

## 《商報》專欄

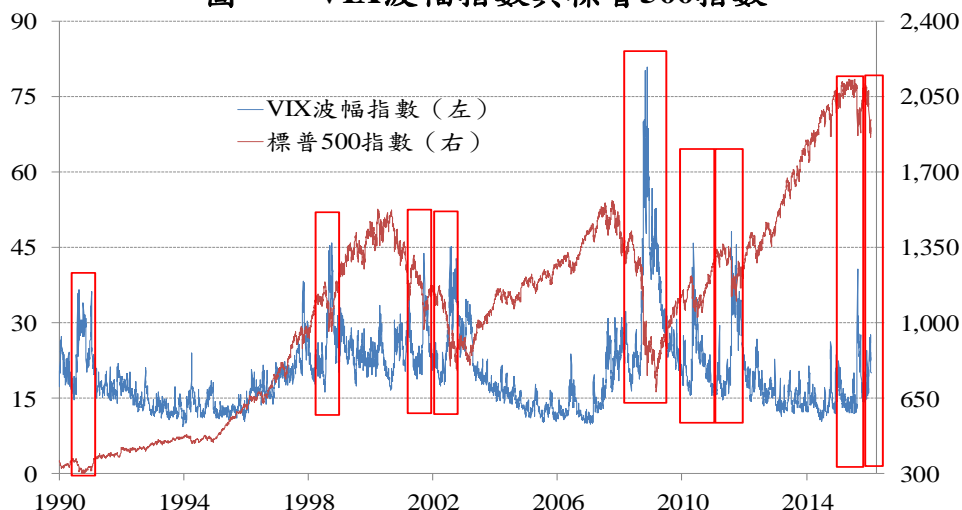
### 歷史看三大避險資產表現

經歷1月大跌市，不少朋友有問在下有什麼資產既可避險，又有錢賺？高息股可以嗎？傳統上大家都視之為能避險的公用股，他們夠高息吧？但金融海嘯時，恒指公用類分類指數大跌近四成，避險嗎？可笑吧。

股票向來是風險資產，公用股只是風險較低一群。傳統上，能避險的有黃金、美債與日圓等，當中以黃金較受歡迎。2010年歐債危機金價升，美債危機金亦升，到近月炒新興及商品大跌令金價由低位大幅抽升，可見其避險能力確實不俗。由於估計今年或比往年出現更多風險事件，在新興市場危機未解下，就算2、3月大市或可彈，年內應仍以避險居多。故此除了黃金外，大家亦要認清不同資產的避險能力從而作出合適的配置。

至於如何看避險，筆者以波幅指數（VIX）為主。由於VIX波幅大，而且每個升浪亦不一定代表市場恐慌，故配以標普五百指數累跌超過10%的一浪計算VIX由低點升至高位間，黃金、日圓與美債三大避險資產的表現。圖一見到，1990年至今曾出現過九次上述情況。然後一比之下，三大避險資產的表現高下立見。

圖一：VIX波幅指數與標普500指數



表中見到，在這九次大跌市中，黃金、日圓及美國十年債普遍錄得頗佳表現。以金價及日圓為例，前者跌市間平均升約2%，後者則升近8%。但明顯地，日圓表現較黃金突出，而且比較穩定，例如金價只在1990及2011年有較突出表現外，其餘時期都頗為平凡，比起日圓在九個時期中都錄得穩定表現大相徑庭，尤其在最恐慌的兩段時期（2008及2015年，VIX指數達最高的兩點），金價分別跌一成八及半成，完全與避險

兩字扯不上關係；相反，除了日圓一貫具避險作用外，美國十年期債亦分別下跌 0.4 厘及 0.3 厘，而瑞信十年期國債總指數表現亦優異，且兩者在其餘時期表現亦良好，似乎日圓與美國十年債的避險能力勝黃金一籌。

表一：股市下期間避險資產表現（%）

	金價	日圓	瑞信美國 十年期國債總回報指數	美國 十年期國債	香港三個月存 款息(平均)
21/6/1990-23/8/1990	18	5.6	-1.6	上升 0.5	
17/7/1998-10/8/1998	-3.0	17.3	1.2	下跌 0.1	9.0
2/7/2001-21/9/2001	8.0	6.6	5.8	下跌 0.7	3.4
28/3/2002-24/7/2002	2.7	14.1	10.1	下跌 1.6	1.8
16/5/2008-24/10/2008	-18.2	10.3	3.1	下跌 0.4	2.5
12/4/2010-21/5/2010	1.2	3.7	4.4	下跌 0.8	0.1
20/4/2011-8/8/2011	14.5	6.2	8.5	下跌 1.3	0.2
19/5/2015-25/8/2015	-5.9	0.6	1.3	下跌 0.3	0.3
9/11/2015-20/1/2016	1.5	5.7	2.8	下跌 0.4	0.4
平均	2.0	8.1	4.0	-	2.2

金價固然已由 2011 年高位調整甚多，筆者亦認為金價已達長期買入良機，主因今年耶倫能否持續加息已成疑問，對於近年已受到美國收水影響摧殘的金價而言是一大好消息。

留意今篇文章主要集中討論避險功能，似乎黃金吸引力稍遜於日圓及美債。另外，除了大市波幅可影響避險情緒外，經濟環境亦會影響資金流動，尤其是衰退期間。根據全國經濟研究所（NBER）定義的衰退期再計一次（見表二），由 1990 年至今共有三次衰退期，在這三期中，日圓平均錄得 7.8% 升幅，表現仍然勝過黃金。而且，黃金雖錄得 6.7% 的平均升幅，但大多都被 2008 至 2009 年的衰退期大幅拉高。此外，美債的表現亦十分穩定。由此可見黃金或真可避險，但相對不太可靠。

表二：經濟衰退期間避險資產表現（%）

	金價	日圓	瑞信美國 十年期國債總回報指數	美國 十年期國債	香港三個月存 款息(平均)
7/1990-3/1991	-1.6	12.4	8.6	下跌 0.4	-
3/2001-11/2001	5.3	-3.8	9.6	下跌 0.2	3.5
12/2007-6/2009	18.1	14.8	13.3	下跌 0.4	1.9
平均	6.7	7.8	10.5	-	2.7

大市不振，避險資產定可發揮其作用。不過，筆者都奉勸一句，資產價格有升有跌，就算黃金及日圓等亦如是。要真正避險，有什麼會好得過持現金？若大家想買黃金或日圓等避險，其實你自己亦正承受著價格波動風險。避險兩字，就看你怎樣演繹。

劉振業  
環球金融市場部