



季度投资展望 2021年第二季度

市场回顾

全球股市继续上涨，3月份上涨了2.72%。平静的湖面之下，其实暗流涌动：一些严重的爆仓致使投资者们损失了全部财产。

让我们从身边出发，Torque Trading和Envy Asset Management的投资者发现，他们有过10亿美元的资产已然蒸发.....

.....放眼全球，之前看起来所向披靡的金融公司 Archegos和Greensill Capital，在短短几天内就爆仓倒闭了。随着财报逐一出炉，他们好像在争抢谁家的损失更惨重似的。除了美元所计的巨大损失外，以跌幅百分比形式计算的永久性资本损失更是惊人。

Archegos投资于哪些企业？百度、腾讯音乐、以及美国探索通信公司，这些公司明明都是知名的、具备盈利能力的企业，怎么会让投资者遭受永久资本损失呢？答案就是：**过度杠杆**。一般来说，**永久性资本损失**往往和小众的、生僻的投资机会挂钩，**但如果投资杠杆过高，即使以知名大公司为标的，这种永久损失也可能发生。**

为什么我们要关注泡沫破裂和爆仓？爆仓仅仅是我们在表面上观察到的表象。它究竟是独立存在的个别现象；还是一种危险的先兆，即将引发影响更广泛市场的平仓抛售连锁反应？这样的问题才是我们研究的目标。

一系列的爆仓可能预示着更大的灾祸即将来临，就像大地震前的小波动一样。但值得注意的是，这场地震可能就在明天发生，也可能在很多年以后发生。如果你一直躲在防空洞里，你就会错过它发生之前这段时间的所有生活。

投资也是如此。

<https://www.nytimes.com/2021/03/28/business/greensill-capital-collapse.html>
<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-04-01/leveraged-blowout-how-hwang-s-archegos-blindsided-global-banks>

投资不是没有风险的，然而，投资也会带来惊人的赚钱机会，只要你专注于可能带来回报的机会。正如我们在2018年第二季度的投资者信函中提到的，更高风险并不一定意味着更丰厚的回报，但不承担风险肯定不会有回报。

在当前估值偏高的环境下，即使没有过高的杠杆，市场仍充斥着流动性泛滥带来的大量廉价资本。在这样的环境下，投资者比以往任何时候都更有必要**关注与个人风险承受能力相称的明智投资**。

上个月，我们展示了市场回弹在各个板块间是如何差异巨大的。这一次，这样的巨大差异更大地体现在地域市场上，也直接影响了我们的持仓，尤其是新兴市场。在我们的复苏型投资中，也出现了明显的差别：能源股和美国小盘股成功承受住了下跌压力，而中国A股和新兴市场股则呈现下跌。尽管这一走势差异可能令人担忧，但重要的是如何正确看待问题：中国和新兴市场是在今年头3个月实现了强势的上涨之后才出现下跌。必须承认，**强劲上涨后出现回撤其实并不令人意外**。

债券投资的情况更为严峻。今年年初以来，**全球投资级债券**一直在走下坡路，**以-4%的下跌收官第一季度**，其中主要是受政府债券持续抛售的拖累。而我们所持仓的高收益债券，受益于较高的息票收入和较低的利率敏感性，年初至今基本持平在±1%之间。

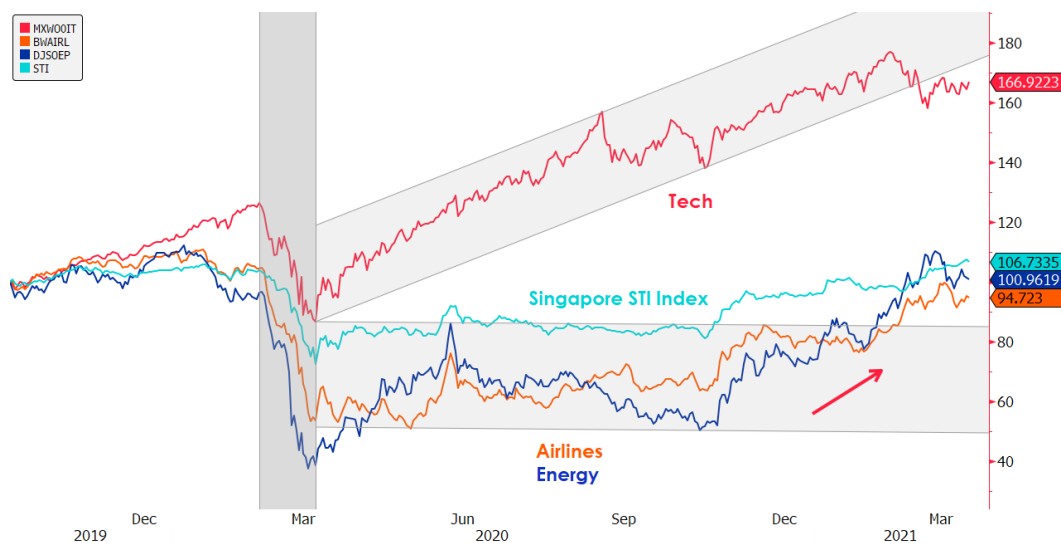
参考：全球股市:摩根士丹利资本国际全球指数,全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数,能源股票:摩根士丹利资本国际ACWI能源行业指数,能源勘探股:道琼斯美国精选石油勘探与生产指数,高收益:彭博巴克莱美国高收益债券指数,彭博巴克莱亚洲高收益债券美元指数。
https://finexisam.com/publication/investor%20letter/FAM_investor%20letter_201804.pdf

核心观点：复苏中谋求回弹

我们之前已经向读者介绍了2020年疫情重创经济后出现的“K”型复苏。回想一下，经济和市场经历了一场分化的复苏：科技股等领域迅速回弹，而航空股、能源股等其他领域则大幅落后。我们的投研流程是基于“FVT”而不是“FOMO (Fear of missing out)”，所以我们不会因为害怕错过机会而大举投资于之前的赢家板块——我们知道从长期而言，这是一个亏损的策略。相反，我们抓住机会将重心放在复苏型领域内，当更广泛的经济复苏来临之时，预期这些领域将会奋起直追，大放光彩；能源股就是其中一个极具吸引力的标的。让我们来看看这样的投资决定成效如何：

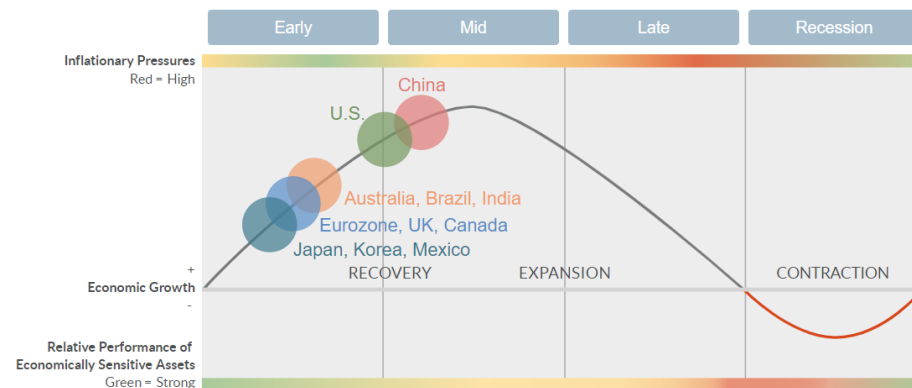
正如你所看到的，随着更加广泛的经济复苏持续的信号出现，K型复苏的下半支已经开始追赶。过去几个月，随着油价恢复到衰退前的水平，我们增持的能源股表现尤其出色。在如此强劲的表现下，估值逐渐变得不像以前那么有吸引力，风险回报比已经下降。在这样的被动情况下，我们不想在能源股上待得太久，尤其是随着需求向可再生能源转型，传统能源也面临着需求结构化转变带来的长期阻力。

考虑到这一点，我们将结束能源股持仓并锁定盈利；同时重新配置至估值偏低的欧洲股票，作为新的复苏型持仓，并在其奋起直追时获益。因为，相对于美国等其它发达市场，欧洲市场的估值仍具有吸引力，预计当全球经济活动好转时，欧洲市场将大幅受益。



资料来源: 汇信资管和彭博社。参考指数: MSCI世界信息技术指数、海峡时报指数、彭博世界航空指数、道琼斯精选美国石油勘探与生产指数。所有回报以指数货币计价。

欧洲在经济复苏方面滞后于其他地区



来源: 富达投资

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

Bubble, or Not

By some measures, S&P 500 valuations already top dot-com era

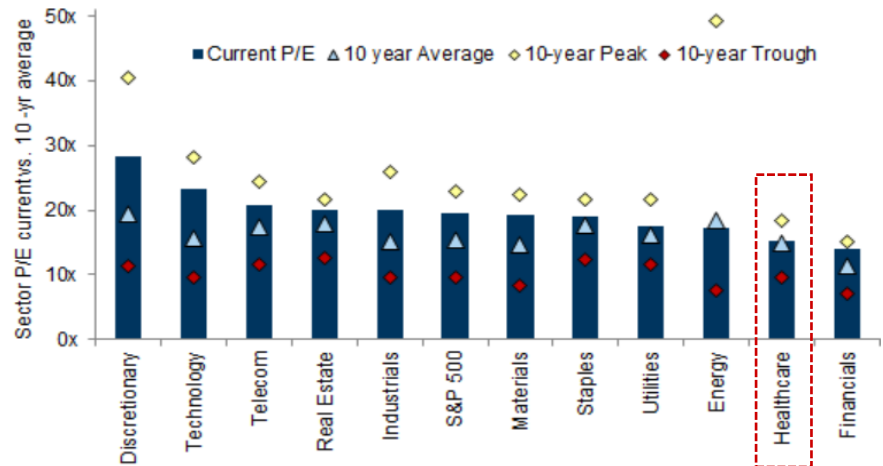


上图是否足以说明投资者应该更加谨慎而保守？一个简单的答案是：也不需要过于谨慎；前提是企业在未来几个季度实现或超越预期盈利，作为已从疫情造成的经济衰退中强劲回弹的表现。但是必须注意的是，“押注于企业盈利超预期上涨也是存在风险的¹”，并且这样的盈利上涨也不是板上钉钉的事情——只要有几家公司的盈利低于预期，就会很快让人怀疑如此高的估值是否合理。

这就是医疗保健股作为“稳定性”主题的原因之一，继续在我们的投资组合中发挥有益作用。如之前展示过，无论经济增长如何，医疗保健行业的稳定盈利状况使其成为一个防御性行业，同时也是一种有效的投资组合多元化工具。这一点越来越重要，因为随着利率更有可能上升而非下降，像政府债券这样的安全资产，曾经的确能有效地提供多元化，但现在正变得不再那么安全²。

总体而言，医疗保健行业稳定的、高于平均水平的盈利增长和诱人的估值（参考下图），在VUCA的环境下让它变得颇具吸引力。此外，因为它更具有防御性、对强劲经济复苏的依赖性更小，医疗保健为我们的复苏型投资提供了有益的多元化。

标普500板块估值：医疗保健行业颇具吸引力



来源：高盛医疗保健板块速报，2021年3月26日

参考：

¹<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-27/bubble-deniers-abound-to-dismiss-valuation-metrics-one-by-one?ref=EnJawId3>

²<https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2020-10-15/markets-without-havens-are-becoming-all-too-real?ref=EnJawId3>

核心观点：寻求收益率

长期以来，我们一直在写关于寻找收益率的文章，因为在多年的低利率环境下，这是一个流行而重要的主题。

为什么要寻求收益率？这是因为，以全球综合债券指数(Global Aggregate Index)为代表的传统**债券投资基础的预期回报率正处于多年低点**。年初，传统债券投资的预期回报率仅为0.83%（见右表）。这让我们更倾向于高收益债券，因为我们希望在承担风险的同时获得风险补偿，而不是在回报预期几乎为零的情况下还要承担风险。

三个月过去了，**处于低位的收益率上升，致使债券价格下跌**。从右表可以观察到，全球投资级债券收益率上升了0.33%，导致价格下跌了-4.46%。进一步延伸，右边的表格显示了在收益率上升的环境下不同债券的表现。

总体而言，收益率上升介于0.19-0.51%之间。如果收益率上升意味着债券价格下跌，为什么实际回报会有差异呢？事实上，尽管收益率上升，但高收益债券迄今仍为正回报。这一结果的核心本质其实是我们投资于高收益板块的主要驱动力：更高的收益率，更短的久期。

低利率意味着债券的风险回报比很差：预期回报很低，但潜在损失很大。这是因为它们久期较长(例如全球投资级债券久期长达7年)，因此对利率高度敏感。这种高灵敏度放大了利率变化对债券价格的影响。举例来说，在今年年初收益率为0.83%的情况下，对于久期长达7年的投资级债券，只要收益率**小幅上升0.12%，就会给债券价格带来-0.12% x 7 = -0.84%的跌幅，足以抹去全年的潜在回报**。现实情况更为严峻，年初至今全球投资级债券收益率上升0.33%，直接致使其价格大跌-4.46%。

另一方面，高收益债券通过更高的预期回报率来提供更加出色的风险回报比。再加上我们对短久期的偏好，使得收益率上升不会对我们的高收益债券表现产生放大的负面影响。与此同时，**高收益债券的高息票率也有助于缓冲价格下跌的影响**，这一点在上表中显而易见。

我们试图说明的是，我们寻找的是提供更高收益率的投资机会，但单单收益率也并不是唯一的决定因素。关键是要了解为获得额外收益率而承担的潜在风险是什么。在这个充满有趣机遇的世界里，当投资者面对一个每天都有0.2%回报的投资时，(<https://torque.asia/home/calculator/>)，一定要认真地问一句：“这么好，能是真的吗？”

Yield of major bond markets

	31 Dec 2020	31 Mar 2021
Asia HY	6.74%	7.08%
US HY short dur. bonds	4.24%	3.83%
US HY bonds	3.99%	4.18%
EM short dur. bonds	3.01%	3.27%
EM bonds	3.50%	4.01%
Global investment grade corporate	1.34%	1.74%
Global aggregate	0.83%	1.16%

Performance of major bond markets

	YTD	Change in yield
Asia HY	0.43%	0.35%
US HY short duration	2.17%	-0.41%
US HY	0.57%	0.19%
EM short duration	-0.03%	0.26%
EM bonds	-3.48%	0.51%
Global investment grade corporate	-4.25%	0.40%
Global aggregate	-4.46%	0.33%

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

医疗保健股

亚洲高收益债券

能源股

短久期新兴市场债券

新兴市场股票

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			←			<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>小盘股估值相对吸引，预期会随着经济复苏受益</p> <p>能源股已实现强劲回报目标，风险回报比已经下降，退出配置</p>
欧洲	→					<p>回归中性配置，因为相对估值具有吸引力，预计随着经济复苏将受益</p>
日本		0%				<p>维持零配置，相比其他投资机会显得不具吸引力</p>
除日本外亚太市场						<p>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</p>
新兴市场						<p>维持中性，因为其估值相对发达市场具吸引力，但企业盈利相对不稳定</p>
股票	--	-	=	+	++	资产配置策略
主权债券						<p>偏好汇率对冲全球主权债券和无限制信贷板块，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动</p>
投资级债券	0%					<p>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</p>
高收益债券		0%				<p>维持零配置，基本面相对较差</p>
亚洲债券						<p>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</p>
新兴市场债券						<p>青睐硬通货短久期债券，在经济衰退的环境下更具防御性</p>

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	2.72%	4.67%	4.67%
美国	4.38%	6.17%	6.17%
欧洲	6.54%	8.45%	8.45%
日本	5.61%	9.15%	9.15%
亚太区（日本除外）	-2.10%	2.72%	2.72%
新兴市场	-1.51%	2.21%	2.21%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-1.92%	-4.46%	-4.46%
对冲全球投资级债券	-0.39%	-2.47%	-2.47%
高收益债券	0.27%	0.57%	0.57%
亚洲债券	-0.66%	-1.17%	-1.17%
新兴市场债券	-1.25%	-3.48%	-3.48%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.92%	1.72%	1.72%
欧元兑新加坡元	-1.93%	-2.30%	-2.30%
日元兑新加坡元	3.89%	7.23%	7.23%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-1.52%	-10.04%	-10.04%
西德克萨斯轻质原油	-3.80%	21.93%	21.93%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.70%	4.65%	4.65%
巴西	6.00%	-2.00%	-2.00%
中国A股	-5.40%	-3.12%	-3.12%
中国H股	-2.45%	2.18%	2.18%
中国香港	-1.76%	4.55%	4.55%
印度	0.85%	3.85%	3.85%
印度尼西亚	-3.93%	0.30%	0.30%
韩国	1.61%	6.54%	6.54%
马来西亚	0.87%	-2.07%	-2.07%
俄罗斯	5.84%	7.83%	7.83%
新加坡	7.57%	11.75%	11.75%
中国台湾	3.14%	11.69%	11.69%
泰国	6.70%	10.48%	10.48%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	3.48%	-10.04%	-10.04%
能源股	2.69%	29.27%	29.27%
科技股	0.68%	1.21%	1.21%
医疗保健股	2.15%	0.25%	0.25%
金融股	5.62%	15.35%	15.35%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年3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。