



週期市場展望  
2022年1月

# 應對週期 快速變化 的投資策略

面對波動與快速前行的景氣循環，長期投資策略有助於投資人掌握投資機會。



## 內容摘要

- 財政政策的刺激效果與實質GDP成長率可能已於2021年觸頂。現在，全球經濟正快速駛向景氣循環的後期。大多數國家的貨幣政策已轉向，朝著政策正常化的目標邁進。
- 貨物與勞動市場的摩擦刺激了通膨攀高。根據PIMCO的基本預測，全球通膨將在2022年第一季觸頂，接著開始降溫並在年底前向央行的目標靠攏。儘管如此，我們仍密切觀察可能使通膨高於預期的潛在風險。
- 我們認為風險溢酬與殖利率並未反映潛在的下檔風險情境，因此投資人應審慎且嚴謹地建構投資組合。
- 整體而言，我們偏好減碼存續期，並以較陡峭的殖利率曲線作為投資組合的布局主軸。考量波動性攀升的可能性，我們預期相較於過去，主動管理存續期料將成為更重要的超額報酬來源。
- 我們布局多元信用債，其中包括美國非機構不動產抵押貸款證券、特定的後疫情復甦題材、以及個別債券的投資機會。我們對全球股市抱持正向觀點，同時著手布局循環後期的市場環境並進一步聚焦證券選擇。

### 作者：

**Tiffany Wilding**  
執行副總裁  
經濟學家

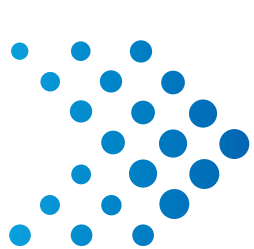
**Tony Crescenzi**  
投資組合經理市場策略師

**Andrew Balls (波以斯)**  
環球固定收益投資長

無論是金融市場、經濟活動、乃至於各國的社會環境，不確定性已成為全球共同的最佳寫照。PIMCO投資專家再度以線上方式召開週期展望論壇，從經濟面、政策面、與產業面探討全球面臨的關鍵趨勢，為未來一年的展望與投資組合策略奠定基礎（進一步認識論壇流程，請觀賞[幕後花絮影片](#)）。

### 經濟展望：波動性更大、不確定性更高

長期而言，我們預期總經環境將面臨更大的波動性與更高的不確定性，經濟循環將變得更短暫，波動幅度將變得更大，且各國表現將更加分歧（詳細內容請閱讀PIMCO長期展望「[轉型時代](#)」）。這些長期主題似乎也開始浮現在未來6到12個月的週期展望之中：全球經濟從循環初期的復甦階段快速進入循環中期的擴張階段，導致各國必須加快推動政策轉型，快速走出2020年與2021年極度寬鬆的政策環境。



然而，景氣快速復甦加上時好時壞的疫情，導致貨物與勞動市場的摩擦明顯加劇並推升通膨壓力，使得眼前的大環境變得更加複雜難料。眼前的挑戰與通膨壓力何時能獲得緩解，以及能夠緩解到何種程度仍存在高度不確定性，進而推升長期通膨預期水準攀升的風險——這並非全球央行所樂見，也是各國希望避免或降低的風險。可以確定的是，波動性更大、不確定性更高的總經環境意味著幾十年來低於長期趨勢的成長率與低於目標的通膨已經成為過去式；未來，各個國家與產業將面臨更加波動、更加不確定、且各自表現分歧的未來。

### 顛簸的復甦之路

自從PIMCO在去年6月發布週期市場展望之後（「通膨拐點」），全球經濟持續穩健復甦——儘管各國與各產業的復甦力道強弱不一。面對近代史上數一數二嚴重的經濟衰退，各國藉由刺激政策提振需求，最終造就史上數一數二快速的經濟復甦。已開發國家的經濟產出在2021年第三季完全恢復到疫情爆發前的高點，且2021年全年的平均經濟成長率預估為5%，屆時料將創下30多年來最快的經濟擴張速度（經濟成長率與經濟產出數據取自Haver Analytics）。

儘管如此，疫情對於全球經濟帶來最嚴峻的影響應該已經告一段落，因此政策刺激力道以及實質GDP成長率應該也已在2021年觸頂。美國、加拿大、與英國在疫情期間為了補助家庭收入與提振消費而推出的就業輔導與薪資補貼計畫從2021年初便開始逐漸縮水，最終在第三季度告一段落，歐陸各國則在2021年底畫下句點。

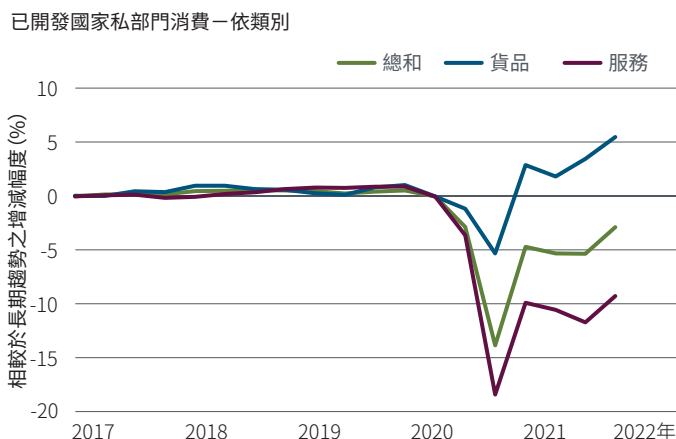
在中國，一直到最近才轉趨鬆綁的信用緊縮環境，以及為了實現共同富裕的各種法規整改政策使得中國經濟成長趨緩。

多數國家在疫情期間被迫採取極度寬鬆的貨幣政策，如今這些寬鬆政策亦開始穩步踏上正常化之路。英國央行與加拿大央行已徹底結束購債計畫，聯準會預計將在2022年3月停止購入新債。此外，英國央行在2021年12月調高政策利率，多個已開發國家央行——除了歐洲央行與日本央行——亦已釋出升息在即的訊號。

儘管過去6個月的全球經濟成長表現與我們在去年6月發布的週期市場展望大致相符，但是以下三大發展趨勢促使我們從多個面向針對2022年的展望進行修正：

首先，Delta變種病毒株對於已開發與新興國家的經濟影響料將短暫，但是影響程度卻比預期地更加顯著。儘管疫苗覆蓋率攀升有助於抑制全球新增確診案例，但是新興市場爆發的疫情更加嚴重，進而衝擊生產活動、拖延出貨時間、並使得全球供應鏈吃緊。舉例來說，馬來西亞與中國的生產活動受到疫情打亂，使得汽車、家庭用品、與營建產業的產品庫存量大受影響。此外，Delta變種病毒株在主要國家肆虐並拖累服務業復甦的腳步，服務消費也未能如各界預期地取代實體商品成為消費主力（特別是先前疫情推升民眾對於耐久性消費品的需求）——請見圖一。

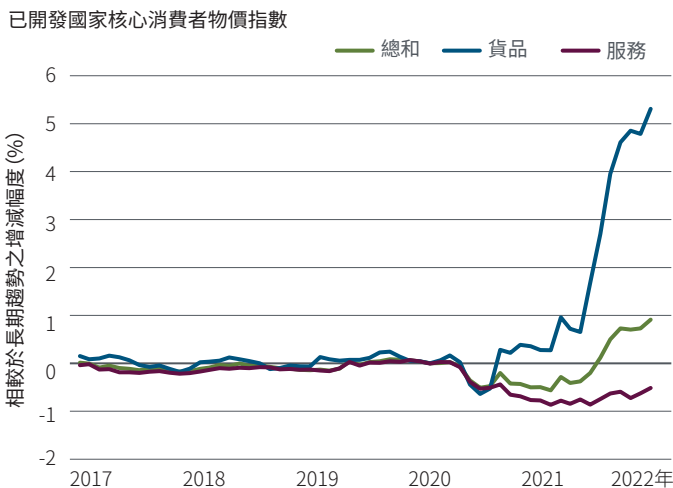
圖一：已開發國家的商品消費仍高於疫情前的水準，同時間服務消費持續落後



資料來源：Haver Analytics，截至2021年第二季度。  
已開發國家包括歐洲、美國、日本、英國、與加拿大

其次，**通膨**壓力比原先預期地更加持久，涵蓋的國家也更廣泛（圖二）。全球對於實體商品持續展現穩健需求、生產活動受疫情打亂、以及環保法規趨趨嚴苛等因素促使能源與各類零售消費商品的價格走揚。此外，房價勁揚直接（重置成本攀升）或間接（租金上漲）的影響亦導致多數國家的核心服務通膨升溫。

圖二：已開發國家核心商品通膨已顯著高於疫情前的水準



資料來源：Haver Analytics，截至2021年10月。

已開發國家包括歐洲、美國、日本、英國、與加拿大

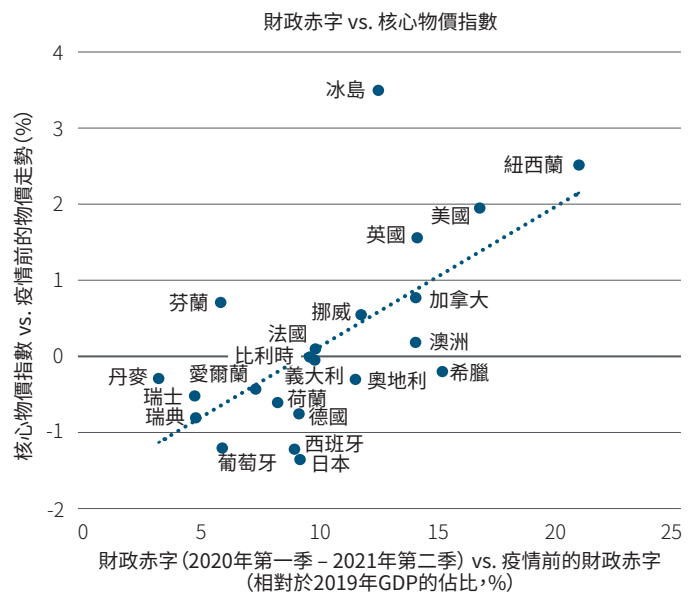
第三，前述各項趨勢促使**央行**提前緊縮貨幣政策—例如大多數已開發國家央行，或是更加積極地升息—例如巴西與其他多個新興國家。

## 2022年展望：「金髮女孩」情境

在前述因素的交互影響下，我們已調降2022年各國的實質GDP成長率預估值。目前我們預期已開發國家GDP成長率將從2021年5%的年度平均成長率，在2022年減速至4%（先前的預估值為4.3%）。2021年下半年，Delta變種病毒疫情在全球輪流爆發，不僅使得各國經濟產出承壓，且可能會對2022年的年度平均成長率預估值帶來負面影響。儘管如此，目前看來經濟產出大致僅受到暫時的影響。高頻統計指標顯示美國與日本經濟在第四季再度加速成長；此外，儘管經濟成長一度暫時受阻，但是中國經濟亦於第三季度加速復甦。另一方面，歐洲在第四季爆發新一波的疫情並衝擊經濟表現，因此預計要等到2022年初才有望加速復甦。

此外，我們亦上調全球各國的通膨預估值。儘管已開發國家通膨一度在2021年第四季攀升至5.1%的高點，但是目前我們仍預估已開發國家通膨終將在2022年底以前降至各國央行的目標水準。美國核心消費者物價指數年增率料將在2022年第一季觸頂並寫下近6%的高點，接著在年底前逐步降溫至2.5%-3.0%。各國財政刺激政策對於當地通膨的挹注程度不盡相同（圖三）；然而商品供應吃緊加上商品與服務的相對價格調整亦是通膨攀升的推手之一。儘管如此，我們持續預期種種推升通膨的要素將逐漸消失，各國經濟將持續從疫情中復甦。故此，2020年與2021年的大規模財政支出將不會再度上演。

圖三：財政支出是多個主要國家通膨升溫的推手



資料來源：Haver Analytics，截至2021年第二季度。

最後，考量近期通膨高於預期的幅度與延續的時間長度，我們一方面預期已開發國家央行將提前進入升息循環，同時針對多個新興國家上調此次升息循環的終端利率預估值。

儘管已開發國家央行的升息速度料將比過去來得和緩，但是我們認為居高不下的通膨以及勞動市場快速復甦，已令央行進一步意識到貨幣政策回歸中性的的重要性。然而，所謂的「中性」政策利率究竟是多高，目前仍充滿不確定性。儘管如此，如同我們在PIMCO長期展望—「轉型時代」—中所說(2021年10月出版)，此次升息循環的政策利率高點料將低於前一次的循環，因為目前全球普遍債臺高築，且央行將設法縮減資產負債表。故此，我們認為各國央行仍有漸進推動貨幣政策正常化的餘裕。

---

## 通膨壓力料將增加升息的次數， 但是各國升息的時間點將不盡相同

---

在已開發國家，英國央行率先於去年12月升息，我們預期加拿大央行亦將在2022年第一季接力升息。目前聯準會有望在2022年3月結束購債計畫並緊接著開始升息，同時將在2022年下半年著手縮減資產負債表。澳洲央行亦可能跟隨著聯準會的腳步，在2022年開始升息。

接著談談新興市場。為了抑制通膨壓力，新興市場已在2021年大幅緊縮貨幣政策，但是我們預期多數國家將在2022年持續升息。儘管新興市場的通膨可望在2022年降溫，但是我們認為未來6到12個月仍難以下降至央行的目標水準。

### 經濟前景面臨更加嚴峻的風險

整體而言，前述各項的預測修正不會改變2022年經濟前景的輪廓：我們預期經濟成長率仍將高於長期趨勢(儘管會放緩)且通膨將降溫，屆時已開發國家的貨幣環境將逐漸緊縮。儘管如此，以下三大風險可能會對我們的基本展望帶來挑戰，並讓投資人面對更加不確定的環境：

**風險情境#1: 通膨持續居高不下。**或許是因為1) 供給吃緊未能獲得緩解(甚至是因為疫情一再爆發導致供給吃緊進一步惡化；2) 原生產力強勁成長的趨勢(至少美國是如此後繼無力)，或是3) 青壯年勞動參與率未能改善與/或移民人口成長停滯，最終導致勞力供給未能逐漸改善。此外，居高不下的通膨數字亦可能推升通膨預期水準，並促使勞工進一步要求加薪，最終助長通膨居高不下的壓力。

**風險情境#2: 新冠肺炎變種病毒株令確診案例大增，進而限制經濟活動。**Omicron變種病毒株具備更強的傳染力，導致近來新冠肺炎確診案例攀升。由此可知，疫情發展仍詭譎多變，且可能對我們的基本面展望帶來潛在風險。目前我們預期近來確診人數增加只會令已開發國家的第一季經濟成長率暫時放緩，第二季起將再度穩健加速成長。儘管如此，我們仍得密切關注新一波的疫情是否會進一步限制資源供給，促使消費者與企業的行為模式改變並降低消費與生產活動，甚至是引發更大的通膨壓力。

**風險情境#3: 金融環境緊縮的速度與幅度高於預期。**每當貨幣政策經歷極度寬鬆的時期之後，接著金融環境可能會出現更加劇烈的轉變。到目前為止，我們認為已開發國家央行已成功地對市場打預防針，讓投資人知道貨幣政策有提前緊縮的可能，但是目前從金融市場的反應可知，投資人預期此次升息循環將相對平緩，且終端利率將維持在歷史低點。展望未來幾個月，美國通膨料將維持在高點一段時間，接著在2022年中下旬逐步降溫；同時，一旦市場預期聯準會可能會更加積極地緊縮貨幣政策，屆時美國金融環境緊縮的速度與幅度將高於預期。

## 「景氣週期快速變化」對投資人的啟示

從PIMCO的經濟展望可知，各式各樣的議題都可能對投資前景帶來顯著影響，特別是央行在縮減極度寬鬆的貨幣政策時，該如何拿捏縮減的速度、幅度、以及方式。

我們將聚焦經濟循環快速邁向後期階段可能衍生的波動性，因為過程中通膨可能會加速升溫並促使央行緊縮貨幣政策—就好比眼前的環境，最終令許多投資人憂心忡忡。

儘管如此，目前資產價格依舊反映晴空萬里的未來，投資人認為央行不用大幅升息也能讓經濟成功軟著陸。然而，歷史告訴我們一件事：貨幣政策在轉彎時，「總是會有事情發生」。

我們認為風險溢酬與殖利率並未反映潛在的下檔風險情境，因此投資人應審慎且嚴謹地建構投資組合。

---

### 秉持長期投資觀點， 觀察短期過度反應

---

儘管2022年初陸續公布的通膨數字料將在市場激起一股憂慮情緒，但是我們認為投資人切勿跟著放大解讀。我們不會根據短期總經觀點制訂重大投資決策，同時將觀察決策官員與投資人是否會對短期資訊做出過度反應。

儘管我們將維持審慎的態度，但是我們偏好將風險報酬特性具有吸引力之信用債納入投資組合，藉此實現優於參考指標之正息差。整體而言，我們對總經前景抱持正向觀點，經濟成長率預計將支持企業現金流量並為投資人創造良好報酬機會。

然而，在總經與金融環境的影響下，各個企業的現金流量可能會出現此消彼長、下滑、甚至完全消失的情況，因此我們必須秉持嚴謹的態度建構投資組合。舉例來說，大致上我們偏好減少對於Beta報酬（意即大盤報酬）的依賴並擴大掌握全球投資機會，分析投資組合在不同情境可能創造的報酬表現，並強化投資組合的流動性與彈性（保留適度的風險預算），以期掌握隨時浮現的投資機會。

接下來，讓我們進一步說明投資組合的布局方向。

### 存續期間與殖利率曲線

**存續期配置：**大致上我們傾向減碼存續期，主要是因為整體的期限結構幾乎已無風險溢酬可言。考量波動性攀升的可能性，我們預期相較於過去，主動管理存續期將成為更重要的超額報酬來源之一。以投資組合配置而言，我們深信存續期將持續扮演平衡與分散配置風險性資產的角色，但是我們亦將時時觀察兩者相關性的潛在變化。

如同我們在長期展望中所說，儘管各種轉型趨勢可能會影響全球經濟活動，但是我們預期未來幾年央行將持續壓低政策利率。對此，市場參與者似乎也抱持相同的觀點，因此有助於緩和整體利率期限結構面臨的壓力。

以信用債或股票配置比重相對較高的投資組合而言，存續期將維持接近中性的配置，且殖利率曲線亦將採取類似的布局。

**殖利率曲線布局：**儘管目前有部分證據顯示過去幾十年導致曲線陡峭化的結構性影響力已下降，但是考量近來短期利率已反映未來升息的前景，我們傾向於針對更陡峭的收益曲線進行布局，但是陡峭的程度料將稍微低於以往。

基於我們對於央行政策利率的長期展望，我們不認為固定收益資產的殖利率將明顯超越目前市場預估的利率水準，因此未來殖利率將呈現區間狹幅整理的格局。此外，我們亦不認為市場參與者會大幅推升長天期利率的期限溢酬。故此，過去影響長天期殖利率走勢的兩大關鍵要素目前都付之闕如。

此外，PIMCO的總經展望亦支持我們對於殖利率曲線的布局觀點，因為通膨壓力料將趨緩並限制未來升息的幅度。然而，我們也深知此一觀點仍存在著不確定性，因為未來的總經環境可能面臨多種不同的情境，因此我們只會對殖利率曲線採取適度的布局，並將風險預算保留給其他投資部位。

此外，我們可藉由多種機會分散殖利率曲線的配置部位，其中包括沿著加拿大、英國、紐西蘭、與澳洲等國的殖利率曲線建立投資部位。

### 信用債券

由於我們認為經濟活動將持續成長，加上市場已準備好迎接全球央行轉趨鷹派的政策態度，因此我們加碼配置信用債—但其中仍有幾點需要注意的地方。首先，我們將以多元方式建立信用債投資部位，其中公司債的佔比將較小，因為信用利差進一步收窄的空間有限。同時間，我們將漸進提高信用指數的投資比重，以此作為公司債的替代投資標的並提升流動性、息差、凸性、與滾動回報，進而兼顧投資組合的分散配置與防禦特性。

我們的信用債投資專家持續在個別信用債身上發掘值得布局的機會，另一方面我們對委託代理模式崩潰對公司債市場流動性構成的結構性挑戰持謹慎態度，此時信用債利差可能大於基本面所呈現的合理水準。

---

**布局多元信用債，其中包括美國非機構不動產抵押貸款證券、特定的後疫情復甦題材、以及個別債券的投資機會**

---

儘管如此，我們預期債券選擇仍將是信用市場主要的報酬來源，其中相較於A級信用債，BBB級信用債更加獲得我們的青睞。此外，我們著手布局特定的疫情復甦題材（旅館、航太、與旅遊產業）—儘管配置比重不高，以及金融機構與有望受惠於關鍵轉型趨勢的產業。

根據PIMCO信用分析師的研究，我們持續在低流動性、高複雜度的信用債身上發掘具有吸引力的風險溢酬，當中值得青睞的資產包括多種結構性產品與資產擔保債券—例如美國非機構抵押貸款證券（MBS）。儘管美國非機構抵押貸款證券的市場規模持續縮小，但是就償債順位與現金流量而言，當中仍潛藏具吸引力的投資機會，且防禦特性相對優於公司債。我們對美國房市抱持正向展望。

另一方面，我們傾向減碼機構抵押貸款證券，因為目前評價已不低廉，且聯準會開始縮減每月的購債規模—其中包括原先每月購買400億美元的機構抵押貸款證券。在聯準會減購債券的過程中、乃至於購債計畫徹底退場，都可能引發市場的過度反應。倘若相對應的參考指標包含抵押貸款證券等成份債券，減持此類證券應有助於改善投資組合的凸性。

PIMCO投資專家在各個國家與區域發掘多個有助於分散信用債配置的投資機會，且我們依據投資策略需求建立投資部位。整體而言，我們對於新興市場的信用債維持審慎觀點。

由於公開交易的信用債市相對易於投資，因此投資評價常顯得較為昂貴；相較之下，私募信貸市場的評價並不昂貴，因此對於有能力承擔較高風險的合格投資人而言，當中仍有特定機會值得投資人將私募資產納入低流動性的投資部位之中。

### 通膨連結債券

我們認為通膨連結債券可作為對抗通膨風險的分散配置標的，並將其視為獲取部分信用Beta的替代投資工具。除了PIMCO分析師發掘的特定相對價值投資機會，我們料將對全球通膨連結債券維持中性配置。此外，聯準會購債計畫終將告一段落，屆時美國抗通膨公債將失去一股關鍵的支持力量。



## 貨幣與新興市場

目前，相互拉鋸的力量正在影響主要國家的貨幣表現。故此，我們預期對美元將維持在接近中性的配置，因為即便聯準會展現鷹派態度料將有利於美元表現，但是美國背負龐大的經常帳赤字以及仰賴外資彌補赤字缺口，將對美元長期表現帶來負面影響。我們預期美元投資部位的大小將取決於其他貨幣本身的投資吸引力與配置比重—例如特定新興市場貨幣；同時間，十大工業國貨幣則相對欠缺投資機會。

以新興市場當地貨幣債券與外債而言，考量此類資產具備的波動性—尤其是美國開始緊縮貨幣政策，我們得密切監控各種風險。

---

### 以多元配置投資組合的角度而言， 特定的新興市場投資機會具有吸引力

---

儘管如此，以多元配置投資組合的角度而言，加上我們傾向減持公司債，我們認為新興市場債券仍具備多種投資吸引力。

準確來說，儘管新興市場過往呈現的波動性確實不容小覷，但是我們之所以認為新興市場債券目前具有吸引力，乃是因為價格已大幅下滑並已反映極度悲觀的情緒。正因如此，即便新興市場在2021年表現欠佳—特別是新興市場當地利率，如今新興市場的實質殖利率反而明顯高於已開發國家，且這一層緩衝空間將有益於投資組合的分散配置。

以新興市場貨幣而言，目前我們看到部分的投資機會，並將其視為流動性相對較高的新興市場投資工具。對於新興市場投資人而言，非系統性的風險報酬因子始終不容忽視，故此我們將借重PIMCO投資專家的研究洞見，持續從中發掘投資價值。

## 股票

正如PIMCO資產配置團隊在最新發布的展望—「轉型時代的投資機會」—中所提，趨緩、但維持正成長的企業盈餘令我們對全球股市維持正向觀點。儘管如此，我們正著手準備迎接循環後期的市場環境，進一步聚焦證券選擇。回顧過往的循環後期階段，大型股與高品質股票常表現領先。此外，具備定價能力的企業亦表現突出。長期而言，半導體產業有望締造領先表現，因為我們在長期展望中提到的各種轉型主題將為半導體帶來強勁需求，其中包括數位化以及各種淨零碳排的倡議。通膨趨勢料將對本益比帶來負面影響：根據我們的基本預測，股價可能會因此下跌數個百分點。

## 商品

原物料市場的前景則依據商品類型而有所不同。儘管我們相對看好能源價格，但是我們預期美國原油產量增加將限制國際油價的漲幅；好消息是美國能源產業的資金運用較過往循環更有紀律，因此原油增產的速度將較為緩慢。強勁的出口需求支持天然氣價格，但是美國提高產量令我們較為審慎看待2022年天然氣價格的前景。根據我們的研究模型，黃金價格的表現明顯落後實質殖利率，使得金價逼近15年來的低點。儘管如此，以短期的角度而言，我們認為金價只是略偏低廉而已。此外，我們認為碳交易市場具有吸引力，因為全球從棕色轉型為綠色經濟的過程中，碳交易市場料將獲得強力支持。前述利多趨勢與當前具有吸引力的評價，促使我們將加州碳交易市場列為首要的大宗商品投資題材之一。

## 所有資產類別

從大宗商品到債券，無論投資人考慮布局前述何種資產類別，我們預期未來的市場波動性將高於常態，因此必須經常重新評估投資組合的因子曝險部位。我們在採取長期觀點的同時，亦將持續評估短期的投資環境。

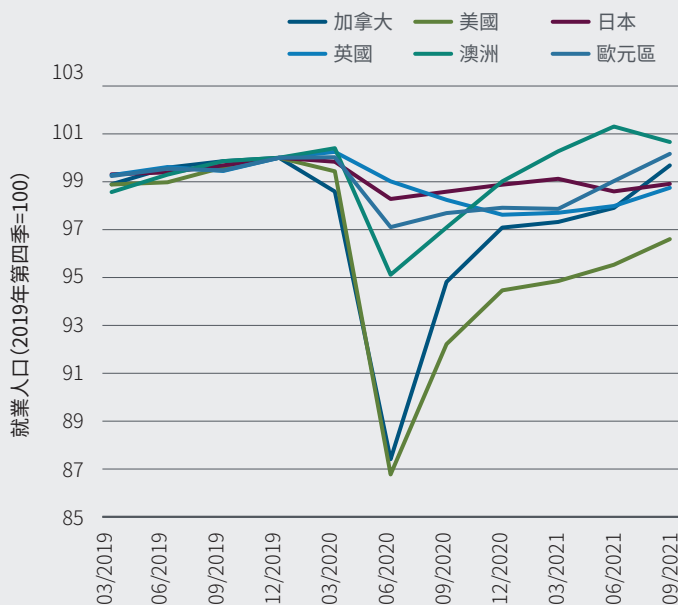
## 週期展望焦點

### 已開發國家勞動市場緊俏

根據Haver Analytics的統計，此次疫情危機引發近代史上最嚴重的經濟衰退，隨後又造就史上最快速的復甦——尤其是勞動市場。儘管如此，各個已開發國家內部與彼此之間的勞動市場復甦力道不均且各不相同。勞動市場的緊俏程度、薪資上漲的壓力、以及薪資漲幅轉嫁到消費者物價指數的幅度將是左右貨幣政策前景的關鍵。

我們對比六個已開發經濟體並從中找出勞動市場相對緊俏的國家。圖四顯示疫情爆發至今，整體就業人口比例的增減趨勢。然而，各國採取的無薪假制度不盡相同，因此使得國與國之間對比更加困難。我們分析各種勞力供給與求職摩擦等統計數據，發現美國勞動市場的緊俏程度名列第一，其次為澳洲與英國。各國勞動市場的緊俏程度亦反映在央行的政策行動之上，其中英國央行已升息，聯準會與澳洲央行則暗示將在2022年進入升息循環。

圖四：已開發國家就業人口增減趨勢—疫情前 vs. 疫情後

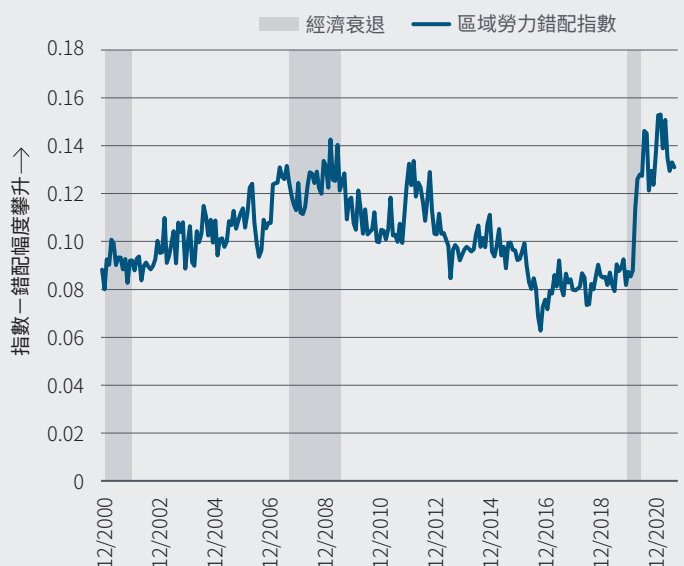


資料來源：Haver Analytics、PIMCO，截至2021年第三季。

\* 歐元區 = 法國、德國、義大利、西班牙

美國勞動市場之所以如此緊俏，主要有以下幾個原因。首先，美國主要仰賴失業保險——而非無薪假——因應疫情對勞動市場造成的影響，導致美國勞工重回職場的意願較低。其次，根據多項調查報告的結果，美國民眾比其他國家更擔心染疫的風險——這或許也是美國勞動參與率下滑幅度高於其他國家的原因之一。第三，美國民眾財富增加的幅度較大，且美國以私部門退休金計畫佔大宗，因此民眾可以更有彈性地選擇退休時間。最後，求職摩擦 (search frictions) 的現象在美國亦可能更加顯著。遠距工作的比例攀升，導致工作機會與勞力供給的所在地出現明顯錯配——圖五。

圖五：美國區域勞動市場錯配指數



資料來源：Lazear與Spletzer(2012) Haver Analytics、PIMCO，截至2021年8月。

故此，美國薪資通膨攀升的幅度亦高於其他已開發國家。目前，美國薪資通膨主要集中在所得水準較低且求職摩擦特別高的服務業。儘管如此，薪資最終對於通膨帶來的影響程度亦將取決於生產力，且美國的生產力向來高於其他國家。

從各項指標來看，美國勞動市場確實較為緊俏。儘管如此，若將生產力納入考量，勞動市場對各個已開發國家造成的通膨壓力似乎不相上下。

### 新興市場：成長動能趨緩，聚焦非系統性因素

身為全球經濟的關鍵支柱，儘管新興市場與已開發國家正面臨許多相同的阻力與助力，但是各個新興國家常具備不同的特性，進而造就非系統性的投資風險與機會。2022年新興市場的總經前景好壞參半，經濟復甦進入成熟階段將導致成長動能趨緩，同時通膨仍高於央行目標且持續攀升。此外，各個新興國家的疫情變化、對於大宗商品的依賴程度、與抵禦全球衝擊的能力各不相同，加上每個國家各自面臨不同的非系統性事件，將使得各國經濟復甦的速度呈現顯著落差。倘若美國進一步拉開相對於歐洲與中國的經濟復甦差距，2022年各個新興國家的復甦落差亦可能進一步放大。我們預期巴西、俄羅斯、印度、與墨西哥 (BRIM) 等四國的GDP加權經濟成長率將從2021年7.5%的年增率，在2022年放緩至4.1%。新興市場的經濟活動有望在2022年上半年回到疫情前的水準。

通膨仍是左右新興市場週期展望的關鍵要素，目前整體通膨與核心通膨均高於央行目標。儘管已有部分跡象顯示新興市場的通膨料將降溫—例如近期的生產活動趨勢與減緩的成長動能，但是我們預期2022年巴西、俄羅斯、印度、與墨西哥等四國的整體通膨年增率將與2021年一樣維持在6.2%的水準，且不排除有進一步攀升的風險。

未來幾個季度，新興市場的貨幣政策可能會收緊—特別是新興歐洲與拉丁美洲。此外，我們預期大多數新興市場的財政脈衝將在2022年呈現萎縮走勢，因為各國將收回疫情期間推出的財政刺激措施，避免2020年與2021年累積的龐大財政赤字進一步擴張，藉此穩定政府負債比例。

整體而言，新興市場的外債規模可能會在2022年略微增加，但是我們認為穩定的資本帳收支、彈性的匯率政策、以及國際貨幣基金會在2021年分配的特別提款權有助於改善新興國家的外匯存底—特別是體質脆弱的國家，因此新興市場的外債償付能力應可獲得支持。疫情爆發之後，新興市場的主權評等一度接連遭到調降，如今降評趨勢已止穩，因此我們認為未來6到12個月新興市場主權評等進一步遭到調降的風險不高。相反地，我們必須聚焦特定的新興市場風險因子，其中包括巴西與匈牙利的大選，以及俄羅斯與烏克蘭之間的情勢再度升溫。

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。**原物料**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。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。**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。儘管有關有價證券一般由政府、政府機構或私人擔保人提供擔保，但並不保證擔保人將履行其責任。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。**政府發行的通脹連結債券 (ILBs) 為固定收益證券，其本金價值依據通脹率定期調整；當實質利率上升，通脹連結債券的價值隨之下降。美國政府發行的抗通脹美國公債 (TIPS) 即是通脹連結債券。**私募信貸涉及投資帶有低流動性風險的非公開交易證券。投資於**私募信貸**的投資組合可能以槓桿策略進行操作，並涉及投機行為，進而增加投資虧損的風險。多元分散概不擔保絕無損失。

**超額報酬 (Alpha)** 係用以衡量風險調整過後的績效，計算方法是比較投資組合的波動幅度 (價格風險) 與其相對於基準指數的風險調整後表現；高於基準指數表現的 alpha 係數稱之為超額報酬。**Beta** 係數是衡量價格相對市場變動的敏感程度。市場的 Beta 係數為 1。**存續期間**為衡量債券價格對利率敏感度的方法，以年為單位。

本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指一項證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均及投資組合經理人對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證一項證券的估值可締造利潤或保障免受虧損。

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。個別券種或發行人的品質評等，旨在反映該券種或發行人的信用價值，從標準普爾、穆迪與惠譽分別賦予的 AAA-Aaa 或 AAA (最高評等)，到底層層的 D-C 或 D (最低評等)。

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。

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，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。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

本資料包含基金經理人現階段見解，相關見解有可能有所異動，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。本文資訊均取自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。

PIMCO 僅向合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，本基金得依裁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 (構成以本金分配)。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之本金中扣除，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) 可能導致台端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 (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。