



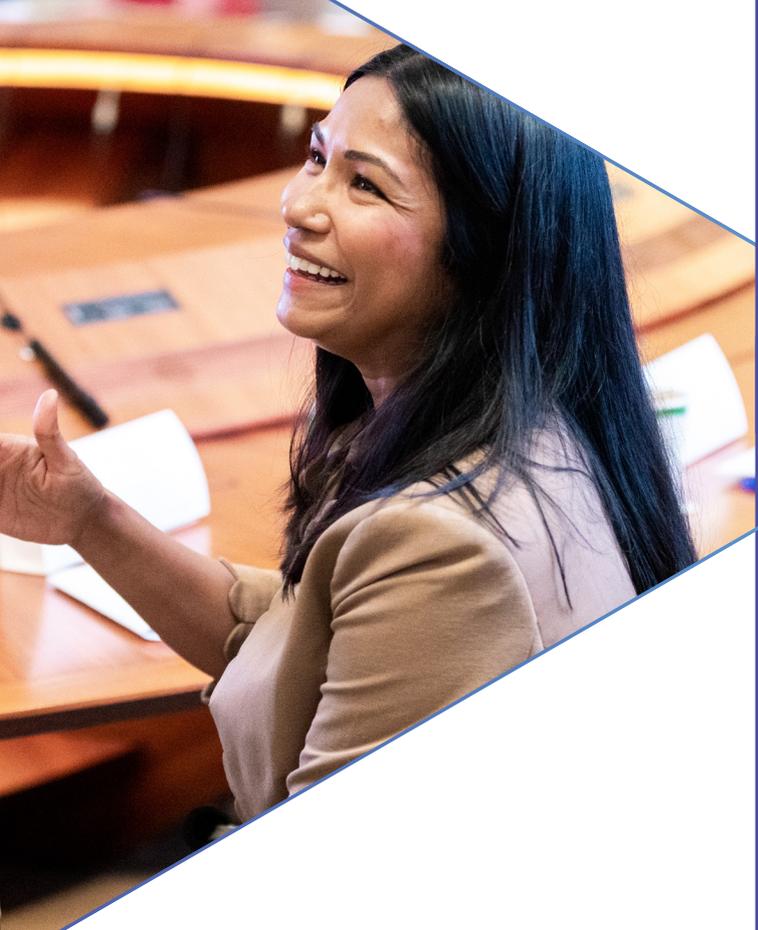
週期展望

2022年10月

# 逆風前行

隨著債息升上較高水平，在當前充滿挑戰的宏觀環境下，債券已展現具吸引力的價值。





**作者：**

**Tiffany Wilding**  
董事總經理  
經濟師

**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

**摘要**

- 我們的基線週期展望認為，主要已發展市場將進入淺度衰退，失業率上升，而且經濟增長不大可能迅速反彈。各地央行官員似乎都全力聚焦於遏抑通脹。
- 各年期債息升高，意味債券市場的回報潛力吸引。我們將致力維持可在不同經濟、地緣政治和市場環境下保持韌性的投資組合，並會在市場壓力加劇期間擔當流動性提供者。
- 信貸市場方面，我們會在短期內保持審慎，以應對當前的不確定性和衰退風險，同時亦會將長期焦點繼續集中在具有韌性的優質資產。私人與公開市場資產之間的估值差距仍然顯著，但隨著私人市場出現調整，而企業信貸和房地產領域都明顯存在挑戰，我們會留意各種具吸引力的機會。
- 我們認為全球股市面對下行風險，因為受制於初始估值水平，而且盈利預期可能尚未反映央行持續收緊政策及衰退風險升溫的前景。此外，我們預期優質債券與股票將會再度呈現較典型的負相關性，核心債券配置將可更有效地發揮對沖和分散風險的作用。



這是投資者和決策官員的關鍵時刻。

地緣政局緊張、市場急劇波動，而且央行以數十年來最快的步伐收緊政策，都構成重大經濟阻力，導致市場環境異常不明朗。我們在9月於新港灘舉行的週期展望論壇上，深入探討了上述和其他因素。

我們得出的結論是：經濟衰退可能會席捲全球已發展市場，通脹也可能持續居高不下。央行已陷入左右為難的困境，必須在經濟增長面臨風險的情況下應對通脹。

我們認為現時投資組合應保持審慎靈活，而債券的吸引力正隨著孳息上升而增加。投資者既可獲得較高收益潛力，又可在市場波動時發揮韌性。下文「投資啟示」一節將進一步探討投資債券的理據，並檢視其他資產。

在剖析上述因素和其他結論時，我們重溫了極端不確定性的概念：不確定性不能以統計分佈或概率加權平均值加以量化，而是無法量度，並代表不可知的未知因素（例如請參閱《三大經濟學家對經濟不確定性的觀點》，2016年7月）。因此，雖然我們討論了增長和通脹的點值預測，但認同未來發展存在甚多可能性。

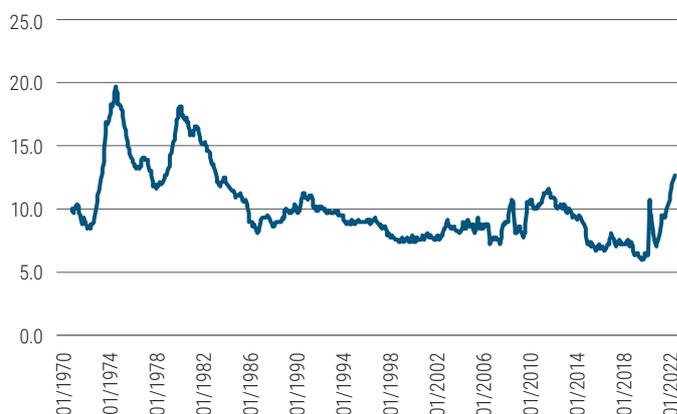
然而，有一點可以肯定的是：若借用Arthur Okun在1960年代創立的痛苦指數，把通脹和失業率相加以反映經濟表現，則目前央行和決策官員的痛苦的正正在加劇（見圖1）。

## 初始狀況

要明白這項痛苦指數對經濟、市場和投資者的意義，我們可以先回顧3月份週期展望論壇時的初始市況和近期發展。當時，俄烏戰爭剛開始，雖然前景高度不確定，但我們對未來局勢歸納出五項主要論點。首先，俄烏戰爭帶來「既冷又熱」的經濟衝擊，不但加劇通脹，而且導致實質國內生產總值增長放緩（甚或負增長）。第二，由於供應鏈受到影響，可能會出現非線性增長和通脹反應。第三，歐盟相對較依賴俄羅斯能源，意味不同地區之間的經濟分歧可能擴大。第四，鑑於央行可能集中對抗通脹多於支持增長，金融狀況將會趨緊。第五，由於疫情早已導致通脹和政府債務高企，應對衝擊的財政政策回應可能有限。（請參閱2022年3月週期展望：《既冷又熱的經濟環境》）

圖1：已發展市場的宏觀痛苦指數（通脹和失業率相加）處於1980年代以來最高水平

痛苦指數 - 已發展市場



資料來源：Haver Analytics、Arthur Okun及品浩的計算，截至2022年9月。痛苦指數反映通脹和失業率的總和。已發展市場數據涵蓋美國、英國、日本、加拿大和歐元區。

此後的宏觀局勢大致按照上述推測發展。不過，衝擊對多個主要方面的影響更加明顯：戰爭對經濟造成的干擾已經加劇。西方對俄羅斯實施制裁，俄方則限制甚至於近期中斷經多條管道輸往歐洲的天然氣供應作為還擊，兩者都可能造成重大經濟後果。無論是美國還是其他地區，通脹壓力似乎都變得根深柢固。央行集中對抗通脹導致金融狀況收緊的程度已超出預期，而由於美元走強，美國的情況尤其顯著。

自3月以來，還發生了多項始料不及的事件。中國經濟增長意外陷於停滯，反覆實施的防疫封控及零散的寬鬆政策，都對經濟活動構成壓力。全球各地的財政政策現時更趨分歧，英國和歐元區甚至推行更大規模的支持措施刺激需求。事實上，緩解能源價格攀升對消費者和企業的影響，已成為這些政府的首要政治任務。英國在9月底公佈龐大財政方案，當中包括全面減稅，並實施家庭能源費用上限，單是首年所涉金額就佔國內生產總值約4%至5%。與此同時，歐元區多國也採取行動，以能源價格上限、財政轉移和補貼的形式增加政府開支，務求減輕能源成本高漲對可支配收入的負面影響。最近，德國政府提出設立一套限制能源價格的機制，估計耗資相等於國內生產總值的5%。不過，整個歐洲合計的相關支出金額，仍遠遠不及英國現正計劃中的規模。

## 展望：宏觀痛苦加劇

上述發展對全球經濟會有滯後影響，我們對於未來6至12個月的展望有三項重要啟示：

### 1) 經濟很可能衰退；失業率勢將攀升

儘管政府推出更多支持經濟的政策，主要已發展市場仍很可能步入衰退，而且失業率將會上升，尤其是歐元區和英國。

地緣政局動盪驅使俄羅斯大幅削減甚至中斷經多條管道輸往歐洲的天然氣供應，而這是歐洲主要的能源進口來源。雖然歐元區已推出非強制性配給計劃，而且增加從其他市場進口天然氣，並運用財政措施減輕民眾負擔，但區內的天然氣價格仍然屢創新高（如果今年冬季異常寒冷，便可能需要實施強制配給），令可支配實質收入減少，大部份工廠活動變得無利可圖，而全球供應鏈的成本也隨之上漲。

即使俄羅斯與歐洲以外其他大型市場的直接貿易連繫較為有限，但在歐洲工業生產和貿易往來受損的情況下，英國、美國和其他已發展市場也可能會受到波及。尤其是英國，儘管其財政刺激措施已著力協助家庭抵禦能源成本上漲，但由於英國與歐洲貿易聯繫緊密，而且當地普遍較依賴進口能源和電力，因此特別容易受到當前的局勢牽連。

另一方面，美國實質國內生產總值也可能在一段時間內出現小幅收縮，導致失業率升高於非加速通脹失業率的估算水平（美國國會預算辦公室估計的非加速通脹失業率現時約為4%）。本土能源生產強勁有助美國倖免於歐洲和英國面對的能源短缺危機。然而，歐洲貿易往來受損，加上供應鏈中斷，可造成滯脹衝擊，進而可能窒礙美國經濟。目前，美國金融狀況正以2008年金融危機以來最急速的步伐收緊，消費和商業信心普遍偏低，而且不確定性充斥，所有因素都會加劇美國經濟硬著陸的風險。雖然美國整體消費貨品和服務的投入品僅有3%源自歐洲（根據經合組織截至2021年2月的附加值貿易數據），但在疫情期間可見，即使是微不足道的零部件出現短缺，也可對供應鏈帶來重大影響。德國化工品是化肥、工業零部件和汽車等一系列產品的重要投入品，該行業目前受到能源問題的影響尤其令人憂慮。上述衝擊同時出現，預期將削弱企業盈利能力和遏抑投資，最終推高美國失業率。

最後，我們認為中國不會陷入衰退，但其清零防疫政策和房地產產業衰退會為實質經濟增長帶來下行風險。即使中俄貿易有所增長，但對歐美和其他已發展經濟體的出口下降，也可能會為努力維持增長目標的中國決策官員帶來重大阻力。

儘管前景充滿挑戰，我們的基線預測認為主要已發展市場將進入相對淺度的衰退，原因是：1) 平均而言，家庭和私營範疇的財政狀況一直保持穩健；2) 在通脹環境下，債務限制的掣肘將有所減少；3) 目前為止，金融狀況急速收緊並未導致廣泛銀行融資市場受壓。儘管如此，從最近英國公布財政方案觸發全球金融狀況收緊可見，實質經濟與金融市場的確息息相關，而金融市場的意外事件也可能導致主要已發展市場經濟陷入更嚴重衰退。

## 2) 通脹呈現黏性

現時高於央行目標的核心通脹率似乎變得根深柢固，雖然整體通脹最終仍有望在週期內大幅降溫，但現在看來可能需要更長時間。

歐元區和英國政府正致力減緩甚至限制能源批發價漲幅轉嫁至最終用戶，區內消費者受到能源和電力價格高企影響的程度可能各有不同。至於其他地區，全球原油價格回落應有助美國、加拿大和澳洲的整體通脹回落。我們預期大部份地區的整體通脹將在週期內顯著降溫。不過，預期中的降溫在某程度上是基於一項技術性假設：我們運用能源期貨曲線預測能源通脹。與許多其他情況一樣，目前全球能源價格的前景似乎比平常更不明朗，因為已發展市場經濟可能步入衰退之時，正值俄烏戰爭及全球由棕色能源過渡至綠色能源，兩者都令能源供應受限。

我們認為更重要的是，居高不下的核心通脹已開始變得根深柢固。通脹升溫的情況已從疫情導致全球貨品生產中斷而受影響的類別，擴散至其他較具週期性的物價籃子成份，例如住屋和服務業。事實上，主要已發展市場的「黏性」通脹指標已普遍上升，其中美國的升勢最為顯著（見圖2）。此外，長期通脹預期指標也在過去兩年普遍走高（見圖3），緊繃的勞工市場已推高工資水平。尤其是在美國，工資壓力已由低薪、低技術服務業，擴散至廣泛行業、職位及技術水平範疇。

根據我們的基線預測，核心通脹降溫需要的時間將較央行近期目標為長，而實質增長前景的下行風險亦反映通脹的不確定性高於平常時期，經濟衰退加深導致通脹急劇放緩並非絕無可能。

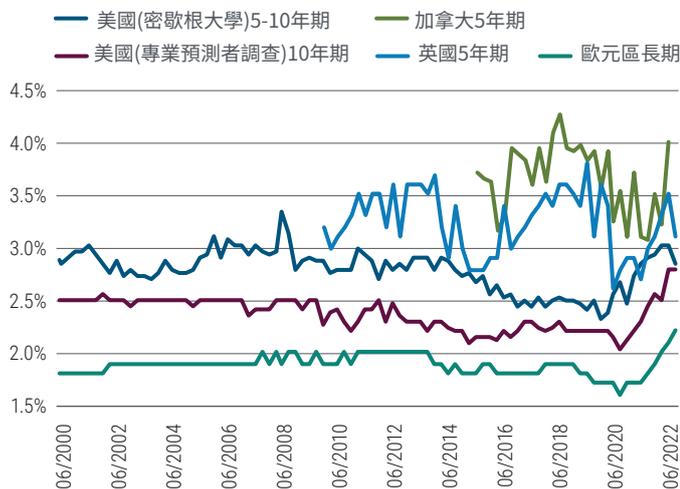
圖2:已發展市場的核心通脹變得更為根深柢固,甚或呈現黏性

「黏性」核心物價通脹率



資料來源:Haver Analytics及品浩的計算,截至2022年9月。「黏性」物價籃子的建構使用各個國家/地區自2012年至2019年期間波動最小的類別。方法以Michael F. Bryan與Brent Meyer的研究《Are some prices in the CPI more forward looking than others? We think so》為基礎(克利夫蘭聯邦儲備銀行,2010年)。

圖3:長期通脹預期普遍走高



資料來源:Haver Analytics,截至2022年9月。美國數據(密歇根大學):美國密歇根大學5-10年期消費者通脹預期。加拿大數據:加拿大央行未來5年消費者預期調查。美國數據(專業預測者調查):未來10年消費物價指數通脹預期專業預測者調查。英國數據:英倫銀行未來5年消費者預期通脹態度調查。歐元區數據:歐洲央行長期通脹預期專業預測者調查。

央行最關注的可能是,在通脹高位攀升之際,正值多國長期致力於強化供應鏈韌性和過渡至綠色能源(請參閱2022年6月的長期展望:《強化投資組合韌性》)。最終,物價升高或會提供強力誘因推動創新,但這些長期發展的週期性影響將導致成本上漲,可能令消費物價通脹難以重回疫情前的較低水平。

### 3) 貨幣政策:較長時間維持較緊

失業率上升及通脹持續高於目標已令央行官員陷入進退兩難的困境,但至今的整體行動反映央行正全力聚焦於遏抑通脹。鑑於通脹趨勢比疫情造成供應衝擊所影響的範圍更廣泛,通脹升溫推高通脹預期等指標的風險似乎更為嚴峻。隨著現時通脹範圍擴大,在毋須進一步收緊貨幣政策令實質利率高於中性水平的情況下,通脹會否自行放緩變得更難以預測。目前為止,儘管金融狀況普遍趨緊,但實質利率維持偏低,為當局進一步調高名義利率提供理據。

歐洲央行可能要在就業與通脹之間作出最艱難的取捨,雖則其官方任務只有一項,就是保持物價穩定。各主要經濟體之中,歐元區是最受俄烏戰爭和對俄制裁措施影響的地區,區內的國內生產總值很可能出現最嚴重收縮。然而,由於西方制裁措施(以及俄羅斯中斷能源供應)不大可能在短期內逆轉,因此歐洲央行在制定貨幣政策時,可能需要著眼於抑制需求,以應對新出現的供應限制。可以肯定的是,歐洲實質中性利率的估計遠低於其他已發展市場,顯示歐洲央行在轉向緊縮貨幣政策立場方面要做的工夫不多。

美國聯儲局、英倫銀行、加拿大央行和其他已發展市場央行均面對類似的取捨。然而，在通脹遠高於長期目標的情況下，決策官員會致力實現緊縮政策立場，進一步加息應屬合適之舉，直至通脹顯著回落至接近目標水平為止。尤其是在英國，我們預期英倫銀行的貨幣政策取向會抵銷近期財政措施對通脹的影響。美國方面，預期聯儲局將會上調政策利率至介乎4.5%至5%，然後暫停加息以評估收緊政策對經濟的影響（因為貨幣政策需要經過一段長時間才會對經濟產生影響，而且滯後時間各有不同）。

已發展市場的政策利率最終需要升至多高才可帶來足夠緊縮的金融狀況，將取決於相關經濟體對利率的敏感度。從近期房屋市場表現可見，加拿大、澳洲和新西蘭的央行可能會比美國更早暫停加息，而英國甚至會更遲。英國近期公佈財政擴張措施之後，英倫銀行的政策利率最終可能在顯著高於其他已發展市場央行的水平見頂，雖則英倫銀行為了緩解長期利率急升為英國退休金制度帶來的系統性風險，已從原本正在縮表變為重新擴大資產負債表。

由於日本通脹至今仍然出乎意料低迷，日本央行是上述展望的唯一例外。若日本的通脹最終步其他已發展國家的後塵，我們預期日本央行將會相應調整政策。不過，目前日本的工資壓力仍然溫和，日本央行應可繼續集中於穩定通脹預期，而當地通脹多年來一直低於目標，市場也習以為常。

---

在通脹遠高於長期目標的情況下，決策官員會致力實現緊縮政策立場，進一步加息應屬合適之舉。

---

毫無疑問，上述貨幣政策前景亦會增加硬著陸風險。雖然我們的基線預測包括淺度的經濟衰退，但在央行不得使用強硬的利率和資產負債表工具減慢需求的情況下，金融市場出現意外事件或債務市場驟然停頓的風險就會加劇。由於金融市場的系統性連繫只會在市場受壓之後一段時間才浮現，這些次輪效應實在難以在事前作出預測。

### 下一輪衰退：淺度但為時較長

我們的基線預測認為已發展市場只會進入淺度衰退，但經濟增長亦不大可能迅速反彈至高於趨勢的水平。鑑於通脹遠高於央行目標，加上後疫情時代的財赤和債務已大增，應對經濟活動放緩的財政政策可能有限，意味經濟增長在收縮期之後一段時間仍會持續呆滯，而且低於趨勢水平。由於失業率上升會抵銷通脹降溫的作用，即使痛苦指數見頂，仍可能需要一段時間才回落至令人較安心的水平。

我們預期歐洲和英國將在衰退期間放寬財政政策作為緩衝，但由於央行可能要應對額外的通脹壓力，單憑財政擴張或不足以避免衰退，亦不大可能支持增長重返高於趨勢水平。美國方面，鑑於民主、共和兩黨均憂慮通脹升溫，短期內政府可能只會加推小規模的財政支持措施。

上述財政政策前景和央行的緊縮政策固然不利週期性增長，但可能正是對抗通脹所必需的措施。這次疫情已明確顯示通脹不僅是貨幣政策現象，也是財政政策現象。

# 投資啟示

隨著各年期債息升上較高水平，我們相信投資債券的理據現已更加充份。現在看來，我們可以預期優質固定收益市場有望提供與長期平均較一致的回報，而大部份市場的短期孳息曲線已反映足夠的貨幣緊縮措施。當前亦不乏機會，讓我們可把握債券市場上不斷浮現的價值。例如，投資者可同時配置於已在過去一年大幅上升的優質基準孳息，以及個別精選的優質息差範疇，並透過主動管理加強超額回報潛力。基於我們的週期展望，我們認為這些配置的回報潛力吸引，而且許多重返固定收益市場的投資者都可望得益。

再者，現時債息所處的高水平，不但可提供較高收益潛力，也足以在經濟增長和通脹發展遜於預期或股市走勢更明顯轉弱的情況下，帶來資本增值潛力。我們預期優質債券與股票將會再度展現較正常的負相關性，意味優質核心債券可望更有效地發揮對沖作用，因為它們的價值通常會在股票下跌時上升。對於選擇靜觀其變，等待不明朗和動盪時期過去的投資者，現時債券市場的較高孳息也有助為他們提供補償。

---

現在看來，我們可以預期優質固定收益市場有望提供與長期平均較一致的回報。

---



不過，投資者仍要保持審慎：如果通脹一如預期呈現黏性，央行可能會被迫以高於目前所反映的幅度加息；而在當前的高通脹水平之下，假如經濟衰退只是我們預期中的淺度，央行減息以刺激增長的步伐也可能會較慢。與過去十多二十年相比，央行「托市」的能力已經大減，如果假設央行會在跌市時推出支持政策，就要面對比平常較高的風險。放眼長線應有助投資者駕馭不明朗市況。

不過，倘若通脹走勢出現明顯變化，無疑將促使投資者把焦點突然轉為憂慮經濟增長和市場穩定性。我們雖然預期股票和債券將逐步回復走勢各異的常態，但也留意到如果宏觀環境或市場出現更大錯位，債券與股票市場的相關性可能突然回復正常，而缺乏彈性和韌性應對轉變的投資組合就會面對更大風險。

### 核心債券策略

在當前環境下，我們的核心固定收益投資組合已準備好作出主動和審慎決策，以減輕一系列風險因素所帶來的風險，並預留一些可動用資金。流動性管理向來重要，但在艱難和高度不明朗的市場環境下尤甚。與長期展望一致，我們將致力維持可在不同經濟、地緣政治和市場環境下保持韌性的投資組合。

優質存續期正逐漸展現價值，優質息差資產也具備價值。從週期角度看來，我們預期在存續期和息差配置兩方面都會出現為投資組合增加風險的良機，但短期內仍需要對兩者保持十分審慎的取態。

我們的基準投資組合會將存續期維持在接近中性水平。我們認為現時存續期的估值大致合理，全球大部份市場都處於預期區間的中點。鑑於短期內的通脹風險，在部份情況下，我們或會對存續期持小幅偏低比重，但整體上我們對存續期配置的確信度不高，因為我們應該可以在毋須令投資組合承受過高利率風險的情況下，在固定收益市場尋求具吸引力的回報。日本的情況則較為特殊，我們的部份策略可能會在合適情況下，就日本央行會隨著時間放棄對孳息曲線的控制而作出部署。

### 按揭抵押證券

我們預期會對機構按揭抵押證券持偏高比重，而且基於估值和聯儲局資產負債表上的大量低票息按揭抵押證券，而看好票息較高多於票息較低的按揭。機構按揭抵押證券屬於AAA級資產，能提供相對不俗的息差，而且韌性和流動性都較高。雖然作為量化緊縮過程的一部份，聯儲局可能在某個時候開始出售資產負債表上的低票息按揭（而非只是限制再投資本金的金額），但我們並不預期這項風險會在目前充滿挑戰的週期環境下實現。

### 公開和私人信貸及結構性產品

息差資產方面，我們會在短期內保持審慎，以應對當前的不確定性和衰退風險，同時亦會將長期焦點繼續集中在具有韌性的優質資產，雖然這些資產的息差可能進一步擴大，但相信違約機會甚低。當中包括一系列優質結構性產品、優質投資級別債券、優質金融債，以至一些擁有穩健資產負債表，可應對各種經濟逆境的高孳息信貸。我們預期會對一般企業信貸持偏低比重。

我們將致力避免投資於對經濟週期非常敏感的信貸市場領域，包括表現較弱的新興市場企業債券、評級較低的銀行貸款，以及私人信貸市場的個別範疇，當中一些質素較低的借款人可能會直接受央行加息影響，導致償債成本上升，而且盈利能力可能轉差。

我們相信，預期中的實質經濟和金融市場波動，將為能夠保持耐性和擁有額外資本的投資者帶來具吸引力的機會。私人與公開市場資產之間的估值差距仍然顯著，但隨著私人市場出現調整，而企業信貸和房地產領域都明顯存在挑戰，回報潛力可觀的投資機遇可望湧現。這是我們最確信的投資觀點之一。

### 貨幣及新興市場

貨幣方面，雖然環球經濟增長放緩令資金轉投優質資產的風險持續，但由於美元估值昂貴，我們應會避免持有大量美元配置，並預期美元價值將在未來數季觸頂。不過，我們預期可在美元以外領域發掘相對價值交易機會。

鑑於聯儲局政策利率的最終水平尚未明朗，在目前的經濟週期階段，我們傾向對新興市場配置保持審慎。不過，新興市場投資能帶來非常廣泛的機會。與已發展市場信貸相比，新興市場信貸的實質利率和息差都顯著較高，應可在政治和地緣政治局勢持續波動時期提供若干緩衝作用。此外，我們認為部份新興市場國家已展現特殊價值，能夠承受源於已發展經濟體及中國的衝擊，而採取主動型管理策略將有助把握新興市場表現分化所造就的不同機會。

### 商品及通脹掛鈎債券

商品市場繼續處於大市所面臨各種挑戰的震央。儘管如此，商品仍可發揮對沖通脹風險的作用。

經濟放緩與供應限制形成兩股對立力量，為商品價格前景帶來重大不確定性。管道天然氣供應急劇下降，不僅大大刺激消費通脹上升，其影響更直接滲透電力、煤炭、基本金屬、石油和化肥等其他商品市場，而肥料價格上漲只會增加農民的成本，並減少他

們擴大種植農地面積的誘因。俄羅斯大幅減少燃氣和電力供應之後，再為相關市場帶來衝擊的能力已經減弱，但即將實施的石油貿易制裁，包括航運保險限制，都可能迫使俄羅斯進一步減少供應。隨著石油輸出國組織及其盟國的剩餘產能跌至接近過去20年的最低水平，再失去俄羅斯任何供應都會刺激油價從現水平上升。現時，商品指數提供超過10%的正息差收益（例如彭博商品指數，截至2022年9月，意味遠期曲線已反映商品價格會在週期時段內顯著下跌）。基於商品對整體通脹的貢獻及其對央行政策的影響，運用商品配置對沖通脹風險的理據現已比許多時候都更充份。

另外，我們仍然認為適度配置於長期美國國庫抗通脹債券有助於合理估值對沖通脹。

### 資產配置及股票

我們的資產配置投資組合會對整體股票市場風險維持偏低比重。我們認為全球股市存在下行風險，因為受制於初始估值水平，而且共識盈利預期可能尚未完全反映央行持續收緊政策及衰退風險升溫的前景。我們預計市盈率估值會隨著每股盈利預測降低而下調。企業將要面對極為艱難的經營環境，因為需求正逐步減少，而且成本壓力持續，可能導致利潤率收縮。在此環境下，我們會對較具週期性的行業持偏低比重，並看好估值合理、財政狀況穩健及從事行業較具防守性的優質企業。

**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。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。**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。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。**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。有關機構和非機構按揭抵押證券的提述是指在美國發行的按揭證券。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。**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。**多元化投資**不確保沒有損失。

**阿爾法值 (Alpha)** 量度經風險調整的表現，計算方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。**向下滾動 (Roll-down)** 是一種回報，即假設孳息曲線向上傾斜的情況下，可隨著債券漸趨到期而實現的回報。

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。

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，分別介乎AAA、Aaa或AAA (最高) 至D、C或D (最低) 不等。

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。

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。

本資料載有基金經理現時的意見。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。本刊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。**品浩投資管理 (亞洲) 有限公司**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。©2022年，品浩。