PIMCO品浩



週期市場展望 · 2026年10月

增長持續，變數漸增







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
全球固定收益

總體經濟重點

1. 長期主題正驅動週期趨勢。

隨著地緣政治分化持續，多數主要經濟體對能源價格上漲及關稅的承受能力優於預期。在基期情境下，我們預期未來6至12個月的週期展望期間內，全球經濟成長將維持韌性，通膨則逐步降溫。

2. 三項緩衝因素可望支撐韌性延續。

蓬勃發展的AI投資週期、消費者與中國吸收成本上升的能力，以及各國央行循序漸進的政策取向，可望有助於在抑制通膨的同時，支撐經濟成長。

3. 若這些緩衝因素失效，可能會出現多種不同結果。

當前經濟韌性的驅動因素日益相互連結；若AI熱潮消退、能源衝擊加劇或金融環境惡化，這些因素可能面臨考驗，尤其資產估值可能尚未充分反映相關風險。

投資啟示

1. 各國央行抑制通膨的決心，可為債券提供有利的投資環境。

中東衝突引發能源價格衝擊，促使投資人反映更高的利率預期。近期政策行動可能提升聯準會及其他國家央行的公信力，有助於降低投資人對殖利率中期展望的不確定性。

2. 殖利率處於高檔，可提供潛在收益與緩衝下檔風險，而全球多元分散配置則有助於提升投資組合韌性。

高起始殖利率，可望在各種情境下讓收益發揮更大作用。全球多元分散配置可掌握具吸引力的收益來源，打造能因應各種可能結果的投資組合。

3. 在信用市場與AI投資擴建領域，應審慎挑選標的。

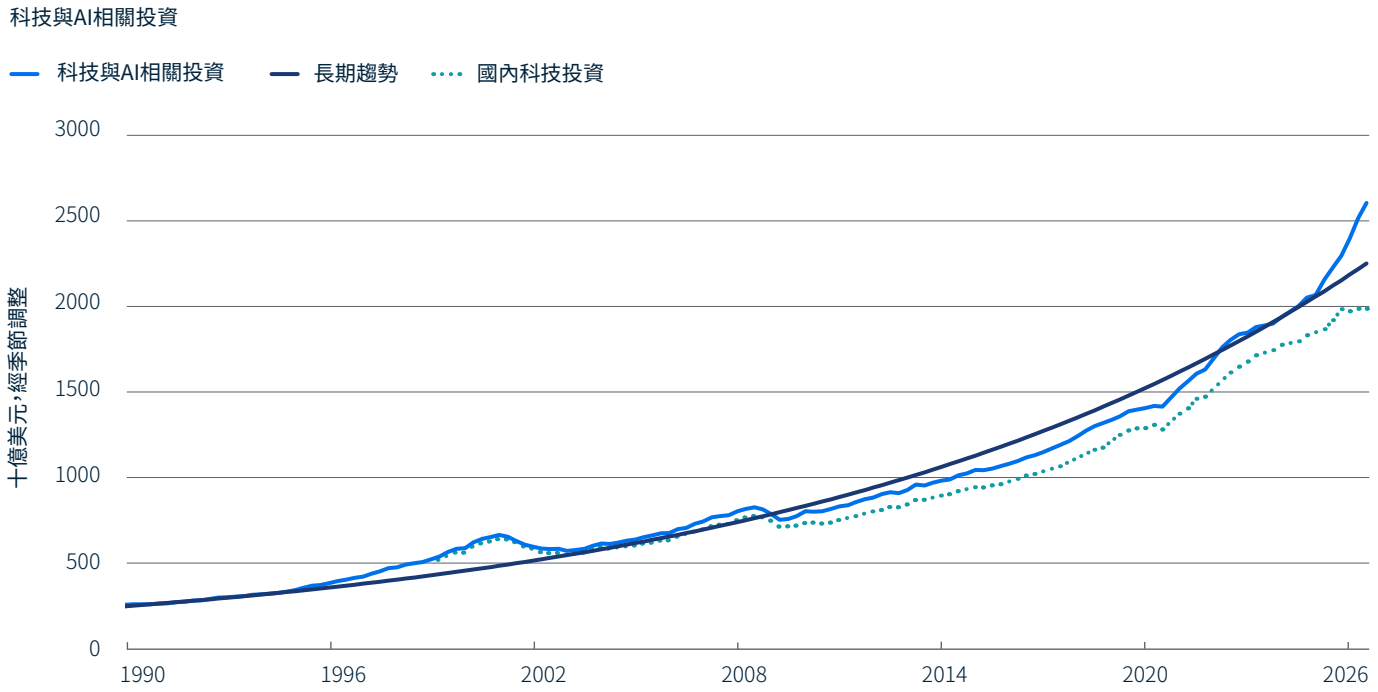
我們著重投資價值與下檔風險保護，力求確保獲得充分的風險補償。就AI相關信用投資而言，這可能意味著，應針對監管與法律風險，以及與美國期中選舉相關的政治因素，要求更高的風險補償。

經濟展望：
結構性力量與週期性意涵

長期結構性力量正牽動6至12個月的週期展望。PIMCO 2026年6月長期市場展望《變局與韌性》探討了傳統貿易、安全與金融聯盟的鬆動，此一主題最早見於我們2025年的長期市場展望《破裂時代》。這意味著地緣政治對成長與通膨的影響更為直接。

全球化退潮，讓政府與企業有更強的誘因要投資建構更具韌性的社會與供應鏈。此一急迫的需求正好與AI的崛起相遇，使技術創新與經濟安全之間產生強勁的交互影響。AI快速的投資、開發與部署，同時受到企業與國家的優先事項所驅動。其結果造成一輪，規模可與1990年代的電信與網路建置相比的資本支出循環，但這次的步調卻更快（見圖1）。矛盾的是，這股推升成長的投資熱潮同時衍生出新的不確定性來源，引起市場擔憂AI能力的演進速度，可能超越相應的規範與安全政策。

圖1：美國與科技相關的資本支出



資料來源：美國經濟分析局 (BEA) 國民所得與生產帳數據，截至2026年6月30日。

中東衝突推升能源價格大幅走高，帶動整體通膨上升。自衝突爆發以來，貨幣政策預期隨之轉向，市場已反映升息，並推升債券殖利率。連帶效應包括美國房貸利率走高，以及企業與政府的債務償付成本增加，這些都可能抑制成長。

然而全球經濟仍維持韌性，能源進口國與面臨較高關稅的美國貿易夥伴亦然。主要的例外是中國：房市長期低迷且持續未見好轉、內需疲弱，加上製造業豐沛的產能壓抑了經濟活動與通膨。

能源成本上升，對核心通膨與名目薪資成長僅造成溫和的外溢效果。各國央行仍聚焦於通膨風險，及致力於穩住通膨預期。對已開發市場與新興市場經濟體進一步緊縮貨幣的預期，也已充分溝通，且多已反映在市場價格上。我們的基期情境是，聯準會與其他主要國家央行最終升息不需達到市場目前已反映的幅度。

因此，我們的基期情境持續預期，全球成長穩定，且通膨隨能源價格衝擊淡出而降溫。此一相對溫和的基期情境，部分是建立在能源價格會逐步回落的假設之上，如同期貨市場所反映的；但若伊朗衝突升級或落幕，都可能使價格出現大幅波動。更根本地說，此一溫和的前景展望，有賴三項緩衝力量提供支撐：

全球AI資本支出循環持續推進，且尚未引發景氣過熱。AI相關需求依然供不應求。最大的大型雲端服務供應商，已改變支持基礎建設需求的資金來源，從營運現金與資產負債表融資，轉向透過發行債券與資產負債表外的承諾。儘管美國與中國仍居領先地位，AI基礎建設在全球也同步加速。

家戶與中國持續吸收能源價格上漲對全球帶來的衝擊。家庭穩健的財務結構，使消費者得以動用儲蓄來維持開支。中國則透過壓縮利潤、去庫存，及轉向新能源來支應，吸收增加的投入成本，抑制其對全球商品價格的影響。

各國央行循序漸進的政策調整，與AI相關的風險偏好，使金融環境維持相對穩定。薪資成長與單位勞動成本壓力逐步趨緩長期通膨預期依然穩固，且當前通膨壓力多來自能源及其他非勞動成本。我們預期，聯準會主席華許將延續其政策架構與2%通膨目標，儘管其溝通方式的改變，可能為短天期利率帶來波動。

在這些緩衝力量之下，AI正重塑成長與通膨的驅動來源。AI投資推升部分必要投入價格，而市場對AI帶動生產力提升的預期也支撐股價，並創造財富效果。

AI可能已開始改變勞動市場結構。部分薪酬水準較高且受科技影響較大的職類別，招聘需求已降溫，薪資壓力亦已緩解。若這些趨勢持續深化，AI有望在推升生產力的同時，抑制勞動成本上升，進而對整體通膨形成相互抵銷的效果。

基期情境正面，但尾端風險猶存

若我們的基期情境取決於上述三道緩衝能否持續，主要下行風險便在於其中一道或多道可能失效。由於AI資本支出、家庭財富與金融環境的相互連動日益緊密，其中一道緩衝失效，可能使其他緩衝承受額外壓力。受以下關鍵風險影響，我們認為基期情境兩側都可能出現相當廣泛的結果（亦即「肥尾」）：

風險一：經濟成長主要引擎的AI投資放緩或萎縮

我們認為，在週期展望期間，AI資本支出全面崩跌的可能性偏低。資料中心、發電與通訊基礎建設的建置仍處於早期階段，晶片、電腦與相關設備的投資則維持強勁。

然而，AI投資不必萎縮，對成長的支撐力道也可能減弱。一旦投資成長放緩，其對GDP成長的貢獻將會遞減。AI的安全疑慮、資安事故、政治上的反對聲浪（尤其在美國期中選舉前夕）與基礎建設的限制，都可能使投資放緩，融資條件趨緊亦然。屆時，經濟韌性將更仰賴AI帶動的生產力提升能否及時到位，以取代逐漸減弱的資本支出動能。

就跨年度的長期展望而言，AI泡沫破裂仍是重大風險，但發生時點仍高度不確定。即使變現與使用率不如預期，採用AI的趨勢仍可能持續。即使高品質的AI相關信用資產資相對不受波及，與AI相關的股票若重新定價，仍可能產生相當程度的負面財富效果。目前美國家庭與境外私募投資人對美股的曝險均相當可觀。

風險二：能源供給衝擊加劇，能源價格超出市場預期

中東緊張情勢正擾亂石油流通並消耗庫存，儘管美國能源部報告顯示，近幾週通過荷姆茲海峽的流量已有回升。聖嬰現象則可能透過糧食、肥料與航運等管道帶來額外的通膨風險。能源衝擊若更嚴重或持續更久，除了提高各國央行政策因應的風險外，亦可能使家庭與企業承受更重的實質所得負擔，並考驗中國能否繼續吸收上升的投入成本。

風險三：金融情勢驟然緊縮

供給衝擊相互疊加，會同時推升通膨並侵蝕需求。這可能導致全球金融環境緊縮，即利率走高、放款標準趨嚴、信用利差擴大，以及其他不利於成長的因素。

各國央行政策轉趨緊縮，是其中一項可能的觸發因素。在歷經數年通膨高於目標與供給衝擊之後，各國央行可能更加重視暫時性衝擊固化在通膨預期中的風險。在此情境下，決策者的緊縮幅度將超過市場目前所反映的水準。

金融環境也可能因其他原因而趨緊。隨著不確定性升高，投資人可能對各類資產類別要求更高的風險補償，尤其是在市場對AI投資循環的信心轉弱，而能源價格又居高不下時。利率走高可能使脆弱環節浮現，並提高金融市場發生意外事件的風險。

財政赤字仍是挑戰

能源價格走高推升全球殖利率，同時加重政府的舉債成本，而此刻多數經濟體的債務占GDP比重已接近歷史高點，且財政空間有限。然而，我們認為，儘管全球殖利率上揚，多數已開發國家的主權債務仍可持續。英國、義大利與日本的體質仍顯脆弱。日本因近期政策擴大赤字而更加脆弱，但在現行財政計畫下，其債務軌跡看來仍可持續。

兩個國家的債務軌跡面臨較大挑戰：美國與法國。美伊衝突若延長，在我們週期展望期間內可能迫使增加支出，但美國仍保有幾項重要優勢。美國發行全球儲備貨幣；美國的稅負低於多數已開發經濟體，因此一旦政治意願形成，仍有增加稅收的空間；若以債務占財富的比重來看，而非以傳統債務占所得比來衡量，美國的財政狀況顯得穩健許多。

法國的政策迴旋空間可能較小。與美國不同，法國的稅負原已高，增加稅收的空間較為有限。財政政策最終仍須緊縮，才能穩住債務路徑。但鑑於美國總統大選的不確定性，與推動艱難改革的意願有限，短期內恐難有解方。

我們預期，財政疑慮將不時持續在全球市場引發波動。但相較一年前，投資人目前可獲得較高主權債券殖利率，有助於補償這些風險。此外，若各國政府確實著手推動必要的財政改革，殖利率便有走低的空間，例如英國已規劃的財政緊縮措施。

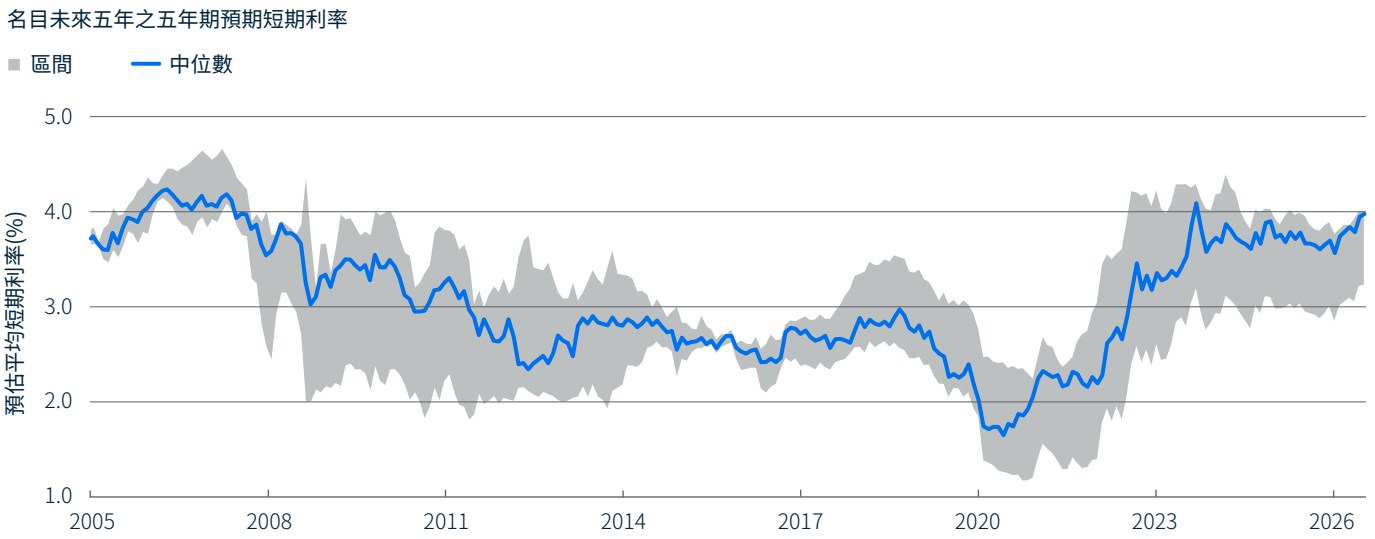
投資展望：
殖利率走升對債券的意義

PIMCO 在2024年長期市場展望《收益優勢》探討了疫後通膨衝擊與升息循環，如何使債券殖利率出現一個世代難得一見的上修。今年，中東衝突引發新一波通膨衝擊，使殖利率進一步走高。當前較高的殖利率所提供的收益，可望抵銷部分價格跌幅，這是2022年時無法達到的。不過，殖利率走高的過程仍對投資人構成挑戰。

若要判斷殖利率後續走向，先釐清其上升的原因會有幫助。背後有數股力量，影響程度不一：

- **能源價格走高及其對貨幣政策預期的影響，是推升實質殖利率的主因。**實質（經通膨調整後）與名目殖利率在疫情後皆顯著上揚。最近一波殖利率上揚反映能源價格上漲，此一因素蓋過了更廣泛的通膨降溫趨勢，也使市場對各國央行升息的預期較先前多。值得注意的是，近幾個月推升名目殖利率的主力是實質殖利率，而非通膨預期；10年期平衡通膨率顯示，通膨預期大致維持不變。中東衝突若延長，最終可能透過更廣泛的資產價格變動，不僅是利率走高，使全球金融環境大幅趨緊，並可能傷及經濟成長，能源進口國尤甚。
- **實質殖利率反映兩個組成結構：已經上升的實質中性利率，以及尚未上升的期限溢酬。**美國實質中性利率（即r*）的估值已經上升。多項美國衡量指標的中間值顯示，r*（即對經濟既不刺激也不抑制的通膨調整後基準實質利率）可能已從疫情前約0.5%，升至目前的1.5%左右（更多內容請參閱PIMCO 2026年9月23日經濟路線圖《重新調整政策，而非邁入升息循環》）。在更強勁的生產力與投資支撐下，美國成長率潛力上升，似乎是此一升幅的主要來源。5年期5年遠期利率所隱含的預期平均短期利率，其估計值亦已上升（見圖2）。相對地，紐約聯邦準備銀行的Adrian、Crump與Moench（ACM）模型顯示，期限溢酬（即投資人持有長天期債券所承擔風險的補償）則相對穩定。

圖2：5年期5年遠期利率所隱含的預期短期利率估值已上升



資料來源：PIMCO計算，截至2026年6月30日，依據D'Amico、Kim與Wei（DKW, 2018）；Adrian、Crump與Moench（ACM, 2013）；Kim與Wright（KW, 2005）；以及Christensen、Diebold與Rudebusch（CDR, 2011）之研究。僅供說明用途。

- **財政疑慮並非近期殖利率上升的主要推手。**財政挑戰並非新議題，且似乎已反映於市場價格。各天期殖利率普遍上揚，並非集中於對財政疑慮較為敏感的長天期債券。殖利率走高亦見於全球，包括財政展望優於美國的國家。主要財政風險，是財政政策進一步擴張，這可能推升債券殖利率並使曲線趨陡。

- **與AI建置相關的企業發債規模，可能也是因素之一。**在美國公債供給處於高檔之際，大型雲端服務供應商大舉舉債，或可解釋部分殖利率的升幅，但數據呈現的情況更為複雜。

展望未來，我們的基期情境是，各國央行仍將以可招信的方式，致力於抑制通膨。這有助於降低投資人對殖利率中期走勢的不確定感，從而為債券提供具支撐性的環境。最終，這有助於恢復債券與股票間的負相關性，而正是此一特性讓存續期間成為投資組合有效的避險工具。此類負相關性往往會隨時間再度浮現。

如今，較高的中性利率，已為投資人提供相應補償。起始殖利率歷來與未來五年報酬高度相關，這使債券成為相對具吸引力的收益型資產，同時也可望對不確定前景提供避險效果。

即使近期走高，債券殖利率也只是回到接近長期歷史平均的水準。上次出現此一水準是在1990年代與2000年代初期，亦即全球金融危機後，殖利率長期受壓抑之前。實質殖利率雖仍可能進一步走高，但目前水準所提供的收益，可在多種情境發揮支撐效果。固定收益資產不是在殖利率下滑才能創造強勁的絕對與相對報酬；而殖利率若確實下滑，也有看多的情境，例如AI帶動的通膨降溫成真。



如何建構投資組合韌性

當處於主要情境溫和、但尾端風險偏厚的環境中，投資人應建構能在多種情境下維持韌性的投資組合。

持有多元分散、全球布局的高品質存續期間部位

相對具吸引力的起始殖利率及其可提供的收益，能有效緩衝通膨尾端風險，同時保留債券對AI資本支出動能減弱或成長衝擊的可能性，提供避險效果。橫跨已開發與新興市場的全球債券配置，有助於分散個別國家特有的風險因素，包括財政風險。

由於投資人目前能在各天期間都能找到合理的殖利率，我們對殖利率曲線的看法也轉趨均衡。我們仍認為中天期（五至七年）美國公債相對具吸引力，並隨殖利率走高而對長天期債券看法轉趨正面。我們看到對有耐心的中期投資人，具價值的投資。

即使當前債券殖利率可能已與股票盈餘收益率相當，數據顯示，相較於歷史水準，家戶對股票與現金的配置可能仍然過高，對債券的配置則偏低。

謹慎篩選信用與AI相關投資

AI建置是信用投資機會的核心。AI資本支出預測，有相當部分已提前至此一週期展望期間。不過，信用利差偏窄，且隨著該產業發債增加，AI相關的相關性正在上升。

我們著重精選、相對價值，與下檔保護，致力於確保充分的風險補償。就AI相關信用投資而言，這可能意味著，應針對監管與法律風險，以及與美國期中選舉相關的政治因素，要求更高的補償。

在AI擾動的時期，多元分散配置愈發重要。投資人應以開放態度，看待那些可能遭到擾亂的產業。軟體業顯然首當其衝，但可能受影響的範圍更廣，在AI導入競賽中落後的企業，面臨遭到淘汰的風險。在部分領域，AI強化的競爭未必會使企業退出市場，但可能壓縮其利潤率。

較高利率將影響早已展開的信用違約循環。就企業直接放款而言，相較於近年的報酬，投資人可能感到失望。對於部分評級與流動性限制最嚴、且主要是為溫和信用與利率環境所建構的投資工具，衝擊可能尤其明顯。這類投資工具近年顯著成長，如今同時面臨利率走高與信用惡化的雙重挑戰。

我們力求彈性配置信用資產，並以相對價值作為跨產業布局的依據。儘管近期較佳表現已降低相對評價上的優勢，我們在實質資產融資與資產抵押放款中，仍發現相對具吸引力的價值。

考慮配置大宗商品與實質資產以降低供給面風險

在地緣政治、能源及其他供給面衝擊更頻繁的時代，投資組合需能降低「成長轉弱、通膨卻上揚」此一可能風險。大宗商品與精選的實質資產，可與存續期間部位形成互補，因其稀缺性與供給上的限制，可降低經濟成長與傳統金融資產風險。

總結

本週期的基期情境仍屬正面。不過，此一韌性有一部分仰賴投資熱潮，而這股熱潮源自商業機會與戰略急迫性的罕見結合，且發展速度可能快於相關規範與防護機制的建立。此一組合為生產力與成長帶來上行潛力，尾端風險異常偏厚。

我們認為，投資組合的布局，既應掌握基期情境，也要能抵禦這些尾端風險。就當前的起始殖利率而言，這仍是配置債券的有力理由。



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，並可能損失價值。投資債券市場存在多種風險，包括市場風險、利率風險、發行人風險、信用風險、通貨膨脹風險和流動性風險。大多數債券和債券策略的價值都會受到利率變動的影響。久期較長的債券和債券策略往往比久期較短的債券和債券策略更加敏感和波動；債券價格通常會隨著利率上升而下跌，而低利率環境會加劇這種風險。債券交易對手能力的下降可能會導致市場流動性降低和價格波動加劇。債券投資贖回時的價值可能高於或低於其原始成本。大宗商品投資包含較高的風險，包括市場風險、政治風險、監管風險和自然風險，可能不適用於所有投資者。通膨連結債券 (TIPS) 是由美國政府發行的利率掛鉤債券 (ILB)。抵押貸款和資產抵押證券可能對利率變化敏感，面臨提前償還風險，雖然通常由政府、政府機構或私人擔保人提供支持，但並不能保證擔保人會履行其義務。提及的機構和非機構抵押貸款支持證券均指在美國發行的抵押貸款。結構性產品，例如抵押債務憑證 (CDO)、固定比例投資組合保險 (CPPI) 和固定比例債務憑證 (CPDO)，是複雜的金融工具，通常涉及高風險，僅供合格投資者使用。使用這些工具可能涉及衍生性工具，其損失可能超過投資本金。市場價值也可能受到經濟、金融和政治環境（包括但不限於即期和遠期利率及匯率）、到期日、市場以及任何發行人的信用品質變化的影響。私募信貸涉及非公開交易證券的投資，可能面臨流動性風險。投資於私募信貸的投資組合可能使用槓桿，並可能從事投機性投資活動，從而增加投資損失的風險。投資於以外幣計價和/或註冊地為外國的證券可能因貨幣波動以及經濟和政治風險而增加風險，這些風險在新興市場可能更為顯著。匯率可能在短期內大幅波動，並可能降低投資組合的回報。股票可能因實際和預期的整體市場、經濟和行業狀況而貶值。管理風險是指投資經理人所採用的投資技巧和風險分析可能無法產生預期結果的風險，以及某些政策或發展可能會影響經理人在管理策略時可用的投資技巧的風險。特定證券或證券組合的信用品質並不能保證整體投資組合的穩定性和安全性。多元分散投資也不能保證避免損失。

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。

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。

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一百一十五金管投顧新字第零零陸號。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。

CMR2026-1013-6008911