



週期市場展望
2025年1月

惟變不變



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

重點摘要

美國領導層的變動增加2025年全球經濟的不確定性。新政府的保護主義提案將重塑貿易關係並改變全球經濟局勢。由於實際政策及其影響仍不確定，我們預期會出現多種可能的情境。以下是我們對近期經濟的觀點：

- **不變的萬變：**美國提出的政策重點擴大了成長表現可能的結果範圍。美國的通膨風險及許多非美國經濟體的衰退風險皆上升。我們的基期預測是，美國調高中國與其他貿易夥伴關稅對經濟造成的影響，應在可控範圍內。然而，若加大力度修正長期貿易失衡的現象，可能會擾亂全球經濟及金融市場。在已開發市場，我們預期通膨將持續向目標水準靠攏，使已開發市場內的央行能夠繼續降息。然而，提高關稅帶來的物價調整可能會延緩進一步的發展，尤其是在美國。美國在經濟強勁的情況下，政策不確定性加大，可能需要採取更漸進式、更數據導向的決策。

當可能的結果範圍向明朗上行及黯淡下行這兩極擴大時，美國風險性資產卻越來越依賴樂觀情境。在對減稅及放寬監管的預期支撐下，美股屢創新高，信用利差則接近歷史低點。儘管這種動能還可能持續，但歷史顯示，在當前估值水準下，進一步上漲的空間有限。相較之下，無論短期或長期，債券皆具投資吸引力。以下是我們的投資觀點：

- **債券前景更佳：**2025年，債券在投資組合中將扮演重要角色。我們相信，當股價與信用利差條件不佳，債券殖利率卻具投資吸引力時，這為高品質固定收益提供了一個有利的起點。與現金不同，隨著政策利率下降，債券將受益於資本增值，從而為投資組合中的股票曝險部位，提供強化分散與穩定性的角色。
- **以相對價值為指引：**跨越多個市場探索投資機會可獲得更全面的觀點。美國赤字攀升及全球經濟路徑分歧，提升了全球多元布局的投資吸引力。挖掘創新、結構性的回報來源也可以減少對經濟成長或利率相關方向性押注的依賴。

在此背景下，我們在美國、其他已開發市場（尤其是英國澳洲），以及部分新興市場中皆看到具潛力的固定收益投資機會。在公開和私募市場中，相較於其他信用債種，我們皆偏好機構抵押貸款擔保證券及資產抵押投資。



經濟展望：不變的萬變

在 2024 年 10 月的**週期展望報告《軟著陸在望》**中，我們指出美國經濟與其他經濟體一樣顯現出將準備迎接罕見的軟著陸，也就是在不發生衰退的情況下達成溫和經濟成長與通膨。我們曾預估已開發市場經濟體在 2025 年應將重返目標通膨水準。我們那時觀察到美國大選與主權債務持續攀升帶來的風險。

整體預測仍不變。我們預期全球實質 GDP 成長將小幅放緩。儘管美國經濟表現強勁，移民數量減少及關稅調升可將抑制美國經濟成長。同時間，歐洲經濟表現持續落後。

中國經濟前景仍不穩定，在財政支持依然謹慎下，其經濟成長與通膨風險惡化；房地產業去槓桿，導致私募信貸需求低迷、高實質利率，及製造業產能過剩。儘管房地產業持續低迷，但中國在 2024 年仍維持 5% 的成長目標，這受惠於製造業擴張（尤其是半導體與科技領域）以及基礎建設投資及出口成長。

然而，隨著貿易緊張局勢升級、消費低迷，以及人口與生產力成長的長期下滑，這種成長模式出現鬆動。中國政府可能會將 2025 年成長目標下調至 4.5% 左右，而仍低。這項預期是已假設未來一年需要約 1.5 兆人民幣（占 GDP 1%-1.5%）的政策方案來刺激消費。

雖然美國提高關稅可能會延緩進程，已開發國家通膨逐步向央行目標靠攏的前景依然不變。勞動力市場寬鬆及通膨降溫給予已開發市場央行持續降息的空間。我們預期，2025 年已開發市場央行將降息約 50 至 150 個基點，幅度依個別地區而定。

日本央行仍是例外。儘管匯率波動，通膨預期支撐通膨下，我們預期日本央行將升息 50 個基點。



風險與可能的結果

美國大選擴大了經濟表現可能的結果範圍。我們的基期情境是假設美國對中國及其他貿易夥伴提高關稅對經濟造成的影響會在可控範圍。同時間，稅收、支出與貿易政策將使美國淨財政赤字在2025年及2026年保持在6%-7%左右，此情境對經濟的影響有限。

然而，此情境的風險在於新政府可能會採取更積極的政策轉變（見圖1）來解決持續存在的貿易與財政赤字問題，政府認為這些研議中的政策將隨時間推移帶來更永續且公平的美國經濟成長。欲大幅改善全球貿易失衡，就需要改變全球儲蓄及投資模式，減少美國消費占GDP的比重以及其他地區（如中國）製造業占GDP的比重。

如果中國或其他貿易順差國家不進行改革，削減隱性製造業補貼並刺激消費，美國可試著透過實施干預貿易政策來推動這些改變，例如普遍關稅制度或外國直接投資稅。然而，透過提高美國資產持有成本來分擔美國全球儲備地位的負擔，可能會使資本成本上升，而在沒有更積極的財政赤字削減措施下，還會導致美國政府的借貸成本增加。

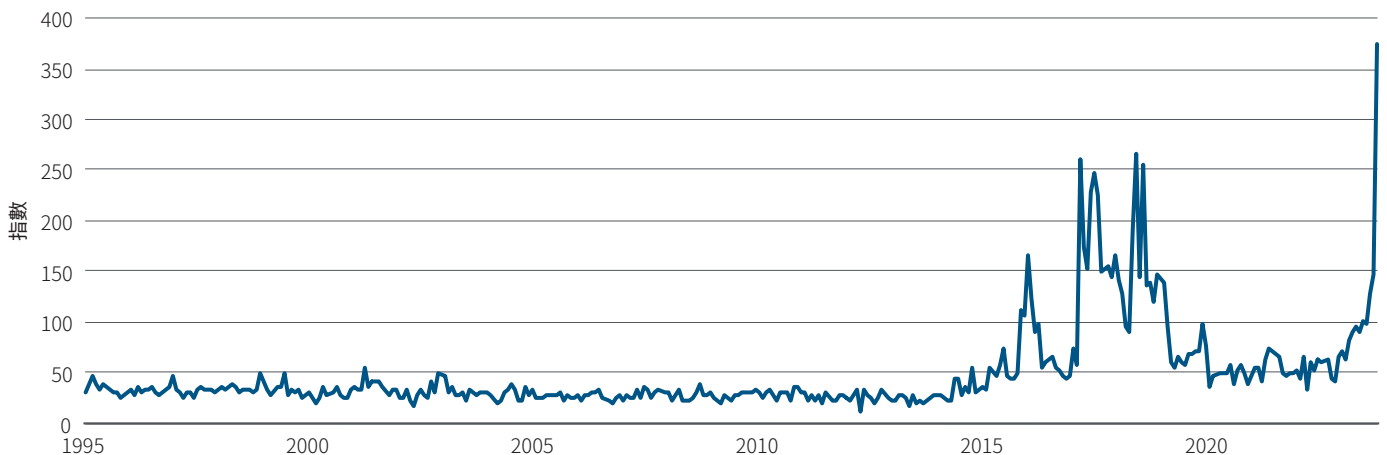
這種為扭轉長期趨勢而採用的短期激進措施，即使能夠在長期內成功創造更強勁、更均衡的全球經濟成長，也可能導致經濟混亂、短期貨幣波動以及美國股市表現不佳。因此，當選的川普總統對美國股市波動的容忍度是前景的關鍵問題。

這些提出的政策調整加大了美國經濟成長與衰退的風險，尤其是這些政策的具體組合、時機及範圍仍不明朗。然而，我們認為，各種潛在政策結果的平衡將提高美國通脹風險，這將給美國以外國家帶來更大的經濟下滑風險，尤其是那些全球貿易曝險較大且對美國持續保持順差的國家。

例如，美國政府任何削減支出幅度若超出預期、激進的貿易行動，或驅逐移民，都可能對美國及與全球經濟成長造成週期性的下行風險。反之，美國擴大減稅及放寬管制，將有利於美國成長前景、消費者企業信心，以及風險性資產表現。專注於實現更公平的全球貿易、更有效率的市場，及可持續的美國債務軌跡，將有助於維持美國不斷提高的生活水準。考慮全面以擴大生產勞動力的移民政策改革、簡化監管以鼓勵投資，及為美國計畫開放出口，這些也都可能為美國企業與勞工帶來好處。

圖1：貿易政策不確定性飆升

貨幣政策不確定性指數



資料來源：截至 2024 年 11 月 30 日的美國聯邦儲備委員會。貿易政策不確定性 (Trade Policy Uncertainty, TPU) 指數由聯準會國際金融部工作人員編制，用於衡量媒體對貿易政策不確定性相關新聞的關注度。該指數反映了七家主要報紙電子檔案的文字搜尋結果：《波士頓環球報》、《芝加哥論壇報》、《衛報》、《洛杉磯時報》、《紐約時報》、《華爾街日報》和《華盛頓郵報》（透過 ProQuest 歷史報紙和 ProQuest Newsstream 取得）。該指數按比例調整，100 表示有 1% 的新聞文章含有對 TPU 的引用。有關 TPU 指數的詳細資料，請參閱《貿易政策不確定性的經濟影響》，作者為 Dario Caldara、Matteo Iacoviello、Patrick Molligo、Andrea Prestipino 和 Andrea Raffo，《貨幣經濟學雜誌》，Elsevier, 109(C) 卷，2020 年。

短期來看，無論實際政策結果如何，貿易政策不確定性升高可能對全球工業生產、投資，及貿易造成壓力。雖然這些孤立主義、支持美國成長政策為美國經濟成長帶來了混合性風險，這些政策很有可能引發通膨，尤其美國經濟現已達或接近其產出潛能。

美國聯準會已注意到這些轉變中的風險。去年 12 月，聯準會將政策利率下調 25 個基點，但由於通膨持續上升的不確定性加大，官員修改了預測，表示 2025 年預期降息次數將減少。聯準會主席鮑爾表示，部分官員已將川普政府的政策導向納入修改後的預測。

儘管傳統觀點認為，各國央行應考慮一次性物價水準調整，例如調整關稅，但任何支持美國成長政策的關稅都可能帶來更持續的通膨壓力。在各種情境下，聯準會官員可能仍會擔心通膨預期上升及薪資成長加速帶來的連鎖反應。因此，他們可能會做出反應，至少初始降息幅度可能會低於先前預期。

因此，在 2024 年下調政策利率 100 個基點後，聯準會進一步降息的時機變得不那麼確定，這顯示 2025 年將採取更漸進式、數據導向的策略。期貨市場在近幾個月已反映這種不確定性（見圖2）。雖然聯準會在此期間將政策利率下調 100 個基點，但市場已不再抱持未來一年間將進一步調降100 個基點的預期。

美國政府債務的長期前景仍可能是一重大隱憂。無論如何，增額赤字有可能在撤銷拜登政府某些政策，例如再生能源投資信用額度，及 2022 年通膨削減法案的其他內容，以及削減醫療補助下獲得改善。提高關稅也可在透過增加政府收入來減少赤字。

然而，任何顯著的赤字改善都不容易，因為預期《減稅與就業法案》（川普第一任期法案）以及部分額外減稅措施（例如提高州與地方稅扣除額上限）將被延期。雖然可以透過提高政府效率與減少浪費的政策來削減部分開支，但任何更大規模的削減，包括對社會安全及醫療保險計劃的改革，都需要國會批准；由於共和黨在國會中僅占些微多數，尤其是眾議院，因此可能難以通過。

圖2:期貨市場價格已反映聯準會政策的不確定性



資料來源：彭博，截至2025年1月7日。

投資啟示：債券前景更佳

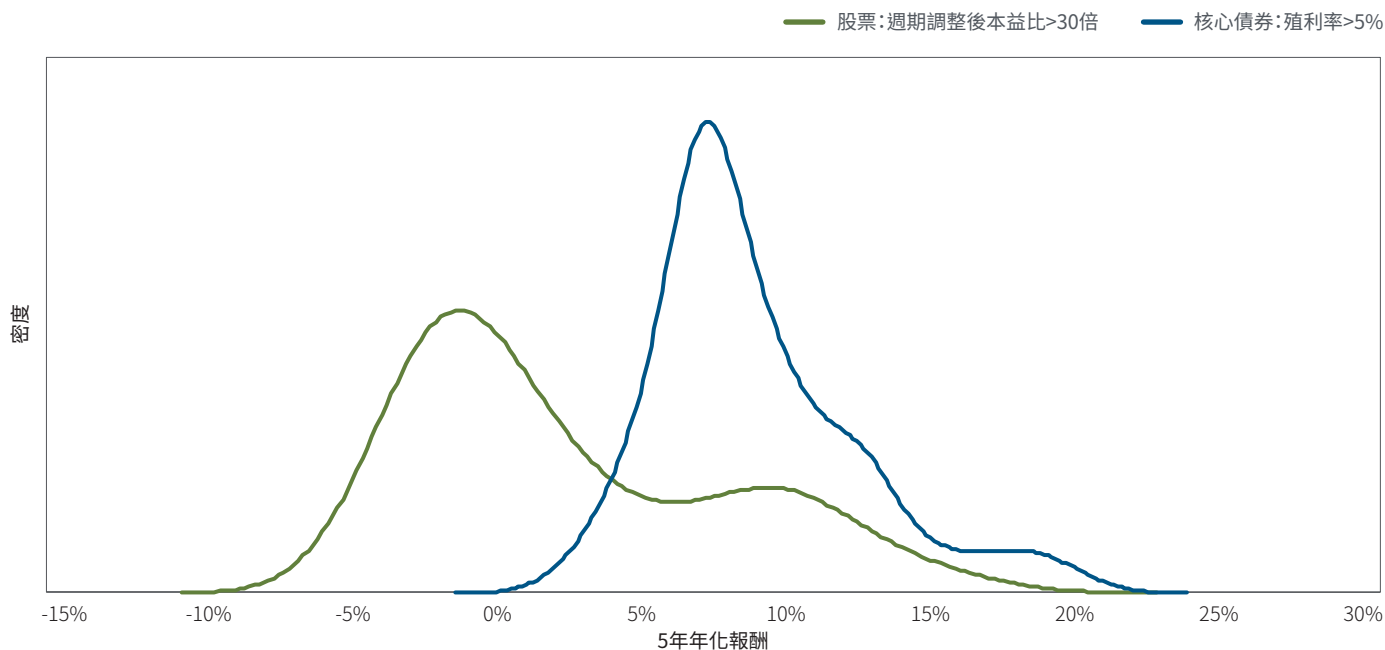
在地緣政治不確定性加劇的背景下，觀察近幾個月美國與其他股市的強勁表現可發現，金融市場似乎正反映非常正面的基礎預期。在歷史高點的股價及美國赤字，加上貿易緊張局勢升級的可能性，引發對股市上漲延續性的質疑。下行風險上升，安全性下降。這種環境使得降低部分籌碼顯得更加合理。

我們認為，與股價和信用利差相比，債券殖利率越來越具吸引力。截至2025年1月10日，與五年期報酬高度相關的高品質固定收益起始殖利率，依據彭博美國綜合債券指數為5.10%，依據全球綜合債券指數（美元避險）為4.91%。股市若要持續上漲，便需要將股價

維持在遠高於長期趨勢的水準；債券相較之下僅需要保持歷史趨勢，就能產生與起始殖利率一致的可觀回報。

在總體經濟或市場情勢不利的情況下，資本利得可望進一步提高債券投資報酬。歷史經驗也支持債券作為一種具吸引力的避險及多元分散投資組合風險的工具（見圖3）。回顧1973年以來債市與股市的平均表現可發現，在美國核心債券殖利率達到或超過5%、而美國股票本益比達到或超過30的類似時期，債券往後五年期報酬率更佳，且同期間波動性也可能較低（欲了解更多，請參閱我們12月份市場評論《從現金到債券：後疫情時代的投資策略轉變》）。

圖3：從歷史來看，目前的債券殖利率水準超越股票估值



資料來源：彭博數據與 PIMCO 計算，截至 2024 年 12 月 31 日。僅供說明用途。圖表使用自 1973 年 1 月以來的數據。核心指數係指彭博美國綜合債券指數。CAPE 是標準普爾 500 指數的經週期調整之本益比。概不保證上述趨勢會持續。有關金融市場趨勢的陳述與聲明，均以當前市況為依據，後續市場狀況仍將有所波動。過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。指數未經管理且無法直接投資。

利率和殖利率曲線

市場對全球央行寬鬆週期終端政策利率的定價似乎高於我們的基期預測。如果美國採取更激進的貿易政策，削弱全球經濟成長並對大宗商品價格帶來壓力，那麼美國以外的其他央行在短期內很有可能降息(見圖4)。在美國，即使政策不確定性加劇可能導致聯準會降息週期暫停更長一段時間，但相對於我們長期的0%-1%中性實質利率基準，中期債券殖利率仍具吸引力。

有鑑於此，我們預期將加碼存續期間(衡量利率風險的指標)，特別是在近期殖利率走升後。

從長期觀點來看，我們仍預期殖利率曲線將逐漸變陡峭，這是由於各國央行施行寬鬆政策，以及市場對主權債務的擔憂導致近期期限溢酬上升所致(欲了解更多，請參閱12月份 **PIMCO 觀點**《債券衛士觀點》)。然而，由於近期通膨壓力及赤字改善有限，聯準會可能延後降息，我們看到美國殖利率曲線可能存在週期性平坦化的空間。

在權衡這些長期與週期性觀點後，我們持續聚焦於5至10年區間的債券，並減碼存續期間30年的債券。我們認為，美國通膨連結公債(TIPS)仍是價格合理的通膨避險工具。

圖4:貨幣政策經驗則為進一步降息預留空間



資料來源: 彭博、Haver Analytics、國際貨幣基金組織、PIMCO 估算結果, 截至 2024 年 12 月 31 日。我們將泰勒法則定義為「政策利率 = 最大值(中性實質利率 + 通膨目標 + a*(核心通膨 - 通膨目標) + b*產出差距, 0)」。考量六筆中性利率預期; 其中兩筆來自 PIMCO 內部模型, 其它為該模型結果分別 +/- 0.5%。我們採納 a=1.25 與 1.5; 且 b=0.5 與 1.0。總計共有 24 個泰勒法則估計值。產出缺口在 2023 年前使用國際貨幣基金組織世界經濟展望的年度估計; 2024 年則使用季度數據。上面顯示的估計值代表這些不同迭代的中介數。

信用債展望

公司債利差處在歷史低點。雖然我們預期公司債可在我們基期情境下持續有良好表現，但考量到目前全球的風險，其結果似乎往較大而非較窄的利差水準範圍發展。整體而言，我們偏好較高品質債券，並保持流動性。

相對較低品質的投資，我們持續看好結構性產品、投資等級信用違約交換指數，以及高品質投資等級信用債。由於信用條件普遍收緊，我們將重點從全球市場權重的利差配置，轉至較難取得的高品質利差。美國機構房貸抵押證券價格仍具吸引力、品質高，且相對公司債，是流動性更佳之替代方案。

在私募信貸領域，我們持續看好資產抵押貸款，尤其是與高品質已開發市場消費者及住宅抵押貸款相關的資產。我們也由許多非消費形式抵押資產的風險中看到價值，其中偏好航太及數據基礎設施等具長期利多的產業。我們對較低品質、流通的浮動利率債務，持保守謹慎看法，尤其是公司債市場。

我們也觀察到部分公司債領域的金融工程發展趨於更加積極。這為使用獨立信用分析來識別信用基本面變化和評級間的潛在落差創造機會。

全球觀點

我們認為美債存續期間具吸引力，同期間由於貿易、財政與監管政策的影響，經濟成長與衰退風險趨於平衡。而在世界其他地區，風險則傾向衰退。這樣的環境有利於在全球債券市場中的多元分散配置，特別是高品質存續期間。基於估值與經濟風險，我們偏好英國與澳洲；此外，美國關稅可能是進一步支持全球多元分散配置的因素，因為許多最大的紛亂因子很可能發生在美國以外地區。

新興市場本地債、外債，及外匯部位提供了合理的報酬潛力，並減少對美國信用的依賴，因為這些市場似乎已較美股或公司債反映了更多下行風險。我們認為，外匯套利策略是新興市場配置中具吸引力、較高流動性，且能創造收益的方式；若能結合對貨幣籃的謹慎管理，就可以避免與美元有過高的相關性。同時，由於美元可能受關稅影響而走強，相對歐元、加幣及人民幣，我們偏好加碼美元，這在基期情景下可望提供合理的報酬潛力，且能為較不利的貿易局勢提升保護力。

結構性調整策略與主動式管理

隨著最容易進入的市場變得越來越昂貴，精明的投資人可以透過更具結構性的策略來發掘投資價值。結構性超額報酬的概念，包含識別市場中重複出現的結構性低效率（例如，各國央行等非經濟投資人的決策），並在投資組合中多元分散配置這些低效率性，減少對方向性宏觀觀點的依賴。

一結構式低效率性的例子是偏好本國投資，也就是投資人認為在投資本國比投資其他地區更安心。隨著美國以外資本市場不斷擴張，我們認為這是一個成長中的機會。

另一個例子是被動型交易所交易基金 (ETF) 的興起。ETF 要求每日揭露數據，這為主動式管理基金經理人創造資訊優勢，讓他們可追蹤流動性較低市場中交易量的變化。此外，隨著 ETF 在公司債等主流領域獲得關注，也協助了較大金額的交易。近年來，多元信用工具合成指數的流動性優於其成分債券，且由於科技因素，表現亦常超越其成分債券，創造了進一步提高投資報酬的機會。

結論

全球經濟狀況有利債券投資、加上固定收益資產的資本保值特性，以及潛在獲得資本利得的潛力，債券成為 2025 年投資組合的重要關鍵部位，並為風險資產提供風險分散的特性。短期波動性為主動式債券經理人提供投資機會，而當前債券殖利率與歷史價格趨勢，也顯示較現金與股票更具吸引力的長期投資報酬。

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。

過往表現並非未來結果的保證或可靠指標。

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。美國政府發行的通膨連結美國公債(TIPS)即是ILB。抵押貸款和資產抵押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。結構性產品，例如抵押債務義務(CDO)、固定比例投資組合保險(CPPI)和固定比例債務義務(CPDO)是複雜的工具，通常涉及高度風險，僅適用於合資格投資者。使用這些工具可能涉及可能損失超過投資本金的衍生性金融工具。市場價值也可能受到經濟、金融和政治環境的變化(包括但不限於現貨和遠期利息和匯率)、到期、市場和任何發行人的信用品質的變化影響。私募信貸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。股票則有可能因為實際或臆測之市場狀況、經濟變動或產業狀況等，出現跌價。管理風險是指投資經理人所使用的投資技巧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人在管理策略方面所能運用之投資技術與相關風險。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。

資料內容發佈僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦或背書任何特定證券、策略或投資產品。預測與估計存在若干固有侷限，不同於實際的表現紀錄，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，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。投資人在作出投資決策前，應先諮詢投資專業意見。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。

相關性反映兩檔證券個別走勢之彼此關聯程度的統計指標。存續期間為衡量債券價格對利率的敏感度，以年為單位

本資料包含了基金經理人的見解，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。

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。品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。