



長期展望

2021年10月

轉型時代

隨著宏觀經濟格局歷經長期關鍵轉型，
投資人應該為進入陌生領域做好準備。

重點摘要

- 對比疫情前的新常態十年，未來五年全球經濟可能經歷更多的不確定和波動、經濟成長與通膨也將出現更加分歧走勢。
- 推動全球長期轉型的三大趨勢包括：綠色能源轉型、新興科技加速普及、分享共融經濟成果。
- 考量目前的資產評價，以及未來可能面臨顛覆、對立、與分歧，各類資產的長期報酬料將下降且波動更加顯著。儘管如此，能夠駕馭困境的主動式投資人，應可從中發掘良好的超額報酬機會。
- 隨著經濟持續復甦，我們認為利率將在短期內出現上升風險，但長期而言，我們預期利率將維持區間波動，為核心債券配置帶來較低水平的正報酬。整體而言，我們仍然看好股市，但預期各區域與產業的表現將出現顯著差異。此外，我們預期私募信貸與房地產經過疫情危機的洗禮後，未來將展現具吸引力的報酬潛力，因此我們將積極掌握投資機會。

作者：

Joachim Fels (費約信)
全球經濟顧問

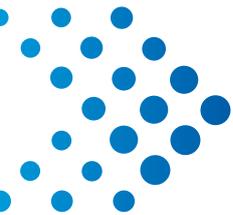
Andrew Balls (波以斯)
投資長
全球固定收益

Dan Ivascyn (艾達信)
集團投資長

今年適逢PIMCO成立50週年，我們於9月舉辦第40屆PIMCO年度長期展望論壇。儘管今年再度取消實體會議，與去年一樣改採網路論壇的形式舉辦，但是我們特邀的演講嘉賓（請見側欄）、PIMCO全球諮詢委員會、以及內部的跨部門主題式團隊等全球投資專家在會中發表真知灼見，我們的全球投資專家透過視訊會議深入探討未來5年後疫情時代的全球經濟、政策、政治、與金融市場展望，並討論其對投資人投資組合的影響。以下是此次論壇的結論。

投資論點

從金融危機爆發之後，直到新冠疫情爆發之前，全球經歷「新常態」的十年：穩定、但低於長期趨勢的經濟成長率、低於央行目標的通膨、平穩的波動環境、以及可觀的投資回報。如今，「新常態」正快速離我們而去，未來投資人與政策制定者將面臨截然不同的長期宏觀經濟環境。政策制定者將面對不確定性更高、起伏更加顯著的經濟成長與通膨環境，一路上可能會不時掉入政策陷阱。面對充滿顛覆、對立、與分歧的環境，資本市場的整體報酬率料將低於過去，且波動性將更為顯著。儘管如此，主動式投資人若可穩渡艱鉅的投資環境，應可從中發掘良好的超額報酬機會。



三大趨勢可望主導全球經濟和市場重大轉型

初始情況

今年PIMCO長期展望論壇延續2020年的主軸—「顛覆因素升級」—並進一步延伸。在去年論壇上，我們認為新冠疫情將使得四大長期顛覆因素升級：中美對立、民粹主義、科技革新與氣候變遷。

經歷過去一年的變化與發展，進一步強化了我們的預測。中美關係不但持續緊張，在拜登政府領導下更越演越烈。許多國家出現民粹主義和兩極化趨勢，而控疫封鎖措施和接種疫苗引發的政治分歧使這些情勢升溫。疫情加速數位化與自動化發展的進程。極端氣候在多個國家釀成嚴重的生命與經濟損失，並造成能源市場大幅波動。在此次論壇討論中的結果，我們認為在可預見的未來，四大長期顛覆因素依然活躍。

除此之外，疫情引發經濟衰退並促使各國推出刺激政策，進而導致公私部門的債務大增，亦是左右長期展望的關鍵要素。雖然借貸成本接近、甚至寫下歷史低點，債務水平創新高並不會引發立即性的威脅。然而，槓桿上升意味著公私部門的資產負債表變得更加脆弱，較易受到負成長與正利率的衝擊，最終增加主權與民間借貸的穩定性風險。此外，以財富相對所得比率衡量，沉重的債務和高度金融化的經濟體，可能局限央行在不引起嚴重經濟困境的情況下，大幅升息的能力—我們將在後續章節探討金融市場對於利率的敏感度，及其對貨幣政策的影響。

最後但同樣重要的是，此次疫情迫使或鼓勵許多民眾停下腳步，重新思考生活模式，以及如何生活與工作之間取得平衡。雖然現在為時尚早，難以得知人們的偏好會否和如何出現轉變，以及這些變化將持續多久，但是我們很有可能看到他們在工作與休閒、居家工作與重回辦公室、以及在某些行業與工作地點方面的偏好將出現顯著改變。此外，疫情結束後，許多人可能不再想要長途旅遊或是參加大型活動，消費型態可能因此永久改變。我們在預測長期經濟結果時更應虛懷若谷，這也印證了我們早前提出總觀經濟不確定因素將在未來數年升溫的觀點。

長期驅動因素

在論壇研討期間，我們指出三大趨勢將會對全球經濟與市場帶來重大轉變。

從許多理由來看，「淨零碳排」世界是個可取的目標，但過程不會一帆風順

從棕色經濟轉型為綠色經濟。隨著全球選民與消費者的意識抬頭，各國政府、主管機關、與企業正在加快減碳的腳步，期望在2050年實現淨零碳排的目標。換言之，未來幾年公私部門必須長期加強可再生能源的投資力道。過程中，儘管私部門將肩負實際執行的重責大任，但美國兩黨通過的基礎建設法案以及歐盟新世代基金，將在未來5年大舉投資「綠色」基礎建設，協助推動綠色經濟轉型。

當然，煤炭和石油等棕色能源產業的投資減少與資本耗損，可能局部抵銷私人與公共範疇對潔淨能源支出的增幅，但應該不會完全抵銷。在轉型過程中，能源供給可能會受到影響並導致能源價格攀升，進而拖累經濟成長動能並推升通膨——近來中國與歐洲面臨的挑戰就是最好證明。此外，由於在轉型過程中會產生贏家與輸家，因此可能形成政治反對聲浪，以應對棕色能源產業職位流失、碳稅和價格上升或導致進口價格昂貴的碳邊境調整機制。儘管出於多種原因（包括經濟原因）來實現「淨零碳排」目標，但過程不會一帆風順。

新興科技加速普及。根據去年發布的長期展望，我們預期新冠疫情將加速數位化與自動化趨勢發展。根據最新數據顯示，企業對於科技資本支出大幅增加。借鑒歷史，當投資出現類似增長時（例如：1990年代的美國），生產力也同時加速增長。隨著生產力在過去一年急增，期間的發展顯示相同的情況可能再次出現，而經濟週期性復甦也明顯發揮作用。我們仍須觀察近來企業對於科技資本支出與生產力成長究竟是一次性的現象，還是強勁成長趨勢的開端，但目前的數據顯示，疫情確實催化新興科技加速普及。

整體而言，數位化與自動化趨勢將創造新的就業機會，並提高現有工作生產效率，進而帶動更強勁的經濟表現。不過，同樣的顛覆趨勢，也將帶來負面影響：部分工作機會將因此消失，欠缺合適技能的勞工可能找不到新工作。一如全球化帶來的影響，數位化與自動化可能加劇分配不均的問題，支持極左派與極右派民粹政策的聲浪料將進一步抬頭。

許多政策制定者與社會都致力解決 日益嚴重的所得與財富不均問題，以期 創造共融經濟成長

分享共融經濟成果。第三個可能出現的轉型趨勢，是各國與政策制定者將致力解決日益嚴重的所得與財富不均問題，並創造共融經濟成長。中國領導人近期關注「共同富裕」的議題就是最新的例子。目標是希望藉此縮小民間財富與所得的差距。截至本文撰稿為止，美國民主黨提出一套規模3.5兆美元的「軟性基礎設施」投資方案，主要是集中在健全全民醫療保險等社會安全網計畫，同時也包含擴大其他多項政策——例如提高勞工家庭的子女撫養免稅額度、全民免費幼兒園、以及免費社區大學。雖然即將提交國會審議的法案規模可能明顯縮水，但是此項法案至少可為未來類似的政策成功開啟先例。

與此同時，由於投資人越來越重視環境、社會、與治理（ESG）議題，加上企業出於自身的利益考量，未來許多企業將致力改善工作環境、薪酬結構、以及員工多樣性。根據非正式的資料顯示，許多企業的勞資談判籌碼已開始從資方轉到勞方身上，進而提升勞工的談判能力。然而，此一趨勢能否延續下去仍不得而知，我們也無法判斷新科技與居家工作的型態最終是否會讓企業將更多工作機會委外到國內外工資較低廉的地區，並反過來鞏固、甚至提升企業主的談判能力。

宏觀經濟啟示

全球進入轉型時代，各種顛覆趨勢與政府干預漸深的政策可能使得經濟週期縮短、波動幅度更大、以及各國發展方向更加分歧。可以預見的是，我們將迎來新一波的投資浪潮，企業一方面將加速投資勞力密集的綠色產業，同時斥資分散供應鏈或將部分供應鏈搬回國內，藉此強化供應鏈的韌性。然而，時而推行和時而停止的財政政策、能源價格衝擊、或是過於激烈且突如其來的法規變化影響，同樣容易戳破經濟榮景泡沫。

全球將面臨更加不確定和不均衡的成長與通膨環境

由於各區與各國的轉型速度不同，加上各國之間不同的選舉週期，所主導的財政刺激政策將成為主導需求的重要因素，因而造就各區域與國家的經濟週期差異也將日趨明顯。再者，隨著中國致力發展自給自足的經濟模式，加上人口結構、去槓桿化、與減碳等因素將使得中國的長期經濟成長趨勢進一步放緩，屆時中國對許多新興市場與已開發國家的出口成長貢獻度料將下降。

全球進入轉型時代後，各國通膨將和經濟成長率將變得更易起伏波動，且各區域的通膨落差將變得更為顯著。我們持續認為通膨出現左尾與右尾極端情境的機率已攀升，因此通膨時而大幅攀升、時而大幅下降的情況將越來越常見。舉例來說，全球致力發展淨零碳排經濟及其對碳定價的影響，以及去全球化、財政積極主義、以及央行偏離政策使命 (mission creep) 等因素，都可能導致通膨升溫。另一方面，科技進步改善企業生產效率的同時將帶來通膨降溫效果。此外，目前全球正背負規模空前的負債與財務槓桿，一旦經濟成長遭受負面衝擊，屆時發生債務通縮 (debt deflation) 的風險亦將隨之攀升。

總而言之，我們認為在疫情危機爆發前十年的「新常態」環境—穩定、但低於長期平均值的經濟成長率、低於央行目標的通膨、平穩的波動環境、以及可觀的投資回報—正快速消退。未來的轉型時代，經濟成長與通膨環境將有更多的變數和不均衡，政策制定者將面對許多政策陷阱。

2021年長期展望論壇客座演講嘉賓

Susan Athey

史丹佛商學研究所技術經濟學教授

Arminio Fraga

前巴西央行行長

Jason Furman

哈佛甘迺迪學院Aetna經濟政策教授

李開復

電腦科學家、企業家、作家

Meghan O'Sullivan

前美國國家安全副顧問 (伊拉克與阿富汗事務)；哈佛甘迺迪學院Jeane Kirkpatrick國際事務教授

Alfonso Prat-Gay

阿根廷經濟部長；前阿根廷央行行長

Ricardo Reis

倫敦政經學院A.W. Phillips經濟學教授

Daniel Yergin

能源專家暨經濟歷史學家；IHS Markit副董事長

投資結論

展望未來五年，我們相信轉型時代，各國與各區域的經濟成長與通膨前景將充滿更多變數。對於投資人而言，對比過去十年的新常態環境，各種顛覆因素與分歧走勢將造就更艱困的投資環境。然而，儘管波動將攀升、發生「肥尾」事件的機率將高於常態，但我們認為主動式投資人只要懂得把握機會，同樣能夠創造良好的超額回報。

宏觀經濟與市場波動攀升，加上眼前昂貴的投資評價—債券的實質與名目殖利率偏低、股市評價位於歷史高點—意味著未來股債報酬率將下降。

在央行的干預行動下，資產價格上漲，成為貨幣政策宏觀干預措施的副產品。已開發國家推出貨幣與財政刺激政策，藉此對抗疫情危機引發的經濟衰退。儘管這些刺激政策成功避免最惡劣的經濟環境，但中期而言可能會增添金融市場脆弱性。此外，考量全球公私部門的債臺高築，未來投資人犯錯的空間將更小，維護資本將成為首要目標。

長期發展方向。然而，我們認為利率政策將保持偏低，而且考量金融市場對升息的敏感度，那些能夠在前一次景氣週期偏離其利率下限的央行，有可能在下個週期下調終端利率。

聯準會就是最好的例子。聯準會在2018年下旬將聯邦基金利率區間上調至2.25%—2.5%，且當時認為還有進一步的升息空間。接著，金融市場受創，迫使聯準會的政策轉向，在2019年將聯邦基金利率區間下調至1.5%—1.75%—當時疫情還沒爆發，也沒有後續一連串的緊急刺激措施。金融市場主導可能再次令聯準會和其他央行難以在未來五年大幅緊縮政策。如果通膨高升成為事實，屆時央行將面臨更加困難的抉擇，市場波動也將加劇—並為主動式投資人創造投資機會。

根據我們的基本預測，央行將維持低利環境並為全球固定收益市場挹注穩定性。然而，後疫情時代的大環境將為政策制定者與市場參與者的決策帶來更多不確定性，因此未來樂觀與悲觀看待經濟成長與通膨前景的情緒將輪流當道，與過去一年的情況相似。

我們的基本預測，央行利率偏低有助穩定 全球固定收益市場

低利之路

我們認為帶動中立政策利率下跌的長期因素—包括人口結構、儲蓄與投資的平衡，以及高負債水準—仍然存在。儘管未來幾年投資與生產力有機會加速成長，並推升中性利率，但是一般家庭亦可能提高儲蓄以防範未然，進而部分或是完全抵銷這些壓力。經濟成長與通膨前景面臨不確定性，意味著政策利率可能出現各種

債券應可繼續為整體資產配置 投資組合帶來分散投資優勢

已開發國家的實質殖利率偏低、甚至呈現負利率。部分核心歐元區國家與日本的名目殖利率也偏低，同樣呈現負利率。我們預期市場大致維持平穩表現，核心債券配置可望有較低的正報酬。隨著經濟持續復甦，我們認為利率在短期內將出現上升風險，但長期而言，利率將維持區間波動。

我們預期債券可繼續為整體資產配置帶來分散投資的優勢。儘管各類資產的預期報酬率將持平，但是某些國家的債券料將表現領先股票—尤其是承擔每單位波動性獲得的投資回報（進一步閱讀PIMCO針對低利環境發布的債券研究報告）。儘管通膨長期居高不下並非我們的基本預測，但是我們持續認為美國抗通膨公債（TIPS）、大宗商品、與其他實質資產將有助於抵禦通膨風險。

我們預期可在新興市場發掘 良好的投資機會

新興市場與已開發國家市場

我們預期總經趨勢、顛覆因素、各種事件、以及公私部門的債臺高築將對投資環境帶來影響，並使得各區域、各國家、與各產業的表現出現顯著落差。分歧的總經環境將造就贏家與輸家。儘管中國經濟成長趨緩與地緣政治紛爭將帶來風險，但是亞洲擁有強勁的經濟成長前景且資本市場發展日益成熟，未來料將提供良好的投資機會。整體而言，儘管多個新興國家正面臨艱困的長期經濟環境，但是投資人應把新興市場視為多元投資機會，而非採取被動式的投資策略，藉此方能在各個新興市場發掘優異的投資機會（[進一步瞭解PIMCO布局新興市場的策略](#)）。

已開發國家方面，鑒於央行政策利率位於低水平，我們預期財政政策將在經濟疲弱時期扮演更重要的經濟刺激角色。雖然我們不認為已開發國家會重新採取疫情「抗戰」期間的財政刺激政策，但是不同於新常態時期的央行獨撐大局，未來一旦經濟進入週期性衰退，政府將更積極地運用財政政策。

相較於歐元區，美國與其他英語系國家將更願意、也更有能力動用財政資源，毋須顧慮其他單一貨幣同盟的會員國政府及其衍生的複雜問題。儘管歐元區避免主權債務危機，且在疫情引發的經濟衰退期間，不至於強迫財政脆弱的國家擱置支出，但是即使融資成本再低、甚至是負利率，德國與其他北部的鄰國家仍將採取保守的財政政策。

雖然如此，歐元區針對疫情採取的刺激措施，以及集資成立歐盟新世代基金為會員國提供疫情復原所需的資金，意味著未來一旦經濟再度陷入衰退，歐元區各國將更有機會聯手投入財政資源，並為實現歐盟綠色轉型目標挹注資金。這是歐盟首次成立共同融資計畫，以補助款及貸款的形式跨國提供財政轉移。歐洲政治環境—特別是義大利的政府治理與義大利債市具備系統性重要地位—將持續作為不確定和潛在壓力的來源。不過，歐元區前景至少會較為穩定，我們將掌握其中所浮現的投資機會。

半導體、工廠自動化、綠色能源與行動 通訊供應商應可受惠於長期趨勢

ESG(環境、社會、治理)

從棕色經濟轉型成綠色經濟、新興科技加速普及、以及後疫情時代的供應鏈與消費偏好改變，同樣將造就許多的贏家與輸家，並印證主動布局公司債市場的重要性。環保法規的變化將帶來不確定和複雜性，同時創造了投資機會。對那些未能成功由棕色能源過渡至綠色能源的國家或企業來說，債務水準偏高的情況尤其值得關注。因此，不只是專責的ESG或氣候投資組合，我們必須將ESG因子融入每一個投資策略，致力為客戶提供優質的投資流程和客戶服務。

論壇簡介

PIMCO投資流程經歷50年的淬煉與各種市場環境的考驗，每年舉行長期展望論壇和週期展望論壇，廣納各界的智慧結晶作為建構投資流程的根基。來自全球的投資專家每年四次一同探討全球市場和經濟情勢，掌握具備深遠影響的投資趨勢。

在一年一度的長期展望論壇中，我們聚焦於未來5年的經濟前景，讓我們在布局投資組合的過程中，掌握全球經濟結構性變化及趨勢帶來的投資機會。我們深信多元投資觀點是締造優異投資成就的關鍵。故此，我們邀請諾貝爾經濟學獎得主、決策官員、投資人、與歷史學家，從多元的角度為我們帶來真知灼見。此外，PIMCO全球諮詢委員會亦積極參與討論，委員會成員均為享譽全球的經濟和政治專家。

週期展望論壇每年舉行三次，聚焦於展望未來6至12個月的經濟前景，分析各主要成熟市場與新興市場經濟體的景氣週期動態，洞悉影響投資組合配置的貨幣和財政政策、市場風險溢價及相對評價的潛在變化。

資產類別評估

以資產配置投資組合而言，我們持續對股票維持正面觀點，因為央行將延續貨幣刺激政策、各國有望採取逆週期財政政策以因應經濟衰退、以及持續處於負利率/低利率環境。如前所述，隨著全球進入後疫情時代的經濟復甦階段，我們認為數位化、自動化以及綠色經濟發展的趨勢，將凸顯全球對實體基礎設施的投資需求，以及多年來投資不足的窘境。過去十年，全球投資活動大多以軟體為主；如今，在這些趨勢帶動下，硬體將成為新時代的投資主力。投資人必須在各個國家、各個產業、與各個股票之間精挑細選，並在經濟復甦過程中明辨贏家與輸家。我們認為半導體製造商、工廠自動化設備供應商、以及綠能與行動通訊供應商將受惠，且將成為投資組合不可或缺的布局重點。

我們將在私募信貸、房地產、與特定的發展中資本市場，善用並掌握低流動性所帶來的風險溢酬與投資機會。

全球轉型時代，實質利率與名目利率料將維持在低檔，因此我們認為投資人必須靈活布局全球市場，為傳統的固定收益投資策略，充分掌握極大化投資機會。此外，我們認為投資人可在傳統的固定收益市場之外，根據客戶需求和期望找尋替代投資標的一例如私募信貸與發展中的全球資本市場。

我們認為房地產與另類信貸可提供具吸引力的收益潛力，也是PIMCO將持續布局的標的。

所有資產管理者必須具備量化分析的能力與科技。我們將持續建構量化分析專業，打造量化投資策略以滿足客戶需求，並持續為投資流程挹注資源與研究洞見，以期為所有客戶的投資組合創造超額報酬，並有效管理風險。

長期展望

ESG 的機會和趨勢

我們在此次論壇探討能源轉型帶來的宏觀經濟與地緣政治意涵，以及法規發展對於ESG投資的影響。

2016年的巴黎協議訂立攝氏1.5到2.0度的全球暖化上限，但迄今各國距離目標尚遠。各國減碳的承諾與目標雖大幅增加，但實際採取的行動與目標仍相去甚遠。

此外，要實現對抗全球暖化的目標，各國必須投入大量的政治、財務與人力資本，但此舉可能對全球經濟秩序帶來嚴重的挑戰。考量各種對抗全球暖化的解決方案及其擴充性和潛在商業價值，未來公私部門必須投入大量資本，有利創造各種不同資產類別的投資機會。政府與民間投資人將資金重新分配到發展更潔淨的能源，雖可帶來長期優勢，但在轉型的過程中仍有可能構成短期市場錯置。

在化石燃料需求邁向高點的同時，法規緊縮與ESG意識抬頭，對化石燃料開採與生產帶來壓力，將使能源價格面臨長期波動風險，並造成整體通膨上揚的壓力。

再者，發展潔淨能源科技需要特定種類的礦物與原物料，導致全球對於特定國家與供應鏈過於依賴，因此短時間內我們必須在「分散供應鏈」與「實現潔淨能源未來」兩者之間進行取捨。各地攜

手合作以達成遠低於攝氏2度的全球暖化目標，意味著潔淨能源技術對礦物的需求，將會在2040年前將翻兩番。全球如何確保新能源與舊能源的供需保持相對平衡，對維持金融市場穩定和政策制定者信心將至關重要。

各國藉由推出各種法規與倡議，持續加強對氣候資訊揭露的要求，同時越來越多的投資人認為氣候風險是左右投資表現的關鍵。長期而言，適應與緩減氣候變遷將成為各國政策制定者與監管機構的主要焦點。碳定價與碳邊境調整稅等概念，將持續在各國獲得重視。以政治層面而言，儘管碳定價政策將難以獲得美國聯邦政府的支持，但部分州政府將繼續在其司法管轄區內推動相關政策，並在當地發揮顯著的影響力。

整體而言，能源轉型象徵著吸引規模空前的資本投入。因此，無論是評估能源轉型直接造就的風險與機會，或是對於各類資產帶來的間接影響，未來都將是投資人不容忽視的課題。PIMCO致力協助決策官員與國際組織，助其開發頂尖的架構、工具、與解決方案，並協助投資人在全球快速轉型的過程中，深入分析可能的風險與投資機會。

[進一步瞭解PIMCO的ESG投資方案。](#)

信用市場的投資機會

私募信貸仍具相對投資吸引力，相較於公開市場，投資人可聚焦於私募信貸的低流動性與複雜性溢酬，以創造具吸引力的風險調整後報酬。由於全球不斷追尋收益，導致私募信貸市場累積大量的資本形成，可能導致評價上漲且債權保護條件欠佳，此種情況又以私募股權投資人參與的企業中型借貸市場最為顯著，因此我們審慎以對。

在此環境下，我們預期全球企業資本投資方案與較為複雜之資產擔保放款投資機會可提供更加優異的風險調整後報酬，且表現將相對優於私募股權投資人參與的傳統企業中型借貸市場。疫情帶來的挑戰對許多企業的商業模式與資產負債表帶來龐大壓力，因此目前許多借款企業背負高度複雜且高度槓桿的資本結構。由於個別借款企業的需求各有不同，因此可為私募信貸投資人帶來投

資機會。此類投資機會通常以優先順位貸款的形式為主，同時也包括順位較低的資本或是結構型股權投資機會，並可為投資人提供高度客製化的債權保護條件，一方面有助於降低下檔風險，同時可創造不輸股票的上檔空間。

我們也預期住宅房貸放款市場與特殊融資市場潛藏龐大投資機會，此類投資標的常提供充足的資產擔保品、借款人的類型多元分散、且/或收益來源與傳統信貸市場的關連性較低。雖然特定高品質住房信貸的殖利率受壓，但是我們預期可持續在美國與部分歐洲的舊有貸款組合中發掘機會，且有機會為終端投資人發行信用保護條款完善之新貸款。以特殊融資而言，我們預期品質較高的消費信貸與資產擔保融資，例如：交通運輸、智財權與舊有的貸款組合將持續浮現投資機會。

[進一步瞭解PIMCO另類資產投資策略。](#)

商業房地產的投資機會

新冠疫情對全球商業房地產市場帶來顯著影響，造成各類商業房地產表現分歧。除了疫情帶來劇烈轉變，投資人密切關注的焦點，包括：全球城鎮化、新興國家中產階級崛起、住房供給短缺、電子商務加速發展、以及生命科學的進步等長期趨勢。

展望未來，我們認為以下主題將為全球商業房地產市場帶來長期投資機會：

- 市場從新冠疫情造成的錯置中復甦，其中又以全球旅館住宿與辦公大樓產業的復甦力道最為強勁。
- 受惠於長期趨勢發展加速的產業，包括：工業、住房以及新興的利基型房地產，例如數據中心與另類住宅。
- 零售業與歐洲不良貸款所承受的長期壓力因新冠疫影響而加劇，這股壓力料將在2022年與未來加速攀升。

考量商業房地產市場潛藏多元的投資機會，我們預期即使是不同風險承受度的投資人，也能從中發掘龐大投資機會。對收益型投資人而言，受惠於前述趨勢的核心型與核心型增益資產，應可提供具吸引力且優於傳統固定收益與信用資產的風險調整後殖利率。此外，交易量增加、重新開發資產的資金需求、以及法規環境的變化料將為商業房地產優先順位債券創造具吸引力的機會。

對機會型與增值型投資人而言，我們認為隨著經濟持續復甦，投資人將有機會收購商業房地產或是注資重整資本結構。值得注意的是，商業房地產需要進行大規模的重新配置與開發資產，方能符合新世代商業房地產的需求並融入ESG因子。最後，考量全球公私部門債臺高築的現象，我們預期金融機構將加速修復資產負債表，因此將大舉處分以商業房地產為抵押品之非核心貸款、還款情形欠佳的貸款及不良貸款。

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。政府發行的**通膨連結債券 (ILBs)**為固定收益證券，其本金價值依據通膨率定期調整；當實質利率上升，通膨連結債券的價值隨之下降。美國政府發行的**抗通膨美國公債 (TIPS)**即是**ILB**。股票有可能因為實際或臆測之市場狀況、經濟變動或產業狀況而造成價值減損。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。不動產的價值乃至於布局不動產之投資組合價值均可能波動，此係意外、傷亡、當地或整體經濟狀況變動、供需消長、利率起伏、不動產稅率、法定租金限制、區域計畫法規以及營運支出等造成損失所致。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，且證券價值可能因市場對發行人信譽的認知而波動；雖然該類證券通常獲得某種形式的政府或私人擔保，但不保證擔保人必然履行相關責任。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。私募信貸與股權投資涉及高度風險，建議潛在投資人此類投資策略僅適合財務能力充裕且無需動用投資資產流動性，並能承受相關投資可能全額損失等經濟風險之人士。管理風險是指投資經理人所使用的投資技巧及風險分析未能達到預期結果，以及若干政策或發展可能影響投資經理人在管理策略方面所能運用之投資技術與相關風險。

PIMCO 致力於將環境、社會和治理(以下簡稱“ESG”)因素整合到我們廣泛的研究流程中，並與債券發行機構就永續因子及我們的氣候變遷投資分析，進行直接溝通。在PIMCO，所謂的ESG整合指的是將重大ESG因子一體納入我們的投資研究流程，其中可能包括但不限於氣候變遷風險、多樣性、包容性和社會平等、法規風險、人才管理及其他。請參閱PIMCO的環境、社會和治理(ESG)投資政策說明書，以進一步了解有關資訊。

針對具永續目標的混合基金(即“鎖定ESG題材之基金”)，我們以PIMCO長達50年的核心投資流程為建構基礎，搭配三項指導原則：排除、評估和參與。憑藉這種方式，PIMCO鎖定ESG題材之基金期以在創造具吸引力投資報酬的同時，也能善用PIMCO認為有利於實現正向ESG影響力的投資策略。請參閱各鎖定ESG題材之基金的公開說明書以了解有關其投資目標、投資策略和ESG投資方法等詳情。

環境、社會、與治理(ESG)投資屬於定性投資且涉及主觀判斷，因此概不保證PIMCO使用之因子或做出之任何判斷將反映任何特定投資人之意見，且PIMCO採用之因子可能不同於任何特定投資人認為適用於評估發行機構ESG作為之因子。評估發行機構時，PIMCO透過自願公布或第三方機構取得之資訊與資料可能不完整、不準確、或無法取得，或資訊與資料呈現與發行機構抵觸之內容，致使PIMCO錯誤評估發行機構之商業行為所涉及之ESG作為。各區之社會責任準則不盡相同，且發行機構之ESG作為與PIMCO對該機構ESG作為之評估結果可能會隨時改變。概不保證ESG投資策略或技術必將成功。過往績效並非未來結果之保證或可靠指標。

有關金融市場趨勢的陳述與聲明，均以當前市況為準，而往後的市場狀況仍將有所波動或異動。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線投資能力，尤其是在市場下跌期間。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。投資人在作出投資決策前，應先諮詢投資專業意見。

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。3是衡量價格相對於市場變動之敏感程度。市場的Beta係數為1。

本項資料包含投資經理人見解，相關見解可能異動，恕不另行通知。資料之發布僅供資訊參考之用，不得視同投資建議，亦不得視為任何特定證券、策略或投資產品之推薦。文中所有資訊均得自於可靠程度經過研判之各項來源，惟不保證必然無誤。

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。投資一定有風險，基金投資有賺有賠，申購前應詳閱公開說明書或投資人須知。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、新興市場本地貨幣債券基金、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、美國股票增長基金、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。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)金管投顧新字第020號。

PIMCO 僅針對符合資格之機構及投資人提供服務。對於任何非法或未獲授權司法管轄區之任何人士，本資料概不構成任何要約。資產管理服務及投資產品概不針對未獲授權向其提供有關服務及產品的人士而供應或發行。未經明確書面同意，嚴禁採取任何形式重製或在任何其他刊物引述或摘用本資料任何內容。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。THE NEW NEUTRAL(新中性)是Pacific Investment Management Company LLC在美國和全球各地的商標。© 2021年，PIMCO 版權所有