

Research

#02
2022年2月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

快速而激烈的市場波動

專題環球投資觀點

回到零實際利率的旅程

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#02 - 2022年2月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

快速而激烈的市場波動

頁3

最近名義和實際收益率的急劇上升反映在股票市場的強勁走勢中，導致增長轉向價值股。我們認為，隨着市場評估通脹、經濟增長和貨幣政策的路徑，不確定性（新冠疫情、地緣政治）將繼續存在。在這種環境下，投資者應避免增加風險的誘惑。相反，他們應該堅持對久期持謹慎、靈活立場、對信貸持適度積極態度、對股票持中性態度的核心信念。此外，新興市場債券存在尋找收益機會，但需要在資產類別中更小心選擇，並保持良好的多元化投資。

宏觀

增長、通脹和貨幣政策

頁4

在增長勢頭放緩和通脹持續的情況下，聯儲局目前的鷹派態度預示着市場未來將出現高度波動，突顯了我們對久期的謹慎看法以及對風險資產進行高度選擇的必要性。

多元資產

有利於中國和歐洲的股票風險輪動

頁5

通脹等風險阻礙了我們改變中性立場，儘管我們對歐洲股市持樂觀態度，並對中國資產更為樂觀。

固定收益

寬鬆的金融環境仍支持信貸

頁6

儘管市場定價時預計聯儲局今年將多次加息，但金融狀況目前仍然寬鬆，並將成為風險資產定價和情緒的關鍵。

股票

發揮價值主題，謹防集中風險

頁7

我們正在見證成長型股票的關鍵時刻。轉向價值的輪動，加上選擇能夠抵禦通脹風險的公司，仍然是投資者多年的主題。

專題環球投資觀點

回到零實際利率的旅程

頁8

美國和歐洲的實際利率已達到近代史上前所未有的負水平。我們必須回到1970年代才能找到類似的水平，而二戰以來只有少數過去的例子可以作為參考點。我們認為，歸零的旅程可能是跨資產相對回報和波動性的關鍵驅動因素之一。此舉可能會損害債券的風險調整後回報和投資級信債；這應會拖累股票，有利價值股（相對於成長股）、週期股（相對於防禦股）；應會對黃金不利。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁10
> 最高風險	頁11
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁12
> 環球研究資料集	頁13
> 東方匯理資產類別觀點	頁15

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁16
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁17
> 宏觀經濟及市場預測	頁18
> 本行預測的免責聲明/ 研究方法	頁19
> 刊物精選	頁20

投資總監的觀點

Pascal BLANQUÉ
集團投資總監Vincent MORTIER
集團副投資總監

快速而激烈的市場波動

一月份市場出現劇烈波動，名義和實際收益率急劇上升，推動股票從增長向價值的強烈轉變。在高估估值之後對通脹溢價的重新評估推動了對風險溢價的強烈重新定價。展望未來，隨着市場評估四個主題，我們可能會看到這種更加不確定和動蕩的環境繼續存在：(1) Omicron病毒變體的演變——這可能對增長產生負面影響並進一步加劇供應瓶頸；(2) 在增長有所放緩和通脹的心理層面重新浮現，工資/增長通脹可能呈螺旋式上升的背景下，各國央行（美國和歐洲）對高通脹數字的反應的不確定性；(3) 地緣政治風險捲土重來，哈薩克斯坦和烏克蘭的新聞，以及中俄在該地區所扮演的角色。能源和大宗商品市場緊張、波動且極易受到政治風險的影響。在歐洲方面，在新的財政規則展開和下一代歐盟計劃實施之際，意大利和法國的選舉正使政治議程變得擁擠；(4) 中國房地產行業的持續困境。政策正在轉向支持，但投資者應該忘記過去的高GDP增長數據。在此背景下，我們看到了投資者的三大關鍵考慮因素：

- **確認謹慎的短期風險配置立場。**現在並非增加風險的時候，而是要堅持核心信念（對久期的防禦、對價值的偏好、對通脹的保護）。現在將最近的重新定價視為切入點還為時過早。從策略角度來看，在預期回報率較低的世界中，投資者加強多元化至關重要，包括適當配置中國和印度等亞洲市場以及可能從通脹環境中受益的實物資產。以絕對回報或實際回報為目標的低相關性策略也應該受到青睞，因為隨着利率和通脹的上升，傳統的債券股票相關性動態趨於消退。流動性替代策略還可以幫助分散投資組合，而具有成本效益的解決方案將在低收益率的世界中變得更加重要。戰術配置對於把握機會亦至關重要。展望下半年，我們應會看到通脹溫和放緩，增長勢頭有所改善（對股市更為有利）。
- **隨着市場重新評估通脹路徑和央行反應，股票波動性正在上升，並將保持較高水平。**然而，體面的經濟增長和合理寬鬆的金融狀況應能夠防止重大市場崩盤。2022年個位數的股票回報是我們的基本情況。從區域來看，我們更喜歡歐洲/日本和部分精選新興市場（例如：印度、中國），其估值更具吸引力。美國市場在年底可能幾乎持平，但存在巨大的分歧，這將提供相對的價值機會。結構性高通脹尚未計入價格，市場正在對長期保持低位的資本成本進行定價。通脹風險和利率的適度重新定價可能會對股票的表現和構成產生重大影響（標準普爾500指數整體上是一個增長市場）。指數內部和價值/增長市場之間的巨大輪換將成為今年股票投資者的主題。因此，投資者應該更看好美國市場的價值股而非增長股，在全球層面更是如此。通脹上升和利率上升將削弱股票收益，並且對於昂貴的成長型公司來說幾乎是不可持續的。價值將比技術增長更受青睞。我們對估值過高的大型股也比較謹慎，看好定價能力強的公司。
- **在債券方面，建議保持靈活性並偏好短期投資。**傳統債券基準面臨高久期風險和低收益率的挑戰。如果利率上升，這些指數將遭受損失。因此，投資者應支持金融機構的靈活方法，以利用央行和外匯動態之間的不同步性所帶來的機會。債券並未死，但相對價值將成為主角。跨曲線和跨地域的機會以及新興市場債券等高收益資產的機會，對於在實際收益率為負值的環境中提取額外價值至關重要。一旦收益率的一些重新定價已經過去，投資者可以透過增加對固定收益的敞口來從錯位中受益。在信貸方面仍有機會，例如在高收益債券方面，但在這裡投資者應避免可能因流動性較低而負債過多的名稱。

經過數十年的閒置，巨大的通脹捲土重來將意味着投資者需要將其思維方式從名義回報轉變為實際回報。發揮持續的市場波動對於產生回報至關重要，而實際收益率將是這些波動的關鍵驅動力。

整體風險情緒



保持中立，避免在財務狀況寬鬆但估值要求高的時候增加基本面較弱的資產。

與上個月相比的變化

- ▶ 確認價值輪換。
- ▶ 調整跨資產、整體中性風險的股票配置。
- ▶ 對中國資產更為樂觀。
- ▶ 在地緣政治風險的影響下微調外匯。

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。

跨資產研究分析



Monica DEFEND
研究部環球總監

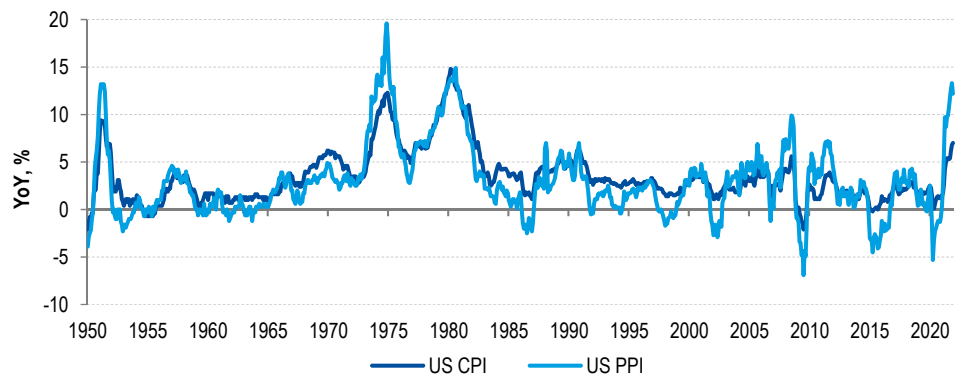
在增長勢頭放緩和通脹持續的情況下，聯儲局目前的鷹派態度預示着市場未來將出現高度波動，突顯了我們對久期的謹慎看法以及對風險資產進行高度選擇的必要性

增長、通脹和貨幣政策

自我們於2021年11月中旬發布展望以來，我們見證了圍繞我們信念的主要主題發生了重大變化：**(1) 增長/通脹組合；和(2) 貨幣政策排序。增長和通脹。**我們注意到增長/通脹組合普遍惡化。我們確認經濟勢頭放緩，並相信增長將逐漸減速至2022年的趨勢。在中國，Omicron病毒變體的爆發使第一季度的復甦路徑複雜化。地方政府堅持新冠零容忍政策，在農曆新年之前加強了社交距離規定，這將再次對流動性和服務消費造成壓力。**與此同時，美國勞動力市場的水平構成普遍改善，令人驚訝，並鼓勵聯儲局趨向更為鷹派的立場。**在此，監控工資增長和資本支出是關鍵。我們假設工資將趨於平穩，從而減少其對通脹和企業利潤率壓力的貢獻。具體而言，我們對美國的預測認為消費狀況、冷卻儲蓄和庫存重建將繼續進行。正如經常提到，我們預計全球通脹趨勢將更加持久。價格動態繼續受到央行無法控制的因素的影響，從而削弱了其干預的效力。自12月以來，聯儲局、英國央行和歐洲央行已重新定位以控制通脹。歐洲央行對其鷹派態度尤其感到驚訝，儘管與其他央行相比，歐洲央行仍然相對鴉派。我們預計加息需要一段時間才能緩和價格動態，同時我們擔心量化緊縮對融資環境（目前寬鬆）和實體經濟的影響。我們預計供應鏈瓶頸將延續到2022年下半年，同時我們正在密切關注PPI和CPI之間的差距，以尋找環球管道壓力的早期跡象。這是一個值得考慮的風險，因為它尚未被市場計算入價格。即將到來的報告季節應會揭示潛在的利潤率壓縮，同時

可能導致盈利失望。然而，如果通脹從生產者向消費者的傳導已經開始，那將是推高CPI的另一個因素。**另一方面，中國的通脹動態卻走上了一條不同的道路：整體而言，由於農曆新年前食品價格異常下跌和PPI大幅下跌，數據意外下行。我們預計2022年中國CPI將繼續受控，PPI將大幅下降，主要受高基數效應和大宗商品價格上漲放緩的推動。由於綠色轉型引發的供需失衡，環球大宗商品仍有上漲空間。這些動態假設了一個政治角度：向淨零的過渡可能會被推遲。****貨幣政策排序。**我們仍然相信，聯儲局、英國央行和歐洲央行將不得不採取行動控制通脹：在高通脹和增長放緩的情況下採取進取的聯儲局（和歐洲央行）對風險資產不利，並使當局面臨聲譽風險和金融不穩定。儘管美國的增長狀況將與趨勢水平相提並論，但我們懷疑歐元區的增長是否會強勁到足以證明2023年結束量化寬鬆政策的合理性。相比之下，中國人民銀行已將自己定位為採取更多寬鬆措施，以控制外匯波動並支撐經濟。在這個階段，如果增長繼續令人失望或我們看到新的疫情爆發，可能會進一步放寬貨幣政策（這尚未是我們的基本情況）。這些都將轉化為固定收益的更高波動性，影響收益率曲線的短端。我們將把報告季節視為可能影響信貸利差的股票重新定價的潛在觸發因素。我們保持防守性的久期和中性股票，強調向價值股傾斜。**為觸發我們的定位變化，我們尋求增長/通脹組合的穩定（或改善），從而影響實際利率動態。**

美國PPI與CPI之間的隔閡



Source: Amundi, Bloomberg as on 20 January 2022

PPI指生產者價格指數，衡量公司層面的通脹。CPI指消費者價格通脹，衡量終端消費者面臨的通脹。

多元資產



Matteo GERMANO
多元資產部主管

通脹等風險阻礙了我們改變中性立場，儘管我們對歐洲股市持樂觀態度，並對中國資產更為樂觀

有利於中國和歐洲的股票風險輪動

今年年初，通脹壓力看起來更加持久，利率和地緣政治風險急劇上升。另一方面，由於Omicron病毒變體的影響低於預期，經濟背景仍然樂觀。再加上對未來12個月的良好盈利預期，繼續有利於風險資產。然而，某些細分市場的波動性和估值要求採取中性風險立場。我們認為，投資者應避免在未仔細評估基本面的情況下進入市場。相反，他們應該微調風險敞口，平衡長期和戰術機會與估值。此外，我們建議保持對沖並探索廣泛的環球多元化資產，以便從多個來源獲取實際回報。

高信念投資意念

在股票方面，我們對發達市場和新興市場持中性態度。重要的是，受通脹擔憂拖累的較昂貴領域的近期走勢，使我們相信我們的慎選投資方法。投資者應考慮在不增加整體風險的情況下輪換其敞口以從近期走勢中受益。鑑於強勁的經濟復甦和盈利增長的前景、有吸引力的相對估值以及該地區對價值股的傾斜，這使我們對歐洲持略微樂觀的態度（整體而言，我們對股票保持中性立場）。同樣，在中國方面，香港上市股票現在看起來很有吸引力，因為政策的能見度有所提高，而目前的低估值已經反映了未來的不確定性。在外國投資方面，我們對長期持整體謹慎態度，確認我們對五年期德國國債的防守立場。這一觀點與環球高通脹環境、央行（聯儲局、英國央行）言詞更加鷹派，以及歐洲央行可能逐步減少量化寬鬆政策（雖然沒有預期的鴿派那麼溫和，但似乎並不急於上調政策利率）是一致的。然而，我們正在關注意大利等歐元週邊國家的政治局勢。在亞洲方面，由於中國政府地方債務的多元化優勢、增長疲軟的有利背景以及有針對性的貨幣寬鬆政策，我們更看好中國政府地方債務。我們正在關注中國人民銀

行更加寬鬆的政策基調以及中國疲弱的經濟增長勢頭。對於更廣泛的新興市場債券，我們維持中性立場。另一方面，在持續尋求實際收益率的情況下，我們對歐元投資級和高收益債券持樂觀態度。儘管經濟勢頭略有減弱，惟經濟勢頭仍提供支持。其次，技術面、歐洲央行相當強勁的需求（儘管略有減少）以及高收益債券的低違約情況，都是支持歐洲信貸的理由。儘管如此，我們不能忽視不對稱風險、更高實際利率的負面影響以及潛在的金融狀況收緊（目前仍不是風險）。因此，我們在投資級債券利差收緊的情況下保持警惕。外匯仍然是我們透過地緣政治和相對價值視角實施我們觀點之處。在發達市場方面，我們看好英鎊兌瑞士法郎的外匯套利交易籃子，但對英鎊兌歐元和美元持謹慎態度。雖然我們承認環球經濟動能放緩和通脹上升不太支持對瑞郎等避險貨幣的負面看法，但我們認為瑞郎是G10十大工業國中估值最高的貨幣之一。此外，Omicron病毒變體對英國經濟增長的影響並不那麼嚴重（沒有早先預期的那麼嚴重），可能會支撐英鎊。與此同時，在新興市場方面，我們繼續相信中國成為全球超級大國的雄心及其在亞洲貿易中的地緣政治重要性，將支撐包括離岸人民幣在內的中國資產。然而，我們現在認為，儘管俄羅斯經常賬戶強勁且貨幣估值具有吸引力，但當前俄羅斯週邊的國際環境可能會對盧布造成壓力。

風險與對沖

通脹和政策錯誤是可能對市場產生巨大影響的一些主要風險。一般而言，投資者應使用衍生品來保護發達市場股票和信貸（美國高收益債券）敞口免受下行風險和波動的影響。

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個月期的跨資產評估。資產類別評估的前景、前景變化以及看法反映了預期方向(+/-)和信念強度(+/+/++)。此評估可能會有所變化。

(CGB-中國政府債券;EM-新興市場;PBOC-中國人民銀行;FX-外匯;IG-投資級;HY-高收益;CB-各國央行;BTP-意大利政府債券;EMBI-新興市場債券指數)

固定收益

寬鬆的金融環境仍支持信貸



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

踏入2022年，儘管我們看到美國聯儲局變得更加鷹派，但較廣泛的政策立場可能會保持溫和

近期收益率走勢與去年初相似，但增長速度和貨幣政策立場大不相同。現在，聯儲局似乎擔心如果不採取行動，通脹可能會「根深蒂固」。目前，歐洲央行認為，市場也同意，通脹問題不像美國那麼嚴重，因此監管機構暫停加息。然而，我們認為這裡可能會有一些意外的空間，因為在大宗商品價格、供應瓶頸和需求回升的帶動下，歐洲的通脹也將是結構性的。因此，投資者應關注財務狀況，對久期保持警惕和謹慎。信貸、外圍債券和新興市場資產存在套利機會，但重點應放在對實際利率上升具有彈性的領域。

環球及歐洲固定收益

當前的市場走勢屬於我們對美國和核心歐洲持謹慎久期立場的範圍。然而，我們很靈活，可以從長期和短期的角度進行管理，以從收益率曲線的變動中受益。我們看好中國和意大利等歐元外圍債務，但正在密切關注政治事件。盈虧平衡債券提供了一些機會，但估值越來越緊。由於傳統領域的收益率選擇有限，我們在高收益信貸和投資級信貸中尋找收入。我們更注重選擇，偏好短期到期的債券和貸款。我們還認為，有必要透過關注公司的定價能力來選擇性地識別贏家和輸家，並遠離具有不可持續商業模式和增加槓桿傾向的公司。此外，我們看好BB級債券，因為其價差可能會相對於BBB收緊。從行業角度來看，我們看好次級債、銀行、保險公司、能源公司，但避免消費行業、運輸和公用事業。銀行尤其應會看到歐洲的整合，我們正在關注可能出現的任何機遇。

美國固定收益

儘管經濟增長勢頭放緩，但聯儲局可能面臨着對通脹採取行動的壓力（超額儲蓄、工資壓力）。最近表明的加息顯示了這一點，並且已經導致收益率上升。然而，我們認為即使金融狀況保持寬鬆，聯儲局亦可能會留在曲線後面。我們對持積極態度的美國國債保持謹慎。相反，我們在證券化信貸中尋找收入，例如機構MBS，這些投資項目提供了抵消利差擴大風險的選擇性機會。我們還在探索需求、收益和儲蓄依然強勁的消費市場。然而，必須監測最終財政支持和持續通脹的影響。鑑於估值具有吸引力，企業信貸是我們保持適度樂觀的另一個領域。但投資者應考慮限制貝塔和投資級債券長倉，並偏好特殊風險。隨着新發行的溢價擴大，我們在識別優質信貸方面仍然保持選擇性。

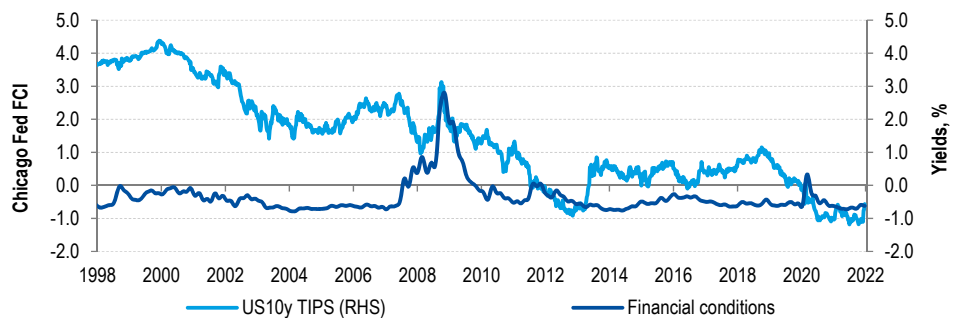
新興市場債券

新興市場呈現出一個異質的世界，未能認識到內在的碎片化可能會錯誤地隱藏環球投資組合的主要好處：通脹（中國低通脹）、內部需求和貨幣估值主題（為貶值風險提供了良好的回報）。雖然我們整體上保持警惕，但我們繼續偏愛高收益債券而不是投資級債券。在本幣債券方面，我們更小心選擇。我們仍然偏愛大宗商品驅動的國家，我們喜歡印尼，但對哈薩克斯坦、巴西和土耳其持謹慎態度。

外匯

在美國政策收緊的前景下，我們看好美元，對低收益貨幣（日圓和瑞郎）持謹慎態度。然而，鑑於地緣政治風險，我們看好包括印尼盾和墨西哥比索在內的高貝塔新興市場貨幣，並關注盧布。

金融環境依然寬鬆



Source: Amundi, Bloomberg, 21 January 2022. Financial conditions index = Positive value indicates financial conditions are tighter than on average, whereas value below zero indicates conditions are looser than on average.

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; US1=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

股票

發揮價值主題，謹防集中風險



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

我們正在見證成長型股票的關鍵時刻。轉向價值的輪動，加上選擇能夠抵禦通脹風險的公司，仍然是投資者多年的主題

整體評估

今年迄今為止，核心收益率的急劇波動導致了強勁的輪動，我們相信這將繼續，但不會直線上升。現在的問題是：未來加息和通脹擔憂會在多大程度上影響經濟增長？在需求方面，我們認為有足夠的過剩儲蓄、被壓抑的需求和寬鬆的金融環境來支撐經濟復甦。然而，隨着利率上升，可以得出結論，估值倍數將會收縮，特別是對於也存在集中風險的非盈利公司和昂貴的成長型股票。**因此，投資者應對盈利增長和估值保持選擇性和警惕。**整體而言，商業模式和資產負債表的優勢對我們來說仍然很重要。

歐洲股票

隨着正常化傾斜，我們關注通脹可能如何影響利潤，因為目前，各公司正在輕鬆地將不斷上升的成本轉嫁給消費者。但我們正在評估這將如何影響銷量，這是我們選擇過程中的一個重要標準。能夠維持盈利增長的企業應該能夠在實際回報稀缺的時候提供有吸引力的股息。在行業層面，我們認為對利率敏感的行业收益將上升，例如金融、價值和其他與經濟重新開放相關的行業。在這方面，由於估值和持續強勁的資本回報潛力，我們仍然看好工業（更為看好）和銀行業。另一方面，我們仍然對資訊科技和非必需消費品持懷疑態度，儘管我們降低了對後者的謹慎態度。在槓鈴的另一端，我們對醫療保健等行业具有吸引力的防守型投資機會持樂觀態度。整體而言，我們尋找有潛力改善ESG狀況的優質企業。

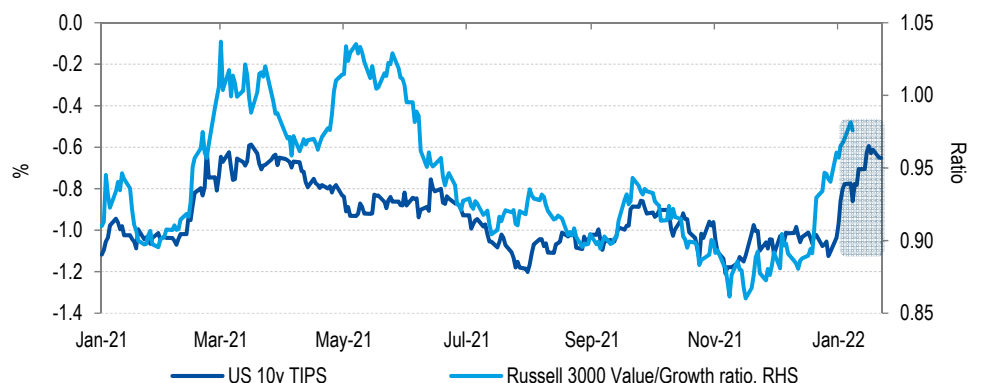
美國股票

我們正在目睹一些成長股的高估值和市場指數的集中風險。在工資上漲的情況下，勞動力短缺（由於不斷變化的新冠疫情）加劇了這種情況，這可能會進入工資通脹循環。我們認為投資者應該意識到這些風險並採取非常有選擇性的投資方法。因此，我們探索具有核心競爭力、可持續定價能力和長期盈利增長潛力的優質、週期性價值股票。公司特定的驅動因素仍然比方向性更重要，我們尋找有吸引力的相對價值機會。另一方面，受去年低利率和量化寬鬆驅動的資金流提振的成長股可能會受到壓力。我們對高勢頭增長股和長期股持謹慎態度。在行業層面，我們更喜歡週期性領域的金融（主要是銀行）、材料和能源。我們還注意到，從估值角度來看，防守型行業的某些板塊，例如醫療保健、消費必需品和電訊行業，正變得具有吸引力。整體而言，我們在價格昂貴的細分市場以及具有吸引力的長期結構性增長故事的市場中保持主動活躍。

新興市場股票

雖然我們注意到新興市場面臨一些不利因素，但由於估值有吸引力，我們保持中期樂觀立場。我們還認為，對中國（新興市場世界的一個關鍵組成部分）的擔憂有些過頭了。我們認為，展望未來，週期性（立場放鬆）和結構性（多元化和正實際回報的來源）因素可能對中國有利，儘管一些風險仍然存在。此外，我們看好印度、俄羅斯和匈牙利等正面消費和能源及大宗商品故事。在這裡，我們正在監控地緣政治風險

今年收益率上升推動價值輪動



Source: Amundi, Bloomberg, as on 20 January 2022.

專題環球投資觀點

回到零實際利率的旅程



Pierre BLANCHET
投資情報部主管



Didier BOROWSKI
環球投資觀點總監



Jean Baptiste BERTHON
策略師

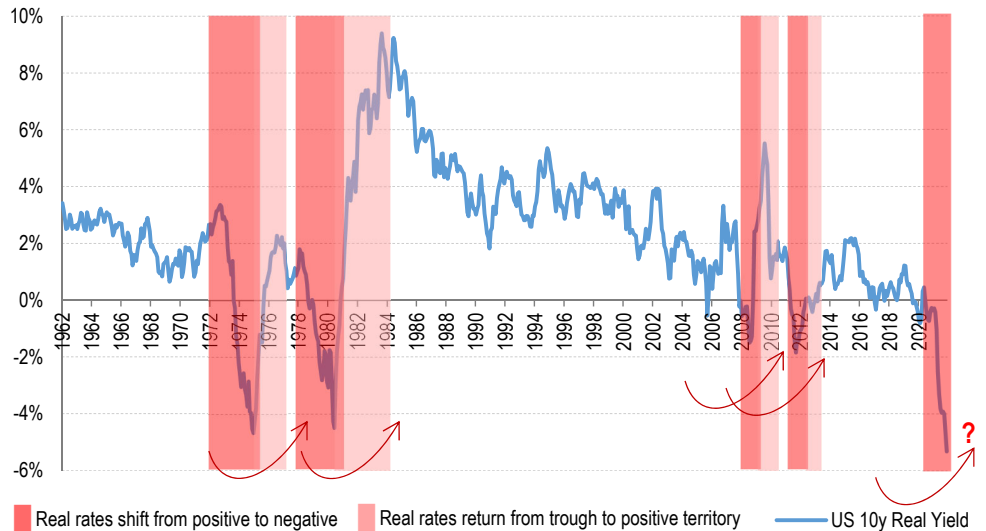
美國和歐洲的實際利率已達到近代史上前所未有的負水平。我們必須回到1970年代才能找到類似的水平，而二戰以來只有少數過去的例子可以作為參考點。我們認為，歸零的旅程可能是跨資產相對回報和波動性的關鍵驅動因素之一。此舉可能會損害債券的風險調整後回報和投資級信債；這應會拖累股票，有利價值股（相對於成長股）、週期股（相對於防禦股）；應會對黃金不利。

通脹在全球肆虐，在美國和歐洲已達到創紀錄水平。低政策利率和央行資產購買計劃使名義利率保持在低水平，而整體通脹和核心通脹持續上升。這使實際利率首先低於零，現在深陷負數，達到1970年代以來的最高水平。

根據東方匯理的情景，美國和歐洲的實際債券收益率應在2022年第一季度觸底。聯儲局可能會進行比預期更多次數的加息，

並比預期更快或更積極地實施量化緊縮。歐洲央行也可能被迫停止其負利率政策並盡快結束其資產購買計劃。假設通脹不會從今天的水平進一步上升，我們甚至可以看到實際收益率比市場預期更快地接近零。實際利率的顯著變化會對宏觀經濟產生影響，特別是在評估資本投資趨勢、儲蓄實際回報和公共債務可持續性等方面。

自1962年以來美國實際利率的基本衡量標準：美國國債10年期收益率-CPI(月度)



Source: Refinitiv, Amundi Research - Data as of 15 January 2022

評估不同資產類別的實際利率變動的影響

歸零的旅程將對跨資產相對回報和風格輪換產生重大影響。儘管單憑一個變量不能解釋所有資產回報和聯動，但研究實際收益率上升環境中的資產類別行為應該有助於在2022年實施正確的投資策略。

• 第一個發現是，實際收益率從負低谷上升並不是漸進的趨勢，而是突然向上趨向於零。事實上，當實際收益率處於負值區域時，實際收益率的波動性要大得多。發生急劇歸零的原因是兩個參數同時朝相反的方向移動，即名義利率上升而通脹下降。速度是初始通脹水平和盈虧平衡點內含定價溢價的函數。

• 實際利率上升的第二個重要影響是債券的波動性應該在曲線的前端和長端都上升。在這些階段，TIPS也更加不穩定。較高的債券收益率波動加上緊縮的貨幣條件；實際收益率上升可能對美國和其他地方的信貸市場構成不利因素。

• 第三，對股票的影響比通常描述的更為複雜和不明確。事實上，股票指數回報與實際債券收益率變化之間的相關性並不穩定，長期來看接近於零。結果是潛在的正增長或負增長趨勢的函數。實際收益率的變化是行業和風格輪換的關鍵驅動力。簡而言之，歸零的旅程應會導致價

專題環球投資觀點

值股表現優於成長股，以及金融股和一些週期性板塊跑贏大市的表現。由於行業的相對權重，歐洲應該相對受益。

- 最後，只要歐洲央行維持其現有政策，實際利率上升應可支撐美元，尤其是兌歐

計時歸零

實際利率是名義利率與（已實現或預期）通脹率之間的差異，可能因名義利率較高或通脹率較低（和預期）或兩者兼而有之而增加。回顧之前實際利率轉為（顯著）負值的時期，

實際利率何去何從？

實際利率的長期驅動因素是貨幣政策、儲蓄/投資平衡、對安全資產的相對需求以及相對於潛力的產出。根據國際貨幣基金組織的研究²，貨幣政策是1980年代和1990年代實際利率的主要驅動力，原因是新興市場儲蓄急劇增加，而2000年代全球投資下降，以及自環球金融危機以來股市波動

不同的實際利率作為多元化投資的來源

在過去十年中，實際利率越來越成為共同變化，以至於市場參與者和經濟學家一直在預測會出現「環球利率」。疫情過後，商業週期的不同步性以及地區之間的貨幣和財政政策使得我們更有可能看到各種實際利率以不同的方式影響資產價格和估值。今天最明顯的例子是歐洲和美國的比較。因此，我們應該預期大西洋兩岸的實際利率會出現暫時的分歧。另一方面，中國人民銀行已完成

元而言。黃金價格的變化與實際利率水平高度相關¹。從歷史上看，以美元計價的黃金價格在實際利率進入負值區域時會上漲，而當實際利率回到零時往往會下跌。

並使用我們對美國的宏觀經濟情景和利率假設，我們認為這一變動主要來自較低的通脹，並將持續12至18個月。

導致對安全資產的需求。在新冠疫情之後，將實際利率保持在低水平的因素仍在發揮作用，特別是股票與債券的相對風險以及過度儲蓄。因此，我們應預計實際利率將回到過去十年的範圍，但至少在中期內不太可能進一步上升。

緊縮政策，並開始降低名義利率和實際利率。因此，實際利率可能成為投資組合多元化的來源。

「進」或「出」負值區域是市場的重要步驟或關鍵區域，但觸底反彈的過程也是如此。對市場的影響更多來自變化率而不是實際水平，儘管從非常低的負實際利率開始應會使調整更加殘酷，並進一步推動市場波動。

本文於2022年1月28日定稿

定義實際利率

許多方法可以定義實際利率，使用實際通脹（標題或核心）或市場參與者的通脹預期（遠期通脹或TIPS），或短期或長期到期債券。為了突出一些關鍵的市場走勢，我們使用美國10年期國債收益率與每月實際CPI的簡單衡量標準。在即將發表的更詳細研究中，我們展示了一個更複雜的衡量標準，調整流動性溢價以評估「純」實際利率。我們注意到，在我們現在正在經歷的極端情況下，這兩種措施都提供了相似的結果。

¹ 以美元計價的黃金價格與美國國債10年期-30年的CPI的12個月滾動相關性接近0.6

² 《對環球實際利率的看法》，國際貨幣基金組織，2014年4月

中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們正在略微調整敘述以考慮最近的經濟新聞和Omicron病毒變體的影響，但保持情景的概率不變。核心情景假設新冠疫情流行並出現多輪疫情，儘管可以控制，但財政槓桿仍然很重要並與貨幣政策掛鉤，通脹將在2022年整年保持高位，而增長可在2023年恢復潛力。

下行風險情景 15%

重新陷入滯脹

分析

- 若干風險導致經濟衰退，其深度取決於衝擊的性質和強度。
- ✦ 隨著環球需求下降和勞動力市場惡化，價格上漲壓力消退。
- ◎ 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，通貨膨脹稍後會重新出現增長，迫使央行偏離其指導並失去信譽。
- 潛在觸發因素包括中國硬著陸、殺傷力強的新冠病毒變體、金融衝擊、解除通脹預期、與氣候變化相關的自然災害和政策失誤。

市場影響

- 偏好現金、美元和美國國債
- 使用最小波動率策略
- 黃金

中心情景 70%

道路坎坷，地區分化

分析

- ✦ 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變體的負面影響和通脹加速，2022年上半年疲軟
- ✦ 由於供應方瓶頸、工資/食品/能源壓力上升，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量化緊縮的快速轉變，並在今年加息四次；英國央行處於軟性加息週期；歐洲央行在壓力下重新調整量化寬鬆；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：取消部分支持措施，但需要用於能源轉型的公共資金，亦需要用以緩解短期內對家庭的影響的補貼。
- ✦ 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。

市場影響

- 由於高估值和增長放緩，風險調整後的預期回報較低
- 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，長期收入和增長故事完好無損

上行風險情景 15%

包容且可持續的增長

分析

- ✦ 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。
 - ✦ 與不平等作鬥爭的包容性經濟增長。
 - ✦ 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。
- 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，債務將變得可持續。
- 潛在觸發因素包括結構性改革、有效的疫苗運動，以及由於權力下放而產生的包容性金融。

市場影響

- 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
- 偏好掛鉤產品作為通脹對沖

- ✦ 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
- 私人或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

由於Omicron浪潮已經成為疫情大流行2.0的一部分，因此本月我們不會改變2022年核心情景的主要風險。我們將新冠疫情相關風險視為經濟風險的一部分。風險被聚類以簡化對沖策略的檢測，但對沖策略顯然息息相關。

經濟風險20%

- **新冠疫症大流行 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。
 - 新的封城或流動限制再次削弱經濟增長和投資者情緒。
- 供應鏈瓶頸的影響持續，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。
- 在需求激增和資本支出削減引發的石油和天然氣沖擊的推動下，通脹居高不下。
- 貨幣政策失誤
 - 隨着通脹預期上升，美國聯儲局和發達市場大型央行過早收緊融資條件，損害復甦，而通脹最終回落。
 - 央行的錯誤溝通導致更大的不確定性。
- 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%

- 解除通脹預期導致債券市場混亂和更嚴厲的貨幣緊縮。
- 高投入成本對企業利潤率造成壓力，雙重訂單導致盈利預警。
- 儘管一旦央行流動性和政府支持被撤回，基本面會有所改善，但企業償付能力風險會增加。
- 主權債務危機
 - 公共債務佔GDP的比重達到在和平時期的歷史最高水平，大多數國家很容易受到評級下調和利率上升的影響。
 - 新興市場的脆弱性亦可能面臨國際收支危機並增加違約風險。
- 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 20%

- 歐美對中俄
 - 烏克蘭邊境的軍事行動
 - 美國在阿富汗撤軍後失去影響力，以及北約盟國的不信任
 - 美國對中俄採取強硬路線
 - 歐盟可能效仿美國，儘管其經濟利益
 - 南中國海或台灣海峽可能發生意外紛爭
- 由於與俄羅斯的緊張局勢加劇，加上民粹主義選民的選票，**歐盟分裂**的情況加劇。
- 新興市場政治不穩定由以下因素驅動：
 - 混亂的病毒危機管理
 - 食品及能源價格上漲，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。

+ 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：就基本面和估值的紅綠燈已從紅燈變為黃燈



經濟背景

- 從第四季度中期到新的一年，正在全球快速蔓延的Omicron病毒變體浪潮帶來了新的不確定性和疲軟因素。高頻數據和調查數據證實了流動性和經濟活動的減速，在某些情況下相當陡峭，尤其是在結合更嚴格的限制時。
- 與此同時，有跡象表明，這波浪潮的致命性可能比以往的要低，而且現在正在消退，為經濟活動帶來短暫的希望。事實上，一些國家正逐步開始取消限制措施。
- 環球共識在本季度繼續向下調整，現在又回到了略微負值的區域，而環球經濟驚喜最近轉為正值。
- 經濟意外的勢頭正在出現分歧。在發達市場方面，雖然處於正值區域，但歐元區和日本的勢頭正在上升，而美國和英國的勢頭正在惡化。在新興市場中，驚喜又回到了正值的領域，在中國出現了積極的勢頭。

基本面與估值

- 考慮到經濟減速和美國聯儲局不再那麼溫和，即使我們認為利率在不久的將來將保持在低位，倍數和每股盈利預期開始恢復到更正常和不那麼自滿的水平。
- 流動性一直是風險資產的最強大驅動力。鑑於通脹壓力現正促使央行開始政策正常化，這種支援應該會以某種方式消退。



中立 +
資產配置



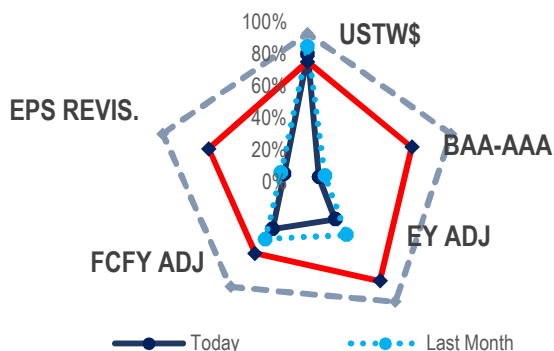
技術資料

- 最近的市場拋售已開始顯示風險資產的趨勢碎片化跡象，短期動能指標出現多次突破。
- 另一方面（儘管全球正常化即將到來），我們仍處於流動性驅動的市場，超賣水平突然被買入，以防止結構性拋售。
- RSI在整個多資產領域都達到了超賣水平，只有極少數例外。但這足夠了嗎？由於技術指標沒有明確的方向性（反向支撐，但缺乏中期動力），我們預計短期內將缺乏興趣。

情緒

- 股票、信貸和利差都在提醒我們，「自動導航」模式即將結束，免費午餐將難以獲得。投資者對通脹以及通脹對聯儲局及其政策干預意味着什麼感到緊張。地緣政治緊張局勢使整體宏觀環境複雜化，風險資產在風險價值衝擊事件中被拋售。
- 然而，這還沒有完全轉化為我們情緒的急劇惡化。價差、賣方修正、美元疲軟反彈和相對估值論點仍未引起警覺，儘管擔憂正在增加。
- 宏觀背景表明2022年將充滿挑戰，但我們仍然缺乏從情緒角度來看結構性去風險的證據。

資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



Source: Amundi Research, Data as of 24 January 2022

CAST風險認知未能顯示結構性增加，儘管最近發生的風險價值衝擊。每股收益修正的惡化仍然有限，信貸風險溢價（我們使用穆迪的Baa-Aaa價差作為代理）似乎忽略了近期波動率的飆升。然而，美元是強烈要求避險的維度，需要密切關注其對剩餘維度的溢出效應。

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 Omicron浪潮影響增長

- 儘管環球經濟活動受到打擊，但情況比前幾波表現得更好；供應鏈可能會繼續受到影響（→通貨膨脹）。
- 雖然Omicron病毒變體對流動性的影響在各國看起來相似，但政策反應並不統一，這導致了地區差異。
- 封城嚴重程度和流動性數據表明歐元區增長放緩，Omicron病毒變體和能源價格上漲對GDP的影響最大（2021年第四季度和2022年第一季度）。
- 在美國方面，最初的Omicron感染浪潮似乎只有適度的影響。然而，由於消費下降，12月非常疲弱的零售銷售數據增加了我們對2021年第四季度以及更重要的是2022年第一季度的增長預測的下行風險。
- 在中國方面，儘管有一些供應鏈正常化的跡象，但新冠清零政策可能會延長對經濟中斷的影響。不斷上升的投入成本尚未傳導至價格，導致企業利潤率面臨下行風險。

投資後果：

- 較高的增長波動性證實了對股票的中性敞口和對信貸的謹慎態度。

2 發達市場央行比預期更鷹派，推動波動性上升

- 聯儲局擔心勞動力市場已經緊張的通脹壓力。這個緊縮週期將非常壓縮且不尋常。
- 東方匯理的加息路徑與美國聯儲局的預測一致，但我們預計最終利率會略低（2.25-2.5%，而聯儲局則為 2.5%）。
- 我們預計2022年加息四次，最終利率為2.25%
- 量化緊縮預計將在下半年開始，今年的資產負債表將減少2500-3000億美元的美國國債和2000億美元的抵押貸款支持證券。聯儲局可以逐步開始，然後將贖回上限提高到每月1000億美元，包括：600億美元的TSY和400億美元的MBS。今年資產負債表可能會減少2500-3000億美元的TSY和2000億美元的MBS。
- 歐元市場反映了美國的趨勢。我們比市場更為鴿派，市場預期歐洲央行將過度調整。來自不同央行的方法將保持異步。
- 我們將美國國債10年期收益率年終目標（從1.8%/2%）上調至2%/2.2%
- 我們將德國國債10年期收益率年終目標（從-0.3%/-0.1%）上調至-0.1%/0.1%。

投資後果：

- 短期（5、10年）、美國5年/5年通脹掉期長倉、歐盟外圍債券長倉

3 環球商品更新

- 基於庫存和估值考慮，我們正在確認我們對基本金屬的偏好。基本金屬的驅動因素是綠色過渡相關金屬的瓶頸和低庫存，而不是增長或復甦的考慮。
- 在綠色商品方面，假設環球電氣化需求強勁，超級週期可以持續下去，因為根據庫存調整的廉價估值抵消了經濟週期的正常化。這種情況可能需要接近兩位數的上漲空間。
- 我們認為美國液化天然氣（LNG）和石油定價合理。
 - * 液化天然氣：能源行業正受到異質因素的推動：結構、戰術、基本面和地緣政治。四者都支持了歐盟的液化天然氣價格。
 - * 石油：石油輸出國組織預料會保持其逐步增加產量的承諾，而需求預計將在2022年下半年減速，從而產生潛在的石油過剩。因此，我們對WTI的短期目標是80美元，我們預計到2022年底將達到65-75美元的區間。
- 黃金被低估，但隨着2022年上半年利率上升，可能會繼續承壓。

投資後果：

- 整個2022年的基本金屬長線投資加上上半年對液化天然氣的偏好，然後在下半年轉向黃金。

環球研究資料集

4 中國：下調2022年GDP增長預測

- 中國的新冠清零政策和房地產行業再平衡繼續影響該國的GDP。
- Omicron病毒變體為我們對2022年中國增長的預測引入了新的下行風險。
- 如果更多城市在農曆新年前加強限制，使流動性下降到去年的水平，那麼這將使全年GDP增長從我們目前估計的4.7%降至4%左右。
- 全國房地產行業數據仍偏弱。
- 中國人民銀行在緩和人民幣升值和幫助中小企業方面更加寬鬆。

投資後果：

- 我們看好中國政府債券，並等待股市的切入點

新冠疫情更新

Pierre BLANCHET——投資情報部主管

隨着Omicron病毒變體在世界各地蔓延，錄得的新冠病例數目持續快速上升。歐洲和美國在北半球的病例最多，病例率是去年同期的三到五倍，一月中旬每星期正式登記的感染人數超過2000萬。然而，現在，東地中海地區和東南亞的病例數目上升得更快。與去年的日本一樣，中國在冬奧會前實施了嚴格的規定，並採取了嚴格的措施來避免在奧運會期間發生疫症蔓延。

第一個「好」消息是死亡率持續下降。然而，由於病例數目眾多，傷亡人數正在上升。第二是這一波非常陡峭，但似乎下降得很快，正如英國的情況那樣，這代表了這對經濟的影響應為短暫。第三是在歐洲等地區，到3月底，60%的人口將染病，根據世界衛生組織的說法，這一水平可能引發群體免疫。

到目前為止，已有九種疫苗被列入世衛組織緊急使用名單。幾項研究表明，現有的mRNA疫苗可對嚴重疾病和住院提供高水平的保護。然而，輝瑞和BioNTech已經招募了第一批參與者參加針對Omicron病毒變體量身打造的疫苗的臨床試驗，以評估針對Omicron病毒變體的新疫苗接種活動的益處。

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	=		公司特定因素將越來越多地推動配置，因為通脹壓力將對每家公司產生不同的影響，這取決於各公司將不斷上升的成本轉嫁給消費者的能力。另一方面，供應鏈短缺和勞動力問題等營運挑戰依然存在。因此，我們有選擇地尋找相對價值和輪換投資方式。
	美國價值	+		隨著核心收益率的上升，今年開始有利於價值股的強勁輪動。我們認為，這種輪動將繼續，儘管是以非線性方式進行。因此，為了保持長期回報，關鍵是擁有在高通脹情況下表現出結構性增長動力和可持續盈利增長潛力的價值股。
	美國經濟增長	--		去年出現的量化寬鬆驅動的資金流可能會減弱，背離基本面的昂貴成長股將受到負面影響。我們對不符合基本面交易的超增長型公司名稱持防守態度。
	歐洲	=/+		鑑於最新的新冠病毒變體對經濟影響較溫和的預期，投資者應關注盈利增長，以及如何從有利於市場價值和週期性成分的輪換中受益。在此，關鍵方面是慎選和定價能力。我們透過公司的品牌組合及其資產負債表實力來評估這一點。
	日本	=		日本應會受益於盈利勢頭的改善、與其他發達國家相比具有吸引力的估值以及日圓貶值。外部需求的改善也對以出口為導向的日本經濟有利。
	中國	=/+		我們看到新冠清零政策和由此產生的封城措施以及消費和房地產行業的低迷環境存在近期風險。然而，我們在當前更具支持性的政策立場以及該國向平衡增長模式和「共同富裕」的長期過渡中，關注選擇性機會。
	新興市場	=		雖然從全球角度來看，新興市場股票估值具有吸引力，但我們對地緣政治風險持積極活躍的態度。有趣的是，新興市場格局的分散化（實際利率、貨幣估值、地緣政治、增長狀況）有時會掩蓋環球投資組合地域和主題多元化的優勢。因此，雖然投資者應關注特定國家的風險回報，但不能將其與缺乏機會相混淆。
固定收益平台	美國政府債券	-		中期通脹風險正促使美聯儲公佈其量化緊縮計劃，我們認為這將取決於經濟復甦的力度。然而，聯儲局將在加息的需要與高昂的政府債務和不確定的增長之間取得平衡。我們在期限上保持謹慎和靈活。在TIPS上，我們只是略微樂觀。
	美國投資級公司債券	=		在核心收益率上升的環境中，我們避免長期投資，並認為投資者應限制投資組合貝塔。相反，他們應該有選擇地尋找能夠承受上行收益率壓力並顯示出良好估值/基本面背景的名稱。此外，由於消費者收入強勁，證券化市場也存在機會。
	美國高收益公司債券	=		高收益的利潤和基本面正在改善，但我們正在監測工資上漲（對利潤率）和公司定價能力的影響。我們對那些傾向於提高槓桿來為非生產性併購融資的公司保持清醒。
	歐洲政府債券	-/=		需求回升（能源價格等）帶來的通脹壓力導致核心收益率上升，並導致歐洲央行提出縮減計劃，儘管央行一直相對溫和。因此，我們對久期持謹慎態度，並在收益率曲線上保持主動。我們亦在關注法國和意大利的大選，以及下一代歐盟計劃。
	歐洲投資級公司債券	=/+		我們透過加倍關注自下而上的選擇來尋找投資級債券（次級債務）的收入，從而限制部門配置所發揮的作用。我們認為經濟增長依然強勁，歐洲央行的需求亦穩定，儘管監管機構計劃減少資產購買。然而，確定對收益率上升具有彈性的投資項目很重要。
	歐洲高收益公司債券	=		雖然信貸基本面正在改善，但我們忽略了在債務水平方面估值過高的公司。BB級債券是發揮新星故事的一個有吸引力的領域，儘管在核心利率上升的情況下慎選是至關重要的。
	中國政府債券	=/+		中國債務提供了有吸引力的套利機會，並可能受到新冠疫情風險和結構性資金流入的支撐。人民幣的近期壓力持續存在。因此，在中國央行的鴿派立場下，我們保持中性/正面。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		在低收益率的世界裡，新興市場債券應會帶來正值回報。然而，我們需要考慮一些關鍵因素：聯儲局收緊政策、Omicron病情變體、通脹和中國。我們看好新興市場硬通貨債券，並保持對高收益公司債券（相對於投資級公司債券）的偏好。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		本幣債券提供選擇性的價值，但我們對新興市場外匯持謹慎態度。在新興市場企業方面，與其他選擇相比，差價似乎很有吸引力。就國家而言，隨着選舉的臨近，巴西可能會經歷動盪。因此，我們保持謹慎選擇。我們對哈薩克斯坦持謹慎態度，並密切關注俄羅斯與烏克蘭之間的緊張局勢。
其他	大宗商品			我們看好全球大宗商品（到2022年底上漲6%），尤其是基本金屬，因為供應瓶頸和與綠色轉型相關的金屬庫存很低。在能源方面，我們確認WTI年底目標為每桶65-75美元；最近的動向與地緣政治緊張局勢更為有關。黃金可能在上半年受到利率壓力的影響。
	貨幣			儘管市場似乎已經對聯儲局在2022年的干預進行定價，但我們認為2023年和2024年的定價資訊很少，特別是如果我們考慮到美國的生產率增長。這應會繼續支持美元，但有一些例外情況。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年1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=西德克薩斯中質原油；QE=量化寬鬆政策

發達國家

宏觀經濟前景

數據截至21/1/2022

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	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
發達國家	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
美國	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
日本	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
英國	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
歐元區	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
德國	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
法國	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
意大利	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
西班牙	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9

來源: 東方匯理研究

- **美國:** 2022年, 美國經濟將面臨經濟活動逐步減速, 首先徘徊在趨勢上方, 最終在2023年收斂到潛力水平。經濟活動指標指向第四季度末和第一季度初的顯著減速(部分與新冠疫情相關), 我們預計減速將為短暫。逐步減少財政和貨幣政策寬鬆將推動我們預期會出現的正常化過程。通脹將逐漸從近期高點回落, 同時在一年的大部分時間內保持在3%以上, 因為暫時性驅動因素消退, 留下更多支持通脹的結構性驅動因素。
- **歐元區:** 增長峰值現已過去, Omicron病毒變體和一些新限制措施的影響轉化為2021年底至2022年初之間的經濟活動減速, 推遲了受社交距離限制影響的經濟部門的復甦, 並已將受到能源價格上漲和供應瓶頸的壓力。鑑於這些因素的持續存在, 我們預計歐元區通脹將從近期高點回落, 但在今年大部分時間仍高於歐洲央行的目標。
- **英國:** 在2021年反彈後, 2022年增長將環比放緩, 受通脹、政策收緊、英國脫歐調整和政治風險的不利影響, 但增長仍將高於趨勢。Omicron病毒變體在第四季度增加了一些不利因素並在2022年繼續。雖然今年開局疲軟, 但我們繼續看到內需支持增長、強勁的勞動力市場支持消費、稅收抵免亦支持投資。通脹將從2021年的峰值開始緩慢下降, 因為大宗商品和瓶頸只會逐步減輕其對價格的上行壓力。
- **日本:** 隨着芯片短缺的緩解和社交距離規則的取消, 國內需求在第四季度出現了可觀的反彈。然而, 新一年Omicron病例的增加和軟性社交距離規則的回歸為日本的經濟復甦前景帶來了不明朗因素, 可能會進一步推遲消費的「追趕」。我們維持低於共識的2022年GDP增長預測為2.4%, 這意味增長勢頭將比2021年估計的1.7%有所加強。通脹率將加速, 但在第二季度達到同比1%左右的峰值。

主要利率展望

	01-02 2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
歐元區	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
英國	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 聯儲局別無選擇, 只能迅速採取行動: 勞動力市場處於歷史緊張狀態, 通脹遠高於目標。聯儲局尚有一些事情趕緊要做, 決心迅速而穩定地擺脫高度寬鬆的貨幣政策。當務之急是解決隨着工資強勁上漲而導致更持久通脹的風險。聯儲局將迅速加息, 直到對通脹前景感到滿意為止。這個循環非常不同。我們預計今年聯儲局將加息四次, 聯儲局的資產負債表將從六月或七月開始收縮。
- **歐洲央行:** 儘管比預期更為鷹派, 但歐洲央行證實了其比美國聯儲局和英國央行更為鴿派的立場, 在2022年全年保持開放式量化寬鬆政策, 調整其規模以覆蓋明年大部分淨債務發行, 並透過PEPP靈活的再投資, 延長至2024年底並作為支持。利率的穩定前景已得到確認, 與歐洲央行的長期通脹預測低於目標一致, 儘管歐洲央行將「監控銀行融資狀況」, 但實際上並未就TLTRO作出任何決定。
- **日本央行:** 貨幣政策在一月會議上保持不變。路透社1月14日報導稱, 日本央行正在討論可能加息, 黑田東彥在回應早日政策正常化的可能性時強硬回擊, 表示將在2022年按兵不動。在最新展望中, 日本央行上調了2022/2023財年通脹預期, 預計核心CPI將升至略高於1%。我們認為, 今年CPI的上漲將屬暫時性, 主要受一次性正基數影響。這不足以讓日本央行證明加息合理。
- **英國央行:** 英國央行在上次會議上再次出乎共識, 意外加息15個基點, 將基準利率提升至25個基點。幾乎以8票對1票的投票結果表明, 該決定在很大程度上是在英倫銀行貨幣政策委員會內部達成的共識, 並且由於與疫情新聞流相關的不確定性, 改善勞動力市場和高通脹數據在該決定中佔了上風。我們預計英國央行將在2022年底前將利率升至75個基點, 然後暫停加息週期, 這與在管理量化緊縮方面保持靈活性的需要一致, 後者計劃在基準利率達到1%時啟動。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
英倫銀行貨幣政策委員會	2月3日
歐洲央行理事會	2月3日
聯儲局聯邦公開市場委員會	3月16日
日本銀行金融政策決定會合	3月18日

來源: 東方匯理研究

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至21/1/2022

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	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5
新興市場	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
中國	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
巴西	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
墨西哥	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
俄羅斯	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
印度	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
印尼	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
南非	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
土耳其	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7

來源: 東方匯理研究

- 中國:** 第四季度的GDP勝於預期, 完全扭轉了第三季度的跌勢。出口繼續穩健增長, 但內需減弱。新一輪新冠疫情使中國的復甦之路變得複雜。地方政府堅持零容忍政策, 在春節前夕開始收緊社交距離規則, 對第一季度經濟增長構成下行壓力。我們將全年增長預測從4.7%下調至4.5%。由於食品價格異常下跌, 最近通脹數據意外下滑。
- 印尼:** 迄今為止, 事實證明, 與該地區其他國家相比, 新冠疫情的爆發要溫和得多, 印尼仍處於逐步復甦的道路上。儘管通脹上升, 但不太可能對通脹目標構成嚴重威脅並推動印尼央行加息。亦就是說, 聯儲局立場的轉變首次正式列入最新貨幣政策會議聲明。在政策利率保持不變的情況下, 印尼央行已開始使流動性政策正常化, 宣佈逐步增加銀行的印尼盾法定儲備金。鑑於聯儲局早些時候加息(三月), 我們已將印尼央行的首次加息預期提前至2022年第二季度。
- 墨西哥:** 21年下半年增長進入長期疲軟階段(另一波新冠疫情、供應鏈中斷、通脹和利率上升), 雖然我們預計今年將恢復復甦, 但我們也看到GDP增速低於2%, 低於市場普遍預期。在墨西哥總統Andrés Manuel López Obrador的管治下, 資本支出將在低於標準的商業環境中保持低迷, 而消費者將繼續面臨高於目標的通脹和不斷上升的利率。墨西哥央行將首先加息, 因為核心通脹仍在加速並明顯高於目標整體通脹, 然後是因為聯儲局希望今年加息幾次。
- 巴西:** 由於通脹上升、利率和不確定性的三重阻力打擊了經濟活動, 復甦在去年下半年停滯不前。業績不佳將在整個2022年持續——我們認為年GDP增長率為0%——因為高通脹需要時間消退(更多的是22年下半年的故事而不是上半年的故事), 兩位數的政策利率只會後期降低(如果有的話, 因為巴西央行在按下寬鬆按鈕之前需要看到通脹預期與通脹目標趨於一致), 與10月選舉相關的高度不確定性可能會持續存在, 從而損害資本支出。說到選舉, 盧拉在這一點上輸了, 他在許多關鍵問題上的政策立場都令人質疑, 包括現任政府通過的支出上限和勞動力市場改革。

主要利率展望

	25-01 2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
中國	3.70	3.60	3.65	3.60	3.65
印度	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
巴西	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
俄羅斯	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

來源: 東方匯理研究

- 人民銀行:** 為應對經濟增長下行壓力加大, 中國人民銀行明確發出進一步提前放寬的訊號。言行一致, 央行在1月17日將7天回購利率和1年中期借貸便利利率下調了10個基點, 這是自2020年3月以來的首次。繼12月下調5個基點之後, 1月20日, 一年期貸款最優惠利率(LPR)再次下調10個基點, 而與抵押貸款掛鉤的五年期LPR下調了5個基點。如果經濟增長數據繼續令人失望, 或者如果在更多地區發現Omicron病毒變體感染個案, 我們預計經濟增長將進一步下調5-10個基點。
- 印度儲備銀行:** 正如預期的那樣, 12月的整體CPI攀升至接近印度儲備銀行的目標上限(從11月的4.9%上升至同比5.6%, 相對於6.0%同比), 我們預計2022年初通脹將走高(甚至高於6%)。12月, 印度儲備銀行保持鴿派立場, 聲稱該國新一輪Omicron感染浪潮的興起正在增加經濟的下行風險。WPI僅穩定在高位(同比13.6%), 核心CPI仍頑固地保持在同比6%左右。我們重申對政策轉變和2022年4月首次加息的預期。
- 巴西央行:** 由巴西央行造成的、在新興市場領域最陡峭的加息週期在12月繼續。央行再次將政策利率上調150個基點(至9.25%), 並在2月的下次會議上預先宣佈再次上調相同幅度的利率, 這將使SELIC達到兩位數。委員會正在將利率推向高度限制性區域, 以應對通脹飆升和中期通脹預期顯示出一些脫節。但隨着經濟放緩(已經有一段時間)並進入通貨緊縮的過程(通脹似乎在11月見頂), 我們認為巴西央行將在3月份將最終利率調至低於市場預期的11.50%水平。
- 俄羅斯央行:** 12月17日, 俄羅斯央行將政策利率上調100個基點至8.5%。加息的主要原因是持續的供需壓力通脹和通脹預期有進一步上升的潛力。俄羅斯央行為於未來會議期間進一步加息敞開了大門。家庭通脹預期在12月創下五年新高。通脹從11月的8.35%大幅加速至12月的同比8.39%, 遠高於4%的目標。俄羅斯央行的強硬立場, 加上持續的通脹及地緣政治壓力, 使得2月會議可能決定再次加息。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
巴西央行	2月2日
印度儲備銀行	2月9日
俄羅斯央行	2月11日
人民銀行	2月21日

資料來源: 東方匯理研究

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

(2022年1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, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
美國	5.7	3.4	2.0	4.7	5.0	2.6
日本	1.7	2.0	0.9	-0.4	0.6	0.6
歐元區	5.3	3.8	2.4	2.6	3.3	1.6
德國	2.7	3.5	2.1	3.3	3.2	1.9
法國	6.7	3.7	2.0	2.1	2.5	1.7
意大利	6.3	4.3	2.0	2.0	2.9	1.5
西班牙	4.4	5.4	3.1	3.2	3.6	0.9
英國	7.1	4.1	2.1	2.6	5.3	2.4
中國	8.1	4.5	4.9	0.9	1.7	1.9
巴西	4.5	0.0	1.6	8.3	8.0	3.8
墨西哥	5.6	1.7	2.2	5.7	5.5	4.1
俄羅斯	4.5	2.6	2.5	6.7	6.8	5.2
印度	8.4	6.9	5.7	5.1	5.9	6.1
印尼	3.2	4.8	5.1	1.6	3.3	3.4
南非	4.9	2.3	2.5	4.5	5.5	4.6
土耳其	10.5	3.8	4.0	19.4	49.7	19.7
發達國家	5.0	3.4	2.1	3.0	3.7	2.0
新興市場	6.6	4.3	4.3	4.4	6.1	4.5
世界各地	6.0	3.9	3.4	3.8	5.1	3.5

主要利率展望

發達國家

	1/2/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
美國	0.13	0.5/0.75	0.9	1/1.25	1.38
歐元區	-0.5	-0.5	-0.43	-0.5	-0.19
日本	-0.02	-0.1	-0.02	-0.1	-0.01
英國	0.25	0.75	1.16	1.0	1.51

新興市場

	25/1/2022	東方匯理 +6個月	市場共識 +6個月	東方匯理 +12個月	市場共識 +12個月
中國	3.70	3.60	3.65	3.60	3.65
印度	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
巴西	9.15	11.5	11.75	11.00	11.40
俄羅斯	8.50	9.50	8.35	8.50	7.65

長期利率展望

2年期債券孳息

	1/2/2022	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	1.16	1.3/1.5	1.50	1.5/1.7	1.68
德國	-0.50	-0.6/-0.4	-0.40	-0.5/-0.3	-0.31
日本	-0.05	-0.10/0	-0.03	-0.10/0	-0.02
英國	1.03	0.8/1.0	1.21	1/1.2	1.14

10年期債券孳息

	1/2/2022	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	1.75	1.8/2.0	1.91	2/2.2	1.99
德國	-0.01	-0.1/0.1	0.07	-0.1/0.1	0.13
日本	0.18	0.1/0.3	0.23	0.1/0.3	0.28
英國	1.27	1.2/1.4	1.40	1.3/1.5	1.42

匯市展望

	26/01/2022	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場共識 2022年第四季
歐元/美元	1.12	1.09	1.13	1.14	1.16
美元/日圓	115	114	115	118	115
歐元/英鎊	0.83	0.84	0.84	0.82	0.84
歐元/瑞士法郎	1.04	1.04	1.07	1.10	1.09
歐元/挪威克朗	10.05	10.16	9.83	9.55	9.70

	26/01/2022	東方匯理 2022年第二季	市場共識 2022年第二季	東方匯理 2022年第四季	市場共識 2022年第四季
歐元/瑞典克朗	10.47	10.55	9.99	10.25	9.90
美元/加元	1.27	1.31	1.24	1.23	1.23
澳元/美元	0.71	0.70	0.74	0.76	0.75
紐元/美元	0.67	0.64	0.72	0.68	0.72
美元/人民幣	6.32	6.55	6.42	6.40	6.44

來源: 東方匯理研究

本行預測的免責聲明

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

研究方法

一 情景

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

一 風險

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

刊物精選

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

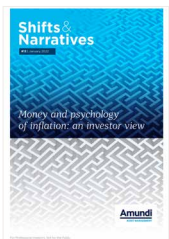
ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts – Q4 - 2021 (09-11-2021)

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

SHIFTS & NARRATIVES



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

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

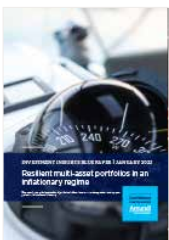
Shifts & Narratives #12 - ESG is not a given, the battle for data has just begun (24-11-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

Shifts & Narratives #11 - Green sentiment: what impact on stock returns and firm's behaviour? (15-10-2021)

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - Marie BRIERE, Head of the Investor Research Center

INSIGHTS PAPERS



Resilient multi-asset portfolios in an inflationary regime (13-01-2022)

GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset - Monica DEFEND, Global Head of Research - Lorenzo PORTELLI, Head of Cross Asset Research - Deputy Head of Global Research - Silvia DI SILVIO, Cross Asset Research Macro Strategist - Global Research - Francesco SANDRINI, Head of Balanced, Income & Real Return

From recovery to resiliency: the promise of EM sustainable bonds (26-11-2021)

HESENBERGER Tobias, Business Solutions and Innovation - SANTARSIERO Sofia, Business Solutions and Innovation Analyst - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VYDRINE Maxim, Co-Head of Emerging Markets Corporate and HY

Combining active and passive investing in Multi Asset: an institutional investor framework (12-11-2021)

TAZÉ-BERNARD Eric, Chief Allocation Advisor - GERMANO Matteo, Head of Multi-Asset

WORKING PAPERS



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

Portfolio Construction with Climate Risk Measures (03-01-2022)

Theo Le GUENEDAL, Thierry RONCALLI - Quantitative Research

Liquidity Stress Testing in Asset Management - Part 4. A Step-by-step Practical Guide (9-12-2021)

RONCALLI Thierry, CHERIEF Amina - Quantitative Research

The Recent Performance of ESG Investing, the Covid-19 Catalyst and the Biden Effect (9-12-2021)

LEPETIT Frédéric, LE GUENEDAL Theo, BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, STAGNOL Lauren - Quantitative Research - MORTIER Vincent, Deputy Group Chief Investment Officer

刊物精選

INVESTMENT TALKS



25-26 January FOMC review : giving the all clear for March hike (28-01-2022)

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

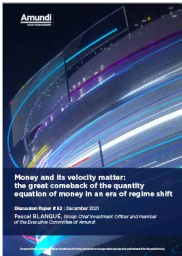
Kazakhstan: low impact for asset prices, but a wakeup call for geopolitical risk (13-01-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - MAHER Deirdre, Head of Frontier Markets Equity - STRIGO Sergei, Co-Head of Emerging Markets Fixed Income - VARTANESYAN Sosi, Senior Sovereign Analyst, Global Research

Private markets: focus on ESG and transformation (22-12-2021)

CARREL-BILLIARD Dominique, Global Head of Real & Alternative Assets - LODEWYCKX Guy, Head of Private Markets Multimanagerment - VALLIERE Thierry, Head of Private Debt - POISSON Matthieu, CIO - Infrastructure - CUNY Stanislas, Head of Direct Private Equity - BERTRAND Marc, CEO, Amundi Real Estate

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



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)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°4 The Electronics and ICT sector: designing a new matrix (10-01-2022)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

ESG Thema #6 - Carbon-efficient technologies in the race to Net Zero (20-12-2021)

CREHALET Erwan, ESG analyst, Climate Change - Shagun TALWAR, ESG Analyst

The wheels of a Circular Economy go round and round - N°3

The construction sectors: road work ahead (16-12-2021)

Caroline Le Meaux, Global Head of ESG Research, Engagement and Voting - Fatima Benamira ESG Analyst - Construction and Building Materials - Pierre Gielen, ESG Analyst - Technology, Media and Telecommunications - Patrick Haustant, ESG Analyst - Automobiles - Lorna Lucet, ESG Analyst - Circular Economy expert - Molly Minton, ESG Analyst - Apparel and Consumer Products

INVESTMENT INSIGHTS | MARKET STORIES



A new dawn for Europe? Strategies for investing in European assets (12-11-2021)

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

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 Bottom-up
Exchange Corporate Equities
Sovereign Bonds Forecasts
ESG Quant Investment High 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2月1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2月2日

本文件由東方匯理資產管理公司發出。東方匯理為簡化股份有限公司 (SAS)，資本為1,086,262,605歐元，屬受法國金融市場監管機AMF監管的投資組合管理公司，註冊編號GPO400036；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 - jianguiang

主編

Pascal BLANQUÉ——集團投資總監

編輯

MONICA DEFEND——研究部環球總監

常務副編輯

PIERRE BLANCHET——投資情報部主管

DIDIER BOROWSKI——環球投資觀點總監

環球研究部參與供稿

Valentine AINOUC——發達市場策略研究部副主管、CFA

Mickael BELLAÏCHE——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

Jean Baptiste BERTHON ——策略師

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

Delphine GEORGES——固定收益高級策略師

Karine HERVÉ——高級新興市場宏觀策略師

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師

Lorenzo PORTELLI——跨資產研究部主管

Annalisa USARDI——跨資產研究部高級宏觀策略師

Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

東方匯理投資洞察部參與撰文

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察部主管

Giovanni LICCARDO——東方匯理投資洞察部

Laura FIOROT——東方匯理投資洞察部副主管

Ujjwal DHINGRA——東方匯理投資洞察部

Francesca PANELLI——東方匯理投資洞察部

設計及製作

Pia BERGER——研究部

BENOIT PONCET——研究部