



#12
2020年12月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

早來的聖誕節禮物——支撐年終漲勢

專題

疫苗是市場而並非經濟的二元事件

宏觀經濟及市場預測

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#12 - 2020年12月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

早來的聖誕節禮物——支撐年終漲勢

頁3

拜登 (Joe Biden) 當選美國總統, 加上疫苗方面的進展, 推動了市場的樂觀情緒。重要的是, 「快將供應」的疫苗可能會導致環球增長勢頭有所改善, 惟增長幅度不會太快。正面的結果是, 拜登當選總統後, 我們可以看到ESG主題、氣候和社會平等方面的重新加速。然而, 就中國而言, 我們懷疑美國的態度是否會減弱。總之, 即將出現的復甦應會支持風險資產, 但重點應放在對沖和流動性上, 因為邁向更強勁增長的道路將並非線性的。

宏觀

經濟復甦將視乎疫苗的推出

頁4

藥品生產商即將提供有效的疫苗解決方案, 惟確保大規模分發和廣泛接種將成為關鍵。

多元資產

增加週期性投資, 但保持穩健的對沖

頁5

明年增長預期的改善表明風險資產的環境較佳, 但投資者不應低估多元化分散投資和強勁對沖的重要性。

固定收益

央行採寬鬆態度, 但要小心利率脫錨

頁6

我們認為, 信貸故事具歧視性, 因為市場的很大一部分是由充裕的流動性而非基本面所驅動。投資者應保持選擇性, 並避免選擇低利率的槓桿行業。

股票

值得關注什麼, 以實現轉向價值投資的輪換

頁7

我們可能會看到戰術轉向價值投資, 但長期趨勢將視乎標準化速度、疫苗供應情況和利率方向。

專題環球投資觀點

疫苗是市場而並非經濟的二元事件

頁8

自從研製出非常有效的疫苗的消息傳出以來 (首先是輝瑞/BioNTech, 然後是Moderna/AstraZeneca), 市場對前景充滿樂觀的情緒。投資者開始夢想擁有不受新冠肺炎影響的世界。不過, 這並非一蹴而就。許多未知因素仍然存在 (請參閱第4頁), 新冠肺炎危機將在未來的經濟中留下持久的痕跡。

> 東方匯理資產類別觀點

頁9

> 宏觀經濟及市場預測

頁10

> 本行預測的免責聲明

頁11

> 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

早來的聖誕節禮物——支撐年終漲勢

隨着臨近年底，市場可以依靠兩則新聞來推動樂觀情緒。第一則好消息來自美國。在沒有真正出現「藍浪」效應的情況下，拜登當選被市場認為是最好的結果。共和黨主導（甚至是共和黨／民主黨參半）的參議院，將使新總統很難通過任何極端措施，例如：財政刺激、更嚴厲的立法或增稅。

另一則好消息來自輝瑞/BioNTech和Moderna研製出高效疫苗，而其他醫藥廠的試驗亦在加速進行。

然而，這兩則新聞亦帶來了一些陰影。拜登將不得不向其黨內更激進的勢力屈服，市場就此似乎有所低估。就疫苗而言，我們需要科學界的確認，確保疫苗能起作用。此外，要為大部分人口開發疫苗相當具有挑戰性。最有可能發生的情況是，在經濟重新加速之前，受病毒演變的驅使而出現「間歇性」的封城措施。然而，市場強烈希望以樂觀的態度看待事物。儘管三月份出現崩潰，但大多數風險資產年初至今已恢復正值。整體而言，若考慮到今年的特殊情況，業績表現在非常好。拜登當選和「即將供應」的疫苗可能會導致環球增長勢頭有所改善，但速度不會那麼快，幅度亦不會那麼大，因為第二波疫情仍在發生，尤其是在歐洲。這就意味着就低利率的假設仍然有效，但與此同時，經濟在不久的將來應會恢復增長。因此，由於美國的大型財政協議已無法實現，央行的支持將會繼續並再次擔當主導角色。財政政策亦必須繼續與貨幣政策保持這種合作關係。第二波疫情促使各國政府增加預算，並將進一步推動歐盟加快實現復甦基金計劃的進程。

拜登當選減少了（但沒有消除！）政治風險，這將有利於市場。在外交政策上，我們可以預見會採取多邊方針的趨勢，這將對歐洲有利。汽車行業貿易關稅的風險已大大降低。然而，在中國方面，我們懷疑這種關係會變得很軟弱。民主黨員亦將中國視為挑戰，但論調不會像特朗普那樣苛刻。美國將尤其在技術領域保持與中國競爭，但拜登可能會採取更為策略性的方法。在伊朗問題上，他很可能會使用外交手段尋求新的核子協議並緩解緊張局勢。正面的結果是，拜登當選總統後，我們可以看到ESG主題、氣候和社會平等方面的重新加速。如今的辯論是，美國聯儲局是否應採取更明確的步驟來應對不平等問題，這是其任務授權的第三支線，而那將帶來巨大的變化。我們可以期望美國公司在採用ESG方面取得進一步的改進。對於投資者而言，這意味着中美推動創新和ESG所帶來的亞洲增長這個長期主題將得到加強。

從週期性的角度來看，進入2021年，我們看到復甦階段已接近尾聲，儘管經濟仍處於低利率和充裕流動性的機制之下。我們認為，這將透過主題輪換、尋找週期性機會和不受歡迎的價值部門的復甦來支持風險資產和股票。新興市場可能會受益於相對於發達市場的高增長差異，特別是在21年上半年，屆時歐洲和美國可能仍會受到第二波疫情衝擊，而南半球的疫情週期正在改善，而中國仍將繼續其復甦之路。再加上美元仍然疲軟，對於選股仍然很重要的新興市場債券和新興市場外匯而言是個好兆頭。在金融類方面，公司債券得到了充裕流動性的支持，但隨着我們進入復甦階段，公司債券相對於股票的吸引力正在下降。此外，低評級證券違約將繼續發生，許多公司將無法生存。因此，就信貸而言，我們認為現在不是盲目投資的時機，但投資者應加強對信貸研究的關注，以尋找具有可靠業務模式的優質公司。政府債券（國債和歐元區核心貨幣）仍然沒有吸引力，應主要以流動性/對沖為考慮。總而言之，我們認為，不應放任地向樂觀態度讓步：我們很可能在未來幾個月會遇到困難。重點應放在對沖和流動性上，因為邁向更強勁增長的道路將並非線性的。然而，我們認為，調整階段可能會提供一些機會，以便針對新主題重新調整投資組合。

整體風險情緒

避險

冒險



透過專注於信貸研究、基本面和下行保護，精挑細選地利用股票和信貸的輪換機會

與上個月相比的變化

- 積極投資股票，增添週期性區域/細分市場
- 積累美國國庫債券，並保持活躍；提高投資組合對沖

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

經濟復甦將視乎疫苗的推出



MONICA DEFEND
研究部環球總監



PIERRE BLANCHET
投資情報部主管



DAVID BRECHT, CFA
固定收益分析師

藥品生產商即將提供有效的疫苗解決方案，惟確保大規模分發和廣泛接種將成為關鍵

今年，藥物製造商在開發有效的新冠肺炎疫苗方面取得了突破性的進展，並且在廣泛的疫苗技術領域進行了大量研究。這些發展將使醫療保健系統在2021年中期之前能夠控制新冠肺炎疫情。在主要的候選疫苗之中，安全性通常很好，主要的副作用為疲勞和發燒。美國食品藥品監督管理局¹設定目標疫苗功效為50%的標準，而本月初發布的早期第三階段數據遠遠超過了該標準。在未來幾週內，我們可能會看到幾種有效的疫苗獲得批准。越來越多的候選疫苗將在2021年初發布後期試驗數據，而北美和歐洲當前新冠肺炎病例的激增很可能促使眾多疫苗試驗更快得出結論。**未來幾週內，有兩種疫苗可能被批准用於緊急用途**，分別由輝瑞/BioNTech和Moderna供應。兩者均基於mRNA，並顯示出非常強健的功效數據。預計很快將有另外兩種基於病毒載體的疫苗推出，分別由AstraZeneca/牛津和強生研製，預計在2020年第四季度獲得第三階段數據，並可能在2021年初獲得緊急使用許可。此外，Novavax和Sanofi/GlaxoSmithKline研製的兩款疫苗（基於蛋白質）亦將於2021年第一季度上市。俄羅斯和中國已根據不完整的試驗批准了幾種疫苗在有限範圍內使用，預計未來幾個月會有更多數據。可以公平地說，就提供有效和可擴展的解決方案而言，各製藥商非常接近。**不過，為了確認期望，仍然需要採取幾個步驟——**

(1) 完成試驗並披露其他數據：到目前為止，已公佈的眾多數據都不完整。我們必須觀察不同亞群組（老年人、年輕人、免疫功能低下、合併症、特定種族）之間的疫苗反應。**(2) 由相關政府部門進行審核：**有關當局將會進行緊急審核，並授權批准緊急使用。在許多情況下，製藥商已採用滾動方式提交數據，以加快審批過程。美國食品藥品監督管理局諮詢委員會（Adcom）會議定於12月初舉行，以審核疫苗數據並提出建議。**(3) 建立物流系統，以進行大規模分配/接種：**某些疫苗需要極低的溫度來存儲，例如輝瑞/BioNTech（-70°C），而各公司正在努力增加冰箱容量和帶乾冰的特殊運輸冷卻器。此外，大多數在研發後期的疫苗都採用兩劑方案。這代表人們將需要在第一劑疫苗接種幾週後再次接種。**有什麼會出錯？****(1) 潛在的安全問題：**領先的主要候選疫苗（mRNA疫苗和病毒載體疫苗）是幾乎從未使用過的新藥物技術。從歷史上看，快速的疫苗審批過程為4至5年，因此當前新冠肺炎疫苗計劃的速度是空前的。到目前為止，新冠肺炎疫苗已經在成千上萬的人身上進行了測試，並且出現很少問題，但當疫苗分發到數以百萬計人口時，我們將獲得更加清晰的安全景象。一個特別值得關注的問題是抗體依賴性增強，疫苗或會增強疾病的感染能力。**(2) 確保廣泛接種：**調查顯示，有50-80%的成年人願意接種疫苗。這可能足夠產生群體免疫，特別是如果一部分人口已在感染後康復過來並帶有抗體。我們相信發達市場將可以為公民提供疫苗。較大的問題是發展中國家。未能廣泛接種疫苗可能導致地方性新冠肺炎，隨後導致更多突變，演變成新菌株。美國和歐洲的主要製藥公司會將部分疫苗引進發展中國家，但明年可能會有大的缺口，當中部分可由俄羅斯和中國的疫苗彌補。因此，「疫苗外交」可能成為一個重要的議題。**(3) 持久性：**在早期的新冠肺炎疫苗試驗中，抗體水平隨時間下降，目前尚不清楚疫苗的效力能持續多久。我們尚未完全了解人類的免疫系統，而隨時間流逝，一個人的適應性免疫反應（T細胞）除提供任何抗體外，還可以提供一定水平的免疫保護。**(4) 病毒突變：**科學家已錄得一些冠狀病毒突變事件，但幾乎不會影響疫苗功效。然而，丹麥最近在貂場發現了冠狀病毒刺突蛋白突變的個案。刺突蛋白是大多數疫苗的目標對象，因此更廣泛的突變可能會損害目前正在開發的疫苗的功效。

總之，疫苗快將有廣泛供應。儘管仍未解決一些重要問題，但疫苗供應將為努力將封城禁足令作為唯一抵抗病毒的政府提供幫助。

¹ FDA: 美國食品藥品監督管理局。

多元資產



MATTEO GERMANO
多元資產部主管

明年增長預期的改善表明風險資產的環境較佳，但投資者不應低估多元化分散投資和強勁對沖的重要性

增加週期性投資，但保持穩健的對沖

在新冠肺炎再次流行之後，預計第四季度經濟活動將放緩，這顯示我們還未走出困境。然而，我們相信，在疫苗供應以及額外財政和貨幣刺激措施的支持下，環球增長將在2021年恢復（歐洲央行和英國央行事實上已證實了這一點）。在整體上保持警惕的同時，我們認為這顯示我們明年將進入風險資產改善環境。如果疫苗的全面部署被推遲或政策組合令人失望，投資者應保持對下行風險的保護。

高信念投資意念

鑑於穩定的政治環境、良好的盈利前景，加上加稅和過度監管的可能性降低，**我們對整體股票立場提高至正面**，而對美國的立場提升至中立。第二，我們現在對日本和澳洲持樂觀態度，尋求體制朝週期性的方向轉變（最近的亞太貿易協定亦支持了這種情緒）。在這兩個國家，貿易都與中國緊密相連，而中國的需求恢復較快，中國亦是日本出口和澳洲商品的主要目的地。澳洲還將受益於提供支持的貨幣政策和週期性。第三，在新興市場，儘管我們已對亞洲持樂觀態度，惟我們現在對更廣闊的新興市場持樂觀態度，但由於該地區的前景改善和對新冠肺炎疫情的控制較好，我們仍然偏愛亞洲。因此，亞洲股票應會見證更明顯的復甦和收益增長。**在續存期方面，我們整體上採接近中性的態度，但隨着收益率小幅上漲，現在看到10年期美國國庫債券的價值。**重要的是要保持積極主動並監視未來的利率走勢。鑑於大規模財政刺激措施和大量供應的可能性很低，「藍浪」效應的失敗未能消除對美國國庫債券的懸念。在美國聯儲局設定平均通脹目標的過程中，我們對美國通脹的樂觀立場也保持不變。

在歐洲方面，鑑於有利的技術條件以及採取團結一致的方式來支持危機後復甦的正面作用（尤其是在意大利），**我們對外圍債務維持樂觀態度**。因此，我們對五年期BTP持正面看法。**對利差的需求、對收益率的追**

尋和量化寬鬆政策均支持企業信貸，因為負收益債務再次接近歷史高位。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。

充裕的環球流動性以及希望減少中美對抗性衝突的希望應會支撐新興市場資產。我們仍對硬通貨債務保持樂觀，並看到未來三個月高收益債券利差收窄的潛力，但投資級債券似乎已達到了昂貴的水平。即使仍然存在，當地利率進一步壓縮的空間仍然有限，主要驅動因素為貨幣敞口。在外匯方面，我們認為與商品掛鉤的智利比索和南非蘭特的背景正在改善。整體而言，廉價的估值加上寬鬆的投資者定位和疫苗開發支持了我們對新興市場一籃子外匯持樂觀態度的立場，我們對俄羅斯盧布、墨西哥比索和印尼盾持樂觀態度。在發達市場中，雖然我們認為隨着環球經濟復甦，美元可能長期承受壓力，但我們對英鎊兌美元和歐元持負面態度，因為英國面臨結構性增長問題。但我們正在監視局勢，因為任何正面的英國脫歐新聞都可能觸發短期英鎊走強。我們對挪威克朗兌歐元持正面看法。

風險與對沖

出現幾波疫情和地緣政治緊張局勢造成的金融不穩定是主要風險。加上持續的央行流動性，為黃金作為對沖創造了更樂觀的背景。投資者還應保持其他對沖形式，如美國國庫債券、衍生投資產品（以保護股本和信貸風險）以及日圓。

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						■		

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。

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；CBs=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

央行採寬鬆態度，但要小心利率脫錨



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，信貸故事具歧視性，因為市場的很大一部分是由充裕的流動性而非基本面所驅動。投資者應保持選擇性，並避免選擇低利率的槓桿行業

美國大選的平衡結果和疫苗方面的利好消息引發了風險資產的大幅反彈。我們認為，在（不平衡的）增長和持續的貨幣支持的預期下，這種積極勢頭將在短期內持續下去，特別是在信貸方面。後者可能變得更加重要，因為在財政方面的支持減少的情況下，美國聯儲局有可能將利率長期保持較低水平。然而，疫苗的供應可能會支撐經濟重新開放，這顯示從中期來看，通貨膨脹和利率將面臨更大的壓力。

環球及歐洲固定收益

我們略微下調了我們對存續期的看法，使其總體上持謹慎態度，對美國持樂觀態度（相對收益率較高），對日本持中立態度。在歐洲方面，由於歐洲央行的持續支持，我們現在對外圍國家（主要透過意大利）較為看好，但我們對核心歐元區持負面看法。鑑於正面的疫苗新聞和溫和的增長環境，目前美國曲線趨平的前景更加疲軟，而德國曲線應會保持平坦，因為鑑於通脹率較低，歐洲央行將限制任何陡峭的上升。相反，我們依然對美國通脹持正面看法。在信貸方面，我們保持積極態度，並透過新興市場採取了一些多元化分散投資措施。儘管政策支持預示進一步的利差壓縮，但充裕的流動性推動了整個市場，與基本面較弱的公司相比，能夠生存的公司之間幾乎沒有區別。現在，我們將看到更加差異化的壓縮情況。因此，我們保持小心選擇，並優先選擇不受干擾的行業的投資機會，以避免槓桿過高且收入前景不確定的公司。我們持有金融和汽車業的投資，但對能源業的投資機會持謹慎態度。我們首選投資級而非高收益債券，並對低評級債務持謹慎態度。

美國固定收益

當局可以採取財政刺激措施，但有一定的局限性，而美國聯儲局方面，看看拜登是否有壓力將經濟不平等問題納入其職責範圍，將是一件很有趣的事情。另一方面，鑑於大規模接種可能需要一些時間，疫苗供應可能會支持曲線的陡峭化，但不會立竿見影。我們對美國國庫債券保持謹慎態度，但相信美國國庫債券可提供良好的流動性來源。因此，我們較喜歡美國國庫債券多於機構MBS，我們現在認為，機構MBS的定價並未計入預付款風險。在企業信貸方面，儘管我們保持樂觀，惟我們偏愛特質方面並保持選擇性。投資級產品的價差已壓縮至接近環球金融危機後的水平。為保持流動性，投資者應退出投資級債券和高級別證券化信貸，後者已反彈並呈現出不對稱的風險/回報特徵。在高收益債券方面，有些領域可能會收緊，但投資者必須避免購買昂貴的利業板塊。重要的是，製造業活動持續增長，而庫存很少。強勁地產市場使我們能夠對證券化信貸保持樂觀，因為在這些領域，估值具有吸引力並且正在發生去槓桿化。

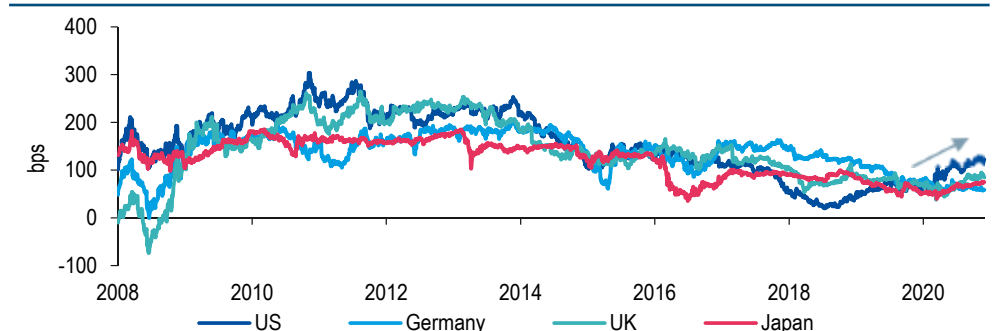
新興市場債券

我們對新興市場的債務持樂觀態度，特別是高收益債券，因為拜登當選和疫苗供應前景良好。我們對新興市場外匯亦持樂觀態度。在國家層面，土耳其財政部和央行出人意料的變化預示良好的預兆，因為我們預計利率將有更大的靈活性，而土耳其里拉將暫時穩定下來。

外匯

由於拜登當選對美元不利，因此我們對美元/日圓持防禦態度。我們對挪威克朗兌歐元保持正面看法，因為後者將受到第二波浪潮造成的經濟中斷所影響。

產量曲線陡峭的跡象



Source: Amundi, Bloomberg at 19 November 2020. The chart shows 5y-30y government yield differential.

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; MoF=美國財政部。

股票

值得關注什麼，以實現轉向價值投資的輪換



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

整體評估

近期的經濟活動正受到第二波病毒感染的挑戰。不過，我們認識到市場是前瞻性的，而美國的主要政治風險有所解決、對疫苗供應的預期以及財政和貨幣刺激措施等結合起來，將為經濟復甦提供支撐。在這種環境下，我們保持謹慎樂觀的態度，並相信在某些領域中，雖然路徑並非線性，但仍將受益於經濟正常化。重點關注資產負債表的實力和不受中斷行業的公司。

歐洲股票

在整體上保持平衡的立場下，我們保持慎鈐式的觀點。一方面，我們對材料行業持樂觀態度（現在較沒有那麼樂觀），並透過重新開放經濟和轉向週期性行業的公司而提升對工業股的看法。第二，隨著歐洲商業和製造業活動的恢復，我們很可能會看到價值投資再次受到青睞。這不應被視為購買該領域所有投資產品的綠燈。相反，我們認為，將會出現逐步、非線性的追趕，強調需要注意具有彈性的業務和基礎分析的必要性。

另一方面，我們認為，醫療保健和電訊服務等防禦性行業可以提供必要的緩衝。重要的是，在醫療保健行業上漲空間有限的情況下，投資者應保持警惕，以便重新評估股票。然而，我們對科技股、非必需消費品持防守態度（雖然現在對科技股的防守態度幅度較少）。**整體而言，如確定前景樂觀，我們將目睹由極端估值差異造成的重大市場輪換。**

美國股票

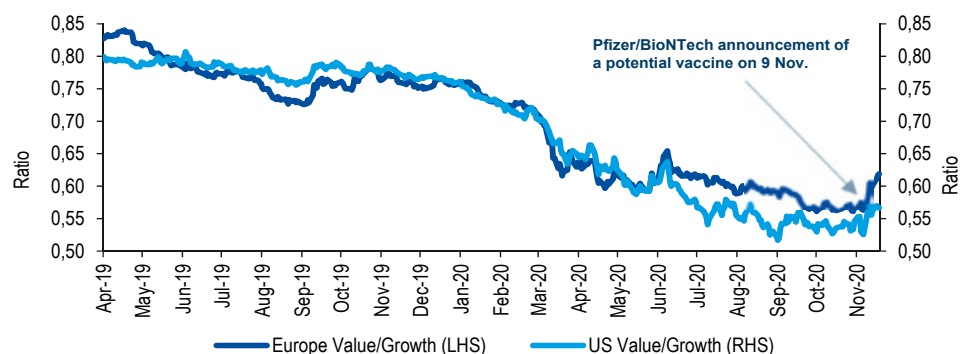
市場動向將視乎公司收益（而公司收益一直強勁）、經濟增長（而不是價格倍數）以及疫苗的最新發展。有趣的是，製造業依然強勁，而我們相信，服務業有很多被壓抑的需求。**在此背景下，我們保持平衡並確定了三個主題。**首先，在拜登當選以及疫苗方面的積極消息後，動能股相對其他市場從9月初開始的疲軟有所持續。就疫苗方面的積極消息一點，加快批准和供應可以支持經濟重新開放並從價值投資股票中受益。我們非常樂觀，特別看好優質價值投資和合理價格股票的增長型投資上，這些股票表現出長期的趨勢和強勁的資產負債表。其次，我們認為持續向週期性的輪換很可能會持續下去。在此，與金融和能源股相比，我們更喜歡工業和消費週期性投資，因為在工業和標誌性消費品牌中更容易找到優質股。在衛生保健方面，考慮到國會分裂的可能性，「單一付款人」的最壞情況似乎不太可能發生。在這方面，我們認為，相對於其業務模型而言，管理式護理和製藥業的估值看起來很有趣，儘管我們非常挑剔。然而，由於估值昂貴，我們對高增長、高勢頭和一些巨型公司持謹慎態度。

新興市場股票

拜登當選消除了新興市場的一些懸念。在我們對亞洲保持樂觀的同時，我們現在認為，南美的新冠肺炎疫情正在改善，落後者有可能追趕起來。在行業層面，我們對半導體持樂觀態度，並認為增長型投資與價值投資之間應保持平衡。整體而言，投資者應將重點放在估值和可持續回報上。

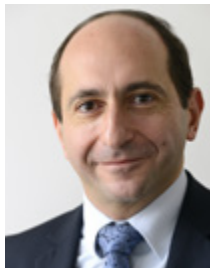
我們可能會看到戰術轉向價值投資，但長期趨勢將視乎標準化速度、疫苗供應情況和利率方向

持續的經濟開放可能有利於價值投資



Source: Amundi, Bloomberg on 18 November 2020

專題



DIDIER BOROWSKI
環球投資觀點總監



PIERRE BLANCHET
投資情報部主管

投資者開始夢想擁有不受新冠肺炎影響的世界。不過，這並非一蹴而就

疫苗是市場而並非經濟的二元事件

自從研製出非常有效的疫苗的消息傳出以來(首先是輝瑞/BioNTech, 然後是 Moderna/AstraZeneca), 市場對前景充滿樂觀的情緒。投資者開始夢想擁有不受新冠肺炎影響的世界。不過, 這並非一蹴而就。許多未知因素仍然存在(請參閱第4頁), 新冠肺炎危機將在未來的經濟中留下持久的痕跡。

前景日漸清晰:

- **一旦為脆弱或高風險人士接種疫苗**, 如果發生新一輪的疫情, 醫療策略將發生巨大變化, 既不再需要進一步的封城措施, 亦不需要採取社交疏遠措施。**這將終結破壞穩定的「間歇性」封城政策。**
- 2020年觀察到的序列(第三季度GDP增長顯著回升)顯示, **一旦解除封城限制, 因政府措施而禁閉的某些行業可能很快反彈。**因此, 實施封城措施的國家/地區可能會在一兩個季度內經歷GDP增長的急劇反彈(由於基數效應和需求被壓抑)。
- **在發達經濟體中, 產出有所下降**, 但透過穩定政策維持了收入。貨幣和財務金融條件維持寬鬆。在這種背景下, 家庭可能會進行「開支替代」。一旦信心恢復, 未曾或本來將不會花在某些服務(旅遊、餐飲、娛樂等)上的錢可能會花費在其他消費品和服務上。
- 同樣, 在危機之前狀況健康的公司可能會再次開始投資。併購可能會改善受衰退影響的行業。

總而言之, 這可能會導致環球需求快速增長。因為沒有金融危機, 所以這一切就更為正確。儲蓄豐富、投資需求增加。這應是有利的增長環境。

話雖如此, 疫苗接種將無法使我們回復當初景況:

- **疫苗來不及阻止美國當前的新冠肺炎疫情浪潮。**流行病學模型的模擬表明, 如不採取新的社交疏離措施, 到二月底的死亡人數可能會增加一倍¹。
- **因此, 疫苗不會在短期內阻止**(在歐洲的第四季度, 在美國的第一季度)**的增長(暫時)回落到負數區域。**
- **疫苗將不允許受創的行業迅速恢復:**在眾多服務業(旅遊、航空運輸、餐飲、休閒、文化、體育等)中, 損失的產出將無法恢復。此外, 這些行業的增長不一定會恢復到危機前的趨勢。

- **疫苗不會使病毒消失:**(歐洲和美國的)疫情仍遠未得到控制。在為絕大多數人口接種疫苗之前, 某些社交隔離措施可能會繼續存在。此外, 還有一些未知數(例如, 免疫持續時間和已接種者是否具傳染力)。
- 如病毒發生突變, **疫苗將為無效。**
- **疫苗接種計劃可能會發生延遲。**疫苗接種運動在發達經濟體(在生產、儲存和運送方面)帶來了後勤方面的挑戰, 在新興經濟體中更是如此。
- **最後, 疫苗將無法治愈經濟弊病! 疫苗不會阻止企業違約, 亦不會解決債務或不平等現象。**環球公共和私人債務已達到歷史新高。抑制債務與GDP比率的增長將是後新冠疫情時期的新挑戰。同樣, 在新冠疫情危機後, 貧困和不平等現象急劇增加, 而沒有支持性的政策就無法回到起點。

對於投資者而言, 此背景模稜兩可

疫苗的研發使中長期前景更加清晰。然而, 短期的不確定性仍然存在: 疫苗無法治愈所有由疫情引起的問題, 而且當前的經濟形勢正在惡化, 尤其是在美國。我們認為, **美國資產的隱含波動**反映了中長期投資者情緒的積極變化, 但可能未考慮短期風險。除了持續的與疫情相關的不確定性之外, 美國大選是市場對債券和股票進行積極對沖的焦點。大選結果被視為是就市場而言的最佳結果, 導致風險資產反彈、對沖頭寸平倉。疫苗的高效率進一步增強市場情緒, 並暗含了波動性下跌。**這為希望發揮週期性輪換作用的投資者提供了空間, 透過對沖, 為2021年上半年崎嶇不平的廣泛市場風險進行限制。**

本文於26/11/2020定稿

¹ 美國新冠肺炎疫情的情景建模(《自然醫學》, 2020年10月)

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	=		由於美國國庫債券在不明朗的時期具提供保護的能力，我們在環球投資組合中對美國國庫債券保持中立的態度。然而，我們正在積極關注利率/收益率走勢。在美國的投資組合中，我們認為美國國庫債券可提供良好的流動性來源，但在當前環境下其提供多元化收益的潛力有限，這意味着我們整體上保持謹慎。
	美國投資級公司債券	=	▼	鑑於貨幣政策的持續支持，我們保持中立/略微樂觀，但必須承認，利差已經收窄至環球金融危機後的水平。因此，在風險/回報狀況不對稱的情況下，投資者應減少風險。房屋和消費市場為證券化信貸提供了誘人的機會。
	美國高收益公司債券	=	▲	我們的目標是利用細分市場的緊縮潛力，這些細分市場將繼續受到美國聯儲局行動的支持，並且可以承受緩慢的復甦。話雖如此，我們非常小心地選擇，特別是在受封城禁足措施影響和違約風險很高的地區。
	歐洲政府債券	-/=		鑑於歐元匯率進一步下跌的可能性有限，我們對歐元核心債券持防守態度，但將維持寬鬆的貨幣立場。然而，在外圍債務方面，我們持樂觀態度（尤其是在意大利），因為歐洲央行的持續支持將防止任何分化風險。
	歐洲投資級公司債券	=/+	▼	在收入匱乏的世界中，負收益債券的債務再次上升，而信貸可產生額外的回報。然而，投資者應意識到，利差已大幅收緊，因此信貸選擇和對流動性的關注至關重要。
	歐洲高收益公司債券	=		歐洲央行支持的流動性掩蓋了質量問題，導致均勻的點差壓縮。不過，展望未來，市場將使優質公司與基礎薄弱的公司區分開。因此，對於投資者而言，必須小心選擇，並避免收入前景不確定的低評級、槓桿化投資產品。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		隨著發達市場的利率創歷史新低，投資者對債券收益率有強烈需求，新興市場債券將從中受益。投資級信貸似乎很昂貴，點差與疫情之前的緊縮情況相差不遠。另一方面，高收益信貸呈現出較佳的風險回報特徵，尤其是鑑於疫苗有望推出和拜登當選。
其他	新興市場債券（當地貨幣）	+	▲	拜登總統任期應會支撐美元疲軟，並對新興市場的流入總體上看好。在外匯方面，我們認為，可能讓風險資產有強勁表現的改善環境或會提振新興市場外匯。
	商品			在新的禁足措施加劇了對需求復甦的擔憂之際，利比亞的石油價格反應過度，導致石油產量意外增加。儘管如此，我們確認2021年WTI的目標價格範圍為每桶40至50美元。儘管利率和美元波動限制了黃金的上漲，我們亦重申對黃金的樂觀看法。長遠而言，黃金將受益於各國央行長期的溫和立場。
	貨幣			根據我們的公允價值模型，美元仍然被高估。最近，點票明確顯示拜登領先特朗普後，投資者情緒飛漲，美元急劇拋售。不過，由於局部封城禁足措施可能會持續一段時間，而且特朗普可能不會讓權力平穩過渡，因此通往公允價值的道路預計會崎嶇。對經濟增長的信心是另一個可能影響美元看跌趨勢實現的關鍵變量。然而，整體而言，從收縮體制向復甦體制的轉變將對美元不利。預計與商品相關的貨幣將從體制轉變中受益最大，而對於英鎊而言，英國脫歐的新聞在短期內應會成為關鍵。

圖例



資料來源：東方匯理2020年11月20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11月25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 範圍	2022	2020	2021	2022
美國	-4.1/-3.5	4.7/5.3	2.6/3.2	1.3	2.0	2.1
日本	-5.5/-4.9	2.7/3.3	1.1/1.7	0.0	0.1	0.2
歐元區	-7.7/-7.1	4.7/5.3	3.7/4.3	0.2	0.9	1.5
德國	-6.2/-5.6	3.2/3.8	2.8/3.4	0.7	1.3	1.5
法國	-9.3/-8.7	6.0/6.6	3.6/4.2	0.5	0.9	1.6
意大利	-9.3/-8.7	4.4/5.0	2.9/3.5	-0.1	0.5	1.4
西班牙	-12.2/-11.6	5.4/6.0	5.4/6.0	-0.5	0.6	1.3
英國	-11.4/-10.8	4.8/5.4	3.5/4.1	0.8	1.5	1.8
巴西	-4.6/-4.1	3.0/4.0	1.0/3.0	3.1	3.6	3.4
墨西哥	-9.5/-9.0	3.6/4.6	1.7/3.7	3.5	3.5	3.3
俄羅斯	-4.0/-3.5	2.5/4.0	1.5/3.0	3.2	3.75	3.80
印度	-8.7/-7.7	7.5/8.7	4.7/6.1	6.7	6.0	5.5
印尼	-2.8/-2.2	3.0/3.8	4.2/5.2	2.0	2.7	3.3
中國	1.5/2.1	7.9/8.5	4.9/5.5	2.5	1.5	2.1
南非	-9.1/-8.1	1.9/2.9	0.8/1.8	3.1	3.8	4.3
土耳其	-5.2/-4.2	4.0/5.0	3.5/4.5	11.7	12.8	10.8
發達國家	-5.9/-5.4	4.4/4.9	2.9/3.4	0.7	1.3	1.6
新興市場	-3.2/-2.5	5.6/6.4	3.8/4.8	3.9	3.6	3.7
世界各地	-4.3/-3.7	5.1/5.8	3.4/4.2	2.6	2.6	2.8

主要利率展望

發達國家					
	26/11/2020	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	0.11	0/0.25	0.12
歐元區	-0.50	-0.50	-0.54	-0.50	-0.56
日本	-0.03	-0.1	-0.06	-0.1	-0.07
英國	0.10	0.00	0.06	0.00	0.03
新興市場					
	26/11/2020	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	3.85	3.85	3.85
印度	4	4	3.85	4	3.75
巴西	2	2	2.05	2.75	3.05
俄羅斯	4.25	4.00	4.15	4	4.15

長期利率展望

2年期債券孳息					
	26/11/2020	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	0.16	0.10/0.3	0.21	0.10/0.3	0.26
德國	-0.758	-0.70/-0.50	-0.80	-0.70/-0.50	-0.83
日本	-0.143	-0.20/-0.10	-0.16	-0.20/-0.10	-0.15
英國	-0.035	0/0.25	-0.03	0/0.25	-0.04
10年期債券孳息					
	26/11/2020	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	0.88	0.8/1	0.98	1.1/1.2	1.07
德國	-0.58	-0.60/-0.40	-0.52	-0.50/-0.30	-0.48
日本	0.03	-0.10/0.10	0.07	0/0.2	0.11
英國	0.30	0.20/0.4	0.40	0.3/0.5	0.47

匯市展望

	23/11/2020	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	1.19	1.20	1.21	1.21	1.22
美元/日圓	104	103	105	106	107
歐元/英鎊	0.89	0.89	0.90	0.90	0.90
歐元/瑞士法郎	1.08	1.11	1.09	1.13	1.11
歐元/挪威克朗	10.60	10.33	10.50	10.14	10.30
	23/11/2020	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/瑞典克朗	10.16	10.01	10.35	9.83	10.13
美元/加元	1.30	1.29	1.30	1.27	1.29
澳元/美元	0.74	0.76	0.74	0.77	0.76
紐元/美元	0.70	0.70	0.69	0.69	0.70
美元/人民幣	6.59	6.30	6.60	6.40	6.63

來源: 東方匯理研究

本行預測的免責聲明

宏觀經濟預測的不確定性非常高，並且只要有新的高頻數據出現，就會觸發頻繁的重新評估。在這一點上，我們的宏觀經濟預測包括較高的定性成分，從而降低了統計的準確性，並透過拓大相關範圍來增加不確定性。

研究方法

— 情景

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

— 風險

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

刊物精選

市場前景



投資座談



專題論文



見解洞察論文



研究手稿



討論論文

2021 investment outlook - market rotations in an uneven recovery (23-11-2020)

BLANQUÉ Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer with the contribution of Research Team, Investment Platforms Leadership Teams, Investment Platforms Leadership Teams

France outlook (12-11-2020)

USARDI Annalisa, Senior Economist

2020 post-election analysis: Biden wins, but the United States remains divided (10-11-2020)

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

US election: no winner yet, markets moving from a blue wave to a possible Trump trade (04-11-2020)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - UPADHYAYA Paresh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, US - DEFEND Monica, Global Head of Research

Asset Class Return Forecasts – Q4 2020 (30 10 2020)

DEFEND Monica, Global Head of Research, GISIMUNDO Viviana, Deputy Head of Institutional Advisory, KIM MOON Jung Hun, Quantitative Analyst – Institutional Advisory, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research

Social bonds: financing the recovery and long-term inclusive growth (18-11-2020)

LAUGEL Elodie, Chief Responsible Investment Officer - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate

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

BLANQUÉ 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

Corporate ESG news and the stock market (02-11-2020)

TALEB Walid - LE GUENEDAL Theo - LEPETIT Frédéric - SEKINE Takaya - STAGNOL Lauren, Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

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

刊物精選

**Europe, US and China tomorrow-Will it be possible to avoid geopolitical and economic traps (16-11-2020)**

ITHURBIDE Philippe, Senior Economic Advisor

Factor Investing and ESG in the Corporate Bond Market Before and During the COVID-19 Crisis

BEN SLIMANE Mohamed – SEKINE Takaya, Quantitative Research – DUMAS Jean-Marie, Alpha FI Solutions

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

備註

備註

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 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.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號函函所規定的「合格投資者」。在任何情況下，本資料均不得在歐盟範圍內分發予MIFID或各地法規中定義的非「專業」投資者，或在瑞士範圍內分發予不符合相關適用法律法規中「合格投資者」定義的投資者。本文件不適用於美國的公民或居民或任何「美國人士」，該術語在1933年的《美國證券法》SEC法規S中的定義。本文件既不構成購買要約，亦不構成出售產品的邀請，且不應被視為非法的邀請或投資建議。東方匯理對因使用本資料所含資訊而引起的任何直接或間接責任概不承擔任何責任。東方匯理對根據本資料所含資訊而作出的任何決定或投資概不負責。本文件所含資訊在保密的基礎上向您披露，未經東方匯理事先書面許可，不得將其複製、轉載、修改、翻譯或分發予其所在國家/地區或司法管轄區的任何第三方或實體，避免使東方匯理或本公司任何一項指定「基金」受該司法管轄區的任何註冊要求之約束或因此而可能被視為違法。因此，本資料僅可在允許的司法管轄區內分發，且僅可在允許的範圍內分發給不違反適用法律或法規要求的人士。本文件所載資訊以本刊物首頁所載之發布日期為準。一切數據、觀點及估計均可能隨時更改，恕不另行通知。

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

本文件由東方匯理發出。東方匯理為簡化股份有限公司（SAS），資本為1,086,262,605歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GP04000036；總部地址：90 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

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

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——固定收益高級策略師
BLANCHET Pierre——投資情報部主管
Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監
BRECHT David——固定收益分析師、CFA
HUANG Claire——新興市場宏觀策略師

東方匯理投資洞察部參與撰文

BERTINO Claudia——東方匯理投資洞察部主管
FIOROT Laura——東方匯理投資洞察部副主管

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

CESARINI Federico——交叉資產策略師
DELBO' Debora——環球新興市場高級策略師
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
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 Sasi——新興市場高級經濟師

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