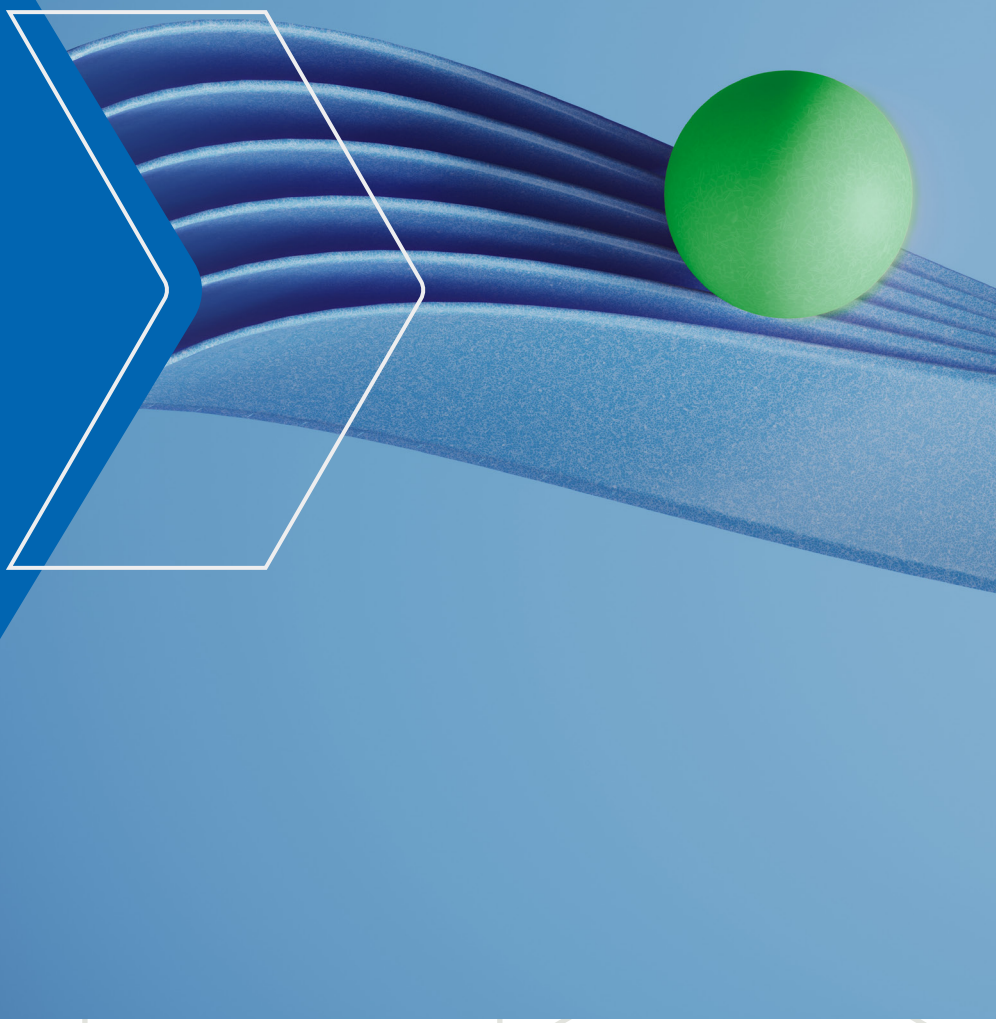
PIMCO
品浩

週期市場展望
2025年4月

亂中求穩



A company of Allianz


RESERVED


RESERVED



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

重點摘要

世界已進入地緣政的不確定期，美國正處於風暴中心。以下是我們對近期經濟的觀點：

- **全球不確定性：**川普政府採取了積極的早期措施來解決貿易赤字，並縮減政府規模。目前的政策波動是否會發展為較穩定的美國策略尚未明朗。隨著關稅壁壘增高，全球不確定性正在升高，尤其是對於仰賴出口的經濟體而言。
- **對美國優越主義的威脅：**隨著企業及消費者信心的下降，美國近年來在經濟與金融市場的優勢地位正在消退。
- **國家利益優先：**美國的保護主義政策，加上削減政府支出的可能性，引發了對美國經濟衰退風險與通膨再度上升的擔憂。相反地，財政支出可望增加，正有助於改善德國及中國等國家的經濟前景。全球主要國家央行將致力持續將政策放寬至中性水準。

這由美國所引發的不確定性，帶動了一波風險性資產的賣壓，及市場波動性的飆升。同時間，高品質債券表現出色，於過去一年提供股票般的總回報，且當前估值仍具吸引力。以下是我們近期的投資觀點：

- **在市場混亂之際尋找穩定的報酬來源：**歷史經驗顯示，債券起始殖利率與未來五年期回報呈高度相關。當前的殖利率水準具投資吸引力，此環境有利於為債券提供有利的定位。我們認為現在是降低美國風險資產部位集中度的好時機，特別是估值仍持續攀升的情況下。
- **分散投資於全球市場：**全球固定收益市場的投資機會依然強勁，提供能進一步強化風險分散的投資策略。
- **對資產抵押融資的偏好度高過公司債：**不論是在公開發行市場或私募市場，相對於公司債，我們皆偏好資產抵押融資。



經濟展望：全球秩序重整

疫情造成的擾亂已經過去。勞動市場已回復正常。儘管已開發市場經濟體的通膨水準可能仍高於金融危機後的平均水平，但大體上仍在各國央行的目標區間內。貨幣政策正逐步回歸至更中性的水準。

市場焦點轉向新的擾亂因子：美國政策。以改革為訴求當選的川普政府承諾將推動三個相互關聯的目標，以重塑美國及全球經濟：

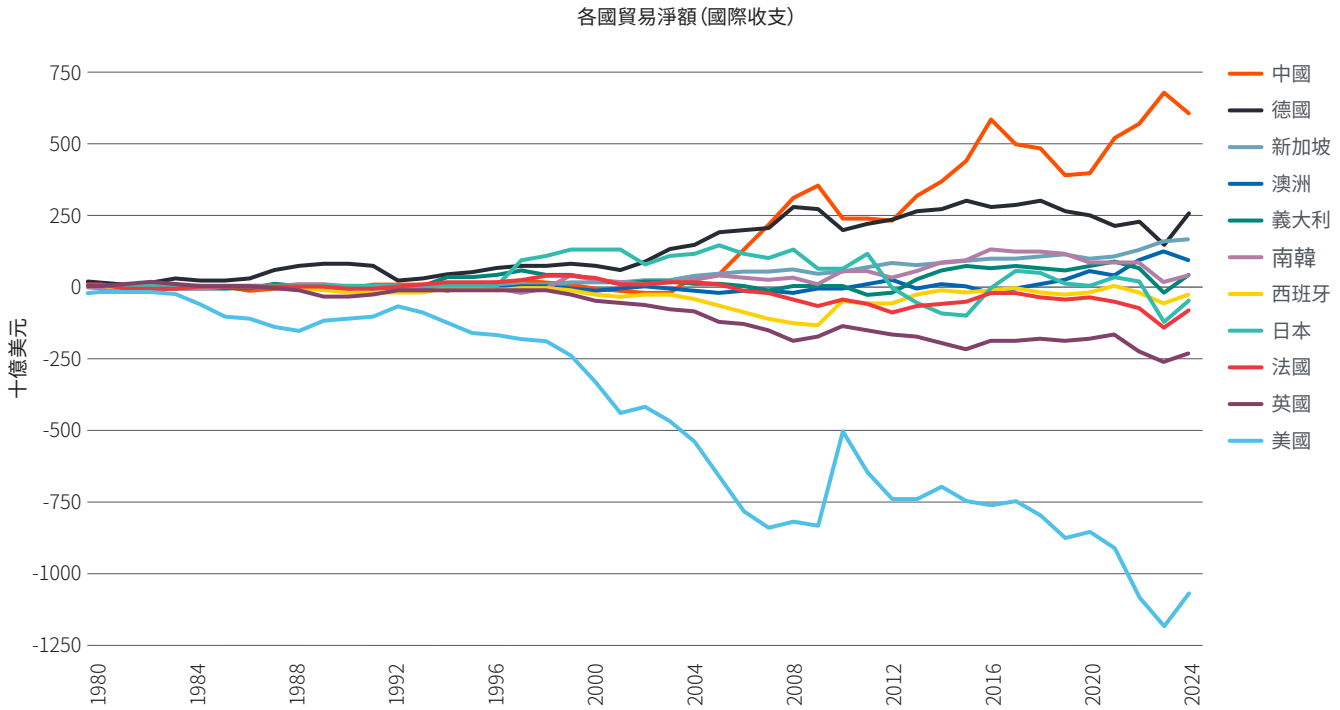
1. 平衡美國貿易逆差（見圖1）
2. 減少高額財政赤字
3. 扭轉過去數十年美國勞工收入比重下滑的情況

修正這些失衡狀況需要結構性改革，包括控制消費占美國GDP的比重、減少製造業和儲蓄對貿易順差經濟體GDP的貢獻，以及降低全球過剩儲蓄資金流入美國資本市場的集中度。

不過對美國或其他國家而言，實施這些改變將面臨到經濟、政治，及市場等限制。在6到12個月週期內實施這些變革可能會擾亂經濟及市場，即使最終結果會是全球體系變得更加平衡。

在2025年1月的 週期市場展望《惟變不變》中，我們便已預期將會出現這類的擾亂。主要由美國升起的政策不確定性正日益擴大，而美國過去在歷史上是全球穩定性的來源。

圖 1：美國尋求重新平衡全球貿易局勢



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

對「美國優越主義」的威脅

這種轉變反映出國際角色的逆轉，美國暗示將退出傳統上扮演的部分角色，而其他國家正介入填補空缺。長期以來，美國被認為是可靠的國際領導者，但現在這個假設正受到挑戰。

這些變化可能也與近期美國資本市場表現不再優於世界其他地區的情況相吻合。在歐洲，和平紅利（冷戰結束後減少軍事開支所帶來的經濟利益）似乎已經結束，歐洲大陸國家都正準備增加國防預算。

今年1月，我們的基期預測是若以經濟可控的方式增加關稅，再搭配美國的稅收與支出政策，這將可使聯邦財政赤字於 2025 年和 2026 年間大致維持不變。

然而，我們也指出取決於其幅度，這些轉變將擴大美國經濟成長可能的結果範圍，加深其他地區的經濟風險；特別是那些高度依賴全球貿易，並對美國呈現貿易順差的國家而言。我們認為美國股市的波動將成為限制因素。

此後川普政府在貿易、政府遏制和移民方面皆推出了激進措施。無論是否會立法通過削減政府開支，這些措施都可能比先前預期更嚴重地減緩美國經濟成長，並打擊勞動市場。

美國官員們認為，為了追求長期目標，承受一些短期痛苦是可以接受的；這表明對經濟和市場波動的容忍度高於先前預期。最終，物價上漲（尤其是食品與能源價格）及股價下跌，可能會成為一個政治束縛。



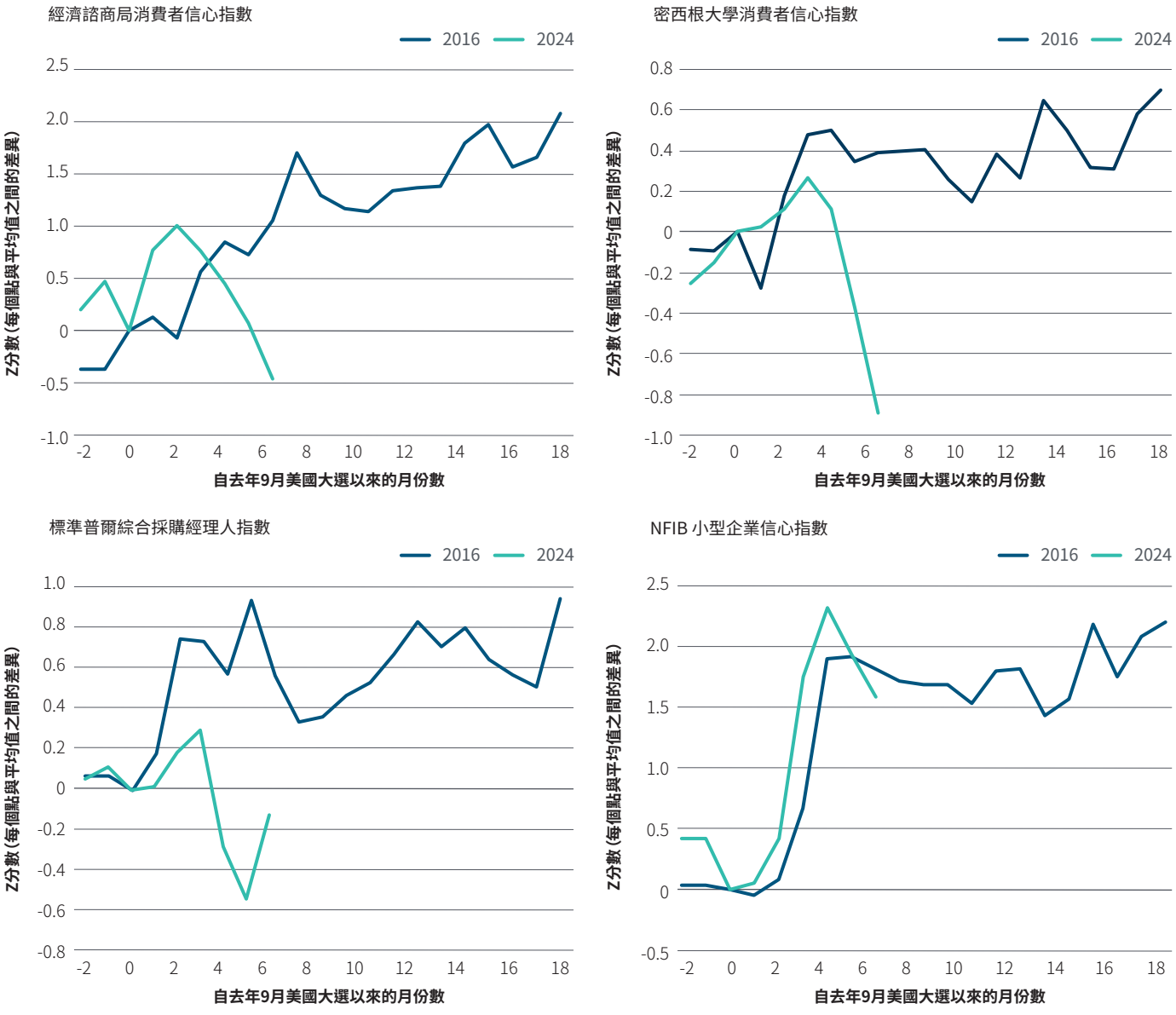
美國經濟成長與通膨風險攀升...

儘管最終的實行施仍不確定，但美國破壞性的政策聲明已打擊美國消費者與企業信心，且可能對投資及聘僱決策造成影響（見圖2）。全球來看，如果企業面臨幾乎無法對應的關稅相關風險，那麼結果很可能會是推遲投資與擴張決策。換言之，即使最終未實施關稅政策，關稅的不確定性還是不利於經濟成長。

我們看到美國經濟成長與勞動市場動能風險惡化更加明確。美國實質GDP在過去幾年達2.5%至3%年成長率後，我們預期 2025及2026年的成長速度將低於趨勢水準。

由於對加拿大、墨西哥及中國的措施，美國進口產品的平均有效關稅稅率估計已增加7.5個百分點。另外歐洲和其他東南亞國家可能也將面臨美國關稅議題，我們預期額外的貿易政策措施在今年將顯著推升此稅率。

圖 2：美國信心調查結果惡化



資料來源：經濟諮商局、密西根大學、標準普爾、全美獨立企業聯合會、Haver Analytics、PIMCO，截至 2025 年 3 月。

企業可將會轉嫁關稅成本，從而促使通膨在物價調整期間升溫，並延後回至聯準會2%目標的時間。更令聯準會官員擔憂的是，消費者和企業調查報告皆顯示通膨預期正在上升。

在國會，美國稅務政策已成為焦點。基於立法程序的複雜性以及共和黨在國會僅擁有微弱多數的席次優勢（尤其是在眾議院），我們預期要到夏季甚至是更晚，才可能正式簽署法案。雖然我們仍預期貿易、支出與稅收政策在2025年對美國財政衝擊的淨效應將為中性，但如果短期經濟成長顯著放緩，將可能促使政府推出更大規模的減稅刺激方案。

...另一方面，財政刺激與降息的可能性有利於全球展望

其他主要經濟體在近期採取的政策行動，似乎正逐漸改善原本黯淡的經濟前景。對中國、德國、日本、加拿大等國財政擴張政策的預期正在攀升。

中國與德國皆有強烈的誘因去推動結構性改革。中國房地產過剩和債務緊縮週期，導致經濟對出口的過度依賴；這一模式現在因其他國家不願意引入中國的生產能力而受限。中國似乎更願意推行政策來刺激消費，同時持續投資科技及AI人工智慧。

德國在疫情後優先增加國防與基礎建設的支出，烏克蘭戰爭以及來自中國的激烈競爭翻轉了德國的經濟模式。其他歐洲國家可能效仿德國執行財政盈餘政策，但規模可能較小。

我們預期美國以外地區的成長趨勢將保持穩定與溫和成長。貿易不確定性仍然是一大阻力，但由於對利率較敏感的經濟體金融狀況趨於寬鬆，加上財政寬鬆措施，應能提供一些支撐以抵銷其影響。

較寬鬆的勞動市場和薪資通膨預期放緩，應會使美國以外地區的通膨持續降溫，令已開發市場央行得以繼續採寬鬆貨幣政策至中性水準。我們預期，已開發經濟體在2025年將繼續降息約50-100個基點。不同於其他國家，日本央行可能在通膨預期升高下升息。

我們的基期預測是聯準會將在今年後段再次降息 50 個基點。聯準會正處於棘手的困境，因為通膨升溫和經濟成長下降的風險，對於央行穩定物價與充分就業的目標有截然不同的影響。

這主要風險在於勞動市場和實質GDP成長放緩，可能促使聯準會採較市場預期大的幅度降息，即便僵固性通膨與通膨預期上升會推遲聯準會對經濟衰退初期跡象的反應。最後，我們預期，如果經濟衰退風險上升速度超過通膨預期，聯準會官員將更積極地降息。相對地，我們認為聯準會下因應對關稅相關通膨下，改變政策，並調升利率來的機率較低。

投資啟示：追求簡化、穩定、多元

在這異常不確定的大環境中，優先考慮簡單、穩定的投資是明智之舉，而不是試圖預測不可預測的事。

不確定性加劇可將對美股近年來的優異表現構成挑戰。現在有充分的理由要將投資從高估值的美國股票，轉向更廣泛的全球且高品質的債券組合。我們相信，我們正處於債優於股一多年趨勢的的初期；在此期間，固定收益將提供較有利的風險調整報酬。

歷史經驗顯示，債券起始殖利率與未來5年期報酬呈現高度相關（見圖 3）。截至 2025年3月26日，以彭博美國綜合債券指數為例，高品質債券組合的殖利率為 4.73%，若以全球綜合債券指數（美元避險）為例的殖利率為 4.88%。在此基礎上，主動式經理人有機會在高品質債券中，發掘提供超越市場大盤，獲得超額報酬來強化收益的投資機會。

同時，因股價與債券殖利率同處歷史高點，股票風險溢酬（衡量投資人於投資風險較高股票時所要求的額外報酬）在2024年尾聲出現20多年來首見的負值。後來雖然略有回升，但仍接近歷史低點。（詳情請參閱2月份發布的 PIMCO 觀點《美國例外主義下的股價，應注意哪些面向》）

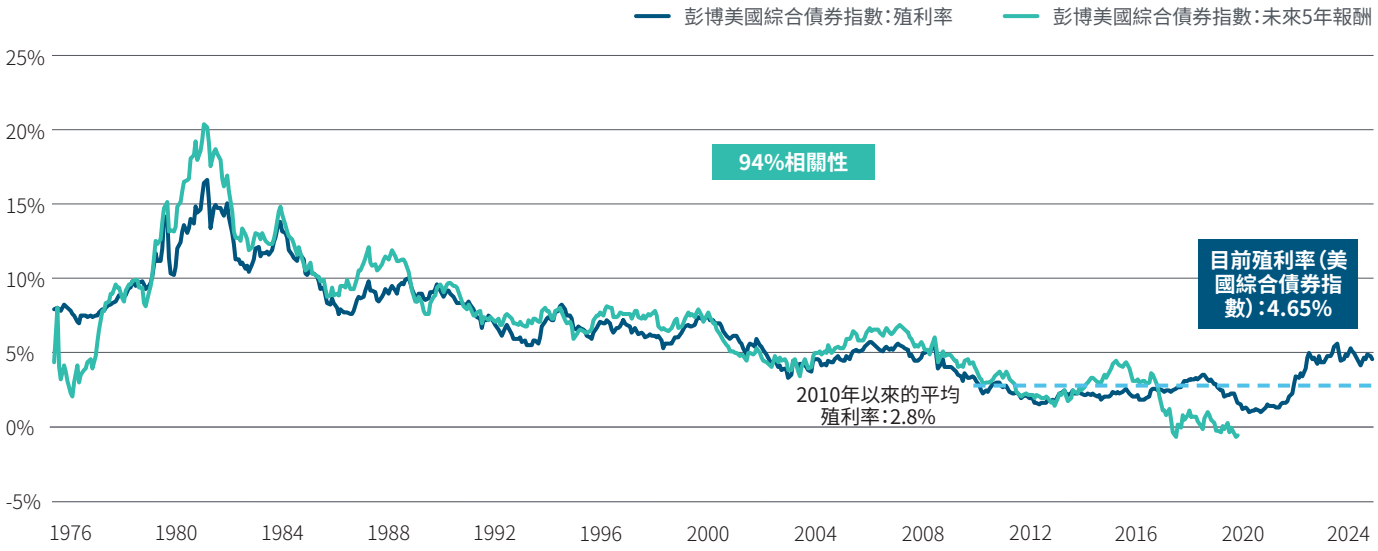
債券於近幾個月來已充分展現能為投資組合帶來多元分散的效益。一般而言，股票與債券走勢呈相反方向，因此當平衡型投資組合中一部分資產下跌時，另一部分資產則能獲利。隨著股市暴跌，高品質債券表現出色，去年的總報酬與股票相當，且當前估值仍具吸引力。

存續期間更具吸引力

近期市場波動是否已將美國政策不確定性的悲觀情緒推至頂峰，或這種擾亂是否會持續下去，進而削弱美國內外企業與消費者信心，加劇對經濟與資產價格的影響，這些目前皆尚未明朗。

圖 3：債券起始殖利率與未來五年期回報呈高度相關

殖利率 vs.未來5年之報酬率



資料來源：彭博、PIMCO，截至2025年3月21日。過往績效並非未來表現之保證或可靠指標。圖表僅供說明之用，並不代表任何PIMCO產品過去或未來的績效表現。殖利率和報酬率係依據彭博美國綜合債券指數。投資人無法直接投資未經管理的指數。

今年初推升風險資產的樂觀假設，已轉趨為較謹慎的看法。風險資產價格下跌的同時，美國公債及加拿大政府債券價格走揚，這與歐洲及英國債券殖利率攀升形成鮮明對比，後者的部分原因是德國計劃增加財政支出。

即使公債價格今年已上漲，美國 10 年期公債殖利率仍穩定地處於我們預期的 3.75% - 4.75% 週期範圍區間。然而，若經濟衰退風險上升，在市場預期聯準會將進一步降息下，這個範圍區間料將下移。

德國債券市場於今年3月初經過大幅重新定價，這是對公共支出上出現政治態度轉變的反映。鑑於德國在歐元區因債務水準低而具獨特地位，這項轉變意義重大。

除德國之外，我們預期歐洲其他國家的國防開支出都會增加；不過相關措施的規模可能較小，因為初始財政狀況較差的國家將難以為此類計畫提供資金。因此，我們將德國10年期公債殖利率的預期範圍由2%-3%上調至2.5%-3.5%，顯示進一步重新定價的可能性。

整體而言，我們偏好加碼存續期間（衡量利率敏感度的指標）。在各國風險不對稱的情況下，我們尋求在全球多元配置高品質存續期間。我們偏好加碼英國與澳洲兩者的存續期間。考慮到財政壓力，我們認為歐洲債券的存續期間較不具吸引力，且預期歐元區市場殖利率曲線將趨於陡峭。

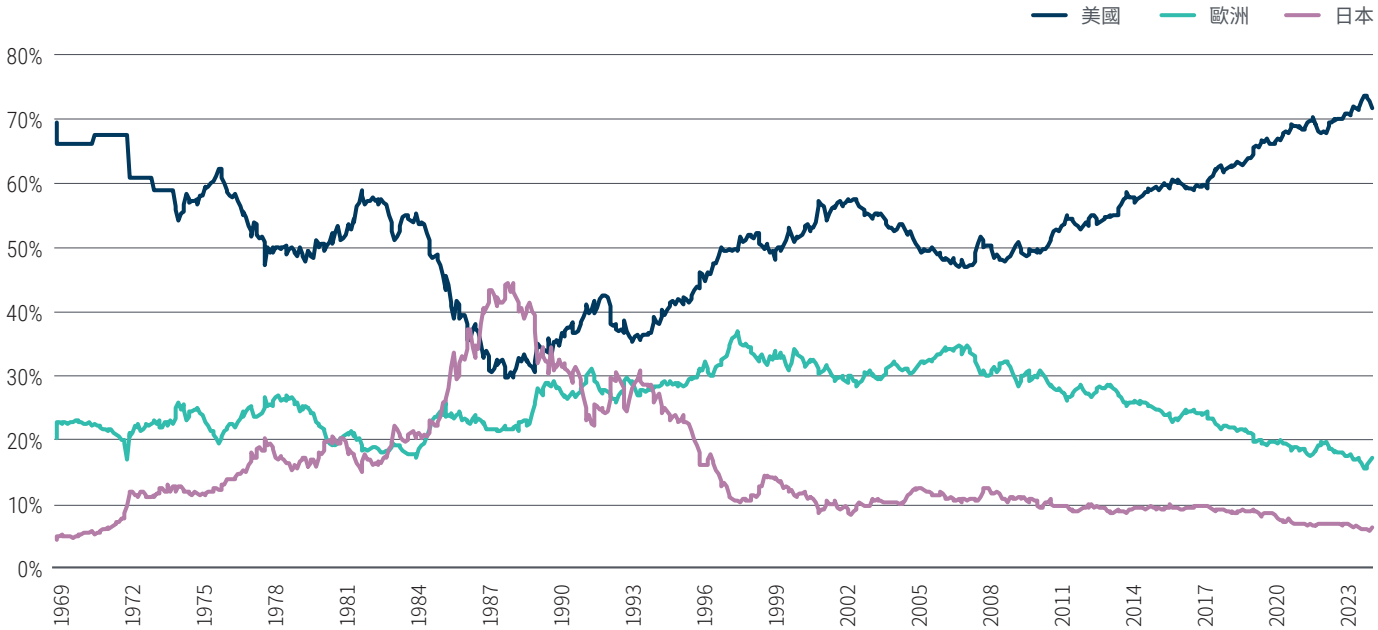
豐富的全球投資機會

美國連續貿易逆差的另一面是外國過剩儲蓄助長了美國資本市場。一直以來全球都大幅配置美國市場，尤其是美股（見圖4），但現在這些投資看來更顯脆弱。

在此環境下，我們認為把握全球投資機會是明智之舉，尤其是債券更顯吸引力。高品質存續期間、信用與證券化市場中，我們皆重視在全球布局中掌握投資機會。

新興市場提供了具潛力的超額報酬投資機會，以及風險分散的優勢。高品質新興市場債券的歷史違約率與美國公司債相近，且其結構性和流動性溢酬依舊具吸引力。我們在當地貨幣市場中看到投資機會，其可能受惠於由美國重新轉入的資金；隨著相關投資等級債券供給增加，強勢美元利差亦具投資價值。

圖4：美國目前占MSCI世界指數的比重超過70%



資料來源：Datastream、PIMCO估算結果，截至2025年3月27日。

美國優越主義的風險降低了美元的吸引力。同時，若考量關稅風險，投資人對作空美元仍須持審慎態度，一旦意料之外的關稅導致其他貨幣相對貶值，匯率調整即可發揮緩衝作用。我們偏好謹慎管理的外幣配置，藉此在美國以外地區創造收益，並盡量降低與美元或股票市場的相關性。

偏好資產抵押融資優於公司債

我們對公司債持謹慎態度，因為我們認為利差尚未充分反映潛在的衰退風險。

當公司債在投資組合中扮演重要角色，我們認為高品質的替代性投資更有價值。其中包括信用衍生指數，並加碼機構房貸抵押證券。我們偏好高品質固定收益與證券化產品。

在私募信貸方面，我們認為資產抵押融資策略提供了最有利的投資機會和切入點。我們能發掘具吸引力的現金流案源，其特徵通常是具固定利率、攤提償還，且有實物資產作為抵押擔保。這會使投資表現的波動較小，當其他私募信貸資產面臨較大不確定性時，資產抵押融資為投資組合增添價值。

這在企業直接貸款中尤其如此，供需失衡（投資人對貸款資產的需求大於尋求解決方案的借款人）、較弱的貸款人保護，以及浮動利率票息等原因，導致投資結果的差異擴大。我們看到這領域中的競爭日益激烈，大量資金競逐投資交易，而銀行也重返聯貸市場。

這有助於公開發行與私募槓桿信用市場間的利差收斂。與川普政府將激發併購活動的預期相反，不確定性上升阻礙了併購活動，並減緩新交易的進行。

總結

在股價與波動度異常地攀升高，且信用利差緊縮，高品質固定收益可望為有耐心的投資人，提供具吸引力的殖利率、穩定性，及強勁的長期投資前景。

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

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。

過去績效並非未來指標。所有投資均有風險且可能造成損失。本資料包含基金經理人見解，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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。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。投資前請詳閱基金公開說明書有關投資風險之說明。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http://www.pimco.com.tw或境外基金資訊觀測站http://www.fundclear.com.tw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(112)金管投顧新字第 015 號。