



週期展望  
2021年6月

# 通脹拐點

我們預期已發展經濟體的增長和通脹將在2021年觸頂，而我們會聚焦於投資組合的流動性和靈活性。

## 摘要

- 在2021年，我們預期全球不同行業和地區增長復甦的步伐將會參差不齊。到了2022年，各地增長在反彈之後可能同步放緩，但增速仍將高於趨勢水平。
- 雖然部份央行已於2021年開始縮減資產購買計劃，其他央行亦可能跟隨，但我們並不預期已發展市場央行會在週期展望時段內開始上調政策利率。
- 我們預計已發展市場的通脹將在未來數月觸頂。不過，由於受到供應制約的影響，因此通脹觸頂的確實時間和幅度存在不確定性。
- 市場方面，我們高度看好的投資機會減少，亦認為估值已普遍顯得昂貴。我們認為現時應保持耐性，聚焦於維持投資組合的流動性和靈活性，以應對未來事態發展和隨時把握機遇。
- 對於存續期，我們的模型投資組合預計將維持適度偏低的比重。息差配置方面，我們繼續看好非機構美國按揭和其他資產抵押證券。至於企業債券，我們認為息差顯著收窄的機會不大。
- 我們預期新興市場本土債券和外債將不乏投資良機，個別新興市場貨幣亦然。不過，鑑於新興市場國家持續面對新冠肺炎疫情的挑戰，我們將會保持審慎的取態。

### 作者：

**Tiffany Wilding**  
執行副總裁  
經濟師

**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

在過去數月，各個地區和行業的復甦並不平均。例如在美國，經濟復甦已導致供應鏈陷入瓶頸，通脹上升。不過，品浩 (PIMCO) 仍然認為導致近期物價急升的因素只屬短暫性質，因此我們對疫情影響、政策或經濟增長的整體觀點，與3月份的週期展望並無重大改變。

到目前為止，市場對這些宏觀發展的反應大致溫和，而儘管通脹風險升溫，十年美國國庫券孳息自3月中以來已下跌25個基點。可是，正如我

們在3月的週期展望論壇上所討論，我們認為宏觀環境不確定性和波動性升溫的風險，將會相應加劇資產市場的波動性。有鑑於此，在高度看好的投資機會減少及估值普遍昂貴之時，我們認為明智的做法是保持耐性，並聚焦於維持投資組合的流動性和靈活性。如果市場出現常見的過度調整，我們希望能夠保留靈活性，以便隨時把握這些機會。



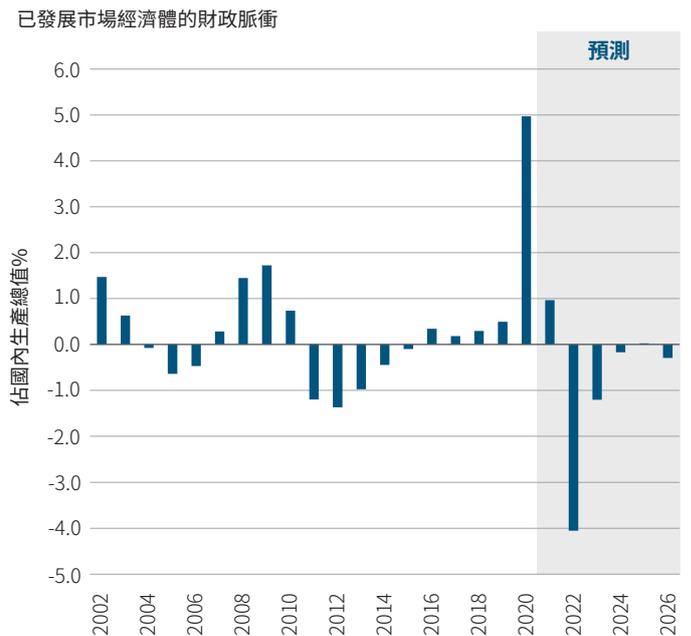
## 經濟展望：疫情觸頂、政策觸頂、增長觸頂

過去數月的公共衛生數據顯示，全球新冠肺炎疫情（以感染個案數字計算）可能已於2021年第二季見頂。全球新冠肺炎新病例已由4月中的每週約580萬宗，降至6月初的每週290萬宗。與此同時，雖然疫苗接種計劃推行初期並不順利，但已發展市場的疫苗接種率已加快上升，並可望在未來數月達致群體免疫。因此，儘管新興市場國家的疫苗接種速度較慢，但全球新病例及死亡率應能繼續回落（有關新興市場的分析，請參閱品浩最新的博客文章《[新興市場展現疫後增長潛力](#)》）。

然而，隨著疫情放緩，政策支持亦可能已經見頂。在已發展市場，財政脈衝（即結構性政府赤字的變化）現正轉弱，並將於未來數月成為拖累增長的因素（見圖1）。即使美國推出新的基建開支計劃，我們認為經濟增長仍會放緩。美國在2021年3月立法通過加推抗疫紓困措施，以刺激當地經濟，亦對全球其他地方造成正面的溢出效應。不過，美國家庭並不會再次獲發紓困津貼（這是在2021年第一季推動已發展市場財政脈衝的主因），而聯邦政府加推的失業救濟措施也將在第三季末全部到期。

同樣地，作為全球主要經濟引擎之一的中國，當地金融狀況趨緊已拖慢其信貸增長，而已發展市場的央行亦開始逐步轉變方向，包括展開政策正常化的第一步（例如加拿大央行及英倫銀行宣佈縮減購買資產規模），或發出有意採取同類行動的訊號（例如美國聯儲局表示6月議息時曾討論縮減量化寬鬆）。

圖1：財政政策支持在2020年觸頂之後，可能拖累已發展市場在週期時段內的經濟增長

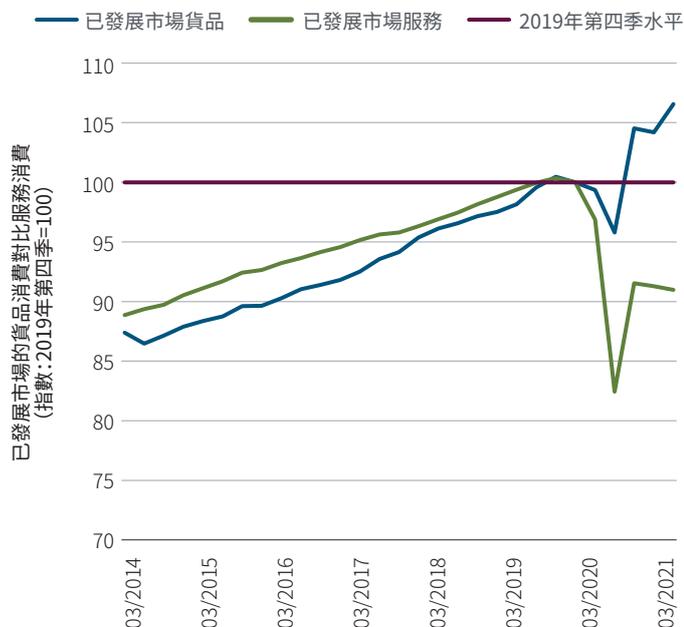


資料來源：Haver Analytics、品浩計算，截至2021年4月。已發展市場財政脈衝是指美國、英國、歐盟、加拿大及日本的結構性基本財政結餘的國內生產總值加權變動。

這些因素通常會對各個行業和地區的增長造成不同程度的影響，並可能令已發展市場在2021年出現不同步的復甦。然而，我們預期各地增長在反彈之後可能於2022年同步放緩，但增速仍將高於趨勢水平。具體而言，在2020年出現經濟衰退及產出局部回落之後，我們認為美國、英國、加拿大及中國的增長可能已在2021年第二季見頂，而歐盟和日本則可能分別在第三季及第四季觸頂。

行業方面，消費品需求的增長已經見頂，而服務開支則可能再度加速。從多個層面來說，疫情引發的經濟衰退有其獨特性，當中尤其明顯的是，消費品需求並無出現收縮。在已發展國家，消費者普遍以購買耐用品來代替服務（見圖2）。例如美國的健身單車銷量急增，而健身中心會籍開支則顯著減少。同樣地，隨著公共運輸需求下降，汽車需求則上升。類似的例子不勝枚舉。不過，雖然貨品消費錄得高於趨勢的增長，是帶動已發展市場在2020年下半年和2021年上半年整體復甦的重要因素，但隨著疫情減退（但願如此），加上消費者的喜好重新回到服務開支方面，這股增長動力亦可能在今年第二季或第三季觸頂。

圖2：自發生疫情以來，已發展市場的貨品消費遠超服務消費，但這情況可能會在2021年後期有所改變



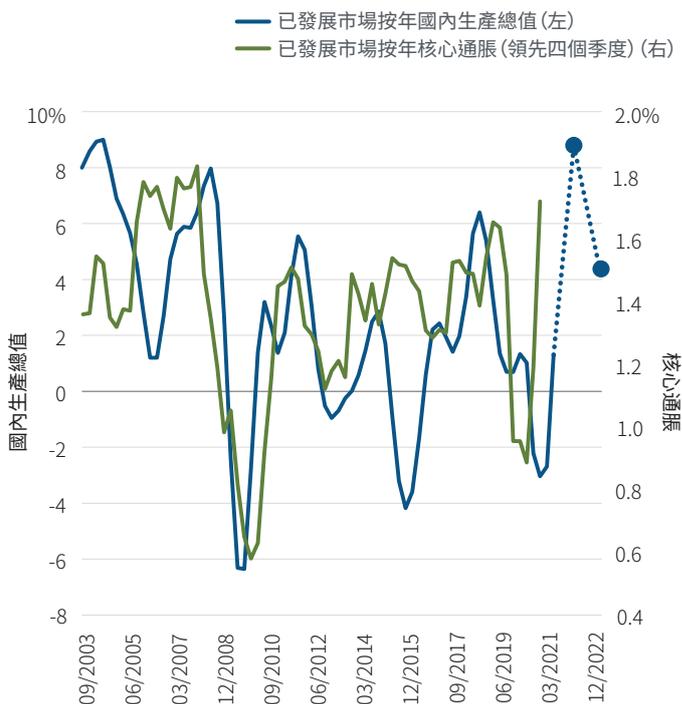
資料來源：Haver Analytics、品浩計算，截至2021年3月。已發展市場綜合數據基於有提供季度數據的加拿大、歐元區、日本、英國及美國的國內生產總值加權平均實質消費。日本以名義數據計算。歐元區以意大利、法國、德國及荷蘭的國內生產總值加權平均名義消費數據計算。

整體來說，我們預期2021年的已發展市場實質國內生產總值將增長6%（以第四季按年計算），並在2022年放緩至不足3%。與此同時，新興市場國家的疫苗接種率較慢，將可能拖慢經濟全面復甦的速度，使之落後於已發展市場。我們預期新興市場2021年的國內生產總值將增長3.5%，然後在2022年加速至最高5%（以第四季按年計算）。

### 通脹急升但無形成螺旋狀態

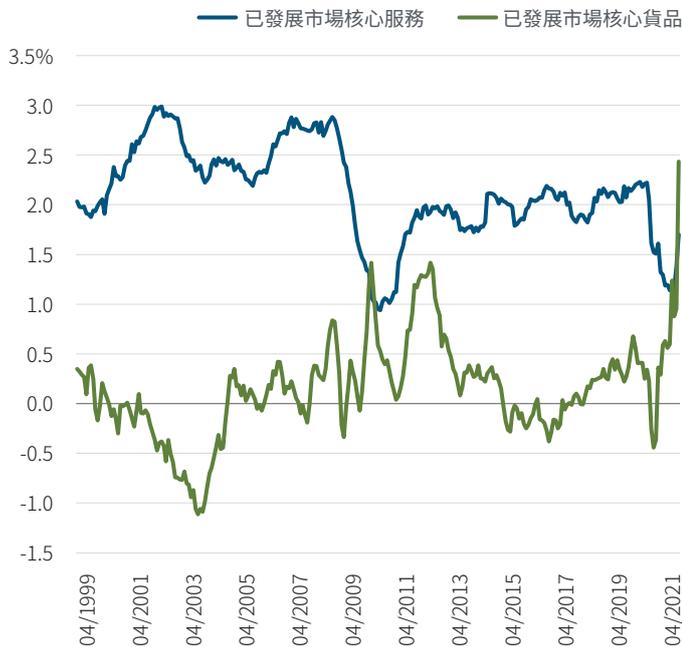
由於已發展市場的通脹走勢通常比增長滯後，我們亦預期通脹將在未來數月觸頂（見圖3）。然而，鑑於供應制約對實際貨品通脹造成較預期嚴重的影響，因此通脹觸頂的確實時間和幅度存在更大的不確定性。截至2021年4月，已發展市場的按年核心通脹率為1.7%，已經完全從疫情的低位回升，但通脹壓力的組成因素卻截然不同。事實上，雖然服務通脹仍遠低於疫情之前的水平，但貨品通脹已明顯高於疫情之前（見圖4）。

圖3：隨著已發展市場的國內生產總值增長觸頂，通脹亦可望在不久之後觸頂



資料來源：Haver Analytics、品浩計算，截至2021年3月。已發展市場核心通脹是指加拿大、歐元區、日本、英國及美國的國內生產總值加權綜合核心通脹。已發展市場國內生產總值增長是以加拿大、歐元區、日本、英國及美國的國內生產總值綜合數據（以美元計）計算。

圖4: 疫情期間, 核心通脹主要由貨品價格帶動



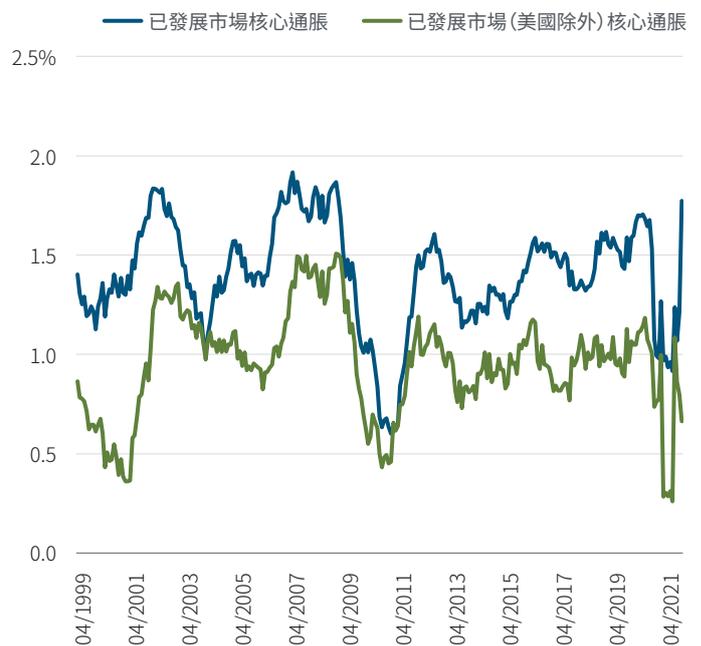
資料來源: Haver Analytics、品浩計算, 截至2021年4月30日。已發展市場核心通脹(貨品及服務)是指加拿大、歐元區、日本、英國及美國的國內生產總值加權綜合核心通脹。

若仔細分析數據, 便可發現美國二手車價格急升是導致已發展市場貨品通脹加速的主因。全球半導體供應短缺, 對美國新車產量的影響程度高於其他已發展市場。供應短缺明顯影響二手車市場的價格, 主要由於美國租車公司在去年破產之後, 現正透過購買二手車來重建車隊。此外, 物流陷入瓶頸亦困擾美國貨品市場: 西岸港口擠擁及貨車司機不足, 延長了貨物交付時間及導致成本上漲, 並轉嫁至消費者。

儘管如此, 這些供應制約因素可望在2022年有所緩解, 加上貨品需求觸頂, 應能令通脹在2021年下半年回落。再者, 在失業率處於5.8%的情況下, 美國與充分就業尚有一段頗遠的距離。鑑於目前的勞動市場狀況, 加上相對平坦的菲利普斯曲線(Phillips curve, 顯示就業和通脹之間並無存在重大的統計數據關係), 以及仍然穩定的通脹預期, 而且生產力正加速增長, 可見美國出現螺旋式通脹的風險不大。

至於美國以外的其他已發展市場, 其潛在通脹壓力則顯著較輕。事實上, 截至2021年4月, 已發展市場(美國除外)的按年核心通脹率約為0.6%, 遠低於美國的3.0%(見圖5)。受到財政刺激, 美國的貨品需求亦高於其他已發展市場, 因此儘管全球供應鏈出現瓶頸, 美國與其他已發展市場的核心通脹仍然分道揚鑣。不過, 大型財政補助措施將不大可能重演, 加上美國的財政政策將變成拖累2022年經濟增長的因素, 意味著通脹亦會在2022年放緩。

圖5: 美國是影響已發展市場核心通脹的主要動力



資料來源: Haver Analytics、品浩計算, 截至2021年4月30日。已發展市場核心通脹是指加拿大、歐元區、日本、英國及美國的國內生產總值加權綜合核心通脹。

整體來說，我們預期2021年底的已發展市場通脹平均年率為3%，然後在2022年回落至1.5%，低於已發展市場央行的目標。美國方面，我們預期按年核心通脹率在2021年第二季於約4%觸頂，並在年底回落至3.5%，而2022年再放緩至2.3%。

### 由政策帶動增長轉為自然增長存在風險

我們對增長和通脹的基線預測同時面對下行及上行風險。當經濟由政策帶動增長轉為自然增長，其表現可能會優於預期，也可能較為遜色。上行風險包括：1) 家庭累積大量超額儲蓄，進一步刺激消費急增(或會導致通脹上升)；2) 創新步伐加速和生產力增長加快，支持企業盈利和實質工資；或 3) 普遍寬鬆的金融狀況持續支持貸款及資本形成。

另一方面，基線預測的下行風險包括：1) 通脹升溫削弱企業的利潤率及蠶食家庭的實質收入；2) 經濟重新分配的過程需要較長時間才可完成，導致長期失業率高企；或 3) 家庭的儲蓄和消費偏好在後疫情時期出現更永久的變化。

### 各國央行堅守立場

自2021年3月起，多個主要已發展市場的央行已開始逐步調整貨幣政策的立場。加拿大央行和英倫銀行縮減購買債券的規模，踏出政策正常化的第一步；聯儲局則表示在6月的利率會議上已開始討論減少資產購買計劃的安排。

前景展望方面，我們仍預期聯儲局將在2021年稍後時間開始逐步縮減每月購買資產的步伐，並在2022年第三季完全結束購買行動。至於公佈措施的時間，我們仍認為聯儲局最有可能在12月的議息會議上作出宣佈，但不排除最早可能在9月公佈。雖然美國現時通脹急升的情況可能只屬短暫性質，但聯儲局或有意適度提前縮減量化寬鬆，藉此管理通脹預期不受控地加速的風險。假如美國通脹在較長時間持續高企，此舉也可讓聯儲局選擇進一步調整對上調政策利率的展望。

相反，我們認為歐洲央行可能會在週期展望時段內繼續購買資產(亦稱為量化寬鬆)。雖然可能會對資產購買計劃作出微調，但相信歐洲央行在2022年實現其通脹目標的機會不大。因此，在長期(而非週期)展望的時段內，歐洲央行將可能面對如何就結束資產購買計劃落實明確途徑和策略的問題。

最後，儘管已發展市場央行的量化寬鬆計劃預計將會出現變化，但我們並不認為這些央行會在週期時段內開始上調政策利率。事實上，我們預期加拿大、新西蘭和澳洲的央行可能率先在2023年上半年首次加息，然後聯儲局和英倫銀行將於2023年下半年步其後塵。在過去十年一直較難實現2%通脹目標的歐洲央行，預計會更遲才開始加息，而日本央行則繼續受困於通縮趨勢。

# 投資啟示

我們的宏觀和市場展望與3月的結論非常相近，因此我們並無對模型投資組合作出重大改動。由於我們高度看好的投資機會減少，加上估值已普遍顯得昂貴，我們認為現時應保持耐性，並聚焦於維持投資組合的流動性和靈活性，以應對未來事態發展和隨時把握機遇。

市場前景仍然充滿不確定性，包括增長和通脹的上行及下行風險、美國以外地區開始縮減量寬措施，以及聯儲局也可能在本年稍後縮減量寬。

誠然，任何展望都存在不確定性，但鑑於與疫情相關的擾亂因素和復甦前所未見，現時陸續出台的經濟數據都難以解讀。此外，不論聯儲局在傳達縮減量寬的訊息時有多謹慎，亦可能會擾亂市場，特別是息差範疇，因為全球利率市場已出現大幅波動。儘管如此，市場對加拿大央行和英倫銀行在今年較早時宣佈縮減買債規模的反應平淡，而美國現時的情況與2013年截然不同。當時聯儲局宣佈縮減量寬令市場感到意外，但時至今日，我們在最近數月一直在討論退市時機，而聯儲局亦已為實際加息設定非常緩慢的路徑。但最起碼，央行退市已為前景更添不確定性。美國和全球央行縮減量寬，令受影響市場的投資者更難以轉移風險。

## 存續期及孳息曲線

存續期方面，我們預計會維持接近基準的相對適度偏低配置。回顧過去18個月，美國和全球存續期市場已經歷疫情衝擊導致孳息大跌，其後因疫苗奏效和經濟復甦令孳息上升，而波幅亦隨之加劇的不同階段。我們對未來數月10年期美國國庫券孳息的預測約為1.5%至2.0%，截至6月中的孳息略低於此區間，而我們預期會對存續期維持適度偏低配置，同時對投資組合其他持倉的相關性保持審慎。

我們亦會就孳息曲線走峭作出配置，這與我們的長期結構性觀點相符，並可作為收益來源。我們繼續預期央行將致力穩定短債息率，而基於通脹升溫的憂慮，長債孳息可能上升。我們認為，聯儲局將會以非常緩慢的步伐收緊政策，而曲線配置是一種極具流動性的方式，有助投資組合把握通脹憂慮升溫的環境而受惠，而我們認為對歐洲、英國和日本主權債券採取全球多元化曲線走峭配置是合理之舉。基於上述有關存續期的評論，我們會小心處理曲線配置與投資組合其他風險配置之間的相關性。

## 信貸

我們預期會對整體息差投資持偏高比重，目前的息差配置以美國非機構按揭和其他資產抵押證券為主。相對一般企業現貨債券，我們依然認為非機構按揭證券可提供良好投資價值，而且風險水平向好。供應有限亦可發揮支持作用。

企業債券方面，考慮到發行人的槓桿情況，在現時的估值水平，我們認為息差顯著收窄的機會不大。然而，鑑於政府債券孳息低企，即使息差縮窄，市場對企業債券的需求亦可能維持殷切。此外，海外投資者的對沖成本下降或會繼續為美國企業債券提供支持。

我們預期會以信貸衍生工具指數作為參與信貸市場投資的主要方式；而在綜合型投資組合中，我們對企業現貨債券的持倉，只會集中在品浩全球信貸分析師團隊最堅定看好的個別債券。對於專門信貸投資組合而言，個別債券的選擇也將繼續是爭取超額回報的重要動力，而我們會聚焦於金融、週期性行業、房屋相關範疇和疫後復甦主題交易。

我們打算對機構按揭抵押證券持中性至偏低比重，主要因為估值偏高、缺乏息差收益，以及聯儲局即將縮減量寬，或會使按揭抵押證券的中介變得更為困難。

### 通脹掛鈎債券

聯儲局退市亦會影響美國國庫抗通脹債券市場。考慮到目前的估值和流動性，我們預期會對國庫抗通脹債券採取大致中性的配置。不過，由於這類工具仍有助於合理價格對沖通脹意外上行的風險，部份投資組合可能仍然適宜對國庫抗通脹債券持偏高比重。

### 貨幣及新興市場

對比十國集團商品相關貨幣和部份新興市場貨幣，我們仍然傾向對美元持偏低比重，並審慎調整持倉規模。這觀點反映以下多項因素：對全球經濟持續擴張的預測（小型開放經濟體貨幣可受惠於持續週期復甦）、估值所處水平、聯儲局與過往相比保持耐性的做法，以及其他市場可能更快收緊政策。

除貨幣外，我們也預期新興市場本土債券和外債將可提供投資良機。不過，鑑於新興市場國家持續面對新冠肺炎疫情的挑戰，我們將會保持審慎的取態。

### 股票

我們認為現時股票估值合理，美股風險溢價為3.5%，與週期中段擴張的平均水平相符。隨著盈利預測持續向上修訂，我們的資產配置投資組合繼續對股票持偏高比重。考慮到估值水平，目前的行業和證券選擇將聚焦於可因服務業進一步重啟而受惠的公司，以及長期受到支持、擁有定價能力和入行門檻高的週期性行業，例如半導體、科技自動化和綠色行業。

### 商品

在全球需求強勁的環境下，商品價格已顯著走高。展望後市，由於生產商的對沖盤已令長遠期貨價格受壓，我們認為現貨價格的升幅將會回落。整體而言，正面轉倉收益已接近過去20年的最高水平，而這是推動未來回報的重要因素。（轉倉收益是指隨著到期時間接近，長期貨合約「轉倉」為短期合約所產生的回報。）

正如我們在最近的論壇所討論，許多公共和私人機構主管都正密切留意有關氣候和社會公平的行動呼籲，這股趨勢可能會在週期時段內，為政策制定、監管披露、資本形成、可持續投資及潛在市場調節帶來新的角度。卡尼（Mark Carney）先生亦指出，隨著第26屆聯合國氣候變化大會（COP26）將於2021年11月舉行，全球政策官員和商業領袖希望在氣候目標取得切實可行及持續恒久的進展，因此可持續發展趨勢正在加快。ESG（環境、社會及管治）主題債券的發行量在今年顯著增長，反映從主權以至企業發行人都已紛紛採納與可持續發展相關的目標，致力應對資本配置者的殷切需求。

## 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。

**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。**企業債務證券**須承受發行人無力償還債務本金及利息付款的風險，並可能受利率敏感度、市場對發行人信譽的觀感，以及一般市場流動性等因素影響，而須承受價格波動的風險。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而令投資組合的回報下跌。**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。**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。

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，不應被視為投資意見或對任何特定證券、策略或投資產品的推薦。概不保證將會取得所述表現。

**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。

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 (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。