



2022年六月

## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

与2022年的前4个月相比，5月并没有什么大事发生。全球股市和债市小幅上扬，但总体仍处于低迷状态。一些人将过去几个月的下跌作为他们“止损”的借口。**这样做的投资者将会遭受永久性的资本损失。而且如果没有进行再投资，他们参与市场回弹的机会也将不复存在。**在将来一段时间内，恐怕将会很难再找回这种以与现在相同甚至更低的价格重新入场的勇气，但这样的勇气是成功投资的重中之重。许多最成功的投资者，譬如霍华德·马克斯和沃伦·巴菲特，都认为当前的市场下跌是件好事——市场下跌往往是在为未来更好的回报铺平道路，能为投资者提供以折扣获得良好投资的大好机会。

在低迷的环境中，投资者倾向于相信最好的日子已经过去。然而对于部分市场来说，最好的日子还在后面，因为它们当前已经消化了坏消息。中国A股和欧洲价值股的情况就是如此，一系列不利事件（如中国疫情卷土重来以及俄罗斯对乌克兰的入侵）削弱了资产价格。我们通过研读历史可以知道，随着时间的推移，这些市场的价格最终都实现回弹并升值到比之前更高的水平。

那些在2020年和2021年期间追逐高回报热门股票（如Peloton、Zoom和Netflix）的投资者可能会回吐之前获得的大部分收益，甚至出现亏损，因为市场最终会意识到——不盈利或估值过高的公司其实本质上并不匹配如此高的价格。投资者应该知道，从长期来看，投资于那些能盈利的公司，更何况是在良好估值水平上选择入场的投资者，最终会得到可观的回报。因此，我们专注于基本面、估值和技术分析（FVT）框架，以确保我们投资于具有良好安全边界的领域，从而避开那些基本面糟糕和/或估值昂贵的领域。

投资者普遍认为，市场择时是获得良好回报的必要条件。但历史告诉我们，专注于优异基本面和诱人估值的投资，才会带来高于平均水平的回报，因为其可预测性和可重复性要高得多。以亚洲高收益债券为例，历史表明，在下跌期间继续投资的投资者会获得更好的回报。在资金流出最严重的15个时期，仍坚持投资于亚洲高收益债券的投资者在此后12个月平均获得了9.03%的回报，而在下跌时选择离场的投资者则锁定了1.60%的损失。毕竟，市场是一种将财富从没有耐心的人手里转移向耐心的投资者手中的工具。

# 市场回顾

与2022年的前4个月相比，5月并没有什么大事发生。全球股市和债市分别上涨0.12%和0.27%<sup>1</sup>。2022年即将过半，让我们将目光从5月转移到年初至今，看看情况如何。

**好消息** 主要市场都在下跌，今年截至5月份，全球股市和债市分别下跌了12.83%和11.06%。

**坏消息** 投资者投降离场。

乍一看，人们可能会认为我们把上面的顺序搞错了。毕竟，市场下跌怎么会是好消息呢？如果情况变得更糟，现在卖掉不是很明智吗？

首先让我们看看投资者的撤资情况。在股市和债市出现意料之外的下跌后，投资者纷纷选择割肉离场。我们直言不讳地讲，这样做的后果是，他们会：

1. 亏损已成定局
2. 放弃了当前投资的回弹机会
3. 错失了新投资带来的收益

图表显示，当投资者在下跌时离场，更有可能面临亏损已成定局的尴尬场面，而且这会给投资组合造成永久性的资本损失，这对我们来说是个坏消息。然而，这样的操作模式一直存在，当弱手选择出局，随之而来的波动则是在为别人创造绝佳的机会。

图表还显示，市场已从2022年的低点恢复，这对那些跑步离场的人来说意味着更多的坏消息：他们将错过随之而来的复苏。

为什么我们认为市场下跌是好消息？因为当我们翻开“价格下跌”这张牌的背面会发现，上面写着的是“更好的未来回报”。成功的投资需要违背我们作为人类的本能：面对挑战，战斗而不是逃跑。这种逆人性的行为并非个例。滑雪时身体应该向着下坡倾斜，开车时打滑应该转向而不是猛踩刹车。这里有更多关于逆人性行为却对大局产生至关重要影响的其他例子<sup>2</sup>。

霍华德·马克斯是目前最成功的投资者之一。他在本周表示，现在的他要比6个月前市场暴跌还没来临时更快乐。并非只有他有这样的想法，其他经历过多个市场周期的投资者也提到，市场下跌是一件好事而不是坏事。如果他们都凭借这种心态取得了成功，或许这是值得考量的一件事——你是否也应该像他们一样这样进行思考，或者与这样做的投资经理合作呢？

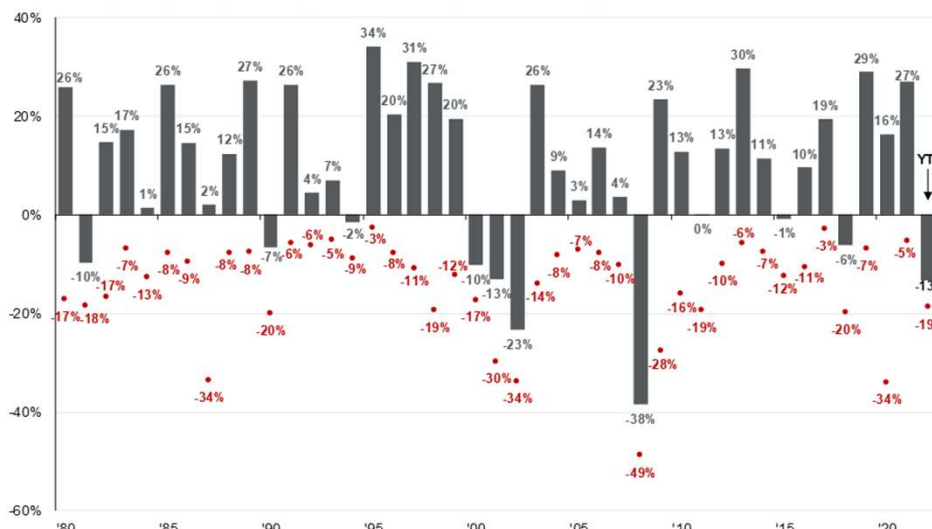
<sup>1</sup>来源：彭博社。全球股票:MSCI ACWI;全球债券:彭博全球综合指数

<sup>2</sup><https://www.productiveflourishing.com/steer-through-the-skid/>

<sup>3</sup>[https://youtu.be/4Q\\_bluCd5V4?t=61](https://youtu.be/4Q_bluCd5V4?t=61)

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:摩根大通资产管理, 截至2022年5月31日

# 定位经济复苏



在经历了数月的市场下跌之后，一些投资者开始认为曾经的繁荣已成过去式。但看似无穷无尽的坏消息往往伴随着市场下跌，这一次也不例外。摩根大通首席执行官杰米·戴蒙警告：经济“飓风”即将到来。这件事立马占据了各大新闻头条。除此之外，特斯拉的首席执行官马斯克近期也有类似表示，他说对经济的感觉“超级糟糕”。那么投资者是否应该真的担心他们的投资呢？

## 黎明到来前，总是最黑暗的时刻。

重要的是认清新闻头条的本质——上报的事件才是过去式。由于市场具有前瞻性，所以任何坏消息都会很快被消化。如果这项投资具有良好的基本面和估值，那么未来预期回报会更加丰厚。

我们目前少量增持中国A股，从上图可以看到其表现。这个有趣的思维实验发现，市场情绪低迷点往往与《经济学人》的封面标题和路透社等新闻头条发布的时间点一致。显而易见，这些“坏消息”是长期投资者买入而不是卖出的反向指标。最新一期的《经济学人》封面标题为“中国经济放缓”。与此同时，我们久经考验的FVT投研框架正变得更加有利，中国经济也开始从严酷的新冠疫情影响中重新开放。作为长期投资者，你选择买还是卖呢？

另一个与投资有关的例子便是欧洲价值股 - 今年早些时候，俄乌战争爆发，让欧洲股票瞬间成为风暴中心。然而从今天来看，它是今年表现最好的主要市场之一。因为FVT投研框架能够帮助我们隔绝市场噪音：**在大范围的市场抛售中，相对较低的估值可以提供相当有意义的安全边际。**

对于数字更敏感的人，可以看看高盛最近的一项研究，市场最佳回报通常出现在最糟糕的时刻之后——熊市开始后的12个月内，回报率中位数高达24%，是“正常”时期投资回报的两倍多。这篇研究的结论是，“抛售而错过市场复苏的风险，要远大于市场进一步回调的风险”。没有人能确定明天、下周、下个月甚至明年的市场会上涨还是下跌。**但我们非常确定的是，市场最终会上行，能够忍受甚至利用这种暂时性市场下跌的投资者，将在整个市场周期中获得回报。**

若投资者仍为杰米·戴蒙的预测而担忧，可以听一听他的雇员怎么看。摩根大通的顶级策略师兼全球研究联席主管Marko Kolanovic仍然乐观坚信，“鉴于美国消费者的支持，全球后疫情重新开放，以及中国的刺激和复苏，经济衰退并不会出现”。

<sup>1</sup> 来源：彭博社，路透社，《经济学人》。2005年6月2日到2022年6月2日沪深300指数表现。





## VUCA阶段的稳定性

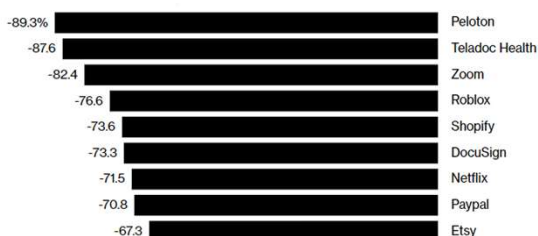
具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境

想象大海上有两艘船，遇上了2022年的“汹涌波涛”。第一艘船破了一个大洞，船员们疯狂地努力舀水但还是失败了，最终弃船而逃。第二艘船同样出现了破损，但其他方面还是适航的。于是船员们能够继续在恶劣的条件下航行，最终到达了目的地。

虽然今年投资者绝大多数都处于亏损状态，但他们就像上面的船一样，分为两种不同的类型。

第一种类型显然是被一个洞分心了，他们关注的是意料之外的巨额损失，一个洞的出现让他们心烦意乱。在过去的两年里，投资者被三位数的收益所深深吸引。然而他们很快就回吐了大部分收益，甚至出现了亏损：

### 创纪录高点后的下跌比例<sup>1</sup>



更糟糕的是，随着价格的上涨，他们有可能会持续加仓，这无疑会增加之后损失的数额。我们并非在制造恐慌。资金流数据一再反映了投资者的这一行为。**显而易见的是，由于缺乏对基本面或估值的关注，很多资本在入场时已然太迟。**

最大跌幅集中在无盈利或被过度高估的公司，比如前图列举大幅下跌的公司股票。事后想来，似乎一切都解释通了，如此急剧的下跌并不会太令人惊讶。**纵观资本市场的历史，长期投资者通过投资能产生利润的企业获得了丰厚回报**，尤其是在其估值具有吸引力时投入。而我们的FVT投研框架正是基于这一事实逻辑而设立。

在今天的市场震荡期中，我们如何能保持头脑清醒，从而 1.维持住投资 2. 在机会出现时抓住机会主动进攻？我们的稳定性配置是真正的多元化要素，它能让我们的投资组合保持“适航性”，并确保投资者可以最终到达目的地。

当市场不可避免地经历繁荣到萧条的周期时，真正多元化的益处才得以凸显：它有助于让投资者的情绪波动相对平稳。值得注意的是，医疗保健股和质量价值股的盈利更具韧性及稳定性，如果经济进一步放缓，预计它们的优势将更加突出（我们无法预测，但我们能未雨绸缪！）。它们能和投资组合的其他部分相辅相成，具备显著的复苏潜力。另一方面，与“过山车式”的投资组合相比，我们的投资组合有时可能看起来会显得“平平淡淡”，但却更能扛住时间考验，历久弥新。

<sup>1</sup>来源：彭博社，5月4日 <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-05-04/peloton-to-zoom-at-risk-even-after-218-billion-rout-tech-watch?sref=EnjawTd3>



## 寻求收益率

投资的基本目标是什么？  
低买高卖。

然而，我们看到的多数情况却相反：人们总是高买低卖。当市场大幅上涨时，投资者会有追高的冲动。而当市场下跌时，投资者又产生了想卖出的冲动。如果没有管理好心理状态，则会导致高买低卖的发生。

亚洲高收益债券投资者的长期回报率为5.8%\*，对于买入并坚持持有的投资者而言，可以说是相当可观的一个数字。让我们再看看投资者如果抛售亚洲高收益基金会会有什么后果。下表显示了在最大资金流出期间，选择抛售或持有的投资者的表现。

随大流一起抛售的投资者将在12个月内锁定1.60%的亏损。而在前15个大量资金流出期保持投资的投资者，在12个月后的平均回报率为9.03%。与简单长期持有型投资者相比，这两组投资者的结果都明显不同。

在市场抛售压力最大的时期，即从资金流出量最大的5个时期来看，回报差距会更大。今年3月，资金流出量更大，达到了891,702,135美元。我们无法预测12个月后的回报，但历史可以说明一切。

我们从数据中吸取了一些教训。

- 投降式抛售会一次次出现。
- 不要“投降”；抛售的冲动越强，越是不能抛售的时候。
- 在他人“投降”时买入，回报将超越一般投资者。

**这就是为什么我们基于事实证据投资，而不是凭感觉做决定。**

要做到这一点，必须管住出于人性本能的冲动，这样就不会以适得其反的方式对市场波动做出反应，从而影响长远投资目标。

投降式抛售往往与市场触底时间相一致。我们还说过，就算真的能做到持续抄底，操作起来也是难之又难。好消息是，一旦投资者控制了“投降”的冲动，他们会发现市场中其实存在很多机遇，能让他们获得的回报远超过他人。

为什么这么说？因为数字不会撒谎。当然，市场会给买入并长期持有的投资者给予可观的复利回报。但是于任何低于该长期轨迹的时间点买入的投资者获得比买入并长期持有型的投资者更好的回报。所以说，**想获得超越别人的收益，并不需要择机择时入场。**

当然，当市场跌破其长期轨迹时，人们会无法抗拒想抄底的冲动。原因显而易见，因为投资者想要：

1. 避免进一步的损失
2. 获得最大程度上的回报

霍华德·马克斯是最成功的投资者之一，他在高收益市场的投资表现也同样可圈可点。就连他这样的“大师”也坦然承认，抄底是超出他能力范围的一件事。相比于抄底，他更愿意在市场下行的过程中抓住机遇。因此，我们更应该停止幻想抄底，并在市场下滑时勇敢加仓。

特别要值得注意的是：**投资还需坚持到底的决心。**市场对通货膨胀相关政策的反应，世界如何将新冠疫情转变为普通流行病，各种各样事情的发展都将影响复苏之路。毕竟，资本市场是财富再分配的工具，它将金钱从没有耐心的人手中转向富有耐心的人。

亚洲高收益债券基金	前15个大量资金流出期	前5个大量资金流出期
平均资金净流出量 (美元)	-262,981,833	-502,303,389
卖出后12个月后的平均回报	-1.60%	-6.38%
继续持有12个月后的平均回报	9.03%	12.02%

来源：\*彭博社，ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate Constrained Index 1996年12月31日至2022年5月31日的表现。晨星20125月至2022年5月亚洲高收益债券基金资金流。

本文包含的信息：（1）归汇信资管及/或内容提供者所有；（2）不得加以复制与分发；（3）不保证其准确性、完整性与时效性。汇信资管及其内容提供者对于使用该资料所引起的损害或损失不负有任何责任。过往表现并非未来结果的保证。



## 我们如何配置投资？

定位经济复苏 <sup>1</sup>	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		

<sup>1</sup>当下第一个主题是“**定位经济复苏**”，更好地反映了我们配置的特质。值得注意的是，随着经济和市场逐渐克服当前的短期波动，这些配置预计会表现良好。作为补充的稳定性和寻求收益率的配置，继续作为投资组合的其他部分，从而提供有效的多元化。





# 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	0.18	-12.64	10.86	7.96
美国	0.18	-12.76	14.38	9.14
欧洲	-0.61	-6.98	9.96	5.88
日本	0.69	-2.80	12.71	4.66
亚太区（日本除外）	0.19	-10.52	6.38	8.64
新兴市场	0.46	-11.72	4.53	8.72

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-2.45	-0.60	11.89	9.84
巴西	3.22	6.23	7.41	11.40
中国A股	2.08	-16.95	6.76	7.86
中国H股	2.12	-9.50	1.07	9.93
中国香港	2.15	-7.60	4.95	6.83
印度	-2.17	-3.96	14.67	17.25
印度尼西亚	-0.67	10.22	8.83	16.91
韩国	-0.34	-9.65	5.67	8.24
马来西亚	-1.73	2.00	3.31	7.63
俄罗斯	-3.43	-37.32	11.58	14.31
新加坡	-2.80	5.63	5.17	5.94
中国台湾	1.31	-7.50	12.60	9.32
泰国	0.05	1.98	7.13	11.21

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	-9.34	-0.12	-1.96	2.11
能源股	15.77	58.43	6.79	8.56
科技股	-1.49	-21.93	18.67	11.41
医疗保健股	0.55	-7.15	13.92	9.16
金融股	2.73	-8.78	14.30	4.80

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	0.27	-11.06	0.48	3.59
对冲全球投资级债券	-0.14	-7.66	2.37	3.75
高收益债券	0.49	-8.09	4.99	7.15
亚洲债券	-0.22	-8.66	3.39	5.52
新兴市场债券	-0.02	-13.17	3.24	6.98

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	-0.98	1.55	0.61	-1.32
欧元兑新加坡元	0.81	-4.16	-0.80	-0.63
日元兑新加坡元	-0.79	11.81	5.09	0.18

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-3.14	0.45	1.65	9.02
西德克萨斯轻质原油	9.53	52.47	2.86	7.85

截至2022年5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。

资本市场是财富再分配的系统，它将金钱从没有耐心的人转移给富有耐心的人。

沃伦·巴菲特



## 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。