

避風港資產和黃金

多資產
環球

失去一點光澤

- ◆ 逐險避險現象已回歸市場，交叉資產相關性也有所上升
- ◆ 儘管最近發達市場政府債券遭到拋售，但從根本上說，這些債券仍是強勁的避風港資產
- ◆ 但考慮到近期市場劇烈波動，黃金價格承壓，與其在全球金融危機期間的走勢類似

逐險避險現象回歸

逐險避險現象已經回歸。在這種環境下，資產往往會失去自身的特點，成為「逐險」或「避險」資產。「逐險」或「風險」資產往往在市場情緒偏暖時升值，包括股票、高收益信貸和澳元等資產。然而，「避險」或「避風港」資產在市場受壓時往往表現出眾，並為多資產投資組合提供下行保護。典型的避風港資產包括發達市場政府債券、日圓和黃金。

在2019年的大部分時間裡和2020年初，市場情緒偏暖，幾乎所有資產類別都大幅上漲，無論是風險資產還是避風港資產。在這種環境下**市場波動較小，交叉資產相關性較低**。然而，在過去的兩個月左右，一切都變了。

自1月底對新冠病毒的擔憂首次導致風險資產下跌以來，**逐險避險現象已回歸，避風港資產已迅速上漲**，在最近的市場動盪中不斷升值。避風港資產是與風險資產負相關程度最高的資產，儘管總體而言避風港資產再次表現出眾，但在市場流動性不佳的環境下，它們也可能被拋售。

避風港資產也不能倖免於難

最近一段時間，部分避風港資產和風險資產都面臨壓力。其中最值得注意的是發達市場政府債券，3月中旬，10年期美國國債和德國國債收益率出現了不同尋常的單日大幅上漲（見圖1和圖2）。事實上，一些過度波動實際上削弱了避風港資產與風險資產之間的負相關性，**這提出了一個問題，即發達市場政府債券是否會失去一些避風港特徵。我們認為情況並非如此。**

首先，在統計層面上，一兩個數據點通常不會改變資產類別之間的相關性模式。這是在如此動盪的時期才可能發生的事情。然而，**考慮到最近發達市場政府債券收益率劇烈波動，風險資產與避風港資產之間的相關性模式實際上被扭曲了。**

逐險避險現象回歸，交叉資產相關性也有所上升

避風港資產已迅速上漲

儘管美國國債收益率最近大幅上升，但我們認為發達市場政府債券仍是強勁的避風港資產

發達市場政府債券收益率大幅波動，扭曲了這種相關性

大規模的財政刺激導致債券收益率上升

投資者也在拋售美國國債以籌集現金

另一個原因是，主要新興市場和發達市場經濟體採取大規模的擴張性財政刺激。對財政刺激的預期，以及因此導致的債券供應增加，可能會在宣佈之日產生影響，但除最初的反應外，並不會改變對債券收益率的長期預測。

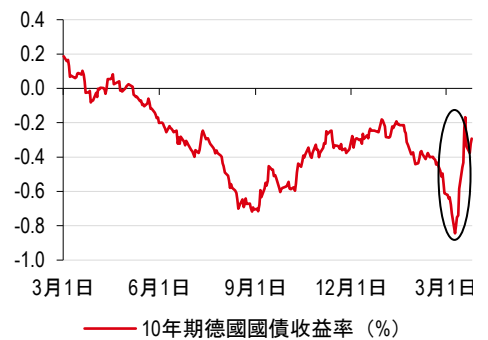
此外，由於投資者需要流動性，（中長期）美國國債的收益率也有所上升。簡而言之，過去幾周令人難以置信的套現熱潮並未止步於美國國債。儘管這說明了目前現金才是王道，但同樣重要的是，這些頭寸的平倉時間遠遠晚於黃金等其他避風港資產。我們發現，對持有美元資產的投資者而言，美國國債是最強勁的避風港資產，其次是日圓和黃金。

圖 1：2020 年 3 月中旬，10 年期美國國債收益率飆升……



資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

圖 2：……10 年期德國國債收益率也如此



資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

黃金承壓

投資者希望籌集現金以滿足保證金要求，黃金遭到拋售

考慮到在市場面對巨大壓力的這段時期，黃金是最先承壓的避風港資產，有必要思考為何黃金最先出現大跌（見圖 2）。我們認為，這也可能是因為股市大幅下跌，以及投資者需要平倉以滿足風險資產（如股票、高收益資產和新興市場資產）的保證金要求。當市場面臨十年一遇、甚至幾十年一遇的壓力時，作為對沖資產，黃金似乎無法提供與其他傳統避風港資產相同的保護。實際上，黃金的表現讓人想起它在全球金融危機期間的走勢，當時市場也面臨巨大壓力。

圖 3：黃金價格在 2020 年 3 月初大幅下跌



資料來源：Refinitiv Eikon、滙豐銀行

結論

我們認為，發達市場政府債券、日圓和黃金等傳統避風港資產，仍將是投資者在避險期間的可靠避風港。然而，考慮到市場動盪的嚴重程度和股市的大幅下跌（我們幾十年來從未見過類似情況），黃金暫時失去一點光澤。

披露附錄

- 1 本報告發布日期為 2020 年 3 月 30 日。
- 2 除非本報告顯示不同的日期及 / 或具體的時間，否則本報告中的所有市場資料截止於 2020 年 3 月 24 日。
- 3 滙豐設有識別及管理與研究業務相關的潛在利益衝突的制度。滙豐分析師及其他從事研究報告準備和發布工作的人員有獨立於投資銀行業務的匯報線。研究業務與投資銀行及做市商交易業務之間設有資訊隔離牆，以確保保密資訊和（或）價格敏感性資訊可以得到妥善處理。
- 4 您不可出於以下目的使用 / 引用本報告中的任何資料作為參考：（i）決定貸款協議、其它融資合同或金融工具項下的應付利息，或其它應付款項，（ii）決定購買、出售、交易或贖回金融工具的價格，或金融工具的價值，和 / 或（iii）測度金融工具的表現。
- 5 本報告為滙豐環球研究發布的英文報告的中文翻譯版本。香港上海滙豐銀行有限公司、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司和加拿大滙豐銀行已採取合理措施以確保譯文的準確性。如中英文版本的內容有差異，須以英文版本內容為準。

免責聲明

本報告由香港上海滙豐銀行有限公司（簡稱「HBAP」，註冊地址香港皇后大道中 1 號）編製。HBAP 在香港成立，隸屬於滙豐集團。

本報告由加拿大滙豐銀行、滙豐銀行（中國）有限公司、滙豐（台灣）商業銀行有限公司及 HBAP（合稱「發行方」）向其客戶分發。本報告僅供一般傳閱和資訊參考目的。本報告在編製時並未考慮任何特定客戶或用途，亦未考慮任何特定客戶的任何投資目標、財務狀況或個人情況或需求。HBAP 根據在編製時來自其認為可靠來源的公開信息編製本報告，但未獨立驗證此類資訊。本報告的內容如有變更恕不另行通知。對於因您使用或依賴本報告，而可能導致您產生或承受由此造成、導致或與其相關的任何損失、損害或任何形式的其他後果，HBAP 及發行方不承擔任何責任。對於本報告的準確性、及時性或完整性，HBAP 及發行方不作出任何擔保、聲明或保證。本報告並非投資建議或意見，亦不旨在銷售投資或服務或邀約購買或認購這些投資或服務。您不應使用或依賴本報告作出任何投資決定。HBAP 及發行方對於您的此類使用或依賴不承擔任何責任。若對本報告內容有任何問題，您應該諮詢您所在轄區的專業顧問。您不應為任何目的向任何個人或實體複製或進一步分發本報告的內容，無論是部分還是全部內容。本報告不得向任何分發違法的轄區分發。

© 版權香港上海滙豐銀行有限公司 2020，版權所有。

未經香港上海滙豐銀行有限公司的事先書面許可，不得對本報告任何部分進行複製、存儲於檢索系統，或以任何電子、機械、影印、記錄或其它形式或方式進行傳輸。
