



長期展望
2023年6月

餘震下的經濟

隨著全球經濟走出大規模財政和貨幣政策支持時代，市場可能更趨波動。在這個後政策時代，優質債券可提供具吸引力的孳息，有助強化投資組合的韌性。



作者：**Richard Clarida**
環球經濟顧問**Andrew Balls**
投資總監
環球固定收益**艾達信 (Dan Ivascyn)**
集團投資總監**重點概覽**

在2020年代的頭數年，全球經濟、金融及地緣政治遭受多次嚴重擾亂，造成的衝擊餘震不斷，最終影響仍需時顯現。在品浩的最新長期展望論壇上，我們討論了最近所見的短期週期動態，將如何引發更持久的長期影響。

全球經濟正在走出大規模財政和貨幣政策干預的時代，之前的局面將不大可能在長期展望期間重演。在後疫情期間，全球通脹急升，各國央行開始意識到非常規貨幣政策雖可帶來積極作用，但卻不無代價；而主權債務水平飆升，也可能會限制各國應對未來經濟困境的財政能力。

隨著政策遏制波幅的時代可能告終，市場應會步入波幅加劇的時期，伴隨異常頻繁的餘震風險。我們認為在未來五年的長期展望期內，全球增長面臨傾向向下的風險，而不同資產類別在這新時代的回報可能會出現更大分歧。

我們預期各國央行將維持現有通脹目標，而且優先任務是把長期通脹預期維持在目標水平。相信成熟經濟體的中性長期實質政策利率將會保持在0%至1%的區間。長期而言，隨著政府債務上升及通脹風險溢價可能重現，投資者將會要求長期債券提供更多補償，孳息曲線料將趨於陡斜。

我們預期中的中性利率偏低及通脹重返接近目標水平的環境，將會對核心及優質固定收益資產的前景更加有利。繼去年急升後，優質債券的初始孳息水平（向來與未來回報高度相關）已貼近股票回報的長期平均值，而且相比股票的潛在波幅顯著較低，下行保障也較佳。這類資產或有助投資者建構謹慎和堅韌的投資組合，同時不會錯過上行機會。我們比較看好流動性較佳的優質投資，並對經濟敏感度較高的領域保持審慎。隨著時間過去，我們預期私人市場將會逐漸展現更多具吸引力的投資機會，尤其是在銀行業格局不斷變化的情況下。

在一個地緣政治緊張的新時代，發展成熟的超級大國與正在崛起的新興強國持續角力，可能會對全球經濟造成影響。我們仍然相信，儘管美國財政缺口不斷擴大，而且債務持續增加，美元仍會保持作為全球主導貨幣的地位，但投資機會就要從其他地方尋找。



2023年長期展望論壇 嘉賓講者

Tim Adams

國際金融協會主席暨行政總裁

Alejandro Díaz de León

前墨西哥央行行長

Elizabeth Economy

美國史丹福大學胡佛研究所高級研究員；
在休期間擔任美國商務部中國事務高級顧問

Niall Ferguson

作家；美國史丹福大學胡佛研究所米爾班克
家族高級研究員；美國哈佛大學貝爾弗科學
與國際事務中心高級研究員

Kathryn Judge

美國哥倫比亞法學院
Harvey J. Goldschmid法學教授

Adi Kumar

麥肯錫公司高級合夥人，負責領導全球經濟
再投資項目

Nancy Lazar

Piper Sandler首席全球經濟師

Michael Pettis

中國北京大學光華管理學院金融學教授；
卡內基國際和平基金會高級研究員

Hélène Rey

英國倫敦商學院Lord Bagri經濟學教授

品浩全球顧問委員會

享譽全球的經濟與政治議題專家

長期主題：餘震下的經濟

踏進2020年代以來，這三年一直充斥著眾多擾亂因素，對全球經濟和金融秩序、地緣政治平衡，以至政府干預政策的規模和範圍均造成影響。我們認為，投資者在未來五年都要留意這種新的現實。品浩近年的長期展望一直有關注這個趨勢，在今年5月舉行的最新年度長期展望論壇上，我們也重新審視了這趨勢的發展。

在去年的長期展望《強化投資組合韌性》中，我們已指出在一個更趨分化的世界，各國政府及企業將會越來越重視安全保障，多於追求短期經濟效率。企業建立友岸供應鏈，以及政府增加能源項目和國防開支，都會帶來潛在通脹壓力。

雖然這個論點大致仍然成立，但我們認為未來五年的展望必須納入及評估2022年5月論壇以來的若干重大發展，包括：

- 全球通脹出現40年來最大幅的持續上漲，促使貨幣政策轉向鷹派
- 市場議論當通脹重返央行目標水平時，中性貨幣政策利率將何去何從
- 美國出現史上規模最大的三宗銀行倒閉事件，歐洲亦面臨瑞士信貸危機
- 美國已通過目標遠大的財政三部曲——《基建投資和就業法》、《降通脹法案》及《晶片與科學法》，以支持推動新的美國產業政策，隨著相關資金釋放到經濟體系，將帶來週期性和長期助力
- 中國國家主席習近平「第三度連任」，中國經濟及地緣政治方向釋出矛盾的訊號

我們的長期觀點亦建基於最新的週期展望《市場脆弱，債券強韌》，即預期已發展市場將步入溫和衰退，而信貸環境收緊將增加下行風險。我們在文中指出，各主要央行的加息週期已接近尾聲，但不代表政策會回復正常或轉趨寬鬆；而鑑於債務水平高企，加上疫後刺激措施造成推高通脹的效應，未來的財政應對方案可能會受到掣肘。

在眾多擾亂因素揮之不去的環境下，短期週期動態將帶來更持久的長期影響，形成我們所謂「餘震下的經濟」格局。我們將於本文分享在2023年長期展望論壇中探討的一些重要經濟及投資啟示。

宏觀經濟波動及地緣緊張局勢可能持續

我們應留意與2010年代相比，當前這十年在首三年已出現許多異乎尋常的發展。

為應對百年一遇的疫情，世界各地紛紛鎖國封城，全球大部份經濟活動陷入停頓，當局推出大規模貨幣及財政刺激措施。這些刺激措施，加上全球重啟經濟及恢復供應鏈的成本，後來卻引發全球通脹創出40年來最急劇的持續升幅。全球央行最終被迫啟動數十年來最進取的加息週期，導致金融市場在2022年崩潰、引發銀行業危機、信貸環境收緊，而市場廣泛預測今年或明年經濟將步入衰退（見圖1）。

這些事件很可能會在未來多年引發回響。我們預期商業週期會變得更頻繁波動，政府部署逆週期財政政策的空間將會縮小，央行亦不願加大力度，實施無限量的量化寬鬆政策。

我們預期在這未來的時代，供應制約（不僅是需求短缺）和疫後勞工市場持續變化，將成為經濟波動的主因，並繼續對全球物價帶來上行壓力。

長期而言，市場普遍預期全球平均增長將遜於疫前水平，我們大致認同這觀點，而且認為增長面臨明顯偏向下行的風險。背後原因包括：受近期銀行體系動盪及應對政策所影響，全球金融狀況出現更急劇和持久的收緊風險；央行同步加息引發的收縮效應加劇；俄烏戰爭可能升級；中國經濟復甦可能停滯不前；以及中美就台海問題引發摩擦的風險。

我們的論壇也探討了未來五年實質及名義中性利率的潛在路徑，以及央行通脹目標的最終水平。長期而言，我們認為成熟經濟體的中性長期實質政策利率將維持在0%至1%的新中性區間之內，主要是由人口老化及生產力增長緩慢等強勁因素所致。

中美關係料將繼續主導地緣政治局勢，正如論壇的其中一位嘉賓講者歷史學家Niall Ferguson所述，我們可能已經步入「第二次冷戰」時代，國際聯盟和貿易關係重新洗牌將影響全球各地。不過，我們預期全球貿易和投資趨勢將主要由「去風險」而非「脫鉤」所帶動。供應鏈基本上沒有脫鉤，而只是在大部份情況下，朝著「友岸生產」的方向與全球重新接軌，至少美國已出現此趨勢。

圖1：截至去年的長期展望論壇（2022年5月），市場已有多多年未見這些事態

截至2022年5月， 已經有.....	未曾見過.....
13年	反映債市波動性的MOVE指數觸及180
15年	聯邦基金利率超過5%
34年	經合組織國家平均通脹率達雙位數
42年	聯儲局在12個月內加息475基點

資料來源：洲際交易所美銀美林、美國聯儲局、經合組織，截至2022年5月

政策官員面臨掣肘和政策疲勞

儘管全球通脹在疫後持續飆升，相信各國央行將會盡其所能，把長期通脹預期維持在現有通脹目標水平。我們並不預期已發展市場央行會正式改變其通脹目標，但一些以2%為目標的央行可能會願意容忍在小數點後略微高於2%的通脹率，作為「機會型通脹放緩」策略的一部份，因為央行預計整體需求會在未來經濟衰退期間下跌，從而令通脹回落至目標水平。相對於我們的基線預測，我們認為通脹風險偏向上行。

政策工具方面，鑑於目前主權債務相對國內生產總值的比率處於極高水平（見圖2），我們認為在未來五年，無論政治或金融市場的財政空間都將比過去有限，而這將限制當局推行財政政策以緩和未來經濟衰退的能力。

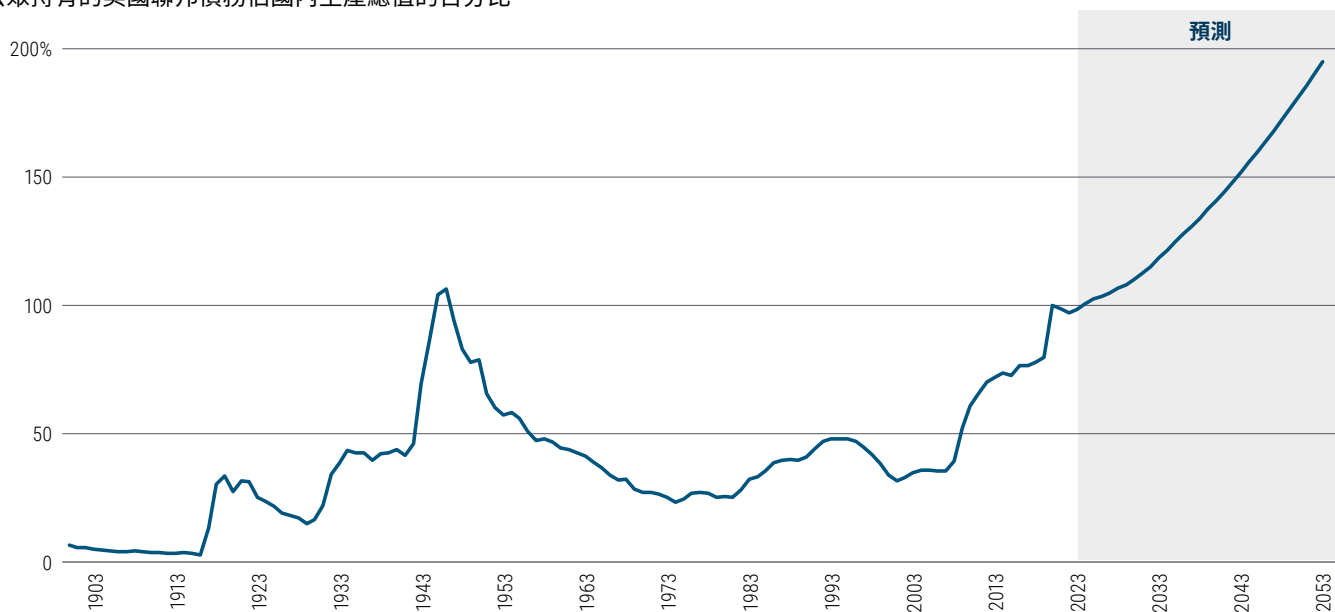
我們亦預計全球央行行長可能會開始出現「量寬疲勞」。數十年來首次出現的通脹居高不下局面，正反映一個事實：與任何經濟決策一樣，量寬及財政刺激措施雖可帶來積極作用，但亦有其代價。

這可能會對未來政策構成影響，因為過去15年一直行之有效的政策公式似乎已失去作用。在量寬疲勞及財政能力受限的情況下，即使是週期擾亂因素，亦可能會帶來更長期的影響。

鑑於推行傳統財政政策的空間縮小，政府可能會逐漸轉而採取更多監管干預措施。屆時，受影響行業將會出現贏家和輸家，為主動型資產經理帶來機會。

圖2：美國債務佔國內生產總值比率預計將長期飆升

公眾持有的美國聯邦債務佔國內生產總值的百分比



資料來源：美國國會預算辦公室數據及預測，截至2023年2月

隨著瑞士信貸倒閉，以及矽谷銀行、Signature Bank及第一共和銀行破產並進入繁瑣的處置程序，我們相信會有更多聲音要求重新思考和設計包括銀行營運在內的金融架構，並最終獲得重視。

這意味著政府將會加強監管，要求銀行擁有較多資本及持有更多流動資金，至少在美國會是如此。銀行的流動性中介能力或會因而進一步減弱，可能導致部份傳統借貸活動流向私人市場及非銀行借貸機構。我們認為高級貸款人可把握時機，搶佔過去被地區銀行盤踞的領域，例如消費貸款、按揭抵押信貸，以及各種形式的資產基礎融資。



潛在擾亂及餘震不斷

經過論壇上的討論，我們制定了上述廣泛基線展望，也注意到多種可能在長期展望期間出現的餘震。

2024年美國大選結果（包括誰主白宮及取得國會控制權），對美國的財政、貨幣和外交政策都可能會有重大影響。目前的政治基調意味著，不論誰在2025年入主白宮，都勢將承受更大壓力要採取「對華強硬」立場。

同樣地，2024年1月的台灣選舉對中美關係至關重要，因中美轉向結構性競爭，且中國在亞洲的影響力漸增。取決於最終大選結果，台海局勢的長期風險有可能會降低。

然而，即使未有加深軍事衝突，中美在其他方面的紛爭亦可能顯著升級。經濟影響可能包括需求激增及供應衝擊；近岸生產、友岸生產及複製供應鏈的趨勢使全球貿易格局進一步改變；甚至中國可能會重新考慮其所持的美國國債。與此同時，美國即將就資本外流實施的行政命令可能只是開始，而不是結束。長期而言，除了早已實行的出口管制之外，美國正逐步加強資本流動限制。

我們對美國及全球通脹的展望存在風險。雖然這不是我們的基本預測，但美國通脹有可能會比預期中更具黏性，中期內未必能降至4%以下，甚或長期維持在接近3%的水平。

新興市場和已發展市場將會如何應對通脹壓力仍存在不確定性。鑑於通脹已攀升至數十年來未見的水平，已實現通脹率升高對通脹預期的長期影響亦存在不確定性。

各國央行將要繼續在各種互相矛盾的政策目標之間取得平衡，包括維持經濟增長、降低通脹及盡量減少金融不穩定性，同時記取2020年代「通脹飆升」的政策教訓，任務極具挑戰性。此外，市場可能廣泛採用央行數碼貨幣或私人市場提供的穩定幣，亦有機會擾亂全球金融秩序，並挑戰美元的全球主導地位，但後者應不會在我們的長期展望期間發生。

自俄羅斯入侵烏克蘭以來，歐洲面對的能源供求衝擊尤其嚴重，使能源安全和獨立成為首要目標。這可能迫使某些國家進一步投資於能源資源及加快綠色轉型，因而加劇通脹壓力。

人工智能大型語言模型的廣泛應用 是公認的「未知變數」。

人工智能大型語言模型的加快應用，是一項公認的「未知變數」。長期而言，它可能會為生產力增長帶來重大積極作用，繼而推動通脹回落及實質利率上行。影響範圍可包括自動駕駛、降低消費者轉換成本，以及改善資訊流通。人工智能亦有助延長人類壽命，例如透過加速醫學突破，包括使用納米技術進行癌症免疫療法。

近期人工智能的急速發展亦涉及重大風險，包括更多經社交媒體散播虛假資料及網絡攻擊的風險。此外，即使從長期角度來看，人工智能亦有可能加劇收入不平等的趨勢，進一步助長政治兩極分化及民粹主義。

投資啟示：以韌取勝

考慮到量化寬鬆、近零利率和央行遏制市場波動的時代似乎已經告終，在長期展望期內，我們會偏重流動性較佳的優質投資，並對經濟敏感度較高的領域保持審慎。隨著經濟踏入新的餘震時代，我們預期不同資產的回報可能會更加分歧。

固定收益

從目前的初始孳息水平（向來與未來回報高度相關）來看，優質債券可提供與股票相近的長期回報潛力，而且相比股票的波幅顯著較低，下行保障也較佳。我們認為固定收益市場正以股市尚未出現的方式反映預期中的波幅。此外，我們預期央行會在穩定物價方面維持公信力，因此看好債券可在多元化投資組合中發揮分散股票風險的作用。

鑑於美國政府債務超過國內生產總值的100%，加上通脹風險溢價可能重現，美國國庫券的期限溢價或會上升，成為推動孳息曲線走峭的長期動力（見圖3）。雖然孳息曲線目前倒掛，但隨著通脹前景更趨不明朗，我們預期投資者最終會要求中長期債券提供更高孳息，這將進一步增加債券的吸引力。

去年英國的負債驅動型投資危機提醒市場，對財政穩定性的憂慮可能會削弱主要已發展國家的貨幣價值，與歐元區和新興市場的情況一樣。市場定價並未顯示投資者對長期財政穩定性有重大憂慮，但英國的例子可能是長期財政問題的警號。

另一方面，歐元區已安然渡過連串擾亂和壓力測試的考驗，相比於十年前出現接二連三的危機，現時歐元區主權債券市場相對穩定。這在某程度上反映了歐洲央行的作用，以及協調性財政工具有助化解宏觀經濟衝擊。

圖3：美國10年期國庫券的期限溢價仍然偏高，並可能繼續上升



資料來源：紐約聯邦儲備銀行對一級交易商的調查，截至2023年3月。期限溢價的定義為投資者在債券期限內承擔利率可能變化的風險所需的補償。



然而，在銀行業前景仍欠明朗的情況下，專注於識別贏家和輸家將至關重要。無論是個別企業還是資本結構層面，我們對於金融業都會比較偏好優質資產。面對美國地區銀行動盪的溢出效應，以及瑞信危機的餘震，歐元區的銀行體系都能夠應對自如。不過，由於現有處置方案和存款保險的框架存在缺陷，歐元區似乎仍未有足夠能力抵禦銀行業危機全面爆發的風險。

公開及私人市場

近年來，雖然不少私人信貸資產的波動水平較公開市場低，但我們不應因而掉以輕心。鑑於公開市場加快重新定價，我們預期優質債券的風險補償相對優於各類型對經濟敏感的私人信貸。

儘管如此，私人信貸仍將受惠於最近銀行業的巨變。長遠來看，無論是對履約私人貸款策略或偏向機會型的投資風格來說，投資環境將會充滿機遇。

2008年至2009年全球金融危機過後，利率長期處於偏低水平，促使投資者追求收益。私人信貸大幅增長，承貸標準亦有所放寬。後遺症之一可能是業內信貸虧損增加，為現有資產帶來挑戰，但亦可帶來長線機遇。

這類私人信貸增長大多屬於私人企業貸款。從中，我們得出兩大結論。第一，我們認為在更趨嚴峻的經濟環境下，現有的私人企業信貸表現可能會令投資者失望。第二，我們認為投資者可將其私人信貸投資組合分散至不同形式的履約私人信貸，包括房地產和專門融資相關的信貸項目。

企業信貸和商業房地產市場面對的挑戰，應可為能夠靈活投資於不同資本結構的私人資本造就機會。從強勁的資本形成和樂觀的市場情緒，轉變為資本供應日益嚴峻和基本因素走弱的過程中，我們預期將出現具吸引力的長線機遇，但需要耐心等待。

貨幣及新興市場

我們仍然相信，儘管美國財政缺口不斷擴大，而且債務持續增加，美元仍會保持作為全球主導貨幣的地位，但投資機會就要從其他地方尋找。隨著全球貿易體系進一步分裂為相互競爭的地區集團，美元在國際貿易的作用可能會繼續減弱，雖然過程會是緩慢的。這也許預示著美國的特殊地位將會開始衰落，而美國以外的投資可望在一段長時間內表現領先。

我們相信美元仍會維持全球主導貨幣的地位，
但亦看見其他範疇正展現投資機遇。

每當世界經濟陷入危機，人們都希望買入美元，導致美元估值過高，這是作為全球儲備貨幣的代價。美元將繼續受到週期性的資本流動影響，而美元兌個別新興市場貨幣的匯價可能會隨時間而貶值，尤其是相對於可受惠於在岸生產和友岸生產趨勢的貨幣而言。

在進一步多極化的環境下，新興市場在全球經濟的佔比勢將在未來五年加快上升。多項關鍵動力已蓄勢待發，其中包括服務全球化；近岸生產和友岸生產；鋰、鈷和稀土等主要商品的爭奪戰；以及綠色轉型。這將會令新興市場投資更趨多元化，可作為環球投資組合分散風險的工具。

面對預期將長期持續的市場擾亂和調整，品浩的全球實力有助我們兼顧全局：一方面持有流動性較佳的穩健資產，另一方面可隨時把握私人投資的機會，並且在新興市場和已發展市場中發掘價值。我們會致力在最廣泛的可投資範疇中，識別多元化配置、相對價值投資和爭取風險調整後回報的機會，而不會過份集中於風險較高的領域。

論壇簡介

品浩是領導全球的主動型固定收益投資專家，在公開和私人市場擁有豐富的經驗和專業知識。品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇。我們來自全球各地的投資專家每年四次共聚一堂，探討環球市場及經濟情況，識別我們認為將帶來重要投資啟示的趨勢。在這些廣泛的討論中，我們會應用行為科學實踐，致力促進意見交流，挑戰各種假設，對抗認知偏見，並建立全面包容的觀點。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來五年的經濟前景，據此決定投資組合配置，以期受惠於全球經濟的結構性變化和趨勢。我們相信集思廣益可創造更佳的投資成果，因此論壇會邀請著名嘉賓演講，包括諾貝爾經濟獎得主、決策官員、投資者和歷史學家，為我們的討論帶來不同角度的真知灼見。此外，品浩全球顧問委員會亦積極參與討論，委員會的成員均為享譽全球的經濟和政治問題專家。

週期展望論壇每年舉行三次，集中預測未來六至十二個月的經濟前景，分析各個主要已發展經濟體和新興市場經濟體的商業週期動態，洞悉可影響投資組合配置的貨幣和財政政策、市場風險溢價及相對估值的潛在變化。

過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。投資於**以外幣計價及／或在海外註冊的證券**可能因匯率波動而涉及較大風險，亦可能涉及經濟和政治風險；若投資於新興市場，有關風險可能更高。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**私人信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於私人信貸的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。**房地產**價值及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。**管理風險**是指投資經理所使用的投資技巧及風險分析未能達致預期結果，以及若干政策或發展可能影響投資經理在管理策略方面可使用的投資技巧的風險。個別證券或證券類別的**信貸質素**並不保證整體投資組合的穩定性或安全性。**多元化投資**不確保沒有損失。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

有關特定發行人的提述，不擬作為且不應詮釋為買賣或持有該等發行人的證券的推薦。品浩的產品及策略可持有或不持有所述發行人的證券，即使持有該等證券，亦不代表將會繼續持有該等證券。

本資料載有基金經理的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本資料包括的資訊來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯繫自己的金融專業人員，以根據自己的財務狀況確定最合適的投資選項。如屬違法或未獲授權，則不會向有關司法管轄區任何人士提出要約。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司** 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理(註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 如未經明確書面批准，本刊物任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2023年，品浩。