

無懼市況波動 年均回報達9%

股債六比四組合 抗跌避險之選

今年環球股市開局一片淒風苦雨，位高勢危的歐洲及美國股市顯著回調，究竟是短暫調整，抑或是大市前奏？與其沽貨避險，不妨換馬至波幅較低的資產方為上策。60%/40%股債組合是傳統避險策略，操作簡易，屬入門級投資策略，普羅大眾都輕鬆上手。今期將運用60%/40%股債策略，構建抗跌能力較高的投資組合，即使外圍市場深度調整，仍然處變不驚。

大公報記者 劉鑽豪

60%/40%股債配置策略面世已超過90年，由於廣為投資者應用，所以亦較多人討論，尤其是近年美國股價價格長升長有，在債高股貴的情況下，每年都有專家預告這個配置策略將會失效。專欄作家Ben Carlson指出，過去10年，他共聽過27次有關60%/40%股債組合「終結」的評論。

股票對沖通脹 債券對沖風險

美銀證券2019年發表報告指，60%/40%股債配置策略背後理念是：股票資產對沖通脹，債券則對沖市場風險；兩者回報應該是負相關（即債價跌、股價升；或債價升、股價跌）。美銀證券認為，股債負相關關係即將結束。摩根士丹利也看淡這個投資組合潛在回報，預期未來數十年會降至每年僅3%。

未來是不可知的，60%/40%股債組合的歷史績效總是不讓人失望。研究機構發現，1940年至2019年間，這個股債組合年均回報為9%；標普500指數及10年期美國國債同期年均回報分別為11%及5.1%（見【表一】）。鑒於1940年至1979年間，美國通脹率處於較高水平，所以觀察這段時間的60%/40%股債組合表現，其間年均回報7.6%；標普500指數及10年期美國國債同期年均回報為10.3%及2.8%。

由於上述數據的時間跨度是數以十年計，為了解這個股債組合最新績效，參考彭博指數，由60%美國股票和40%美國債券組成的模擬投資組合，在2017年至2021年的回報分別為+14%、-2%、+22%、+16%及+15%。由此可見，不管是長年期或短時間，股債組合

的表現絕對合格。

如何搭建60%/40%股債組合呢？在太平盛世，理財專家通常建議挑選包含不同市值的股票基金，配以不同年期的債券基金，這種組合回報不是最標青，但肯定不會最差。然而，在風高浪急的市場環境，股票及債券價格大幅波動，欲避過組合斷崖式下跌，可考慮換馬至抗風險能力更高的股票及債券產品。

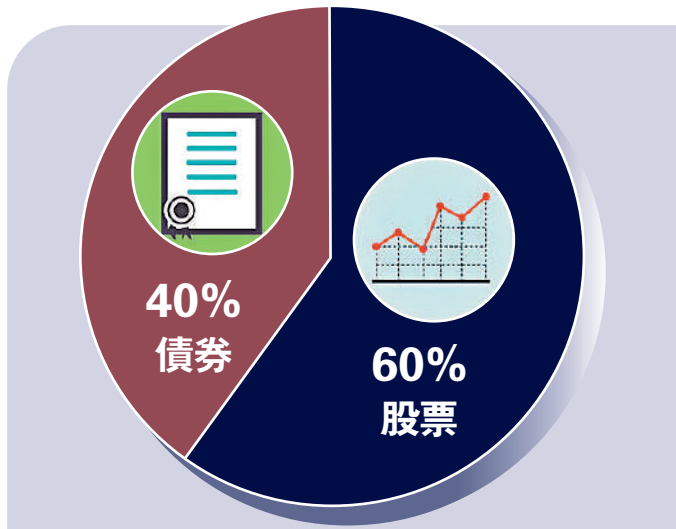
其中，安碩MSCI美國最低波動率因子ETF（USMV）的抗風險能力相當出色，所以可作為組合的股票部分。債券方面，領航短期債券ETF（BSV）回報非常平穩，可作為組合的債券部分。然而，USMV在2011年發行，可追溯年期不足夠，所以使用USMV追蹤的MSCI美國最低波動指數。BSV都有類似情況，所以使用其追蹤的彭博巴克萊美國1至5年公債/信用指數作為代表。

追蹤31載表現 僅4年負數

【表三】列出模擬組合於1991年至2021年變動，有4年錄得負回報，只有1年跌幅超過10%。2008年環球爆發金融海嘯，眾多資產的價格「腰斬」，但模擬組合只跌13.34%，可見其抗跌能力。

再看模擬組合在4次加息週期的變化：即1994至1995年、1999至2000年、2004至2006年及2015年至2018年，只有1994年出現負回報，而跌幅只有0.12%。

如果每年皆進行再平衡，USMV與BSV的股債組合在這31年間，由100元增值至期末的1286元，年複合增長8.58%。若想為財富「買保險」，這個股債組合應該是一個選項。



各類資產年均表現（表一）

項目	1980至2019年	1940至1979年	1940至2019年
60%/40%股債組合	▲10.4%	▲7.6%	▲9.0%
股票	▲11.7%	▲10.3%	▲11.0%
債券	▲7.4%	▲2.8%	▲5.1%

註：股債組合以標普500指數及10年期美債構成；股票以標普500指數為基準；債券以10年期美債為基準



▲60%/40%股債組合，即持倉為六成股票和四成債券，操作簡易，屬入門級投資策略。

模擬組合近31年表現（表三）

1991	+22.70%
1992	+6.68%
1993	+10.03%
1994	-0.12%
1995	+27.23%
1996	+10.96%
1997	+21.09%
1998	+16.86%
1999	+5.52%
2000	+5.26%
2001	-1.08%
2002	-5.94%
2003	+13.33%
2004	+9.45%
2005	+4.55%
2006	+10.66%
2007	+5.49%
2008	-13.34%
2009	+12.87%
2010	+10.45%
2011	+8.97%
2012	+7.61%
2013	+15.31%
2014	+10.50%
2015	+3.77%
2016	+7.03%
2017	+12.02%
2018	+1.48%
2019	+18.78%
2020	+5.34%
2021	+12.22%

股票及債券指數在美加息週期變化（表二）

加息週期	年份	標普500指數	低波幅指數	短債指數	長債指數	綜合債券指數
①	1994	▼1.54%	▲0.28%	▼0.72%	▼7.64%	▼2.92%
	1995	▲34.11%	▲36.79%	▲12.88%	▲30.69%	▲18.47%
②	1999	▲19.53%	▲7.80%	▲2.09%	▼8.74%	▲0.82%
	2000	▼10.14%	▲2.83%	▲8.91%	▲20.27%	▲11.63%
③	2004	▲8.99%	▲14.51%	▲1.85%	▲7.70%	▲4.34%
	2005	▲3.00%	▲6.62%	▲1.44%	▲6.50%	▲2.43%
④	2015	▼0.73%	▲5.64%	▲0.97%	▼1.21%	▲0.55%
	2016	▲9.54%	▲10.67%	▲1.57%	▲1.33%	▲2.65%
	2017	▲19.42%	▲19.18%	▲1.27%	▲8.53%	▲3.54%
	2018	▼6.24%	▲1.55%	▲1.38%	▼1.84%	▲0.01%

註：低波幅指數為MSCI美國最低波動指數；短債指數為彭博巴克萊美國1至5年公債/信用指數；長債指數為彭博長期美國公債指數；綜合債券指數為彭博美國綜合債券指數

低波幅ETF 跌幅僅標指一半

應對加息

美國通脹大幅上升，華爾街擔心聯儲局或落「重藥」加息，控制物價上漲。摩根大通行政總裁戴蒙預測，美國今年可能加息6至7次。美國加息對股市的衝擊有多大？歷史告訴大家，需要做好心理準備。海通證券翻查1990年以來，聯儲局4次加息週期，發現美股標普500指數在加息後首個月跌幅介乎1.7%至9.3%；第二個月跌0.2%至10%；第三個月挫2.2%至6.1%。

若想做好萬全措施，降低市場波動性風險，在美股市場可以留意打正「低波幅」名號的ETF產品。本欄曾經探討過眾多低波幅美股ETF，其間以安碩MSCI美國最低波動率因子ETF（USMV）的綜合表現最佳，這裏不想重複，但有需要複習一下，USMV有幾「低波幅」？

比對USMV所追蹤的MSCI美國最低波動指數（下稱MV Index）與標普500指數（下稱標指）在過去4個加息週期變

動【表二】所見，MV Index全年最大跌幅通常是標指的一半。如2018年，標指全年最多回吐12.2%，但MV Index最大跌幅5.8%。再以2000年為例，正逢科網泡沫爆破，標指當年最多曾挫14.6%，MV Index該年最大跌幅只是5.9%。再補充2008、2009年金融海嘯情況，標指在2008、2009年最大跌幅分別為49.5%、26.1%；MV Index全年最大跌幅則為28.3%、12.2%。

持170股票 隻隻穩陣

總括而言，USMV持股數目不算多，約170隻股份，但勝在每隻股份佔組合比重不多於2%，而且都是非常穩陣的企業，當中包括強生（JNJ）、威訊通訊（VZ）、思科（CSCO）、巴郡（BRK.B）等。美國聯儲局新一輪加息週期對股市影響尚未可知；面對市場潛在震盪，大家若想买「保險」，USMV應該是一個不錯的選項。

買短債沽長債 加息期降風險

有效策略

在加息週期，投資者慣性地沽出長年期債券，買入短年期債券，目的是要降低風險，這種傳統做法是否仍具有有效性呢？為此，本文將觀察長年期、短年期債券指數在加息週期的情況。

1990至今，美國總共有4次加息週期，分別為1994年2月至1995年2月；1999年6月至2000年5月；2004年6月至2006年6月；2015年12月至2018年12月。對照指數方面，長債指數以彭博長期美國公債指數為基準，短債指數以彭博巴克萊美國1至5年公債/信用指數為基準。

【表二】所見，在1994年，長債指數下挫7.6%，短債指數僅跌0.7%；1999年，長債指數跌8.7%，短債指數逆市升2%。初步發現長債價格在加息週期的壓力匪淺。不過，美國長債與美息並非必然呈負相關性，在加息週期，長債價格經常會報升，如2017年，長債指數漲8.5%，短債指數僅升1.2%。

值得一提的是，長債指數歷年回報的波動性較大，添加額外持倉風險。

至於上述兩隻指數的相關ETF產品，跟蹤長債指數相關ETF為SPDR投資組合長期公債ETF（SPTL）；至於跟蹤短債指數相關ETF為領航短期債券ETF（BSV）。

中庸之道揀綜合債券

既然長債價格在加息週期並非必然下跌，那麼是否毋須沽長債買短債？標準答案是：若果大家擁有較高的風險承受能力，何不降低債券資產在組合比重，而增持股票呢？又或者採取中庸之道，就是包含長、中、短年期政府及公司債券的指數：彭博美國綜合債券指數。參考【表二】，在加息週期，該指數的回報或跌幅，都處於長債指數與短債指數之間；可能正因此，跟蹤該指數的安碩核心美國綜合債券ETF（AGG），是目前最受投資者歡迎的ETF產品之一，管理資產規模超過900億美元。

今季風高浪急 宜揀低估值高息股

滄海桑田

倪相仁

世界變化真快！回想去年春節前的港股，投資者的感受是不是特別舒暢，買什麼升什麼。然後呢，股價末路狂奔，下跌整整一年。今年春節前的難，跟去年春節前的易，感覺很夢幻。古人說物極必反，新的一年會不會先難後易？不管怎麼說，像現在這種令人沮喪的市場，最適當的方法是控制好倉位熬過去，也許到年尾的時候又見柳暗花明。

剛過的一周，港股年初以來的反彈行情被打斷，被迫與外圍下跌市場共舞。大市重回跌浪，相信跟短期出現的

兩大風險有關：一是美國聯儲局老鷹上身，提前展開剪羊毛舉動（連港股這隻瘦羊也不能幸免）；二是內地穩經濟政策，尤其是穩內房政策，在力度上跟市場有預期差。預計要消化上述風險後，再隨着穩經濟政策的推進，市場才會逐漸穩定下來。對於風浪最急的第一季，低估值高息股仍然是最佳選擇。

新一年受到內地穩增長政策刺激，以及預期3月前有相對安全的市場氣氛，恒指出現令人鼓舞的反彈，但聯儲局是次議會議偏鷹，讓市場措手不及。對港股而言，流動性本身已偏緊，聯儲局言論更加劇流動性偏緊的窘況，

如果短期內地沒有新刺激政策，港股本輪反彈提前結束的可能性很大。儘管港股去年跌幅較深，今年以來絕大部分成長股也跌了二至四成，估值較美股及A股低，但考慮到投資者對中國經濟增速下行、海外流動性收緊的預期，短期難以改變，故此對後市應謹慎為上，降低倉位來應對可能的系統性風險。

聯儲局會議後，美匯指數升至96附近阻位，英鎊、澳元、加元和紐元等跌幅居前，而日圓跌幅相對較小，外匯市場走出了標準的避險行情。聯儲局加息時間點提前至3月，也意味美元的拐點可能提前，在加息前，市場很可能會

消化美國年內加息5至6次的風險，市場波動或加大。首次加息之前，美元才有走軟的可能。現在問題是，在聯儲局提前加息收表預期下，人民幣能不能挺住，如維持同步或小回，中資股無憂；若回落幅度大，市場波動會加劇。

總的來說，第一季對港股市場最大的支持，來自內地穩經濟政策的逐步推出。業界期望本輪的穩增長，基建地產缺一不可。穩增長離不開房地產、基建投資發力；也離不開地方政府舉債加槓桿。只是在當前「房住不炒」和地方政府不能藉此擴大隱性債務的大背景下，地方政府難以大幅增槓桿。換言之，這

次穩增長要靠房地產、基建兩者共同發力，政策目標是保底、托而不舉。

從A股市場在中央經濟工作會議後偏軟的走勢來看，市場對經濟企穩回升有保留。由於穩經濟需要寬信用配合，2022年第一季社融、信貸增速以及PMI等數據，或許能給市場帶來方向。

房地產政策影響深遠，現時房地產「政策底」已確定，銀行對按揭融資也放鬆，但房地產行業拐點還遠。最近跟一些投資地產的基金經理交流，他們的看法仍舊謹慎。他們希望看到銀行貸款改善，銷售回款、供應鏈都改善，才是內房真正的拐點。