

平衡之道： 在變局中構建投資組合韌性

系統性股票策略與嚴謹的多元分散布局可以協助多元資產投資組合在變化莫測的市場環境下茁壯增長。

作者



Erin Browne
PIMCO資產配置
投資組合經理人



Emmanuel Sharef
PIMCO資產配置暨
多元實質資產
投資組合經理人

重點摘要

- 跨資產及跨地區且嚴謹的平衡配置有助於避免行為偏誤（例如恐懼或過度自信），並支持更穩健、更長期的投資結果。
- 系統性股票投資運用多元風險因子，包括價值、品質、成長與動能，提供長期超額報酬潛力，並協助投資組合抵禦政策衝擊及市場波動。
- 在多元資產投資組合中，我們根據全球展望，偏好跨地區的多元股票部位、英國與澳洲長債，以及美國高品質證券化信用。

近幾個月來，受貿易政策變化、地緣政治衝擊、對財政可持續性的擔憂、聯準會獨立性所面臨的挑戰、科技進步以及盈利意外等因素影響，市場歷經劇烈波動。儘管如此，全球大多地區的股票與債券市場仍接近年初的水準。

這是一次深刻的投資經驗：雖然想因應不斷變化的新聞或政策結果，但在不確定時期，擇時交易與情緒化決策的風險也會上升。

我們認為，多元資產投資人的最佳解方，就是保持平衡與嚴謹的態度，進行跨資產、跨地區及風險因子的分析與配置，並系統性地獲取不同市場和資產類別結構中蘊藏的風險溢酬（即承擔投資風險的補償）。

例如，在股票方面，價值、品質、成長與動能等因子往往在不同的歷史環境下超越市場指數；在固定收益方面，我們可以透過多種方式尋求高於基準指數的穩健報酬，透過鎖定利差（即不同類型債券間的收益）、提供市場流動性、掌握複雜市況下的風險溢酬，以及謹慎評估與選擇信用標的等。以上這些風險溢酬都是「經常存在的」，可以在市場波動期間為投資組合報酬提供緩衝。

平衡投資策略有助降低人為偏誤

在波動或不確定的市場中，行為偏誤會更加明顯：恐懼、貪婪、過度自信、過度精準、近因偏誤和從眾效應，都可能導致投資人犯下代價高昂的錯誤。例如：

- 近因偏誤可能導致投資人根據疫情期間經歷的通膨與市場動盪做決定，即使當前的環境截然不同。
- 過度自信和過度精準可能導致投資人在資料不足的情況下，根據特定的基期經濟情境進行配置，而忽略其他正面或負面的潛在結果。
- 恐懼和貪婪可能導致投資人在不對的時機調整資產或產業的配置，甚至放棄先前擬定的退場計劃與策略。

平衡、多元分散布局是克服這些行為偏誤最簡單的方法之一。舉例而言，假設某投資人持有股六債四（60%股票、40%債券）投資組合，在股票回檔時，投資組合的股票配比會不足；因此需逆週期地調整股票風險，以重新平衡至股六債四。

同樣地，在我們先前的資產配置展望《股債負相關，配置正當時》中，探討主動式基金經理人如何根據市場波動與相關性的變化來調整其股債的配置目標。此道理也適用於其他的多元分散投資，包括資產類別、地區與風險因子。

放眼全球市場，不同地區的風險和報酬趨勢迥異。在此環境下，投資人將能透過多元分散布局不同資產類別，受惠全球股票和固定收益的配置。

維持多元平衡的投資組合，以及戰術性資產配置的擇時決策（即根據特定情況發展而目標性地加減碼部位）並不衝突。然而，我們認為這些戰術性投資的規模，應根據投資信心及潛在風險與報酬，進行審慎評估。在政策高度不確定的時期，正如今年的態勢，戰術性擇時投資的報酬可能更加波動。

透過股票因子尋求高於指標的報酬

在平衡、多元分散的投資策略下，投資人可以用不同方式，在管理風險的同時尋求具吸引力的報酬。在股市中，品質、價值、動能與成長等股票因子的相關風險溢酬已廣為人知，且從歷史上來看，其能提供長期的超額報酬來源。

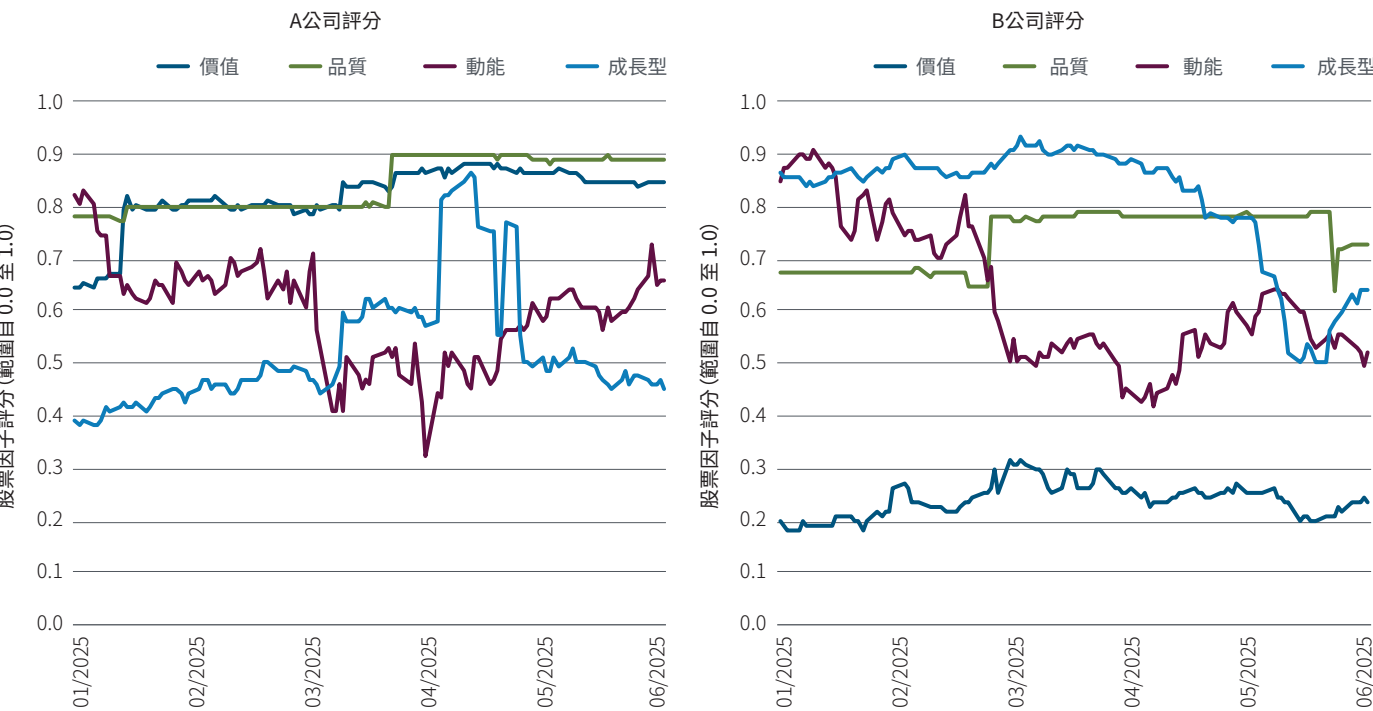
PIMCO的股票因子投資策略有以下特點：

- 我們對每項因子採用多種定義，盡可能地包含更多基本面或資料來源。
- 我們將各因子的評分整合成每檔股票的綜合評分，從而提高透明度。
- 我們在不同限制條件（例如壓力測試）下優化因子投資組合，並適當地調整風險，包括國家、地區、產業配置，以及追蹤誤差和流動性限額等。

此投資策略的目標，是尋求平衡與多元分散的超額報酬來源，確保單一因子的權重不會過高，從而在因子得分最高的國家與產業配置上掌握收益契機。

與單一因子投資策略相比，PIMCO的多元投資策略可以建立更具韌性、績效更穩定的投資組合；因為此方式可以降低因單一因子崩盤（常見於動能因子）或長期績效低迷（價值因子）的機率。（欲進一步了解，請觀看影片《善用市場低效率：PIMCO系統性股票投資方法》）

圖1:PIMCO股票因子評分—以2025 年為例



資料來源：PIMCO截至2025年6月9日的計算結果。評分分數範圍自0.0至1.0。這些是 PIMCO 股票因子評分的說明性數據，每日追蹤兩家美國科技業公司年初至今的表現。A公司資產負債表強勁，專注於國內市場、估值低廉，在美國關稅公告發布後向上成長並加速復甦。B公司估值高昂，有較多的國際業務往來，因此在不確定的貿易環境下，其成長預測和成長動能受到負面影響。

儘管 PIMCO採用量化投資策略，但它並非「黑盒子」，因為投資組合中任何股票的組成因子，其評分都是透明且易於理解的（見圖1）。量化投資策略有助於管理行為偏誤及情緒風險，建立嚴謹的架構，以成功應對如今年般的異常環境。

過去幾個月，可以觀察到政策變化如何影響股票因子。關稅對不同企業的影響因其所在地與國際貿易風險而異；如果供應商或客戶遭遇因關稅導致的漲價或短缺，企業還可能面臨另一層關稅效應影響。

2025年4月2日美國宣布加徵關稅後，股市出現拋售潮，對PIMCO與其他風險溢酬投資人而言，是重新調整投資組合配置的良機：

- 透過分析由下而上的全球股票獲利預測，強化成長因子。
- 透過分析跨境企業及其供應鏈的價格走勢，包括吸收其成本壓力的國內供應商和客戶，獲取動能因子的訊號。

- 辨識在經過產業與地區差異調整後，價格跌幅超過同業的公司，從而挖掘被低估的價值因子。
- 聚焦品質因子，鎖定在政策變化或經濟衰退時有望勝出的韌性企業。

在這動盪的一年，根據我們的系統化股票投資方法，結合商業週期數據及對投資偏見（尤其是本國偏好）的認知，PIMCO減碼美國相對於其他地區的股票部位，不追逐過去十年熟知的美國超大型股票報酬。量化框架幫助我們在市場動盪中避免反應或交易過度。堅持策略方向、保持平衡，這些都是在巨大不確定性中做出的明智投資決策，而非慣性使然。

關稅政策的暫停、調整，以及相關的市場波動，凸顯了在持續的政策不確定性中，善用股票因子風險溢酬對投資至關重要。

資產配置觀點：在不確定性時期尋求平衡

以系統性風險溢酬方法進行的國家與產業配置，是PIMCO展望論壇的要素。我們定期舉辦週期市場與長期展望論壇，邀集世界各地的投資專家進行辯論，為由上而下的宏觀展望，以及由下而上的投資布局提供真知灼見。(欲進一步了解短期觀點，請參閱最新發布的週期展望報告《亂中求穩》；欲了解未來五年的趨勢，請參閱長期展望報告《破碎時代》。)

我們分析股票市場及股票因子後歸納出的觀點，讓我們對商業週期與資產配置的討論更加全面。這些分析包含量化經濟數據、商業週期追蹤、內部調查以及高頻率資料來源。

貿易和財政政策轉變對宏觀數據的影響尚不明顯，而政策本身也在快速演變。儘管如此，美國優越主義顯然正在消退；我們對商業週期的追蹤顯示，美國經濟成長速度正在放緩，這與多數其他已開發市場經濟體加速成長形成鮮明對比(見圖2)。

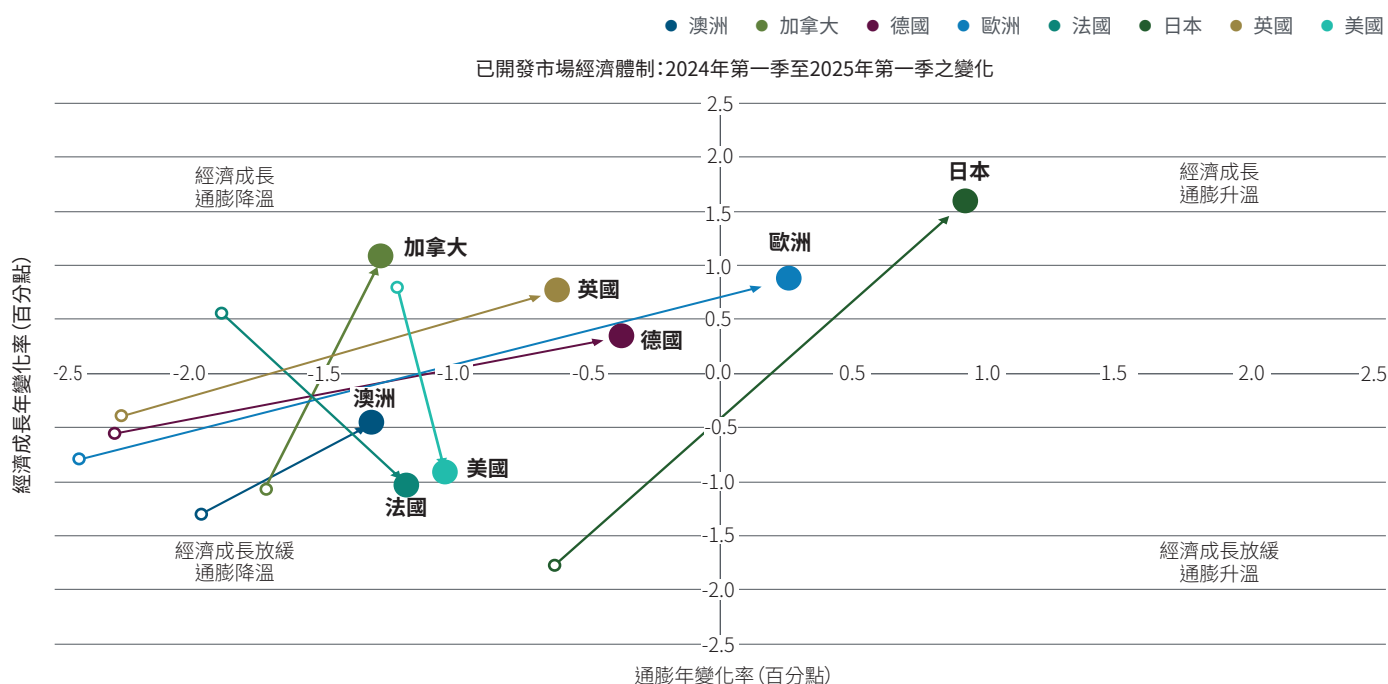
股票配置方面，這種總經前景(與股票因子模型一致)顯示應中性持有美國股票，並聚焦估值更具吸引力的歐洲和亞洲。歐洲財政擴張與政策協調改善的前景已開始提振當地股市。

此外，我們認為一些長期股票投資主題仍在發揮其影響力。例如，AI人工智慧技術正在加速發展，越來越多的實際應用案例有望隨時間推移提高生產力。然而，AI人工智慧仍需要巨額投資；儘管面臨來自中國高效能模型的競爭，但投資成長並未放緩。

AI人工智慧也推動能源需求急劇成長，反而促進對具成本效益的可再生能源技術研究，以及推升創新公用事業的獲利。

固定收益方面，殖利率上揚使高品質固定收益產品更具吸引力，但在財政赤字可能上升的情況下，長期美國公債的波動性又抵銷了此一趨勢。幸運的是，全球利率上升且實質殖利率為正值，有利於更好地分散配置長債到其他地區，例如英國和澳洲；這些地區的通膨相對可控，且發行主權債券來支持政府支出成長的需求有限。

圖2：相較其他已開發市場的經濟成長和通膨軌跡，美國可能面臨更多挑戰



資料來源：截至2025年6月9日的Haver Analytics資料和PIMCO計算結果。此圖表分析每個國家或地區的GDP和CPI數據。每組數據的一年變化以箭頭與實心圓表示；一年前的狀況以空心圓表示。

我們認為，公司債與到期日相近的主權債券，兩者利差較窄，在許多情況下未能提供足夠的風險補償。因此，我們仍傾向配置於高品質證券化信用，例如不動產市場與美國消費相關債券。美國機構房貸抵押證券仍具吸引力，其利差甚至已超越投資等級公司債。

不同貨幣間的差異不斷擴大，增加獲取具吸引力的收益機會。我們持續配置穩定、較高收益的貨幣部位，作為額外的潛在報酬來源。

儘管美元近期下跌，可預見的未來內不太可能失去其世界儲備貨幣的地位，但短期和長期都有可能出現美元熊市。當全球投資組合在更分散配置風險性資產而進行調整時，對美元的依賴可將能持續降低。

最後，風險趨避型的投資人可以利用市場相對平靜的時期，增加低成本的避險或趨勢追蹤策略，以及主動式的下檔保護措施，改善整體投資組合的風險報酬。

重點摘要：專注於持久性原則

美國相關政策的高度不確定性可能還會持續一段時間。我們認為，投資人不應耗費精力（以及投資組合風險預算）去預測任何特定結果，或猜測不同資產類別間相關性模式改變的時間點，而是專注於不變的投資重點：多元分散、平衡、高品質、靈活、穩定地投資於多種潛在報酬來源，以及嚴謹的風險管理。因為隨時間推移，唯一確定的只有不變的萬變。

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。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）所發行的美國機構房貸抵押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。

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。展望及策略均有可能變動，恕不另行通知。

本資料包含作者的見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之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。

過去績效並非未來指標。所有投資均有風險且可能造成損失。本資料包含基金經理人見解，相關見解可能有所異動，恕不另行通知。本資料之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。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：(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 015 號