



週期展望
2023年10月

頂峰之後

市場似乎已反映未來經濟將會向好的預期，但以目前的環境看來，那將是歷史上罕見的發展結果。面對全球經濟風險升溫，較高的債券孳息可提供韌性。



作者：

Nicola Mai
執行副總裁
主權信貸分析師

Tiffany Wilding
董事總經理
經濟師

Andrew Balls
投資總監
環球固定收益

我們的9月份週期展望論壇首次在倫敦舉行，當地經濟狀況正好反映目前全球環境。

英倫銀行的長期加息週期即將結束。緊縮貨幣政策令英國金融市場加劇波動，市場憂慮英國經濟可能即將停滯或陷入衰退。

隨著各國繼續致力為疫後急升的通脹降溫，同類的情境正在全球上演。各國央行以不同步伐邁向緊縮週期末段，政策利率快將於不同水平見頂。

我們認為增長和通脹已經觸頂，並預期已發展經濟體的增長將以不同程度放緩，部份經濟體甚至會收縮。雖然今年各地經濟普遍展現出韌性，但隨著財政支持措施減少，加上緊縮貨幣政策的滯後效應對全球造成較大影響，明年經濟料將轉趨疲弱。

這種集體放緩的情況，也會因為各國對利率變化的敏感度不同，而出現各異的發展。每個經濟體的樓市和按揭融資結構各有不同也會造成影響。我們從6至12個月的週期角度，制訂了五大經濟主題和三大投資主題，並將於以下篇幅深入剖析。

在目前環境下，我們會著重全球投資機會，並分散投資於不同年期和國家的債券，從而實現多元化的利率配置。我們認為，以當前價格水平而言，股票等風險較高的資產並未充份反映經濟可能出現較深度衰退的下行風險。

名義和經通脹調整後孳息均高於過往十年的水平，加上通脹回落，令我們更看好固定收益的前景。一如既往，我們在配置投資組合時，會考慮基線預測以外的廣泛宏觀經濟及市場結果。



經濟展望： 前景疲弱，表現分歧

今年是品浩倫敦辦事處成立 25 週年誌慶。英國現在是全球第二大資產管理中心，亦是品浩第二大交易廳的所在地，突顯出國際客戶的重要。倫敦是品浩在歐洲、中東和非洲地區的總部，現已發展至擁有八個辦事處。

品浩首次在美國境外舉辦週期展望論壇，有助我們促進全球思維，並挑戰固有的假設和偏見，進一步體現論壇程序的其中重要目標。

一年前，英國政府曾提議增加未備資金的開支，結果導致當地負債驅動型投資市場面臨危機。英國主權債券（又稱金邊債券）因此遭到拋售，英鎊亦急跌。

在2023年6月的長期展望《餘震下的經濟》，我們指出這場負債驅動型投資危機可能是全球長期財政問題的警號。隨著全球政府致力應對日益沉重的債務負擔，這個警號已不容忽視。當中包括作為全球最大主權債券發行國的美國，在8月份被惠譽下調其AAA信貸評級。在論壇上，我們很榮幸邀請到英倫銀行前貨幣政策副行長比恩 (Charles Bean) 擔任嘉賓講者，與我們討論相關問題。

今次舉行週期展望論壇的地點有助將更多焦點放在美國以外的市場，而我們也一如既往地，在論壇深入討論了全球經濟和投資領域的最新機會與風險，並制訂未來6至12個月的前景展望。以下是我們歸納出的五大經濟主題。



1) 經濟韌性及財政支援減退，貨幣拖累開始發揮效應

美國著名經濟學家佛利民 (Milton Friedman) 表示，貨幣政策具有「漫長而可變的滯後性」，我們認為財政政策亦是如此。今年經濟所展現的韌性主要得力於財政支持措施，美國赤字擴大，疫情相關的刺激措施為家庭帶來了可觀的積蓄。

不過，這些支持似乎將會減退。美國的財政政策將轉趨緊縮，而近期通脹上升將蠶食財富的實質價值，包括在疫情期間家庭獲政府補助而累積的額外儲蓄。我們的分析顯示，按實質值計，家庭在疫情期間累積的流動資產（見圖 1）可能會在週期展望時段內耗盡。

隨著財政支持措施減退，緊縮貨幣政策帶來的拖累將會加劇。正如我們在長期展望所指出，鑑於債務水平高企，加上疫後刺激措施造成推高通脹的效應，未來的財政應對方案也可能會受到掣肘。

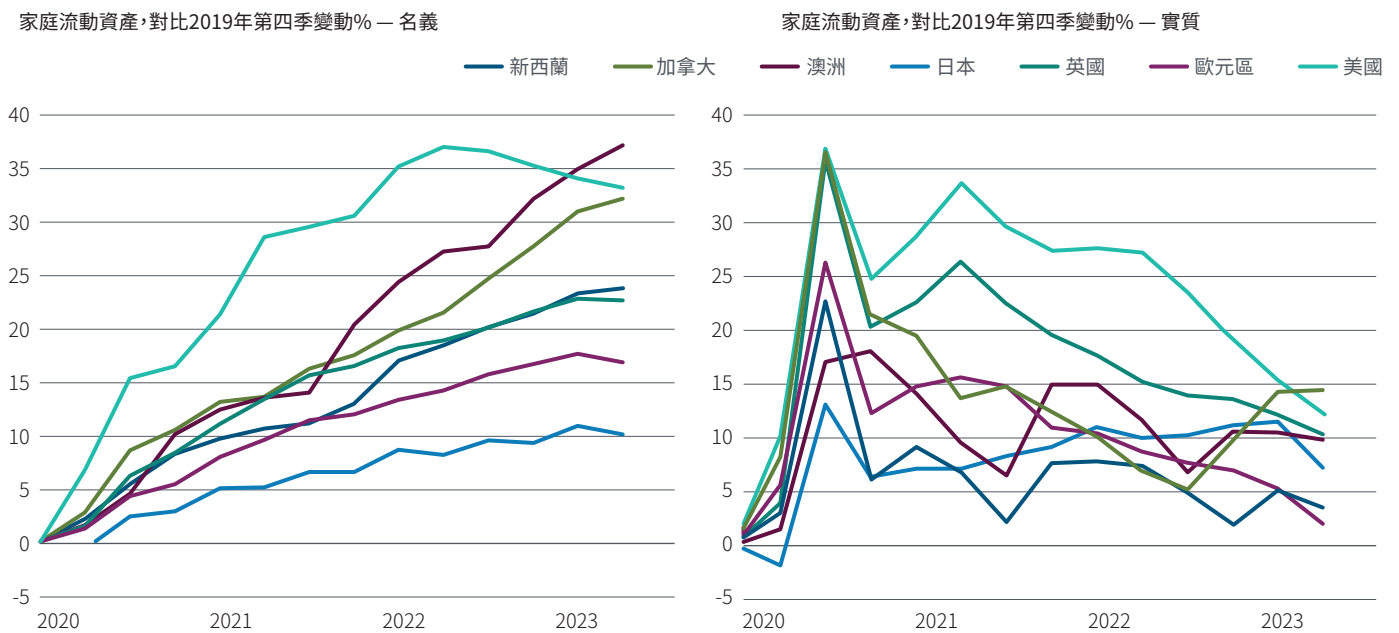
誠然，有些因素或會削弱這輪貨幣政策的影響力。私人範疇持有的大量現金正賺取高息。這亦是央行首個需要為儲備支付利息的大型緊縮週期。

孛息曲線倒掛，即短期債券孛息高於長期債券，可能利好家庭的淨利息收入，因為一般家庭通常持有短期資產和長期負債。

此外，家庭和企業已延長債務年期，也拖慢了加息的傳導作用。全球央行買入大量固定收益資產，亦意味政府承受了較大部份近期債價的跌幅。

縱使如此，我們仍預期經濟將會轉弱。我們預計明年失業率將上升，令央行利率正常化，重返中性水平。

圖1: 疫情高峰之後，已發展市場經濟體的家庭流動資產實質價值可能縮水



家庭流動資產的定義是由家庭持有的貨幣、存款及貨幣市場基金。
資料來源：品浩、經合組織、國家統計機構及央行，截至2023年9月11日

2) 增長和通脹已經觸頂

儘管目前是現代史上最迅速的緊縮週期之一，但在美國帶領下全球經濟展現非凡韌力，令人質疑貨幣政策的成效。

我們討論了疫情及期間推出的應對措施，會否延長貨幣政策的滯後時間，又或由於中性實質長期政策利率已經上升，當局是否需要加強緊縮力度。(中性利率 r^* 是一個估計利率，長遠而言可讓經濟在全面產能和目標通脹水平下運作。)

我們認為當前的情況主要是受到滯後效應影響。我們相信增長已經觸頂，隨著今年稍後至2024年增長放緩，現時強韌的經濟將會轉為疲弱。

財政阻力即將發揮作用，特別是在美國。我們認為貨幣政策仍然奏效，這從信貸增長明顯放緩，以及銀行大幅收緊貸款標準可見一斑。

我們相信通脹亦已觸頂。大部份已發展市場經濟體的整體及核心通脹均已從高位回落，只是下降步伐不一。除非勞工市場轉弱，否則居高不下的工資通脹仍可能在較長時間內支持核心通脹。

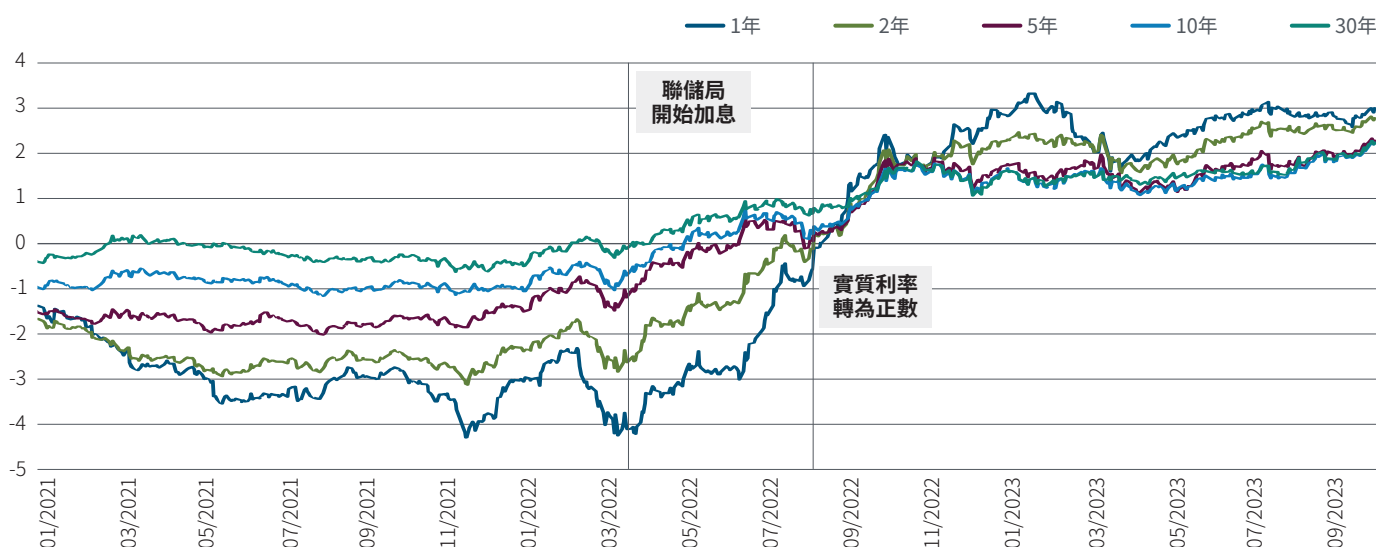
我們預期到了2024年底，美國和歐洲的核心通脹將介乎2.5%至3%。

我們預計經濟增長放緩、失業率上升以及其他因素，將令通脹放緩加劇(詳情請參閱**專家觀點**《Fiscal Arithmetic and the Global Inflation Outlook》)。

我們預期全球增長將在今年稍後至2024年放緩，現時強韌的經濟將會轉為疲弱。

圖2: 美國實質利率自2022年底才開始回升至零水平以上

美國實質利率 (%)



資料來源: 品浩、彭博, 截至2023年9月29日

3) 軟著陸是異數

值得注意的是，回顧歷史，央行甚少能夠在週期展開時通脹已高企的情況下實現經濟軟著陸(或避免經濟衰退)。

我們分析了已發展市場在1960年代至今期間的140個緊縮週期。當央行上調政策利率400基點或以上時(正如聯儲局、歐洲央行和英倫銀行等多家央行在本週期的行動)，幾乎最終都導致經濟陷入衰退。

在過往的加息週期中，結果經濟能夠取得較佳表現的時期，通常都是供應有所擴張。疫後供應鏈回復正常可望帶來助力，人工智

能亦有機會帶動生產力急增。然而，從週期角度看來，這些因素能夠推動生產力提升的程度則仍有待觀察。

家庭和企業資產負債表在週期開始時表現穩健，加上當局採取主動的財政穩定政策(例如英倫銀行介入負債驅動型投資危機、美國聯邦存款保險機構在今年早前基於特殊情況而迅速擴大對銀行的保證範圍)，都可能構成額外支持因素。迄今所見，這些政策都能成功防止經濟衰退。

不過，歷史顯示緊縮的金融狀況會增加發生金融市場意外的風險，而市場上亦有脆弱的環節，例如私人信貸、商業房地產和銀行貸款。

還有與中國相關的風險。受房地產市場拖累，中國經濟的復甦力度未如預期。根據中國國家統計局的數據，截至8月的住房投資按年下跌7.5%，而市場原本預期該項數據會靠穩。

中國政府可能需要加推刺激措施，以穩定房地產業和更廣泛的經濟層面。如果刺激措施力度不足或太遲推出，都會形成風險因素。在下行情境中，經濟增長可能在2024年進一步減慢（至3%，而我們目前的基線預測為4.4%）。中國對全球貨品及服務的需求將因此受壓，為全球經濟帶來壓力。

政府仍有能力和對策避免出現下行情境。我們預期當局將持續採取寬鬆政策支持經濟增長。當局加推財政支持措施，包括擴大中央政府赤字和增加發行地方政府專項債券，從而加強基建資本開支或減稅，都可望刺激內部需求。我們認為中國的政策利率有機會從目前的2.65%進一步下調。政府近期已呼籲加強逆週期宏觀政策，避免經濟增長急劇放緩。

4) 經濟衰退風險似乎高於市場反映的水平

我們的基線預測顯示未來經濟增長乏力及通脹下跌。市場（特別是風險資產）價格卻反映投資者預期會出現「完美的通脹放緩」情境，即增長維持穩健而核心通脹可迅速靠近央行目標。我們認為這種市場定價可能反映投資者過於鬆懈。

我們預期已發展市場經濟體的增長將在未來數季錄得不同程度的跌幅，對利率敏感度最高的經濟體將表現最弱。歐洲和英國是中國的貿易夥伴，加上能源衝擊對貿易條件和投資的影響餘波未

了，因此歐洲及英國經濟也顯得脆弱。美國經濟增長亦勢將放緩，在停滯和輕度衰退之間徘徊。

我們預期失業率的升幅將高於市場共識及央行預測：美國失業率升約一個百分點，而歐洲則略低於此。

5) 貨幣政策路徑將分道揚鑣

預計將出現的經濟放緩，程度仍存在不確定性，而且不同經濟體會有不同表現。

通脹回落的步伐相對緩慢，意味著央行未必能夠迅速採取行動以重振經濟增長。我們認為全球主要央行（包括聯儲局、歐洲央行和英倫銀行）已經處於或相當接近緊縮週期的末段，但由於需要履行控制通脹的任務，央行官員在減息時將會審慎行動。

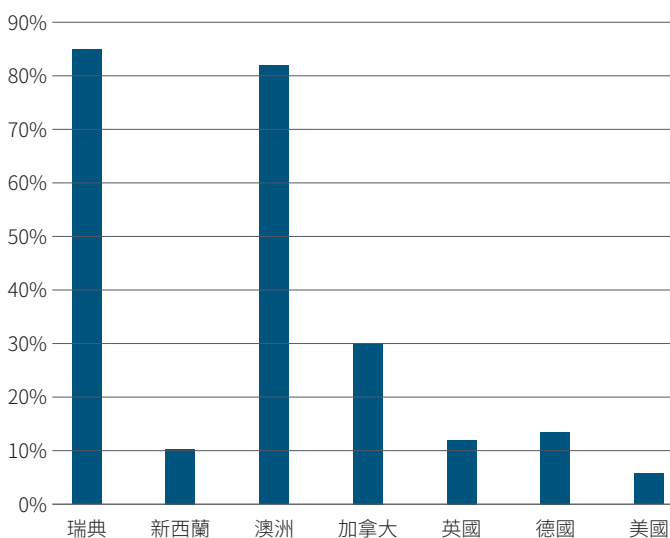
我們認為貨幣政策分道揚鑣的空間頗大。澳洲、新西蘭和加拿大等對利率敏感度較高的經濟體通常擁有較高的家庭負債，而可變利率按揭的佔比也較高（見圖3），因此可能會首當其衝。這些經濟體的利率正常化速度將有機會快過市場預期。

至於其他經濟體，我們預期中國人民銀行將繼續下調政策利率，但減幅溫和。鑑於通脹趨勢高於過往水平，我們預期日本央行明年將反其道而行，上調政策利率。

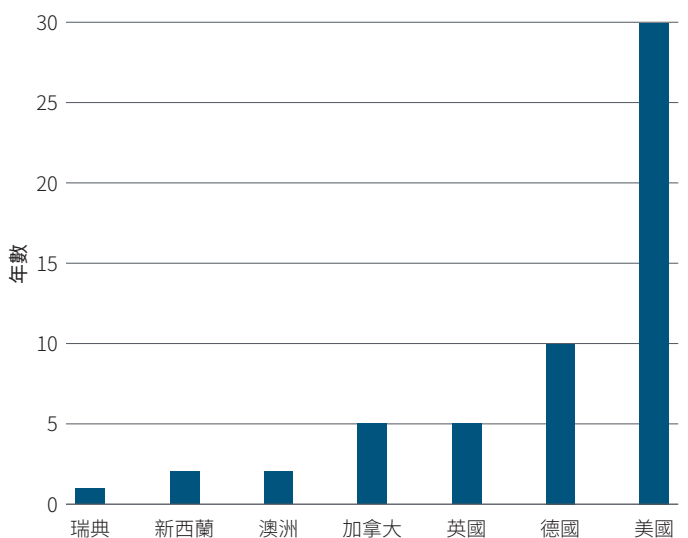
新興市場方面，我們認為各國政策將有明顯差異。巴西和墨西哥等較傳統的央行由於較早加息（不少比聯儲局更早），因此可以較快放寬貨幣政策。反觀波蘭和土耳其等國家的央行，則會受到較多掣肘。

圖3: 各國的按揭結構可能截然不同

可變利率按揭佔比



最常見按揭年期



可變利率按揭佔比的數據來源：澳洲統計局、加拿大央行、英倫銀行、歐洲央行、美國聯邦房屋金融局、新西蘭儲備銀行；英國、新西蘭數據截至2023年8月，瑞典、澳洲、加拿大、德國數據截至2023年7月，美國數據截至2023年6月。最常見按揭年期的數據來源：澳洲儲備銀行、歐洲委員會、惠譽國際、摩根士丹利研究部，截至2023年9月。

投資啟示：債券可望在不同情境表現強勁

根據我們的基線預測，通脹將持續回落至靠近央行的目標，但工資壓力需要較長時間才可以降溫。

雖然這是我們的基線預測，但我們在制訂投資結論時也考慮到其他情境的相對風險，並在建構投資組合時對意料之外的上行和下行風險保持警惕。這些其他情境包括「硬著陸」（增長及通脹均迅速下跌），以及「進一步過熱」（增長保持穩健，通脹再次加速）。

我們提出三大投資主題：

1) 鑑於初始孳息水平及經濟展望，固定收益的前景具吸引力

我們認為經濟增長和通脹已經見頂，而衰退風險高於市場所反映的水平，可為固定收益回報的正面前景提供支持。向來與回報存在明顯相關性的初始孳息在近期上升後，目前極具吸引力，實質和名義孳息均處於至少十年來未曾出現的水平（見圖4）。

優質債券基金現時的孳息約為5%至8%，與預期中的股票回報比較甚具吸引力，而且可在經濟衰退時提供下行保障。在目前孳息高企的情況下，即使通脹只是回落至我們預測的上限，債券仍顯得吸引，因其孳息水平可為投資者帶來更充裕的緩衝，幫助應對不確定因素。

我們也預期，隨著明年通脹重返至較接近央行目標，債券和股票將重現較典型的逆向相關性：當股票下跌時，債券則造好，反之亦然。

通脹的不確定性升溫，加上政府的負債情況令人憂慮（例如英國負債驅動型投資事件，以及惠譽在2023年8月1日下調美國信貸評級），應有助已發展市場重新建立適當的期限溢價（用以量度持有長期債券較持有短期債券所獲得的回報補償）。舉例來說，紐約聯邦儲備銀行量度美國10年期國庫券期限溢價的指標在上月升至正數水平，為兩年多以來首次。

根據我們的評估，中性利率將維持在接近疫情前的水平。固定收益回報通常會因此靠穩，加上期限溢價上升，隨著時間過去應會導致孳息曲線再次變得陡峭。

圖4：已發展市場的名義和實質10年期利率



資料來源：品浩、彭博，截至2023年10月2日。英國實質利率經消費物價指數調整。所有利率均為10年期主權債券利率。

2) 我們著重全球投資機會及多元化的債券風險和回報來源

貨幣政策、財政政策及額外儲蓄逐漸耗盡的影響，將以不同速度在各國浮現。能源價格、俄烏衝突及與中國相關的因素，也將對各地市場帶來不同的影響。因此，我們預期各國優質固定收益投資的回報將出現更明顯的差異。

現時，全球固定收益的孳息非常吸引，與我們預計在週期角度及往後時期常見的水平比較亦甚高。我們將維持存續期偏長的配置，並會隨著孳息進一步上升而作出增持。

在美國帶動下，全球孳息在最近數週上漲，而美國存續期（量度債券對利率變動的敏感度）亦具備吸引的回報潛力。鑑於利率敏感度各異，加上量化緊縮（即央行資產負債表減持債券）路徑不同，我們亦發現其他地區例如澳洲、加拿大、歐洲和英國都不乏投資良機。

歷史顯示，全球多元化策略有助提升固定收益的經風險調整回報。

我們認為減息週期可能在不同時間出現，各國央行將視乎通脹及勞工市場的動態而設定不同的緊縮門檻。

經過數十年低迷的增長及通脹後，日本央行仍在考慮如何退出其孳息曲線控制政策，並可能在其他央行減息時加息。我們預期日本孳息可能上升。

我們認為多元化的存續期和孳息曲線配置能帶來廣泛優勢，有助投資者聚焦於更高的經風險調整回報。歷史顯示，全球多元化策略有助提升每單位波幅的回報。考慮到預期回報的差異和圍繞基線預測的各種風險，這種策略在當前環境下更顯重要。

3) 我們需要因應各種廣泛的宏觀及市場結果作出部署

我們會密切監察圍繞基線展望的各種風險，並且在管理投資組合時作出相應部署。除了保持靈活性和流動性外，我們也會留意各種投資機會的相對價值。整體而言，我們認為現時的環境仍然十分利好優質債券。

在當今環境下，現金可能顯得吸引，因為目前短期孳息高於過往水平，而且持有現金可以在其他機會出現時靈活地再投資。不過，這種靈活性附帶風險：現金孳息稍縱即逝。

我們認為存續期較長的債券能提升投資組合的韌性，投資者不但可以在較長時間內將目前具吸引力的孳息鎖定，而且可以在經濟衰退時享有價格升值潛力。我們認為高通脹與下行增長情境之間的風險正在變得更加對稱，而債券孳息和估值也越趨吸引。考慮

到基線預測面對的風險，通脹掛鈎債券應有助提升投資組合的韌性，以應對高於預期的通脹。

基於經濟衰退風險，以及市場整體偏好較高質素的債券，我們對企業債券的取態仍然審慎。聚焦於個別行業有助緩減廣泛經濟存在不確定因素的影響（詳情請參閱近期的**專家觀點**《[Navigating Credit Markets Today: A Q&A With Mark Kiesel and Jamie Weinstein](#)》）。

我們仍然關注較低質素的浮息企業信貸資產，例如銀行貸款和部份舊有私人信貸資產，因為它們已開始受到加息壓力所影響。

由於美國機構按揭抵押證券具備優質、政府擔保、流動性強及估值吸引的特質，我們多項策略都以此為焦點。信貸方面，我們亦普遍看好證券化投資和結構性信貸。

利率升高、銀行資產負債表面對考驗，加上監管帶來的壓力，都為消費及非消費私人貸款帶來吸引的機遇。在目前的環境下，我們會留意企業信貸和房地產的機會型私人投資。

鑑於個別新興市場國家在通脹放緩方面取得進展，加上當前的實質利率水平，我們認為投資這些市場能帶來多元化效益。與已發展市場類似，我們預期新興市場的通脹放緩速度各有不同。部份實質利率較高和通脹下跌的新興市場央行已經開始放寬政策，而不少新興市場國家的通脹下跌速度也超越已發展市場。

因此，多個新興市場國家的經濟環境已變得較為有利增長、資產價格和貨幣升值。不過，由於中國經濟增長仍然乏力，加上全球緊縮貨幣政策的影響浮現，新興市場的增長仍可能在2024年備受考驗。

美元於近期展現強勢後，我們大致對其持中性立場，聚焦於外匯交易的套息機會。

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。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。**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。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。**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。**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。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。**多元化投資**不確保沒有損失。

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說服。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。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。©2023年，品浩。