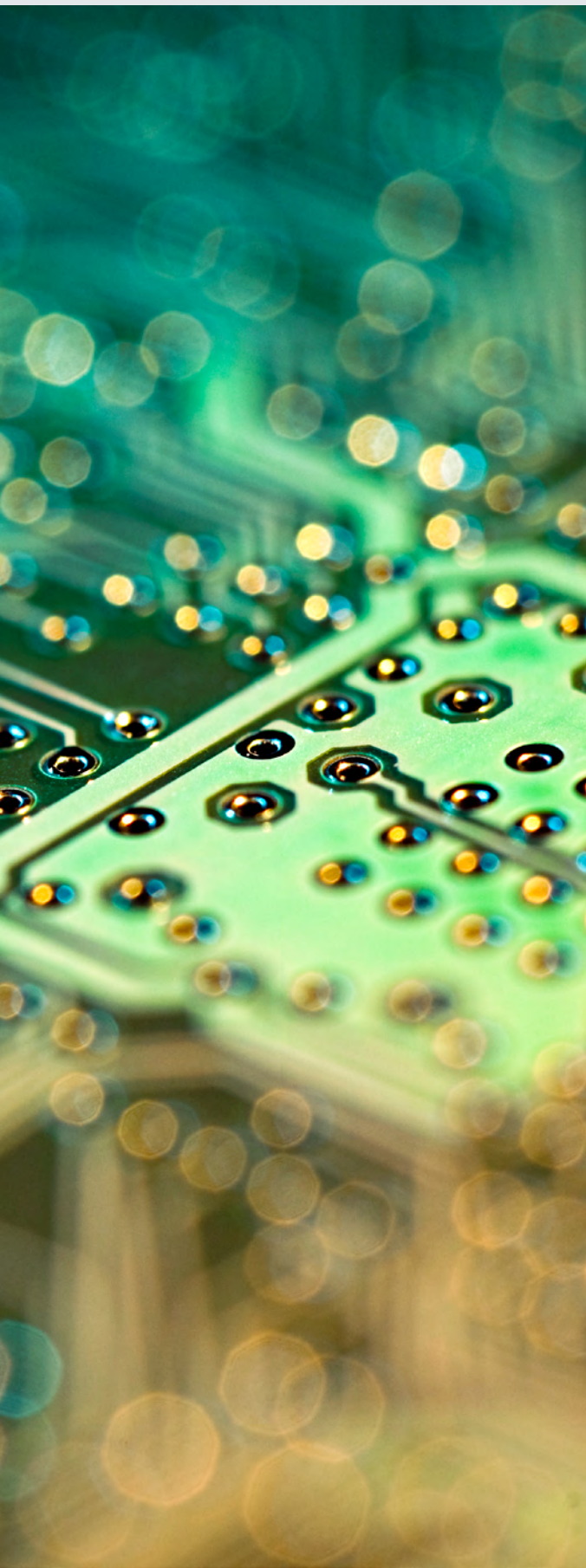




BARINGS

多元資產

以較高收益的 信用資產取代 股票

霸菱洞察

在美國股市評價偏高、固定收益殖利率具吸引力的環境下，未來三至五年，投資人或可考慮以較高收益的信用資產取代部分股票。



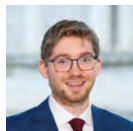
Trevor Slaven

全球多元資產策略與配置主管



Ben Gillingham, CFA

多元資產團隊資深總監



James Munns

多元資產團隊副總監

以下觀點為霸菱多元資產團隊截至2026年6月25日之看法，可能隨時變更，恕不另行通知。

投資組合建構的長期結構性轉變

有吸引力的戰術性資產配置機會，通常一年會出現三到四次。當經濟動能、政策方向或地緣政治情勢持續變化時，市場部位往往會被推向某個方向，進而在利率、匯率或風險性資產中創造可交易的波動機會，而這些機會有時足以影響當年度主動投資表現的好壞。

不過，我們認為，真正需要投資人全面重新思考資產配置、而且屬於長期結構性調整的時點，可能十年才會出現一次。

現在，我們看到一些條件正在逐步成形，可能促使投資人在未來幾年重新檢視投資組合的配置方式。**尤其在未來三至五年，持有較高收益的信用資產，表現有機會優於一般股票；若從風險調整後報酬來看，這樣的相對吸引力可能更為明顯。**

過去15年是股票的「金髮女孩」環境

投資組合經理人一直在權衡「持有收益」與「總報酬潛力」之間的取捨。回顧過去15年，對股票總報酬來說，幾乎是相當理想的環境：多數時間利率都低於聯準會的長期中性利率，聯準會資產負債表大幅擴張，企業稅率從35%降至21%，企業也利用低成本債務進行大量股票買回。

但對股票報酬最關鍵的推力，仍是較少資產、網路平台與其他科技導向企業的崛起。Apple、Microsoft、Alphabet、Meta、Amazon，以及近期的Nvidia等公司，重新定義了企業獲利能力與規模化成長的模式。科技板塊帶來了歷史性的盈餘成長，也讓股票成為過去十年最重要的配置決策之一。如圖一所示，科技板塊在2013年僅占美國標普500的21%；如今若加上由Meta和Alphabet領軍的通訊服務板塊，合計權重已接近指數的50%。

圖一：科技佔標普500指數權重



資料來源：Compustat、Morgan Stanley Research。截至2025年12月31日。過往績效不保證未來報酬。

雖然盈餘成長表現亮眼，但總報酬更為強勁，因為創紀錄的利潤率推升了本益比。若目前趨勢延續，標普500指數自2010年以來的EPS年均成長率預計達9.0%，躋身歷來最強勁的15年以上獲利成長週期之一。然而，同期間本益比由14倍擴張至22倍，也推動年化報酬率達14.6%，遠高於前一個20年期間的8.5%年化報酬率。

但關於評價，有兩點觀察使未來報酬前景受到質疑。

首先，雖然部分新興市場目前提供合理評價，但以目前起始本益比買進美國股票，往往與未來報酬顯著下滑同時出現，如圖二所示。簡言之，進一步評價倍數擴張的機率下降，而任何評價修正都可能大幅抵銷期間內所實現的盈餘成長。

圖二：本益比倍數往往與未來報酬下滑同時出現

標普500遠期本益比起始水準	標普500：未來5年年化報酬率中位
12.0x	14.6%
14.0x	15.1%
16.0x	11.8%
18.0x	11.0%
20.0x	1.7%
22.0x	0.5%
24.0x	-1.8%
目前遠期本益比	
22.0x	

資料來源：彭博。截至2026年5月29日。

第二項重大變化，是固定收益重新出現具吸引力的殖利率。自2002年以來，公債殖利率首次可與股票盈餘率相競爭，如圖三所示。標普500的盈餘率位於過去20年的第4百分位，而十年期美國公債殖利率則處於第89百分位的高殖利率水準。這樣偏高的公債殖利率，出現在勞動市場成長與家庭所得成長均處於多年低位之際。因此，我們認為，較高殖利率不僅內含更具吸引力的持續性收益，也在不同經濟情境下，提供具吸引力且不對稱的總報酬潛力。

圖三：股票盈餘率與十年期美國公債殖利率



資料來源：彭博。截至2026年5月29日。

但我們是否也可能正處於一個由AI基礎建設擴張所帶動、科技導向盈餘成長得以持續的「新常態」？全球部分大型企業目前正繳出30%、50%，甚至70%的盈餘成長，背後則有蓬勃的多年期訂單作為支撐。畢竟，股票本身就是成長型資產類別，成長越多當然優於成長較少，因為企業可以將擴大的獲利再投入更大規模的資本計畫，進一步拓展市場觸角與競爭優勢。

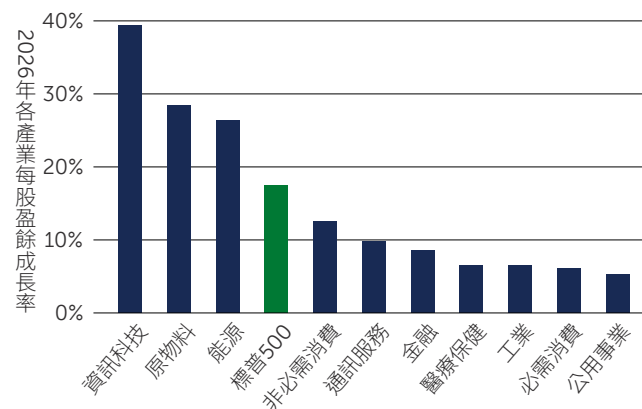
是的，持續且不成比例的成長確實有可能發生。然而，儘管股票目前展現出驚人的盈餘成長，集中度風險也正在增加；因此，投資人對未來幾年投資組合中股票風險的配置方式，應採取更細緻的觀點。

集中度風險可能意味未來波動加劇

雖然標普500正處於網路泡沫衰退以來，持續盈餘成長表現最佳的階段，但這樣的成長高度集中於幾家大型科技公司。如圖四所示，科技板塊的表現遠遠領先其他所有板塊，2026年盈餘成長率接近40%。更值得注意的是，光是「科技七雄」今年預計將貢獻標普500整體獲利成長近35%。

雖然整體EPS成長具吸引力，但科技板塊高度集中的情況，也使非科技板塊的總報酬潛力受到質疑。

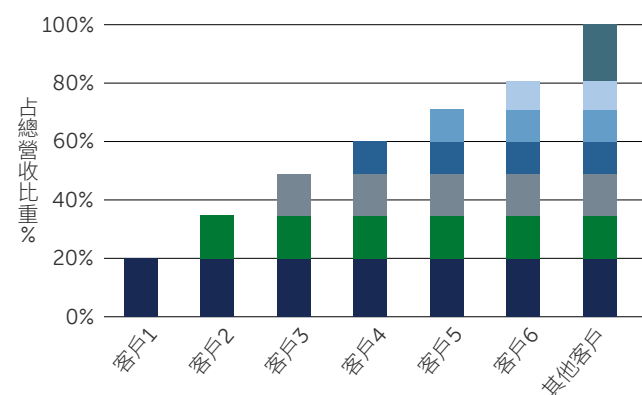
圖四：2026年各產業每股盈餘成長率



資料來源：彭博、Morgan Stanley。截至2026年4月6日。

在科技板塊內，確實也存在一定程度的客戶集中風險，或所謂循環性風險。如圖五所示，全球市值最大的公司Nvidia，其超過80%的營收來自僅六個客戶，其中至少四個為「科技七雄」成員。這些公司各自龐大的獲利能力，正推動彼此之間的投資。雖然這樣的動態推升了過去三年的漲勢，但AI競賽的競爭本質也提高了過度建設的風險；一旦成長動能放緩，循環性也可能反向發揮作用。

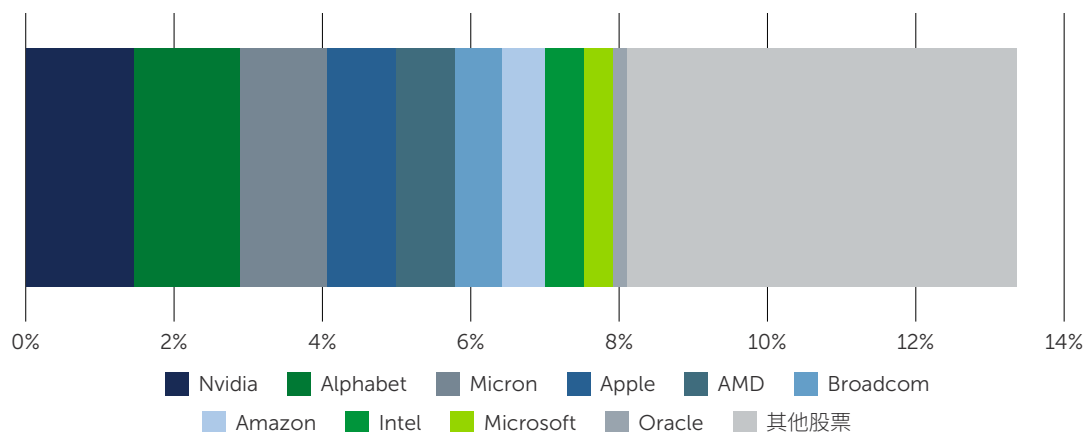
圖五：Nvidia客戶占總營收比重



資料來源：Nvidia、彭博。截至2026年5月。

集中度也反映在價格表現上。自3月底至6月初，美國股市上漲13.4%，但其中60%的報酬僅由10家科技公司貢獻，如下方圖六所示。事實上，過去三年，這10檔股票也貢獻了標普500指數整體漲幅的38%。

圖六：自2026年3月以來對標普500報酬的貢獻



資料來源：Compustat、Aladdin。期間為2026年3月31日至2026年6月9日。

其他集中度風險也可能推升波動率。如圖七所示，美國近60%的財富目前由前1%家庭持有。隨著今年秋季期中選舉臨近，加上三家以AI為核心、價值達兆美元級的公司完成首次公開發行，我們預期市場將聽到更多針對財富或AI課徵新稅的提案聲浪；尤其在企業稅率處於1930年代以來最低水準的背景下，更是如此。若這些稅務提案獲得支持，股票所承受的衝擊可能會比信用資產更大，且波動也可能更為劇烈。

圖七：美國財富由前1%持有的比重



資料來源：聯準會。截至2025年12月31日。

最後，若以未來10至15年的現金流來評價SpaceX、Anthropic或OpenAI等公司，也會帶來波動度在量化層面的進一步升高。再次強調，較高的盈餘成長當然優於較低的盈餘成長；但當評價仰賴數十年持續成長的假設時，企業價值會越來越集中於較遠期的終值¹。如圖八所示，該終值¹對成長預期的任何變化都高度敏感，可能導致市場情緒出現更劇烈的波動。

圖八：終值對成長預期變化高度敏感

盈餘成長	股權價值中隱含於「終值」的比例 (第15年) ¹	盈餘成長	預估成長率下降1% 對股權價值的影響 ²
2.0%	29.6%	14.0%	-20.8%
4.0%	35.9%	12.0%	-17.5%
6.0%	42.8%	10.0%	-15.3%
8.0%	50.3%	8.0%	-13.6%
10.0%	58.2%	6.0%	-12.2%
12.0%	66.5%	4.0%	-11.0%
14.0%	74.9%	2.0%	-10.0%

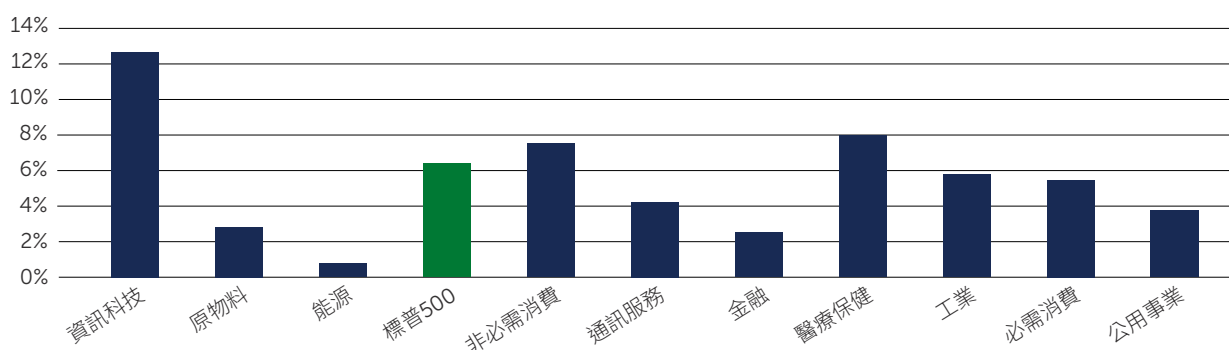
資料來源：霸菱、彭博(前瞻性陳述)。截至2026年5月。

重新思考股票曝險

儘管存在這些集中度風險，科技板塊仍是盈餘成長的主要來源，因此也是報酬的重要來源。

我們先前提到科技產業在2026年展現亮眼的獲利成長表現，但如圖九所示，過去20年來，科技產業相較其他產業的顯著成長其實一直是市場的重要特徵。更值得關注的是，**標普500指數多數其他產業的長期盈餘成長率僅介於2%至6%之間**。若從總報酬潛力來看，這樣的成長幅度並不特別具吸引力，尤其是在目前信用資產殖利率仍具競爭力，以及股市本益比已處於偏高水準的環境下。

圖九：2005–2025年各產業EPS成長率



資料來源：彭博、Morgan Stanley。截至2025年12月。

1. 終值是指公司股權在預測現金流期間之後的估計價值；在本例中，該期間為15年。
2. 若公司現金流的預估成長率為12%，並下降1個百分點至11%，則預估股權價值將下降17.5%。

盈餘成長的分歧，有助於說明為何在今日環境下，波動率較低、收益率較高的信用資產，可能比成長較低的一般股票更具吸引力。

舉例而言，若美國羅素2000或MSCI World僅能帶來5%至8%的盈餘成長，卻為投資組合增加20%的波動率；相較之下，若持有擔保信用資產，可提供7%殖利率且波動率僅5%~7%，其相對吸引力可能顯得更具說服力。

同時，雖然科技股未來可能展現較高波動，但若該產業能創造20%至40%的獲利成長，投資人是否能透過較小比例、但集中於高成長科技股的股票配置，為投資組合帶來強勁的股票報酬貢獻？

僅供說明之用，若廣泛股票指數(如美國羅素2000)的60%配置帶來5%至8%報酬，對投資組合報酬的貢獻為3.0%至4.8%。相較之下，在相同假設下，若高成長科技股的20%配置帶來25%至30%報酬，對投資組合報酬的貢獻則為5.0%至6.0%。在此示例中，投資人可釋放出大量資本，重新配置至波動率較低、收益率較高的信用資產，同時不犧牲股票對報酬的貢獻。

此外，雖然Nasdaq過去10年的年化報酬率幾乎是美國羅素2000的兩倍(+22.2%相較於+11.3%)，但這個科技股比重較高的指數，實際上波動率卻低於美國羅素2000(年化波動率18.7%相較於20.8%)³。

而在偏高本益比的表象之下，我們看到科技部位仍具明顯優勢。如圖十所示，科技股本益比距離1990年代末期高峰仍低20至25倍，而非科技股本益比距離當時高峰僅約3至4倍。

圖十：科技股與非科技股本益比倍數比較



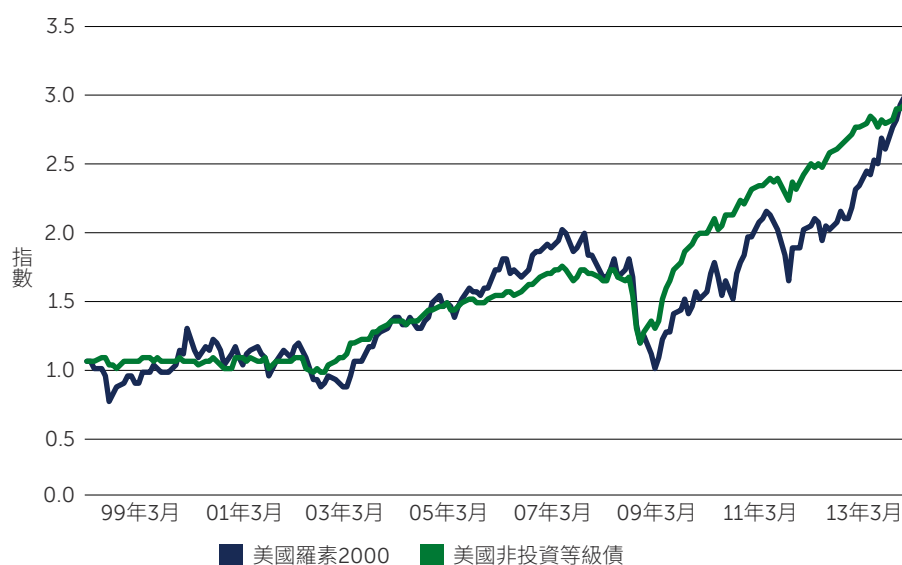
資料來源：美國銀行。截至2026年5月29日。

3. 資料來源：彭博。截至2026年6月16日。

1990年代末期的比較，也從另外兩個面向提供了相關脈絡。首先，從1998年3月至2000年3月高點期間，美國羅素2000上漲24%，而Nasdaq則大幅上漲280%；因此，即使只是小幅配置科技股，也大幅優於完整配置一般股票。

其次，如圖十一所示，在1998年3月後的五年內，美國非投資等級債表現較美國羅素2000高出逾25%。事實上，在接下來至2013年為止的大部分15年期間，非投資等級債的表現均相對較佳。

圖十一：美國非投資等級債與美國羅素2000股票指數報酬比較



資料來源：彭博。截至2026年6月17日。

當科技以外的大部分股票僅能提供相對溫和的長期盈餘成長，卻伴隨相近的波動率時，投資人未必需要完整配置於股票市場。**在此背景下，投資人或可重新評估科技、廣泛股票與非投資等級債在投資組合建構中的相對角色。**

透過信用資產尋求更具韌性的投資組合

若我們保留科技，並以非投資等級債取代其餘股票，我們認為可望建立一個更具韌性的投資組合，同時具備較高報酬潛力與較低波動度。我們將傳統60/40投資組合，與一個配置科技股與非投資等級債的另類投資組合作比較。

圖十二：傳統投資組合與另類(科技股)投資組合比較

傳統60/40投資組合	權重	歷史報酬 ⁴	歷史報酬驅動因素 ⁵	歷史波動度 ⁶
股票(等權重S&P)	60%	10.0%	8.5%	16.6%
固定收益(美國綜合債)	40%	1.6%	4.7%	5.1%
加權投資組合	100%	6.6%	7.0%	12.0%

另類(科技股)	權重	歷史報酬 ⁴	歷史報酬驅動因素 ⁵	歷史波動度 ⁶
股票(S&P科技產業)	30%	24.9%	18.4%	21.2%
非投資等級債(美元)	30%	5.8%	7.2%	7.1%
固定收益(美國綜合債)	40%	1.6%	4.7%	5.1%
加權投資組合	100%	9.9%	9.6%	10.5%

資料來源：霸菱、彭博。截至2026年6月。過往績效不一定代表未來結果。

假設投資組合僅供資訊參考之用，並不代表實際投資組合、投資建議或投資意見。實際結果可能因市場環境及個別情況而有所不同，且差異可能重大。

結果相當具吸引力：預期報酬提高逾200個基點，同時整體投資組合波動率顯著降低。

我們認為，加入非投資等級債可能帶來數項優勢。目前殖利率相較許多非科技股票產業的長期成長潛力更具高度競爭力，而其報酬過去主要由持有收益(carry)驅動，可能有助於提供較穩定的波動度特徵。今日非投資等級債市場也具備幾項可能支持韌性的特徵：存續期間已從4年降至僅2.9年，且信評結構為多年來最有利的水平。若科技成長出現明顯放緩，該產業僅占非投資等級債市場的5%。

此外，若投資人願意在固定收益配置中犧牲部分流動性，私募直接融資也是另一項可提供類股票報酬、同時具備較低波動率與顯著信用保障的資產類別。

4. 歷史報酬=截至2026年6月止，過去10年的年化報酬率。

5. 歷史報酬驅動因素=股票為過去10年的年化EPS成長率；非投資等級債、直接融資與固定收益則為目前最差殖利率。

6. 歷史波動度=截至2026年6月止，過去10年觀察到的年化波動度。

圖十三：較低流動性投資組合

較低流動性投資組合	權重	歷史報酬 ⁷	歷史報酬驅動因素 ⁸	歷史波動度 ⁹
股票(S&P科技產業)	30%	24.9%	18.4%	21.2%
非投資等級債(美元)	20%	5.8%	7.2%	7.1%
私募信貸	20%	9.4%	9.0%	2.7%
固定收益(美國綜合債)	30%	1.6%	4.7%	5.1%
加權投資組合	100%	11.0%	10.2%	9.8%

資料來源：霸菱、彭博。截至2026年6月。過往績效不一定代表未來結果。

假設投資組合僅供資訊參考之用，並不代表實際投資組合、投資建議或投資意見。實際結果可能因市場環境及個別情況而有所不同，且差異可能重大。

進一步將固定收益配置多元化，納入私募信貸，假設上可在更低波動度下，額外增加約60個基點的年化報酬。若利率維持「更高更久」、通膨仍具黏性，這些私募信用收益率可能更具吸引力，尤其是相較於目前偏高的股票評價倍數。

結論

投資組合建構終究是一個透過評估持有收益與總報酬潛力相對於波動度，以優化投資結果的過程。若我們將非投資等級債與一般股票視為可相互替代的報酬來源，則相較於持有成長性較低的股票，目前持有較高收益的信用資產之吸引力可說相當突出。

如前所述，隨著集中度與循環性風險帶動市場情緒大幅波動，股票波動率在未來幾年可能上升。不過，雖然AI資本支出週期可能是這波波動的核心來源，它同時也是大幅提高盈餘潛力的來源。持有較小比例、但集中於盈餘成長最強領域的股票配置，可能是一項非常有效率的投資組合槓桿。

雖然本文採取多年期觀點，但我們認為，4月與5月創紀錄的股市漲勢，已為執行此類重新配置創造具吸引力的機會，尤其是在主權債殖利率近期回升的背景下。

歸根究柢，這個框架挑戰了「分散投資必須仰賴廣泛股票」的傳統假設。相反地，投資人可採取更有效率的方法：將股票配置集中於具強勁結構性成長的產業，並以較高收益的信用資產作為分散工具。

這或許是10至15年來，首次透過重新調整股票與信用資產之間的配置權重，可望在未來三至五年為實現長期投資目標提供更具韌性的路徑。

7. 歷史報酬=截至2026年6月止，過去10年的年化報酬率。

8. 歷史報酬驅動因素=股票為過去10年的年化EPS成長率；非投資等級債、直接貸款與固定收益則為目前最差殖利率。

9. 歷史波動度=截至2026年6月止，過去10年觀察到的年化波動度。

定義

波動度

「波動度」衡量一項投資或證券價格變動的幅度。波動度越高，代表在特定期間內價格可能出現更大、也更顯著的變動。

貝他值

「貝他值」代表一項投資或證券為投資組合所帶來的風險。貝他值衡量一項投資或證券相對於整體市場的波動程度。

終值

「終值」是指公司股權在某個假設未來日期的估計價值。若分析師預測一項投資在一段期間內的現金流，例如10年，則終值代表該初始10年期間之後，所有未來現金流所對應的估計股權價值。

持有收益(CARRY)

固定收益投資中的「持有收益」通常等同於該投資的標示殖利率。持有收益是指在目前市場條件於持有期間維持不變的假設下，債券的預期報酬。

霸菱為一家管理5,025億美元*資產、並以另類資產為核心的全球資產管理公司，致力與機構、保險及財富客戶合作，透過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通(MassMutual)旗下的子公司，並獲MS&AD進行少數股權投資，霸菱旨在善用其環球規模，透過信用資產、實物資產、資本解決方案及新興市場的投資能力，為投資者實現超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 台北市信義區信義路五段7號55樓A室(台北101大樓)

一百一十四年金管投顧新字第零零捌號 0800 062 068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。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，不負責本基金之盈虧，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。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文之經濟走勢預測亦不代表相關基金績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用（含分銷費用）已揭露於基金之公開說明書及投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢。基金投資涉及投資於新興市場部分，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。本資料可能載有根據霸菱資產管理現時的意見、預期及預測而作出的前瞻性陳述。本公司並無責任更新或訂任何前瞻性陳述，而實際結果可能與前瞻性陳述所預期者有重大差異。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。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，不負責本基金之盈虧，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。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜占其投資組合過高之比重。基金的配息可能由基金的收益或本金中支付。任何涉及由本金支出的部份，可能導致原始投資金額減損。基金近12個月配息組成項目表請參見霸菱證券投資顧問股份有限公司網站。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.baringsgroup.com)

*2026年6月30日

TW26-5745684 出刊日期：2026年7月14日