



月度投资时评

2022年3月

市场回顾

今年2月，随着俄罗斯入侵乌克兰，VUCA首当其冲地成为话题榜首。

在这场人道主义危机中，流离失所的家庭需要水、食物和住所，我们应该支持他们，帮助他们重建生活。而作为投资者，我们正在密切关注市场，并与客户共同应对战争时期的挑战。

充满悲观色彩的新闻报道不禁让投资者发问：“现在应该抛售吗？”我们必须认识到，媒体的作用仅仅是报道现在正在发生什么事情，而不是评论我们投资组合将会发生什么变动。与此同时，偏重投资方向的一些研究报道会指出，**市场对战争的反应在初期的确充满了动荡，但从12个月的时间维度来看，总体上却是呈现正回报的**（请参考我们最新的[市场速报](#)）。大众媒体并没有责任发表此类偏研究型的内容，但他们的报道也可能带来意料之外的解读，促使投资者在投资组合即将迎来涨幅时做出清仓决定。

总体来说，市场波动让全球股市下跌了2.55%。但是以美元计算，俄罗斯股市下跌了74%，这告诉我们两件事：

1. 坚持多元化投资是值得的；
2. 战争对市场的影响在很大程度上仍是可控的。

全球债券也下跌了1.19%。有人可能会说，这是因为股市压力还不够大，不足以让债券扮演“避险时期”优质资产的角色。但这恰恰是目前全球债券投资者面临的普遍阻力——即使他们原地不动，实际上也在倒退。

来源：彭博社。全球股票:MSCI ACWI，全球债券:彭博全球综合指数，俄罗斯股票:俄罗斯存托指数。

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。

尽管主要市场出现波动，但风暴中却仍存在“希望的田野”。我们的投资组合从其中某些领域受益，这表明**我们持续搭建的多元化架构正在积极发挥作用**。地缘政治紧张局势导致大宗商品价格上涨，相关板块涨幅强劲。当主要股票和债券市场下跌时，我们在另类投资策略播下的种子，让我们从表现积极的大宗商品仓位中收获了甜美的果实。

在主要市场下跌的情况下，小盘股也表现相对积极。与此形成对比的是，在2月份单月和年初至今的主要市场中，科技行业的跌幅最大。如亚洲互联网公司Sea Limited（曾用名Garena，旗下有电子商务平台Shopee）等股票在近几个月下跌了70%。人们认为公司录得亏损是抛售的主要原因。但Sea一直以来都在亏损，就算是在股价上涨时也是如此，但届时投资者乐于为未来预期而不断支付高价。抛售真的是因为亏损吗？还是市场一直在静候一个借口来抛售被高估的股票？这表明，**当面临危机时，与估值过高的板块相比，具有安全边际的市场会表现得更具韧性**。这就是为什么估值是我们投研流程中是一个相当关键的组成部分。还是那句老话：只有当潮水退去，你才能发现谁在裸泳。

估值是我们透过现象看本质并实现真正多元化的工具之一。只有当危机来袭时，我们才能真正明白多元化的意义所在。

如果说这场危机有好的一面，那应该是它可以敦促投资者自我反省：

- 他们的投资组合能否扛住VUCA的考验吗？
- 他们的投资是否有合理估值和基本面这样稳固的支撑？

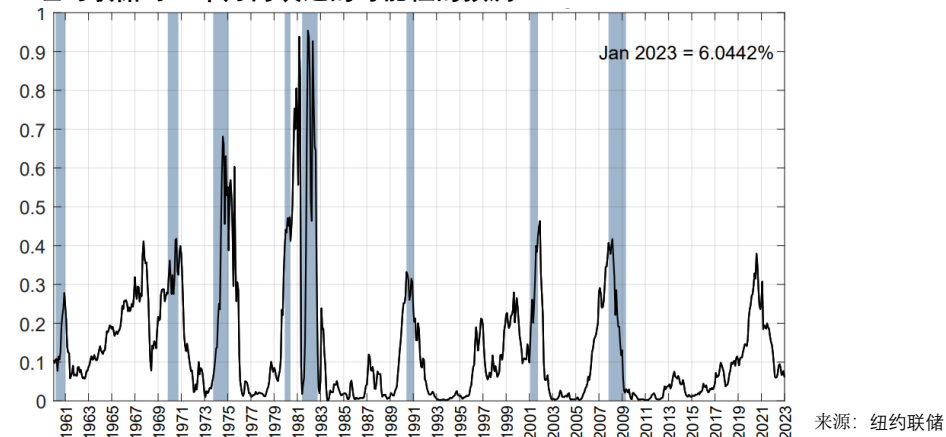
核心观点：定位经济增长

投资者对于俄罗斯入侵可能对经济和市场造成的影响越发感到担忧。虽说我们的投资组合直接对俄罗斯的投资并不多（不到0.2%），但我们正在敏锐地评估二阶效应可能会带来的更多问题。可以总结为以下两个方面：

- 出于不确定性，投资者希望得到额外的风险补偿，这导致了股价下跌；
- 不断上涨的能源成本和/或供应中断导致企业和消费者的财务状况更加紧张。

然而，我们也必须考虑到，我们目前处于积极的经济基本面状况中。毕竟，市场能够在攀爬“忧虑之墙”的过程中屡次创出新高。总体而言，尽管存在供应瓶颈和新冠疫情的限制，但主要经济体仍在持续增长——未来这两方面都应得到逐步改善。重要的是，我们还观察到公司持续强劲的基本面表现：

纽约联储对12个月内衰退的可能性的预测



来源：纽约联储

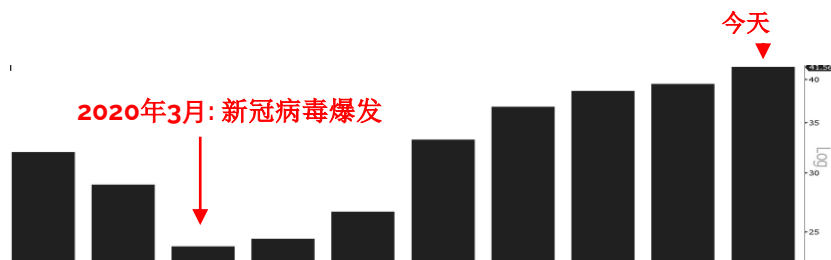
根据最近的市场发展，我们在这里更新复苏类的投资决策：

美国：将资金多元配置于小盘股，有效避开高价的大盘股标普500指数。小盘股的相对估值目前处于20年低点，强劲的消费需求预计将支撑更强劲的盈利增长。预计俄罗斯对其的直接影响很小，因为美国在俄罗斯的直接贸易敞口很小。

欧洲：目前保持中性配置。尽管众所周知，欧洲高度依赖俄罗斯的天然气，但平均每家公司在俄罗斯的销售敞口不到1%（来源：高盛在STOXX Europe 600指数上的报告）。过去一年，欧洲企业的盈利上涨幅度甚至超过了美国，这绝非易事。

新兴市场和中国：****我们略微增持中国A股，表达出我们对中国市场的看好态度。与大多数发达市场不同，中国正在缓慢但坚定地实施更多有利于经济增长的政策，预计这些政策将支持经济和地区发展。中国经济在2月份出人意料地上扬，其中制造业和服务业都在扩张。

全球股票:预估每股盈利



来源：彭博社

纽约联储的衰退概率模型或许可以简洁地表现出当前的形势。依照该模型预测，美国在一年内进入衰退的可能性仅为6.3%（见下图）。总而言之，负面的经济影响目前看来仍是可控的。

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

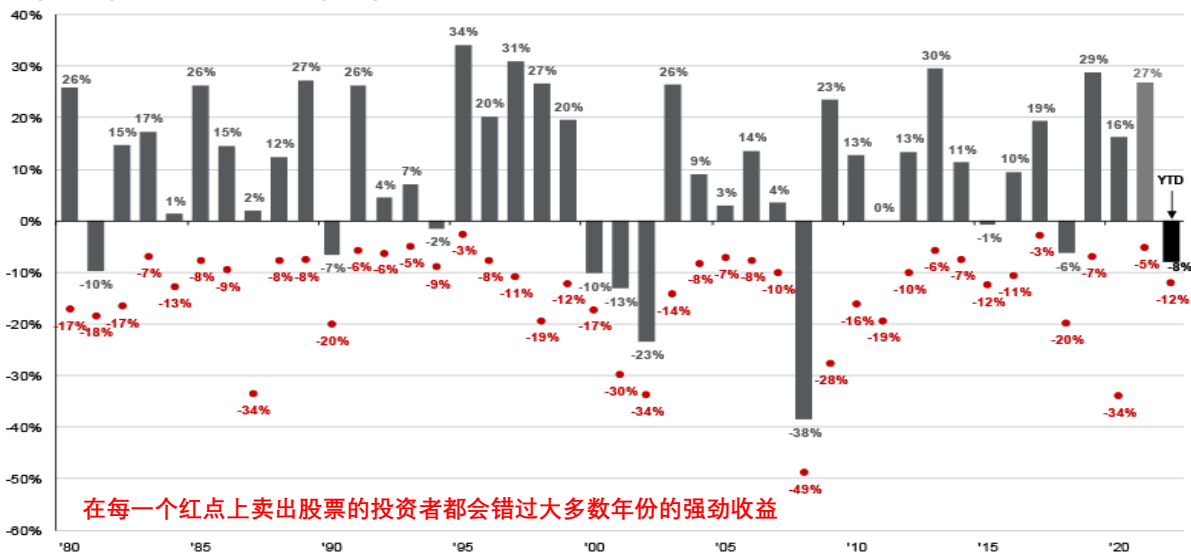
一些投资者问：鉴于目前的种种担忧，我们是否应该抛售所有股票，等形势明朗时再重新建仓？

在最近的一次客户研讨会上，我们回顾了一个投资案例研究。一个重要的观点是，投资者必须在做出以下两个重要决定时保持正确：

1. 知道什么时候卖出；
2. 知道什么时候买入。

然而我们发现，能正确择时是件相当困难的事情。事实上，大多数投资者的最佳选择就是坚持持有（前提是他们投资在正确的地方）。下面的图表说明了，为什么在市场下跌后卖出股票几乎从来都不是一个好主意：

年内跌幅（红色） vs 全年回报（灰色）



过去一周，许多研报详细介绍了在这个动荡时期管理投资的各种策略。有趣的是，几乎没有有人主张完全退出投资。希望这能解释为什么会这样。

投资者应该确保他们的投资组合受到更强有力的支撑，比如有吸引力的估值和基本面因素——这些投资在动荡时期是很好的选择。归根结底，我们的VUCA战略目标是让投资组合保持强劲的复苏潜力，同时最大限度地降低更大的下行风险乃至永久性资本损失。基于FVT投研流程（基本面、估值、技术分析），我们在安全边际更优的地方进行投资，并确保我们能实现表现驱动因子的多元化。

简单地说，我们的多元化战略可以这样来解释：上一页所描述的复苏型投资主要承担“进攻”角色，同时我们也让医疗保健股和质量价值股扮演强有力的“底盘支持”角色。

在这样攻守兼备的思路下，医疗保健在2月份可以说是毫发无损，仅下跌了0.4%，因此抵消了投资组合其他部分的更大跌幅。有效的分散投资可以帮助投资者将压力降到最低，然后在市场迎来复苏时享受美好时光。我们认为这是一种更聪明的投资方式。

来源：摩根大通市场指南(截至2022年2月28日)

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。

核心观点：寻求收益率

“我怎么能确定呢？”

这可能是最常见的问题，因为它适用于任何投资。1997年金融危机期间，投资者曾质疑亚洲的生存能力。在互联网泡沫破灭期间，他们又几乎放弃了科技行业。出于对中国和欧洲地缘政治的担忧，人们对亚洲高收益市场和新兴市场债券也提出了同样的问题。首先要说明的是，我们的新兴市场债券投资组合有相当程度的跨地域多元化，其中重点放在亚洲和拉丁美洲。

我们之所以对亚洲的高收益债券充满信心，不仅仅是因为我们研究了当前的环境发现其FVT（基本面、估值、技术分析）很可观，还因为信贷市场一次又一次地给那些以有利估值买入的投资者给予回报。为了给投资者提供信心，我们需要强调这项研究中的内容：投资于更好的估值会带来更高的回报。

然而，当这种回报没有出现，一场关于等待的游戏就开始了。这种等待可能会导致投资者焦虑，因为他们从一开始就迫切地期待亚洲高收益市场复苏，从而可以快快赚到钱。然而当市场进一步遭受震荡时，这场游戏便带来了更深的痛苦。此时，怀疑的种子已经种下，这会让投资者忽视以时间和市场周期作为基准的证据，他们会质疑：“这次的情况会不同吗？”

我们相信我们的投资会得到回报，也让我们看看一些聪明的投资者在做什么。

处于亚洲高收益市场压力中心的中国开发商，一直在折价回购自己的债券”。有人可能会说，他们只是在试图提振信心。但如果你是一家资金紧张的中国开发商，你会愿意花钱补亏吗？请记住，这些企业从来都不是通过糟糕的资本配置决策才走到今天这一步的。

暂且假设开发商不知道他们自己在做什么，让我们来看看其他和我们站在同一边的投资者们。霍华德·马克斯是最知名的不良债务投资者之一，他经历过多个繁荣和萧条周期。关于他，鲜为人知的一点是，他是个非常有耐心的投资者。他说：“耐心等待机会——等待降价——往往是你的最佳策略。”耐心等待机会是如此重要，以至于他在他的书《投资最重要的事》# 中专门用了整整一章来进行讨论。

那么，这位耐心先生现在在做什么？他一直忙于投资陷入困境的中国房地产企业^。“如果说中国是一个人的话，那一定是一个年轻人，”他说。“年轻人肯定会经历起起落落，但未来一定是光明的。”

投资不仅是对技术洞察力的考验，更是对人心理素质的考验，因为它要求我们悖逆自己的本能。如果将投资简单总结为低买高卖，那么现在一定是低买的极佳时机，以便为随后的高卖创造前提。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-01/chinese-developers-are-buying-back-their-bonds-as-market-swoons?>

<https://www.universitypressscholarship.com/view/10.7312/columbia/9780231153683.001.0001/upso-9780231153683-chapter-013>

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-04/howard-marks-calls-china-market-a-buy-in-oaktree-wechat-debut?>

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	-2.55%	-7.32%	-7.32%
美国	-3.00%	-8.02%	-8.02%
欧洲	-3.23%	-6.92%	-6.92%
日本	-0.45%	-5.26%	-5.26%
亚太区（日本除外）	-1.13%	-5.07%	-5.07%
新兴市场	-3.01%	-4.85%	-4.85%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-1.19%	-3.21%	-3.21%
对冲全球投资级债券	-1.33%	-2.88%	-2.88%
高收益债券	-0.87%	-3.72%	-3.72%
亚洲债券	-1.96%	-4.10%	-4.10%
新兴市场债券	-4.54%	-7.06%	-7.06%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.27%	0.44%	0.44%
欧元兑新加坡元	0.07%	-0.95%	-0.95%
日元兑新加坡元	-0.10%	-0.07%	-0.07%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	6.22%	4.36%	4.36%
西德克萨斯轻质原油	8.59%	27.27%	27.27%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.56%	-3.96%	-3.96%
巴西	0.89%	7.94%	7.94%
中国A股	0.39%	-7.26%	-7.26%
中国H股	-3.90%	-2.57%	-2.57%
中国香港	-4.58%	-2.92%	-2.92%
印度	-2.91%	-3.28%	-3.28%
印度尼西亚	3.88%	4.69%	4.69%
韩国	1.35%	-9.35%	-9.35%
马来西亚	6.47%	2.72%	2.72%
俄罗斯	-30.02%	-34.42%	-34.42%
新加坡	-0.05%	3.99%	3.99%
中国台湾	-0.13%	-3.10%	-3.10%
泰国	2.58%	2.04%	2.04%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	14.21%	7.74%	7.74%
能源股	7.14%	27.61%	27.61%
科技股	-4.65%	-12.73%	-12.73%
医疗保健股	-0.42%	-7.75%	-7.75%
金融股	-1.35%	-1.30%	-1.30%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2022年2月28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。