



## 新年新气象 迎接**新机遇**

### 前言

新年好！又到了一年一度社交媒体开始回顾总结的时候，从健康到人际关系来看，2022年都是不寻常的一年。媒体将2022年总结为“不堪回首的一年”，投资者也同样感到，要是没有经历过2022年的颠簸就好了。对于一些人来说，他们的投资组合因股票和债券的双双下跌而受损，另一些人则见证了财富像水一样蒸发。多年来的量化宽松政策的逆转，导致投热潮开始瓦解。

我们之前就说过：“比特币？我们其实400年前就知道了。它和17世纪曾在荷兰短暂盛行的郁金香如出一辙。”在舆论的吹捧下，投机郁金香在当时一度蔓延成一项全民运动，但泡沫最终还是破灭了。炒作并不是一个当代才有的问题，几个世纪以来，投资者一次又一次地被快速致富的噱头吸引。只能说当今信息和新闻的传播速度加快，在一定程度上加剧了这个问题。

本篇时评除了回顾今年，展望未来外，还包含了我们多年来在市场浮沉中积累并内化的经验教训。它们可能不像市场叙事那样引人入胜，但在投资这场马拉松里可以助你一臂之力，帮助你取得最终的胜利。希望这些心得能够给你提供一些启发，节省你的精力，让你不需要独自经历和摸索，并减少你在投资中的损失。记住，你不是一个人在战斗，我们与你同在。

*Alvin Goh*

首席投资官



## 想他人之所不想

## 得他人之所不得

### 月度投资时评

#### 要点概述

12月的表现反映着2022年市场状况的严峻。投资者经历了“股债双杀”，对自己的投资组合失去信心。曾经盛行的“60/40（股票/债券）”的投资组合甚至也遭受重创。然而由于另类投资的出色表现，持有另类投资的投资者更好地经受住了风暴的考验，从另类投资中的趋势跟踪策略中取得了可观的收益。随着我们进入2023年，投资者应该为全球经济的进一步波动做好准备，在价格具有吸引力的股票和债券领域采取兼具进攻性和防御性的投资策略。

就像一支足球队在球场上精心安排关键球员一样，我们也战略性地配置了欧洲股票、美国小盘股和中国A股的投资。尽管它们在2022年经历了一些挑战，但极具吸引力的估值可能会使它们成为黑马杀出重围，为我们带来可观的回报。话虽如此，一个强大的守门员对任何足球队来说都是不可或缺的。因此，我们继续投资于医疗保健股和生物技术领域，它们可以在市场低迷时提供韧性，同时仍然能够让我们在市场上升时取得收益。

市场中对于经济衰退即将到来或市场下滑的预测可能并不可靠。没有人能够肯定地预测市场明天会发生什么，预测充其量只能提供虚假的安慰。目前的经济环境充斥着不确定性，并且缺乏支持性的货币政策。未来，投资者还将面临更大的挑战。因此，与其依赖预测，不如为未来的挑战做好充分准备。机遇与挑战并存，困难与希望同在。去年市场大幅下跌后跟随着的是强劲的回报，目前市场估值回归更合理的水平，给长期投资者提供了很好的买入机会。

人们还记得，几个月前，许多投资者急于把钱投入24个月内提供2.7%回报的定期存款中。如今24个月定期存款的回报率约为4%，那些早些时候投资的人也错过了更高的回报。然而，许多人还没有意识到，他们本有机会获得更高的回报。例如，亚洲高收益债券在2022年第四季度的回报率超过17%（仅在12月就有6.76%）。遵循我们的建议投资于这些债券的投资者将坐拥高达两位数的收益。这就是为什么我们需要比别人看得更远，不局限于常规投资，而是考虑各种选择以获得更高的回报。

## 市场回顾

12月的表现与2022年整体的情况类似。对于普通投资者来说，这是“不堪回首的一年”，**股票和债券这些投资组合中常见的基础板块都下跌了。**

尽管这不是股票和债券第一次一起下跌，但却是史上最大幅度的同时下跌。投资者从未见过保守的风险组合像激进组合一样下跌，这刷新了他们对投资的认知。在2022年初，没有人会预料到这样的状况，但我们却早早做好了准备。

许多人在2022年感觉到无路可逃，甚至认为“60/40（股票/债券）”的黄金比例的资产组合已不再奏效。对他们来说，2022年是不堪回首的一年。但在我们看来，2022年却是值得铭记的一年。我们从过往的经历中吸取了经验教训，在很早就呼吁减少在发达市场政府债券的投资，规避不会带来收益的风险。

由于我们已经体会过无路可逃的痛苦，因此我们在构建资产组合时，**纳入了不同于传统资产类别的另类投资。**

不只是12月，回顾2022年整体情况，全球股票和债券市场都在下跌。与此相反，而另类投资却在上涨。这也是我们的投资组合在多数投资组合遭受重创时依然坚挺的原因。配置另类投资意味着投资者在市场下行时会感受到更少的痛苦，从而能理性地保持投资，不错失随后市场上涨带来的收益。

市场表现	2022年12月	2022年
全球股票	-3.60%	-17.69%
全球债券	-0.98%	-11.04%
另类投资	0.71%	17.80%

在此我们需要强调的是，**并非所有另类投资都是一样的。**常见的另类投资方式有股票的买空/卖空，投机于特定事件（如公司并购/上市/重组）以及不在公开市场上交易的“私募市场策略”。

那些没有渠道投资于另类资产的投资者，请您不要焦虑。换个角度想想，躲开了去年的“政府债券崩盘”又何尝不是一件幸事。正如我们在“寻求收益率”章节提到的一样，我们应当投资于有意义的上涨。

在2022年的波动中安然无恙的投资者可以未雨绸缪，积极为后续的市场上涨以及进一步的波动做准备。那么，投资者应该怎么做呢？拿最近的世界杯作比喻：确保你的投资组合在前场和后场的球员部署是平衡的（即保持一个兼具进攻性和防御性的投资组合），尽量不要被球迷（即市场舆论）所干扰。

为什么在去年经济受挫后，还需要有些球员冲在前线？全球经济正在从后疫情时代的繁荣中恢复正常。这一转变始于去年，央行试图抑制通货膨胀，防止经济过热，但其后果是很可能造成一定程度的经济放缓。

在股票市场，有人预测经济放缓，某些市场甚至预测经济即将衰退，并提供了令人信服的风险回报比。简而言之，虽然未来经济可能放缓，但**投资者最好现在就开始开展进攻，考虑在此刻进行投资。**

与此同时，在这样的过渡阶段，部署一条缓冲波动的后防线，对投资者大有裨益。

我们曾对利率上升作出提醒并配置了相应的资产。去年加息的步伐显示着债券市场已经有意地正常化，而不再是一种不提供回报，却会暴露于风险的投资。当其他人还在事后回顾并质疑60/40（股票/债券）投资组合时，不妨重新**考虑投资于债券，以一种安全的方式撬动收益。**

在去年之前，长达十多年的量化宽松和低利率政策，让投资者在“这次不一样”的侥幸心理下，被卷入各种投机性投资。历史不会重演细节，过程却会重复相似。对于那些在过去的风潮中遭受巨大打击甚至是永久性资本损失的投资者，请重新调整投资策略，修复投资组合。如果你需要这方面的帮助，也欢迎与我们联系。

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，另类投资：温顿趋势基金，数据截至2022年12月30日

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。

## 定位经济复苏

我们可以大胆地说，**2022年对于长期投资者来说是一份礼物**。为什么在去年主要市场都是高达两位数的下跌，我们还敢这么说呢？

首先，市场在大幅下跌后往往会跟随特别强劲的回报。目睹自己的投资组合亏损可能很艰难，但历史已经证明，保持投资最终会带来更好的结果。实际上，除了保持投资，其实你还可以做得更好。投资者可以通过以较低的价格购买额外的份额，在长期获得更高的复合回报。

一些人采取了其他的策略：卖出以避免进一步的损失；但实际上这种行为却锁定了下跌带来的损失，并且会使投资者错过随后强劲反弹中的收益。

去年的下跌其实是一桩好事。它减少了市场泡沫，清除了市场中的投机者，降低了市场泡沫破灭的风险，为今后更加持久的牛市扫清了跑道。这有两个重要意义：

**1. 估值回归合理水平**，更加贴合实际的基本面（见下图）。现在的估值低于10年平均水平，与后牛市反弹期间的极端水平相去甚远，较低的估值意味着更高的未来回报。

**2. 在市场繁荣期间，投资者有可能被炒作影响**，根据短期的价格变动做出决策。还记得加密货币以及由于网络热议而掀起投资热潮的迷因股吗？市场下跌是一口警钟，提醒着长期投资者应当克制冲动，保持理性，专注于投资基本面和估值，只有这样才能兑现长期的复合回报。

考虑到这一点，我们依然拿足球作比喻，我们已经部署了强大的球员，以获得更多的进球。

俄罗斯入侵乌克兰，给**欧洲股票**的投资者带来了一个动荡的开局，但有利的风险回报比仍然占据上风，使其脱颖而出，成为2022年最具韧性的市场之一。大众对经济环境的信心的提升也预示着欧洲股票还有进一步上行的空间。

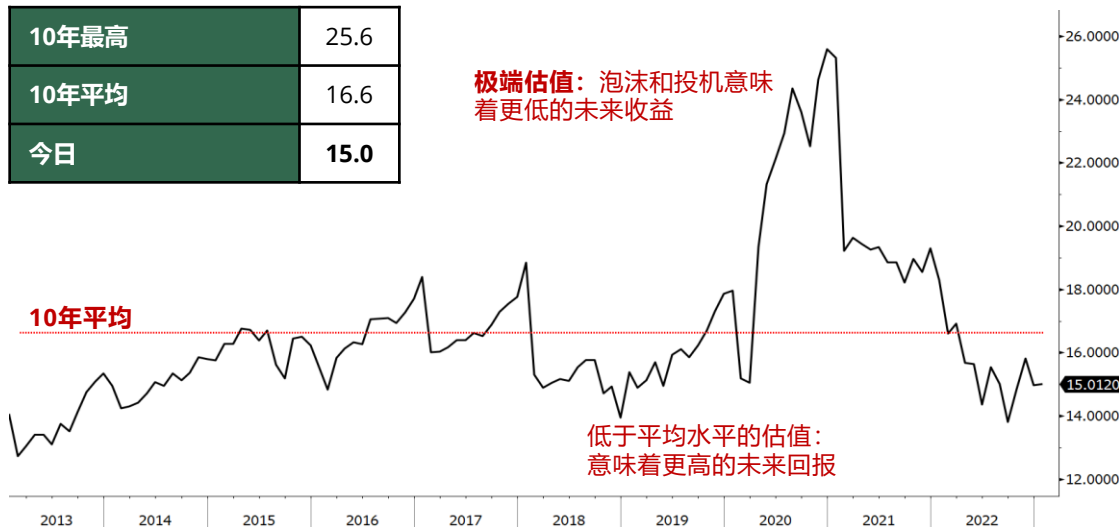
**美国小盘股**也持续升温。与大型“蓝筹股”相比，它们在去年的下跌中表现良好。放眼未来，极具吸引力的估值预计将帮助他们在市场复苏时扶摇直上。

**中国股市**在2022年表现较差，但最近已经显示出复苏的迹象。中国掉转“清零政策”可能会使其在2023年成为黑马，杀出重围。我们正密切关注着中国政策转向后的市场动态。

简而言之，即使在经济放缓的情况下，也有诱人的投资机会。当然，你还是需要好好挑选你的球员。

### 市盈率 (P/E)：下跌后的估值更具吸引力

10年最高	25.6
10年平均	16.6
今日	<b>15.0</b>



来源：彭博社。全球股票：ACWI，截至2023年1月4日的10年期数据





## 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

彭博社最近的文章《有史以来最受人关注的衰退》<sup>1</sup>可能会引发一些投资者的焦虑。但是进一步阅读，我们会发现这篇文章还提到，这也可能也是“历史上最温和的一次衰退”。

如何处理这看似矛盾的状况？这不禁让我们想起一个笑话：经济学是唯一一个两个人同时表达完全相反的观点，却都可能获得诺贝尔奖的领域。

在现实生活中，任何时刻都有着许多潜在状况，每种情况都可能发生，因此我们很少会去做预测。在我们看来，预测实际上是一种徒劳。虽然听到令人信服的经济预测可能让人感到宽慰，但这充其量不过是虚假的安慰。与其预测，不如为未来做好准备。

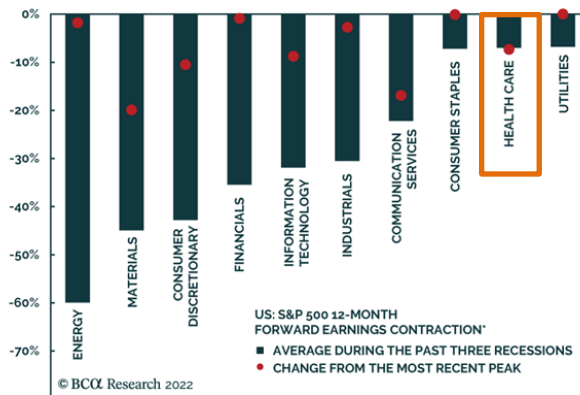
我们认为，当下的状况对长期投资者来说，是一个很好的起点。但我们也承认，如今世界充斥着不确定性。这也是为什么我们有稳定主题的投资，以应对这纷繁复杂的世界的各种可能。

在过去十年间开始投资的投资者可能会说，他们的投资旅程总体而言还是比较顺利的；有些人甚至会觉得，除了偶尔持续几个月的恐慌之外，股票市场几乎一直都在上涨。事实证明，他们很幸运（或是不幸），参与了美国历史上最长的牛市——从2009年3月开始，长达131个月。

过去十年的低通胀和低利率的环境，让人们可以在没有太多投资技巧的情况下，仍能在一个相对稳定的市场中取得可观的投资回报。但市场清退了一批鲁莽的投资者，这种环境已然成为过去式。由于货币政策收紧，如今的环境更加充满挑战。然而我们却很乐意看到这样的状况，因为在充满挑战和不确定性的环境中，蕴藏着更多的机会。

因此，投资者应该花时间复盘他们的投资组合，以确保他们为未来十年做好充分准备。

### 经济衰退时收入下降…… 有些人比其他损失更多



如今，我们的**稳定主题投资**下涵盖了多元化的**医疗保健股和生物技术的风险敞口**，它们在下跌时更具韧性，同时仍然能够参与到市场上涨中。它们在2022年也证明了这一点，比全球股票的表现高出10%以上，我们的投资组合也因此受益。

医疗保健股的出色表现源于其防御性特征。消费者很难自主调控医疗保健支出，而医疗保健支出又驱动着医疗保健股的收益。出于这个原因，在收益率方面，医疗保健行业成为在过去的经济衰退中最具韧性的行业之一（见上图）。

归根结底，我们所有的投资策略，如分散投资于医疗保健股，或关注基本面和估值，都是为了确保我们的投资者在不确定的市场中不遭受大幅损失。

这一点对于投资来说是至关重要的。因为大幅下跌往往很难恢复。股票价格变化基于百分比，**20%的下跌需要上涨25%才能恢复最初的损失，而50%的下跌则需要上涨100%才能恢复**。这么一想，如果有一只股票或基金在过去一年中跌幅甚至超过50%，那它们需要上涨多少才能恢复呢？

<sup>1</sup>彭博社：《有史以来最受人关注的衰退》

## 寻求收益率

几个月前，人们大排长龙将钱存入银行。当时存款利率上升，储蓄者为了获得2.7%的回报，纷纷将现金转变为24个月的定期存款，[新加坡银行提高定期存款利率，对安全收益的需求激增 - CNA \(channelnewsasia.com\)](#)

如今，存款利率上调到约4%，那些急于提前锁定现金收益的人，已经错过了拥有更高的回报的机会。[新加坡最佳定期存款利率（2022年12月22日）](#)。大华银行、华侨银行、星展银行、马来亚银行及其他([seedly.sg](#))

对许多人来说，他们可能非常享受通过货比三家来寻找更好的交易的过程。但问题是，他们的搜索是否足够彻底？在现在通货膨胀如此高的情况下，现金是否真的是一项值得的投资？

该表显示了近几个月各种固定收益投资的表现：

市场表现	2022年12月	2022年第四季度
货币市场基金	0.34%	0.88%
全球投资级债券	-1.18%	0.99%
美国高收益债券	-0.88%	4.57%
亚洲高收益债券	6.76%	17.29%

货币市场基金在第四季度的回报率为0.88%，这远远高于一年前2021年第四季度的0%。不仅仅是现金投资回报率有所提高，其他固定收益投资（如高收益债券）的回报率也提高了。这提醒我们，高收益市场比低收益市场提供的回报更高。

那么，高收益市场又在哪里呢？实际上，“寻求收益率”可能是一个的说法，因为更高的收益率其实就在眼前。该表显示了各种固定收益投资的长期和当下收益率。

收益率	长期平均回报率	当下回报率
全球投资级债券	3.11%	3.73%
美国高收益债券	8.35%	8.98%
亚洲高收益债券	10.57%	14.19%

只要在互联网上稍加研究，就能找到整个固定收益市场的收益率数据。当然，如果人们不愿意自己研究，也有像我们这样的投资经理研究并强调高收益市场的存在。

以今天的投资者可利用的资源来说，寻求收益率其实并不是一件难事。

下表显示，随着时间的推移，高收益的市场可以提供更高的总回报。

长期表现	总回报	收入回报	价格回报
货币市场基金	67%	67%	0%
全球投资及债券	195%	206%	-12%
亚洲高收益债券	322%	379%	-57%

\*来源：彭博社。全球投资级债券：彭博全球综合指数对冲，货币市场基金：Vanguard联邦货币市场基金，亚洲高收益债券：ICE BofA亚洲美元高收益企业约束指数，数据自1996年12月31日至2022年12月30日

相比于只提供67%回报率的货币市场基金，任何人都更青睐从亚洲高收益债券中获得322%的收益。就像储蓄者知道要排队等候提供更高利率的银行一样，投资者可以通过投资高收益市场获得“免费午餐”。但是，为什么在现实生活中投资者很难从高收益市场中获得更高的回报呢？因为取得更高的回报需要他们保持绝对的冷静，不被任何市场波动所左右。

当我们研究债券总回报的组成部分（即收益和价格回报）时，我们也可以看出为什么许多人无法从高收益市场获得更高的回报。上表显示，对于货币市场基金来说，所有的总回报都来自收益，储蓄者并不会经历太多价格波动。但对于提供更高的收益和回报的投资级债券市场来说，投资者会经历一定程度的价格波动。因此，想要在高收益市场中取得更高的回报，就需要承受更大的价格波动。但是事实仍然是，在短期投资时，债券的价格波动可能会影响债券的总回报，但是在长期投资时，债券的收益所占的比重会更大。

只不过，当市场波动时，投资者很容易被卷入其中，被情绪左右而造成损失。这也是为什么投资者必须记住：高收益的市场能够提供更高的回报，但注意不要在短期的价格的波动中迷失方向。

与此同时，价格波动同时也创造着机会。在第三季度，我们曾鼓励那些有现金储备的人投资于亚洲高收益债券。遵循我们建议的人可以在其他人承受高达两位数的损失的一年里，取得高达两位数的收益。

## 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。

## 资产配置策略



### 股票

#### 美国

**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

#### 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

短期硬通货在控制新兴市场货币和利率风险的同时专注于信贷回报



# 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	-3.91	-17.96	8.56	8.64
美国	-5.77	-18.13	12.55	9.79
欧洲	0.41	-15.22	5.65	7.57
日本	1.52	-14.28	6.06	5.61
亚太区（日本除外）	-0.49	-17.48	3.55	9.03
新兴市场	-1.51	-19.94	1.77	9.04

股票市场	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
澳大利亚	-1.64	-5.84	5.62	11.45
巴西	-3.09	10.13	-3.56	9.83
中国A股	3.46	-26.14	5.58	9.29
中国H股	5.26	-15.68	-1.66	9.79
中国香港	6.46	-12.61	2.07	7.49
印度	-4.98	-4.73	9.00	14.11
印度尼西亚	-1.92	-1.59	2.09	14.65
韩国	-5.52	-28.65	1.16	8.14
马来西亚	1.59	-6.22	-1.52	7.34
俄罗斯	-15.00	-35.67	0.95	9.95
新加坡	1.09	9.06	2.94	8.80
中国台湾	-4.57	-26.90	9.55	10.51
泰国	3.92	-0.44	3.74	13.27

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	1.12	-8.63	-3.52	1.65
能源股	-2.99	65.43	5.93	9.68
科技股	-8.00	-30.60	16.60	12.18
医疗保健股	-1.15	-4.97	12.59	10.00
金融股	-5.27	-10.57	12.11	5.56

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	0.54	-16.25	-0.44	2.72
对冲全球投资级债券	-1.18	-11.22	1.70	3.22
高收益债券	-0.88	-11.88	3.47	7.28
亚洲债券	1.32	-11.21	2.23	4.94
新兴市场债券	0.85	-15.26	1.71	6.55

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	1.63	0.67	-0.92	1.30
欧元兑美元	2.87	-5.85	-2.07	0.10
日元兑美元	5.30	-12.20	-4.05	-0.49

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	3.14	-0.28	0.85	8.63
能源	-0.36	6.71	-1.34	4.84

截至2022年12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。