



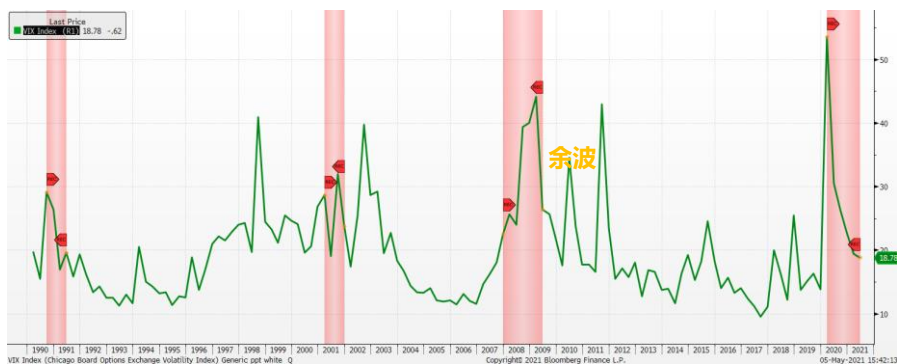
月度投资时评

2021年五月

市场回顾

黄石公园的老忠实喷泉在喷发时，滚烫的泉水可以喷到40米高，这样的景象总为其吸引大批游客。另一个让它闻名遐迩的原因在于它的喷发特别规律，并且完全可预测(每68分钟喷射一次，误差小于10分钟)。 <https://www.nps.gov/yell/planyourvisit/geyser-activity.htm>

市场也有自己版本的“老忠实泉”：VIX波动率指数一喷发时，它将市场波动推高至40点之高。当市场出现恐慌时，VIX指数通常会上升；这种情况在以前的每一次经济衰退中都发生过（下图红色区域）。就像老忠实泉的规律喷发一样，VIX指数在最近的衰退期间也如期“爆发”了。同时，这些爆发也往往伴随着市场的下跌。不得不说，市场就像现实生活的模拟，因为它也需要释放压力。



VIX波动率指数 来源:彭博社

有时，我们可能还会看到“余波”：即主喷发后出现的后续峰值。然而波动率指数的爆发并不像老忠实泉那样可以预测。就像现在新冠疫情的再次爆发提醒我们不要自满于安全措施，我们需要继续以合理的结构和多样化的投资组合进行投资，而不是满足现状。

与前一个月相比，四月份市场相对平静。全球股市上涨了4.4%，而波动率指数也落至去年股市崩盘以来的新低。这并不令人意外，因为在经济衰退后的复苏期间，恐惧指数往往会下降，而这正是我们现在正在经历的。

水面之下，各板块的表现并不一致。如能源股、小盘股和欧洲股等复苏类投资在4月稍作整顿，实现2%左右的涨幅。新兴市场的上涨与其他复苏类股票也大致一样。尽管这些地区性股市较为疲软，但由于大宗商品价格飙升接近历史高位，大宗商品股票也随之大幅上涨，反映出人们对经济复苏的信心。

另一方面，可能与对新冠病毒再起的担忧有关，医疗保健板块上涨4%。今年以来一直落后的大型科技股，在四月打了一针强心剂，实现了5%的涨幅。年初至今，我们所持有的能源股和小盘股等复苏型投资仍是今年表现更好的市场。

随着全球投资级债券止住了他们的下跌，对债券的抛售得到了缓解。对冲全球投资级债券小幅上涨；受欧元等货币的推动，未对冲全球投资级债券上涨了1.3%。高收益债券和新兴市场信贷在主要固定收益市场中表现更优，使我们的投资受益。在低利率世界中，专注于从信贷风险中提取固定收益回报、而非承担利率风险的策略，开始得到认可并为我们的组合带来回报。

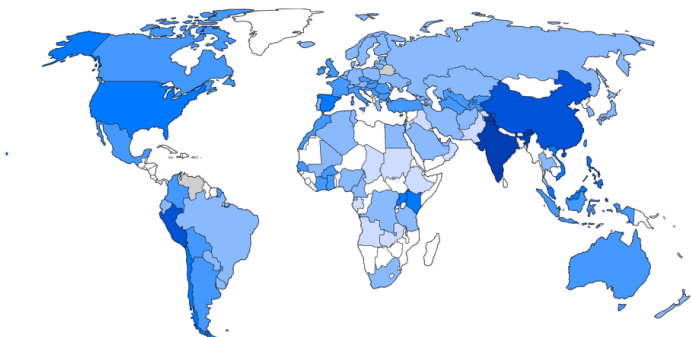
参考资料:全球股票:摩根士丹利资本国际全球指数、全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数、能源股:摩根士丹利资本国际ACWI能源板块指数和道琼斯美国精选石油勘探和生产指数、小盘股:罗素2000指数、欧洲股市:欧洲STOXX50指数、高收益:彭博巴克莱美国高收益0-5年期债券指数, 彭博巴克莱亚洲美元高收益债券指数

核心观点：复苏中谋求回弹

Great Expectations

The IMF predicts the world economy will expand 6% this year

■ 2021 GDP forecast: 0%-2% ■ 2%-4% ■ 4%-6% ■ 6%-8% ■ 8%-10% ■ Above 10%
■ Below 0%



Source: International Monetary Fund

总体而言，世界经济如预期慢慢走出新冠经济衰退—国际货币基金组织(IMF)最近将今年的全球增长预测上调至6%，比此前预期的要更快。或许对投资者来说更重要的是，正如上图所示，各地区的增长差异巨大，复苏过程预计也将起伏不定，这就是投资者需要进行选择性积极投资的原因。

尽管未来几个季度最有可能出现的情况是经济复苏，但我们也不能指望从现在开始，复苏之路会一帆风顺。如今，新冠病例不幸在印度等发展中市场卷土重来，已经阻碍了这些市场的复苏。而在我们新加坡本土，即使接种疫苗运动正在进行，我们还是能看到病例出现。这些障碍可能会影响投资者情绪，这是在情理之中的。

简单地说，投资者需要谨慎对待复苏。我们的多元化投资组合就是旨在抵御复苏过程中的坎坷起伏，所以我们才可以专注于捕捉更明朗的、更广泛的复苏趋势。这就是我们会投资于不同的多元化复苏领域的原因：

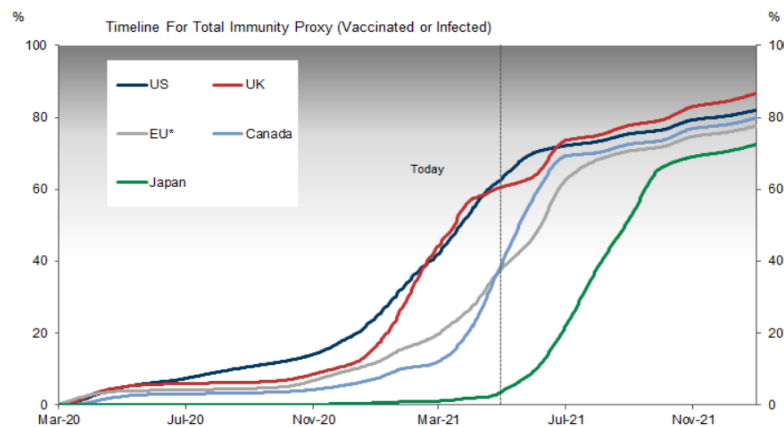
美国小盘股：在强劲复苏助推下，盈利可能加速；估值较美国大盘股更诱人。

中国A股：经济处于复苏后期，预计盈利增长将更加稳健；估值比美国股市更合理。

新兴市场：受益于本土和全球复苏动力；估值同样比发达市场更具吸引力。

欧洲：在复苏领域中稍显滞后，但同时存在更多上行空间；如果疫苗接种稳步进行的话，欧洲将在未来几个月迎头赶上：

免疫人口数百分比 (基于感染人数 & 接种疫苗人数)



来源:高盛

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

今年前三个月，美国资产规模最大的医疗保健ETF流出约17亿美元。对于大多数投资者来说，当波动率（或恐惧）走低、市场趋向上涨时，稳定性似乎已经不是优先考虑的事情，而以上的资金外流的数据似乎也表明了这一点。

随着复苏的乐观情绪在过去几个月里持续上升，我们担忧如果有几家公司的财报出现亏损，是否会迅速引发市场对复苏的疑虑。我们有理由也有必要继续保持谨慎，因为市场仍在指望企业盈利的飙升，来支撑并证明目前的高估值的合理性。但我们也看到，即使疫苗已经在接种，消除疫情的道路也并非是一件容易的事情，如果新一波疫情蔓延得更广，可能会影响企业并导致股市的新一轮动荡。从目前强劲的第一季度财报季来看，这种担忧是否毫无根据？

这种与盈利表现的不对称市场反应也出现在其他板块中：

Median Performance vs S&P 500 following Earnings beat

Sector	Return
Comm Svcs	3.05%
Healthcare	3.01%
Staples	1.51%
Materials	1.30%
Discretionary	1.08%
Industrials	1.00%
Energy	0.74%
Real Estate	-0.30%
Utilities	-0.91%
Financials	-1.16%
Technology	-2.33%
S&P 500	0.20%

来源：高盛

截至2021年4月29日的第一季度收益季总结

来源：高盛

	No. of Companies Reported	Earnings		
		Positive	Negative	In Line
US S&P 500	302/500	69%	6%	25%

鉴于大多数公司都公布了强劲的盈利，我们是否应该期待所有的投资都应该对这一好消息做出积极价格反应呢？实际上不是，即使盈利超过预期，股票也会下跌。例如，特斯拉第一季度每股盈利超出市场预期15%，但次日股价却下跌了4.5%。这并不意味着特斯拉不行，只是它的股价反映了过多的好消息；所以就算再有好消息传来，都不会再对股价的提升有任何帮助。<https://www.barrons.com/articles/teslas-earnings-ticked-all-the-boxes-big-questions-remain-51619469933>

高盛发现，相比其他市场板块，医疗保健行业的盈利表现得到了最高的价格回应，这也进一步验证了我们先前的论点。简而言之，医疗保健板块并不流行而拥挤，投资者的预期更合理，因此能提供更好的风险回报比。换句话说，即使你成功预测科技股的盈利会超过预期，你还是赚不到钱（因为所有拥挤在科技股的投资者都依赖着这样的超额盈利，而股价早已被抬升）。

我们维持医疗保健板块的配置，以作为“稳定性”主题的一部分，它继续在我们的投资组合中发挥着有益的作用。更合理的估值，加上无论经济增长如何都更稳定的盈利状况，使医疗保健行业成为一个防御性行业，并在VUCA环境中为我们的多元化投资组合带来收益。

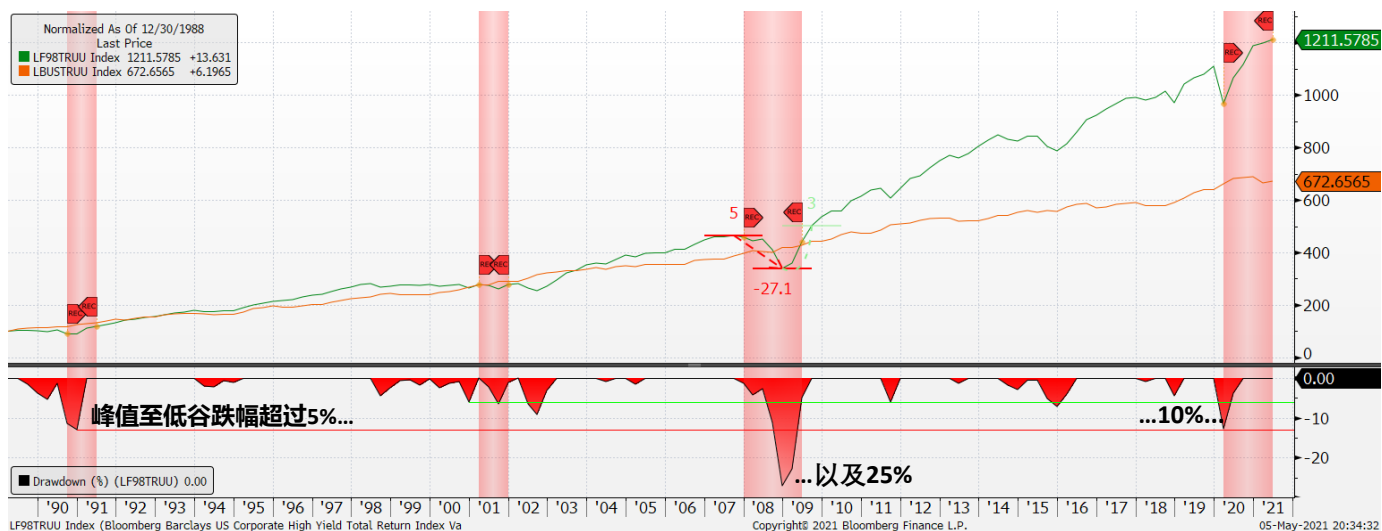
核心观点：寻求收益率

你会怎么回答右边的问题？大多数人可能会选择10%，毕竟，谁希望赔钱呢？但现实是，投资者规避了风险，也就放弃了收益，因为风险和回报是同一枚硬币的两面。

我们来看两个投资者：一个投资于投资级债券，另一个投资于高收益债券。32年后，**高收益投资者**最初的100美元将达到**1211美元**，几乎是**投资级债券投资者**所获**672美元**的两倍。从这个角度来说，高收益债券似乎是毋庸置疑的选择。

但高收益债券并非没有波动。回到开头，对这个问题做出5%、10%、甚至25%回答的高收益债券投资者，在经历从高峰到低谷的过程（如下图展示）中不免会感觉担忧。因此，**在追求更高回报的同时，需要对波动做好心理准备，而绝对不能假设通往更高收益的道路是一条没有波动的上行直线。**

投资者们相互比较收益是不可避免的。当然，从长远来看，**高收益债券投资者最终会获取更多财富**，但其间也会有表现不佳的时期，比如1998年至2002年的4.5年。在当时经济衰退的挑战性环境之下，一些投资者更加无法忍受这样的表现；雪上加霜的是，投资级债券投资者在同一时期内可能看不到太大损失。但另一方面，当投资级债券投资者发现长期的财富积累要比别人少得多时，他们也没有办法。总的来说，**投资不仅关乎技术，也要管理心理和预期。**



你的投资跌了多少时你会感到恐慌？
请选择以下一项：

5%

10%

25%

50%

如果我们的**高收益投资表现不佳时，我们如何有信心坚持下去？**要做到这一点，我们对各种资产类别的内在属性做深入的研究，并设立正确的预期。因此，**我们会继续投资高收益和新兴市场债券以寻求收益率。**

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

新兴市场股票

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	--	-	=	+	++	资产配置策略
美国						医疗保健股盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小 小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益
欧洲						相对估值具有吸引力，预计随着经济复苏将受益
日本		0%				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						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，但企业盈利稍欠稳定
股票	--	-	=	+	++	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周期投资风险，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	4.41%	4.41%	9.29%
美国	5.34%	5.34%	11.83%
欧洲	2.36%	2.36%	11.01%
日本	-2.85%	-2.85%	6.11%
亚太区(日本除外)	2.82%	2.82%	5.62%
新兴市场	2.50%	2.50%	4.79%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	1.26%	1.26%	-3.25%
对冲全球投资级债券	0.26%	0.26%	-2.21%
高收益债券	0.99%	0.99%	1.56%
亚洲债券	0.25%	0.25%	-0.92%
新兴市场债券	1.33%	1.33%	-2.20%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-1.04%	-1.04%	0.66%
欧元兑新加坡元	1.41%	1.41%	-0.92%
日元兑新加坡元	-1.27%	-1.27%	5.87%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	3.60%	3.60%	-6.81%
西德克萨斯轻质原油	7.47%	7.47%	31.04%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	3.48%	3.48%	8.29%
巴西	1.94%	1.94%	-0.10%
中国A股	1.59%	1.59%	-1.58%
中国H股	-1.22%	-1.22%	0.93%
中国香港	1.30%	1.30%	5.92%
印度	-1.45%	-1.45%	2.35%
印度尼西亚	0.71%	0.71%	1.01%
韩国	2.82%	2.82%	9.67%
马来西亚	1.85%	1.85%	-0.25%
俄罗斯	0.10%	0.10%	7.94%
新加坡	2.00%	2.00%	13.99%
中国台湾	6.96%	6.96%	19.46%
泰国	0.22%	0.22%	10.72%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	6.24%	6.24%	-4.43%
能源股	0.46%	0.46%	29.87%
科技股	5.44%	5.44%	6.72%
医疗保健股	3.74%	3.74%	4.00%
金融股	6.41%	6.41%	22.75%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年4月30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。