



#11  
2020年  
11月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

債券是復甦次序的前哨指標

專題

明確表達痛苦之處

宏觀經濟及市場預測

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #11 - 2020年11月

## 目錄

## 環球投資觀點

## 投資總監的觀點

## 債券是復甦次序的前哨指標

頁3

儘管新冠肺炎的感染數字仍然令人擔憂，但市場定價態度傾向正面。股票、信貸和歐元外圍債務市場反應良好，但政府債券的收益率略有上升。在政策方面，我們可以看到進取的措施。投資者應注意從輪換到週期性主題的機會，但要注意波動性的增加，應着重多元化分散投資和小心選擇。這場危機將加強債務增加、不平等加劇以及中國在環球增長中的作用增強等主題。因此，質量、可持續性以及ESG將是關鍵。

## 宏觀

## 黃金金光閃閃的環境

頁4

我們認為，人民幣以及（最重要的）非常規貨幣政策已率先解釋了金價動態

## 多元資產

## 保持保守態度並監察輪換跡象

頁5

我們對股票的態度接近中性，對信貸的態度略微樂觀，但我們正在監察經濟的改善情況和疫苗供應是否會提供最佳的切入點。

## 固定收益

## 專注於信貸的套利機會和證券選擇

頁6

在低實際利率的環境中，投資者應在保持足夠流動性的同時，兼顧提高收益率並以有吸引力的估值購買優質信貸的需求。

## 股票

## 分散可能創造選股機會

頁7

正在出現的低迷復甦可能有利於輪換至週期性投資產品，但選股對於確定具有可持續回報潛力且具復原能力的企業至關重要

## 專題環球投資觀點

## 明確表達痛苦之處

頁8

經濟學家經常使用字母來描述經濟復甦狀況。但沒有一個字母能適合所有情況。疫情的持續時間將最終決定復甦形態。週期的不同步應會為傳統的地理多元化打開大門。

## &gt; 東方匯理資產類別觀點

頁9

## &gt; 宏觀經濟及市場預測

頁10

## &gt; 本行預測的免責聲明

頁11

## &gt; 刊物精選

頁12

## 投資總監的觀點



PASCAL BLANQUÉ  
集團投資總監



VINCENT MORTIER  
集團副投資總監

## 債券是復甦次序的前哨指標

疫情和疫苗方面的發展以及美國大選是熱門話題。**儘管新冠肺炎的感染數字仍然令人擔憂，但市場定價態度傾向正面**（歐洲第二波、環球新病例創下紀錄）。新冠肺炎疫情、實體經濟和金融這三個週期的相互聯繫仍在繼續，但新冠肺炎傳播機制正在發生變化。與今年初相比，新冠肺炎疫情週期是這三個週期中最關鍵的一個，其影響其他兩個週期的能力現在較低。如今，世界在測試和本地遏制措施方面已有更佳裝備，因此全球禁足措施對經濟造成損害的可能性降低了。在市場方面，財政和貨幣推動將繼續的說法正在防止任何重大破壞。任何疲軟跡象都被視為購買機會。

**復甦的第一階段，疫情加速蔓延：這就是我們今天的情況。**關於復甦軌跡的任何新聞均有利，但疫情週期的末期尚未到來。基於永久低利率且無通脹壓力的假設，利好環境將依然存在。的確，未來幾個月的序列可能會由通縮開始，但復甦正在發生，特別是由於中國（及其他亞洲經濟體）正進一步加強其作為環球增長引擎的角色。在此背景下，股票、信貸和歐元外圍債務市場均反應良好。然而，在政府債券方面，波動性一直在上升。雖然預期的曲線加深已經開始，但目前仍處於擱置狀態。選舉結果尚不清楚，而大規模的財政刺激似乎不太可能。

**第二階段：情況必須先變得更糟，然後才能有所改善，這代表將有進取的政策出台，尤其是在貨幣方面。**這預示着復甦的好兆頭，該復甦將於2021年進一步支持向週期性主題的轉變。這應會有利於股票，與高收益信貸相比，股票可能具有更多的上升潛力，在當前估值下，因為高收益信貸在風險/收益基礎上的吸引力可能會降低。從超高增長型股票轉向更為週期性和優質價值股領域的轉變很可能會在2021年實現，儘管這種趨勢現在似乎已經暫停。與大宗商品有關的交易亦可能受益於這種週期性反彈。**疫苗何時面世將成為此一復甦的重要因素：市場目前根據疫苗於2021年中面世，然後經濟加速增長而定價。**任何延遲都可能引起波動，使疫情週期再次成為市場關注的焦點。投資者應從輪換中尋找機會，同時亦要注意波動性可能會更高。**債券將是下一階段的關鍵前哨指標。**

**第三階段：從改善到持續增長。**該次序的下一部分嵌入了新一輪的政策組合，以及目前為止看到的極端寬鬆政策的緩慢退出。為遏制疫情而採取的措施將很難撤銷，各國政府和央行可能難免要做更多的事情。財政和貨幣政策將更加交織在一起，從而有可能透過進一步的債務貨幣化為復甦提供資金。一些央行信譽較差的新興市場在復甦期間，通脹上升得可能會更快，進而引發大宗商品價格上漲。這可能會使經濟過熱，最終導致通貨膨脹。這可能會使基於永久低利率假設的系統脫錨，而實際利率可能會變得更加不穩定。這個階段對於風險資產將具有挑戰性，並且可能有利於進一步轉換為股權價值、大宗商品和不動產。

**從一個階段到另一個階段的轉變並非線性，**投資者必須牢記短期和長期主題。儘管目前處於停頓狀態，有着與美國大選有關的不確定性，但明年從第一階段切換到第二階段將帶來輪換機會（新興市場股票以及更具週期性的優質股和價值投資空間），但投資者應注重多元化分散投資和小心選擇，以便抵消波動。從長遠來看，這三個階段都包含一些共同的主題，而這些主題將因為危機而加強：債務增加、不平等現象加劇，以及中國在環球貿易和經濟增長中的作用增強。從投資的角度來看，質量和可持續性將再次成為要考慮的關鍵因素。以社會和綠色生活為重點的ESG主題將成為主流。經濟增長的道路將出現分歧。在新興市場方面，與中國緊密聯繫且具有較高的央行信譽以應對可能出現的通脹意外的國家將受到青睞，而其他負債累累的脆弱國家則可能受到挑戰。這將使新興市場整體概念變得過時，並導致出現與中國復甦和週期性贏家相關的環球主題。

## 整體風險情緒

避險

冒險



以審慎、多元化的立場，利用週期性、優質價值股進行輪換；尋求ESG方面的機會

## 與上個月相比的變化

- ▶ 鎖定具有不對稱風險特徵的資產的收益
- ▶ 在期望有更高收益的情況下，尋求從較低質量信貸轉至股票的輪換

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

## 黃金金光閃閃的環境



MONICA DEFEND  
研究部環球總監



LORENZO PORTELLI  
交叉資產研究部主管

我們認為，人民幣以及（最重要的）非常規貨幣政策已率先解釋了金價動態

儘管最近隨着聯儲局暫停資產購買，金價出現了一些回調，自三月以來，由於決策者介入以支持受新冠肺炎疫情危機影響的全球金融體系，金價一直在上漲。展望未來，我們認為金價將受到兩個主要因素所支撐：**1) 經更新的金價決定因素分類法**（稍後討論）認為，央行資產負債表的擴張和人民幣動態將發揮重要作用；**2) 我們對黃金的信念已經從「純對沖」轉變為「一種資產類別」**，有潛力在下行和上行經濟情況下獲利。

過去幾年，我們就黃金的避險性質進行了討論（即使在利率上升而且一般而言在眾多風險規避事件的情況下，地緣政治風險亦日益增加）。最近，金價與新興市場美元資金和實際利率之間的（反）關係已逐步加強。我們預計將進一步鞏固至更高的水平，**將每盎司2100美元作為我們的參考公允價值**。

在與新冠肺炎疫情相關的新聞消息惡化的情況下，我們仍受疫情消息的影響之中，這最終會顯出金價的彈性。我們的內部分分析和建模方法更加闡明了黃金的驅動因素和敏感性，儘管我們必須指出，簡單而全面的黃金估值矩陣並不存在。根據證據，金價有三個主要的決定因素：

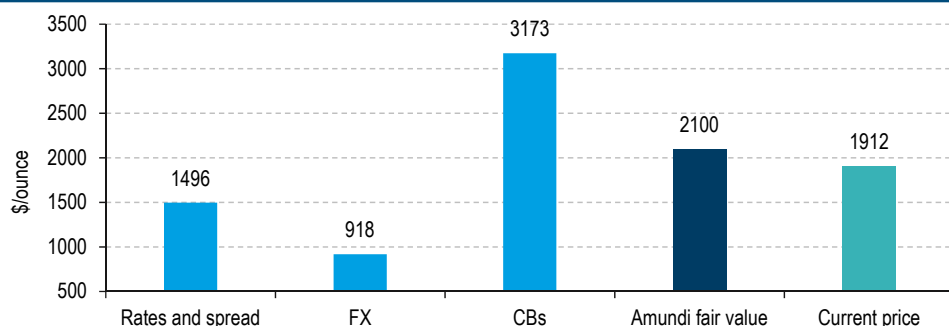
- 經濟和實際變量（例如：GDP、通脹、實際利率、利差等）；
- 外匯動態（尤其是美元、日圓、人民幣）；
- 各國央行的非常規貨幣政策（聯儲局、歐洲央行、日本央行資產負債表擴張）。

根據我們的計算，一種新的分類法存在，**我們深信人民幣以及（最重要的）非常規貨幣政策已率先解釋了金價動態**。

這最終解釋了透過共同因素——實際利率下降（非常規貨幣政策的副作用）——其與股票價格之間的相關性有所增加。由於我們預計經濟復甦會不平衡——如果增長遇到障礙甚至下降，需要央行採取積極干預措施——並且中國經濟將引領環球增長（這應會反映在人民幣升值之中），因此我們認為金價仍有進一步升值的空間。下面圖表顯示了不同的關鍵變量將可能如何影響黃金價格。顯然，如果央行繼續維持其資產購買計劃並向系統注入流動性，將對價格產生最大的影響，價格應會升至每盎司3173美元左右。在外匯方面，如果我們看到美元走軟而人民幣走強，則金價可能會從當前水平升值。

總而言之，根據我們專有的GREAT框架（該框架測量資產類別對宏觀風險因素的價格敏感性），我們預計黃金價格將顯示對稱的價格行為。**這意味着，在有上行和下行經濟景象的情況下，上述類別/決定因素均會對金價產生積極影響**。實際上，如果上行經濟景象出現，通脹壓力可能會推低實際利率，從而最終提振金價。另一方面，在不利的情况下，我們預計各國央行將進一步擴大其資產負債表並增加流動性，這可能會支持黃金價格的上漲。

## 不同角度與公允價值



Source: Amundi Research, Bloomberg on 19 October 2020. Amundi fair value is calculated by including rates and spread, FX and central bank (CB) metrics in a comprehensive model, whereas the first 3 histograms are based on mean reversion and specific angle assumptions.

BoJ = Bank of Japan - \*GREAT Framework: Global Risk Exposure Analysis Tool developed by Amundi.



## 多元資產

## 保持保守態度並監察輪換跡象



MATTEO GERMANO  
多元資產部主管

我們對股票的態度接近中性，對信貸的態度略微樂觀，但我們正在監察經濟的改善情況和疫苗供應是否會提供最佳的切入點

儘管第四季度增長可能存在下行風險，但我們認為經濟會受到政策舉措的支持而復甦。該復甦再加上能源價格的基本作用消失，很可能會支持發達市場的通脹。然而，在歐洲，產生通脹的任務似乎比在美國要艱鉅，而在新興市場，供應衝擊正在產生幾輪通脹，需要對其進行監控。波幅的另一個來源可能來自美國大選結果和疫情再現。**因此，投資者應保持警惕並保持積極態度。**然而，當美國政治不明朗因素消退，並且增長和疫苗變得更加清晰時，投資者可能希望謹慎地從信貸輪換至股票。

## 高信念投資意念

**我們目前暫時不改變對股票的看法，在戰術上保持接近中立的立場——**對美國（資訊科技股估值偏高）持防守態度，對歐洲則持中立態度。如果能夠及時獲得疫苗並控制感染人數激增，那麼經濟有望在2021年復甦的預期，加上相對估值和風險溢價有吸引力，將會讓股票市場的情況在12個月內有所改善。隨後，週期性板塊可能會從漲勢中受益。在短期內，有較高貝塔係數的投資（例如：美國小盤股或新興市場股票）可能會提供一定的上漲空間，但時機至關重要。我們對亞洲（中國和印尼）持樂觀態度，因為市場期望該區的復甦會更為明顯、收益更高並且疫情遏制得更好。

**投資者應保持積極主動，**整體上保持中立立場。在美國，大選的民意調查初步報告表明，特朗普的表現將勝於預期。我們對共和黨獲參議院大多數的可能性保持高度警惕，這可能會影響曲線變陡的程度。就美國通脹而言，在聯儲局的平均通脹目標、持續的經濟復甦以及債務貨幣化趨勢下，我們維持樂觀立場。在歐洲央行的支持、有利的技術因素以及歐盟復甦基金的積極影響下，**我們對歐洲週邊**

**債務持樂觀態度。**我們維持我們的五年期BTP頭寸，這將會得益於政治穩定，並且在歐元區曲線出現態勢陡峭的情況下受到的影響較小。

儘管自三月以來信貸利差已大幅收緊，但鑑於對套利和量化寬鬆支持的需求，**我們暫時仍保持中性/略微樂觀。**由於估值有吸引力、歐洲央行購買計劃以及歐洲的槓桿率低於美國，因此我們認為歐元投資級債券較美國投資級債券為佳。**新興市場固定收益應受益於環球流動性及尋找收益率。**我們維持對硬通貨債務的正面立場，但相信當地利率進一步壓縮的空間有限，主要驅動因素是貨幣敞口。整體而言，EMBI點差接近公允價值，未來三個月可能會在高收益方面收緊點差。然而，投資級信貸的利差現在似乎已經達到了昂貴的水平。在外匯方面，由於估值誘人、投資者定位寬鬆（加上資金流量增加）以及經濟復甦的潛在支撐，我們對多元化的一攬子新興市場外匯仍然持樂觀態度，但必須小心選擇。然而，鑑於美國的政治不確定性，投資者應從戰術上對沖這一風險。另一方面，美元在中期範圍內似乎被高估了，我們可能會看到一次修正，因為美國相對於十國集團其餘成員的外幣匯價已失去了增長和高息率優勢。不過暫時而言，由於選舉波動可能會支撐美元走勢，因此，單方向地負面看待美元可能會有風險。儘管投資者應留意英國脫歐新聞消息，但英鎊可能受英國疲弱的經濟活動拖累。

## 風險與對沖

經濟增長疲軟和政策失敗的風險突顯了保持適當的對沖的必要性，有必要以衍生投資產品、日圓和黃金形式保護股票和信貸風險。如環球不確定性增加，美元也是很好的避險工具。

## 東方匯理資產縱橫信念

	1個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票				■	■			
信貸						■		
存續期						■		
石油					■			
黃金						■		

來源：東方匯理。根據最近環球投資委員會的意見圖表列示了3至6個月期的交叉資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向（+/-）和信念強度（+/++/+++）。此評估可能會有所變化。上方的股票觀點反映了中立/接近中立的立場。

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；EMBI=新興市場債券指數。

## 固定收益

## 專注於信貸的套利機會和證券選擇



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

在低實際利率的環境中，投資者應在保持足夠流動性的同時，兼顧提高收益率並以有吸引力的估值購買優質信貸的需求

我們目睹美國經濟出現部分反彈，但必須留意永久失業的程度，而來自中國的領先指標已超過疫情前的水平。然而，在歐洲，由於新一波的感染浪潮，情況似乎有所惡化。整體而言，我們認為經濟還未走出低谷。因此，投資者應注意，當前危機在於避免陷入陷阱，並投資有利於經濟改善和可能輪換的行業/公司。話雖如此，我們對與美國政治局勢和英國脫歐風險相關的潛在波動持謹慎態度，因此建議保持充足的流動性。

## 環球及歐洲固定收益

出於對相對價值交易的敏銳關注，我們對整體存續期持整體中立立場，對美國（相對環球環境疲軟的對沖）和法國持樂觀態度，對德國和英國則持謹慎態度。最近對歐元週邊國家的政治情緒改善，促使我們對意大利和西班牙保持樂觀。然而，在新一波的感染浪潮中，新一輪的禁足措施使我們對歐元區通脹持謹慎態度，儘管估值低廉。儘管我們在信貸方面持樂觀態度，但我們承認，投資者面臨雙重挑戰——到底應購買廉價信貸還是購買優質信貸？央行/財政的不斷支持提供容易的流動資金，使情況更加複雜化，而這反過來又導致市場的某些部分定價過高。再加上持續的分散化，這擴大了證券選擇的範圍，包括行業和公司，並帶來了金融和次級債務的機會，但投資者應保持足夠的現金緩衝。整體而言，由於槓桿率較低，我們在投資級和高收益債券方面，相對於美國，較喜歡歐洲的投資機會。

## 美國固定收益

隨着大規模刺激方案的前景逐漸消退，短期內美國收益率曲線的陡峭可能會暫停。我們對美國國庫債券保持謹慎態度。市場定價尚未計入醫學進步或潛在疫苗面世的情況。在聯儲局方面，鑑於實際利率已經很低並且已經存在長期/中期的通脹前景，因此低利率可能從當前水平進一步下跌（而不會導致經濟過熱）的空間有限。因此，我們對TIPS持正面看法。關於企業信貸，我們建議投資者透過積極選擇來減少利差存續期。投資者還應減少風險不對稱的高收益現金債券的投資量。在消費品方面，市場擔心當政府的支援措施結束時，經濟將受到重創。然而，消費者支出有所增加，地產市場和償債能力依然強勁。我們看到證券化信貸以及消費和住宅抵押貸款市場的機會，在這些市場中，我們首選機構MBS而不是優質RMBS。

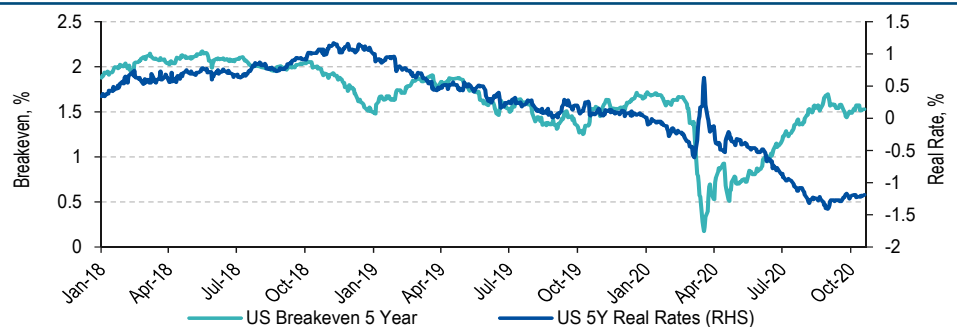
## 新興市場債券

美元趨勢是值得關注的關鍵因素。在這種情況下，最壞的情況是美元持續走強，使新興市場央行在應對新冠肺炎疫情的經濟影響並穩定其外匯和資本市場方面處於兩難境地，導致新興市場貨幣的波動性更大。然而，某些新興市場貨幣（例如：俄羅斯盧布）將表現出彈性，並且在這種環境下可能跑贏大市。

## 外匯

我們對美元兌日圓持謹慎態度，對挪威克朗兌歐元持樂觀態度。歐元將因歐洲第二波疫情而受到拖累。

## 美國五年期實際利率和損益平衡點



Source: Amundi, Bloomberg at 21 October 2020. Breakeven = USGGBE05, Real rates = H15X5YR

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; 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; CRE=商業房地產; JPY=日圓; CEE=中歐及東歐; JGBs=日本政府債券; EZ=歐元區。

## 股票

## 分散可能創造選股機會



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

正在出現的低迷復甦可能有利於輪換至週期性投資產品，但選股對於確定具有可持續回報潛力且具復原能力的企業至關重要

## 整體評估

從服務業與製造業之間的分歧可以看出，即使環球經濟復甦不統一，經濟復甦事實上正在發生。因此，除了低前瞻性和廣泛的結果外，投資者不僅要克服不平衡的階段，這包括了公司債務高企，加上社會經濟不平等現象惡化。當前的危機加劇了這些不平等現象。投資者應以整體平衡的立場應對當前形勢。

## 歐洲股票

儘管不均衡的復甦將導致收益回報高度分散，但同時亦為主動選擇提供了合適的時機。估值分散性很高，而且我們發現很多機會，尤其是在較為優質的週期性投資領域，但鑑於不確定性很高，因此需要小心選擇。我們十分喜歡資產負債表的實力，而對於資產負債表薄弱的公司以及業務模式受到干擾的公司則應格外謹慎。此外，投資者需要注意估值過高的領域，例如科技股。

因此，一方面，我們在防守型投資方面對醫療保健保持樂觀態度（雖然略低於以前），但在槓鈴的另一端，我們在週期性投資領域（例如建築材料）中找到機會，這些投資能有效利用復甦帶來的機遇。我們亦在非必需消費品方面日益找到有吸引力的投資機會，儘管風險/回報必須非常小心地選擇，但這種風險/回報一直很引人注目。整體而言，我們維持採取一個平衡的方法。另一個有趣的策略是價值投資，因為這可從踏入2021年的通脹預期中受益。

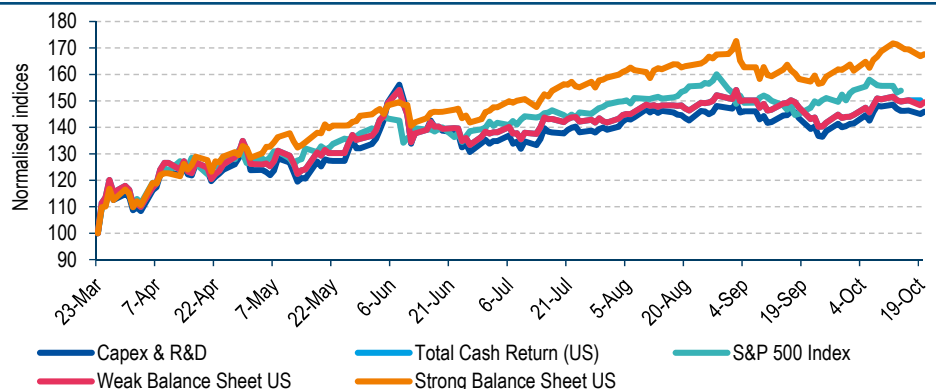
## 美國股票

美國大選結果不明確，且國會可能會陷入分裂的僵局，將阻止任何重大財政刺激措施的推行，並可能會通貨再膨脹交易和週期性復甦暫停。後者將被推遲直到有疫苗供應且經濟將加速發展為止。即使在拜登獲勝、國會陷入分裂僵局的情況下，我們亦預計在新冠肺炎疫情之後，不會有任何針對科技領域的重大立法得以維持。我們喜歡精選的優質價值股票，這些股票可以渡過這個困難的經濟時期，並應會隨著美國和環球經濟反彈以及通脹回升而受益。然而，在通貨再膨脹的時機以及相應的利率上升的可能性方面存在不確定性。此外，某些以價值為導向的行業（航空公司）在結構上受到損害。另一方面，我們對增長穩定的公司持樂觀態度，這些公司可以承受不依賴於經濟增長的長期增長趨勢（例如：轉向網上零售）。相反，我們對過度增長和深厚價值持謹慎態度。

## 新興市場股票

儘管復甦應會支持新興市場，但必須關注中美之間的緊張局勢。在亞洲，我們對南韓等國家持樂觀態度（按「先進先出」原則）。在行業層面，半導體看起來很有吸引力，而醫療保健和消費必需品的高估值使我們謹慎。投資者應有選擇地探索增長型/價值型的廉價投資，重點是提供可持續股息收益或增長催化劑的股票。

## 資產負債表強勁的美股跑贏大市



Source: Amundi, Bloomberg on 21 October 2020. Goldman Sachs indices rebased to 100 on 23 March 2020



## 專題

## 明確表達痛苦之處\*

經濟學家經常使用字母來描述經濟復甦狀況。但沒有一個字母能適合所有情況。疫情的持續時間將最終決定復甦形態。週期的不同步應會為傳統的地理多元化打開大門。



**DIDIER BOROWSKI**  
環球投資觀點總監



**PIERRE BLANCHET**  
投資情報部主管

## 哪種復甦情況？

## U形？V形？W形？L形？K形復甦？還有什麼？

經濟學家經常使用（拉丁）字母來描述新冠肺炎疫情後經濟復甦的特徵。英文字母「V」、「U」、「L」、「W」形復甦和最近的「K」形復甦已經（並且仍然）被廣泛使用，通常沒有指定分析的範圍，亦沒有疫情持續時間的基本假設，並且不會在經濟變量之間作出區分（我們是在談論GDP？人均GDP？還是就業？）。

讓我們嘗試澄清一下。就國內生產總值而言，「V」形復甦是中國經濟復甦的典型代表，而在北亞經濟體中更是如此。「U」形（碗形）復甦指（與「V」形復甦相對而言）較為緩慢的復甦，不會讓國內生產總值快速恢復到危機前的水平。「W」指第二波疫情產生「雙傾角」的可能性。「L」形表示潛在輸出的確定損失。有些還提到平方根（即第三季度技術反彈後GDP的長期平穩期），或者甚至以一種更具詩意的方式提及「鳥翼式的」復甦狀況。最後，「K」形復甦表示現有碎片化情況（肯定地）增加的復甦：不平等加劇而且行業分歧持久。

## K形復甦的問題……

更確切地說，「K」形復甦旨在強調區域、國家和行業板塊之間的差異趨勢，其中一些正在復甦甚至景況繁榮，而另一些則沒有復甦，甚至可能出現經濟崩潰。這可能是新冠肺炎疫情後世界的臨時模式，對金融市場造成了嚴重後果。實際上，滯後與分歧之間存在很大差異，追趕的希望很小。

數十年來，環球商業週期在歐洲、亞洲和美國之間經歷多次滯後和領先。然而，地區和行業板塊之間相互聯繫，而財政和貨幣政策以及金融市場也是如此。「K」形情景的情況截然不同，因為長期分歧的名義增長路徑可能會打破國際商業週期之間的聯繫。這最終將意味着市場行為的分歧，對債券和外匯的影響尤其明顯。

「K」形情景的第二個重要方面是勝者盡取所有的情況。由於資本流入了增長較快的細分市場，而沒有任何政策來作出平衡，從長遠來看，金融泡沫和資源分配不當很可能會發生。長時間的「K」形情景是一種風險，因為這不可能是一個可持續的情景，由於從政策的角度來看，如果不採取行動，這將是次優的方案。然而，英文字母「K」所描述的分明而暫時的分歧將使因素投資策略的效率降低，且投資者將回歸經典的地域分配策略。

## 沒有一個字母能適合所有情況

由於疫情將持續很長時間，新冠肺炎危機將在經濟中留下更持久、更深的傷疤。有經驗證據表明，高死亡率的流行病對潛在增長有直接影響（由於人口衝擊），而對不平等的影響則很小。相反，像新冠肺炎這樣（與過去的流行病相比病死率較低）的「輕度疫情」，疫情對人口統計學沒有影響，但往往加劇不平等現象，這可能間接地影響潛在增長。疫情的持續時間（外生變量）將最終決定復甦的形態，而使用英文字母來表達可能會引起誤解。我們的假設是，在2021年下半年之前將不會有疫苗及/或治療方法，這為短期內出現不穩定的增長前景敞開了大門，並最終傾向於證實我們視乎國家和行業的緩慢、不均衡和多速的中心情景復甦情景。

本文於23/10/2020定稿

## 字母不足以描述復甦情況



\*海明威



## 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	-/=		股票風險溢價相對於債券具有吸引力，但這並不意味不會出現波動，特別是在選舉結果方面。然而，有望持續復甦、收益預測改善，加上全國不甚可能全面禁足將支撐價格，特別是對於市場的週期性投資產品和優質成分而言。整體而言，投資者應以平衡的立場發揮市場差異。
	歐洲	=		經濟正在改善，但新冠肺炎病例再次上升以及該地區隨後的禁足措施可能使復甦之路崎嶇不平。結果是市場極度分散，為活躍選股者創造契機。我們尋找具有強大資產負債表和彈性業務模式的公司。
	日本	=		日本等順週期市場應會受到環球增長前景和有吸引力的估值所支撐。然而，投資者應保持警惕並保持平衡，直到增長路徑上的能見度更高為止。
	新興市場	=		經濟前景的改善應會於2021年支持新興市場資產，但關鍵的變量是地緣政治風險，例如最近對俄羅斯實施的制裁以及美國大選，再加上中美就全球霸主地位之爭。儘管如此，這場危機加強了中國作為環球增長引擎的角色，受此影響的亞洲及其他經濟體將受益。我們整體上保持中立態度，喜歡半導體行業和具有吸引力的增長型公司。
固定收益平台	美國政府債券	=	▼	根據美國國庫債券的特徵，我們對美國在環球投資組合中的存續期保持中立/略微樂觀，以便對不明朗的經濟環境提供保護。在美國投資組合方面，我們看到長期通脹前景，並且更傾向於使用TIPS而非美國國庫債券。
	美國投資級公司債券	=/+		儘管政治不明朗可能導致波動，但投資級板塊仍將繼續在聯儲局的貨幣刺激政策中尋求支持。在風險不對稱的情況下，投資者應保持積極並減少利差期限。鑑於強勁的消費及住房市場，我們有選擇地喜歡消費品和住宅抵押方面的產品。
	美國高收益公司債券	-/=		我們對高收益持謹慎態度，尤其是當下行潛力高於獲利潛力時。儘管市場將受到央行行動的支持，但鑑於某些企業將無法承受緩慢的復甦速度，因此必須小心選擇。
	歐洲政府債券	-/=		我們對這一領域持謹慎態度，因為利率已處於較低水平，但仍保持積極態度，重點是相對價值交易。然而，在外圍債務方面，在歐洲央行的持續支持以及（尤其是在意大利）分散化和政治風險減少的推動下，我們保持樂觀。
	歐洲投資級公司債券	+	▼	我們認為，儘管歐洲央行的量化寬鬆政策應會提供支持，但投資級利差已收緊，該資產類別幾乎沒有什麼獲利餘地。由於美元的槓桿率較低，我們繼續偏愛歐元，而不是美元，並透過金融和次級債務來發揮這種作用，以提供額外收益的潛力。整體而言，我們高度重視選股和流動性。
	歐洲高收益公司債券	=		我們建議，投資者應在獲取高收益與以有吸引力的價格購買優質信貸的需求之間取得平衡。重要的是要注意，即使對於表現將下降的企業而言，當前充裕的流動性也正在誇大信貸價格。因此，對選擇和現金緩衝的需求非常高。
	新興市場債券(硬通貨)	=/+		我們對硬通貨債務持樂觀態度，但對於美國大選結果和某些新興市場央行無力為政府的財政赤字提供資金的情況，我們認為則需要謹慎。投資者應有選擇地鎖定投資級產品的收益，但我們認為，高息債券中仍有一些價值，因為其價差仍然很大。
其他	新興市場債券(當地貨幣)	=		我們持謹慎態度，並意識到在美國（無論何時發生）較高利率的前景可能對新興市場利率產生負面影響。因此，我們保持警惕，保持動態立場以捕捉任何錯位，並認為投資者應在上行空間有限的情況下獲利。
	商品			沙特主導的減產幫助消除了石油市場供過於求的局面。在金屬方面，近期黃金(和白銀)的拋售與人們對實際利率上升、「正常」風險承擔以及美國聯儲局暫停資產購買的擔憂有關。各國央行的貨幣政策一直是金價的最主要推動力，只要央行維持這種鴿派立場，任何痛苦的拋售似乎都不太可能會繼續。相反，如果央行出乎意料地改變其政策，則黃金可能會遭受嚴重的貶值，因為黃金基於傳統指標(利率和外匯)的公允價值遠低於當前水平。總而言之，大宗商品正受益於各國央行注入流動性、美元價位以及人民幣強勢的正面影響。
	貨幣			鑑於美國已經失去其與十國集團其他國家相比的經濟增長和利率優勢，如果不進行增長修正，美元可能會相對於十國集團的外匯價格出現回調。然而，如果英國和歐元區的增長令人失望，則走勢將不會那麼明顯。有趣的是，外匯與風險情緒的相關性有所提高，就如9月美元的回彈情況所證明的那樣。因此，有可能隨着美國政治不明朗和波動性的上升，美元平均回升至其公允價值的幅度可能會受到限制。另一方面，英鎊走勢將與英國脫歐前後的新聞消息密切相關。

## 圖例



資料來源：東方匯理2020年11月4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。

## 宏觀經濟及市場預測

## 宏觀經濟預測

(2020年10月27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	-4.6/-4.0	4.3/4.9	1.8	1.2	2.1
日本	1.2	-5.1/-4.5	2.9/3.5	0.7	0.0	0.2
歐元區	1.2	-8.1/-7.5	5.0/5.6	1.2	0.3	1.0
德國	0.6	-6.3/-5.7	3.1/3.7	1.5	0.6	1.3
法國	1.2	-10.0/-9.4	6.3/6.9	1.3	0.6	1.1
意大利	0.3	-10.0/-9.4	4.7/5.3	0.7	-0.2	0.6
西班牙	2.0	-12.4/-11.7	5.9/6.5	0.7	-0.3	0.8
英國	1.4	-11.5/-10.5	7.0/9.0	1.8	0.8	1.5
巴西	1.1	-4.9/-4.4	3.4/4.4	3.7	3.0	3.4
墨西哥	-0.3	-8.8/-8.3	3.8/4.8	3.6	3.5	3.3
俄羅斯	1.3	-4.0/-3.7	2.5/4.0	4.5	3.2	3.75
印度	4.9	-9.3/-8.3	7.0/8.2	3.7	6.6	6.1
印尼	5.0	-3.4/-2.8	2.8/3.6	2.8	2.1	2.9
中國	6.2	1.5/2.1	7.9/8.5	2.9	2.6	1.8
南非	0.2	-9.1/-8.1	1.9/2.9	4.1	3.1	3.8
土耳其	0.8	-5.2/-4.2	4.0/5.0	15.5	11.5	11.0
發達國家	1.7	-6.2/-5.7	4.5/5.1	1.5	0.7	1.4
新興市場	3.9	-3.3/-2.5	5.5/6.3	4.3	3.9	3.6
世界各地	3.0	-4.5/-3.8	5.1/5.8	3.1	2.6	2.7

## 主要利率展望

## 發達國家

	28/10/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第四季
美國	0.13	0/0.25	0.08	0/0.25	0.07
歐元區	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.60
日本	-0.05	-0.1	-0.06	-0.1	-0.09
英國	0.10	0.00	0.04	0.00	-0.04

## 新興市場

	26/10/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第四季
中國	3.85	3.85	3.8	3.85	3.8
印度	4	4	3.7	4	3.7
巴西	2	2	2	2	2.4
俄羅斯	4.25	4.00	4.15	4.25	4.35

## 長期利率展望

## 2年期債券孳息

	28/10/2020	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	0.15	0.10/0.3	0.18	0.1/0.3	0.21
德國	-0.787	-0.70/-0.50	-0.84	-0.70/-0.50	-0.89
日本	-0.12	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.12
英國	-0.052	0/0.25	-0.11	0/0.25	-0.13

## 10年期債券孳息

	28/10/2020	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	0.77	0.7/0.9	0.87	0.9/1.1	0.96
德國	-0.62	-0.60/-0.40	-0.58	-0.50/-0.30	-0.55
日本	0.03	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
英國	0.22	0.20/0.4	0.30	0.3/0.5	0.36

## 匯市展望

	23/10/2020	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季		23/10/2020	東方匯理 2021年第二季	市場觀點 2021年第二季	東方匯理 2021年第四季	市場觀點 2021年第四季
歐元／美元	1.186	1.195	1.20	1.21	1.22	歐元／瑞典克朗	10.38	10.25	10.30	9.99	10.23
美元／日圓	105	104	105	106	105	美元／加元	1.31	1.30	1.30	1.28	1.29
歐元／英鎊	0.91	0.91	0.90	0.90	0.90	澳元／美元	0.71	0.74	0.73	0.76	0.75
歐元／瑞士法郎	1.07	1.09	1.09	1.12	1.11	紐元／美元	0.67	0.67	0.68	0.68	0.70
歐元／挪威克朗	10.96	10.44	10.40	10.30	10.20	美元／人民幣	6.69	6.55	6.75	6.40	6.75

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

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

## 刊物精選

## 明日之後

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

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

**The day after #11****Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

**The day after #10****Rethinking the macro and cross-asset research: what we have learned from the Covid-19 crisis (20-07-2020)**

DEFEND Monica, Global Head of Research

## 見解洞察論文

**Liquidity trends in the wake of Covid-19: implications for portfolio construction (28-10-2020)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor - GUIGNARD Matthieu, Global Head of Product Development & Capital Markets - ETF, Indexing & Smart Beta - MINIERI Gianluca, CEO of Amundi Intermediation UK and Ireland

**Emerging markets charts & views - market opportunities looking into 2021 (13-10-2020)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of EM

**Building ESG momentum in US equities (13-10-2020)**

STERLING Craig, Head of Equity Research, US Director of Core Equity, Portfolio Manager

**Risk budgeting and trade sizing: why they matter to multi-asset portfolio construction (21-09-2020)**

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset — MCDONALD Shane, Head of Multi Asset Portfolio Construction and Financial Engineering — ORTISI Matteo, Portfolio Construction and Financial Engineering\_Senior Analyst — TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor

*With the contribution of BERTINO Claudia, Head of Amundi Investment Insights Unit, MATRAIA Massimiliano, Multi-Asset Investment Specialist, TRIO Nuria, Head of Multi Asset Business Development and Investment Specialists*

## 投資座談

**Election countdown: A Trump opening after the final Presidential debate? (27-10-2020)**

UPADHYAYA Pashesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Time to reconsider US growth and value? (21-10-2020)**

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

**A civil vice presidential debate has little impact on the race (09-10-2020)**

UPADHYAYA Pashesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**President Trump's positive COVID-19 test shakes up election, markets (05-10-2020)**

UPADHYAYA Pashesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

**Advantage Biden after the first Presidential Debate (01-10-2020)**

UPADHYAYA Pashesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

## 研究手稿

**Retirement savings: the tax issue (15-09-2020)**

MAILLARD Didier, Professor - Conservatoire National des Arts et Métiers, Senior Advisor, Amundi

**Climate change investment framework (09-09-2020)**

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

**Measuring and managing carbon risk in investment portfolios (2020-08)**

RONCALLI Theo, LE GUENEDAL Theo, LEPETIT Frédéric, SEKINE Takaya, Quantitative Research — RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research





備註



## 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 Policies  
Exchange Corporate Equities Bottom-up  
Sovereign Bonds Forecasts  
ESG Fixed Income Yield Real Estate  
Quant Investment Asset  
Strategies Allocation

### 免責聲明

MSCI資訊僅供閣下作內部使用，不得以任何形式複製或轉發，亦不得用作任何金融工具或產品或指數的基礎或組成部分。MSCI資訊均並非為構成作出(或不作出)任何形式的投資決定的投資意見或建議，亦不能作為有關依據。不應將歷史數據和分析視為未來任何績效分析、預測或預計的指示或保證。MSCI資訊「按原樣」提供，且有關於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.msicbarra.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閣下披露，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](mailto: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](mailto: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 - 437 574 452 RCS Paris - [www.amundi.com](http://www.amundi.com)

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

### 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任、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

### 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任  
DHINGRA Ujjwal——東方匯理投資洞察部

### 設計及製作

BERGER Pia——研究部  
BENOIT PONCET——研究部

### 常務副編輯

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

DROZDZIK Patryk——新興市場經濟分析師  
GEORGES Delphine——固定收益策略師  
HERVE Karine——新興市場高級經濟師  
LEONARDI Michele——交叉資產分析師  
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

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