



月度投资时评

2021年11月

市场回顾

股市经历了9月的跌势后在10月实现上涨。随着在美国小盘股和中国A股的投资出现强劲反弹，我们的投资组合完全收复了9月份的亏损。如果不是因为医疗保健板块和新兴市场的涨幅稍低一些，本轮反弹可能会更强劲。

事后看来，如果我们将医疗保健股的资金更多配置在小盘股，岂不是很棒？但必须记住的是，我们要做的不是预测短期内的涨跌，而是识别到干扰投资理论的噪音。我们还要认识到，医疗保健板块是我们差异化投资主题的一部分，它的存在是为了实现投资组合的多元化。所以千万不要因为你的前锋进了几个球，就把你的中场全都替换成前锋。

固定收益市场全线下跌；主权债券市场在通胀问题上苦苦挣扎，而因为恒大和其债权人玩起了斗鸡博弈，信贷市场也对中国房地产市场感到担忧而下滑。

随着通胀迫使全球央行停下多年来向金融体系注入的流动性，一直在幕后隐现的加息前景变成了现实。这导致在股市出现反弹之际，政府债券却遭到抛售。这都在意料之内，政府往往在经济强劲增长时期提高利率，这样经济增长才不会失控。

然而在目前低收益率环境中，政府债券或投资级债券的预期回报已经很低，每次下跌都让人感觉像是升了一级、又连降两级。这就是我们不喜欢这类债券市场的原因。

市场评论人士的确赞同我们的观点，指出如今的投资者正处在一个两难的境地（债券和股票价格都处在高位）。然而，受限于投资纲要或所谓的投资基准，仍有许多投资组合仍然投资于这两个领域。

上个月，我们讨论过在债券无法再承担盾牌的防御性角色的情况下，另类投资如何提供另一种回报来源，帮助我们走出困境（参见下图中2021年1月和9月数据）。10月，另类投资继续按照自己的节奏前进。在这一点上，我们得提醒读者：在看到这样可观的回报时，不要将全部资产重新配置到另类投资上面。

月份	全球股市	全球投资级债券	另类投资
2020年9月	-3.23%	0.37%	-2.47%
2021年1月	-0.45%	-0.88%	0.40%
2021年6月	1.32%	0.49%	-1.33%
2021年9月	-4.09%	-1.78%	0.69%
2021年10月	5.13%	-0.24%	3.21%

正如你所看到的，在6月份股票和债券双双上涨时，另类投资走低，而在去年9月份又和股票同时沉沦。另类投资策略的魅力在于，在大部分时间里，它的路径都不同于股票和债券。但如果投资者认为个别月份的表现能代表整体情况，你将会感到失望。我们想提醒读者的是，另类投资提供的是一个不同的回报路径，它能让投资更多元化，让投资旅程更加平稳。

我们通过构建多元化投资组合，以避免在预测市场短期涨跌的徒劳中挣扎。虽然单凭好运并不会造就一间公司的伟大，但如果这家公司从未未雨绸缪的话，万一遭遇厄运，就很可能被彻底毁掉。投资也是同样的道理。

资料来源:彭博社。全球股票:摩根士丹利资本国际ACWI指数;全球投资级债券:彭博全球综合指数;另类投资:Winton趋势基金

核心观点：定位经济增长

由疫情引发的经济低迷正在通过疫苗接种和群体免疫慢慢得到控制。全球各地的投资者都在制定策略，看如何以最好的方式借势这场复苏。尽管有过深思熟虑，但许多人最终仍然采取了密切跟随市场基准的策略。我们并不会盲目跟风，附和主流想法。相反，我们会通过FVT投研流程实施多元化投资战略，以实现长期领跑和更平缓的投资旅程。

疫情导致的医疗危机正在逐步消除。全球疫苗接种率显著提高；全球39%的人口已全面接种疫苗，约一半人口至少接种一剂疫苗（数据来源：Our World In Data）。许多国家正在放宽对于疫情的管控机制，这场危机迈入了“已向接种疫苗人群开放”的新阶段。根据我们对经济周期的分析，复苏显然是真实的，并已演变为经济扩张。这就引发了一个问题：为了适应当前的经济增长阶段，什么才是最佳的投资方式？

在投资者中存在一个非常流行的做法，就是大量持有美国市场的投资，尤其是持有标普500指数。这样的现象是因为典型的全球股票指数基金里，标普500指数往往占其总持仓的一半以上。相比之下，我们的投资组合避开了标普500指数，将所有美国市场的投资都集中在了美国小盘股上。另一个不同之处在于，我们在亚太地区（除日本外）的投资明显高于指数基金。

这样的配置会引发一个问题——为什么我们会与众不同？要知道，作出这样的决定需要拿出一些令人信服的证明。我们并不是为了追求标新立异才如此，这是一种荒谬的投资方式。我们之所以不同，完全是因为有科学严谨的FVT投研流程引导着我们朝这个方向发展。它的设计初衷就是为了避免我们跳入随大流的陷阱。这也是显而易见的逻辑 - 为了确保收获优于“寻常”的表现，我们必须做一些“不寻常”的事情。只要我们是正确的方式异于常人，那与众不同又何妨？此外，如果你想要跑赢其他人，那么不循规蹈矩才会带来不一样的结果。

然而，目前标普500指数的领跑似乎和上文“以正确的方式与众不同”的说法有所矛盾。毕竟，标普500指数今年迄今的回报率达到了24.03%，而我们的投资表现如右图。在这种情况下，我们有必要回想Benjamin Graham的观点 - 市场在短期内受到的是情绪波动影响。

	YTD
US Small Cap	17.18%
Healthcare	16.17%
Europe	22.40%
Asia Pacific ex. Japan	-0.45%
China A	-4.14%
Emerging Market	-0.14%

Source: Bloomberg. Returns in local currency terms

虽然我们的投资现阶段看上去并不出彩，但投资者应该避免放弃并追高那些过往的热门。毕竟，我们的投资瞄准的是未来回报，而不是执念于已经过去的历史。而且，目前的表现只是暂时的——这些具备更优的F、V、T的投资旨在于长期获得更高回报。让我们再次回忆一下那句话：“在短期内，市场就像一台投票器，但长期来看，它是一台天平。”如果有怀疑论者觉得仅看我们的说法是不够的，那么您可以参阅贝莱德的图表（见下图）。

从更长的时间跨度来看，我们各类投资的回报预计都将跑赢美国大盘股（标普500）。我们坚信，这种另辟蹊径的做法将会带来不同凡响的回报。

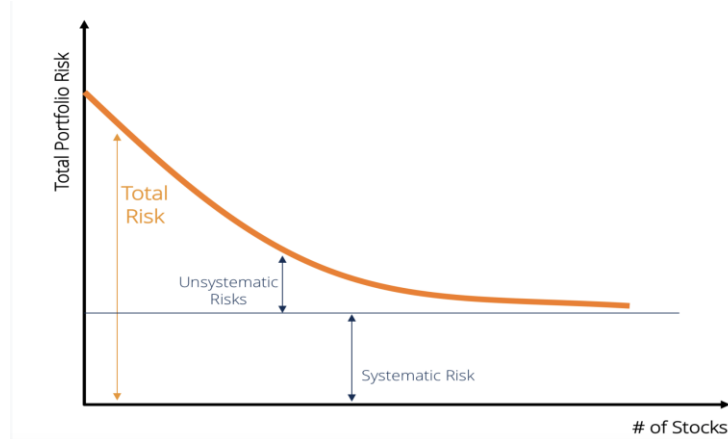
Asset	Return expectations (geometric, gross of fees)			
	5-year ▼	10-year ▼	15-year ▼	20-year ▼
Europe large cap equities	8.2%	8.2%	8.1%	8.1%
Global ex-U.S. large cap equities	7.4%	7.5%	7.5%	7.5%
China A shares	7.3%	7.1%	6.8%	6.5%
U.S. small cap equities	7.3%	7.6%	7.8%	7.9%
Emerging large cap equities	6.4%	7.1%	7.9%	8.3%
China-Broad market equities	6.2%	7.2%	8.3%	8.9%
U.S. large cap equities	6.0%	6.4%	6.7%	7.0%

资料来源：贝莱德2021年8月资本市场假设

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

多元化分散投资是我们针对投资组合稳定性的解决方案。尽管有人反对分散投资，但我们的观点是，分散投资是一个卓有成效的工具，它可以将整个投资组合大幅下跌的几率降至最低。现今，我们通过对医疗保健板块的投资，践行投资组合多元化的观点。



如上图所示，持有多只股票是一种剔除非系统性风险（公司和行业特有风险）的好方法，从而可以降低总体投资组合的风险。举例来说，如果你只投资了恒大这一只股票，那么你会遭受84%的亏损；但是如果你有一个同领域的多元化投资组合，比如恒生中国企业指数，下跌幅度就降低至18%。

也有人对此方式持批评态度，其中最突出的可能要数巴菲特了。“风险来自不知道自己在做什么”，按照他这个说法，只要我们知道自己在做什么，我们就不需要多元化。然而，难道每个人都完全了解自己投资的每一个领域和板块吗？以恒大事件为例，中国政府在很大程度上是在闭门讨论中得出采取何种干预措施，外人一直都无从得知接下来会发生什么。

当事件本身披着神秘的外衣，作为一个外部旁观者，真的能自称可以有全面的信息储备来评估传染效应会有多糟糕吗？事实上，我们没有所谓的“预知水晶球”，来傲慢地在单一赌注上梭哈。我们认识到人在投资时的易犯错性和不确定性，因此这样的认识使多元化显得重要而珍贵。

为了进一步阐述观点，我们可以观察美联储主席在通胀问题上的反复无常。2021年9月，他宣布通胀将是暂时的。然而在11月初，人们却看到他公开表示通胀快速而持久。相对应，投资就是建立在这样不完善的信息基础之上。这就需要我们利用多元化方案来为不同的结果做好准备。毕竟，如果我们一门心思琢磨怎么在投资上梭哈，哪怕是一百次里失误了一次，也足以让我们的整个投资组合崩溃。面对像恒大这样的单股跌势，我们会坚持自己的立场，进行多元化投资。

多元化可以有多种表现形式，常见的包括跨地域和跨行业的多元化。我们将进一步分散影响回报的各类风险因子。由于疫情局势的逐渐好转是我们投资的主要推动力，再一波意想不到的病例峰值可能会让我们的整个投资组合受损。这就是为什么我们需要在一个由其它因子驱动领域进行投资。这样的话，即使疫情长期持续，我们的投资组合中的一大部分仍将保持稳定。

医疗保健板块就符合“另一风险因子驱动”这一条件；就算新冠病毒再次抬头，医疗板块的投资仍将受益。该行业的特点是盈利稳定且在不断增长，相对来说不仅不会被经济周期变化所影响；相反，它正在受到全球人口老龄化等其他长期趋势的推动。因此，即使经济再次下滑，只要人口老龄化现象持续下去，医疗保健股也会持续良好表现。这也使得它成为我们复苏主题外多元化投资的极佳选择。

核心观点：寻求收益率

上个月，我们讨论了当前环境下通过亚洲高收益债券寻求高收益的机会。接踵而至，信贷市场出现了下滑，这为我们提供了一个投资亚洲高收益市场的大好时机。对我们来说，这代表了一个修整一步前进两步的机会，在寻求收益率的过程中为我们提供了更可观的风险回报比。

这个月我们将讨论另一个VUCA事件，它最近才出现在媒体头版上，然而对我们来说已经老生常谈一段时间了：利率上行。不同于迎合读者让他们感觉到这可能会带来更高回报；这事实上可能会因为带来潜在损失而触发他们的痛觉神经。

我们一直在讨论低利率世界在未来会让许多传统固定收益投资组合面临回报率方面的挑战。在很长一段时间里，很多投资者被告知：这是新常态，你们应该降低预期回报。

对此，投资者的反应竟是增加长久期债券的投资，以寻求收益率。回想一下我们6月份时评，“超长久期债券卷土重来”是因为“投资者愿意为了略高的收益率而忽视其中的风险”。

为什么这么做有风险？长久期债券的低回报本身不会带来那么多的痛苦，但在利率上升时可不一定了。因为当利率上升时，债券价格会下跌，这对长久期债券来说更加痛苦，它们对利率变化更敏感。只要美联储将利率提高1%，债券指数基金投资者就会损失7.6%*，而其本来的预期年回报率却仅有1.2%。显而易见，这个选择的风险回报比太低了。

**来源:基于彭博全球综合指数，截至2021年5月11日*

如果我们已长期处于低利率世界，**为什么要调高利率？**事实上，利率上行已经在发生。最近几个月，韩国、挪威、新西兰和新加坡的央行都收紧了货币政策，试图遏制经济过度增长和通胀。而在美国，问题不再是会不会上调利率，而是什么时候会上调。

政府这么做难道是想搞垮投资者吗？不，政府收紧货币政策是防止经济陷入混乱的重要杠杆。问题是，人们现在要如何投资？是要为此作准备，还是仍依赖以往表现呢？

尽管我们无法预测利率何时会上调，但我们可以通过配置短久期债券，让投资组合在应对这种可能性时更具韧性。

为什么上调利率会和你有关？许多读者有可能在其他地方仍持有大量长久期债券敞口。就算没有为了稍高的收益率而承担更多的久期风险，很多固定收益类产品都以长久期投资为基准，投资者在不知不觉中被迫承担着长久期风险。此外，ETF的普及也为指数基金注入了更多资金，这使得投资级债券价格更加昂贵，呈现出了更高风险和更低未来收益。

在动物世界里，同伴多意味着安全。然而这一法则并不适用于投资市场：在一个拥挤的房间里，当人们慌慌张张地同时冲向出口，你会在人群中的哪里？所以说，一定要评估你的整个投资组合，看看当利率上升时你是否会蒙受大量损失。

尽管目前这一观点可能并不占据主流，但我们仍看好亚洲高收益债券，并认为当前的坏消息已经将价格反映到了合理的低位，有利于在低位吸纳并积累更多的资产。

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					■	在低利率环境下，短期硬通货是一种防御性更强的信贷投资。

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	5.13%	5.13%	17.20%
美国	7.01%	7.01%	24.03%
欧洲	4.71%	4.71%	22.40%
日本	-1.43%	-1.43%	13.01%
亚太区（日本除外）	1.73%	1.73%	-0.45%
新兴市场	1.00%	1.00%	-0.14%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.24%	-0.24%	-4.29%
对冲全球投资级债券	-0.26%	-0.26%	-1.69%
高收益债券	-0.33%	-0.33%	3.44%
亚洲债券	-1.13%	-1.13%	-1.93%
新兴市场债券	-0.42%	-0.42%	-1.55%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-0.66%	-0.66%	2.02%
欧元兑新加坡元	-0.81%	-0.81%	-3.41%
日元兑新加坡元	2.39%	2.39%	10.36%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	1.50%	1.50%	-6.06%
西德克萨斯轻质原油	11.38%	11.38%	72.24%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	-0.09%	-0.09%	15.93%
巴西	-6.74%	-6.74%	-13.04%
中国A股	0.95%	0.95%	-4.14%
中国H股	2.70%	2.70%	-14.32%
中国香港	3.27%	3.27%	-4.46%
印度	0.44%	0.44%	25.43%
印度尼西亚	4.89%	4.89%	12.34%
韩国	-3.20%	-3.20%	3.85%
马来西亚	1.74%	1.74%	-0.37%
俄罗斯	1.56%	1.56%	32.26%
新加坡	3.63%	3.63%	15.66%
中国台湾	0.32%	0.32%	18.18%
泰国	1.14%	1.14%	15.13%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	7.88%	7.88%	-11.59%
能源股	10.36%	10.36%	57.93%
科技股	7.55%	7.55%	23.54%
医疗保健股	4.24%	4.24%	16.17%
金融股	7.30%	7.30%	38.46%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年10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，并且可能由于随后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，或对使用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。