

2022年8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

7月可以说是投资者的避风港，全球股票和债券市场强劲反弹，似乎与艰难的前几个月划开分隔线。人们可能会好奇，为何市场可以在这么短时间内由悲转喜。但这正是市场的本质，它往往被投资者的情绪反应而左右，并非根据逻辑判断来评估再做出反应，这再一次强调了投资决策过程中对估值考量的重要性。


市场会继续上行，还是会像之前一样在短暂的回弹后崩盘？虽然没人可以预测，但唯一可以肯定的是：市场终会触底。长期投资者谨慎之余应该保持投资，而非试图择时抄底市场。因为强劲的反常常紧随在最糟的时期之后，投资者一旦错过便会对长期复利回报产生不利影响。

在当今充斥着不确定性的环境中，投资需要兼备很强的自律性和环境适应力。前一年出色的市场表现支撑着不少僵尸企业，但就如同去年的水涨船高一样，今年严峻的市场环境如洪水般将它们吞没。因此，投资于有实力，盈利稳定的公司是提高投资组合韧性的一种简单而有效的方法。但更为重要的是，要从长期投资中获益，投资者必须在市场震荡中保持冷静。

同样，中国停贷潮的消息一出，加剧了投资者的情绪，尤其是对我们投资的亚洲高收益债券市场的担忧。然而，可以放心的是，亚洲高收益债券已经消化了市场消息，不论市场接下来的走势如何，我们都处于有利位置。此外，陷入困境的开发商并不能代表整个亚洲高收益债券投资市场状况，而从地域配置上来看，中国在亚洲高收益债券市场的占比不到一半。事实上，可能让投资者惊讶是，亚洲高收益债券市场在本月回归正值区域，并且其未来预期年回报约为13%。

市场回顾

Stocks slide to close worst first half in 52 years: S&P 500 plunges 20.6% YTD, 8.4% in June

 Emily McCormick · Reporter
July 1, 2022 · 4 min read

上图的新闻标题来自上个月，大约是我们发布上篇市场时评时间。谁又能想到下个月的新闻报道会如下图所示？

July Marked Best Month For Stocks Since November 2020:

Hank Tucker Forbes Staff

Follow

Jul 29, 2022, 04:40pm EDT

我们该如何解读这两段相连的市场走势？人们可能认为市场无效，更愿意相信它是分裂且极端的。前一秒让人惊慌失措，后一秒让人欣喜若狂。

“市场先生”的寓言

本杰明格雷厄姆作为巴菲特的老师，抽象出了“市场先生”这个寓言人物，用来描述市场的矛盾特征，它总是被恐慌，兴奋和冷漠的情绪所左右。

当市场恐惧时，人会很自然地找理由从不适的环境中解脱。同样，在市场欣喜的笼罩下，也会找遍理由说服自己应该入场。

当6月份油价*涨到120美元时，投资者担心通胀和地缘政治问题会继续推高油价，考虑是否应该投资能源。目前，通胀和地缘政治问题仍然存在，但油价已下滑25%，跌至90美元。任何仅为了追高的投资者都会因此蒙受损失。

这并不是说通货膨胀和地缘政治不会影响市场，但投资者必须问自己是否愿意：

- 像“市场先生”一样，根据情绪反应做投资决策，或者；
- 关注已经被市场消化的消息，而不是仅依据市场价格做判断。

*来源：彭博社。原油期货。

“卖于谣言，买于事实”

在维持多年的低利率环境后，美联储继3月以来，进行了一系列加息。从那以后，市场一直在讨论市场是否会持续加息以及加息的幅度。

自3月以来，美联储已经进行四次加息，最近两次加息幅度最大，每次加息0.75%。但仔细观察在最近两次加息期间，债券市场不跌反上。这怎么可能发生？其实这正是“卖于谣言，买于事实”在投资市场的真实写照。

这该如何解读？在美联储实际采取行动之前，债券市场已经被抛售并消化了这一消息。简而言之，即使有人能够预测美联储将在特定会议上的加息幅度，对投资也没多大帮助。重要的不是美联储在每次会议宣布的加息幅度，而是知道市场对此消息消化了多少。这就是为什么我们从不预测市场，而是用估值来指导投资决策。

一些债券投资者在看到他们的债券投资下跌后，正在考虑采取行动。一些人完全放弃投资，另一些人则改变自己的风险承受能力，转向青睐股票投资而非债券。

我们会建议这些投资者三思而后行。下跌是被高估的市场自我纠正的方式。在经历了最近的下跌之后，债券的估值实际上比之前更有吸引力。如果投资者在之前选择继续持有估值过高的债券，而在下跌后，计划减持估值更有吸引力的债券，那么其弊必然大于利。两个错误叠加，并不能不负得正。

<https://finance.yahoo.com/news/stock-market-news-live-updates-june-30-22-115133813.html>

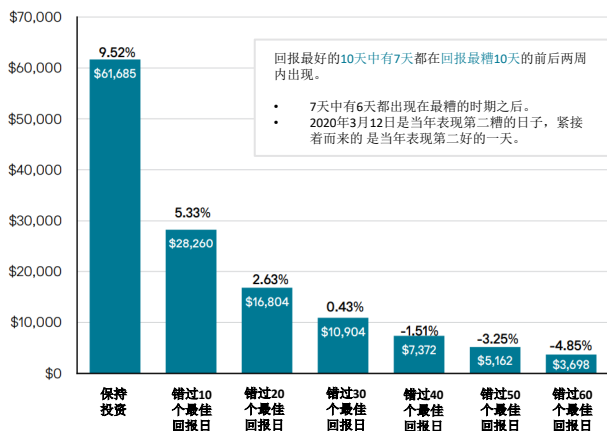
<https://www.forbes.com/sites/hanktucker/2022/07/29/july-marked-best-month-for-stocks-since-november-2020-here-are-the-markets-biggest-winners-and-losers/?sh=55163b467aad>

定位经济增长

许多投资者可能都在猜测7月份的强劲涨势是否可以继续，或是会像过去几个月经历的其他短暂回弹一样已经是强弩之末。然而，我们无法预测市场何时会触底，只知道终有这样一天。

也正因此，在市场对通胀，利率和看似迫在眉睫的衰退的担忧中，我们保持定位经济复苏的配置。当感觉局势要好转时，为什么不保持观望并重新审视呢？数据显示，此时的行动成本可能很高，因为投资者很容易因此错过快速而强劲的回弹时期，而对长期复利产生负面影响，如下面的研究所示：

投资\$10,000的回报对比¹



最好的选择是“什么也不做”——前提是投资者制定了审慎且自律的投资策略。

同样，全球知名的橡树资本管理公司的联合创始人霍华德·马克斯最近表示，“负面事件可能发生，甚至确定会发生，但这并不是投资低风险化的理由；“只有在事件尚未发生，且该事件的消息未恰当反映在资产价格中时，投资者才应采取行动。”这就是我们采用 FVT 投研框架（即基本面、估值、技术分析）来指导我们资产配置的原因。

我们当前的投资组合便是在这指导下而设计的。我们避开了估值过高的区域，并成功避开了那些难以恢复或永久性的损失。

例如，一些投机性科技股跌幅超过90%。另一方面，我们仍然青睐已经将经济衰退风险反映在价格上的市场；例如美国小盘股：

估值：市盈率²

	2001年 9月21日	2009年 12月3日	2020年 3月23日	今天
大盘股	18.0	9.3	14.3	19.8
小盘股	12.2	9.3	10.8	12.7

小盘股/价格折扣	-32.2%	0%	-24.4%	-36.0%
----------	--------	----	--------	--------

深度经济衰退

尽管小盘股未能幸免于年初至今的下跌，但安全边际确保了小盘股的情况不会变得更糟，尽管它们总被认为是风险更高的投资。另一方面，当市场最终复苏时，我们确信小盘股可以以更强劲的姿态回弹。

在俄乌战争引发新一轮的市场波动之前，我们的被低估的欧洲股票配置今年开局强劲。我们目前维持对欧洲市场的中性配置，因为其价格已经反映了很多坏消息。我们将继续监控情况并根据需要做出调整，但和以前一样，千万不要仅因为其下跌而急于削减配置，因为它现在可能呈现出更具吸引力的估值。

频繁地转换投资从来都不是明智之举，因追求另一投资的过往高回报而选择转换更是如此。再次引用霍华德·马克斯的话：“如果你在公共汽车站等的时间足够长，你肯定能赶上车，但如果你一直从一个车站跑到另一个，你可能永远也赶不上。”

来源：¹摩根大通退休资料指南：标普500指数从2002年1月1日至2021年12月31日²数据；罗素2000指数和标普500指数截至2022年4月8日，正数市盈率



VUCA阶段的稳定性

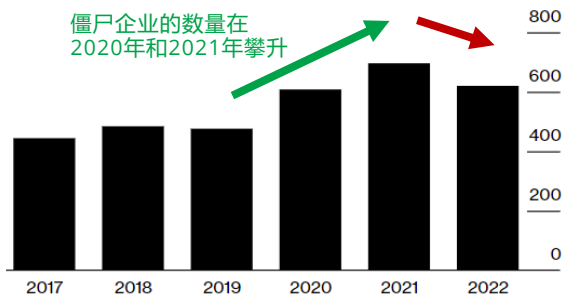
具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境

“疫情之下财富唾手可得，创造了牛市天才，他们即刻获得了惊人的回报……殊不知这些回报是他们背靠着飓风冒险冲浪而得。”¹

水涨船高

过去几年，美联储的超宽松政策是飓风的主要出现形式。随后，投资资产价格全面上涨；不论好坏。实际就像“有洞的船”在沉没之前，反而保持漂浮状态，但那是昙花一现。

僵尸企业的兴衰历程²



回归基本面投资？

现在飓风已经退去（甚至逆转！），好的传统投资方式很可能会又开始显现。事实上，我们已经观察到今年“僵尸公司”的数量随着其股价一起下跌。**纵观历史和多个市场周期，长期投资回报始终由基本面和估值因素构成。**就像本杰明·格雷厄姆的名言：“股市短期是投票机，而长期来看却是天平。”我们希望利用天平来做好我们的投资。

VUCA阶段的管理

VUCA用于描述具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的环境——很少有人会质疑我们今天所处的环境。我们相信，在这样的环境中，仍可以找到机会获得回报，但投资者需要坚持自律且灵活的投资方式。这意味着投资于如前所述的，被低估或已经恰当反映出市场消息的领域，并采用真正的多元化来管理“已知的未知”（我们知道自己不能理解的事物）。比如市场何时见底？最新的中美紧张局势对市场有何影响？我们无法确切知道未来几个月会发生什么，但我们可以管理我们的投资组合，即使意外发生在也能站稳脚跟。

想构建具有韧性的投资组合，一种简单而有效的方法是引入稳定性。对我们来说，高利润公司是稳定性的表现，这些公司对经济环境的潮起潮落具有更强的承受力。盈利的公司往往有高利润率，高资产回报率等所有符合预期中好公司好投资的特点。

结果不言自明：全球范围内，过去一年里盈利的公司股票表现优于经营亏损的公司股票。毫无意外，我们的医疗保健和质量价值股配置受益，因为它们是由许多盈利公司组成的细分市场。因此，在这种不确定时期，它们为我们的投资组合提供了迫切需要的稳定性。

由于我们的投资组合配置可以抵御短期市场波动，剩下投资者的工作就是在投资旅途中保持冷静和自律，最终将获得市场带来长期回报。

来源：¹澳大利亚金融评论报：“Gamestopped: why this could be the end of the meme stock era.”²彭博社。No. of 'zombie firms' based on trailing 12-month operating income of firms in the Russell 3000 index relative to their interest expense.



寻求收益率

2020年底，有人担心房地产行业的过度杠杆对中国经济构成系统性风险。此后，该行业经历了去杠杆周期，系统性风险从而降低。这种去杠杆化导致亚洲高收益债券市场下跌，为我们增持相应配置创造了机会。

7月中旬，关于停贷潮的消息一出，引发了投资者的担忧。随后，更多的新闻接连浮出水面。

China Mulls Seizing Builders' Idle Land to Fund Frozen Projects

Bloomberg News
July 29, 2022 at 7:18 PM GMT+8

LIVE ON BLOOMBERG
Watch Live TV >

China plans real estate fund of up to US\$44b for distressed sector, says source

© MON, JUL 25, 2022 - 4:30 PM | UPDATED MON, JUL 25, 2022 - 7:25 PM

你觉得哪篇文章的点击率更高？

第一篇关于土地征用的文章可能令人震惊，但让我们分析一下背后的用意。房地产行业目前陷入僵局：住房建设项目尚未完成，因为开发商遇到现金流问题，承包商他们的支付能力信心不足。反过来，开发商无法完成当前项目获得报酬，继而无法开启新项目。

因此，土地征用计划实则是试图向整个系统中注资，**助推房地产行业重新获生机**。其他推动房地产行业发展的措施包括中国人民银行支持下，房地产基金的设立。

为了预防产业危机加重，在去杠杆化之后，在适度的前提下，政府正在采取相关措施让该行业复苏。

停贷潮的消息传出后，市场如何反应？亚洲高收益债券*市场上扬4.4%，而中国股市下跌4.1%，并非想象中的水涨船高，尽管随后又有土地征用的新闻浮出。会像我们所看到的美国政府债券，这是又一个“卖于谣言，买于事实”的例子？谁也无法给出肯定的答案。

*来源：彭博社。亚洲高收益债券：Bloomberg Asia High Yield Bond, China equity: Hang Seng China Enterprises, 20-2022年7月29日。

但我们有信心的是，亚洲高收益市场正在将很多坏消息反映在价格中：

- 再多坏消息也不太可能对亚洲高收益市场产生重大影响。
- 哪怕市场并未朝着非常乐观的方向发展，我们也能从亚洲高收益债券的配置中获益。

当下的情况是，**不论市场接下来的走势如何，我们都处于有利位置**。我们之所以能够做到这一点，是因为我们专注于FVT投研框架（即基本面、估值、技术分析），在市场下行时加码，并提供安全边际。

虽然我们无法预测市场，但我们以**可预测的结果**为投资出发点。我们的预期回报是什么？

我们预期在接下来的几年里，来自亚洲高收益债券市场年回报率约为13%。但我们也早有准备：

- 获得13%回报的旅程不会平稳；市场将继续震荡，且前路艰难。
- 回报来自于市场的起伏；我们正进入一个充满未知的窗口期，因此**我们更愿意为将来的复苏做足准备，而不是尝试预测市场**。

我们是如何确信债券会恢复生机？这就是我们**通过PPP流程（即理念，流程，回报）了解自身定位的关键所在**。新闻往往将焦点放在某些陷入困境的开发商身上，但他们并不代表亚洲高收益债券投资的市场全貌。

从地域配置上来看，多元化地配置于其他亚洲增长引擎，如印度和东南亚国家，中国在亚洲高收益债券市场的占比不到一半。就行业而言，亚洲房地产和金融业（此处针对中资银行前景表示担忧的投资者）所占的风险敞口也不到一半，其余则分布在其他行业。我们的亚洲高收益债券风险配置的构建原理在于，能够在把握投资机遇和保持适度多元化之间取得平衡。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-29/china-mulls-seizing-builders-idle-land-to-fund-frozen-projects?sref=uinoKNE3>

<https://www.businesstimes.com.sg/government-economy/china-plans-real-estate-fund-of-up-to-us44b-for-distressed-sector-says-source>

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

全球



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	7.03	-14.35	9.95	8.67
美国	9.22	-12.59	13.79	10.00
欧洲	7.76	-7.78	8.87	6.90
日本	3.72	-1.26	12.61	5.52
亚太区（日本除外）	0.01	-15.64	4.95	8.88
新兴市场	-0.17	-17.68	3.20	9.20

股票市场	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
澳大利亚	5.75	-4.09	10.95	10.10
巴西	4.69	-1.58	6.28	12.51
中国A股	-6.33	-14.10	8.27	7.55
中国H股	-9.30	-14.04	0.30	9.81
中国香港	-7.32	-11.79	3.72	7.09
印度	8.72	-0.26	14.33	17.69
印度尼西亚	0.65	7.92	7.64	17.46
韩国	5.10	-17.34	4.51	8.32
马来西亚	3.34	-2.95	2.44	7.49
俄罗斯	1.54	-40.07	10.26	15.02
新加坡	3.56	4.98	4.14	6.47
中国台湾	3.05	-14.70	11.46	9.57
泰国	0.53	-3.32	6.03	11.37

板块	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金股	-4.63	-17.90	-3.67	1.11
能源股	9.72	44.44	4.79	8.81
科技股	13.13	-20.40	18.49	12.80
医疗保健股	3.29	-7.10	12.99	9.80
金融股	7.21	-12.86	13.20	5.25

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	2.13	-12.08	0.20	3.31
对冲全球投资级债券	2.55	-6.74	2.35	3.69
高收益债券	6.63	-9.15	4.38	8.14
亚洲债券	0.25	-10.42	2.75	5.31
新兴市场债券	2.11	-15.39	2.31	7.41

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	-0.72	2.34	1.04	-1.22
欧元兑新加坡元	-3.22	-8.04	-0.82	-1.00
日元兑新加坡元	-1.81	15.81	5.49	0.53

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-2.29	-3.46	0.90	9.20
西德克萨斯轻质原油	-6.75	31.13	1.14	6.69

截至2022年7月31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。

“财富累积的首要决定因素不是投资回报，而是投资者的行为。”

尼克·默里

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。