



退休基金協會期刊

2021 年 12 月

在不確定環境下優化退休金資產配置

PGIM FIXED INCOME*

Robert Tipp, CFA, 首席投資策略分析師兼全球債券總監

對機構投資者來說，新冠疫情與隨之而來的資產估值波動，讓資產配置決策變得格外困難。在資產配置的過程中，勢必得採用全方位分析架構，方能因應宏觀環境不時變動的不確定性。

投資者的第一步應該是識別市場與經濟週期目前所處的階段。由上而下的分析，可讓投資者判斷影響整個市場的宏觀力量。例如，投資者如果認為通膨飆升的風險高於市場目前反映的風險，或許就會做出長期遠期利率似乎過高的結論，並將存續期間視為債券市場未來幾個月的主要報酬來源之一。

接著第二步是，將高階宏觀方向轉為由上而下的資產配置決策。資深投資組合經理應與產業的專家與分析師合作，根據宏觀投資主題，判斷要相對於基準（適用的話）進行加碼和減碼的產業與期限結構。投資組合經理亦應設立投資組合的風險目標，以建立系統風險與非系統風險的閾值。接下來，將資產配置與子產業決策委派給子資產分類或產業的投資經理執行，由其在所負責的產業內，以強化投資組合資訊比率為目標，主動管理配置。

* 2021 年 12 月

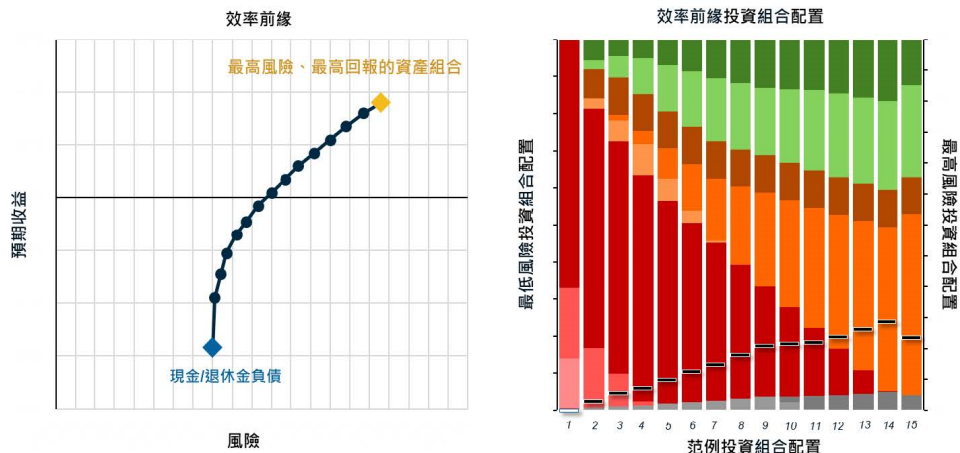
此篇文章「在不確定環境下優化退休金資產配置」

原始來源為：[Optimizing Pension Asset Allocation Under Uncertainty](#)

例如，在選擇公債市場子產業的過程中，投資者可以對自己專有的殖利率曲線模型，覆加由上而下的宏觀觀點。目標是利用理論模型，沿著殖利率曲線找出所有已發行公債之市場定價與模型所暗示定價之間的差異。這類定價落差通常是由於流動性條件以及供需不平衡等技術因素所致，可藉由做多相對於衍生或現金公債而言被低估的證券來套利。

在進行策略化資產配置及戰略化子產業布局的過程中，投資者應重度依照自身的投資組合優化模型，量化多元化投資組合風險與報酬之間的關係。這樣的模型能夠持續提醒投資者，當投資組合內的風險增加到一定程度後，只要每多承擔一單位的風險，報酬就會進一步減少；這也是設計出一套與高效率投資組合優化前沿一致的投資組合會如此重要的原因。

圖一：優化退休金資產配置



僅供說明，請參閱有關重要披露部分。投資價值可升亦可跌。顯示的信息不是實際結果。向您提供此信息是基於這樣的理解，即作為一個成熟的專業投資者，您將理解並接受此種披露的固有局限性，不會依賴它們做出投資決定，並且將僅將它們用於討論的目的。對於投資本文所述類型的策略的初步興趣。不表示投資者將獲得與所示結果類似的結果。目前沒有具有這種資產構成的PGIM 固定收益LDI 客戶投資組合。這不構成投資建議，不應作為投資決策的依據。資料來源：PGIM 固定收益。

最後，資深投資組合經理和風險管理師應在整個投資過程中，測量曝險部位偏離投資組合的整體風險容忍度與報酬目標的程度。要想達成特定的收益水準與超額報酬目標，就應對存續期間和貨幣等系統性因素，以及發行者和國家壓力等非系統性因素設下限制。按風險逐項編列預算，可讓投資者清楚根據手中握有的預算，依自身判斷來調整每項曝險；如此還能確保多元化，避免風險過度集中。

投資者應瞭解一個健全的投資過程，乃是投資組合經理、產業分析師與風險管理師之間重複循環對話的過程，而非一腳踩到底的過程。識別普遍宏觀經濟制度中的複雜細節、對由上而下的世界觀覆加由下而上的個別產業研究，然後再為系統性與非系統性曝險配置預算，這樣的過程有助退休金投資者在從未如此不明朗的世界局勢中，持續評估其資產配置。

重要揭露

PGIM 固定收益主要是透過 PGIM, Inc. (一家依美國修訂版 1940 年投資顧問法註冊之投資顧問公司) 及 Prudential Financial, Inc. (簡稱「PFI」) 公司運作。註冊為註冊投資顧問公司，並不代表具備或接受過一定程度之技能或培訓。PGIM 固定收益總部位於 Newark, New Jersey，並於全球設有下列事業處：(i) 位於倫敦之 PGIM Limited 內之公共固定收益單位；(ii) 位於東京之 PGIM Japan Co., Ltd. (簡稱「PGIM Japan」)；(iii) 位於新加坡之 PGIM (Singapore) Pte. Ltd. (簡稱「PGIM Singapore」) 內之公共固定收益單位；(iv) 位於香港之 PGIM (Hong Kong) Ltd. 內之公共固定收益單位；(v) 位於阿姆斯特丹之 PGIM Netherlands B.V.。美國之 PFI 與 Prudential plc (於英國註冊成立) 或 Prudential Assurance Company (M&G plc 之子公司，於英國註冊成立) 並無任何聯屬關係。Prudential、PGIM、其各自標誌及 Rock 符號為 PFI 及其相關實體在全球許多司法管轄區註冊之服務標記。

在英國，資訊係由 PGIM Limited 發行，其註冊辦事處為：Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, London, WC2N 5HR。PGIM Limited 獲英國金融行為管理局 (簡稱「FCA」) 授權並受其監管 (公司參考編號 193418)。在歐洲經濟區 (簡稱「EEA」)，資訊係由 PGIM Netherlands B.V. 發行，該實體獲 Autoriteit Financiële Markten (簡稱「AFM」) 授權，以歐洲執照營運。在歐洲經濟區某些國家/地區，資訊係由 PGIM Limited 在獲許可之情況下，依英國脫歐後 PGIM Limited 透過臨時授權安排得到之規定、豁免或授權來提供。這些資料是由 PGIM Limited 及/或 PGIM Netherlands B.V. 提供予 FCA 規則所定義專業客戶等級之人員，以及/或《Directive 2014/65/EU》(MiFID II) 相關當地落實標準所定義專業客戶等級之人員。在亞太地區某

些國家 / 地區，資訊係由 PGIM (Singapore) Pte. Ltd. 提供，其為在新加坡金融管理局註冊並獲其授權之新加坡投資公司。在日本，資訊係由 PGIM Japan Co. Ltd. 提供，其為在日本金融廳註冊之投資管理顧問公司。在韓國，資訊係由 PGIM, Inc. 提供，其獲授權直接向南韓投資者提供全權委託投資管理服務。在香港，資訊係由 PGIM (Hong Kong)Limited 提供，其為受香港證監會監管之實體，會向《證券及期貨條例》(第 571 章) 附表 1 第 1 部第 1 條 (a) 至 (i) 段) 所定義之專業投資者提供服務。在澳洲，此資訊係由 PGIM (Australia) Pty Ltd (簡稱「PGIM Australia」) 提供，作為供《Corporations Act 2001》所定義「大額投資」(Wholesale) 客戶參考之一般資訊。PGIM Australia 代表 PGIM Limited，後者獲得豁免，在金融服務領域無需持有澳洲《Corporations Act 2001》所規定之澳洲金融服務執照。PGIM Limited 獲得豁免，是因為其在英國法律下受 FCA 監管 (註冊編號：193418)，適用《ASIC Class Order 03/1099》。英國法律並非澳洲法律。在南非，PGIM, Inc. 是獲授權之金融服務提供商 (FSP 編號 49012)。在加拿大，根據《National Instrument 31-103》之跨國顧問公司豁免註冊條款，PGIM, Inc. 要告知您：(1) PGIM, Inc. 並未在加拿大註冊，而是在依《National Instrument 31-103》顧問公司註冊規定下獲豁免註冊之情況下，提供您顧問服務；(2) PGIM, Inc. 之戶籍司法管轄區為美國紐澤西州；(3) 對 PGIM, Inc. 強制執行法律權利可能有困難，因為其為加拿大境外居民，其所有或絕大部分資產可能在加拿大境外；(4) PGIM, Inc. 在加拿大適用省分之訴訟文書送達代理人之名稱與地址如下：在魁北克省：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4；在卑詩省：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2；在安大略省：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3；在新斯科舍省：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5；在亞伯達省：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3。任何投資均有風險，甚至有可能造成投資本金之嚴重虧損。

這些資料僅作為資訊告知或教育目的之用。本資訊不宜視同投資建議，不代表任何資產管理或投資推薦。PGIM 提供這些資料，並不代表就是您的受託人。客戶如需就自身特定投資需求取得相關資訊，應聯繫其金融專業人士。

本文件可能包含機密資訊，收受人同意將此類資訊進行保密。這些資訊僅供所分享予之人員閱讀，不得轉發予該人員之顧問或是任何其他人等；如未事先徵得 PGIM 固定收益之書面同意，嚴禁完整或部分複製本文件，或是洩露其中任何內容。本文件包含管理者目前之意見，而此類意見可能會再變更。本文件中之某些資訊是取自 PGIM 固定收益在撰文當日相信可靠之來源；不過，PGIM 固定收益無法保證此類資訊之準確性或完整性，亦無法保證此類資訊未來不會有變動。本文所含資訊為發行當日（或如文內所指之較早日期）之最新資訊，可能會再變更而不另行通知。PGIM 固定收益並無義務更新任何一切此類資訊；我們不對資訊之完整性或準確性做任何明示或暗示之擔保或保證。所呈現任何與 PGIM 固定收入關係企業有關之資訊，皆純為方便瞭解組織概觀之用，並非代表任何關係企業所做之招攬。這些資料並不構成購買或銷售任何證券或其他金融工具或是任何投資管理服務之要約或招攬。這些資料並不構成投資建議，且不應作為任何投資決策之基礎。

本資料可能包含公司內部之 ESG 研究計畫例子，並不代表任何特定產品或策略之績效，或是任何特定產品或策略在任何特定時間會獲得之投資或配置。PGIM 之 ESG 流程、排名與因素可能會隨時間改變。ESG 投資屬質化、主觀之性質；PGIM 固定收入並不保證所用之標準或所做之判斷會符合任何投資者之信念或價值。與 ESG 實踐有關之資訊是透過第三方報告取得，可能並不準確或完整，而 PGIM 固定收入是依賴這些資訊，評估公司承諾或落實 ESG 實踐之情形。ESG 標準因地區而異。PGIM 固定收入並不保證自家之 ESG 投資技術一定會成功。

這些資料並未考慮到個別客戶之處境、目標或需求。本文並未決定任何證券、金融工具或策略對特定客戶或潛在客戶是否適用。如欲使用本文所含資訊，須注意本聲明與本文別處所做之解釋、警語與警告。凡與風險管理有關之討論，皆僅在描述 PGIM 固定收益在監測及管理風險上之努力，並不代表風險度低。無論在什麼市場環境，皆無風險管理技術可保證減輕或消除風險。這些資料不應用於提供任何法律、稅務或會計建議。任何司法管轄區只要當地法律或法規禁止，這些資料即不得分發予受該司法管轄區管轄之人員。

所提及之任何特定證券及其發行者僅為舉例之用，不應解讀為購買或銷售此類證券之建議。PGIM 固定收入所管理之投資組合不一定會持有所提及之證券，且即便持有此類證券，亦不保證日後會繼續持有此類證券。

本文所提及當作基準之金融指標，皆僅作為資訊告知之用。礙於投資組合之內容與特性並不會完全與基準相同，而這些差異有時可能並不小，基準之使用有其限制。您無法直接投資指數。影響投資組合表現、但不影響基準表現之可能因素，包括投資組合再平衡、現金流時機、信用品質、多元化程度以及波動性差異。此外，金融指標並未反映手續費用、適用稅金或交易成本之影響。除非另有聲明，否則金融指數是假設將配息再投入之結果。

本文所呈現之預測，皆為撰寫當日之最新預測，可能會再變更而不另行通知。實際資料將會不同，此處無法加以反映。受到高度不確定性之影響，預測可能會再變更。因此，任何預測皆應純粹視為眾多可能結果當中之代表。所做之預測是根據假設而來，故可能會再大幅修正，且可能會隨著經濟與市場條件之變化而變化。PGIM 固定收益並無義務提供任何預測所受到之更新或變更。

本文所含之任何表現目標皆可能會再經 PGIM 固定收入之修訂，其之所以會提供於文中，僅是為了作為對目前預期之指引。我們並不保證本文所述之任何產品或策略會達成任何目標，或是會帶來任何資本報酬。過往表現並非未來結果之保證或可靠指標，舉凡是投資，就有損失價值之可能。

©2021 PFI 及其相關實體。