

Research

#09  
2021年9月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

市場的三個「D」：新冠病毒Delta變種、經濟增長減速  
(Deceleration)和分歧(Divergences)

本月主題

特別的歐洲：投資於經濟復甦

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #09 - 2021年9月

## 目錄

## 環球投資觀點

## 投資總監的觀點

市場的三個「D」：新冠病毒Delta變種、經濟增長減速  
(Deceleration)和分歧(Divergences) 頁3

新冠病毒Delta變種蔓延，以及由此產生之經濟勢頭的溫和穩定，使我們能夠對股票保持中性立場。然而，投資者應謹慎維持對沖，因為從估值的角度而言，歐洲似乎具有吸引力。在存續期方面，鑑於我們認為收益率上升的趨勢雖然並非線性，但我們仍保持防守態度並保持靈活。另一方面，新興市場存在分歧，而鑑於美國核心收益率可能上升的不利因素，我們需要謹慎行事。整體而言，當前需要的是一個平衡而警惕的立場。

## 宏觀

## 中國：中短期觀點 頁4

最近數據的疲軟將導致政策制定者的立場更加溫和，其長期目標是締造現代社會主義社會，經濟收益和財富分配更加平均。

## 多元資產

## 在自滿的市場中要加倍謹慎 頁5

我們的投資組合對風險資產保持良好的敏感性，但明白經濟勢頭趨於穩定。因此，投資者應該保持對沖並保持活躍主動。

## 固定收益

## 名義收益率與通脹之間的分歧 頁6

我們已看到市場敘述從「主導通脹」轉變為「下行增長」。這並不意味着通脹已經消失，而是表明市場對下一階段的擔憂。

## 股票

## 以完美情況定價的市場值得保持謹慎 頁7

雖然增長仍然強勁，但我們看到了一些障礙——當前高位和通脹的勢頭正在減弱。投資者應避開估值過高的領域。

## 本月主題

## 特別的歐洲：投資於經濟復甦 頁8

隨着歐洲經濟正在從現代歷史上最大的經濟衝擊中復甦，我們正在向上修正我們的增長和通脹假設。儘管各成員國之間的復甦之路並不均衡，但我們認為歐盟將在兩年內實現強勁增長，而通脹率應回落至2%以下。歐洲央行應從緊急政策平穩過渡到「經典」量化寬鬆政策，並保持政策利率不變。我們看到歐元兌美元在12個月內逐漸走向1.15。

在這種情況下，我們看好外圍債券，尤其是絕對和相對的意大利債券。在歐洲信貸市場方面，我們看好投資級證券中的次級債和BBB證券以及高收益證券中的中高評級公司等高貝塔細分市場。我們重申我們對歐洲股票的正面立場，這給投資組合帶來了週期性和價值傾斜。我們還強調「下一代歐洲」復甦基金對中歐和東歐國家的積極影響。

## 特別的歐洲問答。我們就您的問題作出回應 頁19

作為對《特別的歐洲》報告的補充，我們嘗試回答一些經常被問到的關鍵問題。

## 市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁21
> 最高風險	頁22
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁23
> 環球研究資料集	頁24
> 東方匯理資產類別觀點	頁25

## 宏觀經濟狀況

> 發達國家： 宏觀經濟前景——市場預測	頁26
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁27
> 宏觀經濟及市場預測	頁28
> 本行預測的免責聲明/研究方法	頁29
> 刊物精選	頁30

## 投資總監的觀點

Pascal BLANQUÉ——  
集團投資總監Vincent MORTIER——  
集團副投資總監市場的三個「D」：新冠病毒Delta變種、經濟增長減速  
(Deceleration)和分歧(Divergences)

儘管面臨一些挑戰(中國監管、阿富汗危機)，惟過去幾週股市仍然保持活躍，這主要是由於美國和歐洲異常的收益季節。展望未來，我們確定了三大主題：新冠病毒Delta變種蔓延、經濟增長從峰值減速以及政策分歧。就第一個「D」(新冠病毒Delta變種)而言，美國和歐洲新冠病例的捲土重來一直是一個關鍵主題，封城交易的回歸懲罰旅遊和休閒股，並有利於更具防守性的公司。我們認為，就新封城措施的可能性進行定價而言，市場可能走得太快了。這可能為受影響最嚴重的行業開闢了機會。

對新冠病毒Delta變種在全球蔓延的擔憂與第二個「D」重疊，即美國和中國的經濟增長減速已經在進行中。相比之下，歐元區仍在爬坡，在通脹環境比美國較為溫和的情況下，受外圍國家提振，歐元區可能會在未來一兩個季度達到頂峰。這些因素都轉化為美國、中國和歐元區之間出現分歧的貨幣政策。在美國方面，就業市場復甦加速，加上通脹上升，正在為縮減談判鋪平道路。中國似乎正在轉向寬鬆政策，而歐洲央行仍保持廣泛寬鬆。此外，未來幾個月財政方面可能相對有利於歐元區；但在美國方面，大部分財政寬鬆政策已成過去，基建計劃需要數年時間才能生效。

現在，3個「D」正在為市場波動的回歸奠定沃土，作為股票反彈暫停和相對價值的觸發因素。這意味投資者應該堅持一些關鍵的信念：

- **在整體上對股市保持中立的同時，採取適當的保護措施是明智之舉。** 鑑於債券的實際利率為負，股票仍然是關鍵的選擇——如果債券收益率的上升幅度低於通脹膨脹率，受政策行動的操縱，而且股息保持良好，則更是如此。短期內，投資者應謹慎行事，並在新冠病毒週期導致經濟狀況迅速惡化的情況下進行一些對沖。此外，我們可以預期今年超乎尋常的盈利增長不會重演。各公司已能夠廣泛地將更高的成本轉嫁給消費者，但如果——正如我們所相信——通脹不會像預期的那般屬暫時性，那麼工資就會隨之上漲。這還沒有實現。雖然在區域層面我們保持中性立場，但我們認識到，在估值基礎上，歐洲更具吸引力，因為其增長尚未達到頂峰，政策行動仍然具有支持性。
- **儘管夏季疲軟，但股票價值完好無損。** 這為投資者提供了第二次機會來進入多年期交易(如果投資者沒有在11月擁抱交易)。第一回合主要是週期性的價值；第二波可能更支持與利率相關的證券(銀行/金融)，並證明對估值有吸引力的公司(美國能源)有利。
- **短存續期的證券仍然是固定收入的主要選擇。** 對收入的追求繼續偏好外圍歐洲證券、投資級證券和高收益環球信貸，包括中國債券。高槓桿是信貸需要關注的領域，應從較高利率的角度進行監控。這使得在公司層面進行選擇至關重要。
- **我們對新興市場股票整體保持中性，但看到分歧。** 在短期方面，我們在監管浪潮中對中國更加謹慎，而我們對印度和巴西持樂觀態度，這兩個國家的新冠疫情危機最嚴重時期大概已成過去。至於中國，我們保持長期積極的看法，並相信近期的疲軟開啟了有趣的機遇。投資者可以利用拋售的機會增加其在環球投資組合中的中國股票配置，並在當前階段管理加倍關注受監管變化影響的行業，例如：生物技術和清潔能源相關股票。對於作為收入主要引擎的新興市場債券，觀點仍然謹慎。聯儲局縮減規模的立場使我們對久期待謹慎態度，青睞高收益債券，以及一些需要監控的特殊故事(柬埔寨、泰國、秘魯、智利、巴西)以應對政治風險。

總括而言，我們重申一方面需要保持警惕，另一方面亦不要變得過於悲觀。市場正在平衡經濟方面不太利好的消息和政策行動。這些都意味對投資情況的審查應該很嚴格，因為在當前的市場估值中幾乎沒有犯錯的餘地。

## 整體風險情緒

避險 冒險



由於週期性增長/需求從峰值減速、高通脹和新冠病毒Delta變種，估值變得偏緊，因此對風險資產略為謹慎。

## 與上個月相比的變化

- ▶ 短期內對新興市場和中國股市持中性立場
- ▶ 美國信貸選擇更為謹慎

整體風險情緒是對最近環球投資委員會整體風險評估的定性觀點。

宏觀

中國：中短期觀點



Monica DEFEND—  
研究部環球總監



Alessia BERARDI—  
新興市場宏觀與策略研究部主管

最近數據疲軟將導致政策制定者的立場更為溫和，其長期目標是建立一個現代社會主義社會，經濟收益和財富分配更加平均

**增長下調：**7月份的月度數據表明中國經濟普遍放緩。生產、消費和投資都令人失望。廣泛的政策縮減，加上行業部門層面的緊縮，是經濟放緩的主要罪魁禍首。七月份住房指標顯著下降，地產投資增速自2020年4月以來首次降至低個位數（7月份同比增長1.2%）。與此同時，鑑於自七月下旬以來社交距離規則的擴大，新冠病毒Delta變種風險可能會在八月消費數據中變得更加明顯。因此，我們將第三季度/第四季度的增長預測從7%/5.1%下調至6.4%/4.7%（同比），預計第三季度的環比增長將大幅放緩。因此，我們將**2021年的年度增長預測從8.6-9.2%下調至8.4-9.0%；2022年的增長率保持在5.1-5.7%不變。**

**政策轉向鴿派：**鑑於增長動能減弱和通脹風險緩和，預計中國的政策立場將傾向轉成鴿派。儘管如此，我們預計**政策寬鬆將來自信貸和財政方面**，而中國人民銀行應會在不降息的情況下保持寬鬆的流動性立場（對21年四季度降準的預期越來越高）。目前，如果對信貸渠道的控制仍然很緊，而且如果全面的政策放鬆不可行，那麼降息將無濟於事。自上而下的信貸配給和行業部門緊縮是主要問題。資金流向製造業，但僅靠該行業的資本支出不足以抵消基建和住房行業的放緩。政策工具變得更加鴿派的可能組合應該是信貸放鬆和信貸衝動觸底的原因：預算內財政支出透過增加地方政府債券的月度發行（可能在8月/9月/12月）而在預算外債務（地方政府融資

平台/地方國有企業）緊縮應該會繼續。在貨幣政策方面，中國人民銀行應會維持寬鬆的流動性立場，不降息，市政流動性融資便利保持慷慨，僅略低於到期金額，鑑於中長期可能會在10月底/11月初宣布再次降準貸款工具到期時間表。雖然監管變化不太可能停止，但預計變化將在更長的時間內進行調整和擴展。地產市場緊縮可能會繼續。

**中期觀點：**到2049年建成社會主義現代化強國，中國已確定了幾個支柱，GDP增長表現仍然是一個重要目標。中國希望到2035年與2021年的GDP翻一番：這意味未來20年GDP年增長率將逐漸降低，從5.5%減到4%。轉向更優質的增長意味投資於人力資本，人口將在2026年達到頂峰（東方匯理估計）；向綠色過渡，碳排放量在2030年達到峰值；並更有效地引導信貸。中國的開放必須透過獨立的供應鏈和與全球相關的金融市場（一帶一路倡議、人民幣國際化）來確保。**第二個支柱涉及財富的傳播**，透過稅收再分配提高中等收入的份額，減少城鄉和區域失衡，以及加強監管（反壟斷、反貪腐）。**第三，發展更加高效的信貸機制和開放的金融市場，化解金融風險是關鍵。**第一個步驟可見於越來越多的違約情況：現在大型國有企業都在頭版頭條，並在測試去財務風險議程。北京如何處理財務風險可能升級到系統性水平壓力大的上市公司，這將明確政府對議程的承諾和風險承受能力。

中國：實現共同富裕的三大支柱	
優質增長	2035年GDP比2021年翻一番。逐步降低GDP：5.5%（2022-25年）、4.0%（2031-35年） 國內流通：改革和生產力提升：（L挑戰）2026年人口高峰；恢復生育能力，投資於人力資本。（K挑戰）綠色轉型：2060年達到碳中和；信貸效率 對外流通：平衡開放與安全（獨立安全的供應鏈；金融市場開放與「一帶一路」政策、人民幣國際化相輔相成）
散播財富	中等收入的高比例：透過稅收（財產、繼承、資本收益）、社會保障、捐贈進行再分配 轉型企業部門：填補監管空白、企業社會責任、反壟斷、反不正當競爭、反貪污 解決城鄉不平衡、區域不平衡：增加農村家庭收入；土地使用權
化解金融風險	

資料來源：中國共產黨憲法、新華社、東方匯理研究部。2021年8月

RRR=存款準備金率；BRI=一帶一路；RMB=人民幣；LGFV=地方政府融資平台；SOE=國有企業

## 多元資產



Matteo GERMANO——  
多元資產部主管

我們的投資組合對風險資產保持良好的敏感性，但明白經濟勢頭趨於穩定。因此，投資者應該保持對沖並保持活躍主動

## 在自滿的市場中要加倍謹慎

當我們監測下一連串的经济增長和通脹時，在政府的政策支持下，全球活動似乎穩定。因此，我們對風險資產保持中性立場，但繼續關注經濟活動的減速、阿富汗的緊張局勢和歐洲各地的選舉。此外，市場的某些角落對通貨再膨脹貿易顯示出逆風，而其他市場則因相信央行將在必要時介入而保持復原力。現在不是改變核心信念的時候，而是提高警惕的時候，因為股票和債券的估值都非常緊張。因此，在對風險資產的整體立場中性的情況下，我們認為保持對股票敞口的對沖很重要。

## 高信念投資意念

憑藉對股票的整體中性立場和順週期方法，我們正在監控關鍵發展，特別是在美國、歐洲和中國的情況。由於通脹仍然是一個關鍵主題，消費者信心和數據顯示出一些疲軟。這並不代表需要改變立場，但這強調了保持警惕和慎選的重要性，因為最終的經濟增長水平可能對風險資產不利，而目前市場並未考慮到這一點。在新興市場，觀點為中性。在我們評估為實現政府的社會目標而採取監管行動的後果時，我們早些時候將中國股票的評級從略微積極的立場下調。另一個問題是中美地緣政治關係以及隨後在中國投資時的流動性問題。然而，從長遠來看，這些措施可能是有益的，並提供了良好的切入點。

在固定收益方面，我們認為當前的核心收益率水平與我們較高的通脹前景不一致，導致我們對美國（美國十年期國債）和核心歐洲的久期保持謹慎立場，與我們對加息和經濟復甦的預期一致。但如果市場情緒發生變化，投資者應保持主張並調整立場。

由於對意大利的預期反彈以及歐洲央行的持續支持，看好30年期BTP（相對於德國國債）的歐洲外圍債務的相對價值具有吸引力。

隨着中國繼續提供具有吸引力的實際收益率，中國政府地方債仍然提供尋求收入和全球多元化投資機會。儘管最近採取了監管行動，但中國債務市場應受益於其不斷上升的經濟/地緣政治影響力和被納入環球指數的正面影響，以及由此對主要來自被動投資者的資金流入產生的積極影響。對於EMBI利差，我們保持中立觀點。

在一個高負收益債務的世界裡，信貸提供了一些喘息的機會。歐洲投資級債券的信用指標正在改善，即使資產類別在歐洲央行的支持下提供套利機會。但由於估值緊張，慎選很重要。鑑於經濟復甦，違約前景有望改善，歐元高收益也提供了空間。

當風險不對稱且不確定性很高時，相對價值是唯一需要探索的價值。對我們而言，外匯是實施此類長期策略和戰術策略之處。關於前者，我們相信持續復甦，並看好挪威克朗、英鎊和美元兌歐元和日元的利差。然而，我們看到一些可能影響加元的不利因素，導致我們將其降級（相對於瑞士法郎）。此外，我們在固定收益市場（尤其是美國）中看到的當前動態不支持對瑞郎持負面立場。然而，在新興市場外匯方面，由於疫苗接種水平提高、經濟增長以及潛在加息，我們繼續看好巴西雷亞爾/歐元。

## 風險與對沖

我們看到了與新冠病毒Delta變種相關的風險，以及夏季後可能出現的額外波浪，再加上阿富汗局勢及其對投資組合的影響。因此，投資者應以衍生品的形式進行對沖，以保護新興市場股票的配置，因為市場的定價考慮了完美的情況。

## 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。

USI=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。

## 固定收益

## 名義收益率與通脹之間的分歧

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

我們已看到市場敘述從「主導通脹」轉變為「下行增長」。這並不意味着通脹已經消失，而是表明市場對下一階段的擔憂

變種病毒傳播、過度增長擔憂和非常規貨幣政策主要解釋了核心收益率下降以及後者與實際通脹數字之間的差異。儘管經濟動能有所放緩，但增長依然強勁，並未跌落懸崖。從另一個角度來看，貨幣政策透過影響工人的實際可支配收入和增加富人的財富，加劇了不平等現象。工資增長可能進一步增加通脹壓力。隨着聯儲局的縮減計劃越來越清晰，收益率應該會以非線性方式上升。此外，一旦市場確信通脹不僅是「暫時」的，收益率與通脹之間的差異就會縮小。我們對久期持謹慎態度，對信貸持積極態度，意識到必須加大對信貸選擇的重視。

## 環球及歐洲固定收益

我們對美國國債和核心歐洲（和半核心歐洲）債券保持謹慎的久期立場，但仍保持主動積極。

由於美國收益率曲線將如何演變存在一些不確定性，我們認為投資者應積極探索曲線上的機會，以從任何戰術舉措中受益。在歐洲方面，我們看到曲線上的機會越來越陡峭。然而，在隨後的復甦中，我們對意大利外圍債務保持樂觀態度。在通脹方面，我們看好美國和歐洲。

在強勁的企業盈利，加上更強勁的指標和財務狀況下，**信貸背景正在改善**。我們對投資級（BBB）和高收益（後起之秀）債券以及次級債務保持樂觀態度。我們喜歡期限較短的債券，以及核心收益率上升對價格影響有限的債券。然而，不明朗因素仍然圍繞着我們。因此，我們認為慎選至關重要，透過ESG鏡頭進行選擇會更好，這不僅是因為即將出台的法規，還因為一些有利於ESG的大輪換。

## 美國通脹與國債收益率



Source: Amundi, Bloomberg, as of 26 August 2021. CPI data is monthly.

GFI-環球固定收益；GEMS/EM FX-環球新興市場外匯；HY-高收益；IG-投資級；EUR-歐元；UST-美國國庫債券；RMBS-住房抵押貸款支持證券；ABS-資產支持證券；HC-硬通貨；LC-本地貨幣；CRE-商業房地產；CEE-中歐及東歐；JGBs-日本政府債券；EZ-歐元區；BoP-國際收支。

## 股票

## 以完美情況定價的市場值得保持謹慎

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

雖然增長仍然強勁，但我們看到了一些障礙——當前高位和通脹的勢頭正在減弱。投資者應避開估值過高的領域

## 整體評估

股票受到相對於歷史和高預期的強勁收益所支撐，尤其是在週期性股票方面。各公司正在透過提價來緩和原材料成本上升的影響。然而，人們擔心經濟重新開放會受到新冠病毒Delta變種、經濟增長和通貨膨脹的影響。由於通貨膨脹，實際可支配收入受到影響，尤其是在美國，這可能導致工資上漲壓力。

因此，我們的重點將繼續放在可以透過將投入成本轉嫁給消費者來維持利潤率的企業。整體而言，我們認為盈利仍有一定的增長空間，但未來估值（市盈率）可能會放緩。而且，具有定價權的公司將成為贏家。

## 歐洲股票

我們在我們的方法中保持平衡，專注於股票選擇以及具有強大商業模式和定價的公司。在行業內，我們目睹了巨大的脫節，金融（銀行）非常有吸引力並提供強勁的收益。儘管我們對能源持中立態度，儘管該行業看起來很有吸引力，但我們相信我們可能會看到監管推動可再生能源以幫助歐洲實現碳排放目標。我們對工業也持樂觀態度。另一方面，我們看好防守性行業，例如：電訊和醫療保健。然而，由於估值不具吸引力以及對中國奢侈品需求的擔憂，我們對科技股和非必需消費品行業股持謹慎態度。事實上，在中國努力解決社會不平等的情況下，後一個問題可能對歐洲的奢侈品行業產生長期影響。從風格上而言，我們對價值深信不疑，並相信最近的暫停提供了有吸引力的特殊機會。

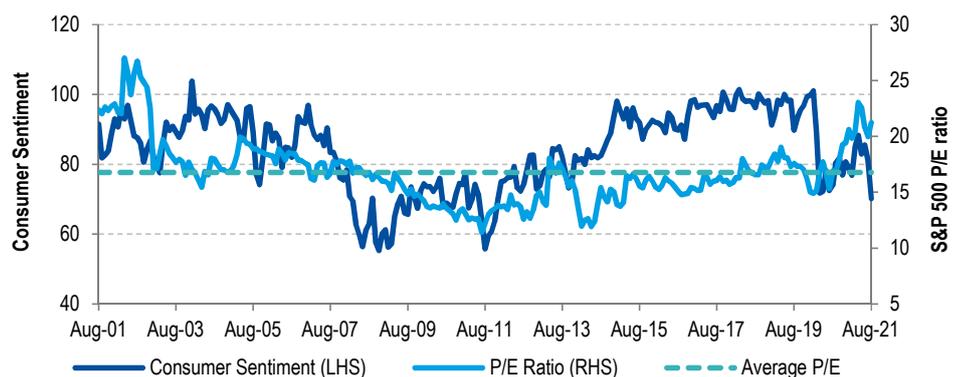
## 美國股票

今年企業利潤率擴張非常出色，隨着該國擺脫封城措施，這種情況不太可能重演。另一方面，新冠病毒感染的捲土重來正在暫時放緩勢頭，但這不太可能導致全國封鎖並產生巨大影響。現在，通脹、實際收入和消費者信心，以及緊縮的估值和潛在增稅是需要關注的關鍵變量。在估值方面，我們目睹了市場的巨大分歧，一些板塊的交易溢價很高，而另一些板塊的交易價格很高，例如以折價交易的價值股。這使我們相信，避免使用槓桿和投機性增長投資工具可能會給投資者帶來回報。然而，隨着核心收益率的上升，在金融和能源領域持有價值高的股票是有道理的。不過，與過去相比，我們將看到這種輪換的週期性傾斜度降低，有利於上述對利率敏感的行業，而不是非必需消費品行業和工業。在防守型投資方面，我們看到醫療保健領域一些有吸引力的故事，在長期表現不佳之後應該會表現良好。

## 新興市場股票

疫苗接種率提高，加上估值有吸引力，應會溫和和支持新興市場股票。然而，疫苗抗性病毒變種和中國的監管行動，以及對新冠病毒的零容忍政策，可能會帶來一些阻力。我們對俄羅斯、印度和巴西持樂觀態度。在行業層面，我們專注於具有價值/週期性特徵與增長的公司，並對非必需消費品行業的股票保持樂觀態度，尤其是在復甦滯後的國家。我們對化工和中國金融股保持謹慎。

## 美國消費者情緒與股票估值



Source: Amundi, Bloomberg, Univ. of Michigan Consumer Sentiment, latest monthly data as of 31 August 2021. BEst P/E

本月主題

特別的歐洲

## 特別的歐洲：投資於經濟復甦

環球研究團隊

### 簡而言之

隨着歐洲經濟正在從現代歷史上最大的經濟衝擊中復甦，我們正在向上修正我們的增長和通脹假設。儘管各成員國之間的復甦之路並不均衡，但我們認為歐盟將在兩年內實現強勁增長，而通脹率應回落至2%以下。歐洲央行應從緊急政策平穩過渡到「經典」量化寬鬆政策，並保持政策利率不變。我們看到歐元兌美元在12個月內逐漸走向1.15。

在這種情況下，我們看好外圍債券，尤其是絕對和相對的意大利債券。在歐洲信貸市場方面，我們看好投資級證券中的次級債和BBB證券以及高收益證券中的中高評級公司等高貝塔細分市場。我們重申我們對歐洲股票的正面立場，這給投資組合帶來了週期性和價值傾斜。我們還強調「下一代歐洲」復甦基金對中歐和東歐國家的積極影響。

我們下調了今年和明年的美國和中國經濟增長預期

## 1. 環球復甦背景下的歐洲經濟

Annalisa USARDI — CFA、跨資產研究部高級宏觀策略師

### 1.1 環球經濟走上復甦之路

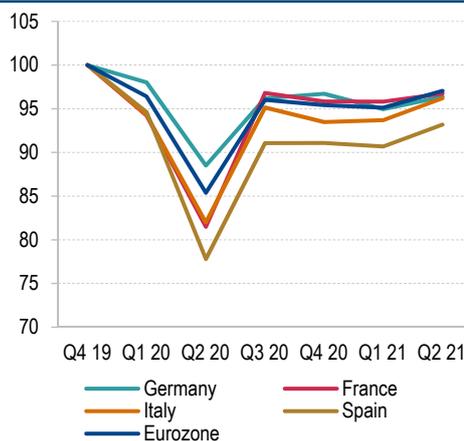
在全球層面，復甦勢頭依然強勁，但各地區之間的路徑不均且多速。與此同時，正如高頻和採購經理人指數數據所表示，增長勢頭有所放緩，因為活動繼續擴張，但在第三季度初在幾個主要經濟體中有所放緩。

雖然環球經濟共識穩定在高位，但全球經濟意外情況逐漸減少，目前僅略為正面。大流行的發展仍然是不確定性的一個來源，並可能導致各國的增長路徑越來越不平衡，而疫苗接種運動和病毒捲土重來之間會出現拉鋸戰。目前看來，在疫苗接種率較高的國家，新的一波疫情在一定程度上得到了遏制，但並不統一；新病例和住院率仍然是關注新封城措施風險的關鍵因素。

增長預測下調。我們預計今年世界GDP將增長5.8%至6.4%，2022年將增長3.8%至4.5%。由於最近生產、消費和投資都令人失望，中國的增長狀況已被下調。我們現在預計中國今年的GDP將增長8.4%至9%，明年將增長5.1%至5.7%。美國經濟增速也在今年的5.8%和6.2%範圍以及2022年的3.3%和3.9%範圍內下調。（東方匯理的預測可見於宏觀經濟圖片部分。）

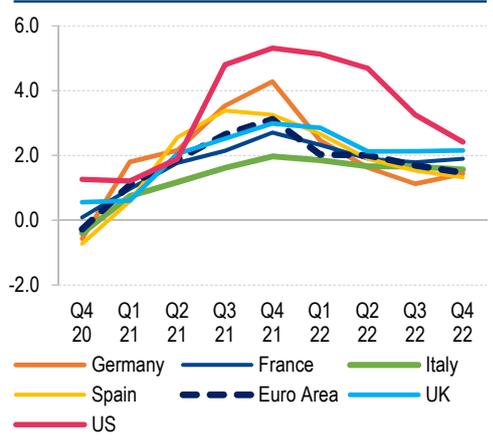
通脹風險持續。持續的供應限制和供應瓶頸帶來的不利因素越來越多，正在給商業活動和商品貿易帶來壓力。最近的數據表明，這些因素正在對全球通脹造成壓力。然而，近期的PMI投入和產出價格暗示有所放緩，但仍處於非常高的水平。

1/ 2019年第四季度GDP水平=100



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

2/ CPI-H增長(季度同比增長)



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

## 本月主題

## 特別的歐洲

意大利正在縮小與法國和德國的差距

我們預計工資因素不會在歐元區發揮重要作用

我們預計在美國的預測期內，通脹將保持在美國聯儲局目標之上，但聯邦公開市場委員會的立場

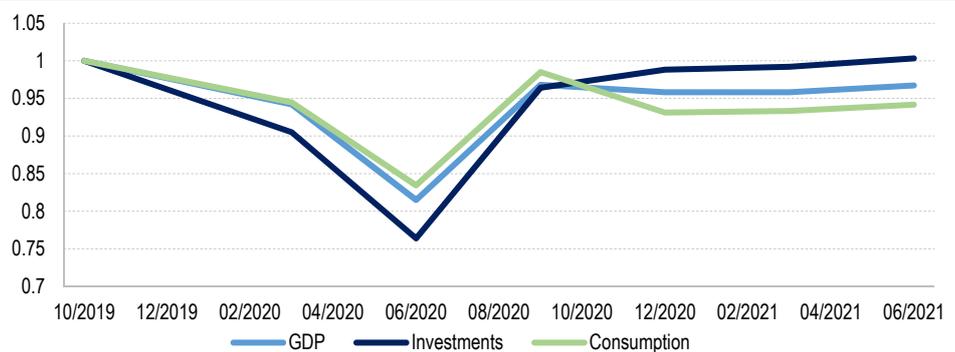
應會保持不變。由於通脹數據高於目標，一些新興市場央行已開始提高政策利率。

### 1.2. 歐元區復甦不均衡

歐元區經濟在2021年第二季度增長了2%，使該地區的GDP僅比疫情前水平低3個百分點。然而，各國之間的反彈並不統一。本季度第一季度限制措施的時間和延期存在差異，德國和法國的經濟重新開放時間有所延遲。製造業供應和產能限制的不同影響對反彈速度造成了影響，並可

能在第三季度繼續發揮作用。意大利和西班牙第二季度的增長速度遠強於歐元區平均水平。這使得意大利能夠縮小與德國和法國的GDP差距，而西班牙的差距雖有縮小但仍然落後（見圖1）。

### 3/ 法國 (2019年第四季度=100)



Source: Bloomberg, Amundi Research, Data as of end August 2021

### 1.3. 增長和通脹前景更為光明

歐洲經濟的近期前景看起來比春季預期的要好。我們預計成員國之間的復甦將以多速度的方式繼續，但應會受益於內需和美國增長勢頭強勁的正面溢出效應。整體而言，我們預計GDP將在第二季度/第三季度達到峰值（經濟重新開放、疫苗接種運動增長勢頭和國家財政支持的影響是關鍵驅動因素），然後隨着「下一代歐洲」復甦基金項目的啟動（2022年開始帶來影響），經濟增長將高於潛力。我們預計2021年的平均增長率為4.7%，2022年為4.1%，2023年為2.3%，並在明年第一季度達到疫情前的水平。德國、法國和意大利應會在2022年初恢復到危機前的水平，時間相似，而西班牙應會在2022年下半年的某個時候縮小差距。

我們對今年的通脹預測亦已上調，保持駝峰狀。歐元區通脹的發展在一定程度上遵循了其他發達市場的共同趨勢：能源在同比動態中發揮着重要作用，以及對首次封城和隨後反彈週年紀念日的其他基本影響。按月計算，由於需求供應摩擦

（瓶頸、供應中斷、重新開放組合）導致的價格上漲也在起作用。然而，並非所有國家都遵循類似的模式，這是由於特殊因素，例如德國暫時削減增值稅，這可能導致今年第四季度通脹大幅超調，以及季節性銷售時間的變化，導致夏季期間法國和意大利的波動。

與美國相反，我們預計明年工資增長因素不會發揮主要作用。雖然我們預計歐元區通脹今年將超過歐洲央行的目標，但應會在2022年回到目標以下。東方匯理的歐元區平均CPI標題年率假設是：2021@2.2%、2022@1.8%、2023@1.6%。

我們認為，英國經濟在2021年會大幅反彈（從6.3%至6.9%）之後將迎來又一年的強勁增長（2022年為4.5%至5.1%）。到2023年，增長率應該會回到2.4%以下。今年英國通脹率應與歐元區持平，並在2022年之前保持適度高於目標。重新開放因素和英國脫歐相關問題解釋了這種較高的通脹水平。然而，我們假設英國央行將在未來12個月內按兵不動。

### 1.4. 消費與投資復甦

消費和投資在2020年崩潰後呈現不同的復甦模式。雖然在隨後的封城措施期間私人消費下降，例如2021年第一季度，反映出耐用用品和服

務的購買量下降，但在建築業的積極推動下，投資繼續擴大。

本月主題

特別的歐洲

「下一代歐洲」復甦基金將在2022年開始產生全面影響

從第二季度現有數據來看，投資的復甦似乎已經基本完成，而居民消費的復甦仍然滯後，商品的復甦比服務業的復甦要提前。隨着經濟重新開放和家庭購買力保持廣泛彈性，更廣泛的消費機會再次出現，我們預計服務消費將在復甦中發揮關鍵作用。

在投資方面，截至第一季度，建築業幾乎完全彌補了疫情前水平的差距，但機械設備投資仍然滯後。得益於國家復原力計劃和「下一代歐洲」復甦基金推動的新一波投資所推動，我們預計建設和固定資本形成都將加速並為增長作出有力貢獻。

## 2. 下一代歐洲——機遇和障礙

Tristan PERRIER——環球投資觀點

價值7500億歐元（按2018年價格計算）的「下一代歐洲」復甦基金，其在2020年的成功談判和宣布已在緩解歐盟成員國之間的政治緊張局勢方面發揮了關鍵作用，現已開始運作。就歐盟內部的財政團結而言，該基金超越了之前的許多「紅線」：發行歐盟債務、以贈款形式轉移、支持週期性而不僅僅是結構性經濟管理。

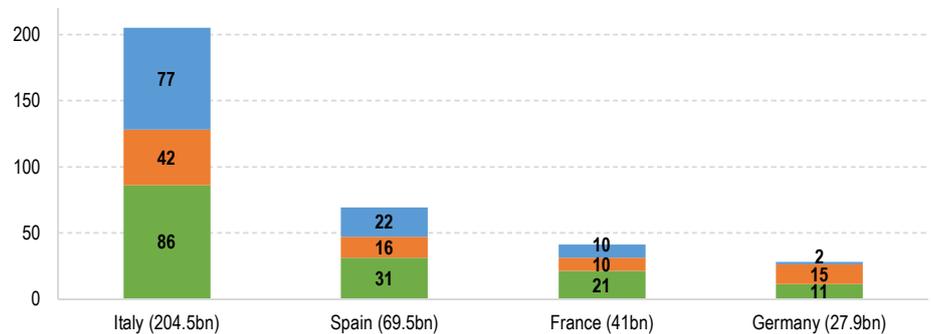
在大多數歐盟國家（包括四大國家）的復原力和復甦計劃（由「下一代歐洲」復甦基金資助）獲得必要的歐盟批准後，歐盟委員會於6月開始發行所需的歐盟債券，並以貸款及贈款的形式於8月向成員國支付其收益。關於貸款申請，各國政府之間存在重大分歧，一些符合條件的國家要求提供整筆貸款（例如：意大利或希臘），一些只要求提供部分貸款（葡萄牙、塞浦路斯、斯洛文尼亞），還有一些選擇不利用這個機會或推遲其決定（西班牙）。

根據國家/地區的不同，「下一代歐洲」復甦基金

可能佔2021年下半年及以後計劃的復甦財政總額的幾乎所有（西班牙）、大部分（意大利）、重要部分（法國）或一小部分（德國），其餘部分以國家級資源為代表。所有人的目光都集中在意大利，僅在2021年下半年，「下一代歐洲」復甦基金支出就佔GDP近1.5%，這可能會顯著提振經濟增長，同時也是推動備受期待的德拉吉政府結構性改革議程的強大動力。在我們的預測中，我們假設國家復原力和復甦計劃將在21年第四季度開始實施，從2022年上半年開始對經濟產生重大影響，平均財政乘數將應用於撥款支出。

「下一代歐洲」復甦基金代表了歐盟從新冠疫情危機中復甦的絕佳機會，並有可能透過公共投資和改革之組合來促進GDP增長。然而，一些項目也可能因國家層面的官僚作風和有限的資金吸收能力而放緩。「下一代歐洲」復甦基金的最終成功或失敗將開創先例，鼓勵支持者或反對者在歐盟內部進一步推行財政互惠化。

### 4/ 「下一代歐洲」復甦基金資源分配（十億歐元計） 四大歐元國家



Source: Bruegel Estimates, Amundi Research. Data as at May 2021

Green Digital Others

## 3. 邁向全新歐盟財政框架

Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

歐洲財政規則於2020年3月暫時中止，以允許歐元區國家實施穩定政策。隨着疫情危機即將結束，財政政策需要「正常化」。不過，根據什麼規則呢？辯論才剛剛開始。

誠然，《穩定與增長公約》的財政規則將在2023年再次生效。不過，許多經濟學家甚至在疫情危機之前就呼籲修改這些規則。修改規則不需要修改條約。然而，這確實需要歐元區內部的密切

## 本月主題

## 特別的歐洲

每個國家有不同規則會更合適

歐洲央行承諾在很長一段時間內將利率維持在極低的水平

協商，至少需要法國和德國之間的意見一致。從這個角度來看，德國大選的結果將至關重要。

對現行規則的批評並非新鮮。每個國家的債務（佔GDP的60%）和赤字（佔GDP的3%）的相同數值閾值沒有真正的理論基礎。此外，這些規則已被證明為順週期，因此會適得其反（尤其是在主權債務危機之後）。最後，這些數字是基於結構性（即週期性調整）赤字的估計，而這些赤字本質上是不可觀察的。有不同的方法來評估這些數字，但沒有一種方法被一致接受，因此引發了無休止的爭論。大衰退加劇了方法論問題。

隨着新冠疫情危機，界限發生了變化。當利率較低（接近其下限）時，必須重新調整整個政策組合。令人驚訝的是，這一論點今年早些時候由歐洲央行董事會成員Isabel Schnabel提出。當利率遠低於GDP增長時，反週期使用財政政策有更多的自由度。換言之，非常規貨幣政策需要非常規

財政政策。但各國不太可能在短期內就改革達成一致。目前的規則具有很強的象徵意義，特別是對於負債最少的國家而言，這些國家認為在設立「下一代歐洲」復甦基金時已經作出了足夠的讓步。因此，認為可以在短期內放棄這些規則是不現實的。儘管如此，歐盟輪值主席國法國仍將在2022年上半年推動對此問題的反思，儘管在大選（4月/6月）前夕很難聽到法國的聲音。

然而，在新冠疫情之後，對債務可持續性的擔憂應會鼓勵政府修改規則，至少在實踐中是這樣。為了加強歐元區的財政可信度，各國政府不能只將赤字目標定為3%。其他變量，如基礎財政收支、債務負擔、債務水平和公共支出與GDP的比率，必須在所需努力的分析中考慮。這意味着在實踐中，針對每個國家的不同規則比僅基於赤字的規則更合適……

## 4. 歐洲央行全新貨幣政策框架

Sergio BERTONCINI——固定收益高級策略師

### 4.1. 歐洲央行策略性檢討的影響

歐洲央行策略性檢討的結果早於預期，並且早於7月的管理顧問。儘管策略評估並未實質性偏離最預期的結果，但對歐洲央行的溝通產生了直接影響，在7月會議上對利率的前瞻指引發生了重大轉變。央行修改了前瞻性指導語言，使其與新策略保持一致，但在某種程度上超出了這一點。儘管由於缺乏定量指示而抵消，但可以理解的是，為了保持判斷的靈活性，鴿派的轉折十分明顯。

歐洲央行引入了三個標準來開始使利率正常化（對應於下面列出的數字）。「管理委員會預計歐洲央行的主要利率將保持在當前或更低的水平，直到（1）通脹在其預測期限結束前遠早達到2%；以及（2）通脹在預測期限的剩餘時間內持

續；並判斷（3）基礎通脹的已實現進展足以與通脹在中期內穩定在2%相一致」。

前兩個條件表明，在其宏觀經濟預測之後的兩年內，整體通脹率保持在2%或以上，而第三個條件則要求，此外，核心通脹率在預測期結束時接近2%的水平。由於這組條件看起來與可預見的範圍內可實現的數字相去甚遠，透過這一新的前瞻性指引，歐洲央行從根本上加強了將利率保持在極低水平的承諾。更重要的是，如果利率需要在很長一段時間內保持低位，這意味着更長的量化寬鬆政策，因為資產採購計劃仍然與第一次加息有關，「它將在歐洲央行開始提高歐洲央行關鍵利率前不久結束。」

### 4.2. 量化寬鬆和政策利率保持緩慢下降

歐洲央行現在需要解決非常規貨幣政策工具的問題，即資產採購計劃、PEPP和TLTRO。策略檢討的主要結論指向相同程度的適應，但持續時間更長：不僅不會加息的時間更長，而且資產採購計劃和再投資期也比預期更長。這種立場看起來與打擊金融碎片化、維持寬鬆的融資條件和使「下一代歐洲」復甦基金的努力有效之需要一致。雖然2020年和2021年的公共赤字和債務發行達到創紀錄的水平，但由於三個原因，2022年的資金需求應該會減少：（1）經濟復甦將改善

財政基本平衡；（2）減少償債；以及（3）首批「下一代歐洲」復甦基金資金開始供應。這意味着量化寬鬆的規模將因此透過減少公共債務的增加而減少。

就政策利率而言，歐洲央行在政策正常化的道路上可能大大落後於美國聯儲局和英國央行。新的前瞻性指引指向未來三年利率穩定，而我們認為美國聯儲局可能會在2023年開始使利率正常化。因此，我們假設歐元區政策利率將在我們的預測期內保持不變，存款便利為-0.50%。

本月主題

特別的歐洲

這意味着從歐元利率的角度來看，這將存在顯著的時間滯後。

4.3. 2022年3月PEPP截止日期後平穩過渡

最新的PEPP數據顯示，歐洲央行有足夠的火力，至少在2022年3月之前保持強勁的購買路徑。大約5800億歐元的PEPP仍可供其使用，這代表了每月平均購買720億歐元。加上資產採購計劃，歐洲央行每月最多可以購買920億歐元（總計7400億歐元），這與2021年第二季度採取的1000億歐元「更高路徑」相去不遠。

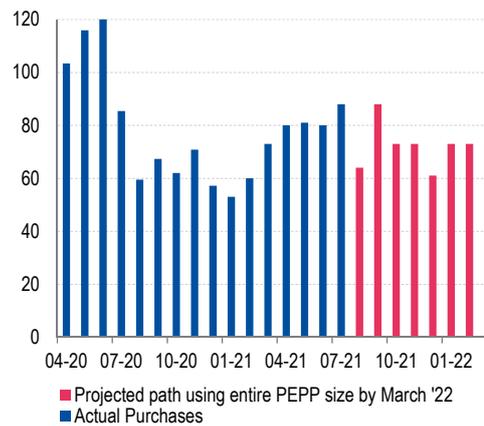
即使PEPP和資產採購計劃被認為是兩個獨立的工具，兩者也可以結合在一起來預測量化寬鬆政策

的動態。實際上，它們針對的是相同的工具，儘管比重不同。因此，在2022年3月的最後期限之後，歐洲央行有兩種主要選擇來延長其刺激措施：

- (1) 增加PEPP的規模並延長至2022年3月之後，或
- (2) 隨着PEPP的結束，臨時或永久增加資產採購計劃。

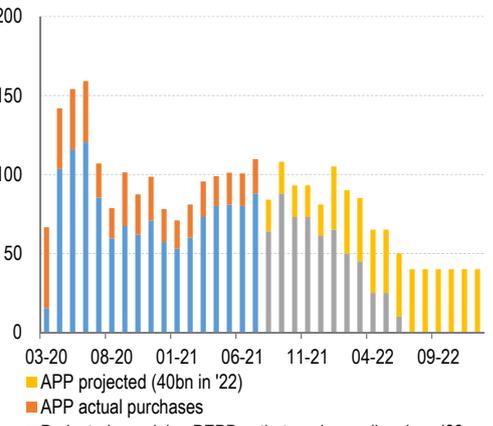
歐洲央行對從疫情中復甦的評估將推動其決定是否延長PEPP計劃，而新的前瞻性指導似乎有利於更高的資產採購計劃。假設2022年主權債務的淨發行量將下降，而歐盟的新發行活動仍將

5/ PEPP月度路徑：歷史和預測情景（十億歐元計）



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 6 August 2021

6/ 歐洲央行量化寬鬆：歷史和2022年情景（PEPP縮減和增加資產採購計劃；十億歐元計）



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 6 August 2021

接近今年，那麼月度量化寬鬆政策流量可能會實際上放緩。例如，平均每月600億歐元，即剩餘的PEPP在22年下半年逐漸減少，並且資產採購計劃的當前規模增加一倍，可以覆蓋2022年歐洲

政府債券淨發行量的60%，以及預計歐盟發行量的很大一部分。因此，每月資產採購計劃購買量的簡單增加以及PEPP到2022年上半年的緩慢縮減可能會在歐洲央行成員之間獲得廣泛共識。

5. 外匯：利差將令歐元承壓

Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

全球經濟增長放緩的時序以及美國聯儲局在未來幾個月啟動適度的正常化政策可能會繼續支撐美元。進入2021年，我們注意到以美元計價的資產的特殊性，這些資產以類似於導致2018年美元牛市的方式重新調整。雖然美國經濟增長和利率差異在第二和第三季度顯著放緩，**但我們認為，整體而言，情況對美元仍然有利。**

我們預計未來12個月歐元兌美元將逐漸走向1.15（從我們之前的目標1.16）。我們認為，貨幣相對於其基本價值的低估（我們估計在1.20左右）不足以在現階段補償國內和全球因素。

環球經濟增長放緩阻止了外匯市場的大規模風險承擔，歐元利率可能會保持在低位以維持復甦。歐元是G10國家中第二弱的貨幣，僅次於日本，因為未來兩年沒有加息政策利率。相反，我們仍然預計美國利率會走高，從而擴大利差。

早在2021年第一季度，我們就認為美國實際利率和美國盈虧平衡點的結合可以捕捉G10外匯的大部分短期波動。由於美國利率上升應該有利於實際成分，我們認為大多數週期性押注的明確潛力要小得多。

我們預計短期內歐元將走弱

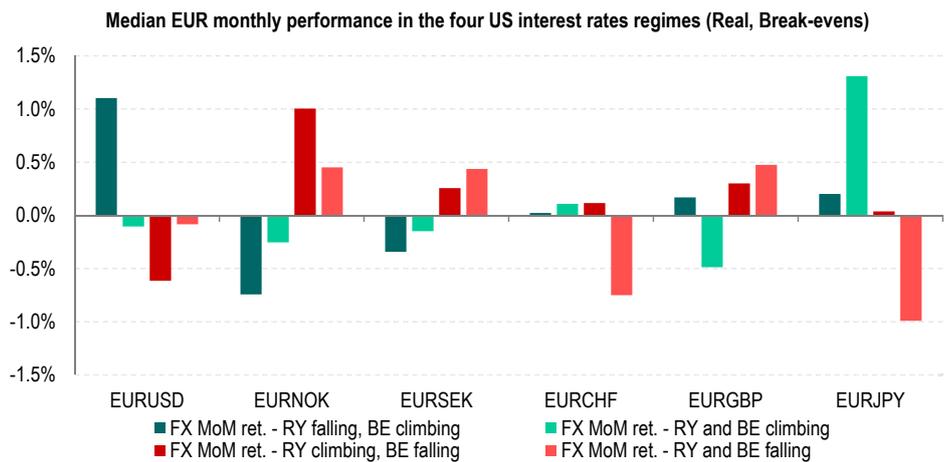
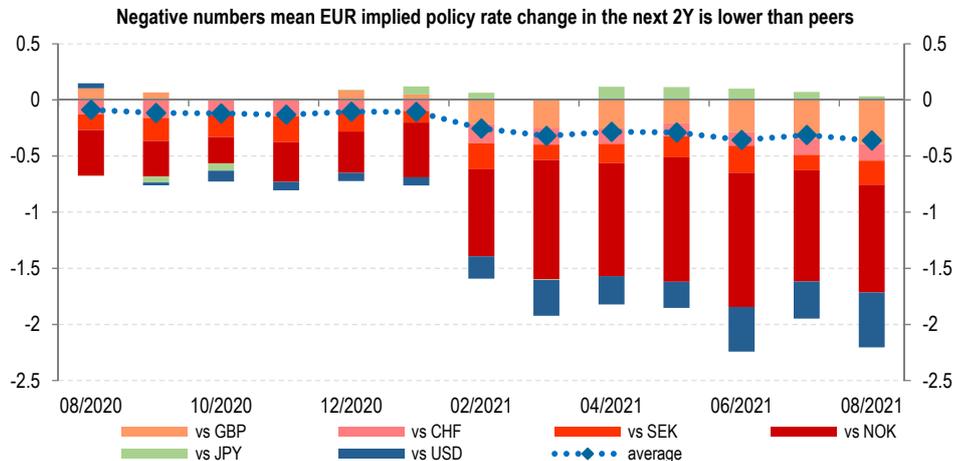
本月主題

特別的歐洲

短期內，我們仍然看到混合頭寸的情況：多頭美元、挪威克朗和英鎊兌歐元（在相對鷹派的央行的支持下，我們認為與通常的避險資產（日圓和

瑞士法郎）相比走強）。然而，邁向2022年，我們認為將需要更加防守性的定位。

7/ 2年期歐元對主要貨幣的隱含政策利率變化



未來幾個季度國債收益率應該會回落

6. 在歐元債券市場尋找相對回報

Sergio BERTONCINI — 固定收益高級策略師

6.1. 歐元核心債券收益率應更長時間保持低位

我們認為，歐洲央行的政策與美國聯儲局和英國央行的政策之間的差異顯而易見，並將在影響固定收益市場的相對趨勢方面發揮作用。事實上，歐洲央行可能會更長時間地保持低利率，而量化寬鬆刺激將持續更長時間（見上文）。美國聯儲局將先縮減利率，然後將重點放在加息上，而英國央行將先開始加息，然後再跟進資產負債表。儘管有這些不同的政策正常化方法，我們預計美國國債和英國國債的到期收益率和曲線比核心歐元政府債券更為陡峭。

我們假設未來幾個季度德國債券收益率將在基本面改善的支持下走高，但由於歐洲央行量化寬鬆政策發揮的技術作用，程度將為有限。此外，與歐洲央行購買相比，供應預測至少在年底前支持歐元債券市場。截至七月底，歐元區10國已經資助了預計年度總發行量的三分之二，平均佔2021年預計總淨資金的80%。歐洲央行量化寬鬆後的淨發行量可能會在2021年12月之前為負（見圖表8）。

在英國方面，我們預計長期國債收益率將在12個月內平穩走高。

本月主題

特別的歐洲

在歐洲投資級債券中，我們更喜歡高貝塔細分市場

6.2. 外圍債券的積極環境

貨幣政策前景和經濟基本面改善支持2022年外圍國家的債務，原因至少有以下三個：(1)「下一代歐洲」復甦基金資金將支持復甦，同時減少融資需求；(2) 歐洲央行持續量化寬鬆，增加持有量佔有價債務的百分比，將保持較低的償債成本；(3) 經濟復甦強於預期，應該會持續到2023年。

在「四大」國家中，意大利的融資計劃似乎最為先進，非常接近年度整體目標，這也歸功於剩餘的大

量贖回。根據我們的預測（見圖表8），歐洲央行在2021年最後五個月的需求應該大於供應。意大利國債現金餘額仍遠高於歷史水平，並在七月份達到新高，支持更靈活的一級市場發行方式。在估值方面，意大利債券是少數收益率超過1%的債券之一，而一半的投資級公司債券目前處於負收益率區域。因此，我們維持對意大利政府債券的積極態度。

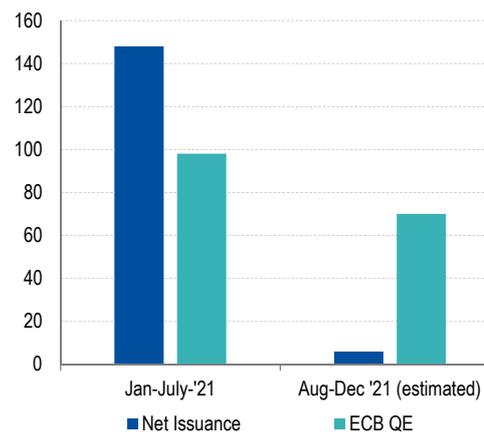
6.3. 改善中的基本面和量化寬鬆政策支持歐元信貸市場

在收益反彈和去槓桿化以及強勁技術面（歐洲央行CSPP）的支持下，基本面不斷改善，利差保持收緊，資產類別對利率和其他風險資產波動具有復原力。歐洲央行公司債券投資組合在2020年從20%增加到26%之後，到2021年底應達到符合量化寬鬆條件的債務範圍的35%。因此，歐元投資級信貸市場受到穩定的量化寬鬆流動的支持，而過去幾個季度的淨供應幾乎持平。作為參考，今年前七個月，歐洲央行增加了約500億歐元的企業持股，而非金融企業債務的累計淨發行量僅為240億歐元。七月份的歐元公司總發行量和淨發行量是2002年以來最低的。

可用的銀行資金、流動性緩衝和較長的債務期限解釋了這些低市場資金需求。從今年剩餘的月份來看，8月至12月非金融企業的淨供應量應低於CSPP的淨採購量。

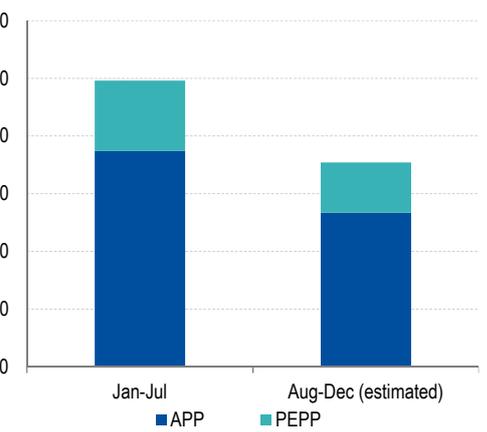
(1) 宏觀經濟前景改善；(2) 更容易實施更長期的貨幣刺激和融資，以及(3) 歐元利率上行空間有限，這對資產類別來說是有利的。在已經達到低點且早於預期的峰值之後，未來幾個季度歐洲的違約率可能會下降。在歐洲信貸市場方面，我們看好投資級證券中的次級債和BBB證券以及高收益證券中的中高評級公司等高貝塔細分市場。

8/ 歐洲央行量化寬鬆相對意大利債務淨發行量：年初至今相對剩餘的估計交易量（十億歐元計）



Source: ECB, Bloomberg, Amundi Research - Data as of 13 August 2021

9/ 歐洲央行公司債券購買淨值（十億歐元計）



Source: Bloomberg, Amundi Research - Data as of 6 August 2021

7. 重申我們對歐洲股市的積極立場

Éric MIJOT——發達市場策略研究部主管

Ibra WANE——高級股票研究策略師

**資產類別觀點：**自2020年3月以來，股市強勁上漲（支持性政策組合、疫苗接種進展、令人印象深刻的收益反彈等）。儘管如此，在MSCI AC世界指數上漲近兩倍之後，以及在美國聯儲局宣布逐步

退出之前，全球股市的情況正變得更加中性。

**估值：**2021年強勁的業績肯定會吸收2020年出現的部分估值增長。然而，隨着全球每股收益增長的步伐被視為從2021年創紀錄的+45%恢復到

本月主題

特別的歐洲



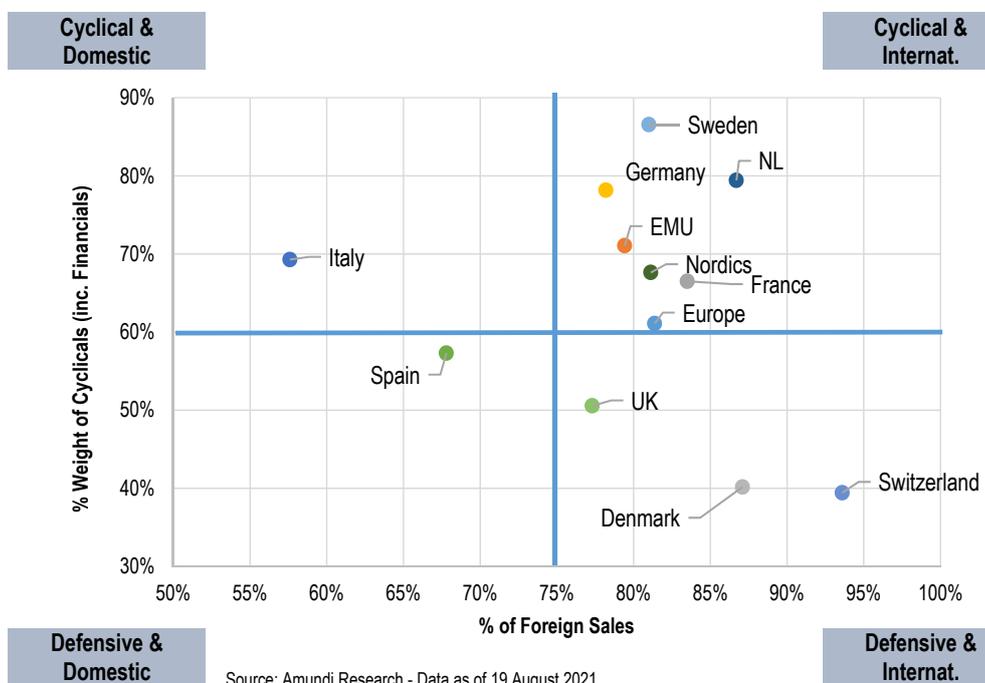
2022年的8%，目前18.6倍的遠期市盈率仍然很高（與新冠疫情前時代13倍至16倍的範圍相比）。

**相對偏好：**雖然美國是一個久期長而優質的市場，但也很昂貴，與歐洲相比，經週期調整的市盈率溢價幾乎創下歷史新高。如果我們假設GDP增長將減速，但在2022年之前仍將保持在潛在水平之上，那麼在12個月的時間段內，看好更順週期和相對價值兩者的發揮（即歐洲）將是有意義的。在歐洲方面，與英國（相對便宜但更具防守性和低Beta市場）相比，歐元區這個負擔得起的週期性選擇和價值型市場是一個理所當然的選擇。

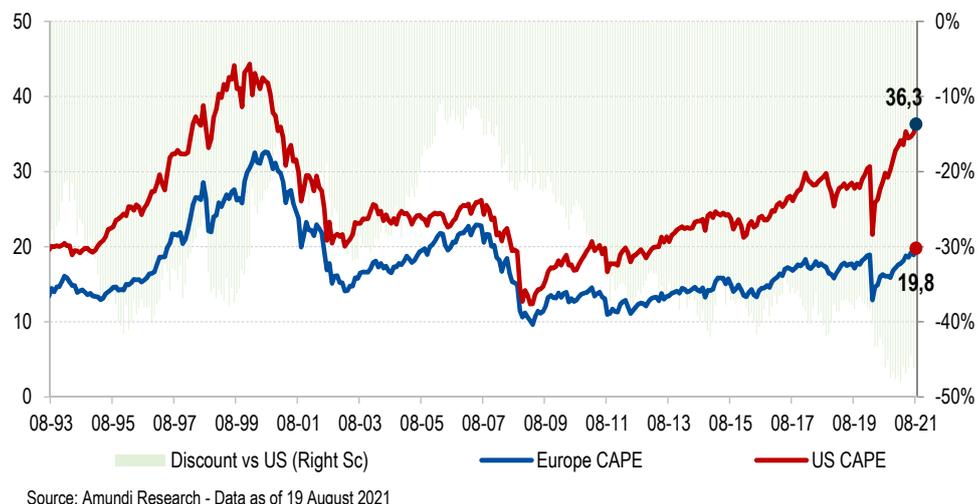
**主要風險：**一旦基礎效應和瓶頸消散或證明比預期更具粘性，通貨膨脹會消退嗎？這將決定縮減的時間和程度以及債券收益率的反應。**新冠疫情是另一個未知數。**即使它對發達經濟體經濟的影響比以前低得多，但隨着新冠病毒Delta變種，幾乎完全正常化的時間變得更加模糊。低於預期的增長和債券收益率的結合將危及我們頗為樂觀的態度。7.重申我們對歐洲股市的積極立場。

歐洲內歐元區的相對偏好

10/ MSCI歐洲指數敞口



11/ MSCI歐洲和美國週期調整後的歐洲企業市盈率幾乎處於歷史最高折價水平



本月主題

特別的歐洲

歐洲將不得不在阿富汗局勢上與俄羅斯合作

8. 歐洲地緣策略困境

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

美國在阿富汗結束駐軍使歐洲人面臨與俄羅斯合作的第一個策略困境。儘管中國似乎在該地區的未來扮演着積極的角色，但中國不太可能像俄羅斯那樣保護歐洲的利益。不過，與此同時，俄羅斯在歐洲邊境日益增長的影響力也引起了歐盟的擔憂。事實上，烏克蘭/克里米亞的衝突仍未解決，白俄羅斯正朝着與俄羅斯聯邦更加融合的方向發展，而波羅的海國家則始終感受到邊界壓力。阿富汗將被添加到敘利亞和伊拉克等歐盟需要俄羅斯的局勢的清單之中。

**第二個困境與土耳其有關**，土耳其是唯一一個擁有穆斯林人口（而且是遜尼派）的北約成員國，並且與阿富汗人有根深柢固的歷史和種族關係。土耳其可以扮演調解人的關鍵角色，並最終為新政權提供生命線，而其與歐洲的關係最近有所惡化。**第三個困境與阿富汗本身有關**。如果塔利班無法監視阿蓋達組織及其他恐怖組織，或者如果塔利班自己支持國際恐怖主義，

歐洲肯定會成為目標，因此必須作出反應。過去十年缺乏預防措施已造成數百人傷亡。歐洲地區的另一波恐怖主義浪潮是不可接受的。北約盟國沒有參與美國退出這一事實已經對歐洲領導人來說是一個打擊，阿富汗的未來可能會成為一個充滿未知數的等式。

更籠統地說，**阿富汗危機表明歐洲對美國的依賴程度**，尤其是在其境外進行大規模軍事行動時。歐洲防務幾乎不存在。這場危機為歐洲領導人敲響了警鐘，如果他們想充實「策略自主」的概念，就需要加強軍事合作。

此外，**歐洲很容易陷入美中「冷和平」**，需要確定一個可靠的替代方案，以加強保護自己的經濟和策略利益。

資產類別	投資觀點	目標或青睞資產
貨幣市場	歐洲央行政策利率在預測期內保持不變	歐洲央行利率-0.5%
歐元外匯	歐元小幅貶值	2021年第四季度歐元兌美元匯率為1.16 2022年第二季度歐元兌美元匯率為1.15
歐洲主權債券	在核心國家方面保持較短存續期	德國10年期公債收益率目標 [-0.4; -0.2]
	長期投資外圍 (相對核心)	長期投資BTP (相對公債) 價差
歐洲信貸	由於改善基本面和歐洲央行支持，看好歐洲信貸	歐洲投資級：高貝塔部分、次級債券和BBB債券
		歐洲高收益：中級企業
歐洲股票	看好歐洲 (相對美國)：順週期和相對價值	偏愛歐元區股市
中東歐新興市場	主權債券：儘管通脹下降，但收緊收益率的空間有限	匈牙利保持較短存續期
		對波蘭和羅馬尼亞持中立態度
	股票：對估值和盈利增長預期持謹慎態度	對捷克和波蘭 (相對於俄羅斯和土耳其) 持負面態度

## 本月主題

## 特別的歐洲

## 歐洲繁忙的政治議程

Tristan PERRIER——環球投資觀點

## ■ 德國

預計將於2021年9月26日舉行的德國聯邦大選不太可能成為主要的短期市場推動者。確實，下一屆政府聯盟（可能需要一些時間來建立）的前景是相當開放的，而且一些民意調查現在出人意料地顯示社民黨（中間偏左派）領先於基民盟/基社盟（默克爾的中間偏右派）和綠黨。然而，這三個政黨的議程，其中兩個肯定是聯盟的次級和主要初級合作夥伴，到目前為止並沒有從根本上偏離德國的政策（尤其是在歐洲政策方面）。

此外，在政府聯盟（亦可能包括支持自由市場的自由民主黨或不太可能勝出的左翼Die Linke）內部建立共識的需要，加上德國政治體系的強大制衡，也限制了發生重大變化的潛力。

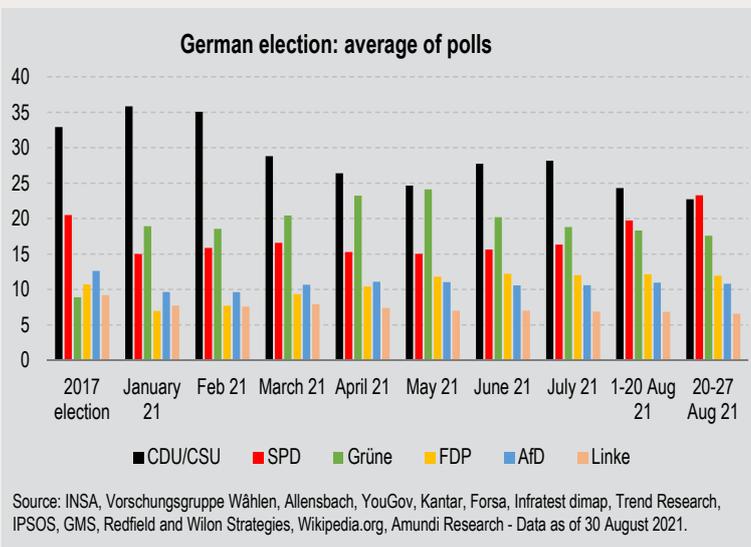
儘管如此，這些選舉很可能會得到密切關注，因為選舉將導致在默克爾執政16年後由一位新的德國總理（可以說是歐洲的最高政治職位）繼任。毫無疑問，這位新總理將在塑造歐盟和歐元區的進一步制度發展以及在發生任何新的系統性歐陸危機時將這些集團保持在一起方面發揮關鍵作用。這位新的德國領導人可能是社民黨的舒爾茨（Olaf Scholz；德國現任財政部長，可能是三人中最受認可的親歐派）或基民盟的拉舍特（Armin Laschet）或綠黨的巴爾博克（Annalena Baerbock）。

此外，除了許多共同的觀點和幾乎沒有發生突然變化的可能性之外，德國主流政黨之間仍然存在分歧，這意味着聯盟的性質可能會隨

時間流逝而變得重要，無論是對德國還是對歐洲事務而言。值得注意的是，綠黨和/或社民黨在聯盟中的作用越大，德國就越有可能採取更加漸進和寬容的方式來實現國內和歐元區其他國家的財政正常化（在與新冠疫情相關的巨額赤字之後）。在邊際上，綠黨和社民黨可能不像基民盟和自由民主黨那樣反對步向歐洲財政聯盟的潛在步驟（在「下一代歐洲」復甦基金的背景下）。

一個包括左翼政黨Die Linke的聯盟（這種情況看起來不像幾週前那樣不太可能，因為社民黨在民意調查中領先並且不排除與Die Linke合作）可能被視為主要風險，因為從理論上而言，該聯盟可以為市場不利政策打開大門（例如逆轉之前的德國供給側改革）。不過，即便如此，Die Linke在聯盟內部的影響力也可能有限，制衡機制也很有效。

將極右翼疑歐派和反移民政黨AfD納入政府聯盟目前不是其他政黨考慮的選項。



## ■ 2022年法國大選

在2021年9月末的德國大選之後，歐元區下一個預定的重大政治事件將是法國的選舉週期：2022年4月10日至24日的兩輪總統選舉，然後是2022年6月12日至19日的兩輪國會選舉。

在這個階段，馬克龍總統和勒龐（極右派）在進入第二輪的民意調查中領先，預計馬克龍最終會獲勝（請注意，馬克龍現在至少可以宣稱疫苗接種運動相對成功）。然而，現在還為時過早，其他政黨（特別是主流右翼仍有可能捲土重來）尚未選出候選人。

總而言之，這次法國大選可能比德國大選引發更大的市場壓力。這是由於強大的極右翼和兩輪投票制度的不可預測性（如果投票非常分散，理論上一個意想不到的候選人可能會進入第二輪投票）。然而，這種壓力應該比2017年小，因為與那時不同，沒有主要候選人將法國脫歐列入議程。還要注意的是，雖然根據現行憲法（自1958年以來）從未發生過這種情況，但理論上有可能當選總統未能在立法選舉中為自己的政黨贏得多數席位，這將引發組織聯盟的需要。

本月主題

特別的歐洲

中歐的挑戰和機遇

Karine HERVÉ—高級新興市場宏觀策略師

中東歐國家以及南歐國家是2021-2027年預算和新的「下一代歐盟」復甦基金的主要受益者。各中東歐國家向歐盟委員會提交了國家計劃，預計將在夏季對其進行分析和批准，然後再將其提交給理事會進行驗證。因此，資金應於八月開始向理事會已批准其計劃的一些國家（克羅地亞、塞浦路斯、立陶宛、拉脫維亞、斯洛文尼亞、斯洛伐克）發放。除波蘭和匈牙利外，其他國家的申請正在進行中，由於各種違反法治的情況，其申請被推遲，引發了這些國家與歐盟委員會之間可能持續數月的鬥爭（特別是在匈牙利的情況下）。

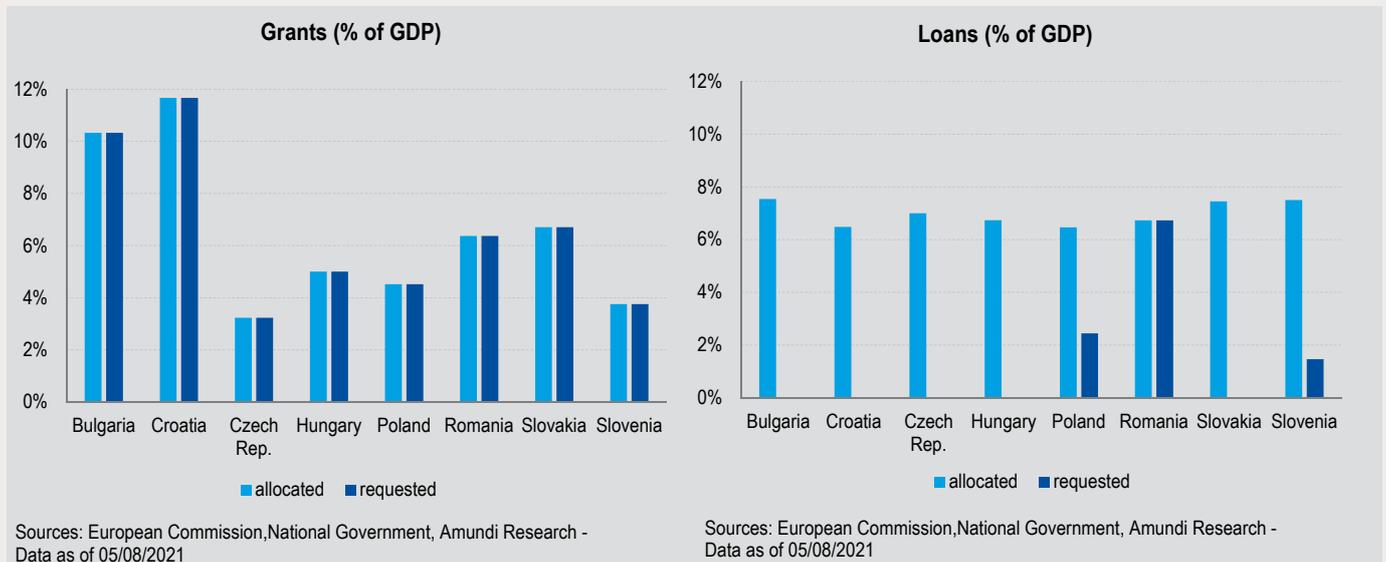
「下一代歐盟」復甦基金支付的資金約佔中東歐國家2021年至2027年平均GDP的10%。以佔GDP的百分比計（18%），克羅地亞和保加利亞是該地區最大的受益者。各中東歐國家已經申請了所有分配的贈款，但只申請了不到三分之一的貸款；羅馬尼亞是例外，該國要求提供完整的一籃子資助。在此階段，各中東歐國家的申請平均佔2021-2027年期間估計的GDP的4-8%（見圖表）。目前，中東歐國家尚未申請貸款，但必須在2023年8月之前申請貸款，並且有充分的理由認為，一旦贈款用完，這些國家就會申請貸款。這些國家也可以等待稍後申請貸款，希望如果贈款沒有全部分配，就可以獲得更多分配，因為歐盟委員會往往不太願意退還淨捐助者的金錢。

近幾十年來，中東歐經濟增長受到傳統工業、出口勢頭、外國直接投資、低勞動力成本和歐洲資金的推動。然而，這種模式正在失去其效力，與其他歐洲同行相比，中東歐國家平均資本不足，資本存量估計比歐洲五個最大的國家少60%。此外，近年來勞動力成本不斷上升，該地區的主導產業（汽車）未來將越來越受到自動化的影響。在此背景下，專注於能源轉型、數碼化和研究促進領域的歐洲基金來得正是時候。一方面，需要將30%的資金分配給氣候變化項目，在中東歐國家碳強度高的情況下，這簡直是天上掉下來的甘露。

已經對這些基金對實際GDP增長的影響進行了多項估計。根據歐盟委員會的一項研究，「下一代歐盟」復甦基金預計將在2021年和2022年推動歐盟經濟增長1.75個百分點，並在2023年和2024年推動歐盟增長2.25個百分點。不幸的是，這些估計無疑慷慨，因為數字是基於100%的贈款和50%的貸款將被使用的假設，而我們上面提到的目前情況並非如此。其他獨立分析表明，保加利亞、克羅地亞和羅馬尼亞的影響最終可能非常高（每年0.6至1.6個百分點）——這些國家都要求以GDP百分比計算比其他國家更多的金額，因為這些國家都有大量的基建需求——而捷克（低吸收率）和匈牙利（低效率的基金支出）為0.2至0.6個百分點。

然而，這些估計存在一些風險。首先，歐洲資金在公共部門投資中的吸收率相對較低，中東歐國家（2014-2020年預算）為30%。其次，以過往的計劃為參考，即使吸收率高，也有3年的時間滯後，才能全部用完。最後，至少30%的資金必須分配給氣候轉型，20%的資金必須分配給數碼轉型，問題是在這些類別中可能很難找到足夠的項目。

無論如何，毫無疑問，歐洲基金對這些國家及其在歐盟的持續經濟發展來說是一個特殊的福音。



## 特別的歐洲問答

特別的  
歐洲

似乎沒有任何政黨能夠在聯邦議院獲得多數

美國聯儲局和歐洲央行繼續將通脹加速視為暫時現象

## 我們就您的問題作出回應

環球研究團隊

作為對《特別的歐洲》報告的補充，我們嘗試回答一些經常被問到的關鍵問題。

## 問題1: 德國大選。我們可以期待什麼？

距離議會選舉(9月26日)還有不到一個月的時間，這場競賽特別激烈。綠黨取得進展，但似乎沒有任何政黨能夠在聯邦議院獲得多數席位。可能需要三個政黨聯盟才能形成多數。在這個階段，核心問題是保守派是否會成為未來聯盟的一部分。

默克爾沒有天生的繼任者。接替她的最受歡迎候選人是現任社會民主黨財政部長舒爾茨(Olaf Scholz)。然而，總理並非直接由選舉產生，而是由議會選舉產生。基民盟主席拉舍特(Armin Laschet)經驗較少，但在聯邦議院獲得更多選票，因此比舒爾茨或綠黨候選人貝爾博克(Annalena Baerbock)更有可能接替默克爾。

迄今為止，最有可能出現的兩種情況是：(i) 所謂的「牙買加聯盟」(保守派(黑色)、綠黨和自由派(黃色)結盟)；或(ii) 紅黨、綠黨和自由派結盟。「左翼」紅/綠/左派聯盟的可能性小得多。

組建新聯盟可能需要時間。讓我們記住，在2017年9月的大選之後，基民盟和社民黨之間用了四

個多月的時間達成「聯盟合同」，又用了一個月的時間讓社民黨批准合同，這是二戰以來德國從未發生過的事情！

此外，歐洲人對德國人在大選後改變策略的能力抱有太多幻想。重要決定在德國以協商一致方式作出，而任何改變必須明確地加強國家的穩定性才能獲得批准。此外，歐洲事務的重大變化必須得到議會兩院(聯邦議院和聯邦參議院)的通過。社民黨和綠黨當然支持歐洲加強金融團結的想法。這有利於歐盟內部更多的風險分擔。但綠黨加入聯盟不會從根本上改變局勢，因為該黨派已經向中間靠攏了。此外，眾所周知，自由派在金融風險分擔方面的立場更為強硬。

總而言之，9月26日的選舉對德國來說是重要的一步(默克爾時代結束)，但不會導致經濟政策甚至歐洲機構層面的動盪。然而，在邊際上，根據執政聯盟和新總理的不同，德國關於《穩定與增長公約》下的新財政規則的教條可能會演變。

## 問題2: 各國央行：下一步是什麼？.....等著瞧！

對於美國聯儲局和歐洲央行而言，辯論內容自六月以來幾乎沒有變化。的確，美國和歐元區對2021-22年的通脹預測已上調。但整體而言，美國聯儲局和歐洲央行繼續將通脹加速視為暫時現象。

在進行策略檢討之後，其應對功能發生了變化。至少只要通脹預期保持良好錨定，兩間中央銀行都能夠證明，比過去的復甦更為寬鬆的貨幣政策將是合理的。

美國聯儲局和歐洲央行更擔心經濟活動而不是通脹，由於疫情死灰復燃，經濟增長有可能過早放緩。環球增長失去動力。在美國，傑克遜霍爾會議證實了預期。美國聯儲局將在今年年底前開始逐步縮減，但與預期一致。隨着美國產出缺口的縮小，美國聯儲局的目標是降低貨幣寬鬆的程度。但美國聯儲局同時打算將逐步縮減與加息分離開來。它顯然不想收緊貨幣和金融環境。當局已經吸取了2013年縮減恐慌的教訓及其對市場的影響。因此，其溝通特別謹慎。

在歐元區方面，辯論內容有些不同。首先，因為歐元區的整體經濟在週期中不如美國先進；其次，因為歐元區通脹壓力不如美國明顯；第三，因為資產購買計劃的校準標準不同。特別是，PEPP被設計為一項緊急計劃，與疫情及其對經濟的影響直接相關。新冠疫情和新冠病毒Delta變種的不確定性將在短期內加強歐洲央行的謹慎態度。PEPP將持續到2022年3月，歐洲央行現在就具體說明之後的行動似乎還為時過早。它可能希望為多種選擇敞開大門(例如，如果公共衛生情況需要，可以延長PEPP)。然而，預計明年主權發行量的下降將使歐洲央行能夠在2022年減少其證券購買，而不會導致金融狀況收緊。無論如何，歐洲央行將設法證明其證券購買計劃的再平衡是合理的，以實現平穩的縮減。歐元區的金融碎片化程度仍然很高，必須保持寬鬆的金融條件以補充「下一代歐盟」刺激基金。加息的前景仍然非常遙遠。

## 特別的歐洲問答

特別的  
歐洲

## 儲蓄不太可能遠低於危機前的水平

## 歐盟將成為歐洲主要市場的最大參與者之一

各國央行的傾向更加寬鬆，因為如果沒有其貨幣政策，大西洋兩岸的財政政策將難以維持。不管央行怎麼說，它們已經進入了一個財政主導的時代。

**問題3: 歐洲人的過剩儲蓄會變成消費嗎?**

關於過剩儲蓄的潛力以及家庭消費走強對經濟增長構成的上行風險，已經有很多文章論述。根據截至21年第一季度的數據，歐元區的過剩儲蓄佔2019年GDP的8.8%-9%。我們可能會預期儲蓄率的一些正常化會接近危機前的趨勢。然而，從過剩儲蓄轉到消費的強勁而持久增長之假設，需要儲蓄率在一段持續時間內顯著低於危機前的趨勢——這是極不可能的。

危機期間創造的過剩儲蓄分配向高收入家庭傾斜，這些家庭的儲蓄支出較慢，更傾向於將過剩儲蓄轉向資產投資而不是消費，從而使一些國家已突出的過於樂觀前景面臨風險。此外，由於休

現階段，唯一能改變美國和歐洲局勢的就是通脹預期的大幅調整。儘管由於價值鏈中斷，通脹壓力似乎可能持續比預期更長的時間，但我們認為現階段工資沒有上漲壓力。這可能是最需要關注的變量。

假計劃的取消時間和就業前景不明朗，新冠疫情正在成為中期不確定性的持續來源，這加劇了家庭對其個人財務狀況的信心不足的事實。鑑於未來社交限制的能見度較低，我們假設，被壓抑的需求將釋放開來，在推動未來幾個季度的復甦方面發揮積極（即使只是溫和）的作用。

最後，消費可能會受到所謂的「李嘉圖等價效應」的限制，這種效應可能會發揮更大的作用，鑑於未來幾年預期（或宣布）的稅收增加，家庭越來越不願意花費其過剩儲蓄。在公共債務水平較高的國家尤其如此，這些國家最終必須遵守歐盟財政（新）規則。

**問題4: 歐盟發行對歐元區債券市場有何影響?**

今年迄今為止，歐盟已發行超過1000億歐元債券，其中500億歐元屬於SURE計劃，450億歐元屬於「下一代歐盟」計劃，其餘屬於其他標準計劃（EFSM/MFA）。儘管SURE債券在今年前五個月讓主要市場保持忙碌，但事實證明「下一代歐盟」發行的開始非常成功和緊張，歐盟在六月中旬至七月中旬的短短一個月內發行了四支「下一代歐盟」債券，其發行量遠高於SURE或其他歐盟債券。

歐盟計劃在「下一代歐盟」下發行至少800億歐元的歐盟債券，預計發行量的大部分將在今年餘下時間（約350億歐元）。在九月份對今年計劃供資的檢討中，在最近根據RRF計劃向各國提供快速付款之後，可以上調這一目標。就期限而言，儘管10年期區域佔主導地位，但由於6月份發行了200億歐元，債券在整個曲線上分佈得相當好：曲線中最長的部分成為了最多的目標，因為目前已發行的四支「下一代歐盟」債券中有三支的到期日在10年至30年之間。儘管尚未確定日期，但就發行形式而言，拍賣應於九月開始，因為歐盟計劃將銀團與拍賣相結合。眾所周知，「下一代歐盟」債券的流通量將大於SURE債券，並將受益於一個將提供更多二級市場流動性的拍賣系統。

在2021年的剩餘時間裡，歐盟將成為歐洲一級市場最大的參與者之一，高評級主權國家的年度融資總額和淨額計劃大部分領先。根據七月底的數

據，德國和法國在年度淨資金方面取得了良好進展，特別是在長期供應方面。

展望2022年，歐盟可能會在新債發行方面發揮另一個顯著作用，因為「下一代歐盟」的RRF贈款和貸款的大部分現金流預計將集中在2022年和2023年。明年的發行量估計與今年接近，約為1400/1500億歐元，這意味着相對於主權部分而言，絕對淨發行量將更強，因為公共赤字和淨資金可能會從2020-2021年的峰值下降。與此同時，我們預計歐洲央行將在2022年繼續將其整體量化寬鬆的足夠份額分配給超國家和機構，並繼續將購買歐盟債券的平均久期作為目標，與近期顯示的趨勢一致，最終支持這一板塊。

## 中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

### 本月更新

我們正在維持情景的敘述和概率。中央情景假設，政策組合和不斷改善的基本面為復甦和市場帶來支持。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（尤其是在整個歐洲的）滯脹壓力將上升。隨着估值過高和經濟動力減弱，股票的預期風險調整回報正在減少。我們現在將疫苗抗性病毒變體或疫苗接種相關問題視為中央情景的風險。

<b>下行情景</b> <b>25%</b> <b>蕭條通脹</b>	<b>中央情景</b> <b>60%</b> <b>多速復甦</b>	<b>上行情景</b> <b>15%</b> <b>可持續和包容性復甦</b>
<p><b>分析</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✿ 儘管疫苗接種運動取得成功，但與疫情大流行相關的限制措施影響了經濟復甦</li> <li>✦ 儘管有財政支持，但發達經濟體的增长恢復到(或低於)潛力</li> <li>✦ 長期供應鏈瓶頸導致持續的通脹壓力</li> <li>✦ 中國影響發達經濟體的放緩速度快於預期</li> <li>▲ 金融環境收緊加劇了經濟和金融脆弱性</li> <li>● 中期增長預期下跌和利率上升削弱了公共債務的可持續性並限制了財政支持</li> <li>● 保護主義和去全球化對貿易和價值鏈產生負面影響</li> <li>● 去槓桿化和瓶頸加劇滯脹壓力</li> </ul>	<p><b>分析</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✿ 2022年出現強勁但不均衡的多速復甦，隨後在2023年放緩</li> <li>● 支持性的政策組合使債務對GDP的比率趨於穩定</li> <li>● 發達經濟體的貨幣政策由聯儲局開始逐步正常化</li> <li>✦ 新興市場和發達經濟體之間的增长溢價差距縮小（美國政策助推措施和中國經濟減速）</li> <li>✦ 美國經濟增長和通脹在第二季度見頂，然後恢復正常；歐元區增長和通脹將在下半年達到頂峰；中國第三季度增速放緩，第四季度溫和反彈</li> <li>▲ 儘管有政治承諾，「下一代歐盟」計劃的執行被稀釋</li> <li>● 得益於積極的企業盈利勢頭、積極的去槓桿化和低融資成本，償付能力風險降低</li> <li>✦ 收入和財富不平等加劇社會和政治緊張局勢</li> </ul>	<p><b>分析</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>✿ 大規模疫苗接種使環球經濟全面復甦</li> <li>✦ 縮小製造業和服務業之間的差距</li> <li>✦ 儲蓄和可支配收入增加推動消費強勁</li> <li>▲ 儘管美國就業市場復甦和工資壓力，聯儲局仍按兵不動</li> <li>▲ 「下一代歐盟」計劃實施成功</li> <li>● 沒有全球過熱的增長和通脹的良性循環</li> <li>✦ 包容和可持續的復甦</li> <li>● 由於數碼和綠色發展推動生產力提高，潛在增長率上升</li> </ul>
<p><b>市場影響</b></p> <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> </ul>	<p><b>市場影響</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 由於高估值和增長放緩，風險調整後的預期回報較低</li> <li>- 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。</li> <li>- 看好股票價值和週期性</li> <li>- 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹</li> <li>- 在貨幣領域支持槓鈴式持倉定位</li> <li>- 新興市場：短期謹慎，長期收入和增長故事完好無損</li> </ul>	<p><b>市場影響</b></p> <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>- 偏好掛鉤產品作為通脹對沖</li> </ul>

✿ 新冠疫情相關主題  
✦ 增長和通脹預期  
● 貨幣和財政政策

▲ 復甦計劃或財務狀況  
● 私人和公共發行人的償付能力

● 經濟或金融制度  
✦ 社會或氣候相關議題

## 最高風險

## 本月更新

我們不會改變中心情景的風險概率。我們將新冠疫情相關風險視為經濟風險的一部分。風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。

## 經濟風險

20%

## — 新冠疫情第四波

- 儘管進行了大規模疫苗接種，但北半球暑假過後仍會掀起新浪潮
- 新的封城措施和限制令復甦脫軌

## — 新冠疫症大流行 2.0

- 一種或幾種病毒變體會使現有疫苗失效；或
- 疫苗的意外物流問題或副作用可能會破壞經濟復甦

## — 環球「退市」

- 隨着通脹預期上升，聯儲局和其他發達市場央行可能會比預期更早地減少資產購買計劃，並停止或減緩復甦
- 各國央行的反應功能、過早退出或溝通不暢可能是不明朗因素的來源

## — 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

## 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，經濟衰退的程度可能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) 貶值可能會促使美國聯儲局停止其APP計劃，對美國市場產生負面影響，將通縮帶入歐元區和日本，並破壞新興市場的復甦；
- (2) 升值可能會傷害新興市場國家，美國國債收益率上升會蔓延至歐元區債券市場

## (地緣) 政治風險

20%

## — 歐美對中國冷和平

- 美國對中國採取強硬路線
- 制裁、披露要求和一些中國公司退市標誌着緊張關係升級的跡象
- 歐洲各國可能效仿美國，儘管其經濟利益
- 退出阿富汗後美國失去影響力
- 南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭

## — 德國、法國或意大利大選中，歐洲民粹主義冒起，可能導致歐盟進一步分裂

## — 新興市場政治不穩定由以下因素驅動：

- 混亂的新冠疫症危機管理和公共債務水平
- 食品價格上漲導致在新興市場出現類似阿拉伯之春的動盪浪潮

## — 網絡攻擊或數據洩露，破壞資訊科技系統（安全、能源和健康服務）

## — 發達市場的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



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

## 新冠疫情更新

Pierre BLANCHET — 投資情報部主管

截至八月底，全球近40%的人口至少接種了一劑疫苗。美國已經達到60%，歐洲大部分國家都在70%以上。全球疫苗接種速度在夏季加快，每天接種4000萬劑。第三，「加強劑」疫苗開始給予弱勢群體。中國（10億劑）和印度（5億劑）等人口稠密的國家已作出巨大努力來保護其人民免受新冠病毒的侵害。然而，在低收入國家，只有不到2%的人接受過至少一劑。幾個大國，例如俄羅斯，只有25%的人口全面接種，正在努力接近群體免疫。隨着新冠病毒Delta變種繼續在全球範圍內蔓延，多個國家/地區實施了新的行動限制和封城措施。疫苗已被證明可有效預防嚴重疾病，但不能阻止病毒傳播。例如，以色列儘管是疫苗接種率最高的國家之一，但新病例激增。因此，在不久的將來，疫情仍將是經濟和政治不確定性的一個來源。

資產縱橫：檢測市場轉折點

本月更新：基本面和估值已亮起紅燈

- 言之尚早
- 轉機即將來臨
- 轉機已發生

經濟背景

- 受益於新冠疫情限制措施的放鬆，經濟活動在夏季以穩健的速度增長。預計第三季度將繼續保持積極勢頭，增長率將逐步趨於穩定，高頻指標的持續趨平和疲軟數據證實了這一點。
- 美國的經濟活動繼續以持續的速度增長。然而，出現了增長率持續減速的跡象，這也被趨於平緩的高頻指標和緩和的軟數據所證實。受軟硬數據意外疲軟影響，CESI指數轉為負值，而市場共識繼續逐步溫和，仍處於正值區域。

基本面與估值

- 大多數股票已創下歷史新高，而利潤的復甦開始放緩。從不同角度看估值都偏高，市場容易出現回調
- 央行流動性注入仍然是市場高水平的唯一理由，儘管截至今天上漲空間非常有限。
- 絕對市盈率高於歷史趨勢，表明投資者自滿。



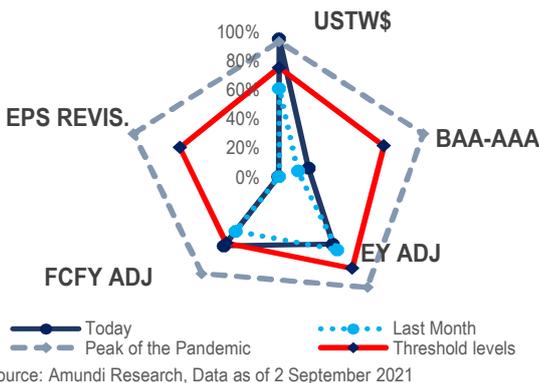
技術資料

- 與上個月相比，我們的技術工具的貢獻沒有顯著變化。
- 風險資產在夏季繼續表現出色，但波動性飆升導致趨勢不穩定，尤其是全球股市。
- RSI顯示出類似的情況。鑑於年初至今的強勁表現，環球股市的RSI變得捉襟見肘。另一方面，它們似乎與大多數資產一樣昂貴，導致不明確的相對直覺。
- 在撰寫本文時，技術面仍然喜憂參半，缺乏方向性偏見。

情緒

- 在我們的框架中，我們仍然缺乏系統性風險情緒實質性惡化的證據。
- 波動率在美國懷俄明州傑克森霍爾舉行的全球央行年會之前上升，但我們的大多數指標仍顯示非常具有復原力。
- 金融狀況溫和惡化，新興市場FCI相對於發達市場FCI急劇惡化。這肯定與美元的反彈有關（在中國之上），這是我們CAST模型中唯一需要避險的變量。雖然增長數據令人失望，但增長數據開始（略微）轉化為不太積極的每股盈利修正，分析師的情緒仍然很高，信用風險溢價保持穩定（遠低於警報閾值）。
- 夏季，機構投資者的風險偏好保持中性，八月底風險資產的偏好重新出現謹慎跡象。

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、每股盈利修訂、已調整收益率風險、已調整現金流收益率風險。這些「前哨」用於為我們的戰術資產配置進行重新定位。一旦檢測到合理的閾值，就會將這五個變量匯聚為一個指標，以一定的信念水平預測市場的壓力狀況。五邊形顯示五個「前哨」，其中紅線表示警報閾值。紅線上方的距離越大，風險感知就越高，最終需要更接近防守型資產配置。

## 環球研究資料集

**1 美國：增長勢頭穩健但正在下降**

- 通脹持續上升，證實了我們對二階導數滯脹情景的信念，在該情景下，增長水平仍高於平均水平，但在一系列CPI熱圖下，變化速度放緩。
- 美國聯儲局主席鮑威爾沒有詳細證實貨幣政策的逐步轉變——將加息與逐漸縮減分開。
- 在9月21日至22日的會議上宣布逐漸退市可能是市場波動的一個來源。
- 我們預計逐漸退市不會成為主要的遊戲規則改變者，但隨着利差支持期的結束，我們應該會看到利率在第三季度上升。

**美國國庫債券：我們已下調收益率目標**

- 由於這些環球增長擔憂，我們預計美國聯儲局將保持鴿派立場。
- 美國國債的長端已經忍受了多年的非常規貨幣政策。
- 在疫情期間，美國聯儲局的資產負債表從4兆美元擴大到8兆美元，拖累了曲線的長端；市場恢復需要時間。
- 逐步縮減將平穩發生，長期債券收益率的上升將得到遏制。
- 加息對10年期美國國債的影響有限。

**投資後果：**

- 我們現在預計10年期美國國債收益率到年底將達到1.4%至1.6%，並在12個月內達到1.6%至1.8%。
- 保持短期美國國債久期定位。

**2 歐元區：勝於預期的經濟結果**

- 外圍地區的增長走高，導致對歐元區的增長預期更高。
- 歐洲央行的火力仍然強大，符合「長期低利率」的主題。即將舉行的歐洲央行會議、美國聯儲局縮減規模和德國大選將是關鍵的波動事件。
- 與外圍國家和信貸市場相比，歐元區核心利率在絕對和相對方面似乎都很豐厚。對於德國國債和非核心債券而言，區間波動機制看起來可能會持續下去。

**投資後果：**

- 對核心債券持短倉——德國國債的上行動力有限，通脹在秋季見頂。
- 對歐元區外圍債券（意大利）持長倉。

**3 德國大選：一代人中最高開放的政治競選**

- 舒爾茨比其他候選人更受歡迎，並恢復了社民黨的投票基礎。
- 社民黨和基民盟都沒有足夠的票數來建立兩黨聯盟。
- 社民黨+自由民主黨+綠黨聯盟現在是可能的。綠黨和社民黨可以推動歐洲更多的財政支出和更多的風險負擔分擔。

**投資後果：**

- 我們預計選舉將成為一個關鍵的波動事件，但預測結果和市場影響還為時過早。

**4 中國：第三季度放緩、第四季度溫和反彈**

- 我們現在預計第三季度將再次連續放緩，原因是重新封城措施和之前的政策收緊，然後第四季度溫和反彈（速度與今年第二季度相似）。
- 中國人民銀行廣泛的政策縮減，加上行業部門層面的緊縮，是經濟放緩的主要罪魁禍首。
- 自七月下旬以來的新社交距離規則以及與新冠病毒Delta變種相關的問題將在八月的消費數據中變得更加明顯。中國的政策立場將更加果斷地轉向鴿派。
- 我們預計政策寬鬆將來自信貸和財政方面，而中國人民銀行應會在不降息的情況下保持寬鬆的流動性立場。

**投資後果：**

- 選擇性投資中國股票：在不受監管的行業（例如清潔能源和生物技術）中尋找機會。
- 看好中國債券（高收益和硬通貨）。

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	=		隨着通脹繼續上升和財政刺激消退，實際可支配收入正在受到影響。由於變種病毒蔓延，新冠病例正在增加，但我們認為這不會導致更多的國家實行封城措施。我們保持中立和慎選，認為投資者應尋找具有可持續盈利潛力的公司。
	美國價值	+		最近，價值股受到新冠病例數量增加的影響，但隨着疫苗接種的持續進行，復甦應該會繼續，向價值的轉變也應該如此。這將得到核心收益率溫和增長的支持。然而，下一輪輪換將更傾向於由慎選驅動，並且對週期性投資的傾斜度較低。
	美國經濟增長	-		隨着經濟持續增長和核心收益率上升，未來現金流的現值降低，增長表現應該有限。因此，我們對高增長和投機增長的公司持謹慎態度。
	歐洲	=		儘管市場預期很高，但我們還是見證了強勁的企業財報季度。展望未來，鑑於其週期性傾斜（與復甦相關）以及來自下一代歐盟計劃基金的資金，歐洲應該會表現良好。然而，投入成本上升和增長勢頭減弱是下半年需要關注的一些風險。因此，我們尋找具有強大定價能力和市場地位的企業。
	日本	=		與環球復甦相關的以出口為導向的日本市場的週期性應是積極的，但我們看到一些不利因素，表現為經濟勢頭趨於穩定。
	新興市場	=	▼	新興市場仍然是一個異質的世界，仔細選擇至關重要。我們認為持續增長和疫苗接種應會支持巴西和俄羅斯等國家的表現。然而，美國利率上升以及對中國經濟增長的擔憂、監管行動等不利因素應為中國長期降低系統性風險鋪平道路。整體而言，我們專注於價值/週期性特徵和現金流強勁的業務。
固定收益平台	美國政府債券	-		即使通脹數字與高預期相符，美國國債收益率（名義和實際）仍處於低水平，與經濟增長環境、高債務和赤字不符。我們整體上對美國國債保持謹慎，並在戰術上管理這一信念。展望未來，我們認為收益率應該會以非線性方式上升，但這將取決於美國聯儲局的資產購買計劃、溝通和未來增長。TIPS繼續提供不錯的通脹調整後收益率。
	美國投資級公司債券	=		在基本面復甦的支持下，信貸趨勢仍然良好，但我們建議投資者通過關注短期債務和核心利率上升帶來的下行空間有限的信貸，限制其投資組合中的久期時間利差。代理抵押貸款提供有吸引力的收益率，但高估值需要採用慎選的方法。
	美國高收益公司債券	=		高收益估值偏緊，但存在自下而上選擇的機會。鑑於復甦可能面臨輕微障礙，而且低核心收益率降低了即使是低質發行人的借貸成本，強調信用指標和信用價值是受益於該板塊提供的額外收入的關鍵。
	歐洲政府債券	-/=		在經濟環境改善的情況下，我們對核心和半核心歐洲債券持防守態度，但我們意識到歐洲央行將維持其支持。在這方面，我們正在追蹤即將舉行的法國和德國選舉，儘管我們預計這些事件的波動性會很低。然而，外圍債務提供有吸引力的收益率，主要是在意大利，原因是其增長前景和利差收緊的潛力。
	歐洲投資級公司債券	=/+		歐洲投資級債券仍處於良性環境中，因為評級升級先於降級。我們喜歡能夠承受核心收益率上升的短期債務和工具。從理論上講，持有較高評級和較低評級的債務之間存在收益率權衡。然而，強勁的選擇可以幫助投資者應對這種情況，從而從與週期性反彈相關的經濟改善中受益。我們認為次級金融和BBB級是有吸引力的領域，但我們會避免長期信貸。
	歐洲高收益公司債券	=		高收益債券的某些板塊估值較高，但在風險調整的基礎上，存在選擇性的機會。然而，投資者應該平衡收益率、質量和流動性，以避免被信用指標不佳的名字所困。透過選擇性的方法，我們正在探索提供對稱風險/回報情況的後起之秀和BB級債務。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		我們看好硬通貨債券，偏向高收益，但對我們投資組合的久期持謹慎態度。重要的是，企業基本面強勁，估值相對有吸引力。在中國方面，監管行動似乎是中國社會「共同富裕」敘事的開始，我們正在積極跟進。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們對新興市場以退市恐慌的形式出現的一些不利因素以及美國核心收益率上升的潛力保持警惕。因此，我們對新興市場外匯持謹慎態度，並認為軟通貨存在選擇性機會。
其他	商品			強勁的經濟復甦和需求一直是今年大宗商品的主要推動力。在這方面，美國聯儲局的政策公告——以及對實際利率的影響——可能會在短期內影響黃金等貴金屬的價格，我們預計會出現一些波動。另一方面，基本金屬可能會受到潛在供應短缺的影響。
	貨幣			雖然「美元例外論」的說法略微失去吸引力，但全球經濟增長放緩和美國聯儲局政策正常化的預期可能會支撐美元。短期內，值得對選擇性週期性外匯保持溫和的敞口，但隨着我們接近2022年，可能需要採取更具防守性的立場。

圖例



資料來源：東方匯理截至2021年5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1/9/2021

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長(%)			通脹(消費物價指數,按年,%)		
	2020	2021	2022 範圍	2020	2021	2022
世界各地	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6
發達國家	-4.9	4.9/5.4	3.5/4.0	0.7	2.8	2.3
美國	-3.4	5.8/6.2	3.3/3.9	1.3	4.3	3.2
日本	-4.9	2.9/3.5	2.8/3.4	0.0	0.0	0.8
英國	-9.8	6.3/6.9	4.5/5.1	0.9	2.1	2.4
歐元區	-6.5	4.4/5.0	3.8/4.4	0.3	2.2	1.8
德國	-5.1	2.5/3.1	3.6/4.2	0.4	2.9	1.7
法國	-8.0	6.0/6.6	3.5/4.1	0.5	1.9	2.0
意大利	-8.9	5.8/6.4	4.2/4.8	-0.1	1.4	1.7
西班牙	-10.8	6.0/6.6	5.9/6.5	-0.3	2.4	1.9

資料來源:東方匯理研究

- 美國:** 美國經濟繼續復甦,但有減速跡象。鑑於長期的生產瓶頸和未來內需的預期減速,我們下調了增長前景。同時,雖然通脹有望在第二季度至第三季度見頂,但我們的預測包含更多的持續性和上行壓力,直到明年年中,CPI通脹將保持在3%以上。政策組合將保持寬鬆,儘管在美國聯儲局方面,我們預計下半年會就縮減規模進行更準確的溝通;在類似的時間,我們預計會出現新基建支出方面的財政消息。
- 歐元區:** 繼第一季度收縮後,隨着限制措施的廣泛解除,歐元區GDP在第二季度出現反彈;隨着疫苗接種活動的進展以及消費者和企業信心的改善,我們亦預計第三季度勢頭強勁。新冠病毒Delta變種代表前景的重大下行風險,尤其是服務業的復甦。根據第二季度的數據,我們上調了增長前景,尤其是在意大利和西班牙的推動下。財政和貨幣政策組合將保持寬鬆,支撐復甦。通貨膨脹應會沿着上升趨勢發展,由於管道定價壓力和基數效應帶來的上行風險,在第四季度超調,然後在2022年再次回到趨勢以下。
- 日本:** 對日本而言,未來的復甦之路變得更具挑戰性。雖然第二季度的增長受到出口的支持,但美國ISM和南韓出口(區域貿易領頭羊)表明外部需求正在見頂。在國內,夏季奧運會後疫苗接種步伐大幅放緩,給已經滯後於整體復甦的消費帶來了額外的不確定性。通脹壓力依然低迷,產出缺口為負。核心通脹率徘徊在0%左右,預計到2022年會更顯著增強,屆時手機費用削減的拖累會逐漸消失。
- 英國:** 英國經濟在第二季度增長4.8%,使GDP比疫情前水平低4.4%。進入第三季度,經濟可能會從7月19日開始的進一步取消限制措施中受益。封城措施放鬆最後階段的提振不太可能重複4月和5月經濟重新開放時的表現。因此,我們預計到年底增長將放緩,隨後勞動力市場將緩慢復甦。預計通脹將在7月/8月左右因基數效應回升,並在2022年之前的幾個月內保持適度高於目標。儘管貨幣和財政方面逐漸正常化,但政策組合仍將保持廣泛支持。

### 主要利率展望

	25-08 2021	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	0.13	0/0.25	0.12	0/0.25	0.19
歐元區	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.52
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.35

資料來源:東方匯理研究

- 美國聯儲局:** 在美國懷俄明州傑克森霍爾舉行的全球央行年會,鮑威爾主席重申了七月聯邦公開市場委員會會議紀錄中的訊息,即如果經濟按預期大體發展,可能會在今年年底之前開始縮減。他承認最近幾個月就業增長強勁。然而,任何開始減少資產購買的決定都將高度依賴於數據流。重點將放在下一份就業報告上。聯邦公開市場委員會在之前的會議上強調,將就縮減即將到來提供「預先警告」;這可能是在9月的聯邦公開市場委員會會議上。正式宣布可能在11月或12月進行。預計其量化寬鬆政策的正常化將非常進步。新冠病毒Delta變種在短期內構成主要風險。
- 歐洲央行:** 在七月份的會議上,根據策略性審查的結果並透過其新的前瞻性指導,歐洲央行從根本上加強了其在需要時將利率保持在極低水平的承諾。更重要的是,如果利率需要長時間保持低位,這將意味着更持久的刺激,因為資產購買計劃與首次加息的時間有關。從9月的會議開始,歐洲央行現在將重點轉向討論明年的量化寬鬆構成和校準,屆時將提供新的經濟預測。
- 日本央行:** 日本央行在6月會議上將特別資金計劃再延長六個月,並維持謹慎樂觀的前景。7月,該行宣布了一項新的綠色資金提供計劃。在沒有全面復甦和通脹壓力的情況下,我們預計日本央行與其他央行相比將保持不變。菅義偉的支持率在8月份下降至30%(基於6次調查的平均值),但與領先的在野黨相比,執政黨的支持率仍有較大差距。補充預算的討論可能會在秋季選舉之前的9月開始。
- 英國央行:** 量化寬鬆的規模和政策立場在上次會議上保持不變,因為通脹飆升被認為是暫時的。重點是量化緊縮指導,確認利率將仍然是主要的政策槓桿,並表明與NIRP相關的較低量化緊縮利率閾值作為下一個週期的積極政策選項。前瞻性指引指出「可能有必要在預測期內適度收緊貨幣政策」,但正如關於持續量化寬鬆的決定所顯示的那樣,關於未來加息時間和幅度的討論似乎不太可能很快開始。

### 貨幣政策日程

各國央行	下次會議
歐洲央行理事會	9年9月
聯儲局聯邦公開市場委員會	22年9月
日本銀行金融政策決定會合	22年9月
英倫銀行貨幣政策委員會	23年9月

資料來源:東方匯理研究

## 新興市場

## 宏觀經濟前景

數據截至1/9/2021

全年平均值(%)	實際國內生產總值增長(%)			通脹(消費物價指數, 按年, %)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022
			範圍			
世界各地	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6
新興市場	-2.1	6.4/7.2	4.2/5.1	3.9	4.2	4.5
中國	2.3	8.4/9.0	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
巴西	-4.1	5.1/6.1	0.9/2.9	3.2	7.7	5.5
墨西哥	-8.3	5.7/6.7	1.6/3.6	3.4	5.5	4.7
俄羅斯	-3.1	4.2/4.5	2.6/3.0	3.4	5.8	4.4
印度	-7.1	8.0/9.2	5.8/7.2	6.6	5.3	6.2
印尼	-2.0	3.4/4.2	4.6/5.6	2.0	1.6	2.7
南非	-6.9	4.1/5.1	2.2/3.2	3.2	4.5	4.7
土耳其	1.6	7.3/8.3	3.9/4.9	12.3	17.0	12.7

資料來源: 東方匯理研究

- **中國:** 七月的月度數據顯示, 中國經濟在生產、消費和投資方面普遍放緩。廣泛的政策縮減, 加上行業部門層面的緊縮, 是經濟放緩的主要罪魁禍首。7月份住房指標顯著下降。與此同時, 鑑於自七月下旬以來社交距離規則的擴大, 新冠病毒Delta變種風險可能會在八月消費數據中變得更加明顯。因此, 我們將2021年的年度增長預測從8.6%下調至8.4%-9.0%的範圍, 同時將2022年的增長保持在5.1%-5.7%不變。
- **印尼:** 在感染高峰期間, 第三季度的增長表現乏善可陳, 但流動性限制仍然存在。雖然路徑在上升, 但其核心和非核心部分的通貨膨脹得到控制, 印尼銀行應至少保持到22年中期不變立場。財政賬戶步入正軌, 而支出已重新分配給衛生和社會援助, 對預算的影響可以忽略不計。然而, 疫情的壓力促使印尼銀行繼續其量化寬鬆政策。即使外部賬戶更加健全, 也需要監控聯儲局縮減規模帶來的外部壓力。
- **巴西:** 由於新冠疫情形勢和流動性的改善, 經濟正在增長、正常化和同步化——例如, 服務業回到了新冠疫情之前的水平——我們看到今年GDP增長了5%以上。與此同時, 儘管採取了積極的貨幣應對措施, 但作為強勁增長的副作用, 通脹壓力並未減弱(目前同比增長9.3%)。我們認為巴西央行現在的目標是溫和的收縮水平, 而市場對通脹的態度要悲觀得多。另一個財政困境讓市場感到不安, 但我們認為政府將達成一個相當溫和的解決方案, 並找到一種方法來應對「預防措施」, 同時仍然對家庭補助金進行全面改革, 最重要的是, 保持在支出上限內。
- **墨西哥:** 由於新冠病毒Delta變種激增而導致的年中弱勢、供應限制打擊製造業, 以及最近石油生產中斷都只是曇花一現, 我們認為, 在其他方面, 復甦仍然可觀, 增長預計將今年錄得超過6%。與此同時, 由於核心商品通脹, 通脹正在與暫時性的供給側逆風作鬥爭, 並陷入較高和高於目標的水平。墨西哥央行已通過幾次加息來應對通脹壓力, 但正如我們本週了解到, 未來的加息在很大程度上取決於數據——我們認為在暫停之前需要更多的加息。AMLO使用國際貨幣基金組織的特別提款權支出來償還一些國家債務的「謹慎」想法被視為一個壞先例和違反央行的行為。

## 主要利率展望

	02-09 2021	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	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4.00	4.00	4.05	4.50	4.30
巴西	5.25	8.00	7.60	8.00	7.60
俄羅斯	6.50	7.00	6.80	7.00	6.50

資料來源: 東方匯理研究

- **中國人民銀行:** 鑑於增長動能減弱和通脹風險緩和, 預計中國的政策立場將傾向轉成鴿派。儘管如此, 我們預計政策寬鬆將來自信貸和財政方面, 而中國人民銀行應在不降息的情況下保持寬鬆的流動性立場(對2021年四季度降準的預期越來越高)。市政流動性融資便利(MLF)利率和貸款市場報價(LPR)利率應保持不變, MLF展期保持慷慨, 僅略低於到期金額, 鑑於MLF到期時間表, 可能會在10月底或11月初宣布進一步降準。
- **印度儲備銀行:** 8月初的最新印度儲備銀行會議以及行長最近的講話凸顯了貨幣政策偏向於支持增長並遠離對高通脹的擔憂。印度儲備銀行的立場一直溫和。會議結束後, 整體CPI顯示低於通脹目標的上限(6%), 預計今年剩餘時間將波動。我們確實將首次加息的預測推遲到2022年。貨幣政策正常化將從流動性調整開始, 可能在今年年底/明年初出現。
- **巴西央行:** 巴西央行8月初的會議再次加息100個基點(至5.25%), 並在9月的會議上預先宣布進一步收緊100個基點。此外, 央行承認政策利率需要升至中性以上, 因為通脹壓力並未減弱, 需要採取額外的貨幣行動。我們同意並看到利率上升至8%, 或溫和的緊縮水平(之前的7-7.25%), 但不認為市場定價的激進加息合理——後者將與財政失錨和通脹相一致, 降落在目標(範圍)之上。
- **俄羅斯央行:** 由於通脹壓力加劇, 且通脹預期仍處於多年高位, 俄羅斯央行於7月23日再次將政策利率上調100個基點至6.5%。國內需求增速超過供給增速。七月份通脹率從六月的6.5%同比小幅放緩至6.45%, 遠高於4%的目標範圍。俄羅斯央行為未來進一步加息敞開了大門。目前, 我們預計年底前將加息50個基點。下次會議於9月10日舉行。俄羅斯央行的強硬立場應繼續支持盧布。

## 貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
俄羅斯央行	10年9月
人民銀行	20年9月
巴西央行	22年9月
印度儲備銀行	8年10月

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9月1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	-3.4	5.8/6.2	3.3/3.9	1.3	4.3	3.2
日本	-4.9	2.9/3.5	2.8/3.4	0.0	0.0	0.8
歐元區	-6.5	4.4/5.0	3.8/4.4	0.3	2.2	1.8
德國	-5.1	2.5/3.1	3.6/4.2	0.4	2.9	1.7
法國	-8.0	6.0/6.6	3.5/4.1	0.5	1.9	2.0
意大利	-8.9	5.8/6.4	4.2/4.8	-0.1	1.4	1.7
西班牙	-10.8	6.0/6.6	5.9/6.5	-0.3	2.4	1.9
英國	-9.8	6.3/6.9	4.5/5.1	0.9	2.1	2.4
中國	2.3	8.4/9.0	5.1/5.7	2.5	1.1	2.4
巴西	-4.1	5.1/6.1	0.9/2.9	3.2	7.7	5.5
墨西哥	-8.3	5.7/6.7	1.6/3.6	3.4	5.5	4.7
俄羅斯	-3.1	4.2/4.5	2.6/3.0	3.4	5.8	4.4
印度	-7.1	8.0/9.2	5.8/7.2	6.6	5.3	6.2
印尼	-2.0	3.4/4.2	4.6/5.6	2.0	1.6	2.7
南非	-6.9	4.1/5.1	2.2/3.2	3.2	4.5	4.7
土耳其	1.6	7.3/8.3	3.9/4.9	12.3	17.0	12.7
發達國家	-4.9	4.9/5.4	3.5/4.0	0.7	2.8	2.3
新興市場	-2.1	6.4/7.2	4.2/5.1	3.9	4.2	4.5
世界各地	-3.3	5.8/6.4	3.9/4.6	2.6	3.6	3.6

### 主要利率展望

#### 發達國家

	25/08/2021	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	0.13	0/0.25	0.12	0/0.25	0.19
歐元區	-0.50	-0.50	-0.51	-0.50	-0.52
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.10	0.1	0.11	0.1	0.35

#### 新興市場

	2/9/2021	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	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
印度	4.00	4.00	4.05	4.50	4.30
巴西	5.25	8.00	7.60	8.00	7.60
俄羅斯	6.50	7.00	6.80	7.00	6.50

### 長期利率展望

#### 2年期債券孳息

	25/08/2021	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	0.24	0.20/0.35	0.44	0.35/0.50	0.64
德國	-0.74	-0.70/-0.50	-0.79	-0.70/-0.50	-0.85
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.14	-0.20/-0.10	-0.13
英國	0.14	0/0.25	0.23	0.25/0.5	0.25

#### 10年期債券孳息

	25/08/2021	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	1.29	1.4/1.6	1.41	1.6/1.8	1.53
德國	-0.46	-0.5/-0.3	-0.43	-0.4/-0.2	-0.38
日本	0.03	0/0.20	0.07	0/0.20	0.10
英國	0.56	0.7/0.8	0.69	0.8/0.9	0.75

### 匯市展望

	31/8/2021	東方匯理 2021年第四季	市場共識 2021年第四季	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季
歐元/美元	1.18	1.16	1.18	1.15	1.20
美元/日圓	110	112	110	114	111
歐元/英鎊	0.86	0.84	0.85	0.85	0.85
歐元/瑞士法郎	1.08	1.09	1.10	1.10	1.11
歐元/挪威克朗	10.27	9.96	10.10	10.49	10.00

	31/8/2021	東方匯理 2021年第四季	市場共識 2021年第四季	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季
歐元/瑞典克朗	10.18	10.17	10.10	10.38	10.03
美元/加元	1.26	1.23	1.24	1.27	1.23
澳元/美元	0.73	0.75	0.75	0.72	0.76
紐元/美元	0.70	0.71	0.72	0.67	0.72
美元/人民幣	6.46	6.55	6.45	6.65	6.45

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

### 一 情景

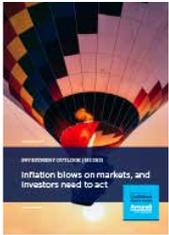
這些概率反映了由我們的宏觀金融預測所確定和定義的金融體制（中央、下行和上行情景）的可能性。

### 一 風險

風險概率為內部調查結果。要監控的風險分為三類：經濟、金融、（地緣）政治。儘管這三個類別相關，但它們具有與三個驅動因素有關的特定中心。權重（百分比）是在投資底線進行的季度調查得出的影響最大的方案所組成。

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT OUTLOOK



#### **H2 2021 - Inflation blows on markets, and investors need to act (28-06-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Global Head of Research

### ASSET CLASS VIEWS



#### **Asset Class Return Forecasts – Q3 - 2021 (05-08-2021)**

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

### SHIFTS & NARRATIVES



#### **Shifts & Narratives #7 - Opening the Pandora's box of social risks: Consequences for investors (14-06-2021)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement, and Voting - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst

#### **Shifts & Narratives #6 - Technology trends in Asset Management and Saving Industry (09-06-2021)**

SAUVAGE Romain, Head of Product Marketing & Communication, Amundi Technology - LESAGE Guillaume, Chief Operation Office - EL GHARIB Joseph, Head of Business Development, Amundi Technology

#### **Shifts & Narratives #5 - A unique crisis that opens the way to multiple regime shifts (08-06-2021)**

Pascal BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer - Didier BOROWSKI, Head of Global Views, Global Research

### INSIGHTS PAPERS



#### **European commercial real estate: play the re-opening with quality assets (23-08-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate - CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - ANTONINI Patrizia, Amundi Strategy - Business Intelligence - BARON Thomas, Research and Strategy Analyst - Amundi Immobilier - BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit - KIM Jung, Senior Quantitative Analyst - PANELLI Francesca, Investment Insights Unit Specialist

#### **Banks in the post-Covid-19 world (29-06-2021)**

Vincent MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer - Pierre BLANCHET, Head of Investment Intelligence, Global Views, Global Research

#### **Biden agenda: tackling income inequality and its potential inflation impact (18-06-2021)**

UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - AINOUIZ Valentine, Deputy Head of Developed Markets Research

### WORKING PAPERS



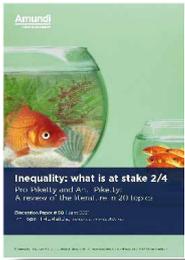
#### **Revisiting Quality Investing (30-06-2021)**

Frédéric LEPETIT, Amina CHERIEF, Yannick LY, Takaya SEKINE - Quantitative Research

#### **Robo-Advising for Small Investors: Evidence from Employee Savings Plans (07-06-2021)**

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

DISCUSSION PAPERS



**Inequality - what is at stake (2-4) - Pro-Piketty and Anti-Piketty - A review of the literature in 20 topics (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

**Inequality: what is at stake (1/4) - Globalisation, growth, financial liberalisation and inequality (07-06-2021)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

INVESTMENT TALKS



**Main themes for investing in Chinese equity over the summer and beyond (10-08-2021)**

MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer, HUANG Claire, Senior EM Macro Strategist - McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity with the contribution of LEMONNIER Patrice, Head of EM Equity and DELBO' Debora, Senior EM Macro Strategist

**European equities: look for the winners to play the reflation trade, value revenge, and ESG disruption (07-07-2021)**

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

**June FOMC review: the talk of talk of tapering has begun (17-06-2021)**

J. TAUBES Kenneth, CIO of US Investment Management - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

## 東方匯理研究中心



深入了解  
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 Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Strategies Allocation

### 免責聲明

本文件僅供參考。

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

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

此外，本文件中的任何內容均不旨在提供稅務、法律或投資建議。

除非另有說明，本文件中所載之一切資訊均來自東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS)，截至2021年9月2日。投資多元化並不能保證盈利或防止虧損。本文件「按原樣」提供，且有關資訊的用戶承擔使用此有關資訊的全部風險。歷史數據和分析不應被視為未來業績分析、預測或預測的指示或保證。文中表達關於市場和經濟趨勢的觀點僅為作者意見，並不一定是東方匯理資產管理公司 (Amundi Asset Management SAS) 的立場，可能會根據市場和其他條件隨時發生變化，並且不能保證國家、市場或部門的表現將如預期。該等觀點不應被視為投資建議、證券推薦或任何東方匯理產品的交易指示。投資涉及風險，包括市場、政治、流通性和貨幣風險。

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

首次使用日期：2021年9月7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1,086,262,605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](http://www.amundi.com)

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

### 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  
BERARDI Alessia——新興市場宏觀與策略研究部主管  
BERTONCINI Sergio——固定收益研究部高級策略師  
BLANCHET Pierre——投資情報部主管  
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監  
CESARINI Federico——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師  
DROZDZIK Patryk——高級新興市場宏觀策略師  
GEORGES Delphine——固定收益高級策略師

### 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——東方匯理研究部  
PONCET Benoit——東方匯理研究部

### 常務副編輯

Pierre BLANCHET——投資情報部主管  
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

HERVÉ Karine——高級新興市場宏觀策略師  
HUANG Claire——高級新興市場宏觀策略師  
LETORT Valérie——環球投資觀點  
PERRIER Tristan——環球投資觀點  
PORTELLI Lorenzo——跨資產研究部主管  
USARDI Annalisa——跨資產研究部高級經濟師  
VANIN Gregorio——跨資產研究分析師  
VARTANESYAN Sosi——高級主權分析師

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