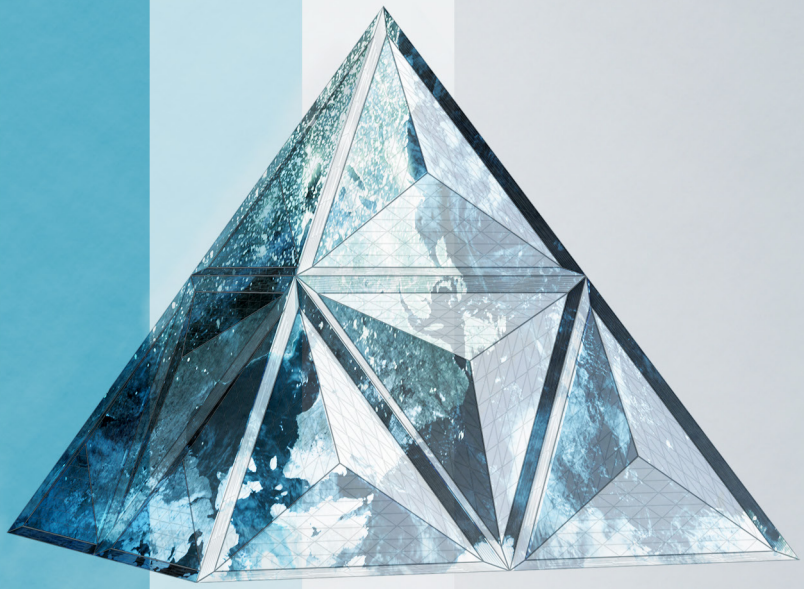
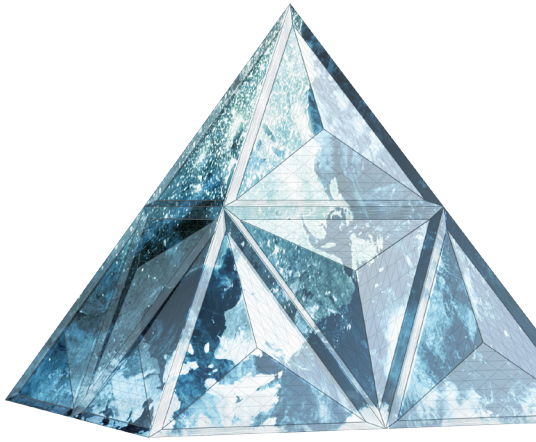


Janus Henderson
INVESTORS
駿利亨德森投資

市場導航

固定收益篇
2020年
投資展望



逆境中捕捉曙光

由於負利率和經濟數據疲弱，未來環境似乎荊棘滿途，但環球固定收益主管Jim Cielinski指出，固定收益正是平淡經濟環境的首選，值得投資者看高一線。

我們相信，明年固定收益的展望取決於央行寬鬆政策能否繼續發揮作用，避免全球陷入衰退－但我們相信世界經濟將不至於衰退。只要央行沒有錯判，實際均衡利率將有望保持偏低，收窄高風險資產的風險溢價。我們憧憬信貸週期有所延長，企業債券和股票將會受惠。

然而，目前估值高企，加上信貸息差有限，無風險利率極低，個別國家根本無法藉著減息來抵銷息差擴闊。故此，信貸價格容易受到衝擊，這情況很可能在美國總統大選年出現，而波幅正是主動型基金經理的機遇。當前經濟數據暫有轉折跡象，2020年全球經濟恐怕缺乏動力，投資者宜接受稍低的回報。

一反常態的高低錯落

今年下半年可謂矛盾重重，一方面美股屢創新高，勞工市場強勁；另一方面，不少採購經理指數跌至收縮範圍，中國經濟增速見27年來的低位。令人憂慮的是，美國孳息曲線倒掛，備受注視的2s10s息差(美國10年期國債減2年期國債的息差)在8月份跌至負值，依照過往經驗，這不啻是衰退的先兆。

下圖無疑不容忽略，亦沒有人敢揚言缺乏意義，畢竟圖中走勢準確預測全球經濟脆弱，但同時說明為何聯儲局果斷出手，迅速減息並扭轉去年過於進取的緊縮政策。各國央行亦效法美國：今年第三季，62%次利率變動中，56次屬於減息；反觀去年第三季，31次利率變動中，27次屬於加息[1]。

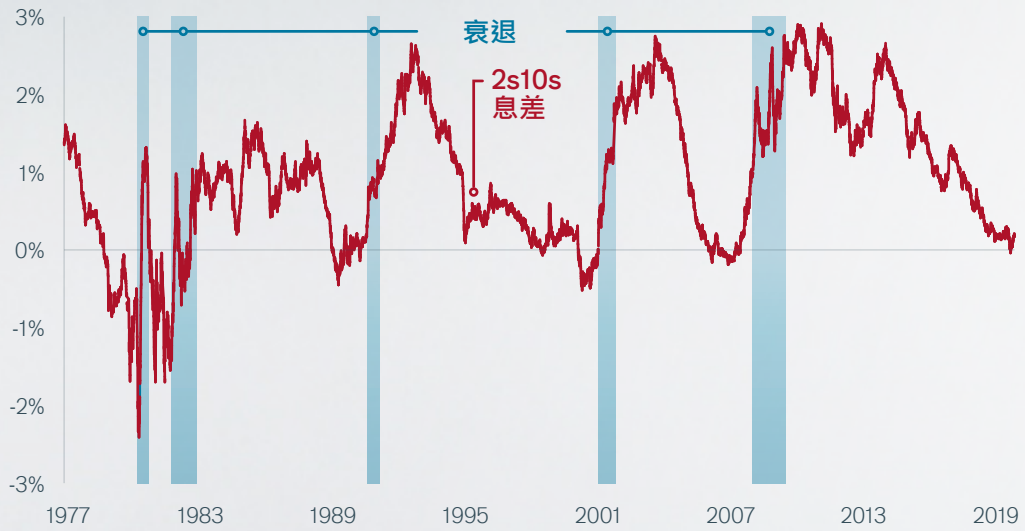
貿易煙幕

我們認為，今年經濟走弱，無非是對世界兩大經濟體早前緊縮貨幣的滯後反應。隨著中美兩國貫徹寬鬆模式，我們憧憬經濟將有一定程度的復甦。貿易戰令成本上漲和投資流調整，從而加劇全球放緩，但本身並非經濟不振的成因。若貿易糾紛得到解決，但增長依然乏力，即反映全球放緩的結構性程度超乎原來預期，屆時信貸息差很可能擴闊，繼而推高政府債券。

若然失業情況惡化，市場普遍預期的平靜環境或會改變。消費一直是支撐美國經濟的關鍵，與德國出口主導的經濟放緩形成對比，德國易受全球增長乏力影響，故此歐洲中央銀行料將維持高度寬鬆。歐洲央行新任行長拉加德(Christine Lagarde)堅決支持負

圖1：10年期國債減2年期國債的息差

負2s10s息差通常顯示衰退；自1978年起，平均而言，衰退在孳息曲線倒掛後22個月時出現。



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行2s10s(10年期國債減2年期國債)及全美經濟研究所(NBER)1977年10月31日至2019年10月31日的高低位衰退指標(USRECM)。

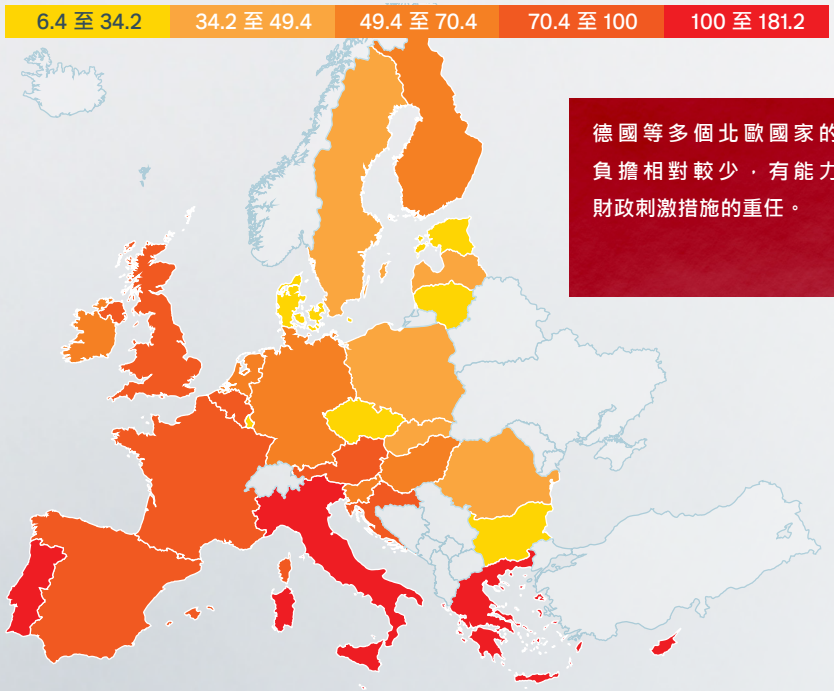
利率，反映她並未偏離前任的政策方向，相信將保持歐元區主權債券收益率接近零。我們亦預計，拉加德將反覆呼籲各國加強財政刺激措施，以支援歐洲央行的貨幣政策。面對政治陰霾，北歐政府負債偏低，這些呼籲愈來愈難視若無睹。

至於其他地區，中國的政策成效不彰，多間地區銀行倒閉，導致信貸環境緊縮，削弱政策寬鬆的威力。若寬鬆政策的傳導機制能夠發揮作用，與中國前景密不可分的新興市場債券勢將變得更有吸引力。

工資增長似乎見頂，遠期利率顯示大多數已發展市場的通脹受控。我們相信市場共識是正確的，各國央行持續未達通脹目標。我們認為，聯儲局明年將再減息一至兩次，屆時聯邦基金利率將接近1.25%，確保實質(扣除通脹後)利率進一步跌至負值水平。

隨著美國開始減息，長短債息差將會擴大，對銀行利潤率帶來利好消息。至於保險公司和退休金計劃，主權債券的名義收益率舉足輕重，故此會繼續追逐收益率，驅使投資者發掘質素較次的信貸投資，並買入年期較長的債券，增加體系隱藏的風險。

圖2：歐盟成員國政府債務總額佔GDP的百分比



德國等多個北歐國家的債務負擔相對較少，有能力肩負財政刺激措施的重任。

資料來源：歐盟統計局，按目前市場價格計算未償還國債佔國內生產總值的百分比(代碼sdg_17_40)。截至2018年底的全年數字。

主動型管理

我們不厭其煩強調估值的重要性。利率下調為2019年的表現帶來進賬。在不少已發展市場，無風險利率以基點而非百分比計算(在歐洲更處於負值)，故此投資者難以藉此滾存回報。

有見及此，我們需要更加主動的投資策略，鎖定實質收益率穩定且預期央行調低政策利率的市場。我們並非預測明年全球將陷入衰退，但亦不排除個別行業跌至低谷，例子包括2015年的能源板塊，當時此行業的信貸息差顯著擴大。

圖3：過去10年全球信貸息差（基點）

	投資級別 (G0BC)	高收益 (HW00)
高	267	897
平均	140	519
低	86	318
目前 (11.11.19)	108	419

資料來源：彭博、ICE美銀美林環球企業指數(G0BC)、ICE美銀美林環球高收益指數(HW00)，最低息差與政府比較，1個基點 = 1%的100% (即0.01%)。政府債券最低息差指企業債券與同等政府債券的收益率差距，其中計及認購期權等可能降收益率的項目。數據由2009年11月11日至2019年11月11日。

「在低收益率時代，縱使名義回報或會減少，但市場依然不乏機會，除非投資者拒絕靈活變通。」

JIM CIELINSKI
環球固定收益主管

我們擔心市場無視BBB投資級別發行人與BB次投資級別發行人的資金成本差異，引致公司沒有動機維持投資級別的數值。投資級別和高收益率的信貸息差同樣逼近這輪週期的低位，一旦市況受到衝擊，投資者勢將首當其衝。政治是近期衝擊的根源，而美國總統大選年是一大關卡。

聚焦基本因素

離差度仍然是一大特性，隨著顛覆效應迅速升溫，投資者有必要避免損失。今年違約的例子包括旅遊公司Thomas Cook，恰好體現科技與消費模式演變如何重塑世界。若要確保債券發行人不會倒閉，投資者首先要選定成功對象，故此我們認為，投資者不但要注意傳統指標，亦要留心對未來投資者和消費者重要的層面，包括加倍重視環境、社會及管治(ESG)因素。

實質收益率不高，違約風險自然較低，但我們看到再融資有所下降，情況在歐洲尤其明顯，負債企業償還債務時，不得不愈來愈依賴現金流，而非財技。至於美國，股本回報率仍低於資本成本，變相繼續鼓勵企業重視回購股份多於資本支出。債券投資者需要監察企業借貸是否用得其所，還是導致資產負債表惡化。

切忌重蹈覆轍

追逐收益率將逼使投資者放眼整個固定收益市場，或會導致資產和按揭抵押證券加倍受到注目。按揭債務過高是環球金融危機的根源，但相信同一行業不會在如此短時間內重蹈覆轍。有別於企業信貸，美國按揭信貸在這輪週期未有債務上升的情況。

全球經濟正處於關鍵的十字路口。投資者不應劃地為牢，反而要留意重大徵兆。勞工市場和收入是衰退的重要佐證，而地緣政治和市場氣氛轉變很可能掀起顛覆效應。儘管收益率低企，已發展市場主權債券亦有望繼續分散股票的風險，不過，對信貸較為敏感的板塊，例如高收益債券等，則容易受股票調整影響。在低收益率時代，縱使名義回報減少，但市場依然不乏機會，除非投資者拒絕靈活變通。

了解更多

市場導航：投資展望系列涵蓋我們股票、固定收益和另類投資主管的撰文，亦提供綜觀全局的資訊摘要。

登入JanusHenderson.com閱覽
《市場導航：2020年投資展望》全文

我們的投資團隊定期討論及分享意見，但亦可建立各自對市場機遇與風險的觀點。駿利亨德森網站的「投資觀點」一欄提供多位投資組合經理的評論，貫徹我們「知識．共享」的宗旨。

Janus Henderson
INVESTORS
駿利亨德森投資

[1]資料來源：CBRates.com，2019年11月

於香港由證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊及監管的駿利亨德森投資香港有限公司發行。本文件未經證監會審閱。

本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，往績並非未來表現之保證。

駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。

本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整或及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

駿利亨德森投資不保證本文中提及之任何說明/範例是否在目前或曾經出現在任何投資投資組合。所示範例僅用於強調研究流程之特別元素。範例並不構成對於一檔證券買進或賣出之建議，或代表任何投資組合之持股或代表特定公司之表現。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

KH1119(19)0920.HK.retail