



新型冠狀病毒疫情下， 分散投資宜多不宜少

Joanna Ong, 投資總監, 投資方案團隊, 新加坡瀚亞投資

新加坡瀚亞投資的投資總監Joanna Ong探討為何分散投資仍然是投資唯一的「免費午餐」，以及新型冠狀病毒（新冠肺炎疫情）疫情如何影響投資者對流動資金、避險資產和收益的看法。

由此可見，縱然投資者已聚焦於不同的資產類別以作分散投資，但至少也需要配合中線投資期，才能享受分散投資帶來的「免費午餐」！與純股票投資組合相比，多元化投資組合的長期表現更為穩定（圖2）。

問：分散投資一直被喻為是投資唯一的「免費午餐」，但在市場受壓期間，分散投資似乎未能發揮其應有的效用。您對此有甚麼看法？

這只是受到時間影響而出現的二分現象。市場與資產類別之間的相關性在短期內的方向可能會趨於一致，尤以市場極端受壓的期間為甚，正如今年3月份的市場調整。當時市場對流動資金的需求急增，加上投資者的憂慮加劇，引發市場出現廣泛拋售；但另一方面，若從中至長期角度來看，不同資產類別之間傳統以來的相關性應可各自重新發揮作用，反映分散投資的優勢。例如，美國長期國庫券與美國股票之間仍保持負相關性，按1年和3年滾存基礎計算分別為-0.49和-0.39¹。

一直以來，股債混合投資組合的風險調整後回報可被視作分散投資的優勢之一，隨著投資期延長，所獲取的回報往往亦高於純股票投資組合（見圖1）。投資期延長，取得的回報一般也會越高。

圖1：多元化投資組合對比純股票投資組合的風險調整後回報

夏普比率 (年率)	亞洲高息 股	假設投資組合 (由50%亞洲高息股與 50%美國高收益債券組成)
1年	(0.21)	(0.00)
2年	(0.25)	0.04
3年	(0.15)	0.08
4年	0.22	0.39
5年	0.14	0.36
6年	0.09	0.30
7年	0.25	0.44
8年	0.31	0.52
9年	0.22	0.48
10年	0.32	0.59

資料來源：Morningstar。截至2020年7月31日。MSCI綜合亞洲高息股(美元淨回報)指數。洲際交易所美銀美林美國高收益債券(美元總回報)指數。

資料來源：¹Ned Davis Research, Inc.，2020年8月。1927年12月至2020年7月期間，巴克萊美國長期國庫券(總回報)指數與標準普爾500指數的每月回報滾存相關性。1973年之前採用Ibbotson的數據。陰影期間代表經濟衰退。

問：今年3月債券市場出現流動資金緊絀的問題，這是否意味著流動性將成為建構投資組合時需加以考慮的更重要因素？這會否影響您的資產配置決定？

無可否認，在3月份期間，即使要出售美國國庫券亦面對挑戰，促使投資者認真考慮如何確保能夠在需要時將投資組合的持倉迅速變現。

我們的投資組合可使用交易所買賣基金 (ETF) 及指數期貨等指數工具 (如獲允許)，而事實證明這些工具的流動性甚強。在3月份，當債券市場的流動性變得緊絀時，ETF的交投量卻激增。根據貝萊德 (Blackrock) 的資料顯示，iShares安碩iBoxx美元高收益企業債券ETF (HYG) 在2月至4月期間的交投量，相對其前五大債券持倉的總交投量高出25倍。因此，使用ETF作為流動性工具的基金經理應可滿足客戶的贖回需求，同時不會對其核心債券持倉帶來干擾。

問：在後疫情時代，我們是否需要以不同的視角看待傳統避險資產？投資者怎樣能把投資組合的波幅降至最低？

利用全球政府債券為投資組合進行對沖的成效日益受到質疑。這是由於在全球金融危機之後，債券與

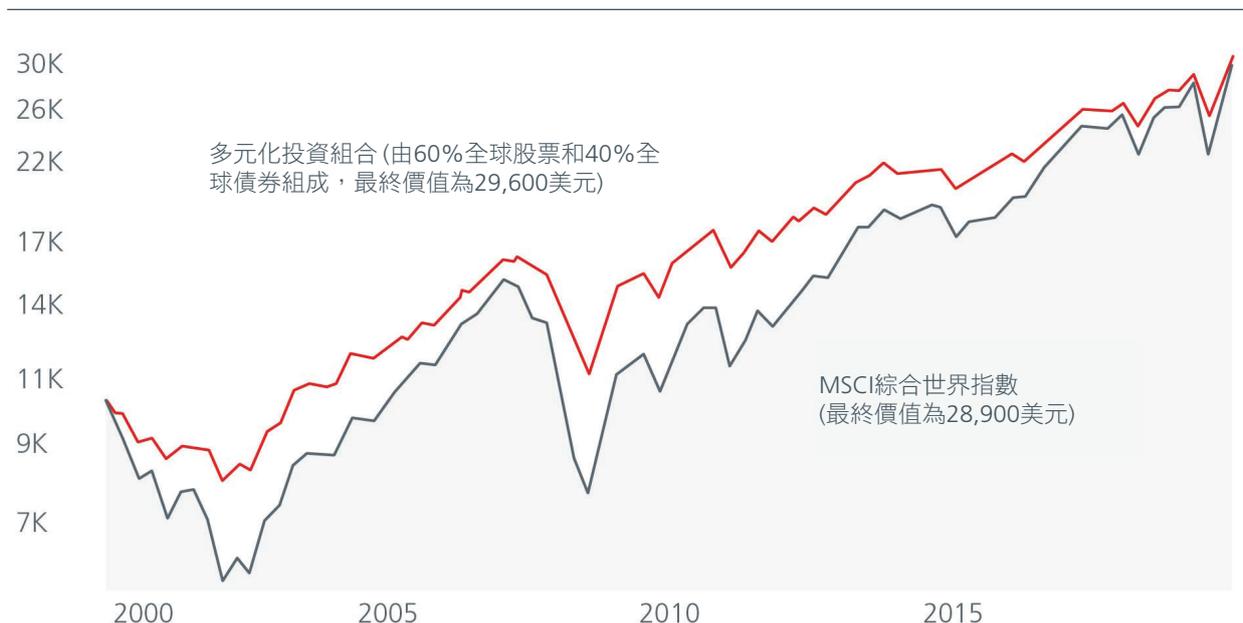
股票之間的相關性不斷提升，量化寬鬆政策使這兩類資產同時受惠。與此同時，美國10年期國庫券孳息跌至200多年來的最低水平，致使利用國庫券為投資組合進行對沖的吸引力亦相應下降。

儘管如此，美國10年期國庫券與黃金在2020上半年仍錄得非常強勁的回報，分別報升9%和17%。即使市場在3月份曾錄得虧損，當時受到新冠肺炎疫情肆虐所影響，加上市場迅速作出調整，觸發不分優劣的拋售潮。

在一般正常的市況下，我們認為美國國庫券可發揮緩衝作用，抵銷因經濟增長放緩或衰退而對股票市場造成的跌幅。傳統上，債券與股票同時下跌的情況甚為罕見。自1926年以來，美國長期國庫券、美國投資級別企業債券與標準普爾500指數在同一年內均錄得負回報的情況只有3次，分別為1931年、1969年和2018年 (見圖3)。

另一方面，雖然名義孳息在2000年大部份時間維持平穩，但在通脹預期升溫的情況下，實質孳息持續下降 (見圖4)。因此，對投資者來說，持有黃金帶來的負息差不再構成障礙，有助重新鞏固黃金作為對沖通脹和避險資產的地位。

圖2：10,000美元投資在20年內的增長



資料來源：Morningstar Direct，2020年9月。多元化投資組合由60% MSCI綜合世界指數和40%巴克萊全球綜合債券指數組成。過往表現並非未來業績的保證。所述指數未經管理，投資者不可直接投資於指數。

雖然美國國庫券與黃金在投資組合內扮演著不同的對沖角色，但中期而言，我們認為分散投資於多元資產的方針，連同戰術性疊加策略，很大程度上將有助抑制投資組合的波幅。

問：現時美國10年期國庫券孳息為0.7%²，加上多個國家的利率可能繼續維持在低水平，您可以在哪些領域發掘具吸引力的收益來源？

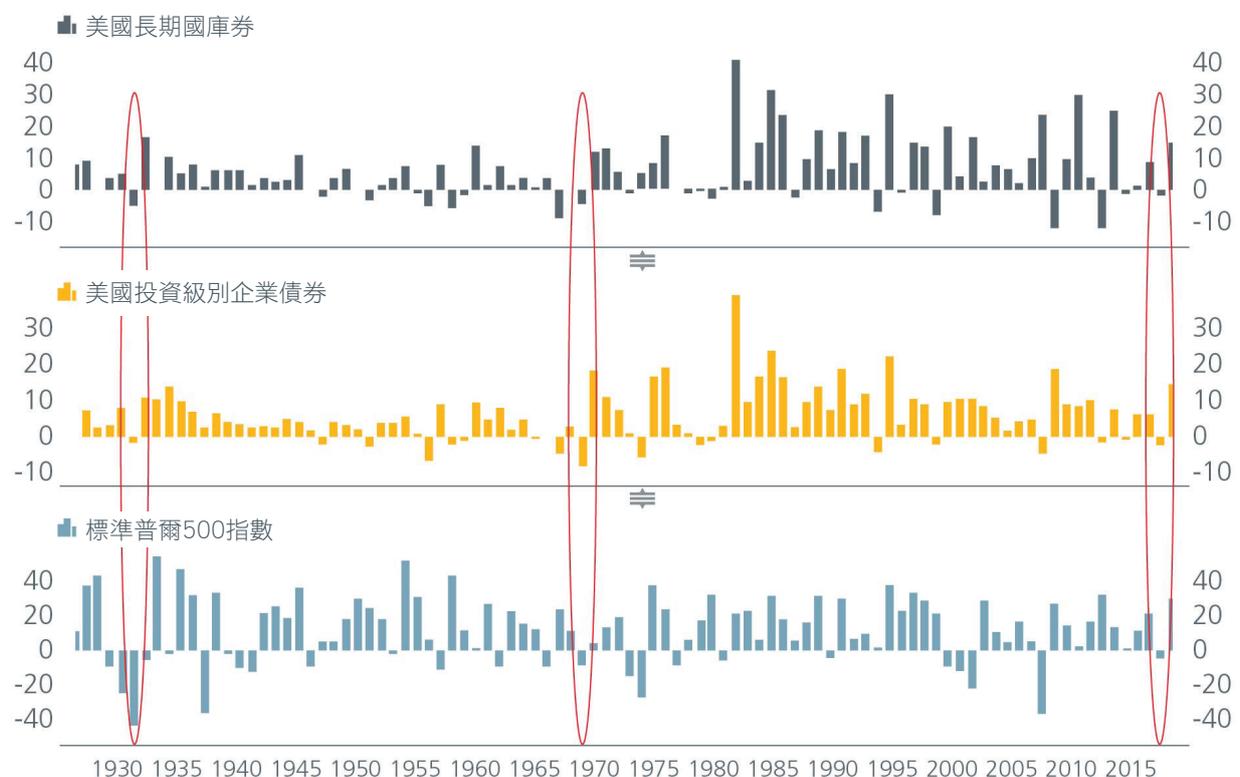
我們看好現時提供6%以上孳息的美國高收益債券—息率顯著高於美國國庫券。在2020年3月，聯儲局宣佈將無限量擴大其資產負債表的規模，以支持美國經濟。計劃包括買入美國投資級別企業債券和美國高收益債券。因此，美國高收益債券應可受惠於聯儲局的流動性支持，並成為具吸引力的收益來源之一。最近，聯儲局表示轉向採用平均通脹目標，反映當局願意容忍較高的通脹率，這意味著日後的加息關卡將更高，因而有利債券。與此同時，美國整體的基本因素似乎正在改善，但各州的復甦步伐可

能不一。在撰寫本文時，美國多項高頻指標已超過疫情前的水平，例如人流（駕駛）趨勢，而經濟數據亦優於預期。

儘管爆發第二波疫情仍然是短期內的主要風險，但隨著聯儲局持續為美國債券市場提供支持，長遠而言，投資者將面對不同的風險。由於質素較差的公司亦可能輕易獲得融資，因而干擾了有助使經濟和資本市場復興的創造性破壞過程。展望未來，在投資於美國高收益債券市場時，投資者將需要採取更主動和精明的方針。

除了美國高收益債券之外，我們認為股息也是一種吸引人的收益來源。目前，亞洲股票的平均派息率為5%³。這些派息股在今年也出現調整，因為在充滿挑戰的經營環境下，公司紛紛減少派息以保存資本，但隨著疫情憂慮消散，這些股票可望錄得資本增值。重設派息率亦可確保未來繼續作出可持續的股息分派。

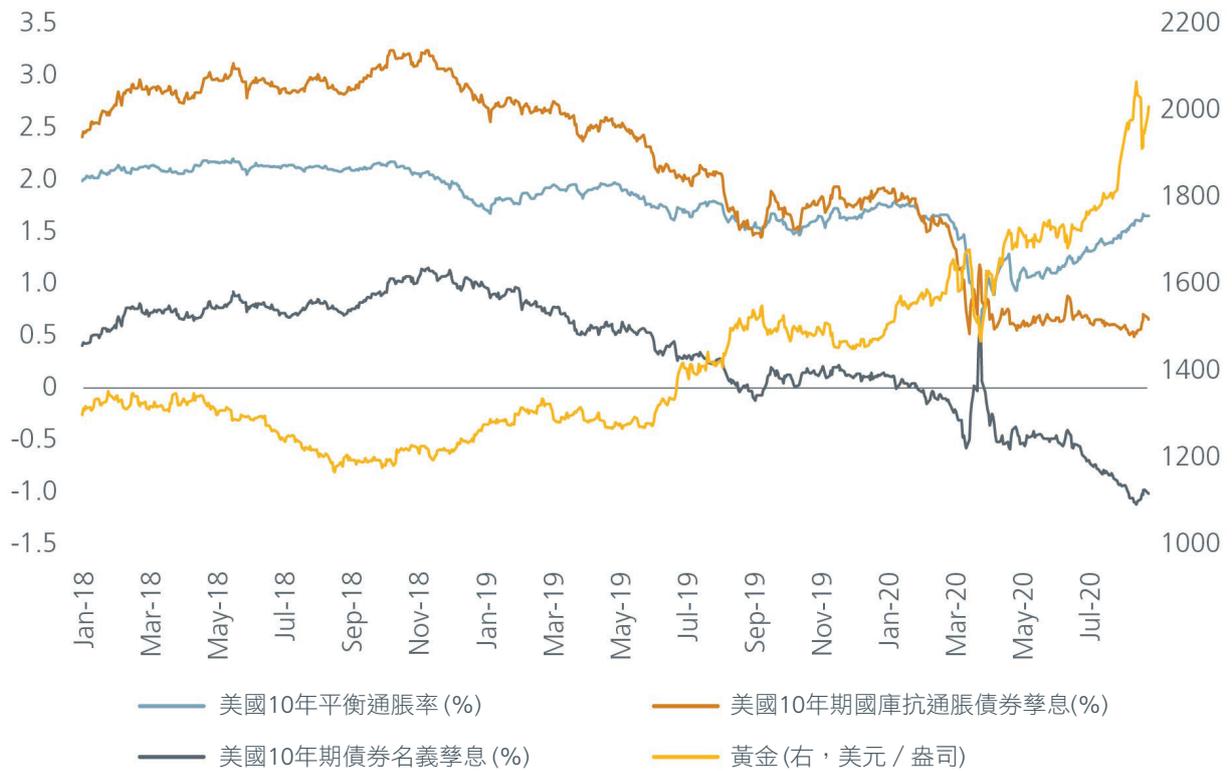
圖3：美國長期國庫券、美國投資級別企業債券及標準普爾500指數的每年回報率



資料來源：Ned Davis Research, Inc.。1926年12月至2019年12月的年度數據。

資料來源：²彭博通訊社。截至2020年8月18日。³彭博。MSCI AC亞太（日本除外）高股息收益率指數。

圖4：美國10年期債券孳息對比黃金



資料來源：彭博通訊社，2020年8月。

我們的股票收益團隊致力主動區分哪些公司只是暫停派息，以及哪些公司將難以重返疫情前的派息水平。隨著新冠肺炎疫情在全球擴散，迫使我们重新檢視收益策略。在目前的低息環境下，加上法規限制更趨嚴格，團隊的焦點逐步從澳洲和中國銀行股等典型高息股轉向更注重以消費者為本的公司。與此同時，房地產公司的派息率上升，導致估值急跌。話雖如此，疫情過後市場將會出現贏家和輸家，因此精選股票仍然至關重要。

致力捕捉這種常見行為。我們的方針是致力平衡各項指標，利用數據驅動的訊號和質化分析結果，有助我們嚴謹地把相關經驗應用於決策流程中，並使我們能夠客觀和有紀律地駕馭不同的市場週期。市場在今年反覆波動，進一步突顯採取結構化和以實證為本的方針的重要性，並使我們進一步確信，需要對高頻數據進行靈活和主動的質化評估，從而評估後疫情期間不斷演變的市場格局。

問：新冠肺炎疫情對市場和經濟的影響有沒有改變您作出資產配置決定的方式？

新冠肺炎疫情對全球經濟的影響，以至由此引發市場拋售的速度和規模均屬空前未見。雖然每次危機都是由不同的因素觸發，但類似的市場週期行為將會再度發生。投資方案團隊的戰術資產配置框架正

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文件由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞投資香港」)編制，僅供數據參考。未經事先書面同意，不得翻印、刊發、傳閱、复制或分派本文件全部或部份予其它任何人士。本文件並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。投資者未獨立核實本文件內容前，不應採取行動。本文件所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文件所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文件資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表任何瀚亞投資香港或瀚亞投資基金將來或有可能達致的表現。投資的價值及其收益，可跌亦可升。投資涉及風險，投資者或無法取回最初投資之金額。瀚亞投資香港是英國 Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞投資香港和 Prudential plc. 與一家主要在美國營運的 Prudential Financial, Inc., 沒有任何關係。本文件由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。

瀚亞投資
eastspring
investments

英國保誠集團成員 

曼谷 | 芝加哥 | 胡志明市 | 香港 | 雅加達 | 吉隆坡 | 倫敦 | 盧森堡 | 盧森堡 | 首爾 | 上海 | 新加坡 | 台北 | 東京