

2017 年第 3 季度

对冲与否？这是个问题

面对全球政治和经济领域一波未平一波又起的新闻事件，第三季度再次延续近期市场波动低迷的趋势。川普执政之下，其内阁委员会层面继续发生剧烈变化，弗吉尼亚州夏洛茨维尔地区的抗议活动浮现出日益严峻的内乱迹象。更有一系列自然灾害突袭北美，其中包括发生在艾伯塔省和加利福尼亚州的野火、墨西哥的地震、加勒比海地区以及佛罗里达海岸的飓风。最令人震惊的则莫过于朝鲜在军事方面依然咄咄逼人的言行。

在所有这一切起起伏伏之中，股市始终表现出引人注目的良好弹性。发达市场上的大型企业仍保持着强劲的收入和盈利增长，甚至还出现了一定程度的加速。与经济走势息息相关的大宗商品价格逐步上调，西德克萨斯原油的涨幅达到 12%，铜价也上涨了 9%。事实上，国内经济局面的好转已促使加拿大央行（BOC）提高基准利率，英国央行目前也打算采取类似举措。

股市

第三季度，所有主要发达地区的大盘指数回报率（以当地货币计算）均稳中有升。得益于能源、材料和金融行业的走强，多伦多证交所的综合价格指数较之于前一季度成功地扭亏为盈，实现 3.7% 的总体回报率。美国股市显然未受国际和国内紧张政治局势的影响，在八年反弹基础上进一步乘胜追击，标准普尔 500 指数的总回报率以美元计算又涨 4.5%。欧洲和亚洲市场也继续强劲上涨，第三季度摩根斯坦利国际资本指数在欧洲、澳洲和远东地区的总回报率（MSCI EAFE）以美元计算高达 5.4%，从而实现了年初至今累计 20.3% 的出色回报。

然而，对于加拿大投资者而言，海外投资的回报因加元显著升值而遭侵蚀。加元兑美元 4.0% 的升值令当季标普 500 指数的总回报率实际下调至仅为 0.5%，MSCI EAFE 的总回报率也只有 1.4%。

固定收益市场

加拿大央行在第三季度所推出的措施令国内固定收益投资市场受到打击。继 7 月 12 日将隔夜政策利率上调 0.25 个百分点后，央行又于 9 月 6 日再次升息 0.25%。虽然目前市场对隔夜贷款利率从 0.50% 升至 1.00% 持怀疑态度，最近数据表明，央行主张加拿大经济可以承受较高利率的论点是正确的。

目前，债券收益率曲线在本季度变得平坦，短期债券在收益率上增幅较大，而同类较长期债券则在价格上走高。基准 2 年期加拿大债券收益率从 6 月 30 日的 1.10% 攀高至 9 月 30 日的 1.52%，基准 5 年期债券的收益率则从期初的 1.39% 升至 1.75%。截止于第三季度末，10 年期国债收益率已从 1.76% 上涨至 2.10%。

美联储已开始启动缩减其资产负债表的计划，这将是一个稳步推进的缓慢过程，旨在避免美国经济出现停滞不前的局面。他们还将继续致力于利率正常化工作，在一旦数据表明经济状况可以支撑以往“正常”利率之际，便调高利率。

2017 年第 3 季度

评论

任何一位在今夏持有外币资产的加拿大投资者都看到了由央行主导的加币大幅升值对其投资组合收益所产生的影响。第三季度标普 500 指数的总回报以美元计算达到 4.5%，若折算成加币，便骤减为只有 0.5%。

所以，即便标普 500 指数自 6 月底以来的表现一直优于多伦多证交所 3.7% 的回报率（各以本国货币计算），加拿大投资者还是仅投资于国内市场反而能享受到更为丰厚的收益。

由此产生两个问题。

首先，由于货币走势及其潜在的不利影响，对加拿大人来说是否还值得持有以其他币种进行的投资？

其次，如果确实持有以外币进行的投资，是否需要采取完全的货币对冲策略，以规避本国货币不断升值所导致的负面影响？

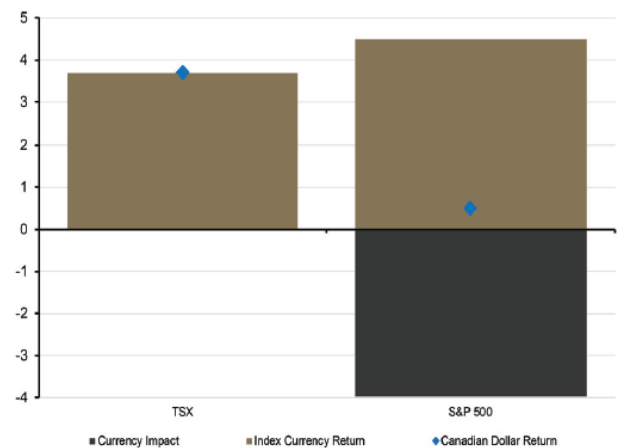
关于第一个问题，在加拿大境外投资绝对值得。投资多元化不仅指跨资产类别（股票和债券）和跨行业（股市上的各个行业；政府和公司债券），也意味着地域上的多元化。

加拿大的股票市场仅占全球股市市值的 3%，且主要集中于三个行业——金融、能源和原材料，占多伦多证交所一半的交易量。扩大投资至其他市场，有助于更好地平衡风险，也是对本土投资的一大补充。

至于第二个问题，虽然最近的一些经验显示出未采用对冲策略的头寸在短期内受困，但对于投资者来说，更需铭记的是货币可能会在短期内波动，但从长远看来相当稳定这一事实。

总回报，第 3 季度

(百分比)



来源：彭博社、Guardian Capital

2017 年第 3 季度

回顾过去 25 年，绝对不存在货币因素对投资整体表现所产生的影响。假设您作为一名加拿大投资者，在美国股市上进行了投资，您的投资组合的总收益一定优于仅持有加拿大股票所产生的回报，即便将这些收益重新折算成加元也不例外。

与此同时，还有必要认识到货币对冲策略并非零成本。您不可避免地要为消除货币波动所采用的保护手段支付额外费用，而这会蚕食您的投资收益。

我们也不能忘记，有效的对冲要求投资者作出两个正确决定——何时开始对冲、以及何时结束对冲。这样的决策可谓非常棘手的挑战。

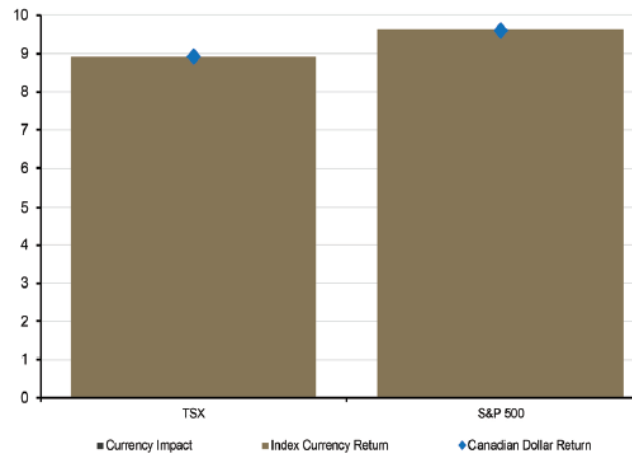
最后一点值得考虑的是，加拿大投资者倘若持有美股，不仅可以享受到投资组合多元化所带来的收益，不作对冲实际上还具有削弱美元投资回报整体波动性的效果。因为汇率本身并非与美国股市完全关联，因此能发挥从整体上抑制总回报波动性的作用。

综上所述，过去 25 年来，承担一定货币风险的投资者应该在经受较小波动性的同时，也在业绩上有所斩获。

换言之，随着时间的推移，不作对冲能实现更好的风险调整后收益，这正是投资的终极目标。

过去 25 年来的总回报

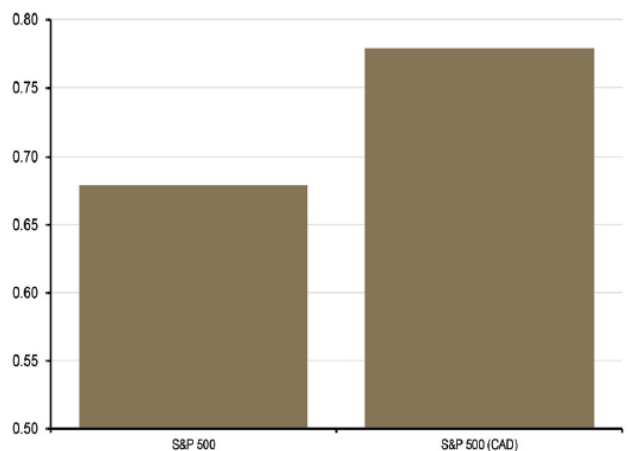
(年化百分比)



来源：彭博社、Guardian Capital

风险调整后收益，过去 25 年

(比率)



来源：彭博社、Guardian Capital

本文件所含金融市场信息和评论在特定时间给出。这些信息和评论随时可能变化，恕不另行通知或更新。本评论也可能包含关于预期结果、状况和未来事件预测的前瞻性陈述。前瞻性陈述有假设条件，因此有内在风险和不确定性。预测和其他前瞻性陈述有很大的可能性最终证明并不准确。投资有风险。股市动荡，并会随经济、政治、监管和其他方面的发展而涨跌。小企业和新兴市场企业的风险和潜在回报通常都更大。债券市场和固定收益证券对利率变动敏感。固定收益证券也涉及通胀、信用和违约风险。多样化投资策略可能无法抵御市场风险，从而造成本金损失。本评论仅供教育目的而提供。评论不作为投资建议提供，不说明单独的投资目标、风险容忍度、金融状况或任何特定证券或资产类别的任何交易时机。本文件所含特定信息来自我们认为可靠的外部方，但我们不保证其准确性。Guardian Capital Advisors LP 为私人客户提供投资服务，是多伦多证交所上市公司 Guardian Capital Group Limited 的全资子公司。