

PIMCO 品浩



週期展望  
2026年3月

# 變局交織：地緣衝突、 信貸風險與AI變革

面對不確定性與分歧加劇的環境，投資不再那麼取決於對前景的預測，  
而是更著重挑選流動性較高的優質資產，確保在多種情境下都能保持韌性。

A company of Allianz 

## 作者

**Tiffany Wilding**  
董事總經理兼經濟師

**Andrew Balls**  
投資總監  
環球固定收益

自我們於1月份發佈**週期展望**《機會疊加》以來，投資環境已大幅改變。中東地區的衝突擾亂了石油生產與運輸，促使金融市場對經濟增長、通脹及央行政策的預期重

新定價。在私募信貸市場，過去一些並不顯眼的風險，包括流動性不足與定價不透明，如今已成為投資者關注的焦點。隨著人工智能持續推動投資熱潮，同時也在顛覆各個行業。部分衝擊所造成的影響較短期，而另一些則似乎更為深遠。

## 經濟展望重點

01

**能源衝擊增加滯脹風險，並加劇分歧**

全球經濟增長一直較預期強韌，但潛在分歧日益擴大。中東衝突對全球能源供應構成重大衝擊，若情況持續，將可能帶來滯脹壓力，推高通脹並壓抑經濟增長。能源價格上漲，正進一步加劇不同國家、行業、企業與家庭層面的「優勝劣敗」分野，並形成新的分化。

02

**政府政策可能面臨兩難局面**

在通脹壓力升溫與經濟增長放緩之間，央行需要作出艱難的取捨，而市場已率先作出反應，使金融狀況收緊。我們認為，央行的政策利率未必會與近期市場價格反映的預期一致。隨著經濟衰退風險增加，且主權債務水平高企限制了財政政策的應對空間，經濟衝擊可能更直接地傳導至弱勢家庭、中小型企業及信貸市場。

03

**當前環境有別於2022年**

在2022年，俄烏戰爭引發的能源衝擊，正好碰上受積壓需求、政策刺激及勞工市場緊絀所主導的疫後經濟，因而加劇通脹壓力。相比之下，當前的財政政策較為緊縮、勞工市場較為鬆動，而政策利率已處於中性至緊縮水平，降低了通脹居高不下的風險。



# 投資展望重點

## 01 追求韌性與質素

整體經濟增長強韌，但分歧持續擴大，更加突顯優質固定收益投資的重要作用。投資者可運用債券對沖下行風險，並透過主動管理應對分化的局面。現時的初始孳息遠高於2022年的水平，可為極端通脹風險提供緩衝。

## 02 視流動性為一種資產

在私募信貸領域，企業直接貸款仍存在流動性不足與資訊不透明的問題。投資者可把握機會進行重整，加強配置於流動性及透明度更高，而收益率相若的公開固定收益市場。週期後段的信貸壓力浮現，意味著投資者需要更加精挑細選，嚴格審查定價與流動性條款，並聚焦有抵押品擔保且質素較高的投資。

## 03 保持多元配置和精挑細選

我們主張利用全球的分散性，透過跨地區和貨幣的定向多元配置，進一步強化投資組合。同時，投資者亦可考慮商品及實質資產等抗通脹投資工具。



# 經濟展望：韌性正承受考驗

全球整體經濟增長所展現的韌性，持續掩蓋了各國、各行業及家庭之間日益分化的事實；人工智能帶動的投資與財富效應，抵銷了關稅相關壓力。現在情況已有所變化，中東衝突已經構成新的重大風險來源。倘若衝突最終僅如市場目前所反映屬於短期干擾，我們的基線展望仍預期全球經濟將維持溫和增長。然而，若屬長期擾亂因素，則會帶來更嚴峻的挑戰，並增加全球衰退風險。

地緣政治風險通常透過消費者與企業信心、金融狀況，以及當前最重要的能源價格的變動，體現於經濟層面。作為石油及能源運輸關鍵航道的霍爾木茲海峽，現時仍處於封鎖狀態。與2022年俄羅斯入侵烏克蘭的情況相似，這可能會衝擊全球能源供應。

## 能源供應衝擊或會引發滯脹

有別於2025年，當時的全球經濟增長在分化環境下大致不變，但目前的中東衝突卻可能帶來**滯脹**壓力，推高通脹並損害增長。我們認為主要有四個傳導渠道：

1. 能源及食品價格上漲
2. 供應鏈及貿易流動受阻
3. 金融狀況收緊
4. 企業與消費者信心下挫

石油供應的負面衝擊會推高所有經濟體的通脹，但對增長的影響則因地而異。對石油淨進口國而言，能源價格上漲會造成滯脹：價格昂貴的能源進口令收入流向海外，同時削弱家庭的實質（經通脹調整）收入及企業的實質利潤。但對於石油淨出口國來說，能源價格上漲卻有擴張經濟的作用。

在已發展市場中，歐洲、英國及日本都是能源進口國，因而面對較高的增長下行風險；作為能源淨出口國的加拿大及澳洲則可望從中受惠。

美國在過去20年增加頁岩油產量後，已從能源淨進口國變為小幅出口國。然而，美國仍是一個擁有能源業的大型經濟體，而非單純的大宗商品國。由於能源是其所有進口商品的重要投入品，因此美國在某程度上仍可能會表現為能源淨進口國。

美國在進入這個階段時，本身亦有其脆弱性。能源衝擊將加劇家庭層面的「K型」經濟趨勢，實質消費或會顯著回軟。能源價格上升，令財富由家庭（因實質收入減少）轉移至能源公司及其資本持有人。由於中低收入家庭的消費開支佔實質收入的比重最高，因此受到的影響最為顯著。

石油減產不但拖累全球經濟，對信心及金融狀況造成的間接影響亦可能令增長受壓。市場已作出反應，全球金融狀況趨於緊縮。已發展市場的最短期利率已轉為反映央行加息預期，實質孳息普遍上升，股票價格則下跌。

如果霍爾木茲海峽長期關閉，亦可能危及亞洲製造業，而亞洲是向全球供應貨品的主要來源，特別依賴中東石油。化工、塑膠、汽車、電動車、建築材料等行業的產品不僅面對生產成本上升的威脅，更存在供應中斷的風險。

## 央行陷於兩難局面，但情況與2022年不同

通脹升溫及增長放緩的風險並存，令各國央行進退維谷。傳統上，央行通常無視供應衝擊，特別是在能源淨進口國。然而，經過疫後的高通脹時期，央行將密切注視重大供應衝擊會否隨著通脹預期及工資上調，繼而引發更長期的壓力。

不過，現時各經濟體的情況，與2022年俄羅斯入侵烏克蘭導致能源價格飆升，促使央行大幅加息時已大不相同。當時全球仍在應對疫情帶來的積壓需求，各國政府亦向私營範疇注資數以萬億計美元，結果在重大供應衝擊之上，再疊加了沉重的需求衝擊。與此同時，勞工市場亦極度緊張，疫情觸發提前退休及停職潮，令勞動力供求出現歷來最嚴重的失衡。在各經濟體，職位空缺相對失業人數的比例加速上升，推高了名義工資及物價。

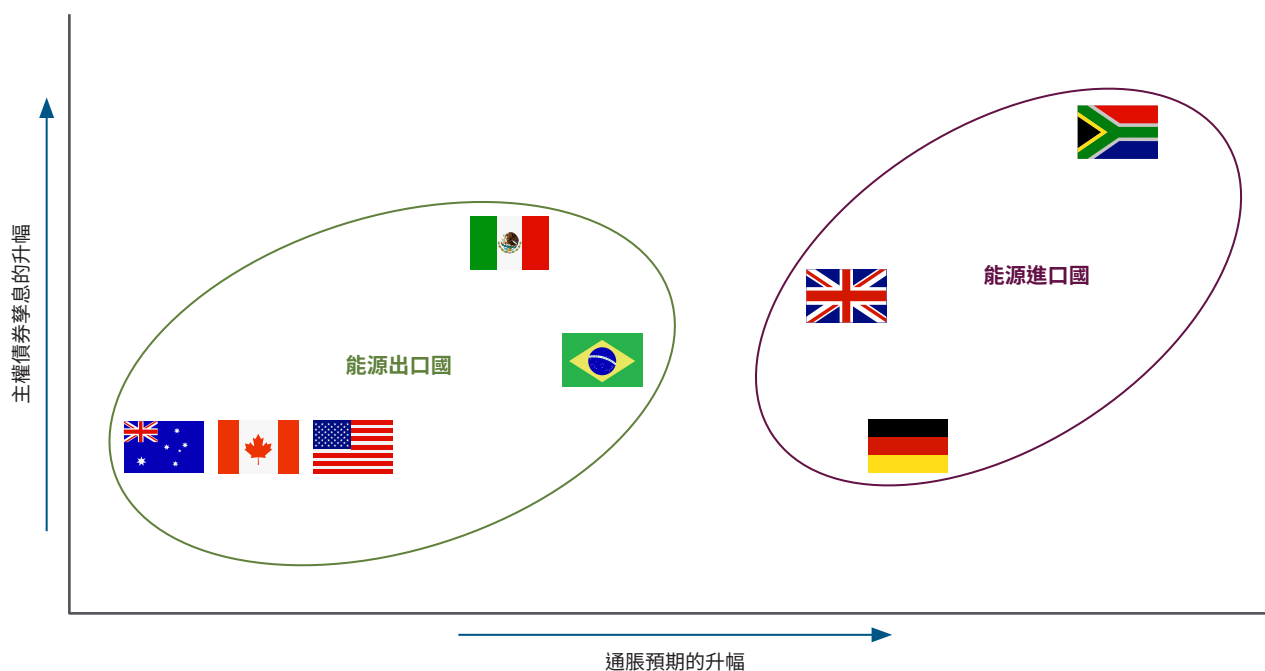
反觀現時，多個地區正採取緊縮的財政政策，主要因為疫後的主權債務高企，迫使政府緊縮開支。全球經濟已不再具備過去因財政移轉而累積的大量儲蓄，勞動力市場也更鬆動。大部分已發展市場的貨幣政策已處於中性至輕微緊縮的水平。至於新興市場，儘管通脹正在回落，但實質利率仍然高企。因此，各經濟體更有可能透過實際收入下降、名義工資調整力度減弱，以及衰退風險加劇，應對當前的衝擊。

實際上，市場對金融狀況收緊和貨幣政策轉鷹所作出的直接反應，已經替政策官員完成了大部分鷹派任務。若通脹最終證實僅屬短暫，而經濟下行風險變為事實，全球央行或需加大放寬政策的力度。

在為央行預期重新定價的過程中，英倫銀行及歐洲央行首當其衝（見圖1）。不過，這個現象已普遍擴展至整體已發展市場，包括市場已排除先前對聯儲局將降息的預期。

圖 1：利率和通脹預期變動，對能源進口國的影響最大

自伊朗爆發衝突以來，主權債券孳息和通脹預期上升



資料來源：品浩、彭博，截至2026年3月20日。過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

註：墨西哥是原油出口國，也是精煉石油產品的淨進口國。

同樣地，在新興市場經濟體，放鬆政策的預期已大致被排除，而能源進口國與出口國之間的差異也再度擴大。在應對能源衝擊帶來的首輪通脹壓力方面，新興市場央行的決策難度高於已發展市場。不過，由於大多數新興市場的政策利率在衝擊出現前已處於高位，使其面對衝擊時有更大的實質孳息緩衝空間。

在能源市場走勢與期貨一致的基準情境下，我們預計已發展市場和新興市場經濟體的短期利率拋售潮將會顯著逆轉。然而，從全球央行在3月議息後的措辭可見，短期前景仍存在極大不確定性。

# 投資展望：將投資組合重新聚焦於質素與流動性

當前環境並不適合進行過度進取的預測或集中投資。相反地，現時市況較有利於高流動性和高質素的投資組合，有助應對市場情緒的轉變，以及可能出現的不同發展局面。

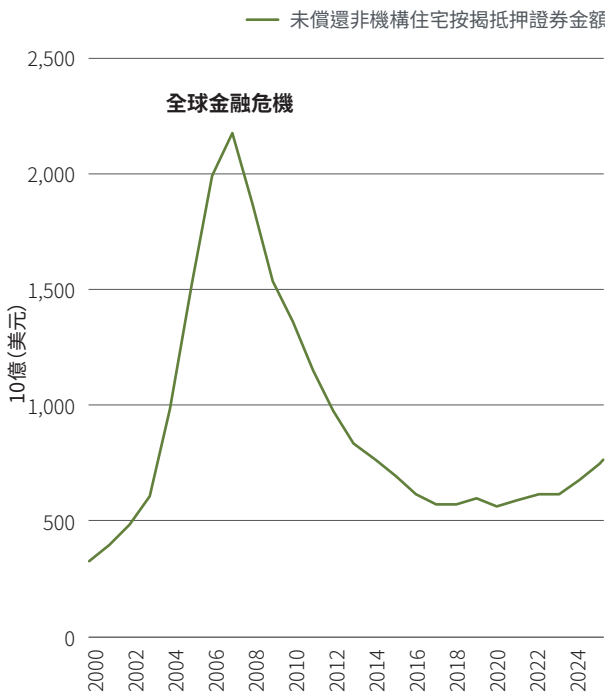
市場往往難以準確反映地緣政治風險。一旦發生全球性衝擊，投資組合的流動性可讓投資者把握市場失效及估值差距所帶來的機會。與2025年4月美國公佈關稅後出現的波動類似，中東衝突引發市場對央行預期迅速重新定價，從而形成局部波動，並為投資者提供了逆勢佈局的機會。

## 視流動性為一種資產

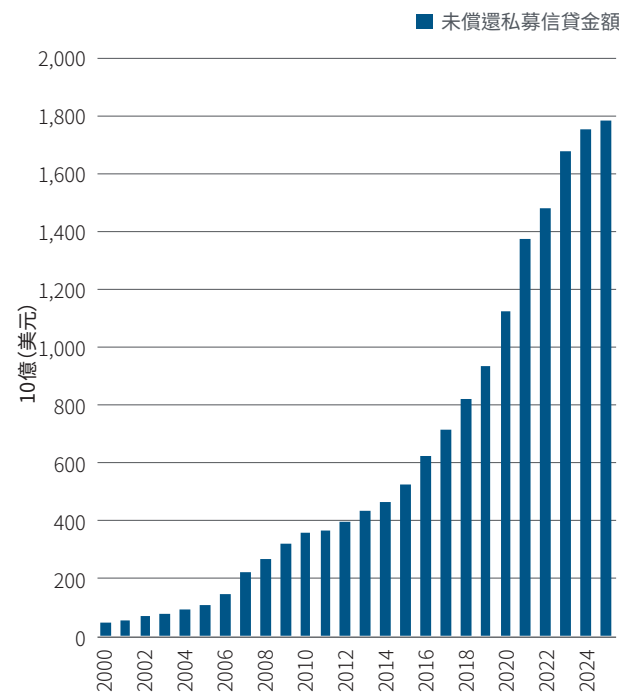
私募信貸回報在過去十年獲得快速增長的支持（見圖2），但失衡現象正逐漸浮現。企業直接貸款已出現週期後段的特徵，包括影子違約率上升，以及更加依賴實物支付條款。作為市場上的主要借款人，中小型企業更容易受能源投入成本上漲、關稅壓力，以及人工智能等技術顛覆所影響。

圖 2：私募信貸的大規模走資可能會暴露其脆弱性

全球金融危機前三年，美國非機構按揭證券市場規模翻倍



私募信貸市場規模在過去六年翻倍



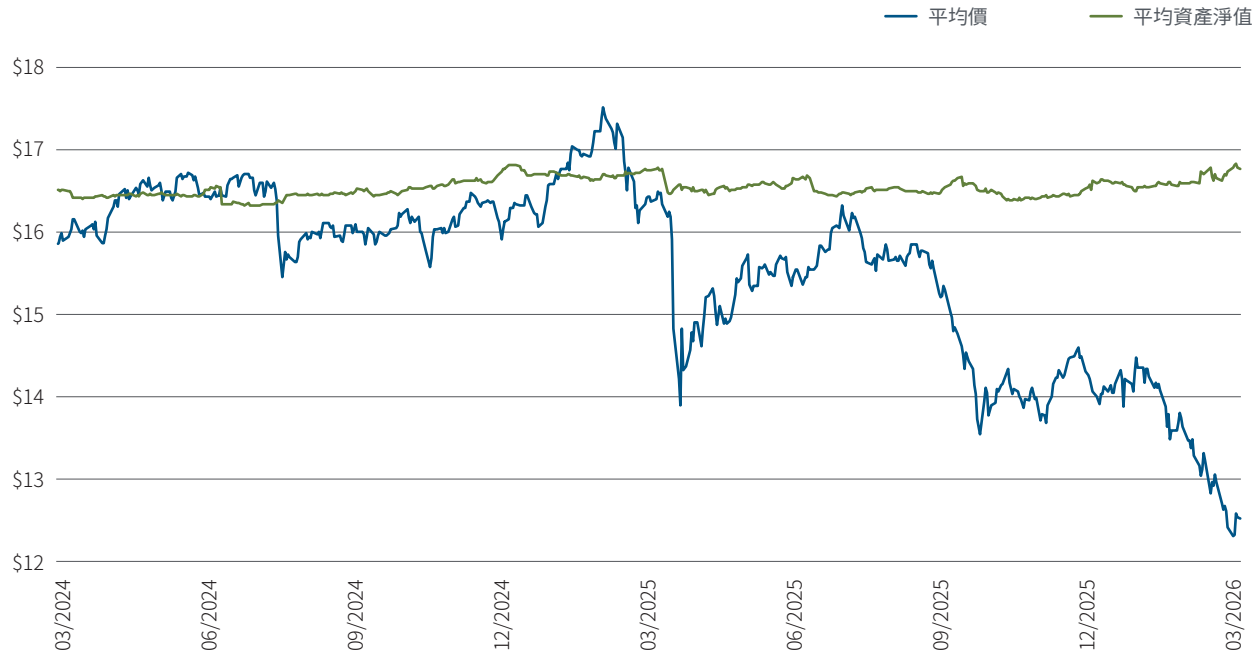
資料來源：摩根大通及Preqin，基於最新可得數據。按揭市場數據(左)截至2025年12月31日。私募信貸數據(右)截至2025年6月30日。

對投資者而言，隨著金融狀況趨緊，曾經是私募信貸主要增長動力的直接貸款領域，其風險回報比率的吸引力已顯著下降。只要投資者能為低流動性而獲得足夠的補償，持有私募資產本質上並無不妥。然而，直接貸款的低流動性溢價正逐步收窄，同時再融資風險、承貸標準下滑及定價透明度受質疑等問題卻日益明顯。直接貸款策略往往依賴穩定的申報價格，而不是基於市場的價格發現機制，因此在壓力出現前可能看似十分穩健，正如最近的情況。

隨著投資者重新審視流動性不足風險，公開與私募市場估值脫節的情況進一步加劇。作為私募直接貸款投資工具的上市業務發展公司，其交易價較資產淨值正出現大幅折讓（見圖3）。我們認為這反映直接貸款本身的問題，而非否定整體私募信貸市場，當中仍有一些對低流動性補償合理、風險定價明確的私募信貸投資策略。

**圖3：上市業務發展公司的定價較資產淨值大幅折讓**

上市業務發展公司：較資產淨值折讓



資料來源：品浩、彭博，截至2026年3月20日。過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

從相對價值的角度來看，現階段更適合從直接貸款轉向優質公開固定收益投資。不少流動性良好且定價透明的投資工具，現時都可提供與私募信貸相若的收益。隨著波幅加劇及分歧擴大，管理下行風險和根據市況轉變重新調動資本的能力，比起犧牲流動性以換取額外收益更為重要。

我們認為私募信貸並不構成系統性風險，市場上亦不乏具吸引力的領域（詳情參閱我們在3月發表的《[私募信貸的其他領域仍具投資價值](#)》）。然而，私募信貸市場的壓力或會導致金融狀況收緊，並拖累招聘及投資活動。

當週期漸趨成熟，公開和私募信貸市場都將越來越重視從下而上的分析和差異化策略。良好的財務結構、穩定的現金流及優質的抵押品，比起整體收益更重要，特別是正經歷結構性改變的範疇。

關鍵在於爭取最理想的投資成果，而非單純地將資本投向資產管理公司所關注的焦點。

品浩在過去50多年來已經歷多次信貸週期。綜觀目前的公開及私募信貸市場，我們認為美國機構按揭抵押證券、現金流穩定和可預測的投資級別債券發行人，以及優質證券化信貸最具投資價值。

私募信貸方面，我們看好資產基礎融資及優先商業房地產債務。雖然資產基礎融資的競爭加劇，但這仍是一個規模龐大且具吸引力的市場，不僅有抵押品擔保，與企業盈利週期的相關性亦低於直接貸款。由於全球房地產已經歷週期性回落，投資者現可在抵押資產價格低於高位15%至40%的水平進行放款。

相比之下，我們對契約條款薄弱的直接貸款和銀行貸款、質素較低的高收益發行人，以及流動性與底層資產不符的投資工具持謹慎態度。

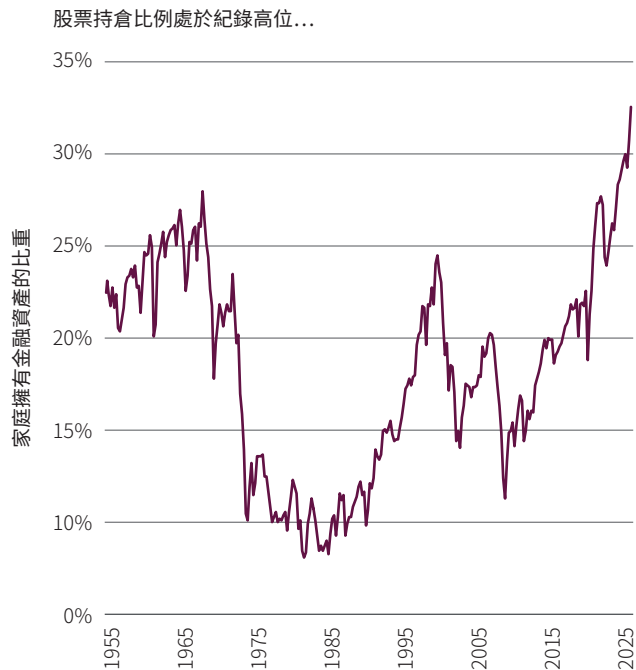
中東衝突爆發後，整體信貸市場的風險定價調整幅度有限。鑑於風險升溫程度可能高於市場定價所反映的水平，我們會集中加強下行保護。

## 固定收益再次成為投資組合建構重心

優質債券再次在投資組合發揮重要作用，而且在多種經濟情境下展現吸引力。對於已經明顯側重股票的投資組合（見圖4），現在是考慮重新調整配置的適當時機。高流動性固定收益資產的孳息依然吸引，為市場驅動的收益與回報奠定穩固基礎。若再配合由波動市況及錯誤定價所帶來的機遇，這將為主動型管理造就絕佳環境，有利於追求超額回報或領先大市的表現。

優質債券可作為回報來源，而且有助緩衝股市波幅。若經濟增長令人失望或市場承險意欲惡化，債券能發揮重要的分散投資作用。此外，當市場出現錯位時，債券亦能提供可供重新調動投資的流動性。

圖 4：股票佔家庭金融資產的比重處於歷史高位



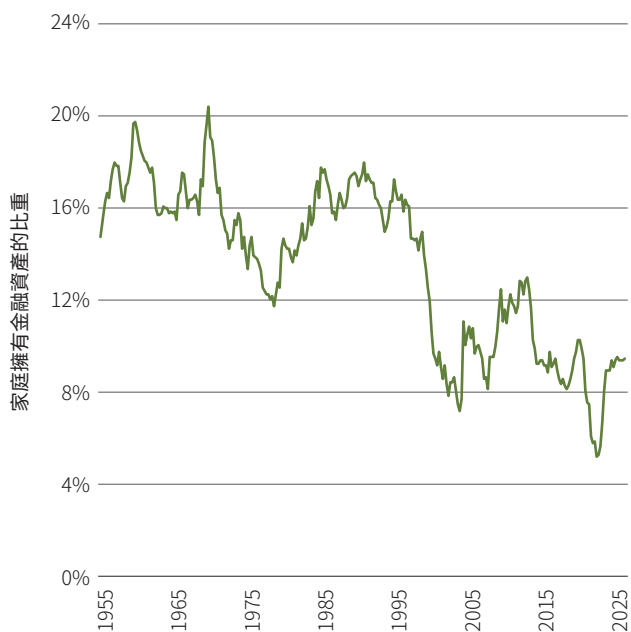
資料來源：品浩及聯儲局，截至2026年2月6日

我們看好略為偏長的存續期配置。美國國庫券市場仍是「避險」收益來源，並具備分散投資組合風險的優勢。鑑於不同年期債券的孳息均顯得吸引，我們看好較均衡的孳息曲線配置。

全球多元化投資的理據依然充份。各國之間的分歧日益擴大，既帶來風險亦創造機遇。與其假設全球市場走勢一致，投資者可透過針對性部署，投資於實質孳息吸引且政策框架具公信力的個別已發展和新興市場國家，把握從中獲益的機會。

在當前環境下，貨幣配置顯得更為重要，特別是考慮到能源出口國與進口國之間的分歧已日趨明顯。在投資組合中，對通脹敏感的資產現時亦應擔當更策略性的角色。商品、實質資產及國庫抗通脹債券有助對沖現實世界的購買力，並且在傳統資產的相關性不再可靠時，達致回報多元化。這些投資都可能有助提升組合的韌性。

...而固定收益資產的持倉比例則接近紀錄低位



## 結論

當前市場充滿不確定性，投資者宜及早為各種可能出現的發展局面作好準備。我們認為，目前孳息上升、分歧擴大及波幅加劇的環境，可為主動型管理創造有利環境，而建構投資組合時應充分考慮流動性與靈活性。

對投資者而言，我們相信現在是重新調整投資組合配置的適當時機：將重心轉向固定收益，有策略地運用全球分散投資與抗通脹工具，將流動性視為一種資產，並在信貸領域加強注重質素與抵押保障。

簡而言之，現在應考慮重新調整部署以增強投資組合韌性，既可應對市場分化，亦能隨時把握機遇果斷行動。

## 論壇簡介

品浩是領導全球的主動型固定收益投資專家，在公開和私募市場擁有豐富的經驗和專業知識。品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇。我們來自全球各地的投資專家每年四次共聚一堂，探討環球市場及經濟情況，識別我們認為將帶來重要投資啟示的趨勢。在這些廣泛的討論中，我們會應用行為科學實踐，致力促進意見交流，挑戰各種假設，對抗認知偏見，並建立全面包容的觀點。

在年度長期展望論壇上，我們聚焦於未來五年的經濟前景，據此決定投資組合配置，以期受惠於全球經濟的結構性變化和趨勢。我們相信集思廣益可創造更佳的投資成果，因此論壇會邀請著名嘉賓演講，包括諾貝爾經濟獎得主、決策官員、投資者和歷史學家，為我們的討論帶來不同角度的真知灼見。此外，品浩全球顧問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問題專家。

週期展望論壇每年舉行三次，集中預測未來六至十二個月的經濟前景，分析各個主要已發展經濟體和新興市場經濟體的商業週期動態，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估值的潛在變化。



過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。政府發行的**通脹掛鈎債券 (ILB)**是固定收益證券，其本金價值根據通脹率定期調整。當實質利率上升時，ILB的價值下跌。**美國國庫抗通脹債券**是由美國政府發行的ILB。**按揭及資產抵押證券**可能對利率變動表現敏感，或須承受提早還款風險。儘管有關證券一般獲政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不保證擔保人將履行其責任。有關機構和非機構按揭抵押證券的提述是指在美國發行的按揭證券。投資於**以外幣計價及／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，有關風險可能更高。**匯率**可能在短期內大幅波動及令投資組合的回報下跌。**商品**涉及較高的風險，包括市場、政治、監管及自然條件，可能並不適合所有投資者。**股票**價值可能因實質或所理解的整體市場、經濟及行業情況而下跌。**私募信貸**涉及並非在公開市場交易的證券投資，或會承受流動性風險。投資於**私募信貸**的投資組合可能涉及槓桿，並可能進行投機性投資，會增加投資虧損的風險。投資於**資產抵押貸款和資產抵押工具**存在多種風險，這些風險可能會對投資的績效和價值產生不利影響。這些風險包括但不限於信用風險、流動性風險、利率風險、營運風險、結構風險、發起人風險和其他法律風險。資產抵押證券可能無法實現業務目標或產生回報，且其績效可能會受到利率波動的顯著影響。**房地產價值**及投資於房地產的投資組合價值可能受下列因素影響而波動：意外事故或徵用損失、當地及整體經濟環境變動、供應與需求、利率、物業稅率、有關租賃的監管限制、分區管制法及營運開支。**銀行貸款**的流通性通常低於其他類別的債務工具，而且大市及金融狀況均可影響銀行貸款的提前還款，因此將無法準確地就提前還款作出預測。概不保證出售任何有擔保銀行貸款的抵押品套現後，將足以履行借款人的債務責任，亦不保證該抵押品定能套現。**管理風險**是指投資經理所使用的投資技巧及風險分析未能達致預期結果，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的投資技巧的風險。個別證券或證券類別的**信貸質素**並不保證整體投資組合的穩定性或安全性。**多元化投資**不確保沒有損失。

本文所載的預測、估計及若干資料建基於專有研究，不應詮釋為投資意見，或對買賣任何金融工具的要約或游說。預測及估計附有若干內在限制，有別於實際的表現紀錄，並不反映實際交易情況、流動性限制、費用及／或其他成本。此外，有關未來業績的提述亦不應詮釋為客戶投資組合預期或承諾可取得的表現。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的聲明乃根據當前市況作出，而市場可升可跌。概不保證相關投資策略必然適用於任何市況，或適合所有投資者。個別投資者應自行評估個人長期投資能力，尤其是在市場下跌期間。投資者在作出投資決定前，應諮詢其投資專家。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

**相關性**是一項統計數據，用以量度兩類證券互相變動的關係。**存續期**用以量度債券價格對利率的敏感度，以年為單位。**K型復甦**是指經濟體系中的不同領域以不同速度從衰退中復甦。所述**流動性**指正常市場狀況。「**避險**」是指該項投資被視為可在市場波動時期維持或增加價值。在市況動盪時，投資者會尋求避險資產以限制其損失風險。所有投資均附帶風險，或會損失價值。

本資料載有基金經理現時的意見。有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。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。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司** (地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理(註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 如未經明確書面批准，本刊物任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2026年，品浩。保留所有權利。