



月度投资时评

2021年三月

市场回顾

全球股市以2.35%的涨幅继续上涨。然而，在平静的水面下，各板块之间出现了巨大的差异，也表明了正在发生的事情。如下图显示，复苏趋势正在形成，而受复苏带动的能源股以13%的涨幅领跑。更值得注意的是，我们投资的能源勘探类股票呈现了更优异的表现，涨幅达到了27%。



MSCI全球国家指数下各板块收益，计算于2021/01/31至2021/02/28。来源：彭博社

小盘股在经济衰退时期落后于大盘股之后，如今首次显著地跑赢大盘股。除非出现一些阻碍复苏的不可预见的极端情况，我们预计小盘股的优异表现才刚刚开始。

我们的投资风格就像钓鱼，要有耐心，等待适当的时机将鱼儿稳稳钓起。2019年经济增长开始放缓，我们将高增长板块的资金配置到了增长型质量大盘股，以增强投资组合的防御性。经历过随后的经济衰退后，**基于对经济复苏的预期以及诱人的估值，我们在2020年底从增长型质量大盘股将资产配置逐渐转移到了小盘股。**

全球投资级债券在上月下跌，延续了1月份的跌势。在多年的低利率可能无法再延续之时，债券的熊市开始变得更加明朗。

正如股票市场的各板块差异巨大一样，信贷市场也参差不齐。投资级公司债券下跌，而高收益债券借助它们的高息票率实现上涨。**这为我们在发达市场和新兴市场高收益债券的敞口带来了利好**，同时我们也没有投资下跌的投资级公司债券。

一些投资者可能已经注意到，我们的投资组合最近表现得十分亮眼。**我们最近是否做了什么特别的举动来提振表现？答案是，并没有。**近期的强劲上涨，是我们在2020上半年市场波动期间早早基于FVT投研流程准备和建仓，并耐心等待开花结果带来的果实。

首先，基于我们的FVT投研流程，我们在2020年初选择进一步增持中国A股，当时谁也无法预测到，在短短几周内一场疫情改变了世界。同样的，在2020年4月我们配置了能源股之后，没有人会料到油价暴跌至负值。

能坚持持有这些投资并不容易，但我们的耐心得到了回报。在全球市场跌落悬崖之际，中国A股的跌幅最小。自持有能源股投资以来，该投资在去年的大部分时间里表现低迷，但到了2月底，它亮眼的表现甚至超过了科技股。

我们选择进场是因为这一样的决定有着更多的优势，但并不期望能完美地踏在准确的择时上。这也是为什么我们在投资组合中会开展不同的主题，这样它们就可以轮流发挥作用。**我们感谢投资者们的耐心和对我们的信任！**

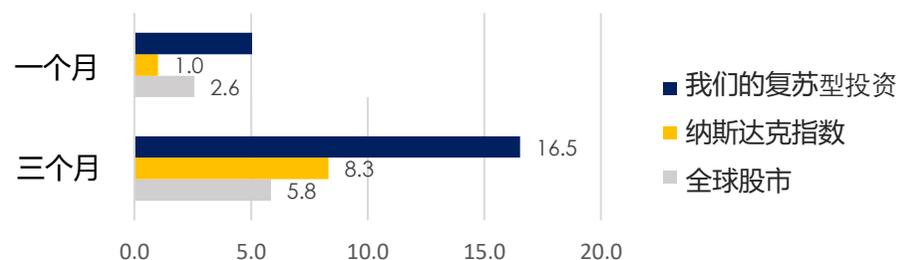
参考:全球股票:MSCI全球国家指数，全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数，能源股票:MSCI ACWI能源板块指数，能源勘探股票:道琼斯美国精选石油勘探和生产指数

核心观点：复苏中谋求回弹

草草浏览第8页的市场回报一览表，你不会觉得2月份对市场来说是一个特别令人兴奋的月份。美国、欧洲和亚洲的主要市场指数都录得1-3%的低个位数回报率……也不是那么寒酸，但也不算上精彩。但是，有趣的是从疫情时期的大赢家到复苏型板块的巨大交接棒：

自上月中旬，价格高昂的科技股遭遇大幅下挫，几乎将纳斯达克指数拖至回调区间。特斯拉作为2020年最火爆的股票之一，当月跌幅超过了20%。投资者很快指出，债券收益率上升是主要原因，因为低利率曾被视为高增长股票跑赢大盘的重要推动力。

正如之前所述，在风险回报比开始展露出吸引力的时候，我们就已经着手配置了复苏型投资，所以不需要被迫在交接棒加速的时候才仓促行动。在过去的几个月里，这种耐心的方法(甚至被看作为逆势操作)为我们的投资组合带来了回报，来看一下我们的复苏型投资在这样环境下的强劲表现：



来源：汇信资产管理。复苏型投资包括沪深300指数、MSCI新兴市场指数、MSCI世界能源指数、罗素2000等权重指数。全球股票:MSCI全球国家指数。纳斯达克综合指数。数据截止至2021年2月28日。

我们的复苏型投资

时评

能源股	截止目前，这是2021年表现最好的行业。油价在过去一个月突破了60美元，我们增持能源股的头寸随着油价上涨而上涨，为我们的投资组合带来了强劲回报。在OPEC最新决定控制供应的支持下，石油供需动态继续改善。我们正密切关注事态发展，预计随着能源和石油价格变得更加合理，我们将调整配置。
美国小盘股	尽管月内波动较大，小盘股（罗素2000）的表现仍优于大盘股（标普500指数），因为被低估的周期性股票对其表现有积极贡献。我们认为，随着经济的重新开放，小型股将继续表现良好；尤其是小盘股目前的估值相比大盘股有着超过20%的折价，而相比其自身20年平均也仅是约2%的溢价。
中国A股	今年到目前为止，中国股市2.4%的温和表现相对于其他复苏型市场来说，或许并不那么大放异彩，也是因为中国股市在经历了2020年的强劲表现后稍事休整。我们认为，相对强劲的经济对企业盈利有支撑作用，不过未来的政策推动作用预计会减弱。
新兴市场	分析师上调了新兴市场企业的盈利预测，远高过发达市场企业。随着经济反弹，周期性的新兴市场股票表现预计将更加出众。由于估值相对于发达市场继续保持吸引力，我们将继续维持中性配置。

核心观点：VUCA阶段的稳定性

用于描述具有**波动性、不确定性、复杂性和模糊性**的环境

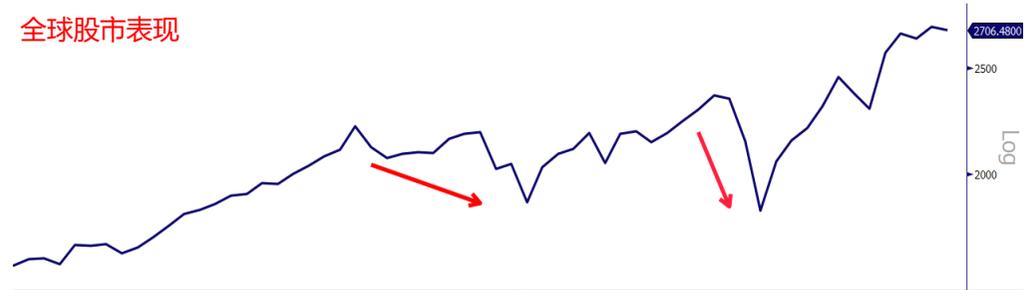
细心的读者可能已经从第一页的表现图中注意到，医疗保健行业最近表现不佳。高盛在最近的一份研究报告中提到，在更高利率和通胀再膨胀导致整体市场重新定价的情况下，医疗保健在无人区继续挣扎。简单来说，投资者最近对医疗板块投资的热情并不高。

这是否意味着医疗保健股在我们的投资组合中已经失去了效用？我们认为，作为“稳定性”主题的一部分，医疗保健股将继续在我们的投资组合中扮演重要角色。数据显示，无论经济增长如何，医疗保健行业的盈利状况都很稳定，这使其成为一个传统的防御性行业，也能作为一种有效的投资组合多元化工具。这一点越来越重要，因为像曾经十分安全的政府债券这样的资产，在历史上它确实是一种有效的分散投资选择，但是现在正变得越来越不像一个避风港¹（因为利率上升的可能性远大于下降的可能性）。我们将在下一页的“寻求收益率”一节中展开进一步的讨论。

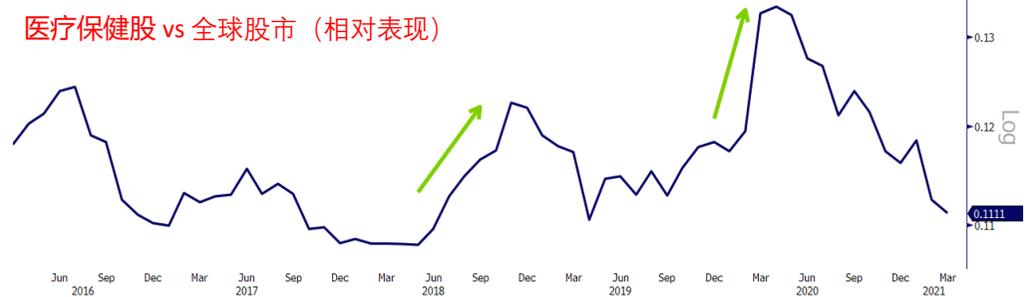
医疗保健行业稳定且高于平均水平的盈利增长，加上诱人的估值，使得它在VUCA环境下成为一项更具吸引力的投资。此外，由于更强的防御性，对强劲经济复苏的依赖性更小，医疗保健股为我们的复苏型投资提供了有益的多元化。从下图可以看出医疗保健股的特征：



全球股市表现



医疗保健股 vs 全球股市（相对表现）



资料来源：彭博社，汇信资产管理。全球股票：MSCI全球国家指数，医疗保健股：MSCI全球医疗保健指数

来源：

¹<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-10-15/markets-without-havens-are-becoming-all-too-real?sref=EnJawTd3>

核心观点：寻求收益率

这个月的热门话题是攀升的债券收益率；与Gamestop相比，债券收益率似乎并不会太令人兴奋。但债券收益率上升影响到的人却要比交易股票的人多得多，为什么？因为比起Gamestop，会有更多的人投资于债券。

我们去年出版的漫画系列的专题说明，传统的避险债券在未来可能不会有很好的效果。下表显示了低收益率投资级债券的表现。

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-1.72%	-2.59%	-2.59%
对冲全球投资级债券	-1.56%	-2.08%	-2.08%

从数学上看，随着收益率上升，债券价格下跌。实际情况是，长期利率自8月份以来一直在上升，近几个月增速加快，导致债券价格下跌。

我们在上面提到过，债券的熊市开始变得越来越明朗。除却本次债券抛售，过去5年这样的情况还发生过两次。这是再一次的短期回调吗？还是像上世纪50年代至80年代那样，是债券市场数十年熊市的开始？只有时间会告诉我们答案。

自2008年全球金融危机以来，市场参与者已经意识到量化宽松带来的低利率环境。全球的投资组合反应各不相同。一些基金经理在很长一段时间内激进地做空低收益率的政府债券，却不得不忍受债券价格上涨带来的亏损。许多其他投资组合继续投资低收益率或负收益率债券。在低收益率环境下投资债券的风险就在于，当收益率上升时，债券价格下跌，对投资本金造成风险冲击。最近收益率的上升表明，传统的盾牌可能真的失效了。为了应对这一风险，我们在过去几年中更早地将重点放在了短久期信贷上，以降低收益率的上升对我们所持债券的价格所产生的影响。最近，我们进一步配置了其他信贷投资以取代传统的政府债券，并进行风险分散。

我们在高收益市场进行了不少的投资，以寻求高收益率。但我们有着自己的准则：时刻意识到其中的风险，并设法管理那些不喜欢的东西。最近随着信贷息差收窄，即信贷投资的风险回报比不那么有利，我们已进行了新的投资于更少依赖性的信贷策略，这使我们能够以剑盾在侧、攻守兼备的姿态进入市场。



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和无限制信贷，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动
投资级债券	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
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	2.35%	1.90%	1.90%
美国	2.76%	1.71%	1.71%
欧洲	2.52%	1.79%	1.79%
日本	3.11%	3.35%	3.35%
亚太区（日本除外）	1.36%	4.92%	4.92%
新兴市场	0.77%	3.78%	3.78%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-1.72%	-2.59%	-2.59%
对冲全球投资级债券	-1.56%	-2.08%	-2.08%
高收益债券	0.19%	0.30%	0.30%
亚洲债券	-0.49%	-0.51%	-0.51%
新兴市场债券	-1.42%	-2.26%	-2.26%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.27%	0.79%	0.79%
欧元兑新加坡元	-0.25%	-0.37%	-0.37%
日元兑新加坡元	1.81%	3.22%	3.22%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-6.15%	-8.66%	-8.66%
西德克萨斯轻质原油	17.82%	26.75%	26.75%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	1.59%	1.90%	1.90%
巴西	-4.37%	-7.55%	-7.55%
中国A股	-0.28%	2.41%	2.41%
中国H股	0.34%	4.74%	4.74%
中国香港	2.46%	6.42%	6.42%
印度	6.22%	2.98%	2.98%
印度尼西亚	6.47%	4.40%	4.40%
韩国	1.23%	4.85%	4.85%
马来西亚	0.82%	-2.91%	-2.91%
俄罗斯	2.12%	1.88%	1.88%
新加坡	1.73%	3.89%	3.89%
中国台湾	5.39%	8.29%	8.29%
泰国	2.27%	3.54%	3.54%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-9.62%	-13.07%	-13.07%
能源股	21.47%	25.88%	25.88%
科技股	1.12%	0.53%	0.53%
医疗保健股	-2.83%	-1.86%	-1.86%
金融股	11.36%	9.22%	9.22%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年2月26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。