

平衡之道： 在變局中構建投資組合韌性

系統性股票策略和紀律性多元化配置，有助多元資產投資組合在變幻莫測的市場中創造佳績。

作者



Erin Browne
投資組合經理
資產配置



Emmanuel Sharef
投資組合經理
資產配置及多元實質資產

摘要

- 對不同資產和地區作出有紀律的平衡配置，有助投資者克服恐懼或過度自信等行為偏差，從而取得更穩健的長遠投資成果。
- 系統性股票投資運用多元化因子配置 — 包括價值、質素、增長及動能，能夠帶來可持續的潛在超額回報，並有助投資組合抵禦政策衝擊和市場波動。
- 在多元資產投資組合中，我們的環球觀點看好不同地區的多元化股票配置、英國和澳洲的較長年期固定收益，以及美國的優質證券化信貸資產。

最近數月，鑑於貿易政策轉變、地緣政治衝擊、對財政可持續性的憂慮、央行獨立性受到挑戰、科技進步發展，以及公司業績憂喜參半，市場表現反覆波動。儘管如此，全球大部份地區的股票和債券價格都與年初水平大致相若。

這是一個深刻的投資教訓：雖然投資者難免因應不斷變化的消息作出反應或嘗試預測政策結果，但在不明朗時期，企圖捕捉市場時機和作出情緒化決定的風險都會被放大。

對多元資產投資者而言，我們認為更明智的做法是維持平衡佈局和堅守紀律：對不同資產、地區及風險因子進行分析和配置，並有系統地收

穫存在於不同市場及資產類別結構中的固有風險溢價（即是承擔投資風險所獲得的補償）。

以股票為例，在過往多種市場環境下，價值、質素、增長及動能因子的表現都優於大市指數。固定收益方面，我們可以透過多種方式尋求高於基準指數的穩定回報，包括：以賺取套息（即是來自一系列債券特性的孳息）為目標、提供市場流動性、尋找與複雜市場和處境相關的風險溢價，以及謹慎評估和挑選信貸投資。所有這些風險溢價都「總是存在」，並能於市況波動期間為投資組合回報提供緩衝。

平衡佈局有助減少行為偏差

在市況波動或不明朗時，人類的自然行為偏差或會更為明顯：恐懼、貪婪、過度自信、過度精確、近因偏差及羊群效應，都可能導致投資者犯下代價沉重的錯誤。例如：

- **近因偏差**或會令投資者將決策重點放在疫情期間出現的通脹和動盪市況，甚至忽略當前環境已大不相同。
- **過度自信**和**過度精確**可能促使投資者在數據不足的情況下，仍然根據特定的基線預測作出配置，卻無視其他可能出現的正面或負面結果。
- **恐懼**和**貪婪**會驅使投資者在錯誤時機把資金轉入或轉出某些資產或行業，甚至放棄早前制定的退場計劃和策略。

平衡和多元化配置是克服這些自然偏誤的最簡單方法之一。舉一個簡單直接的例子：一名持有60/40股債組合的投資者在股市下跌時，會發現組合的股票持倉偏低，繼而逆週期地增持股票，以求把投資組合調整至60/40的目標比例。

同樣地，我們在早前的資產配置展望《股債負相關，配置正當時》也曾經討論，主動型經理可因應市場波幅和相關性的變化調整其股債配置目標。相同道理亦適用於其他多元化投資來源，包括資產類別、地區及因子。

綜觀環球市場，不同地區正展現多種不同的風險和回報趨勢。這種環境能夠提升資產類別之內的多元化效益，因此投資者可以受惠於股票及固定收益的全球配置。

維持一個多元化和平衡的投資組合，與戰術資產配置時機決策並不矛盾，後者是根據特定事態發展，針對性買入或賣出持倉。不過，我們認為這些戰術型配置的規模，都應該詳細考慮投資確信度及潛在風險與回報水平而作出決定。在政策高度不確定時期（正如今年所見），戰術性時機決策所帶來的回報可能會較為反覆。

善用股票因子尋求高於基準指數的回報

在平衡而多元化的投資策略中，投資者可採用多種方法，在駕馭風險的同時尋求具吸引力的回報。在股票市場，與質素、價值、動能及增長股票因子相關的風險溢價已是眾所周知，而歷史顯示它們是長線的可持續超額回報來源。

品浩的股票因子投資策略擁有以下的重要獨特優勢：

- 我們就每個因子採用多重定義，並在可行情況下，納入額外的基本因素或另類數據來源。
- 我們將每隻股票的個別因子評分整合為綜合評分，從而提升透明度。
- 我們在約束條件下（例如壓力測試）優化因子投資組合，以調整適當的風險，包括國家、地區及行業傾向，以及追蹤誤差和流動性限制。

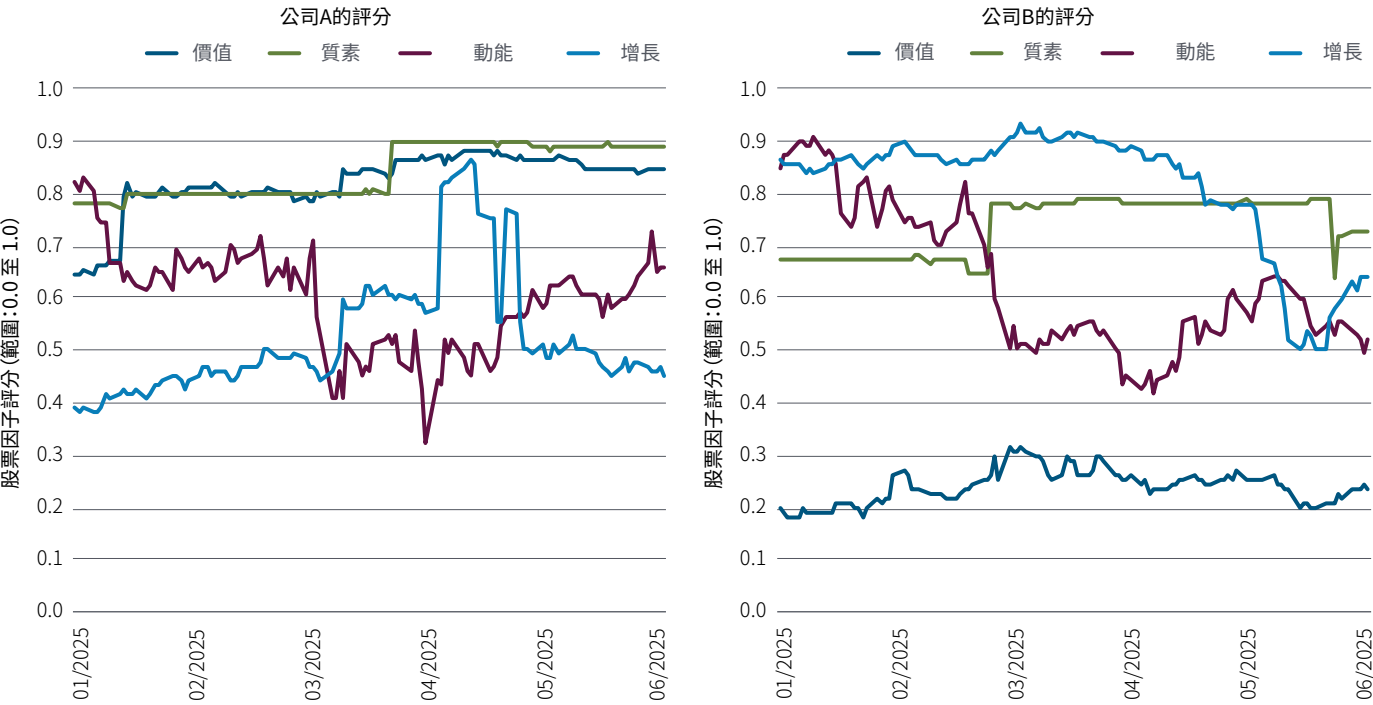
此舉同樣旨在於多重超額回報來源之間作出平衡和多元化配置：確保單一因子的權重不會過高，並從因子評分最高的國家和行業傾向配置中獲得上升潛力。

相比單一因子方法，品浩的多維度方針也許有助建立更具韌性、表現更穩健的投資組合，因為此舉可減輕個別因子崩潰急挫（常見於動能因子）或表現長期低迷（正如價值因子）的傾向。（如欲進一步瞭解品浩的系統性股票投資策略，請收看[本影片](#)。）

儘管品浩使用量化方法，但這並非「黑箱」策略，因為投資組合內任何一隻股票的各項因子評分都是具透明度和易於理解（見圖1）。量化方法旨在管理行為偏差和情緒所帶來的風險，設定必須嚴守的紀律，從而有效應對類似今年所見的異常環境。

過去數月的情況反映了股票因子如何因應政策轉變作出反應。視乎公司的註冊地點及國際貿易業務的比重，關稅會對不同個別公司造成截然不同的影響。如果供應商或客戶面臨關稅驅動價格上升或供應短缺的情況，這些企業亦可能受到關稅的二階效應所的影響。

圖1：品浩股票因子評分的兩個2025年說明例子



資料來源：品浩計算，截至2025年6月9日。評分範圍由0.0到1.0。以上是兩家美國科技公司自年初至今的品浩股票因子每日追蹤評分，僅作說明之用。公司A擁有穩健的資產負債表，業務以本地市場為主，估值偏低；在美國公佈關稅措施後，其增長預測獲上調，動能亦迅速回升。公司B的估值偏高，國際業務比重較高，因此在不確定的貿易環境下，其增長預測和動能均受到拖累。

繼美國於2025年4月2日宣佈徵收關稅後，股市出現廣泛而全面的拋售潮，為風險溢價投資者例如品浩，帶來調整投資組合的良機：

- 運用全球「從下而上」股票分析師的最新盈利預測，加強**增長因子**。
- 透過分析跨境企業及其供應鏈的價格走勢（當中包括可能要承擔成本壓力的當地供應商和客戶），掌握**動能訊號**。
- 調整行業和地區差異後，識別價格跌幅高於同業的公司，發掘**估值偏低的企業**。
- 聚焦於**優質配置**，瞄準一些別具韌性、可在政策改變或其他事態發展導致經濟衰退時脫穎而出的企業。

面對今年波動的市況，我們憑著系統性股票投資策略，配合商業週期數據和對投資偏誤（特別是本土偏好）的認知，決定對美國股票作出相比全球其他市場股票偏低的配置，而非盲目追逐過去十年由美國超大型股帶來的回報。品浩的量化框架有助我們在波動市況下避免過度反應或頻繁交易。在充斥重大不確定性的環境中，堅守原則和保持平衡佈局都是明智的投資決策，絕非墨守成規。

關稅政策其後暫緩和轉向，以及相關的市場波動，正好反映當政策不確定性持續時，能夠善用這些股票因子風險溢價是投資的關鍵。

資產配置觀點：在不確定性中尋找平衡

透過系統性風險溢價方針所產生的國家及行業偏好，是品浩沿用多年的論壇流程的一項參考依據。在這些定期舉行的週期及長期展望論壇上，來自全球各地的投資專家會進行嚴謹的討論，以確立品浩「從上而下」的宏觀展望，以及「從下而上」的投資部署。（有關品浩的近期觀點，請參閱最新的週期展望《亂中求穩》；有關未來五年的趨勢，請參閱最新的長期展望《破裂時代》。）

通過客觀分析股票市場及因子所得的觀點，有助我們在論壇上就商業週期及相應的總體資產配置作更出深入討論。此外，這些分析亦包括量化經濟和商業週期追蹤指標、內部問卷調查及高頻數據來源。

目前的宏觀數據尚未完全反映貿易和財政政策轉變帶來的影響，而政策本身亦不斷在快速變化。與此同時，「美國例外論」顯然正在減退：我們的商業週期追蹤指標顯示，美國增長步伐正在放緩，與其他大部份已發展市場經濟體重新加速增長的情況相反（見圖2）。

在股票配置方面，這項宏觀展望（與股票因子模型一致）顯示，投資者應該對美國作出較中性的部署，並將更多焦點放在估值更吸引人的歐洲和亞洲市場。歐洲將會擴張財政及加強政策協調的前景，已經開始刺激當地股市的動能。

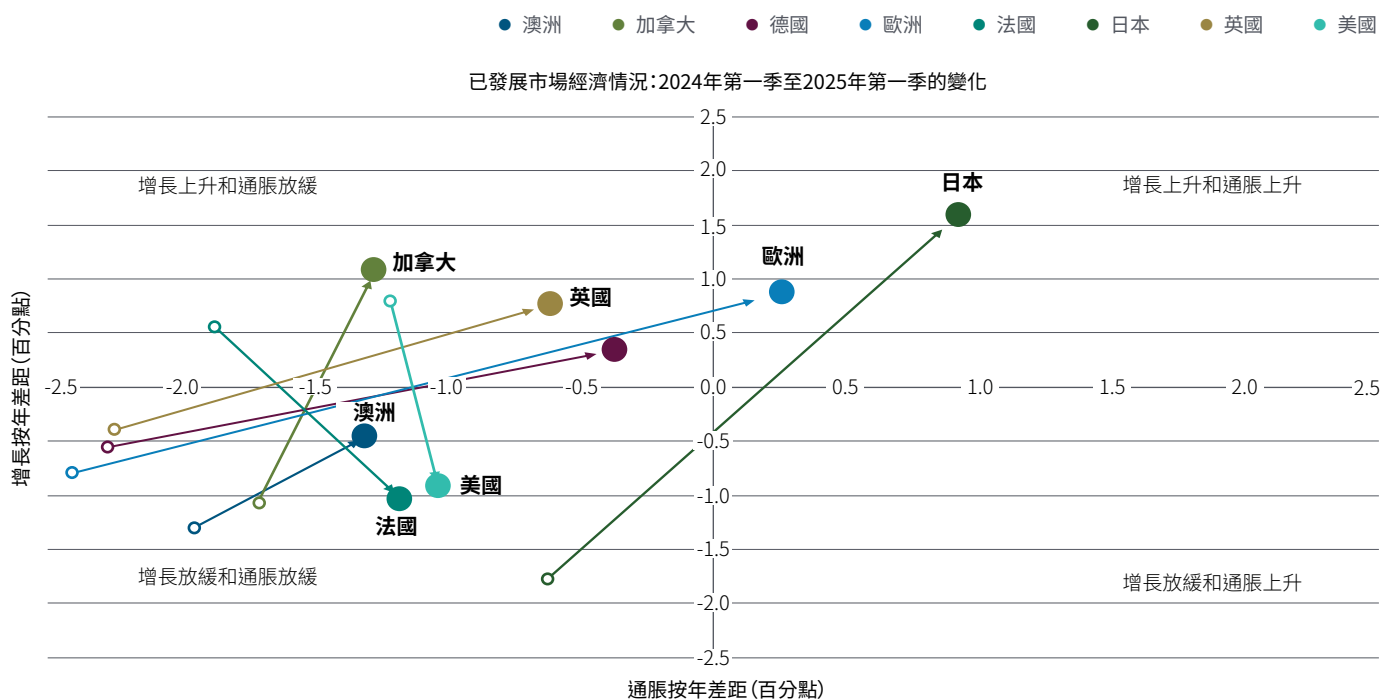
此外，我們認為一些較長期的股票主題仍會發揮作用：例如人工智能技術正快速發展，帶來更多有助長遠提升生產力的實際應用案例。儘管如此，人工智能領域仍需龐大投資，而縱使面對中國高效模式的競爭，其投資步伐未有放緩。

人工智能亦帶動能源需求急增，繼而促進具成本效益的可再生能源技術研究，並推動致力創新的公用事業公司增長。

固定收益方面，孳息上升令優質固定收益顯得更具吸引力。然而，財政赤字可能擴大導致較長期美國國庫券表現波動，卻成為拖累因素。可幸的是，全球利率上升及實質孳息處於正數水平，有助投資者加強分散長期固定收益配置至英國和澳洲等其他地區。這些地方的通脹相對受控，而且發行主權債券為政府龐大開支融資的需要有限。

企業信貸相比同期主權債券的息差仍然狹窄，在很多情況下都未能為投資者所承擔的風險提供足夠補償。因此，我們仍然傾向

圖2：與其他已發展市場比較，美國的經濟增長和通脹走勢可能面對較大挑戰



資料來源：Haver Analytics數據及品浩的計算，截至2025年6月9日。本圖根據每個國家或地區的國內生產總值及消費物價指數數據編製。圖中分佈在兩軸的實心圓點代表各個數據系列的一年變幅，空心圓點則代表各國一年前的狀況。

透過優質證券化信貸涉足信貸領域，例如與房屋市場和美國消費者相關的債券。美國機構按揭抵押證券仍然吸引，其息差甚至高於投資級別企業債券的水平。

各國貨幣之間的差異擴大，已提升獲得可觀孳息的機會，我們繼續持有表現穩定和收益率較高的貨幣，作為額外的潛在回報來源。

雖然美元在近期回落，但在可預見的未來，美元不大可能失去作為全球儲備貨幣的地位。然而，從短期或長期來說，美元都有可能進入熊市。當全球投資組合調整部署，從而對風險資產作出較多元化配置，這種逐步遠離美元的趨勢或將持續。

最後，避險投資者可把握市況相對平靜的時機，增添成本較低的風險對沖工具或趨勢追蹤策略，並配合主動式回撤控制措施，優化整體投資組合的風險與回報狀況。

關鍵重點：聚焦於行之有效的原則

美國政策的不確性可能在未來一段時間居高不下。與其耗費心力（和投資組合風險預算）去預測任何具體結果，或嘗試捕捉各資產類別之間相關性模式的變化時機，我們認為投資者應該專注於歷久不變的投資要素：分散配置、保持平衡、注重質素、靈活應變、穩定部署於多元化潛在回報來源，以及審慎管理風險。長遠而言，唯變不變。

所有投資均附帶風險，或會損失價值。投資於**債券市場**須承受若干風險，包括市場、利率、發行人、信貸、通脹及流動性風險。大部份債券及債券策略的價值均受利率變動影響。存續期較長的債券及債券策略的敏感度和波動性一般高於存續期較短的債券及債券策略；當利率上升時，債券的價格普遍下跌，而低息環境令有關風險增加。債券交易對手的投資額度減少，可能導致市場流動性下降，以及價格加劇波動。債券投資在贖回時的價值可能高於或低於原本成本。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。由吉利美 (GNMA) 發行的**美國機構按揭抵押證券**獲美國政府充份信譽保證。房地美 (FHLMC) 和房利美 (FNMA) 發行的證券提供及時償還本金及利息的機構擔保，但不獲美國政府充份信譽保證。

有關金融市場趨勢或投資組合策略的陳述乃基於當前的市況，而市場狀況會波動不定。概不保證這些投資策略將適用於任何市況或適合所有投資者，而各投資者應評估其個人的長線投資能力，尤其是在市況低迷期間。展望及策略可予更改，毋須另行通知。

本文載有作者現時的意見，有關意見可予更改，毋須另行通知。本資料僅分發作為參考用途，並不應視為投資建議或任何特定證券、策略或投資產品的推薦。本文包括的資料來自品浩認為可靠的來源，惟並不保證如此。

品浩一般向合資格機構、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。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。| **PIMCO Asia Pte Ltd** (註冊編號：199804652K) 受新加坡金融管理局監管，為資本市場服務持牌人及獲豁免財務顧問。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| **品浩投資管理(亞洲)有限公司** (地址為香港中環金融街八號國際金融中心二期22樓2201室) 獲香港證券及期貨事務監察委員會發牌，可根據《證券及期貨條例》從事第一、第四和第九類受監管活動。品浩投資管理(亞洲)有限公司已向韓國金融監督委員會註冊為跨境全權委託投資經理 (註冊編號：08-02-307)。資產管理服務及投資產品不會向未獲授權向其提供有關服務及產品的人士發售。| 如未經明確書面批准，本刊物任何部份均不得以任何形式複製或在任何其他刊物引述。PIMCO是Allianz Asset Management of America LLC在美國和全球各地的商標。品浩是Allianz Asset Management of America LLC在亞洲各地的註冊商標。©2025年，品浩。