

# 債券迎來黃金期

在我們2024年的展望中，債券是脫穎而出的一項資產類別，相較於股票，債券提供了更加強健的前景、韌性、風險分散和具吸引力的價值。

作者



**Erin Browne**  
資產配置  
投資組合經理人



**Geraldine Sundstrom**  
資產配置  
投資組合經理人



**Emmanuel Sharef**  
資產配置與多元不動產  
投資組合經理人

## 內容摘要

- 在多元資產投資組合中，我們高度偏好固定收益資產。有鑑於目前的估值、具挑戰性的經濟成長前景和通膨降溫，我們認為債券少見地比股票更具吸引力。在總體與市場的風險下，我們也希望維持投資組合的彈性。
- 債券存續期在當前殖利率水準下具有吸引力，我們增加美國、澳洲、加拿大、英國和歐洲的存續期配置。在信用債市場，我們偏好抵押貸款資產和特定的證券化債券。
- 我們對整體股票保持中立，無論從何種角度來衡量，股票價格都顯得昂貴；然而隨著時間推移，他們應會回到更合理的水準。主動式的策略有助於在差異化的股票市場中發掘投資機會；我們專注於品質和長期的韌性。

全球經濟展望以及市場價格和資產類別的基本面，都使我們偏好固定收益。相較於股票，我們認為債券少見如今日這般的吸引力。投資組合在歷經近幾年高通膨和利率揚升的挑戰後，2024年，即使許多地區的經濟成長會受到阻礙，投資人也可能看到股票和債券市場回到更典型的表現。

在當前環境下，債券似乎已準備好繳出良好的表現；而股票在整體估值過高下，風險調整後報酬可能較低（儘管是正值）。在總體經濟和地緣政治展望中，風險依然存在，因此投資組合的靈活度仍是關鍵。

## 總體展望顯示股票/債券的反向關係將重現

在PIMCO最近發布的週期市場展望《頂峰之後》中，我們的基期預測指出已開發市場的成長將會減緩，且部分地區受到財政支持結束以及貨幣政策延遲效應的影響下，明年可能會出現緊縮。我們的商業週期模型顯示，美國目前處於「週期尾聲」的可能性為77%，且美國在未來一年內陷入衰退的可能性為50%。

經濟成長可能已達頂峰，我們看法為通膨亦是如此。2024年，當價格水準接近央行設定的目標時，債券和股票應會重回他們較典型的反向關係（亦即負相關性），意味著當股票面臨困境時，債券傾向於會有良好表現；反之亦然。在兩者之中，總體預測有利於債券。歷史顯示，在「頂峰之後」這樣的環境中，美國公債傾向提供具吸引力的風險調整後報酬，股票則會面對較多挑戰。

## 估值和目前的水平可能非常有利於固定收益

債券殖利率或股票本益比的起始水準雖不是一個完美的指標，但往往示意著未來的報酬。圖1顯示，當前高品質債券的殖利率水準，平均而言在未來5年將會有優異的表現(在接下來的5年內，通常有5%–7.5%具吸引力的報酬)。目前的景氣循環因素調整後本益比(CAPE)水準，則顯示長期股票表現可能落後。此外，歷史經驗顯示，債券提供的報酬水準較股票更為穩定，可以看到報酬結果分布更加集中(更加「常態」)。這對於固定收益投資而言是很具信服力的。

深入歷史數據我們可發現，在過去一個世紀中，美國股市比債券昂貴的情況屈指可數，例如在經濟大蕭條時期和網路泡沫時。衡量債券相對於股票價值的常見方法是透過股票風險溢酬，或「ERP」(計算股票風險溢酬的方法有數種，在此我們採用的是標普500指數本益比的倒數減去美國10年期公債殖利率)。目前的股票風險溢酬剛超過1%，此為2007年以來首見的低點(見圖2)。歷史告訴我們，相較於債券，股票可能無法延續偏高的股價；我們相信在投資組合的資產配置上，目前可能是加碼配置固定收益的理想時機。

我們認為，本益比是另一個顯示股票昂貴的訊號，尤其是在美國；不只相對於債券，以絕對數值來說亦是如此。

過去20年來，標普500指數估值平均為本益比15.4倍。現今本益比為18.1倍，明顯更高。此數值已將未來一年預估每股盈餘12%的成長率納入評估。在經濟面臨潛在放緩的背景下，這樣的預估值相當高。如果我們假設2024年正常的每股盈餘成長率為7%，那標普指數現今的本益比就會是更貴的18.6倍；若更為保守地假設2024年每股盈餘成長率為0%，那現今的本益比就會上升到19.2倍。我們認為當本益比持平時，這樣的極端水準很可能會導致本益比收縮，即使企業獲利持平，股價仍會下跌。

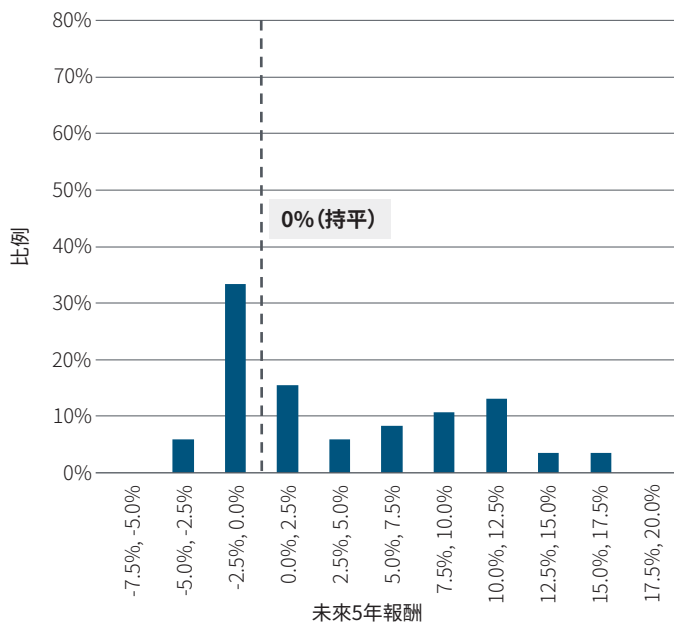
然而，我們注意到股票市場的一個重要差異：如果我們在計算中排除7間最大的科技公司，則其餘的標普企業價格就會接近長期平均本益比的15.6倍。這樣的差異為主動式管理提供了創造超額報酬的絕佳機會。

整體而言，我們認為盈餘展望在經濟放緩的背景下可能不如預期強勁，加上股價大多已走升，我們對股票採取謹慎的中立態度，偏好品質和相對機會。

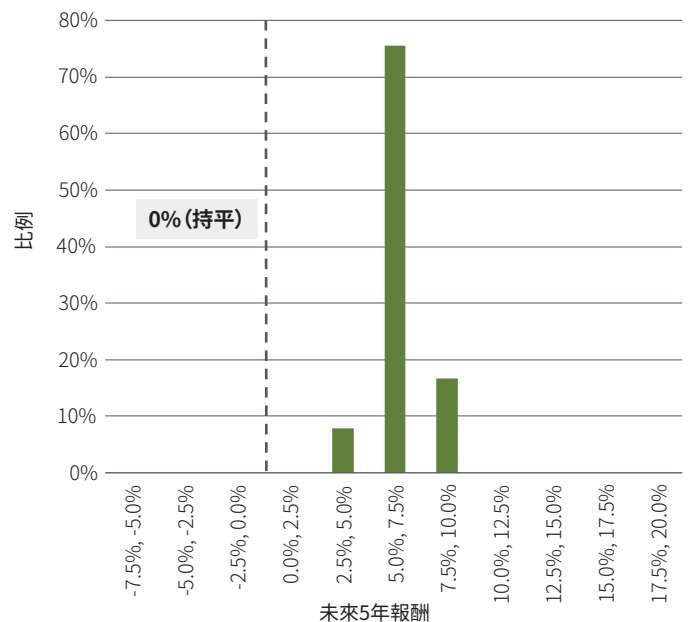
### 圖1：目前看來，固定收益的起始水平優於股票

與現在相似的條件下，歷史預估報酬分布結果

美國股票：起始經景氣循環因素調整後本益比大於28



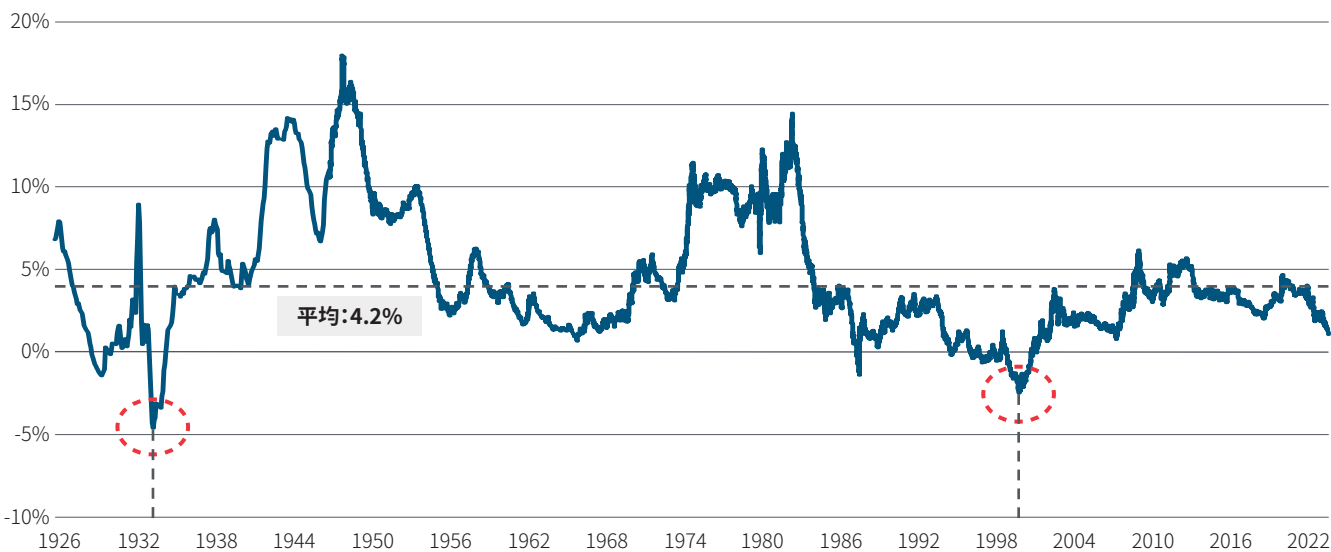
美國高品質固定收益：起始殖利率為5%–7%



資料來源：Bloomberg Barclays Live數據(1976年1月至2023年9月)，PIMCO計算。「與現在相似的條件」為標普500指數經景氣循環因素調整後本益比(CAPE)大於或等於28，且彭博美國綜合指數的最差殖利率介於5%–7%的範圍內。

圖2:美國股票比債券昂貴

1926-2023年之標普500股票風險溢酬



資料來源: Bloomberg, PIMCO計算結果截至2023年10月13日。股票風險溢酬(ERP)為計算標普500指數(或1957年之前的標普90指數)的10年經濟週期調整後盈利收益率減去美國10年期公債實質殖利率。

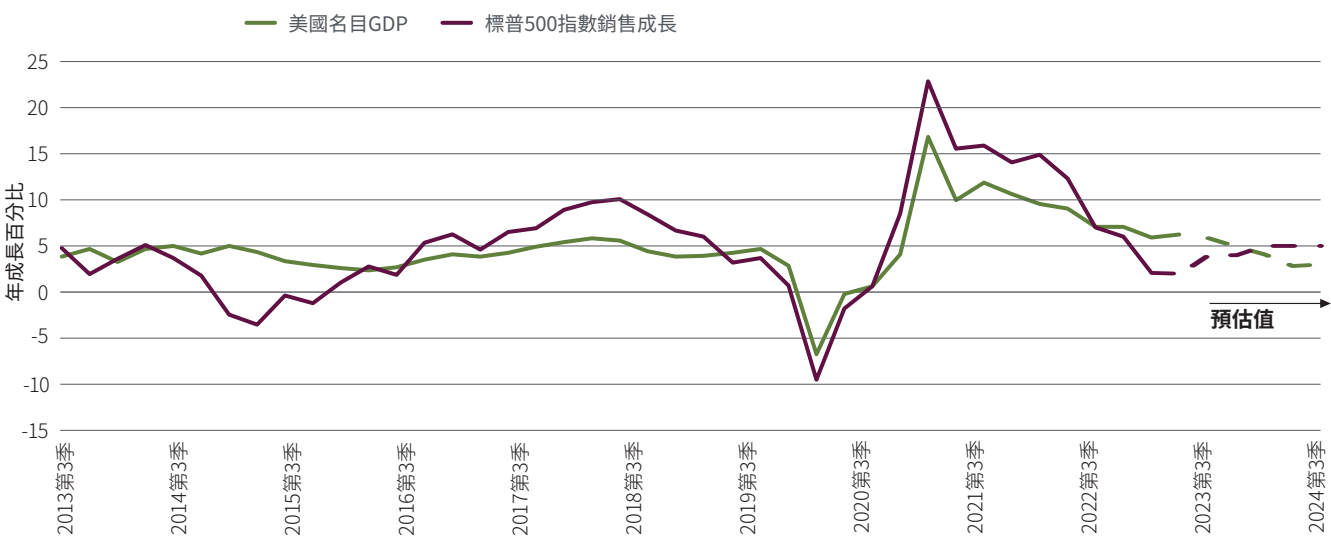
對股票基本面持謹慎態度

我們的模型顯示,相較於公司債投資人,股票投資人對經濟的看法較為樂觀。我們透過股票風險溢酬、每股盈餘和信用違約交換指數利差來估計不同資產類別反應的經濟衰退機率,並依據目前水準與典型衰退情境間的比較進行計算。標普500指數(透過股票風險溢酬和每股盈餘的利差)目前反應的衰退機率为14%,相較於非投資等級信用債(透過信用違約交換指數)所反應的42%機率明顯低了許多。

標普500企業的普遍獲利和銷售預期強化了此樂觀情緒,認為經濟將重新加速而非減緩(見圖3)。我們擔心我們的總體展望與企業盈餘的預估和估值之間存在潛在落差。這加強了我們對該資產類別的謹慎態度。

圖3: 普遍銷售預期顯示美國股票前景樂觀

美國名目GDP與標普500指數銷售成長(實際與預估值)



資料來源: 美國經濟分析局、Haver Analytics、高盛、PIMCO。實際和預測值(自下而上的共識)的標準普爾500銷售成長數據來自高盛,截至2023年10月。美國實質名目GDP成長數據來自美國經濟分析局和Haver Analytics,而預測則是PIMCO使用PIMCO的預期美國實質GDP和抗通膨債券市場隱含的美國消費者價格指數(CPI)計算而來。GDP數據和預測截至2023年11月3日。預測由虛線表示。

## 根據總體基期假設來管理風險

我們了解我們對成長放緩及通膨的展望存在風險。或許強韌的美國經濟將能避免其陷入衰退，但這也可能導致成長過熱和通膨加速，進而使貨幣政策更加嚴格。也有硬著陸可能性，就是成長和通膨都快速下降。

考量到這些風險情境，我們相信應謹慎地將避險和建立選擇性納入考量；且駕馭波動，尤其是股票，其價格便宜具吸引力（見圖4）。舉例而言，「反向海鷗（reverse seagull）」是我們偏好的策略之一，該策略為一種藉由賣出買權而融資的賣權利差。

## 環境不確定性升高下的投資主題

在多元資產投資組合中，選擇固定收益的理由很充分，但我們同時也看向廣泛的投資機會。我們已為各種總體經濟和市場前景做好準備，並著重於分散風險、品質和靈活性。

### 存續期：高品質的投資機會

單看現今的起始殖利率，就已使我們偏好固定收益；與股票價格比較之後，更加強化了我們的看法。固定收益提供了具吸引力的報酬潛力，也可幫助降低下檔風險對投資組合的衝擊。考慮到總體經濟的不確定性，我們主動管理和分散配置存續期，並著眼於高品質和具有彈性的收益。

美國中期存續期產品尤其具有吸引力。我們也在澳洲、加拿大、英國和歐洲看到具有吸引力的投資機會。前兩者對利率更為敏感，因該國房屋持有者大多採用浮動房貸利率；而後兩者的總體數據顯示其比美國更接近經濟衰退。這些地區的央行政策可能各異，我們將追蹤他們在資產負債表上所持有的債券，檢視其可能對利率和相關部位產生的影響。

在新興市場方面，我們增加那些高信用品質、高利率、評價具吸引力，及擁有報酬潛力國家的存續期配置。我們尤其關注巴西和墨西哥，因其通縮的進程更快，且實質利率明顯較高。

相比之下，我們減持日本的存續期，因為該國貨幣政策可能會隨著通膨增溫趨向緊縮。

## 圖5：在商業週期末期，優質股票提供具吸引力的風險調整後報酬潛力。

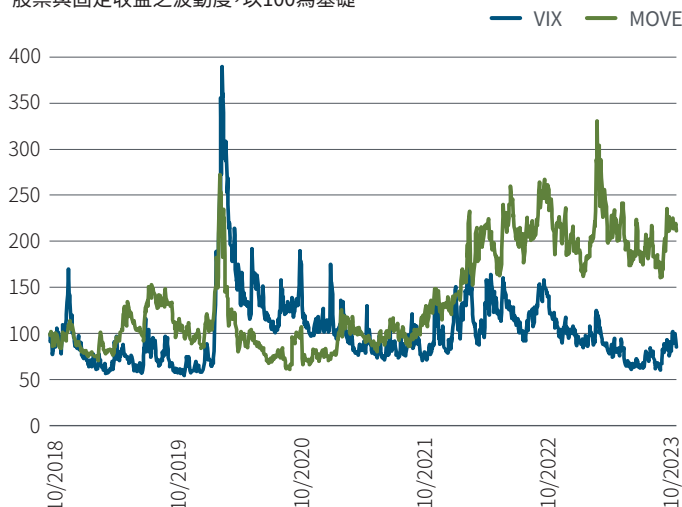
自1984年以來不同週期之股票因子夏普值

週期階段	價值	品質	動能	規模	低波動性	低Beta係數
經濟擴張-初期	0.80	(0.05)	(0.04)	0.69	(0.22)	(0.39)
經濟擴張-中期	0.16	0.52	(0.02)	(0.02)	0.16	0.15
<b>經濟擴張-末期</b>	<b>(0.06)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.51</b>	<b>(0.35)</b>	<b>(0.07)</b>	<b>(0.05)</b>
景氣衰退-初期	(1.68)	2.17	1.70	(1.02)	1.69	1.45
景氣衰退-中期	1.43	1.40	(0.36)	0.76	1.76	0.86
景氣衰退-末期	0.59	0.04	(1.85)	2.43	(1.56)	(1.91)
<b>週期平均值</b>	<b>0.28</b>	<b>0.53</b>	<b>0.11</b>	<b>0.19</b>	<b>0.04</b>	<b>(0.07)</b>

資料來源：PIMCO、彭博、美國國家經濟研究局（NBER），資料截至2023年10月24日。夏普值為衡量風險調整後報酬的常見指標，採用1984年以來的數據，並且依照Fama-French所定義的標普500指數價值、品質、規模與動能等進行計算。經濟衰退與經濟擴張係根據美國國家經濟研究局的定義。

## 圖4：較低的股票與固定收益波動，使價格便宜具吸引力

股票與固定收益之波動度，以100為基礎



資料來源：Bloomberg，自2018年10月至2023年10月。VIX是芝加哥期權交易所（CBOE）波動指數，為衡量標普500 股票指數波動性的指標。MOVE是ICE美國銀行MOVE指數，是固定收益市場波動性的指標。兩項指標都將2018年10月設為100。

雖然長期來看，當前現金的利率相較過去具吸引力，我們仍傾向在到期日範圍內進行調整，藉此鎖定收益，並為中期投資組合定錨。以史為鑑，尤其是在此貨幣政策循環的階段，存續期擁有優於現金表現的潛力。

### 股票：相對價值是關鍵

雖然標普500企業總體看似昂貴，我們仍看到差異化的潛力和主題投資機會。從宏觀角度來看，經濟的韌性對股市（例如強勁的美國消費）的支撐，也可能比我們預期多。因此，我們中性看待多元資產投資組合中的股票部位。主動式策略可以幫助鎖定潛在的贏家。

在不確定的時期，我們偏好投資高品質股票。從歷史來看，品質因子在景氣循環末期提供了具吸引力的選擇（見圖5）。在我們整體中立的部位中，我們增持美國股票（標普500），相較於其他區域尤

其是新興市場，美國提供了更多的品質特性。另外，歐洲經濟成長所面對的挑戰也可能比美國更多，因此即使其價格更具吸引力，我們仍減持當地的股票。

我們也偏好受財政支持的子產業，其可能受惠於長期計畫和強勁的長期利多。例如，美國的《降低通膨法案》就透過有意義的稅收減免，支持許多氫能、太陽能 and 風力等能源產業。

在做空股票的配置方面，我們專注於利率敏感的產業，尤其是房屋建商等循環消費產業。利率更高且更久也可能影響汽車業；當供給正常化，我們認為需求將難以跟上。

### 信用以及證券化資產

在信用市場方面，我們看好其韌性，尤其重視相對價值的投資機會。即使主動聚焦於個別產業將有助減緩經濟衰退時的風險，我們仍對公司債保持謹慎。我們減持較低品質、浮動利率的公司債，例如銀行貸款和特定私募資產。這些商品最容易受到高利率影響，也已經出現承壓的徵兆。

與公司債相比，抵押貸款和證券化債券擁有具吸引力的利差。我們較多配置於美國機構抵押貸款，這些產品的品質高、具有流動性，價格也非常具有吸引力（見圖6）。我們也在特定證券化資產，例如擔保貸款憑證（CLOs）和擔保房貸憑證（CMOs）的優先順位部位中看到投資價值。

圖6: 房貸抵押證券投資提供具吸引力的利差

經波動調整後之美國機構房貸抵押證券利差



資料來源：彭博、PIMCO；截至2023年9月30日「一倍昂貴」和「一倍便宜」為與平均期權調整利差（OAS）差距一個標準差。「兩倍昂貴」和「兩倍便宜」為與平均期權調整利差（OAS）差距兩個標準差。本文使用的「便宜」和「昂貴」字眼，一般指有價證券或資產類別的價格被視為顯著低於或高於歷史平均和投資經理人對未來的預期。

### 重點回顧

在不同資產類別中，我們認為債券因為在基期總體展望中強健的前景、韌性、風險分散，尤其是價值，都讓債券脫穎而出。由於昂貴的股票市場可能帶來風險，配置在高品質固定收益是具有說服力的。

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。多元配置概不擔保絕無損失。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

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。

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)，到最底層的 D-C 或 D (最低評等)。

PIMCO 不提供法律或稅務建議。請諮詢您的稅務和/或法律顧問，以釐清具體的稅務或法律問題與疑慮。

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。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

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。