

防資產價大跌 宜持長短債組合

國際
視野潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

過去一星期內，市場預警，各大央行將會發表更多偉大的見解。MSCI新興市場指數在8個交易日內跌了4%，投資者似乎有點被嚇怕。隨着美元轉強，其他貨幣的匯率亦變得較為波動。

儘管有些混亂，股市整體來說還算屬於平靜。因為業內人士都知道，金融市場的性質已經發生變化，正朝着有利他們的方向發展。

貨幣以往是經濟制度的中心，當增加貨幣供應時，它就會透過實體經濟，緩慢地移動到資產所在的邊緣。若貨幣供應太多，會造成牛市；若貨幣供應太少，則會造成熊市。

不過，現在卻是資產價格成為經濟制度的中心，貨幣則被轉移到外圍。每一個頭腦正常的人都知道，中央銀行的主要角色，是要供應足夠的貨幣，以防止資產價格下跌。因為如果可以做到這一點，然後只要有一些游資流入實體經濟，就可以帶來經濟增長。

若跟一個央行行長談話，最好是退休的，他們會承認，他們有一個「長期目標」，那就是防止資產價格在未來一周下跌。因為有那麼多債務與這些資產有掛

鉤關係，若後者的價格開始下跌，炒存展的人便全部都要追繳保證金，那將是非常糟糕。

央行「長期目標」只防資產一周跌價

大多數央行行長都會看過美國經濟學家歐文·費雪（Irving Fisher）（1867-1947）在1933年寫的偉大文獻《大蕭條時期的債務通縮理論》（The Debt Deflation Theory of Great Depressions），他們都不希望，類似的東西在他們的任內發生。

為了達到預期的效果，央行會買入大批政府債券，她們的想法是，如果債券的掛鉤利率下跌，那麼所有利率都會跟着下跌，包括用來評估長期資產的折現率，因此那些資產的價值就會上漲。

時至今日，大多數基金經理都具有5大核心理念，或者至少5種工作方式：

1. 央行是否可以永遠控制到資產價格，並不肯定；若抱有這種假設，可能會損失慘重。
2. 我是少數明白這一點的精明投資者。
3. 其他基金經理（尤其是指數基金經理）大多數愚蠢到認為，央行真的可以控制資產價格。
4. 儘管我很精明和知道更多，我必須繼續購買股票。
5. 因為我很精明，當需要離場時，我會比其他人更早看得，而且在任何情形下，我都有些很好的風險控制系統，後者將會介入，並阻止我承受太大的損

失。

細心的讀者可能已知道，源於《博弈論》（Game Theory）「囚徒困境」的複雜版本，即是只要沒有人打破規律，那套制度就會繼續運作。然而，若要安全逃離困境，就必須做第一個打破規律的人。

有些觀點以為，如果投資者不能夠第一個退市，那麼他也至少可以是第二個或第三個。然而，這個觀點是基於兩個並非穩如磐石的關鍵假設。

第一，遇到問題的基金經理具有敏銳的洞察力、眼光或者演算法，來找出退市的好時機，這套提早預警制度是有別於競爭對手使用者。我們看過，這個假設在1987年受到考驗，其結果並不理想，當大家都在同一時間拋售，根本就沒有人能夠賣出。

第二，市場將繼續維持開放，以及可以進行交易。我記得在1987年10月，香港的股市只不過停市4日，但當它重開時，股價已經不一樣。

美長債點心債組合 今年跑贏標普500

簡而言之，繼續維持入市的人可能有其道理。但我們亦已經到了一個階段，需要在投資組合中納入一套保護機制，以防止目前的市況演變成凌亂的結局。若單純一套股價變動之後才作出反應的保護機制，那是不足夠的。

在建立納西姆·尼古拉斯·塔勒布（Nassim Nicholas Taleb）（《黑天鵝》一書的作者）稱之為

保守組合今年持續跑贏美股



註：以2013年12月底為100
資料來源：Gavekal Data、Macrobond

「反脆弱」的投資組合時，我的簡單建議是，要保留長期的美國國庫券和短期的點心債券。若還希望在投資組合中保留股票，那就應該堅持選擇美國和亞洲的股票。

要留意的是，長期美國國庫券和短期點心債券各佔50%的投資組合的表現，今年一直都跑贏美國的標準普爾500指數，而且其波動性還要低得多。當一個防守這麼強的投資組合的表現跑贏全球表現最好的股市時，那通常都不是什麼好消息。