



週期展望
2022年1月

應對週期 快速變化 的投資策略

長期策略有助投資者在波動不定和急速發展的商業週期中把握機會。

概覽

- 財政政策支持觸頂，以致實質國內生產總值增長觸頂的情況，可能已在2021年出現，全球經濟現正迅速邁向週期後段。大部份地區的貨幣政策已轉向正常化。
- 貨品及勞工市場的緊張情況已刺激通脹上升。根據我們的基本預測，全球通脹將在2022年第一季觸頂，然後逐步放緩，並在年底前趨近央行的目標水平。我們正在密切注視這個觀點的上行風險。
- 鑑於風險溢價和孳息水平並未反映潛在下行情境，我們認為投資者應保持審慎，並採取嚴謹的投資組合構建策略。
- 我們大致傾向採取相對基準偏短的存續期配置，並為投資組合作出孳息曲線走峭的部署。鑑於未來市況可能加劇波動，我們預計主動管理存續期的方針將會成為較以往更加重要的超額回報來源。
- 我們會分散投資於不同的信貸範疇，包括非機構美國按揭證券、個別疫情復甦主題，以及單一證券機會。我們對環球股票持正面觀點，但會為市場進入週期後段的動態作好準備，並更專注於證券選擇。

作者：

Tiffany Wilding
執行副總裁
經濟師

Tony Crescenzi
投資組合經理兼市場策略師

Andrew Balls
環球固定收益投資總監

不確定性已成為各地市場、經濟和社區的持續主題，在此環境下，品浩的投資專家再度透過虛擬方式聚首一堂，在我們最近舉行的週期展望論壇中，共同探討全球經濟、政策及投資範疇的主要趨勢。論壇的討論成果，會成為我們對來年市場展望及總體投資組合策略的參考。

經濟展望：更加波動，更加不確定

從長期角度來看，我們預期宏觀環境將更波動不定，經濟週期的持續時間將會縮短、波幅將會擴大，而各國之間的分歧將會更加顯著（詳情請參閱品浩的長期展望《轉型時代》）。這些長期主題似乎亦適用於週期展望：全球大部份經濟已從週期初段的復甦期迅速過渡至週期中段的擴張期，因此在政策上亦需要由2020年及2021年盛行的超寬鬆模式，加快作出改變。



經濟復甦的速度，加上疫情的反覆變化，也導致貨品及勞工市場更加緊張，繼而推高通脹，令問題變得更複雜。這些問題得到解決以至通脹最終放緩的時間和程度均存在高度不確定性，引發長期通脹預期可能飆升的風險，這是各地央行都希望避免或減緩的情況。總括而言，當前這種更波動不定的宏觀經濟環境，證明過去數十年來增長低於平均及通脹低於目標水平的情況已成過去，未來的前路將更加崎嶇和不明朗，而且不同地區和行業的表現將會更加參差。

復甦之路崎嶇不平

自從我們在6月發佈上期的週期展望《〈通脹拐點〉》以來，全球經濟繼續強勁復甦，但不同地區及行業之間的步伐各異。整體而言，面對現代史上其中一次最大規模的經濟收縮，各國政府的支持政策已推動經濟出現歷來其中一次最快速的復甦。已發展市場在2021年第三季的產出已全面恢復至疫情前的高位，估計2021年的(年均)增長率為5%，有望創下30多年來最快速的擴張步伐。(增長及產出數據來自Haver Analytics。)

儘管如此，隨著疫情造成的最大經濟影響似乎已成過去，政策支持觸頂，以致實質國內生產總值增長觸頂的情況，亦很可能已在2021年出現。美國、加拿大和英國在疫情期間為支持家庭收入和消費開支而實施的保就業及工資補貼計劃已於年內逐步收緊，並在第三季到期後結束，而歐洲各國的同類型計劃亦已在年底到期。

中國在最近之前一直維持緊縮的信貸狀況，加上政府基於共同富裕倡議而實施的監管政策，導致經濟增長放緩。

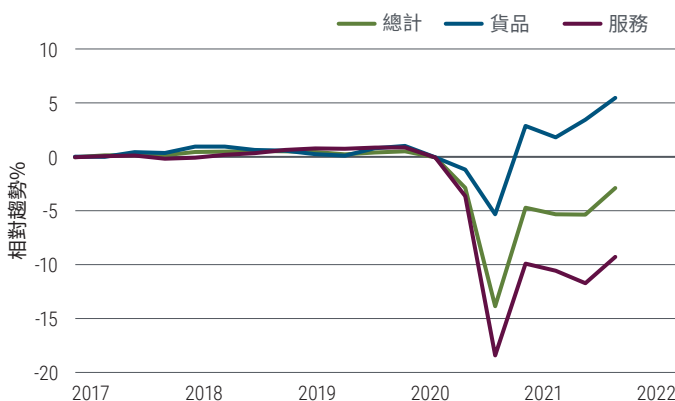
大部份地區的貨幣政策，也由疫情期間必須採取的超寬鬆立場，穩步轉向正常化。英倫銀行及加拿大央行已全面結束購買政府債券的計劃，而美國聯儲局現時亦預期將於2022年3月之前結束買債。此外，英倫銀行已於2021年12月調高政策利率，而除了歐洲央行和日本央行外，其他許多已發展市場的央行均表示即將加息。

儘管過去六個月所見的環球增長情況與我們在6月制定的展望大致相符，但有三項重要發展促使我們對2022年的展望作出幾方面的修訂：

第一，**新冠變種病毒Delta**對已發展市場及新興市場經濟體造成的影響超出預期，但可能仍屬短暫性質。儘管疫苗接種水平提升有助控制全球新確診個案，但新興市場的疫情較為嚴峻，導致生產中斷、交貨時間延長，並阻礙全球供應鏈。例如，馬來西亞和中國的生產中斷對汽車、家品及建築行業的成品庫存已構成重大影響。綜觀各主要市場，在疫情推動消費者對耐用品需求上升之後，Delta變種病毒的爆發亦延遲了服務業的復甦，使服務消費重新取代貨品消費的預期遲遲未能實現(見圖1)。

圖1：已發展市場的貨品消費仍高於疫情前水平，而服務消費則滯後

已發展市場的私人消費(按行業劃分)

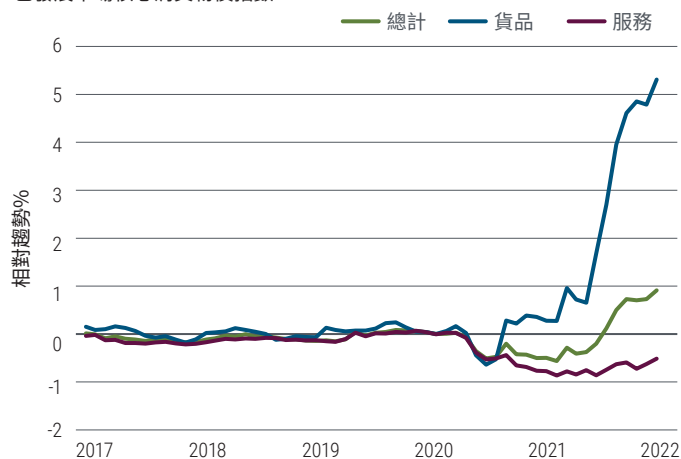


資料來源：Haver Analytics，截至2021年第二季
已發展市場包括歐洲、美國、日本、英國和加拿大

第二，事實證明，各地區的**通脹**持續時間較長，覆蓋範圍亦較廣泛（見圖 2）。在生產再度中斷及環保法規收緊之際，全球貨品需求強勁，導致各種零售消費類別產品的價格上升，包括能源價格。與此同時，房屋價格大升，也直接（通過重置成本上升）或間接（通過租金的連鎖效應）推高大部份地區的核心服務通脹。

圖2:已發展市場的核心貨品通脹顯著高於疫情前水平

已發展市場核心消費物價指數



資料來源: Haver Analytics, 截至2021年10月

已發展市場包括歐洲、美國、日本、英國和加拿大

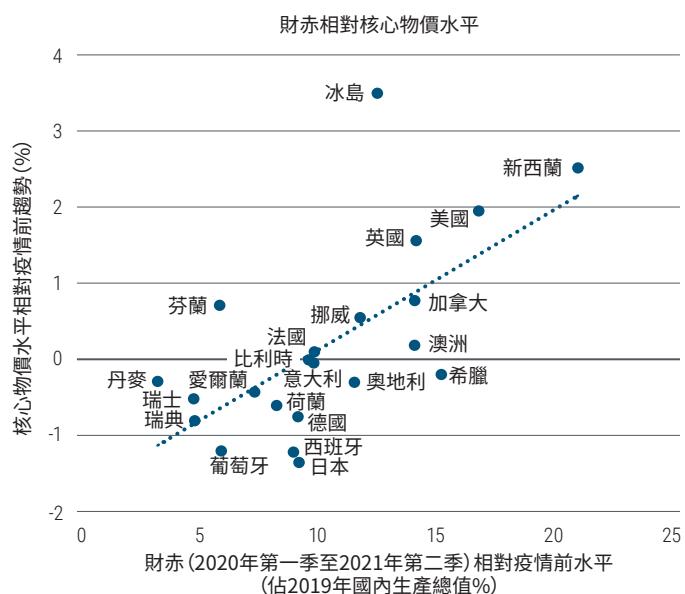
第三，面對這些發展，**央行**已紛紛採取應對措施：上述大部份已發展市場央行已提前推行收緊貨幣政策的計劃，而一些新興市場國家（包括巴西）則更積極加息。

2022年展望：不太冷，也不太熱

綜合考慮上述因素，我們下調對 2022 年各地區的實質國內生產總值預測。目前，我們預期已發展市場的國內生產總值增長將由 2021 年的 5.0% 年均增長率放緩至 2022 年的 4.0%（相對於早前預期的 4.3%）。Delta 變種病毒在 2021 年下半年席捲全球，對各個經濟體的產出造成限制，並可能對 2022 年的年均增長率預測構成壓力。然而，這種產出影響很大程度上應屬短暫性質。事實上，高頻指標顯示美國及日本經濟在第四季已再度加速增長，而中國的數據短暫回落後，亦在第三季加速增長。歐洲繼第四季爆發新一輪疫情而對經濟造成影響後，預期將在 2022 年初再度加速增長。

我們亦調高對各地區的通脹預測。我們仍然預期已發展市場的通脹率最終將於 2022 年底前回落至各自的央行目標水平，但先會在 2021 年第四季達到 5.1% 的高峰。美國方面，核心消費物價指數通脹可能會在 2022 年第一季觸頂，按年約 6.0%，其後於年底回落至 2.5%-3.0%。財政刺激措施已在不同程度上推高各地區的通脹（見圖 3），而產品市場的供應限制趨緊，加上貨品與服務之間的相對價格出現調整，亦對通脹造成影響。儘管如此，隨著經濟繼續從疫情中復甦，而且 2020 年及 2021 年的龐大財政開支應不會重演，我們仍預期上述所有因素將會消退。

圖3:多個主要經濟體的財政開支推高通脹



資料來源: Haver Analytics, 截至2021年第二季

最後，基於近期通脹過度上升的幅度及持續時間，我們現時亦預期已發展市場央行將提早啟動加息週期，並調高對多個新興市場國家的終端利率預測。

已發展市場方面，按歷史標準衡量，預期加息步伐仍將會保持循序漸進，但相信通脹升溫及勞工市場迅速復甦，將促使央行更致力於重返中性政策。究竟政策利率處於甚麼水平才算符合中性，這個問題仍存在很多不確定性。不過，在長期展望《轉型時代》（2021年10月）中，我們已指出由於債務水平普遍較高，加上央行努力縮減資產負債表規模，央行在現週期的終端利率可能比上一週期為低。因此，我們認為央行推動政策正常化的步伐仍可相對循序漸進。

在已發展經濟體之中，繼英倫銀行在12月加息後，我們預期加拿大央行將緊隨其後在2022年第一季加息。美國聯儲局可能會在3月前結束資產購買計劃，並隨即啟動加息週期，然後於2022年下半年開始縮減資產負債表。澳洲儲備銀行亦可能在2022年加息，大致跟隨聯儲局的路徑。

面對通脹壓力，加息行動料將陸續有來， 但不同地區的加息時間可能各異。

新興市場方面，我們預期大部份央行繼2021年大幅收緊政策以抵禦通脹壓力後，將在2022年繼續加息。儘管新興市場的通脹可能在2022年放緩，但我們認為在週期時段內仍不大可能達至央行的目標水平。

前景展望面對更嚴峻風險

整體而言，這些調整並無改變我們對2022年的整體展望：增長雖然減慢但高於長期趨勢，加上通脹放緩，已發展市場將繼續逐步收緊貨幣狀況。儘管如此，我們的基線預測面對三大重要風險，這些風險將會令投資環境的變數增加：

風險情境 #1：通脹繼續居高不下。可能是因為 1) 供應受限的問題沒有紓緩（或因為疫情再度爆發而惡化）；2) 近期強勁的生產力增長趨勢（至少在美國）消失；或 3) 主要勞動年齡人口參與率回升及／或入境移民令勞動力供應增加的情況並無實現。另一種可能是，原本已經高企的通脹數據導致通脹預期上升，促使工人要求更高工資，繼而令通脹更長時間居高不下。

風險情境 #2：變種病毒令疫情惡化，遏抑經濟活動。近期，傳播力更高的Omicron變種病毒相關確診病例急增，已明確提醒人們疫情發展充滿變數，也突顯出我們的基線展望所面對的風險。目前我們預期，近期病例急升只會暫時拖慢已發展市場首季的增長率，第二季及之後的增長仍可望穩步回升。然而，我們亦注意到新一波疫情或會使資源進一步緊張，並加劇消費者和企業的行為轉變，令經濟活動減少，而且可能觸發更大的通脹壓力。

風險情境 #3：金融狀況出乎預期地突然收緊。在經歷一段貨幣政策非常寬鬆的時期後，金融狀況可能會出現急劇變化。到目前為止，我們認為已發展市場央行已妥善發放訊息，讓市場就提早加息作好準備，但市場價格仍反映利率將以相對循序漸進的步伐上升，以及終端利率將維持在歷史性低水平的預期。美國通脹可能會在未來數月持續高企，至2022年後期才放緩。在通脹高企期間，隨著市場反映聯儲局更積極加息的風險，金融狀況（特別是美國）將隨時可能突然收緊。

週期快速變化的投資啟示

從我們的經濟展望可以看到，一連串問題可能會對投資前景產生重大影響，尤其是央行為縮減特殊貨幣寬鬆政策而推行初步措施的速度、深度和變化。

我們會聚焦於經濟週期進入後段的快速變化可能造成的波動，在此期間，通脹往往如當前所見般加快升溫，促使貨幣政策收緊，令許多投資者感到不安。

儘管如此，市場價格卻反映出對美好情境的預期：央行在沒有大幅加息的情況下完成難以實現的軟著陸。事實上，過往經驗告訴我們，當貨幣政策轉向時，偶爾會觸發一些狀況。

鑑於風險溢價和孳息水平並未反映潛在下行情境，我們認為投資者應保持審慎，並採取嚴謹的投資組合構建策略。

對於未來的通脹數據，我們認為應避免過份重視將於2022年初出台的連串可能令人憂慮的通脹數據。更普遍來說，我們會避免依賴短期宏觀觀點來作出重大的投資決策，亦會留意政策官員和投資者就短期資訊可能出現的過度反應。

我們會採取長期投資方針，
並留意潛在的短期過度反應。

我們雖然保持審慎取態，但會主張在構建投資組合時，納入風險回報特質具吸引力的息差投資，爭取優於基準指數的息差收益。畢竟，我們對宏觀經濟前景抱持樂觀態度，預料經濟增長將可提振現金流，投資者有望從中受益。

為了捕捉這些可能會隨著宏觀經濟和金融狀況而變動、減少或消失的現金流，我們需要採取嚴謹的投資組合構建策略。例如，我們普遍主張降低對貝他值（大市表現）配置的依賴，加強對全球機會的運用，對投資組合進行情境分析以衡量潛在表現，並提高投資組合的流動性和靈活性，以便把握隨時出現的機會（透過在風險預算預留空間）。

以下是投資組合配置的詳情。

存續期及孳息曲線

存續期配置：我們大致傾向對存續期採取偏短的配置，主要基於整個期限結構均缺乏風險溢價。鑑於未來市況可能加劇波動，我們預計主動管理存續期的方針將會成為較以往更加重要的超額回報來源。我們仍然相信存續期可作為分散投資的工具，有助平衡投資組合內風險較高的成份，但我們會留意相關性的潛在變化。

正如我們在長期展望指出，雖然若干重大轉型可能會影響全球經濟，但我們預期各地央行將在未來多年保持政策利率於低水平。市場人士似乎認同上述觀點，並形成一股力量，限制了全線利率的上行空間。

對於信貸或股票比重相對較高的投資組合，我們普遍採取存續期較接近中性的配置，孳息曲線部署亦會類似。

孳息曲線部署：我們傾向採取孳息曲線走峭的部署，但程度比往常較輕，因為數十年來支持曲線走峭的結構性影響因素有轉弱跡象，而且近期短期利率已就未來可能加息重新定價。

基於我們對央行利率的長期展望，我們並不預期固定收益孳息會大幅超出當前的遠期利率水平，意味息率將會維持在相對狹窄的區間。此外，我們亦不認為市場參與者會在較長期債券建立大量期限溢價，長債孳息可擺脫兩大歷史性的影響因素。

我們的宏觀經濟展望亦支持對曲線配置的觀點，預期通脹放緩將限制未來的加息幅度。然而，鑑於潛在結果有多種不同可能性，上述觀點需要因時制宜，因此我們會對曲線投資作出適度配置，並將風險預算運用在其他投資範疇。

市場上不乏機會可作出多元化的曲線配置，包括投資於不同年期的加拿大、英國、新西蘭和澳洲債券。

信貸

鑑於經濟將持續增長的觀點，而且市場已在一定程度上就央行轉向強硬立場作好準備，我們大致對信貸持偏高比重，但附帶一些條件。一方面，我們的信貸投資會分散在不同來源，而且因為信貸息差進一步收窄的空間不大，現貨企業債券的投資比重較小。作為替代方案，同時為了提高企業債券投資的流動性、息差收益、凸性和「向下滾動」回報，我們越來越傾向投資於信貸指數，因為這類投資可提供多元化效益和發揮防守特性。

我們的信貸專家繼續發掘出大量值得投資的個別信貸，但委託代理模式失效令企業債券市場的流動性面對結構挑戰，信貸息差可能超出基本因素風險，我們會加以提防。

儘管如此，我們預期單一證券選擇將繼續推動信貸市場回報，包括對BBB級證券的投資，我們相信這類證券的吸引力比A級證券更優勝。我們適度投資於個別復甦主題（酒店、航天和旅遊），同時亦投資於金融公司，以及可望受惠於重大轉型的行業。

我們致力分散投資於不同的信貸範疇，
包括非機構美國按揭證券、個別疫情復甦主題，
以及單一證券機會。

我們繼續由信貸專家發掘可從中獲取低流動性和複雜性溢價的資產。在這方面，我們的首選資產包括多種結構性產品和資產抵押證券，例如美國非機構按揭抵押證券。雖然美國非機構按揭抵押證券的市場正在收縮，但從優先受償權、相對企業信貸的防守特性和現金流的角度來看，有關證券的結構仍具吸引力。我們對美國樓市持樂觀態度。

機構按揭抵押證券方面，我們傾向保持偏低比重配置，因為這類證券估值偏高，而且市場可能對聯儲局縮減和結束每月購債計劃反應過度，而該計劃在縮減規模前持有達400億美元機構按揭抵押證券。從投資組合的角度來看，對於基準中包含按揭抵押證券的投資組合，減少按揭抵押證券持倉可能有助改善其凸性。

我們的專家已發掘許多在不同國家和地區分散信貸投資的機會，我們會在合適的投資組合把握這些機會。我們普遍對新興市場信貸持審慎態度。

相比投資者較容易涉足以致估值普遍較高的公開信貸市場，私募基金市場仍不乏機會有待發掘，一些能夠承受較高風險的合資格投資者，可在其專門投資低流動性資產的投資組合內考慮私募基金資產的個別機會。

通脹掛鉤證券

我們將通脹掛鉤證券視作有助分散通脹風險的工具，也可作為獲得適度信貸其他值的替代投資。我們打算將通脹掛鉤證券的全球配置維持於接近持平的水平，同時會把握由我們的專家發掘出來的個別相對價值機會。聯儲局最終結束買債計劃，將會導致美國國庫抗通脹債券市場失去主要支持者。

貨幣及新興市場

主要貨幣匯率正受到相互對立的動力影響。我們打算對美元保持接近中性的配置，因為美元或會受惠於聯儲局轉向強硬的立場，但另一方面，美國經常賬赤字龐大，而且依賴外資為赤字提供資金，這些長期動力可能會損害美元表現。我們的美元持倉料將更取決於各種本身有其吸引力的貨幣持倉。當中可能包括某些新興市場貨幣，但我們認為十國集團貨幣提供的機會不多。

對於多元化投資組合而言，新興市場可提供具吸引力的精選投資機會。

新興市場本地債券和外債是較為波動的資產類別，我們會留意相關投資的各種風險，尤其是在美國收緊貨幣政策的環境下。儘管如此，對於多元化投資組合而言，以及在我們傾向減少持有現貨企業信貸工具的前提下，我們仍對一些令新興市場債券顯得具吸引力的因素感到興趣。

具體而言，雖然新興市場資產過往較反覆波動，我們應保持審慎，但其現時的亮點與一些可增加資產吸引力的基本投資原則有關，包括價格大幅下跌和極端悲觀情緒。兩者在去年都令新興市場資產受壓，尤其是新興市場本地利率，現時相比已發展市場具有可觀的實質孳息緩衝。從分散投資的角度來看，我們認為這種緩衝具有價值。

新興市場貨幣亦不乏機會，我們視這些機會為相對具流動性的新興市場資產投資。整體而言，我們仍對投資新興市場的特殊性質保持謹慎，因此會依賴品浩的專家從中發掘價值。

股票

正如我們的資產配置團隊在最近的展望《[轉型時代的機遇](#)》中指出，在企業盈利放緩但仍保持增長的環境下，品浩對環球股票持正面觀點。不過，我們亦正為週期後段的動態進行部署，更加重視證券挑選。根據過往的市場走勢，大型股和優質公司普遍於商業週期後段表現出色。具定價能力的公司亦可望造好。長遠來看，半導體業有領先大市的潛力，主要受惠於我們在長期展望所述轉型主題相關的強勁需求，包括數碼化和致力實現淨零碳排放的許多範疇。通脹趨勢料將對股票的市盈率估值產生不利影響，我們的基線預測預計市盈率或會下降數個百分點。

商品

商品市場的前景個別發展。我們對能源價格的看法相對正面，但預計原油價格將受制於美國能源產量增加，雖則由於資本部署已更具紀律，能源增產步伐將較過去週期緩慢。天然氣價格受到強勁出口支持，但美國產量增加使我們對2022年的前景轉趨謹慎。黃金方面，我們的模型顯示，金價相對實質孳息的表現顯著失色，達到接近15年來的最低水平，儘管從短期來看，黃金價格只屬略為便宜。我們認為碳排放限額與交易市場具吸引力，預料從棕色過渡至綠色經濟的轉型將為有關市場提供強大支持。這種利好因素，加上定價有利，支持我們將加州碳配額市場視為商品市場上的首選意念之一（[有關詳情，請參閱我們最近關於加州碳排放限額與交易市場的文章](#)）。

所有資產

關於本文討論的所有資產類別，從商品以至債券等，我們都預期市場將會比往常更波動，因此需要頻密地重新評估投資組合的因子配置。我們會採取長線觀點，並明白有需要持續評估短期情況。

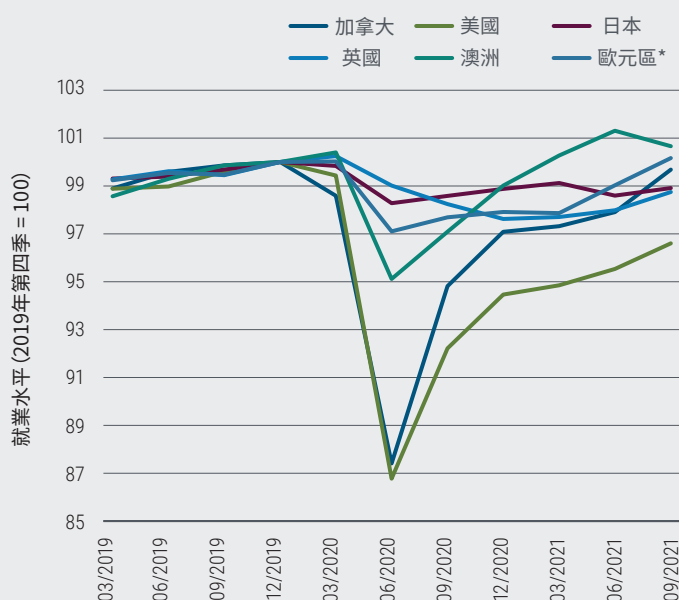
週期焦點

已發展經濟體：勞工市場緊絀

世界經歷了現代史上最大規模的經濟收縮之後，出現了歷來最快速的復甦，尤其是在勞工市場（根據Haver Analytics數據）。儘管如此，在不同已發展經濟體之內及之間，勞工市場的復甦步伐卻參差不齊。勞工市場緊張和工資壓力升溫的幅度，以及進而影響消費物價的程度，是貨幣政策前景的關鍵因素。

我們比較了六個已發展市場的情況，從中識別勞工市場相對較緊絀的經濟體。圖4顯示疫情爆發後的整體就業率趨勢，但政府的休假補貼計劃令我們難以進行跨國比較。當納入廣泛的勞工供應數據和求職招聘障礙因素後，我們認為美國勞工市場尤其緊絀，其次是澳洲和英國。上述趨勢與央行的行動一致：英倫銀行已經展開加息，美國聯儲局和澳洲央行也表示會在2022年加息。

圖 4：已發展市場在疫情前後的就業水平

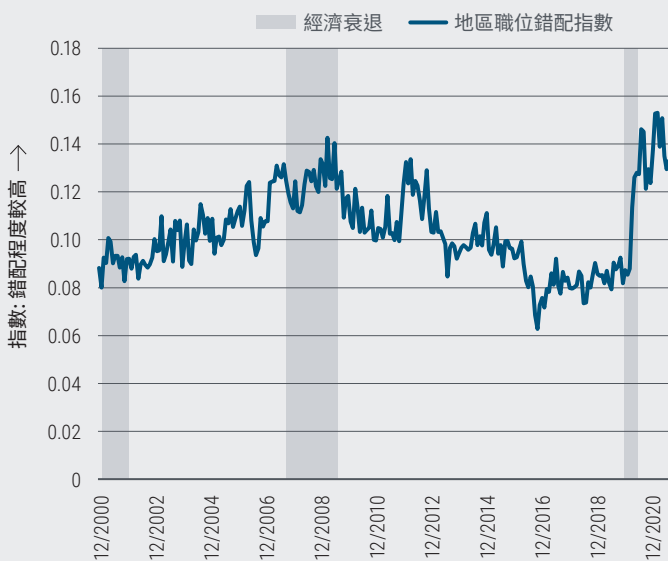


資料來源：Haver Analytics、品浩，截至2021年第三季

*歐洲區 = 法國、德國、意大利、西班牙

我們認為有多個原因導致美國的就業市場相對較為緊絀。首先，美國的防疫措施較側重失業保障多於休假補貼計劃，因此就業依附程度較低。其次，根據多項統計調查顯示，美國家庭的健康焦慮較高，可能是造成勞動力參與率較大幅下跌的原因。再者，財富增幅較大，加上退休金制度以私營為主，都有助更靈活選擇退休時間。最後，求職招聘障礙亦可能對美國勞工市場造成較大影響。遙距工作模式大行其道，已加劇職位招聘與勞工供應之間的地域錯配（見圖5）。

圖 5：美國地區勞工市場錯配指數



資料來源：Lazear and Spletzer (2012年)、Haver Analytics、品浩，截至2021年8月

基於上述原因，美國工資通脹的上升步伐亦快過其他已發展經濟體。目前，工資增長加快仍集中於較低薪的服務業，相關行業的求職招聘障礙尤其嚴重。儘管如此，工資對通脹的最終影響亦取決於生產力，而美國的生產力一直優於其他國家。

從多項指標來看，美國勞工市場都顯得更緊絀。然而，考慮到生產力因素後，各個已發展經濟體的勞工相關通脹壓力似乎相近。

新興市場：動能減慢與特殊因素

作為對環球經濟的重要貢獻來源，新興市場也面對許多跟已發展市場一樣的好淡因素，但當中不少市場本身亦各具不同特殊因素，既可帶來風險，也可造就機遇。新興市場2022年的宏觀前景好壞參半：一方面，經濟增長隨著復甦步入成熟階段而放緩；另一方面，通脹超出目標水平，而且繼續升溫。考慮到各國的疫情發展、對商品的依賴程度、抵禦全球衝擊的能力，以及本身獨有的特殊事件，不同新興市場國家的復甦步伐大相逕庭。倘若美國的復甦表現與歐洲和中國的差距擴大，上述情況在2022年或會加劇。根據我們的預測，2022年四大新興市場國家包括巴西、俄羅斯、印度和墨西哥（BRIM）的國內生產總值加權增長率，將由2021年的按年7.5%放緩至4.1%。經濟活動可能在2022年上半年達到疫情前水平。

通脹仍是影響新興市場週期前景的關鍵因素，目前整體和核心數據均遠高於目標。鑑於近期的生產趨勢，加上增長動能減慢，目前不乏反映未來通脹可能降溫的跡象，但我們仍預期BRIM四國的2022年整體通脹率按年達6.2%，大致與2021年的按年6.2%持平，並存在上升風險。

新興市場國家或會在未來數季收緊貨幣政策，尤其是歐洲和拉丁美洲的新興市場。除此之外，我們預期2022年新興市場的財政脈衝將大致傾向緊縮，政府會取消抗疫紓困措施，並致力縮小在2020年和2021年形成的巨大財赤，務求穩定債務比率。

整體新興市場對外收支差額可能在2022年略微擴大，但應可獲得支持，正面因素包括資本賬大致穩定、貨幣機制靈活，以及國際貨幣基金組織在2021年分配的特別提款權有助提高外匯儲備，尤其是脆弱的新興市場國家。新興市場的信貸評級在疫情爆發後遭下調，但其後評級週期已趨穩定，我們認為在週期時段內，新興市場主權評級進一步下降的風險偏低。就目前來說，我們會聚焦於個別新興市場本身特有的風險因素，包括巴西和匈牙利的選舉，以及俄羅斯與烏克蘭緊張關係再度升溫的情況。

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及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。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。**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。**多元化投資**不確保沒有損失。

阿爾法值 (Alpha) 量度經風險調整的表現，計算方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；阿爾法值是指相對於基準指數的超額回報。**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。**向下滾動 (Roll-down)** 是一種回報，即假設孳息曲線向上傾斜的情況下，可隨著債券漸趨到期而實現的回報。

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。

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。

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** (地址為新加坡濱海景八號#30-01亞洲廣場第一大廈，郵編018960，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。資產管理服務及投資產品不會向未經許可獲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。© 2022年，品浩。