



月度投资时评

2021年12月

市场回顾

股票和债券在11月双双下跌。

首先，人们其实不用太担心下跌月份。股市在一年中可能有6个月都是下跌的，但仍能实现两位数的年回报率，比如2010年、2007年和1989年都是这样。实际上，下跌月份、下跌年头是投资旅程的重要组成部分。如果有人投资低迷期感到不安，他们或许可以这样做：

1. 用更长远的眼光对投资进行评估。正如我们在2019年第一季度的致投资者信函*中所说的那样，如果从10年的维度来衡量一项投资，投资是不会出现下跌的。
2. 持有现金，不做投资，因为连债券都能下跌数月。但可以肯定的是，随着时间的推移，他们的购买力会随着通货膨胀而下降，因为他们一直将现金握在手中。

其次，这只是今年第三个下跌月份，今年总体来说股市表现仍然不错。然而，让一些投资者感到不安的是，当股市下挫的时候，历来扮演投资多元化角色的**投资级债券也会跟着下跌**。过去12个月一直关注我们时评的投资者对此应该不会感到意外。我们一直在提醒，投资级债券风险回报比很低，持续多年的上涨已经让其估值无法持续。

月份	全球股市	全球投资级债券
2021年1月	-0.45%	-0.88%
2021年9月	-4.09%	-1.78%
2021年11月	-2.38%	-0.29%
当年回报	12.42%	-4.57%

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。

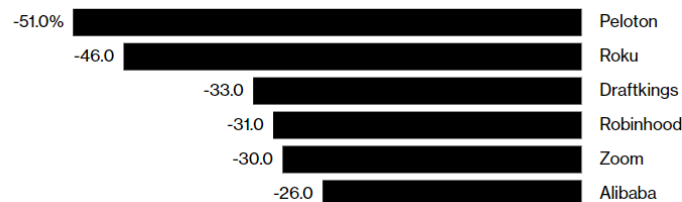
*https://www.finexisam.com/publication/investor%20letter/FAM_致投资者信函_2019Q1.pdf

这就引出了第三点：**高估值会毁掉一项投资的前景，无论债券还是股票**。关键在于“何时会出现糟糕的情况”而非“是否会出现糟糕的情况”。让我们透过现象看本质，市场在11月的损失跟一些市场宠儿的经历相比，简直是小巫见大巫。无盈利的Peloton公司11月份的股价下跌了51%，较其峰值已经抹去了75%。而在我们不远的地方，东南亚独角兽Grab上市首日即破发大跌20%。这些现象是正常的涨跌，还是互联网泡沫破裂的响声？我们让时间证明一切。

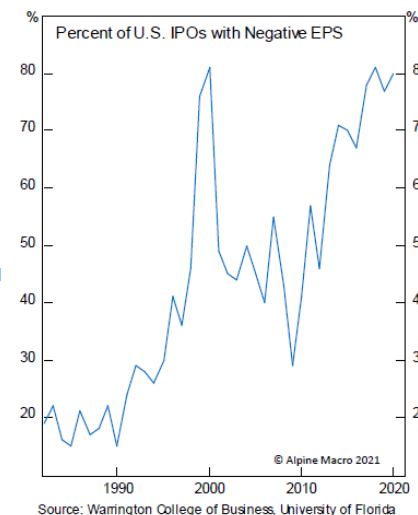
Taken to the Cleaners

Meme favorites, growth stocks and hedge fund hotels have underperformed

■ Change in share price since Nov. 1



<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-03/in-the-tarantino-market-the-hottest-stocks-are-getting-quietly-killed>



套用莎士比亚《哈姆雷特》中的一句话，投资者或许在自问：投资，还是不投资？许多人都陷在这种困境当中，是因为他们习惯了只有**股票和固定收益的二元选择**。为什么有这么多人被这种主流做法限制住？是因为大多数产品供应商都随大流（其实任何企业都这样做）？还是大部分投资者的存在造就了所谓大流？无论先有鸡还是先有蛋，投资者都应该问自己一个问题：他们是否想要做出一些改变。如果有投资者担心此种想法蔓延导致其投资组合中的成长型股票下跌，那么他们是该认真考虑下，是不是要进行一些具有更大安全边际的投资。

核心观点：定位经济增长

通过疫苗接种和群体免疫，新冠疫情正在逐步得到控制。然而，一种名为奥密克戎(Omicron)的变异毒株的出现，有可能会让迄今为止取得的防疫进展前功尽弃。自11月26日奥密克戎出现的警报拉响，市场就已经回吐了一定的涨幅。标普500指数下挫1.2%，海峡时报指数则回落了2.0%。

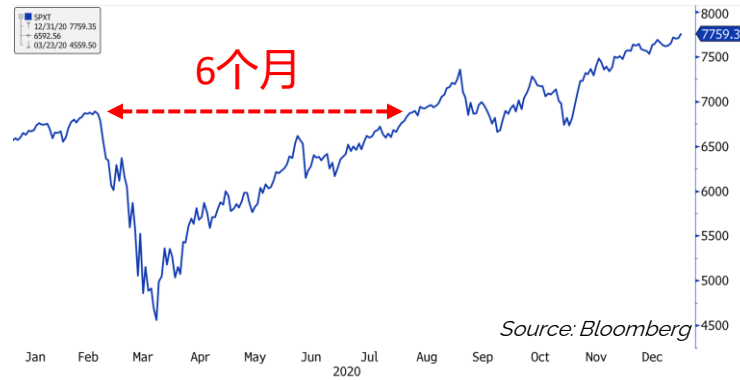
从医学的角度来看，奥密克戎因其传染性强的特点对人类构成了威胁。有专家预计，感染奥密克戎毒株的人数将会是感染德尔塔毒株人数的三到六倍。然而，这并不是我们目前所知的全部信息，因为奥密克戎还有其他已知特征，比如“更温和”、“致命性更低”。正如我们在上周的市场速报中所讨论的那样，我们不应该沦为耸人听闻事件的牺牲品，也不应该过分强调它的负面影响。这是一个放大负面因素、低估正向因素的经典案例。对此，我们应该做的是保持客观的态度。总而言之，只要我们考虑到积极因素，就不会笼统地说经济复苏已经脱轨。奥密克戎的出现仅仅意味着，市场可能会出现更大波动，但这仍处于更广泛的经济增长区间之内。

如果经济增长的展望仍然奏效，投资者如何才能利用好这一波浪潮？对很多人来说，他们仍会采取密切追随市场基准的策略。比方说，许多投资者要么投资了美国标普500指数，要么投资了一只全球股票指数基金（通常该类基金也有一半以上投资于美国股票）。

于我们而言，我们选择了一条很少人在走的路。毋庸置疑，我们并不会为了追求标新立异而进行小众投资。我们的投资理念实际上是基于这样一种逻辑：如果目标是超越大盘，那么就必须做一些跟主流不同的事情，而且做得正确。

毕竟，当所有人的钱都流到同一个地方（比如标普500），股价就会被迅速哄抬，如此一来谈何跑赢大盘？因此，我们不追求重现大盘表现，而是根据FVT投研流程做出属于我们自己的决策，这有助于发掘出一些基本面强劲而估值也更为合理的投资。

尽管我们认为经济增长的前景仍具有生命力，但奥密克戎病毒的出现可能会引发一些焦虑，并且促使人们退出投资。在这种情况下，让我们根据去年的市场表现找到方向。



自2020年2月因新冠疫情引发的首次大抛售以来，标普500指数仅用了6个月时间就恢复了此前的峰值。更重要的是，那一次的大抛售发生在世界对于新冠肺炎没有应对经验的时候。

而这一次的情况完全不一样，对于病毒来说，我们已经占据上风，有强大的专业知识和经验来应对新的毒株，奥密克戎的传播相较之前也会更易受控。在这种情况下，人们应该强硬一些，坚守好自己的投资，因为这种短期的挑战是投资的重要组成部分。耐心将是关键，从长期来看，只有坚守的投资者最终才能收获优异表现带来的甜美果实。毕竟，正如巴菲特所说，“股市是一个财富再分配的工具，它将钱从没有耐心的人转移到有耐心的人的手上”。

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

“不要把所有鸡蛋都放在一个篮子里”也许是关于投资决策最广为人知的格言之一，而且理由非常充分。谁不想把整个投资组合崩溃的风险降到最低呢？当然，也有批判者声称，如果一个人了解自己在做什么，就没有必要分散投资。然而，现实往往是这样的：我们经常在知识储备并不完善的情况下进行投资，这意味着我们其实很难达到“完全了解”自己在做什么的标准。这种时候，我们就需要通过多元化来达到风险管理的目的。

有关全球金融新闻的投资者，会在各种事例中寻觅到这一老派观念的智慧所在。譬如，最近出于对监管的担忧，阿里巴巴的股价大幅跳水，足以说明股价下跌可以做到既快又猛。中国共产党对中国大型企业干预策略的巨大不确定性，导致阿里巴巴的股价在今年遭到腰斩，下跌了50%以上。当然，仅仅在一个行业内实行多元化也是不够的——中国对整个私立教育行业的沉重打击就是一个深刻的教训，**我们不应轻率随意地对待多元化，而应始终致力于搭建健全、健康的多元化策略。**

从我们投资组合中的多元层次可以明显看出，我们想要实现的是稳健的多元化：(1) 资产类别的多元化（股票、债券和另类投资）；(2) 行业的多元化（金融、消费品、医疗保健等）；(3) 地域的多元化（中国、欧洲、美国等）。我们面向中国A股市场的中国股市投资策略，年初迄今将亏损控制在5.63%，而恒大单只股票迄今损失了84%，阿里巴巴则损失了50%。基于多元化策略，我们将继续享受更平稳的投资旅程，避开让人头晕目眩的大幅波动。我们将继续保持这样的投资，并从中国经济的高增长和更诱人的估值中获得更好的长期回报。



除了将传统的多元化配置纳入到我们的投资组合框架中，我们还确保了驱动因子的多元化从而实现稳中加固。所谓驱动因子是指驱动股票表现的因素。如果我们所有的投资都是由经济增长驱动的，那么万一经济增长前景受挫，就算已经在资产类别、行业和地域上进行了多元化配置，整个投资组合仍将遭受毁灭性的打击。这就是我们持续在医疗保健类股中持有大量头寸的原因。跟我们的其他投资不同，医疗板块主要是由全球人口老龄化等长期趋势驱动，无论宏观经济环境如何，该行业的收益都稳定且持续增长。

因此，即使疫情加重，我们的投资组合中仍存在有利可图的部分。

核心观点：寻求收益率

假设你今年的一项投资目前呈现亏损，你的直觉会让你怎么做？是投入战斗，转身逃跑，还是原地不动？

转身逃跑？

或许可以这样说，大多数人会选择逃跑，因为没有人喜欢承受痛苦，而这样的损失恰恰会给投资者带来难以忍受的痛苦。大多数人可能会为他们的决定这样辩护：负回报意味着这是一项糟糕的投资，毕竟如果它是好的，它就不应该亏损，对吧？有些人则先逃跑，之后再评估对错。他们依赖于所谓有效市场假说理论，该理论认为资产价格能反映一切。一般情况下，投资者们在逃跑后就不会再回去了。

亚洲高收益债券市场今年出现下跌。如果这时候逃跑的话，会错过什么？一项对亚洲高收益市场的研究涵盖了1997年亚洲金融危机期间至今的情况，结果显示，在亏损年份之后的平均回报率为19.8%；相比之下，买入并坚持持有的平均年回报率为8.7%。**不管你的冲动在脑海中告诉你什么至理名言，逃跑的结果就是适得其反。**

原地不动？

不然待在原地，什么都不做？从投资的角度来看，这可能并不是一件坏事。就亚洲高收益债券而言，亏损年份之后通常会出现上涨年份。当然，我们并不提倡绝对的无所作为，而是应该先对永久性资本损失的风险进行评估，投资是否包含正确的多元化策略，是否能承受个别资产受损的影响？如果答案是肯定的，那么**投资者就可以“躺平”，在未来享受高于平均水平的回报。**

*资料来源:彭博社、ICE BofA美元计价亚洲高收益指数(1997 - 2021年)

投入战斗？

在投资下跌的时候，是否应该对此投入更多资金？有人可能会说：“为什么要花冤枉钱？”或者“从逻辑上讲，我知道我应该这么做，但我不能说服自己这么做。”

当证券价格下跌时，只要永久性资本损失的风险得到缓解，它在之后通常会得到更好的估值。反之亦然，当证券价格上涨时，除非基本面有所改善，否则它的估值通常会变得更差。

我们在10月中旬增加了对亚洲高收益债券的投资力度。这样的“增援”行动确实是在市场动荡中进行，但合理的估值缓解了不小的压力。今天，人们可以观察到亚洲高收益债券市场[^]自5月以来从高峰到低谷下跌了15%，自10月以来也没有上涨过。

但由于我们的增援是从低估值位置进入的，尽管存在持续的不确定性，但我们的投资并未真正承受损失。就算市场从这里进一步下跌，我们遭受的跌幅也比那些在高点买入的人要少得多。对我们来说，这就好比从一楼掉到地上，而他们则是从更高的地方掉下来。**这就是关注估值为我们带来的安全边际：当损失减轻，投资者便处于一个更有利的地位。**

或许投资就像一场战争。如果没有受很重的伤，或者在动荡中出于恐慌而逃离战场，那么就可以扭转战争局势，最终获得高于平均水平的回报。在这场战争中，让别人的恐惧成为我们的机会。

[^]资料来源:彭博社，美元计价亚洲高收益债券指数

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	-2.38%	2.63%	14.42%
美国	-0.70%	6.26%	23.17%
欧洲	-2.50%	2.09%	19.34%
日本	-3.64%	-5.01%	8.99%
亚太区（日本除外）	-4.27%	-2.61%	-4.70%
新兴市场	-4.07%	-3.12%	-4.21%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.29%	-0.53%	-4.57%
对冲全球投资级债券	0.71%	0.45%	-0.99%
高收益债券	-1.07%	-1.40%	2.33%
亚洲债券	-0.06%	-1.20%	-2.00%
新兴市场债券	-1.07%	-1.48%	-2.60%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	1.25%	0.58%	3.29%
欧元兑新加坡元	-0.71%	-1.52%	-4.10%
日元兑新加坡元	-0.68%	1.69%	9.61%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-0.50%	1.00%	-6.52%
西德克萨斯轻质原油	-20.81%	-11.80%	36.40%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	-0.40%	-0.49%	15.47%
巴西	-1.53%	-8.17%	-14.37%
中国A股	-1.55%	-0.62%	-5.63%
中国H股	-6.61%	-4.09%	-19.99%
中国香港	-7.42%	-4.39%	-11.56%
印度	-3.78%	-3.36%	20.68%
印度尼西亚	-0.75%	4.11%	11.50%
韩国	-4.43%	-7.49%	-0.72%
马来西亚	-2.87%	-1.17%	-3.22%
俄罗斯	-6.25%	-4.78%	23.95%
新加坡	-4.59%	-1.13%	10.35%
中国台湾	2.60%	2.93%	21.25%
泰国	-3.26%	-2.15%	11.38%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	0.32%	8.22%	-11.30%
能源股	-5.16%	4.67%	49.78%
科技股	2.66%	10.42%	26.83%
医疗保健股	-3.54%	0.55%	12.06%
金融股	-5.68%	1.20%	30.59%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年11月30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。