

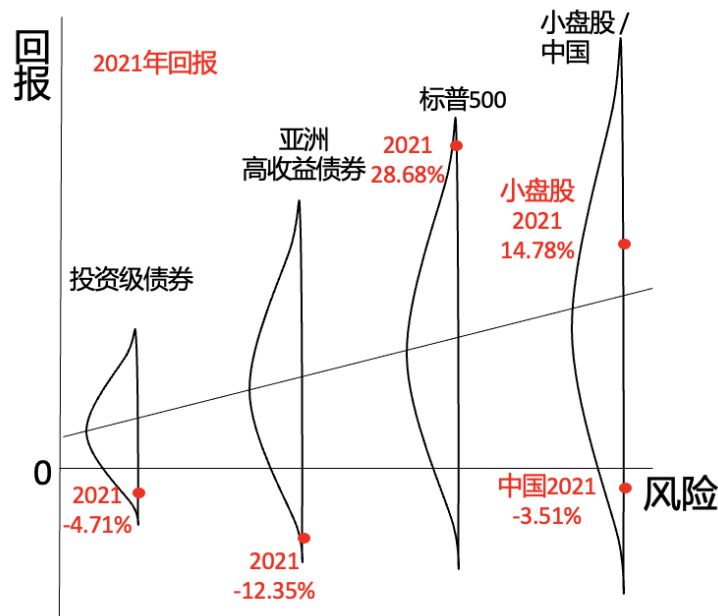


# 投资时评&2022年展望

2022年1月

# 2021年市场回顾

对于像我们这样专注于基本面和估值的投资者来说，2021年是充满挑战的一年。标普500指数以**28.68%**的涨幅登顶回报率排行榜（见下图），甚至在2020年底达到创纪录高点之后又创下了68个新高。这是因为美国在经济周期中通常领先全球市场，而我们正通过小盘股的投资紧紧跟随车轮的运转。在今年的大部分时间里，美国小盘股都与标普500指数保持同步，在11月中旬出现增长恐慌之前，其涨幅为24.63%。再次说明，这种围绕着预期回报的波动同样处在“预期”之中。如果说有什么超出了这种预期，那一定是标普500指数过快的涨幅，其未来回报率预计有所降低。因此，尽管小盘股可能在近几个月的战斗中失守了自己的阵地，但我们认为它会成为整场战争的最后赢家。



来源：彭博社。投资级债券：彭博全球综合指数，亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数；小盘股：罗素2000指数；中国：沪深300指数。仅用于说明性目的而非按比例绘制。

彭博全球综合指数可以说是固定收益领域最流行最普世的指数。很多债券基金都以它为基准，投资者也因此不假思索地投资于此以获得固定收益投资敞口。这种做法在以前虽然很奏效，但在2021年却让投资者们遭受了-4.71%的亏损。彭博全球综合指数(Global Agg)上一次出现类似规模的亏损还是在2005年。所以说投资者忘记了债券也会出现亏损这回事，也是情有可原的。

图表显示，尽管Global Agg在2021年初计算的未来5年的预期回报率为0.83%，但其波动却导致了2021年-4.71%的损失。一直关注我们的人有可能会问：“初始收益率不是能反映出固定收益的未来回报吗？”我们在2020年10月的投资者信函中详细阐述了实际回报率与预期回报率在中短期的差异。那么在预期0.83%的收益率上下波动的话，为什么出现的是损失而不是回报呢？这是由债券投资者当前面临的一个主要不利因素所驱动的：利率上升，这也是一段时间以来我们一直强调着的。不幸的是，投资级债券投资者的前景每况愈下，我们将在下一节对此进行讨论。

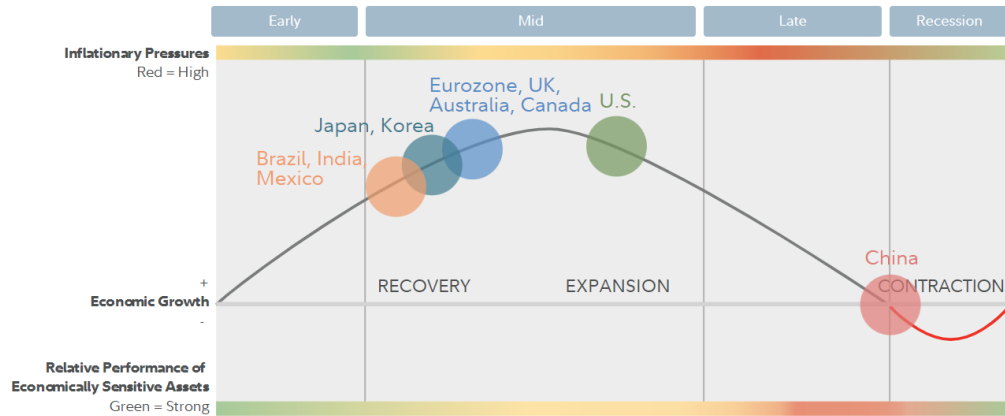
2021年，我们还见证了发达市场与新兴市场之间的分化。用一个词便可以归结这种分化：中国。中国经历了经济放缓（意料之中，我们已减少在中国股市的投资）和当局打压（没人能预知，但我们利用了随后的价格波动）的双重冲击。相应地，新兴市场信贷和股市来到波动区间的低端，亚洲高收益信贷下跌12.35%，中国A股下跌了3.51%。

新兴市场能否顶住2022年的压力实现起跳？让我们来看看2022年究竟会发生什么。

# 2022年将会发生什么？ (1/2)

由于市场轮番表现，预计今年各主要经济体之间的周期转换将继续带来波动，同时也会带来各种各样的机遇。

## 经济周期的进程：主要经济体的阶段性差异



来源：富达国际经济周期2021年第四季度更新

尽管美国在2021年率先进入经济扩张并收获不小，但包括欧洲在内的其他经济体呈落后状态，但预计它们将会迎头赶上。实际上，这种参差不齐的增长步调能带来的好处之一是，它能为投资者持续创造一系列机遇。

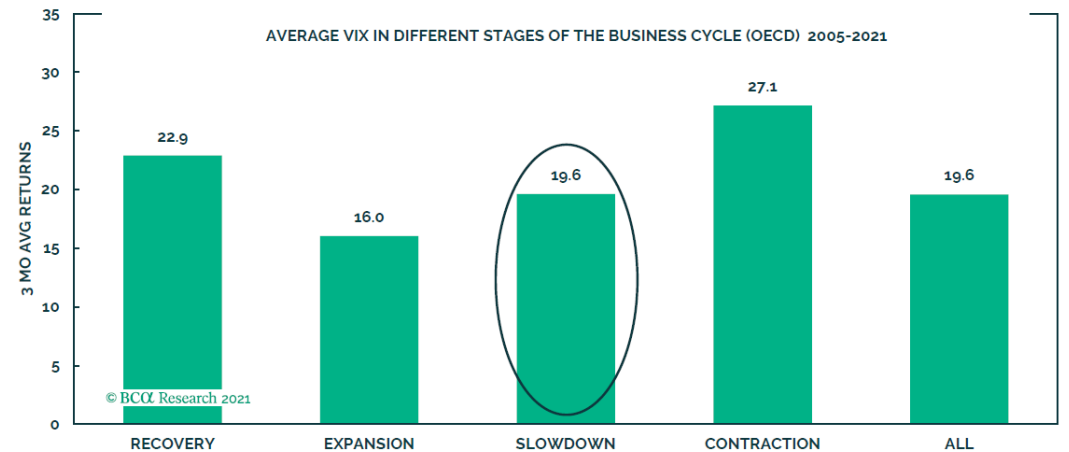
中国在经济周期的进程上走出了与众不同的步伐。在应对新冠疫情方面中国的确表现良好，并领先于其他经济体，但由于上文所述的经济放缓和监管打压，中国率先面临经济紧缩。2021年中期，当中国处于经济周期的顶端时我们便减少了在中国股市的投资，从而成功避开了其后的下行波动所造成的更大损失。

如今，我们发现，伴随着去年的去杠杆化进程，中国经济可能正在触底。这意味着，尽管去年信贷状况不利，但预计会有所改善，而中国央行放宽货币政策的举措也表明了这一点。我们对远期前景持乐观态度，但在增持中国市场之前，我们希望观察到能更好支撑起经济增长（和企业利润）的有利形势出现。

在任何时候，我们都会将资金配置在那些有望在各自的经济周期内上场表现的领域，而不是把所有的鸡蛋都放在同一个篮子里。

## 周期过渡，将带来更剧烈的波动

在多重因素的交织下，我们预计今年会出现更剧烈的波动。首先，每当经济体从一个阶段过渡到另一个阶段时，预计就会出现高波动。而在扩张阶段到收缩阶段的过渡，往往更是如此。



来源：BCA Research

# 2022年将会发生什么？ (2/2)

与其他阶段相比，扩张阶段往往是一个经济周期内耗时最久的阶段，但我们应该预想到：经济放缓总有一天会来临。那么投资者自然会问：“到底是在什么时候出现？”，然后期待我们能回答一个具体的日期。然而有关市场的问题，均是由特定的事件而不是具体的时间点来衡量的。因此，那些断言“某时某刻会发生某件事”的人大概率是在信口开河。

要清楚，虽然我们不能依据时间来断定经济周期的转变，但我们知道未来会发生些什么，并已经让我们的投资组合为这些结果做好了准备。

阶段转变带来的高波动是经济周期的重要组成部分。而新冠疫情可以说是导致高波动的非典型因素。尽管各经济体都已走上经济增长的道路，但疫情从全球大流行向区域性流行的转变可能会成为经济增长道路上的障碍。这就是为什么我们总是问“如果我们判断失误怎么办？”。在这里，需要问的问题是：如果经济增长放缓或脱轨怎么办？

为应对这种状况，**医疗保健板块**显然成为了适应当前环境的选择，因为届时其他行业的增长和盈利都在放缓，原先的亮眼表现难以为继；相比之下，医疗保健行业出于稳定的盈利状况，原本看似寡淡的回报现在反而显得更胜一筹。

另外一个导致波动性上升的转变是利率的改变，这将是未来可预见的重大市场事件之一。

## 什么时候会加息？

央行为何而存在？央行具备调节经济波动的功能，比如降低利率以刺激经济，提高利率以防止经济过热。

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。

在2008年金融危机之后，美联储为刺激经济活动实施了多年的低利率政策。如今，面临着经济增长和通货膨胀，美联储开始采取紧缩政策。尽管他们不想反应过度从而引发经济衰退，但紧缩政策只是“何时会发生”的问题，而非“是否会发生”的问题。

在低利率背景下，以前为投资者提供良好回报的固定收益投资可能已经结束了它的黄金时代，因为其预期回报现已处于数十年低点，人们为此需要去别处另谋收益。

此外，正如我们从2021年的债券市场跌幅中所洞察到的那样，利率上升的前景将对很多债券投资组合构成威胁。下图显示，在利率上升周期中，投资者实际回报会低于初始收益率，而目前已经处于低位的初始收益率似乎并没有什么继续下探的余地。

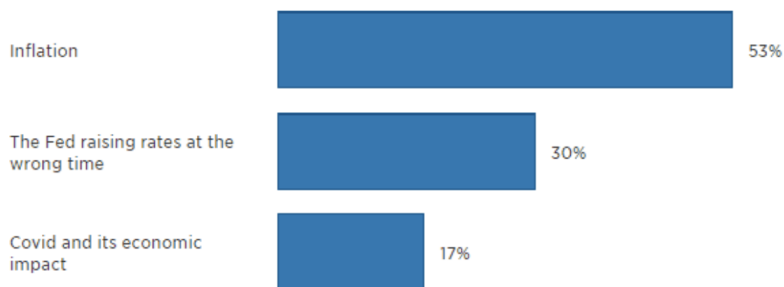


在接下来的章节中，我们将对我们投资组合的核心主题进行讨论，以解决上文所提出的问题：1. 定位经济增长；2. VUCA阶段的稳定性；3. 寻求收益率。

# 核心观点：定位经济增长

出人意料的是，虽然奥密克戎毒株成为了一些投资者的心头大患，但CNBC进行的一项调查显示，在华尔街众多业内人士中，情况并非如此。以下是调查结果：

## This worries me the most about 2022

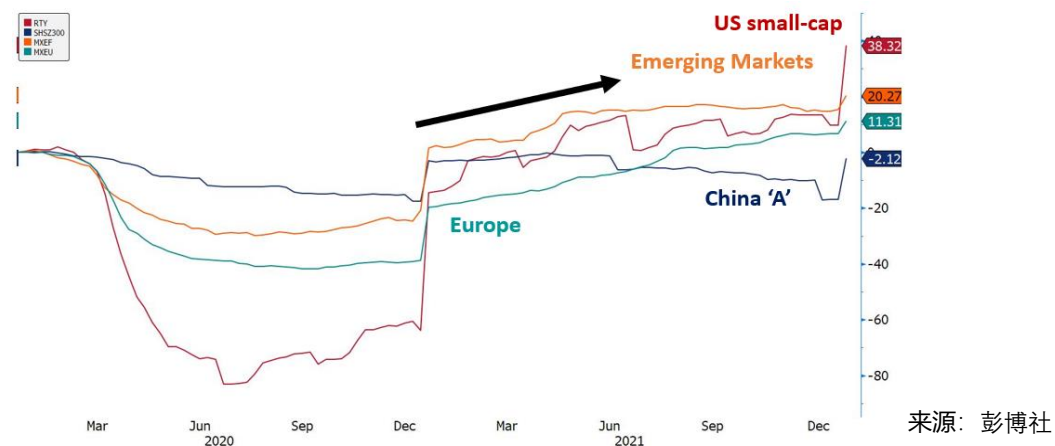


超过半数的受访者最担心的问题其实是与通胀相关。这并不让人惊讶，因为在通胀压力下，政府会实施不利于经济增长的降温措施（也会削弱我们“定位经济增长”的核心论点）。同时，这也会给公司利润带来压力，并最终危及市场和我们的投资组合。

但我们认为，情况还没有到如此糟糕的地步，我们的复苏类配置在当前环境下仍能展现出一定的韧性。右图显示，尽管通胀上升，且疫情限制措施不时出现，但在2021年，复苏类投资的预期盈利仍在持续上升。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-27/fed-s-first-rate-hike-won-t-derail-equity-rally-crossmark-says?sref=EnJawTd3>

## 复苏类配置：盈利持续恢复并仍在上行



来源：彭博社

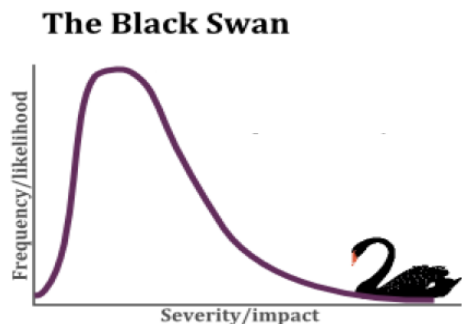
虽然对通胀的担忧并未转化为对企业利润的打击，但我们不会对风险视而不见。我们会持续密切关注相关经济指标，及时发现警示信号。然而在警示出现之前，我们预计经济将继续复苏，但中国会是唯一一个例外。这在很大程度上源于之前提到的信贷放缓和监管打击——但是这些压力预计将在未来得到缓解。实际上，如果未来几个月的风向转好，我们甚至可能会考虑加大在中国市场的投资。

至于美联储“放鹰”是否会导致经济降温？这虽未成定局，但紧缩政策很大程度上会在经济增长与抑制通胀之间找到最佳平衡。**重要的是，在第一次加息之后**（预计将在未来几个月发生），**股市往往会继续上涨\***。我们会利用FVT投研流程配置资金，在经济整体复苏持续进行的同时，预计市场将表现良好，并且有足够的安全边际，以便我们更有信心渡过短期内的市场噪声和忧虑情绪。

# 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

Nicholas Nassim Taleb黑天鹅理论的支持者会敦促你，无论现实对你有多么有利，都不要过度集中押注。毕竟，历史恰恰是由“本不可能发生”的黑天鹅事件书写的，这些事件难以预测，且超出了人们正常的预期范围。



仅仅因为事件发生的可能性处于现有的认知之外而忽视它们，是一种十分典型的傲慢心态。人们迟早会意识到自己以前对于黑天鹅事件的“无意识”，并最终被其深深影响，一切只是时间问题。

在黑天鹅事件发生之前，如何防患于未然？要保持投资多元化，以应对任何可能出现的结果，尽管有些结果在目前看来并不会发生。让我们通过下面的比较来看看这样做的智慧之处：

时间回溯到1938年。对于富有的投资者A来说，第二次世界大战的爆发是他最不可能想到的事情，因此他没有任何实施多元配置资产的紧要理由。就这样，他决定用所有的钱买入法国巴黎的公寓。最终，二战爆发，投资者A由于无法将公寓变现，他成了一个流离失所的难民。

让我们来看一个走向完全不同的故事。B和A一样也是投资者，B同样没有意识到二战即将来临。尽管如此，她还是决定进行多元化投资，她建立起了一个全球性的公寓投资组合。因此当二战爆发时，她发现自己可以安全地待在悉尼的公寓里，而在泰国的公寓租金可以为她提供收入。就这样，她在一个相对舒适和稳定的环境中等待着战争结束。

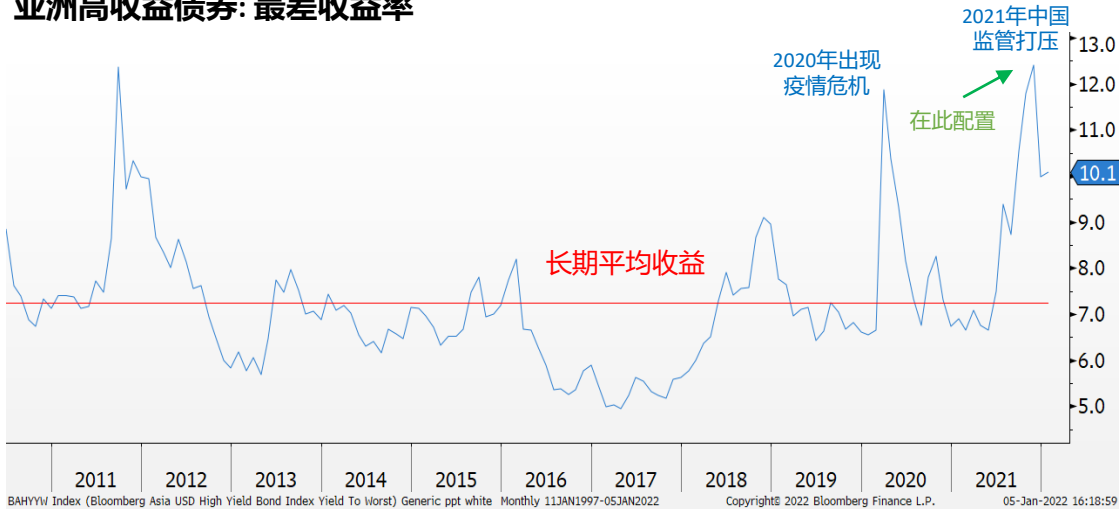
希望A和B的故事能充分说明多元化的本质，以及我们要在搭建投资组合时纳入多元化策略的理由。其实我们不仅限于跨区域这一个维度的多元化，而是一直在追求健全的高质量多元化体系，也就是：**(1) 跨资产类别**（股票、债券和另类投资）；**(2) 跨行业**（金融、消费品、医疗等）；**(3) 跨地域**（中国、欧洲、美国等）。

随着我们进入一个波动性加剧且经济最终会放缓的环境（虽然扩张通常是经济周期中最长的阶段，但它也不可能永远持续下去），确保稳健的多元化就显得更为重要了。随着全球经济继续复苏，我们的复苏类配置预计将表现良好。医疗保健行业的投资同样也是多元化体系中重要的一部分，**其盈利主要受到全球人口老龄化等长期趋势的推动，而并不过分依赖于经济增长**。因此无论总体经济气候如何，医疗保健行业都将保持盈利稳定且不断增长。总之，我们无法预测下一个黑天鹅事件，也无法准确预测即将到来的放缓究竟何时会发生。但如果我们用稳健的多元化作为审慎的选择，那么也许我们就能像投资者B一样，可以在相对舒适和稳定的环境中安渡难关。

# 核心观点：寻求收益率

为了在2022年获得更好的回报，我们如何配置资金？事实上，早在2021年中国市场面临监管压力时，我们就已经播下了种子。去年10月，我们配置了亚洲高收益债券，当时太多的负面消息已经反映在了价格下跌中，甚至达到了2020年的疫情危机的水平。的确，那时的市场情绪非常悲观，而这恰恰是我们运用TAA (战术性资产配置) 为我们的投资注入价值的方式。

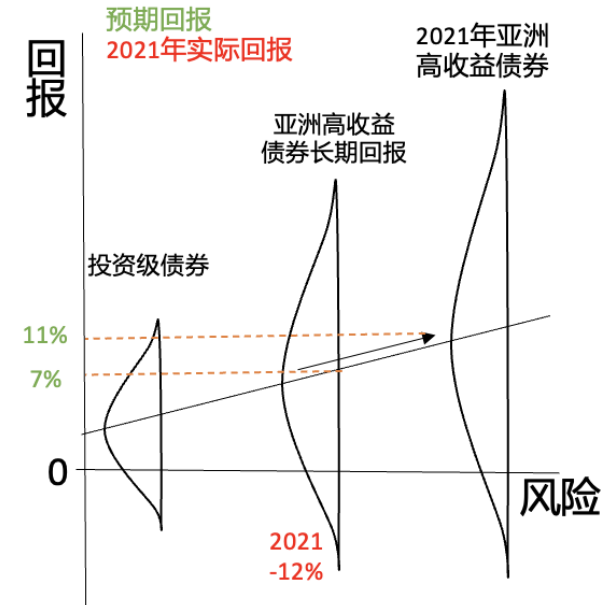
## 亚洲高收益债券: 最差收益率



资料来源：彭博社。彭博亚洲美元计价高收益债券指数

**TAA如何给投资组合注入价值？** 在市场一片混乱，其他人纷纷跑步离场之际，我们入手亚洲高收益债券，在7%的长期平均收益率基础上达到了届时的11%。那么11%的预期收益率，能否带来更高的实际回报率呢？这是极有可能发生的，就如同前文市场回顾中标普500指数的飙升一样。亚洲高收益债券收益率在2020年3月疫情大爆发期间达到峰值，而随后一年取得了21%的回报率。从目前状况来看，强劲的反弹也是有可能出现的。我们的基本预期仍将是11%，但如果有机会出现，不排除会取得更高回报的可能性。

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。



战术性资产配置在2021年实现了更高的预期收益  
来源：彭博社。仅用于说明性目的而非按比例绘制

为什么我们这么有信心能实现11%的收益率？让我们来回顾一下之前的投资时评中所提到的，初始预期收益可以很好地反映长期实际回报。（[202109投资时评中“核心观点：寻求收益率”部分](#)）

此外，以目前亚洲高收益债券的收益率来衡量，那些将亚洲高收益债券在2021年下跌盲目推测至未来的投资者将错失良机。下图显示了不同债券市场的收益率。为了收获更香甜的果实，你会选择去哪里播种呢？

全球投资级债券	亚洲投资级债券	美国高收益债券	亚洲高收益债券
1.37%	4.13%	4.33%	10.08%

基于2022年1月5日债券市场最差收益率。资料来源：彭博社。全球投资级债券：彭博全球综合指数；亚洲投资级债券：彭博亚洲信贷；高收益债券：彭博美国高收益债券指数；亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数

# 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 <b>中国A股</b> ，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	4.02%	6.75%	19.02%
美国	4.47%	11.02%	28.68%
欧洲	5.44%	7.64%	25.82%
日本	3.45%	-1.74%	12.75%
亚太区（日本除外）	1.89%	-0.77%	-2.90%
新兴市场	1.81%	-1.36%	-2.47%

固定收益	当月回报	当季回报	当年回报
全球投资级债券	-0.14%	-0.67%	-4.71%
对冲全球投资级债券	-0.41%	0.04%	-1.39%
高收益债券	2.13%	0.70%	4.51%
亚洲债券	-0.10%	-1.29%	-2.09%
新兴市场债券	0.98%	-0.52%	-1.65%

货币	当月回报	当季回报	当年回报
美元兑新加坡元	-1.22%	-0.64%	2.03%
欧元兑新加坡元	-0.91%	-2.42%	-4.97%
日元兑新加坡元	1.69%	3.41%	11.46%

大宗商品	当月回报	当季回报	当年回报
黄金	3.08%	4.11%	-3.64%
西德克萨斯轻质原油	13.64%	0.24%	55.01%

股票市场	当月回报	当季回报	当年回报
澳大利亚	2.76%	2.26%	18.65%
巴西	2.85%	-5.55%	-11.93%
中国A股	2.24%	1.61%	-3.51%
中国H股	-1.57%	-5.60%	-21.25%
中国香港	-0.31%	-4.69%	-11.84%
印度	2.11%	-1.32%	23.23%
印度尼西亚	0.86%	5.00%	12.46%
韩国	4.91%	-2.95%	4.15%
马来西亚	3.68%	2.46%	0.33%
俄罗斯	-1.67%	-6.38%	21.88%
新加坡	2.91%	1.75%	13.55%
中国台湾	4.68%	7.74%	26.92%
泰国	5.68%	3.40%	17.70%

版块	当月回报	当季回报	当年回报
黄金股	2.18%	10.58%	-9.37%
能源股	3.08%	7.89%	54.39%
科技股	2.61%	13.30%	30.14%
医疗保健股	7.40%	7.98%	20.34%
金融股	3.28%	4.52%	34.87%

所有回报皆以指数货币为单位，截至2021年12月31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。