動投資者尋求收益時間間接提供支持。在不同的信貸市場中，估值看起來很有吸引力，而基本面往往顯示出比美國更低的財務槓桿。然而，小心選擇仍然是關鍵。
	歐洲高收益公司債券	=	▲	由於較高的平均信貸質量和對陷入困境的能源行業的風險較低，在歐盟高收益地區，違約率的上升幅度應小於美國。由於有吸引力的風險回報狀況，我們更喜歡優質和流動性更高的BB級債務。專注於選股、特殊風險和流動性至關重要。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		我們對新興市場債務持謹慎態度，但相對於本幣債務，我們更看好硬通貨債務。我們認為硬通貨高收益和投資級債務之間的利差有進一步壓縮的空間，並認為高收益的估值具有吸引力。美元走強的支撐應該會在短期內保持。然而，必須認真監控主權違約的風險。
其他	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們對本幣債務持中立態度，並認為該資產類別的選擇性餘地更大。在新興市場外匯方面，我們仍然謹慎，但更為樂觀。考慮美國大選的風險很重要。
	大宗商品			假設環球經濟復甦，則對商品的前景溫和樂觀。WTI油價應會在每桶30-40美元的範圍內波動，而鴿派央行和低實際利率將支撐黃金。在我們接近美國大選時，與中美爭端相關的地緣政治緊張局勢應會加劇基本金屬的某些波動。
	貨幣			隨著大多數國家/地區放寬禁足措施並採取及時的政策干預，美元將隨着我們步入2021年而失去基礎。利率優勢的減少以及對環球增長反彈的預期將降低美國資產的吸引力。路徑並非線性，因為短期情況仍然令人沮喪，而流動性並不一定轉化為更高的償付能力。

圖例

--- -- - = + ++ +++ ▼ ▲
負面 中性 樂觀 降級（與上個月相比） 升級（與上個月相比）

資料來源：東方匯理截至2020年6月18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。OE=量化寬鬆。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至18/6/2020

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, %)		
	2019	2020年 範圍	2021	2019	2020	2021
世界各地	3.1	-4.3/-2.9	4.0/5.1	3.0	2.4	2.5
發達國家	1.7	-7.5/-5.9	3.6/4.8	1.5	0.7	1.1
美國	2.3	-6.5/-4.5	3.0/4.0	1.8	1.0	1.2
日本	1.2	-4.7/-4.1	2.0/2.6	0.7	0.1	0.5
英國	1.4	-9/-7	3.0/5.0	1.8	1.2	1.4
歐元區	1.2	-10/-8	4.5/6.5	1.2	0.6	1.1
德國	0.6	-7.5/-5.5	2.5/3.5	1.5	0.7	1.2
法國	1.2	-11.0/-9.0	6.4/8.4	1.3	0.6	1.1
意大利	0.3	-12.5/-10.0	3.8/5.8	0.7	0.1	1.0
西班牙	2.0	-13.5/-11.5	6.5/8.5	0.7	0.3	1.0

資料來源: 東方匯理研究

- **美國:**雖然硬數據有助於確定禁足措施對第二季度活動和產量導致的影響,但軟數據和高頻數據均顯示,影響正在逐步增加。隨着被壓抑的需求渡過,經濟活動將在第三季度反彈,然後在第四季度進一步改善。我們預計2020年GDP同比下降4.5%-6.5%,隨後在2021年同比反彈3.0-4.0%,並在2022年中期恢復到新冠肺炎疫情之前的水平。禁足措施亦影響了通脹,通脹由需求變化驅動,並在2020年表現出短期疲軟,並在2021年反映了基礎效應和需求回升的預測。
- **歐元區:**在第二季度低谷(GDP季度環比下跌13%)之後,我們預計經濟活動將在第三季度和第四季度反彈,導致歐元區增長在2020年同比收縮8%至10%,隨後在2021年回升4.5%至6.5%直到2022年下半年才可能達到2019年的GDP水平。高頻指標顯示,復甦循序漸進,而信心並沒有迅速加快。儘管需求的基本組成部分顯示出不同的趨勢,但通貨緊縮的壓力是由需求變化或生產短缺引起。到2021年,通貨膨脹率有望恢復正常,同時相對於歐洲央行的目標仍將保持平穩。
- **日本:**在相對短暫的禁足令後,日本的國內經濟活動正在逐步恢復。在工作場所、零售和娛樂場所,流動性均有所提高。至6月中旬,這些經濟活動僅比3月下降了10%至20%。相反,外部需求指標持續走弱,第二季度出口創下了自2009年第一季度以來的最大跌幅。我們認為,日本受到的影響小於其他發達市場,可以更有效地控制新冠肺炎疫情,並預測全年GDP下降4.1%至4.7%。由於通縮壓力持續存在於服務業,通貨膨脹將保持疲軟。
- **英國:**在長期實施禁足令之後,英國將經歷第二季度的深度和強迫收縮,隨後隨着第三季度的活動恢復,部分反彈。我們預計隨後將出現溫和復甦,國內需求將逐步回升;我們認為,2023年上半年將恢復到危機前的水平,儘管英國脫歐可能會進一步延遲危機的爆發。在需求受到限制和高失業率的情況下,我們認為通縮壓力會在短期內出現。進入2021年,整體通脹將基於基本因素(油價)而恢復,而核心通脹將保持在目標以下。

請注意:我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高,一旦獲得新的高頻數據,就會引發頻繁的重新評估。在這一點上,我們的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。

主要利率展望

	19-06 2020	東方 匯理 +6個 月	市場觀點 2020年 第四季	東方 匯理 +12個 月	市場觀點 2021年 第二季
美國	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.05
歐元區	-0.50	-0.55	-0.56	-0.58	-0.58
日本	-0.05	-0.2	-0.09	-0.2	-0.09
英國	0.10	0.00	0.06	0.00	0.03

資料來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:**聯邦公開市場委員會僅作出一項政策更改,承諾在未來幾個月中至少維持當前的資產購買步伐,分別為每月800億美元的美國國債和400億美元的抵押貸款支持證券(MBS)。但這給投資者更大的把握,即政策將長期擱置(透過經濟預測、圖點和反應函數)。美國聯儲局將等待更清晰地了解復甦的路徑,然後再微調其他貨幣政策工具(加強前瞻性指導、更清晰地校準資產購買目標,以及可能引入前端收益率曲線控制)。成員預測的中位數顯示至少直到2022年底,聯邦基金利率均接近零。
- **歐洲央行:**歐洲央行採取了比預期更強的措施組合:
 - PEPP的規模增加:總額將增加6000億歐元,達到1.350兆歐元;
 - 延長淨購買範圍期限:PEPP的淨購買期限至少將延長至2021年6月底;
 - 重新投資的長期目標很明確:由PEPP購買的證券的到期本金付款,將至少在2022年底之前進行再投資。
- **日本央行:**繼政府擴大無息/無抵押貸款計劃後,日本央行在6月中旬將其特別貸款計劃從75兆增加至110兆日圓,此外,日本國債和ETF的採購額也每年增至12兆日圓。6月份的會議聲明低估了通脹目標,降低了進一步放鬆的可能性。央行行長黑田東彥還暗示,美國聯儲局將在2021至22財年不加息。他重申,低水平收益曲線的穩定性很重要。
- **英國央行:**在上次會議上,英國央行維持利率不變,並將資產購買規模擴大了1000億英鎊,基本符合市場預期。英國央行表示,由於最新的延期,量化寬鬆政策將使購買活動一直持續到年底,這表明英國央行的每週資產購買速度將比當前的購買速度慢。負利率不是討論的一部分,這證實了量化寬鬆政策目前仍是貨幣政策的首選工具。

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	7月27日
歐洲央行理事會	7月16日
日本銀行金融政策決定會合	7月15日
英倫銀行貨幣政策委員會	8月6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18/6/2020

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, %)		
	2019	2020年 範圍	2021	2019	2020	2021
世界各地	3.1	-4.3/-2.9	4.0/5.1	3.0	2.4	2.5
新興市場	4.1	-2.1/-0.9	4.3/5.2	4.0	3.5	3.4
巴西	1.1	-6.4/-5.0	-0.4/0.6	3.7	2.7	3.6
墨西哥	-0.1	-8.1/-7.1	-1.0/0	3.6	3.0	3.5
俄羅斯	1.3	-6/-4	2.5/4.5	4.5	3.2	3.9
印度	5.3	-2.7/-1.3	2.3/3.6	3.7	5.8	4.9
印尼	5.0	-1.1/-0.1	3.5/4.5	2.8	2.5	3.1
中國	6.2	1.4/2.4	7.6/8.2	2.9	2.4	1.9
南非	0.2	-6.4/-5.4	4.0/5.0	4.6	4.0	5.0
土耳其	0.8	-6.9/-5.9	4.2/5.2	16.2	10.5	9.8

資料來源: 東方匯理研究

- **中國:**在公共投資和消費穩步回升的帶動下, 5月份經濟繼續連續高於趨勢。第二季度的同比增長率為2-3%, 經季節性因素調整後的環比季度增長率接近10%, 扭轉了第一季度9.8%的跌幅。我們預計下半年環比增長將恢復正常。同期, 同比增長將達到5-6%。在豬肉價格下跌的帶動下, 通貨膨脹的下降速度超過了預期。在通脹壓力減弱和去年基數較高的情況下, 我們預計第4季消費物價指數 (CPI) 將同比下降至0%。
- **印度:**5月份的數據顯示出經濟進一步疲軟的跡象, 儘管自本月初以來部分放緩的禁足措施使經濟減速似乎比4月份有所緩和。貨運量和發電量分別比去年同期的35.3%和25.8%分別下降21.3%和17.8%。儘管缺乏有關全部數據的溝通, 但通貨膨脹似乎在5月份有所緩和。財政前景仍然非常悲觀, 惠譽已將主權評級前景下調至「負面」, 同時將評級維持在BBB-級。
- **中歐:**歐盟委員會提出了一項關鍵配置的模擬方案, 根據該方案, 中歐和東歐將獲勝 (但可能損失最大的捷克國除外), 淨支付6億歐元 (佔GDP的0.3%)。以GDP的百分比表示, 最大的贏家將是克羅地亞和保加利亞。與最初計劃的2021-2027預算相比, 捷克、波蘭、匈牙利和愛沙尼亞的收益將減少。復甦基金的撥付可能僅在明年年初開始, 因此預計僅從2021年起, 復甦基金才會對中東歐國家起積極增長影響。
- **墨西哥:**整體增長仍然非常疲軟, 消費 (耐用品和服務) 和投資 (特別是公共投資) 呈下降趨勢。5月底的每日數據顯示復甦非常緩慢。通脹率處於目標範圍之內, 並可看到貨幣疲軟帶來低水平的通脹率。墨西哥央行仍然享有寬鬆的寬鬆空間, 其寬鬆空間相對於新興市場中的其他央行而言相對較大。儘管墨西哥仍致力於採取某種財政謹慎措施, 但由於增長乏力並需要使用資產應對新冠肺炎危機, 預計其對GDP的政府債務仍將增加。

請注意: 我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高, 一旦獲得新的高頻數據, 就會引發頻繁的重新評估。在這一點上, 我們的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。

主要利率展望

	19-06-2020	東方匯理 +6個月	市場觀點 2020年 第四季	東方匯理 +12個月	市場觀點 2021年 第二季
中國	3.85	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	4	3.75	3.6	3.75	3.6
巴西	2.75	2.25	2.25	2.25	2.5
俄羅斯	4.5	3.75	4.25	3.75	4.25

資料來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行:**隨着金融監管機構首長於上海陸家嘴論壇雲集, 他們對貨幣政策的評論已傾向於鷹派。寬鬆措施未來將是有選擇性的, 央行將繼續指導降低借貸成本, 但對金融套利的容忍度很小。儘管透過上半年的寬鬆政策, 已實現了2/3, 但仍建議銀行業與企業部門分享1.5兆元人民幣的利潤。這意味着下半年貸款利率進一步下調的空間。國務院還表示要在近期內進一步下調存款準備金率。
- **印度儲備銀行:**印度儲備銀行在5月下旬連續第二次將政策回購利率從4.40%降低40個基點至4.0%; 該利率決定並沒有使我們感到驚訝, 但時間較例會提前十天。已宣佈其他措施, 以改善市場的運作, 減輕還本付息和資本市場准入的負擔, 並支持進出口。貨幣政策的調整以及適度的財政擴張正在進行中。
- **巴西央行:**還沒完成嗎? 巴西央行再次削減75個基點至2.25%, 表明「剩餘空間 (變得) 很小」, 鑑於漫長而積極的寬鬆週期, 這一點相當明顯。儘管處於依賴數據的模式, 並且其策略的級別與疫情爆發所造成的經濟損失相適應, 但巴西央行並未為進一步調整而敞開大門。在整個預測範圍內, 央行的通脹預測均低於目標, 這向我們表明, 巴西央行的管道中還有更多的寬鬆政策。
- **俄羅斯央行:**繼4月份下調50個基點之後, 俄羅斯中央銀行於6月19日將政策利率下調了100個基點, 至4.5%, 因為與新冠肺炎疫情限制相關的因素對通貨膨脹的影響超出了預期。俄羅斯央行表示, 短期的通脹風險有所減輕, 包括盧布走軟, 但存在這樣的風險, 尤其是2021年的通貨膨脹率可能低於4%的目標。考慮到國內外需求的下降以及通脹率同比增長約3%, 俄羅斯央行仍願意進一步降息, 以將通脹率保持在4%附近。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	7月20日
印度儲備銀行	8月6日
巴西央行	8月4日
俄羅斯央行	7月24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 (2020年6月18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, %)		
	2019	2020年 範圍	2021	2019	2020	2021
美國	2.3	-6.5/-4.5	3.0/4.0	1.8	1.0	1.2
日本	1.2	-4.7/-4.1	2.0/2.6	0.7	0.1	0.5
歐元區	1.2	-10/-8	4.5/6.5	1.2	0.6	1.1
德國	0.6	-7.5/-5.5	2.5/3.5	1.5	0.7	1.2
法國	1.2	-11.0/-9.0	6.4/8.4	1.3	0.6	1.1
意大利	0.3	-12.5/-10.0	3.8/5.8	0.7	0.1	1.0
西班牙	2.0	-13.5/-11.5	6.5/8.5	0.7	0.3	1.0
英國	1.4	-9/-7	3.0/5.0	1.8	1.2	1.4
巴西	1.1	-6.4/-5.0	-0.4/0.6	3.7	2.7	3.6
墨西哥	-0.1	-8.1/-7.1	-1.0/0	3.6	3.0	3.5
俄羅斯	1.3	-6/-4	2.5/4.5	4.5	3.2	3.9
印度	5.3	-2.7/-1.3	2.3/3.6	3.7	5.8	4.9
印尼	5.0	-1.1 / -0.1	3.5/4.5	2.8	2.5	3.1
中國	6.2	1.4/2.4	7.6 / 8.2	2.9	2.4	1.9
南非	0.2	-6.4/-5.4	4.0/5.0	4.6	4.0	5.0
土耳其	0.8	-6.9/-5.9	4.2/5.2	16.2	10.5	9.8
發達國家	1.7	-7.5/-5.9	3.6/4.8	1.5	0.7	1.1
新興市場	4.1	-2.1/-0.9	4.3/5.2	4.0	3.5	3.4
世界各地	3.1	-4.3/-2.9	4.0/5.1	3.0	2.4	2.5

主要利率展望

發達國家

	19/6/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第四季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第二季
美國	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.05
歐元區	-0.50	-0.55	-0.56	-0.58	-0.58
日本	-0.05	-0.2	-0.09	-0.2	-0.09
英國	0.10	0.00	0.06	0.00	0.03

新興市場

	19/06/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第四季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第二季
中國	3.85	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	4	3.75	3.6	3.75	3.6
巴西	2.75	2.25	2.25	2.25	2.5
俄羅斯	4.5	3.75	4.25	3.75	4.25

長期利率展望

2年期債券孳息

	19/06/2020	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	0.19	0.25/0.5	0.22	0.25/0.5	0.25
德國	-0.673	-0.70/-0.50	-0.72	-0.70/-0.50	-0.73
日本	-0.142	-0.30/-0.20	-0.14	-0.30/-0.20	-0.15
英國	-0.044	0/0.25	-0.04	0/0.25	-0.02

10年期債券孳息

	19/06/2020	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	0.71	0.7/0.9	0.81	0.8/1	0.89
德國	-0.41	-0.60/-0.40	-0.39	-0.50/-0.30	-0.35
日本	0.02	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
英國	0.24	0.20/0.4	0.29	0.3/0.5	0.36

匯市展望

	19/6/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第四季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第二季
歐元／美元	1.12	1.11	1.12	1.14	1.15
美元／日圓	107	106	107	106	108
歐元／英鎊	0.91	0.90	0.89	0.88	0.89
歐元／瑞士法郎	1.06	1.08	1.08	1.10	1.10
歐元／挪威克朗	10.78	10.30	10.70	10.00	10.55

	19/6/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2020年第四季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第二季
歐元／瑞典克朗	10.59	10.32	10.50	10.10	10.42
美元／加元	1.36	1.36	1.35	1.33	1.34
澳元／美元	0.68	0.69	0.68	0.72	0.70
紐元／美元	0.64	0.62	0.64	0.63	0.65
美元／人民幣	7.07	7.00	7.05	6.90	7.05

資料來源：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。

環球衰退是我們今天的基本情況

1. 多深？

- 深入程度視乎受影響國家/地區的疫情壽命，並因此對大多數國家/地區逐步實施的「禁足」措施。內需（在不同程度上跨越其組成部分）和貿易動態均顯示出低迷。我們假設實施「禁足」措施的季度的經濟下滑幅度最大，隨後將出現溫和的下滑趨勢。我們密切留意疫情與「禁足」措施的發展，並注意經濟活動何時恢復。

2. 多久？

- 時間表視乎經濟動蕩深度、信貸條件和企業違約增加，加劇了金融市場的動盪，從而加劇了對經濟的影響。
- 衝擊的時間表已經延長，預計到2020年5月至2020年6月將達到最高峰。2020年第四季度，環球經濟呈現出穩定增長的跡象。
- 時間表還視乎疫情爆發的具體發展以及先前存在的脆弱性。

3. 財政影響

- 微觀和宏觀財政措施的影響未包括在我們的預測中，但可以合理地假設貨幣政策當局推動的金融和流動性狀況正常化

財務目標

- 財務目標會在同一時間獲符合審視，其中包括每天執行的政策措施。

刊物精選

明日之後



明日之後#7

新冠肺炎疫情過後的氣候變化：處於十字路口的危機 (2020年6月16日)

DE BAZIN Alice——機構產品與解決方案主管; HESSENBERGER Tobias——業務解決方案與創新部; POUGET-ABADIE Théophile——業務解決方案與創新部

- 我們將研究冠狀病毒對近期和中期的氣候變化有何意味。
- 我們探討了三種情景及其投資含義
- 在「良好」情況下，將由公共政策制定者在清潔能源和生物多樣性方面的大量投資將氣候變化完全納入新冠肺炎疫情的復甦計劃。
- 「糟糕」的情況將是政策崩潰以及公共和私營部門提出不夠積極的氣候計劃。從長遠來看，隨著實際風險的實現，殘酷的政策反彈將成為現實。
- 在「維持現狀」的情景中，由氣候變化引起的風險沒有完全納入復甦計劃，而是由私營部門內部化。企業專注於渡過當前疫情並推遲制訂更嚴格的氣候法規

明日之後#6 通貨膨脹：不利因素持續，但可能出現一系列通脹 (2020年6月9日) BALDESCHI

Laetitia——CPR AM策略部主管; BERTINO Claudia——東方匯理投資洞察部主管; COHEN Juliette——CPR AM高級策略師; DRUT Bastien——CPR AM高級策略師; FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主管; PERRIER Tristan——環球投資視野分析師

- 我們概述了短期和長期的通脹觀點，並認為我們可能正處於徹底的政權轉移的風口浪尖。
- 在短期內，鑑於因素朝相反的方向發展，冠狀病毒疫情很可能意味通脹率的波動。
- 從長遠來看，在大多數經濟體經歷了四十年的低通脹之後，我們可能會進入一種新的高通脹體制。
- 有鑑於此，投資者將需要重新評估其策略資產配置，以包括有助於緩解通脹風險的投資（即，不動產、大宗商品、黃金、基建、通脹掛鉤債券），同時還準備在戰術上重新調整其投資，根據通脹前景作出決定。

明日之後#5

各國央行的新領域 (2020年6月2日)

BOROWSKI Didier——環球投資觀點總監

- 在新冠肺炎疫情後，財政和貨幣政策已經交織在一起，或許不可逆轉。
- 各國政府已成為萬不得已的買家，而央行則萬不得已地充當貸款人的角色。
- 我們在此認為，央行距離用盡彈藥還很遙遠。金融壓制和財政支配地位將繼續存在。
- 央行將繼續提供所需的流動資金，並與金融分散化作鬥爭。
- 我們認為，正確的政策組合將使環球再通脹臨近。然而，如果危機加深並且通縮壓力加劇，央行可能會毫不猶豫地探索新途徑，這些途徑都可能產生不受歡迎的副作用。

明日之後#4

在新冠肺炎危機背景中的不平等 (2020年5月26日) BARBERIS Jean-Jacques——機構及企業客戶服務主管; DRUT Bastien——CPR AM高級策略師; POUGET-ABADIE Théophile——業務解決方案與創新部

- 社會主題（特別是社會不平等問題）已成為環球經濟以及機構和零售投資者的主要問題。
- 我們預計，新冠肺炎危機將在未來數月乃至數年內加速這一現象，並為投資者提供行動槓桿。的確，在不平等已經成為社會、經濟體並因此以及投資者的主要問題的背景下，疫情很可能加劇不平等現象。
- 公共政策制定者的回應無疑將在財政政策和再分配、工資政策、法規和消費者習慣方面重塑經濟格局。
- 在這種環境下，投資者將需要在對企業及其參與政策的分析中包括「不平等」維度。

刊物精選

見解洞察論文



新冠肺炎疫情：歐洲商業地產的短期痛楚、長期機遇 (2020年6月17日)

ARIAS Pedro Antonio——實物資產及另類資產部環球主管

- 房地產在短期內可能會分擔經濟痛苦，但鑑於其防守特徵（低波動性和多元化），從長期來看，房地產可能會表現出韌性
- 歐洲房地產市場已證明健康，並且由於缺乏供應而使估值受益
- 租賃現金流的高度可見性，特別是對於長期租賃的房地產，吸引了機構投資者
- 這場危機將加強人們工作方式的一些先前存在的變化，而辦公室精明工作和健康的興起將大大增加。隨着電子商務的興起，以及供應鏈和位置的重要性，零售和物流業也是如此。
- ESG投資是一個長期趨勢，受到投資者的高度重視。

多元資產：適用於複雜世界的穩健整體投資組合法 (2020年6月2日)

TAZE-BERNARD Eric——資產配置首席顧問；GERMANO Matteo——多元資產部主管

- 由於不斷膨脹的預算政策可能會在以後導致某種形式的債務貨幣化，因此我們可能正在進入一種新的制度，其特徵是通貨膨脹的可能性更高，資產波動性也更大。
- 這意味着投資者需要質疑長期以來公認的風險和關聯模式，並需要投資者反應敏捷。
- 轉向整體投資組合法 (TPA) 基本上是基於目標、整體收益為導向的靈活方法，是使機構投資組合構建框架適應這種新環境的一種方法。

專家講座



新冠肺炎疫情與ESG投資——社會支柱的出現 (2020年6月3日)

SEKINE Takaya——東方匯理定量研究部；LEPETIT Frédéric——東方匯理定量研究部

- 我們過去兩年的研究表明，ESG在財務上變得舉足輕重，這意味着ESG在股票和債券市場上均表現出色。我們還表明，歐洲和北美之間的跨大西洋鴻溝正在擴大。最後，雖然「E」（環境）和「G」（治理）兩大支柱自2014年以來表現出色，但我們已表明，「S」（社會）支柱從2016年起已有所追趕。
- 最近時期和市場動盪證實了我們最近的研究發現，表明將環境、社會、治理 (ESG) 標準整合到投資決策中的財務重要性。
- 在危機期間，跨大西洋鴻溝仍在繼續，但並不如我們預期的情況。確實，最初在對績效的貢獻方面一直落後於其他支柱的社會支柱，已經出現了驚人的發展，但僅在北美而不是在歐洲。
- 透過研究這些趨勢和VIX，我們已表明，北美在「S」（社會）支柱的出色表現與投資者在疫情期間對風險的厭惡情緒增加有關。

研究手稿



投資組合管理和發行人意向評分的軌跡監控 (2020年5月)

LE GUENEDAL Theo——東方匯理定量研究部；GIRAULT Julien——東方匯理ESG分析部；JOUANNEAU Mathieu——東方匯理ESG分析部；LEPETIT Frédéric——東方匯理定量研究部；SEKINE Takaya——東方匯理定量研究部

全球化阻止疫症蔓延? (2020年5月)

Olivier ACCOMINOTTI——倫敦政治經濟學院及CEPR；Marie BRIÈRE——東方匯理及巴黎第九大學；Aurore BURIETZ——IESEG商學院及LEM-CNRS 9221；Kim OOSTERLINCK——法語布魯塞爾自由大學 (ULB) 及CEPR；Ariane SZAFARZ——法語布魯塞爾自由大學 (ULB) 及紐約大學 (NYU)

信用風險對碳價的敏感性? (2020年4月)

BOUCHET Vincent——法國巴黎存托銀行；LE GUENEDAL Theo——東方匯理定量研究部

專題論文



資產類別回報預測——2020年第二季度 (2020年5月18日)

Monica DEFEND——研究部環球總監；Viviana GISIMUNDO——機構顧問部副主管；Jung Hun KIM MOON——機構顧問部定量分析師；Lorenzo PORTELLI——交叉資產研究部主管

- 新冠病毒疫情爆發導致的全球衝擊已大大改變了經濟和金融階段的次序、縮短時間框架並擴大連鎖反應的規模。
- 隨着沿着供應鏈的斷層線浮現，環球貿易將下降，整個經濟將陷入停滯。金融機構迅速採取行動安撫市場，由於油價下跌，通縮風險已成為現實。
- 我們目前的短期假設是基礎廣泛的「U」形危機 (_____)，其特徵在於央行和政府的支持、長期衰退、失業率上升以及2021年後期逐步復甦。

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 Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

免責聲明

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資訊均並非為構成作出（或不作出）任何形式的投資決定的投資意見或建議，亦不能作為有關依據。不應將歷史數據和分析視為未來任何績效分析、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與編制、計算或創建任何MSCI資訊相關的各人（統稱為「MSCI方」）明確否認所有與有關資訊相關的保證（包括但不限於任何原創性、準確性、完整性保證、及時性、非侵權性、適銷性和針對特定目的的適用性）。在不限制上述任何規定的前提下，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.msccibarra.com）

在歐盟範圍內，本文件僅供2004年4月21日針對金融工具市場的第2004/39/EC號指令（「MIFID」）所定義的「專業」投資者、投資服務供應商及任何其他金融業專業人士，並視情況而定，按各地法規行事；而就瑞士的發行而言，符合2006年6月23日《瑞士集體投資計劃法》（CISA）、2006年11月22日的《瑞士集體投資計劃條例》以及FINMA根據2008年11月20日的集體投資計劃立法發布的關於公共廣告的第08/8號函函所規定的「合格投資者」。在任何情況下，本資料均不得在歐盟範圍內分發予MIFID或各地法規中定義的非「專業」投資者，或在瑞士範圍內分發予不符合相關適用法律法規中「合格投資者」定義的投資者。本文件不適用於美國的公民或居民或任何「美國人士」，該術語在1933年的《美國證券法》SEC法規S中的定義。本文件既不構成購買要約，亦不構成出售產品的邀請，且不應被視為非法的邀請或投資建議。東方匯理對因使用本資料所含資訊而引起的任何直接或間接責任概不承擔任何責任。東方匯理對根據本資料所含資訊而作出的任何決定或投資概不負責。本文件所含資訊在保密的基礎上向您披露，未經東方匯理事先書面許可，不得將其複製、轉載、修改、翻譯或分發予其所在國家/地區或司法管轄區的任何第三方或實體，避免使東方匯理或本公司任何一項指定「基金」受該司法管轄區的任何註冊要求之約束或因此而可能被視為違法。因此，本資料僅可在允許的司法管轄區內分發，且僅可在允許的範圍內分發給不違反適用法律或法規要求的人士。本文件所載資訊以本刊物首頁所載之發布日期為準。一切數據、觀點及估計均可能隨時更改，恕不另行通知。

You have the right to receive information about the personal information we hold on you.閣下可發送電子郵件至info@amundi.com，索取本公司持有的關於閣下之個人資料。若閣下擔心本公司持有的關於閣下之任何資訊不正確，請透過info@amundi.com與我們聯絡。

本文件由東方匯理發出。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 - Lisay

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

AINOUZ Valentine——發達市場策略研究部副主任、CFA
BELLAICHE Mickael——固定收益策略師
BERARDI Alessia——新興市場宏觀與策略研究部主管
BERTONCINI Sergio——固定收益及外匯研究主管
BLANCHET Pierre——投資情報部主管
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監
HUANG Claire——新興市場宏觀策略師
CESARINI Federico——交叉資產策略師

東方匯理投資洞察部參與撰文

BERTINO Claudia——東方匯理投資洞察部主管
FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主任
DHINGRA Ujjwal——東方匯理投資洞察部

設計及製作

BERGER Pia——研究和宏觀策略部
PONCET Benoît——研究和宏觀策略部

常務副編輯

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

DELBO' Debora——環球新興市場高級策略師
FUNDERBURK NOAH——副總裁兼鋒裕匯理投資組合經理
GEORGES Delphine——固定收益策略師
HERVE Karine——新興市場高級經濟師
LEONARDI Michele——交叉資產分析師
PERRIER Tristan——環球投資視野分析師
PORTELLI Lorenzo——交叉資產研究部主管
USARDI Annalisa——高級經濟師、CFA
VARTANESYAN Sosi——新興市場高級經濟師

LICCARDO Giovanni——東方匯理投資洞察部
PANELLI Francesca——東方匯理投資洞察部