



資產配  
置展望

2020年7月

# 以韌性抵禦 不確定性

PIMCO致力為投資人建構能夠穩渡各種經濟情境的多元資產投資組合，並從中發現特定的主動式投資契機。

## 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

- 根據我們的經濟基本預測，我們認為全球經濟活動將呈現漸進、但強弱不一的復甦表現。儘管如此，我們仍籠罩在龐大的風險之下，因此建構具有韌性的投資組合至關重要。
- 經濟復甦的步調將對各個區域、產業、與企業帶來程度不一的影響，且我們認為主動式投資管理至關重要，藉由產業選擇與戰略性資產配置進一步創造投資價值。
- 根據我們的分析結果，目前風險性資產（股票與信用資產）的評價尚屬合理，且投資人應維持適度的風險承受度，並以審慎的態度建構高度信念的投資組合。
- 我們青睞能夠在低迷的總經環境下締造穩健獲利表現的企業。故此，我們對於高品質與高成長股票的青睞程度勝過景氣循環類股；在信用資產投資部位，我們偏好「彎而不折」的投資標的。



過去10年來全球經濟穩定成長，資產價格持續攀升。然而，今年全球經濟與金融市場卻受到新冠肺炎疫情擾亂。此全球公衛危機迫使大多數國家下令居家防疫，經濟活動一夕之間停擺，並導致金融市場以前所未見的速度下挫。對此，各國政府與央行推出大規模的財政與貨幣刺激政策，激勵風險性資產締造空前漲幅。

現在，資產價格與實體經濟的表現似乎脫節，疫情危機何時落幕仍是個未知數。面對眼前的大環境，建構投資組合已成為投資人的一大挑戰。根據我們的分析結果，倘若將寬鬆的金融環境與經濟逐步復甦的前景納入考量，目前風險性資產（股票與信用資產）的評價尚屬合理。然而，未來12個月可能發生的各種市場情境卻呈現罕見的差異。隨著經濟活動重啟，我們是否將迎來

V型經濟復甦？還是疫情將二度爆發，導致經濟活動進一步停擺？沒有人能有十足把握回答這些問題。故此，投資人必須思考該如何建構投資組合，才能穩渡各種可能的情境。

**波動性與不確定性常造就優異的投資機會。**

目前，PIMCO認為多元資產投資組合應維持適度的風險承受度，並加強股票與信用資產投資部位的韌性。一如以往，多管齊下建構穩健且多元配置的投資組合至關重要，且利率資產、實體資產、與貨幣皆扮演不可或缺的角色。好消息是，波動性與不確定性經常能帶來優異的投資機會。我們認為縝密規劃、多元配置、且靈活彈性的投資組合應可順利穩渡並充分掌握未來幾個月的投資環境。

### 崎嶇不平的總經前景

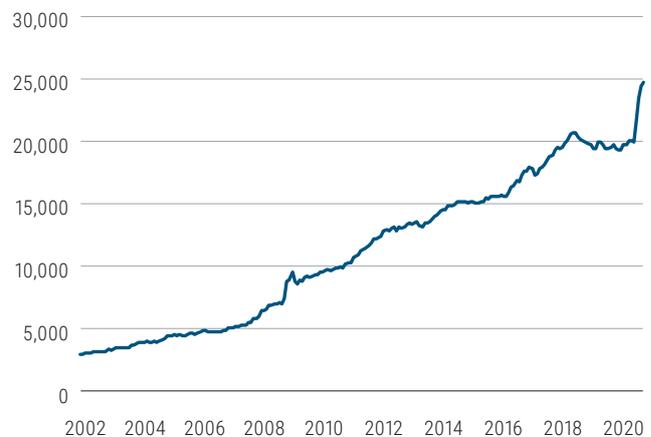
根據PIMCO的基本預測情境，未來全球經濟將逐漸復甦，但是復甦的力道強弱不一，且許多國家一直要到2022年才能回到疫情危機爆發前的GDP規模。除了基本預測，我們的經濟展望尚包含樂觀與悲觀的情境。在樂觀的情境下，新冠肺炎的療法快速問世，促使經濟重啟與回復正常的速度比預期來得快。在悲觀的情境下，疫情大規模二度爆發，迫使政府重啟社交距離政策，此舉將導致全球經濟二度衰退，並造成企業永久倒閉，部分就業機會永遠消失。整體而言，儘管我們的基本預測認為經濟數據將漸進改善，但是相較於樂觀情境，目前朝向悲觀情境發展的風險更加顯著。儘管如此，可以確定的是即便接下來的經濟指標表現優於預期，各國政府與央行將持續致力鬆綁政策，因此要實現樂觀情境並非不可能。進一步瞭解PIMCO的經濟展望，請詳閱PIMCO部落格文章「漫長復甦之路」。

### 當前風險性資產的評價水準

不論是日常生活或金融市場，目前我們正身處前所未見的時代。新冠肺炎疫情讓金融市場以史上最快速度陷入熊市：今年以來MSCI(所有國家)世界指數的報酬率一度重挫32.9%，且從高點到低點只花40天的時間就暴跌34.8%。全球投資等級信用資產的利差(依據彭博巴克萊全球綜合公司債指數之平均選擇權調整利差)亦顯著擴張，利差最高一度突破400個基點。

然而，隨後而來的反彈力道同樣令人大開眼界。為了因應近代最沈重且最劇烈的經濟衰退，各國政府聯手推出規模空前的貨幣與財政刺激措施(關於美國的財政與貨幣刺激政策，請參閱PIMCO部落格文章「聯準會的因應措施」與「美國財政紓困方案」)。我們從圖一可以看到，全球各大央行的資產負債表規模大幅擴張—觀察貨幣政策的重要指標。

圖一：規模空前的刺激政策—聯準會、歐洲央行、日本央行、與中國人民銀行之資產負債表規模總和(單位：10億美元)



資料來源：彭博，截至2020年6月18日。圖表顯示日本央行、歐洲央行、美國聯準會、與中國人民銀行的資產負債表總值。

經濟衰退與刺激政策的相互拉鋸，令人難以捉摸風險性資產的合理價格。一方面，經濟活動萎縮與失業率攀升導致經濟基本面惡化。在此環境下，企業獲利料將全面下滑、財務槓桿料將大幅上升，且企業紛紛刪減或停發股息，銀行帳上的呆帳亦將不斷膨脹。另一方面，政府與央行祭出大規模的財政與貨幣刺激政策，對市場挹注流動性、為企業提供支持、並向民眾發放津貼與紓困補助。此外，多國央行不僅扮演最後貸款人的角色，同時還肩負最後買家的重責大任，藉此確保金融市場的運作更加順暢。

自從金融市場在3月中旬觸底反彈之後，儘管我們或許成功避免最糟糕的經濟情境，且金融體系的波動性已大幅下降，但是避開最糟糕的情境不代表企業獲利重拾成長動能，也非經濟活動蓬勃發展。目前風險性資產的評價是「昂貴」或「低廉」，取決於投資人認為「樂觀」或「悲觀」情境發生的機率孰高孰低。在當前的環境下，光是看投資評價的數字或是對比歷史評價水準，我們難以評估當前投資評價是昂貴還是便宜——甚至可說毫無用武之地，因為全球經濟面臨空前挑戰，且未來可能發生的各種情境彼此落差極大。

過去10年，股票評價大多處於「低廉」的區間，但是目前已來到「合理」的價位。

面對前所未見的大環境，投資人不該只仰賴長期歷史評價作為判斷依據，而是要設法將悲觀與樂觀情境納入考量。如同圖二所示，我們依據央行採取的刺激政策與未來可能面臨的經濟環境，針對股票評價進行簡單迴歸分析，藉此評估目前評價的昂貴/低廉程度。由於美國累積的歷史資料較為悠久，因此我們以美國股市作為迴歸分析的範例。我們依據不同的10年期國庫券殖利率水準（以此代表央行的應對措施與整體政策支持狀況）、不同消費者信心水準（以此代表投資人眼中的景氣好壞），以及不同的通膨水準，評估在各種情境下的標準普爾500指數本益比為低廉或昂貴。

根據分析的結果，過去10年美股評價大多處於低廉的狀態，且實質殖利率低檔與消費者信心擴張常是股市上漲的先行指標，且一直到2020年初美股評價才進入「合理」的區間。隨後，2020年第一季的嚴峻賣壓讓股市評價跌入史無前例的低廉程度，但消費者信心指數的下滑幅度無法準確反映此次市場重挫的嚴重程度。儘管消費者信心指數依舊低迷，但隨後股市反彈的力道非常強勁。

圖二：美股評價接近合理水準

本益比偏離合理評價的程度



資料來源：PIMCO研究模型，截至2020年6月18日。

圖表依據不同的10年期國庫券殖利率水準（以此代表央行貨幣政策與整體刺激政策環境）、不同消費者信心水準（以此代表投資人眼中的經濟體質好壞），以及不同的通膨水準，評估在各種情境下的標準普爾500指數本益比是便宜或是昂貴。

從上圖可知，目前股票評價似乎已處於合理的價位區間。在迴歸分析中無法解釋的風險（殘餘風險）可能來自以下各種因素：實質殖利率趨近於零，無法完全反映聯準會前瞻指引的效果；經濟刺激政策雖有益於企業，但是消費者未蒙受其利；以及市場期待未來的刺激政策能夠降低疫情二度爆發可能引起的衰退風險。若以同樣的方式分析投資等級與高收益債券的信用利差，我們也會得到相同的結論：目前都已來到合理的價位區間。

整體而言，我們認為未來幾個月順景氣循環型資產(procyclical)表現將極易受到消息面影響。現在，無論是新冠肺炎疫情或經濟衰退的影響均尚未告一段落—經濟刺激政策亦然，因此我們必須持續觀察這兩股相互拉鋸的力量。故此，面對當前環境，投資人應該要維持適度的風險承受度，加強布局市場錯置所造就的相對價值投資機會，以審慎的態度建構高度信念的投資組合。可以確定的是，未來幾季的大環境將十分有利於主動式投資策略，因為各產業的報酬特性仍將呈現極端的落差。此次經濟復甦的特性與步調將造就許多涇渭分明的贏家與輸家。故此，投資人將可掌握龐大的投資機會，慎選產業與戰略性資產配置，進一步創造投資價值。

### 全球股票：強調成長與品質

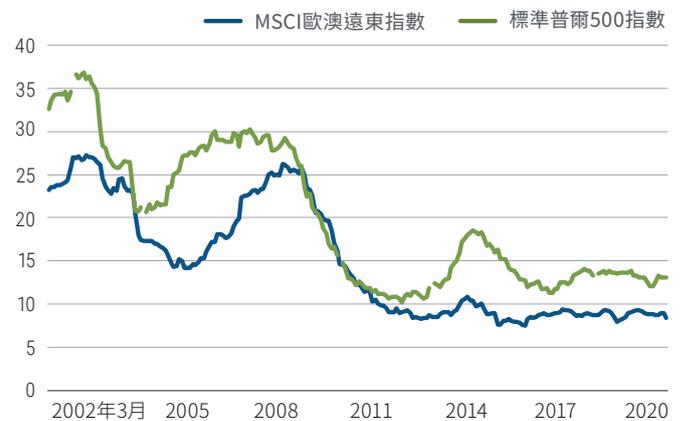
未來可能出現各種落差極大的經濟情境，因此投資人必須縝密考量各種資產類別。我們認為多元資產投資組合必須能夠在V型復甦的樂觀情境下，充分掌握上漲潛力，同時也要能在經濟緩步復甦且持續動盪的環境下展現韌性。面對當前的大環境，高成長與高品質是我們青睞的股票特性。

PIMCO預期未來12-24個月全球經濟將持續疲弱，且疫情危機與日漸高漲的經濟保護主義將引來顯著的下檔風險。然而，長期低通膨的經濟成長環境不必然有損資產價格表現，但是投資人應著重布局獲利能力優於平均的商業模式與企業。相反地，在景氣緩步復甦的環境下，景氣循環型企業的韌性料將打折扣。故此，我們青睞的企業為在各種經濟環境下皆能創造穩定且具吸引力之獲利成長—但這類型的企業在過去幾十年來日漸稀缺（圖三）。

投資人必須思考該如何建構多元資產投資組合，才能在樂觀的經濟情境掌握上漲空間，並在動盪的市況下維持高度韌性。

圖三：具備高成長潛力的企業日益稀少

5年營收成長率大於15%的企業家數佔比



資料來源：FactSet、PIMCO，截至2020年5月31日。

根據我們的研究模型顯示，美國的高品質成長企業值得投資人青睞，因為此類企業擁有穩定的獲利成長特性，且股東權益報酬率普遍高於其他國家（圖四）。儘管其他國家的股票評價較為低廉，但是也更容易受到景氣循環的影響，且近期內可能會面臨更加嚴峻的挑戰。

由於高品質與成長型企業在美國股市的佔比較高，因此目前我們加碼配置美國股市。此外，我們亦加碼日本股市，因為日本股市的品質與評價吸引力持續改善，且當中的景氣循環股與我們青睞的產業類別較為接近。目前，我們減碼新興市場與歐洲股市，因為兩者的景氣敏感度較高，因此在較為悲觀的經濟情境下容易受到顯著影響。

以產業配置的角度而言，我們青睞持續展現創新能量的科技與醫療保健產業。我們認為身處這些產業的破壞式創新企業有能力在低成長的環境創造高水準的盈餘成長。即便是在其他產業，我們同樣著重布局高成長、高獲利能力、高自由現金流量產生能力、與強勁資產負債表的企業。

圖四：以「品質」與「成長」作為篩選股票投資區域與產業的標準

|                  | 品質   | 成長    |
|------------------|------|-------|
|                  | 越高越好 | 越高越好  |
| MSCI 新興市場指數      | 0.04 | 0.32  |
| MSCI 歐洲指數 (英國除外) | 0.16 | 0.03  |
| MSCI 日本指數        | 0.16 | -0.27 |
| MSCI 英國指數        | 0.16 | -0.09 |
| MSCI 美國指數        | 0.67 | 0.16  |

|                  | 品質   | 成長   |
|------------------|------|------|
|                  | 越高越好 | 越高越好 |
| MSCI 所有國家世界指數－產業 |      |      |
| 資訊科技             | 0.9  | 0.3  |
| 核心消費             | 0.8  | 0.0  |
| 醫療保健             | 0.7  | 0.2  |
| 通訊服務             | 0.6  | 0.4  |
| 原物料              | 0.5  | 0.0  |
| 非核心消費            | 0.4  | 0.3  |
| 工業               | 0.3  | -0.1 |
| 能源               | 0.0  | -0.4 |
| 房地產              | -0.3 | 0.1  |
| 公用事業             | -0.4 | -0.2 |
| 金融               | -0.9 | 0.0  |

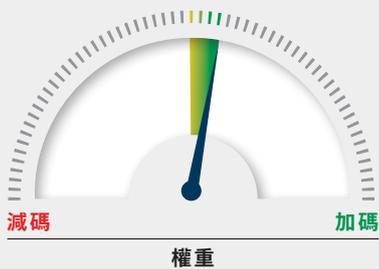
資料來源：PIMCO 計算結果，依據截至2020年6月18日之MSCI指數資料。

以上數值依據各個區域相對於全球平均值之Z分數。舉例來說，「品質」與「美國」交集欄位的0.67代表「相較於MSCI所有國家世界指數之平均值，美國的品質分數要高出0.67個標準差」。

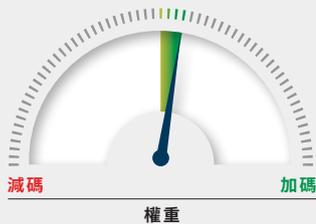
# 多元資產組合的資產類別觀點

我們根據全球經濟和市場展望制訂之多元資產投資組合配置如下。

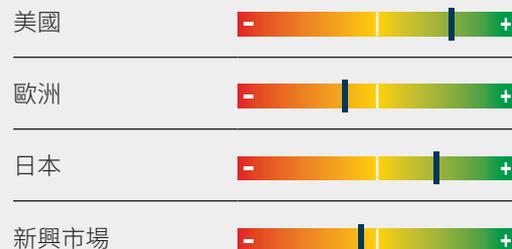
## 整體風險



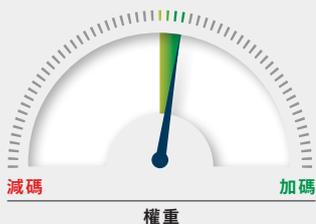
根據我們基本預測，全球經濟將在未來6到12個月逐漸復甦。一方面，我們認為多元資產投資組合應承擔適度風險，同時也注意到未來可能發生的各種情境呈現比過去更加顯著的差異。我們認為投資人應設法強化景氣循環投資部位的韌性，並跨資產掌握多元分散的配置效益。



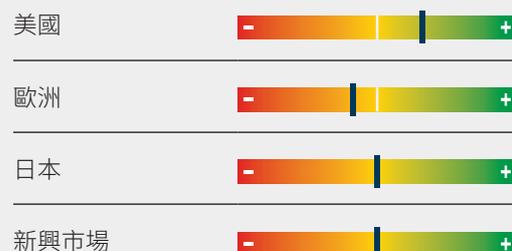
## 股票



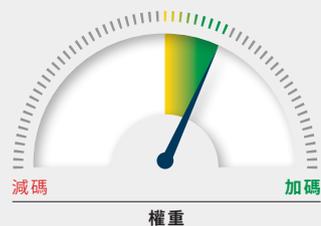
儘管基本面惡化，但是若將寬鬆的金融環境納入考量，我們認為目前股市評價接近合理的水準。目前我們傾向小幅加碼股票，並以高品質且具成長特性之產業與國家作為首選。故此，相對於歐洲與新興市場，我們更加青睞美國與日本股市。



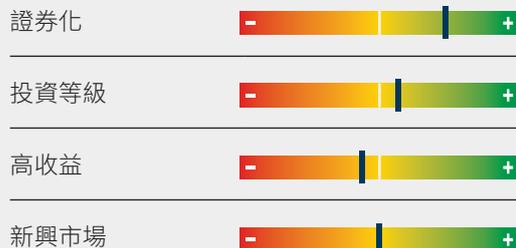
## 利率



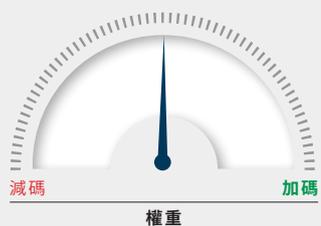
此外，我們認為高評等的利率資產近期雖已經歷一波漲幅，但仍可持續為多元資產投資組合帶來防禦與穩定的效果。在可預見的未來內，考量到經濟成長放緩、近期內通膨仍低迷、加上央行採取的貨幣刺激政策，利率資產的評價料將持續獲得支撐。我們小幅度加碼存續期間，且相較於歐洲與日本等已開發國家，美國與澳洲更值得青睞，因為在風險趨避的環境下，美國與澳洲的殖利率有較大的下降空間。



### 信用



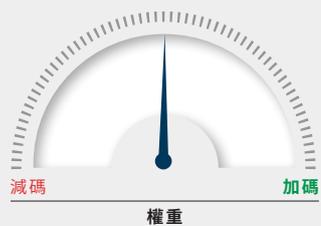
儘管信用利差已擴張，但是評等較低的公司債仍潛藏顯著違約風險。我們主要加碼信用資產中的高評等公司債與不動產抵押貸款證券，維持審慎看待高收益公司債。此外，特定的新興市場債券亦具備投資吸引力。



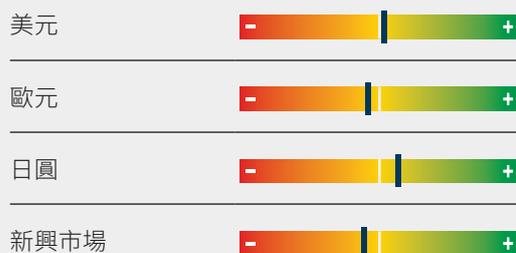
### 實質資產



近期內，通膨料將維持低檔，且資產價格已反映低迷的通膨預期水準。儘管如此，政府財政赤字飆升最終可能會使得長期通膨攀升。為了抵禦通膨高於預期的風險，我們以黃金、不動產投資信託、美國抗通膨公債作為避險投資部位，同時仍審慎看待原物料相關的資產。



### 貨幣



今年以來，美元已經歷一波強勁的升值走勢，故此我們對美元採中性配置。此外，我們加碼日圓投資部位，以為資產組合避險。儘管新興市場貨幣的評價看似低廉，但新冠肺炎疫情可能引發的下檔風險，促使我們對近期投資前景維持審慎觀點。

### 傳統信用資產：充滿相對價值投資機會

由於多數產業的公司債已經歷一波強勁的上漲表現，因此目前我們試圖掌握相對價值投資機會，並稍微減持景氣循環產業。現在，複製參考指數的投資部位已無法締造具吸引力的報酬表現——今年第一季尾聲就是最好的例子，因此投資人必須審慎挑選與配置信用資產，以期實現投資組合韌性極大化之目標。

現在，我們在那些受到疫情重創、但資產負債表仍強勁的產業身上看到具吸引力的投資機會。

目前，我們青睞高品質的投資等級公司債，因為此類企業可在各種經濟復甦的情境下，締造具吸引力的風險調整後報酬。我們認為特定的優先順位金融機構債券與銀行資本，及非景氣循環產業的BB級高收益信用資產亦具備投資吸引力。

機構抵押貸款證券(agency MBS)亦是我們加碼配置的信用資產。目前，機構抵押貸款證券的評價具有吸引力，且持續受惠於政策面的支持。此外，相較於殖利率相當的信用資產，機構抵押貸款證券擁有較高的信用品質與較佳的流動性。

我們青睞歐洲邊陲國家的主權債，因為目前的利差具有吸引力，且未來將持續獲得政策支持。

在當前的環境下，我們對於高度財務槓桿的企業普遍抱持審慎態度。PIMCO運用規模優勢直接與發債企業協商有利的認購條件，在初級市場為投資人取得具吸引力的風險溢酬，並為投資組合建立充分保護，藉此抵禦經濟挑戰縈繞的大環境。

## 哪些資產適用「價值因子」？

「成長」與「價值」因子孰優孰劣已成為投資人熱議的話題，因為現在被貼上「低廉」與「昂貴」標籤的個股評價已寫下史無前例的價差。儘管在股票市場已討論很多「成長」與「價值」，但是我們必須採取全方位的思考：多元資產投資人若要布局價值因子，究竟是要透過股票投資部位，或資本順位較高的信用資產？

一般而言，所謂的價值型企業具備以下幾種特性—成長前景面臨挑戰、低利潤、高資本密集度、或是可能受到創新趨勢的顛覆。這些特性皆是影響股價表現的因素。相較之下，影響信用資產報酬的關鍵在於償債能力，而非成長潛力。故此，即便是在低成長的環境下，信用資產同樣有機會維持良好表現—尤其是那些獲得央行措施支持的企業。

為了評斷價值因子適用於股票或信用資產身上，我們深入分析價值型企業發行的各種資本證券並評估其表現優劣。首先，我們以標準普爾500指數作為研究範疇，從中挑選其公司債在外流通交易的企業，總計約有300家企業。接著，我們依據本益比、股價淨值比、與自由現金流量相對於企業價值之倍數等價值指標，對這300家企業進行排名，並限制產業中立性。圖5顯示在這300家企業當中，排名前五分之一之企業（約60家企業）的股價報酬表現。

圖五：美國價值型企業—股價歷史表現

|     | 債券   |       |      | 股票    |       |       |
|-----|------|-------|------|-------|-------|-------|
|     | 報酬   | 風險    | 夏普值  | 報酬    | 風險    | 夏普值   |
| 1年  | 6.4% | 10.1% | 0.64 | -6.0% | 32.9% | -0.18 |
| 3年  | 4.4% | 6.4%  | 0.69 | 0.6%  | 23.0% | 0.03  |
| 5年  | 4.2% | 5.4%  | 0.79 | 3.0%  | 19.9% | 0.15  |
| 10年 | 5.0% | 3.2%  | 1.56 | 11.1% | 14.7% | 0.76  |

資料來源：PIMCO依據每月報酬率之分析結果，截至2020年5月31日。

本項分析以標準普爾500指數之成份企業作為研究範疇，並從中挑選尚有債券在外流通交易之企業，總計涵蓋約300家企業。接著，我們依據本益比、股價淨值比、與自由現金流量相對於企業價值之倍數等價值指標，對這300家企業進行排名，並限制產業分佈的集中度，最後得出排名前五分之一（約60家企業）的企業名單。

在過去10年經濟成長疲弱的環境下，以平均風險調整後報酬而言，價值型企業發行的信用資產表現明顯優於股票。由於未來兩年料將持續處於成長路徑崎嶇且步調緩慢的經濟環境，因此我們認為類似的市場動能可能會延續下去。

當然，投資人不應盲目地投資價值型企業發行的債券，因為成長疲弱且資產負債表體質欠佳的企業常潛藏更加顯著的違約風險。儘管如此，縝密的產業與企業分析有助於我們分辨哪些企業只是面臨一時的挑戰，哪些企業則已病入膏肓。

圖六：美國價值型企業—當前特性

|                        | 價值型企業 |       | 標準普爾500指數 | 彭博巴克萊美國投資級債券指數 |
|------------------------|-------|-------|-----------|----------------|
|                        | 平均    | 中位數   |           |                |
| 本益比                    | 8.0   | 9.3   | 19.6      | 12.2           |
| 未來12個月企業價值/稅前息前折舊攤提前盈餘 | 9.7   | 9.6   | 15.5      | 13.8           |
| 3年營收成長率                | -2.6% | -3.5% | 6.2%      | 2.5%           |
| 3年盈餘成長率                | -1.3% | -1.8% | 8.3%      | 5.6%           |
| 資產報酬率                  | 4.3   | 3.4   | 9.1       | 4.7            |
| 3年期Beta係數              | 1.4   | 1.3   | 1.0       | 1.1            |
| 淨負債/企業價值               | 30%   | 31%   | 8%        | 24%            |
| 選擇權調整後利差               | 268   | 221   | 107       | 141            |
| 到期收益率                  | 3.4   | 2.8   | 1.7       | 2.1            |
| 評等                     | BBB-  | BBB-  | AA-       | A-             |

資料來源：PIMCO、彭博、FactSet，截至2020年6月18日。

註：本圖表包含之基本面統計數據僅依據巴克萊投資級信用指數當中，股票在美國股市公開交易之企業（指數佔比約66%）。指數包含許多發行美元債券的非美國籍企業。

標準普爾500指數與美國投資級信用指數之基本面資料採加權平均值。

價值型企業依據圖五詳述之範疇。

本益比依據未來12個月每股盈餘之3年期平均值進行計算。3年營收成長率依據2019年至2022年之預估值，藉此降低2020年波動性造成的影響。

### 非傳統信用資產具備的投資吸引力

除了上市企業發行的股票與債券之外，其他信用資產同樣受到市場震盪的影響，因而造就具吸引力之風險報酬機會。我們對於此類資產秉持相同的布局角度：聚焦能夠穩渡各種經濟情境的投資標的，而非一味追求收益率。

我們持續在結構性信用資產之中發掘投資價值，特別是以組成多元的資產池作為抵押品之AAA級優先順位證券，例如商業不動產抵押貸款證券、住房抵押貸款證券、以及擔保債務憑證(CLOs)。以評價面而言，舊有的非機構抵押貸款證券仍具投資吸引力。在新冠肺炎疫情爆發前，美國房市基本面具備正向的動能，例如家庭資產負債表健全、購屋負擔能力良好、房屋庫存未過剩、且房價呈現成長趨勢。美國政府透過各項措施維持美國房市的穩定性，其中包括延後房屋法拍的期限、提供房貸寬限期、以及其他避免房貸違約的刺激措施，且從高頻經濟統計數據可知，目前美國房市與房價穩定性已開始恢復。

以新興市場而言，相較於易受經濟成長左右的資產—例如新興市場股票、貨幣、與當地貨幣債券，我們著重布局新興市場外債。許多新興國家具備典型的價值股特性，例如經濟成長模式面臨挑戰，以及疲弱的資產負債表。然而，由財政體質較為強勁的國家發行之強勢貨幣主權債亦具投資吸引力。

### 下一波投資機會：私募債權

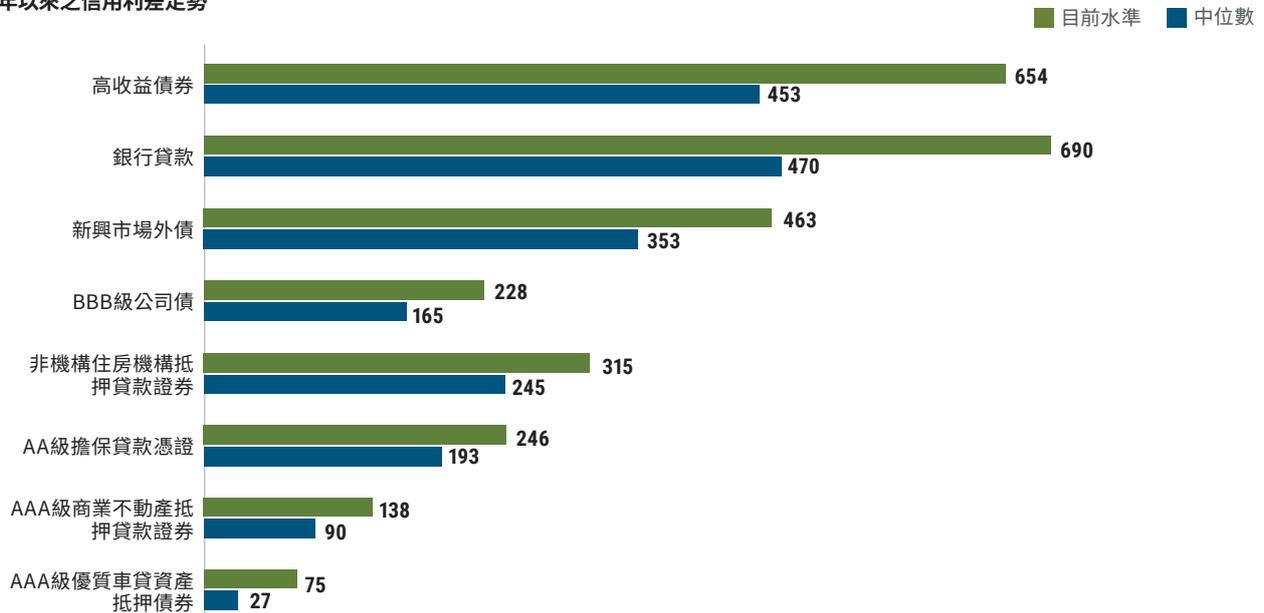
相較於公開交易市場，私募市場浮現壓力的時間點來得較晚。故此，我們現在開始在商業不動產抵押貸款證券與私募貸款市場看到具吸引力的投資機會。有鑑於疲弱的經濟環境與融資供給萎縮，我們預期未來12個月私募債權市場的評價將進一步下修。此外，先前從傳統融資管道取得資金的企業，接下來可能被迫轉往私募市場籌措資金。未來幾年，部分的商業不動產與公司債市場可能會出現新一波的倒閉潮，因為背負高度財務槓桿的發債企業將面臨新經濟情境帶來的挑戰。

目前，我們在商業不動產抵押貸款證券與私募貸款身上看到投資機

對於手中握有資本且可耐心布局的投資人而言，市場動盪料將帶來值得掌握的投資機會，並可以有利的條件認購新發行的私募債權。此外，目前流動性越高的資產，投資評價亦更加昂貴。換言之，流動性較低的資產可提供更大的報酬潛力。

圖七：公開與私募市場的信用利差來到多年高點

2012年以來之信用利差走勢



資料來源：PIMCO、彭博巴克萊、美銀美林、摩根大通，截至2020年5月31日。

歷史利差百分位依據參考證券或參考指數每月實際的選擇權調整後利差進行計算，統計時間起自2011年1月31日，截至本圖所示之日期為止。美高收以美銀美林高收益指數為代表；銀行貸款以摩根大通槓桿貸款指數成立至今之時期為代表；非機構住房貸款抵押債券以連結選擇權指數型房貸之債券為代表；BBB級公司債以彭博巴克萊BBB級公司債指數為代表；新興市場外債以摩根大通新興市場債券指數為代表；AA級擔保貸款憑證以摩根大通擔保貸款憑證指數為代表。AAA級10年期商業不動產抵押貸款證券以最新發行之AAA級通道(Conduit)商業不動產抵押貸款證券為代表，自2011年2月起追蹤利差變化。優質車貸資產擔保債券依據摩根大通統計數據。

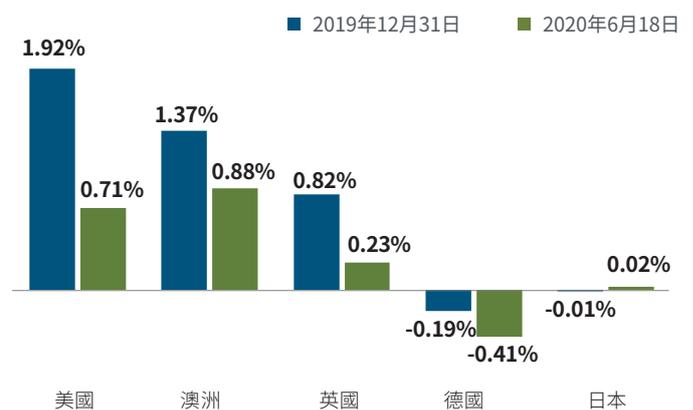
故此，我們認為隨著投資人致力實現長期報酬目標，未來幾年機會型投資策略將在投資組合中扮演日益重要的角色。

### 重新調整分散配置的策略

無論是配置景氣循環資產或避風港資產，在當前的環境下多元資產投資組合都必須縝密規劃。與其完全仰賴存續期間作為抵禦投資風險的工具，我們認為投資人必須廣納避風港貨幣、另類資產與投資策略，以及直接或間接獲得政府支持的資產，以更多元的資產與投資工具降低投資風險。

對於投資人而言，眼前最大的挑戰在於低風險且擁有合理殖利率的避風港資產日漸稀少。新冠肺炎疫情促使投資人趨避風險，加上貨幣刺激政策的影響，導致已開發國家主權債殖利率從低點進一步下探(圖八)。

圖八：10年期政府公債殖利率—現在 vs. 2020年初



資料來源：彭博，截至2020年6月18日。

儘管身處低殖利率偏低的市場環境，我們認為利率存續期間仍在多元資產投資組合扮演重要的角色。事實上，在今年的賣壓期間，高評等債券的存續期間為許多投資人發揮保護效果。儘管如此，我們認為投資人必須針對特定區域與殖利率曲線的區段建立存續期間投資部位，如此方能將投資報酬極大化並發揮分散配置的效果。儘管整體的期限溢酬偏低，但我們青睞美國與澳洲，因為兩國的殖利率較高，且一旦資金湧入避風港資產，美國與澳洲的殖利率仍有較大的下降空間。目前，我們傾向以美、澳兩國的10年期公債作為存續期間的來源，因為多數國家的政策利率偏低，且5年期以下的殖利率曲線已平滑化。另一方面，倘若經濟復甦的速度高於預期，殖利率曲線將陡峭化並對30年期的國庫券造成不成比例的負面影響。

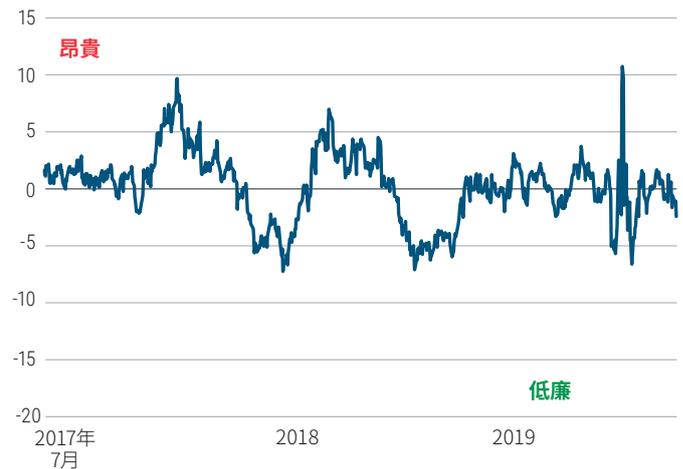
部分投資人質疑股價市是否將繼續維持負相關性，在過去半個世紀，無論美國國庫券與股票呈現何種的相關性，每當美國陷入經濟衰退，美國國庫券總能創造正的名目報酬率。我們認為美國國庫券將延續過去半世紀的報酬特性，但是債券凸性(convexity)與存續期間的報酬潛力將受到目前低利環境的限制。

我們認為投資人需以多元聚焦的方式配置存續期間，同時搭配其他避風港資產方能發揮相輔相成的效果—例如日圓與瑞士法郎等避風港貨幣，機構抵押貸款證券與AA/AAA級投資級公司債等獲得政策支持的高評等資產、以及分散配置另類投資策略。

此外，投資人亦可考慮配置黃金，因為回顧過往的經濟衰退與總經環境充滿變數的時期，黃金向來可展現韌性並發揮分散配置之效果。我們發現實質殖利率的變化是左右金價走勢的關鍵。每當實質殖利率上升，黃金價格便隨之下降，如此方能維持黃金相對於其他投資機會的吸引力，反之亦然。投資人應時時關注實質殖利率與金

價走勢的相關性，因為兩者的相關性將決定黃金在投資組合扮演的角色。根據我們的黃金與實質殖利率評價模型(圖九)，我們認為目前黃金的投資評價比實質殖利率略微低廉。

圖九：黃金 vs. 實質殖利率—過去3年的相對投資價值



資料來源：PIMCO，截至2020年6月18日。

儘管我們一再強調要「多元配置具分散效果的資產」，但是光這麼做可能還不夠。正如同我們所提及，投資人必須針對各種可能的經濟復甦情境，確保投資組合內的「進攻」部位高度分散且強韌。此外，我們必須針對不斷變化的總經環境與疫情發展趨勢，對投資組合採取戰略性調整，藉此控管下檔風險並審慎管理投資組合的流動性，以及確保低流動性的投資部位能夠帶來合理的投資報酬。

## 結論

根據PIMCO的基本預測情境，全球經濟活動料將在2020年下半年與2021年逐漸復甦，但是經濟復甦前景充滿不確定性，且各種差異甚大的情境都有可能發生。在此環境下，建構具有韌性的投資組合至關重要，在掌握上檔潛力的同時，必須審慎抵禦下檔風險。

考量到目前的實質利率水準、經濟體質的韌性、以及通膨水準，我們認為股票與公司債的投資評價已來到合理的價位。故此，我們認為多元資產投資組合應維持適度的風險承受度，聚焦擁有強勁的主題式或長期成長動能的企業，以期在低迷的總經環境締造穩健的獲利表現。在股票投資部位，我們對於高品質與高成長企業的青睞程度勝過景氣循環類股；在信用資產投資部位，我們偏好「彎而不折」的投資標的。

由於全球經濟前景仍面臨較顯著的下檔風險，因此投資組合務必納入具備分散效果的投資標的，保護投資人不受負面情境的衝擊。儘管殖利率已來到史上新低，但是高品質的避風港資產－例如利率資產－仍在投資組合佔有一席之地。然而，我們認為投資人必須廣納避風港貨幣、另類資產與投資策略、以及直接或間接獲得政府支持的資產，運用更多元的資產與投資工具。我們認為縝密規劃、多元配置、且靈活彈性的投資組合應可順利穩渡並充分掌握未來幾個月的投資環境。

作者群感謝 Bill Smith、Emmanuel Sharef、Brendon Shvetz、Ashish Tiwari、Jason Odom、與Dan Phillipson等人對於本文之貢獻。



### 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。大多數的債券價值以及債券策略，會受利率變動所影響。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，目前的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備成本。**主權證券**通常由發行政府擔保。至於美國政府機構債與公家機關債券所獲擔保程度則高低有別，但通常並未獲得美國政府的全額信譽擔保。投資組合若是投資此類機構債券，即不享有全部保障，且價值有所波動。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。**股票**則有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。**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。**不動產**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、徵收、訴訟、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。**擔保貸款憑證(CLO)**可能涉及高度投資風險，且僅針對合格投資人銷售。投資人可能會損失部分或所有資本，且可能在某些時期無法分配到現金流量。擔保貸款憑證可能暴露在信用風險、違約風險、流動性風險、管理風險、波動性、與利率風險之中。**高收益率、較低評等證券**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**可能歷經更高的匯率波動、經濟及政治的風險，這在新興市場可能更明顯。匯率可能會在短期內大幅波動，並可能減少投資組合的報酬率。**原物料**具備較高風險，包括市場風險、政治風險、法規業管風險與自然環境風險等，未必適合所有投資人。**私募投資**涉及高度風險，個別之潛在投資人均應於從事相關投資前夕先行審慎評估。建議潛在投資人，基金投資僅適合財務能力充裕且無需用投資資產流動性，並能承受相關投資可能全額損失等經濟風險之人士。**多元配置**概不擔保絕無損失。

特定一檔證券或一整類證券的**信用品質**，並不足以確保整體投資組合的穩定或安全必然無虞。個別券種或發行人的品質評等，旨在反映該券種或發行人的信用價值，從標準普爾、穆迪與惠譽分別賦予的AAA-Aaa或AAA(最高評等)，到底層層的D、C或D(最低評等)。

**管理風險**是指投資經理人所使用的投資技術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技術方面可運用之投資策略的風險。

前述投資策略概未保證於所有市場狀況下一律適用，亦不保證適合所有投資人，個別投資人務請評估自身從事長期投資之能力，尤其是在市場下跌期間。投資人在做出投資決策前，應先諮詢投資專業意見。

**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。

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。

**「避風港」(safe haven)** 一詞是指在市場動盪時期，預計將維持或增值的投資。投資人尋求避風港，以控制市場波動時所造成的損失。所有投資均有風險且可能造成價值損失。

**Beta係數**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。**相關性**則是反映兩檔證券個別走勢之彼此關聯程度的統計指標。**存續期間**為衡量債券價格對利率敏感度的方法，以年為單位。**選擇權調整後利差(OAS)**衡量在各種可能的利率情境下之利差。一檔證券之選擇權調整後利差意指將未來可能發生的多種利率情境納入考量，計算出該檔證券相對於美國國庫券創造之額外報酬平均值。**本益比、加權平均市值、與中位數**市值依據投資組合持有證券之本益比平均值與市值計算。本益比代表證券價格相對於每股盈餘之比例。一般而言，價值受到低估的證券具備低本益比，而價格受到高估的證券則具備高本益比。

本資料包含了基金經理人的見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。資料內容發布僅供資訊參考之用，不應視同投資建議，亦不得視為推薦或背書任何特定證券、策略或投資產品。指數未經管理且無法直接投資。本文所有資訊均係得自可靠程度經過研判之各項來源，惟不保證必然無誤。

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擔較高風險之非保守型投資人。**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(107)金管投顧字第001號。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。©2020年，PIMCO版權所有。