



長期展望

2021年10月

轉型時代

隨著宏觀經濟格局出現長期的重大轉型，
投資者應該為將要進入陌生地帶做好準備。

摘要

- 與疫情之前的新常態十年比較，全球經濟可能在未來五年經歷更多的不確定性和波動性，而各地增長和通脹亦會出現更大分歧。
- 以下三大趨勢料將推動長期未來的重大轉型：向綠色能源過渡、加快採用新科技，以及更廣泛分享收益的趨向。
- 考慮到目前的初始估值，加上擾亂、分化和分歧的市場前景，各資產類別的長期回報將可能下降，波幅亦會加劇。不過，對於能夠駕馭轉變的主動型投資者來說，市場上將不乏發掘超額回報的良機。
- 短期內，雖然利率因經濟持續復甦而出現上行風險，但長期來說，我們預期利率將保持相對區間波動，可為核心債券配置帶來較低但正數的回報。整體上，我們仍然看好股票，但預期不同地區和行業將出現顯著差異。此外，受疫情危機的影響，我們預期私人信貸和房地產將帶來具吸引力的潛在回報，我們將盡力把握這些機會。

作者：

費約信 (Joachim Fels)
環球經濟顧問

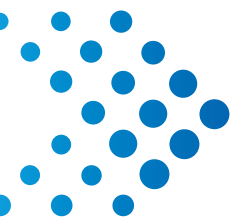
波以斯 (Andrew Balls)
投資總監
環球固定收益

艾達信 (Daniel J. Ivascyn)
集團投資總監

今年9月的長期展望論壇，已是品浩成立50年以來的第40屆。不過，我們並無舉行現場慶祝活動，因為與去年相同，這次論壇也是以網上形式舉行。儘管如此，我們仍廣邀嘉賓講者（見側欄）、品浩全球顧問委員會和內部跨部門主題團隊參加論壇的視像會議。會上，我們的全球投資專家聚焦於未來五年的後疫情時期，深入探討全球經濟、政策、政治和金融市場的前景，並討論它們對投資組合的影響。以下是我們的結論。

論點

在金融危機後至疫情前的新常態十年，經濟錄得低於平均但穩定的增長，通脹低於目標、市場波幅溫和，而且資產回報可觀，但這種新常態正迅速消退，投資者和政策官員將要在長期角度面對一個截然不同的宏觀環境。未來的增長和通脹環境將更加不確定和不平均，為政策官員帶來不少挑戰。在擾亂、分化和分歧的情況下，整體資本市場回報可能較低，而且更加波動。不過，能夠駕馭困境的主動型投資者應可從中發掘超額回報良機。



三大趨勢可能推動全球經濟和市場 出現重大轉型。

初始狀況

因此，今年的長期論點是建基於我們在2020年長期展望《[擾亂因素升級](#)》中提出的主題。我們當時指出，新冠肺炎疫情將加劇和擴大四項重要的長期擾亂因素：中美對立、民粹主義、科技變革和氣候變化。

過去一年的形勢發展已令這些預期進一步增強。中美關係不但持續緊張，在拜登政府領導下更越演越烈。多個國家出現民粹主義和兩極化的趨勢，而封控措施和接種疫苗引發的政治分歧更促使這些趨勢升溫。疫情之下，數碼化和自動化加速發展。另外，全球多處地方出現極端天氣情況亦造成嚴重的人命和經濟損失，而且導致能源市場大幅波動。在論壇上，我們得出的結論是：以上各項長期擾亂因素將在可見未來持續活躍。

長期展望的另一個重要初始狀況是：疫情引發經濟衰退和相關應對政策，已導致公共及私人範疇債務進一步急增。雖則在貸款成本處於或接近歷史低位的情況下，債務水平創新高並不會帶來即時的問題。然而，槓桿率上升將令公共和私人範疇的資產負債表較容易受到負增長和正利率的衝擊，繼而加劇主權和私人借款人被追債的風險。另外，債務水平上升和高度金融化的經濟體（以財富對收入比率量度），可能會局限央行大幅升息而不致引起嚴重經濟困境的能力；我們將於下文討論金融市場主導的主題。

最後但同樣重要的是，疫情已迫使或推動許多人反思其生活方式，以及工作與生活的平衡。雖然現在為時尚早，難以得知人們的偏好會否和如何改變，以及這些變化將持續多久，但我們相信，最終大家對於工作與休閒、在家辦公與回歸辦公室，以及在特定行業或地點工作方面的偏好，將大有可能出現重大轉變。再者，即使疫情結束之後，不少人可能仍會對出外旅遊或參與大型集會感到抗拒，消費模式或會因此永久改變。因此，我們在預測長期經濟結果時會更加步步為營，這亦印證了我們早前提出宏觀環境不確定性將在未來數年升溫的觀點。

長期驅動因素

在討論期間，我們認定有三大趨勢，可能推動全球經濟和市場的重要轉型。

雖然淨零碳世界是令人嚮往的目標， 但實現過程不會一帆風順。

由棕色能源過渡至綠色能源。隨著越來越多選民和消費者關注全球不同地區環境，政府、監管機構和企業正積極加強減碳措施，希望能夠在2050年實現淨零排放。因此，在長期角度和未來多年，投資於可再生能源的私人 and 公共資金將會大大增加。儘管主要的工作將有賴私人範疇去完成，但獲得美國兩黨支持的基建法案和下一代歐盟基金將在未來五年向綠色基礎設施投放巨額開支，以推動過渡進程。

當然，煤炭和石油等棕色能源業的投資減少與資本耗失，可能會局部抵銷私人 and 公共範疇對清潔能源開支的增幅，但應該不會完全抵銷。從中國和歐洲近期發生的事件可見，在過渡期間可能會發生供應中斷和能源價格急升的情況，以致削弱經濟增長和推高通脹。此外，由於轉型過程會造成贏家和輸家，棕色能源業職位流失、碳稅和價格上升、碳邊境調整機制導致進口價格更昂貴，都可能引起政治反對聲音。雖然淨零碳世界是一個令人嚮往的目標，對於經濟和許多方面都會帶來好處，但實現過程不會一帆風順。

加快採用新科技。我們曾在去年的展望中預測，疫情將加速數碼化和自動化的發展。至今可供參考的數據顯示企業的科技開支大幅增加，正好支持這個觀點。借鑒歷史，當投資出現類似的增長時（例如1990年代的美國），生產力亦會同時加速增長。過去一年的發展顯示相同情況可能再次出現，期間生產力大幅上升，而經濟週期性復甦明顯亦發揮作用。對於近期科技投資和生產力增長急升，我們仍要觀察究竟這是一次性現象抑或是一股更強勁趨勢的開始，但至今所見數據確實支持疫情有助加快應用新科技的觀點。

數碼化和自動化將創造新職位，並提升現有職位的生產力，從而帶來更好的整體經濟成果。不過，對於因此而失去工作崗位，以及由於缺乏適合技能而無法從事其他行業的人士來說，這亦會成為擾亂因素。與全球化相同，數碼化和自動化亦有其陰暗面，例如可能加劇不平等現象，或者加強政治光譜兩端對民粹主義政策的支持。

許多政策官員和社會組織都密切關注 日益嚴重的收入和財富不均問題， 並致力創造更共融的經濟增長。

更廣泛分享增長帶來的收益。第三個可能出現的轉型趨勢是政策官員和整體社會更加關注解決日益嚴重的收入和財富不均的問題，並創造更共融的經濟增長。最新例子是中國領導人近期提出的「共同富裕」新焦點，其目標是縮小私人財富和收入的差距。我們撰寫本文時出現了另一個例子：美國民主黨提出的 3.5 萬億美元「軟基建」開支計劃，主要集中於聯邦醫療保險計劃等社會安全網措施，同時亦包括擴大在職家庭子女免稅額、普及學前教育和免費社區大學。雖然即將提交國會審議的一籃子計劃可能明顯縮減規模，但這些轉變勢將在未來數年成為這類政策的「主調」。

與此同時，鑑於投資者越來越重視ESG（環境、社會及管治）因而形成壓力，加上符合自身利益，不少公司都致力改善工作環境、薪酬架構和勞動力多元化。根據非正式資料顯示，很多公司的僱主與僱員關係的權力平衡已開始由前者轉至後者，因而提升員工的議價能力。未來這股趨勢會否持續，或者在科技的幫助下，在家辦公會否最終讓公司把更多工作外判到成本較低的本土和全球地點，從而維持甚至增加僱主的議價能力，目前還須拭目以待。

宏觀啟示

在一個以擾亂因素和干預主義政策為特徵的轉型時代，經濟週期可能會縮短，而波幅則會擴大，各國的表現亦會更加分歧。我們不難想像，隨著勞工密集的綠色投資加速增長，加上各國為了提高韌性而推動供應鏈多元化或回歸本土，全球將會出現一輪投資熱潮；之後可能受到財政政策調節、能源價格衝擊或突如其來的重大監管變化所影響，投資熱潮將會由盛轉衰。

全球將面對更加不確定和不平均的 增長及通脹環境。

由於各種轉型進程速度不一，加上財政政策（通常由選舉週期所主導，而各國的選舉週期各異）將成為主導需求的重要因素，不同地區和國家的週期性差異亦可能擴大。另外，隨著中國加強自給自足，而在人口結構、去槓桿化和減碳等因素的影響之下，其經濟增長可能會在長期時段內進一步放緩，意味著這個推動許多新興和已發展經濟體出口增長的主要引擎，重要性將可能減弱。

在轉型時代，各國的通脹可能會更趨波動，而各地區之間的通脹表現也會更加分歧，與經濟增長的情況類似。我們繼續認為，通脹發生極端情況的機率已經增加，通脹大升和大跌的時期，都更有可能出現。轉型至淨零碳排放及其對碳價的影響，以及去全球化、財政積極主義和央行可能「改變任務」，都會帶來通脹上行風險。另一方面，企業加強運用先進科技提升效率和節省成本，則會形成通脹下行風險。另外，如果經濟受到負增長的衝擊，債務和槓桿水平創新高將增加債務通縮的風險。

考慮到以上各項因素，疫情前十年的新常態，即低於平均但穩定的增長、低於目標的通脹、溫和的波幅和可觀的資產回報，現正迅速消退。展望未來的轉型時代，增長和通脹環境將更加不確定和不平均，為政策官員帶來眾多挑戰。

2021年長期展望論壇 嘉賓講者

Susan Athey

史丹福大學商學院科技經濟學教授

Arminio Fraga

前巴西央行行長

Jason Furman

哈佛大學甘迺迪政府學院Aetna經濟政策實踐教授

李開復

計算機科學家、商人和作家

Meghan O'Sullivan

前美國副國家安全顧問（伊拉克和阿富汗事務）；哈佛大學甘迺迪政府學院
Jeane Kirkpatrick國際事務實踐教授

Alfonso Prat-Gay

前阿根廷財政及公共財政部長；前阿根廷央行行長

Ricardo Reis

倫敦政治經濟學院A.W. Phillips
經濟學教授

Daniel Yergin

能源專家和經濟歷史學家；IHS Markit
副主席

投資結論

在未來五年的轉型時代，我們認為各國內部和各地區之間的經濟增長和通脹前景將更加不確定。在充滿擾亂因素和分歧的環境下，投資者將面對一個遠較過去十年新常態時期更艱難的局面。不過，我們亦相信，準備就緒的主動型投資者將能夠在這個波幅可能較高，而且極端情況可能有較大機會發生的時期，發掘超額回報良機。

宏觀經濟和市場波幅上升，很大可能意味著固定收益和股票市場的回報會較低。現時的初始估值，包括偏低的實質和名義債券孳息，以及處於歷史高位的股票市盈率，都加強了上述的預期。

央行干預宏觀經濟的措施，已間接導致資產價格上漲。雖然已發展國家為應對疫情危機而推行的貨幣和財政政策有助避免經濟出現最壞結果，但可能使金融市場在中期變得脆弱。鑑於全球公共和私人債務水平上升，容許誤差的空間減少，投資者應更加注重保本。

**我們的基線預測認為央行利率將維持偏低，
有助穩定全球固定收益市場。**

低息之路

我們認為，驅動中性政策利率下跌的長期因素仍然存在，包括人口結構、儲蓄與投資的平衡，以及高負債水平。儘管未來數年的投資和生產力可能上升，從而推高中性利率，但家庭的預防性儲蓄也可能增加，局部或全面抵銷這些壓力。增長和通脹前景不確定，意味著長期時段內的政策利率會有多種不同發展的可能性。然

而，我們的基線預測仍然認為中性政策利率將保持偏低，而且由於金融市場對利率升高表現敏感，一些央行在上個週期已明顯偏離其利率下限，以致下個週期的終端利率將可能會較低。

我們可以參考聯儲局的例子：聯儲局曾在2018年底把聯邦基金利率上調到2.25%至2.5%的目標範圍，而且當時認為還有加息空間。不過，金融市場受創迫使聯儲局改變政策方向，在2019年把目標利率下降到1.5%至1.75%，而當時尚未出現疫情和隨後的應急行動。金融市場主導可能再次令聯儲局和其他央行難以在未來五年大幅收緊政策。如果通脹上升的風險成為事實，央行將會難以作出抉擇，波幅也會趨升，同時為主動型投資者帶來機會。

我們的基線預測認為央行利率將維持偏低，有助穩定全球固定收益市場。正如過去一年所見，由於後疫情環境帶來不確定性，決策官員和市場人士在作出決策時，也會對經濟增長和通脹前景時而樂觀、時而悲觀。

**債券應能繼續為整體資產配置組合帶來
分散投資的效益。**

已發展國家市場的實質孳息偏低，甚至處於負水平。部份核心歐元區市場和日本的名義孳息也偏低，同樣為負水平。我們預計市場將大致穩定，核心債券配置將錄得較低但正數的回報。短期內，雖然利率因經濟持續復甦而出現上行風險，但長期來說，我們預期利率將保持相對區間波動。

我們預期債券將繼續為整體資產配置帶來分散投資的效益。雖然各資產類別的預期回報溫和，但部份市場的債券可能取得優於股票的表現，特別是以每單位波幅的回報計算時（參閱更多有關低息環境的債券投資分析。）儘管我們的基線預測並不認為高通脹將會持續，但我們仍然相信美國國庫抗通脹債券、商品和其他實質資產將有助對沖通脹風險。

我們預計會在新興市場發掘投資良機， 並將致力把握其廣闊的機會。

新興市場和已發展市場

我們預期，投資環境將會受到宏觀趨勢、擾亂因素和驅動因素影響，加上負債水平升高，因而導致不同地區、國家和行業之間的表現出現明顯差異。宏觀表現分歧將帶來贏家和輸家。亞洲方面，雖然中國增長放緩和地緣政治緊張局勢持續帶來風險，但增長加強及資本市場發展的前景，可望帶來良好投資機會。較廣泛而言，即使部份新興市場國家面對艱難的長期環境，但新興市場投資的關鍵向來都是把握廣闊的機會，而不是被動地追蹤大市回報，而我們預計會在新興市場發掘非常可觀的機會。（[更深入瞭解品浩的新興市場投資策略](#)。）

已發展市場方面，鑑於央行政策利率處於低水平，我們預期財政政策將會在經濟疲弱時期成為更重要的動力。雖然我們並不認為疫情最嚴峻期間的「戰時狀態」會重演，但相比央行獨挑大旗的新常態時期，往後當經濟出現週期性衰退時，相信當局將會更積極運用財政政策幫助提振經濟。

美國和其他英語國家可能較歐元區國家更樂意和有能力運用財政槓桿，因為後者涉及多個不同財政機關採取單一貨幣單位，其結構較為複雜。儘管歐元區已避過主權危機，亦似乎未必會在疫情引發經濟衰退後迫使財力較弱的成員國實行緊縮措施，但德國及其北部鄰國可能會維持保守的財政方針，即使其借貸成本已經甚低或處於負水平。

雖然如此，歐元區應對疫情的措施，以及成立下一代歐盟基金為推動疫後復甦提供共同歐盟融資，增加了將來在經濟不振時期繼續推出共同財政支援計劃的機會，亦可以為歐盟的環保目標提供資金。這是歐盟首次以共同融資的方式，透過資助和貸款提供跨境撥款。歐洲的政治環境仍會帶來不確定因素和潛在壓力，特別是意大利的管治情況，而意大利債券市場的系統重要性更是不容忽視。不過，歐元區的前景至少會較為穩定，我們會把握當中的投資機會。

半導體、工廠自動化和綠色能源與出行供應商，都可望受益於長期趨勢。

ESG（環境、社會及管治）

由棕色能源過渡至綠色能源、加快採用新科技，以及供應鏈和消費者偏好在疫情後出現改變，都會造成各種贏家和輸家，也進一步突顯在企業債券市場採取主動管理的重要性。環境監管轉變將構成不確定和複雜因素，同時也會創造機會。一些債務水平偏高的國家或企業，可能會在由棕色能源過渡至綠色能源的過程中處於劣勢，尤其值得關注。我們認為各種投資策略也應考慮ESG因素，而不僅限於專門的ESG和氣候投資組合，而我們會致力在這個範疇提供優質投資流程和客戶服務。（見「[長期焦點](#)」）

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。

資產類別評估

在央行持續提供支持措施，而當局可能在經濟轉差時採取逆週期財政政策，以及實質利率處於負數或偏低的环境下，我們的資產配置投資組合將繼續看好股票。正如上文指出，由於數碼化和自動化趨勢，加上推動環保方案應用，經過多年的投資不足之後，疫後復甦已加強實體基建投資的需要。過去十年是由軟件主導，而未來十年將更大程度以相關趨勢的硬件投資為重心。對於不同國家和行業，以及從選股層面來說，識別差異和分辨復甦過程的贏家與輸家，將會成為關鍵的投資主題。具體而言，我們相信半導體製造商、工廠自動化設備供應商和綠色能源與出行供應商將從中受益，而這些行業將會成為我們投資組合建構的重要部份。

我們會在私人信貸、房地產和個別發展中資本市場 尋找投資機會，以把握低流動性溢價。

在轉型時代，由於實質利率和名義利率可能維持在偏低水平，傳統固定收益策略可考慮以靈活方針擴大投資機遇，致力全面把握環球投資機會。另外，在符合客戶需要和期望的情況下，我們還會放眼傳統固定收益市場以外的另類投資，包括運用私人信貸和發展中的全球資本市場。

我們認為房地產和另類信貸可以提供具吸引力的潛在收益，而品浩的業務之中將會繼續投資於這些領域。（見「長期焦點」）

量化投資實力和科技，將會成為所有資產經理都不容忽視的重要發展。我們會繼續建立這些實力，提供專門量化策略以滿足客戶需要，同時為投資流程提供觀點和支持，致力為客戶投資組合創造超額回報和有效管理風險。

長期焦點

ESG 的機遇和趨勢

在論壇上，我們探討了能源轉型帶來的宏觀經濟和地緣政治因素，以及ESG投資的監管發展。

2016年的《巴黎協定》訂立了攝氏1.5至2.0度的全球暖化上限，但至今各國距離目標尚遠。與減碳相關的承諾和目標的確大幅增加，但達成目標所需要的行動仍然不足。

另外，達成這些目標需要大量資本（政治、金融和人力），有可能對全球經濟構成重大干擾。公共和私人機構將會投放龐大資本於具有商業潛力的靈活解決方案，多個資產類別將因此而展現投資機遇。政府和投資者把資本重新分配到較潔淨的能源來源，雖然可帶來長期效益，但亦可能在能源轉型期間構成短期市場錯位。

化石燃料需求見頂的趨勢，加上燃料勘探和生產面對監管收緊和ESG壓力，也令能源價格在長期波動的風險增加，可能為通脹帶來廣泛的上行壓力。

另一方面，由於潔淨能源技術所需要的相關礦物和原材料集中於個別來源，導致市場過分依賴若干國家和供應鏈，企業必須在分散供應與及早實現潔淨能源目標之間作出取捨。假設各國共同努

力達成遠低於攝氏2度的全球暖化目標，意味著潔淨能源技術對礦物的需求將會在2040年前增加四倍。全球如何確保新舊能源的供求保持相對平衡，對維持金融市場穩定和政策官員的信心將至為重要。

現時已有更多地方透過各種監管措施加強對氣候披露的要求，而且越來越多投資者認為氣候是推動投資表現的重要因素。長期而言，適應和緩減氣候變化可能成為政策官員和監管機構的主要焦點。碳定價和碳邊境調整機制等概念，將會繼續在多個經濟體凝聚動力。雖然碳定價政策在美國聯邦政府層面推行的可能性不高，但個別州政府將繼續在其司法管轄區內推進有關政策，並帶來明顯影響力。

整體而言，能源轉型將涉及歷史性規模的資本投放。對於投資者來說，衡量能源轉型直接帶來的風險和機遇，或間接對各資產類別造成的影響，都會越來越重要。品浩致力與政策官員和國際機構持續互動協作，以幫助發展最佳框架、工具和解決方案，讓投資者能夠在這個瞬息萬變的領域分析風險和機遇。

[按此進一步瞭解品浩的ESG投資策略。](#)

私人信貸的機遇

私人信貸仍然是相對具吸引力的領域，投資者可致力把握當中的低流動性和複雜性溢價，創造比公開市場相對可觀的經風險調整回報。我們亦留意到，由於全球投資者追求收益，因而在私人借貸市場的個別領域形成龐大資本，可能導致估值上升和借貸條款轉弱。在私募基金發起人主導的中間市場企業貸款範疇，上述情況可能最為明顯。

在這環境下，對比由私募基金向中間市場企業提供的較傳統貸款，我們預期會在企業資本方案和其他較複雜的資產基礎借貸範疇，發掘可觀的經風險調整回報。疫情的挑戰對眾多企業的業務模式和財政狀況構成重大壓力，導致目前不少借款人的資本結構非常複雜和槓桿水平偏高。基於不少借款人的特定需要，上述情況已為私人貸款人帶來機遇。這些機遇通常來自優先貸款，

但一些能夠爭取有利條款的次級資本或結構性股本投資亦不乏機會，這些投資不但有助緩解潛在下行風險，而且具備類似股票的上行潛力。

我們亦預期住宅按揭貸款和專門融資市場可提供豐富的機遇，投資者可望受惠於強勁的資產覆蓋率、借款人多元化及／或收益流與傳統信貸市場相關性較低。儘管若干較優質住宅信貸領域的收益率受壓，我們應可繼續在美國和個別歐洲地區物色投資舊有貸款組合的機遇，並且為最終投資者發起信貸條款結構良好的新貸款。專門融資方面，我們預期較優質的消費信貸將會繼續展現機遇，而資產基礎融資包括運輸、知識產權和舊有貸款組合，亦將不乏機會。

商業房地產的機遇

新冠疫情為全球商業房地產市場帶來重大影響，導致不同房地產類別表現分歧。除了這些重大轉變，投資者亦正密切注視多項長期趨勢，包括全球城鎮化、發展中國家的中產階級崛起、房屋供應短缺、電子商貿加速和生命科學進步。

展望長期前景，我們認為以下主題將會帶動全球商業房地產的機遇：

- 市場從新冠疫情造成的亂局中復甦，並以全球酒店和辦公室行業最為明顯
- 受惠於長期趨勢加速的行業，包括工業和住宅；以及其他新興獨特行業，例如數據中心和另類房屋
- 長期壓力擴大，新冠疫情導致零售市道和歐洲不良貸款受壓，並可能在2022年及以後加劇

由於商業房地產可提供廣泛的機遇，我們預期可從中發掘許多不同風險水平的豐富投資機會。對於追求收益的投資者來說，受惠於上述趨勢的核心和核心增值資產可望提供相對傳統固定收益和信貸資產具吸引力的經風險調整收益率。另外，交易量增加、重新配置資產的資本需要及監管環境因素，都可能為優先商業房地產貸款人創造具吸引力的機遇。

至於機會型和增值型投資者，則可留意隨著經濟持續復甦而可能出現的收購或重整資產機遇。具體而言，為了迎合未來房地產發展，並納入ESG因素，目前許多企業都有重新配置和發展資產的重大需要。另一方面，由於負債水平偏高，我們預期金融機構將會加快推行修補資產負債表的措施，並大舉出售以商業房地產資產抵押的非核心、準不良和不良貸款。

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。**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。**股票**價值可能因實質及認知的一般市場、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。**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。**按揭及資產抵押證券**可能對利率變動敏感，或須承受提早還款風險，而其價值或會因市場對發行人信譽的觀感而波動。儘管有關證券一般獲某些形式的政府或私人擔保支持，但並不保證私人擔保人將履行其責任。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。**私人信貸及股權策略**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，即無需有關投資具備流動性，並能承受經濟風險，包括可能損失全數投資。**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。

品浩銳意將**環境、社會及管治 (以下簡稱為「ESG」)** 因素與廣泛研究程序融合，與發行人就可持續發展因素和氣候變化投資分析進行互動協作。根據品浩的定義，融入ESG因素是指在我們的投資研究程序中持續考慮重大的ESG因素，這包括但不限於氣候變化風險、多元化、共融及社會平等、監管風險、人力資本管理和其他因素。詳情請參閱品浩的環境、社會及管治 (ESG) 投資政策聲明。

環境、社會及管治 (ESG) 投資屬於質化及主觀性質，而且概不保證品浩使用的因素或所作的判斷將反映任何特定投資者的意見。品浩使用的因素可能有別於任何特定投資者認為在評估發行人ESG實務措施時相關的因素。在評估發行人時，品浩會依賴透過自願或第三方報告獲取的訊息及數據，這些訊息及數據可能不完整、不準確或無法使用，或表達與發行人相關的矛盾訊息及數據。以上每種情況均可能導致品浩未能正確地評估發行人在ESG實務措施方面的業務操作。社會責任的準則因地區而有所差異。發行人的ESG實務措施或品浩對發行人ESG實務措施的評估可能隨著時間而改變。概不保證所用的ESG投資策略或技巧將會成功。過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

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。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。

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；相對於基準指數的超額回報稱為阿爾法值。**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。

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。©2021 年，品浩。