



2022年12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

11月的市场从10月的低点中强劲反弹。人们预期美国通胀已经见顶，加息将逐步放缓，促使全球股票市场和债券市场双双上涨。此外，中国对疫情管控的放宽进一步刺激市场，中国市场需求复苏指日可待。更令人欣喜的是，我们在新兴市场投资的表现远超全球股票市场和发达市场。

投资决策经常受到市场叙事的影响。大多数投资者会根据他们在新闻中看到的内容来进行买卖。然而，这样的投资“策略”是由情感而非逻辑驱动的。比如早前，由于担心央行更激进的加息以及全球经济放缓，有一些投资者选择了抛售；但如果把目光转到当下——通胀减速、加息放缓、中国经济活动有回升空间，他们的选择可能会截然不同。这就是为什么投资者需要以事实为基础，用长期可持续的方式进行投资的原因。历史已经证明，采用这种方法的投资者是最成功的。

我们知道，为了规避风险，最近资金转向了以前年均回报率几乎为零现在却超过3%的现金。对于大多数顾虑市场波动的人来说，这是一项相当具有吸引力的投资。但是，由于愈发高的通胀率，现金投资最终带来的还是亏损。但如果投资于信贷市场，投资者将会获得比较可观的回报，其中亚洲高收益债券算得上是信贷市场中月收益十分亮眼的一项投资，上月回报率高达15.42%。然而，想要将这么好的回报收入囊中，意味着投资者必须有十足的耐心和自我克制。因为过去几个月的情况表明，艰难的市场环境往往会逼得投资者远离市场。

虽然最近市场回暖令人振奋，但我们建议不要过早断定黎明前的黑暗已经结束。利率上升带来的阻力仍然普遍存在，即使市场最终有望走高，市场波动加剧也可能带来风险。尽管如此，我们的长期投资者可以放心，市场一直在积累有吸引力的投资（即复苏型、稳定型及寻求收益率型），预计随着时间的推移，这些投资将会跑赢大盘。

## 市场回顾

《无处可藏》的主题在今年反复上演，但在11月市场却一改颓势。在11月，几乎所有的市场都赚钱了，问题是哪个市场赚的更多呢？

地区性股票	2022年11月
全球	7.81%
美国	5.59%
欧洲	11.54%
日本	9.75%
亚太区（日本除外）	17.60%
新兴市场	14.85%

市场评论人士指出，更温和的CPI数据可能会使得美联储缓和其加息的步伐，进而减轻经济压力。此外，随着CPI指数的好转，标普指数呈现了近20年来的最大反弹，上涨超过5%。

我们曾提到，当市场反弹时，我们在亚洲市场和新兴市场里的投资预期会有更好的表现。这是因为在过去的十多年里，它们一直在蛰伏而显得表现欠佳。但待到时机成熟时，它们将重新获得动力，一鸣惊人。

在最近的市场反弹中，亚洲市场和新兴市场没有让我们失望。随着中国放松疫情管制，国内投资者的情绪也从极端悲观转为充满希望。

[世界上最疯狂的股市！中国交易员被 FOMO \(错失恐惧\) 笼罩 - 彭博社](#)

即便是今年，投资者也多次问道：“如果标普指数在过去十年表现更好的话，我为什么还要投资新兴市场股票呢？”这是一种典型的专注过去而不着眼未来的思维模式，致使其过于专注已经成为赢家的价格更高股票，而不是有潜力且即将成为赢家的股票。



来源：汇信资管，彭博社

为什么我们对新兴市场如此有信心？让我们来仔细探究一下这个问题。图表显示，从长期来看（自有数据以来），**投资于新兴市场的100美元会变成1909美元，而发达市场则是1299美元**。即使新兴市场在最近几年回吐了取得的收益，相比于发达市场，新兴市场还是为投资者带来了更多的收益。

新兴市场是否已经触底？若要参照历史，我们从显示的悲观😞和繁荣😄周期的图表中可以看出，我们肯定是在更加趋近底部。

正如上个月提到的，市场掌握着玩弄我们的伎俩；**任何未来的市场崩盘看起来都像是一种威胁，但过去所有的崩盘看起来却是机会**。我们应该积极投资，而不要错失现在这样难得的市场机会。

在当下市场发生结构性转变时，我们将策略定位于从新兴市场的风险敞口中获益。下图显示了我们可以如何做到在不预测市场的情况下实施我们的战略。重要的是不要把鸡蛋放在同一个篮子里，而是施行多元化的投资策略。

资料来源：彭博社

全球股票：MSCI所有国家世界指数，

全球债券：彭博全球综合指数

自1987年10月31日至2022年11月30日

# 定位经济复苏

## 投资者可能陷入过去的市场叙事!

过往的新闻头条...	如今...
Wall Street drops as Powell signals Fed not close to done 2022年11月3日	Wall Street rises as Fed signals slowdown in rate hikes 2022年11月24日
China Market Revival Hopes in Tatters as Congress Disappoints 2022年10月21日	China Stocks Climb, Yuan Rises Past Key Level on Reopening Shift 2022年12月5日
Europe Stocks End Worst Half-Year Since 2008 on Growth Concerns 2022年6月30日	European Stocks Cap Sixth Weekly Gain, Longest Streak in a Year 2022年11月25日

来源：彭博社官网（第1、3行），路透社（第2行）。2022年12月5日检索。

作为人类，我们往往倾向于遵循既定的叙事，通过故事来帮助我们理解我们所处的世界，而且说实话，*谁不喜欢好听的故事呢？*

但当我们用故事指导投资时，问题就出现了。市场变幻莫测，其中的故事情节不仅经常变化，而且往往变得很突然。因此，短期叙事一般很难给长期导向的投资提供有帮助的见解，拘泥于单一的叙事也会妨碍投资者做出正确且符合逻辑的决策。

市场舆情占据新闻头条并且充斥投资者脑海的例子有很多。正如上表所强调的那样，我们考察了三种可能与我们的复苏立场更相关的叙事（参考本时评“我们如何配置投资”部分）。

首先，市场正持续关注着**美联储加息**的动向。今年早些时候的市场下跌和波动大多是由美联储在高通胀的情况下决定加息造成的，也难怪投资者会如此关注美联储加息这一问题。然而，由于对进一步加息的担忧，一些投资者可能会想到以持有现金来规避风险，减少进一步损失。但这样做的话，损失其实是注定的，还可能会错过每次市场下跌后反弹带来的收益。目前，市场叙事已经转向预期未来会“放缓”加息，市场因而出现了强劲的反弹。

就在一个月前，媒体的共识还是，**中国的重新开放和紧随其后的市场复苏还遥遥无期。**

中共二十大召开之后，市场开始把焦点放在习近平的权力巩固以及缺乏经济考量的政策公告上。上周中国兴起的抗议游行活动也加剧了市场的担忧。但即便在这样的情况下，中国股市不但没有进一步下跌，反而由于重新放开的步伐加快而逆势上涨，取得了近期以来最优异的表现。

**市场针对欧洲股市反复变换的说辞也值得一提。**今年早些时候，俄罗斯入侵乌克兰引发了对高通胀（尤其是能源价格的提高）、利率上升以及经济放缓的担忧。但现在看来，这些担忧就显得过于消极了，欧洲的商界领袖甚至也公开承认他们曾经“过于悲观”<sup>1</sup>。能源价格下跌促进市场情绪回升，带动欧洲股市强势反弹。他们年初至今的表现现在已经与全球股市大致相当，而早前被低估的欧洲股市甚至表现更好。<sup>1</sup>ft.com《我们过于悲观》

根据时下的“热点趋势”来投资意味着投资于过去。而当它们被证明并不准确时，投资就很可能亏损。即便他们确实是有价值的投资，想要取得收益仍然需要市场不断刺激。我们可以汲取的经验是：要以事实为基础，用长期可持续的方式进行投资。例如以合理的价格投资于更好的基本面。历史已经证明，采取这样的投资方式的投资者是最成功的。



## 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

仅仅是在短短几周内，投资者对于主要市场的担忧就开始慢慢减退了。近期强劲的市场表现和积极的新闻头条似乎也印证了这一点。

尽管我们为“定位经济复苏”配置下的投资强劲的市场表现感到振奋，但我们也建议不要在此时过早地断定市场波动已经结束（谨记，我们并不能单纯投资于叙事！）。正如前几个月所提到的，高利率的影响预计将导致世界部分地区的经济放缓和潜在的衰退——现在就认为我们已经走出了困境可能还为时尚早。

同时，我们可以从历史得知，尽管波动性更强，市场仍然可以在衰退中逆势上涨。此外，早前的下跌也恰好为长期投资者在未来铺垫了更高的预期回报。**以上种种都表明长期投资者应继续保持投资，以获得最优回报，最近积极的市场表现只是进一步印证了这一点而已。**

我们对未来的市场保持乐观谨慎的态度。一方面，我们有定位于“经济复苏”主题的投资，这部分预计会在经济复苏真正到来的时刻大放异彩。同时，稳定型投资也为我们的投资组合在面对当下的逆境时注入了有效的多元化和韧性。

关注我们投资策略的人会知道，在今年早前市场下跌时，稳定型配置中的医疗保健股（及生物技术）成功展现出了我们所预期的防御性特征，在市场不佳时仍旧表现出色。在最近的市场反弹中，它们的表现如何呢？令人惊讶的是，它们依然提供了良好的回报，甚至与标普500指数相当。当然，医疗保健股的表现虽然不如我们的其他“经济复苏”型投资那么强劲，但迄今还是保持着其领先全球股票10%的出色表现（见下图）。

在上个月的报告中我们提到，即使投资组合中的投资是“防御型”的投资，也不一定就意味着我们不能从市场上涨中获益。其中一个很重要的原因就是我们的FVT投研流程能确保定位于经济复苏、稳定型及寻求收益率主题的投资可以为我们带来正预期回报。并且随着时间的推移，它们的表现预计将长期跑赢大盘。

### 医疗保健股 在2022年持续保持大幅领先



来源：彭博社

## 寻求收益率

亚洲高收益债券也开始加速上涨。下表展示了11月一些固定收益市场的表现。你没有看错，亚洲高收益债券（AHY）仅仅一个月就达到了15.42%的涨幅，而不是一年。

固定收益	2022年11月
货币市场基金	0.29%
全球投资级债券	2.55%
亚洲高收益债券	15.42%

眼见为实，让我们借此机会来回顾一些固定收益投资的规律。

### #1：在收益率高于平均水平时进行投资，回报率往往会高于平均水平

亚洲高收益债券在10月底即便经历了多次抛售，收益率一度高达21%。在承受市场下行压力的条件下，我们仍旧坚持买入，之前的下滑为我们制造了良好的安全边际，使得我们在亚洲高收益债券市场的投资很快就实现了15.42%的月回报率。而好戏才刚刚开始。

在现实生活中，大多数人只关注现金能给我们带来什么回报：相对于以前几乎是零的年度回报率，现在每年超过3%，也难怪时常可以看到各大银行门口大排长龙。当然，现金不再像以前那样，如果不将它用作投资，只会一直贬值。但人们不应忘记，由于通货膨胀率过高，持有现金其实还是会亏损。

### #2：信贷投资比现金投资回报率更高

上表显示，在短期内人们可以从信贷市场取得比现金投资更高的回报。下表显示了一个信贷投资者在长期可以获得的收益。

固定收益	1996年12月31日投资 100美元现在的价值
货币市场基金	\$167
全球投资级债券	\$298
亚洲高收益债券	\$392

对于那些觉得为亚洲高收益债券产生的额外财富感到庆幸的人来说，请记住，AHY市场已经经历了最糟糕的触底，正蓄势待发准备冲刺。

因此，与其沉浸在当下，只关注现金投资，不如把目光放长远一些，看看其他可以提供更高的回报的固定收益投资。只是不要指望他们每个月都能达到15%的收益率。

### #3：当收益率高于平均水平时，大多数人往往很难获得高于平均水平的回报

讽刺的是，一个月前，我们还在回答诸如“中国会不会维持现状？”、“中国的房地产是否值得投资？”这样的问题。投资者的耐心早已被消磨殆尽，到了气急败坏的地步，一些人甚至彻底失望放弃了。

不幸的是，真正能够收获信贷市场反弹带来的强劲回报的人往往是少数。上个月，我们提到了较弱的房地产公司是如何在下跌周期中被清出市场的。同样的，意志薄弱的投资者也会在下跌周期中被清出市场。

这三项观察表明，笑到最后的关键是要能够坚持自己的信念，不被情绪所左右。如果我们在收益率足够有吸引力时进场，随着时间推移，即便市场变化会挑战我们的耐心，但只要能稳住心态，我们最终还是取得相应的回报。

尽管存在市场波动，但从亚洲高收益债券中获益的机会并没有改变。只要不抛售，获胜的机会就把握在手中。

\*来源：彭博社。全球投资等级：彭博全球Agg指数对冲，货币市场基金：Vanguard联邦货币市场基金，亚洲高收益债券：彭博亚洲美元高收益债券指数TR指数非对冲美元，截至2022年11月30日

以下是中国房地产行业的几个积极的推动因子：

11月9日：[国家在市场底部加注，中国房地产开发商飙涨 | 彭博社](#)

12月2日：[独家报道！中国顶级银行将发放离岸贷款以帮助开发商偿还债务 | 路透社](#)

# 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	政府债券	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。而为投资组合起到补充作用的稳定型和寻求收益率的配置，则继续为投资组合提供有效的多元化。

**在“VUCA阶段的稳定性”主题下新增“政府债券”一项，以更好地传达我们的投资配置目标。**



# 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	7.81	-14.62	9.25	8.59
美国	5.59	-13.12	13.32	9.78
欧洲	11.54	-15.57	5.84	7.24
日本	9.75	-15.56	6.48	5.42
亚太区（日本 除外）	17.60	-17.07	3.92	8.81
新兴市场	14.85	-18.71	2.43	8.96

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	12.01	-4.28	6.10	11.44
巴西	-4.58	13.64	-2.30	10.57
中国A股	13.12	-28.61	6.96	8.81
中国H股	29.81	-19.90	-1.44	9.74
中国香港	27.48	-17.91	1.71	6.74
印度	5.62	0.27	9.54	14.70
印度尼西亚	-0.43	0.34	2.36	15.28
韩国	16.77	-24.48	2.32	7.85
马来西亚	8.73	-7.69	-1.23	7.42
俄罗斯	1.73	-24.32	3.27	10.79
新加坡	10.42	7.89	3.18	8.59
中国台湾	20.34	-23.40	10.24	10.54
泰国	9.81	-4.19	3.91	12.95

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	19.03	-9.65	-3.78	1.60
能源股	1.26	70.17	6.29	9.83
科技股	6.21	-24.57	17.64	11.77
医疗保健股	5.65	-3.86	12.77	9.92
金融股	7.04	-5.59	13.24	5.55

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	4.71	-16.70	-0.53	2.89
对冲全球投资级债券	2.55	-10.16	1.83	3.37
高收益债券	2.17	-11.10	3.73	7.40
亚洲债券	5.45	-12.37	2.12	5.00
新兴市场债券	6.63	-15.98	1.72	6.65

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
新加坡元兑美元	4.04	-0.94	-1.09	1.31
欧元兑美元	5.30	-8.48	-2.19	0.23
日元兑美元	7.72	-16.62	-5.02	-0.59

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	8.26	-3.32	0.31	8.96
能源	-6.91	7.10	-0.98	5.64

截至2022年11月30日。来源：彭博社  
所有回报皆以美元为单位。10年及20年回报基于年化计算

“在投资领域，  
舒适的东西很少有利可图。”

罗伯·阿尔诺特

## 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。