



# CIO 市場透視

2022年9月14日

侯偉福, CFA  
投資總監

何均倫, CFA  
投資策略師

## 要點

- 40年來的最高通脹召使厭惡風險的投資者去尋求比依賴現金回報更好的策略。
- 由短期(1-3年)信貸/國債組合結構組成的"流動+"策略是現金的一個更好的替代品,提供了安全、流動性和收益的最佳組合。
- 令人印象深刻的是,這種信貸/國債組合在20世紀70年代的"大通脹"期間表現出色,在1973-1983年期間,實際回報率為+0.4%。
- 隨著全球短期IG信貸現在的收益率達到c.4%--甚至在疫情危機的高峰期也沒有達到這個水平--投資者再次獲得了通過提高品質獲得回報的機會。
- 目前(a)較高的收益率,(b)低違約風險,(c)充足的流動性,(d)平坦的收益率曲線,以及(e)流向安全的順風,表明L流動+策略是一個值得的現金選擇,它具有安全和流動性的所有屬性,但從長期來看,其回報可以減輕通脹的影響。

## 信貸策略

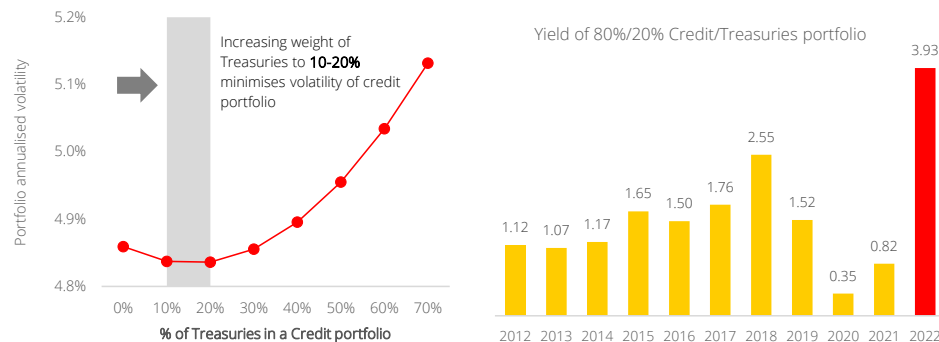
### 流動+ 策略--在波動的時代, 收益率和流動性的重要性

**現金的虛假誘惑。** 投資界發現在2022年不乏風險,商品見十年來最大的變動,歐洲內陸面對衝突升級的威脅,廣泛波動風險圍繞資產,以及聯儲局28年來首次加息75個基點。在這種深刻的不確定環境下,避險投資者自然會首先尋求現金的安全性,以保存資本和流動性。然而,面對40年來的最高通脹率的前景,很難想像現金會在長期內獲得樂觀實際回報。

**兩全其美。** 處於兩難處境,大多數追求收入的投資者被迫在以下兩方面做出選擇:(a)風險較高的純信用基金的高收益,以跑贏通脹;或(b)資本的確定性和流動性,但現金/存款的收益較低。我們認為還有一個中間地帶可以實現--構建一個混合了投資級(IG)信貸和無風險國債的投資組合,使整體大於部分總和。通過分析(i)政府國債和(ii)IG企業信貸這兩種資產組合的風險/收益,我們發現,在信貸組合中增加10-20%的國債是將固定收益組合的整體波動性降到最低,而在資本穩定性和創收方面為投資者提供兩全其美的方案。

**債券的帕累托原則。** 此外,少量的國債配置可以使投資組合更加穩健,因為(a)在意外的經濟衰退中受益於流向安全地帶的資金流動,(b)由於國債有巨大的市場深度,可以為投資組合提供流動性。在最不利的情况下,央行總是充當最後的買家。

圖 1: 低風險和高回報的平衡組合



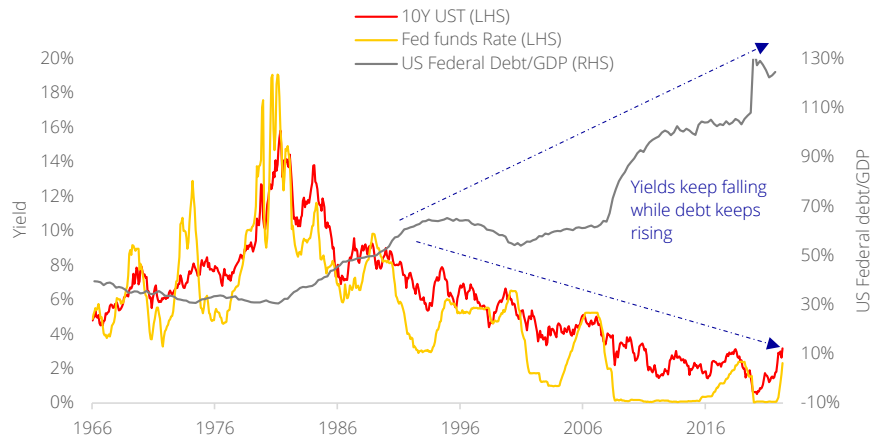
Source: Bloomberg, DBS

**得到安全的回報。** 最好的部分是什麼? 在很長一段時間內,投資者第一次因為承擔較少的風險而得到很好的補償。鑒於2022年全球央行的鷹派立場,80/20的信貸/國債組合的收益率現在接近4%,使同樣的固定收益組合在過去10年的收益率相形見绌(圖1)。這與十年來量化寬鬆政策下收益率長期走低的趨勢背道而馳--投資者現在有了一個值得信賴的現金替代品,在不需要承擔過多風險的情況下提供了卓越的回報。值得注意的是,IG信貸的違約率在任何一年都沒有超過0.5%,即使經歷了2001年互聯網泡沫、2008年全球金融危機和2020年新冠肺炎疫情的經濟衰弱時期。由於利率曲線在歷史上是平坦的,投資者也可以保持在1-3年的期限段--不需要為了那一點額外的收益率而承擔過多的期限風險。

**通過流動+"策略保持靈活。** 因此,我們相信,對於厭惡風險的收入尋求者來說,時機已經成熟,通過短期限的信貸/國債組合結構來實現安全、流動性和收益的最佳組合,以替代現金。我們稱之為"流動+"策略--在一個充滿不確定性的環境中,投資者需要有一個靈活的高品質固定收益投資組合,他們可以很容易地變現,以獲得在動盪市場中出現的機會,而高收入總是一個有利因素。

**加息週期的風險如何？** 儘管最近利率上升急速，但我們認為，迅速恢復到 1990 年代前的高利率環境仍然是一個困難的過渡。歷史表明，自 20 世紀 80 年代以來，加息週期的每一個後續峰值總是低於上一個峰值（圖 2），原因是長期中性利率因 (a) 人口老齡化，(b) 全球高債務負擔，以及 (c) 技術破壞導致生產力繁榮而長期下降。這一次可能不會有什麼不同。

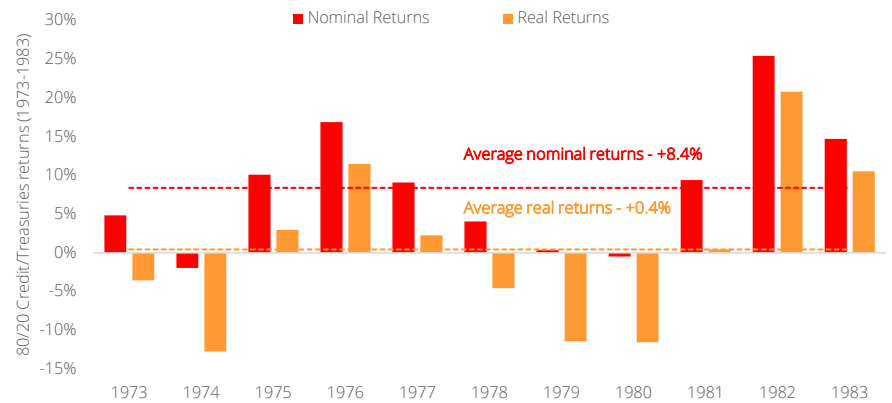
圖 2：高債務負擔對利率起到了壓制作用



Source: Bloomberg, DBS

**假設出現最壞的情況。** 然而，假設我們的高債務-低利率假設是錯誤的，世界又回到了 1970 年代的高通脹-高利率模式--作為現金替代品，流動+策略能否經受住這場風暴？為了回答這個問題，我們回顧了歷史，從 70 年代中期開始的十年--1973 年，年消費物價指數 (CPI) 首次超過 5%，直到一系列積極的加息最終使其在 1983 年再次回到 5% 以下。雖然 80/20 的信貸/國債投資組合在這一時期出現了明顯的波動，但值得注意的是，同樣的投資組合最終看到了戰勝 "大通脹 "的回報--在這十年中，實際回報平均為 +0.4%。

圖 3：信貸/國債在 70 年代的 "大通脹 "中表現良好



Source: NYU Stern, St. Louis Fed, Moody's Investors Service, DBS

縮短期限是關鍵。對於熟悉利率和債券價格之間反比關係的投資者來說，這些結果可能會讓他們感到驚訝。關鍵是要保持整體投資組合的期限短--由於持有的債券更快到期，它們可以在加息週期中被重新投資於收益率更高的工具，確保投資組合的回報與當前的利率環境相稱。

在我們目前的環境中，快速敏感性分析提供了額外的安慰--1-3 年期限的 IG 信貸可以承受收益率再擴大 200 個基點而不會在未來 12 個月內出現損失（圖 4）。

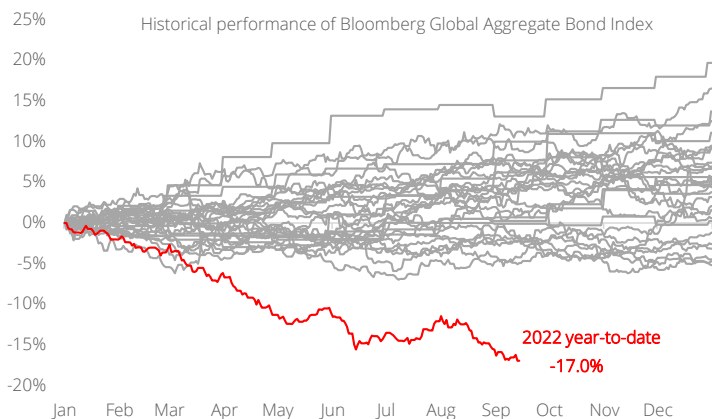
圖 4：短期限信貸可以承受激進的加息而不至於出現損失

Duration	Change in yields											
	-20bp	0bp	+20bp	+40bp	+60bp	+80bp	+100bp	+120bp	+140bp	+160bp	+180bp	+200bp
1-3Y	4.7%	4.3%	3.9%	3.5%	3.1%	2.7%	2.3%	1.9%	1.5%	1.1%	0.7%	0.3%
3-5Y	5.4%	4.6%	3.9%	3.1%	2.4%	1.6%	0.8%	0.1%	-0.7%	-1.4%	-2.2%	-2.9%
5-7Y	5.9%	4.8%	3.7%	2.6%	1.6%	0.5%	-0.6%	-1.7%	-2.7%	-3.8%	-4.9%	-6.0%
7-10Y	6.5%	5.1%	3.6%	2.1%	0.6%	-0.8%	-2.3%	-3.8%	-5.2%	-6.7%	-8.2%	-9.7%
>10Y	8.1%	5.4%	2.8%	0.1%	-2.5%	-5.2%	-7.8%	-10.5%	-13.1%	-15.8%	-18.5%	-21.1%

Source: Bloomberg, DBS

**最大的利率變動可能隨後。**在牛市的情況下，市場可能已經接近利率的峰值，因為經濟衰退的結果已經在共識的預期中佔據了重要地位。如果利率預期因經濟下滑而重新定價，高品質的信貸投資者可能會獲得資本收益，而不是僅僅持有現金，因為現金沒有上升空間。大部分的通脹擔憂也可能已經在債券市場上被定價--根據彭博全球綜合債券指數 30 多年的歷史，2022 年是有記錄以來表現最差的一年（圖 5）。因此，從流量和業績的角度來看，一些均值回歸可能被證明是那些定位在債券上的助力。

圖 5: "在別人恐懼的時候貪婪"也可能適用於債券

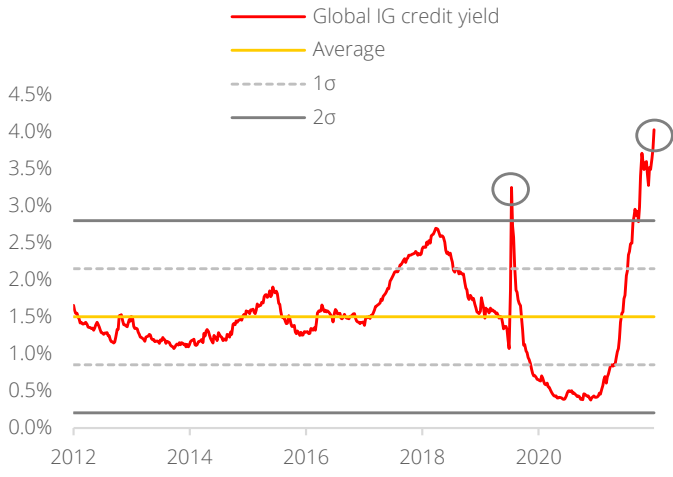


Source: Bloomberg, DBS

**信貸為王，而不是現金。**隨著全球短期 IG 信貸的收益率達到 c.4%（圖 6）--這是過去 10 年沒有達到的水準（即使是在疫情危機的高峰期）--投資者再次獲得了因品質上升而獲得收益的機會。鑒於存款利率總是滯後於利率環境的上行，而且即使存款利率調整，較高的利率往往只適用於有限數量的資金，因此預計信貸在中期內的表現也會優於現金。退一步而言，看清大局，也讓債券投資者有信心長期戰勝通脹。從 2003 年以來的累計回報來看，正是短期限的投資級別信貸已經有意義地超過了 CPI 的累計漲幅，而現金的回報並不是這樣（圖 7）。

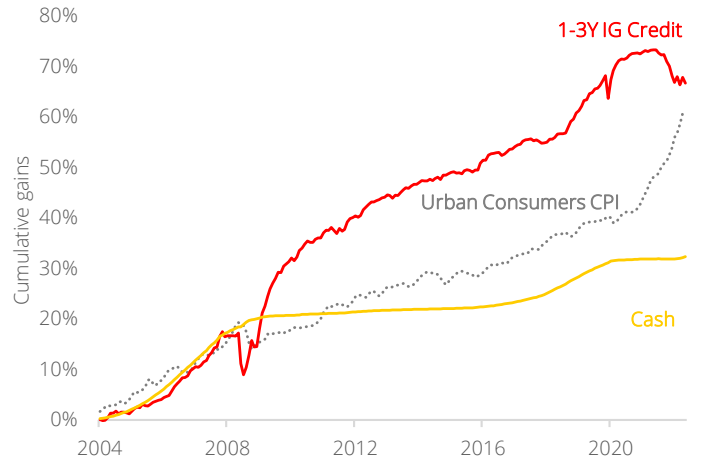
**焦點齊聚。**(a)較高的收益率，(b)較低的違約風險，(c)充足的流動性，(d)平坦的收益率曲線，以及(e)投資級別信貸的流向安全的順風，這些因素的交織讓投資者不滿足於僅僅持有現金，而是選擇一種能提供所有安全和流動性屬性的替代品，其收益可能有機會對抗通脹。短期信貸/國債複合投資組合的流動+結構是一個能滿足所有條件的解決方案。雖然在不確定的時期，現金可能被稱為王，但人們會發現，這種策略是一個更有價值的競爭者。

圖 6：短期投資級別收益率超過疫情危機的峰值



Source: Bloomberg, DBS

圖 7：長期來看，跑贏通脹的信貸回報率



Source: Bloomberg, DBS

## 免責聲明和重要通知

此處的資訊由星展銀行有限公司("星展銀行")發佈,僅供參考。本出版物適用於星展銀行及其附屬公司(統稱"星展")及其交付客戶,未經星展銀行事先書面許可,不得複製、傳輸或傳達給任何其他人員。

本出版物不構成或構成任何要約、建議、邀請或招攬您認購或參與上述交易的一部分,也不計算邀請或允許向公眾發出要約認購或簽訂任何交易以換取現金或其他對價,不應視為此類交易。

此處的資訊可能不完整或壓縮,並且可能不包含許多條款和規定,也不識別和定義與任何實際交易相關的所有或任何風險。此處包含的任何條款、條件和意見可能來自各種來源,星展銀行或其任何董事或員工(統稱為"星展集團")均不得對其準確性或完整性,因此不承擔任何責任。此處的資訊可能會進一步修改、驗證和更新,星展集團不承擔任何責任。

所有數位和金額僅供說明目的,不構成星展集團。本出版物沒有考慮任何特定人的具體投資目標、財務狀況或特定需要。在進行任何交易以購買本出版物中提到的任何產品之前,您應該採取措施確保您瞭解該交易,並根據您的情況對交易的適當性進行了獨立評估目標和情況。特別是,您應該仔細考慮本出版物中提到的任何產品是否適合您。星展銀行集團不擔任顧問,也不對因依賴本文所載資訊而達成任何安排或進入任何交易而產生的任何財務或其他後果承擔任何受託責任或責任。為了建立自己對任何交易及其後果的獨立分析,您應該諮詢您自己認為適當的獨立財務、會計、稅務、法律或其他主管專業顧問,以確保您進行任何評估適合您根據您自己的財務、會計、稅務和法律限制和目標,而不再以任何方式依賴星展集團或星展集團在本文檔或討論中口頭表示的任何立場。

如果本出版物是透過電子傳輸(如電子郵件)分發的,則無法保證此類傳輸是安全的或無錯誤,因為資訊可能被截獲、損壞、丟失、銷毀、延遲或不完整到達,或包含病毒。因此,寄件者對資訊內容中因電子傳輸而可能產生的任何錯誤或遺漏不承擔任何責任。如果需要驗證,請申請硬拷貝版本。

本出版物不面向或打算向任何個人或實體分發或使用,該個人或實體是公民或居民,或位於該地點、州、國家或其他司法管轄區,而此類分發、出版、可用性或使用將具有違反法律或法規。

## 迪拜國際金融中心

本出版物由星展銀行有限公司在迪拜國際金融中心("DIFC")的分支機構發行,交易名稱為"星展銀行維克斯證券(DIFC分行)"("DBS DIFC"),在DIFC公司註冊處註冊,編號為156,其註冊辦事處位於608-610單元,6樓,門區5號樓,PO盒506538,DIFC,阿拉伯聯合大公國迪拜。星展DIFC由杜拜金融服務管理局("DFSA")監管,編號為DFSA參考號F000164。有關星展DIFC及其附屬公司的更多資訊,請參閱[HTTP://www.dbs.com/ae/our-network/default.page](http://www.dbs.com/ae/our-network/default.page)。

如果您透過電子郵件收到此通訊,請不要分發或複製此電子郵件。如果您認為您錯誤地收到此電子郵件,請立即通知發件者或與我們聯繫。星展DIFC保留監控和記錄其人員為監管或運營目的進行的電子和電話通訊的權利。電子通訊的安全性、準確性和及時性無法得到保證。雖然星展DIFC實施病毒預防措施,但星展DIFC對本電子郵件或任何附件中的任何病毒、惡意軟體或類似內容不承擔任何責任。

本出版物以專業客戶或市場交易對手的形式提供給您,如DFSA商業行為手冊行為準則模組("COB 模組")中定義,任何不符合歸類為根據DFSA規則,專業客戶或市場交易對手。

## 香港

本刊物由星展銀行(香港)有限公司(CE編號:AAL664)("星展香港")發行,由香港金融管理局("金管局")及證券及期貨事務監察委員會監管。在香港,星展私人銀行是星展銀行(香港)有限公司的私人銀行板塊。

除非其中另有說明,星展香港並非研究報告的發行人。該研究報告的分發,明確理解,雖然所含資料相信是可靠的,但星展科技並沒有獨立核實。

## 新加坡

本出版物由星展銀行有限公司(公司Regn)發行。No. 196800306E)("DBS"),根據《財務顧問法》的定義,由新加坡金融管理局("MAS")監管,是豁免財務顧問。

## 泰國

本出版物由星展證券(泰國)有限公司(以下簡稱"星展證券")發行。

## 英國

本出版物由星展銀行維克斯證券(英國)有限公司的派特諾斯特大廈,4樓,65聖保羅教堂,倫敦EC4M 8AB。("星展維克斯英國"),這是由金融行為管理局("FCA")授權和監管。

倘若本文之英文版本之解釋或涵義與其中文翻譯版本有歧,應以英文版本為準。