

台北外匯市場發展基金會委託計畫

因子投資全球發展概況與可能影響

研究人員*：藍彥奇

日期： 中華民國一一〇年十月

*中央銀行外匯局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

展望理論（prospect theory）係心理學家卡尼曼（Daniel Kahneman）和特沃斯基（Amos Tversky）提出，該理論認為，人們對於獲利及虧損的價值衡量方式不同，相同數額的虧損比獲利對情感影響更大，使投資人傾向長期持有虧損部位，並過早實現獲利部位。由於投資人傾向長期持有虧損部位，對資金有限的投資人而言，持有過大的虧損部位，將嚴重傷害其資本淨值。

因子投資策略即於眾多可量化的投資因子中，挑選能穩定提供溢酬者並長期投資，期獲取優於大盤之投資組合報酬率，受惠於當今金融數據大量累積及資訊科技的躍進，有關於因子投資策略之研究不斷增加，期能讓投資人依照本身風險趨避程度，適當建構投資組合，在賺取投資回報的同時亦能降低風險，以利資產累積。

近年壽險業投資新臺幣債券 ETF 金額增加，由不同新臺幣債券 ETF 規模變化，亦可稍微觀察出壽險業投資邏輯，惟觀察壽險業之資產配置，除投資報酬率外，新臺幣匯率及主管機關監管政策亦為考量重點。

目 錄

壹、因子投資（Factor Investing）策略	1
一、總體經濟因子（macro factor）	1
二、風格因子（style factor）	2
貳、我國壽險業投資現況	13
一、壽險業資產配置情形	13
二、壽險業投資新臺幣債券 ETF 的操作模式	13
參、結論	16
一、投資人傾向長期持有虧損部位，適當透過因子投資策略或配置固定收益 商品，以分散風險性資產下檔風險，有利資產累積。	16
二、判讀如壽險業等機構法人投資行為，除投資報酬率以外，宜由其他因素 多方研析	17
參考文獻	18

壹、因子投資（Factor Investing）策略

若將一項資產的投資報酬率拆解，投資報酬率 = 市場報酬（market risk premia）+ 因子貝他係數（factor beta）+ 經理人選股能力（alpha），其中因子投資策略即於眾多可量化的投資因子中，挑選能穩定提供溢酬者並長期投資，期獲取優於大盤之投資組合報酬率。

最早的因子模型為 William Sharpe 於 1964 年提出之資本資產定價模型（Capital Asset Pricing Model, CAPM）¹，該模型將持有資產之風險分為系統性風險（或市場風險）及非系統性風險，由於非系統性風險可透過增加資產數目達到風險分散，故投資組合預期報酬率係由系統性風險（即 market risk premia）單一因子所決定，投資人無法藉由承擔額外風險（即 factor beta 項統計上不顯著）或選股能力（即 alpha 項統計上不顯著）獲得超額報酬，在此情形下，被動投資為較好的投資方式。

後續研究則顯示，除市場風險因子外，可能存在其他風險溢酬因子：例如 Fama 和 French 等人於 1993 年所提出之三因子模型（Fama-French 3-factor model）認為，另外篩選股價淨值比較低（即價值因子）及市值較低（即規模因子）者，長期來看，該投資組合報酬率將優於大盤；Jegadeesh 及 Titman 則指出篩選股價呈上漲趨勢者，長期來看投資組合報酬率亦優於大盤。

受惠於當今金融數據大量累積及資訊科技的躍進，有關於因子投資策略之研究不斷增加，期能讓投資人依照本身風險趨避程度，適當建構投資組合，在賺取投資回報的同時亦能降低風險，以利資產累積。

一、總體經濟因子（macro factor）

（一）總體經濟因子範例

¹ 本段有關因子投資模型之發展歷程，摘譯自 J.P.Morgan 之 Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit（2019）。

總體經濟因子係同時影響各種資產，長期可提供超額報酬之總體經濟變數，以 BlackRock 為例，其指出經濟成長(economic growth)、實質利率(real rates)、通膨(inflation)、信用(credit)、新興市場(emerging markets)及流動性(liquidity)等六大總體經濟因子可解釋各項資產大約 95%的表現²，故 BlackRock 提倡之因子策略資產配置流程，首先便以配置總體經濟因子為主，再適當結合風格因子投資觀點，並透過具流動性佳、交易透明及成本低廉等效益之 ETF 建構投資組合。

(二) 各項總體經濟因子主要影響資產類別

1. 經濟成長

股票、不動產及大宗商品。

2. 實質利率

債券（含 TIPS 及公債、公司債）。

3. 通膨

非通膨連結之傳統債券（如公債、公司債）。

4. 信用

公司債及高收益債。

5. 新興市場

新興市場有價證券（含債券、股票）。

6. 流動性

中小型股。

二、風格因子（style factor）³

(一) 風格因子範例

² 分別指因承擔景氣不確定性、利率風險、通膨風險、違約風險、主權風險或流動性風險所獲得之風險溢酬。

³ 本段有關風格因子論述，摘譯自 Peter Oppenheimer 著作之 The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets 一書。

風格因子係因投資人承擔額外風險，或因投資人行為模式、市場結構等因素影響，使市場訂價無效率，致長期該項因子可提供超額報酬。風格因子的分類方式眾多，舉例來說，若將美國股市按各產業之合理評價水準可分為成長股（growth stock）及價值股（value stock）；按各產業對景氣循環敏感程度可分為景氣循環股（cyclical stock）及防禦股（defensive stock）（見圖 1）。

1. 成長型循環股（cyclical growth stock）

科技（technology）、工業（industrials）及奢侈品類股（luxury）。

2. 成長型防禦股（defensive growth stock）

零售（retail）、健康照護（health care）及食品飲料類股（food and beverage）。

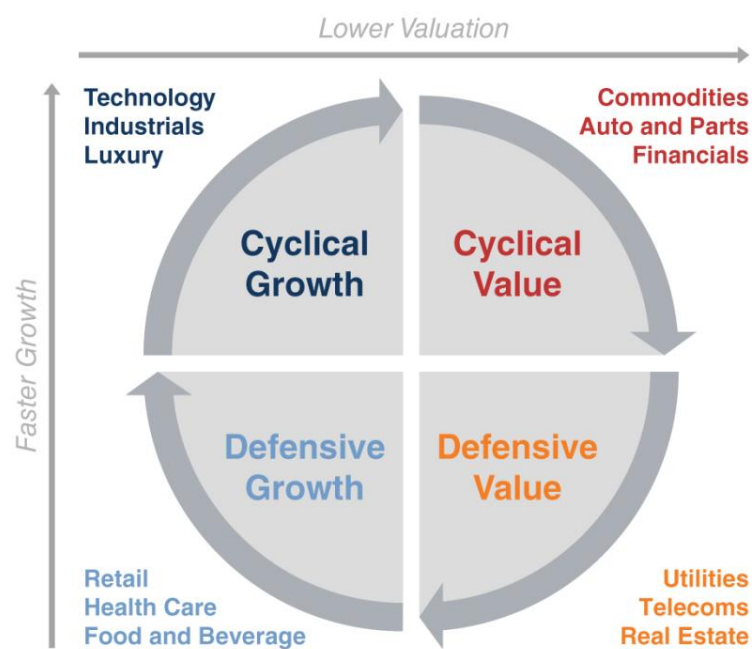
3. 價值型循環股（cyclical value stock）

商品（commodities）、汽車與零組件（auto and parts）及金融類股（financials）。

4. 價值型防禦股（defensive value stock）

公用事業（utilities）、電信（telecoms）及房地產類股（real estate）。

圖 1 各產業依合理評價水準及景氣循環敏感程度可分為四大類



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

(二) 景氣循環股與防禦股之相對報酬率

1. 由經濟表現觀察

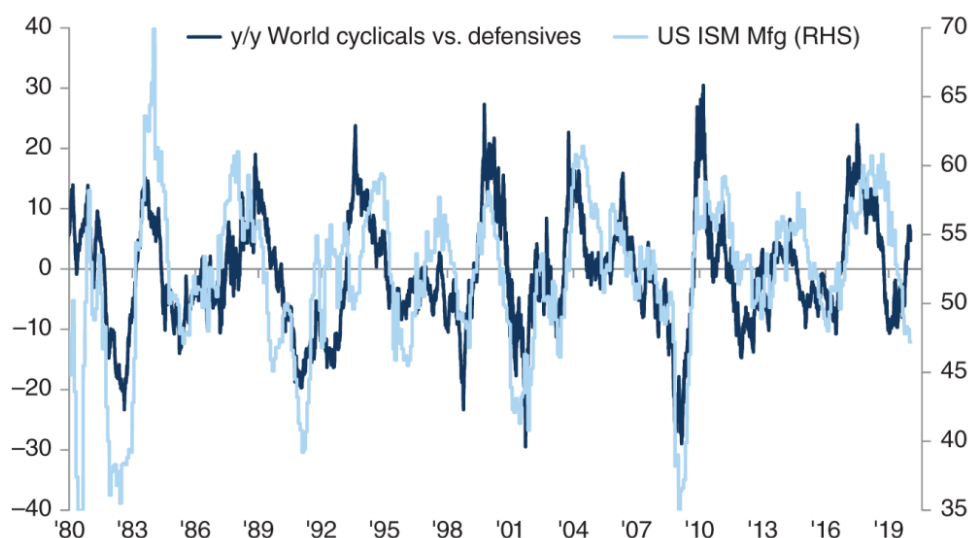
若觀察近 40 年來歷次景氣循環，顯示總體經濟表現急速惡化、市場情緒由極度樂觀轉為極度悲觀的絕望（despair）階段中，景氣循環股的表現明顯不如防禦股；反之，總體經濟表現由谷底反彈的希望（hope）階段中，景氣循環股的表現則大幅優於防禦股（見圖 2）。若觀察美國 ISM 製造業指數、景氣循環股與防禦股相對報酬率之相關性，亦可發現兩者走勢呈高度正相關（見圖 3）。

圖 2 近 40 年來歷次景氣循環，景氣循環股與防禦股之相對報酬率

	Despair	Hope	Growth	Optimism
1973-1980	-6%	1%	9%	10%
1980-1987	-31%	34%	-18%	-7%
1987-1990	-14%	6%	-4%	-12%
1990-2000	-17%	7%	17%	70%
2000-2007	-47%	16%	9%	-
2007-2019	-37%	30%	0%	9%
Average	-25%	16%	2%	14%
Median	-24%	12%	4%	9%

資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

圖 3 美國 ISM 製造業指數、景氣循環股與防禦股相對報酬率呈正相關



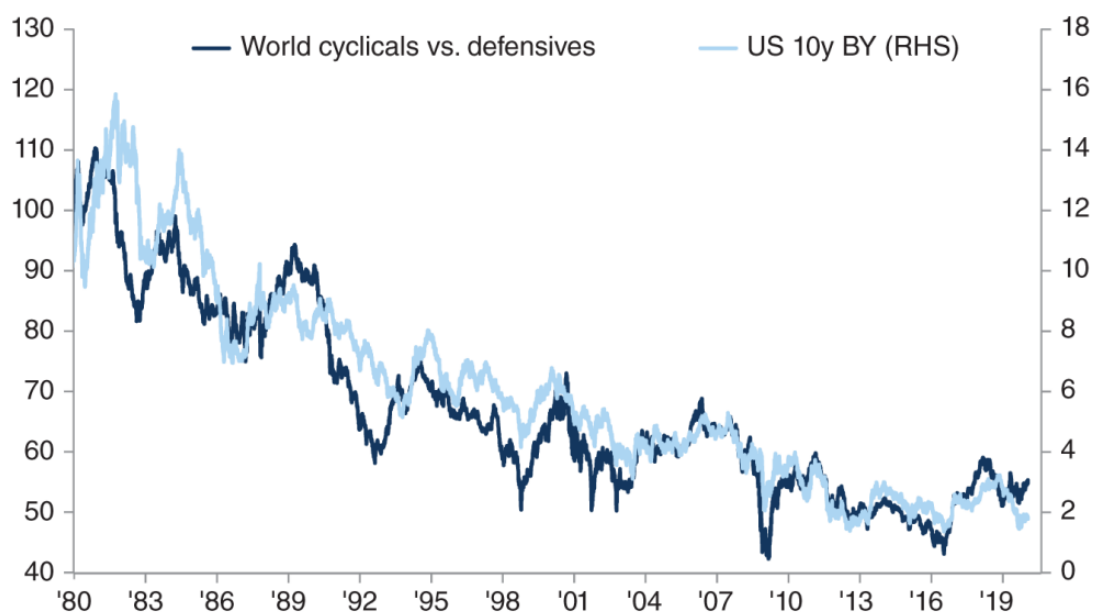
資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

2. 由美國 10 年期公債殖利率觀察

另一方面，美國 10 年期公債殖利率走勢亦與景氣循環股與防禦股之相對報酬率亦步亦趨，當美國 10 年期公債殖利率處於較高水準，景氣循環股相對防禦股強勢；反之，當美國 10 年期公債殖利率處於較低水準，景氣循環股相對防禦股弱勢（見圖 4）。主要係利率上升通常伴隨強勁經濟表現，故有利於對景氣敏感的循環股；此外，景氣循環股通常固定成本較高，在高利率及高通膨環境下，固定成本相對營收（配合物價上升而增加）的比例下降，亦有利於景氣循環股表現。

然而，不僅是利率水準會影響景氣循環股與防禦股之相對報酬率，利率的變化情形亦為主要影響因素。景氣衰退初期階段時，當利率水準由高點下滑，總體經濟表現急速惡化，景氣循環股相對防禦股最為弱勢；反之，邁入景氣成長階段初期，市場開始看好未來經濟表現，利率水準始由低點上升，此時景氣循環股相對防禦股最為強勢。

圖 4 美國 10 年期公債殖利率、景氣循環股與防禦股相對報酬率呈正相關



資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

(三) 成長股與價值股之相對報酬率

1. 由經濟表現觀察

雖然由經濟表現可稍微看出景氣循環股與防禦股相對報酬率之端倪，但成長股與價值股間的關係則較為複雜，因為成長股與防禦股、價值股與景氣循環股雖然部分重疊，但不能完全劃上等號。因此，同樣觀察近 40 年來歷次景氣循環，成長股與價值股之相對報酬率時，並無法看出明顯趨勢，唯一較明確的是在樂觀（hope）階段時，由於此時投資人對未來股市充滿信心，即便企業獲利情形將由高點反轉向下，仍願意支付較高的估值，因此成長股明顯較價值股強勢（見圖 5）。

此外，從 2008 年全球金融海嘯以來，價值股表現明顯不如成長股（見圖 5），也造成以成長股為主要組成的美國股市，表現明顯優於以價值股為主要組成的歐洲股市及日本股市。主要原因如下⁴：

- （1）自從 2008 年全球金融海嘯以來，多數企業成長情形不穩定且不如預期，因此，全球資金追逐少數維持穩定獲利的科技成長股，並給予較高估值。
- （2）全球低利環境有利於高存續期間（duration）之成長股。

圖 5 近 40 年來歷次景氣循環，價值股與成長股之相對報酬率

	Despair	Hope	Growth	Optimism
1973-1980	-	-	46%	-5%
1980-1987	16%	1%	5%	-2%
1987-1990	3%	3%	5%	-17%
1990-2000	2%	-14%	14%	-37%
2000-2007	39%	12%	18%	-
2007-2019	-17%	4%	-18%	-11%
Average	9%	1%	12%	-15%
Median	3%	3%	10%	-11%

資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

⁴本段文字摘譯自 Goldman Sachs 之 Growth vs. Value; finding the right balance（2018）。

2. 由美國 10 年期公債殖利率觀察

相較美國 10 年期公債殖利率、景氣循環股與防禦股相對報酬率呈正相關，利率及價值股與成長股相對報酬率之相關性則因時而異，近年各景氣循環，利率對價值股與成長股表現之影響如下（見圖 6）：

（1）1980 年代至 1990 年代初期：

受 1970 年代高通膨環境影響，此時利率下跌通常與更強勁的經濟表現劃上等號，有利於以景氣循環股為組成的價值股，故該期間美國 10 年期公債殖利率、價值股與成長股相對報酬率呈負相關。

（2）1990 年代中末期：

受 1990 年代末期低利率環境影響，投資人追逐高存續期間的科技成長股，故該期間美國 10 年期公債殖利率雖下滑，但成長股表現卻優於價值股。

（3）2000 年至 2008 年全球金融海嘯：

受 2000 年網際網路泡沫影響，1990 年代末期備受吹捧的科技成長股大跌，因此該期間美國 10 年期公債殖利率雖持續下滑，價值股表現反優於成長股。

（4）2008 年全球金融海嘯至 2020 年新冠肺炎疫情：

如上述，自從 2008 年全球金融海嘯以來，多數企業成長情形不穩定且不如預期，因此，全球資金追逐少數維持穩定獲利的科技成長股，並給予較高估值；此外，全球低利環境下，投資人追逐高存續期間的科技成長股。因此，從 2008 年全球金融海嘯以來，雖美國 10 年期公債殖利率仍持續下滑，成長股表現又轉而優於價值股，也造成以成長股為主要組成的美國股市，表現明顯優於以價值股為主要組成的歐洲股市及日本股市。

由上述討論可知，各種風格因子分類中，若將美國股市按各產業對景氣循環敏感程度分為景氣循環股及防禦股，按景氣循環階段或利率水準及變動的因子投資方式或較為可行；按企業合理評價水準分為成長股及價值股則效果較不明顯。

圖 6 美國 10 年期公債殖利率、景氣循環股與防禦股相對報酬率相關性因時而異



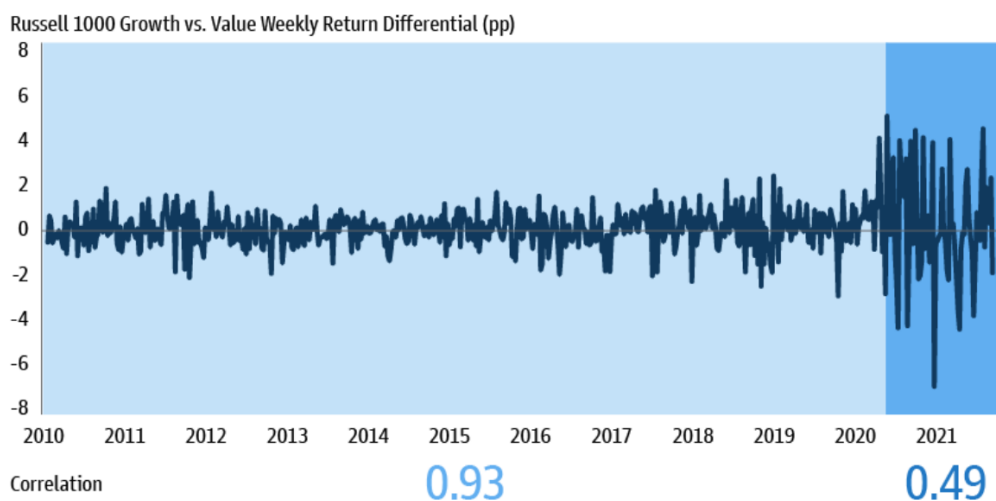
資料來源：Goldman Sachs Global Investment Research

(四) 成長股與價值股擇時策略報酬率探討－以 2020 年 3 月至 2021 年 8 月為例

由上述討論可知，投資人採因子投資方式時，投資報酬會受總體經濟情勢變動影響，除了擇時問題外，仍有可能因為投資人行為模式、市場結構等因素影響，使得市場價格未必如預期般變動。

以 2020 年 3 月至 2021 年 8 月 Russell 1000 成分股中成長股與價值股走勢為例，過去即便兩者走勢互有強弱，原則上仍呈正相關，但近期該正相關性減弱（見圖 7），顯示資金輪動情形更為明顯：成長股（價格股）為正報酬時，價格股（成長股）反而為負報酬的狀況更加頻繁。

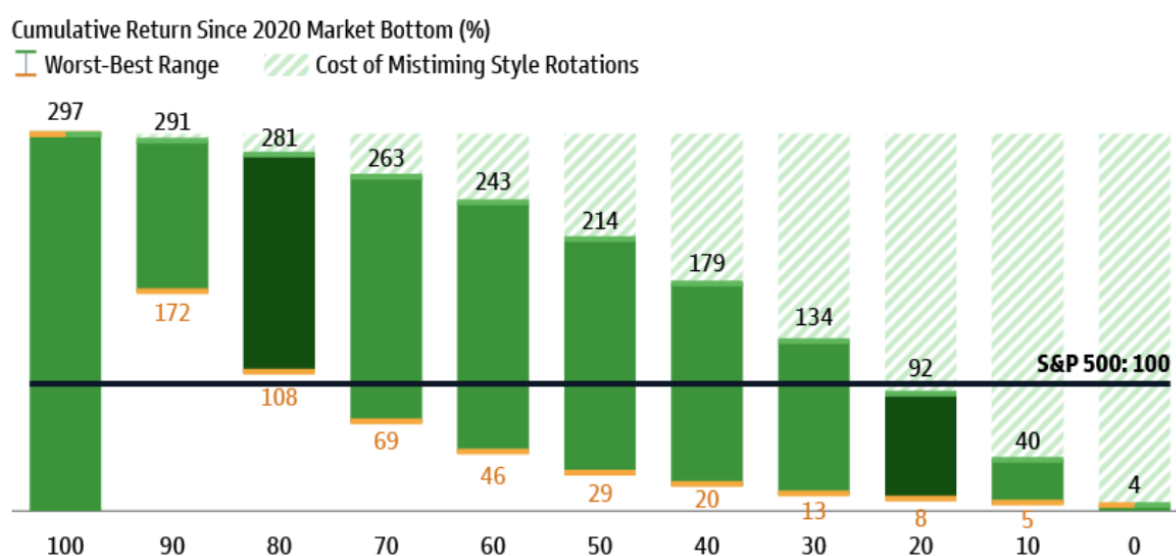
圖 7 近期成長股與價格股價格相關性減弱



資料來源：Bloomberg and Goldman Sachs Asset Management

因此，在近期（2020 年 3 月至 2021 年 8 月）市況下，採成長股與價值股輪動策略之報酬率變異程度大幅上升：如果投資人能完美擇時，該期間報酬率將是 S&P 500 的 3 倍。如果投資人無法完美擇時，但參加到獲利最大的波段，僅需 22% 的情況下正確擇時即可獲得大盤（S&P 500）績效；反之，若投資人僅參與到獲利最小的波段，需 80% 的情況下正確擇時才可獲得大盤績效⁵（見圖 8）。

圖 8 近期成長股與價值股輪動策略之報酬率變異程度大幅上升



資料來源：Bloomberg and Goldman Sachs Asset Management

(五) 因子投資於固定收益商品之應用

過去有關因子投資策略之研究，主要著重於股票投資方面應用，隨全球投資理財工具蓬勃發展，投資人可更容易進行股債平衡之資產配置，惟因子投資策略應用於固定收益方面研究，近年才開始蓬勃發展，主要原因如下：

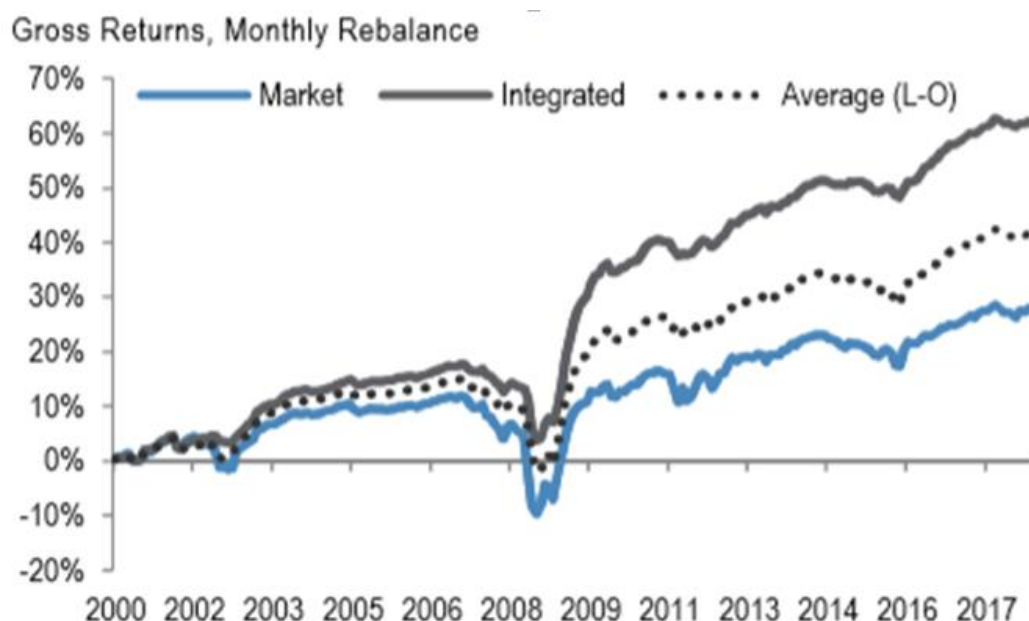
1. 固定收益商品架構更為複雜。例如同一發行人發行之不同檔債券，可能因存續期間、流動性、是否內建選擇權等差異，而呈現截然不同之商品架構，使分析更加困難。

⁵本段文字摘譯自 Goldman Sachs 之 Adding Style To Your Portfolio（2021）。

2. 在過去高利率環境下，主要收益來源為票面利息收益，隨全球邁入低利率環境，投資人轉而關注因價格變動產生之資本利得。

相較於公債，公司債因可按產業別分類，提供更多元、分散之曝險，故有關於因子投資策略應用於固定收益的研究，多集中於公司債，以 J.P.Morgan 研究為例⁶，其將公司債風格因子分成低風險（low risk）、利差（carry）、價值（value）、動能（momentum）及市值（size）等五項，並根據投資策略（long-only、long-short）不同，逐月調整配置，樣本為 2000 年 6 月至 2018 年 10 月之美國投資等級（investment grade, IG）公司債及美國高收益（high yield, HY）公司債，結果顯示，投資等級公司債及高收益公司債超額報酬分別達年均 237 個 bp 及 543 個 bp，考慮交易成本及基金轉換成本後，超額報酬亦分別達年均 91 個 bp 及 257 個 bp（見圖 9、10）。

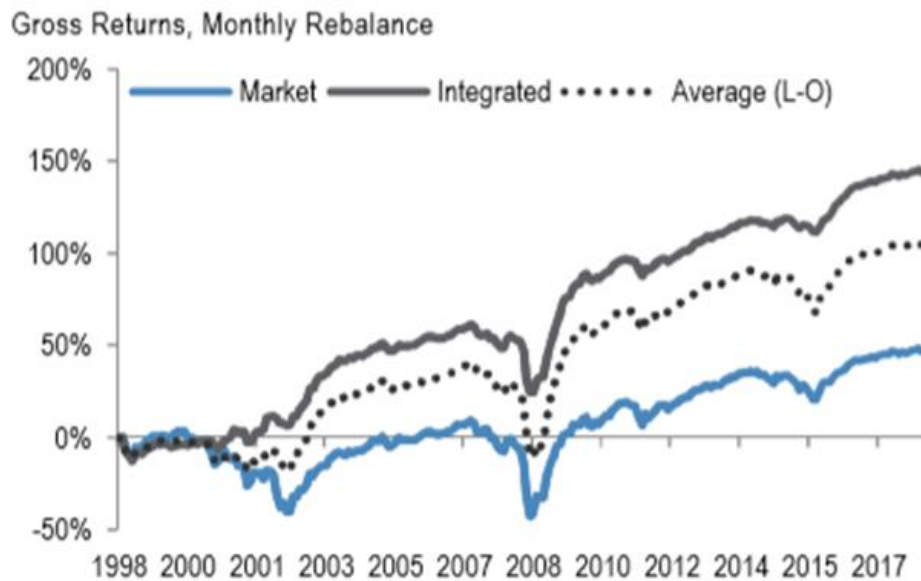
圖 9 投資等級公司債採用因子投資之累計報酬率



資料來源：J.P.Morgan

⁶ 本段摘譯自 J.P.Morgan 之 Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit（2019）

圖 10 高收益公司債採用因子投資之累計報酬率



資料來源：J.P.Morgan

近年固定收益 ETF 規模不斷上升，連帶使其流動性上升、追蹤標的更加多元化，固定收益 ETF 於一般投資人及機構投資人之應用如下：

1. 固定收益 ETF 於一般投資人之應用⁷

(1) 建立核心資產配置 (Core exposure) 部位

無論投資哲學為何，固定收益商品皆屬核心資產配置之重要一環，而固定收益 ETF 能讓投資人更輕易地建立部位，無論是政府公債、公司債，甚至是全體債券市場，坊間皆有對應的 ETF 可供投資。

(2) 根據投資人自身風險趨避程度，進行戰術性資產配置 (Tactical asset allocations)，微調投資組合 (Custom exposure)

戰術性資產配置係以核心資產配置為基礎，並加入動態平衡調整機制，即考量現階段全球經濟成長率、物價、利率、匯率等總體經濟趨勢，作為動態平衡之調整依據。如上所述，ETF 連結標的廣泛，故除可用於建立核心部位、亦可作

⁷ 本段有關一般投資人及機構投資人對固定收益 ETF 之應用，摘譯自 Frank Fabozzi 著作之 The Handbook of Fixed Income Securities 一書。

為投資人戰術性資產配置之工具。

(3) 作為散戶不易進入之市場的投資管道 (Market access)

ETF 具有投資成本低、高流動性之優勢，故投資人可於次級市場購買固定收益 ETF，輕易建立平時散戶不易進入之市場（例如高收益債或新興市場債券）。

2. 固定收益 ETF 於機構投資人之應用

(1) 現金權益化 (Cash equitization)

當投資組合收到配息時，可能產生現金拖累 (cash drag) 情形，即因持有多餘現金，使投資組合收益率與追蹤指數產生誤差，而現金權益化係將多餘現金投資於適當標的，減少現金拖累情形。ETF 因可在盤中隨時報價，且追蹤標的廣泛，交易成本低，故機構投資人常利用 ETF 作為現金權益化之工具。

(2) 資產轉換調整 (Transition management)

當基金經理人或投資策略異動，機構投資人將大幅轉換資產配置，此時將面臨追蹤誤差及投資成本的兩難問題，ETF 具備高流動性且交易成本低之特性，讓機構投資人得以迅速且低成本的建立大量部位，我國壽險業投資新臺幣債券 ETF 即為一例。

(3) 投資組合再平衡 (Portfolio rebalancing)

機構投資人通常會根據其投資目的或風險趨避程度來建構投資組合，惟投資標的市價不斷變動，須定期透過投資組合再平衡，即調整投資組合至最合適之投資標的與投資權重。由於部分固定收益商品流動性低，交易成本也較高，而 ETF 高流動性及交易成本低之特性，使機構投資人可透過投資 ETF 達成投資組合再平衡。

貳、我國壽險業投資現況

一、壽險業資產配置情形

目前我國壽險業國外投資占資產總額約 65% 上下，若觀察壽險業投資細項組成逐年變化，國外投資逐年上升，國內債券投資則逐年下降，主因壽險業早年發行之保單預定利率較高，近年為避免利差損情形，減少投資收益率較低且市場規模較小之國內公債，轉而配置收益率較高之國外投資標的。

國泰人壽、南山人壽、富邦人壽、新光人壽、台灣人壽及中國人壽為我國六大壽險公司，占全體壽險業資產規模約 80%，若進一步觀察各大壽險公司投資細項組成，皆以國際板債券（international bond）及海外債券（overseas bond）為主要配置，投資占比約 57%~67% 不等。

近年由於各國央行維持寬鬆貨幣政策，導致債券市場利率下跌，國際板債券陸續遭發行人提前贖回，遭贖回資金可能會再進行投資，但自 106 年來國際板債券新發行情況持續衰退，預估新發行的國際板債券可能不足以去化遭贖回的國際板債券金額；另一方面，因新臺幣債券 ETF 不計入壽險業海外投資上限，壽險業投資新臺幣債券 ETF 金額持續增加。

二、壽險業投資新臺幣債券 ETF 的操作模式

(一) 主要以長天期投資等級公司債為主，短天期部位則金額變動較大

壽險業投資新臺幣債券 ETF，主要以長天期投資等級公司債為主，且多數資金為長期投資，少部分則為短期操作。

如表 1 所示，元大 20 年期以上 AAA 至 A 級美元公司債、群益 10 年期以上金融債、中信彭博巴克萊 10 年期以上高評級美元公司債、富邦彭博巴克萊 9-35 年 A 級美元公司債及國泰彭博巴克萊 10 年期以上 A 等級美元公司債等 5 檔規模較大之長天期新臺幣債券 ETF，合計規模維持在新臺幣 3 千億元上下。109 年 6 月因利率

下跌，長天期投資等級公司債價格上漲，壽險業部分投資金額獲利了結，上述 5 檔長天期新臺幣債券 ETF 規模減少；近期則因利率走升，長天期投資等級公司債存續期間長致價格下跌，惟上述 5 檔長天期新臺幣債券 ETF 規模仍持續減少。

另一方面，元大美國政府 1 至 3 年期公債、復華 1 至 5 年期美元特選信用債、新光美國政府 1 至 3 年期公債、中信新興市場 0-5 年期美元政府公債及富邦美國政府債券 1-3 年期公債等 5 檔規模較大之短天期新臺幣債券 ETF，合計規模較短天期新臺幣債券 ETF 小，約維持在新臺幣 1 千億元上下，惟金額變動較大。108 年 9 月至 109 年 3 月因美國公債殖利率倒掛，短天期美債殖利率與長天期美債殖利率相當（見圖 11），且短天期美債價格波動低，符合法人短期避險需求，致 5 檔短天期新臺幣債券 ETF 規模增加。後因美國 Fed 實施寬鬆貨幣政策，殖利率曲線倒掛情形緩解，短天期美債 ETF 價格上升，上述 5 檔短天期新臺幣債券 ETF 規模則明顯減少。

(二) 除債券價格外，新臺幣匯率及主管機關監管政策亦為考量重點

因新臺幣債券 ETF 之匯兌損益反映在基金淨值上，因此壽險業在投資新臺幣債券 ETF 時，除考慮債券價格外，新臺幣匯率升貶情形亦會納入考量。

此外，因壽險業每年 6、12 月需符合風險資本適足率（RBC）規定，部分壽險業者為提高風險資本適足率，可能需要減少投資風險性資產，亦影響其投資新臺幣債券 ETF 金額。

圖 11 109 年 3 月起殖利率曲線倒掛情形緩解



表 1 我國壽險業投資新臺幣債券 ETF 以長天期為主

粗體字為基金規模（新臺幣億元） 細體字為單位淨值（新臺幣）	110/6	109/6	109/3	108/12
主要長天期債券 ETF	2,671.1	2,925.5	3,403.0	3,236.7
元大 20 年期以上 AAA 至 A 級美元公司債	565.0	557.2	786.3	706.0
	44.75	48.89	47.55	46.18
群益 10 年期以上金融債	619.1	576.7	591.5	646.3
	42.25	45.38	41.47	43.78
中信彭博巴克萊 10 年期以上高評級美元公司債	569.0	731.6	753.3	651.6
	44.40	48.36	46.33	45.92
富邦彭博巴克萊 9-35 年 A 級美元公司債	382.6	470.4	552.7	581.3
	44.36	48.02	46.12	45.72
國泰彭博巴克萊 10 年期以上 A 等級美元公司債	535.4	589.6	719.2	651.5
	46.00	50.48	48.74	47.43
主要短天期債券 ETF	775.2	786.9	833.9	1,113.0
元大美國政府 1 至 3 年期公債	192.8	190.3	218.9	295.4
	30.00	31.92	32.67	31.63
復華 1 至 5 年期美元特選信用債	198.6	211.3	206.5	245.0
	55.93	59.51	58.15	60.54
新光美國政府 1 至 3 年期公債	48.6	41.8	43.3	160.4
	36.37	39.22	40.43	39.30
中信新興市場 0-5 年期美元政府公債	273.7	273.3	271.5	260.0
	36.66	38.79	38.69	39.15
富邦美國政府債券 1-3 年期公債	61.5	70.2	93.7	152.2
	37.24	40.00	41.25	40.04

資料來源：投信投顧公會

參、結論

一、投資人傾向長期持有虧損部位，適當透過因子投資策略或配置固定收益商品，以分散風險性資產下檔風險，有利資產累積。

展望理論（prospect theory）係心理學家卡尼曼（Daniel Kahneman）和特沃斯基（Amos Tversky）提出，該理論認為，人們對於獲利及虧損的價值衡量方式不同，相同數額的虧損比獲利對情感影響更大，使投資人傾向長期持有虧損部位，並過早實現獲利部位。由於投資人傾向長期持有虧損部位，對資金有限的投資人而言，持有過大虧損部位，將嚴重傷害其資本淨值。以計算 10 筆交易的投資報酬率為例，平均獲利/平均虧損不變下，平均虧損越大，對投資報酬率傷害越大，例如：交易勝率 50% 下，平均虧損=50%，需平均獲利=100% 才能損益兩平；相較之下，同樣是交易勝率 50%，平均獲利=10%、平均虧損=5%，累計投資報酬率卻高達 25%，顯示分散下檔風險之重要性。

隨景氣循環由復甦期邁入成長階段，金融市場波動較大，相較機構投資人，散戶資金較不雄厚，對鉅額虧損承受度較差，但卻擁有資金彈性運用優勢，或可視自身風險趨避程度，透過因子投資策略，以分散下檔風險，有利資產累積。

表 2 衡量分散下檔風險之範例

獲利交易%	平均獲利%	平均虧損%	投資報酬率
40	6	3	5.16%
40	10	5	7.62%
40	30	15	7.72%
40	100	50	-75.00%
50	6	3	14.92%
50	10	5	24.62%
50	90	45	24.62%
50	100	50	0.00%
50	10	10	-4.90%
60	6	3	25.58%
60	10	5	44.29%
60	10	10	16.23%

資料來源：自行整理

二、判讀如壽險業等機構法人投資行為，除投資報酬率以外，宜由其他因素多方研析

惟觀察如壽險業之資產配置，除投資報酬率（yield driven）外，資產負債管理（liability driven）及資本管理（capital driven）亦為其投資決策考量點。以近年我國壽險業投資國內投信發行之短天期債券 ETF 為例，若純粹就殖利率曲線走勢觀察，其收益率或許未必較佳，係壽險業本身亦面臨其他投資考量（如：國內投信發行之債券 ETF 單一投資人上限、壽險業國外投資上限、壽險業國外投資另需考慮匯率避險成本等），並無法單由投資標的報酬率評估其投資策略恰當與否。

又以我國壽險業投資國際板債券為例，因投資可贖回債券隱含出售買權，可額外賺取選擇權之權利金，惟有部分評論質疑壽險業投資之每檔債券，收益率都低於合理國際市場行情。經壽險業者表示，係因壽險業投資金額龐大，在尋找「合理」投資標的過程中，可能損失時間成本，反而使收益率未必合理。

綜上，投資報酬率雖為投資決策考量重點，但判讀如壽險業等機構法人投資行為，宜由投資報酬率以外因素多方研析。

參考文獻

1. 投信投顧公會: <https://www.sitca.org.tw/>
2. Doctor, Saul (2019), “Fact or Fiction - Investigating Factors in Corporate Credit,” J.P.Morgan, Feb.
3. Fabozzi, Frank (2012), “The Handbook of Fixed Income Securities,” McGraw-Hill Education, Jan.
4. Lin, Wendy (2021), “Adding Style To Your Portfolio,” Goldman Sachs, Sep.
5. Kwon, Goohoon, Helen Hu and Irene Choi (2019), “Taiwan: Possible Changes in Formosa ETF Regulations Could Increase TWD Hedging Demand,” Goldman Sachs, Sep.
6. Oppenheimer, Peter, Sharon Bell, Lilia Peytavin and Guillaume Jaisson (2018), “Growth vs. Value; finding the right balance,” Goldman Sachs, Apr.
7. Oppenheimer, Peter (2020), “The Long Good Buy: Analysing Cycles in Markets,” Wiley, Apr.
8. Raol, Jay and Shawn Pope (2018), “Why should investors consider credit factors in fixed income?” Investco, Mar.
9. BlackRock:
<https://www.blackrock.com/americas-offshore/strategies/what-is-factor-investing>
10. FRED: <https://fred.stlouisfed.org/>