



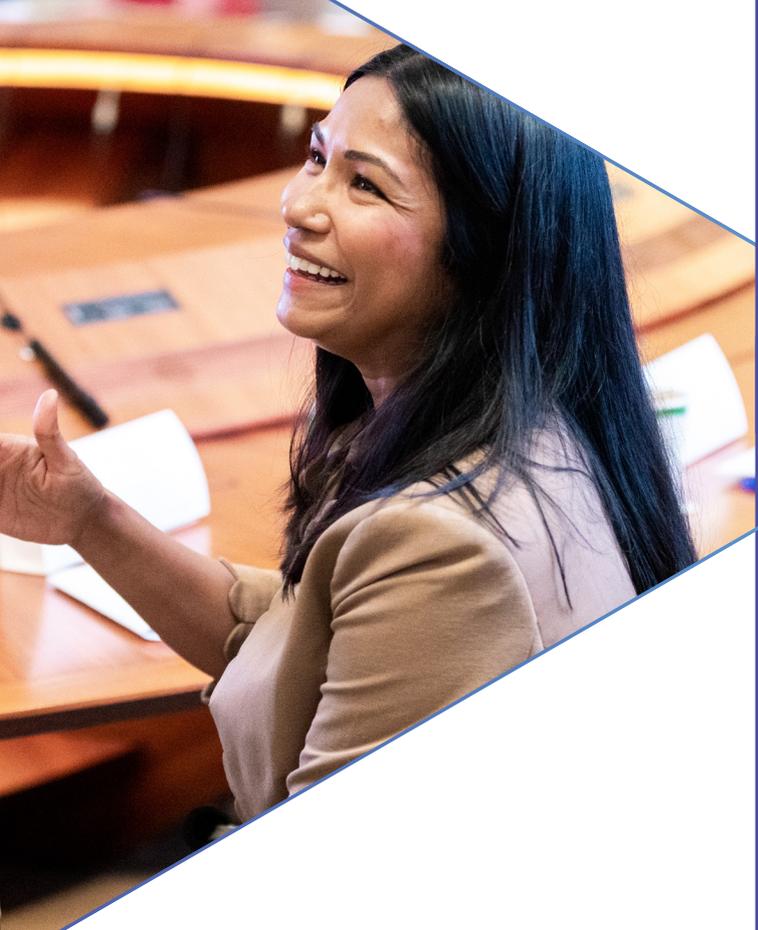
週期市場展望

2022年10月

逆風前行

標題：儘管總體環境充滿挑戰，債券在殖利率攀升後已再現具吸引力的投資價值。





作者：

Tiffany Wilding

董事總經理

經濟學家

Andrew Balls (波以斯)

投資長

全球固定收益

摘要

- 我們週期展望的基本預估是大型已開發國家將陷入淺型經濟衰退且失業率將攀升，經濟成長率難以在短時間內快速回升。各國央行顯見仍以抑制通膨為首要目標。
- 各天期債券隨著殖利率攀升已再現具吸引力的回報潛力。無論面對何種經濟、地緣政治、與市場情境，我們將致力維持投資組合的韌性，並在市場進一步承壓之際為市場提供流動性。
- 在信用債市場，我們將在短期審慎看待不確定性與經濟衰退風險，與長期聚焦具韌性的高品質資產間，尋求平衡。目前私募與公開市場的資產評價仍呈現顯著差距，但當私募市場進入修正，且信用債與房地產市場經歷更大挑戰，我們將可從中鎖定具吸引力的投資標的。
- 全球股市仍面臨下檔風險，當前股價以及企業獲利預期，似未完全反映央行的持續緊縮政策及上升的衰退風險。此外，我們預期高評等債券與股票將重拾較為典型的負相關性，這將提升核心債券在避險及分散風險上的特性。



投資人與決策官員的關鍵時刻

緊張的地緣政治局勢、加劇的市場波動、及央行數十年來最快速的緊縮政策，這些強勁的經濟逆風，造就了異常不確定的環境。我們於今年9月在美國加州新港灘召開的週期展望論壇中，即深入探討了前述與其他各項因素。

在此次論壇結論，我們預期已開發國家將陷入經濟衰退，且高通膨環境可能揮之不去。各國央行正處在一個艱難的局面，一方面得解決通膨壓力，另一方面經濟也已岌岌可危。

我們認為此刻投資組合應保持謹慎與彈性，殖利率攀升已為債券增添投資吸引力。投資人可望在波動市場中強化韌性的同時，獲取更高水準的收益。我們將在後續的投資啟示章節中討論債券與其他資產的投資吸引力。

在總結週期市場展望的過程中，我們反覆提醒自己一件事：所謂的「極端不確定性」無法以統計分佈或是機率加權平均值進行量化分析，不僅無法量測同時也代表無法探知的未知數。(例如請參閱King、Keynes、與Knight等人所著之「洞悉不確定的經濟《Insights Into an Uncertain Economy》」，2016年7月)。故此，儘管我們對於經濟成長與通膨發佈預測，我們也認同各種可能的結果差異甚大。

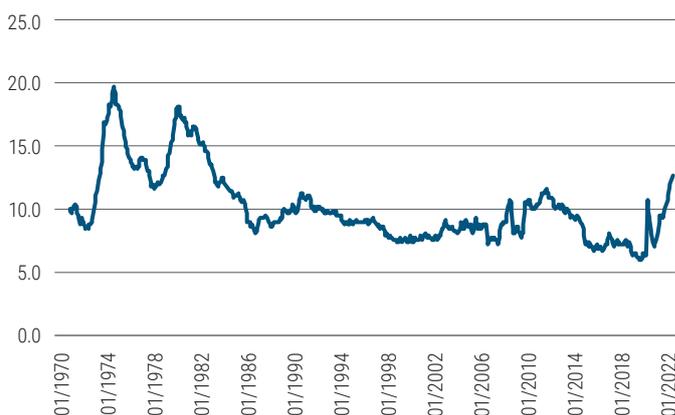
但我們可確定一件事：借用經濟學家Arthur Okun在1960年代提出的痛苦指數(將通膨與失業率相加以反映經濟表現)，各國央行與決策官員的痛苦指數正持續攀升(圖一)。

初始狀況

為了瞭解眼前經濟活動、市場、與投資人承受的痛苦及其意涵，我們不妨回顧今年3月召開週期展望論壇時的大環境，以及論壇結束至今的最新發展。今年3月，烏俄戰爭剛剛爆發，儘管當時前景具龐大不確定性，我們仍試著為投資人歸納出5項結論以因應投資前景。首先，烏俄戰爭對全球帶來「既冷又熱的經濟挑戰」，通膨加速攀升可能伴隨著實質GDP成長趨緩(甚至是衰退)。第二，供應鏈受到影響，經濟成長與通膨可能將出現非線性走勢。第三，歐盟相對依賴俄羅斯的能源供給，可能導致各區域的經濟表現呈現更顯著的分歧。第四，各國央行專注於對抗通膨優先於支持經濟成長，金融環境將面臨緊縮。第五，疫情導致通膨與政府負債居高不下，因此擴大財政刺激政策的幅度料將有限(請參閱2022年3月PIMCO週期市場展望《既冷又熱的經濟環境》)。

圖一：已開發國家的痛苦指數(將通膨與失業率相加)寫下1980年代以來的新高紀錄

痛苦指數 - 已開發國家



資料來源：Haver Analytics、Arthur Okun、PIMCO估算結果，截至2022年9月。痛苦指數採通膨與失業率加總計算。已開發國家資料包括美國、英國、日本、加拿大、與歐元區。

自此之後，總體環境發展大致一如我們的預期。但這些挑戰在某些關鍵層面造成的影響，比預期顯著許多：烏俄戰爭造成的經濟衝擊加劇。西方國家祭出的制裁措施以及俄羅斯採取的報復行動 - 從一開始的限制輸氣到最近多條管線停止對歐洲輸氣 - 可能會造成嚴重的經濟後果。現在通膨壓力似乎更加頑固，且美國與其他地區皆是如此。各國央行致力對抗通膨導致金融環境的緊縮程度大幅超出預期，而強勢美元的美國尤其顯著。

此外，3月至今也發生一些預料之外的事件。中國反覆採取的防疫封控措施及零星鬆綁措施，令中國經濟成長出乎意料地停滯。此外，各國的財政政策更加分歧，其中英國與歐元區設法進一步刺激需求面。對於這些國家而言，緩和能源價格高漲對於消費者與企業造成的影響已成為當務之急。英國在9月底發佈大規模財政刺激方案與其他措施，包含全面減稅並制訂一般家庭電費的自付上限，僅第一年的財政刺激規模就相當於英國GDP的4%至5%。同時，多個歐元區國家亦開始擴大政府支出，以財政轉移與補助的形式降低能源價格高漲對可支配收入的負面影響。最近，德國政府提出了一種限制能源價格的機制。儘管如此，這些歐元區國家的財政支出加總起來，仍不及目前英國提議的刺激方案。

展望：整體環境日益嚴峻

上述事件不會立刻影響全球經濟，但對未來6至12個月的前景帶來三項重要意涵：

1) 經濟很可能衰退，失業率勢將攀升

即便各國政府設法進一步支撐經濟活動，主要已開發國家 - 尤其是歐元區與英國 - 陷入經濟衰退且失業率攀升的可能性相當高。

地緣政治衝突促使俄羅斯大幅減少甚至停止多條天然氣管線對歐洲的供給 - 但這些都是歐洲主要的能源進口來源。對此，儘管歐元區已採取非強制性的天然氣配給措施、擴大從其他國家進口天然氣、並藉由財政措施分散壓力，但是歐洲仍面臨高昂天然氣價格（倘若今年冬天比往年更加酷寒，屆時可能會強制天然氣配給），進而可能壓縮實質可支配收入，減損許多工廠生產活動的經濟效益，並推升全球供應鏈的成本。

儘管俄羅斯與其他非歐洲主要國家的貿易連結較為有限，歐洲工業生產與貿易活動所受影響也可能會波及英國、美國、及其他已開發國家 - 其中又以英國看來尤其脆弱。雖然英國政府已推出財政刺激措施，設法緩和能源價格對一般家庭造成的衝擊，但是英國與歐洲的經貿關係十分緊密，且同樣普遍仰賴進口能源與電力。

同時間，美國實質GDP亦可能陷入微幅衰退，令失業率高於部分的非加速通膨失業率預估值（根據國會預算辦公室的預估值，非加速通膨失業率約為4%）。不同於歐洲與英國，美國境內豐沛的能源產量。雖有助於美國免於陷入能源短缺的危機，但是美國與歐洲之間的經貿往來與供應鏈受創的影響，可能為美國帶來停滯性通膨的威脅，阻礙美國的經濟成長—尤其是美國正經歷2008年金融危機以來金融環境緊縮速度最快的此刻、企業與消費者信心普遍低迷、且不確定性居高不下，皆令美國經濟硬著陸的風險加劇。美國只有3%的產品與服務原料來自歐洲（根據經濟合作發展組織公佈的附加價值貿易統計資料，截至2021年2月），但是新冠疫情讓我們學到一件事：即便是細小附加價值零組件的短缺仍可造成重大影響。其中，德國化學產業的脆弱程度尤其令人擔心，因為舉凡肥料、工業零組件、以及汽車等各種產品都需要用到德國生產的化學原料。預估，前述種種衝擊將影響企業獲利，限制投資活動，且最終拉升美國失業率。

最後，中國可望不陷入經濟衰退，但中國的清零政策與房地產的衰退，還是可能對中國實質GDP成長率帶來下行風險。對於中國決策官員而言，即便中俄之間的貿易活動略微增加，但是對美國、歐洲、與其他已開發國家的出口貿易萎縮，仍是中國能否維持經濟成長目標的一大阻礙。

雖然前景充滿挑戰，我們的基本預估是主要已開發國家將進入僅相對淺型的經濟衰退。原因有三：1) 家庭與私部門普遍仍維持強勁的資產負債表，2) 債務限制的問題在高通膨環境下可能暫時鬆綁，以及3) 金融的快速緊縮至目前為止尚未對銀行或融資市場帶來壓力。然而，近期在英國發佈財政報告後全球金融環境緊縮，這提醒的投資人實體經濟與金融市場之間的緊密關係，以及金融市場突發意外事件可能導致主要已開發國家陷入更嚴重的經濟衰退。

2) 通膨呈現僵固性

高於央行目標的核心通膨率目前似乎更加頑固，儘管整體通膨率最終在我們的展望週期內仍可望大幅降溫，但現在看來可能需要更長的時間。

歐元區和英國的消費者應會在不同程度上感受到能源和電力價格高漲的壓力，而各國政府亦設法降低甚至限制業者將躉售電價漲幅轉嫁給終端消費者。全球原油價格下降應有助於緩解美國、加拿大、澳洲、與其他區域等整體的通膨壓力。我們預期多數地區整體的通膨水準將在我們展望週期內顯著降溫。但是部分預期的降幅乃是基於技術性假設：我們依據能源期貨價格曲線預測能源價格通膨走勢。與大多數其他方面一樣，全球能源價格的前景似乎比以往更多不確定性，因為已開發國家經濟陷入衰退的同時，可能會遇上烏俄戰爭與全球綠能轉型造成的供應鏈瓶頸。

更重要的是，我們認為已升高的核心通膨似已變得更加頑固。物價上漲壓力已由過去主要集中在全球生產活動受疫情衝擊的商品項目，往外擴大至涵蓋原本週期性較為顯著的物價項目—例如住屋與服務。的確，主要已發展國家的「僵固性」通膨指標普遍已加速，其中又以美國的升速最為顯著（圖二）。勞動市場緊俏也推升薪資水準，使得長期通膨預期持續走高（圖三）。美國就是最明顯的例子，因為美國薪資上漲壓力已從低薪資、低技術門檻的服務業，進一步擴大到各種產業、職業、與技術層級。

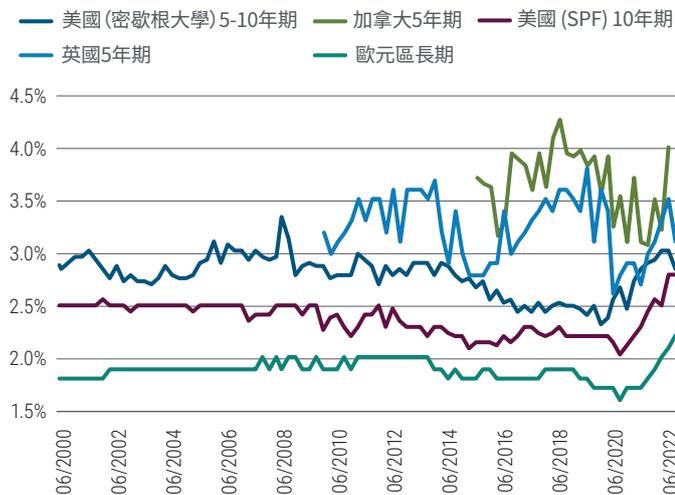
在我們的基本預估中，核心通膨降溫所需時間可能會比先前各國央行的預期久，但是實質經濟成長前景出現下檔風險也意味著通膨面臨高於以往的不確定性，因此最終出現通膨急遽降溫的情境亦不無可能。

圖二：多個已開發國家的核心通膨明顯變得更加頑固或僵固性更高



資料來源：Haver Analytics、PIMCO估算結果，截至2022年9月。「價格僵固性」物價籃係採各國/區域價格波動性最低的類別所建立，統計時間為2012年至2019年。統計方法係依Michael F. Bryan與Brent Meyer發佈之研究報告《消費者物價指數的部分物價是否較其他項目更具前瞻性？的確如此。》(克里夫蘭聯邦儲備銀行，2010年)。

圖三：長期通膨預期水準普遍呈現上行趨勢



資料來源：Haver Analytics，截至2022年9月。美國統計資料(密西根大學)：密西根大學未來5-10年之消費者通膨預期水準。加拿大統計資料：加拿大央行未來五年消費者通膨預期水準調查報告。美國統計資料(專家預測調查報告)：未來10年消費者物價指數之通膨預期的專家預測調查報告。英國統計資料：英國央行對未來五年消費者通膨預期所作之觀點調查報告。歐元區統計資料：歐洲央行對長期通膨預期水準所作之專家預測調查報告。

通膨居高不下且持續升溫，遇上綠能轉型與強化供應鏈韌性等長期趨勢，正好形成最令各國央行擔心的情境(請閱讀2022年6月發佈之PIMCO長期展望《強化投資組合韌性》)。最終，物價壓力攀升應可化為強勁的創新誘因，但是以展望週期的角度來看，這些長期發展趨勢將推高生產成本，並使得消費者物價指數升幅難以回到疫情前的低檔。

3) 貨幣政策：更長的緊縮期間

攀升的失業率與持續高於目標的通膨水準令央行陷入困境，但至目前為止，央行的整體仍以抑制通膨為首要目標。由於眼前的通膨壓力來源已不再侷限於受疫情衝擊的供應鏈，因此通膨升溫的同時也將加劇通膨水準預期上調的風險。正因為通膨壓力涵蓋的層面越來越廣，目前看來除非非加大緊縮貨幣政策的力道，讓實質利率高於中性利率，否則通膨自行降溫的可能性已大幅下降。目前，儘管金融環境已普遍緊縮，但是實質利率仍維持低檔，這賦予央行進一步升息的理由。

雖然歐洲央行的官方任務只有一項—維持物價穩定性，但是歐洲央行可能在失業率與通膨間，面臨歷來最艱難的抉擇。在各大經濟體之中，烏俄戰爭與國際社會制裁俄羅斯對於歐元區的影響最大，且GDP萎縮的程度可能最為嚴重。儘管如此，西方國家的制裁行動(以及俄羅斯停供能源)不太可能在短時間內結束。因此，歐洲央行未來在調整貨幣政策的同時，必須留意新一波供給短缺的威脅並設法抑制需求。可以確定的是，目前歐洲實質中性利率的預估值遠低於其他已開發國家，歐洲央行緊縮的力道可以輕一點，即可達到緊縮效果。

美國聯準會、英國央行、加拿大央行、及其他已開發國家央行也面臨類似的抉擇困境。然而，由於通膨仍遠高於長期目標，因此為了實現緊縮的貨幣環境，未來進一步升息理所當然——尤其是英國。我們預期英國央行將進一步調整貨幣政策，藉此抵銷近期發佈財政措施所造成的影響，接著維持利率不變，直到通膨已顯著降溫並趨近目標水準。在美國，我們預期聯準會將把政策利率調升至4.5%至5%的區間，接著按兵不動並評估政策緊縮造成的經濟影響（聯準會深知貨幣政策的影響要過一段時間才會反映在實體經濟，且間隔的時間長短不一）。

至於已開發國家政策利率最終要攀升到何種程度，才足以造就緊縮的金融環境，將取決於個別經濟體對於利率的敏感度。鑒於近期房市表現，我們認為加拿大、澳洲、與紐西蘭等國央行可能會比美國及英國早一步停止升息。儘管近來英國央行從縮表再度轉向擴表，期望藉此降低長天期利率快速變化可能對英國退休金體系帶來的系統性風險，但考量目前英國政府已宣佈的財政擴張政策，此次英國央行升息循環的終端利率可能會遠高於其他已開發國家。

唯一的例外是日本央行，因為日本至今通膨仍意外地低迷。若日本通膨最終步上其他國家的後塵，我們預期日本央行亦將隨之調整政策。然而，目前日本薪資上漲壓力仍低，因此日本央行應可繼續專注於穩定通膨預期，而多年來通膨持續低於目標，日本的通膨預期也已經適應了這點。

由於通膨水準遠高於長期目標，決策者在致力採取緊縮政策立場下進一步升息應是適當的做法。

毫無疑問的是，上述貨幣政策展望已提升經濟硬著陸的風險。雖然我們的基本預估認為經濟將進入淺型衰退，但在各國央行使強硬利率和資產負債表工具以降低需求的情況下，金融市場出現意外事件或債市驟然停擺的風險往往較高。第二輪效應難以預測，因為一直要等到市場承壓一段時間之後，金融市場的系統性關連性才能清楚浮現。

下一次經濟衰退：型淺但更久

我們的基本預估是已開發國家將面臨淺型經濟衰退，但我們並不認為經濟成長能迅速回升至高於趨勢的速度。通膨遠高於央行目標，加上後疫情時代的財政赤字與負債顯著增加，政府推出財政方案來因應經濟降溫的可能性偏低。也因此經濟成長前景在萎縮期後一段期間內將持續低迷，且低於趨勢水準。痛苦指數即使達到高點，也可能要一段時間後才能降回到較為舒服的程度，因為較高失業率可能會抵銷了通膨降溫的影響。

我們預期歐洲與英國財政寬鬆措施應可緩和經濟衰退的程度，但考量央行為了對抗通膨升溫壓力可能採取的因應政策，我們認為經濟衰退將無可避免，且衰退結束後亦難以支持經濟成長重回長期趨勢水準之上。另一方面，鑑於美國兩黨對通膨升溫的擔憂，美國短期內可能也僅會提出較小的財政刺激方案來支撐。

對於週期性經濟成長而言，儘管財政前景及央行緊縮貨幣政策並不是個好消息，但這可能卻是戰勝通膨的必要手段。此次疫情清楚顯示：通膨不僅是一種貨幣現象，同時也是一種財政現象。

投資啟示

由於各天期債券殖利率普遍攀升，我們認為現在債券更有值得投資的理由。我們相信高評等固定收益市場現在可望提供與長期平均更加一致的報酬，且多數市場的短天期殖利率曲線已充分反映貨幣緊縮預期。我們在當中看到掌握債市價值增長的龐大機會。舉例來說，投資人可布局殖利率已較去年明顯高出許多的高品質基準債券，同時精選高品質信用債，並藉由主動式管理提升超額回報。我們認為在此週期展望期間，固定收益市場的報酬潛力很具吸引力，投資人此刻重回固定收益市場可望獲得相對應的投資回報。

除了更高的收益潛力外，即使面臨經濟成長或是通膨不如預期，或是股市進一步走弱，當前殖利率達到的高點有機會提供資本增值回報。我們預期，高評等債券將重拾與股票間較正常的負相關性，這將提升高品質核心債券的避險性，多能在股市下跌時提供正報酬。當前債券市場提供的較更殖利率，也有助於為在充滿不確定性且更加動盪環境中堅持下來的投資人提供回報。

我們認為高評等固定收益市場現在可望提供與
長期平均較一致的回報。



然而，投資人仍審慎為上，因為若通膨一如我們預期地頑固，各國央行將被迫以超越目前市場預期的幅度升息。若經濟如預期般淺衰退，屆時政策制定者也不會急著降息刺激經濟成長。比起過去10年、20年，央行「保底」的代價比過去高出許多，這代表若假設央行以政策救市，風險會比平時狀況高。故此，投資人唯有將眼光放長遠，才能駕馭眼前充滿不確定性的環境。

然而，一旦通膨走勢明確轉向，將引發關注重點快速轉向對經濟成長與市場穩定性的擔憂。我們預期股票與債券將逐漸重拾較為正常的反向關係，但若總經/市場環境出現較大混亂時，股債相關性可能會迅速回歸常態，缺乏彈性與韌性的投資組合將面臨更顯著的風險。

核心債券策略

就核心型固定收益投資組合而言，我們準備在現在的環境中主動降低對多種風險因子之曝險部位，並保留部分現金。流動性管理一向重要，但在充滿挑戰且高度不確定的環境尤其重要。一如我們發布的長期展望，我們將致力做到投資組合在各種經濟環境、地緣政治、與市場情境下都保持韌性。

我們看到高品質存續期及高品質利差資產的投資價值逐漸升高。我們預期在週期展望期間將浮現良好的投資機會，投資人可伺機提高對於利率與信用資產的曝險部位，但短期來看，我們強調投資人仍須十分審慎看待利率與信用資產。

以存續期配置而言，貼近參考指標的投資組合應對存續期採中性的配置。目前存續期普遍處合理評價，且全球大多數市場的存續期評價處於我們預期區間的中間值。考量短期內的通膨風險，在某些情況下我們可能會小幅度減碼存續期，但是整體而言我們對於存續期的看好度偏低。我們有信心能夠在固定收益市場創造具有吸引力的投資回報，同時又不讓投資組合過度暴露在利率風險之中。然而，我們認為日本是特殊案例，我們部分投資策略布局日本央行逐步放鬆對殖利率曲線管控帶來的影響。

不動產抵押貸款證券

我們預期將加碼機構不動產抵押貸款證券，且基於評價面的考量，加上聯準會資產負債表仍握有大量的低票息不動產抵押貸款證券，我們認為票息較高的不動產抵押貸款證券更值得青睞。機構不動產抵押貸款證券屬於AAA級資產，利差相對具吸引力，且擁有高度韌性與良好流動性。雖然聯準會可能會在某個時間點開始賣出資產負債表上的低票息不動產抵押貸款證券，以此作為縮表流程的一部分（先對於單純限制本金再投入的規模），但我們不認為會在此困難環境中會進行。

公開市場與私募信用債及結構性產品

以信用資產而言，我們致力在短期面對不確定性及衰退風險上的審慎態度，以及長期關注高品質且具有韌性的資產間取得平衡。雖然此類資產可能進一步放大利差，但是違約可能性很低。這類資產包括高品質結構性商品、高品質投資等級債、高品質金融機構債、甚至是部分擁有具足夠韌性資產負債表、且有能力駕馭各種艱困經濟環境的非投資等級信用債。我們預期將減碼一般的公司債。

我們將積極避開對景氣變動非常敏感的信用債種，其中包括表現疲弱的新興市場公司債、較低評等的銀行貸款，以及借款人評等偏低且可能直接受到央行升息影響的部分私募信用債，因為升息將使得此類借款人的償債支出攀升，且獲利能力可能同步惡化。

我們認為接下來實體經濟活動與金融市場波動性，將為有耐心且手握新資金的投資人創造具吸引力的投資機會。目前私募與公開市場的資產評價仍呈機端差距，但隨著私募市場評價進入修正，以及私募信貸與房地產市場面臨的挑戰更加顯著，有機會創造超額報酬的投資機會將可望浮現。這也是我們高度看好的投資題材之一。

貨幣與新興市場

以外匯市場而言，考量美元昂貴的評價（我們預期美元評價將在未來幾季觸頂），以及全球經濟成長趨緩可能觸發資金持續湧入安全性資產，我們將在兩者之間取得平衡，並避免對美元建立龐大投資部位。然而，我們預期將可在美元以外的貨幣發掘相對價值交易機會。

有鑑於當前的經濟週期階段，以及此次聯準會升息循環的終端利率仍充滿不確定性，我們在此階段傾向審慎看待新興市場。儘管如此，新興市場提供非常多元的投資機會。高實質利率，加上利差顯著高於評等相近的已開發國家信用債，這可望為持續的政治與地區波動性提供部分緩衝效果。此外，面對來自已開發國家與中國向外擴散的經濟衝擊，各個新興國家吸收衝擊的能力不盡相同並造就分歧表現。故此，我們認為可運用主動型投資管理，在部分新興國家身上發掘非系統性的投資價值。

大宗商品與通脹連結債券

大宗商品仍然是全球市場面臨挑戰的核心。而大宗商品可提供良好的抗通脹效果。

儘管經濟成長開始趨緩，但是大宗商品的供給依舊吃緊，兩股力量相互拉扯令大宗商品價格面臨高度不確定的前景。經由管線輸送的天然氣輸氣量大減，不僅大幅推升消費性通脹，同時亦對其

他大宗商品市場造成直接影響－例如電力、煤炭、基本金屬、原油、與肥料，其中肥料價格上漲導致農民生產成本攀升並降低擴大耕種面積的意願。天然氣供給量已大幅減少，削弱了俄羅斯影響天然氣與電力市場的能力，但是接下來對於俄羅斯原油貿易的制裁措施－包括限制對油輪提供航船保險，可能會進一步壓低俄羅斯的原油供給量。此外，目前石油輸出國組織與夥伴國（OPEC+）的閒置產能已接近20年來的低點，因此只要俄羅斯的原油供給進一步萎縮，將可望支持接下來的國際油價表現。截至2022年9月為止，目前大宗商品指數－例如彭博大宗商品指數－提供超過10%的正息差（意即遠期合約曲線已反映週期展望期間大宗商品價格顯著下滑的前景）。考量大宗商品對於整體通脹的貢獻程度及其對央行政策的影響，現在大宗商品具備的抗通脹效果可謂前少見的強勁。

此外，我們仍舊認為適度配置天期較長的美國抗通脹公債，應有助於以合理評價達到抗通脹的效果。

資產配置與股票

以資產配置投資組合而言，我們預期將減碼整體股票的Beta風險。由於起始股價以及市場對企業獲利的期待尚未完全反映央行持續的緊縮政策及與升高的經濟衰退風險，我們認為全球股市仍面臨下檔風險。我們預期全球股市的本益比將隨著每股盈餘的調降一同下滑。由於未來全球需求將逐漸萎縮，但是居高不下的營運成本恐壓縮獲利空間，因此接下來企業必須設法克服極為艱困的大環境。在此環境下，我們將減碼景氣敏感度較高的產業，並傾向以合理評價在較具防禦特性的產業當中，發掘擁有穩健資產負債表的優質企業。

所有投資均有風險且可能造成損失。投資於債券市場須承受若干風險，包括市場風險、利率風險、發行機構風險、信用風險、通貨膨脹風險以及流動性風險。大多數債券以及券投資策略之價值會受到利率變動的影響。若屬存續期較長的債券或債券策略，其敏感度與波動性大多高於存續期較短的券種；當利率走升，債券價格通常會下跌，且低利率環境亦提高此風險。債券的交易參與量縮減，可能導致市場流動性降低，以及價格波動加劇。債券投資贖回時，其價值可能高於或低於原始購債成本。原物料存在較高風險，包括市場、政治、監管和自然狀況等風險，可能不適合所有投資人。股票則有可能因為實際或臆測之市場狀況、經濟變動或產業狀況等，出現跌價。投資於外幣計價及／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，相關風險可能更高。匯率可能會在短期內大幅波動，且可能降低投資組合之報酬。不動產抵押貸款證券和資產擔保證券可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管該類證券通常由政府、政府機構或私人提供擔保，但不保證擔保人必然履行相關責任。文中提及機構和非機構抵押貸款支持證券是指在美國發行的抵押貸款。政府發行的通膨連結債券(ILBs)為固定收益證券，其本金價值依據通膨率定期調整；當實質利率上升，通膨連結債券的價值隨之下降。美國政府發行的抗通膨美國公債 (TIPS) 即是通膨連結債券。私募信貸涉及投資帶有低流動性風險的非公開交易證券。投資於私募信貸的投資組合可能以槓桿策略進行操作，並涉及投機行為，進而增加投資虧損的風險。多元配置概不擔保絕無損失。

超額報酬 (Alpha) 係用以衡量風險調整過後的績效，計算方法是比較投資組合的波動幅度 (價格風險) 與其相對於基準指數的風險調整後表現；高於基準指數表現的 alpha 係數稱之為超額報酬。Beta係數是衡量價格相對市場變動的敏感程度。市場的Beta係數為1。存續期間為衡量債券價格對利率敏感度的方法，以年為單位。

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組合經理人對未來的預期。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。

特定一檔證券或一整類證券的信用品質，並不足以確保整體投資組合的穩定或安全必然無虞。個別券種或發行人的品質評等，旨在反映該券種或發行人的信用價值，從標準普爾、穆迪與惠譽分別賦予的AAA、Aaa或AAA (最高評等)，到底層層的D、C或D (最低評等)。

文中所有預測、估計及特定資訊均得自專有研究結果，不應視同投資建議、要約或招攬，亦不應視為任何金融工具的買賣。預測與估計存在若干固有侷限，且不同於過往實際表現，不反映實際交易情況、流動性限制、費用與/或其他成本。此外，有關未來表現的陳述亦不應視同預期或承諾客戶投資組合可能達到相同表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述與聲明，均以當前市況為準，市場狀況仍將有所波動。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資人。個別投資人應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資人做出投資決策前，應先諮詢投資專業人士之意見。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

本資料包含經理人現階段見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料僅供參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。