



# 季度投资展望

2021年第三季度

# 市场回顾

过去两个月里我们讨论了通货膨胀，市场似乎很好地消解了对于通胀的隐忧，市场在6月呈现风险偏好模式。全球股市上涨了1.35%，其中能源股和科技板块领涨。作为风险情绪反映的指标，金价大跌7.17%，拖累黄金矿业指数下跌了13.59%。这提醒人们，**尽管黄金被视为避险工具，但投资于黄金或黄金相关产业的波动性，可能是投资者因其“避险”地位而无法预期并承受的。**

OPEC在增加供应方面犹豫不决，而美国页岩油产量尚未充分提高，致使油价进一步上涨，带动能源股继续走高。**既然我们已经沽售了对能源行业的直接投资，为什么还要继续关注能源市场呢？**这是因为市场不同板块之间的交织关系其实远比看起来要错综复杂。油价已经超过了新冠疫情爆发前的高点，为股市带来利好，也对固定收益投资产生了影响。这是因为政府利用政策工具，通过控制利率或汇率来管控经济。

全球经济已从衰退的深渊中反弹，并正在走上强劲增长的道路。与此同时，美联储主席Jerome Powell表示，“利率正处于有史以来的最低水平”。通常，在金融领域有三种建议：买入/持有/减持。在利率如此低的情况下，固定收益三种选择变成了两种：持有（如果利率保持在低水平）或减持（如果利率上升）。由于各国政府仍在谨慎地、持续地实施刺激措施，向金融体系注入过多资金可能会迫使央行上调利率。

就像一个循环，利率上升进而对股市产生影响。尝试去询问任何一个股票分析师、首席财务官或独立的公司估价师，他们都会告诉你，利率是公司估值的一个关键点。

在资本市场的运作和资产估值中，这个相互关联、相互反馈的循环是至关重要的。**因此我们的多元配置方案才有助于分析互有关联的跨资产类别，并进行合理配置。**

至关重要的是，这种方法意味着我们更不容易产生认知偏差，而认知偏差会困扰那些倾向专注于单一资产类别、地区或风格的投资者。这意味着，**在我们评估某个领域存在不利因素时，我们不会被迫继续投资该领域**，也意味着我们有更好的机会以合适的价格进入合适的机会，在合理的安全边际下享受更好的上行空间。

我们已经直言不讳地谈到了普通固定收益投资者所面临的挑战。由于市场仍在低利率的泥潭中挣扎，全球投资级债券延续其下跌趋势，本月下挫0.88%，今年下跌了3.18%，在今年上半年有4个月都出现亏损。回看过去，全球投资级债券确有几年以亏损收尾，如果这种情况持续下去，今年也会是如此。

**而我们持有的新兴市场债券在6月份实现了0.7%的增长；在动荡的市场中，新兴市场股票几乎持平，来自债券的涨幅如预期完成了它的目标。**

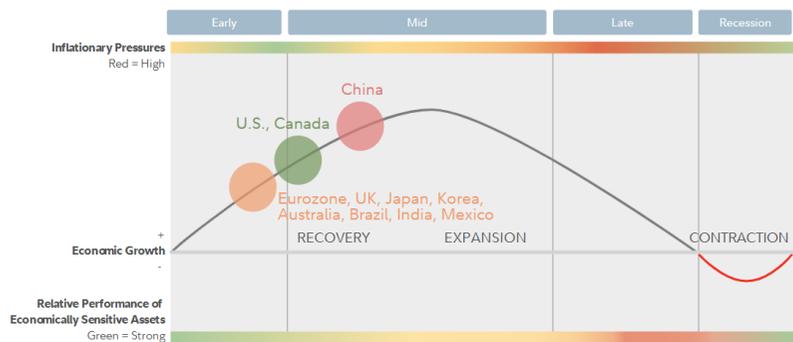
趋势型策略打破了今年连续几个月的涨势（股票和固定收益都没有出现这种情况），在大宗商品和货币的趋势逆转时，该策略如预期那样蒙受了一些损失。不过，其多元化的功效并未受到影响。

参考:全球股票:摩根士丹利资本国际全球指数、黄金公司:纽约证券交易所Arca金矿指数、全球投资级债券:彭博巴克莱全球综合指数、新兴市场债券:彭博巴克莱新兴市场硬通货综合指数

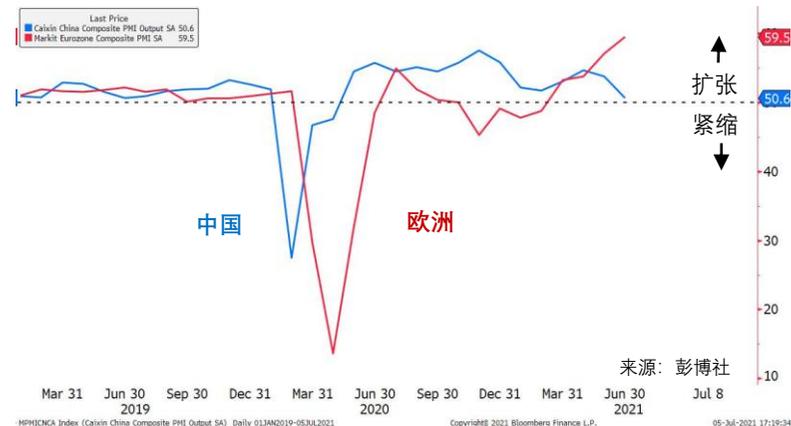
# 核心观点：复苏中谋求回弹

距世卫组织宣布新冠肺炎全球大流行，已经过去了近1年4个月。尽管抗击疫情的斗争远未结束，但自危机最严重时期以来，各经济体和市场已经经历了漫长的修整并取得了显著进展——全球经济开始复苏，许多市场在过去一年也实现了两位数的强劲回报。

“接下来会发生什么？”这可能是如今很多投资者在思考的问题。随着经济复苏进入2021年下半年，我们认为不会出现全面“水涨船高”的情况。据彭博社的报道，“收入最高地区接种疫苗的速度是收入最低地区的30倍以上”，也毫无意外地使这些高收入地区实现了一条更快的正常化之路。那么，我们只在疫情基本得到控制的地区进行投资吗？需要再强调一遍的是，投资从来都没有这么简单；这些市场早已将这样的复苏预期反映在价格上涨中，大大压低了投资者的预期回报。我们以中国为例，如下图的复苏过程所示：随着政府撤回了一些早期的“危机刺激政策”，经济活动逐步放缓。我们正密切关注事态发展，如果确认更具吸引力投资的机会，我们将会调整配置。



### PMI指数：欧洲经济正在迎头赶上



我们的投研流程让我们能瞄准更具获利机会的地区。在此投研流程的引导下，我们于去年年初在A股的基本面和估值极诱人的情况下加大了对其的投资，并由此获得了诱人的回报。进入下半年，我们将依然凭借FVT流程捕捉更多机遇，在FVT良好的背景下，获得更多复苏的空间：

随着复苏的扩大，新兴市场 and 欧洲股市是两个原先表现较落后的板块，有望表现良好。尤其值得一提的是，自上个季度我们配置欧洲股票以来（见上图），欧元区PMI指数显示其经济活动出现了快速增长，并为股市带来了回报。同时，它们的估值相对其他发达市场也很有吸引力，可以为投资者提供更好的安全边际。另外，我们继续看好美国小盘股，因为它们的股价较大盘股仍存在折价优势，而且随着经济复苏，它们的盈利预计将增长得更快。

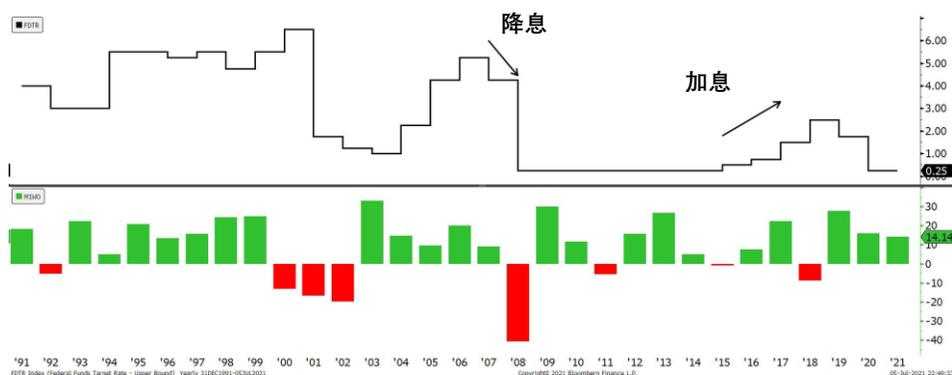
# 核心观点：VUCA阶段的稳定性

用于描述具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的环境

如果我们单纯依赖新闻头条，那么我们的VUCA主题下大概率在过去的一个月里会再添一名成员。自然，我们指的是美联储的新闻发布会，美联储主席Jerome Powell在会上谈到了加息的前景。随后，市场热议的话题立即转变为对可能比预期更早出台紧缩政策的担忧。另一则新闻标题是“美联储将逐步收紧政策，但请不要慌张”……然而，难道这本应该慌张吗？

要记住的重要的一点是，政策收紧（通常）是为了应对过于强劲的经济增长。这一次也不例外，因为在疫苗成功接种的推动下，美国正走上重振经济的道路。既然经济增长普遍支持企业盈利增长，那么即使政策收紧，我们是否依然能指望股市表现良好呢？我们可以迅速回顾历史，看看全球股市在此前加息周期中的表现：

年度股票表现(下方)和美联储利率(上方)



来源：彭博社。上图:美联储利率。底部:摩根士丹利资本国际全球股票指数

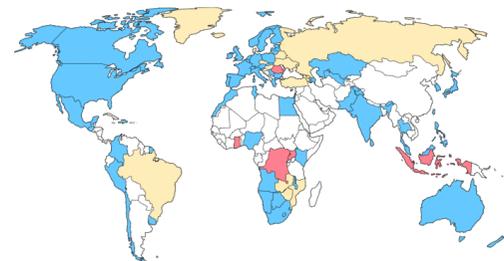
事实证明，在美联储开始启动新一轮紧缩周期的那些年，全球股市的表现往往大多是正面的。

虽然以下情况不太可能在当今发生，美联储政策的变化确实能对经济和市场产生了重大的影响，比如影响经济增长、利率和通货膨胀。尽管是小概率情况，我们也不应该完全忽视——突然的、意想不到的政策变化也可能导致市场波动，从而导致市场下跌，例如2013年发生的“缩减恐慌”。因此，我们在当前VUCA环境中需要注意的事项清单上增加了“政策收紧的前景”一项。

## Interest Rate Watch

Some central banks have already started to raise borrowing costs

Policy rate unchanged this year Policy rate cut Policy rate increased



Source: Bloomberg  
Note: Mapped data show rate changes for distinct central banks; Mexico cut in February, raised in June, rate now at same level as it was at start of year

来源：彭博社

在过去的几个月里，我们多元化的配置实现了其目标，在不同时期交替领跑。正如前页所提到的，随着经济持续复苏，我们已经投资于各类依赖经济复苏的板块。在此我们还将维持医疗保健领域的多元化投资，旨在获益于其受长期利好支撑的盈利情况，而非大大依赖于经济复苏。

# 核心观点：寻求收益率

低利率环境绝非是用来侃侃而谈或混淆视听的一个词那么简单。它对诸多领域都有着深远的影响。

低利率的好处之一是，抵押贷款的成本如此之低，以至于人们觉得有必要掏钱买一处高价房产，甚至买几处作投资。如果一个人在利率上升时还能继续偿还贷款，那再好不过；否则他将面临被取消抵押并强制赎回的可能。

然而，借款人的低成本意味着贷款人的低回报。这主要体现在固定收益市场上，在这个市场上，有远见的基金经理已经指出了债券投资者面临的不利因素（参考上月的市场时评）。这种低回报最近蔓延影响至了本地保险公司，他们降低预期投资回报的举动终于引起了人们的注意。

“人寿保险公司降低了对保单预期投资回报的范围” <https://www.todayonline.com/singapore/life-insurers-lower-illustrative-caps-projected-returns-participating-policies>

年度	上限	下限	新加坡金管局 15年期政府债券平均收益率	保险公司收益下限 - 金管局债券收益率
2021年7月起	4.25%	3%	1.81%	1.19%
2013年7月至2021年6月	4.75%	3.25%	2.33%	0.92%
2001年至2013年6月	5.25%	3.75%	3.10%	0.65%

新元债券市场	未清偿新加坡元债券的数量	发行人示例
总数	653	MAS, LTA, HDB, Capitaland, NTUC
收益率3%-4.25%	31	SIA Convertible bonds, Perennial Holdings, SPH
收益率> 4.25%	25	ASL Marine, Aspial, Fragrance Group, KrisEnergy, Oxley

表2：截至2021年7月新加坡新元债券统计  
来源:彭博社

表1：下调回报所涉及的保险政策和新加坡金管局15年期政府债券收益率  
来源:彭博社 <https://www.singsaver.com.sg/blog/effects-of-reduced-illustrative-par-policy-rates>

从表1可以看出，与2001-2013年相比，保险公司的投资经理在过去8年不得不为了满足其预期回报的下限而承担更多的风险，以获得比新加坡政府债券(0.92% vs 0.65%)更高的回报。尽管最近下调了预期收益率，经理们还是有很多工作要做，因为他们必须找到比MAS 15年期债券收益率高1.19%的机会，才能满足3%的预期收益下限。

在今天的新加坡元债券市场，人们需要投资什么才能获得3%或4.25%的收益？表2显示，在目前的653只新元债券中，大多数收益率都低于3%。想要至少达到3%收益率下限的债券投资者们可以从31种蓝筹股公司发行的债券中进行选择。而为了触及4.25%的上限，本地的债券投资者必须进一步走出风险范围，购买25只来自小规模房地产、离岸公司和能源公司的债券。

这只是对投资机会的一项简单评估，并不是精算研究。无论如何，以上内容旨在说明在范围有限时寻求收益率所面临的挑战。然而幸运的是，我们的资产配置空间允许我们寻找更广阔的机会，如在全球和新兴市场的高收益率债券市场，以实现寻找收益率的目标。

# 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 从“增持”减至“少量增持”，源于经济活动稍稍放缓	
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周期投资风险，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	1.35%	7.51%	12.55%
美国	2.33%	8.55%	15.24%
欧洲	1.54%	6.76%	15.78%
日本	1.17%	-0.42%	8.89%
亚太区（日本除外）	-0.30%	4.01%	6.84%
新兴市场	0.17%	5.08%	7.43%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.88%	1.31%	-3.21%
对冲全球投资级债券	0.49%	0.98%	-1.52%
高收益债券	1.21%	2.44%	3.02%
亚洲债券	0.35%	1.13%	-0.05%
新兴市场债券	0.72%	2.99%	-0.59%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	1.79%	0.04%	1.76%
欧元兑新加坡元	-1.29%	1.12%	-1.20%
日元兑新加坡元	1.40%	0.35%	7.61%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-7.17%	3.65%	-6.76%
西德克萨斯轻质原油	10.78%	24.19%	51.42%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.26%	8.46%	13.50%
巴西	0.46%	8.72%	6.54%
中国A股	-1.48%	4.27%	1.01%
中国H股	-1.34%	-1.48%	0.67%
中国香港	-0.65%	2.75%	7.42%
印度	1.29%	6.49%	10.59%
印度尼西亚	1.22%	1.34%	1.63%
韩国	2.90%	7.69%	14.88%
马来西亚	-3.01%	-1.73%	-3.76%
俄罗斯	3.55%	10.77%	19.44%
新加坡	-1.06%	0.08%	11.84%
中国台湾	4.31%	8.41%	21.08%
泰国	-0.36%	0.89%	11.46%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-13.59%	4.94%	-5.60%
能源股	4.50%	10.13%	42.37%
科技股	6.83%	11.34%	12.69%
医疗保健股	2.92%	8.78%	9.06%
金融股	-3.10%	7.93%	24.50%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年6月30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。