



資產配置展望  
2021年12月

# 轉型時代的投資機會

全球經濟進入轉型時代，投資機會與投資風險將隨之轉變。

## 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

- 展望2022年，我們預期全球經濟將延續正成長，眼前居高不下的通膨可望在2022年逐漸降溫。儘管如此，我們不排除通膨有高於預期的風險。由於我們認為全球經濟仍處於循環中期階段，因此我們維持加碼風險性資產。
- 整體而言，我們對股市維持正向觀點，並偏好能夠驅動長期科技與永續發展革新的企業。
- 另一方面，我們必須以均衡的角度看待利率、信用債、與外匯市場等個別資產。我們認為央行升息可能導致政府公債殖利率呈現上升趨勢，但是對於多元資產組合而言，存續期仍可發揮分散風險的效果。我們認為新興市場貨幣的投資價值優於已開發國家。
- 我們微幅加碼信用資產，並且認為證券化資產的投資價值具有吸引力—尤其是美國非機構房貸證券。

我們預期未來10年將與過去10年截然不同。

PIMCO在最新發布的長期展望2—「轉型時代」—詳細說明科技革新、綠色能源倡議、以及更加普惠的社會與經濟政策等關鍵趨勢，不僅將對全球經濟帶來顛覆並造就具有吸引力的投資機會，同時也將對多元資產投資組合帶來多項深遠的意涵。轉型時代將造就新的市場典範，並為主動式投資人帶來值得把握的投資風險與機會。

根據PIMCO對於2022年的基本展望，我們對全球經濟前景抱持正向觀點，預期全球經濟將維持正成長，且短時間內通膨將維持在高檔。儘管如此，我們認為通膨終將在2022年降溫，但是確切的時間點難以具體掌握，且不排除有通膨高於預期的風險。然而，我們認為成長型資產—例如股票與信用債—應可望在未來1年締造正報酬。另一方面，如同我們曾在年中資產展望所提及，PIMCO預期各個產業與區域的報酬分歧程度將更加顯著。儘管更加分歧的報酬表現是景氣循環中期的典型特色，但是我們認為前述轉型時代下的各種長期趨勢可能會進一步放大報酬分歧程度。



在新的景氣循環下，投資人該如何辨別「贏家」與「輸家」？如何發掘投資機會並掌握與眾不同的報酬來源？本文將從經濟活動的「基本面」出發，探討未來可能對整體經濟成長與通膨帶來影響的部分關鍵轉型趨勢，及其在各個產業與區域造就的具體投資機會。我們將從勞動市場、科技、交通運輸、與能源等四個層面切入並探討當中的趨勢。

### 轉型中的勞動市場

新冠肺炎疫情對全球經濟帶來各種結構性影響，其中影響最為顯著的莫過於勞動市場，各種暫時性與長期因素引發勞力短缺的問題。回顧2021年，新冠肺炎疫情反覆延燒、政府提供失業津貼、以及照顧子女等短期因素，令全球面臨勞力短缺的壓力。然而，隨著疫苗接種持續展現成效、變種病毒株對經濟活動的影響獲得控制、孩童回到校園、以及政府減少失業津貼並促使更多勞工重回職場，勞力短缺的問題將率先獲得緩解。然而，限制移民的政策仍可能加劇中長期勞力短缺的壓力。

儘管造成勞力短缺的短期因素大多可逐漸獲得緩解，但是勞動市場經歷的結構性改變將對企業與經濟活動帶來長期、甚至永久的挑戰。舉例來說，選擇提前退休的民眾大多不會重回職場，且過去一年的防疫生活也對民眾的生活習慣與行為模式帶來顯著改變。此外，消費需求改變原本就已導致勞工技能錯配的現象；如今疫情帶動「國內移民」的風潮，讓技能錯配的問題更加嚴重。然而，即便企業不斷調高薪資水準，但是那些受到影響的產業持續面臨缺工的問題（圖一），部分受到嚴重影響的產業—例如餐飲業—最終被迫歇業。儘管16到24歲年齡層的勞動參與率普遍已反彈回升，但是55歲以上的勞動參與率未見改善跡象，因此結構性缺工的壓力可能持續不退。此外，勞資談判的籌碼罕見地傾向勞方，各國勞工開始要求加薪並改善工作條件。換言之，儘管我們認為通膨將在2022年趨於和緩，但是薪資上漲仍可能使得通膨高於我們的預期。

圖一：美國勞力短缺與薪資通膨



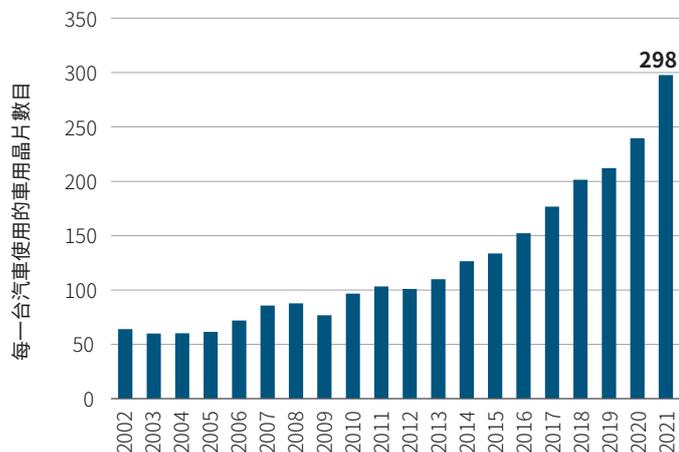
資料來源：全美獨立企業聯盟、亞特蘭大聯邦儲備銀行，截至2021年8月31日。薪資成長率係依12個月移動平均值。

### 科技加速革新，晶片短缺

新冠肺炎疫情暴露全球供應鏈的脆弱程度，以及數位轉型造成的長期供需失衡問題。面對疫情帶來的短期挑戰與其他長期結構性因素，半導體產業正身處這股供需失衡的壓力中心。消費者在防疫封城期間大量購買電子產品，導致晶片需求大幅增加。同時間，勞力短缺、氣候事件、以及疫情導致供貨延宕等因素影響晶片產能，進而使得晶片供給嚴重吃緊。目前半導體的產量與產能利用率似乎已回到全速生產的狀態，因此我們預期晶片供應鏈的壓力料將在未來6到9個月趨於緩和。

儘管如此，早在疫情爆發之前，半導體產業的供需結構已接近臨界點。新車款（包括電動車；圖二）、新手機（5G手機）、與其他連網裝置高速普及，對半導體掀起一波極大的需求熱潮，且需求之大超出許多產業領袖與觀察家的預期。例如，圖二突顯了新車中半導體平均數量的顯著增加。姑且不論疫情帶來的挑戰，我們預期晶片的需求將維持穩健成長速度，但是晶片產能增加的速度則較為緩慢。全球規模最大的晶圓廠預期未來晶片供給將持續吃緊，因為新型態的應用—例如綠能、元宇宙、與自動化技術—將推升晶片需求量。我們認為目前投資人並未充分認知未來幾年半導體市場將面臨的改變，且半導體供應鏈上的企業將締造差異化報酬。

圖二：每一台新車平均使用的半導體數量持續增加



資料來源：高盛，截至2021年9月。每一台汽車之車用品片數量係依全球車用微處理器與車用類比半導體之出貨量，除以全球汽車產量。2021年統計數字係依前三季度之年化數字。

### 交通運輸產業的波動性

船運量能吃緊亦是今年全球供需失衡的因素之一。在防疫封城期間，消費支出從服務轉移到實體商品，導致商品的需求量暴增，連帶使得跨太平洋航線的貨運量較疫情爆發前增加28%。除了疫情擴散導致多條航線壅塞之外，長賜輪堵塞蘇伊士運河的事件亦對全球船運量能帶來衝擊。在中國，政府對於清零政策的堅持以及多起氣候天災事件帶來的嚴重衝擊，導致全球規模最大的港口被迫關閉。這些事件交互影響並使得全球船運量能更加吃緊，最終導致上海到洛杉磯的船運價格史無前例地暴增十倍之多（圖三）。

我們預期今年冬季船運壅塞的問題將趨緩，特別是農曆新年過後出口需求將進入淡季，進而稍微降低船運壅塞的壓力。然而，強勁的長期趨勢將持續支持貨品的消費需求。此外，綠色轉型趨勢意味著各國將大幅增加基礎建設的資本支出，同時線上購物日益普及將持續帶動進口需求成長——尤其是亞洲。故此，我們預期船運價格與交貨時間只會緩步下降，預計要到2023年才有望看到市場回歸正常與均衡，因此全球船運公司將進一步表現受惠。

圖三：2021年船運價格大漲且美國供應商交貨時間大幅延長



資料來源：彭博、里奇蒙聯邦儲備銀行，截至2021年9月30日。

### 關於能源產業

就各個層面而言，2021年的大環境對能源市場極為有利。各種氣候事件——Ida颶風、旱災頻傳、歐洲風場異常減弱——與中國限制開採煤礦等因素，導致全球能源價格飆漲。在歐洲，天然氣價格打破歷史新高，促使歐陸國家無不仰賴俄羅斯進口的天然氣，同時盼望今年冬天不會籠罩在嚴寒之中。寒冷的冬天可能會進一步造成能源的需求破壞（demand destruction）——特別是能源密集產業，屆時恐令金屬與肥料等其他大宗商品的價格持續高漲。此外，暖氣費用呈現兩位數漲幅，可能拖累消費者信心與非核心消費支出。全球對於這場能源危機的因應方式預料將對整個投資環境帶來深遠影響。到目前為止，能源進口國普遍認為發展可再生能源是降低能源依賴度的解決之道，因此多數國家已大幅降低可再生能源的發電成本。此外，由於太陽能與風力發電廠所需的興建時間非常短（3到12個月），且中國、印度與南歐國家目前仍有許多易於開發與符合經濟效益的機會，故此未來可再生能源的投資活動預計將加速成長。

## 對於多元資產投資組合的啟示

根據PIMCO動態因子模型得出的分析結果，目前我們仍處於景氣循環的中期階段。然而，偏高的投資評價使得風險性資產更容易受到外部事件與政策誤判的衝擊。

未來隨著貨幣與財政刺激政策開始退場，加上政府希望將支持經濟成長的重擔交棒給私部門，我們認為政策誤判的風險已進一步增加。換言之，「肥尾事件」發生的機率也隨之攀升（意即更加分歧的正面與負面事件）。在左尾事件的情境下，通膨可能將維持在高檔並迫使央行提前緊縮貨幣政策，屆時債臺高築的國家將面臨經濟成長的阻礙。在右尾事件的情境下，龐大的個人儲蓄將進一步支持消費成長，同時基礎建設投資需求將刺激投資活動與生產力改善，進而造就良性循環並有望帶動經濟蓬勃成長。考量未來可能面臨的肥尾事件，投資人更需針對每一類資產以及跨資產精挑細選投資標的，並保有因應總環境改變的能力。

以投資組合的布局而言，2022年我們持續對股市抱持正向觀點。一如我們在長期展望中所述，未來各個區域與產業的表現將出現顯著落差，因此投資人必須採取更加審慎且靈活的選股策略。我們一方面將聚焦各區域與產業的相對投資價值，同時保持足夠的彈性以期在市場波動浮現時，伺機增持值得寄予高度信念的投資機會。

就已開發國家而言，我們維持加碼美國股市，其中又以週期性成長產業作為加碼重心。此外，日本股市亦值得布局，因為投資評價具備緩衝空間，且易受惠於週期性經濟成長動能。另一方面，歐洲股市的投資前景則面臨較大挑戰：不利的產業組成、能源價格上漲、以及冬天可能迎來新一波的疫情爆發等因素，將在短期內對歐洲股市帶來顯著的下檔風險。

以新興市場股票而言，我們持續看好特定亞洲股市，同時我們正密切關注中國的法規環境以及亞洲地緣政治局勢的演變。目前我們維持加碼新興亞洲股市，並以科技硬體與設備產業作為布局重心，因為此類產業將成為亞洲與全球經濟成長的基石。

以產業配置的角度而言，我們維持青睞數位化與永續發展等長期成長趨勢，其中我們認為半導體製造業者、工廠自動化設備供應商、綠色能源、與行動通訊設備供應商都將表現受惠，且我們預期此類產業將在投資組合的建構流程扮演關鍵角色。同時間，我們搭配布局可受惠於通膨升溫環境的投資標的，且此類企業已樹立高度產業競爭門檻與強勁的定價能力，因此可藉由調漲價格坐收通膨帶來的效益—例如全球船運企業。

以其他資產類別而言，在眼前的景氣循環階段，我們必須以均衡的角度看待利率、信用債、與外匯市場等個別資產。我們認為在接下來的景氣循環階段，預計央行升息將導致政府公債殖利率呈現上升趨勢，但是對於多元資產投資組合而言，存續期仍具分散風險作用。故此，我們將維持部分的存續期部位。我們在多元資產投資組合維持小幅度加碼美國抗通膨公債（TIPS）。儘管平衡通膨率已大幅攀升，但是考量未來幾個月可能發生的右尾風險情境，我們認為尚未完全反映合理的通膨風險溢酬。

以信用債而言，我們認為公司債的評價普遍已不便宜，且在當前的景氣循環階段，剩餘的經濟成長動能對於股市的助益大於信用債市。故此，除了PIMCO信用分析師發掘的獨特投資機會，整體而言我們認為公司債利差收窄的機會微乎其微。另一方面，我們認為證券化資產的投資價值仍具吸引力—尤其是美國非機構房貸證券，因為目前美國消費者財務體質與房市表現皆強勁，促使美國非機構房貸證券的信用品質改善，但是相對於公司債的利差仍處於低廉水準。最後，以外匯市場而言，我們的評價模型顯示美元評價仍高—尤其是相對於新興市場貨幣。儘管如此，我們不應就此認定美元將表現疲弱，因為目前新興國家的經濟活動與央行持續面臨挑戰。

我們預期將對大宗商品維持中性觀點，但仍將從中觀察潛在投資機會。儘管原油等大宗商品具備正滾動收益並可作為潛在報酬來源，但是大宗商品的報酬前景主要仍取決於短期的供需狀況。以貴金屬而言，考量目前的實質殖利率，我們認為黃金價格已攀升至合理價位。

## 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配置策略，摘要如下。

### 整體風險



由於我們認為全球經濟仍處於循環中期階段，因此我們維持加碼風險性資產。儘管如此，風險性資產的評價似乎已充分反映利多因素，因此接下來更容易受到外部事件與政策失誤的衝擊，投資人必須有紀律且均衡地建構投資組合。此外，面對可能分歧的經濟成長環境，投資人更需針對每一類資產以及跨資產精挑細選投資標的，並靈活因應總經環境的改變。

### 股票



在貨幣寬鬆與財政刺激政策的支持下，我們對股市維持正面的投資展望，關鍵在於審慎挑選投資標的。我們希望發掘能夠長期引領綠色與科技顛覆趨勢的企業，並持續在美國與日本股市發掘受惠於「轉型時代」的標的。另一方面，歐洲與新興國家持續面臨經濟成長挑戰與非系統性風險，因此投資吸引力略遜一籌。此外，旅遊住宿等景氣循環產業以及有望受惠於美國基礎建設法案的特定工業類股亦是值得關注的焦點。

### 利率



由於央行升息預料將促使政府公債殖利率在接下來的景氣循環走升，因此我們維持減碼存續期。由於各個區域的經濟環境互異，因此面對不同步的央行政策，投資人必須採取分散配置策略。目前美國是我們最大的存續期減碼國家，因為目前在各國央行之中，聯準會對於調整貨幣政策的時間點與幅度釋出最為具體的訊號。儘管如此，我們對於整體存續期的減碼幅度仍有所限制，因為一旦經濟成長面臨負面衝擊，高品質的存續期仍是分散配置風險性資產的首選。

### 信用



我們微幅加碼信用資產。我們認為證券化資產的投資價值具有吸引力—尤其是美國非機構房貸證券，因為信用品質持續改善的同時，相對於公司債的利差仍處於低廉水準。目前企業的資產負債表大致仍健全，但是公司債評價普遍已不低廉，且除了PIMCO全球信用分析師團隊發掘的獨特投資機會，整體而言我們認為公司債利差收窄的機會微乎其微。

### 實質資產



根據我們的基本展望，短時間內通膨將持續攀升，接著在2022年逐漸下降。儘管如此，我們無法排除通膨攀升或下降幅度高於預期的可能。考量目前的資產評價與PIMCO的通膨展望，我們對實質資產維持正向觀點，並偏好不動產投資信託與工業金屬等易與經濟成長連動的資產。此外，適度配置通膨連結債券亦有助於抵禦通膨風險對傳統利率資產帶來的威脅。

### 貨幣



由於目前尚未看到值得寄予高度信念的投資機會，加上外匯市場波動性居高不下，因此目前主動式貨幣投資部位並不高。相對於其他已開發國家貨幣，我們對美元採取偏中性觀點，因為美國具備相對較為強勁的經濟成長力道，應可抵銷美元評價偏高帶來的不利影響。相對於新興市場貨幣，美元、歐元、日圓等已開發國家貨幣的評價已不便宜，因此我們對新興市場貨幣採取小幅度的加碼配置。儘管如此，這不代表已開發國家貨幣未來將表現弱勢，因為新興國家的經濟活動與央行政策持續面臨挑戰，因此我們正密切觀察未來趨勢。

**過往表現並非未來業績的保證或可靠指標。**

**關於風險：**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臆測之市場狀況、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。

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。

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、估計及若干資料均係得自專有研究結果，不應視同投資建議，或任何特定證券、策略或投資產品之推薦。概不保證必能達到文中所述的投資表現。

本資料包含作者現階段見解，但未必為PIMCO看法，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之發布僅供參考之用，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一般向合資格機構、金融中介和機構投資者提供服務。個人投資者應聯絡其金融專業人員，以根據個人的財務狀況確定最合適的投資選項。本資料並不構成於任何司法管轄區向任何人士作出屬於違法或未獲授權之要約。**品浩太平洋證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理**。本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段68號40樓，電話為(02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(110)金管投顧新字第020號。過往表現並非未來業績的保證或可靠指標，且不保證未來將可取得類似的回報。PIMCO是Allianz Asset Management of America L.P.在美國和全球各地的商標。©2021年，PIMCO。