



週期市場展望
2022年3月

既冷又熱的 經濟環境

主動式投資管理與風險意識有助於投資人駕馭成長「過冷」但通膨卻「過熱」的全球經濟環境。



作者：

Joachim Fels (費約信)
全球經濟顧問

Andrew Balls (波以斯)
投資長
全球固定收益

摘要

- 全球經濟前景正籠罩在龐大的不確定性之中，地緣政治風險拖累經濟成長的同時，可能刺激通膨進一步攀升。根據我們的基本預測，後疫情時代的經濟活動重啟，以及私部門釋出累積的儲蓄並刺激消費需求，將可支持全球經濟持續成長，且通膨有望在未來幾個月觸頂並逐漸降溫。然而，我們的基本預測正面臨各種顯著的風險，其中包括未來6到12個月經濟陷入衰退的風險—尤其是在烏俄戰爭進一步升溫的情況下。
- 烏俄戰爭以及國際社會對俄羅斯的制裁預計將影響各個國家與區域的經濟成長與通膨走勢更加分歧。多數央行對抗通膨的決心似乎更勝於支持經濟成長，因此我們預期未來6到12個月財政刺激的力道將相對有限。
- 面對充滿變數的大環境，我們的投資策略傾向維持投資組合的彈性與流動性，藉此因應各種事件並掌握潛在投資機會。我們預期對存續期採取微幅減碼配置，且不以殖利率曲線的配置作為布局重點。
- 考量目前市場的脆弱體質，我們可能不會對風險性資產建立大量投資部位，但是可能會伺機增持特定較低違約風險的信用債。
- 我們持續認為美國通膨債券的評價合理且有助於抵禦美國通膨升溫的風險。隨著各國試圖降低對於俄羅斯的貿易依存度，我們可能會看到大宗商品價格顯著攀升。故此，大宗商品亦可作為抵禦通膨升溫風險的投資工具。
- 以股票市場而言，我們認為目前的大環境有利於高品質與低景氣敏感度的企業。我們建議投資人保留足夠的彈藥，伺機掌握股市動盪帶來的投資機會。



在最近一次召開的PIMCO週期展望論壇，大多數與會者再次透過線上方式參與。會中，PIMCO投資專家針對其中一項主題立即達成共識：在烏俄戰爭爆發之前，全球經濟與金融市場前景就已籠罩在不確定性之中，而俄羅斯入侵烏克蘭、各國採取的制裁措施、以及大宗商品市場的動盪可能將進一步加劇原有的不確定性。

過去這幾年，奈特式不確定性 (Knightian uncertainty) 一語即高度不確定性——一直是PIMCO反複討論的主題 (請參閱2016年7月所發布之「洞悉不確定的經濟《Insights Into an Uncertain Economy》」。不同於一般人常提到的「風險」二字，所謂的「不確定性」意指無法預知的未知事件，且本質上無法進行量化評估。相較之下，我們可以根據經驗與統計分析，計算各種情境發生的機率——也就是所謂的「風險」。由此可知，在充滿高度不確定性的環境，針對特定情境進行詳細預測無助於形塑投資策略。故此，我們針對總經前景的討論無法像過去那般具體，因為各種情境都有可能發生，且經濟環境與金融市場都有可能在一夕之間出現非線性的典範轉移。

儘管面臨許多的未知數，我們仍針對未來6到12個月的週期前景，為投資人總結出以下5大焦點展望。我們將在5月舉辦的長期展望論壇討論當前局勢會帶來哪些長期的影響與意涵。

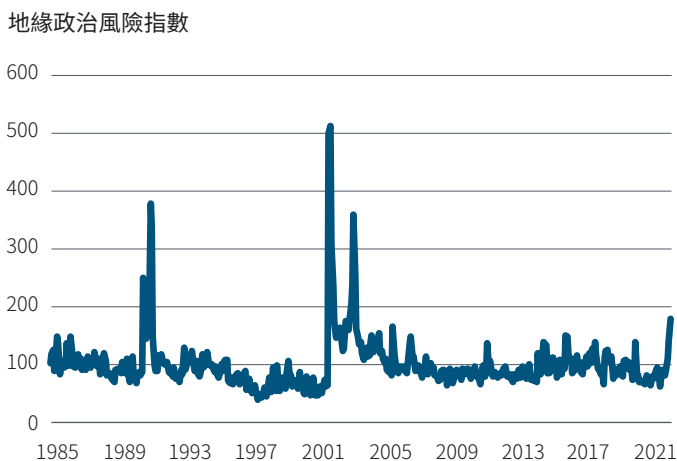
1. 「反金髮女孩」現象

首先，供給面受到衝擊並引發停滯性通膨的壓力，一方面不利於經濟成長，同時將進一步推升通膨——這正是目前全球經濟與決策官員面臨的難題。供給面受到衝擊後，影響將從以下4個主要管道向外傳播並引發停滯性通膨的壓力：1) 能源與糧食價格上漲，2) 供應鏈與貿易往來受阻，3) 金融環境緊縮，以及4) 高度不確定性拖累企業與消費者信心。在這些因素的交互影響下，我們很容易看到某位論壇與會者所說的「反金髮女孩」現象 (Anti-Goldilocks)：意即通膨過熱、成長過冷的經濟環境。

即便如此，此時此刻我們的基本預測仍認為已開發國家的經濟成長率將高於長期趨勢，但是我們已將2022年的經濟成長率預估值自戰爭爆發前的4%，下修1個百分點至3%。整體而言，後疫情時代的經濟活動重啟以及私部門釋出累積的儲蓄並刺激消費需求，將持續支持經濟成長表現。

此外，根據我們針對技術面的預測結果，未來大宗商品的現貨價格將沿著期貨價格曲線進入下行趨勢 (截至本文撰寫之時)；故此，我們預期整體與核心通膨將在未來幾個月進一步攀升並觸頂，接著再進入逐漸下行的趨勢。從去年12月的論壇結束至今，目前我們已將2022年已開發國家平均通膨的預測結果上修2個百分點至5%。儘管如此，我們對於經濟成長的基本預測仍存在顯著的下檔風險，且對於通膨的展望同樣面臨上檔風險——尤其是在烏俄戰爭或是制裁措施進一步惡化的情境下。此外，我們也注意到由美國聯準會研究人員發布之地緣政治風險指數進一步攀升 (圖一)。總結來說，這些發展趨勢進一步支持我們對於總經環境的長期觀點：未來的經濟與通膨週期將變得更短，但是波動幅度變得更加顯著。

圖一：地緣政治風險寫下近20年來的新高



資料來源：Caldara、Dario、與Matteo Iacoviello (2021)等人合著之「評估地緣政治風險 (Measuring Geopolitical Risk)」工作報告，聯邦儲備體系理事會，2021年11月；資料截至2022年2月28日。

原本就已脆弱的大環境恐讓經濟成長與通膨前景蒙上一層陰影。

2. 更容易出現非線性經濟成長與通膨反應

其次，由於經濟環境的體質原本就脆弱，因此任何的風險都可能對經濟成長與通膨前景帶來非線性的影響，特別是全球供應鏈先前就已遭到新冠肺炎疫情衝擊，導致許多產業的供貨短缺，進而推升生產成本與物價。然而，就在疫情造成的供應鏈瓶頸開始趨緩之際，烏俄戰爭與各國的制裁措施又對供應鏈帶來進一步的衝擊。儘管俄羅斯在全球貿易的佔比僅1.5%，但是在能源與非能源類大宗商品的出口佔比卻遠遠高出許多。此外，烏克蘭不僅是穀物生產大國，同時也是歐洲汽車零件與晶片製程原料—例如氬氣—的重要供應來源。考量全球供應鏈的複雜程度，乍看之下特定原物料與零件的缺貨情況或許不嚴重，但卻可能對產能與價格造成龐大影響。

此外，除了烏俄局勢發展之外，近來部分中國城市再度實施防疫封城措施，因此未來全球供應鏈可能將面臨新的瓶頸。即便烏俄戰爭迅速畫下句點且大宗商品價格開始降溫，我們也無法斷言一切將立刻回到常軌，因為即便烏俄戰爭告一段落，各國對於俄羅斯的制裁可能會延續很長一段時間，持續阻斷貿易往來與資金流動，並加劇供應鏈面臨的壓力。

此外，通膨亦可能受到非線性的影響：早在烏俄戰爭爆發之前，許多國家的通膨早已攀升至數十年新高，且長期通膨預期水準也已跟著攀升（美國統計資料請見圖二）。短期的物價上漲壓力進一步加劇，已讓中、長期通膨預期水準與薪資通膨失控的風險攀升，其中又以美國面臨的風險更加顯著，因為美國勞動市場已極度緊俏。另一方面，以通膨升溫的幅度來看，歐洲同樣正面臨顯著的風險。故此，未來貨幣與財政政策主管機關採取的因應作為將扮演關鍵角色，這也是我們接下來將探討的重點。

圖二：自疫情爆發以來，美國通膨預期水準已大幅攀升，但目前仍與長期平均值相當

運用聯準會共同通膨預期指數(CIE)的預測結果



資料來源：PIMCO與HaverAnalytics。Ahn, Hie Joo, and Chad Fulton (2021)。「研究資料序列：共同通膨預期指數」，聯準會註釋。華盛頓：聯邦儲備體系理事會，2021年3月5日；資料截至2022年3月11日。PCE意指個人消費支出指數，為衡量美國通膨的指標之一。

3. 不對稱的衝擊造成更加分歧的經濟表現

第三，烏俄戰爭料將使得各個國家與區域在未來6到12個月呈現更加分歧的經濟成長與通膨走勢。事實上，更加分歧的經濟成長與通膨走勢原本就是我們的長期觀點之一，但是烏俄戰爭將進一步放大分歧的程度。

各個區域的通膨走勢與經濟成長大不相同

由於歐洲的地理位置最接近烏俄戰爭，因此歐洲受到的影響將最為顯著，畢竟歐洲與烏、俄兩國的貿易往來、供應鏈、與金融體系的連結程度更加緊密，歐洲各國大量依賴俄羅斯出口的天然氣與原油，且烏克蘭的難民紛紛逃往歐洲國家。故此，歐洲今年陷入經濟衰退且通膨同步大幅攀升的風險已大增——尤其是在俄羅斯切斷對歐洲供給天然氣的情況下。

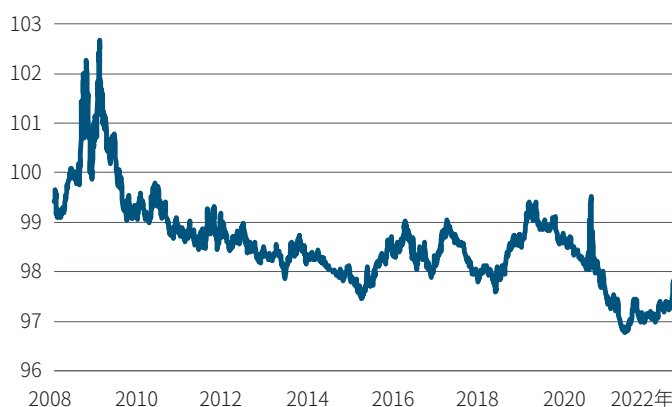
儘管中國及多數亞洲國家與俄羅斯的直接經貿往來較少，但是仍免不了能源價格上漲、俄羅斯旅客人數下滑、以及歐洲經濟成長趨緩帶來的間接影響。此外，倘若烏俄戰爭進一步升溫且中國決定與俄羅斯站在同一陣線，屆時西方國家對中國施加二級制裁的風險將顯著攀升，且可能傷及中國經濟表現。

以新興市場而言，原油、鐵礦砂、銅礦、金屬、小麥、與玉米等大宗商品出口國有望受惠於轉趨有利的貿易條件，但是大宗商品價格上漲亦將推升多數新興國家早已居高不下的通膨壓力——尤其是那些通膨預期水準容易失控飆升的國家。我們預期小麥價格上漲與國際旅客帶來的收入萎縮，將對部分北非與中東國家造成不成比例的衝擊。此外，這些國家面臨經濟挑戰的同時，國內政局常隨之動盪不安。舉例來說，10多年前的阿拉伯之春正是因為糧食價格大幅上漲，最終在北非與中東地區引發政治動盪。

另一方面，美國經濟似乎相對不受烏俄戰爭的直接影響，因為美國與烏俄兩國的直接貿易往來極少，且能源供給相對自給自足。儘管如此，我們認為其他國家經濟成長趨緩、汽油價格大漲、全球供應鏈可能進一步受到衝擊、以及戰爭爆發至今金融環境已大幅緊縮（圖三）等種種因素仍可能拖累今年美國的經濟成長並推升通膨。

圖三：烏俄戰爭爆發至今，美國金融環境已快速緊縮

PIMCO美國金融環境指數



資料來源：PIMCO、聯準會、彭博，截至2022年3月15日。PIMCO金融環境指數為PIMCO專有的指數，從各種金融指標擷取出反映未來經濟狀態的相關資訊，當中囊括聯邦基金利率、債券殖利率、信用利差、股價、油價、與美元貿易加權指數等影響經濟活動的各種指標。各項指標的權重依據聯準會之聯準會（FRB）/美國模型之模擬結果。金融環境指數上升/下降分別代表金融環境緊縮/鬆綁。

4. 央行面臨兩難

多數央行對抗通膨的決心似乎更勝於支持經濟成長。在正常的情况下，倘若通膨攀升乃是供給面受到衝擊所致，此時央行理應無動於衷才對。然而，眼前並非正常的環境，新冠肺炎疫情與供應鏈瓶頸原本就讓通膨居高不下，如今烏俄戰爭又對供給面進一步帶來衝擊。故此，貨幣政策主管機關開始積極防範整體通膨攀升衍生的第二輪效應（second-round effects），並阻止居高不下的通膨預期水準進一步走揚。當然，這一連串對抗通膨的舉動亦使得未來發生經濟硬著陸的風險增加，故此今年下旬或2023年經濟陷入衰退的風險已攀升。儘管這並非我們的基本觀點，但確實是不容忽視的風險。

歐洲的GDP成長率最容易受到烏俄戰爭的衝擊，且歐洲與日本的通膨最不穩定，但是歐洲央行與日本央行在3月的政策會議中表示，考量當前的經濟前景，目前仍將按照原訂計畫回收量化寬鬆政策。

美國聯準會在3月的政策會議為新一輪的政策緊縮循環揭開序幕，除了讓聯邦基金利率區間擺脫零利率的下限，同時預告今年還會有一連串的升息動作，並可能在接下來的兩次政策會議宣布啟動縮表計畫（請閱讀關於聯準會3月政策會議及其意涵之部落格文章）。

英國央行在3月宣布升息，這也是3個月來的第3度升息，並暗示未來可能會進一步緊縮貨幣政策。其他已開發國家與新興市場央行亦大多處於政策緊縮模式，藉此對抗猖獗的通膨壓力。唯一的例外是中國，因為中國通膨低於央行目標、人民幣表現強勢、以及經濟成長疑慮促使中國人民銀行在過去幾個月適度鬆綁貨幣政策，讓今年緊縮政策的機率趨近於零。

多數央行選擇對抗通膨， 勝過於支持經濟成長

在眼前的環境下，由於經濟成長受到負面衝擊的同時，通膨將不降反升，因此以聯準會為首的西方國家主要央行預料將不會出手救經濟，且前一次發生類似的情況便是1970年代與1980年代初的停滯性通膨時期。故此，未來已開發國家經濟成長趨緩、甚至陷入經濟衰退，以及金融市場受到衝擊的風險將更加顯著。





如同我們在PIMCO長期展望《轉型時代》中強調，我們的基本觀點持續認為各種長期因素以及金融市場對於利率攀升的敏感程度，將使得實質中性政策利率維持在低檔。然而，儘管通膨攀升可能讓央行面臨難題，但是央行若持續緊縮政策並在金融市場引發動盪，此時亦將為主動式投資人創造投資機會。

5. 財政刺激規模縮水

除了貨幣政策之外，先前各國政府動用各種政策工具對抗新冠肺炎疫情帶來的衝擊。然而，現在各國的赤字與負債大幅膨脹，央行開始回收量化寬鬆政策並升息，因此面對當前經濟活動受到的衝擊，各國採取的財政刺激措施料將大幅縮水。

儘管如此，我們深信接下來歐洲將擴大鬆綁財政政策，一部分透過提高國防預算支出（但需要一段時間才能展現效果），其他則是透過財政轉移與稅負補助等方式，藉此緩和能源價格攀升對可支配所得造成的影響。然而，各國在疫情期間推出的暫時性刺激措施將陸續退場，經濟成長動能自然也會隨之萎縮，因此即便未來歐洲擴大鬆綁財政政策也無法完全填補經濟成長動能的缺口。此外，未來歐洲各國有望進一步採取行動，藉由歐盟預算共同分攤財政支出，進而擴大國防預算與可再生能源的投資。然而，整個預算流程可能曠日廢時，難以在未來6到12個月產生實質的經濟效益。

在美國，由於國會幾乎陷入政治僵局，因此短時間內美國頂多只會稍微擴大財政刺激的力道。然而，11月國會期中選舉結束後，倘若共和黨在眾議院取得多數席次—甚至一併拿下參議院，屆時國會僵局將阻擋美國在未來幾年進一步擴大財政刺激措施。儘管這不利於週期性經濟成長，但卻有助於緩解通膨壓力，因為正如同我們在疫情期間所見，貨幣刺激政策並非通膨唯一的推手，財政刺激政策也幫忙推了一把。

投資啟示

面對眼前艱困且不確定的環境，我們的投資策略將加強投資組合的彈性與流動性。我們認為投資人必須保留適當的風險預算與流動性，如此方能因應各種事件並掌握隨之而來的投資機會。投資人必須將總經風險因子納入考量，盡可能維持中立配置並審慎選擇投資標的。

存續期

考量當前的投資評價、通膨升溫風險、以及央行可能將抗通膨視為首要目標並緊縮貨幣政策，無視短期經濟成長的疑慮，在此情境下我們將對存續期採取微幅的減碼配置。

投資組合應聚焦具備韌性、流動性、與保護資本特性之信用債

儘管如此，我們預計不會大幅配置風險性資產，因為眼前浮現的經濟成長疑慮，可能在明天就成為拖累經濟成長的阻礙；一旦投資人認為目前金融市場低估未來政策持續緊縮的幅度，屆時股市表現料將受到衝擊。考量全球已全面進入政策緊縮的週期，殖利率曲線的配置不會是我們的布局重心。我們持續認為美國通膨連結債券的評價合理，且有助於抵禦美國通膨進一步升溫的風險。

信用債券

整體而言，信用債的賣壓已告一段落，因此我們將伺機為投資組合提高信用債的投資部位。目前結構性信用債以及低違約風險的公司債是我們最青睞的投資標的。然而，倘若烏俄戰爭進一步升溫，或是通膨壓力攀升迫使各大央行採取更加鷹派的貨幣政策，屆時信用債市不排除進一步走弱的風險。故此，投資組合在篩選信用債時，必須聚焦韌性、流動性、與保護資本等三大特性，藉此因應各種可能發生的情境。

我們將減碼一般的公司債。首先，我們認為美國住房貸款抵押債券（RMBS）、資產擔保證券（ABS）、商業不動產抵押貸款證券（CMBS）等多種證券化資產擁有優於公司債的信用體質，或是低於公司債的違約風險，其中又以美國、英國、與特定提供高品質擔保品的歐洲證券化資產特別值得我們的青睞。其次，以公司債市場而言，我們將持續青睞優先順位金融機構債券，且近期的疲弱表現讓我們有機會增持全球大型銀行發行的優先順位債券，但需審慎調控投資規模，即便在波動性大幅攀升的環境下，此類債券的違約風險仍低。以信用債市而言，我們對於美國的青睞程度仍將高於歐洲與新興市場，因為美國對於烏克蘭與俄羅斯的曝險程度較低，因此受到烏俄戰事的影響較小。此外，在針對整體信用債市建立投資部位時，流動性將持續作為我們的首要考量，並聚焦PIMCO全球信用團隊寄予最高信念且最具韌性的公司債。

貨幣與新興市場

以貨幣投資部位而言，在遵循客戶投資方針與期望的前提下，我們預計將加碼特定的10大工業國與新興市場貨幣，並聚焦評價低廉且可受惠於大宗商品價格走勢的貨幣。儘管如此，在眼前充滿不確定性的環境下，我們只會維持少許的投資部位。以新興市場而言，我們預計將維持有限的投資部位，但同時也將在充滿挑戰的環境下，持續發掘具有吸引力的投資機會。

大宗商品

以大宗商品市場而言，在烏俄戰爭爆發之前，大宗商品市場就開始展現典型的週期後期特性，意即需求開始超越供給。故此，在價格維持不變的情況下，我們預期未來大宗商品的產能成長幅度將低於過去幾年的水準。由於能源佔其他大宗商品生產成本的比重相當高，因此能源價格上漲會對通膨帶來全面且顯著的影響。在此環境下，瞬息萬變的烏俄戰事將促使大宗商品交易商設法降低對於俄羅斯的依賴程度，因此未來商品價格可能會進一步顯著攀升。由於目前原物料指數呈現罕見的正利差水準，因此我們認為商品亦有助於抵禦通膨進一步升溫的風險。

股票

整體而言，我們的資產配置投資組合預期將對股市Beta風險維持中性配置。我們認為景氣週期已明確進入後期階段，經濟成長動能雖仍強勁，但也越來越容易面臨下檔風險。此外，由於市場已反映央行緊縮政策的前景並壓縮股票投資評價，因此未來企業盈餘將成為股市主要的報酬動能。我們認為高品質且低景氣敏感度的企業是當前值得青睞的投資標的。PIMCO的資產配置與固定收益投資組合將維持充足的彈藥，以期在股市動盪之際進場掌握投資機會。



所有投資均有風險，可能造成價值損失。投資債券市場有風險，包括市場、利率、發債機構、信用、通膨、與流動性風險。多數債券與債券投資策略之價值會受到利率變化的影響。存續期較長之債券與債券投資策略的利率敏感度與波動度高於存續期較短之債券與債券投資策略；債券價格常隨著利率上升而下降，且低利率環境會增添此類風險。債券交易對手之交易能力下降，可能會降低市場流動性並推升價格波動性。債券贖回價值可能會高於或低於原始的投資成本。大宗商品投資涉及高度風險，包含市場、政治、法規、與自然環境風險，且可能不適合所有投資人。股票投資價值可能會受到實際與預想之整體市場、經濟、與產業環境之影響而下跌。投資國外與/或國內證券可能會涉及高度風險，例如匯率波動、經濟、與政治風險，且此類風險在新興市場可能更加顯著。匯率可能會在短時間內大幅震盪且可能會降低投資組合之報酬。房貸與資產抵押債券可能會受到利率變動之影響、面臨提前清償之風險，且儘管普遍有政府、政府機關、或私部門機構做擔保，但是擔保人不必然會履行義務。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。TIPS為美國政府發行之通膨連結債券。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。分散配置不保證可避免損失。

Beta係數係指資產價格對於市場變動之敏感度。市場之Beta係數為1。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。

本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資組合經理人對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

文中所有預測、估計及特定資訊均得自專有研究結果，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，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。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

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。文件內容概未針對可能違法或未獲授權之任何司法管轄區內任何個人或機構提出要約。**品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理**。本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段68號40樓，電話為 (02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(110)金管投顧字第 020 號。|本文件之任何部分內容，一律嚴禁未經獲准擅自重製，或於其他出版品內提及或引用，不論其形式或方法為何。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。©2022年，PIMCO。