



週期展望
2024年4月

市場趨向各異 投資多元分散

由於主要經濟體的發展路徑勢將分化，
我們認為主動尋找全球投資機會至關重要。



作者：

Tiffany Wilding
董事總經理
經濟師

Andrew Balls
投資總監
環球固定收益

隨著主要經濟體的發展軌跡出現更明顯的分化，全球投資格局將在未來數月有所轉變。為了控制疫後急升的通脹，環球央行曾同步採取緊縮政策，但是之後的減息步伐卻可能各有不同。儘管多個大型已發展市場經濟體的增長正在放緩，美國仍能維持出乎意料的強勁動能，而且有望繼續受到數項利好因素支持。

在未來六至十二個月的週期內，這些增長動力或將令美國通脹維持在聯儲局的2%目標之上。我們仍預期聯儲局的政策將在年中開始正常化，與其他已發展市場央行的方向類似。不過，聯儲局其後或會採取較為漸進的減息步伐。

美國經濟仍有望實現軟著陸。事實上，市場對股市和聯儲局最終政策利率的預期已大致排除經濟衰退的可能性。然而，在全球供求受到前所未見的衝擊之後，我們認為經濟仍然面臨陷入衰退與通脹重燃的重大雙向風險。

在這不明朗環境下，債券可提供具吸引力的名義及通脹調整後孳息，而且有助應對不同的經濟環境。鑑於現時的孳息曲線平坦，我們認為中期債券可以在現金與長存續期債券之間提供理想的平衡，因為現金收益只能短暫維持，更會在央行開始減息時下跌；長存續期債券則可能會隨著主權債務融資需求增加，而面對債券供應上升的壓力。

我們認為美國以外的債券市場特別吸引，因為其他已發展市場的通脹風險較為溫和，而衰退風險則較明顯。我們尤其看好英國、澳洲及加拿大。鑑於美國經濟表現強韌，我們看好美元多於歐元和其他歐洲貨幣。

我們繼續看好美國機構按揭抵押證券，以及其他孳息和回報潛力吸引的優質資產。由於利率高企，企業借款人和銀行等傳統貸款機構都面臨更大壓力。至於私人市場方面，資產抵押貸款和專門融資範疇正湧現更多機會。

現今的環境更加突顯出全球多元化配置、嚴格風險控制，以及透過主動型管理構建強韌投資組合的重要性。我們預期，債券與股票將會重現傳統的反向相關性，而固定收益投資將有潛力因衰退風險預期再度升溫而升值。

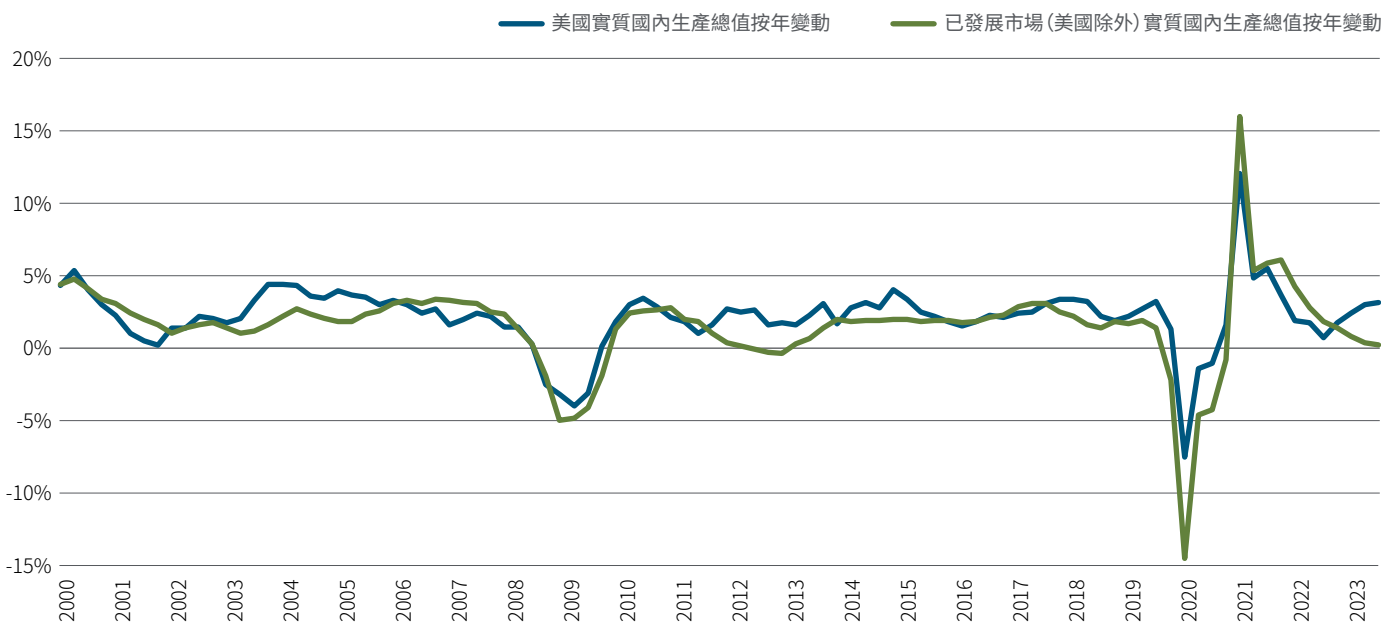


經濟展望：環球增長停滯，美國可能仍是例外

在2024年1月的週期展望《準備著陸》中，我們曾預測今年全球經濟會隨著緊縮貨幣政策產生影響而停滯不前，甚至出現溫和收縮。迄今所見，這個情境已普遍在所有已發展市場經濟體實現，當

中只有美國是例外。儘管英國、瑞典和德國呈現技術性衰退，其他地區也陷入停滯，美國經濟在2023年出乎意料的強勢卻延續至2024年初（見圖1）。

圖1：美國與其他已發展市場的經濟增長分化



資料來源：Haver Analytics、品浩，截至 2024年3月。已發展市場包括歐元區、英國、澳洲及加拿大。

我們認為美國經濟增長可能已經見頂，並將在今年逐步減慢至與其他已發展市場相若的水平。然而，令美國保持強韌的因素卻可能會繼續支持（仍在放緩的）美國經濟多一段時間。我們認為有五大因素正在發揮作用：

1) 更大規模的疫情相關財政刺激措施，加上仍然偏高的聯邦赤字，刺激美國的需求高於其他地區。

無可否認，美國的儲蓄結餘已大幅減少，特別是中等或較低收入的家庭，並會在週期時段內繼續受到高於目標的通脹率所蠶食，因此有進一步的理由相信美國經濟增長將會放緩。

然而，其他已發展市場國家的估計儲蓄結餘卻消耗得更徹底。美國消費者也越來越願意為了維持消費而承擔更多債務。因此，美國在若干範疇的週期性領先表現可能會持續。

2) 事實證明，其他經濟體對加息的敏感度高於美國。

在其他已發展市場經濟體，貨幣政策透過消費者債務和較短期浮息按揭的利息成本上升，迅速發揮傳導效應。相比之下，美國家庭因持有利率較低的定息按揭而較少受聯儲局加息的影響，同時更可受惠於儲蓄利率上升。此外，政府補助帶來的儲蓄仍然高企，減少了民眾對信貸的依賴，即使信貸狀況收緊和整體經濟信貸流量下降，卻並未產生慣常的減緩增長效應。

儘管美國地區銀行表現疲弱，大部份優質低息債券的持有人（包括聯儲局、大型銀行、外匯儲備經理及家庭等）都有能力承受加息帶來的按市值計價損失，而並無引發系統性事件。其他對利率較敏感的經濟領域仍可能較為脆弱，包括商業房地產及銀行貸款市場。對於整體美國經濟而言，我們認為這些風險是可控的。

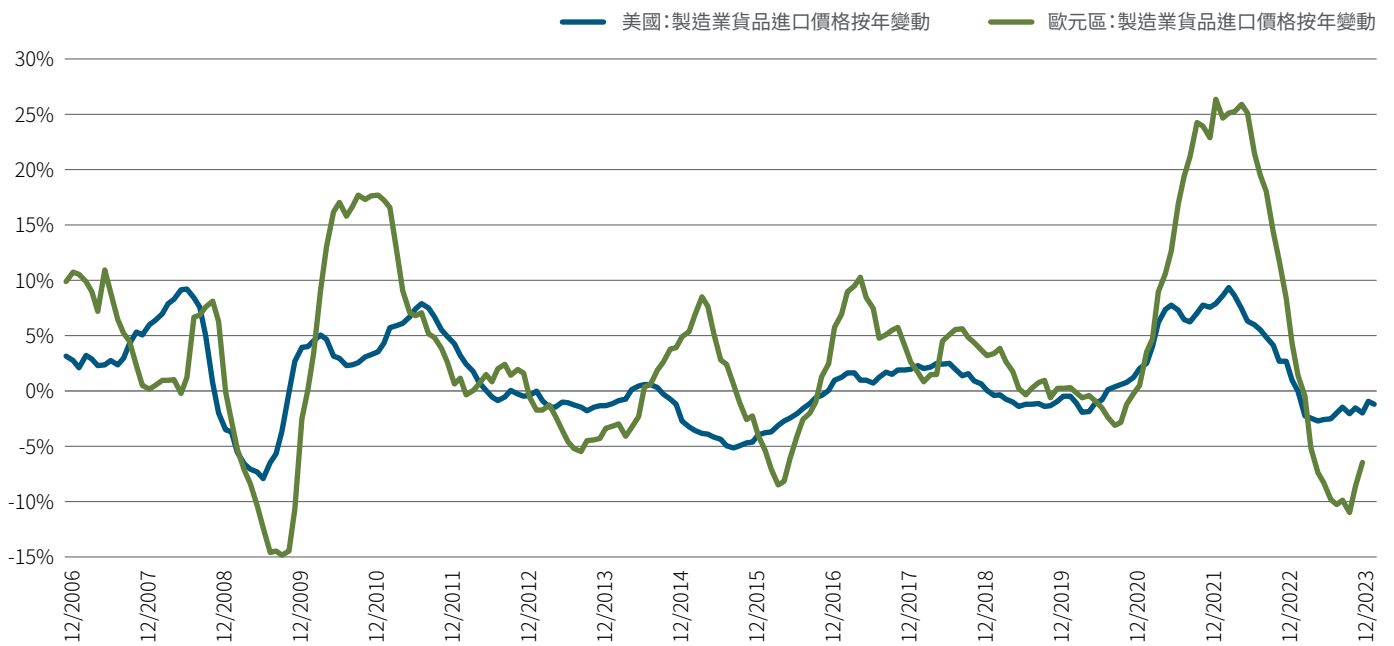
3) 對比美國，歐洲及東南亞似乎更易受到中國進口競爭的影響。

美國早前制訂的法例（例如《2022年降通脹法案》）有助推動當地產業發展，特別是基於本土生產情況而決定受惠資格的減稅措施。與許多國家相比，美國經濟增長對出口的依賴也較少，而且受惠於可負擔的本土能源供應。此外，美國亦繼續對中國出口貨品徵收關稅。

在內房業嚴重低迷的情況下，為了維持經濟增長目標，中國政府運用了補貼製造商的能力，從而協助生產商能夠出口廉價商品，特別是在電動車和太陽能基建等可再生能源投資領域。這可能會為全球帶來通縮壓力，並對不同地區造成不同影響（見圖 2）。

中國也在致力廣泛提升低端產品的生產效率。一些受惠於西方市場供應鏈多元化的東南亞國家，可能會面臨壓力。與此同時，中國已將高端製造業發展列為重點政策。歐元區似乎處於相對劣勢，德國的情況尤甚。

圖2：歐洲的海外製造進口貨品價格跌幅高於美國



資料來源：Haver Analytics、品浩，截至 2024年3月。

4) 美國公司是發展人工智能技術的先驅，甚至在提高生產力之前已經創造了明顯的財富效應。

美國在全球人工智能創新的競賽中表現領先，主要得益於充滿活力的初創生態圈、大量的私募股權資金，以及先進的半導體製造技術。美國的出口管制措施雖然並不完善，但仍可能會繼續限制中國的發展步伐。

強勁股市表現帶來財富效應推動需求，加上大量蓄勢待發的資本，意味著人工智能熱潮可能會在短期內造成通脹效應，之後才會隨著生產力上升而形成通縮影響。長遠來說，我們看好人工智能可提升生產力，雖則應用滯後及程度等問題仍有待解答。

5) 美國總統大選結果的風險權衡，傾向於略微支持美國經濟增長，但可能不利其他地區的政策。

11月的美國大選將成為全球地緣政治和貿易的轉捩點，我們會繼續監察投資環境因此而面臨的風險轉變。

特朗普再次當選總統可能會對北約施壓，並聚焦於更進取的保護主義貿易政策。這些政策再加上放寬國內管制及延長個別減稅措施，可能會支持美國的週期性增長及通脹，但亦可能對當地生產力及經濟動力帶來長期成本。

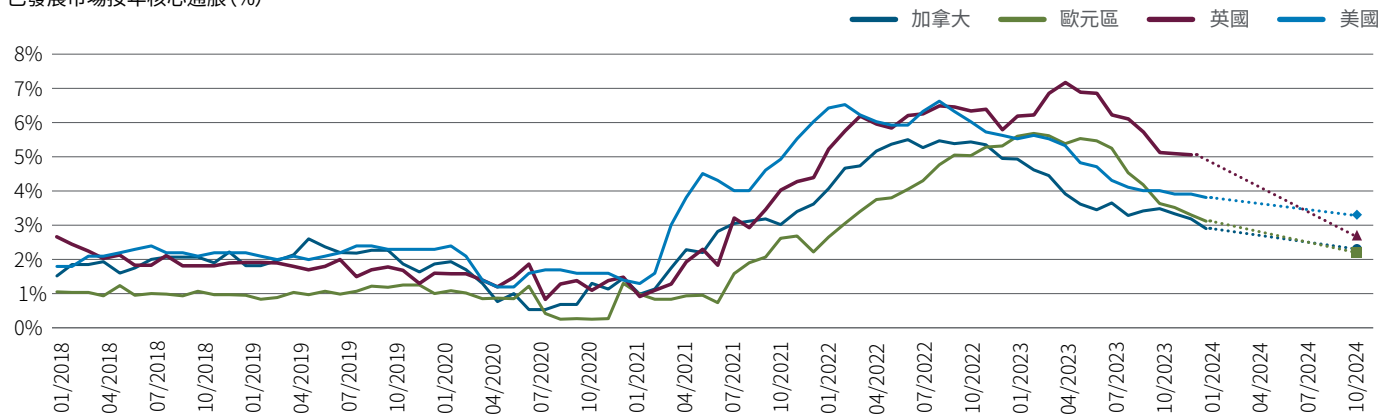
如果拜登成功連任總統，亦可能會延長特朗普在2017年實施的多項減稅政策，擴大子女免稅優惠，並保留（甚至可能加推）在首屆任期推出以美國為先的產業政策。

對通脹和全球分化的影響

支持美國增長維持相對優勢的因素，亦可能導致美國在2024年面對更頑固的通脹。隨著全球通脹回落（見圖3），美國核心消費物價指數通脹在今年底料將處於3%至3.5%的水平。作為聯儲局最重視的指標，個人消費開支通脹在年底可能介乎2.5%至3%，而歐元區通脹平均為2%至2.5%。

圖3：已發展市場通脹以不同速度回落

已發展市場按年核心通脹 (%)



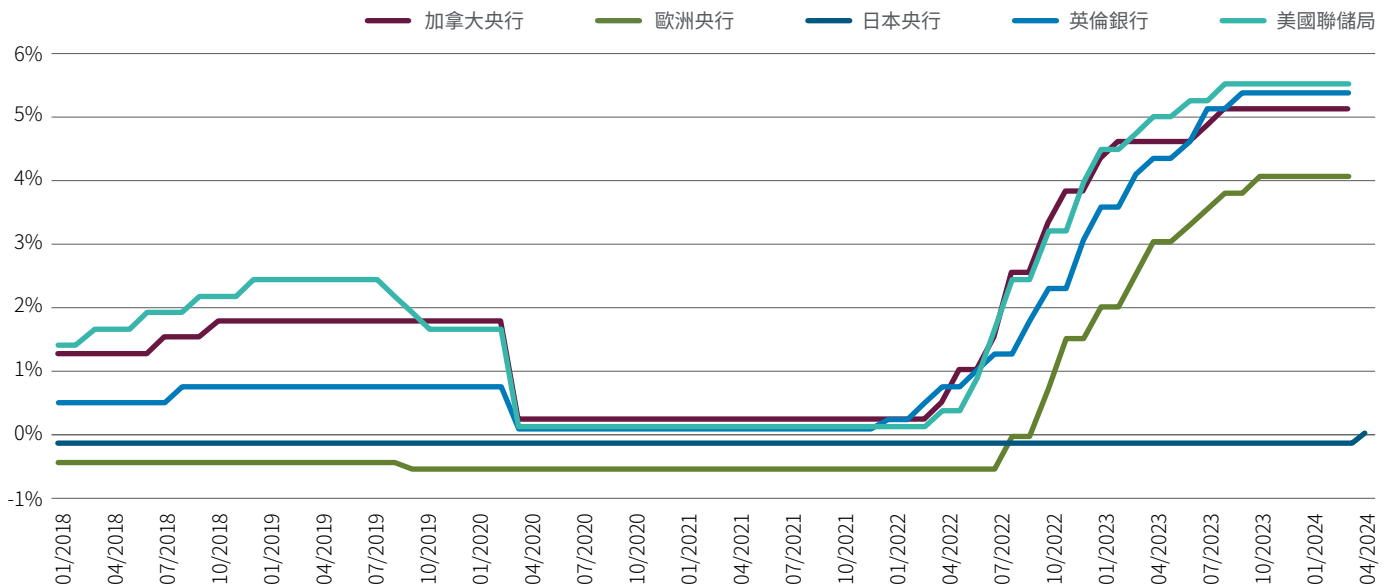
資料來源：Haver Analytics、品浩，截至2024年3月。右方的圓點代表品浩對2024年第四季的預測。

鑑於政策利率處於週期高位(見圖 4)，已發展市場的央行普遍釋出將在年中展開寬鬆週期的訊號。(詳情請參閱品浩3月份的博客文章《One Hike, Three Hints, and a Surprise Rate Cut》) 我們認為，美國以外地區隨後的減息步伐可能加快，而2025年底的最終利率或會更低。

儘管各區經濟似乎有望避過衰退並實現軟著陸，但現時仍存在重大不確定因素。根據我們對1960年代至今央行加息週期的分析，過去軟著陸的關鍵特徵是經濟供應出現正面轉變、通脹放緩及利率下降，而所有這些因素在2023年均有所加強。

圖4:已發展市場央行的政策利率在相對同步上升後可能分道揚鑣

已發展市場央行政策利率 (%)



資料來源: Haver Analytics、品浩, 截至 2024年3月。

儘管如此，在審視風險分佈情況時，由於受到疫情帶來的獨特干擾因素影響，我們預期通脹和衰退風險都會繼續高於平常。美國的持續通脹風險似乎最高。至於其他地區，首要關注的仍然是經濟衰退風險。

一個關鍵因素是央行容許通脹高於其既定目標水平的程度。有別於其他純粹關注物價穩定的央行，聯儲局肩負更廣泛的雙重任務，包括管理通脹與就業之間的平衡。

因此，只有當美國通脹的廣泛組成部份再次顯著升溫，聯儲局才會考慮重新加息，但多名官員已表示不希望有此需要。

有見及此，儘管勞工市場表現穩健，與聯儲局政策相關的風險權衡仍可能傾向於更多次減息，這或會令略高於目標水平的通脹維持更長時間。聯儲局在多大程度上願意接受通脹長期略高於目標水平，仍然是影響經濟前景的關鍵因素。

投資啟示：尋找全球機遇

鑑於名義及實質(經通脹調整) 孳息處於高水平，加上債券有助應對多種不同的經濟情境，固定收益的投資前景仍然吸引。我們認為美國的經濟風險較傾向上行，而其他已發展市場的經濟風險則傾向下行，因此我們較往常更關注美國以外的債券市場。

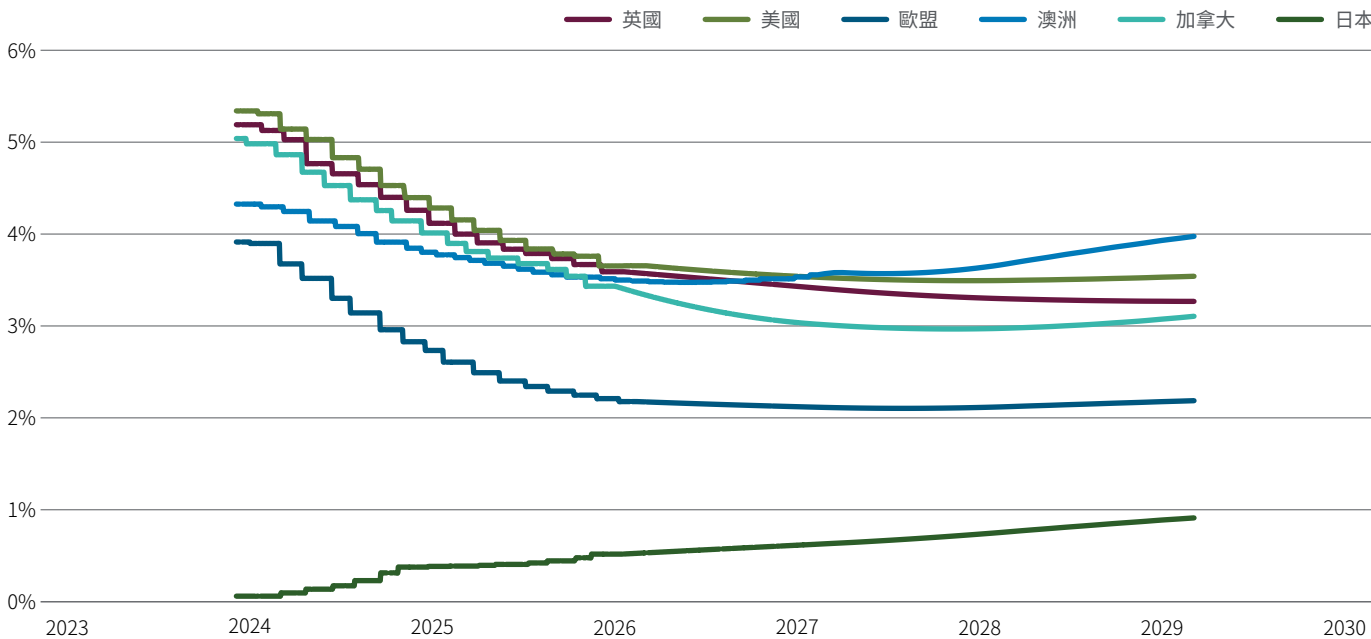
現時，短期債券與長期債券孳息之間的差距不大。這種異常平坦的孳息曲線意味著，投資者無需大幅延長存續期去發掘價值(存續期是量度對利率變化敏感度的指標，敏感度通常隨著年期延長而增加)。

在比較最終政策利率預測與中性利率標準預測時，美國及其他地區的短期債券已反映未來數年的衰退風險相對偏低(見圖 5)。

我們預期，債券與股票將會回復較正常的負相關性。如果衰退風險的預期再次升溫，固定收益可望表現領先。例如，聯儲局主席鮑威爾在3月曾表示，倘若失業率上升，即使通脹仍高於目標也會減息。在經濟下行令風險資產面對困境的情況下，減息有望支持債券表現。

中期債券不但孳息吸引，而且有潛力隨著債券價格上漲而升值。如果央行從現時的高位減息，現金收益率將會下跌，中期債券亦會別具吸引力。

圖5：遠期利率定價反映已發展市場的最終政策利率預期不會降至接近零水平



資料來源：彭博，截至2024年3月。

存續期及孳息曲線

為了說明我們對存續期和孳息曲線的觀點，首先要回顧我們的立場如何演變。去年10月，當時的10年期美國國庫券孳息升至接近5%，我們認為存續期吸引，而孳息相對我們的預期似乎較高。及至12月，聯儲局的論調有變，一度令短債利率市場反映的央行減息幅度高於我們的預測水平。

目前，美國10年期國庫券孳息約為4.25%，我們對存續期大致維持中性。我們亦認為短期債券孳息的定價大致合理，並與我們對週期展望時段的基線預測一致。

因應近期的市場升勢，我們對美國和全球核心債券投資組合維持略為偏短的存續期，但仍聚焦於有關全球相對價值和孳息曲線部署的策略。基於對財政政策和國庫券供應的關注，我們對美國長

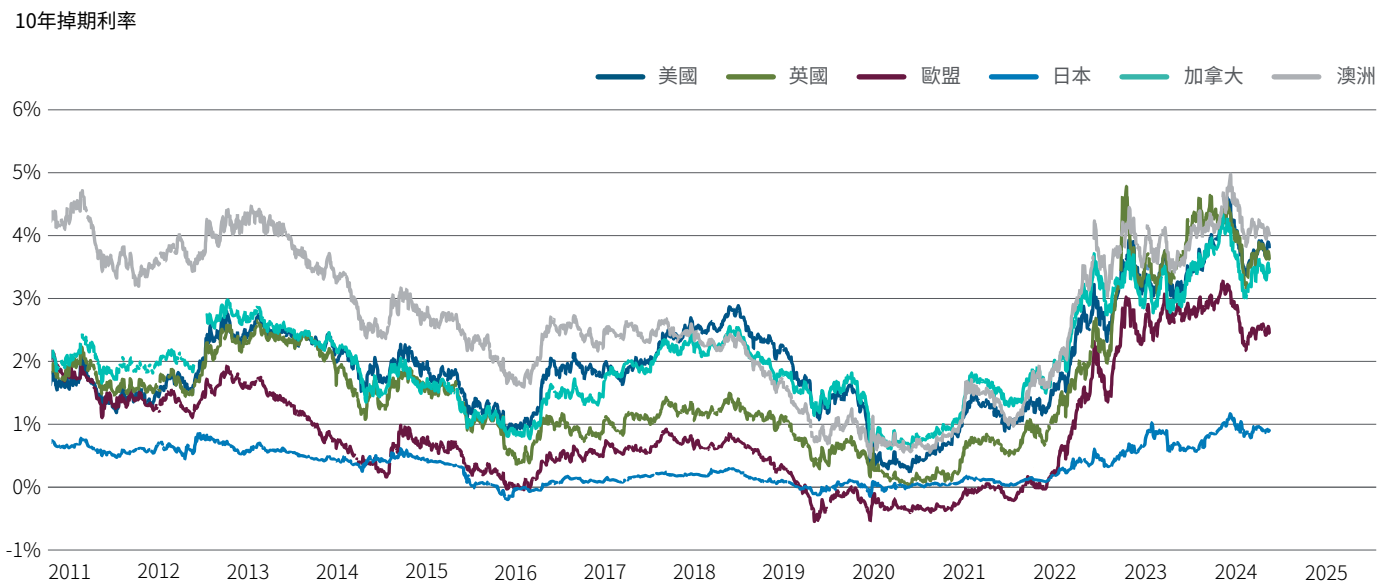
期債券持偏低比重（詳情請參閱品浩2月份的市場評論《Back to the Future: Term Premium Poised to Rise Again, With Widespread Asset Price Implications》）。

美國國庫抗通脹債券可在合理價格為投資者提供保障，抵禦美國通脹上行的風險。

多元化地區配置

雖然美國債券市場的多個領域仍然吸引，但我們目前較為看好美國以外的已發展市場，包括澳洲、英國和加拿大等國家（見圖6），都是具有投資價值的全球多元化工具。

圖6：主權債券孳息比較（基於10年掉期利率）



資料來源：彭博、品浩，截至2024年3月。

澳洲央行已經不再傾向收緊政策，但是與其他市場相比，澳洲遠期息率曲線所反映的減息路徑卻較為平緩，特別是考慮到澳洲家庭槓桿率和浮動按揭利率偏高，會促使貨幣政策的變化更直接傳導至經濟體系。

我們認為英國存續期具吸引力，這是基於現時的估值水平，加上通脹情況正在改善，以及英倫銀行的減息次數可能多於目前市場預期。同樣地，加拿大方面，由於通脹前景改善，在權衡風險後，我們認為當地央行放寬政策的力度將較目前市場預期更大。

歐洲市場的吸引力略遜，但仍可提供重要優勢，例如流動性（市場深度及易於買賣資產）和多元化。美國經濟上行風險或歐洲經濟下行風險一旦成真，歐洲債券市場亦可望造好。

歐元區方面，根據我們的基線預測情境，相對於美國的情況，市場對歐洲央行和10年期債券孳息水平的預測大致合理。然而，風險權衡卻傾向於反映歐元區經濟表現可能轉弱，歐洲央行亦可能進一步放寬政策。由於預期美國經濟會繼續例外地表現較佳，我們亦看好美元多於歐元和瑞士法郎及瑞典克朗等其他歐洲貨幣。

與全球分化的主題相符，日本央行的緊縮政策促使我們對日本存續期採取略為偏短的配置（詳情請參閱品浩3月份的博客文章《[Bank of Japan's Policy Shift Ushers in a New Era for Investors](#)》）。

在支持性的全球經濟及貨幣政策狀況下，新興市場債券可提供吸引的套息和多元化投資來源。雖然如此，我們認為新興市場本土債券及外債現時的投資價值相對低於已發展市場。目前，我們主張以貨幣配置體現對新興市場的展望。

著重信貸質素

至於其他領域，我們仍然認為美國機構按揭抵押證券別具吸引力。更廣泛來說，我們繼續看好優質的非機構按揭抵押證券、商業按揭抵押證券及資產抵押證券。

我們預計會對信貸衍生工具指數、優質金融和工業債券，以及個別高孳息債券持偏高比重。在當今的經濟格局，主動型投資管理和獨立信貸分析有助在不同公司和行業中識別贏家和輸家（詳情請參考品浩2月份的影片《[High Quality Credit Opportunities](#)》）。

考慮到優質信貸的孳息水平，我們繼續審慎看待較低質素和較低流動性的企業債券，而且它們對經濟較為敏感，一旦下行風險成為事實便容易受到拖累。

私人信貸市場方面，我們繼續看好優質資產抵押貸款，因為高企的利率和複雜的監管環境仍在推動銀行業收緊放貸的主題。我們看好各類住宅按揭及消費貸款、航空業融資，也會在銀行業設法出售多元化履約資產抵押信貸組合時，把握與銀行合作的廣泛機會。

此外，現有私人信貸面臨的挑戰，亦會為擁有靈活資本的投資者帶來機會。由於息率高企使個別高槓桿借款人受困，這種情況在浮息房地產和企業信貸市場特別明顯。我們預期會出現有利於靈活部署資本的吸引環境，並聚焦於兼備債券特質及股票上升潛力的混合投資。

總括而言，我們的策略會採取審慎的機會型方針，並著重全球多元化配置，專注於質素和價值，以應對經濟表現分化的環境。

論壇簡介

品浩是領導全球的主動型固定收益投資專家，在公開和私人市場擁有豐富的經驗和專業知識。品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇。我們來自全球各地的投資專家每年四次共聚一堂，探討環球市場及經濟情況，識別我們認為將帶來重要投資啟示的趨勢。在這些廣泛的討論中，我們會應用行為科學實踐，致力促進意見交流，挑戰各種假設，對抗認知偏見，並建立全面包容的觀點。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來五年的經濟前景，據此決定投資組合配置，以期受惠於全球經濟的結構性變化和趨勢。我們相信集思廣益可創造更佳的投資成果，因此論壇會邀請著名嘉賓演講，包括諾貝爾經濟獎得主、決策官員、投資者和歷史學家，為我們的討論帶來不同角度的真知灼見。此外，品浩全球顧問委員會亦積極參與討論，委員會的成員均為享譽全球的經濟和政治問題專家。

週期展望論壇每年舉行三次，集中預測未來六至十二個月的經濟前景，分析各個主要已發展經濟體和新興市場經濟體的商業週期動態，洞悉可影響投資組合配置的貨幣和財政政策、市場風險溢價及相對估值的潛在變化。

過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。政府發行的**通脹掛鈎債券 (ILB)** 是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。當實質利率上升時，ILB的價值下跌。美國國庫抗通脹債券是由美國政府發行的ILB。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險；若投資於新興市場，有關風險可能更高。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**按揭及資產抵押證券**可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管有關證券一般獲政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不保證擔保人將履行其責任。**高孳息及評級較低的證券**涉及的風險高於評級較高的證券。投資於前者的投資組合可能較並不投資於前者的投資組合承受較高的信貸及流動性風險。**另類策略**涉及高風險，準投資者請注意，該等策略僅適合財政狀況穩健的人士，即無需有關投資具備流動性，並能承受經濟風險，包括可能損失全數投資。**私人信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於私人信貸的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。**房地產**價值及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。**銀行貸款**的流通性通常低於其他類別的債務工具，而且大市及金融狀況均可影響銀行貸款的提前還款，因此將無法準確地就提前還款作出預測。概不保證出售任何有擔保銀行貸款的抵押品套現後，將足以履行借款人的債務責任，亦不保證該抵押品定能套現。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌。**衍生工具**可能涉及若干費用及風險，例如流動性、利率、市場、信貸和管理風險，以及無法在最有利的情況下平倉的風險。投資於衍生工具所損失的金額可能高於投資金額。個別證券或證券類別的**信貸質素**並不保證整體投資組合的穩定性或安全性。**管理風險**是指投資經理所使用的投資技巧及風險分析未能達致預期結果，以及若干政策或發展可能影響投資經理在管理策略方面可使用的投資技巧的風險。**多元化投資**不確保沒有損失。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。概不保證將會取得所述表現。

套息是指持有相關證券所賺取的利率。**相關性**是一項統計數據，用以量度兩類證券互相變動的關係。**存續期**用以量度債券價格對利率的敏感度，以年為單位。

本資料載有基金經理的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本資料包括的資訊來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。**PIMCO Asia Pte Ltd** (註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。**品浩投資管理(亞洲)有限公司** (地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理 (註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。如未經明確書面批准，本刊任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2024年，品浩。