



週期市場展望
2024年1月

準備著陸



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

數十年來最快速的升息週期，加深了預測全球經濟活動走勢的難度；因此，重視風險，並建構一個在不同情境下仍能表現良好的投資組合，在此時就顯得格外重要。

在主要經濟體於2023年展現出乎意料的韌性後，我們預期2024年將出現停滯或者溫和衰退的下行情境。在我們6至12個月的週期展望期間，美國表現突出的強勁經濟可能會逐漸消退。一些國家的市場對利率敏感度較高，他們的放緩現象可能會更加顯著。

隨著通膨趨緩，已開發市場的央行可能已經到達他們升息週期的尾聲。這也使得市場將焦點移轉到降息的時間點和步調。

從歷史上來看，各國央行不傾向在經濟衰退前降息；反之，他們通常會在衰退情況出現後才開始降息，且降息的幅度超出市場預期。長期而言，我們仍然預期中性政策利率，將會降至相似、或略高於疫情前的水準。

呼應聯準會主席鮑爾的看法，我們相信通膨的上行風險和經濟成長的下行風險已更加平衡。然而，由於已開發市場的供給和需求成長停滯，我們認為衰退風險持續攀升。許多金融市場在經歷2023年底的反彈後，較高風險資產的定價反應了經濟軟著陸的可能性，也可能低估了上行和下行風險。

由於價格具吸引力且殖利率仍處於近15年的高點，固定收益市場可提供各種具潛力安度多種總經情境的投資機會。

在信用市場方面，我們仍然偏好美國房貸抵押證券(MBS)以及其他有擔保抵押品的高品質資產。這些商品提供了具吸引力的殖利率和抵禦下檔的韌性。銀行退出某些類型貸款的這種趨勢可能會持續，而這也為私募市場中的資產擔保和特殊融資資產提供了投資機會。

放眼全球，我們也看到罕見且具吸引力的投資機會，在更高的經濟下行風險下，其表現可能優於美國債券。在具吸引力的殖利率水準下，我們專注在流動性較佳的已開發市場；同時發掘新興市場債的投資價值。

現金殖利率仍高，但是投資人可能會因為持有現金太久而錯失良機。2023年底的債市反彈凸顯了投資人可以透過高品質的中期債券，結合殖利率和價格的上揚，創造具吸引力的總報酬，而不需要承擔長債較高的利率風險。



經濟展望： 告別強韌的2023， 迎來停滯的2024

即使面臨央行積極的緊縮政策、銀行業動盪及地緣政治的壓力，2023年的經濟活動仍然維持得比預期要好。

這是由幾項因素所造成：限制性的貨幣政策提高了借貸成本，但沒有對金融環境造成全面性的緊縮；政府快速地干預，幫助控制了區域性銀行倒閉所造成的壓力；整體企業獲利健康、消費具有韌性，全球供應鏈瓶頸趨緩有助於通膨降溫，勞動力供給亦有所復甦。

然而，今年美國的成長可能會與其他已開發市場一同邁入停滯或溫和衰退。隨著通膨侵蝕了家戶總體財富的名目價值，實質儲蓄所帶來的緩衝可能將快速回到疫情前的水準。由於高借貸成本持續拖累經濟，已開發市場的財政政策可能偏向緊縮。

勞動參與率的進一步改善，看起來愈來愈難以達成。如生成式AI等新科技較晚才被應用，代表這些科技所創造的生產力效益需要更多時間才能顯現。

對利率較為敏感、變動利率債務市場的經濟體（如澳洲、加拿大、紐西蘭和瑞典），在疲弱的消費成長下，經濟放緩的速度可能更快。英國和歐洲的利率敏感度也都高於美國。此外，他們也因為下列因素而顯得更為脆弱：歐洲跟成長仍疲弱的中國之間的貿易連結、俄羅斯進攻烏克蘭所導致的能源危機對貿易和投資的影響，以及可能更加緊縮的財政政策前景。



貨幣政策展望：寬鬆政策起點預計會延遲

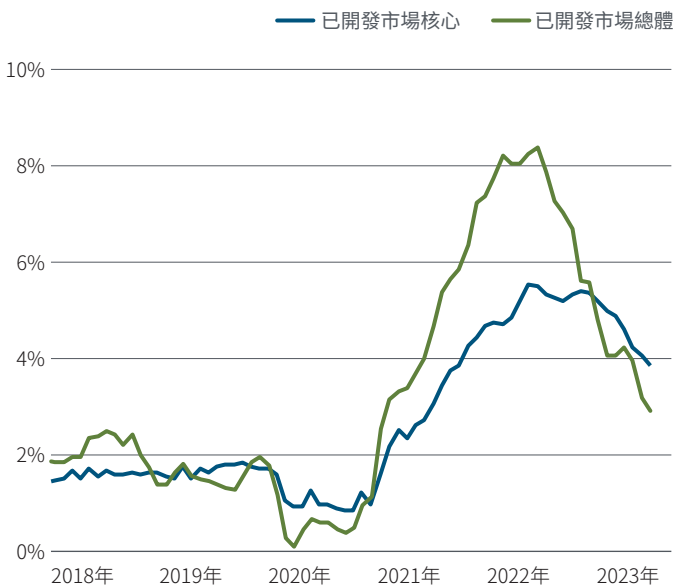
已開發市場的央行可能已達他們升息週期的尾聲。投資人的焦點已轉移到寬鬆政策，包括降息的時間點和次數。

從歷史上來看，央行還沒有在衰退前降息的先例。反之，當經濟已經處於衰退時，降息通常會與失業率上升、產出缺口下降同步。即使在少數案例中，確實有央行在沒有衰退的情況下降息，那也是通膨已明顯到達頂峰，且失業率也從顯著的低水位回升至長期平均的情況下發生。

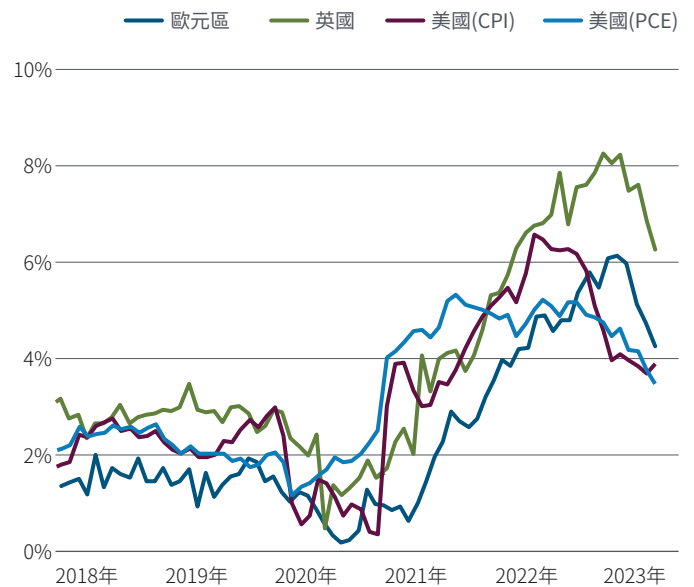
目前衡量總體和核心通膨的指標已明顯到達頂峰（見圖1）；同時在勞動力市場失衡大致緩解後，失業率也開始逐步向上。然而，勞動力市場仍然緊俏，在薪資敏感的核心服務上，通膨的緩解並沒有取得太多進展。

圖1：通膨衡量指標顯著趨緩，但薪資敏感的服務類別進展較少

已開發市場通膨年增率



排除住房之核心服務通膨年增率



資料來源：Haver Analytics、PIMCO估算結果，截至2023年11月30日。已開發市場是歐元區、英國、美國、加拿大和日本的GDP加權。

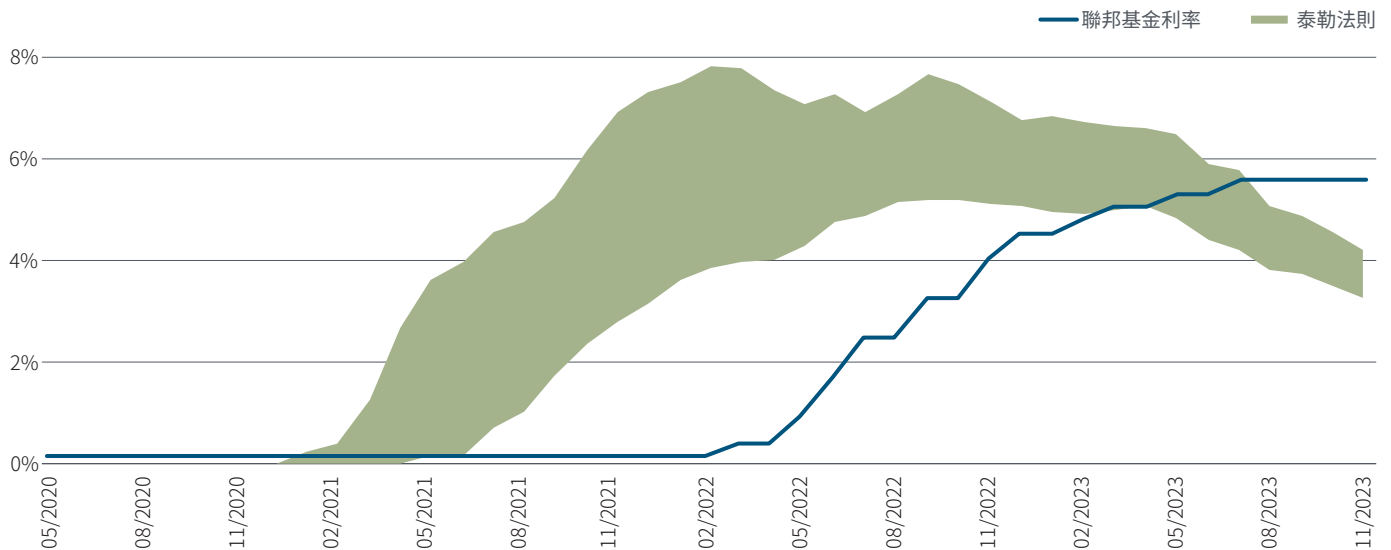
受到疫後邊境重新開放和地緣政治衝突的影響，已開發市場的移民潮也讓貨幣政策變得更加複雜；因為職場技能錯置和供應受限的住房市場，可能限制了較高的潛在勞動力供給所帶來的反通貨膨脹 (disinflationary) 效果。對通膨捲土重來的擔憂，如同前聯準會主席伯恩斯 (Arthur Burns) 在1970年代曾面臨的問題，可能導致央行等待降息的時間比過去更久。

運運用既有的經濟工具來預估央行究竟會延遲多久，與其說是一門科學，不如說是一門藝術。舉例而言，泰勒法則 (Taylor rule) – 以經濟學家約翰·泰勒命名 – 和其相關分支被廣泛地運用在衡量政策利率、通膨和成長之間的關係。

泰勒法則顯示2022年聯準會的升息晚了9個月；利用類似的法則會發現聯準會現在的降息也已經晚了 (見圖2)。然而，在面對供應衝擊時，這些法則卻不適合做為政策指引，也不能夠明確指出當疫情相關效應消退時，通膨會落在哪裡。

圖2: 不同的貨幣政策原則顯示聯準會太晚開始升息

已實現之聯邦基金利率(上限)與泰勒法則比較



資料來源：聖路易聯邦儲備銀行、Haver Analytics, 以及PIMCO 估算，截至2023年11月30日止。陰影區域描述一系列泰勒法則相關的貨幣政策原則。泰勒法則的範圍出自James Bullard所著的《The Monetary-Fiscal Policy Mix and Central Bank Strategy》，2023年5月12日。

整體而言，我們預期已開發市場的央行會在接近2024年中時開始降息（對聯準會來說可能有點太早）；但日本央行除外，我們認為日銀今年會持續其溫和升息的計畫。

延遲寬鬆貨幣政策的影響在於，當央行真正開始降息時，可能比市場預期來得更積極。可以確定的是，這反應了預測者在預測衰退上會遇到的困難，以及央行傾向在確信經濟已陷入衰退、失業率上升後，才會降息。

過往升息週期幅度會是接下來 降息週期幅度的良好指標

根據14個已開發市場自1960年以來的140次升息經驗來看，當經濟進入衰退時，央行傾向調降各自的政策利率，平均約500個基點。在不與經濟衰退同步的降息週期中，央行在政策開始寬鬆的首年，平均仍降息約200個基點。這會是聯邦公開市場委員會經濟預測摘要中 – 每隔一次會議降息25個基點 – 步伐的兩倍。

整體而言，過往升息週期幅度會是降息週期幅度的良好指標。此外，我們仍然預期市場將回到像疫情前那樣的新中性環境，中性政策利率將會類似於或略高於疫情前水準，並與更大範圍的降息一致。（詳情請見最新長期展望報告《餘震下的經濟》）。

通往軟著陸的路，並不是唯一可能的路

我們對衰退風險上升的主要看法是，央行一直以來所傳達的 – 維持更久的緊縮政策 (tighter-for-longer strategy) – 在歷史上並不常與經濟軟著陸同時發生。在過去升息週期沒有早於經濟衰退的情況下，如1960年代中期、1980年代中期和1990年代，央行的降息通常相對快速；同時，供給衝擊（全球貿易擴張、生產力激增和OPEC生產加速）也有助於通膨降溫。

疫情後的供應鏈正常化已經讓通膨指標從2022年的頂峰開始往下走。我們預期這種反通貨膨脹將會在2024年持續，已開發市場的總體和核心通膨可望降至年增2%–3%的範圍。再加上降息週期的速度或許會更快，軟著陸的可能性應該會提高。

然而，疫後正常化讓供給的增加很難有進一步成長的空間，需求也同時在減緩，我們很難在此時宣告對通膨或衰退風險的勝利。基於對2024年已開發市場供給和需求成長都將停滯的預期，我們認為衰退風險仍較往常顯著。

美國的通膨風險看起來仍最顯著，該國的成長同時也較其他已開發經濟體更為強韌。這是由於市場利率上揚移轉到未償付債務的速度相對緩慢、更大的疫情相關財政刺激所造成實質超額儲蓄增加，以及之前為了支持基礎建設、再生能源和供應鏈投資的相關立法，在供給面利益抵銷通膨壓力前，可能會短期地刺激需求。

投資啟示：布局廣泛的投資機會

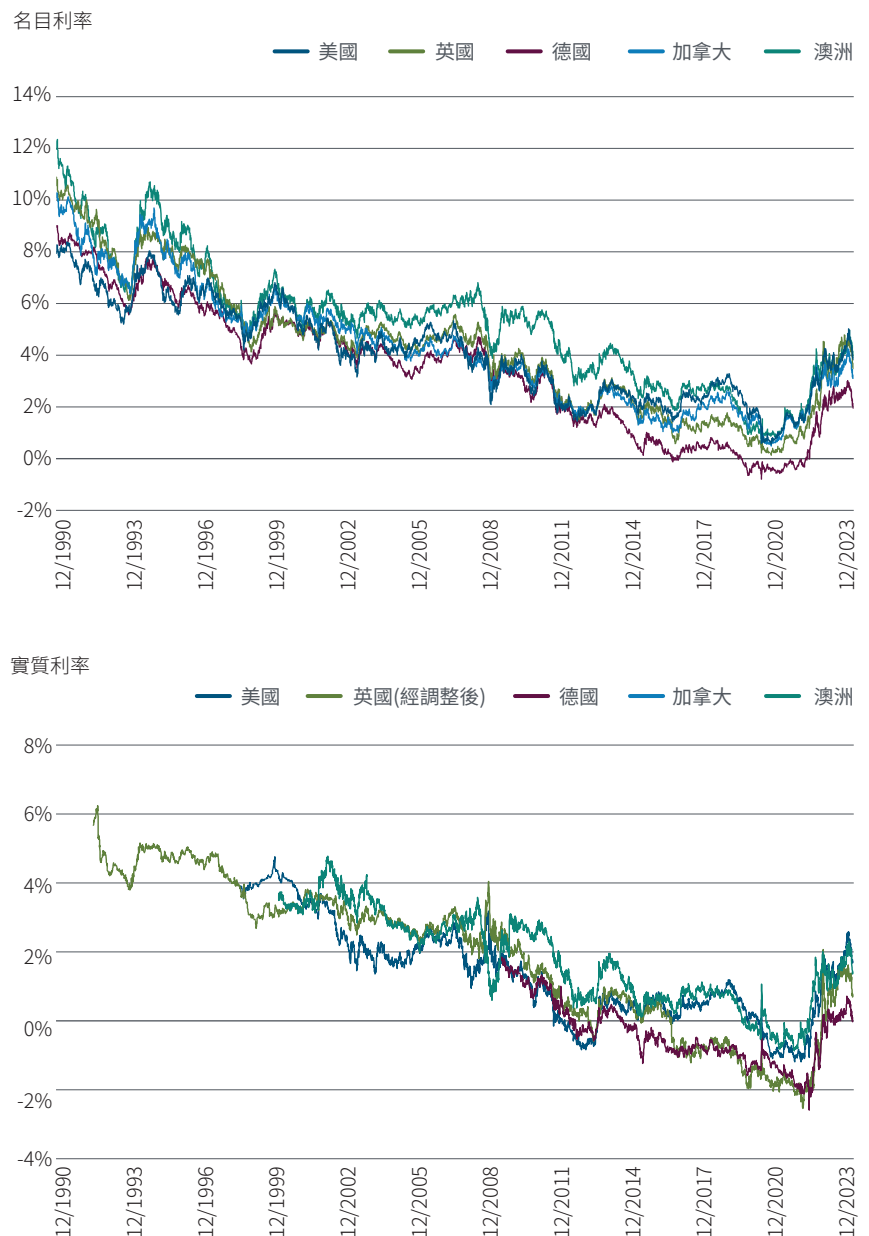
有鑑於固定收益具有吸引力的殖利率和估值，以及面對多種經濟情境下的潛在韌性；我們認為固定收益投資在週期展望期間，整體而言具有吸引力。在過去兩年內，面對地緣政治風險升溫和市場波動，這樣的韌性尤為重要。因為在高品質債券中即可獲得具吸引力的殖利率，投資人不須犧牲信用品質。

歷史上來看，與債券投資報酬相關的起始殖利率，仍然接近過去15年來的最高點，不但提供了具吸引力的收益，也具下檔保護的潛力。隨著通膨持續下降，經通膨調整後的殖利率，也維持在較高水平（見圖3）。如果通膨上行風險成為現實，我們持續認為抗通膨債券是一種價格合理的通膨保護來源。

現金殖利率仍高，但只是短暫地，尤其是當央行開始降息後，可能很快就會開始下滑。投資人若持有現金太久，可能會錯失重新進入市場的時機。

由於目前的殖利率曲線異常地平緩，投資人不需要大幅延長存續期間（一種對利率變動敏感度的衡量指標，通常在長債中最顯著）來鎖定潛在的價值。中期債券可以幫助投資人追求具吸引力的殖利率，同時在債券上漲時，也有潛在價格走升的空間；這在2023年底曾發生過，通常也會在經濟放緩時出現。

圖3：已開發市場10年期名目和實質利率



資料來源：PIMCO和彭博，截至2023年12月29日。英國實質利率經濟消費物價指數調整。所有利率均為10年期公債。

更平衡的風險

在10月份的週期市場展望報告《頂峰之後》中，我們認為在週期展望期間和更長的時間段內，全球固定收益的殖利率看起來不但具有吸引力，且相對較高。在美國於第三季帶領全球殖利率上揚後，我們當時表示會維持加碼存續期間的配置，並且在殖利率進一步走揚時，持續增加這些部位。

在目前這個時點，我們不認為延長存續期間是一個具說服力的戰術交易。在最近的債市上漲後，全球殖利率已經來到我們預期的範圍內；同時，通膨和成長的風險平衡也在變化，我們對存續期間持中性看法。我們認為這些風險目前已經更加平衡。

我們認為，若成長趨緩，聯準會和其他央行會有大幅降息的空間。但也有其他情境顯示，近期以市場為基礎的金融條件的緩解，已經替央行完成了大部分的工作。這樣的緩解，再加上消費者和企業依舊強勁的力道，可能會讓通膨死灰復燃。

這個介於央行溝通、金融環境和實質經濟表現間的迴圈，將可能持續下去。我們利用情境規劃作為風險管理程序的一部分，藉此布局總經和市場可能的各種結果。

不同情境下的投資機會

不論是在美國還是全球，我們預期財政擔憂都將持續。如同去年夏天增加發行債券來支應大規模的財政赤字，在供給增加下，我們認為長天期殖利率曲線還有進一步轉弱的空間。因此我們將在投資組合中，針對陡峭的殖利率曲線進行布局，在全球增持5至10年期的部位，減持30年期的部位。

在目前的估值水準下，我們持續認為債券比股票更具吸引力（詳情請見我們最新的資產配置展望報告《債券迎來黃金期》），固定收益產品可以在投資組合中，持續提供相關性和分散風險的優點。債券收益也比較不需仰賴正面的經濟展望。

在目前的價格水準上， 我們持續認為債券具有吸引力

舉例而言，若目前的經濟環境持續，現在的起始殖利率水準讓債券有機會可獲得股票般的報酬。如果經濟陷入衰退，債券的表現則可能優於股票。若通膨再度升溫而央行需要再次升息，債券和股票都會受到挑戰，但是高起始殖利率將為債券提供緩衝。

專注於投資組合的流動性和彈性，讓我們可以在成長和通膨風險間的平衡演進中，適時做出反應。主動式管理讓我們得以在相對價值機會來臨時，更靈活地掌握契機。

全球市場可能表現表現得更好

在全球央行相對同步地升息後，他們未來的路徑很有可能分歧。我們持續認為全球存續期間的表現將會超越美國。我們的觀點是基於美國經濟展現韌性的機會更大；而對利率風險較敏感的市場可能面臨較大的下檔風險，包括澳洲、英國和歐元區。

我們認為全球債券市場相較於過去10年而言，展現了更多的吸引力。擁有廣泛、全球性投資平台的投資人可以接觸到各式的債券部位和不同的報酬來源。

有鑑於殖利率水準具吸引力，我們會更專注於流動性較佳的已開發市場。我們也預期在新興市場中找到具吸引力的投資機會，包括當地市場貨幣債和外債。我們將增配新興市場外匯，並分散資金貨幣種類來降低高息新興市場貨幣與全球風險資產之間的相關性。

專注於信用品質

在一個以信用債為導向的市場中，我們持續偏好美國機構房貸抵押證券，以其作為投資組合中高品質、流動性高的利差。我們也偏好高品質的非機構房貸抵押證券、商用房貸抵押證券，以及資產擔保證券；基於這些商品目前的估值，以及其因為具擔保品而較低的違約率。

在公司債方面，我們偏好具有流動性的債券指數、優先順位金融債，以及在投資等級和非投資等級債中的高品質部位，同時對於較低品質的信用債，例如浮動利率銀行貸款等對經濟活動敏感的類別，更加謹慎。

我們今日在公開發行市場看到具吸引力的投資機會，與私募信貸市場展望形成對比；私募信貸市場面對的是需在較困難的借貸環境中的再融資需求。在流動性限制、監管限制和成本結構挑戰下，銀行面臨緊縮。

在借貸環境受限时，
資產擔保借貸的吸引力正在成長

在如私募信貸、商用不動產和銀行貸款等領域，我們認為重點是要區分現有資產的存量和新投資機會的流量。既有的存量面臨了高利率和經濟放緩的現實挑戰，而私募資產在反應較為真實、以市場為基礎的訂價上仍有一段距離，尤其是在那些基本面較弱的領域。

同時，靈活的資金所帶來的機會尤其具吸引力。在受限的借貸環境中，借款方需要更有創意的解決方案。資產擔保貸款或許是最好的範例。由於銀行的限縮，我們看到不論是在消費或非消費貸款上大規模的流動性缺口；在美國尤其如此，銀行嘗試出售資產、卸下未來貸款義務，或者完全退出某些業務領域。

隨著時間的推移，這段痛苦的調整期可能會為布局良好的貸款平台帶來進一步的機會，為流動性較低的投資提供合理的溢酬。反過來看，我們預期這可能會是自全球金融海嘯以來，私募市場貸款的最佳年份之一。即使強勁的企業直接貸款已經從自2022年中以來的利差擴大中恢復，市場上仍有解決複雜資本結構的方案需求；在我們看來，這些有機會在短至中期，提供股票般的報酬。

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。來自全球的投资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。

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。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。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。

文中提及之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。投資於外幣計價及／或在海外註冊的證券可能因匯率波動使風險較高，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。匯率可能在短時間內顯著波動，並可能降低投資組合報酬。銀行貸款的流動性通常低於其他類型的債務工具，一般市場和財務的狀況可能會造成銀行貸款提前還款，因此無法準確預測還款時間。無法保證清算擔保銀行貸款中的抵押品，能夠滿足借款人的義務，也不保證該抵押品能被進行清算。私募信貸涉及對非公開交易證券的投資，可能面臨流動性風險。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，進而增加虧損的風險。投資於不動產和相關投資組合的價值可能會因為：事故損傷或徵用、當地和一般經濟條件的變化、供需、利率、稅率、租金監管限制、地區法規和營運費用而波動。通膨連結債券 (ILBs) 由政府發行，其為根據定期經通膨調整後之固定收益證券；當實質利率上升時，通膨連結債券的價值會下降。由美國政府發行的抗通膨債券 (TIPS) 屬於通膨連結債券。管理風險是指經理人應用於投資之技術和風險分析可能不會產生預期結果的風險，以及某些政策或發展可能會影響經理人在管理策略時使用的分析。特定證券或證券組合的信用品質不保證整個投資組合的穩定性或安全性。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為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現階段見解，相關見解有可能有所異動，恕不另行通知。本資料僅供參考之用，不應視為投資建議，亦不得視為推薦任何特定證券、策略或投資產品。本文資訊均取自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。

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，相關見解有可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供資訊參考之用，不應視為投資建議，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。