

Institute

#01  
2023年1月

## 資產縱橫 投資策略

投資總監的觀點

救援式反彈不太可能繼續

東方匯理研究所

- 中國：回歸實用主義
- 德國經濟緊張對歐洲而言可能是個好消息

Confidence  
must be earned

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## #01 - 2023年1月

## 目錄

## 環球投資觀點

## 投資總監的觀點

## 救援式反彈不太可能繼續

頁3

以政策失誤的高風險和強烈的區域差異為特徵的經濟背景要求對風險資產持謹慎態度，尤其是在市場定價完美的情況下，幾乎沒有任何負面意外的空間。我們仍然看好債券，尤其是政府債券和優質信貸，我們看到新興市場出現機會，因為美元可能不再是逆風。

## 東方匯理研究所

## 美金光環稍微失色

頁4

美國較高的實際利率和聯儲局的緊縮立場一直是2022年美元的支柱。2023年的任何變化都可能導致美元失去強勢。

## 多元資產

## 2023年獲利後謹慎開局

頁5

基於動態投資方法，由於擔心當前的漲勢可能無法持續，我們下調了風險資產的評級。

## 固定收益

## 主動管理久期，關注流動性風險

頁6

聯儲局的工作尚未完成，因為核心服務通脹仍然很棘手，這讓我們對較高利率對市場流動性和信貸利差的影響保持警惕。

## 股票

## 不要追漲，保持平衡

頁7

市場的盈利預期似乎過於樂觀，將不得不下調，表明當前水平正在調整。

## 本月主題

## 中國：回歸實用主義

頁8

2022年突然以經濟快速重新開放而告終。在一個月內，中國取消了大部分與新冠疫情相關的限制措施，誓言要加大力度支持房地產市場，並制訂了促進經濟增長的政策。我們預計中國經濟將在2023年擺脫環球放緩的影響，從低基數開始加速增長。

## 專題

## 德國經濟緊張對歐洲而言可能是個好消息

頁10

烏克蘭戰爭引發的能源危機深刻地改變了歐洲的經濟表現和前景。根據各國對俄羅斯天然氣和石油的依賴程度，各國受到的影響並不均衡。德國工業受到的打擊尤其嚴重。除了工業之外，整個德國經濟模式現在都處於危險之中。在這裡，我們提供了2023-24年德國經濟前景的最新資訊。然後，我們記得要應對的挑戰是全歐洲的，只有在歐盟層面採取協調一致的方法才能使成員國應對這些挑戰。在這方面，最近的消息正朝着正確的方向發展。

## 市場情景與風險

## &gt; 中央和替代情景

頁12

## &gt; 最高風險

頁13

## &gt; 資產縱橫：

檢測市場轉折點

頁14

## &gt; 環球研究資料集

頁15

## &gt; 東方匯理資產類別觀點

頁16

## 宏觀經濟狀況

## &gt; 發達國家

宏觀經濟前景——市場預測

頁17

## &gt; 新興市場

宏觀經濟前景——市場預測

頁18

## &gt; 宏觀經濟及市場預測

頁19

## &gt; 本行預測的免責聲明/研究方法

頁20

## &gt; 刊物精選

頁21



## 投資總監的觀點

## 救援式反彈不太可能繼續

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

熊市反彈成為現實，但強勁的美國十一月就業市場數據冷卻了市場的鴿派言論，為美國通脹創造了喜憂參半的景象，因為服務成分仍然具有粘性。就聯儲局而言，當局放慢了加息步伐，但重申其工作遠未結束。我們認為，包括歐洲央行在內的各國央行將在政策上走鋼絲，因為出錯的風險很高。

另一方面，我們看到歐洲和美國的地緣政治風險增加。在新興市場方面，在歐洲仍將處於衰退而美國經濟明顯放緩之際，中國加速重啟經濟應該會比預期更快地實現反彈。這突出了2023年展望的一個關鍵特徵：經濟週期中強烈的區域不同步性可能會為投資者帶來機會。對於市場而言，這種經濟背景要求在2022年底和2023年上半年確認修正機制，通脹放緩，但仍高於正常水平。調整階段將由利潤衰退推動，尤其是在上半年。投資者不要冒險加碼，而是在近期上漲之後，回歸到對股票更為謹慎的立場，整體上保持謹慎。

- 從跨資產的角度來看，我們非常積極地尋找市場差異和貨幣政策不同步帶來的機會，這些機會將很快成為現實，以應對增長放緩和通脹疲軟。現在，在按預期反彈後，我們對股市轉為謹慎，對美國持中性立場，對歐洲持謹慎態度。在參與漲勢後，我們亦下調了對信貸的正面看法，但我們仍然略微持樂觀態度。我們還認為，投資者應透過對沖、美國國債和黃金尋求保護。
- 美國股市近期受到核心收益率下行的推動，而並非企業基本面的任何顯著改善。我們看到了下行風險和不對稱回報，並且在短期內變得謹慎，因為目前的估值並未反映經濟衰退時的盈利風險。因此，我們對美國市場持中立態度。在更容易受到滯脹衝擊的歐洲方面，圍繞烏克蘭戰爭的不確定性仍在繼續。缺乏共同的政策回應和通脹壓力導致我們進一步加強對歐洲的防守態度。相對而言，我們仍然偏愛美國而非歐洲。
- 在政府債券方面，市場繼續關注通脹和聯儲局的反應，但我們認為，注意力將很快轉向經濟增長和衰退擔憂。目前，利率的方向仍然向上。聯儲局已經澄清，當局現在預計終端利率將高於九月份的預期。中央銀行保持利率限制多久變得更加重要。經濟增長放緩和有關加息幅度變化的暗示要求採取積極的久期立場。
- 信貸市場享受熊市反彈，儘管向更高融資成本環境的過渡可能會更加痛苦，特別是對於低評級、過度槓桿化的高收益發行人而言。企業基本面依然強勁，但現金持有量一直在下降。如果經濟背景惡化，企業產生現金流和承受再融資壓力的能力可能會受到影響。如果商業銀行收緊貸款標準，這可能會加劇這種情況，導致企業在需要再融資時流動性枯竭。整體而言，在信貸方面，我們認為美國投資級債券的機會相對於歐洲較好，我們對高收益保持謹慎。
- 美元是一個需要特別關注的關鍵變量，以發現新興市場的機會。我們認為，2022年對新興市場債券不利的不利因素將在2023年逐漸消退，屆時特定國家的驅動因素將重新成為焦點。我們對硬通貨債券持樂觀態度，並認為一些本幣債券正在選擇性地變得有吸引力。整體而言，中國經濟的重新開放計劃可能會成為2023年新興市場的另一個積極催化劑。中國政府最近決定取消一些新冠疫情限制措施，支撐經濟早日反彈。

## 整體風險情緒



臨近年底，我們對股票變得更加謹慎。

## 與上個月相比的變化

- ▶ 跨資產：對股票持謹慎態度，對美國信貸不那麼樂觀，加強對沖。
- ▶ 股票：對成熟市場更持防守態度，中國略為上調。
- ▶ 對中國政府債券持中立態度。
- ▶ 整體風險情緒是對風險的定性看法。

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

## 美金光環稍微失色

Monica DEFEND  
東方匯理研究所所長Federico CESARINI  
— 發達市場外匯主管、  
跨資產研究策略師

美元週期正在被拉長。我們預計道路崎嶇不平，但預計2023年將出現更強勁的貶值。

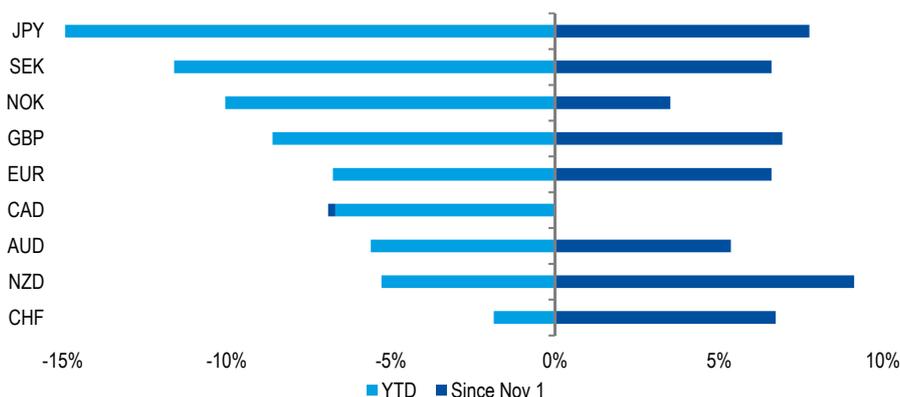
美元在2022年登上舞台，創下有紀錄以來最強勁的漲勢之一。無風險資產下跌，不明朗因素轉為波幅，十大工業國外匯無一例外遭受重創。然而，美國通脹意外下行，聯儲局承認有可能降低加息幅度，這在最近起到了冷酷的現實檢驗作用。美元調整幅度很大，現在的問題是下降趨勢能否在2023年持續。首先，由於以下三個主要原因，美元在整個2022年的基本面溢價交易。雖然這些情況都沒有完全消失，但最近的事態發展表明我們可能已經超過了最大壓力水平，顯示2023年美元的順風將減弱。

- 1. 聯儲局及其抑制通脹的貨幣政策**——聯儲局是2022年美元的主要支撐，因為美國經濟全年都沒有增長優勢。與2021年美國經濟增長強勁超過發達市場其他國家不同，美元特殊主義在2022年受到兩件事的影響：i) 實際利率優勢上升，以及 ii) 多元化特性上升。聯儲局仍然是現階段關注這兩個因素的關鍵因素。我們認為，現在相信聯儲局可能會轉向寬鬆政策還為時過早（明確觸發全面做空美元，因為其正侵蝕美元的利差優勢）。但鑑於目前美國收益率曲線倒掛，任何關於通脹的進一步積極意外都可能迅速將焦點轉向聯儲局的下一步行動（聯儲局立場的潛在變化）。從歷史角度來看，牛市趨陡的環境通常會轉化為美元走軟。
- 2. 歐洲能源危機和地緣政治風險**——能源價格飆升是導致2022年歐元區生產成本上升的主要因素。我們的購買力平價框架在一段時間內證明了今年歐元兌美元跌破平價<sup>1</sup>。不過，自九月以來，天然氣價格暴跌，十月生產者物價指數（PPI）隨之大幅下跌<sup>2</sup>。我們仍未走出困境（歐元區在當前能源價格下仍處於競爭劣勢，明年冬天的風險依然存在），但從這個角度來看，美元大幅上漲的門檻越來越高。
- 3. 中國重新開放、環球增長和美元影響**——中國的疫情清零政策無疑拖累了2022年的環球增長，很難相信這種慣性會在短期內發生重大變化。美元仍然是一種反週期資產，當增長放緩且央行不提供再通脹刺激時，美元通常會走強。然而，將中國經濟更廣泛的重新開放作為2023年下半年的基本情景，將對環球經濟產生積極影響。當週期觸底時，美元通常會付出代價。

**投資影響：**美國通脹的積極意外引發了整個發達市場外匯的劇烈再通脹反應。我們預計未來的道路將崎嶇不平，因為美元仍然是一種高收益的逆週期資產。然而，差強人意的風險回報現在表明，在這個最新階段，美元風險有限。因此，我們仍然認為日圓、瑞士法郎是減少美元持倉的最安全貨幣。展望未來，我們預計到2023年下半年會有更明顯的貶值。

美國較高的實際利率和聯儲局的緊縮立場一直是2022年美元的支柱。2023年的任何變化都可能導致美元失去強勢

## 大多數十大工業國貨幣最近兌美元上漲



Source: Amundi Institute as of 14 December 2022. G10 FX spot performance vs the USD.

<sup>1</sup> 購買力平價模型考慮了CPI、PPI和CPI/PPI之間的差異。

<sup>2</sup> Eurostat歐元區工業（除建築業外）PPI十月份環比下降2.9%。



固定收益

主動管理久期，關注流動性風險



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

聯儲局的工作尚未完成，因為核心服務通脹仍然很棘手，這讓我們對較高利率對市場流動性和信貸利差的影響保持警惕

雖然通貨膨脹率仍然很高，但我們看到通脹率在美國和歐洲達到頂峰的跡象。這一點，再加上聯儲局和歐洲央行對利率的評論，正在推動核心收益率和風險資產。然而，當央行試圖抑制通脹時，失去信譽和放鬆金融條件的風險很高。因此，即使在經濟前景疲軟的情況下放慢加息，央行亦也可能會保持緊縮的軌跡。另一方面，企業資產負債表上現金餘額的減少、銀行收緊貸款標準以及高槓桿企業的違約風險意味着再融資可能成為一個問題。因此，我們整體持謹慎態度，保持小心選擇，並在新興市場看到美國投資級債券和硬通貨債券自下而上的機會。

環球及歐洲固定收益

隨着央行的政策敘述不斷演變，我們對久期保持積極態度，並主要透過美國、歐洲、英國、日本保持略微謹慎。我們還在探索不同收益率曲線的機會，並略微降低了我們對歐洲曲線趨平的看法。在外圍債務方面，我們保持接近中性的立場。儘管我們看到各國央行表示願意降低未來加息幅度的積極情緒，但我們仍然對信貸風險上升持懷疑態度。我們維持略微積極的立場，偏好投資級債券和歐元次級金融債。但我們避免高槓桿的名字，因為企業現金餘額正在惡化，盈利問題仍然存在。特別是，我們對高收益債券持謹慎態度。

美國固定收益

我們看到的訊號好壞參半，就業和消費者資產負債表富有彈性，但貨幣供應疲軟，收益率曲線倒掛。核心服務通脹仍然十分具粘性，這可能會讓聯儲局繼續收緊政策。在這種環境下，我們在久期上保持活躍，偏向於中性。我們對TIPS採取類似的主動積極方式，估值看起來合理。在信貸方面，我們保持高度選擇，偏好金融類而非工業類，並高度關注流動性。我們通常亦青睞較為優質的細分市場。在證券化市場，鑑於利率波動，投資者應保持靈活，尤其是機構MBS。雖然消費者基本面目前依然強勁，但隨着過剩儲蓄的減少，他們可能會感到壓力。

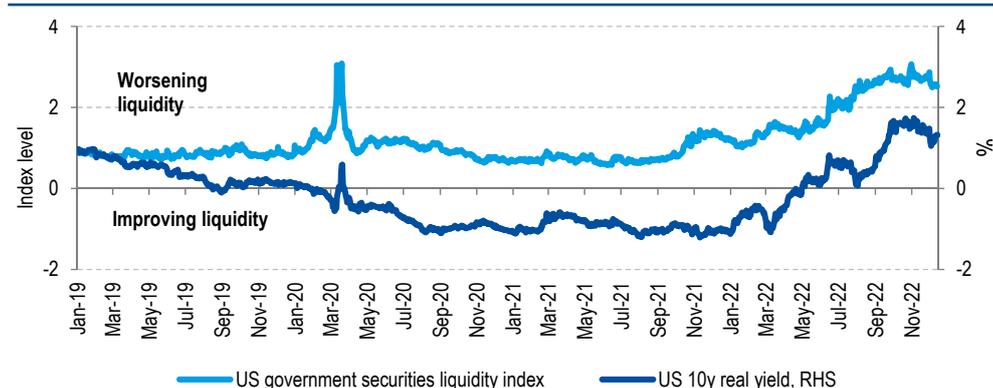
新興市場債券

由於美國核心利率穩定，我們在2023年看到了機會。價差目前為硬通貨債券提供了一個引人注目的切入點，而在本幣債券方面，估值具有吸引力。我們正在評估潛在的美元走軟和中國經濟重新開放將如何影響中國債券。在拉丁美洲，雖然我們喜歡巴西，但我們正在關注政策的演變。

外匯

我們看好美元，但通脹見頂的說法讓我們略微降低了信心。在新興市場方面，我們提高了對巴西雷亞爾兌美元的信心。拉丁美洲外匯提供有吸引力的利差，應該會從美元趨勢的任何變化中受益。我們對墨西哥比索持樂觀態度，但對新台幣和匈牙利貨幣福林持謹慎態度。

警惕流動性狀況惡化



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 13 December 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; 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

## 不要追漲，保持平衡



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

市場的盈利預期似乎過於樂觀，將不得不下調，表明當前水平正在當前水平

## 整體評估

在聯儲局政策跡象和圍繞中國重新開放的樂觀情緒的帶動下，股市反彈似乎是一次令人欣慰的反彈。但由於利潤率的不利因素和需求放緩（影響收入），我們可能會看到這種彈性遭到破壞。對於前者，我們認為從結構性和週期性的角度來看，成本將會上升，與此同時，隨着消費者進行低價交易以抵禦仍然高企的通脹的影響，利潤率應該會下降。因此，我們看到估值和盈利前景存在重大差異，需要採取慎選方式。此外，我們看好價值股、優質股和股息股，這些股票應可輔之以強有力的自下而上分析。

## 歐洲股票

在槓鈴式方法中，我們更為平衡，對工業和金融等優質週期性行業持積極看法（持較樂觀態度）。然而，我們正積極根據市場走勢調整我們的觀點。例如，鑑於一些工業股的強勁表現，我們正在獲利了結。另一方面，我們還探討了被市場過度懲罰的特殊名稱。另一方面，我們看好必需消費品中具有吸引力的防守型企業名稱，但我們對必需消費品行業的股票持謹慎態度。重要的是，隨着歐洲努力應對能源危機，我們認為ESG投資應該繼續取得進展。事實上，現在是時候確定那些顯示出可能提高ESG標準並在此過程中可以為投資者帶來回報的名字。整體而言，我們繼續優先考慮資產負債表的實力。

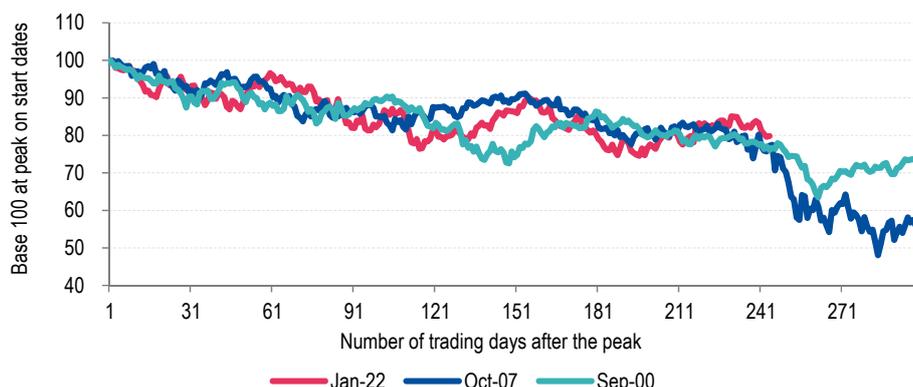
## 美國股票

由於就業依然強勁、工資上漲以及美元逆風持續存在，企業可能面臨利潤率擠壓。如果商品通貨緊縮繼續下去，這可能會加劇這些壓力。因此，市場對2023年的整體盈利預期還不夠悲觀。現在是小心選股的時候，需要透過降低市值範圍、仔細評估盈利潛力和評估商業模式的彈性來篩選昂貴的企業。這種估值分散亦應可支持價值超過增長的持續表現。在行業層面，我們是在非必需消費品方面變得更加平衡，尤其是在服務和零售業務方面。這是因為儘管部分消費者數據的結果仍然強勁，但我們看到消費者正在購買更便宜的商品以承受收入壓力。相比之下，我們看好股本回報率穩定的銀行，並選擇醫療保健領域的名字。

## 新興市場股票

中國以快於預期的速度退出新冠病毒清零政策，可能成為新興市場股票的轉折點。這得益於具有吸引力的估值和美元的有限拖累。話雖如此，我們非常小心選擇並保持靈活的立場，這使我們能夠在關注巴西政治發展的同時升級對中國股票的立場。在行業層面，我們更看好能源而非材料，並看好房地產和非必需消費品，尤其是在新冠疫情政策引發反彈的中國。

## 標普500指數峰值後的趨勢：2022年1月、2007年10月、2000年9月



Source: Amundi Institute, Bloomberg. Data as of 20 December 2022. Starting point of 100 shows the peak for the index on January 2022, October 2007 and September 2000.

## 本月主題



Claire HUANG

東方匯理研究所高級新興市場宏觀策略師

## 中國：回歸實用主義

2022年突然以經濟快速重新開放而告終。在一個月內，中國取消了大部分與新冠疫情相關的限制措施，誓言要加大力度支持房地產市場，並制訂了促進經濟增長的政策。我們預計中國經濟將在2023年擺脫環球放緩的影響，從低基數開始加速增長。

## 經濟快速重新開放

領導層最初將11月12日推出的完善的新冠清零政策（包含20項措施）設想為平衡增長和新冠疫情爆發的有效工具。然而，由於Omicron變種具有高度傳染性，儘管採取了這些措施，病毒仍迅速蔓延，全國各地的病例仍在繼續上升。與此同時，各地對如何實施新政策感到困惑。大部分地區選擇收緊限制措施，以拉平感染曲線。經濟活動持續低迷，新冠病毒政策執行不力導致社會動盪加劇。在完善的新冠清零政策被證明無法有效遏制疫情後，中國選擇了快速重新開放，而不是恢復到硬性封鎖。自十一月下旬以來，該國取消了对大多數旅行的檢測要求，允許對陽性病人進行家庭隔離，並為老年人引入了第二劑加強劑。考慮到醫療系統遠未作好準備，更快更早的經濟重新開放令中國公眾和市場感到意外。就此而言，重新開放初期會比較

混亂，伴隨着住院人數激增和流動性低迷。藥品短缺已經發生。然而，展望未來，我們預計中國政府不會後退。中國已經過了不歸路。現在的首要任務是為最需要的人儲備稀缺的醫療資源，並加快為老年人注射加強針。很快政府將不得不放開大部分限制措施。官方宣佈於1月8日中國農曆新年假期（1月22日）之前取消對海外遊客的檢疫規定，比我們一個月前的預期要早得多。

**現在看來，第一季度末前，中國經濟可能會全面重新開放。**將對不同地區的感染高峰進行排序。例如，北京以「先進先出」為基礎。儘管如此，中國大部分城市將在一月中旬看到第一波高峰，並在三月看到第一波結束。我們預計大多數限制措施將在農曆新年假期後（一月下旬）取消。預計二月份開始復工，三月份可能全面投產。

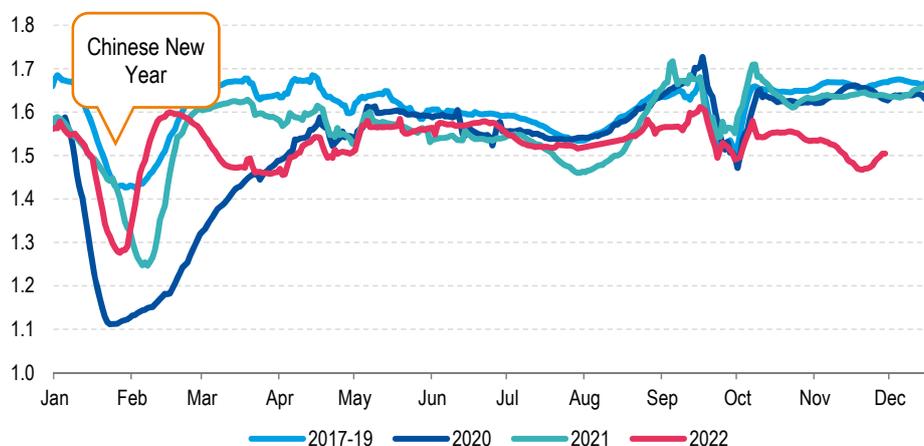
現在看來，中國經濟可能在第一季度末全面重新開放

## 冬季衰退，春季強勁反彈

目前的現實黯淡。由於地方政府在黨代會後立即實施了額外的緊縮政策，經濟增長在十一月再次暴跌。消費和服務業受到的衝擊最大。流動性數據（圖1）在十一月下旬開始恢復，但改善已經放緩，並可能在感染激增時停止。其他亞洲經濟體的經驗

表明，整個重新開放過程需要兩到三個月的時間，然後經濟活動才能有意義地恢復。另外考慮到農曆新年假期前後的淡靜活動，我們預計整個2023年二月的經濟增長都將疲軟。三月和2023年第二季度將出現有意義的復甦。

## 1/ 中國家庭的流動性



Source: Amundi Institute, Wind. Data is as of 20 December 2022.

本月主題

更廣泛的政策轉向支持經濟增長

2023年的促增長政策

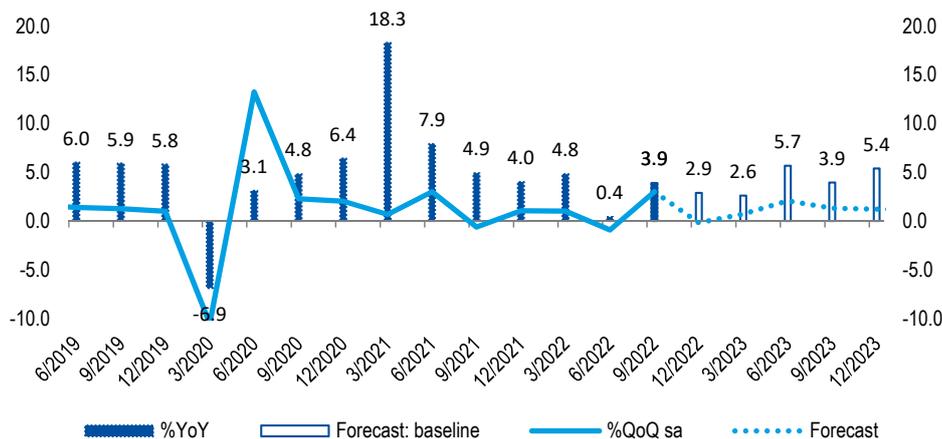
除了經濟重新開放的消息之外，12月15日至16日舉行的中央經濟工作會議反映出支持增長的更廣泛政策轉向。值得注意的是，領導人表示，重振預期和信心至關重要。更具體而言，我們注意到平台企業的政策發生了急劇轉變，認識到這些公司在創造就業機會方面的作用，並支持這些公司在全球競爭。

在宏觀政策方面，會議呼籲加大財政支出力度，同時承諾保持寬鬆的貨幣政策，但將以更加精準的方式將資金引導到小微企業、技術創新和綠色轉型。突出消費作為擴大內需的重點，包括支持住房升級需求、電動汽車、養老服務等。這意味着基建投資的作用下降，不再需要基建投資作為緩解增長下行壓力的緩衝。

在平行軌道上，房地產市場的緊縮正式結束。政策立場有助於穩定市場，並使房屋銷售、建築和土地交易從急劇放緩中恢復過來。認識到住房危機為系統性，房地產在經濟中的作用至關重要，官員們計劃推動項目交付、鼓勵併購、滿足開發商的融資需求，並解決籠罩在優質企業的風險。隨着房地產市場恢復穩定和經濟重新開放，我們預計中國的增長將在2022年從低基數加速增長。復甦軌跡將起伏不定，視乎政策制訂者如何管理經濟重新開放。手頭證據表明，在2023年的大部分時間裡，市場較喜歡短暫而尖銳的短期痛苦和較平穩的道路。

本文於2022年12月20日定稿

2/ 中國GDP增長預測



Source: Amundi Institute, CEIC. Data is as of 20 December 2022.



## 專題

## 德國經濟緊張對歐洲而言可能是個好消息



Didier BOROWSKI  
東方匯理研究所宏觀政策研究部總監

烏克蘭戰爭引發的能源危機深刻地改變了歐洲的經濟表現和前景。根據各國對俄羅斯天然氣和石油的依賴程度，各國受到的影響並不均衡。德國工業受到的打擊尤其嚴重。除了工業之外，整個德國經濟模式現在都處於危險之中。在這裡，我們提供了2023-24年德國經濟前景的最新資訊。然後，我們記得要應對的挑戰是全歐洲的，只有在歐盟層面採取協調一致的方法才能使成員國應對這些挑戰。在這方面，最近的消息正朝着正確的方向發展。

## 簡而言之，能源危機為德國帶來複雜的情況

經濟過度依賴俄羅斯的天然氣、石油和煤炭。與所有歐洲國家一樣，德國現在必須重新審視其能源結構。很明顯，德國永遠不會再重新依賴俄羅斯。該國需要使其能源供應商多元化，但這需要數年時間。短期內，儘管100%儲氣量，但家庭消費仍需要下降20%。否則，冬季天然氣短缺將不可避免。

行業已經將其天然氣消耗量減少了約25%（與2018至21年的平均水平相比），包括透過某些行業的減產。燃氣發電已經減少，取而代之的是重新啟動的燃煤發電廠。原定於2023年初關閉的其餘三座核電站將繼續運行至2023年四月中旬。

## 經濟衰退在短期內可能不可避免，但應是短暫

能源價格將繼續主導前景。由於高通脹以及家庭和企業信心下降，前景仍然不明朗，冬季存在天然氣配給風險，這將導致工業生產進一步下滑。短期內，內需（消費和投資）拉動力減弱。高能源價格正在對工業、建築和投資造成壓力。與此同時，儘管儲蓄盈餘很高，但通脹正在減少實際收入和儲蓄，從而減少消費。儘管談判工資增加且勞動力市場強勁，但實際工資仍在下降（儘管德國從烏克蘭接收了100萬難民，勞動力短缺仍

加劇，相當於德國人口的1.2%）。

在外部方面，情況也好不到哪裡去。競爭力下降和環球增長疲軟正在對出口造成壓力，而進口卻隨着能源費用上升而增加。經常賬戶盈餘已從2021年佔GDP的7.5%減半至2022年佔GDP的3.5%左右，預計2023年將進一步下降。因此，自今年年初以來對經濟增長產生負面影響的淨貿易將在2023年繼續產生影響。儘管2022年出現了韌性，但短期內經濟衰退似乎不可避免<sup>1</sup>。

由於高通脹以及家庭和企業信心下降，前景仍然不明朗，冬季存在天然氣配給風險，這將導致工業生產進一步下滑

## 然而，由於擴張性的財政政策，經濟衰退應該得到遏制

當局推出三個能源支持計劃，估計直接支出為950億歐元（佔GDP的2.6%），能源支持基金為2000億歐元（佔GDP的5.5%），以緩解能源成本上升對企業和家庭的影響，包括「抑制」天然氣價格。十月份，天然氣增值稅稅率從19%降至7%。儘管如此，值得

一提的是，由於通脹帶來的額外稅收和名義GDP上升，債務指標幾乎沒有惡化。預計2022年預算赤字將佔GDP的3%左右，2023年只會略高，而債務與GDP的比率預計將降至GDP的69%以下。

## 從中期來看，雄心勃勃的氣候和政策目標應可支持增長

政府計劃在2026年前投資約2000億歐元，透過稅收優惠吸引私人投資，並在未來幾年增加1000億歐元的軍費開支。經濟增長支持將受到建築業產能限制所限，非常漫長且複雜的規劃和審批程序將減緩資金的支付。

請注意，這些債務融資投資以及能源支持基金將被納入影子預算，其支出不包括在預計將於2023年恢復的國家債務剎停機制中。

<sup>1</sup>我們的國內生產總值（GDP）增長預測：2022年為1.8%、2023年為-0.7%、2024年為0.9%。我們的通脹預測：2022年為9.0%、2023年為7.6%、2024年為2.9%。預測數字截至2022年12月28日。



## 專題

能源危機不會隨着烏克蘭敵對行動的停止而結束。我們認為，在高需求和低供應的推動下，天然氣價格將在2023年再次上漲

與歐洲過去的所有危機一樣，能源危機可以幫助歐洲機構向前發展，更不用說可能會在未來幾年加速能源轉型這一事實。

## 2023-24年有望實現適度復甦

首先，由於能源和生產者價格轉嫁給消費者、歐元貶值以及工資壓力增加，通脹將放緩，但在2023年仍將居高不下。其次，在高企業儲蓄、與價值鏈回流相關的投資需求、可再生能源的必要發展以及公共投資增加的推動下，投資最終應該會反彈。此外，在2023年底前，烏克蘭停火將有助於

## 德國必須重新思考其模式

德國的潛在增長已被大大削弱，估計2023至24年的平均增長率僅為0.5%。一些企業正在考慮搬遷到能源較為便宜的地區。BDI進行的一項調查顯示，幾乎四分之一的中小企業 (*Mittelstand*) 正在考慮將生產轉移到德國境外。

美國政府的《通脹削減法案 (IRA)》將為綠色技術提供3700億美元的補貼，並構成威脅。根據《IRA》，購買電動汽車的補貼將僅限於使用北美零件製造並在該國組裝的電動汽車，該計劃將加速德國的去工業化並破壞歐洲工業。

**由於缺乏需要熟練技工的工作機會、全球化進程放緩 (德國過度依賴中國)，加上結構性能源價格上漲，德國需要重新考慮其經濟模式。**歐洲經濟環環相扣，德國不能獨善其身。

在歐洲層面，儘管存在緊張關係，但共同利益最終應佔上風。

財政政策方面的不同反應在歐元區主要國家之間 (尤其是法國和德國之間) 造成了混亂和分歧。此外，《穩定與增長協定》(SGP) 的改革 (檢討將直至2023年春夏) 可能仍然是歐盟成員國之間緊張關係的根源。財政和預算治理確實一直是歐洲建設中最敏感的問題。然而，我們相信**共同利益最終將在2023-24年佔上風**。例如，最近的一些協議表明了這一點：

- **國防方面**：11月18日，法國、德國和西班牙就開始新戰鬥機 (FCAS) 下一階段的開發達成協議。這是歐洲最大的國防項目，估計成本超過1000億歐元。這個項目原本是為了在英國脫歐後統一歐洲人民，但此後一直是法德關係緊張的根源，儘管法國和德國政府普遍同意該項目。

恢復投資者、企業和家庭的信心。話雖如此，**能源危機不會隨着烏克蘭敵對行動的停止而結束。我們認為，在高需求和低供應的推動下，天然氣價格將在2023年再次上漲。**在此背景下，工業的未來和德國經濟模式的可持續性受到威脅。

- **能源方面**：11月25日，法國和德國簽署了一項協議，相互支持確保能源供應。預計將採取具體措施，包括法國透過天然氣輸送支持德國，而德國將支持法國確保其電力供應。

此外，歐洲國家於12月19日同意將天然氣價格限制在180歐元/兆瓦時，結束了數月來關於是否干預能源危機的政治爭論。上限旨在作為一種威懾而不是一種積極使用的工具。它確實主要是為了防止出現極端峰值。德國和其他國家擔心，在歐盟正在尋找俄羅斯供應的替代品之際，歐洲的價格上限會降低該地區對來自世界各地的賣家的吸引力。該協議可以帶來進一步的緊急措施以限制市場波動，甚至為因價格上限分歧而擱置的聯合天然氣採購鋪路。

總而言之，無論是能源結構改革計劃、對華態度、策略獨立性建設，還是應對美國《通脹削減法案》影響的措施，歐洲人的共同利益均多於分歧點。最後，**與歐洲過去的所有危機一樣，能源危機可以幫助歐洲機構向前發展，更不用說可能會在未來幾年加速能源轉型。**

本文於2022年12月19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<br>15% | 中央情景<br>70% | 上行情景<br>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。
- 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。

#### 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：聯儲局和歐洲央行將繼續政策正常化，但減少加息幅度；歐洲央行能做到的不及聯儲局多，可能不得不啟動TPI；中國央行偏向寬鬆。
- 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。

#### 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。
- 偏愛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

我們在各個方面都看到風險，但在年初強度有所減弱。因此，我們將概率從30%降低到25%。環球經濟基本面正在惡化，這反映在中央情景中，但尚未在股票市場中完全反映出來。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；風險在短期內傾向於下行，然而，在年底前停火的可能性仍然很大。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，但各對沖策略息息相關。

經濟風險  
25%

- 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
- 各國央行繼續加息，優先抗擊通脹，而不用擔心衰退風險。環球經濟放緩引發環球利潤衰退，加上持續的投入成本壓力。
- 中國經濟衰退：未能抵抗新一浪的新冠疫情。
- 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。

**+** 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、加幣及紐幣、新興市場本地CCY。

財務風險  
25%

- 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。
- 美元超調導致貨幣市場不穩定。

**+** 瑞士法郎、日圓、黃金、信用違約掉期、期權性、最低交易量。

**-** 石油、風險資產、前沿市場、新興市場。

(地緣) 政治風險  
25%

- 烏克蘭戰爭：
  - 風險偏向下行。戰爭出現負面發展的概率為60%，包括與西方直接對抗的概率為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），其概率為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。

**+** 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

本月更新：技術指標方面的紅綠燈已從黃燈變為紅燈。

● 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。到2023年中期，美國的經濟衰退風險依然突出，而對於歐洲，我們確認了本行對即將到來的冬季生活成本和通脹驅動的經濟衰退的預期。
- 美國的通貨膨脹已經達到頂峰。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。在歐元區方面，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

- 在最近的回調之後，股票看起來便宜，而我們在接下來的幾週內沒有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，但沒有完全計入預期出現的利潤衰退。相對而言，考慮到高利率，基本面並不利好風險資產。
- 基本面進一步惡化；利潤衰退亦是2023年上半年的核心情景。

中立 +  
資產配置

### 技術面

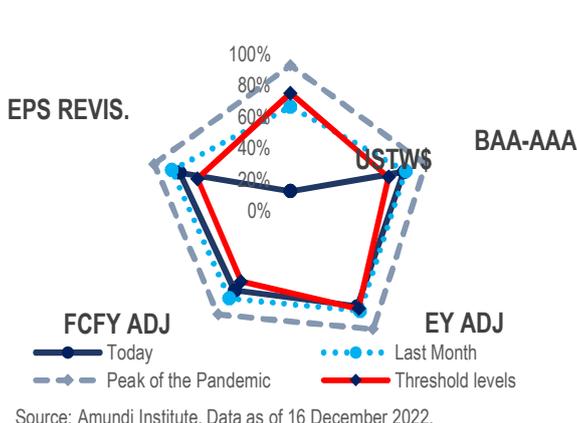
- 在當前的市場結構中，技術面仍然高度波動，並在2022年十二月進入負值區域。我們的趨勢追蹤指標看不到風險資產長倉的價值，因為大多數趨勢在十二月轉為零散。

### 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。風險情緒指標仍然脆弱。金融環境緊張，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十一月份低得多。

## 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。



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 環球增長前景

- 2023年環球國內生產總值(GDP)同比增長預測從2.5%下調至2.2%。核心通脹應會在發達市場中保持粘性，而新興市場則逐漸贏得了與通脹的鬥爭。
- 三大工業國(G3)央行可能會透過大幅加息結束，而大約40%的新興市場央行已經結束了緊縮週期。
- 美國經濟軟著陸已經得到證實，預計2023年下半年增長將非常疲軟，經濟衰退的風險不容忽視。美國整體通脹率將在上半年顯著下降。在核心通脹組成部分中，核心商品將出現通縮，而核心服務將成為粘性高於目標通脹的主要驅動力。
- 歐元區經濟應在2022年第四季度至2023年第一季度溫和收縮。現在說通脹見頂還為時過早。在接下來的幾個月裡，我們預計整體通脹將顯著放緩，核心通脹將更加緩和。
- 儘管中國經濟可能提前重新開放，但新興市場增長一直在放緩。截至十月，大約60%的新興市場的通脹率已達到頂峰。

#### 投資後果

- 到2023年，經濟背景和利潤週期仍將脆弱。
- 在調整期間，跨資產持仓定位將保持防禦性：減持全球股票、增持政府債券、通脹掛鉤債券、投資級債券和黃金。

### 2 美國聯儲局展望

- 美國聯儲局可能會降低加息幅度，但這並不意味着立場在短期內可能會轉向鴿派。
- 聯儲局將繼續致力於抗擊通脹，而過去的緊縮政策對勞動力市場造成了影響。
- 我們已將十年期美國國債收益率的十二個月目標從3.9至4.1%下調至3.5至3.7%；我們預計美國收益率曲線將在2023年下半年趨陡。

#### 投資後果

- 在轉向中立立場之前，美國存續期將戰術性減持。
- 美國國債與德國國債之間的利差應會收窄。

### 3 2023年量化緊縮前景

- 聯儲局可能會繼續其目前形式的量化緊縮計劃，每月對美國國債和MBS決流的上限分別為600億美元和350億美元；在2023年前，聯儲局的資產負債表應該會縮減約一兆美元。
- 關於歐洲央行，量化緊縮政策很可能僅限於APP證券，並於2023年年中開始。我們預計扣除歐洲央行資金流後的淨供應量將大幅增加。

#### 投資後果

- 減持歐元利率久期。
- 週邊債券利差可能面臨壓力。

### 4 最近金融環境放鬆並無道理

- 我們不同意市場對行長鮑威爾講話的鴿派解讀。
- 美國經濟多個領域的貸款條件已經收緊；美國銀行一直在以與經濟衰退環境相一致的步伐收緊工業貸款的貸款標準。

#### 投資後果

- 發達市場債券估值在反彈後變得過高。
- 市場可能已經錯失了對即將到來的聯儲局鴿派轉向的希望。

### 5 美元牛市週期越來越長

- 當前環境正在發生變化，一些美元支撐正在消退，因為美國通脹一直在減速，聯儲局已經為放慢加息步伐打開了大門。
- 作為下行風險，焦點可能會從相對於聯儲局的風險溢價——這是2022年美元強勁的驅動因素——急劇轉移到相對於基本面的美元溢價。

#### 投資後果

- 2023年美元進一步貶值：六個月歐元兌美元目標從0.92上調至1.00；十二個月目標從1.04上調至1.10。
- 我們目前保持有限的美元敞口（看好空頭：歐元、英鎊、加元）。
- 做空美元兌日圓、美元兌瑞士法郎。



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               | =       | ▼  | 市場似乎在消化軟着陸的情況，但我們認為在經濟勢頭惡化的情況下利潤存在風險。利潤衰退不足以讓聯儲局改變立場，這仍然是我們上調觀點的關鍵。我們保持自下而上的慎選立場，專注於價值型股票、優質股票和股息股票。                            |
|        | 美國價值             | +       |    | 我們喜歡具有彈性商業模式和保持盈利增長和市場佔有率能力的價值型企業。我們認為將價值投資與質量特徵相結合是一種波動較小的對沖經濟風險的方式。   |
|        | 美國經濟增長           | -       |    | 超大市值增長和無利可圖的增長行業板塊可能會受到較高政策利率的影響，因為其估值依賴於未來的現金流量。然而，我們關注的是估值已修正的部分。   |
|        | 歐洲               | -       |    | 2023年的高能源通脹可能意味着消費模式和隨後的企業盈利將面臨長期壓力。這一點，再加上最近的反彈和持續的地緣政治緊張局勢，讓我們保持謹慎。我們對收益保持警惕，並探索具有強勁資產負債表和產品差異化等特性的業務。                        |
|        | 日本               | =/+     | ▲  | 日本是一個出口導向型經濟體，亦是中國重新開放可考慮的一種方式，應能支持中國的市場。然而，環球增長勢頭放緩和日圓走強是需要注意的因素。  |
|        | 中國               | =/+     | ▲  | 最近有跡象表明，新冠病毒清零政策和老年人接種疫苗的消息表明經濟將逐步重新開放，這應可改善流動性並釋放被壓抑的需求。我們認為，鑑於地緣政治風險和出口壓力，這條道路並非線性，並且會保持小心選擇。                                 |
|        | 新興市場<br>(中國除外)   | =       |    | 鑑於國內需求、貨幣政策和財政審慎等國家特定驅動因素，新興市場的選擇至關重要。我們對巴西持樂觀態度(但關注盧拉總統的經濟政策)，對菲律賓、馬來西亞持謹慎態度(估值過高)。從行業板塊的角度來看，我們較喜歡能源而非材料行業。                   |
| 固定收益平台 | 美國政府債券           | =/+     |    | 我們認為聯儲局降低加息幅度並不一定意味是轉向鴿派。相反，當局表明央行在採取進一步行動之前將考慮迄今為止收緊政策的累積影響。因此，我們保持警惕，對長期保持積極態度。同時，我們認為經濟減速和通脹率放緩對美國國債有利。我們對實際利率亦持樂觀態度。        |
|        | 美國投資級公司債券        | =/+     |    | 投資級債券能提供有吸引力的利差、估值有吸引力、企業資產負債表健康，讓我們略持樂觀態度。然而，由於企業現金餘額下降和對經濟衰退的擔憂，我們仍小心選擇。  |
|        | 美國高收益公司債券        | -       |    | 高收益基本面(例如：槓桿率和利息覆蓋率)仍然強勁，但流動性狀況正在惡化。在高融資成本和經濟增長放緩的環境下，該行業可能會受到影響。因此，我們保持謹慎，尤其是在評級較低(CCC評級)的細分市場。                                |
|        | 歐洲政府債券           | =       |    | 在評估歐洲央行的貨幣政策以及對通脹和經濟增長的看法時，我們對核心歐洲久期的整體積極立場保持中立。歐洲央行將繼續將利率維持在限制性區域。我們對外圍債券維持謹慎態度。   |
|        | 歐洲投資級公司債券        | =       |    | 雖然市場預計歐洲央行將放緩加息進程，但我們認為增長疲軟、高通脹和地緣政治緊張局勢(能源危機)對投資級債券利差帶來持續風險。因此，我們密切關注企業的再融資需求。   |
|        | 歐洲高收益公司債券        | -       |    | 鑑於潛在的流動性和違約風險目前已得到控制，歐盟高收益債券可能面臨更高的波動性。由於利率居高不下且消費低迷，資本成本上升和盈利前景疲軟可能會帶來負面影響。  |
|        | 中國政府債券           | =       | ▼  | 雖然中國與美國的脫鉤為環球投資者帶來了多元化分散投資的好處，但新冠清零立場的逐漸改變應可促進流動性和經濟活動。我們持中立態度，並正在評估中國人民銀行的政策立場。  |
|        | 新興市場債券<br>(硬通貨)  | =/+     |    | 美國利率穩定，加上利差和估值具有吸引力，應會起到支撐作用。利差提供了良好的切入點，但我們會根據新興市場(包括巴西和中國)不斷變化的增長動態進行選擇。  |
|        | 新興市場債券<br>(當地貨幣) | =       |    | 雖然本幣債券估值在慎選基礎上變得有吸引力，但我們整體上對亞洲和整個新興市場外匯持謹慎態度。然而，美元強勢的變化軌跡和中國的新冠疫情政策可能對未來某些外匯(如墨西哥比索、印尼盧比、印度盧比)的套利交易機會產生積極影響。目前，我們對流動性趨勢保持中立和警惕。 |
| 其他     | 大宗商品             |         |    | 雖然對經濟增長的擔憂可能會在短期內限制油價，但供應限制可能會在中期重新成為主導因素。中國經濟的重新開放為基本金屬價格設定了底線，但可持續的反彈需要更廣泛的支持。各國央行的潛在支點，加上美元走軟，將為黃金提供新的推動力(六個月目標：1900美元/盎司)。  |
|        | 貨幣               |         |    | 聯儲局收緊政策一直是2022年美元走強的主要驅動力，但隨着這種情況可能發生變化的跡象(在整體緊縮框架內)，我們對美元的看法略有下降。  |

圖例



資料來源：東方匯理截至2022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20/12/2022

| 全年平均值(%) | 實際國內生產總值增長(%) |      |      | 通脹(消費物價指數, 按年, %) |      |      |
|----------|---------------|------|------|-------------------|------|------|
|          | 2022          | 2023 | 2024 | 2022              | 2023 | 2024 |
| 世界各地     | 3.4           | 2.2  | 2.8  | 8.2               | 6.2  | 4.0  |
| 發達國家     | 2.6           | 0.4  | 0.9  | 7.5               | 5.1  | 2.5  |
| 美國       | 2.0           | 0.9  | 0.6  | 8.1               | 4.3  | 2.3  |
| 日本       | 1.3           | 0.5  | 1.2  | 2.4               | 0.5  | 0.4  |
| 英國       | 4.4           | -0.9 | 0.8  | 9.2               | 8.2  | 3.9  |
| 歐元區      | 3.3           | -0.5 | 0.8  | 8.5               | 7.3  | 3.2  |
| 德國       | 1.8           | -0.7 | 0.9  | 9.0               | 7.6  | 2.9  |
| 法國       | 2.5           | -0.1 | 0.9  | 6.0               | 5.4  | 2.9  |
| 意大利      | 3.8           | -0.4 | 1.0  | 8.8               | 8.3  | 2.8  |
| 西班牙      | 4.5           | 0.3  | 1.3  | 8.4               | 4.0  | 3.3  |

資料來源: 東方匯理研究所。

- **美國:** 美國經濟顯示出減速跡象, 限制性貨幣政策開始對經濟活動造成壓力, 並逐漸拖累增長低於潛在水平。我們預計2023年下半年經濟衰退風險將增加, 屆時我們預測增長停滯和國內需求的構成非常疲軟, 經濟衰退風險加劇。雖然通脹似乎已經見頂, 但潛在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:** 我們預計在生活成本危機的拖累下, 歐元區國內生產總值(GDP)將在2022年第四季度至2023年第一季度收縮, 隨後在春夏期間溫和復甦, 因為通脹放緩應會開始為消費者提供一些緩解, 儘管仍遠高於歐洲央行的目標。收緊貨幣政策亦將是不利因素。2023年的平均動態將弱於先前的預期, 導致2023-24年的預期經濟增長低於潛力。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:** 隨著通脹預測上調, 幾個月來處於兩位數水平, 幾個季度都高於目標, 我們預計今年冬天英國將出現生活成本引發的衰退, 持續幾個季度緊縮的金融環境進一步加劇了這種情況。此外, 預計2024年的復甦將使經濟表現低於潛力。風險傾向於下行, 因為對於通脹和經濟增長前景而言, 與能源部分相關的下行風險仍然很突出。
- **日本:** 我們維持2023年為0.5%的低於普遍預期的經濟增長預測, 認為不均衡的復甦應會繼續。由於經濟重新開放, 服務業引領十二月採購經理人指數(PMI)的改善。然而, 製造業指數仍低於50, 並可能在2023年初因發達市場需求疲軟而恢復下行趨勢。經濟重新開放的追趕效應只能部分抵消環球需求放緩的影響。由於出口疲軟, GDP可能會在2023年上半年收縮。與此同時, 我們預計未來幾個月國家核心通脹率將進一步攀升, 並在2023年年中之前保持在日本央行2%的目標之上。

### 主要利率展望

|     | 28-12 2022 | 東方匯理<br>+6個月 | 市場<br>觀點<br>+6個月 | 東方匯理<br>+12個月 | 市場<br>觀點<br>+12個月 |
|-----|------------|--------------|------------------|---------------|-------------------|
| 美國  | 4.50       | 5.25         | 5.00             | 5.25          | 4.50              |
| 歐元區 | 2.00       | 3.25         | 3.30             | 3.25          | 3.50              |
| 日本  | -0.10      | 0.00         | 0.08             | 0.00          | 0.30              |
| 英國  | 3.50       | 4.50         | 4.70             | 4.50          | 4.70              |

資料來源: 東方匯理研究所。

- **聯儲局:** 最近一次聯邦公開市場委員會會議將加息步伐從75個基點放緩至50個基點, 將聯邦基金目標調至4.25至4.50%, 而預計聯邦基金利率中間值將從九月份的4.625%上調至2023年底的5.125%。新的經濟預測顯示前景惡化, GDP預測大幅下調, 失業率 and 核心個人消費者支出(PCE)預測上調。整體而言, 統計數據和行長鮑威爾的新聞公佈持鷹派立場, 鮑威爾繼續全力抗擊通脹。這支持了我們5.25%的終端利率預期。
- **歐洲央行:** 在其十二月的會議上, 歐洲央行將利率上調50個基點至2.0%(存款利率)。該行發表了一份非常強硬的聲明。通脹仍然是主要關注點和優先處理事項。歐洲央行預計通脹將出現粘性, 歐元區通脹主要由能源價格驅動。財政政策在支持需求的同時亦扮演著關鍵角色。短期內, 我們看到核心主權債券利率和外圍利差面臨壓力。我們將當前加息週期的終端存款利率從2.5%上調至3.0%, 風險傾向於進一步上調。
- **日本央行:** 在十二月的會議上, 日本央行出人意料地將十年期日本國債的YCC目標區間從+/-0.25%擴大到+/-0.5%, 早於預期。當收益率趨於上升時, 這實際上是緊縮。貨幣政策正常化的政治意願有所增強。據悉, 2013年政府和日本央行的聯合聲明將被修訂。目前最終目標尚不明確, 但有可能會退出負利率政策(NIRP)。在此之前, 日本央行必須完全取消其收益曲線控制(YCC)收益率目標, 或者更快地一次過廢除NIRP和YCC。
- **英國央行:** 在最近一次會議上, 英國央行加息50個基點。與之前的會議一樣, 投票結果分裂, 但這次不同意見之間的分歧更大, 因為兩名成員選擇不加息, 而一名成員選擇加息75個基點。會議未能就利率指引(基本保持不變)、根據最新財政公告的預期經濟前景以及量化緊縮帶來任何有意義的驚喜。在最近一次加息之後, 我們確認了我們的預期利率路徑和預期終端利率, 在我們的基線情景中, 該利率可能達到4.5%的峰值。

### 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18日 |
| 歐洲央行理事會      | 1月25日 |
| 聯儲局聯邦公開市場委員會 | 2月1日  |
| 英倫銀行貨幣政策委員會  | 2月2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20/12/2022

| 全年平均值(%) | 實際國內生產總值增長(%) |      |      | 通脹(消費物價指數, 按年, %) |      |      |
|----------|---------------|------|------|-------------------|------|------|
|          | 2022          | 2023 | 2024 | 2022              | 2023 | 2024 |
| 世界各地     | 3.4           | 2.2  | 2.8  | 8.2               | 6.2  | 4.0  |
| 新興市場     | 3.9           | 3.4  | 4.1  | 8.8               | 6.9  | 5.0  |
| 中國       | 3.0           | 4.4  | 4.9  | 2.0               | 2.2  | 2.1  |
| 巴西       | 3.1           | 0.5  | 1.7  | 9.3               | 4.5  | 4.2  |
| 墨西哥      | 3.2           | 1.5  | 0.9  | 7.9               | 5.6  | 4.5  |
| 俄羅斯      | -3.3          | -1.5 | 2.0  | 13.8              | 7.5  | 4.5  |
| 印度       | 7.0           | 5.4  | 6.0  | 6.7               | 5.4  | 5.9  |
| 印尼       | 5.2           | 4.5  | 4.8  | 4.2               | 4.4  | 4.1  |
| 南非       | 2.4           | 1.2  | 1.5  | 6.9               | 5.9  | 4.9  |
| 土耳其      | 4.9           | 3.1  | 4.3  | 72.5              | 55.2 | 29.8 |

資料來源: 東方匯理研究所。

- **中國:** 官方宣佈於1月8日中國農曆新年假期(1月22日)之前取消對海外遊客的檢疫規定, 比我們一個月前的預期要早得多。現在看來, 第一季度末前, 中國經濟可能會全面重新開放。目前的現實黯淡。十一月經濟增長再次下滑。考慮到經濟重新開放加快, 我們預計生產將在二月恢復, 並在三月和第二季度出現有意義的復甦。消費需求的反彈將推高核心通脹, 但生產者價格指數(PPI)和能源通貨緊縮將把整體通脹控制在2%左右。
- **亞洲:** 南亞各央行繼續收緊貨幣政策, 儘管在某些情況下與最近的決定相比, 收緊步伐較慢(例如: 菲律賓和印尼)。亞洲在貨幣政策正常化方面落後於其他新興市場地區, 例如拉丁美洲或東歐, 因為通脹回升較晚且幅度較小。儘管這些央行都沒有宣佈暫停其貨幣政策行為, 但我們預計貨幣政策行動的結束幾乎已經成熟, 該地區仍有幾次加息。
- **中東歐國家(CEE-3):** 除羅馬尼亞環比企穩、同比加速外, 第三季度實際國內生產總值(GDP)數據顯示經濟繼續大幅減速, 無論是環比還是同比。兩位數的通脹率將長期存在, 並將阻止央行很快降息。通脹上升、貨幣政策緊縮、(部分)取消對能源和天然氣價格的支援措施以及一些國家的財政整頓將進一步推動未來幾個月的增長。我們預計捷克和匈牙利最早將於今年第四季度進入衰退。
- **南非:** 儘管第三季度的實際國內生產總值(GDP)數據高於第二季度, 但該國經歷了艱難的一個月, 債券和外匯市場波動劇烈。南非總統拉馬福薩(Cyril Ramaphosa)捲入被稱為「農場門」的貪腐醜聞。在議會投票反對彈劾後, 南非資產收復失地。拉馬福薩再次當選為執政黨非洲人國民大會(ANC)主席, 但他還沒有擺脫困境, 因為南非儲備銀行、南非護民官署和南非警察部門正在對此事進行其他調查。所有的目光都將集中在2023年, 看看改革議程是否取得進展。

### 主要利率展望

|     | 20-12 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  | 6.25       | 6.50      | 6.45      | 6.50       | 6.30       |
| 巴西  | 13.75      | 13.50     | 13.55     | 11.50      | 11.60      |
| 俄羅斯 | 7.50       | 7.50      | 7.15      | 7.50       | 7.00       |

資料來源: 東方匯理研究所。

- **中國人民銀行:** 中國人民銀行在十二月維持政策利率不變。隨着經濟重新開放路徑的確定, 我們預計不會進一步降息。央行也沒有加息的緊迫感。整個2023年通脹率將控制在3%以下。由於經濟增長前景改善, 實際利率可能上升, 這將導致金融環境適度收緊。來自年度經濟會議的訊號表明, 中國人民銀行將退出廣泛的寬鬆政策。當局將透過結構性貸款工具和特別金融計劃繼續實施有針對性的貨幣寬鬆政策。
- **印度儲備銀行:** 正如預期的那樣, 印度儲備銀行在十二月繼續其加息週期, 儘管速度有所放緩。回購利率上調35個基點至6.25%。印度儲備銀行行長表示, 有必要進一步調整貨幣政策行動, 以保持通脹預期穩定, 打破核心通脹持續性, 並遏制第二輪效應。我們預計印度儲備銀行將在二月份再次加息25個基點至6.5%, 因為實際政策利率已經略微為正或接近中性, 這與印度儲備銀行在五月份加息週期開始時的目標一致。
- **巴西央行:** 巴西央行在十二月按兵不動, 沒有啟動任何寬鬆週期, 聯邦基金基準利率(Selic)保持在13.75%不變。儘管圍繞通脹前景的風險看起來平衡, 惟巴西央行貨幣政策委員會(COPOM)強調了與財政政策框架相關的不確定性: 好的一面是將透過額外的財政刺激來支持總需求並提高通脹預期; 壞的一面是預期中(儘管不確定)的減稅會逆轉。顯然下一步的貨幣政策行動將取決於未來的財政框架。
- **俄羅斯央行:** 在其十二月的會議上, 俄羅斯央行將其政策利率維持在7.5%不變, 聽起來越來越不那麼鴿派。在保持通脹預測不變的同時, 俄羅斯央行強調, 促通脹的因素比抑制通脹的因素更為重要, 例如勞動力市場緊張、通脹預期升高、盧布走弱以及可能較為寬鬆的財政政策。十一月通脹同比繼續下降至12.0%, 低於十月的12.6%。鑑於這種越來越謹慎的語氣和通脹壓力, 我們不再預計未來六個月會降息, 亦不預計會在2023年底出現潛在的加息週期。

### 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1日  |
| 印度儲備銀行 | 2月8日  |
| 俄羅斯央行  | 2月10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12月28日

| 全年平均值(%) | 實際國內生產總值增長(%) |      |      | 通脹<br>(消費物價指數, 按年, %) |      |      |
|----------|---------------|------|------|-----------------------|------|------|
|          | 2022          | 2023 | 2024 | 2022                  | 2023 | 2024 |
| 美國       | 2.0           | 0.9  | 0.6  | 8.1                   | 4.3  | 2.3  |
| 日本       | 1.3           | 0.5  | 1.2  | 2.4                   | 0.5  | 0.4  |
| 歐元區      | 3.3           | -0.5 | 0.8  | 8.5                   | 7.3  | 3.2  |
| 德國       | 1.8           | -0.7 | 0.9  | 9.0                   | 7.6  | 2.9  |
| 法國       | 2.5           | -0.1 | 0.9  | 6.0                   | 5.4  | 2.9  |
| 意大利      | 3.8           | -0.4 | 1.0  | 8.8                   | 8.3  | 2.8  |
| 西班牙      | 4.5           | 0.3  | 1.3  | 8.4                   | 4.0  | 3.3  |
| 英國       | 4.4           | -0.9 | 0.8  | 9.2                   | 8.2  | 3.9  |
| 中國       | 3.0           | 4.4  | 4.9  | 2.0                   | 2.2  | 2.1  |
| 巴西       | 3.1           | 0.5  | 1.7  | 9.3                   | 4.5  | 4.2  |
| 墨西哥      | 3.2           | 1.5  | 0.9  | 7.9                   | 5.6  | 4.5  |
| 俄羅斯      | -3.3          | -1.5 | 2.0  | 13.8                  | 7.5  | 4.5  |
| 印度       | 7.0           | 5.4  | 6.0  | 6.7                   | 5.4  | 5.9  |
| 印尼       | 5.2           | 4.5  | 4.8  | 4.2                   | 4.4  | 4.1  |
| 南非       | 2.4           | 1.2  | 1.5  | 6.9                   | 5.9  | 4.9  |
| 土耳其      | 4.9           | 3.1  | 4.3  | 72.5                  | 55.2 | 29.8 |
| 發達國家     | 2.6           | 0.4  | 0.9  | 7.5                   | 5.1  | 2.5  |
| 新興市場     | 3.9           | 3.4  | 4.1  | 8.8                   | 6.9  | 5.0  |
| 世界各地     | 3.4           | 2.2  | 2.8  | 8.2                   | 6.2  | 4.0  |

### 主要利率展望

發達國家

|     | 2022年12月<br>28日 | 東方匯理<br>+6個月 | 市場觀點<br>+6個月 | 東方匯理<br>+12個月 | 市場觀點<br>+12個月 |
|-----|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 美國  | 4.50            | 5.25         | 5.00         | 5.25          | 4.50          |
| 歐元區 | 2.00            | 3.25         | 3.30         | 3.25          | 3.50          |
| 日本  | -0.10           | 0.00         | 0.08         | 0.00          | 0.30          |
| 英國  | 3.50            | 4.50         | 4.70         | 4.50          | 4.70          |

新興市場

|     | 2022年12月<br>20日 | 東方匯理<br>+6個月 | 市場觀點<br>+6個月 | 東方匯理<br>+12個月 | 市場觀點<br>+12個月 |
|-----|-----------------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 中國  | 3.65            | 3.65         | 3.65         | 3.65          | 3.65          |
| 印度  | 6.25            | 6.50         | 6.45         | 6.50          | 6.30          |
| 巴西  | 13.75           | 13.50        | 13.55        | 11.50         | 11.60         |
| 俄羅斯 | 7.50            | 7.50         | 7.15         | 7.50          | 7.00          |

### 長期利率展望

兩年期債券收益率

|    | 2022年12月<br>28日 | 東方匯理<br>+6個月 | 遠期<br>+6個月 | 東方匯理<br>+12個月 | 遠期<br>+12個月 |
|----|-----------------|--------------|------------|---------------|-------------|
| 美國 | 4.34            | 4.0/4.20     | 4.09       | 3.40/3.60     | 3.86        |
| 德國 | 2.64            | 2.40/2.60    | 2.61       | 2.40/2.60     | 2.42        |
| 日本 | 0.01            | 0.1/0.20     | 0.08       | 0.1/0.2       | 0.13        |
| 英國 | 3.52            | 3.20/3.40    | 3.48       | 3.30/3.50     | 3.67        |

十年期債券收益率

|    | 2022年12月<br>28日 | 東方匯理<br>+6個月 | 遠期<br>+6個月 | 東方匯理<br>+12個月 | 遠期<br>+12個月 |
|----|-----------------|--------------|------------|---------------|-------------|
| 美國 | 3.83            | 3.60/3.80    | 3.80       | 3.50/3.70     | 3.77        |
| 德國 | 2.49            | 2.30/2.50    | 2.48       | 2.30/2.50     | 2.46        |
| 日本 | 0.45            | 0.40/0.60    | 0.59       | 0.40/0.60     | 0.67        |
| 英國 | 3.69            | 3.60/3.80    | 3.76       | 3.60/3.80     | 3.84        |

### 匯市展望

|             | 2022年12月<br>29日 | 東方匯理<br>2023年第<br>二季 | 市場觀點<br>2023年第<br>二季 | 東方匯理<br>2023年第<br>四季 | 市場觀點<br>2023年第<br>四季 |
|-------------|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 歐元/美元       | 1.07            | 1.02                 | 1.05                 | 1.10                 | 1.08                 |
| 美元/日圓       | 133             | 132                  | 135                  | 123                  | 131                  |
| 歐元/英鎊       | 0.88            | 0.89                 | 0.88                 | 0.90                 | 0.88                 |
| 歐元/瑞士<br>法郎 | 0.98            | 0.94                 | 0.99                 | 1.03                 | 1.01                 |
| 歐元/挪威<br>克朗 | 10.53           | 10.43                | 10.15                | 9.74                 | 9.85                 |
| 歐元/瑞典克朗     | 11.16           | 11.02                | 10.80                | 10.31                | 10.50                |
| 美元/加元       | 1.35            | 1.37                 | 1.32                 | 1.28                 | 1.30                 |
| 澳元/美元       | 0.68            | 0.65                 | 0.67                 | 0.75                 | 0.70                 |
| 紐元/美元       | 0.63            | 0.60                 | 0.62                 | 0.66                 | 0.65                 |
| 美元/人民幣      | 6.96            | 7.10                 | 7.00                 | 6.80                 | 6.85                 |

資料來源: 東方匯理研究所

## 本行預測的免責聲明

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

## 研究方法

### — 情景

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

### — 風險

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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### 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 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

### COMPASS



**Inflationary era demands new approach from pension plans (08-12-2022)**

DEFEND Monica, Head of Amundi Institute

### DISCUSSION PAPERS



**Pension funds: reorienting asset allocation in an inflation-fuelled world (1-12-2022)**

RAJAN Amin, CEO, CREATE-Research

### 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

## PUBLICATIONS HIGHLIGHTS

### INVESTMENT TALKS



#### **Hawkish surprise from the ECB (19-12-2022)**

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

#### **Fed: Staying the course until the job is done (16-12-2022)**

DUENSING Jonathan, Head of US Fixed Income - ROWE Timothy, Director of Multi-Sector Fixed Income - UPADHYAYA Pares, Director of Fixed Income and Currency Strategy - GEORGES Delphine, Senior Fixed Income Research Strategist, Amundi Institute

#### **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

### 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)

### 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

### ESG



#### **ESG Thema - Special COP15 - The Paris moment for biodiversity? (22-12-2022)**

CHAMPOLLION MOREL Hélène, Head of Advocacy - DE VECCHI Viola, ESG Advocacy Analyst - DUTTA Basundhara, ESG Advocacy Analyst - DAY Apolline, Institutional Marketing Analyst

#### **Biodiversity : It's Time to Protect Our Only Home (07-12-2022)**



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 Policies  
Exchange Corporate Equities Forecasts  
Sovereign Bonds High Yield Real Estate  
ESG Fixed Income Asset  
Quant Investment 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12月29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：2023年1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 - bjd1zx；

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 AINOUC——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  
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  
Patrik DROZDZIK——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

常務副編輯

BOROWSKI DIDIER——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  
Annalisa USARDI——高級經濟師  
Sosi VARTANESYAN——高級主權分析師

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  
Ujjwal DHINGRA——投資洞察和客戶部專家

Paula NIALL——投資洞察部及客戶部

設計及製作

Pia BERGER——傳訊專家  
Benoit PONCET——傳訊專家