



長期展望
2024年6月

收益優勢



作者：

Richard Clarida (克拉里達)
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

全球經濟持續從疫情後的餘震中復甦，包括貿易錯置、大規模貨幣和財政干預、長期通膨飆升以及劇烈的金融市場波動等。在PIMCO 2024年長期展望論壇上，我們探討了這些擾亂如何產生預期之外的正面影響，以及帶來的長期風險。

正面的影響包括，大多數已開發市場經濟體的通膨降溫速度比預期更快。此外，相較於一年前長期展望論壇時，目前的總體經濟和通膨風險看起來更為平衡。各國央行也準備轉向降息，但時間表可能有所不同。

然而，我們看到未來5年有三項投資人已受惠，但長期風險可能被忽略的領域：

- 1) 大規模的財政刺激推動了美國近期的強勁成長，但這種優越主義是有代價的：美國正處於不可持續的債務軌道上，政府終將需要面對此一問題。同時，金融市場可能會越來越需要在沒有期待政府支持下運作。
- 2) AI人工智慧有望重整勞動市場並提高生產力，但顯著的經濟影響可能仍需數年時間。大規模的資本投資伴隨著股市的快速上漲，讓人想起過去的科技泡沫。
- 3) 部分市場的資產估值為投資人提供的緩衝很少。這包括價格似乎過高的股市，以及流動性較差、較容易受到浮動利率影響的較低評等企業直接貸款市場。

對投資人而言，2020年代初期的通膨衝擊和大幅升息，帶來了債券殖利率升高的世代重置，現在亦包含了顯著的通膨調整緩衝保護。起始殖利率與5年報酬預期高度相關。通膨的回落支持了固定收益長期前景的吸引力，尤其在風險調整後基礎上，與其他資產相比，全球債市投資機會也特別具吸引力且多元，主動地在國家和券種上挑選成為關鍵。

我們認為這樣的長期背景值得重新思考，甚至扭轉傳統60%股票、40%債券的資產配置模式。

隨著銀行退出某些市場，我們也看到了資產擔保貸款具吸引力的投資機會，特別是有鑑於美國消費實力的消費相關領域。我們預期銀行去中介化和資本需求將為商用不動產債務創造投資機會。

在長期展望論壇中，我們探討了美國和中國如何帶領世界走向多極秩序，這可能改變市場和政策動態。各國於近幾十年來所享受的和平紅利，正轉變為可能成為具破壞性力量的衝突代價。



2024年長期展望論壇 客座嘉賓

Tobias Adrian

國際貨幣基金組織 (IMF) 財務顧問暨貨幣與資本市場部主任

Anima Anandkumar

加州理工學院計算與數學科學Bren教授

David Autor

麻省理工學院福特經濟學教授

Jason Furman

哈佛大學甘迺迪學院與哈佛大學經濟系聯合經濟政策實務 Aetna 教授

Kevin Hassett

胡佛研究所傑出經濟學研究員 Brent R. Nicklas; 前白宮經濟顧問委員會主席

John H. Cochrane

胡佛研究所 Rose-Marie 和 Jack Anderson 高級研究員

Carmen Reinhart

哈佛大學甘迺迪學院國際金融體系教授
Minos A. Zombanakis

Brad Setser

Whitney Shepardson 外交關係委員會高級研究員

Wendy R. Sherman

前美國副國務卿

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。

長期主題： 風險平衡，但留意黃金時代

我們在2023年的長期展望《餘震下的經濟》中指出，2020年代初期的擾亂將形成一個長久的新現實。我們看到了一個總經波動性升高，且成長緩慢的世界。我們預測各國央行將會不惜代價使通膨回落至「略高於2%」。

儘管此一論點大致上仍然成立，但我們對未來五年的展望必須融入並評估自2023年5月論壇以來的一些重大進展：

- 中東戰事爆發，歐洲戰爭進入第3年
- 目前為止，多數已開發經濟體快速且無痛地讓通膨下降至約2%
- 美國和其他已開發市場經濟體的通膨和成長軌跡呈顯著分歧
- 美國在接近史上最低失業率的經濟環境下，預算赤字意外地翻倍
- 在擔憂美國財政軌跡將在未來幾年惡化下發生了10月的「國債風波」(Treasury tantrum)
- 資本和流動性監管收緊，銀行持續緊縮

我們的長期看法也奠基於我們最近一期週期市場展望《市場趨向各異，投資多元分散》該期週期市場展望認為，央行的降息路徑將呈分歧；美國相對地將持續強勁，其他大型已開發經濟體則會放緩。這掀起了美國金融市場「再冒險」(re-risking) 的潮流，但問題是，這會是短期亦或是較長期的趨勢。

各國央行保持彈性...

席捲全球經濟的疫後劇烈週期性調整，現正被更持久的長期趨勢所取代，並產生重要影響。儘管我們持續預期在長期展望期間內，全球經濟成長遲緩、景氣循環更加波動，但此前景展望下的風險似乎比一年前更加平衡。

這在一定程度上是由於大多已開發經濟體的通膨迅速恢復到「略高於2%」的水準。政策快速緊縮，使通膨飆升獲得控制，且並未使得中期通膨預期上升。

更好的風險平衡也歸因於央行默許以「機會型通膨降溫」策略來導引通膨走向目標水準。這項策略使得政策制定者有一定的空間可以在通膨看似趨緩時，以降低政策利率來支持成長。

去年我們對緊縮貨幣條件引發金融不穩定的擔憂並未成真。全球銀行和非銀行金融市場的系統性風險似乎已受到控制。

即使如此，監管趨勢顯然正朝向更嚴格的銀行資本和流動性要求發展。銀行的財務結構在某些市場中無法提供協助，可能進一步將許多借貸活動推向私募資本。

我們看到，過去由區域性銀行所把持的領域，例如消費性貸款、房貸和設備融資等，提供愈來愈多的機會，讓投資人能以優先債權人的身分參與。隨著銀行緊縮使得不動產價格下跌和未來幾年逾2兆美元到期貸款的挑戰¹加劇，商用不動產也將為靈活的資金提供機會。

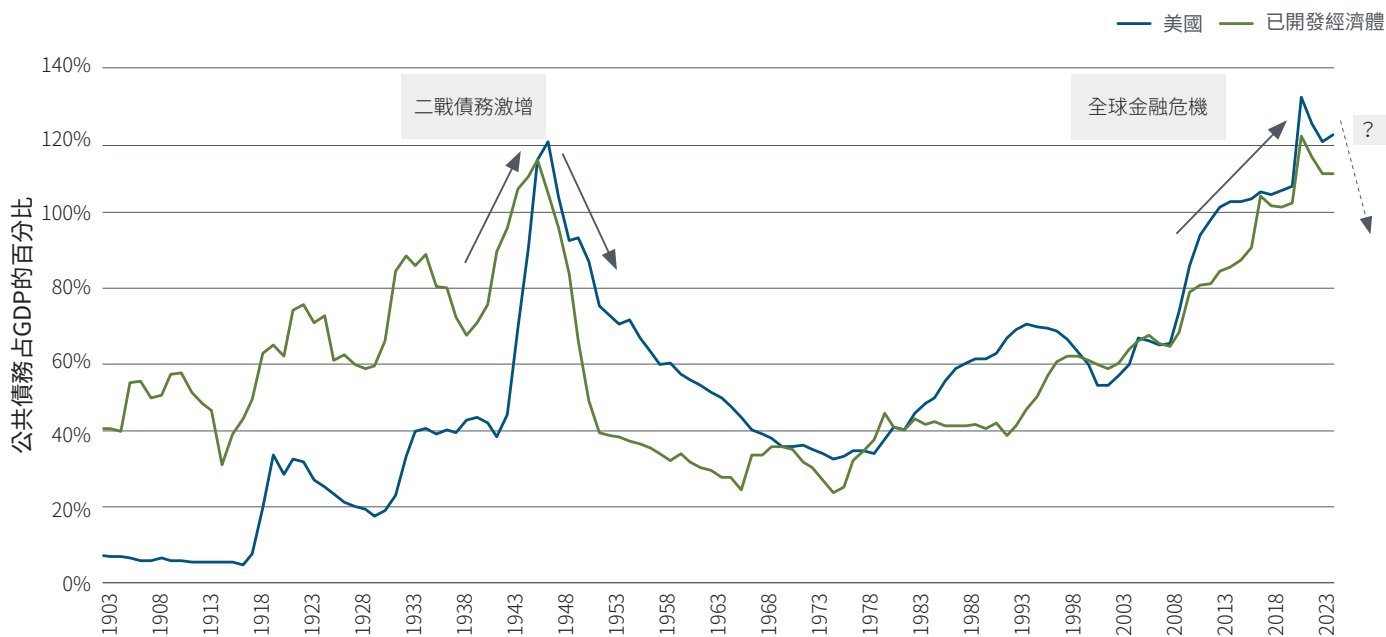
...然而財政空間受到限制

雖然貨幣政策背景有所改善，但財政前景並未改善。全球財政前景是今年長期展望論壇的焦點，尤其是美國聯邦債務的走向。

美國的週期性經濟優勢能否持續，抑或只是受到疫情期間的政府支助和上升的債務占GDP比重所推動，仍然有待觀察。如果美國最終面臨財政清算，透過改革社會福利支出和提高稅收來整合債務的可能性很大。然而，無論在當前的政治環境下看起來多麼不可能，即使看似不可觸碰的事物也不得不演變。

已開發經濟體所面臨的巨大主權債務占GDP比例（見圖1），在投資人要求長年期債券提供更多回報下，可能導致殖利率曲線趨於陡峭。例如遠期通膨指數收益率，或公債期限溢酬估計等證據顯示，市場價格甚至在央行開始降息之前就已經反映了部分調整（更多資訊請參閱文章《真正的公債期限溢酬會現身嗎？》）

圖1：財政空間可能有限



資料來源：國際貨幣基金組織 (IMF)、Carmen Reinhart、Kenneth Rogoff、PIMCO；截至2023年12月的年度資料。「已開發經濟體」指2015年之前的20國集團已開發經濟體（澳洲、加拿大、法國、德國、義大利、日本、南韓、英國和美國）以及2023年之前所有國際貨幣基金組織定義的已開發經濟體。

當局若要以權衡性財政政策，來降低未來景氣下滑所造成的損害，幾乎可肯定將面臨更多限制。我們的基期預測不是突然的金融危機，而是當焦點轉向財政問題時，反覆出現的市場波動。

儘管面臨這些財政壓力，我們相信美元仍將保持其作為全球主要貨幣的地位，而在很大程度上是因為缺乏挑戰者。美國最終可能要面對債務清算，但在美國具移民、生產力和創新方面的優勢；美國國債是全球儲備資產；以及美國經濟的整體活力等因素下，這種情況不太可能立即發生。迄今為止，以美國國債作為「避風港」和流動價值儲存的需求增加，限縮了債券市場對財政永續性的擔憂。這顯示財政改革的時程可能超級久遠。

跟其他經濟體相比，美國可能仍然是「最乾淨的襪衫」。中國的前景受到房地產業衰退、人口老化，及出口市場開放程度較低所挑戰。在歐洲，面對區域衝突、能源不安全，以及高價值製品受到中國更直接的競爭，碎片化的政治將使其難以制定全面性的成長策略。

邁向多極世界

地緣政治版圖日益由主導的超級大國（美國）與其崛起的競爭對手（中國）之間的緊張關係所決定。中國和俄羅斯都有明確且與西方理想不一致的長期願景。過去30年實現的和平紅利正在轉變為衝突支出。

這凸顯了向多極世界秩序的轉移，合作或會受限、且可能出現新的中間勢力。這樣的轉變也可能導致市場間的相關性發生變化，並擴大潛在成長和政策反應上的分歧。景氣循環週期也可能更不同步。我們預期其中的潛在力量，將導致總體經濟和金融市場的波動比疫情前大。

金融穩定的風險也有所增加，且當這些衝突開始實質性地改變跨境資金流動，或創造資本減損的條件時，也可能成為問題。考慮到潛在風險，我們認為中國信用投資的風險溢酬太低，缺乏吸引力。

我們預期中國經濟成長將持續放緩，但不至於停滯。值得注意的是，中國正在重新全球化。其新的成長模式，專注於以生產和基礎建設，來抵消房地產業的崩塌，正推動著製造業出口的成長。這項轉變需要重新評估中國在全球經濟中的作用，特別是對大宗商品市場和通膨的影響，以及其與全球金融秩序的整合。

主要新興市場在這波景氣循環中展現了卓越的韌性。一些經常引發新興市場危機的典型因素，例如資本外逃、金融條件緊縮，以及大宗商品價格崩跌等，目前並不明顯，且在長期展望期間內也不太可能出現。新興市場國家的債務正在增加，但與已開發市場相比，迄今仍處於可維持的水準。

以GDP權重計算，全球約60%的地區將在今年舉行重大選舉。隨著民粹主義政黨有獲得支持的早期跡象，特別是在歐洲，這些全球各地舉行的選舉，有機會改變經濟和地緣政治優先順序。我們認為選舉會推進分裂、多極化政治，和保護主義措施，這些風險將有利於友岸投資。印度、印尼和墨西哥等國可望受益。

談到美國總統大選，我們認為貿易、稅收政策、移民、監管，和環境政策，受到干擾的機會最大。無論選舉結果如何，美國財政赤字都可能維持在接近歷史高點。兩黨也都將受到關注其對中國維持的強硬態度。

AI人工智慧影響成為焦點

生成式AI人工智慧有潛力改變勞動市場，並使決策民主化，讓更多的勞動力能在資訊充足下做出決策。

但許多組織在尋求有效利用AI人工智慧時，仍將面臨挑戰。生產力與效率的大幅提升，並沒有顯現在未來5年的總經數據上。這是因為，要在總體層面上最大化AI人工智慧的回報，不僅需要技術本身的採用，還需要在個別組織的個體層面上，重新配置工作和思考生產流程。

與過去幾十年其他新技術的經驗類似，溫和地改善現有工作流程，可能不會增加對生產力的影響。但突破性的改變，有可能對醫療保健和科學等某些特定領域的生產力成長產生較大的影響。

雖然我們的基本預測認為，新型AI人工智慧大規模語言模型的全面影響，會在長期展望期間內逐漸顯現，但顛覆性變化可能更快地發生。計算、數據中心，和綠能科技的資本支出熱潮，增加了這些資源在AI人工智慧外的可應用性，而AI人工智慧的投資使得在其他領域受到AI支持的突破，變得越來越有可能發生。下行風險也有可能發生，特別是如果濫用AI人工智慧模型進行監視、操縱或安全威脅，會引發抑制創新的限制措施。

現在來看，資本支出可能會導致短期的「高糖效應」(sugar high)。最終，效率的提高，才能實現長期的永續成長。

對晶片、數據中心，以及其所需發電能力的需求，預期將迎來爆炸性的成長，而這些趨勢將對相關行業產生立即的產影響。

中性政策利率維持在低檔

週期性力量導致當前的政策利率上揚，亦即通膨飆升。一旦通膨穩定在央行目標附近，我們預期已開發經濟體的中性貨幣政策利率，可能會落在低於全球金融危機前的水準。

我們認為，長期展望期間內的美國中性名目政策利率，可能會維持在 2%–3% 的範圍內，意味著長期中性實際利率為 0%–1%。相比之下，目前市場定價顯示中性利率可能不會大幅低於 4%。這可能為債券投資人帶來更多機會，因為目前的殖利率已經透過實質利率和期限溢酬提供緩衝保護。

我們預期，當前在量化緊縮政策下的央行資產負債表仍相較量化寬鬆時代前顯著擴大。已開發市場央行可望持續透過購債計劃來確保主權債務和回購市場的穩定運行，並扮演最終放貸者 (lenders of last resort) 的角色。例如美國聯準會 2023 年的銀行定期融資計畫 (Bank Term Funding Program) 以及英國央行的 2022 年英國國債市場支持措施。

然而，面對未來的經濟衰退，我們認為央行部署開放式量化寬鬆購債計畫的可能性偏低。當融資成本超過資產報酬時，維持大型證券投資組合的財務壓力已越趨明顯。

貨幣和財政支持，或對經濟衰退時期的政府紓困預期，如今也更難以實現。這限制了政府刺激疲弱經濟和提供支持以減緩衝擊的能力。我們認為，隨著市場交易更多基於基本面，而非對政府出手救援的預期，波動將會進一步加劇。

投資啟示： 固定收益再起

我們2024年長期展望偏好重新關注公開發行的固定收益市場，我們相信這市場有機會產生具競爭力的報酬和更低的風險。現今的殖利率和趨於穩定的通膨前景，使得債券可以重新確立其在投資組合中的基本優勢：透過降低與股票的相關性來提供具吸引力的收入潛力、下檔韌性及穩定性。

許多精明的資產配置者已經超越傳統上60%股票/40%債券的模式。即便如此，它仍然是許多投資對話中經常被引用的經驗法則。我們相信，我們正進入一個需要重新思考並扭轉這個概念的時代。

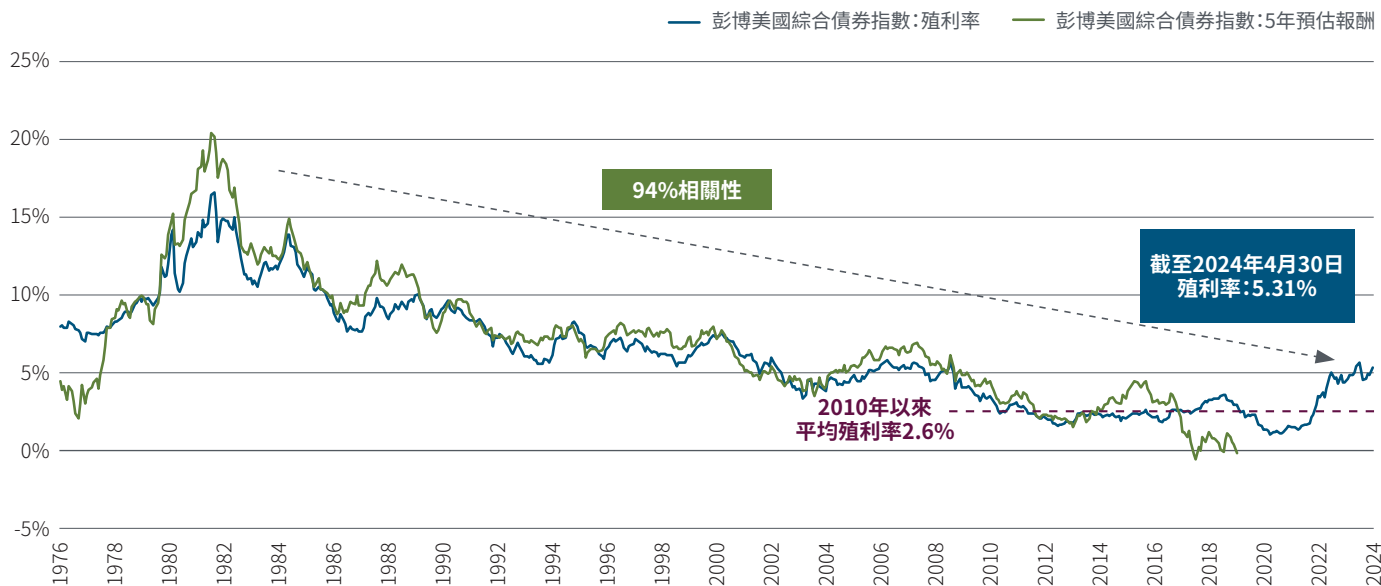
疫後的通膨衝擊和隨之而來的央行升息循環，使債券殖利率大幅走高。從歷史上看，起始殖利率對於未來幾年的債券報酬債券具有高度的預測性（見圖2）。截至2024年4月30日，兩種普遍採用的高品質債券指標指數—彭博美國綜合指數和全球綜合指數（美元避險）的殖利率分別約為5.31%和5.41%。

以此為基準，主動式管理的基金經理人可致力為投資人強化收益。透過辨別高品質領域具有吸引力的投資機會—例如機構房貸抵押證券—主動式基金經理人目前可建構收益率約6%–7%的投資組合，而不用承擔顯著的利率、信用或流動性不足的風險。

因此，多元型債券配置可望提供股票般的長期報酬，且具有較佳的風險調整後條件，尤其是考慮到股票市場的價格可能過高（見圖3）。市場似乎並未反映顯著的經濟衰退風險，這意味著債券可能是一種便宜的避險方式。



圖2: 歷史顯示債券初始殖利率與5年預估報酬相關



資料來源: 彭博、PIMCO (截至2024年4月30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。殖利率和報酬適用於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。

圖3: 股票的絕對價值及相對美國公債而言皆顯昂貴

截至2024年4月30日:	價值	百分位
CAPE	33.38	93.50%
實際股票收益率 (1/CAPE)	3.00%	6.50%
30年期實質債券殖利率	2.41%	2.41%
股票風險溢酬 (股票報酬率-實質債券報酬率)	0.59%	0.59%

股票風險溢酬



資料來源: 彭博、ROBERT SHILLER網路數據、全球金融數據、PIMCO (截至2024年4月30日)。所有價值計算為相對於標準普爾500指數。CAPE是週期調整後之價格/收益比。股票實際收益率是指過去10年的平均實質獲利除以最新價格。30年期實質債券殖利率對應30年期美國通脹調整債券 (TIPS) 的殖利率, 以30年期美國公債名目殖利率減去預期通脹率進行回填。為了計算通脹預期, 我們根據CIESLAK和POVALA (2015) 校準並預測未來30年的通脹。

當前的債券也隱含了提供緩衝保護的期限溢酬。我們預期，隨著政策利率下降和期限溢酬增加，殖利率曲線將變得陡峭（更多資料，請參閱我們2月份的PIMCO 投資觀點《回到未來：期限溢酬可望回升，廣泛影響資產價格》），並且我們擁有趨於陡峭的殖利率曲線作為結構性交易。

在經歷了有史以來最長的倒掛後，美國殖利率曲線仍然相對平坦。這意味著投資人不需要承擔很大的利率風險。目前，我們在殖利率曲線上的5年期部分發現價值，並因為財務擔憂而對長天期可能出現落後表現保持謹慎。如果在長期展望期間沒有發生經濟衰退，那麼主動式固定收益投資將會有良好表現。我們認為，如果發生衰退，則殖利率下滑，價格顯現上漲潛力，這讓債券相較現金更具吸引力。

投資人可能沒有注意到，全球債券市場提供了特別具吸引力及多樣化的機會，這些機會是在不顯著增加風險的情況下，提高收益的方法不論是在已開發市場或新興市場，全球殖利率都已經回復到具有吸引力的水準。美國以外的許多經濟體都較脆弱，但起始的財政條件卻更好。這兩者都對債券提供支撐。

我們預期景氣循環週期會將不太同步，這會降低金融市場之間的相關性。各央行政策和市場狀況的差異為主動式全球投資平台提供了獨特的機會，從這些差異化中受惠，並透過國家和券種的選擇進一步提高報酬。工業補貼和貿易政策推動在岸外包、友岸外包，以及能源轉型，這將創造產業和國家級別的贏家與輸家，更進一步地為主動式投資人提供機會。

有鑑於通膨的潛在波動性，美國通膨調整債券（TIPS）、大宗商品和實質資產提供了通膨避險的特性，及高於疫情前水準的實質利率。

優先考慮信用挑選及流動性

雖然信用利差整體上看起來大致合理，但長期來看，信用和類別的選擇將變得更加重要。公開發行和私募信貸市場的成長，會為擁有靈活資本的主動式投資人，在波動時期提供更多機會。

許多更強健、更具韌性的企業創造大量現金，並且不重度依賴融資。許多實力較弱的企業往往需要更多持續獲得信貸的機會。AI 人工智慧技術越能提高生產力，它們對企業和產業的顛覆性也就越大，從而創造更多的贏家和輸家。在過去，新科技的出現往往伴隨著繁榮與泡沫破裂的循環，並造成市場波動。但也為由下而上的主動式投資帶來機會。

我們預期對銀行的監管將會加強，這將導致更多的去中間化和更多的資金流經私募市場。我們仍將專注在銀行被迫管理資本和符合監管要求間，產生的流動性缺口。例如，此次銀行緊縮可能為商用房地產債務的彈性資本創造機會，因為我們預期面臨貸款到期的資產擁有者將出現大規模資本需求。

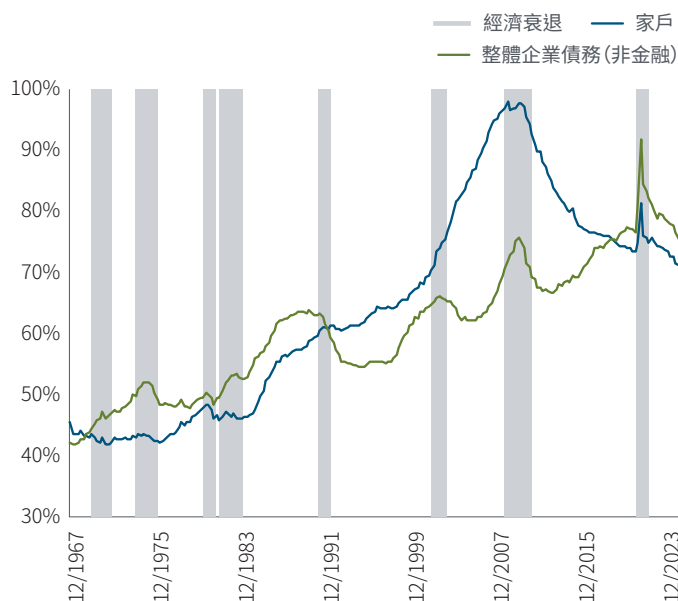
資產抵押貸款是我們認為具有吸引力且不那麼擁擠的典型投資機會。企業貸款的中級市場似乎在私募市場較受歡迎，但由於美國家戶槓桿下降（見圖4）和房地產市場有良好支撐，我們相信例如消費貸款等這樣的領域，提供了優秀的長期基本面和價值。

將其與目前集中在企業貸款的資本進行比較，我們非常擔心私募浮動利率市場的快速成長，這些市場可能尚未經歷之前違約週期的考驗。這些情況使得科技及對高槓桿和低信評公司直接貸款等領域過度累積的風險上升。在我們的長期展望內，將可能出現挑戰。

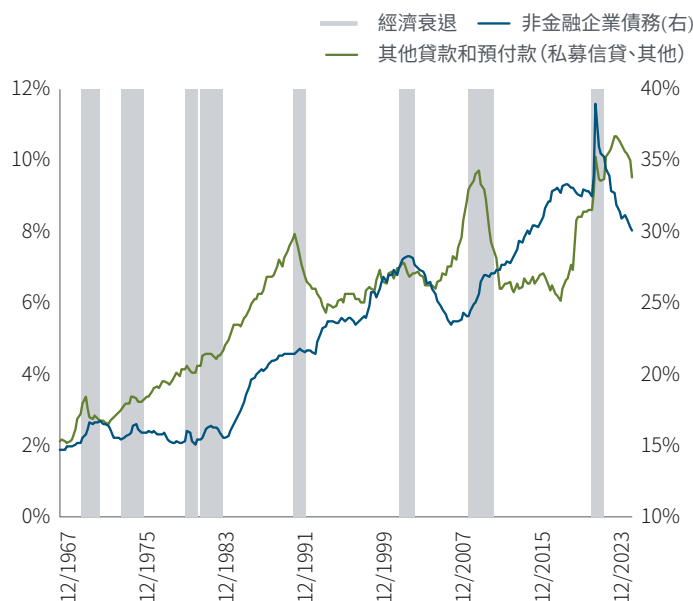
有鑑於債券市場流動性較佳的部分有高報酬潛力，投資人在放棄流動性時，應該設下較高的門檻—包括報酬潛力的吸引力，和強有力的貸款條件為前提。在當今的殖利率水準下，相較於擴展至流動性較差的信用市場領域，擴大對公開發行固定收益市場曝險的風險調整報酬潛力也更優，例如增加對高品質已開發市場及新興市場的債券配置。

圖4:家庭債務下降,而私人企業貸款成長

美國家庭債務與企業債務(占 GDP 的百分比)



美國企業債務與私募信貸和貸款(占 GDP 的百分比)



資料來源:聯準會資金流量資料、Haver Analytics、PIMCO截至2023年12月31日的計算。註:非金融企業業務中的其他貸款和預付款類別被用作私募信貸和銀行貸款等資產的指示性代理。

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。

1 根據 Newmark Research 的計算,截至2024年2月12日。

投資一定有風險，基金投資有賺有賠，申購前應詳閱公開說明書(投資人須知)。

過往表現並非未來結果的保證或可靠指標。

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。**不動產抵押貸款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。**商用房地產債務**的風險包括提前還款、逾期繳款、喪失抵押品贖回權、損失風險、服務風險和不利的監管發展，如果出現不良貸款，這些風險可能會加劇。政府發行的**通膨連結債券(ILBs)**是固定收益證券，其本金價值根據通貨膨脹率定期調整；當實質利率上升時，ILB的價值就會下降。美國政府發行的**美國通膨調整債券(TIPS)**即是ILB。**大宗商品存在較高風險，包括市場、政治、監管和自然狀況等風險，可能不適合所有投資人。**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**是指投資經理所使用的投資策略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在管理策略方面可使用之投資策略的風險。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、估計及若干資訊均係得自專有研究結果，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，往後的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。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。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。

CAPE比率是一種估值指標，使用10年期間的實際每股盈餘(EPS)來弭平在不同景氣循環週期所發生的企業利潤波動。**相關性**則是反映兩檔證券個別走勢之彼此關聯程度的統計指標。不同指數或證券之間的相關性，或與通膨之間的關係，係以特定期間的資料為基礎。在未來或不同的時段內，前述相關性可能出現相當大的差異，從而導致較大的波動性。**實質資產**是有形資源，即房地產、基礎設施和大宗物資，其內在價值與其效用相關。

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。個人投資人應聯繫其金融專業人士，確定最適合其財務狀況的投資方案。本資料並非向任何非法或未獲授權的司法管轄區的任何人士發出要約。

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。