



# 月度投资时评

## 2021年六月

# 市场回顾

通货膨胀理所当然成为了当下的热门话题。从Google Trends可以看出，对于通胀的担忧从5月份开始显眼。就算你不是经济学家或投资者，媒体铺天盖地的报道也有可能让通胀担忧悄悄潜入你的生活。



在被通胀的噩梦吓到之前，让我们先退一步问一句：“通货膨胀一定是件坏事吗？”通货膨胀最简单的表现形式是，和一年前相比的物价上涨。一年前是什么情况？在新冠病毒引发的致命恐惧中，各国经济活动停摆，迫使经济迅速衰退。消费大幅下降的情况下，厂家削减库存和产出。

一年后，随着经济和需求从低谷中复苏，生产商当即提高产量以满足更多的需求。因此，物价上涨随着经济增长接踵而至。既然笼罩在新冠疫情阴影下的低迷经济出现复苏态势，我们需要去考虑通胀将来会如何发展，而不是仅仅对此担忧。另外，随着经济从复苏转向扩张增长，预计这会导致物价继续上涨和新的市场波动。

而令人畏惧的是另一种恶性通货膨胀，叫做通胀失控。价格上涨过快，继而对经济发展造成严重破坏，社会陷入难以管控的局面。但在当下，这并不是世界各地所发生的情况。

通胀担忧推动了5月份的市场表现；然而这种担忧并不意味着市场下跌。实际上，市场普遍上涨，但受通胀正面和负面影响的板块间出现了巨大的走势差异。

在股市方面，能源板块录得较大涨幅。和未来相比，生产商今日对于原油的需求尚处在高位，对能源板块带来利好。难以想象，仅在去年，各产油地甚至掏钱把原油送人。

如果生活开销变大，你会怎么做？要么降低消费水平，要么调整消费模式，更多关注于刚性需求，而不是可支配支出。自然而然，消费者非必需品板块成为了上月通胀抬头的最大输家。

在这样的环境下，你更会产生对价值的思考：“值得花这么多钱吗？”这样的想法也体现在市场上，全球价值股上涨了3%，而增长股则表现平平。由于在通胀担忧前过分乐观的预期不断推升价格和估值，诸如科技股为代表的高增长股在近期由于市场抛售而明显下跌。

汇率对冲全球投资级债券收复部分失地，上涨了0.22%并将年初至今回报小幅拉升至-2%。亚洲高收益和新兴市场债券分别上涨0.88%和1.38%，为我们的高收益策略带来利好。我们的趋势型策略受益于通胀；自去年下半年以来，在大众开始普遍关注通胀问题之前，工业金属和农产品已经开始上涨并形成趋势，而这样的趋势在过去一个月为我们带来了回报。。

参考文献:全球价值股:摩根士丹利资本国际全球价值股指数、全球增长股:摩根士丹利资本国际全球增长股指数、全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数、亚洲高收益债券:彭博巴克莱亚洲美元高收益债券指数、新兴市场高收益债券:彭博巴克莱新兴市场高收益债券全回报指数

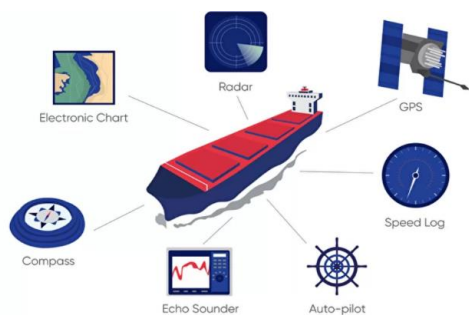
# 核心观点：复苏中谋求回弹

对投资者来说，把握好周期很关键，它能让投资者抓住市场上不断出现的机会。正因如此，我们才会花大量时间研究周期动态，好让我们可以在某些特定领域展露出绝佳机遇时对其进行投资。回想一下，一个经济周期的四个阶段：

早期（扩张阶段）→中期→晚期→衰退（紧缩阶段）

不同的投资标的会在各个阶段轮番上场；而我们的目标就是在扩张阶段获得更多收益，并在经济接近衰退时保持更强的防御能力。举个例子来说，2019年随着经济活动的放缓，我们投资于美国增长型质量大盘股；现在随着美国经济迅速走出衰退呈现复苏势头，我们将投资重新配置到了小盘股。我们试图成功抓取每个市场周期，但由于每个周期的长度都会有所不同（短至几周长则数年），这就让我们很难准确把握时机。但是，我们通过严格的投研框架和流程，不断提高胜算并锁定更多回报。

给大家举个例子，船上的领航员会使用一系列的导航仪器来确定他们在海上的位置，并迅速地绘制出能安全到达目的地的航线图。



来源: <https://marine-digital.com>

同样，我们也有自己的代号为“FVT”的GPS。通过它，我们有效地监控一系列指标，以确定市场状况，并制定合适的投资组合配置：

▼ +266K  
**U.S. Employment**

A measure of how tight the labor market is running in the world's biggest economy.

Updates monthly: Last June 4, 2021;

▲ 99.2  
**German Ifo**

The leading indicator of health in the euro area's lynchpin economy, it is based on a survey of about 7,000 executives in German manufacturing, services, retail, wholesale and construction companies. The aim is to gauge their assessment of how the economy stands and their outlook for it.

Updates monthly: Last May 25, 2021;

▲ 56.0  
**Global PMI**

IHS Markit and JPMorgan Chase's snapshot of the health of manufacturing around the world, based on surveys of multiple purchasing managers on their activity. A number above 50 signals expansion.

Updates monthly: Last June 1, 2021;

▼ 51.0 Points  
**China Manufacturing PMI**

China is the largest manufacturer of autos, smartphones and other goods the world over so this index provides a key insight into the heart of global production.

Updates monthly: Last May 31, 2021;

早期（扩张阶段）→中期→晚期→衰退(收缩阶段)

类似于上面所示的积极信号，许多指标目前都呈现出典型的经济早期扩张的迹象。很明显，复苏开始渐渐站稳了脚跟，我们也已进入在这种环境下有望蓬勃发展的市场：美国小盘股、欧洲股票、新兴市场股票和中国A股。随着本土和全球经济增长加速，这些市场往往会受益更多，推升了他们在早期复苏阶段回报脱颖而出的概率，并最终为我们的投资组合带来利好。



# 核心观点：VUCA阶段的稳定性

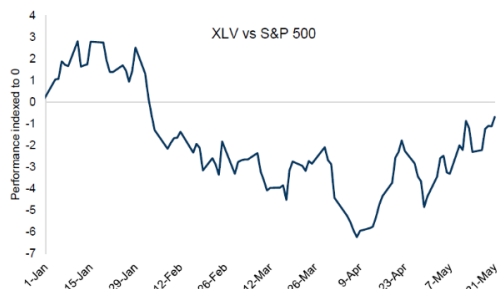
用于描述具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的环境

随着经济复苏的可能性越来越大，投资者开始更加大胆地承担风险，并把市场再次推至历史高点。鉴于未来几个季度积极的经济和盈利前景，这种说法不无道理。

另一方面，我们也观察到一些板块持续低迷，例如5月份科技股再度下挫，跌幅达1.2%。上个月我们也说过，对于这些股票，就算是公司发布了盈利强劲的财报后仍会下跌，因为他们的价格早已被过分抬升，很多利好消息早已被消化并反映在高价格上。因此我们可以看出，尽管经济复苏的道路逐渐清晰，但我们仍然处在VUCA的环境下；这就是为什么我们强调在投资组合中要配置不同类型并具互补作用的标的，这样可以减轻集中化单一化的投资策略未如预期发挥作用的的风险。

在实践中，这意味着我们要通过一些较少依赖经济复苏的投资来平衡我们的复苏型策略：医疗保健股便符合这个条件。在年初表现不如大盘的情况下，它没能成为一项受欢迎的投资。然而最近，医疗保健行业已“悄然缩小了年初迄今与大盘表现的差距”：

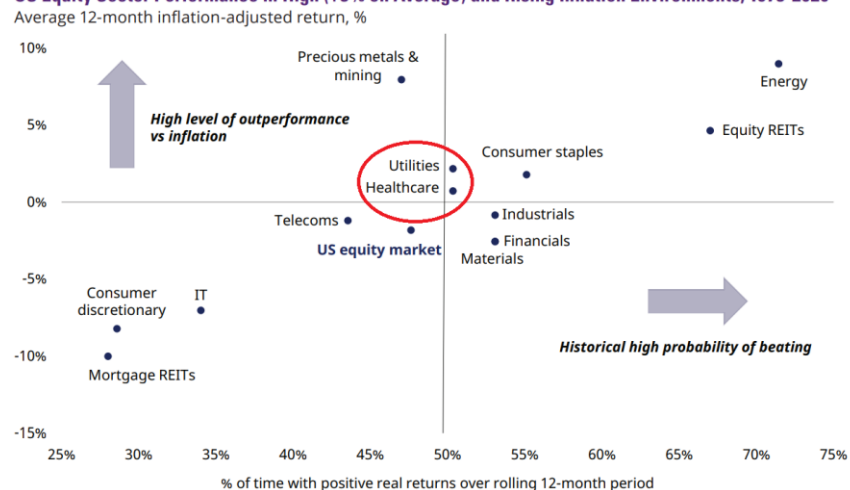
Exhibit 1: Fighting back? The XLV has quietly been closing its ytd underperformance gap with the SPX since 1Q21 earnings .. this bears watching



来源:高盛

在过去一个月里，人们用来衡量市场恐慌的指标——VIX波动率指数曾短暂上升，这可能对于医疗保健股等防御性更强的行业有所裨益。但是，在通胀担忧浮出水面之际，医疗行业的表现却优于其他行业，这是个令人意外的结果吗？最近的研究显示，在过去的通胀时期，不同行业的表现如何：

US Equity Sector Performance in High (+3% on Average) and Rising Inflation Environments, 1973-2020



来源:施罗德哈特福德基金公司

上图中，医疗保健行业正好位于中间。这意味着什么？我们之前说过，这个行业对经济活动的依赖程度较低。而上图又证明，在通胀环境下，医疗保健股也相对更具韧性，更有助于我们投资组合的稳定性。

# 核心观点：寻求收益率

“超低利率创造了最佳发行时间，超长期债券卷土重来”

这是今年1月份发表的一篇文章<sup>\*</sup>，借款者（在这个例子中主要指政府等发行人）希望发行超长期债权，将低成本借贷锁定50至100年，因为“投资者愿意为了略高的收益率而忽视了其中的风险”。

正如我们过去几年所强调的那样，低收益率或负收益率债务并非最近才出现的现象。在这样的环境下自然也有不同的应对方式。这篇文章援引了一些基金经理因追求收益率而将年限拉长的例子。比如，以0.5%的利率向法国政府贷款50年，而非以-0.3%的利率贷款10年，你看，立马就能获得正收益！

其他基金经理谈到低利率的威胁则更加直言不讳，雷·达里奥说“现金是垃圾”，而GMO则称政府债券就是“无回报的风险”。

我们属于后一类投资者，谁会投资一个在未来50年预计只有0.5%回报的东西呢？但这并不是一件易事，我们这样的投资需要经历时间的沉淀才能大放光彩。回想过去几年，虽然低收益率已经慢慢出现，很多投资者宁愿掏钱（而不是索取回报）借出他们的钱，这样的需求浪潮导致低收益率债券的价格进一步被哄抬，使得以低收益率政府债券和投资级债券为主的主要债券指数水涨船高。因此，虽然我们在短久期高收益债券投资上赚钱，但它们在当时似乎并不比投资级债券和指数表现得更好。直到今年，随着这样的需求达到峰值时，情况发生了转变。

从图表中可以看出，今年固定收益投资者面临的挑战有多大。包括被广泛使用的债券指数(以及许多投资者的投资组合)在内的主要固定收益类别都在今年以来表现惨淡，债券投资者几乎没有什么赚钱的地方。

在此之上，我们添加了一些比较少见的信息。对于那些选择通过长久期债券获得额外收益的人来说，受利率波动影响，他们损失惨重，具有代表性的iShares 20+ Year Treasury Bond ETF今年下跌了11.67%——再次证明，不仅是信用评级和收益率，债券久期也是债权投资的重要考量。与此同时，我们也加入了我们通过我们严格的投研过程筛选并最终投资的两个板块，**短久期新兴市场债券和亚洲高收益债券在有效规避利率风险的情况下，继续从信贷风险中获得回报。**我们难道预测到了今年利率驱动下的抛售？不，我们只是通过研究避开了那些如果利率从低位上升可能会表现糟糕的领域，去寻找更合适的地方配置客户的资金。

固定收益	31/5/21 当年回报
全球投资级债券	-2.35%
对冲全球投资级债券	-2.00%
高收益债券	1.80%
亚洲债券	-0.40%
新兴市场债券	-1.30%
iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	-11.67%
亚洲高收益债券	2.77%
短久期新兴市场债券	1.12%

<sup>\*</sup><https://www.reuters.com/world/americas/ultra-long-bonds-are-back-force-rock-bottom-rates-create-sweet-spot-2021-01-18/>  
来源：亚洲高收益债券:彭博巴克莱亚洲美元高收益债券指数，新兴市场短久期债券:彭博巴克莱新兴市场1-5年期债券全回报指数

# 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 <b>中国A股</b> ，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	
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长期投资风险，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					■	青睐硬通货短长期债券，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	1.60%	6.08%	11.05%
美国	0.70%	6.07%	12.61%
欧洲	2.71%	5.14%	14.02%
日本	1.31%	-1.58%	7.61%
亚太区（日本除外）	1.46%	4.32%	7.16%
新兴市场	2.34%	4.90%	7.25%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	0.94%	2.21%	-2.35%
对冲全球投资级债券	0.22%	0.49%	-2.00%
高收益债券	0.23%	1.22%	1.80%
亚洲债券	0.53%	0.78%	-0.40%
新兴市场债券	0.92%	2.26%	-1.30%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-0.68%	-1.72%	-0.03%
欧元兑新加坡元	1.03%	2.45%	0.09%
日元兑新加坡元	0.25%	-1.03%	6.13%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	7.79%	11.66%	0.45%
西德克萨斯轻质原油	4.31%	12.10%	36.69%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.49%	6.06%	10.99%
巴西	6.16%	8.22%	6.05%
中国A股	4.18%	5.83%	2.52%
中国H股	1.09%	-0.14%	2.04%
中国香港	2.09%	3.42%	8.13%
印度	6.68%	5.13%	9.18%
印度尼西亚	-0.56%	0.12%	0.41%
韩国	1.78%	4.65%	11.64%
马来西亚	-0.53%	1.31%	-0.78%
俄罗斯	6.86%	6.97%	15.35%
新加坡	-0.84%	1.15%	13.03%
中国台湾	-2.83%	3.93%	16.08%
泰国	1.03%	1.25%	11.86%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	14.31%	21.45%	9.25%
能源股	4.90%	5.39%	36.23%
科技股	-1.15%	4.23%	5.49%
医疗保健股	1.89%	5.70%	5.97%
金融股	4.68%	11.39%	28.40%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年5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。