



#03
2021年3月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點
通脹有多熱？

本月主題
中國與新興市場：增長與政策問答

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#03 - 2021年3月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

通脹有多熱？

頁3

在預期出現的大型美國財政計劃以及隨疫苗接種而出現的需求回升之推動下，通脹敘述的回歸正越來越受到關注。投資者應繼續偏愛股票而不是債券，以保持更趨於週期性的市場，但選股仍然很重要。另一方面，投資者應致力於透過損益平衡債券來保護投資組合免受通脹的影響，並針對每個投資情況測試價格可能上漲的情況。最後，在信貸市場上採取風險承擔措施是適當的，以受益於央行的保護傘以及對綠色債券和社會債券的日益傾斜。

宏觀

勞動力市場疲軟及「大作為」下的通脹風險

頁4

美國增長前景改善和高額財政計劃可能會導致通脹率上升，但勞動力市場的疲軟至少在2021年將防止通脹率過高。

多元資產

受益於通脹和相對價值策略

頁5

在風險資產整體支撐的環境中，隨着一些指標的疲軟，我們看到外匯市場有選擇性的機會，以發揮長期綠色主題和順週期傾斜。

固定收益

風險承擔環境中的漸進式歧視

頁6

投資者應注意，信貸市場價格昂貴，但小心選擇、進行研究並着重相對價值應使其在不損害質量的前提下產生可觀的回報。

股票

透過價值、週期性和小型股來發揮通貨再膨脹

頁7

在某些行業中較高的利率和市場繁榮是使我們更加關注估值和基本面的條件。

專題環球投資觀點

並非所有泡沫都一樣

頁8

預測增長和泡沫破滅是一項艱鉅的任務，甚至有人認為是不可能的任務。實際上，泡沫可以持續很長時間，並且只有在泡沫破滅時才會顯現。過早地認為市場出現泡沫會導致分配不理想。然而，有跡象表明市場繁榮，特別是在科技領域。這些高估值由高增長預期，而且更重要地由超低折現率驅動，折現率的正常化可能會導致泡沫破滅。儘管這是投資者的主要風險來源，但歷史表明，就其對經濟的影響而言，並非所有泡沫都一樣。

本月主題

中國與新興市場：增長與政策問答

頁10

我們的新興市場策略師試圖回答客戶經常提出的一些問題。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁13
> 最高風險	頁14
> 資產縱橫：檢測市場轉折點	頁15
> 環球研究資料集	頁16
> 東方匯理資產類別觀點	頁17

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁18
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁19
> 宏觀經濟及市場預測	頁20
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁21
> 刊物精選	頁22

投資總監的觀點

通脹有多熱？



Pascal BLANQUÉ
集團投資總監



Vincent MORTIER
集團副投資總監

2021年初開始引發市場質疑「永無通脹」的說法，而2月份的爭論則一直在升溫，美國10年期損益平衡債券的收益達到了2014年以來的最高水平，定價計入了更高的通脹預期。我們還看到食品和能源方面的價格壓力。儘管呈上升趨勢，惟絕對通脹水平仍然低迷。由於基數效應，今年的通脹壓力超出預期。然而，問題不是通脹的短期反彈，而是未來範式的改變。**當今最熱門的問題是，我們可以預期2021年的通貨膨脹有多大？這種通脹的上升將有多短暫？**還是我們正朝着通脹的長期目標邁進？在預期出現的大型美國財政計劃以及隨疫苗接種而出現的需求回升之推動下，通脹敘述的回歸正越來越受到關注。擬議的1.9兆美元的一籃子計劃使一些經濟學家（薩默斯、布蘭查德）警告說，通貨膨脹將是這一巨大財政推動力的終結。然而，其他人則認為，該方案還有餘地，因為就業市場仍然疲軟，且不應因為工資增長要保持有限而導致通脹率永久上升。

重要的是，這次衰退的起點與2008年的情況有很大不同。首先，這是一個巨大的暫時性衝擊，隨後將是急劇逆轉，其後果並不如金融危機那麼嚴重。其次，系統中的高流動性、較高的個人收入和儲蓄，以及強大的財富效應可能會釋放被壓抑的需求：成為可能進一步加劇通脹的綜合因素。第三，央行有着可能陷入低利率和寬鬆政策口號的風險，以恢復經濟狀況並解決策略性社會主題。

大規模的財政刺激措施可能為強勁的經濟反彈提供依據，這不僅可能導致一定的通貨膨脹壓力，**而且還會進一步擴大美國與其他發達市場世界之間的分歧。**這將使做空美元的情況頗具挑戰性，並增加美國固定收益在收益率沙漠中的吸引力。**中國（以及更廣泛的亞洲）正在保持穩健的復甦步伐**，而這在年初的股市活躍中就得到了體現。亞洲地區仍然對投資者具有吸引力：在整體疲軟的環境下，去年亞洲地區的外國直接投資（FDI）仍然非常有韌力，中國的FDI流量首次超過美國。減速的跡象也在這裡出現，但如果我們看一下過去三個月PMI的變化，中國、印度、美國是表現最佳的幾個國家。印度促進增長的新預算很可能會使投資者重返該國。在此背景下，我們的主要信念是：

- **隨着通貨再膨脹交易的繼續，投資者仍應優先選擇股票而不是債券，以偏向更具週期性的市場**（日本和新興市場亞洲），並開始在一些落後/價值市場中（如：俄羅斯）建立起投資組合。然而，投資者應透過投入價格來監測通脹對收益的影響，這已經成為市場討論的話題。隨着經濟的重新開放，市場對週期交易的共識日益濃厚，股票的選擇越來越重要。重點應該放在穩健的企業上，這些企業傾向於將價值（相對於增長）作為多年的再平衡趨勢。在短期內，經濟活動減速的任何跡象都可能暫停輪換，但我們認為這將是暫時的，並且會因收益率曲線的陡峭和利率反彈而進一步加強。
- **在信貸市場保持冒險立場，以便從央行的保護傘中受益**，並開始在債券方面增加對SRI（綠色債券和社會債券）的傾斜，因為各國央行可能開始朝這個方向調整其購買計劃。例如，在歐洲，歐洲央行管理委員會成員維萊（Villeroy）最近提議開始對歐洲央行的資產負債表進行減碳，而歐洲央行行長拉加德（Lagarde）亦明確表示，歐洲央行願意採取步驟，以便在應對氣候變化中發揮更加積極的作用。這只是一個趨勢的開始，我們認為，隨着各國央行開始適應全新的新冠後範式（巨大的財政努力來與疫情抗爭，並朝着更加環保的綠色經濟和包容性增長模式邁進），該趨勢將繼續下去。
- **開始利用損益平衡債券來建立對沖通脹風險的對沖工具**，並更普遍地採用一種可以測試各投資案例是否可能抗衡通脹上升的投資方法。這將影響行業分配，優先考慮與實際資產（商品、能源、基建）相關的行業，並且選擇單一名稱，優先考慮具有可控的債務水平、現實的估值和定價能力的企業。

整體風險情緒



持冒險態度，在通貨再膨脹的環境中，偏好股票多於信貸。美國10年期債券息率超過1.5%是需要監控的主要風險

與上個月相比的變化

- ▶ 選擇性週期性/商品外匯的升級
 - ▶ 對美國損益平衡債券更為樂觀，在環球固定收益方面對美國國債投資持謹慎態度
 - ▶ 對新興市場本幣更為謹慎
- 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

勞動力市場疲軟及「大作為」下的通脹風險



Monica DEFEND
研究部環球總監

美國增長前景改善和高額財政計劃可能會導致通脹率上升，但勞動力市場的疲軟至少在2021年將防止通脹率過高

- 通脹的敘述重新成為焦點。我們重申對價值、週期性、新興市場資產和美國損益平衡債券的偏好。
- 儘管美國財政計劃規模龐大，加上耶倫的「大作為」言論，惟勞動力市場的疲軟將緩解今年的通脹動態。
- 我們預計美元環境將更加不確定。

我們認為，更成功的疫苗推出以及對美國龐大財政計劃的期望，將有利於美國（相對於歐洲）的增長。在這種背景下，關於通脹的辯論正在引起人們的興趣。我們的「環球通脹焦點指數」標誌着這種通脹趨勢上升的說法，特別是在美國。

我們就通脹問題的立場如何？

- **勞動力市場**——我們預計消費物價指數（CPI）會上升，然後趨於穩定，不會進一步加速。這裡的一個重要因素是勞動力市場，即使到2022年，我們也不會看到勞動力市場恢復到危機前的水平。就不同行業的失業和技能差距而言，確實存在分歧，加劇了不平等現象。勞動力市場的復甦將是不平衡的，需要花一些時間，才能至少在2021年能夠緩解通脹壓力。
- **產出缺口**——我們估計美國的產出缺口為9000億美元，並根據勞動力市場數據進行了估算。2022/2023年**財政計劃的規模，以及尤其是目標，可能會引發美國在生產力和勞動力市場活力方面的結構性變化。**

我們預計，在財政刺激和增長改善的推動下，損益平衡債券將進一步提高。

另外，5/30年期債券的實際利率曲線可能會進一步陡峭化。由於聯儲局保持低利率和容忍較高通脹的立場，五年期債券應會走低，而長端將會計入額外的財政刺激

措施和復甦加快的影響。

儘管我們認為曲線的長端存在上限（10年期美國國債收益率保持在1.50%仍對我們至關重要），但由於債務最終將變得更易於償還，聯儲局可能會容忍更多通脹（並平衡適度而平穩的利率增長）。

因此，我們認為投資者應在美國存續期方面保持謹慎，並對美國損益平衡債券保持樂觀。

另一方面，**聯儲局對通脹的容忍度稍高，預計不會先發制人地加息，這可能會為股市帶來鼓舞。**我們對週期性、價值和新興市場（全頻譜）感到滿意。顯然，鑑於市場不考慮任何其他與醫療相關的問題（這是主要風險），應對新冠疫情危機的管理以及避免任何新病毒變種出現都很重要。

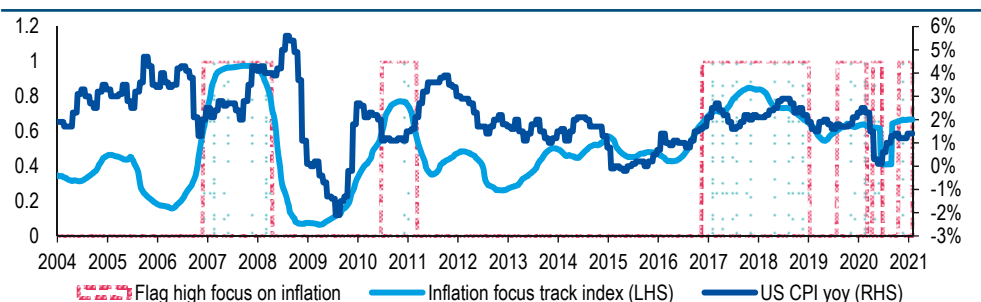
此外，**政權轉移期間股票的對沖特徵亦支撐該資產類別。**根據我們的分析，股票該為基於較高增長、改善企業基本面和較高單位勞動力成本的通脹制度轉移提供良好的對沖，這些成本可以轉嫁給消費者。

一個警告。根據我們對2000年以來的月度收益的分析，損益平衡債券利差和實際利率的下降在歷史上都會觸發美元的拋售。就目前而言，我們看到美元相對於商品外匯仍然疲軟，而低收益投資（即瑞士法郎、日圓）則堅挺。

然而，在下半年，這種趨勢可能會暫停，因為美元的環境變得更為複雜。當損益平衡債券的收益達到臨界點並下降（以及實際利率上升）時，我們可能會看到美元走強。

我們尚未到該地步，但我們認為這將是需要監控的主要風險。

通脹焦點追蹤指數



Source: Amundi Cross Asset Research, as on 7 February 2021. Methodology: Inflation Focus Track Index is Amundi's Cross-Asset Research proprietary tool based on big data analysis from the web (Google Trends). The relevant text/word combinations for the inflation theme are identified and dynamically tracked according to the popularity of web searches. We detected two relevant regimes (high focus and low focus) to articulate the most appropriate cross-asset investment implications.

多元資產

受益於通脹和相對價值策略



Matteo GERMANO
多元資產部主管

在風險資產整體支撐的環境中，隨着一些指標的疲軟，我們看到外匯市場有選擇性的機會，以發揮長期綠色主題和順週期傾斜

在刺激性的經濟政策組合的支持下，發達市場和新興市場的經濟狀況都得到改善，這都反映在商業信心、市場對通貨膨脹的預期以及美國國債收益率上。儘管製造業繼續顯示出韌力，但由於新冠疫情下的禁制措施和病毒出現變種，服務業顯示出分化的跡象。在地區級別（即美國和歐盟）也出現了分歧。這種環境證實了經濟體對成功接種疫苗的依賴，且絕對和相對估值顯示出非黑即白的二分情況。**投資者應保持積極態度，尋找資產類別內不同類別的機會**，但要承認利率和通脹趨勢存在一定的雜訊和波動性。因此，需要進行調整以便動態地採取整體立場。

高信念投資意念

製造業的反彈、盈利修正和寬鬆的財務狀況使我們**對股票保持了樂觀的看法，即使我們承認有些資金短缺，卻亦支撐了我們小心選擇和相對價值的方法**。我們對歐洲和美國保持中立，對日本和澳洲也持樂觀態度，因為後兩個國家應在順週期傾斜中尋求支持。在新興市場，我們透過中國「舊經濟」股票和非必需消費品投資產品**維持對亞洲的樂觀態度**。投資者可以透過南韓、拉丁美洲和俄羅斯發揮落後者/價值故事的角色。

在存續期方面，出於多元分散投資目的，我們對美國（十年期國債）持中立觀點，我們偏好損益平衡債券。在英國方面，我們認為投資者現在應該考慮曲線加深策略，尤其是在2至10年期方面。英倫銀行的鴿派立場，以及曲線長端的鍍金供應增加，可能對長期收益率構成上行壓力。此外，該國在疫苗接種方面的成功以及消費者價格上漲支持了較高的通脹預期。在歐洲，即使當前外圍債務的估值為進一步緊縮提供了較低的潛力，但我們仍然持樂觀態度。在歐洲央行的火力、外國投資者對意大利債務的需求以及前歐洲央行行長德拉吉領導的新政府的支持下，30年期意

大利（相對於德國）國債的相對價值策略尤為如此。

信貸繼續受到量化寬鬆政策的支持。我們預計利差收緊非常有限，但資產類別仍可提供一定的收益。鑑於歐元投資級相對於美國投資級債券的槓桿率較低，我們偏好歐元投資級債券。

在新興市場金融市場，我們仍然樂觀，但現在建議投資者完全對沖美國息率（美元和存續期），以緩解較高的增長/通脹動態的風險，這些動態受到美國更強勁的財政刺激措施所支持。我們還認為，與投資級債券相比，高收益債券收緊價差的可能性更高。即使就本地息率而言，主要驅動因素仍然是外匯敞口，進一步壓縮的空間仍然有限。

在貨幣方面，有利通貨再膨脹的環境，加上該領域的相對價值機會，使我們由於有吸引力的估值而**提高了對英鎊、加元和瑞郎的看法**。我們維持對加元兌美元和挪威克朗兌歐元的看法。在新興市場方面，儘管我們對新興市場外匯籃子保持積極態度，惟我們仍升級了俄羅斯盧布（RUB）。另外，在市場對人民幣資產流入的預期以及參與環球向依賴於導電金屬（例如半導體）的綠色電能世界過渡的可能性之驅使下，我們也改善了對人民幣及韓元兌歐元的觀點。

風險與對沖

利率、通貨膨脹動態和美國債券收益率的任何實質增長都可能影響股票相對於債券的吸引力，因為資金成本將增加。因此，我們保持警惕，並建議投資者透過多種對沖策略保護股票、信貸和存續期風險。在當前環境中流動性充裕的情況下，黃金還可以提供支撐。

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個月期的交叉資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向（+/-）和信念強度（+/++/+++）。

此評估可能會有變化。UST=美國國庫債券；DM=發達市場；EM/GEM=新興市場；FX=外匯；FI=固定收益；IG=投資級；HY=高收益；CBs=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

風險承擔環境中的漸進式歧視



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

在國家對市場提供支持的環境中，投資者應探索對未來現金流具有能見度和透明度的行業和公司。

我們認為，群體免疫力的發展以及對持續財政刺激措施的期望將推動經濟反彈。然而，諸如與復甦步伐、通貨膨脹、疫情擴大和信貸質量有關的問題仍未得到解答。現在，隨著各國央行注入的流動性以及投資者對收益率的追求，信貸市場上某些部分的價格上漲，我們可能看到本已很昂貴的資產價值增加。另一方面，較便宜和劣質的資產可能下跌更多。因此，**投資者應在信貸方面以審慎、小心選擇和研究驅動的方式來補充其風險承擔的立場。**

環球及歐洲固定收益

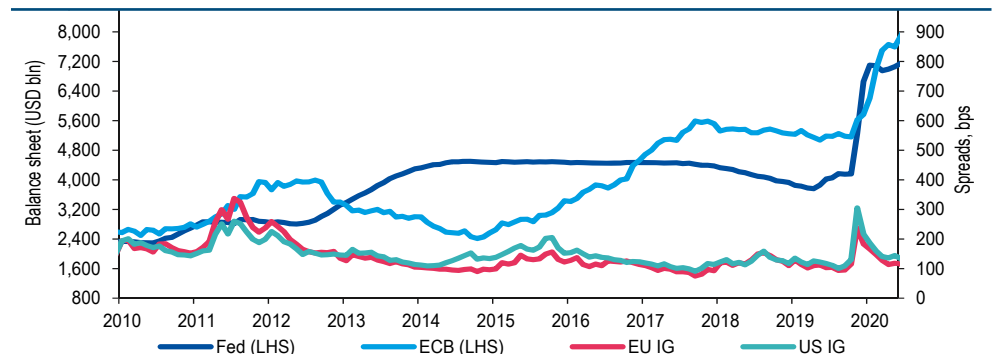
在巨大的財政支持和通脹的背景下，我們下調了對美國存續期持謹慎態度的看法，同時整體上保持了防禦性，包括在歐洲。我們認為美國曲線可能會變陡，因此，投資者應沿着2至10年和30至10年曲線維持槓鈴式風險。**在損益平衡債券方面，我們上調了對美國10年和30年期債券的看法**（聯儲局對更高的通脹、結構變化、基本效應的容忍度），並對歐洲採取中立/樂觀態度。

關於歐洲，我們對外圍債務（尤其是意大利的債務）仍然保持樂觀，但對增長感到擔憂。新政府暫時降低了政治風險，但我們保持警惕。

我們對信貸保持樂觀，因為不斷上升的通脹預期會影響實際收益率，但**整體而言較喜歡短期債務。**

高收益領域更有可能收緊利差，特別是在低息和混合工具方面，這些也可能提供機會。歐元金融次級債務是我們喜歡的另一個領域，只要這些債務有資格參與歐洲央行的債券購買計劃。

由央行驅動的流動性，正導致水漲船高



Source: Amundi, Bloomberg. Latest monthly data as at 17 February 2021.

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；UST=美國國庫債券；RMBS=住房抵押貸款支持證券；ABS=資產支持證券；HC=硬通貨；LC=本地貨幣；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。

美國固定收益

財政揮霍無度、私營部門的額外支出，再加上聯儲局的支持（這將使利率保持低位，並使金融狀況變得寬鬆），表明經濟將復甦。加上難以找到熟練的勞動力和過多的家庭儲蓄，使得通脹預期不斷上升且收益率曲線更為陡峭。**這解釋了我們對美國國債的消極態度和對TIPS的樂觀看法。**然而，從中期來看，雙赤字和財政惡化並不會支持美元強勢（儘管投資者應提防利率上升）。

風險資產——公司信貸、證券化信貸和住房市場——是產生收益的關鍵組成部分。然而，全面的高度選擇至關重要，同時要特別關注公司的基本面。

證券化信貸（尤其是與房地產市場有關的信貸）顯示出強勁的基本面和技術水平。最後，抵押貸款市場仍然受到消費者收入和儲蓄的支撐。

新興市場債券

新冠疫情相關的事態發展正壓迫增長預期，但新興市場／發達市場增長差異仍有望增加。我們對硬通貨持積極態度，尤其是在高收益債券方面。**在本幣和外匯方面**，鑑於美國利率上漲的壓力和美元的走勢，**我們現在更為謹慎**，但相信某些新興市場貨幣將繼續提供表現。在國家層面，俄羅斯和巴西是我們的兩個主要信念。

外匯

由於美國經濟增長前景改善和美國利率上升，我們目前對美元兌日圓和人民幣持中立態度。我們亦對商品外匯（相對於歐元和瑞郎）持樂觀態度。

股票

透過價值、週期性和小型股來發揮通貨再膨脹



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

在某些行業中較高的利率和市場繁榮是使我們更加關注估值和基本面的條件

整體評估

市場正在觀望新冠疫情近期不利因素及整個歐洲緩慢推出的疫苗之後的轉機。情緒似乎是受到對持續政策支持希望，以及日益清晰的重啟經濟活動之路所推動。然而，實際情況更加細微，因為這種積極情緒已在某些領域變得更加興旺，從而導致出現高幅的可能性，尤其是在利率敏感的行業。我們相信對這種興旺要持謹慎的樂觀態度。投資者應依靠基本分析和流程紀律來發掘具有可持續收入流/資產負債表的業務。

歐洲股票

我們繼續相信週期性（相對於防禦性）與價值（相對於增長）的故事，但重要的是要認識到，某些細分市場已經為非常樂觀的開放帶來折價，這支撐了對小心選擇的方法之需要。

特別是，我們喜歡銀行，因為這是重新開放尚未折價的區域；我們還對材料和醫療保健保持偏見。另一方面，我們降低了對利率敏感的行業（例如：房地產）的評級，並對資本貨物保持謹慎，因為該行業的定價非常快就計入了復甦。我們對諸如科技等細分市場持負面態度，其顯示價格高於基本價格。然而，我們認為通貨膨脹和市場對復甦的共識是主要風險。因此，我們在經濟內的某些防守部分（例如：電訊）中保持倉位，此前我們曾對有關投資進行升級。最後，我們喜歡小型股，因為其定價合理，並且與週期性的國內復甦主題相關。總而言之，我們仍然注重估值。

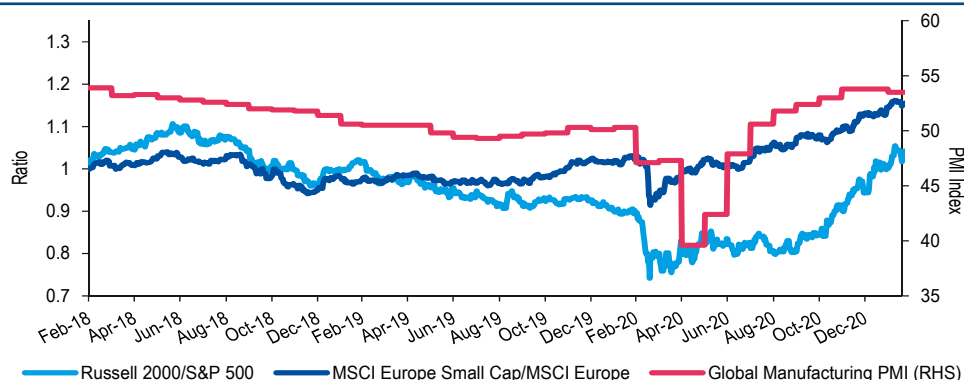
美國股票

大量的財政刺激措施、疫苗接種工作的進展以及強勁的公司收益使經濟反彈、利潤恢復和通貨再膨脹成為近期的主要主題。這種想法支持了我們的期望，即高增長/動量和高存續期的股票將繼續促使領導層輪換，而這些股票更依賴於高股票價格的折現率。低利率導致其資本成本下降，估值倍數上升，這是一個主要風險。不過，現在，隨着陡峭的收益率曲線和通貨膨脹預期，其價格可能會受到影響。相反，價值（優質價值）和週期性股票將因其有吸引力的估值和2021年晚些時候的週期性收益改善而增長。我們亦對週期性行業持樂觀態度，因為這些行業會逐步將經濟復甦計入定價。從行業的角度來看，更陡峭的收益率曲線會為金融和能源提供支撐，而不是工業（高盈利倍數），而這標誌着這將會與2020年收益率非常低的情況不同。重要的是，投資者應探索尚未被市場定價的復甦領域。整體而言，我們在選股時仍然非常謹慎，並相信在新冠疫情受損的行業中會有機遇，但是新病毒變種可能會帶來一些風險。

新興市場股票

疫苗生產的困難和新冠肺炎變體蔓延影響了一些新興市場，但這並沒有改變我們對小心選股很重要的地區之長期樂觀態度。我們在非必需消費品、資訊科技和地產方面保持樂觀態度。在我們對主要商品保持謹慎的同時，我們透過自下而上的主意在中國略微提升了該行業。然而，由於我們一直在尋找具有週期性、增長型和優質特徵的價值股票，因此我們對某些中國金融公司感到擔憂，因為其估值很高

週期性復甦應可支撐小盤股



專題



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監



Pierre BLANCHET
投資情報部主管

通脹性的微型繁榮景況也將提高企業利潤

在股票市場的許多方面都可以看到泡沫的跡象。

並非所有泡沫都一樣

預測增長和泡沫破滅是一項艱鉅的任務，甚至有人認為是不可能的任務。實際上，泡沫可以持續很長時間，並且只有在泡沫破滅時才會顯現。過早地認為市場出現泡沫會導致分配不理想。然而，有跡象表明市場繁榮，特別是在科技領域。這些高估值由高增長預期，而且更重要地由超低折現率驅動，折現率的正常化可能會導致泡沫破滅。儘管這是投資者的主要風險來源，但歷史表明，就其對經濟的影響而言，並非所有泡沫都一樣。

金融市場領域（股票、住房或信貸）的週期在形成衰退和復甦中起着重要作用。當前的復甦幾乎還沒有開始，**短期內增長可能超出預期**。在美國，拜登總統的1.9兆美元（佔GDP的9%）的財政刺激計劃引起了人們對2021年下半年經濟過熱的擔憂。今年中國的GDP增長可能高達9%。就歐洲而言，預計將受益於連續兩年的強勁增長。通貨膨脹預計也將上升，特別是在美國。儘管在我們看來這是短暫的，但通脹性的微型繁榮也將提振企業盈利預期和投資者信心。**因此，在強勁的名義增長所支持下，股票市場的強勁勢頭可能會持續一段時間。**

這個新週期最顯著的特徵是負債水平。新冠疫情之後的私人 and 公共債務已超過第二次世界大戰末期的歷史高位。較高的名義GDP增長可能為債務人提供支持，但同時會導致長期利率上升。這也可能使央行（特別是聯儲局）承受撤回其寬鬆計劃的壓力。然而，正如我們在上個月的論文（退市？不退市？）中所指出的那樣，聯儲局不太可能穩定其資產負債表並提高政策利率，直到經濟步入正軌：恢復充分就業所需的時間將長於恢復危機之前的GDP水平。就業市場的疲軟會防止工資飆升（菲利普斯曲線趨於平緩），而無論如何，聯儲局已採取了一項新的策略（平均通脹目標），使其能夠等待並觀察通脹是否會在上行方面出人意料。

最後，保持債券收益率遠低於名義潛在GDP增長是公共債務可持續性的前提。

因此，這種異常復甦的潛在結果是資產價格泡沫。在這種情況下，央行資產負債表即使經濟繼續增長也將繼續增大，並**從其估值對遙遠未來利潤高度敏感的資產開始。**

泡沫的跡象

自去年年中以來，科技股的估值已飆升，而除非上述框架持續很長時間，否則投資者的行為似乎與合理的投資方法越來越不一致。在股票市場的許多方面都可以看到泡沫的跡象。散戶投資者積極交易上升期權、數量有限的股票的不斷增長的市值、新股上市交易湧現，都是數碼化領域蓬勃發展的眾多跡象。估值過高導致樂觀的分析師改變其估值方法¹。然而，基本面背景是真實的，因為我們正在見證數碼化革命的另一個階段，流動性和人類互動的限制使這一情況更加惡化。不過，超低利率環境顯然使估值回到了00年代科技泡沫以來的最高水平。

火花幾乎無法預測

金融市場泡沫很難預測，並且是事後的概念。這可能會持續多幾年，而歷史表明，市場繁榮可能會持續很長時間。格林斯潘（Alan Greenspan）的著名演講在1996年發表，互聯網泡沫在該演講四年之後才破滅。在儲蓄超過投資的情況下，隨着數碼化轉型的加速，利率可能會在未來幾年保持非常低的水平。展望未來，高負債可能會拖累內需，通貨膨脹迷你繁榮盛況可能只會持續幾個季度，而財政刺激措施也可能是短暫的。這些將支持有可持續增長的行業（例如綠色和數碼行業）的資產價格泡沫。由於這些情況可能會持續很長時間，因此很難預測會導致大爆發的火花，而因此減少敞口可能不是最佳選擇，不過，應密切關注近期實際利率的上升密切。

¹「非理性的繁榮是投機泡沫的心理基礎。我將投機泡沫定義為如下情況：價格上漲的消息激發了投資者的熱情，這種熱情在人與人之間因心理影響而蔓延，在此過程中，放大了可證明價格上漲合理的故事，並吸引越來越多投資者進場，即便他們對一項投資的真正價值存有疑問，部分原因是投資者羨慕他人成功，另一部分原因是賭徒心態作祟。」Shiller, Robert J., 2000年3月,《非理性繁榮》(Irrational Exuberance), 美國普林斯頓大學出版社。

專題

股票泡沫的破滅僅對增長
產生暫時影響

各泡沫以不同的方式影響經濟

我們可能無法判斷我們處於泡沫的哪個階段²，更不用說泡沫何時會破滅。但我們仍然可以假設其對金融市場和經濟的影響。

歷史表明，泡沫一旦破滅就可能對經濟產生不同的影響，不論最初的金融衝擊程度如何。**的確，90年代的日本房地產泡沫、97年的亞洲信貸泡沫和08年的次貸泡沫比00年代的互聯網泡沫或中國2015年股市先升後暴跌的影響力更大。**

儘管每種情況都不盡相同，並且不可能有明確的類別，但泡沫可以分為兩個類：股票驅動型泡沫和信貸驅動型泡沫。

- 股市泡沫是基於股票或等價物的過多流入。其主要對富裕家庭和快速發展的公司產生影響，但對絕大多數家庭³和不易出現泡沫的行業的影響不大。此外是儘管盈利能力未經證實而由於過度樂觀和對創新的過度投資而導致的超額節省。因此，當泡沫破滅時，這更是一種在未來失去的機會。
- 信貸泡沫亦是由流動性過剩驅動，但泡沫的驅動力是對有形資產的過度槓桿作用。信貸泡沫涉及對具有經濟效用和使用價值的實物資產的過度樂觀和過度投資。這些泡沫往往散佈在包括低收入家庭在內的各種經濟主體中。當泡沫破滅時，將會造成今天經濟價值的損失。顧名思義，這些泡沫具有可擴散到銀行業的融資因素。

兩個泡沫群組的短期影響有些相似（股市崩盤和恐慌性拋售、破產和經濟衰退），**但最終的經濟影響卻大不相同**。股市泡沫將主要減少已經富裕的個人的過多儲蓄，並停留在金融領域，而對實體經濟影響不大，而信貸泡沫將損害中產階級。此外，資本可以在其他行業或主題上進行重新平衡，或者在股市崩潰後僅儲蓄一段時間。對增長的影響是暫時的。儘管投資組合遭受重大損失，但在2000年互聯網泡沫和2015年中國泡沫之後，幾年來強勁的經濟增長⁴，更不用說事實證明，股市的某些细分市场具有應對崩潰的韌力。相反，具有過度槓桿作用的信貸驅動投機會導致負

資產、債務通縮，並因此使可用資本從經濟中撤出，**對潛在增長產生深遠而持久的影響。**

各國央行將試圖遏制崩潰

當前的情況可能是股票和信貸的混合，其影響可能並不像我們剛才描述的那麼簡單。然而，**有跡象表明，至少在目前，這可能是股票型泡沫**。策略響應也可以調整流程本身。例如，股市泡沫破滅一直停留在金融領域，對銀行體系的影響有限，理論上不應觸發各國央行的緊急干預。實際上，這可以看作是長期寬鬆的貨幣政策的附帶損害。然而，如果這種衝擊對經濟產生更廣泛的影響，從而影響到家庭、企業、銀行以至最終影響到某些州份，則央行將試圖遏制有關情況。負債累累的州份不會用納稅人的錢來保護投機者。不過，若成為系統性風險，有關當局將別無選擇。信貸息差上升加上股市下跌可能會引發「資產負債表衰退」。

因此，我們可以推斷出，決策者將仔細觀察看起來像是股市泡沫的繁榮和破滅，並採取先發制人的行動來避免這種情況變得難以控制。**投資的含義是在當前階段逐步從高價值的科技領域重新平衡到其他領域，並在盛況下採取逆勢定位。**

本文於2021年2月25日定稿

² 請參閱Hyman P. Minsky《穩定金融不穩定》內描述的金融資產泡沫的五個階段（1986）

³ 儘管大多數美國人透過退休帳戶在股票市場上進行了一定程度的投資，但據估計，美國人擁有的全部股票中有84%屬於最富有的10%。請參閱《1962年至2016年美國家庭財富趨勢：中產階級財富有否恢復？》E. Wolff, NBER WP (2017)。

⁴ 不過，請注意，在互聯網泡沫破滅之後，美國實際GDP並未出現同比下降！（按季度計算，2001年第一季度和第三季度的實際GDP僅僅略有下降）

本月主題

中國與新興市場：增長與政策問答



Alessia BERARDI——新興市場宏觀與策略研究部主管



Claire HUANG——新興市場宏觀策略師

問題1：中國在一月份錄得的新冠病例激增，這是10個月來最嚴重的疫情爆發。這次冬季爆發將如何影響經濟增長前景？

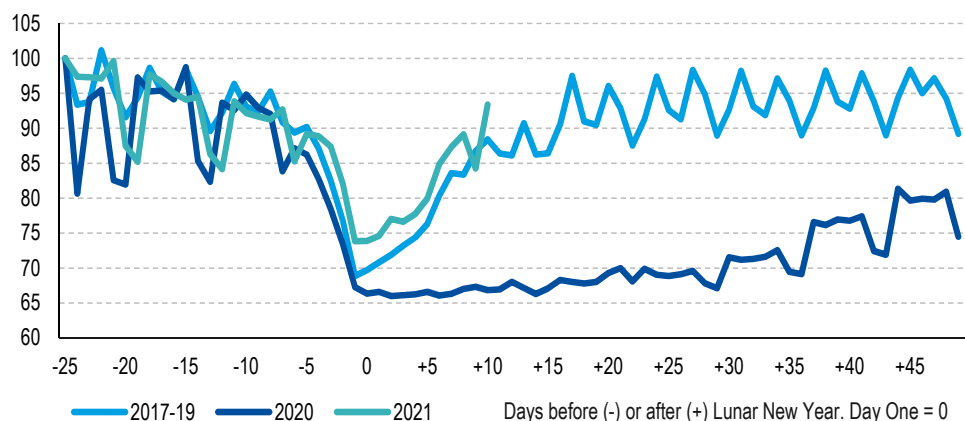
新冠肺炎在中國北方三個城市死灰復燃，促使政府在農曆新年之前積極採取大流行的遏制措施，導致假期期間的出行驟降。

儘管省際旅行急劇下降，但當地的出行和消費幾乎沒有受到影響。農曆新年黃金週期間（2月11日至17日），零售和餐飲業收入比去年同期增長28.7%，比2019年同期增長4.9%。戲院票房創歷史新高，而汽車和房地產銷售則保持增長。儘管如此，運輸和旅遊服務業遭受重創，使相關的CPI進一步收縮。

從生產方面來看，由於大多數農民工都留在原地，因此該假期期間的工作時間將被

延長。重返工作比往年更順利、更早（圖1）。高頻工業數據（包括煉油廠開工率、港口貨物運輸和空氣污染嚴重程度）顯示，在農曆新年假期期間，生產活動比平常要強勁。

由於冬季疫情得到了迅速遏制，因此我們僅預期服務業復甦會出現小幅挫折。至於工業行業和出口商，由於假期旅行的干擾較小且工作時間較長，這種特殊的境內度假將起到一定的促進作用。到目前為止掌握的證據表明，中國經濟可以避免出現連續下滑的局面，好於我們此前的預期。去年基數較低，意味第一季度GDP數據很容易顯示出近百分之二十的增長。

1/ 春節期間中國城市交通擁堵

Source: Wind, Gaode, Amundi Research as of 25 February 2021

訊息很明確，中國人民銀行正在以緊縮偏見正常化其政策

問題2：中國的銀行同業市場發生什麼事？中國人民銀行的貨幣政策立場曾否發生變化？

通常在農曆新年之前，中國人民銀行在銀行同業市場保持寬鬆的態度，以滿足季節性流動資金需求的激增。除了日常使用的7天反向回購利率作為工具外，亦將使用較長期限的工具，包括14天/28天反向回購，1年MLF/TMLF（類似於LTRO/TLTRO）或有針對性的降準。

儘管如此，中國人民銀行今年僅注入了最低限度的資金（圖2）。儘管流動性本來已經很緊張，但其在農曆新年假期前兩週就開始淨撤出流動資金，將隔夜借貸利率推至2013年7月以來的最高水平。期限利差（10年-O/N）連續幾天都變為負值，該情

況僅在2018年4月和2013年6月曾出現，當時空頭利率的飆升主要由政策驅動。

因此，我們認為這一輪意外的流動性緊縮並非偶然。中國人民銀行實際上正在收緊什麼——股票市場、住房市場或銀行同業市場中的金融套利/槓桿交易——這是可爭議的問題。但訊息很明確，央行正在以緊縮偏見正常化其政策。

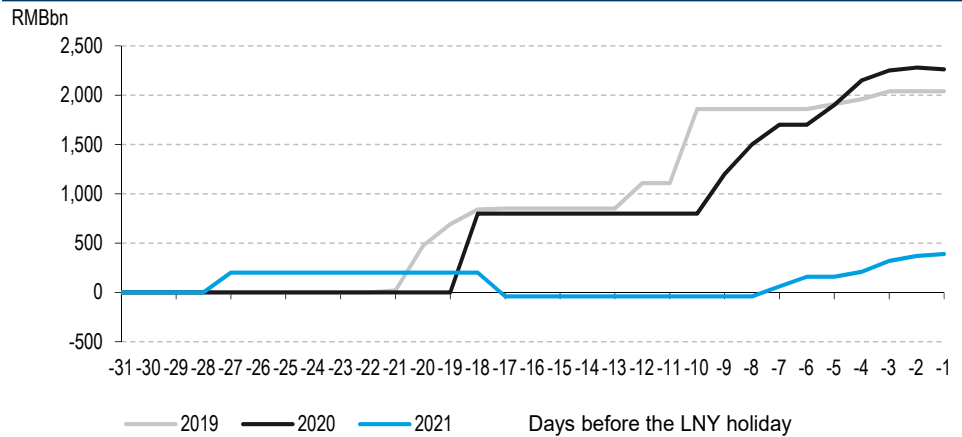
我們繼續認為，中國人民銀行將在2021年的大部分時間將銀行同業市場利率固定在其公開市場操作利率（OMO）附近，即7天回購利率為2.2%，一年期中期借貸便利（MLF）利率為2.95%。不過，如果與這

本月主題

些錨點有短暫的偏離，我們就不會感到驚訝。我們預計中國人民銀行將維持整體政策利率和存款準備金率不變。由於政策寬

鬆已經開始全面減退，因此今年加息的風險仍然較低。

2/ 中國人民銀行在農曆新年之前的累計流動資金注入



問題3: 您對2021年的中國財政政策有何期望?

隨着控制債務與GDP比率的整體目標之實現，我們預計公共債務在2021年將以較慢的速度增長，而財政政策的擴張性將降低。具體來說，我們預計整體預算赤字將從3.6%縮小至3.2%，有關調整將在3月5日召開的全國人民代表大會上宣佈。

擴大的財政措施，包括出售政府基金中的土地使用權，將成為市場關注的焦點。2020年，地方政府特殊債券（LGB）的額度從2019年的2.15兆元人民幣大幅增加至3.75兆元人民幣，約佔預算赤字擴大額的1.5個百分點。市場普遍預期到2021年將減少至3至3.5兆元人民幣。我們認為，由於地方政府或有債務的再融資壓力

不斷增加，以及地方國有企業違約的情況日益嚴重，因此有可能出現較高的數字範圍。

要觀察的更全面的指標是社會總融資（TSF）增長，其中不僅包括政府債券，還包括對國有企業和地方政府融資平台的準財政貸款。在疫情爆發後果斷加速發展之後，TSF的增長在2020年11月開始下滑。我們預計它將保持逐步下降的趨勢，到2021年底將下降2個百分點至11.5%，但仍高於新冠疫情之前的10.7%水平。按照這個速度，中國的債務佔GDP的比例將從2019年底的246.5%增長23.6個百分點，到2021年將穩定在270%左右。

問題4: 根據最新的宏觀金融發展，新興市場資產是否仍然具有吸引力?

增長是新興市場投資的最重要驅動力之一：不僅是國家層面的國內增長，而且環球增長也反映在對商品或製造產品的持續強勁外部需求中。

在主要的環球增長驅動力中，我們列出美國和中國。現在來看美國，我們預計到2021年將有強勁的經濟表現，這要歸功於即將公佈並批准的龐大財政計劃（介乎於1兆至1.9兆之間）。此外，作為增長的進一步上行風險，當局正在討論大約2兆美元的大型基礎設施建設規劃，到2022年初啟動。

當前的復甦正在使石油和商品出口國受益，在某些拉丁美洲國家（例如智利和秘魯）的貿易條款取得了決定性的改善，並且各個製造業出口國（如亞洲，主要是北亞）都希望對資訊科技行業和個人防護設備（PPE）的投資敞口加大。

特別是在服務業、旅遊業和酒店業方面，復甦要慢得多，一旦疫苗接種工作更為普及，我們將看到更強勁的反彈。泰國等國家的國內生產總值（GDP）約有11%依賴於旅遊業，這些國家仍在努力復甦。整體而言，在新興市場方面，由於禁足措施的程度不如某些更先進的經濟體那麼嚴格，因此流動性保持穩定或略有上升。

與對經濟增長進行更積極的重新評估相結合，另一個正在受到檢視的重要因素是主要央行有能力在極端寬鬆的貨幣政策和不斷上升的通脹預期（由人們認為過熱的經濟所驅動）的環境中游刃有餘。值得記住的是，支持性的環球金融背景對於持續投資新興市場至關重要。

儘管我們看到成本（商品、食品、運輸費率）對價格造成一定壓力，但需求方面仍然疲軟；實際上，絕大多數國家/地區尚未

我們預計信貸增長將保持逐步下降的趨勢

本月主題

新興市場資產類別仍可提供高收益投資敞口，並且以合理的價格提供一定程度的增長機遇

達到其2019年的增長水平，並且需要一些時間才能達到有關水平。因此，我們的通脹前景不是憂慮之處；通脹應可允許各國央行逐步取消其流動性支持，甚至逐步改變其貨幣政策立場。

透過所有必要的多元化分散投資措施（請注意，新興市場領域的優勢和脆弱性非常不同），在超低或負利率的世界中，新興市場資產類別仍可提供高收益敞口，並且以合理的價格提供一定的增長機會。

本文於2021年2月18日定稿

亞洲最大醫療用品和材料供應商

亞洲內排名 (2019年數據)	塑料 (HS 39)	橡膠 (HS 40)	玻璃和玻璃器皿 (HS 70)	有機化學品 (HS 29)	藥品 (HS 30)	管狀針頭 (HS 901832)	注射器 (HS 901831)	製冷設備 (HS 8418)
1	中國 (第1位)	中國 (第1位)	中國 (第1位)	中國 (第1位)	印度 (第11位)	中國 (第4位)	中國 (第2位)	中國 (第1位)
2	南韓(第4位)	泰國 (第3位)	日本 (第5位)	南韓(第7位)	中國 (第15位)	日本 (第6位)	新加坡 (第8位)	南韓 (第6位)
3	日本 (第6位)	日本 (第5位)	香港 (第6位)	印度 (第8位)	新加坡 (第17位)	泰國 (第8位)	菲律賓 (第15位)	泰國 (第7位)
4	台灣 (第10位)	南韓 (第6位)	南韓(第12位)	日本 (第9位)	日本 (第18位)	新加坡 (第10位)	香港 (第16位)	新加坡 (第14位)
5	新加坡 (第12位)	馬來西亞 (第7位)	台灣 (第13位)	新加坡 (第11位)	南韓 (第21位)	南韓(第11位)	日本 (第17位)	日本 (第15位)

括號中的排名等於按2019年美元出口價值計算的全球排名。資料來源：ITC、The EIU。東方匯理研究部，截至2021年2月25日

中央和替代情景

本月更新

本月，我們將維持中央情景和替代情景的概率和敘述。我們確認我們對「金融復甦制度」持樂觀的中期觀點，鑑於疫情相關的新聞流和對通脹的憂慮，我們在短期內對金融市場更為謹慎。

下行情景 15%	中間情景 75%	上行情景 10%
長期停滯	長達多年的多速復甦	V形復甦
分析 - 病毒的遺傳進化可能引致大流行失控，並再次導致負面的增長衝擊，延長危機的持續時間 - 政策錯誤和財政計劃的執行風險對復甦產生負面影響 - 由於內部（資產泡沫）或外部（外匯）限制而暫停或收回寬鬆的貨幣政策 - 由於不確定性加上缺乏可見性而導致的長期經濟下滑，影響了企業和消費者的信心 - 經濟危機演變成金融危機 - 保護主義和去全球化加速發展，對貿易和環球價值鏈產生負面影響	分析 - 使世界經濟重回正軌的過程長達數年，復甦之路將崎嶇不平 - 由於疫情爆發和封城措施將一直維持到2021年第四季度，經濟增長再度惡化 2021年上半年大規模推出疫苗，儘管各地差異很大 - 採取強有力的政治承諾來動員不良資產的財政政策，但及時執行存在風險 - 繼續採取寬鬆的貨幣政策來支持復甦，以應對通縮風險和不斷上升的公共債務 - 企業盈利的積極勢頭和償付能力風險減低 - 美國大選後，環球貿易佔環球GDP的比重進一步下滑，但地緣政治緊張局勢有所緩解 - 新冠疫情危機加劇收入和財富不均（社會緊張局勢加劇的風險）	分析 - 得益於大規模疫苗接種和有效的禁足措施，到2021年上半年底可解決疫情危機 - 持續的「疫苗促成」的經濟復甦 - 生產力促進新的數碼和綠色發展 - 加快經濟活動正常化 - 由於不明朗因素較低，政策推動者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 - 可持續增長和對進一步（財政）政策支持的需求減少
市場影響 - 偏好現金和美國國債 - 偏愛黃金、瑞郎和日圓 - 使用最小波動率策略	市場影響 - 包含美國國債收益率曲線的陡峭化 - 從信貸高收益逐漸轉向股票 - 股票主題為週期性行業，且更會由國內推動 - 透過新興市場債券和信貸投資級債券保持收入空間 - 在普遍不確定性、通縮和衰退憂慮下偏好黃金	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 - 優先考慮具有週期性投資敞口的高風險資產，但會破壞成長型股票 - 偏好掛鉤產品和黃金作為通脹對沖

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。我們保持整體敘述，並根據最近的發展而改變風險的可能性。

經濟風險
20%

— 新冠肺炎疫苗推出問題

- 疫苗的意外後勤或副作用問題可能會對投資者和商業信心產生非常不利的影響，自2020年11月以來，情況已大大改善
- 會使現有疫苗失效的一種或幾種病毒變體會破壞大眾對疫情即將結束的期望

— 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，可能破壞復甦進程並引起社會緊張

— 通貨膨脹再現及第二次「退市恐慌」

- 短期內風險很小，但隨着疫情消退，上行通脹壓力可能會隨時間的流逝而逐漸增加
- 當考慮到通脹時，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」

財務風險
15%

— 企業償付能力風險

- 在新冠肺炎危機之前，企業槓桿達到了環球金融危機之前的最高水平
- 無論各國央行採取何種行動和政府擔保計劃，衰退的程度都增加了償付能力風險

— 通脹預期脫錨，導致債券市場錯位

— 美元顯著疲軟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，將通脹帶入歐元區和日本，並破壞新興市場的復甦。

— 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

(地緣) 政治風險
10%

— 中美冷戰

- 美國大選後，民主黨人的鷹派語調，為中美關係繼續帶來不確定性
- 中國公司退市可能引發類似的報復行動
- 南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭

— 在混亂疫情危機管理的支持下，新興市場國家內部和內部的不穩定

— 疫情的變化進展仍然是新興市場增長的最重要風險之一，因為疫苗的推出緩慢

— 主要透過美國收益率，環球金融狀況趨緊，這可能會改善新興市場外部脆弱性的狀況，而國內國會議員的立場仍然十分溫和。

— 英國脫歐後

- 2020年以英國脫歐協議結束，但該協議的實施可能會比預期中更具破壞性
- 倫敦金融城可能失去市場佔有率的速度快於預期
- 愛爾蘭邊境面臨更多摩擦，英國內部局勢更加緊張（蘇格蘭大選）
- 英國利用這種分歧尋求在整個歐盟的競爭行為，有可能破壞歐盟的凝聚力



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

- 軟性和高頻數據均證實，新冠疫情限制嚴重影響了歐元區的經濟活動。國家和行業層面的分歧依然明顯，西班牙受到禁足條件放鬆的影響比意大利、法國、德國為佳。同樣，製造業繼續表現優於服務業。第四季度GDP數據勝於市場預期後經濟意外穩定下來，市場共識逐步回落。
- 在美國方面，在2020年第四季度減速之後，在新的財政刺激措施的支持下，經濟活動正逐漸恢復動力。高頻數據和軟性數據都突顯了私營部門經濟活動良好，製造商和服務供應商錄得不斷擴大的業務活動。市場共識持續趨於緩和，經濟意外指數也呈類似趨勢。

基本面與估值

- 年初至今表現強勁，高風險資產折讓穩健的增長預期和利潤回升。
- 股票的絕對市盈率仍高於歷史平均水平，儘管隨着利潤反彈，股票的市盈率有望回升。
- 隨着利率上升並達到重要的技術水平，就相對價值而言，央行流動性注入的股權風險溢價和市盈率較不會偏好於股票。

防禦性資產配置

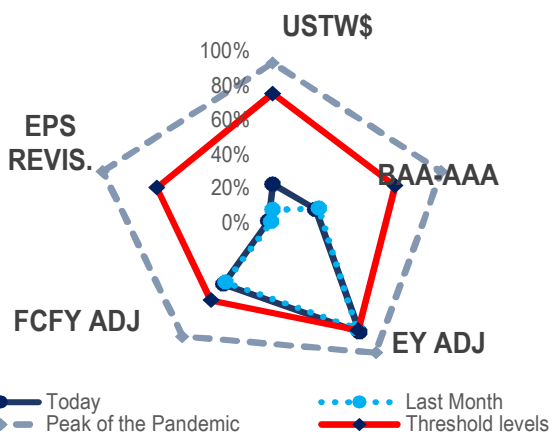
技術資料

- 從美國預期的財政刺激措施開始，然後由拜登政府確認的「冒險」基調應會在2021年繼續。
- 幾週前出現的風險市場超買訊號已逐漸減弱，因為RSI指標現在看起來不那麼緊張，而且市場處於整合階段。

情緒

- 儘管由於經濟復甦和推出疫苗而使央行正常化的一些初步跡象，但財務狀況仍然保持良好。
- 美元下跌趨勢和對信貸狀況的改善是我們的CAST指標的主要支撐，該指標顯示拋售的可能性有限（「CAST OFF」概率<10%）。
- 我們基於流量的風險指標亦提供了其他支持，表明在跨資產水平下，投資者的胃納仍然很高（股票和大宗商品是具有較高風險立場的細分市場）。

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。

由於所有成分的整體改進（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 美國經濟：評估刺激計劃對增長和通脹的影響

- 新推出的財政計劃範圍在1至1.2兆美元內，可能會使美國的經濟增長前景超過6%的年率，這意味平均通貨膨脹率上升，但動態變化卻不受影響，這將因勞動力市場持續疲軟而受到抑制。
- 儘管產出缺口將在2021年底縮小，但勞動力市場的疲軟將被更緩慢地吸收，這將限制核心國內通貨膨脹壓力。核心個人消費者支出失衡將只是暫時的。
- 更高的1.9兆美元計劃將給實際增長帶來上行風險，並將使核心個人消費者支出更加穩定地達到聯儲局的目標。

2 美國國債長期收益率有進一步上升的潛力

- 支持週期性的財政政策，加上額外的財政刺激措施以及寬鬆的貨幣政策，將支持通貨再膨脹交易，從而使實際利率（長期而言）和損益平衡通脹率上升。
- 2020年9月公佈的最新國會預算辦公室（CBO）預測顯示，2021年的赤字將佔GDP的8%左右。如果加上9000億美元的商定方案和潛在的額外1兆美元，那麼2021年的赤字可能會上升17%。
- 在實際曲線和較高的債務發行量的推動下，美國2年/10年和5年/30年期債券收益率差距之間有望進一步趨於陡峭。
- 2021年東方匯理美國國庫債券10年期債券收益率範圍為1.5至1.8%。
- 由於經濟復甦的規模和速度以及聯儲局轉向彈性平均通脹目標（FAIT）的趨勢，長期損益平衡債券的收益在中期具有更大的上漲潛力。
- 我們仍然相信，長端目標會更高。因此，我們不排除聯儲局實施YCC的可能性。

3 風險資產預期在12個月遠期基礎上保持正增長

- 考慮到我們對經濟週期和估值的假設，我們期望單位數的回報。
- 因為與疫情有關的不確定性，儘管尾隨風險比過去為大，惟當前經濟週期的恢復階段仍存在風險。
- 由於各國央行不斷提供貨幣政策支持，使得估值與之前的復甦週期相同地上升，因此重新估值的空間縮小。
- 基於宏觀金融週期預測（進階投資階段標記；Advanced Investment Phazer）和自上而下的估值（公允價值模型），我們預計大多數風險資產將有個位數增長。

4 「超級馬里奧」將重新帶動意大利經濟增長

- 市場歡迎馬里奧·德拉吉（Mario Draghi）的任命以及被指派擔任策略角色（數碼經濟、基建、環境等）的技術專家。這將確保NGEU實施過程順利。
- BTP與德國國債的價差在最低位，重新激發了股票投資者的胃口。
- 關鍵挑戰：發揮「完全投入」政府的作用，保持多方面政府的凝聚力。
- 意大利將領導下一屆G20。德拉吉將在領導這次會議中扮演重要的環球角色：多邊主義、環境和不平等將是議程中的頭等大事。

新冠疫情最新消息

撰文：Pierre BLANCHET——投資情報部主管

據世界衛生組織稱，疫情繼續在全球範圍內蔓延，至少有三個活躍的變種，確診病例超過1.1億，250萬人死亡。在個案數量方面，美洲已超過歐洲，而美國的死亡人數已超過50萬。然而，這種趨勢已經扭轉了幾週，儘管存在另一波疫情的風險，但還是為拜登政府寄予了希望。

疫苗的推出仍在繼續。以色列以超過50%的人口已接受至少一劑疫苗牽頭，其次是英國（根據OWD，該比例為25%¹）。疫苗接種計劃在世界各地以不同的速度進行，而歐洲仍在遭受生產延誤和物流問題的困擾。

現在有15種以上的疫苗可供選擇。強生公司應盡快獲得美國食品藥品監督管理局批准推出其單劑量冷藏（易於物流的）產品，該產品今年有望以逾10億劑的速度生產。研究表明，輝瑞和Moderna疫苗對新的冠狀病毒變體的效果較差，儘管其水平可以提供一定的免疫保護。

為闡明疫苗接種的地緣政治，我們將一些國家作為樣本結集數據，這些國家預留了足以覆蓋其一半以上人口（15歲以上）的疫苗。發達國家完全依賴北美和歐洲供應商。在新興市場國家，一半以上的疫苗來自北美和歐洲公司，其次是中國（32%）和俄羅斯（14%）。在全球範圍內，北美和歐洲公司佔樣本需求的88%，而中國和俄羅斯合計不到12%²。

¹ 牛津大學《世界數據一覽》（Our World in Data）

² 資料來源：杜克大學環球健康創新中心，數據截至2021年2月15日

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	=		到目前為止，成功的疫苗接種計劃、對刺激措施的期望以及公司將不斷上漲的投入物價格轉嫁給消費者的能力預示今年的利潤復甦，而持續的盈利季度也暗示了這一點。這些都支持向價值和週期性產品的輪換。然而，某些行業估值過高、某些國家有加稅的可能性，以及新病毒變種出現都是需要考慮的關鍵因素。整體而言，投資者應保持選擇性。
	歐洲	=		我們繼續認為今年應該是復甦之年，但由於市場已經完全將復甦計入定價，因此現在的選擇需要甚至更高，儘管在疫苗接種方面有一定的保障。因此，在準備復甦的同時，投資者還應擁有優質的防守型股票，同時時刻側重於基本面分析。價值和週期性股票（以及與復甦密切相關的小盤股）繼續提供機會。
	日本	+		鑑於市場的週期性和工業傾向，且鑑於環球經濟形勢改善，我們對日本保持樂觀。該國對股東的關注程度不斷提高，股本回報率不斷提高，目前均尚未受到市場的認可。
	新興市場	++		儘管對新冠疫情感到有些擔憂，惟新興市場提供了誘人的自下而上機會（尤其是新興亞洲市場），因為該地區的增長前景保持不變。然而，中美關係的演變是一個重要因素。我們在多元化的新興市場世界保持積極活躍，專注於選股和估值，並尋找持續股息收益率和強勁業務的催化劑。在地理層面，我們最喜歡的國家是印度、俄羅斯和希臘。
固定收益平台	美國政府債券	-/=	▼	由於對大規模財政刺激措施和通貨膨脹預期上升的討論，我們現在對於在環球固定收益方面的美國國債持謹慎態度，儘管我們認為聯儲局不會允許收益率過度上漲。因此，我們需要採取積極活躍的立場。我們現在對TIPS更為樂觀。從美國的角度來看，我們認為在經濟改善的情況下曲線將繼續陡峭。
	美國投資級公司債券	=		我們對投資級產品保持中立/正面，但在整個市場中都偏愛特定的故事，這表明我們偏愛積極、小心選擇的風格。在證券化信貸方面，由於需求以及強勁的消費者收入和儲蓄，住房抵押貸款市場仍然非常強勁。
	美國高收益公司債券	=		高收益債券繼續在收益率匱乏的世界中提供有吸引力的套利。然而，必須透過強大的行業和證券選擇流程來捍衛這一超額收入。第二季度的美國高收益債券違約最終應會從第一季度峰值下降，但仍有望保持在長期歷史平均水平之上。
	歐洲政府債券	-/=		我們對核心歐元債券保持謹慎態度，對外圍貨幣持樂觀態度，因為後者仍可提供適度但正值的收益。在外圍債務方面，鑑於德拉吉效應應能穩定政治局勢，我們對意大利仍保持適度樂觀，儘管利差壓縮非常強勁，吸引力較上月有所下降。
	歐洲投資級公司債券	=/+		在歐洲央行對市場的支持下，預計利率將長期保持在較低的水平，而因此有必要繼續尋求歐元投資級債券的套利，特別是在BBB評級的類別方面。然而，投資者可以從有利於短期工具以及獲歐洲央行支持的工具的輕微調整中受益。
	歐洲高收益公司債券	=		我們旨在透過研究驅動的過程在高收益和優質投資產品之間取得平衡，因為我們相信市場將在未來將低質量信貸與高質量信貸區別開來。結果，選股很重要。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		新興市場硬通貨產品繼續提供誘人的收益，但我們看到高收益債券較高的風險回報，儘管利差收窄，但仍有壓縮空間。高收益債券處於較好的位置，可以緩解美國國債收益率擴大的影響，但是小心選擇很重要。
	新興市場債券（當地貨幣）	=/+	▼	在對本幣保持整體樂觀的同時，我們也承認美元走強和利率上升，並且要更加小心選擇。我們認為，新興市場的降息週期已經結束，一些央行的態度變得更為強硬。就本地利率而言，由於通貨膨脹壓力，我們仍然保持小心選擇。
其他	大宗商品			儘管有一些與疫情有關的脆弱性，但週期性的商品和基本金屬應從正面積極的經濟勢頭中獲利。特別是，預計未來幾個月石油將保持在當前水平附近，但短期內可能會出現超調。在貴金屬方面，儘管人們對貨幣政策正常化和實際利率上升存在擔憂，但黃金可能仍將繼續受到鴿派央行的支持。
	貨幣			不同力量在外匯市場中發揮着作用。儘管通貨再膨脹的力量表明美元的下跌趨勢還有一定的餘地，但美元例外現象似乎已經開始發揮作用。由於對環球經濟反彈的預期和利率優勢，我們對加元（相對於美元和瑞郎）和挪威克朗（相對於歐元）持樂觀態度。在目前的環境中，低收益的外匯交易（例如：瑞士法郎）可能會遇到最大的困難，而英國迄今為止疫苗推出的成功亦對英鎊有利。因此，我們對英鎊兌瑞士法郎持樂觀的態度。

圖例



資料來源：東方匯理2021年2月20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16/2/2021

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	2020	2021	2022
	範圍					
世界各地	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9
發達國家	-5.3/-5.3	4.3/4.9	2.7/3.3	0.7	1.5	1.8
美國	-3.6/-3.6	5.7/6.3	2.7/3.3	1.3	2.4	2.4
日本	-5.2/-4.6	3.5/4.1	0.9/1.5	0.0	0.1	0.2
英國	-9.9/-9.9	3.4/4.0	3.4/4.0	0.9	1.8	1.8
歐元區	-6.8/-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	0.9	1.5
德國	-5.0/-5.0	2.5/3.1	2.8/3.4	0.5	1.3	1.7
法國	-8.3/-8.3	4.0/4.6	3.1/3.7	0.5	1.2	1.6
意大利	-8.9/-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	0.8	1.6
西班牙	-11.0/-11.0	3.8/4.4	4.2/4.8	-0.3	1.0	1.2

來源: 東方匯理研究

- **美國:** 貨幣和財政槓桿的共同支持將支撐美國經濟的復甦, 因為我們預計2021年初將增加1至1.2兆美元的財政計劃。我們一直在上調增長和通脹預測。此升級並沒有損害我們對貨幣政策立場仍然寬鬆的看法, 特別是因為我們預計勞動力市場的疲軟只會在通脹不會改變政權而是暫時出現通脹過高的情況下逐步重新吸收。
- **歐元區:** 在2020年第四季度至2021年第一季度發生技術性衰退之後, 我們預計歐元區的增長將從下半年開始加速, 這得益於疫苗接種活動的進展和NGEU的部署。然而, 在上半年期間, 經濟表現仍然取決於為防止病毒傳播而施加的活動限制。通貨膨脹將沿上升的道路前進, 在暫時因素和基本效應方面波動很大, 同時仍低於目標。財政和貨幣政策將繼續適應經濟復甦。
- **日本:** 儘管冬季爆發, 但第四季度經濟復甦仍在繼續, 所有行業都比上一季度有所增長。出口異常強勁, 增長進一步加強。繼第四季度這一數字高於預期之後, 我們將2021年第一季度的預測上調至略為正面, 因為強勁的外部需求可能會抵消私人消費的疲軟。我們預計, 由於需求堅挺, 通貨膨脹率將從負數上升, 但全年平均水平將維持在接近零的水平。
- **英國:** 基於對流動性和活動的擴展限制一直持續到今年的頭幾個月, 我們預計英國經濟將在第一季度收縮。疫苗接種運動的快速展開將有助於提振市場情緒, 並有望重開市場, 但我們預計, 直到下半年, 經濟才能有強勁勢頭。預計通脹將暫時獲得支撐而進一步提升, 但不會削弱貨幣政策的支撐立場。在英國脫歐對經濟的影響受到檢視之時, 通脹應與財政政策一起穩步支撐經濟復甦。

主要利率展望

	26-02 2021	東方 匯理 2021年 第二季	市場觀 點 2021年 第二季	東方 匯理 2021年 第四季	市場觀 點 2021年 第四季
美國	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.15
歐元區	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.10	-0.1	-0.05	-0.1	-0.07
英國	0.10	0.1	0.10	0.1	0.10

來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 上屆聯邦公開市場委員會沒有改變貨幣政策, 但會議的整體態度溫和, 確認了當前的寬鬆立場。聯儲局將支持經濟直至復甦完全步入正軌, 並將第二季度預期的通脹強勁反彈視為一個過渡因素。暫時, 貨幣政策仍然主要集中在就業市場的復甦上, 而不是最終對資產價格的影響。鮑威爾 (Powell) 否認了提前逐漸退市的想法, 認為要達到逐漸退市條件還需要一段時間。
- **歐洲央行:** 歐洲央行1月份的會議並未改變政策, 但基調依然溫和, 因為基準情景的短期風險仍然偏向下行。我們認為, 進一步降息的範圍仍然有限, 量化寬鬆的水平將允許足夠的市場存在和靈活性, 以達到維持寬鬆的財務狀況的目標。靈活管理量化寬鬆的對稱性依然存在, 而歐洲央行的量化寬鬆火力似乎足以應付2021年預期的EGB淨發行額。
- **日本央行:** 央行將在3月的會議上總結並發佈其貨幣政策檢討。包括我們在內的市場都在密切關注以下兩個方面的變化: 1) 自日本銀行行長黑田東彥最近重申超長收益率下跌並不可取之後, 尤其是針對十年期和/或更長期限的收益曲線控制 (YCC) 指導; 2) 交易所買賣基金 (ETF) 的購買: 正如我們所指, 日本央行從2020年5月開始減少購買, 並且在過去三個月中的步伐要慢得多 (每月約2000億日圓, 而之前的指導是每年6兆日圓, 即每月5000億日圓)。
- **英國央行:** 不出所料, 英倫銀行在上次會議上維持其政策不變。對2021年GDP預測的向下修正被2022年以後的較強勁反彈所抵消。即使貨幣政策委員會敦促需要為負利率做好準備, 以便敞開大門, 但這似乎不是短期的選擇。鑑於對經濟增長反彈的預期高於市場預期, 以及暫時對負利率的不願態度, 央行很可能仍將重點放在量化寬鬆上。

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	3月17日
歐洲央行理事會	3月11日
日本銀行金融政策決定會合	3月19日
英倫銀行貨幣政策委員會	3月18日

來源: 東方匯理研究

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至16/2/2021

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 範圍	2022	2020	2021	2022
世界各地	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9
新興市場	-2.4/-2.1	5.8/6.6	4.1/5.1	3.9	3.6	3.7
巴西	-4.4/-4.2	3.0/4.0	1.1/3.1	3.2	5.5	3.8
墨西哥	-8.3	4.1/5.1	1.5/3.5	3.4	3.3	3.3
俄羅斯	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.2	3.8
印度	-7.6/-6.6	8.4/9.6	4.3/5.7	6.6	5.3	6.2
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.3	3.3
中國	2.3	8.3/8.9	5.5/6.1	2.5	1.4	1.8
南非	-7.8/-6.8	2.6/3.6	1.6/2.6	3.0	3.7	4.3
土耳其	0.5/1.5	2.4/3.4	3.7/4.7	12.3	13.9	11.0

來源: 東方匯理研究

- **中國:**最新的高頻數據集表明,在冬季疫情爆發期間,中國經濟的表現比較我們的預期為好。儘管省際旅行急劇下降,但當地的出行和消費幾乎沒有受到影響。黃金週期間(2月11日至17日),零售和餐飲業銷售額同比增長28.7%,比2019年增長4.9%。此外,這種特殊的「市內渡假」方式可能會促進工業生產,因為重新上班的情況比之前假日季節較為平穩。隨着經濟持續復甦,我們預計通脹將在上半年呈現上升趨勢。
- **印度:**2月1日,印度政府宣佈了令人驚訝的促進增長的22年財政年度預算(截至2022年3月),提高當前和下一個財政年度的財政赤字目標,並緩和了邁向更多財政紀律的預期道路。預算法則背後的假設似乎是合理的,例如:名義GDP同比增長約14.5%。預計財政支出將傾向於較高的資本支出,凸顯政府促進更可持續增長的意圖。由於高增長水平,債務有望逆轉。
- **巴西:**增長明顯放緩,第一季度活動可能收縮,特別是由於新冠疫情相關的惡化和財政緊縮。決策者已注意到經濟放緩的趨勢,目前正在以良性的方式擴大緊急收入的範圍——限制規模和期限,以換取微型財政改革。反過來,這將為經濟提供一些急需的反週期支持,重新鞏固財政狀況,甚至減輕巴西央行的壓力,使其超越緊急情況正常化措施。
- **俄羅斯:**2020年GDP增速勝於預期,同比增長-3.1%。俄羅斯央行預計2021年的國內生產總值增長為3-4%左右,而2022年的數字則預計為2.5-3.5%。由於盧布貶值以及較高的食品CPI和與新冠肺炎疫情相關的瓶頸,通貨膨脹暫時呈上升趨勢。俄羅斯央行預計通貨膨脹率將在2021年2月至3月達到峰值,然後開始下降,2021年的平均預測通貨膨脹率範圍為3.7至4.2%。之後,通脹率應保持在4%左右的目標範圍。考慮到通貨膨脹壓力加上寬鬆的貨幣條件,我們認為利率將在2021年保持不變。

主要利率展望

	24-02 2021	東方 匯理 2021年 第二季	市場觀 點 2021年 第二季	東方 匯理 2021年 第四季	市場觀 點 2021年 第四季
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4	4	3.85	4	3.8
巴西	2.00	3.25	2.60	4.25	3.55
俄羅斯	4.25	4.25	4.2	4.25	4.25

來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行:**農曆新年之前出人意料的流動性緊縮表明,中國人民銀行正在透過緊縮偏見使其政策正常化。在此事件之後,我們繼續認為,銀行同業拆借利率將主要在人民銀行的7天回購利率(2.2%)和1年期多邊基金利率(2.95%)附近徘徊。但短期偏差是可能的。一年期LPR將保持不變,為3.85%,以避免過緊。由於政策寬鬆已經開始全面減退,因此今年加息的風險仍然較低。
- **印度儲備銀行:**2月5日,印度儲備銀行貨幣政策委員會一致投票通過,將政策回購利率保持在4%不變。儘管12月份整體通貨膨脹率從6.9%同比大幅下降至4.6%,並最終落入目標範圍內,但市場普遍預料到該決定。我們預計通貨膨脹率將從3月份開始上升(不違反2020年的目標),因此我們預計印度儲備銀行將在今年餘下時間保持利率不變。正常化預期將來自注入系統的流動性,而不是來自抵消預算通脹壓力的政策利率。
- **巴西央行:**巴西央行早在1月份「眨眼」並取消其前瞻性指導。現在,央行引領着環球貨幣政策領袖步出超寬鬆的姿態。巴西央行已準備好相當快地加息,以使通脹(及通脹預期)與目標一致。第一季度稍為溫和的景象表明加息並不會即將到來(3月),但緊急收入的增長是央行反應功能的一個重要因素(尤其是如果不是惡性性質的話)。總而言之,我們仍然相信巴西央行的漲幅將遠遠低於市場的定價。
- **俄羅斯央行:**2月12日,俄羅斯央行維持預期的政策利率不變,為4.25%。央行提到由於各種因素導致12月和1月通脹加速,包括需求復甦快於預期、與新冠疫情相關的供應方瓶頸,以及盧布貶值的持續影響。因此,據俄羅斯央行稱,通貨緊縮風險不再盛行,並且對2021年的通脹預測進行了上調。此外,貨幣環境仍然寬鬆。考慮到這些因素,我們預計利率將在2021年保持不變(產出缺口結束),此後將開始加息週期,到2022年將加息75至100個基點,這將使政策利率達到5-6%之中性水平。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	3月22日
印度儲備銀行	4月7日
巴西央行	3月17日
俄羅斯央行	3月19日

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2月16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	-3.6/-3.6	5.7/6.3	2.7/3.3	1.3	2.4	2.4
日本	-5.2/-4.6	3.5/4.1	0.9/1.5	0.0	0.1	0.2
歐元區	-6.8/-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	0.9	1.5
德國	-5.0/-5.0	2.5/3.1	2.8/3.4	0.5	1.3	1.7
法國	-8.3/-8.3	4.0/4.6	3.1/3.7	0.5	1.2	1.6
意大利	-8.9/-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	0.8	1.6
西班牙	-11.0/-11.0	3.8/4.4	4.2/4.8	-0.3	1.0	1.2
英國	-9.9/-9.9	3.4/4.0	3.4/4.0	0.9	1.8	1.8
巴西	-4.4/-4.2	3.0/4.0	1.1/3.1	3.2	5.5	3.8
墨西哥	-8.3	4.1/5.1	1.5/3.5	3.4	3.3	3.3
俄羅斯	-3.1	2.5/3.5	2.0/3.5	3.4	4.2	3.8
印度	-7.6/-6.6	8.4/9.6	4.3/5.7	6.6	5.3	6.2
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.3	3.3
中國	2.3	8.3/8.9	5.5/6.1	2.5	1.4	1.8
南非	-7.8/-6.8	2.6/3.6	1.6/2.6	3.0	3.7	4.3
土耳其	0.5/1.5	2.4/3.4	3.7/4.7	12.3	13.9	11.0
發達國家	-5.3/-5.3	4.3/4.9	2.7/3.3	0.7	1.5	1.8
新興市場	-2.4/-2.1	5.8/6.6	4.1/5.1	3.9	3.6	3.7
世界各地	-3.6/-3.4	5.2/5.9	3.5/4.3	2.6	2.8	2.9

主要利率展望

發達國家

	26/2/2021	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季
美國	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.15
歐元區	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50
日本	-0.10	-0.1	-0.05	-0.1	-0.07
英國	0.10	0.1	0.10	0.1	0.10

新興市場

	24/02/2021	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季
中國	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4	4	3.85	4	3.8
巴西	2.00	3.25	2.60	4.25	3.55
俄羅斯	4.25	4.25	4.2	4.25	4.25

長期利率展望

2年期債券孳息

	26/2/2021	東方匯理 2021年第二季	遠期 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	遠期 2021年第四季
美國	0.15	0.15/0.25	0.24	0.20/0.35	0.39
德國	-0.65	-0.70/-0.50	-0.66	-0.70/-0.50	-0.66
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.11
英國	0.13	0/0.25	0.18	0/0.25	0.27

10年期債券孳息

	26/2/2021	東方匯理 2021年第二季	遠期 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	遠期 2021年第四季
美國	1.48	1.4/1.7	1.55	1.5/1.8	1.66
德國	-0.25	-0.50/-0.30	-0.23	-0.40/-0.20	-0.20
日本	0.16	0/0.20	0.18	0/0.20	0.21
英國	0.81	0.7/0.9	0.86	0.9/1.1	0.93

匯市展望

	22/2/2021	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季
歐元／美元	1.22	1.23	1.23	1.18	1.24
美元／日圓	105	106	104	109	104
歐元／英鎊	0.86	0.87	0.88	0.88	0.89
歐元／瑞士法郎	1.09	1.11	1.09	1.09	1.10
歐元／挪威克朗	10.32	9.83	10.22	10.25	10.03
	22/2/2021	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季
歐元／瑞典克朗	10.05	9.97	10.00	10.00	9.86
美元／加元	1.26	1.24	1.27	1.25	1.25
澳元／美元	0.79	0.80	0.77	0.76	0.78
紐元／美元	0.73	0.72	0.72	0.70	0.73
美元／人民幣	6.46	6.39	6.45	6.50	6.38

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。

刊物精選

MARKET OUTLOOK

**2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

INVESTMENT TALKS

**Italy: ECB's umbrella to protect bond market, despite uncertain political situation (15-01-2021)**

GERMANO Matteo, Head of Multi Asset CIO Italy - BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategist - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

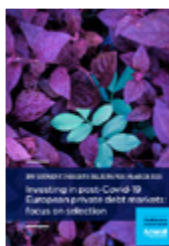
Biden and Democrats take control despite Trump protesters (08-01-2021)

TODD Christine, Head of US Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

A thin and last-minute Brexit deal should give temporary relief to UK assets (06-01-2021)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

INSIGHTS PAPERS

**Investing in post-Covid-19 European private debt markets: focus on selection (25-02-2021)**

VALLIERE Thierry, Head of Private Debt, ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy – Business Intelligence

Emerging markets investment opportunities for 2021 (08-02-2021)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of EM Macro and Strategy Research - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - D' ROSARIO Colm, Co-Head of EM Corporate and HY - VYDRINE Maxim, Co-Head of EM Corporate and HY - LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity - LAW Esther, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - AKSOY Hakan, Senior Portfolio Manager - Emerging Markets Debt

European insurers: the case for going global in the credit allocation (13-01-2021)

DAUPHINE Gilles, Head of Euro Fixed Income - MUNERA Romain, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance - SINKOVA, CFA Natalia, Senior Portfolio Manager Fixed Income for Insurance

WORKING PAPERS

**Tracking ECB's Communication: Perspectives and Implications for Financial Markets (22-02-2021)**

FORTES Roberta, University of Paris 1 Panthéon Sorbonne - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

The market measure of carbon risk and its impact on the minimum variance portfolio (26-01-2021)

RONCALLI Théo, Master BIBS - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - Quantitative Research

Responsible Investing and Stock Allocation (13-01-2021)

Marie BRIÈRE, Head of the Investor Research Center - Stefano RAMELLI, University of Zurich

Liquidity Stress Testing in Asset Management (05-01-2021)

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - KARRAY-MEZIOU Fatma, Risk Management - PAN François, Risk Management - REGNAULT Margaux, Quantitative Research

THE DAY AFTER

**The day after #13****How will Central Banks impact the equity markets in the post-Covid world? (15-12-2020)**

MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research

The day after #12**Changing shares of labour and capital incomes: what implications for investors? (21-10-2020)**

BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Coverage - BLANCHET Pierre, Head of Investment Intelligence - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation

東方匯理研究中心



深入了解
東方匯理刊物
research-center.amundi.com

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Policies
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Fixed Income Yield Real Estate
Quant Investment Asset
Strategies Allocation

免責聲明

MSCI資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。MSCI資訊均並非為構成作出（或不作出）任何形式的投資決定的投資意見或建議，亦不能作為有關依據。不應將歷史數據和分析視為未來任何績效分析、預測或預計的指示或保證。MSCI資訊「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。MSCI、其各附屬公司以及參與或與編制、計算或創建任何MSCI資訊相關的各人（統稱為「MSCI方」）明確否認所有與有關資訊相關的保證（包括但不限於任何原創性、準確性、完整性保證、及時性、非侵權性、適銷性和針對特定目的的適用性）。在不限制上述任何規定的前提下，任何MSCI方均不對任何直接、間接、特殊、偶然、懲罰性、後果性（包括但不限於利潤損失）或任何其他損害承擔任何責任。（www.msccibarra.com）

在歐盟範圍內，本文件僅供2004年4月21日針對金融工具市場的第2004/39/EC號指令（「MIFID」）所定義的「專業」投資者、投資服務供應商及任何其他金融專業人士，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GP04000036；總部地址：90 boulevard Pasteur, 75015 Paris, France（法國巴黎）；巴黎商業法庭登記處註冊編號437 574 452 RCS；網址：www.amundi.com

照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Nora Carol Photography

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
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監
HUANG Claire——新興市場宏觀策略師
CESARINI Federico——跨資產研究策略師
DELBO' Debora——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
FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主管

設計及製作

BERGER Pia——東方匯理研究部
PONCET Benoît——東方匯理研究部

常務副編輯

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

DROZDZIK Patryk——新興市場宏觀策略師
GEORGES Delphine——固定收益高級策略師
LEONARDI Michele——跨資產研究初級分析師
STRENTA Aurelien——新興市場分析師（V.I.E）
PORTELLI Lorenzo——跨資產研究部主管
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

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