

## 固定收益市場：短期陣痛可望換來長遠回報



Flavio Carpenzano

固定收益  
投資總監

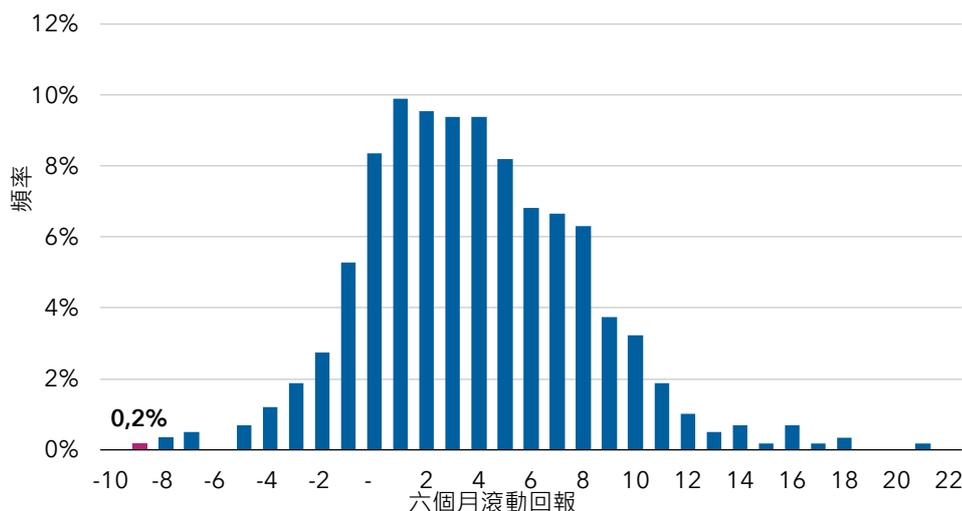
### 重點提要

- 固定收益市場錄得較以往顯著及罕見的跌幅，各類債券市場的回報均觸及歷來低位。
- 央行積極加息推高初始收益率，為投資者帶來吸引的入市水平。
- 新興市場當地貨幣債券的實質收益率差距較高，或可提供投資價值。
- 高收益債券市場的存續期較短，因此對目前通脹升溫及貨幣政策正常化環境下的息率攀升表現較不敏感。

債券在 2022 年表現失色。年初至今，彭博全球綜合債券指數和彭博美國國庫券指數分別累跌 20%和 13%<sup>1</sup>。與此同時，風險資產類別也遭顯著拋售，令不少投資者質疑債券對分散股票風險的作用。

在如此波動的市場環境下，投資者無疑會感到挫折和壓力，但應切忌貿然行事。事實上，投資者應回顧近期事件，了解導致市場大幅下跌的原因，然後因應當前經濟環境部署投資組合。由始至終，關鍵都在於放眼長線。

### 美國國庫券自 1973 年以來的回報分佈



### 過往業績並非將來業績的保證。

1973 年 12 月 31 日至 2022 年 9 月 30 日彭博美國國庫券指數的回報分佈。基於每月數據。資料來源：彭博

### 回顧：了解目前為止的事態發展

目前，通脹升至數十年高位，令已發展市場央行突然轉向致力遏抑通脹，政策立場日益強硬，觸發利率急劇攀升，對債券市場造成影響。

儘管如此，債券受加息衝擊的程度取決於三大因素：1) 加息幅度；2) 加息步伐，以及 3) 收益率的初始水平。加息步伐越緩慢，固定收益資產便能夠累積更多收益，抵銷利率趨升引致的損失。例如，在 2015 年至 2018 年加息週期，聯儲局第一次和第二次加息之間相隔了一年，歷時合共 36 個月才上調利率 225 個基點<sup>2</sup>。

相反，固定收益市場在 2022 年面對一場完美風暴，上述三大因素均造成利淡影響。具體來說，自年初以來，美國 2 年期國庫券收益率（用於反映聯儲局未來加息預期）持續攀升，1) 幅度顯著（354 個基點），2) 步伐急速（僅九個月），而且 3) 是從甚低的初始收益率水平上升（只有 0.73%）<sup>3</sup>。因此，固定收益資產未能累積足夠

1. 截至 2022 年 9 月 30 日。資料來源：彭博

2. 資料來源：彭博

3. 截至 2022 年 9 月 30 日。資料來源：彭博

的收益，以抵銷利率趨升造成的損失。上述三大因素共同發揮作用，是債市年初至今按市價計值錄得龐大虧損的主要原因。

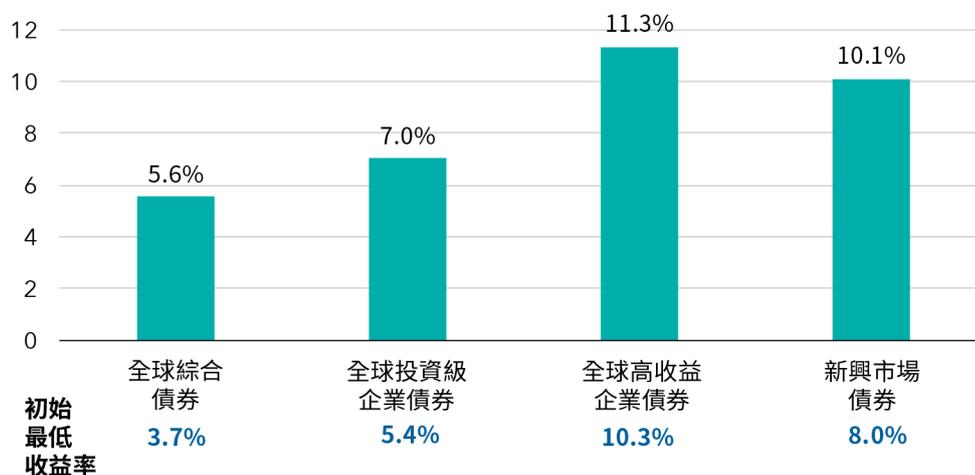
### 行動：展望將來、放眼長線

儘管聯儲局目前的加息週期仍未明朗，但現時債券價格水平已反映市場對大部分加息的預期。以彭博全球綜合債券指數來看，負收益率資產的百分比由 2021 年底的 16.5% 降至 2022 年 9 月底的 7.8%<sup>4</sup>。在現階段，市場定價反映未來數月短期利率將出現多次上調，而較長期的美國國庫券（例如 10 年期）收益率亦已反映這個趨勢。事實上，遠期利率顯示明年較長期債券收益率的變動相對有限，或可紓緩債券市場所受的負面影響。

現時的初始收益率亦為投資者提供吸引的入市價位。不同固定收益類別的收益率均顯著高於過往數年的低位。例如，現時優質環球投資級企業債券收益率為 5.4%，高於環球高收益企業債券收益率在 2021 年錄得 4.1% 的近期低位<sup>5</sup>。過往經驗顯示，按照現時收益率，未來幾年將會錄得較高的總回報，意味著投資者可以透過持有不同固定收益資產類別的債券（包括高收益債券）而獲益。即使債券價格仍較為波動，但長遠而言，較高收益能為投資者的總回報提供更多保障。

### 收益率上升推高總回報

以近期收益率水平計算的平均五年遠期回報 (%)



### 過往業績並非將來業績的保證。

收益率和回報截至 2022 年 9 月 30 日，以美元計算。所有債券類別的數據由 2000 年起計，新興市場債券的數據則由 2003 年起計。基於每個債券類別處於最低收益率 +/- 0.30% 範圍內的平均每月回報。上述債券類別收益率包括彭博全球綜合債券指數、彭博全球綜合企業債券指數、彭博全球高收益債券指數、50% 摩根大通全球新興市場多元債券指數 / 50% 摩根大通全球新興市場多元政府債券混合指數。資料來源：資本集團、彭博。

4. 截至 2022 年 9 月。資料來源：彭博

5. 截至 2022 年 9 月 30 日的現時收益率。錄得近期低位的日期為 2021 年 7 月 6 日。資料來源：彭博

## 通脹環境下的固定收益策略

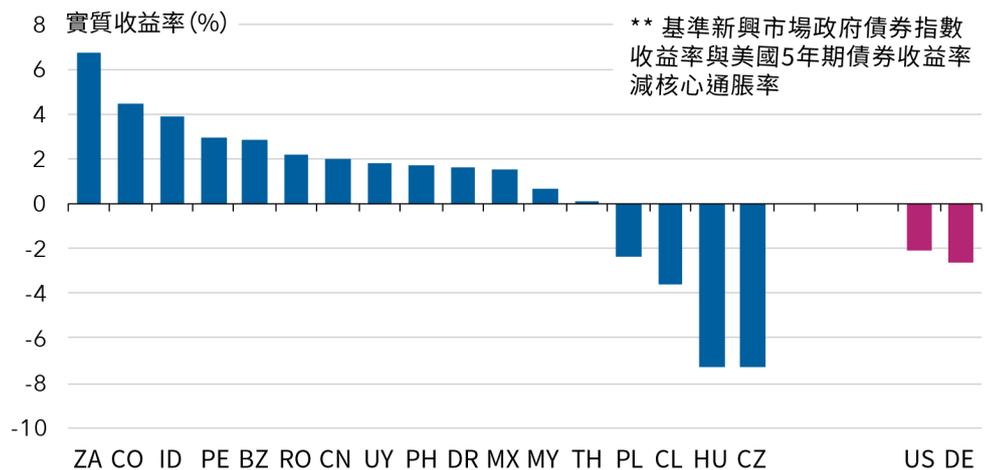
鑑於通脹高企的情況可能延續至年底以至 2023 年，我們應聚焦於持續提供強健基本因素，且實質收益率仍為正數的策略。從這個角度來看，於目前的收益率水平，高收益企業債券和新興市場債券等資產類別可發揮較大的抗通脹作用。

### 1. 新興市場當地貨幣債券的實質收益率差距較高，或可提供投資價值

本週期中，不少新興市場央行較已發展市場央行更早開始加息。儘管通脹升溫主要由相關經濟體的一些較波動因素（食品及能源）所推動，但新興市場央行必須進一步證明其公信力，避免通脹預期變得根深蒂固。隨著聯儲局開始加息，利率上升亦有助新興市場國家免受資本外流的影響。

新興市場央行加息步伐加快，驅使新興市場與美國債券之間的名義和實質利率差距擴大。目前整體新興市場的實質收益率大部分為正數，而若干新興市場當地貨幣債券市場因實質收益率差距較高而顯得吸引。

### 新興市場實質收益率



### 過往業績並非將來業績的保證。

截至 2022 年 9 月 30 日。ZA = 南非；CO = 哥倫比亞；ID = 印尼；BZ = 巴西；PE = 秘魯；RO = 羅馬尼亞；CN = 中國；MY = 馬來西亞；MX = 墨西哥；UY = 烏拉圭；DR = 多明尼加共和國；PH = 菲律賓；TH = 泰國；PL = 波蘭；CL = 智利；HU = 匈牙利；CZ = 捷克；US = 美國；DE = 德國。資料來源：彭博

儘管美國的緊縮週期過往通常會對新興市場經濟體造成壓力，近期亦導致新興市場當地貨幣債券波動，但我們的研究顯示，當市場定價開始反映聯儲局加息時，新興市場當地貨幣債券往往會遭到拋售，但當聯儲局加息後，該類債券通常會維持相對穩定，甚至可能上升。

基本因素方面，疫情期間，新興市場國家推行的刺激經濟措施相對已發展市場而言規模有限，因此雖然不少新興經濟體的財政赤字擴大，但似乎大致受控。普遍而言，新興市場的公共債務水平亦遠低於已發展市場。

新興市場通脹水平明顯高於 2013 年。疫情下環球供應鏈中斷導致全球通脹，近期商品價格急升加劇這股通脹升勢。值得注意的是，新興市場的核心通脹較已發展市場受控，部分源於新興市場國家經濟復甦勢頭減弱，此外也由於新興市場央行對加息持更進取的態度。

鑑於抗疫限制措施削弱內需，加上匯率偏低有助改善新興市場國家的競爭力，令不少新興市場國家的國際收支平衡狀況（量度一個國家所有流入與流出資金之間的差額）有所改善。若干新興市場國家甚至錄得經常賬盈餘。

## 2. 通脹升溫環境下高收益企業債券往往表現良好

儘管本年年高收益債券亦受環球市場的跌市影響，但其表現優於大部分其他固定收益市場領域。高收益債券市場的存續期較短，因此對目前通脹升溫及貨幣政策正常化環境下的息率攀升表現較不敏感。此外，高收益債券過往與利率的相關性相對較低，源於高收益債券普遍受信貸風險影響多於利率風險。

然而，在市況大幅波動、增長放緩和前景未明的陰霾下，投資者對高收益債券在增長放緩，甚至衰退環境下的表現感到憂慮，實屬可以理解。儘管如此，與 20 年前相比，現今的市場規模更大、更多元化，平均信貸評級亦較高。在疫情下，「降級天使」（由投資級降級至高收益評級的債券）令高收益債券指數中 BB 級信貸的百分比增加；BB 級信貸目前佔市場的一半以上，較 20 年前增加約三分之一。另一方面，在 2008 年至 2009 年環球金融危機最嚴峻的時期，CCC 級企業佔市場近四分之一，目前則僅佔約 11%，為近 20 年來的最低水平<sup>6</sup>。因此，市場抵禦低增長水平的能力似乎較以往強。

往績顯示，美國高收益市場的平均年度回報約為 6%至 8%。按目前初始收益率為 9.7%的水平來看<sup>7</sup>，我們可望在一個多年的投資期內實現往績回報。此外，收益率水平較高，可為潛在的違約率上升提供更大保障。

然而，有關市場仍面臨多重阻力。地緣政治風險，加上已發展市場央行立場日趨強硬，導致金融狀況收緊，可能令高收益信貸息差持續受壓，並觸發中短期波動。

### 結論

鑑於各國央行為應對通脹升溫而積極加息，目前是固定收益市場歷來表現最差的時期之一。好消息是市場急速大幅重新定價推高收益率，為投資者帶來吸引的入市水平。收益率（可反映長遠的潛在未來回報）較過去數年的低位大幅攀升。展望未來，投資者有望從債券中獲取顯著較多的收益。事實上，與近年的情況相比，傳統固定收益有望滿足投資者更大比例的收益需要。

6. 截至 2022 年 9 月 30 日。債券評級一般分為 AAA / Aaa 級（最高）至 D 級（最低），由標準普爾、穆迪及 / 或惠譽等信貸評級機構評定，以反映發行人信譽。資料來源：彭博

7. 截至 2022 年 9 月 30 日。指數：彭博美國高收益債券 2%發行人上限指數。資料來源：彭博

我們承認，優質債券未能發揮其分散股票風險的作用，因為在這段高通脹和經濟增長緩慢的時期，債券與股票的表現呈正相關性。

然而，隨著通脹接近見頂，加上衰退風險增加令經濟增長持續放緩，我們預計兩者表現的相關性將回復正常。因此，政府債券或會重拾其分散股票風險的核心功能。

---

*Flavio Carpenzano* 為現任資本集團投資總監，擁有 17 年行業經驗，其中一年任職資本集團。他持有意大利博科尼大學 (*Università Bocconi*) 金融學及經濟學碩士學位。*Flavio* 駐於倫敦。

---

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。

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。
- 視乎策略而定，風險可能與投資於固定收益、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。

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。本信息屬概括性質，不擬提供投資、稅務或其他意見，亦不擬招攬任何人士購買或出售任何證券。本文件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 Capital International Management Company Sàrl（「CIMC」）刊發，其地址為 37A avenue J.F. Kennedy, L-1855 Luxembourg。本文件僅供參考。CIMC 為資本集團公司（Capital Group Companies, Inc.）的子公司，受盧森堡金融業監管委員會監管。

**英國** 本信息由 Capital International Limited 刊發。Capital International Limited 為資本集團公司（Capital Group Companies, Inc.「資本集團公司」）的子公司，獲英國金融市場行為監管局認可並受其監管。

**瑞士** 本信息由 Capital International Sàrl 刊發。Capital International Sàrl 為資本集團公司（Capital Group Companies, Inc.）的子公司，獲瑞士金融市場監管局認可並受其監管。

**香港** 本信息由美國加州註冊的資本集團成員 Capital International, Inc. 刊發。成員的法律責任有限。**新加坡** 本信息由新加坡註冊的資本集團成員 Capital Group Investment Management Pte. Ltd. 刊發。本出版物未經新加坡金融管理局 Monetary Authority of Singapore (MAS) 審閱亦未經其他監管機構審閱。

**澳洲** 本信息由資本集團成員 Capital Group Investment Management Limited (ACN 164 174 501 AFSL No. 443 118) 刊發。其地址為 Level 18, 56 Pitt Street, Sydney NSW 2000 Australia。

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。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。CR-418733 EAAU