



週期展望
2024年1月

準備著陸

環球經濟前景仍然充滿陰霾，股市價格已反映軟著陸的預期，面對多種可能發生的結果，債券能提供可觀孳息和發揮韌性。



作者：**Tiffany Wilding**董事總經理
經濟師**Andrew Balls**投資總監
環球固定收益

經歷數十年以來最急劇的加息週期，全球經濟活動的前景仍然難以預測，投資者尤其應該關注風險，並致力建構可在不同市況下表現良好的投資組合。

隨著主要經濟體在2023年展現出驚人的韌性後，我們預計2024年經濟將會下行，走向停滯或溫和收縮。美國經濟的領先優勢將在未來6至12個月的週期內消退。至於對利率較敏感的市場，經濟可能會進一步顯著放緩。

隨著通脹降溫，已發展市場央行的加息週期可能已經結束，因此市場焦點已轉向最終減息的時間及幅度。

回顧歷史，央行通常不會在經濟衰退前減息，而是等到經濟出現衰退跡象之後才放鬆政策，之後的減息力度會超出市場預期。較長遠而言，我們繼續預期中性政策利率將降至接近或略高於疫前水平。

正如聯儲局主席鮑威爾所言，我們相信通脹上行風險和增長下行風險已變得更對稱。然而，由於已發展市場的供求增長普遍停滯，因此衰退風險仍然偏高。自多個金融市場在2023年底出現反彈後，高風險資產的定價似乎已反映經濟軟著陸的預期，並可能低估了上行及下行風險。

固定收益的估值吸引，加上孳息仍接近15年高位，因此固定收益市場可提供豐富機遇，有望抵禦多種宏觀經濟情境的考驗。

信貸市場方面，我們繼續看好美國機構按揭抵押證券，以及其他獲抵押品擔保的優質資產，這些資產可提供吸引的孳息和抗跌能力。銀行業可能繼續暫停提供特定類型的貸款，為私人市場的資產為本融資和專門融資帶來機遇。

此外，我們亦在全球市場注意到異常吸引的機遇，這些市場有望在經濟下行風險加劇的情況下跑贏美國債券。鑑於孳息水平吸引，我們聚焦於流動性較強的已發展市場，但同時亦會在新興市場債券中發掘價值。

現金收益率仍然高企，但投資者持有現金的時間過長，就可能錯失良機。債券市場在2023年底回升，已印證了投資者其實可以運用優質中期債券的孳息和升值優勢，實現更吸引的總回報，而無需承擔長期債券的較高利率風險。



經濟展望： 告別2023年的韌性 2024年將走向停滯

儘管2023年面對央行大幅加息、銀行業動盪和地緣政治壓力，經濟活動仍優於預期。

這是得力於多項因素：緊縮貨幣政策雖然提高借貸成本，但並未導致廣泛金融狀況收緊。政府的迅速干預有助抑制地區銀行倒閉帶來的壓力。企業利潤率普遍穩健，消費市場展現韌性，全球供應鏈瓶頸問題緩解使通脹降溫，勞工供應亦有所恢復。

然而在2024年，美國的經濟增長可能與其他已發展市場的步伐更趨一致，將會陷入停滯或溫和收縮。鑑於通脹已侵蝕家庭總資產的名義價值，實質儲蓄緩衝應會很快就回落到疫前水平。眾多已發展市場的財政政策可能趨向緊縮，同時借貸成本上升將持續拖累經濟。

勞動人口參與率似乎亦更難進一步提高。應用出現滯後，意味著生成式人工智能等新科技帶來的生產力效益可能需要較長時間才能顯現。

至於一些設有浮息債務市場，因而對利率較敏感的經濟體（例如澳洲、加拿大、新西蘭和瑞典），則可能會在消費增長轉弱的帶動下更快速放緩。英國和歐洲對利率的敏感度也高於美國，而且經濟顯得脆弱，不利因素包括：歐洲與增長疲弱的中國有密切貿易聯繫；俄烏衝突造成的能源衝擊對貿易條件和投資的影響持續；以及預期財政政策將更大幅收緊。



貨幣政策展望：減息時間料會滯後

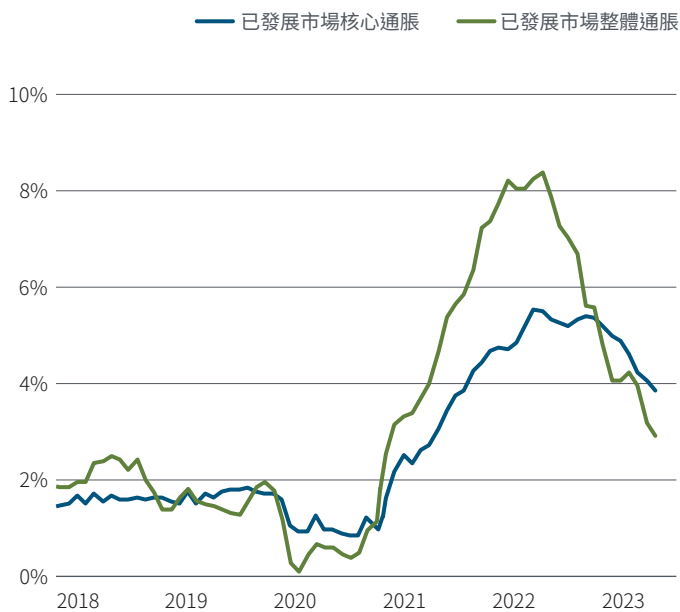
目前，已發展市場央行的加息週期可能已經結束。投資者的焦點已轉向放寬政策，包括最終減息的時間及幅度。

歷史顯示，央行通常不會在經濟衰退前減息。反而在經濟已經陷入衰退之後，減息往往與失業率上升和產出差距收窄同時發生。即使有少數央行曾在經濟未見衰退時減息，但當時的通脹都已明顯見頂，而且失業率由顯著低位回升至長期平均水平。

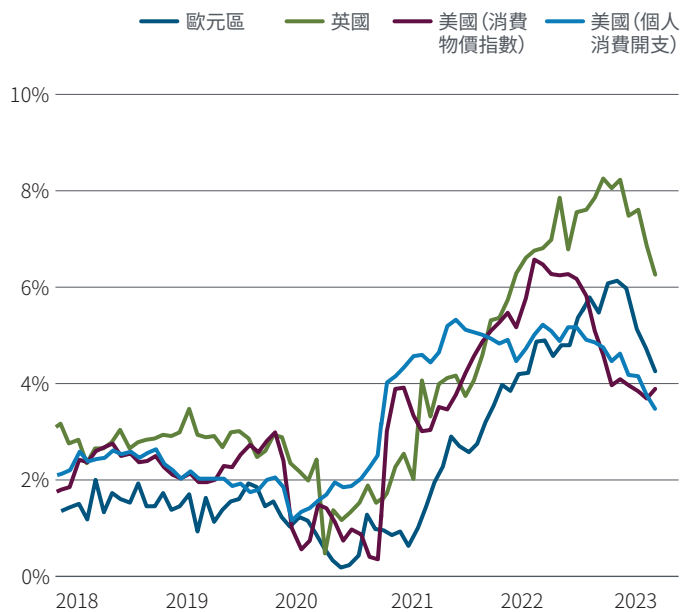
現在看來，整體通脹和核心通脹指標已明顯見頂（見圖1），而隨著勞工市場失衡情況大致緩解，失業率亦開始輕微上升。儘管如此，勞工市場仍然緊絀，對工資敏感的核心服務通脹未見放緩。

圖1：通脹指標已明顯放緩，但對工資敏感的服務範疇進展較少

已發展市場按年通脹



核心服務(住房除外)按年通脹



資料來源：Haver Analytics及品浩的計算，截至2023年11月30日。已發展市場是歐元區、英國、美國、加拿大和日本的國內生產總值加權綜合數據。

疫後恢復通關和地緣政治衝突引發已發展市場移民潮，亦使貨幣政策的任務更為複雜，因為工作技能錯配和住房市場供應受限，都可能削弱潛在勞工供應增加對遏抑通脹的作用。目前對通脹再度加速的憂慮，與1970年代伯恩斯 (Arthur Burns) 擔任聯儲局主席的時期類似，同樣可能使央行等待更長時間才會放寬政策。

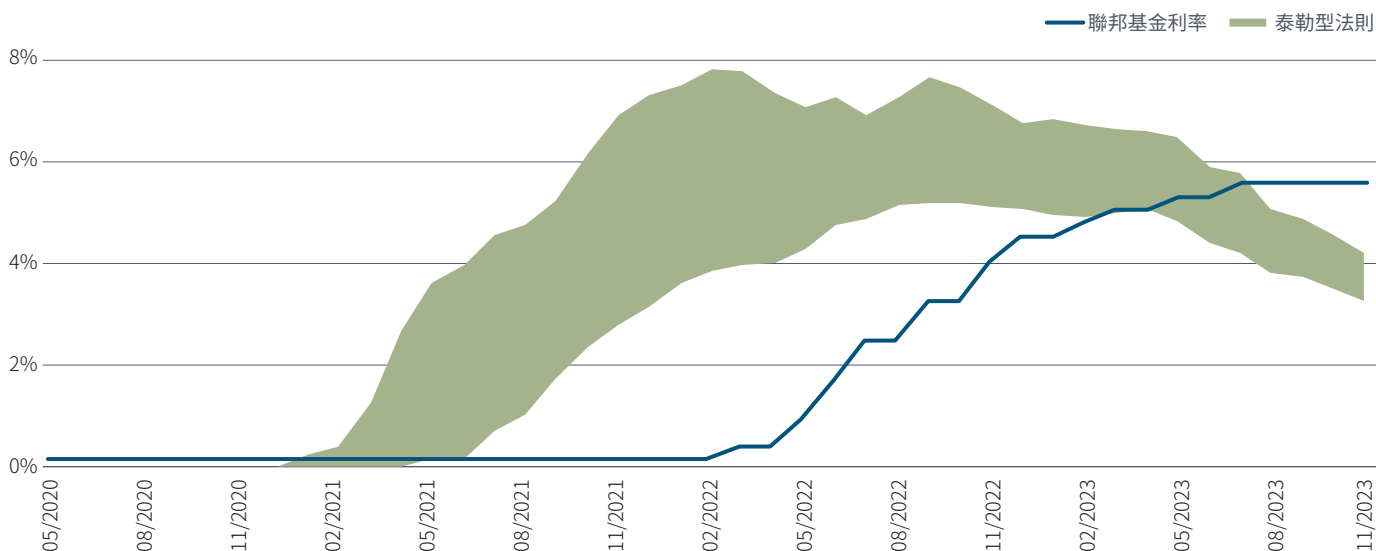
即使是採用行之有效的經濟學工具，也難以從科學角度估計央行延後行動的時間。舉例而言，以經濟學家John Taylor命名的泰勒法則 (Taylor rule) 和相關學說，都有被廣泛應用於衡量政策利率、通脹與經濟增長之間的關係。

簡易泰勒型法則反映聯儲局於2022年開始加息時已滯後九個月。若使用相同法則對目前情況進行分析，則意味著聯儲局減息的時間已經滯後 (見圖2)。然而，該等法則並不完全適用於面臨供應衝擊時協助制定政策，而且在疫情相關的影響更徹底地消退後，通脹的發展趨勢仍充滿變數。

整體而言，我們預期已發展市場央行將在接近2024年中開始減息 (聯儲局可能會稍早)，惟日本央行則應該會在年內維持溫和加息的計劃。

圖2: 不同貨幣政策法則均顯示聯儲局加息時間滯後

已實現目標聯邦基金利率 (上限) 對比泰勒型法則



資料來源：聖路易聯儲備銀行、Haver Analytics及品浩的計算，截至2023年11月30日。陰影區間代表一系列泰勒型貨幣政策法則。各種泰勒型法則基於《The Monetary-Fiscal Policy Mix and Central Bank Strategy》，James Bullard，2023年5月12日。

放寬貨幣政策的時間滯後，意味著當各國央行開始減息時，力度可能會比市場預期更為進取。誠然，這在一定程度上反映了預測經濟衰退的困難，以及央行在確定經濟已陷入衰退且失業率上升前都不會減息的傾向。

根據1960年代至今14個已發展市場的140個加息週期的樣本，當經濟陷入衰退時，各國央行傾向於下調政策利率平均達500基點。在經濟未見衰退時展開的減息週期中，央行在放寬政策的首年仍下調利率平均達200基點，這是聯邦公開市場委員會最新經濟預測摘要中，預期隔次會議將減息25基點的兩倍幅度。

上個加息週期的加息幅度，是隨後寬鬆週期減息幅度的良好指標。

整體而言，上個加息週期的加息幅度，是隨後寬鬆週期的減息幅度的良好指標。此外，我們繼續預計市場環境將回復至類似疫情衝擊前的新中性時期，中性政策利率料將接近或略高於疫前水平，與較大幅度的減息情況一致。（如欲了解詳情，請參閱我們最新的長期展望《餘震下的經濟》。）

軟著陸並非唯一可能的路徑

我們認為經濟衰退風險升溫的其中一個主要原因在於，央行一直表示會較長時間維持緊縮政策的情況，在歷史上並不經常與經濟軟著陸同時發生。在加息週期之後經濟並無衰退的情況下（1960年代中期、1980年代中期和1990年代），央行通常會相對迅速減息，而當時出現的正面供應衝擊（環球貿易擴張、生產力急增和石油輸出國組織增產）都有助緩和通脹。

疫後供應鏈復常已帶動通脹指標由2022年的高位下降。我們預計2024年通脹將會持續放緩，已發展市場的整體和核心通脹指標將降至按年2%至3%的範圍，加上減息週期步伐可能較快，應會增加軟著陸的可能性。

然而，鑑於疫後復常推動供應面改善的空間收窄，同時需求日益減弱，我們仍未能就此斷定已成功控制通脹或衰退風險。在2024年，由於已發展市場的供求增長預計將普遍停滯，我們認為經濟衰退風險仍比往常更顯著。

美國的通脹風險似乎仍然最為明顯，而相比其他已發展市場經濟體，美國的經濟增長也可能保持較強韌。這是因為市場利率上漲的影響傳遞至未償債務支付的速度相對較慢；疫情相關財政刺激措施規模較大帶來較多實質超額儲蓄；以及先前頒佈的法案對基建、可再生能源和供應鏈投資的支持增加，有助於供應面優勢抵銷通脹壓力前提振短期需求。

投資啟示：部署把握廣泛機遇

鑑於固定收益的孳息和估值吸引，更可在多種不同經濟情境下發揮韌性，因此從週期角度來看，我們認為固定收益投資普遍具吸引力。過去兩年地緣政治風險及市場波動加劇，已突顯出這種韌性尤其重要。由於優質債券的孳息已相當吸引，投資者並無需要降低對信貸質素的要求。

歷來與回報密切相關的初始孳息率維持在接近15年來的最高水平，既可帶來吸引的收益，同時提供潛在下行緩衝。隨著通脹持續降溫，通脹調整後孳息依然高企（見圖3）。我們認為，國庫抗通脹債券仍然是價格合理的抗通脹工具，有助抵禦通脹上行風險。

雖然現金收益率仍然高企，但只可短期鎖定，而且可能迅速下降，尤其是在央行開始下調政策利率的時候。對於試圖捕捉再入市時機的投資者來說，如果持有現金的時間過長，就可能錯失良機。

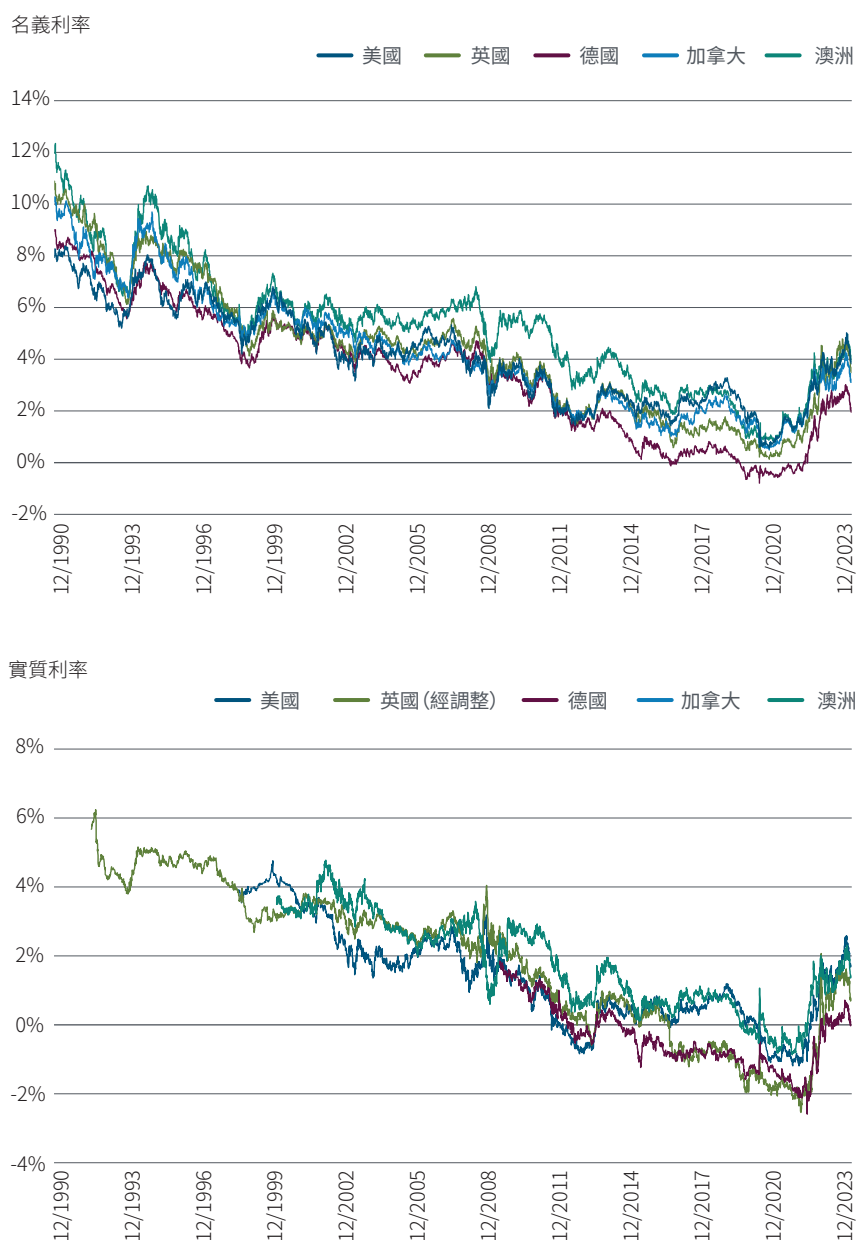
由於現時的孳息曲線異常平坦，投資者無需大幅延長存續期（衡量對利率變動敏感度的指標，而長期債券的敏感度較高）來釋放潛在價值。如果債券市場回升，中期債券有助投資者追求可觀孳息和把握升值潛力，這種情況曾在2023年底出現，亦常見於經濟下行時期。

更對稱的風險

在10月份的週期展望《頂峰之後》，我們認為全球固定收益的孳息顯得吸引，而且相對高於我們預計在週期角度及往後時期常見的水平。在美國帶動下，全球孳息在第三季上漲，我們曾表示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。

在現階段，我們並不認為延長存續期是吸引的戰術交易。最近債券市場回升後，全球孳息已回落至我們的預期區間，加上通脹與增長風險之間的平衡正在發生變化，我們預期將對存續期維持大致中性立場。我們認為，現在這兩種風險已變得更對稱。

圖3：已發展市場的名義和實質10年期利率



資料來源：品浩和彭博，截至2023年12月29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。

如果經濟增長放緩，相信聯儲局及其他央行將有大幅減息的空間。然而，最近由市場帶動的寬鬆金融狀況，在某些情況下已為央行完成不少工作。這種寬鬆狀況，加上消費者及企業表現維持強勁，甚至可能會刺激通脹重燃。

央行溝通、金融狀況和實質經濟表現之間互相影響的循環可能會持續。我們會運用情境規劃作為風險管理程序的一部份，為各種不同的宏觀及市場發展作出部署。

各種發展結果的機遇

我們預期，無論在美國還是全球，財政問題仍將帶來憂慮。由於政府需要為巨額財政赤字提供資金而增加發債，導致市場對債券供應大增感到憂慮，因此長期債券可能會進一步走弱，這種情況曾在夏季末發生。有見及此，我們的投資組合會採取孳息曲線趨向陡峭的部署，對5年期和10年期全球債券持偏高比重配置，並對30年期債券持偏低比重。

處於當前估值，我們仍然認為債券較股票吸引（詳情請參閱我們最新的資產配置展望《債券迎來黃金期》），而固定收益可繼續為投資組合提供相關性及分散投資優勢。債券回報也往往較少依賴正面的經濟情境。

舉例而言，如果當前的經濟狀況持續，從現時的初始孳息水平來看，債券可望實現與股票相若的回報。倘若經濟陷入衰退，債券的表現更可能優於股票。如果通脹重燃，央行需要再次加息，雖然債券和股票都可能備受挑戰，但高水平的初始孳息可為債券提供潛在緩衝。

處於當前估值，我們繼續認為債券具吸引力。

保持專注於流動性和投資組合靈活性，有助我們在增長與通脹風險之間的平衡有所變化時應對事態發展。採取主動型管理，讓我們可更靈活地把握隨時出現的相對價值機會。

全球市場可望表現領先

全球多國央行相對同步地加息後，未來的政策路徑可能更趨分歧。我們仍然認為，全球存續期的表現可望領先美國。這個觀點是建基於美國經濟保持強韌的可能性相對較高，而對利率較敏感的市場（尤其是澳洲、英國和歐元區）則面臨較大下行風險。

我們認為，全球債券市場的機遇比過去十年更加吸引。擁有廣泛全球平台的投資者可涉足多元化的債券投資，把握各種潛在回報來源。

鑑於孳息水平吸引，我們預期會將焦點集中在整體流動性較強的已發展市場。此外，新興市場的本土債券及外債都有潛在投資良機。我們預期將對新興市場外匯持偏高比重，並採用多種融資貨幣，以降低高息差新興市場貨幣與全球風險資產之間的相關性。

聚焦信貸質素

在信貸主導的市場中，我們繼續看好美國機構按揭抵押證券，從而為投資組合提供優質和具流動性的信貸息差。此外，我們亦看好優質的非機構按揭抵押證券、商業按揭抵押證券及資產抵押證券，原因是這些證券的當前估值吸引，而且獲抵押品擔保，因而違約風險較低。

企業信貸方面，我們看好具流動性的信貸指數、優先金融債券，以及優質的投資級別和高孳息債券，同時對質素較低的信貸和經濟敏感度較高的範疇（例如浮息銀行貸款）更趨審慎。

我們現時在公開市場看見的吸引機遇，與私人信貸市場較為微妙的前景形成對比，因借貸環境收緊令企業需要為貸款進行再融資。正如我們在最近發表的文章《私人信貸機遇：在銀行業退出市場之際進場》所述，銀行業正面對流動性限制、監管限制措施及成本結構挑戰，因而紛紛收緊放貸。

我們認為，在私人信貸、商業房地產及銀行貸款等領域中，現存資產與新投資機遇之間存在明顯差別。現存資產面臨加息和經濟放緩等重大挑戰，而目前私人資產的估值與更貼近現實的市場價格水平之間還有一大段距離，尤其是基本因素疲弱的範疇。

與此同時，靈活資本可帶來更吸引的機遇，因為貸款機構受到更多限制，借款人需要創新的解決方案。資產為本貸款可能是最佳的例子：銀行收緊放貸，對不同形式的消費及非消費類貸款造成龐大的流動資金缺口。這種情況在美國尤其明顯，銀行會希望出售資產、減輕未來放貸責任，或完全退出個別業務範疇。

長期下來，這段痛苦的調整時期可望為別具優勢的貸款平台帶來更多機遇，為流動性較低的投資賺取合適的溢價。因此，我們預期將迎來全球金融危機以來私人市場的最佳放貸時期。我們認為，即使企業直接貸款活動暢旺（市場已從2022年中以來大部份息差擴闊中復甦），但市場仍需要大量靈活方案來解決複雜的資本結構問題，當中不少都有潛力在中短期內提供與股票相若的回報。

由於貸款機構受到限制，資產為本貸款的
吸引機遇正日益增多。

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資成果，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。

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。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及令投資組合的回報下跌。**銀行貸款**的流通性通常低於其他類別的債務工具，而且大市及金融狀況均可影響銀行貸款的提前還款，因此將無法準確地就提前還款作出預測。概不保證出售任何有擔保銀行貸款的抵押品套現後，將足以履行借款人的債務責任，亦不保證該抵押品定能套現。**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。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。**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** (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 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。©2024年，品浩。