

資產縱橫 投資策略

月刊

#10

2020年10月

投資總監的觀點

市場處於十字路口, 機會分歧

專題

我們就您的問題作出回應

宏觀經濟及市場預測

#10 - 2020年10月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

市場處於十字路口，機會分歧

頁3

過去幾個月來，投資者一直在應對股市波動加劇以及極端市場自滿情緒下跌的初步跡象。這導致了一些關鍵的分歧，例如市場與經濟現實脫節，這需要採取謹慎而不是避險的態度。整體而言，投資者應警惕將要艱難地度過危機的企業。此外，中國與世界其他地區之間的增長差異可能為新興市場股票和債券帶來選擇性的機會。

宏觀

從信貸到股票的輪換

頁4

在預期出現兩位數收入增長以及財務狀況進一步緩解的可能性有限的情況下，投資者應考慮從信貸轉向股票的輪換，而不改變風險預算。

多元資產

保持投資組合保護，鞏固業績

頁5

我們對風險資產整體保持中立，對美國股票保持謹慎態度，但歐洲方面趨於中立。由於套利原因，信貸（尤其是歐洲投資級信貸）仍然具有吸引力。

固定收益

相對價值、行業配置是目前的故事

頁6

我們認為，違約預期將集中在美國低評級高收益債券發行人（CCC及以下的評級），尤其是在受危機影響最嚴重的能源、零售、旅遊業。

股票

爭取平衡投資組合，避開昂貴的範疇

頁7

儘管危機影響了所有企業，惟準備工作是否足夠卻起了重要作用。擁有強大資產負債表的企業跑贏大市，並將能夠更有效地管理這種緩慢的復甦。

專題

我們就您的問題作出回應

頁8

我們的環球投資觀點團隊試圖回答客戶經常提出的一些問題

> 東方匯理資產類別觀點

頁10

> 宏觀經濟及市場預測

頁11

> 本行預測的免責聲明

頁12

> 刊物精選

頁13

投資總監的觀點

PASCAL BLANQUÉ
集團投資總監VINCENT MORTIER
集團副投資總監

市場處於十字路口，機會分歧

假期回來後，過去幾個月來，投資者一直在應對股市波動加劇以及極端市場自滿情緒下跌的初步跡象。在夏季超強勁表現後，大型科技股出現回落，美國高收益債券市場部分也出現了一些緊張壓力，而投資級債券市場在上個月基本持平。信貸和美國國債相對平靜，這保證了此次調整主要是由於投資者重新定位，而不是受到金融市場壓力的驅動。

在投資策略層面，這意味着投資者應遵循新冠肺炎疫情復甦後階段突顯的一些主要分歧之演變，以便利用當前機會並監察即將到來的輪換。

1. 其中第一點也是最重要的一點是，由於極端的政策支持，市場脫離了經濟現實，這主要使存續期長的技術長倉交易受益，這種交易在夏季變得越來越頻繁。各國央行將保持寬鬆，但市場將要求提供額外的寬鬆措施，而這些寬鬆措施只有在情況嚴重惡化時才會出現。因此，進入秋天的時候將有一定的波動性，屆時將考驗經濟方向，並且更重要的是考驗疫情的發展。因此，投資者應保持謹慎（經濟不會很快實現正常化），但不能採取避險的態度。在沒有明確催化劑的情況下，很難看到風險資產有進一步的上漲空間。這意味着投資者應優先考慮流動性和質量，探索相對價值機會，並繼續小心出現泡沫。相反，在存續期方面，投資者應該保持中立。

2. 我們看到的第二個分歧是在信貸方面。在危機開始後第一波明顯拋售浪潮之後，隨後的反彈引發了能夠應對危機的優質企業與面臨挑戰的企業之間的分歧。由於通貨緊縮的恐懼俯拾皆是，而各國央行高度寬鬆，收益率將繼續受到抑制。尋找收益將繼續進行，但是在週期的這一階段可能會出現違約率上升的情況下，我們重申高度小心選擇且不影響質量和流動性的重要性。這是由於儘管在央行的支持下技術面仍然強勁，基本面仍然疲軟。我們看到投資級證券化信貸和混合/次級債務方面的機會。在高收益債券方面，投資者應謹慎對待風險較高的行業和名稱（消費品、週期性、金融行業）。

3. 中國（和某些亞洲國家）相對於世界其他地區的差異。歐洲和美國有關週期演變的不確定性仍然很高，中國正在成為增長的引擎。近期中國強勁的經濟數據使復甦的敘述得以繼續，而鐘擺轉向一些亞洲國家（南韓、台灣）。中國的實力支持着對選擇性的新興市場債券、新興市場股票以及新興市場貨幣的胃納。這種模式已經轉化為人民幣走強，相對於其他歐洲股票而言，對中國有較高銷售敞口的歐洲股票表現跑贏大市。中國資產或暴露於中國增長的資產的新興優勢可能會持續存在。美元的相對疲軟也為新興貨幣帶來支持，使新興市場中的本幣債券更具吸引力；部分再評估已經開始。

4. 環境、社會、治理（ESG）將繼續得到重視，尤其是「S」（社會）因素。由於減少財政支出和失業支持加劇了緩慢經濟反彈的影響，各國政府將不得不應對日益加劇的不平等現象和社會標準差異。整體而言，日漸採用綠色標準及社交最佳實踐的趨勢，應會使能夠在該領域改善其形象的公司受益，而投資者可能會從中受益。

總結而言，市場正在為持久的通貨緊縮和低折現率環境定價，而貨幣和財政政策將繼續提供「金融乘數」的能力，因此保持了積極正面的政策支持勢頭。這種支持會產生一定程度的回報分散，從而為相對價值提供機會。只要政策組合能使市場保持相對平靜，這就是投資者應該遵守的遊戲規則。然而，在某個時候，更強勁的輪換將來自於高於預期的增長或較高的通脹預期或失去政策支持的勢頭（二階導數），而這需要採取謹慎的態度，尤其是對於極端自滿的地區（高增長科技空間）。

整體風險情緒

避險 冒險



整體謹慎的態度；探索市場分散和差異，以便從相對價值機會中受益

與上個月相比的變化

▶ 對歐洲股票持中性態度，但保持投資組合保護

▶ 英鎊因無協議脫歐風險而疲軟

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

從信貸到股票的輪換

MONICA DEFEND
研究部環球總監FEDERICO CESARINI
交叉資產策略師

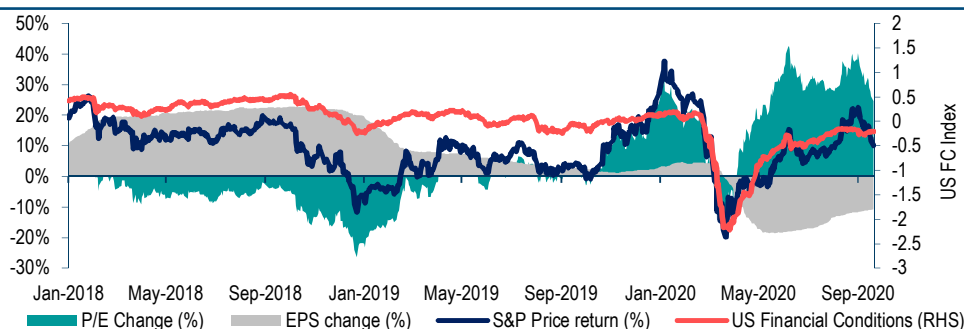
在預期出現兩位數收入增長以及財務狀況進一步緩解的可能性有限的情況下，投資者應考慮從信貸轉向股票的輪換，而不改變風險預算

正在向新的金融體制過渡之際可能會出現小問題，但政策刺激措施出台將可緩解危機的復發。谷底已經過去了，**但是經濟似乎還沒有足夠快地爬出谷底以確保快速復甦**。另一方面，**盈利將被證明具有更大的彈性**，並且很快就會復甦，而信貸方面的情況則更加分散。**現在是時候考慮從信貸（從高收益低評級發行人開始）到股票（深價值、優質股）的輪換，同時始終保持風險預算餘額不變**。在迅速響應新冠肺炎疫情的經濟衝擊之後，各國央行確認了其作為最後貸款人的角色，並將措施擴大至將私營非金融部門包括主要受益者在內。常規和非常規工具足以恢復市場信心，並抵消最劇烈的經濟活動收縮之一。由於人為地增加了對點差產品的需求，金融狀況有所緩解，並轉化為更高的倍數，進而推動了股票反彈。干預六個月後，政策加速因素已提高了企業信心，並塑造了2021年復甦情景的標準特徵。**儘管在這種情況下股票和信貸都可能表現良好，但投資者將開始質疑「信貸相對於股票」這種相對偏好是否仍然成立**。早些時候，在央行的直接支持下，人們認為企業債券比股票更安全，並且自2020年3月以來流入該資產類別的資金激增。但經濟復甦步入正軌，預計第二季度將是盈利低谷，這表明市盈率動態不應成為推動股市前進的唯一動力。鑑於預期收入將實現兩位數增長，並且財務狀況進一步緩解的可能性有限，我們認為利潤增長將領先於多元資產（參見圖表）並支持股票（而非信貸）。目前，儘管擔心違約，但整個市場的利差都很緊，即

使在高風險領域也與疫情前的水平相距不遠。這種例外情況的明顯異常是，投資者對收益率的尋求已抵消了疲軟的基本面情況。現在，由於從當前水平可獲取信貸的得益較少，並且由於即將到來的復甦，**我們看到兩種資產類別的特性不對稱——信貸將提供較佳的下行保護（相比股票），但在潛在上漲的情況下股票將提供更高的收益**。儘管道路崎嶇不平，復甦期延長至2022年初期，但我們看到有機會逐步轉向股票，因為我們看到企業債券套利有限。**另一方面，從收入的角度來看，股票具有吸引力**。自央行干預以來，股權風險溢價仍然受到良好的支持，股息收益率高於企業債券收益率的股票百分比已經飆升。此外，通脹預期正在反彈，並可能成為金融投資者的波動源。由於對更長期維持低利率的承諾似乎很強烈，因此我們暫時認為風險有限。如果有的話，名義利率的早期飆升將有利於股票而非信貸，因為股票仍然是對抗通脹數據上升的「基於增長」的最佳對沖工具。

考慮到國際機構投資者除了美國零售投資者和期權數量之外，很少參與3月至8月的反彈，**因此股票重新定位很可能在2021年左右發生**。當前的位置仍低於歷史水平，因為投資者更喜歡信貸來進行反彈的第一步。我們認為形勢正在發生變化，並且預計對復甦路徑的進一步確認將在未來幾個月內引發股票的逐步輪換。

每股盈利增長有望領先於多元資產



Source: Amundi Research, FactSet, as at 21 September 2020. Data for S&P 500. 12 month forward P/E (price equity ratio) change y-o-y, 12 months forward EPS (Earnings per share) change y-o-y, Price return y-o-y. US Financial Conditions is an Amundi-created index – A positive number means easing conditions, whereas a negative reading means tightening conditions

DY=股息收益率；ERP=股權風險溢價。CB=中央銀行；FI=固定收益。

多元資產

保持投資組合保護，鞏固業績



MATTEO GERMANO
多元資產部主管

我們對風險資產整體保持中立，對美國股票保持謹慎態度，但歐洲方面趨於中立。由於套利原因，信貸（尤其是歐洲投資級信貸）仍然具有吸引力

我們預計經濟表現將在緩慢而漸進的上昇道路上取得進展，這要歸功於聯儲局的長期支持，而該支持由聯儲局最近向更（靈活）平均通脹目標制度轉變的立場所證實。我們認為，「更長期的低利率」環境以及經濟背景的改善要求在保持平衡、防禦和多元化立場的同時為風險輪換做準備。投資者應對風險資產保持中立（對股票稍為謹慎、對優質信貸持樂觀態度），但要時刻注意尋找機會，在上行空間有限的情況下確認獲利，並保持適當的對沖。

高信念投資意念

在發達市場股票方面，我們將對歐洲的立場提升至中性。這可以透過對衍生品策略進行一些調整來實現，而不是透過增加總持倉量來保持整體謹慎的立場。儘管絕對估值過高，惟股權風險溢價依然高企。我們認為，人們對經濟復甦的期望加上財政政策與貨幣政策之間更緊密的聯繫，略微改善了發達市場股票（尤其是歐盟股票）的情況，但是由於病毒演變和經濟復甦的不確定性，我們寧願保持保守。此外，我們承認美國大選的不確定性仍是關鍵風險，這支持了我們對美國的謹慎態度。在新興市場，我們偏愛亞洲（中國和印尼），因為我們認為，鑑於近期復甦更為明顯，且預期收益更高，該地區將繼續推動新興市場反彈。在存續期方面，由於人們對低利率的持續預期，我們保持中立至長期持倉的立場。我們現在對美國五年期國債（相對於德國五年期債券）保持謹慎，並認為投資者應該鎖定收益，因為市場不願在美國以負利率定價，這導致價差的波動性崩潰。儘管上述關於聯儲局的評論，我們對美國通脹持樂觀態度。由於成本壓力和能源價格的消極基礎效應消失，價格應會繼續上漲。由於歐洲央行的支持，有利的技

術面和歐盟復甦基金，我們對歐元週邊債務持樂觀態度，但認為對沖與通脹、疫苗供應和強勁增長有關的上行風險是審慎的做法。在這種情況下，我們不再對意大利十年期BTP持樂觀態度；相反，我們認為五年期BTP可以提供更好的保護，因為如果在歐洲出現急轉彎的情況，那麼遭受的損失會更少。

信貸一直是投資者用來在風險資產中發揮作用的資產類別。我們預計，自三月份以來的走勢已經十分劇烈，因此價差不會進一步收緊。因此，我們仍然對套利和「尋求收益」目的之優質信貸保持樂觀。由於有吸引力的估值、強大的央行支持以及低於美國同行的槓桿作用，我們對歐洲投資級債券持支持態度。在新興市場中，我們仍對高收益債務持樂觀態度，並認為整體EMBI利差並非遙不可及。雖然未來三個月的高收益率利差可能仍會收緊，但在投資級債券方面，該水平已經與歷史平均水平一致。當地利率仍處於下降趨勢，但進一步壓縮的空間更為有限，主要驅動因素是貨幣敞口。在外匯方面，我們認為，隨著增長動力的改善，市場定位的穩健以及該地區資金流入的增加，投資者應會對一籃子高收益新興市場貨幣青睞。在發達市場外匯方面，我們現在認為，由於英國《內部市場法案》和2021年英國經濟復甦的影響，英國脫歐的持續不確定性將使英鎊兌歐元和美元受壓。

風險與對沖

撤銷刺激措施時，破產風險可能會影響市場，而另一波違約和地緣政治緊張局勢也將影響市場。我們建議投資者保持對沖的所有支柱，包括高收益信貸、黃金和日圓，並重新調整期權策略以節省對沖成本。

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。

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

相對價值、行業配置是目前的故事

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

我們認為，違約預期將集中在美國低評級高收益債券發行人（CCC及以下的評級），尤其是在受危機影響最嚴重的能源、零售、旅遊業

市場在好於預期的經濟數據、大量貨幣/財政支持以及寬鬆流動性和金融狀況的背景下運作。然而，疫情發展和疫苗供應仍存在巨大不明朗因素，這可能會改變遊戲規則。**我們認為，這種環境有利於獲利和具有相對價值的機會，而不會承擔任何重大的定向風險，但應側重於選擇、質量和流動性。**

環球及歐洲固定收益

我們對整體存續期保持中立觀點，但有一些區別。聯儲局主席最近對通脹的評論使我們重新評估了我們對美國存續期的樂觀立場（現在仍然樂觀），並使我們對美國的收支平衡更為樂觀。我們現在對JGB持樂觀態度。在歐洲方面，我們認為現在是在歐元收益率曲線上實施槓鈴策略的合適時機——一端對10年期持樂觀態度，對更長的30年期（及5年期）持謹慎態度，認為在歐元區低通脹環境中曲線目前趨於平緩。此外，我們在外圍債券對德國方面仍持樂觀態度（歐洲央行支持和利差收緊）。**在信貸方面，我們對財務狀況和次級債務保持樂觀看法，但相信我們會在兩個方面加大碎片化：**（1）在任何意外情況下維持較高現金水平的公司與為維持其狀態而燃燒現金的公司；（2）收入大幅下降的行業（旅遊、能源）與銷售額上升的行業（科技）之間的差距越來越大。對於投資者而言，這意味着無法正確地計入特殊風險和違約風險，並且利差壓縮將不統一。因此，對小心選擇和質量的關注至關重要。整體而言，我們在上半年比較看好歐元而非美元。

美國固定收益

在就業增長放緩、積極的消費和小企業情緒下，我們正在目睹美國的復甦。另一方面，在國會未能通過刺激法案之後，我們認為財政支持的消逝可能會加劇消費者信貸並阻礙工作增長。現在看來，聯儲局仍需承擔大部分繁重的任務，這在其最近的前瞻性指導中顯而易見（平均通脹、充分就業/緊張的勞動力市場）。**這使我們能夠在TIPS上保持樂觀，但在實際利率為負的環境、財政惡化和UST發行增加的情況下，對UST保持謹慎。**最後兩者也支撐了我們在陡峭的收益率曲線上的持續立場。**對於企業信貸，我們維持正面看法，但認為投資者應減少存續期風險，並防止利率進一步下跌。**我們還認為，應減少高收益現金債券的敞口，以應對緩慢復甦帶來的違約風險。**住房和消費市場保持強勁，消費者的彈性和住宅住房債務市場的貸款相對價值比率低證明了這一點。**鑑於對前者的額外保護以及其流動性和收益優勢，我們現在首選MBS而不是RMBS。

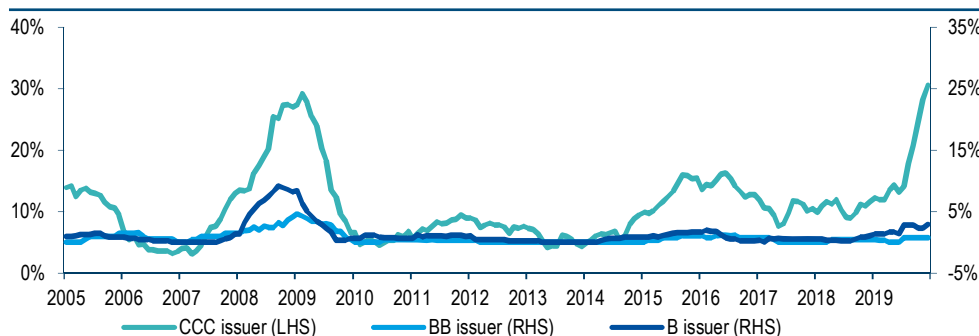
新興市場債券

我們更喜歡硬通貨債務，尤其是在高收益方面，因為投資級債券利差已經收緊至疫情之前的水平，並且新供應仍在持續。與歷史相比，高收益債券點差仍然很大，並可能提供機會。我們對利率仍然保持選擇性地樂觀。

外匯

我們對美元和英鎊持審慎態度。在新興市場方面，我們喜歡相對價值交易、亞洲企業，並且現在對中歐及東歐外匯持樂觀態度。

美國高收益違約評級(%)



Source: Amundi, Moody's, as at 31 August 2020

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

爭取平衡投資組合，避開昂貴的範疇

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

儘管危機影響了所有企業，惟準備工作是否足夠卻起了重要作用。擁有強大資產負債表的企業跑贏大市，並將能夠更有效地管理這種緩慢的復甦

整體評估

禁足令後需求迅速回升，加上第二季度收益季節好於預期，為市場提供了支撐。現在，復甦的步伐將成為未來的重點。然而，復甦仍然不平衡，市場表現出較高的估值差異。**對於投資者而言，這種分散為自底向上選擇股票提供了機會。考慮到高度不確定性，我們敦促採取總體平衡的立場，並關注資產負債表的強度。**

歐洲股票

我們有選擇地尋找機會，但要謹慎避免昂貴的區域和價值陷阱。例如，在**科技領域**，我們現在已經不再那麼消極，但不同意該行業是「脆弱」的，並且認為估值重心是強大的力量，儘管時機不確定，但可能使該行業變得脆弱。我們一方面透過防禦性醫療保健股票中的有吸引力股票，另一方面在**建築材料**方面使用優質週期性股票來保持平衡。儘管我們對後者較不樂觀，但我們認為該行業已被公認為「基礎設施/綠色交易贏家」，具有良好的結構性增長，並且是向優質週期性轉變的一種有吸引力的方式。在**金融（銀行）方面**，最樂觀的情況是疫情將成為推動數碼化、降低分支機構/成本並最終實現合併的觸發因素。然而，在評估與疫情相關的貸款損失以及任何重大重估將發生更高利率的跡象時，我們保持中立觀點，儘管這種可能性不大。由於對短期需求前景不佳以及對「脫碳」的中期風險較高的擔憂，我們仍對**能源**保持防守態度。

美國股票

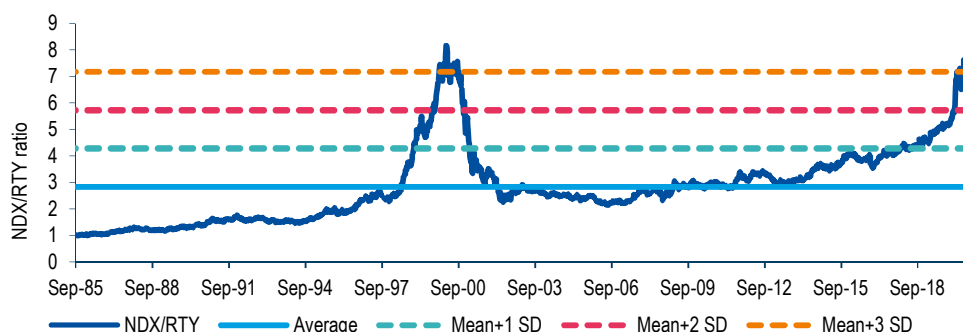
儘管股票風險溢價仍支持大盤，但自9月初以來，五大科技股的相對估值和勢頭似乎開始變得令人震驚。**由於行業間的高度相關性以及即將舉行的總統選舉帶來的廣泛結果，這要求跨行業採取非常平衡的方法。**此外，我們認為，現在是時候進行更持續的領導層輪換，轉而選擇優質的價值股和「價格合理增長」的股票，這些股票具有強大的資產負債表，具有長期的優勢並具有高回報潛力。另一方面，由於多元化的原則和昂貴的估值，我們對深厚價值的股票和高增長區域持謹慎態度，尤其是五大股指和高動量股票。

在**週期性投資方面**，我們更喜歡工業，而不是金融和能源，因為優質股在工業中很容易找到，並且不受「更長期較低利率」的挑戰。在防守型投資方面，我們優先考慮消費必需品和公用事業——估值具有吸引力——優於房地產，因為房地產可能會受到經濟復甦疲軟的影響。

新興市場股票

在多樣化的新興市場世界中，我們認為**某些亞洲國家（中國、南韓）能更有效地控制疫情**（「先進先出」原則）。我們還正在評估不斷改善的商品前景將如何影響拉丁美洲的前景。在行業層面，我們看到工業、非必需消費品和材料行業在價值和週期性方面的選擇性機會，並且正在探索互聯網和科技股。然而，必須監視諸如美中競爭和後者更為進取的外交政策的風險。

美國科技股和小型股的比率接近互聯網泡沫水平



專題

我們就您的問題作出回應

我們的環球投資觀點團隊試圖回答客戶經常提出的一些問題



DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監



PIERRE BLANCHET
投資情報部主管



TRISTAN PERRIER
環球觀點分析師

歐盟和英國可能會就臨時性
減震措施達成一致

英國脫歐：若英國和歐盟之間不能達成協議，將會發生什麼？

過渡期（2020年12月31日）結束後，將產生重大的政治不明朗。在撰文之時，在確保貿易協議之前，仍必須消除歐盟與英國之間的眾多分歧。此外，最近英國的《內部市場法案》引發了緊張局勢。

儘管我們承認「無協議脫歐」風險已經上升，並且在未來幾週內可能會進一步上升，但我們的基本情景**仍然是在年底前出現次優貿易協議**（商品自由貿易協定；為某些服務提供優惠措施）。沒有關稅同盟，這項協議就無法防止貿易摩擦。

如果歐盟和英國未能達成貿易協議，雙方可能會就臨時性的減震措施達成一致，以使所有交易都不會在2021年1月1日之前在所有行業的「原始」世貿機制下進行。然而，貿易和增長仍將受到重大打擊，英國可能比歐盟更嚴重。因此，我們認為無協議脫歐對英鎊不利。

美國大選：拜登或特朗普當選後會發生什麼情況？

儘管國家和「搖擺州份」民意調查顯示拜登處於領先地位，但信心差距很小，尤其是從2016年的經驗來看。至於國會方面，眾議院可能會保留其民主黨多數席位，但參議院之爭仍勢均力敵。

短期而言，**市場可能首先擔心選舉爭議的風險**。11月3日可能沒有明確的獲勝者。我們預計投票人數將創歷史新高，現任總統認為不可靠的寄信投票方式，將有創紀錄的投票人數。沒有完全可預測的法律程序來解決問題；考慮到極端兩極分化的背景，選舉後的幾週內，政治不確定性可能仍然很高。

特朗普競選活動的三大主題為：法律與秩序、中國、拜登的任職資格。拜登致力於經濟政策（重建更佳經濟）、醫療保健、種族正義與道德。拜登正在計劃另一套財政刺激方案，以解決與疫情有關的經濟問題。此外，他還計劃進行重大基礎設施投資，並支持「綠色新政」。拜登計劃推動奧巴馬醫改和處方藥改革。兩位候選人都必須應對不平等加劇的長期問題。

對於市場而言，特朗普支持減稅，而拜登則支持增加支出和加稅。因此，投資者之間幾乎達成共識，特朗普當選將在短期內對股票市場有利，而拜登當選總統將導致市場調整。但這很可能是短視的觀點。提案在眾議院和參議院主要政黨相同的情況下才能通過國會，這似乎不太可能。另一方面，宏觀金融背景與四年前大不相同。

此外，美國大選將對地緣政治產生影響。特別是如果拜登當選，與歐盟的關係可能會有所發展。（詳情，請參閱：[美國大選：大選將如何影響經濟和金融市場](#)）

歐洲：是否有再次發生歐洲債務危機的風險？

在短期內，這極不可能發生。危機的後果是公共債務和私人債務水平都在上升（公司佔私人債務上升的大部分）。但**公共債務在很大程度上被央行的購買計劃所吸收**，這意味着短期內沒有額外的債券淨供應。

各國央行持有的公共債務也不會導致短期的可持續性問題：利率（為正數時）仍留在公共部門中，即利息為央行的資本（通常是美國國庫財產）作出貢獻，而央行擁有到期時可轉換證券的選擇。這樣既沒有政府的報銷限制，也不需市場淨增量融資。

然而，從長遠來看，歐洲需要更高名義增長率、平衡預算以及債務共同化的組合，以消除債務風險。高債務比率不是短期風險，但是歐洲國家之間債務軌跡的差異可能導致歐盟內部重新出現緊張局勢，特別是當所有國家都恢復到危機前的GDP和失業水平時。然後，必須在某個時候建立每個國家承諾遵守的**（全新？）財政規則框架**。因此，至關重要的是，該額外債務不僅應用於投資項目的融資，而且還應用於改善中期生產率增長的改革。

就增加的**私人債務**而言，其主要由國家擔保計劃支持至少兩年。因此，如果經濟反彈，公司的槓桿作用就會縮小。在危機期間，不少公司還建立了重要的現金緩衝。對於無法進入資本市場者，銀行利率非常低，國家對有生存能力的公司的支持減少

專題

額外的公共債務不會導致短期的可持續性問題

長期均衡率有所下跌

了償付能力的風險。儘管如此，我們預計危機前已脆弱的公司的違約率將會上升，並且其商業模式將在未來幾個月繼續陷入困境。

各國央行是否已沒有彈藥？歐洲央行的政策與聯儲局的政策相比如何？

我們認為，**各國央行還遠遠沒有耗盡彈藥**（有關詳情，請參閱：[各國央行的新領域](#)）但央行被困在量化寬鬆政策中。央行事實上已經進入了財政支配地位，在沒有通脹的情況下，央行需要保持較低的債券收益率，以確保公共債務和私人債務都可持續。

貨幣供應與通脹水平（在商品和服務上）**之間的關係已經打破了25年以上**。貨幣擴張會導致金融和實物資產方面的通脹。因此，在當前環境下，資產價格泡沫可能比通脹的真實回報更令人擔憂（有關詳情，請參閱：[通貨膨脹持續不利，但可能導致通貨膨脹](#)）。

作為其策略檢討的結果，**聯儲局改變其「反應功能」**。現在，聯邦公開市場委員會將尋求在整個經濟週期內（最可能在4至8年內）將通脹率平均穩定在2%左右。實際上，這將使聯儲局避免在通脹加劇的最初跡象時加息。加息將需要牢固地鎖定復甦勢頭，並使通脹率保持在2%以上。根據大多數聯邦公開市場委員會成員的說法，這兩個條件將在2024年之前得到滿足（儘管最近已上調了經濟增長和通脹預期，但17個成員中只有4個預期在2023年首次加息）。這樣一來，聯儲局將錨定收益率曲線的短端並支持經濟復甦。在非常不確定的環境中，必須向投資者保證，在復甦階段，貨幣狀況將保持非常寬鬆的狀態。此外，該策略將有助於控制利息成本，並推遲有關不斷增加的聯邦債務的辯論。

至於歐洲央行，該行距離完成其策略檢討還很遙遠。同時，其溝通訊息很明確：與聯儲局相反，**所有工具仍為可行方案**，即必要時包括降息；歐洲央行堅定地致力於在復甦階段維持非常寬鬆的貨幣環境。鑑於環球需求的不足，毫無疑問，現階段歐元區通脹進一步放緩的風險要大於突然而自給自足的通脹加劇的風險。

長期低利率的含義是什麼？

首先讓我們回想一下，**實際利率的下跌不僅與貨幣政策有關。市場普遍認為，長期均衡率有所下降。結果，風險資產的均衡估值有所增加。在所有其他條件相同的情況下，該因素應會鼓勵儲戶從債券轉向股票。**話雖如此，與價值鏈中斷、去全球化、重新安置上岸以及越來越多的人口希望提高工資相關的成本上升，可能會在某個時候推高通脹預期。此外，實際利率已經下降到負數範圍，現在低於均衡水平。在短期內，如果通脹預期上升，實際利率可能會急劇下降，從而暫時支撐增長型股票。

然而，應該記住，聯儲局並未致力於將長期收益率維持在當前水平。特別是，**如果增長和通脹同時且比預期更快地回升，聯儲局可能希望讓市場力量發揮作用，從而導致長期美國國債收益率上升，並使收益率曲線陡峭。**這是股票市場波動和修正的潛在來源，需要非常密切地監視。

如果出現新的下滑，我們應該期待什麼樣的政策組合？

鑑於缺乏可見性，這是一個很難回答的問題。我們處於未知領域。此外，我們仍然沒有足夠的資訊來了解已公佈的財政和恢復計劃的影響。

然而，大家可以假設，**如果出現新的低迷，貨幣支持將會增加**（央行資產負債表擴張、負利率、直升機資金），並且**政府將再次介入**以保護經濟。決策者還遠遠沒有耗盡其機動餘地。但嘗試新政策的門檻可能很高（政策組合將比主動更為被動）。然而，很明顯，如果在不確定性和低置信度階段（如第二次波動）啟動這些刺激/穩定計劃，**乘數效應將遠低於「正常恢復週期」**。因此，財政方面的政策組合可能會有所不同，我們甚至可能看到陷入困境但策略型公司的國有化至少部分或暫時地進行。

本文於30/9/2020定稿

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	-/=		美國股票風險溢價與債券相比仍對股票價格構成支撐，儘管某些市場領域的估值差異很大，例如五大股和其他市場之間的估值差異很大。由於最近的修正提醒投資者注意美國大選的風險以及疫情復活的主要風險，因此需要在各個行業之間保持平衡的定位。投資者可以專注於領導者向週期性和優質股票的輪換。
	歐洲	=		經濟數據有所改善，但法國、西班牙、英國和其他國家的第二波疫情增加了風險，因為政府試圖在實施嚴格限制措施與增加消費之間取得平衡。然而，第二季度的收入勝於預期，我們認為估值差異仍然很大。這為投資者提供了一個活躍的環境，應專注於有韌性的業務並整體上保持謹慎。
	日本	=		良好的環球增長前景應有利於週期性和出口導向型市場（例如：日本）。雖然新任總理可能會繼續提供上屆政府的經濟支持，但投資者應保持警惕。
	新興市場	=		新興市場（例如：中國、南韓）已能夠較有效地應對危機，這反映在新興市場亞洲的經濟數據中，這印證了我們「先進先出」的故事。然而，必須監測與中國更加果斷的外交政策有關的地緣政治風險。在行業層面，我們有選擇地探索工業、非必需消費品和材料領域的股票，並專注於科技領域的低估值股票。
固定收益平台	美國政府債券	=/+		在環球固定收益方面，我們對美國的存續期持樂觀態度，儘管我們認為，鑑於聯儲局最近對通脹的評論，我們必須對此進行認真監測。在美國固定收益方面，我們更喜歡TIPS而非UST。
	美國投資級公司債券	=/+		投資級債券市場應繼續獲得央行的支持，但投資者不應在行業和名稱選擇性方面做出妥協。投資者還應設法減少一些存續期風險並保持適當的流動性緩衝。
	美國高收益公司債券	-/=		我們對高收益債券持謹慎/中立的態度，因為我們相信市場將繼續受到央行行動的支持，但投資者應謹慎對待違約，特別是在最容易受到危機影響的旅遊、能源等領域。此外，緩慢的復甦可能會導致疲軟的企業在低商業活動中掙扎。小心選擇仍然很重要。
	歐洲政府債券	-/=		在歐元區低通脹的情況下，我們發現該領域的機會趨於平坦。至於外圍債務，鑑於歐洲央行繼續提供支持並減少了與歐洲其他市場的分化風險，我們保持樂觀。
	歐洲投資級公司債券	++		我們繼續對歐元投資級債券持樂觀態度，因為歐洲央行將繼續提供支持，並且與美國相比，較低的槓桿率對資產類別有利。金融和次級債務仍然是我們的首選，但選擇也很重要。
	歐洲高收益公司債券	=		我們寧願選擇高收益的BB級債券，因為我們認為投資者不應為獲得額外收益而在信貸質量方面太低。擁有足夠現金緩衝的公司與由於缺乏業務活動而無法滿足日常需求的公司之間的分化可能會越來越大。因此，小心選擇至關重要。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		我們維持對硬通貨債務的偏好，特別是在高收益債券方面，因為投資級債券利差已經收緊至折合前的水平，並且新供應的前景依然存在。然而，應監控主權違約的風險。
其他	大宗商品			商品應受益於經濟復甦和疫苗供應的期望。展望未來，石油需求可能會從目前的低位回升，但我們預計西德克薩斯中級原油（WTI）油價在未來幾個月內將保持在每桶40至50美元之間。在貴金屬方面，近期黃金和白銀的拋售是由於對高實際利率的擔憂、對「冒險」的擔憂，以及聯儲局暫停資產購買的結果。重要的是，央行政策一直在推高金價，而只要保持這種寬鬆的立場，就不可能發生痛苦的拋售。然而，如果央行出乎意料地改變立場，則黃金可能會遭受嚴重的貶值，因為基於傳統指標（利率和外匯）的公允價值遠低於當前水平。
	貨幣			美元的結構性和週期性支撐正在減弱，這表明美元在2021年可能繼續走低。與過去美元不斷偏離其公允價值的情況不同，現在美元已經失去了兩個主要的週期性支撐——利率優勢和美國經濟增長溢價在2020年上半年崩潰。然而，我們認為仍有短期風險會阻止線性移動。實際上，與風險資產的相關性仍然很高，而且某些貨幣（主要是英鎊、歐元）仍然伴隨著增長預期令人失望的風險。

圖例



資料來源：東方匯理截至2020年9月30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。

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

(2020年9月21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	-5.6/-4.2	3.0/4.0	1.8	1.3	1.8
日本	1.2	-5.1/-4.5	2.1/2.7	0.7	0.1	0.3
歐元區	1.2	-9.4/-7.4	4.2/6.2	1.2	0.4	1.4
德國	0.6	-7.6/-5.6	2.6/4.6	1.5	0.7	1.5
法國	1.2	-11.2/-9.2	6.0/8.0	1.3	0.5	1.2
意大利	0.3	-11.7/-9.7	4.1/6.1	0.7	0.1	1.1
西班牙	2.0	-12.5/-11.5	7.5/8.5	0.7	0.1	1.2
英國	1.4	-11.5/-10.5	7.0/9.0	1.8	0.8	1.5
巴西	1.1	-5.9/-4.9	3.7/4.7	3.7	2.7	3.0
墨西哥	-0.3	-10.5/-9.5	3.6/4.6	3.6	3.5	3.8
俄羅斯	1.3	-4.0/-3.7	2.5/4.5	4.5	3.2	3.8
印度	4.9	-9.5/-8.1	7.6/8.9	3.7	6.4	5.9
印尼	5.0	-3.4/-2.4	2.9/3.9	2.8	2.1	2.8
中國	6.2	1.8/2.4	7.6/8.2	2.9	2.7	2.0
南非	0.2	-9.1/-8.1	2.8/3.8	4.1	3.4	4.4
土耳其	0.8	-5.2/-4.2	3.3/4.3	15.5	11.3	11.0
發達國家	1.7	-7.2/-5.8	3.7/5.0	1.4	0.8	1.5
新興市場	4.0	-3.2/-2.4	5.5/6.4	4.1	3.7	3.6
世界各地	3.1	-4.8/-3.8	4.8/5.9	3.0	2.6	2.8

主要利率展望

發達國家

	29/9/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2021年第 一季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第 三季
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

	01/10/2020	東方匯理 + 6個月	市場觀點 2021年第 一季	東方匯理 + 12個月	市場觀點 2021年第 三季
中國	3.85	3.85	3.75	3.85	3.75
印度	4	4	3.65	4	3.6
巴西	2	2	2	2	2.5
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

	29/09/2020	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	0.13	0.10/0.3	0.15	0.1/0.3	0.18
德國	-0.696	-0.70/-0.50	-0.75	-0.70/-0.50	-0.81
日本	-0.136	-0.20/-0.10	-0.13	-0.20/-0.10	-0.13
英國	-0.06	0/0.25	-0.12	0/0.25	-0.14

10年期債券孳息

	29/09/2020	東方匯理 +6個月	遠期 + 6個月	東方匯理 + 12個月	遠期 + 12個月
美國	0.66	0.7/0.9	0.77	0.8/1	0.85
德國	-0.51	-0.60/-0.40	-0.47	-0.50/-0.30	-0.43
日本	0.02	-0.10/0.10	0.08	0/0.2	0.13
英國	0.21	0.20/0.4	0.30	0.3/0.5	0.36

匯市展望

	24/9/2020	東方匯理 2021年第 一季	市場觀點 2021年第 一季	東方匯理 2021年第 三季	市場觀點 2021年第 三季
歐元/美元	1.16	1.16	1.20	1.19	1.22
美元/日圓	105	105	105	106	105
歐元/英鎊	0.92	0.93	0.90	0.90	0.91
歐元/瑞士法郎	1.08	1.07	1.09	1.11	1.10
歐元/挪威克朗	11.08	10.40	10.45	10.21	10.18

	24/9/2020	東方匯理 2021年第 一季	市場觀點 2021年第 一季	東方匯理 2021年第 三季	市場觀點 2021年第 三季
歐元/瑞典克朗	10.62	10.25	10.30	10.20	10.18
美元/加元	1.34	1.33	1.31	1.32	1.30
澳元/美元	0.70	0.75	0.73	0.75	0.75
紐元/美元	0.65	0.66	0.67	0.67	0.69
美元/人民幣	6.83	6.70	6.80	6.60	6.73

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。

環球衰退是我們今天的基本情況

1. 多深？

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

2. 多久？

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

3. 財政影響

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

財務目標

- 財務目標會在同一時間獲符合審視，其中包括每天執行的政策措施。

刊物精選

THE DAY AFTER



The day after #11

Post-crisis narratives that will drive financial markets (23-09-2020)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

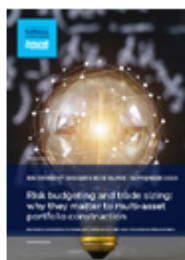
- The Covid-19 crisis has thrown up a sequence of images from the past (pandemics, wars, the Great Financial Crisis) that have pushed central banks (CB) and governments to act in unprecedented ways. This has defined the current 'day after' narrative.
- Financial markets have adapted to this new narrative, pricing in the rosier scenario of a 'day-after renaissance'.
- But more will be needed in terms of fiscal and monetary support to sustain the recovery moving forward. The Covid-19 fallout on the real economy and society is deep and pervasive: the overall debt level in the system is skyrocketing and some sectors are very unlikely to recover to pre-crisis levels. Rising social and inter-generation inequalities are the enemy to fight to avoid social upheaval.
- Politics is the link between public narratives (reinforced in the media and on social media) and institutional narratives. The narratives that will emerge amid hot political events — the US presidential election and the debate around the allocation of resources from the EU Recovery Fund being the most relevant — will set the direction for financial markets.
- Strong narratives can drive market consensus and lead to crowded trades around major themes. The stimulus narrative continues, coupled with zero interest rates and inflation permanently forgotten in the Covid-19 era. But investors should be aware that narratives could change quickly and be prepared for it. These shifts are arguably the only sequence via which investors can systematically extract value. It will be critical to maintain a strong level of flexibility and liquidity to exploit those opportunities arising from inefficiencies and dislocations.

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

INSIGHTS PAPERS



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

- In the current environment of heightened uncertainty, managing a multi-asset portfolio has rarely looked as complex as it does today, especially for those investors looking for an appropriate governance model on which to take investment decisions.
- The issue is not only to make accurate market forecasts and formulate appropriate investment views, but also to construct an efficient portfolio based on these views within a given risk budget.
- Mean-variance optimization has long been recognized as a standard practice, but, in our view, it can lead to highly concentrated, unstable portfolios and regular rebalancing.
- 'Effective diversification' is at the core of our approach to portfolio construction. An active multi-asset investment framework should allocate risk across four pillars: macro strategy, macro hedging, satellite strategies and selection strategies, with the goal of achieving the portfolio's target return or objective.

Looking for hidden ESG gems: a new frontier for responsible investing with "improvers" (01-09-2020)

ELMGREEN Kasper, Head of Equities — IACCARINO Piergaetano, Head of Equity Solutions

- The ongoing Covid-19 crisis and the resulting market turmoil have confirmed the increasing relevance of integrating ESG criteria and sustainability into the investment decision.
- ESG equities have proved resilient throughout the crisis, both in terms of flows and performance.
- We believe that Europe will play a crucial role in the trend towards ESG investing, as it is home to most global ESG leaders and has the most advanced ESG framework globally

The case for US equities in global portfolios (27-07-2020)

STERLING Craig, Director of Core Equity & Head of Equity Research, US — PIRONDINI Marco, Head of Equities US

刊物精選

WORKING PAPERS



Climate change investment framework (09-09-2020)

AIIB, Asian Infrastructure Investment Bank — Amundi Research

- This paper showcases a first implementation case study in the context of the AIIB Asia Climate Bond Portfolio, which is executed in partnership with Amundi Asset Management and focuses on emerging market corporate bonds. The Climate Change Investment Framework and its analytical tools can be applied across a global range of issuer types and asset classes.
- This aims to provide investors with a benchmark tool for assessing an investment, at the issuer-level, in relation to climate change-related financial risks and opportunities.
- The approach translates the three objectives of the Paris Agreement into fundamental metrics that investors can use to assess an investment's level of progress towards achieving climate change mitigation, adaptation, and low-carbon transition objectives.

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

INVESTMENT TALKS



US presidential election: how it will impact us economy and financial markets

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — PIRONDINI Marco, Head of Equities, US Portfolio Manager — TODD Christine, Head of US Fixed Income — UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US

See also on this subject, box **US elections: a very close race** page 26 in this edition.

Investing in the first in, first out theme: opportunities in Asia (07-08-2020)

MORTIER Vincent, Deputy CIO, Asia ex Japan Supervisor — BERARDI Alessia, Head of Emerging Markets Macro & Strategy Research — McCONWAY Nicholas, Head of Asia ex-Japan Equity — LAW Esther, Portfolio Manager Emerging Market Debt — with the contribution of HUANG Claire, EM Macro Strategist and LAHBABI Hicham, Deputy Head of Asia ex-Japan Equity

Challenges and opportunities in US Commercial Real Estate (29-07-2020)

SCHIAPPA Andrew, Credit Analyst — TODD Christine, Head of Fixed Income, US — UPADHYAYA Paresh, Director of currency strategy, US portfolio manager

EU agreement: a powerful answer that can lift further EU assets and ESG investing (22-07-2020)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views — BRARD Eric, Head of Fixed Income — ELMGREEN Kasper, Head of Equities — With the contribution of de FAY Alban, SRI Corporate Bonds Portfolio Manager - Head of FI SRI Processes — VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Govies and Inflation

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 Policies
Exchange Corporate Equities
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資訊均不構成投資意見或建議來作出（或不作出）任何類型的投資決策，亦不應因此而依賴有關資訊。不應將歷史數據和分析視為未來任何績效分析、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.msccibarra.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。

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

本文件由東方匯理發出。東方匯理為簡化股份有限公司（SAS），資本為1,086,262,605歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GP04000036；總部地址：90 boulevard Pasteur, 75015 Paris, France（法國巴黎）；巴黎商業法庭登記處註冊編號437 574 452 RCS；網址：www.amundi.com
照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Suriyapong Thongsawang

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管
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

DROZDIK 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
PERRIER Tristan——環球投資視野分析師
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