

Research



#06
2021年6月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

通脹時刻

專題環球投資觀點

如果民主黨成功通過資本利得稅怎麼辦？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#06 - 2021年6月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

通脹時刻

頁3

鑑於強勁的經濟增長、被壓抑的巨大消費需求和儲蓄，以及供應短缺的預期，我們認為通脹正在發生一些結構性的變化。與此同時，我們進入了一個不確定的環境，通脹波動性上升，一些股票市場部分看起來捉襟見肘。因此，投資者應從戰術上降低風險（風險中性），尋求一種一方面是週期性和價值型股票，另一方面是防守型股票的槓鈴方法。在固定收益方面，投資者應持有適度的長期信貸並縮短久期，尤其是在美國方面，但要保持敏捷。整體而言，市場正在計入價格的低通脹「金髮姑娘」情景似乎不太可能發生。

宏觀

銅：供需失衡和價格影響

頁4

強勁的財政刺激措施和向綠色經濟轉型帶來的潛在需求增長，加上生產仍然集中，從長遠來看應會支撐銅價。

多元資產

暫時風險中性，發揮相對價值

頁5

我們認為，目前勢頭的暫停並不是要求進行任何結構性去風險，而是讓投資者評估我們目前所處位置、保持迄今為止的良好表現並在未來尋找有吸引力的切入點的一種方式。

固定收益

一個關於增長、通貨膨脹和實際利率的故事

頁6

儘管通脹預期一直在上升，但實際利率仍然為負。投資者應密切關注經濟增長對名義和實際收益率的影響，並保持對存續期的樂觀看法。

股票

週期性、價值輪換不會是一條直線

頁7

在通脹環境下，投資者應關注透過品牌和知識產權表現出的高利潤率和強大定價權的公司。

專題環球投資觀點

如果民主黨成功通過資本利得稅怎麼辦？

頁8

自拜登（Joe Biden）當選以來，大多數觀察家都對民主黨人儘管只略佔多數仍能通過重要的財政政策感到驚訝。我們認為，無論共和黨反對，資本利得稅上調都可能繼續實施。從短期和長期來看，先前加稅對市場的影響尚不清楚。然而，加上經濟勢頭放緩和對聯儲局緊縮政策的擔憂，這可能對2021年第四季度的美國股市構成短期不利因素。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁11
> 最高風險	頁12
> 資產縱橫 檢測市場轉折點	頁13
> 環球研究資料集	頁14
> 東方匯理資產類別觀點	頁15

宏觀經濟狀況

> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁16
> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁17
> 宏觀經濟及市場預測	頁18
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁19
> 刊物精選	頁20

投資總監的觀點

通脹時刻



Pascal BLANQUÉ
集團投資總監



Vincent MORTIER
集團副投資總監

通脹長期處於休眠狀態，多年低於目標且通脹疲軟，但我們現在正處於一個微妙的關頭，通脹在金融市場佔據主導地位。**這是否只是暫時性還是持久性是關鍵問題，目前有兩種相互矛盾的通脹說法。**一系列聲音聲稱通貨膨脹只是暫時的。相比之下，其他人則警告說，由於經濟增長、工資上漲壓力、財政推動、強勁消費需求和日益加劇的供應限制（商品方面），通脹可能會在結構上高於最初的預期。**最後，結構性事物只是持續的暫時性事物。我們認為，通脹不太可能在幾個月內回升，然後迅速回升至2%左右。**相反，我們認為，與目前的共識相比，這是邁向更高通脹和更低增長的中長期旅程的開始。對聯儲局而言，政策失誤的空間有限，因為現階段收益率曲線失控的風險正在上升。我們在下面概述了我們的信念：

- **從戰術上降低風險，從過度長倉轉向中性。**我們進入了一個不確定且風險增大的環境——波幅正在上升，股票與債券的相關性正在轉為正值。我們認為保持謹慎並鎖定風險資產的一些收益很重要。從策略角度來看，在通脹上升和通脹波動的背景中，有必要投資於股票。在股票方面，投資者應尋求一些保護措施，以防止科技泡沫破滅。這意味着對利率敏感股票持謹慎態度，同時更喜歡股息收益股票和投資於實物資產的股票。只要通脹沒有突破錨定區域，股票絕對值的表現就尚可接受。然而，平衡投資組合的風險調整後表現將受到股債相關性變化（轉為正值）的挑戰。投資者應青睞期限較短的資產、固定收益和外匯套利、股權現金流收益率、地產、價值和低波動性因素。
- **股票：尋求積嶺方法，一方面偏向於週期性優質價值型投資，另一方面偏向於防守型投資。**在戰術上轉向對股票採取更加中性的立場時，投資者應保持價值/週期性偏好與增長，同時還要透過一些防守型持倉來平衡這一點。如前所述，市場將停頓，在此期間我們認為明智的做法是將股票轉向中性，包括新興市場和歐洲等更具週期性的市場。最重要的是，這種市場停頓可能有助於進一步清理市場上的一些過剩現象，並將繼續支持從增長到價值的轉換。
- **債券：堅持短期、主動活躍的存續期和適度長期信貸。**這意味着縮短存續期，尤其是在美國，並等待更好的切入點。投資者在這個階段應該靈活地控制這個遊戲的持續時間，因為不足和過度的階段可以提供戰術性的機會。然而，在時機成熟時減少一些短倉的同時，投資者應該抵制長期持有的誘惑。在接下來的幾年裡，利率的方向將向上。這不會是一趟筆直的旅程，但趨勢是存在的。這意味着在固定收益方面，投資者應關注曲線水平的機會，我們繼續預計美國曲線會變陡，以及短期高收益資產的機會，例如短期偏向的高收益和新興市場債券。
- **新興市場：面對脆弱性的威脅，中國和亞洲成為焦點。**由於收益率上升，新興市場也將面臨壓力。美元方面，由於聯儲局資產負債表和美國財政預算動態是主導因素，中期趨勢向下。然而，短期挑戰仍然存在於一個仍以脆弱性因素為特徵的新興世界（環球貿易回落、通脹上升）。中國和一些亞洲國家將成為贏家，其貨幣將成為新體制下調整相對價格的關鍵渠道。人民幣將成為該地區的德國馬克，這導致人民幣現金和政府債券在環球投資組合中作為一種價值儲存手段的地位迅速上升，因為其實際回報為正值。

展望未來，市場將不得不走通脹之路。在通往頂峰的道路中，我們正在接近以強勁轉換為特徵的第一站的終結。我們將很快進入第二階段，即高峰階段。這對投資者來說仍然是相對積極正面的，因為通脹不被視為對增長的威脅，而是對復甦經濟的補充，但我們越進入這個階段，出現令人生厭的意外的風險就越高。下一步將是關於峰值的剩餘部分（市場目前正在定價的，很可能不是「金髮姑娘」的情景）。

整體風險情緒

避險 < 冒險



對風險資產持中性態度，以在通脹風險更加不確定的環境中鎖定收益。

與上個月相比的變化

- ▶ 降低股票風險至中性。
- ▶ 對美國存續期更加謹慎，對跨資產的新興市場金融工具持中性態度。

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。

宏觀

銅：供需失衡和價格影響



Monica DEFEND
研究部環球總監



Lorenzo PORTELLI
——跨資產研究部主管

強勁的財政刺激措施和向綠色經濟轉型帶來的潛在需求增長，加上生產仍然集中，應該會在長期內支撐銅價

環球需求上升和特定國家生產低迷是銅市場中最相關的長期失衡。全球轉向綠色經濟的長期前景和預期將導致結構性短缺和銅價大幅上漲（18000-20000美元/公噸），即使經濟增長沒有高於平均水平，而只是假設恢復到更可持續的增長路徑。

經過幾年的工業原材料供過於求，我們預計該市場的需求將受到多種因素的壓力——專注於基建計劃並與綠色議程相關的新財政計劃在環球範圍內加速，而供應（或整體而言的生產）由於大流行和主要出口國的封鎖限制已經滯後。

未來20年，銅的需求將以每年2%的速度增長，因為銅是綠色轉型的必要金屬。然而，生產將難以跟上這一需求。這是因為生產仍集中在少數幾個國家，使市場面臨瓶頸和短缺，就像最近發生的情況那樣。近50%的產量來自四個國家：智利、秘魯、剛果共和國和贊比亞。整體生產可能會受到未完全整合的特殊風險和資本支出機制的影響。

另一方面，需求主要集中在中國、亞洲和最致力於綠色經濟轉型的西方發達國家，是系統性的長期轉變，而不是孤立的臨時計劃。短缺和庫存下降的大浪潮始於2013年，當時中國開始推動向更平衡、更綠色的增長模式過渡。然而，最近，自2020年以來，新冠疫情和封城措施影響了拉丁美洲的採礦活動，加劇了短缺。

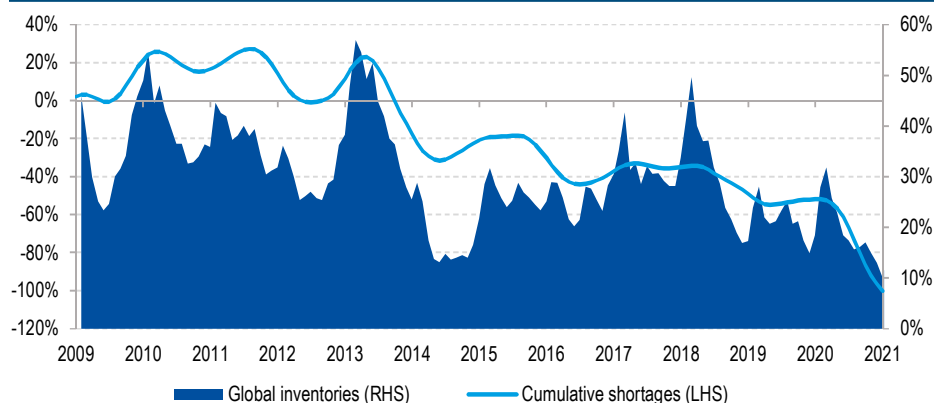
2021年1月出現與疫情相關的最嚴重短缺階段，當時環球庫存/需求比率低於10%，儘管最近幾個月出現了庫存週期重新平衡的跡象。由於最近的短缺主要與臨時非常事件（巴西新冠

病毒變種傳播到智利和秘魯，以及智利發生罷工）造成的生產滯後有關，因此近期商品價格上漲可能會有所緩解。

然而，從長遠來看，風險溢價應該顯著為正值。在過去的五年裡，銅金屬背後的敘述一直被低迷的絕對經濟增長擔憂所主導。事實上，人們普遍低估了長期轉向新增長引擎（主要在新興市場）的影響，對相關生產因素可能產生長期影響。現在，敘述正在轉向綠色轉型，而根據短缺/庫存情況而調整的價格將走高。

行業預測顯示多年的短缺，並在基本金屬領域進行重新調整。這種不平衡不僅會增加通脹和增長的壓力，還會增加尋找新技術以實現完全綠色經濟增長的壓力。**從投資者的角度來看，與其他風險資產相比，它將為基本金屬提供有意義的正風險溢價。**

全球銅庫存和短缺



Source: Amundi Research, Bloomberg, as of 31 January 2021. Cumulative shortages = cumulative production/demand, Global inventories = inventories/demand

多元資產



Matteo GERMANO
多元資產部主管

我們認為，目前勢頭的暫停並不是要求進行任何結構性去風險，而是讓投資者評估我們目前所處位置、保持迄今為止的良好表現並在未來尋找有吸引力的切入點的一種方式

暫時風險中性，發揮相對價值

預計美國和歐洲今年將實現強勁增長，從中期角度來看，這使我們能夠保持整體親風險範式。然而，我們在上個月提到了對軟硬數據保持警惕的重要性，軟、硬數據一直顯示經濟勢頭停滯。現在，我們確認情緒溫和減弱和通脹數據上升，出現積極意外的門檻要高得多。因此，我們建議投資者策略性地將風險降低至中性，並在估值更具吸引力時尋找切入點。從今年整體復甦的角度來看，投資者應該採用一種總回報、敏捷的方法來保護回報免受通貨膨脹的影響。

高信念投資意念

我們已轉向對股票的中性立場，從戰術上對歐洲和新興市場的樂觀立場轉變為中性立場。這不是呼籲任何長期去風險化，而是讓我們了解估值如何受到投入價格（利潤率）上漲和美國利率上行壓力的影響，以及在市場經歷一段變得自滿的時期後盈利預期如何演變。在新興市場股票方面，通脹意外風險和美元走強構成主要阻力，至少在短期內是如此。然而，我們透過香港線路對中國保持略微樂觀。

另一方面，我們現在對美國存續期持防禦態度，對歐洲持中性態度，因為美國史無前例的經濟增長修正可能在中期內對美國國債收益率構成上行壓力，儘管我們認為上行路徑將慢於在第一季度看到的。整體而言，保持積極主動的必要性很高。

由於疫苗取得進展和經濟重新開放，我們對美國通脹和英國收益率曲線變陡（2-10年）持樂觀態度，因此，我們維持通貨再膨脹的觀點。在基本面和技術面強勁的情況下，歐元外圍債務（尤其是30年期意大利相對德國債券的利差）繼續提供有吸引力的收益率。在支持性基本面的情況下，環球經濟背景以及我們對復甦

和重新開放的預期使我們能夠對歐洲投資級和高收益債券的企業信貸持樂觀態度。投資級債券應會受益於歐洲央行的債券購買，而不斷改善的違約率前景為高收益債券描繪了一幅積極的畫面，但慎選很重要。整體而言，風險情緒對資產類別的支持越來越高。

新興市場債券是一種長期提高投資組合收入的工具。然而，由於新興市場債務達到公允價值，我們暫時轉向中性。此外，人們擔心美國利率上升、新興市場與發達市場增長差距縮小，以及一些新興市場的疫苗推出速度放緩和財政狀況疲軟（債務/GDP比率膨脹）。

外匯是投資者發揮相對價值和通貨再膨脹故事的關鍵方式，但他們應該準備有選擇地調整立場。例如，我們不再看好墨西哥比索兌美元，因為墨西哥的國內風險增加及其經濟基本面不太吸引人。然而，我們對盧布兌歐元和巴西雷亞爾兌日圓的利差持樂觀態度；在亞洲，我們對韓圓兌歐元（半導體週期）和離岸人民幣兌歐元保持樂觀，因為中國在亞洲內部貿易中的角色越來越重要。

發達市場方面，我們已將美元兌日圓上調至正值，因為美元可能在短期內受到收益率上行壓力的支撐，而日圓將受到日本經濟增長相對疲軟的壓力。我們透過加元兌美元和挪威克朗兌歐元保持通貨再膨脹的外匯交易籃子，但對瑞士法郎兌英鎊和加元保持謹慎。

風險與對沖

雖然中美再度緊張局勢應該是暫時的，但在這方面的任何失望都可能導致更高的波動性。此外，我們還看到英國的一些與蘇格蘭支持獨立政黨有關的風險。因此，投資者應保持適當的對沖，以透過衍生品保護其投資級信用和美國利率風險。

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列示了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。

USI=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；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

一個關於增長、通貨膨脹和實際利率的故事



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

儘管通脹預期一直在上升，但實際利率仍然為負。投資者應密切關注經濟增長對名義和實際收益率的影響，並保持對存續期的樂觀看法

環球經濟復甦勢頭增強，但亦引發了關於通脹的爭論，尤其是在美國。儘管最近通脹率過高，但聯儲局可能會淡化風險。然而，消費者和生產者價格都在上漲，當我們查看採購經理人指數 (PMI) 數據時，其表明價格壓力已經存在一段時間。因此，在政策失誤的風險下，迫切需要在存續期上保持謹慎和靈活，而信貸大背景仍然利好。

環球及歐洲固定收益

我們略微增加了對美國存續期的防禦立場，但在整個收益率曲線上保持活躍以監控利率走勢。在核心歐元方面，鑑於曲線變陡的預期，我們維持謹慎看法，但對外圍債務持積極態度。後者提供有吸引力的收益率，且應會得到歐洲央行的大力支持。我們也看好中國和澳洲的存續期。我們確認自己對美國和歐洲通脹的積極看法，但投資者應透過澳洲的損益平衡工具來分散這一策略。

在信貸方面，我們正在評估環境、社會、治理 (ESG) 角度、美國基建計劃和經濟反彈。最後一點也正在改善企業基本面，導致最佳的違約前景。此外，投資者應透過降低存續期風險、增加利差和期限較短的債務來調整其投資組合，以應對通脹帶來的利率上升風險，從而使整體信貸貝塔值保持不變。整體而言，我們看好與反彈相關的金融次級債和週期性板塊 (能源、汽車)。在歐洲投資級債券方面，我們更喜歡 BBB 級產品，而在高收益債券方面，我們尋求進一步的價差壓縮，儘管我們的目標是平衡套利和質量。

美國固定收益

拜登總統的財政支出將有力推動經濟增長。另一方面，強勁的需求、供應短缺和庫存減少可能會推高通脹。因此，美國國債將承受更大的壓力，導致曲線變陡。我們對存續期保持謹慎但樂觀態度，並正在監控名義收益率、通脹和實際利率的變動。TIPS 仍然得到很好的支持。強勁的消費者收入和儲蓄使我們能夠對消費者、住宅抵押貸款和證券化信貸市場持積極態度，但我們會慎選。估值意識極其重要，尤其是在流動性充裕的非代理和商業地產領域。最後，我們對企業信貸持樂觀態度，但避免上漲且波幅大的公司。核心收益率和通脹的上行壓力要求我們謹慎對待利率和存續期風險。我們建議限制長期投資級債券，並傾向於短期債券。高收益債券提供更好的套利，但慎選至關重要。

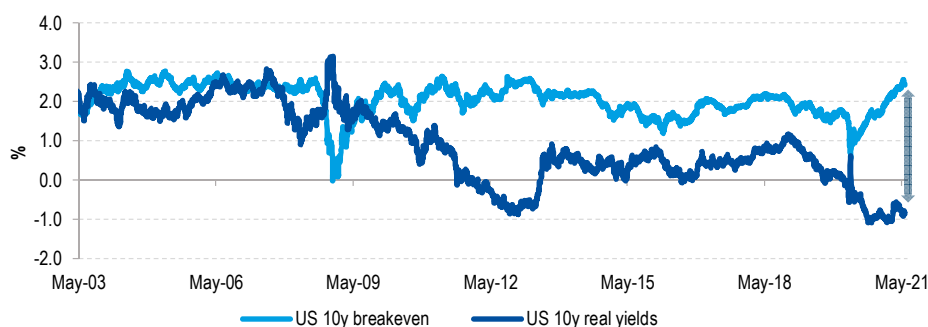
新興市場債券

緩慢的疫苗接種計劃、疫情死灰復燃和美國利率上升導致我們在短期內對新興市場金融機構持謹慎態度。我們對存續期持防禦態度，對本地利率持謹慎態度，偏向於短期。在硬通貨債券方面，由於美國收益率上升，主權利差顯示出彈性，但在當前水平上，投資級債券仍然昂貴，而高收益債券的估值更為合理。

外匯

鑑於該國經濟強勁復甦，我們進一步上調了對美元的正面看法，這應會推高美國收益率。然而，由於蘇格蘭公投的潛在壓力，我們下調了英鎊兌歐元的評級。

美國十年期實際利率和損益平衡點



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 May 2021. USGGBE10 Index, H15X10YR Index

GF=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; US=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

週期性、價值輪換不會是一條直線



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

在通脹環境下，投資者應關注透過品牌和知識產權表現出的高利潤和強大定價權的公司

整體評估

整個發展中國家的疫苗推出正在取得進展，經濟正在重新開放。然而，市場似乎在定價「金髮姑娘」情景，未來盈利增長將足以彌補投入價格上漲的影響。這意味着通脹壓力可能會轉嫁給消費者。但如果增長令人失望——這並非我們的基本情景——估值可能會受到影響。這些都表明投資者應保持平衡立場，偏向於正常化。但這也表明，並非所有投資工具都會隨着預期的復甦而上漲。**自下而上的基本面分析應有助於投資者識別未受干擾的企業和資產負債表強勁的企業**，尤其是在週期性和價值領域。

歐洲股票

我們認為，雖然歐洲的盈利修正非常強勁，但市場的反應表明不少利好消息已經被消化。**因此，選股和識別具有定價權的公司很重要。**毫不奇怪，歐洲各行業的構成方式意味着在經濟增長疲軟的危機期間，週期性和價值領域受到的影響最大。不過，這也意味着，當今年經濟恢復增長時，這些領域應該會表現得很好，因為輪換還有很多空間。在行業層面，我們對工業板塊更為樂觀，並保持對金融板塊的偏向（盈利潛力、良性資產質量、利率上升帶來的積極翻動）。另一方面，我們持有優質的防守型股票（電訊），這些股票正變得越來越有吸引力並提供強勁的現金流收益。我們在科技（利率敏感性）等領域持謹慎態度，並增加了對估值不反映基本面的非必需消費品的偏見。

美國股票

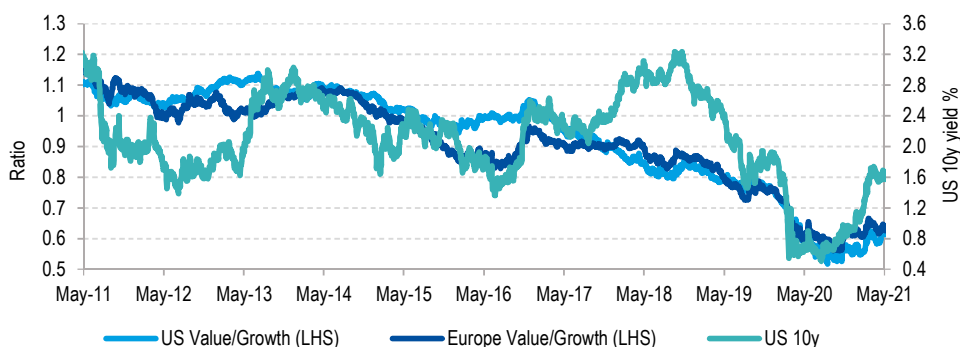
當通脹預期過高且估值過高時，盈利增長、經濟重新開放和領導層輪換將推動市場。收益以及週期性和價值投資的未來前景已經顯示出強勁的趨勢，說服我們在這些領域保持積極的立場。但這也表明，隨着估值越來越高，選股將變得更加重要。重要的是，價值股還可以對沖通脹，金融、能源和材料等行業是這一趨勢的核心。對於一些增長型股票，大部分利好消息已經被消化，且證實了我們的謹慎立場（勢頭強勁、高增長）。儘管科技股在相對估值的基礎上並不具有吸引力，但仍有一些積極且引人注目的長期趨勢需要考慮。

另一方面，對利率（資本成本）上升的預期使我們相信，除醫療保健外，防守型細分市場並不便宜。這是因為該行業的預期改革可能已經被消化。但只有那些擁有強大創新文化的公司才能提供可持續的回報。

新興市場股票

估值受到經濟復甦和盈利改善的支持。然而，需要監測地緣政治和特殊風險（俄羅斯/烏克蘭、拉丁美洲抗議、亞洲地區緊張局勢）。在復甦預期中，我們看好價值/週期性股票而非增長。在行業層面，由於重新開放，我們對非必需消費品行業更為樂觀，但對科技行業則不太樂觀。另一方面，由於估值升高，我們對醫療保健更為謹慎，並對消費必需品和中國金融股保持防禦性。

輪換偏好值將持續存在，但並非線性



Source: Amundi, Bloomberg, data as of 19 May 2021. Russell 1000 Value, Russell 1000 Growth, MSCI Europe Value, MSCI Europe Growth.

專題環球投資觀點



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監



Pierre BLANCHET
投資情報部主管

民主黨人並不尋求 與共和黨人妥協

如果民主黨成功通過資本利得稅怎麼辦？

自拜登 (Joe Biden) 當選以來，大多數觀察家都對民主黨人儘管只略佔多數仍能通過重要的財政政策感到驚訝。我們認為，無論共和黨反對，資本利得稅上調都可能繼續實施。從短期和長期來看，先前加稅對市場的影響尚不清楚。然而，加上經濟勢頭放緩和對聯儲局緊縮政策的擔憂，這可能對2021年第四季度的美國股市構成短期不利因素。

去年11月拜登當選時，民主黨在參議院沒有多數席位。當時的共識是，新政府將尋求與共和黨就財政政策達成妥協。一月初在參議院獲得多數席位並沒有改變觀察員的信念。民主黨的多數席位被認為過於狹隘，無法通過所有選舉承諾。由於一些中間派民主黨議員公開反對某些承諾，因此這一點更為真確。

因此，拜登政府設法毫不妥協地通過了1.9兆美元的刺激計劃也就不足為奇，當時大多數觀察家預計會達到1.1兆至1.3兆美元的刺激計劃。民主黨唯一不得不放棄的是提高聯邦最低工資的措施，因為和解程序不能用於透過不直接影響預算的措施。

不久之後，拜登提出其基建投資計劃（「美國就業計劃」），其中包括其不少總統競選承諾。該計劃的資金將在8年內達到近22,500億美元，其資金來源將是在15年內增加等量的公司稅。拜登隨後介紹其復甦計劃的第二部分，在未來10年中新增1.8兆美元的社會支出，資金來自對最富有家庭的增稅。與此同時，政府希望取消對私募基金經理的稅收優惠¹。最後，拜登簽署了一項行政命令，將與聯邦政府簽訂公司的最低時薪從10.95美元提高到15.00美元。

¹ 除工資外，這些經理主要依賴一部分資產增值（稱為「附帶權益」）。這些利潤目前作為資本收益徵稅，稅率遠低於適用於工資的最高邊際所得稅稅率。拜登提出的計劃將取消這項稅收優惠。

事實上，民主黨並不關心與共和黨達成妥協，共和黨自然非常反對所有這些項目，尤其是稅收項目。

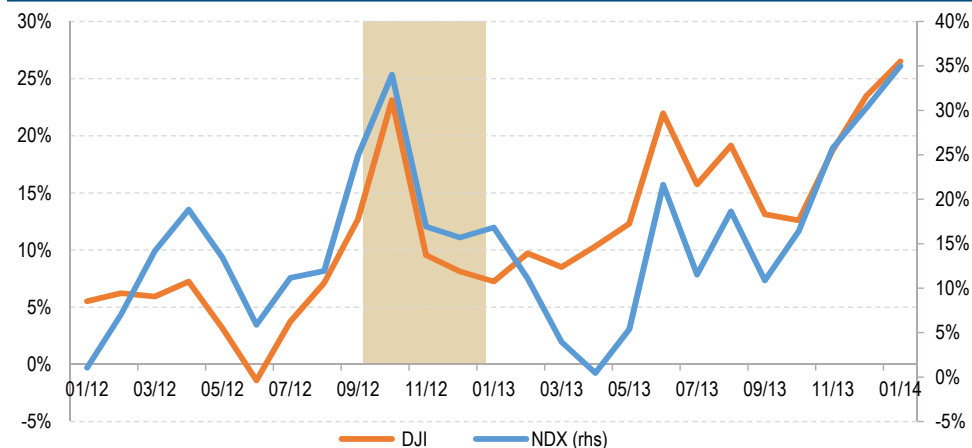
最新的人口普查結果表明，政治權力正在從中西部和東北部轉移到南部和西部。最新的州人口數據將用於重新分配國會和選舉人團的席位。我們認為這將加強民主黨的策略。根據我們的計算，2022年民主黨主導的州份將失去三個眾議院席位，而共和黨主導的州份將獲得三個席位。這意味着民主黨可能會在2022年11月的這一新分裂中失去對眾議院的控制。這對民主黨來說是一個真正的警鐘。

因此，人口普查應鼓勵他們信守選舉承諾，以鞏固其選舉基礎。最具代表性的措施之一是**提高資本利得稅**，該措施具有很強的分配效應。在此背景下，與大多數觀察家不同，我們認為該措施可能會在年底前通過。

資本利得稅會傷害美國股市嗎？

在最近的歷史中，美國增加了四次資本利得稅：1969、1976、1987和2013年。1976年的加幅被限制在不到4%，而其他三次接近9%，即與民主黨正在討論的當前加幅相當。1969年已是50多

1/ 道瓊斯工業指數 (DJI) 和納斯達克100指數 (NDX) 表現 (同比增長百分比, 按月, 12年1月至14年1月)



Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

專題環球投資觀點

人口普查顯示政治
權力正在轉移資本利得稅可能會對價格勢
頭強勁的股票產生負面影響

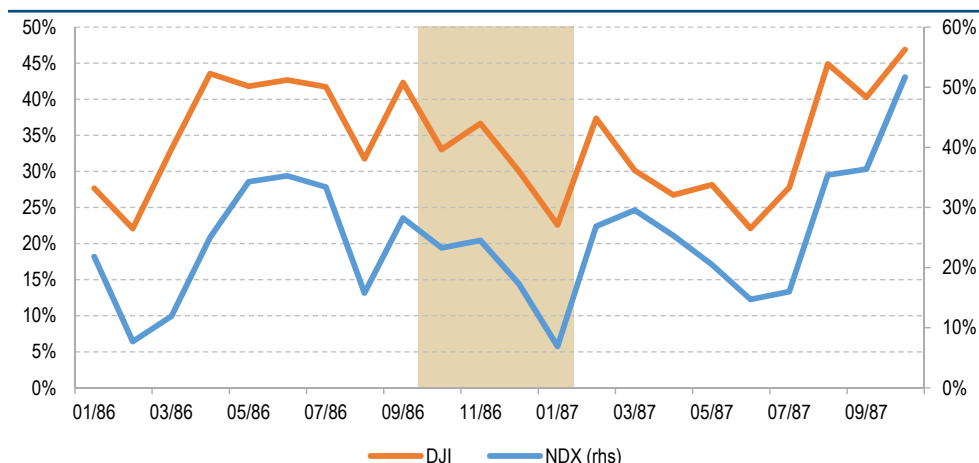
年前，當時美國家庭儲蓄率接近10%，而今天為2.5%，美國股市處於熊市。因此，與今天的情況進行比較可能沒有那麼重要。但我們仍然可以使用1987年和2013年作為參考點。

查看道瓊斯工業平均指數 (DJI) 和納斯達克100指數 (NDX) 的表現時，我們可以看到在資本利得稅實施日期前三個月出現拐點，這可能與 (除其他因素外) 投資者在新稅率出台之前獲利回吐有關。納斯達克100指數在2012年的最後三個月下跌了5%，道瓊斯工業平均指數則下跌了2%。類似的情況發生在1987年資本利得稅上調之前，納斯達克100指數和道瓊斯工業平均指數在1986年的最後三個月都失去了積極的價格動能，儘管兩者保持了少量的正回報。然而，2013年和1987年，這兩個指數都迅速回升，並在上半年表現出積極的表現。因此，假設加稅是這些業績變化背後的主要因素，這只是一次性的，具有短期影響。

假設如果在2022年1月1日實施新的加幅，這次同樣的獲利行為將再次適用，那麼美國股市可能在2021年10月至12月面臨逆風。私人投資者可能會在第一季度重建持倉。展望未來，我們應該假設影響將是微不足道的。事實上，在1987年和2013年稅率上調三年後，道瓊斯工業平均指數和納斯達克100指數均上漲了30%到76%。因此，我們不能斷定加稅僅對該措施有很大影響。然而，再加上經濟勢頭放緩和對聯儲局緊縮政策的擔憂，情況可能就是如此。

圍繞2013年資本利得稅上調 (使用道瓊斯工業指數的成分) 對單個股票表現的分析表明，2012年的一些表現優異的股票從10月到年底出現了回調。然而，有幾個反例。從事件發生前1、3、5 和 10年的股票回報來看，在所有時間範圍內表現積極的17隻股票中，即累積大幅上漲概率最高的股票，只有9隻在一年的最後三個月有負面表現。這包括蘋果、麥當勞、沃爾瑪和迪斯尼等名稱，沒有特定的行業偏見。50%不足以制訂規則，但值得注意的是，大多數在加稅前表現不佳的股票在三個月內跑贏了指數。因此，我們假設有一些影響。

資本利得稅的增加可能會對近年來表現非常強勁的美國市場的股票或板塊產生影響。這種影響在個股層面可能比在指數層面更顯著。例如，Tesla或蘋果等公司可能會受到影響，但影響應該是有限且短暫的。如果歷史重演，沒有證據表明加稅會對美國股市產生長期負面影響。

2/ 道瓊斯工業指數 (DJI) 和納斯達克100指數 (NDX) 表現
(同比增長百分比, 按週, 86年1月至87年10月)

Source: Amundi Research - Data as of 25 May 2021

專題環球投資觀點

問題實際上可能發生在其他地方。資本利得稅將僅限於年收入超過100萬美元的人，即0.7%的美國家庭。這些投資者當然可以進入股票市場，但也可以使用廣泛的投資產品，例如私募股權和另類投資基金。主權債券和信貸的強勁表現也可能是等式的一部分，而資本利得稅可能引發股市流出。

本文於2021年5月25日定稿

中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們維持中央情景和替代情景的敘述和概率。在我們的中間情景中，在流動性充裕、基本面改善和貨幣政策寬鬆的背景下，股票表現優於大市。疫苗抗藥性病毒變種、鷹派政策意外、地緣政治緊張局勢都是主要的風險來源。在18個月之後，我們預計，隨着通脹率上升，美國經濟將恢復增長潛力，而整個歐洲的滯脹壓力將上升。由於風險資產估值過高，我們認為政策錯誤或不利事件的利潤空間較小。

下行情景

10%

多方面的壓力*

分析

- ✿ 病毒的遺傳進化導致新的環球封城措施和增長復發
- ✿ 疫苗的副作用及/或持久的短缺，削弱了大眾的信心和復甦前景
- ▲ 高度親週期性的美國政策最終導致通脹預期不穩定，並導致利率、美元及/或大宗商品價格上漲，從而(透過波動衝擊)對風險資產造成損害並損害了金融穩定性。融資環境緊縮加劇了經濟和金融脆弱性
- ▲ 歐元區未能實現復甦，一些過度負債的國家陷入滯脹
- 中期增長預期下降削弱了公共債務的可持續性
- 中國增長放緩速度快於預期並蔓延至發達經濟體
- 地緣政治勢力的重新平衡導致保護主義和去全球化，對貿易和環球價值鏈產生負面影響

市場影響

- 偏好現金、美元和美國國債
- 使用最小波動率策略

中間情景

70%

多速復甦

分析

- ✿ 疫苗的推出導致各地區強勁但不均衡的多速復甦：美國和歐洲強勁、新興市場疲軟
- ▲ 美國政策助推措施縮小新興市場與發達市場之間的增長溢價差距
- ▲ 寬鬆的貨幣和財政政策繼續為經濟復甦提供支撐，讓通脹風險暫時得以遏制、債務/GDP比率暫時得以穩定
- ▲ 儘管有政治承諾動員財政政策，但歐盟的執行情況被沖淡
- 由於積極的企業盈利勢頭、主動去槓桿化和低融資成本，償付能力風險消退，特別是對於低評級發行人和受影響的行業
- ✿ 新冠病毒危機以及社會和政治緊張局勢加劇，導致收入和財富不平等加劇
- 宏觀和微觀基本面導致積極勢頭有所暫停。如果出現問題，過高的風險資產估值和技術面會縮小操作餘地

市場影響

- 在週期的這個階段，股票仍然是首選資產。價值型和週期性投資跑贏大市的表現仍將繼續。在股票和貨幣領域支持槓鈴式持倉定位
- 美國國債收益率曲線的遏制陡峭蔓延到了歐元區和新興市場。
- 透過新興市場股票和收益增長信貸來保持增長和收入。慎選新興市場硬通貨。
- 偏好掛鉤產品作為通脹對沖

上行情景

20%

可持續和包容性復甦

分析

- ✿ 大規模疫苗接種將解決這一公共衛生危機，使全球在21年下半年全面復甦
- ▲ 由於不明朗因素較低，政策助推可以進入實體經濟和金融市場，從而縮小製造業和服務業之間的差距
- ✿ 儲蓄變成可支配收入增加，從而帶動消費，形成增長/通脹良性循環(而不會造成全球過熱)
- ✿ 包容性和可持續增長消除了進一步政策支持以減少不平等差距的需求
- ✿ 美國就業市場復甦快於預期，工資壓力出現但聯儲局按兵不動
- 新的數碼及綠色發展帶來中期生產力提升

市場影響

- 美國國債曲線因快速增長和通脹預期而趨於陡峭
- 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

* 沒有任何下行情景。在此，我們考慮到我們已經確定的許多下行風險因素。這些風險因素可能會或可能不會結合在一起，導致增長再現及/或通脹壓力上升，從而在市場上產生新一輪的動盪。一些風險是「外來」的(例如：疫情動態、疫苗供應)，其他則與危機及/或經濟政策直接相關。儘管透過疫苗接種運動，與疫情相關的風險應會隨時間流逝而減少，但在接下來的12至18個月中，「最高風險」一節中提到的其他風險將會有更高的發生概率。

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。我們本月的敘述和中間情景風險保持不變。

經濟風險
15%

- 環球「退市」
 - 隨着通脹預期上升，量化寬鬆計劃可能會成為問題
 - 通脹動態和央行的反應功能可能是不明朗因素的來源，特別是在新興市場中，通脹接近大部分央行的目標
- 美國聯儲局提早退出或溝通不暢，可能會導致類似於2013年的第二次「退市恐慌」
- 面對疫苗推出問題的疫症大流行2.0
 - 一種或幾種病毒變體會使現有疫苗失效，並會影響經濟復甦
 - 疫苗的意外後勤問題或副作用可能會對投資者和商業情緒產生非常不利的影響
- 長時間多次出現惡化的復甦可能會打擊商業和消費者信心，並在尚未受到大流行直接沖擊的行業（例如：金融業）中循環
- 勞動力市場滯後效應被低估，失業率上升，可能引起社會緊張

財務風險
20%

- 通脹預期失衡，從而導致因政策錯誤（例如：先發制人的貨幣政策緊縮或財政計劃過大）而造成的債券市場錯位
- 企業償付能力風險：儘管基本面有所改善，惟一旦央行取消流動性和政府擔保計劃，經濟衰退的程度可能將增加償付能力風險
- 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，如果出現政策錯誤，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（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
- 美元的不穩定性，可能會在兩個方向產生影響：
 - (1) 貶值可能會促使美國聯儲局停止其APP計劃，對美國市場產生負面影響，將通縮帶入歐元區和日本，並破壞新興市場的復甦；
 - (2) 升值可能會傷害新興市場國家，美國國債收益率上升會蔓延至歐元區債券市場

(地緣) 政治風險
15%

- 中美冷戰
 - 民主黨人對中國採取強硬路線
 - 幾項制裁和一些中國公司退市標誌着緊張關係升級的跡象
 - 南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭
- 在混亂的疫情危機管理和食品價格上升的背景下，新興市場國家內部和內部的政治不穩定
- 英國脫歐後削弱歐洲凝聚力的風險
 - 2020年以英國脫歐協議結束，但該協議的實施比預期中更具破壞性
 - 北愛爾蘭新的邊境規定引起緊張局勢
 - 倫敦金融城失去市場佔有率的速度快於預期
- 網絡攻擊或數據洩露，破壞資訊科技系統（安全、能源和健康服務）

+ 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

資產縱橫：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

- 隨着新冠疫情限制的放寬，歐元區的經濟活動正在逐步加速。軟數據證實了正在進行的重新開放背後的樂觀情緒，帶來了強勁的上行驚喜。尤其是，零售活動的上升提供了受打擊最嚴重的行業逐步觸底反彈的證據，證實了最新採購經理人指數 (PMI) 的亮點：市場共識顯示出溫和向上反轉的跡象，其中法國處於領先地位。
- 軟、硬數據都證實了美國的經濟活動正在穩步增長。數字繼續出人意料地上行，反映出美國經濟重新開放的強烈信心。共識仍然很高，這應會導致經濟意外的逐漸逆轉，因為進一步的上行意外變得越來越難以實現。

●●● 技術資料

- 我們的技術指標繼續描繪風險資產的混合環境。就上一個月而言，重大變化與逆勢訊號有關，而鑑於最近的市場拋售，逆勢訊號處於更好的位置。
- RSI最終離開了大多數細分市場的超買區域，並可能吸引投資者。
- 另一方面，季節性因素可能發揮了作用，並正在轉化為遠不那麼明確的趨勢。
- 與上一個月一樣，技術面仍然喜憂參半，表明對風險資產的立場是中性的。

●●● 基本面與估值

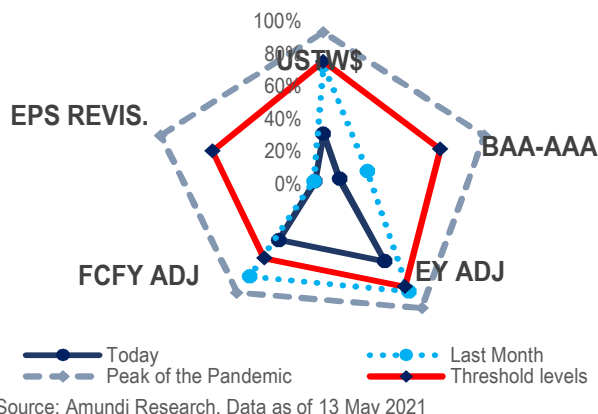
- 當前的信貸和股票市場水平反映了「金髮姑娘」的情景，利潤強勁復甦、央行仍然持溫和立場。
- 絕對市盈率高於歷史趨勢，表明投資者自滿。
- 在近期長期利率飆升之後，相對價值指標為股票市場大幅上漲提供了較少的支持。

中立 +
資產配置

●●● 情緒

- 通脹恐慌導致5月份風險資產的波幅增加和整合，因為名義利率和實際利率的傳導是當前高估值的逆風。也就是說，我們的風險情緒指標繼續表明市場結構良性，最近美元的拋售和信貸風險溢價的改善平衡了波幅上升和金融狀況的溫和惡化 (穆迪的利差低於70個基點，是自2019年初以來的第一次)。
- 情緒的溫和惡化，再加上其歷史分佈的最高百分位的金融狀況，可能會導致市場自滿。這是未來需要密切監控的事情。

跨資產前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



CAST標誌着極低的風險感知。

由於所有成分的整体改進 (除因信用風險而調整的ERP之外)，Sentinels仍處於有利風險的區域。

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 由於強勁需求和強勁管道價格壓力的支持性組合，美國通脹率獲上調

- 雖然我們確認了我們對2021年GDP增長7.5%的中期預測，但我們已經上調了通脹模式，現在預計在第四季度之前將徘徊在3%以上，然後繼續沿着減速趨勢到2022年底達到2.4%
- 我們預計美國通脹將在第二季度達到頂峰，原因是在2020年第一次新冠疫情浪潮期間不少價格暴跌的週年日的主要基數效應。
- 由於重新開放而對商品和服務的需求強勁且供應受限（在某些情況下因生產瓶頸而加劇）的相互作用，預計近期通脹每月將特別波動。
- 前景的主要風險仍然是上行：a) 經濟重新開放時更大的定價權可能會導致高投入成本比預期更快地傳導到產出價格，而目前這種情況僅部分實現；b) 長期消費通脹預期的持續上升可能會在價格設定過程中更加根深蒂固。

2 隨着經濟勢頭達到頂峰，潛在發達市場股市出現整合

- 幾個指標看起來很緊張：製造業PMI和ISM處於或接近歷史高位，MSCI環球指數和標準普爾500指數預期每股盈利已經高於危機前的水平，金融狀況處於2007年以來的最低百分位，股票頭寸處於恢復到疫情前的水平。
- 從防守型轉向週期性的巨大輪換標誌着一個暫停。估值很緊張。
- 我們將環球股票評級從增持下調至中性。然而，我們預計市場整合是短暫的，不會逆轉牛市。

3 拉丁美洲的週期性復甦陷入「左旋」政治鐘擺

- 在疫情前的結構性力量以及最近艱難的週期性環境的推動下，拉丁美洲的政治鐘擺明顯向左擺動。疫情加劇了生產力下降和社會需求上升，導致了痛苦的經濟收縮。
- 公眾不滿和反建制情緒在2019年就已經很明顯了。
- 目前正在進行的智利憲法改革掌握在一個支離破碎和左傾的機構手中。
- 在秘魯，左翼總統候選人卡斯蒂略 (Castillo) 在第二輪民意調查中領先，且有一些激進的想法。
- 哥倫比亞的財政改革與現實脫節，正在造成實際經濟和金融損害，該國的信貸評級被降級為垃圾級。
- 定於明年年底舉行的巴西大選讓當局有更多時間讓經濟站穩腳，並有機會避免盧拉的左傾。

4 日本經濟增長因第一季度GDP不達目標和疫苗接種緩慢而下調

- GDP遠低於預期，私人消費放緩對收縮貢獻了一半以上。
- 接種疫苗的人口比例仍然很低（不到10%），這使日本面臨再次感染的風險。緊急狀態在五月初擴大，影響了流動性。
- 外需仍是亮點，海外機械訂單猛增。

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	=		拜登政府的經濟重新開放和財政支出應會支持整體增長和需求，但市場上也存在極端估值的角落。此外，供應短缺和潛在稅收上漲仍然是可能影響需求的問題。因此，我們保持慎選，正在監控風險並透過與有利於週期性和價值股的復甦相關的輪換來發揮作用。
	美國價值	+		減少對人們行動的限制以及疫苗接種的進步（美國內外）繼續推動消費需求和經濟增長。因此，我們相信價值轉向將獲得進一步動力，尤其是當我們看到一些通脹跡象時。還有機會識別有潛力成為未來ESG領導者的優質、穩定的公司。
	美國經濟增長	-		在估值仍然較高的情況下，我們對增長，尤其是超增長的謹慎看法。隨著未來經濟增長回報和利率上升，投資者應探索受貼現率上升影響較小的價格更佳的領域。
	歐洲	=		最新的財報季表現強勁，表明經濟正常化的重要性。該地區仍在見證重新開放，這應會支持與經濟增長相關的行業的（非線性）輪換。然而，我們認為市場已經消化了很多好消息。因此，我們正在監測通脹趨勢並關注相對價值以及基本面和定價能力強勁的公司。
	日本	=	▼	環球經濟勢頭暫停可能會短暫影響日本市場。從中期來看，出口、工資上漲和日圓走弱應該會支持增長。
	新興市場	=/+	▼	美國收益率上升的前景，加上特殊風險和外部脆弱性，為新興市場帶來了一些近期阻力。以高度慎選的眼光，投資者應關注與消費改善相關的價值/週期性領域，以及顯示出有吸引力的估值和可持續趨勢的行業。
固定收益平台	美國政府債券	-	▼	我們看到消費物價指數（CPI）高於預期、供應短缺，而且美國聯儲局優先考慮就業。再加上強勁的消費、赤字擔憂和政府支出計劃，表明通脹將進一步上升，給美國國債帶來壓力。投資者在存續期管理中應保持謹慎和積極的態度，但在此過程中，必須避免長存續期的錯誤。相比之下，隨着通脹上升，國庫通脹保值證券應會表現良好。
	美國投資級公司債券	=		鑑於核心收益率的上行壓力，我們正在限制投資組合中的存續期、利率風險和長期債務。相反，我們專注於期限較短的工具，較喜歡能夠有更多機會保持慎選的特殊風險。在消費者收入改善的情況下，證券化信貸似乎很有吸引力，尤其是非住宅證券化債務。然而，投資者必須具有估值意識。
	美國高收益公司債券	=		高收益債券的利差具有吸引力，隨着經濟開放，企業基本面應會改善。然而，仍然需要透過慎選的方法來捍衛超額收入並平衡收益和質量之間的細微分別。
	歐洲政府債券	-/=		我們認為歐洲經濟增長的改善（以及潛在通脹）為曲線變陡提供支持，從而對核心歐元債券施壓。因此，我們維持審慎立場。然而，歐洲央行將阻止收益率大幅上升以支持經濟增長。另一方面，我們對外圍債務持樂觀態度。
	歐洲投資級公司債券	=/+		鑑於基本面和技術面穩定，市場流動性充裕，預期溫和改善，我們對投資級債券持樂觀態度。評級展望和自由現金流狀況也在改善。但考慮到某些情況下的估值過高以及利率和存續期風險，我們仍保持慎選。整體而言，我們看好BBB級債務、期限較短和與經濟復甦相關的行業（次級債務、能源、汽車）。
	歐洲高收益公司債券	=		在經濟反彈的背景下，企業基本面正在好轉，這應該會支持違約前景。我們更喜歡有進一步利差壓縮空間的區域，但我們非常小心選擇。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		在主權和企業領域，我們維持高收益而非投資級債券的偏好，因為高收益債券的估值比年初更合理。然而，美國利率上升帶來了不利因素。從長遠來看，資產類別可以很有效地補充投資者的創收策略。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		美元走強和美國利率上升對本幣債務構成不利影響，需要採取高度選擇性的方法。我們在利率方面特別謹慎。在外匯方面，我們認為下半年有復甦的潛力。
其他	商品			環球經濟反彈支撐大宗商品價格。由於需求增加（綠色轉型和經濟重新開放）以及對供應短缺的擔憂，銅等基本金屬價格上漲。儘管聯儲局目前維持低利率，但投資者應密切關注利率變動及其對金價的影響。
	貨幣			從長遠來看，美國的「雙赤字」應會對美元構成壓力。短期內，由於經濟增長差異，美元應會表現良好，尤其是對低收益外匯（日圓、瑞士法郎）。但隨着經濟開放，週期性G10外匯匯塊挪威克朗、加元和澳元可能表現良好。

圖例

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

資料來源：東方匯理截至2021年5月22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。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至24/5/2021

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 範圍	2020	2021	2022
世界各地	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2
發達國家	-5.2	5.1/6.0	3.2/3.9	0.7	2.1	1.8
美國	-3.5	6.8/8.2	3.3/4.2	1.3	3.1	2.5
日本	-4.9	2.5/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
英國	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
歐元區	-6.7	4.0/4.6	3.1/3.8	0.3	1.8	1.5
德國	-5.1	2.7/3.3	3.0/3.6	0.5	2.4	1.7
法國	-8.2	5.6/6.2	2.9/3.5	0.5	1.5	1.6
意大利	-8.9	3.7/4.3	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
西班牙	-10.8	4.6/5.2	4.4/5.0	-0.3	1.4	1.3

來源:東方匯理研究

- 美國:**由於極其寬鬆的政策組合,美國經濟繼續強勁復甦,在我們撰寫本文時,很可能恢復到疫情前的水平。我們最近上調了2021年的增長和通脹前景。由於第二季度的強大基數效應在起作用,通脹預計將飆升然後放緩,同時由於需求/供應不匹配而在短期內保持非常波動,而低庫存和投入成本上升加劇了這種情況。美國聯儲局很可能會認為這些發展符合其目標,並繼續將這些通脹壓力視為暫時影響。
- 歐元區:**事實證明,第一季度GDP數據強於預期,收縮幅度比延長限制措施所暗示的要溫和。隨着限制的取消,第二季度應會出現溫和增長,隨後隨着限制的廣泛取消和疫苗接種活動的進展,從夏季開始加速增長。各國政府應繼續提供財政支援,直到復甦步入正軌,而歐洲央行則仍然採取寬鬆態度。通脹應呈上升趨勢,受暫時性因素影響保持波動,同時在2022年回落至趨勢下方之前,在第四季度暫時超過目標。
- 日本:**第一季度GDP遠低於預期,所有行業均有所放緩。國內需求的萎縮(尤其是在私人消費方面)是對流動性帶來軟性限制的罪魁禍首。展望未來,日本疫苗接種步伐緩慢,情況令人擔憂,這使其容易受到新一波感染和變異傳播的影響。與活躍的外部需求相反,消費可能只會緩慢復甦,從而抑制通脹上升。
- 英國:**隨着重新開放時間表和疫苗接種活動符合政府計劃的里程碑,我們預計將在6月21日之前全面重新開放。鑑於經濟復甦的跡象強於預期,我們上調了增長預測,預計經濟將從第二季度開始回升,並在下半年保持強勁勢頭。在暫時性因素的影響下,通脹率應會上升,但整體仍將保持在目標範圍內,並且不會損害貨幣政策的支持立場,而貨幣政策立場應與最近加強的財政政策相配合,以便穩固地支撐經濟復甦。

主要利率展望

	20-05 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	0.15	0/0.25	0.16
歐元區	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
日本	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

來源:東方匯理研究

- 美國聯儲局:**美國聯儲局主席鮑威爾在四月的聯邦公開市場委員會會議上重申,現在還不是談論「退市」的時候,並強調距離目標還有很長的路要走,要取得「實質性的進一步進展」還需要「一段時間」。勞動力市場是首要重點:退市的時間將取決於其演變。他們需要幾個月的強勁就業,然後才能開始思考和溝通「退市」規模,可能是在八月的傑克遜霍爾會議上。聯儲局堅持認為,未來幾個季度的強勁通脹將是暫時的,因為通脹將受到基數效應和瓶頸的驅動。
- 歐洲央行:**正如預期的那樣,4月份會議沒有傳遞任何政策消息,但歐洲央行仍保持溫和立場,並重申了其非常寬鬆的貨幣政策立場。歐洲央行行長駁回有關最終「退市」為時過早的討論,並強調其他司法管轄區需要在相當長的一段時間內維持貨幣刺激政策,因為經濟距離「跨過疫情大橋」還有漫漫長路。6月會議的重點可能是對PEPP採購的季度審查。
- 日本央行:**日本央行於4月28日上調增長預測後,日本的復甦前景再次黯淡,最新的增長和通脹數據均出人意料地下行。由於疫苗接種率低(每100人不到5劑),該國大部分地區在感染增加的情況下恢復了緊急狀態。這一發展雖然不太可能在短期內觸發額外刺激措施,但表明日本央行可能會在更長時間維持現況。
- 英國央行:**在上次會議上,英國央行將其資產購買計劃的整體目標維持在8950億英鎊不變,儘管一名成員投票贊成縮減整體規模。同時,由於英國的量化寬鬆政策並非無限期,而且其購債提前,英國央行宣佈放緩購債速度。儘管將2021年GDP預測從5%顯著上修至7.25%,但貨幣政策委員會發出了整體溫和訊息,因為緊縮仍有很長的路要走。

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	6月16日
歐洲央行理事會	6月10日
日本銀行金融政策決定會合	6月18日
英倫銀行貨幣政策委員會	6月24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24/5/2021

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 範圍	2020	2021	2022
世界各地	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2
新興市場	-2.2	6.4/7.2	4.0/5.0	4.0	3.9	4.1
巴西	-4.1	4.2/5.2	1.0/3.0	3.2	6.5	4.1
墨西哥	-8.2	5.4/6.4	2.0/4.0	3.4	4.5	3.4
俄羅斯	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.4
印度	-7.1	9.0/10.2	5.1/6.5	6.6	5.1	6.2
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.0	3.2
中國	2.3	8.8/9.4	4.9/5.5	2.5	1.4	2.5
南非	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.4	4.7
土耳其	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.6	11.5

來源:東方匯理研究

- 中國:**4月數據弱於預期。零售銷售和工業生產的下降增加了我們對第二季度環比增長重新加速的樂觀前景的不確定性。從好的方面而言,疫苗接種終於有所加速。以每天2000萬支疫苗的能力,到7月份,中國可以為70%的人口接種疫苗。通脹方面,雖然PPI正朝8%的同比增長邁進,但由於政策動力減弱,未來幾個月它將失去動力。相比之下,CPI通脹保持疲軟,食品通脹回落,核心通脹緩慢走強。
- 印度:**隨着新冠病例最終在全國範圍內達到頂峰,而且不僅在大城市(從截至5月9日當週的39.1萬病例,下跌至截至5月19日當週的29.5萬病例),我們確認2022年財年實際GDP同比增長為9%-10%。與此同時,儘管投入價格面臨壓力,但有利的基數效應將整體通脹保持在RBI目標範圍內,如4月份WPI同比大幅上漲至10.5%所示。貨幣政策不應急於盡早正常化,而是應保持寬鬆,引導支持性政策組合。
- 巴西:**在經歷了殘酷的4月和5月初之後,流動性與活動迅速反彈,這表明新冠疫情浪潮的另一個疲軟時期已經過去——事實上,流動性正在令人擔憂地超過新冠疫情動態。年度整體通脹率將在夏季達到遠高於目標(約每年8%)的峰值,但此後應該會緩和。巴西央行正在以75個基點的幅度上漲,但仍決心僅部分重新正常化——我們認為息率應該更高。新冠疫情改善使當局能夠將一些重點轉移到改革上,例如巴西國家石油公司(Petrobras)的私有化和稅收改革。
- 中/東歐:**四月份整體通脹率飆升,主要是受到燃料和食品價格上漲的推動。在捷克和匈牙利,酒類和煙草的消費稅上調也對通脹造成壓力。整體通脹預計將在第三季度放緩,但仍處於高位——接近或高於央行目標範圍的上限——而通脹壓力應持續存在(供應短缺、大宗商品價格高企、環球復甦、工資增長)。鑑於這種趨勢,央行的評論變得更加鷹派。貨幣政策正常化正在醞釀之中,捷克國家銀行(CNB)率先加息,而波蘭國家銀行(NBP)和匈牙利中央銀行(NBH)應會開始逐步縮減其量化寬鬆計劃。

主要利率展望

	31-05 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	3.95	3.85
印度	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20
巴西	3.50	6.50	5.15	6.50	5.85
俄羅斯	5.00	5.75	5.50	6.00	5.50

來源:東方匯理研究

- 中國人民銀行:**4月份社會融資總額同比增長11.7%,低於預期,這是繼3月份下跌之後的又一個下行意外。繼這兩份負面數據報告後,假設2021年債務與GDP的比率適度下降,我們進一步將TSF的終年目標從11%下調至10.5%。下跌應會來自銀行放貸放緩和公司債券發行規模減少,因為政府限制了對地產市場和地方政府融資平台的增量放貸。由於去槓桿化已經在進行中,我們預計中國人民銀行將保持滯後並保持貸款市場報價(LPR)利率不變。
- 印度儲備銀行:**繼4月初維持政策利率不變(4.0%)後,隨後疫情的死灰復燃,除流動性和信貸支持以及銀行體系的債務重組外,促使印度儲備銀行於5月5日採取額外措施。儘管通脹率一直在目標範圍內更輕鬆地下降(從3月的5.5%下跌到4月的同比4.3%),並且鑑於疫情預計將在5月、6月之間達到頂峰,我們預計印度央行不會在2021年恢復寬鬆週期。
- 巴西央行:**央行的使命是以前置方式「部分」重新正常化利率。根據該策略,巴西央行在5月再次加息75個基點(至3.50%),並預先宣佈在6月的下次會議上再次有相同幅度的加息。但該聲明略微偏向鴿派,強調了一個事實,即除了部分退出貨幣刺激措施外,任何事情都可能使2022年的通脹率低於目標。我們更擔心國際大宗商品價格及其對通脹的影響,認為今年貨幣政策全面正常化已經是必要的(6.50%)。
- 俄羅斯央行:**4月24日,俄羅斯央行將其政策利率下調了50個基點,降至5.5%,並宣佈已轉向寬鬆的貨幣政策。仍有可能進一步降息。需求疲軟帶來的通縮壓力大於盧布疲軟等的暫時通脹因素。到年底,年度通脹率預計將達到3.8至4.8%,然後降至4%的目標。俄羅斯央行還修訂了其2020至21年度的宏觀預測。考慮到預期的經濟活動減速,我們預計俄羅斯央行到年底將降息100個基點。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	6月21日
印度儲備銀行	6月4日
巴西央行	6月16日
俄羅斯央行	6月11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5月24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	2020	2021	2022
	範圍					
美國	-3.5	6.8/8.2	3.3/4.2	1.3	3.1	2.5
日本	-4.9	2.5/3.1	2.8/3.4	0.0	-0.4	0.6
歐元區	-6.7	4.0/4.6	3.1/3.8	0.3	1.8	1.5
德國	-5.1	2.7/3.3	3.0/3.6	0.5	2.4	1.7
法國	-8.2	5.6/6.2	2.9/3.5	0.5	1.5	1.6
意大利	-8.9	3.7/4.3	3.2/3.8	-0.1	1.5	1.5
西班牙	-10.8	4.6/5.2	4.4/5.0	-0.3	1.4	1.3
英國	-9.8	5.5/6.1	4.5/5.1	0.9	1.6	2.2
巴西	-4.1	4.2/5.2	1.0/3.0	3.2	6.5	4.1
墨西哥	-8.2	5.4/6.4	2.0/4.0	3.4	4.5	3.4
俄羅斯	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.4
印度	-7.1	9.0/10.2	5.1/6.5	6.6	5.1	6.2
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.6/5.6	2.0	2.0	3.2
中國	2.3	8.8/9.4	4.9/5.5	2.5	1.4	2.5
南非	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.4	4.7
土耳其	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.6	11.5
發達國家	-5.2	5.1/6.0	3.2/3.9	0.7	2.1	1.8
新興市場	-2.2	6.4/7.2	4.0/5.0	4.0	3.9	4.1
世界各地	-3.5	5.8/6.7	3.7/4.5	2.6	3.1	3.2

主要利率展望

發達國家

	28/5/2021	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	0.15	0/0.25	0.16
歐元區	-0.52	-0.50	-0.51	-0.50	-0.51
日本	-0.02	-0.1	-0.03	-0.1	-0.05
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

新興市場

	31/5/2021	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	3.95	3.85
印度	4.00	4.00	4.00	4.25	4.20
巴西	3.50	6.50	5.15	6.50	5.85
俄羅斯	5.00	5.75	5.50	6.00	5.50

長期利率展望

2年期債券孳息

	28/5/2021	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	0.14	0.20/0.35	0.29	0.35/0.50	0.46
德國	-0.66	-0.70/-0.50	-0.68	-0.70/-0.50	-0.68
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.14
英國	0.05	0/0.25	0.16	0.25/0.5	0.25

10年期債券孳息

	28/5/2021	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	1.59	1.8/2.0	1.75	2.1/2.3	1.89
德國	-0.19	-0.20/0.0	-0.09	-0.10/+0.1	-0.02
日本	0.08	0/0.20	0.13	0/0.20	0.17
英國	0.79	0.9/1.1	0.98	1.1/1.3	1.08

匯市展望

	28/5/2021	東方匯理 2021年第三季	市場觀點 2021年第三季	東方匯理 2022年第一季	市場觀點 2022年第一季
歐元/美元	1.219	1.186	1.21	1.16	1.21
美元/日圓	110	112	109	114	110
歐元/英鎊	0.86	0.84	0.86	0.85	0.85
歐元/瑞士法郎	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
歐元/挪威克朗	10.20	9.73	9.89	10.11	9.80
歐元/瑞典克朗	10.13	9.88	10.00	10.06	9.90
美元/加元	1.21	1.19	1.22	1.24	1.23
澳元/美元	0.77	0.80	0.78	0.75	0.79
紐元/美元	0.73	0.73	0.72	0.69	0.73
美元/人民幣	6.37	6.50	6.47	6.60	6.42

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

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Class Return Forecasts - Q2 - 2021 (07-05-2021)**

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 #4 - In search of a new international order (26-05-2020)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views

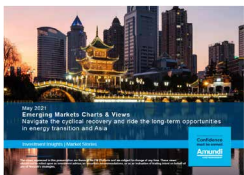
Shifts & Narratives #3 - The “make it or break it moment”:**why investors should care about COP26? (19-05-2021)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Division and ESG, Executive Committee Member - LE MEAUX Caroline, Head of ESG Research - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - MORTIER Vincent, Deputy CIO - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM - PANELLI Francesca, Investment Insight Unit - PERRIER Tristan, Global Views

INSIGHTS PAPERS

**Emerging Markets Charts & Views - Navigate the cyclical recovery and ride the long-term opportunities in energy transition and Asia (17-05-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

SPACs: Beyond exuberance, back to reality (07-05-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - BERTINO Claudia, Head Investment Insights Unit - FIOROT Laura, Deputy Head Investment Insights Unit - DRUT Bastien, Senior Strategist at CPR AM

Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)

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

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

WORKING PAPERS

**Liquidity Stress Testing in Asset Management****Part 2. Modeling the Asset Liquidity Risk (18-05-2021)**

RONCALLI Thierry, Quantitative Research - CHERIEF Amina, Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - REGNAULT Margaux, ENSAE

Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)

BIANCHI Milo, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - BRIÈRE Marie, Amundi Research

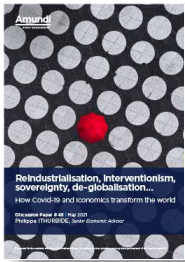
Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

STAGNOL Lauren, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

DISCUSSION PAPERS



**Reindustrialisation, interventionism, sovereignty, deglobalisation...
How Covid-19 and economics transform the world (19-05-2021)**
ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)
ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value

REPORT



Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)
SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

備註

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 High Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment 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.msicbarra.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號通函所規定的「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。

閣下有權得悉本公司持有的關於閣下之個人資料。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GPO4000036；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 - PM Images

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管、CFA
BELLAICHE Mickael——固定收益及信貸研究策略師
BERARDI Alessia——新興市場宏觀與策略研究部主管
BERTONCINI Sergio——固定收益研究部高級策略師
BLANCHET Pierre——投資情報部主管
BOROWSKI Didier——環球投資觀點總監
CESARINI Federico——跨資產研究策略師
DELBO' Debora——新興市場宏觀策略師
DI SILVIO Silvia——宏觀策略師
DROZDZIK Patryk——新興市場宏觀策略師

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
CARULLA POL——東方匯理投資洞察部

設計及製作

BERGER Pia——研究部
PONCET Benoit——研究部

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

常務副編輯

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

GEORGES Delphine——固定收益高級策略師
HERVÉ Karine——新興市場宏觀策略師
HUANG Claire——新興市場宏觀策略師
LEONARDI Michele——跨資產研究初級分析師
MIJOT Éric——發達市場策略研究部主管
PERRIER Tristan——環球投資觀點
PORTELLI Lorenzo——跨資產研究部主管
STRENTA Aurelien——新興市場分析師（V.I.E）
USARDI Annalisa——跨資產研究部高級經濟師
VARTANESYAN Sosi——新興市場宏觀與策略研究部主權分析師

FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主管
DHINGRA Ujjwal——東方匯理投資洞察部
PANELLI Francesca——東方匯理投資洞察部