



週期市場展望  
2021年1月

# 對全球經濟 抱持有限度 的樂觀期待

財政刺激政策與擴大施打疫苗應可支持2021年全球經濟的表現，但是許多風險仍揮之不去，因此投資人務必審慎建構投資組合。

### 內容摘要

- 各國陸續施打疫苗，加上財政與貨幣政策持續帶來的刺激效果，全球經濟產出與需求有望在2021年強勁反彈成長。此外，由於2021年的通膨料將只會小幅攀升，故此各國的政策利率有望維持低檔，央行亦將持續收購金融資產。
- 財政疲乏（回歸較為謹慎的財政政策）、中國的信用脈衝由正轉負、以及疫情造成的經濟傷痕，皆是PIMCO此次的週期市場展望中所探討到可能面臨的主要風險。
- 儘管股市與信用市場的評價已反映回歸常態的前景，但是我們認為非機構抵押貸款證券與其他類型的結構性商品、特定類型的公司債與新興市場仍具有投資機會。我們持續以「審慎布局」、「保護資本」、以及「流動性管理」作為建構投資組合的重點：目前不宜懷抱過度樂觀的期待。

#### 作者：

**Joachim Fels(費約信)**  
全球經濟顧問

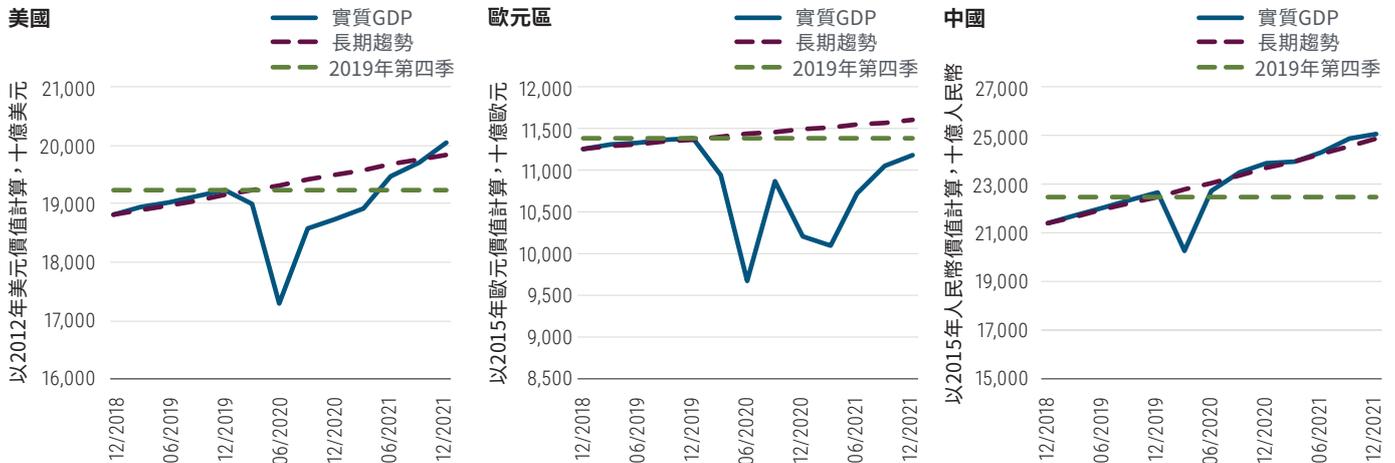
**Andrew Balls(波以斯)**  
投資長  
全球固定收益

我們預期全球經濟將在2021年「從受創到逐步復原」，且下半年有機會在漫長的復甦之路上大步向前邁進，回到疫情爆發前的經濟成長趨勢（一如我們在過去的週期市場展望中所述）。儘管在經濟刺激政策與疫苗擴大施打等雙重利多的支持下，風險性資產有望在短期內延續良好的表現，但是種種利多消息大多已反映在資產評價之上，且在經濟完全復甦的過程中，投資人應時時留意沿途可能浮現的阻礙，並藉由審慎建構投資組合，以穩渡金融市場可能一再浮現的波動性。

舉例來說，已開發國家陷入財政疲乏，可能成為經濟復甦路上的一大阻礙。中國的信用供給可能在今年從寬鬆轉趨緊縮，亦是不容忽視的潛在風險。此外，經濟傷痕可能會阻礙全球經濟回到疫情爆發前的狀態，且各國與各產業的復甦之路亦可能會崎嶇不平且強弱不一。



圖一：三大經濟體的實質GDP成長率預估值



資料來源：Haver Analytics、PIMCO，截至2020年12月。

### 經濟成長反彈

全球經濟經歷2020年的嚴重衰退後，今年全球經濟產出與需求有望強勁反彈。儘管目前主要國家重啟封城令，導致經濟活動再度表現疲弱，但是隨著疫苗擴大施打，加上財政與貨幣政策持續帶來的刺激效果，全球經濟料將在第二季開始加速成長。屆時，那些受到防疫禁令衝擊最為嚴重的產業－旅遊、住宿、餐廳、娛樂等等－將成為經濟復甦下的最大受害者。此外，在低基期效應的加持下，2021年全球GDP料將寫下10多年來最高的成長率。我們預期美國經濟活動可望於今年下半年恢復到疫情爆發前的全盛狀態；另一方面，由於歐洲經濟陷入二次衰退，因此即便經濟活動有望從今年第二季開始大幅加速成長，但是可能要到2022年的中旬，歐洲才能完全彌補過去損失的經濟產出（圖一）。另一方面，中國經濟現已回歸、甚至超越疫情爆發前的成長水準，並持續在今年展現強勁的成長動能。故此，繼去年寫下2%的低迷成長率後，2021年中國GDP應可創下8%以上的成長表現。

### 通膨前景不明

今年，通膨料將只會微幅攀升，且主要國家的通膨將普遍低於央行的目標。然而，考量到過去一年經濟衰退的嚴重程度以及大幅攀升的失業率，即便未來失業率可望下降、經濟成長料將強勁反彈，但是經濟產出與需求仍將持續低於正常水準好一段時間，失業率亦將持續高於完全就業狀態下的水準。在美國，住房項目在核心消費者物價指數的佔比超過40%，因此未來幾季低房貸利率與租金下跌的影響，將對消費者物價指數的住房項目帶來下行的壓力。另一方面，儘管中、短期內全球預計將處於低通膨的環境，但是我們曾在長期展望中提到，這波疫情以及隨之而來的各項刺激政策，可能會加劇長期的通膨與通縮風險。倘若各國勞動市場已恢復完全就業的狀態，但是寬鬆的貨幣與財政政策並未隨之落幕，甚至進一步延續好幾年的時間，屆時通膨終將突破各國央行設定的目標。相反地，倘若各國政府重拾被動或是緊縮的財政政策，或是資產價格泡沫破滅，亦或者私部門開始去槓桿化，種種事件則可能引發通貨緊縮的風險。故此，長期的通膨前景將面臨更加顯著的不確定性，這些不確定性也將反映在金融市場的評價之上。

## 貨幣政策：維持現狀，必要時進一步鬆綁

未來，各國央行都將身不由己，一方面是因為通膨持續低於目標水準，同時為了支持財政刺激政策，未來幾年央行必須持續壓低融資成本。故此，在可預見的未來內，全球政策利率至少會維持在目前的水準，部分國家甚至可能進一步降息。舉例來說，目前歐元區的存款利率為-0.5%。倘若歐元升值的幅度過大—儘管這不是我們的基本預測，屆時歐洲央行可能會進一步調降存款利率。

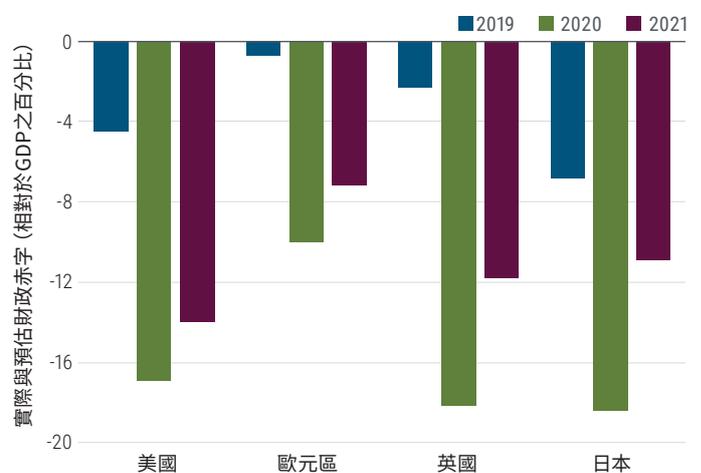
此外，各國央行料將在今年持續收購金融資產，且資產收購計畫可能會延續到明年或是更長遠的未來。美國聯準會在去年12月調整前瞻指標，表示未來有意持續收購美國國庫券與機構抵押貸款證券，且收購的規模至少會維持現狀，直到「就業人口極大化」與「物價穩定性」兩大法定目標出現長足的進展為止。故此，倘若美國經濟表現不如預期，或是殖利率上升的速度太快且幅度太高，我們認為聯準會很有可能會拉長債券收購計畫的加權平均存續期。倘若經濟活動與金融市場再度陷入惡劣的環境，我們預期聯準會將重啟多項在2020年疫情危機期間推出的借貸便利機制，同時間即將走馬上任的財政部長葉倫將透過外匯穩定基金 (Exchange Stabilization Fund)或是國會授權成立的新計畫，藉此支持美國股市的表現。相反地，倘若美國經濟復甦與通膨攀升的幅度均高於我們的基本預期，屆時聯準會可能會在2021年末或是2022年初漸進縮小購債規模。

另一方面，歐洲央行近來進一步擴大「大流行病緊急資產收購計畫 (Pandemic Emergency Purchase Program)」的預算規模，今年有機會視情況增加資產收購的實際金額，以較為寬鬆的方式調控殖利率曲線，藉此達到壓抑歐元區債券殖利率的目標。其他已開發國家的央行也大多採取類似的政策，且今年的政策方針預計將維持不變。此外，多個新興國家有機會進一步鬆綁貨幣政策，因為此類國家的實質利率雖然普遍低於歷史水準，但利率仍有進一步下降的空間。

## 現階段仍有利的財政政策

除了藉由施打疫苗控制疫情之外，財政政策同樣是左右PIMCO週期市場展望的主要搖擺因素 (請參閱風險章節，進一步瞭解潛在的下檔風險)。由於寬鬆的貨幣政策持續壓低資金成本，因此大多數國家將透過財政轉移的方式繼續補貼家庭所得，同時藉由提供貸款擔保、補助、與減稅的方式支持民間企業 (圖二)。在歐洲，除了各國自行編列財政刺激的預算之外，歐盟在12月通過預算法案，預計將在今年透過歐盟新世代基金 (EU Next Generation Fund) 提供大量的貸款與補助資金。

圖二：四大經濟體的預估財政赤字相對於GDP之佔比(%)



資料來源：Haver Analytics、PIMCO估算結果，截至2020年12月。

在美國，本屆國會在跛腳會期通過新一輪的紓困法案，藉此支持未來幾個月美國家庭的所得與消費需求，為美國經濟爭取更多的時間，直到經濟復甦的到來。此外，由於民主黨在1月5號的選舉拿下喬治亞州的兩席參議員，最終以些微之差在參議院拿下多數席次 (副總統當選人賀錦麗將扮演打破兩黨僵局的決定性一票)，因此美國有望在下半年通過新一輪的大規模財政刺激法案。然而，由於多位民主黨新科參議員來自財政態度向來偏保守的州，因此在可預見的未來，美國的財政政策可能不會朝著更加激進的方向前進。

## 投資結論：基本展望

如同我們在2020年10月發布的長期展望—「擾亂因素升級」—所述，我們預期未來幾年政府公債殖利率將處於穩定的區間盤旋走勢。各國央行均已暗示要再過很長一段時間，才会有再次升息的機會。我們的基本展望也確認相同的觀點：即便未來12到18個月全球經濟將持續復甦，但是央行升息的機會同樣是微乎其微。現在，經濟復甦、但是殖利率曲線持續受控的前景大致已反映在資產價格之上，且從股市與信用市場的評價可知，投資人預期在未來6到12個月，經濟活動將擺脫疫情的影響並回歸正常。

短期內，我們認為政府公債殖利率仍有上升或下降的風險，因為封城令對經濟活動造成的負面影響，將與擴大施打疫苗帶來的樂觀期待相互拉鋸。PIMCO旗下的投資組合可望維持存續期的中性配置。儘管美國存續期可在經濟衰退或是金融市場下跌時，提供較大的資本增值空間，但是自從美國國庫券在2020年一路表現領先後，目前美國存續期具備的優勢已不如以往。

儘管我們對整體的存續期採取中性配置，但是我們將在核心型債券投資組合之中，建立能夠受益於殖利率曲線陡峭化的投資部位，因為未來各大央行將持續抑制短年期殖利率，但是隨著通貨再膨脹的前景進一步反映在資產價格之上，未來長年期的殖利率預計將攀升。展望未來6到12個月，我們認為通膨攀升的風險不高，但是考量到目前全球充斥實驗性質的貨幣與財政政策規模，故長期通膨走勢可能有更大的不確定性。故此，我們持續認為美國抗通膨公債是評價合理的避險工具，有助於投資人防範通膨長期攀升的風險。

根據PIMCO的基本展望與市場評價水準，我們的投資組合將加碼信用資產，其中包括非機構抵押貸款證券與其他結構性商品、審慎加碼特定的公司債、以及新興市場美元計價主權債。此外，我們將審慎避開一般的公司債並交由信用研究團隊進行主動式選債，或是運用具有流動性的信用違約交換指數掌握公司債市場的Beta報酬。

我們持續青睞機構抵押貸款證券。儘管此類債券的評價已從低廉上揚至合理價位且票息水準已下降，但是目前仍有來自聯準會的政策支持，且息差仍舊具有吸引力。

以新興市場而言，除了新興市場的外債，我們將在適當時機以中期的投資角度配置特定新興市場當地貨幣債券，並審慎考量流動性因素以建立合適的投資部位。

以貨幣投資部位而言，相對於10大工業國貨幣籃與特定的新興市場貨幣，我們預估將在全球型的投資組合之中，維持美元的小幅度減碼配置，一方面是基於評價面的考量，同時部分國家的貨幣具備較高的景氣敏感度，因此更容易受惠於未來的經濟復甦趨勢並表現領先美元。

## 週期市場展望可能面臨的風險風險1：財政疲乏

當然，我們預測的經濟展望可能會面臨各種風險，並對投資布局帶來進一步的影響。

首先，儘管我們的基本展望認為寬鬆的貨幣政策將持續作為財政政策的後盾，但是一旦出現財政疲乏的現象，未來經濟復甦的前景將面臨重大風險—尤其是在今年下半年與2022年。在美國，現在民主黨已贏得喬治亞州的參議員，並以些微之差拿下參議院的多數席次，因此今年美國有機會進一步擴大財政刺激。然而，接下來企業稅率與最高級距的個人所得稅率是否將在2022年上調，將成為今年下旬各界關注的焦點。

在歐洲，2021年的財政刺激政策已大致底定，當中包括各國本身通過的預算法案，以及歐盟新世代基金即將挹注的資金。然而，在這些財政刺激政策的背後是龐大的赤字缺口，因此接下來各國政府延續、甚至在必要時擴大財政刺激政策的意願可能開始動搖。傳統上，歐洲各國都會在每年夏天過後開始編列下一年度的預算，因此歐洲的財政政策是否會在2022年出現改變，也將成為下半年各界關注的焦點。除此之外，德國在2020年與2021年暫時豁免憲法對於政府舉債的限制，但是從2022年開始，德國也必須開始縮減預算，屆時將使得歐洲的財政刺激政策面臨更多的變數。此外，各界預期未來政府將藉由刪減支出與加稅等方式進行財政搏節，且這樣的預期心態可能將在今年開始影響消費者與企業的支出計畫。

## 風險2：中國重啟去槓桿化

一年前，新冠肺炎疫情導致中國經濟陷入衰退。如今，中國經濟成長已強力反彈，並持續在2021年展現強勁的成長動能。故此，我們預期中國政府將在今年重啟去槓桿化政策，希望藉此避免資產價格泡沫化並確保長期穩定的經濟成長表現。故此，PIMCO的中國研究團隊預期今年中國的信用供給將成長減速，信用脈衝將由正轉負。（簡單來說，信用脈衝代表信用供給成長率的變化，且經常是GDP成長率的領先指標）。目前，中國整體負債高達14兆美元。要對如此負債累累的經濟體制訂鬆緊合宜的信用供給政策絕非易事。故此，不排除中國有可能過度緊縮信用供給，導致經濟成長的速度比預期更加趨緩，並對那些高度仰賴中國的經濟體與產業帶來負面影響。

## 風險3：經濟傷痕

我們認為經濟傷痕造成的潛在影響，是全球經濟前景面臨的最大變數，因為經濟傷痕可能會拖累、甚至阻礙消費支出、企業投資、增聘勞工的決策，導致經濟活動無法迅速恢復至疫情爆發前的水準。由於新冠肺炎疫情造成的影響層面與規模都是前所未見，因此民眾與企業的行為模式會出現何種改變，目前仍難以預料。根據我們的基本展望，我們認為隨著疫苗陸續擴大施打，各種自願性與強制性的經濟活動禁令可望畫下句點，屆時積壓已久的龐大消費需求將在今年釋出。儘管如此，民眾的消費支出與企業的投資活動還是有可能趨於保守好一段時間。此外，許多國家的勞動

參與率在去年普遍下跌，短時間之內也難以快速恢復。疫情危機對企業資產負債表與商業模式帶來永久性的傷害，且一旦經濟開始復甦、各項刺激政策退場，這些傷害只會變得更加顯著。

## 投資結論：風險因子

在疫苗擴大施打與刺激政策的支持下，儘管風險性資產應可在未來幾個月延續良好表現，但是有鑑於目前市場上多頭部位的集中程度，我們認為投資人可能已過於鬆懈心防。有鑑於前述種種風險因子，我們認為現在投資人應審慎布局投資組合，切勿抱持過度的樂觀心態或承擔過度的風險。考量到目前低利率、低利差、與低波動的大環境，我們將以保護資本與審慎管理流動性，作為建構投資組合的重點。我們將秉持耐心與彈性，防範市場波動性攀升造成的影響，並在挑戰加劇的市場環境下，為投資人掌握更多的超額報酬機會。財政疲乏可能會導致經濟復甦的力道不如預期，但也可能因此降低全球殖利率攀升的風險。中國推動去槓桿化可能會對全球經濟成長帶來下檔風險，並對那些最為仰賴中國經濟的國家與產業帶來威脅。儘管經濟復甦有望在休閒旅遊相關產業造就良好的投資機會，但是面對經濟傷痕帶來的風險，我們仍須審慎管理投資部位，切勿貪圖弱勢美元而進場大肆收購各種證券。我們認為投資人可善用私募信貸策略，在充滿最多投資機會且高風險的產業，建立長期投資部位。

如同我們在PIMCO長期展望所述，除了週期性的風險之外，考量各種長期的擾亂因素，我們預期後疫情時代的經濟復甦難以再為金融市場開啟另一個長達十年的多頭環境。一旦那些容易掌握的週期性復甦題材消耗殆盡，未來我們將再度面臨充滿挑戰的投資環境。身為主動式的投資經理人，我們將在各類信用資產之中精準選債，聚焦高品質的收益來源，並在全球發掘最具吸引力的投資機會，藉此為投資人創造更大的投資價值。

## 論壇簡介

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投資機會。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。

**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、發行人風險、信用風險、通貨膨脹風險及流動性風險。大多數債券以及債券策略之價值，均受利率變動所影響。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，目前的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。**房貸抵押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。由Ginnie Mae(GNMA)所發行的**機構抵押貸款證券**受美國政府充分信任與信用所支持。Freddie Mac(FHLMC)和Fannie Mae(FNMA)所發行證券提供機構擔保，可及時償還本金與利息，但不受美國政府充分信任與信用所支持。

**私募信貸**策略涉及之一般性風險：此類投資策略涉及高度風險，且僅適合財務能力充裕且無需動用投資資產流動性，並能承受相關投資可能全額損失等經濟風險之人士。所有投資均有風險且可能造成價值損失。此類策略需遵循的法律規範不同於經註冊的投資工具。績效可能波動起伏，投資人可能損失所有或大部分的投資本金。

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。

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，市場狀況將會波動。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線投資能力，尤其是在市場下跌期間。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

本文使用的「**便宜**」和「**昂貴**」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資組合經理人對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

**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。**Beta係數**是衡量價格相對於市場變動的敏感程度。市場的Beta係數為1。存續期間為衡量債券價格對利率敏感度的方法，以年為單位。

本資料包含了作者的見解，但未必完全合乎 PIMCO 看法，內容如有異動恕不另行通知。本資料之發布僅供參考之用，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 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。**由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經驗用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故高收益債券基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。高收益債券基金適合能承受較高風險之非保守型投資人。**基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動，投資人於配息時應注意基金淨值之變動。就收息強化股份而言，本基金得依裁量從本金中支付股息，並計算股份類別貨幣對沖所產生的收益率差額(構成以本金分配)。收息強化股份應支付的管理費及其他費用亦可從收息強化股份的本金中扣除，導致用作分配股息的可分配收入增加，因此，收息強化股份實際上可能是從本金中撥付股息。這可能導致收息強化股份的每股資產淨值即時減少。數據以最近曆年年底以來的分配為基礎，並不包括特別現金股息。配息型基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損；且基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金近12個月內由本金支付配息之相關資料，投資人可至本公司網站查詢。涉及從基金本金中支付配息的任何分配，或會導致基金每股資產淨值立即下降。基金投資所涉及的風險(例如：市場、交易對手、流動性、波動性及槓桿風險)可能導致台端損失部份或全部投資金額。匯率相關費用可能對基金淨值或收益產生不利影響。基金係經專案豁免持有衍生性商品限制之基金。由於使用衍生性商品可能產生額外的部位風險造成基金淨值高度波動及衍生其他風險，全球高收益債券基金、多元收益債券基金、新興市場債券基金、總回報債券基金、美國高收益債券基金、全球實質回報債券基金、全球投資級別債券基金、美國股票增益基金、全球債券(美國除外)基金、全球債券基金及歐元債券基金之總曝險將以相對VaR風險值模型來衡量並管理使用金融衍生性工具相關風險，其使用衍生性商品所產生之部位不得超過可供比較之指標投資組合之VaR值的兩倍。短期債券基金、絕對收益債券基金及動態多元資產基金之總曝險將以絕對VaR風險值模型來衡量並管理使用金融衍生性工具相關風險，其使用衍生性商品所產生之部位不得超過基金淨資產價值之20%。基金投資涉及投資新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。此外，依金管會規定，境外基金投資於中國大陸證券市場僅限掛牌上市有價證券及銀行間債券市場為限，且投資前述有價證券總金額不得超過基金淨資產價值之20%；基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為中國大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。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。