



当均衡投资组合基础有变，
应如何应对？



意见领袖 | 保德信全球投资管理 (PGIM)

作者：保德信全球投资管理 (PGIM) 机构咨询与解决方案部门董事总经理 Noah Weisberger

在大部分投资者的记忆中，债券一直是多元投资组合的重要组成部分，能够有效对冲较高风险资产：当股票回报下跌时，债券回报则上升，反之亦然。但假如股票和债券像踏入 21 世纪前的三十多年一样同涨同跌，情况又会如何？

在这种情况下，不论传统的 60/40 投资组合，还是更复杂的风险平价策略，都需要有所改变，因为债券不再对股价波动起到缓冲作用。在其他条件不变的情况下，投资者将面临艰难的抉择：到底要以更高的风险追求同等水平的投资组合回报，还是宁可牺牲部分回报而减持高风险资产？

我们距离股债相关性的临界点是否越来越近？过去 12 个月，两者的相关性朝正向迈进，这种相关性的转变迫在眉睫。但仍需注意的是，12 个月是一段相对较短的时间，而且股债相关性每年都可能会出现变动。尽管如今的经济形势与上世纪六、七十年代大相径庭，当时的股票和债券持续呈正相关关系，但我们不应因当前的低利率和通胀而产生错误的安全感。随着赤字上升，美联储不断变化的目标、政策协调激励措施的加强，以及货币和财政政策的演变可能会导致股票和债券出现正向相关性。

投资者该留意哪些因素？通过仔细研究过去 70 年货币政策和财政政

策，我们发现股票债券的正相关性主要取决于政策及其对利率波动的影响、股票债券风险溢价的联动变化，以及经济增长率和利率的联动变化。



历史告诉我们，投资者应留意以下三种可能出现的股债相关情景：

经济过热，美联储保持政策宽松

多大程度的刺激措施算得上过度？目前的激烈讨论引发人们猜测，即使通胀攀升，美联储仍可能继续维持低利率政策。

似乎难以想象美联储愿意破坏在抗击通胀方面来之不易的信誉。但由于美联储目前的首要目标是刺激经济增长，而非应对经济增长带来的相关影响，如美联储实施更灵活宽松的政策，可能会导致利率更为波动、股票和债券的风险溢价上升，促使经济增长与利率之间出现负相关性。而这些都是 1965-2000 年间股票与债券呈正相关性的典型特性：在那时，三个月

收益率的波动性比现在高两至三倍，股票和债券的风险溢价同步攀升，经济增长和利率出现负相关性。

美联储与财政政策协同

美国的财政政策和货币政策通常是独立的，但鉴于利率仍处于数十年来的低位，美联储暗示未来数年无意加息，而政府债务占 GDP 的比重不断上升，以上因素均表明财政政策与货币政策互相配合的重要性。

在此情况下，财政扩张（或旨在刺激短期经济增长）会推高利率，导致私人投资减少，限制资本存量以及经济长期增长。随着财政负担增加以及对财政政策适应性的考虑，将有更多契机促使美联储作出协同调整。

很难想象美联储对抗通胀的可信度正在持续降低，同样难以置信的是美国财政及货币政策的独立性也在下滑。回顾 1965 至 2000 年的情况，我们却发现迹象显示，可持续性较低的财政政策和更自由的货币政策，支持了股票和债券的正相关性。展望未来，鉴于规模空前庞大的财政刺激措施以及美联储于 2023 年底前维持低利率的承诺，当前更有可能加强财政和货币政策的协同性。这将对经济复苏及机会组合构建产生深远影响。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33452

