



季度投资展望

2021年第四季度

市场回顾

市场投资者们找到了各种各样的理由来解释9月份市场抛售的原因：恒大、供应链、债务上限等等。

全球投资级债券的大幅抛售让人回想起第一季度的市场 - 由于通胀担忧，收益率从多年低点飙升。并且抛售并不局限在债券市场内，股市各大板块同样遭遇大跌，尤其是增长股和科技股这样对利率敏感的行业。对许多投资者来说，他们似乎无处遁逃。

因为我们复苏型与稳定型的核心主题存在可观的安全边际，我们投资组合表现更为良好。毕竟归根结底，市场终会回归基本面，头条新闻可能只是市场抛售的一个借口。

有趣的是，中国A股在9月以上涨收官，和人们对监管打击的持续担忧背道而驰。这充分说明低利率环境下市场如何瞬息万变，以及实现有效的多元化投资是多么重要。

我们一直在强调FVT投研流程如何为我们发掘获利机遇。其实还有另外一个关键部分：多元化。这就是为什么在我们的投资组合中会有存在各类互补的投资标的。想象一下，海里有各种各样的鱼，有的贴近海面，有的却游近海底。它们各自都会在不同时期遭遇汹涌的波涛，但最终都会远渡重洋。

我们的投资组合有着多种层次的多元化，比如投资主题的多元化（如复苏型和稳定型），又或者跨资产类别的多元化（如股票和固定收益）。总之，在当前的世界新秩序中，投资者需要更有效的多元化。

今年有两个月全球股市收跌。传统观点认为，投资级债券理应弥补投资组合中的股票部分的损失。关注我们近年来投资观点(以及相关漫画)的读者会知道，我们并不指望债券能像以前那样以盾牌的形式发挥防御作用。和我们的观点一样，今年股市下跌时，债市也在下跌。然而引人注目的是，当它们双双下行的时候，是另类投资站出来，实现上行减缓跌幅。

月份	全球股市	全球投资级债券	另类投资
2021年1月	-0.45%	-0.88%	2.38%
2021年9月	-4.13%	-1.78%	0.69%

诚然，这才是有效的多元化分散投资：投资组合的不同部分轮流发挥作用，相互补充并共同实现长期投资目标。

我们无法预测哪些月份股票和债券会上涨或下跌。但我们通过大量的研究肯定地得出，另类投资策略能在结构上与传统资产类别相互补充、相辅相成，因此我们建议在我们的多元资产投资组合中加入另类投资策略。

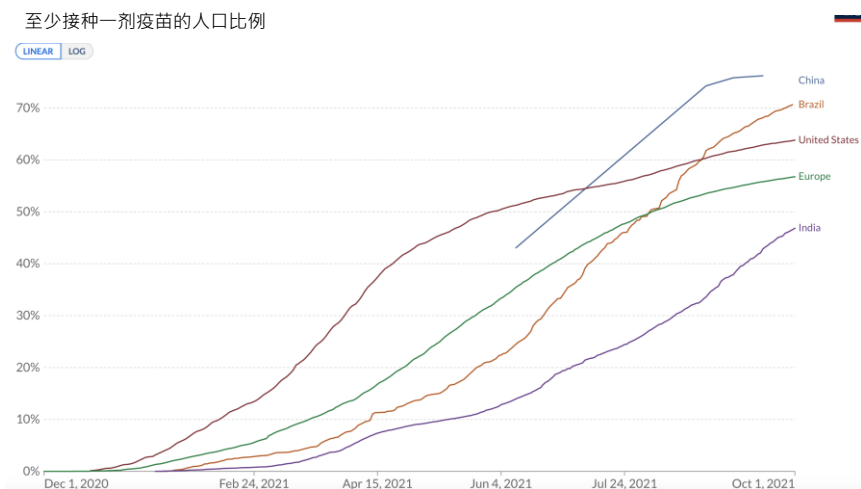
9月份，我们再一次被投资市场提醒，我们正处于VUCA的大环境中生活和投资。有多少模糊性是我们无法理解的？有多少不确定性能在现有认知的基础上确定？又有多少波动性是我们能驾驭的？

资料来源: 彭博社。全球股票: 摩根士丹利资本国际ACWI指数; 全球投资级债券: 彭博全球综合指数; 另类投资: Winton趋势基金

核心观点：复苏中谋求回弹

在2020年和2021年的大部分时间里，市场波动最常见的罪魁祸首大多被归因：新冠疫情。这场疫情对全球经济和金融市场无疑是一场灾难。从家乡出发，新加坡有幸一直处在“安全港”内见证这场危机的蔓延。然而在9月，情况却似乎发生了变化；截至10月初，新加坡病例总数突破了10万大关。这让一些投资者感到疑惑：“复苏是否面临着崩溃？”我们来一起探究这个问题背后的逻辑和忧虑。

乍一看，经济的健康状况似乎再次受到威胁，投资者为他们对市场的新恐惧和焦虑情绪找到了理由。当然，稍稍对这第一种忧虑多想一步，病例的突然激增其实仅限于新加坡本土，而国外的情况其实完全不同。包括美国、欧洲和中国在内的主要群体病例数在过去两个月里保持稳定，这说明我们不能简单地通过新加坡的情况进行过简单的外推 - 本地发生的事情有时不一定代表全球态势。



此外，我们现如今身处一个疫苗接种率越来越高的世界。正如图中数据所示，主要人群的疫苗接种率在这一年中稳步攀升。这意味着接种率变高，重症患者变少，无症状或轻症患者居多。简单说，接种疫苗人群中的病例数并没有未接种疫苗人群病例数那么吓人。这些天的病例数几乎每天占据新闻头条，但我们需要用一种全新的视角来看待它，而不仅仅是将其作为方便解释下一次市场下跌的借口。

第三，越来越多的证据表明，在正确的财政和货币政策刺激下，经济复苏可以与疫情带来的紧张局势共存。尽管仍处于疫情的阵痛之中，根据美国经济分析局数据，美国经济自2020年第三季度以来成功创造了季度GDP的连续增长。事实上，根据布鲁金斯研究所数据，在2021年第二季度美国的实际GDP就已经超过了疫情前的水平。正如上个月的投资时评所提到的，即使在疫情反复的情况下，经济也可以继续复苏的脚步。

综上所述，种种证据持续表明复苏仍在继续，尽管时快时慢、路途崎岖。这也是为什么我们在第二和第三季度面临更大挑战的情况下，仍维持复苏型投资的原因 - 它们仍存在可观的上行空间。每一种投资都会经历表现低迷甚至暂时亏损的时刻，这也是投资者理应想到和做好准备的。但是比这更重要的是，我们应该有强大的信念保持投资，只要风险回报比仍然出众，这也是我们投研流程引导我们投入任何标的前提。事实上，我们一部分的复苏型投资在过去几个月内变得更加诱人，比如美国小盘股的投资。随着其遭受短期的压力，我们抓住机会逐步在低点加仓，好让那些之前错失良机的投资者有机会上车。

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

毋庸置疑，说起今年9月的VUCA事件，每个人的脑海中都会出现危及中国房地产行业 and 地区性金融市场的恒大债务危机。恒大贷款已高达885亿美元，总债务超过3000亿美元，恒大潜在的破产结局可能会给中国金融体系及其贷款机构带来冲击，并将蔓延到世界各地。

当然，从比较中和的视角来看，将恒大危机与雷曼危机相比有些夸张，因为两者有着几个关键的区别（详见[市场速报: 恒大危机，会蔓延开来吗?](#)）。但无论如何，恒大事件显然加剧了VUCA的程度。在这样一个不太稳定的时代，拥有一套健全的投资哲学，并且可以在实践中保持独立思考变得至关重要。正是这样的行事方式为我们的投资筑好了地基，它能杜绝恐慌心理，防止我们像墙头草一样屈服于市场情绪。投资者可以相信，我们的投资决策将继续由科学流程所驱动，从而摆脱市场噪音，确保长期回报。

VUCA的升级再次凸显出保持多元化配置的必要性，以应对不同的风向。换句话说，资金被配置在不同的主题上，让投资组合中的不同部分在不同的时段内轮流上场，发光发热。

不把鸡蛋放在同一个篮子里，我们就可以杜绝单一化投资与预期背道而驰所带来负面影响，投资组合会变得更具韧性。在最近的环境下，我们通过投资在医疗保健板块的投资来展现投资组合的多元化，此领域的表现更依赖于整体发展趋势，而不是当下的经济活动。无论恒大事件引发或大或小的系统性冲击，我们在医疗保健板块的投资相对来说受到的影响会更小，并防止投资组合出现令人无法承受的下跌幅度。



事实上，这家陷入困境的开发商已经两次未能支付利息，一次是在9月23日到期的8350万美元，另一次是在9月29日到期的4750万美元。此外，我们也没有理由认为恒大能在偿还后续债务方面能有优异表现。

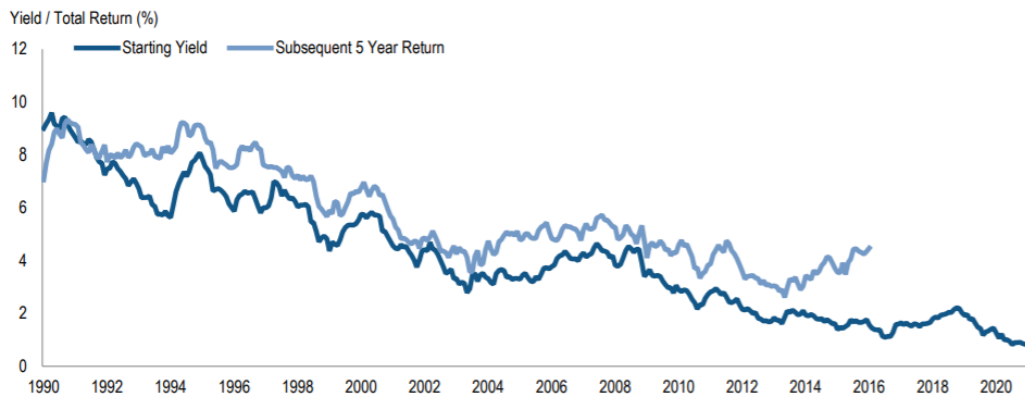
恒大庞大的负债规模，以及迄今为止中国央行并不明确的干预意愿，已经引发了市场的不安。中国各个地产开发商的股价大幅下跌，恒生指数也遭到了更广泛的抛售。有悲观人士预测，这会像2007年至2008年的雷曼危机一样，成为一场全球危机的开始，整个纸牌屋都将倒塌。



核心观点：寻求收益率

上个月，我们展示了初始收益率可以为未来获取更高回报。这可能正是寻求收益的成功秘诀所在：投资于更高收益率的标的，获得更好的未来回报。

EXHIBIT 1: STARTING YIELDS ARE OFTEN A GOOD PREDICTOR OF FUTURE FIXED INCOME RETURNS
Bloomberg Barclays Global Aggregate Starting Yield and Subsequent 5 Year Return



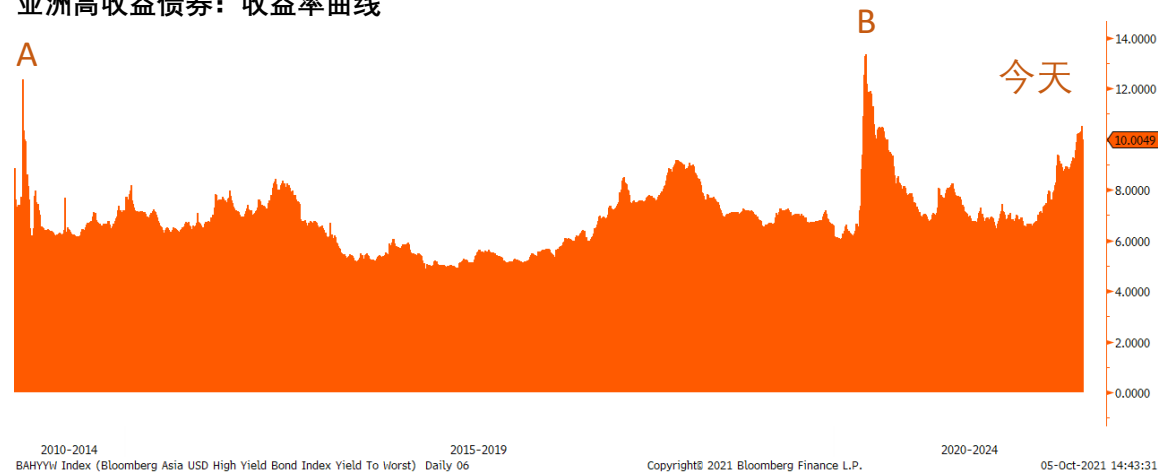
Source: FactSet. Based on monthly data from January 1990 to December 2020.

然而，就像烹饪一样，同样的食谱交给不同的人，结果会有巨大差异。专业的大厨能用喷着火舌的炉子做出美味佳肴。而一个业余爱好者可能无法控制住火势，甚至会感到害怕，更别说能做出高水准的菜肴了。

寻求收益率的投资者们也面临着类似的情况。对于他们来说，获得更好结果的最佳环境通常是当他们不得不面对最大的危险时。

右图显示了亚洲高收益债券市场的收益率。被动投资者在这期间的年化回报率为6.14%*。

亚洲高收益债券：收益率曲线



当收益率达到高峰的时候，投资者的投资回报如何？在A点入场的投资者在1年内的年化收益率为30%，在5年内的年化收益率为11%；在B点入场的投资者1年的年化收益率为21%*。这看似是一个不需要动脑就能跑赢被动投资者的方式。但是当时的市场是怎样的，“由于债务计划的‘冲击’，印度债券收益率可能达到3年高点”以及“穆迪将CNLP评级下调至Caa1，前景消极”这些字眼会登上新闻头条，挑战你的投资决定。在这种时候，你需要穿过层层市场噪音，评估基本面，去计算并承担预期内的风险。

当收益率像火焰一样跳跃时，投资信心还是那么轻而易举就有的吗？如果你没有受过训练，也没有每天都练习，你应该满足于一个普通的平均结果，而不是去冒被烧伤的风险。

在那一刻，你的眼前出现的是因模糊性而引发的恐惧，还是因市场波动性而出现的机遇？别人看到的是恐惧，我们看到的则是机遇。

*来源:彭博社。亚洲高收益:彭博亚洲高收益债券美元指数，截至30/6/10-30/9/21。

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
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	-4.09%	-0.95%	11.48%
美国	-4.65%	0.58%	15.91%
欧洲	-3.25%	0.96%	16.90%
日本	4.27%	5.22%	14.59%
亚太区（日本除外）	-4.02%	-8.41%	-2.14%
新兴市场	-3.96%	-8.03%	-1.16%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-1.78%	-0.88%	-4.06%
对冲全球投资级债券	-0.94%	0.09%	-1.43%
高收益债券	-0.07%	0.74%	3.79%
亚洲债券	-1.44%	-0.75%	-0.81%
新兴市场债券	-1.66%	-0.55%	-1.14%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	0.95%	0.91%	2.69%
欧元兑新加坡元	-1.00%	-1.44%	-2.62%
日元兑新加坡元	1.15%	0.16%	7.79%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	-3.12%	-0.74%	-7.45%
西德克萨斯轻质原油	9.53%	2.12%	54.64%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	-1.53%	2.23%	16.03%
巴西	-6.57%	-12.48%	-6.75%
中国A股	1.28%	-5.99%	-5.04%
中国H股	-4.68%	-17.12%	-16.57%
中国香港	-4.71%	-13.88%	-7.49%
印度	2.78%	12.91%	24.87%
印度尼西亚	2.34%	5.38%	7.10%
韩国	-4.08%	-6.91%	7.16%
马来西亚	-2.68%	1.76%	-2.07%
俄罗斯	5.04%	9.02%	30.22%
新加坡	1.06%	-0.21%	11.60%
中国台湾	-2.87%	-2.71%	17.80%
泰国	-1.62%	2.13%	13.83%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	-9.78%	-13.18%	-18.04%
能源股	9.28%	-2.82%	38.35%
科技股	-5.76%	1.28%	14.13%
医疗保健股	-5.35%	0.73%	9.85%
金融股	-1.99%	2.29%	27.36%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年9月30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。