



2022年五月

想他人之所不想 得他人之所不得

季度投资展望

投资者在四月再次经历了“股债双杀”，此前的韧性板块（如巴西股市和能源股）也出现亏损，而美股最终成为今年表现最差的主要市场之一。债券面临着类似的命运，创下了有史以来表现最糟的一个月。值得关注的是，投资者若不因市场震荡择时择机而错误离场，年内的下跌往往会为接下来的正回报铺平道路。与此相反，另类投资鹤立鸡群，仍然实现了正回报。

市场正处于领跑者交替的风口浪尖，中国可能成为在市场表现方面超越美国的主要竞争者之一。中国政府已承诺采取宽松的货币政策和有利的财政措施来提振经济；相反，美国等经济体实施收紧政策。这种转变提醒我们，投资必须具备前瞻性，并把握机遇，而不是仅仅满足于现状。这样一来，随着时间的推移，在长达数年的领先周期中，投资者将获得回报。

经济衰退和收益率曲线倒挂的新闻头条漫天，让投资者感到衰退即将来临，并因此试图择时抛售，择机入场。历史表明，试图预测经济衰退的投资者最终获得的较低回报，而保持投资带来更佳回报——收益率曲线倒挂后的未来12个月内，市场实现了平均两位数的回报。试图预测市场的操作不可取，而保持投资是最好的选择。

投资者常为了更高回报，试图抄底市场。但达到这样的“成就”几乎是不可能的，更别说屡次三番地做到。

然而，可判断的是市场何时接近底部，在此阶段加仓投资，回报将比“简单持有策略”的回报更佳，最大限度回馈投资者，因为对趋势的准确的判断比精准的择时更加重要。当下的亚洲高收益债券市场情况正是如此。史可为鉴，在经历了疲软期之后，亚洲高收益债券已经准备好了绝地反弹。

市场回顾

投资者在4月的确无处可逃。即使是在第一季度表现良好的巴西股市和能源股等板块也出现亏损。美股已从去年的最佳区域市场跌至今年的年度最差。市场就像一个钟摆，在好与坏之间的切换就在一瞬。

债券市场同样几乎无藏身之地，作为许多债券投资者的基准，全球投资级债券下跌 5.48%，创下有史以来表现最糟的一个月。

伴随着这些下跌，有些人可能会问：“情况会变得更糟吗？”“会不会出现经济衰退？”这些问题在情理之中。毕竟，当事情的进展在意料之外，自然会有人问。但这些提问，其实是不是在为抛售找借口呢？

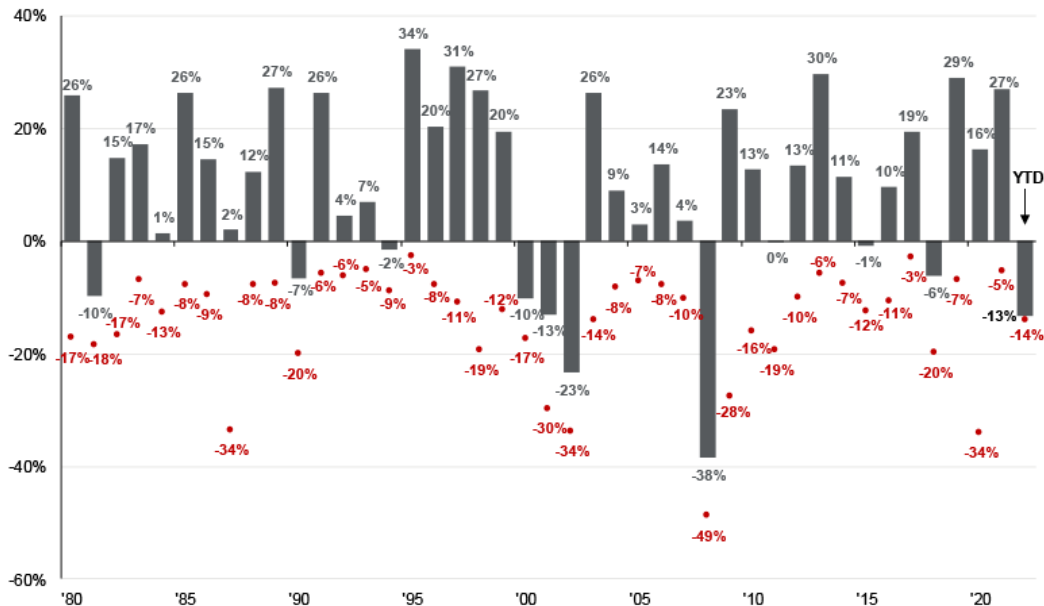
我们最近解释了我们如何将问题分为三个大类：“已知的已知”，即我们知道自己能理解的事物；“已知的未知”，我们知道自己不能理解的事物；“未知的未知”，我们甚至不知道我们无法理解的事物。这样，为了帮投资者获得应得的回报，我们有明确的方向指导。

“我应此时入场吗？”

为了回答该问题，让我们看一下图表中的一个关于“已知的已知”的风险：市场每年都在下跌，年内平均下跌 14%。下图灰色竖条显示了股票的全年表现，为买入并坚持持有的投资者带来了可观正回报。

标普500指数年内下跌幅度与年度回报对比

年内平均下跌14%，但42年中有32年实现了正回报



来源：摩根资产管理 2022年4月30日

假设投资者在每次下跌时都选择抛售。损失是毋庸置疑的，且回报一定不如买入并坚持持有的投资者。

假设投资者在每个低位抄底加仓，回报将是惊人的，但每次抄底并不实际。实际可行的是，我们在低位加仓但不试图抄底，回报必然更好。

“债券市场会随着股市继续下滑吗？”

股票和债券一起下跌是短期影响，不能反映长期结果。了解的人会接受此为“已知的未知”，并挺过这一段。当利率回升至正常水平，债券即可以恢复其在投资组合中的作用。但即使投资者从逻辑上理解，现时情绪上也很难接受。

因此，我们给出了合乎逻辑的应对策略（这也有助于解决投资者情绪问题）：通过另类投资实现真正的多元化。

另类投资在4月份上涨了5.79%，在仅由两种主要资产类别组成的投资组合几乎无藏身之地之时，我们投资组合的跌幅减少。现如今，真正的多元化比以往任何时候都更重要。

来源：彭博社。另类投资：SG STI指数

定位经济增长

不同市场就好像蛙跳游戏中的不同参赛者。当一名参赛者跳到前方，他会在一段时间内保持领先。在游戏中，超越与被超越发生在短短几秒钟内。而在市场中，领先的周期往往长达数年。

市场正处于领跑者交替的风口浪尖。在宏观经济因素发生巨大变化的情况下，昔日的领跑者正在被超越，并让位于一批新超越者：美国正开始15年量化宽松政策之后的最大紧缩期。而中国的宽松政策，在主要经济体中脱颖而出。

为什么我们对这个蛙跳比赛过程如此感兴趣？彭博社新闻简报提出“若仍坚持投资于现有领跑者，接下来的转变将是痛苦的。但如果我们专注并寻找新的市场领跑者，这可能是个激动人心的丰收时刻。”*

量化紧缩政策不仅仅影响债券投资者。比如Netflix（网飞公司）虽然收益高于预期，但由于订户数量下降，股价单日内仍下跌35%。这并不是个例，网飞公司在“颠覆性”的新经济公司行列榜上有名，同类公司还有Zoom视频通讯、Peloton（派乐腾健身科技）、Shopify电子商务等，这些公司的股价自去年底以来一直在下跌，而与此同时利率在不断回升。

这不是巧合。当利率和资本成本较低时，盈利能力较差的高增长公司享有较高的估值。在利率更高的时代，投资者也会要求更高的回报率，进而压低现价。

*<https://www.bloomberg.com/news/newsletters/2022-05-03/the-next-bull-market-is-looking-for-a-new-leader?>

谁在竞争新领跑者？

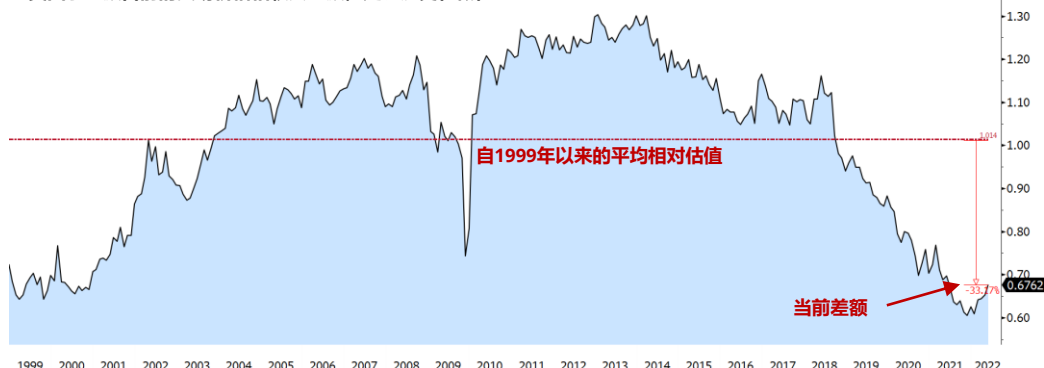
中国仍然是仅有的几个具有有利上行周期的主要经济体之一。换一种说法，市场表现不佳确实为投资者带来了痛苦，很可能马上就要成为过去式了。过去几周的事态发展强化了这一观点：

- 加大货币宽松政策力度：中国人民银行最近承诺加大“对实体经济的支持，特别是对受疫情打击严重的行业和小型企业的支持”。
- 人民银行和金融机构加快对房地产开发商的信贷支持。
- 支持基础设施项目和中小企业的财政措施。

考虑这些因素，外加相对有吸引力的市场估值，我们对少量增持中国A股持谨慎乐观的态度。我们正在关注其前景是否将更为乐观，也取决于中国的“动态清零”政策是否会进一步明确。

在美股中，我们继续依靠可靠的历史估值周期来指导我们的定位。美股市场中极具吸引力的机会之一是小盘股。如下图所示，从往年数据来看，其目前的交易价处于历史性低位。上一次小盘股比大盘股“便宜”如此之多要追溯至2000年，而随之而来是小盘股的优异表现。

美国小盘股目前的交易价格相较大盘股，处于历史性低位



来源：彭博社。从1998年12月31日到2022年5月5日，标普600指数与标普500指数的市盈率之比。



VUCA阶段的稳定性

具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境

“要当心误导性的衰退预测，同时也要未雨绸缪。”

上述标题来自《福布斯》近期的文章，对投资者如何应对当前环境来说是一个中肯的建议。我们采取了类似的方式：不对令人恐慌的新闻头条过度反应，而是根据事实和历史经验进行相应的准备。

经济衰退不可避免，正如一些头条新闻也常以此做文章，但它何时会发生仍不得而知（我们称之为“已知的未知”）。在等待“即将到来的”经济衰退时，保持观望的投资者往往会失去随之而来的市场收益——我们在上月投资展望中提到，收益率曲线倒挂经常被引用为经济衰退的预警指标，而在此后的12个月股市却呈现了平均两位数的涨幅。还有一个更棘手的问题是何时重新返场。纵观历史，试图预测经济衰退风险的投资者的最终回报不佳，而如果能够做到持续投资，回报会好很多。

毋庸置疑的是，通常来说，在“预测市场”与“错失回报”之间做选择，往往需要多加权衡。为了进一步强调这点，我们参考了彭博社的近期文章，该文章提到某支基金在2008年全球金融危机期间“几乎没有任何损失”，并且在2020年新冠疫情期间损失“相对较小”¹。

¹[https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-04/78-year-old-investor-preps-for-biggest-bear-market-of-my-life?](https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-04/78-year-old-investor-preps-for-biggest-bear-market-of-my-life)

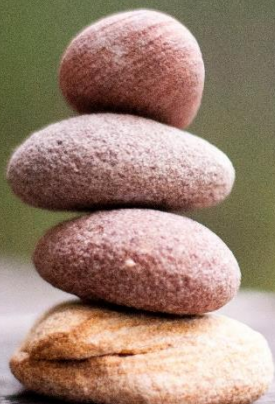
At 78, Investor Preps for ‘Biggest Bear Market in My Life’

- David Wright's fund saw only small losses in 2008, 2020 routs
- It's mostly in cash and sold U.S. stocks, which are sinking

事实证明，该基金为应对下跌而削减了资产配置（持有现金），截至2022年4月，其投资组合一半以上为现金。对此我们饶有兴趣。然而，细究起来，“利弊权衡”在它的长期表现中显而易见：年化回报率为2.5%，而过去10年全球股票的年回报率为9.8%²。作为投资者，我们需要问自己是否愿意牺牲大部分回报，只是让自己在市场下跌期间得到情绪上的抚慰。

主动又灵活的好处意味着我们在整个市场周期中总能够抓住机会，这也是为什么我们更愿意将资金充分投资于市场，而不是持有现金。但我们不盲目，我们关注投资组合的构建，使其在任何时候都包含不同的有利主题，以实现真正的多元化。一个特别适合当今不确定环境下的主题是稳定性，目前包括医疗保健股和质量价值股，在过去几周的市场震荡中，都为我们的投资组合贡献了回报。

²来源：彭博社。2012年4月30日至2022年4月30日基金表现。



寻求收益率

“市场何时触底，我何时可以加仓？”

这可以说是许多投资者心中的问号。我们完全理解提出类似问题的心理。试问谁不想抄底加仓，拿到最好的投资回报？

这是一个很难回答的问题，因为它同时包含“已知的已知”和“已知的未知”。我们发现分两部分解决这个问题更有效。

“市场何时触底？”

对我们来说，这是一个“已知的未知”。我们知道熊市是不可避免的，但底部又是不可预测的。回顾历史，没有人能够屡次抄底成功。

此外，即使有人知道答案，也很难采取行动。想象一下，你正在经历2008年10月的全球金融危机。随着股市崩盘，通用汽车、通用电气、美国国际集团、雷曼兄弟等知名企业面临破产，一切仿佛天塌地陷。

如果某位消息灵通人士告诉你，亚洲高收益债券市场将在2008年10月29日触底，考虑到正在发生的一切，你会做任何投资吗？好消息是你不用做出这样二择其一的痛苦决定。因为并不存在所谓的灵通消息。

然而，我们依然可以在这样的环境中获得可观回报，只要明白到底什么才是我们真正了解的东西，即“已知的已知”。

“我何时可以加仓？”

这便是“已知的已知”，在研究后，我们可以做出明智且有利的决定。

这一次，我们尝试通过“后视镜”对历史一探究竟。不要只看过去的1到3年，让我们倒回至1997年，如图所示。

“已知的已知”#1：亚洲高收益债券市场经历危机，并且每次都绝地反弹。

椭圆形区域表示每次市场触底前后时期，都具有很大的逐利空间；即使任何人在该区域加仓投资都仍会面对两种可能：1.在触底前投资，在反弹前遭遇进一步下跌；2.他们在触底后投资，错过了最初的反弹。

“已知的已知”#2：任何在该区域内加仓投资的人，未来三年的回报一定明显好过不采取任何行动的投资者。

“已知的已知”#3：今天亚洲高收益债券市场自全球金融危机以来，呈现出从未有过的机会。

我们非常清楚市场何时接近底部。与其试图无把握抄底而错失良机，我们更心知肚明的一点是：与不采取任何行动的投资者相比，此时的任何加仓投资都会带来更好的回报。在投资中，“对趋势的准确的判断比精准的择时更加重要（见下表中的蓝色和绿色“X”符号）”。

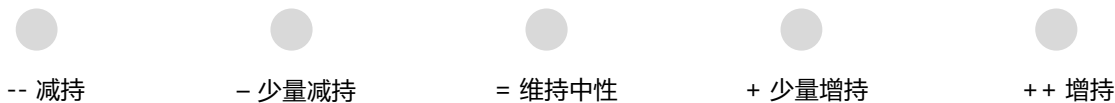


来源：彭博社；美国银行亚洲高收益债券指数，1996年12月31日至2022年4月30日。

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



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	-7.97	-12.81	9.81	7.96
美国	-8.72	-12.92	13.66	9.09
欧洲	-0.57	-6.41	9.37	5.73
日本	-2.40	-3.60	11.37	4.79
亚太区（日本除外）	-5.30	-10.68	5.20	8.64
新兴市场	-5.55	-12.13	3.26	8.61

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-0.85	1.90	11.43	10.03
巴西	-10.10	2.91	5.73	11.12
中国A股	-4.82	-18.64	6.60	7.28
中国H股	-3.02	-11.37	-0.40	10.09
中国香港	-4.12	-9.54	3.55	6.64
印度	-2.53	-1.84	14.22	16.99
印度尼西亚	2.41	10.96	8.02	16.92
韩国	-2.27	-9.36	4.94	7.96
马来西亚	0.96	3.80	3.60	7.38
俄罗斯	-9.56	-35.10	10.92	14.36
新加坡	-0.82	8.67	4.79	5.90
中国台湾	-6.17	-8.69	12.16	8.89
泰国	-1.22	1.93	6.38	11.74

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	-5.48	-11.30	0.35	3.70
对冲全球投资级债券	-2.69	-7.53	2.49	3.78
高收益债券	-3.91	-8.54	4.71	7.04
亚洲债券	-2.32	-8.46	3.39	5.59
新兴市场债券	-4.33	-13.15	2.96	6.95

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	2.13	2.55	1.12	-1.35
欧元兑新加坡元	-2.70	-4.93	-1.15	-0.57
日元兑新加坡元	6.57	12.70	4.97	0.04

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-2.09	3.70	1.31	9.51
西德克萨斯轻质原油	4.40	39.20	-0.02	6.95

截至 2022年 4月 30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, 或对使用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。