



多元資產

合理化

霸菱洞察



Trevor Slaven

多元資產策略及配置總監



Ben Gillingham, CFA

多元資產策略董事

以下資料代表霸菱總體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

- 由於結果會受到某些人心血來潮的決定影響，而且相較基本面，技術面可能會於更大程度上推動市場走勢，因此，難以持有具高度投資信念的觀點。
- 我們強調靈活應變，致力物色能夠於多種情景下表現良好的部位。於目前的市場，小部位亦可能產生較大影響。
- 美國公債市場很可能會表現波動。一方面，關稅引發通脹憂慮，預算赤字持續；另一方面，經濟增長疲弱。
- 於美國債券市場，我們看好殖利率曲線趨陡的交易，原因是聯準會降息可能被視為推高通脹的「政策失誤」，損及長期債券表現。
- 我們看好其他已開發市場(例如澳洲及歐洲)的存續期間部位，這些國家/地區的通脹問題不大，而經濟萎縮問題更受關注。
- 面對多種結果，透過持有投資級信貸獲取收益，均可提供保護。
- 非投資等級信貸的利差損益平衡可提供良好的長期價值；於全球金融危機後，遭逢賣壓的債券於殖利率達到9.5%左右就穩定下來；出於同樣的理由，歐洲亦提供價值。
- 以現金(而非押注貨幣)為投資組合提供避險；目前，外匯市場亦受到相互抗衡的力量衝擊。

市場表現波動

俗語有云：「不要與蠻不講理的傢伙講理，與之保持距離就好。」事實上，自4/2美國公佈關稅以來，市場一直以非同尋常的方式與相關風險保持距離。於下文中，我們謹此提出一些想法及觀察，希望能夠明白在此波動期間，如何以最佳方式管理投資組合。

如您所知，川普政府4/2公佈一系列「對等關稅」，基本上涵蓋全球所有主要經濟體。美國GDP增長估計已下調200–300個基點，經濟衰退的概率飆升，許多賣方經濟學家預計今年通脹會額外上升150–250個基點。

關稅公佈後三個交易日，標準普爾指數下跌11.0%，這三日的跌幅堪比2008年第四季(全球金融危機)、2011年8月(歐債危機)及2020年3月(新型冠狀病毒疫情)的最壞時候。聯準會主席鮑爾於4/4早上發表講話之前，十年期美國公債殖利率低至3.86%，但現已回升，高於關稅公佈前的水平。市場普遍認為通膨會上升；而與之相反的是，由於石油及銅價分別下跌14.9%及16.4%，損益平衡通膨率下跌22個基點，亦與2020年3月的最壞時候類似。於信貸市場，投資級債券總報酬全週(3/31-4/4)上漲，隨後於4/7下跌2%；而美國非投資等級債券利差擴大119個基點。下面的圖一反映了這三日市場變動有多大。

圖一：各個資產類別三日市場變動

	美國投資級債券 信用利差(基點)	美國非投資 等級債券 信用利差(基點)	十年期美國公債 殖利率(%)	美國 標普500指數
先前收盤	116	461	4.18	5,062
4/2宣布對等關稅後三日變動	+23	+119	+0.05	-11.0%
變動Z值*	5.5	7.3	1.1	5.4

資料來源：彭博；截至2025年4月7日。*歷史數據使用自2005年4月以來的滾動3日變動。

我們如何根據推動這些措施的政策原則來做評估?

川普政府上台之際，計畫應對移民問題，降低通膨，減少聯邦預算赤字，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計畫」強調了這些目標(實現3%的實質GDP增長，赤字佔GDP比重降至3%，每日增產300萬桶石油)。撇開黨派傾向，這就涉及我們之前提到的「蠻不講理」。我們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。4/2加徵關稅，幾乎肯定會損害就業及短期企業投資前景，兩者都會導致稅收減少，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，令聯準會於升息與降息之間左右為難(下文會進一步討論)。我們認為，關稅政策與政府所述目標明顯脫節，由此可見，我們需要開始全盤考慮未來幾個月的潛在政策演變，同時於短期內保護投資組合。

接下來可能出現什麼結果？

我們認為接下來可能出現三種情況：

1

關稅是談判工具，於未來數週/數月有望達成雙邊協議。

2

川普政府對關稅的力量深信不疑(目的是增加收入，迫使製造業回流美國)，於未來數年維持不變。

3

經濟萎縮的前景似乎無可避免，帶來巨大痛苦。川普政府匆忙推出刺激性措施，例如進一步減稅，抵銷關稅的影響，損及其預算目標。

在此，我們要提出第四種可能：美國經濟是人類歷史上最具有活力的，每個月都有400萬至500萬工人離職及到職，能夠吸收關稅帶來的衝擊，不會遭受重創。但要依賴美國經濟的活力，目前須承受特別大的風險，因為勞工市場已接近充分就業，勞動年齡人口只溫和增長，借助吸納移民支持擴張。此外，美國財政支出達到史上(非戰爭時期)最高水平，難以再實施支持性政策。不幸的是，我們的分析必須首先關注短期內的下滑情景。

短期內，市場可能出現的最壞結果(上述情景2的變種)是，失業率反射性上升，家庭經常性支出放緩；消費者本來已經用完了新冠病毒疫情爆發後累積的額外儲蓄，如今面對加徵關稅商品進一步價格提高的前景，消費意願下降。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。就算這些產業只是下跌5%(類似於2000-2002年的經濟放緩)，失業率亦會上升1.2%，更何況還會對其他產業或整體工資產生連鎖效應。因此，我們預計經濟至少會有一段時期受創，很可能會以月計，特別是中國及歐洲似乎加強了對川普政府的反制。

面對這些潛在結果，要如何於目前市場上物色投資機會？

在4/2公布關稅的當周，關注的點是美國公債實質殖利率高於關稅公佈前的水平。十年期美國公債實質殖利率已經從年初的2.25%有所上升，但仍然處於1.00%–2.50%區間的上限(這個區間可追溯至2023年)；與之相比，於全球金融危機及新冠病毒疫情爆發後，實質殖利率達到-1.00%(相較目前的水平低約300個基點)。重點是，我們認為十年期實際殖利率高於2.00%，是具有價值的，因為於經濟增長出現最壞結果的情況下，這些債券有望顯著上升。

為何要看美國公債實質殖利率，而非名目殖利率？關於這些關稅會對通膨產生什麼影響，存在很大爭議。我們傾向於認為，關稅引發經濟增長萎縮，商品價格下跌，消費意願下降，會帶來通膨放緩的力量，有助於抵銷加徵關稅抬高商品價格的影響。但展望未來12–18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會上升150–250個基點。這種經濟狀況後續會帶來許多通膨相關噪音，很可能會對美國公債名目殖利率產生廣泛影響，特別是考慮到外國人面對關稅而出售美國公債的前景。

關於美國存續期間的最後一點：展望未來數季，我們認為殖利率曲線更有可能進一步趨陡。展望未來數週，投資者會重新配置，造成混亂，亦會帶來噪音；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，外國買家亦很可能會減少投資。倘若聯準會更大幅降息，我們預計「債券守護者」主題將於長期債券市場重現。

於全球方面，我們認為關稅的發展有利於在澳洲、英國、德國及加拿大等市場(而非美國)承擔一些存續期間風險，因為這些國家的情況應該更為明朗。這些債券市場不會像美國一樣，面對關稅引發的通膨壓力，而是有望受惠於全球商品價格下跌；當然也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某些亞洲為主的經濟體系(例如澳洲)更是如此。

於信貸方面，於不明朗環境下，透過持有投資級信貸獲取收益似乎是不錯的選擇。於美國及歐洲的指數層面，利差自2月中旬以來均擴大30–40個基點，達到110–120個基點。倘若關稅問題演變成類似於2011年及2015年最壞時候的局面(當時，政治問題及基本面均帶來很大壓力，特別是2015年工業及商品生產商)，這意味著利差會進一步擴大100–125個基點。我們認為這是適當悲觀的最壞情景，在此情況下，我們相信針對利率風險做避險會起作用，特別是透過實質利率，存續期間有充足的上升空間，可吸收這種利差擴大。

於非投資等級市場方面，值得一提的是，於全球金融危機之後的重大賣壓期間(2011年、2015年、2020年及2022年)，整體殖利率面臨的壓力於其接近10%的區間開始自行減退(除2020年3月份的5-6天外；見下文圖二)。儘管倘若如上文所述出現與2011年及2015年相似的結果，利差仍有擴大的空間，但就4/7收盤時8.6%的殖利率而言，利差的損益平衡(即當前殖利率就未來利差擴大提供的報酬緩衝)已相當具吸引力。相關價值進一步受非投資等級市場當前的基本結構推動，即存續期間較短、評等較高且汽車、零售及化學等週期性產業所佔比重較低。考慮到指數以往在9.5-10%的殖利率水平上往往相對短暫且交易量相當低，因此很難決定投資時機並執行交易，我們傾向於此時買進，同時保留部份現金，以便利用市場出現更加的機會。

圖二：美國非投資等級債券最差殖利率



資料來源：彭博。截至2025年4月7日。

於貨幣方面，自2020年以來，美元整體走勢與美國實質利率之間保持著極為緊密的聯繫，聯準會預期成為外匯走向的主導因素。鑑於上述對實質殖利率非對稱吸引力的看法，你可能認為我們會看空美元。如果再考慮到世界其他國家有可能「團結一致」，簽訂排除美國在外的貿易協定，似乎更是如此。然而，我們對外匯走向持懷疑態度。

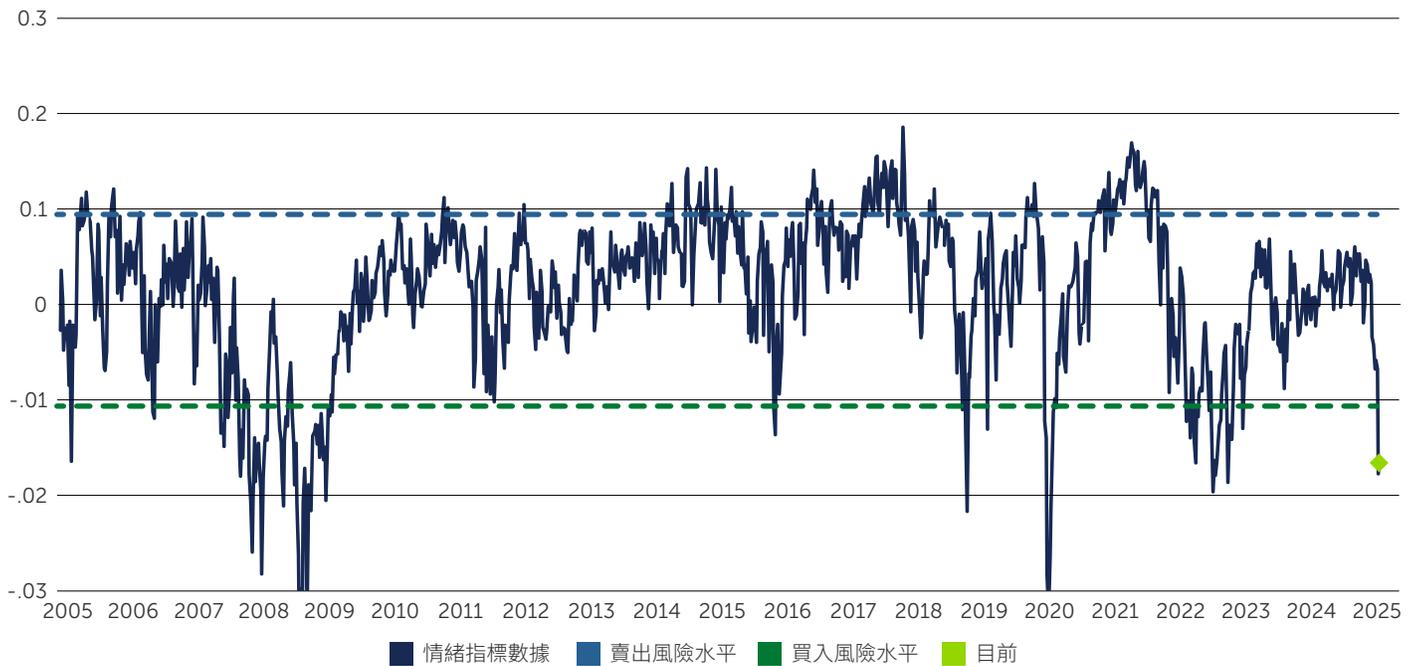
儘管美國的淨國際投資頭寸達-26兆美元，但世界上許多國家仍因貿易需求或債務管理需要而「做空美元」。倘若美國進口大幅放緩，世界其他地區將失去一個主要的美元供應來源，從而與美元走弱的觀點背道而馳。



我們亦會想起美國前財長桑默斯(Larry Summers)的論述，其中詳細說明了長遠而言，歐元、日圓和人民幣並非美元的理想替代品。儘管黃金表現出色，而且應可於實質利率下降的環境中表現良好，但短期之內，對於有現金需要並希望於市場受壓情況下作出重新布局的投資者而言，黃金可能會成為其現金來源。簡言之，我們認為目前的外匯市場過於紛雜，難以可靠地進行避險，因此於市場更為明朗以前，我們更傾向於持有現金。

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和猛烈程度預示未來可能還有更多波動，但我們要注意的是，最大的反彈出現在熊市中，4/7上午「假新聞」頭條消息導致納斯達克期貨於日內出現11.4%的驚人逆轉就說明了這一點。我們的分析團隊曾強調，專有的情緒指標已經進入「買入風險」區域，自2005年以來，該指標對未來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一個背景：考慮到股票的長期現金流量結構，任何一年的盈餘對未來現金流量公平價值的貢獻都不會超過5%-6%(視乎增長情況而定)。影響更大的是長期增長率，未來增長率每下降1%，股票價值就會下跌11%-14%。標準普爾500指數已從2月的高點下跌18%，市場預期盈餘增長會於未來多年保持1.25%-1.75%的跌幅。儘管今年的增長率無疑有可能按此預期下降，但我們認為預計增長率會長期保持如此大幅的下降似乎過於誇張。

結論

現在說「結論」還為時過早，其實更像是「未完待續」。我們將繼續物色在各種潛在結果下均能表現出色的投資機會，或者即使於最差情景下、亦有相當大安全邊際的投資機會。

但是，如果要簡短地評論一下，可以說，本世紀美國已經變得過度依賴刺激政策，而對內部衰退和「創造性破壞」過於敏感。現在看來，4/2發生的事件很難讓人覺得有什麼創意，但即使短期內經濟陣痛的呈現方式不夠優雅或值得稱讚，它也有望為未來幾年的持久增長軌跡奠定基礎，尤其是考慮到我們已經擺脫了2021年的過度影響。

目前，我們最擔心的是失業率反射性上升，以及更廣泛的消費者支出下降。我們將密切觀察這些就業動態，希望經濟不會在這些關稅政策之前被「合理化」。

霸菱為一家管理4,426億美元*資產的全球投資管理公司，與機構、保險和中介客戶合作，並透過靈活的融資解決方案支持領先企業。作為美國萬通(MassMutual)的子公司，利用其全球規模以及公開和私募固定收益、實體資產和資本解決方案方面的能力，力求提供超額報酬。

【霸菱投顧 獨立經營管理】

霸菱證券投資顧問股份有限公司 一百一十四年金管投顧新字第零零捌號

地址：台北市信義區信義路五段7號55樓A室(台北101大樓) 電話：0800-062-068

本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本基金無受存款保險、保險安定基金或其他相關保障機制之保障。基金投資可能產生的最大損失為全部本金，投資人需自負盈虧。如因基金投資產生紛爭，投資人可先向本公司提出申訴，投資人不接受本公司申訴處理結果或未在三十日內處理回覆時，投資人可在處理結果或期限屆滿之日六十日內再向「金融消費評議中心」申請評議。所提供之資料僅供參考，此所提供之資料、建議或預測乃基於或來自相信為可靠之消息來源。然而，本公司並不保證其準確及完整性。該等資料、建議或預測將根據市場情況而隨時更改。本公司不保證其預測將可實現，並不對任何人因使用任何此提供之資料、建議或預測所引起之損失而負責。本文提及之經濟走勢預測亦不代表相關基金之績效，基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知中，投資人可至境外基金資訊觀測站中查詢或向霸菱投顧索閱。基金配息不代表基金實際報酬，且過去配息不代表未來配息；基金淨值可能因市場因素而上下波動。本基金投資涉及投資於新興市場部份，因其波動性與風險程度可能較高，且其政治與經濟情勢穩定度可能低於已開發國家，也可能使資產價值受不同程度之影響。本基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。由於非投資等級債券之信用評等未達投資等級或未經信用評等，且對利率變動的敏感度甚高，故本基金可能會因利率上升、市場流動性下降，或債券發行機構違約不支付本金、利息或破產而蒙受虧損。本基金不適合無法承擔相關風險之投資人。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責本基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。投資人投資以非投資等級債券為訴求之基金不宜佔其投資組合過高之比重。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

*截至2025年3月31日

TW25-4419876 出刊日期：2025年4月17日