

## 通膨：時間、地點與投資意涵



米罕爾·沃瓦  
Mihir Worah

在世界多數地區，通膨目前是小問題，但許多投資人擔心未來情況大不相同。

在 PIMCO 長期展望系列第四篇訪談中，投資組合經理人米罕爾·沃瓦闡述世界各地刺激與壓抑物價的各種趨勢，以及相關的投資涵義。

**問：PIMCO 對通膨的短期與長期看法明顯有別，可以解釋一下嗎？**

答：近一年多以來，我們一直認為通膨短期內不太可能加速，主要是因為美國及其他已開發國家的經濟產能顯著過剩。但是，展望未來，通膨的確可能顯著升溫，原因首先是一些產能遭摧毀，例如有些工廠永遠停產，又或者工人的技術退化了，這意味著當需求復甦時，供給將無法輕易增加，價格因此必須上升以化解供需失衡。此外，為刺激經濟活動，各國央行採取了許多不尋常的措施，例如大幅擴大貨幣基礎，這造成部分通膨風險，相對於通膨溫和升溫，通縮問題顯然較棘手，因此為了保險起見，央行大有可能理性地寧可太晚撤銷那些異常寬鬆措施，也不想太早這麼做。最後，在經濟實質成長率很低的情況下，有些國家的政府將面對利用通膨解決財政赤字的誘惑。

**問：美國經濟活動有增加的跡象，這意味著短期內物價有上漲壓力嗎？通膨何時可能變得顯著呢？**

我們的展望沒變，也就是預期 2010 年整體通膨率在 1% 左右，而核心通膨率則低於 0.5%。待我們進入 2011 年，特別是 2011 年下半年時，很可能就會看到通膨日益增強的跡象。必須注意的是，通膨是經濟週期的落後指標；通膨率無論是向上還是向下，都需要一段時間才看得出來，經濟「康復」後一年左右，通膨顯著上揚並非罕見的事。

**問：英國整體通膨率近期超過了英國央行 2% 的目標水準，情況很引人注目。英國是否面臨很大的通膨風險？歐洲其他地區又如何？**

答：英國的通膨前景可能是已開發國家中最分歧的，顯著的通膨與通縮風險同時存在。英國是規模較小的開放型經濟體，物價對英鎊匯率非常敏感。近兩年來，英鎊對一籃子國際貨幣貶值，推高了英國通膨率，但另一方面，困擾美國與歐洲大陸的一些問題同樣困擾英國，包括金融業危機、房地產泡沫破滅，以及消費者財力透支，這些問題全都傾向壓抑通膨。

歐洲方面，未來數年估計都看不到任何通膨跡象，部分原因在於它正是最新危機的震央，而歐洲的邊陲經濟體必須在缺乏貨幣貶值彈性的情況下，嘗試處理喪失國際競爭力的問題，其次，歐洲多國政府被迫推行緊縮措施，不是加稅就是削減支出，這些措施會產生通縮壓力。歐元貶值可惠及歐洲經濟，但我們不認為這足以抵銷其他問題的負面影響。

**問：讓我們轉向新興市場，可以概括一下亞洲與拉丁美洲的通膨風險嗎？這些國家的需求正如何影響大宗商品的價格？**

答：源自新興經濟體的通膨風險，主要是透過大宗商品此一管道顯現出來。這當中有兩個原因：首先，所得較低國家的消費很大一部分是食物與其他必需品；此外，新興經濟體有許多必要的基礎設施需要建設，這會令物資有漲價壓力。

最後，隨著這些經濟體在歷經 2008 年的危機後恢復健康，工廠工人的加薪壓力再度浮現，最近中國的情況就非常明顯，這種趨勢若持續下去，已開發國家從這些新興經濟體進口的商品，價格將上漲。

**問：歐洲與美國面對緊縮財政的壓力，是否令促進全球經濟復甦的重擔落在央行身上？**

答：沒錯。財政當局面對藉由加稅或減少支出來控制赤字的壓力，促進復甦的重擔的確將落在央行身上。正因如此，我們確實預期所有主要國家央行將維持低利率政策，以保持偏寬鬆的金融

狀況。事實上，歐洲央行是最後一個採行量化寬鬆政策的央行，先前美國、英國與日本在 2008 年危機時期均已執行這種措施。

**問：主權風險又如何？它可能如何影響通膨或通縮風險？**

答：財政赤字龐大且看似無法克服，由此產生的壓力可能迫使財政當局採取一些措施，這可能令通膨加劇，但也有可能助長通縮。如果當局選擇緊縮措施，例如加稅或減少支出，那麼一般會有壓低通膨或助長通縮的效果，但也有一個例外情況。歐洲財政當局的措施之一，是調升增值稅 (VAT)，這是對消費者徵收的間接稅，在商品的每一個生產階段以及最終出售時徵收。這會推高物價，令通膨率短暫升高，這效果跟多數人的直覺相反。

一個國家如果想不出藉由經濟成長解決財政赤字的容易方法，就可能採行諸如債務貨幣化或貨幣貶值的通膨政策，藉此解決赤字問題。當然，長期而言，我們必須對許多國家可能藉由高通膨做為「解決」赤字的方法保持警惕。

**問：在 PIMCO 的展望中，通縮與長期通膨風險並存。在此情況下，PIMCO 如何為客戶投資？**

答：眼下全球經濟狀況出現明顯分歧，各地區與國家之間差異顯著，我們的策略是把握這種差異衍生的機會。例如，我們目前會避開像希臘等國家發行的通膨連結債券，這些國家財政赤字非常嚴重，而且沒有能力製造出有意義的通膨，因為它們無法控制自身的貨幣，對於貨幣政策的影響也很有限。另一方面，我們正投資像澳洲等國家發行的通膨連結債券，這些國家擁有強健的資產負債表，提供相當高的實質報酬率，近期內通膨可能高於預期。

在這兩者之間是美國與英國等國家，我們的做法比較偏戰術性，視我們對短期與長期的成長與通膨要素互動之結果判斷，選擇投資通膨連結債券的時機與年期。

謝謝米罕爾。

過去績效不代表未來績效。投資債券市場會受到市場、利率、發行商、信用與通膨等風險影響。特定海外證券商品可能因匯率變動，以及新興市場之經濟、政治風險造成投資風險提高。本文所提及之金融市場趨勢，係根據當前市場情勢而定，可能因時間而有所改變。

文中所載之意見來自本文作者，並不必然代表 PIMCO 之觀點。若上述意見有所改變，將不另行通知。本文僅供參考，並不構成投資建議或特定有價證券、策略、投資商品之推薦。本文所載資料來自我們相信可靠的來源，但不保證準確。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。

新興市場證券之波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度通常低於已開發國家，可能影響本基金所投資地區之有價證券價格波動，而使資產價值受不同程度影響。

投資人投資高收益債券基金不宜占其投資組合過高之比重。

由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。

德盛安聯投信獨立經營管理/ 96金管投信新字第020號/

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

<http://www.AllianzGlobalInvestors.com.tw>