



2022年四月

想他人之所不想 得他人之所不得

季度投资展望

市场在3月份剧烈起伏，俄乌冲突升级的消息一出，市场便遭抛售，转眼又因和平谈判的消息而止跌回升。

在很大程度上，中国和俄罗斯被新闻媒体打上“不可投资”的标签促使弱势投资者纷纷抛售股票，这导致了股市的波动。同时，债券给投资者带来了一系列不同的挑战，虽然它已经遭遇了和股票同样的跌幅，但在利率将会上升的情况下，债券价格有可能进一步下跌。与此相反的是，由于需求高企、供应紧张，大宗商品的价格实现上涨。

在充斥着不确定性和波动性的环境中，市场参与者还关注到美国2/10年期收益率曲线倒挂——这可谓是一个“臭名昭著”的经济衰退的预警指标。然而，投资者应该知道的是，它只是众多经济衰退指标其中之一。从历史上看，在美债收益率曲线倒挂后，股市仍能提供正回报。因此，投资者不必过分担忧甚至恐慌收益率曲线的倒挂。

市场波动很大程度上是由市场的不确定性所驱动的。在中国，恒生国企指数在上个月经历了自2008年11月以来的最大单日跌幅，下跌的背后是投资者的一系列担忧，比如中概股退市、资本撤出中国以及疫情导致的新一轮封锁等等。在这样的环境下，真正有价值的多元化策略才能更好地服务于投资者。

同样的，投资者对亚洲高收益市场仍存在担忧，对其作为一项投资是否稳健提出了迫切的疑问。我们仍积极并坚定地认为亚洲高收益市场是一个能提供极佳风险回报比的投资机会，作为投资者应该认识到，要真正将他人用在身后，就必须与自己的风险厌恶情绪作斗争。

市场回顾

三月初的市场和二月末一样；充斥着紧张与不安。俄乌冲突升级的消息一出，市场便遭抛售，转眼又因和平谈判的消息而止跌回升。

在俄罗斯和中国的持续新闻报道中，“不可投资”成为一个新的流行词。俄罗斯因地缘政治风险，被归类为“不可投资”国家，而中国也被卷入其中。

China tech rout: Hong Kong market sinks after JPMorgan calls sector ‘uninvestable’ as global funds shun macro, geopolitical risks

Published: 10:23am, 15 Mar, 2022

我们被类似的新闻重重包围，在此时抛售投资似乎合情合理，很多人也的确这么做了。

15 March 2022

Relentless Selling in China Stocks Evokes Memories of 2008 Crash

- Alibaba, JD.com's ADRs tumble again in premarket trading
- JPMorgan calls some Chinese internet names "uninvestable"

Bloomberg

回看3月15日多数人最终决定放弃并抛售，市场释放出触底信号。在接下来的两周内，一直不被看好的中国科技巨头阿里巴巴持续上涨了65%。

16 March 2022

Hong Kong's Hang Seng extends surge, rising 9% as Tencent, Alibaba jump more than 20%

CNBC

亚洲股市在3月中旬的最大跌幅达到了10.6%，但到月底基本上收复了失地。这种V型模式也反映在全球市场上。想象一下，如果投资者在3月15日抛售了中国科技公司的股份会怎样？这是一次深刻的教训，我们不应该根据头条新闻或自身情绪做出投资决定。有些投资者没有去关注月内的波动，也许反而是件好事。

如果说股市剧烈动荡，那么债券市场的情况更加糟糕。我们认为，传统的多元化资产配置策略正面临数十年来未见的挑战。全球债券投资者未来的回报微乎其微，

并且不得不对利率上升导致的价格下跌。虽然我们无法预测这将在何时发生，但现实中已经逐步显现。统计数据发人深省：8个月连续下跌，过去15个月中只有3个月有正收益。谁能想到今年全球债券的跌幅与股票一样多？

对许多普通投资者来说，他们没有更好的选择。但懂投资的人将有其他方法来应对这些挑战。为了实现真正的多元化，我们的一些投资组合配置了另类投资。这会对投资者产生什么影响？

- 因为我们的另类投资策略不仅仅依赖于市场上涨来获利，而是能够从全球债券的下跌中受益。
- 今年全球股市和债券双双下跌，而大宗商品的价格一直在上涨。我们的另类投资策略通过对大宗商品市场中的积极配置，实现了年初至今的收益，这为我们投资组合中的股票和债券部分提供了必要的多元化战略意义。

积极配置大宗商品是至关重要的，而不是简单的静态投资。大宗商品价格具有很强的周期性。在经济周期的当前阶段，当需求高而供应紧张时，商品价格预计将处于高位；但当需求减弱、生产商增加供应时，预计价格将大幅下跌。若是被动地将其作为一种另类资产类别进行静态投资，其实并不能有效创造另类回报来源。对我们来说，这只是一种“伪多元化”罢了。

来源：彭博社。全球股票:MSCI ACWI，全球债券:彭博全球综合指数
[*Investopedia.com 'What is Diversification?'](https://www.investopedia.com/what-is-diversification/)

定位经济增长

美国 2/10 年债券收益率曲线在 3 月份倒挂，引发了众多关于经济衰退指标的探讨。我们不会在这里做细节的技术探讨（网络上有很多不错的阐释），但我们希望在此重述对于投资者来说的一些关键点：

1. **收益率曲线倒挂，而此时择机卖出，多数情况下不会有好的回报，因此投资者不必过度担心。**自 1978 年以来，在收益率曲线倒挂后卖出的投资者一年后将错过 11% 的平均收益，如下表所示：

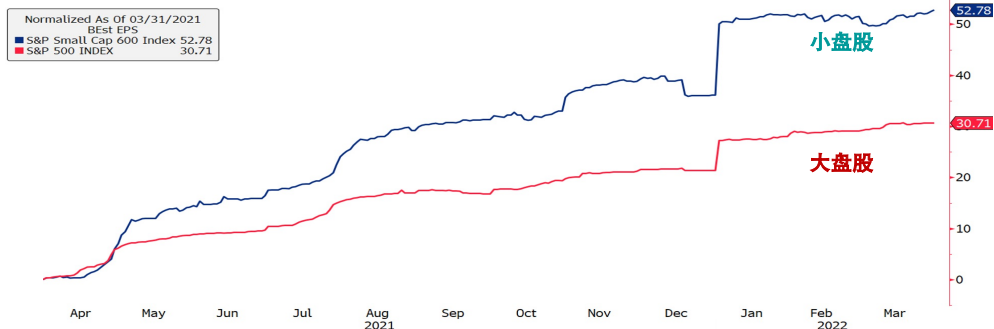
2/10年收益率曲线倒挂之后的股市表现

出现收益率曲线倒挂的日期	1个月后	3个月后	6个月后	12个月后
1978年8月	-2%	-11%	-6%	3%
1980年9月	5	3	7	-4
1988年12月	3	7	17	27
1998年5月	4	-1	6	17
2000年2月	0	0	2	-3
2005年12月	2	4	-1	14
2019年8月	4	9	4	21
平均	2	2	4	11

资料来源：Truist 咨询服务公司对标普500指数的研究

2. **这只是众多经济衰退的预警指标之一。**单看任一项指标，都容易对思维产生干扰，最终因此产生的投资决策就不会可靠。事情也可能会变得令人困惑——例如，由于采用了收益率曲线的不同部分时，纽约联储认为一年内经济衰退的可能性低于 6%。

小盘股，高营收



这就是为什么我们需要更广泛地运用FVT投研流程（基本面、估值、技术分析），以引导我们定位在具有更高收益概率的领域。

鉴于市场波动性和不确定性增加，我们继续投资于风险回报比具有吸引力的领域，例如美国小盘股。乍一想，面对当前的市场风险，投资小盘股似乎并不理想，这可能是由于其营收似乎不如大盘股公司有韧性。有趣的是，数据告诉我们一个不同的故事（请参考页末的“小盘股，高营收”图）：

面对更具挑战性的环境，小盘股不仅实现了持续的营收增长，而且增长速度比大盘股更快。此外，小盘股的相对估值处于二十年来的最低水平，因此提供了有效的安全边际。

同样，从估值的角度来看，新兴市场和中國 A 股的长期前景仍然更为乐观。尽管由于目前中国内部的疫情导致了重重限制，让近期市场前景不太乐观，但中国的政策和经济周期预计将在未来几个季度转向利好——中国政府最近声明要加强对经济和市场的支持力度，以强化信心。

对于欧洲股票在投资组合中的定位，我们目前维持中性配置。尽管由于欧洲对俄罗斯在能源方面的依赖，近期可能存在市场风险；然而目前投资者的恐慌情绪已被冲淡，并得到合理估值的支持，欧洲股票表现出了更大的回弹潜力。



VUCA阶段的稳定性

VUCA用于描述具有**波动性、不确定性、复杂性和模糊性**的环境

“不确定性是唯一确定的事”，在投资方面尤其是如此。

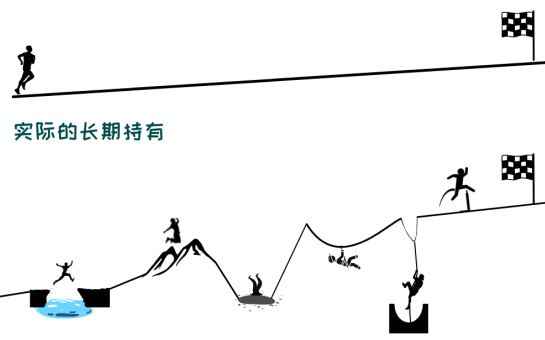
投资者们常常想探寻接下来会发生什么。如果得不到答案，不确定性就会增加。而这种不确定性便会成为助推市场波动的燃料。上个月，我们在中国看到了这种情况，各种担忧交织在一起，导致恒生国企指数出现了自2008年11月以来的最大单日跌幅。

以下是近期引发中国股市波动的一些担忧。

- 退出在中国的投资：出于中国对俄罗斯问题的暧昧立场，全球投资者将会撤出在中国的投资。
- 新冠肺炎病例的上升所导致的封锁以及清零政策。事实上，88%的中国人都已经完全接种了疫苗。
- 中概股退市：实际上，主要中概股均已在香港上市，投资者可以将其持有的股票转至香港。
- 政策不利：其实目前中国的政策立场支持降息、降准、财政支出、以及增加信贷可得性。

尽管我们坚信我们的投资主题将会大展身手，但未来有可能发生的事情也许会推迟这些主题的实现。这就是为什么我们的投资组合会包含不同的主题来提供真正的多元化价值。

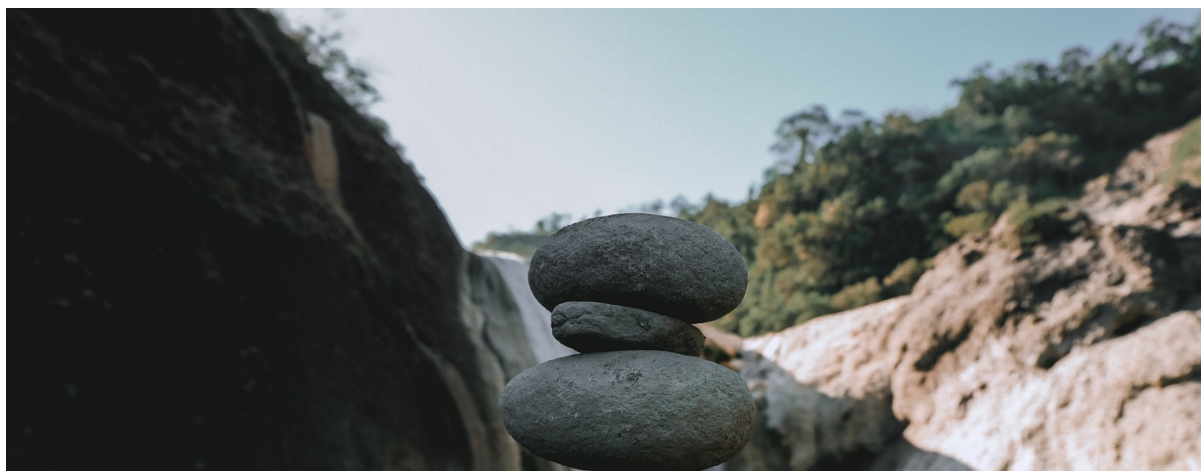
你以为的长期持有



真正意义上的多元化远远不止是用不同的投资来分散风险，而是需要：

- 了解每一项投资背后蕴藏着的风险；
- 了解在特定的市场条件下，你的每一项投资将会作出何种反应；
- 找到不受同一种风险影响的分散投资，甚至可以在其他投资面临挑战时帮助降低整个投资组合的风险。

这就是为什么我们会将医疗保健板块和质量价值股纳入我们的稳定型投资主题。我们无法预测稳定型投资什么时候可以发挥作用，但我们会将其视为增长主题的补充角色。其作用在3月份的波动中得到了体现：医疗保健股和质量价值股在3月分别上涨了6.1%和5.4%。



寻求收益率

“为什么我要投资这个？我应该退出吗？”

每当市场在跌的时候，人们都会来问这个问题。

“为什么全世界都在卖出，我们反而要在这里加仓？”

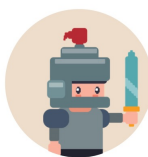
当亚洲高收益债券被抛售而我们选择增持的时候，我们被问到这个问题。

我们用我们的FVT投研框架解释说，亚洲信贷市场基本面完好，坏消息已经反映在了估值上，市场情绪已经回暖。我们还提供证据表明，初始收益率是未来收益的一个良好预测。

让我们用一种更简单的方法来解释。假设有三位投资者，他们将各自投资组合的50%投入到亚洲高收益债券。他们的投资策略很简单，均是根据过去的债券表现调整配置。

1. HODL型投资者是买入并稳稳持有的类型，就算是亚洲高收益市场在任意12个月内上涨27%或下跌16%，他们也不会因此受到刺激。
2. 每当亚洲高收益市场有10%的下跌，BTFD型投资者都会选择加仓并持有有一年。
3. FUD型投资者不喜欢波动，只要亚洲高收益市场下跌10%，FUD都会卖出并选择持有有一年现金。

从1997年到2022年，这三个投资者都按照自己投资纪律进行投资。在此期间，亚洲高收益市场经历了亚洲金融危机、互联网泡沫、全球金融危机以及新冠疫情危机等多个市场周期。



BTFD



HODL



FUD

投资者类型 ¹	BTFD	HODL	FUD
市场下跌10%时所采取的行动	加仓	持有	转为现金持有
平均现金持有量	39%	50%	61%
初始资本\$100 现今的价值	\$292	\$222	\$157
感受	感到胜利者的孤独	坚定不移走自己的路	和他人分享痛苦

来源：彭博社，汇信资管：从1996年12月31日至2022年3月31日的ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate Constrained Index. [Nasdaq.com Top 25 Crypto Terms You Need to Know](#)

这个表格显示了每个投资者所积累的总财富。为了更好地代表典型的投资者类型，我们假设在大多数时间里只有一半的资本被投入使用。

HODL听起来容易，做起来却十分困难。如今的投资者被大量的噪声包围，使得这个一度流行的策略已经变得越来越难以实现。假设一个人可以完全将新闻头条视而不见，通过买入并持有的方式来赚钱，他们仍然没有真正和别人拉开距离。

如果你真的想比其他更富有，你必须以与众不同的方式进行投资。该表显示出BTFD是一个更好的投资策略。然而，BTFD比HODL更难做到。BTFD意味着要违背一个人的风险厌恶情绪，也就是要求悖逆天性。对许多人来说，坚持自己的观点以至于别人以为他是错误的，这种痛苦甚至会碾压最终得到收获的喜悦。

许多人最终都会成为FUD。止损的确会从心理上减轻痛苦。至少对于FUD来说，在停止投资一年之后，他们至少会遵循严格的纪律重新开始投资。然而事实上，很多选择止损的人之后再也不会投资，使得最终的财富甚至比初始资本还要少。

亚洲高收益市场目前的下降幅度堪比亚洲金融危机和08年全球金融危机。在这种情况下，你想成为以上哪种类型的投资者呢？

我们如何配置投资？

定位经济增长	VUCA阶段的稳定性	寻求收益率
中国A股	医疗保健股	亚洲高收益债券
新兴市场股票	质量价值股	短久期新兴市场债券
美国小盘股		
欧洲股票		

资产配置策略

●
-- 减持

●
- 少量减持

●
= 维持中性

●
+ 少量增持

●
++ 增持

股票

美国



小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益；**医疗保健股**盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小；**质量价值股**估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益；偏好质量股以避免潜在的“价值陷阱”

欧洲



相对估值具有吸引力，预计随着经济复苏将受益

日本



维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力

除日本外亚太市场



少量增持**中国A股**，随着中国去杠杆化的进程，预计信贷市场状况将有所改善

新兴市场



维持中性，因为其估值对发达市场具吸引力，但企业盈利稍欠稳定

固定收益

主权债券



偏好汇率对冲全球主权债券和无限限制信贷，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动

投资级债券



维持零配置，过低的增量收益率和长久期投资风险，相比其他板块并不吸引

高收益债券



维持零配置，估值相对较差

亚洲债券



固定收益主要市场中收益率最具吸引力的板块之一，仍存在资本增值空间且基本面更优

新兴市场债券



在低利率环境下，短期硬通货是一种防御性更强的信贷投资

市场回报一览

地区性股票	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球	2.22	-5.26	10.60	8.23
美国	3.71	-4.60	14.63	9.25
欧洲	1.13	-5.87	9.26	5.56
日本	4.19	-1.29	10.96	5.03
亚太区（日本除外）	-0.64	-5.68	5.83	8.96
新兴市场	-2.25	-6.99	3.72	8.95

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	7.01	2.78	11.68	9.98
巴西	6.06	14.48	6.40	11.65
中国A股	-7.83	-14.53	7.85	7.70
中国H股	-6.20	-8.61	0.31	10.35
中国香港	-2.82	-5.66	4.26	7.11
印度	4.13	0.71	14.46	16.93
印度尼西亚	3.50	8.36	7.94	17.39
韩国	2.17	-7.39	5.00	7.74
马来西亚	0.09	2.81	3.38	7.61
俄罗斯	9.43	-28.24	11.78	15.64
新加坡	5.37	9.57	4.82	5.67
中国台湾	0.43	-2.69	12.24	9.15
泰国	1.12	3.19	6.87	11.84

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	11.37	19.99	-1.36	3.05
能源股	8.93	38.99	4.17	7.60
科技股	3.01	-10.11	19.01	11.27
医疗保健股	4.94	-3.20	13.85	9.05
金融股	-0.19	-1.48	13.81	5.05

固定收益	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球投资级债券	-3.05	-6.16	1.04	4.14
对冲全球投资级债券	-2.16	-4.97	2.84	3.99
高收益债券	-1.15	-4.82	5.24	7.27
亚洲债券	-2.36	-6.29	3.72	5.82
新兴市场债券	-2.34	-9.23	3.56	7.24

备注：(H) 即货币对冲

货币	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
美元兑新加坡元	-0.03	0.41	0.74	-1.53
欧元兑新加坡元	-1.36	-2.29	-1.12	-0.35
日元兑新加坡元	5.83	5.75	3.92	-0.43

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	1.49	5.92	1.51	9.73
西德克萨斯轻质原油	4.76	33.33	-0.27	6.92

截至2022年3月31日。来源：彭博社
所有回报皆以指数货币为单位。10年及20年回报基于年化计算

“股票市场在短期来看是投票器，
长期来看却是天平”

本杰明·格雷厄姆

重要通知与免责声明

据汇信资产管理私人有限公司 (Finexis Asset Management Pte. Ltd.) 所知和所信, 汇信资产管理公司仅认为本材料中包含的信息在发布日期是准确的。本材料中的所有信息和意见如有更改, 恕不另行通知。对于材料或第三方提供的信息的准确性、充分性或完整性, 不作任何明示或暗示的陈述或保证。该材料上的材料可能包括技术上的不准确或印刷错误, 并且可能由于随后的发展而变得不准确。汇信资产管理公司没有义务维护该材料的更新。

汇信资产管理公司及其关联公司及其各自的股东、董事、管理人员和员工均不对本材料中的任何错误或遗漏承担任何责任, 或对本材料直接或间接造成的任何直接或间接损失或损害承担任何及全部责任。除非汇信资产管理公司另行同意, 否则严禁使用、披露、复制、修改或分发本材料或其任何部分的内容。汇信资产管理明确声明, 对于因您访问或使用本材料而产生的或以任何方式与之相关的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害, 汇信不承担任何责任, 无论是在合同、侵权、严格责任或其他方面。

此材料不是广告, 不打算用于公众使用或分发。本材料仅用于提供一般信息, 未考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需求, 不构成投资建议。

本材料中包含的信息不构成金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议, 也不构成对汇信资产管理公司管理的基金的投资邀请, 也不构成对汇信资产管理公司管理或建议的基金所发行权益的出售要约。要约只能通过相关要约文件以及相关认购协议作出, 所有要约都必须完整阅读和理解, 而且只能在符合相关法律和监管要求的管辖范围内作出。

模拟的、过去的和预测的表现不一定代表未来的结果。虽然有获利的机会, 但任何投资者在投资汇信资产管理公司管理或建议的基金时, 都有损失100%的风险。

本材料的信息不应提供给位于或居住在对该等信息的分发受到限制或未经授权的管辖区的人员。未采取任何行动授权、注册或合格任何汇信资产管理基金, 或以其他方式允许任何汇信资产管理基金在任何司法管辖区公开发行, 或允许在任何司法管辖区分发与任何汇信资产管理基金有关的信息。