

Institute

#12
2022年12月

資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

救濟重現，市場過度樂觀

東方匯理研究所

防守型資產配置延續至2023年，
風險敞口在今年晚些時候逐漸增加

Confidence
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT

#12 - 2022年12月

目錄

環球投資觀點

投資總監的觀點

救濟重現, 市場過度樂觀

頁3

我們相信聯儲局將在短期內將利率維持在限制性區域。這一點, 再加上對盈利收益的擔憂, 使我們對風險資產保持謹慎; 但我們認為, 在美國股票、資產負債表強勁的企業, 以及以質量、價值和股息為導向的股票中仍有些精選機會。在信貸方面, 一些美國投資級和新興市場債券似乎具有吸引力。然而, 投資者應以美國國債的形式在投資組合中提供保護, 我們現在對美國國債較為樂觀。這種方法應該輔之以包括大宗商品在內的全面多元化分散投資立場。

東方匯理研究所

美國通脹減速但遠高於聯儲局的舒適水平

頁4

儘管數據顯示美國通脹正在減速, 但聯儲局可能會在貨幣政策方面維持其「長期較高立場」。

多元資產

保持多元化分散投資, 探索相對價值

頁5

由於前瞻可見度有限, 我們保持良好的多元化分散投資並確認我們積極的長期立場, 以及一些戰術調整。

固定收益

以質量善用「債券回歸」主題

頁6

我們認為, 聯儲局在改變其行動方針之前, 可能會評估通脹趨勢、勞動力市場和整體消費環境, 而不會出現一次性的通脹減速。

股票

高分散背景可提供機會

頁7

在市值範圍向下移動, 可能會發掘估值和潛在回報具有吸引力的公司, 但我們仍然非常有選擇性。

本月主題

防守型資產配置延續至2023年, 風險敞口在今年晚些時候逐漸增加

頁8

預計未來十二個月的經濟背景表明, 持續的調整將持續到2023年上半年, 其特點是利潤衰退和通脹仍然高企(儘管有所放緩)。在下半年, 一些逆風應該會減弱(價格壓力降低, 聯儲局按兵不動), 支持從當前的防禦立場(傾向於黃金、投資級信貸和少許政府債券)逐漸轉變為增加風險敞口的方式(主要透過發達市場股票和優質信貸)。

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

救濟重現，市場過度樂觀



Vincent MORTIER
集團投資總監



Matteo GERMANO
集團副投資總監

市場在這一年中有所緩解，整體而言，這可能是對投資者最具挑戰性的一年。但隨著標準普爾500指數和部分美國國債指數的上漲，負面趨勢有所逆轉。最近的市場走勢得到了各方面的支持：(1) 美國通脹處於下行軌跡，我們認為市場反彈和經濟繁榮過度，因為聯儲局將繼續關注通脹目標，現在宣佈勝利還為時過早；(2) 盈利季度表現不佳，但沒有人們擔心的那麼糟糕；(3) 中國的新冠政策放鬆，比預期發生得更早，但經濟全面開放將在2024年出現；(4) 地緣政治的不確定性，在選舉後有一些停頓——在美國，中期選舉沒有出現重大意外，並迅速被市場消化，市場對政府分裂反應良好，這應該會阻止民粹主義政策。在國際上，我們可以對美中緊張局勢有更多期待。在英國方面，新首相正在改變財政政策立場，現在的重點是增稅和削減開支。

這些發展使我們對進入2023年保持整體謹慎的看法，但會在整體多元化分散投資的方法中戰術性地利用一些短期機會。詳情如下：

- 從跨資產的角度來看，我們在最近幾星期轉向了對股票持中立態度。特別是，我們減少了對歐洲股票的負面立場，同時對沖保持整體謹慎。我們透過增加多元化分散投資來源、增加對石油和黃金的樂觀態度以及略微增加我們對美國國債的期限立場來平衡這一舉措。我們仍然準備好調整這一立場，因為我們認識到經濟前景高度不確定。
- 「債券回歸」的主題得到了疲軟的通脹數據所支持，這導致了美國國債歷史上最強勁的單日漲幅之一。然而，積極主動的久期立場仍然是關鍵。市場正在解讀任何低於預期的價格漲幅的跡象，這可能會轉變為聯儲局的潛在鴿派立場，而聯儲局可能會先等待一段時間讓通脹低於預期，然後再轉向。因此，我們在久期方面仍然非常活躍，目前透過美國國債持樂觀態度，並密切關注通脹和增長數據。美國通脹亦對歐洲核心收益率產生反響，我們對歐洲核心收益率保持接近中立的態度，尋找跨曲線的機會。
- 「債券回歸」的主題亦在信貸市場上演，重點仍然是質量。自十月中旬以來，美國的信貸利差收緊，歐洲更是如此。然而，我們對高風險、低質量的企業債券保持謹慎，這些債券有增加槓桿的趨勢。雖然現階段企業違約情況穩定且企業基本面強勁正在改善信貸評級，但值得注意的是評級和違約滯後於經濟週期。因此，我們看不到任何令人信服的理由來增加風險。企業現金水平雖然仍然強勁，但已經在下降，對於評級較低的發行人來說尤其如此，因為它們在最需要資金的時候難以籌集到資金。因此，企業再融資需求、滿足內部資本需求能力以及央行立場是我們改變立場之前需要關注的關鍵因素。不過，在區域層面上，我們仍然更喜歡美國而不是歐洲。
- 我們對新興市場本幣債券的立場仍然有點謹慎，但我們看到了特定國家硬通貨債券的價值。我們認為增加新興市場債務風險的機會尚未到來，因為聯儲局的鴿派立場——新興市場債務前景的一個關鍵因素——看起來仍然難以捉摸。話雖如此，2023年初可能會提供一些切入點。就中國而言，我們預計2023年將逐步重新開放，其步伐將影響增長。在拉丁美洲方面，我們對今年在新興市場表現強勁的巴西持謹慎樂觀態度。然而，我們正在密切關注盧拉的政策將如何影響該國的財政狀況。

在股票方面，我們在戰術上試圖抓住機會，同時關注自下而上的選擇。我們將當前走勢視為熊市反彈。要將其評估為股市的週期性底部，我們需要看到收益改善和聯儲局鴿派傾向，但我們還沒有到那一步。我們認為，考慮到增長放緩和美元仍在走強的雙重影響，美國明年的盈利預期仍然很高。在歐洲，情況同樣棘手，因為一些樂觀的跡象正在出現，但我們需要看到企業利潤率和消費方面的一些進展，然後才能確信我們已經走出困境。因此，我們在探索價值、質量、股息和小型股領域的機會時，對歐洲和美國保持警惕，尤其是在美國方面。儘管估值頗具吸引力，但中國股市目前波動性很大，嚴重依賴疫情清零政策和經濟重啟的消息。因此，我們保持中性立場，並準備在盈利基本面和經濟增長更容易評估時重新進入。

整體風險情緒



儘管出現反彈，但仍需對風險資產保持警惕，並在不改變長期風險狀況的情況下充分分散投資。

與上個月相比的變化

- ▶ 略微看好國債。
- ▶ 歐洲股市的謹慎態度減弱。
- ▶ 透過黃金、瑞士法郎和日圓加強多元化分散投資和通脹對沖。

整體風險情緒是由各種投資平台表達並在環球投資委員會共享的對風險資產（信貸、股票、大宗商品）的定性觀點。我們的立場可能會進行調整，以反映市場和經濟背景的任何變化。

東方匯理研究所

美國通脹減速但遠高於
聯儲局的舒適水平Monica DEFEND
東方匯理研究所所長Annalisa USARDI — CFA
東方匯理研究所高級經濟師

美國通脹前景仍然是現階段市場情緒的主要驅動因素。美國十月份CPI數據弱於預期，較上年上漲7.7%（自2022年2月以來的最小同比數據），似乎證實了峰值可能已經過去，並引發了強烈的市場反應。市場認為這可能觸發預期的聯儲局轉向鴿派，這仍然是擺脫熊市的主要必要條件。但在我們看來，我們還沒有到那一步。

按月計算，整體CPI符合我們的預期（0.44%對比0.48%的預期）。然而，核心通脹低於我們的預期（0.3%對比我們預測的0.49%）。核心通貨膨脹的失誤來自：

- **核心服務**：核心服務增長弱於預期與醫療服務通脹大幅下降有關，但其他組成部分的月度變化並未出現明顯下降。減速尤其是由於醫療保健服務成本的一次性下降，這與健康保險成本有關並且可能不會重複。
- **核心商品**：核心商品跌幅強於預期，主要受服裝、家居用品以及二手車價格下跌的推動。核心商品勢頭正在減速並朝着正確的方向前進，但要回到疫情前的趨勢仍有一些進展。在這裡，重要的是要關注服裝和二手車價格的動態變化。

這對通脹前景有何意味？

在接下來的幾個月裡，我們預計核心通脹勢頭將保持堅挺，而整體通脹勢頭應該會因汽油價格下跌而減弱。

- **整體通脹**：我們確認美國的整體通脹現已見頂，並且繼續前進，在我們對商品和石油的主要設想下，同比數據應會出現明顯的減速（例如2022年第四季度預計為7.6%）
- **核心通脹**：鑑於服務業通脹勢頭雖然放緩，但仍然相當高，核心通脹下降可能比整體通脹為慢（核心通脹更為粘性）。
- **風險**：我們將繼續監察來自核心商品的拖累，其在某些類別中開始以比預期更快的方式出現，導致核心商品勢頭和通脹普遍走軟。

聯儲局將如何應對？

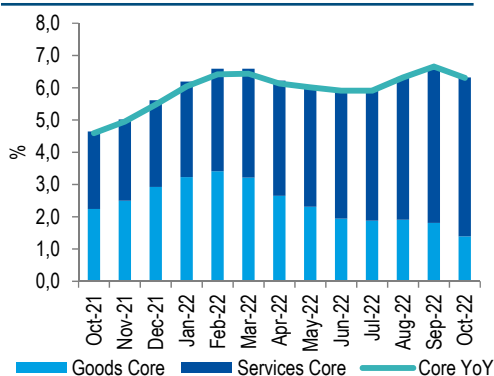
鑑於強勁的勞動力市場和聯儲局對抗通脹的決心，我們認為終端利率存在上行壓力。聯儲局認為過度收緊貨幣政策的風險/回報更好，因此現在通脹得到控制；如果以後有需要，央行可能會尋求透過其可支配的眾多工具來支持經濟活動。

重要的是，聯儲局對通脹數據反應靈敏，並且在其上一次「暫時通脹」觀點不太成立之後並沒有試圖建立一個敘述。相反，當局現在關注的是將利率提高到多高，以及將利率保持在限制性區域多長時間。

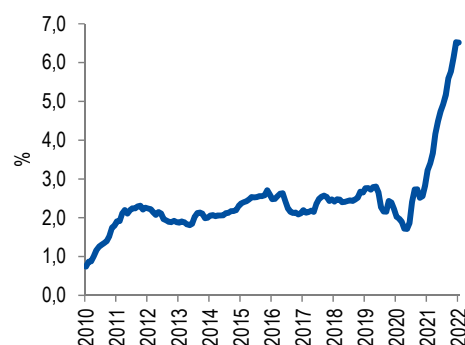
有何投資影響？

通脹持續，即使在減速路徑上，亦強調需要保持多元化分散投資的立場，必須超越傳統的股票/債券資產類別，包括實物資產和大宗商品等。這將使投資者能夠專注於通貨膨脹調整後的回報，同時包括透過黃金、美國國債來保護投資組合。然而，鑑於收益率的雙重壓力（增長放緩和高通脹）普遍存在，保持整體積極的立場至關重要。

儘管數據顯示美國通脹正在減速，但聯儲局可能會在貨幣政策方面維持其「長期較高立場」

1/核心CPI通脹

Source: Amundi Institute, Bloomberg, as of 22 November 2022. Year-on-year comparison of monthly data points.

2/亞特蘭大聯儲局的粘性通脹

多元資產

保持多元化分散投資，
探索相對價值



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

由於前瞻可見度有限，我們保持良好的多元化分散投資並確認我們積極的久期立場，以及一些戰術調整

利潤衰退、央行收緊政策（前瞻指導存在分歧），加上通脹居高不下，都是市場的主要擔憂。美國通脹放緩最近是一個積極因素，但這種減速是否會持續將決定聯儲局的立場，而這反過來又是我們對風險資產採取樂觀態度的關鍵參數。目前，中國與新冠疫情相關的新聞流、地緣政治緊張局勢和盈利擔憂不允許我們改變謹慎的信念。然而，我們確實看到了股票的一些戰術機會，主要是透過相對價值。這種方法必須輔之以透過大宗商品（石油）和黃金實現更佳多元化分散投資和投資組合保護，我們對這兩種方法都持樂觀態度，以便提高實際回報和對沖。

高信念投資意念

在股票方面，我們透過對歐洲變得不那麼謹慎並探索美國的相對價值，在策略上將我們的立場調整為中性，偏愛小盤股而不是昂貴的增長股。但我們仍保持警惕，在不斷變化的盈利背景下謹慎調整這一觀點。小型股相對於大型股的折讓處於極端水平，其相對表現開始有所改善。然而，歐洲面臨更高的滯脹風險，這使我們能夠保持對美國的偏好，而不是我們仍處於防守狀態的歐洲。在新興市場，我們對中國股票持中立態度，2023年前景有可能改善。在固定收益方面，我們對美國久期持樂觀態度。由於市場現在定價計入較高的終端利率，聯儲局進取的緊縮政策增加了美國硬著陸的風險，美國國債的估值看起來很有吸引力。聯儲局可能會放慢加息步伐，以評估迄今為止收緊政策的效果。然而，我們正在積極監察這種立場，以防止收益率走勢超出我們的預期。整體而言，我們着眼于包括英國在內的各個地區，我們正在評估最新預算公告帶來的機會。

在外圍國家方面，我們在歐洲央行的鴿派指引下調整了對意大利曲線的立場。我們對十年期意大利國債與德國國債之間的利差保持略微樂觀的看法，這得益於意大利新政府保證將繼續走財政紀律之路。

我們維持對美國投資級債券的略微樂觀看法。企業基本面和資產負債表強勁、流動性高、利息覆蓋率高，短期內債務再融資風險低。此外，我們仍然認為歐元區投資級債券的表現應會優於高收益債券。後者在經濟衰退中將更加脆弱，尤其是在違約率（目前處於控制之下）走高的情況下，在低質量領域尤為如此。美元仍然是我們發達市場外匯策略的支柱，但我們現在看到美元風險/回報平衡存在一些漏洞。

因此，在保持看好美元的同時，我們認為投資者應該分散投資日圓和瑞士法郎，但對歐元保持謹慎。由於英國經濟疲軟，我們現在對英鎊兌美元和瑞士法郎持守勢。另一方面，我們維持美元兌歐元和挪威克朗兌加元的立場，因為週期性經濟體及其各自的外匯在短期內仍將面臨壓力。在新興市場，我們不再看好印尼盾兌離岸人民幣，因為中國解除封城措施後經濟重新開放的不確定性可能會造成波動。在拉丁美洲，我們對巴西雷亞爾兌美元保持樂觀態度。市場已經消化了巴西新政府的諸多不確定因素，此時該國應可受益於其不斷改善的宏觀經濟狀況。

風險與對沖

對沖和多元化分散投資是我們跨資產策略的關鍵支柱。由於供應方面的問題和歐盟可能對俄羅斯原油實施禁令，我們現在對石油持樂觀態度。此外，鑑於其避險特性和對沖通脹的作用，黃金可以提供強大的投資組合保護。另外，投資者應繼續保護高收益和美國股票。

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 (+/+/+/+)。本評估可能會發生變化，並包括對沖成分的影響。

FX=外匯；IG=投資級；HY=高收益；CB=各國央行；BTP=意大利政府債券。

*在股市方面，我們在戰術上保持中性，同時在脆弱的經濟背景下我們保持謹慎態度，準備降低整體立場。*我們稍微升級了我們的立場，對整體信念水平沒有實質性影響。



固定收益

以質量善用「債券回歸」主題

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

我們認為，聯儲局在改變其行動方針之前，可能會評估通脹趨勢、勞動力市場和整體消費環境，而不會出現一次性的通脹減速

聯儲局的政策立場將集中在通脹放緩的具體跡象上，而不是通脹降溫的一次性跡象。這需要緊縮軌跡（即使聯儲局決定放慢加息速度）並增加明年經濟衰退的風險。因此，聯儲局和歐洲央行的前瞻指導對於通脹預期和風險資產變得越來越重要。關於最後一個問題，如果利率保持在限制性區域，並且經濟形勢惡化，我們可能會看到利差波動，儘管最近收緊。因此，投資者應透過自下而上的謹慎選擇，避免增加風險，並在美國投資級債券和新興市場本幣債券的彈性板塊中善用機會。對此，我們正在監察整個信貸市場的流動性和違約前景。

環球及歐洲固定收益

我們降低了對久期略微謹慎的立場，我們在歐洲、英國和日本持有防守型持倉。然而，鑑於歐洲央行正在採取「逐次會議」的方式，我們在調整時保持靈活，並尋找跨曲線的機會。中國債券繼續提供多元化分散投資的優勢。在盈虧平衡方面，儘管我們對美國和歐洲持樂觀態度，但我們略微降低了對美國的這種立場。近期信貸利差收緊，但投資者應保持中立/稍微樂觀，因為如果貨幣政策和盈利轉為不利，利差波動可能會增加。對於槓桿率過高的公司尤其如此。我們繼續看好具有強大流動性緩衝的優質（投資級）、期限較短的信貸。我們看好汽車行業，但正在關注利率上升對房地產行業的影響。

美國固定收益

雖然最近的市場走勢表明通脹數據和聯儲局聲明後的經濟繁榮情況，但我們認為即使聯儲局放慢加息步伐，亦不意味貨幣政策或金融環境放鬆。另一方面，從消費者數據和信用卡拖欠情況可以看出，消費環境正在變得疲軟。因此，我們在積極主動的態度下保持我們的久期立場中立/略為樂觀，並且如美國國債收益率上升則積極升級。投資者不應忽視企業信貸的流動性和再融資風險。因此，我們建議保持穩定的風險敞口，優先選擇質量較高的投資級信貸而不是高收益信貸。在投資級債券範圍內，鑑於相對利差估值和支持性監管資本水平，相對於非金融類債券，我們較喜歡金融類債券。證券化市場得到仍然良好的消費品盈利的支撐，但我們會慎選，因為波動性仍然很高、流動性很低。我們特別強調抵押品，以幫助盡量降低我們在MBS中的風險。

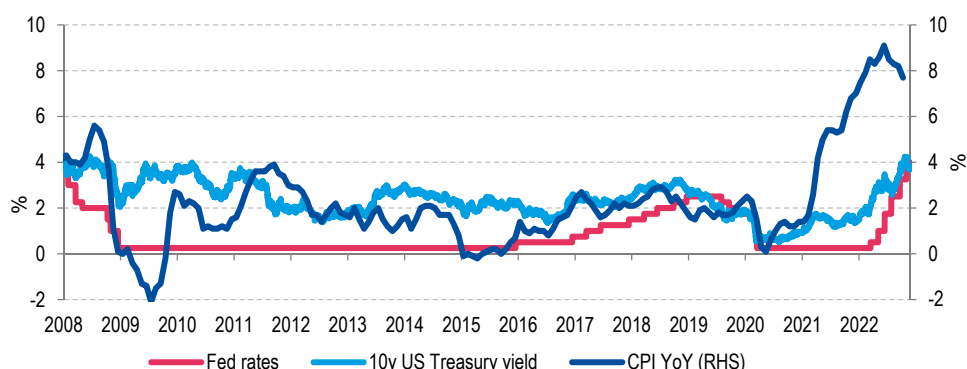
新興市場債券

我們對久期持輕微防守態度，但注意到美國利率可能企穩。我們看好硬通貨債券，因為其利差提供良好的套利機會，但在本幣債券方面，我們在區域通脹差異的情況下非常謹慎地作出選擇。在國家層面，印尼和巴西（通脹下降趨勢）似乎具有吸引力。我們對石油輸出國亦持樂觀態度。

外匯

我們看好美元、對歐元和英鎊謹慎的策略觀點保持不變。然而，我們認為，巴西雷亞爾因風險偏好情緒改善或美元趨勢的潛在變化而存有機會。此外，我們看好墨西哥比索、智利比索，但對歐元持謹慎態度。

聯儲局將繼續評估通脹趨勢



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 15 November 2022.

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; CRE=商業房地產; QT=量化緊縮。



股票

高分散背景可提供機會



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

在市值範圍向下移動，可能會發掘估值和潛在回報具有吸引力的公司，但我們仍然非常有選擇性

整體評估

利率上升和增長放緩正在為企業盈利帶來壓力。第三季度的大部分盈利已經公佈，盈利收益整體上顯示出一定的彈性，但2023年的情況看起來並不樂觀。我們預計預測的下行趨勢將繼續，這已經反映在不少企業的估值中，但分散度很高，有利於選股者。另外，早些時候造成短缺的供應限制現在正體現在消費者方面。例如，在英國方面，較高的能源價格正在影響非必需品的支出。因此，我們優先考慮基本面分析，優先考慮價值、質量和股息導向的企業。

歐洲股票

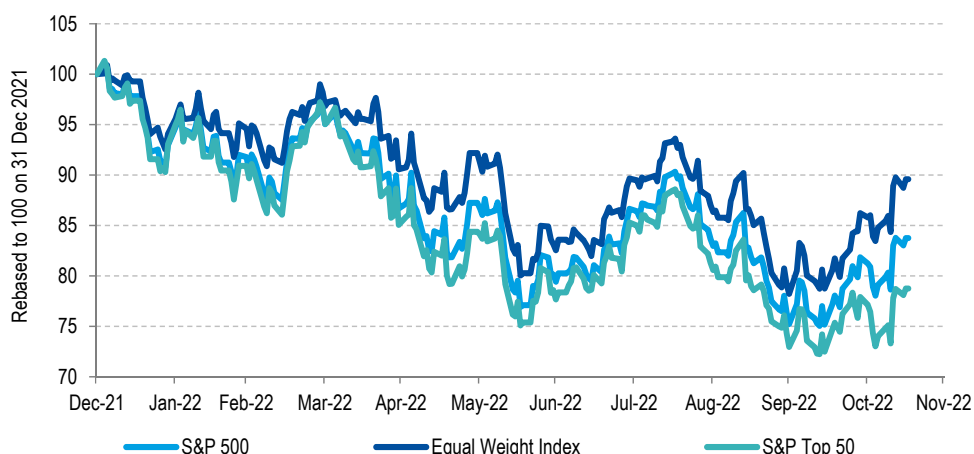
我們採取保持平衡的投資方式，一方面持有防守型必需消費品股票，另一方面持有優質週期性股票。我們繼續關注資產負債表具有彈性、定價能力和產生自由現金流能力的公司。抵禦不斷惡化的經濟形勢和通脹逆風的能力將是關鍵。關注這一點，防守型和週期性股票都充滿機遇。我們喜歡零售銀行業務，因為與其他一些週期性股票不同，其淨息差和盈利收益將受益於利率上升。此外，以當前價格計算，其隱含預期非常低。相比之下，鑑於監管風險，我們對公用事業相對謹慎，而在當前宏觀經濟背景下，科技板塊估值過高。整體而言，我們在尋找所有行業的特定股票機會時保持警惕。

美國股票

我們正在目睹市場出現一些裂痕，各行業估值出現差異，因為等權重指數的表現優於頭重腳輕的標準普爾500指數。此外，2023年的盈利指引仍然不夠疲軟，與我們對增長放緩的看法不符。所有這些共同為選股創造了一個不俗的背景。我們尤其關注昂貴而無利可圖的增長型公司，但看好已經糾正並保留實現盈利增長潛力的優質價值型公司。這與估值驅動的方法相輔相成，使我們能夠對昂貴的防守型、必需品、公用事業、房地產和大盤股持謹慎態度。我們亦對大盤股持守勢。另一方面，一些被打壓的優質週期性企業的價格正在變得有吸引力。在行業層面，我們看好銀行、醫療保健和部分消費品行業的企業。銀行業顯示出強大的回報潛力，但我們仍然採取自下而上的方式，並認為信貸風險是這一領域的一個重要差異化因素。

新興市場股票

新興市場估值引人注目，盈利預期正在改善，但我們在一個分散的世界中保持選擇性。我們在國家層面的主要信念是巴西（升級）和阿聯酋。在亞洲方面，中國經濟應該會在新冠疫情清零政策重新校準後出現反彈，而在此方面我們需要更加明確的方向。目前，我們保持中立和靈活。在行業層面，我們看好可非必需品和房地產行業，但對醫療保健和中國金融行業持謹慎態度。

美國股票：大市值表現不佳，
市值範圍較下部分存有機會

Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 16 November 2022.

本月主題

防守型資產配置延續至2023年， 風險敞口在今年晚些時候逐漸增加



Lorenzo PORTELLI
東方匯理研究所跨資產策略部主管、
意大利東方匯理研究部主管



Silvia DI SILVIO
東方匯理研究所跨資產研究部
高級策略師

預計未來十二個月的經濟背景表明，持續的調整將持續到2023年上半年，其特點是利潤衰退和通脹仍然高企（儘管有所放緩）。在下半年，一些逆風應該會減弱（價格壓力降低，聯儲局按兵不動），支持從當前的防禦立場（傾向於黃金、投資級信貸和少許政府債券）逐漸轉變為增加風險敞口的方式（主要透過發達市場股票和優質信貸）。

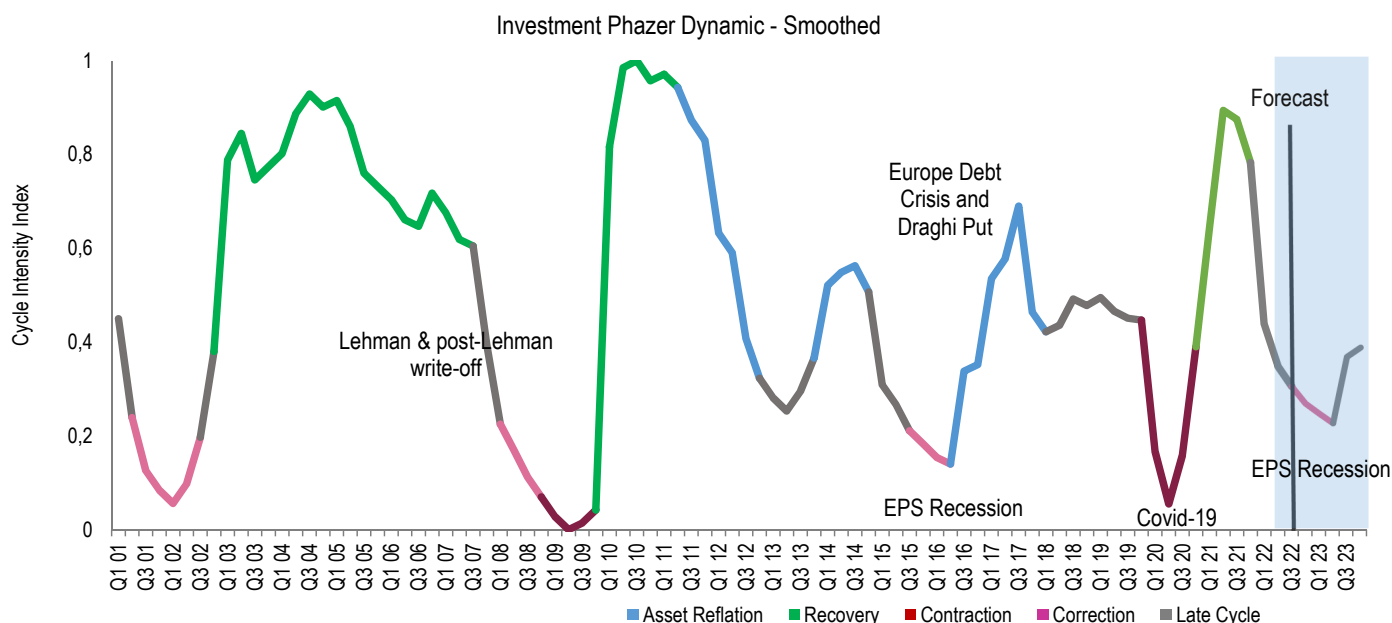
2023年，商業週期將主要由兩個相互關聯的因素決定：**環球經濟顯著放緩**，通脹仍高於目標——及其對貨幣政策的影響——以及由此導致的**利潤衰退**。預計發達市場的增長將放緩，從美國的低於標準水平到歐元區和英國的幾個季度收縮。過去十八個月環球通貨膨脹異常快速增長並持續到2023年（儘管速度放緩）引發的生活成本危機將嚴重打擊消費者支出和情緒。各國央行被迫對2022年的價格動態飆升作出積極反應，至少在2023年第二季度之前將保持**鷹派**立場，以透過冷卻需求和防止任何不必要的金融寬鬆來進一步緩解通脹壓力環境。

這樣的經濟背景將導致利潤衰退，我們預計2023年第一季度和第二季度美國每股盈利將連續十二個月分別收縮**-10%和-15%**。盈利收益和利潤率將面臨壓力，前者受到美元走強和名義GDP增長疲軟導致收入減速的挑戰，而後者則受到資本和勞動力等主要生產要素成本增加的影響。低於趨勢的增長和非常疲弱甚至數值為負的盈利收益是調整階段的主要特徵，根據東方匯理研究所

Investment Phazer的看法，這將是2022年第三季度的主要經濟情況，並將持續到2023年上半年。在此期間，由此產生的資產配置基於**防禦姿態**，傾向於黃金和投資級企業債券。至於政府債券持倉方面——「典型」的修正階段將有利——我們認為，與過去的類似體制相比，必須更積極地管理久期部分。事實上，近期美國通脹數據（即美國十月CPI）意外下行不太可能引發聯儲局明顯轉向鴿派立場，而鷹派立場可能會持續到2023年上半年，從而增加政府債券上半年的上行風險和波動性收益率。

進入2023年下半年時，預計下半年通脹動態將出現大幅修正，這將成為商業週期改善和**從修正轉向後期週期的關鍵驅動力**。儘管經濟持續放緩，但價格壓力應會有所緩解，但同比仍高於大流行前的平均水平和央行目標。在美國方面，整體通脹勢頭應該會繼續走弱。在2022年第二季度達到9%的峰值之後，美國整體CPI將在整個2023年以更溫和的速度呈現，這主要是由於汽油價格下跌，並穩定在4.1%的平均同比增長率，

自2001年以來出現的Advanced Investment Phazer體制



Source: Amundi Institute. Data as of November 2022.

本月主題

2023年大部分時間，
通脹仍然居高不下，
環球經濟放緩

而2022年的數字為8.1%。然而，價格粘性的主要來源將是**核心通脹**，因為核心PCE預計在2023年平均同比增長3.5%，而2022年則為5.0%。在這裡，雖然核心商品部分的勢頭正在減弱，但核心服務卻出現了相反的情況。事實上，服務價格動態依賴於租金，目前在實際租金價格中實現的減速應只會在稍後階段(可能從2023年第二季度開始)反映在官方CPI數據上。

總而言之，由於較低的基數效應和更有利的大宗商品前景，明年2022年出現的數十年PPI峰值應該會同比下降一半以上。最後，勞動力成本的發展對於衡量工資價格螺旋上升的風險及其對貨幣政策立場的影響亦至關重要，如果高通脹預期變得根深蒂固，貨幣政策立場應該進一步收緊。

上述通脹情景是東方匯理研究所Inflation Phazer的背景，表明從2022年盛行(並且極有可能持續到2023年第一季度)的**惡性通脹**情況將過渡到較為溫和的**通脹**情況，其價格壓力同比增長歷史上在3-6%範圍內。儘管仍高於目標，但緩和的價格壓力應會減輕消費者生活成本上升的負擔，從而使經濟從上半年的低點復甦，並導致聯儲局停止加息。

從資產配置的角度來看，維持貨幣政策——下一步預計是降息——應會使**收益率曲線變得陡峭，並為風險資產提供支撐**，並向發達市場股票和優質信貸傾斜。

本文於2022年11月21日定稿



中央和替代情景 (12到18個月的時間範圍)

本月更新

我們維持各情景的概率不變。我們確定的一些風險因素可能出現在我們的中央情景中，市場可能尚未完全在定價時考慮該等因素。短期內風險仍然偏向下行，但要在12-18個月的範圍內觸發下行情景，需要多種風險因素的組合。此時此刻，我們相信上行情景抵消了下行趨勢，即由於天然氣價格下降、烏克蘭停火及／或環球貨幣政策聯合收緊導致通脹迅速下降，其影響可能被低估。

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

- 🌐 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。
- ⚡️ 通脹預期脫錨，央行失控。
- 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。
- 環球金融危機／債務危機導致多個新興市場違約。
- 🕒 政府不能再實施反週期財政政策。經濟衰退為金融抑制鋪路。
- 🌱 氣候過渡措施被推遲。

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。

中央情景 70%

分析

- 🌐 烏克蘭戰爭陷入僵局。我們預計在2023年的某個時候停火；與此同時，情況可能會進一步惡化。
- 🌐 能源危機將繼續存在。預計天然氣價格將在補充庫存階段上漲，歐盟沒有可信的上限。
- 🔥 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。
- ⚡️ 2023年環球經濟深度放緩：歐洲經濟衰退以及中美經濟衰退風險上升。預計2024年將出現適度擴張和低於平均水平的增長。
- ⚡️ 全球的名義GDP增長趨勢走高，減輕對盈利收益的影響。
- 🕒 央行政策分歧：聯儲局將繼續正常化，但會減小加息規模；歐洲央行處提高利率，採取被動量化緊縮政策，並啟動TPI；中國人民銀行放寬偏見。
- 🕒 整個歐盟的政策組合不一致：寬鬆的財政政策，但不協調且針對性不強。相反，2022年美國的財政刺激措施成效負面，但預計2023-24年將較為中性。
- 🌱 氣候變化會擾亂商品週期並加劇滯脹趨勢。

市場影響

- 經風險調整後的實際預期回報較低。
- 收益率曲線趨陡，政府債券恢復對沖更深層經濟衰退的功能。
- 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。

上行情景 15%

分析

- 🌐 烏克蘭停火為和平談判鋪路。
- 🌐 俄羅斯部分恢復對歐洲的天然氣出口，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
- ⚡️ 環球經濟衰退擔憂消散，通脹逐漸恢復至正常水平，緩解央行壓力。
- 不確定性降低，額外的儲蓄和新的購買力可以推動消費和對發達市場的投資。
- 🕒 財政紀律逐漸恢復。歐洲推出一項新計劃（共同債務），以應對不斷變化的能源結構。
- 🌱 氣候變化政策和能源轉型成為首要任務。

市場影響

- 美國國債曲線熊市變陡。
- 偏好具有週期性及價值投資敞口的風險資產。
- 美元貶值。
- 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不變。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，但風險在短期內傾向於下行。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%

- 環球經濟衰退，受到石油／天然氣沖擊、貨幣環境收緊和購買力下降的推動。
- 俄羅斯天然氣供氣武器化可能導致歐洲出現嚴重的能源危機，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，低估了通脹壓力並失去控制。
- 環球利潤衰退，由全球經濟放緩和持續的投入成本壓力引發。
- 中國經濟衰退。新冠疫情清零政策，加上房地產危機失控。
- 大巧合的結束：伴隨着滯脹壓力，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。
- 歐洲：政策組合不一致（寬鬆的財政立場加上緊縮的貨幣政策）
- 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。

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峻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。
 - 脆弱的新興市場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，儘管基本面惡化、不確定性上升、企業利潤率承壓（投入成本高、重複訂單導致盈利預警）。
- 廣泛的漂綠和ESG投資泡沫損害了能源轉型資金。
- 美元超調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。

(地緣) 政治風險
30%

- 烏克蘭戰爭：
 - 風險偏向下行。戰爭出現負面發展的機率為60%，包括與西方直接對抗的機率為25%。俄羅斯面臨的軍事行動失敗越多，這種風險就越大。
 - 儘管我們預計衝突會在此期間惡化，但我們的基本情況是2023年結束敵對行動（很可能是在下半年），其機率為35%。
- 中期選舉之後，美國將專注於國內政治鬥爭，這將加劇與中國的緊張關係，因為共和黨和民主黨爭奪鷹派立場，助長了2023年的「台灣」風險。
- 新興市場政治不穩定由食品和能源價格上漲引起，引發一波社會動盪。
- 伊朗或北韓的核計劃再次引發擔憂和制裁。
- 隨着俄羅斯試圖破壞西方對烏克蘭的支持，網絡攻擊或數據洩露、破壞安全、能源和醫療服務中的資訊科技系統的情況有所增加。

+ 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。

- 風險資產、澳幣、加幣及紐幣、新興市場本地CCY。

+ 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。

+ 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。

- 信貸及股票、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

- 在通脹壓力持續高企和國內需求疲軟的情況下，經濟勢頭正在放緩。由於金融環境逐漸收緊，我們確認我們對美國宏觀前景惡化的預期，2023年年中經濟衰退風險依然突出。對於歐洲，我們確認了我們對由冬季生活成本和通脹驅動、即將出現的經濟衰退的預期。
- 通貨膨脹方面，我們已經在美國看到了頂峰。我們預計整體指數和核心指數都將逐漸減速，但仍存在高於正常水平的持續跡象。在歐元區，通脹可能接近頂峰，但預計在未來幾個月內仍將保持在兩位數附近並處於壓力水平。
- 地緣政治方面的長期壓力以及財政和貨幣政策之間的拉鋸戰使最終的經濟結果不明朗，加劇了數據波動。

基本面與估值

- 股價在近期反彈後看起來更貴；仍然很難看到任何強大的切入點催化劑。
- 股票倍數看起來更符合當前的通脹環境和緊縮的貨幣政策，但尚未排除經濟衰退的風險。在相對價值方面，考慮到高利率，並不利好風險資產。
- 基本面進一步惡化；利潤衰退是核心情景。

中立 +
資產配置

技術面

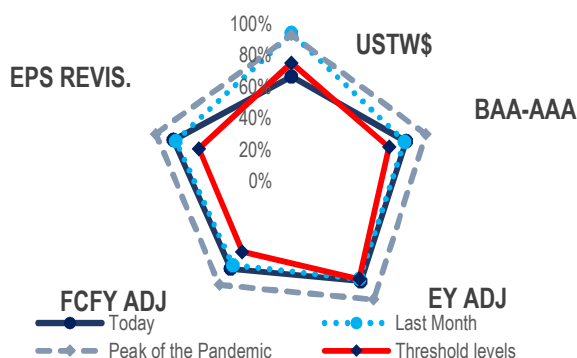
- 在當前市場格局下，技術面仍然高度波動，但強烈支持2022年11月的風險資產。我們的趨勢追蹤指標繼續看到風險資產長倉的價值，因為大多數趨勢在十月下旬從零散轉為穩固。另一方面，反向指標雖然遠未發出賣出訊號，但已大幅回升，因此呼籲對年底持謹慎態度。

情緒

- 較低的美國通脹壓力推低了利率波動，金融環境亦相應放鬆。風險情緒指標依然脆弱，但在十一月迅速改善。金融環境仍然緊張，但已大幅緩解。美元的大幅拋售一直在影響我們的CAST模型，該模型現在看到的風險規避概率比十月份低得多。MoMo是唯一一個已經處於冒險情緒中的模型，原因是投資者的防守性降低以及風險敏感的短期指標有所改善。

資產縱橫前哨閾值 (CAST)

- 美元的拋售是十一月的強勁支撐因素。CAST的防禦性正在緩和。



Source: Amundi Institute. Data as of 18 November 2022.

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。每股盈利修正仍為負值，信貸風險溢價仍處於高位並高於警戒線，但美元的走勢要求採取較少的防守立場。CAST OFF概率脫離高位並進入中性區域。

研究方法：我們考慮五種我們稱之為「前哨」的輸入變量：美元貿易加權指數、穆迪的Baa-Aaa價差、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任何壓力狀況。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。

東方匯理研究所短片

1 歐洲央行擔心衰退風險

- 在十月的會議上，歐洲央行強調，隨着經濟預計將在2022年底進入衰退，對抗通脹的鬥爭可能會變得困難，這表明未來的加息路徑不會那麼激進。
- 然而，鴿派轉向並非必然，因為通貨膨脹率仍然高得令人不安。
- 我們已將歐洲央行最終存款利率預期從2.75%下調至2.50%。
- 就所有央行而言，明年的挑戰將是保持其信譽：任何鴿派意外都應會伴隨着通脹朝着目標取得令人滿意的進展。

投資後果

- 十年期德國國債收益率的十二個月目標在2.3-2.5%不變。
- 歐元兌美元目標亦未變，六個月目標為0.92，十二個月目標為1.02。

2 聯儲局仍致力於抗擊通脹

- 聯儲局十一月的聲明偏向鴿派，但主席鮑威爾的新聞發佈會言詞偏向鷹派，因為聯儲局不希望市場將可能縮減加息幅度解讀為鴿派轉向或缺乏對抗通脹的承諾。
- 我們認為，聯儲局將在過度緊縮中找到更好的風險回報，因為當局擁有必要時強力支撐經濟活動的工具，正如當局在疫情期間所顯示的那樣。
- 重點應放在終端利率以及利率應在限制性區域停留多長時間。
- 我們確認我們對最終聯邦基金利率為5.25%的預測。

投資後果

- 十年期美國國庫債券收益率的十二個月目標在3.9-4.1%不變。

3 發達市場的通脹趨勢

- 事實證明，美國核心通脹一直很棘手，而未來幾個月整體通脹應該會走弱，因為汽油價格應該會下跌。
- 美國PPI動態已經見頂，CPI與PPI之間的差距一直在縮小，但仍高於平均水平；從較低的PPI到較低的CPI的傳輸可能會延遲，但訊號指向正確的方向。
- 歐元區通脹——包括整體通脹和核心通脹——應該會在2022年第四季度達到頂峰，但即將到來的幾輪工資談判將至關重要，因為這可能會加強通脹的持續性。
- 歐元區通脹壓力依然強勁，尚未完全消退。PPI發出的溫和訊號有限，CPI與PPI的差距仍然很大。

投資後果

- 確認股票低配。
- 核心利率：確認久期的低配/中立持倉定位、實際利率上升、美國收益率曲線趨平。
- 週邊利率：保持謹慎態度。
- 信貸市場：美國投資級債券優於美國高收益債券。

4 政治和地緣政治更新

- **美國中期選舉**：民主黨表現勝於預期，保留了對參議院的控制權，但失去了眾議院的控制權。未來兩年可能不會通過任何重大法案，而中美緊張局勢可能會持續；可能會對向烏克蘭提供資金進行更多審查。
- **英國財政預算**：預算旨在重新獲得市場信任，同時支持關鍵的保守選民基礎。然而，花更多支出用於「升級」並增加高收入者稅收亦凸顯出，保守黨仍在瞄準在上次選舉中轉投保守黨但此後一直對黨越來越不滿的落後地區前工黨「紅牆」席位。
- **巴西總統選舉**：盧拉贏得第二輪選舉。他似乎熱衷於任意花費，但在進一步的市場壓力下可能會緩和其立場。

投資後果

- 隨着民粹主義政策被阻止，市場正面臨分裂的政府。

5 中國的結構性放緩已經顯現

- 兩個因素導致潛在增長放緩：人口快速老化和資本回報率下降。
- 直到2024年，不太可能完全放鬆對新冠疫情的限制措施。
- 房地產市場的拖累應會在2023年消退。
- 由於第三季度數據勝於預期，我們將2022年的增長前景從2.9%上調至3.2%，但由於新冠疫情政策前景黯淡，我們將2023年的增長預測從5.2%下調至4.5%。未來三年可實現4.0%的增長，然後預計將趨同至3.0%。

投資後果

- 長期持有國企指數，加進MSCI中國和滬深300股息股。
- 信貸：保持中立，六個月/兩年期高收益債券相對便宜。
- 利率：從短倉轉向中立。
- 大宗商品：保持中立。

6 第三季盈利季度：更為負面，但不至於崩盤

- 每股盈利下調、業績超出預期。儘管有些起色，惟各企業正在減少前瞻指導。
- 增長放緩和通脹影響反映在能源行業的強勁增長上，能源行業仍然是每股盈利的主要驅動因素。除能源行業外，美國第三季度每股盈利為-3.4%，歐洲為9.6%。
- 一些消費行業一直在苦苦掙扎，尤其是在歐洲，房地產行業亦然。

投資後果

- 對股市保持謹慎，同時看好美國（相對於歐洲）。
- 專注於優質股、價值股、高股息和最低交易量。



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	=/+	我們正在目睹股市的熊市反彈，因為投資者試圖評估聯儲局立場的潛在變化，這取決於通脹預期和消費實力。我們透過選擇性方法和對大型股的謹慎態度來度過這一階段，並專注於具有強大商業模式並可透過股息獎勵少數股東的公司。	
	美國價值	+	在經濟增長放緩時期，具有強大質量特徵的價值股是首選。然而，在所有情況下，我們都將盈利彈性與當前股票估值進行比較，以尋找機會。	
	美國經濟增長	-	由於貨幣政策收緊，增長股今年繼續表現不佳。然而，我們關注今年出現調整的一些科技公司，但我們仍對整體增長持謹慎態度。	
	歐洲	-	▲	歐洲的生活成本危機將影響企業盈利收益和股票。但由於央行鴿派指引的跡象，短期內有可能出現反彈，而不是暫時提振市場，即使我們繼續相信謹慎的立場。在我們確信本行觀點出現週期性變化之前，需要採取具體的央行行動和上調盈利。
	日本	=		以出口為導向的日本市場由包括工業和非必需品在內的週期性股票引領，這些股票可能會受到環球經濟增長減速的拖累。然而，日圓走勢會對此產生影響，我們保持中立。
	中國	=		圍繞新冠疫情的新聞正在推動市場，但我們希望從中期角度更清楚地了解政府計劃如何實施其新冠疫情政策。目前，在評估中國向「共同富裕」增長模式的轉變以及國內消費和地緣政治風險時，我們的立場保持中立。
	新興市場 (中國除外)	=		地緣政治緊張局勢、特殊風險和國內需求正在推動我們對新興市場的看法，新興市場仍然是選股之地。我們看好巴西和阿聯酋等大宗商品出口國，但對台灣和部分東南亞國家 (包括菲律賓和馬來西亞) 持謹慎態度。
固定收益平台	美國政府債券	=/+	▲	市場定價時考慮到終端利率高於之前、美國國債估值有吸引力、經濟增長放緩風險，都為美國國債描繪着一個樂觀的情況。然而，儘管最新的通脹數據低於預期，我們認為聯儲局會在改變其緊縮立場之前評估通脹趨勢。我們保持非常積極主動。實際收益率亦變得有吸引力，尤其是在中間範圍內。
	美國投資級公司債券	=/+		投資級利差可能會受到企業基本面、美國收益率和通脹預期的驅動。近期收益率走勢支持利差收窄，但我們對優質投資級債券市場仍略持樂觀態度。然而，我們認為投資者應該有選擇性，關注再融資和流動性問題。
	美國高收益公司債券	-		由於對經濟環境和盈利惡化的擔憂，我們對高收益率保持謹慎，因為資產負債表薄弱和現金水平低的企業將受到更大影響。我們關注流動性風險。
	歐洲政府債券	=		雖然歐洲央行最近的加息符合我們的預期，但前瞻指引聽起來有點溫和。另一方面，歐洲可能出現經濟衰退，這使我們能夠在核心歐洲久期上保持接近中立。意大利等外圍市場方面，新政府肯定財政紀律是積極正面的，但我們仍保持觀望態度。
	歐洲投資級公司債券	=		經濟增長放緩和地緣政治緊張局勢不利於信貸，並可能增加利差波動，儘管歐洲央行最近的評論支持了投資級債券市場。對我們而言，可持續的現金流和企業應對潛在再融資風險的能力是當前經濟環境中的關鍵問題。
	歐洲高收益公司債券	-		由於供應有限且企業盈利仍可接受，高收益利差保持良好，但基本面惡化的風險依然存在。因此，在強調資本成本和流動性的情況下，我們對高收益債券持謹慎態度。
	中國政府債券	=/+		我們看到中國債券對環球投資者的貨幣政策支持和多元化優勢持續存在。此外，中國的任何增長放緩都應可支持該資產類別。
	新興市場債券 (硬通貨)	=/+		儘管近期價差收窄，但從歷史角度來看，硬通貨的估值具有吸引力。美國國債收益率穩定、高油價和有利的新興相對發達市場增長差異應該對硬通貨債券有利，我們更喜歡高收益債券而不是投資級債券。我們對巴西持謹慎樂觀態度 (經濟健康、通脹下降) 並對違約保持警惕。
	新興市場債券 (當地貨幣)	=		在通脹分化和貨幣政策收緊步伐不同的環境下，我們對本幣債券保持非常選擇性，對新興市場外匯保持謹慎看法。在這方面，我們密切監察美元走勢和聯儲局政策變化的任何跡象。
其他	大宗商品			供應面壓力和地緣政治緊張局勢 (伊朗/沙特阿拉伯、歐盟/俄羅斯) 應該會為石油提供一些支撐，這可能在短期內起到多元化的作用。但我們承認經濟衰退帶來的風險。黃金今年受到實際利率上升的影響，但我們認為，如果經濟惡化，黃金現可作為避險資產。進入2023年，聯儲局立場的潛在變化亦將樂觀。
	貨幣			我們仍然看好美元，但相信市場現在將測試聯儲局的鴿派立場。我們維持對英鎊的悲觀看法。

圖例



資料來源：東方匯理截至2022年11月27日對歐洲投資者的相對觀點。本材料代表在特定時間對市場環境的評估，並非對未來事件的預測或未來業績表現的保證。讀者不應依賴有關資訊作為就任何基金或任何特殊證券的研究、投資建議或推薦。有關資訊僅供說明及教育目的使用，並可能會有變動。有關資訊不代表任何東方匯理產品的當前、過去或未來實際資產配置或投資組合。

IG-投資級公司債券；HY-高收益公司債券；EM Bonds HC/LC-新興市場硬通貨/本幣債券；WTI-西德克薩斯中質原油；QE-量化寬鬆政策。



發達國家

宏觀經濟前景

數據截至2022年11月22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, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
世界各地	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
發達國家	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
美國	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
日本	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
英國	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
歐元區	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
德國	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
法國	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
意大利	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
西班牙	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4

來源:東方匯理研究所。

- **美國:** 第三季度GDP意外上行, 提高了2022年的平均預測。然而, 我們對2023-24年預測的呼籲沒有顯著改變, 限制性貨幣政策拖累增長遠低於潛力。我們預計2023年下半年經濟衰退風險將增加, 屆時我們預計增長趨勢最弱, 國內需求構成最弱, 經濟衰退風險加劇。雖然通脹似乎已經見頂, 但通脹的粘性可能仍是未來幾個月的一個關鍵特徵, 核心通脹緩慢下降並保持在目標之上。
- **歐元區:** GDP在第三季度意外上行, 提升了2022年的結轉增長。儘管如此, 我們預計GDP將在2022年第四季度至2023年第一季度收縮, 隨後在通脹回落的幫助下出現一些疲軟的復甦, 為消費者提供緩解(通脹將是經濟衰退的主要驅動因素)。2023年的平均動態將弱於先前的預期, 導致2023-24年的預期增長有所減弱。由於強勁的勢頭和廣泛的通脹壓力, 我們上調了對2022年底/2023年初通脹的預期。對於通貨膨脹和增長前景而言, 與能源部分相關的風險仍然很突出。
- **英國:** 我們預計, 由於生活成本增加和財政狀況緊張, 經濟衰退將持續幾個季度。我們預計經濟將在2023年收縮-0.6%, 然後復甦, 到2024年增長1.1%。風險傾向於下行, 因為我們的預測沒有考慮最近的財政公告。我們預計通脹將保持在兩位數的高位, 直到2023年第一季度, 並在2022年第四季度達到頂峰, 同時在相當長的一段時間內保持在目標之上。
- **日本:** 第三季度GDP增長弱於預期, 經季節性因素調整後環比收縮0.3%。邊境重新開放後, 十月份的遊客人數翻了一番, 恢復到2019年水平的18.8%。然而, 經濟重新開放的推動力不足以完全抵消2023年的外部逆風。由於產出缺口縮小和通脹預期升高, 潛在通脹已經上升。我們預計核心通脹率(不包括新鮮食品和能源)將在2022年第四季度和2023年第一季度保持在2.0%以上, 然後在2023年第四季度開始下滑至1.0%以下。

主要利率展望

	30-11 2022	東方匯 理	市場觀 點	東方匯 理	市場觀 點
		+6個月	+6個月	+12個月	+12個月
美國	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
歐元區	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英國	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

來源:東方匯理研究所。

- **聯儲局:** 降低加息幅度的大門敞開聯儲局將特別考慮:「貨幣政策的累積收緊」和「貨幣政策影響經濟活動的滯後」。然而, 對於聯儲局來說, 通貨膨脹仍是重點。聯儲局不希望市場將加息幅度的減少解釋為鴿派轉向或缺乏抗擊通脹承諾的跡象。終端利率以及聯儲局將利率維持在限制性區間多長時間仍是大問題。我們假設聯邦基金終端利率為5.25%。
- **歐洲央行:** 在10月份的會議上, 歐洲央行將政策利率上調75個基點, 目前存款利率為1.5%, 並宣佈更改定向長期再融資操作的條款。歐洲央行確認在政策正常化方面迄今為止取得了實質性進展, 主要在經濟前景惡化的背景下, 以較加溫和的語氣發出重要訊息。與最近的會議紀要一致, 我們預計歐洲央行將放慢加息步伐, 我們對最終存款利率的預測指向2.50%。
- **日本央行:** 市場猜測日本央行將於2023年4月28日緊接黑田東彥行長退休後收緊政策。我們認為此類事件發生的可能性為30%, 認為日本央行已經錯過了緊縮政策。當通脹上升且增長良好時, 當局一直保持堅定的鴿派態度, 抵抗來自同行緊縮的所有壓力。我們認為當局沒有理由在2023年初發生變化, 屆時環球經濟應該會陷入衰退。市場過於看重單一事件, 而低估了政府機構普遍存在的鴿派態度。
- **英國央行:** 在最近一次會議上, 英國央行與其他央行一起加息75基點。儘管加息幅度大於以往, 但語氣溫和。在前瞻指導方面, 英國央行明確下調市場終端利率預期(此前高於5%), 而新的宏觀預測與前瞻指引的訊息一致。與此同時, 當局明確表示風險仍然傾向於上行。我們預計十二月加息50個基點, 利率將達到4.5%的峰值

貨幣政策日程

各國央行	下次會議
聯儲局聯邦公開市場委員會	12月14日
歐洲央行理事會	12月15日
英倫銀行貨幣政策委員會	12月15日
日本銀行金融政策決定會合	12月20日

資料來源:東方匯理研究所。



新興市場

宏觀經濟前景

數據截至2022年11月22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, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
世界各地	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0
新興市場	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
中國	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
巴西	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
墨西哥	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
俄羅斯	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
印度	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
印尼	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
南非	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
土耳其	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9

來源: 東方匯理研究所。

- 中國:** 面對自四月以來最嚴重的新冠疫情, 地方政府正在實施更多限制措施以拉平新病例的曲線。接受醫學監測的人數 (超過100萬) 創紀錄, 包括無症狀病例和密切接觸者, 這表明重症病例可能會激增。十月和十一月低迷的經濟活動表明第四季度的環比增長將接近收縮, 挑戰我們對復甦乏力的預測。在通脹方面, 我們認為中國逐步重新開放的方式很可能會抑制通脹。
- 印尼:** 儘管十月份通脹溫和變化 (從6.0%轉為5.7%) 並且根據最近的會議, 印尼央行將政策利率上調50個基點至5.25%。事實上, 在2023年的大部分時間裡, 整體通脹率應仍遠高於目標, 而核心通脹率 (2022年10月為3.3%) 應會上升到目標範圍的上限, 並可能在2023年初超過目標範圍。從這個角度來看, 印尼央行將保持相對強硬的立場, 在國內和外部 (進口通脹) 通脹擔憂的情況下進一步提高其政策利率。
- 土耳其:** 儘管十月份通脹率達到85.5%的極端水平, 但土耳其央行連續第四次降息, 將關鍵利率從10.5%下調150個基點至9.0%, 這導致里拉暫時進一步貶值。在其聲明中, 委員會評估「當前的政策利率足夠, 並決定結束從八月開始的降息週期」。儘管預計環球經濟增長放緩, 但在其非正統政策組合的支持下, 土耳其可能在2023年實現3.1%的可觀增長。
- 巴西:** 在年初至今表現強勁之後, 經濟活動一直在走軟, 因為緊縮的貨幣政策開始對信貸動態構成壓力, 而且不再出現有利於服務業的經濟重新開放垂手可得成果。儘管如此, 今年經濟仍將增長3%左右, 到2023年將放緩至低於1%。通脹在四月達到頂峰, 而巴西央行在八月以強硬基調結束了快速加息週期。總統大選沒有帶來任何意外, 盧拉如預期獲勝, 儘管差距要小得多。過渡本身在良性方面令人驚訝, 但盧拉最初的財政提案遠非建設性。

主要利率展望

	23-11 2022	東方匯 理 +6個月	市場觀 點 +6個月	東方匯 理 +12個月	市場觀 點 +12個月
中國	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
巴西	13.75	13.50	13.3	11.50	11.05
俄羅斯	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

來源: 東方匯理研究所。

- 中國人民銀行:** 繼住房和新冠疫情清零政策轉向後, 中國人民銀行試圖透過警告通脹風險來緩和和其寬鬆傾向。再加上連續兩週的流動資金回撤, 導致貨幣市場利率大幅上升, 理財產品出現恐慌性贖回。為遏制利率上升, 中國人民銀行迅速恢復注入流動性, 利率亦有所下降。然而, 這一事件表明全面降息的可能性較小。選擇性寬鬆和信貸寬容將繼續。
- 印度儲備銀行:** 十月份價格指數出現一些良性下降。特別是, 整體通脹率從7.4%同比下降至6.8%, 而核心通脹率下降幅度則小得多, 從6.1%同比下降至6.0%。由於通脹在印度儲備銀行目標範圍內的適當下降應會在2023年第一季度末到來, 因此政策調整將持續到2023年初。我們預計未來會有較小幅度的加息。隨着到2023年2月加息一至兩次25個基點, 印度儲備銀行應會完成其加息週期, 將實際政策利率保持在中立水平。
- 巴西央行:** 更長時間保持高位 (儘管不會上調)。儘管聯儲局似乎正在放慢加息步伐, 但巴西央行在八月份結束了達12%的柴油加息週期後, 並沒有更接近啟動寬鬆週期。另一方面, 最近的財政發展——新政府激進的PEC議案——以及政治雜音將使巴西央行貨幣政策委員會更為謹慎, 甚至考慮在不久的將來進一步加息。我們認為巴西央行將不得不更長時間保持高位 (儘管不會上調), 因為財政錯定減弱並且將在2023年年中開始考慮減息。
- 俄羅斯央行:** 俄羅斯央行在其10月28日的會議上將政策利率維持在7.5%不變。儘管俄羅斯央行認為短期的促通脹和反通脹風險平衡, 但從中期來看, 俄羅斯央行認為促通脹風險佔主導地位。儘管通脹逐漸下降, 但制裁影響的擴大、部分動員造成的短缺以及潛在的盧布疲軟都被列為促進通脹的風險, 使得俄羅斯央行傾向於維持不變。我們看到俄羅斯央行的語氣不那麼鴿派, 而是更加謹慎。雖然前景仍然高度不確定, 但我們現在預計未來六個月將降息50個基點, 很可能不會在2023年第二季度之前發生。

貨幣政策日程

各國央行	下次通訊
巴西央行	12月7日
印度儲備銀行	12月7日
俄羅斯央行	12月16日
人民銀行	12月20日

資料來源: 東方匯理研究所。

宏觀經濟及市場預測

宏觀經濟預測

2022年11月22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, %)		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
美國	1.9	0.8	0.6	8.1	4.1	2.3
日本	1.6	0.5	1.2	2.4	0.5	0.4
歐元區	3.2	-0.7	1.1	8.7	7.5	3.2
德國	1.7	-0.7	1.0	9.0	7.6	3.1
法國	2.5	0.0	1.0	6.1	5.3	3.0
意大利	3.7	-0.4	0.8	8.9	8.1	3.2
西班牙	4.5	0.3	1.3	8.6	4.3	3.4
英國	4.4	-0.6	1.1	9.1	7.7	3.8
中國	3.2	4.5	4.3	2.0	2.2	2.1
巴西	3.1	0.8	1.7	9.4	4.6	4.3
墨西哥	2.7	0.7	0.6	7.9	5.8	4.5
俄羅斯	-3.3	-1.5	2.0	13.8	7.5	4.5
印度	7.3	5.6	6.0	6.8	6.0	6.0
印尼	5.2	4.5	4.8	4.3	5.0	4.1
南非	1.7	1.2	1.5	6.8	5.9	4.9
土耳其	5.3	3.1	4.4	72.9	56.7	29.9
發達國家	2.6	0.3	1.0	7.6	5.0	2.5
新興市場	4.0	3.4	3.9	8.8	7.1	5.1
世界各地	3.4	2.1	2.7	8.3	6.3	4.0

主要利率展望

發達國家

	11月30日 2022	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
美國	4.00	5.25	5.10	5.25	4.77
歐元區	1.50	2.50	2.90	2.50	2.90
日本	-0.10	-0.10	0.02	-0.10	0.09
英國	3.00	4.50	4.60	4.50	4.60

新興市場

	11月23日 2022	東方匯理 +6個月	市場觀點 +6個月	東方匯理 +12個月	市場觀點 +12個月
中國	3.65	3.65	3.65	3.65	3.65
印度	5.90	6.40	6.40	6.15	6.25
巴西	13.75	13.50	13.30	11.50	11.05
俄羅斯	7.50	7.00	7.00	7.00	6.75

長期利率展望

兩年期債券收益率

	11月30日 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	4.54	4/4.20	4.22	3.4/3.60	3.92
德國	2.14	1.80/2.00	2.06	1.80/2.00	1.87
日本	-0.02	-0.10/0	0.01	-0.10/0	0.04
英國	3.31	3.10/3.30	3.00	3.20/3.40	3.17

十年期債券收益率

	11月30日 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	3.79	3.60/3.80	3.69	3.50/3.70	3.65
德國	1.96	2.30/2.50	1.95	2.30/2.50	1.92
日本	0.25	0.10/0.30	0.38	0.10/0.30	0.48
英國	3.17	3.40/3.60	3.16	3.40/3.60	3.24

匯市展望

	11月30日 2022	東方匯理 2023年第 二季	市場觀點 2023年第 二季	東方匯理 2023年第 四季	市場觀點 2023年第 四季
歐元/ 美元	1.04	1.00	1.02	1.10	1.06
美元/ 日圓	138	135	139	125	131
歐元/ 英鎊	0.86	0.89	0.88	0.90	0.89
歐元/ 瑞士法郎	0.98	0.93	0.99	1.03	1.01
歐元/ 挪威克朗	10.24	10.23	10.00	9.73	9.75
歐元/ 瑞典克朗	10.92	10.80	10.71	10.20	10.50
美元/ 加元	1.34	1.37	1.33	1.28	1.29
澳元/ 美元	0.68	0.65	0.67	0.75	0.70
紐元/ 美元	0.63	0.60	0.61	0.65	0.64
美元/ 人民幣	7.09	7.10	7.15	6.80	7.00

來源: 東方匯理研究所

本行預測的免責聲明

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

研究方法

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

THEMATIC PAPERS MACROECONOMICS



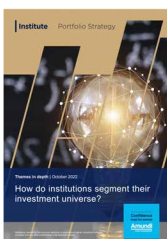
Themes at a glance: Only a new policy regime can stop rampant inflation, but don't count on it yet (26-08-2022)

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

THEMATIC PAPERS PORTFOLIO STRATEGY



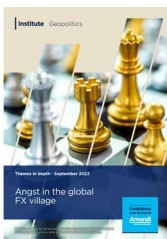
How do institutions segment their investment universe? (25-10-2022)

PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research - Amundi Institute - TAZÉ-BERNARD Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

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 Eric, Senior Advisor - Amundi Institute

THEMATIC PAPERS GEOPOLITICS



Themes in depth: Angst in the global FX village (30-09-2022)

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

Themes at a glance: Upheaval in the global FX regime (30-09-2022)

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

THEMATIC PAPERS GREEN & SOCIAL



Themes in depth/ Artificial intelligence for sustainable finance: why it may help (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

Themes at a glance/ Artificial Intelligence and ESG: How do they fit? (13-10-2022)

BRIERE Marie, Head of the Investor Research Center, Amundi Institute - KEIP Matthieu, Innovation Lead, Amundi Technology - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology

INVESTMENT INSIGHTS MARKET STORIES



Emerging Markets Charts and Views - EM investing after the great repricing (27-10-2022)

SYZDYKOV Yerlan, Global Head of Emerging Markets - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

INSIGHTS PAPERS



Time to refocus on bonds - Rethinking portfolios after the great repricing (28-09-2022)

MORTIER Vincent, Group Chief Investment Officer - DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

刊物精選

INVESTMENT TALKS



UK Fiscal Budget: main political, social and market implications (21-11-2022)

BERTONCINI Sergio, Senior Fixed Income Strategy Research - CESARINI Federico, Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist - MIJOT Eric, Head of Global Equity Strategy - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics, Amundi Institute

US mid-term election: no red tide (10-11-2022)

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROSENBERG Anna, Head of Geopolitics - Amundi Institute - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy

1-2 November FOMC meeting: debating a downshift, not a pivot (04-11-2022)

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

A dovish pivot from the ECB: Euro bonds back in focus (28-10-2022)

AINOZU Valentine, Head of Global Fixed Income Strategy - Amundi Institute - DAUPHINE Gilles, Deputy Head of Fixed Income

WORKING PAPERS



The Market Effect of Acute Biodiversity Risk: the Case of Corporate Bonds (30-11-2022)

Amina CHERIEF, Takaya SEKINE, Lauren STAGNOL, Quantitative Portfolio Strategy, Amundi Institute

Net Zero Investment Portfolios - Part 1. The Comprehensive Integrated Approach (23-11-2022)

BARAHOU Inès, BEN SLIMANE Mohamed, OULID AZOUZ Noureddine - Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

RONCALLI Thierry, Head of Quant Portfolio Strategy - Amundi Institute

Incorporating ESG Risk In Fundamental Market Risk Models (18-11-2022)

Dr. SCHWEIMAYER Gerhard, Amundi Germany - STOYANOVA Niya, LMU (University of Munich)

Capital Commitment (10-10-2022)

GOURIER Elise, ESSEC Business School and CEPR - PHALIPPOU Ludovic, University of Oxford, Said Business School - WESTERFIELD Mark M., University of Washington, Foster Business School

INVESTMENT OUTLOOK



2023 Investment Outlook - Some light for investors after the storm (21-11-2022)

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

ASSET CLASS VIEWS



Asset Class Return Forecasts - Q4 2022 (04-11-2022)

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute - GISIMUNDO Viviana, Head of Quant Solutions, OCIO Solutions, - PORTELLI Lorenzo, Head of Cross Asset Research, Amundi Institute - WALSH Tom, Senior Quantitative Analyst, OCIO Solutions

ASSET CLASS VIEWS



COP 27: not a lost COP after all (22-11-2022)

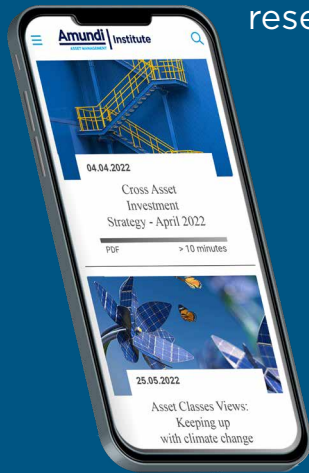
JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - ERIMO Isabelle, Senior Thematic Marketing Manager - ELBAZ Joan, Business Solutions and Innovation - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

ESG Thema #11 - EU Sustainable Finance Action Plan: State of play (14-11-2022)

JAULIN Timothée, Head of ESG Development & Advocacy, Special Operations - LE BERTHE Tegwen, Head of ESG Scoring & Methodology - DEIXONNE Florent, Head of ESG Regulatory Strategy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst

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，否則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11月30日。多元化分散投資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: 2022年12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1,143,615,555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 - Charles O'Rear

主編

Monica DEFEND——東方匯理研究所所長
Vincent MORTIER——集團投資總監

編輯

Claudia BERTINO——東方匯理投資洞察及刊印部主管
Laura FIOROT——投資洞察與客戶部主管

東方匯理研究所撰文:

Valentine AINOUI——環球固定收益策略主管、CFA
Alessia BERARDI——新興市場宏觀與策略研究部主管
Jean-Baptiste BERTHON——高級跨資產策略師
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
Ptryk DROZDIK——高級新興市場宏觀策略師
Delphine GEORGES——固定收益研究部高級策略師

東方匯理投資 洞察部共同撰文

Poi CARULLA——投資洞察和客戶部專家

設計及製作

Pia BERGER——傳訊專家
Benoit PONCET——傳訊專家

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
Francesca PANELLI——投資洞察和客戶部專家
Lorenzo PORTELLI——跨資產策略部主管、意大利東方匯理研究部主管
Anna ROSENBERG——地緣政治部主管
Annalisa USARDI——高級經濟師
Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

Ujjwal DHINGRA——投資洞察和客戶部專家