



資產配置展望

2020年7月

# 以韌性抵禦 不確定性

我們為多元資產投資組合作出的配置，  
會聚焦於應對多種不同潛在經濟情境，  
而主動型投資者將可受惠於  
精選的投資機會。

## 作者



**Erin Browne**  
投資組合經理  
資產配置



**Geraldine Sundstrom**  
投資組合經理  
資產配置

- 我們的基線經濟預測認為，全球經濟活動將逐漸復原，但過程會崎嶇不平。我們亦留意到市場上存在重大風險，而建立具韌性的投資組合將成為關鍵。
- 經濟復甦的步伐對不同地區、行業和個別公司帶來的影響各異，採取主動型管理有助投資者透過行業選擇及戰術性資產配置為投資增值。
- 根據我們的分析顯示，風險資產（股票及信貸）的估值大致處於合理水平，投資者應維持適度承擔風險的取態，在小心謹慎與堅定信心之間取得平衡。
- 我們看好有能力在溫和的宏觀經濟環境下締造穩健盈利的公司。貫徹這方針的股票投資組合會著重質素和增長，而信貸市場方面則會聚焦於「具靈活彈性」的投資。

經過十年經濟穩步增長和資產價格持續上升的好景之後，新冠肺炎疫情已為經濟和金融市場帶來衝擊。全球公共衛生危機迫使大部份政府鎖國封城，經濟活動突然停頓，並導致金融市場價格以前所未見的速度下調。隨著各地決策當局紛紛推出特殊貨幣和財政支持措施應對疫情，已帶動風險資產以同樣急劇的速度回升。

現在看來，資產價格似乎與實體經濟脫節，而公共衛生危機仍懸而未決，在此環境下應如何建構投資組合，正為投資者帶來挑戰。根據我們的分析顯示，風險資產（股票及信貸）的估值大致處於合理水平，而這是已考慮到金融狀況寬鬆及假設經濟將會逐步復甦的因素。儘管如此，未來12個月的經濟發展卻呈現各走極端的不同潛在情境。隨著企業恢復運作，經濟會否出現V型復甦？抑或第二波疫情將進一步打擊經濟活動？由於目前無法肯定回答這些問題，因此投資者應考慮建立有助應對未來不同情況的投資組合。

## 波動性和不確定性通常可帶來投資良機。

現時品浩的多元資產投資組合會維持適度承擔風險的取態，對於股票和信貸投資都會特別注重韌性。一如既往，應對後市變化的關鍵在於保持投資組合的多元化配置，而且需要採取多管

齊下的方針。存續期、實質資產及貨幣均可發揮重要作用。從利好方面看，波動性和不確定性通常也可帶來投資良機。我們認為，經過精心建構、能夠靈活應變的多元化投資組合，應可在未來數月的市況中發揮優勢。

### 崎嶇的宏觀經濟前景

品浩的基本預測認為，經濟復甦將是漸進而曲折的過程，多個國家的國內生產總值要在2022年才可回復至疫情前的水平。除了基本預測外，我們的前景展望也包括其他可能出現的情況，包括正面和負面。在樂觀的情境下，早日成功研發治療新冠肺炎的藥物，將有助各國以較現時預期迅速的步伐重啟經濟，回復正常活動。不過，在悲觀的情境下，第二輪疫情爆發，將促使各國政府恢復保持社交距離的措施。經濟可能因此而陷入復發性衰退，導致永久性的公司結業及職位流失。整體來說，我們的基本預測假設經濟數據將逐步好轉，而風險似乎偏向下行。然而，即使經濟指標優於預期，政策官員已表明會進一步採取寬鬆措施，有助形成上行情境。請參閱近期的博客文章《[漫長復甦之路](#)》，以深入了解品浩的經濟展望。

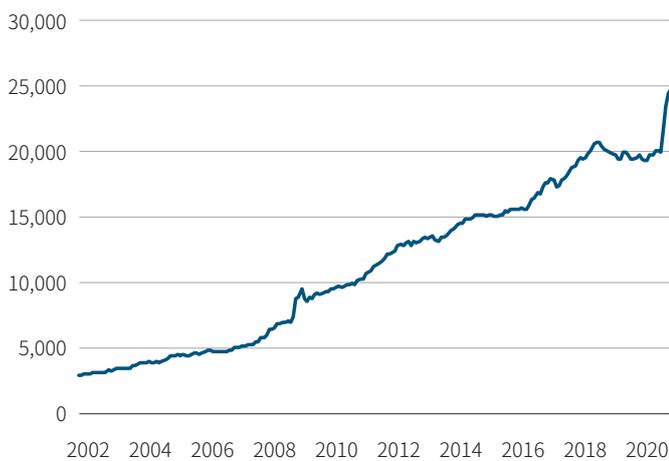
### 現水平的風險資產估值

不論是在個人生活方面，抑或作為金融市場的投資者，我們都正身處前所未見的時代。新冠肺炎疫情爆發造成歷來跌勢最急的熊市：以年內最低位計，MSCI綜合世界指數今年曾大跌32.9%，而且只經歷40日便從高位至低位下調達34.8%。全

球投資級別信貸息差(根據彭博巴克萊資本環球綜合企業指數平均期權調整後息差)亦顯著擴大,最高水平曾經超過400個基點。

然而,市場的反彈速度同樣驚人。這是現代歷史上幅度最深和跌勢最急的經濟衰退,但全球亦因此而同步推行最大規模的貨幣及財政措施。(有關美國的政策,請參閱我們近期有關聯儲局行動及美國財政紓困措施的[博客文章](#))。圖1顯示一項重要的貨幣指標:主要經濟體央行的資產負債表規模顯著擴張。

**圖1:支持政策的規模前所未見:聯儲局、歐洲央行、日本央行、中國人民銀行的資產負債表總值(十億美元)**



資料來源:彭博,截至2020年6月18日。圖表顯示日本央行、歐洲央行、聯儲局及中國人民銀行持有的資產總值。

這些互相抵銷的力量正導致風險資產的公平值出現混亂。一方面,在經濟活動崩潰及失業率上升的疲弱基本因素環境下,公司盈利將急劇下跌,槓桿則大幅上升,企業已減少或暫停派息,銀行資產負債表的不良貸款亦可能會上升。另一方面,各國決策當局已推出龐大的財政及貨幣應對政策,藉此向市場注入流動性,為企業提供支持,並為家庭提供現金津貼及援助。此外,全球多家央行不僅擔當最後貸款人,亦發揮最後買家的職能,確保金融市場運作暢順。

儘管自大市於3月中跌至低位以來,金融體系的波幅已顯著回落,經濟似乎不致陷入最壞的情況,但這並不等於企業盈利可回復增長,經濟活動會再度暢旺起來。視乎投資者的取態是樂觀還是悲觀,風險資產的估值可以被視為「昂貴」或「便宜」。在這環境下,純粹根據估值基礎計算,並與過往水平比較的分析方法可能已不合時宜,因為我們當前面對的衝擊前所未見,而未來可能出現的結果仍各走極端。

**股票估值在過去十年大部份時間  
偏低,但現時處於「合理」範圍。**

在這前所未見的時期,與其純粹基於長期估值基礎,不如採取嘗試融合兩方論點的方法去分析估值。圖2顯示簡單迴歸分析的結果,以衡量在央行行動和經濟狀況預期之下的現水平股票估值。我們的分析使用了美國市場的數據,因為當地擁有較長期可供使用的數據紀錄。我們根據十年期實質孳息(代表央行措施和整體支持政策)和消費情緒(代表市場對經濟狀況的觀感),並計及通脹率的影響,衡量標準普爾500指數的市盈率屬於便宜或昂貴。

分析結果顯示,由於實質孳息偏低和經濟擴張信心領先,過去十年的股票估值在大部份時間屬於便宜,而在2020年初亦剛好達到「合理」水平。然後,大市在2020年第一季急挫,拖累股市估值跌至新低,因為市場調整幅度已超過經濟信心下跌原本可能導致的程度。鑑於信心仍然低迷,因此市場其後的反彈幅度其實相當強勁。

**圖2:美國股票估值接近合理水平  
市盈率相對公平值的偏離度**



資料來源:品浩分析模型,截至2020年6月18日

這項數據基於十年期實質孳息(代表央行措施和整體支持政策)和消費情緒(代表市場對經濟狀況的觀感),並計及通脹率的影響,衡量標準普爾500指數的市盈率屬於便宜或昂貴。

按照這個方法計算,現時的股票估值似乎處於合理範圍。這項迴歸分析的無法解釋風險(或餘值)可以歸因於多項因素,例如:零利率下限導致實質孳息未能完全反映前瞻性指引;刺激經濟方案對企業產生作用但並無傳導至消費者;市場預期更多刺激措施出台有助減輕第二輪下行的風險。若以相同方式來分析投資級別及高孳息信貸息差,亦會得出相同的結論:兩者的估值現時大概處於合理範圍。

整體來說,我們認為順週期資產在未來數月的表現將會受到新聞消息的高度影響。疫情及其對經濟的影響尚未結束,而當局亦會繼續採取應對政策,這兩股互相抵銷的力量都值得密切注視。重點在於,面對當前環境,我們認為投資者應該保持適度承擔風險的立場,並繼續留意市場錯位帶來的相對價值機會,在小心謹慎與堅定信心之間取得平衡。可以肯定的是,由於不同行業的表現將持續呈現大幅差異,未來數季的市場環境將有利於主動型管理策略。這次經濟復甦的性質和步伐將會造就許多贏家和輸家,投資者可藉此把握大量機會,透過行業選擇及戰術性資產配置為投資增值。

## 全球股票：強調增長及質素

鑑於不同的潛在經濟情境各走極端，投資者對於各資產類別的配置也應採取微調的方針。我們認為，多元資產投資組合的建構，既要把握經濟在樂觀情況下出現V型復甦的機會，也應在復甦緩慢和市場波動的環境中保持韌性。在當前環境下，我們較為看好增長和優質股。

**投資者應考慮建構多元  
資產投資組合，既要把握  
市場上行潛力，同時在波  
動市況下保持韌性。**

品浩預期未來12至24個月的全球增長疲弱，當前的公共衛生危機及經濟保護主義升溫已帶來顯著的下行風險。然而，經濟長時間在無通脹的情況下增長未必拖低資產價格，並應利好盈利表現高於平均水平的業務模式及公司。相比之下，如果經濟復甦緩慢，週期型公司的韌性就會較弱。基於這些原因，我們看好有能力在不同經濟環境下穩定地取得可觀盈利增長的公司，而在過去十年，這類公司的數目已持續減少（見圖3）。

圖3：高增長公司越來越少

五年銷售增長高於15%的公司佔比(%)



資料來源：FactSet、品浩，截至2020年5月31日。

根據我們的分析框架，從地區角度來說，優質增長股以美國佔優，因為當地盈利增長穩定，股本回報率亦普遍高於全球其他地區（見圖4）。儘管估值較低，美國以外地區的股市通常較容易受到增長週期的影響，並可能在短期內面對嚴峻的挑戰。

綜觀各地區股市，我們現時對美國股票持偏高比重，因為當中有較多優質及增長型公司。我們亦對日本持偏高比重，其質素特徵持續改善、估值具吸引力，而且涵蓋的週期性股票之中有較多我們看好的行業。我們對新興市場及歐洲股票持偏低比重，因為這些地區的週期性較強，應對經濟下行情境的韌性較弱。

從行業角度來看，我們看好正在持續創新的科技及醫療護理業。我們認為一些對這些行業帶來顛覆創新的公司，有潛力在低增長的經濟環境下實現高水平的盈利增長。至於其他行業方面，我們亦會著重能展現強勁增長、可觀盈利能力、自由現金流充裕及財政實力雄厚的公司。

圖4：主要地區股市和行業的質素與增長指標

	質素	增長
	較高較佳	較高較佳
MSCI新興市場指數	0.04	0.32
MSCI歐洲(英國除外)指數	0.16	0.03
MSCI日本指數	0.16	-0.27
MSCI英國指數	0.16	-0.09
MSCI美國指數	0.67	0.16

	質素	增長
	較高較佳	較高較佳
MSCI綜合世界指數行業	較高較佳	較高較佳
資訊科技	0.9	0.3
必需消費品	0.8	0.0
醫療護理	0.7	0.2
通訊服務	0.6	0.4
材料	0.5	0.0
非必需消費品	0.4	0.3
工業	0.3	-0.1
能源	0.0	-0.4
地產	-0.3	0.1
公用事業	-0.4	-0.2
金融	-0.9	0.0

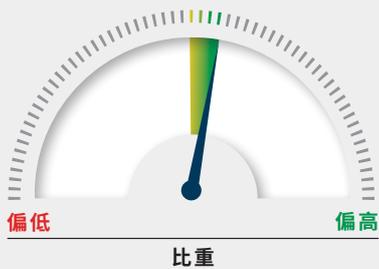
資料來源：品浩根據MSCI指數數據計算，截至2020年6月18日。

數值代表每個地區相對於全球平均值的標準分數(z分數)。例如，「質素」欄及「美國」列的數值為0.67，意指「美國質素評分高於MSCI綜合世界指數+0.67個標準差。」

# 多元資產投資組合的資產類別觀點

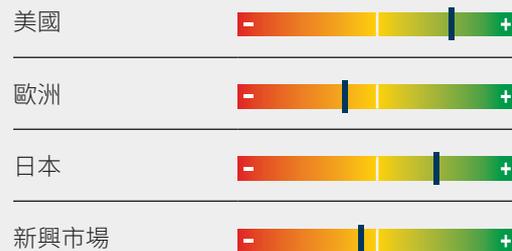
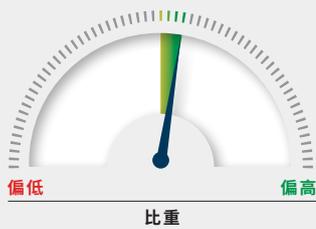
基於環球經濟及市場的展望，我們的多元資產配置投資組合採取如下部署。

## 整體風險



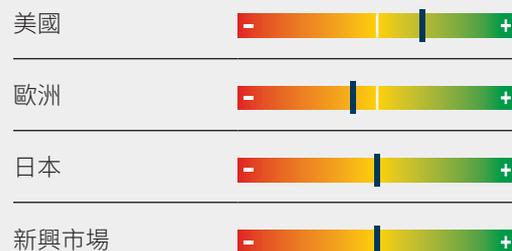
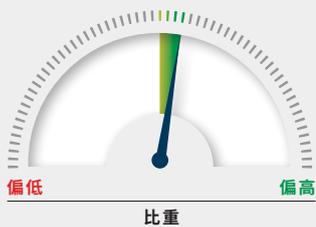
我們的基線預測是全球經濟將於未來6至12個月逐步復甦。我們的多元資產投資組合會採取適度承擔風險的取態，但明白到經濟發展呈現各走極端的不同潛在情境。我們的順週期投資會強調建立韌性，並致力在不同資產類別掌握多元化分散風險的來源。

## 股票

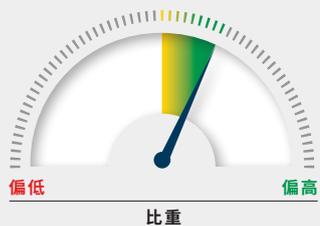


雖然基本因素轉弱，但股票估值在考慮金融狀況較寬鬆的因素後，現水平接近公平值。我們主張對股票持適度偏高比重，在挑選行業和國家時聚焦於優質和增長特性。各地區之中，我們看好美國和日本，多於歐洲和新興市場。

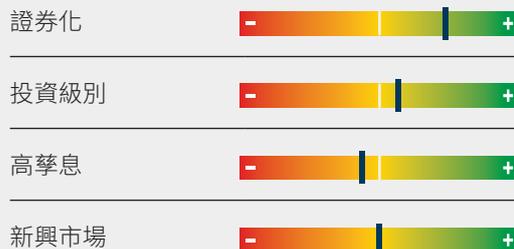
## 利率



儘管近期息率下降，但我們認為優質存續期應可繼續為多元資產投資組合提供防守和穩定作用。鑑於經濟增長緩慢、短期通脹疲弱和央行作出干預行動，利率可能在可見未來繼續靠穩。我們對存續期持適度偏高的配置比重，看好美國和澳洲等已發展市場，因為相對歐洲和日本，這些市場的息率在面對避險事件時有較大下跌空間。



### 信貸



雖然信貸息差擴闊，但企業信貸市場內較低質素範疇的違約風險已見升溫。我們對信貸持偏高比重，看好優質企業債券和按揭抵押證券，但對高孳息企業信貸保持審慎。個別新興市場信貸亦提供具吸引力的投資機會。



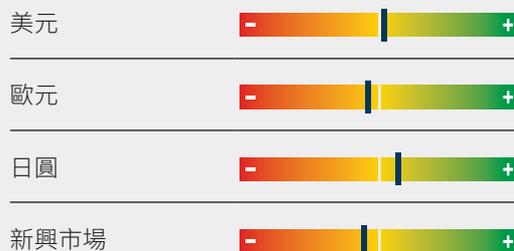
### 實質資產



短期而言，通脹可能維持在低水平，而市場價格已反映通脹偏低的預期。然而，政府債務大幅增加，長遠來說或會導致通脹上升。我們持有黃金、房地產投資信託和美國國庫抗通脹債券，藉此對沖通脹意外的風險，但對商品相關資產保持審慎。



### 貨幣



鑑於美元在年初至今已大幅上升，我們對其持中性立場。我們現時對日圓持偏高比重，作為投資組合的避險對沖。縱使新興市場貨幣顯得便宜，但考慮到全球公共衛生危機帶來下行風險，我們在短期內會對有關貨幣保持審慎。

### 傳統信貸：大量相對價值機遇

由於大部份企業債券的強勁升勢，我們聚焦於相對價值機會，並略為減少週期性投資。與第一季末比較，擁有廣泛指數投資的吸引力大不如前，投資者需要逐一挑選債券來建立信貸配置，從而增強投資組合的韌性。

現時我們看好優質投資級別企業債券，尤其是一些可望在不同復甦情境下，提供可觀經風險調整回報的企業。此外，我們認為若干

金融業及銀行資本的優先債，以及非週期性BB級高孳息債券亦提供投資機會。

在其他信貸類別中，我們對機構按揭抵押證券持偏高比重。機構轉付證券的估值顯得吸引，並可望受惠於持續的政策支持。這類證券亦有助投資組合提升信貸質素，同時可提供相若的孳息及較佳的流動性。

最後，我們亦看好歐洲週邊國家，這是基於現時的息差水平，而且預期當局的政策將會繼續提供支持。

整體來說，在現時的環境下，我們對於對高槓桿企業的投資持審慎態度。憑藉品浩的規模和實力，我們可與債券發行人商議優厚的條款。我們也會與發行人緊密合作制訂交易架構，令投資者可以享有新債溢價，同時加入保障方式，以助應對可能曠日持久的嚴峻環境。

一些受到疫情嚴重衝擊，但財政實力強勁的行業，將帶來吸引的投資機會。

## 價值因素：從資本結構角度審視

「增長」與「價值」之爭，已成為現今市場參與者熱烈討論的議題。隨著「便宜」及「昂貴」股票的估值差距擴大至歷來最高水平，令這個議題更廣受關注。儘管這個常見的議題通常以股票為主，但我們認為必須從全盤角度去審視：多元資產投資者應思考是否透過股票進行價值因素配置，抑或透過處於資本結構較高層次的信貸投資。

價值型公司的典型特點包括：增長前景受到挑戰、低利潤結構、資本密集的業務模式，或面對可能被顛覆的風險，這些特點都會不利於股票表現。相反，信貸回報是由償付能力帶動，而非由增長推動。因此，企業信貸有機會在增長乏力的環境下持續造好，尤其是在受益於央行支持政策的情況下。

為決定應該在股票或信貸領域採取價值導向，我們進行了一項分析，以了解價值型公司在不同資本結構層次的表現。展開分析時，

圖5：美國價值型公司：債券及股票的過往表現

	債券			股票		
	回報	風險	回報／風險	回報	風險	回報／風險
1年	6.4%	10.1%	0.64	-6.0%	32.9%	-0.18
3年	4.4%	6.4%	0.69	0.6%	23.0%	0.03
5年	4.2%	5.4%	0.79	3.0%	19.9%	0.15
10年	5.0%	3.2%	1.56	11.1%	14.7%	0.76

資料來源：品浩分析，以每月回報為基礎，截至2020年5月31日。

在這項分析中，我們以標普500企業作為範疇，挑選當中約300家同時持有未償還債務的公司。然後，我們根據一項綜合價值指標，為這些經篩選的公司進行排名，這項指標考慮市盈率、市賬率及自由現金流／企業價值等因素，並設有行業中性的限制，從而得出排名前五分位的大約60家公司。

我們以標普500企業作為範疇，挑選當中約300家同時持有未償還債務的公司。然後，我們根據一項綜合價值指標，為這些經篩選的公司進行排名，這項指標考慮市盈率、市賬率及自由現金流／企業價值等因素，並設有行業中性的限制。圖5顯示在這範疇中排名前五分位約60家公司的股票和債券表現。

在過去十年增長疲弱期間，以經風險調整回報比較，這些價值型公司的信貸表現普遍優於股票。由於未來兩年的增長前景可能崎嶇乏力，我們認為這股動態將會持續。

當然，投資者不應盲目買入價值型公司的債券，因為增長疲弱和財力欠佳的公司會涉及顯著較高的違約風險。不過，深入分析不同行業和公司，將有助區分哪些公司只是受到考驗，哪些公司的前景暗淡。

圖6：美國價值型公司：當前特點

	價值型公司		標準普爾500	彭博巴克萊美國投資級別
	平均	中位數		
市盈率	8.0	9.3	19.6	12.2
未來12個月企業價值倍數	9.7	9.6	15.5	13.8
3年銷售額增長	-2.6%	-3.5%	6.2%	2.5%
3年息、稅、折舊及攤銷前盈利增長	-1.3%	-1.8%	8.3%	5.6%
資產回報率	4.3	3.4	9.1	4.7
3年貝他值	1.4	1.3	1.0	1.1
淨債務／企業價值	30%	31%	8%	24%
期權調整後息差	268	221	107	141
到期孳息率	3.4	2.8	1.7	2.1
評級	BBB-	BBB-	AA-	A-

資料來源：品浩、彭博、FactSet，截至2020年6月18日

註：本圖表的基本數據只計算彭博巴克萊投資級別信貸指數中，於美國股票市場公開交易的公司（佔指數66%）。該指數包括多家在美國發行債券的非美國公司。

標準普爾500指數和美國投資級別信貸的基本指標代表加權平均值。

價值型公司以詳列於圖5的範疇為依據。

市盈率以三年的未來12個月每股盈利平均值為依據。三年增長以2019年至2022年為依據，有助減少2020年市況波動造成的影響。

## 非傳統信貸：不乏良機

除了上市企業的股票和債券外，信貸市場的其他領域出現錯位，已造就風險與回報比率具吸引力的投資機會。同樣地，在主題方面，我們亦專注於有能力應對不同經濟情況的投資，而不會只是狹隘地追求收益。

我們繼續在結構性信貸市場發掘價值，尤其是以多元化資產組合作抵押的AAA級優先證券，例如商業按揭抵押證券、住宅按揭抵押證券及貸款抵押證券。從估值角度來看，舊有的非機構按揭抵押證券仍具吸引力。美國樓市在新冠肺炎疫情危機前的基本因素動能正面。家庭財政槓桿水平穩健、負擔能力比率良好、房屋庫存並無過剩，以及樓價趨勢正面，均為市場帶來支持。現時政府的對策集中於穩定樓市，透過延期處理斷供、寬限還款及其他刺激措施，致力防範出現違約，而高頻數據亦顯示市場活動回升及價格回穩。

新興市場方面，我們專注於外債多於其他對增長高度敏感的資產類別，例如新興市場股票、貨幣及本土債券。許多新興市場國家亦具有典型價值股的特徵，例如富挑戰性的增長模式及疲弱的資產負債表。然而，由財政狀況較穩健的國家發行的硬貨幣主權債券，現已顯得具吸引力。

## 下一輪投資機會：私人債務

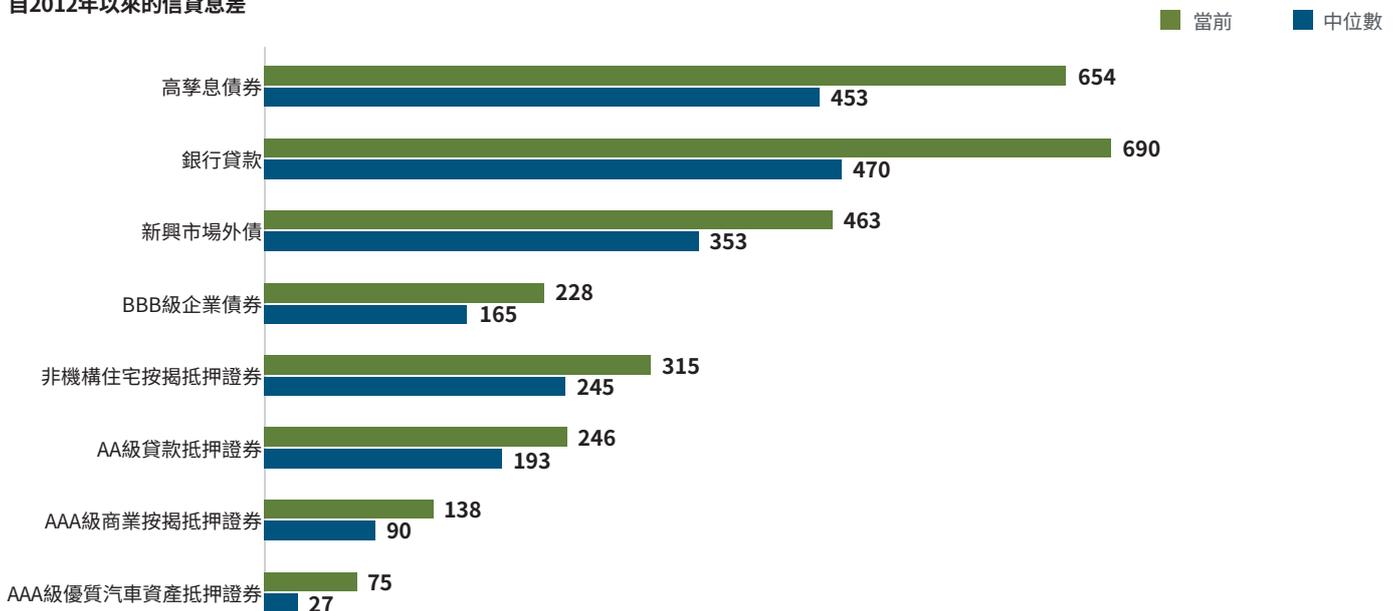
私人市場的步伐較緩慢，比公開市場需要更長時間才會呈現壓力跡象。商業按揭抵押證券及私人貸款等若干領域正開始出現具吸引力的投資機會。我們預期私人債務市場在未來12個月將進一步重新定價，反映經濟狀況疲弱，以及來自貸款機構的競爭減少。此外，一些原本能夠使用傳統融資來源的公司，也可能被迫轉向私人資本來源。面對新的經濟現實，槓桿率較高的借款人可能無法應付挑戰，因此商業房地產及企業市場的個別範疇，可能會在未來數年出現破產潮。

### 商業按揭抵押證券及私人貸款等領域正展現投資機會。

對於能夠保持耐性及擁有資金的投資者來說，市場錯位將可帶來機會，讓他們以具吸引力的條款訂立新交易。市場亦正在調高對流動性的定價，意味著流動性減少的補償已經提高。

圖7：公開及私人市場的信貸息差處於多年高位

自2012年以來的信貸息差



資料來源：品浩、彭博巴克萊、美國銀行及摩根大通，截至2020年5月31日

歷史息差百分位數是以2011年1月31日至本圖日期期間，有關參考證券或指數的每月觀察期權調整後息差計算。美國高孳息債券以美銀高孳息債券指數為代表；銀行貸款以摩根大通槓桿貸款指數為代表（自成立以來）；非機構住宅按揭抵押證券以選擇性可調息按揭參考證券為代表；BBB級企業債券以彭博巴克萊BBB級企業債券指數為代表；新興市場外債以摩根大通新興市場債券指數為代表；AA級貸款抵押證券以摩根大通貸款抵押證券指數為代表；AAA級商業按揭抵押證券以一項最新發行的AAA級商業按揭抵押證券（自2011年2月起追蹤息差）為參考證券；優質汽車資產抵押證券來自摩根大通。

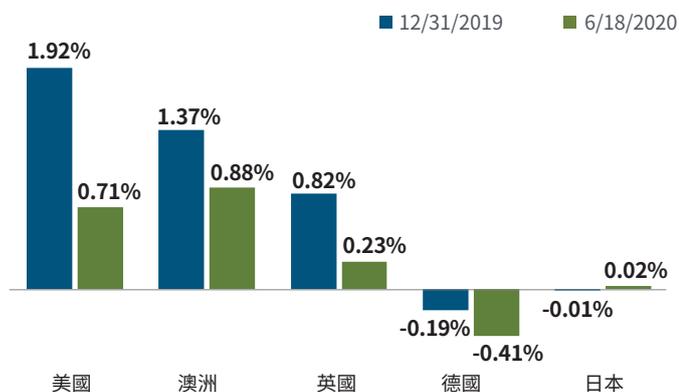
基於這些原因，我們相信隨著投資者致力實現長期回報目標，在未來數年的許多投資組合中，機會型策略將會發揮日趨重要的作用。

### 分散投資組合：重新作出微調

在目前的环境下，多元資產投資組合的順週期部署與降低風險措施都需要採取微調的方針。我們認為投資者不應依賴存續期作為防範風險的唯一穩定工具，而是需要採用更廣泛的工具組合，其中包括明確或隱含獲政府支持的多元化資產、避險貨幣，以及另類資產和策略。

投資者所面對的核心問題，是市場缺乏低風險、被視為「安全」，並可提供合理收益水平的資產。為應對新冠肺炎疫情而作出的政策措施及避險情緒，迫使已發展市場的主權債券孳息降至更低的水平（見圖8）。

圖8：十年期政府債券孳息：當前對比2020年初



資料來源：彭博，截至2020年6月18日。

即使在現時的息率環境下，我們認為利率存續期對多元資產投資組合仍相當重要。在今年的拋售潮中，許多投資者已體會到投資於優質存續期所帶來的裨益。然而，我們認為需要採取針對性的方針，專注於特定地區及孳息曲線部份的存續期部署，以盡量提升潛在回報及分散風險。儘管各類資產的期限溢價處於低水平，但我們看好孳息較高的美國和澳洲，即使出現資金流向優質資產的情況，這些市場的息率仍有較大的下跌空間。存續期配置方面，我們看好這些國家的十年期債券，因為大部份央行的息率維持於下限區間，以及五年期以下的曲線走勢平坦。若經濟復甦的步伐較預期迅速，三十年期債券往往會隨著曲線走峭而不成比例地受到拖累。

部份投資者憂慮股票與債券能否繼續保持負相關性，這是可以理解的想法，但正如我們在2018年11月的研究報告所強調：「股票與債券的相關性真的很重要嗎？（只提供英文版本）」回顧過去五十年，無論債券與股票的相關性如何，美國國庫券在每次美國經濟衰退期間仍能提供正數的名義回報。我們認為這種關係將會持續，但低孳息水平將限制債券的凸性程度及存續期配置的潛在回報。

我們認為充分多元化和目標明確的存續期部署，應與其他有助減輕風險的資產發揮相輔相成的作用。可選擇的機會包括日圓和瑞士法郎等避險貨幣、獲得政策支持的優質資產（例如機構按揭抵押證券和AA / AAA級投資級別企業債券），以及多元化的另類策略。

投資者亦可考慮投資於黃金，因為這一種具有韌性的資產，而且在過去多次經濟衰退和宏觀環境高度不確定期間，都能發揮分散風險的作用。我們注意到，金價走勢很大程度上受到實質孳息的走勢所影響。當實質孳息上升時，金價往往會下跌，以維持其相對於其他投資機會的需求；而當實質孳息下降時，金價一般會上升。投資者應注意這種關係，因為這對黃金在投資組合內的作用有重

圖9：黃金與實質孳息：過去三年的相對價值



資料來源：品浩，截至2020年6月18日

要影響。根據我們的黃金及實質孳息估值模型（見圖9），我們認為黃金現時較實質孳息略為便宜。

上述「將分散投資組合的工具分散」是十分重要的方針，但可能並不足夠。正如我們在上一節所強調，投資組合的進攻部份也應盡量保持高度分散，能夠在不同的復甦情境下保持穩健表現。因應

## 結論

雖然品浩的基線經濟預測認為全球活動將在2020年下半年及2021年逐步復原，但可能出現的結果各走極端，而且充滿不確定性。在這環境下，建立投資組合的韌性是關鍵所在，以對沖下行風險為重點，同時保持正面的上行凸性。

在考慮實質利率、經濟復原力和通脹水平後，我們認為現時股票及企業債券的估值合理。因此，我們認為多元資產投資組合應維持適度承擔風險的取態，專注於長期或主題增長動力強勁，而且有能力在溫和的宏觀環境下締造穩健盈利的公司。貫徹這方針的股票投資組合會著重質素和增長多於週期性風險，而信貸市場方面則會聚焦於「具靈活彈性」的投資。

面對風險持續偏向下行的環境，我們認為投資組合的多元化配置仍然是避免投資者受到不利情況影響的關鍵。雖然孳息處於低位，但存續期等優質「避險」資產繼續在投資組合的建構中擔當重要角色。然而，我們建議投資者運用更廣泛的工具組合，其中包括明確或隱含獲政府支持的多元化資產、避險貨幣，以及另類資產和策略。經過精心建構、能夠靈活應變的多元化投資組合，應可在未來數月的市況中發揮優勢。

筆者感謝Bill Smith、Emmanuel Sharef、Brendon Shvets、Ashish Tiwari、Jason Odom及Dan Phillipson 對本文的貢獻。

### 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。**主權債券**普遍由發行的政府擔保。美國政府機構及機關的債券獲得不同程度的支持，但一般並非獲美國政府的充份信譽保證。投資於這類證券的投資組合不獲保證，其價值將會波動。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。**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。**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。**房地產投資信託**須承受若干風險，例如投資經理表現疲弱、稅務法例作出不利的修訂，或轉付收益並不符合免稅資格。**貸款抵押證券 (CLO)**可能涉及高風險，僅售予合資格投資者。投資者可能會損失部份或全部投資，而且可能在部份期間不獲發現金流分派。CLO須承受的風險包括信貸、違約、流動性、管理、波幅、利率及信貸風險。**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。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而令投資組合的回報下跌。商品涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**私人投資策略**涉及高風險，準投資者應注意，這些策略僅適用於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。**多元化投資**不確保沒有損失。

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。提供個別債券／發行人的信貸質素評級，是用以顯示該債券／發行人的信譽，一般由標準普爾、穆迪及惠譽給予評級，介乎AAA-Aaa或AAA(最高)至D、C或D(最低)不等。

**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。

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。

本文所載的**預測、估計及若干資料**建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

本文使用的「**便宜**」和「**昂貴**」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資經理對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

「**避險資產**」是指在市場波動期間被視為能夠保留或增加價值的投資。在市況動盪時，投資者尋求避險資產以限制其損失風險。所有投資均附帶風險，或會損失價值。

**貝他值 (Beta)**用以量度價格對市場變動的敏感度。市場貝他值為1。**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。**期權調整後息差**量度相對於各種可能利率路徑的息差。一項證券的期權調整後息差是指在計入未來可能出現的各種利率情況後，可取得高於國庫券回報的平均回報。**市盈率**、加權平均市值及市值中位數是指投資組合所持證券的市盈率及市值的平均值。市盈率為證券價格與每股盈利的比率。一般而言，估值被低估的證券擁有低市盈率，而估值過高的證券則擁有高市盈率。

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。投資者不可直接投資於非管理式的指數。文內包含的資料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。個人投資者應聯繫自己的金融專業人員，以根據自己的財務狀況確定最合適的投資選項。本資料並不構成於任何司法管轄區向任何人士作出屬於違法或未獲授權之要約。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (地址為新加坡濱海景八號#30-01亞洲廣場第一大廈，郵編018960，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。資產管理服務及投資產品不會向未經許可獲提供有關服務及產品的人士發售。| 如未經明確書面批准，本刊物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 L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。©2020年，品浩。