



# 月度投资时评

## 2021年二月

# 市场回顾

“一个大学生在投入了2万美元的储蓄和学费后，获得了10万美元的收益。”\*我们甚至都不需要说，大家一定知道这是关于游戏驿站(GameStop)的轶事，一家直到最近才被人知晓的公司。

在短短几周内，投资者就像坐过山车一样，游戏驿站的股价从36美元涨到了348美元，然后又跌至54美元。从上文引用新闻头条的日期来看，那500%的涨幅是计算于上周五325美元（略低于最高点）的收盘价。然而在那之后，股价又暴跌到了54美元，这意味着如果这个大学生这周还没有沽售的话，股价就会跌到和他的买入价差不多。



来源：彭博社。游戏驿站 2020年8月4日至2021年2月4日 六个月股价图

对于那些一直紧盯着这个已经失去的能赚钱、能炫耀的机会的人，可以问问自己：你是什么时候发现这个机会并确认的？在什么价格，你会愿意买入呢？你又会以什么价格卖出或止损？你有没有一个能重复使用这样的方法以赚钱的策略？

我们的投资流程旨在了解是什么驱动了股价的变化。从封城措施实施和减轻后股价的暴跌和回弹来看，一个关键的驱动因素是流动性。我们的资产组合策略并不依赖于这样的流动性，因此也不依赖这样的暴涨暴跌来获取收益。所以我们得以从台风眼以外看到“旁观者清”的全貌，因为我们自己的策略能独立于此并取得它们的收益。

全球股市延续了去年的势头，1月份强劲上涨3.7%。哦等等，涨幅只延续到第三周而已。在那之后股市又经历了下跌，当月收盘下跌了-0.44%。从结果来看，股市经历了不小的波动，并以不上不下的回报收盘。

我们持有的能源勘探和生产类股票也出现了大量波动，涨幅一度高达18.8%，之后回落至4.8%，但涨幅仍超过整体能源股板块。油价于一月突破了50美元的心理关口，为我们的持仓带来了不少利好。

1月份，未对冲全球投资级债券下跌了0.88%，部分原因是美元升值。而汇率对冲投资级债券则受益于美元走强而录得较小跌幅。实际上，在经历了上个季度的强劲上涨后，今年1月市场放缓脚步，喘了一口气。

在股市不上不下的波动市场中，信贷市场呈现了更稳定的表现。由于息票回报的贡献，全球高收益债券和新兴市场债券录得正回报。这也进一步支持了我们的理论，当股市波动时，信贷投资能够对投资组合起到补充作用。

\*<https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/undergrad-among-local-investors-betting-on-gamestop>

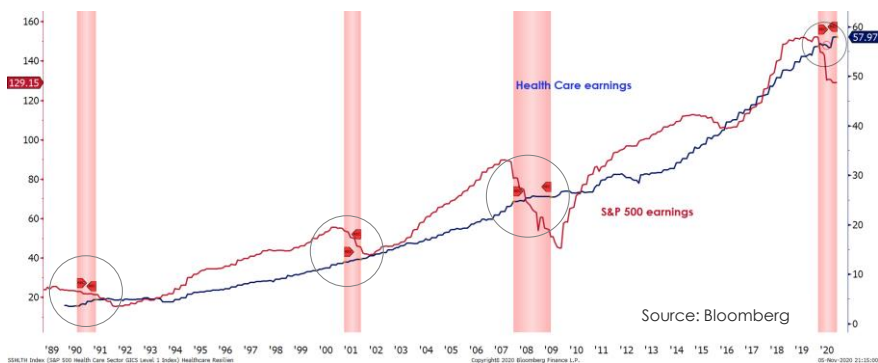
# 核心观点：VUCA阶段的稳定性

V 波动性  
U 不确定性  
C 复杂性  
A 模糊性

很难说游戏驿站股价的剧烈起伏不是市场过度繁荣的标志。我们把这看作是VUCA环境的另一种表现——这仍是一个充满挑战的世界，并且市场估值往轻了说也是过高。

如前所述，我们的投资流程旨在“理解股价及其驱动因素之间的关系”。虽然我们未提及，但却更重要的一点是，我们寻找的是稳健的驱动因素，从而让我们确信在投资时会更有胜算。从这个角度而言，游戏驿站暴涨背后的驱动因素更不可预测也不可重复，这使得评估其风险回报比变得困难，让投资也变得更不确定。

这就是为什么盈利能力是我们FVT流程评估的重要组成部分，因为它是股价的关键根本驱动因素之一。因此，当公司盈利下降时，投资者就会感到棘手，就如同经济放缓时期的处境一样。在这方面，相对于整体市场而言，盈利稳定的医疗保健股成为了一个防御性更好的稳定型板块：



的确，尽管出现了经济衰退和疫情，但2020年医疗保健行业的盈利仍保持坚韧，持续着比整体市场更稳定的长期趋势。

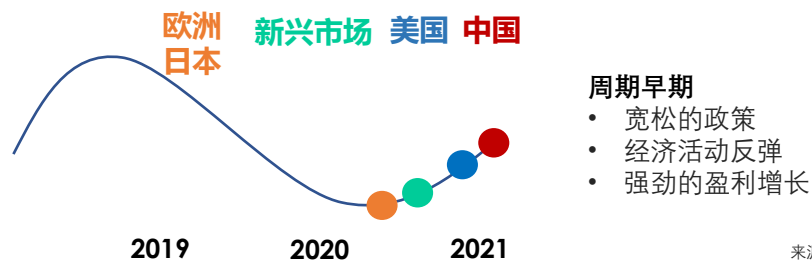
以下数据有助于理解这一点：

	估值 (12个月远期市盈率)	每股盈利增长率 (20年年化)	每股盈利最大下滑 (20年内)
MSCI医疗保健指数	17.8	6.4	-7.7%
MSCI世界指数	21.2	2.3	-67.6%

来源:彭博社,汇信资产管理。估值:彭博预测未来4个季度后的市盈率。  
数据计算于31/1/2021

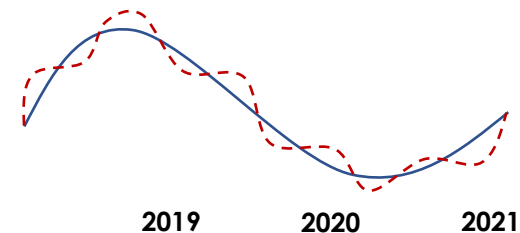
在我们看来，医疗保健股这种罕见的盈利稳定、增长高于平均水平、而估值仍十分诱人的组合，在VUCA环境下成为了极具吸引力的投资机会，这也是我们在上个月进一步增持医疗保健股的原因之一。另一个原因是，鉴于对强劲经济复苏较低的依赖程度，它为我们的复苏型投资做出了互补，提供了难能可贵的多样化。

# 核心观点：复苏中谋求回弹



我们来继续上个月关于经济和市场周期的讨论。上图是一个程式化视图，显示了在经济周期不同阶段表现良好的主要经济体。请注意，我们的复苏型投资早已就绪，将在大周期的早中期获益。这并非巧合，而是我们的FVT投研流程的结果——在周期早期，通常是经济和盈利强劲增长的时期。看起来，日本和欧洲似乎很快也会加入进来，可能会在更合适的时机为我们提供一些投资机会。为了便于参考，我们在下面的表格中总结了我们对每个复苏型板块的看法。

最近有人问我们，是否认为股市会继续上涨？简短的回答是，没有任何上涨是可以避开回调而不停上行的。但也需要注意到，除非出现了意想不到的冲击，否则这些回调也不过是一些短暂的噪声或波动(虽然我们专注于投资性市场，对投机性市场则不那么确定)。通常而言，市场中噪声般的短期波动，就像那条红色虚线，时上时下围绕在蓝色实线周围；而蓝色实线代表的就是我们研究和投资的更大的周期：



我们的多元化投资组合旨在减缓并能承受时不时的波动，这样我们就可以专注于捕捉更清晰的长期趋势。同样，随着2021年更广泛的经济复苏站稳脚跟，我们的复苏型投资预计将表现良好，即使可能途中会经历一两个减速带的震荡。

复苏型板块	观点
中国A股	作为2020年唯一正增长的主要经济体，中国的GDP预计2021年将增长8.1%，而美国将增长5.1% (根据IMF 2021年1月预测)。这对未来几个季度的企业盈利起到了支撑作用。低于历史高点，估值仍然合理。
美国小盘股	疫苗引导的复苏对小盘股来说是个好兆头，因为它们往往在经济加速增长时期表现出色。小盘股(罗素2000指数)过去20年平均估值高于大盘股(标准普尔500指数)2%，而现在则低了28%，存在着被低估的价值。
新兴市场	在经济刺激和全球经济复苏的支撑下，周期性更强的新兴市场股票预计将表现良好。与此同时，其估值相对于发达市场更有吸引力。
能源股	随着油价突破50美元大关，能源股受益。让我们感到鼓舞的是，(在OPEC石油输出国组织的支持下)石油供应的紧缩有助于抵消新冠病例带来的复苏不确定性。另一方面，石油需求可能会显得波折，但预计将随着经济活动的反弹而复苏。同时，相对于整体市场，能源股的估值更引人注目。

# 核心观点：寻求收益率

上个月，我们提到过收益率投资可能很无聊，尤其是当一些股票可以达到xxx%涨幅的时候。这样的观点似乎特别有先见之明，因为接踵而至的游戏驿站股价暴涨激起了投资者的狂热情绪，并见证了新玩家匆匆首次进场。但是除此以外，整体股市波动起伏，并于本月小幅下跌。根据我们提到过的体育类比，股票市场本月就像在球场上来回奔跑但没有带来进球的前锋，而信贷市场则是在前锋们拼搏的时候坚守阵地并带来收获的中场球员。

想象一下，有三个人来找你借钱，右边的表格1里是他们各自的情况。你会借给谁？

答案似乎很明显，应该借给C——因为贷款的利息回报是最高的。此外，他代表的是亚洲房地产市场，这是一个增长前景强劲的领域。

有没有这样一笔好交易：只要选择给谁借钱，就能挣更多？事实上，确实有，这就是我们在选择收益率投资时所做的事情。表1则是我们时评最后的收益率比较表的精简摘录。

问题在哪里？

	借款人 A	借款人 B	借款人 C
简况	美国政府	蓝筹股企业和银行	亚洲房地产企业
贷款金额	100	100	100
1年后利息回报	\$0.28	\$1.30	\$6.70

表 1

## 主要信贷市场收益率

亚洲高收益市场	6.7%
美国高收益短久期债券	4.2%
美国高收益债券	4.0%
短久期新兴市场债券	3.0%
新兴市场债券	3.5%
全球投资级债券	1.3%

## 银行存款利率仍然很低

2020年12月31日

新加坡币一年期存款利率	0.69%
美元一年期存款利率	0.28%

2020年12月31日

来源：彭博社

确实，为了更高的回报，会存在风险。贷款人主要担忧的是借款人无法支付利息，或者让贷款人失去本金。的确，贷款给美国政府等机构的风险是很低，但这么低的回报值得吗？投资者的目标是为借款人融资的同时获得回报，而不仅仅是给借款人融资。相比贷款给政府，在向企业放贷的过程中，贷款人可能会遇到较多借款人拖欠利息，甚至导致贷款金额流失的情况。但只要以多元化的方式进行投资，你就能从可控的风险中，获取更高的回报。

# 核心观点：我们如何配置投资？

复苏中谋求回弹

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

能源股

短久期新兴市场债券

新兴市场股票

美国小盘股

# 资产配置策略

股票	--	-	=	+	++	资产配置策略
美国					+	<p>医疗保健股盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小</p> <p>能源股估值有吸引力，预期会随着经济复苏受益</p> <p>小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益</p> <p><i>由于美国在全球医疗保健股和能源股的投资中占比较大，因此呈现增持美国股票</i></p>
欧洲	0%					维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力
日本	0%					
除日本外亚太市场					+	增持中国A股，估值持续处于合理区间，且受经济走强的支持
新兴市场			+			维持中性，因为其估值对发达市场具吸引力，但企业盈利略有放缓
固定收益	--	-	=	+	++	资产配置策略
主权债券			+			偏好汇率对冲全球主权债券，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动
投资级企业债券	0%					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
美国高收益债券	0%					维持零配置，基本面相对较差
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					++	青睐硬通货短久期债券，在经济衰退的环境下更具防御性
备注： --：减持   -：少量减持   =：维持中性   +：少量增持   ++：增持						

当前

早先

# 市场回报一览

地区性股票	当月回报	当季回报	当年回报
全球	-0.44%	-0.44%	-0.44%
美国	-1.02%	-1.02%	-1.02%
欧洲	-0.71%	-0.71%	-0.71%
日本	0.23%	0.23%	0.23%
亚太区(日本除外)	3.51%	3.51%	3.51%
新兴市场	2.99%	2.99%	2.99%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.88%	-0.88%	-0.88%
对冲全球投资级债券	-0.54%	-0.54%	-0.54%
高收益债券	0.11%	0.11%	0.11%
亚洲债券	-0.02%	-0.02%	-0.02%
新兴市场债券	-0.85%	-0.85%	-0.85%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.52%	0.52%	0.52%
欧元兑新加坡元	-0.12%	-0.12%	-0.12%
日元兑新加坡元	1.39%	1.39%	1.39%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-2.67%	-2.67%	-2.67%
西德克萨斯轻质原油	7.58%	7.58%	7.58%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	0.31%	0.31%	0.31%
巴西	-3.32%	-3.32%	-3.32%
中国A股	2.70%	2.70%	2.70%
中国H股	4.38%	4.38%	4.38%
中国香港	3.87%	3.87%	3.87%
印度	-3.05%	-3.05%	-3.05%
印度尼西亚	-1.95%	-1.95%	-1.95%
韩国	3.58%	3.58%	3.58%
马来西亚	-3.71%	-3.71%	-3.71%
俄罗斯	-0.24%	-0.24%	-0.24%
新加坡	2.12%	2.12%	2.12%
中国台湾	2.75%	2.75%	2.75%
泰国	1.24%	1.24%	1.24%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-3.82%	-3.82%	-3.82%
能源股	3.63%	3.63%	3.63%
科技股	-0.59%	-0.59%	-0.59%
医疗保健股	1.00%	1.00%	1.00%
金融股	-1.93%	-1.93%	-1.93%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年1月31日  
来源：彭博社



# 汇信资产管理私人有限公司免责声明

汇信资产管理私人有限公司（以下称“本公司”）尽其所知所信，本材料中所含信息准确性仅以发布日时为准。本公司持有对本材料中所有信息的更改权，若有 任何更改，恕不另行通知。本公司对于本材料或第三方所提供信息之准确性、充分性和完整性，不做任何形式的陈述或保证。本材料可能存在技术上或印刷上的错误，各项事件的持续发展可能引致部分信息的准确性受到影响。本公司没有义务对本材料进行更新。

本公司及其关联企业，以及各自的股东、董事和雇员就本材料中的任何错误或遗漏，以及对直接或间接使用本材料所引致的任何损失或损害不会承担任何责任。除非另有明确协议，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。本公司拒不承担因您访问或使用本材料而引起或相关的，无论在合同、侵权、责任限制或其他方面的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害的赔偿责任。

本材料并非广告，不可作派发资料或作公共用途。本材料仅供一般性参考，并不考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需要，亦不作为任何形式的投资建议。

本材料不构成任何金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议，不构成对本公司所管理之基金进行投资的邀请，亦不构成对本公司所管理或提供咨询之基金发行的利息出售的要约。任何要约只能通过相关的要约文件和相关的认购协议作出，有关信息应被仔细阅读和透彻理解，且只能在要约符合相关法律和监管要求的司法管辖区内进行。

模拟投资、过往业绩和投资计划未必可作为基金日后表现的指引。在投资由本公司管理或提供咨询的基金时，任何投资者都有可能获利或面临投资损失的风险。

本材料上的信息不适用于位于或居住在信息发布受到限制或未经授权的司法管辖区人士。未采取任何行动对本公司进行授权、注册或限定任何本公司基金，或以其他方式允许任何本公司基金在任何司法管辖区公开发售，或允许在任何司法管辖区发布任何与本公司基金相关的信息。

本免责声明的中文译本仅供参考使用，若有任何译制出入，一切仅以英文原版为准。