



CAPITAL
GROUP™

資本集團

僅供專業／合資格投資者參考
市場推廣通訊

固定收益投資透視

2023年4月

50
YEARS OF
FIXED INCOME
INVESTING

50年固定收益投資經驗

© 2023 資本集團。版權所有。

季度宏觀和市場見解 資本集團固定收益團隊



宏觀觀點

經濟放緩加劇衰退風險



美國利率

利率相對價值方針偏好收益曲線



歐洲利率

歐洲央行將擴大政策工具



日本利率

關注政策轉向



環球相對價值

收益曲線可能走斜



環球企業債券

信貸指標或會轉弱



美國投資級企業債券

即使盈利下跌，但估值仍具吸引力



美國高收益企業債券

違約率上升，但基本因素維持不變



新興市場債券

初始收益率強勁有助提升回報潛力



市政債券

市政債券基本因素穩健衍生投資機遇



美國機構按揭抵押證券

經濟衰退的憂慮使投資者對前景保持審慎

在此所作的陳述反映Capital Fixed Income Investors的觀點，截至2023年3月31日。個別基金經理和分析員的觀點可能有別。© 2023 版權屬資本集團所有並保留一切權利。除非另有說明，否則數據截至2023年3月31日，並屬資本集團 / Bloomberg Index Services Ltd所有。

經濟呈現放緩跡象，加劇衰退風險

- 美國和瑞士的銀行業危機未必會對環球金融體系的整體穩定性構成威脅，但這些事件或會導致放貸標準收緊
- 環球通脹率維持高企，在今年年底前降至央行目標水平的機會不大
- 隨著貨幣狀況收緊，負面影響逐漸浮現；投資者亦開始預期增長環境將更具挑戰性

3月初，宏觀經濟指標向好似乎令市場感到樂觀，但其後美國兩家區域性銀行倒閉，以及瑞信（Credit Suisse）被迫賣盤，觸發避險情緒，導致美國國庫券大幅上升，收益曲線顯著走斜，以及信貸息差擴闊。季末，彭博美國綜合債券指數升3%，10年期國庫券收益率跌41個基點至3.47%，而投資級信貸息差由1月底的117個基點擴闊至138個基點。

我們認為，美國和瑞士的銀行業危機不會對環球金融體系的穩定性構成廣泛威脅。就利率上升對銀行資產負債表以至流動性狀況產生的影響而言，銀行業危機進一步加劇投資者對這方面的憂慮。然而，這些事件可能導致銀行收緊放貸標準，並增加區域性銀行的融資成本。

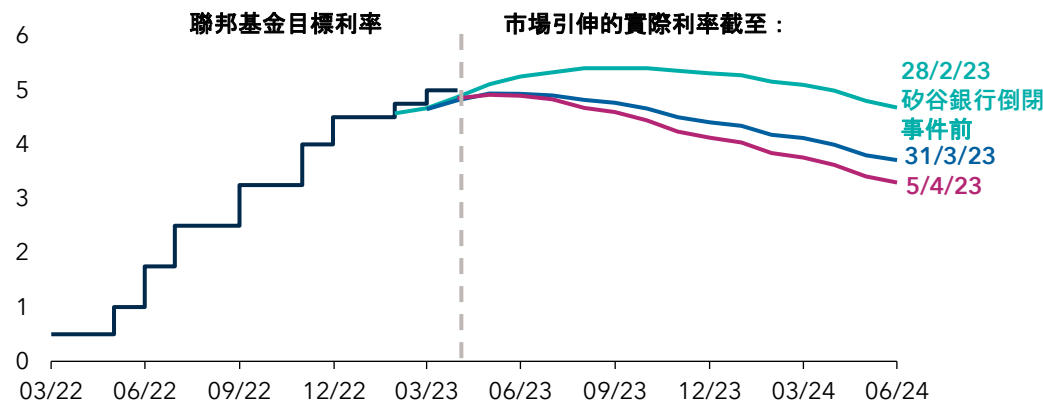
步伐，並使經濟衰退提早出現或增加經濟衰退的可能性。

面對2022年央行進取的加息步伐，環球通脹率仍居高不下，但目前通脹已出現一些放緩跡象。供應鏈緊張情況持續改善，有助減輕物價壓力。能源價格下跌，服務業通脹亦似乎趨於平穩，但仍維持高企。歐洲通脹持續放緩，但基本通脹壓力依然揮之不去。鑑於美國和其他已發展國家收緊貨幣政策，加上銀行體系的壓力令歐美銀行實施更嚴格的放貸標準，因此通脹可望繼續降溫。然而，面對工資增長強勁和勞工市場緊絀，通脹在年底前可能維持高於央行目標的水平。

我們認為以上影響會遏抑通脹，影響消費意欲，而且有可能令聯儲局放慢加息

美國矽谷銀行（SVB）倒閉令市場大幅調整利率預期

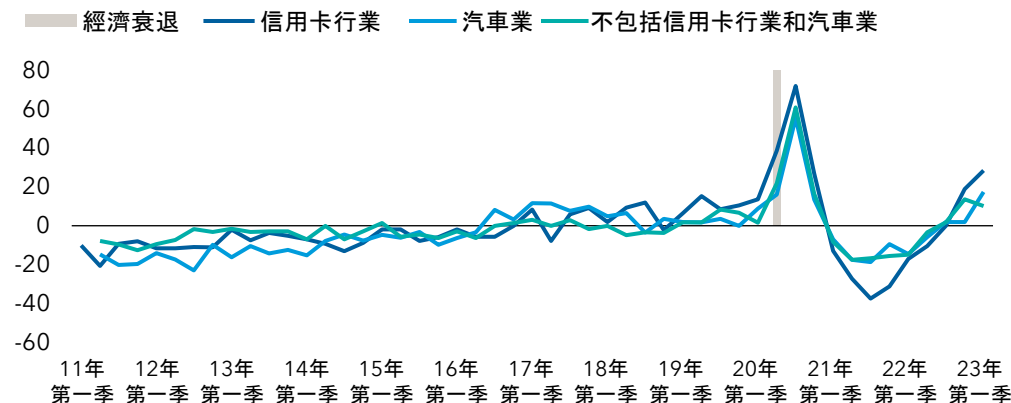
聯邦基金利率 – 實際與市場引伸利率（%）



截至2023年4月5日。聯邦基金目標利率反映聯邦公開市場委員會（FOMC）美國銀行間隔夜拆息目標範圍的上限。資料來源：資本集團、Bloomberg Index Services Ltd.、Refinitiv Datastream、美國聯儲局

美國銀行收緊放貸標準，加劇經濟衰退風險

美國銀行收緊放貸標準的淨百分比（%）



截至2023年3月31日。收緊放貸標準以每季《高級貸款人員對銀行放貸行為的意見調查》（Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices）為基礎。資料來源：美國聯邦儲備委員會、Refinitiv Datastream

隨著貨幣狀況收緊，負面影響逐漸浮現。供應管理協會的報告顯示，由於新訂單和庫存減少，製造業活動指數跌至46.3。新訂單減少和商業活動放緩，亦導致服務業活動（佔經濟最主要部分）指數在3月份跌至51.2。指數低於50代表收縮。此外，企業在3月份放慢招聘步伐，反映加息或開始影響勞工市場，加上金融業收緊放貸標準，我們認為聯儲局可能即將暫停加息。

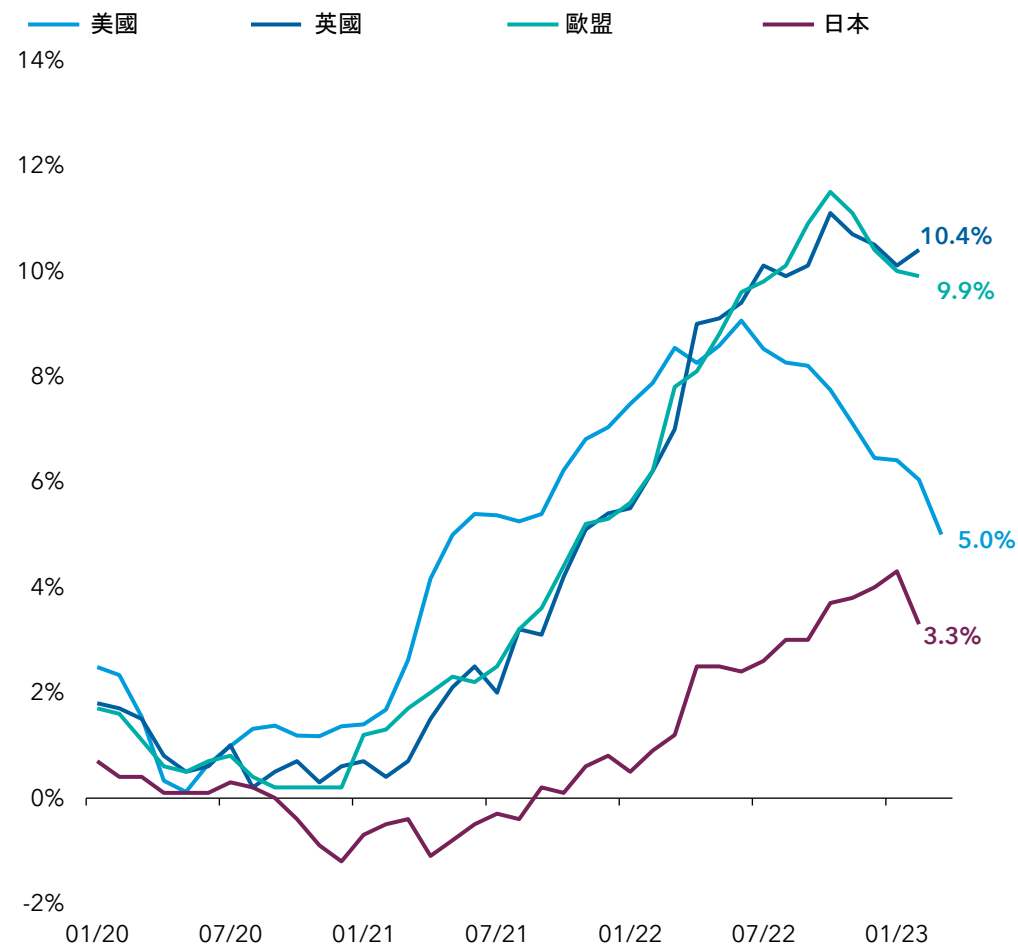
儘管矽谷銀行例閉和對瑞信的信心受挫觸發市場動盪，但歐洲央行仍加息50個基點，並繼續縮減資產購買計劃，每月減少150億歐元的規模直至6月，屆時當局將重新評估縮表進度。目前金融狀況收緊，加上歐元走強和歐元區需求轉弱，意味終端利率可能低於歐洲銀行危機前的預

期，現時歐洲利率更可能已接近終端利率水平。

雖然經濟衰退的可能性增加，但加息和增長放緩對經濟的影響仍難以確定。不同信貸範疇的估值均反映更具挑戰性的市場環境，但經濟衰退可能推動息差擴闊。因此，投資者繼續偏好優質信貸。預期收益曲線將進一步走斜，相關部署仍然是投資者重要的考慮因素。目前估值反映利率回報可望抵銷信貸範疇息差受壓的影響，因此固定收益的遠期回報仍具吸引力。

經濟衰退日漸迫近，環球通脹率仍居高不下

全年消費物價指數 (%)



美國通脹率截至2023年3月31日，其他地區通脹率截至2023年2月28日。資料來源：Refinitiv Datastream

利率相對價值方針偏好收益曲線多於存續期

2023年第一季利率反覆波動。終端聯邦基金利率在3月初升至5.6%以上的高位，其後利率市場突然降低加息預期，並預計將在2024年底減息約200個基點。

我們預計市場將持續波動，聯儲局在衡量遏制通脹與推動增長的優次之間仍然困難重重，更遑論維持金融穩定。投資組合的結構性部署方面，美國利率團隊預期收益曲線將會走斜，從持重短期債券和持輕長期債券中反映這個高確信度的部署。隨著經濟衰退風險加劇，加上聯儲局可能接近加息週期尾聲，因此經濟和貨幣政策基本因素支持曲線走斜。鑑於聯儲局過去15個月的進取加息週期導致收益曲線顯著倒掛，潛在結構性赤字和估值吸引進一步推動收益曲線走斜。即使與銀行業相關的動盪市況導致近期曲線走斜，但仍然帶來吸引的入市機會。考慮到外國投資者對貨幣對沖的需求可能偏低，技術因素亦利好收益曲線走斜。通脹必須繼續加快上升才可使曲線趨平，不過與過往水平相比收益曲線幾乎並無進一步走平的空間；相反，一旦利率週期轉向和聯儲局開始減息，收益曲線或會大幅走斜。因此，團隊認為以收益曲線走斜作為投資組合的結構

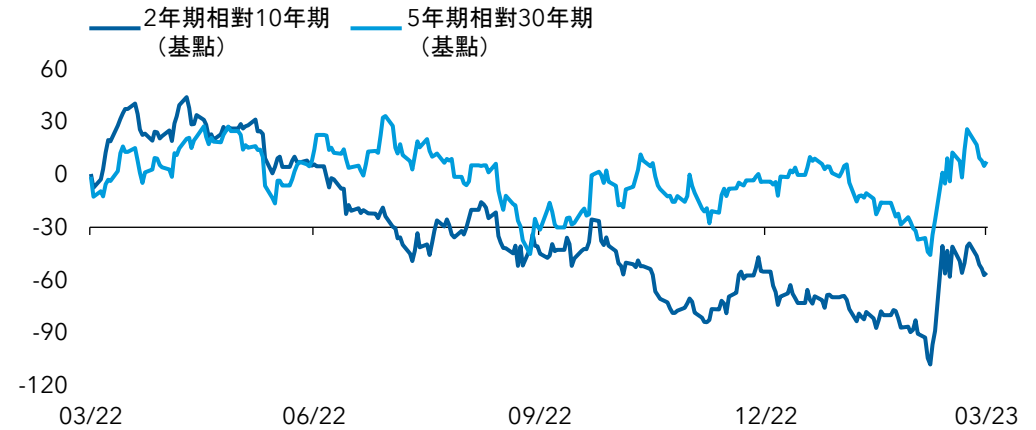
性部署，有望締造非對稱風險回報。另一個可能出現的情境是：通脹持續但聯儲局因憂慮金融穩定性而無法進一步加息，亦即在收益率上升的環境下，收益曲線走斜（bear steepener），而非在收益率下跌的環境下，收益曲線走斜（bull steepener）。

收益曲線走斜的部署何時取得優勢充滿不確定性。鑑於近期利率大幅下降，團隊目前傾向相對較短的存續期配置。與長存續期部署相比，收益曲線走斜在利率週期結束時帶來相對更吸引的價值；若短期內並無出現明顯的避險情緒，則偏短的存續期部署將作為曲線走斜的對沖。

此外，即使通脹壓力仍未消退，國庫抗通脹債券於避險的經濟衰退環境下往往表現遜色，因此我們認為國庫抗通脹債券的吸引力較低。

銀行業動盪使收益曲線短暫走斜

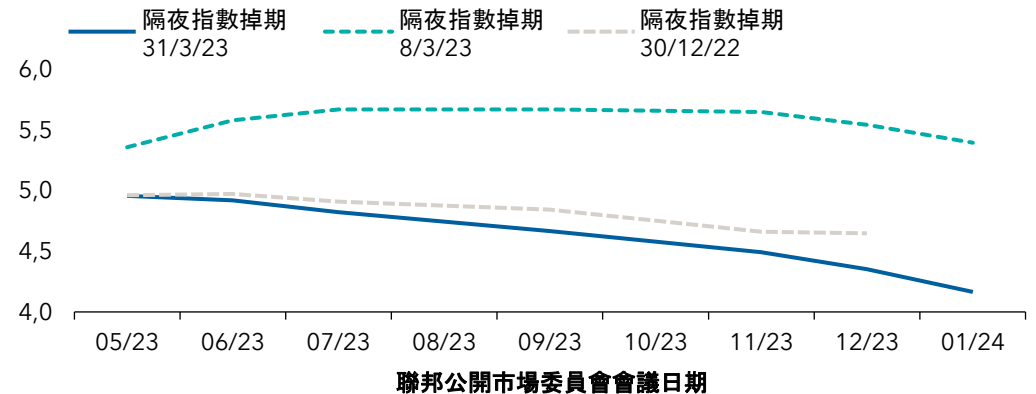
2年期相對10年期及5年期相對30年期美國國庫券息差（基點）



截至2023年3月31日。2年期與10年期利率顯示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

聯儲局政策預期下調

一年利率預期（%）



截至2023年3月31日。隔夜指數掉期曲線反映市場對聯儲基金利率的預期。資料來源：彭博

所示預測數據只供說明用途。

© 2023 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2023年4月

通脹壓力居高不下令歐洲央行面臨窘境

歐洲央行在2023年面臨更具挑戰性的政策環境。歐洲主要經濟體的整體消費物價指數通脹似乎已經見頂，而隨著去年能源價格急升的影響消退，整體通脹應會進一步下降，但基本通脹壓力正逐漸擴大。能源價格上漲正在影響廣泛物價；消費者的積壓需求令企業對自身提高價格的能力感到樂觀；財政政策限制能源價格上升並為能源以外的需求提供支持；勞工市場緊絀，不少企業出現人手短缺情況。此外，歐元區的回溯性多年工資設定機制意味著，工資通脹或會加快至高於歐洲央行2%目標的水平（見圖表）。

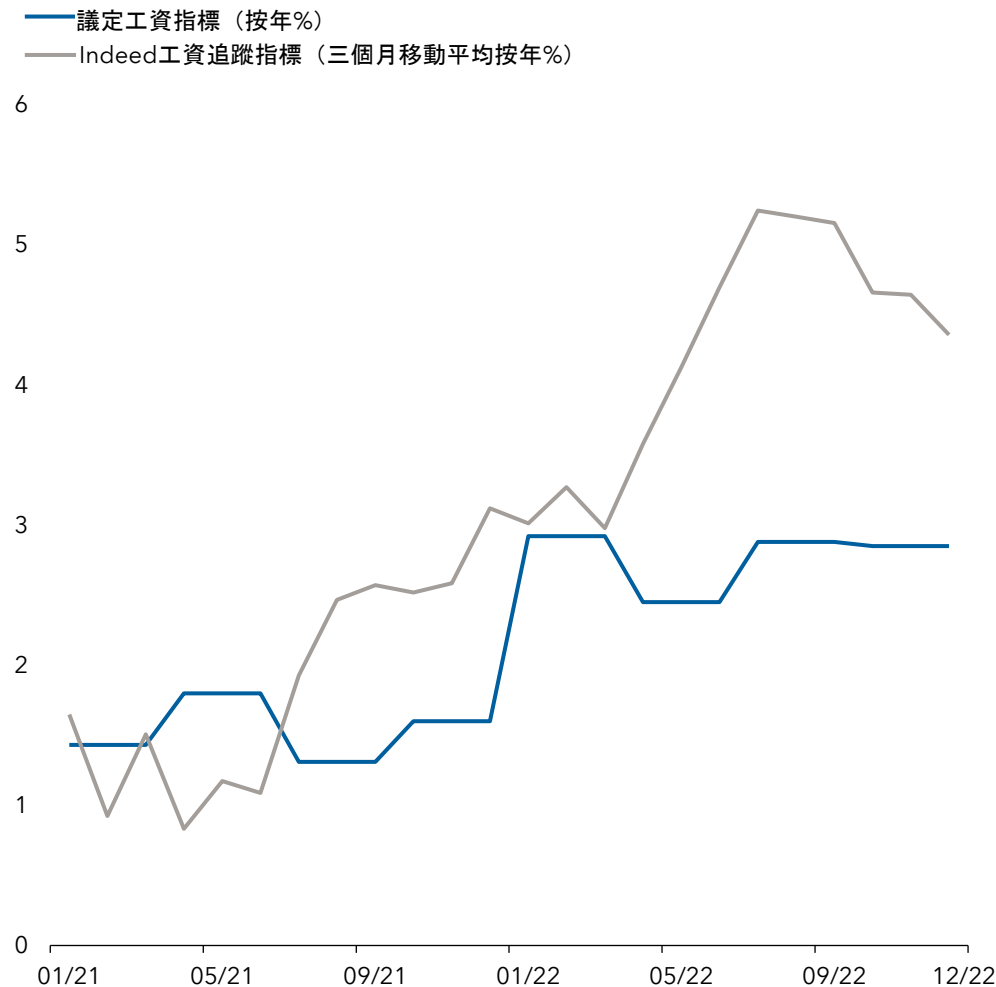
然而，現時明顯出現一些通脹下降動力，包括供應瓶頸緩解、貨幣供應增長大幅降低和消費通脹預期降溫。此外，矽谷銀行倒閉和瑞信事件的憂慮亦造成金融市

場劇烈動盪，有助遏制通脹並可能即將縮短緊縮週期。

歐洲央行轉向減息週期的速度仍有待觀察，但當局確實擁有不同工具，以應對金融體系不穩和通脹高於目標的問題。歐洲央行可重新啟動長期再融資操作或定向長期再融資操作（LTRO／TLTRO），以低利率向銀行業提供長年期貸款。當局亦可能暫停量化緊縮，從而刺激流動性和提振市場信心，其後才開始減息。

我們繼續為進一步收緊金融狀況作出部署，在目前水平上延長歐元存續期，而鑑於意大利主權債券的發債量較高，加上銀行業對當地主權債券持偏高比重，令其仍然易受衝擊，因此我們對相關主權債券的持倉較輕。此舉或會加劇避險情緒高漲期間的息差擴闊壓力。然而，為了對沖歐洲央行重新遏制通脹的風險，我們偏好收益曲線趨平部署。

就業市場的議定工資增長及名義工資增長



數據截至2022年12月。資料來源：歐洲央行、Indeed及歐洲央行計算

通脹前景和債市運作：潛在政策轉向的關鍵

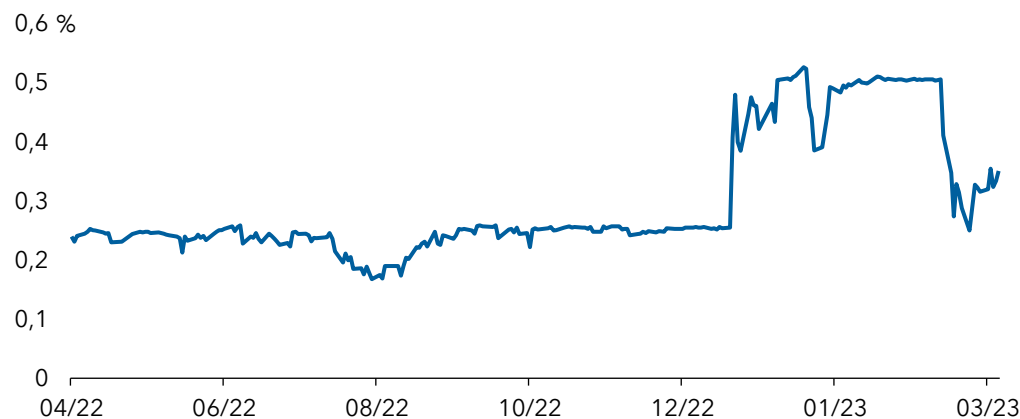
植田和男計劃於4月接任日本央行行長，並將負責管理日本貨幣政策。日本央行以全球最進取的寬鬆措施見稱，如量化質化貨幣寬鬆政策和收益曲線控制。植田和男否認將會作出任何重大政策轉向，但長遠而言，轉向取決於兩個主要因素：其一為通脹前景，其二則是債市運作。

日本央行估計，通脹將隨著時間推移而降溫。鑑於產量差距估計為負數，通脹的確有望降溫。儘管日本企業大幅加薪的報道日漸增加，但實質工資增長仍為負數。此外，若日本政府推出抗通脹補貼，或會局部抵銷日本央行為通貨復脹所付出的努力。

日本央行在2022年12月調整收益曲線控制政策，目標為改善債券市場運作。目前，日本央行將10年期基準政府債券收益率的許可交易區間由接近零水平的 ± 25 個基點，上調至 ± 50 個基點。然而，日本央行調查反映，對債券市場運作的主觀觀感持續惡化。

儘管日本央行調整收益曲線控制政策，但當局不得不提高買債規模，將10年期債券的收益率維持於許可交易區間內。自推出收益曲線控制政策以來，日本央行的日本政府債券持有量以歷來最迅速步伐增長。不過，當局似乎無法長期維持目前的收益曲線控制政策所需的干預水平。展望未來，如果日本央行決定改變貨幣政策，日本政府債券收益率可能上升。

日本10年期政府債券收益率



數據截至2023年3月31日。資料來源：彭博

日本央行增持日本政府債券

三個月移動平均（萬億日圓）



數據截至2023年3月31日。資料來源：彭博

過往業績並非將來業績的保證。

© 2023 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2023年4月

目前甚為接近加息週期尾聲

歐美銀行業陷入困境，導致市場下調對終端利率水平的預期，推動**環球債券在第一季上漲**。我們認為，環球經濟將在2023年下半年面臨大幅放緩的重大風險，因此現時比先前任何時候都更接近加息週期的尾聲。

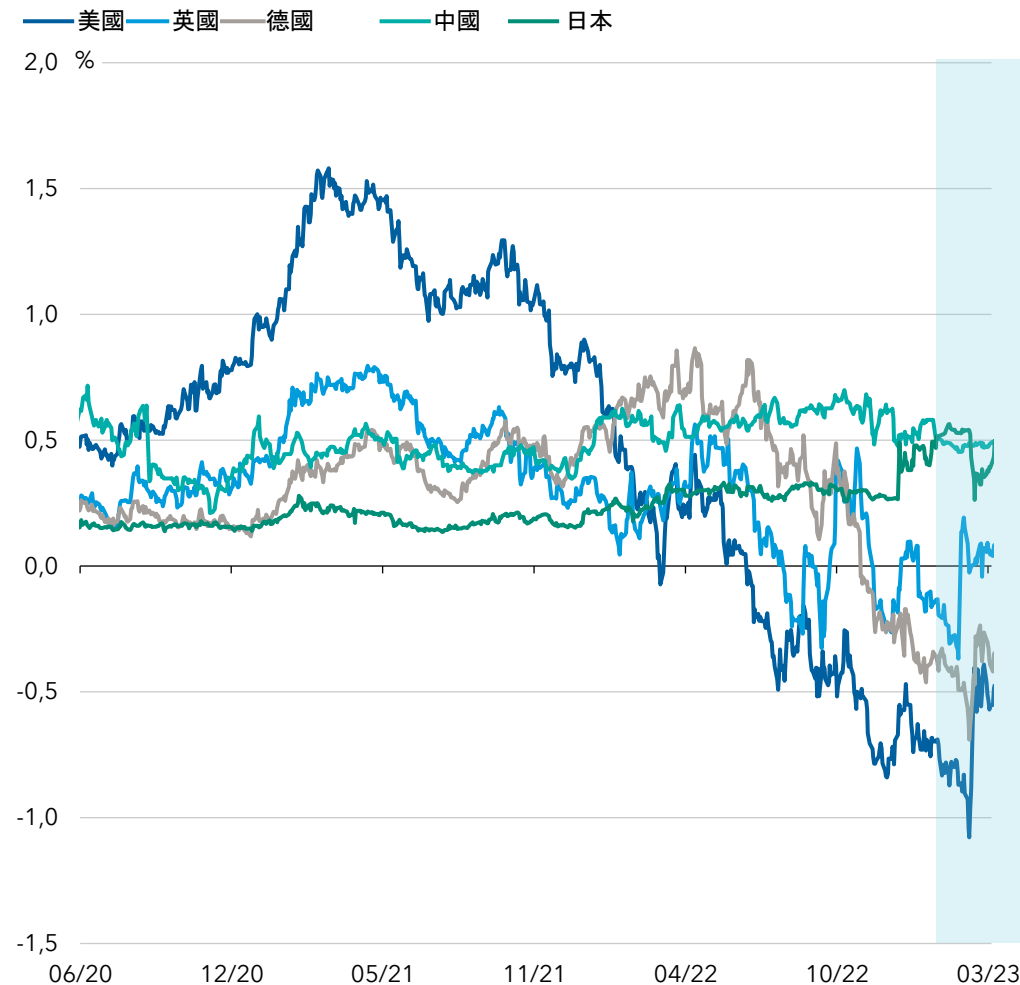
我們對前景保持審慎。鑑於加息通常會帶來10至12個月的滯後效應，因此利率在過去12個月急劇攀升，或會在未來數月進一步影響環球經濟。美國區域性銀行業陷入困境，可能令放貸標準收緊，使通脹下降，繼而影響消費和商業信心，導致經濟增長放緩。預期歐洲亦會受到相似的影響。

面對這股通脹下降趨勢，加上金融狀況可能更趨不穩，容易帶來衝擊，或意味著央行將進一步放慢加息步伐，甚至會暫停加息。

近期主要央行發表的言論為以上觀點帶來支持，而且政策官員強調，日後央行將更倚賴數據來制定貨幣政策。

儘管近期利率下降，環球收益曲線亦在上季相對走斜，但許多收益曲線維持倒掛，不過**我們認為收益曲線倒掛的空間將進一步收窄**。因此，我們繼續偏好收益曲線走斜的配置。貨幣市場方面，美元前景越趨不明朗；美國在未來加息的預期降溫，加上經濟轉弱，或會拖累美元走勢，但投資者需要權衡持續正數的實質利率差距，以及金融狀況可能進一步不穩的情況。因此，美元在短期內走強或走弱均存在令人信服的論據。此外，我們繼續看好日圓前景。

隨著經濟步入衰退階段，收益曲線可能進一步走斜



數據截至2023年3月31日。圖表顯示主要市場的2年期和10年期債券收益曲線。資料來源：彭博

過往業績並非將來業績的保證。本資訊並非完整及不適用於提供意見。

© 2023 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2023年4月

信貸息差的分散擴大，為主動型基金經理帶來投資良機

投資者憂慮可能爆發另一場金融危機，導致年初市況反覆波動。美國SVB Financial倒閉，及後瑞信陷入財困並被瑞銀（UBS）緊急收購，令整個市場出現動盪。此外，債券持有人需要面對的另一個問題是，央行出乎意料地將瑞信的額外一級資本債券的價值清零。與此同時，央行繼續透過進一步加息來遏抑高企的通脹，經濟衰退的風險亦有所增加。

儘管面臨上述挑戰，但**環球投資級債券市場仍在年初造好**，並帶來正回報。信貸基本因素反映企業的整體狀況相當良好，不少企業持續審慎地管理其資產負債表，並持有充裕現金。此外，儘管利率在過去一年上升，但基於固定利率結構和企業債務的到期日較後，利息覆蓋比率仍然相對穩健。不過，淨槓桿比率的絕對水平維持高企，基本因素的動力亦可能已經見頂。隨著宏觀環境變得更加嚴峻，加上企業盈利下跌，我們預計信貸指標將在未來

數月轉弱。因此，評級下調的情況可能有所增加。

目前信貸息差的分佈擴大，而且市場的息差區間正在擴闊。我們認為，上述息差的分佈擴大，反映發行人的信貸風險分歧更為明顯。隨著宏觀經濟環境不斷演變，基本因素亦變得日益重要，我們預期息差分佈擴大的情況將會增加。作為主動型基金經理，我們能夠投放大量資源，以助發掘可能被錯誤定價的任何證券，從而把握這種差異而獲利，這個發展令人欣喜。

投資級債券領域的直接收益率仍然高企，不過，對注重總回報的長線投資者來說，現時投資級企業債券可能提供吸引的入市良機，若長期持有這類債券，更可望抵銷短期市況波動所帶來的影響。

環球投資級債券收益率維持高企



數據截至2023年3月31日。指數：彭博環球綜合企業債券指數。資料來源：彭博

過往業績並非將來業績的保證。本資訊並非完整及不適用於提供意見。

© 2023 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2023年4月

即使盈利持續下跌，但估值仍具吸引力

美國投資級企業債券上升，但美國區域性銀行的問題或會令當地經濟承受廣泛損害，這種憂慮削弱債券升勢。即使息差擴闊和利率上升，但市場於季末對區域性銀行的最壞情況已經受控抱有一定信心。季內，彭博美國投資級企業債券指數升3.5%。

投資級企業債券息差一度大幅擴闊33個基點，季末較2022年底擴闊8個基點。隨著利率下跌，彭博美國投資級企業債券指數的收益率下跌約20個基點至5.2%。若按行業劃分，金融業的息差擴闊24個基點至174個基點，工業的息差則於季末略為收窄至131個基點。區域性銀行業危機帶來的長期影響可能包括資金成本上升、放貸減少以及其他有待衡量的因素，但短期影響主要集中於財務估值方面。

基本因素和企業的財務狀況仍然強勁，但部分指標開始轉差。收入增長重回較正常的單位數增長率水平，然而，利潤率正

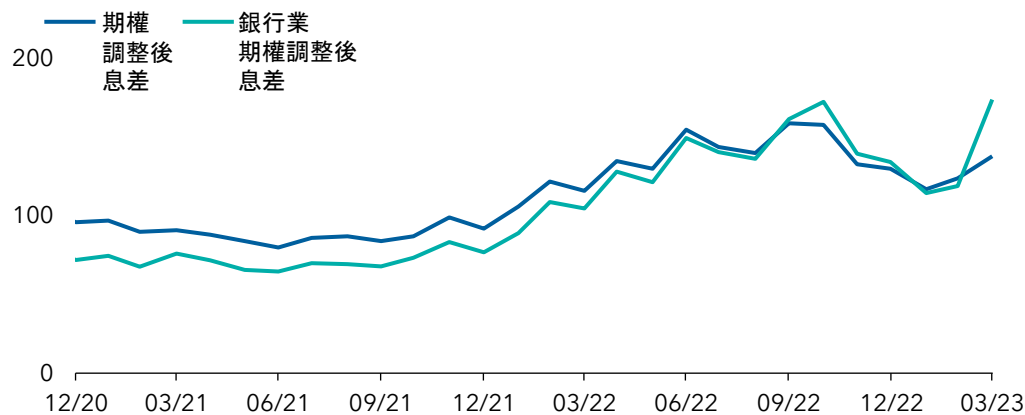
在受壓，息、稅、折舊及攤銷前利潤亦下跌。我們認為在未來6至12個月，盈利跌勢將會持續，其他盈利指標亦會轉遜。面對2020年後出現的各種壓力，利息覆蓋比率仍屬穩健，但隨著企業將到期債券再融資，轉而發行票息較高的債券，若收益率／息差維持在目前水平，可能會導致利息覆蓋比率在未來數年轉遜。

投資級債券最初在1月和2月出現強勁的供應趨勢，但在3月開始逐步減弱。市場可能即將發行大量新債，為先前公佈的部分併購交易（包括博通（Broadcom）與VMWare的交易、安進（Amgen）與Horizon Therapeutics的交易，以及微軟（Microsoft）收購Activision（動視暴雪）的交易）提供資金，因此我們相信未來這類債券的供應將保持強勁。

雖然我們認為息差或會持續擴闊，但技術因素可望繼續帶來支持。現時息差和收益率吸引，加上投資級企業債券的存續期較長，因此從風險調整的角度來看，投資級企業債券仍是追求收益的理想債券範疇。

金融業帶動美國投資級企業債券息差擴闊

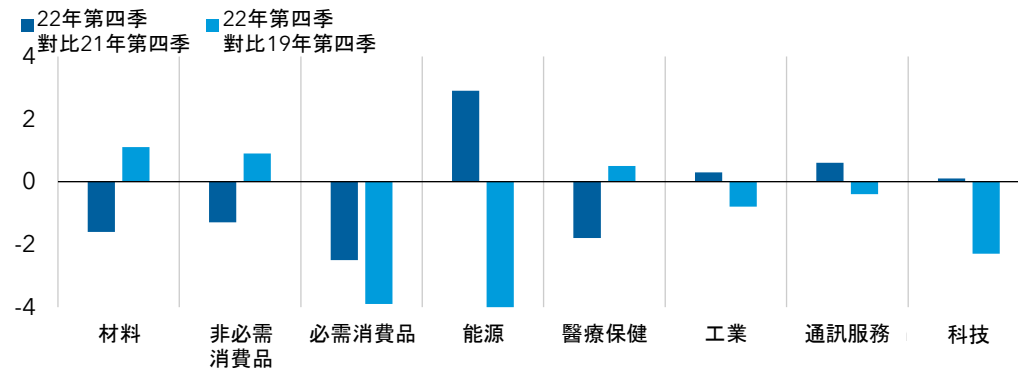
期權調整後息差（基點）



截至2023年3月31日。投資級債券以彭博美國投資級企業債券指數代表。資料來源：彭博

大部分行業的盈利均錄得跌幅

過去12個月息、稅、折舊及攤銷前利潤比率的中位數變動（%）



截至2022年12月31日。資料來源：摩根士丹利研究部、彭博

過往業績並非將來業績的保證。本資訊並非完整及不適用於提供意見。

© 2023 資本集團。版權所有。

違約率上升，但基本因素維持不變

季初承險意欲刺激市場大幅上升，但區域性銀行倒閉引發連鎖效應，投資者的憂慮隨即令這股升勢告終。彭博美國高收益企業債券指數上升3.6%。

美國矽谷銀行和Signature Bank接連倒閉，以及瑞銀在瑞士政府協調下收購瑞信，大幅削弱3月份的資本市場活動。債券安排人和發行人撤回向市場發行新的高收益債券，因此3月份的新債發行量少於60億美元。鑑於息差和收益率從1月份低位回升，2月份的新債發行量亦有所下跌。考慮到市場的潛在再融資規模龐大，加上銀行資產負債表仍持有2022年的交易，我們預期未來一年的新債發行活動將會回升。儘管如此，債券安排人和發行人將會密切留意利率和息差波動的可能性。

儘管收入和息、稅、折舊及攤銷前利潤輕微下跌，但高收益債券的基本因素依然相對穩健。預期高收益債券企業的盈利指標將進一步減弱，但槓桿比率和利息覆蓋率大致處於良好的起步水平，因此即使

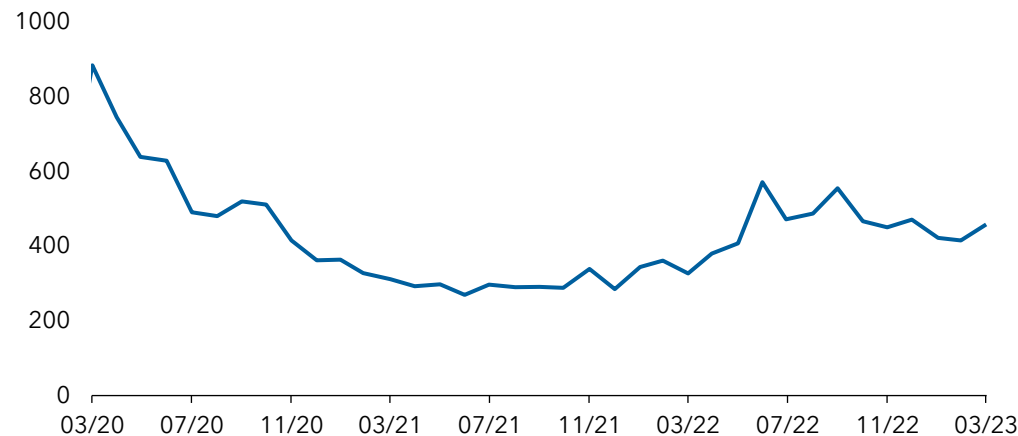
增長放緩和息、稅、折舊及攤銷前利潤下跌，企業的財務狀況依然穩健。

由於部分已公佈違約的公司出現高收益債券違約情況，推高了季內違約率，以廣播媒體公司Diamond Sports Group、商業通訊公司Avaya和零售商Party City最為明顯。儘管目前的估值已反映大部分預期違約情況，但我們預計全年違約率將輕微上升，而到了2023年底，違約率將約為3%，接近歷史平均水平。不過，利率在2022年大幅上升，令貸款市場的風險增加；我們預計在短至中期內，貸款違約率將高於高收益債券違約率。

鑑於收益率升至8%以上，加上息差處於400個基點的中高水平，投資者在三至五年內獲得的回報可望遠超高收益債券的歷史年化回報。市場仍然佈滿陰霾，目前估值已反映負面情緒。現時高收益債券市場的質素轉佳，而且基本因素向好，因此下行風險可能屬短暫現象，跌幅亦低於過往週期。

隨著經濟放緩，美國高收益債券息差或會擴闊

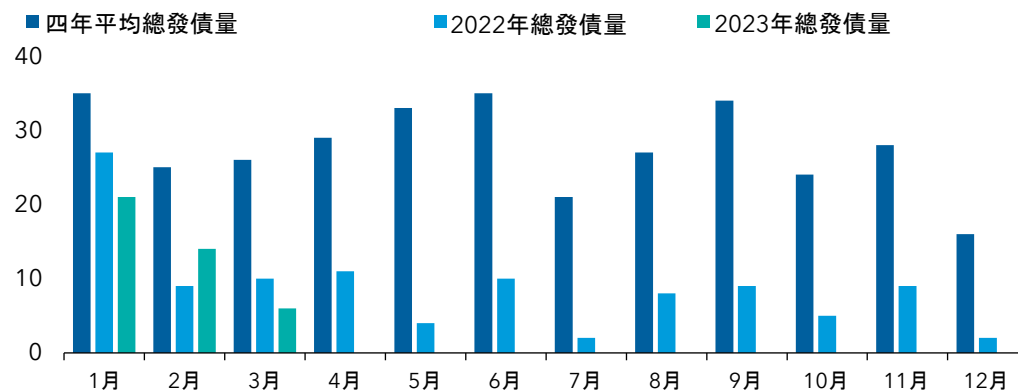
期權調整後息差（基點）



截至2023年3月31日。高收益債券以彭博美國高收益企業債券指數代表。資料來源：彭博

高收益債券供應量仍然偏低

總發債量（10億美元）



截至2023年3月31日。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。本資訊並非完整及不適用於提供意見。

© 2023 資本集團。版權所有。

初始收益率強勁有助提升回報潛力

鑑於美國通脹數據較預期放緩，加上中國可能結束防疫清零政策，提振追求收益的投資者的入市意欲，因此**新興市場硬貨幣和當地貨幣主權債券在2022年第四季報升**。

美元計價高收益主權債券錄得最大升幅，息差收窄175個基點。南撒哈拉非洲的發行人是推動升勢的主要因素，但信貸評級機構日益憂慮區內部分國家的外債負擔趨近難以持續的水平。不少投資者認為，目前估值已大致反映相關國家出現潛在債務違約及／或重組的風險漸增。

在第四季，**新興市場當地債券錄得強勁回報，而且不同地區之間表現迥異**，造成這情況的關鍵因素是美元兌廣泛新興市場貨幣籃子貶值。回望2022年，美元持續強勢導致新興市場當地債券在大部分時間備受壓力。然而，相對於歐元和英鎊，新興市場貨幣表現頗為堅挺。因此，我們認為若出現任何拖累美元下行的因素，例如聯儲局暫緩加息或乾脆減息，新興市場貨幣兌美元匯價可能受

惠。基於未來有望出現利好貨幣的因素，加上名義和實質收益率吸引，以拉丁美洲部分國家尤甚，因此我們稍為偏好當地貨幣計價債券。

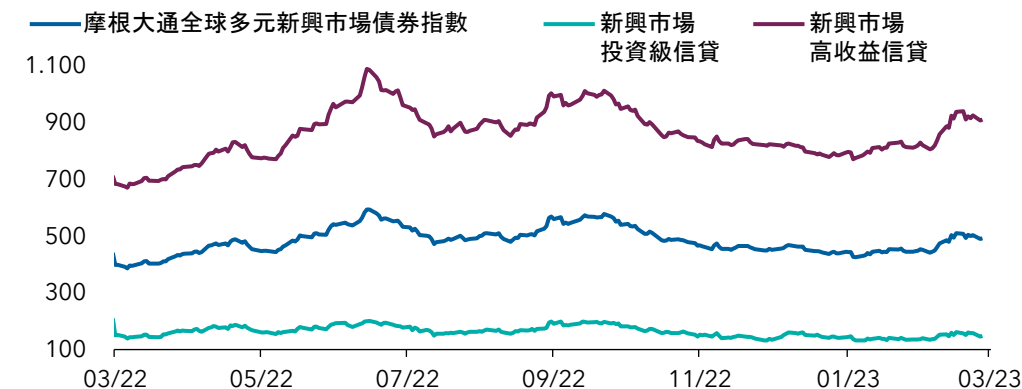
雖然美元計價高收益債券息差縮窄，但受壓和半受壓的信貸領域都不乏特定的利差投資機會（不少問題已在市場定價反映），部分有望表現更穩健的高收益信貸發行人（例如埃及）也獲得對外融資渠道，因此同樣帶來投資機遇。

鑑於新興市場企業債券有助分散地域風險，息差收益較相等存續期和評級的已發展市場債券吸引，**有利於部分新興市場企業債券**。

整體而言，**新興市場大部分資產類別的估值偏低，而且收益率吸引，加上部分主要當地貨幣債券發行人的政策管理得宜，因此可望在2023年為新興市場債券提供支持**。儘管如此，地緣政經環境持續不明朗，意味採取更謹慎和多元化的投資方針才是明智之舉。

不確定因素導致新興市場硬貨幣高收益債券息差波動

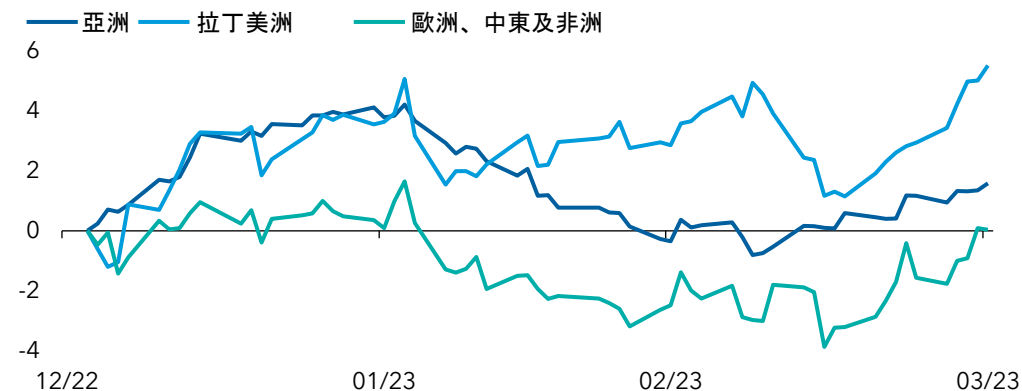
混合息差（基點）



截至2023年3月31日。新興市場投資級信貸和高收益信貸均為摩根大通全球新興市場多元債券指數的組成部分。資料來源：摩根大通

拉丁美洲貨幣引領近期外匯市場升勢

地區貨幣回報（%）



截至2023年3月31日。回報反映摩根大通全球新興市場多元政府債券指數地區的未對沖外匯回報（以美元計）。資料來源：摩根大通

過往業績並非將來業績的保證。

© 2023 資本集團。版權所有。

市政債券基本因素穩健衍生投資機遇

隨著利率環境靠穩，而且較高的初始收益率提供緩衝，**彭博市政債券指數在首季錄得2.8%的強勁回報**，同期彭博高收益市政債券指數報升2.7%。

基於美國國庫券收益曲線顯著倒掛，市政債券收益曲線在季內維持異於往常的倒掛狀況。季末，從彭博估值服務（BVAL）AAA級市政債券收益曲線來看，3個月AAA級市政債券收益率高於12年期AAA級市政債券。由此可見，在這環境下主動管理收益曲線屬明智之舉。較短年期市政債券－國庫券收益率比率仍屬偏高，吸引力隨著年期增加而逐步遞增：彭博估值服務10年期AAA級市政債券收益率較同類國庫券高65%。

彭博10年期AAA級市政債券指數收益率先跌後回升，在3月初曾高見2.7%，季末收報2.3%，僅比年初低36個基點。

受惠於《美國救助計劃》（American Rescue Plan）法案，加上物業稅和銷售稅收入增加，均有助支持財政狀況，因此州政府市政債券市場的基本因素維持穩固。我們認為基本因素應可維持穩健直至2023年底，但相對於一般責任債務（general obligation debt），我們仍較看好稅收債券（revenue bond）市場。

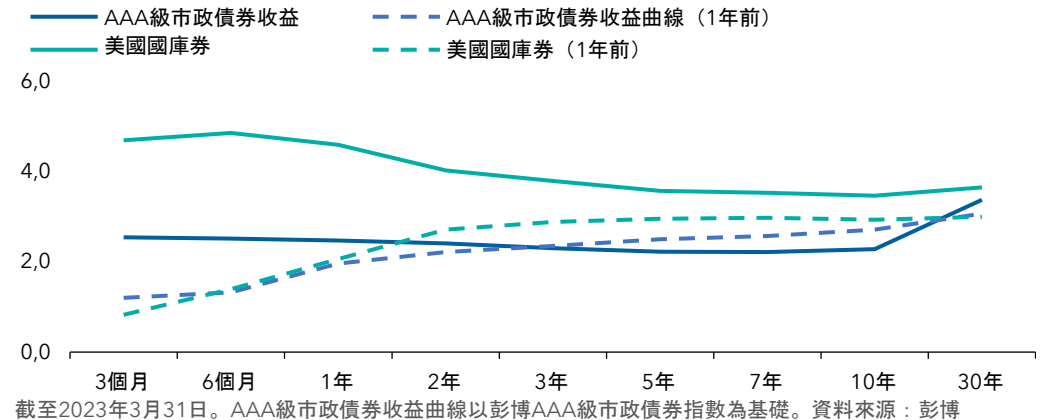
疫情期間總值超過1萬億美元的刺激經濟措施持續產生作用，而經濟穩步增長或有助為中期基本因素奠定堅實基礎。

首季市政債券總發行量為740億美元，較去年同期跌29%。此外，3月份市政債券錄得資金流出，但臨近月底時外流趨勢逐漸緩和。年初至今，資金合共流出約20億美元。

展望未來數月，區分信貸優劣、管理存續期和收益曲線有望提供顯著的潛在回報來源。

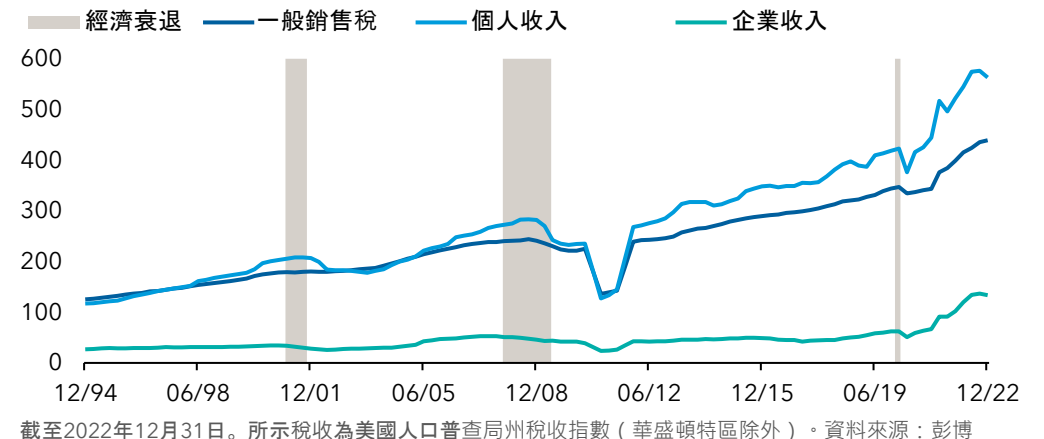
市政債券收益曲線趨升

收益率（%）



州稅收錄得增長

連續四季稅收（10億美元）



過往業績並非將來業績的保證。

© 2023 資本集團。版權所有。

固定收益投資透視 | 2023年4月

技術因素與衰退憂慮重燃，使投資者對按揭抵押證券前景保持審慎

在過去一季，按揭抵押證券估值下降，但息差仍遠高於去年高位。彭博按揭抵押證券指數的期權調整後息差季末收報63個基點，較季初寬闊13個基點。

近期銀行業受壓，令利淡按揭抵押證券的技術因素惡化。預期美國聯邦存款保險公司將出售目前處於接管狀態的破產銀行曾持有的大量按揭抵押證券，但目前尚未清楚當局會如何放售。除了供應因素之外，這些資產最終有多少流入公開市場，將決定按揭抵押證券息差所承受的負面影響程度。

聯儲局和銀行是按揭抵押證券市場的主要參與者，這對估值帶來的阻隔作用或會持續減弱。未來，區域性銀行應會加強重視風險和流動性管理，對按揭抵押證券內在存續期的投資意欲也可能降低，並轉為偏好現金。另一方面，隨著金融狀況趨緊，銀行選擇出售按揭抵押證券，甚至不惜錄得虧損以滿足流動性需求的風險增加。

由於利率攀升，加上再融資活動放緩，民

眾的住屋負擔能力已顯著減弱，壓抑按揭抵押證券供應，為市場提供支持。然而，若資金轉投優質資產或聯儲局採取較寬鬆政策，促使利率回落，這股趨勢便可能逆轉。隨著夏季來臨，季節性供應增加，將為市場帶來更多利淡因素。

預期金融機構對按揭抵押證券需求下降，加上對價格敏感的投資者或將吸納增加的過剩供應，因此息差存在上升空間。過去一年，不少大型核心固定收益管理公司已增持按揭，預料將對估值較吸引的資產產生更大需求。此外，估值水平普遍跟隨利率市場波動，而利率市場一直反覆波動，情況在短期內可能持續。

考慮到未來面對的技術因素風險，加上金融狀況預期收緊，我們對按揭市場的中期前景變得更加審慎。展望後市，若銀行經營行為出現重大轉變、利率回落，以及利好的按揭供求動力轉弱，都有可能持續為按揭息差帶來壓力。

按揭抵押證券息差波動，高於歷史平均水平

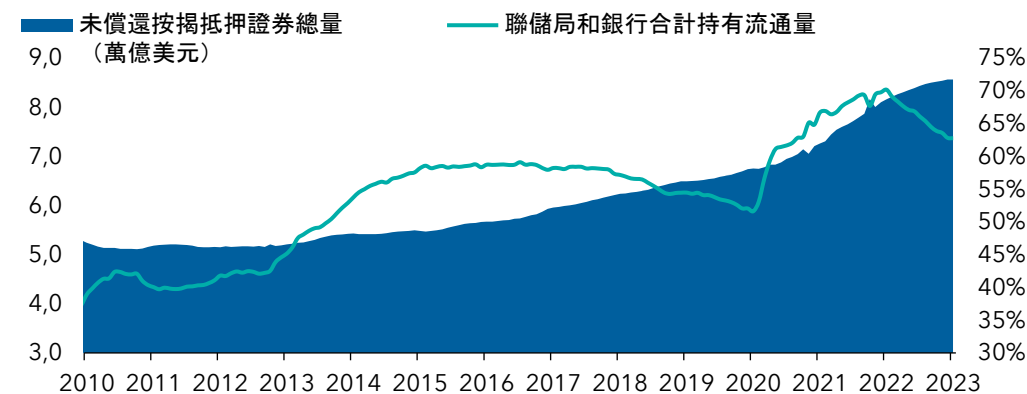
按揭抵押證券息差
(基點)



截至2023年3月31日。資料來源：彭博

聯儲局和銀行持有的按揭抵押證券流量趨跌

未償還按揭抵押證券總量 (萬億美元)



截至2023年3月31日。資料來源：聯儲局、eMBS

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

 超過2.3萬億美元資產管理規模*

*資產管理規模截至2023年3月31日。

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。

本報告及所提及的任何產品、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。

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、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。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。

在香港，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。

在新加坡，本信息由新加坡註冊的資本集團成員Capital Group Investment Management Pte. Ltd. 撰寫。

所有資本集團的商標均由資本集團公司或其位於美國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。

© 2023 版權屬資本集團所有並保留一切權利。