

#03  
3月  
2022

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

### 高通脹及地緣政治緊張局勢： 冷卻風險

東方匯理研究所

### 烏克蘭專題

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #03 - 2022年3月

### 目錄

#### 環球投資觀點

#### 投資總監的觀點

##### 高通脹及地緣政治緊張局勢：冷卻風險

頁3

月底的地緣政治升級標誌着波動性進一步上升，儘管聯儲局和歐洲央行早些時候表現出鷹派姿態。我們建議在流動性風險上升和信貸風險/回報狀況與股票相比吸引力較低的情況下，對信貸採取更為謹慎的立場。在久期方面，我們的整體立場仍然是防禦性，但鑑於美國國債等政府債券的避險地位，我們建議在曲線上保持活躍。另一方面，在股票、價值、質量輪動方面應該會繼續暫停，但投資者應加強對沖。整體而言，建議採取具強大對沖能力的多元化立場。

#### 東方匯理研究所

##### 東方匯理研究所：開展新旅程

頁4

由於通貨膨脹、環境和地緣政治等領域正在進行許多結構性制度變化，投資者期望進行更深入的對話及獲得詳實的建議，以建立更強大的投資組合。

#### 多元資產

##### 適應不斷增加的風險、加強對沖

頁5

在我們等待貨幣政策明朗化和地緣政治緊張局勢演變的過程中，我們認為投資者應該對信貸（信貸面臨更多流動性風險）更加謹慎並實施穩健的對沖。

#### 固定收益

##### 聚焦流動性：不確定的利率路徑、地緣政治

頁6

隨着市場評估央行量化緊縮的路徑，我們認為信貸波動可能會增加，同時優質和劣質名稱之間的區別也會增加。

#### 股票

##### 透過通脹傾斜來應對短期不確定性

頁7

隨着不確定性提高、通脹壓力不斷增加，我們探索在當前環境下更具彈性的優質價值型投資機會。

#### 東方匯理研究所

#### 烏克蘭專題

頁8

前言

##### 危機剖析

當前狀況

未來發展

##### 我們就您的問題作出回應

我們就烏克蘭危機一些關鍵問題的回答

頁9

頁9

頁13

頁16

#### 市場情景與風險

> 中央和替代情景

頁20

> 最高風險

頁21

> 東方匯理資產類別觀點

頁22

#### 宏觀經濟狀況

> 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

## 高通脹及地緣政治緊張局勢：冷卻風險

月底地緣政治升級標誌着波動性進一步上升。信貸利差（投資級、高收益和歐元週邊信貸）繼續擴大，而股市進一步修正。由於烏俄衝突帶來的經濟增長風險增加，轉向價值的趨勢仍在繼續，但在最具週期性的部分暫停。市場繼續重新評估聯儲局和歐洲央行的鷹派轉變以及與烏克蘭東部危機升級相關的風險。在宏觀角度方面，美國就業市場數據遠高於預期；一月份的通脹數據處於40年來的最高水平。這使各國央行的路線變得複雜，可能陷入通脹上升和增長下跌（滯脹風險上升）之間。

相比之下，虎年的特點似乎是政策寬鬆，表明與世界其他地區相比，政策趨勢在寬鬆方面存在分歧，再次表明中國與美國的經濟週期不同步，支持中國資產作為環球多元化的角色。在目前的關頭，自年初以來已經出現了重大的價格變化，投資者需要考慮兩個緊迫的問題：

**1. 當前的波動是否會變成（債券和股票）雙重熊市，因此需要在資產配置中進行結構性去風險化？**波動性肯定在（債券、股票、商品、貨幣）全面上升，投資環境看起來比一個月前風險更大。在Omicron浪潮之後經濟重新開放和中國軟著陸的情況下，預計整個2022年增長將保持穩健，盈利增長應該會從峰值放緩，但仍將保持正數。最大的風險與烏俄衝突可能產生的溢出效應有關，對增長和通脹前景產生重大影響。這是投資者需要密切關注的關鍵點。股市熊市發生在經濟衰退期間（1987年崩盤期間除外）。我們預計不會出現衰退，但在歐洲央行計劃減少量化寬鬆政策之際，通脹壓力上升，歐洲衰退的風險正在增加。由於地緣政治風險很難評估（任何積極變化都可能導致反彈，而進一步升級可能會給市場帶來進一步壓力），投資者仍應主要透過選擇性股票市場從經濟復甦中受益，但也要為最壞的結果做好準備（調整對沖以應對更不利的發展）。總而言之，通脹主題正在進一步加強，再次需要對股票領域的價值/優質股進行中期偏好，儘管我們可能會看到價值輪動的一些短期停頓。在信貸方面，由於流動性風險上升以及信貸的風險/回報狀況與股票相比吸引力較低，我們已採取更為謹慎的立場。

**2. 美國國債收益率2%的目標水平是否合理，還是未來還會出現更多情況，因此久期立場應該保持短倉？**聯儲局的鷹派轉變和通脹意外將10年期國債收益率自2019年7月以來首次暫時推高至2%的門檻之上，並促進了價值的恢復，尤其是在曲線的短端。俄羅斯與烏克蘭的衝突增加了金融體系和初期通貨膨脹的風險，也為環球經濟增加了風險。由於市場已經對聯儲局的重大行動進行定價，我們認為收益率的上升可能會等待聯儲局三月的會議而暫停。是時候對久期進行一些技術調整，因此我們建議採取積極的方法。目前，我們確認我們謹慎的久期立場，同時積極把握曲線和國家層面的機會。

市場不確定性仍將居高不下。我們正面臨地緣政治發展和經濟影響的低可見度時期。股票波動性將保持高位，並鑑於股票的高流動性狀況，將成為快速風險調整的第一個目標，這也可能提供逢低買入並重新進入市場部分超賣區域的機會。

危機的時間框架將至關重要，因為隨着升級上升的長期不確定性可能導致環球風險溢價的進一步重新定價。各國央行將成為焦點，可能在某個時候不得不調整議程以應對不斷上升的滯脹風險。對於投資者而言，這一切都代表投資者應保持多元化，增加對沖，並專注於抵禦高通脹的領域。

### 整體風險情緒



降低信貸風險並增加對風險資產的保護。

#### 與上個月相比的變化

- ▶ 降低信貸風險並增加選擇焦點
- ▶ 鑑於地緣政治緊張，加強投資組合對沖。
- ▶ 價值中期看漲完好。

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：開展新旅程



Pascal BLANQUÉ  
東方匯理研究所主席

由於通貨膨脹、環境和地緣政治等領域正在進行許多結構性制度變化，投資者期望進行更深入的對話及獲得詳實的建議，以建立更強大的投資組合

## 為何成立東方匯理研究所，為何現在成立？

隨著投資界在經濟、金融、地緣政治和ESG方面的新趨勢不斷發展，投資者面臨的新挑戰也隨之而來。能源轉型將如何影響資產類別的行為？政權更迭對策略資產配置有何意義？未來的地緣政治秩序將如何，對投資者有何影響？

這些只是當今投資者腦海湧現的部分問題。我們正處於政權更迭的微妙時刻，我稱之為「回到70年代的道路」。通貨膨脹的巨大回報是這種轉變的一個關鍵特徵。地緣政治力量的重新排序是另一回事，價格動態（特別是能源價格）的上漲和新冠疫情之後的供應鏈調整進一步加劇了這種情況。流動性風險也是一個難題。二月，由於市場流動性減少，美國國債市場的波動性升至2020年初以來的最高水平。大型銀行在2008年危機後退出交易活動意味現在的市場結構更加脆弱，而寬鬆貨幣的終結意味流動性成癮的市場可能很快面臨量化緊縮的考驗，聯儲局計劃減少其近9兆美元的資產負債表。最後，我們還生活在一個ESG主流化的時代，無論是投資行業還是整個經濟。一方面，2020年代對於能源轉型至關重要，但另一方面，迫切需要設計一種更具包容性的增長模式，以對抗過去危機遺留下來的不平等現象。

這一切都意味着投資者必須圍繞風險、回報（實際）、流動性和ESG四個要素重新考慮其資產配置，以重新評估自己的投資目標並重新考慮圍繞這些支柱構建的投資組合。需要考慮的關鍵維度是投資組合每單位風險的購買力。這意味着尋找持久的正實際回報來源，並接觸與通脹正相關的因素。在這種情況下，其中一些股票長期看漲，因為它們是具有流動性的實際回報資產——尤其是那些具有債券特徵（低債務、高收益可見度）的資產。

為了在這個微妙的階段幫助投資者，我們推出東方匯理研究所，我很高興作為主席監督該研究所。東方匯理研究所的使命是加強東方匯理內部與投資團隊的嚴格合作，以及外部與我們的客戶和整個金融界的日常對話。透過將我們的投資見解、宏觀研究、市場策略、量化研究和資產配置活動集中在一個保護傘下，我們旨在提供投資者當今面臨的主要挑戰的整體觀點，以激發持續的辯論和客戶對話。本月，我們的內部辯論集中在烏俄衝突影響下的石油和天然氣價格動態。

## 大宗商品：危機對石油和天然氣的影響

俄羅斯的入侵對能源市場和供應產生了影響，尤其是在歐洲。

- 天然氣價格在過去幾天上漲。這種急劇上升可能對歐洲增長和通脹產生嚴重影響，預計GDP增長將向下修正，而通脹（滯脹）則向上修正。
- 相比之下，美國天然氣價格上漲相對溫和，並非是對國內短缺的反應，而是對歐洲液化天然氣需求增加的預期。我們認為，美國沒有無限能力為歐洲替代俄羅斯天然氣，這可能對美國天然氣價格構成上行壓力。
- 就石油而言，目前價格已經高於我們80美元/桶左右的近期目標，而且由於俄羅斯是主要供應國，任何中斷都可能導致價格進一步上漲。儘管如此，就目前而言，石油價格上漲（與天然氣相比相對有限）已經反映了市場預期將與伊朗達成協議，並預期包括沙特阿拉伯和其他石油出口國組織在內的其他大型產油國恢復石油生產。

在需求方面，我們不應低估中國的作用。

- 液化天然氣遠比天然氣更環保，是包括中國在內的許多大國用來推動經濟轉向更潔淨燃料的能源。
- 其次，該國有可能取代歐洲（石油和天然氣）成為俄羅斯出口的主要買家，而這不一定會以市場價格發生。因此，能源制裁有可能不會像預期的那樣成功，但仍可能惡化歐洲的能源形勢。
- 最後，將俄羅斯暫停向歐洲出口天然氣和石油的不幸事件視為對美國/歐盟對其金融部門制裁的報復並非完全不現實。

結論：我們的經濟增長中央情景的關鍵風險是歐元區中短期內的天然氣和能源市場。



Monica DEFEND  
東方匯理研究所所長

多元資產

適應不斷增加的風險、加強對沖



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

在我們等待貨幣政策明朗化和地緣政治緊張局勢演變的過程中，我們認為投資者應該對信貸（信貸面臨更多流動性風險）更加謹慎並實施穩健的對沖

近期市場不確定性的上升由不斷升級的地緣政治緊張局勢、中央銀行的鷹派立場以及頑固的通脹推動。整體而言，量化緊縮的這些跡象和通貨膨脹對消費者可支配收入的影響是一個重大風險。然而，金融環境依然寬鬆，經濟增長強勁。因此，我們認為現在不是結構性轉向避險配置的時候。我們確實認為投資者應該基於謹慎的態度在戰術上重新調整風險敞口。通脹風險的相互作用、中央銀行為馴服風險而採取的緊縮立場以及烏俄危機為資產之間提供了獨特的相關性框架。需要一個多元化和積極的立場。投資者應在關注央行政策和戰爭風險的同時加強對沖和調整外匯立場。

高信念投資意念

我們對股票的整體立場在發達市場和新興市場方面接近中性，但透過對沖潛在市場低迷提供了謹慎的傾斜。我們正在監測不斷變化的地緣政治局勢，以便更清楚地了解歐洲股市的中期路徑。不確定的背景強調了積極選股的必要性。雖然價值風格應有助於投資者保護投資組合免受通脹影響，但與俄羅斯政策相關的新興風險可能會影響滯脹敘事，從而導致轉向優質行業板塊。與此同時，在監管框架趨於穩定的情況下，我們仍對中國保持略微樂觀（應受益於從緊縮政策到定向寬鬆政策的更加明確）。

在固定收益方面，我們對五年期德國債券的久期整體保持防守態度，但建議投資者積極管理這一風險敞口。在歐洲央行的聲明和俄羅斯的襲擊之後，收益率一直在急劇波動，從而證實了我們對曲線的敏捷和積極看法。我們希望從任何轉向避險資產（包括美國國債）的戰術性市場走勢中受益。另一方面，我們認為投資者應尋找傳統領域之外的收入，例如中國政府債券和歐元外圍債務。關於後者，我們現在認為意大利BTP能提供相對於德國債務具有吸引力的相對價值機會，因為該國的政治穩定和經濟增長潛力以及歐洲央行旨在避免歐元區分裂的目標，儘管其整體立場略有變化。在亞洲方面，由於中國主

權債務的多元化優勢和中國人民銀行的貨幣寬鬆政策，我們維持對中國主權債務的正面看法，但我們正在關注前期措施。在歐洲方面，我們等待中央銀行政策制定更加明確，以評估我們對企業信貸的長期信念。我們現在認為，歐洲央行的調整（由於對通脹採取行動的緊迫性）可能導致歐元投資級利差擴大，影響投資者情緒，尤其是在較長期限債券方面。因此，我們不再樂觀，改而保持警惕。然而，公司基本面（低違約率）和資產負債表強勁，高收益公司正在繼續其去槓桿化的努力。我們對歐元高收益維持略微樂觀的立場，但正在關注地緣政治和通脹壓力危及GDP增長的情況。

外匯領域使我們能夠實施我們的地緣政治觀點並在環球範圍內確定相對價值策略。我們認為英鎊兌瑞郎已經充分上漲，我們不再看好英鎊，因為英國央行高度激進的一系列加息已經被市場消化。然而，我們對英鎊兌歐元維持審慎的態度。我們認為，在英國脫歐後的世界中，與美國和歐盟相比，英國將在地緣政治上保持孤立。最後，我們認為離岸人民幣兌歐元應會表現良好。從地緣政治和貿易角度來看，中國仍將是亞洲區域內貿易的主要驅動力，這應會支撐中國的資產。

風險與對沖

考慮到當前地緣政治環境帶來的額外波動，投資者應採取足夠的對沖措施來保護其美國高收益投資以及美國和歐洲股票敞口。在這個不確定的階段，黃金也可以作為一種戰術對沖工具。

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 (+/+/+/+)。此評估可能會有變化。

CGF-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OT-量化緊縮

固定收益

聚焦流動性：不確定的利率路徑、地緣政治



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

隨着市場評估央行量化緊縮的路徑，我們認為信貸波動可能會增加，同時優質和劣質名稱之間的區別也會增加

美國和歐洲的通脹促使央行採取強硬立場，導致歐元和美國利率重新定價。另一方面，市場正在觀望央行能否在不阻礙經濟反彈的情況下抑制通脹，尤其是考慮到東歐的地緣政治環境。因此，政策排序將是關鍵，即使企業基本面強勁，量化緊縮也可能透過流動性/波動性的流失導致信貸情緒減弱。強勁的消費需求和累積的儲蓄是另一個積極因素。因此，我們承認在信貸方面需要更加謹慎，並更加注重選擇。就久期而言，雖然我們的中期立場為防禦性，但投資者應在戰術上尋求政府債券的保護。

環球及歐洲固定收益

由於收益率面臨上行壓力，我們對久期（美國、核心和半核心歐洲）持謹慎態度，但在與通脹和政策問題相關的新動態中保持敏捷。在當前的地緣政治環境中，主權債券（美國、核心歐洲）為投資組合提供保障。就歐元外圍債券而言，我們保持警惕，但承認意大利強勁的增長潛力和政治穩定，並保持樂觀態度。我們在中國久期方面尋找收入機會。然而，對於美國的盈虧平衡通脹而言，估值的吸引力正在減弱。在信貸方面，存在與通脹/流動性相關的擔憂，但違約率低且盈利強勁。為應對通貨膨脹，我們專注於能夠將更高成本轉嫁給消費者的品牌。在投資級債券方面，我們更喜歡中短期信用；在高收益債券方面，我們在有可能改善其信用指標的領域看到了利差壓縮機會（混合債券、BB/CCC級債券）。在這裡，投資者應優先考慮多元化和流動性。整體而言，我們看好次級金融債，以及能源和汽車板塊。

美國固定收益

聯儲局似乎正在為三月份因通脹而上調政策利率作準備，這仍然是一個主要的政治問題，而被壓抑的強勁需求得益於人口統計和消費者收益。儘管如此，企業的融資成本仍然相當寬鬆，這證實了我們的觀點，即聯儲局可能仍落後於曲線。儘管如此，我們仍在監控短期融資成本和緊張的勞動力市場，並在久期方面保持防守態度。我們還認為，曲線走勢將與近期通脹路徑相關聯，凸顯靈活久期立場的重要性。另一方面，企業信貸提供了特殊的機會。在這裡，投資者應考慮降低其投資組合風險並購買一些信用風險保護措施。投資者還應平衡對更高收益和流動性的需求。在其他地方，穩健的消費者資產負債表使我們能夠有選擇地探索證券化資產。

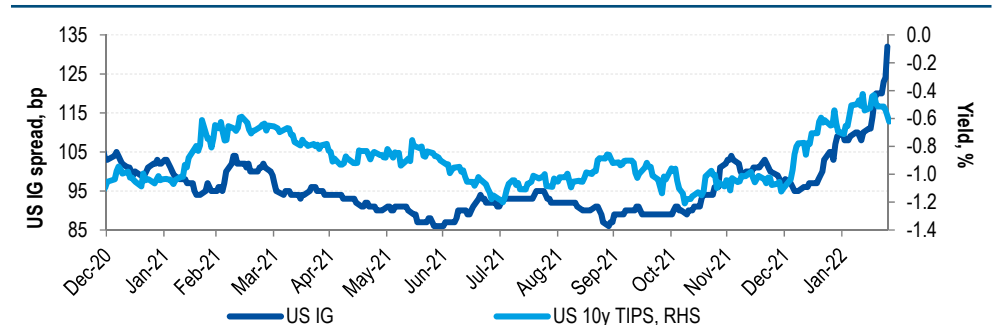
新興市場債券

新興市場的前景喜憂參半。一方面，由於中國的寬鬆政策和強勁的大宗商品價格（對拉美有利），情況有所改善；另一方面，地緣政治風險對其構成壓力。我們以一種非常有選擇性的方法，看好新興市場硬通貨債券，並保持對高收益公司債券（相對於投資級公司債券）的偏好。在本幣債券方面，投資者應青睞實際利率為正值的國家（如：中國）。我們對俄羅斯資產持謹慎態度。整體而言，我們從通貨膨脹、實際利率、貨幣緊縮和外部脆弱性的矩陣來看待新興市場。

外匯

我們對美元保持樂觀，但對歐元和日圓持謹慎態度。歐洲央行的觀點是關鍵，我們正在根據該地區的債務可持續性監測這些觀點。在新興市場方面，我們仍然看好週期性外匯（印尼盾、智利比索），現在我們對俄羅斯盧布持守勢。

實際收益率和投資級債券點差



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 24 February 2022. US Investment Grade = ICE BoFA US Corporate Index

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 T=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

透過通脹傾斜來應對短期不確定性



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

隨着不確定性提高、通脹壓力不斷增加，我們探索在當前環境下更具彈性的優質價值型投資機會

整體評估

各國央行的鷹派立場導致久期風險的重大重新定價以及隨後的市場對加息的預期。再加上俄羅斯/烏克蘭周圍迅速惡化和非常嚴重的局勢，將給估值倍數帶來壓力。另一方面，在消費強勁的情況下，經濟復甦仍在繼續，這將在中期內支持價值轉向。然而，並非所有公司都能將不斷上漲的成本轉嫁給消費者，這意味着公司之間的利潤壓縮/定價能力並不相同。我們尋找品牌、專利和差異化產品，使擁有強大商業模式的公司能夠提高價格、保持利潤並支付股息。

歐洲股票

我們仍然偏向於價值、週期性股票，並正在從通脹和利潤率的角度評估盈利季節，因為我們看到一些公司的銷售額好於盈利。雖然一些企業無法充分轉嫁成本和提價，但一小部分企業正在利用「強勢消費者」的環境透過提價來增加利潤。另一方面，我們正在評估消費者行為，因為通脹正在成為一個政治問題，並且存在監管措施的風險。我們正在探索這將如何影響公用事業等行業，我們對此持謹慎態度，但我們對後者的擔憂略有減少，因為一些結構性增長故事受到近期波動的打擊。然而，在我們的正常化傾斜中，我們的重點是選擇和資產負債表實力，我們看到了工業和金融領域的機會。另一方面，我們正在探索防守型板塊中具有吸引力的股票，例如醫療保健板塊。

美國股票

在通貨膨脹現在顯然是一個政治問題的環境下，我們認為市場仍然沒有對與資本成本增加相關的風險進行定價。因此，由於後者仍然具有吸引力的估值和合理強勁的經濟增長（經濟重新開放），從增長到價值的轉變是一種中期趨勢。我們透過商業模式的內在實力、強大的定價能力和核心競爭力，探索能夠經受住營運挑戰的優質的價值型投資名稱。因此，選股在最新一輪的價值輪換中至關重要。另一方面，我們對昂貴的長倉和成長股持謹慎態度，但承認選擇性科技成長股在近期波動後變得有吸引力。整體而言，增長仍然被高估，如果實際利率上升，則可能會進一步減弱。在行業層面，我們看好金融（銀行）、材料和能源的週期性股票。有趣的是，選擇性消費和與重新開放相關的股票正在變得更加便宜，但我們專注於能夠應對與勞動力市場緊張和供應鏈中斷相關的挑戰的股票。

新興市場股票

新興市場估值、2022年經濟增長企穩以及中國央行的寬鬆立場應該對資產類別有利，但俄羅斯與烏克蘭的衝突可能會在短期內損害市場情緒。在地緣政治、特殊風險和環球通脹的背景中，新興市場空間似乎越來越分散。在國家層面，我們青睞與商品相關的故事——印度、匈牙利和阿聯酋。我們在行業層面的主要信念是非必需消費品、地產和通訊服務，以及對能源而非材料的偏好。最後，我們保持增加價值型而非增長型投資的趨勢。

歐美股市波動



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 25 February 2022

## 烏克蘭專題



**Pascal BLANQUÉ**  
東方匯理研究所主席



**Monica DEFEND**  
東方匯理研究所所長



**Didier BOROWSKI**  
環球投資觀點總監

### 前言

**俄**羅斯軍隊入侵烏克蘭讓歐洲措手不及，讓人想起二戰前最黑暗的時刻。由於核子大國之間存在升級的風險，北約國家和歐洲領導人迄今已排除直接軍事對抗。

然而，過去幾天，西方民主國家和俄羅斯陷入了前所未有的對抗。有關國家採取了無情的經濟和金融戰爭的形式，其公開的目標是扼殺俄羅斯經濟。凍結俄羅斯中央銀行的資產是一項破壞其金融主權的措施，使其無法應對盧布的崩潰。制裁將導致俄羅斯陷入深度衰退，這將會阻止普京為長久戰爭提供資金。

因此，我們的基準情景是「短暫衝突」。不過我們牢記，在歷史上，短暫衝突可能會持續數月之久。衝突結果的不確定性不太可能很快消散。

金融互聯互通和高度全球化賦予了經濟武器在過去幾個世紀幾乎沒有的力量。兩種秩序相互對抗：經濟金融秩序和軍事秩序，這在現代史上是前所未有的。由此產生的不確定性衝擊將不可避免地產生重大後果。

在此專題特刊中，我們試圖闡明不同的可能場景和問題。矛盾的是，從長遠來看，當前危機的最明顯後果可能正在顯現。

在政治上，北約從這場危機中變得更加強大，歐洲能夠在分歧主題的問題（國防政策、武器供應、制裁的性質）上表現出團結。但後果超出了歐洲和北約。中國將扮演的角色將為國際新秩序帶來新格局。

投資者應該記住，我們生活在不正常的時期。我們正處於政權更迭之中，其特點是過去五年來從未見過、前所未有的通脹力量。我們正在進入的體制（見「Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s」<sup>1</sup>一文）不僅具有通貨膨脹的性質。這將伴隨地緣政治秩序的劇烈調整（意味更高的碎片化情況），全球化的最終消亡和以新全球大國為中心區域化的出現。贏家將是中國，其經濟週期正逐漸脫離美國，人民幣作為該地區貿易貨幣的作用越來越大。

無論如何，衝突的演變將產生重要的（地緣）政治和經濟後果，我們希望這份文件能夠幫助投資者了解資產配置的問題。

<sup>1</sup> Pascal Blanqué: 「Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s」.  
Shift & Narratives #2022年3月14日。





## 烏克蘭專題 危機剖析

### [A]<sup>1</sup> 當前狀況

#### 地緣政治影響

#### 1. 西方對俄羅斯入侵烏克蘭的反應

西方正在尋求逐步扼殺俄羅斯經濟。制裁旨在俄羅斯引發系統性金融危機和經濟衰退。西方將不惜一切代價避免直接的軍事對抗。

在撰寫本文時，部分制裁已經實施，並作出了一些重要決定：

- 對俄羅斯寡頭的**個人制裁**影響有限，因為他們先發制人，隔絕了自己的業務。
- 將幾家俄羅斯貸方排除在**SWIFT系統之外**。值得關注的主要貸方將是VTB、Sberbank和Gazprombank
- **凍結俄羅斯中央銀行**的海外儲備以限制對盧布的保護。這具有最嚴重的財務影響，因為這增加了俄羅斯資產違約的風險
- **歐盟禁止**俄羅斯飛機使用歐盟的空域
- **增加軍費**公告，從德國開始，是一種範式轉變

#### 要點：

- **制裁**需要嚴厲，但不能強到加劇正飆升的能源價格（俄羅斯仍然可以獲得價值數十億美元的硬通貨出口收入）或讓普京處於沒有什麼可失去的境地
- **中國持觀望態度**：務實和機會主義的立場
  - 中國呼籲停止暴力；中國不想成為俄羅斯資產的金融渠道，但也不想破壞與俄羅斯的商業夥伴關係。
  - 中國是遊戲規則的改變者。中國將希望在某個時候表明其將在新世界秩序中扮演核心角色
  - 中國可能對加劇環球通縮壓力的長期衝突不感興趣。這將加強人民幣的國際角色和中國資產所帶來的多元化，除非當前形勢激發了對台灣的軍事決斷。
- **印度**仍然忠於俄羅斯，並在聯合國安理會譴責普京入侵的決議中投了棄權票。

#### 2. 烏克蘭和俄羅斯：在烏克蘭與白俄羅斯邊境附近進行首次外交會談

這些不是直接談判，而是「關於形成第一輪談判的一籃子談判——關於這些談判可以在何時何地進行的談判」。雖然第一輪沒有定論，但雙方同意進行第二輪會面。

俄羅斯已經表示，即使在談判期間，俄羅斯也不會停止軍事行動。

烏克蘭正在奮力抵抗，而普京週日以北約聲明咄咄逼人為由，下令將俄羅斯核武器置於高度戒備狀態。

<sup>1</sup> 英文字母指的是事件圖表之內的設想情景地點



## 烏克蘭專題 危機剖析

### 經濟影響

#### 3. 歐洲增長放緩和通脹上升

烏克蘭戰爭在環球增長減速和高通脹的背景下發生。衝突持續的時間越長，消費者和企業的信心就越會惡化，通脹率將繼續居高不下，經濟活動將放緩的可能性就越大。鑑於高度不確定性，很難預測與衝突相關的經濟溢出效應。這對投資者來說是一盤冷水，因為除了通貨膨脹之外，還會對增長產生影響，尤其是在歐洲。

歐洲已經受到能源價格上漲的打擊，這正在侵蝕消費者的購買力和企業利潤，並透過更高的成本削弱「下一代歐洲」復甦基金的火力。因此，我們預計增長放緩和通脹上升：到2022/23年底的滯脹風險正在增加。即使危機短暫，歐元區也將付出最高的經濟代價。

#### 4. 貨幣政策就歐洲央行而言比聯儲局更具挑戰性

歐洲央行和美國聯儲局將在短期內謹慎行事。雙方都可能熱衷於表明自己願意在今年實現貨幣政策正常化以穩定通脹預期，這可能會對內需造成進一步的下行壓力。然而，對於聯儲局和歐洲央行來說，貨幣政策問題不會以同樣的方式提出。與歐洲央行相比，聯儲局更容易證明加息的合理性並縮減其資產負債表。與美國相比，歐洲經濟明顯放緩的風險要明顯得多。

#### 5. 歐洲的策略自主權成為首要任務並改變財政政策

由於地理位置接近和依賴能源，歐盟將需要大量財政支持，並且必須決定優先考慮什麼：能源供應商多樣化？還是國防？

##### a) 能源供應多樣化：

最終目標是加快綠色轉型，使能源供應商多樣化，以限制外部依賴，但演變將需要數年時間。因此，必須同時實施緩解解決方案：

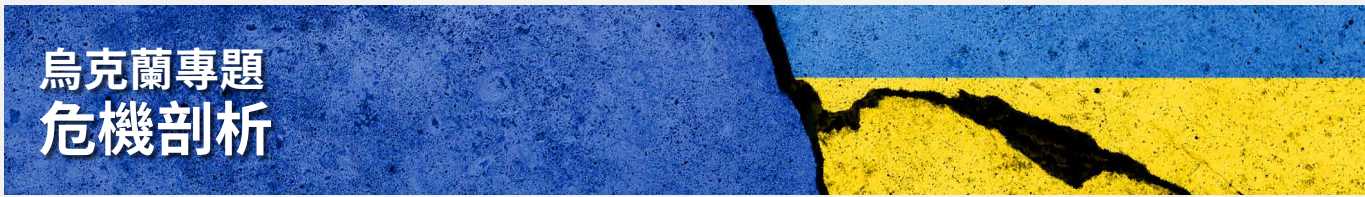
- 德國正在迅速建設兩個液化天然氣接收站，以克服對俄羅斯的能源依賴。
- 歐盟已於三月宣布特別發行債券，以允許向成員國提供貸款並緩解天然氣價格波動（~如SURE等工具）

##### b) 軍事預算掉頭：

歐盟已批准向烏克蘭提供4.5億歐元的軍事援助。德國在其2022年預算中宣佈為其軍隊提供1000億歐元的「特別基金」，就軍事預算而言，這是一項體制轉變。我們可以期待其他歐洲國家也會效仿，因為歐洲的原則會大轉變，轉向軍事領域的重大支出。

##### 要點：

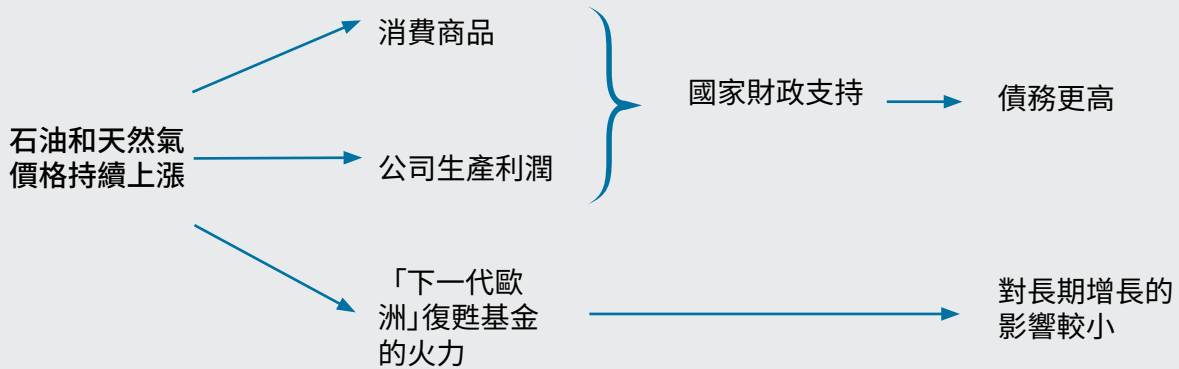
- 如果歐洲人想同時為綠色轉型提供資金，使能源供應商多樣化並增加國防開支，他們將不得不大幅修改其財政政策原則。但在這一點上，歐洲可能從未如此趨同。



# 烏克蘭專題 危機剖析

## 商品影響

能源價格保持高位：在供應多樣化及/或過渡取得進展之前，歐洲將繼續受制於俄羅斯。

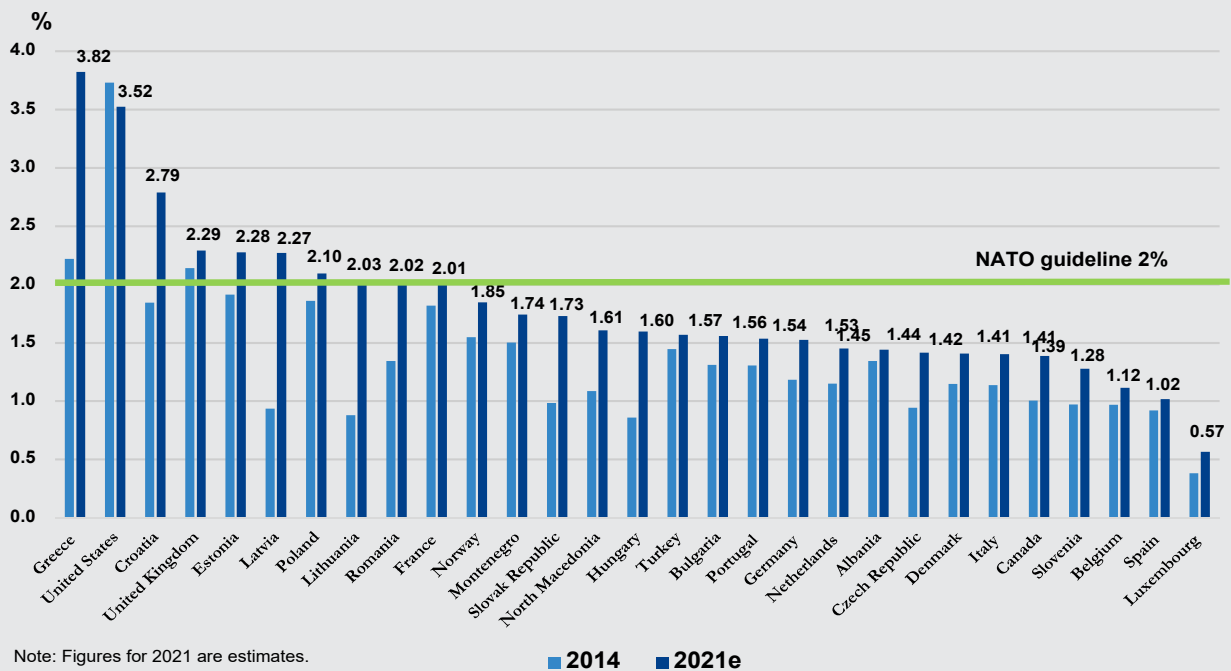


食品和化學氣體(用於半導體生產)的價格已經上漲，但如果衝突是短暫的，可能會正常化

## 金融市場

上週的反應有限：長期收益率和外匯幾乎沒有變化，環球股市上漲(恒生中國企業指數是唯一的例外)。我們預計這種低迷的市場反應將是短暫的，除非降級成為現實。我們認為，市場行為和資產價格並不能反映進一步的軍事升級，也不能反映政權轉變的進一步演變(至少在歐洲朝着更加滯脹的方向發展)。在我們看來，市場可能會調整風險溢價。

Defence expenses below 2% NATO target – many countries well below



Note: Figures for 2021 are estimates.

Source: NATO, June 2021

# 烏克蘭專題 危機剖析

## [A]

烏克蘭正在堅持，而普京週日下令將俄羅斯核武置於高度戒備狀態

## [B]

短期決斷  
+ 沒有與西方的軍事對抗，也沒有核升級

## [C]

長期的軍事鬥爭和環球軍事升級

**B1] 普京可接受的下台階**  
外交談判/制裁威懾

- 劃分和非軍事化烏克蘭和/或烏克蘭進入「中立」狀態
- 各國央行回到正常化的口號
- > - 市場緩解：環球相對風險溢價重新定價有限，環球溢出效應有限，但利潤衰退是有形風險
- 只要供應多樣化成為現實（例如：沙特或伊朗），能源價格就會保持高位，並且尋求供應商多樣化取得進一步進展

**B2] 俄羅斯在烏克蘭建立一個「臣服」政府，控制人員傷亡，沒有圍攻基輔**

- 能源價格保持高位
- 市場不穩定開始在俄羅斯跨越新的紅線定價
- > - 利潤衰退是一種切實的風險（歐洲）
- 尋求避風港，拋售流動資產（股票和信貸是重新定價的主要選擇對象）
- 歐元走弱

**B3] 內戰、基輔圍城、大量傷亡（車臣式決斷）**

- 選擇性軍事升級，大市場投降和恐慌性拋售
- > - 俄羅斯經濟和金融危機反映在國內價格中並蔓延到東歐

**B4] 普京政權的動盪（軍事政變）**

- 俄羅斯經濟和金融危機反映在國內價格中並蔓延到東歐
- 美國、拉丁美洲、中國青睞資產類別，精選歐洲價值+優質股
- > - 能源價格保持高位
- 各國央行重回正常化口號，收益率曲線趨於平緩
- 利潤衰退的高風險（歐洲）
- 歐元走弱、盧布崩潰、外匯動盪

**B5] 由中國認可的核降級**

- 中國資產帶來真正的多元化，提供真正的回報+人民幣>美元；歐元走弱
- > - 央行回歸通脹控制；收益率曲線變平
- 環球風險溢價重新定價，但環球利潤衰退風險

**C1] 低強度衝突，供應鏈中斷有限（B2的演變）**

- 環球滯脹之戰：收益率在曲線長端的變動值得商榷
- > - 真實利率，在修正後回到股票、信貸；尋找新興市場實際回報的來源
- 尋找安全的流動資產（現金、國庫債券、優質+價值股票）

**C2] 高強度衝突（B3的進化）**

- > - 最壞的情況可以預料，包括西方和俄羅斯的軍事對抗



## 烏克蘭專題 危機剖析

### 未來發展

下面我們描述兩個可能的結果[B]和[C]以及潛在演變的子集(1、2、3.....)及其對經濟和金融市場的影響

#### [B] 幾週或幾個月內決斷

##### B1] 普京可以接受的出路(回想1962年的古巴?) - 烏克蘭/俄羅斯外交談判成功及/或制裁威懾

###### 經濟影響(B1)

- 各國央行恢復正常化言論,但歐洲增長放緩並有陷入衰退的風險(基於現有的傷疤和歐洲央行在加息和縮減政策方面的錯誤)
- 美國、拉丁美洲大宗商品出口國和中國是受青睞的資產類別

###### 金融市場(B1)

- 國防和網絡防禦股受青睞
- 資訊科技股票最終也可能從這場危機中受益
- 在供應商的結構性多元化得到解決之前,能源價格一直居高不下(這需要數年的時間)

##### B2] 俄羅斯獲勝:結束澤連斯基政權,成立新政府取而代之,並準備跨越新的紅線

###### 經濟影響(B2)

- 烏克蘭衝突為俄羅斯繼續在歐洲鋪開大門,指向波羅的海和波蘭
- 俄羅斯/烏克蘭內戰造成重大人員傷亡
- 俄羅斯以網絡攻擊測試北約或北約報復,俄羅斯未來跨越新的紅線
- 中國希望在國際新秩序中發揮作用
  - > 其他軍事衝突可能爆發

###### 金融市場(B2)

- 能源價格維持高位
- 市場不穩定(市場開始定價俄羅斯可能會越過新的紅線)
- 利潤衰退是一種切實的風險(歐洲)
- 尋求避風港,拋售流動資產(股票、信貸)
- 歐元走弱

##### B3] 內戰、基輔圍城、大量傷亡(車臣式決斷)

###### 經濟影響(B3)

- 基輔和其他城市的大屠殺:俄羅斯人民無法接受的傷亡人數
- 這可能會導致與西方發生某種形式的直接軍事對抗(但不是核升級)

###### 金融市場(B3)

- 市場投降和恐慌拋售



## 烏克蘭專題 危機剖析

### B4] 俄羅斯敗北:重大反對危及普京政權

—國內專制鎮壓變得更加嚴厲,導致俄羅斯出現社會動盪及/或內戰

#### 經濟影響(B4)

—如果俄羅斯的新機構被視為「西方衛星」,俄羅斯將陷入經濟衰退和金融危機,環球溢出效應有限。

#### 金融市場(B4)

—市場拋售,然後一個碎片化的世界可能有利於美國和亞洲資產,如可避免深度衰退,可能還有歐洲

### B5] 由中國認可的核降級:戰爭快速機動

—歐盟/美國實施新制裁措施,以文明形式壓倒權力。

—中國與西方一起譴責暴力

> 俄羅斯停止軍事行動。經濟被凍結,但政治體制得以倖存。

#### 經濟影響(B5)

—商品供應鏈延遲(包括原油、天然氣、煤炭、鎳鋁、鈹、鈦、鐵礦石)、擾亂或阻礙貿易

—拖累環球經濟增長

—俄羅斯陷入系統性金融危機和經濟衰退(其深度視乎戰爭持續時間)

—財政和貨幣努力變得更加大膽。歐洲央行退出正常化

—移民危機席捲歐洲

—歐洲進入新的軍事原則

#### 金融市場(B5)

—能源市場面臨持續壓力

—未知水域的金融市場(由於俄羅斯市場的系統性風險)

—逃向質素為本的投資(典型避風港)

—一些俄羅斯銀行與SWIFT的斷絕關係鼓勵使用替代渠道,包括加密資產(例如:以太坊)

## [C] 解決衝突需要更長時間

軍事僵局,烏克蘭抵抗,俄羅斯攻勢持續數月

### C1] 軍事鬥爭持久,但衝突強度低

#### 經濟影響(C1)

—平民和軍人傷亡

—有限度的環球供應鏈中斷

—俄羅斯公眾的不滿和憤怒情緒日益高漲

—升級為對俄羅斯實施的制裁

—北約擴大,北歐可能加入,但沒有直接的軍事對抗

—歐洲滯脹

—歐洲央行事實上失去了獨立性。央行將不得不直接或間接地重新考慮資產購買(以支持國防和能源轉型支出)。



## 烏克蘭專題 危機剖析

### 金融市場 (C1)

- 對抗環球滯脹：各國央行重回前沿，在收益率曲線的長端和環球金融狀況方面採取有爭議的舉措
- 實際利率保持在負值區域：修正後，投資者將重新定位於股票、信貸，尋找新興市場實際回報的來源
- 尋找安全的流動資產（現金、國庫債券、優質+價值股票）

### C2] 持久的軍事鬥爭和高度影響：預計最壞的情況

- 使用核武器的可能性
- 環球系統風險、環球滯脹、金融市場崩潰並保持高度波動

一段戰爭時期可以證明強勁金融抑制是正當的。實際利率將深深保持在負值區域。

2022年3月1日定稿

## 烏克蘭專題 問答

### 我們就您的問題作出回應

我們就烏克蘭危機一些關鍵問題的回答

#### 1] 環球經濟會不會進入滯脹？



**Pierre BLANCHET**  
投資情報部主管

衝突持續的時間越長，  
消費者和企業的信心  
就越會惡化

烏克蘭戰爭在環球增長減速和高通脹的背景下發生。新冠疫情後的復甦現在已經過去，隨着瓶頸和供應鏈限制的解除緩解了通貨膨脹壓力，預計經濟將朝着其潛力發展。然而，俄羅斯的入侵使能源價格達到創紀錄水平並降低了短期可見度。

特別是在歐洲，我們預計國內需求動態會減弱——這正受到**通脹上升（能源和商品價格上漲）**的不利影響。**更高的生產價格影響企業利潤率，更高的利率影響投資和「下一代歐盟」計劃的火力——將被更高的成本稀釋。**這是一種不確定性衝擊，可能會在短期內影響商業投資和家庭消費的動態。除石油和天然氣外，對俄羅斯的制裁可能會限制重要原材料和穀物的出口。供應短缺最終可能對工業生產產生負面影響，消費者可能會受到食品價格上漲的打擊。

衝突持續的時間越長，消費者和企業的信心就越會惡化，通脹將繼續居高不下且經濟活動放緩的可能性就越大。由於其地理鄰近性和能源依賴性，歐洲大陸的信心衝擊將比美國更大。這情況更是如此，因為當前的危機可能伴隨着移民危機（烏克蘭的鄰國已經有近40萬難民）。

**我們預計歐洲央行和美國聯儲局在短期內都將謹慎行事。**雙方都可能熱衷於表明自己願意在今年實現貨幣政策正常化以穩定通脹預期，這可能會進一步增加需求的下行壓力。然而，對於聯儲局和歐洲央行來說，貨幣政策的問題將不一樣。與歐洲央行相比，聯儲局更容易證明加息的合理性並停止其資產購買。與美國相比，歐洲經濟明顯放緩的風險要明顯得多。幾個歐洲經濟體可能在2022年底或2023年進入滯脹。

歸根結底，我們可以說，**由於增長放緩和高通脹，滯脹的力量已經在發揮作用。不過，真正意義上的滯脹（急劇放緩甚至衰退伴隨持續的通脹壓力）只有在烏克蘭衝突停止並實施多層制裁的情況下才會發生。**

本文於2022年2月27日定稿



烏克蘭專題  
問答

## 2] 央行政策：縮減還是不縮減？



Valentine AINOUC  
發達市場研究部副主管

## 烏俄衝突將推高通脹

烏克蘭危機可能會延遲但不會破壞歐元區貨幣政策的正常化，並且對聯儲局決策的影響應該非常有限。

二月，市場參與者對通脹預期和貨幣政策行動進行了激進的重新定價。我們認為，儘管軍事升級顯著，各國央行仍將採取行動，取消寬鬆政策。

美國和歐元區的通脹率仍處於創紀錄水平，而俄羅斯和烏克蘭的衝突將影響通脹，尤其是在歐洲，能源（即天然氣）價格出現通脹。第二輪效應透過降低可支配收入來削弱增長需要時間，與此同時，最新的經濟數據證實了發達經濟體的強勁復甦。

美國勞動力市場正在蓬勃發展，工資增長非常強勁。所有歐元區國家的勞動力市場復甦也令人印象深刻，儘管工資增長迄今仍然低迷。

在歐元區，三月份的新經濟預測可能為2022年加息打開大門，並隱含地在第三季度結束資產購買計劃。不過，我們預計歐洲央行會更加謹慎。管理委員會成員Francois Villeroy de Galhau表示，歐洲央行「顯然正在密切關注地緣政治發展及其可能的經濟和金融影響」。「可選性——關於正確的貨幣立場——以及靈活性——保證正確的貨幣傳導——是我們政策的兩個重點。」

聯儲局將在三月份加息（加息25個基點），並在第二季度進入「輕度」量化緊縮，以避免削弱股市的潛力。如果聯儲局想讓通脹「精靈」回到2%的瓶中，我們看到聯儲局的最終利率之間存在不一致，這應會重新定價得更高。

本文於2022年2月27日定稿

烏克蘭專題  
問答

## 3] 新背景下如何善用歐洲的股票價值輪動？



Éric MIJOT  
發達市場策略研究部主管

價值風格具有抵禦  
動蕩的潛力

自2020年秋季以來，以MSCI歐洲指數衡量的價值因子與成長型相比已開始反彈階段。這兩個因素之間的歷史估值差距，以及長期利率和通脹預期的反彈，有力地促成了這一轉變。從2021年10月底到2022年2月10日，當美國警告俄國全面入侵烏克蘭時，MSCI歐洲價值指數的表現優於MSCI歐洲指數增長15%。從那時起，MSCI歐洲指數下跌(-7%，截至2月24日)，這一走勢被銀行業放大(-14%)，而銀行業往往與價值風格有關，但MSCI歐洲價值指數本身的跌幅僅略高於市場(-8%)。

事實上，價值指數中其他被超配的板塊已經抵消了銀行表現不佳的影響。該指數涉及三類行業：1) 金融類(加碼10%，其中銀行6%)；2) 能源與材料(增持7%)；3) 防守型行業，例如公用事業和通訊服務，而傳統的週期性行業(工業、非必需消費品和資訊科技業)被低配16%。

在經濟方面，烏俄危機最終可能導致歐洲經濟增長放緩和通脹加劇，尤其是在能源價格的推動下。此外，隨着風險的增加，銀行層面的風險成本也可能上升。如果地緣政治局勢變得更加複雜，那麼MSCI價值歐洲指數可能會在第一類板塊(金融股)中進一步受挫，**但相對而言，商品和防守型股票的敞口仍應使其能夠吸收衝擊**，就像在最近幾週。最後，我們不要忘記價值股提供的收益率(約為3.5%，而成長股約為1.5%)是另一個論據。

綜上所述，**價值風格具有抵禦動蕩的潛力。將其與有利於非槓桿公司的質量風格相結合也很有意義。**最後，讓我們不要忘記，地緣政治引發的危機通常是暫時的，並且會產生可能在中期內有利於價值風格的投資機會，尤其是在未來幾年通脹水平可能會永久升高的情況下。

本文於2022年2月27日定稿

烏克蘭專題  
問答

## 4] 烏克蘭戰爭對新興市場有何影響？



Alessia BERARDI  
新興市場宏觀與策略研究部主管

大部分負面影響將集中  
在衝突地區附近

就新興市場而言，大部分負面影響將集中在衝突區附近的地區以及石油/天然氣淨進口國。

東歐將因與俄羅斯的直接貿易風險以及當前危機對歐洲核心國家（如該地區最重要的貿易夥伴之一）造成的疲軟而間接受到影響。

曠日持久的衝突可能會引發**難民流動**，這將對疫情後尚未恢復的財政狀況造成壓力。在這方面，就薄弱的財政緩衝而言，最脆弱的國家是匈牙利和羅馬尼亞。對於已經在努力遵守提取歐洲基金規則的**波蘭**來說，難民潮可能會將資源從生產性更高的項目中轉移出去。雖然**石油和天然氣淨進口商**將遭受外部和財政惡化（高昂的進口費用和高昂的能源補貼成本），特別是像印度這樣的雙赤字國家，但**大宗商品出口國**將從最近的事件中相對受益。事實上，**拉丁美洲**不僅在地理上與衝突地區相距遙遠，而且與衝突地區的商業聯繫最少，甚至與大宗商品週期的正相關，無論是透過石油還是金屬（只有墨西哥不那麼如此）。與此同時，中國將立場轉變為在策略上更加中立，是在不久將來進行更有效和談的一個重要因素。在股票方面，雖然立場保持謹慎，慎選關鍵，但危機前的趨勢應會繼續走強：已經受到價值轉向影響的**巴西股票指數**已在最近發生的事件上證明其韌力。在固定收益領域，在**油價高企**以及增長前景更加不確定和通貨膨脹對**地方債務造成不利影響**的情況下，投資者更傾向於**硬通貨債務**。本幣債券在危機前的吸引力最終可能會相對降低，因為滑向滯脹意味着通貨膨脹率上升，以及延遲的貨幣寬鬆政策可能會降低長期和新興市場外匯的需求。

本文於2022年3月2日定稿

## 中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

### 本月更新

我們修訂了我們的情景敘述，以考慮到烏克蘭戰爭的後果。我們將下行情景的概率從 15% 提高到 30%，以反映滯脹風險上升。我們的中央情景的概率正在從 70% 下降到 60%，而上行情景的概率則從 15% 下降到 10%。我們預計，在新的地緣政治和經濟背景下，各資產類別的風險溢價將重新定價。

#### 下行情景 30%

##### 重新陷入滯脹

###### 分析

- 🌐 烏克蘭的持續戰爭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。
- 🔥 新冠病毒 Omicron 變種的復甦導致新的移動限制和瓶頸。
- ✳️ 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。
- 🕒 重新實施貨幣和財政寬鬆政策，可能是金融抑制的進一步舉措。
- 🕒 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。
- ✳️ 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。

###### 市場影響

- 偏好現金、美元和美國國債
- 使用最小波動率策略
- 黃金
- 大宗商品及能源

#### 中央情景 60%

##### 道路坎坷，地區分化

###### 分析

- 🌐 烏克蘭戰爭正在打擊信心，推動商品和能源價格暫時走高。
- 🔥 新冠肺炎成為風土流行病，並有一波波的隨機傳染浪潮。
- 🔥 環球經濟活動保持好於前幾波浪潮，但供應鏈瓶頸將持續到2022年底。
- ✳️ 2022年的增長趨勢逐漸減弱。2023年面臨下行風險。由於中國經濟放緩、Omicron變種的負面影響和通脹加速，2022年上半年疲軟
- ✳️ 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。
- 🕒 貨幣政策不同步：美國聯儲局從逐漸退市轉向輕微量化緊縮的快速轉變，並在啟動加息週期；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。
- 🕒 財政政策：取消部分支持，但在短期內使用公共資金和補貼來緩解能源轉型對家庭的影響。
- ✳️ 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。

###### 市場影響

- 經風險調整後的實際預期回報較低
- 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制
- 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹
- 新興市場：短期謹慎，長期實際收入和增長故事完好無損

#### 上行情景 10%

##### 包容且可持續的增長

###### 分析

- 🌐 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。
- 🔥 本土疫情消退速度比預期要快，儘管有變種出現。
- 額外儲蓄和工資增長會鼓勵消費，而不會侵蝕企業利潤。
- 由於技術變革和結構改革，生產力將提高。
- ✳️ 通貨膨脹仍然得到控制。
- 🕒 由於投資更強勁而且儲蓄減少，利率有所上升。
- 🕒 各國央行的政策正常化受到金融市場的歡迎。
- 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。
- ✳️ 與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。
- 潛在觸發因素包括結構性改革、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。

###### 市場影響

- 美國國債曲線熊市變陡
- 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產
- 偏好掛鉤產品作為通脹對沖

🌐 地緣政治    🔥 新冠疫情相關主題  
✳️ 增長和通脹預期  
🕒 貨幣和財政政策

▲ 復甦計劃或財務狀況  
● 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從 20% 提高到 30%。我們將新冠疫情相關風險視為經濟風險的一部分。

風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。

經濟風險  
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，投入成本壓力導致企業盈利衰退
- **中國房地產市場崩潰**，導致增長前景下降
- **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、掛鉤證券、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
  - 大多數國家都容易受到評級下調和利率上升的影響。
  - 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
  - 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，基本面有所改善(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，導致西方軍事對抗和潛在的市場投降
- **歐盟政治分裂**和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
- **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
- **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「烏克蘭專題」圖表(第12頁)

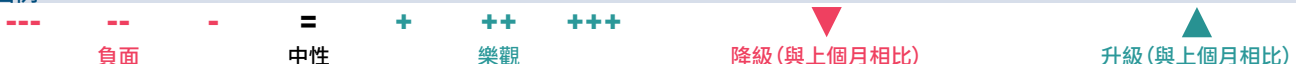
+ 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品、石油

- 信貸和股票、EMBI

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	=		最近幾週的特點是市場波動加劇，主要是聯儲局的強硬基調和不斷上升的地緣政治風險。在具有通脹風險的實際收益率上升的環境中，股票是一個值得關注的地方，但選擇是關鍵。
	美國價值	+	▼	價值輪動是受實際利率上升支撐的中期趨勢，我們認為這將繼續，因為經濟增長依然穩健，價值估值折讓仍然具有吸引力。我們探索優質的價值型投資名稱。
	美國經濟增長	-	▲	整體而言，增長仍然被高估，如果實際利率上升，則可能會進一步減弱。然而，我們承認，在最近的波動之後，選擇性的技術增長名稱變得越來越有吸引力。
	歐洲	=	▼	在烏俄衝突升級和能源價格上漲的情況下，歐洲股市的可見度正在下降。雖然經濟重新開放對該地區來說仍然是個好兆頭，但我們採取中立立場，以重新評估衝突的演變及其對該地區的經濟影響。
	日本	=		寬鬆的貨幣和財政政策以及改善的盈利勢頭應該會支持該國的市場。我們正在關注疫情的演變以及由此產生的壓力(如有)。
	中國	=/+		明確的寬鬆立場帶來的較佳政策可見度，以及有助於消除系統性風險的較平衡增長方式，都支持中國股市。然而，新冠清零政策近期存在不確定性。這一切都需要謹慎和有選擇性地駕駛該國的股票。
	新興市場	=		新興市場呈現出一個支離破碎的世界，投資者應關注重要因素以避免使用統一的方法——商品出口、強勁的內部需求(「自助」國家)、價值傾斜的國家以及外部脆弱性有限的國家。整體而言，國家特定因素和自下而上的選擇仍然很重要。
固定收益平台	美國政府債券	-		雖然我們認為聯儲局今年將多次加息(四次)，但我們在久期方面保持謹慎和敏捷，並相信聯儲局不會過度收緊金融環境以致阻礙經濟復甦。當政策不確定性和地緣政治風險很高時，固定收益的靈活性將為關鍵。TIPS顯示出高估值的跡象。
	美國投資級公司債券	=		儘管金融環境依然寬鬆，但信貸市場仍受到聯儲局所表現出的緊縮立場的影響。我們認為目前的估值反映了積極的基本面，但未來的央行政策存在不確定性。因此，我們的目標是盡量減少久期敞口，並在證券化市場中尋找收入。
	美國高收益公司債券	=		雖然在聯儲局收緊政策的情況下高收益利差擴大，但我們認為這更多是由於流動性風險，而不是由於對信貸質量的基本面擔憂。儘管如此，我們仍在監控未來貨幣政策對這一資產類別的影響，並避免可能透過增加槓桿率而破壞價值的名稱。
	歐洲政府債券	-/=		在我們相信收益率上升趨勢的情況下，相對強硬的歐洲央行支持我們對久期的謹慎立場，但我們在不同地區和曲線上保持靈活，以受益於風險情緒驅動的戰術動作。在烏俄危機風險上升的情況下，歐洲央行的政策路徑不會一帆風順，而且變得越來越不確定。
	歐洲投資級公司債券	=	▼	歐洲央行最近的通訊表明，由於監管機構購買計劃的支持減弱、核心收益率增加以及流動性溢價上升，該資產類別的近期波動性。然而，企業基本面(資產負債表實力、收益)強勁。我們在投資級債券中尋找相對價值機會，並看好期限較短的資產。
	歐洲高收益公司債券	=		高收益債券以合理的風險提供套利，但鑑於流動性擔憂和核心收益率上行帶來的壓力，我們仍保持警惕。雖然違約率仍然很低，我們更喜歡BB級(新星)的利差壓縮機會，但我們的目標是透過自下而上的選擇方法來平衡額外收益的潛力與流動性和質量。
	中國政府債券	=/+		在明顯的貨幣寬鬆、有吸引力的套利以及外國資金流入的預期下，我們認為中國債務的需求相對穩定。我們保持中立/樂觀，並密切關注政策環境。
	新興市場債券(硬通貨)	=/+		硬通貨債券提供有吸引力的收益率，但發達市場的通脹和政策收緊對我們來說是重要的考慮因素。我們認為，在中期內，新興市場利差相對發達市場的絕對和相對利差可能會收窄，但我們仍偏向於高收益而非投資級債券。我們在久期方面採防守態度，但由於俄羅斯行動帶來的不確定性，現在防禦性略低。
	新興市場債券(當地貨幣)	=		我們更喜歡貨幣緊縮週期即將到期或接近峰值、實際利率回到正值區域的國家，例如：中國(與2021年相比的貨幣寬鬆模式)。然而，我們對新興市場外匯持謹慎態度。就國家而言，我們近期對俄羅斯債券和外匯採取防守態度，並密切關注局勢。
其他	商品			通脹制度和依然強勁的宏觀背景使我們能夠對基本金屬持樂觀態度。地緣政治風險可能為黃金提供近期支撐。
	貨幣			我們將12個月歐元兌美元的目標維持在1.14不變，因為歐元的上行潛力受到(相對於聯儲局)相對鴿派的歐洲央行的限制。歐洲較高的利率預期似乎已被計入歐元匯價。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年2月24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。

## 烏克蘭專題 宏觀經濟及市場預測

### 宏觀經濟預測

(2022年2月28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	3.2/3.4	2.1/2.3	4.7	6.0/5.7	2.9/2.4
日本	1.7	2.1/2.4	0.6/0.9	-0.2	1.3/0.7	0.1/0.6
歐元區	5.5	2.0/3.2	1.8/2.3	2.6	5.8/4.5	2.6/2.0
英國	7.5	3.5/4.2	1.9/2.2	2.6	6.7/5.9	2.8/2.2
俄羅斯	4.7	-5.6/-3.6	-0.5/-1.5	6.7	13.0/9.0	7.5/5.4
中國	8.1	4.2/4.5	4.5/4.9	0.9	2.0/1.4	1.6/1.6
發達國家	5.1	2.8/3.2	1.9/2.2	3.1	5.0/4.3	2.3/1.9
新興市場	6.7	3.6/4.1	3.8/4.3	4.4	7.4/6.1	4.7/4.3
世界各地	6.0	3.3/3.7	3.0/3.4	3.8	6.1/5.4	3.6/3.2

烏俄危機正在推動政權更迭, 對一些地區的經濟影響更為嚴重, 在這種情況下, 歐洲是因為其能源依賴和地理鄰近。儘管由於其演變和最終收入的不確定性, 仍然難以預測宏觀基本面將如何在這場危機中受到影響, 但我們預計歐元區在能源和食品方面的通脹將在年內居高不下, 對需求和生產都產生負面影響。在我們預測的低端, 這種情況確實可能與暫時的衰退結果一致。

由於與烏俄衝突相關的不確定性及其對環球經濟趨勢的影響, 我們首先隔絕石油/商品渠道 (在我們對下個六個月期間的未來價值分析之上納入了更嚴重的地緣政治風險) 來評估對主要領域宏觀預測的影響。整體而言, 2022年環球增長率下調了0.5%。主要驅動因素國家更依賴於發達市場和新興市場的石油/天然氣外部採購。基於CPI籃子中能源成分的權重不同, 新興市場和發達市場的環球通脹率上調 (比2022年高約0.5%)。在歐元區, 通脹在年內將繼續居高不下, 對需求和生產都造成負面影響。歐盟的最低增長率 (2022年為2.0%) 與滯脹或暫時性衰退的結果一致, 其中GDP同比增長可能放緩至0-0.5%範圍內的水平。

### 主要利率展望

發達國家

	25/2/2022	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	0.13	1/1.25	1.21	1.5/1.7	1.85
歐元區	-0.5	-0.5	-0.4	0.00	-0.01
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	+0.01
英國	0.50	1.00	1.55	1.25	1.93

新興市場

	28/2/2022	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	4.35	5.00	4.75
巴西	10.75	12.25	11.8	10.75	10.90
俄羅斯	20.00	16.00	不適用	12.00	不適用

### 長期利率展望

2年期債券孳息

	25/2/2022	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	1.57	1.6/1.8	1.94	1.8/2	2.11
德國	-0.42	-0.2/0	-0.21	-0.1/0.1	-0.05
日本	-0.02	-0.10/0	0.00	-0.10/0	0.03
英國	1.21	1.0/1.20	1.38	1.20/1.40	1.39

10年期債券孳息

	25/2/2022	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	1.95	2/2.2	2.06	2.1/2.3	2.13
德國	0.18	0.1/0.3	0.25	0.1/0.3	0.32
日本	0.21	0.1/0.3	0.27	0.1/0.3	0.33
英國	1.43	1.3/1.5	1.54	1.4/1.6	1.58

### 匯市展望

	25/2/2022	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場共識 2022年第四季
歐元/美元	1.12	1.09	1.13	1.14	1.16
美元/日圓	115	114	116	118	116
歐元/英鎊	0.83	0.84	0.83	0.82	0.84
歐元/瑞士法郎	1.04	1.03	1.06	1.10	1.08
歐元/挪威克朗	10.05	10.16	9.86	9.55	9.75
	25/2/2022	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場共識 2022年第四季
歐元/瑞典克朗	10.47	10.61	10.33	10.25	10.11
美元/加元	1.27	1.31	1.26	1.23	1.24
澳元/美元	0.71	0.70	0.73	0.76	0.75
紐元/美元	0.67	0.65	0.69	0.68	0.71
美元/人民幣	6.32	6.45	6.40	6.30	6.50

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

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

### INSIGHTS PAPERS



#### 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

#### Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



#### 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

#### Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

#### Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**Special Ukraine**

**Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock**

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer

**Special Ukraine**

**Russia-Ukraine escalation adds to the case for additional protection (23-02-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Office - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute

**European equity market: the great value rotation and the dividend appeal (11-02-2022)**

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - WOSOL Andreas, Head of European Equity Value - IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

**Special Ukraine**

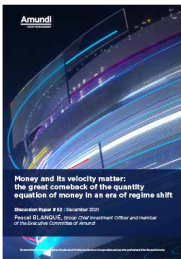
**Russia-Ukraine tensions: geopolitical risk adds volatility to risk assets (1-02-2022)**

BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - SANDRINI Francesco, Head of Balanced, Income & Real Return - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - VARTANESYAN Sasi, Senior Sovereign Analyst, Global Research - FIEJKA Marcin, Head of CEEMEA Equities

**25-26 January FOMC review: giving the all clear for March hike (28-01-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

### 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

**DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### THEMATIC PAPERS



**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the “new look” of fashion (20-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



**Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)**

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



## 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 Quant Investment Real Estate  
Strategies Allocation

### 免責聲明

本文件僅供參考。

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

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

此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2022年3月2日。投資多元化並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

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

首次使用日期：2021年3月2日

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,143,615,555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

### 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 AINOUC——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

### 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

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師

ÉRICric MIJOT——發達市場策略研究部主管

Lorenzo PORTELLI——交叉資產研究部主管

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