

2022七月

想他人之所不想 得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

2022年的残酷开端在6月越演愈烈，整个市场继续呈现集体下跌局面。在2021年的强劲表现之后，标普500指数和科技板块最终成为今年受影响最严重的市场之一。债券也不例外，曾经号称“安全”的债券投资，例如广受欢迎的iShares20年以上美国国债交易所交易基金，却经历了两位数的跌幅。在一片哀鸿中，只有极少数投资能呈现令人欣喜的正回报，其中趋势追踪型另类投资持续表现优异。

在艰难时期投资往往很难让人情绪高涨，然而投资的最佳时机恰恰在此时，因为市场给投资者提供了以更低价格买入的机会。历史告诉我们，在中国A股市场情绪低迷时进行投资，随后往往能给投资者带来可观的回报。同样的，在近期下跌时买入的投资者，他们的回报也明显优于全球股市。美国小盘股在市场疲软的情况下位于多年来的估值低点，其情况与中国A股相类似。

高通胀，不断攀升的利率以及人们对经济衰退的担忧，让许多人觉得未来充满挑战。虽然无人可预测挑战何时到来，甚至是否会到来，但我们可以肯定的是：经济和市场正在进行自我修正，这样的修正甚至可能让通胀放缓，利率下降。在了解以上可能性后，投资者最好为此做好准备，而非徒然地预测突发事件。我们如何做准备呢？通过配置在医疗保健股和质量价值股，我们正在为未来做准备，未雨绸缪。

物价上涨，很多人会随之调整消费习惯（例如尽量在家吃饭，减少去餐厅的次数）。但并非所有事情都这么简单。会出现一些难以控制的事情，比如按揭贷款的成本。随着利率的上升，银行会迅速调整其借贷利息。为了应对此类情况的发生，人们应考虑投资于回报较高的领域，例如亚洲高收益债券市场。在受通胀影响，债券投资回报下滑的情况下，亚洲高收益债券目前的收益率超过了15%。

市场回顾

下图并不是一张色觉检验表，它显示了各个资产类别的交易所交易基金年初至今的回报情况。



来源：彭博社2022年7月4日

以下是我们的几项观察。

市场一片哀鸿

投资者几乎无处可逃。历史上，当股票下跌时，投资者往往指望债券能够帮助他们分散风险。但随着近年来债券利率屡屡创下历史新低，正如我们一直在提醒着的，传统债券在投资组合中与股票的互补作用不复存在。

随着各国政府开始调高利率，并转变持续多年的宽松政策，曾经号称“安全”的债券投资经历了两位数的跌幅，甚至连高收益债券也表现不佳，债券投资者因此倍感震惊。一度热门的iShares20年以上美国国债交易所交易基金本年度下跌了22%，而仅持有新加坡政府债券的新加坡政府债券UCITS交易所交易基金下跌了7.6%。对于很多投资者来说，这是近40年来第一次被未曾料想的“风暴”打得措手不及。即使我们一再警告和提醒，这件事的发生仿佛仍在所有人的意料之外。**这说明，即使涉及传统配置中的“安全”投资，估值仍然在投资中占据重要地位。**

一些市场受到重创

深红色区域代表今年亏损最多的投资。总体来说，这些领域以科技和主题基金为代表。从长远来看，这些策略有可能的确会带来不错的回报，但投资者需要意识到这些投资往往具备剧烈的波动性。而且投资远远不止是投资于好听的企业故事那么简单。

同样，美国标普指数是市场中受打击最严重的指数之一。结合上一段文字来看，这些市场的共同点是什么？无论如何，估值过高的市场一定是跌幅最大的。**这表明，坚持以估值为原则之一虽然不会立即产生明显效果，但最终一定会带来好的回报。**

一些市场跌幅相对较小

亚洲也未能幸免于市场波动，但跌幅要小很多。中国A股市场呈个位数下跌，跌幅低于美国政府债券。

今年年初，人们对中国市场的基本面喜忧参半：监管和货币政策压力有所缓解，但经济数据乏善可陈。尽管如此，中国股票市场的估值与其经济衰退情形之下的水平相当，低估值有足够的吸引力让我们进行积极配置。**这表明看似让人恐慌的报道和新闻头条，往往恰恰是在为做好准备的投资者的铺平道路。**

个别市场风景独好

绿色的部分表示正回报。投资者可能会问，为什么投资组合在年初没有配置于这些细分市场？让我们看看绿色的都有哪些市场：ProShares三倍做空标普500指数基金，Direxion每日三倍做多20年期以上美国国债。

“要是我在年初投资这些基金就好了。”说这话的确很容易，但在说出来之前，应该先问问自己在年初是否有做空市场的勇气？**后见之明再强，也只是事后诸葛。**

好消息是今年还有另一个正回报领域，且其更容易融入投资组合：趋势追踪型另类投资。尽管环境充满挑战，但各资产类别的趋势表现强劲，我们的趋势追踪型另类投资从中受益良多。正如我们之前所说，与许多其他形式的投资（包括私募股权等流行的另类投资策略）不同，趋势追踪型另类投资并不依赖于市场的上涨获利。**即使传统市场受到挑战，也可以通过正确的另类投资策略实现真正的多元化。**

定位经济复苏



市场是否可以被预测？上月我们做了一个有趣的思维实验，研究了当市场情绪低迷时中国A股的位置。我们很快得出结论，这种“坏消息”时期是长期投资者买入而非卖出的反向指标。如上图所示，在经历了有对投资颇有意义的下跌之后，最新的“买入信号”于2022年5月26日被触发。原因有两个：

1. 到当时为止，中国A股年度表现不佳，落后全球股市9%以上。
2. 许多投资者已经开始投降式抛售。今年3月至4月，最大的中国A股交易所投资基金之一抛售了超过10亿美元的投资²。

自2022年5月26日以来的中国A股表现是：+13.9%。在同期全球股市下跌6%的背景下，这一正回报足以给人留下深刻印象。

但是，我们仍坚信无人可以精准地预测市场并屡次成功，但我们可以从中总结几点重要收获。沃伦·巴菲特最好地总结了第一点：“别人贪婪我恐惧，别人恐惧我贪婪”。投资的最佳时机通常需要在不确定中发掘——然而从情感上来说，投资者很难做到这一点，正如本次恐慌抛售的投资者反而错过市场强劲反弹一样。

另一点值得注意的是，昨天是赢家，并不意味着明天同样是赢家。投资者需要认识到，市场的不同领域是在轮流表现着的，这形成了市场周期内的潮起潮落。因此，如果基于一套科学、严谨的投资流程，在机会尚未完全显露之时就将其发掘出来，而非试图揪住机会的尾巴的话，投资者便能收获满意的回报。

实际上，目前的情况反映了基本面、估值和技术分析（即FVT框架）的不断完善，它支持着我们在中国A股的配置。这也表明，在当今充斥着不确定性的市场环境中，仍然存在有待发掘的良好机遇。**在这里，我们重点介绍另一个复苏配置，若投资者能够摒弃近期市场噪音，它将提供极具吸引力的回报：美国小盘股。**

的确，在人们目前普遍担忧经济衰退的情况下，认为小盘股“风险更高”的看法似乎不合时宜。但即使真的会迎来衰退，鉴于目前下跌的股价和多年来的估值低点，小盘股可以说是“无路可退”——它已经很难再去往新的低点。如果情况没有预想的那么糟糕，投资者将会从小盘股的上涨中受益。如果情况确实如想象的那么糟，我们对目前存在的安全边际感到宽慰——我们已经观察到2022年第二季度中关于安全边际的一些迹象。在避险市场中，小盘股标普600指数的跌幅小于蓝筹股标普500指数。归根结底，我们会在保持强劲反弹潜力的同时，避免永久性资本损失的风险。

来源：¹ 彭博社，路透社，《经济学人》。2012年6月30日到2022年6月30日沪深300指数表现。² 投资于中国的美国第四大交易所投资基金ASHR。

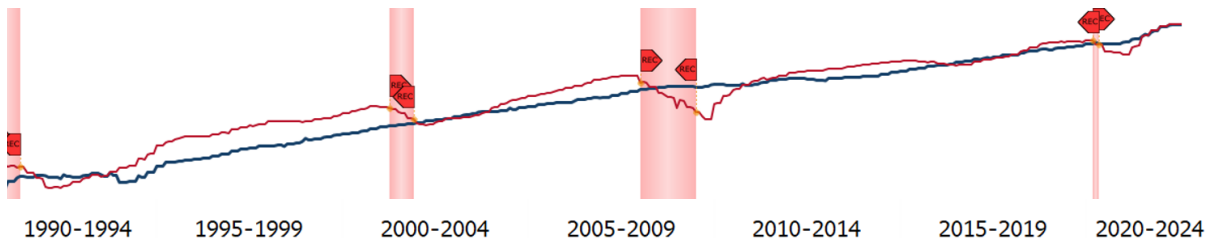
本文包含的信息：（1）归汇信资管及/或内容提供者所有；（2）不得加以复制与分发；（3）不保证其准确性、完整性与时效性。汇信资管及其内容提供者对于使用该资料所引起的损害或损失不负有任何责任。过往表现并非未来结果的保证。



VUCA阶段的稳定性

具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境

医疗保健股和标普500指数的长期收益



上个月，我们讨论了我们的稳定型配置是真正多元化的要素，它能让我们的投资组合保持“适航性”，并确保投资者可以最终到达目的地。这一次，我们将更详细地讨论如何在当今具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境实现这一点。

在与投资者的沟通中，我们注意到当今的投资者普遍担心这几个关键问题：**通货膨胀，利率上升和潜在的经济衰退。**

首先，我们告诫大家不要将这种担忧延伸至很遥远的未来，因为经济和市场总会自我修正。较高的通货膨胀和利率最终会导致需求下降（或经济活动骤降从而导致经济衰退），随后通胀和利率终会下降。“大空头”迈克尔·伯里最近登上头条¹，因为他的大胆预测——一段时间内通胀将放缓，利率最终将下降。

如果确实发现自己处于通胀较高或增长放缓的时期，我们的稳定型配置——医疗保健股和质量价值股已经做好准备，它们能够承受住多次的沉重打击。以医疗保健股为例。该行业相对不受通胀压力的影响，因为没人会因为成本上升甚至经济衰退而不再寻求医疗服务。

如上图所示，整个医疗保健行业中，企业盈利状况稳定。正如图表上的红色阴影区域所示，在经济衰退期间，其盈利甚至能够保持在更好的水平。正如黑石集团所说，自1939年以来的每段通胀时期，医疗保健行业一直是表现最好的行业之一。而且他们觉得不应对此感到惊讶。

如前所述，在长期投资方面，有一个强有力的估值准则也是很重要的，因为它是未来回报的最佳指标之一。事实证明，在高通胀时期，投资者不太愿意像过去那样投资在更高估值的市场，而是通过寻求较低的市盈率取得回报²。这对我们的质量价值股配置以及我们的整体投资组合来说是个好兆头：

	估值（市盈率） ³
我们的股票投资组合	12.1
全球股市	13.7
标普500指数	15.8

我们想借机再次提醒投资者，充斥着不确定性的时期是投资的重要组成环节，也是聪明的投资者逢低买入的好时机。

来源：彭博社。¹[Bloomberg 'Michael Burry's Bullwhip' Tweet Deserves Serious Attention.](#)
²施罗德集团。³彭博社，截至2022年6月30日的12个月预期市盈率。



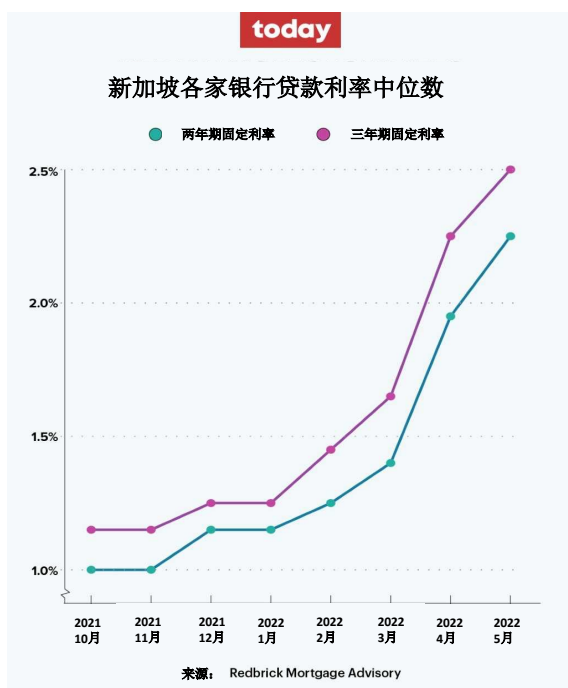
寻求收益率

通货膨胀促使政府提高利率，这会对投资者产生深远的影响。

被直接影响到的首先是债券投资者。利率与债券价格之间成反比，即利率上升会导致债券价格下跌。因为前面有详细说明，我们不再赘述债券投资者面临的挑战。这里我们想要强调的是，**我们投资于具有更高收益率，但对利率不太敏感的债券市场，从而帮助我们的投资组合获得更高回报。**

面对通货膨胀，投资者可以选择调整生活习惯：乘坐公共交通工具而不开车，在家吃饭而不是去餐厅。但房屋成本似乎处在他们的控制范围之外。

按揭贷款利率随着利率上升而上扬。屋主可能被银行告知，他们每月将支付更高的按揭贷款。下图显示按揭贷款利率如何在不到一年的时间内翻了一倍以上。



<https://www.todayonline.com/singapore/spore-mortgage-rates-roughly-double-6-months-set-rise-further-say-property-analysts-1891916>

有几种方法可以缓解这样沉重的按揭压力。

优惠的贷款方案

屋主急着锁定优惠条款，以减缓月供的增加。

此方法效果着实有限。银行会在利率变化后迅速调整按揭贷款利率。与投资一样，利好往往在事件发生前就已敲定。此外，许多屋主当前的贷款方案早已成定局，他们必须支付额外费用来重新定价或再融资。

更高的薪资

另一种方案是争取更高的薪水，以应对日益加重的住房负担。但在各公司整顿甚至裁员的严峻环境中，这说起来容易做起来难。

即使公司提高薪资，前提也是降低利润率或对商品和服务收取更高的费用，从而可能引发通胀压力。公司和政府都在小心翼翼地避免陷入不可持续的薪资-价格漩涡。

投资回报为按揭贷款提供资金

对于按揭贷款者来说，数字计算很简单：将钱存入银行意味着以低利率将资金借给银行，银行转以更高的利率借贷给储户/屋主。

人们可以通过投资于回报率高于抵押贷款成本的标的来解决这个问题。我们之前提过，初始收益率是未来回报的良好指标。例如，亚洲高收益市场的收益率超过15%，明显高于按揭贷款利率。当然，天上没有掉馅饼的事，高回报意味着你必须具备与之匹配的风险承受能力。经济复苏的萌芽正在显现：在央行、财政部和地方政府的政策支持下，房地产价格已经呈上扬态势。

在更高利率的大环境中，对收益率的追求变得越来越关键。与上述前两种方案相比，**应对不断攀升的按揭贷款，投资是一种相对灵活又可控的方式。**

我们如何配置投资？

定位经济复苏	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
新兴市场股票	质量价值股	短久期新兴市场债券
美国小盘股		
欧洲股票		

随着经济和市场逐渐克服当前的短期波动，“定位经济复苏”的配置预计将表现良好。作为补充的稳定性和寻求收益率的配置，继续为投资组合提供有效的多元化。

资产配置策略



股票

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



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**，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

主权债券



偏好汇率对冲全球主权债券和无限限制信贷，以于市场压力时期缓冲投资组合的波动

投资级债券



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



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

市场回报一览

地区性股票	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球	-8.40	-19.97	9.36	7.83
美国	-8.26	-19.97	12.94	9.07
欧洲	-8.00	-14.42	8.50	5.92
日本	-2.06	-4.80	11.70	5.01
亚太区（日本除外）	-5.74	-15.65	5.35	8.59
新兴市场	-6.63	-17.57	3.42	8.78

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	-8.76	-9.31	10.79	9.57
巴西	-11.50	-5.99	6.13	11.52
中国A股	10.43	-8.30	8.45	7.62
中国H股	4.72	-5.22	1.40	10.09
中国香港	3.00	-4.82	4.70	7.33
印度	-4.47	-8.26	13.28	16.75
印度尼西亚	-2.72	7.23	8.10	17.02
韩国	-13.14	-21.52	4.13	7.85
马来西亚	-7.94	-6.09	2.31	7.30
俄罗斯	-5.83	-40.98	10.24	14.49
新加坡	-4.03	1.37	4.35	6.14
中国台湾	-10.52	-17.23	11.36	9.23
泰国	-5.71	-3.84	6.22	11.15

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	-13.80	-13.91	-3.63	1.35
能源股	-16.91	31.64	4.25	7.57
科技股	-9.87	-29.64	17.10	11.53
医疗保健股	-3.13	-10.06	12.87	9.36
金融股	-10.90	-18.73	12.44	4.45

固定收益	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
全球投资级债券	-3.21	-13.91	0.11	3.25
对冲全球投资级债券	-1.52	-9.06	2.23	3.62
高收益债券	-7.29	-14.80	3.93	7.41
亚洲债券	-2.17	-10.65	2.98	5.38
新兴市场债券	-4.57	-17.14	2.48	7.03

备注：(H) 即货币对冲

货币	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
美元兑新加坡元	1.50	3.08	0.95	-1.19
欧元兑新加坡元	-0.86	-4.98	-0.94	-0.92
日元兑新加坡元	5.48	17.94	5.46	0.64

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-1.64	-1.20	1.24	9.14
西德克萨斯轻质原油	-7.77	40.62	2.21	7.09

截至2022年6月30日。来源：彭博社
所有回报皆以指数货币为单位。10年及20年回报基于年化计算。

“等待预期股市回调错过的机会，
要比真正回调时的损失更大。”

彼得·林奇

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。