



週期市場展望

2023年10月

頂峰之後





作者：

Nicola Mai
執行副總裁暨主權信用分析師

Tiffany Wilding (衛艾婷)
董事總經理暨經濟學家

Andrew Balls (波以斯)
全球固定收益投資長

我們的週期展望論壇於9月首次在倫敦舉辦，當地的經濟狀況反應了全球的動態。

英國央行 (BOE) 漫長的升息週期已近尾聲。緊縮的貨幣政策加劇了英國金融市場的波動，市場擔心英國經濟可能即將停滯或陷入衰退。

各國持續盡力抑制後疫情時代下飆升的通膨，全球都在上演類似的情境。各國央行的政策利率頂點各不相同，但都正以不同的步伐邁入緊縮週期的尾聲。

我們相信經濟成長和通膨都已達頂峰。我們預期不同的已開發經濟體會有不同程度的放緩，而有些狀況下會萎縮。隨著財政支持的來源減少，加上貨幣緊縮政策產生的效應在延遲一段時間後，對全球經濟造成更顯著的影響，總體經濟在今年表現出的韌性，可能會在明年轉趨疲弱。

根據各國對利率變化的敏感度不同，這種集體放緩的狀況也可能會因地而異。不動產市場和抵押貸款的結構性差異也將扮演不同角色。我們針對未來6到12個月的週期展望期間，得出5大經濟主題和3大投資主題，下文將近一步說明。

面對當前的環境，我們強調全球性的投資機會，並將利率的相關部位在不同的到期日和國家間分散配置。就當前的價格水準，我們認為股票等風險較高的資產，並未充分反應出經濟可能陷入更深衰退的下檔風險。

名目和通膨調整後殖利率均高於過去十年來的水平，加上通膨趨緩，我們更加看好固定收益的前景。一如既往，在基期假設以外的情境中，我們也會針對廣泛的總體經濟和市場結果布局投資組合。



經濟展望： 前景疲弱且分歧

今年為 PIMCO 倫敦辦事處成立第 25 週年。英國現在是全球第二大資產管理中心，亦為 PIMCO 第二大交易廳所在地，凸顯了國際客戶的重要性。倫敦作為我們歐洲、中東和非洲地區的總部，已擴大至下涵 8 個辦事處。

首次於美國以外的地方舉辦週期展望論壇，強化了我們論壇流程的一些關鍵目標，例如培養全球性思維，並挑戰固有的假設與偏見。

去年，由於英國政府增加無金援支出，導致市場爆發負債驅動型投資 (LDI) 危機，使得英國主權債券 (Gilts) 遭拋售，英鎊亦下跌。

在我們 2023 年 6 月號 **長期展望報告**《餘震下的經濟》中，我們指出負債驅動型投資危機可能是全球長期財政問題的警訊。這在目前全球政府面對日益增加的負債壓力下，顯得格外重要。當中包括全球最大的主權債券發行國—美國，在 8 月受到惠譽調降其 AAA 級信用評等。本次論壇，我們很榮幸邀請到前英國央行貨幣政策副行長比恩 (Charlie Bean) 擔任演講嘉賓，與我們共同探討相關議題。

儘管論壇舉辦地點有助於引起更多對美國以外市場的關注，我們仍沿襲傳統，透過週期展望論壇探討經濟和投資的最新機會與風險，並制定未來 6 至 12 個月的展望。我們歸納出 5 大經濟主題。



1) 貨幣拖累效應開始後，經濟韌性和財政支持將消退

美國著名經濟學家傅利曼 (Milton Friedman) 曾表示，貨幣政策的「延遲效應漫長且多變」。我們認為財政政策亦同。今年經濟所展現的韌性，很大程度上要歸功於財政支持；美國赤字擴大，且疫情相關的刺激政策為家戶帶來充足的儲蓄。

而這種支持將逐步消退。美國財政政策將轉趨緊縮，而近期高漲的通膨將侵蝕財富的實質價值，包括因疫情期間的政府補貼而積累的家戶超額儲蓄。我們的分析顯示，家戶在疫情期間累積的流動資產(見圖1)，其實質價值可能會在週期展望期間內耗盡。

隨著財政支持退場，貨幣緊縮政策帶來的拖累也將加劇。正如我們在長期展望報告中所指出，由於債務處於高檔，以及通膨受到後疫情金援推升，未來的財政應對方案將受到侷限。

的確，有些因素可能會削弱此次貨幣政策的影響。民間持有大量資金以獲取較高利率。這也是各國央行第一個支付準備金利息的大型緊縮週期。

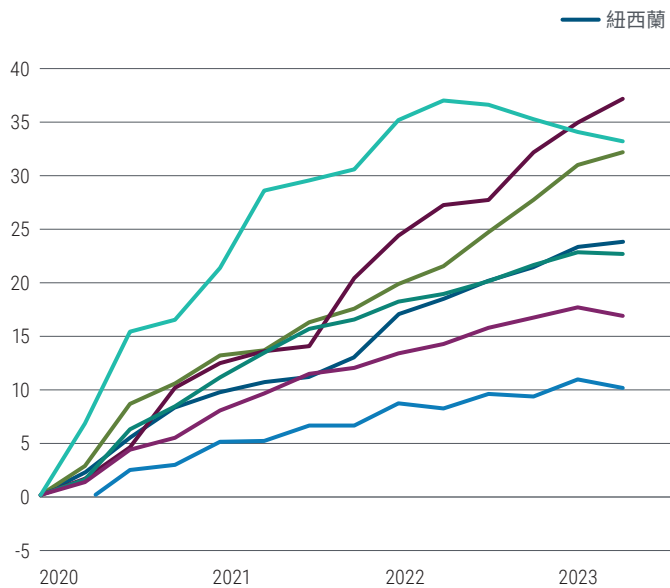
殖利率曲線倒掛，短債的殖利率高於長債，有利於家戶的淨利息收入，因為他們通常擁有短期資產和長期負債。

此外，家戶和企業已經延展了債務的到期日，使得利率上升的影響可以漸進地被消化。各國央行大幅購入固定收益資產，意味著政府承受了近期較大部分的債券價格跌幅。

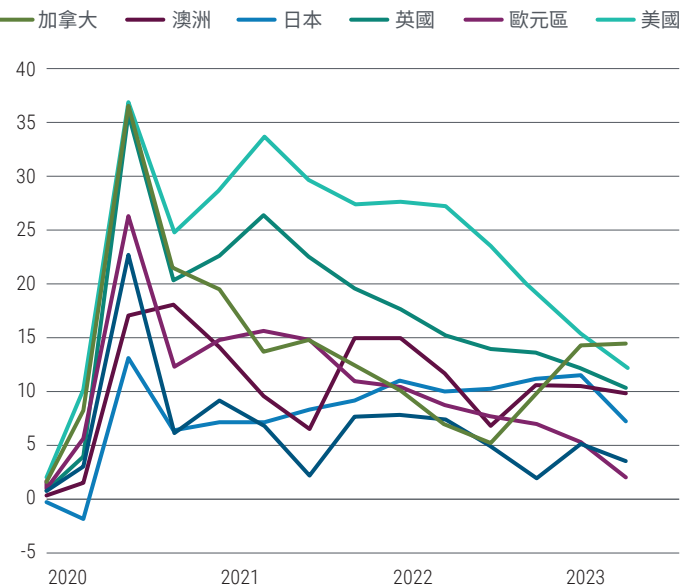
儘管如此，我們相信經濟疲軟即將到來。我們預期明年失業率將上升，使央行利率回歸正常的中性水平。

圖1: 疫情高峰過後，已開發經濟體的家戶流動資產實質價值將逐步遞減

家戶流動資產，相較於2019年第4季的變動百分比-名目



家戶流動資產，相較於2019年第4季的變動百分比-實質



家戶流動資產的包括家戶所持有的現金、存款以及貨幣市場基金。資料來源：PIMCO、經濟合作暨發展組織、各國國家統計局及央行，截至2023年9月11日。

2) 經濟成長和通膨已達頂峰

在美國帶領下的全球經濟，即使經歷現代史上最快速的緊縮週期之一，仍展現了驚人的韌性，這引發了市場上對貨幣政策有效性的質疑。

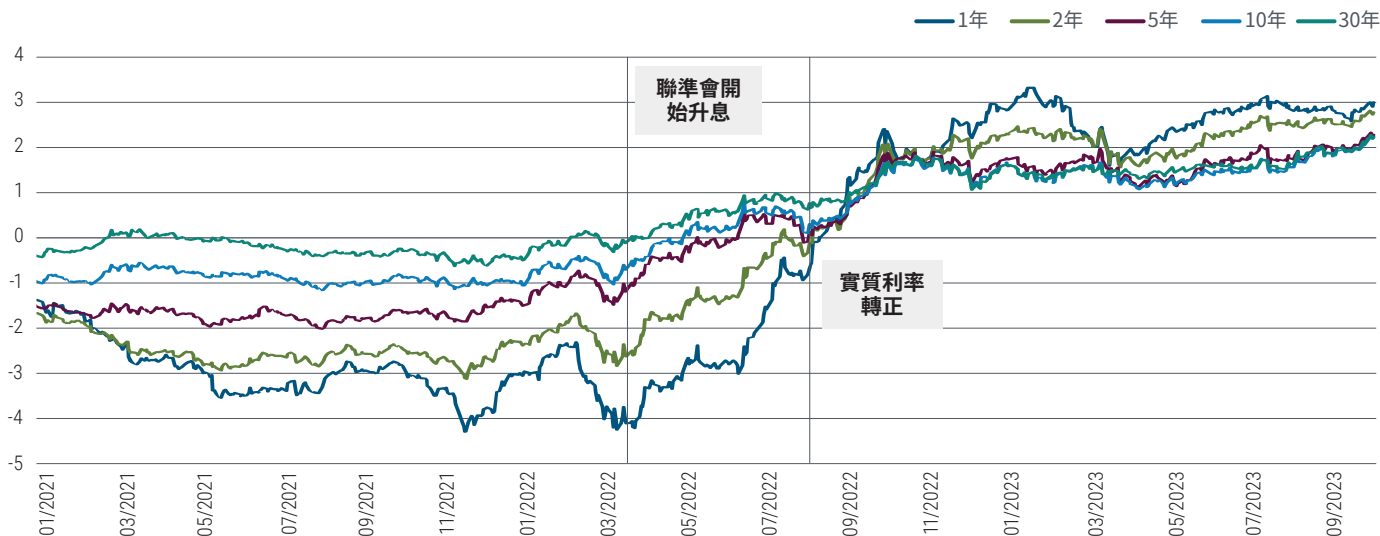
我們探討了疫情以及相關政策回應，是否會導致更長的貨幣政策延遲期間；又或者長期中性實質政策利率的上升，是否需要更多的緊縮政策。(中性利率 R^* 是指長期而言讓經濟達到完全產能，並符合目標通膨率的預估利率。)

我們認為當前主要受到延遲效應影響。經濟成長已達頂峰。隨著經濟成長在今年稍晚和2024年開始放緩，我們預期經濟將會從具韌性轉為疲弱。

財政阻力即將出現，尤其是在美國。信用成長明顯放緩，以及銀行收緊放款標準，我們認為貨幣政策仍然有效。

圖2: 美國實質利率自 2022 年底才回升至零以上的水平

美國實質利率 (%)



資料來源：PIMCO、彭博，截至2023年9月29日。

我們認為通膨也已達頂峰。在多數的已開發經濟體中，總體和核心通膨均已從高位回落，以不同的速度下行。除非勞動力市場疲軟，否則僵固的薪資通膨可能繼續支撐核心通膨。

我們預估到了2024年底，美國和歐洲的核心通膨將會來到2.5%至3%的區間。

我們預期經濟成長放緩、失業率上升，以及其他因素，將使通膨降溫 (詳情請參閱近期**專家觀點**《財政計量與全球通膨展望》)。

我們預期隨著經濟成長在今年稍晚和2024年開始放緩，經濟將會從具韌性轉為疲弱。

3) 軟著陸是反常的情境

值得注意的是，當景氣循環週期初期面臨高通膨，歷史上少有央行能夠實現軟著陸，或避免經濟衰退。

我們分析了已開發市場自1960年至今的140個緊縮週期。當央行將政策利率上調400個基點或更多時，經濟幾乎都以衰退收場，包括美國聯準會、歐洲央行、英國央行在此次週期中的表現。

在過去的緊縮週期中，較好的經濟表現通常都與供給面的擴張有關。後疫情時代的供應鏈正常化，以及受人工智慧驅動的生產力提升，也可能有所幫助。然而，這些因素隨著景氣循環週期演進，對生產力的提升能做出多少貢獻，仍有待觀察。

家戶和企業財務起始狀況良好，以及主動的金融穩定政策，例如英國央行介入負債驅動型投資危機，或美國聯邦存款保險公司在今年初的特殊情況下快速延展銀行保險，也都是額外的助力。這些政策迄今為止已成功阻止經濟衰退。

然而，歷史經驗告訴我們，緊縮的金融條件會提高金融市場出現意外的風險，市場內也存在脆弱的領域，例如私募信用、商用不動產和銀行貸款。

亦存在中國相關的風險。受到不動產市場拖累，中國經濟復甦力道低於預期。根據中國國家統計局的數據，原本預期將趨於穩定的房屋投資，於今年8月份較去年同期下降了7.5%。

若要穩定中國不動產業和整體經濟，可能會需要更多的刺激方案。刺激不足或太慢，會有風險。在下行情境中，2024年的經濟成長可能進一步減速至3%，我們目前的基期假設則為4.4%。這將抑制中國對全球商品和服務的需求，對全球經濟造成壓力。

中國政府仍有足夠的能力和工具來避免這種不利的情況。我們預期持續的寬鬆政策將會為經濟成長提供支持。更多財政支持，包括擴大中央政府的赤字，和提高地方政府特別融資債券的發行，透過基礎建設資本支出或減稅，可望幫助提振國內需求。我們認為中國政策利率可能從目前的2.65%進一步下調。政府近期已呼籲加強反景氣循環總體政策的力度，防止經濟急劇減速。

4) 經濟衰退的風險似乎高於市場預期

我們的基期假設是經濟成長表現不佳，且通膨降溫。市場，尤其是風險性資產市場，反應的是「完美通膨降溫」的情境，即經濟成長依然穩健，而核心通膨則快速向央行目標靠攏。我們認為這樣的價位反應投資人過於鬆懈。

我們預期已開發經濟體的成長率將會在未來幾季呈現不同程度的放緩，其中利率敏感度最高者的表現會最差。歐洲和英國的經濟看起來較為脆弱，因為與中國的貿易連結，以及能源衝擊，都持續對其貿易與投資造成影響。美國的經濟成長將放緩，在停滯和微幅衰退之間擺盪。

我們預期失業率的升幅將高於市場和央行的預期，美國約上升1個百分點，歐洲則略低。

5) 貨幣政策路徑將出現分歧

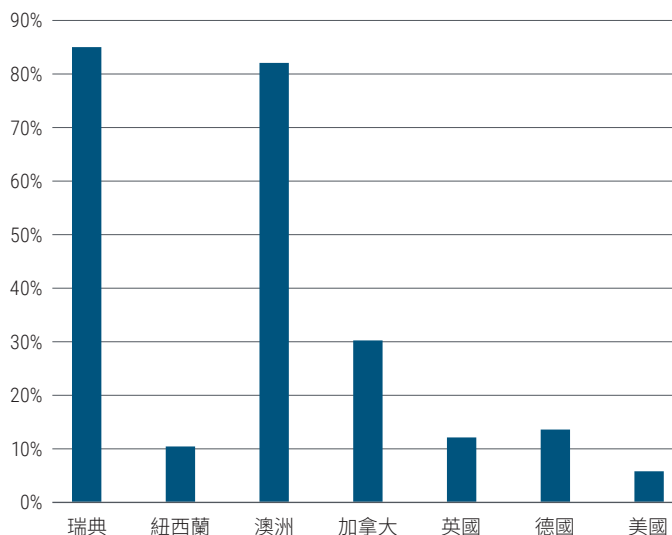
對經濟放緩程度的預期仍不明朗，並且會因經濟體不同而異。

通膨降溫的速度相對緩慢，意味著央行不太可能及時出手振興經濟成長。我們認為全球主要央行，包括聯準會、歐洲央行和英國央行，都已處於或者接近緊縮週期的尾聲，但由於控制通膨仍為要務，因此它們將謹慎面對降息。

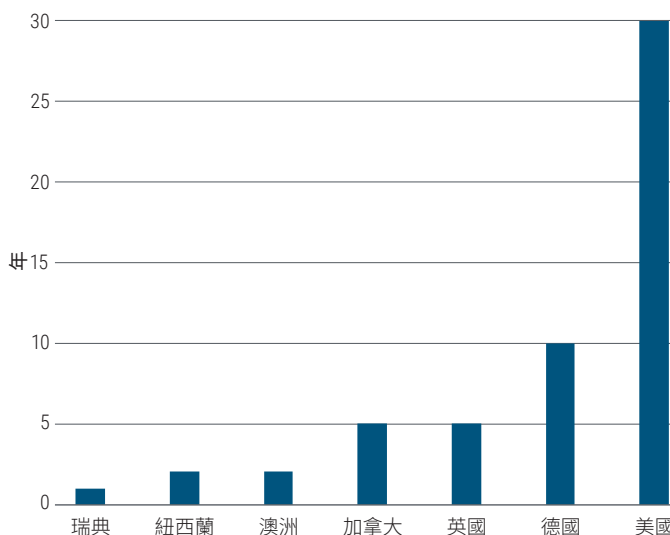
我們認為貨幣政策存在許多分歧的空間。利率敏感度較高的經濟體，如澳洲、紐西蘭和加拿大，通常擁有較高的家戶負債以及浮動利率貸款（見圖3），因此可能會受到更嚴重的衝擊。我們認為利率正常化的來臨，可能會快於市場預期。

圖3:各國的抵押貸款結構可能截然不同

浮動利率抵押貸款占比



典型抵押貸款年限



浮動利率抵押貸款占比資料來源：澳洲統計局、加拿大銀行、英格蘭銀行、歐洲央行、美國聯邦房屋金融機構、紐西蘭儲備銀行截至 2023 年 8 月 (英國、紐西蘭)、2023 年 7 月 (瑞典、澳洲、加拿大、德國)、2023 年 6 月 (美國)。典型抵押貸款年限資料來源：澳洲儲備銀行 (RBA)，歐盟執委會，惠譽評級，摩根士丹利研究 (截至 2023 年 9 月)。

其他方面，我們預期中國人民銀行 (PBOC) 將持續溫和調降政策利率。由於通膨高於以往，我們預期日本央行 (BOJ) 明年將逆勢調高其政策利率。

我們認為新興市場將存在許多分歧。較傳統的央行，如巴西和墨西哥，升息的時點較早，大多先於聯準會，因此能夠相對快速地實施寬鬆貨幣政策。反觀其他央行，如波蘭和土耳其，則相對受限。

投資啟示： 不同情境下，債券前景皆強勁

我們的基期預測顯示，通膨將持續降至央行目標，但薪資壓力的降溫則需更長的時間。

除基期預測外，我們在制定投資結論時亦會考慮其他情境下的相對風險，並在建立投資組合時保持警覺，以避免意外的上行和下行風險。這些情境包含「硬著陸」-經濟成長和通膨迅速下降，以及「進一步過熱」-經濟成長保持穩定，而通膨再加速。

我們得出以下3大投資主題。

1) 基於當前起始殖利率和經濟展望，固定收益前景具吸引力

我們相信經濟成長和通膨已達頂峰，且經濟衰退的風險高於市場所反應的水平，這為固定收益投資回報的正面展望提供支持。在近期升息後，起始殖利率（通常與投資回報高度相關）極具吸引力。實質和名目殖利率均達過去10多年來未見的水準（見圖4）。

目前的高品質債券殖利率大約介於 5%-8%。相較預期的股票投資報酬，高品質債券看起來非常具吸引力，且能在經濟衰退時提供下檔保護。在現今高債券殖利率水準下，即使通膨僅趨於我們預測區間的上緣，債券仍具吸引力。而這些殖利率可以在不確定的環境下，為投資人提供緩衝。

圖4：已開發經濟體之名目及實質10年期利率



資料來源：PIMCO、彭博，截至2023年10月2日。英國實質利率經消費物價指數調整。所有利率均為10年期公債。

我們也預期明年當通膨回到央行目標水準時，債券和股票將恢復典型的負相關性；即股票表現不佳時，債券表現良好，反之亦然。

通膨不確定性增加和對政府債務的擔憂，例如英國的負債驅動型投資事件，以及惠譽在2023年8月1日將美債降評，應有助於重新建立已開發經濟體適當的期限溢酬（相較於持有短天期債券，投資人因持有長天期債券而獲得的報酬補償）。舉例而言，紐約聯邦儲備銀行對於美國10年期公債期限溢酬的衡量指標，過去兩年來於上個月首度出現正值。

我們評估中性利率將維持在與疫情前相似的水準。這將有助於鎖定固定收益報酬；加上更高的期限溢酬，殖利率曲線將隨著時間推移而重新趨於陡峭。

2) 我們著重於全球性的投資機會，以及多元化的債券風險和報酬來源

貨幣政策、財政政策和超額儲蓄消耗的影響，將會在不同國家間以不同的速度體現。能源價格、俄烏戰爭以及對中國的曝險，對不同地區的影響也相異。因此，我們預期各國的高品質固定收益投資報酬也會有更大的差異。

相較於我們在週期展望以及更長遠期間的預期，目前全球固定收益的殖利率高，且非常具有吸引力。我們將維持增持存續期，並在殖利率進一步上揚時增加配置。

美國近幾週已帶領全球殖利率上揚，而美國的存續期（衡量債券對利率變動的敏感度）本身即提供了具吸引力的報酬潛力。我們亦在其他地區看見非常好的投資機會，如澳洲、加拿大、歐洲和英國，這些國家對於利率敏感度不同，對於量化緊縮的縮減路徑亦不同，即央行資產負債表上的持券逐漸減少。

由於各國央行根據通膨和勞動市場動態設定各不相同的緊縮門檻，我們認為降息週期可能會有不同的時點。

經歷數十年的緩慢成長及通膨後，日本央行仍試圖結束其殖利率曲線控制（YCC）政策，並可能在其他央行開始降息時，反向升息。我們看見日本殖利率上揚的可能性。

我們認為多元布局於存續期和殖利率曲線，將帶來廣泛的好處，幫助投資人鎖定更高的風險調整後報酬。歷史上，全球多元化配置可以帶來更高的單位波動報酬。這對目前的環境來說非常重要，尤其是考慮預期報酬，以及基期預測情境下相關風險的分歧。

歷史上，全球性的多元配置有助於增加固定收益的風險調整後報酬。

3) 我們需要布局廣泛的總體經濟和市場結果

針對我們的基期假設情境，我們密切監控相關風險，並相應地管理投資組合。這意味著在保持靈活與流動性的同時，留意不同投資機會的相對價值。整體而言，我們相信目前對高品質債券來說，仍然是一個非常好的環境。

在現在的氛圍下，現金可能具有吸引力，基於短債殖利率處歷史高點；且當其他機會來臨時，也有彈性可以轉作其他投資。但這樣的彈性卻也附帶風險：現金收益稍縱即逝。

我們相信較長天期債券能為投資組合提供更好的韌性，不僅有具吸引力且能長期鎖定的收益，同時也在經濟衰退下，提供價格上漲的潛在優勢。我們認為風險在高通膨和成長下行的不同情境間，已經變得更加平衡，而債券殖利率和價值也變得越來越有吸引力。考慮到我們基期假設情境中存在的風險，為了應對高於預期的通膨，投資組合可以透過通膨連結債券強化其韌性。

因為經濟衰退的風險，以及市場上對較高債信品質的偏誤，我們仍謹慎看待公司債。聚焦於個別產業將可以幫助消弭廣泛的經濟不確定性（詳情請參閱近期**專家觀點**《駕馭現今的信用市場—Mark Kiesel 與Jamie Weinstein問答集》）。

我們對較低品質、浮動利率公司債資產抱持擔憂，例如在銀行貸款及某些傳統私募信用資產中，我們已經開始看到高利率帶來的壓力。

在我們的許多策略中，特別強調美國機構抵押貸款，著眼於其高品質、政府擔保、穩健的流動性和具吸引力的估值。在信用債方面，我們整體偏好證券化投資和結構債。

利率上升、銀行資產負債表備受挑戰、監管壓力等，都為消費和非消費性的私募貸款創造具吸引力的機會。我們看到機會型私募投資在公司債和不動產領域獲得支撐。

有鑑於新興市場通膨降溫的進度及當前實質利率水準，我們亦看見分散投資於特定新興市場帶來的優勢。類似於已開發市場，我們預期新興市場的通膨降溫速度將相異。部分新興市場央行，在高利率和通膨降溫的背景下，已經開始放寬政策。在許多新興市場國家，通膨下降的速度比已開發市場更快。

因此，許多新興市場國家的經濟背景已經轉變為支持成長、資產價格和貨幣升值。不過，由於中國的經濟成長仍然黯淡，加上全球貨幣緊縮政策的影響，2024年的新興市場成長仍可能面臨挑戰。

在近期的走強之後，我們對美元整體保持中立，並專注於外匯利差交易。

論壇簡介

PIMCO為全球主動式固定收益領導品牌，在公開發行與私募市場皆具堅強的投資實力。我們的投資流程奠基於長期經濟展望論壇與週期經濟展望論壇。來自全球的投資專家每年四次一同探討全球市場和經濟情勢，掌握具備深遠影響的投資趨勢。論壇討論範圍廣泛，並融合行為科學研究，藉此激盪構想、挑戰既有假設、克服認知偏誤、以及凝聚多元觀點。

在一年一度的長期展望論壇中，我們聚焦於未來5年的經濟前景，讓我們在布局投資組合的過程中，掌握全球經濟結構性變化及趨勢帶來的投資機會。我們深信多元投資觀點是締造優異投資成就的關鍵。故此，我們邀請諾貝爾經濟學獎得主、決策官員、投資人、與歷史學家，從多元的角度為我們帶來真知灼見。此外，PIMCO全球諮詢委員會亦積極參與討論，委員會成員均為享譽全球的經濟和政治專家。

週期展望論壇每年舉行三次，聚焦於展望未來6至12個月的經濟前景，分析各個主要已開發經濟體和新興市場經濟體的景氣週期動態，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評價的潛在變化。

所有投資均有風險且可能造成損失。投資於債券市場須承受若干風險，包括市場風險、利率風險、發行機構風險、信用風險、通貨膨脹風險以及流動性風險。大多數債券以及債券投資策略之價值會受到利率變動的影響。若屬存續期較長的債券或債券策略，其敏感度與波動性大多高於存續期較短的券種；當利率走升，債券價格通常會下跌，且低利率環境亦提高此風險。債券的交易參與量縮減，可能導致市場流動性降低，以及價格波動加劇。債券投資贖回時，其價值可能高於或低於原始購債成本。投資於外幣計價及／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，相關風險可能更高。不動產抵押貸款證券和資產擔保證券可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管該類證券通常由政府、政府機構或私人提供擔保，但不保證擔保人必然履行相關責任。文中提及機構和非機構抵押貸款支持證券是指在美國發行的抵押貸款。由吉利美 (GNMA) 所發行的美國機構房貸抵押證券享有美國政府全額信用擔保。房地美 (FHLMC) 和房利美 (FNMA) 所發行之證券，提供按時償還本金與利息之機構擔保，但不享有美國政府全額信用擔保。私募信用涉及投資帶有低流動性風險的非公開交易證券。投資於私募信貸的投資組合可能以槓桿策略進行操作，並涉及投機行為，進而增加投資虧損的風險。投資於房地產的房地產和投資組合的價值可能會因為：事故損傷或判決損失而波動。衍生工具可能涉及若干費用及風險，例如流動性、利率、市場、信用與管理風險，以及無法在最有利的情況下平倉的風險。投資於衍生性金融商品的損失金額，可能大於原始投資金額。特定一檔證券或一整類證券的信用品質，並不足以確保整體投資組合的穩定或安全必然無虞。多元配置概不擔保絕無損失。

文中所有預測、估計及若干資訊均係得自專有研究結果，不應視同投資建議、要約或招攬，亦不應視為任何金融工具的買賣。預測與估計存在若干固有侷限，且不同於過往實際表現，不反映實際交易情況、流動性限制、費用與/或其他成本。此外，有關未來表現的陳述亦不應視同預期或承諾客戶投資組合可能達到相同表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述與聲明，均以當前市況為準，往後的市場狀況仍將有所波動。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資人。個別投資人應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資人做出投資決策前，應先諮詢投資專業人士之意見。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。PIMCO僅向符合資格的機構、金融中介機構及機構投資人提供服務。個別投資人應諮詢財務專業意見，根據自身財務狀況做出最適合的投資選擇。

本資料包含基金經理人見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在其他刊物引述本資料的任何內容。

過去績效並非未來指標。所有投資均有風險且可能造成損失。本資料包含基金經理人見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。PIMCO僅向合資格機構及投資者提供服務。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。品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理 | 本境外基金經金管會核准或同意生效，均不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。此外，依金管會規定，境外基金投資於中國大陸證券市場僅限掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過基金淨資產價值之20%；基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為中國大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。投資前請詳閱基金公開說明書有關投資風險之說明。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至<http://www.pimco.com.tw>或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw>查詢。本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段 68 號 40 樓，電話：(02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(112)金管投顧新字第 015 號。