



## 不在乎

我已經有超過十年沒去雞尾酒會了。沒錯，週五與週六晚上總是看《歡樂單身派對》(Seinfeld)重播是很乏味，但去派對更叫人難以忍受。嗯，單獨囚禁或水刑，我比較喜歡哪一樣呢？相對於拿一杯滿是叮噹響冰塊的飲料，在一間充斥著高分貝廢話的房子裡晃來晃去，我強烈傾向選擇一張溫暖的床與寧靜。我想，如果大家講話真有點新意，又或者「你」對「我」而不是「你」自己真有點興趣，派對也不至於那麼糟糕。不過我們還是現實點吧，沒有人是這樣的。大家在乎雞尾酒會上的談話，唯一的原因是想迅速將別人的故事放進自傳裡——我們假定這自傳印出來的話，馬上就會成為暢銷書。若非如此，如果那瞪大眼睛的聽者看來真的對你講的話著了迷，相信我，當你終於閉嘴時，對方一定有求於你。「啊，比爾，不知道你是否認識某某公司的某人，他或許能……」沒錯，就是這樣！但是，如下圖所示，一般來說，派對上的談話開始 90 秒後，沒人會關心你或你的問題——對方可能會注意你穿的鞋子，又或者你那恐怖的眼影，但從你嘴裡發出的任何聲響，沒人會在乎的。

1

本文翻譯自 2010 年 3 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

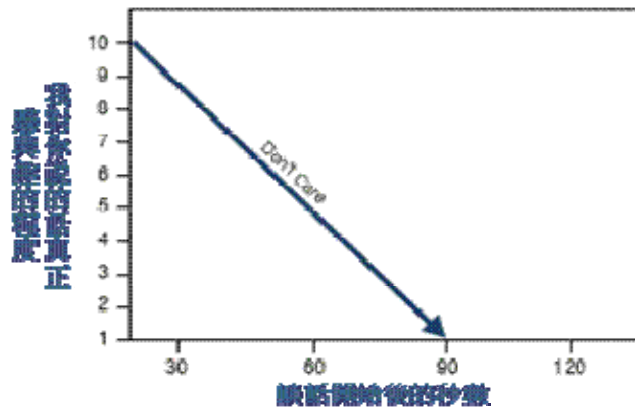
本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96 金管投信新字第 020 號



## 雞尾酒會上的共鳴曲線



但是，在那難以忍受的一分半鐘內，你們很可能已經談過以下話題：

1. 你是哪裡人？（如果不是我曾到過的地方，又或者我有個遠房表親住在那裡——我可沒興趣。）
2. 家人可好？（如果強尼在唸先修課程〔美國中學生在上大學前修習以獲得大學學分的高級課程〕，而我的孩子沒在唸，我可不關心。你兒子的足球比賽或即將舉行的婚禮，我同樣沒興趣。）

2

本文翻譯自 2010 年 3 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96 金管投信新字第 020 號



3. 醫療問題。(除非你罹患癌症，快要死了，我可沒興趣。你的人工髖關節或腎結石故事，只是因為能讓我跟你講我的故事，才有一點重要性。)
4. 工作還好嗎？(忘了你在哪裡工作，不過這是不錯的開場白。但是，除非你可以幫我拉到一些生意，真的不關心你在哪裡工作。)
5. 你相信老虎伍茲嗎？(終於有個我感興趣的話題，可惜太座就在五呎之外。)

事實上，最好的派對是「後派對」--和伴侶開車回家的路上，一一數落派對上的賓客。不過，我想，還是留在家裡看《歡樂單身派對》好了。雖然悶點，但還是好一些--雞尾酒會感覺太 1990 年代了。

跟在雞尾酒會上無話可講不同，我在本期《投資展望》中有好多話要說，一時不知從哪裡說起。不要像在雞尾酒會上那樣東張西望，希望找到一些更重要的東西--在你給我的 90 秒內，我需要你專心聽我說。

首先，讓我們重溫我們這年代的基本經濟問題--全球總合需求不足，以及我們是如何陷入今天這境地的。(1) 二十年來，經濟加速全球化，壓低了多數已開發國家的勞工／公民之實質所得，迫使各國政府鼓勵人們舉債，並慫恿資產價格上漲，以填補所謂的「總合需求」缺口，確保消費者持續買東西。民間部門背負太多債務、資產價格泡沫化(想想次貸與房價，或者網路股／5,000 點的納斯達

3

本文翻譯自 2010 年 3 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96 金管投信新字第 020 號



克股價指數)之時,美式資本主義及其高負債、放寬管制與對減稅宗教般的信仰,即已陷入絕境。繼續消費的意欲仍在,只是大家如今缺錢。就像父母對付購物狂少年子女那樣,紀律維持者(如債券市場或其他機制)沒收了大家的信用卡。(2)信用卡遭取消引發經濟大衰退與民間部門去槓桿化、政府政策開始轉向加強規管,以及逐步的去全球化;也就是說,逾20年的貿易政策與自由市場傳統觀念開始逆轉。為擺脫困境並避免另一場大蕭條,政府祭出有形之拳,逐步取代亞當·史密斯的無形之手。短期利率降至零,央行的貨幣政策亦用上了名為「量化寬鬆」的新措施,基本上就是向市場開出以兆美元計的支票,以代替雷曼兄弟破產後,從市場上消失的以兆美元計信貸。此外,在歲入減少的情況下,政府寬鬆的財政政策導致嚴重的財政赤字,許多國家的赤字對國內生產毛額(GDP)之百分比達雙位數,這是大蕭條以來前所未見的。(3)在一段時間內,一切看似很順利,政府的支票簿好像能替代民間市場的錢包與信用卡。風險市場復元,股票本益比與利差回到正常水準,GDP恢復成長,就業成長給予世人信心,牙仙子(tooth fairy,據稱會在幼兒熟睡時留下硬幣,換取一顆剛掉落並置於床旁的乳齒)的故事再度變得可信看來只是遲早的問題。建基於資產價格上漲的資本主義又回來了。房價追隨股價上揚,房貸再融資與二胎房貸使得我們荷包再度腫脹看來也是遲早的事。(4)啊,但是杜拜、冰島、愛爾蘭以及最近的希臘暴露了此模式的一個潛在缺陷。配合政府政策操作在2009年是極佳的策略,在這一年中,大家假定政府當局有無限的能力擴大舉債。

4

本文翻譯自2010年3月號PIMCO Investment Outlook,僅供專業理財人員參考,需配合專人說明使用,請勿外流。

本文所載資料,包括任何意見、估計或預測,均來自或本諸我們相信可靠的來源,但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策,本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考,需配合專人說明使用,請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效,本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96金管投信新字第020號



但萬一當局沒有此一能力呢？卡門·萊因哈特（Carmen Reinhart）與肯尼斯·羅格夫（Kenneth Rogoff）在他們合著的新書《這次不一樣》（*This Time is Different*）中指出，當前年代跟過往數個世紀的歷史相似：金融危機導致政府賴債或至少是惡劣的經濟成長環境——因為政府與民間部門負債均相當沉重，GDP 實質成長率低於正常標準。萬一他們說對了呢？簡而言之，萬一我們無法靠製造更多負債來化解債務危機，那會怎樣呢？

現在你已經了解當前經濟情勢了，而我也用完了我的 90 秒鐘，但請耐心聽我講下去。我或許沒辦法幫你的孩子在 PIMCO 謀得一份工作，但我或許能多少幫你了解情勢將如何發展。讓我們先探討一下上一段最後提出的問題：我們能靠增加一層債務來化解債務危機嗎？答案當然是「得看情況」。以政府的支票簿代替公司與房貸債務起初是有益的，因為我們假定政府的信用比民間市場的債奴強。政府能徵稅、印鈔票，必要時可充公私人財產；因此，在金融危機善後階段的初期，這種替代是有效用的，尤其是如果政府負債對 GDP 的比率起初處於低位的話。目前 G7 多數國家的情況就是這樣，日本是例外，而德國／法國的資產負債表顯然也受財力較弱的歐盟成員國拖累，而美國亦受一些聯邦機構與其他帳外的負債拖累。但是，考慮到當前的赤字趨勢，加上估計當局在降低赤字上不會取得多少進展，市場正調高政府公債的發行利率，因為預計未來通膨率以及／或信用風險將升高。因此，當局理論上可以創造出來，用於化解「債務危機」的「債務」，可能是有一個「上限」的。

5

本文翻譯自 2010 年 3 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96 金管投信新字第 020 號



信用惡化的危機，清楚反映在政府債務的違約擔保價格（即信用違約交換〔CDS〕的價格）上。希臘的違約擔保價格高達350-400個基點，因此成了新聞焦點。不過即使是日本與英國，CDS也接近100個基點，而美國則接近50個基點。市場目前對最高信用品質的債務要求的擔保溢價，比起杜拜與希臘債務問題爆發前高了20-30個基點。政府公債的發行利率，因為通膨預期而升高的幅度也相當明顯。自2009年11月底杜拜危機爆發以來，通膨可能大幅升溫的英國與美國之10年期公債利率均上升了50個基點。沒錯，這50個基點有一部分可能源自上述的信用因素。但是，市場因為信用與通膨風險而要求更高的收益補償，這顯示政府公債或許正如萊因哈特與羅格夫在他們的書中指出，在金融危機之後供給可能暴增，導致風險與實質殖利率相應地明顯上升。

過去幾個月中，債市出現了一個饒富興味的現象：隨著投資人開始質疑政府當局藉「製造更多債務」來擺脫債務危機的能力，債市殖利率上漲幾乎僅限於英、美兩國公債之類的債券，而且主要是長債部分。媒體上（以及在PIMCO）甚至有人討論相對於本國公債，高評等公司債的殖利率是否可能持續在相對低檔。我想是不太可能，但兩者利差自11月底以來縮窄，引發一個有趣的論點：政府支援與擔保措施，就像杜拜與希臘問題所引發（或料將引發）的，以及過去18個月中世界各地政府拯救銀行與大型工業企業的措施，意味著債券市場將進入一種同質程度較高的「單一信用」(unicredit)狀態。倘若美國、德國、英國與日本等核心國家之政府「承受」越來越多的信用風險，那麼這些國家的公債之信用利差與殖利率也應該越來

6

本文翻譯自2010年3月號PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路378號5、6、7樓及9樓  
Tel：(02) 2502-8889  
Fax：(02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96金管投信新字第020號



**越像當局所擔保的市場。**換句話說，逐漸脫掉衣服的國王們，開始愈來愈像他們的臣民。國王與奴隸開始共用同一座城堡。

這比喻解答不了我們的關鍵問題：債務危機可以靠發行更多債務化解嗎？答案仍然是：得看情況——得看起初的債務負擔有多重，以及民間經濟能否復甦。不過，上述比喻的確告訴我們，倘若各國政策制定者的救援行動成功了，公債殖利率與其他優質債券的利差料將縮窄。換句話說，公債與公司債的殖利率將更接近。這種情況已出現在希臘、西班牙、葡萄牙及多個其他國家：這些國家的公債殖利率，向理論上等級較次的公司債與機構債靠近。這過程可以兩種方式完成：非公債優質債券的殖利率下滑，或公債殖利率上升。到底將以哪一種方式完成，主要取決於未來的通膨率、量化寬鬆措施的餘波，以及未來民間經濟之活力。不過，對那些未能適度自我約束的國家來說，公債市場因過去與未來的救援行動而受玷污，的確是一件壞事，也是促成公債與民間債務市場同質化的因素。只有當全球經濟重挫、重陷一年前的衰退深淵時，這過程才會逆轉，美、英等國家的公債才能再領風騷。

很明顯，投資人應集中關注較穩健的公債，也就是那些基本面因素顯示信用與通膨風險較低的國家的公債。德國與加拿大在我們最看好的國家之列，而最不樂觀的國家，則顯然包括希臘、區內狀況類似的國家，以及英國。PIMCO的「火圈」(Ring of Fire；請參考葛洛斯2月投資展望)仍然熾熱，陷於財困的國家若想維持或重獲市場對其公債的支持，必須採取實際行動，而不是像在雞尾酒會上那樣講廢話。不過是上週而已，英國央行總裁金恩(Mervyn King)

7

本文翻譯自2010年3月號PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。



# Investment Outlook

2010年3月

表示，政府很難迅速削減支出，但當局必須就此擬訂明確的方案。金恩先生，這是不夠的。大家不在乎政府怎麼講的。政府應讓投資人看到真金白銀，而不是夸夸其談。投資人的格言應是「別相信任何政府，投資前請查清事實。」審慎辨別各國公債的信用品質，已不再像雞尾酒會上的閒聊那麼輕鬆。全球總合需求不足，而政府當局可能無法弭平缺口，後果可能關乎財務最弱國家之生死，對各國信貸與資產市場亦將造成影響。

威廉·葛洛斯(William H. Gross)  
執行董事

8

本文翻譯自 2010 年 3 月號 PIMCO Investment Outlook，僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。

本文所載資料，包括任何意見、估計或預測，均來自或本諸我們相信可靠的來源，但不保證準確或全面。任何人因信賴此等資料而做出或改變決策，本身須自行承擔一切風險、後果及責任。本文內容非經本公司同意請勿節錄、修改或轉載。本文僅供專業理財人員參考，需配合專人說明使用，請勿外流。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

德盛安聯證券投資信託股份有限公司  
台北市復興北路 378 號 5、6、7 樓及 9 樓  
Tel : (02) 2502-8889  
Fax : (02) 2502-1288  
<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>

德盛安聯投信獨立經營管理  
96 金管投信新字第 020 號