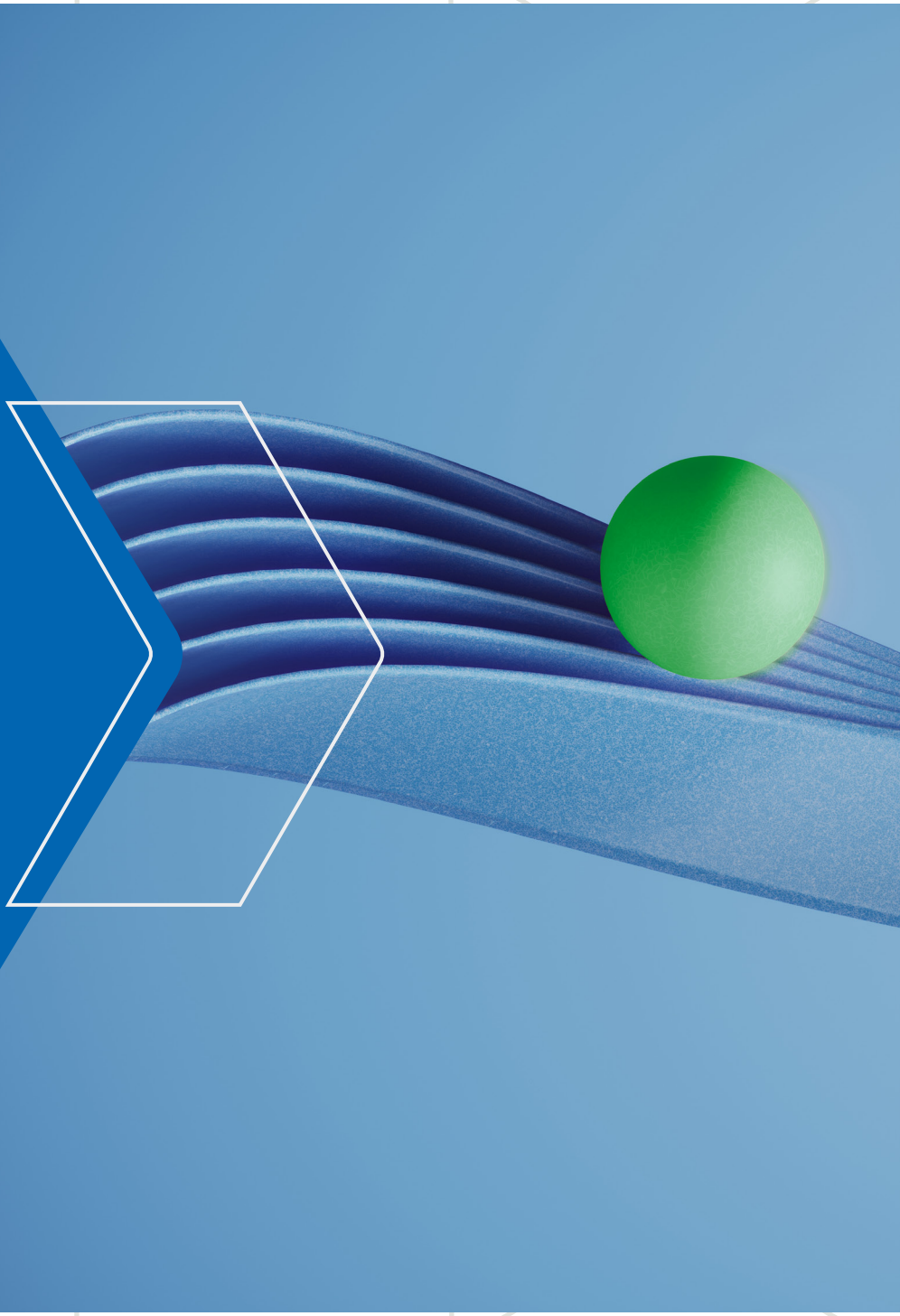
PIMCO
品浩

週期展望
2025年4月

亂中求穩

在地緣政局出現重大變化、風險資產面對明顯挑戰的時期，債券市場可提供穩定性來源。



A company of Allianz

RESERVED
RESERVED

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

重點概覽

全球已經進入地緣政治不確定時期，而美國正身處暴風中心。以下是我們的近期經濟觀點：

- **全球不確定性：**特朗普政府在上任初期便積極採取行動，試圖解決貿易逆差問題，並縮減政府規模。不過，暫時仍未清楚目前的政策波動會否演變為較穩定的美國策略。隨著關稅壁壘增加，全球不確定性日益加劇，對依賴出口的經濟體影響尤為顯著。
- **「美國例外論」面臨威脅：**隨著企業和消費者信心下跌，美國近年在經濟和金融市場所展現的獨特優勢可能逐漸式微。
- **本國利益優先成為新趨勢：**美國採取保護主義政策，加上可能削減政府開支，令人憂慮美國經濟衰退及通脹重燃的風險。另一方面，德國和中國等國家的經濟前景則可望因為財政開支增加而有所改善。各主要央行將繼續致力放寬貨幣政策至中性水平。

當前由美國帶動的新一輪不確定性，引發了風險資產的拋售潮及市場急劇波動。與此同時，優質債券表現出色，過去一年的總回報與股票相若，而且現時的估值吸引。以下是我們的近期投資觀點：

- **在波動時期尋找穩定的回報來源：**往績顯示，債券初始孳息與5年遠期回報的相關性甚高。現時的孳息吸引，令債券在當前環境下別具優勢。我們認為現在是適當時機減少對美國風險資產的集中持倉，特別是估值仍然偏高的資產。
- **分散投資於全球市場：**全球固定收益機會仍然豐富，有利於進一步加強分散投資的策略。
- **看好資產基礎融資多於企業信貸：**我們看好資產基礎融資多於公開和私募市場的企業信貸。

經濟展望：全球秩序重整

疫情造成的干擾已經過去。勞工市場已回復正常。儘管已發展市場經濟體的通脹率可能仍高於金融危機後的平均水平，但大致上處於央行的目標範圍。貨幣政策也逐步重返較中性的水平。

市場焦點已轉向新的干擾因素：美國政策。特朗普政府在變革的訴求下當選，並承諾推動三個相互關聯的目標，以重塑美國和全球經濟：

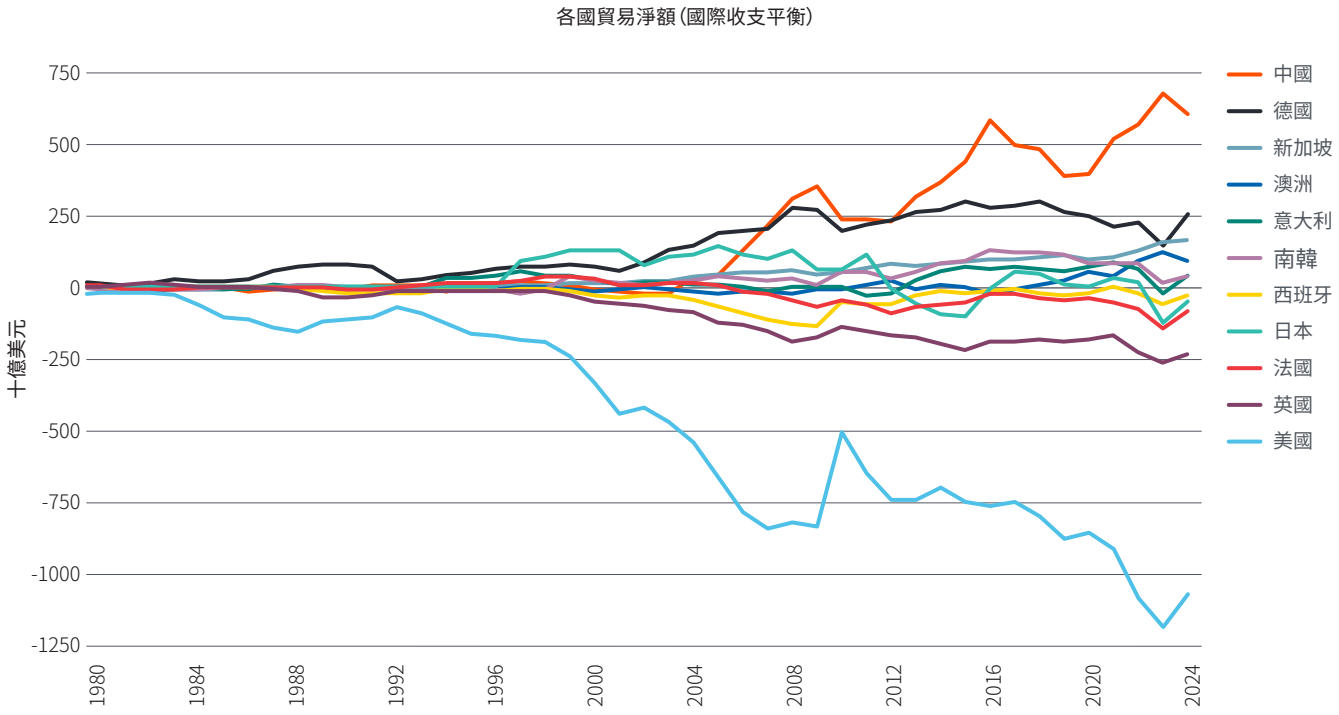
1. 平衡美國貿易逆差（見圖 1）
2. 削減高企的財政赤字
3. 逆轉數十年來美國勞工收入佔比的下跌趨勢

修正這些失衡情況需要結構性變革，包括抑制美國國內生產總值中來自消費的比重，減少貿易順差經濟體中製造業和儲蓄對國內生產總值的貢獻度，以及降低進入美國資本市場的全球剩餘儲蓄的集中度。

不過，無論是美國或其他國家，推行這些變革都會面對經濟、政治和市場限制。即使最終有助建立更均衡的全球體系，但若在6至12個月的週期內推行以上變革，仍可能對經濟及市場造成干擾。

我們在2025年1月的週期展望《惟變不變》中，已預測將會出現這類干擾。目前所見，政策似乎每天都在變化，而不確定性主要來自美國這個歷來被視為全球穩定力量的國家。

圖1：美國希望重整環球貿易格局



資料來源：世界銀行、Haver Analytics、品浩，截至2024年12月。

「美國例外論」面臨威脅

這個轉變反映國際角色的逆轉：美國表示有意退出若干傳統職能，而其他國家則介入填補其空缺。長期以來對美國作為可靠國際領袖的假設正面臨挑戰。

這些轉變出現之時，可能正值美國資本市場近年表現優於全球其他市場的趨勢進入尾聲。歐洲方面，「和平紅利」（冷戰結束後因軍事開支減少而帶來的經濟利益）似乎已告一段落，整個歐洲大陸正準備增加國防預算。

在1月份，我們的基線預測認為關稅的加幅將屬經濟可控水平，再配合美國的稅務及開支政策，應有助聯邦財政赤字在2025和2026年大致維持不變。

不過，當時我們亦指出，這些轉變（取決於其規模）已擴大美國潛在經濟增長結果的可能範圍，並加深其他地區的經濟風險，尤其是一些相當依賴全球貿易，並對美國出現貿易順差的國家。我們以為美國股市的波動應會帶來一定的限制。

自此，特朗普政府已在貿易、政府干預及移民方面推出多項激進措施。不論是否立法通過削減政府開支，以上措施均可能令美國經濟的放緩程度超出原先預期，並打擊勞工市場。

政府官員已表示，在實現長期目標的過程中可接受一些短期痛楚，反映他們對經濟及市場波動的容忍程度高於過往預期。最終，物價上升（尤其是食品和能源價格）及股票價值下跌，都可能成為政治上的制約。

美國增長及通脹風險升溫...

儘管目前仍未確定最終如何執行，但美國公佈這些帶來干擾的政策，已經削弱美國消費者及企業信心，並可能對投資和招聘決策造成壓力（見圖2）。綜觀全球，如果企業面對幾乎無法衡量的關稅相關風險，就可能會延遲作出投資及擴張業務的決定。換言之，即使最終並無落實關稅措施，但關稅的不確定性亦已不利經濟增長。

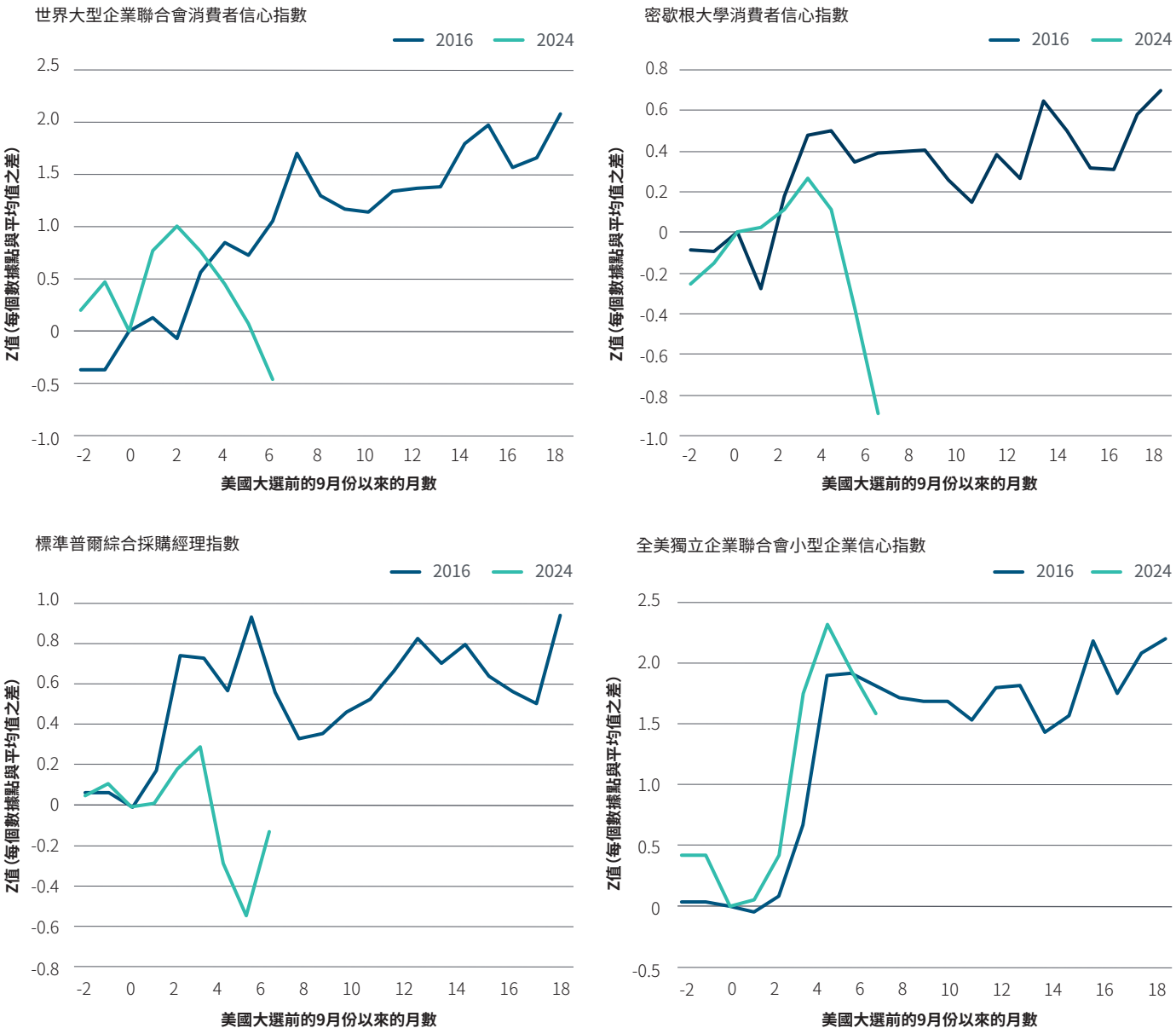
我們認為美國經濟增長和勞工市場動能面對更顯著的下滑風險。美國在過去數年每年錄得2.5%至3%的實質國內生產總值增長後，我們預期2025年及2026年的增長將低於趨勢水平。

美國針對加拿大、墨西哥和中國採取貿易行動，估計已導致美國進口商品的平均有效關稅率上升約7.5個百分點。由於歐洲和其他東南亞國家都可能面對美國關稅，我們預計將有更多貿易政策措施出台，令這個數字在今年內顯著上升。

企業可能轉嫁關稅成本，此舉在價格調整時期會刺激通脹，以致拖慢通脹重返聯儲局2%目標的步伐。不過，聯儲局官員較關注的是，消費者及企業調查顯示通脹預期正在趨升。

美國稅務政策已經成為國會的焦點。鑑於立法程序複雜，加上共和黨在國會僅佔非常微弱的多數（特別是眾議院），相信將難以在夏季前達成正式簽署的法案。儘管我們仍預期貿易、開支及稅務政策對2025年的美國財政脈衝帶來中性的淨效應，但如果短期經濟增長顯著放緩，則可能促使政府推出較大規模的減稅刺激方案。

圖2：美國情緒指標惡化



資料來源：世界大型企業聯合會、密歇根大學、標準普爾、全美獨立企業聯合會、Haver Analytics、品浩，截至2025年3月。

...潛在財政刺激及減稅措施利好全球增長前景

其他主要經濟體近期的政策行動，似乎正逐步改善原本較為黯淡的前景。在中國、德國、日本和加拿大等國家，推行財政擴張政策的預期都日漸升溫。

中國和德國均有強烈誘因推行結構性改革。中國過度興建房屋及出現債務通縮循環，導致經濟過於倚賴出口，但這種模式如今正受制於其他國家不願進口中國產能的現實。中國似乎較傾向推行刺激消費的政策，並持續投資於科技與人工智能領域。

疫情、俄烏戰爭及來自中國的激烈競爭顛覆了德國的經濟模式，促使其優先考慮增加國防與基建開支。其他歐洲國家可能會跟隨，但德國通常擁有財政盈餘，其他國家的財政能力或許不如德國。

我們預計美國以外地區的經濟增長趨勢將保持平穩。貿易不確定性仍然構成不利因素，但對利率較敏感的經濟體的金融狀況趨於寬鬆，加上財政政策放寬，應能提供一些支持，以抵銷負面影響。

勞工市場趨於寬鬆，且預期工資漲勢將會回落，因此美國以外地區的通脹應會持續下跌，讓已發展國家央行可以繼續放寬政策至中性水平。我們預期，已發展市場經濟體將在2025年餘下時間進一步減息50至100基點。然而，日本央行仍然是少數的例外，並可能在通脹預期高企下加息。

根據我們的基線預測，聯儲局可能在今年稍後時間再減息50基點。聯儲局現正進退維谷，因為通脹上升及增長放緩的風險，會對維持物價穩定和實現充份就業的目標產生相互矛盾的影響。

主要風險在於，如果勞工市場及實質國內生產總值增長放緩，將會導致聯儲局的減息幅度高於市場現時預期；即使通脹居高不下及通脹預期升溫，可能會延遲聯儲局因應經濟下滑的早期跡象而採取行動。我們預期，如果聯儲局官員認為經濟衰退風險比通脹預期升得更快，最終將以較大幅度減息。相比之下，我們認為聯儲局為應對關稅引發的通脹而改變政策方針、重新加息的可能性不大。

投資啟示：尋求簡單、穩定及多元化

面對異常不確定的宏觀經濟環境，審慎的做法是優先考慮簡單、穩定的投資，而不應嘗試預測難以預測的領域。

不確定性升溫，可能使近年表現出色的美國股市面臨考驗。投資者有充份理據由估值偏高的美國股票轉向較廣泛的環球優質債券組合。我們認為固定收益可望在未來數年跑贏股票，並帶來更利好的風險調整後回報，而現在正是這股趨勢的早期階段。

往績顯示，債券初始孳息與5年遠期回報的相關性甚高（見圖3）。截至2025年3月28日，優質債券投資組合的孳息以彭博美國綜合債券指數計為4.65%，以環球綜合債券指數（美元對沖）計則為4.80%。在這基線之上，主動型基金經理可在優質債券領域發掘機會，尋求高於市場基準指數的超額回報，致力為投資者增強收益。

另一方面，由於股票估值處於歷史高位，加上債券孳息升至多年最高水平，股票風險溢價（即投資者對較高風險的股票投資所要求的額外回報）曾在2024年底轉為負數，這是20多年來首次出現的情況。儘管風險溢價其後回升，但仍接近歷史低位。（詳情請參閱2月份的品浩觀點：《Where to Look When Equities Are Priced for Exceptionalism》）。

最近數月，債券充份展現為投資組合帶來的多元化效益。由於股票和債券的走勢通常相反，由兩者組成的均衡投資組合能夠在其中一方走弱時，透過另一方獲利。儘管股票下跌，優質債券卻表現出色，過去一年錄得與股票相若的總回報，而且現時估值仍然有利。

存續期更添吸引力

目前仍未清楚近期的波動市況是否已反映對美國政策不確定性的最悲觀情緒，抑或干擾因素仍會持續，並進一步削弱美國和其他國家的商業及消費者信心，以致對經濟和資產價格的影響加劇。

支持風險資產價格在今年初上升的樂觀假設，現已被轉趨審慎的展望所取代。風險資產下跌的同時，美國國庫券和加拿大政府債券造好；但另一方面，歐洲和英國債券孳息則上升，部份歸因於德國計劃擴大財政開支。

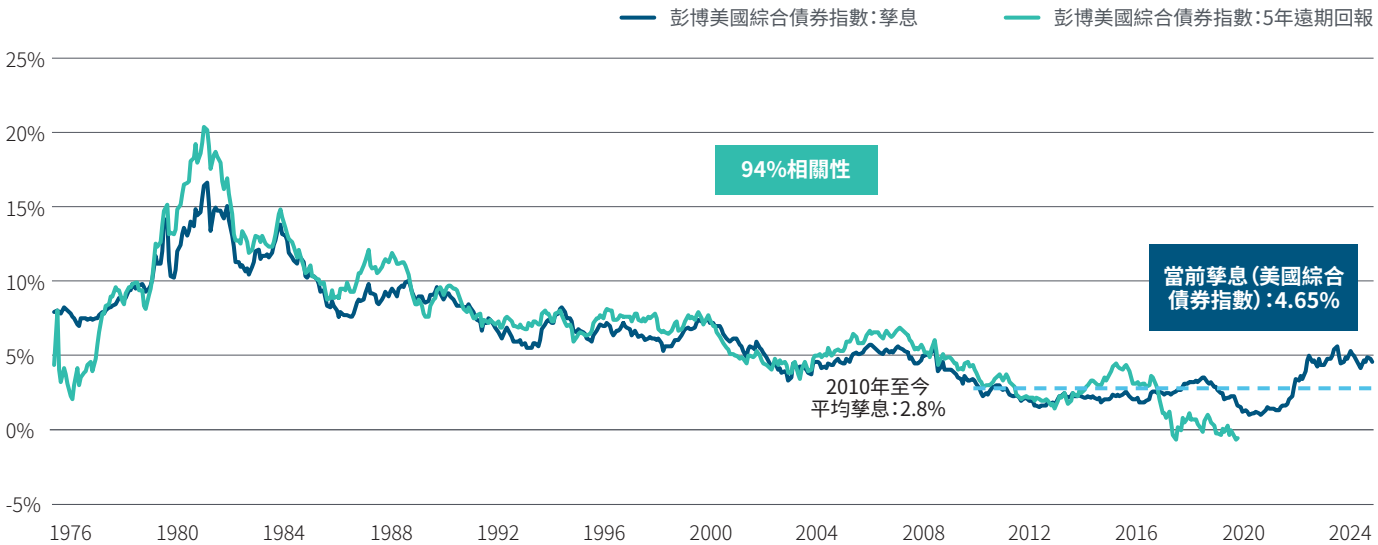
即使經過今年的國庫券升市，美國10年期國庫券孳息仍然在我們預期的3.75%至4.75%週期區間的中間水平靠穩。然而，如果經濟衰退風險上升，市場或會預期聯儲局將進一步減息，孳息區間亦會下移。

德國債券市場在3月初大幅重新定價，反映公共開支的政治取態有所改變。鑑於德國在歐元區擁有獨特地位，加上債務水平偏低，這個轉變具有重要意義。

除德國外，我們預期歐洲各地的國防開支也會增加 ，但在一些原本財政狀況較弱的國家，相關措施的規模可能較小。因此，我們將

圖3：債券初始孳息與5年遠期回報的相關性甚高

孳息對比5年遠期回報



資料來源：彭博、品浩，截至2025年3月28日。**過往表現並非未來表現的保證或可靠指標。**圖表僅供說明用途，並不代表任何品浩產品在過去或未來的表現。上圖為彭博美國綜合債券指數的孳息及回報。投資者不可直接投資於非管理式指數。

10年期德國政府債券孳息的預測區間由2%至3%上調到2.5%至3.5%，反映可能進一步重新定價。

整體上，我們主張維持偏長存續期（量度利率敏感度的指標）。在各國出現不對稱風險之際，我們致力分散投資於全球的優質存續期領域。我們看好英國和澳洲的偏長存續期配置。考慮到財政壓力，我們認為歐洲存續期的吸引力較低，並預期歐元區市場的孳息曲線將會走峭。

全球機會豐富

美國長期貿易逆差的另一面，是其他地區的過剩儲蓄大量湧入美國資本市場。全球向來大幅偏重美國投資，特別是股票（見圖4），而這個資產類別現在似乎已變得較為脆弱。

在這環境下，我們認為把握全球投資機會方為明智之舉，特別是債券已更具吸引力。在優質存續期、信貸及證券市場，我們都會著眼於全球投資機會。

新興市場債券可提供不俗的超額回報機會及分散投資優勢。優質新興市場債券的歷史違約率與美國企業信貸相若，而結構及低流動性溢價仍然吸引。我們認為，本幣債券可受惠於資本流動由美國重新導向至其他市場，而硬貨幣債券則可提供更多投資級別信貸機會，兩者都不乏投資價值。

「美國例外論」面臨的風險，已削弱美元的吸引力。與此同時，考慮到關稅風險，投資者應對美元短倉持審慎態度，以防貨幣調整成為減壓工具，出乎意料的關稅措施可能導致其他貨幣貶值。我們主張通過精密管理的外匯配置，在美國以外地區締造收益，同時盡量降低與美元或股市的相關性。

看好資產基礎融資多於企業信貸

我們對企業信貸保持審慎，相信當前息差並未充分反映潛在下行風險。

雖然企業債券在投資組合擔當重要角色，但我們認為現時有更具價值的優質另類選擇，包括信貸衍生工具指數，以及對機構按揭抵押證券持偏高比重的配置。我們看好優質固定收益及證券化產品。

私募信貸方面，我們認為資產基礎融資策略可提供最有利的投資機會和入市水平。我們可以從中識別具吸引力的現金流結構，它們通常是定息、具攤還特性，並以有形資產作擔保。這有助縮窄潛在結果的波動範圍，令資產基礎融資配置在投資組合中別具價值，而其他私募信貸資產則正面對更多不確定性。

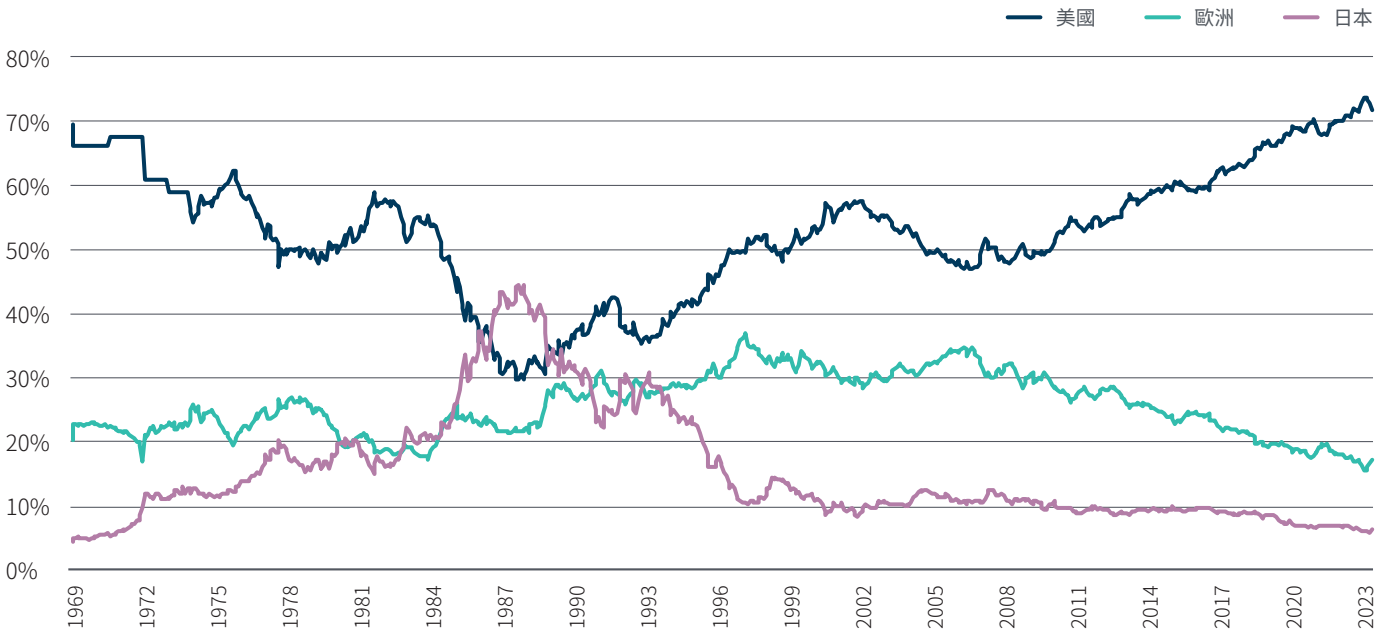
尤其是在企業直接貸款方面，該領域已出現供求失衡（投資者對貸款的需求高於借款人尋求融資方案的需求）、貸款人保障較弱，以及採用浮息票息的結構，導致潛在結果的波動範圍更大。我們發現這個領域的競爭正在加劇，來自投資者的大量可動用資金正尋求交易機會，銀行亦重返銀團貸款市場。

這情況正導致公開與私募槓桿信貸市場之間的息差收窄。有別於特朗普政府可能刺激併購活動的預期，不確定性升溫反而不利併購，並拖慢新交易進度。

結論

在股票估值與波幅異常高企，而且信貸息差偏窄的情況下，優質固定收益能為有耐性的投資者提供可觀孳息、穩定特性，以及強健的中長期前景。

圖4：美國現時佔MSCI世界指數逾70%



資料來源：Datastream、品浩計算，截至2025年3月27日。

論壇簡介

品浩是積極固定收益領域的全球領導者，在公共和私人市場擁有深厚的專業知識。品浩的投資程序建基於長期及週期經濟展望論壇，在過去近50年久經歷練，已跨越各種不同市場環境。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。**結構性產品**例如債務抵押證券、固定比例投資組合保險策略及固定比例債務證券，均為複雜工具，且一般涉及高風險，僅售予合資格投資者。使用這些工具可能涉及衍生工具，或會損失高於投資本金的金額。市場價值亦可能受到經濟、金融和政治環境（包括但不限於即期和遠期利率和匯率）、年期、市場和任何發行人信貸質素變動的影響。**私人信貸**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。投資於私人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。**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。**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陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。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。

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。©2025年，品浩。