



景順全球解決方案

## 為何分散配置可能再度風行？



**Duy Nguyen**

CIO, Head of Global Advisory Solutions Houston

景順全球解決方案團隊建構多元資產、成果導向的投資組合，分散配置於資產類別(股票、債券與原物料)及投資風格(主動式、被動式、因子與另類策略)。因此，我們在思考2018年展望時尋找有助於降低風險並提升報酬潛力的主題，而且我們時時留意會造成意外威脅的盲點。

### 2018年的主要議題

我們流程的基礎是做出資本市場假設 - 對不同資產類別行為的長期預估，我們對報酬、波動率及相關性的預期作為我們長期戰略資產配置決策的方針。

鑑於我們對資本市場的假設，我們認為投資人在2018年需要適應兩大挑戰。

### 各市場的報酬預期平平

我們預估的股票和債券報酬率低於5年前的水準。

舉例而言，我們預期S&P 500指數2012年的報酬率超過7.5%，MSCI EAFE的報酬率超過8.5%；我們對這兩個指數2017年的預估均降至6%以下。固定收益方面，我們預估美國高收益公司債的報酬率將從5.67%降至4.63%，而美國投資級公司債報酬率將從2.91%減為2.50%。

■ **股票**。股票報酬率受到評價升高的挑戰 - 長時間股市多頭的結果 - 且股利殖利率也在下滑。至於報酬的第三個成份 - 成長率 - 我們不預期有充足的增幅能抵銷評價與殖利率的負面影響；已開發市場此刻的壓力高於新興市場。

-我們的股市預測讓我們更加看好英國和亞洲(日本除外)，中性看待美國與歐元區，而對日本的想法較不樂觀。

■ **債券**。我們預期信用利差將擴大，因信用利差在邁入2018年之際普遍緊縮。依我們之見，信用利差緊縮解釋了高殖利率逐漸下滑、存續期日益拉長及信用部位漸有起色的現象。

-我們的固定收益預測讓我們更加看好美國房貸抵押證券，較不青睞銀行貸款與高收益類。由於我們預期利率期限結構趨平，我們認為追逐高收益

率會更有價值，不再注重殖利率曲線而是承擔更多信用風險，此方法可能在近期會面臨利差擴大帶來的阻力。

-新興市場方面，我們對債券的報酬預期在2016年落底，亦即新興市場原物料出口商在2014年遭受能源/原物料大跌的重擊過後兩年。不過，雖然此後我們的預期已稍有提升，但至今仍未出現強勁的改善趨勢。

**我們預期波動率將上升，並認為波動率衝擊可能在某個時點出現。**

2017年經歷的波動率水準是史上數一數二的低。過去5年以來，波動率指數22天移動平均線僅兩次站上20 - 而在2017年前10個月未曾超過15；前一次波動率上揚短暫出現於2016年11月美國大選後。

相比前10年，波動率移動平均線少有低於20的時候。我們預期波動率將升高，更趨近於歷史水準。不過，我們同時預期資產類別彼此相關性將會降低，提高分散配置有助於降低整體投資組合風險的潛力。

### 潛在盲點何在？

我們在過去9年見識到股市長時間的漲勢，投資人在這類情況下很容易就會忽視分散配置的價值。不只是分散於股票、固定收益及原物料至關重要，在各個資產類別內的分散配置亦是如此。



我們在過去9年見識到股市長時間的漲勢，投資人在這類情況下很容易就會忽視分散配置的價值。

舉例而言，我們發現為客戶分析的許多投資組合中，固定收益配置龐大的公司債部位且存續期部位下降。公司債部位與股票的歷年相關性較高，導致固定收益投資組合配置類股票部位，並除去固定收益成份 - 存續期，而存續期預計會在股市壓力期間提供分散化的效益。

我們發現的另一個盲點是另類投資的運用。就定義而言，另類投資策略之設計為提供分散配置，特別是在市場面臨壓力之時，而顯然另類投資領域的投資人等



### 重點摘要

- 我們認為投資人在2018年需要適應兩大挑戰。
- 我們預估的股票和債券報酬率低於5年前的水準。
- 我們預期波動率將從2017年的極低水準上升。

待回報已等了很久。然而，基於我們的市場期待，現在可能就是持有另類投資的最佳時刻，我們認為此時市場可能終於要從擴張晚期邁入衰退初期。



基於我們的市場期待，現可能就是持有另類投資的最佳時刻，我們認為此時市場可能終於要從擴張晚期邁入衰退初期。

重要的是瞭解另類投資的每個特定策略之設計作用為何，以及如何為配置尋求資金。不同類型的另類投資預計會在不同市場表現領先，而從股票或債券取得的資金是否要轉用於買進另類策略取決於您的目標；投資組合如何納入另類投資沒有「正確」的方式。

### 持續專注於分散配置

在報酬率備受壓抑的環境中，波動率預計會上升且資產類別彼此相關性會下降。充份分散配置至關重要，那就是我們相信因子意識之所以非常重要的原因。

不同因子在不同環境類型中預計會表現領先或落後。舉例而言，當市場高度震盪且風險性資產表現落後時，我們預期低波動與品質因子表現領先，而動能因子表現落後。

當股票急漲時，我們預期價值和動能因子表現領先，而低波動因子表現落後。

我們在建構分散配置的投資組合時將因子視為另一個考量的面向。在我們的流程中，一旦我們處理各資產類別的整體資產配置，接著便會評估因子的分散程度；忽略此面向會導致投資組合傾向於單一因子，使多元資產投資組合可能意外表現落後。