



市場衛星定位

多元化另類投資 2021年展望

DAVID ELMS


多元化另類投資總監 | 投資組合經理人

STEVE CAIN

投資組合經理人

ANEET CHACHRA (特許財務金融分析師)

投資組合經理人



2021年驚奇減少、 震盪難免

新冠疫情橫掃全球之下，為提振經濟、保障就業，傳統財政、貨幣政策遭非常措施取代，同時各國關係日趨敵對，開啟政經變數充斥之新紀元，因此2020年重要特徵便是規則正在改變。

本文由多元化另類投資總監David Elms與投資組合經理人Steve Cain、Aneet Chachra共同執筆，不僅討論2020年對投資市場之影響，亦探究2021年潛在風險(與機會)，並闡釋投資人為何應跳脫傳統投資工具框架，方能確實分散風險、減輕震盪。

重點摘要

- › 通往後疫時代路途崎嶇，隱含、實際波動率勢必居高不下，惟跡象顯示極端負面結果應可避免。
- › 各大央行主張更久更低的利率，但過度刺激之風險往事可鑑，不容小覷。
- › 近二十年債券成為追尋收益、分散風險之合理選擇，但可預見之未來內環境艱困，投資人或應開始考慮另類投資。

進入2020年之際市場形勢可謂大好：美國股市創新高，失業率位處歷史低點，隱含波動率亦接近谷底，而中國初傳疫情時影響甚微，市場對後續震撼毫無心理準備。

時間快轉九個月至美國大選登場，全球屏息關注，民調數據、得票預測地圖、各種結果判斷淹沒媒體，股票波動率指數VIX更攀上歷來選前最高峰，但市場對於意外已有預備，隨多州開票結果陷入膠著，現任總統川普急喊選舉舞弊；若是其他年份，此情此景勢必成為憲政危機，但2020年眾人卻對川普選舉訴訟與推文處之泰然。

然而，實際市場變化卻不可謂不劇烈——S&P 500®指數創下歷來美國選後一日最大漲幅，幾天後輝瑞疫苗報喜，價值股與成長股表現又出現史上最大落差，惟2020年市場已對驚奇免疫，除非外星人登陸地球，否則目前已少有能夠真正令各界恐慌之事。

當然，行事謹慎讓人更加「反脆弱(anti-fragile)」係好事一樁，例：家庭儲蓄率平均而言均見增加，投資槓桿下降，各國更能從容面對未來旅行限制或供應鏈中斷。

通往後疫時代路途崎嶇，隱含、實際波動率勢必居高不下，惟跡象顯示極端負面結果應可避免，如：美國大選雖造成政治僵局，但若市場再度重挫，國會可望迅速通過新紓困案，而多數國家疫情儘管急轉直下，2021年卻有多種疫苗將上市。

另一方面，過度警戒與焦慮雖導致反應過度、增添短期波動，但亦減少晴天霹靂式打擊發生可能性，就市場而言，投資人害怕再遭灼傷之下，2020年經驗將偶爾帶來短暫混亂與機會，2021年可能繼續震盪，但驚奇將減少(不過，所有2020年相關預測全數失準...)

通膨再起當如何？

身為投資經理人，基本工作係放遠目光、搜尋可能嚴重影響策略但資產價格未妥善反映之風險，而不論遠期、近期，已有一項重大風險虎視眈眈(但同是避險或承接風險之機會)，亦即「通膨」。

利率長期偏低之理由已是耳熟能詳，各大央行更宣示無論如何將壓低利率，但在此情況下亦不得不問：若利率當真上揚，且不僅是幾個基點、而是幾個百分點，又將如何？

圖1：原本良好環境化為2020年變數頻生



資料來源：Bloomberg (2019年11月1日至2020年11月13日數據)

但利率為何上揚？

回顧歷史或能得到線索：1941年利率跌至谷底，但那時並非二戰終點，而是美國遭捲入衝突，利率創低或可解釋為當時市場開始預期戰爭將落幕，即便前方仍有重大障礙、盟軍尚未得勝，但市場認為結果已定，戰後榮景則埋下1965至1982年「大通膨時代」種子(參見圖2)，美國利率於1980年3月觸及20%歷史高峰。

眼下假設新冠疫苗研發等同1941年：抗疫尚未成功，疫苗製造、運送、全球接種衍生之重大後勤挑戰仍待克服，但隨各式疫苗陸續開發，結果已不言而喻。

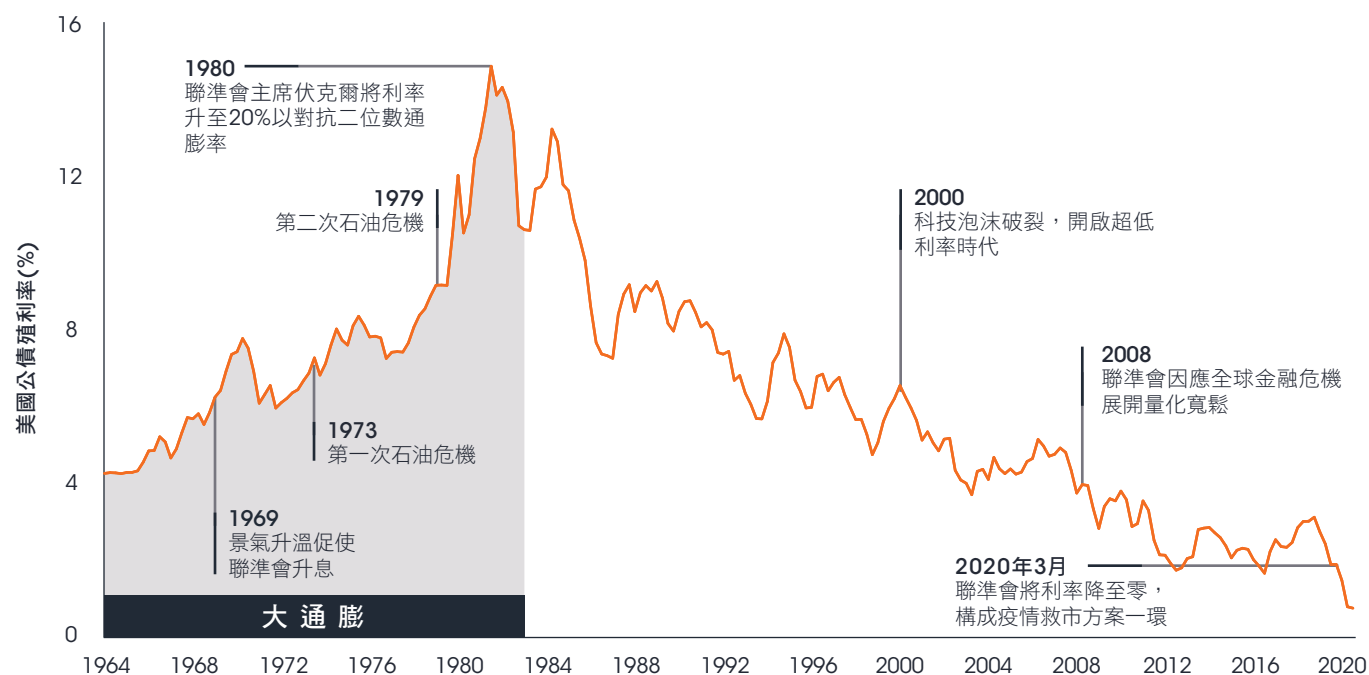
然而，2020年紓困規模巨大，幾無可能予以逆轉，各國為支應成本大力印鈔，財政放寬效果猶如戰爭，但若市場開始預告戰後榮景重現將如何？各地似1920年西班牙流感疫情結束時一般狂歡又將如何？鑑於振興過度之風險存在，或許屆時利率將難以壓制於當今低點(不論預測期間長短)，派對可能頃刻告終...

上述結果不排除發生，但利率波動似乎尚未予以反映，畢竟若市場無法看清前路，便無法適度反映風險的價格，故此時避險價格具吸引力，不妨乘機把握。

相關性風險如何應對？

近二十年來，債券不僅提供收益，股市走弱時亦屢創佳績；儘管全世界債券殖利率穩定走低、進而削弱收益，但此一副作用多半可被日益增加之避險效益抵銷，換言之，股債負相關乃珍貴特性，債券獲利可彌補股市走弱損失，以最近一次股市大跌(2020年2月19日至3月23日)為例：S&P 500指數暴跌34%，美國十年期公債卻上漲7%。

圖2：二戰後榮景為1965至1982年「大通膨」埋下種子



資料來源：Refinitiv Datastream、Janus Henderson Investors、Global Financial Data、Ind、Federal Reserve Board、Haver Analytics、Goldman Sachs Global Investment Research(1964年1月1日至2020年8月14日數據)。過去表現不保證未來成果。

註：伏克爾(Paul Volcker)係聯準會1979至1987年間主席。

可惜現今美債殖利率甚低，不僅收益減少，上檔空間亦受限，且由於利率再下探空間所剩無幾，分散風險效力隨之降低，日本、歐洲便是前車之鑑：前述股市大跌期間，日本、歐元區公債指數分別滑落1%左右與2%，所謂「無風險」債券票息淪為負數之外，近日市場風聲鶴唳時價值亦小幅減少。

整體而言，債券分散風險功能因殖利率低落受限，但利率上揚或相關性改變之風險卻上升，圖3便比較美國、日本、德國2014年1月至2020年10月股債滾動一年每日相關性，其中美國股債負相關程度最顯著，平均係數為-0.4，日本、德國則為-0.2；此外，由於美國利率原本遠遠較高，因此美國公債分散風險效果幾乎總是最好(藍線多半低於其他二者)。

日、德利率落至谷底之下，兩國公債潛在收益與分散風險功能便有限，而美國公債亦循相同路徑前進，差別僅是收益微薄卻仍維持正值，分散風險效益減弱。

一反避險意識濃淡牽動價格之常態，金融體系流動性需求、發行量、聯準會購債、目標日期／平衡型基金流向將顯著影響美國公債漲跌，而股債負相關程度降低之下，其做為避險工具之吸引力勢必減弱。

最後，股債走向相同之風險與日俱增，投資人可能同時蒙受損失，1990年代泰半時間便是如此，故2021年投資人不應單純仰賴債券保護力，理當考慮增加與股票不相關之資產及策略。

結論

過去一年總經、政治風險齊現，風險、無風險資產亦隨政府及央行貨幣政策起起伏伏。展望2021年，震盪勢不可免，上述各項威脅料將發揮影響力，因此投資人應慎重評估如何真正分散風險：對某些人而言，此舉代表構築一定之投資組合保障，以便緩和市場長期承壓之衝擊；另外，相較去年此時，市場或更能應付驚奇，但同樣地，預做準備之價值亦可望更受重視。

圖3：相關性是否將變？



資料來源：Bloomberg、Janus Henderson Investors (2014年1月1日至2020年10月30日數據)，星號代表平均相關係數。

作者簡介



DAVID ELMS

多元化另類投資總監 | 投資組合經理人

David Elms係駿利亨德森多元化另類投資總監暨投資組合經理人，負責增強型指數(enhanced index)、風險溢酬、對沖投資組合，金融業界資歷29年，2002年加入亨德森前，於Portfolio Partners任職八年，係該公司創始合夥人，原派駐墨爾本管理衍生性金融商品與增強型指數投資組合，英傑華(Aviva)收購Portfolio Partners後則調派倫敦、擔任企業策略職務。創業前Elms先生於墨爾本County NatWest Investment Management擔任副董事三年，負責股票、股票衍生性金融商品交易與計量研究。

Elms先生畢業自澳洲墨爾本大學，獲榮譽商學士學位。



STEVE CAIN

投資組合經理人

Steve Cain擁有33年金融業界資歷，2010年加入亨德森後便擔任投資組合經理人，此前乃Kurto-sis Capital Partners合夥人，2006至2009年則係JWM Partners波動率及宏觀投資組合經理人。Cain先生1987年展開職涯時從事投資銀行業，至2002年為止曾於多家全球性投資銀行管理貨幣、新興市場業務，同年轉戰Shumway Capital Partners，擔任常務董事、宏觀策略總監，2004至2006年間則成為Nylon Capital創始合夥人兼貨幣、宏觀投資組合經理人。

Cain先生畢業自牛津大學，獲哲學、政治、經濟榮譽學士學位。



ANEET CHACHRA (特許金融分析師)

投資組合經理人

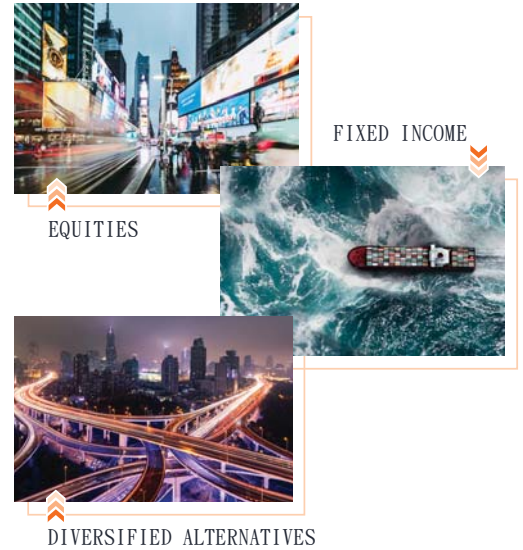
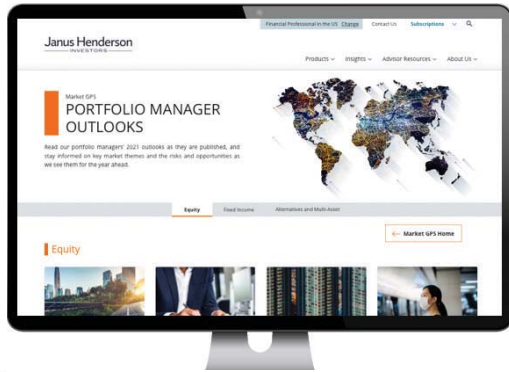
Aneet Chachra係駿利亨德森多元策略(Multi Strategy)及全球綜合風險溢酬(Global Diversified Risk Premia)策略投資組合經理人，金融業界資歷20年，其研究報告經常獲得金融刊物引用，2012年加入本公司前為花旗集團股票分析師，此前則係Outpost Investment Group策略師，負責提出交易構想、研究特定主題、發表投資評論，任職JWM Partners時亦參與開發計量交易策略、投資組合分析法。Chachra先生2000年於摩根士丹利展開職涯，負責利率衍生性金融商品、公司債系統開發。

Chachra先生畢業自加拿大滑鐵盧大學，取得工程應用科學學士、經濟文學士，並擁有特許金融分析師資格與投資管理證書(Investment Management Certificate)。

投資人2021年應聚焦何處？

《駿利亨德森市場衛星定位》提供摘要影片、深度資產類別分析與最新投資組合經理人觀點，為您確立方向。

《市場衛星定位：2021年投資展望》
完整內容請見
janushenderson.com。



Janus Henderson
INVESTORS

駿利亨德森證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理。地址：110台北市信義路五段7號台北101大樓45樓A-1室。電話：(02)8101-1001。107金管投顧新字第023號。

於台灣係經由金融監督管理委員會登記並監管的駿利證券亨德森投資顧問股份有限公司所發行。本文內容僅供資料參考，說明或討論用途。本文件除依據協議遵守適用的法律、規則及法令外，並不構成廣告、在任何司法管轄區為投資建議或證券買賣要約或建議，以及沒有意圖為任何投資策略、程序或產品的結果提供代表或保證。並非所有產品或服務均在所有司法管轄區內提供。投資涉及風險，過去績效並非未來績效之保證。駿利亨德森投資就本文件全部、部分或轉載資料違法分發予任何第三者概不負責，且不擔保使用該資料之結果。它並不表示或暗示現時或過去的結果代表未來盈利或預期。在擬備本文時，駿利亨德森投資合理地相信所有以公眾來源的資料為準確及完整。除非另有說明，所有數據資料均源自駿利亨德森投資。本文件未經書面許可，不得以任何形式轉載其全部或部分內容、或以參閱任何其他刊物方式為之。

任何非事實本質為作者的意見，意見僅就廣泛主題加以闡述，並非交易意圖之指示，且隨時因市場或經濟面的改變而有變動。這並不表示或暗示任何所提及的撰述/範例為目前或曾經持有的投資組合。預測是無法保證的，無法確保所提供的信息是完整及及時且亦不保證使用中所獲得的結果。

基金投資一定有風險，最大可能損失為投資金額之全部，本基金所涉匯率風險及其它風險詳參公開說明書或投資人須知。

本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。

投資人應諮詢您的銷售機構有關產品適合度之相關建議並協助您決定產品如何能夠符合自身之投資目標。投資決定乃屬於投資人所有且投資於本基金並非適合所有投資人，如有任何疑問，請與您的銷售機構聯絡。

駿利亨德森及Knowledge. Shared為Janus Henderson Group plc或其子公司之商標。©Janus Henderson Group plc。

JHITL1220(10)1221.TW.retail