



週期展望

2023 年 1 月

# 市場承壓 債券強勁

收益具吸引力的強韌資產有助投資組合在2023年保持重心，我們預期年內通脹可望降溫，央行將維持政策平穩，而經濟將會步入衰退。



**作者：**

**Tiffany Wilding**  
董事總經理  
經濟師

**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

**摘要**

- 已發展市場的金融狀況收緊將有助通脹降溫，但亦可能引發經濟衰退，雖然衰退程度應屬溫和，但由於失業率勢將上升，過程仍會帶來痛苦。
- 債券正重新展現吸引力，在我們的同心圓投資框架之中，核心優質資產的孳息改善，而且預期波幅下降。
- 我們對經濟敏感度較高的金融市場領域保持審慎，而隨著利率上升，股票的吸引力已減弱。

經歷充滿各種困難的2022年之後，投資者應可在未來一年把握更多機遇，即使環球經濟將面臨逆境。

隨著央行繼續抗擊通脹，我們預期已發展市場將在2023年步入溫和衰退，但仍存在不確定性。去年12月，品浩在美國新港灘舉行週期展望論壇，探討了上述及其他因素，最後總結出2023年三大關鍵經濟主題，下一節將檢視相關重點。

在經濟衰退的環境下，股票和質素較低的企業信貸等高風險資產均可能面對更嚴峻挑戰。不過，我們相信經過2022年金融市場重新定價後，其他資產類別的回報前景已有所改善，尤其是債券。我們將聚焦於目前孳息較以往數年具吸引力的優質固定收益範疇。

根據我們的同心圓投資框架，越遠離圓心，風險越高，因此我們會在2023年優先投資於最接近同心圓核心的資產。我們會聚焦於有助抵禦經濟進一步顯著下行的資產，致力鞏固投資組合的韌性，而不會為了追求豐厚回報而貿然提高風險水平。換言之，我們預期經濟將溫和衰退，但會未雨綢繆，提防衰退可能加深。



# 經濟展望： 等待衰退來臨

自從我們在10月發表週期展望《[逆風前行](#)》以來，經濟活動表現較預期強韌，但通脹仍然居高不下。然而，隨著銀行收緊信貸條件，工業訂單萎縮，而且消費者耗盡龐大積蓄，反映商界領袖和採購經理看法的統計調查顯示經濟展望已經惡化。此外，央行推高市場對政策利率水平的預期，而且付諸實際加息行動，導致金融狀況持續緊縮。

因此，已發展市場仍有可能在未來12個月出現一定程度的衰退。然而，有別於其他發生在現代的經濟衰退，之前央行加息是為了防範通脹，因而觸發廣泛市場受壓，但今次的經濟衰退和失業率攀升，卻可能是央行致力壓低通脹重回目標水平的代價。根據我們的基線預測，**2023年將步入溫和衰退**，但我們會作好準備，應對可能出現的各種發展情況。

展望2023年，我們將著眼於三大主題：

## 1. 通脹有望降溫，而通脹展望所面對的風險已變得較為平衡。

疫情和俄烏戰爭曾先後引致供應受限制，加上救市措施刺激需求急增，而且單位勞工成本加速上升，這些因素都在早前一段時間推高通脹。不過，目前大部份物價調整似乎已經過去，央行政策亦不再帶來助力，部份通脹應會逐漸回落。

舉例來說，在2022年，美國二手車和全球能源價格分別上漲40%和50%，為美國整體通脹貢獻4個百分點。我們認為，只要這些物價回穩，美國整體消費物價指數通脹或可在相對短時間內由約8%回落至4%（年率化）。



然而，由4%降至2%則需要更多時間，因為一些「較具黏性」的類別可能回落得較慢（見圖1）。已發展市場的勞工市場緊張，已推高工資和單位勞工成本通脹。住房和租金通脹也預期只會逐步降溫。

圖1：黏性通脹指標接近見頂



資料來源：Haver Analytics及品浩的計算，截至2022年10月。「黏性」物價籃子的建構使用各個國家／地區自2012年至2019年期間波動最小的類別。方法以Michael F. Bryan與Brent Meyer的研究《Are some prices in the CPI more forward looking than others? We think so》為基礎（克利夫蘭聯邦儲備銀行，2010年）。

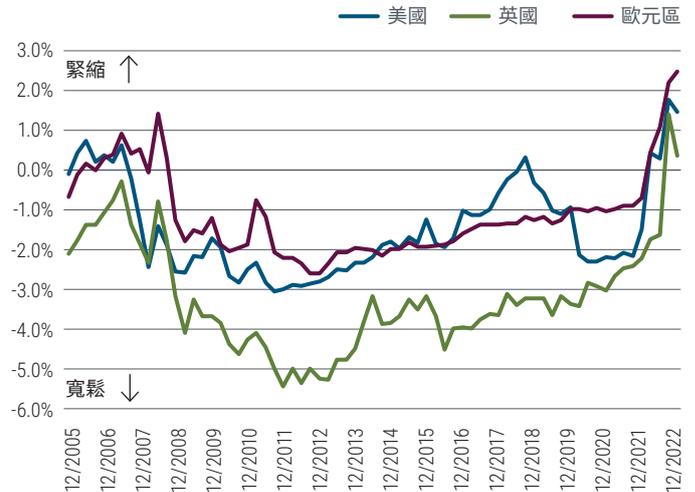
中國重啟經濟的步伐較預期為快，或可加快紓緩供應鏈中斷的困境。我們相信消費將是當地重啟經濟的動力，尤其是服務業，因此對全球貨品通脹構成的壓力有限。

## 2. 央行更傾向於維持政策在緊縮水平，而非推動政策達致緊縮水平。

數個主要經濟體的貨幣政策或已達致緊縮水平（見圖2）。雖然已發展市場名義隔夜利率仍低於通脹水平，但隨著通脹緩和及央行達到暫停加息週期的地步，情況或將改變。

我們認為美國聯儲局可能需要名義聯邦基金利率達到約5%的水平，而市場定價及局方預測都已大致反映這個情境。（詳情請參閱最新專家觀點《Don't Fight the Fed, But Don't Lose the Thread》）。

圖2：數個已發展市場的貨幣政策或已達致緊縮水平



資料來源：彭博、Haver Analytics及品浩的計算，截至2022年12月。高於0%反映該地區的貨幣政策傾向緊縮，低於0%反映該地區的貨幣政策傾向寬鬆。各地區數據以1年期、1年遠期實質利率（以利率掉期數據減去基於調查的長期通脹預期為代表）減去品浩根據內部模型預測的中性實質利率（ $r^*$ ）計算。歐元區 $r^*$ 的估計值是指德國、法國、西班牙、意大利、荷蘭、比利時、芬蘭和奧地利個別估計的國內生產總值加權總和。

市場估計中的歐洲實質中性利率遠低於其他已發展市場利率，顯示歐洲央行要做的工夫較少。考慮到歐元區可能接近甚至已進入衰退，而通脹可能在2022年第四季或2023年初見頂，我們認為歐洲央行在利率達到3%或略高的水平時暫停加息，是合理的估計。（詳情請參閱我們最近發表的博文文章《ECB Hikes, and Indicates Higher Rates Coming》）。

至於英倫銀行和加拿大央行的名義利率目標，則可能介乎歐洲央行與聯儲局之間的水平。兩者的實質中性利率估計都高於歐洲。

整體而言，已發展市場央行已大致將市場定價重整至與緊縮政策的需要一致，而且實現過程相對快速，並未增添過多市場壓力或連鎖效應。我們的金融狀況指數（包括利率、股票、信貸和外匯）顯示，金融狀況收緊的步伐與2008年全球金融危機時相若，而且對市場運作影響不大，信貸市場亦沒有突然停擺，否則可釀成更嚴重的經濟後果。

我們預期已發展市場央行將在未來一季繼續加息，其後維持政策在緊縮水平，但央行需要取捨的局面最終將會改變。目前而言，基於失業率偏低和通脹居高不下，當局固然有需要採取緊縮政策。然而，進入2023年之後，隨著通脹降溫及失業率攀升，維持緊縮政策的需要將會變得較不明確。

---

## 已發展市場央行已大致將市場定價重整至與緊縮政策的需要一致。

---

鑑於美國的通脹趨勢似乎領先於已發展市場，加上當地通脹回落步伐可能較其他市場迅速，聯儲局或會是首家在2023年下半年討論減息的央行。

### 3. 經濟淺度衰退不會毫無痛苦。

金融狀況收緊將逐漸令通脹降溫（貨幣政策作用滯後），但由於這個機制主要是通過勞工市場轉弱才能發揮效用，因此實質經濟將難免受衝擊。

我們利用14個已發展市場自1960年代以來的數據估算降低通脹所需的失業率升幅。結果顯示，央行可能需要將失業率推高約0.7個百分點，才能壓低通脹1個百分點。據此推算，美國失業率可能需要由12月的3.5%上升至約5%，才可逐漸令黏性通脹回落。

美國是勞工市場最緊絀的已發展市場之一，導致其單位勞工成本通脹遠高於其他已發展市場，亦超出符合聯儲局2%長期通脹目標的水平。其他地區的同類指標也是居高不下。歐盟和英國的單位勞工成本通脹按年約4%，而加拿大更比兩地略高。這些地區的失業率也將有需要相應升高。

### 總結：經濟應會衰退，但軟著陸可期

英國可能已經陷入衰退，看來會是經濟率先下行的已發展市場。我們預期歐元區將緊隨其後，而美國和加拿大也會在2023年上半年較後時間步入衰退。歐元區和英國的通脹似乎滯後於美國。我們預期歐元區和英國的整體通脹於2022年第四季在略高於10%的水平見頂，而美國消費物價指數可能已在2022年中於9%附近觸頂。

日本的表現相對較為強韌，由於放寬經濟限制有助抵銷全球不利因素，當地經濟增長料可達到或略高於趨勢水平。日本核心通脹率已經靠穩，這意味著日本央行繼12月底（我們的週期展望論壇之後）宣佈首次調整摺息曲線控制框架後，更有可能會再作調整。

儘管經濟走弱，但財政政策可能趨於溫和，對美國和加拿大2023年經濟前景的影響較少。歐洲和英國旨在抵銷能源價格高漲的財政紓困方案或不足以避免經濟出現衰退。

宏觀環境仍然充斥不確定性和風險。實體經濟與全球市場之間的聯繫，加上金融狀況以數十年來最快速的步伐收緊，都可加劇意外事故、連鎖效應和信貸市場干擾的風險。

儘管如此，在勞工仍然供不應求的情況下，企業囤積勞動力，加上通脹逐漸降溫，應有助重新推動實質收入增長，因此經濟仍有可能朝向軟著陸。此外，消費者和企業的財政狀況穩健，現金儲備高企，但疫情相關的供應限制令企業積存大量未完成訂單，增加積壓需求，並有助利潤率擴張，這些情況都可能為商業活動提供支持。中國重啟經濟也可望利好全球經濟。

# 投資啟示：債券重新成為焦點

鑑於孳息已在2022年向上重置，加上經濟可能在2023年下行，品浩繼續看好投資債券的充份理據。現時固定收益市場提供廣泛機會，讓投資者可建構具韌性的投資組合，藉此把握具吸引力的潛在回報，同時降低下行風險。

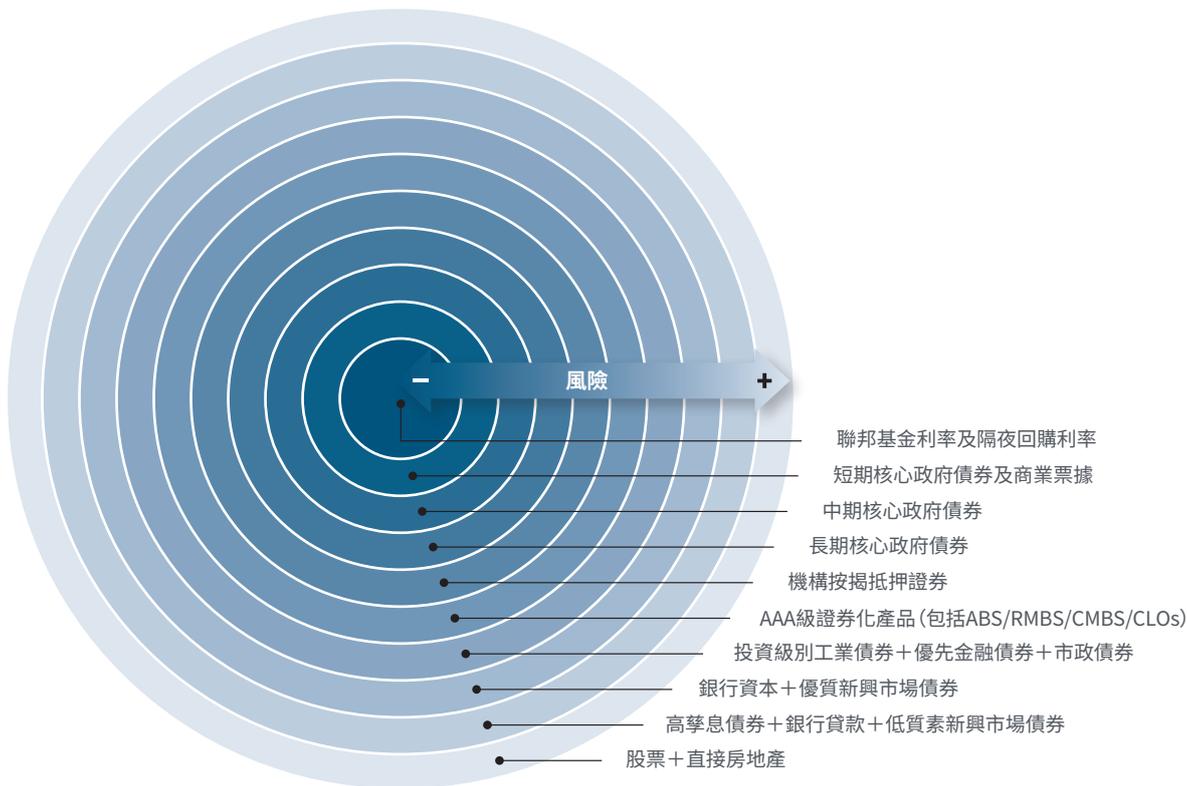
雖然品浩的基線預測是經濟溫和衰退及通脹回落，但投資委員會的討論聚焦在一系列廣泛的可能情境，以及在這些情境下的資產價格回報。舉例說，在經濟衰退甚為溫和的情境下，企業信貸可能表現向好。此外，儘管我們預期通脹放緩，但仍難以確定核心通脹最終會在甚麼水平靠穩，而美國國庫抗通脹債券在目前的定價看來可望造好。

在這環境下，我們對整體風險配置持審慎態度，同時保留可動用資金，讓我們能夠在有重要新資訊為前景帶來啟示或市場出現重大變動時，調高投資組合的風險配置。

即使可能出現的情境眾多，但聯儲局政策前景的不確定性可望在2023年大幅降低。有見及此，我們會聚焦於已沿用多年，並一直備受投資委員會重視的同心圓投資框架（見圖3）。

這框架以風險相對較低的短期和中期利率為中心起點，然後以美國機構按揭抵押證券和投資級別企業信貸作為中圈，最後以風險較高的股票和房地產作為外圈。

圖3：品浩的同心圓框架



資料來源：品浩。僅供說明用途。ABS = 資產抵押證券；RMBS = 住宅按揭抵押證券；CMBS = 商業按揭抵押證券；CLOs = 貨款抵押證券。

同心圓框架不但是風險與回報相關性的實際觀察，亦反映因果關係，並以央行政策作為關鍵動力。若中心點的借貸價格出現變動，將會引起漣漪效應，促使外圈的風險資產價格相應改變。同時，外圈的資產價格亦取決於投資者的動物本能，以及對決策官員和其政策的信心。

當品浩在多年前引入同心圓框架時，焦點是央行能否在全球金融危機後成功重振經濟。時至今日，我們的焦點是央行能否降低通脹。若聯儲局和其他央行能夠令投資者信服其重心保持不變，圓心的資產可望表現向好，繼而帶動外圈資產的回報提高。

然而，若市場對通脹環境失去信心，而央行被迫作出高於預期的加息幅度，則會對外圈資產構成負面影響。

### 核心債券策略

孳息曲線的短期部份在過去12個月重新定價，意味處於同心圓中心的短債已更具吸引力。

美國核心債券基金提供約5.5%<sup>1</sup>的初始收益率，而信貸比重較高的基金所提供的收益率就更高。從我們的基線展望看來，這是具吸引力的收益，而且這些基金的風險水平優於同心圓的外圈資產，即使未來市場發展遜於預期，也可更有效地抵禦下行風險。

整體而言，基於前景和估值，我們並不打算對當前的配置作出重大變動。不過，我們會留意在各種可能情境下出現的非對稱交易機會，配合當前的配置作出部署。

根據品浩的基線預測，10年期美國國庫券孳息將處於3.25%至4.25%的區間，而該區間可能因應2023年各種情境而擴闊。在當前價格水平，我們對存續期（衡量利率風險的指標）持中性或戰術性偏短配置。

目前國庫抗通脹債券的定價反映市場對聯儲局抵禦通脹的公信力充滿信心，這類債券可作為價格合理的緩衝工具，以應對更嚴峻的通脹情境。

### 按揭抵押證券

我們維持對美國機構按揭抵押證券的正面觀點。這類擁有AAA評級的優質資產，息差相對具吸引力，而且是處於較內圍核心和具靈活彈性的證券。<sup>2</sup>預期利率波幅降低，可望為按揭抵押證券提供支持。

### 公開和私人信貸及結構性產品

與10月份的展望比較，我們對信貸和結構性產品的觀點大致不變，繼續將核心投資組合的配置重點放在較高質素和較高流動性的資產。

我們對經濟敏感度較高的市場領域尤其審慎，特別是可能因貨幣政策調整超出預期而受壓的投資，例如浮息優先有抵押銀行貸款。品浩信貸團隊認為即使在現時的政策利率水平下，該領域仍面對重大的評級下調及違約風險。雖然當中仍有具吸引力和穩健的企業，但投資者應保持審慎。

鑑於前景甚為不明朗，如果有前瞻性指標反映信貸質素轉弱，我們的分析師團隊會更主動調低證券評級。

私人信貸市場的價格調整可能較公開市場慢，因此在短期內或有進一步下跌的風險。然而，若投資者保持耐性並保留資金，將可把握未來數月至數年的機遇。

### 貨幣及新興市場

我們主張以美元、歐元和英鎊作為融資貨幣，為具備利好週期因素和估值優勢的十國集團及新興市場貨幣作出長倉配置。隨著我們對聯儲局和經濟的展望加強信心，市場可能會出現增加美元長倉的良好理據。

日本方面，品浩旗下多個投資組合一直持有偏短的存續期配置，並預期日本央行調整孳息曲線控制措施。基於當局可能作出進一步調整，我們打算維持偏短的存續期配置。上述情況加強了對日圓持偏高比重配置的理據，品浩估值模型顯示日圓估值便宜，而且有關配置可望在經濟衰退幅度比預期更深的情境下受惠。

此外，我們對中國利率風險持偏低比重，隨著當地經濟重啟，孳息率偏向上行。

儘管面對前所未有的全球衝擊，新興市場仍表現強韌。高實質利率有助緩衝美國聯儲局進一步加息的風險和美元升值的影響。中國經濟重啟可帶來動力，而且我們認為通脹高峰已過。

新興市場估值正處於歷史上的便宜水平。儘管如此，區內前景仍大致取決於聯儲局能否遏抑通脹，以及中國能否重振經濟活動。新興市場後市似乎有望造好，但我們在貨幣政策前景更趨明朗前仍會保持審慎。

1 根據彭博數據顯示核心債券基金的最近收益水平。

2 「具靈活彈性」指品浩預期在信貸受壓環境下仍不會違約的信貸。

## 商品

商品市場前景仍然向好，碳氫化合物生產和電力資產的投資不足、石油庫存偏低和農業庫存耗盡都可提供支持。2023年的最大動力可能來自中國需求重現，而主要不利因素是金融狀況趨緊導致已發展市場需求減慢。

過去兩年的市況已突顯商品的分散投資效益。遠期市場已反映價格陸續回落，因此持有商品等通脹對沖工具的機會成本甚低。

## 資產配置及股票

利率上升和經濟衰退風險導致股票的吸引力下降。債券孳息上升促使市場環境從「股票以外別無他選」轉為存在具吸引力的其他選擇。

隨著股票風險溢價受壓，加上盈利收益率的走勢落後於利率升勢，股票估值顯得昂貴。根據品浩的模型顯示，標準普爾500指數反映的經濟衰退機率遠低於宏觀指標所反映的水平，而每股盈利預測似乎過度樂觀（詳情請參閱我們最新的資產配置展望《避險追息》）。

除非利率靠穩、股票風險溢價充份反映經濟衰退風險，以及盈利預測下調，否則我們不會改變目前對股票持偏低比重的配置。在達成上述條件之前，我們看好估值合理、財政狀況良好及增長前景強韌的防守性行業和優質企業。

## 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，在過去近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。**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。**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。**匯率**可能在短期內大幅波動而令投資組合的回報下跌。**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**獲美國政府的充份信譽保證。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，但不獲美國政府的充份信譽保證。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。**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。**多元化投資**不確保沒有損失。

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。

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。

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。

品浩金融狀況指數 (FCI) 是一項專有指數，總結一系列廣泛金融變數所反映的未來經濟情況。這些變數包括聯邦基金利率、債券孳息、信貸息差、股票價格、油價及廣義貿易加權美元，全部均會影響經濟表現。這些變數的權重由聯儲局的FRB/US模型模擬計算結果決定。FCI上升 (下跌) 代表金融狀況收緊 (放鬆)。

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。本刊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。| 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。©2023年，品浩。