



Research

#05
2021年
5月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

信心與欣喜情緒之間只有一線之差

專題環球投資觀點

大穩健時代結束、動蕩時期回歸

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#05 - 2021年5月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

信心與欣喜情緒之間只有一線之差

頁3

經濟復甦的進程將可能是未來的主要市場驅動力，從而導致更大的分歧，而美國的增長將領先於發達市場。我們認為，投資者應發揮風險資產的輪換作用，以利於週期性和價值型股票，但避免過度活躍的細分市場。在歐洲等地區，經濟的重新開放將推動進一步經濟步伐加速，這尚未被納入計價，但慎選是關鍵。同時，就債券而言，相對價值稱王。投資者應在存續期方面要保持謹慎，並可增持信貸。整體而言，投資環境仍然良好，但市場共識的復甦觀點本身可能是一種風險。

宏觀

亞洲高收益債券違約前景：保持慎選

頁4

預計這次亞洲高收益地區的最高違約率將低於之前的危機，但慎選和研究的理由仍然很強。

多元資產

使用「輪換」來應對下一個復甦浪潮

頁5

有機會將股票投資輪換至歐洲，以從下一波的通貨再膨脹貿易中受益，並藉信貸以利好高收益。

固定收益

基本面有所改善，但出現分歧

頁6

隨經濟復甦加速，只要各國央行保持寬鬆，違約的高峰就可能成為過去。

股票

股票收益勢如破竹

頁7

預計未來幾年的盈利增長將保持強勁，隨市場重新關注基本面，這將推動股票收益。

專題環球投資觀點

大穩健時代結束、動蕩時期回歸

頁8

自1980年代中期以來，宏觀經濟動盪已降至戰後最低水平。新冠疫情危機帶來了現代歷史上最大的經濟衝擊之一，並可能標誌着「大穩健時代」的終結，即經濟波動加劇的轉折點，以及轉向更高通脹制度的轉變。這些因素可能會導致金融市場的波幅高於過去的二十年。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁12
> 最高風險	頁13
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁14
> 環球研究資料集	頁15
> 東方匯理資產類別觀點	頁16

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁17
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁18
> 宏觀經濟及市場預測	頁19
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁20
> 刊物精選	頁21

投資總監的觀點



Pascal BLANQUÉ
集團投資總監



Vincent MORTIER
集團副投資總監

信心與欣喜情緒之間只有一線之差

在經歷了出色的第一季度之後，4月份開始對金融市場產生積極影響，股市和環球債券的命運各不相同。**展望未來，復甦的進程可能會成為主要的市場驅動力，從而導致更大的分歧。**去年，「先進先出」主題使中國受益，中國現在顯然再次處於增長道路上，並且在中期內將繼續成為環球增長引擎。在接下來的幾個季度中，重點將放在避免泡沫區域上。我們的想法是締造穩定的貸款增長，以創新科技和製造業等特定行業為目標，以進一步支持經濟復甦並避免經濟過熱。

儘管市場消化了中國經濟增長策略的下一階段，**但經濟復甦的接力棒已移交給美國，美國的GDP增長似乎將達到1980年代以來的最高水平。**

然而，美國的非常規擴張將是造成分歧的另一個原因。美國國債收益率上升和美元走強將對最脆弱的新興市場的潛在增長前景造成壓力，在危機之後，新興市場有可能（進一步）被拋在後面。一些特質故事也重新出現（土耳其、阿根廷，以及在較小程度上的俄羅斯（由於制裁）、巴西）。

隨中國處於「管控」模式，美國在市場預期方面已經非常前瞻，下一個可能延續看漲情緒的地區是歐洲。從宏觀角度來看，歐洲將落後於兩大環球增長引擎，並且將需要數年時間才能恢復到危機前的GDP水平。從市場角度來看，歐洲股市應會從強勁的環球增長中受益。此外，疫苗接種運動的重新加速和積極利好的利潤預測現在可能會觸發進一步的上漲空間。

關於投資主題，我們的主要信念包括：

- **在整體資產配置層面要保持承擔風險。不要進一步增加風險，但要優先輪換，把握新一輪的復甦浪潮。**風險資產在週期性復甦中繼續受到青睞，且由於發達市場央行依然寬鬆的態度。這對股票來說是個好兆頭，重點放在那些週期性最強的股票上（歐洲），以及經濟重新開放將推動尚未被計入價格的進一步加速的地區。美國市場仍然可以表現良好，但在這裡避免出現過度增長的領域最為重要，亦不要陷入正在建立的任何過度興奮狀態中。公司稅的增加可能會影響某些行業和企業的盈利能力，這種情況應仔細檢查。
- **就債券而言，相對價值稱王。在存續期方面要保持謹慎，並可增持信貸。**第一季度最大的舉動是美國債券的拋售。在接下來的幾週中，由於收益率重估的一部分已經發生，因此對環境的挑戰可能會減輕。然而，不斷改善的經濟背景繼續要求採取審慎的存續期立場和積極的信貸立場，尤其是在高收益率方面，在基本面改善的環境中繼續受到青睞。美國和歐洲不同的增長和通脹預期路徑正在推動利率調整的不同速度，從而為活躍投資者提供了相對價值的機會。在尋求更高的收益率時，新興市場債券仍然是人們關注的領域，隨着分歧加劇，慎選亦日益重要。
- **在股市方面，繼續輪換至價值型和週期性投資。**這種向股票的輪換將繼續下去。夏季盈利季度將進一步考驗經濟復甦的軌跡，但在那之前，疫苗的推出和經濟的重新開放將是本輪牛市進一步上漲的主要誘因。在新興市場股市方面，亞洲仍然是發揮週期性的關鍵領域。

整體而言，投資環境仍然良好，但市場共識的復甦觀點本身可能是一種風險。信心很高，欣喜情緒僅限於某些領域（加密貨幣、新股上市、SPAC投資），由於系統中充裕的流動性，這種情況可能會持續一段時間。沒有短期的催化劑可以改變方向。催化劑可能是由於病毒週期惡化，但在全球範圍內開展疫苗接種運動的情況下，這種可能性極小。第二個催化劑可能是通脹意外，而各國央行則落後於曲線。一旦市場氣氛消退，而大部分的加速因素已經過去，投資者就應該認真對待這一點。

整體風險情緒

避險 ————— 冒險



相同級別的风险預算。優先考慮週期性和價值型股票，而在固定收益方面則優先考慮信貸（高收益）在息率壓力下靈活的存續期管理。

與上個月相比的變化

- ▶ 以新興市場股票為代價增加歐洲股票
- ▶ 對美元走強抱有更高信念，對新興市場外匯走弱和債券持謹慎態度

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

亞洲高收益債券違約前景：保持慎選



Monica DEFEND
研究部環球總監



Debora DELBO
新興市場宏觀策略師



Claire HUANG
新興市場宏觀策略師

預計這次亞洲高收益地區的最高違約率將低於之前的危機，但慎選和研究的原因仍然很強

亞洲新興市場的高收益違約率在第一季度從一年前的不足2%上升至3.7%。與美國/歐洲的下降趨勢不同，我們預計，由於多種市場因素，亞洲的違約率將在未來六個月內穩定在當前水平。

從積極的方面來看，我們預計亞洲將在2021年從疫情進一步復甦過來。儘管與美國和歐洲相比，亞洲的疫苗推出速度較慢，但亞洲整個地區的出口強勁反彈，支持了盈利前景。環球融資環境仍然有利，各大央行可能會在這一年內保持政策不變。同時，一些市場變量在短期內看似有利於高收益債券：**該區的信貸違約掉期(CDS)率穩定(在新興市場中最低)，股市波動仍然很低，大宗商品的勢頭正在恢復。**

然而，我們注意到有幾個因素會給信貸前景蒙上陰影。首先，鑑於中國地產開發商佔大比重，亞洲高收益債券發行人的淨槓桿率相對較高。該細分市場推動了2020年的發行人，並主導了2025年前到期的債券(超過50%)。此外，亞洲的平均信貸評級在新興市場中最差，而且利差可能會從本已很高的水平擴大。最後，該地區的短期再融資壓力亦是新興市場中最高的。

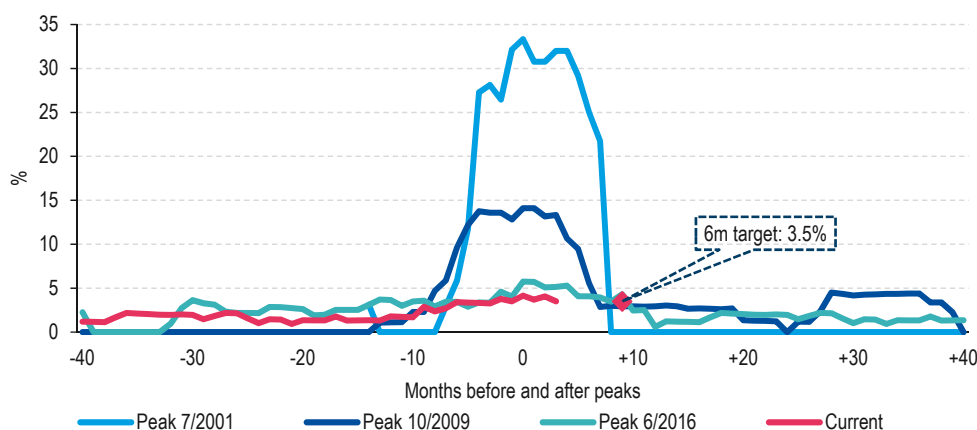
中國的政策縮減亦無濟於事，為公司債券板塊帶來了額外的壓力。隨著經濟復甦繼續保持強勁步伐，政策重點已轉移到債務風險管理上。貨幣政策從2020年5月開始正常化。隨着控制宏觀槓桿的首要目標，信貸增長有所放緩。

更重要的是，決策者繼續收緊房地產市場，對開發商採取更為嚴格的融資規定，並限制了地方級別的投機性購買需求。信貸政策收緊導致中國違約率上升。

近期在投資級債券領域可能發生違約的情況是另一個震驚整體市場情緒的事件。中國華融資產管理股份有限公司由中國財政部擁有57%的股權，是四大國有壞帳銀行之一。該公司推遲發表2020年財務報告，據報將進行重組，這將影響在岸和離岸債券持有人。在某一時刻，市場價格計入了最壞的情況，以很大折扣交易華融的離岸美元債券。儘管金融監管機構最近發表的評論積極，但支持程度尚不明確，情況仍然不穩定。鑑於華融的系統重要性(債務達1700億美元)，處理速度可能會因審慎而較為緩慢。因此，無論結果如何，這種信貸事件都可能持續數月，從而延長了中國信貸市場的風險規避。

因此，我們認為，有可能撤資至其他亞洲經濟體。鑑於亞洲是一個異質性地區，其國內消費和出口都驅動着市場，因此差異化和慎選的理由非常有力。投資者應繼續專注於自下而上的信貸選擇和基本面分析，以規避風險領域並利用亞洲信貸的精選機會。

亞洲高收益債券違約率：當前趨勢與過往週期



Source: Bloomberg, Amundi Research, April 2021. Data for ICE BoFA EM High Yield Corporate Asia Index from Bloomberg.

多元資產



Matteo GERMANO
多元資產部主管

有機會將股票投資輪換至歐洲，以從下一波的通貨再膨脹貿易中受益，並藉信貸以利好高收益

使用「輪換」來應對下一個復甦浪潮

我們確認我們的**風險承擔立場，並優先考慮股票而不是信貸**。短期訊號是支持性的，經濟數據和寬鬆的央行立場亦然。估值仍然昂貴，並且可能已經被價格高估的預期所挑戰。然而，估值不應成為結構性風險的催化劑。在全球範圍內開始出現的復甦和分歧次序表明，應當將風險敞口（目前仍保持整體風險預算不變）**輪換為與市場信心演變相一致的新主題**。然而，我們會留意某些細分市場的過度樂觀情緒，並會根據未來數據採取謹慎態度，以尋找市場疲軟的跡象。

高信念投資意念

我們認為，投資者應保持**對股票的樂觀態度**，但應跨地區輪換，並**優先考慮發達市場**。我們確認，我們對**日本**作為順週期性市場的積極立場，但現在認為澳洲不會提供任何機會。另一方面，**歐洲股市現在可以從新的復甦浪潮中受益**，亦可從疫苗接種加速、利好的相對估值、每股盈利強勁增長以及強勁的技術優勢中受益。**我們確認自己對英國國內市場的樂觀看法**，因為疫苗推出的步伐正在導致經濟早日重新開放。英國股市亦是通貨再膨脹主題（能源、礦業、銀行的投資）方面十分給引，由於防守型股票的大量比重，有潛在的不對稱狀況，為達成共識性復甦交易提供了一定的緩衝。**我們建議投資一些新興市場股票**，但現在的信念要低一些，因為我們知道近期的波動和美元走強是短期的阻力。我們繼續看好中國股票，但更喜歡循香港購買。

在固定收益方面，**我們對美國和歐洲名義利率均保持中立**，但對美國通脹持樂觀態度，因為我們認為，在批准1.9兆美元的新冠疫情救助方案後，通貨再膨脹交易可能還有進一步的發展空間。

在外圍方面，由於技術面和估值提供支持，**加上歐洲央行3月份購買量增加，我們對相對於德國的30年期意大利債券的價差仍然持樂觀態度**，這可能會限制債券的波動性並鼓勵投資者在長期市場中尋求收益。我們**對新興市場債務保持適度的樂觀態度**，但投資者應努力防範較高的增長/通脹風險。

信貸仍然是固定收益配置的主要信念：儘管估值收緊，但結合技術因素、相對價值以及（在歐洲的）信貸指標，信貸仍然具有吸引力。這種信念是基於歐洲央行3月份公司債券購買量的增加。更普遍而言，我們建議**投資於高收益債券而不是投資級信貸**，因為融資成本仍接近高收益公司債券的歷史最低水平。**美國和歐盟高收益市場的平均存續期都很短**。

投資者亦可**透過貨幣進行通脹交易**：例如：相對於美元，更喜歡加元，而相對於歐元和瑞郎，則更喜歡挪威克朗、英鎊、加元。在復甦的情況下，**商品貨幣應繼續跑贏大盤**，而低收益貨幣的美國收益率上升則為負值。**在新興市場外匯方面，小心選擇很重要**。例如，由於美國和墨西哥之間的經濟聯繫牢固，我們仍然喜歡墨西哥比索；由於基本面的支持，相對於歐元，我們較喜歡盧布；而相對於歐元，我們較喜歡韓圓和人民幣，因為中國是亞洲區域內部貿易的主要地緣政治驅動力，而南韓經濟則受環球半導體週期影響。

風險與對沖

主要風險與美國利率的異常上漲有關，這可能會影響歐洲利率並侵蝕價差（投資級）已很受壓的價值。因此，投資者應在這些領域尋求保護。

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。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的跨資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向（+/）和信念強度（+/++/+++）。此評估可能會有變化。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；CB=各國央行；BTP=意大利政府債券；EMBI=新興市場債券指數。大流行緊急購買計劃（PEPP）。

固定收益

基本面有所改善，但出現分歧



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

隨經濟復甦加速，只要各國央行保持寬鬆，違約的高峰就可能成為過去

美國10年期美國國債收益率的急劇上升、收益率曲線的陡峭以及通脹預期的快速重新定價，都反映了美國經濟強勁增長和通脹率上升的觀點。市場對聯儲局關於加息的**預期重新定價的步伐可能太快**。短期內，我們**可能會看到收益上升的停頓**。然而，我們承認美國可能會出現經濟過熱和政策失誤的風險，這可能會導致**利率上升**，尤其是在下半年。投資者可能會在**發達市場利率採取不同的途徑**，並在新興市場債務方面慎選。儘管估值偏緊（尤其是在投資級債券方面），惟信貸在週期性復甦中受到青睞。

環球及歐洲固定收益

歐洲利率上升令歐洲央行感到擔憂，歐洲央行最近加大量化寬鬆購買力度，以避免融資環境出現任何不必要的進口緊縮。**歐洲央行的作用對於信貸市場亦至關重要**。在**歐盟信貸方面，基本面正在適度改善**，儘管在已經恢復良好、更具韌性的行業，與零售、博彩和建材等最脆弱的行業之間存在明顯分歧。後者在疲軟信貸中佔很大比例，並且如第二季度/第三季度的業績不及預期，將可能面臨進一步的壓力。從我們的環球投資觀點來看，**較短期限（特別是美國國債）的投資價值進一步增強，美國和歐洲損益平衡債券的情況也是如此**。在歐盟方面，我們仍然偏愛外圍債務和意大利，與其他國家相比，外圍債務和意大利有更大的收緊空間。鑑於新興市場債務面臨的一些挑戰，**我們採取了更為謹慎的方法**。

美國固定收益

投資者應在存續期管理上保持靈活性，保持空頭立場，但也應趁市場波動的情況下趁機增加持倉。對美國國債的看法持謹慎態度，我們更傾向於將美國國債通脹保護證券（TIPS）作為有吸引力的分散投資工具和機構抵押貸款，這可能會在聯儲局保持主動的情況下提供機會。由於流動性龐大、借貸利率較低、收益強勁，加上經濟重新開放的軌跡，**我們對信貸持樂觀態度**。不過，投資者應限制對較高利率、波動性較大的行業的敏感性，並應在估值昂貴的情況下緩慢降低風險。在違約率不斷提高的情況下，高收益債券提供的機會比投資級債券更好，但必須保持對證券選擇的高度關注。我們亦對消費和住宅抵押貸款保持樂觀。然而，考慮到高波動性和稀缺的流動性，我們仍然保持謹慎。

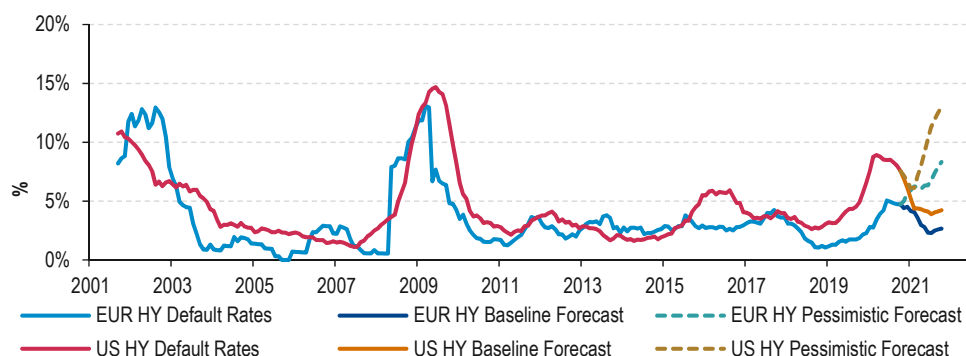
新興市場債券

我們保持謹慎的態度，並認為本地貨幣債務在現階段更加脆弱。在新興市場利率方面，我們認為看漲週期已成過去。3月，新興市場央行（俄羅斯、巴西、土耳其）首次加息，試圖緩解通脹壓力。本地貨幣債券並不便宜，慎選仍然至關重要。我們對硬通貨債券更為樂觀。我們在前沿市場中尋找精選投資機會，同時由於土耳其、巴西和烏克蘭的特質風險，我們保持謹慎的立場。

外匯

我們預計短期內美元兌幾乎所有貨幣將繼續受到支撐。我們認為，大宗商品驅動的貨幣（加元/澳元/挪威克朗）有進一步升值的空間，而我們對歐元和日圓持謹慎態度。

高收益債券違約展望



Source: Moody's, Amundi, as of 31 March 2021. Forecasts start from April 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; US=美國國庫債券; RMBS=住房抵押貸款支持證券; ABS=資產支持證券; HC=硬通貨; LC=本地貨幣; 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。

股票

股票收益勢如破竹



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

預計未來幾年的盈利增長將保持強勁，隨市場重新關注基本面，這將推動股票回報

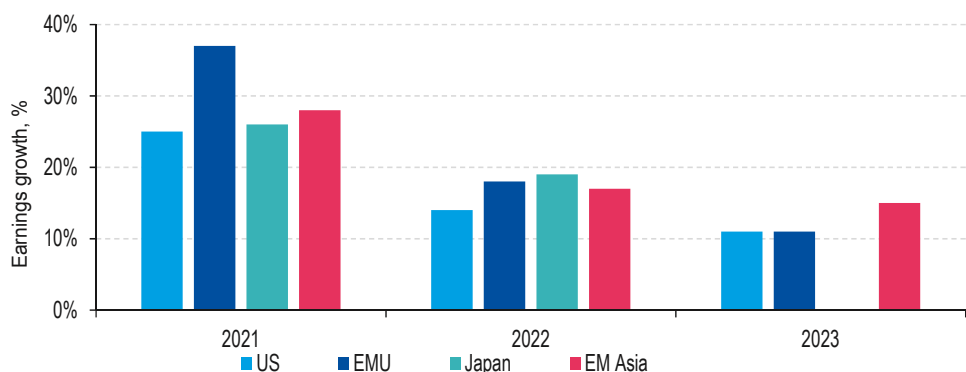
整體評估

對經濟復甦的信心是股票市場的主要動力，在寬鬆的融資環境下且在只有暫時的通脹回升的情況下，價格計入了強勁的盈利增長。在第二季度，我們可能會看到在**對股市保持正面的背景下加速的峰值，但動力可能會降低**。再通脹貿易將繼續支持**週期性市場、小型股和價值股的風險敞口**，目前這些投資受到每股盈利強勁反彈的支撐。我們亦預計**股息主題將重新成為焦點**。整體而言，在2021年之後，未來兩年的盈利增長可能會繼續以兩位數的速度增長。然而，盈利恢復現在是共識觀點，而這本身就是一個主要風險，同時債券收益率持續回升。因此，投資者應保持積極主動並專注於基本面分析。

歐洲股票

儘管第一季度的經濟數據疲軟，但未來幾個季度經濟重新開放和盈利加速的路線圖看起來依然強勁，**惟各行業之間也存在分歧**。那些對夏季活動最敏感的行業（例如：旅行和休閒），由於疫苗接種運動緩慢而遭受進一步的延誤，而與環球復甦有關的最週期性行業繼續表現良好。另一方面，我們正在探索製藥和飲品行業的精選防守型投資機遇，以尋找吸引的估值。從投資風格的角度來看，價值型和週期性投資仍然是關鍵主題，但重要的是要時刻專注於強大的資產負債表。最後，**美國基建規劃**可以為歐洲在**材料、工業和替代能源領域**的參與者提供機會，對該等領域我們早已持樂觀態度。

盈利前景穩健



Source: IBES consensus, Amundi, EPS in USD for country group (World AC, EMU, Emerging...).
MSCI Indices as at 31 March 2021. Japan data for 2023 is not available.

美國股票

美國經濟顯然正在加速發展，基建規劃可能會進一步擴大2022年美國出現「金髮女孩」經濟的情景。行業分散已經很廣泛，這**表明大規模的輪換正在發生**。由於估值與經濟增長之間存在較大差距，轉向週期性價值型投資的轉移得以持續，這可能會在2021年下半年改善週期性盈利，且收益率曲線將更加陡峭。現在要監察（被市場低估）的**風險是公司稅的增加**。市場對此感到沾沾自喜，並希望看到稅收的溫和增長。為反映這些觀點，**我們對優質的週期性價值型股票**（尤其是金融和能源）以及受到新冠疫情危機直接影響的消費品行業保持樂觀。然而，隨着估值變得更高，並且某些價值型細分市場尚未對復甦進行計價，而另一些細分市場則已把復甦計入價格之內，因此慎選現在變得越來越重要。同時，我們對**成長型股票保持非常謹慎的態度**，並盡量降低承受深層/不良價值的風險。由於拜登總統的議程，**ESG主題也應獲得發展勢頭**，其中價值型板塊的能源轉型和社會不平等主題最為重要。

新興市場股票

新興市場公司應受益於全球/新興市場的增長反彈、盈利振興和流量增加。然而，我們繼續監察與美國加息速度、新興國家疫苗接種令人失望以及潛在地緣政治緊張局勢（例如：俄羅斯/烏克蘭）相關的風險。那時，**我們喜歡一些便宜的歐洲、中東和非洲地區和拉丁美洲國家**。國家一級的主要信念是**印度、希臘和俄羅斯**。我們保持**增加價值/週期性增長**的趨勢。

專題環球投資觀點



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監



Pierre BLANCHET
投資情報部主管

自1980年代中期以來，宏觀經濟波動的下跌既是由於「好政策」，亦是由於「好運氣」

大穩健時代結束動蕩時期回歸

自1980年代中期以來，宏觀經濟動盪已降至戰後最低水平。新冠疫情危機帶來了現代歷史上最大的經濟衝擊之一，並可能標誌着「大穩健時代」的終結，即經濟波動加劇的轉折點，以及轉向更高通脹制度的轉變。這些因素可能會導致金融市場的波幅高於過去的二十年。

自1980年代中期以來，大多數經合組織國家的產出增長波幅和通脹率已降至戰後低位。眾人提出了多種因素來解釋稱為「大穩健時代」的這一時期。

首先，發生了許多結構性變化：(i) 越來越先進的電腦科技使企業能夠優化庫存控制；(ii) 金融市場的發展和放鬆管制使企業更容易為投資項目籌集資金；(iii) 發達國家從工業經濟向服務型經濟的轉變有助於撫平商業週期；(iv) 環球貿易增長和資本自由流動增加了經濟體的靈活性，使經濟體更加穩定。

第二，在經濟政策方面已經取得了進展。特別是，各國央行獲得更大的獨立性，使它們能夠更有效地履行確保價格穩定的主要責任。各國央行的運作變得更加透明，並改善了與市場的溝通。這些事態發展的結果是加固通脹預期。

最終，外來衝擊變得越來越罕見且減少不穩定。簡而言之，宏觀經濟波動的下跌既是由於「好政策」，亦是由於「好運氣」。令人驚訝的是，環球金融危機並未終結「大穩健時代」。例如，在美國，產出波動從未像新冠疫情危機爆發前的十年那樣低。

然而，展望未來，人們會懷疑導致「大穩健時代」的一些因素是否會朝相反的方向發展：新

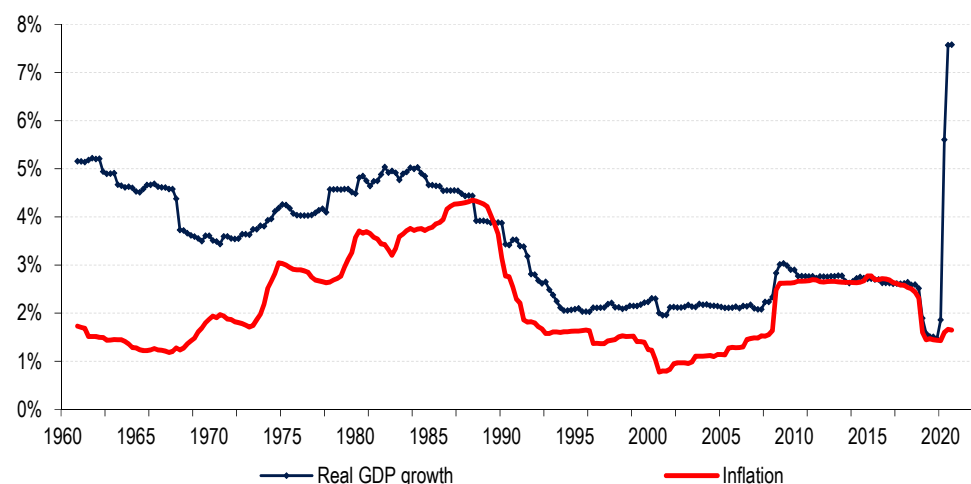
冠疫情危機後某些價值鏈的重新分配、服務業在疫情發生時的脆弱性、預期通脹率上升等等因素，都為通向更加艱難的週期鋪路。

這可能會導致「財政支配」的不穩定局面，在這種情況下，擴張主義的財政政策與寬鬆的貨幣政策相結合，以減輕債務負擔。不過，這種情況將使央行處於必須控制通脹壓力並同時保持金融穩定的困境。歸根結底，政策組合能否像過去一樣有效地消除週期性波動的能力值得懷疑。

公共債務和通脹的上升可能成為穩定政策的障礙。隨着新冠疫情危機，私人 and 公共債務水平達到新高，超過了第二次世界大戰結束時達到的最高水平。展望未來，債務水平上升可能會抑制國內需求。儘管通脹有利於去槓桿化，但亦會為央行帶來麻煩，特別是如果通脹預期不能充分實現。

從宏觀金融的角度來看，債務積累徹底改變了遊戲規則。過於緊縮的貨幣環境（短期和長期利率上升）將不可避免地導致風險資產修正，並引發「資產負債表衰退」。更不用說，未來經濟可能會面臨更多的外來衝擊（例如：疫症蔓延、氣候衝擊、戰爭衝突）。簡而言之，「好政策」和「好運氣」可能會同時消失。

1/ 美國：宏觀經濟波動(10年滾動標準偏差)



專題環球投資觀點

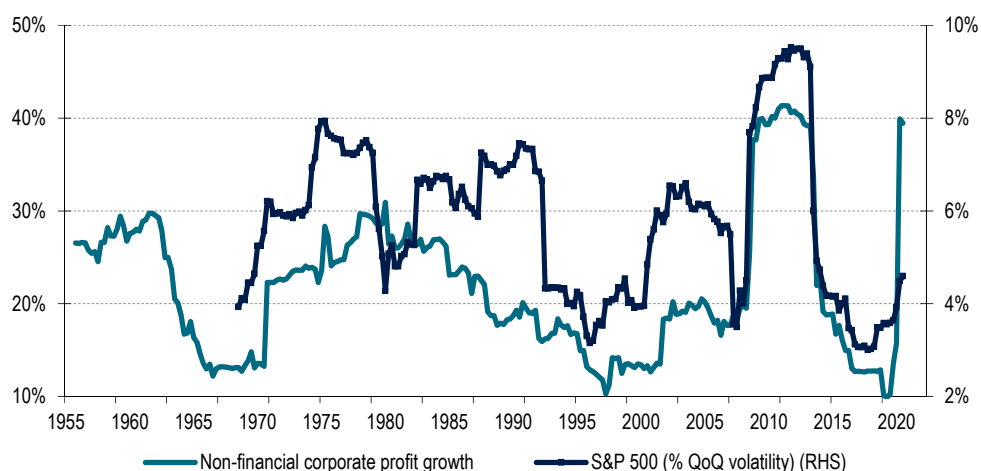
繁榮的商業週期將不可避免地伴隨金融市場波動的復甦

近期產出波動率的上升，伴隨着企業收益波動率同樣大幅度的增加，而通脹波動率在此階段仍然受到控制。得益於超擴張主義的政策組合和通貨膨脹的缺乏，到目前為止，市場波動已得到遏制。這可能不會持續下去。繁榮的商業週期將不可避免地伴隨金融市場波動的復甦。

市場波動性可能會保持在較低水平或會在未來上升嗎？

去年，金融市場經歷了極度動蕩的階段。股市在一個月內下跌了30%以上，隱含波動率達到了環球金融危機以來的最高水平，VIX指數超過80%。拋售之後出現強勁反彈，在年底前使指數回到危機前的水平。債券市場亦非常

2/ 美國：公司利潤與股市波動(5年滾動標準偏差)



Source: Eikon-Datastream, Amundi Research as of April 2021 (quarterly data available until Q4 20)

動盪。在危機的高峰期，主權債券強勁上漲，隨後出現熊市。作為參考，彭博巴克萊美國長期國債（其累計已發行超過10年或更長時間的美國國債）同比下降了26%。同期，信貸利差已大幅升跌。油價波幅驚人，1個月期WTI合約在一個月內從50美元跌至15美元，甚至由於美國荷馬州庫欣原油庫存（Cushing Hub）連續幾天出現空前過剩而變成負值（-40美元）。這些極端的資產價格波動是否將較長時期的市場波動性提高？

事實上沒有。儘管2021年第一季度債券市場的波動性仍然很高，但是由於美國刺激計劃和疫苗接種加速實施，增長和通脹前景高於預期，**股票和信貸的波動性因此急劇下降。**

過去二十年，先前的市場動向使資產價格的波動性產生了短期峰值，但並未改變較長時期的波動制度和平均水平。例如，在歐洲，英國脫歐或歐元危機引發了波動率的飆升，但隨後，包括英鎊或歐元區外圍債券在內的所有資產類別的有形和隱含波動率均迅速下降。因此，**孤立地帶來的這些衝擊還不足以使市場波動性提高**，這主要是因為「不惜一切」的財政和貨幣應對措施能平息投資者的擔憂。

去年，資產價格的波動是經濟危機的結果，值得高度關注。然而，如跨資產波動迅速下降，那是因為基本面不允許出現這種情況，或者是因為市場參與者認為「大穩健時代」制度仍然很普遍。因此，只有在定義這種制度（和驅動波動）的一種或幾種因素在危機後發生變化的情況下，新冠疫情危機才會成為朝着更高的波動制度邁進的轉折點。

整體而言，資產價格的波動性可能大於「大穩健時代」制度中的波動性，原因至少有兩個：（1）更短及/或更不穩定的經濟週期；（2）資產類別的多元化程度較低。

1. 如果沒有足夠強大的再平衡機制而「好政策」和「好運氣」就同時消失，我們會期望**更短、更為波動甚至是失調的經濟週期**。一個結果是**不穩定的債券收益率曲線**，陡峭化和平坦化週期較短，因此折現因子也不穩定。較短的經濟週期意味着更大的**公司盈利波動**，且各企業將發現發行長期到期債券更加困難，因為投資者將要求更高的溢價來對沖較短的違約週期。在這種情況下，波動率的波動性可能更高。

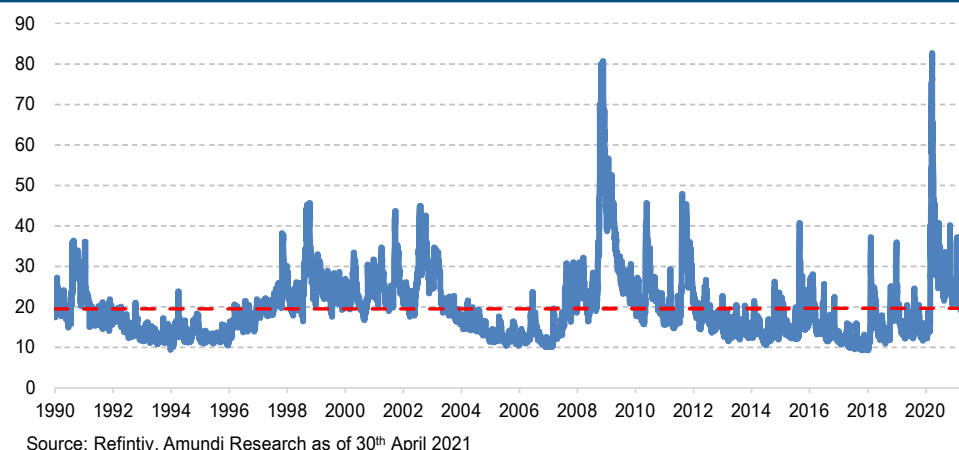
專題環球投資觀點

在過去幾十年，各種衝擊已產生暫時的峰值，但仍不足以使市場波幅進一步提高，這在很大程度上要歸功於財政和貨幣政策

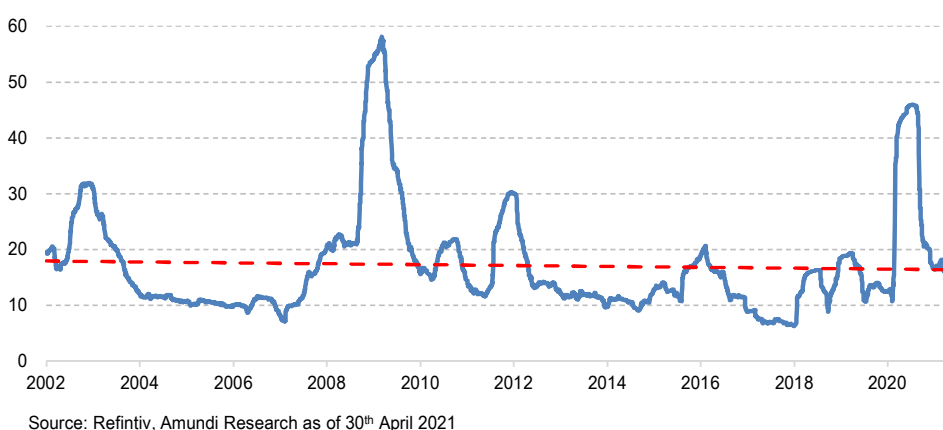
2. 第二個變化因素可能是**投資多元化程度較低**。金融市場多元化的主要來源是主權債券與股票之間的負相關性。自1990年代中期以來建立的這種負相關性起着減震作用。各國央行在透過量化寬鬆政策來降低政策利率和購買長期債券時，強調了這種吸收機制。不過，在通脹預期長期固定在長期通縮趨勢的低通脹制度內，債券/股票的負相關性和貨幣寬鬆政策都是可能的。「

大穩健時代」的終結可能是讓通脹率高於過去二十年且通脹預期沒有得到實現的環境。在這種環境下，**債券與股票之間的相關性接近於零或為正數值**（除了股票市場拋售階段外）。各國央行將無法長期維持寬鬆的貨幣政策，平衡的投資組合將受到債券部分的較少保護。因此，投資者將傾向於使用現金來開啟和關閉其股票持倉敞口以降低風險，這會導致股票市場更大的波動性。

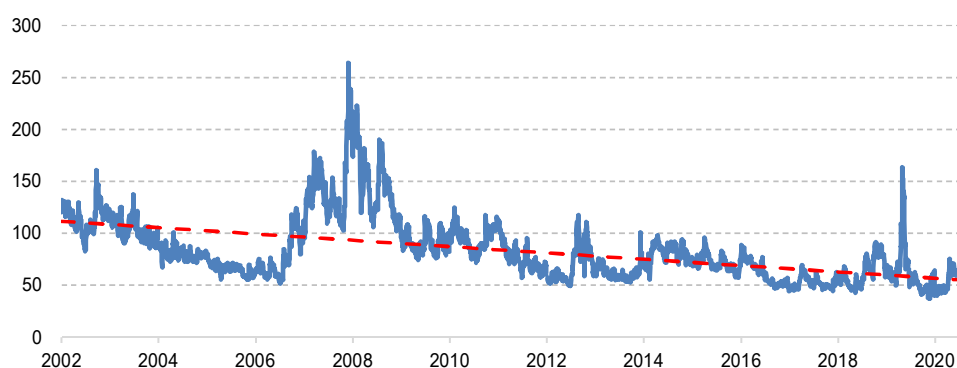
3/ VIX: 標普500短期波動指數



4/ 標普500六個月波動率(自2002年起)



5/ MOVE: 十年期美債短期波動指數



專題環球投資觀點

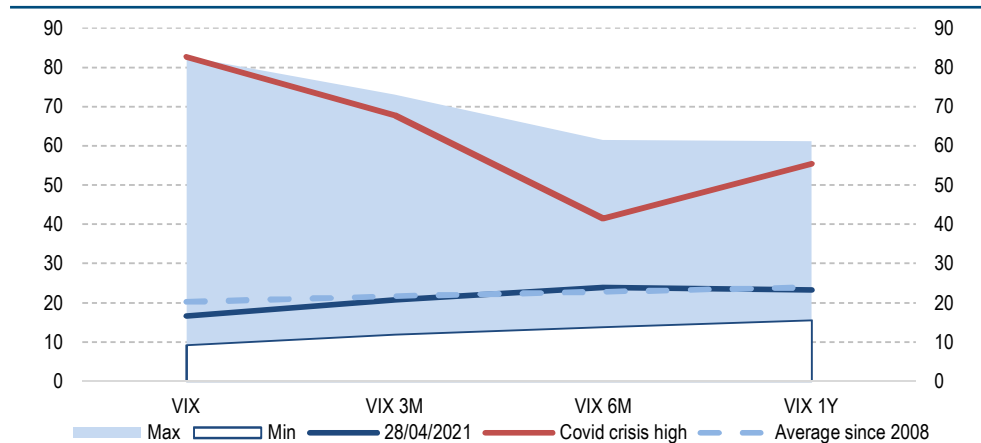
主要後果是債券收益率曲線不穩定和股票/債券相關性不穩定

新冠疫情危機可能是經濟週期波動加劇的轉折點及/或轉向更高通脹制度的轉變。這些因素可能會導致金融市場的波幅高於過去的二十年。然而，在確認這一轉變之前，投資者將

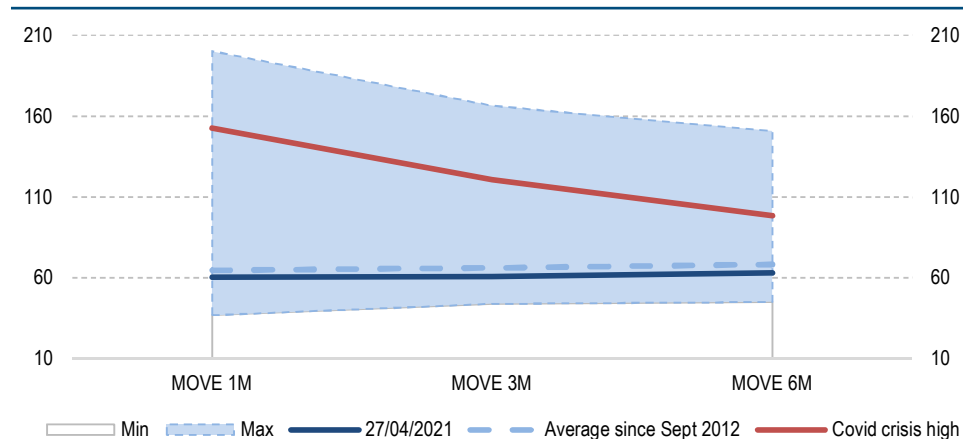
繼續處於「大穩健時代」模式，使資產價格波動率回到其較低的平均水平。

本文於2021年4月30日定稿

6/ 標普500波動指數期限結構 (自2008年1月起)



7/ 十年期美債波動指數期限結構 (自2012年起)



中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

儘管存在物流和副作用問題，惟我們仍注意到疫苗方面的進展。在我們的中間情景中，在流動性充裕、基本面改善和貨幣政策寬鬆的背景下，股票表現優於大市。疫苗抗藥性病毒變種、鷹派政策意外、地緣政治緊張局勢都是主要的風險來源。在18個月之後，我們預計，隨着通脹率上升，美國經濟將恢復增長潛力，而整個歐洲的滯脹壓力將上升。

風險的平衡會隨時間而變化。儘管在宏觀和微觀基本面仍在改善和加速之時大幅降低投資組合風險為時尚早，但我們認為政策失誤或不利事件的空間較小。

下行情景 10%	中間情景 70%	上行情景 20%
多方面的壓力*	多速復甦	可持續和包容性復甦
分析 ✿ 病毒變種導致病例激增，導致經濟增長再度受挫，封城措施直至21年第四季度，從而延長了危機 ✿ 疫苗的副作用及/或持久的短缺，削弱了大眾的信心和全球前景 ▲ 高度親週期性的美國政策最終導致通脹預期不穩定，並導致利率、美元及/或大宗商品價格上漲，從而對風險資產造成損害（波動衝擊）並損害了金融穩定性。融資環境緊縮加劇了經濟和金融脆弱性 ▲ 歐元區未能推動復甦的重新啟動，一些國家陷入了滯脹式旋渦 ● 缺乏增長阻礙了債務的可持續性 ● 中國經濟增速放緩蔓延至發達經濟體 ● 地緣政治勢力的重新平衡導致保護主義和去全球化，對貿易和環球價值鏈產生負面影響	分析 ✿ 2021年上半年疫苗推出量激增，儘管各地差異很大。由於疫苗接種延誤及/或新的封城措施，新興市場經濟增長疲軟，甚至歐洲經濟增長亦可能疲軟 ▲ 政策助推允許多速復甦，縮小了新興和發達市場之間的增長溢價差距（由美國驅動） ▲ 儘管有政治承諾動員發達經濟體的財政政策，但歐盟的執行情況可能會被稀釋 ▲ 寬鬆的貨幣和財政政策繼續為經濟復甦提供支撐，讓通縮風險暫時得以遏制、債務/GDP比率暫時得以穩定 ● 儘管發展速度不同，但公司盈利發展勢頭良好，降低了償付能力風險 ✿ 新冠疫情危機加劇收入和財富不均，從而加劇社會及政治緊張局勢 ● 宏觀和微觀基本面積勢頭有所暫停。如果出現問題，過高的風險資產估值和技術面會縮小操作餘地	分析 ✿ 到21年上半年底，大規模疫苗接種將解決這一公共衛生危機，最終使全球在21年下半年全面復甦 ▲ 由於不明朗因素較低，政策助推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 ✿ 儲蓄變成可支配收入增加，從而帶動消費，形成增長/通脹良性循環（而不會造成全球過熱） ✿ 包容性和可持續增長消除了進一步政策支持以減少不平等差距的需求 ✿ 美國就業市場復甦快於預期，工資壓力上升 ● 新的數碼及綠色發展帶來中期生產力提升
市場影響 — 偏好現金、美元和美國國債 — 使用最小波動率策略	市場影響 — 從跨資產的角度來看，從高收益信貸逐步輪換為股票。價值型和週期性投資跑贏大市的表現仍將繼續。在股票和貨幣領域支持槓鈴式持倉定位 — 美國國債收益率曲線的遏制陡峭蔓延到了歐元區和新興市場。 — 透過新興市場股票和收益增長信貸來保持增長和收入。慎選新興市場硬通貨。 — 偏好掛鉤產品作為通脹對沖	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 — 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產 — 偏好掛鉤產品作為通脹對沖

* 沒有任何下行情景。在此，我們考慮到我們已經確定的許多下行風險因素。這些風險因素可能會或可能不會結合在一起，導致增長再現及/或通脹壓力上升，從而在市場上產生新一輪的動盪。一些風險是「外來」的（疫情動態、疫苗供應），其他則與危機及/或經濟政策直接相關。儘管透過疫苗接種運動，與疫情相關的風險應會隨時間流逝而減少，但在接下來的12至18個月中，「最高風險」一節中提到的其他風險將會有更高的發生概率。

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。我們本月的敘述和中間情景風險保持不變。

經濟風險
15%

- **面對疫苗推出問題的疫症大流行2.0**
 - 疫苗的意外後勤問題或副作用可能會對投資者和商業情緒產生非常不利的影響
 - 會使現有疫苗失效的一種或幾種病毒變體會影響經濟復甦
- **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，可能引起社會緊張
- **通貨膨脹再現及第二次「退市恐慌」**
 - 隨着疫情消退，上行通脹壓力可能會增加
 - 隨着通脹預期上升，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，通脹接近大部分央行的目標
 - 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
20%

- **通脹預期失衡**，從而導致因政策錯誤（例如：先發制人的貨幣政策緊縮或財政計劃過大）而造成的債券市場錯位）
- **企業償付能力風險**：儘管基本面有所改善，惟一旦央行取消流動性和政府擔保計劃，經濟衰退的程度將增加償付能力風險
- **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
- **美元的不穩定性，可能會在兩個方向產生影響：**
 - **(1) 貶值**可能會促使聯儲局停止其資產購買計劃（APP）並對美國國債市場產生負面影響，將通縮帶往歐元區和日本，並破壞新興市場的復甦進度；
 - **(2) 升值**可能會傷害新興市場國家，因為更高的美國國債收益率會溢出至歐元區債券市場

(地緣) 政治風險
15%

- **中美冷戰**
 - 民主黨人對中國採取強硬路線
 - 幾項制裁和一些中國公司退市標誌着緊張關係升級的跡象
 - 中國戰機經常入侵的南中國海或台灣海峽可能會意外地發生對抗
- 在混亂的疫情危機管理和食品價格上升的背景下，**新興市場國家內部和內部的不穩定**
- **英國脫歐後削弱歐洲凝聚力的風險**
 - 2020年以英國脫歐協議結束，但該協議的實施比預期中更具破壞性
 - 北愛爾蘭新的邊境規定引起緊張局勢
 - 倫敦金融城可能失去市場佔有率的速度快於預期
 - 英國必須決定其在美国與歐盟以及中國之間的立場

+ 現金、掛鈎證券、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、掛鈎證券、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仍然明顯，製造業板塊的表現勝於服務業。隨着經濟逐步重新開放，增長將從第二季度開始逐步獲得動力。
- 美國的經濟活動正逐漸獲得動力，高頻數據和軟數據都表明，製造業和服務業私營部門的商業活動錄得持續增長。新的財政刺激措施將進一步支持經濟增長。
- 由於共識仍然很高，經濟意外的逐漸逆轉可能會繼續，因為進一步的上行意外變得越來越難以實現。

●●● 基本面與估值

- 當前的市場水平已經折算了預期利潤恢復的很大一部分。
- 儘管增長仍然是暫時偏離歷史平均水平的堅實論據，但絕對市盈率水平仍高於歷史趨勢。
- 在近期利率飆升之後，相對價值指標為市場大幅上漲提供了較少的支持。

中立 +
資產配置

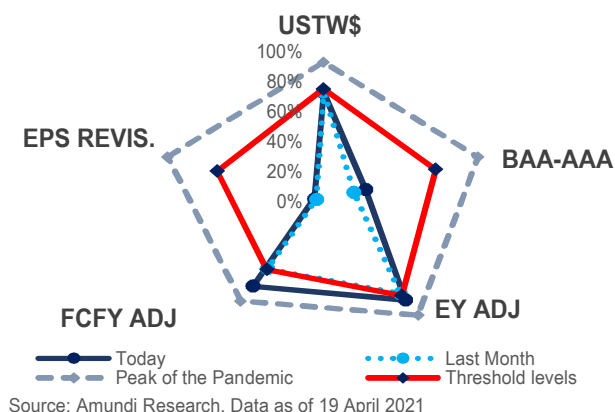
●●● 技術資料

- 對於整系列風險資產而言，技術因素仍然充滿挑戰。
- 儘管股票和高收益債券仍顯示出不錯的勢頭（顯示投資胃納仍停留在這些資產上），惟逆勢橙色訊號燈正在閃爍（即投資敞口為中性），因為這些資產中的大多數似乎越來越接近超買區域。
- 鑑於市場處於整合階段，我們基於RSI的訊號似乎沒有那麼緊張，但我們距離開綠燈還很遠。
- 由於利率上升拖累市盈率（仍然緊繃，並且與注入系統的巨大流動性相連），而且在眾多風險市場中並無明確的方向性，因此從技術角度來看，我們看不到明確的訊號。

●●● 情緒

- 儘管與季度調整（2021年第一季度）相關的動盪不安，風險情緒依然強勁。
- 整體風險規避概率仍然很低，並繼續表明增持風險資產，減持防守型資產。
- 我們認為，以下兩點將受到密切監測。i) 美元大幅反彈（到目前為止已被遏制）並未轉化為較低的每股盈利修正和較高的信用風險溢價。如果發生這種情況，我們預計我們的CAST指標會從當前水平惡化。ii) 環球融資環境並未因我們在第一季度出現的名義/實際利率大幅重估而惡化，並且目前看來已超出歷史水平（顯示市場充滿自滿情緒）。

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。

由於所有成分的整体改進（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、每股盈利修正、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 環球經濟勢頭出現戰術性停頓

- 我們看到，去年4月開始對環球經濟勢頭非常有力的重新評估正在出現戰術上的暫停。
- 每股盈利修訂和經濟意外似乎已經從非常高的水平見頂，表明預期可能已被計入價格，並且近期建立中的樂觀情緒可能會暫停。

投資後果：

- 在跨資產方面，儘管對絕對值和相對值方面的估值都需要謹慎，但仍確認了當前的「承擔風險」立場。
- 如果美元最近的上漲趨勢溢出到信貸中並觸發每股盈利修正，則可能會影響親風險立場。

2 美國通脹正常化，歐元區內部趨勢不同，巴西通脹值得關注

- 在最先進的經濟體中，通貨膨脹率將在2021年底前接近央行的目標。
- 美國的通脹上升速度快於歐元區。德國應會看到整體通脹率的最高峰，而西班牙和意大利應會落後。
- 新興市場通脹可見於成本方面，並受到貨幣疲軟加劇
- 縱觀美國通脹指數的歷史演變，我們預計到2023年，一個正常（CPI在2-3%之間）到通脹性的制度（CPI在3-6%之間）的可能性很高。

投資後果：

- 當通脹處於「正常」水平時，風險資產表現最佳。
- 在通脹的環境中，儘管股票繼續獲得正回報（個位數），但隨着央行恢復緊縮政策，信貸息差往往會擴大。在這種情況下，掛鉤產品毫不奇怪地能提供對沖。

3 週期性輪換將繼續

- 第一季度財報季的首批跡象聽起來很有希望，在過去兩週，市場共識預期大大上升。就標準普爾500指數而言，IBES預計上升31%，4月1日為上升24%。Stoxx 600指數分別為+56%和+47%。
- 在這兩個地區，金融和週期性消費等去年最先受到衝擊的板塊現在都在引領反彈。即使這些初步數字可能會有所波動，但這種順週期模式仍將繼續存在。

投資後果：

- 順週期的輪換仍在繼續，情況已經成熟，但還有待進一步發展。每股盈利增長強勁的前景以及一些勢頭亦可能支撐價值。
- 我們還在新興市場、歐元區、太平洋地區（日本除外）等地區增持，保持順週期持倉定位，對美國和英國持中立態度，而歐洲防守型市場（如：瑞士）則減持。

4 中國的增長復甦將繼續保持強勁的步伐；通貨再膨脹，而不是高通脹

- 我們預計，在第一季度放緩之後，受服務業的推動，經濟復甦將連續地再加速。
- 對於決策者而言，增長將不再是一個令人擔憂的問題，這將導致謹慎的財政/信貸政策縮減，加上房地產市場有針對性的緊縮。
- 對於2021年的中國央行而言，通脹不應成為問題。在財政和信貸動力放緩的情況下，我們預計PPI通脹將在第二季度達到峰值。CPI通脹應會在2021/22逐步加強，核心通脹應會保持在3%以下。

投資後果：

- 通脹短暫飆升、連續增長重新加速、債券供應增加，將給第二季度政府債券收益率帶來上行壓力。我們更願意考慮收益率回升（如有），因為收益率可能從現在開始保持穩定的12個月。
- 隨着流動性浪潮開始減弱，我們仍然選擇性地對中國的股市持樂觀態度，青睞股息股而不是成長股。受益於經濟復甦擴大，小盤股在短期內也具有較高的上漲空間。
- 長期存在的國有企業和地方政府融資平台違約風險繼續困擾信貸市場，並延長了風險規避的時間。

5 日本的兩軌復甦將繼續，在環球資本支出的上升週期中處於有利地位

- 2021年初國內外機械訂單之間的巨大反差表明，外部資本支出需求仍然是日本經濟復甦的主要動力。
- 日本公司的利潤往往與環球製造業週期同步。鑑於環球製造業復甦，日本的利潤增長應繼續反彈。

投資後果：

- 日本仍屬週期性，在環球復甦中應會受到青睞，而日圓應隨着套利交易的需求增加而走弱。
- 我們保持略微樂觀的偏好，只是因為一旦日本和歐洲加入美國和中國，環球經濟復甦也可能伴隨美元升值壓力減小。

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	=		大規模的財政支持、寬鬆的融資環境，加上被壓抑的消費者需求和大量儲蓄為美國股市提供了利好的背景。然而，投資者應避免估值過高、無法由基本面支持的領域。相反，投資者應將注意力集中在領導層輪換上，慎選價值型、週期性和優質股票，並關注ESG主題。企業稅是另一個值得關注的領域。
	美國價值	+		改善收益前景和陡峭的收益率曲線應能支持週期性價值型股票（在金融等行業），這將受益於經濟正常化。從長遠來看，美國價值投資提供了結構增長、質量、穩定性和ESG改進的組合。
	美國經濟增長	-		利率上升和經濟改善可能會對長期增長型股票的估值產生負面影響，其中一些已經看起來非常昂貴。建議在這些區域中採取謹慎的態度。
	歐洲	=/+	▲	下半年疫苗運動的重新加速，加上經濟和每股盈利預測的改善，支持了對歐洲股票的積極立場，從相對的角度而言，歐洲股票的價值似乎很有吸引力。然而，隨着一些領域受益於重新開放，歐洲可能會出現行業板塊間的分歧。因此，投資者應保持慎選，專注於基本面，並在價值型和週期性投資領域發揮輪換機會。估值極低的防守型行業亦有一些機會。
	日本	+		考慮到日本的週期性和工業傾向，我們將維持樂觀態度，這種傾向應會得益於環球經濟改善和日圓疲軟，從而使出口具有競爭力。
	新興市場	+	▼	我們對新興市場股票持樂觀態度，因為其增長潛力（尤其是在亞洲新興市場）完好無缺，但我們確認美元走強和新冠疫情形勢帶來的近期阻力。這就需要在異類新興市場中採取更為審慎的投資選擇方式，在該市場中，國內消費和價值型/週期性投資仍是重要的主題。最後，中國向更可持續增長道路的再平衡，對新興市場整體而言應該是有利的。
固定收益平台	美國政府債券	-/=		在通脹預期提高、美國債務增加和經濟改善的情況下，我們對美國的存續期保持謹慎。然而，我們認為收益率已經急劇上升，因此，如果市場波動加劇，投資者應保持靈活性以增長存續期。另一方面，美國通脹和美國國債通脹保護證券的投資理由仍然很強。在我們的美國投資組合中，我們對美國國庫債券持謹慎態度。
	美國投資級公司債券	=		投資者應監察其投資組合中的利率風險，因此應限制存續期長的投資級債券。儘管我們整體上保持樂觀，惟我們看到某些細分市場的高估值，而這些市場中的風險可能會降低。鑑於強勁的消費者收入和儲蓄，證券化信貸具有吸引力，但慎選至關重要。
	美國高收益公司債券	=		隨着經濟復甦和融資成本降低，高收益市場的基本面和違約率狀況似乎正在改善。然而，必須高度重視證券選擇。
	歐洲政府債券	-/=		我們對核心歐元債券仍持謹慎態度，但意識到歐洲央行不會為了維持寬鬆的融資環境而允許收益率上漲過高。然而，我們仍對週邊債務持樂觀態度，尤其是在意大利，因為近期的PEPP行動肯定了歐洲央行的支持，以防止歐洲市場出現任何分裂。
	歐洲投資級公司債券	=/+		考慮到基本面的改善和對收益率的追求，我們對投資級債券持樂觀態度，重點是期限較短的債務和BBB級債券。然而，信貸選擇仍然很重要，因為我們認為受危機影響最大的行業板塊和已復甦的行業板塊之間可能會出現分歧。歐洲央行的支持對市場仍然很重要。
	歐洲高收益公司債券	=/+	▲	我們更喜歡以評級較低的精選投資來發揮利差壓縮的機會，並探索金融板塊的相對價值機會（對次級債持積極態度，對金融類優先債持謹慎態度）。然而，我們認為，必須在質量和收益之間取得平衡，並區分優質信貸和劣質信貸。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		從長遠來看，硬通貨債務支持投資者尋求收入，但短期內投資者應提防美國利率上升。利潤增長上升支持公司債券，但在特殊情況之外，高收益領域進一步利差壓縮的空間仍然有限。我們在前沿市場中尋找精選投資機會。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		考慮到美元走強帶來的風險，我們認為本地貨幣債務更加脆弱和昂貴。因此，慎選仍然至關重要。
其他	大宗商品			大宗商品（包括基本金屬）應會得益於2021年強勁的經濟復甦預期以及通脹貿易的投資影響。這對油價也將是正面的，未來幾個月，油價將保持在當前水平。在貴金屬方面，黃金受到聯儲局近期的溫和聲明的一些支撐。
	貨幣			最近的美元升值並未影響融資環境，但根據我們的內部模型，美元似乎已達到警戒水平。儘管如此，我們認為，一些允許美元暫時出現牛市的因素正在重新調整。

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2021年3月22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 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28/4/2021

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 範圍	2020	2021	2022
世界各地	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
發達國家	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
美國	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
日本	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
英國	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
歐元區	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
德國	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
法國	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
意大利	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
西班牙	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2

資料來源: 東方匯理研究

- **美國:** 得益於極為寬鬆的政策組合, 美國經濟應會在年中之前恢復到疫情前的水平。限制寬鬆和更廣泛的疫苗接種運動, 再加上額外積蓄, 對我們2021年的增長和通脹預測構成了上行風險。「重建美好未來」(Build Back Better) 計劃將在10年內花費2至4兆美元, 用於基礎設施建設, 該計劃可能會提高明年的GDP, 同時會促進中長期的潛在增長。通脹率正在上升, 且由於暫時性因素, 本季度通脹率將過高, 然後從2022年開始以略高於疫情前的速度穩定下來。
- **歐元區:** 疫苗接種運動的速度仍然是關鍵。儘管在秋冬封城期間保持彈性, 但由於第一季度和第二季度的限制擴大, 復甦的持續崎嶇之路以及逐步恢復開放緩慢, 經濟復甦可能會遭受挫折。從夏季開始, 我們可能會看到經濟表現的顯著加速。各國政府將繼續提供財政支援, 直到復甦步入正軌, 而歐洲中央銀行則仍然採取寬鬆態度。通脹應會繼續上升, 在暫時性因素的影響下仍將波動, 同時在預測期末也應保持在目標以下。
- **日本:** 經濟復甦可能會超過歐元區, 但在2021年的表現不及美國。我們預計, 受益於環球資本支出的上升週期, 出口行業將繼續是增長的主要動力。今年初機械訂單激增反映了這一點。然而, 疫苗接種速度緩慢, 加上在主要城市疫情反覆, 為國內需求的前景蒙上陰影。因此, 我們預計通脹率將保持接近零。日圓疲軟和大宗商品價格上漲對進口通脹的傳導將受到限制。
- **英國:** 我們預計英國經濟將在第一季度萎縮, 但其疫苗接種運動快速, 4月中旬已覆蓋了50%的人口, 這使政府能夠開始逐步取消限制措施, 並計劃在6月21日之前全面重新開放。我們預計, 經濟將從第二季度開始回升, 並在下半年獲得強勁動力。在暫時性因素的影響下, 通脹率應會上升, 但整體仍將保持在目標範圍內, 並且不會損害貨幣政策的支持立場, 而貨幣政策立場應與最近加強的財政政策相配合, 以便穩固地支撐經濟復甦。

主要利率展望

	23-04 2021	東方 匯理 +6個 月	市場觀 點 +6個月	東方 匯理 +12個 月	市場觀 點 +12個月
美國	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16
歐元區	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
日本	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

資料來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 3月份, 聯邦公開市場委員會提高了對經濟增長、就業和通脹的預測, 但並未出現預期利率的變化, 直到2024年仍未有加息跡象。聯儲局決心表現出耐心, 特別強調其新的反應職能, 亦強調在通脹率明顯升至2%以上並恢復充分就業之前堅持接近零利率的承諾。聯儲局重申, 當局將即將出現的強勁通脹數字視為暫時性質, 另一方面, 重點將放在全面就業任務上。如果聯邦公開市場委員會在接下來的幾個月降低其疫情風險評估, 則可以向上修正2021年的增長假設。
- **歐洲央行:** 正如預期的那樣, 4月份會議沒有傳遞任何政策消息, 但歐洲央行仍保持溫和立場, 並重申了其非常寬鬆的貨幣政策立場。歐洲央行行長表示, 未來幾個月PEPP月度購買量可能接近850億歐元, 駁回有關最終縮減為時過早的討論, 並強調其他司法管轄區需要在相當長的一段時間內維持貨幣刺激政策, 因為經濟距離「跨過疫情大橋」還有漫漫長路。儘管隨着經濟復甦的開始, 歐洲央行內部對前景刺激政策持有不同意見, 但最近的會議還是確認了整體的溫和立場。
- **日本央行:** 日本央行在3月的會議上對其政策進行了幾處小改動, 強調了政策的可持續性。央行確認不再購買ETF和J-REIT, 以+/-25個基點的幅度將10年期日本國債的利差範圍擴大至0%左右, 並加強了補貼計劃以減輕NIRP的影響。自此, 日本央行已減少購買日本國債, 並在四月的大部分時間都沒有購買ETF。鑑於2021年環球資本支出上升週期中以出口為導向的經濟復甦, 我們預計日本央行將繼續降低其平均資產購買量。
- **英國央行:** 儘管英國央行似乎對其前景持謹慎樂觀的態度, 但在3月份的會議上並未看到政策變化, 並保持鴿派立場。像聯儲局一樣, 英國央行對近月曲線變陡並不感到擔憂, 這與行長貝利(Andrew Bailey)的評論一致, 顯示收益率上漲反映了較佳增長前景。同時, 在經濟形勢的趨勢變得更加清晰之前, 英國央行將繼續以相當寬鬆的融資條件為目標, 政策重點將是量化寬鬆而不是其他政策工具。

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16日
歐洲央行理事會	6月10日
日本銀行金融政策決定會合	6月18日
英倫銀行貨幣政策委員會	5月6日

資料來源: 東方匯理研究

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至28/4/2021

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	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1
新興市場	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
巴西	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
墨西哥	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
俄羅斯	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
印度	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
中國	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
南非	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
土耳其	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6

資料來源: 東方匯理研究

- **中國:** 由於去年基數較低, 第一季度GDP同比增長18.3%。根據我們的估計, 由於建築和服務業活動的放緩, 經季節因素調整後, 經濟增長從2020年第四季度的3.4%下降至第一季度的約1.2%。隨著疫苗接種加速且疫情受到控制, 我們預計服務行業的增長將再次加速, 並在今年餘下時間推動整體經濟。恢復消費者需求和減少勞動力市場疲軟將逐步增強核心CPI, 而豬肉價格下降則應會使整體通脹得到控制。
- **印度:** 該國4月份的每日新感染人數創新紀錄, 4月下旬達35萬人。日常出行數據大幅降低, 而封城措施量正在小幅增加。儘管如此, 由於政府不像第一波浪潮那樣渴望實行全國封城措施, 因此對經濟的影響預計將比2020年更為有限。同時, 儘管缺乏每天所需劑量可能會降低疫苗接種步伐, 但疫苗接種運動最近已加速進行。全民接種疫苗的時間不可能早於2022年。
- **巴西:** 巴西目前正有眾多拐點。隨著社交限制的放寬, 新冠疫情動態會在較高水平開始降低, 而人口流動性正在提高。反過來, 這應可使經濟在3月和4月出現疲軟數據之後回升。年度通脹要到夏季月份才能達到頂峰, 並將遠高於目標, 但接連的通脹已趨向於降低。對於巴西央行來說, 這是個好消息, 央行正試圖透過以75個基點的幅度來趕上曲線。最後, 預算最終獲簽署, 部分遭否決。
- **哥倫比亞:** 另一波新冠疫情浪潮要求收緊流動限制, 這很可能取決於第一/二季度之間的增長, 否則增長本來不俗。多得良好的通脹動態, 儘管基本效應將使通脹率在第二季度達到目標, 但央行並不急於將其正常化。同時, 當局宣佈了急需稅收改革的參數, 稅收改革旨在透過增加增值稅和所得稅基礎來擴大稅收, 從而使收入增加到GDP的1.4%, 以擴大安全網並加強財政規則。提議極有可能被攤薄, 但要避免將信用等級降級至低於投資級, 淨收入將必須保持在GDP的1%左右。

主要利率展望

	27-04 2021	東方 匯理 +6個 月	市場觀 點 +6個月	東方 匯理 +12個 月	市場觀 點 +12個月
中國	3.85	3.85	3.85	3.90	3.85
印度	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
巴西	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
俄羅斯	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

資料來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行:** 減輕債務風險的政策已受到關注, 表明在控制宏觀槓桿的整體目標下, 2021年可能會出現適度的去槓桿化。具體而言, 儘管監管機構曾警告涉及地方金融機構的風險, 但財政部發佈了新的規則, 以控制或有地方政府債務, 鼓勵地方融資進一步脫離地方政府融資平台。在信貸緊縮的背景下, 銀行同業間的流動性保持穩定, 而我們預計中國人民銀行將繼續將利率維持在理想水平附近, 以避免過度緊縮。
- **印度儲備銀行:** 4月7日, 貨幣政策委員會一致將政策回購利率維持在4%。在最近一段時間, 印度經歷嚴重的反覆疫情, 削弱經濟復甦, 價格仍然溫和上漲(3月份大宗商品推動的WPI同比上漲7.4%)。就國內經濟狀況和環球融資環境而言, 我們重申對本年度印度儲備銀行的信念。在流動性方面, 印度儲備銀行制訂了2021-22年策略, 並推出了二級市場政府證券收購計劃(G-SAP 1.0)。
- **巴西央行:** 3月份的漲幅大於預期(75個基點, 相對於50個基點), 升至2.75%, 同時, 又宣布了在5月5日的下一次會議上作出相同規模的加息。巴西央行表示, 需要採取前期準備措施, 以防止快速上升的通脹(主要是基礎和能源驅動)在2022年超過目標。不過, 重要的是, 巴西央行僅將當前調整視為部分重新正常化的一部分。我們部分同意, 但由於通脹壓力增加和通脹預期提高, 今年利率將更快、更接近中性(5.50%)。
- **俄羅斯央行:** 4月23日俄羅斯央行將政策利率再次提高了50個基點至5%, 比預期稍早。俄羅斯央行在新聞稿中提到導致這一決定的眾多因素, 包括: 內需復甦快於預期、外部需求前景更好、通脹預期和順通脹風險上升。3月份的同比通脹率增長為5.8%, 預計4月份的通脹率為5.5%。俄羅斯央行曾有較為鷹派的語氣, 並仍對進一步提高政策利率持開放態度。央行現在預計通脹將回到2022年上半年達4%的目標。我們現在預計未來12個月內將加息不超過100個基點。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
人民銀行	5月20日
印度儲備銀行	6月4日
巴西央行	5月5日
俄羅斯央行	6月11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 (2021年4月28日)						
全年 平均值(%)	實際國內生產總值 增長(%)			通脹 (消費物價指數, 按年, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
	範圍					
美國	-3.5	6.5/7.9	3.5/4.4	1.3	2.6	2.5
日本	-4.9	4.0/4.6	1.4/2.0	0.0	0.1	0.2
歐元區	-6.8	3.0/3.6	3.2/3.9	0.3	1.4	1.5
德國	-5.0	2.8/3.4	2.6/3.2	0.5	1.8	1.5
法國	-8.2	4.0/4.6	3.2/3.8	0.5	1.2	1.6
意大利	-8.9	3.0/3.6	2.7/3.3	-0.1	1.0	1.4
西班牙	-11.0	3.9/4.5	4.2/4.8	-0.3	1.1	1.2
英國	-9.9	3.8/4.4	4.6/5.2	0.9	1.7	2.0
巴西	-4.1	3.1/4.1	1.5/3.5	3.2	6.5	4.0
墨西哥	-8.2	4.4/5.4	1.9/3.9	3.4	4.3	3.3
俄羅斯	-3.1	3.0/4.0	2.0/3.5	3.4	5.1	4.2
印度	-7.1	9.0/10.2	5.2/6.6	6.6	5.2	6.1
印尼	-2.0	3.8/4.6	4.4/5.4	2.0	2.1	3.2
中國	2.3	8.9/9.5	4.9/5.5	2.5	1.2	2.4
南非	-6.9	3.1/4.1	2.1/3.1	3.2	4.1	4.6
土耳其	1.6	3.6/4.6	3.7/4.7	12.3	15.7	11.6
發達國家	-5.2	4.7/5.6	3.2/3.9	0.7	1.8	1.8
新興市場	-2.2	6.3/7.1	4.0/5.0	4.0	3.8	4.0
世界各地	-3.5	5.7/6.5	3.7/4.5	2.6	2.9	3.1

主要利率展望

發達國家					
	23/4/2021	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
美國	0.13	0/0.25	0.15	0/0.25	0.16
歐元區	-0.52	-0.50	-0.52	-0.50	-0.52
日本	-0.10	-0.1	-0.01	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.13

新興市場					
	27/4/2021	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
中國	3.85	3.85	3.85	3.90	3.85
印度	4.00	4.00	4.00	4.50	4.15
巴西	2.75	5.50	5.00	6.00	5.60
俄羅斯	5.00	5.75	5.00	6.00	5.20

長期利率展望

2年期債券孳息					
	23/4/2021	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	0.16	0.15/0.25	0.31	0.20/0.35	0.46
德國	-0.69	-0.70/-0.50	-0.72	-0.70/-0.50	-0.73
日本	-0.13	-0.20/-0.10	-0.15	-0.20/-0.10	-0.16
英國	0.05	0/0.25	0.12	0/0.25	0.22

10年期債券孳息					
	23/4/2021	東方匯理 +6個月	遠期 +6個月	東方匯理 +12個月	遠期 +12個月
美國	1.58	1.5/1.8	1.70	1.8/2.0	1.84
德國	-0.25	-0.40/-0.20	-0.19	-0.20/-0.0	-0.14
日本	0.07	0/0.20	0.11	0/0.20	0.15
英國	0.76	0.7/0.9	0.90	0.9/1.1	0.99

匯市展望

	26/4/2021	東方匯理 2021 年第三季	市場觀點 2021 年第三季	東方匯理 2022 年第一季	市場觀點 2022 年第一季
歐元/美元	1.21	1.18	1.20	1.16	1.22
美元/日圓	108	112	108	114	107
歐元/英鎊	0.87	0.84	0.85	0.86	0.86
歐元/瑞士法郎	1.10	1.12	1.11	1.12	1.12
歐元/挪威克朗	10.02	9.64	9.90	10.16	9.80

	26/4/2021	東方匯理 2021 年第三季	市場觀點 2021 年第三季	東方匯理 2022 年第一季	市場觀點 2022 年第一季
歐元/瑞典克朗	10.13	9.97	10.00	10.31	9.87
美元/加元	1.24	1.22	1.25	1.26	1.25
澳元/美元	0.78	0.80	0.78	0.75	0.79
紐元/美元	0.72	0.72	0.73	0.68	0.74
美元/人民幣	6.49	6.50	6.50	6.60	6.42

資料來源: 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。

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

ASSET CLASS VIEWS

**Asset Classes Views: Climbing the hill (12-03-2021)**

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment, DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Head of Quant solutions

SHIFTS & NARRATIVES

**Shifts & Narratives #2 - Inflation: something deep awakens (26-04-2021)**

Monica DEFEND, Global Head of Research - Vincent MORTIER, Deputy CIO - Bastien DRUT, Senior Strategist at CPR AM - Francesca PANELLI, Investment Insight Unit - Tristan PERRIER, Global Views Analyst

Shifts & Narratives #1 - Do not give up on fundamental valuations (09-04-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS

**Why now is the time for active management in US equities (27-04-2021)**

PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager - Dino DAVIS, CFA Client Portfolio Manager - Equities - Alec MURRAY, Client Portfolio Manager - Equities

Temperature scores: an innovative tool for ESG fundamental investors (13-04-2021)

DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - BARBERIS Jean-Jacques, Head of Institutional and Corporate Clients Division - Joan ELBAZ, Business Solutions and Innovation - POUGET-ABADIE Théophile, Business Solutions and Innovation - Mathieu JOUANNEAU, ESG Solutions and Data Specialist - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

Why investors should look at Indian assets (06-04-2021)

MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Alessia BERARDI, Head of EM Macro and Strategy Research

Allocating to real and alternative assets: a framework for institutional investors (06-04-2021)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - TAZE-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

Dollar: short-term bull, medium-term dull? (02-04-2021)

DEFEND Monica, Global Head of Research - CESARINI Federico Head of DM FX Research, Cross Asset Research

How hot is the inflation pot? Strategies to protect portfolios from inflation risk (31-03-2021)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer

WORKING PAPERS

**Robo-Advising: Less AI and More XAI? (26-04-2021)**

Milo BIANCHI, Toulouse School of Economics, TSM, and IUF, University of Toulouse Capitole - Marie BRIÈRE, Amundi Research

Bond Index Tracking with Genetic Algorithms (24-03-2021)

BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research,

Understanding the Performance of the Equity Value Factor (26-02-2021)

LAUREN Stagnol, Quantitative Research - LOPEZ Christian, Strategic Investment Advisor, CPR AM - RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - TAILLARDAT Bruno, Smart Beta & Factor Investing

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

INVESTMENT TALKS

**European equity value has further to go in this cycle (29-03-2021)**

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

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

REPORT

**Emerging Market Green Bonds - Report 2020 (19-04-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - LACOMBE Jean-Pierre, Director, Global Macroeconomics, Market and Portfolio Research IFC

東方匯理研究中心



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

Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG 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.msicibarra.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GPO4000036；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 - marcutti

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
BOROWSKI Didier——環球投資觀點總監
CESARINI Federico——跨資產研究策略師
DELBO' Debora——新興市場宏觀策略師
DI SILVIO Silvia——宏觀策略師
DROZDZIK Patryk——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
CARULLA POL——東方匯理投資洞察部

設計及製作

BERGER Pia——研究部
PONCET Benoit——研究部

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

常務副編輯

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

GEORGES Delphine——固定收益高級策略師
HERVÉ Karine——新興市場宏觀策略師
HUANG Claire——新興市場宏觀策略師
LEONARDI Michele——跨資產研究初級分析師
MIJOT Éric——發達市場策略研究部主管
PERRIER Tristan——環球投資觀點
PORTELLI Lorenzo——跨資產研究部主管
STRENTA Aurelien——新興市場分析師（V.I.E）
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

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
PANELLI Francesca——東方匯理投資洞察部