



月度投资时评

2021年八月

市场回顾

七月是一片红色的海洋。中国对某些行业和企业施压在整个市场内仿佛一石激起千层浪，新兴市场自然而然成为了焦点。中国A股下跌了7.3%，整体新兴市场下跌了6.7%。

然而，我们必须记住：**要想获得投资收益，就必须承受这种必要的波动。**想想看，全球股市在1月份下跌了0.45%，而在接下来的5个月里强劲反弹了12.82%。就像奥运选手一样，市场也得喘口气。

在一片红色的海洋中，**我们投资组合的部分配置维持住了韧性。**全球信贷和趋势型策略都呈现积极表现，这缓解了整体投资组合的波动。正是在动荡时期，多元化的好处才显而易见。（当一切都顺风顺水的时候，人们往往会问：“最近涨幅不错的xxx，我怎么不能多买一些呢？”）

新兴市场的蓝图与现实：如果有人能回忆起上世纪90年代走进一家银行的情景，他们会看到一本印有“龙”字样的小册子，宣传的是中国股票基金。显然，针对新兴市场的投资主张其实并不新鲜，然而投资者似乎总对它抱着又爱又恨的复杂情绪。

几十年来，新兴市场经济体的增长超过了发达市场。投资者也从中受益颇多：**如果在1987年12月31日投资100美元的新兴市场股票，到2021年7月31日它的价值是2447美元；对比之下投资于发达市场的100美元股票，其价值只有1388美元。**和新兴市场的蓝图一联系，差别相当明显。

那么，为什么投资者没有全都去投资新兴市场呢？实际上，新兴市场机会的呼声并不高，投资者反而在回避它。坦白地说，其中一个原因是发达市场在过去十年的表现优于新兴市场。当一个人恰好遇到的是表现不振的时期，疑虑就会开始播下种子，并干扰他们的投资决策。

在投资中，贪婪和恐惧的反应需要得到控制。

为什么会出现这种两极分化：如果新兴市场有这么多优势，而且能让投资者在这几十年收获颇丰，为什么会有如此灰暗的落后时期？那是因为存在着经济周期和市场周期，它们造成了各个市场领先或落后的周期。而且，在人类的心理弱点和从众心理的结合之下，投资者会凭感觉外推好消息和坏消息的延续，导致了非理性繁荣的出现。在这种情况下，政府会试图通过财政政策和监管手段来控制这样的假性繁荣，因此给市场带来了波动。

中国的这一轮政策控制可能让人感到吃惊，但这种“施压”在中国已经不是第一次发生；自然，类似的政策调控也不局限于中国，美国政府也曾一次又一次采取措施，以对那些过分扩张并威胁到国家利益的行业或公司加以节制（回想一下美国电话电报公司的解体）。

在两极分化中抓住机遇：上世纪90年代，在各银行大肆宣传中国基金后发生了什么？亚洲金融危机爆发了。这就是前车之鉴，它告诉我们千万不要因过往收益盲目追高，不要赶在最后时刻才进场。但同时这也意味着，由于周期和波动性的存在，创造了更多机会给我们合理配置。

这便是积极配置的基础。近年来，新兴市场相对于发达市场的萎靡表现一直是面临的挑战，因为我们的投资组合中有大量配置于新兴市场的投资。这意味着我们会跑输那些结构性偏向于发达市场的投资组合。尽管新兴市场的投资看上去让我们处于下风，但你是愿意对这种暂时的分化表现感到不安，还是被巨大的长期优势所抛弃？从这个角度看，在新兴市场的积极配置实际上让我们处于领先地位。

来源：全球股票:摩根士丹利资本国际全国家全球指数 · 新兴市场股票:摩根士丹利资本国际新兴市场指数 · 发达市场股票:摩根士丹利资本国际全球指数

核心观点：复苏中谋求回弹

最近一系列和疫情相关的新闻既有好也有坏，而前者似乎占多数。先从坏消息开始：臭名昭著的高度传染性的德尔塔变种继续在全球蔓延，对经济发展产生了负面影响。在中国的某些地区，数以百万计的人们重新陷入封锁状态，同时让很多企业如临大敌。

好消息方面：投资者可以放心，全球疫苗接种率正在逐步上升，降低了病毒的传播率和感染的严重程度。这将为全球经济复苏注入新动力，让我们在崎岖不平的复苏之路上又向前迈进一步。

| Efficacy after two doses | AstraZeneca | Pfizer / Moderna |
|-----------------------------|-------------|------------------|
| Against infection | 61% | 82% |
| Against transmission | 47% | 47% |
| Against symptomatic disease | 66% | 86% |
| Against hospitalization | 91% | 94% |
| Against death | 95% | 96% |

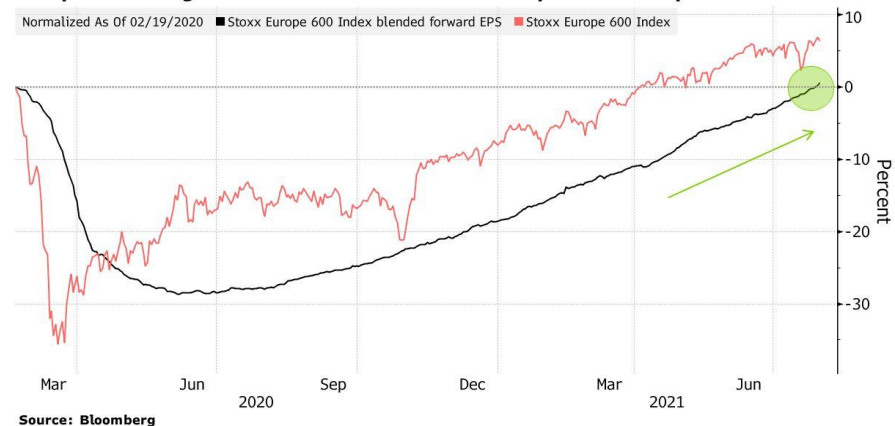
来源:LGT, JP摩根; 基于英国疫苗接种数据, 摘自2021年7月27日

实际上，对于大经济体国家来说，中国重新封锁应该被视为一种谨慎的例外情况。另一方面，美国和英国的卫生专家均报告称，尽管病例数量不断上升，但他们预计不会再回到封锁状态。

退一步看一下整体情况：**总体经济形势实际上比去年同期要好得多**。事实上，从下图可以看出，欧洲的盈利情况已经恢复到了疫情前的水平。同时，我们已经观察到，我们跟踪着的很多市场的盈利情况都呈现积极的态势。

Healed

European earnings estimates accelerate and erase pandemic drop



驾驭衰退后牛市的最佳方式是什么？我们的“FVT”投研流程已经让有望在后疫情时代市场复苏中表现良好的领域凸显了出来：

- 新兴市场股票：**尽管新兴市场的疫苗接种速度稍显落后，但我们仍保持中性配置，因为预计新兴市场将从本土和全球经济复苏中受益——尽管实施了临时封锁，但企业利润仍在持续增长。
- 美国小盘股：**尽管预期盈利将更快增长，但其交易价格仍远低于大盘股。
- 欧洲股市：**欧洲国家正采取措施恢复正常经济，强劲的商业活动继续支撑企业盈利。
- 质量价值股：**由于1. 更好的估值和2. 持续的经济复苏利好于其周期性板块，价值股的预期表现将优于增长型股票。
- 中国A股：**估值依然合理。尽管政策立场更加强硬，但政府最近也出台了措施安抚投资者。

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7月，中国政府针对多个行业和企业实施了一连串监管措施，这是今年一系列VUCA事件中的又一件，这些事件都证明我们在稳定型资产中进行多元化投资的必要性。这些新规对在中国大陆、中国香港和美国上市的中国公司产生了广泛的影响；尤其是私立教育领域，其受到的打击最为严重。自从措施开始实施，私教行业的股价便直线下跌：

| July MTD Performance (as of 7/29/2021) | |
|---|------|
| New Oriental Education & Technology Group | -73% |
| TAL Education Group | -77% |
| KraneShares CSI China Internet ETF | -26% |
| MSCI China Index | -12% |
| CSI 300 Index | -7% |

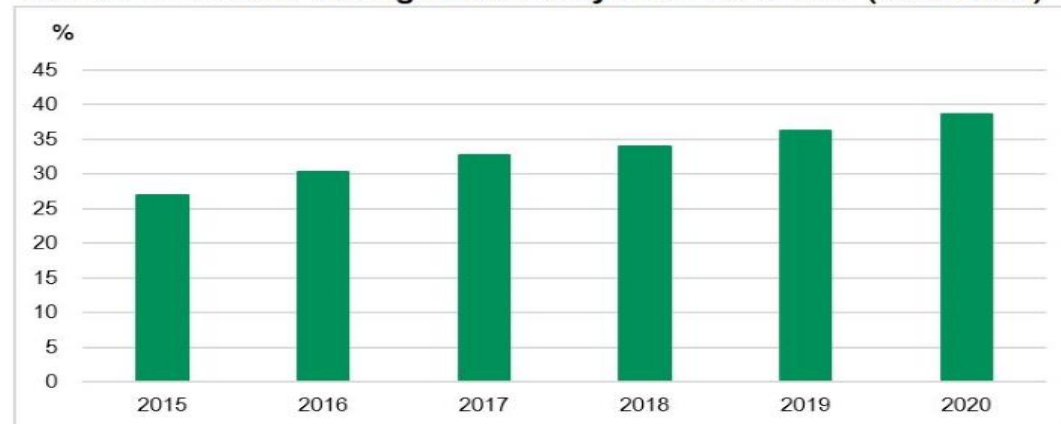
Source: Bloomberg, returns in USD

消费者科技行业也未能幸免。中国政府宣布了一项为期6个月的清理行动，以解决与互联网应用相关的“严重问题”。

人们都在猜测，中国政府是否即将出台更深刻、更全面的监管规定，使我们所处的VUCA环境变得更加尖锐。

一些研究人士已经开始寻找下一个可能被审查的行业。他们认为，消费者科技行业面临私立教育行业类似悲惨结局的可能性并不大。2020年，中国数字经济约占GDP的40%，这意味着消费者科技巨头和中国经济的命运是交织在一起的。**尽管当局迫切希望对这些巨头加以监管，但他们不得不谨慎行事（人们也希望他们这样做），从而不损害到整体中国经济的增长动力。**

Exhibit 1: Share of the digital economy in Chinese GDP (2015-2020)



Source: Statista, April 2021

中国需要在控制大型科技巨头方面保持谨慎，这是有道理的，但我们并不认为我们应该把精力专注于预测谁会是下一批被监管瞄准的公司。相反，我们会继续依赖FVT投研流程，并在当前周期中寻找当前环境下更具利好的投资机会。

同样重要的是，我们将兼顾投资的稳定性。这意味着要找到多元化机遇，而不是在某个结果上押下巨额赌注。因此，**我们的医疗保健投资就像是一个装了铅的骰子——为我们带来有利的结果。**全球医疗保健板块受到长期利好和稳定盈利状况的支撑，并不会被一些无法预测的政策调控所摆布。不仅如此，医疗保健板块还能在全球经济复苏比预期更弱或更晚的可能性下提供回报缓冲。总体而言，由于其独立于经济周期的特点（无论经济是否复苏，人们都需要医疗保健），医疗保健股成为了防御性行业的优质选择。

核心观点：寻求收益率

本月，我们将重点讨论宏观经济环境，而不是特别关注收益率。

2021年7月19日，曾宣布经济衰退的权威机构-美国国家经济研究局（NBER）宣布，2020年的衰退已于2020年4月结束*。这是自1854年以来持续时间最短的一次衰退。然而，在衰退过去近一年半之后，权威机构才确定衰退是否已经结束。在之后的两周里，从《华尔街日报》到《印度时报》，全球各大报媒纷纷发布了标题为“**官方表示美国新冠衰退持续了两个月，于2020年4月结束。**”这样的头条新闻。

想象一下，如果有人在7月19号看到经济衰退结束的消息，觉得经济已经走出了困境，是时候该投资股票了。那么截至8月3日，他的回报率只有2.3%（基于标普500指数）。但如果他从2020年4月就开始投资（如果NBER在那时准点宣布衰退结束的话），回报率可高达55%。2.3%的回报率是否瞬间便相形见绌？最近，我们在一项问卷调查中询问客户是否会根据新闻标题来调整投资决策，得到的回答是一半对一半。**对于那些看头条再行动的人来说，再想想上面的例子，让我们仔细考虑一下这究竟会让你离投资目标更近还是更远。**

我们的FVT投研过程会运用包括经济计量数据在内的基本面数据，而这些数据往往要比经济报告更超前更准时。因此，我们并不会等权威机构判定经济衰退或复苏后才迟迟做出投资决定，因为这些判断往往是在事件发生很久之后才发布的。最近的这项声明，尽管在时间上很滞后，并不能用作启动复苏投资的按钮，但再次证实我们的观点。如果我们等到警报解除信号亮起再进行投资，整场游戏也早就人走茶凉了。**以未来为基准的投资意味着我们根据研究提高赚钱的几率，同时也为崎岖的道路做好了准备。**

几年前，有人直截了当地问我们：衰退什么时候会发生？我们的回答是：“我们不知道”。这样的反应让我们看上去好像对一切都一无所知一样，然而事实是当时的确没有任何人知道衰退何时到来。那么，世界是什么时候知道自己陷入衰退的呢？是2020年6月8日。其实那个时候，衰退都已经结束了。而我们做了什么？我们根据数据研究准备了复苏型配置，我们能源板块的投资都已经实施了两个月。不可否认，能源投资随后经历了一段颠簸之旅，但随着经济复苏，它们对投资组合的表现做出了重大贡献。

如果你想抵达大洋对岸，你是要求船长预测天气，还是把握航向呢？ 哪个问题才能帮你渡过重洋抵达彼岸？不可避免的是，在金融领域，有些人的日常工作就是像天气预报一样，自信地预测“xxx会涨/跌吗？”、“会发生yyy事件”。请记住，他们的工作就是发表观点，而不是管理投资组合。在这样的激励之下，他们更有可能迎合读者的需求。那么，如果你是船上的乘客，你更需要的难道是天气预报员，而不是一个靠谱的船长吗？

[*https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-committee-announcements](https://www.nber.org/research/business-cycle-dating/business-cycle-dating-committee-announcements)

本文包含的信息：（1）归汇信及/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。

核心观点：我们如何配置投资？



资产配置策略

| 股票 | -- | - | = | + | ++ | 资产配置策略 |
|----------|----|----|---|---|----|---|
| 美国 | | | ■ | | | 小盘股 估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益 医疗保健股 盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小 质量价值股 估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益；偏好质量股以避免潜在的“价值陷阱” |
| 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 | | | | ■ | | 少量增持 中国A股 ，估值持续处于合理区间，且受经济复苏的支持 |
| 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 | 0.72% | 0.72% | 13.36% |
| 美国 | 2.38% | 2.38% | 17.98% |
| 欧洲 | 2.09% | 2.09% | 18.20% |
| 日本 | -2.18% | -2.18% | 6.52% |
| 亚太区（日本除外） | -6.61% | -6.61% | -0.22% |
| 新兴市场 | -6.69% | -6.69% | 0.28% |

| 固定收益 | 当月回报 | 当季回报 | 当年回报 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 全球投资级债券 | 1.33% | 1.33% | -1.92% |
| 对冲全球投资级债券 | 1.24% | 1.24% | -0.29% |
| 高收益债券 | 0.27% | 0.27% | 3.30% |
| 亚洲债券 | -0.24% | -0.24% | -0.29% |
| 新兴市场债券 | 0.16% | 0.16% | -0.44% |

| 货币 | 当月回报 | 当季回报 | 当年回报 |
|---------|--------|--------|--------|
| 美元兑新加坡元 | 0.67% | 0.67% | 2.44% |
| 欧元兑新加坡元 | 0.78% | 0.78% | -0.43% |
| 日元兑新加坡元 | -1.25% | -1.25% | 6.27% |

| 大宗商品 | 当月回报 | 当季回报 | 当年回报 |
|-----------|-------|-------|--------|
| 黄金 | 2.49% | 2.49% | -4.43% |
| 西德克萨斯轻质原油 | 0.65% | 0.65% | 52.41% |

| 股票市场 | 当月回报 | 当季回报 | 当年回报 |
|-------|---------|---------|---------|
| 澳大利亚 | 1.10% | 1.10% | 14.76% |
| 巴西 | -3.94% | -3.94% | 2.34% |
| 中国A股 | -7.31% | -7.31% | -6.37% |
| 中国H股 | -12.79% | -12.79% | -12.20% |
| 中国香港 | -9.58% | -9.58% | -2.87% |
| 印度 | 0.36% | 0.36% | 10.99% |
| 印度尼西亚 | 1.54% | 1.54% | 3.19% |
| 韩国 | -2.86% | -2.86% | 11.78% |
| 马来西亚 | -2.46% | -2.46% | -6.13% |
| 俄罗斯 | -0.11% | -0.11% | 19.32% |
| 新加坡 | 1.19% | 1.19% | 13.16% |
| 中国台湾 | -2.05% | -2.05% | 18.60% |
| 泰国 | -4.06% | -4.06% | 6.93% |

| 版块 | 当月回报 | 当季回报 | 当年回报 |
|-------|--------|--------|--------|
| 黄金股 | 3.08% | 3.08% | -2.69% |
| 能源股 | -8.44% | -8.44% | 30.35% |
| 科技股 | 3.54% | 3.54% | 16.68% |
| 医疗保健股 | 3.65% | 3.65% | 13.03% |
| 金融股 | -0.61% | -0.61% | 23.75% |

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年7月31日
来源：彭博社

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, 并且可能由于后续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。