



週期展望  
2021年1月

# 對全球經濟 抱持有限度的 樂觀期待

疫苗及財政支持措施應能在2021年提振全球經濟，但市場仍面臨若干風險，投資者應審慎配置投資組合。

## 摘要

- 新冠疫苗面世及財政和貨幣支持政策繼續出台，有望推動全球產出和需求在2021年顯著回升。2021年的通脹應只會溫和上升。央行可能維持偏低的政策利率，並繼續購買資產。
- 我們的基線週期展望面對的主要風險包括：財政疲勞（各國政府重拾更審慎的政策立場）、中國的信貸脈衝轉為負面，以及新冠肺炎疫情造成經濟烙印。
- 股票和信貸市場似乎已反映環境回復常態的預期，我們認為非機構按揭和其他結構性產品、個別企業信貸及新興市場仍具備投資機會。我們繼續聚焦於審慎的投資組合配置、資本保值和流動性管理，並且認為目前不宜過度樂觀。

### 作者：

**Joachim Fels**  
環球經濟顧問

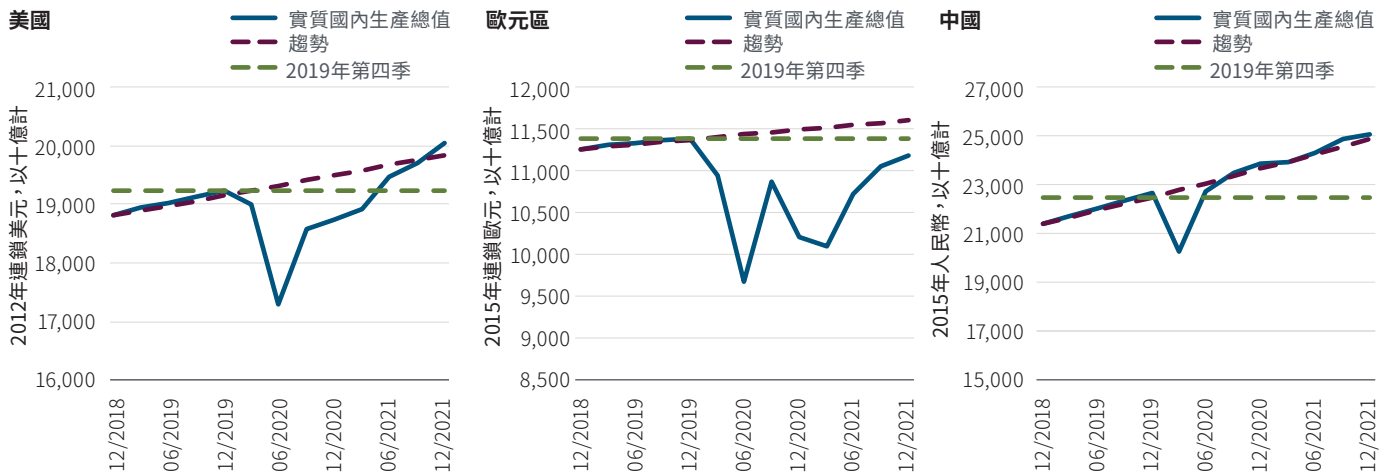
**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

我們預期2021年的全球經濟將延續從創傷到復原的過渡階段，並在增長趨勢回復危機前水平的漫長復甦之路取得良好進展（有關討論詳見之前的展望文章），而今年下半年的改善情況會尤其顯著。然而，儘管在刺激政策和疫苗面世的雙重支持下，風險市場能在短期內繼續造好，但目前市況已反映大部份利好因素。在經濟邁向全面復甦之路上，投資者必須提防沿途的障礙，審慎建構投資組合，以抵禦金融市場不時出現的波動。

除了部份已發展經濟體陷入財政疲勞將帶來風險外，中國的信貸政策可能在今年由寬鬆過渡至收緊，亦會形成風險因素。此外，疫情造成的經濟烙印可能不利經濟活動回復至危機前水平，以致各市場及行業的復甦之路將崎嶇不平。



圖 1：三大經濟體的實質國內生產總值水平預測走勢



資料來源：Haver Analytics、品浩，截至2020年12月

## 增長反彈

經濟活動在2020年大幅收縮後，全球產出和需求有望在今年顯著回升。我們預期，目前全球主要經濟體採取封鎖措施導致活動再次轉弱之後，隨著疫苗大規模接種及財政和貨幣支持政策陸續出台，經濟可望從大約第二季開始加快增長。一些受到防疫限制措施打擊最嚴重的行業，例如旅遊、酒店、餐飲、休閒等，料將最顯著受惠。由於基數偏低，預計2021年的全球國內生產總值將錄得十多年來最高的增幅。我們預期美國的經濟活動可在今年下半年達到衰退前的高位，至於現正經歷雙底衰退的歐洲，預料其產出將難以在2022年中之前全面收復失地，但增長有望將從今年第二季起顯著反彈（見圖1）。與此同時，中國經濟已經超越危機前水平，並在踏入新一年展現強勁增長動力，可望在2021年錄得超過8%的國內生產總值增長，有別於去年只有約2%增幅的弱勢。

## 通脹目標仍然難以捉摸

今年各主要經濟體的消費物價通脹可能只會溫和上升，整體仍然低於央行的目標。即使增長大幅反彈，但經濟衰退及失業影響之深，將令產出和需求在一段頗長時間內維持低於正常的水平。雖然失業率可能下跌，但仍將高於普遍反映充分就業的水平。美國方面，按揭利率偏低及租金在未來數季出現下跌壓力，將令消費物價指數的住屋開支（佔核心消費物價指數比重略高於40%）受壓。全球而言，雖然中短期內的通脹壓力料將不大，但我們的長期觀點維持不變：疫情及相關的應對政策已令長期通脹和通縮的風險都有所增加。如果經濟體已經回復充分就業，但在未來數年仍然採取寬鬆的貨幣和財政政策，通脹最終將會超出央行的目標。相反，如果決策當局恢復被動或緊縮的財政政策，或資產價格泡沫爆破及私人範疇去槓桿化，則可能形成通縮風險。因此，我們認為市場將要反映長期通脹不確定性加劇的預期。

## 央行繼續傾向進一步放寬貨幣政策

央行仍然受到通脹低於目標水平所牽制，亦有需要把借貸成本維持在低水平，以便政府在未來數年繼續推行財政支持措施。有鑑於此，政策利率或會在可見未來保持在現有水平，部份國家甚至會進一步減息。舉例說，假如歐元過度升值，將促使歐洲央行把現時-0.5%的存款利率進一步下調，但這並非我們的基線預測。

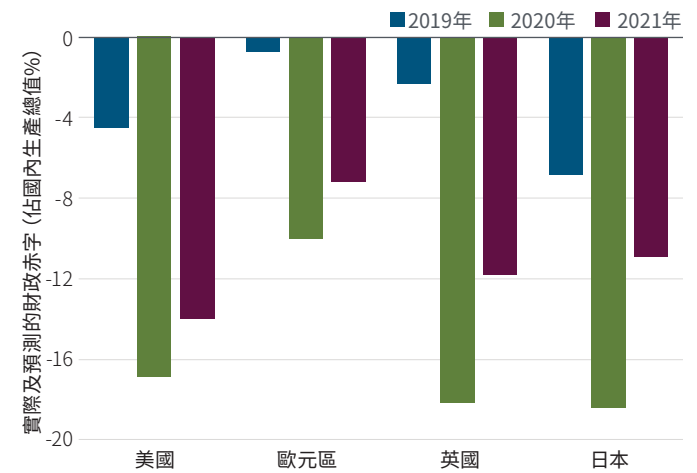
此外，央行可能會在今年甚至之後繼續推行資產購買計劃。美國方面，聯儲局已在去年12月調整指導方針，表示有意繼續以現時步伐購買美國國庫券及機構按揭抵押證券，直至在實現最大就業和物價穩定的法定目標方面取得「實質進展」。我們認為，如果經濟表現未如理想或孳息升勢過急過高，聯儲局大有可能增加今年購買債券的加權平均期限。此外，如果經濟和金融市場再次動盪，我們預期聯儲局將重啟於2020年疫情危機期間的多項貸款措施，而獲拜登提名出任財長的耶倫，將率領財政部透過匯率穩定基金或經由國會發出新的授權提供股權擔保。相反，如果經濟反彈力度遠超我們的基線預測，而通脹出乎意料地上升，聯儲局則可能在2021年底或2022年初開始逐步縮減購買資產規模。

另一方面，歐洲央行最近擴大「緊急抗疫購債計劃」的整體規模，並可能在今年內靈活調整計劃，旨在透過寬鬆的孳息曲線控制措施穩定歐元區債券孳息。大部份已發展經濟體的央行亦正採取類似政策，並可能繼續維持。此外，部份新興市場經濟體的實質利率雖已低於歷史常見水平，但仍有下調空間，這些市場或會進一步放寬貨幣政策。

## 現行財政政策具支持作用

除了疫苗接種計劃的控疫成效之外，財政政策仍是週期展望中的主要不確定因素（有關潛在下行情境詳見下文風險部份）。貨幣政策將融資成本維持在低廉水平，有助政府繼續補貼家庭收入，並向企業提供貸款擔保、補助和稅務減免等支援措施（見圖2）。歐洲方面，歐盟在12月就預算案達成協議後，新成立的「下一代歐盟基金」可望在今年陸續撥出大量貸款和資助，與國家財政預算的扶持措施發揮互補作用。

圖2：四個主要經濟體的財政赤字預測（佔國內生產總值百分比）



資料來源：Haver Analytics、品浩計算，截至2020年12月

美國國會在「跛腳鴨會期」通過的最新疫情紓困方案，有助支持未來數月的家庭收入和需求，繼續推動經濟復甦。喬治亞州議席在1月5日舉行重選後，民主黨於參議院取得些微多數優勢（副總統當選人賀錦麗擁有決定性一票），提高了新政府在今年稍後加推大規模財政支持措施的可能性。不過，由於若干民主黨新任參議員在傳統上奉行保守理財方針的州份勝出，我們並不預期美國的財政政策會在可見未來變得更加激進。

## 投資結論：基線展望

正如我們在2020年10月的長期展望《擾亂因素升級》所述，我們預期在未來數年，政府債券孳息將於相當狹窄的幅度上落。各國央行已暗示現時距離收緊政策利率仍有一段非常長的時間，包括在未來12至18個月我們的基線復甦展望獲得確認的情況下。市場在很大程度上已反映經濟復甦但孳息曲線維持穩定的前景，而股票和信貸市場也同樣反映疫後經濟在週期時段內回歸常態的預期。

我們認為，短期內政府債券孳息同時存在上行和下行風險，反映封控措施令經濟活動減少，與疫苗面世帶來復甦憧憬之間的角色。我們的大部份投資組合會對整體存續期採取大致中性的配置。假如經濟或金融市場下行，美國存續期可繼續提供較優厚的資本增值潛力，但美國國庫券在2020年錄得出色表現後，其優勢已變得並不那麼明顯。

雖然對整體存續期保持大致中性，但我們的核心債券投資組合會作出孳息曲線走峭的部署，相信即使央行將致力穩定短債息率，市場始終會在長債反映較大幅度的再通脹預期。我們認為週期時段內通脹上行的風險不大，但從較長期的角度來看，考慮到貨幣和財政政策實驗的規模，未來通脹發展存在較大不確定性。我們繼續看好美國國庫抗通脹債券可就長期通脹升溫的風險提供價格合理的對沖。

基於我們的基線展望和市場定價，我們的投資組合會對息差配置持偏高比重，包括非機構按揭證券和其他結構性產品、審慎挑選的企業債券，以及硬貨幣新興市場主權信貸投資。我們將保持

審慎，迴避息差偏窄的一般企業信貸，傾向依賴信貸團隊的選擇，並透過流動性信貸違約掉期指數承擔市場風險。

我們繼續看好機構按揭抵押證券，儘管現水平估值合理而非便宜，但低票息按揭證券的息差仍具吸引力，而且獲得聯儲局的鞏固支持。

新興市場方面，除了新興市場外債持倉外，我們會在適當情況下挑選個別新興市場本土債券作投資，並基於對這些市場的流動性考慮及中期投資取向，而審慎釐定持倉規模。

貨幣方面，我們會對美元兌一籃子10國集團貨幣的配置維持溫和偏低比重，並在更為全球化的投資組合挑選新興市場貨幣作投資。這些部署是基於估值因素，並相信一些與全球經濟週期較密切相關的國家貨幣，將有潛力在我們預料的經濟復甦期間受惠，表現優於美元。

## 影響上述展望的風險之一：財政疲勞

當然，我們的經濟展望面臨若干風險，而這些風險亦會對投資帶來影響。

首先，雖然我們的基線預測假設市場繼續獲財政政策支持，而這些財政措施會得力於寬鬆的貨幣政策，但如果出現財政疲勞的情況，將會對預期中的經濟復甦構成重大風險，尤其是在今年下半年甚至2022年。美國方面，雖然喬治亞州議席的重選結果令民主黨在參議院獲得些微多數優勢，新政府有望在今年加推財政支持措施，但預料在今年稍後時間，市場焦點或會轉向可能在2022年上調的企業及個人最高所得稅稅率。

至於歐洲，通過已達成共識的國家預算及「下一代歐盟基金」即將發放的撥款，在2021年提供財政刺激措施已大致成為事實。然而，面對巨大財赤，決策官員對於繼續提供財政支持及在有需要時加推刺激措施的意願可能會開始動搖。歐洲政府通常在夏季結束後開始討論來年的財政預算案，因此到了今年下半年，我們可能會看到2022年的財政政策出現變化。德國憲法制定的債務減速機制將會令情況進一步惡化，該項機制雖已暫時豁免2020年和2021年的債務減速，但將會要求在2022年及其後削減預算。市場預期政府將會通過削減開支及加稅，收緊未來的財政預算，而這些預期可能會在今年開始影響消費者和企業的開支計劃。

### 風險之二：中國再度聚焦於去槓桿

中國經濟在去年已從新冠肺炎疫情引致的衰退大幅反彈，並於踏進2021年時展現強勁增長動力，我們預期決策官員在今年會再度聚焦於去槓桿，從而避免產生泡沫，並確保經濟可長期持續增長。因此，我們的中國團隊預期整體信貸增長將於今年放緩，導致信貸脈衝由近期的正面轉為負面。（大致來說，信貸脈衝量度信貸增長變動，通常帶動國內生產總值增長。）對於一個高度槓桿的14萬億美元經濟體來說，要適度放寬或收緊信貸殊不容易，這意味中國面對著過度收緊信貸的實質風險，可能導致經濟增長較預期大幅放緩，並對全球其他顯著依賴中國需求的經濟體及行業造成負面影響。

### 風險之三：經濟烙印

經濟展望的最大不確定性源自潛在的經濟烙印效應，可能窒礙甚至阻止消費開支、企業投資及招聘決定迅速重返疫情前的水平。鑑於新冠肺炎造成的衝擊在性質和規模方面均前所未見，因此現時難以評估家庭和企業行為的轉變。雖然我們的基線預測假設，隨著疫苗接種計劃推展，目前的自願及政府強制防疫限制措施有望放寬，而龐大的積壓需求會在今年內釋放，但其中的重大

風險在於，家庭及企業可能會在一段長時間內維持較審慎的開支和投資模式。此外，去年許多國家的勞動人口參與率均下跌，可能不會在短期內迅速回升。在經濟復甦期間，鑑於政府提供的支持逐漸減退，疫情對企業財政狀況及業務模式的持久損害可能會明顯浮現。

### 投資結論：風險因素

雖然隨著疫苗廣泛推出及刺激政策陸續出台，風險市場在未來數月可能繼續造好，但市場上普遍樂觀的情緒反映投資者可能已變得過於鬆懈。從上述風險可見，我們認為現時應審慎配置投資組合，不宜過度樂觀或承擔風險。鑑於整體孳息處於低水平，加上息差收窄和波幅偏低，我們打算將重點放在資本保值及審慎管理流動性。我們將會保持耐性和靈活性，以防市場波幅可能加劇，並致力在更趨困難的市場環境下提高超額回報。財政疲勞可能導致經濟復甦遜於預期，抵銷其他可能影響全球整體孳息水平的風險。中國去槓桿將為全球整體增長帶來下行風險，也會對特定行業和最受中國週期影響的個別國家構成風險。有關經濟烙印的風險突顯出，雖然消費和旅遊相關行業潛在投資良機，但投資者仍須審慎管理風險配置，不應不分優劣地在低價大舉買入證券。我們認為私募信貸策略是一項具吸引力的投資選擇，有助投資者在高風險的機會型行業建立長期持倉。

正如我們在長期展望所述，除了上述週期性風險來源外，市場還面對一系列長期擾亂因素，因此我們預期疫後的經濟復甦將不會啟動下一個持續十年的牛市。相反，當疫後復甦概念炒作逐漸減退後，我們預期市場環境將面對挑戰。作為主動型投資經理，我們會在各種不同信貸範疇精心挑選證券，並聚焦於優質收益來源，致力在全球市場發掘最佳投資機會，從而為投資組合增值。

## 論壇簡介

品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇，在過去近50年久經歷練，已跨越各種不同市場環境。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。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來三至五年的經濟前景，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资成果，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。

**所有投資**均涉及風險。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、通脹風險及流動性風險。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。**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。吉利美 (GNMA) 發行的**美國機構按揭抵押證券**獲美國政府充份信譽保證。房地美 (FHLMC) 和房利美 (FNMA) 發行的證券提供及時償還本金及利息的機構擔保，但不獲美國政府充份信譽保證。

**私募信貸策略**的一般風險：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，即其有關投資無需具備流動性，並能承受經濟風險，包括可能損失全數投資。所有投資均附帶風險，或會損失價值。有關策略無須受已註冊投資工具的相同監管要求所約束。市場表現可能波動，投資者或會損失全部或大部份投資。

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。

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。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

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。

**阿爾法值 (Alpha)** 量度經風險調整的表現，計算法是比較投資組合的波幅 (價格風險) 與其相對於基準指數的經風險調整表現；阿爾法值是指相對於基準指數的超額回報。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。**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現時的意見，其不一定為品浩的意見。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。本文包括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。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** (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。©2021年，品浩。