

# CIO 市場透視

2019年4月18日

Hou Wey Fook, CFA  
投資總監

Dylan Cheang  
投資策略師

## 啞鈴策略：當波動性上升時更具防守性

### 重點

- 金融市場普遍存在自滿情緒。隨著全球經濟增長放緩，波動性上升的風險升溫。
- VIX 指數目前比其長期平均值低約 35%，回歸平均值似乎是合理的推測。
- 採用跨資產啞鈴策略來限制投資組合的跌幅。這降低了在最糟糕的時間賣出，並錯過了隨後反彈的風險。

### 發生了什麼事情？

波動率接近歷史低位，往後向上的機會較大。近期三個月與十年期美國國債的孛息倒掛引發了對經濟衰退即將到來的擔憂。這並不奇怪，畢竟孛息曲線倒掛在歷史上往往是經濟衰退的預兆。但正如我們在 2 月 25 日的 CIO 市場透視『平坦的孛息曲線是投資者的警告信號嗎？』中所討論的那樣，全球政府債券收益率普遍偏低，加上多年來主要央行的量化寬鬆政策已經“人為”地抑制長債收益率，導致孛息曲線比預期更平坦。

儘管我們認為未來 12 個月出現嚴重衰退的可能性仍然很低，但近期全球經濟勢頭出現放緩跡象，這從花旗經濟驚喜指數（全球）可以看出。該指數從 2017 年 2 月的 43.8 下跌至目前的 -20.7，表明經濟勢頭正在放緩。

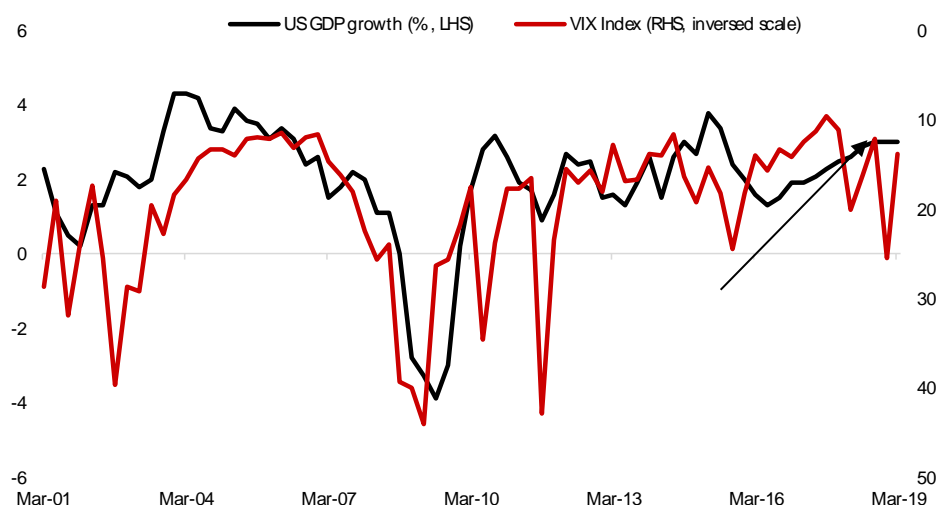
以美國經濟為例，圖 1 顯示國內生產總值（GDP）增長的回落歷史上將轉化為更高的市場波動性。這一次也不例外。

### 這有什麼意思？

自滿情緒正在上升；未來 12-24 個月急跌的可能性增加。目前，芝加哥期權交易所波動率指數（VIX）比其長期平均值低了約 35%。鑑於現時全球經濟處於周期的後段，很明顯全球投資者的警覺性不足。

這並不奇怪。目前的上漲已超過七年，並沒有顯示出放緩的跡象。從組合角度來看，我們認為投資者有必要保護自己的投資組合免受潛在的市場下跌，因：  
(a) 全球經濟周期處於後期階段；(b) 近期市場出現了反彈強勁。

圖 1：GDP 增長與波動率之間的反向關係



資料來源：彭博，星展銀行

## 投資者應該怎樣應對？

**魚與熊掌兼得 - 採用啞鈴策略來獲取上行潛力並降低下行風險。** 這個策略會帶來：

- a) 較低的波幅
- b) 較高的長期回報

為了驗證我們的觀點，我們構建了一個模擬跨資產啞鈴組合：

- 美國科技股（25%比重）
- 美國非必需消費股（25%比重）
- 美國債券（50%比重）

我們的研究表明，自 2001 年以來，跨資產啞鈴投資組合增長了 173%，比標準普爾 500 指數的 115% 上升高出 58 個百分點。儘管表現出色，我們的啞鈴組合也具有較低的波動性。按月計算，啞鈴組合的最大虧損率為 2001 年 2 月的 9%。相比之下，標準普爾 500 指數的最大虧損為 17%，發生在次貸危機期間的 2008 年 10 月。

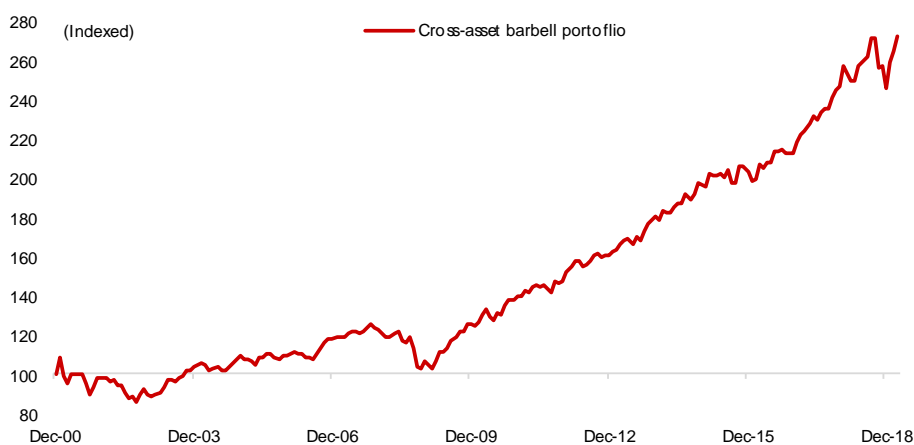
上述數據從風險回報的角度印證了啞鈴策略的優越性。

表 1：啞鈴策略以較低的風險產生更高的回報

	Total gains since 2001	Maximum monthly drawdown since 2001
Barbell Portfolio	173%	9%
S&P 500	115%	17%

資料來源：彭博，星展銀行

圖 2：自 2001 年以來，跨資產啞鈴投資組合增長了 173%



資料來源：彭博，星展銀行

**行為金融：錨定偏見以及錯過隨後市場反彈的可能性。** 在更實際的層面上，擁有 50% 股票和 50% 債券風險的跨資產組合也有其他好處，特別是從行為金融的角度來看。

在 2008 年次貸危機期間，標準普爾 500 指數在 2008 年 8 月底至 2009 年 2 月底之間暴跌了 43%。面對此類嚴重虧損，投資者在 2 月份的低谷時退場的可能性很高。“錨定偏見”的概念表明，選擇於低谷退出的投資者在反彈開始後不太可能重新進入市場。

但對於啞鈴組合的投資者而言，在危機期間只損失 14%，情況可能會大不相同。當市場觸及低谷時，投資者於低位退場的可能性大為減低。

一個典型的例子是最近 2018 年 12 月的拋售，其時標準普爾 500 指數下跌了 9%，而啞鈴投資組合則只下跌了 4%。較小的跌幅可能會令投資者更願意堅持，避免了錯過隨後的反彈。例如，美國科技和非必需消費品股票（我們啞鈴組合中的增長端）在 12 月份平均下跌了 9%，但在 2019 年第一季度平均反彈了 17%。

表 2: 在市場動盪期間, 啞鈴策略更具彈性

	Pullback during Subprime Crisis	Pullback during Dec-2018 sell-down
Barbell Portfolio	-14%	-4%
S&P 500	-43%	-9%

資料來源: 彭博, 星展銀行

考慮到這些因素, 投資者最好採用跨資產啞鈴策略來限制投資組合的跌幅。這降低了在最糟糕的時間賣出, 並錯過了隨後反彈的風險。

### 免責聲明

本刊物所載資訊由星展銀行有限公司(“星展銀行”)出版並僅作參考之用。本刊物僅為星展銀行及其附屬公司或關聯機構(統稱“星展”)及收到本刊物的客戶而準備, 未經星展銀行事先書面許可, 任何人均不得複製、傳送或傳達本刊物的內容。本刊物不是也不構成任何認購或訂立任何交易的要約、推薦、邀請或招攬的一部份, 亦非旨在及不應被視為邀請或允許作出要約以使公眾以現金或其他代價認購或訂立任何交易。本刊物無意提供並且不應被用作為會計、法律或稅務諮詢或投資建議的依據, 也不應取代讀者自行作出判斷, 讀者應諮詢獨立法律或財務意見。星展並非作為顧問也不對任何財務或其他後果承擔受託責任或法律責任(在法律許可的範圍內)。本刊物所載資訊及意見均來自相信是可靠的來源, 但星展不對本刊物在任何特定目的方面的充分性、完整性、準確性或適時性作出任何陳述或保證。意見和估算可隨時更改, 恕不另行通知。任何以往的業績、推斷、預測或結果的模擬並不必然表示任何投資的未來或可能實現的業績。在法律許可的範圍內, 對於任何因使用或依賴本刊物或其內容或與此相關而產生的直接、間接或相應的損失或損害, 星展概不承擔任何責任。若分發或使用本刊物所載資訊違反任何管轄區或國家的法律或規例, 則本刊物所載資訊不得為任何人或實體在該管轄區或國家分發或使用。若本刊物以電子傳送方式(例如電子郵件)分發, 則不能保證傳送過程安全無誤, 資訊有可能被攔截、毀壞、遺失、破壞、送達延誤、不完整或含有病毒。寄件人對本刊物內容經由電子傳送所出現的任何錯誤或遺漏概不負責(在法律許可的範圍內)。如需核實, 請索取印刷版本。

### 各國及地區的免責聲明

本刊物由星展銀行(香港)有限公司在香港分發予閣下。星展銀行(香港)有限公司受香港金融管理局及證券及期貨事務監察委員會監管。

