

## 季度宏觀及市場觀點 資本集團固定收益團隊



宏觀觀點

全球經濟增長放緩，通脹持續不斷



美國利率

動力轉變下的通脹上行風險



歐洲利率

隨著市況加劇波動，精挑細選至為關鍵



日本利率

日本政府債券仍欠缺吸引力，但日圓具有投資價值



環球相對價值

縱使市況加劇波動，但投資機會可尋



環球企業債券

審慎挑選仍是關鍵



美國投資級企業債券

基本因素前景向好，但須注意對聯儲局加息的敏感度



美國高收益企業債券

基本因素穩健，但加息可能令表現反覆波動



新興市場債券

硬貨幣債券和當地貨幣債券展現價值



市政債券

審慎挑選信貸和利率投資



美國機構按揭抵押證券

市場對供求平衡出現變化保持警惕

# 決策官員應對持續通脹，導致全球經濟增長放緩

儘管步伐進一步放緩，但環球經濟可望在2022年延續增長勢頭。然而，近期的Omicron新冠變種病毒突顯疫情使經濟前景增添陰霾。

Omicron的傳播力和感染率更高，已對環球供應鏈和勞工市場造成影響。話雖如此，目前的住院率和死亡率似乎遠低於疫情爆發初期。因此，變種病毒對經濟的衝擊可能相對溫和，而且為時較短。

現時部分主要央行正收緊貨幣政策。疫情導致供應受阻，加上商品需求殷切，帶來較預期持續更長的通脹升溫壓力。

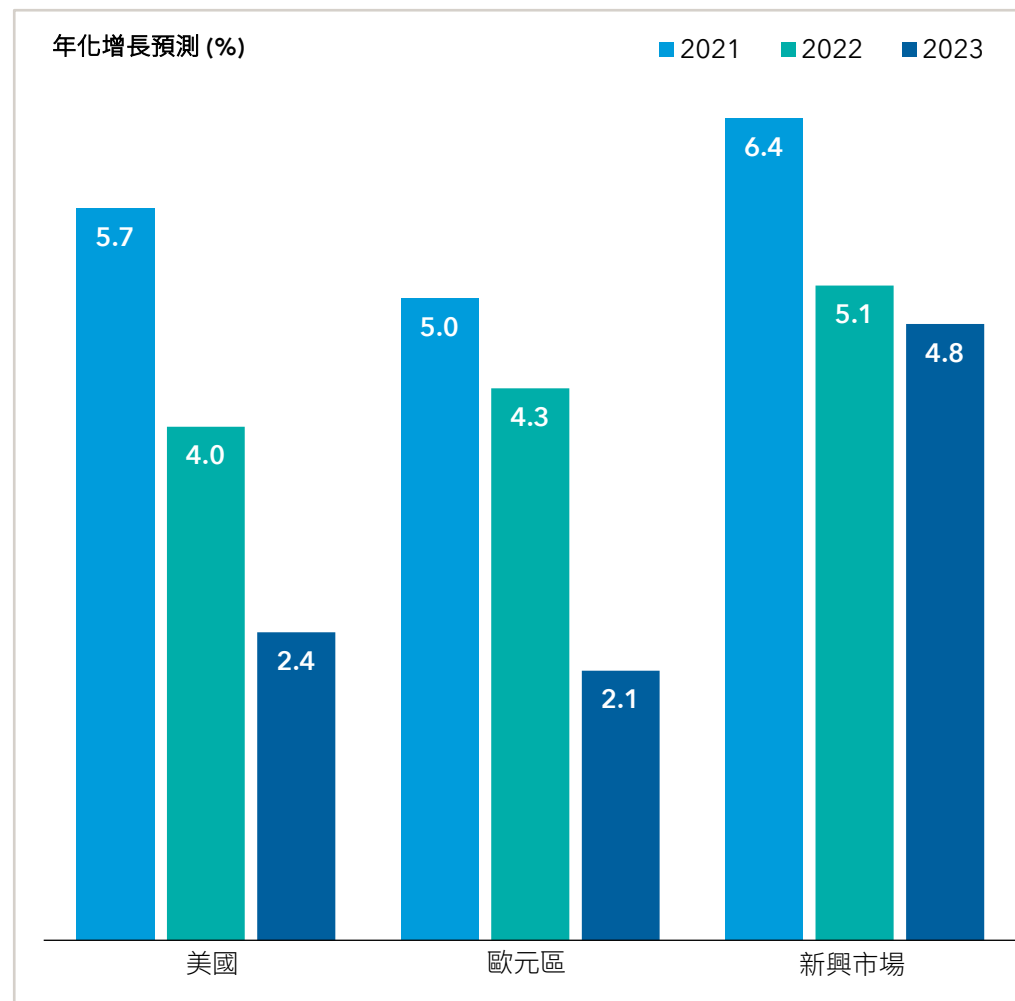
美國整體通脹急升至近40年來高位，2021年12月消費物價指數觸及7.0%。五年期平衡通脹率在2021年初趨近2%，及至年底接近3%。平衡通脹率反映美國國庫抗通脹債券與名義國庫券在整體年內，要產生相同總回報所需的平均通脹水平，因此目前五年期平衡通脹率顯示美國債券市場反映直至2026年底的通脹水平。

市場大幅調整對未來加息的預期。美國聯儲局的決策官員和市場人士均已日漸認識到，通脹居高不下並遠高於聯儲局2%核心個人消費開支通脹目標的情況，可能延續至整個2022年。

聯儲局承認通脹可能不如早前預期般為時短暫。事實上，當聯儲局主席鮑威爾被問及有關在此前的議息聲明持續使用「短暫」一詞時，他表示：「目前可能正是時候棄用這個詞語。」在2021年12月，聯儲局表示會把11月已展開的縮減量寬步伐加快一倍。當局加速減少買債，因而可望在2022年3月結束資產購買計劃。

聯儲局利率點陣圖預示2022年和2023年同樣加息三次，每次四分之一個基點。

市場普遍預期急速的增長步伐將在2022年減慢



截至2021年10月31日。資料來源：彭博經濟師普遍估計

從聯邦基金利率相關期貨合約可見，市場定價最初未有調整以反映上述加息步伐加快的情況。這個分歧（日後或會再次出現）可能顯示市場人士正權衡金融狀況收緊如何影響經濟活動，以至對聯儲局政策的潛在影響。

雖然美國的金融狀況仍處於歷史性寬鬆水平，但隨著經濟動力在2021年強勁反彈後逐漸消退，加上央行政策的支持作用減弱，金融狀況應會趨於收緊。除了貨幣政策趨緊之外，疫情為美國和其他經濟體帶來的經濟阻力也可能導致環球增長較預期放緩。

歐洲央行可能遲於美國聯儲局進行縮減量寬和加息的舉措。歐洲早於北美洲出現Omicron變種病毒感染率和發病率惡化的情況，部分歐洲政府的防疫限制由放寬轉為收緊。當局對商業活動和社交聚會施加限制，包括民眾必須出示疫苗接種狀況的相關措施。

歐洲金融市場可能在2022年相對波動。

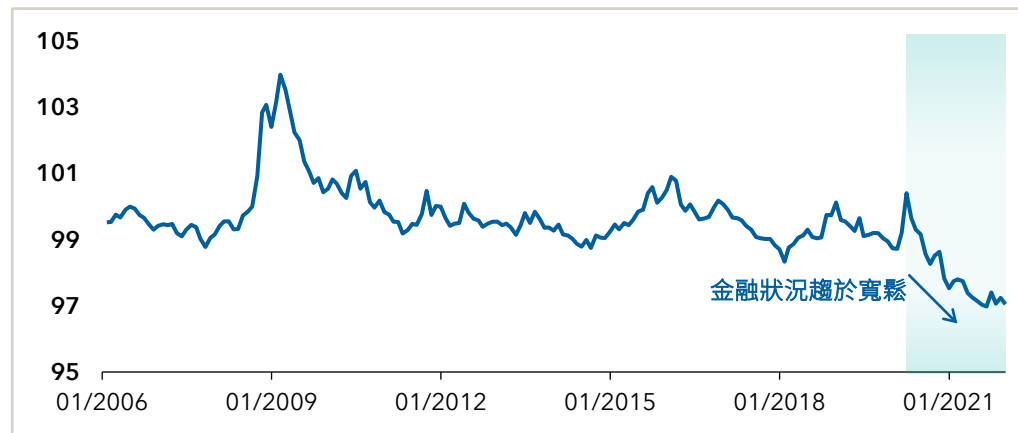
雖然經濟增長向好，加上財政支持措施持續，應會帶來利好作用，但政局發展、疫情陰霾，以及通脹近期飆升的情況可能持續，或許會不時動搖投資者信心。

中國方面，有跡象顯示增長放緩的情況可能開始見底回升。在最近數季，房地產等服務業的增長減速漸見緩和。雖然製造業在疫情期間所受的衝擊甚於服務業，但惡化的步伐暫時或已見頂。

風險資產似乎會為投資者帶來非對稱回報潛力，但上升空間有限。息差在2021年第四季初有所擴闊，但在12月已顯著逆轉。從歷史標準來看，息差顯得狹窄，因此我們預期不會更進一步縮窄。

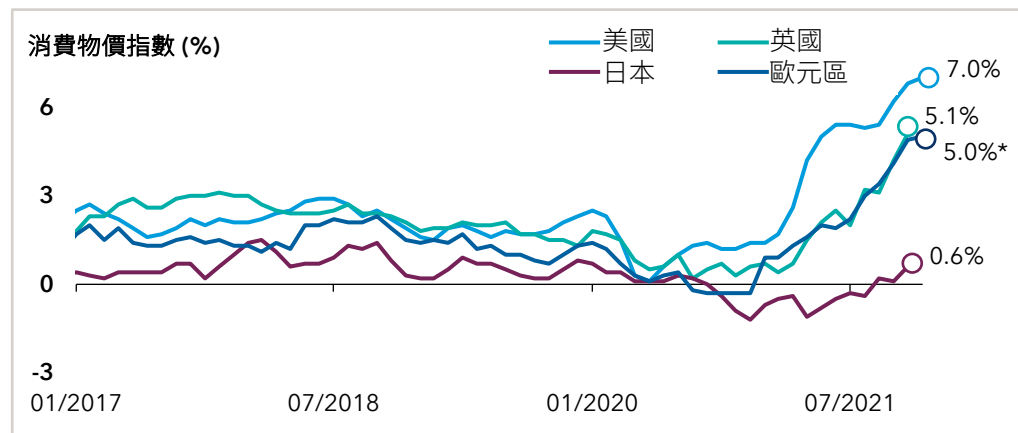
息差可能在2022年大致維持窄幅上落。縮減量寬措施迅速推行，以及市場預期加息週期更趨明顯，均可能令市況波動。然而，經濟增長和企業盈利均有望取得強勁及穩健的表現，應有助限制息差走勢。

## 美國的金融狀況相當寬鬆，但情況可能即將轉變



高盛編製的美國金融狀況指標（源自不同的量度標準，包括利率水平和美元強弱），直至2021年12月底。  
資料來源：高盛

## 美國、英國和歐元區的通脹均創下多年新高



\*歐洲聯盟統計局Eurostat的初步估計。美國和歐元區（2021年12月）及英國和日本（2021年11月）的最新可用月底數據。資料來源：彭博

## 中期通脹展望：通脹動力轉變下的上行風險

我們認為美國中期通脹預期面臨上行風險。雖然從市場定價來看，短期通脹飆升屬暫時性看似言之成理，但我們的分析不足以對長遠市場觀點作定論。儘管通脹動力出現顯著轉變，但五年遠期五年期通脹預期（見上圖）一直維持溫和。

**多項影響通脹的因素正在轉變。**商品價格和勞工投入持續受短期供應鏈中斷所影響。及至近期，物價開始廣泛上漲。這個最新發展有別於疫情爆發初期，當時短期供應問題和暫時性因素影響較少範疇，例如汽車、旅遊和酒店。

**美國核心通脹的重要推動力 – 住房價格似乎相當受惠於多項宏觀和微觀因素。**按揭利率偏低、房價上漲、租金上升及工資上揚均構成住房成本上行壓力。工資增長仍未顯著推高通脹，但仍可能成為通脹升溫風險的主要來源。

我們偏向採取較短存續期配置。雖然目前為止，市場對聯儲局政策轉趨強硬立場的反應較收益曲線溫和，但我們的部署或可隨著利率上升而取得較佳表現。若風險資產表現強韌，而且金融狀況持續寬鬆，聯儲局可能採取更進取的行動以應對通脹。儘管國庫抗通脹債券已經上升，但看來仍可能進一步走高，因此我們傾向作出適度配置。

**我們維持審慎的收益曲線趨平配置。**然而，由於估值的吸引力降低，我們已削減預期收益曲線趨平的配置。收益曲線在2021年下半年顯著走平，目前處於的水平通常與加息週期較後階段相關。市場預期2024年底聯邦基金利率將約為1.5%，反映當局的立場仍相當寬鬆。重要的是，利率和收益率在可預見的將來可能維持偏低。

### 美國未來通脹預期似乎未有反映上行風險



市場定價數據引伸的通脹預期截至2021年12月31日。資料來源：彭博

### 隨著加息逐漸迫近，收益曲線趨平



數據截至2021年12月31日。2年期與10年期斜率顯示10年期與2年期美國國庫券之間的收益率差距（5年期與30年期債券息差如此類推）。資料來源：彭博

所示預測數據只供說明用途。

© 2022 資本集團。版權所有。

# 投資機會仍然存在，惟需審慎挑選

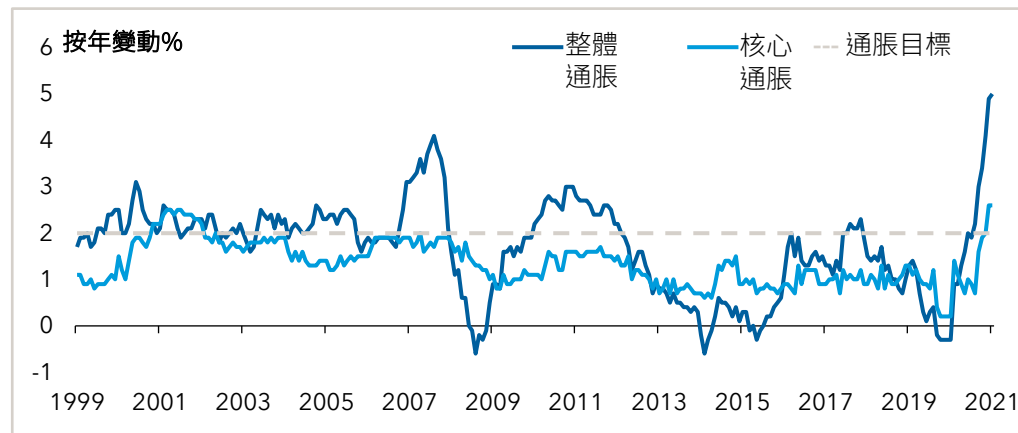
歐洲主要經濟體或會在2022年顯著加快增長，預期將錄得4.0%至5.0%的增長率，高於長期平均水平，增長動力源於積壓需求釋放、消費信心改善、工業活動暢旺及財政支持措施。服務業和製造業引領復甦趨勢，但由於勞工和原材料嚴重短缺，建造業表現落後。Omicron變種病毒疫情持續帶來主要風險，或在2022年上半年減慢經濟復甦，但對比疫情高峰期，住院率和死亡數字仍相對受控，因此各地政府不願意再度實施封城。

鑑於需求殷切和持續的供應問題，2022年可能面對更持久的通脹。歐元區核心通脹升穿2%，是近20年來首次（圖1），能源價格高企和揮之不去的供應瓶頸可能意味通脹只會緩步回落至接近2%的水平。結構性放寬財政政策及寬鬆貨幣政策亦可能刺激通脹升溫。企業面臨投入成本高漲，料將提高售價以保障利潤率。歐元區工資增長仍然偏低，但隨著更多跡象顯示勞工短缺（圖2）和就業率日益上升，工資水平或將加快增長。

歐洲央行在12月輕微轉趨強硬立場，並宣佈將終止緊急抗疫購債計劃，調升2023年通脹預測至1.8%的疫前水平（2018年），而且承認通脹面臨升溫風險。然而，歐洲央行仍然較其他央行寬鬆，預期不會在2022年加息，其資產購買計劃亦不設限期。

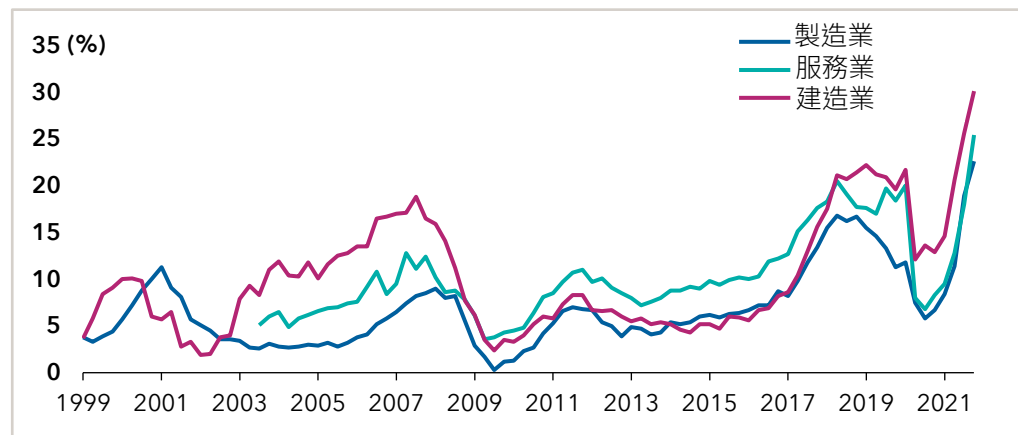
歐元區內仍存在投資機會，惟需審慎挑選。法國和意大利等國獲得歐洲央行的技術性支持較少，我們藉此對歐洲政府債券作出較短存續期配置。我們認為，終止緊急抗疫購債計劃可能利淡週邊國家債券息差。此外，法國和意大利存在選舉風險，兩國的政局前景依然甚不明朗。丹麥有擔保債券提供吸引估值，而且基本因素強勁，我們仍認為具有投資機會。

## 歐元區消費物價



數據截至2021年12月31日。資料來源：歐洲聯盟統計局、歐洲央行

## 歐元區勞工短缺



表示勞工因素限制業務活動的企業百分比。季末數據截至2021年第四季。資料來源：歐洲委員會

## 日本政府債券仍欠缺吸引力，但日圓具有投資價值

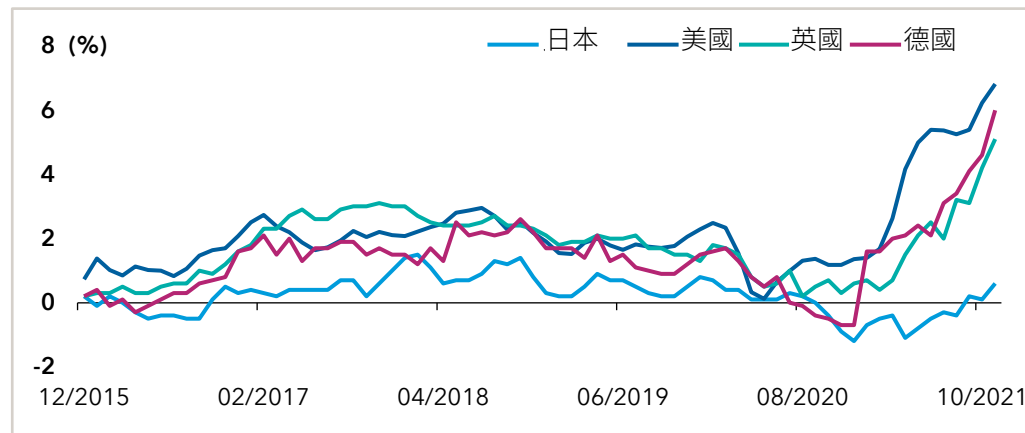
日本自民黨在去年11月贏得下議院選舉，儘管選前預測自民黨只可拿下僅過半數的233席，但最終獨力取得「絕對穩定多數」的261席。自民黨政府迅即推出大規模財政刺激措施，規模達56萬億日圓（佔國內生產總值5.6%），以期提振受疫情打擊的經濟。內閣亦通過創紀錄的107.6萬億日圓預算案。此外，首相岸田文雄強調有必要提高工資水平，敦促企業加薪至少3%。

儘管當局採取多項措施，但岸田文雄未能顯著扭轉日本經濟步入通脹放緩的趨勢。雖然有個別資料顯示勞工短缺，但未見充分跡象反映合約月薪面對上升壓力。此外，由於工會進行的工資協商通常建基於歷史表現的通脹數據，因此加薪幅度有限。單獨來看，考慮到此前政府要求下調手機費用，整體消費物價通脹持續偏低。

市場亦未受影響。長債收益曲線輕微回升。然而，對比其他已發展市場，利率升幅微弱。鑑於日本央行看似與貨幣政策正常化的距離尚遠，加息的動力不大。儘管如此，我們仍然認為日本政府債券欠缺吸引力。考慮到日本製造商面對環球供應引起的價格壓力，我們相信消費物價指數目前的下行風險有限。此外，若日本央行縮減資產購買規模，日本政府債券很可能轉弱。

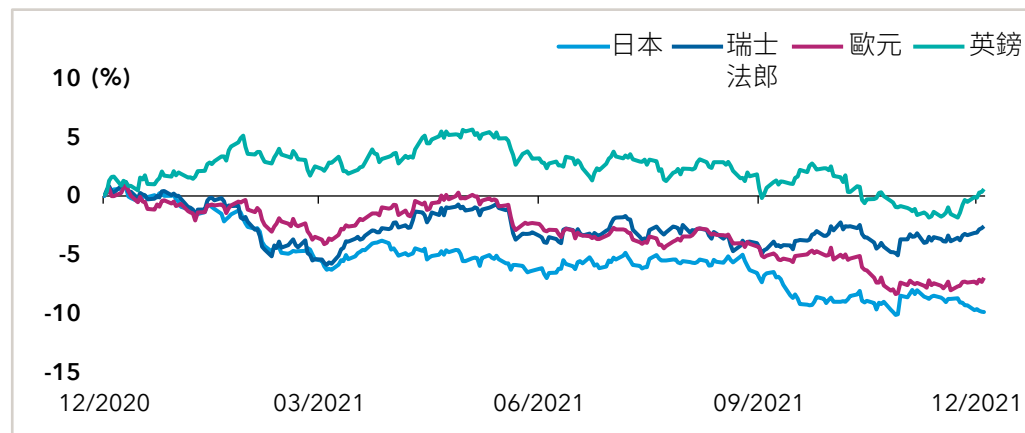
從估值角度來看，日圓持續具吸引力。鑑於投資者關注美國收緊貨幣政策，日圓走勢顯著減弱，而目前日圓的相對價值轉強。日本輸往歐美的出口保持強勁，因此貿易流向亦利好日圓。此外，基於當前不明朗因素，日圓或可對沖任何避險事件的風險。

### 對比其他已發展國家，日本通脹率較為落後



數據截至2021年11月30日。資料來源：彭博

### 由於市場預期美國收緊貨幣政策，日圓顯著走弱



數據截至2021年12月31日。圖表顯示日圓、瑞士法郎、歐元和英鎊兌美元匯價的升跌。資料來源：彭博

# 美國和中國債券收益率看來相對具吸引力，美元可望進一步走強

通脹升溫使投資者調升收緊貨幣政策的預期，加上Omicron變種病毒疫情出現，導致利率市場在2021年底數月加劇波動。美國聯儲局確認在11月開始縮減量化寬鬆，其後在12月加快步伐，並期望在2022年3月完成縮減行動。環球通脹持續上揚，美國的通脹觸及7%。聯儲局預測美國通脹將在2023年回落至趨近2%的目標，但由於Omicron疫情加劇現有的供應鏈壓力，因此我們預期通脹將在2022年內維持高企。12月議息會議的利率點陣圖顯示，聯儲局或將提早加息，而且步伐加快，現時預期今年將加息三次，2023年進一步加息兩次或三次，但通脹居高不下，可能令當局收緊政策的力度甚於市場預期。

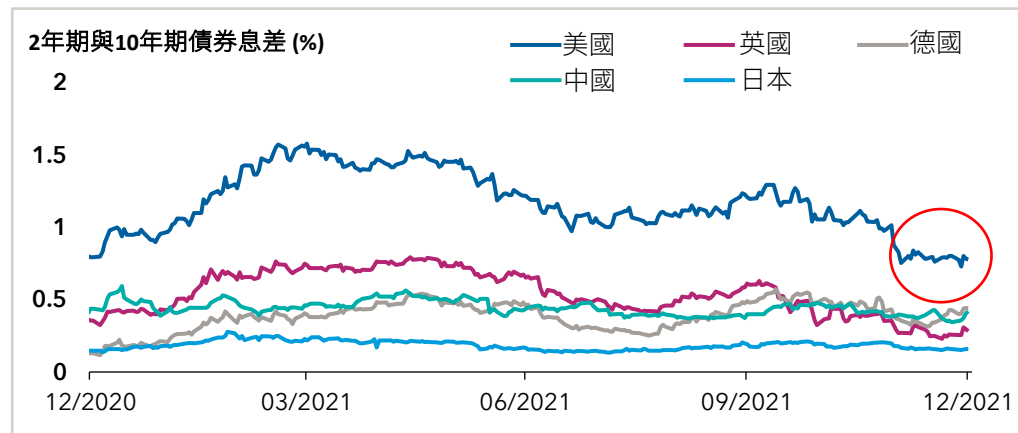
利率市場在季末大致持平，10年期美國國庫券收益率由1.49%升至1.51%，歐洲、英國和日本10年期債券收益率均在季末收報季初附近的水平。然而，這未有反映季內波動的情況：通脹憂慮在季初推高收益率，其後市場擔憂Omicron疫情對經濟造成影響，令收益率回落。

鑑於當局在短期內收緊政策，加上市場調低長遠增長預期，美債收益曲線走平，英國債券收益曲線亦趨於平坦。美國國庫券收益率水平相對吸引，因此持續吸引境外買盤需求。相對於其他主要市場，中國債券的名義和實質收益率較高，加上當局可能在2022年放寬政策，因此中國市場仍具吸引力。然而，我們認為歐洲核心市場和日本的價值有限。

考慮到聯儲局立場相對強硬，加上美債實質收益率可能上揚，我們預測美元將在短期內走強。隨著金融狀況收緊，我們預料經濟表現可能遜於預期，而且市況將會持續波動，這或進一步為美元提供支持。

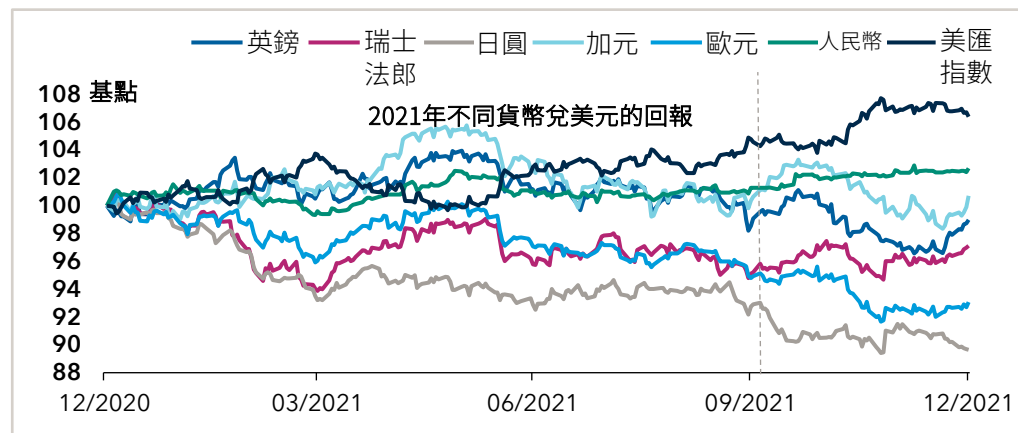
我們較不看好歐元表現，原因是歐洲央行立場較溫和，加上中國與歐元區的貿易聯繫更趨密切，因此中國增長放緩將導致歐元更易受到不利影響。

隨著市場定價反映美英央行加息，第四季收益曲線走平



數據截至2021年12月31日。2年期與10年期債券息差是指10年期美國國庫券與2年期美國國庫券收益率之間的差距。資料來源：彭博

美元兌大部份主要貨幣在第四季升值



數據截至2021年12月31日。顯示主要貨幣兌美元及美匯指數的表現。資料來源：彭博

過往業績並非將來業績的保證。所示預測數據只供說明用途。

# 風險回報表現日趨非對稱，反映審慎挑選至為關鍵

主要央行立場轉趨強硬，加上Omicron變種病毒疫情出現，環球投資級企業債券在第四季備受考驗。以彭博全球綜合企業債券指數計算，息差由9月底的88個基點擴闊9個基點至年底的97個基點。季內總回報和超額回報分別為-0.46%和-0.28%（美元未對沖）。BBB級債券表現落後於其他評級類別，金融業債券總回報低於工業和公用事業。地區方面，美元債券超額回報略優於歐元企業債券，兩者分別為-0.29%及-0.38%<sup>1</sup>。

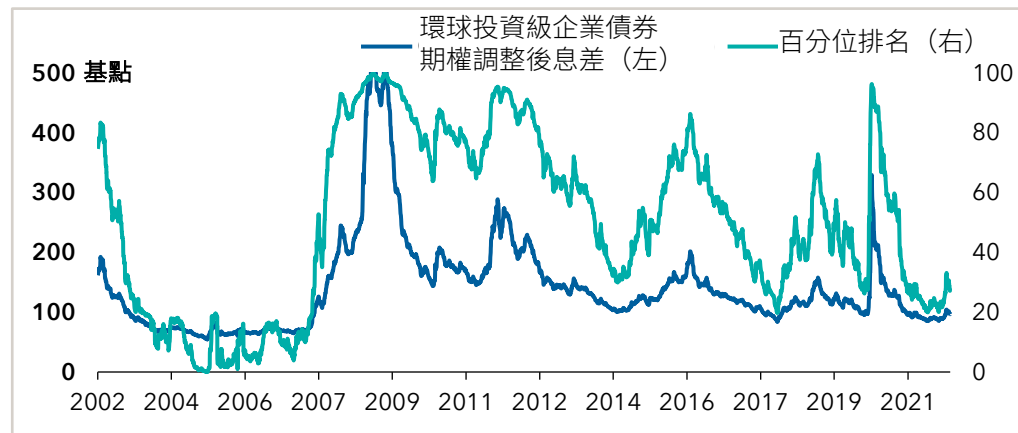
通脹升溫令市場憂慮主要央行未來將收緊貨幣政策。雖然估值偏高，但投資者對收益的需求殷切，加上發行人信貸基本因素改善，應可提供支持。然而，風險回報表現日趨非對稱，反映審慎挑選至為關鍵。

我們對整體信貸風險維持審慎，但基於「由下而上」的基本因素取向，我們認為環球信貸市場仍具投資機會。

我們青睞美國中游能源企業（受惠於油價靠穩）及提供吸引機遇的美國防守型受監管公用事業。我們的分析員認為這些企業可能傾向略為提升槓桿，從而為潔淨能源轉型提供融資，但利潤和現金流亦有望增加。我們一直投資於日益重視環境、社會及管治因素的企業，並且持續積極與企業溝通。鑑於疫情加快推進許多疫前已存在的長期趨勢，我們認為軟件及雲端科技公司亦具有投資機會。然而，我們的環球債券投資組合一般迴避善待廣泛股東的公司，例如可能尋求舉債融資以把握大規模併購機會的製藥公司。

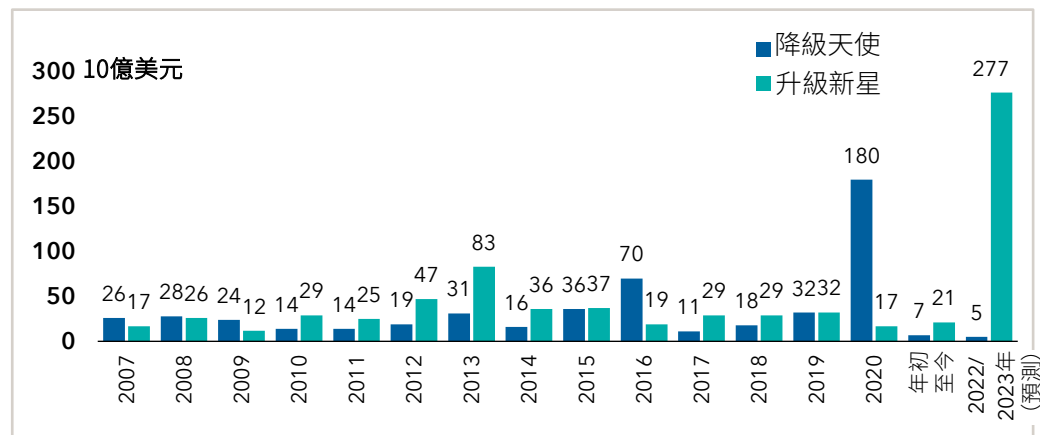
考慮到估值偏高，加上歐洲央行可能減少支持措施，歐元信貸市場仍有欠吸引。

## 環球投資級債券息差處於歷史區間低端



數據截至2021年12月31日。指數為彭博全球綜合企業債券指數。指數成立日期：9月29日，息差數據自2002年9月17日開始提供。資料來源：彭博

## 降級天使與升級新星的全年發行量



數據截至2021年10月29日。合併2022年／2023年升級新星的數據預測。降級天使：評級由投資級降為高收益的債券。升級新星：評級由高收益升級為投資級的債券。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。所示預測數據只供說明用途。

1. 基於彭博美國企業債券指數和彭博歐洲綜合企業債券指數

## 基本因素前景向好，但須注意對聯儲局加息的敏感度

投資級企業債券在第四季上升0.2%。彭博美國企業債券指數在2021年低收1.0%，但表現領先存續期相若的美國國庫券1.6%。

收益率低企、息差偏窄和存續期偏長，令市場對2022年潛在加息表現敏感。彭博美國企業債券指數在2021年的最低收益率為2.3%，較一年前的水平高0.5個百分點以上。相比之下，息差在2021年大致維持窄幅上落：年底收報92個基點，較年初收窄約4個基點，並較2021年中的最窄水平高12個基點。修正存續期為8.7年<sup>1</sup>。

美國企業在2021年發行總值1.4萬億美元的投資級債券。儘管上述數據遠低於2020年的創紀錄發債規模，但2021年仍是有紀錄以來發債量第二高的曆年，而且較五年平均水平高約1,000億美元。

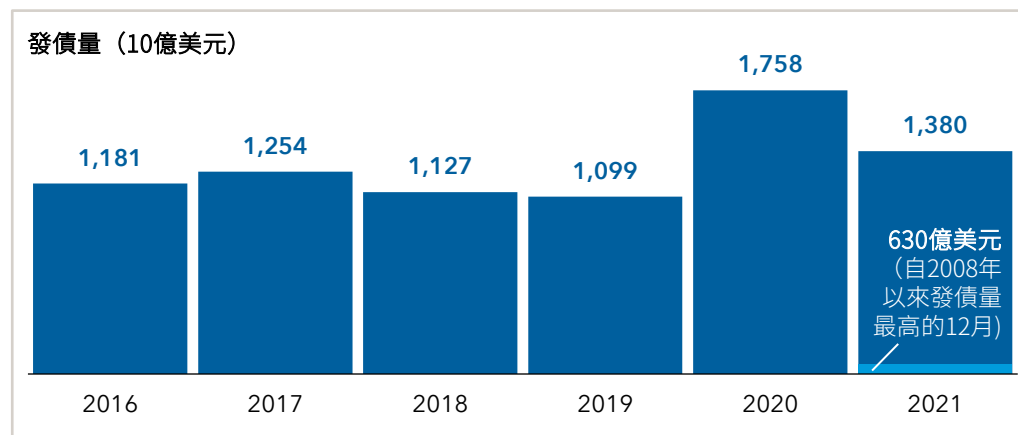
金融業的債券供應增加。金融企業在2021年的發債量達4,920億美元，使金融業佔整體發債量的比重遠高於歷史平均水平。

併購相關債券佔發債量的比重將會在2022年提高。未來預定進行的交易（包括已公佈的交易）日益增加。在2021年，併購相關發債量僅為1,680億美元。交易活動於去年下半年有所回落。非金融（不包括併購）發債活動的規模與五年平均相若。

聯儲局加息和收益率上升將可能不利投資級企業債券的回報。儘管企業基本因素強勁，盈利（高於疫前水平）前景亦向好，但息差處於狹窄水平，反映利率風險可能令市場受壓。

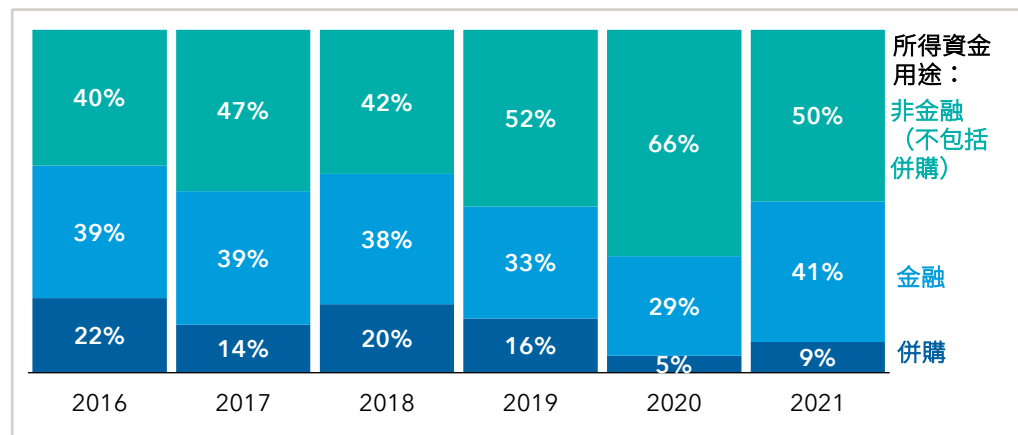
另一方面，需求模式出現轉變，或會為投資級企業債券提供更多支持。對非美元投資者來說，全球貨幣政策出現分歧，可能進一步提高美國企業的相對價值。與此同時，長期利率上升或會對尋求配合債務需要的美國企業退休金計劃越來越具吸引力。

### 2021年美國投資級企業債券發債量高於平均水平



截至2021年12月31日。資料來源：摩根大通

### 2021年金融業進一步推動投資級債券供應



截至2021年12月31日。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。

除非另有說明，否則本頁所有數據歸屬摩根大通所有

1. 資料來源：彭博

© 2022 資本集團。版權所有。

# 高收益企業債券的基本因素穩健，但加息可能令表現反覆波動

季內高收益債券表現波動，於季末錄得年內最高單月升幅。投資者先前對利率上升、聯儲局縮減量寬，以及Omicron變種病毒的憂慮導致市場在11月錄得2021年最遜色的單月回報，但這些憂慮在12月有所消退。

彭博美國高收益企業債券指數在季內攀升0.7%，帶動2021年總回報升至5.3%。綜觀美國固定收益範疇，這個票息回報水平的升幅最高。由於利率上升，但息差收窄77個基點，於2021年底，市場的最低收益率為4.2%，與先前12個月相比維持不變。B級債券表現領先，BB級債券回報則與市場走勢保持一致。CCC級債券表現落後，季末息差擴闊25個基點。在市況反覆波動下，CCC級債券的相對表現落後實屬尋常，並不代表基本因素前景轉弱。

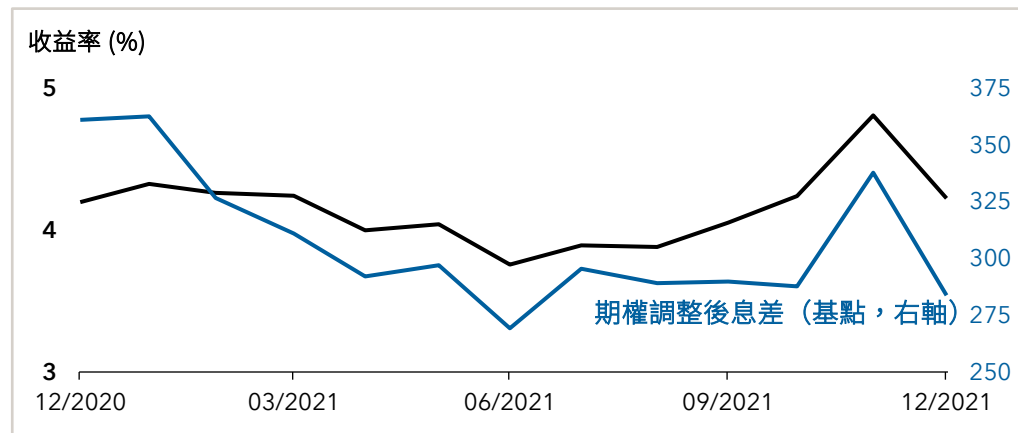
我們預計2022年高收益債券的總發債量及淨發行量將維持高企。儘管如此，債券總量及再融資活動均不太可能達到2021年創紀錄的水平。不過，再融資活動可能微升。

直至12月底，2021年的發債量達到4,840億美元（不包括再融資活動則為1,930億美元）（見圖2）。2020的總發債量為4,500億美元，而淨發行量（不包括再融資活動）為1,530億美元<sup>1</sup>。

在加息預期下，投資者在2021年從高收益資產類別流出資金136億美元<sup>1</sup>。另一方面，浮息貸款有時被視為對沖利率上升的「較佳」工具，因此投資者致力物色浮息貸款，槓桿貸款市場在年底錄得450億美元的資金流入。有鑑於此，值得注意的是，在5年期美國國庫券收益率攀升90個基點的12個月期間，標準普爾／LSTA槓桿貸款指數（一項市值加權指數，旨在追蹤美國機構貸款工具的表現）略為落後高收益債券。

雖然企業基本因素強勁，但投資者應為波動作好準備。即使企業盈利穩健、槓桿借貸比率下降，以及實際與引伸違約率偏低的情境似乎都有可能出現，但縮減量寬及聯儲局加息仍可能偶爾導致市場動盪。

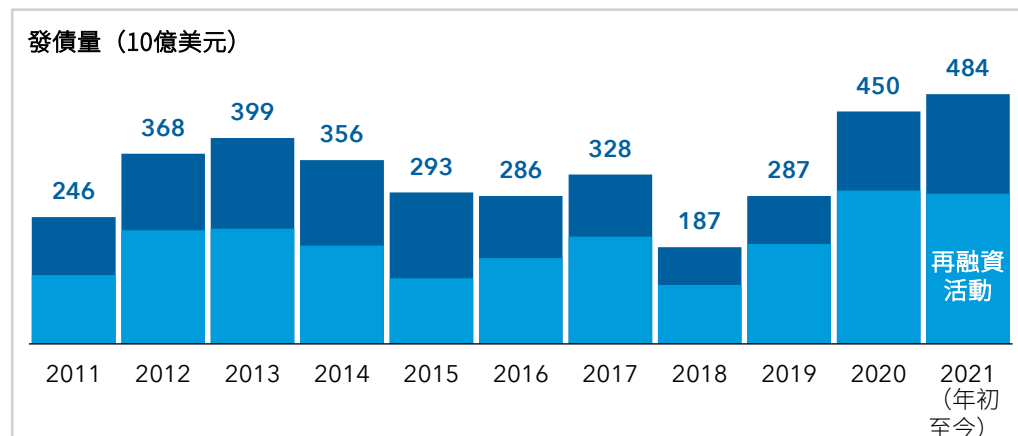
在高收益債券息差偏窄的環境下，近期收益率的平均水平高於4%



月底最低收益率和期權調整後息差數據截至2021年12月31日。

資料來源：Bloomberg Index Services Ltd

債券發行量創新高和再融資活動暢旺的情況可能在2022年有所放緩



最新數據截至2021年12月。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。

1. 資料來源：摩根大通

© 2022 資本集團。版權所有。

# 在通脹消退時，高收益硬貨幣債券和當地貨幣債券有望展現價值

新興市場債券在第四季和2021年整體報跌。投資者憂慮全球通脹、中國經濟增長放緩、美國加息和部分新興經濟體政策分歧，均令投資氣氛受壓。

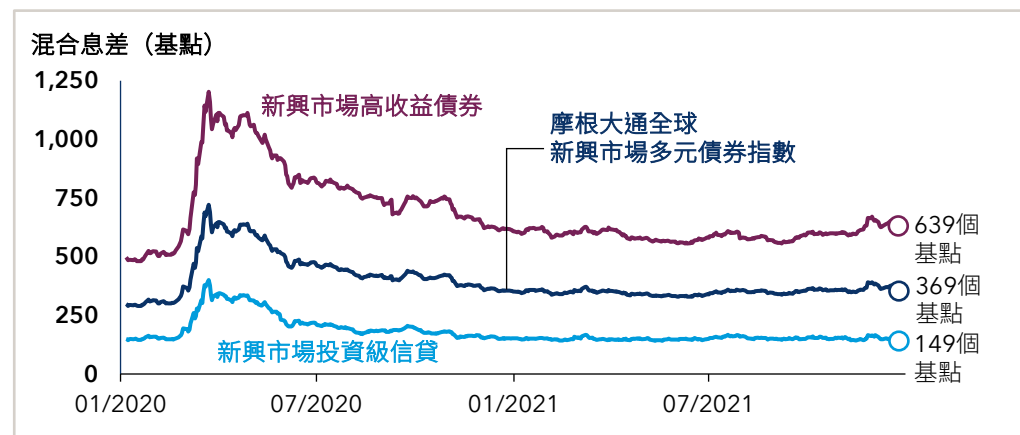
在息差擴闊的情況下，若干高收益硬貨幣主權債券表現尤其欠佳。隨著烏克蘭與俄羅斯的政治和軍事緊張局勢升級，美元計價烏克蘭債券急跌。埃塞俄比亞債券亦明顯大幅下跌；由於當地提格雷（Tigray）地區爆發內戰，正加劇人道和經濟危機，使埃塞俄比亞債券的估值觸及令人憂慮的水平。

綜觀當地貨幣債券，貨幣普遍走弱，拖累回報進一步跌至負數區間。值得注意的是，土耳其里拉在第四季下跌33.1%，於2021年整體跌44.0%。總統埃爾多安（Recep Tayyip Erdoğan）主張非傳統貨幣政策，迫使當地央行下調利率。儘管當地12月通脹高達36%，但埃爾多安認為減息最終將能抑制通脹。

不少經濟體以較傳統的方式應對通脹。巴西央行在去年上調政策利率，由1月的2%升至年底的9.25%。墨西哥和俄羅斯亦進一步調高利率，意味兩國可能在2022年再度加息。到目前為止，加息已經使部分國家的當地貨幣債券的收益曲線趨於平坦，但大部分貨幣表現仍然受壓。

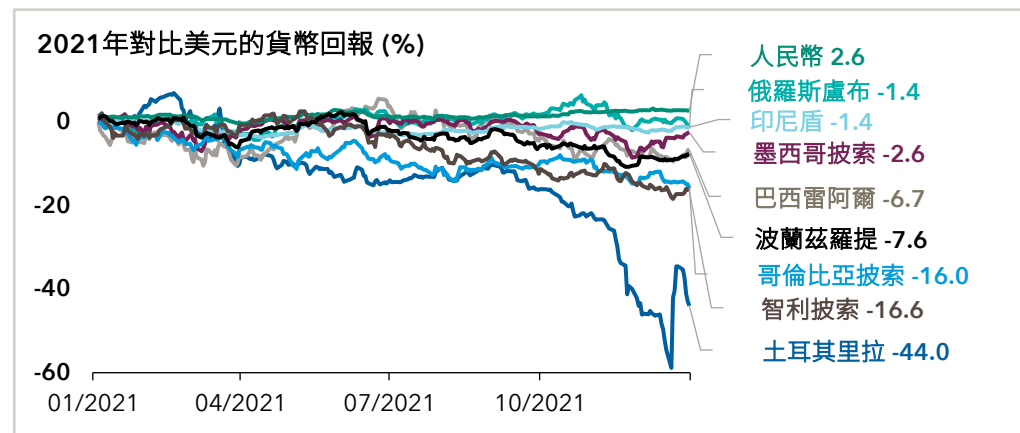
硬貨幣和當地貨幣市場展現投資價值。儘管如此，短期上升動力似乎受限，而市場波幅仍可能高企。經歷息差擴闊後，個別高收益硬貨幣債券似乎有望提供可觀的風險調整後回報。若通脹壓力開始消退，當地貨幣債券的實質收益率可能更具吸引力。此外，不少貨幣估值顯得偏低，但在美元普遍靠穩或走弱的情況下可能升值，特別是在全球經濟增長持續的時期。然而，考慮到新冠肺炎疫情涉及的不明朗因素、中國經濟增長速度減慢，以及不同的個別國家特殊風險，投資者須就相關資產類別繼續採取分散投資和謹慎的策略。

隨著美元計價債券收益率趨於平穩，新興市場高收益債券展現相對價值



數據截至2021年12月31日。摩根大通全球新興市場多元債券指數的組成部分：新興市場高收益債券（非投資級）及新興市場投資級信貸（投資級信貸）。資料來源：摩根大通、Refinitiv

綜觀普遍走弱的貨幣，土耳其表現最遜色



摩根大通全球新興市場多元政府債券指數個別組成部分截至2021年12月31日的曆年貨幣回報。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。

© 2022 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2022年1月

# 現時審慎挑選信貸和利率投資變得更加重要

第四季市政債券回報大致持平。就2021年整體而言，投資者需求殷切帶動彭博市政債券指數和彭博高收益市政債券指數分別報升1.5%和 7.8%。

相關比率在年底前呈下跌趨勢，從歷史表現來看，市政債券估值仍較美國國庫券昂貴（相關比率代表除稅前AAA級市政債券收益率相對美國國庫券收益率的百分比）。投資級債券收益曲線在2021年初大幅走斜後，於年底趨於平坦。5年期與10年期市政債券息差以及10年期與20年期市政債券息差在2021年分別擴闊5個基點和22個基點。

市政債券在2021年錄得創紀錄的投資者資金流入，其中1,020億美元流入市政債券互惠基金，790億美元流入投資級市政債券基金，而且並無任何一週錄得資金流出<sup>1</sup>。

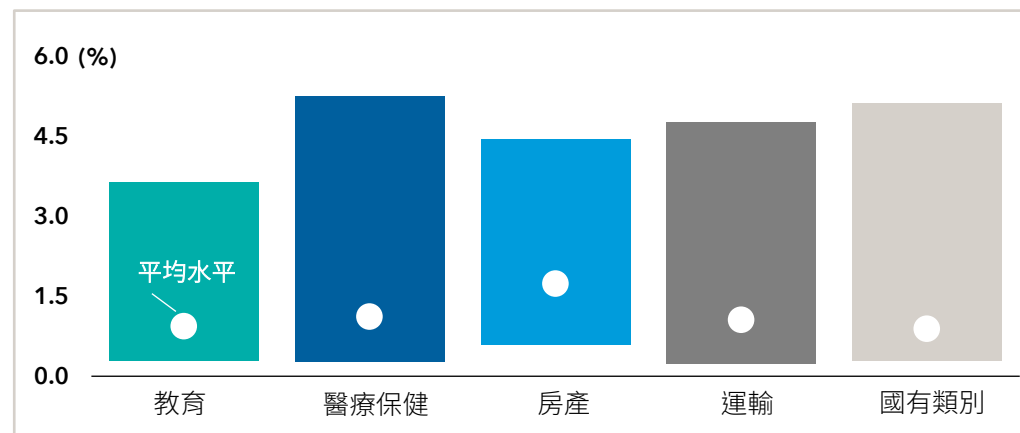
我們預計2022年的回報潛力較低。收益率下跌，而且息差仍接近歷史低位。基本因素顯著改變，亦令不少債券顯得頗為昂貴。

疫情期間總值超過1萬億美元的刺激經濟措施繼續帶來支持，因此強勁的經濟增長應可在中期內使基本因素維持穩健。

就發掘投資價值來說，審慎挑選比以往任何時候都更為重要。以運輸業為例：即使債券平均收益率僅為1%，但實際上部分債券的收益率達到5%。值得注意的是，若拜登政府順利落實其目標遠大的基建計劃，運輸業亦有望獲得提振。

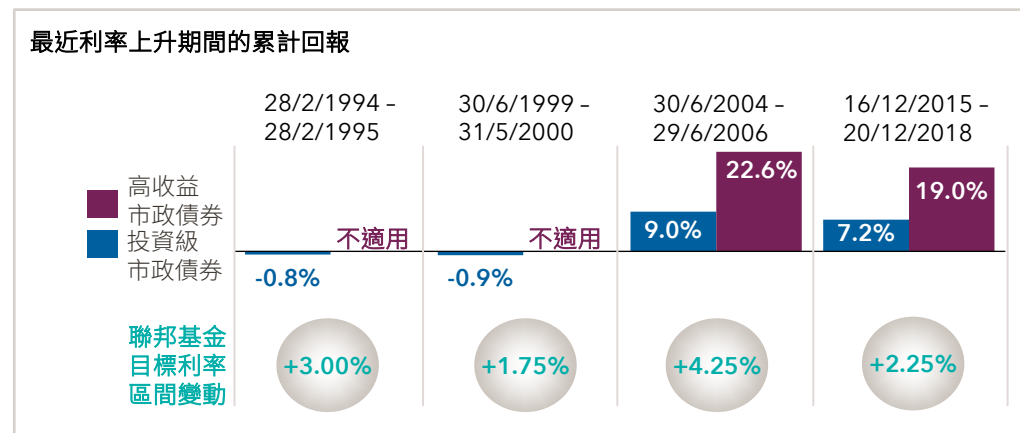
隨著聯儲局開始加息，美國國庫券表現波動可能影響市政債券（這種情況經常發生）。市場在經歷倒退後往往會出現曙光，這正是投資於收益率較高的免稅債券的良機。鑑於年期較短的市政債券收益率升幅加快，長遠增長前景放緩可能令收益曲線趨平。另一方面，若聯儲局能夠在通脹消退的情況下推行政策正常化，收益曲線便可能隨著增長前景好轉而走斜。未來數月，主動管理存續期和收益曲線有望提供更顯著的潛在回報來源。

備受疫情打擊的行業收益率各有差異，因而提供投資機會



截至2021年12月31日。收益率區間和平均水平是建基於彭博市政債券指數內的相關指數行業。資料來源：Bloomberg Index Services, Ltd

市政債券在過往聯儲局加息時期的表現：既有上升，也曾輕微下跌



代表：彭博市政債券指數（投資級市政債券）和彭博高收益市政債券指數（高收益市政債券）。未能提供2006年前的每日回報；2006年後的回報使用最接近首次和最後一次加息的月底數據計算。未能提供2003年前的高收益市政債券回報。回報以美元計算。資料來源：Bloomberg Index Services, Ltd

過往業績並非將來業績的保證。

1. 資料來源：Refinitiv  
© 2022 資本集團。版權所有。

# 市場對按揭抵押證券的供求平衡出現重大變化保持警惕

儘管按揭抵押證券在第四季的息差略為擴闊，但估值仍然偏高。彭博美國按揭抵押證券指數在年底的息差較美國國庫券高31個基點（2021年平均為24個基點）。

聯儲局和多家銀行在吸收最近數季增加的承造按揭後，共同持有最大部分的機構按揭抵押證券流通量。因此，近期按揭抵押證券的供求平衡對息差的影響越來越大。對價格敏感的投資者的活動影響較輕微。

需求方面，聯儲局按揭抵押證券投資組合的變動或會令息差進一步擴闊，可能為按揭投資者帶來入市良機。在2021年12月，聯儲局表示會把11月已展開的縮減量寬步伐加快一倍；這意味著當局每月的按揭抵押證券購買規模將減少100億美元。

聯儲局表示，決策官員亦已開始討論資產負債表正常化。雖然尚未得知當局推行正常化的時間和步伐，但我們保持謹慎，並假設局方會再次採取環球金融危機後的循序漸進方式行事。我們正在衡量較市場普遍預期提早出現正常化所帶來的風險。

展望未來，隨著貸款加速增長，銀行對按揭抵押證券的需求亦可能減少。鑑於不受價格影響的需求下降，總回報可能在多年來首次成為估值的主要動力。

2022年的按揭抵押證券供應可能維持穩健。為置業而承造按揭的能力穩定，而近期再融資活動暢旺並無顯示放緩跡象。按揭從業人員已升至環球金融危機前的水平，有助提高再融資能力。在房價上漲的情況下，套現再融資佔整體再融資活動的比重龐大。此外，享有競爭優勢的非銀行按揭貸款機構繼續顯著增長。

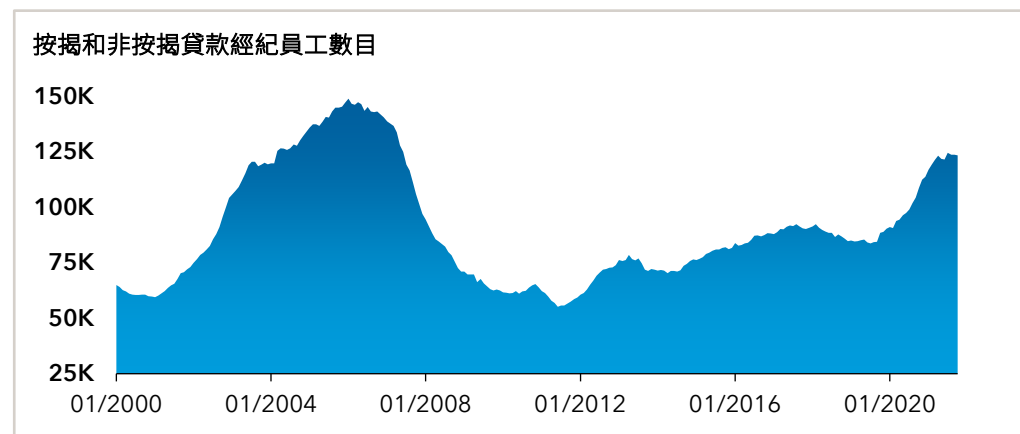
我們的中期展望變得更加審慎。息差在年底略為擴闊，但從歷史表現來看仍處於狹窄水平。這反映技術環境出現重大變化，帶來明顯的下行風險。

美國按揭抵押證券年底息差偏窄，略高於2021年的平均水平



每日期權調整後息差截至2021年12月31日。資料來源：Bloomberg Index Services Ltd

按揭相關從業人員增加，為再融資能力提供支持



K = 千人。最新可用月底數據截至2021年10月。資料來源：美國勞工統計局、Haver Analytics

過往業績並非將來業績的保證。

© 2022 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2022年1月

# 重要資訊

## 資本集團簡介

 在1931年成立，自1973年以來管理固定收益資產

 私人擁有

 2.7萬億美元資產管理規模\*

\*資產管理規模截至2021年12月31日。所有價值以美元計。因四捨五入，數據總和可能與總額存在差異。

資本集團透過三個投資部門管理股票投資。該等部門獨立作出投資與代理投票決定。固定收益投資專家為整個資本集團組織提供固定收益研究及投資管理；然而，對於擁有股票特點的證券，他們僅代表三個股票投資部門的其中之一。

在此所作的陳述是截至發佈日，或會按照市場或其他情況而隨時變更，並基於來源相信屬可靠的資料而定。本出版物旨在帶出重點，並非完整及不適用於提供意見。僅允許作個人使用。禁止複印、修訂、派發、傳送或重新出版全部或部分有關內容。若干市場指數屬非管理性質，因此不會產生開支。投資者無法直接投資於指數。

**指數定義：**彭博指數屬非管理性質，而回報包括股息及／或其他分派再投資，但未反映銷售費用、佣金、賬戶費用、開支或美國聯邦所得稅的影響。

彭博市政債券指數是一項市值加權指數，旨在代表長期投資級免稅債券市場。

彭博美國高收益企業債券指數涵蓋非投資級定息債券範疇。

彭博美國按揭抵押證券指數是一項市值加權指數，涵蓋吉利美（GNMA）、房利美（FNMA）及房地美（FHLMC）的按揭抵押過手證券。

彭博美國國庫券指數是一項市值加權指數，涵蓋最後到期日為最少一年的美國國庫證券。

彭博高收益市政債券指數是一項市值加權指數，由評級低於BBB級／Baa級的市政債券組成。

彭博美國企業債券指數代表符合指定年期、流動性及質素要求的投資級債券、公開發行美國企業和特定外國債券與有抵押票據的資產範疇。

摩根大通全球新興市場多元債券指數及相關個別國家指數追蹤由新興市場主權及準主權實體發行的美元計價債務工具的總回報：布雷迪債券、貸款、歐元共同債。

摩根大通全球新興市場多元政府債券指數及相關個別國家指數涵蓋國際投資者可投資的定期交易債券、具流動性的定息債券及新興市場當地貨幣政府債券範疇。

彭博®為Bloomberg Finance L.P.（與其聯屬公司統稱為「彭博」）的商標。彭博或彭博特許人並無批准或認可本文件，亦不保證本文件內任何資料的準確性或完整性，並在法律允許的最大範圍內，不會就因本文件而產生的傷害或賠償承擔任何法律責任或責任。

本報告及所提述的任何產品、指數或基金，均並非由摩根大通或任何其聯屬公司以任何方式保薦、認可或推廣，而摩根大通或任何其聯屬公司概不提供任何明示或暗示的保證，並且不會就本報告相關內容對任何準投資者承擔責任。

本資料僅供參考，並不構成有關購入或出售在此列明的任何證券或投資的要約、招攬要約或建議。

閣下於投資前應考慮的風險因素：

- 本文不擬提供投資建議或被視為個人推薦。
- 投資的價值及來自投資的收入可升亦可跌，閣下可能損失部分或全部原投資額。
- 過往業績並非將來業績的指引。
- 若閣下投資的貨幣兌基金相關投資的貨幣呈強勢，閣下的投資將貶值。貨幣對沖試圖限制這一點，但不保證會完全成功對沖。
- 風險可能與投資於固定收益、衍生工具、新興市場及／或高收益證券有關；新興市場比較波動，而且可能有流動性的問題。

本信息嚴格只限收件人機密使用，並限於其所示之目的，不得透露或分發給第三方或被第三方依賴。過往的業績表現並非未來業績表現的指標。本信息並非銷售或招攬他人購買或出售任何證券，亦並非提供任何投資服務。

本信息所包含的陳述是已識別身份的個別人士的意見及所信，不一定反映資本集團或其聯屬公司的觀點。雖然資本集團已合理盡力地向其認為可靠的第三方來源取得資料，但對該資料的準確性，可靠性或完整性概不發表任何申述或保證。本通訊提供的信息屬於一般性質，並沒有考慮您個人的目標，財務狀況或需要。對本信息作出任何行動之前，您需按您個人的目標，財務狀況和需要考慮其合適性。

本信息由美國加州註冊的資本集團成員**Capital International, Inc.** 撰寫。成員的法律責任有限。所有資本集團的商標均由資本集團公司或其位於美國、澳洲及其他國家的聯屬公司所擁有。本信息所提及的其他公司及產品名稱均為其所屬公司的商標或註冊商標。

© 2022 版權屬資本集團所有並保留一切權利。