

週期後段的投資策略

面對週期後段的大環境，以及通膨升溫、利率上揚、與地緣政治不確定性帶來的挑戰，在本文我們為多元資產投資組合評估風險與潛在投資機會。

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



Emmanuel Sharef
投資組合經理人
資產配置暨
多元實質資產

摘要

- 我們偏好週期性較不顯著、品質較高、且有望在週期後期階段展現韌性之企業—例如醫療保健與製藥產業。此外，我們亦持續青睞半導體企業，以及隨著經濟活動持續重啟，體質具有韌性的休閒旅遊業信用債應有進一步上檔空間。
- 在週期後段的環境下，通膨連結投資策略—如大宗商品與特定國家的貨幣—是多元資產投資組合不可或缺的配置部位，尤其此刻全球正面臨如戰爭時期般的物價上漲壓力。
- 儘管貨幣政策持續緊縮的前景已為固定收益資產的價值增添投資吸引力，但是市場仍有其他的挑戰，促使我們以審慎態度看待政府公債—尤其是已開發國家公債。此外，投資人可保留適度現金作為投資的彈藥，把握市場動盪帶來的機會。

目前，全球經濟已進入週期後期的階段，儘管潛在經濟成長動能看似穩健，但卻越來越容易受到下檔風險的威脅，因而使得各種成長預測指標面臨下修的命運。儘管通膨早已居高不下，但過去這段時間仍進一步攀升，且隨著央行積極控制物價漲幅，金融資產的價格實已反映貨幣政策快速緊縮的前景。

PIMCO依據各種總經與市場統計資料編制的經濟週期指標顯示，全球經濟進入擴張階段尾聲的機率高達98%。儘管我們已處於週期後期的大環境，根據我們的基本預測結果，全球經濟尚不會在2022年陷入衰退（但是包含歐洲在內等多國的經濟成長正面臨顯著的下檔風險。詳細內容請閱讀PIMCO最新發布之週期市場展望《既冷又熱的經濟環境》）。整體而言，家庭與企業資產負債表仍穩健，服務消費的龐大需求尚未完全消化完畢，且未來仍須持續投資基礎建設與能源產業。然而，美國聯準會與多國央行已清楚表示，抑制通膨是現階段的主要目標；故此，金融環境將持續收緊，市場習以為常的寬鬆貨幣環境已成為過去式。

以實體經濟活動而言，從勞動市場到半導體產業，供給短缺仍是揮之不去的挑戰。儘管供給短缺的問題有望在2022年持續改善，但是烏俄戰爭進一步衝擊供應鏈並使得大宗商品價格飆漲。我們預期居高不下的通膨將持續促使央行升息，進而使得各類資產內部與彼此之間的表現分歧。

以金融市場而言，相較於利率資產與信用債，週期後段的大環境向來較有利於股票與大宗商品—儘管整體報酬率可能比過去來得低，且波動度變得更加顯著。

在PIMCO，我們根基於週期後段的典型特色來建構多元資產投資組合。我們已降低整體投資組合的Beta係數，藉此應對眼前報酬較低、波動較高的環境。以多元資產配置的角度而言，我們對於股票的偏好度勝過利率資產與公司債；而以同類型資產的配置而言，我們聚焦配置品質較高的投資標的。最後，我們維持配置可受惠於通膨攀升並有助於發揮投資組合分散作用的資產—例如大宗商品與特定國家的貨幣。

多元資產投資主題

股票

過去一年，穩健的經濟成長與良好的風險承受度，使得許多評價較低廉、週期性較顯著的個股締造強勁報酬。展望未來一年，我們偏好週期性較不顯著、品質較高、且有望在週期後期階段展現韌性之企業。我們致力發掘擁有穩定現金流、獲利能力、與營收成長動能的企業，以期駕馭經濟環境充滿不確定性的年代。

此外，我們已加強配置具備上述特性的產業—例如醫療保健與製藥業，因為此類企業的利率敏感度較低，較不易受到原物料成本攀升、財政刺激政策退場、以及後疫情時代需求降溫等因素的影響。此外，我們持續看好半導體企業；回顧過去，儘管半導體企業具備相當顯著的週期特性，但是企業資產負債表已改善且坐擁長期強勁成長趨勢，因此在接下來的經濟週期，半導體企業較不易受到整體經濟成長的影響。

觀察各類股票報酬因子，高品質股票向來可在週期後段締造較為出色的風險調整後報酬機會，同時間價值股與小型股則常表現落後（圖一）。

投資組合在加碼高品質股票的同時，其實毋須放棄成長型投資機會。然而，投資人不應只看整體經濟成長率的高低，更要聚焦企業盈餘成長的品質，藉此分辨哪些企業具備真正的現金流產生能力，哪些企業的每股盈餘成長數字可能是靠會計手法創造出來的假象。

在PIMCO，我們運用系統化的量化篩選工具，將現金產生能力納入衡量投資評價的指標之一，藉此篩選出高品質、高成長、且股價呈現折價的投資標的。此外，這些投資標的亦需符合以下三個篩選條件：1) 低負債，因為健全的資產負債表讓企業有更大彈性度過充滿變數的環境；2) 高水準且穩定的毛利，因為有能力長期維持或是擴張利潤的企業，才能在當前艱困的週期後段延續同樣的獲利表現；以及3) 高水準的現金流生成能力，因為有能力創造現金流量的企業才能發放股息、買回庫藏股、或是投入資本支出並啟動未來的成長動能。

圖一：高品質股票常在週期後段表現領先其他股票報酬因子

1984年至今，股票報酬因子在不同週期階段之夏普值

週期階段	價值	品質	動能	規模	低波動性	低Beta係數
擴張階段—前期	0.72	0.33	0.09	0.50	(0.08)	(0.19)
擴張階段—後期	(0.07)	0.67	0.42	(0.27)	(0.09)	(0.04)
衰退階段—前期	(0.42)	1.79	0.89	(0.41)	1.54	1.47
衰退階段—後期	0.48	0.73	(1.02)	1.40	0.06	(0.65)
週期平均值	0.29	0.60	0.21	0.16	0.03	(0.05)

資料來源：PIMCO、Compustat、美國國家經濟分析局，截至2022年2月28日。各項報酬因子之夏普值係依1984年至今之統計資料進行計算，並採Fama-French針對價值、市值、品質、與動能因子之定義。經濟衰退與擴張時期係依據美國的國家經濟研究局之定義。

接著，我們從量化的研究角度出發，選擇大勢所趨的企業，符合我們的總經看法與主題式投資觀點、且沒有令人擔心的警訊。無論是哪一類股，我們發現各家企業的平均品質分數常大相逕庭，進一步凸顯分析總經環境、產業、以及企業體質的重要性（圖二）。唯有如此，我們才能協助投資人加強配置高品質股票，以駕馭週期後段的大環境。

信用債與利率資產

我們在信用債市看到特定投資機會，從中聚焦擁有強勁資產負債表與穩健流動性的企業。近期信用利差擴張為金融業等產業創造投資價值，其中我們認為金融業的違約率微乎其微。同時間，經濟活動持續重啟將為體質具有韌性的休閒旅遊業信用債帶來上檔空間，不過目前利差仍高於疫情爆發前的水準。

市場快速反映貨幣政策緊縮的前景，為固定收益資產創造更顯著的投資價值。儘管如此，高通膨、穩健的經濟成長、以及央行縮表導致公債供給量增加，將持續對固定收益市場帶來挑戰。即便如此，債券向來在多元資產投資組合扮演重要的分散配置角色，且利率攀升之後將進一步強化債券的分散作用。目前我們略微減碼已開發國家存續期，並在新興市場看到相對價值投資機會，因為部分新興國家升息進度遙遙領先，其他國家則較為落後，進而造就更加龐大的相對價值落差。然而，倘若經濟成長出現進一步趨緩的跡象，我們預計存續期將變得更具吸引力。

圖二：各產業的品質分數大相逕庭

產業	平均品質分數
資訊科技	0.78
醫療保健	0.70
核心消費	0.68
電信服務	0.67
非核心消費	0.62
原物料	0.58
工業	0.52
金融	0.44
能源	0.43
房地產	0.26
公用事業	0.16

資料來源：PIMCO，截至2022年1月31日。類股分類係依MSCI世界指數。依據獲利能力、營運現金流量、應付應收款項、與財務槓桿等量化指標計算個別企業之品質分數。品質分數介於0分與1分，0分代表品質最低，1分代表品質最高。各類股之平均分數係依該類股成份企業之品質分數，並採加權平均值計算（依據各成份企業於MSCI世界指數之權重）。

實質資產與貨幣

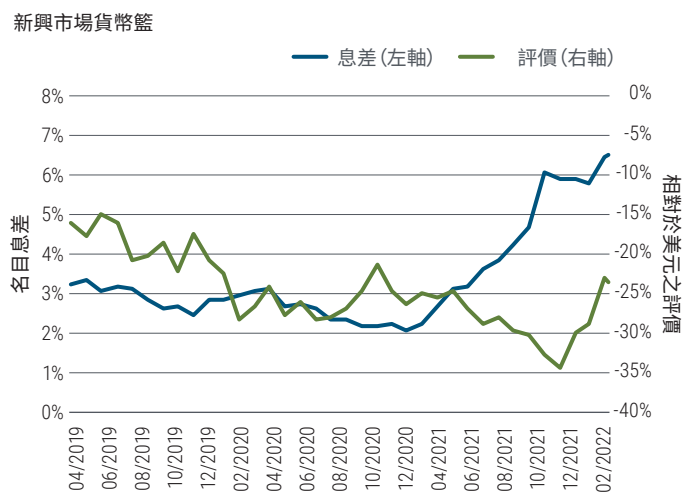
在週期後期的環境，通膨連結資產是多元資產投資組合另一不可或缺的配置部位——尤其是此刻全球正面臨如戰爭時期般的物價上漲壓力。我們看好多種不同的通膨連結資產，並於投資組合作多與大宗商品價格連動的貨幣籃及持有實質資產——例如大宗商品。

其中，我們認為大宗商品出口國的新興市場貨幣尤其具有吸引力，因為目前的息差來到10年新高，且未來有進一步升值的潛力，舉例來說，根據彭博的統計資料，我們精選的新興市場貨幣籃預計可提供6.5%以上的殖利率（圖三）。儘管股票與債券常在利率攀升的環境下表現承壓，但是特定新興市場貨幣則可受惠於利率上升的趨勢，部分原因在於許多新興國家比已開發國家更早進入升息循環，即便現在已開發國家的利率開始上升，目前新興國家的殖利率優勢仍具吸引力。除了殖利率外，許多新興國家貨幣的評價亦處於10年來最具吸引力的水準。根據PIMCO內部評價模型，我們持有的部分貨幣相對於合理評價的折價幅度高達50%。

烏俄戰爭對於大宗商品的供給帶來顯著衝擊，國際社會紛紛祭出制裁措施並限制與俄羅斯的經貿往來，迫使進口商尋找可以替代的能源、金屬、與農產品供應來源。我們認為俄羅斯將持續受到制裁，因此在可預見的未來，主要的大宗商品出口國應可受惠於穩定的需求及價格上漲趨勢，進而支持該國貨幣的表現。

PIMCO多元資產投資組合持有的貨幣大多來自大型的原物料出口國——當中包含已開發與新興國家，且每一個國家均是重要的大宗商品替代供應源，可填補俄羅斯原物料供給中斷的缺口（圖四）。舉例來說，我們看好特定的拉美國家貨幣，這些國家的出口項目包括原油、金屬、礦砂、以及軟性大宗商品。

圖三：新興市場貨幣籃提供具吸引力的殖利率



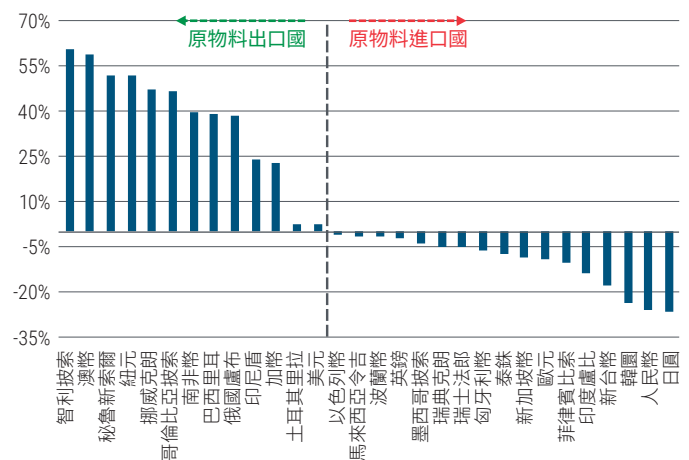
資料來源：PIMCO，截至2022年4月7日。新興市場貨幣籃包含南非蘭特、巴西里耳、墨西哥披索、智利披索、以及哥倫比亞披索。

烏俄戰爭亦凸顯全球綠能轉型的急迫性，各國已將能源自給自足視為首要目標。全球有14%的原油供給來自俄羅斯，且俄羅斯是全球第二大的天然氣生產國。然而，各國已不再將俄羅斯視為可靠的能源供應夥伴，且從俄羅斯進口四成天然氣的歐洲亦積極找尋其他的能源供給來源—但這並非易事。這些年來，全球能源與工業用原物料等產業的資本支出不足且目前庫存偏低，因此未來全球可能會面臨長期供不應求的結構性挑戰。

在可預見的未來，大宗商品價格將居高不下，我們的多元資產投資組合已對原油等大宗商品建立戰略性投資部位。長期而言，此次地緣政治衝突預計將進一步凸顯發展綠色能源的重要性，因此能夠受惠於長期能源轉型趨勢的產業將浮現許多具吸引力的投資機會。

圖四：大宗商品價格上漲有利於該出口國貨幣

大宗商品對於各國貿易條件之淨貢獻度(%)



資料來源：PIMCO，截至2018年。貿易條件意指一國之出口價格相對於進口價格之比例。貿易條件改善有助於提升出口貿易賺取之收入，並提高對該國貨幣之需求。圖表顯示大宗商品籃（包含能源、金屬、農產品）對於貿易條件的淨貢獻度。淨貢獻度若為正，代表該國為大宗商品淨出口國。大宗商品的淨貢獻度越高，代表該國貿易條件越容易受到大宗商品價格變化的影響。

投資重點

在PIMCO，我們認為經濟活動已進入擴張階段的後期，並以此作為投資布局的依據。儘管預測經濟週期何時轉向是一大挑戰，但是我們認為各個週期階段都有規則可循，投資人可依此建構多元資產投資組合。在經濟成長趨緩、金融環境緊縮、通膨攀升、地緣政治局勢加劇的環境，無論是股票或債券投資人都應聚焦高品質且商業模式能駕馭未來挑戰的企業。投資人應布局能抵禦物價上漲壓力的投資部位—例如大宗商品與新興市場貨幣。最後，存續期可在趨避風險環境下為投資組合帶來分散配置效果，現金則可作為投資的彈藥，藉此把握市場動盪帶來的投資機會。投資人可藉由維持存續期與現金投資部位，抵禦進一步加劇的市場波動性。面對週期後段的大環境，投資人必須縝密建構投資組合並保持足夠的靈活彈性，掌握不斷變化的風險與機會。

過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。

所有投資均有風險，可能造成價值損失。投資**債券市場**有風險，包括市場、利率、發債機構、信用、提前贖回、通膨、與流動性風險。多數債券與債券投資策略之價值會受到利率變化的影響。**存續期較長之債券**與債券投資策略的利率敏感度與波動度高於存續期較短之債券與債券投資策略；債券價格常隨著利率上升而下降，且低利率環境會增添此類風險。債券交易對手之交易能力下降，可能會降低市場流動性並推升價格波動性。債券贖回價值可能會高於或低於原始的投資成本。**通膨連動債券**為政府發行之固定收益證券，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動債券的價值下降。**美國通膨連結公債(TIPS)**為美國政府發行之通膨連動債券。**股票**投資價值可能會受到實際與預想之整體市場、經濟、與產業環境之影響而下跌。**房貸與資產抵押債券**可能會受到利率變動之影響、面臨提前清償之風險，且儘管普遍有政府、政府機關、或私部門機構做擔保，但是擔保人不必然會履行義務。**高殖利率低評等證券**涉及之風險高於評等較高之證券；投資此類證券之投資組合可能面臨較高之信用與流動性風險。投資於**外幣計價及/或海外發行之證券**可能因為匯率波動、經濟、及政治風險，而涉及較高風險，且此類風險在新興市場可能更加顯著。匯率可能會在短時間內大幅震盪且可能會降低投資組合之報酬。**大宗商品**投資涉及高度風險，包含市場、政治、法規、與自然環境風險，且可能不適合所有投資人。分散配置不保證可避免損失。

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，且不同於實際的表現紀錄，並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。

本資料包含作者的見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料僅供作參考用途，不應視同投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文內資料均研判為可靠的來源，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。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。**由於非投資等級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，故非投資等級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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。非投資等級債券基金適合能承受較高風險之非保守型投資人。**基金持有衍生性商品之總部位，依愛爾蘭中央銀行規定之方式計算可達基金淨資產價值之100%，可能造成基金淨值高度波動及衍生其他風險。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(110)金管投顧字第020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。©2022年，PIMCO版權所有。