

在過去一年，市場評論員對應否摒棄傳統的 60/40 投資策略（即投資組合的資產配置大致為 60% 股票及 40% 固定收益）一直爭論不休。多元資產解決方案團隊首席投資總監兼高級組合經理 Nathan Thooft 認為，與其捲入這場爭論，投資者應專注了解哪些宏觀經濟環境可能對 60/40 組合的成效帶來挑戰，以及對未來的投資組合建構所帶來的啟示。

影響 60/40 組合成效的五個因素

重點

- 當通脹升溫、市場不明朗及流動性下跌時，60/40 投資組合的分散投資優勢會減弱。
- 在一般由寬鬆貨幣政策推動的貨幣擴張期間，股票與債券往往呈適度的正相關性，但值得注意的是，數據顯示兩者在過去的這些時期通常都取得正回報。
- 市場波幅加劇，對 60/40 策略的潛在分散投資優勢影響不大。

衡量 60/40 策略的分散投資優勢

要審視股債之間的相關性，一般會比較標準普爾 500 指數與 10 年期美國國庫債券孳息率的每月變動，目的是觀察風險資產與無風險資產之間的關係。根據有關比較分析，可見兩者在過去數十年一直呈正相關性，意味著在這個時期，兩者展現分散投資優勢¹；然而，

隨著股債市場在 2022 年同樣表現慘淡，不禁令人質疑這種投資組合的優點是否已不合時宜。

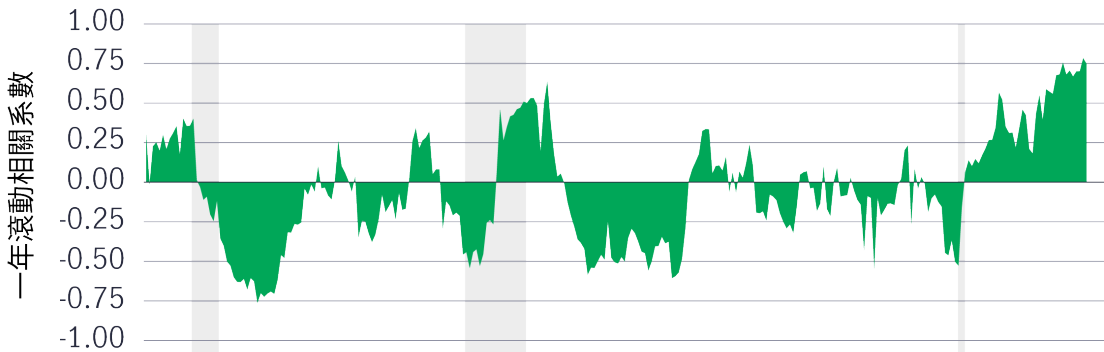
以標準普爾 500 指數及美國國庫債券孳息率作為代表，用以確定這兩種資產類別之間的相關性，是市場的一貫做法，但我們認為，這不足以反映投資者的真實經驗：我們認為，比較股票指數與綜合債券市場指數，才是更合乎常理的做法。雖說這可能會涉及其他考慮素（例如：分析傳統風險資產與無風險資產的相關性時，通常會排除的信貸風險），但我們相信，這種做法可提供更準確的框架，以評估 60/40 投資組合的成效，因為投資組合通常會持有一系列廣泛的固定收益證券，涵蓋範圍遠不止於政府債券。為此，我們考慮採用標準普爾 500 指數與彭博美國綜合債券指數一個月回報之間的一年滾動相關係數。

兩項指數的相關係數會隨著時間改變，突顯投資者在某些時期，對分散投資優勢的需求，比其他時期更為

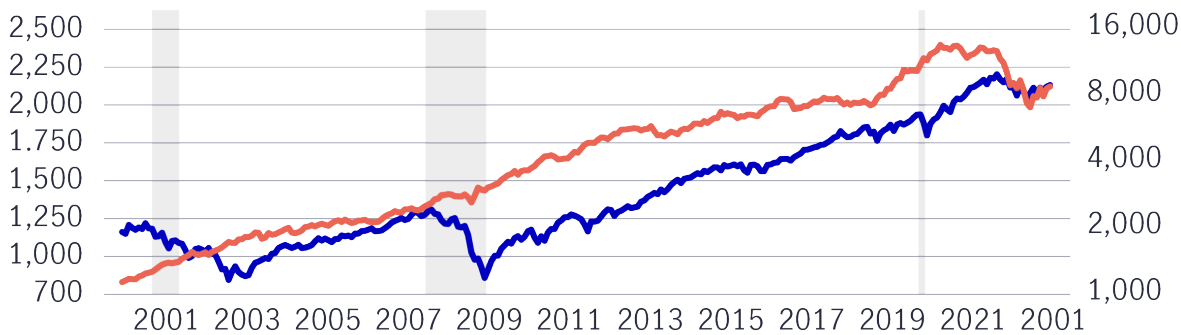
¹值得注意的是，債券價格與孳息率成反比。因此，標準普爾 500 指數與 10 年期美國國庫債券孳息率呈正相關性，意味著這兩種資產類別的回報呈負相關性，從而提供分散投資優勢。

標準普爾 500 指數與彭博美國綜合債券指數的關係

■ 標準普爾500總回報指數對比彭博美國綜合債券指數



■ 標準普爾500總回報指數 (右) ■ 彭博美國綜合債券總回報指數 (左)



資料來源：洲際交易所美銀美林、Macrobond、宏利投資管理，截至 2023 年 6 月 5 日。灰色範圍代表衰退。洲際交易所美銀美林美國債券市場期權波動估計 (MOVE) 指數是一項孳息曲線加權指數，按一個月美國國庫債券期權的正常化引伸波幅計算。投資者不可直接投資於指數。

股切。從投資組合回報及管理跌幅的角度來看，上述觀察結果或會為投資組合建構帶來重大啟示。

由於兩者的關係不斷演變，我們的主要目標是識別會改變股債價格相關性的時期、以及宏觀經濟動力。充份了解這些動力何時發揮作用，可能會令回報截然不同：讓主動型資產配置投資者早著先機，在股債以外尋求分散投資優勢。

識別股債相關性上升時期：審視五個因素

為進一步了解主動靈活的投資組合管理策略，如何與傳統 60/40 投資組合相輔相成，我們審視以下五個因素，從而識別出可能影響股債相關性的時期。為此，我們評估 1989 年至 2023 年 4 月的所有期間，以了解這五個因素的影響。

1 通脹

根據我們的分析，整體通脹數據與股債關係具有最大的正相關性。如採用個人消費開支平減指數、或核心通脹指標（即撇除食品和能源通脹）以量度通脹，通脹與股債關係更為明顯。我們的研究顯示，核心通脹與股債關係之間的相關系數約為 0.50。整體通脹的等

值數據略低，約為 0.40。換言之，60/40 策略在價格上升期間的成效可能較低。

此外，還有兩個值得注意的觀察結果：第一，當通脹率低於 3% 時，股債相關系數可能會出現不同結果，當價格按年升幅保持在 1% 以下時，負相關性便會更加明顯。第二，當通脹率升穿 3% 時，兩種資產類別幾乎都呈正相關性。我們認為這種相關趨勢的轉變，可能是由於通脹率升溫通常會引發貨幣緊縮所致。

2 流動性

我們發現貨幣供應增長（採用 M2²）與股債關係之間呈輕微負相關性（約為 -0.35）；但經考慮通脹後

（即 M2 減 CPI），相關系數的負值會略為下跌。這代表當貨幣供應減少，與股債關係的相關性便會增強。

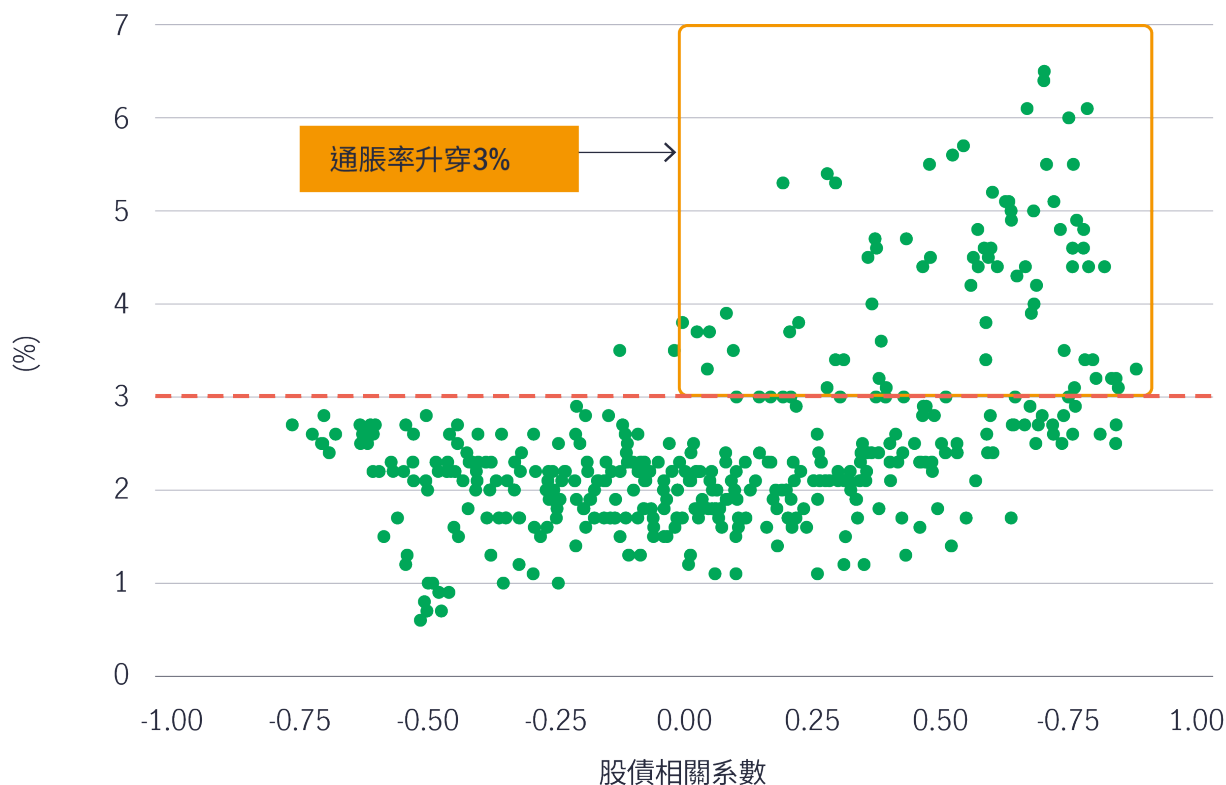
3 不明朗因素

我們採用全球供應鏈壓力指數作為代表，審視在全球供應網絡承壓時的股債關係，結果顯示相關系數約為 0.45。我們發現當指數超過 1，股債相關系數通常更趨正面，意味著在全球供應網絡承壓時，根據 60/40 策略建構的投資組合可能表現欠佳。

4 增長

在剖析經濟增長與股債相關性的關係時，我們發現兩者之間存在較溫和的正相關性。值得注意的是，與國

消費物價指數：撇除食品和能源（按年）對比股債相關系數



資料來源：洲際交易所美銀美林、Macrobond、宏利投資管理，截至 2023 年 6 月 5 日。灰色範圍代表衰退。洲際交易所美銀美林美國債券市場期權波動估計 (MOVE) 指數是一項孳息曲線加權指數，按一個月美國國庫債券期權的正常化引伸波幅計算。投資者不可直接投資於指數。

² M2 是衡量貨幣供應的指標，包括現金、支票存款、儲蓄存款、貨幣市場證券、互惠基金及其他定期存款。M2 是市場廣泛使用的指標，以反映經濟中可用作開支及投資的貨幣供應。

內生產總值等廣泛增長指標相比，衡量製造業生產的指標與股債相關性的關係及影響較為顯著。這個結果令人鼓舞，反映在增長放緩期間，即使股票表現欠佳，固定收益資產仍可提供一定程度的支持，與傳統的 60/40 策略一致。此外，根據觀察所見，若剔除疫情期間取得的最新數據，相關系數亦較強。

5 波幅

為了審視波幅對股債關係的影響，我們採用兩個不同的指標。就股票而言，我們使用芝加哥期權交易所波幅指數，並使用洲際交易所美銀美國債券 MOVE 指數（MOVE 是指美林期權波動率）來測試債市波幅。研究結果出乎意料，反映股債市場波幅與股債關係的相關性可能較弱。不過，我們認為考慮疫情對這些相關性的影響也相當重要。在疫情之前，股債相關性與固定收益波幅之間的相關系數為 0.25，略高於現水平。這或許反映疫情爆發後的市場反應，以及政府其後為支持經濟而採取的政策行動可能扭曲了數據，令近期市場波幅與股債關係的相關系數更難解讀。

未來方向

上述分析得出一些值得深思的結果，並提供寶貴見解，包括一些可能損害傳統 60/40 策略成效的因素。我們的研究顯示，60/40 投資組合的成效在通脹升溫期間或會減弱，尤其是當通脹率超過 3%。在流動性惡化期間，以及（可能有違常理）在體系突然獲大量注資期間（通常是刺激貨幣政策推行之時），同樣會出現類似情況。

令人鼓舞的是，在經濟放緩期間，預期股債關係依然不變。在這些情況下，當股票表現欠佳，固定收益會再度發揮分散投資的傳統作用。與此同時，債券和股票的高波幅對股債相關性的影響微乎其微。

這些結果很自然帶出一個重要問題：當股債相關性趨於正面時，哪類資產有助分散投資？我們認為最合理的答案是擴大投資範圍，考慮將另類投資納入資產配置之列。舉例說，實質資產與傳統 60/40 投資組合的相關性一般較低，因此是分散投資的可行選擇。最終，在適當時候，策略性地運用適當工具是關鍵所在。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。