



週期市場展望
2025年10月

關稅、科技、轉型



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

經濟展望摘要

- **相互衝擊的力量催生贏家與輸家：**三大總經力量間日益加劇的緊張態勢—貿易摩擦、AI人工智慧投資熱潮，以及對合聯準會在內制度的挑戰—可能對傳統經濟與投資框架帶來考驗、推升市場波動，並在美國及全球市場中擴大贏家與輸家間的差距。
- **延遲的關稅效應開始發酵：**儘管經濟成長出乎意料地具有韌性，但這種情況可能會改變。預防性措施提升全球貿易流動與商品生產後，許多國家在關稅與財政靈活度受限的壓力漸增下面臨轉型。我們認為，關稅給美國帶來的主要風險並非物價調整，而是失業率可能上升。聯準會與其他國家央行仍有充裕的降息空間。
- **科技投資為疲軟的經濟提供支撐：**全球數據趨勢顯示，在部分地區的目標性財政刺激開始發揮作用前，未來經濟可能出現一段較疲軟的時期。與此同時，科技投資展現韌性，尤其是在美國與中國，並可能對生產力與勞動市場產生日益顯著的影響。

投資啟示摘要

- **債券殖利率提供穩健投資機會，現金利率則可能下滑：**在各種經濟情境下，鎖定當前具吸引力的債券起始殖利率，有助於在未來幾年獲得強勁報酬與收益潛力。由於類現金相關的投資，其利率可能隨央行調降政策利率而下降，我們預期債券表現將優於現金。我們偏好短期與中期債券。
- **全球多元分散可提升超額報酬潛力：**許多國家的實質與名目殖利率皆具吸引力，投資人可善用當前全球固定收益市場中難得的豐富投資機會。跨地區與貨幣的多元配置，是強化投資組合並獲取報酬來源的有效方式。
- **相對價值可作為公開發行與私募信貸市場的指引：**傳統上公開發行與私募信貸的分界，正逐漸轉向更加整合的觀點。我們認為這些市場間存在連續性的投資機會，應根據流動性與經濟敏感度的差異進行評估。我們聚焦於高品質資產，並看好資產抵押融資的強勁報酬潛力。



經濟展望： 相互衝擊的力量給傳統框架帶來挑戰

川普政府致力於重塑美國在全球的角色，同時改善該國的貿易平衡。我們在先前發布的週期市場展望報告中指出，若要解決這些失衡問題，美國及其貿易夥伴都需進行難以落實的改革（詳見2025年4月的週期市場展望《亂中求穩》）。

自今年3月PIMCO週期市場展望論壇以來，政府已推動大規模改革。雖然對貿易平衡的影響仍不明朗，但我們認為三股力量：關稅效應、科技投資熱潮，以及對制度的挑戰，可能會加劇美國及全球經濟與資本市場的波動（詳見2025年6月的長期展望《破裂時代》）。

關稅效應開始發酵

自川普總統於2025年1月就任以來，美國已對所有主要貿易夥伴提高關稅。美國國際貿易委員會資料顯示，美國的平均有效關稅稅率已從2024年不到3%上升至2025年9月約11%的水準，創下百年來最大升幅。儘管法律層面的挑戰可能延遲或干擾實施，關稅仍是川普政府的優先政策。

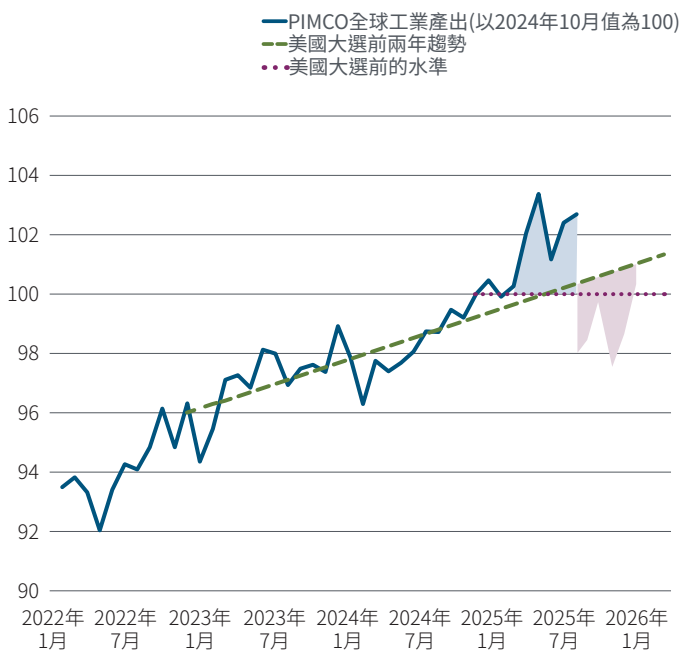
由貿易理論來看，美國關稅通常會推高進口價格、壓低外國出口價格、減少實質貿易量，並影響全球實質所得。然而，目前尚未出現這些情況。全球貿易流動與商品生產加速成長，全球商品通膨趨於明確，而美國通膨則受到控制。

儘管如此，仍有理由相信我們正接近轉折點，這波小型繁榮可能會轉為小型衰退。

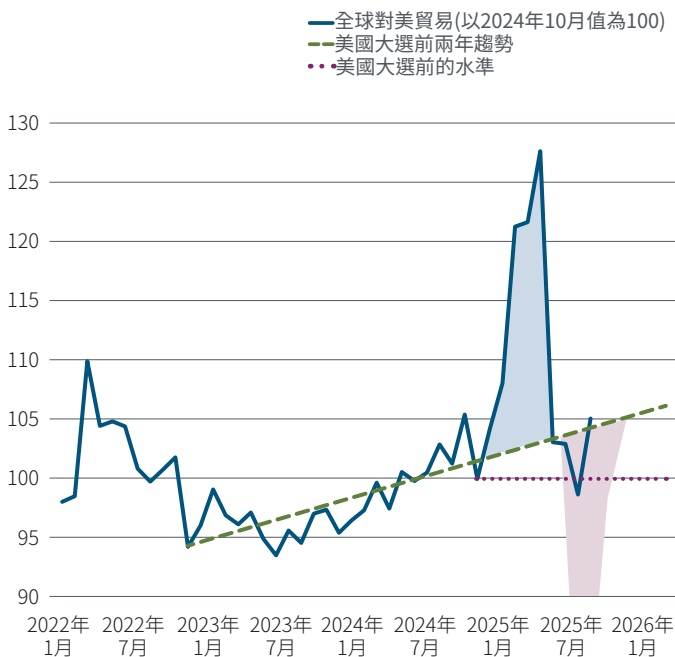
- 首先，消費者與企業在今年稍早搶在關稅實施加快貿易活動，庫存累積推升了全球工業生產與貿易（見圖1）。如今關稅已正式實施，可能會由加速商品生產轉入成長疲弱或萎縮的階段。

圖1：關稅實施前全球工業產出與對美貿易大幅躍升

PIMCO全球工業產出



全球對美貿易



資料來源：Haver Analytics 與 PIMCO 計算，截至2025年8月。

- 第二，高額有效關稅並未壓抑中國生產與貿易，其反而在初期刺激東南亞經濟體成長，而這些國家如今轉銷更多商品至美國。美國正透過對這些「鏈接國(connector countries)」商品加徵額外關稅來加強管制。
- 第三，許多美國企業並未透過漲價來因應，而是專注於成本管理與擴大市占率。這可能導致無法轉嫁額外成本的小型與中型企業出現裁員潮。

前景展望於2026年將獲改善。美國家庭與企業可能將受惠於新的減稅與抵免措施。在德國、中國、日本與加拿大等國，我們預期目標性的財政寬鬆政策，包括基礎建設投資、國防支出與減稅，將抵消美國貿易政策的部分拖累。

在財政限制較嚴格的國家，負擔將更多地落在該國央行身上。對貿易依賴度高且政策利率偏高的國家，如巴西、墨西哥與南非，預期將更積極地降息，尤其是在貿易加權美元持續走弱的情況下。

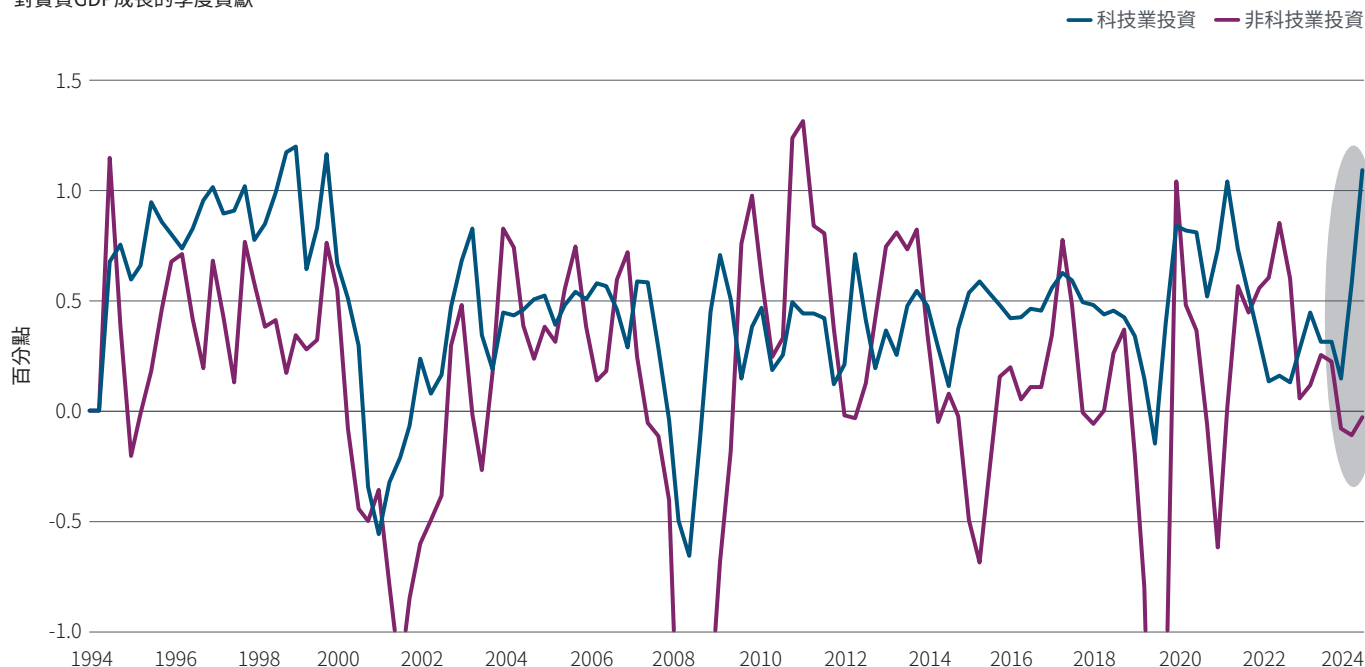
AI人工智慧投資熱潮持續延燒

科技投資持續強化美國經濟的韌性，並支撐似不見頂的股市走勢。預期AI人工智慧相關的資本支出（見圖2）於2026年仍將是美國投資成長的主要動能。隨著AI應用日益普及，資料中心與專用晶片等基礎設施的投資可望持續強勁。在政府獎勵與產業運用目標推動下，中國也正積極擴建AI基礎設施。

科技也開始重塑勞動市場。擁有資源可投資AI的大型企業，能降低對人力的依賴，同時擴大市占率。科技公司則已開始減少初階職位的招聘，這導致16至25歲族群（包括大學畢業生）的失業率上升。

圖2：AI驅動的資本支出已成為美國實質GDP成長的重要貢獻來源

對實質GDP成長的季度貢獻



資料來源：美國商務部、Haver Analytics 和 PIMCO截至2025年6月30日的計算。

對制度的挑戰加深不確定性

川普政府的行動正在重塑包括聯準會在內的傳統制度。今年8月，川普總統以涉嫌房貸詐欺為由，解雇聯準會理事庫克 (Lisa Cook)。該案件目前仍在訴訟中，但此舉顯示川普總統可能試圖在2026年前，即聯準會主席鮑爾及所有地區聯準銀行總裁任期屆滿之前，重新調整聯準會理事會的組成，以符合其政策偏好。

儘管如此，仍有充分理由相信聯準會將繼續作為一個獨立於短期政治影響的機構。市場目前預期政策利率接近3%，與中性利率估值一致，但一項關鍵風險情境是川普政府可能重塑聯準會領導層。

經濟成長、通膨與貨幣政策的走向分歧

在歐洲，美國對國防支出的要求促使北約盟國重新作出承諾，但也加重了預算壓力。德國的財政擴張計劃聚焦於國防與基礎建設投資，這將影響其債務走勢與歐盟更廣泛的財政協調。

其他歐元區經濟體的財政空間較小，可能會在其他領域進行緊縮政策來抵消國防支出。這些趨勢將使法國的財政挑戰更加複雜，該國需要更實質性的改革。

全球經濟成長似乎已達高峰。我們預期2025年經濟在關稅引發的調整下成長放緩。在基期情境中，這些調整可在不引發經濟衰退的情況下進行，並在2026年回升至約3%的成長趨勢。然而，由於預防性投入掩飾了疲軟跡象，短期風險偏向下行。

中國經濟成長已開始降溫。政府的支持沖銷了部分貿易的壓力與國內的挑戰，但可能需要更多。新興市場方面，在面臨貿易衝擊、財政空間有限，與貨幣政策傳導速度放緩的情況下，成長疲弱與貨幣走強為降息提供了空間。

全球通膨在2026年大致應會保持溫和，但區域間將出現分歧。若沒調整貨幣，關稅將導致美國與其他地區間相對物價進行調整。

美國仍可能延後達成2%的通膨目標。預期美國以外的已開發市場將在2026年趨近各國央行2%的通膨目標。產能過剩將使中國的通膨維持在接近零的水準，而中國出口轉向其他市場也將壓低海外價格。在新興市場，我們預期通膨將維持在各國央行的舒適區間內，但若貨幣走強，則可能面臨通膨低於預期的風險。

全球貨幣寬鬆勢將持續。隨著通膨降溫，英國央行與澳洲央行可能會更積極地降息；歐洲央行與加拿大央行則因其政策利率已接近中性水準，調整較小；日本央行則是例外，其政策利率仍低於中性水準，且有升息預期。若美國關稅衝擊加劇、財政寬鬆措施無法有效抵消影響，各國央行仍有大於目前市場已反映的降息空間。

聯準會必須在更緊縮的移民政策、AI驅動的勞動力替代，以及關稅相關衝擊之間取得平衡。短期的關鍵問題是：勞動市場風險是否已顯現，並導致失業率上升。

未來幾年，AI與自動化帶來的生產力提升，是否足以抵消移民政策對勞動供給造成的衝擊，這仍有待觀察，而2026年的財政政策將提供更多支撐。若生產力未能提升，在供給受限的情況下，經濟需求回升可能導致通膨更持久——這對任何一位聯準會主席而言都是充滿挑戰的環境。

投資啟示：把握穩健投資機會

鎖定當前具吸引力的債券殖利率，在未來幾年各種經濟環境下，皆有助於提升收益、報酬，與資本增值潛力。隨著全球央行準備進一步降息，現在更是掌握固定收益投資的重要時機。

由歷史經驗來看，起始殖利率向來是未來五年投資回報的重要參考指標。以2025年9月26日的高品質債券參考指標為例，彭博美國綜合債券指數的殖利率為4.42%，而全球綜合債券指數（美元避險）則為4.73%。在此基礎上，主動型投資經理人藉由掌握高品質資產中具吸引力的殖利率，有機會建構出潛在年化報酬率約5%–7%的投資組合。

在政策不確定性持續的情況下，我們必須考量多種可能性。專注於多元分散投資，並優先考慮投資組合的韌性，是明智之舉。無論以絕對值來看，或相較於已攀升至歷史高點的股票，固定收益資產的估值皆具吸引力。債券配置仍是投資組合的穩定錨點，有助於提升穩定性，為已升高的股市投資風險增加避險力。

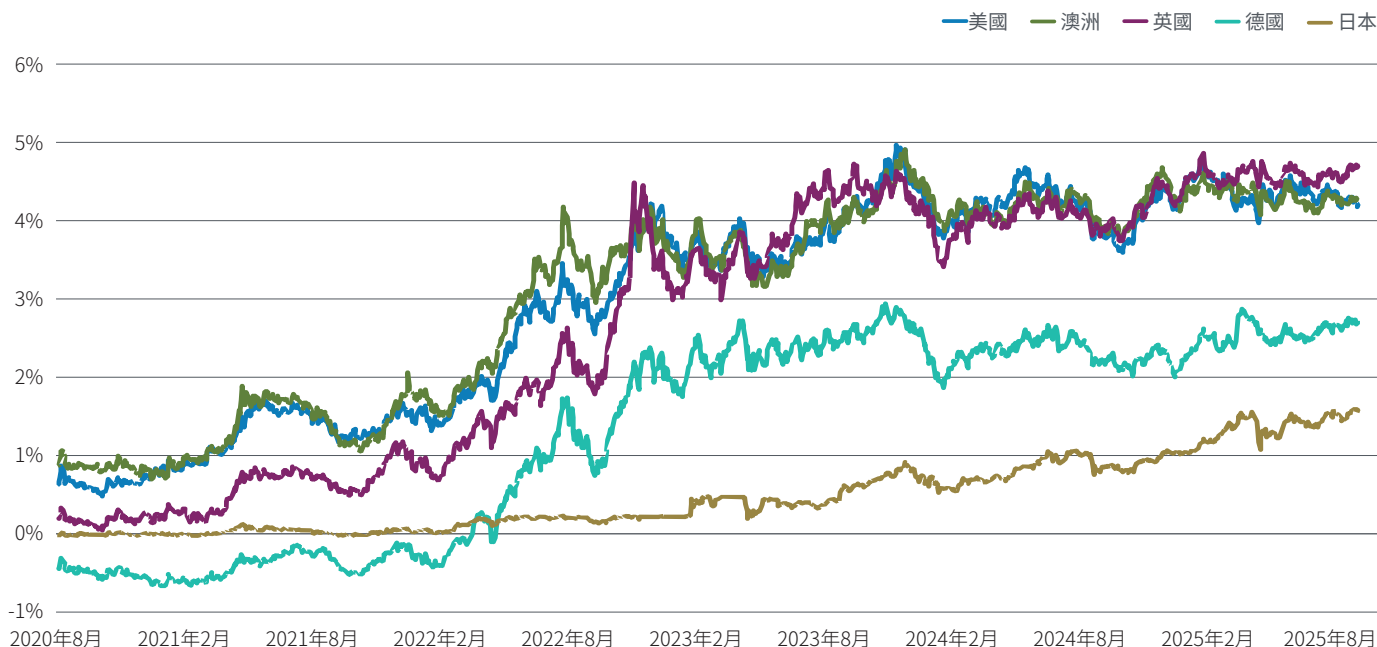
隨著各國央行持續降息，債券殖利率曲線前端陡峭度回升。債券表現可望優於現金，而主動式管理可透過殖利率曲線配置進一步提升投資成果。

利率、存續期間曝險、與債券殖利率曲線配置

即使今年以來債券表現強勁，美國10年期公債殖利率仍維持在3.75%至4.75%區間內，這個區間在過去幾年一直是市場的參考基準（見圖3）。遠期利率曲線普遍預期各國央行將回到中性政策利率區間，但英國是個重要例外，市場仍預期其終端利率將遠高於我們預估的中性區間。

圖3：全球殖利率吸引力持續

10年期政府公債殖利率



資料來源：PIMCO 和 Bloomberg，截至 2025 年 8 月 31 日。

在此背景，今年有布局存續期間（衡量債券價格對利率變動的敏感度，長天期債券多敏感性較高）的投資應已有亮眼表現，受益於殖利率曲線陡峭化的投資部位帶來穩健的報酬。

目前，我們整體仍加碼存續期間，偏好美國存續期間，以及在英國和澳洲進行選擇性配置，儘管隨著殖利率在我們的參考區間內下調使信心已略低於年初。我們偏好全球各市場中短期與中期債券，並加碼五年期美債為下行風險提供避險。

我們維持對殖利率曲線陡峭化的看法，但偏好度有所減弱。我們聚焦短期債的投資機會，而非長端期賣壓造成的變動。

全球投資機會

跨地區與貨幣的多元化配置，正成為挖掘超額報酬潜力的重要方式。投資人可善用當前罕見且具吸引力的全球投資機會。

我們持續減碼美元，雖然我們不預期其作為全球儲備貨幣的地位會改變。考量美國面臨赤字上升等風險，我們認為在全球市場中進行多元分散配置是合理的。在新興市場本地債方面，我們偏好秘魯與南非的存續期間。

實質資產可作為對抗通膨不確定性的避險工具。美國通膨連結債券（TIPS）價格中隱含的高實質殖利率與低通膨預期，使其成為對降低膨衝擊的低成本避險工具。大宗商品亦有助進一步強化通膨避險效果與多元分散配置。

信用

企業信貸基本面穩健，但我們認為其他固定收益領域提供更佳的風險報酬比。在利差收窄且經濟前景不明的情況下，我們對企業信貸僅維持有限的曝險。我們偏好高順位結構性信貸以及與高品質消費者相關投資標的。我們建議對槓桿及中斷風險高的較高經濟敏感度較產業持謹慎看法，尤其是那些與貿易相關領域。

我們維持加碼結構性信貸與投資等級信用衍生性商品指數，同時減碼現金企業信貸。我們加碼機構房貸抵押證券，並偏好較高息票債種。



我們在信用市場中持續發掘相對投資價值，不再聚焦於公開發行與私募信貸的差異，而是視其為一連串的投資機會，並依據流動性與經濟敏感度進行比較評估。

我們專注在具流動性且高品質的資產，並看好資產抵押融資的報酬潛力。我們也偏好具長期成長動能的投資主題，包括航空融資與資料基礎建設，這些領域資本需求龐大且持續成長，擔保資產基本面穩健，且放款人的進入門檻高。最後，我們也積極把握部分估值已經重置的領域，特別是以高品質資產作為擔保的不動產債務機會，以及基本面強韌的產業。

總結

在當前複雜的全球環境中，主動式投資經理人可運用多種工具來掌握廣泛的投資機會。具吸引力的債券殖利率提供了長期投資機會，尤其是在各國央行降息時固定收益總報酬潛力可望提升，並削弱類現金投資報酬的情況下。

此外，全球多元分散配置以及對公開發行與私募信貸市場的整合性觀點，為提升投資組合韌性與增加報酬來源提供了機會。主動式投資人可在各地區與貨幣間掌握實質與名目收益，同時根據流動性與經濟敏感度，在信用光譜中評估投資機會。

債券殖利率、全球多元分散配置，與信用光譜分析等投資策略結合一起，可建構一套穩健的投資框架。



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

PIMCO提供服務給合格機構、金融中介機構及機構投資人。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。本資料包含基金經理人的見解，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。未經明文書面同意，不得以任何形式複製或在其他刊物引述本資料的任何內容。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。