

台北外匯市場發展基金會委託計畫

信貸週期對資產配置的啟示

研究人員*：張祐禎

日期：中華民國一一四年一月

*為中央銀行外匯局專員。研究人員感謝任職單位長官與委託單位的指正與建議，本研究僅代表個人觀點，不代表中央銀行立場。

摘要

無論是主權財富基金、退休基金、壽險業者還是一般機構法人，甚至是一般投資人，在進行資產配置前，通常會考量目前總經情勢及所處經濟週期（Business Cycle）的階段，對市場中欲投資各資產類別之波動度及報酬率進行預測，並依據此基本假設進行長期的策略性資產配置。然而，除了經濟指標外，投資人亦可透過觀察金融市場，如信貸情況的變化，來作為經濟週期乃至於市場狀況的判斷。

信貸，指的是借款人透過信用貸款獲得資金，其取得之難易度與人們儲蓄、借款及花費的行為息息相關，也隨著時間呈現週期性的變化，此種信貸條件緊縮及寬鬆的波動所形成之循環，即為信貸週期（Credit Cycle）。總的來說，信貸週期與總體經濟的各個層面有著密不可分的關係：當信貸條件寬鬆時，市場流動性較佳，投資人的風險容忍度較高，企業投資及個人消費活動增加，有助經濟發展；但當信貸緊縮時，市場流動性銳減，基本條件較差之借款人或是槓桿較高的企業將無力償還貸款，可能導致經濟蕭條。

過往研究亦發現，信貸市場的變化，包括信貸成長、信用利差等，對於未來經濟表現具有一定的預測力，投資人可透過觀察該等市場訊號，掌握當下所處經濟金融環境情況及發展前景，並進一步運用在投資組合建構上，以取得最高風險調整後報酬，提升投資績效。

目錄

壹、 前言	1
貳、 信貸週期（Credit Cycle）的意涵與啟示	3
一、 何謂信貸週期.....	3
二、 信貸週期與經濟週期的關係.....	6
三、 信貸週期對資產配置的啟示.....	11
參、 總結.....	16
肆、 參考資料.....	17

圖表目錄

圖 1	全球儲蓄占 GDP 比重走勢	3
圖 2	信貸週期的四個階段	4
圖 3	美國全體商業銀行總放貸量之月均值變動率	12
圖 4	過去近 40 年美國政府公債與高收益債券表現均不如人意之情況罕見	14
圖 5	納入多種信用類別資產能提高固定收益投資組合之夏普比率	15
圖 6	納入多種信用類別資產可能增加與股票市場的 Beta 值	15
表 1	信貸週期的四個階段與經濟週期對應關係	7

壹、前言

無論是主權財富基金、退休基金、壽險業者還是一般機構法人，甚至是一般投資人，在進行資產配置前，通常會考量目前總經情勢及所處經濟週期（Business Cycle）的階段，對市場中欲投資各資產類別之波動度及報酬率進行中期（如未來 5 年或預定之投資期間）預測，並依據此基本假設進行長期的策略性資產配置。

由於經濟指標是將各種經濟活動以數據統計的方式編製，呈現特定國家或地區的經濟景氣發展概況，部分投資人會以主要國家的經濟指標，作為未來經濟週期變化乃至於市場狀況的判斷。以美國而言，常受市場關注的經濟指標包括非農業就業人數變化（change in Nonfarm Payrolls）、失業率、消費者物價指數（Consumer Price Index）、國內生產毛額（Gross Domestic Product, GDP）成長率、ISM 製造業指數（ISM Manufacturing Index）、或是美國經濟諮商局（The Conference Board）編制的領先經濟指標綜合指數¹（Composite Index of Leading Indicators，常稱為 Leading Economic Index，LEI 指數）等。然而，除了經濟指標外，投資人是否也能透過觀察金融市場，如信貸情況的變化，來判讀景氣變動趨勢呢？本文將就信貸情況的週期性變化進行說明，並參考過往研究文獻，檢視該

¹ LEI 指數係由美國經濟諮商局將 10 項景氣變化的領先指標，包括製造業員工平均每週工時（Average weekly hours in manufacturing）、初次申請失業救濟金人數（Average weekly initial claims for unemployment insurance）、製造業消費品及原料新訂單（Manufacturers' new orders for consumer goods and materials）、ISM 新訂單指數（ISM Index of New Orders）、製造業非國防耐久財新訂單（Manufacturers' new orders for nondefense capital goods excluding aircraft orders）、新屋開工許可（Building permits for new private housing units）、S&P 500 指數（S&P 500 Index of Stock Prices）、領先信用指數（Leading Credit Index）、10 年期美國公債殖利率與聯邦資金利率之利差（Interest rate spread, 10-year Treasury bonds less federal funds rate）及消費者對未來景氣看法（Average consumer expectations for business conditions），彙集組成之指數，並以 2016 年作為基準衡量指數的變化，據以判斷經濟趨勢。

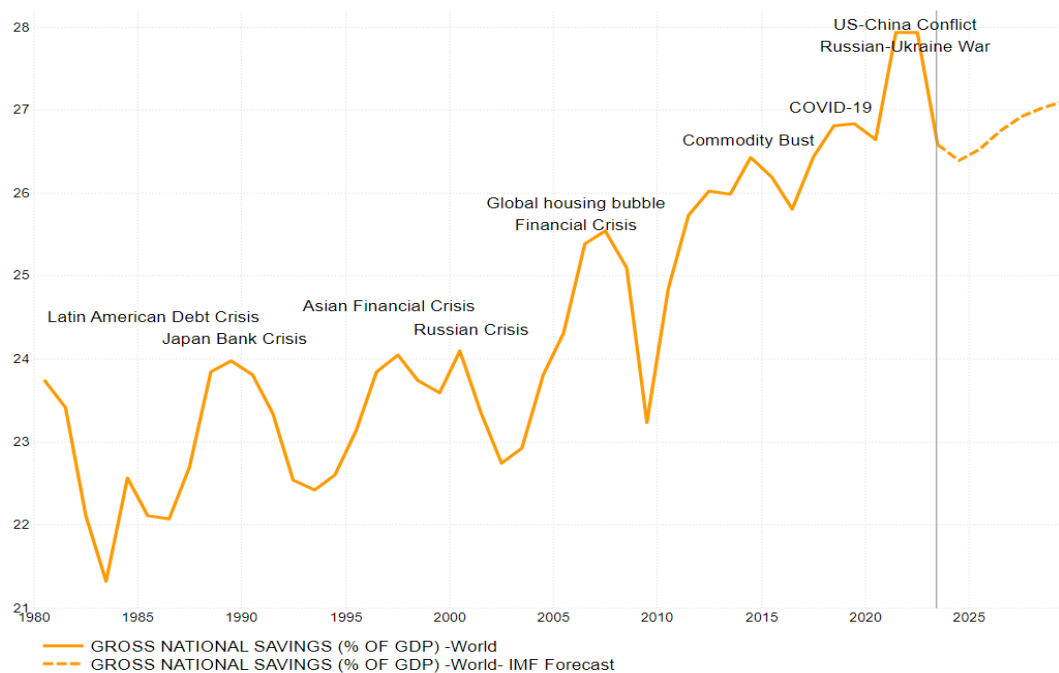
等週期變化與經濟變動的關聯性，希望能對投資人進行資產配置決策時有所助益。

貳、 信貸週期（Credit Cycle）的意涵與啟示

一、 何謂信貸週期

信貸，指的是借款人透過信用貸款獲得資金，其取得之難易度與人們儲蓄、借款及花費的行為息息相關，也隨著時間呈現週期性的變化。在信貸擴張期間，市場流動之資金豐沛，借款條件較為寬鬆，此時投資人對風險之容忍度較高，企業投資及個人消費活動增加，而各種資產價格亦受投資人追捧而上升，新發行的貨幣也增加了貨幣供給，進而刺激經濟成長；但當投資過剩、企業盈餘下滑、而資產價格上漲超出其基本面價值，開始進行修正時，部分借款人可能資不抵債，無力償還貸款，不僅衝擊銀行的獲利能力，最終將導致銀行收縮信貸。事實上，從全球儲蓄占 GDP 比重的變化（如圖 1）可看出，儲蓄率較高的時期通常是在重大經濟或金融危機期間，而在該等時期累積的儲蓄，即為下一次的信貸擴張打

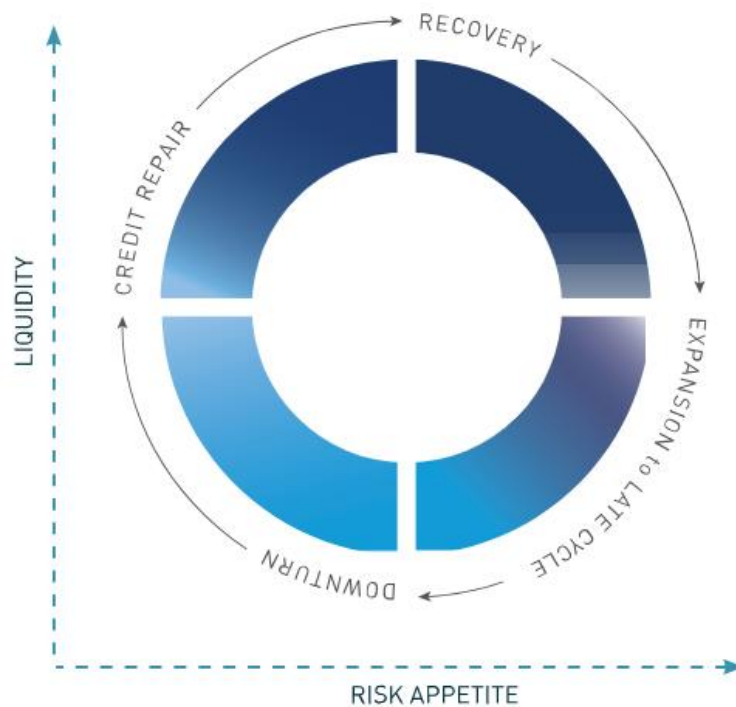
圖 1 全球儲蓄占 GDP 比重走勢



資料來源：LSEG Datastream

下基礎，而此種信貸條件緊縮及寬鬆的波動所形成之循環，即為信貸週期 (Credit Cycle)。具體而言，信貸週期將分為以下四個階段（如圖 2）：

圖 2 信貸週期的四個階段



資料來源：Tom Fahey (2019), “Unlocking the Credit Cycle”, *Loomis Sayles*, December.

(一) 信貸衰退期 (Downturn)

在信貸擴張期 (Expansion to Late Cycle) 之末期時，快速的經濟成長及高通膨將促使央行採取升息方式因應，但此終將使經濟表現轉弱甚或衰退，進而邁入信貸衰退期。值此市場情況反轉之際，投資人於前一階段（信貸擴張期）投資之流動性低及高風險類資產較不易出脫，故投資人於此階段將轉向尋求安全性及流動性較好之標的資產。

另一方面，此階段之企業利潤及個人收入減少，各類資產價格從高點下滑，銀行等金融中介機構亦受此影響，開始收縮其資產負債表，進而使得信貸供給減少，整體社會債務成長減緩，風險偏好及市場流動性跌至低點，信用利差擴大。最終央行將體認到信貸條件過緊，將採取降息或是其他能提供市場足夠流動性之相關措施，以重振市場秩序。

(二) 信貸修復期 (Credit Repair)

受經濟不佳及前一階段信貸緊縮的影響，企業在此階段將被迫去槓桿化，以改善其資產負債表，故可能採取裁員、出售資產、減少資本支出等措施，並試圖建立現金部位及降低負債水準；然仍有部分企業無法成功管理其負債，導致違約率上升。由於企業在此階段目標將著重負債管理及持續營運，故願意支付較高的借款利率，故對信用投資者而言，此為較佳的進場時點。

此外，央行為重振經濟，常延續前一階段的寬鬆政策，故市場流動性將從低點迅速回升，市場投資人將認為最差的情況已經過去，故從前一階段著重高安全性的資產轉向，風險偏好開始回升，此時信用利差可能開始收縮。

(三) 信貸復甦期 (Recovery)

雖然此階段的違約率達到高峰，但大體來說，企業在此時已幾近完成去槓桿化，其利潤成長的速度開始超越債務成長，整體經濟回穩並逐步改善；另一方面，受惠於信貸供給增加，信貸條件較為寬鬆，信用利差縮窄，雖然股票與信用類別資產表現均不錯，但前者報酬略優於後者。

此階段由於信貸條件改善、企業獲利及經濟成長，投資人願意承擔較多風險，風險偏好持續改善，市場流動性高，推升資產價格回升至長期平均水準，而央行政策則從寬鬆開始轉向緊縮。

(四) 信貸擴張期 (Expansion to Late Cycle)

隨著前一階段的信貸條件改善及經濟成長，本階段的債務水平達到高峰，銀行等金融中介機構之資產負債表擴增，進一步推升信貸成長，當接近本循環末升段時，甚至可能產生新種型態的信用創造 (credit creation)；有別於傳統信貸主要係由存放於銀行之存款支應，其他創造流動性的方式包括：資產證券化、債券附買回交易、運用衍生性金融商品，或是採用以短期、流動性較佳的資產所得，支應長期、流動性較差的投資標的等。

此階段的企業利潤成長趨緩，且將落後債務成長速度，企業資產負債表可能受未來收入、獲利或信貸可取得性的衝擊而急遽惡化。另一方面，雖投資人普遍之風險偏好仍位於較高水平，但市場流動性已開始下降、信用利差擴大，加以央行此時因經濟成長強勁而多採取緊縮政策；一旦經濟反轉，市場可能產生恐慌進而觸發擠兌，遂將進入信貸衰退期，啟動另一次的信貸循環。

二、 信貸週期與經濟週期的關係

由此不難看出，信貸週期與總體經濟的各個層面有著密不可分的關係，從信貸週期每一階段當下的經濟與市場環境觀之，信貸週期與經濟週期關係密切（如次頁表 1）。不僅如此，當信貸條件發生大幅度的變動時，甚至可能影響景氣：當信貸條件寬鬆時，市場流動性較佳，投資人的風險容忍度較高，企業投資

及個人消費活動增加，有助經濟發展；但當信貸緊縮時，市場流動性銳減，基本條件較差之借款人或是槓桿較高的企業將無力償還貸款，可能導致經濟蕭條。

既然如此，信貸條件的變化是否對於未來經濟表現具有一定的預測力呢？

過往文獻研究發現：

(一) 信貸爆發 (credit boom) 對未來經濟衰退及股票市場表現不佳具有預測性²

2008 年發生的金融危機，觸發了學界對於信貸成長對總經及金融市場影

表 1 信貸週期的四個階段與經濟週期對應關係

	信貸衰退期	信貸修復期	信貸復甦期	信貸擴張期
信貸成長	下降	疲弱	加速	高峰
市場流動性	低	上升至高處	高	高處回落
風險偏好	低	低處回升	高	高處降低
	趨緩期 (Slowdown)	衰退期 (Recession)	復甦期 (Recovery)	擴張期 (Expansion)
經濟成長	疲弱，衰退	回穩	穩健中改善	強勁，達高峰
通膨水準	適度，漸下降	低處回穩	適度，漸上升	上升至高處
央行政策	轉趨寬鬆	寬鬆	轉趨緊縮	緊縮
殖利率曲線	趨陡	陡	趨平	平坦／反轉
市場及投資工具表現				
市場波動性	均值上漸升	均值上漸減	均值下回穩	均值下漸升
基本面表現	獲利減少	債務減少	獲利成長超過 債務成長	債務成長超過 獲利成長
資產估值	落至均值以下	均值下漸升	升至近均值	均值上漸升
信用利差	擴大	開始收縮	縮窄	開始擴大
信用類別資產 vs 股票表現	均不佳	信用資產較佳	均佳	股票較佳

資料來源：Tom Fahey (2019)及作者整理。

² Davis, Josh & Taylor, Alan M. (2019), "The Leverage Factor: Credit Cycles and Asset Returns", NBER Working Paper Series, Working Paper 26435, November.

響之相關研究³，而如同過往研究⁴所發現，當整體社會運用槓桿之程度提高後，經濟成長將趨緩，甚或邁入嚴重衰退，更提高了金融危機的發生機率。Davis 及 Taylor (2019) 的研究以過去三年銀行貸款對 GDP 的比率變動作為信貸爆發的指標，發現信貸爆發（通常也代表槓桿程度較高）後，GDP 成長將趨緩，且股票的絕對報酬下降、與債券之相對報酬也較差。倘將此指標運用在投資組合建構上，可提高詹森指標⁵（Jensen's alpha）及夏普比率（Sharpe ratio），有效提升投資績效。

(二) 信用利差有助於判斷未來一年的經濟活動⁶，而其預測力主要來自於發行人本身違約風險以外的超額債券溢酬⁷

相較於過往模型多僅能預測至下一季的經濟表現，Faust et al. (2013) 的研究運用貝氏模型平均演算法（Bayesian Model Averaging），並將調整隱含選擇權價值後的信用利差⁸納入各類金融市場變數進行分析，發現信用利差的變化，有助於即時判斷未來一年的經濟活動，如 GDP、企業投資、工業生產、就業市場情況（包括就業及失業率）、進出口等。

³ Mian & Sufi (2009)、Gourinchas & Obstfeld (2012)、Schularick & Taylor (2012)、Jord'a, Schularick, & Taylor (2013) 及 Mian, Rao & Sufi (2013) 等。

⁴ Borio & Lowe (2002) 之研究亦發現信貸爆發（credit boom）對未來經濟情勢具有警示效果。

⁵ 詹森指標的概念，是以評估投資組合的投資績效，是否優於相同風險水準下基準投資組合的投資績效；如詹森指標為正時，則表示投資組合的績效優於基準投資組合，正值愈大表示績效愈好。

⁶ Faust, Jon, Gilchrist, Simon, Wright, Jonathan H. & Zakrajšek, Egon (2013), "Credit Spreads As Predictors of Real-time Economic Activity: A Bayesian Model-Averaging Approach", *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 5, pp. 1501-1519, December.

⁷ Gilchrist, Simon & Zakrajšek, Egon (2012), "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *The American Economic Review*, Vol. 102, No. 4, pp. 1692-1720, June.

⁸ 本研究之信用利差，是以美國金融及非金融產業的主順位無擔保公司債，與同年期的美國公債間之利差為代表，並將該等資料依據公司債的到期日、信用風險（以債券發行人之違約距離（distance to default）衡量較具即時性，而非以債券發行人之信用評等衡量）等分類後再行分析。

然而，信用利差的變化反映的可能不僅為公司債發行人本身之違約風險，亦可能與公司（借款人）本身資產負債表狀況及其取得外部融資的能力有關，甚至可能反應金融中介機構之信貸供給變化，因金融中介機構的資本結構惡化時，其可能減少信貸供給，進而提高企業舉債成本，使得信用利差擴大；而當企業產出及個人消費受到衝擊，終將影響經濟成長。

Gilchrist 及 Zakrajšek (2012) 的研究將信用利差進一步拆解為以下組成：

(1) 反映預期違約率之因子，及 (2) 反映違約風險與信用利差關係之因子，即超額債券溢酬 (excess bond premium)⁹；研究結果發現，信用利差對經濟活動具有預測力，主要是來自於超額債券溢酬變動的部分，因為當主要市場交易商（通常也是在企業融資市場中占據要角、槓桿程度高的金融機構）的獲利能力受到衝擊時，金融業整體的風險承受能力下降，將進一步影響信貸供給，不僅使得超額債券溢酬增加¹⁰，其影響力亦將傳導至社會的各個層面，包括民間消費、企業投資及產出的下降等，不利整體經濟成長。

(三) 信用利差的大幅變動揭示了金融危機發生之可能性，而金融危機之嚴重程

度可由信用利差變化之幅度以及信貸成長之速度預測¹¹

過往文獻顯示，較窄的信用利差及較高的信貸成長能分別預測未來金融危

⁹ 此種拆解主要是呼應企業財務領域中，常見之信用利差謎團 (Credit Spread Puzzle)，其指的是公司債殖利率與同等年期的公債殖利率之利差，常遠大於依據公司債的預期違約損失、稅務影響和流動性風險等計算出來與公債間之利差；本研究將公司債投資者在考慮前述因素之下，額外要求之報酬補償，稱為超額債券溢酬。

¹⁰ 該研究進一步分析這些高槓桿的金融中介機構之股權評價，發現當其股權評價受到負面衝擊時，將會使這些機構之信用違約交換權利金 (premium) 立即且持續地上升，且與超額債券溢酬幾乎為同比增長。

¹¹ Krishnamurthy, Arvind & Muir, Tyler (2017), "How Credit Cycles across a Financial Crisis", *NBER Working Paper Series, Working Paper 23850*, September.

機的發生，Krishnamurthy 及 Muir (2017) 的研究亦證實，當信用利差反常地過低，且信貸以不尋常的高速成長時，反映信貸市場泡沫化，金融危機的警示訊號更為明顯。此外，在金融危機發生時，信用利差擴大的程度及危機前之信貸成長速度將影響金融危機的嚴重程度，主要是前者反映了信貸損失¹²（如銀行貸款違約或資產價格泡沫破滅而導致之損失），甚或金融危機對市場的衝擊程度，而後者則反映了金融業之脆弱性（如金融中介機構之股本過低、槓桿過高、以短期債務融資之比重過高等）。

首先，當金融業之脆弱性提高時，信貸損失也會一併增加，而依據 Krishnamurthy 及 Muir (2017) 研究對信用利差的拆解¹³，信用利差在一定程度上將受金融危機後，發生信貸損失及經濟產出下降的機率（以下簡稱危機發生機率， Prob^Q ）所影響；故在前述金融危機發生之機率不變下，當金融業之脆弱性提高時，由於信貸損失可能增加，連帶使得信用利差上升。

其次，一般來說，信貸成長和信用利差為正相關，但 Krishnamurthy 及 Muir (2017) 研究發現，在金融危機發生前五年，兩者呈現負相關，反映該等時期之信貸成長加速時，投資人所認知的危機發生機率（ Prob^Q ）下降，連帶使得信用利差縮小至過窄¹⁴的水準；故當信貸以高速成長，但信用利差卻反常地過窄時，代

¹² 因銀行資產對信貸變動極為敏感，故信用利差波動時會連帶影響銀行資產價格，也因此和銀行信貸損失密切相關。

¹³ 渠等將信用利差（S）拆解為兩者之和：（1）金融危機發生時，信貸損失及經濟產出下降之期望值×該情況發生機率及（2）一般情況（非金融危機時期）下，信貸損失及經濟產出下降之期望值×該情況發生機率，如下式

$$s_{i,t-1} = \gamma_{i,0} + \gamma_1 \text{Prob}^Q(z_{i,t} > \underline{z}) \times E_t^Q[\text{Loss}_{i,t}|\text{crisis}] + \gamma_2 \text{Prob}^Q(z_{i,t} \leq \underline{z}) \times E_t^Q[\text{Loss}_{i,t}|\text{no-crisis}]$$

¹⁴ Krishnamurthy 及 Muir (2017) 研究顯示，在此種狀況下，金融危機前之信用利差可能較理論水準值低約 45%。

表信貸成長可能主要來自於信貸供給的擴張，而非由信貸需求驅動，遂預示了信貸市場即將泡沫化，而金融危機將近。

三、 信貸週期對資產配置的啟示

承前所述，透過觀察信貸市場的變化，包括信貸供給、信用利差等，得以對未來經濟的表現窺知一二，但僅從市場上的借貸行為、信貸的可取得性、金融中介機構之資產負債表穩健性、風險容忍度及市場流動性等面向，實務上恐難以精確判斷當下位於信貸週期的哪一個階段，尤其前述信貸市場的各個面向亦與政府、企業及消費者之行為有著密切關聯。

若以美國之總體經濟表現與其信貸市場進行分析，可大致描繪出目前現況如下：

(一) 經濟成長及通膨水準：整體來說，經濟表現仍然保持強勁，而通膨已漸回落至適度水準。

(二) 央行政策及殖利率曲線：聯準會（Fed）在上（113）年12月的FOMC會議上如市場預期的降息，雖會後釋放出明年降息次數可能大幅減少之訊息，但整體而言仍將維持降息趨勢；受此影響，殖利率曲線的部分在前端（五年以下）從反轉逐漸趨平坦，後端則仍維持正斜率。

(三) 基本面表現：上年公司獲利多較前一年為佳，預期本（114）年將受惠於整體經濟成長而將維持良好態勢，或有機會帶動健康、原物料及能源產業公司；槓桿程度則呈現下降。

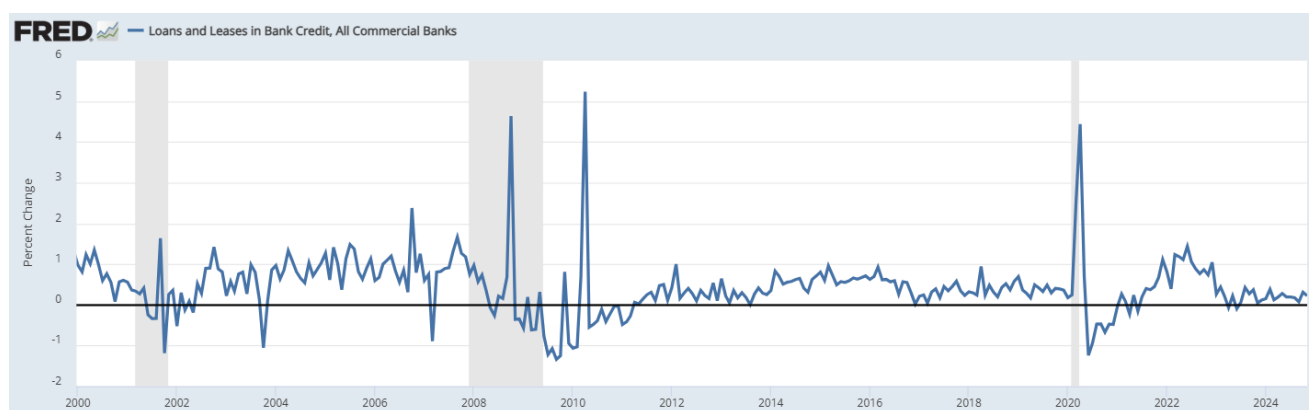
(四) 信貸成長：以美國全體商業銀行的總放貸量(Loans and leases in bank credit)

觀之，近期信貸成長維持於低位（如圖 3）。

(五) 市場及投資工具表現：市場波動性自均值下漸升，資產估值則是在均值上

漸升，而目前股票表現較信用類別資產表現為佳。

圖 3 美國全體商業銀行總放貸量之月均值變動率



資料來源：FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis；資料截至 11/3/11，灰底為美國經濟衰退期

綜上，整體而言美國似仍處於信貸擴張期，而信貸成長及通膨表現等面向

顯示或即將進入信貸衰退期，後續需留意：

(一) 消費者支出是否能繼續支持經濟成長：儘管 113 年之家庭支出成長速度超

過 112 年，但家計部門之超額儲蓄逐步耗盡，且勞動需求呈現放緩，使得

消費者支出之驅動力道減弱；而若以消費者支出之家庭收入區分，高所得

家庭對整體支出占比漸增，雖受惠於 113 年以來房價及股市上漲之財富效

應，渠等家庭支出穩健，但在低所得家庭部分已出現部分貸款拖欠率上升

等財務緊張跡象。

(二) 美元走勢是否將影響通膨回歸 2%之目標水準：即使聯準會已開始降息循環，

但由於美國經濟相較於歐元區或其他國家仍屬強勁，加上美國科技發展位

居全球領先地位，仍將持續吸引外資投入，未來美元料仍保持相對強勢。

(三) 信用風險溢酬及風險偏好將受美國經濟走勢影響，連帶牽動資產配置選擇：

美國經濟持續穩步擴張，企業體質尚屬穩健，市場對風險的偏好使得過去

一年信用利差較窄；預計美國經濟本年持續成長，替具有風險性之信用類

別資產（如公司債）提供有利支撐，只要企業本年盈餘仍能保持一定水準，

信用利差可望維持於較緊的區間。

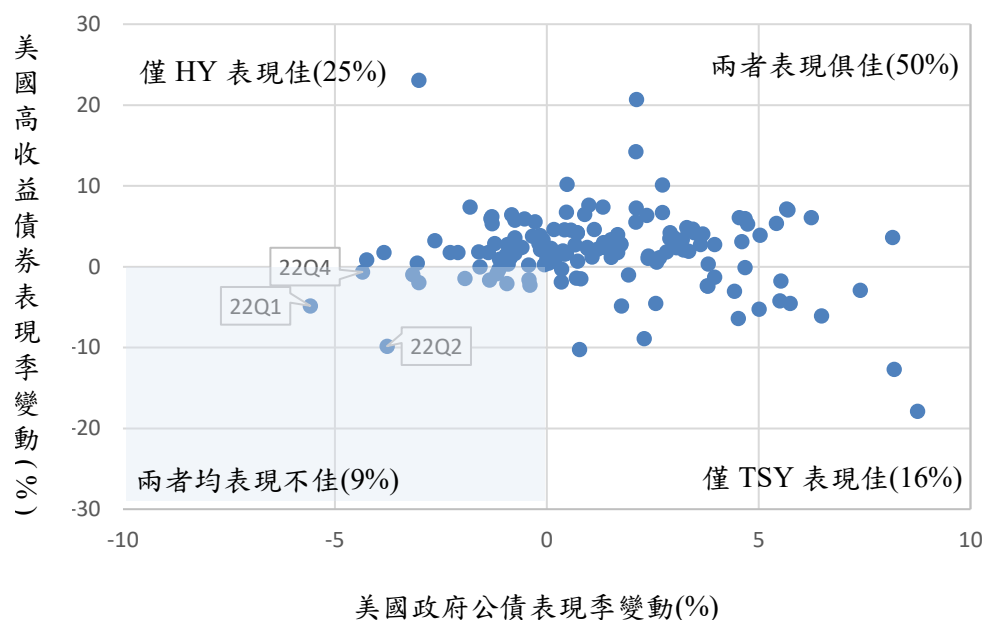
若美國經濟尚能繼續穩健成長，信用類別資產，包括投資等級公司債、高收益債券、新興市場債券、優先證券（preferred securities）¹⁵及槓桿貸款（leveraged loan）¹⁶等，仍有一些投資機會，但須慎選較高信用品質者，因較低信用品質者可能在信貸擴張期之週期末段面臨較大的價格波動。值此階段，投資人在進行投資組合之固定收益資產配置時，或許可考慮在對利率風險敏感的資產（如政府公債）及對信用風險敏感的資產（如高收益債券或新興市場債券）間取得平衡，因此兩種類型的資產表現常為負相關，罕有兩者同時表現不佳之情況（如次頁圖 4），當

¹⁵ 優先證券在發行人的資產負債表中可能被分為債務或是股票，因其具有債券特色（定期配給固定或浮動息收），亦與股票有相似之處（在交易所上市買賣，年期較長甚或為永久），而多數優先證券均有延期支付條款，即發行人倘暫停或延遲配息，並不會被視為違約，且多在到期日前得由發行人贖回。由於其延遲配息之特性，以固定收益債券的信用評等而言，其將介於投資等級債券及高收益債券之間；在資本結構上，其受償權次於一般債券，但優於普通股，而依據受償權順序先後、發行年期長短等特性，可進一步細分為：信託優先證券（Trust Preferred securities, TRUPs）、混合證券（Hybrid）、應急資本（Contingent Capital）等。

¹⁶ 槓桿貸款（Leverage loan）通常是由信用評等低於投資級別或是舉債程度較高的企業所發行，這類貸款會直接以企業的資產作抵押，而且會較其他負債先需償還；此類貸款較常用於企業收購之中，用以資助槓桿收購（Leveraged Buyouts），或被包裝組合成擔保貸款憑證（Collateralized Loan Obligations, CLO）進一步發售。

經濟成長疲弱、通膨降溫時，央行政策將轉趨寬鬆，前者表現往往較後者為佳，有助於分散整體投資組合風險。

圖 4 過去近 40 年美國政府公債與高收益債券表現均不如人意之情況罕見



資料來源：Bloomberg，資料期間為 1988/1/1 至 2024/9/30，採以下指數季資料之變動率：美國政府公債以 Bloomberg US Treasury Index 代表，美國高收益債券則以 Bloomberg US Corporate High Yield Index 代

而若以較長遠的策略性資產配置而言，投資組合中固定收益資產納入信用類別資產所需考量的因素，或因投資目標不同而有差異：

- (一) 對追求投資標的資產成長的投資人來說，固定收益資產配置在整個投資組合的作用在於分散股權資產的風險，並提高風險調整後之報酬。若在核心固定收益資產（包括投資等級公司債）之外，適度增加對多種信用類別固定收益資產的暴露，能有效達成前述目標，提升固定收益投資組合之夏普比率（如次頁圖 5）。

(二) 對追求投資收益的投資人來說，固定收益資產將著重配置於能提供較高殖利率者，故亦宜適度增加多種信用類別固定收益資產的部位，惟需留意其與股票市場波動的相關性（如圖 6），以免使整體投資組合風險過度增加。

圖 5 納入多種信用類別資產能提高固定收益投資組合之夏普比率

Years	100% Core FI	75% Core/ 25% Plus	50% Core/ 50% Plus	25% Core/ 75% Plus	100% Plus Sector FI
5	0.57	0.81	0.94	0.96	0.92
10	1.07	1.54	1.66	1.60	1.52
15	0.68	0.82	0.78	0.71	0.64
20	0.75	0.90	0.87	0.78	0.70

資料來源：Frank van Etten (2019)，資料期間為 1989/3/31 至 2019/3/31，其中美國核心固定收益資產以 Bloomberg Barclays US Aggregate Index 代表，信用類型資產以 30% Bloomberg Barclays US Corporate High Yield TR Index、30% S&P/LSTA Leveraged Loan TR Index、30% JP EMBI Global Diversified Composite、10% ICE BofAML Fixed Rate Preferred Security Index 為代表。

圖 6 納入多種信用類別資產可能增加與股票市場的 Beta 值

Years	100% Core FI	75% Core/ 25% Plus	50% Core/ 50% Plus	25% Core/ 75% Plus	100% Plus Sector FI
5	-0.01	0.05	0.11	0.17	0.23
10	-0.03	0.05	0.14	0.22	0.30
15	0.00	0.09	0.19	0.28	0.37
20	-0.02	0.06	0.14	0.21	0.29

Interest rate sensitive ←————→ Credit sensitive

資料來源：Frank van Etten (2019)，資料期間為 1989/3/31 至 2018/9/30，其中美國核心固定收益資產以 Bloomberg Barclays US Aggregate Index 代表，信用類型資產以 30% Bloomberg Barclays US Corporate High Yield TR Index、30% S&P/LSTA Leveraged Loan TR Index、30% JP EMBI Global Diversified Composite、10% ICE BofAML Fixed Rate Preferred Security Index 為代表，美國股票市場以 Russell 300 Index 為代表。

參、總結

無論是主權財富基金、退休基金、壽險業者還是一般機構法人，甚至是一般投資人，在進行資產配置前，通常會考量目前總經情勢及所處經濟週期的階段，對市場中欲投資各資產類別之波動度及報酬率進行預測，並依據此基本假設進行長期的策略性資產配置。由於信貸週期與經濟週期關係密切，在信貸情況發生大幅度的變動時，甚至可能影響景氣，過往研究亦發現，信貸市場的變化，包括信貸成長、信用利差等，對於未來經濟表現均具有一定的預測力，投資人可透過觀察該等市場訊號，進一步運用在投資組合建構上，以取得最高風險調整後報酬，提升投資績效。

肆、參考資料

1. Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Loans and Leases in Bank Credit, All Commercial Banks [TOTLL] , 檢自 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis <https://fred.stlouisfed.org/series/TOTLL> (2024/12/27) 。
2. Borio, Claudio & Lowe, Philip (2002), “Assessing the Risk of Banking Crises. *BIS Quarterly Review*, 43–54, December.
3. Davis, Josh & Taylor, Alan M. (2019), “The Leverage Factor: Credit Cycles and Asset Returns”, *NBER Working Paper Series, Working Paper 26435*, November.
4. DiMaggio, Scott, Distenfeld, Gershon M. & Sheridan, Matthew (2023), “Keeping Your Balance As The Credit Cycle Turns”, *AllianceBernstein*, June 26.
5. Etten, Frank van (2019), “Positioning credit investments in portfolios”, *Nuveen*, Q2.
6. Fahey, Tom (2019), “Unlocking the Credit Cycle”, *Loomis Sayles*, December.
7. Faust, Jon, Gilchrist, Simon, Wright, Jonathan H. & Zakrajšek, Egon (2013), “Credit Spreads As Predictors of Real-time Economic Activity: A Bayesian Model-Averaging Approach”, *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 95, No. 5, , pp. 1501-1519, December.
8. Gilchrist, Simon & Zakrajšek, Egon (2012), “Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations”, *The American Economic Review*, Vol. 102, No. 4, pp. 1692-1720,

June.

9. Gourinchas, Pierre-Olivier & Obstfeld, Maurice, (2012), “Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First”, *American Economic Journal, Macroeconomics* 4 (1): 226–65.
10. Jordà, Oscar, Schularick, Moritz, & Taylor, Alan M. (2013), “When Credit Bites Back”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(s2): 3–28.
11. Mian, Atif, Rao, Kamalesh & Sufi, Amir (2013), “Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump”, *Quarterly Journal of Economics*, 128(4): 1687–1726.
12. Mian, Atif, & Sufi, Amir, (2009), “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. Mortgage Default Crisis”, *Quarterly Journal of Economics*, 124(4): 1449–96.
13. Schularick, Moritz, & Taylor, Alan M., (2012), “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008”, *American Economic Review*, 102(2): 1029–61.
14. The Loomis Sayles Macro Strategies Team (2024), “What is the Credit Cycle Telling Us?”, *Loomis Sayles*, December.