



月度投资时评

2022年2月

市场回顾

今年初以来，资产市场动荡不安；全球股市下跌了4.89%，全球债券下跌了2.05%。人们认为主要原因在于美联储即将加息的可能性不断增加，而这将成为自2008年全球金融危机起实施的量化宽松政策结束多年以来的又一件大事。需要明确的是，尽管美联储自2020年3月以来一直没有上调联邦利率，但债券和股票市场已经开始消化加息的影响。这就是为什么对于投资来说，**更重要的是为最终的政策或经济成果做准备，而不是去预测它何时发生。**

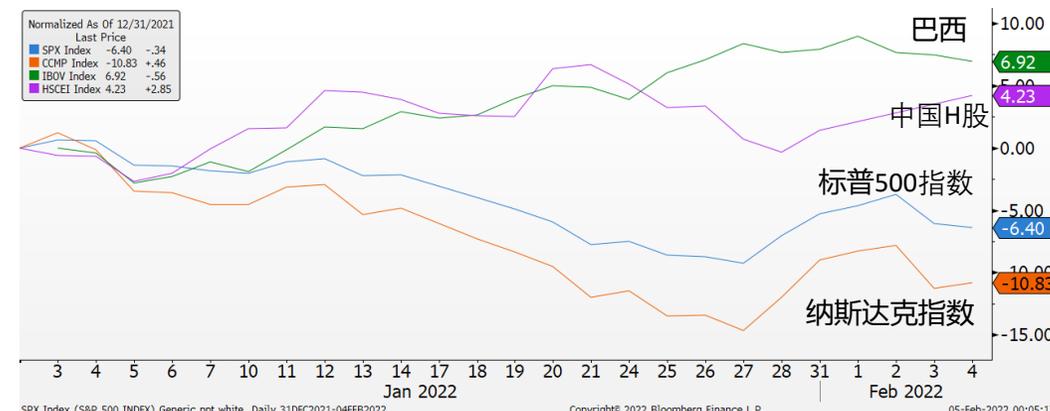
彭博全球综合指数在1月份下跌了2.05%，这与去年第一季度的情况相似。当时在类似的加息压力下，债券遭到抛售。一些市场评论人士预测，**全球债券基准可能会首次连续两年下跌。**这种情况的确是史无前例的，但是，永远不要说“不会出现这种情况”。在未来基准回报率1.61%的情况下，如果市场预期政策利率上涨1%的话，将对彭博全球综合指数造成-7%的影响，而这将使其今年的年化回报瞬间为负。

就算人们能预测出央行何时采取加息行动，也无益于减轻其对投资组合的影响。有的人能对美联储加息这件事侃侃而谈，给人留下深刻印象，但其实都是纸上谈兵。而比较务实的做法是**对投资组合进行结构调整，使其少受利率上升的影响。**

我们的投资组合中的具体形式就是短久期投资，也就是说它们对利率的敏感度较低。这部分投资在1月份表现不错，我们的短久期固定收益表现优于投资级债券和高收益债券各自的长久期基准。在投资组合中纳入短久期信贷，可以在降低利率变动影响的同时不必在投资回报上做出妥协。因此，我们**不必预测**央行何时改变政策，更重要的是，我们也同样不必预测市场何时会对这些变动作出反应。这就是为什么我们总说，投资不应该基于对未来的预测，而是随时做好应对风向变化的准备。

本文包含的信息：（1）归汇信资管及/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。

在上个月的投资时评中，我们讨论了2021年发达市场和新兴市场之间的走势分化，新兴市场的表现远逊于发达市场。这种分化并不经常发生，随趋势来看，新兴市场随后的表现往往优于发达市场。上个月，我们还在探索新兴市场是否会从2021年的压力中反弹；而下图便显示了1月份发达市场和新兴市场指数的分化，这一次的情况正好相反，巴西和中国等国的表现远超标普500指数和纳斯达克指数。当然，我们不会过度解读仅仅一个月的表现，但当弹簧已经压到底，就如同2021年市场那样的极端情况，那么反弹将一触即发。



2022年初至今回报：巴西，中国H股，标普500指数，纳斯达克指数

大部分资产配置策略基本上都是由股票和固定收益投资组成的。而我们有一个在其他地方并不常见的结构特征—另类投资，可以对股票和固定收益投资起到补充作用。1月份，当股票和固定收益投资者几乎被逼到无处遁逃，我们的趋势跟踪型另类投资却呈现了正收益，足以证明它们在投资组合中的价值。就像之前所强调的，**这样的收获并不是因为我们能预测市场择时，而是我们能灵活使用多种投资工具真正实现投资组合的多元化。**

核心观点：定位经济增长

来源: Financial Times

US stock markets endure worst January since global financial crisis

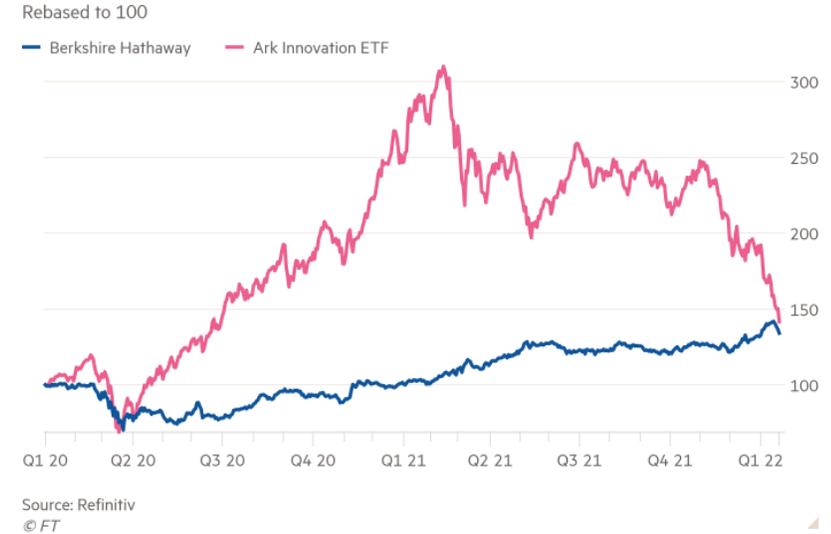
上图这种耸人听闻的新闻头条和动荡的市场下跌接踵而至，让人产生了这样的想法：我们是否应该对现有的配置进行更保守的调整，而不是继续着眼于经济增长。作为凡事讲究证据的投资者，让我们通过一些数据来说话：

首先，市场下跌是投资的一部分。据高盛研究，自1950年以来，标普500指数出现过33次10%或以上的回调，其中大多数在之后看来都是绝佳的买入机会。重要的是，除非出现经济衰退的情况，否则幅度如此的调整其实很少演变成可怕的熊市（即跌幅超过20%）。

那么问题就变成了：我们究竟是处于经济增长中，还是正进入另一场衰退？根据世界大型企业研究会领先经济指数（该指数由10个经济指标组成，用来指示整体经济的变化），经济衰退在短期内极不可能出现，除非出现黑天鹅事件。我们会继续密切关注经济指标，但出于谨慎而乐观的考量，近期的下跌可能为长期投资者提供了又一个难得的机会。

熟悉我们的读者会知道，我们并不只是主张在任何投资中都“逢低就买”。我们往往会避开那些股价超出基本面、市场情绪过于乐观的投资——这些投资的上行空间有限，而下行风险则大得多。看看右上这张图，它在社交媒体上广为流传：风靡一时的ARK ETF在2020年表现得气势如虹，但此后又回吐了大部分的涨幅。在过去的两年里，尽管投资风格截然不同，ARK的表现和巴菲特极为接近。但那些2020年ARK ETF大涨之后才追高的投资者则以惨淡收场——对我们来说，我们更喜欢在股价反弹之前或下跌至更合理水平之后进场。

巴菲特的伯克希尔·哈撒韦公司和凯西·伍德的ARK创新型ETF



在我们最近发表的[致投资者信函](#)中，我们提到市场就像大自然一样——市场的风向和其强度变幻莫测，让投资者感到困惑，甚至让他们偏离了原本的航线。好消息是，我们不会被它所摆布。就像海上经验丰富的水手一样，我们可以借助更强大、更可靠的洋流来抵御风的力量。这就是为什么我们使用FVT（基本面，估值，技术分析）投研流程进行投资。类似于洋流，我们可以投资于这种重复、持续和可预测的市场模式。

那么这将如何引导我们投资？减持美国大盘股，其当前的高估值意味着未来较低的回报。我们偏好美国小盘股和欧洲股票，因为其估值更为合理并预计随着持续的经济增长而获益。同样，我们在中国和新兴市场的投资也有更大的复苏潜力，尤其是在中国信贷状况预计将进一步改善的情况下。

核心观点：寻求收益率

有人问，在这个信息资源如此丰富的时代，随便大街上的人难道不都具备独立投资的手段吗？

让我们看看2020年3月，在疫情危机和经济衰退的痛苦时期能找到什么可用的信息。从2020年3月24日起，在谷歌上搜索“高收益债券”，你可以获得一篇免费的雅虎财经文章，内容是“一波评级下调浪潮冲击美国石油板块”。

<https://finance.yahoo.com/news/wave-downgrades-hit-u-oil-210000427.html>

假设你每年支付468新元订阅《华尔街日报》，你会读到《投资者出于对违约的担忧纷纷抛售垃圾债券》。更忠实的个人投资者可能每年为《金融时报》支付1140新元，他们可以读到《福特评级下调是如何让360亿美元的债券沦为垃圾债券》。

<https://www.wsj.com/articles/investors-fearing-defaults-rush-out-of-junk-bonds-11585215004>

<https://www.ft.com/content/g5035b47-f4ab-479e-a79c-2d0d981e658f>

这些似乎都对投资高收益债券没有助益。事实上，人们在看到这类新闻后，反而可能会出于压力将所有信贷投资抛售。然而，从2020年3月24日起的一年内，美国高收益债券继续上涨了33%，远高于长期购买和持有的6.6%的债券年回报率。

如今，当人们在谷歌搜索“高收益债券”时，会如何呢？人们会看到《金融时报》的报道《中国房地产集团世茂感受到了行业流动性危机的寒意》，以及彭博社的新闻《随着股市暴跌，美国企业信贷风险达到2020年11月以来的最高水平》。

<https://www.ft.com/content/cf2df2c8-d4b7-4f88-a317-2f057ed3a1e7>

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-02-03/u-s-credit-risk-at-highest-since-november-2020-as-stocks-plunge?sref=uinoKNE3>

对于高收益投资者来说，这些新闻似乎不是什么好兆头。然而，我们却在高收益市场看到了涌现出的大量回报机会。

我们看到，高收益债券市场在经历了非常动荡的2021年之后已经稳定下来。我们如何得知高收益市场已经可以给投资者风险补偿，并让他们在未来得到回报？

我们花钱买数据、分析和研究，以帮助我们做出投资决策。尽管在公共领域的信息可谓泛滥，但其实关键的数据和研究无法通过谷歌搜索到。这些资源我们花费六位数才能得到。就算个人投资者全职做投资，他们也很难下定决心去买这些资源以获得相当水平的信息和分析优势。事实上，大量的信息使得我们更有必要过滤噪音，并使用对投资洞察真正有帮助的数据和信息。

如果媒体的报道是不断变向的风，那么信息资源就是能让我们识别出洋流的工具，它可以让我们得到更好的投资结果。如果你想了解我们如何将风和洋流的概念应用于投资，请参阅我们最新的[致投资者信函](#)。

下表总结了全球主要固定收益市场的收益率。如果当前收益率能作为未来回报的一个很好的指标，而假设投资者能够为了实现更高回报而在波动出现时从容不迫，你会选择哪一种投资？

全球投资级债券	亚洲投资级债券	美国高收益债券	亚洲高收益债券
1.61%	4.49%	5.28%	10.40%

截止2022年2月4日债券市场最差收益率。资料来源：彭博社。全球投资级债券:彭博全球综合指数:亚洲投资级债券:彭博亚洲信贷:高收益债券:彭博美国高收益债券指数:亚洲高收益债券:彭博亚洲美元计高收益债券指数

核心观点：我们如何配置投资？

定位经济增长	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	质量价值股	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			■			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 ，随着中国去杠杆化的进程，预计信贷市场状况将有所改善
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	-4.89%	-4.89%	-4.89%
美国	-5.17%	-5.17%	-5.17%
欧洲	-3.81%	-3.81%	-3.81%
日本	-4.83%	-4.83%	-4.83%
亚太区（日本除外）	-3.99%	-3.99%	-3.99%
新兴市场	-1.90%	-1.90%	-1.90%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-2.05%	-2.05%	-2.05%
对冲全球投资级债券	-1.57%	-1.57%	-1.57%
高收益债券	-2.87%	-2.87%	-2.87%
亚洲债券	-2.19%	-2.19%	-2.19%
新兴市场债券	-2.63%	-2.63%	-2.63%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.17%	0.17%	0.17%
欧元兑新加坡元	-1.01%	-1.01%	-1.01%
日元兑新加坡元	0.03%	0.03%	0.03%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-1.75%	-1.75%	-1.75%
西德克萨斯轻质原油	17.21%	17.21%	17.21%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	-6.35%	-6.35%	-6.35%
巴西	6.98%	6.98%	6.98%
中国A股	-7.62%	-7.62%	-7.62%
中国H股	1.39%	1.39%	1.39%
中国香港	1.73%	1.73%	1.73%
印度	-0.38%	-0.38%	-0.38%
印度尼西亚	0.79%	0.79%	0.79%
韩国	-10.56%	-10.56%	-10.56%
马来西亚	-3.53%	-3.53%	-3.53%
俄罗斯	-6.29%	-6.29%	-6.29%
新加坡	4.05%	4.05%	4.05%
中国台湾	-2.98%	-2.98%	-2.98%
泰国	-0.53%	-0.53%	-0.53%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-5.66%	-5.66%	-5.66%
能源股	19.10%	19.10%	19.10%
科技股	-8.47%	-8.47%	-8.47%
医疗保健股	-7.36%	-7.36%	-7.36%
金融股	0.06%	0.06%	0.06%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2022年1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。