



2022年11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

在经历了连续两个月的市场下跌之后，市场在10月份回暖，让人松了一口气。全球股市上涨，与此同时，全球债券呈现小幅下跌。然而，对于大多数投资者来说，未来的形势将变得更加严峻和动荡。增长放缓和进一步加息的消息也成为头条新闻而受到人们关注。

当市场像现在这样波动时，人们很容易将波动性与风险混淆，但二者却有着本质上的不同。波动性反映价格波动，而风险则指由于糟糕的投资决策（如买入不良投资和/或恐慌性抛售）导致永久性损失的可能性。

虽然承受波动性可能令人感到不适，但投资者却可以利用波动性来加强自己的优势，在价格低于平均水平时（尤其是在市场下跌期间）购买优质资产，从而让投资者在长期内获得高于平均水平的回报。这样的时期给投资者提供了一个以有吸引力的价格进行良好投资的好机会，涵盖的市场包括固定收益证券中的亚洲高收益债券，以及股票领域中的美国小盘股或新兴市场。

可以说，人们可以选择完全远离市场。但正如我们前面提到的，这意味着放弃了获得更好回报的机会。明智的做法是在市场低迷时提高投资组合的韧性。医疗保健行业的盈利能力和股票表现已证明其在这样的时期可以作为防御型投资。总体而言，在整体市场下滑之际，该行业的收益高于预期，平均表现优于整体市场2.99%。

即便我们知道损失是暂时的并且是投资的一部分，人们还是倾向于夸大“损失”的影响。因此建立并坚持稳健的投资原则非常重要，这样使人们才可以保持头脑清醒，并有信心去实现潜在回报。对我们来说，这意味着要投资于那些具备良好基本面、诱人估值和技术分析的机会。

市场回顾

10月份全球股市上涨了6%。通常情况下，这样的月收益会让投资者感到非常兴奋。一些投资者甚至会后悔没有在9月份投资，参与10月的上涨。其他人可能会考虑在11月份投资，期待能获得更多的收益。

然而实际情况是，投资者在十月以前远不如现在这样兴奋，因为他们只在意2022年整体的下跌趋势。实际上，2022已经出现了七个月的下跌。如此多的低迷月份并不常见。在过去的35年中，股市一年发生至少7个月的下跌只出现了7次。

然而投资者仍应该抱有一线希望。可能会引发一些投资者兴趣的是，在这7年中的5年，股市的次年平均涨幅超过平均水平19.83%。

市场下跌月数超过七个月的年数	次年收益率为正数的年份	次年平均回报率
7	5	19.83%

来源: 彭博社, 全球股票:摩根斯坦利资本国际(MSCI)所有国家世界指数 31/12/1987 至 31/10/2022

尽管如此，由于市场频频出现坏消息，投资者很难相信未来的回报会高于平均水平，甚至可能担心随后市场崩盘。但可以确定的是，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。**

但每个人都拥有的市场共识是，随着今年的波动，无论是按月还是按年来看，市场都处于不稳定状态。

波动是实现收益的必经之路

上个月，我们提到波动并不代表风险。在这里，我们会进一步延伸说明，为何获得回报，承受波动是必要的。

下表显示，债券投资者能够通过一路承担市场波动来积累财富，在此过程中经历的最大月度收益和损失约为3%。

市场	\$100的价值	最大月度收益	最大月度损失
全球债券	\$525	3.49%	-3.21%
全球股票	\$841	12.21%	-19.91%

来源: 彭博社, 全球股票:摩根斯坦利资本国际(MSCI)所有国家世界指数 31/1/1990 至 31/10/2022

图表还显示，对于通过股票寻求更高回报的投资者来说，承受更大的波动性更是必要的。

波动性是双向的

虽然按照常规标准来说，10月份债券的涨幅相当大，但该表显示，股票的月涨幅可能更大。然而，很少有人会关注到收益，因为他们会理所当然地认为（甚至预设）收益是投资的一部分。

然而许多人只有在市场下跌时才关注波动性，因为他们难以接受的是，承受损失同样也是投资的一部分。

这种放大损失的倾向对投资者不利。如果他们没意识到波动性是双向的，投资者将在下跌时抛售进而造成永久性资本损失。

波动性往往带来机会

市场波动性总是会引发投资者的冲动，如：抛售、持有或买入。

由于很多投资者没有耐心，也不急于卖出，当投资者下定决心持有时，就已经具备了竞争优势。有些投资者会决定买入，期望在低于平均价格时进场来获得高于平均水平的回报。当然，投资者需要确保他们在较长时间内持有/购买的是有价值的资产，然后波动性才会发挥他们的效益。波动性和其他要素的组合是乘法而不是简单的加法。当它们正确地作用在一起，就可以最大化投资效益。

正因如此，当市场下跌时，投资者应该感到高兴才对，尽管这有悖人类的直觉。你更愿意成为哪种类型的投资者呢？



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

经济和市场的波动还将持续，通过医疗保健股保持“稳定型投资”的重要性也日趋凸显。随着经济放缓，我们逐步将更多的资金投入医疗保健领域，我们有信心医疗保健股可以在市场长期低迷的情况下发挥优势，获得高于市场的回报。

在此，我们将进一步阐述为什么医疗保健股的基本面因素具备投资组合中需要的韧性，其估值如何提供更优的安全边际，以及市场如何对医疗保健股的基本面和估值作出良好反应。

生物科技并没有想象中的危险

我们最近增持了一些生物科技公司作为医疗保健主题的一部分。“生物科技”这个词可能会让一些人联想到那些在开发实验性药物上烧钱的高风险公司。

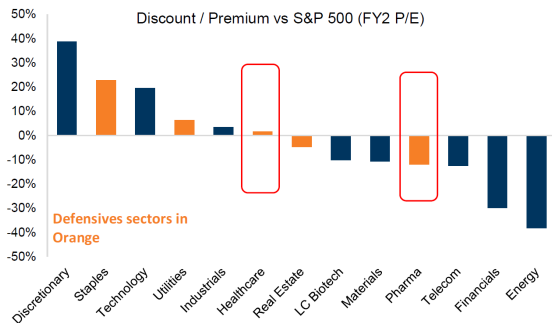
但实际上，我们的投资集中在利润和现金流兼备的成熟生物科技公司。这些公司拥有持久的特许经营权和成熟的药物组合，并且也有新药品正处于研发流程中。

新药物的开发将提供了增长空间和利润扩张潜力，同时也能弱化了公司对单一药物的依赖。

与此同时，这些生物科技公司的收益和韧性表现与医疗保健行业相似，这使得它们能够从经济放缓中受益。

医疗保健在防御型行业中估值最高

橙色条柱代表防御型行业，这些行业的基本面使它们在经济和市场低迷期间比其他行业更具韧性。



来源: 高盛

该图表还显示，医疗保健股和生物科技股在防御型行业中有着最好的估值，使其成为提升组合稳定性的极佳选择。

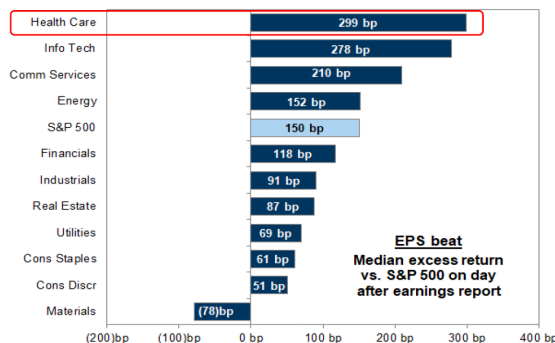
市场对医疗保健股的基本面和估值反应良好

随着财报季的到来，我们可以通过医疗保健行业的基本面回顾价格走势。

总体而言，除去波动较大的能源行业，整个市场的收益下降了4%，这与我们对经济放缓的看法一致。

在这样的环境下，医疗保健股在不确定的经济环境中仍旧保有韧性，与其防御性相一致。根据高盛的数据，超过一半 (52%) 的医疗保健公司报告的收益好于预期，略高于市场平均水平 (47%)。如下图所示，投资者会很欣慰地看到，医疗保健行业的收益超出了大盘2.99%。

医疗保健行业的盈利表现比其他任何行业都要好



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, FactSet

我们在此强调，之所以会有如此优异的表现，是因为良好的基本面和诱人的估值。如果估值不佳，即使收益好于预期，也很难跑赢大盘。

¹<https://www.cnbc.com/2022/10/04/why-its-smart-to-keep-investing-during-a-garden-variety-bear-market.html>

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。

寻求收益率

当投资者问到，在债券市场中，哪里可以让我获得更多回报？答案其实很简单，亚洲高收益债券收益率超过15%，如下图所示，这是全球主要固定收益领域中收益率最高的债券。然而，投资者却在回避如此简单的解决方案。在此我们将讨论投资者对投资亚洲高收益债券的顾虑和疑问。

我们现有的风险敞口如何？

即使亚洲高收益债券因遭到抛售而下跌，但这不代表投资者不能从中获得收益。纵观债券市场的历史，初始收益率是最终回报的良好预测指标。尽管在年初接触亚洲高收益债券的投资者经历了下跌，但从图表中的钻石标可以看出，预计年复合增长率约略低于9%。只要不抛售，获胜的机会就把握在手中。

接下来我该怎么做？

在市场波动加剧期间，对现有投资感到紧张是很正常的。正如我们前面提到的，尽管波动很大，但取得收益的机会并不会改变。市场波动会带来投资机会，因此在复盘投资组合时，也需要关注适合加仓的投资。图表显示，与年初亚洲高收益债券的9%的收益率相比，如今15%的收益率甚至更高，这意味着投资者应该继续投资，而不是一旁观望。

我们该如何看待恒大和龙湖地产频频爆雷？

任何危机都是清除过度杠杆玩家的好机会。单个公司确实会破产，但我们不是押注于单一一家公司。需要强调的是，亚洲高收益债券投资是一种多元化的投资策略，投资于全球所有固定收益中回报率最高的领域。

挺过危机的投资者不仅可以获得良好的后续回报，还能投资于更好的基本面，因为这些公司都是在经历了优胜劣汰后生存下来的佼佼者。

如果中国需要更多的时间来扭转颓势呢？

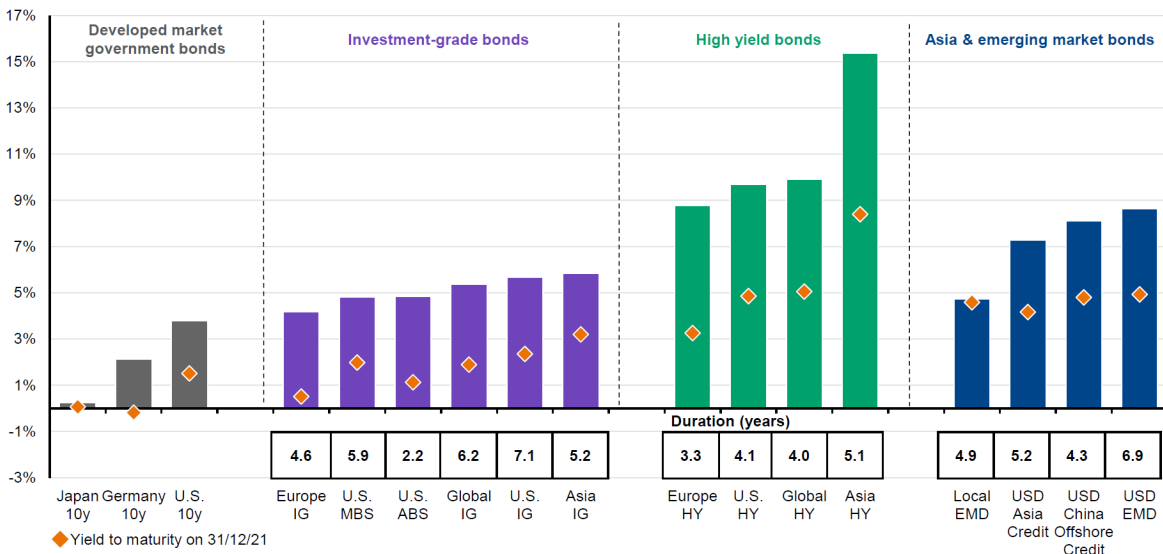
目前很多关于亚洲高收益债券的讨论（和关注点）都放在了在中国，但需要记住的是，亚洲高收益债券不只投资中国，中国和香港仅占其风险敞口的38%。它也不仅仅投资于房地产，该行业仅占风险敞口的21%。*

如今，亚洲高收益债券在中国和房地产以外的领域也实现了多元化，所以单一地区和领域的变动并不会对上行空间造成很大影响。实际上，印度和东南亚等其他高增长亚洲经济体的投资构成了绝大部分的风险敞口。即使中国需要更多时间来扭转局面，亚洲高收益债券仍可以通过其他增长引擎来获得收益。

*来源：贝莱德全球基金 截至2022年9月30日

Fixed income yields

Yield to maturity



*来源：摩根大通资产管理公司2022年第4季市场指南

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	6.06	-20.80	8.58	8.47
美国	8.10	-17.72	12.77	9.80
欧洲	7.42	-24.31	4.95	6.92
日本	2.33	-23.09	5.69	5.11
亚太区（日本除外）	-4.21	-29.48	2.49	8.16
新兴市场	-3.09	-29.22	1.15	8.57

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	6.06	-14.54	5.03	10.94
巴西	5.45	19.09	-2.22	10.96
中国A股	-7.72	-36.89	5.11	7.87
中国H股	-16.48	-38.29	-3.94	8.54
中国香港	-14.72	-35.60	-0.54	5.81
印度	5.91	-5.07	9.32	14.91
印度尼西亚	0.94	0.77	2.24	15.80
韩国	6.41	-35.34	0.91	7.58
马来西亚	4.77	-15.10	-2.37	6.73
俄罗斯	16.47	-25.60	3.15	10.86
新加坡	-1.16	-2.29	2.26	7.78
中国台湾	-3.53	-36.35	8.88	9.60
泰国	1.26	-12.75	3.13	12.52

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	0.92	-24.09	-6.43	0.71
能源股	24.96	68.05	6.01	9.96
科技股	7.62	-28.98	17.16	12.29
医疗保健股	8.43	-9.00	12.25	9.69
金融股	11.99	-11.81	12.38	5.41

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	-0.69	-20.44	-0.98	2.67
对冲全球投资级债券	-0.34	-12.39	1.62	3.24
高收益债券	3.02	-12.99	3.61	7.76
亚洲债券	-3.26	-16.89	1.66	4.70
新兴市场债券	-0.88	-21.20	1.17	6.50

Note: (H) Currency Hedged

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	1.33	-4.79	-1.48	1.11
欧元兑美元	0.82	-13.09	-2.68	-0.01
日元兑美元	-2.68	-22.60	-6.04	-0.96

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	-1.63	-10.70	-0.52	8.53
能源	8.86	15.05	0.03	5.95

截至2022年10月31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。