Confidence must be earned
Amundi
ASSET MANAGEMENT

資產縱橫

投資策略



投資總監的觀點

三大冒險主題:
地緣政治、增長、環保

本月主題

投資雜誌更新: 確認下降趨勢

Research & Macro Strategy

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

投資總監的觀點

三大冒險主題: 地緣政治、增長、環保

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

在2020年代初，**市場繼續受地緣政治問題所主導，**短暫的伊朗緊張局勢最初處於最前沿，隨後又有關於中美之間第一階段貿易協議的消息。**現在，增長預期正成為市場的主要驅動力**。因此，最近因在中國傳播冠狀病毒的消息而導致的動盪要比美伊緊張局勢高，因為這種流行病如果不盡快遏制（這並不是我們在這一刻的基本情況），可能會損害中國（以及環球增長）。除了這個問題，最近的數據表明，德國迄今避免了經濟衰退，而歐元區正在觸底反彈，因此評估結果「到目前為止非常好」。通貨膨脹上升趨勢在一定程度上得以實現，但風險似乎有限，整體通貨膨脹前景依然樂觀。各國央行可能會繼續暫停政策調整，這將有助於維持各地區鴿派的金融狀況。因此，在尋求進一步的增長時，全球的注意力正在轉向財政措施：日本的刺激方案；批准《印尼、菲律賓和印度的2020年預算法》；並希望在德國、英國以至整個歐洲獲得支持（1兆歐元的歐洲綠色協議）。

綠色投資和氣候變化將在2020年成為越來越重要的主題。無論是在最近發佈的《2020年世界經濟論壇報告》還是在最近的達沃斯世界經濟論壇，氣候變化和環境風險都是主導討論的話題。歐洲和中國正在透過啟動排放交易系統（ETS）共同努力減少排放，該系統將成為全球最大的碳市場。氣候變化在美國大選辯論中也可能是一個強烈的主題，因為澳洲的森林大火等全球性災難給政界人士施加了壓力，要求他們採取行動。整體而言，**綠色目標可能會成為推動財政刺激的催化劑，但隨著《歐洲綠色協議》考慮到歐盟碳邊界稅的可能性，綠色目標也可能成為貿易戰的新領域**。從上到下的角度來看，地緣政治、增長與環保問題之間的相互作用很可能是推動冒險/避險情緒的主要主題。

從下至上的角度來看，**信貸市場動態應該是金融週期的關鍵驅動力**。儘管估值高（雖然不是極端），但低利率的故事仍繼續支持該資產類別。因此，我們認為投資者應增持信貸。然而，某些特質故事可能仍然會彈出，特別是如果重新出現對經濟放緩的擔憂。我們認為，管理該資產的靈活性和選擇性將是今年產生回報的關鍵。

這種情況轉化為一些重要的投資信念：

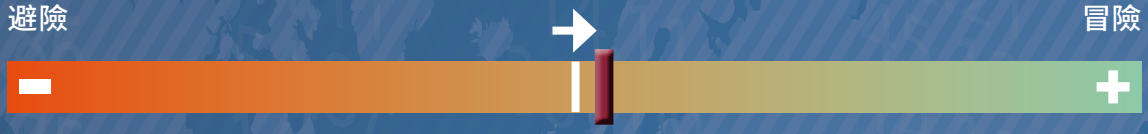
- **這並非過度防守的時候。**在中國或歐美貿易談判中與冠狀病毒有關的一些短期問題可能會開啟購買機會而增加風險資產。如果中國的局勢穩定下來，那麼在低收益環境下增長勢頭可能會改善。短期以外，當美國股市可能表現出更大的彈性時，**歐洲將成為周期性價值主題的市場**。一旦病毒問題消退，我們將增加對**新興市場股票**的投資，其收益預期將越來越受關注。
- **債券方面，重點不再是存續期，而是集中在信貸選擇上**。歐洲、新興市場債券和美國證券化資產是處於持續冒險階段的方式。
- **選擇成為重點。** 鑑於利差收窄、環球股票市場價格昂貴，加上全面承受「增長因素」的影響，選股至關重要，使得投資者不會被價值不高的公司所吸引，**如果波動率上升，這些公司可能會損害回報**。選股時應同時考慮基本面和ESG，同時考慮所有可能影響未來業務估值的風險因素，其中氣候變化仍是討論最多的因素。
- **最後，ESG將是出現新法規的領域**。金融領域亦應如此。隨著股東對ESG各個方面的要求越來越高，**我們預計ESG對市場表現的影響將會增加**[1]。

[1] 參見新的東方匯理文章《近幾年的ESG投資：來自舊挑戰的新見解》，2019年12月

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

整體風險情緒

避險 冒險



我們對風險資產較為樂觀，但仍保持小心選擇

與上個月相比的變化

- 對歐洲股票相對樂觀，並尋找購買新興市場股票的機會
- 對美國10年期美國國債通脹保護證券樂觀

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

美元走向疲軟

DIDIER BOROWSKI——環球投資觀點總監
MONICA DEFEND——研究部環球總監

從理論上講，不可能得出一種貨幣是否應根據其在（全球）週期中的位置升值的結論。儘管如此，實證研究傾向於區分兩種貨幣：在經濟狀況良好時會升值的貨幣（因此在危機或放緩時期會貶值），以及相反地在經濟狀況惡化時會升值的貨幣。傳統上將在順境中升值和在逆境中貶值的貨幣稱為**順週期性**，而在相反的情況下，貨幣稱為**反週期性**。順週期貨幣通常出現在新興市場，而反週期貨幣則在發達市場佔主導地位。例如，很明顯，在出現問題時，傳統上用作避風港的貨幣（美元、瑞士法郎、日元）趨向於反週期。去年，美元受益於國際環境惡化和全球工業衰退，這似乎證實了其反週期的性質。現在，按實際有效匯率計算，它被高估了約10%。

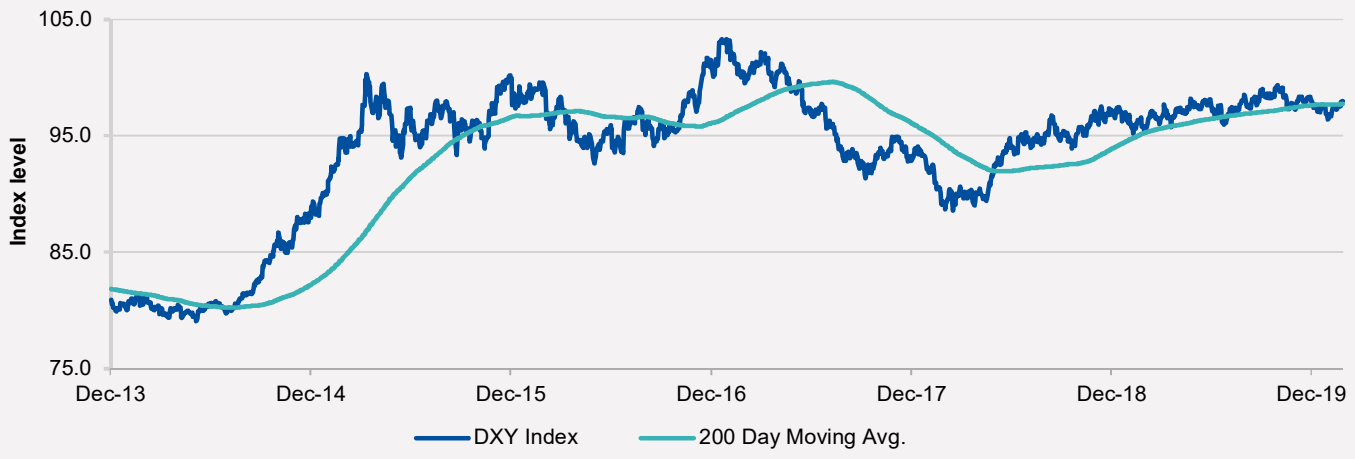
在具有順週期貨幣的國家中，匯率充當自動穩定器：在增長疲弱時貶值（有利於出口），在經濟增長加速時升值（對國內需求造成壓力）。擁有順週期貨幣的國家往往會從資本流入中受益，而資本流入本身在新興經濟體中往往是順週期的（即，在增長加速時會增加）。然而，資本流動與匯率之間的因果關係並不容易解釋。兩者可能相輔相成：實際上，預計貨幣會出現週期性波動的投資者將傾向於投資於有關國家的資產中，這反過來又會加強貨幣的升值。

> **“我們認為，美元（反週期性貨幣）的風險偏向下行，而許多新興貨幣（順週期性）的風險偏向上行。”**

這些考慮因素在環球週期的現階段很重要：我們預計，環球工業衰退將在今年上半年結束，且在年底之前全球貿易將緩慢復甦。因此，去年受貿易緊縮和工業衰退影響最嚴重的國家應該首先從新的資本流入中受益。另一方面，從美元開始，從邏輯上講，受益於避險地位的貨幣可能會走弱。當發達國家的低利率和低迷的增長環境推動投資者尋求收益率和多樣化時，情況就更是如此。因此，最強大的新興國家是認真的考慮選擇。

在這種情況下，我們認為美元的風險偏向下行（反週期性），而許多新興貨幣的風險偏向上行（順週期性）。考慮到美元似乎被高估而許多新興貨幣被低估，這種偏見更加合理。

美元現貨



Source: Amundi on Bloomberg data, as of 27 January 2020

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

資產配置的後果非常重大，因為這意味著投資者將需要重新考慮他們對以本幣計價的新興債務的風險敞口。然而，出於以下兩個原因，應謹慎行事：1）全球復甦仍不足以根深蒂固地預期美元會大幅貶值，而美國的利率仍高於其他發達市場，這仍支撐著美元；2）全球不確定性（貿易、地緣政治），可能繼續支持避險貨幣。

多元資產

一旦不確定性消失，發揮積極的基本面

MATTEO GERMANO，多資產負責人

整體經濟形勢繼續表明，隨著發達市場向潛力增長以及新興市場反彈的收斂，全球增長趨於穩定。通脹前景依然溫和，暫時的上行風險似乎得到控制，只有少數情況需要監測（印度和中國）。 政策組合可能向更大的財政擴張方向發展可能會限制下行風險。中美第一階段協議的結果是近期經濟動力的改善以及地緣政治風險的降低支持了這種情況。 **這支持對股票的樂觀看法。**但是，由於前景的某些因素仍不確定（病毒在中國傳播），我們建議投資者**繼續進行套期保值或潛在地增加套期保值**，尤其是在保守的配置中，並在情況明確時在股票市場尋求買入機會。

高信念投資意念

我們對股票的整體評估有所改善，原因是人們預計流入量會增加、地緣政治風險會降低，並且可能會出現擴張性的財政立場。考慮到其週期性/價值偏差，**歐洲市場和亞洲新興市場**可能最有可能從這些戰術因素中受益。但是，我們意識到，企業利潤和與冠狀病毒傳播相關的不確定性將不斷增加。從總體上看，我們現在對美國持中立觀點，而對歐盟股票則持樂觀態度。我們正在關注**新興市場股票**，因為新興市場經濟和收益勢頭正在改善，**尤其是在亞洲。**但是，鑑於當前的不確定性，我們認為投資者應該對沖這一領域高波動性的可能延續。

在固定收益方面，我們**對美國存續期持中立看法**，我們認為投資者應保持靈活性，並在戰術上把握美國10年期國債的交易區間（1.7-2%）。我們維持對美國5年期國債相對於德國5年期國債的相對偏好。關於**美國的收支平衡**，我們對10年更為樂觀，因為現在經濟的疲軟程度有所降低。

繼續尋求收益，特別是在**意大利曲線**上，這是有吸引力的正收益的例外情況。因此，我們對意大利30年國債與德國30年國債保持樂觀態度。

> **“經濟狀況的改善可能會支持股市。一旦與當前的冠狀病毒爆發相關的問題開始消散，我們將尋找機會。”**

在**信貸**方面，儘管估值很高，但資產類別仍受到當前後期週期環境和技術因素的支持，尤其是在歐洲（TLTRO、歐洲央行第二輪量化寬鬆計劃）。**我們更喜歡歐洲而不是美國投資級產品，因為前者的槓桿狀況更好。在其他地方，儘管我們建議對沖存續期和貨幣風險，而且從投資/回報角度，我們建議硬通貨而非本幣，儘管良性通貨膨脹、有吸引力的套利、新興市場央行鴿派溫和、強勁的相對收益率都支持新興市場債務（硬通貨）**。

外匯方面，儘管我們對某些新興市場貨幣持樂觀態度，但鑑於不確定性較高，我們建議短期內保持謹慎。在**發達市場外匯**方面，由於地緣政治緊張局勢已推高瑞郎，我們現在對歐元/瑞郎持樂觀態度。我們對歐元/美元保持樂觀。挪威克朗/歐元可能由於收緊政策和挪威經濟回彈而表現良好。

風險與對沖

在更為動蕩的環境中，我們建議投資者以日圓、黃金和期權策略的形式**保持足夠的對沖**，以在波動進一步加劇的情況下限制跌幅。

USD=美元; UST =美國國庫債券; DM=發達市場; EM/GEM =新興市場; 新興市場債券HC=新興市場債券硬通貨; LC =本國貨幣; FX=外匯; IG=投資級; HY=高收益; NOK=挪威克朗; CB=央行; CHF=瑞士法郎。

東方匯理資產縱橫信念

	1個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票	↗					■		
信用卡							■	
存續期					■			
原油					■			
黃金						■		

資料來源：東方匯理研究部。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。

固定收益
相對價值在緊張的市場中產生回報

ERIC BRARD — 固定收益部主管
YERLAN SYZDYKOV — 全球新興市場部主管
KENNETH J. TAUBES — 全球新興市場部主管

增長前景的穩定應該繼續下去，但不預期全球經濟會加速增長。然而，儘管情況有所好轉，但由於對質量和安全、全球流動性和量化寬鬆 (特別是在歐洲) 的過度尋求，核心政府債券收益率仍未回升。雖然尋求收益率總體上支持信貸市場，**但也可能導致投資者陷入過度擁擠的市場**，如果對增長預期略有失望，這可能會顯示出高波動性。在當前環境下，**投資者應關注那些可能提供具有吸引力的相 對價值的細分市場**，以及那些在經濟增長放緩時可能會保持良好表現的公司/發行商。

發達市場債券

在環球固定收益方面，我們在期限上保持接近中性的立場，優先考慮近期狀況有所改善的美國，而我們對核心歐元區 (德國) 和英國保持負面 (財政刺激措施應將利率推高) 。我們對歐元外圍國家仍持樂觀的看法，因為這些國家仍可提供誘人的正收益率，特別是在意大利，我們對此更為樂觀。投資者有機會在核心歐元曲線、英國、歐元外圍國家，以及日本、美國和澳洲進行曲線運動。在信貸**方面，我們對投資級產品總體上持樂觀態度，但在歐洲比美國更為樂觀**。 從**美國的角度**來看，當前的宏觀經濟環境和中央銀行的支持對風險資產和該國潛在的經濟增長穩定 (每年2%) 都是好兆頭。不過，某些資產類別的估值已經反映了這一點，因此，小心選擇很重要。在通貨膨脹預期提高的背景下，由於貿易和政治不確定性下降，全球和國內資產價格保持穩定，**我們對通貨膨脹相關國債 (TIPS) 持樂觀態度**。美國與中國的第一階段協議

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

現已簽署，眾議院亦批准了《美國墨西哥加拿大協議》。但是，將第二階段協議推遲到美國大選之後會加劇20年下半年的動盪。**在投資級方面，我們對公司債券保持謹慎**，並在混合結構中，尤其是在銀行業，看到 了更大的吸引力。我們也維持對證券化資產的偏好，因為資產證券化的利差並未收緊，證券化資產相對於公司債券更具吸引力。此外，鑑於強勁的工資、資產負債表和消費者信心，消費者信貸的基本面保持穩固。

> **“我們對外圍歐洲國家持積極看法，意大利是為數不多的收益誘人的地區之一。”**

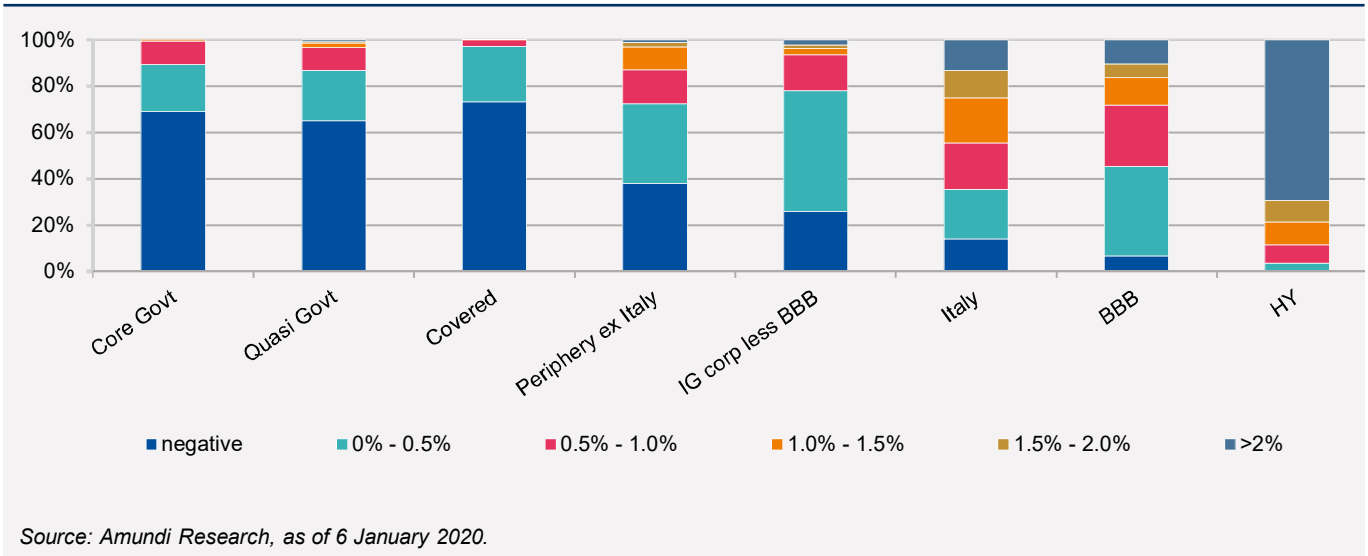
新興市場債券

雖然基本面和技術背景可能會在2020年繼續支持該資產類別，但目前的估值似乎偏緊。很難看到有價值的東西，特別是考慮到美國聯儲局進一步放寬空間以及新興市場外匯在短期內表現強勁的空間有限。**對於新興市場債務，我們的前景仍然略為樂觀，但我們認為現在較為謹慎的立場是適當的**，因為2019年的強勁表現已經過去。我們認為，投資者應減少投資組合的存續期，並在戰術上偏愛土耳其和南非等國家的一些特質故事。

外匯

我們對歐元/美元持樂觀態度，但認為歐元/美元將在一定範圍內交易，大部分方向可能來自美元，由於政治風險溫和（美國大選），美元已顯示出一些疲軟跡象。美元目前被高估了，資本流動的支持也比過去少。

歐洲市場收益率分佈



Source: Amundi Research, as of 6 January 2020.

EM FX=新興市場外匯; IG=投資級; EUR=歐元; USD=美元

股票

暫時的噪音可能會提供購買機會

KASPER ELMGREEN —— 股票部主管
YERLAN SYZDYKOV —— 新興市場部環球主管
KENNETH J. TAUBES —— 美國投資管理部投資總監

整體評估

短期內，超買情況、中國病毒新聞流以及美國和歐洲之間的貿易談判重新成為焦點的綜合影響很可能在資本市場上產生購買機會。在此階段，美國股票可能會更具回彈力。除了這種短期觀點，我們預計，在基本面改善的背景下，週期性反彈將支撐今年的上行空間。由於寬鬆的貨幣政策、財政刺激措施和美元走弱，我們預計盈利將反彈。但是，與美國大選和中東緊張局勢有關的政治風險增加可能會給市場帶來壓力。2020年的回報可能會低於2019年的回報，歐洲和美國的週期性價值和新興市場都充滿機會。

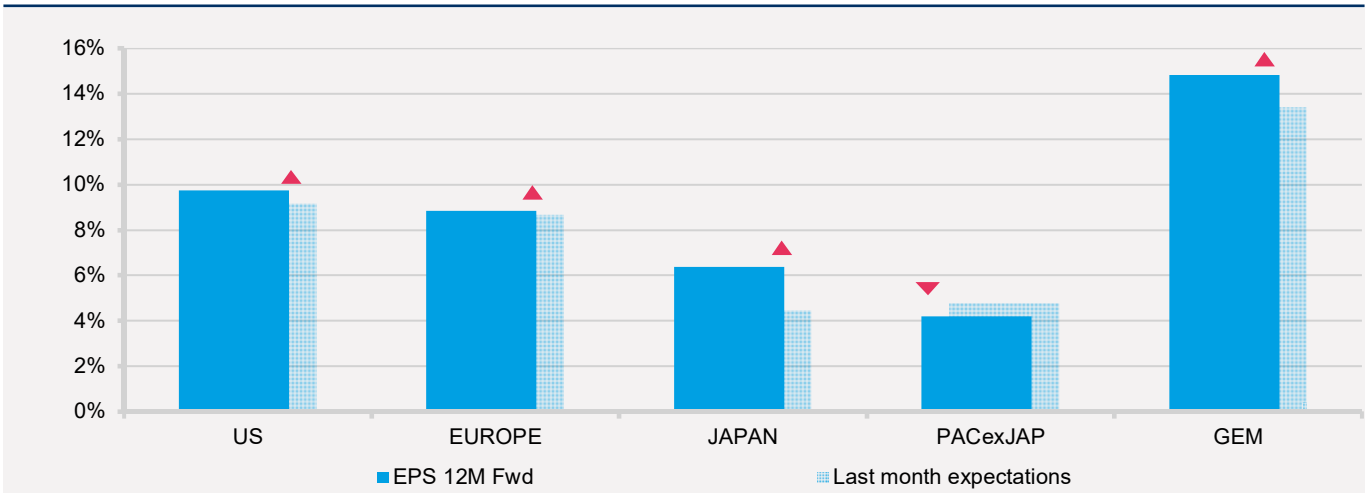
> **“製造業的反彈應該會支持收入增長，但是小心選擇對於確定週期性價值中的優質公司/發行商至關重要。”**

發達市場股票

彈性的服務業、低失業率以及製造業可能觸底的跡象支持了**歐洲股市**的前景。為了使價格進一步上漲，我們需要公司收益增長：這突出了選股的重要性。考慮到行業輪換的預期和有吸引力的估值，價值與增長相比仍然是吸引人的獵場。能源和工業以及衛生保健（防禦性）的**週期性公司/發行商**之中存在機會。我們對估值較高的領域保持謹慎，例如資訊科技（IT）和消費必需品。儘管歐洲小型股應會從增長穩定中受益，但監控流動性將是關鍵。

另外，**美國的估值**看似合理，並受到低利率和信貸利差的支撐。考慮到美國聯儲局2019年的溫和立場，低利率和其他投入成本的滯後影響現在應會增加收益。此外，標準普爾500指數中約40%的收益取決於公司的國際營運，因此，美元疲軟將產生積極影響。收入增長的大部分將來自這些國際收入的合併。反過來，這

共識每股盈利12個月預期



Source: Amundi Research, as at 17 January 2020. GEM = Global Emerging Markets.

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

將推動2020年的回報。**我們仍然對週期性價值超過增長和低beta的股票持樂觀的看法**，但繼續減少對2019年業績大幅超越的昂貴股票的關注。認證機構已經提供了足夠的刺激來促進全球增長。因此，我們更喜歡與衰退風險的下降緊密相關的高質量週期性產品。因此，我們對大型金融、汽車和零部件以及工業領域持樂觀態度。對於估值問題，我們在醫療保健、資訊科技、必需消費品和公用事業方面保持謹慎。地緣政治再次在我們的定位中發揮了作用，因為在美國和伊朗之間局勢升級的可能性有限的情況下，我們現在對能源的負面情緒有所降低。

新興市場股票

從中期角度來看，我們**對新興市場股票持樂觀態度**，因為我們看到經濟活動趨於穩定的跡象（收益預期有所改善），加上中美關係改善以及2020年政策繼續寬鬆的跡象。隨著市場評估冠狀病毒對中國經濟的可能影響，短期內波動性將加劇。在新興市場領域，由於市場友好型改革和歷史低利率，我們喜歡**俄羅斯（科技）和巴西**。向前展望，一旦當前局勢穩定下來，中國將提供機會。我們對印度越來越謹慎，因為我們2020年的增長目標面臨著越來越大的下行風險。

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**	=		估值合理，並得到較低的信貸息差和利率的支持。但是，若價格要有任何進一步上漲，則收益必須增長。令人鼓舞的是，低利率和投入成本的滯後影響確實會增加收入。整體而言，我們更看重價值投資高於增長投資和低beta投資。
	歐洲	+	▲	製造業反彈、低失業率、寬鬆的貨幣政策、財政刺激措施以及中美第一階段協議的預期都支持歐洲股市。此外，歐洲是擁有良好ESG表現的公司的故鄉，並且鑑於ESG因素在未來的投資者定價中將變得越來越重要，因此，這共同推動了該地區股票的發展。市場錯位繼續為週期性價值投資提供機會。
	日本	=		隨著利潤的增長和股票回購的增加，日本公司的基本面仍然保持穩固，同時資產負債表仍未得到充分利用。然而，如果重新出現地緣政治風險，日本公司（其中大多數是出口商）將容易受到日圓升值的影響。因此，我們保持中立立場。
	新興市場	=/+	▲	貿易戰緊張局勢的緩減、低利率、財政寬鬆以及美元升值幅度有限的希望，將在中期支撐新興市場股票。除非「高度不確定性」使全球經濟陷入震盪（這不是我們的假設），否則價格過度下跌可能會提供切入點。
固定收益平台	**美國政府債券**	=		採用全球固定收益方法，我們對存續期保持中立觀點，因為穩定的經濟增長訊號將使美國聯儲局維持當前的利率水平，除非增長顯著放緩以至於使聯儲局觀望。
	美國投資級公司債券	=/+		利差正在逼近多年的緊張水平，而美國公司的槓桿水平也有所提高，但由於低利率，價格尚可接受。因此，如果利率上升，投資者應注意壓力。結構性證券，包括非機構住宅抵押支持證券（RMBS），相對於大多數其他投資級產品而言具有吸引力。
	美國高收益公司債券	=		高收益板塊的利差很小，但由於經濟和流動性狀況仍然有利，違約前景良好。由於這個市場的槓桿水平，我們非常小心選擇。
	歐洲政府債券	-/=		我們對歐洲存續期保持謹慎態度。對財政刺激措施的預期可能會推高利率，尤其是在英國。然而，我們對外圍國家債券，尤其是意大利持樂觀態度。
	歐洲投資級公司債券	++		歐元投資級應會從歐洲央行的企業部門購買計劃（CSPP）中受益，因此，我們持樂觀態度。特別是，次級債務財務看起來很有吸引力。
	歐洲高收益公司債券	+		鑑於強勁的技術因素和主要市場的活躍表現，我們對歐洲高收益持樂觀態度，但在能源、汽車和電訊行業仍保持小心選擇。我們也注意到該細分市場中特質風險的增加。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

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
固定收益投資組合	**新興市場債券（硬通貨）**	+		由於良好的基本面和強大的技術背景，我們對新興市場債務持樂觀態度。然而，2019年的強勁表現將很難重現，因此，由於利差很小，因此謹慎行事會有所幫助。
固定收益投資組合	**新興市場債券（當地貨幣）**	=		我們預計中央銀行將在通貨膨脹受到控制的國家繼續放寬貨幣政策，因此本幣債券的實際收益率可能仍將保持吸引力。但是，由於新興經濟體至少在短期內由於中國經濟增長的不確定性而升值的可能性很小，因此我們持謹慎態度。
其他	**商品**			我們看好黃金，因為它似乎是對付幾種全球風險的最有效對沖工具，正如我們最近對冠狀病毒的恐懼所看到的情況那樣。對於石油，儘管近期事件因對經濟增長的暫時擔憂而給下行帶來一定壓力，但我們重申WTI的目標區間為55-65美元/桶，布蘭特原油的目標區間為60-70美元。整體而言，美國的石油產量和石油出口國組織的策略將推動2020年的石油價格。後者應保持警惕並積極削減產量，以減輕外部衝擊。在其他地方，只要對中國經濟放緩的擔憂是暫時的且有限的，則對製造業穩定的預期以及全球貿易和經濟數據的小幅反彈將為基本金屬提供支撐。
其他	**貨幣**			我們預計歐元兌美元在接下來的12個月內將升至1.14左右，但是投資者需要看到增長才能使歐元結構性轉為樂觀。美元兌日圓相對於基本面的價值被低估了，但是在低迷的世界中應該是一個強大的避險工具。我們認為，日圓目標匯價為104。同時，在去年10月中旬開始強勁反彈之後，英鎊暫停了升跌。我們將英鎊兌美元的12個月目標設定為1.33。對於新興市場外匯市場而言，中期觀點是支持的，但我們預計，由於冠狀病毒在中國的傳播存在不確定性，波動性仍將繼續。

圖例

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

東方匯理截至2020年1月29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之用，並可能會有變動。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。

本月主題

投資雜誌更新: 確認下降趨勢

CFA高級經濟師ANNALISA USARDI
跨資產研究部主管LORENZO PORTELLI

本文於2020年1月28日定稿

要點

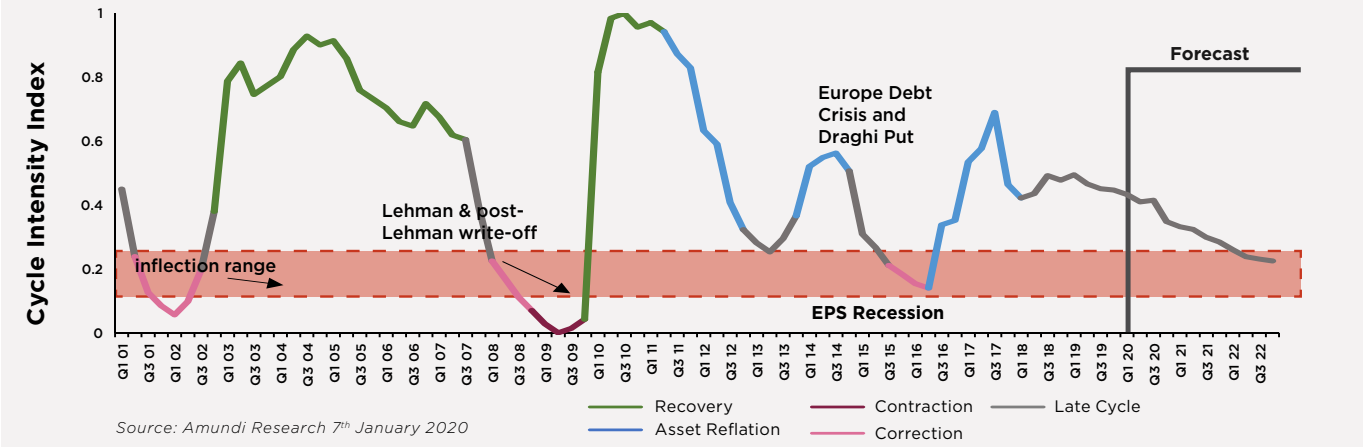
雖然短期內我們確實預計會因積極的經濟意外和貿易方面的利好消息（應限制冠狀病毒的影響）而獲得一些暫時的緩解，但就中期而言，我們的經濟狀況證實了利潤週期的脆弱性。

這一周期的特殊特徵是貿易戰升級導致的較低的增長，非常規貨幣政策導致的前所未有的低利率以及國內部門的強大抵禦能力使勞動力市場具有相當的彈性。儘管有這些特殊性，2020年仍與後期週期階段兼容。但2021年末最有可能的情況是過渡到修正階段

增長: 確定美國經濟減速、歐元區穩定。利潤週期仍然脆弱

- 預計美國實際GDP增長將逐漸趨向於潛力（1.8%，而聯儲局為2%，第4季度/第4季度數字），而增長動力組合的基礎將變得不那麼廣泛。儘管我們認為美國消費者將經歷「普通」的一年，從而成為增長的主要引擎，但投資將減速，特別是非住宅投資。與上次更新相比，我們上調了對住宅投資表現的預期，這將不再是增長的障礙。
- 雖然美國的「正常化」將從上而下，但歐元區的情況則好壞參半，德國和意大利在2019年表現不佳後改善了其趨勢圖，而法國仍接近潛力，西班牙正在放緩。整個歐元區勢必會穩定下來，目前幾乎沒有跡象表明未來勢頭會加速。的確，製造業採購經理人指數仍顯示出擔憂，即貿易戰升級的趨勢已經不足以消除對該行業的拖累。
- 儘管短期有所緩解，但利潤仍處於該週期的最後階段。需要全球貿易的反彈才能將增長延長到2021年。在過去十年中，利潤率一直是每股收益增長的關鍵因素，但由於較高的超低成本和較高的債務槓桿，尤其是在美國公司方面，利潤率可能會承受壓力。

下降趨勢得到確認: 2020年仍處於後期週期，而最有可能結束的情況
2021年是向校正階段的過渡



Source: Amundi Research 7th January 2020

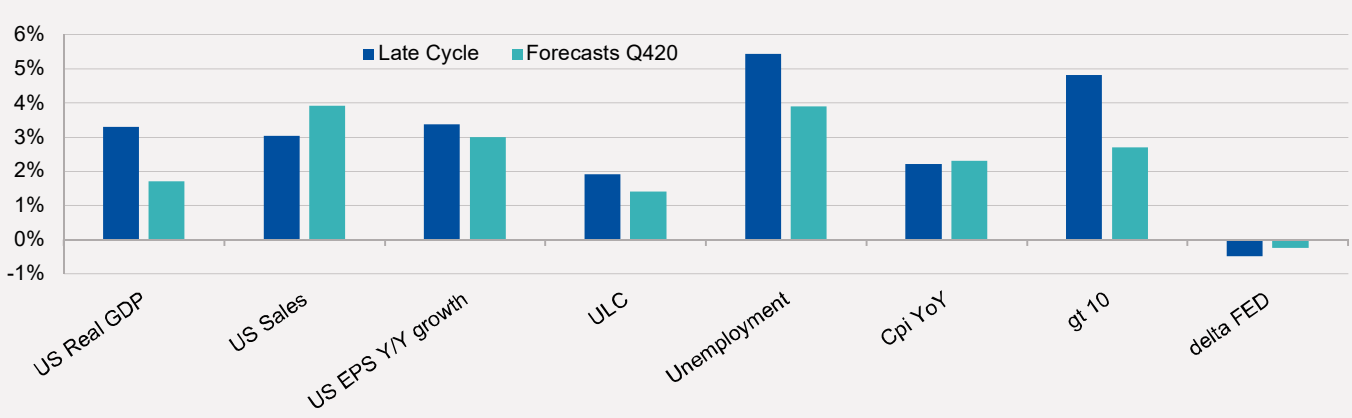
文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

通貨膨脹: 預計在2020年美國和歐元區的價格動態將保持其積極勢頭

- 儘管在各國與中央銀行目標的接近程度方面存在明顯差異，但預計美國和歐元區的價格動態將在2020年期間保持其積極勢頭。美國的整體通貨膨脹率將在2020年上半年上升，然後減速至2021年，但聯儲局的首選通貨膨脹指標PCE核心價格指數只會逐漸趨向2%。這種逐步上升的趨勢將受到積極的產出缺口的支持，遠低於NAIRU和ULC的失業率繼續增長，儘管增速低於2019年。生產價格也將上漲，部分原因是過去實施的關稅的影響。隨之而來的利潤率下降風險可能會促使最終價格上漲，這對於工資仍然上漲的消費者來說是可以接受的。
- 在歐元區，通貨膨脹動態仍處於小幅上升趨勢，但與歐洲央行的目標相去甚遠。儘管從廣義上說勞動力市場仍然強勁，但各地的工資增長並沒有遵循相同的趨勢，而且通貨膨脹前景仍然疲弱，而且各個國家的情況也不盡相同。整體而言，工資將繼續以比2019年稍慢的速度增長，但這將被生產率的一些提高所抵消，因此單位人工成本的增長將比2019年慢得多（儘管仍高於過去5年的平均水平）。生產者價格增長應仍略低於2019年。整體而言，核心通貨膨脹應繼續受到支撐，但將徘徊在目標水平附近，而隨著經濟增長處於或略低於潛在水平的情況下，不會有任何重大推動。

這一週期的特殊特徵是: 由於貿易戰升級而導致的增速降低，由於非常規貨幣政策導致的前所未有的低利率以及由於強大的國內服務業而形成的相當有彈性的勞動力市場。

內部預測與Investment Phazer參考值



Source: Bloomberg, S&P Website, Amundi Research, Data as of 31-dec-2019

- 在財政方面，我們預計不會有大的推動力: 根據國會預算辦公室的數據，美國的赤字預計將達到GDP的4.6%（高於2019年的4.5%），公眾持有的債務將從78.9%增加至80.7%。歐元區方面，除非出現重大的經濟衰退，否則目前很難預見到大規模的協調財政推動。我們希望在財政空間更大的國家（例如德國和荷蘭）放寬政策。整體而言，根據歐盟委員會的估計，2020年的總赤字目標應約為GDP的0.9%（2019年為0.8%），從而導致進一步放鬆（從結構性平衡變化來看，從2019年佔潛在GDP的-0.1%改變為-0.2%）。根據歐盟委員會的估計，債務佔GDP的比重（EA19）將由GDP的86.4%升至85.1%。展望最近的事態發展，德國的2020年預算宣布通過各種稅收和支出措施，實行0.75%的財政刺激措施（以結構性順差的減少來衡量）。但是，德國近來沒有達到財政擴張目標。歐洲央行僅增加0.4%。英國預算將於3月11日宣布: 目前，基於9月份支出公告，計劃中的預算規則變更（新規則是平衡的當前預算和投資支出的GDP的3%），進行了估算。保守黨的選舉承諾表明，財政刺激措施僅佔GDP的1%以下。在日本，宣佈了規模可觀的（2200億歐元）經濟計劃，以規避全球經濟不景氣的蔓延。該計劃還滿足了替換已超過其使用壽命的基礎設施的迫切需求。預計這些措施將在未來兩年內將GDP提升0.7%。新興市場正逐漸朝著更為擴張性的財政立場邁進。12月，我們看到了2020年大膽預算法律的批准，印尼、菲律賓和印度宣佈了更大的支出計劃。印度預算將於2月1日發布，迄今為止發布的20財年財政數據令人失望，而且資金還不足以增加支出。

貨幣政策仍然專注於支持增長

在發達市場中，我們預計央行將維持其當前的寬鬆立場，這種立場有利於增長，且通貨膨脹前景整體溫和。在主要的新興市場中，中央銀行將維持寬鬆政策，但一些國家近期在通貨膨脹方面的發展可能會限制其操縱空間。

- **發達市場：**聯儲局儘管轉向更加依賴數據的方式，但仍將保持寬鬆的偏好，我們預計當局在2020年再次降息，以保持寬鬆的金融狀況並保持美國的增長步伐正常。在歐元區，歐洲央行的第二輪量化寬鬆政策才剛剛開始，預計短期內不會採取任何重大新措施，尤其是鑑於正在進行的策略檢討，除非宏觀形勢發生重大惡化。英國方面，只要經濟復甦並在很大程度上符合MPC的預測，則最可能的方法是在未來12個月內保持利率不變。最後，我們預計日本將在未來12個月內將利率下調10個基點。
- **新興市場：**中國人民銀行的寬鬆態度正在按預期進行，並使用了所有必要的工具。新的高於預期的整體通貨膨脹數字不會阻止央行維持其寬鬆立場。在印度，在總體上令人沮喪的經濟環境中，國內經濟活動指標開始顯示出好壞參半的景象，而通貨膨脹上升令人驚訝，這可能需要在印度儲備銀行中央情景中進一步上調並進一步延遲任何政策短期內決定利率。在改革方面取得建設性進展之後，人們普遍預期央行會進一步放寬利率（首要為養老金改革）。正如央行先前所宣佈，在考慮刺激程度的新變化時，商業週期的當前階段需要謹慎。在俄羅斯，通貨膨脹率已經下降，俄羅斯央行提到了在2020年上半年進一步降低關鍵利率的可能性。在通貨膨脹保持良好表現的情況下，我們預計未來十二個月將總共下調兩次25個基點。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

主要風險圖示

東方匯理宏觀經濟研究團隊

下表列出了具有判斷概率（即不基於市場）的風險因素。
並闡述最可能出現的市場影響。

2020年1月29日定稿	分析	市場影響
20% 貿易戰升級	第一階段協議的簽訂與我們的基本情況一致。但是，最複雜的問題（例如當前已經實施的關稅和華為案）尚未得到解決，並已推遲到美國大選之後。2020年是總統大選之年，無論明年的美國總統是誰，兩國之間在策略問題上的針鋒相對都可能使兩國關係惡化。簽署全面貿易協議的可能性非常低。任何曲折均可能繼續惡化商業信心、投資和貿易流量。	• 股市和人民幣看淡 • 對美元、美國國債和黃金看好
20% 公司脆弱性上升	企業一直在將債務積累到甚至比環球金融危機之前更高的水平。「發人深省」的收益削弱了企業償還債務和償還利率款項的能力。同時，新興市場和前沿市場一直在吸引發達經濟體的資本流動，從而增加了其外債。緊縮的金融環境和更高的利率將損害其償還債務的能力。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，從而加劇經濟衰退。	• 對風險資產不利 • 美國投資級BBB降級、歐洲和美國高收益B-CCC違約增加 • 對美元、美國國債和黃金有利
10% 中國硬著陸	中國經濟增長正在放緩，但當局正在努力刺激經濟（透過貨幣和財政政策），使經濟有望繼續處於可控的放緩道路上。11月/12月的最新數據顯示出一種小週期的復甦。然而，冠狀病毒在武漢之外的殘酷傳播正在抵消宏觀經濟的積極勢頭。中國的經濟模式脆弱，有過度信貸的跡象。自環球金融危機以來，非金融公司債務激增。	• 環球金融動盪 • 對石油、基礎材料、商品出口國的貨幣、新興市場債券不利 • 對美國國債/德國國債和黃金有利
10% 美國大選	在這一階段，美國總統大選結果沒有任何明顯後果。在投資者群體關注民調的同時，必須要了解當選總統將採取的政策行動（尤其是福利和金融監管方面）。彈劾程序、更極端外交政策措施（可能導致烏克蘭、伊朗和敘利亞局勢崩潰）、新政府下適用於公司收益的稅率的可能性，因此風險加劇，從而令市場信心下降、經濟衰退。	• 波動性增加 • 美國市場動盪 • 利好黃金
10% 隨著全球外溢加劇軍事緊張局勢	中國/美國、中國/香港、英國脫歐、伊朗/中東、利比亞——地緣政治對市場具有重要影響。一月份的伊拉克罷工引發了大家對軍事升級的擔憂，這影響了油價和全球動態。市場持續漲價的可能性不大，因為在獲利/虧損之後，對避險天堂（黃金、國債、石油、美元、日圓）和風險資產（發達市場股票）的調整幅度很小。我們預計美國或伊拉克不會進一步升級；我們預計油價上漲將持續很短的時間（除非伊拉克的石油供應中斷）。	• 對油價和避險資產（外匯和黃金）有利 • 對風險資產不利
10% 信貸流動性不足和風險錯配	在低利率環境中，對收益率的追求將機構投資者拉向其投資組合中的信用風險積累。流動性緩沖一直在減少，以實現名義目標。在急劇拋售的情況下信貸週期趨於成熟，加上監管機構變化導致市場結構轉變的關鍵時刻，可能會成為投資者出售其持有的明顯障礙。	• 對現金、政府（美國、歐洲）債券和黃金有利 • 對新興市場債券、環球股票、高收益債券、石油和基礎材料不利
10% 令美元流動性乾涸	美元資金流動性和美元流動性基礎的萎縮可能會放大緊縮資金狀況的影響，並向接收跨境美元貸款的國家造成溢出效應。	• 全球金融動盪 • 對黃金和美國國債有利 • 對風險資產（特別是新興市場）不利

宏觀經濟背景

我們的信念與預計情景

東方匯理宏觀經濟研究團隊

本節提醒大家本公司的中心情景以及各個替代情景。

中心場景（55%的概率）：儘管政策不確定，國內需求和服務仍具有彈性

- **環球增長放緩：全世界於夏季期間的經濟疲軟一直** 持續到秋季，只有少數例外。工商數字和數據繼續顯示，儘管美國和中國之間的第一階段協議可能會有所緩解，但環球製造業尚未走出困境。國內需求仍然具有彈性，主要是由於家庭消費，而非常低的通脹率以及在某些經濟體中充滿活力的勞動力市場將繼續提振家庭消費。事實證明，服務業比製造業更具彈性。
- **預計環球貿易將在2020年上半年觸底：**由於貿易保護主義言論，環球貿易在過去18個月中暴跌。儘管美國和中國已經達成了期待已久的第一階段協議，但迄今為止，對世界貿易勢頭和實體經濟的破壞將不會輕易而迅速地扭轉。我們預計2020年環球貿易將非常緩慢地恢復。事實上，預計環球貿易在短期內仍將面臨壓力，其增長速度明年將低於全球GDP。對經濟的影響因地區而異。歐洲出口受到重創。美國在進口替代的道路上穩步推進（工業用品和材料的進口從2007年佔總進口的27%下降至2019年的18%）。新興市場正在試圖將貿易緊張局勢帶來的挑戰轉化為機遇。短期內，中國抑制經濟活動預計將對世界貿易動態產生負面影響。此外，隨著全球貿易模式和生產鏈在區域一級變得更加一體化，我們決不能低估內需彈性的作用。
- **美國：**逐步回歸潛力，下行風險略高。由2018年非常寬鬆的財政政策推動的美國經濟在2018年下半年開始減速，並在接下來的幾個季度繼續。在2018年第二季度達到3.2%同比的峰值之後，國內生產總值的增長逐漸放緩至2%左右，其中國內需求的下降是由固定投資的減速帶動了個人消費支出的回彈格局。我們預計這種逐步減速將持續下去，因為全球貿易和製造業的長期疲軟（在第一階段協議中有所緩解）可能會對投資方面的經濟產生更持久的影響。在消費方面，總勞動收入增長放緩的跡象可能會在一定程度上限制個人消費，無論如何我們認為這是增長的主要驅動力。在我們的情況下，企業和消費者的信心在2019年遭受打擊後應該會穩定並有所恢復。通貨膨脹率有望逐步上升，同時仍處於良性框架內。在這種環境下，貨幣政策仍然是支持性的，我們預計，今年仍有降息計劃。整體而言，我們仍然認為風險平衡仍傾向於下行。儘管貿易戰可能會停止，但隨統大選臨近，地緣政治緊張局勢將繼續存在，政治不確定性可能會加入框架。儘管我們預計不會出現衰退，但在接下來的幾個季度中，市場對當前週期延長的懷疑可能會加劇（財政政策的支持減少、內需放緩）。
- **歐元區：**歐元區經濟仍承受壓力，不確定性繼續成為全球經濟的特徵，儘管最近中美貿易戰方面的情緒有所改善。歐元區的外部需求惡化，製造業受到嚴重打擊，這引發了對服務業和其他重要經濟部門的溢出效應是否正在實現的問題。然而，由於國內增長動力仍在整體上保持彈性，因此市場對經濟基本面的期望逐漸轉向更為樂觀的前景，經濟意外亦已轉為利好。在這種情況下，我們預計歐元區的增長將在2020年至2021年趨於穩定，因為製造業危機將逐步得到解決，全球貿易也將趨於穩定，儘管其標準將有所降低。國內需求應繼續受到總體衛生勞動力市場的支持，總體失業率較低，工資增長適中。這些都支持家庭消費，而家庭消費有望成為增長的主要驅動力。投資應受益於穩定的經濟環境，新歐盟委員會的綠色新政可能會帶來上行風險。擴張性財政政策的訊號仍然僅限於國家一級的實施，但就協調努力而言尚未形成。從理論上講，進一步推動仍是可能的，特別是在經濟惡化和難以反彈的情況下。由於通貨膨脹通過增長趨於穩定而在其非常漸進的上行趨勢中得到支撐，因此在這種情況下，我們預計歐洲央行不會採取任何新的寬鬆措施。
- **英國：**保守黨在12月12日　的選舉中獲勝，因此有可能批准與歐盟在10月談判的《脫歐協議》，該協議為1月31日順利脫歐打開了大門。過渡期將使英國保留進入歐洲單一市場的大部分機會，直到2020年底。在過渡期間，將會就英國與歐盟的貿易關係，包括自由貿易協定和服務條款，為未來的永久框架進行談判。即便如此，期限還是很緊迫，因為英國已留意到自己不希望延長過渡期。談判者能否達成協議的不確定性可能會引發市場對2020年底貿易衝擊的擔憂（英國突然被拒絕進入歐盟市場）。儘管如此，我們仍希望實用主義能夠持續下去，無論談判開始時立場如何艱難，都將達成協議，允許至少大部分商品繼續自由貿易。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

- **油價:** 由於無法排除採取進一步行動的可能性，伊拉克襲擊後以及軍事事件/報復後不久的油價可能會暫時上漲。不過，除非發生全面的軍事升級，並且伊拉克的石油生產受到干擾，否則不可能持續地轉向油價大幅上漲，由於油價對暫時性供應衝擊的彈性低於過去，而且其他生產者可以吸收衝擊。特別是，美國的石油生產比過去更加靈活，並且已證明具有非常強的韌性，這使得石油比過去更不容易受到供應中斷的影響。
- **各國央行:** 在發達經濟體內返回「觀望」的態度。
  - **美國聯儲局:** 疲軟的通脹前景維持對未來的溫和立場。儘管轉向了更加依賴數據的方法，但美國聯儲局仍保持寬鬆的偏好。與市場預期相符，我們的中央情景是在2020年再次降息，以維持寬鬆的金融環境並保持美國的增長步入正軌。
  - **歐洲央行:** 在穩定增長和通脹逐步朝著正確方向發展的背景下，在歐洲央行策略檢討之年，除非宏觀經濟狀況發生重大變化，否則我們預計不會有重大政策變化。第二輪量化寬鬆政策剛剛開始，短期內預計不會採取重大新措施。除非宏觀形勢發生實質性惡化，否則我們預計歐洲央行將在未來12個月內維持利率不變，因為再次下調的門檻似乎很高，鑑於對銀行系統帶來進一步負面影響的風險非常有限。
  - **日本央行:** 如果地緣政治風險再次增加且日圓大幅走強，日本央行可能仍會在2020年考慮進一步寬鬆。我們預計，在兩種情況下，未來12個月將降息10個基點。首先，削減短期利率目標必須伴隨日本央行經常賬戶存款三級結構的調整，以減輕對金融機構的不利影響。其次，日本央行顯然會阻止曲線的較長端下降，以確保曲線的斜率。
  - **英國央行:** 英國央行似乎仍熱衷於暗示貨幣政策可以對經濟前景的變化做出任一反應，以確保通貨膨脹率可持續回到2%的目標。只要傳入的數據繼續支持MPC的預測，我們仍然相信，最有可能的態度是在未來12個月內保持利率不變。

下行風險情景 (30%)：
全面蔓延到內需

- 貿易戰升級並演變為全球貿易的進一步萎縮、製造業低迷（並溢出至服務業）、貨幣戰爭。由於全球化的消退，經濟衰退。
- 特有風險加劇（中東、香港、美國大選）、中國硬着陸以及政策組合無法支持逐步放緩，對地區和全球經濟增長和宏觀穩定都有影響。

上級風險情景 (15%)：
2020年全球經濟溫和增長

- 歐洲（德國和荷蘭）甚至美國的財政政策支持都超出預期；歐元區一級意外的協調財政推動；這將帶來主要的上行風險，即更好的政策組合和對貨幣政策立場的有力支持。
- 歐洲：金融體系（資本市場聯盟、銀行聯盟、靈活財政規則）的重大進步可以為投資繁榮、穩定預期和改善貨幣政策傳導機制創造更好的框架。
- 透過有意義的貿易協議，中美貿易戰真正降級。

宏觀經濟（按地區劃分）

東方匯理宏觀經濟研究團隊

於30/01/2020定稿

美國

美國增長放緩，不確定性從貿易轉向政治

- 國內需求繼續放緩，對投資支出的影響比私人消費更為嚴重。商業環境數據顯示，服務業彈性強，製造業仍在遭受打擊，但最近出現了觸底反彈的跡象。
- 季節性因素和基本面影響提振了12月零售，但總體消費應繼續逐步放緩。消費者信心在不久的將來可與體面的消費增長相適應，但總收入增長趨緩的跡象表明，未來消費應放緩。在投資方面，儘管有一些初步觸底跡象，但支出計劃已顯著放緩。
- 通貨膨脹仍然是良性的，儘管在短期內將出現一些上行運動（核心和整體通貨膨脹率為2.3%）；然而核心PCE（同比增長1.6%）仍然接近但低於聯儲局的目標。
- 聯儲局認為其政策立場適當且經過精心調整以支持適度的增長和勞動力市場的彈性。然而，由於我們預期增長會令人失望，我們仍預計當局在2020年再減息一次。

風險因素

- 第一階段協議可能會在短期內幫助改善情緒，但我們認為過去的貿易行為已對經濟產生了重大影響，並將逐漸變得更加明顯
- 民主黨候選人政綱的政治不確定性上升
- 如果地緣政治發展產生持續的供應衝擊，可能會對油價構成上行風險，從而影響我們的通脹前景

歐元區

觸底反彈

- 第三季度GDP增長（環比增長0.2%，同比增長1.2%）略好於預期；經濟活動受到個人消費的支持，而固定投資由於第二季度的強勁表現而放緩。
- 第四季度銀行貸款數據證實了消費板塊的相對實力，各方面家庭的淨需求強勁；儘管條件和標準大致保持不變，但企業的貸款需求總體仍然疲軟，
- 歐元區1月份的初步綜合PMI保持穩定，這歸因於製造業的改善和服務業的疲軟，需要進行監測。
- 在保持疲軟的同時，由於核心和整體通脹率均同比增長1.3%，今年結束時通貨膨脹率有所上升。
- 在這種背景下，我們預計歐洲央行今年將保持不變，只要經濟體按照逐步復甦/穩定的態勢發展，而金融條件仍然寬鬆。

風險因素

- 第一階段協議的簽署應為市場情緒提供支持，但有關全球貿易流量的數據仍難以找到底部。外部領域可能仍然是拖累
- 年內國內政治緊張局勢可能仍會浮現
- 由於政治分裂，缺乏策略計劃/改革的實施和設計
- 雖然消除了英國脫歐的嚴峻風險，但英國脫歐「懸崖」風險依然存在

英國

增長是由公共支出驅動的，但由於2020年後情況的不確定性而放慢了增長速度

- 2020年1月31日，英國脫歐順利進行。最新的經濟訊號喜憂參半。

風險因素

- 如果到那時無法與歐盟簽署自由貿易協議，將在2020年底引發貿易衝擊

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

宏觀經濟（按地區劃分）

於30/01/2020定稿

英國	風險因素
• 保守黨政府計劃增加的公共支出將推動經濟增長。 • 儘管如此，與歐盟未來貿易框架的不確定性（過渡期於2020年底到期）將繼續阻礙投資。	

日本	風險因素
病毒問題阻礙了19年第四季谷底的再加速 • 一旦家庭實現了財政補償以驅散無現金定居點並幫助撫養子女，消費者支出終於開始顯示出從增值稅上調導致的疲軟中恢復的跡象。隨著中國對電子設備的需求增長，出口停止下降。 • 國會批准了19財年的追加預算，其中包括近期規模可觀的經濟計劃的一部分。同時，由於日本央行自12月以來暫停了對日本國債購買的縮減，基礎貨幣的增長加快了。 • 然而，進入日本的入境旅遊因冠狀病毒爆發而首當其衝。現在，三分之一的外國遊客來自大中華地區，而大中華地區通常會在農曆新年假期時渡歲。供應鏈中斷可能加劇汽車行業的問題，而汽車行業已經在苦苦掙扎的銷售中掙扎。	• 冠狀病毒爆發的深度、持續時間和擴散 • 日圓透過吸引規避風險的貨幣而飆升 • 春季工資談判乏力，消費者需求未能恢復

中國	風險因素
• 受監測的大多數經濟數據在12月有所反彈（房地產部門和基礎設施投資穩定）。預計2019年第四季度GDP同比增長6.0%。儘管出現了反彈，但冠狀病毒突然在武漢以外地區傳播，為中國的增長帶來了嚴重的下行風險。 • 12月份整體通脹保持穩定，同比增長4.5%，食品價格略有變動。 • 政策組合再次證明僅是微不足道的支持：年初削減存款準備金率50個基點，LPR在1月份維持在4.15%。 • 即便如此，我們還是有理由預料，病毒的影響會隨著冬季的結束而逐漸消失，不斷增加的封城/旅行禁令及其持續時間將決定中國的增長速度（且在很大程度上將比2003年的增長速度）以及全球增長速度如何減慢。	• 與冠狀病毒傳播有關的負面消息抵消了中國宏觀動力的改善 • 通貨膨脹仍然偏高，糧食貢獻偏高 • 政策組合繼續提供溫和支持

亞洲（日本、中國除外）	風險因素
• 由於樂觀的出口流出南韓、台灣和中國等對半導體行業高度依賴的國家，該地區的經濟狀況有所改善。 • 儘管該地區的通貨膨脹率總體在12月份有所增加，但仍然保持良好水平。值得注意的12月數據再次來自印度和中國，其中食品籃子成分的貢獻率很高，分別同比增長7.4%和4.5%。 • 1月，由於對經濟增長及其外部風險的擔憂，馬來西亞中央銀行（BNM）意外將其參考政策利率降低了25個基點，至2.75%。 • 冠狀病毒從中國的擴散預計將對周邊國家產生負面影響，特別是那些受到重要遊客湧入的國家，例如泰國和越南。	• 半導體出口推動宏觀動力改善 • 通貨膨脹仍然非常溫和，中國和印度的通貨膨脹率很高 • 國行將政策利率下調25個基點 • 冠狀病毒的傳播將影響泰國和越南等鄰國

宏觀經濟（按地區劃分）

於30/01/2020定稿

拉丁美洲

風險因素

- 該地區的宏觀勢頭保持穩定，並呈現出輕微的積極性。在某種程度上，巴西的宏觀勢頭已經穩定，但仍保持積極的一面，其次是哥倫比亞。墨西哥第四季度GDP減速幅度低於預期，同比下降-0.3%，而預期為-0.5%。
- 巴西的通貨膨脹率從11月的3.3%升至12月的4.3%。主要驅動因素是食品成分，佔4.3%，同比增長1.3%。在兩個月的同比數據低於50%之後，阿根廷的通脹在12月再次上升至50.6%。
- 該地區的中央銀行仍處於擱置狀態，而央行行長則為進一步採取進一步寬鬆措施打開了大門。
- 阿根廷政府與國際貨幣基金組織之間的談判開始處理債務重組，以避免違約。詳細的時間表預計將在2月發布。1月29日，美國總統簽署了USMCA，該貿易協議取代了NAFTA。

• 經濟勢頭總體溫和積極

• 通貨膨脹總體上是良性的。食品價格高漲，巴西CPI飆升

• 該地區的中央銀行維持政策不變。

• USMCA簽署，阿根廷已開始與IMF進行談判

歐洲、中東及非洲地區

風險因素

俄羅斯：實際GDP增長率預期於2019年降至1.2%。然而，由於2019年至2024年期間的重大基礎設施支出計劃，加上較低的利率環境，預計2020年及中期的增長將加速。

- 儘管美國可能會採取潛在的制裁措施，但宏觀經濟形勢依然受到支撐。俄羅斯將成為少數幾個在2019年出現「雙順差」的新興市場主權國家，同時在國家財富基金中積累資產。
- 俄羅斯央行在12月份再次下調政策利率25個基點至6.25%。由於通貨膨脹率下降，我們預計在未來十二個月內將兩次下調25個基點。

• 石油價格下降，美國加大制裁力度、進一步加劇地緣政治緊張局勢

南非：出乎意料的是央行降息

- 儘管由於財政擔憂和增長前景低迷，資本外流和匯率壓力充滿挑戰，但央行還是在今年的第一屆委員會中將利率下調了25個基點至+ 6.25%。央行之所以作出這一決定，是因為其下調了其增長和通脹預測以及對2020年的通脹預期。由於當前的風險規避增加，我們預計未來幾個月不會有更多的寬鬆政策。

• 避險情緒增加、主權債券評級降級風險、社會需求上升，以及在沒有改革的情況下持續的財政下滑

土耳其：12月通脹反彈並未改變貨幣政策立場

- 儘管12月通脹反彈，但土耳其中央銀行（CBRT）再次將1月份的利率下調了75個基點，至+11.25%，符合市場共識。CBRT支持增長，表明通貨膨脹軌跡與其到2020年底同比增長8.2%的預測相符。該新聞稿僅包含微小的變化，預示著進一步的降息。

• 中央銀行過度放寬政策、寬鬆的財政立場、地緣政治緊張局勢升級以及歐元區活動放緩

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

宏觀預測和市場預測

宏觀經濟預測
（2020年2月4日）

年平均 (%)	實際GDP增長%			通脹 (消費物價指數按年%)		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
美國	**2.3**	**1.9**	**1.8**	**1.8**	**2.2**	**2.1**
日本	**1.2**	**0.7**	**0.8**	**0.7**	**0.7**	**0.6%**
歐元區	**1.2**	**1.0**	**1.2**	**1.2**	**1.2**	**1.5**
德國	0.6%	0.7	1.1	1.5	1.5	1.5
法國	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3	1.5
意大利	0.2	0.2	0.4%	0.7	0.8	1.2
西班牙	2.0	1.5	1.5	0.7	1.2	1.2
英國	**1.3**	**1.1**	**1.4**	**1.8**	**2.2**	**2.1**
巴西	1.1	1.7	1.8	3.7	4.6	4.6
墨西哥	-0.1	0.8	1.2	3.6	3.4	3.4
俄羅斯	1.3	1.7	2.5	4.7	3.2	4.0
印度	5.1	5.1	5.6	3.7	5.9	4.2
印度尼西亞	5.0	5.0	5.1	3.0	3.1	3.8
中國	6.2	5.6	5.7	2.9	3.4	1.7
南非	0.3	0.8	1.0	4.6	4.1	4.9
火雞	0.2	1.8	2.2	15.6	11.3	9.8
發達國家	**1.7**	**1.4**	**1.5**	**1.5**	**1.7**	**1.7**
新興市場	**4.1**	**4.1**	**4.4**	**4.0**	**4.4**	**3.4**
世界各地	**3.1**	**3.0**	**3.3**	**3.0**	**3.3**	**2.8**

資料來源：Amundi Research

主要利率展望

	2020年1月29日	東方匯理 +6個月	市場觀點 2020年第二季度	東方匯理 +12個月	市場觀點 2020年第四季度
美國	1.75	1.50	1.60	1.50	1.55
歐元區	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.1	-0.2	-0.11	-0.2	-0.06
英國	0.75	0.75	0.81	0.75	0.95

長期利率展望

2年期債券孳息

	2020年1月29日	東方匯理 +6個月	向前 +6m。	東方匯理 +12個月	向前 +12m。
美國	1.57	1.30 / 1.50	1.60	1.30 / 1.50	1.63
德國	-0.586	-0.70 / -0.50	-0.58	-0.70 / -0.50	-0.57
日本	-0.136	-0.30 / -0.20	-0.13	-0.30 / -0.20	-0.14
英國	0.474	0.40 / 0.60	0.39	0.40 / 0.60	0.44

10年期債券孳息

	2020年1月29日	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	1.84	1.70 / 1.90	1.90	1.50 / 1.70	1.96
德國	-0.17	-0.20 / 0.00	-0.13	-0.40 / -0.20	-0.08
日本	0.00	-0.10 / 0.10	0.03	-0.10 / 0.10	0.06
英國	0.74	0.80 / 1.00	0.81	0.80 / 1.00	0.87

匯市展望

	2020年1月30日	東方匯理 +6個月	市場觀點 問 2 20 20	東方匯理 +12個月	市場觀點 問 4 20 20
歐元／美元	1.10	1.13	1.13	1.14	1.16
美元／日圓	109	107	108	105	107
歐元／英鎊	0.84	0.86	0.85	0.86	0.85
歐元／瑞士法郎	1.07	1.12	1.11	1.10	1.12
歐元／挪威克朗	10.13	9.79	9.83	9.91	9.70
歐元／瑞典克朗	10.63	10.50	10.50	10.44	10.40
美元／加元	1.32	1.30	1.31	1.27	1.30
澳元／美元	0.67	0.69	0.69	0.69	0.70
紐元／美元	0.65	0.65	0.66	0.67	0.67
美元／人民幣	6.91	7.05	7.00	7.10	6.93

近期刊物

研究手稿



關於二次交易成本的投資組合優化的註記
皮埃爾陳埃德蒙萊茲米，蒂埃里 RONCALLI，嘉里 U — 定量研究

機器學習優化算法和項目組合分配
莎拉·佩林（Sarah PERRIN） — 蒂埃里·隆卡利（Thierry RONCALLI）理工學院 — 定量研究

預測組合：匯率應用
伊麗莎·巴庫（Elisa BAKU） — 巴黎經濟學院，埃德蒙·萊茲米 — 定量研究

全球所有者都來投票，以遏制負面的企業外在問題嗎？
股東大會的實證分析
瑪麗布里埃 — 阿蒙迪塞巴斯蒂安普格特 — 圖盧茲經濟學院，洛雷達娜烏雷什朗高 — CRIISEA，皮卡第大學朱爾斯·凡爾納

貨幣市場中的要素投資：是否有意義？
伊麗莎巴庫 — 羅伯塔定量研究复地 — 巴黎大學Karine 埃爾維 — 埃德蒙經濟研究勒茲米 — 哈桑定量研究馬龍哥 — 凸解決方案，蒂埃里龍卡利 — 嘉里定量研究許 — 定量研究 —阿蒙迪

討論論文



外匯戰爭，貨幣戰爭和金錢戰爭
第2部分：法定貨幣與加密貨幣私人與公共數字貨幣…
Philippe ITHURBIDE-高級經濟顧問-Amundi

外匯戰爭，貨幣戰爭和金錢戰爭
第1部分：外匯戰，貨幣戰，美元，歐元，人民幣，……
Philippe ITHURBIDE-高級經濟顧問-Amundi

近年的ESG環境、社會及管治投資——舊挑戰、新見解
Angelo DREI——東方匯理定量研究部; Théo LE GUENEDAL——東方匯理定量研究部; Frédéric LEPETIT——東方匯理定量研究部; Vincent MORTIER——東方匯理副集團首席投資總監; Thierry RONCALLI——東方匯理定量研究部主管; Takaya SEKINE——東方匯理定量研究部

回購–對公司回購政策的最佳做法進行多角度的回顧和思考
克雷格·斯特林 — 美國核心股權總監兼股權研究主管，
伊布拉·韋恩 — 高級股權策略師

專題論文



美國通貨膨脹...怎麼了
安納麗莎·烏薩爾迪 —高級經濟學家—阿蒙迪

意大利：新預算框架的雄心壯志
安娜麗莎 USARDI — 宏觀經濟研究高級經濟學家

法國養老金改革（最新動態）
瓦萊里律師—固定收益策略— Amundi

法國：黃背心危機後，改革勢頭依然活躍
特里斯坦·佩里爾 —宏觀經濟研究— Amundi

土耳其：通貨膨脹，匯率的傳遞和貨幣政策
KarineHERVÉ—宏觀經濟研究— Amundi

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱
Amundi ASSET MANAGEMENT

備註

Amundi ASSET MANAGEMENT
Research & Macro Strategy

2020年2月 # 02

東方匯理研究中心

由上而下
資產配置
由下而上
企業債券
固定收益



外匯
貨幣市場股票

深入了解
東方匯理研究團隊
research-center.amundi.com

貨幣政策
預測
投資策略
定量
新興市場
主權債券
私募股權
房地產**高產**

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資訊均不構成投資意見或建議來作出（或不作出）任何類型的投資決策，亦不應因此而依賴有關資訊。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。

In the European Union, this document is only for the attention of "Professional" investors as defined in Directive 2004/39/EC dated 21 April 2004 on markets in financial instruments ("MIFID"), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a "Qualified Investor" within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA's Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non "Professional" investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of "qualified investors" as defined in the applicable legislation and regulation. This document is not intended for citizens or residents of the United States of America or to any "U.S. Person", as this term is defined in SEC Regulation S under the U.S. Securities Act of 1933. This document neither constitutes an offer to buy nor a solicitation to sell a product, and shall not be considered as an unlawful solicitation or an investment advice. Amundi accepts no liability whatsoever, whether direct or indirect, that may arise from the use of information contained in this material. Amundi can in no way be held responsible for any decision or investment made on the basis of information contained in this material. The information contained in this document is disclosed to you on a confidential basis and shall not be copied, reproduced, modified, translated or distributed without the prior written approval of Amundi, to any third person or entity in any country or jurisdiction which would subject Amundi or any of "the Funds", to any registration requirements within these jurisdictions or where it might be considered as unlawful. Accordingly, this material is for distribution solely in jurisdictions where permitted and to persons who may receive it without breaching applicable legal or regulatory requirements. The information contained in this document is deemed accurate as at the date of publication set out on the first page of this document. Data, opinions and estimates may be changed without notice.

You have the right to receive information about the personal information we hold on you. You can obtain a copy of the information we hold on you by sending an email to info@amundi.com. If you are concerned that any of the information we hold on you is incorrect, please contact us at info@amundi.com.

Document issued by Amundi, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,064,262,605 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.ap.amundi.com

主編
Pascal BLANQUÉ——集團投資總監

編輯
MONICA DEFEND——研究部環球總監

常務副編輯
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

設計及製作
PIA BERGER ——研究和宏觀策略部
BENOIT PONCET——研究和宏觀策略