

Institute

#09
2022年
9月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

秋季硬着陸與軟着陸之謎

東方匯理研究所

央行策略核心的理性疏忽

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



#09 - 2022年9月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

秋季硬著陸與軟著陸之謎

頁3

雖然可以避免全球衰退，但我們可能會看到增長減速和高通脹（更高的生活成本）以及地區差異。因此，投資者應考慮對股票採取更為謹慎的立場，尤其是在歐洲，但仍對美國和中國保持偏好，儘管對中國的偏好程度較低。在固定收益方面，政府債券變得更具吸引力，但投資者應保持活躍積極，信貸方面需要關注優質債務和流動性風險。整體而言，這是一個保持謹慎態度、保持警惕和多元化的時期。

東方匯理研究所

投資者遇到的三個熱點問題

頁4

宏觀預測的最新更新證實，滯脹情景正在蓄勢待發，並影響所有地區，但強度不同。

多元資產

在高度不確定性情況下降低風險

頁5

隨着我們等待經濟週期更加明朗，我們看到收益的可見性有限，因此，我們對股票變得更加謹慎，升級了久續期

固定收益

對債券較為樂觀，對信貸要慎選

頁6

市場對「息率更高更長」的信念及其對經濟增長的後續影響正在對收益率造成相反的壓力，因此需要採取靈活的立場。

股票

質量和盈利彈性成為焦點

頁7

今年是因預期經濟放緩而導致倍數下降的一年，這反映在疲軟的領先指標上。因此，我們保持慎選並優先考慮資產負債表的實力。

專題環球投資觀點

央行策略核心的理性疏忽

頁8

通貨膨脹的起源並非總是很好理解。儘管一些經濟學家早在去年就警告通脹即將來臨，但很少有人預料到支出將從服務轉向商品的巨大轉變以及這種轉變的影響。通脹預期仍然低迷的事實可能是由於理性的疏忽。在沒有貨幣緊縮的情況下，我們認為通脹預期將不可避免地脫錨。

市場情景與風險

> 中央和替代情景	頁9
> 最高風險	頁10
> 資產縱橫： 檢測市場轉折點	頁11
> 環球研究資料集	頁12
> 東方匯理資產類別觀點	頁14

宏觀經濟狀況

> 發達國家 宏觀經濟前景——市場預測	頁15
> 新興市場 宏觀經濟前景——市場預測	頁16
> 宏觀經濟及市場預測	頁17
> 本行預測的免責聲明/ 研究方法	頁18
> 刊物精選	頁19



投資總監的觀點

秋季硬着陸與軟着陸之謎

Vincent MORTIER
集團投資總監Matteo GERMANO
集團副投資總監

由於主要股票市場一直上漲至8月中旬，夏季為投資者暫時帶來了一些陽光。支持這一趨勢的是對推動市場的關鍵主題的一系列假設：假設通脹達到頂峰並開始消退；假設增長處於軟着陸路徑；各國央行被認為已經完成了大部分所需的工作。

早在6月，我們就認為反彈在望，因為在美國經濟仍然具有彈性的情況下市場已經超賣，這鞏固了我們在整體謹慎至中性的股票配置中對美國股票市場的偏好。夏季支撐市場的主要因素是對聯儲局可能轉向的預期，此前聯儲局迄今採取的行動比預期更加鷹派。在「壞消息就是好消息」的情況下，負值的季度美國GDP數據支持了這種說法。由於第二季度財報季仍呈現積極趨勢，活躍的市場環境已轉化為寬鬆的金融環境，使央行的任務進一步複雜化。既然聯儲局已經重申其鷹派立場，我們開始看到一些進一步的下行趨勢，我們認為隨着市場對更高的實際利率的重新定價，這種趨勢可能會繼續下去。在這一點上，我們認為沒有任何積極的觸發因素可以保持漲勢，而在經濟環境黯淡的情況下，進入秋季時的風險正在上升。為應對這種環境，我們認為投資者應調整其資產配置立場。尤其是：

- 是時候減少股票敞口並變得更具防禦性。雖然全球經濟衰退可以避免，但在最近的反彈之後，沒有任何因素支持股市的積極立場，而風險正在增加。考慮到短期內可能帶來波動的因素（央行的溝通、與能源危機相關的消息流、一些全球宏觀經濟疲軟），我們開始對股票採取更加謹慎的立場。
- 在股票方面，我們保持對美國、歐洲和中國的偏好，儘管在新冠疫情限制和房地產行業疲軟導致的波動性下，對中國的偏好程度低於以往。即使美國經濟正在減速，它仍然比歐洲更具彈性。隨着利潤率收縮、消費者受壓和經濟活動減速，定價能力和營收增長公司所能提供的能力有限。雖然第三季度的企業業績應該具有彈性，但我們可能會看到2023年的盈利轉為負數。因此，**整體而言，我們現在比以前更持防守態度，而且特別挑剔。**
- 債券又回來了，但鑑於仍然存在很高的不確定性，積極進取的方法至關重要。在上半年大幅重新定價之後，隨着我們進入衰退風險更高的環境，政府債券值得關注，因為收益率現在更具吸引力。在此，我們推薦一種久期管理的戰術方法，考慮到市場受到通脹和增長預期的驅動，根據流行的說法將收益率推向不同的方向。在信貸方面，我們保持謹慎，尤其是在高收益領域。我們看好投資級空間和美國而不是歐元區，因為由於經濟更具彈性，美國基本面惡化的風險較小。我們強調，在能源價格和供應鏈中斷導致通脹進一步回升的風險中，積極的債券管理方法是現階段的關鍵，這可能導致聯儲局的立場比目前市場定價的更為強硬。
- 新興市場提供選擇性的機會。儘管存在宏觀經濟逆風，但我們認為新興市場發生特殊危機的可能性更高，因此我們認為新興市場沒有系統性風險，因此需要在新興市場領域採取高度選擇性的方法。新興市場的向下修正比發達市場更為溫和，這證實了儘管中國向下修正，但增長差異有利於新興市場。在投資機會方面，整體新興市場股票似乎便宜且盈利預期趨於穩定。我們在拉丁美洲（巴西）尋找機會，但對一些東歐國家（匈牙利和波蘭）持謹慎態度。在新興市場債務領域，有一些有趣的收入機會，我們偏愛硬通貨債券，尤其是高收益領域的債券。

展望未來，在通脹環境得到確認的情況下，下行風險的可能性仍然很高。進一步的基本面惡化可能引發另一次修正，貨幣政策對經濟的第二輪影響是去風險的潛在催化劑。**因此，現在是保持謹慎態度並對經濟背景的演變保持警惕的時候。**

整體風險情緒



滯脹情景的惡化使我們在邊際利潤方面更加保守，採取多元化、選擇性的立場。

與上個月相比的變化

- ▶ 股票方面稍微保守一些，尤其是在歐洲。
- ▶ 看好美國多資產久期。
- ▶ 對中國不太樂觀。
- ▶ 看好印尼盾（與離岸人民幣相比）。

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

宏觀情況簡介



Monica DEFEND
東方匯理研究所所長

宏觀預測的最新更新證實，
滯脹情景正在蓄勢待發，
並影響所有地區，但強
度不同。

投資者的三個熱點問題

我們是否正在走向環球衰退？

整個夏季，增長前景肯定已經黯淡，歐洲天然氣配給、中國經濟放緩和美國技術性衰退的風險成為人們關注的焦點。我們的核心情景變得更加悲觀，我們下調了對美國、歐元區、英國和中國的GDP預測。在歐洲，滯脹衝擊似乎是確定無疑的，而天然氣方面日益嚴峻的挑戰意味情況將持續下去，今年最後一個季度和2023年第一季度均出現GDP負增長。在美國，軟着陆似乎仍然觸手可及，但-2023年年中經濟衰退的風險有所增加。美國經濟活動的惡化還不是聯儲局持續收緊政策的結果，勞動力市場仍然強勁，儘管裂縫開始出現。第二季度GDP數字標誌着技術性衰退，但對它和國內總收入的最新估計仍指向經濟擴張。數據中的這些不一致進一步使對美國經濟健康狀況的任何評估變得複雜。在中國方面，增長進一步下調。現在預計房地產復甦將比之前預期的要弱得多，但情況仍然是復甦。在今年餘下的時間裡，我們認為疫情後重新開放的延續和支持性政策組合是經濟反彈的主要驅動力，但隨着短期挑戰持續存在，中國經濟衰退的風險也應引起投資者的注意。

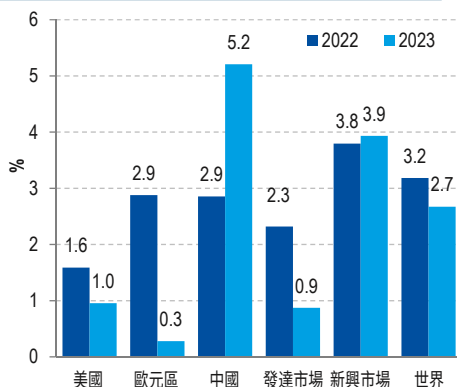
通脹降溫了嗎？

通貨膨脹率居高不下，美國CPI同比上漲8.5%（低於6月的9.1%），歐元區8.9%（高於6月的8.6%）。隨着全球經濟減速，瓶頸和價格壓力正在緩解，但仍居高不下。這應該會壓低商品通脹，但服務通脹仍在上升，導致整體通脹居高不下，儘管世界各地的下降速度不同，而能源通脹是分歧的主要來源。歐元區目前面臨最重大的挑戰。通脹應在冬季達到接近兩位數的峰值，然後從2023年開始減速。天然氣賬單費用更高（天然氣價格比一年前高出七倍多）可能會隨之而來。整體而言，我們預計通脹數據將保持波動，這將使央行對其行動有效性的評估進一步複雜化。

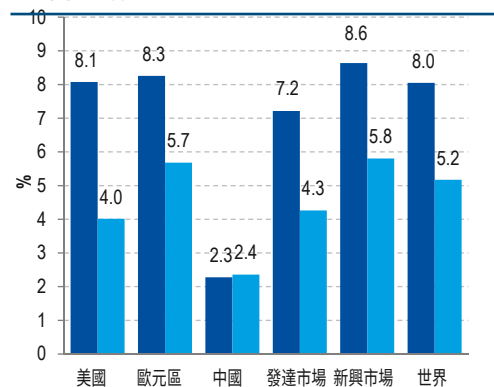
我們預計央行有何行動？

正如最近在傑克遜霍爾會議上重申的那樣，各國央行仍致力於對抗通脹，向市場發出的鷹派訊息是，抑制通脹是重中之重。然而，正如歷史所表明的那樣，央行不應該過早宣布勝利。由於工資增長遠未達到預期水平，且通脹升溫（儘管正在減速），聯儲局將加息至中性水平以上，我們現在預計9月份加息75個基點，隨後在接下來的三次聯邦公開市場委員會會議中各加息25個基點，導致終期稅率為4%。歐洲央行還將對抗通脹，並可能過度加息。7月份加息50個基點而不是之前宣布的25個基點的決定，放棄了前瞻指引並完全依賴於數據，這是朝着這個方向發展的：即在增長受到損害之前提前加載並充分利用有限的機會之窗。TPI公告間接支持了這一更積極的策略。我們的預期是在年底達到約1.5%的最終利率。現在有可能在9月加息0.75%。

實際國內生產總值增長



CPI同比增長



資料來源：東方匯理研究所、DataStream、彭博通訊社。數據截至2022年8月31日。上圖顯示東方匯理研究所的預測，數據截至2022年8月31日。CPI指「消費者價格指數」；DM指「發達市場」；EM指「新興市場」。

多元資產

在高度不確定性情況下降低風險



Francesco SANDRINI
多元資產策略部主管



John O'TOOLE
多元資產投資解決方案主管

儘管第二季度收益好於預期，但市場最近回落，因為公司發布了低迷的指引。我們認為市場的盈利預期過於樂觀，即使在近期向下修正之後。結果，我們對風險資產更加謹慎，但不認為現在是結構性去風險的時候。相反，投資者應根據經濟衰退的環境，特別是在歐洲，通過增加保障措施來調整其風險敞口。順便說一句，這也讓我們對歐洲股市更加警惕並對中國的積極程度略低。另一方面，有機會從新興市場普遍存在的不同經濟背景中受益。整體而言，投資者應探索廣泛的資產以保持多元化的立場（商品、外匯）以及足夠的對沖。

高信念投資意念

我們對整體股票持謹慎態度，即使我們在戰術上下調歐洲評級因為該地區（比美國）更容易受到不斷惡化的滯脹風險的影響。因此，我們仍然致力於我們對美國的相對偏好，而不是歐洲。這是因為美國實際收益率的穩定、有吸引力的估值以及優質/增長市場的更好環境應該有利於美國而不是歐洲。在新興市場，我們對中國持樂觀態度，但相信對新冠疫情的零容忍清零政策和房地產行業的低迷將在短期內拖累股市。

在固定收益方面，我們現在對美國的久期略持樂觀態度（在美國10年期國債收益率升至3.0%以上之後），但對核心歐洲持中性態度。在這個階段，鷹派的聯儲局支持曲線倒掛，這應該會創造更高的短期收益率，同時對長期曲線施加下行壓力。然而，這並不意味着我們會稱之為美國經濟衰退。在歐洲核心地區，歐洲央行的政策舉措更加模糊。在控制通脹的同時，歐洲央行旨在避免歐元區（例如意大利）的分裂。我們認為歐洲央行將維持對BTP等外圍市場的支持，使我們能夠保持略微樂觀，但我們正在關注政治事件。

在英國，我們看好5年期實際利率。我們仍然認為，鑑於經濟疲軟，市場定價的英國央行加息幅度過大，因此對實際利率上升幅度的壓力較小。就於新興市場債券而言，我們保持中立。

企業信用情況好壞參半，雖然我們更喜歡美國投資級債券而不是歐盟，但我們整體上是中性的。儘管有跡象表明投資者對歐洲有信心，但我們仍對歐盟信貸持謹慎態度，但仍會積極關注高質量細分市場。另一方面，美國投資級市場顯示出強勁的企業基本面、更好的經濟前景（相對於歐洲）、有吸引力的估值以及在信貸情緒進一步惡化的情況下保持彈性的潛力。然而，監控通脹和央行政策對市場的影響很重要。

全球分歧和地緣政治緊張局勢（逃往避風港）

正在為外匯領域創造相對機會。在新興市場，我們現在看好印尼盾相對離岸人民幣，因為印尼的加息週期和資金流入國內債券市場，鑑於該國的財政狀況正在改善，印尼盾可能會受益。我們對巴西雷亞爾與一些東歐大宗商品進口國（波蘭和匈牙利）持樂觀態度。在發達市場方面，鑑於持續存在的地緣政治風險，我們看好瑞郎兌歐元（但較以前不那麼看好），看好美元兌加元和歐元。挪威克朗受益於出人意料的強硬挪威央行，我們對挪威克朗兌加元持樂觀態度。但我們正在關注前者，因為這是一種週期性外匯，可能會在風險資產拋售中受到懲罰。

風險與對沖

圍繞第三季度收益和經濟增長的風險正在增加，因此我們建議投資者保持對歐洲和美國風險敞口的所有股票對沖。此外，在聯儲局強硬立場的支持下，美元短期內可能會上漲。因此，投資者的美國對沖應該反映這一點。

隨着我們等待經濟週期更加明朗，我們看到收益的可見性有限，因此，我們對股票變得更加謹慎，升級了久續期

東方匯理資產縱橫信念

	一個月變化	---	--	-	0	+	++	+++
股票	↘		■					
信貸和新興市場債券	↘				■			
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; QT=量化緊縮。



固定收益

對債券較為樂觀，對信貸要慎選

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

市場對「息率更高更長」的信念及其對經濟增長的後續影響正在對收益率造成相反的壓力，因此需要採取靈活的立場

高通脹、激進的聯儲局和歐洲央行以及市場預期正在推動收益率和風險資產。雖然通脹可能得到控制的觀點稍早導致一些緩和，但近期政策制定者的鷹派言論給收益率帶來了上行壓力。經濟增長惡化，尤其是在歐洲，使環境進一步複雜化。因此，此時重要的是要了解各國央行可能會在多大程度上修改其鷹派立場，以幫助經濟體應對即將到來的衰退擔憂。這轉化為對敏捷方法的偏好，以及對風險資產全面流動性和質量的關注。新興市場債券有機會，但我們建議有選擇性。

環球及歐洲固定收益

我們對持續時間持接近中性的看法，但保持改變這種立場的靈活性。因此，我們略微降低了對美國的謹慎立場，並在核心歐洲保持中立/略微防守態度。關於半核心和外圍市場，利差受到控制，但我們目前傾向於對外圍債務保持中性/謹慎。在其他地方，我們正在探索中立的英國和日本（謹慎）的機會，但我們看到中國政府債務的多元化帶來了好處。在盈虧平衡點方面，我們略微上調了對美國和歐元區的看法。

在企業信用方面，我們留意分散減壓風險，建議投資者保持中立。此外，我們看好資本結構中較高的質量（中上級別的投资級）和風險較低的債務。即使在高收益方面，我們也看好投資級發行人的次級債。我們還認為一級市場（即歐洲的金融市場）存在有吸引力的機會，但投資者應謹慎選擇並注意流動性風險。在行業層面，我們選擇性地喜歡金融股。

美國固定收益

市場在經濟減速和鷹派聯儲局之間搖擺不定，聯儲局在應對通脹方面成功恢復了一些可信度。另一方面，儘管聯儲局發表緊縮言論，但金融狀況已有所緩解。因此，雖然我們對久期保持中立，但我們在根據收益率變動的程度調整/升級我們的立場方面非常積極和有策略。我們還在監測實際收益率（在最近的上漲之後），以評估TIPS中較好的切入點。在信貸方面，機構MBS利差現已恢復到公允價值，因此我們認為投資者可能會考慮縮短其利差期限。我們保持對信貸的選擇性，我們正在追蹤近期投資級和高收益債券的反彈，其估值現在接近其長期平均水平。雖然我們對投資級債券持樂觀態度，但由於對基本面和盈利的擔憂，我們對高收益債券持謹慎態度。整體而言，在前方視野有限的情況下，我們保持敏捷的立場。

新興市場債券

我們對新興市場的久期持謹慎態度，但承認新興市場的貨幣政策正常化比發達市場提前，因此在硬通貨投資方面有機會（更喜歡高收益而不是投資級債券）。在信用證方面，由於通脹不確定性和各國收緊步伐不同，我們具有高度選擇性，但我們喜歡南非和巴西等高利差國家。在中國，我們正在關注增長減速、地緣政治風險和政府政策。

外匯

中國經濟增長的演變和歐洲的地緣政治緊張局勢正在為外匯創造一個複雜的環境。雖然美元在短期內應會繼續受益於全球不確定性，但歐元、英鎊、離岸人民幣和其他週期性外匯可能會繼續低迷。在新興市場方面，我們喜歡墨西哥比索和智利比索。

收益率在鷹派央行和增長擔憂之間波動



資料來源：東方匯理研究所、彭博通訊社，截至2022年9月1日。

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



股票

質量和盈利彈性成為焦點



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

今年是因預期經濟放緩而導致倍數下降的一年，這反映在疲軟的領先指標上。因此，我們保持慎選並優先考慮資產負債表的實力

整體評估

高通脹（因天然氣/商品價格而加劇）和疲軟的消費者情緒正在影響實際收入以及隨後的可自由支配支出。然而，市場似乎相信一種理想的情況，即中央銀行將能夠控制通脹而不會造成有意義的衰退。雖然如果收益率穩定，我們可以看到近期市盈率會出現一些穩定，但收益仍將在中期內推動市場走向，這可能會出現一些裂縫。因此，我們的首要任務是用質量和價值的方法來補充選股，以確定獎勵股東的公司。我們相信美國和中國的相對韌性，但也認識到後者面臨的地緣政治和經濟逆風。

歐洲股票

我們現在更具選擇性，因為由於前瞻性可見性有限，今年和明年的收益可能會受到影響。在這種環境下，投資者應保持平衡，關注公司的定價能力、個人優勢與競爭對手以及產品差異化等屬性。我們還認為，現在是優先考慮資產負債表實力的時候了。在行業層面，我們看好必需品和防守型工業股中的防守型股票。但我們投資組合中的共同因素是估值如何與企業的盈利能力相對應，以及這些盈利的質量如何。另一方面，我們提高了對資訊科技的謹慎立場，對能源保持防禦。整體而言，我們認為投資者應堅持基本面並觀察超越近期的時間點。

美國股票

聯儲局已明確表明其控制通脹的決心，即使這意味着要為經濟踩剎車。另一方面，盈利預測看起來仍然過於樂觀，將被下調，儘管還不夠快，因為通常這樣的修改並不擅長預測經濟放緩。我們認為在這種環境下，投資者應繼續關注收益和估值。在後者方面，我們觀察到傳統的防守型行業價格昂貴，並且在長期回報方面幾乎沒有價值。我們不喜歡這種被高估的股票和無利可圖的增長股票。整體而言，我們專注於具有彈性營運和在經濟衰退期間透過股息/股票回購獎勵股東的良好記錄的公司。然而，通常受經濟減速影響的週期性股票受到重創。尤其是在市場中以質量為導向的領域尤其如此，這些領域現在看起來很有吸引力。當我們透過保持耐心和慎選來評估衰退影響的程度時，這些估值是一場重大內部辯論的根源。

新興市場股票

由於地緣政治風險（中國/台灣/美國）、當前的宏觀緊縮週期以及烏克蘭戰爭的持續，我們對新興市場持謹慎態度。然而，有吸引力的估值和巨大的分歧仍然存在。我們的主要行業信念是必需消費品和房地產，以及對能源的偏好。由於近期的不確定性，我們對中國的看法略微不那麼樂觀，我們看好巴西和阿聯酋等國家。最後，我們增強了對價值高於增長的信心。

優質股票表現與市場相比



資料來源：東方匯理研究所、彭博通訊社，截至2022年9月1日。歐洲=MSCI歐洲優質股指數和MSCI歐洲指數。美國=羅素2000優質股指數和標準普爾500指數。



專題環球投資觀點

央行策略核心的理性疏忽

Didier BOROWSKI
— 宏觀政策研究部總監

供需之間持續的不匹配將導致比春季之前的預期更持久、更廣泛和更高的通脹

通貨膨脹的起源並非總是很好理解。儘管一些經濟學家早在去年就警告通脹即將來臨，但很少有人預料到支出將從服務轉向商品的巨大轉變以及這種轉變的影響。通脹預期仍然低迷的事實可能是由於理性的疏忽。在沒有貨幣緊縮的情況下，我們認為通脹預期將不可避免地脫錨。

通貨膨脹的回歸已成為中心經濟問題。公共政策和金融市場取決於其水平和預期趨勢。

然而，其起源並不總是很好理解。今年以來最引人注目的事實是專業經濟學家的預測錯誤。近幾個月來，他們一再上調通脹預測，下調經濟增長預測，首先是2022年，最近是2023年。

雖然一些經濟學家早在去年就警告通脹即將來臨，但很少有人預料到支出將從服務轉向商品的巨大轉變，以及這種轉變對經濟的影響，其中某些行業的勞動力短缺導致持續的供應限制。回想一下，聯儲局在2021年春季預測通脹峰值為2.4%，而去年秋天歐洲的通脹甚至都不是問題。自新冠肺炎危機以來，供需衝擊的結合，以及實施的政策組合，已使計量經濟學模型失效。1970年代滯脹的經歷已經導致人們重新考慮當時模型中使用的一些假設。羅伯特·盧卡斯（Robert Lucas）的批評（1976年）表明，使用基於過去經驗的參數不允許評估宏觀經濟政策變化的影響。如果這些政策發生變化，那麼形成預期的方式可能會發生變化，從而使用不同政策校準的模型作出的預測是不準確的。

總需求和供給衝擊的相對重要性因國家而異。最近一段時間，總需求因素在解釋美國通脹方面發揮了更重要的作用，而負面的供應衝擊——供應瓶頸和能源價格衝擊——在歐洲往往起主導作用，至少到目前為止是這樣。在歐洲，預測誤差的首要來源之一是能源價格的趨勢，尤其是天然氣價格，這對經濟學家來說是一個外生（不可預測的）因素。因此，最初，價格上漲被視為暫時的供應衝擊，隨着能源價格穩定和供應鏈正常化而消散。

¹ 歐洲央行專題工作文件於2021年6月對該主題的文獻進行回顧。

由於工資並未與通脹掛鉤，因此無需擔心年初會出現自我維持的通脹機制。

能源價格是把森林隱藏起來的樹木。雖然消費者支出的增加使生產恢復到大流行前的水平，但這種反彈恰逢供應鏈問題。結果是供需之間持續存在不匹配，最終導致通脹比春季之前的預期更加持久、廣泛和更高。隨時間流逝，需求因素在美國的主導地位越來越明顯，去年通貨膨脹已經開始顯現，勞動力市場非常緊張，工資上漲。需求過剩主要是由於新冠疫情危機期間的擴張性政策組合。美國情況早該敲響警鐘。

在此背景下，令人震驚的是，主要央行持續關注理性不注意的概念¹，由Jerome Powell在傑克遜霍爾明確提出。這個概念使我們能夠了解實際通脹如何影響（或不影響）預期。

簡而言之，理性的疏忽可以透過經濟主體理解經濟變量之間相互作用的能力有限這一事實來解釋。由於上行訊號的不確定性，預期只是逐漸演變且不夠充分。換句話說，通脹預期是一個滯後變量！

在過去10年中，透過考慮這種預期慣性，經濟模型得到了豐富。中央銀行考慮了這些文獻。寬鬆的貨幣環境（實際利率仍然非常負值）對於錨定長期通脹預期是必要的，即使以經濟衰退為代價。

本文於2022年8月31日定稿



中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們已檢視了我們對各場景的內容和概率。首先，我們在中央情景中包含了一些正在發生的風險（例如歐洲滯脹），而這些風險之前也包含在我們的下行情景中。在這種背景下，這種情況的可能性增加（從60%到70%）。下行情景也變得更加黑暗（全球經濟衰退/債務危機）。現在情況被一種新的上行情景所抵消，即由於天然氣價格的放鬆導致通貨膨脹迅速下降。

下行情景 15%	中央情景 70%	上行情景 15%
全球深度衰退	滯脹事件, 分歧不斷擴大	通脹迅速回落, 結束滯脹時期
分析	分析	分析
<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭惡化/擴大 能源危機和歐洲深度衰退 新冠疫情死灰復燃 解除通脹預期、央行無序調整 中國經濟衰退 全球經濟低迷並且通縮壓力在第二階段重新出現 全球金融危機/債務危機導致多個新興市場違約 政府未能實施反週期財政政策。對金融抑制採取果斷行動 氣候過渡措施被推遲 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭陷入僵局 對歐盟的信心衝擊, 由於能源價格高企 新冠肺炎成為風土病 通貨膨脹在2024年前不能恢復到央行目標 全球的名義GDP增長趨勢走高, 減輕對收益的影響 增長差異: 歐元區/英國經濟衰退, 中國經濟復甦乏力, 美國增長預期低於平均水平 (遠低於2023年的潛力) 央行分歧: 聯儲局將繼續其緊縮週期, 但採取鴿派立場 (第四季度末); 英國央行處於疲軟的上漲週期; 歐洲央行提高利率, 並啟動TPI; 中國人民銀行放寬偏見 財政政策分歧: 歐盟溫和擴張; 2022-23年在美國有所限制 氣候變化會擾亂商品週期並加劇滯脹趨勢 	<ul style="list-style-type: none"> 烏克蘭戰爭結束和制裁逐漸取消。 俄羅斯維持天然氣供應, 商品市場正常化 新冠肺炎疫情退去 通貨膨脹迅速回落, 供應瓶頸緩解 經濟衰退的擔憂消散, 而通脹仍在控制之中, 這緩解了央行的壓力 不確定性降低, 額外的儲蓄和新的購買力可以在不侵蝕企業利潤的情況下推動消費和對發達市場的投資 財政紀律逐漸恢復 氣候變化政策和能源轉型成為首要任務
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 	<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、掛鉤證券、股票、實物資產和商品對沖通脹 — 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

我們對三個風險族保持相同的概率。我們看到風險在各個方面都在增加，彼此密切相關。全球經濟基本面正在惡化（這反映在中央情景中）。烏克蘭戰爭的進程及其潛在影響可能使局勢朝任一方向傾斜。我們將新冠疫情相關風險（包括中國的封城措施）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，但各對沖策略顯然息息相關。

經濟風險 30%

- 全球經濟衰退受到石油/天然氣沖擊、貨幣條件收緊和購買力下降的推動
- 俄羅斯供氣量武器化可能導致歐洲嚴重的能源危機，引致深度經濟衰退（信心衝擊）
- 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
- 央行無序調整，低估了供應驅動的通脹並失去控制
- 全球利潤衰退，由全球經濟放緩和持續的投入成本壓力（利潤率壓縮）引發
- **中國經濟衰退**。清零政策，加上住房危機失控
- 大巧合的結束：隨着滯脹壓力的持續，央行和政府的目標不再完全一致：反週期財政政策的空間縮小
- **疫症大流行**
 - 出現更危險和抗疫苗變種的風險
 - 新的封城或行動限制措施
- 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

- 風險資產、澳幣、加幣或紐幣、新興市場本地CCY

財務風險 30%

- **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
 - 通脹預期脫鉤可能導致更嚴厲的貨幣緊縮和債券市場錯位
 - 大多數國家都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
- 企業償付能力風險增加，儘管基本因素變差、不確定性上升和企業利潤率受壓（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
- 貨幣戰爭：貨幣升值是央行應對通脹壓力的一種方式

+ 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**
 - 長期的軍事鬥爭導致高強度衝突並可能導致西方軍事對抗
 - 烏克蘭核設施發生事故的高風險
 - [儘管如此，未來幾個月局勢可能會平靜下來，為解決/停火鋪路]
- 歐盟政治分散化或民粹主義**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**由食品和能源價格上漲引起，引發一波動盪**
- 對伊朗或北韓核計劃出現新的擔憂和制裁
- **中美在能源轉型方面失去公信力**，破壞巴黎協定
- 全球變暖導致衝突風險增加，而缺水和遷徙令情況百上加斤
- **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

● 轉折點已經出現

● 接近轉折點

● 言之尚早

經濟背景

- 在通脹壓力持續上升和國內需求疲軟的情況下，經濟勢頭正在逐步放緩。儘管我們仍預計美國將軟著陸，但2023年年中的衰退風險正在上升。在歐洲方面，我們預計冬季將出現生活成本和通脹驅動的衰退。
- 在滯脹勢頭下，通脹和增長前景的修正方向不斷分化。
- 大宗商品和能源價格的長期壓力導致通脹更加持久和貨幣政策收緊，正在加劇經濟不確定性和數據波動。

基本面與估值

- 我們在夏季獲得由流動性驅動的反彈已經消除了我們對大多數風險資產的低估。
- 鑑於央行的意圖（這表明利率將在更長時間內保持在高位），以及較高的衰退可能性仍需轉化為較低的每股盈利預期（市場普遍預期仍然過於樂觀），股票倍數似乎仍然過於自滿。
- 與上個月相比，基本面正在惡化，因為滯脹應該是對企業盈利能力的警告。

中立 +
資產配置

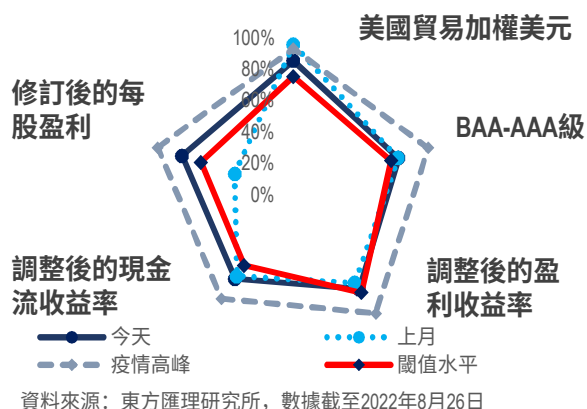
技術面

- 技術面仍然是唯一能夠不時要求增加投資組合風險的維度。雖然夏季反彈已經清除了大多數遜勢訊號（恐懼和貪婪、牛市/熊市和頭寸都轉向杰克遜霍爾的不利因素），但我們沒有看到像過去市場調整中那樣分散的趨勢。不過，定位可能沒有數據顯示的那麼乾淨。機構投資者似乎仍然持有風險資產頭寸，額外的負面因素（宏觀、微觀）可能會導致從當前水平進一步降低風險。

情緒

- 夏季金融狀況有所緩解，這在很大程度上解釋了我們所看到的風險資產的反彈。
- 不過，市場的風險集中度仍然很高，整體風險規避概率繼續表明短期內的防禦性配置。
- 風險情緒指標的惡化已開始影響基本面。每股盈利修正轉為負值，美元保持強勢，穆迪Baa-Aaa仍處於警戒之上（儘管近期收緊）。

資產縱橫前哨閾值 (CAST) 仍然帶來支持



CAST風險認知未能在第一季度顯示出結構性增長，但自第二季度以來變得不太有利。由於對衰退的擔憂，每股收益修正已轉為負面，而美元仍然是強烈要求避險的維度。信用風險溢價仍處於高位且處於警戒之上，需要對風險資產採取防禦姿態。

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」，其中紅線表示警戒閾值。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 美國宏觀預測修正：持續增長減速

- 增長減速尚未歸因於聯儲局的緊縮政策。然而，軟著陸是可能的，2023年中期全面衰退的風險不容忽視。
- 美國經濟增長預測因消費和投資疲軟而下調（2022年GDP增長率從2.2%降至1.6%，2023年GDP增長率從1.5%降至1.0%）。
- 勞動力市場依然強勁，但裂縫正在浮現。
- 儘管瓶頸放鬆和價格壓力有所緩解，但高通脹仍將持續。
- 聯儲局仍致力於在9月加息75個基點，隨後連續三次加息25個基點，到2023年2月達到4.0%的最終利率。

投資後果

- 由於2022-23年經濟背景進一步惡化，維持對全球股票的減持。
- 傾向於優質信貸和通脹敏感資產類別，例如通脹掛鉤和大宗商品。
- 美元兌大多數G10外匯的長倉，歐元兌美元交叉匯率有可能在短期內升至0.94。

2 歐洲：生活成本危機導致的衰退預計在22年第4季度/23年第1季度出現

- 預計歐洲的通貨膨脹將在即將到來的冬季達到接近兩位數的峰值（部分原因是俄羅斯的天然氣武器化）。
- 歐元區國家將受到天然氣供應、通貨膨脹和德國經濟衰退的第二輪影響的直接影響。
- 在財政空間有限、全球增長疲軟、全球金融環境趨緊的情況下，滯脹衝擊將擴大，導致秋冬季衰退。
- 我們現在預計歐元區2022年的實際GDP增長率為2.9%，2023年為0.3%。
- 預計德國和意大利受到的影響最嚴重，法國受到的影響相對較小。西班牙受到的影響最小，但仍不能倖免。

投資後果

- 由於連續兩次加息50個基點（2022年9月和2022年10月），隨後在2022年12月加息一次25個基點，歐洲央行的最終利率預計在年底為1.00-1.25%。
- 我們對外圍債務和歐元信貸保持謹慎，因為目前的估值並未反映歐元區能源行業的長期惡化。

3 第二季度財報季更新：強勁的第二季度每股收益支持逆勢反彈，但結果「質量低下」

- 第二季度每股收益甚至高於市場的高預期，但利潤率正在收窄。
- 歐盟的業績主要受能源部門、通貨膨脹和貨幣疲軟的推動。
- 預計美國第二季度每股收益同比增長將轉為負值，不包括能源行業。

投資後果

- 在這個階段，有彈性的收益並不能成為更加看好股票的充分理由。我們對股票持謹慎態度。
- 我們看好美國股票勝過歐元區。

4 私募股權和房地產：非流動性風險溢價應該有所幫助

- 房地產價格容易受到更高利率的影響。然而，這不太可能導致2008-09年式的崩潰。
- 貨幣政策收緊和名義GDP減速將在2023年耗盡流動性，為去風險化和專注於非流動性防禦性資產（如私人債務）鋪路。
- 在這種環境下，非流動性風險溢價歷來得到了回報。

投資後果

- 預計2023年的流動性流失將有利於非流動性和防禦性資產，例如私人債務，取代高收益信貸配置。

環球研究資料集

5 中國：房市放緩加劇的因素

復甦仍然是核心問題，而且經濟衰退還遙遙無期：

- 經濟在7月和8月進一步復甦，儘管勢頭較6月的躍升明顯放緩。
- 內需指標全線低迷，反映出對私營部門整體缺乏信心。
- 房地產市場低迷，加上零星的新冠疫情限制措施，正在給中國經濟復甦帶來壓力，抑制財政和貨幣寬鬆措施。

住房：為時已晚且太保守

- 房屋銷售持續大幅下滑，中央政府加大支持力度
- 然而，刺激需求的措施已經進入了一個超寬鬆的時代（政府幾個月前就已經放寬了購買限制，抵押貸款利率處於多年低位）。
- 我們預計8月至12月的住房市場收縮幅度更大，同比下降20%，而7月份預計同比下降8%。

我們將2022年的年度增長目標從3.2%下調至2.9%，從2023年的5.5%下調至5.2%

投資後果

- 維持MSCI中國、國企指數和HIS長倉。
- 對信貸持中性態度，看好中國長倉。

新冠疫情最新動向

Francesca PANELLI——投資洞察和客戶部

儘管旅遊旺季，在6月和7月上半月由Omicron的BA5新冠變體襲擊歐洲和美國的浪潮在7月下旬和8月開始消退，而死亡人數住院人數仍然有限。根據歐洲疾病控制中心的數據，在截至7月31日的一星期內，歐盟14天的病例通知總數仍然很高（每10萬人中有842.5例病例），但傳播率一直在下降。整個歐盟的流行病學情況仍然不平衡，東歐的情況仍在惡化，疫苗接種覆蓋率較低。即將到來的秋冬季節和可能出現的新浪潮的不確定性仍然很高。與此同時，目前尚不確定今年晚些時候是否會推出針對BA4和BA5變體的更新疫苗，因為由於接種疫苗或感染了該病毒，導致人群大量接觸病毒，臨床試驗已被證明是困難的。

在美國，情況也類似，疾病控制中心放寬了建議，從現在開始將只關注如何保護高度脆弱的人群。與此同時，新冠病例在中國躍升至三個月高點，主要發生在旅遊勝地海南島，在撰寫本文時該島幾乎完全被封鎖。包括上海在內的全國各地亦爆發了新的疫情，可能導致新的封城措施。因此，新冠疫情仍將是未來幾個月影響經濟活動的重要因素。



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	=/+	整體消費強勁，但有疲軟跡象。在這種環境下，盈利增長（今年和2023年）應該會推動市場。因此，我們對任何需求下降的跡象保持警惕，並在此過程中探索具有強大盈利潛力和回報股東的記錄。	
	美國價值	+	雖然今年的價值股表現優於大市，但隨着對增長的擔憂出現，這並不是線性的。我們認為投資者應以能夠更好地承受盈利壓力並提供有吸引力的估值的優質股和周期性較小的名稱來補充價值投資。另一方面，我們不喜歡陷入困境、價格昂貴的價值股，並保持選擇性。	
	美國經濟增長	-	由於聯儲局似乎致力於提高利率以抑制通脹，我們認為這可能會給增長型股票帶來進一步的壓力，尤其是那些昂貴且無利可圖的股票。一些優質增長股的估值合理，但我們的重點仍然是盈利潛力。	
	歐洲	--	▼	該地區的經濟衰退很可能是由高通脹引起的，這正在增加生活成本並最終影響消費者需求。我們看到收益的短期風險，並且變得更加保守。但我們仍然關注股票選擇、資產負債表實力和有能力提供可持續利潤的公司。
	日本	=		全球增長放緩可能會給出口驅動的日本市場帶來不利影響，但相對有吸引力的估值和日元疲軟是正面的。
	中國	=/+	▼	支持性政策、經濟重新開放以及向更加平衡的增長模式邁進都是利好因素。然而，零星的新冠封城措施和房地產行業的疲軟可能會在短期內對經濟增長造成壓力。
	新興市場	=		儘管新興市場繼續存在分歧，但發達市場與新興市場的增長差異正在向有利於後者的方向發展。這強調了有選擇性並注意地緣政治風險以及商品/通貨膨脹對國內需求的影響的必要性。我們看好巴西和阿聯酋（商品出口國），但對泰國持謹慎態度。
固定收益平台	美國政府債券	=	在市場對通脹、經濟增長和聯儲局政策反應的預期的推動下，收益率正朝着相反的方向波動。儘管美國似乎有可能實現「軟著陸」，但通脹率仍然很高，因此聯儲局仍保持鷹派態度。因此，我們保持中立，但保持非常主動進取。在最近實際收益率上升之後，我們也在評估TIPS市場。	
	美國投資級公司債券	=/+	該資產類別提供有吸引力的利差，顯示出強勁的企業基本面，並應受益於美國經濟的彈性。然而，由於消費者需求的一些壓力，收益的可見性有限。此外，估值接近其長期平均水平，因此我們保持選擇性。	
	美國高收益公司債券	=	在增長乏力的環境下，我們認為投資者應注意違約前景以及盈利疲軟如何影響現金流生成能力和基本面，目前這些基本面仍然穩固。鑑於聯儲局收緊政策和持續通脹，我們關注流動性。	
	歐洲政府債券	=	歐洲央行致力於控制通脹，並可能將利率提高到高於此前預期的水平。然而，當局必須在這點與防止碎片化的需要之間取得平衡。我們對核心歐洲持中立態度，但在曲線上保持靈活。即使在外圍債務方面，儘管有歐洲央行的支持，但在政治事件的潛在壓力下，我們保持中立。	
	歐洲投資級公司債券	=	近期衰退前景、高通脹和鷹派歐洲央行意味盈利和利差面臨潛在壓力。因此，雖然我們在投資組合中優先考慮質量，但我們正在監測減壓風險以及基本面是否會因消費者需求壓力而惡化。	
	歐洲高收益公司債券	=	我們對歐盟高收益保持警惕，並正在監測目前穩健的違約前景。但如果金融狀況收緊且市場承壓，流動性可能會枯竭，尤其是在我們謹慎的過度槓桿化領域。	
	中國政府債券	=/+	中國繼續提供多元化收益，該國經濟增長的下調以及寬鬆的立場應該對債券有利。然而，我們正在監測房地產行業的發展。	
	新興市場債券（硬通貨）	=/+	由於偏好高收益（儘管最近出現了資金流入驅動的反彈）而不是投資級債券，我們認為硬通貨債券提供了有吸引力的機會，但我們仍然保持謹慎。在短期內，一些一級市場的發行可能會以折扣價出售。	
	新興市場債券（當地貨幣）	=	鑑於通脹，我們謹慎且高度選擇性，並偏好高利差交易（如：南非和巴西）。隨着美元走強，新興市場外匯可能在短期內承壓，因此我們傾向於相對價值交易。	
其他	大宗商品		全球增長放緩和中國需求可能會限制油價和其他週期性商品的價格。然而，鑑於持續的供應問題和地緣政治的不確定性，下行風險似乎有限。我們對WTI的三個月目標是100美元/桶。黃金基本面有點複雜。聯儲局收緊政策和實際利率上升在短期內不會起到支撐作用。	
	貨幣		美元可能會受益於美國利率上升和全球增長壓力。我們對歐元/美元的六個月目標是1.0，該地區貨幣甚至可能在短期內跌破平價。然而，如果聯儲局轉為鴿派（不是我們在中期的核心觀點），這將對美元構成壓力。	

圖例



來源：東方匯理截至2022年9月2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；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2022年08月31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
世界各地	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
發達 國家	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
美國	5.8	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
英國	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
歐元區	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
德國	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
法國	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
意大利	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
西班牙	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9

來源: 東方匯理研究所

- **美國:** 上半年收縮之後將是長期低於平均水平的增長, 但目前的減速還不是由於聯儲局收緊政策; 明顯強勁的勞動力市場出現了裂痕, 我們預計生產力的缺乏將導致勞動力市場出現調整。這增加了2023年年中的衰退風險, 屆時貨幣政策行動預計將發揮更大作用。通脹正在放緩, 但仍處於高位。瓶頸和價格壓力正在緩解, 但仍居高不下。這應該會壓低商品通脹, 但較低的租金通脹是2023年的事情, 這意味着通脹仍將在幾個季度內顯著高於目標。
- **歐元區:** 在財政空間有限、全球增長疲軟和金融環境趨緊的情況下, 極端天氣條件加上俄羅斯天然氣問題正在擴大滯脹衝擊, 導致秋冬經濟衰退。這將是一場由生活成本驅動的危機, 因為消費者和公司將面臨進一步的能源成本壓力。財政支持可能會有所幫助, 但政策空間有限。通脹預計將在冬季達到接近兩位數的峰值, 保持持續且基礎廣泛, 直至第四季度上升並趨於平穩, 並從2023年開始減速。
- **英國:** 我們預計能源價格高企的衝擊將在冬季引發以消費者為主導的衰退, 但不如英國央行預測的那麼嚴重, 因為我們預計收緊政策不會那麼激進, 一些財政支持也會有所幫助。我們預計第四季度至第一季度的高能源價格傳導將出現兩位數的通脹峰值, 而新的首相可能會為高能源價格的家庭提供一些財政支持。
- **日本:** 由於私人消費開始受到食品和能源價格上漲的打擊, 第二季度的經濟復甦比我們預期的要弱。進入第三季度, 消費者陷入通脹加劇和新冠疫情猖獗爆發之間, 而全球需求放緩。經濟前景正在黯淡, 因為出口需求暴跌削弱了延遲重新開放所帶來的復甦勢頭, 而出口需求可能會在2023年上半年將整個經濟拖入衰退。儘管如此, 投入成本轉嫁仍在繼續, 這將在2022年剩餘時間內推高通脹。

主要利率展望

	2022年 9月 12日	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	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
歐元區	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
日本	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
英國	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

來源: 東方匯理研究所

- **美國聯儲局:** 在我們的情景中, 聯儲局將在9月會議上加息75個基點, 並將在11月和12月的後續會議上將加息步伐放慢至25個基點。在我們的情景中, 這個遠足週期的最終利率為4%, 並將在年底達到。我們對2023年利率路徑的看法與市場不同, 後者是2023年夏季降息的定價。在我們的軟著陸情景中降息並不出現。聯儲局最近的溝通強調利率可能需要在更長時間內保持較高水平, 恢復價格穩定可能需要在未來一段時間內保持限制性政策立場。在軟著陸的情況下, 我們對穩定的利率感到滿意(失業率溫和上升和低增長)。當然, 硬著陸會觸發降息。
- **歐洲央行:** 7月, 歐洲央行加息50個基點, 而不是之前宣布的25個基點, 放棄了前瞻性指引, 變得更加依賴數據。宣布的TPI得到一致支持, 規模不受限制, 條件與已存在的承諾相關, 並且在觸發方面具有靈活性。TPI的公告間接支持了我們對利率的基線預期情景, 表明在接下來的兩次會議上還有兩次50個基點的變動, 以及12月份25個基點的變動。7月份進行的PEPP靈活再投資證實了歐洲央行打擊分散化的承諾。
- **日本央行:** 日本的通脹進一步走強, 核心通脹(不包括生鮮食品和能源)在2022年底/2023年初達到2%目標的可能性顯著增加。這與日本央行自己的良性預測形成鮮明對比, 即到2024財年溫和增長至1.5%。然而, 日本央行官員在8月夏季休會期間繼續表達其對超寬鬆政策的偏好, 理由是對增長和需求的擔憂。日本央行更有可能消除通脹率的潛在超調, 並維持其寬鬆立場。
- **英國央行:** 最近一次會議上調了50個基點, 並表明活躍的量化緊縮可能在10月開始, 預期規模在共識範圍內。主要消息來自更新後的一組經濟預測, 表明增長情況比以前差得多, 加上今年和明年的通脹預期會上升。新的前瞻性指引強調了中期政策利率路徑的不確定性顯著增加, 短期內可能會進一步收緊, 但也預測增長將顯著放緩和衰退。

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
歐洲央行理事會	8年9月
英倫銀行貨幣政策委員會	15年9月
聯儲局聯邦公開市場委員會	21年9月
日本銀行金融政策決定會合	22年9月

來源: 東方匯理研究所

新興市場

宏觀經濟前景

數據截至2022年08月31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
世界各地	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2
新興市場	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
中國	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
巴西	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
墨西哥	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
俄羅斯	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
印度	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
印尼	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
南非	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
土耳其	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9

來源: 東方匯理研究所

- **中國:** 7月份經濟在8月份進一步復甦, 但勢頭較6月份明顯放緩。內需指標全線低迷, 反映出對私營部門整體缺乏信心。房地產市場低迷, 加上零星的新冠疫情限制措施, 繼續為中國經濟復甦帶來壓力, 抑制財政和貨幣寬鬆措施。在充滿挑戰的宏觀背景和低迷的消費者信心的背景下, 我們現在預計8月至12月的住房收縮幅度會更大, 同比下降20%, 並相應下調了下半年的增長。
- **印尼:** 在國內經濟狀況和全球金融不確定性的背景下, 印尼央行最終決定將其政策利率上調25個基點至3.75%。雖然核心通脹仍然低迷(儘管在增加), 但整體通脹遠高於受波動因素驅動的目標, 這些因素沒有得到補貼。印尼央行看到通脹預期上升的風險。加息路徑應以漸進的速度繼續, 預計大約100-125個基點。正如2023年8月宣布的那樣, 根據疫症大流行期間宣布的計劃, 預算報告的財政赤字在3%的法定門檻內。
- **泰國:** 在一眾落後者之中, 泰國央行於8月將其政策利率上調25個基點至0.75%。考慮到復甦階段仍然疲軟, 政策正常化的方法仍將是非常漸進的。2022年第二季度GDP令經濟學家的預期失望。儘管增長溫和, 但泰國央行的風險平衡明顯偏向通脹, 頭條風險處於14年高位, 成本壓力(食品)轉嫁到核心通脹。與此同時, 旅遊收入(經濟的重要組成部分)一直在加快步伐, 但仍遠未達到疫症大流行前的水平。
- **巴西:** 在強勁的上半年之後, 連續增長現在似乎正在見頂, 但絕不會在另一輪通貨緊縮和選舉前政策的支持下陷入困境。我們預計2022年GDP將增長2%以上。由於稅收和燃油價格的下調, 通貨膨脹率已在4月份達到12.1%的峰值, 並將在今年收於7%以下。巴西央行在將利率上調至13.75%後準備結束其強勁緊縮週期, 儘管為9月的另一次剩餘加息留下了一線空間。最重要的是, 距離總統大選只有幾週的時間, 盧拉以出色的表現領先博爾索納羅, 儘管領先優勢正在縮小。

主要利率展望

	2022年 9月 5日	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	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	5.40	6.10	5.95	6.10	6.05
巴西	13.75	13.75	13.85	11.50	13.30
俄羅斯	8.00	7.00	7.40	6.00	6.75

來源: 東方匯理研究所

- **中國人民銀行:** 在連續數月保持政策利率不變後, 中國人民銀行在8月出乎市場意料, 首先將銀行間市場利率(7天回購和1年MLF)下調10個基點, 然後將1年期LPR下調5個基點, 5年期LPR下調15個基點。在國內需求疲軟和房地產市場下滑幅度大於預期的背景下, 此次非平行降息是刺激住房需求和將更廣泛的危機扼殺在萌芽狀態的額外努力。中國人民銀行維持寬鬆傾向, 大部分時間將專注於結構性寬鬆, 進一步廣泛的寬鬆將取決於數據。
- **印度儲備銀行:** 8月, 印度儲備銀行將其政策利率上調50個基點至5.40%, 並被視為鷹派, 因為大部分經濟學家預計加息幅度會更加溫和。相反, 印度儲備銀行繼續推進其正常化, 我們預計印度儲備銀行將在10月和12月以較慢的速度向前推進, 最終達到6.1%。與此同時, 7月份整體通脹(以及核心通脹)從7.0%同比溫和下降至6.7%, 我們認為這並不意味適當下降趨勢的開始。事實證明, 印度儲備銀行在這一點上不太寬鬆, 也不是很緊。
- **巴西央行:** 終於到了嗎? 雖然聯儲局似乎正在轉向放慢緊縮步伐, 但從一開始就一直領先於聯儲局的巴西央行現在正在結束其強勁加息週期。在8月初的會議上, 當局再次上調50個基點至13.75%, 但關閉了9月份再次上調相同幅度的大門。央行將考慮再次「剩餘」加息25個基點, 但鑑於最新的會議紀要和略好於預期的7月份通脹數據, 現在很有可能不會進一步調整。但與美國聯儲局的情況一樣, 巴西央行將希望在決定下一步行動之前看到8月份的通脹數據。
- **俄羅斯央行:** 俄羅斯央行在7月份再次將政策利率下調150個基點至8%。削減幅度比預期的要大。降息的主要原因是通脹下降和消費者需求疲軟。俄羅斯央行為進一步減息敞開了大門。7月通脹同比進一步放緩至15.1%, 從6月的同比15.9%和5月的17.1%下跌。我們預計到年底通脹率將進一步下降至13-14%左右。我們預計未來6個月俄羅斯央行將再下調100個基點, 之後再下調100個基點, 使政策利率在12個月範圍內達到6%左右。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
俄羅斯央行	16年9月
人民銀行	20年9月
巴西央行	21年9月
印度儲備銀行	28年9月

來源: 東方匯理研究所

宏觀經濟及市場預測

英國的預測截至2022年8月31日。鑑於英國政府最近發布的公告，但由於缺乏能夠在文件結束時評估最終影響的細節，我們保持預測不變，並警告我們的預測可能會在發布後不久發生變化。

宏觀經濟預測

(2022年8月31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	1.6	1.0	4.7	8.1	4.0
日本	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
歐元區	5.3	2.9	0.3	2.6	8.3	5.7
德國	2.6	1.5	0.1	3.2	8.5	6.0
法國	6.8	2.6	0.4	2.1	6.1	4.7
意大利	6.6	3.3	0.4	1.9	7.7	5.3
西班牙	5.1	4.5	1.1	3.1	9.3	4.9
英國	7.4	3.4	-0.5	2.6	9.6	8.7
中國	8.1	2.9	5.2	0.9	2.3	2.4
巴西	4.6	2.3	1.0	8.3	9.8	5.6
墨西哥	4.8	2.3	0.7	5.7	7.9	5.4
俄羅斯	4.7	-3.3	-1.5	6.7	14.3	7.6
印度	9.1	7.3	5.7	5.1	6.9	6.2
印尼	3.7	5.4	5.0	1.6	4.2	4.3
南非	5.5	2.4	1.8	4.6	6.9	5.8
土耳其	11.6	4.3	3.1	19.4	71.0	28.9
發達國家	5.2	2.3	0.9	3.2	7.2	4.3
新興市場	6.9	3.8	4.0	4.4	8.6	5.8
世界各地	6.2	3.2	2.7	3.9	8.0	5.2

主要利率展望

發達國家

	12/9/2022	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	2.33	4.25	3.95	4.25	4.00
歐元區	0.75	2.25	2.25	2.25	2.25
日本	0.00	-0.1	0.02	-0.1	0.09
英國	1.75	3.75	4.06	3.75	4.43

新興市場

	5/9/2022	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	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	5.40	6.10	5.95	6.10	6.05
巴西	13.75	13.75	13.85	11.50	13.30
俄羅斯	8.00	7.00	7.40	6.00	6.75

長期利率展望

兩年期債券收益率

	12/9/2022	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	3.54	3.4/3.6	3.59	3.4/3.6	3.52
德國	1.36	1.2/1.4	1.48	1.2/1.4	1.48
日本	-0.07	-0.10/0	-0.05	-0.10/0	-0.06
英國	3.04	2.7/2.9	2.99	2.7/2.9	3.02

十年期債券收益率

	12/9/2022	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	3.30	3.1/3.3	3.35	3.1/3.3	3.36
德國	1.70	1.8/2.0	1.81	1.8/2.0	1.85
日本	0.25	0.1/0.3	0.35	0.1/0.3	0.42
英國	3.10	2.9/3.1	3.21	2.9/3.1	3.27

匯市展望

	2/9/2022	東方匯理 2022年第四季	市場共識 2022年第四季	東方匯理 2023年第二季	市場共識 2023年第二季
歐元/美元	1.00	0.94	1.00	1.03	1.05
美元/日圓	140	135	135	126	128
歐元/英鎊	0.86	0.85	0.85	0.86	0.86
歐元/瑞士法郎	0.98	0.93	0.97	0.99	1.00
歐元/挪威克朗	9.97	9.70	9.80	9.48	9.70
歐元/瑞典克朗	10.74	10.49	10.55	10.42	10.30
美元/加元	1.31	1.35	1.30	1.26	1.27
澳元/美元	0.68	0.66	0.70	0.73	0.72
紐元/美元	0.61	0.59	0.62	0.63	0.64
美元/人民幣	6.90	7.20	6.88	6.60	6.88

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

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Themes at a glance: Gas rationing impact on European economy (29-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - SANDRINI Francesco, Head of Multi-Asset Strategies - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

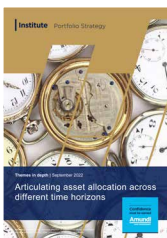
Themes in depth: Towards a new set of fiscal rules in Europe: an investor view (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

Themes at a glance: Towards new fiscal rules in Europe (25-07-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute - PERRIER Tristan, Macroeconomist and Investment Insights, Amundi Institute

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



Articulating asset allocation across different time horizons (6-09-2022)

FRANCERIES Karin, Head of OCIO advisory - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Éric, Senior Advisor - Amundi Institute

Advanced Investment Phazer: a guide to dynamic asset allocation (01-09-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - DI SILVIO Silvia, Cross Asset Research Macro - Amundi Institute

COMPASS



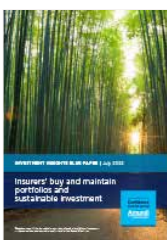
How to overhaul Europe's outdated budget rules (31-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

Mind the lag: recession fears flare too fast (16-08-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Insurers' buy and maintain portfolios and sustainable investment (05-07-2022)

DAUPHINE Gilles, Head of Credit and Insurance Business - Fixed Income - MUNERA Romain, Head of Buy & Maintain - MULLER Raphael, Head of Buy and Maintain third party client

ESG journey is set to accelerate in credit markets (20-06-2022)

D'ORSAY Amaury, Head of Fixed Income - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income - de FAY Alban, Head of Fixed Income SRI processes and Credit Portfolio Manager - Vannier Hubert, CFA, Head of Secured Assets

INVESTMENT TALKS



July 26-27 FOMC Review: Maintaining a Hawkish Course (29-07-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Paresh, Director of Fixed Income and Currency Strategy - USARDI Annalisa, Cross Asset Research, Senior Macro Strategist Amundi Institute

ECB meeting: larger-than-expected rate hike, with new fragmentation tool outlined (22-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views - Amundi Institute - CESARINI Federico, Head of DM FX - Cross Asset Strategist - Amundi Institute - VIC-PHILIPPE Isabelle, Head of Euro Aggregate - With the contribution of BOIRAL Hervé, Head of Euro Credit

Italy swimming in uncertain waters as PM Draghi resigns (22-07-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - USARDI Annalisa, Senior Macro Strategist - Cross Asset Research - Amundi Institute - MARASCIULO Cosimo, Head of Fixed Income Absolute Return

UK Leadership Change: Economic and market implications (11-07-2022)

BOROWSKI Didier, Head of Global Views, Amundi Institute - MORRIS Chris, Senior Portfolio Manager; Head of Global Bonds Strategy - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Strategist

PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

WORKING PAPERS



Precautionary Liquidity and Retirement Saving (25-07-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - POTERBA James, Massachusetts Institute of Technology and NBER - SZAFARZ Ariane, Université Libre de Bruxelles (ULB), CEBRIG & CERMI

Credit Factor Investing with Machine Learning techniques (01-07-2022)

CHERIEF Amina - BEN SLIMANE Mohamed, Quantitative Research, Amundi Institute - DUMAS Jean-Marie, Head of Fixed Income Solutions - FREDJ Hamza, Fixed Income Solutions Portfolio Manager

Monitoring Narratives: an Application to the Equity Market (07-04-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman of Amundi Institute - BEN SLIMANE Mohamed, CHERIEF Amina, LE GUENEDAL Théo, SEKINE Takaya, STAGNOL Lauren, Quantitative Research, Amundi Institute

Multi-Period Portfolio Optimization and Application to Portfolio Decarbonization (06-04-2022)

LEZMI Edmond - RONCALLI Thierry - XU Jiali, Quantitative Research, Amundi Institute

INVESTMENT OUTLOOK



H2 2022 Investment Outlook - Life above zero: investors' journey at a time of rising rates (01-07-2022)

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

ASSET CLASS VIEWS



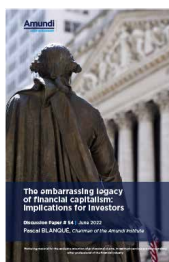
Asset Class Return Forecasts - Q3 2022 (08-08-2022)

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

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

DISCUSSION PAPERS



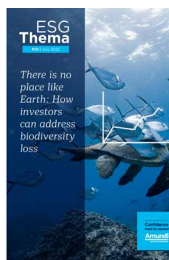
The embarrassing legacy of financial capitalism: implications for investors (09-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

The myth of the fiscal free lunch: beware of the trap. An investor's viewpoint (02-06-2022)

BLANQUÉ Pascal, Chairman Amundi Institute

ESG THEME



ESG Thema #10 - There is no place like Earth: How investors can address biodiversity loss (6-07-2022)

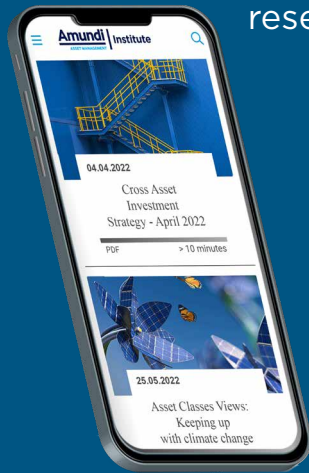
MINTON Molly, ESG Analyst, Apparel and Consumer products - FOLL Julien, ESG Analyst

備註

資產縱橫

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 High Forecasts
ESG Quant Investment Yield Real Estate
Strategies Allocation

重要資訊

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9月2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，且有關於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: 2022年9月12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GPO4000036；總部地址: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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

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 AINOUIZ—發達市場策略研究部副主管、CFA

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

Didier BOROWSKI—宏觀政策研究部總監

Federico CESARINI—發達市場外匯主管、跨資產研究策略師

Silvia DI SILVIO—跨資產研究部策略師

Patryk DROZDZIK—高級新興市場宏觀策略師

Delphine GEORGES—固定收益高級策略師

東方匯理投資平台撰文者

Patrice LEMONNIER—新興市場股票部主管

Nick MC CONWAY—亞洲 (日本除外) 股票部主管

東方匯理投資 洞察部共同撰文:

Claudia BERTINO—東方匯理投資洞察及刊印部主管

PoI CARULLA—投資洞察和客戶部專家

設計及製作

Pia BERGER—傳訊部專家

常務副編輯

Didier BOROWSKI—宏觀政策研究部總監

Francesca PANELLI—投資洞察和客戶部專家

Tristan PERRIER—宏觀經濟學家和投資洞察部專家

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

Éric MIJOT—發達市場策略研究部主管

Francesca PANELLI—投資洞察和客戶部專家

Lorenzo PORTELLI—資產縱橫研究部主管

Joao TONIATO—高級股票研究策略師

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—投資洞察和客戶部專家

Laura FIOROT—投資洞察與客戶部主管

Benoit PONCET—傳訊部專家