

Institute

#05  
2022年  
5月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

### 迫在眉睫的分歧和資產重新定價

東方匯理研究所

### 2022年第二季更專注通脹的後期週期

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #05 - 2022年5月

## 目錄

## 環球投資觀點

## 投資總監的觀點

## 迫在眉睫的分歧和資產重新定價

頁3

歐洲、美國和中國不同的經濟前景，以及持續存在的地緣政治風險，凸顯了探索跨資產類別的相對價值機會的必要性。在久期方面，我們認為投資者應該靈活變通，但不要再像過去那樣持短倉。在發達市場信貸（投資級信貸和高收益信貸）方面，需要轉向風險較低的領域，並有選擇地在新興市場債券中尋找收入。股票需要保持中性立場，但投資者應利用週期性較小的優質、價值投資領域，並應在戰術上偏向美國而非歐洲。具有增強對沖和「真正回報」心態的多元化投資方式是首選。

## 東方匯理研究所

## 聯儲局是否落後於曲線？

## 聯儲局量化緊縮政策和跨資產定價

頁4

隨著聯儲局試圖平衡通脹和增長，投資者應牢記利率重新定價將對債券和股票投資組合產生影響。

## 多元資產

## 相對地善用新興市場債券，偏好美國而非歐洲股票

頁5

在經濟勢頭放緩的環境下，我們保持風險中性，並等待更清晰的情況下再增加方向性。

## 固定收益

## 預計金融環境將趨緊：對信貸保持警惕

頁6

金融環境目前並未收緊，但當實際收益率上升伴隨企業盈利壓力時，風險資產的棘手部分將會到來。

## 股票

## 收益重新評估中的不同命運

頁7

考慮到估值，投資者應該在可以透過股息獎勵股東的「短期」領域（價值股、銀行股）持長倉，但應該做空資訊科技股等「長期」領域。

## 本月主題

## 2022年第二季更專注通脹的後期週期

頁8

以更高的信念和對更高通脹（和利率）的關注證實了向通脹後期週期的轉變。環球經濟勢頭仍在減速，但有初步企穩跡象。這轉化為謹慎的股票立場，並顯著傾向於能夠抵禦通脹機制且增長良好的資產類別。由於烏克蘭戰爭對歐洲經濟造成短期不確定性，股市更傾向於環球價值、質量因素和抗通脹行業，並利用掛鈎證券提供對沖。賤金屬是最受歡迎的商品。

## 專題

## 在中國需求受到衝擊時堅守：以信心戰勝恐懼

頁12

自2020年3月以來最嚴重的疫情爆發後，中國恢復了「清零式」疫情政策。我們預計經濟將在第二季度陷入暫時性衰退，但隨後將有更強而有力的政策支持。

## 市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁15
> 最高風險	頁16
> 烏克蘭危機圖表	頁17
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁18
> 環球研究資料集	頁19
> 東方匯理資產類別觀點	頁20

## 宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁21
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁22
> 宏觀經濟及市場預測	頁23
> 本行預測的免責聲明/ 研究方法	頁24
> 刊物精選	頁25

## 投資總監的觀點

Vincent MORTIER  
集團投資總監Matteo GERMANO  
集團副投資總監

## 迫在眉睫的分歧和資產重新定價

我們正在目睹經濟前景（與更具彈性的美國經濟相比，我們已下調歐盟和中國經濟前景）和市場表現的顯著差異。尤其是：

**(1) 通脹預期——短期見頂相對長期上升：**雖然短期通脹可能開始放緩，但長期來看，鑑於地緣政治風險和上海封城期間的供應鏈壓力，粘性通脹（例如住房通脹）仍然居高不下（難以逆轉）。

**(2) 衰退風險：**美國經濟保持穩健，而歐元區最容易受到滯脹風險的影響。我們很可能會在下半年看到由德國和意大利引發的短期衰退，而法國和西班牙可能會表現出一定的韌性。在中國方面，我們認為2022年5.5%的官方增長目標難以實現。

**(3) 各國央行各走不同路徑：**聯儲局可能會加入央行加息50個基點的行列，以盡快轉向中性政策立場，而歐洲央行將更加依賴數據。日本央行仍保持寬鬆立場，而在中國方面，中國人民銀行仍準備下調關鍵利率。

**(4) 盈利——預期仍然強勁（存在地區差異），相對於消費者信心疲軟。**這無疑是一個值得關注的關鍵財報季，因為企業的任何強勢跡象，若預示進一步推動通脹，都可能增加聯儲局採取行動的壓力。在歐洲方面，財報季將重點關注指引，因為在戰爭的影響下，利潤衰退的可能性越來越大，儘管這些不太可能反映在本財季的數據中。

從投資的角度來看，雖然投資者應保持中性風險立場，但在不同資產類別之間存在這些差異：

- **在債券方面，市場在重新定價聯儲局更加激進的立場方面已經迅速行動。**最初的走勢集中在曲線的空頭部分，但最近10年期部分也開始進一步上漲，10年期收益率達到2.9%的水平。雖然從長期來看，利率軌跡仍然向上，但像過去那樣保持短倉不再有意義，特別是考慮到最新的市場走勢，尤其是在曲線的前端，因此我們正在策略性地調整我們的久期姿態。在澳洲和加拿大以及法國，總統大選結果的不確定性導致利差走高，因此有發揮戰術相對價值機會和曲線機會的空間。
- **在外匯方面，大宗商品價格上漲應有利於巴西雷亞爾兌美元，而烏俄衝突繼續有利於瑞士法郎兌歐元的匯價。**我們亦看好美元兌歐元。
- **在此階段，股票仍然比信貸更受青睞，但在股票方面，選股是關鍵。**即將到來的財報季對歐洲來說似乎更具挑戰性，相對於美國，我們對歐洲保持短期的相對偏見，因為美國應更具彈性。我們繼續認為，價值和質量的結合（週期性偏差較小，傾向於金融股和更具防禦性的價值股）是在收益波動較小且對上漲不太敏感的股票中尋找機會的最佳方式。在我們看來，增長重新定價（下調）——尤其是對最有價值的股票——尚未完成。
- **在信貸方面，我們保持謹慎，並在固定收益配置中進一步轉向風險較低的投資。**在我們尋求收入的過程中，我們對EMBI變得更加樂觀。在近期收益率上升之後，EMBI市場應會受到美國10年期收益率企穩、石油逐漸走低以及新興市場與發達市場差距改善的支撐。EMBI構成向拉丁美洲和大宗商品出口國傾斜，也是一個積極的貢獻者。
- **多元化分散投資仍然至關重要。**我們認為，在對通脹更具彈性的領域（基建、浮動利率貸款、地產）增加實際資產敞口，並使用與傳統資產類別相比相關性較低的策略，有助於應對這種不利的市場環境。

總而言之，隨着大規模資產重新定價的展開，投資者應該準備好調整配置以應對通貨膨脹。到目前為止，我們已經看到大部分的重新定價發生在債券中。我們在預計曲線的較長部分，以及在最脆弱的股票市場（即衰退風險正在上升的股票市場，例如：歐洲股市）會出現更多的重新定價情況。然而，市場的差異將提供機會在戰術上將風險校準到最具彈性的領域。

## 整體風險情緒



探索跨資產的相對價值，青睞更具彈性的領域，但由於市場方向性有限，風險不會增加。

## 與上個月相比的變化

- ▶ 轉向更中性的久期立場。
- ▶ 對歐盟債券更為樂觀。
- ▶ 美元兌歐元的策略性偏好。
- ▶ 加強對信貸和股票的對沖。

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。

東方匯理研究所

東方匯理研究所專欄



Pascal BLANQUÉ  
東方匯理研究所主席

隨着聯儲局試圖平衡通脹和增長，投資者應牢記利率重新定價將對債券和股票投資組合產生影響

聯儲局是否落後於曲線？

從美國目前的環境來看，以任何合理的通脹衡量標準，聯儲局都「落後於曲線」。通脹率遠高於其2%的目標，表明聯邦公開市場委員會應該更快地加息以抑制價格上漲。針對「落後於曲線」的概念，聖路易斯聯儲局主席布拉德 (James Bullard) 提供了兩種解釋：

- 泰勒式 (Taylor-Type) 貨幣政策規則表明聯儲局滯後了大約300個基點；以及
- 另一方面，兩年期國債收益率為2.47%，表明差距並不大。儘管如此，央行必須加息以兌現其前瞻指引。

自1960年代以來，只有另外兩次核心PCE通脹率與今天一樣高。第一次是在1974年。當時，聯儲局淡化了導致價格上漲的貨幣因素，並將其政策利率保持在相對較低的水平。因此，當局落後於曲線，導致實體經濟波動、通脹上升和多次衰退。

1983年，當局不想重蹈覆轍，在通脹下降的情況下保持高利率，最終導致了1990-91年的經濟衰退。今天，我們更接近於1974年的情景，其特點是高通脹、持續和自我延續，事後實際政策利率較低，名義利率呈上升趨勢，無法穩定實體經濟的波動。政策正常化也確實會帶來很高的衰退風險。聯儲局必須作出決定，是在現在冒着引發經濟衰退的風險扼殺通脹，還是為名義增長爭取更多時間，以後要付出沉重的代價。當局很可能會向後者傾斜。

投資信念

就投資影響而言，全球各地正在進行風險重新定價。雖然重新定價從短端開始，但最後一回合將透過收益率曲線變陡而出現在長端，標誌着風險資產的拐點。股票和債券的表現將惡化甚至逆轉，引發普遍的表現不佳。股票的重新定價點應會向價值和質量傾斜，表明這些行業的表現優於其他行業。

股票和信貸的進一步重新定價 (以曲線的10年部分趨於穩定為標誌) 將發出一個更舒適的訊號，即現在是重建風險的時候了。



Monica DEFEND  
東方匯理研究所所長



Lorenzo PORTELLI  
交叉資產研究部主管

聯儲局量化緊縮政策和跨資產定價

第一季度徹底改變了聯儲局的貨幣政策和前瞻性指導方針。隨着需求驅動的數據開始出現，央行被迫在加息和資產負債表收縮方面變得更加激進。展望未來，消費者價格將迫使聯儲局採取行動並最終遏制需求引發的軟着陸，以防止結構性更高的長期通脹預期。這項新政策的副作用將是持續的資產通貨再膨脹制度中的流動性流失，為金融市場帶來一個不太利好的環境。

合乎邏輯的結果將是金融市場水平對新框架的某種重新調整，這一過程將推動對倍數和估值指標的重新評估降低到較低水平。此前，聯儲局將資產負債表擴大至9兆美元，削減了曲線的長端並提高了市盈率。在封城期間注入的3.4兆美元和疫情後的復甦只是多年過程的最後階段。

對市場的預期影響 (另見下表)

- 貨幣政策正常化 (聯儲局資產負債表回到疫情之前的水平) 將導致估值倍數收縮，並將美國國債10年期利率提升至3%以上。
- 從不同指標和工具的角度來看，金融環境將把股票和固定收益帶入昂貴的領域，這兩個領域都可能出現拋售。
- 最終，市場的反應將視乎聯儲局在管理放緩的增長和利潤週期方面的成功程度。無論如何，目前的前景不利於對市盈率倍數的重新評級。

量化緊縮政策時間線	年度資產負債表減少 (以兆美元計)	累計資產負債表減少 (以兆美元計)	市盈率收縮 <sup>1</sup>	聯儲局資產負債表/總美國國債公共債務	美國國債10年期 <sup>2</sup>
1年遠期	1.14	1.14	5.1%	25.8%	2.90%
2年遠期	1.14	2.28	18.9%	22.1%	3.11%
3年遠期	1.14	3.42	32.7%	18.3%	3.40%

資料來源：東方匯理研究所，2022年4月19日。<sup>1</sup>根據資產負債表擴張調整的市盈率：與均值回歸的平均距離；<sup>2</sup>美國國債10年期利率目標根據Amundi Macro Nelson-Siegel模型和當前債務水平。

多元資產

相對地善用新興市場債券，偏好美國而非歐洲股票



Francesco SANDRINI  
多元資產策略部主管



John O'TOOLE  
多元資產投資解決方案主管

在經濟勢頭放緩的環境下，我們保持風險中性，並等待更清晰的情況下再增加方向性

通脹上調導致央行加快緊縮計劃。儘管歐洲央行因增長的高度不確定性而持謹慎態度，但聯儲局似乎熱衷於盡快達到其中性政策利率。地緣政治為市場增加了另一層不確定性，在大宗商品上行壓力的推動下，市場已經感受到滯脹的影響。

由於這些地區普遍存在的細微差別，政策行動的這種差異為投資者利用久期和外匯的相對價值機會打開了大門。這些分歧還指出了在不增加風險並在了解估值的情況下識別有吸引力的投資（包括新興市場）的重要性。最後，投資者應尋求加強對信貸和股票的對沖，並保持多元化投資的立場。

高信念投資意念

我們對股票的立場為中性，但我們尋求有利於美國而非歐洲的相對價值機會，因為前者的消費者需求具有彈性，且勞動力市場穩健。此外，在歐洲方面，隨着財報季的展開，我們看到生產者價格上漲和利潤率壓力帶來的風險。隨着近期波動性下降，我們認為投資者可以透過期權利用這一相對價值機會。在新興市場方面，我們保持中立，但我們正在仔細評估中國政府更為寬鬆的立場是否可以抵消新冠疫情相關封城措施的影響。

久期方面，我們對美國國債持謹慎態度，因為儘管近期收益率有所上漲，但我們仍然相信收益率會向上移動。我們靈活而積極樂觀的立場使我們能夠探索其他地區收益率曲線的機會。例如，與德國政府債券 (Bund) 相比，我們現在較為看好10年期法國債券 (OAT)，因為從歷史角度來看，利差有吸引力且OAT的估值較低。同樣，我們仍然看好意大利BTP而非德國政府債券，但相信較長期限的債券現在為利差收緊提供了更大的空間。相比10年期英國國債，我們亦較為看好10年期澳洲國債，因為到目前為止，與英國相比，澳洲的通脹受到控制，從而限制了澳洲儲

備銀行提高政策利率的責任。在新興市場債券方面，我們認為由於與美國的地緣政治緊張局勢（導致資金外流）和經濟前景惡化，人民幣近期面臨一些阻力。因此，我們不再看好地方政府債務。然而，鑑於其高利差、有吸引力的估值以及向拉丁美洲和大宗商品出口國傾斜，我們現在對更廣泛的EMBI持樂觀態度。但我們正在監測高收益國家違約率帶來的風險。美元和歐元的企業信貸可能會受到較高的核心利率和對收益的潛在影響的影響。整體而言，我們目前保持中立，對投資級債券（相對於高收益債券）的前景略為樂觀，因為後者的估值令人擔憂，尤其是美國高收益債券。我們的外匯立場反映了我們的經濟預測及其對各自貨幣的後續影響。我們現在對歐元兌美元和日圓持謹慎態度。美國兌歐元的利差和歐洲的通脹壓力可能會令歐元承壓。其次，我們看好美元兌加元和新西蘭元，因為美國實際收益率的潛在上升將支撐美元。最後，鑑於瑞郎的避險地位，我們維持對瑞郎兌歐元的立場，並對英鎊兌歐元保持謹慎。在新興市場，我們現在看好巴西雷亞爾兌美元，因為前者應該受到商品價格走強的支撐。

風險與對沖

經濟逆風和地緣政治風險意味着投資者應加強對沖。我們認為，投資者應保持對美國高收益債券的保護，並增加對歐洲信貸的保障。即使在股票方面，亦有保護歐洲和美國風險敞口的空間，尤其是在聯儲局強硬姿態帶來的風險中。

東方匯理資產縱橫信念

	一個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票					■			
信貸和新興市場債券	↗					■		
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。

CGB=中國政府債券；EM=新興市場；PBoC=中國人民銀行；FX=外匯；IG=投資級；HY=高收益；CB=各國央行；BTP=意大利政府債券；EMBI=新興市場債券指數；QT=量化緊縮。

固定收益

預計金融環境將趨緊：對信貸保持警惕



**Amaury D'ORSAY**  
固定收益部主管



**Yerlan SYZDYKOV**  
新興市場部環球總監



**Kenneth J. TAUBES**  
美國投資管理部投資總監

金融環境目前並未收緊，但當實際收益率上升伴隨企業盈利壓力時，風險資產的棘手部分將會到來

當前的高通脹是多種因素的結果，包括多年來對實物資本（基建、生產能力等）的投資不足、全球企業資金回流和發達國家的金融抑制。中央銀行正在應對通脹壓力，但聯儲局和歐洲央行似乎都「落後於曲線」，儘管其觀點十分鷹派。到目前為止，金融環境並未顯著收緊，但如果央行足夠積極地抑制通脹，情況可能會收緊。因此，需要對信貸採取自下而上的警惕立場，為未來的劣勢作好準備。在政府債券方面，投資者應保持敏捷，因為債券可在壓力時期提供支持，儘管利率的長期方向上升。

環球及歐洲固定收益

由於不確定的經濟環境正在促使人們轉向避險資產，我們對核心歐洲和美國的久期採取了不那麼謹慎的立場。此外，我們在曲線和地域範圍內尋找戰術機會，使我們現在能夠對比利時持積極態度，對外圍債務持中性態度，對英國久期持防禦態度。從長遠來看，儘管近期有一些陰雲，但我們相信透過中國分散久期敞口。

在信貸方面，利差已從三月初的水平回落，企業基本面保持穩健，但由於高通脹、衰退風險（歐洲）和歐洲央行不太寬鬆的立場，市場情緒脆弱。

我們預計投資級債券和高收益債券之間的利差會有所下降，市場將區分高質量信貸和低質量信貸。在行業層面，我們選擇性地看好銀行、汽車（略低於以前）和能源，但對消費、公用事業、運輸和化工行業持謹慎態度。

美國固定收益

雖然到年底美國增長可能會逐漸減速，接近趨勢，但我們沒有看到今年出現衰退的跡象。在穩定的工資和儲蓄的支持下，需求仍然強勁，而抵

押貸款申請出現了一些疲軟。我們認為長期利率會上升，但在美國收益率曲線強勁變動的情況下，對久期保持積極態度至關重要。在證券化資產中，我們尋找機構MBS的價值，就投資者對量化緊縮政策的定價而言，其表現落後於公司債券。但MBS正變得越來越有吸引力。我們還在非住宅和商業房地產中尋找選擇性機會。企業信用估值在其長期平均水平之內，但我們更傾向於特殊風險，並認為無需過度悲觀，因為發行人的基本面仍然強勁。然而，我們保持對沖，並警惕流動性風險。

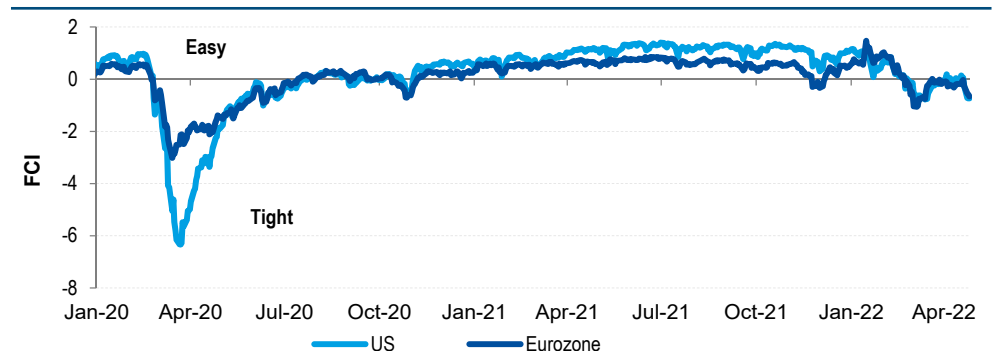
新興市場債券

通脹上升增加了整個新興市場進一步收緊政策的可能性，而各國之間的高度分散支撐了選擇的必要性。我們在久期上保持防禦性，但稍微不那麼謹慎。在硬通貨債券方面，我們預計現在價差會收緊，主要是在高收益債券方面。在本幣債券方面，我們看好拉丁美洲和南非的大宗商品出口企業和主權國家，這些企業和國家可能受益於當前大宗商品價格走強的趨勢，但我們會慎選。

外匯

市場對質量的追逐導致我們看好美元，但對歐元持謹慎態度。當前以歐元計價的市場對今年加息兩到三次的預期似乎過高。在新興市場方面，我們對拉丁美洲（墨西哥比索、智利比索）和亞洲（泰銖）的部分外匯持樂觀態度，但對匈牙利福林持謹慎態度。

金融環境指數



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 22 April 2022. Positive value indicates accommodative financial conditions

GFI=環球固定收益; GEMs/EM FX=環球新興市場外匯; HY=高收益; IG=投資級; EUR=歐元; 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; MBS=抵押貸款支持證券; CRE=商業房地產

股票

收益重新評估中的不同命運



**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

考慮到估值，投資者應該在可以透過股息獎勵股東的「短期」領域（價值股、銀行股）持長倉，但應該做空資訊科技股等「長期」領域

整體評估

通脹上升和經濟增長放緩（俄羅斯入侵烏克蘭、中國供應中斷）可能會影響企業盈利。因此，在當前的報告季度，我們將特別關注對需求趨勢和定價能力的前瞻性指導。在這一點上，定價能力、商業模式的彈性和資產負債表的實力對我們來說是關鍵。定價權可以來自品牌、知識產權和其他形式的產品差異化。風險仍然圍繞估值，在這方面，相對價值方法是關鍵。整體而言，價值（非週期性）與增長，在區域層面上，鑑於對前者收益的良性影響，美國與歐洲是首選。

歐洲股票

目前的估值分散度很高，鼓勵我們在考慮風險前景的情況下保持選擇性並保持平衡。價值等某些領域仍然具有吸引力，儘管由於明顯的經濟減速，我們現在更多地關注週期性較小的防禦性方面。一個例外是銀行業，銀行業雖然是週期性的行業，但目前仍受我們青睞。我們亦看好醫療保健和必需消費品行業等具有吸引力的防禦性股票。一般來說，投資者應考慮從低質量的防禦領域轉向高質量的領域。鑑於強勁的估值逆風，尤其是考慮到利率前景不斷上升，資訊科技股的吸引力整體上仍不那麼高。此外，我們擔心一些基本風險，例如監管阻力和並沒有被市場充分認識的極高利潤率。整體而言，我們保持非常小心選擇，並依靠我們自下而上的方法來識別可以產生可持續、長期回報的投資機會。

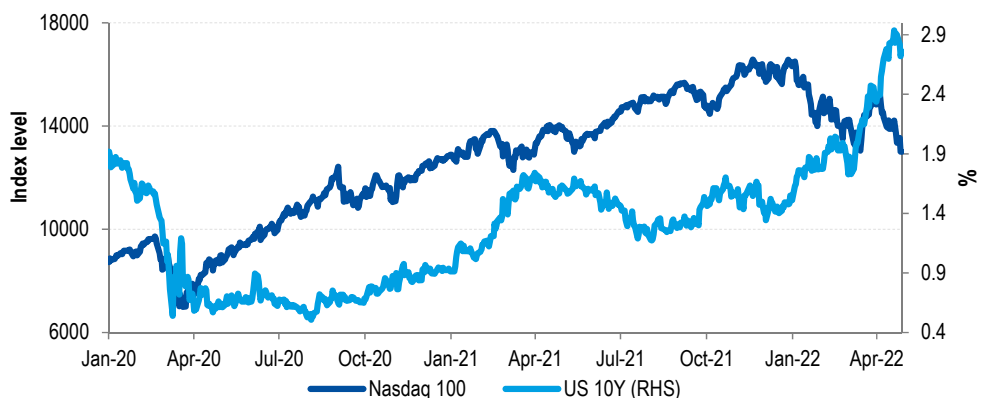
美國股票

美國的經濟復甦應會受到強勁的勞動力市場和穩健的消費者資產負債表的推動，但通脹可能會影響可支配收入。有趣的是，由於通貨膨脹，盈利收益可能會增加，但是當利率上升時，這些收益會因較高的資本成本而被折現。因此，預計估值倍數將面臨一定壓力。因此，在整體質量、價值偏向的情況下，我們正在探索具有強大營運效率和能夠抵禦地緣政治風險的商業模式的公司，以及那些傾向於透過返還超額現金（股息、回購）來獎勵股東的公司。但投資者應避免資產負債表薄弱的名字。從行業角度看，我們看好能源、材料、銀行和醫療保健行業。在我們看來，美國銀行的股本回報率高而穩定，並且正在投資技術，從長遠來看，這將使美國銀行能夠獲得市場份額，儘管市場沒有適當地評估這方面的價值。此外，我們見證了部分醫療保健公司的穩健創新，因此，該行業的一些領域看起來很有吸引力。然而，有助於發現穩健強勁的仔細選股過程仍然是我們的首要任務。

新興市場股票

雖然目前的能見度很低，但新興市場估值讓我們看到未來12個月的上行空間，但各國之間的差異很大，我們要小心選擇。我們認為大宗商品出口國（巴西、阿聯酋）和國內消費國（印度）可能會受益。在中國方面，我們看到當局採取更強有力的刺激措施，而鑑於近期的封城措施可能會影響經濟活動，因此，我們從近期的角度保持更為謹慎的立場。但長期增長的故事仍然完好無損。在行業層面，我們看好非必需消費品、房地產和價值股票。

收益率上升影響資訊科技行業的估值



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 26 April 2022

本月主題

## 2022年第二季更專注通脹的後期週期

- 以更高的信念和對更高通脹(和利率)的關注證實了向通脹後期週期的轉變。環球經濟勢頭仍在減速,但有初步企穩跡象。
- 這轉化為謹慎的股票立場,並顯著傾向於能夠抵禦通脹機制且增長良好的資產類別。由於烏克蘭戰爭對歐洲經濟造成短期不確定性,股市更傾向於環球價值、質量因素和抗通脹行業,並利用掛鉤證券提供對沖。賤金屬是最受歡迎的商品。



**Lorenzo PORTELLI**  
交叉資產研究部主管



**Silvia DI SILVIO**  
——跨資產研究部策略師



**Annalisa USARDI**  
——跨資產研究部高級宏觀策略師

### Inflation Phazer更新

通脹情況在2022年第一季度惡化。在烏克蘭衝突開始之前,價格壓力在第一季度末達到頂峰,石油(WTI)在65-75美元/桶的範圍內正常化。到年底,由於供應瓶頸帶來的壓力將在2022年下半年部分消退,導致商品價格回落。

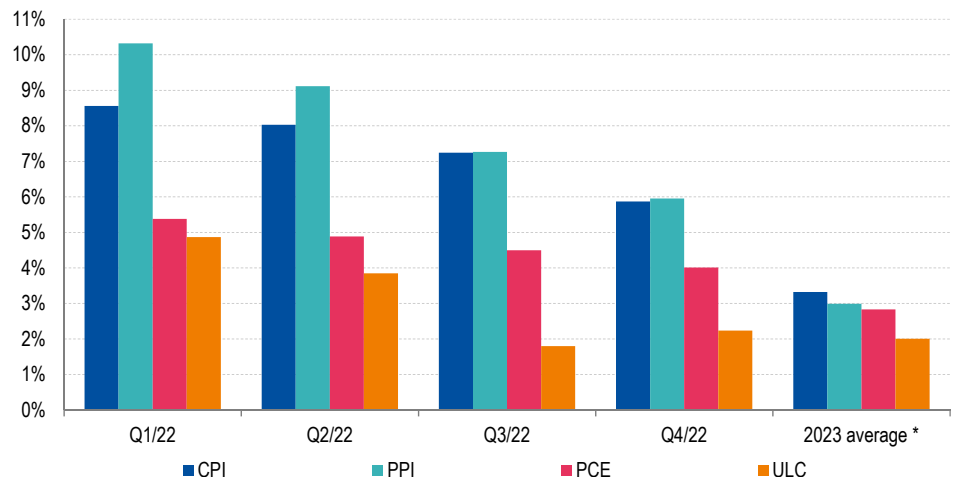
相反,本季度的一些因素為價格增加了額外壓力,加劇了與新冠疫情相關、仍在持續的供應限制和瓶頸,並將報告的通脹數據和預期推向了新的紀錄高位。主要事件無疑是烏克蘭衝突的開始,這再次引發了供應短缺,特別是在食品行業(烏克蘭是世界上最大的小麥和植物油出口國之一),並由於地緣政治風險和對俄羅斯的制裁加劇而引發了石油和天然氣價格的大幅上漲。此外,新冠病毒感染人數的增加和中國新一輪限制措施有可能使情況變得更糟,這表明先前暫時實現短缺指標的改善跡象不太可能持續。

### 東方匯理對2022年美國通脹的預測:

- 第二季度**整體CPI**將繼續保持在8%左右,但從峰值開始呈下降趨勢;
- **生產者價格指數(PPI)**:預計管道壓力在短期內將保持高位,並在2022年下半年逐步開始減弱;

展望未來12至18個月,商品價格的發展將是評估未來通脹路徑的關鍵因素。我們預計2022年第二季度剩餘時間內石油(WTI)將在當前水平(110美元/桶)附近,隨後在2023年第一季度逐漸回落至75美元/桶。整體而言,能源價格可能會保持持續,至少在烏克蘭衝突結束之前是這樣。在美國方面,由於大宗商品價格溫和調整、基數效應的負面貢獻和經濟活動疲軟(聯儲局貨幣政策正常化將在這方面發揮關鍵作用),預計廣泛的通脹壓力將在2022年第二季度初達到頂峰,並在隨後幾個季度逐漸緩解。然而,通脹指數的平均着陸水平將高於之前的預期和新冠疫情前的正常水平。更具體地說,仍然居高不下的通脹預測是持續強勁的PPI動態的副產品,預計將順利傳遞到CPI。

### 1/ 東方匯理美國通脹預測同比季度



\* 2023 is the average of YoY quarterly projections.  
Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.



本月主題

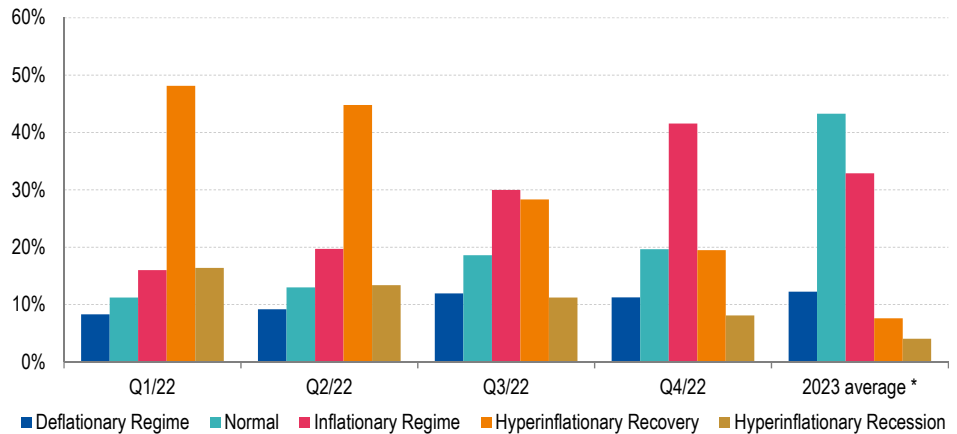
當前的惡性通貨膨脹制度延長至2022年第二季度

- **核心通脹率(核心PCE)**：到年底，我們將看到從目前的5.4%過渡到4%；
- **單位勞動力成本(ULC)**的趨勢預計將穩定在危機前水平(約2%)附近，但年內平均水平略高。

2023年，上述美國物價指標應穩定在2-3%範圍內(基於同比季度平均水平)，但CPI除外，其平均將下降至略高於3%的水平。

根據美國主要物價指數的通脹預測模式(見上圖)，東方匯理的**Inflation Phazer**提供了預測範圍內五種相關通脹機制中每一種的概率分佈。

2/ Inflation Phazer 2022-2023 年季度概率



\* Probabilities for 2023 are based on average YoY quarterly forecasts.  
Source: Amundi Institute. Data as of April 2022.

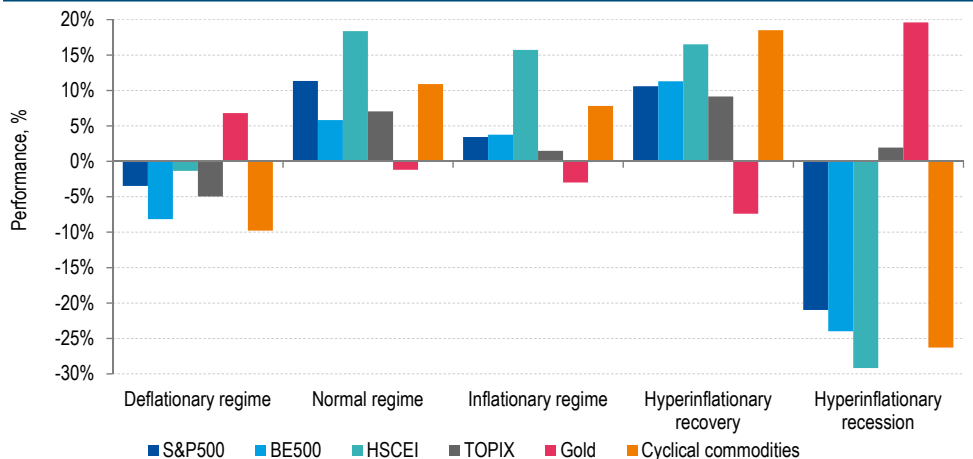
Inflation Phazer is Amundi's proprietary tool aiming to provide a compass for identifying the inflation regime most likely to materialise over both the short and medium terms, as well as the impact that can be expected on major asset classes. Five inflation regimes are identified using the following price indices as discriminating factors: the US Consumer Price Index (CPI), US Producer Price Index (PPI), US Core PCE (personal consumption expenditure) and US unit labour costs (ULC). Historical data are YoY monthly since 1959.

<https://research-center.amundi.com/article/resilient-multi-asset-portfolios-inflationary-regime>

根據該工具，第一季度的惡性通脹階段(實際上自2021年下半年以來一直在持續)將延伸到第二季度，我們目前看到通脹數據達到頂峰。事實上，這種制度的特點是通脹水平在6%到10%之間，我們對CPI和PPI的預測目前在第二季度實現。在通脹數據達到峰值之後，隨着價格同比水平在年底前接近3-6%的範圍，該體制將過渡到通脹。然而，必須注意的是，第三季度惡性通脹風險仍將升高

(惡性通脹的可能性僅比通脹機制低3%)。對於2023年，通脹指數穩定在2-3%區間(CPI除外)將支持進一步轉向更溫和的通脹制度(稱為**正常**)的理由。儘管這種預期通脹將恢復到更加平衡和可持續的水平，但在2023年通脹機制實現的可能性仍然非常高(33%，而正常為43%)，因此在作出資產配置決策時必須考慮到這一點。

3/ 東方匯理美國通脹預測同比季度



Source: Amundi Institute. Data as of April 2022. Equity performance is in price-index and local-currency terms. For the HSCEI index, returns under the Hyperinflationary recovery and the Hyperinflationary recession scenarios are based on simulations run by Amundi Research on the broader EM equity index.

本月主題

2022年下半年，經濟週期將從復甦過渡到週期後期

就投資後果而言，自2021年下半年以來一再出現的正通脹意外事件以及烏克蘭衝突對環球供應鏈造成的新威脅（可能導致新的地緣政治秩序）正在加強配置集中於傾向於投資的資產的理由在價格壓力升高的情況下，在經濟增長仍然不錯的情況下（如在惡性通貨膨脹恢復機制中）受益。

在股票領域，投資者可能會考慮增加對受益於商品價格上漲和具有良好定價能力的行業的敞口，例如能源、材料和金融業，並將其相對價

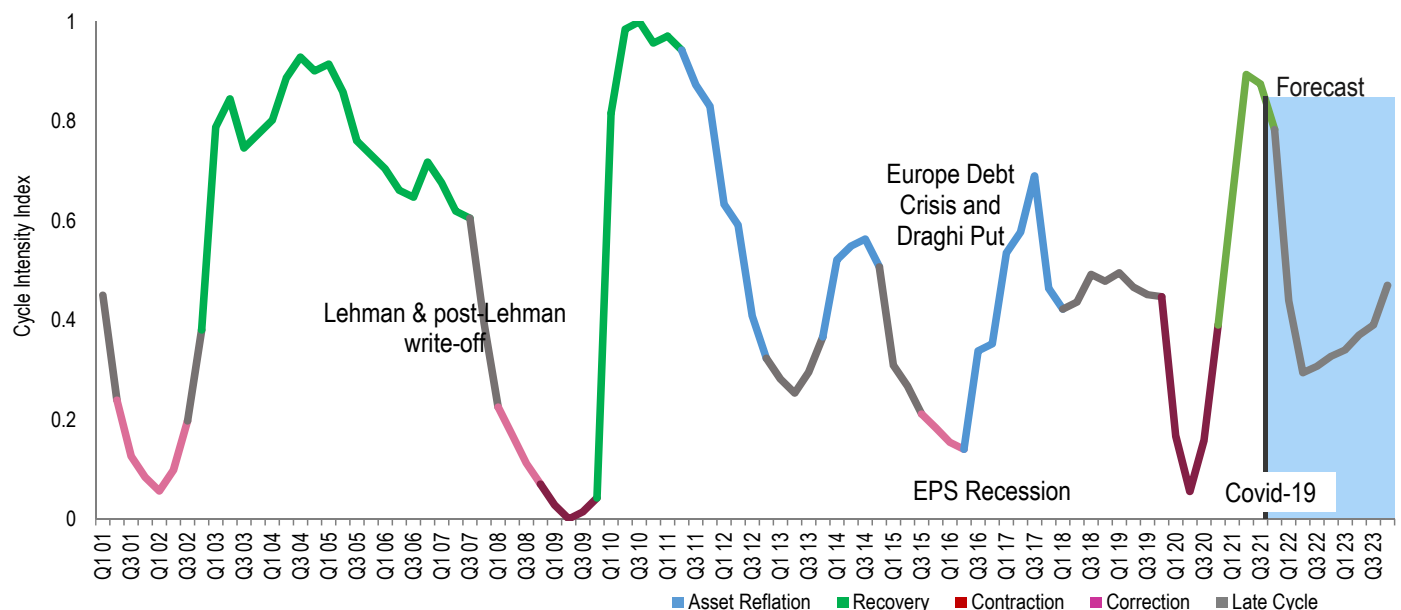
中期商業週期更新

推動大宗商品價格和通脹預期的地緣政治事件也導致**全球和區域增長前景惡化**。東方匯理下調了對世界平均GDP的預測（2022年和2023年為3.2%，原先預測分別為4%和3.4%），全球通脹率調高（2022年為6.9%，2023年為4%，原先預測分別為5.3%和3.4%）。物價的這種進一步加速進一步加劇了人們對未來12-18個月**貨幣政策將變得更加緊縮**的預期，以努力恢復物價穩定並防止長期通脹預期脫鉤。**金融環境收緊**將是央行限制性立場的主要傳導渠道，當前經濟活動步伐整體放緩。宏觀金融前景的預期惡化在**東方匯理的Advanced Investment Phazer**體制之間的概率分佈變化中是顯而易見的。2022年第二季度現在將看到**週期後期**階段接管自2020年第四季度以來一直存在的**復甦**階段，並一直持續到2023年。在這樣的環境下，每股收益增長的空間很小，預計將進入個位正數區域。資產配置方面，從復甦到週期後期的輪動需要從高貝塔市場重新分配到更具防禦性/更高質量的資產。

值與那些更容易受到利率影響的行業進行比較增長（例如，一般的科技和「增長」部門）。從區域來看，歐洲股市在這種環境下歷來是一個好兆頭，儘管烏克蘭衝突的不確定性在此需要謹慎。在供需明顯失衡的背景下，週期性大宗商品的積極情況依然存在，尤其是基本金屬，鑑於庫存水平低以及綠色轉型推動的未來需求上升，我們預計基本金屬將保持一定的升值潛力。最後，我們認為與通脹掛鉤的債券仍可提供有效的對沖，以保護投資組合免受通脹上升的影響。

展望明年，隨着商業週期進一步成熟，並隨着經濟活動重新接近趨勢或穩定在下方，**修正**成為第二個最有可能的機制，這表明資產配置更加謹慎，越來越關注防禦性資產（政府債券和黃金）。

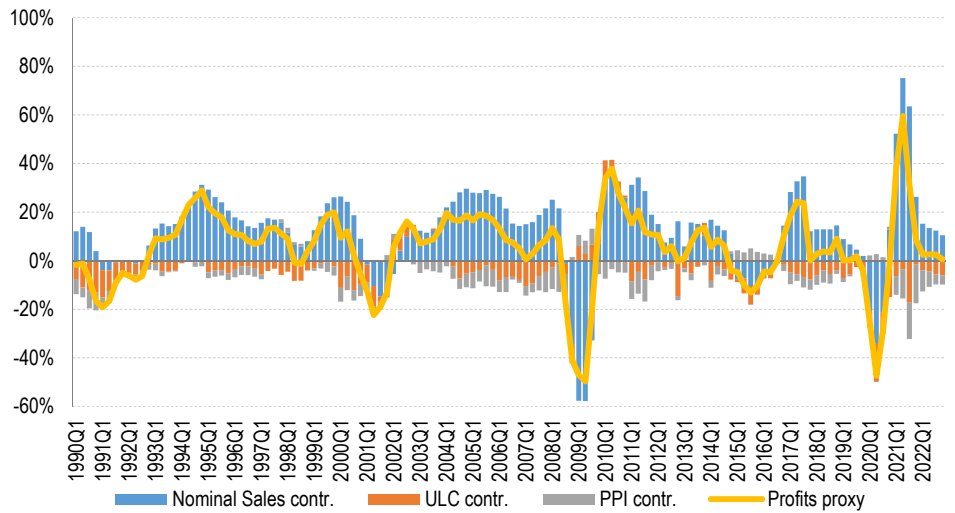
4/ 自2001年以來出現的Advanced Investment Phazer體制



Source: Amundi Institute. Data as of February 2022.

本月主題

5/ 這次利潤率很容易受到生產成本上升和供應中斷的影響  
頂線和底線：同比貢獻



Source: Amundi Institute, data as of April 2022

量化緊縮政策和利潤減速不利於倍數擴張

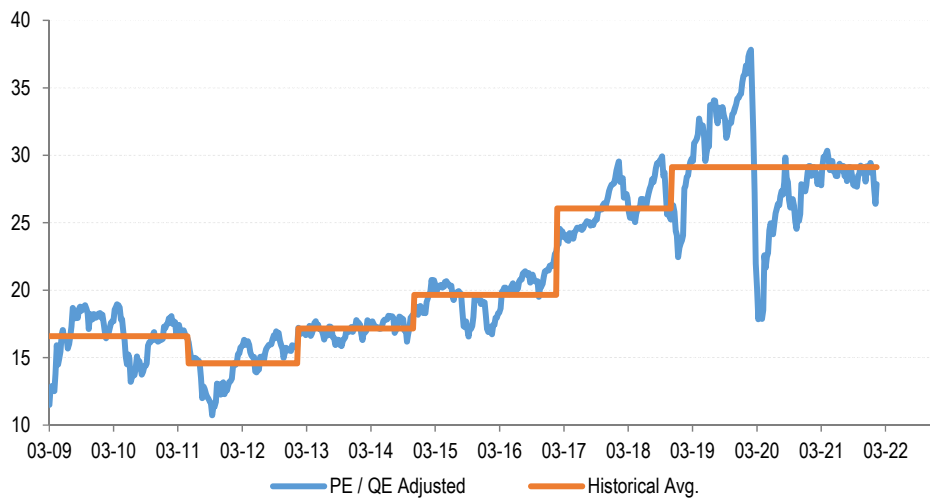
除了利潤和經濟增長的強勁反彈外，聯儲局的貨幣政策和非常規工具一直在向市場注入大量流動性，為2021年的股市反彈提供了強大的支持。流動性調整後的估值指標一直處於廉價區域，到目前為止幾乎沒有例外。儘管聯儲局預計將保持鴿派態度，透過增加基礎貨幣來支持經濟，但量化緊縮過程應會減少對市場的流動性推動力，而每股收益的減速應該會減輕投資者的自

滿情緒。因此，從非常規貨幣政策向更傳統貨幣政策的轉變將對市場不太有利，而且更加以資本支出為導向，從而限制了未來的倍數擴張。由於勞動力（工資）、資本（利率）和實際（原材料）成本的增加，利潤將受到利潤壓縮的壓力。

本文於2022年4月22日定稿

由於成本增加，利潤面臨壓力

6/ 即使在流動性調整的基礎上，未來也不太可能從當前水平看到更高的倍數  
標普500市盈率因聯儲局資產負債表擴張而調整



Source: Bloomberg, Amundi Institute calculation. Data as of April 2022.

Methodological note: the S&P 500 P/E is the time-weighted average of current and next year P/Es. These PEs are then adjusted (ratio) for a liquidity multiplier: the Fed Total Asset Balance Sheet (rebased to 1 at the beginning of QE in March 2009). The historical average is dynamic and considers historical breaks in reflecting monetary and economic regimes changes.

專題



Claire HUANG  
高級新興市場宏觀策略師

第一季GDP增長樂觀的數據可能誇大了實際經濟增長

## 在中國需求受到衝擊時堅守：以信心戰勝恐懼

上海和其他城市的長期封城措施打擊了市場信心，導致中國股市在本月再次下跌。考慮到新冠疫情清零政策對中國經濟的損害，我們預計第二季度的衰退和全年增長將大大低於政府目標（東方匯理預測為3.5%，而官方目標為5.5%）。

然而，簡單地推斷上海的情況是錯誤的。儘管有四分之一到三分之一的經濟受到不同程度的限制，但上海以外的經濟活動自四月初以來已開始恢復，預示着政策執行的調整和五月/六月逐步重新開放。

更重要的是，對廣泛政策寬鬆的猶豫有所減少。4月26日，中央財經委員會呼籲全面推進基礎設施建設，為市場情緒回升奠定基礎。三天後，中央政治局重申其年度經濟目標並呼籲停止對平台經濟的監管打擊，從而安撫市場。

### 增長之謎——我們應該在下行方面預計多少折價？

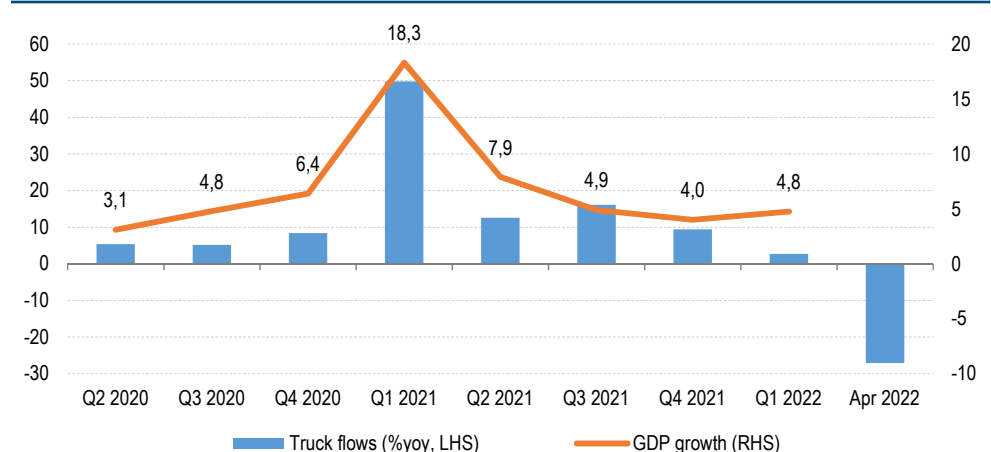
第一季度GDP同比增長4.8%，高於我們的預期，無視強大的負基數效應。仔細觀察這些數字會發現，官方數據和替代數據之間的統計差異越來越大，尤其是在工業和住房方面。我們認為，樂觀的數據可能誇大了實際經濟增長。

在第二季度，上海的延長封城措施和擴大到其他地區的限制將使中國陷入暫時的衰退。各項證據在說明情況。全國貨運量——一個密切追蹤中國增長的指標——在4月份同比下降27%（圖1）。上海和吉林已表明，新冠病毒清零政策的經濟成本很高，並且只會隨着更多可傳播的變種而變得更高，因為與非Omicron爆發相比，一個城市需要更多地降低流動性以應對Omicron爆發。使用卡車流量數據，學術經濟學家Chen et al.在2022年估計，上海、北京、深圳為期一個月的全面封城措施將分別使全國GDP下降4%、3.6%、2.8%。現在，上海的全面封城已經持續了一個多月，一直持續到5月初，交通運輸部預計五一黃金週期間全國旅行量將同比下降60%。儘管封城經濟（例如：醫療設備生產和在線購物）可能再

次繁榮，但我們認為，假設5月和6月謹慎重新開放，第二季度將不可避免地出現衰退（有關預測詳情，請參見圖2）。

儘管如此，我們不能排除我們的預測出現上行意外。一方面，統計平滑將使我們在下一季度趕上官方數據。就在4月的最後一週，中國央行官員呼籲確保第二季度增長超過5%，這表明實現全年增長目標的重要性。另一個有意義的上行驚喜來源是基建投資，這可能超出我們的預測範圍，全年漲幅超過10%。

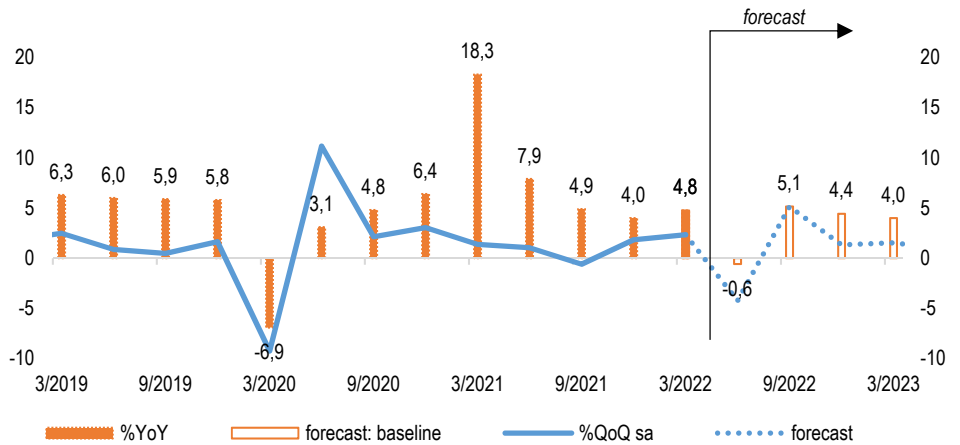
### 1/ 中國卡車流量與GDP增長



Source: Wind, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

專題

2/ 中國GDP增長預測



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

新冠疫情之謎——清零政策將持續多久？

新冠病毒清零政策仍然是我們增長前景的主要催化劑，執行不力可能會阻礙其他刺激措施。四月的政治局會議明確表明有意堅持「動態清零」的政策。由於未來的政治日程繁忙，包括第二季度17個省的地方領導層改組和11月的政治局/中央委員會選舉，我們預計官員們將在全年堅持疫情清零政策。

然而，簡單地將上海的衝擊推斷到其他城市是錯誤的。在執行層面，正在進行調整以適應物流需求，例如簡化貨車司機獲得健康通行證的申請流程。因此，我們觀察到上海以外地區和國家層面的活動穩步復甦，為五月/六月和第三季度的經濟復甦鋪平了道路。

政策之謎——政策制訂者是否表現欠佳？

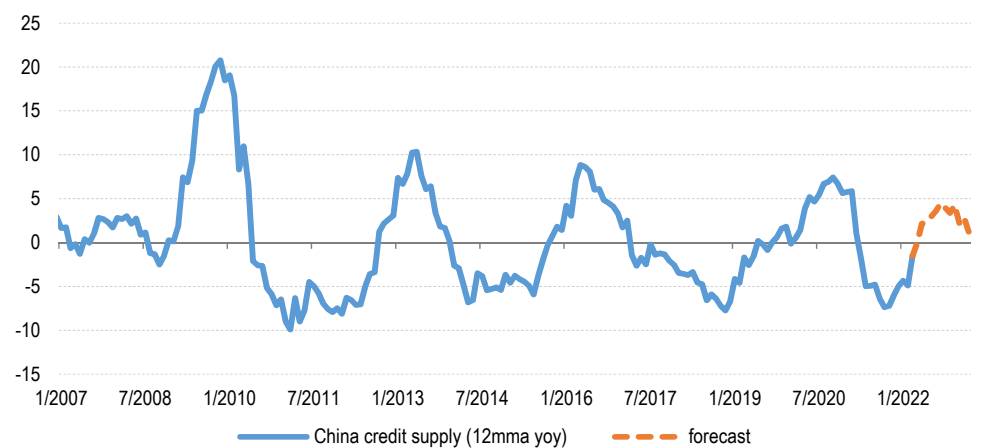
市場對政策承諾的貫徹執行感到失望，尤其是貨幣寬鬆。事實上，中國人民銀行在4月再次失望地連續第四個月維持政策利率不變，降準幅度低於預期。也就是說，銀行間流動性狀況進一步放鬆，前端利率暴跌。同時，央行將重點轉向傳導，引導銀行放貸，放寬放貸要求。隨着增長面臨的下行壓力越來越大，我們確實看到有必要進一步降息，並預計未來幾個月還會再降息10個基點。

儘管中國人民銀行在傳統貨幣寬鬆領域落後於曲線，但其窗口指導似乎正在發揮作用。信貸增長已經收復失地，在3月份再次回升。我們預計信貸衝動將在四月份轉為正值，並在整個九月份繼續攀升（圖3）。

另一方面，財政刺激更多地以減稅降費的形式出現，這可能解釋了市場與政策制訂者之間的預期差距。此外，隨着公共債務增長加速，基建

我們預計信貸衝動將在四月份轉為正值，並在整個九月份繼續攀升

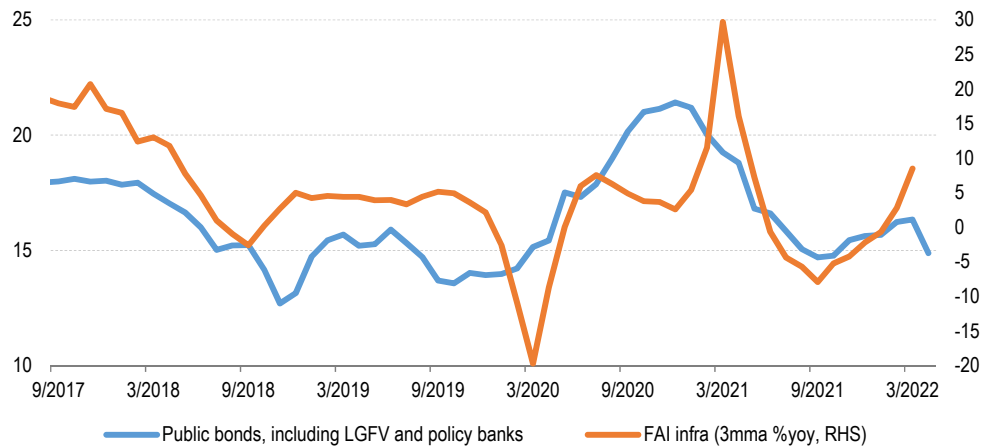
3/ 中國的信貸衝動



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

專題

4/ 公共債務增長和基礎設施投資



Source: CEIC, Amundi Institute, data as of 29 April 2022

在四月的政治局會議之後，我們可能會看到更快的政策支持跟進

設施支出也可能增加。與我們之前預測的0-5%相比，2022年基礎設施投資增長將達到5-10%的更高範圍。這將得到基礎設施項目質量要求放寬和公共債券發行的支持。對消費者的現金發放或補貼(如有)將對我們的預測產生積極的影響。

在四月的政治局會議之後，我們可能會看到更快的政策支持跟進。這些支持雖然直接解決了主要的市場問題，但不足以抵消新冠疫情限制措施造成的損害。但由於我們可以看到中國經濟增長的下行空間，我們認為政策只會更寬鬆而不是更緊，從而支撐市場情緒的復甦。





本文於2022年4月29日定稿



## 中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)



### 本月更新

與上個月相比，我們保持中央情景和替代情景的敘述和概率不變。然而，烏克蘭戰爭可能以多種方式演變（參見「烏克蘭危機」圖表），對經濟和金融市場產生重大影響中國新一波的新冠疫情是短期內不確定性的另一個來源。

下行情景 30%	中央情景 60%	上行情景 10%
重新陷入滯脹	道路坎坷，地區分化	包容且可持續的增長
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> <li> 烏克蘭戰爭持續正在損害信心和活動，並推高大宗商品和能源價格更長時間，並擾亂供應。</li> <li> 新冠病毒Omicron變種(或其他變種)的復甦導致全球各地新一輪的流動限制和瓶頸情況。</li> <li> 這兩個觸發因素都會導致經濟下滑，而通脹仍然處於高位且不受控制。</li> <li> 為支持經濟而重新實施的貨幣和財政寬鬆政策，可能是金融抑制的進一步舉措。</li> <li> 在增長放緩的情況下出現通脹，迫使一些央行，尤其是歐洲央行偏離其指導方針，並可能失去信譽。</li> <li> 旨在應對氣候變化的政策和投資被推遲及/或國家政策實施無序。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 烏克蘭戰爭正在打擊信心，推動商品和能源價格暫時走高。</li> <li> 新冠肺炎成為風土流行病，並有一波波的隨機傳染浪潮</li> <li> 環球經濟活動在波動的環境中保持良好，但供應鏈瓶頸將持續到2022年底。</li> <li> 2022年的環球增長趨勢逐漸減弱。2023年面臨下行風險。由於中國第二季度GDP收縮(封城措施)和歐元區增長疲軟(烏克蘭)，2022年上半年出現疲軟。</li> <li> 由於能源和大宗商品價格高企、供應方瓶頸、工資壓力上升，整個2022年通脹壓力持續存在；並在2023年減弱。通脹是一個心理和政治問題。</li> <li> 貨幣政策不同步：美國聯儲局從逐漸退市轉向量化緊縮和陡峭加息週期的快速轉變；英國央行處於軟性加息週期；歐洲央行重新調整量化寬鬆，並可能在2022年加息；中國人民銀行偏向於寬鬆政策。利率會走高，但會在更長時間內保持低位。</li> <li> 財政政策：取消部分支持，但使用公共資金和補貼來緩解能源轉型對家庭的影響。</li> <li> 氣候變化會擾亂商品週期並加劇滯脹趨勢，從而影響經濟增長和通脹。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 烏克蘭戰爭因有限的能源和大宗商品市場中斷而迅速結束。</li> <li> 本土疫情消退速度比預期要快，儘管有變種出現。</li> <li> 額外儲蓄和工資增長會鼓勵消費，而不會侵蝕企業利潤。</li> <li> 由於技術變革和結構改革，生產力將提高。</li> <li> 通貨膨脹仍然得到控制。</li> <li> 由於更強勁的投資和更少的儲蓄，利率有所上升。</li> <li> 各國央行的政策正常化受到金融市場的歡迎。</li> <li> 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。</li> <li> 與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。</li> <li> 潛在觸發因素包括烏克蘭戰爭結束、結構性改革、有效的藥物及疫苗運動，以及由於權力下放而產生的包容性金融。</li> </ul>
市場影響	市場影響	市場影響
<ul style="list-style-type: none"> <li>— 偏好現金、美元和美國國債</li> <li>— 使用最小波動率策略</li> <li>— 黃金</li> <li>— 大宗商品及能源</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 預期經風險調整後的實際回報下降</li> <li>— 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制</li> <li>— 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹</li> <li>— 新興市場：短期謹慎，長期實際收入和增長故事完好無損</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 美國國債曲線熊市變陡</li> <li>— 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產</li> <li>— 偏好掛鉤產品和股票作為通脹對沖</li> </ul>

-  地緣政治
-  新冠疫情相關主題
-  經濟增長和通脹預期
-  貨幣和財政政策

-  復甦計劃或財務狀況
-  私人 and 公共發行人的償付能力

-  經濟或金融制度
-  社會或氣候相關議題

## 最高風險

### 本月更新

考慮到烏克蘭戰爭及其對經濟和金融風險的潛在影響，我們將經濟和地緣政治風險的概率保持在30%。我們將新冠疫情相關風險（包括中國的封城措施）視為經濟風險的一部分。

風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。

#### 經濟風險 30%

- 石油和天然氣沖擊導致**環球經濟衰退**，並隨着烏克蘭戰爭停滯不前出現情緒惡化
- 在俄羅斯經濟崩潰、能源價格上漲、通脹失控和移民危機之後，東歐**出現經濟危機**
- **新冠疫情大流行 3.0**
  - 在Omicron (2.0) 之後，一種更危險且具有疫苗抗性的變體開始了新的浪潮
  - 新的封鎖措施或流動限制可能進一步破壞環球復甦
- **供應鏈瓶頸的影響**持續（中國新一輪封城措施），投入成本壓力導致企業盈利衰退
- **中國疫情清零政策**加上監管打擊和房地產市場崩盤，導致增長前景下降
- **貨幣政策失誤**
  - 在地緣政治高度不確定的情況下，各國央行的溝通不暢
  - 各國央行低估了供應驅動的通脹的強度並失去了控制
- **與氣候變化相關的自然事件**損害了經濟增長的能見度及社會平衡

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

**-** 風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

#### 財務風險 20%

- **主權債務危機**
  - 持續的烏克蘭戰爭將損害發達市場脆弱的公共財政，因為公共債務佔GDP的比例已經處於歷史高位
  - 解除通脹預期可能導致債券市場混亂和更嚴厲的貨幣緊縮
  - 大多數國家都容易受到評級下調和利率上升的影響。
  - 新興市場的脆弱性亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險
- **企業償付能力風險增加**，儘管隨着不確定性上升和企業利潤率受壓，基本面表現強勁（投入成本高、雙訂單導致盈利預警）
- **廣泛的漂綠和ESG投資泡沫**損害了能源轉型資金
- **美元不穩定**並逐漸喪失其儲備貨幣地位導致貨幣市場不穩定

**+** 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

**-** 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

#### (地緣) 政治風險 30%

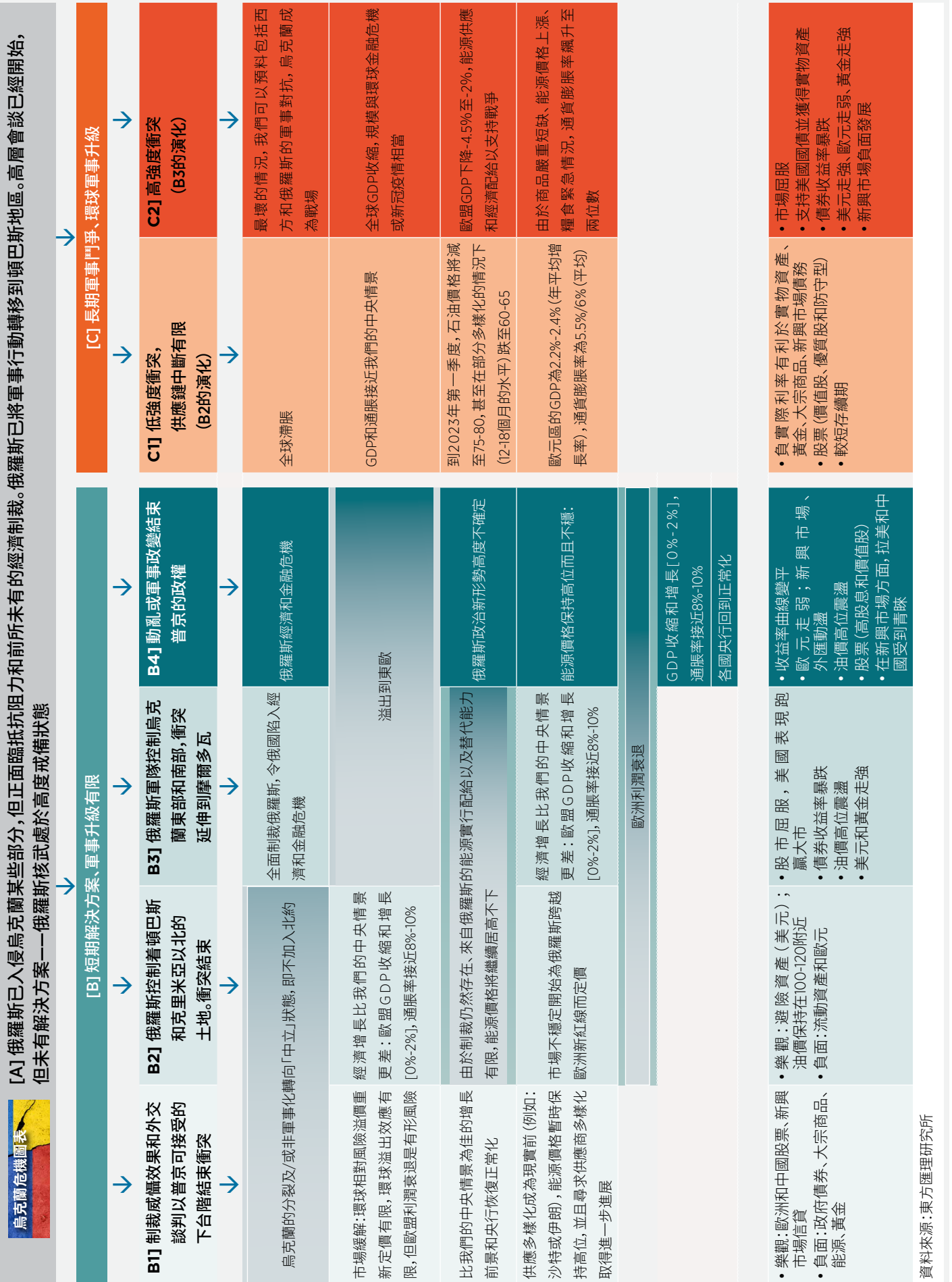
- **烏克蘭戰爭\***
  - 俄羅斯軍事成功後的短期決斷：隨着投資者開始對普京越過新紅線進行定價，市場仍然不穩定
  - 持久的軍事鬥爭導致高強度衝突，並可能導致西方軍事對抗
- **歐盟政治分裂**或民粹主義選票導致在如何管理與俄羅斯的關係上存在分歧
- **美國對中國採取強硬路線**，以阻止任何企圖入侵台灣的行為。南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭的風險
- **新興市場政治不穩定**由以下因素驅動：
  - 病毒危機管理混亂
  - 食物及能源價格上漲，導致類似阿拉伯之春的動盪浪潮
- 伊朗或北韓的**核計劃**再次引發擔憂和制裁
- **中美在能源轉型上失去公信力**，破壞巴黎協定
- 由於缺水和遷徙，**全球變暖**導致衝突風險增加
- **網絡攻擊或數據洩露**，破壞安全、能源和健康服務領域的資訊科技系統

\* 有關潛在結果的詳情，請參閱「烏克蘭危機」圖表（第17頁）

**+** 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品、石油

**-** 信貸和股票、EMBI





## 資產縱橫：檢測市場轉折點

轉折點已經出現

接近轉折點

言之尚早

### 經濟背景

- 隨著烏克蘭戰爭的蔓延、新制裁措施的制訂、供應鏈中斷的新情況以及中國在疫情清零政策下實施新的封城措施，經濟增長和通脹方面的宏觀經濟不確定性逐漸增加。
- 通脹和經濟增長的修正方向存在分歧，因為能源、食品 and 大宗商品價格上漲，通脹將在幾個月內繼續走高，而增長對需求和供應方都產生負面影響。滯脹勢頭在歐元區尤為明顯。
- 雖然硬數據並未顯示戰爭的影響，但信心數據已開始惡化，突顯出增長前景面臨的重大下行風險。

### 基本面與估值

- 量化緊縮政策的公告可能會影響估值和倍數，如果經濟下滑超過預期，可能會導致重新定價。
- 通脹是倍數擴張的另一個不利因素，而考慮到原材料的潛在短缺，至少在歐洲，預期仍然非常樂觀。
- 總而言之，估值和當前水平很容易受到基本面潛在負面意外或高於預期的利率的影響。到目前為止，美國的報告季節進展順利，為市場提供了一些基礎。

## 中立 + 資產配置

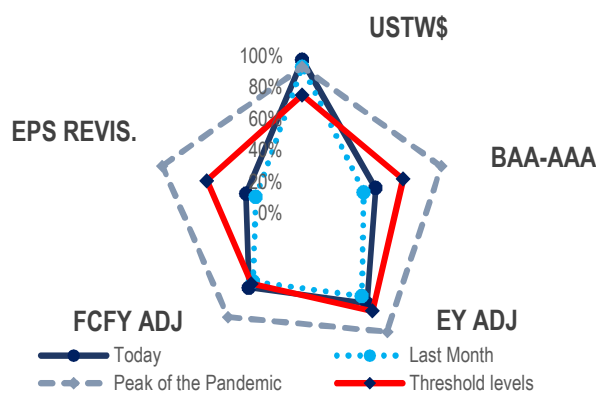
### 技術資料

- 與上個月相比，風險資產的技術訊號沒有變化。
- 儘管預計環球經濟將下滑，但仍缺乏趨勢追蹤訊號而需要明確做空風險。我們今天遇到的問題是，逆勢訊號仍遠未達到超賣水平（大多數股票指數與年初水平相比並未完全折價）——這阻礙了人們對可持續反彈的信心。
- 當前的市場環境不斷快速吸收錯位機會，沒有為技術訊號留下強大的空間來推動風險預算決策。

### 情緒

- 情感視角。儘管大多數基於調查數據的指標都對環球形勢表現出過度悲觀的情緒，但情緒指標未能推動風險敞口大幅下降。
- 在執筆之時，我們的風險情緒指標接近中性，但在大多數交易時段都需要警惕。儘管我們在全球各地經歷了利率上升，但金融環境在四月份顯示出比預期更大的彈性。
- CAST繼續表明，在決定是否消退或買入近期風險範圍內的反彈時，基本面的彈性將是關鍵。美元的強勁反彈和每股盈利修正的下降仍被穩健的信用風險溢價所平衡（穆迪的Baa-Aaa利差仍低於我們的預估警戒線）。

## 資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



CAST風險認知未能顯示結構性增加，儘管最近的數據顯示避險概率超過20%。每股盈利修正的惡化仍然有限，信用風險溢價（我們使用穆迪的Baa-Aaa利差代表）未能超過我們的警報閾值（即100個基點）。然而，在我們看來，美元是強烈要求避險的維度，其溢出到剩餘維度會使情況複雜化。

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

## 環球研究資料集

## 1 環球經濟增長下調, 通脹上調

- 未來收緊貨幣政策以對抗通脹: 聯邦基金利率到年底為2.50%; 由於未來幾個季度德國和意大利面臨嚴重衰退風險, 歐洲央行將在2022年退出負存款利率
- 大宗商品價格(能源、工業金屬和食品)持續上漲, 烏克蘭戰爭進一步加劇, 這對全球通脹和增長產生了嚴重影響: 1) 對消費的負面影響(透過較低的實際可支配收入), 以及 2) 較高的投入成本限制了生產。
- 12個月收益目標上修: 美國10年期國債為2.90/3.10% (之前為2.50/2.70%); 德國10年期國債0.80/1% (之前為0.40/0.60%)。

## 投資後果

- 風險敞口減少, 持股量略微偏低。
- 將固定收益從信貸重新調整為政府債券和現金。
- 透過掛鉤證券和大宗商品繼續關注通脹。

## 2 歐元下行空間更大

- 歐元兌美元六個月目標修正為1.02 (之前為1.09)
- 由於烏克蘭戰爭引發的大宗商品衝擊以及與俄羅斯能源獨立的相關鬥爭, 歐元區2022年的經濟背景變得更加黯淡, 其中德國和意大利面臨的挑戰最大。
- 由於PPI和CPI之間的空前高差導致生產力下降, 因此在修正購買力平價時, 外匯的估值急劇下降。

## 投資後果

- 在接下來的六個月歐元兌美元空頭, 因為我們認為歐元區經濟的共識預期和歐洲央行在2022年的鷹派態度過於樂觀。

## 3 大宗商品, 堅持我們的樂觀態度

- 商品價格的所有歷史驅動因素目前都利好:
  - **週期性和基本面:** 由於基本面(增加經濟活動、基礎設施、週期性需求)推動經濟復甦, 與環球增長的低估差距現已縮小
  - **地緣政治:** 烏克蘭戰爭造成的最關鍵因素, 導致天然氣供應不足問題和從穀物到鋼鐵的廣泛商品普遍短缺(俄羅斯和烏克蘭佔全球小麥出口的30%)。
  - **結構:** 綠色轉型和關鍵基本金屬潛在的長期供需錯配是我們樂觀立場的主要內容。由於庫存仍處於歷史低位, 大宗商品估值正在因增長而調整, 庫存在絕對和相對方面看起來都很便宜。
- 過去24個月的反彈(CRB指數自4月20日結束以來上漲了83%)縮小了與增長的差距。儘管如此, 根據庫存水平調整後的估值並不昂貴。

## 投資後果

- 大宗商品是一個關鍵的投資組合多元化因素, 如獲得積極管理, 則可在經濟週期的所有階段提供機會。
- 由於電氣化轉型, 對「綠色」商品的需求將增加, 因此將保持結構性支撐。

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	=/+		強勁的消費支出和勞動力市場將支撐整體需求，讓我們相信不太可能出現衰退，儘管我們可能會看到經濟增長面臨一些壓力。鑑於實際收益率接近正值且名義收益率正在上升，我們正在關注這些對股市的影響。我們仍然保持慎選，重點關注透過回購獎勵股東的公司（例如：銀行業）以及能夠保持高營運效率的公司。
	美國價值	+		成本上升的不確定性需要關注週期性較小且能夠實現可持續盈利增長的優質價值公司。雖然輪換青睞價值可能會在短期內遭受挫折，但從長遠來看，轉向這些名稱的趨勢可能會繼續。這裡的關鍵點是優先選擇市場方向性。
	美國經濟增長	-		儘管近期增長與價值相比表現不佳，但作為一個行業的長期增長估值仍然很高。我們亦承認一些細分市場變得有吸引力，但認為利率上升可能會給估值帶來壓力。
	歐洲	-/=		經濟增長放緩和持續的成本壓力可能會影響消費者支出，從而影響企業收益。我們正在尋找公司能夠將不斷上升的成本轉嫁給消費者的跡象，以及這可能如何影響整體通脹。因此，在我們強大的選擇支持下，我們保持平衡並保持我們的質量、價值和股息偏差。
	日本	=		經濟勢頭的輕微惡化導致我們對收益保持警惕。強而有力的公司治理、刺激支持和生產力提高應該會支持市場。
	中國	=		冠狀病毒清零政策可能會對經濟增長（和供應鏈）造成壓力，我們認為5.5%的目標將難以實現，導致我們在短期內更加謹慎。然而，隨着國家向更平衡的經濟增長模式過渡，在政策支持（貨幣和財政）中仍然存在選擇性的長期機會。
	新興市場	=		烏克蘭戰爭對全球增長和通脹來說不是好兆頭，因此新興市場將受到影響。然而，新興市場的分歧很大，因此選擇很重要。我們看好巴西和阿聯酋等大宗商品出口國，看好印度等國內需求，但對接近危機的國家（匈牙利）持謹慎態度。
固定收益平台	美國政府債券	-/=	▲	鑑於聯儲局繼續其鷹派立場且通脹仍然頑固（尤其是通脹的粘性部分），我們對久期持謹慎態度，但鑑於當前對質量的追求和近期市場走勢，我們正在策略性地管理風險敞口。我們投資TIPS的數目很少。
	美國投資級公司債券	=		鑑於企業基本面依然強勁，我們在投資級債券方面保持穩定的風險立場，但偏好特殊風險並維持廣泛的對沖。我們還在評估該行業對聯儲局量化緊縮和核心收益率上升的反應。在這方面，我們看到了證券化資產（例如：機構抵押貸款支持證券）的相對價值機會。
	美國高收益公司債券	=		我們對高收益債券保持中立和選擇性。一方面，該行業受到能源價格高企的支撐，但另一方面，必須監測估值，特別是由於量化緊縮導致流動性減弱可能會收緊金融環境。
	歐洲政府債券	-/=		雖然向更高核心利率的長期趨勢是正確的，但地緣政治緊張局勢和市場壓力正在給收益率帶來下行壓力。再加上歐洲央行依賴數據的方法，即利率在量化寬鬆結束後「一段時間」上升，強調了為何投資者應該在期限上保持敏捷。我們在核心歐洲的久期防禦性略低，並積極尋找跨越曲線和地域的機會，例如在比利時。
	歐洲投資級公司債券	=		我們正在追蹤歐洲央行資產購買計劃結束的影響以及經濟衰退風險對投資級債券利差的影響，儘管企業資產負債表很強勁，儘管生產者價格很高（因此存在利潤率壓力）。我們認為，投資者應該考慮透過基本面分析驅動的方法從高貝塔證券轉向低貝塔證券。
	歐洲高收益公司債券	=		對歐洲經濟增長和通脹的擔憂可能會影響企業盈利，儘管利差低於三月初的水平，表明企業基本面強勁。展望未來，市場將根據質量和流動性風險區分信用，導致我們對整個市場非常挑剔。
	中國政府債券	=/+		中國地方政府債務的估值、新冠疫情封城措施以及與美國的地緣政治緊張局勢（外匯壓力）是近期的擔憂。從中期角度來看，該資產類別提供了強大的多元化分散投資優勢。
	新興市場債券（硬通貨）	+	▲	我們對硬通貨債券略持樂觀態度，特別是在解釋我們強烈的自下而上偏見的高貝塔奇特故事上。在此範圍內，由於預期前者利差收緊，我們看好高收益而非投資級債券。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		儘管我們對新興市場外匯整體持謹慎態度，但我們仍對本幣債券的新興市場久期持樂觀態度，並認為有重新分配大宗商品出口外匯的空間。新興市場中的高度碎片化使我們能夠非常有選擇性。
其他	大宗商品			持續的烏克蘭戰爭（供應不足問題，尤其是天然氣）、綠色轉型和關鍵基本金屬的結構性需求供應不匹配，使我們能夠對大宗商品持樂觀態度。
	貨幣			歐洲經濟放緩可能令歐元兌美元承壓，我們認為市場普遍預期過於樂觀；我們已將六個月目標下調至1.02。由於瑞郎的避險地位，我們對其持樂觀態度。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年4月26日對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育目的使用，並可能會有變動。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=西德克薩斯中質原油；QE=量化寬鬆政策。

## 發達國家

### 宏觀經濟前景

數據截至27/4/2022

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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
<b>世界各地</b>	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
<b>發達 國家</b>	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
<b>美國</b>	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
<b>日本</b>	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
<b>英國</b>	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
<b>歐元區</b>	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
德國	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
法國	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
意大利	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
西班牙	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5

來源: 東方匯理研究所

- **美國:** 通脹飆升至數十年高位正在壓縮實際收入, 並可能對消費者信心、支出和儲蓄行為產生負面影響, 正如一些調查數據似乎預期的那樣。與此同時, 企業的資本支出意向仍然很高, 這表明雖然美國消費可能正在減速, 但至少在今年上半年, 資本支出應能保持彈性。我們預計GDP將在年底前達到潛在水平, 而整體通脹目前正在見頂並開始放緩, 同時仍遠高於聯儲局全年的目標。
- **歐元區:** 隨著烏克蘭戰爭的拖延, 能源和大宗商品價格的上漲繼續給家庭和企業帶來壓力, 使國內需求的復甦停滯不前, 並增加了一些國家出現技術性衰退的風險。與此同時, 供應鏈中斷正在捲土重來, 而天然氣和能源配給的風險正在加劇生產商的擔憂。假設下半年能源和大宗商品價格下跌, 供應和能源驅動的通脹將在幾個月內進一步上升, 然後開始逐步減速。
- **英國:** 能源價格高企、信心搖搖欲墜和曠日持久的戰爭再次推高了我們的通脹預測和我們的增長預測。由於通脹削弱了購買力和公司利潤率, 預計增長至少在幾個季度內仍將相當疲軟。鑑於增長前景疲軟, 對勞動力市場趨緊的擔憂可能正在緩解, 儘管勞動力供應可能在結構上低於以前。通脹預計將在四月見頂, 然後開始減速, 但按歷史標準衡量, 預計仍將保持在很高的水平。
- **日本:** 日本仍然是一個例外, 在環球食品和能源價格上漲的情況下, 消費者通脹繼續保持溫和。暫時的技術因素和低迷的需求都是導致其沒有出現高通脹的原因。技術因素——例如2020年4月降低手機費用和8月重新定價——將開始消退, 並增加約1個百分點的CPI。與此同時, 經濟一直在努力從消費稅上調(2019年底)和新冠疫情的雙重打擊中復甦。GDP尚未恢復到新冠疫情之前的水平, 未來強勁復甦的理由仍然薄弱。

### 主要利率展望

	03-05 2022	東方 匯理 +6 個月	市場 共識 +6 個月	東方 匯理 +12 個月	市場 觀點 +12 個月
<b>美國</b>	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
<b>歐元區</b>	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
<b>日本</b>	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
<b>英國</b>	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

來源: 東方匯理研究所

- **美國聯儲局:** 三月的聯邦公開市場委員會會議紀要揭示了資產負債表縮減過程的一些關鍵參數: 1) 每月上限可能設定為950億美元(TSY為600億美元, MBS為-350億美元); 2) 上限將在大約三個月的時間內逐步實施。會議紀要還表明, 如果通脹壓力仍然很高, 則強烈支持在未來的會議上將政策利率上調50個基點。這支持了我們的觀點, 即聯邦公開市場委員會將在五月和六月加息50個基點。聯邦公開市場委員會很有可能在隨後的會議上繼續加息50個基點, 直到達到被視為中性的2.5%水平。然後聯儲局應會進入限制性區域, 以達到3%-3.25%的最終利率。
- **歐洲央行:** 繼前幾次會議後, 歐洲央行在四月未能提供更多鷹派驚喜。第三季度結束量化寬鬆的時間得到了確認, 同時歐洲央行的利率指引以及量化寬鬆結束與利率正常化之間的順序也得到了確認。歐洲央行決心履行其價格穩定任務, 但承認存在高度不確定性, 因此貨幣政策路徑將更加依賴數據。我們的基線情景表明量化寬鬆政策可能在七月結束, 隨後在年底前加息兩次, 並在第一季度加息三次。
- **日本央行:** 與同行形成鮮明對比的是, 日本央行堅定不移地保持鴿派態度, 無視日圓的劇烈波動。在四月會議之前, 市場猜測日本央行可能會開始透過調整其前瞻性指引來微調其溝通。相反, 它維持其前瞻性指引並引入每日固定利率購買來捍衛其收益曲線控制(YCC)。在展望報告中納入新的核心通脹預測表明, 日本央行預計基本通脹將在整個2022-23財年保持低迷, 並不急於改變其YCC目標。
- **英國央行:** 三月, 英國央行以8比1的多數票將其銀行利率上調25個基點至0.75%, 這是連續第三次政策會議上調, 這使政策利率回到了疫情前的水平。我們預計英國央行將在下次會議上將利率上調至1.0%, 以開始積極的量化緊縮政策。與此同時, 近期更為鴿派的基調表明, 貨幣政策委員會預計在高通脹和增長風險之間的取捨中採取更微妙的平衡措施。此後, 下一次加息後可能會出現停頓。

### 貨幣政策日程

各國央行	下次會議
<b>聯儲局聯邦公開市場委員會</b>	<b>5月4日</b>
<b>歐洲央行理事會</b>	<b>6月9日</b>
<b>英倫銀行貨幣政策委員會</b>	<b>6月16日</b>
<b>日本銀行金融政策決定會合</b>	<b>6月17日</b>

資料來源: 東方匯理研究所

## 新興市場

### 宏觀經濟前景

數據截至27/4/2022

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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界各地	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0
新興市場	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
巴西	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
墨西哥	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
俄羅斯	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
印度	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
印尼	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
南非	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
土耳其	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8

來源: 東方匯理研究所

- **中國:** 第一季度同比增長4.8%，高於我們的預期，無視強大的負基數效應。然而，自三月以來經濟活動的普遍放緩、上海的封城措施延長以及對其他地區的限制措施擴大，預計將使中國在第二季度陷入暫時性衰退。我們將2022年的增長預測維持在低於共識的3.5%，並預計2023年將反彈至5.4%。考慮到嚴格的新冠疫情政策對勞動力市場和消費者需求的拖累，CPI通脹預計將保持在3%以下。
- **墨西哥:** 儘管仍低於疫情前的水平，但由於外部需求強勁以及國內消費，經濟活動在第一季度獲得了一些動力。與此同時，通脹壓力並沒有減弱，再加上聯儲局更加迅速的行動，正迫使墨西哥央行採取更強力的行動——我們認為墨西哥央行將模仿聯儲局，儘管外部和金融風險敞口較小。在政治方面，AMLO的電力(反)改革沒有通過，最高法院投票反對電費法案(儘管沒有將其否決為違憲)，這表明制衡機制或多或少是有效的。
- **印尼:** 四月下旬，佐科威總統實施了棕櫚油產品禁令，以滿足國內對出口的需求(在食用油價格飆升的情況下)。該禁令應一直持續到未包裝食用油價格達到每公升14000印尼盾，從而緩和通脹壓力。除了國內影響之外，對替代產品(豆油)的需求激增可能會導致全球通脹上升。除了對通脹產生溫和的積極影響外，經常賬戶負面趨勢的加速(由於棕櫚油在出口中的突出地位)將挑戰印尼央行的促增長立場，並可能挑戰印尼盾的穩定性。
- **巴西:** 由於巴西的地理位置、對該地區的貿易和金融風險較小以及其淨商品生產國地位，地緣政治衝擊對巴西(以及整個拉丁美洲)的破壞性影響可能較小。然而，儘管增長受到更多保護，但儘管政策制定者努力緩解打擊及其對可支配收入的影響，但通脹仍受到重創。反過來，巴西央行將面臨將加息週期延長一點的壓力。然而，隨着糧食和能源安全以及近岸供應在策略上變得重要，這場危機為巴西和該地區提供了長期機遇。

### 主要利率展望

	東方匯理 02-05 2022	東方匯理 +6個 月	市場 共識 +6 個月	東方匯理 +12 個月	市場 共識 +12 個月
中國	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
印度	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
巴西	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
俄羅斯	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

來源: 東方匯理研究所

- **中國人民銀行:** 央行在四月再次令人失望，維持政策利率不變，降準低於預期。銀行同業間的流動性狀況進一步放鬆，前端利率暴跌。央行將重點轉向傳導，談到對中小企業的結構性支持和信貸增長的穩定。隨着增長面臨的下行壓力越來越大，我們看到有必要進一步降息，並預計未來幾個月還會再降息10個基點。我們預計4月份信貸衝動將轉正並進一步改善。
- **印度儲備銀行:** 在長期非常溫和的貨幣政策之後，印度儲備銀行的立場在四月初的最近一次會議上實際上變得更加中性，引入了一種新工具(SDF)，以重新調整政策利率為對稱走廊(4.0%)，MSF為4.25%，SDF為3.75%。高於預期的通脹壓力正在上升(三月份同比增長7%，高於印度儲備銀行的目標)。我們確認了我們對六月份首次加息25個基點(50個基點的概率亦不可忽略)和一年內更大幅度的緊縮路徑(150-200個基點)的預期。
- **巴西央行:** 現在「結構上」依賴於數據。巴西央行貨幣政策委員會(COPOM)放慢了緊縮步伐，並在三月份將巴西基準利率(SELIC)上調了100個基點(至11.75%)，正如預先宣佈的那樣。巴西央行希望在五月再次以相同幅度加息，但也暗示這是加息週期可能結束的地方(12.75%)，因為緊縮週期已進入後期階段，除非通脹證明並非如此。但即使烏克蘭危機供應衝擊嚴重打擊價格動態，行長坎波斯仍希望從結構性角度和主要透過第二輪影響來評估損害。無論哪種方式，終端費率指日可待。
- **俄羅斯央行:** 繼4月8日意外降息3%後，央行於4月29日再次下調政策利率，從17%降至14%。這些削減是繼2月28日意外上調之後，從9.5%上調至20%。最新降息的動機是經濟活動放緩和盧布升值，加上高通脹——儘管預計通脹將會減弱。俄羅斯央行為進一步減息敞開了大門。三月份，通脹從二月份的9.2%躍升至16.7%同比。通脹壓力預計將在年底前緩解，但通脹仍高於4%的目標。較溫和的通脹動態可能允許俄羅斯央行在未來幾個月內進行更多減息。

### 貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
巴西央行	5月4日
人民銀行	5月20日
印度儲備銀行	6月8日
俄羅斯央行	6月10日

資料來源: 東方匯理研究所

## 宏觀經濟及市場預測

### 宏觀經濟預測

(2022年4月27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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
美國	5.8	3.1	1.7	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
歐元區	5.3	2.3	1.8	2.6	7.0	2.7
德國	2.9	1.7	1.9	3.2	7.4	3.0
法國	7.0	3.0	1.6	2.1	5.3	3.3
意大利	6.6	2.6	1.5	1.9	6.9	2.3
西班牙	5.1	4.0	2.1	3.1	8.8	2.5
英國	7.4	3.8	1.3	2.6	7.1	3.3
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.0	2.0
巴西	4.6	0.6	1.4	8.3	10.1	5.2
墨西哥	4.8	1.8	1.8	5.7	7.3	5.1
俄羅斯	4.7	-10.0	2.5	6.7	16.9	7.5
印度	9.2	7.3	6.6	5.1	6.6	5.9
印尼	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.9
南非	5.5	1.5	1.8	4.6	5.7	4.4
土耳其	11.4	3.3	3.2	19.4	60.1	19.8
發達國家	5.1	2.8	1.7	3.1	6.0	2.6
新興市場	6.8	3.3	4.5	4.4	7.7	5.0
世界各地	6.1	3.1	3.4	3.8	7.0	4.0

### 主要利率展望

發達國家

	3/5/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	0.33	2/2.25	2.59	3/3.25	3.33
歐元區	-0.5	-0.25	0.13	0.25	1.03
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.05
英國	0.75	1.25	2.10	1.50	2.63

新興市場

	2/5/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
中國	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
印度	4.00	4.50	5.00	5.15	6.00
巴西	11.75	13.3	12.75	11.40	11.75
俄羅斯	14.00	12.00	13.85	11.00	10.70

### 長期利率展望

2年期債券孳息

	3/5/2022	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	2.75	2.9/3.1	3.28	3.1/3.3	3.41
德國	0.28	0.3/0.5	0.68	0.5/0.7	0.87
日本	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
英國	1.66	1.5/1.6	1.77	1.5/1.6	1.78

10年期債券孳息

	3/5/2022	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	2.98	2.9/3.1	3.13	2.9/3.1	3.17
德國	0.98	0.8/1.0	1.10	0.8/1.0	1.17
日本	0.23	0.1/0.3	0.30	0.1/0.3	0.35
英國	2.00	1.7/1.9	2.08	1.7/1.9	2.13

### 匯市展望

	29/4/2022	東方匯理 2022年第三季	市場觀點 2022年第三季	東方匯理 2023年第一季	市場觀點 2023年第一季
歐元/美元	1.05	1.02	1.11	1.11	1.13
美元/日圓	130	131	123	124	121
歐元/英鎊	0.84	0.84	0.84	0.83	0.85
歐元/瑞士法郎	1.03	1.00	1.04	1.07	1.06
歐元/挪威克朗	9.89	9.94	9.64	9.64	9.51
歐元/瑞典克朗	10.36	10.32	10.30	10.13	10.20
美元/加元	1.28	1.31	1.25	1.23	1.24
澳元/美元	0.71	0.69	0.76	0.75	0.76
紐元/美元	0.65	0.63	0.70	0.67	0.71
美元/人民幣	6.61	6.65	6.45	6.50	6.51

來源: 東方匯理研究所

## 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

### 一 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。

### 一 風險

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



## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT OUTLOOK



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

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

### ASSET CLASS VIEWS



#### Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

### SHIFTS & NARRATIVES



#### Shifts & Narratives #16 - Investing in a fragmented world (06-04-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

#### Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



#### Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s

(02-03-2022) BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



#### When artificial intelligence meets economy: an analysis of the Ukraine war (2022-04-01)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - Pierre HAREN, CEO and co-founder, Causality Link - Matthieu KEIP, Innovation Lead, Amundi Technology

#### Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

### WORKING PAPERS



#### Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Mohamed BEN SLIMANE, Amina CHERIEF, Théo LE GUENEDAL, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Research, Amundi Institute

#### Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

Edmond LEZMI - Thierry RONCALLI - Jiali XU, Quantitative Research, Amundi Institute

#### The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

#### Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

#### Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Adding to the debate: “Is the Fed behind the curve?” (22-04-2022)**

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute



**War and Net Zero offer opportunities across the commodity universe (26-04-2022)**

Lorenzo Portelli, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - Francesco SANDRINI, Head of Multi-Asset Strategies

**The inflation psychology is kicking in (20-04-2022)**

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute

**ECB strikes a somewhat dovish tone, despite inflation remaining top priority (15-04-2022)**

Gilles DAUPHINÉ, Deputy Head of Fixed Income - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute

**French election: markets complacent for Macron victory, but game is not yet won (12-04-2022)**

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



**US economy and markets look resilient regarding the Russia-Ukraine crisis (05-04-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - BERTINO Claudia, Head of Investment Insights, Amundi Institute - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute



**A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

**15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

### THEMATIC PAPERS



**ESG Thema #9 - Engaging on Human rights: Identifying risks and promoting best practices (26-04-2022)**

Maury Chloé, ESG Analyst

**ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)**

CHEN Sylvia, ESG analyst

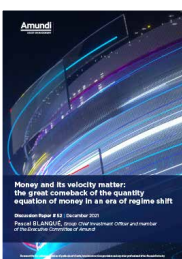
### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**The energy crisis heightens inflation fears - Strategies to protect portfolios from inflation risk (21-04-2022)**

Pascal BLANQUÉ, Chairman of Amundi Institute - Monica DEFEND, Head of Amundi Institute - Claudia BERTINO, Head of Investment Insights, Amundi Institute - Ujjwal DHINGRA, Amundi Investment Insights Unit - Laura FIOROT, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



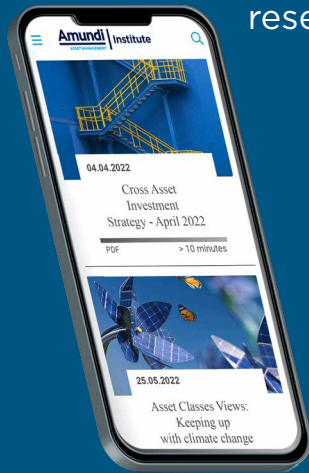
**Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer



進一步了解  
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 Quant Investment Yield Real Estate  
Strategies Allocation

重要資訊

本文件僅供參考。

本文件並不構成出售要約、購買要約邀請或任何證券或任何其他產品或服務之推薦。所引用的任何證券、產品或服務可能未在您所在司法管轄區的相關當局註冊出售，並且可能不受您所在司法管轄區的任何政府或類似機關的監管或監督。

本文件所載之任何資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。

此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2022年5月3日。投資多元化並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關於資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

此外，在任何情況下，參與本文件製作的任何人均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性 (包括但不限於利潤損失) 或任何其他損害承擔任何責任。

首次使用日期：2022年5月3日

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,143,615,555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：90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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

主編

Pascal BLANQUÉ——東方匯理研究所主席

編輯

Monica DEFEND——東方匯理研究所所長

東方匯理研究所撰文：

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

常務副編輯

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

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

東方匯理投資 洞察部共同撰文：

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

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

設計及製作

Pia BERGER  
Benoit PONCET