



景顺环球固定收益调查
2019年

执行摘要



重要信息

本文件拟仅供中华人民共和国获地方监管机构认可的若干特定主权财富基金或获授境外外汇投资额度的合格境内机构投资者，及／或台湾的特定合格机构（Qualified Institutions）／专业投资机构

（Sophisticated Investors）使用，只作数据用途。本文件并非要约买卖任何金融产品，不应分发予居于未经授权分派或作出分派即属违法的司法管辖区的零售客户。不得向任何未获授权人士传阅、披露或散播本文件的所有或任何部分。

本文件的某些内容可能并非完全陈述历史，而属于“前瞻性陈述”。前瞻性陈述是以截至本文件日期所得数据为基础，景顺并无责任更新任何前瞻性陈述。实际情况与假设可能有所不同。概不保证前瞻性陈述（包括任何预期回报）将会实现，或者实际市况及／或业绩表现将不会出现重大差距或更为逊色。

本文件呈列的所有数据均源自相信属可靠及最新的数据源，但概不保证其准确性。所有投资均包含相关内在风险。请在投资之前获取并仔细阅读所有财务数据。文内所述观点乃根据现行市况作出，将不时转变，而不会事前通知。有关观点可能与景顺其他投资专家的意见有所不同。

于部分司法管辖地区分发和发行本文件可受法律限制。持有本文件作为营销材料之人士须知悉并遵守任何相关限制。本文件并不构成于任何司法管辖地区的任何人士作出未获授权或作出而属违法之要约或招揽。

本文件在下列国家／地区刊发：

- 在香港，由景顺投资管理有限公司（Invesco Hong Kong Limited）刊发，地址：香港中环花园道三号，冠君大厦41楼。本文件未经证券及期货事务监察委员会审核。

在进行第二次景顺环球固定收益调查时，我们在养老基金（给付确定制和缴费确定制）、主权财富基金、保险商和大额投资者（综合散户客户）领域访问约145名固定收益专家。受访者一般是固定收益部主管，但也包括首席投资官和投资策略部主管，他们分布于北美洲、欧洲和亚太区。

他们服务的资产拥有人代表管理资产合计约14万亿美元（截至2018年6月30日）的投资组合。

去年，随着经济增长处于缓慢至适度水平，加上各国央行逐步升息，以及债券收益率曲线变平，市场相对普遍视为经济“新常态化”的情境基本上得以实现。相反，今年全球经济前景变得较不确定和出现分歧，市场对目前周期何时结束没有明显共识。

全球约一半（49%）受访者预计经济周期将再延续一至两年（图1），最终实现“软着陆”。北美洲固定收益投资者显然较为保守，大部分倾向认为经济周期只会再延续六至十二个月的较短时间。鉴于经济目前处于晚周期，我们发现多个地区的投资者都预计信贷利差将会扩阔，而收益率曲线将会保持平坦（图2），但不会倒置。

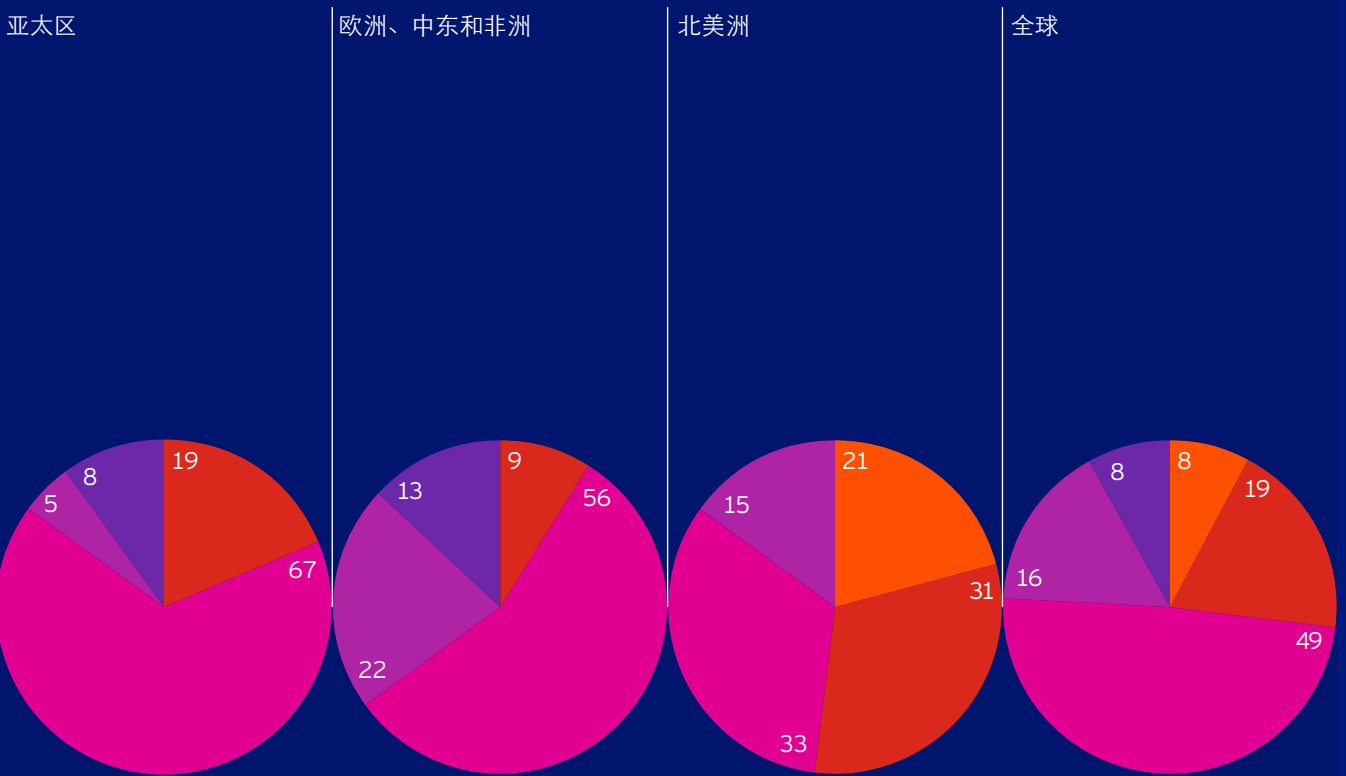
当被问到有什么因素可能触发下一次经济衰退时，受访者主要担忧债务水平过高。尽管市场也忧虑企业和消费者债台高筑，但金融危机和持续结构性赤字导致政府债务高企，却被视为最大风险。另外，中国债务泡沫和地缘政治风险（包括贸易战）也被视为触发衰退的潜在因素。

因应晚周期和贸易战的潜在冲击，以及市场可能出现的各种反应，受访者主动重整固定收益投资组合，从2017年普遍倾向缩短久期，变为平均分散于缩短和延长久期之间。

然而，投资者意见分歧意味所考虑的投资组合策略广泛，这从报告所示各地区和领域的不同意见可见一斑。

图1. 预计距离经济周期完结的时间（由2018年第四季度起计），按地区划分（%）
大额投资者

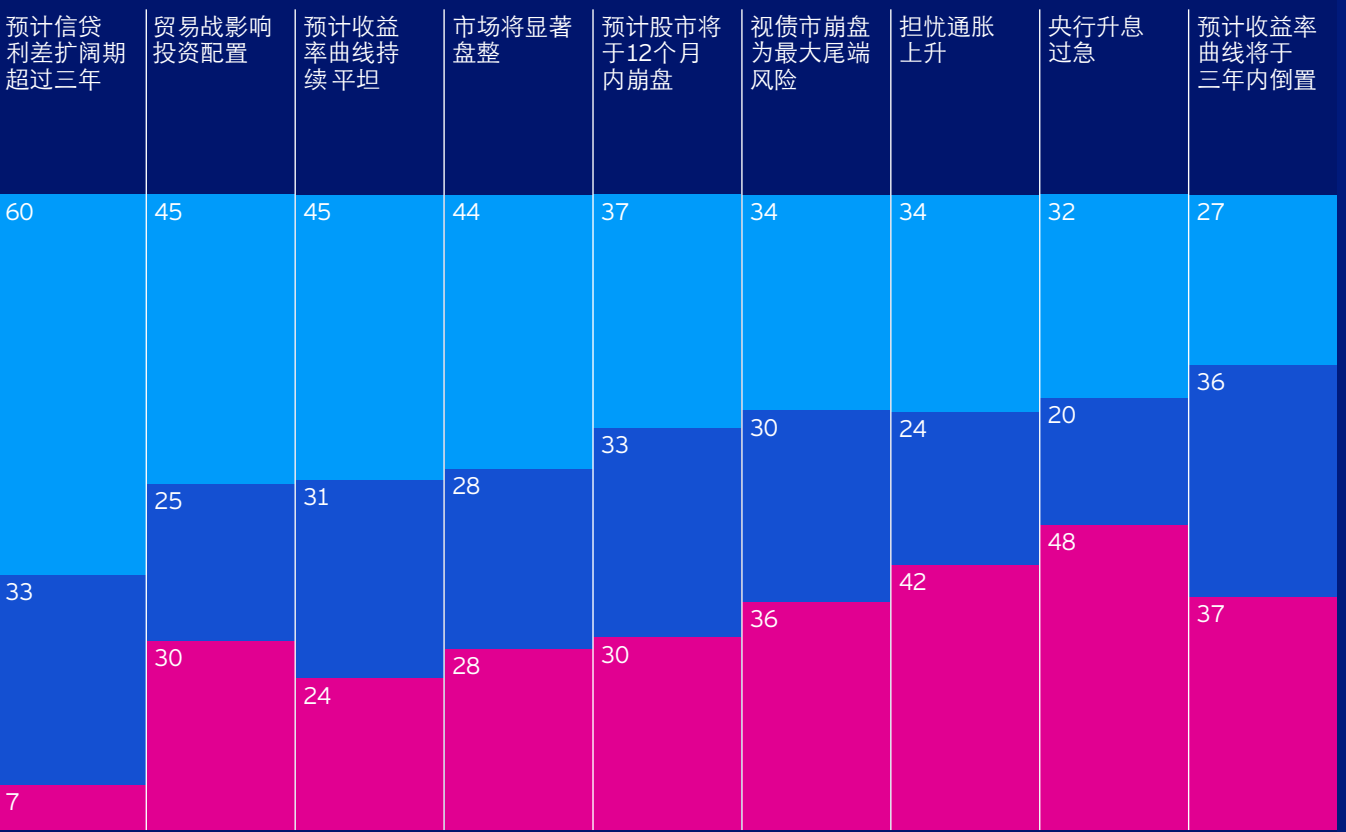
- 少于六个月
- 六个月至一年
- 一至两年
- 两至三年
- 超过三年



受访者人数：108

图2. 市场对经济周期状况的观点（%）

- 非常同意/同意
- 中性
- 非常不同意/不同意



受访者人数：109

第二个主题方面，我们聚焦于怎样把物色新的固定收益证券和策略，结合中国固定收益市场准入条件改善和透明度增加的优势，以提升对该市场的兴趣和配置。

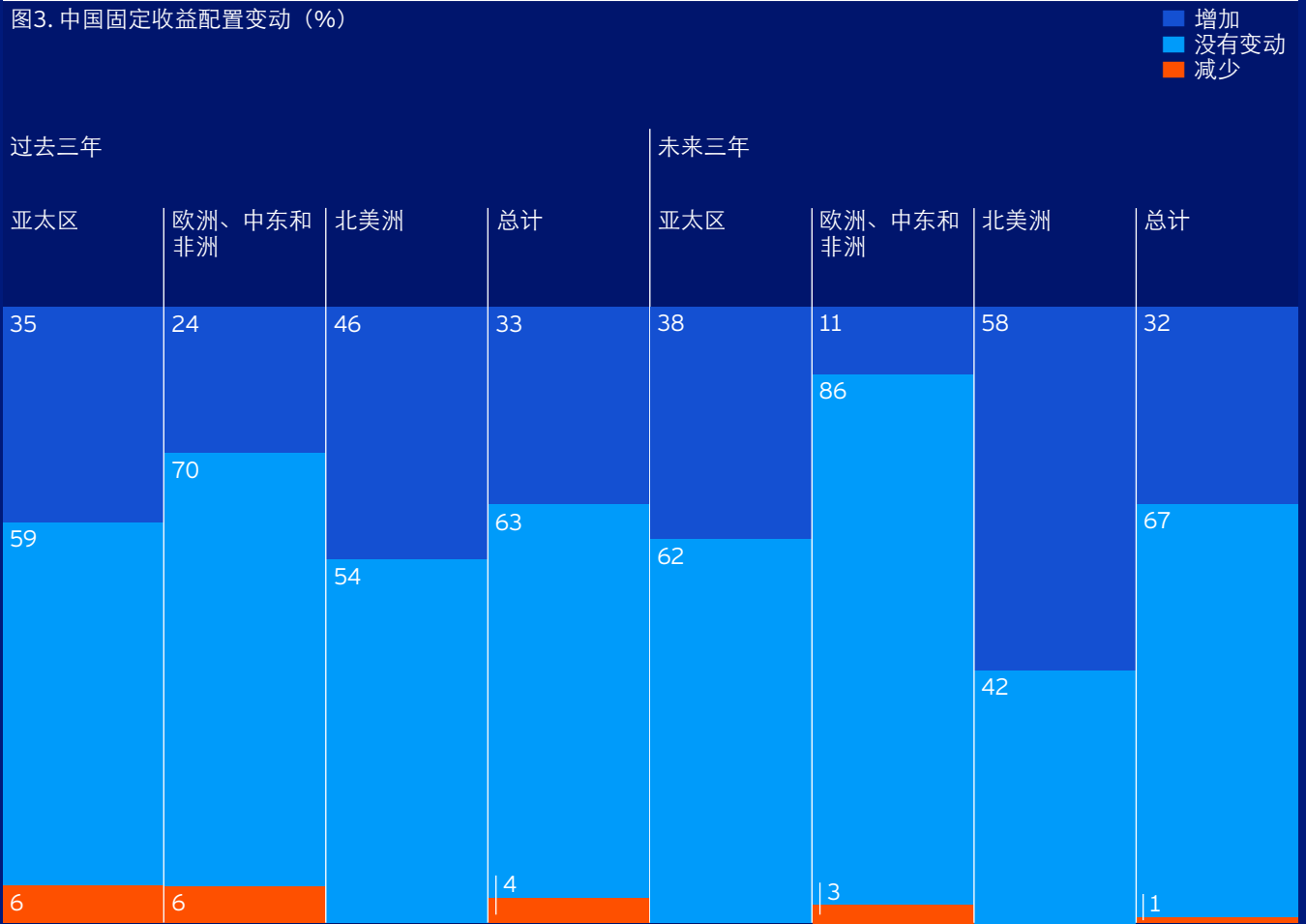
我们发现约一半投资者已持有中国相关配置（事实上可能更多）再加上结构上的利多因素（如：未来在固定收益指数的权重增加），因此中国投资配置肯定会进一步扩大。图3显示在过去三年，约三分之一投资者增加中国配置，只有少数人减持。大部分投资者计划在未来三年维持配置不变，但三分之一计划增持。我们在完整报告中探讨这趋势的地区显著差异：尽管中美贸易战存在威胁，但综观过去三年和未来三年，北美洲投资者都主要倾向增加中国配置。

对比其他发达市场，中国债券收益率相对吸引，而且中国资本市场持续开放，也推动投资者增加配置。受访者认为中国致力吸引外资，以支持人民币成为实现全球储备货币的目标。投资者决定增加中国相关配置，也源于内地证券获纳入主要债券指数，以及指数提供机构可能随着时间逐步增加内地证券权重（反映中国跻身全球最大债券市场之列）。

一半研究受访者尚未投资于中国固定收益市场，他们主要担忧中国政府干预和潜在资本管制，以及固定收益领域的一般风险（图4）。

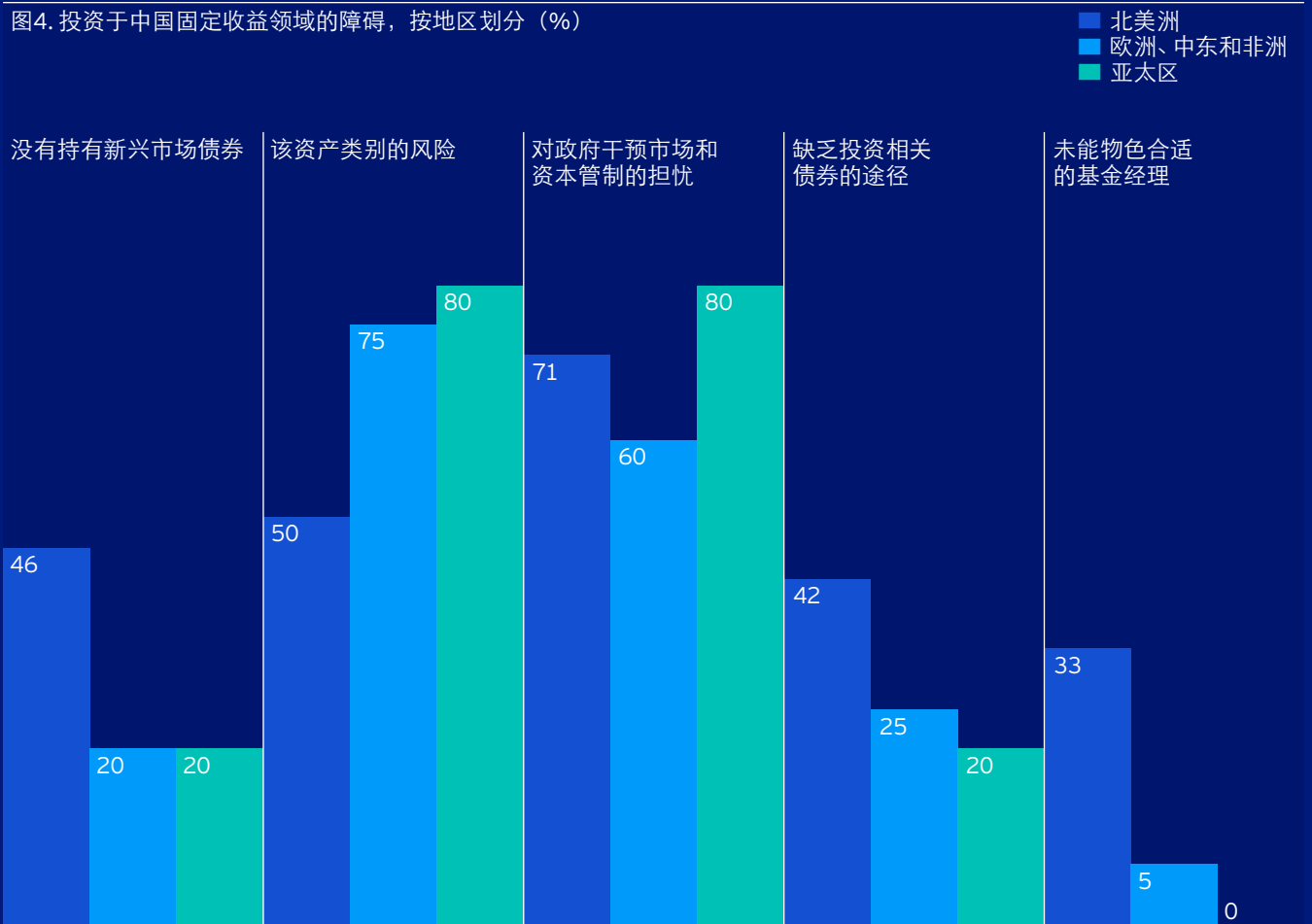
我们发现投资者对潜在政府干预的忧虑，相对平均分布于不同地区，而北美洲投资者相对不大担忧固定收益资产的风险，反而更加关注结构性障碍，例如战略性投资组合配置、准入程度和物色优秀基金经理的商业挑战。然而，障碍普遍减少，一度被视为重大难题的市场准入也变得次要。

图3. 中国固定收益配置变动 (%)



受访者人数: 75

图4. 投资于中国固定收益领域的障碍，按地区划分 (%)



受访者人数: 49

至于第三个主题，我们分析负债驱动投资（LDI）在给定制养老基金方面担当越来越重要的角色，以及现金流驱动投资的初期增长。图5反映市场依然十分关注解决给定制养老金的长期问题，包括低收益率环境和人口老化，但股市在2018年底反复震荡，加上央行开始缩减量化宽松，突资金水平波动持续带来挑战。

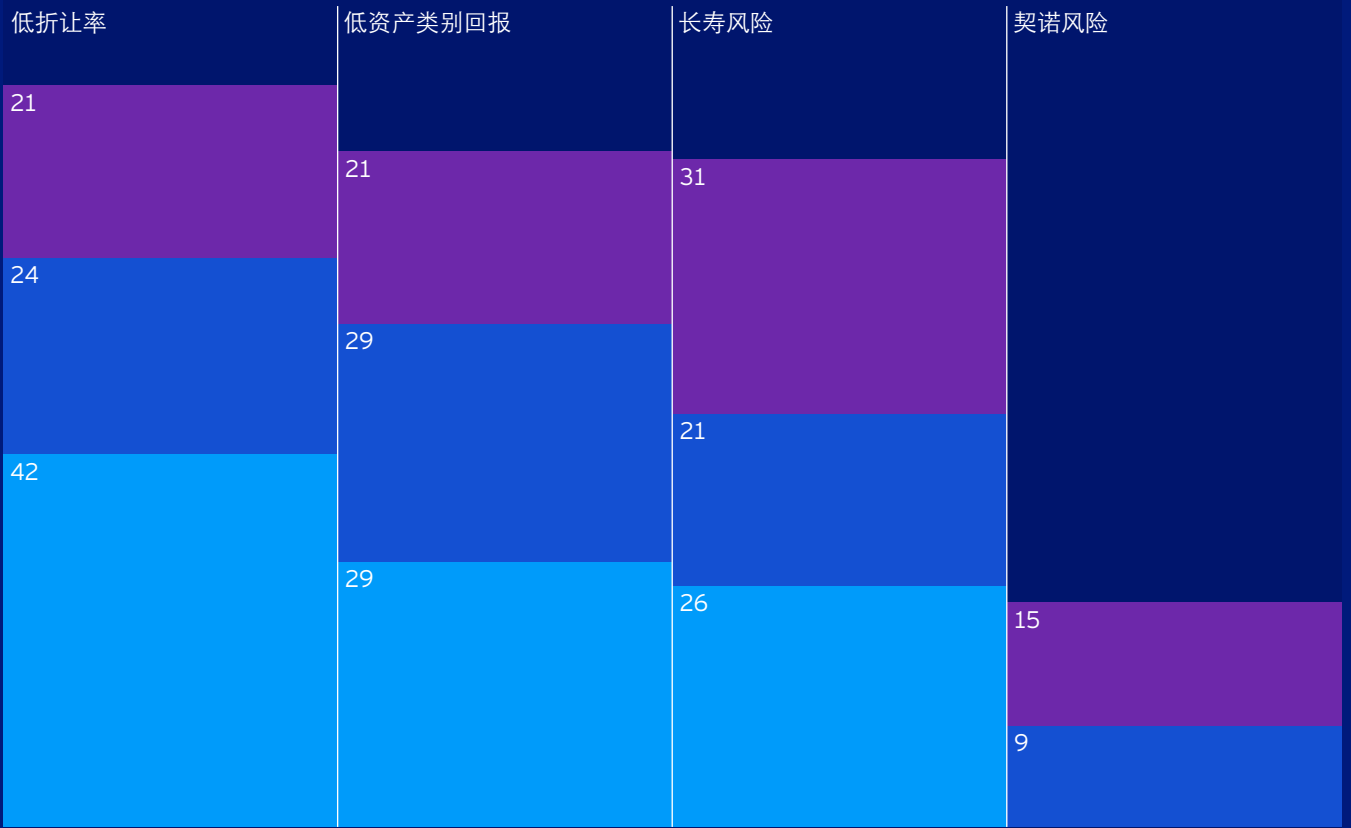
近年资金水平改善，使投资者越来越重视以负债对冲策略来锁定收益和降低风险。我们发现各地区使用负债驱动投资策略时存在重大差异，尤其是欧洲、中东和非洲投资者，部分源于给定制养老基金计划的资金更加充足，而且监管框架鼓励配对和以市值计价的估值，从而缓减短期波动性。

虽然负债驱动投资变得普及，但以稳定资金水平为目标，不一定保证给定制养老基金将符合现金流规定。由于计划不接受新成员，而且传统收益型资产的收益率低于目标水平，因此以供款和收入满足现金流需要的传统方法变得不大可行。当谈及基金是否符合现金流规定时，图6反映给定制养老基金的信心水平不高，尤其是资金水平低于100%的养老基金。

受访者承认，在涵盖负债驱动投资和追求回报投资组合的现有组合内加入第三个分类投资组合的做法并不简单，而投资者至今采用额外现金流驱动投资策略的步伐相对缓慢。然而，给定制养老基金目前明显转为专注于这个挑战上，在现时没有采取现金流驱动投资策略的研究受访者中，超过一半表示有意使用，因为资金水平上升，而且他们对负债驱动投资组合更加安心。

图5. 给付确定制养老基金面对的最重大挑战 (%)

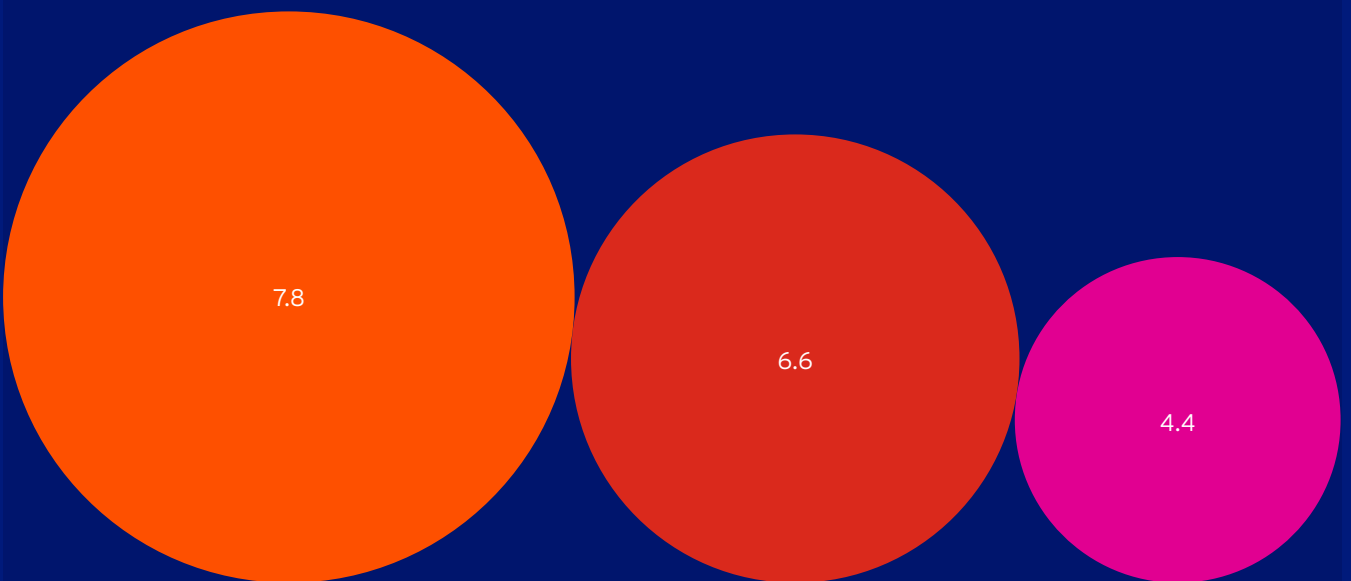
■ 排名3
■ 排名2
■ 排名1



受访者人数: 34¹

图6. 对给付确定制养老基金符合现金流规定的信心 (以资金水平划分) (评分为1-10, 10 = 最有信心)

■ <80%
■ 80%-100%
■ >100%



受访者人数: 33

¹ 由于回应率偏低 (样本较小), 因此上图省略了“其他”和“货币风险”。

我们分析环境、社会和治理（ESG）持续融入固定收益的情况，以作为报告的结尾部分。图7显示在固定收益领域实践ESG的情况至今依然落后，只有五分之二受访者为其固定收益投资组合考虑ESG因素。相比之下，有62%受访者表示已在整体架构实行某种形式的ESG策略。

图8反映在固定收益实行ESG的主要动力是公司广泛采纳ESG政策的传递效应。其他影响实行率的因素包括有关风险管理的认知益处、提升回报潜力和来自利益相关者的压力。

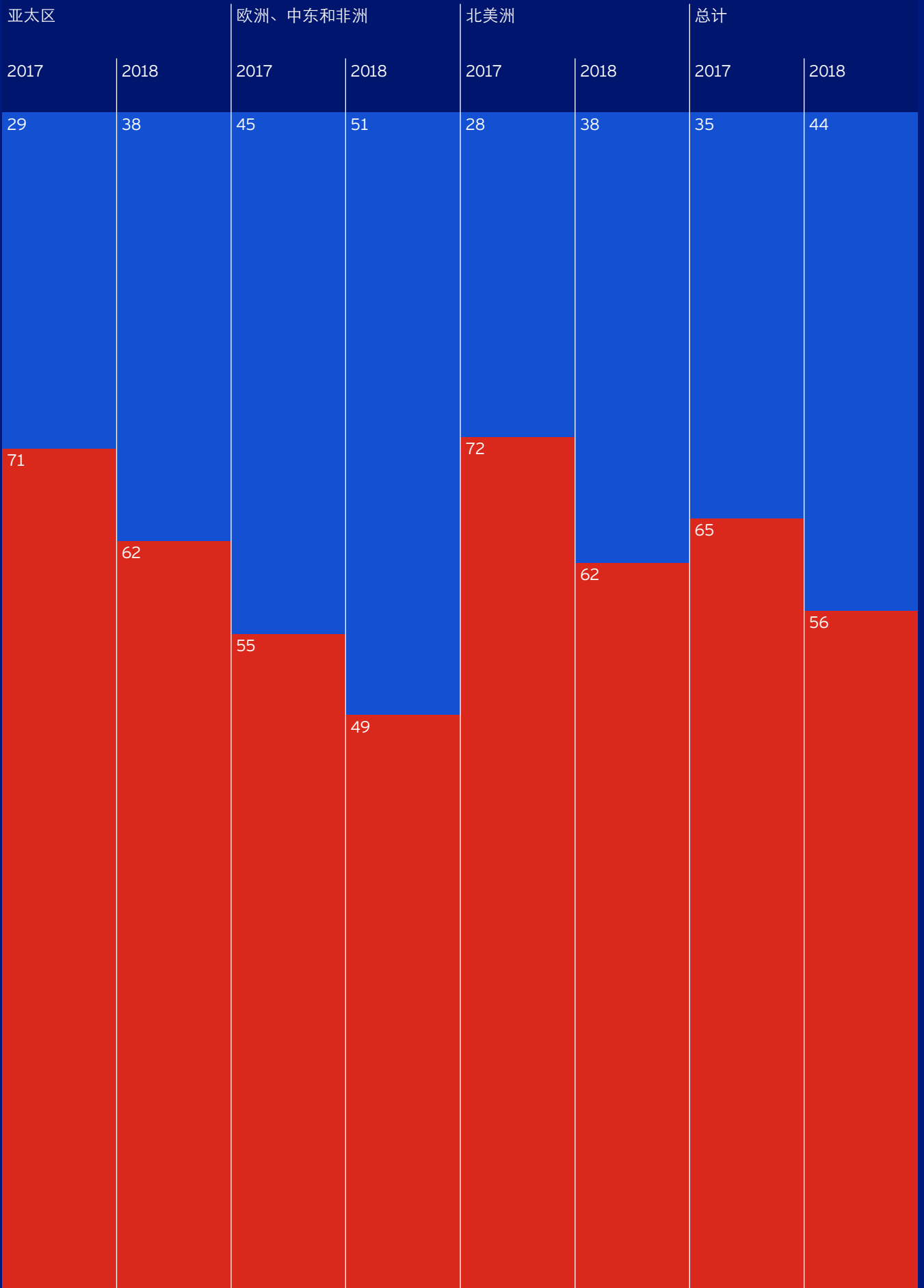
图8也显示各地区采纳ESG政策的主要动力也有所不同。在实行利益相关者的ESG偏好方面，欧洲、中东和非洲及亚太区的投资者最为活跃，而且较有可能与监管机构和政府就受信标准互动协作。另外，对已采纳ESG的北美洲固定收益投资者来说，提升回报潜力的预期至少很可能是鼓励他们实行ESG的部分原因（特别是需要填补赤字的给付确定制养老基金），该地区的投资委员会成员通常必须采纳ESG，并在固定收益投资程序融入ESG考虑因素。

报告发现在固定收益领域融入ESG因素使这类资产面对独有的挑战，包括如何与发行人互动协作，持续讨论ESG在信贷评级的影响力，以及较股票缺乏可靠的指数期权。受访者也指出市场缺乏质量足以信服其董事会或投资委员会的ESG为本产品（图9）。

我们认为市场对绿色债券和社会债券的热情薄弱，正好反映上述担忧。虽然已持有这些ESG特定证券的投资者一般表示找到价值，并计划增加配置，但其他投资者对是否拥有适当资源监察有关投资感到忧虑，并对市场缺乏深度有所保留。

图7. 2017年至2018年固定收益投资组合加入ESG元素的水平 (%)

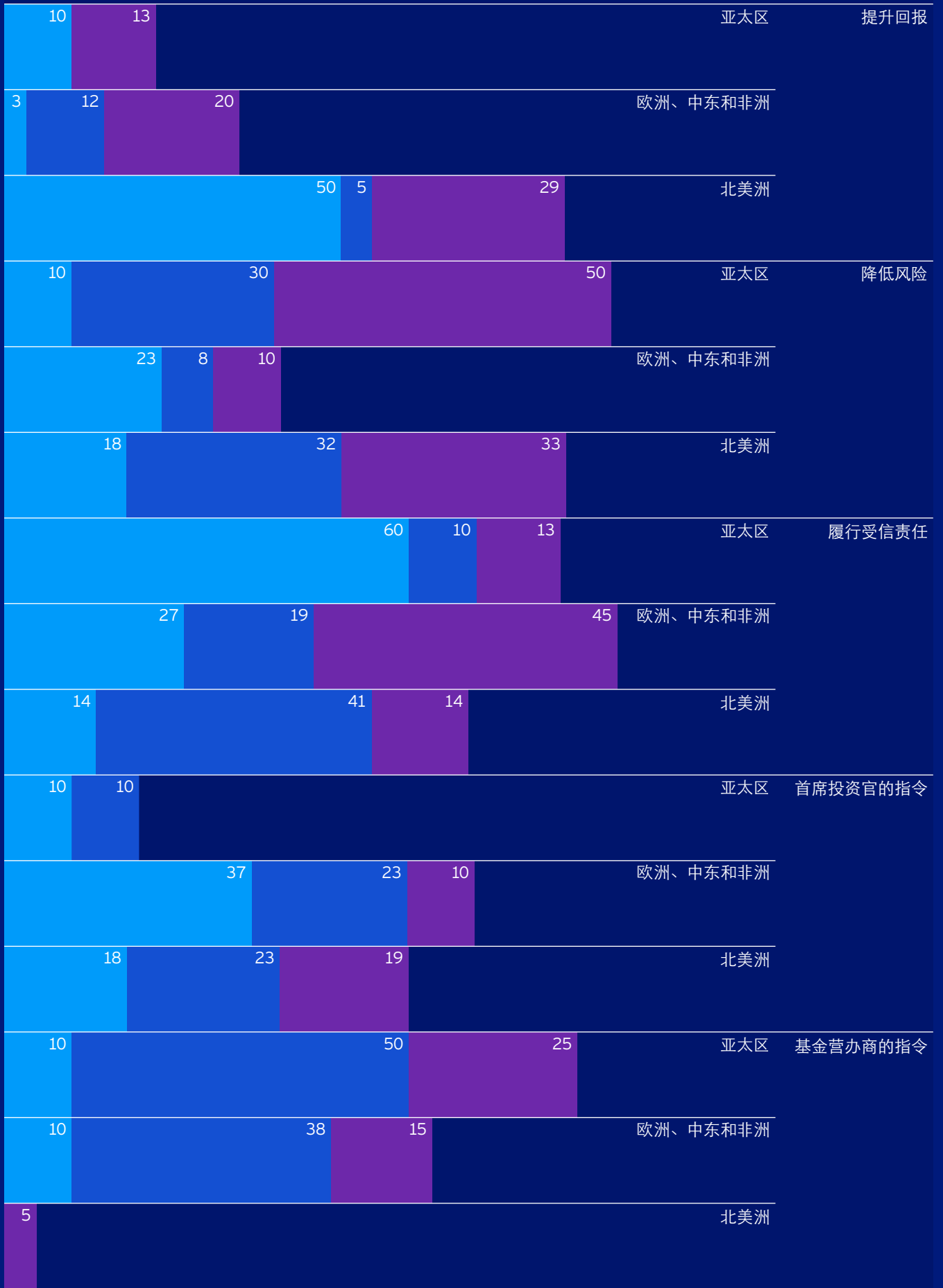
■ 有
■ 没有



受访者人数: 108

图8. 固定收益投资组合加入ESG元素的原因 (%)

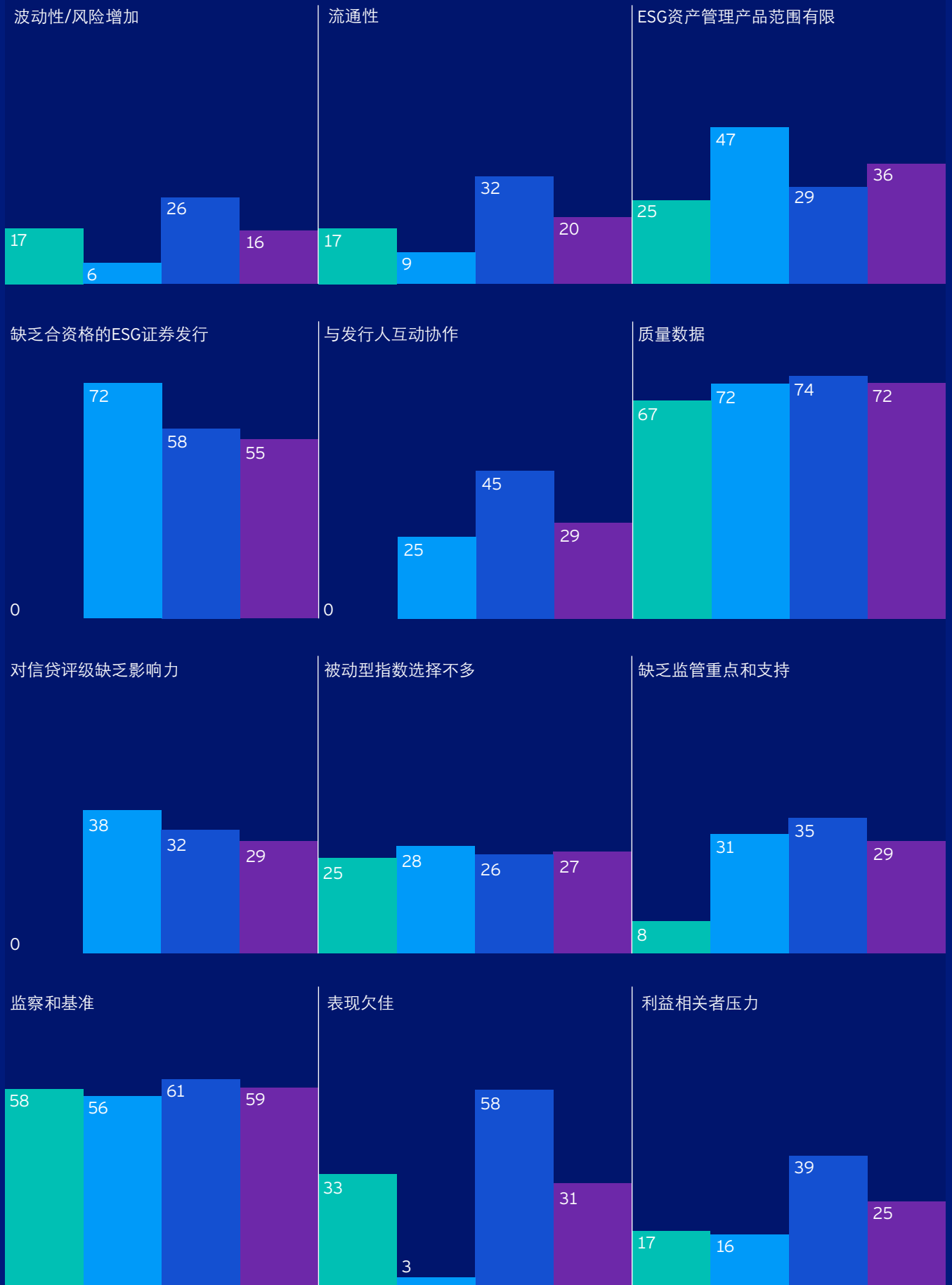
■ 排名3
■ 排名2
■ 排名1



受访者人数: 62

图9. 在固定收益融入ESG元素的挑战 (%)

■ 亚太区
■ 欧洲、中东和非洲
■ 北美洲
■ 总计



受访者人数: 75

受访者和调查方法

调查受访者的经验不一定代表其他受访者，也不保证任何产品的未来表现或成果。

所述意见为NMG的意见，并以现时市场状况为基础，可予更改而毋须另行通知。有关意见可能有别于其他景顺投资专家。个人和机构投资者的投资目标、流动资金需要和投资年期可能存在重大分别。景顺与NMG并无隶属关系，NMG为专注于财富管理和金融服务市场研究与咨询的独立市场研究供应商，提供全面服务。本研究的实地调查由NMG策略咨询部进行。

景顺选择与专业独立公司合作，以确保取得优质而客观的结果。

调查方法的主要部分包括：

以机构投资者和大额投资者的主要固定收益决策者（包括私人银行、多元化基金管理公司、多重经理和模型构建者）为调查对象，通过资深顾问进行面谈，以及提供市场观点而非财务激励。

通过有结构的问卷进行深入的（一般为一小时）面谈，以确保收集量化和质化分析数据。有关分析把握投资偏好和实际投资配置，偏重实际配置多于所示偏好。NMG运用在全球资产管理板块的相关咨询经验以诠释调查结果。我们在2019年与分布在亚太区、欧洲、中东和非洲与北美洲的145家不同的保险人、给付确定制与缴费确定制养老基金、主权投资者和私人银行进行面谈。

2019年面谈受访者的投资者类别和地区分布载于主要研究报告。

