



週期市場展望
2024年4月

市場趨向各異 投資多元分散



作者：**Tiffany Wilding (衛艾婷)**
PIMCO董事總經理暨經濟學家**Andrew Balls (波以斯)**
PIMCO全球固定收益投資長

隨著主要經濟體發展軌跡的差異更顯分歧，全球投資版圖將在未來幾個月發生變化。各國央行在面對疫情之後皆採取緊縮政策以抑制通膨，但降息路徑可能會有所不同。在許多大型、已開發經濟體放緩時，美國卻維持驚人的動能，並持續受到一些因素的支撐。

在未來6至12個月的週期展望期間內，這些成長驅動力能令美國通膨水準盤桓在聯準會2%的通膨目標之上。我們仍預期美國聯準會與其他已開發國家央行相似，將在年中開始政策的正常化。然而，聯準會後續的降息路徑可能會是更為漸進式地。

美國經濟仍可能達成軟著陸。事實上，無論是股票的市場價格或者是聯準會的最終政策利率，在很大程度上都排除了經濟衰退的可能性。然而，我們相信在前所未見的全球供需衝擊之後，無論是衰退或者是通膨再起的風險仍然高。

在這樣的不確定性下，債券的名目和通膨調整後殖利率皆具吸引力，同時也具有抵禦各種經濟狀況的潛力。鑑於目前平坦的殖利率曲線，我們認為中期債券可在現金及長債間提供一個甜蜜點。現金的收益率轉瞬即逝，當央行開始降息時現金收益率就會下降；而長債則可能面臨主權債增加所帶來的供給壓力上升。

我們認為美國以外的債券市場特別具吸引力，因為其他已開發市場的通膨風險較不明顯、且衰退風險較大。我們尤其偏好英國、澳洲和加拿大。有鑑於美國經濟展現的韌性，相對於非歐元和其他歐洲貨幣，我們更看好美元。

我們持續偏好美國不動產抵押證券及其他高品質資產具吸引力的殖利率和報酬潛力。在利率居高不下時，企業借款人和銀行等傳統貸款人將面臨更大的壓力。在私募市場，我們看到資產抵押和特殊融資的投資機會持續增加。

現今的環境凸顯了全球多元配置、謹慎風險管理，及透過主動式管理建構具韌性投資組合的重要性。我們預期股與債間傳統的負相關性將回歸。當經濟衰退風險再度上升時，固定收益投資將有上漲的潛力。

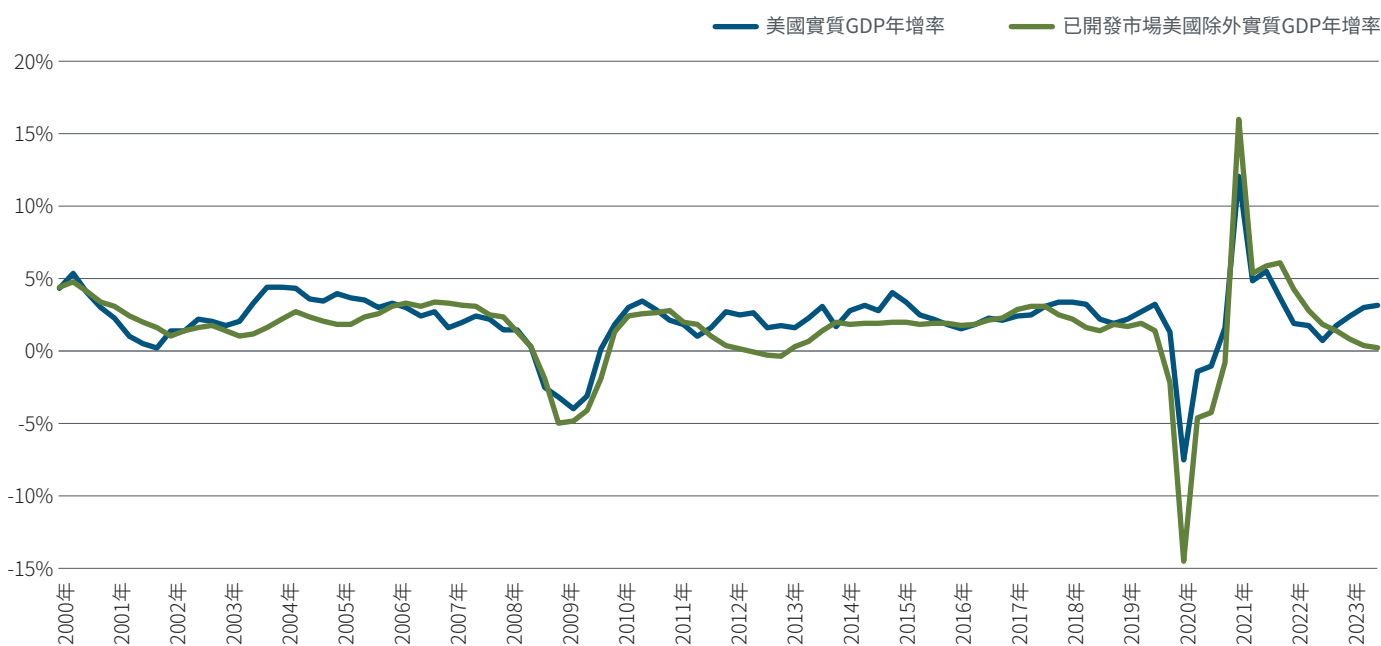


經濟展望： 全球經濟停滯之際，美國可望持續出色

在2024年1月出版的週期市場展望報告《準備著陸》中，我們預期隨著緊縮貨幣政策的效果顯現，今年全球經濟狀況將陷入停滯至溫和緊縮。迄今，這種情況在美國以外的所有已開發經濟體普遍

上演。儘管英國、瑞典和德國出現技術性衰退、其他地方成長停滯，美國仍將其2023年經濟的強勁力道延續至2024年初（見圖1）。

圖1：美國和其他已開發國家經濟成長分歧



資料來源：Haver Analytics, PIMCO, 截至2024年3月。已開發市場包括歐元區、英國、澳洲及加拿大。

我們相信美國經濟成長可能已達頂峰，且將在今年逐漸減速並向其他已開發經濟體靠攏。然而，為美國經濟提供韌性的一些因素，可能會在較長的一段時間內持續為（仍在放緩中的）美國經濟提供支持。我們認為主要有下列五項因素：

1) 相較其他地區，疫情相關的較大規模財政刺激與居高不下的聯邦赤字提振了美國的需求。

可以肯定的是，尤其是對於中低收入家戶而言，美國的儲蓄餘額已大幅下降，且在週期展望期間內，也將持續被高於目標的通膨率所侵蝕—而這也是進一步相信美國成長趨緩的原因。

然而，其他已開發經濟體的儲蓄餘額估計更是完全耗盡。美國消費者更願意承擔債務以使消費趨於平穩。因此，美國的一些週期性突出表現可能將持續。

2) 事實證明，其他經濟體對高利率的敏感度高於美國。

在其他已開發經濟體，透過較高利率成本的消費貸款和短期、浮動利率房貸，貨幣政策的傳導效果迅速發生。相較之下，美國家戶因為較低的固定房貸利率而較不受聯準會升息影響，同時間卻可受惠於較高存款利率。此外，緊縮的信用條件和整體經濟的放款流量下降，並無如往常般造成經濟成長放緩；政府移轉支付造成的較高儲蓄率，降低了對信貸的依賴。

即使美國區域性銀行疲弱，大部分持有高品質、低利率債券者—包括聯準會、大型銀行、外匯存底管理者和家戶（僅舉數例）—都順利地承接住因升息導致按市值評價所造成的損失，沒有引發系統性事件。其他對利率較敏感的經濟領域，包括商用不動產、銀行貸款市場，則仍潛藏脆弱性。總的來說，我們認為這些風險在美國整體經濟中是可控的。

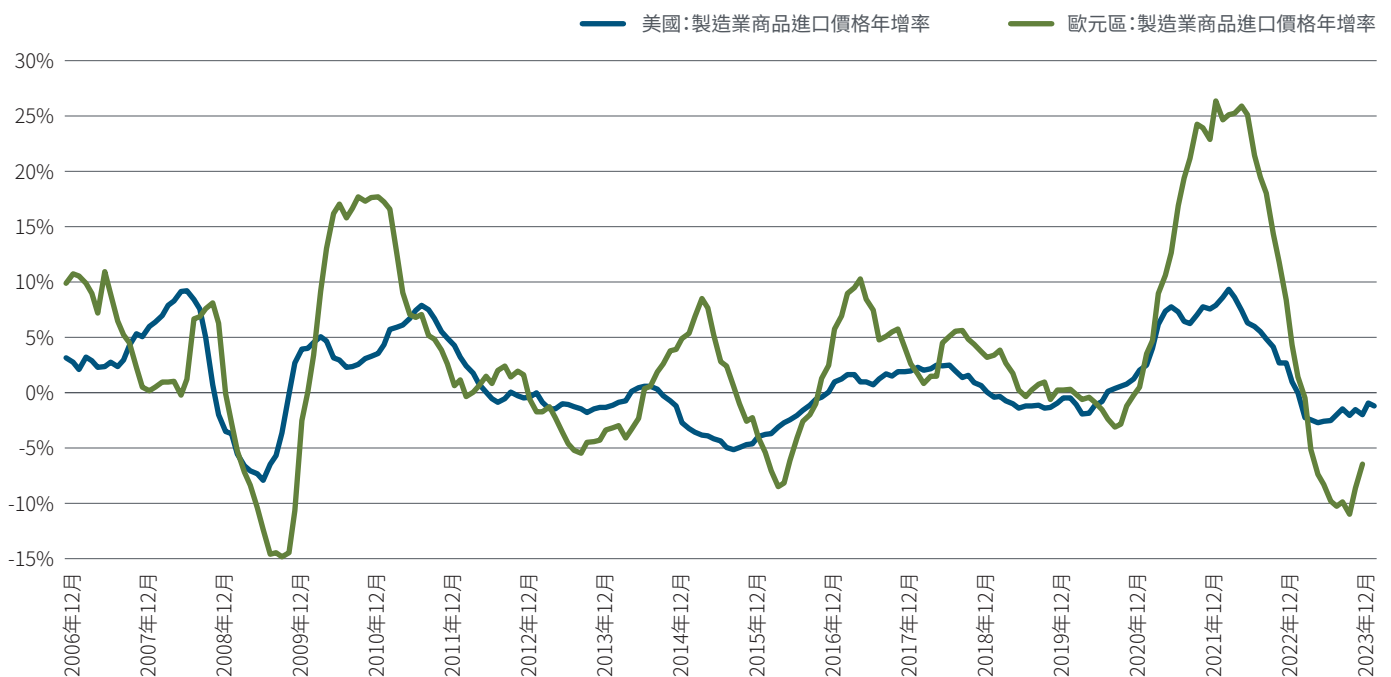
3) 比起美國，歐洲和東南亞較難不受中國進口競爭的影響。

最近的美國立法，如2022年的《降低通膨法案》透過國內製造商品的稅收減免，促進了美國國內的產業發展。美國經濟成長對出口的仰賴也低於許多國家，同時也受惠於負擔得起的國內能源。此外，美國持續對中國出口商品徵收關稅。

為了在房地產行業嚴重低迷下維持其成長目標，中國善用其能力來補貼製造商。這使得中國製造商能夠出口廉價商品，尤其是在電動車和太陽能基礎設施等再生能源投資領域。這可能會加劇全球通貨緊縮的力道，影響程度視區域而不同（見圖2）。

中國也試圖廣泛地提升低品質商品的生產效率；東南亞國家原先受惠於西方供應鏈的多元化，如今則可能面臨壓力。同時，中國將高端製造作為政策重點；歐元區，尤其是德國，似乎處於相對劣勢。

圖2：歐洲的海外製造商品進口價格跌幅大於美國



資料來源：Haver Analytics、PIMCO，截至2024年3月。

4) 美國企業處於人工智慧科技的前緣，在實現生產力提升之前，甚至就創造了顯著的財富效應。

美國在全球人工智慧創新競賽中的領先地位，得益於其充滿活力的新創生態系統、充沛的私募股權資金，和先進的半導體製造技術。美國的出口管制雖不完善，但可能會持續限制中國的進展。

基於強勁股票表現及豐沛可用資本帶來需求增加的財富效應，在生產力提升引發通貨緊縮前，人工智慧的榮景在短期內可能會造成某種程度的通貨膨脹。儘管仍有導入落後及影響程度的問題，我們樂觀地認為人工智慧可望在長期展望期間內達到生產力的提升。

5) 美國總統選舉結果的風險平衡，傾向於略支持美國經濟成長，但可能不利於其他領域的政策。

11月的美國大選可能成為全球地緣政治和貿易的轉折點，我們將持續關注對投資板塊風險變動的影響。

川普再次當選總統可能會對北約造成壓力，並專注於採取更激進的保護主義貿易政策。上述發展再加上美國國內管制鬆綁和特定減稅的延長，儘管會對美國國內生產力和經濟動能帶來潛在的長期成本，但在週期展望期間內可能支撐美國經濟成長和通膨。

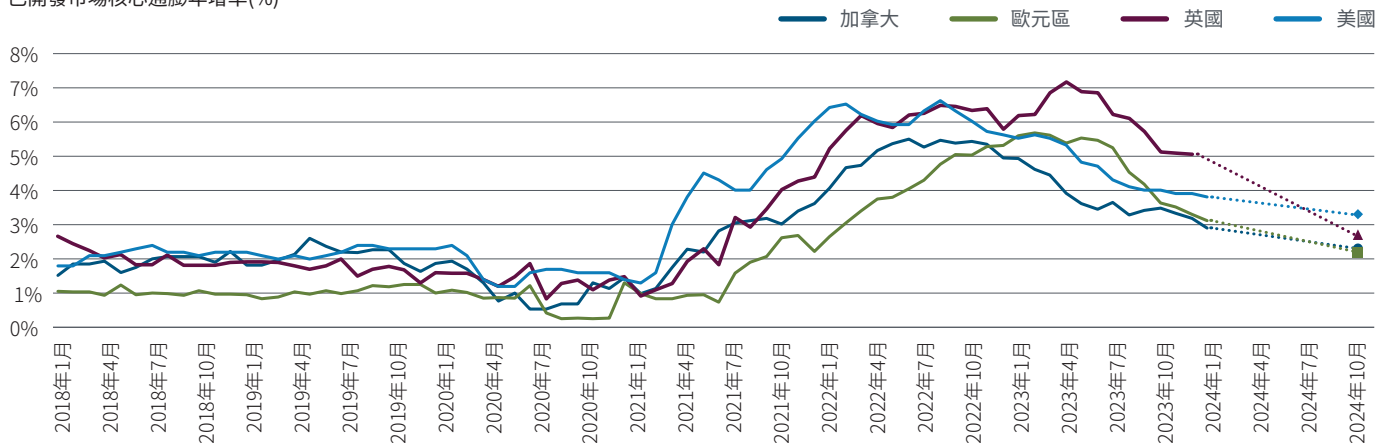
如果拜登總統贏得連任，他可能會延長川普2017年的多項減稅政策，擴大兒童稅收抵免，並保持第一次任期中所實施的美國優先產業政策。

對通膨和全球分歧的影響

這些支持美國經濟成長的因素也可能導致美國2024年通膨更加僵固。隨著全球通膨降溫（見圖3），我們認為美國核心消費者物價指數在年底時可能會落在3%至3.5%之間。我們認為，聯準會所偏好的通膨衡量標準 - 個人消費支出通膨 - 到年底時可能會達到2.5%至3%的水平，而歐元區的通膨平均可能為2%至2.5%。

圖3：已開發市場通膨以不同速度降溫

已開發市場核心通膨年增率(%)



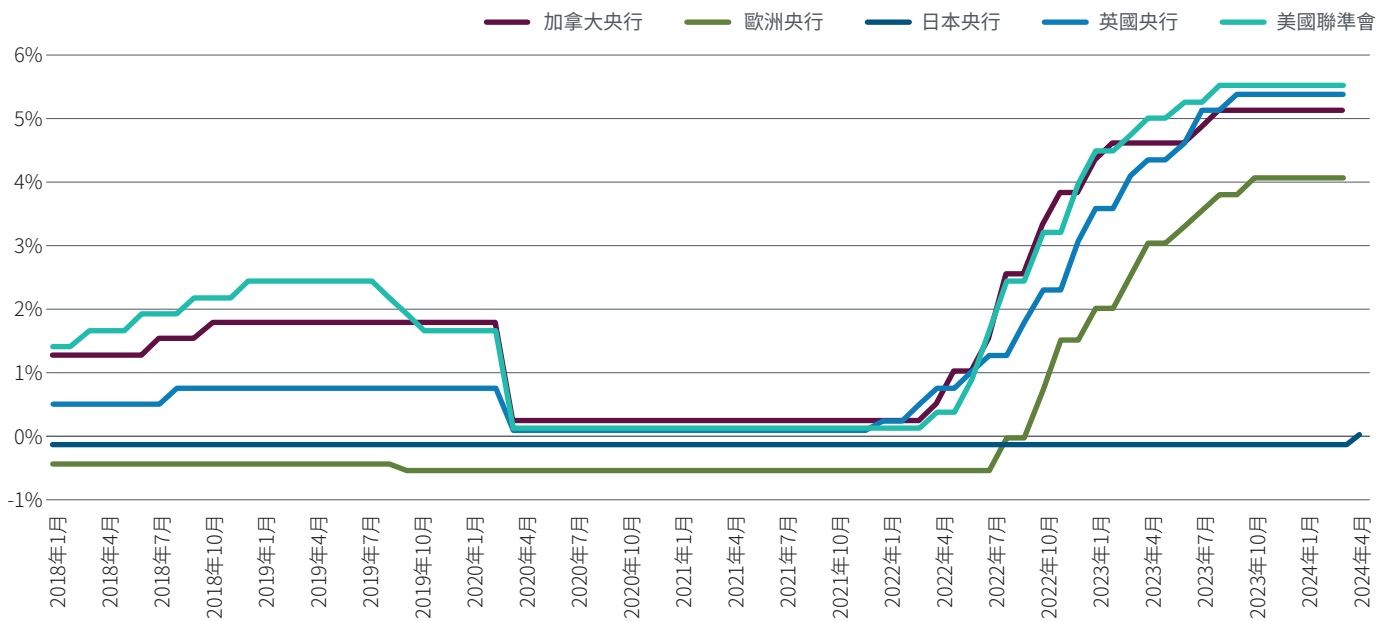
資料來源：Haver Analytics、PIMCO，截至2024年3月。右方圖點代表PIMCO對2024年第四季之預期水位。

隨著政策利率處於週期性頂峰（見圖 4），已開發市場央行普遍釋放訊號，表示將於年中開始貨幣寬鬆週期。（進一步了解，請參閱我們三月份文章《一次升息、三次暗示，以及一次意外降息》）我們認為，美國以外地區接下來的降息速度可能會更快，而2025年底的終端利率可能更低。

儘管各地區似乎有機會使經濟實現避免衰退的軟著陸，但仍存在著許多不確定性。根據我們對1960年代至今央行升息週期的分析，經濟供給的正向轉變、通膨放緩，和利率下滑一直是過去軟著陸的關鍵特徵。這些因素在2023年受到關注。

圖4：已開發國家央行政策利率在相對一致地上升後，可能會出現分歧

已開發市場央行政策利率(%)



資料來源：Haver Analytics、PIMCO，截至2024年3月。

然而，當檢視風險分布時，我們預期經疫情的破壞後，無論是通膨或是經濟衰退的風險通常較一般高。在美國，持續的通膨風險看起來最高；在其他地區，經濟衰退風險則是主要的擔憂。

一個關鍵因素是，央行能多大程度地容忍通膨超過其既定目標。與其他央行只關注物價穩定不同，聯準會擁有更廣泛的雙重使命 - 控制通膨與就業。

因此，聯準會若考慮再次升息，可能需要美國通膨在廣泛範圍內顯著重新加速，而美國官員們已表示他們寧願不這麼做。

這代表儘管勞動力市場展現強大的韌性，聯準會政策相關的風險平衡可能傾向於更多的降息，這可能使通膨持續在更長的時間內高於目標值。聯準會在多大程度上願意接受持續一段時間高於目標的通膨，依然是市場展望的關鍵問題。

投資啟示：在全球尋找投資機會

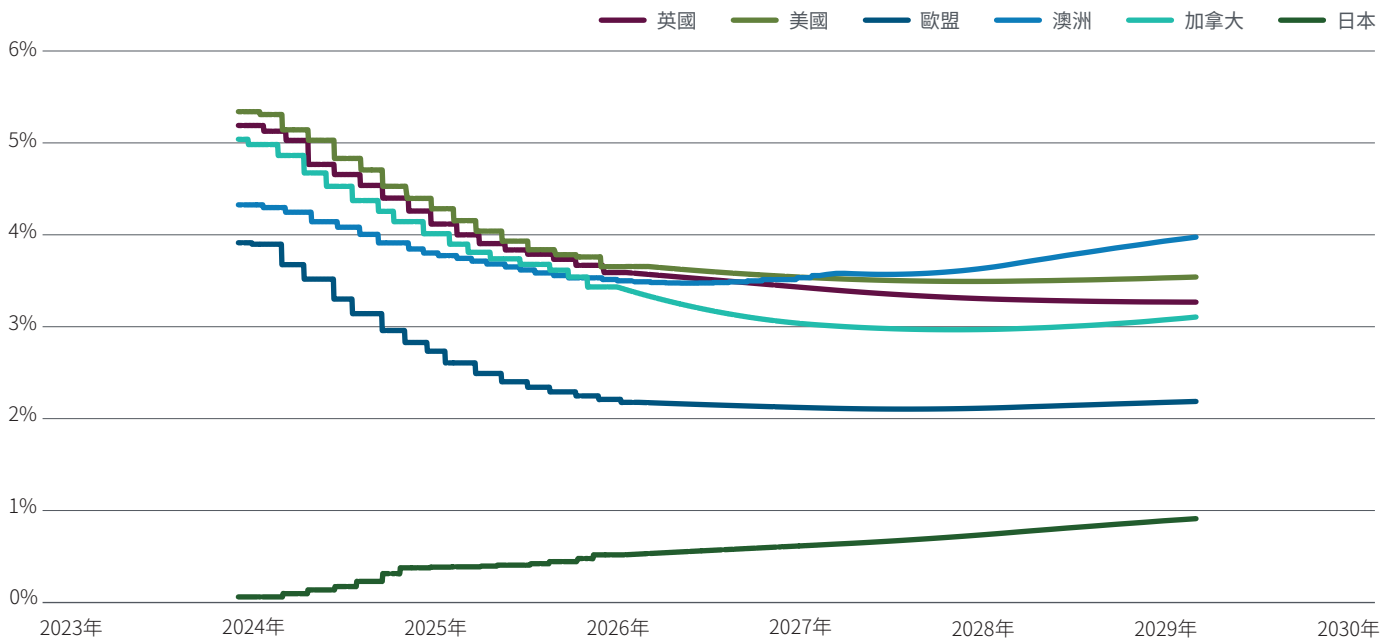
由於已升高的名目及通膨調整後實質殖利率，加上債券具備抵禦不同經濟情境的能力，固定收益的投資前景仍具吸引力。我們認為美國的經濟偏上行風險，而其他已開發市場的經濟則偏下行風險，這使我們更加關注美國以外的債券市場。

目前，短債和長債殖利率幾乎沒有差異。這種異常平坦的殖利率曲線，意味著投資人可以在不大幅延長存續期間的情況下找到投

資價值。存續期間是衡量利率變化敏感度的指標，通常與延長到期日同步。

若比較預期的終端政策利率和標準的中性利率，在美國和其他市場的短債，反映的是未來幾年內相對較低的衰退風險（見圖5）。

圖5：遠期利率定價並未預期接近零的已開發國家終端政策利率



資料來源：BLOOMBERG，截至2024年3月。

我們期待債券和股票間回歸較正常的負相關性，如果經濟衰退的風險定價再次上升，固定收益表現可望勝出。舉例而言，聯準會主席鮑爾在三月時表示，如果失業率上升，即使通膨仍高於目標，聯準會也將準備降息。這可望在經濟衰退情境中為債券提供支撐，但這對風險性資產將造成挑戰。

中期債券提供具吸引力的殖利率，且若債券走升，還會有潛在價格上漲的空間。如果央行從目前的較高水準降息，現金收益率或將下滑，也將使中期債券更顯吸引力。

存續期間與殖利率曲線

為了說明我們對存續期間和殖利率曲線的看法，以下將回顧我們在立場上的演變。去年10月，美國10年期公債殖利率升至近5%，我們表示存續期間看起來很有吸引力，殖利率相對高於我們的預期；12月，聯準會的溝通方式轉變，短暫導致利率市場前緣反映了超乎我們預期的央行政策放寬。

目前，美國10年期公債殖利率約為4.25%（見圖6），我們對存續期間則保持中性看法。我們也認為短天期殖利率定價大致上是合理的，且與我們週期展望期間的基期看法一致。

反映近期市場的回彈，我們持續微幅減碼美國和全球核心債券投資組合的存續期間。但我們仍專注在尋找全球相對價值和殖利率曲線定位相關的策略。有鑑於對財政政策和美國公債供給的擔

憂，我們對美國殖利率曲線長天期的部分，持減持觀點（進一步了解，請參閱我們二月份文章《回到未來：期限溢酬可望回升，廣泛影響資產價格》）。

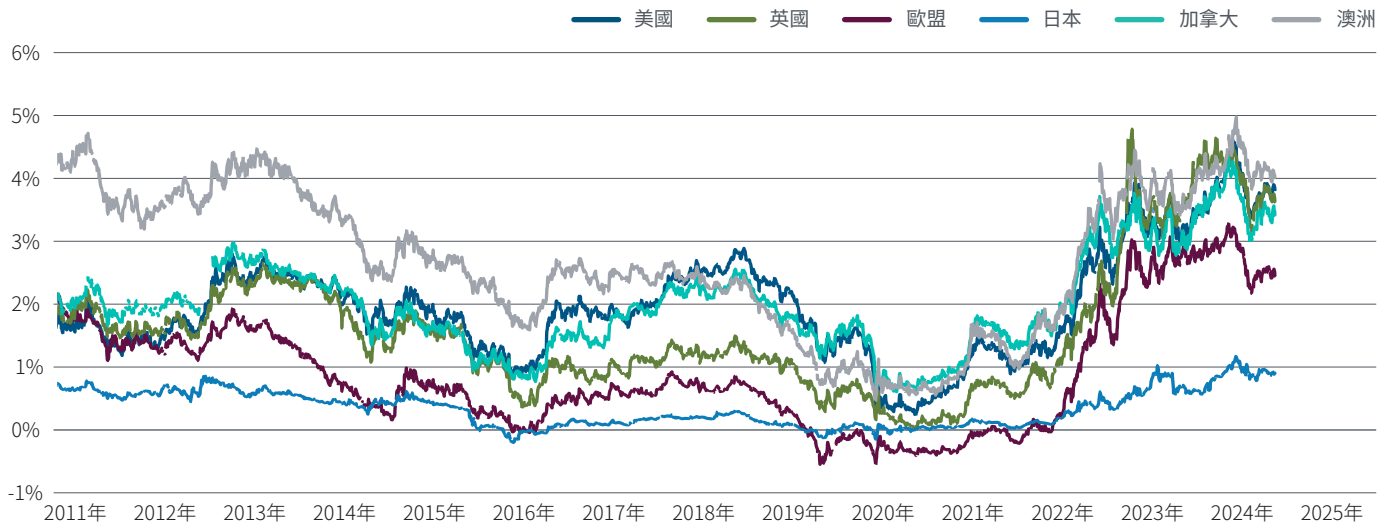
美國通膨連結債券(TIPS)為美國通膨情境，提供了合理的價格保護。

區域多元分散

雖然我們仍然認為美國債市有許多具吸引力的領域，但我們目前偏好美國以外的已開發市場，包括澳洲、英國和加拿大等國家，這些市場具風險分散的價值。

圖6：以交換利率為基礎之10年期主權債券殖利率比較

10年期交換利率



資料來源：BLOOMBERG、PIMCO，截至2024年3月。

澳洲央行已取消緊縮政策的偏向。然而，與其他市場相比，遠期利率曲線定價所反映出的降息路徑相對較淺，尤其是考慮到澳洲家戶財務槓桿率的上升和浮動利率房貸更直接地將貨幣政策變化傳導到經濟體中。

我們認為英國存續期間是具有吸引力的，這基於目前的價格、通膨情況的改善，以及英國央行的降息可能多於目前市場的反應。

同樣地，有鑑於加拿大通膨前景的改善，我們認為與當前市場定價相比，該國的風險平衡傾向更多的寬鬆政策。

歐洲市場的吸引力較低，卻提供了重要優點，例如流動性（市場深度和交易便利性）和分散性等。如果美國經濟上行風險，或歐洲經濟的下行風險已實現的話，它們也可能有良好的表現。

在我們對歐元區的基期經濟情境預測中，我們認為相對於美國，市場對歐洲央行和其10年期公債殖利率水準的預期更顯合理。然而，我們認為風險平衡偏向經濟表現疲軟，以及歐洲央行進一步地寬鬆。與歐元、瑞士法郎和瑞典克朗等其他歐洲貨幣相比，我們更看好美元，並預期美國經濟將進一步出現出色。

與全球分歧的主題一致，日本央行的政策緊縮使我們適度減持日本存續期間（進一步了解，請參閱我們三月份文章《[日本央行的政策轉變宣告投資新時代](#)》）。

在全球經濟和貨幣政策的支撐下，新興市場債提供了具吸引力的套利和多元分散機會。然而，新興市場當地貨幣債和外債價值相對低於已開發市場。我們認為貨幣曝險是目前展現我們對新興市場看法的最佳方式。

強調債券品質

檢視其他領域，我們仍然認為美國機構房貸抵押證券非常具吸引力。更廣泛地來說，我們持續偏好高品質的非機構房貸抵押證券、商用房貸抵押證券和資產抵押證券。

我們預期增持衍生性信用指數、高品質金融和工業債券以及精選的非投資等級債券。主動式投資管理及獨立的信用分析，有助於挑選目前經濟格局中，企業和產業的贏家與輸家（進一步了解，請參閱我們二月份的影片《[高品質信用投資機會](#)》）。

有鑑於高品質信用殖利率，我們建議對品質較低、流動性較差的企業債部位持謹慎態度，因為他們對經濟更為敏感，當下檔風險出現時，這些部位將會是比較脆弱的。

私募信用市場在升息及複雜的監管背景下，銀行持續緊縮，我們也因此持續偏好高品質、資產抵押的借款。我們看好多種不同的住宅貸款和消費貸款、航空金融，以及銀行尋求分散資產抵押信用投資組合的需求下，與銀行更廣泛的合作機會。

當前私募信用債存量的挑戰，也將為靈活資本創造機會。當特定高槓桿的借款方受到利率上揚的挑戰時，對浮動利率不動產和企業信用債市場的影響就尤為明顯。我們預期在具吸引力的環境中，尋找機會布局資金，專注於同時具有債券特性，以及股票般上漲潛力的投資標的。

總結來說，我們的投資策略反映了謹慎掌握投資機會的作法，穩渡分歧的經濟環境，在全球市場多元分散布局，精選投資機會的品質與價值。

論壇簡介

PIMCO為全球主動式固定收益領導品牌，深厚的投資專業橫跨公開與私募市場。PIMCO投資流程經歷半世紀的淬煉與各種市場環境的考驗，長期經濟展望論壇和週期經濟論壇的結晶作為建構投資流程的根基。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。在這些廣泛的討論中，我們應用行為科學實踐，以最大限度地提高思想的交流，挑戰我們的假設，對抗認知偏見，並產生包容性見解。

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。

過往績效並非未來結果之保證或可靠指標。

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。政府發行的通膨連結債券(ILBs)為固定收益證券，其本金價值依據通膨率定期調整；當實質利率上升，通膨連結債券的價值隨之下降。美國政府發行的抗通膨美國公債(TIPS)即是ILB。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。匯率可能會在短期內大幅波動，且可能降低投資組合之報酬。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。高收益率、較低評等證券涉及的風險，大於較高評等的證券；投資於此類證券的投資組合所承擔之信用和流動性風險，可能高於並未投資此類證券的投資組合。另類投資策略涉及高度風險，建請潛在投資人留意，此類策略僅適合財務能力充裕且無需動用投資本金，並能承受投資本金可能全額損失等經濟風險之人士。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。不動產乃至於布局不動產之投資組合的價值均可能波動，此係意外、傷亡、當地或整體經濟狀況變動、供需消長、利率起伏、不動產稅率、法定租金限制、區域計畫法規以及營運支出等造成損失所致。銀行貸款的流動性往往低於其他類型的債務工具，而整體市場和財務狀況可能對銀行貸款的提前還款產生影響，因此無法準確預估提前還款額。恕不保證擔保銀行貸款的任何抵押品進行清算時必能履行借款人義務，或該抵押品必能清算。股票價值可能因為實際情況和對市場、經濟和產業的看法而下跌。衍生品商品可能涉及一定的成本和風險，例如流動性、利率、市場、信用、管理以及在最有利時無法平倉的風險。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。管理風險是指投資經理所使用的投資策略及風險分析未能達到預期結果，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之投資策略的風險。多元配置概不擔保絕無損失。

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。

文中所有預測、估計及若干資料均係得自專有研究結果，不應視同投資建議，或任何特定證券、策略或投資產品之推薦。概不保證必能達到文中所述的投資表現。

利差是持有相應證券所賺取的利率。相關性是衡量兩種證券如何相互關聯的統計指標。存續期間為衡量債券價格對利率敏感度的方法，以年為單位。

本項資料包含投資經理人見解，相關見解可能異動，恕不另行通知。資料之發布僅供資訊參考之用，不得視同投資建議，亦不得視為任何特定證券、策略或投資產品之推薦。文中所有資訊均得自於可靠程度經過研判之各項來源，惟不保證必然無誤。

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。個人投資人應聯繫其金融專業人士，確定最適合其財務狀況的投資方案。本資料並非向任何非法或未經授權的司法管轄區的任何人士發出要約。

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。