



長期展望
2023年6月

餘震下的經濟



作者：**Richard Clarida (克里達)**
全球經濟顧問**Andrew Balls (波以斯)**
全球固定收益投資長**Dan Ivascyn (艾達信)**
集團首席投資長**重點摘要**

2020年代的頭幾年，全球經濟、金融與地緣政治多次受到擾亂，而這些餘震需要經過一段時間後才能被完全反映。在此次的PIMCO長期展望論壇 (Secular Outlook Forum) 中，我們探討了最近的短期週期態勢對長期經濟前景可能造成的影響。

全球經濟正在走出大規模財政與貨幣政策介入的時期，且在長期展望期間可能不會再看到如此的干預力道。後疫情時代下總體通膨飆升，各國央行紛紛意識到非傳統的貨幣政策在帶來正面效果的同時也會付出代價；另一方面，主權債務激增，也可能會限制各國透過財政政策來因應未來經濟衰退的能力。

隨著抑制波動的政策時代可能告終，市場可能將步入高度波動期，並伴隨異常頻繁的餘震風險。我們認為，未來5年的長期展望期間，全球經濟成長將面臨下行風險，且預期各資產類別的報酬在這新時代可能將更加分歧。

我們預期各國央行會維持現有的通膨目標，並將長期通膨預期定錨於目標水準視為要務。我們認為，成熟經濟體的中性長期實質政策利率將持穩於0%到1%之間。隨著政府債務攀升，以及通膨風險溢酬可能重現，我們認為，殖利率曲線可能會在投資人要求長天期債券提供更多回報下趨於陡峭。

我們認為中性利率偏低，且通膨降回至接近目標的水準，將更有利於核心與高品質固定收益資產的前景。高品質債券的起始殖利率（通常與未來報酬高度相關）在去年大幅揚升後，已接近股票的長期平均報酬；且高品質債券的潛在波動更低，且下檔保護亦優於股票。這類資產有助於投資人建構謹慎且具有韌性的投資組合，而不需犧牲上漲潛力。我們偏好高品質、流動性較佳的投資標的，並持續審慎看待景氣敏感度較高的標的。我們認為私募市場將隨著時間演進逐漸具有吸引力，尤其是在銀行業不斷變動的情況下。

在超級強國與新興強權間政治角力的新時代，對全球經濟可能造成影響。儘管美國財政缺口不斷擴大且債務攀升，我們仍然相信美元將保持其作為全球主要貨幣的地位；但投資機會就要從其他地方尋找。



2023年長期展望論壇 客座貴賓

Tim Adams
國際金融協會
(Institute of International Finance)
主席暨執行長

Alejandro Díaz de León
墨西哥央行前總裁

Elizabeth Economy
史丹佛大學胡佛研究所
(Hoover Institution) 高級研究員; 現留職休
假擔任美國商務部的中國事務資深顧問

Niall Ferguson
作家; 史丹佛大學胡佛研究所
Milbank Family 高級研究員; 哈佛大學貝爾
福科學暨國際關係研究中心
(Belfer Center for Science and
International Affairs) 高級教職研究員

Kathryn Judge
哥倫比亞法學院
Harvey J. Goldschmid 法學教授

Adi Kumar
麥肯錫公司資深合夥人, 主持〈經濟再投資〉
(Reinvesting in Economies) 全球研究工作

Nancy Lazar
派傑投資銀行 (Piper Sandler)
全球首席經濟分析師

Michael Pettis
北京大學光華管理學院金融學教授; 卡內基
國際和平基金會 (Carnegie Endowment
for International Peace) 高級研究員

Hélène Rey
倫敦商學院 Lord Bagri 經濟學教授。

PIMCO全球諮詢委員會
由享譽全球的經濟與政治議題專家所組成。

長期展望：餘震下的經濟

2020 年代頭3年擾亂因素紛陳，對全球經濟與金融秩序、地緣政治平衡、政府政策干預的規模與範圍都造成影響。我們認為在未來5年投資人需持續留意這種新態勢。PIMCO 在近幾年的長期展望報告中持續關注這股趨勢，我們亦在今年5月舉辦的年度長期展望論壇中進一步探討。

我們在去年發布的長期展望報告〈強化投資組合韌性〉中指出，面對日益分化的世界，各國政府與企業對「安全性」的重視，將逐漸優於短期經濟效率。在文中，我們指出企業紛紛將供應鏈遷往友國，加上各國政府增加能源計畫與國防的支出，這帶來潛在通膨壓力。

儘管這個觀點大致仍成立，但我們認為，也應該將自2022年5月論壇以來出現的諸多重大發展也納入對未來5年的展望，包括：

- 全球通膨出現40年最大持續升幅，促使貨幣政策轉趨鷹派。
- 市場熱議一旦（或倘若）各國央行將通膨降溫至目標水準，中性貨幣政策利率落點將為何。
- 美國出現史上三起規模最大銀行倒閉案；歐洲亦面臨瑞士信貸 (Credit Suisse) 危機。
- 美國連三度通過大規模財政刺激方案，用以支持推動新的美國產業政策，包括《基礎建設投資和就業法案》(Infrastructure Investment and Jobs Act)、《降低通膨法案》(Inflation Reduction Act) 與《晶片與科學法案》(CHIPS and Science Act)；未來隨著資金釋放到經濟體系後，可望帶來週期性與長期性利多。
- 中國國家主席習近平展開第三任任期，經濟與地緣政治走向相互矛盾。

我們的長期觀點亦奠基於最新的週期市場展望〈市場脆弱，債券強韌〉，文中預期已開發市場經濟將陷入溫和衰退，且衰退的風險將因信用狀況緊縮而提升。文中亦指出，雖然政策尚未趨於正常化或甚至寬鬆，各個主要央行已接近升息週期尾聲；而未來的財政應對方案將受到侷限，因為債務處於高檔，且通膨受到疫情金援推升。

在擾亂因素紛陳下，短期週期態勢正對長期展望帶來更深遠影響，這形成我們所謂「餘震下的經濟」。以下內文將分享「2023 年長期展望論壇」的幾個重要經濟與投資啟示。

總經波動與地緣政治緊張局勢仍舊

相較於 2010 年代，過去 3 年顯得特別不尋常。

全球爆發百年罕見的疫情，各國政府為了防疫而陸續封城，中斷多數全球經濟活動，並祭出大規模貨幣與財政刺激政策。受這些政策影響，加上全球經濟重啟與供應鏈恢復運作，導致全球通膨持續地竄升，增幅創40年新高。各國央行最終以啟動升息週期因應，積極程度為數十年首見，後續影響包括：2022年金融市場大跌、銀行業危機、信用狀況緊縮，以及市場普遍預期今年或明年經濟將陷入衰退（見圖1）。

這些事件將在未來幾年持續震盪。我們預期經濟週期將更加頻繁地更迭，且更加波動；而各國政府對抗週期的財政政策空間將被壓縮，各國央行亦更不願意加大毫無限制地量化寬鬆貨幣政策。

我們預期在這新的年代，供應受限（不僅因需求下降），加上疫後勞動市場持續變化，將成為經濟波動的主要因素，並持續為全球物價帶來上行壓力。

與市場主流觀點大致相同，我們認為長期而言的全球經濟平均成長將低於疫前水準，但我們亦認為全球經濟成長明顯面臨下行風險。原因包含：近期銀行業危機以及因應政策，可能導致全球金融環境出現大幅且持續緊縮的風險；各國央行同步升息，使收縮效應更加顯著；烏克蘭戰爭或許會愈演愈烈；中國經濟復甦力道可能不穩定；美國與中國就台海議題的衝突風險增加。

此論壇探討了未來5年實質與名目中性利率的潛在走向，以及央行的最終通膨目標水準。考量到人口老化與生產力成長停滯等重大長期趨勢，我們認為成熟經濟體的中性長期實質政策利率，長期而言將持穩於0%到1%之間的新中性區間內。

本次論壇演講嘉賓之一—歷史學家 Niall Ferguson 預期，中美關係將持續主導地緣政治態勢，且全球可能已經進入「第二次冷戰」，潛在的影響擴及世界各國，盟國與貿易關係將重新洗牌。儘管如此，我們認為全球貿易與投資趨勢的主軸將是「去風險」，而非「脫鉤」。供應鏈並未從本質上脫鉤，而是在全球範圍內重新整合，朝「友岸生產」(friend-shoring) 的方向前進，至少在美國已經出現這股趨勢。

圖1：自去年長期展望論壇（2022年5月）以來，市場出現幾項多年未見的總經發展

截至2022年5月，已經有...	未曾見過...
13年	反映債市波動性的MOVE指數觸及180
15年	聯邦基金利率超過5%
34年	OECD國家的平均通膨率達十位數聯
42年	準會在12個月內升息475個基點

資料來源：ICE美銀美林 (BAML)、美國聯準會、經濟合作暨發展組織 (OECD)，截至2022年5月。

決策機關的政策面臨限制與疲勞

儘管全球通膨在疫後時期飆漲，我們認為各國央行會盡力將長期通膨預期定錨於當前的目標水準。我們認為已開發市場央行不會改變通膨目標，但目標設定在2%的央行可能會願意容忍略高於2.0%的通膨率，將其視為「機會型通膨降溫」(opportunistic disinflation) 策略的一部分，而這些央行預期整體需求會在未來經濟衰退時降低，進而使通膨率回落至目標值。相較於我們的基期預測，我們認為通膨風險偏向上行。

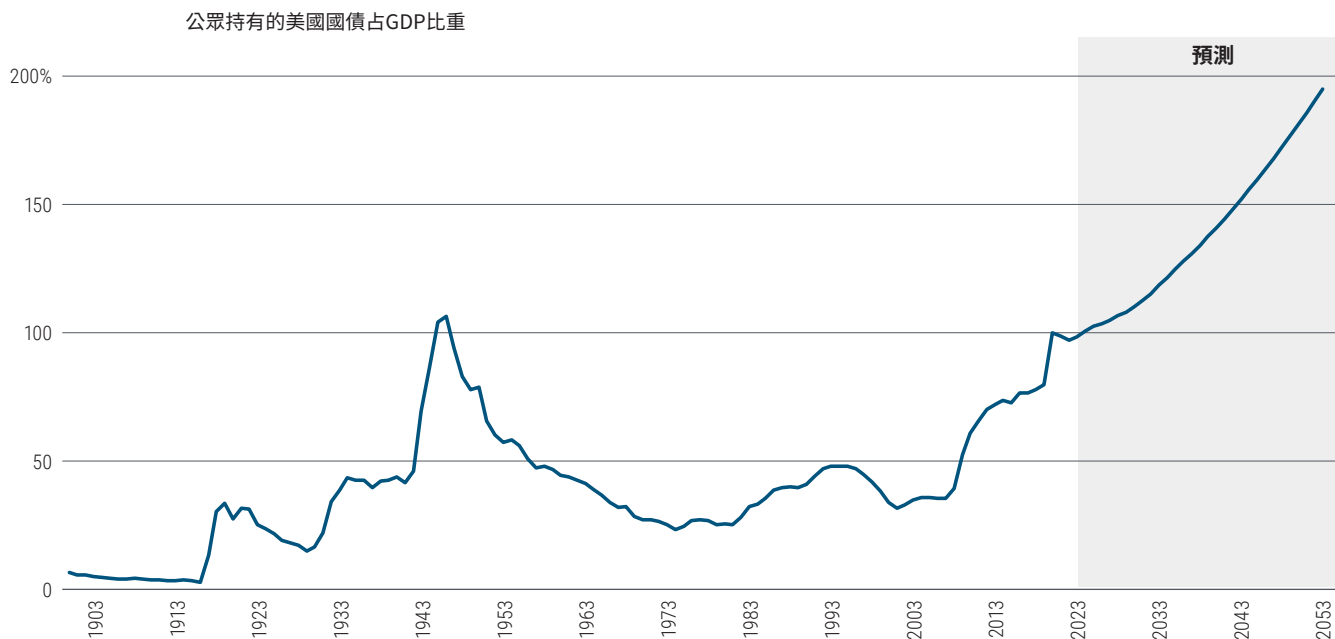
政策工具方面，考量目前主權債務占GDP的高占比(見圖2)，我們認為無論是由政治或金融市場來看，未來5年的財政空間將比過去更為有限，且透過財政政策來降低未來經濟衰退的能力也將受限。

此外，我們預期全球央行可能將出現「量化寬鬆疲勞」。僵固性的通膨突顯出的事實是，量化寬鬆與財政寬鬆跟任何經濟決策一樣，在帶來正面效果的同時也會付出代價，而這是過去幾十年沒有的現象。

這個現象可能影響未來的政策，因為過去15年奏效的做法可能相對不再適用。此外，在量化寬鬆疲勞與財政政策受限的背景，週期性的擾亂可能會有長期性的影響。

隨著傳統財政政策的施展空間變小，各國政府未來可能轉向利用法規干預。屆時，受影響的產業會出現贏家與輸家，為主動式管理創造投資機會。

圖2：長期而言，美國債務占GDP比重預期會大幅攀升



資料來源：美國國會預算辦公室 (CBO) 數據與預測，截至2023年2月。

隨著瑞士信貸倒閉，加上矽谷銀行、標誌銀行與第一共和銀行倒閉後進入繁瑣的清算過程，市場再度傳出聲音要求重新思考與規劃銀行業的金融架構，我們認為這股聲浪最終將受到重視。

影響所及，相關法規可能轉趨嚴格，要求銀行必須儲備更多資本與增加流動性，至少在美國是如此。銀行的流動性中介功能可能會進一步萎縮，導致部分傳統活動轉向私募市場與非銀行貸款。我們認為，優先順位放款機構有機會涉足區域型銀行過去的經營領域，例如消費信貸、房貸與各種形式的資產擔保融資。



潛在擾亂與餘震不斷

經過論壇的討論，我們除了制定上述的基期展望，也注意到很多在長期展望期間可能出現的餘震。

2024年的美國總統與國會選舉結果，將會大幅牽動美國財政貨幣政策與外交政策。受到當前政治氛圍的影響，2025年無論由誰入主白宮，對中國採強硬立場的壓力可能有增無減。

同樣地，2024年1月的台灣大選對中美關係至關重要，因中美轉向結構性競爭，且中國在亞洲的影響力漸增。取決於最終大選結果，台海局勢的長期風險有可能會降低。

即使不見嚴重軍事衝突，中美在其他方面的角力亦可能升級。對經濟的影響包含：需求激增與供給衝擊；全球貿易態勢進一步轉變，例如近岸生產、友岸生產與建立多條供應鏈；中國甚至可能重新思考美國公債的持有部位。此外，除了已經上路的出口管制，美國料將下達行政命令限制資本外流，此舉只是序幕，而在長期展望期間預計會再加強資本流動限制。

美國與全球的通膨前景存在風險。儘管並非我們的基期假設，但美國通膨有可能比預期更為僵固，中期未必會降至4%以下，又或者可能長期維持在接近3%的水準。

相較於已開發市場，新興市場會如何因應通膨壓力，尚存在不確定性。此外，考量通膨已攀升至數十年未見的水準，高通膨對於通膨預期的長期影響亦存在變數。

各國央行可能要持續面對考驗，在各種互相拉鋸的政策目標間取得平衡，包括維持經濟成長、抑制通膨、最小化金融市場的不穩定性，同時又要讓外界看到已由2020年代「通膨飆升」中記取教訓。無論是央行數位貨幣 (CBDC) 或民間提供的穩定幣，倘若廣泛受到採用，可能會破壞全球金融秩序 (但應不會在我們長期展望期間內發生)，挑戰美元在全球主要貨幣的地位。

自俄羅斯入侵烏克蘭以來，歐洲面臨的能源供需衝擊尤其嚴重，使能源安全與能源獨立成為首要目標。影響所及，部分國家可能不得不進一步投資能源資源、加速綠能轉型，因而連帶推升通膨壓力。

人工智慧的大型語言模型 (LLM) 加速普及，已成為一大變數。長期而言，人工智慧將會大幅推升生產力，進而對降低通膨壓力、推升實質利率。這股影響會反映在一些方面，包含自動駕駛普及、消費者轉換成本降低、資訊流通改善。人工智慧亦可能延長人類壽命，例如使用奈米技術進行癌症免疫療法等醫學上的突破。

人工智慧近期進展迅速，但亦伴隨重大風險，例如社群媒體上假消息的加速散播，以及網路攻擊的風險增加。長期而言，人工智慧亦有可能導致所得不均的趨勢惡化，且進一步加深政治兩極化與民粹主義。

人工智慧的大型語言模型逐漸普及 形成一大變數

投資啟示：以韌性取勝

隨著量化寬鬆、利率趨近於零、央行壓制市場波動的年代落幕。長期而言，我們偏好高品質、流動性較佳的投資標的，並持續謹慎看待景氣敏感度較高的標的。如今邁入餘震經濟的年代，我們認為各資產類別的報酬將更加分歧。

固定收益

以目前的起始殖利率水準來看（通常與未來報酬高度相關），高品質債券可望提供股票般的長期報酬，且高品質債券的潛在波動更低，下檔保護亦優於股票。我們認為固定收益市場價格正在反映市場對波動的預期，而股市未如此反應。此外，我們預期各國央行將會維持其穩定物價的公信力，這有助於債券在多元資產的投資組合中發揮其分散股票風險的作用。

考量美國政府債務占GDP比重攀升逾100%，以及通膨風險溢酬可能重現，美國公債的期限溢酬（term premium）可望上升，成為推動殖利率曲線走峭的長期動力（見圖3）。殖利率曲線目前處於倒掛狀態，但因通膨的不確定性仍高，我們預期投資人將要求中長天期債券提供更高的收益，這將進一步使債券更具吸引力。

英國去年爆發負債驅動型投資（LDI）危機提醒市場，對財政穩定性的憂慮可能會削弱主要已發展國家的貨幣價值；歐元區與新興

市場亦是如此。市場價格並未顯示長期財政穩定性存在高度隱憂，但英國可能是長期財政問題的初期警訊。

此外，歐元區在成功度過一連串擾亂與壓力後，其主權債券市場的穩定性遠高於10年前。部分原因可能是在面對總體經濟衝擊下，歐洲央行以及更加協調的財政工具都扮演了重要的角色。

然而，隨著銀行業持續籠罩變數下，專注於識別贏家和輸家將至關重要。從個別企業或資本結構的角度來看，我們對金融業比較偏好品質較佳的資產。面臨美國區域型銀行危機的外溢衝擊，以及瑞士信貸的餘震，歐元區銀行體系至今的因應頗佳；但既有框架的清算與存款保險機制仍不盡完善，因此倘若爆發大規模銀行危機，歐元區的因應能力恐怕還是不足。

公開發行與私募市場

近幾年，雖然許多私募信貸資產的波動性低於公開發行市場，但我們不應掉以輕心。由於公開發行市場重新定價速度較快，我們認為高品質債券的風險回報會高於其他景氣敏感度較高的私募信貸。

圖3：美國10年期公債的期限溢酬仍高，且預計增加



資料來源：紐約聯邦儲備銀行的主要公債交易商調查，截至2023年3月。期限溢酬係指投資人因承擔債券到期前的利率變動風險，而要求的報酬補償。



儘管如此，私募信貸仍可望受惠於銀行業近期的重大變化。無論是私募信貸策略還是機會型投資風格，長期而言，市場環境將蘊藏投資機會。

在2008年與2009年爆發全球金融危機後，利率長期處於低檔，因此投資人開始找尋其他收益。私募信貸市場經歷大幅的成長，授信條件亦有所放寬。信用損失增加可能是市場餘震之一，此現象為既有資產帶來考驗，但同時創造長期投資機會。

私募信貸市場的成長動能主要來自於私募企業貸款。我們從中得出兩個重要結論：首先，隨著經濟環境轉趨嚴峻，我們認為當前私募公司債的表現可能不如投資人預期。其次，我們認為投資人應該分散配置私募信貸投資組合，納入各種形式的私募信貸，包括不動產與專業融資相關等項目。

公司債與商業不動產市場雖然面臨考驗，但若靈活配置私募資本，可望在資本結構的不同部位中發掘投資機會。我們認為市場將會從強勁的資本形成 (capital formation) 以及樂觀的情緒，轉向資本可能性受限與基本面疲軟的狀態；因此只要有耐心，長期而言仍蘊藏具有吸引力的投資機會。

貨幣與新興市場

儘管美國財政缺口不斷擴大且債務攀升，我們仍持續認為，美元將維持其作為全球主要貨幣的地位，但投資機會就要從其他地方尋找。隨著全球貿易體系進一步分化成互相競爭的區域經濟體，美元在國際貿易的作用可能會持續減弱，雖然緩慢，但這顯示美國優越主義逐漸式微，而非美國的投資標的有望在一段長時間內表現領先。

每當世界經濟陷入危機，人們都希望買入美元，導致美元估值過高，這是作為全球儲備貨幣的代價。美元將持續受到週期性資本流動的影響，隨著時間推移，兌部分新興市場貨幣的匯率可能走貶，尤其是可望受惠於在岸生產與友岸生產趨勢的貨幣。

在總經環境走向多極化的背景下，預期新興市場在未來五年占全球經濟的比重將加速成長。正在驅動成長的主要動能包括服務全球化、近岸生產與友岸生產、各國爭奪主要大宗商品如鋰、鈷與稀土礦物，以及綠能轉型。影響所及，新興市場的投資將更加多元化，可在全球型投資組合發揮分散風險的作用。

在面對預期的長期擾亂及調整，PIMCO在全球的投資實力，能幫助我們在韌性、較佳流動性，及掌握私募投資時點間取得平衡，並在新興市場與已開發市場中發掘投資機會。我們力求在廣大的投資範圍中，鎖定具有多元配置、相對價值，與風險調整後報酬等特性的標的，並避免過度集中在風險較高的領域。

我們相信美元仍會是全球主要貨幣
但我們亦看見其他地方的投資機會

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。

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。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。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。不動產乃至於布局不動產之投資組合的價值均可能波動，此係意外、傷亡、當地或整體經濟狀況變動、供需消長、利率起伏、不動產稅率、法定租金限制、區域計畫法規以及營運支出等造成損失所致。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。

文中所有預測、估計及特定資訊均得自專有研究結果，不應視同投資建議、要約或招攬，亦不應視為任何金融工具的買賣。預測與估計存在若干固有侷限，且不同於過往實際表現，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投資組合可能達到相同表現。

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。投資人做出投資決策前，應先諮詢投資專業人士之意見。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

文中針對個別有價證券及其發行機構僅為說明之用，並非代表任何投資推薦，且不應理解為建議買進、賣出或持有該證券。PIMCO的產品及策略可能持有或未持有前文提及的有價證券，即使已經持有該證券，亦不代表未來必然會繼續持有。

本項資料包含投資經理人見解，相關見解可能異動，恕不另行通知。資料之發布僅供資訊參考之用，不得視同投資建議，亦不得視為任何特定證券、策略或投資產品之推薦。文中所有資訊均得自於可靠程度經過研判之各項來源，惟不保證必然無誤。

PIMCO僅向符合資格的機構、金融中介機構及機構投資人提供服務。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。©2023, PIMCO.