



長期展望  
2020年10月

# 擾亂因素升級

新冠肺炎疫情已加劇可能顛覆市場的長期擾亂因素，  
嚴謹挑選信貸及主動爭取超額回報將越來越重要。

## 摘要

- 長期來說，四項可能顛覆宏觀經濟的擾亂因素料會更趨明顯：中國崛起、民粹主義、氣候相關風險及科技變革。
- 疫情的發展，以及財政政策對經濟的支持將會保持積極或減退的程度，是可能引發正面或負面意外的兩大不確定因素。
- 長期投資的致勝關鍵在於主動管理投資組合，積極抵禦各種擾亂因素的影響，同時致力把握顛覆趨勢所造就的投資機會。

### 作者：

**Joachim Fels**  
環球經濟顧問

**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

**艾達信 (Daniel J. Ivascyn)**  
集團投資總監

品浩 (PIMCO) 今年9月舉行的第39屆年度長期展望論壇，是公司歷來首次完全以虛擬形式舉行的論壇。透過網上視像會議 (Webex)，我們邀請了多位嘉賓講者 (見側欄)、全球顧問委員會成員和其他顧問，參與全球投資專家團隊的討論，探討新冠肺炎疫情後全球經濟、政策、政治和金融市場在未來三至五年的前景，及其對投資者的投資組合可能產生的影響。以下是我們的結論。

首先，我們回顧了2019年5月發表的文章《應對顛覆》所載列在疫情前的長期展望框架。當時，我們曾預期「投資環境將更趨困難，未來將受制於極端不確定性和各種長期顛覆因素」，例如中國的崛起及由此引發的地緣政治緊張局勢、民粹主義、構成通縮風險的人口結構趨勢、與估值及大量過度槓桿有關的金融脆弱性，以及可造就贏家和輸家的科技和可持續發展問題。

不幸的是，上述大部份顛覆因素及極端不確定性已在今年逐步展現，雖則源頭是之前無法預知的新冠肺炎疫症。隨著疫情在全球擴散，至今的死亡人數已超過一百萬，導致經濟陷入自大蕭條以來最嚴重的衰退，各國紛紛推出規模龐大的財政和貨幣政策措施作出應對。

我們得出的結論是，「應對顛覆」的核心框架維持不變：長期來說，我們認為投資的致勝關鍵仍然是就各種擾亂因素作好準備，以及在市場波動中主動發掘投資機會。這在目前的市場環境下尤其重要，因為疫情衝擊可能會帶來較長遠影響，而且病毒的擴散情況，以至各國的應對政策，都在不斷變化當中。



## 週期性復原，但留下長期烙印

在我們的長期展望當中，前半段時期可能會踏上「漫長復甦之路」，全球經濟將從新冠肺炎疫情引發的衰退深淵中逐步復原，並在幾年內保持高於趨勢的增長。以下兩大不確定因素能會引發正面或負面的意外發展：(1) 全球公共衛生狀況將受制於不斷爆發的疫情，抑或因為有效疫苗和治療方法面世而得到改善；(2) 財政政策對經濟的支持將會保持積極或減退的程度。歐洲已陸續推出更多刺激措施，包括即將於2021年開始撥款的歐盟復甦基金，而美國持續提供財政支持的範圍和性質，則可望於11月大選結束後較為明確。

儘管經濟有頗大可能在未來一至兩年保持週期性復甦，但多位講者在論壇上指出，疫情造成的「經濟烙印」將會遏抑穩態潛在產出增長，我們認為這是值得關注的隱憂。較長期處於失業狀態通常會導致個人技能減弱，從而降低勞動生產力。此外，更趨不明朗的環境或會在一段長時間內抑制商業投資，加上依靠政府和央行大量援助導致企業「僵屍化」的現象日益嚴重，亦可能會遏抑較長遠的生產力增長。

---

### 疫情造成的經濟烙印 可能會遏抑長期生產力增長。

---

另一方面，我們亦有就一些較為正面的長期增長情境進行討論，主要圍繞政府可能推出更積極的財政政策，通過基建開支推動私人和公共投資，新科技競賽帶動研發開支增加，綠色政策出台，加強教育有助改善人力資本形成，以及稅制改革等。雖然這種「正面顛覆」情境並非我們的基線預測，但對於我們較為審慎的基線預測情境而言，這卻是一項重要的上行風險因素。

此外，歐洲應對危機的政策措施也令我們喜出望外，尤其是新設立歐盟復甦基金，以及歐洲央行果斷及迅速地採取行動，推出新的緊急抗疫購債計劃。事態發展再次證明，歐洲一體化只有在危機期間才會取得進展，而這問題已是老生常談。我們雖然預期部份國家的政治風險仍會不時帶來衝擊，但歐元區能夠邁向更完整的銀行業聯盟，並提高聯合財政能力的機會卻有所增加，屆時歐元區受到危機的威脅也會減小。

## 危機令四項長期擾亂因素加劇

綜觀各項潛在擾亂因素，我們得出的結論是，我們之前所認定的數項顛覆趨勢，可能會在長期時段內變得更加明顯：

**中國崛起**成為經濟強國，會顛覆世界其他地區的高增值生產商，並挑戰由美國主導的既定地緣政治秩序。隨著中國率先從新冠肺炎疫情危機中復甦，並錄得較強勁的反彈，加上中國已加強聚焦於策略規劃，上述趨勢可能會加劇。中國最近已將策略規劃由「中國製造2025」改為「雙循環」，將重點放在減少對全球市場和技術的依賴，同時保持對國際市場的開放（請參閱《[評估中國的「結構性」貨幣政策](#)》）。

**民粹主義**，以至類近的保護主義和民族主義，可能會因為疫情引發經濟衰退，並導致多方面不平等現象加劇而升溫，而這是我們討論的重點之一。在此背景下，我們曾經探討全球「民粹主義已達頂峰」的可能性，但最終還是否定了這個論點。

**氣候相關風險**及其對人類生活和經濟活動的影響，在今年變得格外明顯和嚴重，而焦點集中於「肥尾」（即極端嚴重）災難性環境事件。除了這些實體風險外，政策官員、公司和投資者亦越來越關注與邁向綠色經濟有關的轉型風險。正如論壇嘉賓講者兼品浩全球顧問委員會最新成員卡尼（Mark Carney）所指出，我們正面對氣候「明斯基時刻」的風險（由品浩前首席經濟師Paul McCulley創建的術語，意指資產價格暴跌）。此外，正如我們去年所強調，投資者將必須考慮到政府會以法規、公司報告要求、碳稅和公共投資等形式，加強應對氣候和其他環境風險，例如新設立的大型歐盟復甦基金已明確聚焦於綠色議題。這些已成為現時的主流議題，而有關政策取向在長遠來說可能會影響財政政策、私人範疇決策、資金流向及資產價格。在這些趨勢下，企業界將出現許多贏家和輸家，投資者因此需要主動管理信貸和違約風險。

**科技**的力量既可帶來裨益，同時亦可造成顛覆，而新冠肺炎危機同時放大了這些力量。疫情一旦消退，工作和消費模式在某程度上可能會重返危機前的水平，但一些成熟及新晉科技公司在危機期間獲得的額外經濟實力，將會演化為更強勁的顛覆力量。成功區分數碼化領域的贏家和輸家，長遠來說將是主動型投資者爭取超額回報的重要來源。

## 貨幣政策：陷入困局

鑑於短期和長期經濟環境充滿挑戰，加上擾亂因素可能導致金融市場反覆波動，我們預期大部份已發展經濟體的貨幣政策利率在未來三至五年的大部份或全部時間內將維持於低水平，甚或進一步下調。我們認為負利率是無計可施下才使用的工具，隨著負利率持續時間越長，造成的負面影響亦越大（請參閱《對負利率的負面觀點》，只提供英文版本）。然而，由於債券孳息已處於較低或負值水平，而且孳息曲線平坦，為了應對未來的負面衝擊，可能會有更多央行冒險推行負利率（或深度負利率）政策，並進一步購買多種不同的金融資產。

聯儲局轉向採取彈性平均通脹目標（FAIT），也是我們討論的議題之一。借鑑日本央行在2016年作出通脹超調承諾的經驗，我們得出的結論是，這很可能仍然是一個遠大的長期目標，尤其是聯儲局至今對實際超調的承諾似乎相當冷淡，而且聯儲局官員之間似乎亦缺乏共識（請參閱《聯儲局新指引：意外舉措仍欠說服力》）。儘管各國央行（包括聯儲局）有能力在危機期間為資產市場提供支持，但要明確實現其通脹目標，則有賴另一項不是他們能夠控制的工具：財政政策。

## 財政政策成為關鍵

為應對危機，全球央行大規模擴大購買政府債券的計劃，從而支持政府實施前所未見的財政刺激措施。此後的長時間內，全球財政政策可能會出現更廣泛的不同情境。

其中一端可能發生的情境是，危機期間推出的財政刺激措施只屬一次性，其後因政治僵局或當局再度主張刻意緊縮，而回復被動或限制性的政策。因此，在貨幣化同時有利政府及央行的情況下，現時疲弱的財政主導形式可能會持續。在此情境下，通脹及通脹預期仍將處於低水平，甚或進一步下降，而央行本身亦無法實現可符合目標或高於目標的通脹。

---

### 我們預期大部份已發展經濟體的政策利率 將維持於低水平，甚或進一步下調。

---

在另一端的相反情境中，隨著經濟回復正常，財政政策仍維持擴張或變得更加積極，例如聚焦於更多開支計劃，以應對不平等問題、基建需求和綠色項目。在此情境下，疲弱的財政主導將會轉為較強硬的財政主導形式，即使通脹最終走高，貨幣政策仍被迫維持低利率及進行赤字貨幣化。

大部份主要經濟體的政策利率可能介乎兩者之間，但由於疫情衝擊導致各國政府走出其各自的財政舒適區，現時出現各種極端情境的機會似乎比疫情前更大。因此，我們認為出現極端通脹情境的可能性已經增加。換言之，由不同財政政策推動的通縮或高通脹情境，發生的機率都已提高。

# 投資結論

長期展望論壇的目的是識別風險與機遇，預測長期趨勢，並為我們的投資組合建立保護機制，以及確立風險管理的優先重點。

## 低回報環境的現實

顯而易見的是，儘管今年發生了危機而資產市場仍持續錄得良好回報，但資產市場在未來三至五年的回報前景，將可能與過去十年的情況有所不同。從債券市場和股票市場的初始估值看來，很難想像各種政策干預措施能夠（有意或無意地）支持資產價格持續上漲，即使央行已竭力抵銷未來負面衝擊的影響。鑑於孳息處於歷來的低水平，加上股票估值高企，投資組合經理及資產配置人員理應調低對回報的預期，而非為了維持歷史回報水平而過度降低對質素的要求。過往也不乏例子顯示，投資回報持平或更差的情況可持續多年。過去十年的經驗不一定預示未來十年的情況。

我們預期在未來三至五年的大部份或全部時間內，政府債券孳息將大致維持窄幅上落。在未來一段長時間內，央行政策利率上升的機會應該不大，而且有下調的風險。倘若央行普遍轉向實施負政策利率，孳息將面臨下行風險；若貨幣和財政措施導致通脹預

期持續升溫，則會出現孳息上行風險。事實上，我們預期通脹在短期內上行的風險不大，但隨著時間推移，我們認為應利用國庫抗通脹債券、孳息曲線策略、房地產，以至商品投資，就通脹可能升溫作出對沖部署。

低孳息環境和追求投資回報的需要，可能會繼續為股市帶來支持，但初始估值因素應會抑制任何過度的樂觀情緒。事實上，借鑑日本過去數十年的長期歷史，以及歐洲在過去數年的較短期經驗，可見即使在非常低孳息的環境下，也無法保證股票收益會高過債券。

在經濟活動疲弱期間，盈利佔國內生產總值比重長期上升的情況可能會停滯或逆轉。這可能是政治及企業目標轉變、加強監管或增加對資本徵稅的結果，而即將舉行的美國大選將有重要的預示作用。

另外，我們還留意到與去全球化相關的風險，以及由環境壓力所引致的轉變，可能導致受影響公司出現擱淺資產。ESG（環境、社會及管治）考慮因素對我們的客戶日趨重要，而評估這些因素的影響力和重要性，一直是我們投資流程的核心部份。

## 2020年長期展望論壇嘉賓講者

### 博多夫 (Jason Bordoff)

全球能源政策中心創始董事；哥倫比亞大學國際及公共事務專業實務教授

### 卡尼 (Mark Carney)

聯合國氣候行動和融資特使；聯合國氣候峰會COP26英國主席的財務顧問；前英倫銀行行長(2013-2020年)；前加拿大央行行長(2008-2013年)；前金融穩定委員會主席(2011-2018年)

### 德拉吉 (Mario Draghi)

前歐洲央行行長(2011-2019年)

### 麥西納 (Jim Messina)

前美國白宮副幕僚長(2009-2011年)；前總統奧巴馬的競選經理(2012年)

### 墨菲 (Michael Murphy)

John McCain、Mitt Romney、Jeb Bush和Arnold Schwarzenegger的前高級策略師

### 賴斯 (Condoleezza Rice)

美國胡佛研究所新任所長；第66任美國國務卿；前國家安全顧問(2001-2005年)

### 羅默 (Christina Romer)

加州大學柏克萊分校經濟學教授；美國經濟顧問委員會前主席(2008-2010年)

## 信貸投資機會

信貸息差已接近低位，但我們會透過積極挑選公司和證券尋求增值。

在2020年3月市場流動性極度不足期間，各國央行紛紛提供支持以緩解信貸市場錯位的情況。然而，央行將無法保護投資者免受不斷上升的違約風險所影響，因為疫情引致持續停市停工期間，可能會對若干行業和發行人帶來不成比例的影響。我們認為，目前的環境並不利於一般信貸投資，但我們可充分利用全球信貸投資經理及研究分析師團隊的專長，在市場發掘機會。

我們繼續認為，美國機構按揭抵押證券是投資組合內相對穩定和具防守性的收益來源。至於美國非機構按揭證券和較廣泛的美國與全球資產抵押證券，則可於資本結構內享有優先地位，當宏觀經濟或市場出現意外的負面情況時，可展現較佳的下行風險狀況。

對於能夠撥出長期資本，以及承擔與私人投資相關的較高風險的投資者，私人信貸及私人房地產策略有機會提供具吸引力的回報，並獲取補償流動性不足的溢價。

## 全球機遇

如果歐元區能夠維持現時較穩定的局面，或對於主動型投資者來說，即使歐洲繼續一貫以來「進一步、退兩步」的發展模式，也將不乏可供發掘的投資良機。目前的主要不確定性在於，歐洲在疫情最嚴重期間所採取的貨幣政策減少政治化，而且在財政方面加強合作的情況能否持續下去，以應對個別國家的衝擊和挑戰。

面對新冠肺炎疫情危機，亞洲地區至今的表現仍較為穩定。我們預期亞洲亦可提供不少投資良機，包括積極挑選企業信貸的機會。

就初始估值來看，我們認為新興市場普遍可提供高於已發展國家的回報潛力。但另一方面，新興市場也可能出現更重大的顛覆情況，從而造成各種贏家和輸家。

---

## 我們認為主動型管理 對駕馭信貸風險至關重要。

---

在新興市場，與企業信貸一樣，我們堅信主動管理並非可有可無的奢侈品，而是為客戶投資組合發掘回報機會和管理風險所必需的關鍵技巧。

由於央行的政策利率似乎已處於或接近其最低水平，加上財政政策在短期和中期而言仍存在重大不確定性，我們預期匯率將可發揮緩衝和吸收衝擊的作用。我們預期貨幣市場環境可能會更趨波動，並將致力把握當中的機會，但會審慎釐定投資規模。

基於初始估值水平，我們並不預期已發展貨幣市場會展現任何重大的長期趨勢。短期內，全球經濟有望從疫情衝擊中復甦的週期展望，已令美元進一步走弱的可能性提高。但在長期框架內，不斷出現的顛覆情況可能會導致市場資金不時流向美元，因為許多投資者依然相信，即使在一個多極化的世界，美元仍然是最安全的避風港。

由於初始估值因素，新興市場貨幣與新興市場債券同樣具有較高回報潛力，但也會受到當地和全球的顛覆風險所影響。

### 壞消息可能真是壞消息

從長期角度來看，這段期間的投資回報不但可能較低，而且可能較為波動。作為投資者，我們應該及早作好準備。

在長期展望的初段，疫情發展及復甦形態的不確定性，將導致經濟和市場的波動性加劇。各國央行無疑會力挽狂瀾，但能否繼續發揮其抑制波動性的作用則尚未可確定。

我們認為，過去十年「壞消息就是好消息」，即市場預期央行的回應將主導宏觀經濟現實的情況，將難以持續下去。在未來三至五年，宏觀經濟方面的壞消息，很可能也會變成影響風險資產的壞消息。

雖然無法完全肯定地預測長期前景，但我們認為在未來這段可能持續推行試驗性貨幣政策和財政政策的時期，肥尾風險將會加

劇，即市場發生極端情況的機率增加。事實上，貨幣與財政政策之間的平衡出現轉變，所造成的長期影響仍未明朗，假以時日可能會引致各國出現廣泛不同的潛在宏觀和市場結果。

鑑於未來投資環境將更趨困難，加上經濟和市場波動性可能加劇，我們會將重點專注於保本，避免投資蒙受絕對損失的風險。我們亦認為在現時的投資環境下需要保持耐性，採取靈活的全球策略，盡量運用廣泛的投資工具，並在不同的司法管轄區尋求具吸引力的經風險調整回報機會。

在回報較低的環境下，超額回報將成為總回報中更為重要的一部份。能夠在週期內可靠地獲取超額回報的主動型投資經理，將有助客戶駕馭充滿挑戰的投資環境。品浩將竭盡所能，充分利用全球資源及不同行業專家的專長，致力協助客戶締造超額回報及管理風險，共同應對顛覆。

## 論壇簡介

品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇，在過去近50年久經歷練，已跨越各種不同市場環境。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。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來三至五年的經濟前景，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、通脹風險及流動性風險。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。**政府發行的通脹掛鈎債券 (ILB)** 是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。當實質利率上升時，ILB的價值下跌。**美國國庫抗通脹債券** 是由美國政府發行的ILB。**股票** 價值可能因實質及認知的一般市場、經濟及行業情況而下跌。**商品** 涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**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。**按揭及資產抵押證券** 可能對利率變動敏感，或須承受提早還款風險，而其價值或會因市場對發行人信譽的觀感而波動。儘管有關證券一般獲某些形式的政府或私人擔保支持，但並不保證私人擔保人將履行其責任。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而令投資組合的回報下跌。**私人信貸及股權策略** 涉及高風險，準投資者請注意，該等策略僅適合財政狀況穩健的人士，即無需有關投資具備流動性，並能承受經濟風險，包括可能損失全數投資。**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。

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。展望及策略可予更改，毋須另行通知。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。

**阿爾法值 (Alpha)** 量度經風險調整的表現，計算方法是比較投資組合的波幅 (價格風險) 與其相對於基準指數的經風險調整表現；阿爾法值是指相對於基準指數的超額回報。

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。本文包括的資料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。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人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。**品浩投資管理 (亞洲) 有限公司** (地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 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。資產管理服務及投資產品不會向未經許可獲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 L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。©2020年，品浩。