

PIMCO 品浩



週期市場展望  
2026年1月

機會疊加

A company of Allianz 

## 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

01

## 經濟成長意外地仍具韌性

全球經濟成功抵禦2025年的關稅壓力後，在受惠於AI人工智慧相關的資本支出及效率提升下，短期前景看起來更加強勁。中國出口價格下跌有助於緩解美國貿易流失的壓力。

02

## 贏家與輸家助長「K型」經濟趨勢

在美國，採用AI的資本密集型企業處於更有利的位置，富裕家庭也受惠於科技帶動的股市上漲；其他群體被邊緣化的風險則上升。全球來看，貿易摩擦、AI人工智慧應用，及相關政策回應，正促使各國出現分流。

03

## 全球貨幣與財政政策走向分歧

英國及部分新興市場經濟體的實質利率偏高且財政空間受限，可能比歐洲或加拿大等政策已達中性水準的國家央行，更大幅度地放寬其貨幣政策。在中國，財政政策可能因貿易壓力而更具影響力；在美國，減稅政策可能進一步推升家戶與企業。



# 投資啟示摘要

01

## 債券展現具吸引力且可持續的投資機會

2025年主動式固定收益投資策略創下多年以來最佳表現，而2026年的前景同樣令人期待。疫情後債市回升，使起始殖利率長時間具吸引力。經濟條件分歧，為主動式經理人提供創造超額報酬的豐富機會，即優於整體市場的表現。在這難得的機會下，投資人能在不犧牲股票股報酬潛力的同時，提升資產品質與流動性，尤其當股市已達極端水準時。

02

## 於全球多元分散配置以降低風險

各國不同的經濟與政策條件，為已開發市場與新興市場帶來投資機會。值得注意的是，相較於已開發市場債券，部分大型新興市場經濟體提供顯著的實質殖利率溢酬；這是為了補償愈來愈具特異性、可分散、非系統性的風險。新興市場當地貨幣債在2025年表現強勁，在已開發市場相關性仍偏高的時期，為投資組合提供了關鍵的風險分散效果。

03

## 在循環週期後段的信用環境中 慎選投資標的

我們偏好高品質領域，例如證券化信用與資產抵押融資，這些領域受惠於強健的放貸標準及高收入消費者的強勁表現。我們篩選投資標的，並減少一般性信用及私募公司債曝險。





# 經濟展望：走向分歧

川普政府大幅改革稅收、貿易與移民政策，包括將美國有效關稅稅率提高四倍；原先市場預期這會抑制全球經濟成長、貿易與投資。為了因應，多個已開發市場與新興市場國家政府宣布預防性且針對性的財政政策，作為經濟轉型緩衝，各國央行則聚焦於衰退風險。

當這些政策趨勢遇上新的通用技術—AI人工智慧—時，經濟成長意外地展現韌性，產生了可持續的經濟擴張，但存在顯著分歧。「K 型」經濟趨勢在家庭、企業與各地區間明顯可見。事實上，那些能受惠於AI人工智慧競賽及相關財富效應的群體，成為經濟成長的推手。

幾項關鍵的宏觀趨勢已然展開：

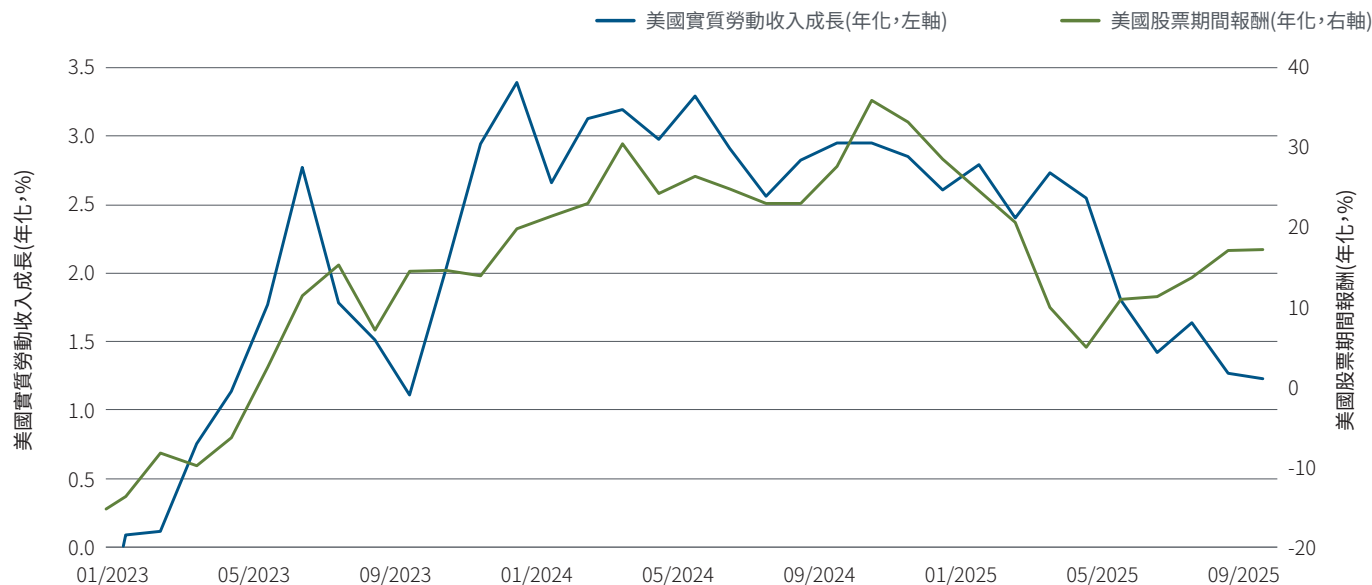
- **在美國，競爭加劇已限制企業定價能力，並抑制關稅相關的物價漲幅。**大型企業透過價格競爭與吸收關稅成本來擴大市占率，並提升生產力以維持利潤。勞力密集的中小型企業受到貿易或移民政策變動影響，成為相對的輸家。

- **為了維持利潤，許多企業加速採用AI人工智慧以控制勞動成本。**在美國，AI相關的軟體與研發投資加速，架構、伺服器、晶片及其他零組件等資料中心投資更是翻倍成長。
- **政策與技術變革亦加劇美國家庭的分化。**AI人工智慧帶動股市上漲，這財富效應支撐了消費，但中低收入家庭並未受惠（見圖1）。隨著環境不確定性抑制了招聘，加上貿易與AI人工智慧相關產業裁員，實質勞工薪資成長已出現停滯。AI人工智慧相關建設擴張，壓縮了其他投資空間，包含住宅房地產，進一步降低住房可負擔性。
- **儘管受到關稅拖累，AI人工智慧趨勢依舊支撐全球工業生產與貿易，但成長仍不均衡。**成長主要集中在與AI人工智慧基礎建設相關的電腦及零組件。亞洲經濟體，包括台灣、日本、南韓與

中國，因主導晶片、伺服器及相關硬體的生產，與美國一同展現經濟韌性。其他地區的生產則逐漸放緩，因先前為應對關稅而累積的庫存尚未消化。

- **中國被迫為其商品尋找其他市場，並加速AI人工智慧基礎建設，以及進一步提升製造業生產力。**美國關稅已使兩國間的貿易縮減。因出口價格下降，中國貿易轉向新興市場的過程比預期更順利。然而，消費疲弱與投資下滑，使中國仍依賴出口與庫存累積來維持成長。

圖一：以股票為基礎的財富成長，近期已超越勞動收入成長



資料來源：Haver Analytics、PIMCO計算，截至2025年9月30日。

## 科技與財政政策支撐需求

我們預期2026年整體經濟韌性仍將持續，並有理由相信成長會更廣泛地回升，但贏家與輸家的趨勢可將持續。

**第一，各國財政政策預期走向分歧。**許多地區放寬其財政政策，將進一步抵消貿易拖累。中國、日本、德國、加拿大及美國皆為放寬財政政策做準備；中國將透過中央政府支持，美國則透過大規模、前置投入密集業務與家戶減稅。但許多國家缺乏財政空間，英國、法國及部分新興市場國家可能維持緊縮政策。

**第二，隨著AI人工智慧更多地被採用，AI人工智慧投資週期將持續支撐全球成長，但會出現贏家與輸家。**在美國，許多企業在AI人工智慧應用、軟體及研發上支出擴大，這可望抵消資料中心資本支出從2025年高點降溫的影響。其他國家因國安考量而擴大基礎建設投資也可能帶來利多。在爭奪AI人工智慧主導地位的競賽中，落後的地區與產業將面臨風險。

**第三，貿易不確定性與關稅相關的經濟拖累在2026年應也會減弱，但政策仍需進一步調整，因美國關稅合法性正面臨挑戰。**美國最高法院可能推翻依《國際緊急經濟權力法》實施的部分或所有關稅。隨著川普政府的關稅政策正轉向更穩定且具法律保障的框架，各地區與產業將隨之調整。環境不確定性下降，讓美國及全球的投資與招聘有望重新加速。

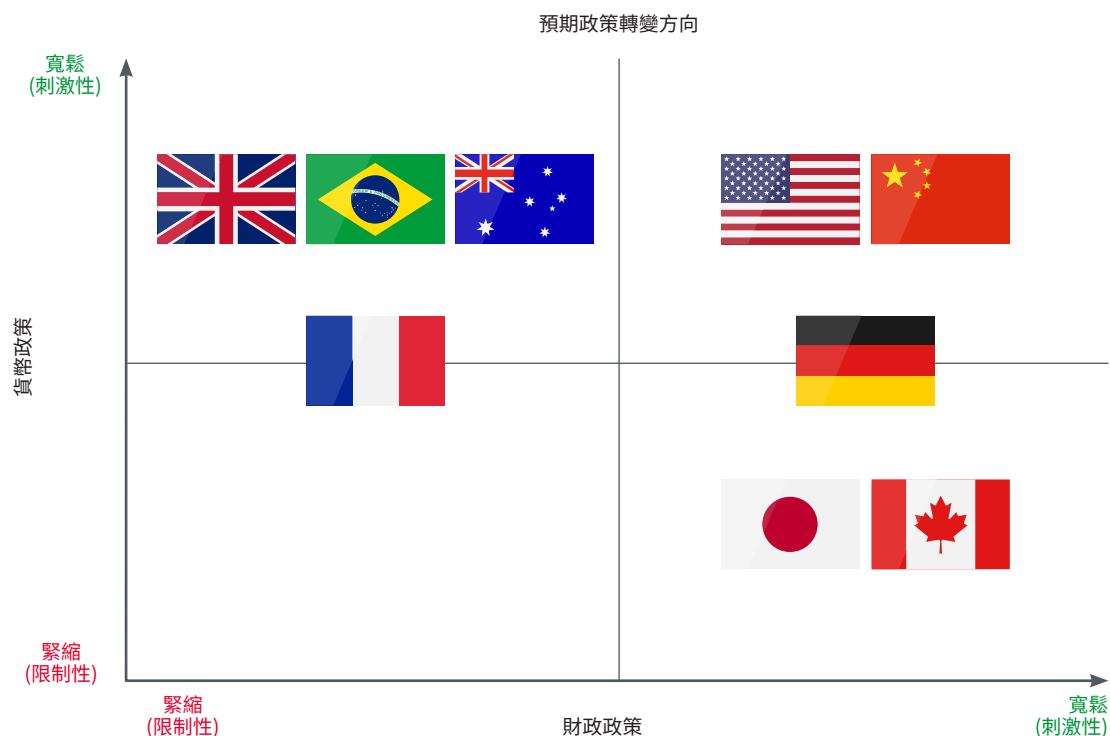
## 貨幣政策將出現分歧

過去幾年，多數國家央行已開始降息週期，速度因通膨進展而異。隨著全球通膨現已普遍趨於溫和，我們預期多數國家央行在2026年底前將達到中性政策水準，但進一步降息的前景則更為微妙。

仍維持高實質利率及緊縮財政政策的國家央行，可望更積極地降息，特別是因中國出口導致下行通膨風險影響較大的國家，包括多個新興市場國家央行及英國央行。

其他貨幣政策已接近中性水準且財政政策有望擴張的國家，尤其是加拿大及部分歐洲國家，其額外降息的必要性有限。在此同時，日本央行在貨幣政策仍偏寬鬆，且財政政策預期擴張的情況下，料將進一步升息（見圖2）；中國的貨幣政策與財政政策皆可望大幅放寬，以因應其債務通縮與產能過剩問題。

圖2：2026政策分歧的可能性增加



最後，市場預期美國聯準會將進一步降息至 3%。我們也預期聯準會在 2026 年會降息，且可能發生在下半年。

隨著聯準會主席更替及白宮施壓降息，終端利率仍存在不確定性。雖然可能出現不同的情境，市場一直以來仍持續反映政策將依循傳統路線，這反映了候選人相對傳統，以及聯準會政策制定過程中固有的制衡機制。

美國通膨風險看起來也更具雙向性。AI 人工智慧帶動的生產力提升與房市停滯趨勢，可能有助於抑制整體物價。關稅、需求擴張型財政政策，以及科技基礎建設，則可能推升物價。

## 韌性與脆弱性並存

雖然我們預期經濟將持續展現韌性，但相互衝擊的力量，以及普遍存在的「富人與窮人」動態仍帶來風險：

- **美國風險性資產估值：**相對於歷史水準及與其他市場來看，傳統估值指標顯示美國股價已高。AI 人工智慧應用能加快多少、能創造多少價值、何時實現，以及哪些企業能掌握其價值，仍是關鍵問題。同時，信用利差仍顯緊縮。
- **K 型經濟的可持續性：**財富推動的消費依賴股市與房市的進一步上漲，但高估值與負擔能力的壓力使這一目標充滿挑戰。部分私募信貸領域在政策與AI人工智慧相關轉型下顯得更脆弱。
- **政府赤字與債務動態：**我們對多數已開發市場（包括美國、英國、法國及日本）在債務與赤字挑戰的長期看法並未改變（詳見 PIMCO 於 2025 年 6 月發布的長期展望報告《破裂時代》）。雖然

目前債務看似可持續，政府債務的平均利率仍低於成長趨勢水準，但 AI 人工智慧與貿易政策可能推動投資趨勢，進而促使利率上升，對主權債務帶來額外壓力。

- **中國面臨的挑戰：**房地產低迷多年，且在全球製造業占比已高，這令市場懷疑中國以生產與出口為主的成長模式還能維持多久。若缺乏政府對內需直接給予實質性地支持，這將更難達到其成長目標，並對全球將帶來通縮的影響。

# 投資啟示：充分運用固定收益投資機會

在風險性資產歷經多年強勢表現後，股票估值依然偏高，且信用利差維持緊縮。我們的基期情境預期成長仍維持穩健，部分地區甚至可能再加速，但這樣的樂觀情緒已反映在多數風險性資產的市場價格中。歷史經驗顯示，這些初始估值將影響未來的預期回報，而這種回報可能低於投資人的原先預期。

在目前估值水準下，債券比股票便宜。市場價格歷經疫情後的大幅調整，高品質債券仍具吸引力的起始殖利率，凸顯固定收益市場可持續的報酬潛力。現今投資人有機會在不用犧牲股票股報酬潛力下，提升投資部位的品質與流動性，並分散投資組合風險，這是少見的機會。

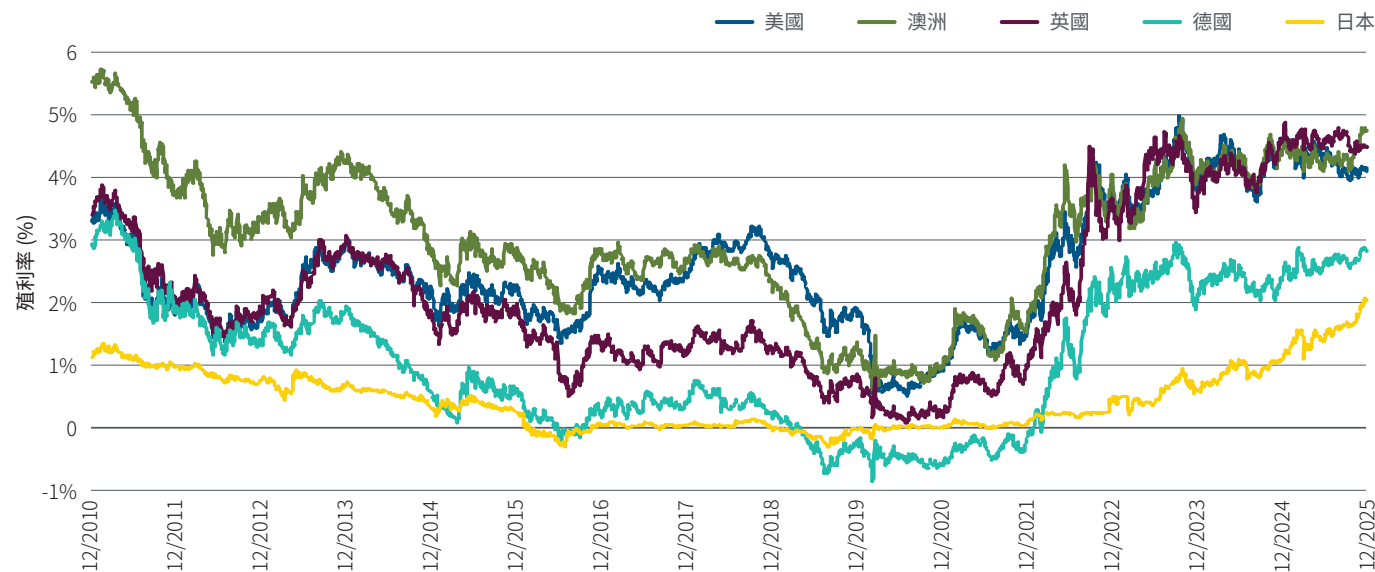
即便2025年債市整體表現強勁，作為基準指標的美國10年期公債殖利率(截至2026年1月12日約為4.19%)仍處於過去三年多以來的3.5%至5%區間中段。其他已開發市場的10年期主權債殖利率，亦呈現類似趨勢(見圖3)。這顯示債券的穩健表現不全然仰賴利率變動。

更關鍵的是，具吸引力的起始殖利率為主動式經理人提供了穩固基礎，可望藉由把握超額報酬投資機會，建構潛在殖利率約5%–7%的投資組合(詳見PIMCO近期投資觀點《計算固定收益中的主動優勢》)。2025年主動式固定收益投資策略創下多年來最佳表現，且未來前景同樣令人期待；對創造超額報酬而言，這是近年最具吸引力的時刻之一。

我們2026年的投資策略在多方面延續2025年的架構。在全球成長前景相對溫和，且多國提供具吸引力殖利率的環境下，我們偏好分散投資於各地區，涵蓋不同經濟與政策路徑的市場，包括已開發市場與部分新興市場。整體而言，我們的投資策略將維持彈性，依據估值與市場錯配動態調整曝險。

圖 3：許多10年期主權債券提供具吸引力的殖利率

10年期政府公債殖利率(%)



資料來源：PIMCO、彭博，截至2025年12月31日。

## 利率、存續期間與全球投資機會

隨著殖利率曲線陡峭化，我們認為持有過多現金的投資人可能錯失潛在機會。透過表現優於現金的固定收益商品，投資人不僅能在更長期間鎖定更具吸引力的殖利率，亦可在風險小幅增加的前提下，受惠於價格上漲。

我們持續且適度地加碼存續期間（衡量利率曝險的指標），並著重全球多元分散配置（詳見PIMCO投資觀點《展望來年：給2026年的投資策略》，進一步了解強化投資組合多元分散與韌性的其他機會）。我們偏好存續期間為2至5年的債券，隨著長債殖利率更具吸引力，我們的殖利率曲線配置亦更加均衡。

美國存續期間仍具吸引力，有助於降低美國勞動市場可能的降溫或AI人工智慧相關股票波動所帶來的風險；相較之下，歐洲存續期間的吸引力較低。

雖然澳洲存續期間近期表現欠佳，但它在更廣泛的投資組合中仍具有分散風險效果，尤其是在目前市場預期 2026 年可能升息的情況下（雖然我們認為升息的可能性不高）。

儘管通膨仍高於各國央行目標，且短期存在再加速風險，長期損益平衡通膨率依然不高。我們持續看好通膨連結債券（TIPS）、大宗商品與實質資產部位。

我們認為，在實質政策利率較高、財政政策較緊縮、通膨風險較均衡的國家，存在一些投資機會，包括英國與部分新興市場國家。

## 新興市場：破裂時代下的非對稱投資機會

新興市場投資版圖已出現結構性轉變：政府債務占國內生產毛額比重低於已開發市場，貨幣政策框架與經常帳表現更趨健全，在地資本市場亦持續深化。有趣的是，部分已開發經濟體如今反而呈現過去被視為「新興市場式風險」的財政動態。

對主動式經理人而言，資產表現的分散化蘊藏機會。不同於2010年代時新興市場整體的走勢同步，現今環境更獎勵在利率、貨幣與信用上的細緻國別選擇；藉由結構性分析來創造 $\alpha$ （超額報酬），而非單純追逐 $\beta$ （大盤變動）的時點。在新興市場整體，我們同時看見具吸引力的起始殖利率，以及多樣化、具特性且可分散的風險。

在低通膨與外匯市場具韌性的支撐下，預期新興市場國家央行將繼續降息。我們偏好加碼南非與秘魯的存續期間，因為其殖利率曲線斜率高於基本面應有的水準；同時我們也看好巴西，因為我們認為巴西仍有相對幅度大且可能延續的降息循環空間。

我們持續看見美元走弱的可能性，基於反映聯準會持續的寬鬆政策、長期財政疑慮，以及新興市場貨幣相對於已開發市場貨幣的初始估值優勢。新興市場貨幣提供良好流動性，為我們在新興市場投資策略以外，提供額外進入該資產類別的途徑；透過審慎管理且高度分散於一籃子新興市場貨幣，我們可望獲取具吸引力的潛在收益。

## 信用：正向但須慎選標的

我們對信用市場的看法依然正向，但立場已變為更謹慎挑選。成立逾五十年以來，我們在PIMCO已經歷多個信用週期。近期強勁的回報引發市場自滿情緒，我們已觀察到循環週期後段的一些跡象。

我們預期信用基本面將持續惡化，尤其是在企業信用市場中的浮動利率部分，因為近年來承銷標準有所放寬。產業與單一標的曝險將更為關鍵；我們在醫療保健、零售與科技等領域看見基本面壓力。

我們觀察到債務條款修訂活動增加，例如實物支付融資（PIK）條款，允許借款人以新增債務償還既有債務。此類趨勢可能會掩蓋潛在的壓力，使違約率保持在較低水準（見圖4）。

我們亦留意到市場過度倚賴評級機構的信用評級作為風險指標，以及部分投資工具承諾高於其底層投資策略所能提供的流動性。這些現象出現在近年私募信貸市場迅速擴張之後。

在此期間，我們傾向降低一般信用曝險（ $\beta$ ），轉而專注於獨立、由下而上的分析與標的篩選。

我們持續偏好美國機構房貸抵押證券（MBS）。憑藉其穩健的結構性特徵、充裕的流動性，與具吸引力的利差，機構房貸抵押證券仍是替代部分企業信用 $\beta$ 的優先選擇。



我們不將信用市場視為公開發行與私募兩個獨立板塊，而是沿著經濟敏感度與流動性風險的連續光譜進行評估，並專注於確保這些風險獲得充分補償。我們同時也思考企業選擇私募而非公開發行信用的原因，例如更多彈性或較少監管束縛，以及其對投資人意味著什麼。

擁有穩定現金流與健全資產負債表的投資等級債券發行人，仍是我們信用配置的核心。我們重視公開發行投資等級市場的高流動性，並認為投資人涉足私募投資等級市場時應謹慎挑選，尤其是相較於流動性更強的投資機會，其額外利差有限的情況下。

我們運用PIMCO的規模優勢，持續尋找獨特且結構健全的信用投資機會，並避免選擇利差不具吸引力、擔保不足、貸方保護較弱的低品質交易。我們預期資產抵押融資、不動產信用，與結構完善的基礎建設債務等具擔保的領域，表現將相對出色；在利差偏緊、承銷力道不足與整體自滿情緒擴散的背景下，企業信用市場中較低品質的標的更有可能令人失望。

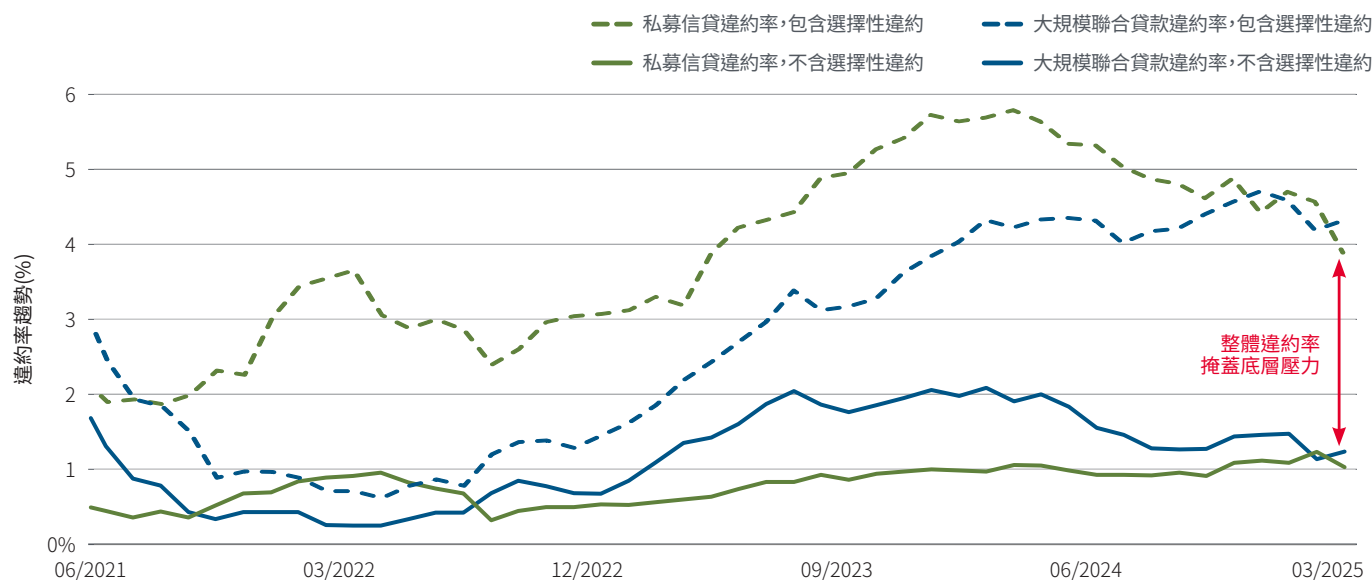
我們持續看好具備穩健抵押品與明確結構性保障的領域；此類機會存在於流動性較高的證券化市場，以及流動性較低的資產抵押融資範疇，尤其是與高收入消費者相關的領域。雖然不動產債務目前不受青睞，但其受惠於顯著低於高點的資產價值。

在非投資等級市場中，我們對於契約保護弱化或發起人行為導致下行風險增加的領域持審慎態度。由於對貸方機構保護措施品質及潛在流動性挑戰的擔憂，直接放款、銀行貸款與品質較弱的非投資等級部位需特別留意。在這些市場中，過度的資本形成已造成程式化的放貸活動，看起來更像被動式投資策略。

## 總結

近幾十年來，資本充裕、低利率，以及全球秩序穩定，降低了多元分散配置的必要性。相較之下，當前環境分歧、存在雙向風險，且各地區經濟的運行速度不同。這在全球利率、新興市場、高品質信用，及證券化市場間創造寬廣的投資機會，並強化了主動式投資策略的價值。

圖4：表面違約率低，可能掩蓋底層信用壓力



資料來源：美國銀行，截至2025年3月可獲得的公開資料。

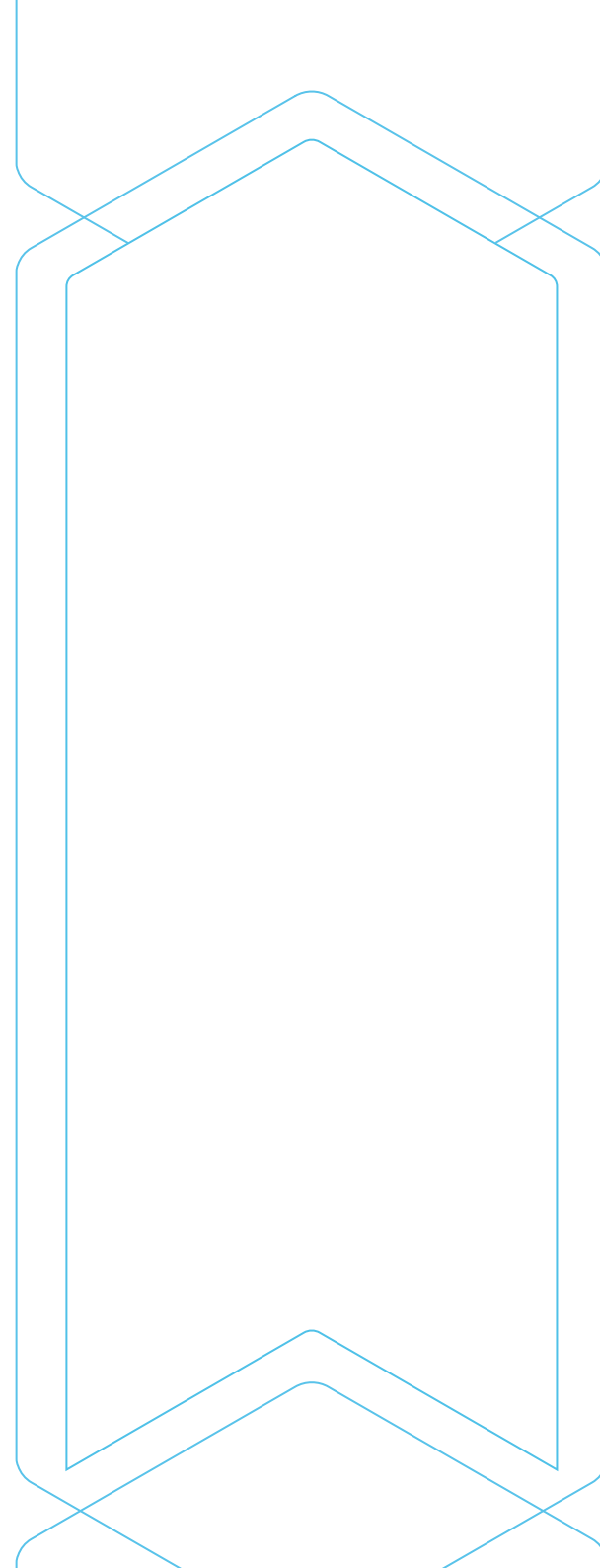
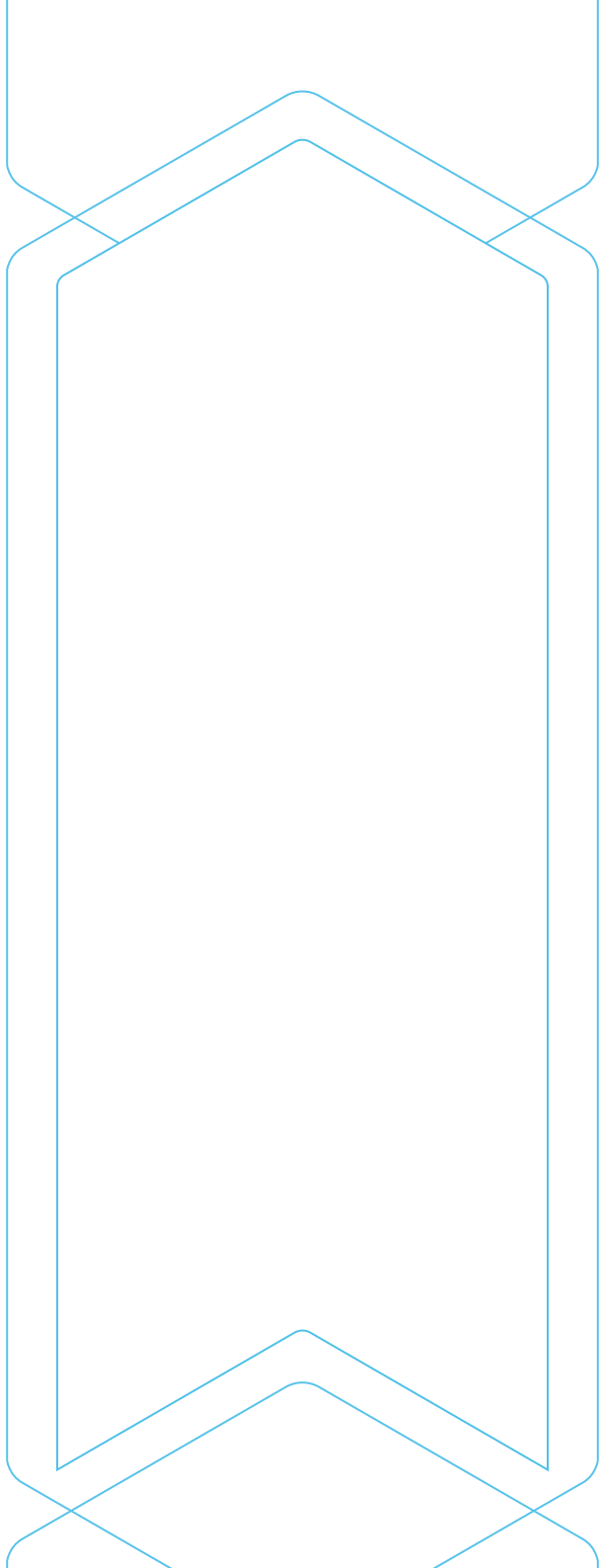
## 論壇簡介

PIMCO是全球首屈一指的主動式固定收益投資管理公司，在公開發行與私募市場皆具堅強的投資實力。我們的投資流程奠基於長期經濟展望論壇與週期經濟展望論壇。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。論壇討論範圍廣泛，並融合行為科學研究，藉此激盪構想、挑戰既有假設、克服認知偏誤、以及凝聚多元觀點。

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。

本資料包含作者的見解，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。

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。本資料包含了基金經理人的見解，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。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(112)金管投顧新字第015號。