

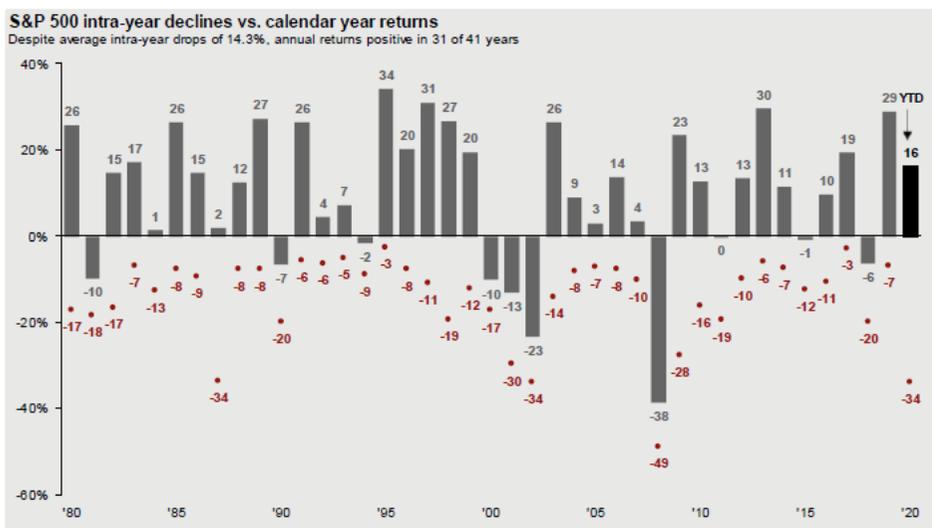


季度投资展望 2021年第一季度

市场回顾

在刚刚过去的12月，全球股市上涨4.5%，为2020年前所未有的全球事件和市场波动画上句号。这是极端的一年，以VIX（通常被称为“恐慌指数”）衡量的波动率创下了其创立以来的最高。简单来说，市场在以极其罕见的方式极度起伏波动，如果投资者不紧紧抓住、保持投资的话，就大有可能从市场的“大船”上被抛下。事实再次证明，**要如定海神针一般保持投资是十分必要的；历史记录下了2020年全球股市16.8%的涨幅，而这些涨幅都是一直坚持到最后两个月才出现的。**

我们再来看看这张图表，它显示的是年内跌幅和年终回报的差异。**疫情震荡了全球经济，令市场一度下跌了34%。但是随着市场的复苏，当初选择“弃船而逃”的人，其资产会经历了大幅缩水，却无法享受强烈回弹。**如果我们一遇到波澜就掉头回港，那么我们永远也到不了目的地。



来源：摩根大通资产管理市场展望，2020年12月31日

12月份，汇率未对冲全球投资级债券上涨1.4%，全年上涨9.2%。随着风险偏好上升，货币升值对回报做出贡献，再次反映出了债券慢慢演变成与股票走势类似的风险资产特点。**在这里，我们被提醒，也提醒我们的投资者，要用前瞻性的眼光进行投资；**因为并不是所有的债券都相同，也同一类债券也可以随着时间和市场周期的推移而变换性质。

在信贷方面，高收益市场在12月上涨约1.7%，全年涨幅约为5.8%。同样，**即使对债券投资者来说，2020年也是不寻常的一年**，因为风险较高的债券回报却低于投资级债券。然而这种情况在经济衰退期间并不罕见，但绝不是未来债券投资的基本情况。

顺带一提，对于新币投资者，大家需要注意新币的升值，这将降低任何汇率未对冲投资的总回报率。

作为进一步复苏的迹象，油价自去年年初暴跌以来不断上涨、再创新高，逼近50美元。随着新冠肺炎疫苗研发和接种工作取得进展，全球经济有望恢复正常，石油价格和能源股在过去一个月继续呈亮眼表现。

左图中以标普500指数为例，显示人们需要承受短期的浮动和亏损，才能享受预期的上涨和收益。实际上，同样的概念也适用于任何其他投资领域。

来源

全球股票:摩根士丹利资本国际全球指数，全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数，高收益:彭博巴克莱高收益总回报指数，彭博巴克莱亚洲高收益美元计价指数，石油:WTI原油指数

核心观点：VUCA阶段的稳定性

V 波动性
U 不确定性
C 复杂性
A 模糊性

从上一节显示的年内跌幅和年终回报图表中，可以得出的另一个结论是：我们可以肯定，2021年市场将经历某种程度的跌幅，这也是任何正常运作的市场预期会发生的情况——事实上，自1980年以来，年内平均下跌幅度为-14.3%；这无疑会让大多数投资者感到不安。我们再一次强调，这样的下跌是投资者们为了能在大多数年份享受到收益而必须消化的东西。

我们知道，年内下跌是常见的情况，但在当今的VUCA世界中，我们可否洞见更多？VUCA的概念最早出现于1987年，用于描述具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的环境——在全球继续抗击新冠肺炎带来的不确定性之际，市场徘徊在历史高点，VUCA作为此时的标签再合适不过。值得注意的是，高估值的一个关键含义是，它们往往预示着超出常规的大幅下跌。回到年内跌幅图表，在年内跌幅达到30%或以上之前（1987年、2001年至2002年、2008年以及2020年），所有时期的市场估值都要高于历史平均。

这就是为什么我们要以那些有望为我们的投资组合提供更多稳定性的投资，来平衡我们的复苏型标的。很长一段时间以来，我们的投资组合都配置在质量型增长股和医疗保健股。然而，当其他地方存在着更好的机会时，即使是好的投资也变得不那么有吸引力，这就是为什么我们沽售美国增长型质量大盘股并锁定收益，再将资金重新配置到FVT更优的领域，即投资于美国小盘股，并增加现有的医疗保健股的配置。



来源：彭博社

我们的投资组合继续看好医疗保健股，以帮助平衡其他波动较大的风险标的。上图显示，尽管出现了经济衰退和疫情，但医疗保健行业的盈利在2020年仍保持稳定，并继续维持着比整体市场更稳定的长期趋势。估值也比其他市场领域更具吸引力——医疗保健估值目前是全球股票的86%（折价）。另一方面，美国质量型增长股（以罗素增长型股票指数为代表）的估值溢价为126%，也高于其长期平均水平。

相对于全球股票的估值溢价/折价

	当前	平均
美国增长型质量股	126%	119%
医疗保健股	86%	109%

资料来源：彭博社。
估值:RLG指数(美国增长股)、MXWOHC指数(医疗保健股)、MXWO指数(全球股票)的市盈率。平均水平自1996年计算。

核心观点：复苏中谋求回弹



来源：汇信资产管理

谈到市场和投资，我们可以谈及的第一件事是周期。经济扩张和衰退周期的发生，是因为企业在繁荣时期过分扩张（通常直至产能过剩），而在不景气时期过度削减。与经济周期相关联的就是市场上涨周期，投资者受到股价上涨的鼓舞，通过预测公司的盈利能力和增长潜力，为股票支付了极高的溢价。不可避免的必然是市场下跌周期，从乐观突然转向悲观，会引发大幅抛售直至远低于公允价值。

由于人们往往倾向于对乐观和悲观进行简单的外推化预测，这些周期将不可避免地一次又一次地发生。而这样的循环为我们创造了反复出现的机会。

就经济冲击和衰退而言，2020年是一个创纪录的年份。但在石油价格暴跌后将许多坏消息反映至价格上时，我们就抓住时机在能源股进行配置，为经济复苏做准备。随着我们进入新的一年，经济正常化的道路变得更加清晰，我们将继续增加我们的复苏型投资。

有望从经济复苏中获益的领域，即是小盘股。我们的长期读者应该记得，我们在2019年12月的市场时评中介绍了左上方的方阵图（我们周期投资计划书的一页）。2019年，我们将投资组合配置在质量型大盘股，在经济增长放缓的环境下更具韧性——正如上一节所述，由于其估值吸引力下降，且其他投资机会存在更诱人的机会，我们现在将沽售此标的并锁定收益。从那时快速演变两年至今天，我们对经济指标慢慢呈现谨慎而乐观的态度，认为经济指标正指向复苏周期的早期阶段：申请失业救济人数下降，制造业活动改善，宽松政策，以及在疫苗支持下的经济增长正常化（枚举数例作参考）。这些条件对小盘股非常有利，因为它们往往在经济增长加速时期表现出色；再者，小盘股相对于大盘股和整体市场的相对估值是合理的，也低于其长期平均水平。因此，我们将配置资产至美国小盘股作为新的投资标的，预计将和其他复苏型投资一起在经济增长反弹时有良好表现。

当然，我们预计短期波动率将会增加，尤其是在经历了过去几个月的强劲反弹之后，但这些都是难以预测或管理的短期风险。相反，我们最好将注意力集中在更加乐观的2021年增长前景上，我们对此也更能有清晰的洞见和更准确的分析。

核心观点：寻求收益率

收益率投资似乎很无聊，尤其是当头条总是说某些股票上涨xxx%的时候。它甚至可能没什么吸引力，因为媒体通常都报道一些关于债券违约的新闻。那么，如果一种资产的上行空间有限，而在违约事件中下行空间却很大，那么投资于它的意义是什么呢？

体育类媒体往往倾向吹捧那些得分球员，而较少关注中场球员。但我们凭直觉就能知道，一支全是明星前锋的球队是不会赢得比赛的，更不用说夺得冠军了。而在投资方面，这种直觉却不那么明显了。

当投资组合中的股票部分符合投资组合预期，但没有达到投资者的预期时，收益率投资就显得尤为重要。投资者们觉得风险越大，回报就越高，但他们可能没有意识到更大的风险也意味着更多的可能性，包括潜在的更低的回报。从表1可以看出，大约2/3的情况下，股票的回报率可以超过5%；接着，34%的最佳回报率往往让投资者忽视了一个现实，他们平均每十次就会有两次损失16%。更不用说38%这样的巨大下跌，这可能会给投资者留下一道深深的伤疤，从此令他们远远避开股票，然后错失掉三分之二的时间里的收益。这样的情况下，增加收益率投资可以降低波动，并帮助投资者维持投资。

收益率投资的另一个作用，是在股市波动、投资者需要其他回报来源时发挥作用。表2显示，大约1/5的时间里，股票在±5%之间波动，平均回报较低。这种时候，收益率投资就能发挥作用，以高于股票的回报作为补充。这就是我们所说的投资组合方法。与体育竞技不同，股票投资组合仍可以赢得比赛，前提是投资者有足够高的风险承受能力，在股市的波动中维持投资。而对于那些风险承受能力较低的投资者来说，股票的资本增值和收益率投资两者的组合则是更合适的选择。

图表1	标普 500 指数	标普500 指数 高于5%	标普500 指数 低于-5%
% 年份	100%	62%	19%
平均回报	9.5%	20%	-16.5%
最佳回报	34.1%	34.1%	-6.2%
最差回报	-38.5%	7.1%	-38.5%

资料来源：彭博社。年回报率从1973年12月31日至2020年12月31日。

图表 2	标普500指数 介于±5%	相应信贷回报
% 年份	21%	-
平均回报	1.7%	3.8%
最佳回报	5.0%	16.6%

资料来源：彭博社。年回报率从1973年12月31日至2020年12月31日。
信贷：彭博巴克莱美国公司债券指数

核心观点：我们如何配置投资？

复苏中谋求回弹

VUCA阶段的稳定性

寻求收益率

中国A股

美国增长型质量股

亚洲高收益债券

能源股

医疗保健股

短久期新兴市场债券

新兴市场股票

美国小盘股

资产配置策略

股票	--	-	=	+	++	资产配置策略
美国						<p>医疗保健股盈利稳定，对整体经济周期的依赖性较小</p> <p>能源股估值有吸引力，预期会随着经济复苏受益</p> <p>小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益</p> <p>由于美国在全球医疗保健股和能源股的投资中占比较大，因此呈现增持美国股票</p>
欧洲	0%					维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力
日本	0%					
除日本外亚太市场						增持中国A股，估值持续处于合理区间，且受经济走强的支持
新兴市场						维持中性，因为其估值对发达市场具吸引力，但企业盈利略有放缓
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，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，基本面相对较差
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	4.66%	14.77%	16.83%
美国	3.84%	12.14%	18.39%
欧洲	2.60%	10.87%	-1.44%
日本	2.96%	11.16%	7.40%
亚太区 (日本除外)	6.55%	19.07%	22.76%
新兴市场	7.25%	19.61%	18.50%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	1.34%	3.28%	9.20%
对冲全球投资级债券	0.31%	0.89%	5.58%
高收益债券	1.69%	5.96%	5.87%
亚洲债券	0.69%	1.95%	6.52%
新兴市场债券	1.52%	4.50%	6.52%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-1.45%	-3.17%	-1.77%
欧元兑新加坡元	0.90%	0.89%	7.00%
日元兑新加坡元	-1.02%	-2.11%	-4.94%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	6.83%	0.66%	25.12%
西德克萨斯轻质原油	7.01%	20.64%	-20.54%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	1.22%	13.81%	2.27%
巴西	9.30%	25.81%	2.92%
中国A股	5.07%	13.70%	29.89%
中国H股	1.84%	14.33%	-0.03%
中国香港	3.39%	16.25%	-0.23%
印度	8.18%	25.70%	17.16%
印度尼西亚	6.69%	23.01%	-2.44%
韩国	10.91%	23.46%	31.55%
马来西亚	4.57%	8.89%	5.71%
俄罗斯	6.35%	15.70%	14.82%
新加坡	1.35%	15.88%	-8.05%
中国台湾	7.52%	17.90%	27.03%
泰国	2.96%	17.36%	-5.26%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	4.57%	-7.49%	23.69%
能源股	4.27%	25.78%	-37.31%
科技股	5.68%	12.71%	42.65%
医疗保健股	3.00%	6.59%	11.92%
金融股	6.05%	22.52%	-4.10%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2020年12月31日
来源：彭博社

汇信资产管理私人有限公司免责声明

汇信资产管理私人有限公司（以下称“本公司”）尽其所知所信，本材料中所含信息准确性仅以发布日时为准。本公司持有对本材料中所有信息的更改权，若有 任何更改，恕不另行通知。本公司对于本材料或第三方所提供信息之准确性、充分性和完整性，不做任何形式的陈述或保证。本材料可能存在技术上或印刷上的错误，各项事件的持续发展可能引致部分信息的准确性受到影响。本公司没有义务对本材料进行更新。

本公司及其关联企业，以及各自的股东、董事和雇员就本材料中的任何错误或遗漏，以及对直接或间接使用本材料所引致的任何损失或损害不会承担任何责任。除非另有明确协议，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。本公司拒不承担因您访问或使用本材料而引起或相关的，无论在合同、侵权、责任限制或其他方面的任何直接、间接、附带、后果性、惩罚性或特殊损害的赔偿责任。

本材料并非广告，不可作派发资料或作公共用途。本材料仅供一般性参考，并不考虑任何特定投资者的目标、财务状况或需要，亦不作为任何形式的投资建议。

本材料不构成任何金融、投资、法律、会计、税务或其他专业建议，不构成对本公司所管理之基金进行投资的邀请，亦不构成对本公司所管理或提供咨询之基金发行的利息出售的要约。任何要约只能通过相关的要约文件和相关的认购协议作出，有关信息应被仔细阅读和透彻理解，且只能在要约符合相关法律和监管要求的司法管辖区内进行。

模拟投资、过往业绩和投资计划未必可作为基金日后表现的指引。在投资由本公司管理或提供咨询的基金时，任何投资者都有可能获利或面临投资损失的风险。

本材料上的信息不适用于位于或居住在信息发布受到限制或未经授权的司法管辖区人士。未采取任何行动对本公司进行授权、注册或限定任何本公司基金，或以其他方式允许任何本公司基金在任何司法管辖区公开发售，或允许在任何司法管辖区发布任何与本公司基金相关的信息。

本免责声明的中文译本仅供参考使用，若有任何译制出入，一切仅以英文原版为准。