

Institute

#04
2022
年4月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

戰爭打擊經濟前景

東方匯理研究所

烏克蘭：我們的立場如何？

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#04 - 2022年4月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

戰爭打擊經濟前景

頁3

各國央行的鷹派評論證實了我們對存續期的謹慎看法，但我們保持靈活性，因為政府可以在不確定性加劇的時期提供協助。在信貸方面，儘管企業基本面強勁，但由於潛在的流動性風險，我們持更為防守的態度。然而，在股票方面，我們相信價值傾斜，質量和選擇偏差增加，並且在區域層面，由於盈利衰退風險，我們在戰術上更傾向於美國而不是歐洲。整體而言，投資者應抵制進取資產配置的誘惑。投資者應該透過通脹視角審視投資組合的構建，以尋找具有彈性的領域，包括大宗商品領域。

東方匯理研究所

東方匯理研究所專欄

頁4

只要估值沒有針對新制度和迫在眉睫的滯脹風險進行重大調整，投資者就應該保持謹慎。

多元資產

不要跳進市場，而是把握美國相對歐洲的機會

頁5

目前，我們較喜歡相對價值機會而不是策略性賭注，不增加我們的定向風險敞口。

固定收益

信貸是重新定價的首選：要保持警惕

頁6

由於政策制定者（貨幣和財政）的支持有限，信貸利差可能會擴大，尤其是在實際利率開始上升且收益面臨壓力的情況下。

股票

在較不確定的盈利路徑中，美國受到青睞

頁7

歐洲較低的增長預期和迫在眉睫的滯脹風險要求對週期性領域保持謹慎，並支持美國股票的相對吸引力，重點是質量和股息。

本月主題

烏克蘭：我們的立場如何？

前言

烏克蘭戰爭處於轉折點

我們就您的問題作出回應

我們就烏克蘭危機一些關鍵問題的回答

頁8

頁10

市場情景與風險

> 中央和替代情景

頁12

> 最高風險

頁13

> 資產縱橫：

檢測市場轉折點

頁14

> 環球研究資料集

頁15

> 東方匯理資產類別觀點

頁16

宏觀經濟狀況

> 發達國家

宏觀經濟前景——市場預測

頁17

> 新興市場

宏觀經濟前景——市場預測

頁18

> 宏觀經濟及市場預測

頁19

> 本行預測的免責聲明/研究方法

頁20

> 刊物精選

頁21

投資總監的觀點

戰爭打擊經濟前景



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團副投資總監

烏俄戰爭首月推動了全面波動，儘管最近有一些股市企穩的跡象。歐洲是最容易受到戰爭影響的地區——尤其是受到能源價格上漲、供應鏈中斷和地理位置靠近的影響，但大宗商品緊縮的範圍遠遠超出能源，還包括農產品和金屬。在此背景下，黃金的避險需求依然強勁，而美國國債收益率最近受到通脹和利率預期上升的推動，收益率在曲線上向上移動。儘管戰爭前線的不確定性仍然很高，但市場正試圖評估可以對俄羅斯實施哪些額外制裁，或者下一步外交措施是否會變得更有成效——或者，在熊市的情況下，延長危機時間和地理範圍的風險。

在這個階段，四個熱點問題對於重新評估投資立場至關重要：

- 1. 我們是否正在走向環球衰退？**考慮到大宗商品價格上漲的影響，我們將2022年的環球增長率下調了0.5%（目前在3.3-3.7%的範圍內），但各國的影響並不相同。美國雖然不能倖免，但似乎比歐元區更能抵禦衝擊。應避免環球衰退，而歐洲面臨技術性衰退的風險較大。
- 2. 各國央行政策失誤的風險有多高？**各國央行的任務並不容易，政策失誤的可能性很高，尤其是在歐洲央行層面，因為經濟前景更為不確定（亦在單一國家層面）以及歐元區分散化風險上升。美國聯儲局亦不容易。儘管聯儲局自2018年以來首次加息，但繼續落後於曲線，在通脹話題成為政治辯論熱點的环境下，當局可能不得不調整其政策路徑。
- 3. 流動性緊縮的風險是什麼？**所有主要資產類別的流動性都在惡化，市場深度全面惡化。雖然目前我們沒有看到流動性緊縮的重大風險，但保持警惕和建立流動性緩衝的必要性很高。
- 4. 市場：價值恢復的過程有多遠？**我們確認持謹慎態度，但認識到購買機會可能會在不久的將來出現，因此我們隨時準備從戰術上調整我們的風險立場。雖然價值恢復的過程正在進行中，但過程並不完整且支離破碎。尤其是，美國聯儲局和歐洲央行的舉措對現實生活的影響仍有待觀察。這有利於保持耐心，因為未來的額外波動將提供切入點。

在此背景下，我們的主要信念如下：

- 在持續高通脹的環境中，長期利率仍然過低。各國央行最近的鷹派轉變證實了利率方向是向上的。我們繼續持有短期偏好，並在調整久期立場時保持策略性，因為這有助於在動盪時期進行對沖。
- 在股票方面，我們堅持價值傾斜，進一步顯著關注質量，以此作為度過這場危機的一種方式。保持高度選擇性並關注具有強勁商業模式和能夠將更高價格轉嫁給消費者的品牌仍然很重要。在區域層面，鑑於盈利衰退的風險較高，與歐洲相比，美國應繼續更具彈性，因此我們對美國股市相對於歐洲股市抱持相對樂觀的態度。由於監管風險加劇和極端波動性，中國股市的前景在戰術上更加謹慎。
- 在信貸方面，現階段風險較為與流動性（而非基本面）相關。金融狀況正在收緊，因此密切關注流動性風險非常重要。整體而言，我們對高收益空間更為謹慎——尤其是在歐洲，信貸利差可能進一步擴大。
- 波動性仍將居高不下，儘管市場出現強勁調整，惟我們仍對危機的不確定結果保持對沖。此外，為建立更具彈性的投資組合，投資者應繼續關注多元化領域。以此為目標，投資者可以從長遠角度探索中國政府債券。貨幣也可以在多元化方面發揮作用。在此，我們看好瑞士法郎，因為該貨幣在市場壓力時期具有吸引力。

總括而言，我們認為必須抵制進取資產配置的誘惑，因為能見度仍然太低，並繼續透過通脹（和實際利率）的視角審視投資組合構建，以尋找彈性領域。

整體風險情緒

避險 冒險



在央行政策和盈利增長存在不確定性的情況下，避免增加風險並繼續關注流動性。

與上個月相比的變化

- ▶ 發揮危機對盈利前景的相對影響，偏好美國（相對歐洲）。
- ▶ 對久期的戰術調整。
- ▶ 調整包括外匯在內的對沖。

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。

東方匯理研究所

東方匯理研究所專欄



Pascal BLANQUÉ
東方匯理研究所主席

只要估值沒有針對新制度和迫在眉睫的滯脹風險進行重大調整,投資者就應該保持謹慎

投資者對政權更迭時代戰爭影響的看法

在最近的過去,地緣政治危機導致了短暫的初步負面市場衝擊,隨後隨着被認為是積極的事態發展而迅速緩解反彈,從而為投資者帶來了買入機會。然而,這一次,俄羅斯與烏克蘭的衝突為更高的分散化和更高的通貨膨脹之謎增加了一個額外的因素,這將成為我稱之為「回到70年代之路」的政權更迭的特徵。特別是,投資者應關注將推動投資組合回報的四個宏觀因素:

1. **增長因素的支持性減弱**,尤其是在歐洲(見下文焦點),危機加劇了全球恢復潛力的軌跡。→ 與某些股票板塊相比,信貸更容易受到重新定價的影響。
2. **通脹因素進一步強化,炙手可熱**。→ 盈利軌跡更關鍵地取決於傳遞通脹壓力的能力。
3. **實際利率因素仍然具有支撐作用**。即使考慮到預期,中央銀行仍繼續落後於通脹曲線。在金融抑制環境下,實際利率將保持負數。這應該可以彌補一些股票板塊(尤其是美國)疲軟的增長因素帶來的負面影響。
4. **流動性因素已過峰值**,全球宏觀流動性回落。→ 央行流動性支持力度減弱,將保持全線高位震盪。

貨幣政策預期的重新調整和對沖突造成的經濟損失的評估正在推動風險溢價重新排序的過程,最終將與新體制的新均衡相一致。因此,在尋找切入點時,投資者將不得不關注估值何時開始保持一致甚至提供正的有吸引力的差距與新體制下的估計均衡應該是什麼(滯脹是核心風險)。

投資者應抵制大幅增持政府債券的誘惑。久期管理有更大的靈活性,但短期趨勢有利。在尋求安全(相對於更高滯脹風險)時,股市為具有債券特徵的股票提供了空間,這些股票可以獲得「安全」核心資產的地位。這些是具有高收益可見度和低債務的名稱。



Monica DEFEND
東方匯理研究所所長

歐洲的滯脹風險

俄烏戰爭可能主要透過兩個渠道影響歐洲經濟。(1) **直接風險敞口**。2020年,俄羅斯是歐盟第五大貿易夥伴,對俄出口約佔歐盟出口總額的6%。(2) **間接風險敞口**。歐洲能源脆弱性仍然很大,因為俄羅斯是歐盟原油、天然氣和固體化石燃料的主要供應國。因此,油氣通道是壓力的主要來源:

- **2022年增長下調,通脹上調**。GDP將受到-1%至-1.5%的影響(消費減少和投資減少),導致同比增長落在2-3.2%之間。該地區面臨着最高的滯脹風險,我們預測的較低端可能會出現暫時的衰退結果。在通脹方面,CPI將比我們之前的估計高1.5%,通脹峰值(6-7%)仍遙遙領先(可能在第二季度),今年的年均通脹率為6%。然而,在第四季度,通脹可能會下降到4-5%。
- **對收益方面的擔憂**。甚至在經濟衰退開始之前,歐洲就有可能出現盈利衰退。如果我們看一下PPI和CPI通脹和供應鏈瓶頸(即投入品價格、商品、能源的上漲),我們會發現存在相當大的差距。這意味着如果生產商未能提高價格,利潤率將受到影響,因為他們將被迫吸收不斷上漲的成本。但如果公司確實提高價格,風險在於銷量會受到影響,最終可能會影響利潤。

投資後果。我們建議對環球股市持中性立場。在固定收益方面,正在進行重新校準。技術面疲軟,受央行減少支持、利率上升和經濟增長壓力等綜合因素的影響,需要對信貸進行防守型配置。此外,流動性壓力和對質量的追求意味着對政府債券和現金的升級。最後,持續的通脹要求以通脹掛鉤債券、黃金和一些實物資產的形式向敏感資產傾斜。

固定收益



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

由於政策制定者(貨幣和財政)的支持有限,信貸利差可能會擴大,尤其是在實際利率開始上升且收益面臨壓力的情況下

信貸是重新定價的首選:要保持警惕

由於我們看到滯脹風險迫在眉睫,我們還認為美國和歐洲的經濟增長和通脹模式可能會出現分歧。在美國方面,通貨膨脹由工資上漲和商品價格上漲推動,而在歐洲,商品價格則是主要原因。因此,未來的走勢可能以政策分歧和不可預測性為特徵。話雖如此,各國央行很高興地落後於曲線,現在大西洋兩岸的鷹派姿態是其中一些共同點。將這些鷹派基調與潛在的收益壓力結合起來,儘管企業基本面強勁,投資者仍應謹慎對待風險資產。在市場承壓時應考慮政府債券的保護性質,但要記住利率方向是上漲的。

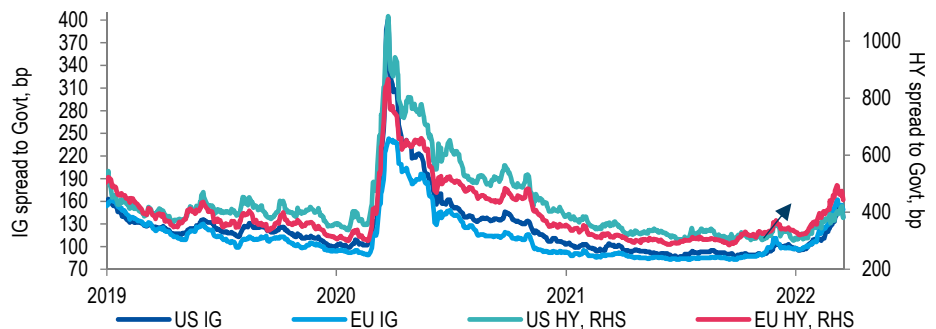
環球及歐洲固定收益

儘管我們對核心歐洲、美國和英國的久期持防禦態度,但在市場轉向質量和歐元利率重新定價的情況下,我們的謹慎程度略為降低。在外圍方面,鑑於碎片化風險,我們對意大利BTP更為謹慎。投資者可以策略性地在曲線水平上把握機會:在此,我們看到歐元收益率曲線趨於平緩,而加拿大/澳洲則趨於陡峭。在其他地方,中國的久期敞口提供了一些多元化投資機會,而美國TIPS似乎適合對沖。我們正在透過衍生品對信貸持中立觀點,這些衍生品也為投資組合提供保護功能。地緣政治方面的不確定性正在產生高波動性,尤其是高貝塔週期性指數的下行趨勢。因此,由於經濟增長疲軟的潛在影響,我們對次級債、週期性(能源、汽車)的看法略遜一籌。整體而言,投資者應優先考慮流動性,注意盈利惡化並避開槓桿領域。

美國固定收益

在通脹、預期政策行動和投資者尋求安全的背景下,核心收益率將繼續波動。我們承認,強勁的

信貸利差承壓



Source: Amundi Institute, Bloomberg, 18 March 2022. Spreads for ICE BoFA Indices.

GFI-環球固定收益; GEMs/EM FX-環球新興市場外匯; HY-高收益; IG-投資級; EUR-歐元; US-美國國庫債券; RMBS-住房抵押貸款支持證券; ABS-資產支持證券; HC-硬通貨; LC=本地貨幣; MBS-抵押貸款支持證券; CRE=商業房地產

勞動力市場、消費者收入和相對寬鬆的金融條件應可推動國內經濟活動。這些因素,再加上冬季正在消退和其他國家能源供應增加的前景,應該有助於抵消石油上漲對美國經濟的影響。因此,我們維持對久期的短期偏好,但在收益率曲線上保持敏銳。另一方面,證券化資產(非住宅、CRE)和機構MBS提供了選擇性機會。在企業信貸方面,我們保持謹慎態度。有趣的是,隨着各企業希望在利差擴大的環境中籌集信貸,我們注意到一級市場上新發行的慷慨優惠。不過,我們更喜歡特殊因素(特定於公司),強調發行人層面的選擇和穩健對沖的必要性。

新興市場債券

在一個支離破碎的新興市場世界中,我們對久期持防禦態度,並密切關注波動性加劇導致的流動性風險。如果有吸引力的切入點成為現實,這應該可允許投資者動態適應。在硬通貨債券方面,我們較喜歡高收益而非投資級,而在本幣債券方面,我們在外匯方面持謹慎態度並具有高度選擇性。大宗商品出口商可能會從近期事件中受益。因此,我們積極探索可能受益於能源價格上漲的主權/公司債券領域。

外匯

我們對美元保持樂觀,對歐元和日圓持謹慎態度,但鑑於日圓在市場壓力下的避險性質,我們降低了對日圓的防禦性看法。在新興市場,由於能源價格上漲,我們看好商品貨幣,並看好墨西哥比索、智利比索等精選拉美外匯。

股票

在較不確定的盈利路徑中, 美國受到青睞



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

歐洲較低的增長預期和迫在眉睫的滯脹風險要求對週期性領域保持謹慎, 並支持美國股票的相對吸引力, 重點是質量和股息

整體評估

過去幾週市場波動加劇, 顯著提高了風險溢價並擴大了與經濟增長相關的結果。接近危機的歐洲受到的影響較大; 美國就較少。現在, 情況大致相同——通脹加劇, 甚至可能拖累收益的增長減少。在這種環境下, 我們繼續依靠自下而上的分析, 更傾向於衡量戰爭對即將到來的與通脹、經濟和企業盈利相關的數據的影響, 以評估未來的方向。但很明顯, 通脹將在中期保持不變。因此, 透過整體平衡的心態, 投資者應利用基本面分析槓桿以及價值股、優質股和股息主題來駕馭風暴。

歐洲股票

歐洲經濟面臨的風險最大, 歐洲企業的盈利前景惡化。在這種環境下, 我們將繼續致力於探索市場錯位帶來的相對價值機會。顯然, 汽車等週期性、對經濟敏感的行業將受到更大影響, 其嚴重程度視乎危機的持續時間和深度。

整體而言, 我們認為投資者應考慮在週期性和防守型行業中增加質量較高、資本較雄厚的公司。我們仍然傾向於在中期看好價值投資。從行業角度來看, 我們仍然看好必需消費品和醫療保健, 並上調了我們對工業股的展望, 因為該領域自下而上的公司股票具有吸引力。另一方面, 我們仍然對資訊科技持謹慎態度 (略少), 並維持對公用事業的謹慎看法。

美國股票

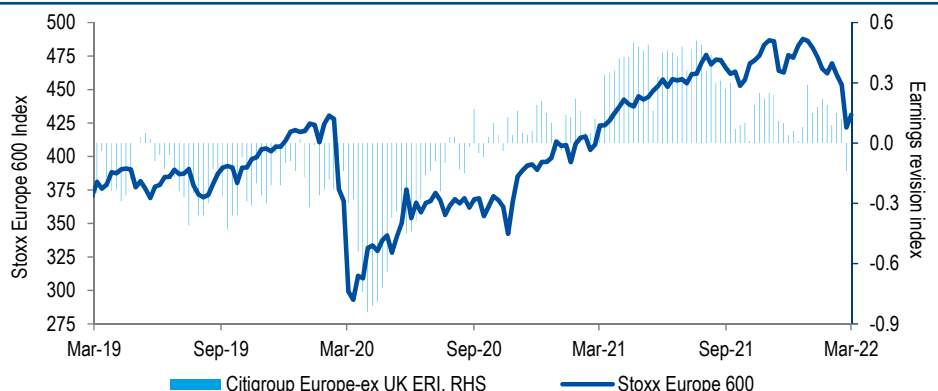
在美國方面, 我們預計不會出現經濟衰退, 因為市場流動性充足, 勞動力市場強勁, 消費者收入

強勁。然而, 我們看到經濟復甦的壓力可能會給企業實現2022年的利潤預期帶來困難。因此, 在我們尋找名稱的過程中, 我們將繼續減少對週期性業務的關注, 而加倍關注價值和質量。我們尋找營運效率的特徵 (低資本支出/銷售、低庫存/銷售增長、低員工流動率)。其次, 我們對透過回購和派息獎勵少數股東的公司持樂觀態度。相比之下, 我們認為, 作為一個整體, 增長型股票價格與價值仍然很高, 我們避免了無利可圖的增長型股票名稱。在行業層面, 相對於非必需消費品零售, 我們對消費服務較為看好。在銀行方面, 我們專注於資本充足、槓桿率降低、更多以零售為導向並擁有大型國內業務的企業。這些特點應可使這些企業能夠更有效地應對危機。在科技領域, 鑑於科技支出通常對經濟不太敏感, 我們會探索價格合理且週期性較小的優質股名稱。

新興市場股票

當前的中斷 (商品價格上漲、通貨膨脹) 不會平等地影響所有新興市場。在這方面, 東歐最容易受到經濟溢出效應的影響, 但拉美可能會受益於較高的商品價格 (看好巴西)。我們亦對中東的石油和天然氣出口國 (阿聯酋) 持樂觀態度。在亞洲方面, 中國對俄羅斯的立場、其財政刺激措施以及該國如何應對新一輪的新冠疫情是我們正在監測的關鍵點。在行業層面, 我們看好非必需消費品和房地產, 並維持加強對價值型而非增長型投資的傾向。

歐洲盈利修正承壓



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Weekly data as of 16 March 2022. European Earnings Revision Index on the RHS. Negative reading indicates earnings have been revised downwards, where as positive number shows an upward revision.



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監

前言

烏克蘭戰爭處於轉折點

透過將烏克蘭戰爭稱為「歐洲歷史上的結構性轉變」，歐洲領導人表明了這場戰爭可能在中期導致的政權更迭。

在短期內，戰爭的經濟後果將視乎衝突的持續時間和激烈程度。在一個月的戰爭之後，我們可以透過以下幾個因素進行初步評估：

- 俄羅斯軍隊在地面上陷入困境，遇到嚴重的後勤問題（缺乏燃料、口糧甚至彈藥），並且正在遭受初期的軍事挫折。
- 烏克蘭人由至少28個國家提供武器，其抵抗和戰鬥精神證明是有效的。這場戰鬥比俄羅斯軍事戰略家預期的更為激烈和漫長。俄羅斯的人力和物力成本相當可觀。烏克蘭官員估計，約有17000名俄羅斯士兵喪生，這比阿富汗戰爭期間（10年內死亡15000人）還多。
- 烏克蘭總統澤連斯基在國內外都確立了自己作為軍閥的地位。他在西方民主國家議會上的高調露面使他成為體現和激發抵抗的英雄人物。
- 在外交方面，烏俄雙方在中斷三週後在土耳其恢復了會談。俄羅斯人宣佈改變策略並承諾降級，但沒有取得重大突破。焦點是停火的條件。被佔領土（頓巴斯和克里米亞）的地位不在議程上，但很明顯，這將是即將舉行的談判之核心。總統澤倫斯基將接受烏克蘭的中立地位，但前提是要保證烏克蘭的安全（保證接近北約《第5條》的保證）並獲得公投批准。
- 歐盟決定在G7國家的支持下逐步減少對俄羅斯的能源依賴。碳氫化合物行業仍然相對沒有影響到歐洲，但壓力已經加大；德國已經致力於：(i) 在夏季前將俄羅斯石油進口量減半；(ii) 在秋季前停止進口俄羅斯煤炭；(iii) 到2024年年中停止進口俄羅斯天然氣。

簡而言之，普京已經面臨深刻的經濟和政治挑戰。在軍事方面，挫折正在增加。從我們的角度來看，三月份的事件增加了未來幾個月停火和全面談判的「短期」戰爭的可能性。中國的議價能力實際上已大大增強，我們仍然相信中國將在結束這場危機中發揮關鍵作用。在短期內，「垂直升級」的風險——使用化學、生物甚至戰術核武器等的非常規武器——已經降低。然而，談判將需要很長時間，在我們看來，不應認為衝突升級甚至擴大的風險已經消失。不確定性上升，仍然有必要考慮替代方案。

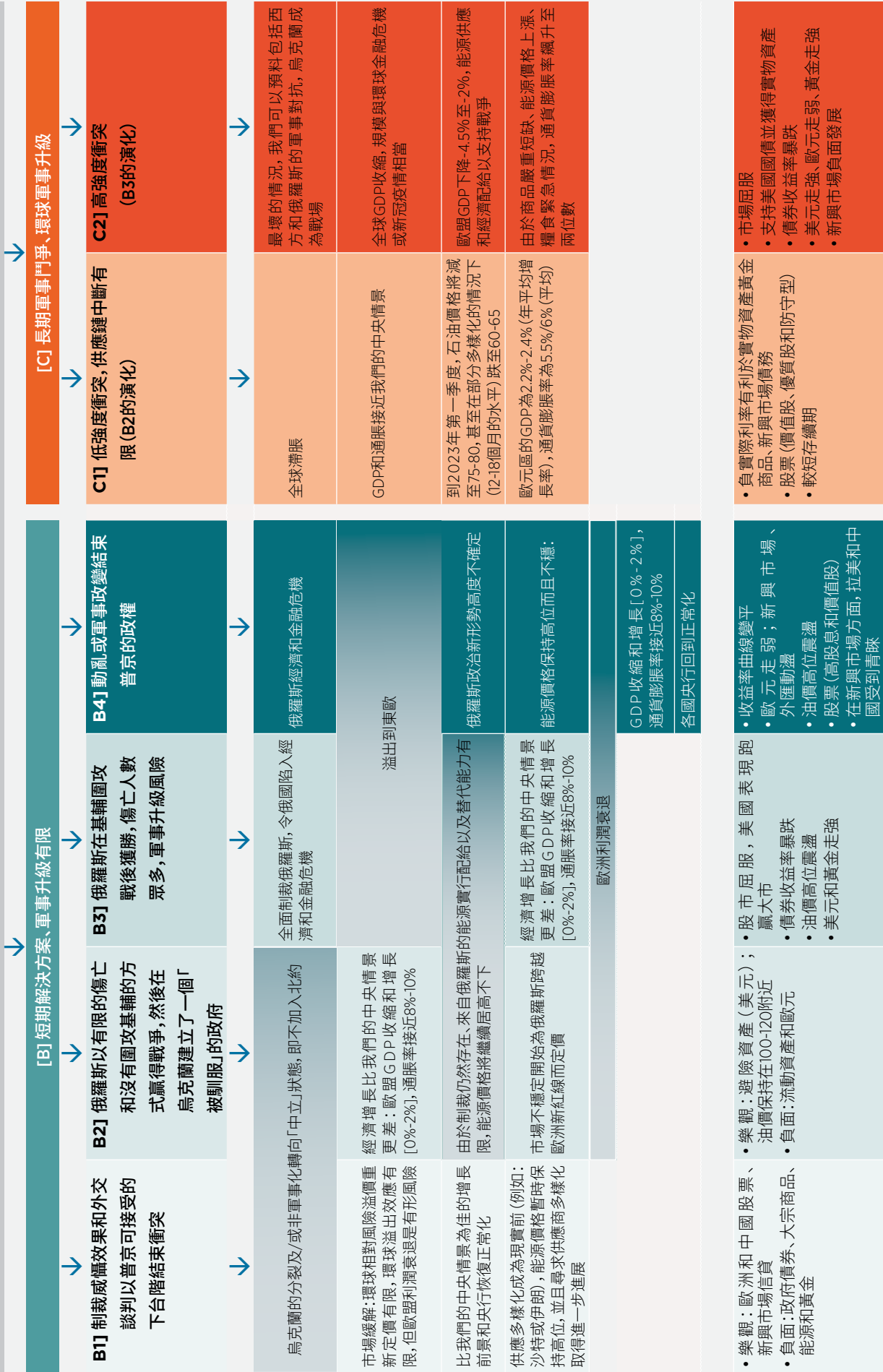
無論如何，這場戰爭將標誌着歐洲國際關係和軍事理論的轉折點，並導致一種新的全球化形式。這場衝突挑戰了幾十年來已經確立的理論，特別是經濟一體化是對抗戰爭的堡壘的範式。這場危機加劇了供應鏈多樣化的需求，並出於策略和/或彈性目的而重新安置一些生產。與俄羅斯的經濟聯繫肯定被削弱了。

最後，從經濟角度來看，烏克蘭戰爭加劇了主要央行的困境，因為一方面戰爭將推高通脹（對所有價格產生溢出效應），另一方面，戰爭增加了增長放緩的風險。由於各國央行低估了在新冠危機期間採取的財政和貨幣措施的通脹後果，這種困境更為明顯。在美國尤其如此。1970年代末和1980年代初的一個教訓是，遲到的行動可能導致通貨膨脹紮根，需要更積極的緊縮政策並造成長期痛苦。但另一個教訓是，軟着陸很難實現，而且當金融條件收緊過快時，衰退的風險就會增加。

央行和投資者將不得不在這兩個陷阱之間遊走。在本文，我們力求在這個充滿不明朗因素和變化的世界中為投資者提供一些指導。

本文於2022年3月30日定稿

[A] 俄羅斯已入侵烏克蘭某些部分,但正面臨抵抗阻力和前所未有的經濟制裁。高層會談已經開始,但未有解決方案——俄羅斯核武處於高度戒備狀態



資料來源:東方匯理研究所

問答



Éric MIJOT
發達市場策略研究部主管

將價值與質量和安全
股息相結合

1] 在您看來，環球股票市場最具彈性的領域是什麼？

當前的市場階段對應於美國週期的一定成熟度。在股市自年初以來一直面臨美國聯儲局收緊貨幣政策加速的同時，大宗商品價格持續上漲。自二月以來，俄羅斯入侵烏克蘭，尤其是歐洲，加劇了這種情況。因此，市場必須應對利率上升、商品價格上漲以及盈利增長可能放緩的問題。

在風格上，多元化是謹慎的做法。價值風格考慮了利率的進一步上升，並且在滯脹環境中歷來表現良好。優質股票（低杠桿）和股息高且安全的股票，更具防禦性，也佔有一席之地。

從地區來看，美國市場在今年年初的市場拋售中並沒有辜負其韌性的聲譽。儘管如此，美股仍然比其他市場為貴。因此，我們應該利用其深度來尋找優質價值股，因為成長股目前仍面臨加息的壓力。否則，例如，商品價格上漲正在使加拿大、澳洲、挪威和墨西哥受益；這些是值得考慮的良好補充。英國市場可以用來扮演大宗商品價格上漲和經濟放緩之間的過渡階段。與工業股相反，能源股在當地佔很大比例。同時，能源股是任何股票市場中股息收益率最高的投資產品之一。最後，如果經濟衰退最終導致大宗商品價格下跌，瑞士市場將進一步推動該週期。它可以作為健康股（相對於能源股）的代表。

最後，我們不應忘記，任何解決烏克蘭衝突的前景都將有利於股市大幅反彈，而這將有利於在低迷時期遭受最大打擊的板塊，如歐元區、金融和非必需消費品股。由於經過嚴重減持，這些細分市場將成為反彈期間表現不佳的一個原因。

本文於2022年3月25日定稿

2] 大宗商品還有更多上漲空間嗎？

大宗商品總是由四組因素驅動——基本面、地緣政治、結構和週期性。今天，所有四個因素都支持並支撐大宗商品價格，尤其是基本金屬和能源價格。

近期商品市場的反彈已經縮小了相對於名義增長（即週期性因素）的低估差距。因此，大宗商品的可持續上漲不能僅僅基於復甦的說法。

如今，地緣政治因素顯然至關重要。與烏克蘭最近的慘劇相關的供應不足問題將為天然氣帶來壓力。制裁和烏克蘭港口活動關閉正在造成從穀物到鋼鐵等各種商品的普遍短缺。提醒一下，俄羅斯和烏克蘭合計佔全球小麥出口的30%。

我們對大宗商品的結構性樂觀態度與綠色轉型和關鍵基本金屬潛在的長期供需錯配有關。庫存處於歷史低位，並且沒有改善的跡象。如果我們根據增長和庫存調整主要商品的估值，主要商品看起來很便宜，儘管最近出現了反彈，並且是最便宜的資產類別之一。

在此背景下，我們重申對大宗商品的樂觀看法，儘管近期出現反彈，這對通脹產生合乎邏輯的影響。

本文於2022年3月29日定稿



Lorenzo PORTELLI
交叉資產研究部主管

問答



Alessia BERARDI
新興市場宏觀與策略研究部主管

大宗商品價格上漲對淨出口商有利，但要注意高通脹和更高的財政成本以作遏制

3] 如何評估新興市場對烏俄衝突的影響？

為了評估最近的地緣政治事件對新興市場世界的影響，我們一直關注一些潛在傳播渠道，一個是供應衝擊的風險和對大宗商品領域的影響，第二個是衝突附近地區/國家的需求減少。

雖然可以透過地理距離(移民流動在其中發揮重要作用)輕鬆評估與衝突地區的接近程度，但當我們提到接近程度時，還需要考慮其他更全球性的方面，包括商業/投資聯繫和旅遊流量，還有匯款。從這個意義上說，預計東歐(新興經濟體或前沿經濟體)將受到俄羅斯和烏克蘭風險敞口的大部分直接打擊，以及來自核心歐洲國家需求更加疲軟的間接打擊。儘管如此，在能夠保持一定程度的中立且不會招致二級制裁的鄰近邊境國家中，靠近可以帶來機會，例如從俄羅斯的商業搬遷和貿易和資金流的重新定位或代替烏克蘭產品的出口農產品中受益。

當我們細看商品渠道時，首先，由於所涉及的國家類型，我們需要着眼於更廣泛的領域，包括能源、農業甚至金屬，在這些領域中，短期衝擊正在增加從淨零開始的更多結構性推動轉型野心。其次，公平地說，與在出口商和進口商之間劃定淨偏好線以確定贏家和輸家相比，大宗商品價格上漲將產生更複雜的影響。雖然我們首先考慮了這些國家相對於大宗商品貿易的外部地位，但這些項目在其通脹籃子中的相對權重以及限制通脹飆升的財政成本當然也是值得考慮的因素。能源和糧食淨進口國將一致經歷外部和財政惡化。進口費用飛漲，一些政府急於透過制定財政舉措來限制家庭的痛苦，例如增加補貼、價格上限、現金發放、消費稅削減，從而導致更高的財政成本。當然，已經報告嚴重雙赤字(財政和外部)以及更脆弱的債務狀況的經濟體可能遭受的損失最大，也更有可能是發生評級調整或違約。俄羅斯與烏克蘭的衝突無疑加速了斯里蘭卡與國際貨幣基金組織的討論(經過長時間的猶豫)，高油價和旅遊收入的下降進一步限制了該國償還外債的能力。

相反，大宗商品出口國應該是近期地緣政治事件後果的相對受益者。事實上，拉丁美洲國家不僅距離衝突區很遠，而且在貿易方面的聯繫相對較少(如果我們將歐元區作為一個整體考慮，則更是如此)，而且那些與大宗商品週期最正相關的國家也是如此(透過石油、農業或金屬)，而墨西哥是該地區主要國家中最重要的例外情況。然而，更高的投入成本進一步拖累已經非常緊張的通脹狀況(拉丁美洲，僅為其中一例)，可能會延長其央行的緊縮立場(對增長不利)。此外，遏制通脹進一步飆升的緊迫感要求加大財政支持力度，但會轉移財政資源或惡化脆弱的財政狀況。事實上，高油價似乎並沒有讓尼日利亞這樣的國家受益，尼日利亞政府將利用其財政收入為燃料補貼提供資金。在需要確保糧食安全和通貨膨脹嚴重的國家(例如：非洲國家)，這個問題甚至更大。從好的方面來說，如果不立即將其用於公共資本支出，石油收入的增加將使海灣合作委員會(GCC)國家能夠補充在大流行危機期間耗盡的石油基金儲備。





本文於2022年3月29日定稿



中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)



本月更新

與上個月相比，我們保持中央情景和替代情景的敘述和概率不變。未來幾週，烏克蘭戰爭可能以多種方式演變(參見「烏克蘭危機」圖表)，對經濟和金融市場產生重大影響

下行情景 30%	中央情景 60%	上行情景 10%
重新陷入滯脹	道路坎坷，地區分化	包容且可持續的增長
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none">  烏克蘭的持續戰爭正在損害信心和活動，並推高大宗商品和能源價格更長時間，並擾亂供應。  新冠病毒Omicron變種的復甦導致新的移動限制和瓶頸。  這兩個觸發因素都會導致經濟下滑，而通脹仍然處於高位且不受控制。  重新實施貨幣和財政寬鬆政策，可能是金融抑制的進一步舉措。  在增長放緩的情況下出現通脹，迫使一些央行，尤其是歐洲央行偏離其指導方針，並可能失去信譽。  旨在應對氣候變化的政策和投資被推遲及/或國家政策實施無序。 	<ul style="list-style-type: none">  烏克蘭戰爭正在打擊信心，推動商品和能源價格暫時走高。  新冠肺炎成為風土流行病，並有一波波的隨機傳染浪潮。  環球經濟活動保持好於前幾波浪潮，但供應鏈瓶頸將持續到2022年底。  2022年的增長趨勢逐漸減弱。2023年面臨下行風險。由於中國經濟放緩、Omicron變種的負面影響和通脹加速，2022年上半年疲軟  由於能源和大宗商品價格高企、供應方瓶頸、工資壓力上升，整個2022年通脹壓力持續存在；並在2023年減弱。通脹是一個心理和政治問題。  貨幣政策不同步：美國聯儲局從逐漸退市轉向輕微量化緊縮的快速轉變，並在啟動加息週期；英國央行處於軟性加息週期；歐洲央行重新調整量化寬鬆，並可能在2022年加息；中國人民銀行偏向於寬鬆政策。利率會走高，但會在更長時間內保持低位。  財政政策：取消部分支持，但在短期內使用公共資金和補貼來緩解能源轉型對家庭的影響。  氣候變化會擾亂商品週期並加劇滯脹趨勢，從而影響經濟增長和通脹。 	<ul style="list-style-type: none">  烏克蘭戰爭因有限的能源和大宗商品市場中斷而迅速結束。  本土疫情消退速度比預期要快，儘管有變種出現。  額外儲蓄和工資增長會鼓勵消費，而不會侵蝕企業利潤。  由於技術變革和結構改革，生產力將提高。  通貨膨脹仍然得到控制。  由於投資更強勁而且儲蓄減少，利率有所上升。  各國央行的政策正常化受到金融市場的歡迎。 <p>由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。</p> <ul style="list-style-type: none">  與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。 <p>一 潛在觸發因素包括烏克蘭戰爭結束、結構性改革、有效的藥物及疫苗運動，以及由於權力下放而產生的包容性金融。</p>
市場影響	市場影響	市場影響
<ul style="list-style-type: none"> — 偏好現金、美元和美國國債 — 使用最小波動率策略 — 黃金 — 大宗商品及能源 	<ul style="list-style-type: none"> — 經風險調整後的實際預期回報較低 — 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制 — 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹 — 新興市場：短期謹慎，長期實際收入和增長故事完好無損 	<ul style="list-style-type: none"> — 美國國債曲線熊市變陡 — 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產 — 偏好掛鉤產品和股票作為通脹對沖

 地緣政治  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 and 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

考慮到烏克蘭戰爭及其對經濟和金融風險的潛在影響，我們將經濟和地緣政治風險的概率保持在30%。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 30%

- 石油和天然氣沖擊導致**環球經濟衰退**，並隨着烏克蘭戰爭停滯不前出現情緒惡化
- 在俄羅斯經濟崩潰、能源價格上漲、通脹失控和移民危機之後，東歐**出現經濟危機**
- **新冠疫情大流行 3.0**
 - 在Omicron (2.0) 之後，一種更危險且具有疫苗抗性的變體開始了新的浪潮
 - 新的封鎖措施或流動限制可能進一步破壞環球復甦
- **供應鏈瓶頸的影響**持續（中國新一輪封城措施），投入成本壓力導致企業盈利衰退
- **中國房地產市場崩潰**，導致增長前景下降
- **貨幣政策失誤**
 - 在地緣政治高度不確定的情況下，各國央行的溝通不暢。
 - 各國央行低估了供應驅動的通脹的強度並失去了控制
- **與氣候變化相關的自然事件**損害了經濟增長的能見度及社會平衡。

+ 現金、掛鉤證券、日圓、黃金、美元、優質（相對增長型）投資產品、防守型（相對週期性）投資產品、石油

- 風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

財務風險 20%

- **主權債務危機**
 - 持續的戰爭將損害發達市場脆弱的公共財政，因為公共債務佔 GDP 的比例已經處於歷史高位
 - 大多數國家都容易受到評級下調和利率上升的影響。
 - 解除通脹預期可能導致債券市場混亂和更嚴厲的貨幣緊縮
 - 新興市場的脆弱性亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險
- **企業償付能力風險增加**，儘管隨着不確定性上升和企業利潤率受壓，基本面表現強勁（投入成本高、雙訂單導致盈利預警）
- **廣泛的漂綠和ESG投資泡沫**損害了能源轉型資金
- **美元不穩定**並逐漸喪失其儲備貨幣地位導致貨幣市場不穩定

+ 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

- 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

(地緣) 政治風險 30%

- **烏克蘭戰爭***
 - 俄羅斯軍事成功後的短期決斷：隨着投資者開始對普京越過新紅線進行定價，市場仍然不穩定
 - 持久的軍事鬥爭導致高強度衝突，導致西方軍事對抗和潛在的市場投降
- **歐盟政治分散化**和民粹主義選票導致在如何管理與俄羅斯的關係上存在分歧
- **美國對中國採取強硬路線**，以阻止任何企圖入侵台灣的行為。南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭的風險
- **新興市場政治不穩定**由以下因素驅動：
 - 病毒危機管理混亂
 - 食物及能源價格上漲，導致類似阿拉伯之春的動盪浪潮
- **中美在能源轉型上失去公信力**，破壞巴黎協定
- 由於缺水和遷徙，**全球變暖**導致衝突風險增加
- **網絡攻擊或數據洩露**，破壞安全、能源和健康服務領域的資訊科技系統

* 有關潛在結果的詳情，請參閱「烏克蘭危機」圖表（第9頁）

+ 發達市場政府債券、現金、黃金、美元、波動率、防守型投資產品、石油

- 信貸和股票、EMBI

資產縱橫：檢測市場轉折點

本月更新：情緒紅綠燈已從綠燈變為黃燈

- 轉折點已經出現
- 接近轉折點
- 言之尚早

經濟背景

- 烏克蘭戰爭為宏觀經濟帶來了巨大的不確定性，這與石油和大宗商品價格的發展以及貿易方面的風險有關。隨着中國實施新的封城措施，兩者都與戰爭、制裁和供應鏈中斷有關。
- 由於能源食品和整體大宗商品價格上漲，通脹將在幾個月內繼續走高，對消費者和企業產生負面影響，從而降低國內需求前景。
- 滯脹風險在歐元區尤為突出。
- 雖然硬數據並未顯示戰爭的影響，但信心數據開始惡化，突顯出增長前景面臨的重大下行風險。

基本面與估值

- 流動性對市場的支持將減弱，而更高的利率正在侵蝕相對價值的考慮
- 通貨膨脹是倍數擴張的另一個不利因素，而至少在歐洲，預期仍然非常樂觀。
- 總而言之，估值和當前水平很容易受到基本面潛在負面意外的影響。

中立 + 資產配置

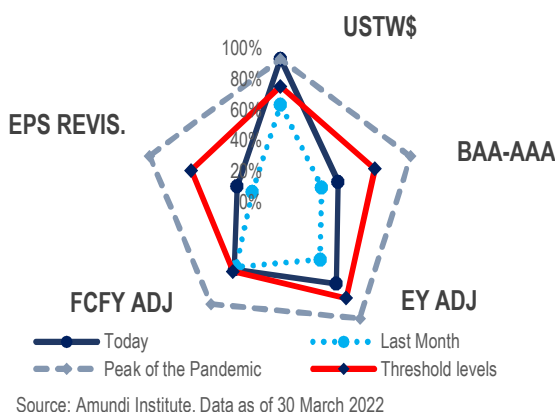
技術資料

- 截至今天，技術指標一直缺乏領先的屬性。
- 大多數風險資產的中期趨勢未能出現結構性去風險（趨勢跟隨訊號在月初急劇惡化，然後轉回中性），超賣訊號無法維持結構性反彈。
- 當前的市場環境不斷吸收快速錯位的機會。不斷惡化的宏觀背景，加上貨幣政策正常化的需要，阻礙了推動資產配置決策的技術支柱。

情緒

- 俄羅斯和烏克蘭之間地緣政治緊張局勢的緩和推動大多數風險資產在2022年3月的最新交易日走高。
- 我們的風險情緒指標走勢與這次波動性的上升一致，三分之二的指標（即MoMo和金融狀況指數）表明市場的避險情緒高於平均水平。
- 另一方面，CAST表明，在決定是否消退或買入近期風險範圍內的反彈時，基本面的彈性將是關鍵。信貸風險溢價（穆迪Baa-Aaa）與我們的預估警戒（100個基點）相提並論，賣方每股收益修正仍為正數，但情況正在惡化。

資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



CAST風險認知未能顯示結構性增加，儘管最近的數據顯示避險概率超過20%。每股盈利修正的惡化仍然有限，信用風險溢價（我們使用穆迪的Baa-Aaa利差代表）未能超過我們的警報閾值（即100個基點）。然而，在我們看來，美元是強烈要求避險的維度，其溢出到剩餘維度會使情況複雜化。

研究方法：我們考慮五種我們稱之為「前哨」的輸入數據：美元貿易加權指數 (USTW\$)、穆迪的Baa-Aaa、每股盈利修正、已調整盈利收益率風險、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 增長和通脹宏觀經濟預測

美國

- 增長下調:22年第四季度環比從2.5%跌至1.9%，2023年第四季度環比從1.9%跌至1.7%，關鍵信息是增長比預期更快地達到潛力和低於潛力。
- 通脹上調:核心PCE現在正在走高:從2022年第四季度環比從3.2%升至4.1%，而受石油和大宗商品的綜合影響，第四季度環比整體CPI從3.5%升至5%。

歐元區

- GDP增長:2022年同比增長2.3% (為3.4%)，2023年同比增長1.8% (為2.1%) (年均值)。根據我們共同的石油/大宗商品情景，2022年上半年基本持平 (環比0.1%)，下半年小幅「復甦」，因為能源和通脹的一些拖累有所緩解。在此階段不排除徹底衰退，但在國家層面上比在歐元區整體上更嚴重。
- 通脹:2022年為6.3% (為4.3%)，2023年為2.6% (為2.1%)。22年第二季度的峰值為7.1% (季度平均值)，然後緩慢減速 (同樣，這裡石油/商品假設的作用非常相關)。

英國

- 現在將2022年的增長從4.3%下調至3.8% (超過2.6%)，這意味年內季度增長非常有限，主要集中在第一季度 (目前為1%+)，隨後增長非常疲軟在接下來的幾個季度中，由於通貨膨脹稅拖累了消費。預計2023年的增長約為1.5% (之前為2%)。
- 由於能源和食品價格動態走強，2022年通脹率平均為7.1% (之前為5.7%)，2023年為3.5% (之前為2.4%)。預計峰值將在4月左右出現，Ofgem能源價格上限上漲+54%。另一輪將在10月發生，但根據我們的預測，通脹將從第二季度開始繼續減速。

2 由於烏克蘭戰爭，預計CPI/PPI比率將進一步惡化，歐元兌美元有望進一步調整

- 相對於國際同行，在將更高的投入成本轉嫁給消費者方面，美國表現出更大的靈活性。
- 由於烏克蘭戰爭對能源價格的影響，歐元區的PPI可能會繼續走高，因此我們看到烏克蘭戰爭朝着同一渠道發展，歐元生產力相對於同行進一步惡化 (瑞士法郎、美元、英鎊在當前時刻都處於更好的位置)。
- 歐元兌美元還受到美元與歐元利差擴大以及歐元收益率曲線正向移動部分增加的推動。然而，歐元區經濟相對於美國的淨生產力損失正在轉化為歐元中期基本面的結構性惡化。隨着地緣政治進一步增加壓力，該貨幣可能在未來幾個月內繼續走弱。在這種背景下，瑞士法郎走勢看起來會更好。

投資後果

- 歐元兌美元將不得不吸收衝擊，預計該貨幣的估值將走低，因此，匯市可能較當前水平更加疲軟。

3 全國人大會議後的中國政策立場

- 最近的地緣政治事件、影響全球需求和對新冠病毒零容忍的堅持對中國整體而言是負面的。我們將2022年GDP增長預測從(4.2-4.5%)下調至4%。
- 雖然成本壓力可能會減緩生產者價格的下降，但在服務需求復甦仍然疲軟的情況下，預計消費者通脹將更加溫和。
- 全國人大和官員的其他評論證實了對經濟的政策支持以及最近對股票市場的持續支持 (儘管細節不足)。
- 儘管近期出現了一些小插曲，但信貸增長應該會繼續保持上升趨勢，政府債券供應預計將在過去一年的水平上保持穩定，貨幣政策的寬鬆尚未結束 (預計進一步降準和降準)。

投資後果

- 維持長期看好中國地方政府債務的立場。

新冠疫情更新

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

雖然西方領導人的注意力主要集中在烏克蘭戰爭上，但新冠肺炎疫情及其Omicron BA.1和BA.2變體繼續取得進展。在英國，錄得的病例數再次接近2021年底創下的紀錄。據報導，上星期英格蘭每16人中就有一人感染了新冠病毒，蘇格蘭每11人中就有一人感染了新冠病毒。在法國方面，每日新增病例數接近15萬宗，這一水平在幾個季度前可以引發全國範圍的封城措施。然而，深切治療部的住院率仍然很低，醫院系統亦沒有像之前的浪潮那樣處於飽和的邊緣。

然而，在中國方面，病毒蔓延已促使當局實施新的封城措施。最初是在大型電子元件工廠所在的深圳地區，並最近蔓延至上海。中國的金融資本目前一分为二，以黃浦江為分界線。2600萬人口中的一半將受封城措施影響至4月1日，預計該市的另一半將在下週遭受類似的命運。中國當局的「清零」政策正在考驗其極限，因為根據官方病例數，將數百萬人封鎖在關鍵經濟區可能與歐洲相比顯得不成比例。對中國經濟夥伴的經濟影響可能非常嚴重。

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	=/+	▲	雖然我們看到通脹上升和聯儲局取消支持帶來的壓力，但我們亦認為勞動力市場強勁，消費者收入和儲蓄高。再加上強勁的企業資產負債表和國內能源供應，應該可以減輕能源價格上漲帶來的風險。我們繼續依靠自下而上的選擇過程。
	美國價值	+		顯示出強大定價能力、保持盈利增長趨勢和營運效率的優質價值名稱提供了選擇性機會，因為我們認為該細分市場的估值仍然具有吸引力。這應該輔之以有利於透過回購、股息獎勵股東的名稱的相對價值機會。
	美國經濟增長	-		這組估值仍然很高，但我們意識到，在最近的修正之後，某些名稱正逐漸變得有吸引力。然而，利率上升將給仍然被高估的部分的價格帶來壓力。我們整體保持謹慎態度。
	歐洲	-/=	▼	我們認為PPI通脹上升可能會影響盈利，尤其是對於無法將不斷上升的投入成本轉嫁給消費者的公司。重要的是，儘管市場已經反彈，但目前的估值並未反映出該地區不斷惡化的盈利前景。因此，在保持平衡的同時，我們尋找相對價值並關注質量、價值和紅利空間。
	日本	=		雖然石油和其他投入品的價格整體上可能會影響公司的利潤率，但我們看到了寬鬆的政策。不斷變化的新冠疫情形勢是另一個讓我們對收益保持警惕的關鍵因素。
	中國	=	▼	深圳和上海兩個主要城市最新的與新冠疫情相關的封城措施可能會影響供應鏈和增長。雖然政府的支持仍然有力且有針對性（最近的NPC），但我們正在監測俄羅斯與烏克蘭的衝突如何影響商品進口國。從長遠來看，我們認為該國提供了強大的自下而上機會。
	新興市場	=		戰爭衝擊（東歐）對商品/能源價格的上行壓力可能會影響全球增長，從而影響新興市場。然而，影響不會是統一的，這重申了我們對新興世界分散化的看法。我們看好出口商品的拉美國家（巴西）和阿聯酋，但對菲律賓持謹慎態度。
固定收益平台	美國政府債券	-		儘管經濟增長方面仍然存在一些壓力，但美國聯儲局最近的跡象表明，其傾向於以收緊政策控制通脹。我們在久期上保持防禦，但保持警惕立場，因為美國國債可能受益於投資者尋求安全性。在TIPS方面，我們的投資有限。
	美國投資級公司債券	=		鑑於美國聯儲局仍在加息的軌道上，我們在信貸方面是有選擇性的，並且正在限制我們的淨久期敞口。投資級債券估值反映了困難的市場技術以及穩健的企業基本面。因此，這是一個棘手的階段，新發行人提供讓步，但投資者不應忽視自下而上的分析。由於強勁的消費者盈利收益，我們保持積極活躍並繼續探索證券化資產。
	美國高收益公司債券	=		與歷史標準相比，高收益點差昂貴，但資產類別的基本面強勁。儘管該行業應該會受益於能源價格上漲，但我們正在關注市場是否有任何流動性因美國聯儲局的緊縮傾向而減弱的跡象。對慎選的需求很高。
	歐洲政府債券	-/=		歐洲央行的目標是盡量減少經濟衝擊，同時抑制頑固的通脹（因能源價格上漲而加劇），因此表現出相對強硬的姿態。雖然我們對持續時間（歐洲核心）的立場仍然謹慎，但鑑於對質量的追求，我們在跨越曲線和地域的方法上保持靈活。在外圍債務方面，鑑於歐洲央行的鷹派立場和烏俄衝突造成的緊張局勢，我們仍對分散化風險保持警惕。
	歐洲投資級公司債券	=		在高通脹和經濟增長擔憂的環境下，歐洲央行的政策支持逐漸減弱，這使我們對信貸保持中立。雖然點差重新定價使資產類別具有吸引力，但由於盈利增長和流動性的潛在壓力，我們仍然非常謹慎，並專注於相對價值機會。
	歐洲高收益公司債券	=		我們認為高收益債券已經貶值，但鑑於普遍存在的風險，仍遠離公允價值。然而，企業基本面強勁，因為一些企業正在去槓桿化，違約率也很低。我們繼續關注金融狀況，目前仍然寬鬆，並尋求在收益機會與流動性和質量之間取得平衡。
	中國政府債券	=/+		中國債務為全球投資組合提供了多樣化機會，並可能受益於對該國經濟增長的擔憂和中國人民銀行的寬鬆立場。但我們正在監測外匯部分的任何壓力。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		由於偏好高收益債券而不是投資級債券，我們保持強烈的自下而上傾向，但認為發達國家的政策收緊會帶來不利影響。我們亦保持短期立場，並正在觀察俄羅斯局勢如何演變。
其他	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們正在積極管理我們對發行人的債券敞口，這些發行人似乎將從能源價格上漲中受益，但同時需要高度關注選擇。在外匯部分，我們持謹慎態度。
	大宗商品			我們看好大宗商品，尤其是基本金屬和黃金（地緣政治不確定性），因為目前的制度正變得更具通脹性。對供應中斷的擔憂應該會支撐油價。
	貨幣			由於美國的生產力提高和美元的避險性質，歐元兌美元可能在短期內走弱。由於地緣政治緊張局勢（瑞士法郎在這方面的定位更好），未來幾個月該地區貨幣可能會走弱。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年3月24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；HV=高收益公司債券；EM Bonds HC/LC=新興市場硬通貨/本幣債券；WTI=西德克薩斯中質原油；QE=量化寬鬆政策。

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至24/3/2022

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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界各地	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
發達 國家	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
美國	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
英國	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
歐元區	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
德國	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
法國	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
意大利	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
西班牙	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國:** 能源和大宗商品價格上漲推高通脹, 對美國消費者的信心和支出產生負面影響。與此同時, 企業的資本支出意向仍然很高, 這表明雖然美國消費可能正在減速, 但資本支出應能抵禦烏克蘭戰爭對信心的打擊。我們預計GDP將繼續減速至潛在水平, 而整體通脹將在未來幾個月繼續走高, 然後恢復下行, 同時全年整體通脹和核心通脹仍遠高於美國聯儲局目標。
- **歐元區:** 隨著烏克蘭戰爭的繼續, 已經在秋季和冬季出現上漲的能源和大宗商品價格, 將繼續影響歐洲家庭和企業, 我們預計歐洲國家的國內需求將受到重大打擊。歐元區經濟在2月之前一直有改善的跡象, 但戰爭現在已經擱置了復甦; 事實上, 在通脹方面, 假設下半年能源和大宗商品價格走勢疲軟, 我們預計通脹將在幾個月內繼續走高, 然後減速。
- **英國:** 由於能源和大宗商品價格上漲削弱了購買力和利潤率, 高昂的能源價格和搖搖欲墜的市場信心使我們對通脹的預測更高, 對增長的預測更低。除此之外, 更高的食品價格將以更加不平等的方式削弱低收入消費者。鑑於增長前景疲軟, 對勞動力市場趨緊的擔憂可能正在緩解, 就業增長可能放緩, 工資壓力也可能減輕。這反過來將鞏固在持續高通脹面前實際收入的緊縮。
- **日本:** 經濟將繼續受到進口能源價格上漲和供應鏈中斷的影響。也就是說, 隨著新的新冠病例減少, 政府在3月中旬取消了社交距離限制, 並開始向有限數量的遊客開放邊境。私人消費可能會以更快的速度復甦, 引領2022年的整體經濟。至於通脹, 我們預計整體CPI將在第二季度更加果斷地攀升, 並在能源成分的推動下暫時突破2%。然而, 核心CPI將保持在1%以下, 油價的傳導作用有限。

主要利率展望

	30-03 2022	東方 匯理 +6個 月	市場 觀點 +6個月	東方 匯理 +12個 月	市場 觀點 +12個月
美國	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
歐元區	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
英國	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

資料來源: 東方匯理研究所

- **美國聯儲局:** 三月的聯邦公開市場委員會會議在許多方面都表現出鷹派態度。美國聯儲局希望盡快採取中性政策立場, 以便在恢復價格穩定所需的情況下轉向更具限制性的水平。聯儲局主席鮑威爾清楚表明當局決心不惜一切代價降低通脹。經濟預測摘要現在顯示終端利率中位數為2.75%, 高於2.5%的中性水平。此外, 鮑威爾最近重申其使用所有可用工具來實現價格穩定的承諾, 包括在即將舉行的會議期間採取50個基點的變動, 這意味着可能在2022年底或2023年初達到2.5%的中性水平。
- **歐洲央行:** 歐洲央行宣佈可能在第三季度結束其淨資產購買, 並在第二季度更加明顯地縮減規模, 這令市場感到驚訝。與此同時, 央行現在計劃在淨資產購買結束後「一段時間」而不是「不久之後」提高利率指引, 這表明央行希望在加息時間上保持更大的靈活性。歐洲央行決心履行其價格穩定任務, 但承認存在高度不確定性, 因此貨幣政策路徑將更加依賴數據。
- **日本央行:** 日本央行在三月再次維持政策不變。行長黑田東彥明確表示, 預期成本推動整體通脹率從4月起躍升至2%, 不足以讓日本央行收緊貨幣政策, 尤其是在烏克蘭不確定性加劇的情況下。在美國國債收益率上升的情況下, 日本央行亦提供無限制的債券購買以捍衛其收益率目標。直到2021年底, 日本的GDP仍低於新冠疫情之前的水平, 我們預計產出缺口不會在2024年底之前縮小, 這將抑制潛在通脹, 並使日本央行遠離縮減。
- **英國央行:** 在8比1的多數成員中, 英國央行在三月份將銀行利率上調25個基點至0.75%, 這是連續第三次政策會議上調, 這使政策利率回到了大流行前的水平。我們預計英國央行將在下次會議上將利率上調至1.0%, 以開始積極的量化緊縮政策。與此同時, 近期更為鴿派的基調表明, 貨幣政策委員會預計在高通脹和增長風險之間進行更微妙的平衡。此後, 下一次加息後可能會出現停頓。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
歐洲央行理事會	4月14日
日本銀行金融政策決定會合	4月28日
聯儲局聯邦公開市場委員會	5月4日
英倫銀行貨幣政策委員會	6月16日

資料來源: 東方匯理研究所

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至24/3/2022

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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
世界各地	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9
新興市場	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
中國	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
巴西	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
墨西哥	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
俄羅斯	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
印度	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
印尼	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
南非	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
土耳其	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0

資料來源: 東方匯理研究所

- **中國:** 新一波的新冠肺炎疫情已經席捲了一些主要城市(上海、深圳)以及出口中心, 促使地方政府採取有針對性的封城措施和大規模檢測。預計至少到上半年將持續實施新冠清零政策, 這一輪緊縮措施為我們的增長預測增加了下行風險。由於消費面臨更大壓力, 潛在通脹仍然低迷。負基數效應的消退可能會在今年晚些時候推高核心通脹, 但這不會阻止中國人民銀行在增長復甦脆弱的情況下維持寬鬆的政策。
- **波蘭:** 戰爭將透過商品和食品價格上升以及來自難民的更多需求進一步推高波蘭的通貨膨脹。波蘭國家銀行將不得不繼續其加息週期並在有需要時干預外匯市場, 以支持波蘭貨幣茲羅提(złoty)。財政指標不太可能受到太大侵蝕, 因為歐盟將提供財政援助, 歐盟已經決定不對波蘭使用其「法治機制」。儘管歐盟可能會附加條件, 但波蘭國家銀行可能會在未來幾週內獲得批准。由於「下一代歐洲」復甦基金程序的延遲, 歐盟也可能批准特定的資金。
- **印尼:** 儘管有Omicron變體的出現, 但經濟復甦仍以漸進和穩定的步伐繼續。由於該國正受到商品週期的影響(金屬/天然氣多於石油), 如果中國經濟增長的惡化不構成更大的負面風險, 則對增長的影響應該是積極的。政策制定者現在正在處理透過降低補貼來允許更高通脹、限制財政滑坡的兩難境地。我們預計能源價格對終端消費者的傳導將受到限制, 從而使印尼央行能夠逐步實現貨幣政策的正常化。
- **巴西:** 鑑於地理距離較遠、與歐洲地區的貿易和金融風險較小以及商品淨生產國的地位, 地緣政治衝擊對巴西(以及整個拉丁美洲)的破壞性影響較小。儘管如此, 還是會有贏家和輸家。儘管政策制定者努力緩解衝擊, 但通脹仍可能受到影響, 這反過來又會給可支配收入和消費帶來壓力。然而, 與大宗商品相關的產出和資本支出將會增加。巴西央行也將不得不將SELIC利率提高一點, 並延長一段時間。政治方面的一個因素仍然沒有改變——盧拉的失敗。

主要利率展望

	24-03 2022	東方 匯理 +6個 月	市場 觀點 +6個月	東方 匯理 +12個 月	市場 觀點 +12個月
中國	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
印度	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
巴西	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
俄羅斯	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

資料來源: 東方匯理研究所

- **中國人民銀行:** 在令人失望的2月份信貸數據和股市拋售之後, 金融穩定與發展委員會表示, 將提供更強力的支持以恢復市場信心。因此, 儘管中國人民銀行在3月份維持市政流動性融資便利(MLF)利率和貸款市場報價(LPR)利率不變, 但我們認為寬鬆週期尚未結束, 復甦前景充滿挑戰, 消費者通脹疲軟。政策利率(MLF和LPR)再下調10個基點以及存款準備金率下調50個基點的可能性仍然存在。我們還預計, 在公共貸款增加的推動下, 信貸增長將恢復。
- **印度儲備銀行:** 隨著4月貨幣政策會議的臨近, 印度儲備銀行因其鴿派立場、整體CPI略高於目標以及新的成本壓力(能源、食品和化肥)帶來明顯的上行風險而面臨挑戰。儘管當局正在推遲將燃料增加傳遞給最終消費者, 但預計通脹率將普遍高於印度儲備銀行的前景。4月會議可能會向上修正通脹前景並轉向中性立場; 2022年第二季度的首次加息已得到確認, 6月首次加息的可能性高於4月。
- **巴西央行:** COPOM政策委員會在三月份放慢了緊縮步伐(至100個基點), 正如之前預先宣佈的那樣, 並暗示五月份將再次進行相同幅度的加息, 因為它需要將利率「大幅推向一個更具限制性的領域」。但在另一個轉折中, 巴西央行行長坎波斯宣佈六月不一定加息, 因為通脹預計將在四月達到頂峰, 而緊縮週期在加息975個基點後處於成熟階段。這意味最終利率為12.75%。
- **俄羅斯央行:** 在2月28日意外將利率從9.5%上調至20%之後, 俄羅斯央行於3月18日維持政策利率不變, 稱目前的利率應該是暫時的。此前的大動作是在進一步貶值和通脹風險(尤其是盧布大幅貶值)的背景下作出的。鑑於俄羅斯與烏克蘭的戰爭和各國對俄羅斯的各種制裁導致通脹前景加劇, 我們預計俄羅斯央行將至少直至2022年第二季度保持利率不變。從積極的方面來看, Elvira Nabiullina獲提名再度連任俄羅斯央行行長。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
印度儲備銀行	4月8日
人民銀行	4月20日
俄羅斯央行	4月29日
巴西央行	5月4日

資料來源: 東方匯理研究所

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

(2022年3月24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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
美國	5.8	3.1	1.8	4.7	6.9	3.2
日本	1.7	2.0	1.2	-0.2	1.3	0.1
歐元區	5.3	2.3	1.8	2.6	6.3	2.6
德國	2.9	2.0	1.9	3.2	6.1	2.4
法國	7.0	3.0	1.7	2.1	4.7	2.9
意大利	6.6	2.7	1.5	1.9	6.7	2.5
西班牙	5.1	4.0	2.1	3.1	6.5	2.1
英國	7.5	3.8	1.4	2.6	7.1	3.5
中國	8.1	4.0	4.8	0.9	1.4	1.7
巴西	4.6	0.5	1.5	8.3	9.2	4.8
墨西哥	5.4	1.5	1.9	5.7	7.1	5.0
俄羅斯	4.7	-10.0	2.5	6.7	18.6	9.5
印度	9.0	7.5	6.6	5.1	6.2	6.0
印尼	3.7	5.4	4.9	1.6	3.6	3.8
南非	5.3	1.6	1.8	4.6	6.2	4.5
土耳其	11.4	3.2	3.2	19.4	55.9	19.0
發達國家	5.1	2.8	1.8	3.1	5.6	2.6
新興市場	6.8	3.5	4.2	4.4	7.2	4.8
世界各地	6.1	3.2	3.2	3.8	6.6	3.9

主要利率展望

發達國家

	30/03/2022	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
美國	0.38	1.5/1.7	1.86	2.5/2.7	2.78
歐元區	-0.5	-0.25	-0.2	0.25	0.67
日本	0.00	-0.1	-0.02	-0.1	0.04
英國	0.75	1.25	1.78	1.50	2.3

新興市場

	24/3/2022	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
中國	3.70	3.60	3.60	3.60	3.60
印度	4.00	4.50	4.30	5.00	4.70
巴西	11.75	12.75	12.3	11.75	11.30
俄羅斯	20.00	20.00	23.50	18.00	16.50

長期利率展望

2年期債券孳息

	30/03/2022	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	2.35	2.4/2.6	2.82	2.6/2.8	2.96
德國	0.03	0/0,20	0.33	0,1/0,3	0.55
日本	-0.03	-0.10/0	-0.01	-0.10/0	0.02
英國	1.39	1.2/1.4	1.52	1.4/1.6	1.47

10年期債券孳息

	30/03/2022	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	2.41	2.5/2.7	2.53	2.5/2.7	2.57
德國	0.69	0.4/0.6	0.76	0.4/0.6	0.82
日本	0.23	0.1/0.3	0.29	0.1/0.3	0.35
英國	1.69	1.4/1.6	1.76	1.5/1.7	1.81

匯市展望

	29/3/2022	東方匯理 2022 年第三季	市場觀點 2022 年第三季	東方匯理 2023 年第一季	市場觀點 2023 年第一季
歐元/美元	1.11	1.02	1.13	1.13	1.15
美元/日圓	123	126	118	119	118
歐元/英鎊	0.85	0.84	0.84	0.82	0.84
歐元/瑞士法郎	1.03	1.03	1.05	1.10	1.07
歐元/挪威克朗	9.62	9.81	9.70	9.55	9.63
	29/3/2022	東方匯理 2022 年第三季	市場觀點 2022 年第三季	東方匯理 2023 年第一季	市場觀點 2023 年第一季
歐元/瑞典克朗	10.34	10.52	10.30	10.20	10.10
美元/加元	1.25	1.29	1.25	1.22	1.24
澳元/美元	0.75	0.73	0.75	0.78	0.76
紐元/美元	0.69	0.67	0.70	0.69	0.71
美元/人民幣	6.36	6.50	6.42	6.30	6.45

資料來源: 東方匯理研究所

本行預測的免責聲明

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

研究方法

— 情景

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

— 風險

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

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT OUTLOOK



Investment Outlook 2022 Investing in the great transformation (17-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Chief Investment Officer - Research team

ASSET CLASS VIEWS



Asset Classes Views annual edition 2022: Keeping up with climate change (25-03-2022)

BLANQUE Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions - KIM MOON Jung Hun, CFA, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

SHIFTS & NARRATIVES



Shifts & Narratives #15 - The Green risk premium and the performance(s) of ESG investing

RONCALLI Thierry, Head of Quantitative Research - Amundi Institute - LAUGEL Elodie, Global Head of Institutional Marketing, Chief Responsible Investment Officer



Shifts & Narratives #14 - Russia conflict marks a further step in the road back to the '70s (02-03-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #13 - Money and psychology of inflation: an investor view (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

INSIGHTS PAPERS



Crypto-currencies: a bubble or the emergence of a new paradigm in decentralised finance? (17-02-2022)

MORTIER Vincent, Chief Investment Officer, BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Global Research - PERRIER Tristan, Global Views Analyst

Emerging Markets outlook and investment convictions - Reasons for cautious optimism in 2022 (7-02-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

WORKING PAPERS



The shift from Carbon Emissions to Net Zero Carbon metrics on Portfolio Construction - Key Findings (17-03-2022)

Cascading Effects of Carbon Price through the Value Chain: Impact on Firm's Valuation (25-02-2022)

ADENOT Théophile, Amundi Technology's Innovation Lab - BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - COUNATHE Pierre, Amundi Technology's Innovation Lab - JOUANNEAU Mathieu, ESG Solutions and Data Specialist - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - LE GUENEDAL Theo, Quantitative Research

Net Zero Carbon Metrics (15-02-2022)

Le GUENEDAL Theo, RONCALLI Thierry, LOMBARD François, SEKINE Takaya - Quantitative Research

Equity Convexity and Unconventional Monetary Policy (11-02-2022)

Lauren Stagnol, Quantitative Research - Marc-Ali Ben Abdallah, Smart Beta & Factor Investing - Patrick Herfroy, Smart Beta & Factor Investing

Choice Overload participation and asset Allocation in French savings Plans (27-01-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center - SZAFARZ Ariane, ULB & New York University (NYU) - POTERBA James, Professor of Economics at the Massachusetts Institute of Technology and the President and Chief Executive Officer of the National Bureau of Economic Research

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

INVESTMENT TALKS



Special Ukraine

A more fragmented Emerging Markets world amid the Russia-Ukraine crisis (25-03-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - BERARDI Alessia, Head of Emerging Macro & Strategy Research - FIOROT Laura, Deputy Head of Investment Insights, Amundi Institute

15-16 March FOMC review: we have full throttle lift off (17-03-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy

Special Ukraine

Russia-Ukraine: a lot of bad news already priced in, but the outlook is deteriorating (11-03-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, MIJOT Eric, Head of Developed Markets Strategy Research - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Special Ukraine

Russia-Ukraine: an uncertain outcome calls for higher focus on liquidity (07-03-2022)

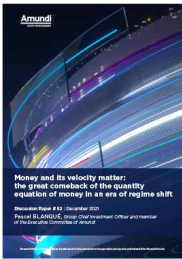
BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer, PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute

Special Ukraine

Russia attacks Ukraine: markets will have to readjust to the shock (24-02-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GERMANO Matteo, Deputy Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer

DISCUSSION PAPERS



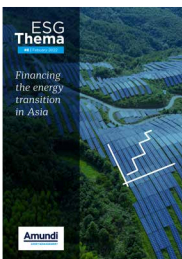
Money and its velocity matter: the great comeback of the quantity equation of money in an era of regime shift (18-01-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

DB plans in their end game in the post-pandemic era (02-12-2021)

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

THEMATIC PAPERS



ESG Thema #8 - Financing the energy transition in Asia (23-02-2022)

CHEN Sylvia, ESG analyst

ESG Thema #7 - ESG Corporate Disclosure: Towards more demanding and harmonized reporting (1-02-2022)

Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - DE VECCHI Viola, ESG Communication Officer **The wheels of a Circular Economy go round and round - N°5 The fashion industry: making circular the “new look” of fashion (20-01-2022)**

LE MEAUX Caroline, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - BENAMIRA Fatima ESG Analyst - Construction and Building Materials - GIELEN Pierre, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - HAUSTANT Patrick, ESG Analyst - Automobiles - LUCET Lorna, ESG Analyst - Circular Economy expert - MINTON Molly, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



Inflation is starting to burn - Strategies to protect portfolios from inflation risk (9-02-2022)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

參閱其他東方匯理刊物：
research-center.amundi.com



Emerging Private Equity
Money Markets Find Monetary
Foreign Top-down Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
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2022年3月31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。不應將歷史數據和分析視為任何未來績效分析、預測或預計的指示或保證。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4月1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1,143,615,555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GP0400036；總地址：90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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

主編

Pascal BLANQUÉ——東方匯理研究所主席

編輯

Monica DEFEND——東方匯理研究所所長

東方匯理研究所撰文：

Valentine AINOUC——發達市場策略研究部副主管、CFA

Mickael BELLAICHE——固定收益及信貸研究策略師

Alessia BERARDI——新興市場宏觀與策略研究部主管

Sergio BERTONCINI——固定收益研究部高級策略師

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

Federico CESARINI——發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

Patryk DROZDZIK——高級新興市場宏觀策略師

東方匯理投資洞察部共同撰文：

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察部主管

PoI CARULLA——東方匯理投資洞察部

Laura FIOROT——東方匯理投資洞察部副主管

設計及製作

Pia BERGER

Benoit PONCET

常務副編輯

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

Didier BOROWSKI——環球投資觀點總監

Delphine GEORGES——固定收益高級策略師

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師

Éric MIJOT ——發達市場策略研究部主管

Lorenzo PORTELLI——交叉資產研究部主管

Tristan PERRIER——環球觀點

Annalisa USARDI——跨資產研究部高級宏觀策略師

Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

Ujjwal DHINGRA——東方匯理投資洞察部

Francesca PANELLI——東方匯理投資洞察部