

## 摩根士丹利投資基金 環球債券基金

環球固定收益團隊 | 每月評論 | 2021年10月31日

### 重要資料

- 本基金主要投資於不同到期期限的本地、國際及歐洲市場的固定收益證券，包括美元及其他貨幣面值的債券，新興市場亦包含在內。
- 投資涉及風險。本基金的主要風險包括利率風險、信用風險、高收益證券風險、匯率風險、新興市場貨幣風險、衍生性產品風險、降級風險、未評級證券風險、歐元及歐元區的暴露風險。
- 閣下於本基金的投資有可能蒙受全盤損失。
- 儘管投資於本基金是閣下的決定，除非銷售本基金的中介人已向閣下表明閣下適合投資於本基金，並已解釋箇中原因（包括購買本基金如何符合閣下的投資目標），否則閣下不應投資於本基金。閣下不應完全根據這份文件而作出投資決定。請仔細閱讀相關銷售文件以瞭解包括風險因素在內的基金詳情。
- 本基金可能使用衍生工具作投資或有效管理（包括對沖）投資組合用途，這或會帶來較高的對手方、流動性及估值風險。本基金可能因使用衍生工具而蒙受損失。

### 表現回顧

截至2021年10月31日止一個月期間，基金A類股份錄得-0.23%回報（已扣除費用）<sup>1</sup>，而基準的回報為-0.24%。

月內投資組合表現領先，主要是由於投資組合在意大利的歐元區外圍國家息差持倉（尤其是通貨膨脹掛鈎證券）及投資組合對可轉換債券的配置。美國短存續期持倉亦帶來了正面貢獻，原因是月內國債收益率上升。這部分被投資組合於澳洲的長存續期持倉抵銷，拖累了相對表現。投資組合內的墨西哥、南非和中國新興市場當地存續期持倉亦拖累了回報，增持投資級別企業債券亦然。

### 市場回顧

籠罩在金融市場的關鍵問題是：央行抗衡通貨膨脹的程度有多大？通貨膨脹繼續意外上升，即使按年計不再飆升。已發展市場央行直至近期才維持平穩，接受大部分衝擊可能是短暫的，原因是供應鏈和勞工市場動盪以及整體需求從服務轉向商品的巨大轉變。他們異常樂觀，說話溫和，仍然專注於下行風險，並希望在短暫性質演變成令人苦惱的情況之前解決問題。

情況不再。10月份，由於央行政策和言論轉向鷹派以及對於利率預期的進取重新定價，債券市場（但意外地並非股市）受到震盪。央行被動的時代已結束，政策正常化已經開始。首先，挪威央行在9月加息。取消不再需要的寬鬆政策就是理據。兩週後的10月初，紐西蘭央行以更加鷹派的方式加息，意味著這可能是日後多輪加息中的首次。最初的看法是此等國家是小國，市場認為並不重要。但隨著加拿大央行突然在10月27日似乎是突然間結束量化寬鬆措施，並公佈可能在2022年中加息，較預期提前近一年。再加上英倫銀行將於11月加息的可靠言論，以及澳洲央行未能捍衛其收益率曲線控制政策，導致收益率在三天內上漲62個基點！這是在一個央行堅稱利率在2024年前不會上升的國家發生的情況！當然，聯儲局在11月第一週召開會議使情況加劇，會議極可能確認（的確如此）結束緊急量化寬鬆計劃，導致美國短期收益率大幅走高。

該如何面對這一切？正常化是新的口號。普遍認為不再需要緊急水平的寬鬆措施，特別是在2021-22年增長高於趨勢，通貨膨脹證實可能不只是短暫的。然而，正常化並不是緊縮。正在取消不必要的寬鬆措施，並使政策回復到更加持平的環境。因此，對於大多數國家（例如英國、歐元區、加拿大及最重要的是美國），我們不應期望央行會積極收緊政策；更有可能對政策調整採取比市場目前預期更從容的態度。就澳洲而言，如儲備銀行擅長預測自己的政策，那麼利率已大幅超標。新興市場則是

<sup>1</sup>資料來源：摩根士丹利投資管理有限公司。截至2021年10月31日。

另一回事，隨著波蘭、捷克共和國、俄羅斯、墨西哥和巴西等國的通貨膨脹變得更加頑固，大幅加息並未有結束的跡象。因此，新興市場當地市場經歷了一段可怕的時期，貨幣政策緊縮力度大而且持續（到目前為止，通貨膨脹壓力仍未緩解）。

因此，我們預期已發展市場央行將緩慢而謹慎地行動，而且是的，貨幣政策焦慮過度了。但這仍可能導致市場波動，具體取決於投資者的預期。市場最初積極反映加息週期的開始，遠高於央行認為合適的水平。事實上，收益率曲線前端最嚴重的拋售已經在自行修正。我們預期緊縮總量將保持溫和，原因是大多數已發展市場央行不欲採取限制性政策：只是要不太寬鬆政策。然而，如投資者（或央行）對此看法有變，例如因為通貨膨脹上升似乎變得更加根深蒂固，而經濟仍然保持韌性，債券收益率可能需要大幅上升。在信貸市場，儘管近期波動，利差仍低於長期平均水平；鑑於良好的經濟前景以及更強勁的企業和家庭資產負債表，這似乎是合理的，但即使信貸狀況輕微惡化也可能影響估值。當然，「央行認沽期權」仍可發揮作用，如市場波動太大，緊縮措施會推遲或取消，但正常化的步伐將主要取決於經濟狀況。

就我們的市場觀點而言，鑑於前景不明朗，我們整體上一直降低投資組合風險。由於經濟前景正面和基本因素穩健，儘管信貸息差對比過往有所收窄，我們維持風險資產（企業信貸、證券化信貸、新興市場）長倉。隨著貨幣政策趨緊，我們預計政府債券收益率將走高，但將會是「漫長而曲折的道路」。

## 投資組合活動

月內，我們減少增持金融子行業的投資級別企業債券，增加工業和公用事業子行業的投資級別企業債券。證券化信貸方面，我們增加減持機構住宅按揭抵押證券(RMBS)，增加增持非機構商業按揭抵押證券(CMBS)。在存續期持倉方面，我們透過減少美國存續期增加短存續期持倉，並增加英國存續期。貨幣方面，我們增加中國人民幣兌美元長倉。

## 策略和展望

就債券市場波動而言，10月並不平凡。儘管長期收益率維持穩定，但隨著央行開始減少寬鬆措施，短期收益率飆升。整個上半月，隨著對通貨膨脹的憂慮加劇，長期收益率普遍上漲。短暫情況結果並不是那麼短暫。而即使是短暫的，已升至如此高位，即使大幅下降，到2022年底對於政策制定者而言仍然過高。此外，經濟數據普遍表現欠佳，不論是勞工市場、工業生產或消費。儘管這種令人不安的組合大多可歸咎於供應方面的困境，但仍使央行處於不安的狀況，繼而困擾著投資者。

9月開始，挪威、紐西蘭、英國、加拿大及澳洲央行都曾作出或提及導致債券市場不安的事情。隨著聯儲局公佈明年結束量化寬鬆計劃，以及歐洲央行預期在12月跟隨，市場有更多理由擔心。如央行過快收緊全球流動性狀況，可能會削弱經濟並使當前的增長放緩（主要是供應方帶動）惡化，有損高收益和股票等風險資產，同時有助長期無風險債券。

短期債券收益率在10月最後一週和11月初飆升。預料多個國家的官方利率將大幅上升。例如，未來12個月，市場預期央行加息：紐西蘭（180個基點）、挪威（100個基點）、加拿大（120個基點）、英國（90個基點）、澳洲（80個基點）、美國（45個基點）和歐洲中央銀行（10個基點）。此等數字已從一週前高位回落，但看起來仍然很高；不是不可能，只是不太可能。請緊記，例如，澳洲儲備銀行已經強調，至少在2023年下半年前無意加息！仍有很大距離。如聯儲局和歐洲中央銀行保持鴿派態度，很難相信工業界能夠將利率提高這麼多。事實上，此等預測高於各央行的預測。特別是，聯儲局繼續強調，並未實現勞工市場目標，在勞工市場按就業、失業率、參與率和包容性衡量進一步收緊之前，根本不會加息。如聯儲局和歐洲中央銀行按照其預測執行，其他央行則不太可能脫離聯儲局／歐洲中央銀行／日本央行大隊。

因此，我們認為市場對央行的行動反應過度，我們不相信滯脹的說法。增長可能在第四季反彈（歐元區存在供應方和新冠疫情問題），通貨膨脹如不是繼續走高，則可能維持高位。10月採購經理指數(PMI)顯示，服務業在Delta變種病毒蔓延後強勁復甦，供應中斷繼續阻礙製造業。亞洲表現較好，儘管供應問題繼續壓低參與率，美國最新的就業報告相當正面。此外，全球家庭儲蓄仍然高企，財務狀況寬鬆，而即使央行適度收緊（不論是透過縮減或取消量化寬鬆或實際加息），財務狀況亦將維持寬鬆。

這種相對樂觀的貨幣政策前景並非沒有風險。通脹壓力並未減退，或至少減退的速度不夠快。對第二輪影響和房地產市場飆升的憂慮令央行擔心。近期中漲來自能源價格上升（尤其是歐洲天然氣價格），但壓力更為廣泛：多種其他大眾商品（例如新興市場特別關注的食品）亦處於多年高位，新冠狀病毒疫情引起的瓶頸繼續導致許多消費品供應鏈短缺，而且發達經濟體普遍存在勞動力短缺的報告。目前尚不清楚其中許多問題的持續性或永久性。但可以肯定的是，目前通貨膨脹飆升預計比之前想像的持續較長時間，經濟學家現在預測只會在2022年下半年恢復至更正常的水平。因此，央行需要採取防禦措施，並採取意味著減少寬鬆的風險緩解策略。

展望未來，我們預期央行將緩慢而謹慎地採取行動。他們將審視高企的整體通貨膨脹，並避免採取任何措施表明政策需要「緊縮」而非不太寬鬆。但是，由於所有央行都沿著相同的方向（程度不同）思考，個別央行很容易在央行「大隊」的掩護下加息。只要沒有人在前面走得太遠，全球央行界就更容易集體提高利率。

目前，市場預期會有快速的加息週期，利率升至低於歷史的高位。債券估值的風險更多來自加息週期的長度和最終的政策利率，並不是步伐（儘管這對曲線的形狀很重要）。但如果市場開始預期央行週期趨於正常，則收益率可能會進一步上升。信貸投資者最近亦變得更緊張，導致信貸利差擴大；我們認為這主要反映了利差收窄的程度，而不是違約風險的任何有意義增幅或基本因素轉差。

這讓我們對市場的看法有何變化？整體來說，我們仍然增持風險較高的週期性行業，但鑑於估值和波幅／不確定性增加，我們一直減少邊際風險。在政府債券方面，我們預期收益率曲線較長一端的收益率會走高，但鑑於全球流動性／儲蓄高企且緊縮週期可能緩慢，這可能是一個漫長而費力的過程。也就是說，預期最終利率低及高度負值的實際收益率使長期債券相對缺乏吸引力。由於現時價格反映的風險溢價高得多，因此短期債券更令人關注。我們仍然增持企業債券和證券化信貸，尤其是質量較低的投資級別債券和選擇性高收益債券，並增持選擇性新興市場（例如埃及和多明尼加共和國），我們認為這些市場有特殊理由看漲。

欲了解更多資訊，請聯絡閣下的摩根士丹利投資管理代表。

#### 基金資料

##### 推出日期

1989年11月01日

##### 基本貨幣

美元

##### 指數

混合基準

#### 截至最近月底止12個月表現期（%），以美元顯示

	20年10月至 21年10月	19年10月至 20年10月	18年10月至 19年10月	17年10月至 18年10月	16年10月至 17年10月
MS INVF 環球債券基金 - A 類股份類別	-0.85	5.60	10.30	-3.16	3.06
混合基準	-1.24	5.63	9.54	-2.05	1.18

投資涉及風險。過往表現並非未來業績的可靠指標。回報或會因貨幣波動增加或減少。所有表現數據乃按照資產淨值對資產淨值計算，已扣除費用，並假設所有股息和收入的再投資，並無計及佣金以及發行和贖回單位時產生的成本。所有表現及指數數據的資料來源均為摩根士丹利投資管理。有關基金詳情，包括風險因素，請參閱相關發行文件。

#### 指數資料

所示混合指數表現乃由推出日期至2004年3月31日使用摩根大通環球買賣無對沖指數、使用富時環球政府債券指數至2010年1月31日及其後使用彭博環球綜合債券指數。

**彭博環球綜合指數：**提供環球投資級別固定息率債券市場的廣泛指標。總回報並無對沖美元。指數並無管理，不包括任何開支、費用或銷售費。無法直接投資於指數。

**摩根大通環球買賣非對沖指數：**提供環球投資級別固定息率債券市場的廣泛指標。總回報並無對沖美元。指數並無管理，不包括任何開支、費用或銷售費。無法直接投資於指數。

**富時環球政府債券指數：**衡量固定息率、地方貨幣及投資級別主權債券的表現。環球政府債券指數提供環球主權固定收益產品市場的廣泛基準。

"彭博"和彭博指數/指數是彭博金融有限公司及其附屬公司的服務標誌，並已獲得摩根士丹利投資管理公司（MSIM）的許可用於特定某些目的。彭博Bloomberg不附屬於MSIM，不批准、認可、審查或推薦任何產品，也不保證任何與任何與產品相關的數據或資訊的及時性、準確性或完整性。

#### 發行

本通訊僅適用及發行予管轄範圍當地法例或規章與此發行或供應沒有衝突之人士。尤其股份不會在美國或向美國人士分銷。

**香港：**本文件由摩根士丹利亞洲有限公司在香港發行及使用。本文件及網站的內容，未經香港證券及期貨事務監察委員會審核。

投資回報以基本貨幣計價。因此，以港元/美元為投資基礎的投資者容易受到匯率波動的影響。

#### 重要資訊

本文件所述的指數均是相應許可人的知識產權（包括註冊商標）。相應的許可人概不透過任何方式保薦、認可、銷售或推廣基於指數的任何產品，對此概不承擔任何責任。

所有投資均涉及風險，包括可能損失本金。本文件內容並非根據任何個別客戶情況而定，不可視為投資建議或以任何方式理解為稅務、會計、法律或監管建議。為此，投資者應在作出任何投資決定前，尋求個別法律及財務諮詢，包括稅務影響。

除非本文件乃根據適用法律及規例使用及派發，否則MSIM並無授權金融中介機構使用及派發本文件。MSIM對於任何該等金融中介機構使用或錯誤使用本文件概不負責，亦不承擔法律責任。如閣下為摩根士丹利投資基金的分銷商，部分或全部基金或個別基金股份未必可供分銷。在向閣下的客戶轉發基金資料之前，請參閱子分銷協議了解有關詳情。

在未得MSIM明確書面同意之前，不得轉載、複製或轉發本文件的全部或任何部分，或向第三方披露其任何內容。

本文件載列的所有資料均屬於專有資料，受到版權法例的保護。本文件可能被翻譯為其他語言。倘若編製該等譯文，概以本英文版本為準。如果本文件的英文版本與其他語言版本之間有任何差異，概以英文版本為準。