

## 債券迎來黃金期

在我們的2024年投資展望，債券在眾多資產類別之中脫穎而出。與股票比較，債券前景亮麗和表現強韌，也可發揮分散投資的優勢，而且估值更具吸引力。

作者



Erin Browne  
投資組合經理  
資產配置



Geraldine Sundstrom  
投資組合經理  
資產配置



Emmanuel Sharef  
投資組合經理  
資產配置及多元實質資產

### 概覽

- 在多元資產投資組合之中，我們強烈看好固定收益。考慮到當前估值，以及經濟增長面對挑戰和通脹下降的前景，我們認為債券相對股票的吸引力已達到罕見水平。因應宏觀和市場風險，我們亦會致力保持投資組合的靈活性。
- 處於當前孳息水平，存續期的價值具吸引力，而我們對美國、澳洲、加拿大、英國和歐洲維持偏長存續期配置。信貸方面，我們看好按揭抵押資產和個別證券化債券。
- 整體來說，我們對股票保持中性立場；多項指標均反映股票估值偏高，但假以時日應會重返較合理的水平。主動型方針有助我們在表現參差的股市中對準機遇，而我們會聚焦於質素和長期韌性。

全球經濟前景、市場估值和資產類別基本因素，都支持我們看好固定收益。相對於股票，今日的債券是罕有地如此具吸引力。過去數年通脹高企和利率上升的動盪環境為投資組合帶來挑戰，雖然許多地區的增長仍然受阻，但2024年股票和債券市場都可能回復較傳統的走勢模式。

在此環境下，債券看來已蓄勢待發，而股票市場則因為估值普遍偏高，未來的經風險調整回報或會較低（但仍屬正數）。鑑於宏觀經濟和地緣政治前景仍面臨風險，保持靈活的投資組合仍至關重要。

### 宏觀前景顯示股票與債券將重現反向關係

在品浩最近的**週期展望**《頂峰之後》，我們的基線展望認為，隨著財政支持措施結束及貨幣政策（經過典型的滯後效應之後）發揮作用，明年已發展市場的經濟增長可能放緩，而部份地區甚至有收縮的潛在風險。我們的商業週期模型顯示，美國經濟現時處於「週期後段」的概率為77%，而在一年內步入衰退的概率約為50%。

我們認為，經濟增長可能已經見頂，但通脹亦可能如是。隨著物價水平在2024年越趨接近央行目標，債券和股票應會重現較傳統的反向關係（即負相關性），意味當股票受壓時，債券往往造好，反之亦然。目前的宏觀經濟預測利好債券多於股票：在這種「頂峰之後」的環境下，美國國庫券過往通常能夠提供可觀的經風險調整回報，而股票則面對更大挑戰。

### 估值和當前水平可能對固定收益十分有利

歷史上，債券孳息或股票估值的起始水平往往可預示未來回報，雖則這並非完全準確的指標。圖1顯示，現時優質債券所處的孳息水平，在過去可為債券帶來長期出色表現（隨後5年通常達到5%至7.5%）；而現時股票的經週期調整市盈率（CAPE）水平，則往往與股票的長期遜色表示有關。此外，從較緊密（即較為「常態」）的回報分佈可見，債券提供的回報也比股票更持續穩定。這正好突顯出固定收益的優勢。

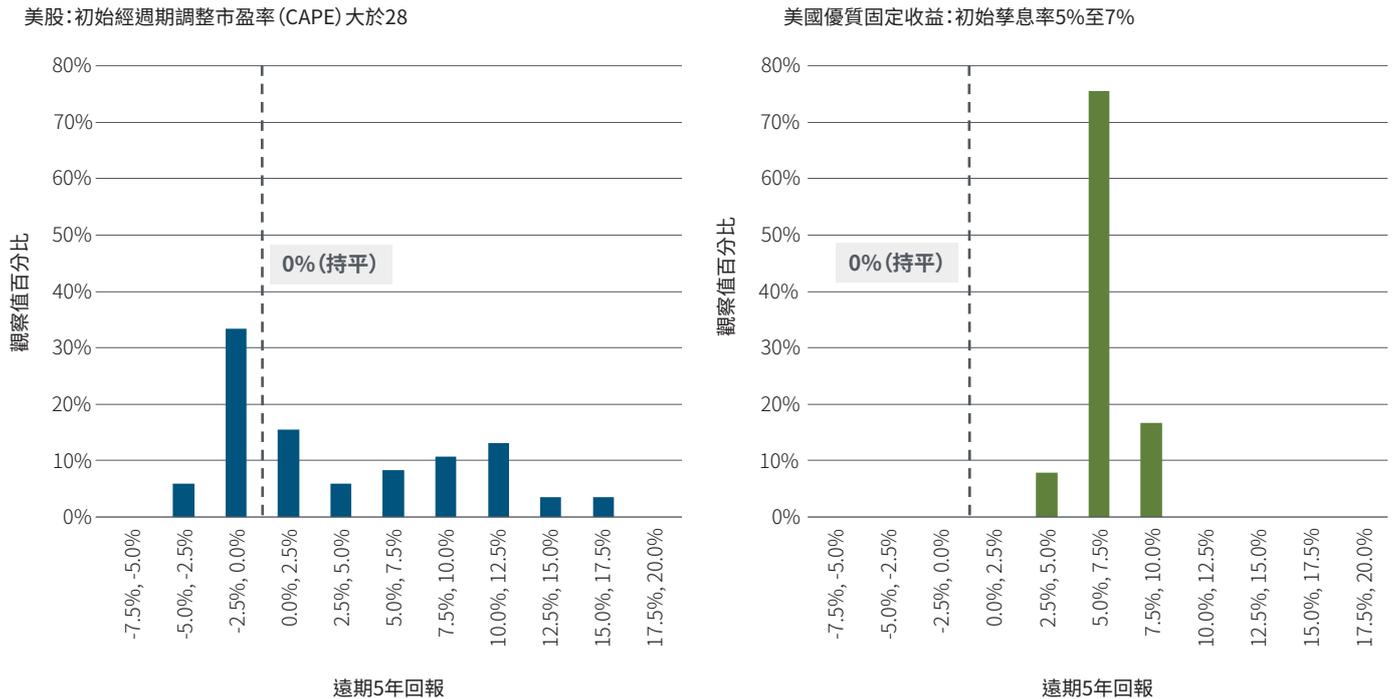
細看歷史數據，我們發現在過去一個世紀，美國股票比債券更昂貴的情況寥寥可數——例如在經濟大蕭條和科網股泡沫爆破期間。股票風險溢價（ERP）是其中一個量度債券與股票相對估值的常見方法（計算股票風險溢價的方法有許多，我們在本文使用標準普爾500指數市盈率的反向減10年期美國國庫券孳息）。現時股票風險溢價僅略高於1%，是2007年以來的最低水平（見圖2）。回顧歷史，股票相對債券的估值不大可能維持在如此昂貴的水平，因此我們認為現在可能是資產配置投資組合考慮對固定收益持偏高比重的上佳時機。

不僅是相對於債券而言，即使以絕對值看來，現水平市盈率亦反映股票（尤其是美股）顯得昂貴。

過去20年，標準普爾500指數的未來12個月市盈率估值平均為15.4倍。現時的未來12個月市盈率为18.1倍，估值明顯較高。這項估值已反映未來一年每股盈利（EPS）增長達12%的預測，考慮到經濟面臨放緩的環境，我們認為這是異常高的估算。如果我們假設2024年每股盈利增長是7%的較正常水平，現時標準普爾指數

### 圖1：由此展望後市，起始水平有利固定收益多於股票

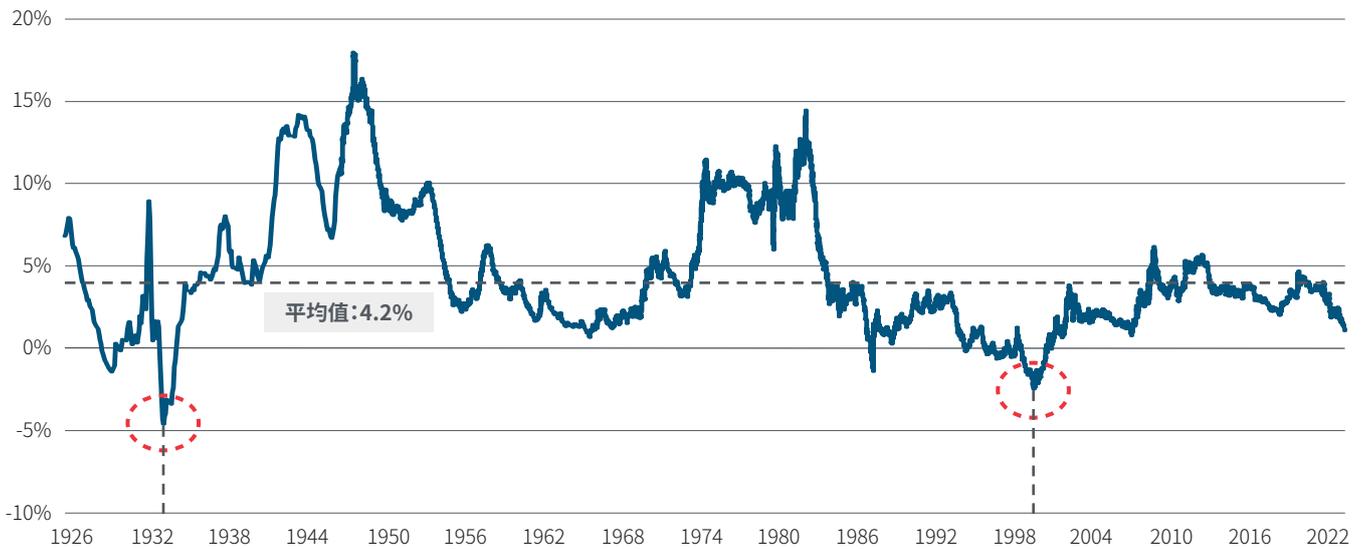
與現時相似的狀況下各資產類別的歷史遠期回報分佈



資料來源：彭博、巴克萊實時數據（1976年1月至2023年9月）、品浩計算。「與現時相似的狀況」是指標準普爾500指數的經週期調整市盈率大於或等於28，而彭博美國綜合指數的最低孳息率處於5%至7%的區間。

圖2:美國股票相對債券顯得昂貴

標準普爾500指數股票風險溢價(ERP), 1926-2023



資料來源: 彭博、品浩計算, 截至2023年10月13日。股票風險溢價(ERP)的計算方法是標準普爾500指數(或1957年之前的標準普爾90指數)的10年期經週期調整盈利收益率減10年期美國國庫券實質孳息。

的估值甚至會更高, 未來12個月市盈率為18.6倍; 如果較保守地假設2024年每股盈利增長為0%, 則現時估值更會升至19.2倍。我們認為, 如果實際上的每股盈利只是持平, 這種極端水平將可能導致估值收縮(即使盈利持平, 股價亦會下跌)。

然而, 我們注意到股票市場存在重大差異: 倘若我們在計算時剔除七家最大科技公司, 標準普爾指數其他股票的估值其實接近長期平均水平, 未來12個月市盈率為15.6倍。這種差異性可提供具吸引力的機遇, 讓投資者可透過主動型管理締造超額回報。

整體而言, 我們認為目前較樂觀的盈利預期可能會在經濟放緩的情況下落空, 加上大部份市場都估值偏高, 投資者宜對股票採取審慎的中性立場, 並著眼於優質企業和相對價值機會。

### 股票基本因素支持採取審慎立場

我們的模型顯示, 相對企業信貸投資者, 股票投資者似乎對經濟抱持較樂觀的看法。我們使用股票風險溢價、每股盈利和信貸違約掉期指數(CDX) 差距, 來估計不同資產類別的引伸衰退概率, 計算方法是將現時水平與典型衰退環境進行比較。標準普爾500指數(透過ERP和EPS差距) 目前反映經濟衰退的可能性為14%, 明顯低於高孳息信貸引伸估算的42%(透過CDX)。

標準普爾500指數的市場共識盈利和銷售預測都突顯這種樂觀情緒, 市場預期經濟將重新加快增長而非放緩(見圖3)。我們擔心這些股票盈利預測和估值可能已經和我們的宏觀展望脫節, 進一步支持我們對股票這資產類別持審慎立場。

圖3:共識銷售預測反映市場對美股展望樂觀

美國名義國內生產總值對比標準普爾500指數銷售增長(實際和預測)



資料來源:美國經濟分析局、Haver Analytics、高盛、品浩。實際和預測(從下而上的市場共識)標準普爾500指數銷售增長截至2023年10月,來自高盛。美國實際名義國內生產總值增長數據來自美國經濟分析局及Haver Analytics,預測來自品浩計算,使用品浩的美國實質國內生產總值預測和基於美國國庫抗通脹債券市場的市場引伸美國消費物價指數。國內生產總值數據及預測截至2023年11月3日。預測以虛線表示。

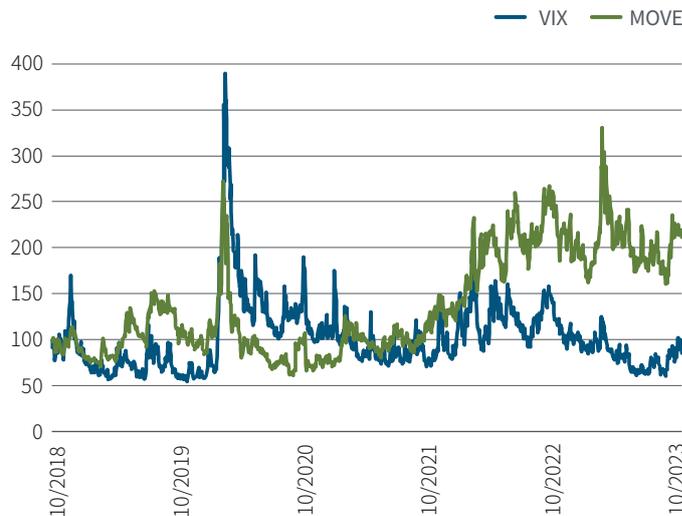
### 管理宏觀基線預測所面對的風險

我們明白到增長和通脹放緩的展望所面對的風險。美國的強韌經濟或許能夠避過衰退,但亦可能推動增長過熱和通脹加快,促使聯儲局進一步收緊貨幣政策。另一方面,經濟亦有可能出現硬著陸,增長和通脹都急劇下降。

考慮到這些風險情境,我們認為採取對沖和保留選擇空間是審慎之舉,而且現時管理波幅(尤其是股票)的成本不高(見圖4)。舉例說,我們看好的其中一種策略是「反向海鷗」,即透過出售認購期權,為跨價認沽期權提供資金。

圖4:股票對比固定收益波幅相對偏低,造就價格吸引的對沖工具

股票和固定收益波幅(重訂基數為100)



資料來源:彭博數據,2018年10月至2023年10月。VIX是芝加哥期權交易所波幅指數,用作量度標準普爾500指數的波幅。MOVE是洲際交易所美國銀行MOVE指數,用作量度固定收益市場的波幅。兩項指標均於2018年10月重訂基數為100。

### 面對不確定性加劇的投資主題

在多元資產投資組合中,我們認為固定收益的投資理據十分吸引,但亦會審視廣泛的投資機會。我們會因應各種不同的宏觀經濟和市場發展作好部署,並強調多元化、質素和靈活性。

### 存續期:優質機會

單獨看來,現時的初始孳息已支持我們看好固定收益;再與股票估值比較的話,我們的看法就更加堅定。固定收益不但回報潛力吸引,而且有助在經濟低迷時期為投資組合提供緩衝。考慮到不明朗的宏觀環境,我們會主動管理和分散存續期配置,並聚焦於優質和強韌的孳息來源。

美國中期存續期尤其別具吸引力。此外，我們認為澳洲、加拿大、英國和歐洲都可提供投資良機。澳洲和加拿大通常對利率較敏感，因為大部份業主的貸款都是浮息按揭。至於英國和歐洲，最近的宏觀數據反映兩者可能較美國更接近衰退。這些地區的央行政策可能會各有不同，我們將密切關注其資產負債表的債券持有量，以了解對利率和相關配置的潛在影響。

在新興市場，我們對信貸質素高、實質利率高、估值和回報潛力吸引的國家維持偏長的存續期配置。巴西和墨西哥的通脹進一步放緩，實質利率明顯較高，對我們而言尤其吸引。

相反，我們對日本持偏短的存續期配置，隨著通脹升溫，日本可能會大幅收緊貨幣政策。

儘管目前的現金利率已比過去一段長時間更具吸引力，我們仍會著眼於較長年期的債券，致力在中期內鎖定孳息和穩定投資組合。借鑑歷史，存續期投資有跑贏現金的巨大潛力，尤其是在目前的貨幣政策週期階段。

## 股票：相對價值是關鍵

雖然標準普爾500指數的整體估值顯得昂貴，但我們認為市場上仍有採取差異化策略和主題交易的機會。從宏觀角度來看，強韌的經濟（例如暢旺的美國消費）亦可能會對股市構成比我們目前預期更大的支持。因此，我們的多元資產投資組合對股票持中性立場。主動型投資方針有助發掘潛在贏家。

在不明朗時期，我們傾向投資優質股票。根據往績，質素因子在商業週期後段是具吸引力的選項（見圖5）。在整體中立的股票配置當中，我們對美國股票（標準普爾500指數）持偏高比重，因美股較其他地區（尤其是新興市場）股票呈現較優質的特徵。此外，歐洲的經濟增長可能較美國面臨更大挑戰，因此我們對當地股市持偏低比重，即使其估值更具吸引力。

我們亦看好獲財政措施支持，可望受惠於長週期項目和強大長期利好因素的行業。舉例說，美國《降通脹法案》將為許多潔淨能源行業（氫能、太陽能、風能）提供重大的稅務優惠。

在股票配置的短倉方面，我們聚焦於對利率表現敏感的行業，特別是房屋建築商等週期性消費業。汽車業亦可能受利率長期偏高所拖累；隨著供應回復正常，我們認為需求將難以跟上。

圖5：優質股在商業週期後段提供吸引的經風險調整回報潛力

1984年至今各種股票因子在不同商業週期階段的夏普比率

階段	價值	質素	動能	規模	低波幅	低貝他值
擴張期初段	0.80	(0.05)	(0.04)	0.69	(0.22)	(0.39)
擴張期中段	0.16	0.52	(0.02)	(0.02)	0.16	0.15
<b>擴張期末段</b>	<b>(0.06)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.05)</b>
衰退期初段	(1.68)	2.17	1.70	(1.02)	1.69	1.45
衰退期中段	1.43	1.40	(0.36)	0.76	1.76	0.86
衰退期末段	0.59	0.04	(1.85)	2.43	(1.56)	(1.91)
<b>週期平均值</b>	<b>0.28</b>	<b>0.53</b>	<b>0.11</b>	<b>0.19</b>	<b>0.04</b>	<b>(0.07)</b>

資料來源：品浩、Compustat、美國國家經濟研究局，截至2023年10月24日。夏普比率是量度經風險調整回報的常用指標，使用1984年以來的標準普爾500指數數據計算，並基於Fama-French對價值、質素、規模和動能的定義。衰退期及擴張期以美國國家經濟研究局的定義為準，初段為第一個三分之一，中段為第二個三分之一，末段為最後三分之一。

## 信貸及證券化資產

在信貸領域，我們看好具韌性的投資，並著重相對價值機會。我們對企業信貸保持審慎，但主動聚焦於個別行業有助緩解經濟低迷時期的風險。我們對質素較低的浮息企業信貸持偏低比重，例如銀行貸款和部份私人資產，因這些資產仍最易受到高息影響，而且已呈現受壓跡象。

有別於企業信貸，按揭和證券化債券現提供可觀的息差。我們有高比重配置於美國機構按揭抵押證券，因這些證券質素高、具流動性，而且估值別具吸引力（見圖6）。我們亦留意到個別優先級證券化資產的價值，例如貸款抵押證券和按揭抵押債券。

圖6:按揭抵押證券投資提供吸引的息差

美國機構按揭抵押證券波幅調整後息差



資料來源：彭博、品浩，截至2023年9月30日。「1倍昂貴」和「1倍便宜」是指平均期權調整後息差加減1個標準差。「2倍昂貴」和「2倍便宜」是指平均期權調整後息差加減2個標準差。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。

## 重點結論

綜觀各資產類別，債券可望脫穎而出，不僅是因為投資前景受到基線宏觀展望支持，加上債券本身具有韌性和有助分散投資，而且在估值方面有明顯優勢。考慮到估值高昂的股票市場所面對的風險，現時配置優質固定收益的理據已很充份。

**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。**匯率**可能在短期內大幅波動及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。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。**高孳息及評級較低的證券**涉及的風險高於評級較高的證券。投資於前者的投資組合可能較不投資於前者的投資組合承受較高的信貸及流動性風險。**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。**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。**銀行貸款**的流通性一般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。**多元化投資**不確保沒有損失。

各指數或證券互相之間或與通脹之間的相關性乃根據特定時期的數據計算。該等相關性在未來或不同時期可能顯著有別，因而導致更大的波幅。

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。

**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。

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，介乎AAA、Aaa或AAA (最高) 至D、C或D (最低) 不等。

PIMCO並不提供法律或稅務意見。有關個別稅務或法律問題及疑慮，請諮詢閣下的稅務及／或法律顧問。

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。

文內所述的發行人為品浩視作廣為人熟悉並屬於指定債券類別的發行人例子。有關特定發行人的提述，不擬作為且不應詮釋為買賣或持有該等發行人的證券之推薦。品浩的產品及策略可持有或不持有所述發行人的證券，而即使持有該等證券，亦不代表將會繼續持有該等證券。

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。