

看好債券後市， 不論緊縮政策暫歇或轉向

布局固定收益，有助於因應經濟衰退，及聯準會政策走向的不確定性。

作者



Erin Browne
投資組合經理人
資產配置



Emmanuel Sharef
投資組合經理人
資產配置與多元實質資產

內容摘要

- 聯準會為了抑制通膨，可能會將利率週期停在高檔，而非迅速轉向降息。但歷史趨勢顯示，無論是何種情境，固定收益皆能提供具吸引力的潛在報酬，尤其是相較於股票而言。
- 從分散風險、資本保護、及上漲潛力來看，我們看好債券投資。起始債券殖利率具競爭力，我們偏好高品質的存續期資產、流動性佳的信用債，以及美國機構不動產抵押貸款證券。
- 我們認為2023年股市的韌性將會隨著經濟衰退而下降。企業獲利的預測過高，股票評價亦然。我們減持多元資產投資組合中的股票部位。
- 在多元資產投資組合中，我們看到新興亞洲市場的投資吸引力，尤其是可望受惠於中國經濟成長的地區。

今年市場的討論重點不斷變動，從軟著陸、經濟過熱、到信用緊縮，但總經基本面持續指向相同的主軸：債券時代回來了 (Bonds are back)。

總經態勢高度不明朗、經濟可能陷入衰退，及較高的殖利率有助於推升潛在報酬，種種跡象均指向將配置轉往固定收益。貨幣緊縮政策產生的效應在延遲一段時間後，如今正對全球經濟造成影響；信用逐漸緊縮，金融業也浮現動盪跡象。根據PIMCO (品浩) 經濟週期模型的推估，

今年後段美國將陷入經濟衰退。各資產類別會有何表現，將大幅取決於經濟衰退程度、時間、或是否會發生，而央行的態度更是關鍵。

在信用緊縮的狀況下，貨幣緊縮的必要性會降低，我們認為聯準會的升息週期可能已接近尾聲；且在美國經濟陷入衰退之際，利率預期會維持在高檔。這對投資組合會有何影響？我們分析各資產類別在聯準會政策立場轉變時期的歷史報酬，整理出未來12個月的投資組合布局框架。

在週期展望上，我們認為債優於股。今年以來，不受企業獲利前景惡化的影響，股市持續展現韌性。我們認為，2023下半年與2024年的企業獲利預估仍偏高，且股價預估普遍仍顯昂貴。因此我們更加認為投資人應該減碼股票，追求高品質債券，掌握債券分散風險、資本保值與具備潛在上行空間等優勢。

總經環境：升息週期接近尾聲

受到一些事件影響，為抑制通膨而緊縮貨幣的政策必要性降低。矽谷銀行 (Silicon Valley Bank) 倒閉後，原先就已經放緩的貸款成長力道更顯疲態。區域銀行的放款標準可能是緊縮幅度最大的，這會大幅影響小型企業活動，也可能進而壓縮就業機會，美國有近半數的就業人數任職於員工數不達500人的小型企業 (資料來源：美國中小企業署，截至2022年8月)。

此外，美國諸多總經指標正在減緩，包含零售銷售額、工業生產、服務業與製造業採購經理人指數。此次經濟週期似乎大致符合歷史趨勢，我們針對14個成熟經濟體進行過去70年期的歷史分析顯示，經濟衰退與失業率攀升通常在升息週期開始後2至2.5年發生。(詳情請參閱週期市場展望報告〈市場脆弱，債券強韌〉)。此

次升息週期從2022年3月開始至今才一年多，但升息速度與幅度積極，因此經濟衰退與失業率攀升進程早於歷史平均值的風險也隨之上升。

儘管如此，美國通膨率仍遠高於聯準會目標值。對資產配置而言，關鍵問題在於聯準會是否會結束升息週期，並將利率長時間維持在高檔，藉此抑制僵固性通膨？又或者會在今年轉向寬鬆政策，藉此在信用緊縮與通膨加速降溫的情況下刺激經濟成長？資產類別的表現，在這兩種情境下可能大不相同。

長暫停還是急轉向：經濟衰退初期貨幣決策的投資啟示

針對1950年以來聯準會政策與美國經濟成長的歷史趨勢，我們分析了在不同情境下各資產類別的報酬。若如同我們的2023年基期預測，聯準會升息達終端利率後會暫停至少6個月，且美國經濟會進入衰退。歷史經驗顯示，在此情境下，美國10年期公債的12個月期報酬可望持平，而標準普爾500指數則可能出現較大跌幅 (見圖1)；如果聯準會政策迅速轉向，並在最後一次升息後的6個月內降息，在最後一次升息後的12個月期報酬，股票將上漲，但仍有可能是債優於股。

圖1：隨著經濟衰退，無論聯準會暫停升息或迅速轉向，美國公債的表現通常優於股票

	聯準會暫停升息 (經濟擴張)	聯準會暫停升息 (經濟衰退)	聯準會政策轉向 (經濟擴張)	聯準會政策轉向 (經濟衰退)	其他 經濟擴張情境	其他 經濟衰退情境
標準普爾500指數	21.6%	-20.7%	33.7%	7.7%	15.1%	6.6%
10年期美國國庫券	8.1%	0.0%	19.2%	11.8%	4.6%	12.3%
股債相關性	-0.05	-0.03	0.12	0.19	-0.03	-0.02

過往表現並非未來結果的保證或可靠指標。

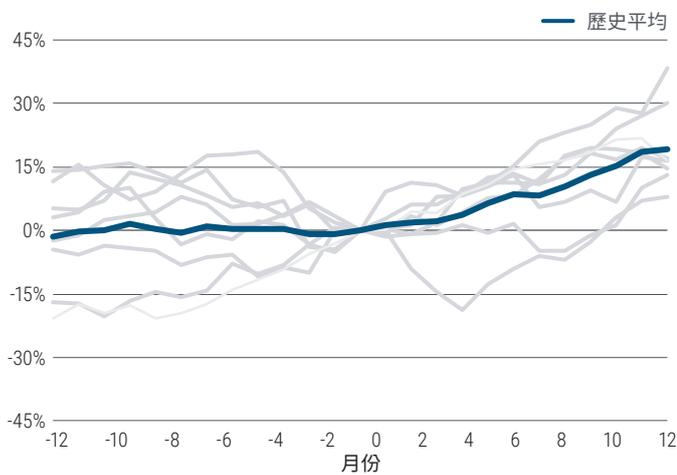
資料來源：彭博、聯準會與PIMCO計算結果，截至2023年4月。美國10年期公債以美林美國10年期公債期貨總報酬指數 (MLTUS10指數) 為代表。數據追溯至1950年。「聯準會暫停升息」：聯準會最後一次升息 (降息) 後，至少經過6個月後降息 (升息)；數據為兩指數的未來12個月平均報酬率。「聯準會政策轉向」：聯準會最後一次升息 (降息) 後，6個月內降息 (升息)；數據為兩指數的未來12個月平均報酬率。相關性係指資產類別之間同向漲跌 (正相關) 或反向漲跌 (負相關) 的程度。無法直接投資於未經管理的指數。

歷史趨勢分析結果亦告訴我們，即使升息週期結束，投資人在經濟衰退的環境中仍需要謹慎布局。觀察經濟成長的平均表現，股市在聯邦基金利率觸頂後多會走揚，但在經濟接近衰退邊緣時也多會走跌。

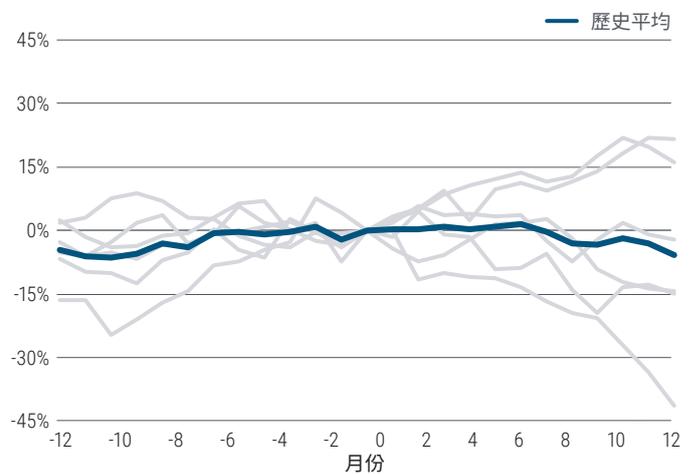
深入探討這些趨勢，可看出結果大相逕庭。追溯至1950年以來的數據顯示，美國股市（以標準普爾500指數為代表）在利率觸頂後的12個月報酬率為 -41%到+38%（見圖2）。在聯準會暫停步調時，2006年與2019年的股市12個月報酬大幅成長；但在通膨高漲與經濟陷入衰退的1981年，標準普爾500指數走跌，反觀債券則呈正報酬。圖2以美國10年期公債殖利率來觀察債市表現可發現，美國債券在不同利率曲線表現中皆相對良好。

圖2：無論聯準會暫停或轉向，美國公債的歷史平均表現均不俗

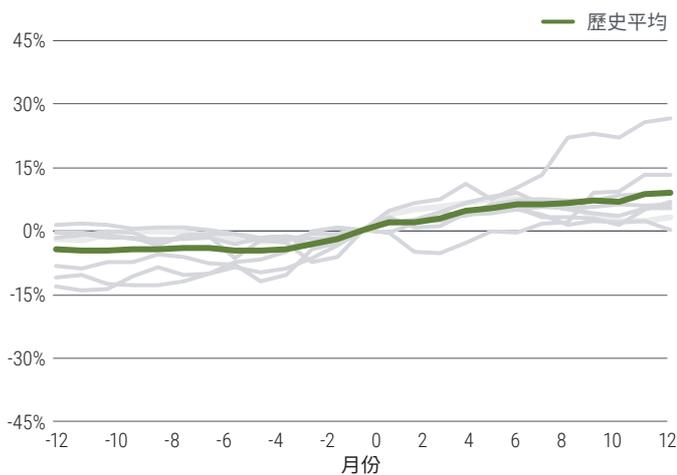
聯準會政策轉向-標準普爾500



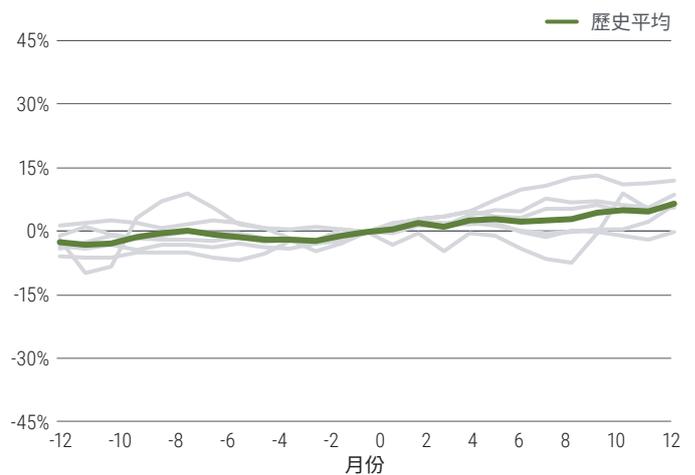
聯準會暫停升息-標準普爾500



聯準會政策轉向-美國10年期公債



聯準會暫停升息-美國10年期公債



過往表現並非未來結果的保證或可靠指標。

資料來源：彭博、聯準會與PIMCO的計算結果，截至2023年4月。美國10年期公債以美林美國10年期公債期貨總報酬指數（MLTUS10指數）代表。數據追溯至1950年。圖表以標準普爾500指數與美國10年期公債為代表，顯示各經濟週期中聯準會最後一次升降息後的12個月累積報酬率，升降息時間點為0月。深色粗線代表指數在各個聯準會情境下的平均表現，淺灰色代表單一週期的累積表現。「聯準會暫停升息」：聯準會最後一次升息（降息）後，至少經過6個月後降息（升息）；數據為兩指數的未來12個月平均報酬率。「聯準會政策轉向」：聯準會最後一次升息（降息）後，6個月內降息（升息）；數據為兩指數的未來12個月平均報酬率。無法直接投資於未經管理的指數。

此外，在歷史上的經濟衰退期間，每股盈餘預估平均下調15%，但當前市場普遍預期標準普爾500企業獲利在2023年將成長1.2%、2024年成長12%，這可能過於樂觀。事實上，PIMCO的企業盈餘成長領先指標 (Earnings Growth Leading Indicator；見圖3) 已持續走低，並建議預估本益比下修17%。截至撰文時間，標準普爾500指數預估本益比為18.4倍，遠高於歷史上衰退期間約14-16倍的交易水準。簡而言之，我們認為股票達到市場預期的可能性偏低。

圖3：根據PIMCO模型，美國股市的企業盈餘成長預期持續放緩。



資料來源：彭博與PIMCO的計算結果，截至2023年4月。每股盈餘 (EPS)*PIMCO企業獲利成長領先指標：公司內部獨創指標，整合各類經濟指標與市場數據，預估標準普爾500指數企業的年度盈餘成長率。

在經濟衰退的暫停緊縮期間，各類股當中的醫療護理與必需消費品等防禦型類股，表現通常優於非必須消費品與資訊科技類股，但幾乎所有類股均呈負報酬。

最後，在聯準會利率觸頂暫歇時，股債相關性通常處於穩定到小幅為負，亦即這兩類資產多呈相反走勢。在緊縮政策暫停的基期預測下，我們認為多元資產投資組合可望受惠於固定收益帶來的分散風險特性。

投資組合布局

我們在上次資產配置展望報告〈規避風險，追求收益〉一文中強調，市場從一個「TINA」世界 (除了股票，別無選擇) 的氣氛，轉向一個債券相對股票便宜的世界。在現今的經濟週期階段，債券亦具有投資吸引力。

我們的基期預測認為，美國將陷入經濟衰退且聯準會將暫停緊縮，再加上預測最終結果將走向兩極，我們看重增添債券來強化投資組合。具體而言，我們偏好在具吸引力的價格水準下增加高存續期品質的資產，尤其是當通膨隱憂再現導致市場大跌的時候。債券起始殖利率往往是固定收益報酬的可靠指標，而在目前的殖利率水準下，固定收益的存續期間較股票收益率更具競爭力。根據歷史分析，即使聯準會迅速翻轉政策，存續期表現仍有可能領先股票。

我們維持減碼股票，並採取謹慎態度，鎖定低槓桿、高品質的個股，尤其是在經濟衰退時仍有獲利成長的企業。觀察經濟擴張後期與經濟衰退前期，在各個傳統股票因子中，品質因子的風險調整後報酬通常高於其他。在快速變動的市場環境下，建議在透過相對價值交易來布局投資主題時，保持靈活，以掌握市場錯置的機會。

信用債方面，我們透過信用違約交換指數 (CDX) 保持流動性，更偏好配置於指數。我們將易受利率上升影響企業的部位降到最低。持續看好有資產抵押的結構型證券化商品，並認為美國機構抵押貸款債券仍具吸引力，因為這類證券通常具有高度流動性，又受美國政府或美國機構擔保。

市況不明下的全球投資機會

在預期美國經濟將陷入衰退的情況下，投資人不禁要問：全球市場是否存在更好的投資機會？對此，我們採取擇優慎選的態度。

我們中性看待歐洲股票，因為全球經濟成長疲軟、每股盈餘或將下修，且歐洲升息週期落後於美國，可能會使歐洲景氣循環股與價值股指數承壓。日本的景氣循環類股與出口導向類股亦面臨壓力，加上日本央行可能取消殖利率曲線政策，為市場再添變數。

相較之下，我們看好新興亞洲市場的投資機會。例如，中國股市可能表現相對突出，因為其股價偏低，且儘管經濟成長前景轉佳，其企業獲利預估目前僅小幅上修。我們亦持續關注半導體週期，評估南韓與台灣的潛在投資機會。

貨幣市場當中，部分新興市場貨幣持續具有吸引力，因為其受惠於高利差與便宜的評價，且在聯準會結束升息週期後有機會縮短評價差距。

重點摘要

在我們對總體經濟與市場的預測下，由於債券具備分散風險、資本保值、及潛在上漲空間等優勢，我們偏好在投資組合中配置債券。股票部位，考量到企業盈餘及股價預期仍偏高，我們維持相對謹慎的態度。

聯準會決策與相關總經態勢將是關鍵，債券將有助於在挑戰及不確定的環境中，為投資組合提升韌性。



過往績效並非未來結果之保證或可靠指標。

所有投資均有風險且可能造成價值損失。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。債券交易參與量減少，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。匯率可能會在短期內大幅波動，並可能減少投資組合的回報率。股票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。投資於以外幣計價及/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。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。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。由吉利美 (GNMA) 所發行的美國機構不動產抵押貸款證券享有美國政府全額信用擔保。房地美 (FHLMC) 和房利美 (FNMA) 所發行之證券，提供按時償還本金與利息之機構擔保，但不享有美國政府全額信用擔保。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。不動產乃至於布局不動產之投資組合的價值均可能波動，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。銀行貸款的流動性往往低於其他類型的債務工具，而整體市場和財務狀況可能對銀行貸款的提前還款產生影響，因此無法準確預估提前還款額。恕不保證擔保銀行貸款的任何抵押品進行清算時必能履行借款人義務，或該抵押品必能清算。多元配置概不擔保無損失。

不同指數或證券之間的相關性，或與通膨之間的相關性，係以特定期間的資料為基礎。在未來或不同的時段內，前述相關性可能出現相當大的差異，從而導致波動性升高。

本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指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經理人對未來的預期。概不保證未來業績，亦不保證證券的評價可締造利潤或保障免受虧損。

文中所有預測、估計及若干資訊均係得自專有研究結果，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，且不同於實際的表現紀錄，並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。展望及策略有可能變動，恕不另行通知。

文中引用之發債機構範例均為PIMCO認為眾所周知且屬於該產業之發債機構。有關特定發行機構的指涉或說明，不得做為且不應詮釋為買賣或持有該等發行人的證券推薦或背書。PIMCO的產品及策略可能持有或未持有前文提及的任何證券，即使已經持有該等證券，亦不代表今後必然繼續持有該等證券。

本資料包含經理人現階段見解，相關見解可能有所異動，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。本文資訊均得自經研判為可靠之來源，惟不保證必然正確無誤。

PIMCO 僅向合資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。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故非投資等級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。非投資等級債券基金不適合無法承擔相關風險之投資人。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。非投資等級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的本金中扣除，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）可能導致資產損失或全部投資金額。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，全球非投資等級債券基金原名稱為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、新興市場本地貨幣債券基金、總回報債券基金、美國非投資等級債券基金原名稱為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%。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。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<http://www.pimco.com.tw>或境外基金資訊觀測站<http://www.fundclear.com.tw>查詢。本公司地址為台北市信義區忠孝東路五段68號40樓，電話為(02) 8729-5500，經主管機關核准之營業執照字號為(112)金管投顧新字第012號。

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。© 2023, PIMCO。

