



資產配置展望

2021年7月

# 景氣週期中段投資策略：是時候要精挑細選

景氣持續復甦，但是經濟成長觸頂。PIMCO多元資產投資組合持續青睞風險性資產，但審選產業與證券至關重要。

## 作者



**Erin Browne**  
投資組合經理人  
資產配置



**Geraldine Sundstrom**  
投資組合經理人  
資產配置

## 重點摘要

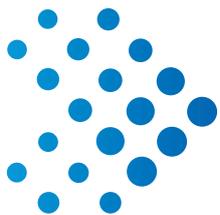
- 隨著政策刺激與經濟成長觸頂，現在全球經濟進入景氣循環擴張週期的中期，且通膨攀升可能只是暫時現象。我們預期2022年全球經濟成長動能將趨緩，但是成長仍在趨勢之上。
- 在景氣循環擴張週期的中期階段，股票與信用債等成長型資產通常表現良好，但不同產業與證券的表現將呈現顯著差異，因此審慎挑選投資標的至關重要。在多元資產投資組合中，相較其他風險性資產的投資評價，我們偏好股票。
- 除了關注當前的景氣循環，我們也持續評估長期顛覆因素所帶來的影響。永續發展趨勢與科技革新，同時帶來投資機會與風險。



今年各國經濟呈現強勁、卻不均衡的反彈表現。2022年，全球經濟成長料將同步放緩，但仍高於長期成長趨勢。

我們認為經濟成長、通膨、以及政策刺激觸頂。全球疫情似乎正在降溫。PIMCO 6月初的週期市場展望論壇，以四大觸頂現象為探討重心，並於近期發布的週期市場展望—《通膨拐點》—分享重點討論內容。

我們認為全球經濟觸頂，現在進入景氣循環的中期階段。從資產配置的角度來看，股票與信用債等成長型資產，仍可提供相對具吸引力的投資回報，但是我們預期不同產業與區域的表現，將呈現較大的分歧走勢。此外，偏高的評價與偏低的殖利率壓低貝他(Beta)報酬。因此，在當前的環境下，無論是何種資產類別，由下而上精選國家、產業與證券，將是左右投資回報的關鍵。



## 疫情觸頂、政策觸頂、成長觸頂

慶幸的是，由於全球擴大疫苗接種，許多國家邁向群體免疫，因此全球疫情似乎已過最嚴峻的時刻。

然而，疫情降溫意味著政策刺激的力道將減弱。失業水平下滑或是政策退場的期限將屆，財政刺激力道隨之減緩，財政脈衝將由正轉負—中國就是最好的例子。在貨幣政策方面，一些國家的央行已透過縮減購債規模（加拿大央行、英國央行）或是升息（部分新興國家央行）邁向正常化。在貨幣政策方面，一些國家的央行已透過縮減購債規模（加拿大央行、英國央行）或是升息（部分新興國家央行）邁向正常化。美國聯準會在6月政策會議上表示，有意在接下來的政策會議，開始討論縮減資產收購計畫事宜，並上調預估未來的升息路徑（「點陣圖」）。我們預期主要已開發國家（DM）的央行將在2023年開始升息。

儘管通膨高於預期並引發部分投資人恐懼，我們認為全球通膨攀升只是暫時現象，因為推升通膨的因素—例如基期效應、供應鏈瓶頸、暫時短缺—應可在2022年緩解（請參閱PIMCO部落格文章「物價水準大幅調整，不等於通膨勁升」）。

## 景氣週期中段

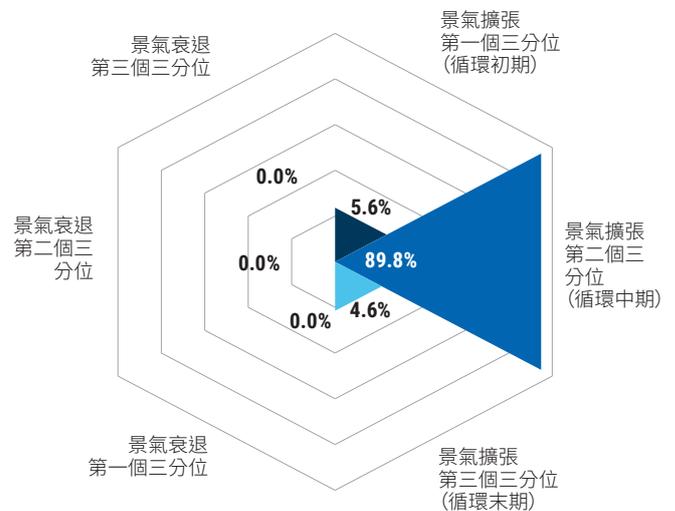
即使經濟重啟可帶來直接的經濟助益，但是財政與貨幣刺激政策退場，將拖累明年的經濟成長。我們預期2021年已開發國家的實質GDP成長率為6%（第四季同比第四季），2022年將放緩到3%以下。另一方面，新興國家的疫苗接種速度緩慢，已延緩經濟復甦的速度，因此我們預期2021年新興市場的GDP成長率為3.5%（第四季同比第四季）、但2022年將加速成長到5%。

雖然已開發國家的經濟成長，將在今年觸頂並開始小幅放緩，但是未來6到12個月將維持高水準成長。積壓的消費需求、龐大的家庭儲蓄，以及健全的企業財務槓桿比例，將使得私部門成為經濟成長領頭羊，並為成長型資產提供一個吸引力的環境。

整體而言，我們認為目前全球經濟進入景氣循環擴張週期的中期（圖一），且反映在股票評價上。回顧歷史，股市雖可在這個時期締造強勁表現，但各市場報酬率常出現落差。另一方面，信用債亦常締造正報酬，但是風險調整後之報酬率常落後股票。相反地，傳統上，美元在此時期則呈現負報酬。

圖一：PIMCO動態因子模型顯示，美國經濟進入景氣循環擴張週期之中期階段的可能性高

### 美國目前經濟情況



### 假設性範例僅供說明使用。

資料來源：PIMCO、Haver Analytics，截至2021年6月29日。

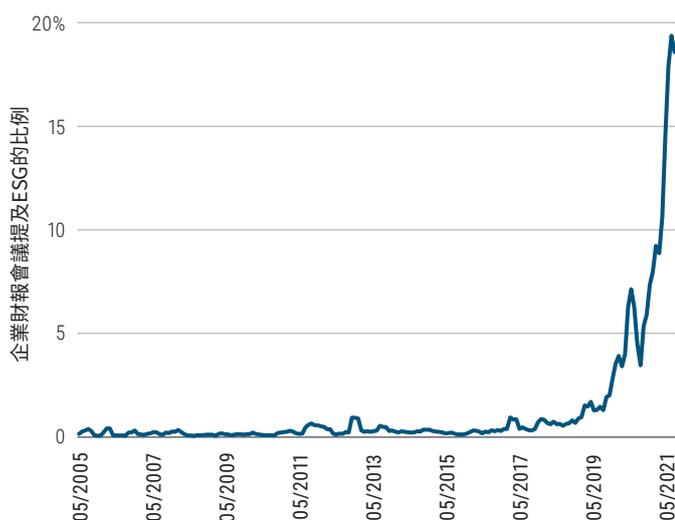
動態因子模型 (DFM) 將景氣循環分為六個階段。舉例來說，第二個三分位的擴張階段 (2T) 為景氣循環擴張週期的中期。動態因子模型結合各種可能驅動經濟成長的「因子」，並針對不同因子採用不同的時間序列，因為各個因子發酵所需的時間長短不一。我們根據750個美國時間序列變數估算各個因子，這些變數涵蓋了各種經濟現象，如經濟成長及其組成、通膨組成、勞動市場資料、調查數據、房市統計數據、銀行數據、利率、和資產價格等。

一般而言，景氣循環擴張週期的中期階段是適合建立投資部位的好時機，但目前各類資產的風險溢酬被壓縮—尤其是快速變化的後疫情時代，因為傳統投資模式已不再適用，潛在投資結果將面臨龐大的不確定。因此，投資人必須精選產業與證券，才能創造投資回報。

### 潛在的顛覆因素

這次的景氣復甦哪裡不一樣？全球經濟進入循環中期的復甦階段，環境、社會、與治理 (ESG) 投資趨勢也同步起飛。舉例來說，自從新冠疫情爆發以來，各大企業在企業財報會議中提及ESG的次數大幅增加 (圖二)。因此，充分掌握ESG議題所帶來的影響，有助於投資人建構更精準的資產配置策略。

圖二：2019年以來，ESG快速成為企業財報會議的討論焦點



資料來源：PIMCO分析約10000家全球企業財報會議之逐字稿，截至2021年5月。

根據聯合國的統計，全球已有110多個國家訂定明確的淨零碳排時間表，這些國家在全球GDP的佔比總計超過70%。儘管「淨零碳排」是為期數十年的遠程目標，但是投資與消費行為的改變，料將對特定的產品與原料帶來強勁需求 (例如可再生能源、半導體、木材/紙漿產品)。同時，在邁向淨零碳排的過程中，部分企業可能面臨轉型風險，或是長期走下坡 (例如尚未因應未來趨勢並調整能源組合的傳統天然氣與石油企業)。為打造更環保永續的未來，我們需要新科技與新能源，並修訂法規與政策 (進一步瞭解綠色經濟的發展前景，請觀看PIMCO近期發布的影片—「[簽訂巴黎氣候協定之後：企業投資與氣候變遷](#)」)。

多年來，各種不平等的現象日益普遍，如今又遇上新冠疫情肆虐全球，各種挑戰終於喚醒社會的集體意識，過去習以為常的商業行為也一一攤在陽光下檢討並加以改進：許多國家已認定零工時合約違法 (例如英國)；上調最低薪資，且部分國家上調的幅度十分顯著 (特別是美國部分的大型企業)；依據勞工需求改善工作環境 (基於法律要求或是雇主自願改善，且包括美國在內) 這些改變將由上而下擴散至中小型企業。

此外，經濟合作發展組織 (OECD) 的會員國也首次齊心的認真研議全球企業最低稅負制，且七大工業國提議最低稅率不得低於 15%。全球企業最低稅負制上路之後，影響層面將十分廣大，部分企業的稅率將因而攀升。為了因應稅負增加帶來的影響，企業將擴大採用自動化與先進科技 (例如人工智慧)，可望為相關產業的龍頭業者帶來長期利多。而廣泛的所得重新分配，也將刺激更全面的消費活動並降低民間儲蓄的意願。

從治理的角度而言，政府與企業可能會加大投資力道，藉此縮短供應鏈，並確保擁有自行生產半導體、電池、與醫療物資等戰略性物資的能力。在這種情況下，我們預期相關的投資規模高於實際

所需，因為此時考慮的並非單純的經濟利益，而是為了鞏固國家與經濟安全。此外，不少產業在先前的景氣循環表現欠佳，因而被迫進行大規模整併；如今，這些產業正在重拾訂價能力—海運業就是最好的例子之一。的確，現在部分產業的結構，較以往來得更加集中，因此得以改善供給面的紀律、簽訂更長期的合約，以及強化訂價能力。

我們將這些要素納入由上而下的資產配置架構，以及由下而上的證券選擇流程，藉此建構更加穩健的投資組合。在 PIMCO，我們將 ESG 的觀點，融入多元資產投資組合的建構流程，因此目前我們偏好加碼特定的綠能 (例如可再生能源)、數位 (例如半導體)、以及林業/紙漿產業的企業，但對化石燃料業依然持審慎看法。

### 投資關鍵要點

由於全球經濟進入景氣循環擴張週期的中期，因此我們青睞股票與信用債。股票方面，我們聚焦受惠於長期顛覆性趨勢的企業，而造就這些創新趨勢的動力來自於科技、地緣政治與永續發展相關要素。信用債方面，我們精選投資標的，布局重心在住房相關產業。

在景氣循環擴張週期的中期，各類資產經常呈現分歧的報酬表現，且每一次的循環都不同。儘管全球經濟走出疫情引發的衰退窘境，但呈現不均衡復甦局面和不確定性，投資人不僅需要保持靈活彈性，且須審選產業與投資標的。PIMCO 多元資產投資組合，以由下而上的角度出發，發掘各類資產中，受惠於經濟持續復甦與長期顛覆趨勢，以締造領先表現的投資機會。

## 多元資產組合中的個別資產類別觀點

我們根據全球經濟展望制定出多元資產投資策略之配置，摘要如下。

### 整體風險



我們認為，目前全球經濟進入景氣循環週期的中期階段，因此我們適度提高投資組合的風險承受度，且相對於其他的風險性資產，我們更看好股票的相對評價吸引力。市場歷經過去一年來的勁揚，如今我們更側重戰術性布局的彈性，並精挑細選產業與投資標的。

### 股票



我們對股票採取加碼配置，聚焦受惠於長期顛覆性趨勢的企業，而造就這些創新趨勢的動力來自於科技、地緣政治與ESG相關因子。由於此類企業大多位於美國、日本與新興亞洲，因此我們青睞的重點配置區域也集中於此。同時，在確認關鍵投資主題與挑選個股時，ESG因子也成為我們的考量要素。

### 利率



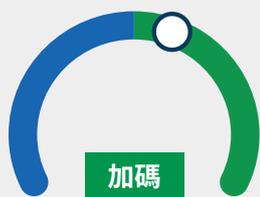
我們預期存續期會緊貼美國走勢，相對於參考指標，我們維持微幅減碼配置。我們認為，由於央行有意緩步收緊貨幣政策，因此在可預見的未來，利率將維持區間波動，不過目前殖利率水平可能位於該區間低點。儘管如此，我們將根據殖利率的變化，戰術性調整投資部位，持續發揮存續期的配置為投資組合帶來多元化分散效益。

### 信用



我們選擇性加碼信用債券，側重由下而上精挑發債企業。拜強勁基本面之賜，我們持續看好住房相關的信用債。儘管新興市場債與公司債的利差普遍收窄，但仍可從中發掘特定投資機會。

### 實質資產



我們認為近期通膨攀升是暫時的，但由於供需失衡與刺激政策，通膨上揚風險增加。我們將實質資產的配置，集中於工業金屬與不動產投資信託，因為經濟活動陸續重啟，有望支撐兩者表現。目前我們對美國通膨連結債採取中性配置，因為隱含的平衡通膨率已接近央行的長期目標。

### 貨幣



相對於多數已開發國家與新興市場貨幣，美元評價已偏高，因此我們採取減碼配置。以投資評價而言，許多新興市場貨幣極具吸引力，但我們對這些新興國家持審慎態度，因為他們仍面臨新冠疫情挑戰。

### 過往績效並非未來結果之保證或可靠指標。

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。政府發行的通膨連結債券 (ILBs) 為固定收益證券，其本金價值定期依據通貨膨脹率調整；實質利率上升會使得通膨連結債券的價值下降。美國抗通膨公債 (TIPS) 即是美國政府發行之通膨連結債券。股票投資價值有可能因為實際或應測之市場狀況、經濟狀況或產業狀況而下跌。不動產抵押貸款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。不動產投資信託須承受若干風險，包括經理人績效不彰、稅法修改，或收益不符免稅資格。高收益率、較低評等證券涉及的風險，大於較高評等的證券；投資於此類證券的投資組合所承擔之信用和流動性風險，可能高於並未投資此類證券的投資組合。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。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。多元配置概不擔保絕無損失。

社會責任投資屬於質化及主觀性質，而且概不保證PIMCO所採用的投資準則或所做的判斷將反映任何特定投資人的投資信念或價值觀。社會責任資訊透過主動提供或第三方報告取得，但內容不一定準確或完整，而PIMCO仰賴此類資訊，用以評估企業如何履行社會責任的承諾或落實情況。社會責任常規因地區而異。概不保證所用的社會責任投資策略與方法將會成功。

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。

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。

本資料包含基金經理人現階段見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料僅供參考之用，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。文件內容概未針對可能違法或未獲授權之任何司法管轄區內任何個人或機構提出要約。

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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表任何基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。由於高收益債券之信用評等未達投資等級或未經驗信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故高收益債券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。高收益債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以高收益債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。**高收益債券基金適合能承受較高風險之非保守型投資人。基金配息率不代表基金報酬率，且過去配息率不代表未來配息率；基金淨值可能因市場因素而上下波動，投資人於配息時應注意基金淨值之變動。就收息強化股份而言，本基金得依載量從本金中支付股息，並計算股份類別貨幣對沖所產生的收益率差額（構成本金分配）。收息強化股份應支付的管理費及其他費用亦可從收息強化股份的本金中扣除，導致用作分配股息的可分配收入增加，因此，收息強化股份實際上可能是從本金中撥付股息。這可能導致收息強化股份的每股資產淨值即時減少。數據以最近曆年年底以來的分配為基礎，並不包括特別現金股息。配息型基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損；且基金進行配息前未先扣除應負擔之相關費用。基金近12個月內由本金支付配息之相關資料，投資人可至本公司網站查詢。涉及從基金本金中支付配息的任何分配，或會導致基金每股資產淨值立即下降。基金投資所涉及的風險（例如：市場、交易對手、流動性、波動性及槓桿風險）可能導致投資損失部份或全部投資金額。匯率相關費用可能對基金淨值或收益產生不利影響。基金係經專案豁免持有衍生性商品限制之基金。由於使用衍生性商品可能產生額外的部位風險造成基金淨值高度波動及衍生其他風險，全球高收益債券基金、多元收益債券基金、新興市場債券基金、總回報債券基金、美國高收益債券基金、全球實質回報債券基金、全球投資級別債券基金、美國股票增益基金、全球債券(美國除外)基金、全球債券基金及歐元債券基金之總曝險將以相對VaR風險值模型來衡量並管理使用金融衍生性工具相關風險，其使用衍生性商品所產生之部位不得超過可供比較之指標投資組合之VaR值的兩倍。短年期債券基金、絕對收益債券基金及動態多元資產基金之總曝險將以絕對VaR風險值模型來衡量並管理使用金融衍生性工具相關風險，其使用衍生性商品所產生之部位不得超過基金淨資產價值之20%。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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表任何基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。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，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。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(109)金管投顧字第027號。PIMCO是Allianz Asset Management of America L.P.在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America L.P.在亞洲各地的註冊商標。©2021年，PIMCO版權所有。**