Amundi ASSET MANAGEMENT | Research & Macro strategy

資產縱橫投資策略

月刊

#06

2020年6月

投資總監的觀點

市場遠遠脫離現實

本月主題

在第一季報告季度過後，市場共識可能仍然過於樂觀

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

#06 - 2020年6月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

市場遠遠脫離現實 頁3

市場平靜錯覺，與危機持續時間及其長期影響高度不確定性之間非黑即白的二分法令人震驚。市場希望與經濟和疫情現實之間的脫節進一步強化了我們的信念，即現在是保持謹慎態度的時刻：不要追逐牛市，而是逐步和有選擇地發揮投資主題，以更好地適應緩慢的復甦之路，並必須留意流動性。

宏觀

股票：熊市漲勢？還是有意義的反彈？ 頁4

儘管各國央行目前和2009年兩次都採用非常規政策，惟是次估值如此極端，以至似乎不太可能出現由倍數擴張驅動的牛市。

多元資產

動態管理風險；避免追隨牛市 頁5

我們維持對股票的防守立場；由於受到各國央行採取的行動，我們對信貸和外圍債券持樂觀態度。

固定收益

信貸質量乃關鍵 頁6

我們尋找市場錯位，並努力遠離無法承受這場危機的公司。隨着BBB市場份額的大幅增加，這一點顯得尤為重要。

股票

盈利可見度低，必須持謹慎態度 頁7

股息現在可能為順週期，因為股息將反映企業營運的環境，因為後者不僅要對股東負責，而且要對社會負責。

專題

在復甦階段控制收益曲線 頁8

作為支持新冠肺炎危機期間經濟復甦招數之一，各國央行可以實施收益率曲線控制。儘管具有吸引力，惟該政策的實施和退出風險抵消了收益，尤其是在歐元區方面。此外，對金融市場的影響可能很大，因為連鎖的無風險資產可能會暫時使高風險資產不穩定。

美國消費者信心狀況：減弱但具抗跌能力 頁9

政府的大力支持和健康的消費者資產負債表，為消費者渡過相對短暫但非常嚴重的衰退提供途徑。我們正在密切關注失業的規模和持續時間，以衡量消費者的償債能力。政府支持繼續為金融市場帶來穩定，我們認為這是主動管理的沃土。

本月主題

在第一季報告季度過後，市場共識可能仍然過於樂觀 頁13

美國標準普爾500指數的漲幅為-12%，歐洲Stoxx 600指數則為-35%，儘管疫情僅在季末開始，但該季度受到嚴重打擊。因此，可以肯定，第二季度業績將更加糟糕，但今年業績將會觸底。即使這樣，對今年第二季度和2020-2021年業績的市場共識仍然遙遙無期。因此，到目前為止，重新開放經濟所產生的積極影響似乎已被抵消。

市場情景與風險

> 中央和替代情景 頁17

> 最高風險 頁18

> 環球研究資料集 頁19

> 東方匯理資產類別觀點 頁21

宏觀經濟狀況

> 發達國家 頁22
宏觀經濟前景
市場預測

> 新興市場 頁23
宏觀經濟前景
市場預測

> 宏觀經濟及市場預測 頁24

> 本行預測的免責聲明 頁25

> 刊物精選 頁27

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

投資總監的觀點

市場遠遠脫離現實

PASCAL BLANQUÉ
集團投資總監

VINCENT MORTIER
集團副投資總監

市場平靜錯覺，與危機持續時間及其長期影響高度不確定性之間非黑即白的二分法令人震驚。我們認為，我們遠未走出困境，投資者應保持警惕，因為當前市場定價水平仍「過早樂觀」。**三個週期之間的競賽**將繼續。**在疫情週期方面**，市場一直在依靠這樣的說法：隨着對傳染性曲線趨平的期望越來越高，歐美最糟糕的情況可能已成過去。如果這些希望沒有實現，市場緊張情緒將再次浮面。**在經濟方面**，龐大的財政和貨幣措施就像是未來六個月的保險，不過如果經濟衰退證明比預期為糟，市場將需要更多相關措施，而且任何失望都會觸發市場修正。「信貸」正沉迷於央行行為；市場情況有所改善，但未正常化。**在信貸違約週期方面**（對新冠肺炎危機消退後將面臨更多債務的世界而言至關重要），市場價格已考慮出現第一輪違約的風險，卻沒有考慮傳統上落後的資產出現第二輪違約。流動性和償付能力之間的鬥爭將繼續，美國商業地產是一個值得關注的領域。市場希望與經濟和疫情現實之間的脫節進一步強化了我們的信念，即**現在是保持謹慎態度的時刻：不要追逐牛市，而是逐步和有選擇地發揮投資主題，以更好地適應緩慢的復甦之路**。除上述三個週期的不確定性之外，保持警惕的原因還有：首先，在「誰人要為病毒負責」的遊戲中，中美之爭再現是五月份重新升級的主要風險。其次，美國大選結果尚不確定。第三，新興市場面臨特殊風險（巴西）。最後，新冠肺炎長期後果複雜（環球貿易退縮、有利於勞動力的政策調整、商業模式轉變，以及各種趨勢（如：精明工作）加速出現），並正受密切檢視。在過去三個月的空前時間內，我們的工作重點有兩方面，分別是：**保護投資資本免受任何永久損失，以及增加新興投資機會**。這種態度保持不變，投資者應關注以下方面：

- **流動性**：這對於管理從危機最深層次階段到不確定的復甦之過渡非常寶貴。危機明確表明，儘管近期流動性有改善跡象，但流動性應成為投資組合建構的關鍵指標。實際上，與新冠肺炎之前相比，信貸市場的流動性深度仍然較薄、價格較高。投資者應為防守和進取策略保留一定的流動性，以便在機會出現時，可在某些市場領域重新投資。
- **對投資級信貸的積極態度**：這應受益於各國央行的行動，而一級市場可提供機會。不過，投資者應在行業和公司層面保持高度選擇性，專注於良好資產負債表和可承受經濟停滯的業務。
- 隨着每股盈利增長進一步調正，**股票風險敞口傾向保守**：只有成功發明疫苗或潛在療法，才會催化改善，因為只有這些因素才能觸發永久性復甦和消費者行為的積極變化。
- **鑑於新興市場的地緣政治風險**，應關注信貸以及亞洲和中國股市方面的投資機會，我們對新興市場持謹慎態度，但中美關係的演變至關重要（近期緊張局勢可能會使市場情緒脫節）。信貸市場因違約激增而下跌，但投資者應考慮到，許多最受影響的投資已降至不良水平，並且有些甚至正在重組。投資者應確定能夠成功制訂出擺脫困境的計劃的公司。
- **新冠肺炎疫情使ESG更趨重要**：在環境、社會、治理（ESG）方面，儘管「環境」和「治理」仍將排在首位，但大眾追求社會平等、公平對待員工以及員工健康，將支撐「社會」部分日益重要的地位。企業為所有持份者和社區的利益而採取的行為方式將受到更嚴格的注視。這將轉化為某些ESG風險因素對股價的更大影響，為在股票和債券領域的主動管理公司提供機會。

整體風險情緒

避險 冒險

專注於主動風險管理、流動性；保持謹慎。

與上個月相比的變化

› 信貸方面的戰術調整，在主要市場中利用價值。

整體風險情緒是對最近全球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

宏觀

股票：熊市漲勢？還是有意義的反彈？

MONICA DEFEND
研究部環球總監

LORENZO PORTELLI
交叉資產研究部主管

儘管各國央行目前和2009年兩次都採用非常規政策，惟是次估值如此極端，以至似乎不太可能出現由倍數擴張驅動的牛市

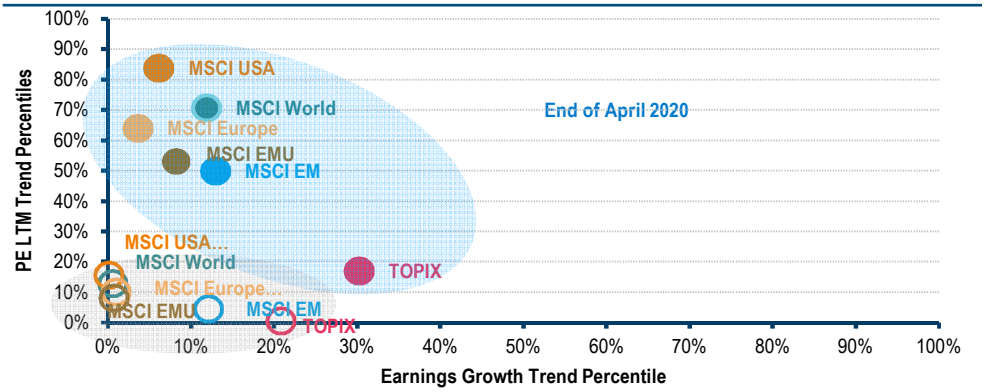
我們正在爭論的一個大問題是：**我們是否應該增加對股票的配置並追趕市場反彈？**在我們維持對風險資產的策略偏好的同時，我們堅信（在央行支持下）留在投資級空間較為安全，因為我們認為股市將出現復甦，下文將詳細解釋。

經濟背景迅速惡化：硬數據和經濟勢頭都已逆轉，損害風險情緒。我們認識到，中期復甦情景可能會在2021年晚些時候出現，這將帶來巨大的潛在上行空間。**然而，在深刻的不明朗因素持續存在的時候，股票市場現正預計會有上行趨勢**。這些不明朗因素與圍繞治療的衛生保健政策息息相關。儘管我們正在快速研究各種測試和疫苗，但仍需要做很多工作。我們尚不清楚治療或潛在疫苗何時能推出。

在財政方面，必須在中期測試並維持完整能力：實施速度不穩定，仍需評估支出質量（根據構成和目標），而且（財政計劃的）從損害復甦過來的能力還未完全估計出來。

另一方面，各國央行在應對2008年金融危機之後，這次能迅速作出反應並放寬融資環境，尤其在美國。這是市場走高和擴張倍數最有說服力的因素。**這是我們發現每股盈利下跌和總回報上升危險不一致之處。相反，債券收益率和油價仍然低迷，而反彈並沒有為週期性領域帶來太多好處**。盈利修正正急劇下降至歷史低點，使**市盈率回到峰值**。下圖說明了我們當前謹慎態度的理由。2009年，我們看到利潤衰退，央行努力為資產全面再通脹體制鋪路。如今，估值（2020年盈利的市盈率百分位數）已完全不同，所有主要股票指數均已處於峰值。實際上，價值在第84個百分位（見藍色方框）的MSCI美國指數可能無法提供最佳的上漲空間。這是當前情況與2009年之間的主要區別。在後一種情況下，市盈率已處於較低的百分位數（見灰色方框），而各國央行的非常規貨幣政策造就了股票上漲。唯一的例外是TOPIX，其現處百分位較低，並顯示出較合理的估值。有人可能會認為，這是因為日本已處於衰退之中，但與其他發達經濟體相比，可能會出現稍晚一些但較小的衝擊，因為新冠肺炎疫情在很大程度上得到遏制。前所未有的禁足措施以及貨幣和財政政策對策，有助於我們維持對風險資產的「策略性」偏好，但高估值並不能提供最佳的上行空間。最後，我們要說的是，非常規貨幣政策再次壓低了資產價格。然而，與2009年相比，**當前每股盈利低迷、市盈率過高，以倍數擴張為動力的牛市不太可能出現**。

主要股票指數估值圖



Source: Amundi Research, as at 20 May 2020. All indices in local currency. PE LTM refers to Price earnings ratio on Last Twelve Month earnings. Names of indices in the grey circle above are same as the ones in the blue circle.

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

多元資產

動態管理風險;避免追隨牛市

MATTEO GERMANO
多元資產部主管

我們維持對股票的防禦立場; 由於受到各國央行採取的行動, 我們對信貸和外圍債券持樂觀態度

經濟背景的特點是環球經濟衰退和連續放緩, 隨後各國之間的復甦路徑脫節。疲軟的持續時間、永久性產出損失的程度、需求破壞的程度, 將取決於禁足措施的持續時間以及財政/貨幣推動的有效性。我們確認了2020年第四季度左右增長穩定的情況。在整個危機期間, 我們一直專注於積極管理風險敞口, 保護信貸頭寸、保持對沖並優先考慮資產質量和信貸選擇。

高信念投資意念

由於估值緊縮以及新冠肺炎對環球增長的影響模棱兩可, 我們**對歐洲和美國股票保持防守立場**。2020年收入增長的共識已糾正, 不過我們認為, 儘管能見度較低, 但對2021年仍然過於樂觀。在風險仍然明顯傾向於下行的環境中, 我們等待市場提供更好的切入點 (2650-2700水平是標準普爾500指數的觸發因素), 以採取行動並改變我們目前的立場。由於市場波動仍然很大, 我們對**新興市場**持中立看法, 但由於強勁的刺激措施和相對較好的病毒控制, 我們繼續偏愛中國內地、南韓和台灣。

我們對**存續期投資**持**中立立場**, 因為我們相信央行將致力於保持較低的公共債務成本以滿足政府的財政需求, 從而引導收益率的區間波動。美國國債收益率大約為60個基點, 這與美國聯儲局的立場以及宏觀形勢的急劇惡化相吻合。我們**對美國5年期與德國5年期債券**保持樂觀, 因為美國國債應從避險流量 (儘管程度要低於過去) 和聯儲局購買而受益, 尤其是在中短期市場。就**美國通脹**而言, 我們現在從中期角度看是樂觀的, 並且認為通脹掉期和TIPS盈虧平衡點的交易價格遠低於歷史平均水平。

當疫情消退時, 諸如去全球化和債務貨幣化之類的再通脹力量將支持較高的通脹風險溢價和對通脹保護的需求。

收益率的搜尋繼續在意大利曲線上進行, 因為它提供相對吸引人的收益率。我們維持對意大利30年期與德國30年期的樂觀立場, 現在甚至對意大利10年期BTP都持積極態度, 因為歐洲央行的行動正在幫助限制收益率和利差波動。德國法院的裁決存在下行風險; 但是, 歐洲央行不太可能改變方向。我們維持立場, 因為這可以為投資者的投資組合提供平衡。

我們着眼於流動性, 在美國和歐元區央行的保護傘所支持下, 我們仍對**信貸**持**樂觀態度**, 但我們首選投資級而非高收益產品。歐元高收益產品可能遭受高違約率和收入增長放緩的困擾。因此, 我們抱非常防守的態度。

鑑於基本面和估值的高度不確定性和差異性, 我們**對新興市場債務**持**中立看法**, 並看到投資級和高收益國家之間存在差距。在外債方面, 投資級板塊將在未來幾個月內保持更大的韌力。然而, 高收益產品在受困國家的違約風險與非常低迷的估值追趕之間呈現出二元風險/權衡。在當地利率方面, 債務的主要驅動因素是貨幣敞口, 我們認為進一步壓縮的空間有限。

在**新興市場外匯**方面, 由於瑞郎處於避險狀態, 歐元區貨幣供應量高增長以及德國法院的裁決可能給歐元施加壓力, 我們不再對歐元兌瑞郎持樂觀態度。我們維持挪威克朗兌歐元的持有, 因為克朗已進行重大調整, 這是從更樂觀的情況中受益的一種方法。

風險與對沖

在這個高度不確定的階段, 以**日圓、衍生品和黃金**為形式的對沖工具仍然是保護投資組合收益的關鍵。

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						■		

資料來源: 東方匯理研究。根據最近環球投資委員會的意見, 圖表列示了三至六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 (+/++/+++)。此評估可能會有所變化。USD=美元; JPY=日圓; 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; CHF=瑞士法郎; NOK=挪威克朗; EUR=歐元; CBs=各國央行; TIPS=國債通脹保護證券。BTP=意大利政府債券。

固定收益

信貸質量乃關鍵

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

在過去一個月，在三月份價格和流動性大幅度錯位之後，我們看到市場狀況逐漸改善，但仍未回復正常。投資者應保持謹慎，繼續保持足夠的流動性，並注意可能導致信貸市場波動的潛在評級遷移。另一方面，投資者應該嘗試進行策略性調整，以便從市場事件中受益（例如，如果一級市場中存在有吸引力的問題），而無需改變策略信念。

環球及歐洲固定收益

我們**對期限整體持中立立場**，對美國持樂觀態度，對日本和德國持謹慎態度。投資者可利用收益率曲線的變動（美國、歐洲、英國的曲線趨平；日本的曲線趨於陡峭）。儘管我們對**歐元外圍**債務持樂觀態度，惟我們仍持謹慎態度。不過，我們對意大利仍持樂觀態度（投資者胃納強烈，最近通過BTP籌集了220億歐元）。法德提議成立「復甦基金」，該建議平衡了對德國法院裁決和債務負擔增加的擔憂。在信貸方面，**美國投資級**（我們最近對該領域表現出更大的積極性）和**歐洲投資級**仍受到央行行動的**良好支持**，但**信貸選擇和質量**對於區分將在危機中是否能渡過破產危機的發行人**至關重要**。我們喜歡次級金融、電訊、製藥和保險，但對美國能源持謹慎態度。美國的債券發行主要集中在投資級借款人和BB級企業（美國聯儲局決定將墮落天使和高收益交易所買賣基金納入其計劃）。我們對BB領域充滿信心，但在此尋求質量至關重要。美國高收益的活動已恢復（需求超出供應），但歐洲的活動卻仍然停頓。**然而，投資者應謹慎行事**。

美國固定收益

價格上漲前景有限的證券和板塊，例如與保險掛鉤的證券（年初至今回報率為2%）以及AAA消費和商業地產證券化，具有一定的回彈能力，並可能以低廉折價為長期投資級公司證券和一些高收益公司債券提供融資機會。我們對AAA級檔以外的RMBS保持樂觀，因為其價差收窄但折價過高。**小心保持充足的流動性，投資者應持有美國國債、TIPS和美國政府機構抵押貸款債券以及現金**。此外，在流動性和定價提供機會之時，這是有意識地減少特質風險的時候。槓桿貸款的利差收緊可能使投資者能夠以接近平價的價格減退BB投資，並在延長信貸期限的同時提高流動性和質量。

新興市場債券

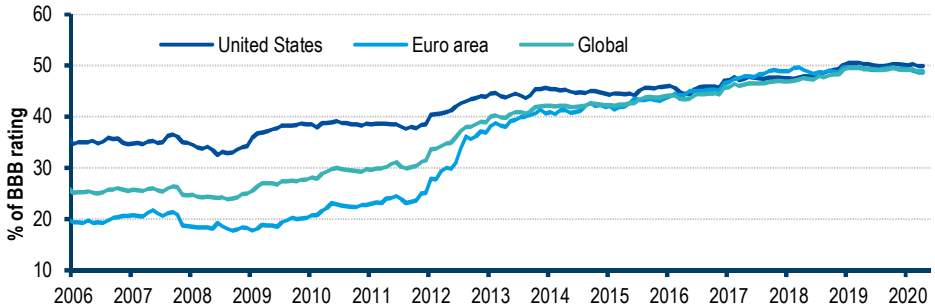
我們很清楚，新冠肺炎危機正對環球增長和企業盈利造成壓力，對新興市場前景產生負面影響，使許多國家陷入衰退。我們對於非常依賴於出口、大宗商品和旅遊業的投資持審慎態度。投資組合對沖和流動性仍然很重要。在硬通貨投資方面，我們持樂觀態度，尤其是在高收益投資（烏克蘭）方面。在一級市場中，有機會以實惠價格獲得投資級產品（墨西哥）。我們對墨西哥和南非的當地利率持謹慎樂觀態度，對俄羅斯持樂觀態度。

外匯

在新興市場外匯方面，鑑於美元和日圓的避險作用，我們對該兩種貨幣持樂觀態度，而現在對瑞士法郎的負面態度有所減少，但對歐元和英鎊持謹慎態度。在新興市場外匯方面，我們採取防守態度。

我們尋找市場錯位，並努力遠離無法承受這場危機的公司。隨着BBB市場份額的大幅增加，這一點顯得尤為重要

投資級產品指數質素細分



Source: Bloomberg, monthly data 30 April 2020. Analysis based on ICE BoA indexes.

GFI=環球固定收益；EM FX =新興市場外匯；HY=高收益；IG=投資級；CHF=瑞士法朗；EUR=歐元；USD=美元；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；TIPS=國債通脹保護證券；GFC=2008年環球金融危機；JPY=日圓。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

股票

盈利可見度低，必須持謹慎態度

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

股息現在可能為順週期，因為股息將反映企業營運的環境，因為後者不僅要對股東負責，而且要對社會負責

整體評估

隨着政府放鬆禁足措施而且世界逐漸擺脫新冠肺炎危機，我們可能會看到政府債務激增、低利率和經濟增長、ESG（尤其是社會因素）的重要性上升、不平等現象加劇、政治分裂、地緣政治緊張局勢加劇（中美、歐盟統一）。我們觀察到「市場情緒」與「經濟基本面」之間形成鮮明對比。必須注意決策者可以提供短期流動性，但需求的復甦亦視乎恐懼和信心。反過來，這仍然可能影響收益和長期公司償付能力。**在可能產生廣泛結果的環境中**，投資者被迫以**極低的前瞻性可見度**來應對這種情況。

歐洲股票

整體而言，鑑於不確定性水平上升和基本面惡化，我們敦促投資者**謹慎行事**。我們必須保持**流程紀律、專注於選股並確保適當的流動性水平**。我們繼續偏愛資產負債表實力，並認為投資者應透過廣泛使用情景分析來平衡短期風險與中期機會。機會仍存，我們建議投資者採用槓鈴策略，一方面投資於防禦性行業（公用事業、醫療保健、消費必需品）有吸引力的股票，另一方面投資於不受干擾和折價的週期性行業（奢侈品、建築）。此外，在某些快速發展的趨勢（例如：電子商務）中，確定一些結構性贏家將是產生長期回報的關鍵。從風格的角度來看，在不受干擾的週期性領域中，價值投資方面有選擇性的機會。

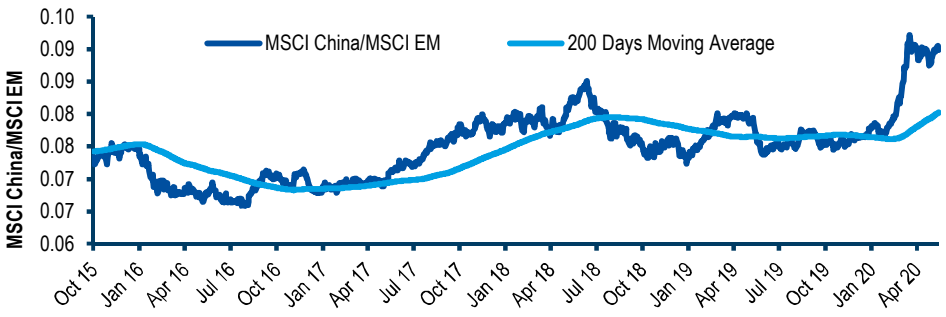
美國股票

美股仍是世界上最佳的長期資產類別之一，在這種情況下，其「跑贏大市」的良好表現仍在繼續。我們預計從四月中旬開始的市場整合將繼續。在投資信念方面，我們相信勝者將繼續獲勝。投資者應避免承受極端短期壓力的行業/股票，包括航空公司、受挑戰的零售商、郵輪公司、高固定成本和低利潤業務以及商業房地產。**相反，我們認為投資者應以ESG綜合方式將重點放在具有可持續業務的行業龍頭公司上。**在修正過程中，這種方法被證明是正確的，我們建議投資者繼續遵循這一方法。當市場環境艱難時，具有市場領先地位的可持續發展公司將獲勝。由於低波動率被高估，**現在也是投資者略微開始增加其投資組合週期性的時候**。在行業層面上，我們偏愛金融、通訊服務和工業，而我們對消費必需品、公用事業和材料持謹慎態度。

新興市場股票

我們將重點放在處於疫情週期後期的國家（中國內地、台灣、南韓）以及較不脆弱（具有彈性國內增長和結構改革進展）的國家（歐洲、中東、非洲、印度）。儘管環球不明朗因素仍然存在，但可能會有逆風，**熟練的自下而上的選股、自上而下的仔細評估，以及流動性管理**可以幫助投資者度過當前的風暴。總而言之，儘管我們暫時傾向於保持整體謹慎的態度，但從中期來看，我們對新興市場資產的前景持樂觀態度，只要不會再引起第二波感染。

中國股票與新興市場的相對表現



Source: Bloomberg, Amundi as at 20 May 2020. MSCI China and MSCI Emerging Markets Price Index in US dollar

專題

在復甦階段控制收益曲線

作為支持新冠肺炎危機期間經濟復甦招數之一，各國央行可以實施收益率曲線控制。儘管具有吸引力，惟該政策的實施和退出風險抵消了收益，尤其是在歐元區方面。此外，對金融市場的影響可能很大，因為連鎖的無風險資產可能會暫時使高風險資產不穩定。

DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監

PIERRE BLANCHET
投資情報部主管

歐洲央行將面臨營運困難和政治障礙

隨着央行關鍵利率接近零，收益曲線控制（YCC）政策重新成為大家關注的焦點。在這樣的政策下，**央行試圖控制收益率曲線的特定點或分段**（通常是10年期）。為此，央行暗示承諾購買（或出售）實現其目標所需的證券數量。**如果央行可靠**，則由於市場套利，**債券收益率往往接近其目標**。在實踐中，收益曲線控制通常類似於量化寬鬆政策的形式，但形式卻大不相同，因為證券購買會根據債券收益率進行調整，而債券收益率卻並不會根據證券購買進行調整。**央行失去對資產負債表的控制**。聯繫收益率甚至可能導致央行縮減資產負債表。如果私人投資者的需求超過融資需求（新發行和再融資），則可能是這種情況。

歐洲央行不太可能採取收益曲線控制措施

收益曲線控制（YCC）在戰後時期（直至1947年）在美國實施，較近期曾在澳洲實施，而自2016年以來，日本央行已明確將其10年期收益率目標定為零。這項政策加上負關鍵利率在日本取得了成功，因為該政策使日本央行得以減少其債券購買並控制資產負債表。在美國、日本或英國等「真正」的貨幣聯盟中，可以想像到使用收益曲線控制，因為當地（中央）政府只有一種債務工具。

另一方面，由於至少兩個原因，該政策在歐元區並不可行。首先，歐洲央行必須同時**管理多條收益率曲線**。除操作困難外，還會有一個**政治障礙**：歐洲央行沒有合法性來估算每筆主權債務中包含的信貸風險。其次，歐洲央行將面臨法律問題，因為該行必須承諾在沒有任何**比例**規則的情況下購買資產，或者甚至要將公共債務貨幣化，而根據《里斯本條約》，歐洲央行不可將公共債務貨幣化。話雖如此，如果美國聯儲局及/或英國央行選擇收益曲線控制措施，這亦可能對德國的收益率產生影響，因為投資者將衡量國與國之間的利差。最後，由於債券市場可能突然調整並可能抵消收益，因此，減退收益曲線控制措施會面臨重大風險。

當受控的無風險利率釋放出風險資產時

對於聯儲局而言，臨時控制曲線上與「點」對齊的短端，並結合中長期的量化寬鬆政策，在成本效益和退出風險方面看來都是一種有效的策略。**收益曲線控制（YCC）結合量化寬鬆政策（QE）**，意味着至少在短期內不會發生將「無風險資產」轉為名義經濟週期的調整，除非期限溢價發生變化。因此，這些收益上限政策應該在復甦階段影響**金融資產的聯動**（波動性和相關性），使其偏離其歷史常態，並提高**未固定的風險資產回報收益**。

實際上，如果美國國庫券和債券收益率保持較低且穩定，並且曲線保持平坦，而投資者對增長的預期有所改善，則股票等**「不受控制的資產」**應會受益於**人為的高估值**。這些資產將成為名義增長預期變化的市場代理，而其收益與債券的相關性將接近於零。然而，股票也將遭受過去三年來我們所見更為劇烈的**波動性體制之影響**，長期波動性非常低，並且突然飆升至極端水平。此外，在波動率調整的基礎上，無風險利率亦**將對提供較高預期收益的投資級信貸**產生影響，而不是高於高收益信貸。最後，由於收益曲線在不考慮經濟復甦的情況下保持平緩，因此**新興市場硬通貨債務**會從尋求收益的投資者中獲得估值支持和資金流入。

然而，圍繞「自然」無風險利率的不確定性亦將導致較高的風險溢價、較低的跨資產相關性，以及可能較低的平衡策略多元化收益。因此，收益曲線控制（YCC）結合量化寬鬆政策（QE）可能會使美國經濟重新步入正軌，但存在至少暫時使**金融市場脫軌的風險**。

本文於22/5/2020定稿

As part of Global Research, the main mission of the newly established Global Views team is to strengthen Amundi's thought on key cross-cutting thematics

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

專題

美國消費者信心狀況：減弱但具抗跌能力

政府的大力支持和健康的消費者資產負債表，為消費者渡過相對短暫但非常嚴重的衰退提供途徑。我們正在密切關注失業的規模和持續時間，以衡量消費者的償債能力。政府支持繼續為金融市場帶來穩定，我們認為這是主動管理的沃土。

ANNALISA USARDI, CFA
高級經濟師

PARESH UPADHYAYA
美國貨幣策略主管
鋒裕匯理投資組合經理

隨着勞動總收入的急劇下降，預計第二季度個人消費將暴跌，其規模遠遠超過環球金融危機的深度。

隨着美國陷入二次世界大戰後最嚴重的衰退中，我們研究了四個關鍵問題：(1) 到目前為止，這場危機如何影響了美國勞動力市場？(2) 美國消費者處於什麼狀況？(3) 主要債務漏洞為何？(4) 按揭貸款、信用卡和汽車貸款違約前景為何？

到目前為止，這場危機如何影響了美國勞動力市場？

新冠肺炎危機導致失業救濟申領和裁員數字的空前增加，幾乎完全消除了有史以來最長的經濟擴張所創造的就業機會。觀乎現有數據，到目前為止，失業人數集中在危機「前線」的行業部門（即：服務業）。無論從絕對還是相對角度來看，受影響最大的是休閒娛樂和酒店款待，其次是貿易、運輸和公用事業。三月至四月，美國失去了2100萬個工作崗位。這些工作崗位主要集中在私營服務行業（佔總工作崗位損失的84%），裁員人數將近1800萬，即新冠肺炎之前的工作崗位的17%。服務業約佔美國勞動力市場的71%。到目前為止，裁員影響了薪水最低的員工和行業，造成了結構性的轉變，暫時提高了整體和各個類別的平均小時工資。不過，我們預期這種現像只是暫時的。由於較短的工作時間和較低的就業率共同導致經濟體系的總工作時間下跌，我們為了解未來消費趨勢而追蹤的總勞動收入替代指標預計將在第二季度暴跌，其程度將遠遠超出環球金融危機期間的深度。

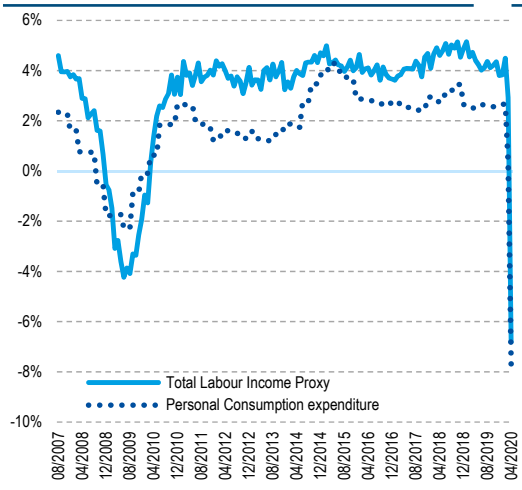
美國消費者如何從這次衝擊中重新浮面，與勞動力市場持續疲軟至關重要。在四月份的紀錄中，據報導相當大一部分人處於臨時裁員而不是失業的狀態。為評估勞動力市場將能夠多快恢復，必須監察重新開放的州份持續申領救濟的下跌速度。此外，儘管大家的目光都集中在失業率上，但值得一提的是，該指標不能完全掌握勞動力市場的疲軟，我們認為，應與勞動力參與率一起密切監測。四月份的LFPR下跌2.5個百分點至60.2%（三月份為-0.7個百分點），這將是辨別衝擊持續性的一個關鍵變量，即其下降是否是對限制人員出行的暫時反應？還是表明勞動力市場更加疲軟的訊號？）。

我們預計2020年美國經濟將收縮-4.5%至-6.5%，五月至六月的失業率將上升至21%。然後，我們假設全年會逐漸下降，但2020年平均失業率將保持在平均10%到12%的範圍內。

消費者從強勢位置開始

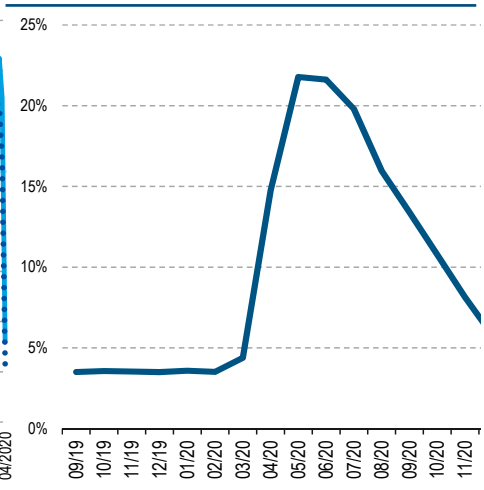
美國消費者基本面一直強勁，尤其是家庭資產負債表。根據美國聯儲局的數據，家庭債務在可支配個人收入中所佔百分比從2007年第四季度的133.5%的峰值急劇

1/ **勞動收入總替代指標相比個人消費支出（實際）同比**



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

2/ **失業率潛在演化**



Source: Amundi Research, Bloomberg data as of 10 May 2020

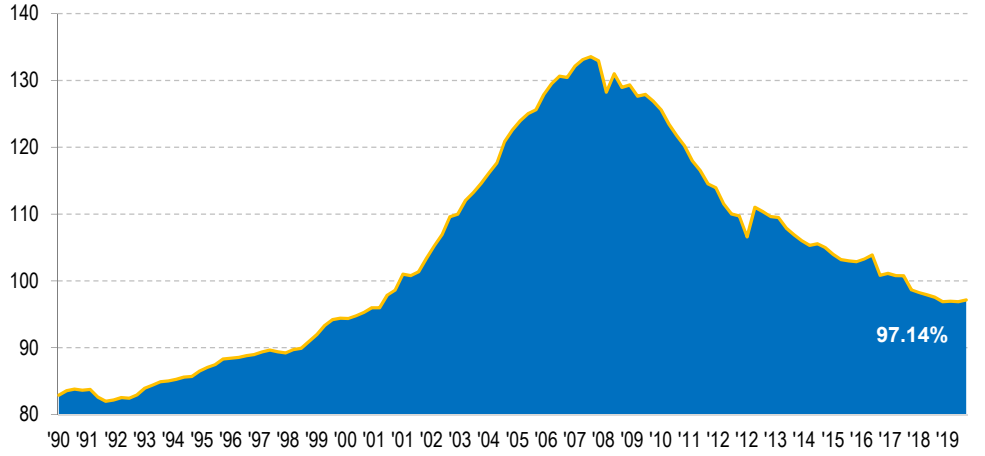
專題

下降至2019年第四季度的97.1%(圖表3)。家庭債務還本付息或償還所欠債務利息的能力佔可支配收入的百分比為9.7%，是自1980年該系列開始以來的最低水平。最後，個人儲蓄率在二月份達到9%，是自2012年以來的最高水平，疫情早期跡象表明，消費者的儲蓄急劇增加，最新的儲蓄率在三月份猛增至13.1%。這是自1981年以來的最高水平。

與新冠肺炎相關的美國經濟停滯和健康問題為美國消費者帶來了沉重壓力。美國經濟諮商局消費者信心指數從3月的118.8下降至四月的86.9，為2014年五月以來的最低水平。尤其是，消費者信心反映了勞動力市場的疲軟。勞動差異（即「大量工作」減去「一工難求」之間的差異）從三月的+29.5降至四月的-13.6（圖4）。在3月20日至5月1日期間，有3300萬人失業；根據Experian的一項民意調查，接受調查的消費者中有61%受訪者擔心工作安全，而78%受訪者

美國消費者基本面一直強勁，尤其是家庭資產負債表

3/美國家庭債務佔可支配收入的百分比



Source: Amundi Research, Bloomberg, last data point 12/31/19.

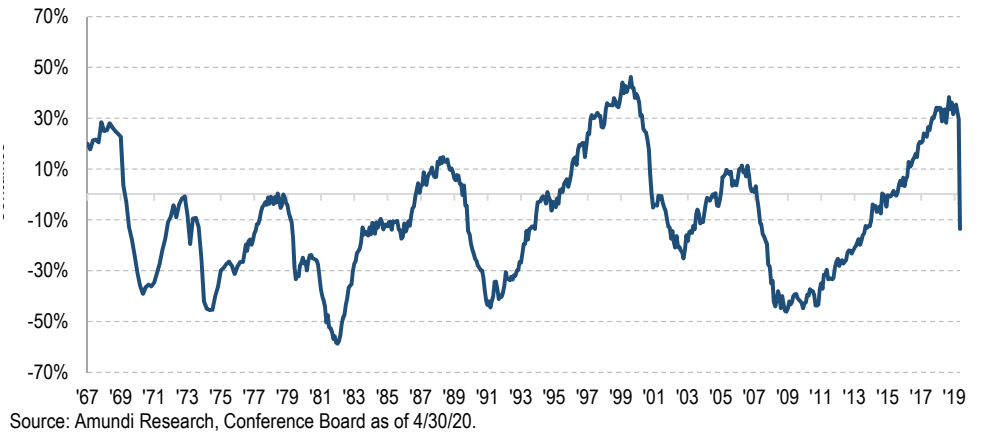
表示其家庭收入受到疫情後經濟衰退的負面影響。

然而，消費者仍然對情況會在六個月內改善感到樂觀，根據央行的數據，消費者預計淨增額將從三月的+2.3增加到四月的+14.3。5月12日美國全國獨立企業聯合會的調查發現，預計78%的失業工人將在年底之前被重新僱用。政府的財政刺激方案和更慷慨的失業保險福利可能正在抵消一些消費者的不安。

關鍵債務漏洞

毫不奇怪，不少美國人開始擔心其償還債務的能力，例如學生貸款、按揭貸款和信用卡賬單。2020年第一季度，新家庭拖欠率（即拖欠支付30天或更長時間）為4.61%。我們從紐約聯邦儲備銀行的家庭債務和信用報告進行的分析顯示，家庭債務總額從2019年第一季度的3.5%同比增長到2020年第一季度的4.6%，是近三年來最快的增長。然而，今天家庭債務佔GDP的比重仍大大低於75.4，低於環球金融危機期間98.6的高點。我們預計貸款增長將顯著放緩。

4/美國經濟諮商局消費者信心指數——大量工作?還是一工難求?



Source: Amundi Research, Conference Board as of 4/30/20.

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

專題

我們認為消費者可能更容易受到三個方面的影響：信用卡債務、汽車貸款和學生貸款

我們認為消費者可能更容易受到三個方面的影響：信用卡債務、汽車貸款和學生貸款儘管住房按揭貸款似乎沒有受到壓力，惟根據我們的分析，這種衰退的嚴重性正在增加在該領域的風險（圖5）。《CARES法》允許面臨財務困難的聯邦擔保抵押貸款借款人尋求最長一年的寬容期。按揭貸款研究公司布萊克奈特（Black Knight）表示，直至四月份，超過7%的按揭貸款持有人選擇將付款推遲90天。話雖如此，有證據表明，即使是獲得寬容的貸款，消費者仍繼續還款。學生貸款的拖欠率最高，但美國政府已自動中止了聯邦學生貸款的本金和利息支付，直到2020年9月30日，佔所有學生貸款的85%。

根據聯儲局有關家庭債務的季度報告，信用卡、汽車和住房按揭貸款的整體拖欠情況保持穩定。

- 信用卡拖欠率從2019年第一季度的6.71%輕微上升至2020年第一季度的6.84%，自2016年第二季度的低谷以來上漲了1.77%。嚴重拖欠率（拖欠付款超過三個月）在2020年第一季度從5.04%上升到5.31%。信用卡拖欠餘額在2020年第一季度與一年前相比保持不變，為4.6%。
- 汽車貸款拖欠率從2019年第一季度的7.07%改善至2020年第一季度的6.89%。短期汽車貸款和二手車貸款往往向較為保守的買家提供，還款較為可靠。
- 住房按揭貸款拖欠率從2019年第一季度的3.5%降至2020年第一季度的3.48%。房價上漲（以及隨之而來的LTV下跌）、穩定的收入增長以及2019年整體經濟強勁增長有助於降低第四季度的拖欠率。

評估消費者債務風險

我們正在使用一個框架，透過比較每10萬份初請失業金人數中新欠款的貸款百分比，提供一種經濟調整後的資產績效指標。如果比率很高，則表明失業率導致拖欠率的增長高於平均水平，顯示鑑於經濟狀況，信貸表現較弱。該比率是評估因經濟狀況而調整的潛在債務償還脆弱性的良好工具。

大多數經濟學家認為，消費者信貸表現與首次申領失業救濟金人數或其他勞動力市場指標（如失業率）密切相關。在我們的分析中，我們發現信用卡和汽車貸款存在拖欠的風險，違反了經濟調整後的疲軟表現領域。由於過去幾年強勁的經濟和低失業率本應導致拖欠率下降的趨勢，因此19年第四季度的汽車貸款拖欠率增加令人感到困惑。低收入增長和信貸評分低的次級借款人汽車貸款增加，可以解釋拖欠率何以上升。

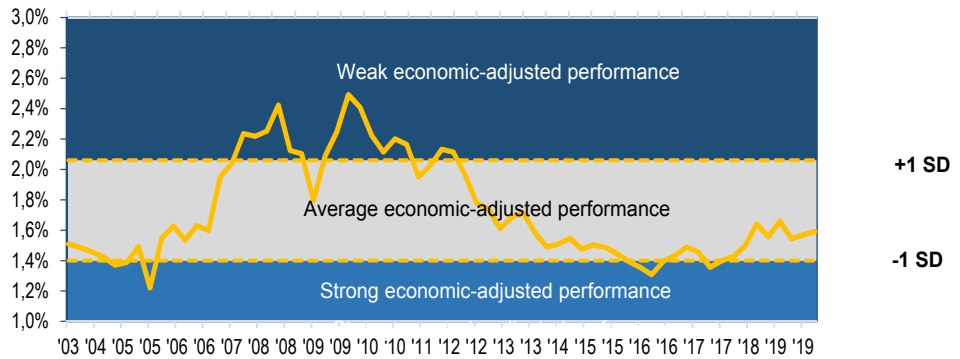
另一方面，第一季度業績表明，經調整的住房按揭貸款業務表現穩定。新拖欠率持平，而2019年第四季度的首次申領失業救濟金人數有所上升。這表明按揭貸款市場可能沒有可衡量的壓力。

按揭貸款、信用卡和汽車貸款違約前景

在按揭貸款（9.7兆美元）、學生貸款（1.54兆美元）、汽車債務（1.35兆美元）和信用卡貸款（0.89兆美元）的帶動下，美國家庭債務在2020年第一季度增加了1550億美元，至14.3兆美元。

為幫助我們確定違約風險，我們對自1999年以來的失業率與90天拖欠率的年度變化進行了迴歸分析。我們利用線性趨勢線揭示了貸款違約率上升與失業之間的預期關係。我們的分析顯示，隨着失業率上升1%，汽車、信用卡、按揭貸款的違約率可能分別上升0.1%、0.9%、0.9%。使用彭博通訊社（Bloomberg）的2020年底失業率加權平均預測為9.7%，我們估計90天的拖欠率分別為3.0%、10.6%和6.5%，而2019年第四季度為2.4%、5.3%和1.1%，而2009年在典型衰退週期中的高點分別為3.5%、11%和8.4%。

5/**住房按揭貸款經濟調整後的信貸表現**



Source: Federal Reserve Bank of New York 12/31/19. (Source of adjusted measures Moodys analysis titled "Post crisis low household debt delinquencies expected to rise modestly," February 12, 2019)

專題

違約的程度將視乎因疫情而經濟衰退的時間和嚴重程度

為何這次可能有所不同?

我們的潛在違約分析假設典型的經濟衰退條件;然而,這遠非「正常」。

- 非農就業數據顯示,臨時裁員達到1810萬,幾乎佔失業人數的90%。《CARES法》取消了必須積極尋找工作的要求,使申請失業救濟金更加容易。這可能意味着隨着經濟重新開放,勞動力市場將更快地逆轉。
- 每週多領取600美元的失業救濟金,再加上國家補助金,導致收入改善的人數異常地多。州和聯邦福利平均為每週978美元,而危機前福利為每週378美元。根據Countable.com的數據,在危機發生前,一半以上的工人每週帶回家的收入不足957美元。《紐約時報》最近報導指:「半數以上州份的工人將平均獲得比正常工資為多的失業救濟金」。這將支持消費者支付賬單的能力。另一個樂觀的方面是,《CARES法案》慷慨地將失業救濟金增加13週至總共39週。
- 消費者計劃在收到直接付款支票和失業救濟金後,更加小心翼翼地花費和儲蓄。根據Magnify Money LendingTree於2020年4月進行的消費者調查,42.6%受訪者打算支付賬單,28.5%受訪者打算支付房租/抵押,26%受訪者打算儲蓄。此行為在緩解廣泛的違約方面大有幫助。

結論

新冠肺炎危機引發了裁員潮,很可能將失業率推高至20%以上的峰值。不過,由於不少裁員屬臨時裁員,因此隨着各州重新開放和經濟活動恢復,就業的恢復速度可能會比平時更快。儘管我們預計勞動力市場不會完全恢復健康,但我們確切預計下半年失業率將隨着經濟增長而回落。在這種情況下,我們應監察兩個關鍵方面:(a)重新開放的州份的失業救濟人數變化率,以衡量失業者重返工作崗位的速度;(b)勞動力參與率,以評估對勞動力造成的損害的持續性。一個健康的勞動力市場,儘管不能達到2020年初的充分就業水平,但對於評估美國消費者的抵禦能力至關重要。

儘管新冠肺炎疫情所造成的衰退嚴重,我們認為拖欠率可能無法達到典型低迷時期的升速,尤其是考慮到先前強勁的經濟和50年來最低的失業率。失業的潛在暫時性質、前所未有的政府福利水平和持續時間,加上消費者節儉,應有助於盡量減少大規模違約的可能性。

最終,違約的程度將視乎因疫情而經濟衰退的時間和嚴重程度。衰退急劇,但失業率加快下降,將減少違約的可能性。只要失業高峰是短暫的,我們相信消費者資產負債表將保持健康,足以使美國消費者渡過相對短暫但非常嚴重的衰退。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

本月主題

在第一季報告季度過後，市場共識可能仍然過於樂觀

美國標準普爾500指數的漲幅為-12%，歐洲Stoxx 600指數則為-35%，儘管疫情僅在季末開始，但該季度受到嚴重打擊。因此，可以肯定，第二季度業績將更加糟糕，但今年業績將會觸底。即使這樣，對今年第二季度和2020-2021年業績的市場共識仍然遙遙無期。因此，到目前為止，重新開放經濟所產生的積極影響似乎已被抵消。

IBRA WANE
高級股票策略師

2020年的破裂勢頭

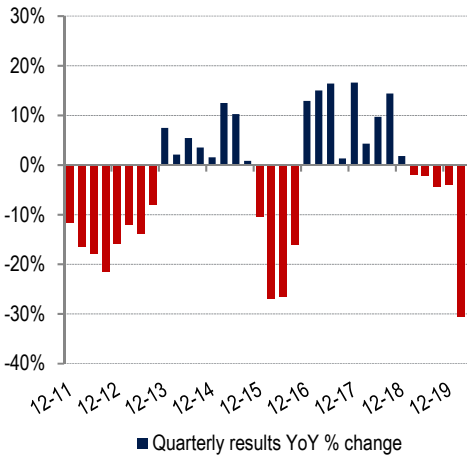
疫情已嚴重打擊一個報告季度

現在第一季度的報告季節快要結束，是時候進行初步評估。儘管這一流行病在第一季度還未達到高峰，惟疫情仍然嚴重打擊各項數字。自2015年以來，季度業績首次出現大幅下滑，其中美國的**標普500指數**下跌了**12%**，歐洲的**Stoxx 600指數則下跌35%**。

由於**疫情在第一季度才開始**，因此情況更加令人震驚。根據世界衛生組織的數據，截至3月31日，全世界報告的病例只有75萬，而截至5月12日，則超過400萬。死亡人數也從不到4萬人激增至近30萬人。

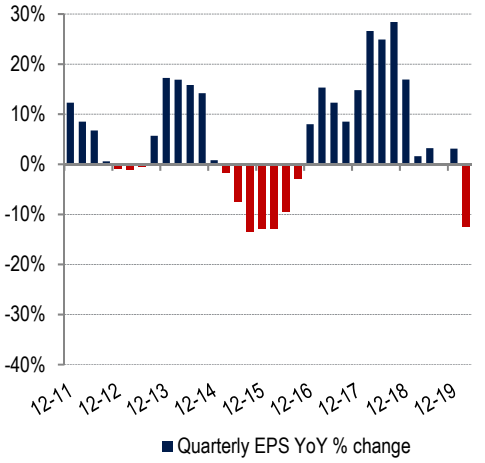
美國和歐洲企業盈利急劇下降，但在歐洲的情況更甚，由於當地疫情嚴重，加上隨之而來的禁足措施使歐洲遭受更早的打擊。截至3月31日，歐洲的病例數量是美國的三倍（分別為42萬人及14萬人），死亡人數是美國的五倍（分別為11591人及2398人）。隨着美國從四月開始成為疫情的新中心，這些比例在第二季度可能會重新平衡。

1/ **Stoxx 600指數季度業績**



Source: IBES, Amundi Research

2/ **標普500指數季度業績**



Source: IBES, Amundi Research

重大行業分裂

兩軌制結果，視乎行業而異

從第一季度的數字跳出來的另一件事是在歐洲和美國這兩種類型的板塊之間的明確區分。

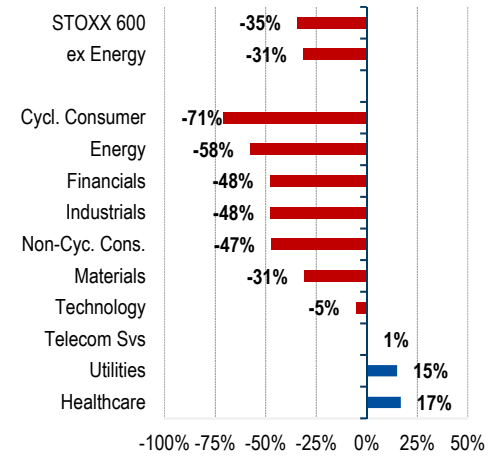
歐洲**最具回彈力的行業板塊**包括醫療保健、公用事業、電訊和較小程度的技術板塊，這些行業板塊以一種或多種方式設法保持其數字穩定甚至在第一季度有所改善。**相反**，工業、金融、能源和消費週期性產品下跌了-45%到-60%。在美國，這種細分幾乎沒有什麼區別。

這主要是由於**週期性因素和防守因素之間的脫鉤，而不僅限於此**。傳統上，**能源**被視為防守工具，但是在油價因環球需求疲軟以及石油輸出國組織、俄羅斯和美國生產商無法同意產量限制而暴跌之後，**能源**的業績在第一季度暴跌。相反，由於網上通訊和網上零售增長、網絡使用量增加、記憶體價格上漲，週期性的**技術類股**表現更好。然而，禁足措施對其他行業的打擊尤為嚴重。因此，一些通常高度週期性的行業（例如：**航空運輸、汽車、酒店、餐廳、休閒娛樂**等）的業務停頓。在最近幾個季度開始加速增長的**金融類股**有所下跌，由於必須為借款人的預期疲軟而撥備。

本月主題

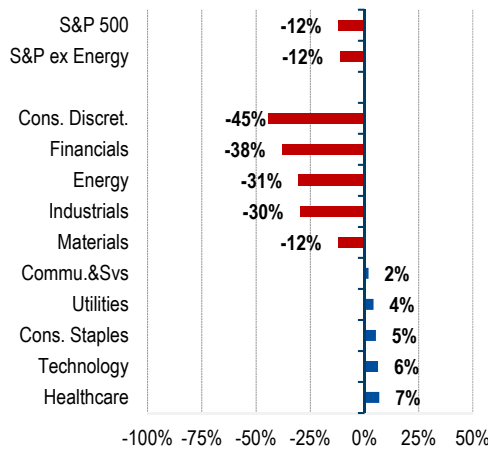
盈利修正已加快，但仍有漫漫長路

3/ **Stoxx 600指數:20年首季收益 (同比百分比變化)**



Source: IBES as May 12 2020, Amundi Research

4/ **標普500指數20年首季收益 (同比百分比變化)**



Source: IBES, Amundi Research, as May 12 2020

調整2020年市場共識的步伐已加快.....

在相對緩慢的開始之後，**自2月中旬以來，盈利向下調整的共識迅速加速**。舉一個例子，Stoxx 600的**第一季度**預測已從1月1日的**+10%**降到二月中旬的**+3%**，三月下旬降到**-13%**，而5月12日則跌至**-35%**。對稱地，將**2020年全年預測**從1月1日的**+8%**下調至5月12日的**-25%**。

這種**速度變化**追隨了疫情的各個階段。**新年伊始**，市場仍對病毒不屑一顧，只專注於緩解中美貿易戰。

此後，**一月中旬**武漢的疫情傳出後，投資者認為疫情相對本地化，只會透過價值鏈產生間接影響。

然後，從**二月中旬到三月中旬**，歐洲出現第一批病例，尤其是在意大利，確診病例從3宗增至24700宗，死亡人數從0宗增至1800宗，修訂步伐有所加快起來。

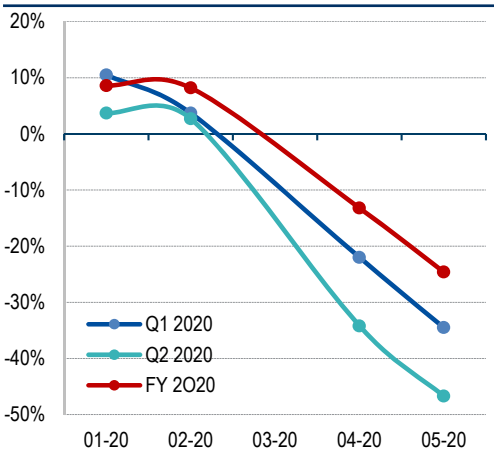
然而，直到**三月下半月**，由於實行了禁足措施，市場共識才真正開始衡量疫情的影響，而宏觀和微觀經濟預測都開始下跌。

.....但仍遠遠不夠

盈利修訂已加快步伐，但我們仍然認為修訂並未完全反映現正開始的經濟衰退的嚴重程度——儘管大家仍在爭論經濟衰退會持續多久，但大家對經濟衰退的嚴重程度毫無疑問。這將是第二次世界大戰以來最嚴重的一次經濟衰退。

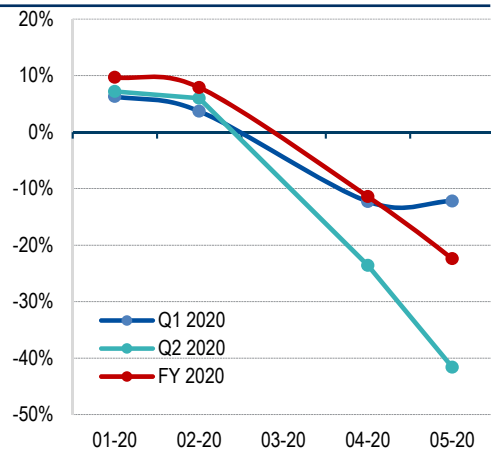
國際貨幣基金組織預測2020年全年環球GDP收縮3.0%，其中美國為-5.9%，歐元區為-7.5%，相比之下，2009年金融危機時三個數字分別為-0.1%、-2.5%、-4.5%。東方

5/ **Stoxx 600指數 隨時間變化的收益估算**



Source: IBES, Refinitiv as May 12 2020

6/ **S&P 500指數 隨時間變化的收益估算**



Source: IBES, Refinitiv as May 12, 2020

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

本月主題

特殊項目會進一步削弱業績

匯理經濟師對其預測範圍亦同樣悲觀，其核心情景在環球範圍內為-2.4%至-3.9%，其中美國為-4.5%至-6.5%，歐元區為-7.5%至-10.2%。

鑑於2009年金融危機期間美國企業的每股盈利下跌35%、歐洲下跌47%，因此很難看出這次在整整一年期間，標準普爾500指數和Stoxx 600指數的盈利為何只分別下跌22%和25%。

在沒有任何有利的基礎效應下，很難想像能緩解像2009年那樣的衝擊。當時，雷曼兄弟破產後，盈利已在2008年第四季度開始暴跌，而新冠肺炎疫情則在2020年第一季度開始出現。

儘管2020年第一季度的業績已經下滑，關鍵時刻卻在第二季度。儘管急於降級，但市場對第二季度的共識預測（歐洲為-47%、美國為-42%）仍然過於樂觀。在歐洲，第一季度平均禁足15天足以使利潤下降35%，但很難看到第二季度45天只會造成47%的下跌。在美國，考慮到顛覆性公司在遙距運作方面的能力更強，因此第二季度的業績應比歐洲更具回彈能力。即便如此，這種回彈力也不應過分誇大，而第一季度-12%的數字亦不是一個很好的指引，因為當時美國尚未開始禁足措施，而在第二季度，預計（就如歐洲的情況）禁足措施將持續近六週。

從季度轉為從兩年期來看，還有更多驚喜。例如，根據2020年最初的23%的跌幅，隨後在2021年28%的漲幅，**Stoxx 600指數的市場共識是累計跌幅僅為1.5%。標準普爾500指數**亦是如此，根據市場共識預測（2020年為-21%，2021年為+28%），2021年的業績甚至將略高於2019年（+0.9%）。在這兩種情況下，這一切都顯得更加**不太可能**，因為，即使2020年出現反彈後，美國的**實際GDP**不太可能在2022年之前返回到其**起點**，而歐洲的**實際GDP**不太可能在2023年之前返回到其**起點**。

我們預計Stoxx 600盈利的初始跌幅會更大（-60%），隨後反彈勢頭減弱，**這將導致兩年累計跌幅15%。**

我們基於Stoxx 600指數的總賬戶和對**槓桿的綜合分析**得出了這一結論，同時考慮了收入的變化、固定和可變成本以及可能出現的重組。我們這樣做的原因是，在如此嚴重的情況下，最好是依靠分析方法，而不是傳統的相關性（例如收入和GDP等），後者在極端情況下會很快達到極限。從定義上講，其數量很少，但可以大大扭曲相關的質量。

下圖細分了直至2021年底的季度預測。在2020年第二季度**觸底**之後，預期結果將實現**連續增長**。然而，2020年第四季度和2021年第四季度都可能受到沉重的**特殊費用**打擊。

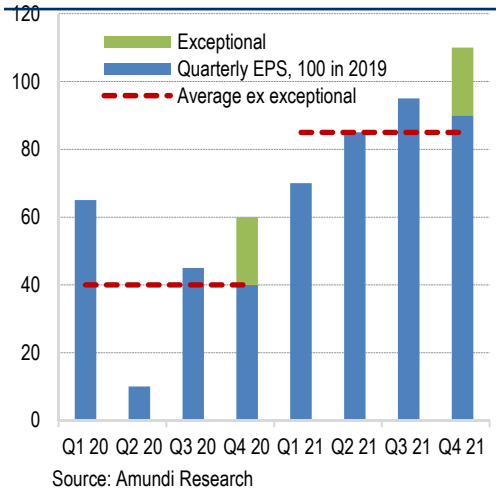
除物流方面的挑戰外，禁足措施後的工作（運輸、員工返回崗位以及重新安排辦公室和公共接待區等）將使企業忙到夏天，**然後在今年秋季增加產能，**預計將有幾家公司在今年下半年宣佈**生產力計劃，**以便適應新環境。鑑於減退需求所需時間且面臨巨大挑戰，可能需要在2021年下半年採取更具結構性的第二輪措施。

結論：市場價格已反映期待已久的復甦。

我們應該很快得到確認，隨着禁足措施逐步解除，**歐洲經濟確實**在4月至5月**觸底，**並應在6月開始改善。儘管如此，鑑於股票市場從三月中旬的低點反彈的進取程度，**這種熱切期待的復甦似乎已經被消化了。**

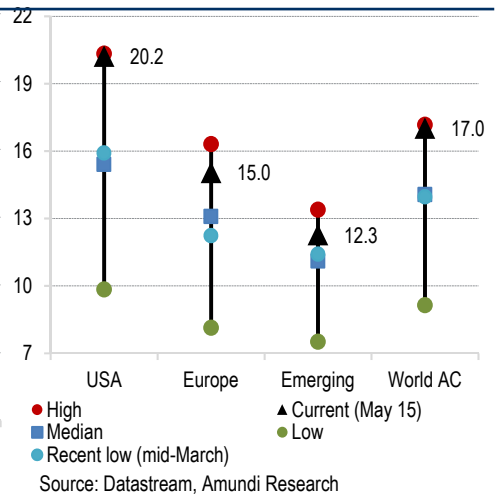
即使估值比率已經很高——大西洋兩岸的12個月遠期市盈率都處於12年高點或

7/ **Stoxx 600指數**
按週期進行的季度每股盈利預測）



Source: Amundi Research

8/ **12個月遠期市盈率（**
（按週期進行的季度每股盈利預測）
（2008-2020年）



Source: Datastream, Amundi Research

本月主題

接近12年高點——如我們預期，如果將未來幾個季度的預測進一步下調，**估值比率才會上升**。因此，僅在歐洲，我們的檢討更加深入，到2021年，市場共識將不得不累計下跌14%。

因此，這將阻礙股票市場的上漲潛力，並導致通往持續反彈的道路混亂，並依賴於擴大支援措施和/或醫學上的突破。

本文於20/5/2020定稿

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

中央和替代情景

本月更新

我們維持疫情的整體敘述，確認分配給基本情景和替代情景的概率。

下行情景 L型

20%

- **大流行持續到2021年中**，醫療進展緩慢，2020年末爆發第二輪疫情
- 隨着死亡人數的增加，**國家禁足措施獲得延長**
- **長期且深遠的環球經濟衰退導致經濟蕭條**。需求和經濟活動崩潰，甚至超出了是次公共衛生突發事件的直接影響
- 環球**債務全額貨幣化**，公共債務激增、央行資產負債表擴張
- 倒閉企業**潛在產出損失**
- 長期**金融壓制**（透過監管和零利率政策）
- **大規模破產和企業倒閉的成本不斷上升**，削弱了人們對銀行業的信心，並導致金融不穩定
- **長期停滯**重燃，**去全球化成為新規範**

中間情景 ⎵/底座型情景

50%

- 暫時但長期衝擊：
  - **2020年第二季度末大流行尚未結束**（死亡率下降，但疫情並未消失）
  - 由於各國**「禁足期」有限**，疫情終於在第三季度得到控制
  - 脆弱的新興市場（非洲和南亞）遇上健康和經濟危機
- **2020年第一、第二、第三季度的環球深度衰退**，各地區的速度和強度不同，且失業率攀升
- **從2020年第四季度開始緩慢有序復甦**（滯後效應和增長緩慢），然後**在2021年反彈**（主要受基本效應及刺激措施驅動）
- 政府及央行的**緊急政策**在短期（第二季度）能平息情緒反應（恐懼因素），而且**保留了收入和業務**（因地區而異）
- 隨着融資條件趨緊、利潤下降以及油價下跌，**2020年的企業違約率激增**。信貸市場的高度分散和償付能力問題將在2021年加劇
- **製造業的逆轉落後於服務業的逆轉**
- 世界其他地區的需求疲軟抑制**中國復甦**
- 一些滯脹勢力的實現（**去全球化**）

上行情景 U型

30%

- **限時衝擊，大流行**於2020年第二季度得到控制
- **深度但短暫的衰退**（主要在2020上半年），就業情況迅速復甦
- 環球中央銀行和財政**協調行動**支持經濟早於2021年復甦（回到危機前的水平）
- 製造業和服務業**逆轉**
- **公司違約數量有限**，因為各國政府的支持和央行的流動性措施
- 需求激增成為現實
- **經濟增長在2021年高於潛力**，且可能於某些國家早在2020下半年出現

我們就新冠肺炎疫情的立場如何？

中國宣佈已打敗新冠肺炎，經濟似乎已回到正軌。儘管疫情仍可能出現第二波，惟中國、日本和其他亞洲國家已成功控制迄今出現的新集群。**歐美逐步取消禁足措施**，而每日的新冠肺炎患者死亡率持續下降。

在撰寫本文時，根據官方數據，大約有550萬人被感染，35萬人死亡，其中三分之一來自美國。巴西醫院不堪重負，而俄羅斯則有35萬多例，死亡率相對較低。然而，隨着病毒在新興國家中傳播，統計數字越來越不可靠。

儘管由於數項醫學研究顯示出令人鼓舞的結果，找到合適的藥物或疫苗的機會在增加，但目前仍然沒有對該疾病的治療方法。因此，社交隔離、部分或完全禁足，以及口罩、病毒測試和洗手液的供應是控制疫情爆發的主要因素。大部分國家（包括歐盟內部）都保持邊境封鎖申根地區和各先進國家正在爭奪醫療設備、藥品和潛在疫苗。獲得疫苗的不平等可能會成為未來**地緣政治緊張局勢的根源**。

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。儘管我們確認整體前景敘述，但疫情加劇了現有的脆弱性，同時，我們看到更多風險實現：金融和地緣政治風險的可能性將越來越高。

經濟風險	財務風險	(地緣)政治風險
10%	15%	15%
概率	概率	概率

經濟蕭條

- **歐洲復甦基金**姍姍來遲，實施動力不足。隨着經濟分歧加劇，影響到歐洲央行的定位。
- 疫情繼續，可能出現第二次爆發，且死亡人數不斷上升，導致各國重新推行禁足措施
- **環球長期深度衰退：**失業率居高不下，需求仍然低迷
- 緊急危機應對後的**債務負擔不可持續**，導致主權債務危機
- **違約風險上升**，新興市場脆弱性加劇（單一商品出口國、旅遊業）

+ **現金、掛鉤證券、美元、防禦性相對週期性產品**

- **石油、風險資產、外匯商品、新興市場本地CCY出口商**

財務不穩定

- **公司脆弱性不斷增加**、償付能力問題以及違約風險增加（增加15%，甚至20%）
- 由於環球經濟衰退和金融不穩定，大量違約事件**蔓延到銀行業**並加劇了金融風險
- **央行政策效率低下**：儘管聯儲局的量化寬鬆政策，美國國庫債券的長期債券收益率仍將上升，而一級市場的回升步伐較慢（歐元區可能亦然）
- 由於對現有財政和外部脆弱性的過度政策放鬆，導致**評級被下調、國際收支危機以至是信貸違約**

+ **瑞士法朗兌澳幣、日圓（澳幣、紐幣、加元）、信用違約掉期、期權性、最低交易量**

- **石油、風險資產、前沿市場、資本外流**

新冠肺炎疫情加劇了政治緊張局勢

- 從新冠肺炎對應到貿易和技術等許多領域，**美中裂痕**日益加深
- **歐盟未能**同意及／或執行復甦計劃，最終破壞了政治一體化
- **美國大選：**更為激進的競選言論拖累市場。選舉結果帶來政治僵局。
- 新冠肺炎再爆發引起的**經濟和國家安全**利益（和目標）導致新一輪貿易衝突
- 英國正步向**硬脫歐**

+ **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、EMBI**

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。我們對擴大後的宏觀經濟數據集使用k均值聚類算法，將觀察結果劃分為K聚類，其中K代表數據集中的大部分可變性。根據其相似性，觀察結果屬於其中一個群集。透過最小化觀測值和聚類質心之間平方歐幾里德距離的總和（即每個聚類的參考值），可以將觀測值分組為k個聚類。距離越大，屬於指定體制的可能性越低。最終應用了GIC定性疊加。

– 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。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

交叉資產調度：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

- **環球市場共識已達到新低，甚至超出了環球金融危機的水平；花旗銀行ESI測算的環球經濟意外似乎已經開始有所逆轉。**
- 由於未來幾週可能會出現新的負面數據，市場共識可能會更低，但鑑於非常低且悲觀的預期，不少國家已發生的修正可能會為經濟帶來一些驚喜。

基本面與估值

- **預計盈利將在今年第二、第三季度下跌，並在2021年反彈。**
  - 一般而言，在中央情景下潛在的上升空間不足以抵消下行風險情景潛在的進一步下跌。
  - 估值：市盈率並沒有標出潛在的切入點（標準普爾500指數市盈率為17；2020年Euro Stoxx 600指數市盈率為15）。

防禦性資產配置

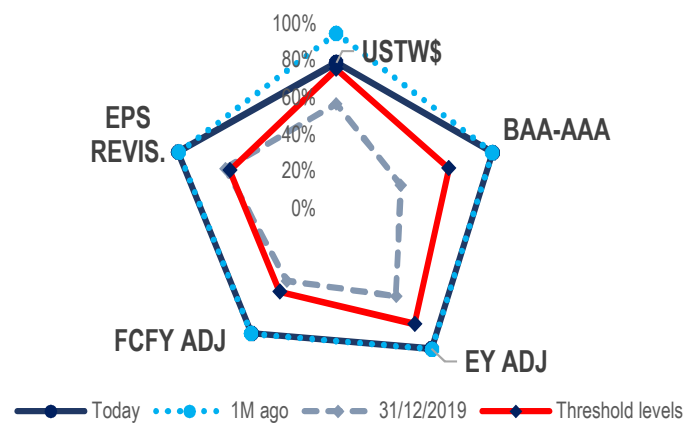
技術資料

- 根據**戰術訊號**（即：除純粹的情感指標之外的**技術因素**），情況保持好壞參半。儘管技術指標發出積極訊號（即：良好勢頭，本月中期得分正趕上短期讀數上月的利好得分），**但情緒指標仍預示着負風險環境**。

情緒

- 在觀察金融狀況時（該狀況仍很緊張，但由於對央行的干預而有所緩解），銀行系統的健康指標（泰德利差、倫敦銀行同業拆息、商業票據）已回到接近10年最低的水平。實際上，銀行已獲得大量流動資金。問題是：銀行是否要不計風險地將流動資金循環到系統中？從流量的角度（道富數據）來看，四月份／五月上半月的情緒一直是「中性+」。實際上，深入研究行為風險記分卡（BRS）指標，似乎市場的情況保持不變：無論未來前景如何，央行都很難與之抗爭。

跨資產前哨閾值（CAST）觸頂



Amundi Research, Data as of 15 May 2020

CAST標誌着極高的風險感知。

由於穆迪點差對低質信貸工具造成的持續壓力，「前哨」在頂部上方波動（AAA↓↓、Baa↓）。每股盈利繼續向下修訂，觸及歷史最低點。

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 中美緊張局勢升級

關於中國在應對疫情中扮演的角色的言論激增，中美緊張局勢升級。涉及關稅和額外關稅措施（例如針對華為）的緊張局勢將導致中國採取報復行動，使先前的努力徒勞無功。中國的一種反應可能會在外匯領域發揮作用：我們設想了一種風險情景，即美元兌人民幣從7.15的基本情況上升至7.30。從更廣泛的角度來看，新冠肺炎可能會加劇當前的貿易緊張局勢，導致結構性衝突加劇，從而引發「冷戰」。

2 勞動力市場

美國：在第一輪中，失業主要集中在一線行業（即與服務業和酒店接待相關的行業）的中小型企業、低薪行業和僱員。勞動力人口的組成和平均時薪的計算發生了變化，時薪已大大增加。據報告，一些失業者為臨時裁員。目前，14.7%的失業率可能低估了損害的全部程度。情況在接下來的幾個月中將變得更清晰（第二輪影響將造成更深層次的經濟損害）。我們估計大約有3000萬個工作崗位處於危險之中，失業率可能上升到22%左右，然後（在第二季度至第三季度達到頂峰之後）逐漸減少。請留意：持續申領救濟（正在開放的州份，數字是否會下跌?如何下跌?）和勞動力參與率趨勢（是否保持疲軟?人們是否回來找工作?）。

中國經濟正在復甦（基於宏觀和微觀證據），顯示在製造業就業壓力正在加劇的情況下，服務業可能會陷入最糟糕的時期。在這兩個因素之間取得平衡，失業率短期內可能會徘徊在略低於6%的水平。二月的最差數字是6.2%。

3 德國憲法法院裁決

德國憲法法院的裁決對歐盟的法律架構提出了挑戰。與對貨幣政策和經濟的短期影響相比，政治後果是更大的威脅。最好的策略是讓歐洲央行不要作出反應，而要承認這一裁決並繼續照常運作。否則，這很可能為其他國家法院鋪路，以質疑歐盟法律框架的合法性。

4 資金需求增加

資金需求增加會造成市場混亂和利率壓力。由於央行將貨幣化更多的債務供應以及短期及長期債券（聯儲局購買無限量的美國國債和MBS；歐洲央行增加PEPP的規模），因此加息的空間有限。基本情況是曲線因暗淡經濟和通脹預期而趨於平緩。

5 股票市場

在每股盈利增長低迷的環境下，股票市場價格考慮更接近上行情景的現實。估值因各國央行「不惜一切」和放鬆融資條件而上升。根據政策反應和禁足措施，我們維持對風險資產的策略偏好，但估值提升並未在今天提供最佳的上漲空間。我們建議不要追逐股票，而偏愛投資級產品的相對安全性。

英國脫歐：無協議脫歐的可能性正在上升

由於英國與歐盟之間的**第三輪**談判未能取得重大進展，雙方都面臨着無協議脫歐的風險。確實，距六月底的截止日期只有幾週，英國仍可以要求延長會談的期限，迄今為止，英國拒絕這樣做。**新冠肺炎危機導致一些延誤**，但現已透過視像會議重新開始談判。歐盟談判代表Michel Barnier和英國代表David Frost在最後一輪談判中惡言相向，突顯了在關鍵點上的分歧，包括共同的治理、社會和環境標準，即所謂的**「公平競爭環境」**。其他主題仍不清楚，例如避免在愛爾蘭實行硬邊界或移民規則的解決方案。

誤解根深蒂固。實際上，歐盟仍在努力達成協議，這將使英國能夠以協議附帶的義務廣泛進入單一市場，而英國基本上是在尋求基於貿易協議的輕度義務並且不希望受到歐盟監督。

時鐘在滴答作響，情況迫在眉睫。原定於6月18日至19日舉行的歐洲理事會原本應該與英國討論這項新條約，而要在七個月之內最終達成協議並獲得27個成員國的批准則顯得極為倉促。除非雙方都改變立場且英國要求延長關稅，否則，1月30日離開歐盟的英國將不會在2020年12月31日與歐盟這個主要經濟夥伴達成貿易協定的可能性變得越來越大。儘管如此，去年經過非常緊張的談判，雙方終於表現出實用主義並簽署了《英國脫歐協議》。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

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	-/=		經濟數據(疲軟)與市場表現(積極)之間的相關性從未如此低,市場價格正考慮快速復甦,我們認為這過於樂觀。我們相信盈利預測將繼續下跌,並且我們保持防守態度。然而,不應將這種謹慎的觀點與長期的樂觀態度相混淆,因為美國股票相對於其資本成本的估值合理。此外,美國股票股息收益率高於10年美國國債,情況實屬罕見。
	歐洲	-/=		在前瞻性可見度低且結果範圍廣泛的環境中,空前的經濟「突然停止」已影響了需求和供應。因此,應謹慎行事,我們建議投資者透過保持流程紀律、專注於選股和確保適當的流動性,在短期風險與中期機會之間取得平衡。
	日本	=		企業估值仍低於其長期平均水平,資產負債表槓桿率不足;不過,當前的經濟衰退和環球需求疲軟將影響收益。我們保持中立。
	新興市場	=		我們整體上持謹慎態度,並將重點放在處於疫情週期後期的國家(中國內地、台灣、南韓)以及國內經濟增長強勁且結構改革取得進展的國家(歐洲、中東、非洲)的企業。然而,由於環球不明朗因素仍然存在,而且進一步的貿易緊張局勢已迫在眉睫,可能會有不利因素。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		在量化寬鬆計劃和外國資金流入的支持下,美國國債需求仍然強勁。雖然聯邦公開市場委員會最新的政策利率保持不變,但美國國會批准了額外的財政措施,導致總財政刺激額接近3兆美元。包括長期債券在內的發行計劃將為市場帶來更多的存續期。
	美國投資級公司債券	=/+		在持續的量化寬鬆政策的支持下,投資級產品的利差收緊,市場吸收了創紀錄的公司債券發行。鑑於這種利差收緊和不明朗因素(社會、經濟和市場)的加劇,小心選擇變得越來越重要。然而,有吸引力的估值為未來一到兩年的回報提供了誘人的前景。
	美國高收益公司債券	-		聯儲局在四月初出乎意料地擴大了其公司證券購買計劃的範圍,當中包括與危機相關的「墮落天使」以及由高收益交易所買賣基金,此舉支持了經濟活動和利差收緊。儘管如此,由於任何經濟復甦都可能緩慢,因此我們仍然非常謹慎並注重質素。
	歐洲政府債券	-/=		我們保持謹慎態度,並拭目以待,看看其他歐盟成員國如何接收法德之間最近為推動成立復甦基金而達成的協議。我們仍對外圍債券持溫和的樂觀態度。
	歐洲投資級公司債券	++		歐元投資級產品應受益於當前的正常化環境和歐洲央行龐大的流動性支持。我們對歐洲投資級產品維持樂觀態度,尤其是金融類次級債務。
	歐洲高收益公司債券	-/=		我們對汽車等工業領域以及製藥和媒體行業仍然保持謹慎選擇。整體而言,我們認為流動性正在穩定,但在當前市場環境下仍然緊張。
	新興市場債券(硬通貨)	=/+		新冠肺炎和石油動態正在塑造新興市場的經濟環境,整體而言,我們一直持謹慎態度。我們對硬通貨債務保持樂觀,我們對部分高收益產品持樂觀立場,並且我們相信某些投資級主要市場產品具有吸引力。
	新興市場債券(當地貨幣)	=		我們喜歡當地利率,並相信選擇選股在墨西哥和南非等國家很重要。俄羅斯繼續提供誘人的價值。請注意,我們對外匯交易保持謹慎。
其他	商品			由於環球的禁足措施,週期性商品不受經濟背景的支撐,石油也遭受同樣的命運。儘管油價會從經濟活動的復甦中受益,但市場仍在消除巨大的結構性「供過於求」情況和「無復甦」情景。黃金仍然是該框架中的最大贏家,因為黃金同時受益於經濟不確定性、不斷增加的政府赤字和各國央行的量化寬鬆購買計劃。
	貨幣			儘管央行和政府干預措施有助於抑制信貸風險並緩解金融狀況,但美元仍保持彈性,僅見相對幾種貨幣貶值。此外,當我們看基本面時,美元指數(DXY)的交易價格高於其公允價值。然而,在不明朗時期和預計出現增長預期期間,估值無法正常產生作用。歐元一直表現不佳,因為歐元區增長正在崩潰(超於美國),且德國法院的裁決結果產生影響。然而,法德兩國對復甦基金的協議可能正面。我們對歐元兌美元的12個月目標匯價為1.14。

圖例

---	--	-	=	+	++	+++	▼	▲
負面			中性		樂觀		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2020年5月25日對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估,並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育目的使用,並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。
IG=投資級公司債券;HY=高收益公司債券;EM Bonds HC/LC=新興市場硬通貨/本幣債券。WTI=西德克薩斯中級原油。QE=量化寬鬆。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至20/5/2020

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,%)		
	2019	2020年範圍	2021	2019	2020	2021
世界各地	3.1	-4.1/-2.7	3.9/5.1	3.0	2.4	2.5
發達國家	1.7	-7.6/-5.8	3.1/4.7	1.5	0.7	1.0
美國	2.3	-6.5/-4.5	2.5/4.5	1.8	1.0	1.0
日本	1.2	-4.9/-4.3	2.0/2.6	0.7	0.1	0.5
英國	1.4	-9/-7	3.0/5.0	1.8	1.2	1.4
歐元區	1.2	-10.2/-7.5	3.6/5.6	1.2	0.6	1.1
德國	0.6	-9.5/-7.5	3.4/5.4	1.5	0.7	1.2
法國	1.2	-10.6/-7.0	4.3/6.0	1.3	0.6	1.1
意大利	0.3	-10.7/-7.8	2.9/4.9	0.7	0.1	1.0
西班牙	2.0	-10.4/-7.9	3.5/5.5	0.7	0.3	1.0

資料來源:東方匯理研究

- **美國:**新冠病毒疫情已導致美國經濟急劇下滑、企業遭受嚴重破壞、大規模裁員。失業率激增至兩位數(14.7%);消費者和商業方面的信心均下降;消費者通脹已開始反映出禁足措施的後果,整體CPI同比下降至0.3%(此前為1.5%)。復甦的時機和前景仍然高度不確定,但我們預計GDP同比將收縮4.5%至6.5%,通脹率仍顯著減小,年內有很大的風險轉為負值
- **歐元區:**令人震驚的是,第一季度GDP初步數據證實了歐洲經濟的嚴重萎縮,情況令人擔憂,因為在幾個國家中,直到第二季度的後幾個星期才開始實行禁足措施。我們預計,2020年歐元區經濟將萎縮-7.5%至-10%。在某些國家,禁足措施已開始緩解,大多數國家很快就會解除禁足措施;隨着經濟活動重新開始,這應該會促進反彈,但我們不預料會出現「V」型復甦。由於能源價格上漲和需求疲軟,通脹將繼續受到抑制,並有通縮趨勢的風險。歐元區HICP通脹率已從三月的0.7%降至4月的同比0.4%。
- **日本:**考慮到環球需求下跌和四月份推出的國內防疫措施,我們預計日本經濟將在第二季度受到最嚴重的打擊,私人消費和商業投資可能連續第三季度收縮。話雖如此,由於日本政府較有效地控制了新冠肺炎疫情,我們預計日本的經濟表現將較其他發達經濟體為佳。高頻數據表明,日本流動性的下降幅度低於美國和歐洲,且與其他東亞經濟體相似。
- **英國:**英國第一季度的禁足措施已造成2%的收縮,英國經濟勢會萎縮,程度為近一個世紀之最。我們預計2020年經濟將收縮6%至8%,是自1921年以來GDP年度最大跌幅。自今年年初以來,CPI通脹的下跌趨勢可能會在2020年繼續,因為能源價格壓低整體利率,核心部份需求疲軟。需求疲軟和持續的不確定性可能會促使央行進一步放鬆。

請注意:我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高,一旦獲得新的高頻數據,就會引發頻繁的重新評估。在這一點上,我們的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。

主要利率展望

	2020年5月25日	東方匯理+6個月	市場觀點2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點2021年第一季
美國	0.13	0/0.25	0.11	0/0.25	0.08
歐元區	-0.50	-0.50	-0.56	-0.50	-0.58
日本	-0.05	-0.2	-0.1	-0.2	-0.12
英國	0.10	0.00	0.02	0.00	-0.01

資料來源:東方匯理研究

- **美國聯儲局:**聯邦公開市場委員會上次會議聲明令人失望:目前的政策立場適當,而超寬鬆立場和前瞻性指導亦得到確認。
  聯儲局警告指出「中期經濟前景面臨巨大風險」,承諾在必要時採取更多行動,將權力發揮到極限,以助振興經濟、保持低利率並將信貸投放到關鍵領域。
  通脹方面沒有引起重大關注。重要的是,通脹預期以及聯儲局和國會刺激計劃的規模應可緩和風險。
  聯儲局將繼續在其與財政措施的關係中發揮作用:特別是財政部有權增加聯儲局對私營部門提供的便利規模。
- **歐洲央行:**歐洲央行在上次會議上將行動集中在流動性措施上,而不是量化寬鬆計劃上,更確切地說是透過:
  - 降低先前宣佈的TLTRO操作所附帶的條件(利率由當前的-50基點利率,再降低50個基點);
  - 以固定利率-25個基點推出「一系列全新的非定向大流行緊急長期再融資操作」(PELTROs)。
- **日本央行:**日本央行在四月和五月繼續加強寬鬆政策。在將交易所買賣基金購買量增加一倍之後,當局取消了日本國債80兆日圓的年度軟目標(目前實際為14兆日圓),從而增加量化寬鬆,以適應財政刺激措施的增加。當局宣佈將增加大量的商業票據和公司債券。此外,日本央行還公佈了一項全新的資金撥備計劃,以支持中小企業融資。新計劃將為現有業務支援增加30兆日圓(折合為2800億美元),使總額達到75兆日圓(折合為7000億美元),並將截止日期延長至2021年3月底。對於現有的特殊基金操作,日本央行已將合格抵押品範圍擴大到包括所有私人債務。
- **英國央行:**英國央行將銀行利率維持在10個基點,資產購買規模保持不變,為6450億英鎊,儘管兩名反對黨成員投票贊成立即擴大1000億英鎊。
  會議紀要和《貨幣政策報告》均溫和,暗示鑑於「中期前景各方面的下行風險」,近期內可能透過資產購買進一步刺激貨幣政策。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
聯儲局聯邦公開市場委員會	6月10日
歐洲央行理事會	6月4日
日本銀行金融政策決定會合	6月16日
英倫銀行貨幣政策委員會	6月18日

資料來源:東方匯理研究

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至20/5/2020

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,%)		
	2019	2020年範圍	2021	2019	2020	2021
世界各地	3.1	-4.1/-2.7	3.9/5.1	3.0	2.4	2.5
新興市場	4.1	-1.8/-0.7	4.4/5.3	4.0	3.6	3.4
巴西	1.1	-4.6/-3.2	0/1.0	3.7	2.9	3.7
墨西哥	-0.1	-5.3/-4.3	-0.9/0.1	3.6	2.5	3.2
俄羅斯	1.3	-6/-4	2.5/5	4.5	3.3	3.9
印度	5.3	-2.5/-1.1	3.0/4.3	3.7	5.9	4.9
印尼	5.0	0.2/1.2	3.5/4.5	2.8	2.6	3.2
中國	6.2	1.4/2.4	7.6/8.2	2.9	2.6	1.9
南非	0.2	-6.4/-5.4	4.0/5.0	4.1	4.0	5.0
土耳其	0.8	-7.2/-6.2	4.2/5.2	15.5	9.8	10.1

資料來源:東方匯理研究

- **中國:**四月,中國經濟繼續保持高於趨勢的增長。在土地銷售活躍和公共主導的基礎設施項目的帶動下,投資轉好。服務消費落後於商品消費。隨着食品價格快速上漲和豬肉供應恢復,通脹進一步緩解。全國人大會議沒有強調2020年的增長目標,並報告了不太雄心勃勃的勞動力市場目標:新增城市就業人數減少200萬。財政赤字將在政府基金支出急劇增加的推動下擴大。信貸增長引導至明顯高於去年。
- **印度:**過去幾個月,經濟狀況急劇惡化。四月(2020年第二季度)相關的有限資訊所顯示的情況,比三月數據所預期的要糟糕得多。四月份的貨運和出口已大幅下跌。我們對2020日曆年GDP同比增長的預期下調至-2.5%/-1.0%的範圍內,而之前為0%/1.5%。政府最近宣佈了一系列刺激性的財政和貨幣政策措施。急劇的衰退將嚴重惡化財政指標。
- **中歐:**2020年第一季度,波蘭、匈牙利和羅馬尼亞的GDP增速與2019年第四季度相比下跌了一半,但仍保持正增長(同比增長1.9%至2.4%)。然而,捷克的GDP同比下跌了2.2%。這些數據必須謹慎處理:i)由於數據收集問題,及ii)因為禁足措施在三月開始,因此僅影響到該季度末的增長。我們預計這些國家的GDP將在第二季度收縮,然後在下半年逐步回升。由於疫情的程度和持續時間不確定,這些預測僅為暫定數字。
- **哥倫比亞:**隨着石油價格急劇下跌,加上新冠肺炎疫情造成的經濟放緩,哥倫比亞一直面臨着嚴重的阻力和信貸指標的惡化。2020年的GDP增長預計將下跌近5%,而財政赤字可能高達GDP的6%。這意味着公共債務可能從2019年的44%躍升至2020年接近GDP的60%。對外賬戶亦是一個令人擔憂的問題,在外國直接投資減少、資金流動減少以及向新興市場貸款的情況下,2020年經常賬戶赤字估計接近國內生產總值的5%。

請注意:我們對宏觀經濟預測的不確定性非常高,一旦獲得新的高頻數據,就會引發頻繁的重新評估。在這一點上,我們的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。

主要利率展望

	22-05 2020	東方匯理+6個月	市場觀點 2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點 2021年第一季
中國	3.85	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	4	3.75	3.85	3.75	3.8
巴西	3	2.5	2.8	2.5	3.1
俄羅斯	5.5	4.5	4.7	4.5	4.8

資料來源:東方匯理研究

- **中國人民銀行:**在此前幾個月的一系列寬鬆政策之後,中國人民銀行於五月暫停降息。在全國人大會議上,決策者誓要部署減息和降準,以便更靈活、更適當地採取審慎的貨幣政策。當局還將總融資增長引導至明顯高於去年。有了這些持續的寬鬆訊號,我們預計貸款市場報價利率(LPR)將再降低20個基點。降準亦可能會釋放一些銀行資金來購買政府債券。
- **印度儲備銀行:**印度儲備銀行在額外政策會議中連續第二次將其政策利率降低40個基點至4.0%。貨幣政策委員會還決定在必要時繼續採取寬鬆態度。利率決定的規模並沒有使我們感到驚訝,但決定時間相較例會早十天則使我們感到驚訝。已宣佈其他措施,以改善市場的運作,減輕還本付息和資本市場准入的負擔,並支持進出口。
- **巴西央行:**巴西央行將其政策利率從3.75%下調了75個基點至3%,這是自2017年10月以來的最大降幅。普遍的觀點是,鑑於國內不確定性增加,貨幣政策的剩餘範圍尚不明確,而且可能很小。在會議紀要中,委員會重申下一個貨幣政策決定將視乎財政狀況和經濟數據,最終刺激措施的規模將不超過最新措施。
- **俄羅斯央行:**4月24日,俄羅斯央行將其政策利率下調了50個基點,降至5.5%,並宣佈已轉向寬鬆的貨幣政策。仍有可能進一步降息。需求疲軟帶來的通縮壓力大於盧布疲軟等的暫時通脹因素。到年底,年度通脹率預計將達到3.8至4.8%,然後降至4%的目標。俄羅斯央行還修訂了其2020至21年度的宏觀預測。考慮到預期的經濟活動減速,我們預計俄羅斯央行到年底將降息100個基點。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	6月22日
印度儲備銀行	6月5日
巴西央行	6月16日
俄羅斯央行	6月19日

資料來源:東方匯理研究

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測 (2020年5月20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,%)		
	2019	2020年範圍	2021	2019	2020	2021
美國	**2.3**	**-6.5/-4.5**	**2.5/4.5**	**1.8**	**1.0**	**1.0**
日本	**1.2**	**-4.9/-4.3**	**2.0/2.6**	**0.7**	**0.1**	**0.5**
歐元區	**1.2**	**-10.2/-7.5**	**3.6/5.6**	**1.2**	**0.6**	**1.1**
德國	0.6	-9.5/-7.5	3.4/5.4	1.5	0.7	1.2
法國	1.2	-10.6/-7.0	4.3/6.0	1.3	0.6	1.1
意大利	0.3	-10.7/-7.8	2.9/4.9	0.7	0.1	1.0
西班牙	2.0	-10.4/-7.9	3.5/5.5	0.7	0.3	1.0
英國	**1.4**	**-9/-7**	**3.0/5.0**	**1.8**	**1.2**	**1.4**
巴西	**1.1**	**-4.6/-3.2**	**0/1.0**	**3.7**	**2.9**	**3.7**
墨西哥	**-0.1**	**-5.3/-4.3**	**-0.9/0.1**	**3.6**	**2.5**	**3.2**
俄羅斯	**1.3**	**-6/-4**	**2.5/5**	**4.5**	**3.3**	**3.9**
印度	**5.3**	**-2.5/-1.1**	**3.0/4.3**	**3.7**	**5.9**	**4.9**
印尼	**5.0**	**0.2/1.2**	**3.5/4.5**	**2.8**	**2.6**	**3.2**
中國	**6.2**	**1.4/2.4**	**7.6/8.2**	**2.9**	**2.6**	**1.9**
南非	**0.2**	**-6.4/-5.4**	**4.0/5.0**	**4.1**	**4.0**	**5.0**
土耳其	**0.8**	**-7.2/-6.2**	**4.2/5.2**	**15.5**	**9.8**	**10.1**
發達國家	**1.7**	**-7.6/-5.8**	**3.1/4.7**	**1.5**	**0.7**	**1.0**
新興市場	**4.1**	**-1.8/-0.7**	**4.4/5.3**	**4.0**	**3.6**	**3.4**
世界各地	**3.1**	**-4.1/-2.7**	**3.9/5.1**	**3.0**	**2.4**	**2.5**

主要利率展望

發達國家

	25/5/2020	東方匯理+6個月	市場觀點2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點2021年第一季
美國	**0.13**	**0/0.25**	**0.11**	**0/0.25**	**0.08**
歐元區	**-0.50**	**-0.50**	**-0.56**	**-0.50**	**-0.58**
日本	**-0.05**	**-0.2**	**-0.1**	**-0.2**	**-0.12**
英國	**0.10**	**0.00**	**0.02**	**0.00**	**-0.01**

新興市場

	22/05/2020	東方匯理+6個月	市場觀點2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點2021年第一季
中國	**3.85**	**3.65**	**3.65**	**3.65**	**3.65**
印度	**4**	**3.75**	**3.85**	**3.75**	**3.8**
巴西	**3**	**2.5**	**2.8**	**2.5**	**3.1**
俄羅斯	**5.5**	**4.5**	**4.7**	**4.5**	**4.8**

長期利率展望

2年期債券孳息

	25/05/2020	東方匯理+6個月	遠期+6個月	東方匯理+12個月	遠期+12個月
美國	**0.17**	**0.25/0.5**	**0.21**	**0.25/0.5**	**0.23**
德國	**-0.681**	**-0.70/-0.50**	**-0.74**	**-0.70/-0.50**	**-0.76**
日本	**-0.144**	**-0.30/-0.20**	**-0.17**	**-0.30/-0.20**	**-0.17**
英國	**-0.051**	**0/0.25**	**-0.08**	**0/0.25**	**-0.06**

10年期債券孳息

	25/05/2020	東方匯理+6個月	遠期+6個月	東方匯理+12個月	遠期+12個月
美國	**0.66**	**0.5/0.7**	**0.74**	**0.8/1**	**0.81**
德國	**-0.49**	**-0.8/-0.5**	**-0.45**	**-0.50/-0.30**	**-0.41**
日本	**0.00**	**-0.10/0.10**	**0.06**	**0/0.2**	**0.10**
英國	**0.17**	**0.20/0.4**	**0.21**	**0.3/0.5**	**0.27**

匯市展望

	22/5/2020	東方匯理+6個月	市場觀點2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點2021年第一季
歐元／美元	**1.090**	**1.07**	**1.10**	**1.14**	**1.13**
美元／日圓	**108**	**107**	**107**	**105**	**108**
歐元／英鎊	**0.90**	**0.92**	**0.89**	**0.87**	**0.87**
歐元／瑞士法郎	**1.06**	**1.05**	**1.06**	**1.10**	**1.08**
歐元／挪威克朗	**10.90**	**11.48**	**11.10**	**10.40**	**10.70**

	22/5/2020	東方匯理+6個月	市場觀點2020年第三季	東方匯理+12個月	市場觀點2021年第一季
歐元／瑞典克朗	**10.54**	**11.20**	**10.75**	**10.03**	**10.59**
美元／加元	**1.40**	**1.42**	**1.39**	**1.28**	**1.37**
澳元／美元	**0.65**	**0.65**	**0.64**	**0.75**	**0.66**
紐元／美元	**0.61**	**0.57**	**0.60**	**0.65**	**0.63**
美元／人民幣	**7.14**	**7.15**	**7.05**	**6.95**	**7.00**

資料來源:東方匯理研究

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

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。

環球衰退是我們今天的基本情況

1.多深?

- 深入程度視乎受影響國家/地區的疫情壽命，並因此對大多數國家/地區逐步實施的「禁足」措施。內需（在不同程度上跨越其組成部分）和貿易動態均顯示出低迷。我們假設實施「禁足」措施的季度的經濟下滑幅度最大，隨後將出現溫和的下滑趨勢。我們密切留意疫情與「禁足」措施的發展，並注意經濟活動何時恢復。

2.多久?

- 時間表視乎經濟動蕩深度、信貸條件和企業違約增加，加劇了金融市場的動盪，從而加劇了對經濟的影響。
- 衝擊的時間表已經延長，預計到2020年5月至2020年6月將達到最高峰。2020年第四季度，環球經濟呈現出穩定增長的跡象。
- 時間表還視乎疫情爆發的具體發展以及先前存在的脆弱性。

3.財政影響

- 微觀和宏觀財政措施的影響未包括在我們的預測中，但可以合理地假設貨幣政策當局推動的金融和流動性狀況正常化

財務目標

- 財務目標會在同一時間獲符審視，其中包括每天執行的政策措施。

刊物精選

見解洞察論文

新冠肺炎疫情：無形之手將投資者引向1970年代（2020年5月4日）
BLANQUE Pascal——東方匯理集團投資總監

- 新冠肺炎疫情的體制轉型終結了當前的沃爾克制度，並結束了財政預算方面的緊縮政策。高債務水平現在導致各國央行要求將債務貨幣化的壓力，為類似於70年代的新體制轉型播下種子
- 體制轉型伴隨着三個關鍵趨勢：(1) 圍繞新觀點的學術勝利和學術共識 (2) 社會不再容忍失衡 (3) 改變構成體制本身的各大機構。
- 新的平衡（用新的規則代替舊的規則）將需要一些時間才能達到，目前的重點應集中在流動性上，利用各種風險溢價，並保持主動。

新興市場圖表和觀點：市場錯位創造長期機遇（2020年5月19日）
SYZDYKOV Yerlan——新興市場環球總監

- 有兩個主要的驅動因素正在塑造新興市場國家的格局：新冠肺炎疫情和石油動態。重大負面影響將導致眾多新興市場國家陷入衰退。
- 然而，衝擊並非新鮮事物，尤其是在新興市場之內。環球金融危機和中美貿易戰是我們從危機中學到的最近兩個例子
- 危機造成市場混亂，並加速長期趨勢，提供嶄新且不斷發展的機會。投資者必須保持敏捷，專注並準備在瞬息萬變的環境中抓住新機遇。

資產類別回報預測——2020年第二季度（2020年5月18日）
DEFEND Monica——研究部環球總監；GISIMUNDO Viviana——機構顧問部副主管；KIM MOON Jung Hun——機構顧問部定量分析師；PORTELLI Lorenzo——交叉資產研究部主管

- 新冠病毒疫情爆發導致的環球衝擊已大大改變了經濟和金融階段的次序、縮短時間框架並擴大連鎖反應的規模。
- 隨着沿着供應鏈的斷層線浮現，環球貿易將下降，整個經濟將陷入停滯。金融機構迅速採取行動安撫市場，由於油價下跌，通縮風險已成為現實。
- 我們目前的短期假設是基礎廣泛的「U」形危機（| _____ /），其特徵在於央行和政府的支持、長期衰退、失業率上升以及2021年後期逐步復甦。

未來

第一：新冠肺炎疫情：無形之手將投資者引向1970年代
BLANQUE Pascal——東方匯理集團投資總監

第二：像專家一樣學習規則，讓自己可以像藝術家一樣突破常規
BLANQUE Pascal——東方匯理集團投資總監；MORTIER Vincent——集團副投資總監兼亞洲區（日本除外）主管；BARBERIS Jean-Jacques——機構及企業客戶服務主管；DRUT Bastien——固定收益及外匯策略部；POUGET-ABADIE Théophile——業務解決方案與創新部；FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主管

- 這場危機的關鍵後果之一是：自從《華盛頓共識》問世和1980年代的意識形態革命以來，自由民主制一直遵從的既定經濟規則煙消雲散。
- 我們重點介紹了四個已被打破的規則，並研究了其投資含義：
  1. 各國政府即使在拯救經濟時亦應關注赤字規模
  2. 對經濟的公共干預應盡可能地受限制
  3. 自由貿易和價值鏈優化是分配全球資源的最佳方法
  4. 各國央行已用盡迴旋餘地，必須在狹義的支持金融穩定的職責範圍內開展工作

第三：新冠肺炎疫情危機期間的ESG（環境、社會與治理）應變力：環保是新的致富之道？
BARBERIS Jean-Jacques——機構及企業客戶服務主管；BRIERE Marie——投資者研究中心主管

- 新冠病毒疫情前所未有地震撼了金融業。這既不是世界首次面對這種規模的疫症大流行，亦不是政策制定者、商業領袖和權威人士首次提出這個問題：「這次有所不同嗎？我們是否處於轉折點？」
- 由於新冠肺炎危機的嚴重經濟後果正在不均衡地影響各行各業，因此，在最近的危機時期，整合了投資者和ESG基金認可之ESG方法的公司更具抗跌能力。

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱

刊物精選

見解洞察藍皮書

武漢肺炎疫情將在逐步正常化並關注收益的同時重新設計行業機會(2020年4月28日)
Kasper Elmgreen——東方匯理股票部主管;Eric Mijot——東方匯理發達市場策略研究部主管;Ibra Wane——東方匯理高級股票策略師;Luc Mouzon——東方匯理歐洲股票研究部主管

- 新冠病毒在歐洲和美國肆虐,引發了三月份環球股市崩盤,隨後部分反彈。我們概述了三種情景來分析現況
- 我們將當前情況與2008年環球金融危機和1987年股災相比較。在以上兩次危機中,股市在崩盤開始後一年均比崩盤前水平低約20%。
- 鑑於採取了史無前例的禁足措施,歐洲每股盈利的下跌可能與2008年危機所錄得的下跌幅度相當或更差
- 隨着危機的發展,有可能針對「綠色交易」採取財政刺激措施,特別是在歐洲,ESG仍然是選股的重要一環

投資座談

聚焦意大利:宏觀經濟及固定收益情景(2020年5月20日)
GERMANO Matteo——多元資產部主管;BERTONCINI Sergio——利率與外匯研究部主管;MARASCIULO Cosimo——歐洲阿爾法固定收益副主管;USARDI Annalisa——CFA、高級經濟師

- 我們着眼於環球背景和對意大利的經濟期望,討論意大利GDP的極端情況及其影響
- 意大利政府預計,到2020年,赤字佔GDP的比率為10.4%,債務佔GDP的比率為155.7%,而我們着眼於債務的可持續性
- 我們強調歐洲央行的重要作用,並評估意大利在歐洲的政治發展。
- 我們對意大利的公共債務具為樂觀,因為其收益率比其他外圍國家的債務或公司債券的收益率更具吸引力

討論論文

ESG投資和固定收益:是時候超越Rubicon(2020年1月)
Mohamed BEN SLIMANE——東方匯理定量研究部; **Eric BRARD**——東方匯理固定收益部主管;Théo LE GUENEDAL、Thierry RONCALLI、Takaya SEKINE——東方匯理定量研究部

外匯戰爭、貨幣戰爭和貨幣戰爭——第2部分:菲亞特貨幣、加密貨幣;私人與公共數字貨幣……(2020年1月)
Philippe ITHURBIDE——東方匯理高級經濟顧問

外匯戰爭、貨幣戰爭和貨幣戰爭——第1部分:外匯戰爭、貨幣戰爭;美元、歐元、人民幣……(2020年1月)
Philippe ITHURBIDE——東方匯理高級經濟顧問

研究手稿

全球化阻止疫症蔓延?(2020年5月)
Olivier ACCOMINOTTI——倫敦政治經濟學院及CEPR;Marie BRIÈRE——東方匯理及巴黎第九大學;Aurore BURIETZ——IESEG商學院及LEM-CNRS 9221;Kim OOSTERLINCK——法語布魯塞爾自由大學(ULB)及CEPR;Ariane SZAFARZ——法語布魯塞爾自由大學(ULB)及紐約大學(NYU)

關於具有二次交易成本的投資組合優化的注意事項(2019年12月) Pierre CHEN、Edmond LEZMI、Thierry RONCALLI、Jiali XU——東方匯理定量研究部

機器學習優化算法和投資組合配置(2019年10月)
Sarah PERRIN——巴黎綜合理工學院;Thierry RONCALLI——東方匯理定量研究部

專題論文

緊急財政計劃:別無選擇,只能增加(貨幣化)赤字
Tristan PERRIER——環球投資視野分析師

檢測轉折點:資產類別觀點:
中長期情況和回報預測(2020年2月)
Monica DEFEND——研究部環球總監;Viviana GISIMUNDO——機構顧問部副主管

美國的通貨膨脹……最新情況(2020年1月)
Annalisa USARDI——東方匯理高級經濟師

Amundi ASSET MANAGEMENT | Research & Macro strategy

資產縱橫
投資策略

2020年6月 #06

東方匯理研究中心

深入了解
東方匯理刊物

research-center.amundi.com

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資訊均不構成投資意見或建議來作出（或不作出）任何類型的投資決策，亦不應因此而依賴有關資訊。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。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.mscibarra.com）

在歐盟範圍內，本文件僅供2004年4月21日針對金融工具市場的第2004/39 / EC號指令（「MIFID」）所定義的「專業」投資者、投資服務供應商及任何其他金融業專業人士，並視情況而定，按各地法規行事；而就瑞士的發行而言，符合2006年6月23日《瑞士集體投資計劃法》（CISA）、2006年11月22日的《瑞士集體投資計劃條例》以及FINMA根據2008年11月20日的集體投資計劃立法發布的關於公共廣告的第08/8號通函所規定的「合格投資者」。在任何情況下，本資料均不得在歐盟範圍內分發予MIFID或各地法規中定義的非「專業」投資者，或在瑞士範圍內分發予不符合相關適用法律法規中「合格投資者」定義的投資者。本文件不適用於美國的公民或居民或任何「美國人士」，該術語在1933年的《美國證券法》SEC法規S中的定義。本文件既不構成購買要約，亦不構成出售產品的邀請，且不應被視為非法的邀請或投資建議。東方匯理對因使用本資料所含資訊而引起的任何直接或間接責任概不承擔任何責任。東方匯理對根據本資料所含資訊而作出的任何決定或投資概不負責。本文件所含資訊在保密的基礎上向您披露，未經東方匯理事先書面許可，不得將其複製、轉載、修改、翻譯或分發予其所在國家/地區或司法管轄區的任何第三方或實體，避免使東方匯理或本公司任何一項指定「基金」受該司法管轄區的任何註冊要求之約束或因此而可能被視為違法。因此，本資料僅可在允許的司法管轄區內分發，且僅可在允許的範圍內分發給不違反適用法律或法規要求的人士。本文件所載資訊以本刊物首頁所載之發布日期為準。一切數據、觀點及估計均可能隨時更改，恕不另行通知。

閣下有權得悉本公司持有的關於閣下之個人資料。閣下可發送電子郵件至info@amundi.com，索取本公司持有的關於閣下之個人資料。若閣下擔心本公司持有的關於閣下之任何資訊不正確，請透過info@amundi.com與我們聯絡。

本文件由東方匯理發出。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 - Philippe Roy

主編
Pascal BLANQUÉ——集團投資總監

編輯
MONICA DEFEND——研究部環球總監

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

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——固定收益及外匯研究主管
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——交叉資產策略師
DELBO' Debora——環球新興市場高級策略師
GEORGES Delphine——固定收益策略師
HERVE Karine——新興市場高級經濟師
UPADHYAYA Paresh——貨幣策略總監兼美國投資組合經理
PORTELLI Lorenzo——交叉資產研究部主管
USARDI Annalisa——高級經濟師、CFA
VARTANESYAN Sosi——新興市場高級經濟師
WANE Ibra——高級股票策略師

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

設計及製作
BERGER Pia——研究和宏觀策略部
PONCET Benoit——研究和宏觀策略部

文件僅供專業客戶、投資服務供應商以及任何其他金融行業專業人士參閱