

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書  
(出國類別：其他)

參加 2018 年 PIMCO 研討會及訓練課程  
(PIMCO Institute 2018) 心得報告

服務機關：中央銀行

姓名職稱：黃也欣 (副科長)

陳怡娟 (四等專員)

沈采妮 (辦事員)

藍彥奇 (辦事員)

派赴國家：香港

出國期間：107 年 7 月 22 日至 107 年 7 月 27 日

報告日期：107 年 10 月 19 日



## 摘要

「金融危機邁入十周年，全球經濟及金融市場可能面臨劇變。」PIMCO 於本（2018）年度長期展望論壇（secular forum）作出該結論。隨景氣循環邁入擴張末期，通膨壓力上升，主要國家陸續緊縮貨幣政策，及未來全球景氣衰退等風險，投資人更應審慎評估其資產配置策略。

有關通膨壓力上升，由於美國失業率可能降至 4% 以下，預期將為工資及物價帶來上行壓力；此外，美國計畫在未來數年透過減稅及增加聯邦政府支出刺激景氣，擴張財政政策亦可能提升通膨。就美國通膨重要數據而言，PIMCO 預期核心 CPI 可能於年內升至 2% 以上，核心 PCE 則上升至 1.8%，通膨壓力似逐漸升溫。

由於股票估值較高，投資人傳統上可透過適度持有債券，以分散股價下檔風險，惟通貨膨脹率偏高的情況下，股票與債券價格呈正相關；此外，各年期美國公債價格大幅下跌時（如本年 2 月初及 10 月初），美股亦傾向大幅修正，並未達到分散股價波動之效果。PIMCO 認為，適度持有實質資產（如美國抗通膨債券（U.S. Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS）或商品類資產）或不動產投資信託基金（Real Estate Investment Trusts, REITs）為較理想的資產配置策略。

另一方面，由於股市於末升段漲幅猛烈，過度配置債券將不利收益，為有效分散末升段之波動，及後續市場大幅修正之風險，PIMCO 建議減少

選擇權賣方交易 (sell option)、持股類型則由強勢股轉為價值股，並適度搭配尾端風險 (tail risk) 避險策略等，以有效管理市場之上、下行風險。

美中貿易衝突亦為近期市場波動之主因，PIMCO 預估現階段懲罰性關稅等措施對兩國經濟成長率影響不大，惟需密切關注川普總統政策觸發全面性貿易戰與地域衝突之極端風險事件。另有關美中貿易衝突對台灣之影響，由於台灣廠商與中國大陸製造鏈有高度連結，若製造鏈結構改變，勢將對大陸台商造成影響。

# 目 錄

壹、 前言.....	1
貳、 全球經濟情勢預測與未來展望.....	2
一、 美國經濟情勢展望.....	2
二、 中國大陸經濟情勢展望.....	2
三、 美中貿易衝突分析.....	12
四、 通貨膨脹及貨幣政策正常化.....	14
參、 資產配置及投資策略.....	18
一、 資產配置.....	18
二、 投資策略建議.....	24
肆、 會議結論及建議事項.....	43
一、 心得及結論.....	43
二、 其他建議事項.....	44

## 壹、前言

本次 PIMCO 於香港舉辦之「2018 年 PIMCO 研討會及訓練課程(PIMCO Institute 2018)」為期 5 天，邀請我國、日本、南韓、香港、新加坡、馬來西亞等 9 個經濟體之貨幣主管機關與投資機構，共 46 名成員參加。

會議主題涵蓋：

- 一、全球經濟情勢與長期展望
- 二、資產配置及投資策略
- 三、尾端風險 (tail risk) 及其避險策略
- 四、美中貿易衝突分析

以下簡述本次會議主要討論內容及議題結論，並借鏡 PIMCO 長期以來耕耘全球資產配置經驗，作為我國資產管理及貨幣政策等領域之參考建議。

## 貳、 全球經濟情勢預測與未來展望

### 一、 美國經濟情勢展望－經濟穩健成長，貨幣政策偏鷹派

- (一) PIMCO 預期本(2018)年美國經濟成長率介於 2.25% 至 2.75%，高於趨勢水平。其中家庭和企業稅下調可貢獻經濟成長率 0.3%，另兩年期預算案通過，聯邦政府支出增加將另外貢獻經濟成長率 0.3%。
- (二) 由於失業率可能降至 4% 以下，預期將為工資及物價帶來上行壓力。PIMCO 預期核心 CPI 可能於年內升至 2% 以上，核心 PCE 則上升至 1.8%。
- (三) PIMCO 預期本年美國聯準會 (Fed) 將最少升息三次，若經濟及金融情勢穩定，Fed 甚至有可能升息四次。

### 二、 中國大陸經濟情勢展望－經濟成長放緩，貨幣政策立場轉向鴿派

PIMCO 預期本 (2018) 年中國大陸經濟成長率將由上 (2017) 年之 6.9% 放緩至 6.4%，低於政府目標之 6.5%；另若假設美中貿易摩擦僅止於小幅衝擊下，明 (2019) 年經濟成長率仍將進一步下滑至 6.1%，預測值明顯低於多數機構預測 (表 1)，PIMCO 對中國大陸經濟展望之觀點彙整如表 2。

表 1 主要機構對中國大陸經濟成長率預測值

機構名稱	預測發布時間	2018 年	2019 年
United Nations	2018 年 5 月	6.5%	6.3%
OECD	2018 年 5 月	6.7%	6.4%
IHS Markit	2018 年 9 月	6.7%	6.3%
ADB	2018 年 9 月	6.6%	6.3%
World Bank	2018 年 10 月	6.5%	6.2%
IMF	2018 年 10 月	6.6%	6.2%
<b>PIMCO</b>	<b>2018 年 7 月</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.1%</b>

資料來源：PIMCO，主要機構網站

表 2 PIMCO 對中國大陸經濟展望觀點彙整

經濟成長	本年上半年經濟成長持穩，惟明顯已達高峰；預期明年在貿易摩擦影響下，經濟成長將進一步放緩。
物價	油價、商品價格上漲及勞動市場緊俏對物價造成上行壓力，預期明年通膨率小幅上揚。
貨幣政策	利率政策轉向鴿派，與 Fed 升息步伐脫鉤。
人民幣匯率	匯價不致被用為貿易戰籌碼，惟在美中經濟表現分歧下，人民幣對美元匯價趨貶。
美中貿易摩擦	貿易摩擦風險升溫，短期內無法達成共識。
整體風險評估	經濟表現偏向下行，尾端風險升高。

資料來源：PIMCO

### (一) 經濟結構轉型、去槓桿政策造成經濟成長持續放緩

#### 1. 中國大陸經濟成長逐步下降至中速成長階段

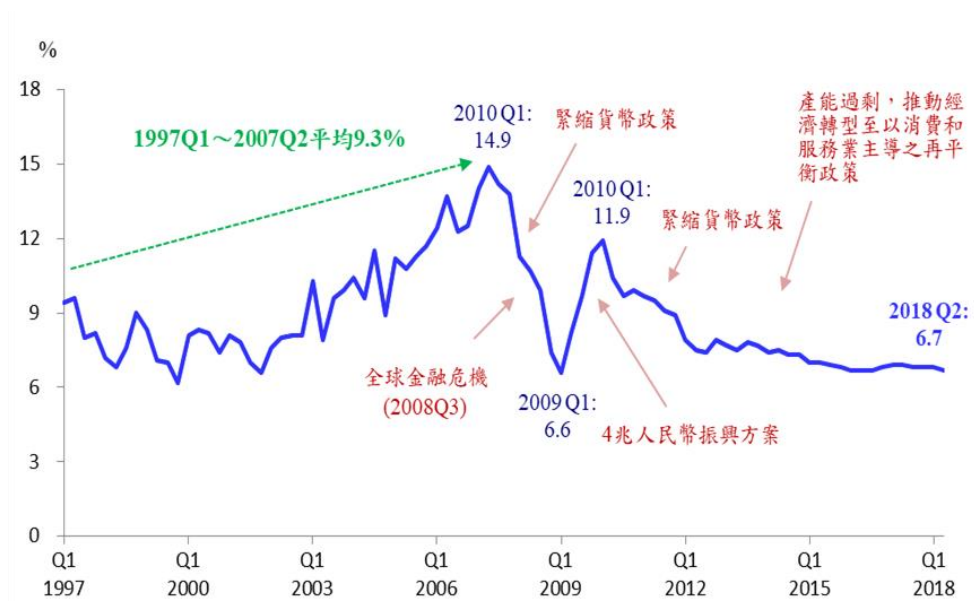
中國大陸自 1990 年代開始發展經濟，吸引外資企業投資，憑藉廉價勞動力及政府高度主導之計畫經濟模式，帶動經濟快速成長，1997 年第 1 季至 2007 年第 2 季之 10 年間，平



均經濟成長率達 9.3%。全球金融危機後，2009 年推出 4 兆人民幣振興經濟方案，2010 年第 1 季經濟成長率回升至 11.9%，惟嗣後採緊縮貨幣政策，加以在產能過剩壓力下，推行經濟結構轉型政策，經濟成長放緩。

2017 年中國共產黨第 19 次全國代表大會中，釋出經濟成長目標將從追求高增速轉向高品質階段，益以美中貿易摩擦加劇、去槓桿導致房地產活動與基礎建設投資下滑等因素，主要機構多預估中國大陸經濟成長率將逐步放緩（圖 1）。

圖 1 中國大陸經濟成長率



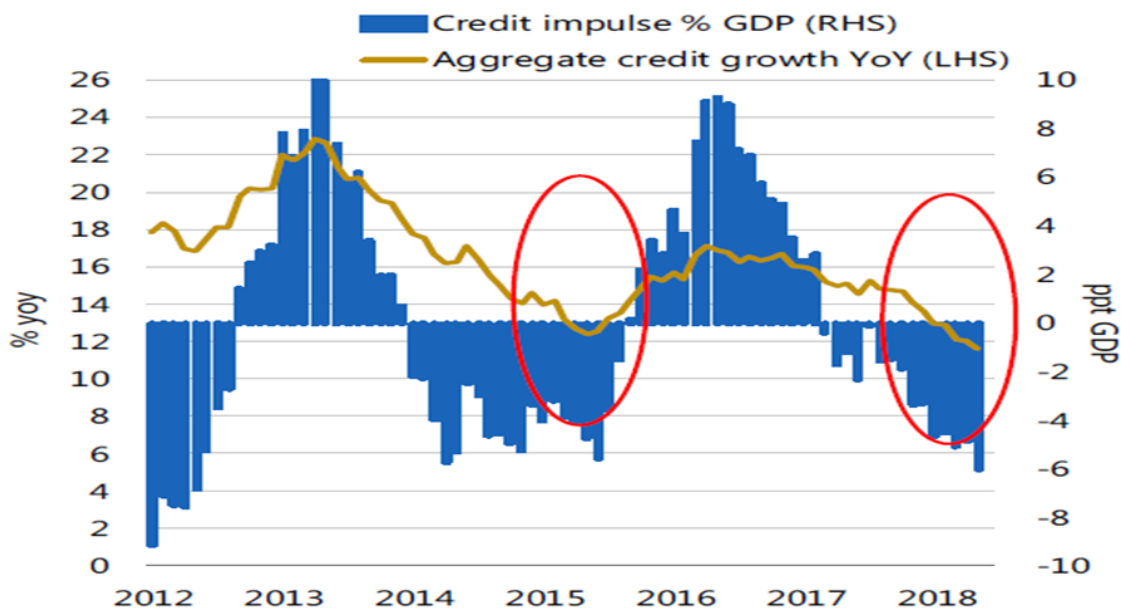
資料來源：中國大陸國家統計局

## 2. 信貸增速驅動經濟成長

PIMCO 分析近年來中國大陸信貸增速及信貸脈衝（credit impulse，指信貸增量相對 GDP 之比率）變動後指出，若未來

美中貿易摩擦導致中國大陸經濟成長劣於官方預期，執政當局目前仍有推出擴張財政、信貸政策以刺激經濟成長的空間(圖2)。

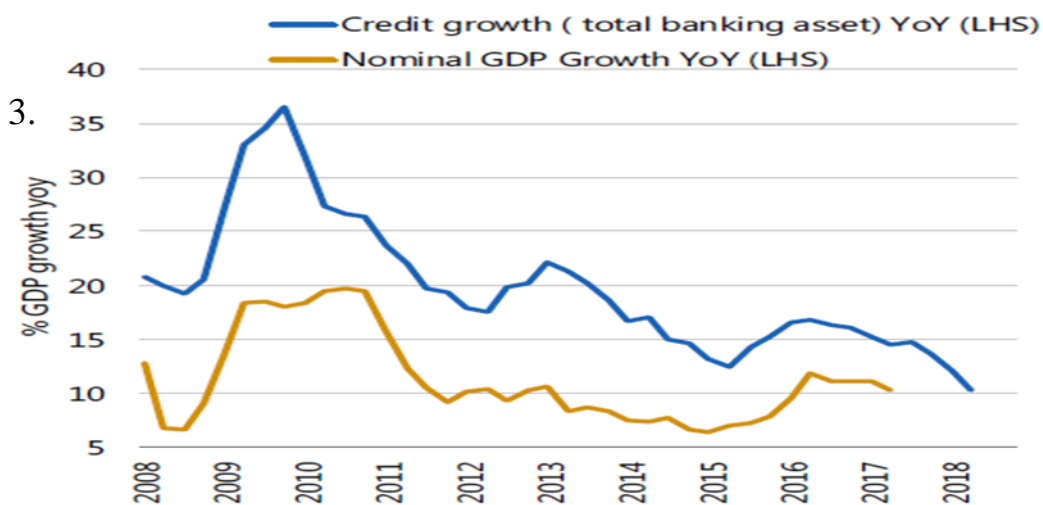
圖 2 中國大陸信貸增速與信貸脈衝



資料來源：PIMCO

在信貸增速領先經濟成長率約 9~11 個月的結構下，預期相關政策將可使中國大陸經濟成長率於明年中期觸底反彈(圖3)。

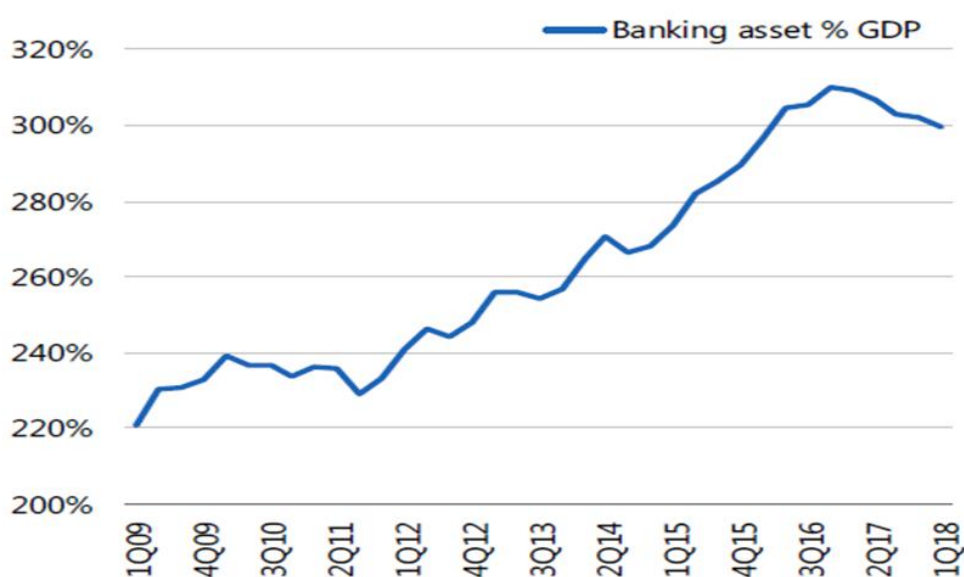
圖 3 中國大陸信貸增速與名目 GDP 成長率



資料來源：PIMCO

惟在過去經濟刺激政策導致產能過剩、房地產庫存及槓桿率過高等問題下，執政當局持續推動轉型為以消費和服務業主導之經濟成長模式，另為使信貸和債務風險有序緩解，逐步去槓桿政策仍為首要政策任務（圖4）。

圖4 中國大陸槓桿率仍處高位



資料來源：PIMCO

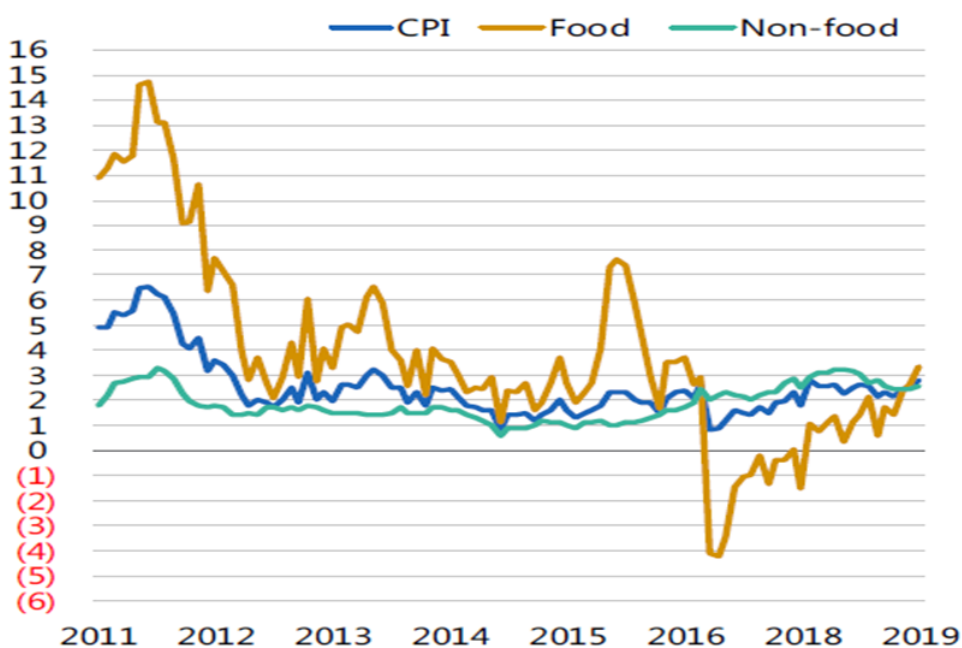
PIMCO 分析師因此認為，除非美中爆發全面性的貿易衝突致經濟大幅衰退風險升溫，在去槓桿政策仍為當局重要政策任務下，短期內應不會考慮推出大規模的經濟振興計畫。

### 3. 整體物價變動仍屬溫和，惟具上行壓力

中國大陸消費者物價指數變動仍屬溫和，近年國際油價、商品價格上漲及勞動市場緊俏對物價造成上行壓力，惟被食品價格相對疲弱所抵銷；今年上半年通膨率持穩於 2%，預期全年通膨率

為 2.4%，明年小幅上揚至 2.5%，均低於政策目標之 3%（圖 5）。

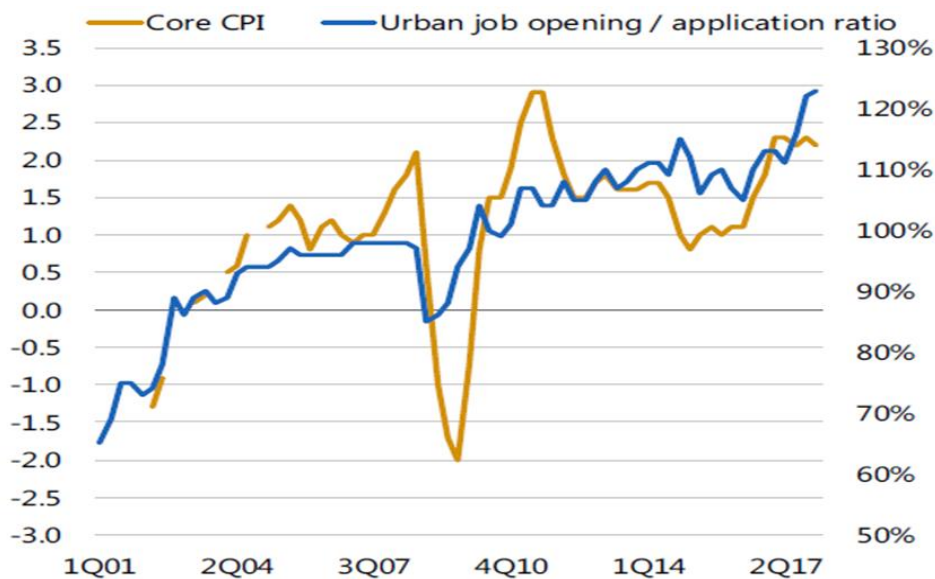
圖 5 中國大陸通膨率變化



資料來源：PIMCO

當前實際經濟成長仍高於潛在產出，城市職缺數持續高於求職人數，顯示勞動市場仍緊俏，對核心通膨率形成上行壓力（圖 6）。

圖 6 中國大陸勞動市場條件與核心通膨率變化



資料來源：PIMCO

## (二) 利率政策轉向寬鬆，人民幣匯價趨貶

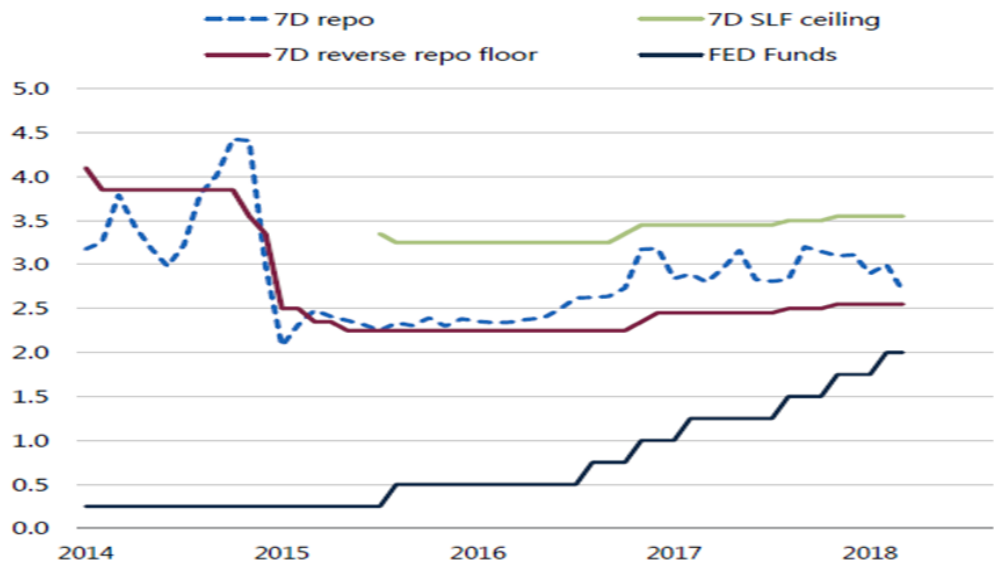
### 1. 貨幣政策立場轉向鴿派

近年中國人民銀行（以下簡稱人行）的政策框架逐步轉型，推動由從數量型轉向價格型為主的貨幣政策調控架構，並計劃逐步建立利率區間操作模式。

人行雖未公布其主要政策利率與利率區間操作模式，惟 PIMCO 認為，在考量政策利率對金融市場的傳導效應下，人行的主要政策利率可能為公開市場操作之 7 天期逆回購利率（reverse repo rate）且為利率區間下限，並以新設立之常備借貸便利（Standing Lending Facility, SLF）作為利率區間上限，用以引導主要貨幣市場之 7 天期回購利率（repo rate）走勢。

本年上半年在去槓桿與信用緊縮政策影響下，企業違約率上升，人行於上年 12 月隨 Fed 升息，調升公開市場操作利率 0.05 個百分點；本年 3 月會議再伴隨 Fed 升息，調升公開市場操作利率 0.05 個百分點，之後不再隨 Fed 於 6 月及 9 月升息而調升公開市場操作利率，與 Fed 升息步伐脫鉤（圖 7）。

圖 7 中國大陸與美國政策利率脫鉤



資料來源：PIMCO

另為緩和去槓桿政策的影響，人行持續定向調降存款準備率，本年至 10 月中旬計已調降 3.0 個百分點。

國際經濟學中的不可能三位一體理論(impossible trinity)指出，匯率穩定、資本自由移動及獨立利率政策無法同時達成。在目前人民幣匯率受市場因素影響走貶，資本亦未出現明顯外流跡象下，人行樂見國內政策利率得以獨立執行，避免在金融情勢緊縮下仍隨美國聯準會升息，PIMCO 預期人行貨幣政策立場將明顯轉向鴿派。

## 2. 人民幣匯價趨貶，惟不致作為貿易戰籌碼

受人行政策立場轉向鴿派及美中貿易衝突升溫影響，人民幣匯價近期大幅走貶。PIMCO 分析師認為，中國大陸當局不致把人民幣匯價作為貿易戰的籌碼，惟樂見匯率貶值提升出口

競爭力，亦即將人民幣匯價視為緩解貿易衝突影響的機制。在美中經濟表現分歧，兩國利差縮小，且若未來美國對中國的貿易逆差縮減下，基本面因素對人民幣匯價形成貶值壓力（圖 8）。

圖 8 美中貿易逆差與人民幣匯價走勢

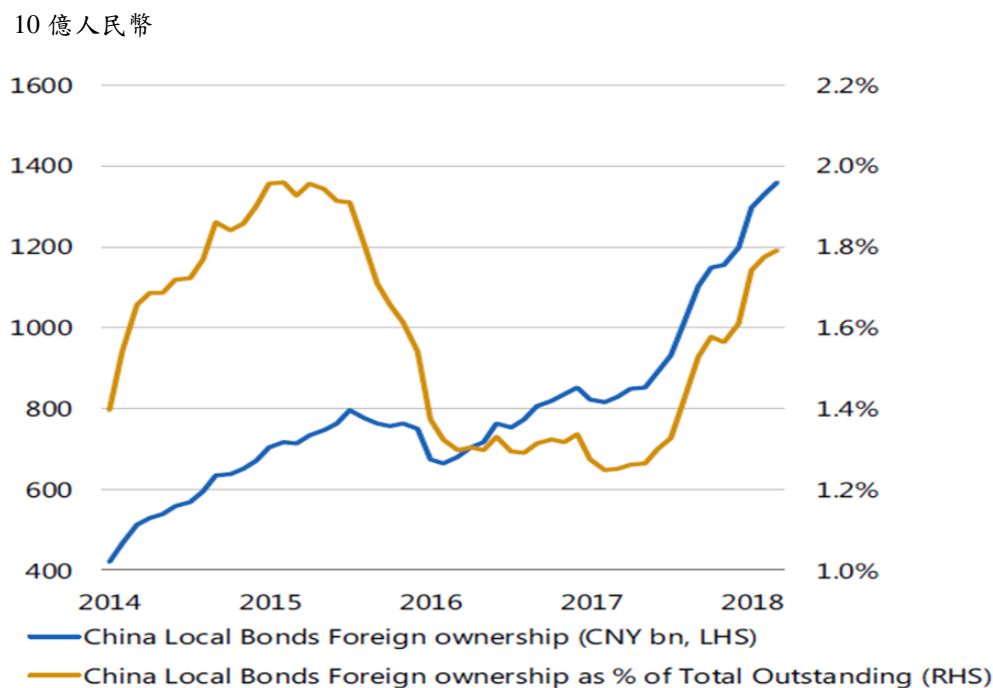


資料來源：PIMCO

目前支撐人民幣匯價的因素主要來自中國大陸近期開放人民幣在岸債券市場政策的效應。中國大陸為全球第三大債券市場，總市值約 12 兆美元，僅次於美國與日本，在全球債券市場占比逾 10%。中國大陸的在岸股票市場與離岸債券市場已開放外資投資，規模更大的在岸債券市場因過去設有投資配額限制，致外資持有比重偏低。2016 年中國大陸當局推出直接銀行間債市（China interbank bond market direct access，簡稱 CIBM Direct），2017 年推出債券通（Bond

Conncet) 計畫，讓外國投資人可在沒有配額限制與匯回限額下購買中國大陸在岸債券，外資持有債券金額與占比因此攀升 (圖 9)。

圖 9 外資持有中國大陸債券金額與占比

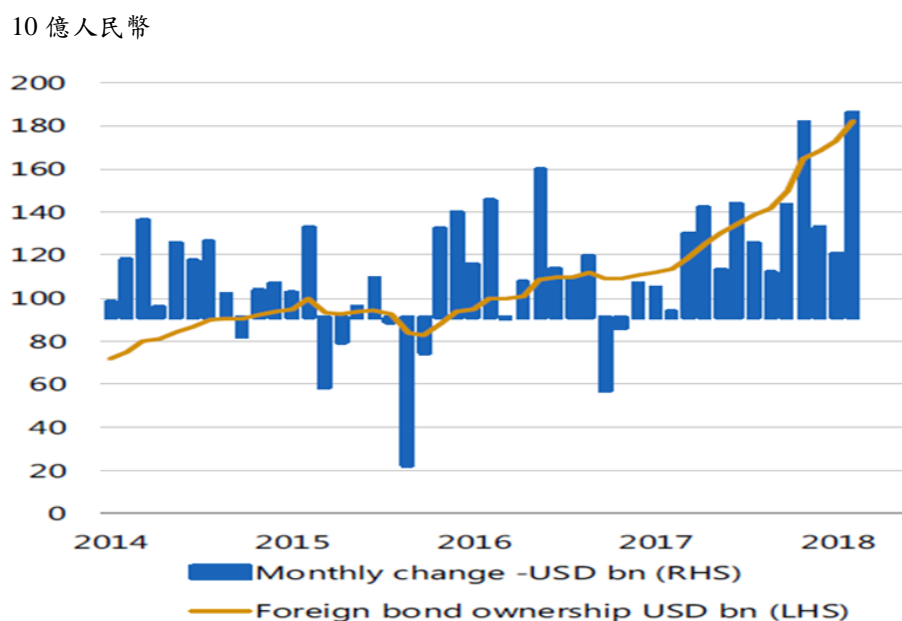


資料來源：PIMCO

2017 年 Bloomberg、Barclays 與 Citi 集團陸續將中國大陸納入若干債券指數，另未來數年，全球主要債券指數如 JP Morgan 政府債券指數等將陸續把中國大陸納入指數成分，預估可為在岸債券市場帶入約 2,500 億美元至 3,000 億美元的被動型投資資金流入。本年人民幣匯價雖趨貶，惟外資債券投資資金持續流入，並未造成如 2015 年匯價貶值觸發資本外流的擔憂 (圖 10)。



圖 10 中國大陸債券投資資金流入



資料來源：PIMCO

### 三、 美中貿易衝突分析

美中貿易衝突自本年 3 月升溫，美國於 7 月 6 日率先對總值 340 億美元之中國大陸進口商品清單加徵 25% 關稅，160 億美元之進口商品清單於 8 月生效，PIMCO 估計上述總值 500 億美元之商品關稅將拉低中國大陸經濟成長率 0.1~0.2 個百分點；另 2,000 億美元之進口商品清單亦於 9 月生效，預估將再拉低中國大陸經濟成長率 0.3~0.5 個百分點（表 3）。

PIMCO 預估，美國本年 11 月 6 日期中選舉前，美中兩國達成協議撤銷雙方懲罰性關稅措施之機率僅約 5%；雙方達成試驗性協議、降低部分懲罰性關稅之機率約為 40%；雙方在達成共同協議前，仍將經歷 1 至 2 輪的報復性加稅衝突之機率約

為 40%；雙方於期中選舉後爆發全面性貿易戰之機率則為 15%。

**表 3 美中貿易衝突事件與對中國大陸經濟的影響**

生效時間	美國對自中國大陸進口商品加徵關稅措施	中國大陸對自美國進口商品加徵關稅措施	PIMCO 估計對中國大陸 GDP 成長率的影響
2018 年 7 月 6 日	規模：共 818 品項，約 340 億美元 稅率：25%	規模：共 545 品項，約 340 億美元 稅率：25%	拉低約 0.1~0.2 個百分點以上
2018 年 8 月 23 日	規模：共 279 品項，約 160 億美元 稅率：25%	規模：共 333 品項，約 160 億美元 稅率：25%	
2018 年 9 月 24 日	規模：共 5,745 品項，約 2,000 億美元 稅率：10%，2019 年 1 月 1 日起提高至 25%	規模：共 5,207 品項，約 600 億美元 稅率：5%~10%	拉低約 0.3~0.5 個百分點以上
未定	川普表示，若中國大陸採取報復措施，擬再對 2,670 億美元進口商品加徵關稅		直接影響加計對經濟信心的衝擊，拉低程度將高於 1 個百分點

資料來源：PIMCO、中央銀行網站資料

PIMCO 基本情境預估美中貿易衝突若僅止於 500 億美元商品清單，對中國大陸經濟的影響有限，預估明年經濟成長率為 6.1%，惟因 2,000 億美元商品加稅清單已於本年 9 月生效，明年經濟成長率恐降至 6% 之下。

國際貿易衝突與談判多會經歷長期的折衝，談判期間的不確定性上升，PIMCO 指出，目前中國大陸經濟發展所面臨最大的尾端風險在於美國政策觸發全面性貿易戰與地域衝突之極端風險事件，發生機率雖不高，但恐對全球經濟將帶來無法預估的衝擊。

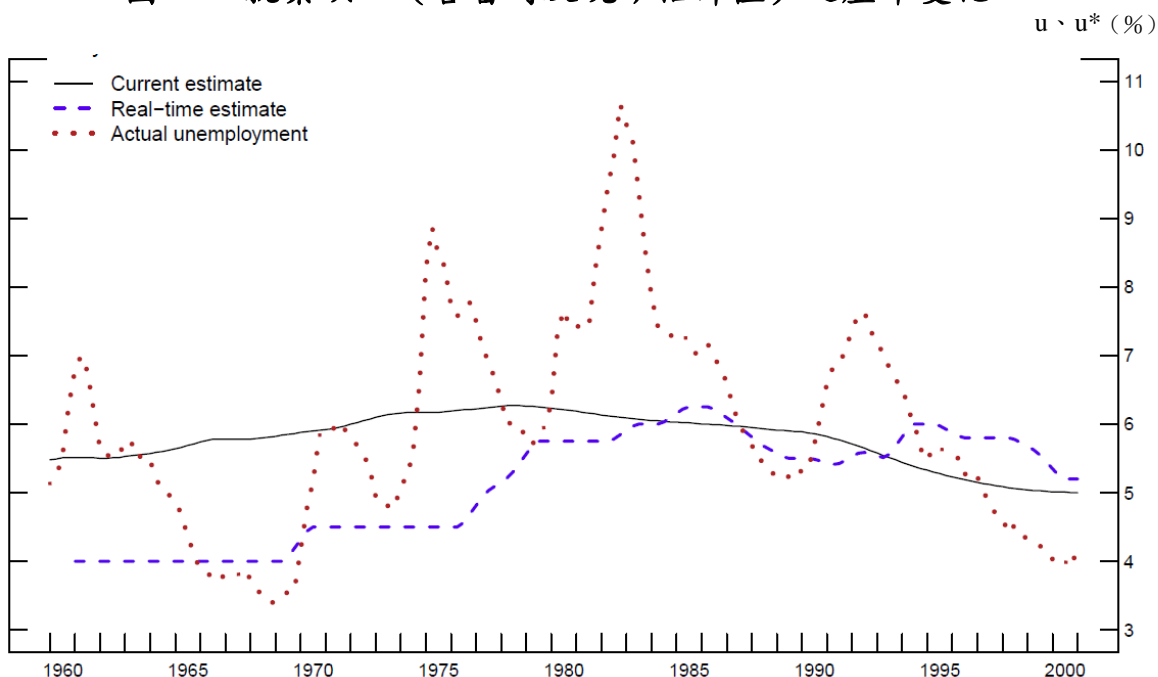
#### 四、 通貨膨脹及貨幣政策正常化

除美中貿易衝突外，通貨膨脹及貨幣政策正常化為近期金融市場另兩大風險。隨全球景氣穩定復甦、失業率逐漸下滑，通膨壓力或將連帶上升，各國央行可透過升息手段防止景氣過熱及穩定物價，惟緊縮速度過快或過慢皆可能產生負面影響。有關通貨膨脹及貨幣政策正常化等兩大議題之展望，悉整理如下：

- (一) Fed 長期對美國國內通貨膨脹、失業率及實質利率皆有一個長期水準估計值（通膨  $\pi^*$ 、自然失業率  $u^*$ 、實質利率  $r^*$ ），由於穩定物價及促進就業為 Fed 雙重目標（dual mandate），故根據當前物價、就業情形與長期水準估計值之差異（即通膨缺口  $\pi - \pi^*$  與就業缺口  $u - u^*$ ），該訂定聯邦資金利率（federal funds rate）的方式稱為泰勒法則（Taylor's rule）。
- (二) Fed 主席 Jerome Powell 於 2018 年 8 月 Jackson Hole 全球央行年會中指出，作為 Fed 制定聯邦資金利率的法則，Taylor's rule 具有部分缺陷，係因  $\pi^*$  及  $u^*$  在估計上相當困難，Fed 長期下來對該估計值變動幅度相當大（圖 11 紫線）。Powell 並指出，當今自然失業率  $u^*$  或許比 Fed 估計值（4.5%）來的低、Phillips curve 斜率平坦（低失業率未伴隨通貨膨脹上升），或許也解釋近期美國失業率雖低於 4%，但通膨壓力未顯著上升之現象。

(三) Phillips curve 斜率變平坦的原因可能為：全球化和科技發展削弱勞工議價能力、近期勞動人口參與率上升，侷限工資成長幅度、生產力成長幅度偏低，侷限實質工資上升等。此外，Powell 指出即便短期物價波動，但民眾相信 Fed 會致力穩定物價，長期通膨預期已受控制 (well-anchored)，該現象亦造成斜率平坦之 Phillips curve。

圖 11 就業缺口 (含當時及現今估計值) 之歷年變化



註：當實際失業率  $u$  (以紅線表示) 低於當下自然失業率估計值  $u^*$  (以藍線表示)，表示景氣有過熱之虞，根據 Taylor's rule，Fed 應調升聯邦資金利率，反之則應降息；惟自然失業率估計不易，當時估計值 (以藍線表示) 及現今估計值 (以黑線表示) 可能不斷修正，造成按 Taylor's rule 訂定之最適利率不斷修正。

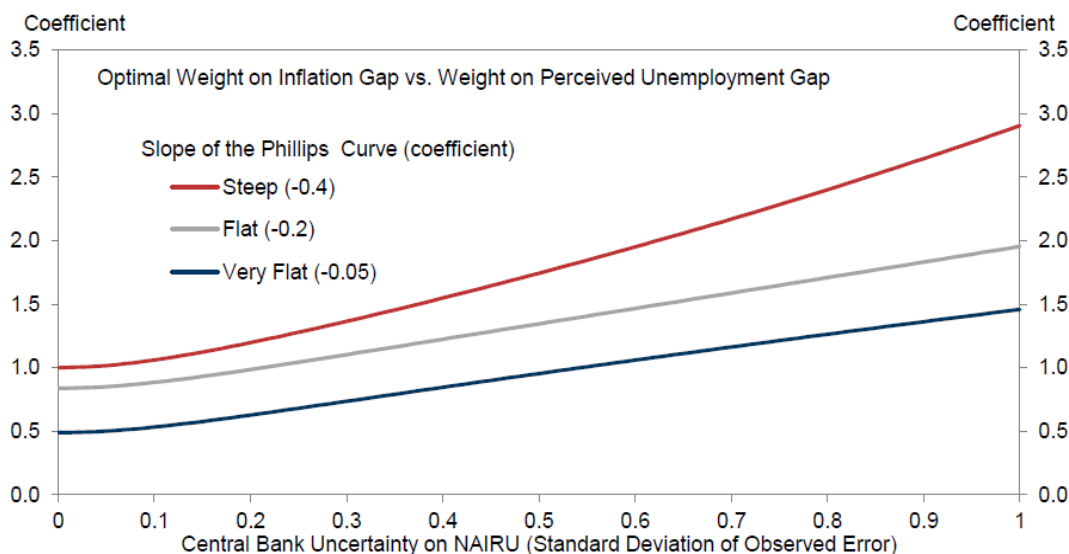
資料來源：Fed

(四) 長期水準估計值之誤判，將使 Fed 推出不適當的貨幣政策，進而造成經濟情勢不穩。以 1970 年代為例，當時 Fed 過於低估  $u^*$  (圖 11 紅線高於藍線但低於黑線)，執行過度寬鬆之貨幣政

策，造成該期間通膨年增率達 10% 以上。另以 1990 年代後期為例，當時失業率  $u$  低於  $u^*$  估計值（圖 11 紅線低於藍線），根據 Taylor's rule，產生就業缺口（ $u-u^*$ ）應盡速升息，但時任 Fed 主席 Greenspan 持不同看法，認為當下經濟結構可能轉變， $u^*$  估計值未必正確，由於通膨並無失控疑慮，故採取較寬鬆之貨幣政策（1996 年至 1998 年僅升息一次）。結果顯示，該期間不僅失業率下降，通膨亦下降。

- （五）從 1970 年代及 1990 年代後期兩例來看，自然失業率  $u^*$  估計不易，兩任 Fed 主席亦以不同方式解讀就業缺口。另根據 Fed 內部 Robert Tetlow 等人研究指出，當 Phillips curve 斜率平坦時，在 Taylor's rule 執行上，降低就業缺口權重轉而增加通膨缺口權重的方式較為不妥（圖 12 藍線對應的縱軸值最低），此時過度關注通膨將使貨幣政策搖擺不定，進而影響經濟需求面穩定。
- （六）對此，Fed 現階段貨幣政策遵循 Greenspan 時期，對通膨採觀望（wait-and-see）態度，認為有明顯通膨失控證據再行動也不遲。Powell 亦指出，沒有任何單一指標可以一體適用於所有經濟情勢，故 Fed 現階段更全面的觀察各項指標，以完整評估市場情形。

圖 12 Phillips curve 斜率愈平坦，通膨缺口權重應愈低



資料來源：Goldman Sachs

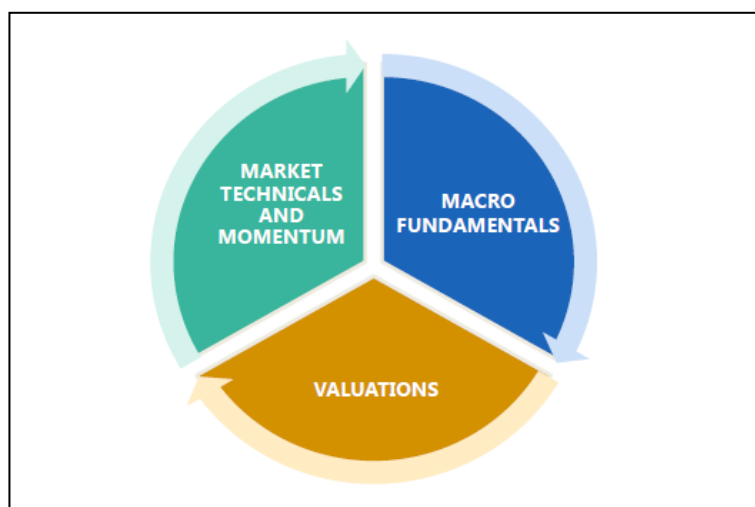
綜上，在全球景氣逐步復甦、通膨穩定之情況下，PIMCO 預期本年美國聯準會（Fed）持續漸進升息，若經濟及金融情勢持續穩定，Fed 甚至有可能升息四次。PIMCO 的長期展望認為未來三至五年通膨不至於急速上升，惟勞動市場趨於充分就業、財政擴張及民粹主義（如：貿易戰下各國加徵關稅）等因素皆可能產生通膨風險，進而改變 Fed 升息速度及各項資產投資報酬率。隨景氣循環邁入擴張末期，除通膨壓力外，亦面臨全球景氣衰退之風險，以下將就景氣循環後期之資產配置策略分述之。

## 參、 資產配置及投資策略

### 一、 資產配置

資產配置是指因應投資者個別情況和投資目標，投資於不同種類的資產，如：股票、債券、房地產及持有現金等，以獲取理想報酬為前提，將風險降至最低。PIMCO 藉由整合總體基本面（macro fundamentals）、評價（valuation）及市場技術與動能（market technicals and momentum），提出資產配置觀點（圖 13）。PIMCO 整合之各面向分述如下：

圖 13 PIMCO 資產配置觀點



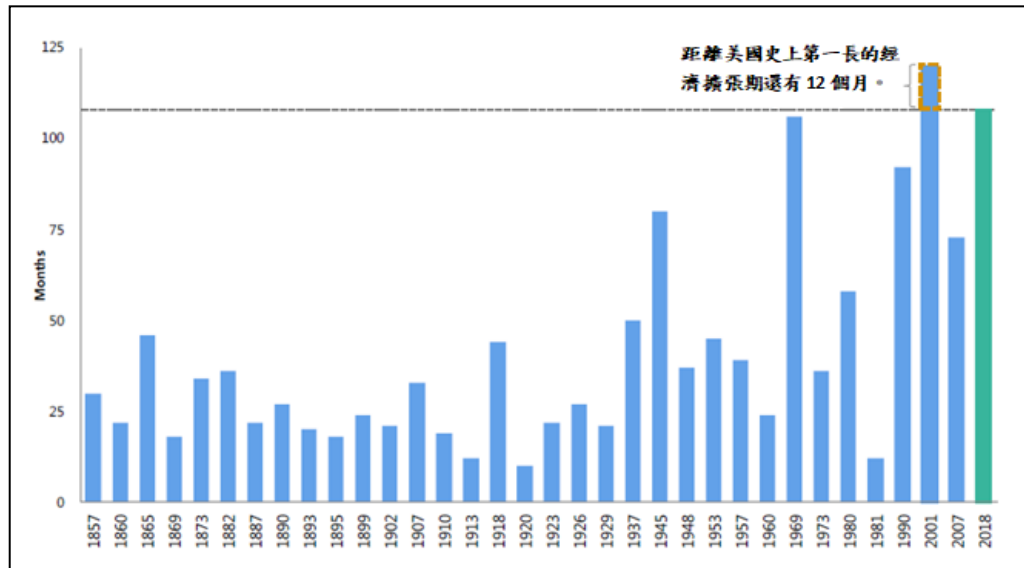
資料來源：PIMCO 研討會講義。

#### （一） 總體基本面顯示美國已邁入經濟景氣循環後期，惟 2018 年全球經濟情勢仍看好

目前美國處於經濟景氣循環後期（late cycle），且是 1857 年

以來，美國史上第二長的經濟擴張期（圖 14）。該期間會延續多久，以及何時反轉，都是投資人關心的，當擴張期持續，投資人更應審慎評估資產配置策略。

圖 14 美國景氣擴張延續期間



資料來源：PIMCO、NBER。

PIMCO 指出，2017 年全球經濟同步增長及通膨升溫之趨勢，將延續至 2018 年。此外，美國及其他先進經濟體陸續推出財政刺激政策，且中國大陸持續管控境內經濟及金融市場波動，並推行財政與信貸寬鬆政策，全球經濟成長動能仍可持續。PIMCO 爰預估 2018 年全球實質 GDP 成長率將介於 3% 至 3.5% 間，通貨膨脹率介於 2% 至 2.5% 間（表 4）。



表 4 PIMCO 對全球實質 GDP 成長率與通膨率預估

預測	實質 GDP 成長率(%)		通膨率(%)	
	2017	2018	2017	2018
已開發市場	2.20	2.00 - 2.50	1.80	1.50 - 2.00
新興市場	5.40	5.25 - 5.75	2.40	3.00 - 3.50
全球	3.20	3.00 - 3.50	2.00	2.00 - 2.50

附註：1. 「已開發市場」指美國、歐元區、英國及日本的加權平均。

2. 「新興市場」指中國、巴西、俄羅斯、印度及墨西哥的加權平均。

3. 「全球」指上述 2 個市場國家的加權平均。

資料來源：Bloomberg、PIMCO。

## (二) 各項資產前景

### 1. 股票市場看好

2017 年全球股市指數表現強勁，MSCI 全球指數上升超過 20%，每股盈餘（EPS）成長 14%，市場普遍預期 2018 年各國股市 EPS 預估成長率介於 10% 至 12%。

美國等市場亦反映經濟情勢相當樂觀，S&P500 指數持續創新高（圖 15）。本次美國牛市期間已持續近九年半，究其最主要原因是低通膨、低工資成長及去年的企業減稅政策大幅推升美國企業盈餘。其次，Fed 長期壓低利率也使投資人認為股票具相對投資吸引力。最後，美國指標科技企業（Apple、Google 等）股價持續上揚，也使資金不斷流入股市。

圖 15 S&P 500 指數走勢

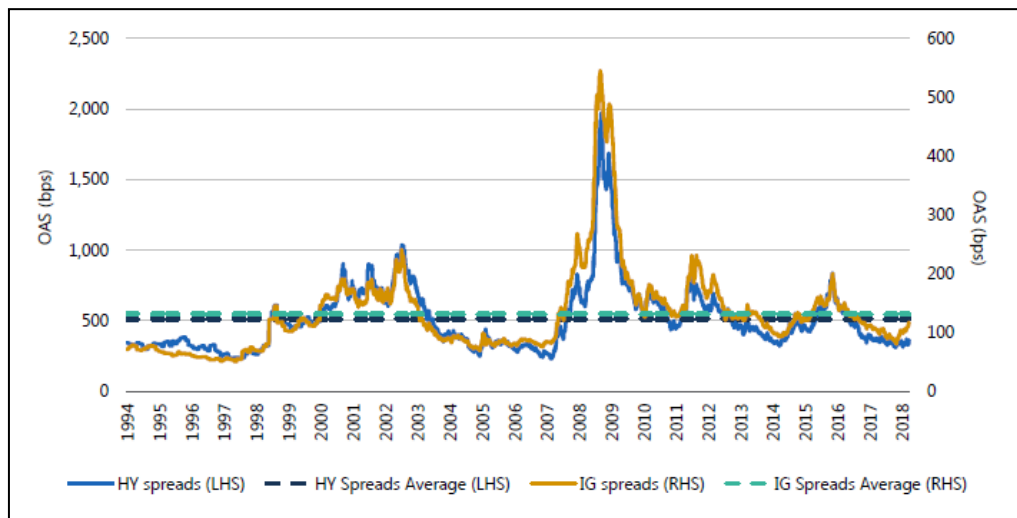


資料來源：Stock-ai 網站。

## 2. 債券信用利差縮小

2018 年 PIMCO 持續看好美國投資等級債券，大部分債券信用利差處於金融危機後最低的狀況，進一步縮小的空間有限。上述表現源於多項因素，包括穩健的經濟環境、企業營利增加及稅務改革帶來的利多消息。此外，處於經濟擴張期，投資者信心較高，對信用等級較低的債券需求上升，因而債券提供之票面利率較低，以致信用利差縮小。近期美國高收益債券與投資等級債券之期權調整價差（Option Adjusted Spread，OAS）雖略有擴大，惟仍低於歷史平均水準（圖 16）。

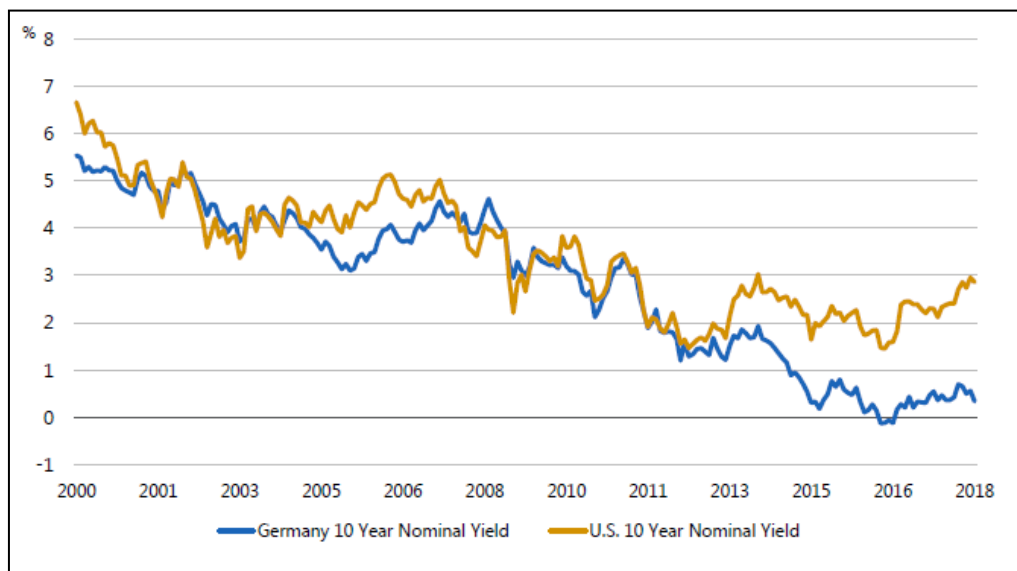
圖 16 美國高收益債券與投資等級債券之期權調整價差



資料來源：PIMCO、Bloomberg。

現階段，美國與德國 10 年期債券名目殖利率從谷底回升(圖 17)，將不利債券價格。

圖 17 美國與德國 10 年期債券名目殖利率

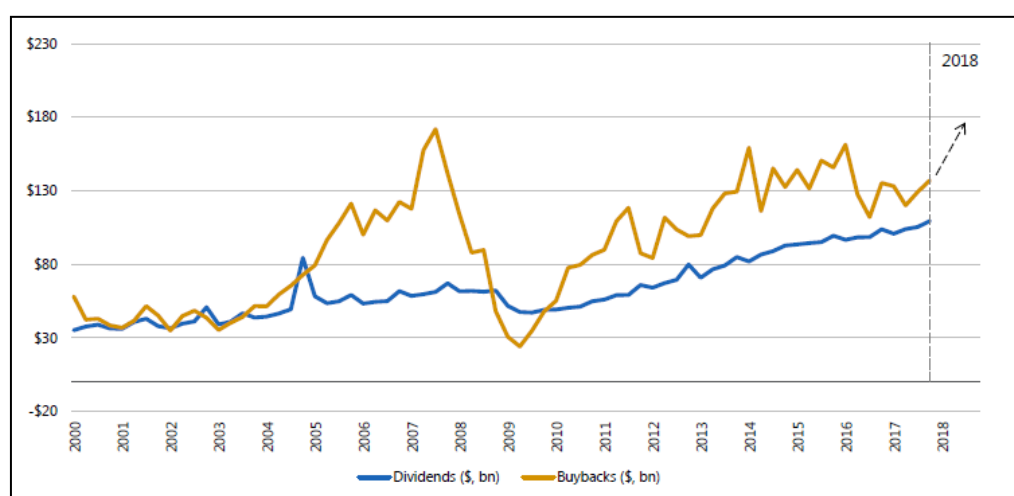


資料來源：PIMCO、Bloomberg。

### (三) 市場動能有助於股價上揚趨勢

2010 年以來，S&P 500 企業實施庫藏股買回與股利發放均逐年上升（圖 18），顯示股票供給減少與需求增加，應有助股價持續上揚。

圖 18 S&P 500 企業買回庫藏股與股利發放趨勢



資料來源：Bloomberg、S&P Down Jones。

綜上，PIMCO 認為新中性（New Neutral）架構<sup>1</sup>仍為固定收益市場的基礎，並預期未來市場波動度增加，且各類資產評價提高。

<sup>1</sup> PIMCO 於 2014 年提出此架構，係指央行採取實質中性或經通貨膨脹調整後的政策利率接近 0% 之時，股債市之投資報酬率將受到限制。

## 二、 投資策略建議

### (一) 近期投資前景觀點

PIMCO 依前述之資產配置觀點，另假定 2018 年全球經濟同步成長，建議以下投資策略：

#### 1. 看好整體股票市場

(1) 歐元區：鑒於歐元區經濟成長及通膨前景高於預期，歐洲股票市場看好。

(2) 日本：日本之銀行放款總額持續成長，至 2018 年 7 月已達 4,951 兆日圓，遠高於歷史中位數 (historical median)，另日本企業槓桿比率偏低，仍有擴大空間，均有利於日本股市。

(3) 美國：美國股市雖已反映非常樂觀的情勢，惟銀行股與不動產投資信託基金 (Real Estate Investment Trusts, REITs)，仍具投資機會，因前述兩類資產對利率變化有不同反應，利率趨升時，銀行股表現較佳，反之，實質利率及借貸成本趨降時，REITs 表現較佳。

#### 2. 利率商品採防禦性投資，美國公債較具吸引力

就多元投資組合而言，處於經濟景氣循環後期，持有政府債券具有重要作用。主要國家公債中，美國公債較具吸引力，因其 2 年期與 10 年期殖利率較高，2018 年 8 月底分別為 2.64% 與

2.86%。此外，美國公債具較佳的債券凸性<sup>2</sup>，當經濟衰退時，其公債殖利率下跌幅度較其他國家為大，價格上漲幅度亦較大；惟當殖利率上升的機會較高時，其價格下跌幅度較小。

### 3. 公司債投資方面持中性立場

經濟景氣循環後期，公司債之信用利差縮小機率有限，應減持投機性較高及信用評等較低之企業債券，一般商業機構發行之住宅房貸抵押證券（Non-Agency RMBS）或能帶來契機，因其有望繼續受惠於美國房市復甦，且不受全球風險所影響。

### 4. 可著重於美國抗通膨債券（U.S. Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS）

雖然近期美國通膨預期升溫，惟市場尚未全面反映通膨風險，美國抗通膨債券（U.S. Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS）具投資價值，可避免通膨上升影響金融資產之收益率。此外，現階段美國房地產價格仍屬合理，或可帶來不錯之收益，同時亦可抗通膨。

### 5. 對新興市場貨幣之長期投資，宜採行多元化投資策略

2018 年以來，由於 Fed 升息、中美貿易關係緊繃，以及部份國家政局欠缺明朗，以致土耳其及阿根廷這 2 個最脆弱的新興

---

<sup>2</sup>用來衡量債券價格與殖利率間之非線性關係。當利率下降時，凸性大的債券價格上漲幅度更大。而當利率上升時，凸性大的債券價格下降的幅度更小。故其他條件相同時，債券的凸性越大越好。

經濟體陷入金融危機，衝擊外界對新興市場的信心；惟 PIMCO 認為，新興市場貨幣仍具吸引力，且內含風險溢價應有利於長期投資者，爰對新興市場貨幣應考慮採多元化及適當規模的投資。

## (二) 景氣循環後期之資產配置

處於經濟景氣循環後期，資產配置決策可能面臨的風險，包括太早降低風險、流動性與損失風險，以及錯失良機，為避免前述錯誤決策發生，PIMCO 資產配置轉換策略如下：

### 1. 股票配置採取防禦性策略

影響股票表現之因子 (factor) 包括動能 (momentum)、規模 (size)、品質 (quality) 及價值 (value) 等，動能因子指近期表現良好之股票將有延續傾向；規模因子可用股本當標準；品質因子如穩定營運現金流量；價值因子如股價淨值比。

處於經濟景氣循環後期，資產配置應趨向於抗景氣循環因子 (countercyclical factor)。圖 19 資料顯示，景氣高峰前，動能因子超越大盤表現，而景氣衰退時，品質因子超越大盤表現。

圖 19 各因子在景氣循環下之表現

	景氣高峰前 (高峰前 12 個月)	景氣衰退 (高峰到谷底)	景氣復甦 (谷底後 12 個月)
Factor Sharpe Ratios	Momentum +1.61	Quality +1.42	Size +1.63
	Size +0.47	Value +0.90	Value +0.36
	Quality -0.05	Momentum +0.67	Momentum -0.60
	Value -0.23	Size -0.34	Quality -1.24
Broad Equity Sharpe Ratios	Total Equity +1.10	Total Equity -1.31	Total Equity +1.58

資料來源：PIMCO、Bloomberg、French's Website、AQR 's Website。

## 2. 選取合適之替代資產策略

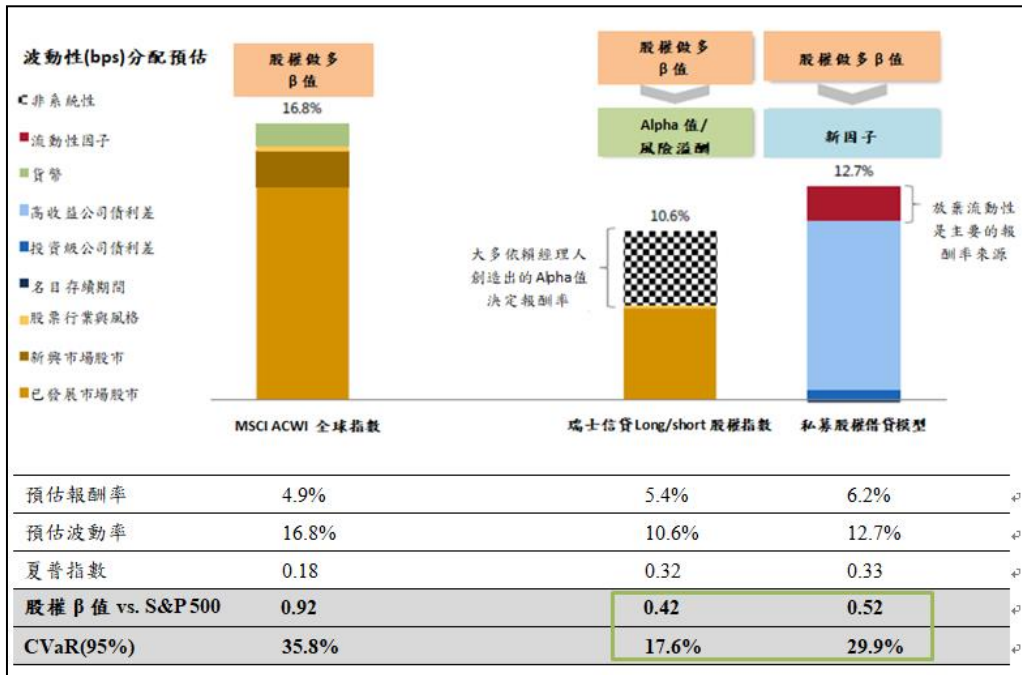
本項策略可考慮投資私募債權 (private credit) 與採多空策略 (long-short strategies)<sup>3</sup> 投資股票。以圖 20 為例，比起單純投資 MSCI ACWI 全球指數，選擇瑞士信貸 Long/short 股權指數或私募股權，於 S&P 500 指數報酬發生變動時，受影響程度較小，條件風險值 (Conditional Value at Risk, CVaR)<sup>4</sup> 亦較低。

<sup>3</sup> 同時持有多頭與空頭部位的投資策略。

<sup>4</sup> 用來預估給定顯著水準下之平均損失，只考慮下跌風險 (downside risk)。



圖 20 不同股權策略之表現

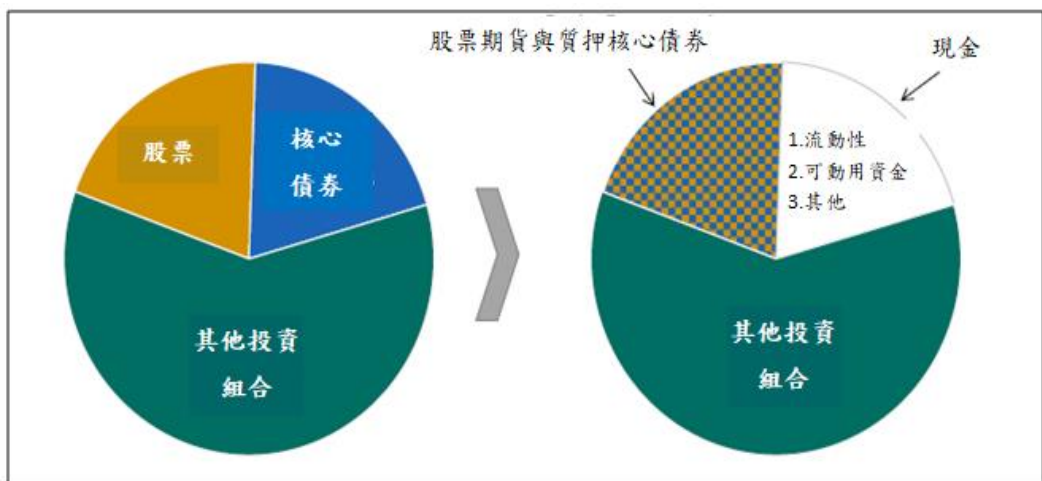


資料來源：PIMCO。

### 3. 增持現金與核心債券

由於資本市場具效率性，可在風險與收益不變下，變更投資標的，增持現金與核心債券（圖 21）。

圖 21 資產配置增持現金與核心債券



資料來源：PIMCO。

#### 4. 可考慮創新之結構產品

創新的應急資本 (contingent capital)<sup>5</sup> 具有抗景氣循環特性，銀行於財務健全及獲利良好情形下，可發行此類資本工具；在面臨財務危機或重大損失時，則用以吸收損失。投資人持有該項商品的優點包括較高票面利率、增加投資靈活度及較低手續費等。

以新型態應急可轉換債券 (contingent convertible bonds, Cocos) 為例，發行人大多為銀行，在預先約定的條件成就時，債權可轉換成股權，且通常提供較高利率。

惟 Cocos 並非保本債券，以銀行所發行之 Cocos 為例，其約定條件一般為其第一類資本適足率 (tier I capital ratio)，當銀行的第一類資本適足率下跌至 7%~8%，Cocos 就會自動轉換成股票，惟當該情況發生，銀行的股價很可能已大跌，投資人轉為股東，其投資本金亦可能有虧損。

#### 5. 其他投資組合避險策略

##### (1) 持有長年期美債 (long treasuries)

長年期美債為美國財政部發行之 10 至 30 年期公債，此類資產的報酬基準 (benchmark) 為彭博巴克萊美國長期公債總報酬指數 (Bloomberg Barclays US Long Treasury Total Return index)，指數的平均期限 (average maturity) 約為 25 年，存續

---

<sup>5</sup> 發行者在預定觸發條件下，可部分或全部按事先約定條款自動轉換為普通股的資本工具。

期間 (duration) 約為 17.5 年。由於長年期美債較無違約風險，因此預期報酬率較其他資產低，惟其流動性高及與股票市場低相關之特性，對投資人而言是良好的避險工具。

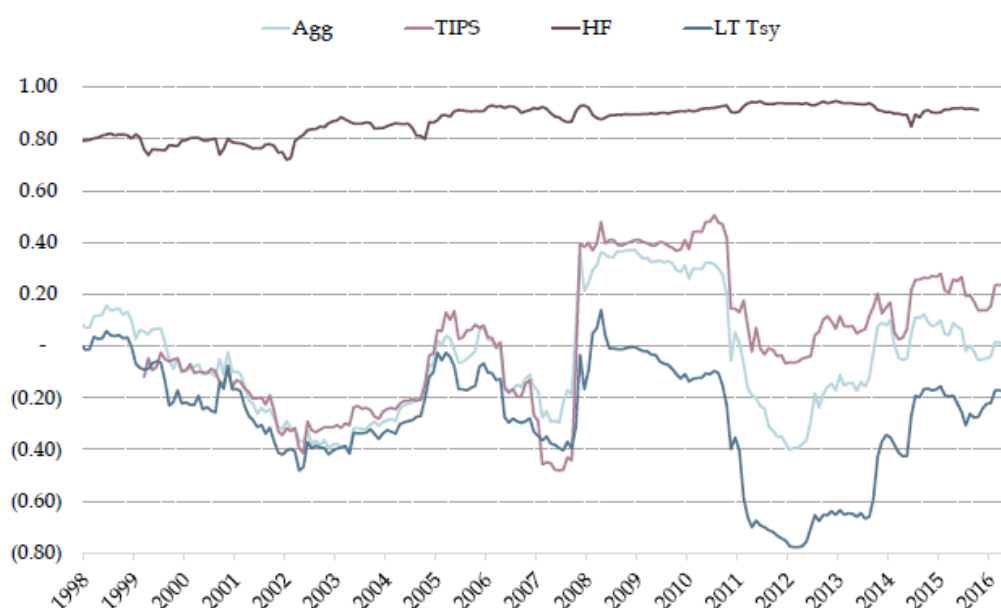
#### 甲、流動性高

美國公債市場是全球交易量最大、流動性最高的政府債券市場，買賣價差 (bid-ask spread) 較小，30 年期熱門券 (on-the-run) 的買賣價差通常為 1/32 點 (point)，冷門券 (off-the-run) 為 1/16 點；而高收益公司債的買賣價差通常為 1/2 至 1 點。

#### 乙、與股票市場低相關

機構投資者常在其投資組合中持有許多股權類資產，以達成其目標報酬，然而較高的報酬也伴隨較大的價格波動風險，雖然股權類資產在經濟成長階段表現突出，但遭遇金融危機時損失亦相對慘重，為避免投資組合價值劇烈波動，投資人可持有與股票相關性較低的長年期美債以降低投資風險。

圖22 各投資策略與ACWI<sup>6</sup>3年滾動報酬相關性



註：Agg (Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index) 為美國投資級債券指數；TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) 為美國抗通膨債券；HF 為避險基金；LT Tsy 為長年期美債。

資料來源：Meketa Investment Group

圖22顯示，長年期美債與ACWI指數的報酬相關性極低，甚至為負相關，滾動3年長年期美債與ACWI指數的報酬相關係數平均為-0.09，而投資級債券與ACWI指數的報酬相關係數平均為0.08，可見長年期美債可分散投資組合之風險，且避險效果優於投資級債券。

表 5 顯示，在股票市場遭受慘重損失期間，長年期美債的累積報酬率通常為正值，此係由於在金融危機時，投資人畏懼風險，傾向投資無風險且較安全的資產，導致長年期美債殖利

<sup>6</sup> ACWI 即 MSCI ACWI (Morgan Stanley Capital International All Country World Index)，為全球股市基準之一，指數成分股涵蓋已開發國家與新興國家大型及中型股票。

率下跌，報酬率增加。

雖然長年期美債的存續期間較長，存在較高的利率風險，且可能因通貨膨脹致報酬不如預期，惟就作為避險工具而言，長年期美債風險較低，且可獲得穩定收益，在無法預知金融危機的情況下，可持有長年期美債以平衡投資組合之風險。

**表5 歷史重大金融事件期間各投資策略累積報酬率**

Historical Scenario	Cash	Agg	Long Tsy	U.S. Eq	HF
Taper Tantrum (May-Aug 2013)	0.0%	-3.7%	-11.6%	3.0%	-0.4%
Global Financial Crisis (Oct 2007 - Mar 2009)	3.1%	9.3%	24.5%	-43.8%	-15.6%
2008 Calendar Year	1.7%	5.2%	24.0%	-37.0%	-19.0%
Popping of the TMT Bubble (Apr 2000 - Sep 2002)	9.9%	28.6%	35.5%	-43.8%	-2.1%
LTCM (Jul - Aug 1998)	0.8%	1.8%	4.1%	-15.4%	-9.4%
Asian Financial Crisis (Aug 1997 - Jan 1998)	2.4%	4.9%	8.6%	3.6%	1.7%
Rate spike (1994 Calendar Year)	3.9%	-2.9%	-7.6%	1.3%	4.1%
Crash of 1987 (Sep - Nov 1987)	1.4%	2.2%	2.6%	-29.5%	-7.8%
Strong dollar (Jan 1981-Sep 1982)	24.4%	29.9%	28.4%	-2.3%	-3.8%
Stagflation (Jan - Mar 1980)	2.9%	-8.7%	-13.6%	-4.1%	-1.9%
Stagflation (Jan 1973- Sep 1974)	13.5%	7.9%	-1.8%	-42.6%	-15.7%

註：U.S. Eq (Equity) 為美國股票。

資料來源：Meketa Investment Group

## (2) 順勢操作 (Trend Following)

順勢操作策略基本上係認為近期之資產報酬趨勢會延續，因此買入趨勢為正之資產，賣出趨勢為負之資產。多數研究結果顯示，投資人的行為是市場上趨勢延續之成因，主要為以下二點：

甲、投資人在不同時間點接收訊息，資產價格在一開始未充分反應。

乙、投資人非理性的行為造成價格過度反應，例如：

(甲) 羊群效應 (herd behavior)

資訊不對稱下，人們選擇跟隨大多數人決策的從眾行為。

(乙) 確認偏誤 (confirmation bias)

人們只蒐集或接受與自己既有認知一致的資訊，忽略與既有認知不同的資訊而進行自我驗證的行為。

最基本的順勢操作是採用時間序列動能 (time-series momentum) 策略，買入最近有正向報酬之資產，並賣出最近有負向報酬之資產。

Hurst, Ooi and Pedersen (2017) 研究 1880 年至 2016 年間，順勢操作策略與美國股票市場扣除費用後之淨報酬關係，發現當股市極度向上或向下時，順勢操作策略的表現特別好 (詳圖 23)。

圖 23 順勢操作策略報酬與美股報酬關係



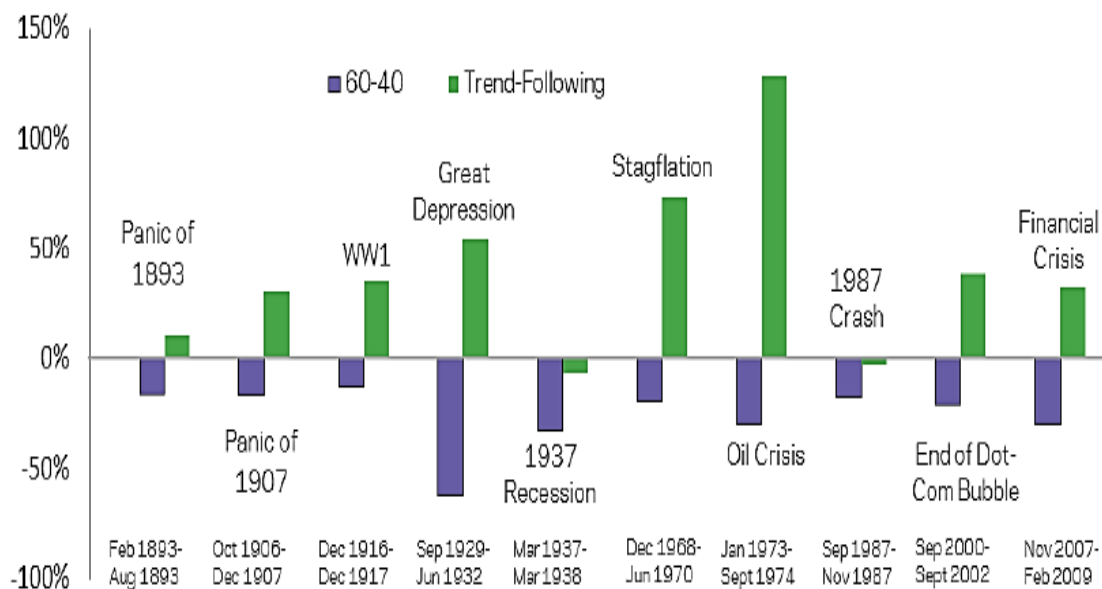
資料來源：Hurst, Ooi and Pedersen (2017)

此外，Hurst, Ooi and Pedersen (2017) 亦比較順勢操作策略與傳統 60/40 投資組合<sup>7</sup>於 1880 年至 2016 年間，面臨 10 大市場大幅回檔 (drawdown) 事件時之報酬，發現順勢操作策略之表現均優於傳統投資組合，且大多能獲得正向報酬 (詳圖 24)。

在金融危機時投資股票市場常遭受重大損失，圖 23 與圖 24 顯示，順勢操作策略在金融危機時會產生正向報酬，因此若能於投資組合中納入順勢操作策略，可彌補股票市場之虧損，降低投資組合價值之波動，有效分散投資組合之風險。

<sup>7</sup> 60%投資於股市，40%投資於債市之投資組合。

圖 24 傳統投資組合與順勢操作策略於市場大幅回檔時之報酬



資料來源：Hurst, Ooi and Pedersen (2017)

### (3) 另類風險溢酬 (alternative risk premia)

風險溢酬為投資標的所獲得之報酬超過無風險利率的部分，為投資人承擔額外不可分散風險的補償。傳統風險溢酬係透過直接持有股票、債券、商品等資產而獲得之報酬，如持有股票獲得權益風險溢酬，持有公司債獲得信用風險溢酬等；而另類風險溢酬則相對複雜，係透過同時買入與賣出資產獲得承擔風險的報酬，或是利用市場上投資人的行為偏誤所賺取之報酬。

另類風險溢酬並非新的概念，Banz (1981)、Fama 與 French (1993) 等人早已陸續於研究中發現金融市場中存在另類風險溢酬。以往避險基金之超額報酬 alpha 被認為係來自基金經理人優異的選股及市場擇時能力 (market timing)，惟經研究發現，主要



為運用另類風險溢酬策略所致。

由於另類風險溢酬具有下列特性，因而吸引愈來愈多的投資人透過另類風險溢酬策略達成投資目標。

#### 甲、流動性高

另類風險溢酬策略投資之標的為市場上流動性高、每日均有報價之資產。

#### 乙、透明 (transparent)

另類風險溢酬策略在一開始即以規則 (rule-based) 制定操作方向，因此投資人可清楚了解基金經理人在特定情況下會採用何種投資策略。

#### 丙、費用較低

另類風險溢酬策略並非仰賴基金經理人的能力賺取超額報酬，因此通常收取之費用較低。

#### 丁、風險分散 (diversification)

另類風險溢酬策略間及其與傳統投資組合策略間的相關性低，在投資組合中採用一種或數種另類風險溢酬策略，可有效分散投資組合之風險。

在所有資產類別中均可發現另類風險溢酬，但並非所有的另類風險溢酬策略均適用於所有資產類別。在眾多的另類風險溢酬策略中，以下列三種最為常見：

### 甲、價值 (value) 策略

較便宜的資產通常表現得比較昂貴的資產好，因此運用指標算出資產之公允價值，買入價格被低估之資產，並賣出價格被高估之資產以賺取報酬。股票中常用之指標為淨值市價比 (book-to-market ratio)，匯率則以購買力平價 (purchasing power parity) 作為指標。

### 乙、動能 (momentum) 策略

分為時間序列動能 (time-series momentum) 與橫斷面動能 (cross-sectional momentum) 策略。時間序列動能策略係認為資產近期內會延續其報酬之趨勢，因此買入報酬趨勢為正之資產並賣出報酬趨勢為負之資產；橫斷面動能策略則認為表現相對較好的資產近期內仍會表現得比較好，因此買入表現相對較好之資產，並賣出表現相對較差之資產以賺取報酬。

### 丙、利差 (carry) 策略

收益率較高之資產通常表現得比收益率較低之資產好，因此買入收益率較高之資產，並賣出收益率較低之資產。最常見為貨幣利差交易 (currency carry trade)，賣出 (借入) 較低利率國家貨幣，並買入 (投資) 較高利率國家貨幣以賺取利差。

隨著投資人對另類風險溢酬策略的興趣逐漸增加，實務上也發展出更多獲取另類風險溢酬的方法供投資人選擇。然而應注意

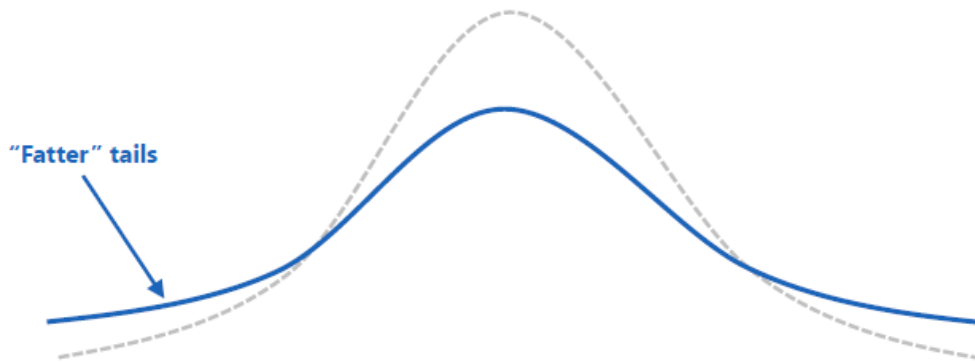
的是，雖然學術研究早已發現另類風險溢酬，另類風險溢酬投資策略卻是在近幾年才蓬勃發展，因為建構策略需要一定的時間與技術，許多策略的績效紀錄少於 5 年，於歷史回測（backtest）中獲得高報酬的另類風險溢酬策略是否能於真實交易中持續獲利，尚待時間的檢驗。

此外值得注意的是，有些另類風險溢酬策略的名稱雖相同，但因策略設計的不同，其報酬型態可能相差甚遠，投資人在挑選另類風險溢酬策略前，應充分了解另類風險溢酬策略是如何設計與執行，做好盡職調查（due diligence），再審慎選擇。

#### （4）尾端風險避險（tail risk hedging）

尾端（tail）為預期報酬率機率分布的末端，代表極端情況下之預期報酬率，而在計算資產或投資組合的預期報酬率時，通常假設預期報酬率的機率分布符合常態分配（normal distribution），偏離平均值三個標準差以上之極端情況發生的機率約為 0.3%。然而實際市場的變化顯示，資產預期報酬率的機率分布並不符合常態分配，大幅獲利與大幅損失發生的機率高於常態分配所預期，而有厚尾（fat tail）的情形，如圖 25。

圖 25 資產報酬率機率分布為厚尾



資料來源：PIMCO 課程講義

投資人在面臨預期報酬率的機率分布為厚尾的情況下，如何善用尾端風險避險策略規避左尾風險（left tail risk），以降低尾端事件（tail risk event）發生時可能帶來的重大損失是投資人的重要課題。常見的尾端風險避險策略如下：

甲、價外賣權（out-of-the-money put）策略

係最直接之避險方式，利用買進較長天期（longer-dated）之全球重要股價指數價外賣權進行避險，具代表性之股價指數如道瓊工業平均指數（DJIA）、S&P 500 指數和那斯達克綜合指數（NASDAQ）。若可接受之損失範圍較大時，可選擇深價外（deep-out-of-the-money）賣權以降低避險成本。

乙、賣權空頭價差（bear put spread）策略

買入賣權並同時賣出相同到期日但履約價格較低之賣權進行避險。賣權空頭價差策略係透過犧牲股價大幅下降之可能獲

利，以換取較低的避險成本，可用於微幅看空市場，或股價雖已大幅下跌但仍有繼續下跌之可能時。

#### 丙、波動率指數 (CBOE Volatility Index, VIX) 相關策略

VIX 為芝加哥選擇權交易所 (Chicago Board Options Exchange, CBOE) 根據 S&P 500 指數買權與賣權價格推算出隱含波動率 (implied volatility)，經加權平均等計算後所編製之指數，反映市場預期未來 30 天股市之波動程度，又稱為恐慌指數 (fear index)。VIX 大致與股價呈反向變動，買進 VIX 期貨或 VIX 買權，可在 VIX 因股市狂跌而飆升時獲利，以平衡投資組合之風險，惟為了持續避險，期貨到期前須轉倉，在市場平靜的情況下，VIX 期貨呈正價差 (contango)，買 VIX 期貨將面臨轉倉成本 (roll cost)。

#### 丁、信用違約交換 (credit default swap, CDS) 相關策略

CDS 係信用衍生性金融商品，交易雙方簽訂合約，信用保護買方 (protection buyer) 於契約期間定期支付權利金給信用保護賣方 (protection seller)，當參考實體 (reference entity) 發生約定之信用事件 (credit event) 時，賣方須賠償買方之損失。投資人如持有債券，可買入該債券的 CDS，將信用風險移轉給賣方；如投資組合中包含之債券數量較多，可利用相關之 CDS 指數規避整體投資組合之信用風險。除了直接購買 CDS 外，亦可利用信用違

約交換選擇權 (credit default swaption) 進行避險，例如買入 CDS 指數之支付選擇權 (payer option)，當選擇權到期時 CDS 指數之信用價差 (credit spread) 擴大，高於選擇權之履約價 (信用價差) 時，投資人可執行選擇權。

由於消極的買入並持有 (buy-and-hold) 避險工具將面臨高昂成本，拖累整體投資組合之報酬，因此 PIMCO 建議在運用尾端風險避險策略時，應採用主動式管理 (active management)，根據當前市場情勢持續轉換避險部位，以獲取避險工具價格變動所產生之利潤並降低避險成本。

#### 戊、尾端風險避險策略實證分析-以買入 VIX 為例

本研究就上述所提尾端風險避險策略中-買入 VIX，進行 2017 年 10 月至 2018 年 9 月之投資報酬率回測，回測結果顯示消極的買入並持有 (buy-and-hold) VIX 將面臨高昂轉倉成本，該期間投資報酬率為-32.16%；另一方面，若根據當前市場情勢持續轉換避險部位 (如本例之 20 天移動平均線法則)，因 2018 年 2 月初全球股市大幅修正、VIX 飆漲，該期間投資報酬率為 49.71%，遠高於未採取避險策略之投資報酬率 15.60%，惟本方法在其他情境中未必適用，投資人可視市場狀況執行其他尾端風險避險策略。

**表6 VIX對大盤之避險效果及成本-以VIXY回測結果為例**

樣本期間：2017年10月~2018年9月

投資策略	投資報酬率	交易次數
1.買入並持有SPY <sup>註1</sup>	15.60%	1
2.買入並持有VIXY <sup>註2</sup>	-32.16%	1
3.以20天移動平均線法則 <sup>註3</sup> ，投資於SPY或VIXY	49.71%	53

註1：VIXY係資產管理公司ProFunds發行之檔追蹤VIX期貨之ETF，槓桿倍數為一倍；

SPY係資產管理公司道富發行之檔追蹤SP500期貨之ETF，槓桿倍數為一倍。

註2：本例假設交易成本為0，故交易筆數較多之策略3，實際報酬率會略低。

註3：此處所指20天移動平均線法則，係VIXY每日收盤價高於20天移動平均，則於隔日開盤完全賣出SPY、持有VIXY；反之則持有SPY。

資料來源：Investing.com

## 肆、會議結論及建議事項

### 一、心得及結論

本次研討會除 PIMCO 各部門專家，就全球經濟展望、資產配置及風險管理等議題分析外，更透過小組討論的方式進行模擬投資競賽，增進個人對經濟情勢判讀，及挑選適當投資工具，進而獲取超額報酬之能力，於投資實務應用之層面頗有助益。

就經濟情勢而言，PIMCO 認為現處於景氣擴張末期，面臨通膨壓力上升，主要國家陸續緊縮貨幣政策，及未來全球景氣衰退等風險，皆可能不利於固定收益資產及股票投資人，故市場多預估：金融海嘯邁入十周年後，金融資產表現顯著優於實體經濟之情況可能反轉。

但就如芝加哥大學經濟學家 Victor Zarnowitz 所言，一個完整的景氣循環，是由眾多總體經濟變數及市場參與者行為互動所產生，並無法僅由時間序列來完整呈現。無論傳統經驗法則如殖利率曲線反轉，或近年發展迅速之大數據分析，市場永遠無法被準確預測，也不是最重要的一環。

建構完整的交易系統，風險管理或許比市場擇時更加重要，PIMCO 針對各類風險提出資產配置建議，但同時也強調，市場不存在最適投資組合，惟有了解自身風險趨避程度，才能操作適合自己的交易系統，進而建構投資組合。該投資哲學無論於交易及其他方面皆適用之。



## 二、其他建議事項

### (一) 景氣循環末期下，應採取較審慎的資產配置策略

在景氣循環末期下，主要國家陸續緊縮貨幣政策：2018 年 Fed 已升息 3 次並縮減資產負債表規模，ECB 資產購買計畫將於年底前退場，BoE 亦於 8 月調升貨幣政策利率，上述政策皆影響國際投資機構之資產配置。此外，若未來經濟發展不如預期，因現行多數國家政策利率仍接近零、財政赤字亦偏高，各國可動用的貨幣或財政政策有其限制，對景氣復甦及物價皆可能產生負面影響。另中美貿易戰持續升溫，為景氣及通膨之不利因素外，全球合作關係似有減弱趨勢，地緣政治風險增加。

綜上，為因應升息過快、景氣衰退、通膨升溫及地緣政治衝突等不確定性，投資人面臨之尾端風險機率可能提高下，宜採取較審慎的資產配置策略。

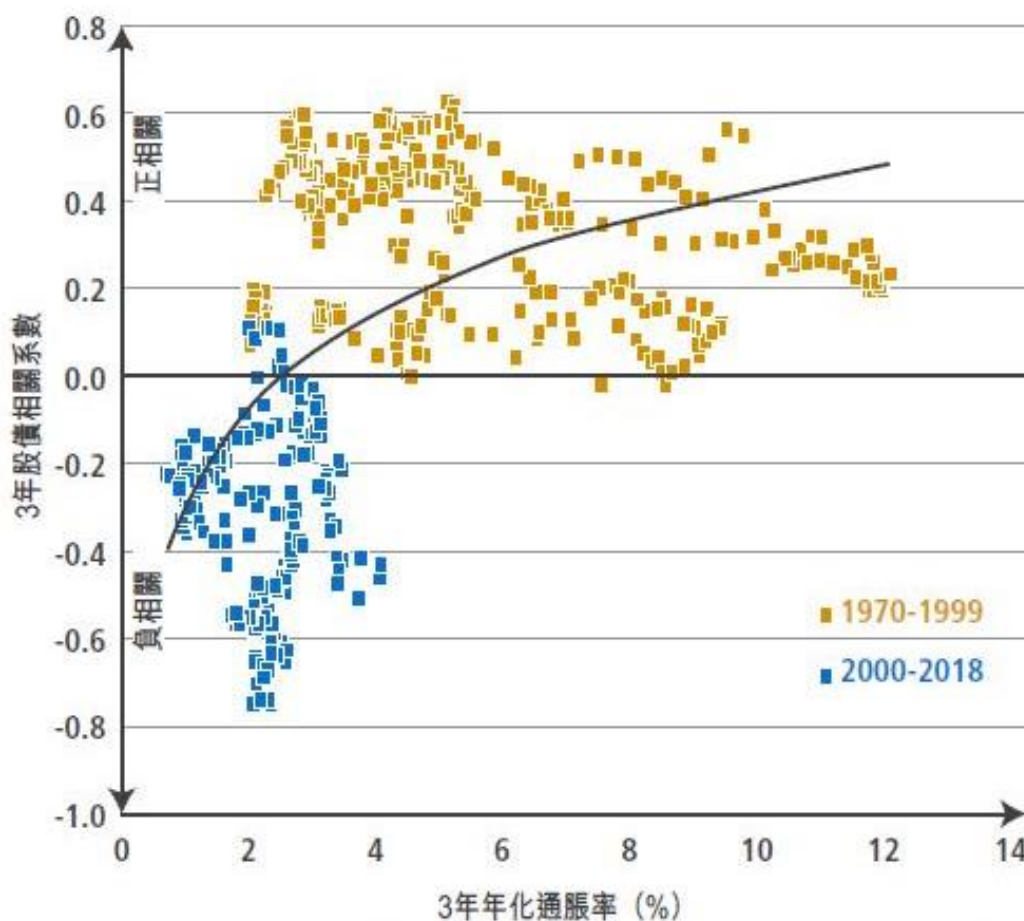
### (二) 除傳統之股債配置外，可考慮實質資產或採其他投資組合避險策略

現階段股票市場估值較高，尤其在金融危機時，各國股市相關性趨近於 1，即使已分散配置，仍無法避免全球股市同時下跌所造成之重大損失。惟股市於末升段時漲幅猛烈，過度持有現金或債券部位亦不利收益，且通貨膨脹率偏高的情形下，股票與債券價格反而呈正相關（詳表 7）；另各年期美債價格大幅下跌時（如本年 2 月初

及 10 月初)，美股亦傾向大幅修正（詳表 8），並未達到分散股價波動之效果。為有效分散通膨升溫，及後續市場大幅波動之風險，PIMCO 建議之資產配置如下：

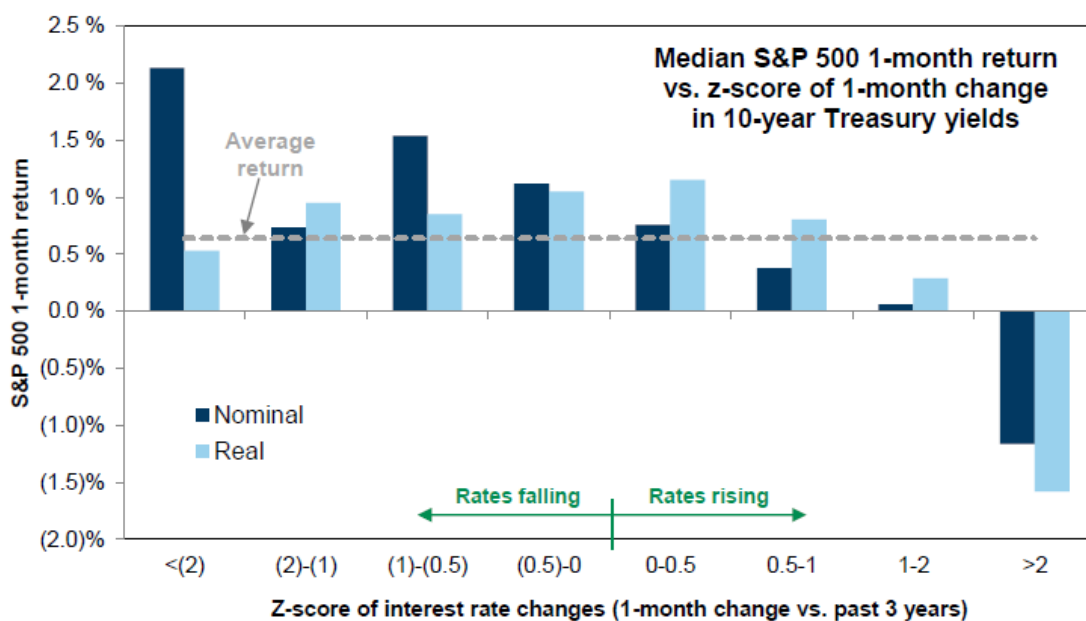
1. 適度持有實質資產（如 TIPS 或商品類資產）及 REITs。
2. 減少選擇權賣方交易（sell option）並適度搭配另類風險溢酬策略（如持股類型由強勢股轉為價值股）或尾端風險（tail risk）避險策略等，以有效管理市場之上、下行風險，並根據金融市場情勢變化調整部位，以降低避險成本。

表 7 通貨膨脹率偏高下，股債價格正相關



資料來源：PIMCO

表 8 美債價格大幅下跌時，美股亦傾向修正



資料來源：Goldman Sachs

### (三) 資產配置風險管理之重要性

在資產配置上，部分投資人係採選擇權賣方策略，尤有甚者，更透過 ETN、ETF 等工具放空 VIX (VIX 期貨呈正價差，長期做多 VIX 期貨將面臨高轉倉成本，反之做空 VIX 期貨則效果近似選擇權賣方策略)，期在市場波動幅度較小時，賺取穩定權利金收益。惟本年 2 月 6 日 VIX 單日漲幅創歷史新高，致部份放空 VIX 的 ETN 單日跌幅過高而下市，另台灣亦傳出少數選擇權賣方所販售深度價外之選擇權遭執行，進而需補繳鉅額保證金的情況。

究其主因，近年全球股市屢創新高、股價修正幅度亦小，採賣出賣權或放空 VIX 之投資人多能穩定獲利，惟上述策略具損失機率低、損失金額高之特性，部分投資人槓桿比例過高，忽略資產配置

重要性，一旦遇到如本年 2 月 6 日之情況，將導致鉅額損失。

#### （四）美中貿易衝突對台灣之影響

職詢問 PIMCO 分析師有關美中貿易衝突對台灣影響之看法，渠表示台灣廠商與中國大陸製造鏈呈高度連結，美中貿易衝突若改變製造鏈結構勢將對大陸台商造成影響，恐無法單由 WTO 資料庫評估整體影響，需對企業進行訪談調查方能獲得進一步資訊。

美中貿易衝突為長期不確定事件，近期除須關注美國期中選舉結果是否會造成貿易政策轉變外，長期仍應評估企業生產基地轉移至其他國家的影響。

另中國大陸債券市場目前仍能持續吸引外國資本流入，資金尚未出現明顯外流，惟美中經濟表現與貨幣政策明顯分歧，加以貿易不確定因素，未來仍應密切關注中國大陸的經濟情勢發展。

## 參考資料

1. Ang, Ing-Chea, Sarah, Jiang, Thomas Maloney and Scott Metchick ( 2018 ) ,  
“Understanding Alternative Risk Premia,” *AQR Capital Management*, March 2018
2. Banz, Rolf W.( 1981 ) , “The Relationship between Return and Market Value of Common  
Stocks,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, Issue1, pp 3-18
3. Clare, Andrew, James Seaton, Peter N. Smith and Stephen Thomas( 2015 ) , “The Trend is  
Our Friend: Risk Parity, Momentum and Trend Following in Global Asset Allocation,”  
*Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2126478>*
4. Columbia Threadneedle Investments ( 2017 ) , “A Guide to Alternative Risk Premia,”  
September 2017
5. Erceg, Christopher, James Hebden, Michael Kiley, David López-Salido, and Robert  
Tetlow ( 2018 ) , “Some Implications of Uncertainty and Misperception for Monetary  
Policy,” August 2018
6. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French ( 1993 ) , “Common Risk Factors in the Returns  
on Stocks and Bonds,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 33, Issue1, pp 3-56
7. Hamdan, Rayann, Fabien Pavlowsky, Thierry Roncalli and Ban Zheng ( 2016 ) , “A  
Primer on Alternative Risk Premia,” *Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2766850>*
8. Hammond, Ryan, David Kostin, Ben Snider, Arjun Menon, Cole Hunter, and Nicholas  
Mulford ( 2018 ) , “Equities and bond yields – speed matters,” October 2018
9. Hurst, Brian, Yao Hua Ooi and Lasse Heje Pedersen ( 2017 ) , “A Century of Evidence on  
Trend-Following Investing,” *Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=2993026>*
10. Hatzius, Jan, Alec Phillips, David Mericle, Spencer Hill, Daan Struyven, David Choi and  
Blake Taylor ( 2018 ) , “The Monetary Policy Response to Uncertainty,” September 2018

11. Lindgren, Frederikke (2015) , “The Credit Default Swap Option,” *Retrieved from <http://hdl.handle.net/10417/5408>*
12. PIMCO (2018) , “Asset Allocation Outlook 2018 : Singles and Doubles,” February 2018
13. PIMCO (2018) , “Asset Allocation Outlook,” July 2018
14. PIMCO (2018) , “China’s Balancing Act: Controlled Deleveraging and Steady Growth Ahead,” July 2018
15. PIMCO (2018) , “China Outlook,” July 2018
16. PIMCO (2018) , “Late Cycle Investing : The Great Balancing Act,” July 2018
17. Powell, Jerome (2018) , “Monetary Policy in a Changing Economy,” August 2018
18. Prakash, Kshitij (2017) , “Tail Risk Hedging,” *Graham Capital Management*, October 2017
19. Reid, Patrick and Mark van der Zwan (2017) , “An Introduction to Alternative Risk Premia,” *Morgan Stanley*
20. Schrodgers (2012) , “Effective Downside Risk Management: Distinguishing Between Core Protection and Tail Risk Strategies,”
21. Stafford, Kimberley, Tomoya Masanao, Robert Mead and Stephen Chang (2018) , “Investing in China: Evolving Opportunities,” *PIMCO Viewpoints*, August 2018
22. Tversky, Amos and Daniel Kahneman (1974) , “Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases,” *Science*, Vol. 185, Issue 4157, pp 1124-1131
23. White, Richard (2014) , “Forward CDS, Indices and Options,” *OpenGamma*, October 2014
24. Yontar, Timur Kaya (2018) , “Long-Term Treasuries in a Diversified Portfolio,” *Meketa Investment Group*, February 2018

25. CBOE : <http://www.cboe.com/>

26. PIMCO : <https://global.pimco.com/en-gbl/>

27. 李昂洋 (2016), 「國際經濟金融發展趨勢與資產配置策略」, 中央銀行公務出國報告。

28. 林翠芬、賴冠宇、鍾冠英及劉吉商 (2013), 「Basel III 規範下, 銀行如何因應與調整次順位債之研究」, 金融研究發展基金管理委員會金融研究報告。