

Research

#01  
2022年1月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

Omicron變種情況不明朗;通脹則肯定會出現

專題環球投資觀點

我們就您的問題作出回應

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #01 - 2022年1月

### 目錄

#### 環球投資觀點

#### 投資總監的觀點

##### Omicron變種情況不明朗;通脹則肯定會出現 頁3

對新冠疫情、政策行動和中國經濟疲軟的新擔憂導致市場出現一些波動，但我們保持風險中性，加強關注阿爾法產生，而不是市場方向性，尤其是在信貸方面。我們亦認為，儘管各國央行加快了控制通脹的縮減計劃，但各國央行仍將保持廣泛寬鬆。投資者應該探索有價值的優質股票，但在公司希望將更高的投入成本轉嫁給消費者時，確定具有定價權的公司將是關鍵。此外，實物資產敞口可為能夠承受流動性風險的投資者提供通脹保護。

#### 宏觀

##### 由PPI傳遞至CPI:自上而下、自下而上的觀點 頁4

在投入成本上升對利潤率造成壓力的情況下，企業的定價能力將成為我們監控的一個關鍵方面，並且將指導我們2022年的投資決策。

#### 多元資產

##### 尋找優質信貸和股票的切入點 頁5

鑑於我們的整體中性立場，我們較喜歡輪換風險(而不是增加風險)，以便從最近的市場走勢中(例如，在投資級信貸方面)受益。

#### 固定收益

##### 美國聯儲局、通脹難題以及Omicron變種的影響 頁6

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

#### 股票

##### 把握巨大鴻溝帶來的機遇 頁7

市場掩蓋了巨大的鴻溝:價值相對於技術增長;與其他企業相比，大型企業的集中度和過高估值;具有定價權的企業與其他公司相比。這是自下而上選股方式的沃土。

#### 專題環球投資觀點

##### 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

#### 市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁11
> 最高風險	頁12
> 資產縱橫: 檢測市場轉折點	頁13
> 環球研究資料集	頁14
> 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



**Pascal BLANQUÉ**  
集團投資總監



**Vincent MORTIER**  
集團副投資總監

## Omicron變種情況不明朗；通脹則肯定會出現

疫情週期的死灰復燃、各國央行對高通脹數據的反應，以及恆大不可避免的違約導致市場出現一些波動，但這些問題並未造成任何重大干擾。在增長和通脹敘述之間的鬥爭中，「壞消息對市場來說是好消息」之說繼續盛行。在這一點上，現在就對Omicron變種及其影響作出判斷還為時過早。投資者應該意識到疫情週期將再次成為焦點。病毒新變種可能會影響供應鏈的脆弱部分，進一步增加通脹壓力。重要的是，目前通脹形勢中存在一種提供自我實現的敘述的心理因素。這絕對是進入2022年需要注意的風險。

儘管如此，擔憂程度尚未達到紅色區域，但美國聯儲局的基調變得更加強硬，鮑威爾主席加快了縮減進程。儘管美國聯儲局轉向減少寬鬆政策，但2022年政策仍將保持寬鬆，聯邦基金利率遠低於「中性」利率，即貨幣政策既既不刺激亦不抑制經濟增長的水平。事實上，股市的反應說明了市場相信美國聯儲局將在不損害經濟增長的同時控制通脹，而且這一事件只為暫時性。然而，我們認為情況不會如此簡單。

在勞動力市場緊張（工資壓力）和消費者需求強勁的情況下，我們可能會看到需求方面的通脹壓力。因此，美國聯儲局如履薄冰：一方面，從政治角度來看，通脹幾乎無法持續；另一方面，過度收緊金融環境，造成市場動盪，同樣是不可持續的。美國聯儲局會有所作為，但可能會在2022年逐步退市和加息，息率可能保持在非常低的水平。

**第三項最重要新聞頭條是中國：**恆大和佳兆業集團已正式違約。到目前為止，我們沒有看到傳染的跡象。最近幾週，中國政府也積極支持房地產行業，並在恆大的重組方面扮演重要角色。與2021年相比，2022年的政策立場看起來更為樂觀，我們相信這將是一個重要因素。在此背景下，我們看到了投資者的一些關鍵考慮因素：

- **不斷上升的不明朗因素和政策失誤的風險，表明對風險資產的立場是中性的。**只要實際利率仍然深陷低迷且通脹預期得到錨定，基於「別無選擇」(TINA)的論點，股票將繼續受到青睞。最近的逢低買入的操作表明市場情緒仍然樂觀，儘管估值較高且實際收益率下降。因此，再一次，投資者應該有選擇地青睞能夠更有效地應對通脹環境的行業和企業，並且鑑於與增長之間存在巨大的估值差距，應該保持價值投資。
- **在固定收益方面，**美國聯儲局加息後，雖然兩年期美國國債收益率完全反映在聯邦公開市場委員會預計的加息步伐中，但中長期收益率卻不然。我們看到收益率曲線看跌陡峭的風險。我們保持對英鎊的負面看法。信貸方面，近期利差擴大，特別是在市場的質量部分（投資級信貸），可能提供一些增加敞口的空間，但在短期部分要非常謹慎。良好的增長、寬鬆的財政政策、落後於曲線的央行，以及全球對收益率的持續需求，仍然支持信貸，特別是對於能夠承受通脹壓力且不受極端槓桿影響的細分市場。
- **在新興市場方面，**投資者應尋找機會發揮政策反應的不同步性。新興市場是一個兩立的世界，分為認真對待通貨膨脹的國家和央行，以及不認真對待通貨膨脹的國家和央行。我們已經看到新興市場央行對更高的通脹壓力（巴西、墨西哥、俄羅斯、南非）作出了基本可信的反應。與美國聯儲局貨幣政策的分歧將對2022年產生重要影響，有利於已經以可靠方式降低通脹風險的新興市場國家的債務（例如：巴西和俄羅斯）。在股票方面，中國可能在明年帶來正面的驚喜。
- **最後，我們重申有必要為能夠承受流動性風險的投資者有選擇地增加實物資產敞口，**因為這些資產可能提供通脹保護和更高的實際收入潛力。

至於2022年，我們正在進入疫情的第三年：已進入金融市場的流行階段，因為市場已經習慣於在央行的寬鬆政策下快速消化任何消息。這將是充滿變化的一年，也是驗證一旦央行開始重新調整其努力，通貨膨脹證明比預期更棘手，長期預期開始受到挑戰，這個新的流行階段將意味着什麼的一年。

## 整體風險情緒



在風險資產的中性範式中，我們以謹慎的態度開始新的一年，略微降低了固定收益方法的信用敏感性。

## 與上個月相比的變化

- ▶ 透過自下而上的視角調節信用風險。
- ▶ 盈虧平衡點減少，仍略為正。
- ▶ 減少中國政府債券。
- ▶ 探索價值投資方面的股票可能性。

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

## 由PPI傳遞至CPI:自上而下、自下而上的觀點

體制隨着增長和通貨膨脹而變化，貨幣政策的順序是我們包含在《2022年投資展望——投資於巨大轉型》中的兩個關鍵因素在此，我們詳細闡述了PPI向CPI的傳遞、對企業利潤率的影響以及定價權作為投資標準的重要性。

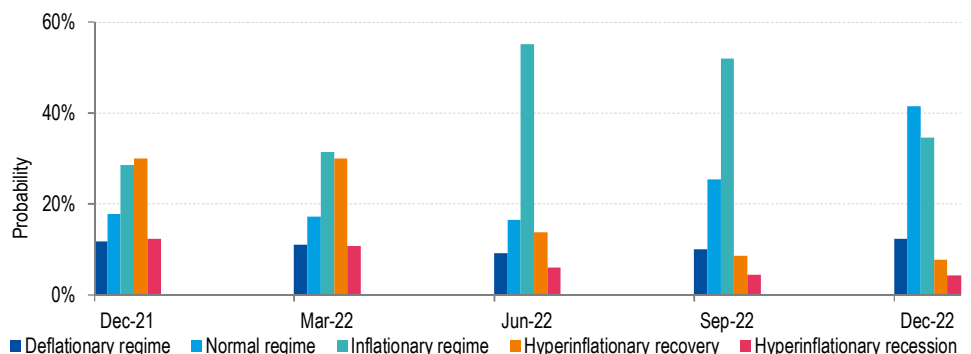
雖然市場參與者和央行現在已經擺脫了「臨時/結構性」通脹幻覺，但我們正在將我們的「通脹制度」要求延長至2022年第三季度，原因如下：1) 就業成本指數的軌跡較高；2) 單位勞動力成本(ULC)；3) 進口價格；和4) PPI。這些是構成我們通脹制度分類法和相關投資後果的支點。PPI-CPI差異在2022年值得特別關注，因為它會影響利潤率。工業價值鏈上的投入成本與每個行業和/或每家企業的實際定價能力之間的差距可能會在2022年顯現出來。

從自上而下的角度來看，在最近的財報季報告的數據中，從PPI到CPI的傳遞並不明顯，幅度微不足道。通常，「傳遞」伴隨着收入下降、美元升值、利率下降、利潤率下降，因此對利潤和盈利形成的預期降低。如果在過去，與技術進步、全球化和離岸外包、貿易加權美元貶值相關的生產率提高已經減輕了PPI對CPI的傳遞效應，則2022年不太可能出現這種情況。各國央行的不同步將導致美元走強，而我們預計每股盈利將實現個位數增長<sup>2</sup>，假設在貿易加權美元升值<sup>3</sup>和實際利率為負的情況下財務狀況保持良性。從底線來看，我們看到來自ULC溫和升高和PPI升高的一些壓力。鑑於前景仍然不確定，Omicron病毒變種不僅會拖延供應鏈瓶頸的開放，還可能阻礙結構性決策(即回流)。營收增速放緩、利潤率下降和流動性條件支持性減弱都是下行風險，挑戰我們在2022年上半年「良性忽視通脹」的情景<sup>4</sup>。此外，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。特別是，如果我們使用CPI/PPI比率生產力的代理(使用Balassa-Samuelsion框架)，我們可以解釋美元在2021年的部分強勢。

從自下而上的角度來看，我們認為，市場參與者——適應得很快，相信生產幾乎會立即適應新的投入價格——接受通貨膨脹和對實際工業價值鏈的實際調整之間存在時間滯後。後者需要更長的時間來調整和整合新的動態。在經歷了15年的通貨緊縮之後，一眾行政總裁、財務總監現在必須在預算過程中適應這種討價還價和重新談判2022年價格上漲的環境(觀念的轉變)。到目前為止，我們的軼事證據表明，供應鏈的重新支持和短期調整(例如：將運動鞋生產從越南、印尼轉移)是難以捉摸的。在行業層面，我們注意到在歐洲方面，消費、材料和工業(尤其是運輸)的轉移最小。零售商(食品和非食品)面臨利潤擠壓的風險。另一方面，消費者、奢侈品媒體、包裝和部分科技產品顯示出強大的定價能力。製藥行業則不同：鑑於價格大多受到監管，該行業幾乎沒有定價權，但尚未面臨更高的投入價格。總而言之，通脹狀態將主導2022年的大部分時間。PPI對CPI的傳導可能會抑制盈利形成，因此定價能力將是關鍵。我們認為，風險資產在2022年上半年有明顯的下行空間，這證明了我們進入這一年將股票敞口降至中性的原因。

在投入成本上升對利潤率造成壓力的情況下，企業的定價能力將成為我們監控的一個關鍵方面，並且將指導我們2022年的投資決策

## 預測2022年大部分時間的通脹狀態



Source: Amundi Research, 20 December 2021. PPI - Producer Price Index, a measure of inflation at company level. CPI - Consumer Price Inflation, a measure of inflation faced by end-consumers. <sup>1</sup>Including in the basket, a larger exposure to EM currencies than DXY; <sup>2</sup>We forecast operating EPS for S&P500 growth at 7%, 12M forward earnings; <sup>3</sup>3% appreciation over the next 6M; <sup>4</sup>When we recommend staying cautious.

多元資產



Matteo GERMANO  
多元資產部主管

鑑於我們的整體中性立場，我們較喜歡輪換風險（而不是增加風險），以便從最近的市場走勢中（例如，在投資級信貸方面）受益

## 尋找優質信貸和股票的切入點

在新病毒變種、鷹派美國聯儲局和通脹壓力帶來的增長挑戰中，全球擴張仍在繼續，證實了我們的滯脹觀點。這一點，再加上股票動能的一些戰術減弱，阻止了我們採取激進的冒險立場。然而，仍然落後於曲線的央行也不保證任何結構性去風險。因此，投資者應該從可能受到風險情緒疲軟影響的領域中輪換出來，尋找市場混亂（例如：信貸）帶來的戰術和長期機會。**這應該以整體風險中性的心態並基於積極和多樣化的方法來完成。**投資者必須保持足夠的對沖以保護股票/信用風險。

### 高信念投資意念

在發達市場和新興市場股票方面，雖然我們堅持中性立場，但我們維持逢低買入的觀點，並沒有增加我們的風險水平。我們還在討論和研究什麼應該是投資者能小心利用最近一些市場（如：日本）的回調的良好切入點，這些市場落後於復甦並具有吸引力的價值。在美國，為盡量減少不對稱風險，我們認為衍生品可能是從美國股市的任何上漲中獲利的有效途徑。在其他地方，我們注意到中國和其他一些新興市場的近期疲軟可能會受到美國聯儲局政策轉強鷹派的影響。相反，我們專注於提供強勁長期機會的領域。

**在固定收益方面，我們在美國和歐洲維持短期立場，但仍保持靈活。**我們現在對5年期德國政府債券持謹慎態度。由於對Omicron變種的擔憂，最近收益率下降是一種過度反應，對於核心歐洲收益率曲線來說尤其極端。因此，五年的曲線和更前端的曲線受到這種突然的收益率重新定價的打擊最大，因為這些部分早先已經消化了央行更快的貨幣政策正常化。**其次，雖然我們認為意大利經濟增長的長期基本面強勁，**但近期存在一些與新病毒變種可能產生的影響有關的不明朗因素。因此，我們對意大利政府債券（BTP）變得更加謹慎。相反，投資者應該在歐洲投資級信貸中尋找戰術機會，以保持整體風險預算不變。歐洲央行的支持和有利的技術面（2022年上半年供應有限）繼續支持仍然是收入來源的（投資級、高收益）信貸，但我們要小心選擇。此外，近期市場對歐洲投資級債券的風險降低是不合理的。第三，由於與當地外匯（主要是兌美元）相關的下行風險以及中國信貸市場的動盪，**我們對中國政府債務的看法不太樂觀。**然而，我們認為，從長遠來看，中國債務為全球投資組合提供了多元化的好處。就於新興市場債券而言，我們保持中立。在外匯方面，不斷變化的環球經濟環境繼續支持相對價值投資方式。雖然我們正在監測英國新冠疫情演變等事件，但我們仍對英鎊兌瑞士法郎持略微樂觀的看法，因為瑞士法郎仍然是G10

世界中被高估的貨幣。由於英國不斷惡化的經濟背景、長期短缺以及與英國脫歐相關的問題，我們的信念並不強烈。這些因素，加上能源價格高企和通脹，使我們能夠對英鎊兌歐元和美元保持防禦性觀點。

在新興市場，我們對盧布/歐元保持樂觀態度，因為鑑於估值有吸引力、外部脆弱性較低以及俄羅斯央行的強硬立場，盧布具有彈性，儘管我們仍對與歐洲和美國的地緣政治緊張局勢保持警惕。在亞洲方面，鑑於中國在亞洲貿易中的重要性日益增加及其在環球經濟中的作用日益增強，我們維持對離岸人民幣/歐元的樂觀態度。

### 風險與對沖

較高的通脹狀態和政策失誤仍然是高概率風險。我們建議投資者對發達市場股票和美國高收益股票保持對沖，以防範任何尾部風險。

### 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。

CGF-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

美國聯儲局、通脹難題以及Omicron變種的影響



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

病毒週期的演變、經濟增長減速和通貨膨脹（需求方或成本推動）將決定央行的反應。最後一個因素對美國聯儲局來說是關鍵，再加上政治壓力和「財政主導」的說法，因為它加快了退市計劃並提高了對2022年加息的預期。儘管如此，我們認為美國聯儲局視通脹為暫時——儘管當局刪除了有關說法——因為長期利率預期沒有改變。因此，美國聯儲局的行動將保持在通脹的「良性忽視」敘述中。對於投資者來說，這意味着他們應該在不增加投資組合貝塔值的情況下尋找信貸收入，尤其是在利差擴大的領域。重點應該是透過自下而上的方法和新興市場和外圍債券的估值偏差來產生阿爾法。

環球及歐洲固定收益

我們對美國、核心和半核心歐洲的久期保持謹慎但靈活的立場，但對意大利中期外圍債務仍持樂觀態度（要注意近期的不確定性）。在盈虧平衡點方面，我們正在監測美國（現在不太樂觀）和歐洲的估值，我們不再看好當地的估值。在其他方面，我們透過溫和的樂觀態度尋找信用結轉，儘管我們認為投資者應該加倍依賴於中期到期的特殊風險敞口，例如次級債務（投資級、高收益），以及金融、工業和週期性行業。在高收益方面，有些有選擇性地發揮壓縮主題的機會，但應監控流動性（1月份流動性較好）。然而，我們避免可能參與再槓桿化/槓桿收購的長期證券和名稱。我們也遠離消費、運輸和化工行業。整體而言，我們在核心利率、工資和原材料價格上漲的環境中尋找贏家。

美國固定收益

我們認為經濟大幅放緩的風險很低，因為我們看到了很多刺激和動力。但在勞動力市場緊張、供應鏈瓶頸和消費者需求強勁的情況下，通脹和新冠病毒風險依然存在。這一點，再加上美國聯儲局面臨的政治壓力以及承認通脹並非暫時性，都鼓勵了央行加速退市。我們預計核心利率將溫和上升，使我們能夠在久期上保持防禦性。然而，在TIPS方面，我們只保持最低限度的風險敞口。

相反，當發行人層面的估值和基本面具有吸引力但流動性是關鍵時，我們會尋找公司信貸的阿爾法產生。我們還相信衍生品為管理投資級和高收益敞口提供了選擇性的機會。此外，強勁的收入增長和高儲蓄率應繼續支持房地產市場，鞏固了我們對證券化投資的樂觀態度。

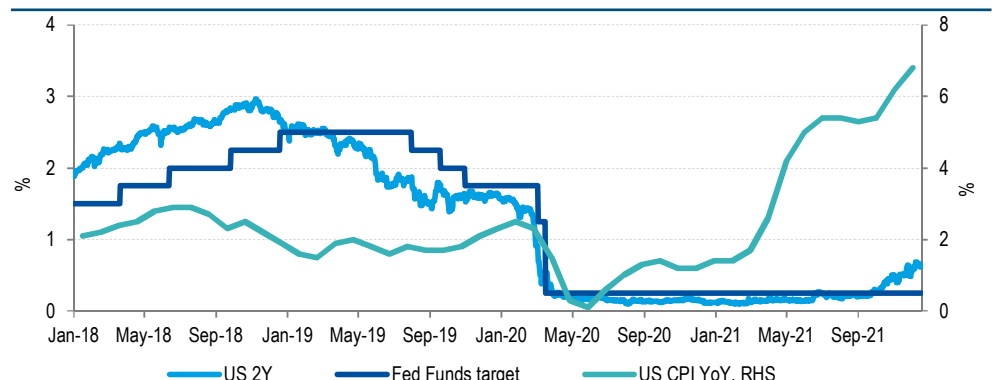
新興市場債券

新興市場債券仍然是一個相對估值具有選擇性吸引力的關注領域。然而，新興市場債務和外匯面臨美國利率上升、中國形勢（企業重組）及其蔓延至全球市場的潛力所帶來的一些挑戰。我們保持對高收益而非投資級信貸的偏向，偏向於硬通貨，而我們對本幣債券尤其有選擇性。不過，我們對巴西和土耳其（特殊風險）持謹慎態度。

外匯

我們仍然看好美元，但鑑於新冠疫情形勢的不確定性和英國脫歐的潛在挫折，儘管英國央行最近加息，惟我們仍下調了英鎊的評級。在新興市場，中國人民銀行表示希望暫停人民幣升值。在其他地方，我們對印尼盾、印度盧比和盧布持樂觀態度，但正在監測地緣政治緊張局勢。

儘管美國聯儲局語氣強硬，但通脹率之間脫節



Source: Amundi, Bloomberg, as of 17 December 2021. CPI data is monthly.

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; CRE=商業房地產; CEE=中歐及東歐; JGBs=日本政府債券; EZ=歐元區; BoP=國際收支。

## 股票

## 把握巨大鴻溝帶來的機遇



**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

市場掩蓋了巨大的鴻溝：價值相對於技術增長；與其他企業相比，大型企業的集中度和過高估值；具有定價權的企業與其他公司相比。這是自下而上選股方式的沃土

## 整體評估

我們認為，進入新的一年，需求背景依然強勁——就業強勁、工資增長、儲蓄累積——並得到歐洲（綠色協議）和美國積極財政刺激的支持。另一方面，由於Omicron病毒變種導致在估值過高的細分市場出現一些獲利回吐，新冠疫情的情況繼續發展。鑑於市場集中度也很高，一小部分市場對巨額收益負有越來越大的責任。因此，在估值分散度很高的時候，慎選是識別贏家的關鍵。但在這樣做時，我們承認，不能永遠將不斷上升的投入成本轉嫁給消費者。因此，我們透過市場定位、知識產權等來尋找表現出的定價能力，並保持平衡。

## 歐洲股票

我們在市場中保持平衡，提供在價值和防禦性領域（例如：醫療保健）中進行選擇性選股的機會。另一方面，週期性（受建築超級週期影響的工業）和金融（銀行）仍然是我們關注的焦點。我們亦喜歡以有吸引力的估值交易並提供高股息收益率的與經濟重新開放相關的股票。然而，我們對長存期股、科技股（防禦性稍弱）和非必需消費品持謹慎態度，但對市場錯位帶來的機會保持警惕。我們的整體立場偏向於正常化，但我們會不斷評估通脹和不斷變化的新冠疫情形勢對超越短期的企業利潤率的影響。在此過程中，我們特別強調資產負債表的實力、具有財務意義的ESG指標的改善潛力，以及在ESG溢價出現之前投資於公司的潛力。

## 美國股票

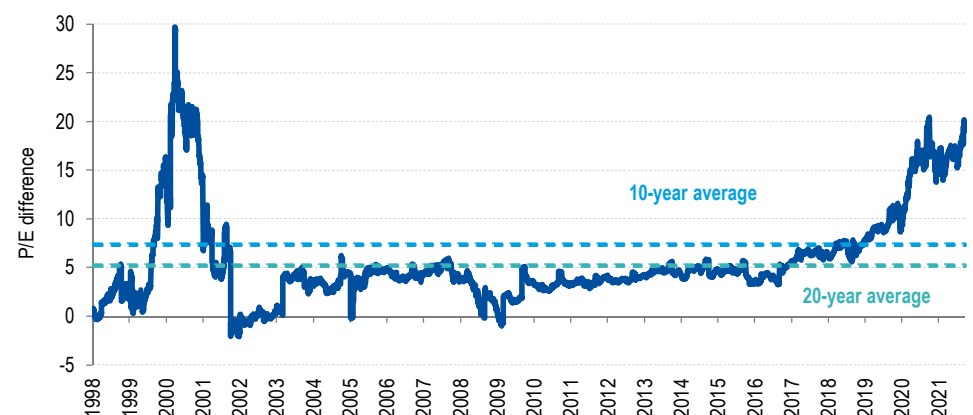
美國聯儲局正在加速縮減量化寬鬆政策，但在科技等一些細分市場普遍存在樂觀情緒，與更廣泛的標準普爾指數相比，該板塊的相對表現已達到科技泡沫高峰。這是主要風險之一（集中風險），因為一些選擇性大盤股的表現為市場蒙上陰影。另一方面，雖然企業創造了創紀錄的利潤率，但我們更關注這些利潤率的可持續性，而這取決於定價能力。一旦供應瓶頸被消除，定價能力有限的企業的利潤率便可能會下降。我們保持慎選，認為應該優先考慮價值，因為相對於增長的相對估值關係是極端的。此外，投資者應將投資組合

傾斜到通脹風險較低的領域，而市場忽略了這一點。因此，我們將選股優先於市場方向，並關注企業特定的驅動因素。在行業層面，我們喜歡優質的週期性價值股票，但對高動量/增長的股票和長期股票持謹慎態度。我們也對傳統的避險行業（主要商品、公用事業）持防禦態度，因為潛在較高的實際利率可能會影響市場情緒。

## 新興市場股票

從自下而上的角度來看，異構新興市場世界中有吸引力的相對估值提供了機會。雖然中國的短期前景因經濟放緩程度的不確定性而變得模糊，但與2021年相比，政府對2022年的立場看起來更具支持性。我們最喜歡的市場是俄羅斯（對能源和大宗商品的結構性需求）、印度（受益於中國經濟放緩但價格越來越貴）和匈牙利。在行業層面，我們看好非必需消費品和能源，並維持對價值而非增長的偏好。

## 增長負值處於極端水平



Source: Amundi, Bloomberg, as on 17 December 2021. 12 month forward price/earnings ratio of MSCI World Growth

## 專題環球投資觀點

## 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

Pierre BLANCHET  
投資情報部主管Didier BOROWSKI  
環球投資觀點總監Tristan PERRIER  
環球觀點

## 2022年歐盟有哪些重要政治事件？

一些即將舉行的國家級大選將帶有適度的不明朗因素。然而，儘管大選可能帶來新面孔，但不太可能導致歐盟大國政府目前普遍親歐和市場友好的立場發生突然變化。

這方面的關鍵發展已經在2021年發生，首先是透過：

1. 德拉吉（前歐洲央行行長）內閣於2月在意大利組建，這被視為有助於保持市場和北歐國家對意大利將充分利用歐洲NGEU復甦基金並交付預期的改革。
2. 9月舉行的德國大選產生了一個三方政府（社會民主黨、綠黨、支持自由市場的自由民主黨），被認為比前任（默克爾）政府更有利於歐洲進一步一體化。

## 2022年上半年，意大利和法國也將發生重大政治事件。

定於1月舉行的意大利總統選舉（通過議會投票）可能會引起一些聲音，但可能不會發生根本性的變化。目前尚不清楚是否可以透過政黨之間的預先協議達成多數，以順利批准現任總統馬塔雷拉的繼任者。雖然德拉吉本人可能會獲得成為下一任總統的必要選票（事實上，他最近暗示他將接受這一職位），但他從總理的角色轉變將需要籌組一個新政府，新政府有可能很弱的風險，且可能會導致在預定的2023年6月投票日期之前提前舉行大選。然而，大多數意大利政治力量可能會贊成在對復甦和歐洲看待該國的方式至關重要的時期內保持連續性，最可能的情况是：1/ 德拉吉成為總統，同時與大多數政黨就繼任總理達成一致，以繼續引導國家朝同一方向發展。2/ 政黨最終就新總統達成一致（或馬塔雷拉連任，如果他放棄目前對另一任期的拒絕），讓德拉吉繼續擔任目前的職務。從市場/歐洲政策的角度來看，這兩種情況都將被視為積極。

## 歐洲資本市場聯盟 (CMU) 會在2022年取得進展嗎？

2021年上半年，資本市場加大了對企業的融資供給。歐盟ESG債務市場增長迅速。然而，股票缺口依然存在，證券化市場已經下滑。歐洲的資本市場仍然過於分散。好消息是歐洲資本市場聯盟正在向前發展。11月25日，歐盟委員會宣佈了一籃子措施，以提高各企業在整個歐盟籌集資金的能力，歐洲資本市場聯盟正在向前發展在實際操作中，這些措施將確保投資者更有效地獲取公司/交易數據，鼓勵長期投資，促進資金跨境銷售，改善歐盟公司與投資者之間的聯繫，改善公司獲得資金的機會，以及拓寬投資者的投資機會。因此，到2022年，歐洲資本市場聯盟會深化。根據2020年9月的行動計劃，委員會宣佈將在2022年跟進更多的歐洲資本市場聯盟行動，包括一項關於公司破產的倡議。

這是歐盟的甜蜜點：新的政治/制度環境。NGEU

法國的選舉週期（4月10日和24日的總統大選，以及6月12日和19日的國會選舉）也不太可能導致任何根本性的變化。到目前為止，兩種最有可能的結果是馬克龍（Emmanuel Macron）連任或被主流右翼政客佩克雷斯（Valérie Pécresse）擊敗，在這兩種情況下，國會選舉都會產生中右翼或溫和右翼的多數或聯盟。雖然從長遠來看，馬克龍和佩克雷斯的政策細節可能對法國經濟產生不同的影響，但兩者都將被視為對歐洲項目的堅定承諾（馬克龍略多）。選舉過程中可能會出現一些溫和的市場壓力，因為極右翼政黨在民意調查中表現強勁，其中一個有可能進入第二輪總統選舉，而左翼政黨則非常薄弱且存在分歧。然而，極右翼政黨中的任何一方都不太可能贏得第二輪選舉。此外，極右翼已將法國脫歐從其議程中刪除，意味著從市場角度來看，其所帶來的風險低於2017年。

另一個值得關注的事件是1月30日在葡萄牙舉行的大選。這次選舉是在社會主義少數派政府提出的預算於10月被議會否決後召開的，讓使用NGEU資金變得更加困難。最新的民意調查顯示，總理科斯塔（António Costa）領導的社會黨位居第一，儘管沒有獲得多數席位，而且極右翼的表現強勁（直到最近，還不是該國的主要政治力量）。然而，鑑於該國在實施歐盟建議的改革方面的良好紀錄（儘管社會黨與極左翼在議會中結盟，但並未逆轉），以及大多數政黨的普遍親歐立場，這次選舉不太可能造成很大的市場壓力。

在非歐盟國家方面，匈牙利大選（日期將在4月或5月確定）可能會帶來重大變化，因為其政策經常與歐盟多數派的政策相衝突的總理奧爾班（Viktor Orbán）目前正在與由溫和的右翼政客 Péter Márki-Zay 領導的親歐聯合反對黨在民意調查中面臨強烈挑戰。

的實施、財政規則的修訂（參見《資產縱橫10月號》的[文章](#)）以及歐洲資本市場聯盟的深化相結合，將允許更大的政策組合靈活性，促進真正的融合，深化金融一體化。這應該會增強歐元區的復元能力並改善儲蓄分配。

今年歐洲的政治形勢獨一無二。歐元誕生以來，歐元區三大國家領導人首次對歐洲的體制問題（資本市場聯盟、銀行業聯盟、財政規則）非常熟悉。隨着法國在今年上半年接任歐盟輪值主席國，馬克龍擁有進一步推動歐洲議程的獨特機會。

如果他成功，NGEU將有較佳機會在未來幾年變成永久性工具，並促進綠色轉型和數碼轉型。此外，這有利於外國投資者的情緒，因此應有助於吸引資本流向歐洲。



## 專題環球投資觀點

## 在2021年的強勁表現之後，股市是否更有可能在2022年下跌？

2021年股指表現強勁，不少投資者對市場水平和2022年大幅回調的風險感到擔憂。然而，當股市在一年表現良好後，真的會在接下來的一年下跌嗎？最簡潔的答案是「否」。如果大家查看主要股票指數（MSCI世界指數、MSCI AC世界指數、標普500指數或道瓊斯工業指數）自發佈以來的年回報率，第二年出現積極表現的概率平均接近70%，其中這些概率在指數之間的分佈非常窄。加上第一年業績表現在8%以上的條件，這個概率會小幅下降到66%左右，而在上一年回報率在15%以

上時，所有指數的概率都大於60%<sup>1</sup>。因此，對股市在表現良好時更可能下跌的擔憂在統計學上是沒有根據的。實際上，積極勢頭持續的可能性要高得多。這就是積極勢頭的力量。這並不意味着股市在2022年肯定會在積極區域結束，而只是2021年的強勁表現本身並不是看跌的理由。股市在2022年可能下跌的原因還有很多，包括新冠疫情風險、估值和央行的強硬態度。今年年初，東方匯理對該資產類別持中立態度。但如果股市真的下跌，那不僅僅是因為股市去年上漲。

## 為何實際利率如此為負？為何這是一個問題？

實際利率通常定義為利率（例如：10年期債券的收益率）與年化通脹之間的差異。這種關係被稱為費雪方程式（Fisher Equation），顯示了今年債券票息的購買力。從理論上而言，債券市場正在對實際和未來的增長和通脹進行貼現。因此，實際利率反映了增長前景和時間偏好。

在撰寫本文之時，美國10年期國債的實際利率為-5.4%，而10年期德國國債的實際利率為-5.3%。這些數字表明，未來10年的增長將出現負增長。這些數字亦可以強調投資者不相信通脹是可持續的。使用通脹遠期<sup>2</sup>，我們可以對此進行調整，就美國10年期國債而言，國債為-1%和-2.2%。克利夫蘭聯儲局使用更複雜的模型發佈國庫債券10年實際利率序列，該模型包括通脹數據、通脹掉期和基於數據的通脹預期指標（估計未來30年的通脹率）。當局發現今天的實際利率為負值。在近代歷史上，這種情況只發生在環球金融危機之後、美國聯儲局無限量量化寬鬆（第三輪量化寬鬆政策因其開放性而得名）和歐元區危機期間。較長的市場歷史表明，在兩次石油衝擊前後，實際利率也為負值，即通貨膨脹急劇上升時，以及在1950年代初正值美國聯儲局控制利率之時。今天的實際利率水平類似於1970年代的石油衝擊。

實際利率為負值可能有兩個主要原因：要么是因為通貨膨脹的上升速度遠快於市場預期，要么是因為中央銀行（在我們的例子中是美國聯儲局）正在限制利率或至少透過量化寬鬆來控制利率調整，或兩者的結合。出於安全或監管原因的政府債券投資者流入也拖累了利率。值得注意的是，負實際利率的階段只會持續幾年，之後往往會急劇上升到正值區域。

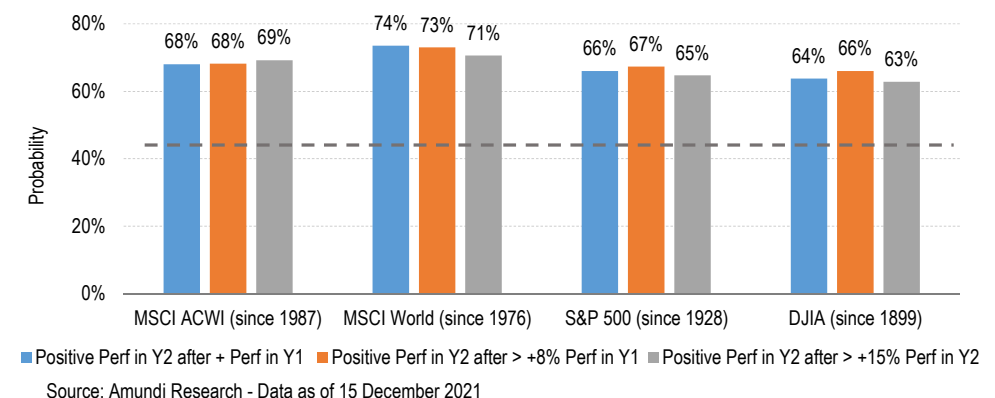
負實際利率損害養老金儲蓄，並促使儲蓄者投資於抗通脹資產；它們降低融資成本並支持風險資產估值，而高增長股票等長期資產可能會產生更多系統性風險，例如資產價格泡沫（房地產或加密貨幣）並最終破壞金融體系。

正如我們在1975年看到的那樣，實際利率往往會在急劇波動中回到零；1980年、2008年就是如此，而2012年較小程度上亦然。鑑於今天的低水平，它肯定會增加債券市場的波動性，並可能導致風險資產出現暫時拋售。

<sup>1</sup> 例如：自1987年以來，MSCI世界指數已經「轉正」了34年（總共46年）。在25年內，繼上年轉正後再轉正。因此，對於此特定歷史樣本，在正值年之後轉正的概率為73.5% (25/34)。該指數在26年（共46年）中表現為大於+8%。在19年內，前一年表現超過+8%後轉為正值。因此，對於此特定歷史樣本，一年後以該業績表現轉正的概率是73% (19/26)

<sup>2</sup> 美元和歐元的五年期通脹遠期市場價格

## 1/ 在第1年取得正業績表現後，在第2年取得正業績表現的概率



## 專題環球投資觀點

## 如果拜登的《重建更好未來》計劃未能通過國會怎麼辦？

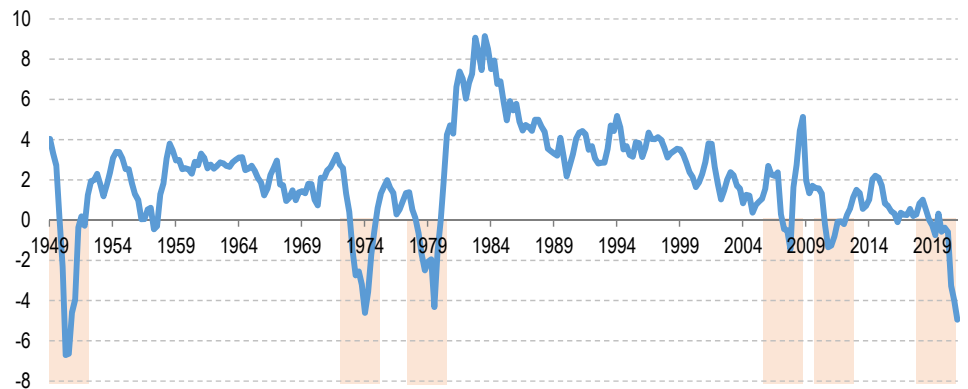
儘管進行了長時間的談判，拜登的旗艦《重建更好未來》計劃在參議院仍然缺乏多數席位的支持。保守派民主黨參議員曼欽 (Joe Manchin) 反對該法案，其中包括與社會和氣候變化相關的新投資，並停止了立法程序。雖然不清楚方案最終將以何種形式回歸，但不太可能保持目前的形式和規模 (1.75兆美元)。因此，最有可能的情況是方案將減少1.2至1.5兆美元。

在我們的預測中，我們僅假設已經通過的立法，即所謂的兩黨基建計劃，預計2022年至2023年的增長率分別為3.7%和2.1%，而全面實施《重建更好未來》計劃將使2022年的預測增長率提高至4.5%，而2023年則為2.6%。

短期影響是，一些與疫情相關的支援計劃，例如兒童稅收抵免，將在2022年底消失。根據現行立法，符合條件的家庭每個6歲以下的孩子每月最多可領取300美元的津貼。兒童稅收抵免的結束將意味着對低收入和中等收入家庭的財政轉移大幅減少，對消費和核心通脹產生負面影響。因此，這可能會緩解美國聯儲局的通脹預期。

本文於2021年12月27日定稿

## 2/自1949年以來的美國實際利率——(美國10年期國債收益率固定期限減去CPI通脹)



Source: Refinitiv Datastream, Amundi Research, December 2021

## 中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

### 本月更新

我們維持情景的敘述和概率。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，而增長可在2023年恢復潛力。我們假設Omicron變種將暫時影響歐洲的復甦。

下行情景 15%	中央情景 70%	上行情景 15%
<b>重新陷入滯脹</b>	<b>道路坎坷，地區分化</b>	<b>包容且可持續的增長</b>
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> <li>● 若干風險導致<b>經濟衰退</b>，其深度取決於衝擊的性質和強度。</li> <li>✦ 隨着<b>環球需求下降和勞動力市場惡化</b>，價格上漲壓力消退。</li> <li>⊙ <b>重新實施貨幣和財政寬鬆政策</b>，可能是金融抑制的進一步舉措。</li> <li>⊙ 通貨膨脹稍後會重新出現，迫使<b>央行偏離</b>其指導並失去信譽。</li> <li>— <b>潛在觸發因素</b>包括中國硬着陸、新冠疫情死灰復燃、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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✦ <b>新冠肺炎</b>成為風土流行病，並有一波波的隨機傳染浪潮</li> <li>✦ 2021-22年的追趕過後，<b>經濟增長</b>趨於在2023年出現。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</li> <li>✦ 由於供應方面的瓶頸情況和不斷上升的工資壓力，<b>通脹</b>壓力持續存在。</li> <li>⊙ <b>貨幣政策不同步</b>：美國聯儲局今年以快速退市模式運作並加息兩次；英國央行處於軟性加息週期；歐洲央行重新調整量化寬鬆；中國人民銀行偏向於寬鬆政策。利率更長時間保持低位。</li> <li>⊙ <b>財政政策</b>：取消部分支持措施，但能源轉型仍需公共資金。</li> <li>✦ <b>氣候變化</b>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。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✦ <b>疫情消退</b>速度比預期要快，儘管有變種出現。</li> <li>● 額外儲蓄和工資增長會鼓勵<b>消費</b>，而不會侵蝕企業利潤。</li> <li>● 由於技術變革和結構改革，<b>生產力將提高</b>。</li> <li>✦ 與不平等作鬥爭的<b>包容性經濟增長</b>。</li> <li>✦ <b>通貨膨脹</b>仍然得到控制。</li> <li>⊙ 由於更強勁的投資和更少的儲蓄，<b>利率有所上升</b>。</li> <li>⊙ <b>各國央行</b>的政策正常化受到金融市場的歡迎。</li> <li>● 由於強勁的增長和逐步轉向財政紀律，<b>債務將變得可持續</b>。</li> <li>— <b>潛在觸發因素</b>包括良好的政策（例如，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）。</li> </ul>
市場影響	市場影響	市場影響
<ul style="list-style-type: none"> <li>— 偏好現金、美元和美國國債</li> <li>— 使用最小波動率策略</li> <li>— 黃金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 由於高估值和增長放緩，風險調整後的預期回報較低</li> <li>— 對美國國債收益率曲線以及歐元區和新興市場的遏制</li> <li>— 透過黃金、掛鉤產品和股票對沖通脹</li> <li>— 新興市場：短期謹慎，長期收入和增長故事完好無損</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>— 美國國債曲線熊市變陡</li> <li>— 偏愛具有週期性及價值投資敞口的風險資產</li> <li>— 偏好掛鉤產品作為通脹對沖</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>✦ 新冠疫情相關主題</li> <li>✦ 增長和通脹預期</li> <li>⊙ 貨幣和財政政策</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▲ 復甦計劃或財務狀況</li> <li>● 私人 and 公共發行人的償付能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 經濟或金融制度</li> <li>✦ 社會或氣候相關議題</li> </ul>

## 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%

- **新冠疫情大流行 2.0**
  - 儘管進行了大規模疫苗接種運動，但新一輪的新冠疫情浪潮還是在北半球中拉開帷幕。
  - 出現病毒變異而疫苗效力有限，會破壞經濟復甦（新的封城措施或行動限制）。
- **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。

#### 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。
- **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。

#### (地緣) 政治風險 20%

- **歐美對中俄**
  - 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
  - 烏克蘭邊境的軍事行動
- **在新冠疫情危機和能源價格上漲的背景**下，**法國或意大利歐洲民粹主義者**投下選票。歐盟分裂加劇
- **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

**+** 現金、掛鈎證券、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

**+** 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量

**+** 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、風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

**-** 石油、風險資產、前沿市場、新興市場

**-** 石油、信貸和股票、EMBI

## 資產縱橫：檢測市場轉折點

○ 轉折點已經出現

○ 接近轉折點

○ 言之尚早

### 經濟背景

- 在第三季度強勁擴張之後，不斷惡化的疫情形勢導致經濟活動更加明顯減速。
- 較低的第四季度增長率亦透過放緩的高頻數據和軟指標得到證實。正如最新的12月PMI初值所證實的那樣，服務業仍然是風險最大的行業板塊。
- 然而，儘管供應鏈嚴重中斷和通脹壓力很大，惟製造業活動繼續以穩健的速度擴張。
- 在軟數據意外的支持下，經濟意外已趨於穩定。相反，硬數據意外保持穩定和負面。
- 儘管有所改善，惟我們的CESI指數在德國和西班牙仍為負值，而意大利和法國的CESI指數繼續走高，並在數據意外疲軟的支持下在美國保持正值

### 基本面與估值

- 考慮到經濟減速和美國聯儲局退市的影響，倍數和每股盈利預期過於自滿，即使我們認為利率將在不久的將來保持在低位。
- 流動性一直是風險資產的最強大驅動力。鑑於通脹壓力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。



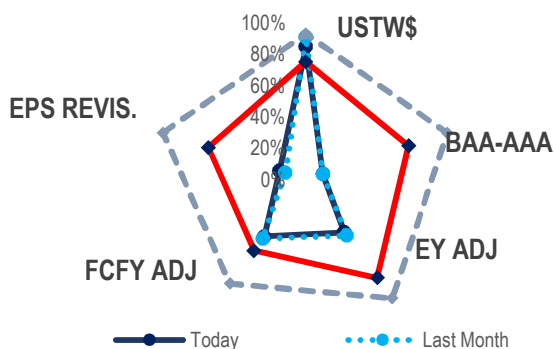
### 技術資料

- 技術面一直顯示出一個缺乏明確方向性的混合環境。
- 風險資產的中期趨勢依然穩固，但短期勢頭訊號的支持性較差。
- Omicron變種產生的不明朗因素增加。
- 在最近的市場調整期間，反向指標被清除。大多數風險資產不再超買。然而，考慮到股票和信貸的估值過高，我們認為如果孤立地看，該訊號不足以啟動多頭頭寸。
- 趁低吸納的做法似乎奏效。然而，不斷惡化的背景加上更活躍的央行表明波動性上升。

### 情緒

- 新的病毒變體增加了市場對經濟增長的擔憂，同時通脹變得越來越持久，迫使央行考慮資產購買和政策利率正常化。
- 我們確認我們的一系列風險指標工具之中缺乏結構性去風險的證據，但與過去不同的東西正在出現。
- 金融狀況開始顯示全球範圍內適度收緊，新興市場金融狀況處於領先地位。
- 我們離「避險」環境還很遠，但機構投資者已經削減了大部分維度（股票、外匯和債券）的風險敞口。

## 資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



Source: Amundi Research, Data as of 14 December 2021

CAST風險認知未能顯示結構性增加。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）仍然很低，並且是金融狀況仍然寬鬆的函數。然而，美元是強烈呼籲規避風險的維度，其對剩餘維度的溢出需要密切監控。

**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 美國通脹上修，將現行狀態延長至2022年，並將收斂推遲到2023年的較低水平**

- 2022年CPI指數為4.4% (相對於3.8%的季度平均值)，基數較高(第四季度)並確認其持續存在
- 東方匯理的CPI預測略高於2022年4.2%的共識。因此，我們預計當前的通脹狀態將延長至2022年，並趨於「正常」通脹狀態(根據Inflation Phazer標籤)將在2022年第四季度開始超越並在2023年盛行
- 最壞情況：新冠疫情的溢出效應繼續損害供應(成本上升)和需求(逐漸侵蝕)，將中央銀行推向絕境

**投資後果：**

- 通脹狀態現在是2022年的核心情景，這意味着：1) 央行貨幣政策調整壓力更大；2) 名義(和實際)收益率有上升的潛力；3) 對風險資產估值的支持較少，儘管最近出現回調，但市場尚未將其考慮在內

**2 我們改變對2022年的美國聯儲局加息預測：當局將在6月加息一次(25個基點)，並在第三季度/第四季度確認另一次加息。**

- 通脹透過更快的退市計劃(截至3月)加速政策收緊，從而為此後不久的加息週期打開大門
- 我們認為聯邦儲備利率上調次數將與就業市場參與率掛鉤
- 我們預計6月加息一次，然後在第三季度或第四季度再次加息
- 美國曲線的短端比長端更敏感。我們已將兩年期目標修正為6個月0.80/1% (原為0.45/0.60%)，並將12個月修正為1/1.20% (原為0.70/0.90%)，同時保持十年期目標不變
- 這些聯邦儲備利率上調與其說是有效正常化，不如說是一種機會主義訊號，因為實際利率將保持為負值
- **Omicron病毒變種正在改變遊戲規則**，沒有包含在美國聯儲局的預測中

**投資後果：**

- 隨着就業差距的縮小，我們重申我們對美國國債五年期以及美國國債十年期的短期呼籲

**3 風險情緒仍處於「冒險」模式但情況逐漸惡化，對風險資產的支持減少**

- 風險情緒仍處於「冒險」模式，但美元升值的最後階段導致新興市場金融狀況顯著收緊
- 新興市場的金融狀況最近出現了更廣泛的緊縮，主要是由於美元走強
- 因此，風險情緒是支柱，儘管仍然存在風險，但風險情緒正在迅速惡化
- 風險情緒的緩和和表明週期的早期階段正在接近尾聲，我們正在接近**週期後期狀態**
- 信貸和金融狀況恢復到2020年10月的水平，這與增長放緩正在成為一個問題的情況相一致，但流動性對於投資者保持長期市場敞口最為重要
- 在立場上防範全面風險的同時，當前環境還未要求緩減所有風險
- 穆迪的利差擴大已經拖累了高收益債券

**投資後果**

- 增長放緩、美元走強、信貸擴張和工資上漲明顯導致2022年上半年每股盈利出現嚴重下調的風險，這些因素尚未考慮在內

**4 新興市場宏觀勢頭：亞洲相對於拉丁美洲、中歐、東歐、中東、非洲地區溫和回升**

- 雖然新興市場宏觀勢頭仍然為負，但我們在一段時間內首次看到各地區出現轉變，相對於拉丁美洲、中歐、東歐、中東、非洲地區，更看好亞洲
- 整體而言，國內需求和主要是外部需求疲軟將導致增長預測降低
- 我們預計未來兩年中國的GDP增長將保持在接近但低於5%的水平。2022、2023年新興市場增長率應高於4%，而通脹率平均應高於4%

## 環球研究資料集

**5 中國政策更快地轉向寬鬆：整體上對中國資產和環球增長有利**

- 隨着最近一次降準50個基點，央行的政策立場果斷地將重心轉向穩定增長和內需
- 由於2022年的政策立場比2021年更為樂觀，現在看來有可能降息
- 政治局對2022年的政策立場比去年更為樂觀。領導層可能認為供給側改革已過度，將重點轉向穩定增長和內需。在住房方面，當局要求該行業「更有效地滿足適切的住房需求」

**投資後果：**

- 人民幣短期匯價走弱，6個月匯價為6.55和12個月匯價為6.4
- 穩定的政府債券目標為2.8%至2.9%（在降息的情況下將收益率降低幾個基點）
- 股票（尤其是滬深300股息）比預期更為樂觀

**6 歐盟的甜蜜措施**

- 隨着歐盟委員會宣佈了一籃子措施以提高各企業在整個歐盟籌集資金的能力，歐洲資本市場聯盟正在向前發展
- 歐元區政治凝聚力更強，德國（舒爾茨）、法國（馬克龍）和意大利（德拉吉）的利益趨同
- 將在財政規則、與NGEU的投資支出以及德國關於銀行業聯盟的新提案方面進行更多改革

**投資後果**

- 外國投資者對歐元區的積極情緒（外圍債券和股票），
- 歐元的復元能力和國際化
- 為綠色轉型和數碼轉型融資

**7 鑑於新冠病毒Omicron變種的影響，歐元區2022年GDP預測下調**

- 一些歐元區國家引入的遏制措施和宣佈的新封城措施並未包含在我們11月更新的預測中
- 我們將2021年第四季度和2022年第一季度的增長預測累計下調了0.4個百分點
- 預期平均增長率：2021年5.0%、2022年3.8%、2023年2.2%
- 鑑於11月通脹讀數和PPI，我們亦上調了2021年第四季度和2022年平均通脹率預測
- 預期的平均CPI消費物價指數標題年率：2021年2.5%、2022年2.9%、2023年1.7%

**新冠疫情更新****Pierre BLANCHET**——投資情報部主管

新冠疫情危機已進入另一個階段，Omicron變體在全球各地迅速傳播。根據最近的研究，根據世界衛生組織的數據，Omicron的病例在1.5到3天內翻了一番，在全球240個國家之中的64個國家裡現呈上升趨勢。自9月以來，歐洲在全球病例中的比例已經越來越大，迄今為止，仍是這波新浪潮的中心。大多數歐洲國家都出現了病例激增的情況，而英國則面臨着創紀錄的高感染率（每天每百萬人超過1,000人受感染<sup>1</sup>）。在撰寫本文之時，Omicron變種正在美國各地蔓延，佔新病例的四分之三。

儘管Omicron變種比Delta變種更具傳染性，但現有研究證實該變種並非更危險，而且由於疫苗接種，住院率並沒有快速增加。據世界衛生組織稱，初步證據表明，疫苗對與Omicron相關的感染和傳播的效力和有效性可能會降低。然而，一些疫苗生產商已經證實了其疫苗針對該變種的功效。

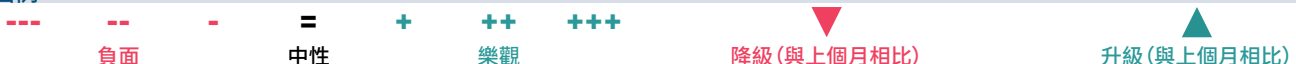
在發達經濟體，政府敦促人們加強免疫，以提高免疫力並減少重症病例。然而，科學顧問小組表示，數據顯示僅靠加強劑不足以遏制Omicron。歐洲現在正在實施行動限制，當地大多數年終公共活動都被取消。荷蘭重新實施了嚴格的全國封鎖措施。德國和法國為歐盟以外的旅行者制定新的入境規則。「似曾相識」的奇怪感覺和新冠疲勞在整個歐洲都很明顯。

<sup>1</sup>世界數據（截至2021年12月21日）

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	=		鑑於部分板塊估值偏緊且集中風險較高，我們保持中性。然而，我們正在尋找能夠透過強大的選擇能力保護投資組合免受通脹影響的投資機會。此外，我們也意識到，一旦供應瓶頸消除，只有定價能力強的企業才能維持盈利。
	美國價值	+		鑑於經濟持續增長，價值股應該會帶來業績，但這將會更受選擇而非市場方向的驅動。有趣的是，優質價值領域為抗通脹投資組合和ESG領域提供了機會。
	美國經濟增長	-		長期股票可能會受到核心利率上升的影響，因為其估值嚴重依賴於未來現金流的貼現。該細分市場的估值已經很高，基本面無法證明這一點，而且利率的任何上升都可能具有破壞性。
	歐洲	=		當前的盈利預期保守，並且隨着2022年的強勁增長，盈利可能會帶來積極的驚喜，但關鍵的未知因素是新冠疫情的發展。初步評估指出新病毒變體的良好影響，表明延遲恢復而不是脫軌的風險。估值分散度高，選擇餘地大
	日本	=		迄今為止，日本經濟復甦滯後，且相對估值具有吸引力，隨着供應問題的解決、財政刺激和日圓疲軟，外部需求增加應該會受益。
	中國	=		該國提供了選擇性機會，但由於建築、法規和對新冠病毒「清零」的政策等領域放緩程度的不確定性，短期前景變得模糊。我們保持警惕，因為政府希望促進共同繁榮，這應該有助於減少不平等的情况。
	新興市場	=		從中期來看，新興市場股票為投資者提供了機會，因為預計2022年增長會反彈且估值具有吸引力。我們喜歡俄羅斯（能源和商品的結構性需求）和印度等市場。
固定收益平台	美國政府債券	-		美國聯儲局最近的鷹派姿態強化了我們對久期的負面看法，表明核心收益率溫和上升，收益率曲線變陡走低。然而，我們相信這將透過維持廣泛的寬鬆金融環境來平衡，投資者應保持防禦性和靈活性。在TIPS方面，由於估值的緣故，我們現在不太樂觀。
	美國投資級公司債券	=		鑑於其可能受到核心收益率上升的影響，我們對長期投資級信貸持謹慎態度。然而，我們從估值和基本面的角度尋找有吸引力的名字，因為我們更關注阿爾法。我們亦在機構MBS以及消費行業和住宅抵押貸款中尋找收入，但在抵押品的結構和質素方面更具選擇性。
	美國高收益公司債券	=		我們注意到高收益債券的流動性狀況，但認為強勁的盈利和現金流是正面的。然而，我們仍然保持謹慎，旨在平衡收益率和質素，加倍依賴選擇。
	歐洲政府債券	-/=		在歐洲央行近期逐步減少量化寬鬆政策的情況下，我們對歐洲和核心歐洲的久期持謹慎態度。鑑於歐洲央行政策的影響、政治局勢以及下一代歐盟計劃支持的預期復甦，我們正在密切關注意大利外圍債券。
	歐洲投資級公司債券	=/+		在持續復甦和信用基本面改善的希望之際，我們認為投資者應該尋找更多對優質公司和次級債務的特殊敞口。不過，投資者需要保持警惕，以應對收益率上升和不斷變化的新冠疫情造成的不確定性。
	歐洲高收益公司債券	=		從自下而上的角度來看，高收益提供了選擇性機會，但我們正在監控進入2022年的流動性。我們還密切關注不良率 and 違約在良性環境中的發展情況。
	中國政府債券	=/+		我們關注近期的逆風，但相信政策制定者正在注意到經濟放緩，政策正在轉向支持。我們持中立態度，並持有樂觀的偏見，因為在溫和的通脹下，中國人民銀行仍持鴿派立場。
	新興市場債券（硬通貨）	=/+		美國聯儲局的行動給新興市場債券帶來了近期風險，但由於收益率具有吸引力，我們仍然傾向於高收益而非投資債券。我們正在密切關注新興世界的通脹情況。
	新興市場債券（當地貨幣）	=		我們整體上保持謹慎，尋找2022年新興市場外匯的戰術回調。對企業而言，與其他選擇相比，差價似乎很有吸引力。我們喜歡商品驅動的國家和行業板塊；我們認為出口商將在強勢美元的支持下獲得更好的牽引力和整體盈利。然而，我們對巴西和土耳其持謹慎態度。
其他	大宗商品			儘管新的封城措施可能引起需求擔憂，但對大宗商品的整體看法仍然樂觀。供應問題和瓶頸情況可能會持續一段時間，支撐基本金屬和天然氣的價格。然而，對於黃金而言，央行政策和實際利率仍然是需要關注的關鍵變量。石油將受到石油輸出國組織和地緣政治問題的推動。
	貨幣			我們預計美元將保持強勁，並認為低收益率者缺乏平衡強硬美國聯儲局壓力的催化劑。我們將6個月歐元兌美元的目標從1.14更改為1.10，但確認了12個月歐元兌美元的1.14水平。

圖例



資料來源：東方匯理截至2021年12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17/12/2021

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	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界各地	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
發達國家	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
美國	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
英國	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
歐元區	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
德國	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
法國	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
意大利	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
西班牙	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6

來源: 東方匯理研究

- **美國:** 經過三季度超預期的減速和四季度的回升, 我們預計2022年實際GDP增速環比將逐步放緩, 首先企穩趨勢上方, 並最終在2023年趨於潛力。逐步減少財政和貨幣政策寬鬆將推動這種正常化過程。通脹預計也會減弱, 儘管只是逐漸減弱, 但在夏季之前仍將保持在3%以上。隨着暫時性驅動因素的消退, 仍然具有彈性的需求、租金和工資增長將有助於支持高於危機前水平的核心通脹。
- **歐元區:** 我們認為增長高峰已經過去, Omicron病毒變種和一些新限制的影響將轉化為進入2022年的連續增長減速, 進一步延遲消費者支出和服務業的復甦, 因為消費者和企業已經面對能源價格上漲和供應瓶頸的不利影響。通貨膨脹還拖累了國內需求和消費, 但尚未透過更高的工資增長得到補償。一旦支持2021年第四季度通脹峰值的暫時性因素結束, 我們預計從2022年中期開始, 當前核心通脹和整體通脹之間的差距將縮小, 通脹穩定在略高於危機前水平, 但2023年則在目標範圍內。
- **英國:** 在2021年的反彈之後我們預計2022年的增長將因通脹、政策收緊、英國脫歐調整和政治風險等不利因素而連續放緩。Omicron變種將進一步增加下行空間, 因為隨着流動性和高頻數據開始顯示, 案件的急劇增加將活動拖累。雖然2022年的開局可能會比之前預期的要弱, 但我們繼續預計國內需求將保持彈性, 強勁的勞動力市場支持消費, 稅收抵免支持投資。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:** 12月採購經理人指數 (PMI) 儘管弱於預期, 惟仍是2018年第四季度以來最好的季度。儘管近期因為Omicron變種而存在不明朗因素, 惟我們繼續預計第四季度和第一季度私人消費的反彈將推動整體經濟復甦。此外, 供應限制持續緩解, 導致11月汽車出口大幅增長。2022年, 一次性因素 (手機降費、降價) 將逐漸消退, 為消費通脹回歸正值奠定基礎。也就是說, 我們預計幅度將保持在1%以下。

### 主要利率展望

	23-12 2021	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	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
歐元區	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

來源: 東方匯理研究

- **美國聯儲局:** 鑑於通脹壓力上升和勞動力市場走強, 美國聯儲局將加速退市規模。縮減的步伐將在1月份翻倍, 達到每月300億美元, 並在3月份結束。新的利率預測表明2022年會加息三次、2023年亦加息三次, 2024年加息兩次, 而在9月的會議上, 委員會在2022年加息一次和不加息之間出現意見分歧。任何對通脹暫時性因素的提及都已被刪除, 取而代之的是, 聯邦公開市場委員會強調, 與新冠疫情和經濟重新開放相關的供需失衡繼續導致通脹水平升高。
- **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:** 日本央行決定部分延長疫情相關的支援措施。央行將在3月底結束購買公司債券和商業票據, 但將繼續向銀行提供無息貸款, 以幫助受疫情影響的中小企業, 直至9月底。將商業票據的購買減少到疫情之前的水平需要六個月的時間, 而購買債券的縮減需要五年的時間。日本央行總裁黑田東彥堅決排除政策緊縮的可能性, 認為消費者通脹不可能達到或超過2%。政策利率將保持在最低點。
- **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 (QT) 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
日本銀行金融政策決定會合	1月17日
聯儲局聯邦公開市場委員會	1月26日
歐洲央行理事會	2月3日
英倫銀行貨幣政策委員會	2月3日

資料來源: 東方匯理研究

## 新興市場

### 宏觀經濟前景

數據截至11/12/2021

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	2022	2023	2020	2021	2022	2023
世界各地	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3
新興市場	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
中國	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
巴西	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
墨西哥	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
俄羅斯	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
印度	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
印尼	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南非	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
土耳其	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5

來源: 東方匯理研究

- 中國:** 第四季度初, 中國經濟繼續受自身政策約束的影響, 復甦乏力。經濟普遍疲軟已引起決策者的關注, 我們預計政策約束將有所緩解。然而, 房地產部門去槓桿化最有可能繼續, 我們預計不會出現新一輪的大規模信貸刺激。我們維持我們原來的觀點, 即經濟增長將在第四季度從第三季度的低谷回升, 然後在2022年保持略低於趨勢水平。通脹率將保持在3%以下。
- 印尼:** 在最近重新開放和持續推出疫苗接種的背景, 印尼的勢頭正在改善。在2021年非常低迷之後, 通脹動態應該會在2022年走高, 朝着央行目標的上部移動。國內宏觀狀況, 加上不斷變化的環球金融格局(美國聯儲局), 將觸發央行在2022年年中前(或2022年第三季度)首次加息。透過逐步收緊貨幣政策和預期緩慢的財政整頓, 政策支持有望繼續存在。2023年財政赤字減少3%的目標應會透過最近通過的稅制改革來實現。
- 土耳其:** 儘管通脹飆升(11月同比增長21.3%), 預計未來幾個月的峰值將超過30%, 但央行再次將利率下調100個基點至14%。儘管央行公報指出暫停, 惟市場立即作出反應。土耳其里拉下跌, 創下歷史新低。幾天後, 在埃爾多安宣佈貨幣和金融方面的一些措施之後, 土耳其里拉收復了一些失地。在如此高水平的國內和環球不明朗情況下, 很難作出任何預測, 但我們確實預計, 在擴張性財政政策的推動下, 2022年經濟增長將保持正增長。
- CEE-3:** 11月份的通脹數據再次走高。毫無疑問, 在嚴重的國內和環球通脹壓力下, 各國央行將堅持其貨幣緊縮週期, 其中美國聯儲局表示貨幣政策正常化, 因此美元兌其他貨幣可能走強。但是, 如果Omicron病毒變種導致新的限制, 那麼預計2022年的加息幅度可能會低於預期。

### 主要利率展望

	20-12 2021	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	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
印度	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
巴西	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
俄羅斯	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

來源: 東方匯理研究

- 中國人民銀行:** 政治局會議和中央經濟工作會議確認中國正在進入貨幣寬鬆政策, 並將在年底加大政策支持力度。隨着12月中旬的存款準備金率下調50個基點和12月20日的貸款優惠利率下調5個基點, 廣泛的貨幣寬鬆已經在進行中。我們預計1月份將再次降息5個基點。外匯方面, 央行加大口頭干預力度, 在每日定盤中嵌入貶值傾向, 上調外匯準備金2個百分點, 抑制人民幣升值。
- 印度儲備銀行:** 12月初, 印度儲備銀行一致維持4%的政策利率不變, 並維持寬鬆立場不變。與我們的預期相反, 反向回購利率維持在3.35%, 沒有任何使政策利率走廊對稱的增幅(增加40個基點)。印度儲備銀行重申, 考慮到Omicron病毒變種等新風險, 需要加倍保持政策支持。雖然預計短期內會增加, 但整體通脹前景仍然溫和, 與持續的寬鬆立場形成鮮明對比。
- 巴西央行:** 巴西央行再次加息150個基點(至9.25%), 並預先宣佈在12月再次以類似幅度加息。委員會將堅持其收緊政策的策略, 直到反通脹進程和圍繞其目標的預期得到鞏固。11月整體通脹率為10.7%, 與10月持平。與此同時, Copom承認經濟狀況疲軟。我們看到巴西央行在新的一年將巴西基準利率帶入兩位數, 最終利率約為11%, 是接近五年來的新高。
- 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。家庭通脹預期在12月創下五年新高。11月通脹同比增長8.4%, 高於10月的7.4%, 預計12月為8.1%, 遠高於4%的目標。俄羅斯央行為於未來會議期間進一步加息敞開了大門。俄羅斯央行的強硬立場, 加上持續的通脹壓力, 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
人民銀行	1月20日
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

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

(2021年12月17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	2022	2023	2020	2021	2022	2023
美國	-3.4	5.8	3.7	2.1	1.3	4.6	4.4	2.5
日本	-4.9	1.7	2.0	0.9	0.3	-0.4	0.6	0.6
歐元區	-6.5	5.0	3.8	2.2	0.3	2.5	2.9	1.7
德國	-4.9	2.8	3.3	2.3	0.3	3.3	2.9	1.8
法國	-8.0	6.8	3.9	2.0	0.5	2.1	2.6	2.0
意大利	-9.0	6.4	4.4	2.4	-0.1	2.0	2.9	1.7
西班牙	-10.8	4.4	5.4	3.2	-0.3	3.0	3.2	1.6
英國	-9.7	6.9	4.3	1.8	0.9	2.4	3.6	2.4
中國	2.3	7.7	4.7	4.8	2.5	0.9	2.1	1.8
巴西	-3.9	4.6	0.5	1.6	3.2	8.3	8.4	3.7
墨西哥	-8.2	5.8	2.7	2.2	3.4	5.7	5.5	4.1
俄羅斯	-3.1	4.3	2.6	2.5	3.4	6.6	7.1	5.3
印度	-7.1	8.4	6.9	5.5	6.6	5.2	6.0	5.8
印尼	-2.0	3.2	4.8	4.9	2.0	1.6	2.8	3.4
南非	-6.4	4.9	2.3	2.5	3.3	4.5	5.1	4.6
土耳其	1.6	10.5	3.8	4.0	12.3	18.3	27.6	15.5
發達國家	-5.1	5.0	3.5	2.0	0.8	3.0	3.2	2.0
新興市場	-2.0	6.5	4.4	4.2	3.9	4.4	5.4	4.3
世界各地	-3.3	5.9	4.0	3.3	2.6	3.8	4.5	3.3

### 主要利率展望

發達國家

	23/12/2021	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	0.25/0.5	0.44	0.5/0.75	0.8
歐元區	-0.5	-0.5	-0.48	-0.5	-0.46
日本	-0.04	-0.1	-0.04	-0.1	-0.06
英國	0.25	0.75	0.85	1.0	1.24

新興市場

	20/12/2021	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	3.80	3.75	3.80	3.75	3.80
印度	4.00	4.25	4.20	4.75	4.60
巴西	9.25	10.75	11.25	10.75	10.95
俄羅斯	8.50	9.00	8.35	8.00	7.65

### 長期利率展望

2年期債券孳息

	23/12/2021	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	0.68	0.8-1.0	1.03	1/1.2	1.29
德國	-0.68	-0.70/-0.50	-0.69	-0.70/-0.50	-0.69
日本	-0.09	-0.20/-0.10	-0.10	-0.20/-0.10	-0.10
英國	0.67	0.50/0.7	0.85	0.7/0.8	0.87

10年期債券孳息

	23/12/2021	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	1.48	1.6/1.8	1.59	1.8/2.0	1.69
德國	-0.26	-0.3/-0.1	-0.19	-0.3/-0.1	-0.14
日本	0.07	0/0.20	0.12	0/0.20	0.16
英國	0.92	1.0/1.2	1.02	1.2/1.4	1.06

### 匯市展望

	16/12/2021	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	1.13	1.10	1.13	1.14	1.16
美元/日圓	114	113	115	117	115
歐元/英鎊	0.85	0.84	0.84	0.83	0.84
歐元/瑞士法郎	1.04	1.05	1.07	1.09	1.09
歐元/挪威克朗	10.18	10.30	9.83	9.46	9.70

	16/12/2021	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	10.24	10.48	9.99	9.98	9.90
美元/加元	1.28	1.31	1.24	1.23	1.23
澳元/美元	0.72	0.70	0.74	0.76	0.75
紐元/美元	0.68	0.66	0.72	0.69	0.72
美元/人民幣	6.37	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。

## 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 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 #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

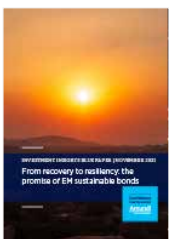
#### **Shifts & Narratives #10 - China is finally emerging from the US's shadow (15-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer

#### **Shifts & Narratives #9 - Adapting equity portfolios to a regime of higher inflation (01-10-2021)**

BLANQUE Pascal, Group Chief Investment Officer - MIJOT Éric, Head of Developed Markets Strategy Research

### INSIGHTS PAPERS



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

HESSEBERGER 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

#### **Emerging Markets Charts & Views - Why EM could be back in focus in 2022 (14-10-2021)**

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets

### WORKING PAPERS



#### **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

#### **Graph Neural Networks for Asset Management (1-12-2021)**

Grégoire Pacreau, Edmond Lezmi, Jiali Xu - Quantitative Research

#### **ESG and Sovereign Risk - What is Priced in by the Bond Market and Credit Rating Agencies? (12-10-2021)**

SEMET Raphaël, RONCALLI Thierry, STAGNOL Lauren - Quantitative Research

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



**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

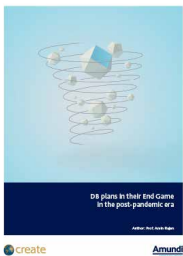
**14-15 December FOMC review: pressing the gas on taper (20-12-2021)**

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

**Fed tapering begins: mission accomplished (08-11-2021)**

UPADHYAYA Padesh, Director of Currency Strategy, US Portfolio Manager, DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income

### DISCUSSION PAPERS



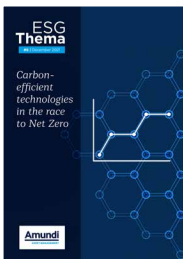
**DB plans in their End Game in the post-pandemic era (02-12-2021)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

**Strategic Asset Allocation for a Default Pension Plan (07-10-2021)**

BRIÈRE Marie, Amundi Research

### THEMATIC PAPERS



**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

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°2**

**The automotive sector: ready to step up a gear (13-12-2021)**

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

**The wheels of a Circular Economy go round and round - N°1**

**The time of Circular Economy has come (8-12-2021)**

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



參閱其他東方匯理刊物：  
[research-center.amundi.com](http://research-center.amundi.com)

Emerging Private Equity  
Money Markets Find Monetary  
Foreign Top-down 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2021年12月23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1月3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GPO4000036；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](http://www.amundi.com)

照片提供：©MDelporte - iStock/Getty Images Plus - Yellow Dog Productions - Anton Petrus

### 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

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

Delphine GEORGES——固定收益高級策略師

Claire HUANG——高級新興市場宏觀策略師

Tristan PERRIER——環球觀點

Lorenzo PORTELLI——交叉資產研究部主管

Annalisa USARDI——跨資產研究部高級宏觀策略師

Gregorio VANIN——跨資產研究分析師

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