

# 投資展望

2023年



CAPITAL  
GROUP™

資本集團

從長期角度分析  
市場及經濟

市場推廣通訊



# 投資者面對的新現實



Jody Jonsson  
基金經理

今天的環球市場正逐漸形成一種新的現實。

不少評論員著眼於市場由增長股輪換至價值股的趨勢，但我認為這種觀點流於簡單。部分投資者或會憧憬，在央行停止加息及通脹降溫之後，市場狀況將回復常態。但我認為，由於幾項重大轉變趨勢將可能塑造未來十年投資格局，因此市場並非朝這個方向發展。

**由減息轉向加息：**目前通脹處於1980年代初以來的最高水平，而過去40年來，利率一直呈下降趨勢，直至近期才出現變化。隨著利率週期的逆轉，當中過程一般遠比預期漫長，使我相信一定水平的通脹將會持續。因此，我對於負債率高的企業存有顧慮。資金沒有成本的時代一去不復返，因此企業須撥出更多盈利用於償還債務。那些能以自身資金推動增長的企業仍將顯得格外吸引。

**市場領先行業擴大至其他範疇：**過去十年，少數互聯網相關公司主導了投資格局。這容易令人忽視一個事實：捨棄傳統行業將無法建立新的經濟體系。雖然數碼優先的公司不會被淘汰，但我認為投資者將開始更為重視實物資產的生產商。此外，我也預期未來市場領先的行業將會擴大，涵蓋不同類型的公司，應可較有利主動選股投資者多於指數型投資者。

**從環球供應鏈轉為區域供應鏈：**供應鏈全球化是另一個已維持數十年的趨勢，當中歷程時有調整。過去一個世代以來，企業把生產線遷至海外以降低成本。然而，將效率置於穩健性之上所面對的局限，如今已經顯現。地緣政治局勢日益緊張，加上新冠肺炎疫情擾亂生產，促使企業加快建立冗餘供應鏈（supply chain redundancies），以防供應鏈任何一環停頓導致整體營運受阻。這些資本投資有望重振智能化管理的工業公司。

我還可以舉出其他顛覆經濟和市場的變革例子，但簡單來說我們正在經歷一場歷史性的變局。過去十年的好景不再，濃厚的陰霾正籠罩前景。雖然這個說法可能顯得悲觀，但依我來看，奉行「由下而上」基本因素方針的投資者將為這個時機感到興奮。這類投資者不受地域、行業或風格所限制，而且具備更佳條件適應全新的投資現實。

增長型投資是一種吸納股票策略，旨在物色可望以高於行業或大市平均水平增長的企業。

價值型投資是一種基於基本因素分析，發掘被低估股票的策略。

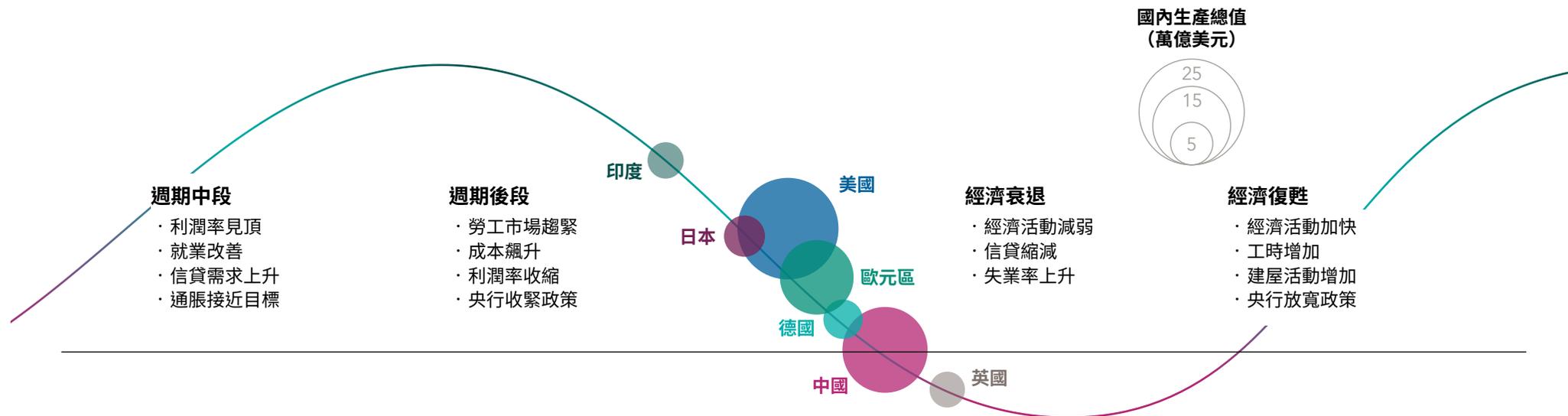
「由下而上」投資策略是指先聚焦於分析個別證券，然後再衡量經濟和市場週期的因素。

槓桿投資策略是指舉債（借用資金）以增加潛在投資回報。

「主動選股投資者」是指投資者主動挑選股票買賣及決定買賣時機。「指數型投資者」用以形容旨在複製基準指數回報的投資者。

# 經濟衰退難免，但不會陷入長期困境

## 全球大部分主要經濟體已步入或臨近衰退



無可置疑，經濟衰退令人感到痛苦。然而，此前經濟長期過度增長，特別是過去十年增長幾乎從未間斷，因此需要經歷這個階段來消化這些過剩的情況。

資本集團副主席Rob Lovelace在年中曾表示：「若經濟沒有不時下行來維持均衡發展，便無法實現持續的增長。這是正常、預期之內，以及健康的現象。」

當前環球經濟無疑正朝著這個方向發展。歐洲或已陷入衰退，俄烏戰事令情況惡化。在週而復始的防疫封控壓力下，中國經濟基本已降至零增長。美國經濟比大部分國家穩健，但受通脹居高不下及利率攀升所拖累，當地經濟看來將會顯著下調。

資本集團經濟師Jared Franz預期美國經濟將在2023年收縮約2%，比2000年代初科技及電訊業泡沫爆破後的衰退更為嚴重，

但不至於像2008年至2009年金融危機般惡劣。他也強調，投資者應緊記一點：經濟衰退為下一階段的增長奠定基礎。

Franz補充說：「目前股市反映投資者較務實地認為衰退即將來臨。然而，從歷史角度來看，股市也傾向於遠早在經濟數據轉趨明朗之前，反映投資者對前景的樂觀預測。」

所示預測數據只供說明用途。

國內生產總值數據以美元計算，反映截至2022年9月30日的最新可得數據。商業週期內的國家狀況是資本集團經濟師的前瞻性估計，截至2022年11月。資料來源：資本集團、FactSet

# 股市一般會在衰退結束前復甦

希望預知下一次衰退將何時開始及會持續多久，是投資者的普遍心理。雖然每一次經濟衰退的嚴重性都各有不同，但有一點可能令人感到樂觀：過往經驗反映衰退不會長時間持續。我們對美國自1950年以來11個週期的分析顯示，衰退的持續時間介乎2至18個月，平均約為10個月。

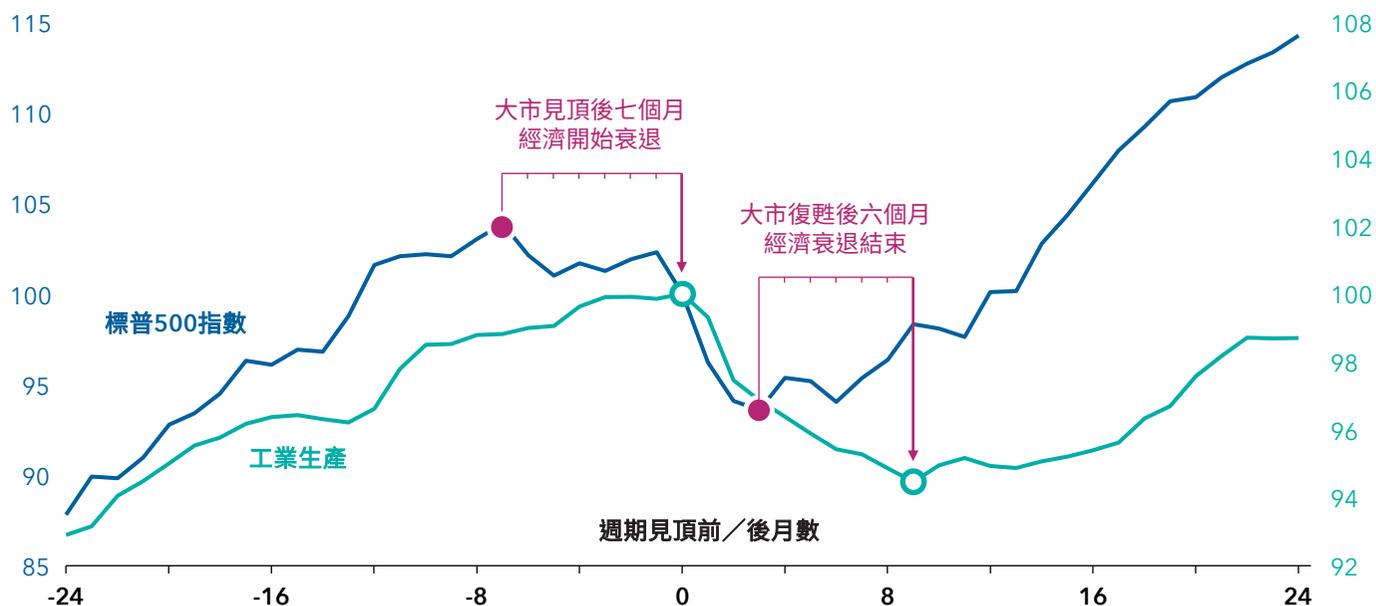
此外，股市通常在衰退結束前便開始復甦。在目前週期，股市比經濟更早出現下行，幾乎所有主要股市都在2022年中步入熊市。因此從歷史角度來看，股市一般會在經濟復甦前約六個月反彈。

若投資者能把握全面的市場復甦機會，便可享有顯著優勢。自1950年以來的所有週期中，牛市平均升幅達265%，而熊市平均跌幅為33%。

市場見底回升的勢頭往往最為凌厲，因此在經濟反彈時投資者不宜採取觀望策略。

資本集團經濟師Darrell Spence表示：「今年市況受困，熊市可能會持續，但投資者必須緊記：過往所有衰退和熊市都有一個共通之處，就是每次總有結束的一天，經濟和市場最終會返回正軌。」

## 股市一般來說是經濟的領先指標



	經濟衰退	對比	經濟擴張
持續時間（月數）	10		69
國內生產總值增長	-2.5%		24.6%
企業盈利	-22%		96%
職位淨增長	-390萬		1,200萬

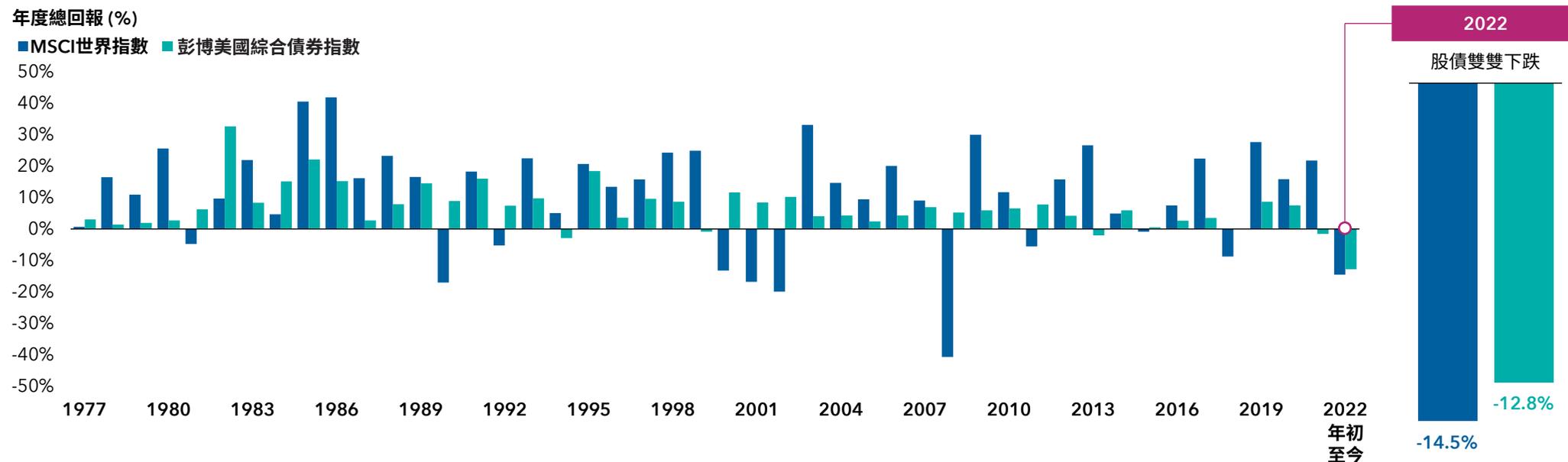
	熊市	對比	牛市
持續時間（月數）	13		67
總回報	-33%		265%

## 過往業績並非將來業績的保證。

數據反映1950年至2021年美國完整週期的平均值，每個週期高位以100作為基數。企業盈利由Strategas計算，涵蓋1928年1月1日至2022年10月31日所有完整週期。其他數據涵蓋1950年1月1日至2022年10月31日所有完整週期。工業生產量度生產商、礦商和公用事業公司的產量變動，本文用於反映經濟週期。大市「見底」是指市場跌至谷底，即最低點。這是股市止跌重拾升勢的轉捩點。熊市是指金融市場價格持續下跌，尤其是指經歷一段長時間。牛市是指金融市場價格持續上升，尤其是指經歷一段長時間。總回報是指一項投資在特定評估期內的整體實際回報率。資料來源：資本集團、美國聯儲局、Haver Analytics、美國國家經濟研究局、RIMES、標準普爾

# 債券有望再度發揮分散股票風險的角色

## 2022年是45年來股債同步下跌的唯一一年



債券表現失色，足以使2022年成為有紀錄以來回報最遜色的時期之一。債市下挫導致投資者質疑一項他們長期相信的原則：債券在股票下跌時能提供相對保障。

在同一曆年內，股債同步下跌的情況非常罕見，2022年是自1977年起計45年來唯一例外，這是由於美國聯儲局和環球央行在利率接近零水平時大幅加息以遏止高通脹。

然而，情況應會在2023年有所改變：通脹數據回落，加上增長憂慮，或可使聯儲局減慢加息步伐。

固定收益基金經理Pramod Atluri表示：「我相信這些條件已日漸成熟，一旦聯儲局放寬政策，優質債券應可再次提供相對穩定性和較佳的收益。」

每當經濟衰退憂慮成為市場焦點，債券都可為股市波動提供一定的緩衝。Atluri認為：「隨著債券定價下調，投資機會正逐漸浮現。由於估值顯得吸引，因此我會審慎增持按揭和企業債券。即使債價進一步下跌，債券現時仍提供更趨穩健的收益來源，應有助抵銷任何價格走低的影響。」

### 過往業績並非將來業績的保證。

截至2022年11月30日。上述回報反映除2022年之外所有年份的年度總回報（以美元計算），以及反映兩項指數的年初至今總回報。資料來源：資本集團、Bloomberg Index Services Ltd.、MSCI

# 遏抑通脹帶來挑戰： 為各種潛在結果作好準備

當今的通脹會持續多久？利率的走向何去何從？

主張對極端不明朗時期作出情境規劃的美國經濟師Jared Franz表示：「這些複雜的問題都取決於多個變數，包括投資者心理，鑑於全球央行步伐不一，我們要權衡各種結果，而非聚焦於單一的答案。」

市場似乎已反映經濟軟著陸的預期，但可能過於樂觀。聯儲局在11月宣佈連續第四次加息75個基點後，主席鮑威爾警告「最終利率水平將高於原先預期」。到了12月，聯儲局調整其政策步伐，加息50個基點，而且官員重申2023年將繼續加息，最終利率可能達到高於5%的水平。

Franz補充說，利率攀升和通脹居高不下，或會拖累美國經濟在2023年步入衰退。他表示：「通脹可能已經見頂，但可能在較長時間內繼續高於聯儲局的2%目標水平。這意味企業盈利可能在2023年下跌最多15%至20%。」

Franz亦認為，歐洲或已處於衰退，在能源短缺和俄烏戰事持續的壓力下，經濟狀況有機會進一步惡化。另一方面，資本集團經濟師預期中國經濟將顯著放緩，其後在刺激措施提振下，將於2023年下半年迎來反彈。

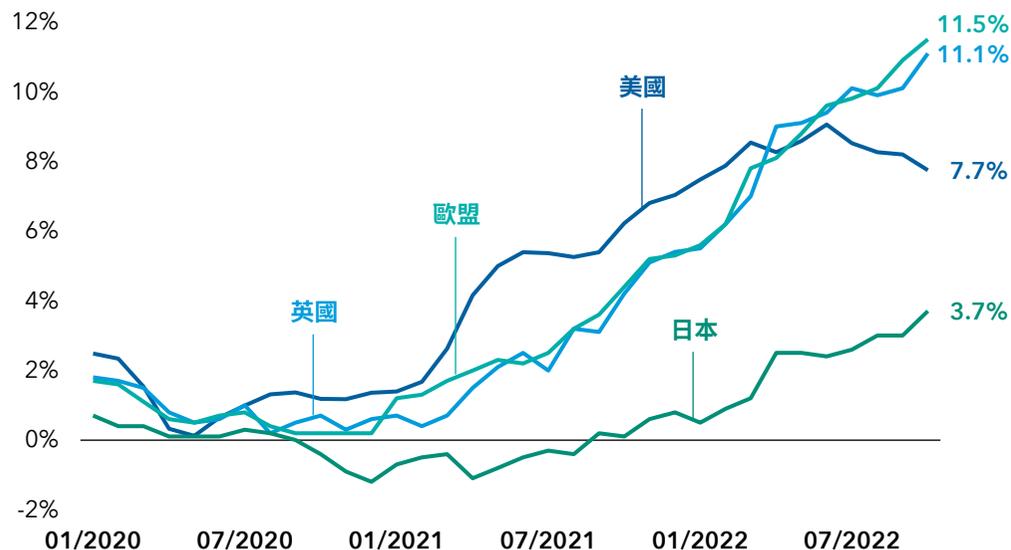


情境反映資本集團「夜巡」團隊截至2022年10月的分析，並非未來表現的預測。「緊縮」貨幣政策是指央行（例如聯儲局）採取措施以減慢經濟增長過快的步伐。量化寬鬆是指央行透過購買資產增加本國貨幣供應的策略。「刺激措施」是指央行致力運用貨幣政策或財政政策振興經濟，也可指減息和量化寬鬆等貨幣政策。資料來源：資本集團

# 美國通脹見頂，但市場可能對進程過於樂觀

## 大部分經濟體的通脹仍然高企

全年消費物價指數 (%)



通脹往往對經濟帶來不確定性。物價急升已威脅環球經濟，美國、歐洲和日本的增長料將停滯或收縮。鑑於央行力求使處於40年高位的通脹受控，樓市等迅速受加息影響的領域需求已有所下降。

至於其他經濟領域，則需要更長時間來降溫。

固定收益基金經理Ritchie Tuazon表示：「未來數月，加息的衝擊將透過失業率攀升、職位空缺減少及零售銷售減弱呈現出來。鑑於美國經濟出現轉弱跡象，聯儲局可能放慢加息步伐，但亦要面臨過度調整的風險。我也關注當局可能過度收緊政策。」

## 通脹預期回落

美國通脹預期 (%)



有跡象顯示美國通脹已經見頂，但將維持高企。固定收益基金經理Timothy Ng認為，大部分疫情期間推高物價的供應衝擊已有所緩解，但市場或低估了地緣政治風險，以及物價升幅轉嫁至消費者的持續趨勢。他指出：「除非經濟陷入深度衰退，否則通脹難以在2023年降至聯儲局2%目標。」

所示預測數據只供說明用途。

左圖截至2022年10月31日，右圖截至2022年11月30日。通脹預期以國庫抗通脹債券損益平衡率量度。消費物價指數是通脹的常用指標，用於量度消費者在一段時間內為一籃子貨品及服務所支付價格的平均變動。資料來源：彭博、Refinitiv Datastream

# 領導班子及疫情發展繼續主導中國前景

基金經理Steve Watson認為：「中國的清零政策令當地股市受壓，而近期國內政策官員調整方針，反映政策朝著正確的方向發展。關鍵在於要留意有關微調是否意味著放寬政策和最終經濟重啟的前奏。」反對北京當局防疫政策的抗議行動加劇，突顯了這方面的重要性及政府面對的艱難抉擇。

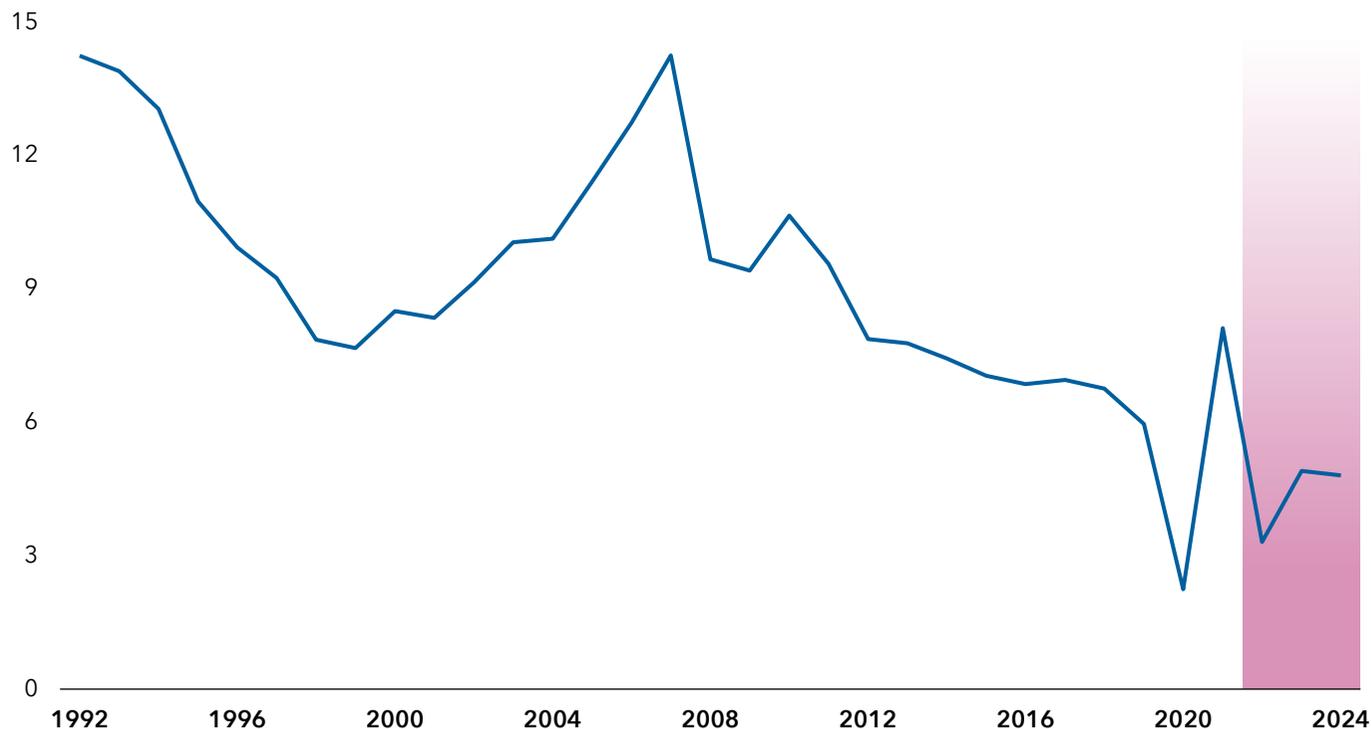
10月份中國共產黨的二十大會議結果亦繼續為市場路向定調。國家主席習近平開展第三屆任期，並提拔四名新委員進入中央政治局常委會。部分投資者可能擔心缺乏權力制衡，但這次人事佈局也意味中國最高領導層的凝聚力加強。

二十大的重點關注領域包括推動建設自給自足及安全的供應鏈、現代化及共同富裕。其中共同富裕最受關注，投資者憂慮重整收入分配的政策如何與企業盈利能力和創新協調配合。

從市場角度來看，不少行業仍然存在明顯利好及利淡的因素：科技、能源、糧食及國防等多個不同領域的「安全」是本屆會議其中一項關鍵主題。另一方面，當局強調意識形態工作及促進健康的互聯網環境，意味互聯網股的投資氣氛可能維持波動。會議亦重申「房住不炒」，但鑑於目前經濟放緩，加上流動性惡化，當局其後公佈廣泛措施，以拯救陷入困境的房地產業。

## 中國能否在未來數年重拾增長？

中國國內生產總值增長（全年%）



截至2022年10月31日。資料來源：世界銀行、彭博。2022年之後的數據是基於2022年10月份彭博經濟師統計調查中位數預測的估計。流動性說明一項資產或證券在價格並無顯著下跌的情況下，可迅速轉換為現金的程度。

# 能源需求前景意味歐洲經濟或會出現較溫和衰退

俄羅斯與烏克蘭在2月份爆發衝突，能源安全隨即迅速成為歐洲的核心議題，目前仍是投資者的關注焦點。儘管歐洲目前徘徊於經濟衰退邊緣，然而經濟師Robert Lind表示，能源需求轉變或意味著經濟低迷的衝擊未必如市場憂慮般嚴重。

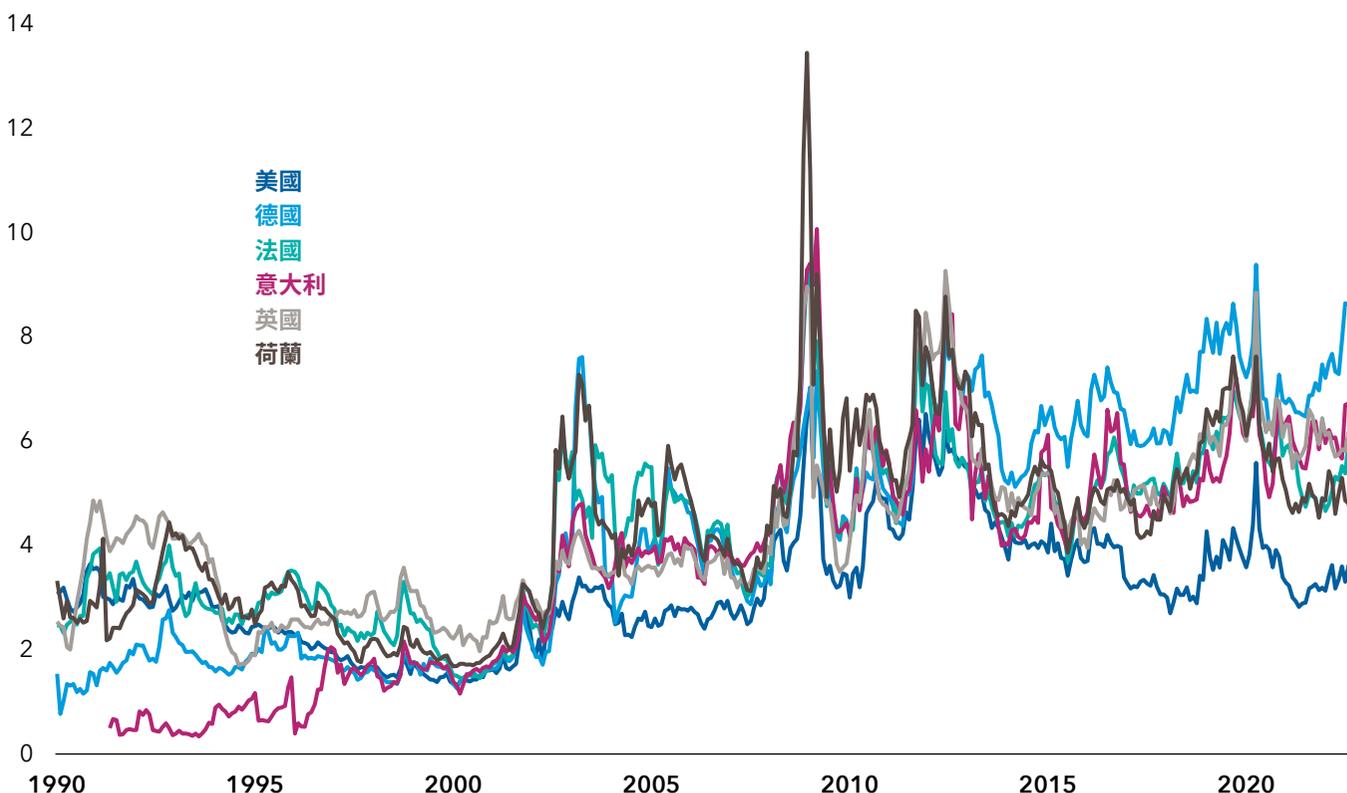
在俄烏戰事初期，分析員（包括國際貨幣基金組織）估計，失去俄羅斯的能源供應可能導致歐元區國內生產總值下降約2%至3%\*。不過，供應中斷和物價急升至今對宏觀經濟的影響似乎較為溫和。Lind目前預計2023年國內生產總值將下降約1%。

歐洲多個地區已成功以其他能源取代俄羅斯的石油和天然氣，降低了大幅減產或削減能源需求的必要性。區內重工業在物色新能源方面取得顯著成果，有望能減少能源問題對國內生產總值造成的衝擊。

目前歐洲股票的估值相比美國股票，仍然存在大幅折讓，而溫和的經濟衰退有望進一步釋放歐洲股票的價值。一旦整體消費物價指數明顯見頂，足以讓歐洲央行和英倫銀行停止收緊貨幣政策，便可為經濟提供重大支持。然而，相信此情況不大可能在未來幾個月內出現，但若通脹於2023年初放緩，兩家央行應會停止加息，屆時政策利率的最高水平將遠低於目前市場預期。

## 歐洲股票相對於美國股票是否有重新定價的空間？

隱含股票風險溢價 (%)



所示預測數據只供說明用途。

數據截至2022年10月31日。資料來源：Absolute Strategy Research、Refinitiv Datastream

\*截至2022年7月19日。資料來源：國際貨幣基金組織

重新定價是指市場環境出現變化，讓投資價值可獲得重估的機會。股票風險溢價是指投資者投資於股票市場時賺取高於無風險利率的超額回報。

# 供應鏈轉移：日本自動化工業實力的優勢

當今地緣政治局勢日趨不明朗，各國政府為保障經濟命脈，增強供應鏈韌性成為其首要目標。日本已通過《經濟安全保障推進法》（Economic Security Promotion Act），容許政府加強監察依賴外國供應商提供關鍵原材料和服務的企業。經濟師 Anne Vandenaabeele認為，這可能是未來幾年展開主要供應鏈重組的里程碑。

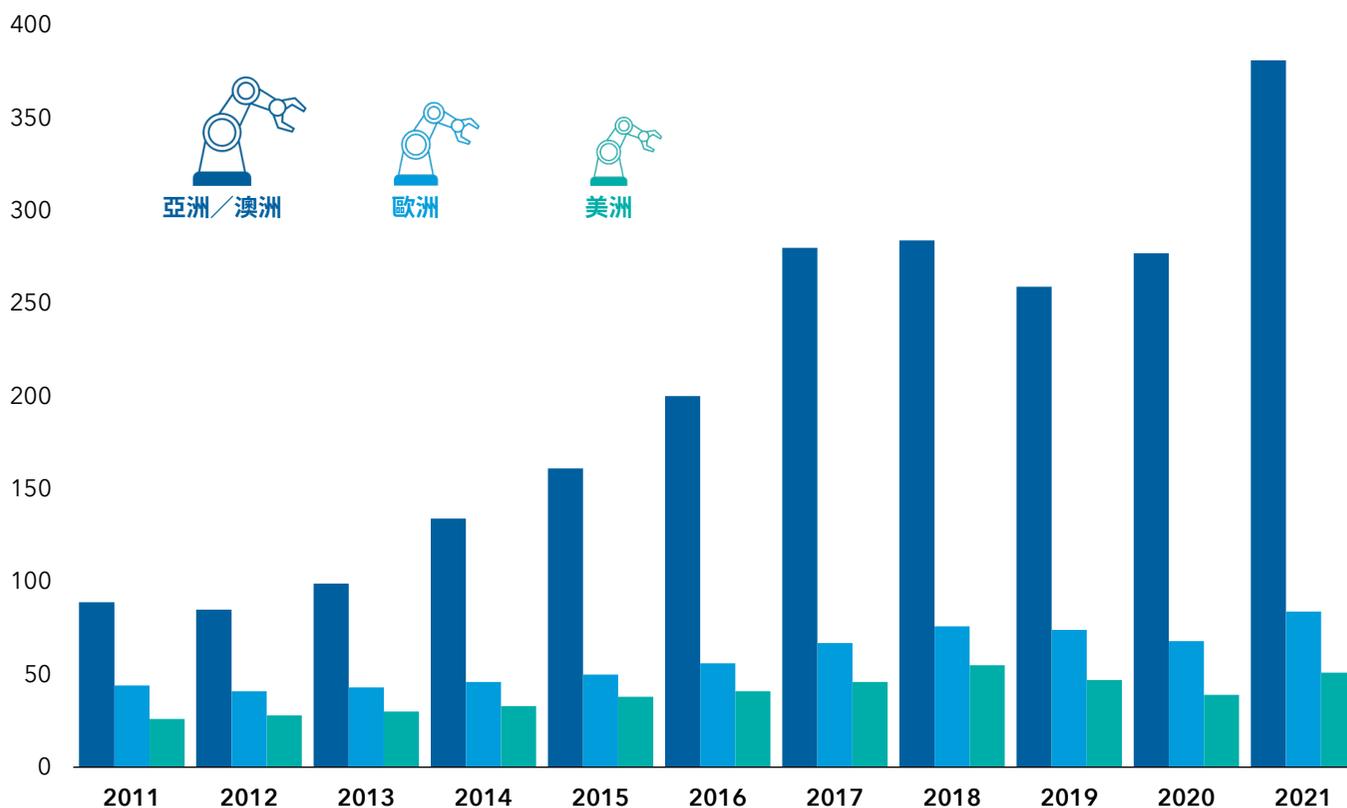
股票基金經理 Harry Gunji 指出：「對投資者而言，重要的是物色並非依賴單一市場取得大部分增長或資源的公司。」

創新是化解供應鏈癥結的關鍵。日本的自動化工業實力久負盛名，隨著眾多企業轉為使用工業機械人以降低成本，日本的工業科技可能日趨重要。

面對環球經濟顯著放緩，依賴出口的日本經濟可能難免出現衰退，但當地的半導體、精密製造和自動化等行業的世界級企業則有望受惠於數碼化和綠色轉型等主要趨勢。與美國和歐洲相比，日本股市估值較為吸引，加上企業盈利表現穩健，均為投資當地市場帶來支持。

## 2021年工業機械人安裝量急升至歷史新高

工業機械人年度安裝量（以千計）

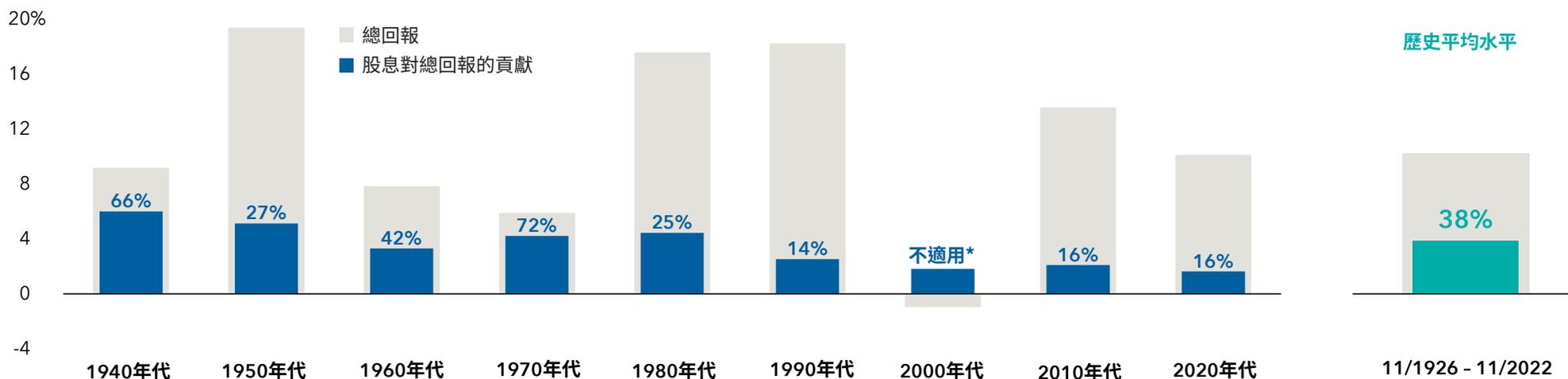


五個國家佔2021年全球機械人安裝量的78%：中國（52%）、日本（9%）、美國（7%）、南韓（6%）和德國（5%）。因四捨五入，數據總和可能與總額存在差異。資料來源：World Robotics 2022，國際機械人聯合會

# 發掘股息來源以提高對總回報的佔比

## 股息對回報的貢獻 (以十年計)

標普500指數年化總回報 (%)



過去十年，著眼於股息的投資者不多。鑑於美國科技和消費類企業實現雙位數的回報，並佔總市場回報的最大份額，股息帶來的回報似乎平平無奇。

股票基金經理Caroline Randall認為在當今的市場環境下，著重股息的傳統投資策略別具吸引力。她表示：「隨著經濟增長放緩，資本成本持續上升，利潤較低的科技公司的估值逐漸下降。我預計股息將對總回報作出更加顯著和穩定的貢獻。」

儘管股息在2010年代僅佔標普500指數總回報的16%，但股息歷來的平均貢獻達38%。在1970年代的通脹時期，股息貢獻更攀升至70%以上。Randall補充說：「若預期增長為個位數，股息便可帶來領先優勢。當市場波動加劇時，股息亦可提供下行保障，但投資者必須了解這些公司能否維持派息水平。」

在金融、能源、材料及醫療保健等行業當中，不乏派息穩定且高於市場水平的公司，例子包括Zurich Insurance、金屬與採

礦跨國公司Rio Tinto、生物醫藥巨擘AbbVie、個人護理用品公司Kimberly-Clark，以及煙草製造商Imperial Brands和British American Tobacco。

過往業績並非將來業績的保證。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票據的要約、招攬要約或建議。

2020年代數據自1926年1月1日至2022年11月30日，以美元計。資料來源：標普道瓊斯指數公司 (S&P Dow Jones Indices LLC)。\*2000年代的標普500指數總回報為負數，因此無法計算股息貢獻。

# 醫療保健有望引領新一輪牛市

## 大型製藥企業能以自身資金推動增長

全球製藥公司資產負債表中的現金總額（以10億美元計）



每當熊市結束時，往往會出現新的市場領先行業。隨著資本成本急升，擁有強勁和可靠現金流的公司處於有利地位，足以引領下一輪復甦。

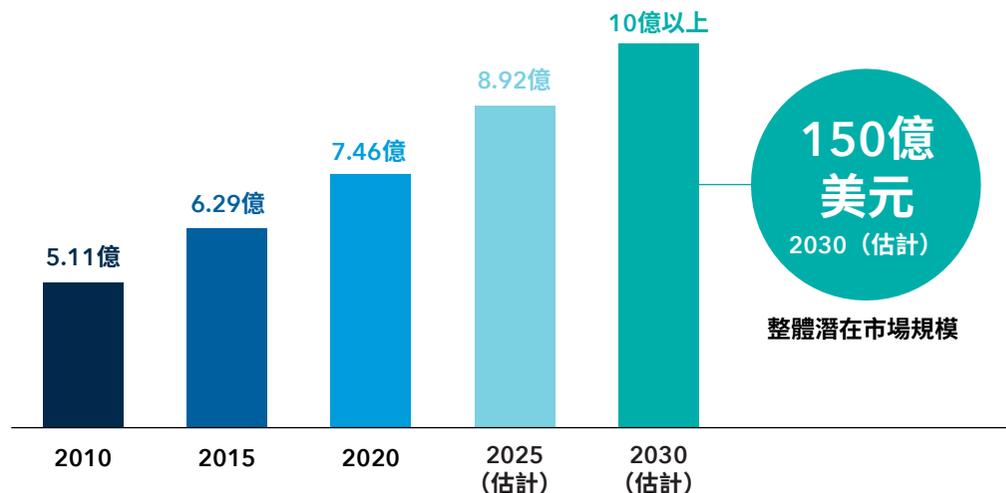
於醫療保健行業中，資本充裕且擁有定價能力的創新製藥公司正是其中一個例子。個別製藥企業可利用短期盈利為收購和其他增長策略提供資金。這一點至關重要，特別是當加息可能限制企業透過舉債推動增長的能力。

股票基金經理Diana Wagner表示：「我並不確定醫療保健業能否引領新一輪牛市，不過，當中管理最完善的公司有望領先市場。」

近期對藥物研發的投資為解決癡肥等重大健康問題帶來嶄新療法。到了2030年，估計全球超過10億人將有癡肥問題，而癡肥與心血管疾病、糖尿病和腎衰竭有關。Novo Nordisk和Eli Lilly等公司已大力投資於有關療法，有望將患者體重減輕高達20%至25%的療法。

## 以嶄新療法應對日益嚴重的癡肥問題

全球癡肥人數



Wagner補充說：「我們已進入藥物研發的黃金時代，或可顯著改善人類的生活質素。目前是投資於醫療保健業的吸引時機。然而，並非所有藥物均可取得重大成功，因此審慎投資至關重要。」

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票據的要約、招攬要約或建議。所示預測數據只供說明用途。

左圖：上圖顯示MSCI世界指數製藥成分股的現金及短期投資總值，以美元計算。數據截至2022年9月30日。右圖：2015年數據以2010年和2020年數據的平均為基礎。整體潛在市場規模是根據資本集團估計數字計算的2030年肥胖症藥物估計市場規模。截至2022年3月。資料來源：資本集團、FactSet、MSCI、Refinitiv Datastream、Refinitiv Eikon、世界肥胖症圖譜 (World Obesity Atlas) 2022、聯合國人口司及世界肥胖症聯盟 (World Obesity Federation) 預測

# 資本開支超級週期有望重振製造業

機遇與挑戰向來都是一體兩面，而有跡象顯示美國現時所面臨的許多經濟挑戰正在為新一輪的資本投資超級週期奠定基礎。我們認為超級週期的誕生有望為資本設備公司提供機遇，降低能源成本並重振美國製造業。此外，可再生能源和能源安全等議題亦將為有意增加資本開支的企業帶來機遇。

其實近年許多經濟體系在全球化的影響下對本土機械、工廠和其他資本項目的投資不足，而負責研究美國大型工業股的投資分析員Gigi Pardasani表示：「大部分已發展市場的製造業已經出現工廠老化的現象。」

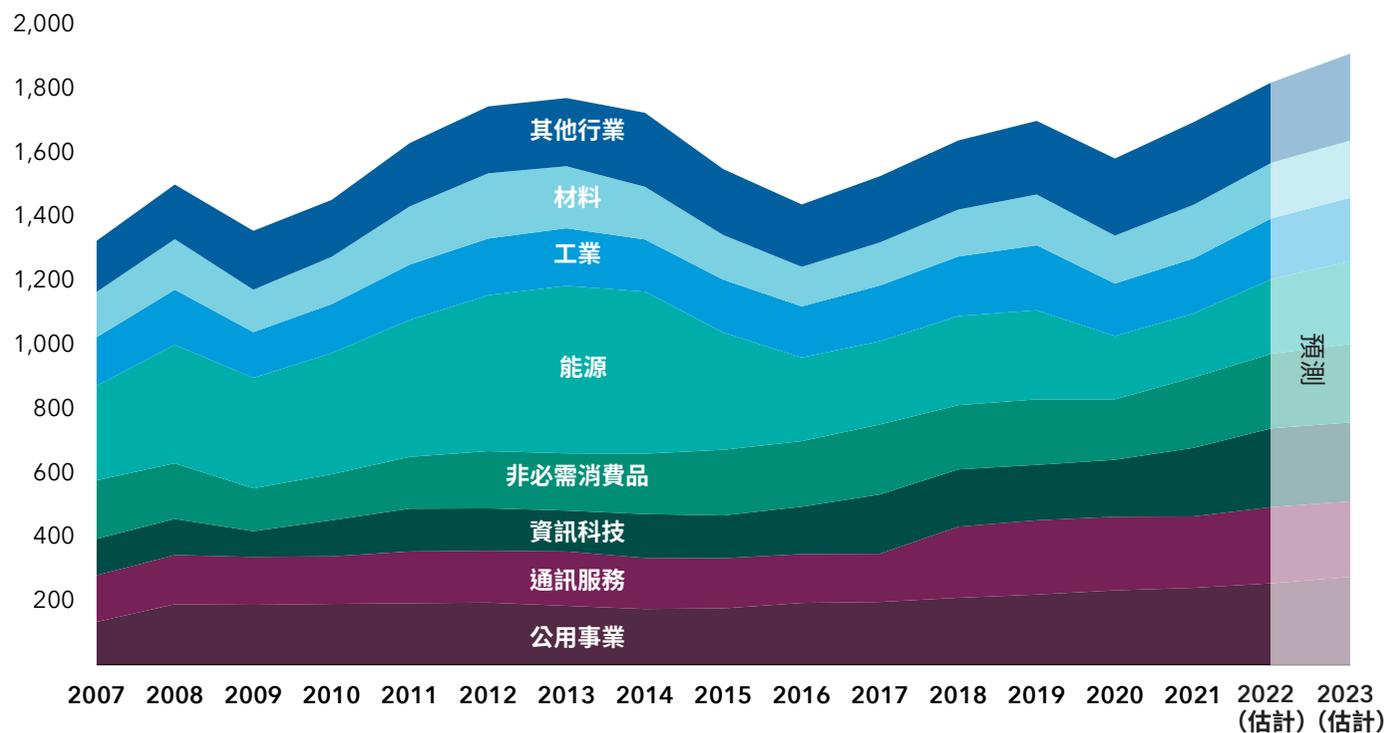
Pardasani亦指出：「投資者普遍對資本開支抱持負面態度。不過，電網現代化、提高建築和工廠效益，以及研發電池科技等投資，其實是可以為業務靈活且管理良好的公司帶來長遠盈利增長。」

數十億美元的資本開支亦反映不同企業的收入增長潛力，包括資本設備龍頭企業Rockwell Automation；電池和能源儲存研發公司Lockheed Martin和Tesla；電氣設備製造商Siemens、ABB和Schneider Electric；以及Caterpillar和Baker Hughes等能源和礦業設備供應商。

她表示：「本輪投資週期可為美國製造業產生廣泛裨益，因為長遠大幅降低能源成本可為美國製造商帶來競爭優勢。我認為『美國製造』將有望再次同增長掛鉤。」

## 資本開支持續攀升有望帶動資本設備公司

MSCI ACWI全球指數行業的資本開支（10億美元）



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票據的要約、招攬要約或建議。所示預測數據只供說明用途。

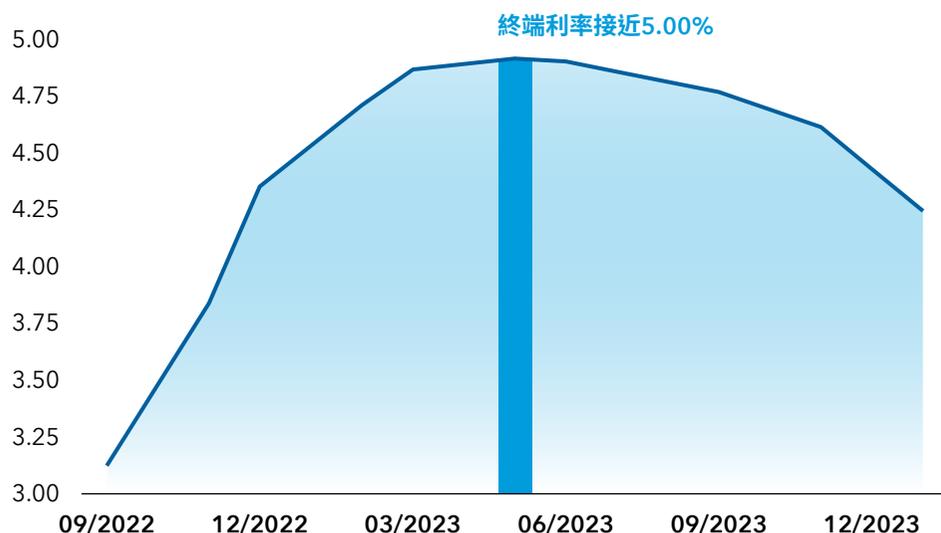
以當前美元計值。所有數據均來自FactSet的估計，包括2022年和2023年的預測數據。數據截至2022年11月30日。資料來源：資本集團、FactSet、MSCI

MSCI ACWI全球指數是經公眾流通量調整的市值加權指數，旨在量度已發展及新興市場的股票市場表現。大型股指市值超過100億美元的公司。

# 利率見頂前投資債券，有望帶來可觀回報

## 市場預期聯邦基金利率將在2023年6月見頂

市場引伸聯邦基金利率 (%)



2022年，利率走勢大幅逆轉令債券市場備受衝擊，但由於聯儲局預期將在2023年中結束加息週期，投資者現時正面臨兩種選擇：持觀望態度或主動投資。

固定收益基金經理Prمود Atluri表示：「我認為利率將在約5%的水平見頂，因此聯儲局目前已經接近緊縮週期的尾聲。」

從往績表現反映，在最後一輪加息前作出投資往往能夠獲利。過去40年，市場共經歷了六次加息週期。綜觀各個週期，如果自聯儲局最後一次加息前六個月起計定期買入債券，為期一年，首12個月的回報是介乎3.3%至10.2%。長線來看，該一年期投資的五年年化總回報更是介乎5.9%至15.6%。

## 在最後一輪加息前作出投資，有望帶來可觀回報

彭博美國綜合債券指數  
(在最後一輪加息前六個月作出投資)

最後一輪加息	首 12個月回報 (平均成本法)	五年期間年化總回報
6/2006	4.5%	5.9%
5/2000	5.3%	7.2%
2/1995	7.7%	6.8%
2/1989	10.2%	10.6%
9/1987	7.0%	9.6%
5/1981	3.3%	15.6%

Atluri表示：「作為主動型基金經理，我們旨在運用基本因素研究，同時考慮宏觀經濟狀況，以購買前景亮麗的債券。鑑於市場走勢瞬息萬變，我會提早部署我所管理的投資組合。」

因此，制定和貫徹執行投資計劃，能有助投資者避免錯過獲取債券收益的良機。

### 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。

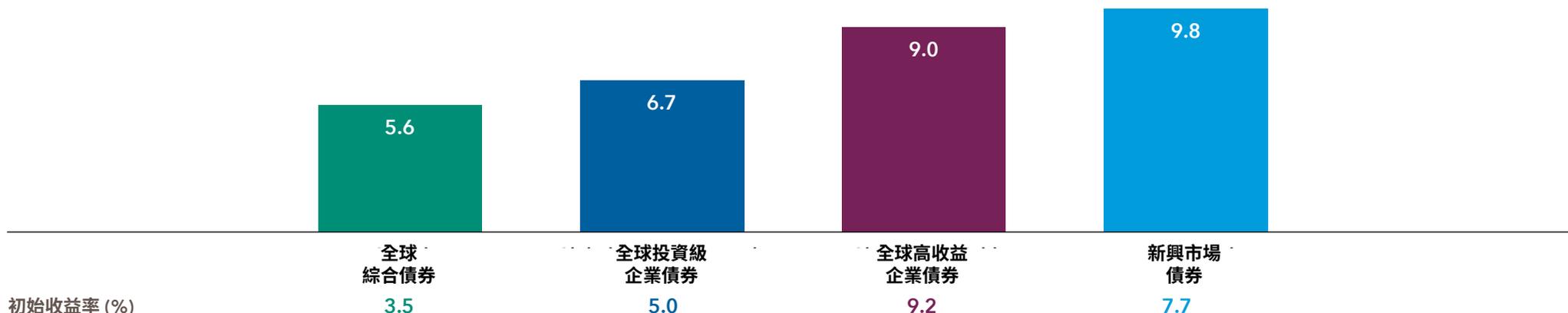
市場引伸聯邦基金利率截至2022年11月30日。每月回報截至2022年9月30日。左圖以期貨市場定價為基礎。右圖顯示自1980年以來，聯儲局所有加息期間的最後一輪加息日期，不包括2018年的最高位，因為該期間尚未能提供五年期數據。以平均成本法計算的12個月回報是由每次最後一輪加息前六個月起計的12個月均等每月投資總回報。五年期回報是將首12個月另加四年的總回報按年化計算，並假設首年之後並無作出額外投資。定期投資並不保證獲利或免受損失。在股價下跌時，投資者應考慮是否願意保持投資。資料來源：資本集團、彭博

聯邦基金利率是由聯邦公開市場委員會設定的目標利率。主動管理的投資組合或基金需要一個專業的基金經理或團隊定期作出買入、持有及賣出決定。平均成本法是一種定期以等量資金投資證券的策略。這種方法能夠降低投資風險，但不大可能帶來顯著大幅的回報。

# 固定收益市場：收益再現

## 按現時收益率作出投資帶來吸引的回報

平均五年遠期回報（%，按近期收益率水平計）



通脹高企和聯儲局大幅加息，均為債券市場帶來重重挑戰。雖然目前投資者面對困境，但這些失利將可為未來取得更高收益締造條件。10年期美國國庫券收益率在10月攀升至4.27%，是2008年6月以來的最高水平。當債券價格下跌時，收益率便會上升，而現時各個債券範疇的收益率已經飆升。隨著時間過去，收益水平應會上升，因為債券的總回報是由債券價格變動及所支付的利息組成，而目前利息部分佔有顯著較高的比重。

固定收益範疇再次展現可觀收益，使投資者再度聚焦於這類資產。固定收益主管Mike Gitlin指出：「在通脹高企和利率上升時期，固定收益投資看似令人擔憂，但目前的初始收益率為投資者提供吸引的入市良機。」

上圖顯示當過往收益率與目前水平相若時的五年期平均年化回報，而往績顯示，按現時收益率投資相關資產，意味著未來數年可能錄得更高的總回報。

整體而言，收益率走高代表投資者有望從債券中獲取較多收益。長遠而言，即使債券價格仍較為波動，但較高收益能為投資者的總回報提供更大保障。對主動型基金經理而言，這個市場環境可能帶來發掘價值的吸引機遇，但在目前環境下，審慎挑選依然至關重要。

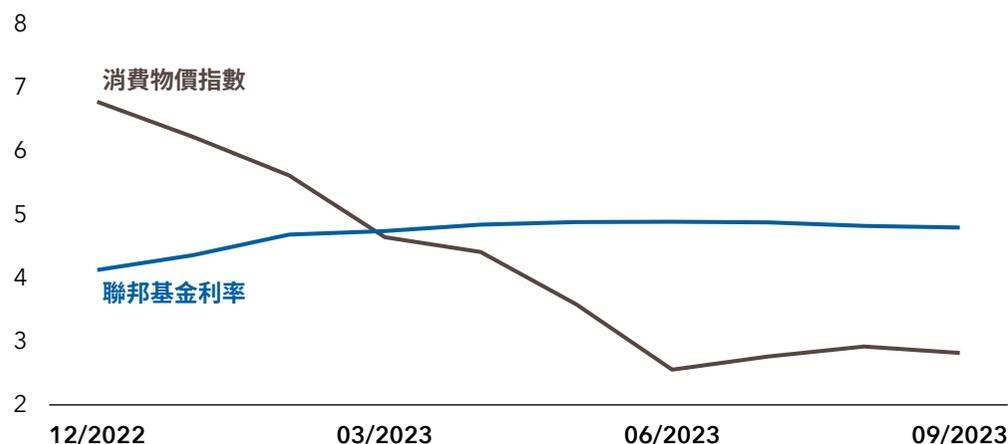
### 過往業績並非將來業績的保證。所示預測數據只供說明用途。

收益率及每月回報數據截至2022年11月30日，除新興市場債券外所有債券範疇由2000年1月起計，新興市場債券則由2003年1月起計。基於每個債券範疇處於所示最低收益率+/- 0.30%範圍內的平均每月回報，以美元計算。上述債券範疇的收益率包括彭博全球綜合債券指數、彭博全球投資級企業債券指數、彭博全球高收益企業債券指數、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。收益率是一項投資所獲取的收益，例如持有一項資產的所得利息或股息。收益率一般按投資成本和目前市況，以年度百分率表示。

# 聯儲局不確定性令利率前景籠罩陰霾

## 市場似乎有信心聯儲局能遏止通脹

預測按年消費物價指數對比聯邦基金利率



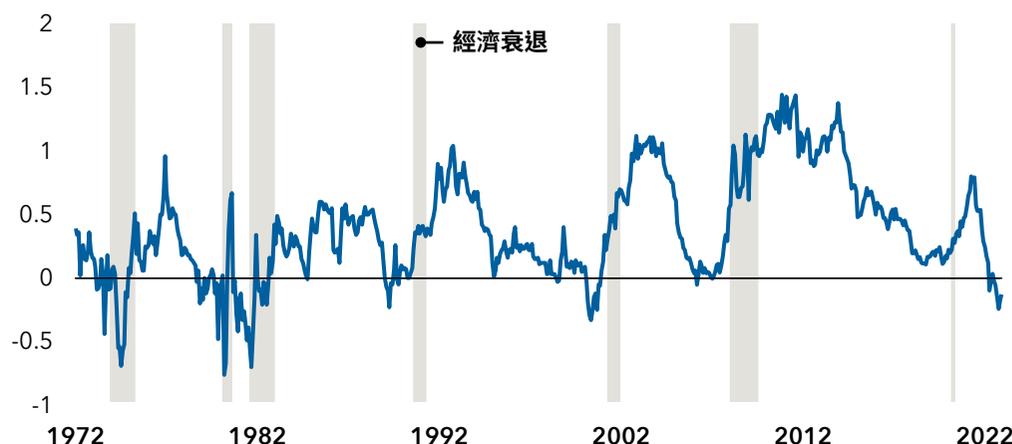
鑑於金融狀況惡化和勞工市場疲弱，聯儲局收緊政策的週期有可能在短時間內放緩。市場定價顯示，投資者有信心聯儲局有能力在未來數年將通脹降至2%的目標水平，並預期聯邦基金利率將於約5%見頂後回落。

不過，以上觀點可能過於樂觀。固定收益基金經理Richie Tuazon預期，消費物價指數通脹到了2023年中將放緩至4%，但相信這個預測的風險趨升。

雖然我們的利率團隊對存續期持中性觀點，但成員預料若聯儲局的加息路徑未能符合市場預期，收益曲線將會走斜。大部分投資者認為，當收益曲線顯著倒掛時，收益曲線趨於陡斜（在長債收益率高於短債收益率時便可獲利）的部署處於吸引的入市時機。

## 收益曲線長期顯著倒掛情況罕見

美國國庫券收益曲線（10年期與5年期）



目前市況亦為買入國庫抗通脹債券提供強大理據，儘管投資者資金外流帶來阻力。Tuazon表示：「實質收益率顯得吸引，而市場預期通脹將在未來數年保持溫和。」利率團隊預期在多種不同的情境下，將國庫抗通脹債券配合收益曲線趨於陡斜的部署，有望帶來出色表現。

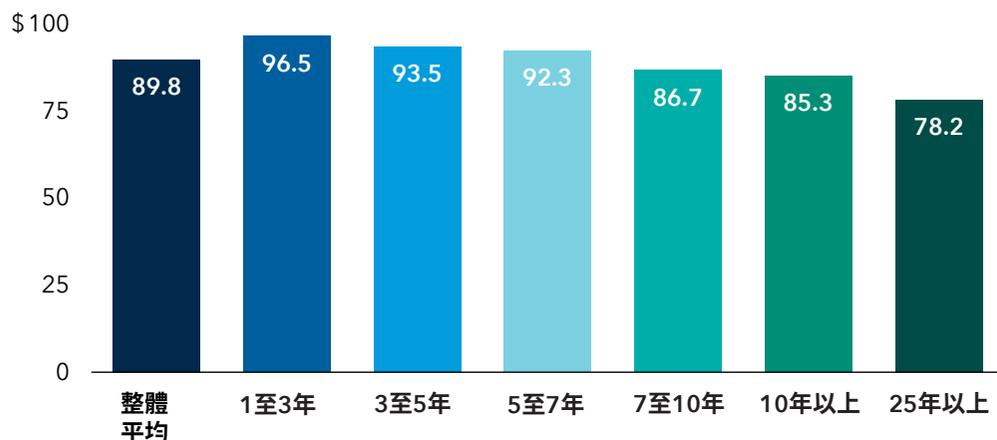
### 過往業績並非將來業績的保證。所示預測數據只供說明用途。

資料來源（左圖）：資本集團、FactSet、RiskVal，截至2022年12月31日。資料來源（右圖）：資本集團、FactSet，截至2022年11月30日。陰影部分代表經濟衰退。收益曲線反映長期與短期國庫券收益率之間的差距。當短期利率高於長期利率時，收益曲線便會出現倒掛。存續期是量度債券價格對利率變化的敏感度的指標。實質收益率是以名義收益率減去通脹率計算。收益曲線是一條標示了信貸質素相同但期限不同的債券收益率（利率）的曲線。

# 投資級信貸獲基本因素和強勁需求所支持

## 企業債券價格存在折讓

企業債券美元價格（按期限劃分）



市場在2022年初出現顯著拋售後，美國投資級信貸的初始收益率可能提供吸引人的入市水平。在經濟增長放緩和衰退的環境下，這些資產或會進一步下跌，因此有望帶來投資機會，以更具吸引力的估值買入投資級信貸。

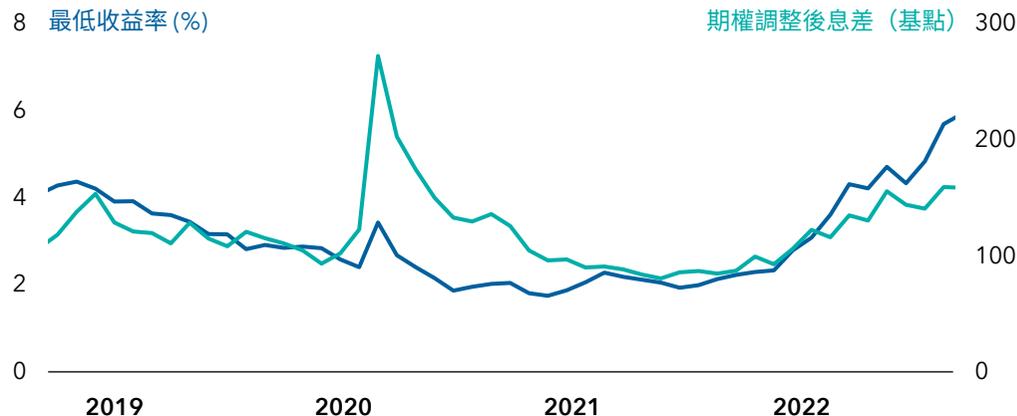
投資級信貸市場與股市走勢一致，若風險資產市場進一步轉弱，投資級信貸或會繼續受到負面影響。另一方面，持續加息亦可能影響該債券範疇，因為投資級企業債券的平均存續期比彭博美國綜合債券指數的存續期為長。

不過，投資級債券擁有專屬的買家基礎，因此可提供支持。隨著價格更具吸引力，跨界別買家亦會傾向投資於這些資產。

另外，投資級債券指數的平均美元價格處於約85美元的吸引水平，不少債券價格更是處於60美元至70美元的範圍，因此顯得格外吸引。基金經理Scott Sykes表示：「許多低成本的優質投資級債券提供吸引的風險狀況。這個市場範疇一直是穩健的收益來源，而且有望繼續帶來優勢。」

## 投資級企業債券可能持續波動

投資級企業債券收益率和息差



當前金融業約佔投資級債券範疇約四分之一，也是最經常發行投資級債券的行業。整體而言，考慮到金融業在2007年至2008年全球金融危機後的監管結構，即使步入經濟衰退，這個行業的發行人狀況仍然良好。

### 過往業績並非將來業績的保證。

資料來源（左圖）：Bloomberg Index Services Ltd。所示彭博美國企業債券指數中的債券定價截至2022年11月30日。資料來源（右圖）：Bloomberg Index Services Ltd，截至2022年11月30日。投資級債券以彭博美國投資級企業債券指數代表。「投資級信貸」及「投資級企業債券」是指由穆迪評為「Baa3」或以上信貸評級，或標準普爾或惠譽評為「BBB-」或以上信貸評級的企業發行的債券。最低收益率是用於反映在並無違約的情況下，債券完全按照合約條款運作可獲得的最低收益率。期權調整後息差是固定收益證券利率與無風險回報率之間的差距，其後就內含期權作出調整。內含期權是部分固定收益證券中包含的條款，允許投資者或發行人採取特定行動，例如贖回債券。

# 新興市場能提供正面實質收益

## 新興市場債券的實質收益率高於美國

新興市場實質收益率減美國實質收益率

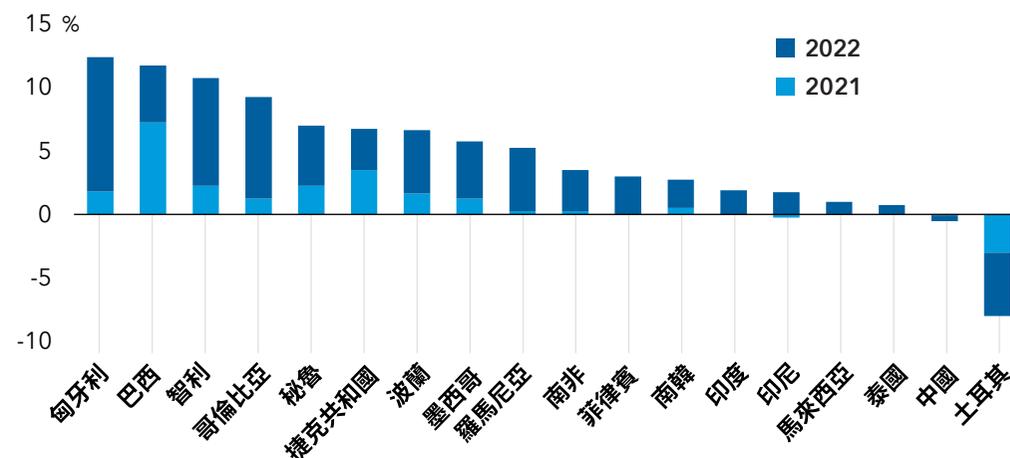


環球經濟環境一直是2022年新興市場債券回報的主要動力。鑑於市場關注美國金融狀況、美元走勢、環球經濟增長和地緣政治憂慮，上述趨勢似乎將延續至2023年。雖然這些因素可能繼續令新興市場債券受壓，但名義和實質收益率均有上升，加上初始收益率偏高，均有助抵銷後續的價格波動。

在一定程度上，新興市場與已發展市場之間的實質利率差距已經收窄，但相對其他資產類別而言，這個差距仍屬正數，並較具吸引力，而鑑於美元持續走強，新興市場匯率仍被嚴重低估。

## 拉丁美洲和中歐地區率先加息

政策利率變化



固定收益基金經理Kirstie Spence表示：「目前，我們認為最具投資價值的是巴西、墨西哥和哥倫比亞等在早期加息的拉丁美洲國家，而此舉有助控制通脹及支撐匯率。」此外，拉丁美洲亦受惠於商品價格上漲，而受俄烏戰事的影響也較少。

Spence亦指出：「中歐市場可能即將出現投資機會。歐洲持續多年的低息環境快將過去。區內各國央行大舉加息，以遏抑通脹。捷克共和國和波蘭最近均維持利率不變，現時或已到達加息週期的尾聲。」

### 過往業績並非將來業績的保證。

資料來源 (左圖)：Bloomberg Index Services Ltd。截至2022年11月24日。新興市場實質收益率減美國實質收益率 (10年期)。實質利率指名義利率減通脹。名義利率指未計及通脹因素的利率。資料來源 (右圖)：環亞經濟數據、Refinitiv。截至2022年11月30日。

# 高收益債券：於黑暗盡頭中展露曙光

## 高收益債券的收益上升

較高的息差及收益率



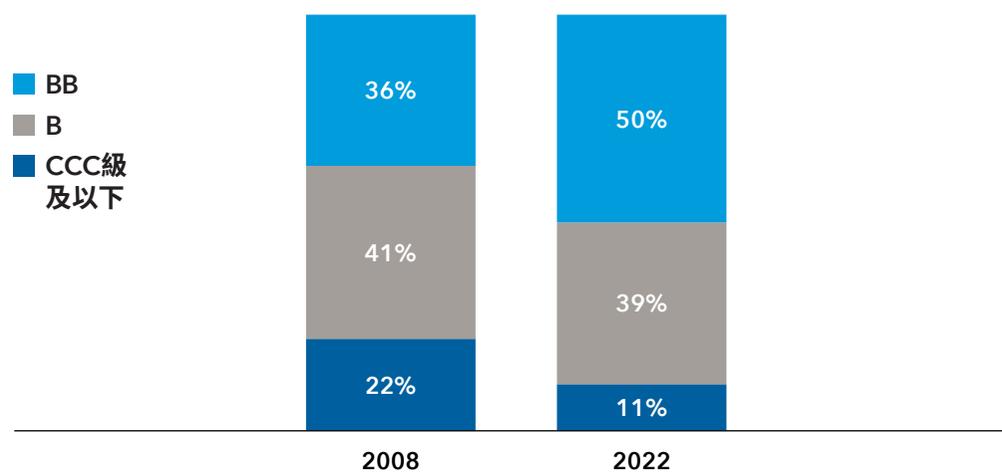
高收益債券市場經歷嚴峻的挑戰，在黑暗盡頭中正展露曙光。

固定收益基金經理Shannon Ward指出：「美國高收益債券市場似乎較過去多年較為穩健和穩定。」

在2022年初，美國高收益信貸息差接近歷史低位，處於約300個基點的水平，收益率僅為4.3%。直至11月初，息差已擴闊至約500個基點，收益率亦升超過一倍至9%以上。簡而言之，高收益債券的收益已經攀升。

## 目前指數內有一半成分債券的評級為BB級

彭博美國高收益企業債券指數比重 (按信貸質素劃分)



市場的基本因素亦有所改善。不少高收益債券企業把握近年超低利率的機會，將債務年期延長。在疫情期間，許多實力較弱的高收益債券發行人出現違約。成功渡過困境的公司一般擁有更強大的實力。信貸質素疲弱的公司遭到淘汰，有助提升指數的整體信貸質素。如上圖顯示，在美國高收益債券指數中，目前50%成分債券的評級為BB級（高收益債券的最高信貸質素）。

展望未來，雖然宏觀經濟阻力或意味著違約率將由目前低位上升，但大幅增加的可能性似乎不大。

未來市場依然充滿挑戰，短期內仍有機會反覆波動。不過，今年的拋售推高了收益率，應可為債券進一步走弱提供緩衝。

一如既往，證券挑選和嚴謹的盡職審查仍然是取得成功的關鍵所在。

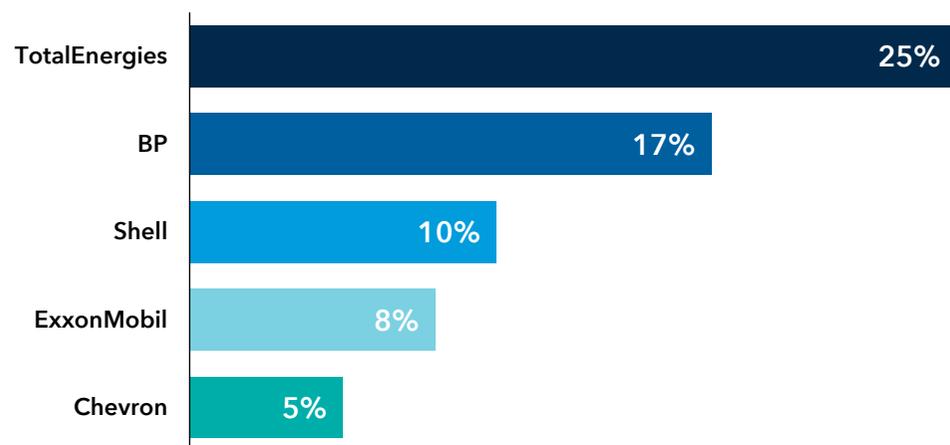
### 過往業績並非將來業績的保證。

左圖：數據截至2022年11月30日。指數為洲際交易所美銀美國高收益債券指數。右圖：截至2022年11月30日。資料來源：資本集團、彭博、Bloomberg Index Services Ltd.、摩根大通  
信貸息差是投資者就承擔信貸風險而獲取的風險溢價，並按債券收益率與無風險利率之間的差額計算。

# 能源安全和能源轉型促進投資機遇

## 歐洲超大型石油企業的減碳開支極為顯著

預測低碳投資（佔2022年整體資本開支%）



俄烏戰事爆發後，能源安全已成為不少國家的首要戰略目標。對投資者來說，環球能源市場動盪同樣帶來深遠的影響。

舉例而言，隨著原油價格攀升至多年高位，部分石油公司獲取高額利潤。布蘭特原油價格似乎有可能持續高企，根據美國能源資訊局預測，截至2023年底為每桶97美元。俄羅斯對歐洲切斷天然氣供應後，該區天然氣價格飆升，亦令超大型石油企業受惠。

儘管化石燃料的價格急升，連帶利潤亦相應增加，但我們正處於化石燃料需求逐漸見頂\*及潔淨能源加快轉型的關鍵時期。全球各地政府近期通過立法，將有助在未來數年推動相當於數以千億計美元的資金流入潔淨能源範疇<sup>1</sup>。

股票投資分析員Matthew Wolf表示：「雖然目前再生能源屬於回報較低的業務，但現在企業若不投資於相關基建，顯然會帶來風險：未來發展受阻，部分投資者亦可能放棄投資。」此外，再生能源的投資機會亦不止限於太陽能和風能的範疇。

## 各國政府正協助推動潔淨能源轉型



### 《降通脹法案》

- 潔淨能源開支達3,690億美元
- 為家庭購買潔淨能源技術提供免稅和補貼措施



### 《歐盟REPowerEU計劃》

- 潔淨能源的新投資估計為2,100億歐元
- 歐盟在2030年之前完全擺脫對俄羅斯化石燃料的依賴



### 《綠色轉型計劃》 (GX Plan)

- 公共和私人減碳投資估計為150萬億日圓
- 核能是該計劃的核心

政府鼓勵措施亦應有助推動潔淨氫能的發展，並刺激各行各業的顛覆性創新。Wolf補充說：「目前能源公司在氫能和其他再生能源方面所作出的決策，將會影響再生能源未來數十年的前景。」

所示預測數據只供說明用途。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票據的要約、招攬要約或建議。所示預測數據只供說明用途。

資料來源（左圖）：InfluenceMap，2022年9月。資料來源（右圖）：日本內閣廣報室（Cabinet Public Affairs）；歐盟；美國國會

\*美國能源資訊局在其2022年11月的短期能源展望（Short Term Energy Outlook）中的預測。

1. 預測以國際能源署的《2022年世界能源展望》「承諾政策情境」（2022 World Energy Outlook Stated Policies Scenario）為基礎。

# 免責聲明

## 供專業投資人士專用 – 非作公開分發用途

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。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。

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。

WF-3832616 TC HK