BARINGS

多元資產

# 合理化

霸菱視野

**Trevor Slaven**
多元資產策略及配置投資總監

**Ben Gillingham，特許金融分析師**
多元資產策略投資總監

以下資料代表霸菱宏觀經濟研究團隊截至所示日期的觀點及意見，可能隨時發生變動，恕不另行通知。無法保證任何預計或預測將會實現。

## 摘要

- 當結果往往受部份人心血來潮的決定所影響，而技術面相較基本因素可能於更大程度上推動市場走勢，持高度投資信念的觀點變得更具挑戰性。
- 霸菱強調靈活應變及致力物色能於多種情況下表現良好的持倉。於目前的市場環境，較小的持倉亦可能產生較大影響。
- 由於關稅引發通脹憂慮及財政赤字持續，抵消了經濟增長放緩的影響，美國國庫債券市場可能表現波動。
- 於美國利率市場，鑑於聯儲局減息可能被視為推高通脹的「政策失誤」，損及長期債券表現，我們看好孳息率曲線趨陡的交易。
- 我們看好澳洲及歐洲等其他已發展市場的存續期持倉，在經濟萎縮的環境下，這些國家／地區的通脹擔憂相對較低。
- 基於我們預測的一系列結果，持有投資級別信貸或可為投資者帶來一些安慰。
- 高收益信貸的利差盈虧平衡應可提供良好的長期價值；於環球金融危機後遭拋售的其他債券於孳息率達到9%左右企穩；而歐洲亦同樣應可提供價值。
- 以現金而非貨幣為投資組合提供對沖；外匯市場目前亦受相互抗衡的力量衝擊。

## 市場表現波動的一週

俗語有云：「不要與蠻不講理的人講理，與之保持距離就好。」自美國於4月2日公佈關稅後，市場一直致力與相關風險保持距離。我們謹於下文提出部份想法及觀察，嘗試於市場波動期間尋求以最佳方式管理投資組合。

眾所周知，特朗普政府公佈一系列「對等關稅」，基本上涵蓋環球所有主要經濟體系。中國就此對原產於美國的所有進口商品加徵34%的報復性關稅。美國國內生產總值增長預期已下調200至300個基點，經濟衰退的機率大幅上升，許多賣方經濟學家預計今年通脹會額外上升150至250個基點。

關稅公佈後的三個交易日，標準普爾指數下跌11.0%，這三日的跌幅堪比2008年第四季的環球金融危機、2011年8月的歐債危機及2020年3月的新型冠狀病毒疫情的最壞時期。聯儲局主席鮑威爾於週五早上發表講話前，10年期美國國庫債券孳息率低至3.86%，但現已回升至4.18%，高於關稅公佈前的水平。市場普遍認為通脹會上升，但由於石油及銅價分別下跌14.9%及16.4%，令盈虧平衡通脹率下跌22個基點，這與2020年3月的最壞時候相若。於信貸市場方面，投資級別債券總回報全週錄得升幅，隨後於週一下跌2%，而美國高收益債券息差擴闊119個基點。**圖一**反映了4月3日至4月7日市場變動。

**圖一：各資產類別於4月3日至4月7日的市場變動**

| | 美國投資級別債券（息差，基點） | 美國高收益債券（息差，基點） | 10年期美國國庫債券（收益率，%） | 美國股票（價格，回報） |
|---|---|---|---|---|
| 此前水平 | 116 | 461 | 4.18 | 5,062 |
| 自2025年4月2日以來的變動 | +23 | +119 | +0.05 | -11.0% |
| Z分數變動 | 5.5 | 7.3 | 1.1 | 5.4 |

資料來源：彭博。截至2025年4月7日。歷史數據來自2005年4月以來的滾動3日變動。

## 我們如何評估這些變動與推動市場走勢的政策理據？

特朗普政府上台之際，計劃應對移民問題，降低通脹，減少聯邦預算赤字，並透過振興國內企業投資來刺激藍領就業增長。美國財政部長貝森特提出的「333計劃」，包括實現3%的實際國內生產總值增長，赤字佔國內生產總值比重下調至3%及每日增產300萬桶石油，強調了這些目標撇開黨派傾向，這涉及「非理性」的評論。我們於評估未來市場走向時會認真考慮這一點。

從表面上看，加徵關稅引發經濟衰退似乎與上述目標背道而馳。4月2日加徵關稅幾乎肯定會損害就業及短期企業投資前景，兩者均導致稅收減少及赤字加大；能源價格下跌不會刺激新石油生產；而正如許多經濟學家預測，這些關稅很可能會推高許多商品的價格，令聯儲局於加息與減息之間左右為難。我們認為關稅政策與政府所述目標明顯脫節，我們需要開始全盤考慮未來數月的潛在政策演變，同時於短期內保護投資組合。

## 接下來可能出現甚麼結果？

### 我們認為接下來可能出現三種情況：

1. 關稅為談判工具，於未來數週／數月有望達成雙邊協議。

2. 特朗普政府堅信關稅的力量，並將於未來數年維持不變，目的為增加收入及迫使製造業回流美國。

3. 經濟萎縮的前景似乎無可避免，並會帶來沉重的代價。特朗普政府將不得不推出包括進一步減稅的刺激性措施以抵銷關稅的影響，但此舉則損害其預算目標。

我們在此提出第四種可能：美國經濟是人類歷史上最具活力的經濟，每月平均有400萬至500萬勞工離職及入職，能夠吸收關稅帶來的衝擊並避免遭受重創。目前要依賴美國經濟的活力須承受特別大的風險，因為勞工市場已接近充分就業，勞動年齡人口只錄得溫和增長，並需借助吸納移民以支持擴張。此外，美國財政開支達到史上非戰爭時期的最高水平，美國政府難以再實施支持性政策。不幸的是，近期的下行情況將主導我們的分析。

市場於短期內可能出現的最壞情況（上述情況2的演變）是，隨著家庭經常性開支放緩，失業率反射性上升；消費者已用盡新型冠狀病毒疫情爆發後所積累的額外儲蓄，如今面對加徵關稅導致商品進一步加價的前景，消費意欲下跌。這種反射性萎縮未必會馬上出現，然而，逾4,100萬美國人正從事貿易、運輸及製造業。與2000年至2002年的經濟放緩時期相似，就算這些行業只下跌5%，失業率亦會上升1.2%，更何況這還會對其他行業或整體薪金造成連鎖效應。因此，我們預計經濟至少會有一段時期受創，並很可能以月計，特別是中國及歐洲正在加強對特朗普政府的反制。

## 面對這些潛在結果，我們如何於目前市場上物色投資機遇？

加徵關稅的其中一個特點是美國實際收益率高於關稅公佈前的水平。儘管10年期美國國庫債券實際收益率已從年初的2.25%有所上升，但仍然處於2023年的1.00%至2.50%區間的上限；與之相比，於環球金融危機及新型冠狀病毒疫情爆發後，收益率達到-1.00%，或相較目前的水平低約300個基點。重點是我們認為10年期實際收益率高於2.00%具有價值，因為利率有望於經濟增長出現最壞結果的情況下顯著上升。

為何要看美國國庫債券實際收益率，而非名義收益率？市場對關稅對通脹產生甚麼影響仍存在很大的爭議。我們傾向認為關稅引發經濟增長萎縮，商品價格下跌及消費意欲下降，並會帶來通縮，有助於抵銷加徵關稅抬高商品價格的影響。但展望未來12至18個月，就算於這種「滯多漲少」的前景下，許多經濟學家仍然預計今年夏季的個人消費支出將會上升150至250個基點。這種經濟狀況會帶來許多通脹相關消息，很可能對美國國庫債券名義收益率產生廣泛影響，特別是考慮到外國人因為關稅而出售美國國庫債券的前景。

關於美國存續期的最後一點：展望未來數季，我們認為收益率曲線有可能進一步趨陡。展望未來數週，假如投資者對投資重新配置，將造成混亂及帶來噪音；然而，這些關稅政策令赤字及債務問題更難取得真正進展。此外，外國買家亦很可能減少投資。倘若聯儲局以較大幅度減息，我們預計「債券守護者」的主題將於曲線後端重現。收益率曲線趨陡持倉於短期內面臨的利好消息可能包括關稅方面出現好消息，令風險資產回升，因此，我們認為相關持倉對目前的投資組合實屬適宜。

於環球方面，相對美國而言，我們認為互惠關稅的發展有利於澳洲、英國、德國及加拿大等市場承擔存續期風險，因為這些國家的情況應該更為明朗。這些利率市場不會像美國一樣出現關稅引發的通脹壓力，而是有望受惠於環球商品價格下跌，但亦很可能面臨經濟增長放緩。鑑於中美之間的報復性措施升級，我們認為貿易關係以澳洲等亞洲為主的經濟體系而言更是如此。

於信貸方面，透過持有投資級別信貸於不明朗的環境下獲取收益似乎是不錯的選擇。於美國及歐洲的指數層面，息差自2月中旬以來均擴闊30至40個基點，達到110至120個基點。倘若關稅問題最終演變成類似於2011年及2015年最壞時候的局面，當時的政治問題及基本因素均受到很大壓力，特別是2015年工業及商品生產商，這意味著息差可能會進一步擴闊100至125個基點。我們認為這是相當悲觀的最壞情況，於此情況下，我們相信利率風險對沖將會發揮作用，特別是透過實際利率，存續期有充足的上升空間吸納息差擴闊。

於高收益市場方面，總括收益率於環球金融危機後的主要拋售期間（2011年、2015年、2020年及2022年）所面臨的壓力於其接近9%的高位區間開始自行消散（除2020年3月份的5至6天外，見**圖二**）。儘管與上述2011年及2015年的情況相似，息差仍有擴闊的空間，但就截至4月8日時8.7%的收益率而言，利差盈虧平衡（即當前收益率就未來息差擴闊提供的回報緩衝）已相當具吸引力。相關價值進一步受高收益市場當前的基本結構推動，即存續期較短、評級較高，並對汽車、零售及化學業等週期性行業所佔比重較低。鑑於指數過往在9.5-10%的收益率水平上相對短暫且交易量較低，因此很難把握投資時機並執行交易，我們傾向於此時建立持倉，同時保留部份「投資備用金」以便利用市場出現強制出售的機會。

**圖二：美國高收益債券最低收益率**

資料來源：彭博。截至2025年4月7日。

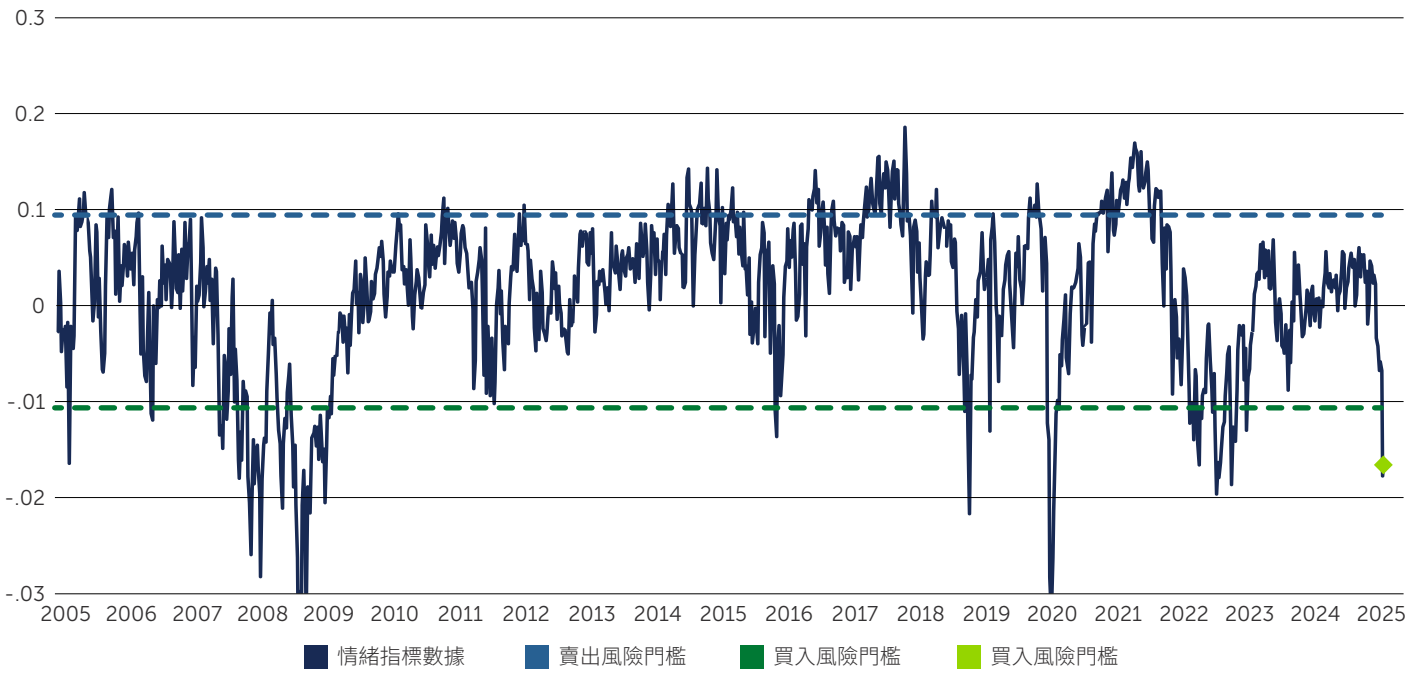
於貨幣方面，美元整體走勢與美國實際利率之間自2020年以來的相關性較強，聯儲局預期這將成為外匯走向的主導因素。鑑於上述對實際收益率非對稱吸引力的看法，你可能認為我們會看淡美元，但考慮到世界其他國家「團結一致」簽訂排除美國在外的貿易協定，我們對外匯走向持懷疑態度。

儘管美國的淨國際投資配置達負26萬億美元，但世界上許多國家仍因貿易需求或債務管理需要而「沽空美元」。倘若美國進口大幅放緩，世界其他地區將失去一個主要的美元供應來源，從而與美元走弱的觀點背道而馳。

我們亦想起美國前財長薩默斯的論述，其中詳細說明了歐元、日圓及人民幣長遠而言並非美元的理想代替品。儘管黃金表現出色，而且應可於實際利率下降的環境中表現良好，但對於有現金需要並希望於市場受壓的情況下作出重新部署的投資者而言，黃金短期內可能成為其現金來源。簡而言之，我們認為目前的外匯市場過於嘈雜，並難以可靠地進行對沖，因此於市場更為明朗前，我們更傾向持有現金。

就更廣泛的風險而言，市場情緒經歷大幅波動。儘管這些波動的速度及猛烈程度預示未來可能再有更多的波動，我們的分析團隊曾強調霸菱專有的情緒指標已進入「買入風險」區域，該指標自2005年以來對未來3個月的命中率達75%（**圖三**）。

**圖三：霸菱風險情緒指標**




資料來源：彭博及霸菱。截至2025年4月7日。

最後，這項情緒指標提醒我們有關股票的情況：鑑於股票的長期現金流量結構，任何一年的盈利對未來現金流量的公平價值貢獻都不會超過5%至6%，具體視乎增長情況而定。影響更大的是長期增長率，未來增長率每下跌1%，股票價值就會下跌11%至14%。標準普爾500指數已從2月的高位下跌18%，市場預期盈利增長會於未來數年保持1.25%至1.75%的跌幅。儘管今年的增長率有可能放緩，但我們認為增長率長期處於較低水平的預期可能過於誇張。

## 結論

現在說「結論」似乎為時過早，其實更像是「未完待續」。我們將繼續物色於我們所提及的各種潛在結果下均能表現出色的投資機遇，或即使於最壞情況下仍有相當大安全邊際的投資機遇。

如果要我們簡短地評論，美國於本世紀已變得過度依賴刺激政策，而對內部衰退及「創造性破壞」過於敏感。加徵關稅事件現在很難讓人感到「創造性」，即使近期經濟受創所產生的影響並不優雅或值得稱讚，但有望為未來數年的持久增長趨勢奠定基礎，尤其是考慮到消費者已用盡疫情爆發後於2021年積累的額外儲蓄。我們目前最擔心的是失業率反射性上升，以及消費者開支更廣泛地下跌。我們將密切觀察市場就業動態，希望經濟不會在關稅政策實施前被「合理化」。

*霸菱為一家管理4,426億美元*資產的環球資產管理公司，致力與機構、保險和中介客戶合作，通過靈活的金融解決方案為領先企業提供支持。作為美國萬通的子公司，霸菱旨在善用其環球規模，以及通過公共和私募市場固定收益、實物資產和資本解決方案方面的投資能力，為投資者實現超額回報。*

重要資料：

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及／或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

**了解更多詳情，請瀏覽BARINGS.COM**

**截至2025年3月31日*

*25-4405873*