



週期市場展望

2021年春季

應對通膨假象

全球經濟可望迎來強勁的復甦行情，但是投資人應密切留意通膨恐懼心理加劇而引發的市場動盪。



內容摘要

- 在大規模財政刺激措施、寬鬆貨幣政策、經濟活動陸續解封、以及疫苗加速施打的支持下，PIMCO預估2021年全球經濟將強勁復甦。
- 儘管通膨可能在未來幾個月暫時走揚，但是我們認為未來1到2年通膨大致將維持在央行的目標水準以下。儘管如此，短期內通膨仍可能成為投資人關注的風險，進而推升市場的波動性。
- 面對充滿變數的大環境，我們將維持投資組合的彈性與流動性，藉此在第一時間因應各種突發事件。
- 我們在疫後復甦行情上看到投資機會，包括住房與工業/航太產業，以及特定的銀行與金融企業。我們偏好美國非機構抵押貸款證券，以及特定的全球結構性商品。我們傾向對數個已開發國家公債的殖利率建立曲線陡峭化投資部位，並將在資產配置投資組合中維持股票的加碼配置。

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

面對通膨可能先升後降的「假動作」，投資人應事前做好萬全準備，維持投資組合的彈性與流動性，藉此在充滿挑戰與動盪的環境下，因應各種突發事件。

今年3月，PIMCO再度以虛擬會議形式舉辦週期展望論壇與投資策略會議，召集PIMCO全球投資專家一同集思廣益，並做出兩點重要結論。首先，根據PIMCO的基本預測，全球各國料將在今年展現強勁的經濟復甦表現。儘管各界都在擔心通貨再膨脹的風險，但是我們認為未來1到2年的時間，各國通膨

將持續低於央行的目標。儘管如此，未來幾個月確實有可能出現通膨先升後降的假動作，並在市場引發一陣騷動。我們將在本文詳細說明PIMCO的經濟基本預測及潛在的風險。

儘管全球央行已明確宣示將緩步調整貨幣政策，且財政政策至少會在今年持續挹注經濟成長動能—尤其是美國將強力刺激經濟活動，但是市場參與者對於通膨風險的焦慮，是除了各項經濟預測之外，我們在會中一再討論的焦點。



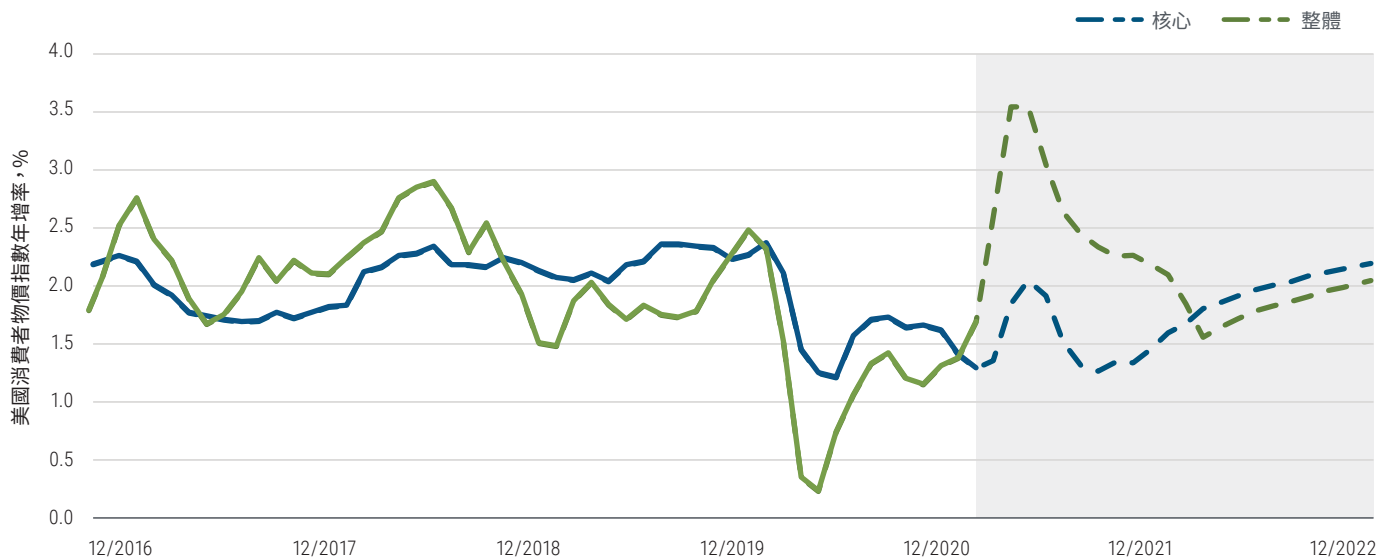
過去這段時間，我們看到債券殖利率自低點大幅攀升，並引發市場波動。其中，短年期殖利率亦微幅走揚，測試央行是否真能沈著以對，信守長期、緩步調整貨幣政策的承諾。根據我們的基本預測，儘管接下來通膨可能會暫時攀升，但最終仍無法長期維持在高檔（圖一）。此外，短時間內金融市場很有可能會執著於通膨升溫風險，進而導致市場波動居高不下——至少應不亞於近年來的波動幅度。

另一方面，疫苗相關的好消息及經濟復甦的前景大多已反映在資產價格之上。不可否認的是，現在風險性資產的價格皆已來到合理、甚至稍微偏貴的水準，因此接下來我們必須看到具體的疫苗保護效果或強勁的經濟復甦，如此方能支持眼前風險性資產的評價。然而，不要忘了一件事：眼前我們面對的並非典型經濟循環。

回顧過去，經濟環境與金融市場本身常是引發經濟衰退的元兇，然而此次的經濟衰退卻是防疫封城措施與保持社交距離所致，且接下來的經濟前景仍面臨高於以往的不確定性。

中期而言，儘管全球經濟可能會面臨顯著的經濟傷痕效應，但是至少今年可望看到強勁的週期性復甦。故此，各種因素將在今年交織成極為罕見的大環境：今年的經濟成長動能預料十分強勁——強勁到只有資歷最深的分析師曾在多年前躬逢其盛，加上美國、歐洲與各國的財政政策紛紛進入新常態，以鞏固經濟持續復甦作為首要目標，以及各國央行無不致力推升通膨、實現就業人口極大化等目標。儘管通膨攀升最後可能只是個假象，但是假象的背後確實存在不少變數，持續左右通膨走向。

圖一：PIMCO預估短期內美國通膨將高低起伏



資料來源：美國勞工統計局，資料截至2021年2月28日；PIMCO預估期間為2021年3月31日至2022年12月31日。資料與預估數據依據美國核心與整體消費者物價指數之年增率。

投資結論：維持彈性與流動性

面對可能持續震盪的投資環境，我們將致力維持投資組合的彈性布局，藉此在第一時間因應各種突發事件。故此，我們將審慎制訂投資部位的規模，嚴謹管理流動性，並在必要的時候暫時維持中性配置，等待具有吸引力的投資機會浮現後，再擇機進場布局。考量目前的評價水準，我們認為現階段加強配置「高流動性資產」，投資組合只需付出少許的機會成本，且維持耐心的布局策略有助於我們積極掌握在震盪中浮現的良機。

存續期

我們預期未來將以美國作為存續期的配置重心，因為美國利率經歷近期的走升趨勢之後，現已來到較為合理的水準。根據目前10年期美國國庫券殖利率在1%至2%區間盤整的情況，我們預料近期內國庫券殖利率將向2%的上緣靠攏。儘管如此，市場勢必持續臆測各大央行延續現行政策的決心，且未來很有可能發生資產價格過度反映實際基本面的情況，不過我們認為即便新冠肺炎疫情正式畫下句點，疫情爆發前後的全球殖利率也不會有太大的變化。我們認為債券將持續扮演保值的角色，且以資產配置的角度而言，債券仍可有效分散風險性資產的配置部位（進一步了解PIMCO的觀點，請參閱文章「[固定收益投資：低殖利率不代表一切](#)」）。

在全球各大央行之中，美國聯準會、日本央行、與英國央行之所以對近來的市場動盪採取冷處理，乃是拜經濟成長前景改善所賜。相較之下，歐洲央行或許較為擔心殖利率攀升帶來的影響，但是最近歐洲央行發布的訊息卻讓人有些摸不著頭緒，無法具體掌握歐洲央行真正的想法。

在大多數的情況下，相較於長年期的殖利率，央行更不願看到升息的預期心理反映在短年期利率曲線之上，加上未來通膨可能出現先升後降的假動作，種種因素皆支持我們長期以來對於殖利率曲線秉持的陡峭化布局策略。有鑑於美國已出現曲線走峭的情況，我們相信此觀點也適用於英國、歐洲和日本各地，可伺機全球多元化布局。

信用資產

整體而言，我們預期將維持加碼信用債。我們認為美國非機構抵押貸款證券與其他部分的全球結構性商品—例如英國的住房抵押貸款證券—擁有優於一般公司債的評價吸引力、具備良好的防禦特性，且在2020年疫情引發市場動盪的期間展現良好韌性。

以公司債而言，我們認為信用違約交換指數具備的流動性與評價吸引力勝過大多數的公司債。儘管如此，我們將持續發揮全球信用投資組合經理人與分析師的投資專業，慎選債券為客戶創造超額報酬機會。目前，我們在疫後復甦行情上看到具吸引力的投資機會，例如住房、工業/航太、以及特定的銀行與金融企業，同時我們的信用投資策略亦將聚焦前述投資機會。此外，我們預期私募基金投資策略可望表現不俗，採取長期投資觀點且風險承受度較高的投資人，將可從中發掘具吸引力的流動性溢酬。

貨幣與新興市場

面對眼前高度波動的環境，投資人或許會傾向降低貨幣投資部位，但是根據我們的基本觀點，各國展現強勁經濟成長力道，加上聯準會承諾將極為緩慢地調升短期利率，因此長期而言美元可能仍有進一步微幅貶值的空間。目前，我們的投資組合針對高品質新興市場貨幣建立部分投資部位，但是整體而言我們仍對新興市場秉持相當審慎的戰略性布局，因為波動性攀升的環境可能持續導致新興市場表現承壓。

股票

以資產配置投資組合而言，我們預期將維持股票的加碼配置，其中對於景氣循環股的偏好程度勝過防禦性股票。儘管近期市場波動攀升，但是從最近的財報數字與企業獲利展望來看，企業普遍維持健全的基本面。此外，產業與證券選擇仍扮演舉足輕重的角色，其中我們看好能夠受惠於財政刺激法案、週期性復甦、以及長期科技顛覆趨勢的投資標的。另一方面，美股與亞股仍是我們青睞的市場，因為美國與亞洲有望早一步走出疫情陰霾並受惠於財政刺激措施。

原物料

在全球經濟加速成長、擴大投資基礎建設、以及現階段庫存吃緊的情況下，我們認為原物料價格仍有些微的上檔空間。儘管如此，我們預期價格上漲幅度有限，因為目前各大市場並未出現庫存全面吃緊的壓力，因此我們不認為原物料將進入新一波的超級循環。以原油市場為例。儘管原油庫存已下降，且需求正強勁復甦，但是石油輸出國家組織的市佔率卻來到數十年的低點，加上目前的國際油價足以吸引頁岩油重啟產能，且可再生能源的價格年年下降。有鑑於原油在整個原物料市場的重要地位，加上科技的日新月異，我們認為原物料進入新一輪超級循環的機會不大。

經濟展望：步步高升

對比我們在今年1月發布的週期市場展望，現在看來2021年全球經濟反彈復甦的力道將比原先預期地更加強勁。今年以來，各國政府紛紛大舉擴張財政刺激的力道，加上全球加速施打疫苗，種種因素應有助於受疫情壓抑的服務業活動在未來幾個季度加快復甦腳步。

故此，繼2020年寫下-3.5%的成長表現後，現在我們預期2021年全球GDP成長率將從原先預估的5%，可望進一步向上突破6%（以目前的匯率計算）。根據我們的2021年經濟預測結果，中國經濟成長率有望突破8%，美國可能以超過7%的成長率緊追在後，即便是經濟成長相對較為落後的歐元區與日本，兩者的成長率亦將分別突破長期趨勢水準並寫下4%與3%的成長表現。此外，根據PIMCO對於2022年的初步預測結果，儘管全球經濟成長率仍將高於長期趨勢水準，但是成長速度將放緩，顯示全球經濟體質將進一步回歸正常，貨幣政策大致將維持寬鬆狀態，但是許多國家的財政脈衝將可能下降、甚至出現負成長，因為屆時各項緊急紓困政策將告一段落，且加稅政策也接踵而來。

顛簸的通膨前景...

根據我們的基本展望，各國的整體通膨以及核心通膨在今年預計呈現顛簸的走勢，並可能導致長期的通膨預期水準高低起伏，導致投資人心生通膨反轉向上的假象，最終引發債券市場的動盪。

未來幾個月，基期效應、能源價格攀升以及經濟活動重啟導致部分產業的價格上漲等因素，預料將大幅推升通膨的年增率。儘管如此，我們認為大部分推升通膨的壓力將在下半年消散，因為美國勞動市場雖然有望強力復甦，但是距離完全就業的目標仍有很大一段距離。整體而言，我們的基本觀點預期2021年與2022年主要已開發國家的核心通膨都將持續低於央行的目標水準。

...潛藏上檔與下檔風險

儘管如此，我們仍須注意各種可能推升通膨的潛在風險，例如經濟成長率與就業人口成長速度優於預期；能源價格進一步走升；科技產業面臨來自供應鏈的漲價壓力（例如半導體），進而推升電子產品價格；以及貨幣與財政刺激政策發揮加乘效果，聯手推升通膨預期水準。

相反地，通膨亦可能面臨下降的風險，例如在疫情的推波助瀾下，企業加速採用自動化與數位化科技，或是資產價格不斷膨脹，最終導致價格泡沫破滅。正如我們曾在2020年的長期展望報告中提到，通膨的前景—尤其是中、長期—面臨越來越多的變數。

央行預料將按原訂計畫行事

以貨幣政策而言，由於美國的就業市場與通膨有望在2021年朝目標「往前邁出一大步」，因此我們預期聯準會將從今年末、明年初開始漸進地縮減資產收購的規模。為了要避免當年的減債恐慌再次上演，此次聯準會可能提早對外宣告，並保證會等到資產收購計畫結束後很長一段時間內都不會升息。

儘管目前市場預期聯準會將在2023年初開始升息，但是現在聯準會的政策架構已改採就業人口極大化與2%平均通膨作為目標，因此我們預期升息的時間點將比市場預佔地來得更晚（請參閱美國相關章節）。事實上，聯準會在2021年3月份政策會議所發布的最新前瞻指引，與我們的預期觀點不謀而合。大多數聯邦公開市場委員會的成員依然認為政策利率在2024年以前都將維持不變（詳細內容請閱讀PIMCO針對3月份聯準會政策會議撰寫之部落格文章）。

另一方面，歐洲央行在接下來6到12個月的資產收購計畫則存在較多變數，因為至今歐洲央行只用「保持有利的融資條件」這句話含糊帶過一切。之所以出現這種含糊其詞的情況，我們認為乃是因為歐洲央行官員預期從現在起一直到2023年，歐洲的通膨可能會向1%靠攏，而非向2%的目標看齊，因此無論是該用多大的力道壓低攀升的殖利率，或是兌現通膨目標的決心高低，目前歐洲央行理事會內部仍存在顯著的分歧意見。整體而言，我們認為歐洲央行不會放下手中的「賣權(ECB put)」，但是面對金融環境變化的時候，歐洲央行可能會有所反應，但非主動出擊。

區域預測觀點摘要

美國：可能寫下近40年最快的經濟成長速度

Tiffany Wilding 與 Allison Boxer

我們預期美國實質GDP成長率將在2021年突破7%，因為大規模的財政刺激措施加上疫情獲得緩解，將強力刺激美國的經濟動能。儘管美國經濟只是從谷底反彈復甦，但是今年實質GDP成長率可望寫下1984年以來最快的成長速度。現在，新冠肺炎疫苗已陸續開打，且施打進度一如我們預期地在第二季尾聲讓美國大部分民眾完成疫苗接種。此外，美國在去年12月與今年3月通過規模總計近3兆美元的疫情紓困法案，這筆財政刺激預算預計在2021年為美國實質GDP成長率增添2.5—3個百分點。而展望2022年，美國經濟活動可望持續重啟並復甦，但是美國的財政脈衝則可能大幅萎縮，在這兩項因素的交互影響下，我們預期美國經濟成長率仍將高於長期趨勢，但成長率將顯著放緩至3%。

即便面對如此樂觀的經濟成長前景，我們僅略微上修2022年與日後的通膨預期水準。在基期效應的影響下，加上易受疫情影響的產業出現價格波動，我們預期通膨將在2021年第二季顯著攀升。儘管如此，我們預估2021年美國核心通膨年增率為1.7%，接著在2022年也只會漸進地攀升至2.2%。我們之所以認為短期內通膨將維持在低檔，主因在於美國經濟持續面臨產能嚴重過剩的問題，需要一段時間才能影響價格。

我們預期聯準會將在2021年末或2022年初，開始以緩慢的速度縮減資產收購計畫以收緊貨幣政策的寬鬆程度。即便如此，我們仍預期距離聯準會升息還有很長的一段時間。聯準會官員已清楚表示，除非看到勞動市場全面復甦，且通膨穩定站上2%的水準，否則不會有升息的那一天。根據PIMCO的基本觀點，以及聯準會在2021年3月發布的預測結果，至少在2023年以前，勞動市場與通膨都可能無法達到聯準會設定的目標。

過去半個世紀以來，美國實質GDP成長率超過7%的次數屈指可數。儘管最後美國經濟的實際表現可能優於或劣於我們的基本預期，但是這兩種情境發生的機率旗鼓相當。一旦美國民眾釋放積壓已久的龐大消費需求，家庭儲蓄消耗的速度將比預期地更快，屆時將刺激美國經濟表現優於預期。相反地，新的變種病毒株亦可能大大衝擊經濟復甦，導致經濟成長率不如預期。此外，美國的財政政策前景也充滿許多變數：我們預期美國將可通過基礎建設投資法案，除了加稅可能會抵銷部分的刺激效果之外，目前法案的細節與在國會闖關通過的可能性皆是未知數。

歐元區：加速施打疫苗，推動經濟成長反彈

Nicola Mai

儘管一開始疫苗施打的進度緩慢，但是隨著現有的疫苗廠提高產量，加上新的疫苗相繼上市，歐盟有望從春天起加快施打疫苗的速度。我們預期高風險族群—例如年長者與醫療人員—將於第二季尾聲完成接種疫苗，屆時歐洲的經濟活動應可漸進解除去年冬季以來的封城措施，步上更加穩健的復甦之路。儘管接下來歐洲的經濟成長率應可大幅加速，但是距離經濟活動完全恢復正常仍得花上一段時間，因為歐洲各國將逐漸鬆綁封城措施，對於疫情仍無法掉以輕心，且這場疫情危機將對經濟活動帶來部分的傷痕效應。我們認為歐元區的經濟活動應可在2022年上半年回到疫情爆發前的水準，2021年的GDP成長率可望突破4%，2022年的成長率則有望接近5%。

另一方面，我們預期未來18個月通膨將呈現顯著的波動，其中稅賦政策修改以及消費者物價指數的成份權重調整，將是引發通膨高低起伏的主因。姑且不論這些因素造成的扭曲效應，我們就通膨本身看不到任何走升的壓力，畢竟現在歐元區經濟仍處於產能嚴重過剩的環境。我們預期2021年與2022年歐元區的核心通膨均將低於1%。在此環境下，歐洲央行將延續寬鬆的貨幣政策，一方面讓政策利率維持不變，同時從現在起至2022年底，歐洲央行將持續擴大資產收購的規模。另一方面，歐洲復興基金將從2021年中旬開始撥款給會員國—儘管規模不及美國的財政刺激法案，因此財政政策也將持續提供刺激作用。

相對於我們的基本預測，歐元區經濟表現優於與劣於預期的機率大致相當。首先，倘若經濟活動重啟並釋放高於預期的消費需求，歐洲經濟將有機會表現優於預期。另一方面，一旦疫苗施打的速度以及保護力出現疑慮，勞動市場面臨更加顯著的傷痕效應，以及企業受到疫情危機重創等，則可能成為歐洲經濟表現劣於預期的幾個因素。此外，財政政策亦是左右歐洲經濟前景的關鍵，但是真正的影響要等到2022年過後才會浮現，因為屆時歐洲的財政規範似乎仍將持續暫停實施。

英國：後來居上

Peder Beck-Friis

英國率先各國開始施打疫苗，目前看來大多數的防疫封城措施有望在今年夏季初期一一解除。儘管2020年英國經濟衰退的幅度比其他歐洲國家更加嚴重，但是我們預期英國的經濟活動將從第二季開始高速反彈，漸次趕上歐洲各國的腳步。此外，我們認為英國脫歐不會對我們的2021年與後續的經濟基本展望帶來任何顯著影響。另一方面，隨著各項疫情緊急紓困措施陸續告一段落，英國的財政刺激政策將逐漸從2021年開始退場。整體而言，我們認為英國的經濟活動將與其他歐洲國家一同在2022年上半年回到疫情爆發前的水準，GDP成長預估將在2021年與2022年來分別到5%與6%左右的水準。

另一方面，在未來6到12個月，英國通膨可能逐漸攀升，且面對稅賦政策引發的暫時性雜訊，以及消費者物價指數調整成份權重造成的影響，英國通膨亦將與歐洲一樣高低起伏。姑且不論這些因素造成的扭曲效應，由於英國經濟仍面臨產能顯著過剩的問題，因此我們認為英國通膨將持續低於英國央行設定的2%目標。我們預估2021年與2022年英國的核心通膨分別為1.3%與1.9%。在此環境下，英國央行預計從2021年的夏天開始漸進地縮減資產收購規模，且可能在今年底資產收購的淨額將由正轉負。儘管如此，我們認為英國央行不太可能會趕在美國聯準會之前升息，因此升息的時間點不會落在未來12個月之內。

然而，倘若英國家庭的儲蓄率加速下降，消費復甦的力道比預期更加強勁，屆時英國央行則有可能把升息時間點提前。相反地，倘若疫情造成的經濟傷痕效應比預期地更加嚴重——特別是勞動市場，屆時英國央行則將推遲升息的時間點。

日本：放寬對殖利率曲線的管控

Tadashi Kakuchi

我們預期2021年日本GDP成長率為3%，其中大規模的財政刺激措施（相當於GDP的4%左右）以及私部門內需消費走出2020年的嚴重萎縮並逐步恢復正常，將成為推升今年日本經濟成長的主力。由於日本施打疫苗的進度比其他主要國家來得慢，因此經濟復甦的速度可能較為延遲，但是復甦的動能料將一路延續至2022年。倘若接下來疫苗施打的進度延宕，可能會對日本經濟復甦帶來下檔風險，但是私部門亦有機會展現高於預期的內需消費，使得日本經濟表現優於預期。

此外，即便日本經濟將踏上復甦之路，我們預期2021年日本的整體通膨仍將低於0%，因為多項一次性的經濟刺激措施——例如國旅補助計畫、手機月租費減免，以及龐大的產出缺口等因素，將在未來6到12個月持續壓抑通膨壓力。

由於日本距離2%通膨目標愈來愈遙遠，因此日本央行可望進一步延長寬鬆的貨幣政策。日本央行在2021年3月份的會議上檢討貨幣政策，並設法讓當前的貨幣政策走得更長久，因此我們認為一旦新冠肺炎疫情一如預期地在今年中下旬改善，屆時日本央行將進一步縮減日本公債的收購規模，並放手讓市場浮現些許的波動性。儘管如此，日本央行將極力避免10年期公債殖利率出現大幅攀升的情況，並將殖利率控制在正負0.25%的區間範圍內。

中國：信用供給的增速趨緩

Carol Liao

拜去年的低基期效應之賜，我們預期在消費活動的領軍下，2021年中國GDP成長率將反彈至8%以上。2020年，中國經濟復甦的動能主要來自政策支持的投資活動與強勁外需，但是這兩大成長動能料將在2021年消散，因為中國政府將開始推動政策正常化，且全球製造業活動亦將開始復甦。儘管如此，製造業投資活動仍可進一步擴張，因為企業信心持續改善，且中國再度聚焦推動產業升級與強化供應鏈的安全性，但是基礎建設與房市固定資產投資活動可能會開始走下坡，因為中國政府將開始對財政刺激政策與房市採取緊縮政策。

隨著疫苗擴大施打，加上各國推出大規模財政刺激法案，全球經濟成長率一如預期地強彈，進而刺激原物料價格走揚，且未來可能會暫時性地推升通膨。但是對中國而言，隨著養豬業擺脫豬流感的衝擊，豬肉價格將回歸穩定，有助於抵銷原物料價格上升造成的部分通膨壓力。故此，我們預期2021年中國整體通膨平均將維持在1%—2%的低檔區間。宏觀經濟調控政策亦將漸進、和緩地恢復正常。中國政府承諾不會讓政策出現大轉彎，期望藉此支持經濟穩健復甦。儘管如此，對於經濟風險的防控似乎再度成為政府官員關注的焦點。故此，我們預期中國信貸成長速度將在今年趨緩，財政赤字繼2020年大幅膨脹後，今年的赤字規模亦將縮小，但是政策利率與存款準備率到2021年底前預料將維持不變。

我們認為美中摩擦、疫情未退並拖累消費復甦的力道、以及國際競爭壓力導致中國出口表現欠佳等種種因素，皆是近期內中國經濟前景可能面臨的下檔風險。往好的方面來看，優於預期的全球經濟前景以及美中關係趨於和緩，將可進一步刺激中國的經濟復甦。展望2022年，我們預期中國總經環境將持續回歸正常，經濟成長率將重新站上5%—6%的年增率，政府官員亦將兼顧經濟成長與風險防控，審慎拿捏政策力道。中國最新發布的十四五計畫（2021年—2025年）聚焦推動高品質的經濟成長與改善生產力，以創新、內需、所得公平分配、與減少碳排放作為施政重點。

新興市場：復甦速度不一

Lupin Rahman

大致上，我們對於新興市場的總經前景抱持正向觀點，但是疫苗施打進度、服務業與旅遊業復甦速度、國內政策方向、以及原物料價格攀升等各種因素，將使得各國呈現大不相同的經濟復甦力道。對比已開發國家，新興市場的疫苗施打進度與達到群體免疫的預期時間點約落後2到3個季度，且大多數新興國家預估要到2022年底才能達到群體免疫。目前只有阿聯酋與智利施打疫苗的進度領先，其他拉美國家（例如秘魯）、部分亞洲國家（例如菲律賓）、與那些尚未取得疫苗的新興國家則是進度落後。故此，各個新興國家的產出缺口很有可能以不同的速度在不同時間點弭平。我們預估2021年與2022年BRIM四國的平均經濟成長率分別為6.6%與4%（BRIM意指巴西、俄羅斯、印度、與墨西哥，採GDP加權平均值方式計算經濟成長率預估值）。

我們認為受到基期效應、食品與原物料價格攀升、以及匯率貶值等因素的影響，BRIM四國的平均通膨預估將在2021年攀升至4.7%。根據我們的預估，大多數新興國家在2021年底的通膨預料將低於各國央行設定的目標，但是通膨仍有高於預期的風險。原物料價格若持續走揚，可能會使得整體通膨增加2到4個百分點，且核心通膨也可能因此受到間接影響並促使決策官員採取因應政策。若再考慮到目前依舊龐大的產出缺口，以及各國政府有限的償債能力，2021年各個新興國家的貨幣政策將比過去變得更加複雜，差異也將更顯著。展望未來6到12個月，我們認為巴西與俄羅斯有升息的機會，南非與印度將維持現狀，墨西哥則可能進一步鬆綁貨幣政策。同時間，我們預期2021年新興市場的財政赤字相對於GDP的比例將改善2到3個百分點，但是許多國家持續面臨財政窘境，因此進一步擴張財政刺激的空間有限。

就其他的潛在風險而言，新興市場面臨的上檔與下檔風險大致相當。以政治環境而言，墨西哥將在今年舉行大選，執政黨預料將維持多數席次。我們預估墮落天使與信用風險將集中在規模較小且指數佔比不高的國家身上，例如羅馬尼亞與哥倫比亞。此外，國際貨幣基金會預計將在2021年4月提高新興國家的特別提款權分配比例，屆時外匯儲備偏低、高殖利率的新興國家將成為主要的受惠者（進一步瞭解PIMCO 2021年新興市場展望與投資啟示，請閱讀最新發布之投資觀點「掌握升勢進行投資」）。

論壇簡介

PIMCO投資流程經歷50年的淬煉與各種市場環境的考驗，每年舉行長期展望論壇和週期展望論壇，廣納各界的智慧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。

在年度的長期展望論壇中，我們聚焦於未來3至5年的經濟前景，讓我們在配置投資組合上，掌握全球經濟結構性變化及趨勢帶來的機會。我們深信多元的投資觀點是締造優異投資成果的關鍵。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，從多元角度帶來真知灼見。此外，PIMCO全球諮詢委員會亦積極參與討論，委員會的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與新興市場經濟體的景氣週期動態，洞悉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。

投資**債券**市場的各项風險包括市場風險、利率風險、發行機構風險、信用風險、通膨風險，以及流動性風險。大多數債券與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。儘管有關有價證券一般由政府、政府機構或私人擔保人提供擔保，但並不保證擔保人將履行其責任。**公司債務證券**所蒙受的風險，包括債券發行人無法履行本金償還與利息支付義務的風險，且也可能涉及包括利率敏感度、市場對發行人信譽的認知，以及市場整體流動性等因素所造成的價格波動風險。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，並可能減少投資組合的回報率。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。**信用違約掉期 (CDS)**是雙方之間轉移固定收益證券信用敞口的場外交易 (OTC) 協議。**CDS**是使用最廣泛的信用衍生工具。**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。股票投資價值有可能因為實際或臆測之市場狀況、經濟狀況或產業狀況而下跌。原物料涵蓋更高的風險，包括市場、政治、監管和自然狀況，可能不適合所有投資人。

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。

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。

超額報酬(Alpha) 係用以衡量風險調整過後的績效，計算方法是比較投資組合的波動幅度(價格風險)與其相對於基準指數的風險調整後表現；高於基準指數表現的 alpha 係數稱之為超額報酬。

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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表任何基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。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(109)金管投顧新字第027號

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。© 2021年，PIMCO版權所有。