

為新的投資模式作準備

GAM INVESTMENTS的投資總監Niall Gallagher認為，經濟和市場正在經歷一場主導因素更迭，朝著增長更加不穩定和通膨持續的環境邁進，這種轉變的影響將是複雜和重疊的。在這樣的背景下，認為持續的股票市場超額報酬生成需要真正的靈活性和敏捷性。

疫情大流行引起的封鎖所造成的短期多重扭曲，影響廣泛的領域，包括貨運、半導體和勞動力市場，而共識觀點似乎是這種扭曲將很快得到解決，但我們不太相信。我們認為其中許多問題的解決可能要到2022年上半年，甚至可能在2023年上半年才能解決。更重要的是，我們認為市場的變化可能預示著一些潛在的更重要的事情。可以想像，我們所看到的可能代表著經濟和市場主導更迭的開始，從一個低但穩定的非通膨增長時期轉向一個更不穩定的增長環境，加上更持久的通膨。這種潛在主導更迭有許多複雜且重疊的驅動因素。

疫情大流行

除了短期和中期的混亂之外，大流行和相關的政府行動可能已經引起公民對政府干預的社會變革，並改變國家與個人之間可接受的界限。這體現在對財政激進主義的更大需求，超越臨時支持措施，如工作支持計劃，進入長期干預措施，如基礎設施投資、公共部門更新、貿易安排的變化、更大的再分配及政府對工人階級勞動力要求更高工資的支持(尤其是在英國)。我們可以從國家資助的基礎設施投資計劃的急迫性中看出這一點，此與數位化和低碳投資的需求高度重疊。

人口統計

在一本名為“人口大逆轉”的引人入勝的書中，Charles Goodhart教授(倫敦經濟學院)和Manoj Pradhan(前摩根史坦利總體經濟研究負責人)，撰寫關於人口結構對全球勞動力市場、工資、不平等和經濟增長的深遠影響的文章。在過去40年裡，從1980年左右開始，嬰兒潮一代的成熟和進入勞動力市場、女性參與率的上升、中國的開放和加入全球貿易體系的綜合影響，以及柏林牆的倒塌使全球勞動力市場的有效規模擴大一倍多。這尤其影響那些接觸全球貿易產品的部分，並嚴重壓低歐洲和美國發達經濟體的工資。這

些變化特別影響許多傳統工人階級行業的人們，加劇不平等，但也通過結束1970年代的工資價格螺旋，並最終透過低迷和靜態工資，促使通貨緊縮進入新千年，以顯著降低通貨膨脹。

Goodhart和Pradhan的觀察結果是，這些人口因素現在已經發揮作用，並且即將逆轉。他們認為此將提高西方勞動力市場受這些趨勢影響的部分定價能力，結束全球貿易商品工資下行壓力的時期。如果收益沒有被通貨膨脹帶走，工資上漲和工資不平等的減少可能對社會穩定來說是個好消息，但它們會對通膨產生積極的上行壓力。我們已經可以看到這種情況正在發生，例如許多國家的重型貨車司機短缺以及供應鏈、零售業和部分醫療行業的勞動力短缺。

能源轉型

政策制定者強調並闡明能源向淨零轉型的積極經濟成果，好處包括明顯避免氣候變化的不利成本，以及利用太陽能 and 風能發電的低邊際成本能源。然而，在我們看來，他們未能闡明或分析的是，當可再生能源不能提供足夠的能源時，創建一個具有儲存和備用發電功能的強大且有彈性的能源系統的全部/真實成本。一個強大且有彈性的能源系統的真实成本——以電池技術和綠色氫作為後備，核能作為基本負荷——可能比目前的預算高得多，特別是在某些國家。此外，創建一個基於可再生能源的強大且有彈性的系統，建造成本很可能最終將由消費者和產業透過更高的能源成本來承擔。

或許到2040至2050年，經濟體將享受低邊際成本的能源系統。然而，至少在漫長的過渡期內，能源系統的建造和運營成本可能會高得多。此外，在轉型初期，鋼鐵、水泥、化工和航空等一系列工業活動的減排和減少碳排放的成本可能非常高，並將顯著增加成本。我們並不以任何方式質疑向淨零過渡的必要性，但確實認為需要決策者進行更深入的分析，以及對消費者和選民對成本的誠實，而向淨零的過渡也可能導致通貨膨脹。

能源成本

與我們關於能源轉型的觀點相關，我們看到石油、天然氣和電力的能源成本顯著增加。儘管石油和天然氣需求尚未下降，而且未來幾年全球範圍內可能不會下降，但自2014年以來，全球石油和天然氣的資本投資下降60%以上；在氣體的情況下可能更長。綜合能源公司不太可能認真地投資石油和天然氣資本支出，特別是在新的碳氫化合物勘探中(當

然鼓勵他們不要這樣做)，但需求上升和供應下降的結合可能會導致價格上漲。

我們認為北/西半球的政策制定者和評論員應該記住，能源需求增長現在來自非經濟合作與發展組織(即發展中國家)，它們的經濟發展遠遠落後(人均GDP較低)，而不是歐洲、已開發亞洲和美國的人，而且他們不太可能喜歡被教導。此外，能源轉型正促使許多國家(正確地)逐步淘汰燃煤發電，而是用燃氣發電取而代之，作為間歇性風能和太陽能的後備，而沒有正確考慮燃氣將從何而來。最終，我們認為解決方案應該是可再生能源發電與儲能解決方案(電池、綠色氫等)，但在過渡時期，由於供應不足和需求上升，對天然氣的請求可能會增加，而在沒有明顯的短期替代方案的情況下，若能認知到此點會更好。

展望

上述幾點的經濟和投資影響是多方面、複雜且重疊的，雖然我們沒有所有的答案，但我們暫時認為在所需的能源轉型、數位化和政府更大力度的財政激進主義的推動下，發達經濟體可能會進入一個物質資本支出大幅增加的時期。與此同時，我們預計隨著發達經濟體進入工資增長更快、人口年齡老化並導致成本上升和能源價格上漲的時代，通膨將更高、更不穩定，對投資組合受通膨侵蝕回報產生嚴重影響，可能更高的貼現率降低估值，並且在不同經濟驅動因素之下，不同的產業/股票組合表現較出色。

主要的結構趨勢，例如亞洲中產階級的崛起、數位化、低碳、線下到線上的融合以及從現金支付到數位支付的轉變，可能會繼續存在並可能變得更加強大。然而，個別股票的回報可能更加分散，因此需要技巧來辨別真正的增長和具顛覆性的股票。債券收益率不斷走低推高成長股，優質股和低波動性股票估值的時代很可能已經結束。這種新環境容易暗示把表現優異的股票從成長型股票轉移到價值型股票，但我們認為這樣忽略顛覆和科技變革的深遠影響，而這些影響可能會令許多所謂的價值型股票過時或使它們陷入絕境。我們相信未來不是增長或價值——它是更微妙且高度著重特定股票的。

【台中銀投信獨立經營管理】本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。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，不負責本基金之盈虧，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。有關基金應負擔之費用已揭露於基金之公開說明書中，投資人可至公開資訊觀測站中查詢。本基金投資涉及新興市場部分，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。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。公開說明書備索，或至本公司網站<https://www.tcbisct.com.tw>，或公開資訊觀測站<http://mops.twse.com.tw>查詢下載。