

Institute

#06  
2022年6月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

### 科技股拋售與債券誘惑

東方匯理研究所

### 只有在財政和貨幣規則方面創新， 歐元區才能繼續蓬勃發展

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #06 - 2022年6月

### 目錄

#### 環球投資觀點

#### 投資總監的觀點

##### 科技股拋售與債券誘惑

頁3

對美國聯儲局更為激進立場的重新定價十分殘酷，而由於對經濟增長的擔憂，10年期美國國債收益率暫時達到3%的門檻後近期跌至接近2.75%的水平。我們認為，投資者在美國和歐洲的久期應保持中立，而在信貸方面，投資者應注重質素，對歐洲的高風險領域應保持謹慎。硬通貨新興市場債券的估值頗具吸引力。另一方面，在股票方面，我們喜歡善用美國相對歐洲的韌性。整體而言，投資者應保持多元化並良好對沖，同時不增加風險。

#### 東方匯理研究所

##### 政策組合「大巧合」的終結

##### 北約擴張成為地緣政治秩序的分水嶺

頁4

在當前滯脹迫在眉睫的時期，各國央行不得不加息並抽空流動性，但仍將保持良性忽視傾斜，並允許通脹發生以保持增長。

#### 多元資產

##### 將風險分配從股票輪換到投資級信貸

頁5

對經濟前景的擔憂日益加劇需要將風險從股票重新分配到優質信貸，這在最近的重新定價之後看起來更具吸引力。

#### 固定收益

##### 固定收益現在選擇性地更具吸引力

頁6

在流動性減少的情況下，經濟前景上的陰雲要求在久期方面保持中立，並在信貸方面提高選擇性。

#### 股票

##### 注意估值過高和週期性風險

頁7

我們認為關鍵是在無利可圖的增長和昂貴的領域保持謹慎，同時保持核心質量傾斜。

#### 專題環球投資觀點

#### 只有在財政和貨幣規則方面創新，歐元區才能繼續蓬勃發展

頁8

隨着危機的展開，結構和治理問題往往變得越來越重要。在財政和貨幣方面，經濟政策的目標亦越來越雄心勃勃。各國政府和歐洲央行處於不可能的境地。「舊規則」——無論是歐洲央行的泰勒規則，還是《穩定與增長協議》的規則——都已經過時了。也就是說，缺乏規則可能導致金融和宏觀經濟波動加劇。只有尚未發明的「新規則」才能使貨幣和財政政策應對新挑戰。這將由歐盟成員國以協調一致的方式優先確定主要策略方向。

#### 市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁9
> 最高風險	頁10
> 烏克蘭危機圖表	頁11
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁12
> 環球研究資料集	頁13
> 東方匯理資產類別觀點	頁15

#### 宏觀經濟狀況

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

## 投資總監的觀點



Vincent MORTIER  
集團投資總監



Matteo GERMANO  
集團副投資總監

## 科技股拋售與債券誘惑

今年第二季度對科技股來說變得越來越痛苦，讓人想起2000年代科技泡沫破滅的記憶。對美國聯儲局更為激進立場的重新定價十分殘酷，實際收益率上升——10年期TIPS利率自2020年以來首次轉為正值——而在名義收益率方面，而由於對經濟增長的擔憂，10年期美國國債收益率暫時達到3%的門檻後近期跌至接近2.75%的水平。現在的利率水平可能需要重新調整資產配置。

檢測未來市場方向的關鍵主題是：

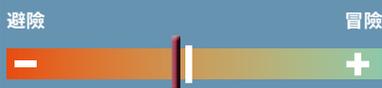
- 1. 滯脹風險：**增長型通脹之戰在全球範圍內發展不平衡，其主題是從通脹上升和強勁增長轉向低增長和持續高通脹。考慮到這一點，我們的主要情景已經描繪了區域差異（歐元區技術性衰退與美國增長低於潛力，但2022年不會出現衰退）。
- 2. 中國經濟展望：**鑑於自三月以來經濟活動普遍放緩、上海長時間封城，加上限制措施擴大到其他地區，我們預計2022年的增長率為3.5%。這些將損害增長，尤其是在第二季度，而我們預計下半年將出現反彈，這要歸功於更強而有力的政策支持。
- 3. 各國央行：**在對抗通脹的過程中，最重要的是，為了保持其信譽，央行將繼續專注於溝通，同時實際上保持落後於曲線。在這場戰鬥中，歐洲央行面臨著比其他央行更重大的挑戰：烏俄衝突和金融環境收緊的影響在各國之間將不平衡。歐元週邊地區的高債務水平和較高的經濟風險可能會影響歐洲央行的迴旋餘地。
- 4. 市場和盈利增長預期：**我們認為，整體盈利預期仍然過於樂觀。我們預計美國每股盈利增長將在5-9%範圍內，受到回購的支持（市場共識為+9.8%），歐洲可能會進入利潤衰退。

這一切都意味當前疲軟的市場環境很難馬上結束，因此，在保持整體中性風險立場的同時，我們認為有必要進行一些調整。

- **從跨資產的角度來看，我們認為投資者應在不增加風險的情況下進一步增加多元化。**為實現這一目標，我們對股市（尤其是歐洲）變得更加謹慎，雖然我們對美國的投資級信貸更為樂觀，但在美國經濟增長預期更具韌性且美國股市盈利增長潛力更高的情況下，我們維持對美國股票的相對偏好。出於多元化目的並對沖仍然很高的地緣政治風險，我們亦看好石油。
- **在債券方面，我們進一步降低了短期倉位——尤其是在歐洲，但在美國也是如此，我們認為投資者應該移向中性。**經過近期的走勢，名義收益率的風險現在更加對稱，一方面，通脹帶來上行風險，另一方面，地緣政治和經濟不確定性有利於下行活動。在信貸方面，我們繼續關注質素，我們對歐洲的高風險領域更加謹慎。我們維持對硬通貨新興市場債券的正面看法，因為其估值具有吸引力，而且對大宗商品出口國有敞口。貨幣方面，我們繼續看好美元兌歐元。
- **隨着市場重新定價未來的盈利路徑，股市的不確定性仍然很高。**在區域方面，我們繼續看好美國和歐洲，而我們對新興市場保持中立。在保持對價值的偏好之同時，我們不斷加大品質傾斜度。在新興市場方面，由於通脹壓力和估值昂貴，我們對亞洲變得更加謹慎，而我們對巴西、阿聯酋和印尼保持樂觀。在中國方面，大部分壞消息都已反映在價格之中：經濟反彈，加上更良性監管，應可為下半年的反彈鋪平道路。

儘管股票和債券的「巨大重新定價」可能尚未結束，但我們可能會看到隨着市場正等待通脹/增長前景更為明朗，市場內部出現一些暫停和持續輪動。在這些不確定的時期，投資者應繼續關注自下而上的選擇，因為這將有助於找到最具韌性的選擇，但也應尋找在重新定價階段可能受到過度懲罰的機會。

### 整體風險情緒



我們的風險立場略顯謹慎，並正在增強跨資產多元化。我們繼續在股票上發揮美國對歐洲的偏好。

#### 與上個月相比的變化

- ▶ 轉向中立的久續期立場，立場略短。
- ▶ 對美國投資級信貸更為樂觀，但對高風險信貸持謹慎態度
- ▶ 考慮石油多元化。

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



Pascal BLANQUÉ  
東方匯理研究所主席

在當前滯脹迫在眉睫的時期，各國央行不得不加息並抽空流動性，但仍將保持良性忽視傾斜，並允許通脹發生以保持增長



Didier BOROWSKI  
東方匯理研究所環球投資觀點總監

## 簡而言之就是要看大局

## 政策組合「大巧合」的終結

政策組合「大巧合」的時代已經結束。預算赤字削減即將到來，伴隨着家庭儲蓄的減少和工資談判對企業利潤的更大壓力。**普遍認為財政支出實際上是無限的(即財政「免費午餐」)將受到嚴峻考驗。**

**在貨幣方面，我們正在見證超低價貨幣的終結。**在當前滯脹迫在眉睫的時期，各國央行不得不加息並抽空流動性，但仍將保持良性忽視傾斜，並允許通脹發生以保持增長。雖然公眾辯論一直集中在貨幣方面，但我們應着眼於整體政策組合，以了解貨幣政策的新作用。我看到三種可能出現的情況：

- 1. 持續的財政擴張和貨幣正常化。**這很困難，因為貨幣正常化是財政空間的「殺手」，使巨額債務負擔不可持續。此外，政策制訂者應考慮建立安全網，以便在經濟衰退時進行進一步的機動。這裡的主要風險是時機：貨幣當局可能過快關閉水龍頭；財政當局可能干預得太晚。在市場上，這種選擇意味着對風險資產，尤其是對利率敏感的股票進行進一步的重新定價(朝着下行方向)。
- 2. 為了適應新的財政刺激，各國央行在一段時間內仍落後於曲線。**這是優化增長/通脹權衡以及控制經濟放緩的最佳方式。在這裡，投資者應尋求透過股利和實物資產來對抗通脹。
- 3. 財政擴張和央行完全寬鬆，將所有通脹預期連根拔起，達到今天大多數人從未遇到過的水平。**可以將其視為70年代風格的制度，高通脹、名義增長、市場主導的名義利率修正、所有風險溢價的調整和均衡估值。除了現金和實物資產外，投資者幾乎沒有地方可以藏身。

雖然公眾輿論主要關注第一種選擇，但我認為第二種或第三種可能性更大。**財政支出必須針對關鍵的新型公共產品(能源轉型、社會和策略自主權)，各國央行必須適應這些優先事項。**在歐洲尤其如此，貨幣當局必須填補因缺乏可信的預算規則而留下的空白。最壞情況是全面滯脹。如果在財政方面什麼都不做，那麼政策組合就會機械地收緊，扭轉過去幾年的趨勢。

## 北約擴張是地緣政治秩序的分水嶺

芬蘭和瑞典已宣佈有意加入北約，結束數十年的中立/不結盟狀況。這是一種結構性轉變，對區域地緣政治秩序產生重大影響。兩國立即得出結論，俄羅斯入侵烏克蘭可能威脅到主權。然而，瑞典人和芬蘭人小心指出，加入成為會員國出於防禦原因，主要是為了增加國防安全。作為這方面的證據，瑞典對其候選資格提出了兩個條件：在其領土上不會設立北約基地，亦不會擁有核武器。

芬蘭和瑞典對北約具有策略意義。瑞典的高科技設備可以在整個波羅的海地區收集情報。芬蘭有近90萬名預備役人員，可以為北約提供重要的防禦力量。在可能需要一年時間的「入會」過程中，這兩個候選國不受《北約條約》第5條的保護，該條約規定成員國在發生侵略時相互援助。因此，**英美兩國已經表示，如果發生臨時襲擊，將會支持芬蘭和瑞典。**

**埃爾多安總統威脅要否決其成員資格，可能是因為他想利用沒有否決權這一點來獲得一些好處。**土耳其總統極有可能希望確保將美國軍事裝備運送到自己的國家。此外，埃爾多安要求兩國放棄對駐紮在其領土內的庫爾德工人黨叛軍的支持。

俄羅斯稱芬蘭和瑞典申請加入北約是「嚴重錯誤」，具有「深遠影響」。俄羅斯已經削減了對芬蘭的天然氣供應，但既沒有手段也沒有意願對抗北約。然而，報復措施可以採取許多其他形式(網絡攻擊、恐嚇措施，如侵犯領空等)。

**我們的觀點：俄國入侵烏克蘭影響了瑞典和芬蘭的中期增長前景(不確定性衝擊)。兩國加入北約將有助於恢復當地經濟參與者的信心，並可能鼓勵外國投資。此外，申請過程應會加速對加強歐洲防禦的必要性之反思。**



固定收益

固定收益現在選擇性地更具吸引力



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

在流動性減少的情況下，經濟前景上的陰雲要求在久期方面保持中立，並在信貸方面提高選擇性

通脹和經濟增長前景仍然是債券投資者的主要主題。各國央行已開始採取行動抑制通脹，美國聯儲局承諾行動，但仍依賴數據以防止經濟硬着陸。對歐洲央行來說，這項任務稍微困難一些，因為該地區直接受到持續戰爭造成的能源價格上漲和額外制裁風險所影響，這可能會進一步加劇通脹。在政府債券大幅重新定價之後，我們一直在增加久期立場以走向中立，我們對較高風險的信貸空間保持謹慎。

環球及歐洲固定收益

我們繼續調整久期立場以走向中立，但我們保留對不同地區的不同觀點。特別是，由於歐洲經濟衰退的風險較高，我們認為歐洲央行的緊縮政策可能會低於美國聯儲局。因此，我們對英國和歐元久期的謹慎程度低於以往，我們的立場略偏空頭至中性，而我們維持美國的短久期立場。出於多元化目的，我們亦對中國久期債券和部分新興市場債券持正面看法。我們還繼續在全球範圍內利用曲線機會，特別是在歐元、加拿大和澳洲的曲線方面。

企業信貸的主要爭論是，與盈利、較高利率和通脹相關的風險是否適當地反映在價格之中。我們認為並非所有細分市場都在定價時考慮這些因素。因此，我們正在降低我們的信貸風險立場，對信貸市場的高風險空間（例如企業混合型信貸）變得更加謹慎，我們較喜歡具有中短期到期日的較高等級信貸。從地理上看，在美國基本面較好的情況下，我們對美國（相對歐洲）投資級信貸更為樂觀。

美國固定收益

鑑於市場定價的緊縮程度，特別是在曲線的前端，以及地緣政治和經濟的高度不確定性，我們認為在久期方面回歸中性立場是明智的，同時在市場波動仍然高的情況下保持策略性方法。由於企業基本面強勁，信貸正提供機會。在此，我們要小心選擇，偏愛金融股而不是工業股。我們亦在積極追蹤新議題，因為這些可提供實質性的折讓，但我們亦在此尋找特殊的、自下而上的機會。我們認為，為了戰術性地調整其信貸配置立場，投資者可以透過更具流動性的衍生品進行對沖，因為信貸市場流動性在更加動蕩的環境中較低。我們繼續在證券化資產中尋求價值，因為消費者的收入和儲蓄穩健，因此消費力依然強勁。我們尋找機構MBS的價值，因為考慮到對經濟增長的一些擔憂，其表現可能優於其他信貸領域。

新興市場債券

在新興市場債券投資領域，我們保持整體謹慎的立場。我們保持短期偏見，但我們的防禦性比以前略低。我們看好硬通貨債券，並認為高收益相對於投資級債券的估值更具吸引力，但會採用慎選的方式。大宗商品價格上漲對出口國有利，在這方面，拉丁美洲被證明更具韌性，因為拉丁美洲在經濟和地理上與烏克蘭正在經歷的戰爭相距甚遠。

外匯

我們維持對美元的正面看法，並對歐元、日圓和人民幣持謹慎態度。在新興市場方面，我們對拉丁美洲的部分外匯（墨西哥比索、智利比索）持樂觀態度，但對匈牙利福林等東歐貨幣持謹慎態度。

巴克萊環球綜合指數收益率



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 25 May 2022

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；MBS=抵押貸款支持證券；CRE=商業房地產；QT=量化緊縮

股票

注意估值過高和週期性風險



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

我們認為關鍵是在無利可圖的增長和昂貴的領域保持謹慎，同時保持核心質量傾斜

整體評估

高通脹、烏克蘭持續的衝突、經濟勢頭放緩以及中國的新冠疫情相關封鎖措施正在導致市場波動。在通脹和利率預期上升的情況下，遠期盈利倍數已從去年的水平收縮。

整體而言，對估值的關注仍然是關鍵，因為市場昂貴的領域將繼續承受壓力。較少的週期性價值股和優質股是尋找韌性的地方。我們的整體方法仍然是慎選，重點是短期內的盈利可持續性。從地區來看，美國在發達國家中仍然受到青睞。

歐洲股票

歐洲市場的挑戰仍在繼續。通脹上升和增長放緩為公司盈利帶來壓力，而利率上升則為盈利倍數帶來壓力。我們認為，目前的估值並未反映全面衰退，這對歐元區來說是一個風險。

在這種環境下，當可能的經濟結果範圍很廣且估值高度分散時，我們認為優質、週期性較小的價值股和防守型股票是不錯的選擇。因此，我們維持採取槓鈴投資策略。一方面，我們看好醫療保健和必需消費品行業（我們增強了偏好）的防守型投資機會。另一方面，我們在材料和工業領域有選擇地探索優質的週期性股票。在此過程中，我們注意到經濟逆風，並將重點放在不中斷的商業模式上。我們在資訊科技和公用事業領域亦保持謹慎。

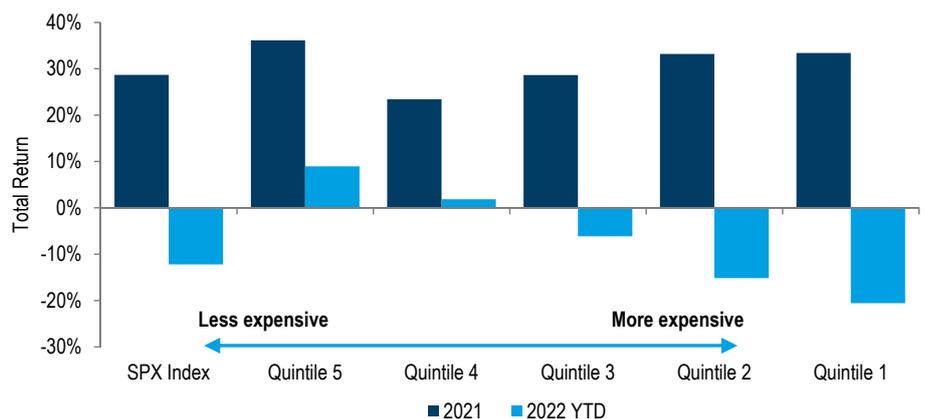
美國股票

儘管近期經濟增長數據疲弱，但我們的基本情況並非經濟衰退，因為勞動力市場和消費者資產負債表依然強勁。然而，在利率上升的環境中，估值倍數的壓力仍將存在。因此，我們維持我們對優質股和非週期性價值股的傾斜，我們對市場的高動能/增長方面保持謹慎。我們對超大型股保持謹慎態度，非常小心選擇，偏向於營運效率高、透過回購和股息向股東返還現金、能夠保持盈利增長的公司。我們在能源和材料領域尋找機會，我們亦喜歡股本回報率高的銀行以及精選的消費品公司。我們認為，經濟重新開放將推動消費者支出，但我們正在監控勞動力供應和公司成本的上升，以及這將如何影響利潤率和生產。有趣的是，在最近的修正之後，部分科技股變得有吸引力，但我們的方法仍然是自下而上，並根據盈利質素評估各公司。另一方面，我們減持大型股，避免無利可圖的增長股和陷入困境的價值股。

新興市場股票

儘管市場不確定性很高，但新興市場的估值確實變得更具吸引力，顯示出吸引人的回報潛力，但分歧很大。因此，我們仍然小心選擇，看好大宗商品出口國（巴西、阿聯酋）和國內消費國（印尼）。在亞洲方面，由於估值昂貴和通脹壓力重燃，我們變得更加謹慎。

美國股票估值驅動的重新定價：按市盈率五分位數劃分的標普500指數回報



Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 25 May 2022

## 專題環球投資觀點



Didier BOROWSKI  
環球投資觀點總監

## 歐洲央行應會同意將其債券購買計劃與其關鍵利率政策分開

# 只有在財政和貨幣規則方面創新，歐元區才能繼續蓬勃發展

隨着危機的展開，結構和治理問題往往變得越來越重要。在財政和貨幣方面，經濟政策的目標亦越來越雄心勃勃。各國政府和歐洲央行處於不可能的境地。「舊規則」——無論是歐洲央行的泰勒規則，還是《穩定與增長協議》的規則——都已經過時了。也就是說，缺乏規則可能導致金融和宏觀經濟波動加劇。只有尚未發明的「新規則」才能使貨幣和財政政策應對新挑戰。這將由歐盟成員國以協調一致的方式優先確定主要策略方向。

從一場危機到另一場危機，結構和治理問題變得越來越突出。歐元區最棘手的問題之一是財政政策，財政政策仍然是歐洲建設的致命弱點。歐元區是一個不完整的貨幣聯盟，結合單一貨幣政策與經常不協調的獨立財政政策，因此以低效著稱。正是在危機期間，我們才看到歐元區的制度框架是多麼低效。

與此同時，公共政策目標亦越來越雄心勃勃。我們預計各國政府將為能源轉型提供資金，為基礎設施、教育和醫療保健提供投資，並在經濟衰退期間發揮穩定作用。我們預計央行不僅要確保價格和金融穩定，還要控制金融分散，同時為能源轉型作出貢獻。

這根本是不可能的任務，有太多相互交織的目標，而且工具太少，政府和央行亦面臨越來越嚴格的限制（價格穩定和債務可持續性）。外源性供給側衝擊和「不確定性衝擊」的結合正在給歐元區的經濟前景蒙上陰影，而且歐元區歷史上第一次必須應對滯脹壓力。

在貨幣方面，近幾十年來圍繞預先設定的規則已經形成了廣泛的共識。泰勒規則已逐漸站穩腳跟，但看起來不合適或不足。（積極進取地）提高利率以抑制供應方衝擊導致的通脹壓力是沒有意義的，除非假設這種壓力會蔓延到工資和整體價格水平。

在財政方面，《穩定與增長協議》的規則已經過時。在債務（GDP的60%）和赤字（GDP的3%）方面對各國強加一個數字是沒有意義的。過去，這些規則被證明是順週期的。制裁沒有奏效。

即便如此，這並不意味着純粹的自由裁量行動會產生最好的公共政策決策。因為缺乏規則可能會引發金融和宏觀經濟的波動。錨定市場預期仍然至關重要。不過，應該怎麼做？只有透過協調的財政政策方法（以吸收衝擊），貨幣正常化才有可能。嚴格區分財政規則和貨幣規則是行不通的。在新冠疫情危機期間，有一段隱含協調的「幸運」時期，當時通貨緊縮讓歐洲央行放鬆了貨幣政策。這降低了借貸成本，並允許財政政策吸收衝擊。現在有必要探索如何使協調更加明確。

沒有快速的解決方法，但有些途徑值得探索。歐洲央行的獨立性自然不可侵犯。但沒有什麼能阻止它重新解釋其任務。首先，在遵循「增強版」泰勒規則時，歐洲央行可以更明確地考慮通脹衝擊的起源（即供給側或需求側）。其次，更重要的是，歐洲央行應會同意將其債券購買計劃與其關鍵利率政策分開。

但要做到這一點，首先必須重新解釋《穩定與增長協議》。在初始階段，歐盟國家可以就一些關鍵（存在）目標達成一致，並同意不實現這些目標相比在歐洲層面提高債務造成的集體損失更大。為了確定確保國家債務可持續性所需的努力，必須檢查基本收支、債務負擔、初始債務水平以及政府支出佔GDP的比率。這意味着特定於每個國家的規則最終將比單一的、基於赤字的規則更合適（並且更具約束力）。還需要在國家層面制訂多年度支出計劃，使政府承諾將經常性支出增長保持在實際GDP增長以下，同時保護資本支出。重點必須放在政府控制和明確衡量的總量上。各國政府和歐洲央行只有透過務實、協調和創新的方法才能應對這些挑戰。

本文於2022年5月20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概率不變，但會修改敘述以考慮不斷變化的地緣政治局勢 (參見烏克蘭危機圖表)。中國新一波新冠疫情和歐元區的停滯是增加了短期增長的不確定性。

下行情景 30%	中央情景 60%	上行情景 10%
<b>重新陷入滯脹</b>	<b>道路坎坷，地區分化</b>	<b>包容且可持續的增長</b>
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> 新冠疫情死灰復燃，導致全球各地出現新的流動限制措施和瓶頸情況，擾亂供應鏈。</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> 幾個新興市場違約和發達市場公共債務的可持續性。</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> 新冠肺炎是一種風土疫病，具有隨機傳染波 (中國)；全球經濟活動受阻，但供應鏈瓶頸依然存在。</li> <li> 更多的經濟增長分歧： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 環球經濟增長在2022年逐漸放緩至現有趨勢，使2023年面臨下行風險。</li> <li>• 由於中國第二季度GDP收縮，2022年上半年疲軟</li> <li>• 歐洲和英國的停滯或技術性/短期經濟衰退</li> <li>• 美國經濟具有韌性，但預計將放緩：2023年增長低於平均水平。</li> </ul> </li> <li> 整體通脹正在見頂，但仍將保持高位。高商品價格、供給側瓶頸和不斷上升的工資壓力將推高一些地區 (例如：歐元區) 的核心通脹率。</li> <li> 貨幣政策不同步： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 從逐漸退市到量化緊縮和陡峭的加息週期 (上半年) 的快速變化；但美國聯儲局應會在下半年放慢加息步伐</li> <li>• 英國央行處於疲軟的上漲週期。</li> <li>• 歐洲央行將在2022年結束量化寬鬆並加息三倍，但沒有真正收緊貨幣的空間</li> <li>• 中國人民銀行偏向寬鬆。</li> </ul> </li> </ul> <p>債券收益率會走高，但會在更長時間內保持低位。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li> 財政政策：緩和能源價格的短期影響 (透過有針對性的措施，特別是在歐洲)。</li> <li> 氣候變化擾亂了商品週期並加劇了滯脹趨勢。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 烏克蘭戰爭結束，制裁亦逐漸撤回。能源和大宗商品價格降低，加上通脹迅速回落。</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> 通脹仍在控制之中，央行正在逐步恢復正常。</li> <li> 由於投資更強勁而且儲蓄減少，名義和實際利率有所上升。</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> 氣候變化政策和能源轉型成為首要任務。</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>
<ul style="list-style-type: none"> <li> 地緣政治</li> <li> 增長和通脹預期</li> <li> 貨幣和財政政策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 新冠疫情相關主題</li> <li> 復甦計劃或財務狀況</li> <li> 私人 and 公共發行人的償付能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li> 經濟或金融制度</li> <li> 社會或氣候相關議題</li> </ul>

## 最高風險

### 本月更新

隨着經濟基本面的惡化，我們將金融風險的概率從20%提高到30%。考慮到烏克蘭戰爭及其對經濟的潛在影響，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（中國推行封城措施），投入成本壓力導致企業盈利衰退
- 中國新冠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 30%

- 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
  - 通脹預期脫鉤可能導致更嚴峻的貨幣緊縮和債券市場錯位
  - 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，儘管基本面惡化、不確定性上升、企業利潤率承壓（投入成本高、重複訂單導致盈利預警）
- 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
- 貨幣戰爭：貨幣升值是央行應對通脹壓力的一種方式

**+** 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：食品及能源價格上漲，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
- 在能源轉型方面中美失去公信力，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11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

## 烏克蘭危機圖表

[A]

俄羅斯已將重點轉移到頓巴斯地區，並贏得了馬里烏波爾戰役。和談陷入僵局，似乎沒有任何可救近火的解決方案。俄羅斯核武力量處於高度戒備狀態。

[B]

短期解決方案、軍事升級有限

[C]

長期(低強度)軍事衝突或全球軍事升級

[B1]

制裁和外交談判結束衝突

- 烏克蘭的分裂或非軍事化(中立地位)。
- 各國央行回到貨幣政策正常化
- 市場寬慰，但歐盟出現利潤衰退風險。
- 在供應多樣化實現之前，能源價格高但穩定。

[B2]

俄羅斯控制頓巴斯和克里米亞以北地區；衝突結束

- 烏克蘭的分裂或非軍事化(中立地位)。
- 歐盟GDP收縮，通脹率處於8-10%。
- 有歐盟利潤衰退的風險。
- 有限的替代能力導致高能源價格。

[B3]

俄羅斯控制烏克蘭東部和南部；衝突蔓延到摩爾多瓦

- 全面制裁俄羅斯，令俄國陷入經濟和金融危機，其影響蔓延到東歐。
- 歐盟GDP收縮，通脹率處於8-10%。市場定價時考慮到俄羅斯跨越新紅線。
- 歐盟利潤衰退。
- 有限的替代能力導致高能源價格。

[B4]

動亂或軍事政變結束普京的政權

- 俄國陷入經濟和金融危機，其影響蔓延到東歐。
- 俄羅斯政局的不確定性。
- 歐盟GDP收縮，通脹率處於8-10%。
- 歐盟利潤衰退。
- 各國央行回到正常化。
- 能源價格高且波動。
- 收益率曲線變平。

[C1]

低強度衝突與有限的供應鏈中斷

- 全球滯脹。
- 到2023年第一季度，油價將降至每桶75-80美元，如果未來12-18個月出現多樣化，油價將降至每桶60-65美元。
- 歐盟GDP恢復潛力，但通脹率保持在3%以上。

[C2]

高強度衝突

- 最壞的情況包括西方和俄羅斯的軍事對抗。
- 全球GDP收縮，規模與環球金融危機或新冠疫情危機相當。
- 歐盟GDP收縮(-4.5/-2.0%)，並需能源配給。
- 嚴重的商品短缺導致兩位數的通脹。
- 市場屈服。

經濟影響

市場反應

- **正面:** 歐盟和中國股票、新興市場信貸。
- **負面:** 政府債券、大宗商品(能源、黃金)。

- **正面:** 避險資產(美元)、油價(每桶100-120美元)。
- **負面:** 流動資產和歐元。

- **正面:** 美元和黃金，油價高於每桶120美元。
- **負面:** 股票市場(美國表現跑贏大市); 債券收益率崩盤。

- **正面:** 高股息和優質股票。在新興市場方面，拉丁美洲和中國受到青睞。
- **負面:** 歐元、新興市場外匯。

- **正面:** 實物資產股票和商品。
- **負面:** 新興市場債務和發達市場信貸。

- **正面:** 對於美國國債而言，有擔保的實物資產、美元、黃金。
- **負面:** 所有風險資產。

資料來源：東方匯理研究所，截至2022年4月28日。EM:新興市場；CB:各國央行。FX:外匯。USD:美元。EUR:歐元。CNY:人民幣。LatAm:拉丁美洲。EE:東歐。GFC:環球金融危機。USD:美元。EUR:歐元。UST:美國國庫債券。

## 資產縱橫：檢測市場轉折點

本月更新：情緒紅綠燈已從黃燈變為紅燈。

轉折點已經出現

接近轉折點

言之尚早

### 經濟背景

- 在通脹上升和國內需求疲軟的情況下，經濟勢頭正在逐步放緩，因為食品和能源通脹打擊購買力（好比累退稅）。
- 通脹和增長前景的修正方向不斷分化。滯脹勢頭在歐元區尤為明顯。
- 大宗商品和能源價格長期承壓，導致更持久的通脹和收緊貨幣政策，加劇了經濟不確定性，因為增長和通脹組合的前景遠沒有那麼樂觀。

### 基本面與估值

- 最近的調整使市場變得昂貴，儘管最近宏觀形勢的惡化使當前水平不被視為可靠的切入點。
- 量化緊縮將解決通脹問題，防止倍數擴張，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，修正後的估值和當前水平無法抵消未來利潤缺乏可見性，從而使冒險情緒變得不可能。

中立 +  
資產配置

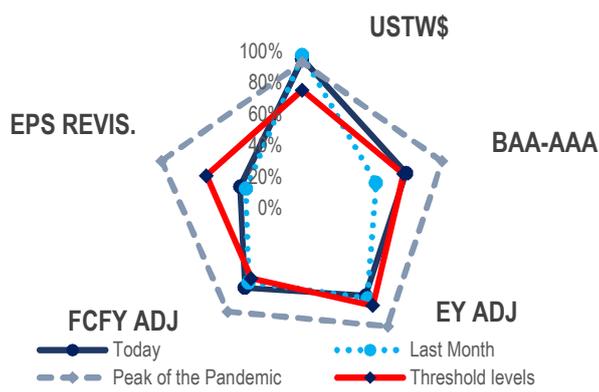
### 技術資料

- 近期風險資產的修正清除了大多數逆勢指標，大多數傾向於向前移動。然而，逆勢投資者需要觸發因素，而當前背景下的疲弱能見度可能仍需要採取保守的方法。
- 風險資產趨勢仍然分散，從技術角度來看，整體而言會導致中性風險敞口。

### 情緒

- 風險資產的修正在五月份繼續，大多數風險情緒指標出現飆升。
- 市場的風險集中度很高，整體風險規避概率強烈要求進行防禦性資產配置。
- 金融狀況雖然到處都在擴大，但比之前的股市調整表現出更大韌性。穆迪Baa-Aaa價差自2020年以來首次突破警報。

## 資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



Source: Amundi Institute, Data as of 20 May 2022

CAST風險認知未能顯示第一季度的結構性增加。每股盈利修正已開始顯示全球前景不太樂觀，美元仍然是強烈要求避險的維度。然而，信貸風險溢價未能超過我們的警戒閾值（即100個基點），且部分平衡了整體評估。

**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，風險感知就越明顯，最終需要更接近防守型資產配置。

## 環球研究資料集

## 1 衰退風險增加

- 我們預計歐元區在高通脹和22年上半年可能出現衰退的情況下將停滯不前，而美國可能出現軟著陸（衰退風險：未來十二個月20%、未來十八個月40%）。
- 我們預計聯儲局將像市場預期的那樣在接下來的12個月內加息，但歐洲央行和英國央行的收緊力度將低於市場共識的預期。
- 由於工資增長疲軟和信心嚴重喪失，歐元區消費者正面臨新的衝擊，且抵消衝擊的工具較少。因為企業正在目睹投入價格的新壓力和需求前景的不確定性。在第一季度持平至負增長之後，歐元區G4國家再次陷入收縮。
- 美國的基本面比較強（許多方面都完成了復甦），能夠抵禦高通脹的風暴。歐元區的基本面較為脆弱，較容易受到新衝擊的影響（許多方面均未完全復甦）。

## 投資後果

- 央行終端利率：
  - 美國 @ 3.25% (符合市場預測)
  - 歐洲央行 @ 0.5%
  - 英倫銀行 @ 1.5% (鴿派與市場預期亦然)
- 我們對歐元區外圍債券保持謹慎，看好美國和歐元區5年後5年通脹掉期的長倉。

## 2 收益率較高的情況下，意大利債務是否可持續？

- 如果七年期債券的平均收益率持續高於3.4%，則債務佔GDP的比率將增加。
- 然而，歐洲央行的干預最終將視乎分散的程度，即利差的升高和持續增加。
- 名義增長和融資成本對於債務可持續性至關重要：
  - 只要有財政紀律（基本收支為0%），3.4%的長期名義GDP可以抵消債務成本的進一步增加；
  - 隨着收益率曲線的強勁、持續、廣泛和更大的轉變以及意大利收益率的特殊增長，債務可持續性變得成疑；
  - 然而，與2011年或2018年相比，意大利基本面能夠更有效地應對貨幣政策收緊。

## 投資後果

- 在長期基本面強勁的情況下，歐洲央行停止量化寬鬆，因此要對外圍債務持謹慎態度

## 3 股票估值並未反映歐元區經濟衰退風險的增加

- 在發達市場，2022年的企業盈利週期將低於普遍預期。（見第9頁文章）
  - 美國企業每股盈利增長應會徘徊在高個位數[5%；9%]，而市場共識則為+9.8，儘管有回購的支持。
  - 在歐洲方面，不能排除利潤衰退[-5%；+5%]，而市場普遍預期盈利增長11%。
  - 歐洲企業每股盈利增長將慢於美國，主要是由於預期經濟增長放緩；我們預計今年全球GDP增長3.0%，歐元區僅為2.3%
- 在新興市場方面，預計2023年第一季度的每股盈利增長為7.5%，而普遍市場預期為10%。
  - 盈利修正正在向下：拉丁美洲和EMEA（歐洲、中東和非洲）地區仍為正面，但亞洲新興市場和中國為負面且進一步惡化。
  - 中國盈利增長預期與新興市場一致（2023年第一季度增長7.5%）。

## 投資後果

- 2022年美國的平均增長率為2.6%，美國每股盈利仍將實現低個位數增長。相反，歐洲企業的盈利應會被證明不如美國般具韌性（且面臨利潤衰退的風險）。
- 我們對股票保持中立，並尋求相對價值策略。
- 我們的偏好是在實際利率上升的背景下看重價值股，並在週期成熟、抵消通脹的高股息和最小波動性的背景下看重優質股。
- 我們將避免週期性、小盤股和動量策略

## 環球研究資料集

## 4 信貸：在全球形勢惡化時保持謹慎

- 企業信貸面臨經濟惡化、利潤率壓力和貨幣政策收緊的挑戰：
  - 環球形勢惡化，尤其是在歐元區。通脹仍然居高不下，使各國央行處於緊縮模式，有引發急劇放緩或衰退的風險；
  - 業務基本面之間的分歧越來越大。利潤率壓力：工資、材料、能源和運輸成本上漲。定價能力將是關鍵；
  - 估值並未反映歐元區經濟衰退風險的增加；
  - 隨着歐洲央行CSPP的結束，技術面變得不那麼有利。
- 在不太有利的信貸條件下：經濟背景惡化、央行收緊、商業基本面分化加劇和利潤率壓力。
- 假設美國10年期收益率穩定、油價在2022年第三季度之前保持強勁，以及2022年新興市場與發達市場之間的差距有所改善，新興市場硬通貨的短期錯位成本較低。

## 投資後果

- 在發達市場方面，我們看好美國（相對歐洲），並且較喜歡短存續期細分市場。
- 在新興市場方面，我們較喜歡硬通貨。我們預計利差將從當前水平收緊，主要是在高收益領域

## 5 中國：新冠清零政策為增長前景蒙上陰影

- 全年增長率低於4%：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，三月份經濟活動的普遍放緩、上海的長期封城措施，以及對其他地區的新冠清零政策擴大，預計將使中國在第二季度陷入暫時性衰退。
- 高頻指標表明，上海以外的經濟活動預示着五月至六月將逐步復甦
- 我們將2022年的增長預測維持在低於共識的3.5%（路透社預測為5%；萬得預測為5.2%），並預計2023年將反彈至5.4%。
- 中國人民銀行選擇貨幣緩慢貶值，因此我們應會預計未來人民幣會進一步走弱。

## 投資後果

- 6個月/12個月美元兌人民幣目標價（從6.5/6.3）提高至6.95/6.50

## 新冠疫情更新

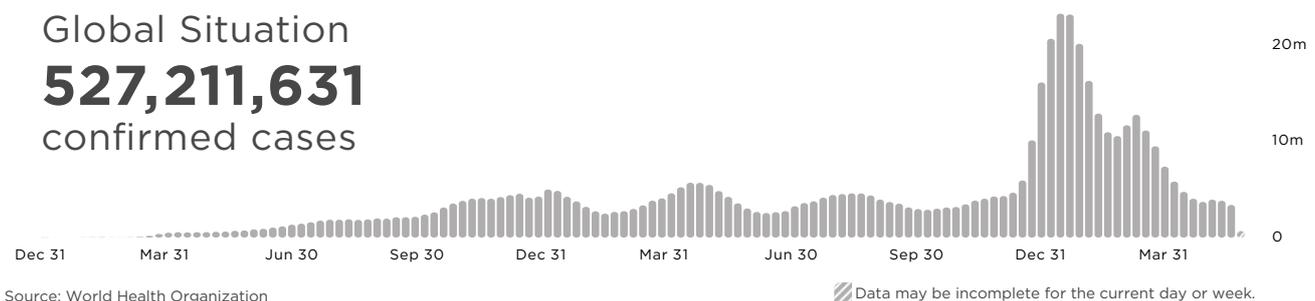
Pierre BLANCHET——投資情報部主管

新冠病毒Omicron變種的廣泛浪潮已經消退。在一月份達到每週超過2000萬例病例的峰值之後，數目已下跌至十分之一，世衛組織的統計數據現在追蹤全球每週約200萬例病例。更重要的是，自2020年三月以來，死亡人數從未如此之低。

據官方統計，自三月以來遭受另一波浪潮的中國，每日病例已降至100例以下。經過數月的嚴格限制，特別是上海地區的全面封城措施，病毒爆發似乎正在緩解。然而，中國東北（河北省）的感染風險仍在增加。即使在局勢看起來不受控制的朝鮮，最近宣佈放鬆封鎖措施的消息亦證實情況有所改善。

這些都是令人欣慰的跡象，儘管我們應預計病毒會保持活躍，但這些數據證實了我們的觀點，即新冠疫情已從大流行疫病轉變為風土疫病，對供應鏈、消費者需求和整體經濟活動的影響較小。

Global Situation  
**527,211,631**  
confirmed cases



## 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，而經濟應放緩至潛在增長水平。我們的偏好是優質股和非週期性價值股，而我們對非盈利和昂貴的增長股以及大型股非常謹慎。
	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	-		增長股作為一個行業板塊的長期估值仍然很高，而且分佈廣泛。科技領域的重新定價可能會提供精選機會，我們仍然專注於長期盈利增長潛力。
	歐洲	-/=		歐洲較高的滯脹風險為盈利增長帶來壓力，並可能導致市場進一步重新定價。因此，我們一方面看好防守型股票，另一方面看好工業和材料領域的優質週期股。
	日本	=		經濟勢頭的輕微惡化導致我們對企業盈利保持警惕。另一方面，日圓貶值對市場能起到支撐作用。因此，整體上我們保持中性偏見。
	中國	=		儘管近期出台了額外的刺激措施，但新冠疫情清零政策繼續對中國的經濟前景構成壓力。我們認為下半年還有改善的空間，並預期會出現經濟反彈。
	新興市場	=		在最近的價格走勢之後，新興市場股票空間變得更具吸引力，但分歧很大。我們看好巴西和阿聯酋等大宗商品出口國以及國內需求，但對價格更高的亞洲國家持謹慎態度。
固定收益平台	美國政府債券	=	▲	由於較高的通脹環境伴隨着經濟增長不確定性的增加，名義收益率的風險既有下行亦有上行。因此，我們現在偏向中立，久期仍為輕微負值。我們投資TIPS的數目很少。
	美國投資級公司債券	=/+	▲	在近期利差擴大後，基於美國穩健的宏觀經濟背景、積極的企業基本面（穩健的資產負債表、高流動性水平和覆蓋率）、近期美國投資級債券的再融資風險較低以及穩定的槓桿率，我們對美國投資級債券更為樂觀。
	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繼續，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。隨着我們正在走向中立，我們在歐洲核心債券久期方面的防禦性略低於以前。
	歐洲投資級公司債券	=		在信貸方面，我們較喜歡高階空間和中短期到期的機會。由於高生產者價格和潛在的利潤率壓力，我們保持小心選擇（企業資產負債表強勁）。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	=/+		我們對中國國債維持略微樂觀的看法，因為從中期內來看，該資產類別具有強大的多元化優勢。
	新興市場債券（硬通貨）	+		我們對硬通貨新興市場債券略持樂觀態度，特別是在符合我們強烈的自下而上偏見的特殊故事方面。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略持謹慎態度，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			大宗商品仍然是多元化和保護通脹的關鍵資產。儘管需求持續下降，但由於供應緊張（近年來資本支出較低）和庫存，我們對石油持樂觀態度。
	貨幣			歐洲央行在語言方面的鷹派轉變，助歐元兌美元匯率脫離了最近出現的20年低點。雖然承認負利率的結束可能會在中期支撐歐元，但我們認為相對背景（增長和短期利率）在短期內仍然有利於美元。

### 圖例

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

資料來源：東方匯理截至2022年5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 HQLC=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30/5/2022

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>	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6
<b>發達 國家</b>	5.2	2.6	1.8	3.2	6.4	2.9
<b>美國</b>	5.8	2.6	1.9	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	3.4	0.7	2.6	8.8	5.2
<b>歐元區</b>	5.4	2.3	1.7	2.6	7.0	3.2
<b>德國</b>	2.9	1.8	1.9	3.2	7.3	3.3
<b>法國</b>	7.0	2.8	1.6	2.1	5.3	3.5
<b>意大利</b>	6.6	2.5	1.5	2.0	6.7	2.9
<b>西班牙</b>	5.1	3.9	1.8	3.1	7.7	2.9

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國:** 在第一季度出現收縮之後(由於淨出口大幅減少以及第四季度庫存激增的回報, 而不是由於需求疲軟), 我們預計環比增長將從第二季度回升, 並穩定在與達到22年第四季度環比增長1.6%、23年第四季度環比增長1.5%一致的溫和增長率。隨着金融環境的收緊, 國內需求將顯著放緩, 使增長比預期更快低於潛在水平。由於整體波幅成分(能源和食品通脹)和粘性核心驅動因素, 通脹壓力仍然很高, 通脹到年底仍會保持在6%以上。
- **歐元區:** 在持續高通脹的情況下, 歐元區似乎將迎來增長停滯的一年。我們預計經濟在今年大部分時間裡連續增長非常有限; 高通脹和低消費者信心正在抑制消費, 而不確定性為投資帶來壓力; 內需疲軟, 外需亦差強人意, 從而降低了出口的貢獻。通脹範圍越來越廣泛; 展望未來, 我們繼續預計通脹仍將顯著高於歐洲央行的目標, 因為核心壓力仍將很高。
- **英國:** 在通脹持續高企的背景下, 隨着物價和稅收上漲擠壓家庭實際可支配收入, 我們預計經濟將迅速失去動力。技術性衰退的可能性很大, 儘管目前我們預計經濟將避免連續兩個季度出現負增長。因此, 我們看到GDP仍處於收縮和溫和擴張之間的鋼線上。由於生產者定價壓力繼續增加, 且調查數據與通脹壓力長期居高不下的情況保持一致, 通脹勢頭依然強勁。
- **日本:** 與其他發達市場國家不同, 日本在疫情後的復甦依然緩慢。第一季度GDP再次收縮, 整體經濟產出與2020年第四季度持平。商業投資特別令人擔憂, 而考慮到新的供應限制和貿易條款的持續惡化, 近期情緒的下滑並非反彈的好兆頭。另一方面, 隨着預期創下歷史新高, 通脹變得越來越棘手。全年核心通脹將進一步上升, 但仍低於日本央行2%的目標。

### 主要利率展望

	31-05 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>	0.88	2.4/2.6	2.63	2.7/3	3.09
<b>歐元區</b>	-0.5	0.25	0.48	0.5	1.26
<b>日本</b>	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.03
<b>英國</b>	1.00	1.25	1.78	1.50	2.30

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國聯儲局:** 在最新的聯邦公開市場委員會會議上, 聯儲局決定加息50個基點, 並宣佈將於六月開始縮表, 其步伐符合市場預期。會議確認了聯儲局的鷹派立場和對通脹的關注, 指出在接下來的兩次會議上可能會繼續加息50個基點, 隨後可能會在今年剩餘時間放緩至25個基點的加息。這條路徑與我們對美國聯邦基金利率的基線情景保持一致, 指向到年底的2.5%區域, 並在一年內接近3/3.25%。
- **歐洲央行:** 行長拉加德證實, 量化寬鬆淨購買很可能在第三季度很早就結束, 從而允許在七月加息, 符合前瞻性指引。她補充說, 「根據目前的前景, 我們可能會在第三季度末退出負利率情景」, 代表了第二次加息可能會在九月到來。接下來幾個季度的正常化路徑看起來更依賴於數據, 但我們預計第四季度將第三次加息, 第二季度將第四次加息。歐洲央行亦可能在六月會議上下調三月份的增長預測
- **日本央行:** 日本央行有充分理由保持鴿派立場。日本經濟復甦滯後, 嚴重的產出缺口預計不會在2024年之前縮小。消費通脹雖然有所加強, 但一直受到控制。在此背景下, 日本央行一再表示, 成本驅動的通脹上升並不可持續。央行一直維持其超寬鬆的貨幣政策, 並透過承諾無限量購買日本國債來捍衛其收益曲線控制(YCC)目標範圍。日圓主要由日本財務省負責, 日本央行將繼續優先考慮國內經濟並保持政策寬鬆。
- **英國央行:** 英格蘭銀行在上次會議上加息25個基點, 但未能發佈關於主動量化緊縮的公告, 將其推遲到八月。新的預測顯示英國經濟形勢嚴峻, 2023年通脹率可能達到10%以上, GDP將收縮, 預計2024年將接近停滯。聲明亦有鴿派成分, 兩名成員質疑進一步加息的指導是否合適。與這一結果一致, 我們仍然預計英國央行將繼續採取相比市場仍然考慮的更為有限的加息路徑。

### 貨幣政策日程

各國央行	下次會議
<b>歐洲央行理事會</b>	<b>6月9日</b>
<b>聯儲局聯邦公開市場委員會</b>	<b>6月15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30/5/2022

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	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6
新興市場	6.9	3.5	4.3	4.4	8.3	5.8
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
巴西	4.6	1.4	1.3	8.3	10.6	6.0
墨西哥	4.8	1.7	1.9	5.7	7.2	4.9
俄羅斯	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.9	8.6
印度	9.2	7.5	6.0	5.1	7.1	6.2
印尼	3.7	5.2	4.8	1.6	3.8	3.7
南非	5.5	1.5	1.8	4.6	6.2	5.0
土耳其	11.4	3.3	3.2	19.4	66.2	34.3

資料來源: 東方匯理研究所

- 中國:**自四月初以來,包括卡車流量和物流吞吐量在內的高頻經濟數據逐漸恢復,但仍低於三月底的水平。從同比來看,降幅已經適度收窄,並且很可能以負增長率四捨五入至第二季度。儘管寬鬆措施有所升級,但我們認為新冠疫情清零政策是中國經濟增長前景的主要催化劑。我們預計GDP環比年化收縮15.9%(同比-0.6%)。
- 中東歐四國:**通脹繼續上升(四月份匈牙利同比為9.5%,捷克為14.2%)。在環球和國內通脹壓力持續存在的背景下,各國央行上調通脹預測並在上次會議上再次上調,捷克國家銀行、波蘭國家銀行、羅馬尼亞國家銀行均上調75個基點,而匈牙利中央銀行則上調100個基點,分別上調至5.45%、5.25%、3.75%、5.4%。由於更換行長,預計捷克國家銀行的立場將變得更為鴿派,並很快結束其加息週期。其他央行可能會延長其加息週期,匈牙利中央銀行仍處於堅挺的道路上,而羅馬尼亞國家銀行仍落後於曲線。
- 南亞:**在五月份,一些國家的政策制訂者採取了貨幣和非貨幣措施來應對通脹趨勢的飆升。印度儲備銀行(RBI)、菲律賓南太平洋銀行(BSP)和馬來西亞國家銀行(BNM)等央行已開始其貨幣政策緊縮週期,而印尼和印度政府已實施食品(分別為棕櫚油和小麥)出口禁令,旨在保持良好的國內供應,並更有效地控制這些軟商品的價格。由於試圖保持食用油價格於低位的結果不佳,加上囤積情況增加,印尼最近解除了禁令。
- 巴西:**由於強勁的貿易條款和各種刺激措施(我們預計2022年GDP將增長1.4%),強勁的上半年經濟活動可能會讓位於疲軟的下半年,因為高通脹、利率和大選的不確定性對增長造成壓力(除非被進一步的財政措施抵消)。年度通脹率可能已達到12.1%的峰值,但廣泛的通脹壓力尚未逐步減弱——擴散指數尚未離開高水平。巴西央行透過重新開啟可能在六月結束的13.25%緊縮週期的微調階段,以重新引入迴旋餘地。

### 主要利率展望

	31-05 2022	東方匯理	市場共識	東方匯理	市場共識
		+6 個月	+6 個月	+12 個月	+12 個月
中國	3.70	3.60	3.70	3.60	3.70
印度	4.40	6.00	5.50	6.25	5.85
巴西	12.75	13.25	13.4	11.25	11.90
俄羅斯	11.00	8.00	9.10	7.00	8.15

資料來源: 東方匯理研究所

- 中國人民銀行:**由於四月份的數據確實反映了經濟的普遍惡化,中國人民銀行在5月20日將五年期貸款市場報價(LPR)利率下調15個基點;僅僅五天前,該行才將抵押貸款利率下限下調20個基點。在採取這一重振家庭信心和提振住房需求的強力舉措之後,將一年期貸款市場報價利率再下調10個基點的可能性仍未完全消除。然而,進一步減息已顯示投資者信心低迷,因為隨着短期利率的暴跌,銀行同業流動資金已顯著放鬆,而且中國人民銀行似乎更關注傳輸方面。
- 印度儲備銀行:**在五月份的一次會議決定中,印度儲備銀行將其政策利率上調了40個基點,從4%上調至4.4%,並保持鴿派立場。雖然市場普遍預計緊縮週期將很快開始,但五月份作出決定的時機仍令人感到驚訝,並引發了市場對下一步措施的重新評估。此外,四月份整體通脹數據同比增長7.8%,加上核心價格和WPI居高不下,增加了未來收緊政策利率的壓力。根據我們對2022年通脹率約為7%的預期,印度儲備銀行必須加息約150-200個基點才能達到中性實際利率。
- 巴西央行:**與聯儲局不同(當局不考慮加息75個基點的鴿派立場令人略為意外),巴西央行貨幣政策委員會(COPOM)暗示將在加息至12.75%後結束加息週期之後,在六月預先宣佈了另一次較小幅度的加息(五月份為100個基點)。巴西央行重新開啟了加息之門,以及目前成熟的緊縮週期的微調階段,因為該行無法忽視通脹風險增加、不確定性加劇以及當時可見的外匯貶值。我們預計六月份將達到13.25%的最終利率,儘管八月份再次加息並非不可能。
- 俄羅斯央行:**俄羅斯央行在5月26日星期四一次計劃外的會議上將其政策利率下調了300個基點至11%。減息的動機是俄羅斯盧布走強和通脹勢頭略有放緩。通脹預期亦在下降。俄羅斯央行認為金融穩定面臨的直接風險已經減弱。俄羅斯央行將2023年的通脹預測下調至5-7%,2024年為4%。隨着通脹趨於穩定且經濟活動依然疲弱,我們預計未來幾個月將有更多次減息。我們預計政策利率將在12個月內低至7%。下一次會議定於六月舉行。

### 貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
印度儲備銀行	6月6日
俄羅斯央行	6月10日
巴西央行	6月15日
人民銀行	6月20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5月30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	2.6	1.9	4.7	7.3	3.3
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
歐元區	5.4	2.3	1.7	2.6	7.0	3.2
德國	2.9	1.8	1.9	3.2	7.3	3.3
法國	7.0	2.8	1.6	2.1	5.3	3.5
意大利	6.6	2.5	1.5	2.0	6.7	2.9
西班牙	5.1	3.9	1.8	3.1	7.7	2.9
英國	7.4	3.4	0.7	2.6	8.8	5.2
中國	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
巴西	4.6	1.4	1.3	8.3	10.6	6.0
墨西哥	4.8	1.7	1.9	5.7	7.2	4.9
俄羅斯	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.9	8.6
印度	9.2	7.5	6.0	5.1	7.1	6.2
印尼	3.7	5.2	4.8	1.6	3.8	3.7
南非	5.5	1.5	1.8	4.6	6.2	5.0
土耳其	11.4	3.3	3.2	19.4	66.2	34.3
發達國家	5.2	2.6	1.8	3.2	6.4	2.9
新興市場	6.9	3.5	4.3	4.4	8.3	5.8
世界各地	6.2	3.1	3.3	3.9	7.5	4.6

主要利率展望

發達國家

	31/5/2022	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	0.88	2.4/2.6	2.63	2.7/3	3.09
歐元區	-0.5	0.25	0.48	0.5	1.26
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.03
英國	1.00	1.25	1.78	1.50	2.30

新興市場

	31/5/2022	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	3.70	3.60	3.70
印度	4.40	6.00	5.50	6.25	5.85
巴西	12.75	13.25	13.4	11.25	11.90
俄羅斯	11.00	8.00	9.10	7.00	8.15

長期利率展望

2年期債券孳息

	31/5/2022	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	2.57	2.9/3.1	2.96	3.1/3.3	3.09
德國	0.51	0.3/0.5	0.78	0.5/0.7	0.89
日本	-0.07	-0.10/0	-0.05	-0.10/0	-0.03
英國	1.60	1.2/1.4	1.64	1.2/1.4	1.63

10年期債券孳息

	31/5/2022	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	2.87	2.9/3.1	2.97	2.9/3.1	3.03
德國	1.13	0.8/1.0	1.24	0.8/1.0	1.30
日本	0.24	0.1/0.3	0.31	0.1/0.3	0.37
英國	2.11	1.7/1.9	2.20	1.7/1.9	2.27

匯市展望

	27/5/2022	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		27/5/2022	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	1.07	1.02	1.08	1.11	1.11	歐元/瑞典克朗	10.53	10.31	10.34	10.13	10.20
美元/日圓	127	129	130	122	126	美元/加元	1.27	1.31	1.26	1.23	1.25
歐元/英鎊	0.85	0.84	0.85	0.85	0.85	澳元/美元	0.72	0.69	0.73	0.76	0.75
歐元/瑞士法郎	1.03	1.00	1.04	1.07	1.06	紐元/美元	0.65	0.63	0.67	0.69	0.69
歐元/挪威克朗	10.16	9.92	9.80	9.42	9.62	美元/人民幣	6.70	6.95	6.70	6.50	6.65

資料來源: 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。

## 刊物精選

### 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 - Q2 2022 (16-05-2022)**

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

#### **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 #17 - Keeping up with climate change in setting long-term asset class views (09-05-2022)**

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

#### **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

### INSIGHTS PAPERS



#### **Setting your investment objectives: institutional asset allocation practice (05-05-2022)**

FRANCERIES Karin, Head of OCIO Advisory - TAZÉ-BERNARD Éric, Chief Allocation Advisor - OCIO Solutions

#### **Global real estate markets: rich valuations, but not a source of systemic risk (03-05-2022)**

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - PERRIER Tristan, Global Views Analyst, Amundi Institute - HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist, Amundi Institute - STAGNOL Lauren, Quantitative Research Analyst, Amundi Institute

### 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

## 刊物精選

### INVESTMENT TALKS



#### Navigating an inflationary environment in US and global equities (23-05-2022)

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - MURRAY Alec, Head of Equity Client Portfolio Management

#### 3-4 May FOMC meeting: 50bp interest rate hike is bullish for markets (09-05-2022)

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

#### 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 DAUPHINE, 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

### 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

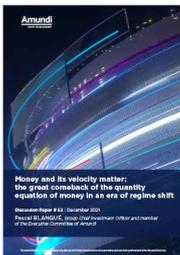
### INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



#### 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





參閱其他東方匯理刊物：  
[research-center.amundi.com](http://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31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：2022年6月1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](http://www.amundi.com)

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

### 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 AINOUZ——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

Patryk DROZDZIK——高級新興市場宏觀策略師

### 常務副編輯

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

Delphine GEORGES——固定收益高級策略師

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師

Éric MIJOT——發達市場策略研究部主管

Lorenzo PORTELLI——交叉資產研究部主管

Joao TONIATO——股票研究策略師

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