



月度投资时评

2021年九月

市场回顾

如果说七月是一片红色的海洋，八月就是一片绿色的森林。每当到了这种时候，我们就会被提醒：**不要让市场波动让我们举手投降，偏离实现投资目标的路线。**

在最近几个月，我们的投资组合回吐了部分之前的领先表现。德尔塔病毒带来的恐慌，加上中国政府布局的新政策，这样的组合拳对我们的小盘股和中国A股的投资产生了一定的影响。在投资航程中遇到这样的波折，该怎么办？是把资产全部卸入海中，干脆弃船？或者，我们应该牢牢抓紧，让我们的资产在风雨过后绽放光彩？

在这种时候，我们要提醒投资者：投资并非没有风险。**如果能有这么高的确定性，那就没有钱可赚了。**相信和我们共同走过中国A股和能源股投资旅程的投资者，都知道丰厚的回报背后需要经历多少波折付出多少耐心。随着经济从衰退到复苏再到扩张的过渡，他们期待着更多的收益。小盘股已从复苏中受益，预计在经济持续扩张的情况下会呈现更好的表现。现如今，投资者们每天都被源源不断的市场信息和新闻头条所淹没，而我们要做好准备在这些信息冲击下，保持耐心应对市场波动。想想我们的人生，也总在过渡阶段遭遇坎坷，更何况是投资市场呢？

如果你是一家公司的老板，你会怎么对待这两个员工？你会留下谁？

	员工#1	员工#2
创收	\$300,000	\$150,000
薪水	\$500,000	\$100,000

答案似乎很明显：雇佣2号员工，因为能为公司带来正回报。但是当我们谈及投资市场时，投资者似乎不会用这样的逻辑思考问题。

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。

上个月我们讨论过，如果投资者单纯以长久持有的方式投资新兴市场，相比发达市场，他们能获得多少回报。然而，新兴市场的波动性和暗淡的落后表现时期，阻止了很多投资者这么做。

为什么我们认为现在是新兴市场资产纳入投资组合的更好时机？

首先，新兴市场如今不仅实现了经济长期增长，更实现了经济体的商业模式的多元化，不再依赖于某种单一的商业模型（比如“成为世界工厂”）。现今，新兴市场不仅受益于服务出口化，也受到了本土需求的推动和支持。

其次，在上面的例子中，我们绝不会（不计任何代价）盲目投资于创收最高的地方。回到实际，让我们看看下图，现实中的投资者为美国和中国这两个“员工”付出了多少代价。

	美国	中国
GDP/十亿美元	20,893	14,722
市值/十亿美元	51,929	12,136
市值/GDP	249%	82%

资料来源:彭博美国年度GDP、世界银行中国GDP(截至2020年12月31日)、股市市值以美元计价(截至2021年9月2日)

以上这个市值与GDP之比实际上便是“巴菲特指数”，可以理解为你为获得1美元的收入支付了多少钱。看看目前的水平，哪一个能提供更好的未来回报？

投资时是否自律是拉开长期投资回报差距的关键。对我们来说，对估值（即我们FVT流程中的V）的关注提供了客观而可持续的投资方式，而不是被得意忘形的承诺冲昏头脑。

核心观点：复苏中谋求回弹

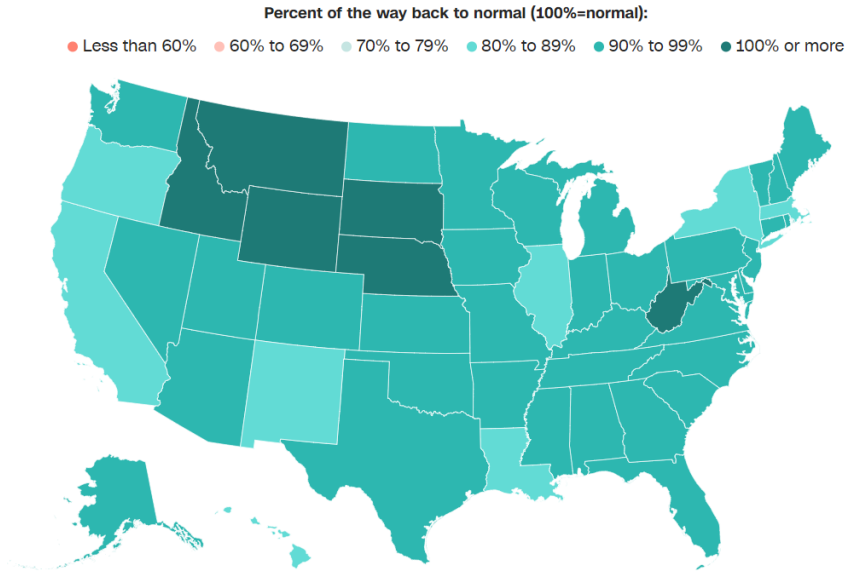
尽管新冠病毒再次以德尔塔变种的形式来袭，但8月份的市场仍在继续着复苏的进程。然而，也不全是好消息——消费者信心受到了打击。在美国，航空旅行、餐厅用餐和酒店预订数据都出现了月度疲软。这些数据可能并不被喜闻乐见，但它们绝非意料之外。在复苏的道路上，总是出现一些阻滞进程的减速带。

重要的是，我们要明白最近的负面消息只是减速带，而不是急刹车，不会让经济增长再次陷入停摆状态。如果说近期的消息都只是减速带的话，那么我们的“复苏中谋求回弹”的策略仍将奏效，预期将在长期利好中继续发挥作用。最近公布各类数据无疑只是短期内的，必将会被平稳渡过。当然，认为近期经济增长放缓只是复苏道路上的一条减速带，我们是有足够充分的理由才做出这样的结论的：

- (1) 全球疫苗接种率仍在上升；
- (2) 虽然在某些地区，病例数迅速增加，但死亡率却没有按比例上升。

这些数据都是在为经济的疲软程度兜底，防止经济重返2020年的衰退低谷，并同时降低了经济在短期内重新陷入衰退的可能性。

此外，尽管本月新冠病例总数有所增加，但美国就业数据显示，失业率在继续改善。根据美国劳工统计局的报告，8月份的失业率为5.2%，是自2020年3月经济衰退以来的最低水平。这表明，尽管病例数不断上升，但经济复苏仍在继续。同时，这也提醒我们要关注一些真正重要和相关的的核心数据，而不是被新闻媒体的说辞分散注意力。



其实，根据上图中穆迪评级机构和美国CNN所创建的恢复常态指数显示，尽管当前的新冠疫情形势棘手，但美国经济已经恢复了93%（100%意味着经济已经达到疫情前的水平）。总之，我们将继续持有能受益于更广泛经济复苏、并且能在我们的FVT投研流程下经受住考验的投资。目前，这些投资包括美国小盘股、中国A股、新兴市场股票、欧洲股票和质量价值股。

我们要特别强调一下欧洲股市。欧洲股市从本轮经济复苏中大受裨益——虽然在疫苗接种初期被远远落在后面，但最近终于加速驶入了赛道。在第二季度强劲财报的支持下，股市回报随着经济增长势头迅猛。同时，欧洲央行在此之上更是加强了前瞻性指引：首次加息预期将被推迟两年至2025年。无疑，这作为一项政府刺激经济的承诺，将有助于为企业营造有利的宏观环境，促进企业发展。

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

8月份·VUCA以三种形式再次抬头：（1）通货膨胀率上升（2）政府购买资产逐渐减少的可能性（政府逐步缩减财政刺激的第一步）以及（3）中国政府看似没完没了的新规定。

全球各国正从不同的封锁状态中复苏，这已导致它们各自的经济得以复苏和通货膨胀率急剧上升。在2021年的杰克逊霍尔全球央行研讨会上，鲍威尔报告称，在截至7月份的12个月里，美国整体和核心个人消费支出价格指数（PCE）通胀分别达到4.2%和3.6%的高点，远高于美联储2%的长期目标。欧盟统计局的数据显示，欧洲各地的通胀走势也与美国一致。相比一年前，欧元区统一消费价格指数上涨了3%，这是10年以来的最高水平。有一些理由让我们相信高通货膨胀率只是暂时的。然而，如果我们采用这样的通胀水平贴现，那么我们可以说迅速上升的通胀将导致较低的利润增长预期，从而推动股价下跌。

Eurozone inflation hits decade-high

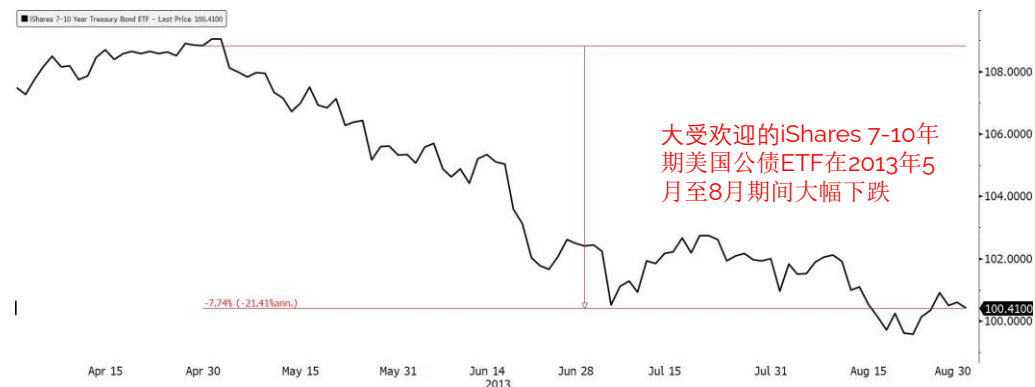
Harmonised index of consumer prices (annual % change)



The European Central Bank this year raised its inflation target to 2 per cent; it previously targeted "below but close to 2 per cent"

来源: 金融时报

由于不断上升的通胀，政府暂停资产购买的决定似乎也将接踵而至。引用美联储主席杰鲍威尔的原话：“我认为在通胀方面，实质性推进至下一步的测试已经完成。”这意味着通胀目标已经实现。因此，人们可能最早会在今年年底看到资产购买步伐的放缓。大西洋彼岸类似的通胀上升同样促使投资者相信，欧洲央行可能最早在本月结束其紧急债券购买计划。这样的预期使得人们担心2013年的“QE缩减恐慌”再次发生，将债券价格推至令人沮丧的水平，也将VUCA大环境体现的淋漓尽致。



来源: 彭博社

最后，谁也说不准哪个行业明年会成为中国政府的狙击对象。像游戏和私立教育这样完全不同的行业，硬生生被国家监管的绳索捆绑在一起，被迫走跳板。

在当前的VUCA环境中，多元化配置显得尤为重要，这样我们才能保护自己的投资，不会在坏事发生时措手不及。我们目前多元化策略的关键在于医疗保健板块的投资，它在最近的市场波动中表现亮眼。在通胀环境中，医疗保健板块往往具备更强的韧性（可参考我们6月份的市场时评）。如果经济复苏的时间比预期更长，那么医疗保健股稳定且持续增长的营收，也能在我们的投资组合中充当防御性角色。

核心观点：寻求收益率

一位朋友过去常调侃说，投资债券伴随着风险，投资者为了赚取息票反而投入了大量的本金，但如果借款者违约的话，面临的就几乎是损失全部本金的风险。其实这位朋友的职业生涯始于固定收益领域，现在他是一家提供债券产品的资产管理公司的首席执行官。很显然，尽管存在风险，债券也有值得投资的价值。

今年8月，随着人们对中国最大的房地产开发商——恒大无法偿还债务的担忧加剧，上述的风险成为了人们关注的焦点。事实上，这是所有贷款人所担心的事。“如果我的借贷者没有按时还贷怎么办？”、“如果我只能拿回一部分本金怎么办？”源于这样的忧虑，恒大债券被廉价出售。今天，恒大债券的收益率达到了三位数，这可能是一场噩梦，也可能是一场美梦，取决于你如何看待它。

中文“危机”一词颇为精妙，“危”和“机”总是结伴而行，出现在债券市场的这些危机，其实是在如今收益率匮乏的世界中为我们创造着机会。我们需要对这些机会保持谨慎却又兴奋的态度，因为在寻求收益率的过程中，它们确实是不一般的存在，让我们的投资能够脱颖而出。那么，我们应该怎么样投资，以在获得目标回报的同时管理好风险呢？

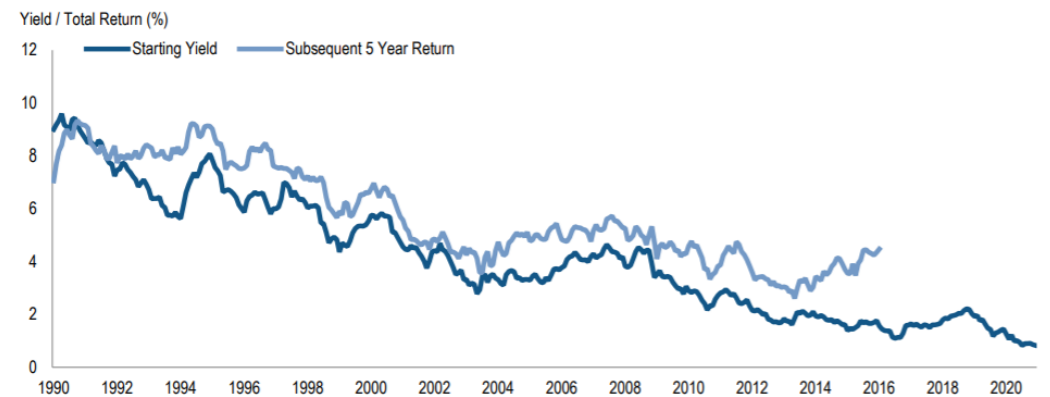
首先，多元化。无论是投资于投资级债券还是高收益债券，都不可避免地会出现时不时的、反反复复的市场波动和担忧。然而**如果你做到分散投资，当有恒大这样事情发生时，你完全可以高枕无忧，保持冷静。**因为虽然会出现一些波动，但你的投资组合仍然是健康强劲的。当然，仅仅多元化还不够，我们得寻找一些诱人的机会。

其次，必须从预期收益高的领域开始。这其实并不难。你如何配置你的投资组合，最终就影响了你的实际回报。右边的图表显示，实际投资回报与初始的预期收益率高度相关。这张始于1990年的图告诉我们这种相关性在量化宽松前后都是存在的。如今，投资级债券和亚洲高收益债券的收益率分别为1.1%和9.2%*；为了获得更高的回报，你会投资哪一种？也许这是投资者能找到的最好的预知水晶球了。

在当今世界，我们如何管理债券投资的风险？无论利率高低，我们的做法都是一样的。不过当然不是固守着一支债券。这种一直被我们沿用的方法，就是**利用FVT投研流程，不断寻找那些风险和回报相平衡的固定收益市场，例如亚洲高收益债券。**当回报无法弥补风险时，我们便会投身于固定收益市场的其他部分；我们持续不断调整和平衡我们的投资组合，在管理风险的同时以获得更喜人的回报。

*来源：彭博社。投资级债券：彭博全球综合指数，亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数

EXHIBIT 1: STARTING YIELDS ARE OFTEN A GOOD PREDICTOR OF FUTURE FIXED INCOME RETURNS
Bloomberg Barclays Global Aggregate Starting Yield and Subsequent 5 Year Return



Source: FactSet. Based on monthly data from January 1990 to December 2020.

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，估值相对较差
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	2.54%	3.27%	16.24%
美国	3.04%	5.49%	21.57%
欧洲	2.22%	4.36%	20.83%
日本	3.16%	0.91%	9.90%
亚太区（日本除外）	2.18%	-4.58%	1.95%
新兴市场	2.63%	-4.24%	2.92%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.42%	0.91%	-2.33%
对冲全球投资级债券	-0.20%	1.04%	-0.49%
高收益债券	0.54%	0.81%	3.85%
亚洲债券	0.93%	0.69%	0.64%
新兴市场债券	0.97%	1.14%	0.53%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-0.70%	-0.04%	1.72%
欧元兑新加坡元	-1.21%	-0.44%	-1.64%
日元兑新加坡元	0.27%	-0.98%	6.56%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-0.03%	2.46%	-4.46%
西德克萨斯轻质原油	-7.37%	-6.76%	41.18%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.69%	3.82%	17.84%
巴西	-2.48%	-6.33%	-0.20%
中国A股	0.14%	-7.18%	-6.24%
中国H股	-0.30%	-13.05%	-12.47%
中国香港	-0.05%	-9.63%	-2.92%
印度	9.47%	9.87%	21.50%
印度尼西亚	1.41%	2.97%	4.65%
韩国	-0.10%	-2.95%	11.72%
马来西亚	7.20%	4.56%	0.62%
俄罗斯	3.91%	3.80%	23.98%
新加坡	-2.41%	-1.25%	10.44%
中国台湾	2.26%	0.17%	21.28%
泰国	8.20%	3.81%	15.70%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-6.65%	-3.77%	-9.16%
能源股	-2.88%	-11.07%	26.60%
科技股	3.80%	7.47%	21.11%
医疗保健股	2.68%	6.43%	16.07%
金融股	5.00%	4.37%	29.94%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年8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。