

A company of **Allianz** (11)



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,以及對含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。

1

- · 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

-PIMCO全球工業產出(以2024年10月值為100)

--美國大選前兩年趨勢

•••美國大選前的水準



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

全球對美貿易

7月

全球對美貿易(以2024年10月值為100)

--美國大選前兩年趨勢 •••美國大選前的水準

7月

1月

7月

1月

130 125 120 115 110 105 100 95 90 2022年 2022年 2023年 2023年 2024年 2024年 2025年 2025年 2026年 1月 1月 7月 1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

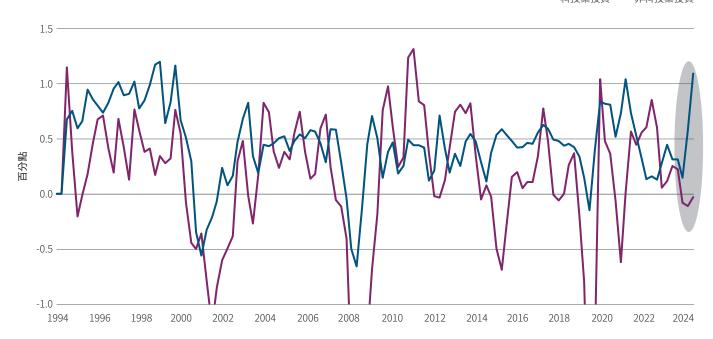
科技投資持續強化美國經濟的韌性,並支撐似不見頂的股市走勢。預期AI人工智慧相關的資本支出(見圖2)於2026年仍將是美國投資成長的主要動能。隨著AI應用日益普及,資料中心與專用晶片等基礎設施的投資可望持續強勁。在政府獎勵與產業運用目標推動下,中國也正積極擴建AI基礎設施。

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

── 科技業投資 ── 非科技業投資



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。

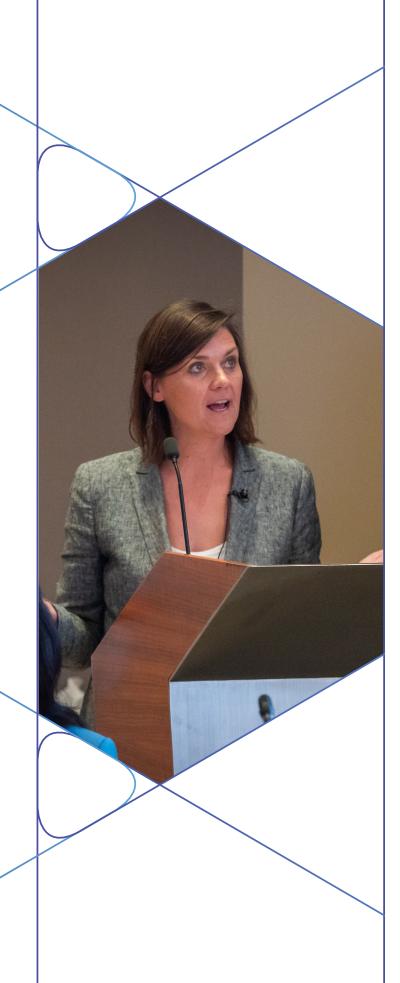
利率、存續期間曝險、與債券殖利率曲線配置

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潛力的重要方式。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。

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,忽不另行通知。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。

PC648_6304277 CMR2025-1014-4895787