

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

人类的意识和行为会对投资产生很大影响。在日常生活中，我们经常会通过过往体验来评估产品或服务的质量，同样地，投资者也往往会根据产品的业绩历史来评估其投资价值。然而，仅仅基于业绩历史做出投资决策会损害投资者的利益。这一点在2022年得以显现：选择远离市场的投资者会错失过去几个月市场反弹带来的收益。尽管今年2月份市场出现了轻微回调，但全球市场年初至今的表现仍然出色。仅仅根据业绩历史来评估投资产品可能会导致灾难性的后果。

虽然一个引人入胜的故事确实有助于投资决策，但我们应该谨记，故事也会唤起一些难以预测且转瞬即逝的情绪反应。在决定一项投资是否值得时，我们不可以只看业绩数据，同样地，市场叙事也不应该成为唯一的决定因素。回顾过去关于中国市场的新闻报道，自2022年10月以来，对中国的叙事已经从悲观转为乐观，然后又变得谨慎。然而在这个时期，中国A股已经上涨了两位数。因此，在做出投资决策时，我们不应仅仅局限于业绩和叙事，其他因素同样关键。

如今，一些投资者仍对利率上升所带来的威胁感到担忧，尤其是在看到它如何在2022年引发市场动荡之后。虽然这样的担忧是可以理解的，但投资者应该警惕过度将过去的表现推及未来，因为过去的表现并不能很好地预测未来发展。通货膨胀可能会构成挑战，但异常高的通货膨胀时期不会永远持续下去。在这样的时期，准备比预测更加重要。我们在风险回报率具有吸引力的市场上配置了多元化的投资（例如将医疗保健股作为我们稳定主题投资的一部分），以确保我们的投资者能够保持投资，更大程度地从市场中获益。

随着通胀带动利率上升，我们看到许多投资者涌向了固定存款。然而，为了跑赢通货膨胀，投资者需要获得比固定存款更高的回报率。这意味着我们需要克服天性，从“安全”的现金中走出来，寻找更高收益的投资。其中一个有潜力获得通胀以上收益的领域是亚洲高收益债券，我们也已经从其近几个月的强劲反弹中受益。我们坚信，随着信贷市场正常化，这个市场有潜力迎来更为出色的表现。

市场回顾

全球股票和全球债券市场在2月份出现回调。尽管如此，全球股票自进入2023年已经上涨4.16%，全球债券市场基本持平于-0.15%。

这意味着，无论是何种投资组合，哪怕是保守的一种，其表现都将优于定期存款，相应期间*的定期存款回报率仅为0.48%。这就是为什么我们说，**尽管较高的银行利率吸引了许多人将钱存入银行，但对于那些保持投资的人来说，他们手握着更好的机会。**

但如果我们把时间线拉回到2022年底，当时股票和债券市场出现了10%到20%的下跌，纳斯达克指数甚至下跌了30%。在这样的情况下，投资者开始怀疑投资对他们来说是否是一件好事。

如果人们被冲动左右，退出市场转而把钱存入银行，他们就会错失紧随其后的收益。这并不令人意外，不只是投资，我们在做其他决策时也会表现出类似的行为。

当我们去吃饭、买衣服或挑选酒店，我们可以通过感受食物的味道、评估衣服的质量或欣赏酒店的陈设来判断它们的好坏。如果我们获得了正向的体验，我们就可能评价产品或服务为“优质的”。

由于“体验评价”的有效性，人们便日复一日地使用它来简化筛选优质产品的过程。

*资料来源：彭博社，从2022年12月31日至2023年2月28日。

全球股票：MSCI ACWI指数，美国高收益：彭博全球综合指数，

定期存款：新加坡星展银行6个月定期存款

尽管这种方法对生活中的许多事情很有效，但它并不适用于投资。

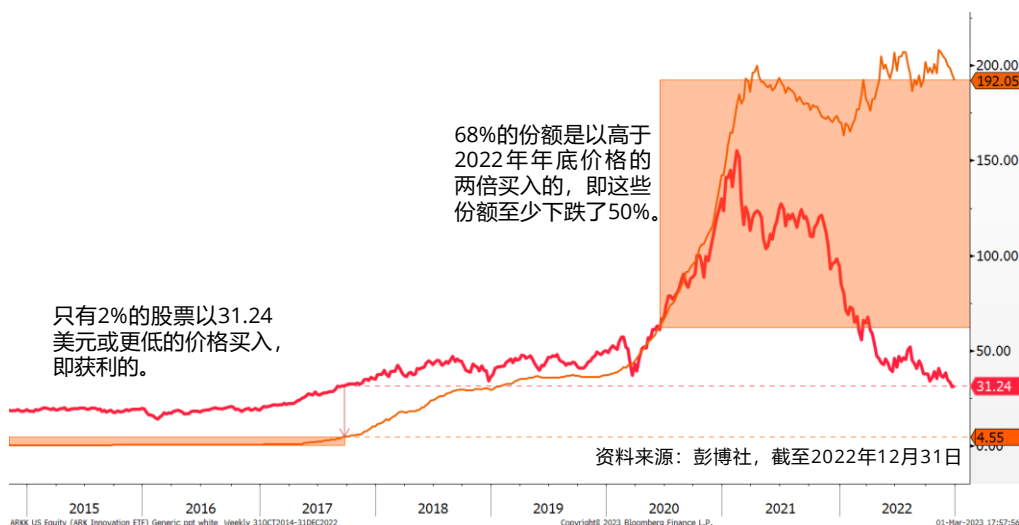
以一个著名的创新型ETF为例，该基金从成立时的18美元涨到高峰时的155美元，涨幅高达760%，令人瞠目结舌。即使去年年底下跌了80%，该基金自成立以来的年化收益率也高达7%。**该基金的资产净值上升了，但投资者的财富也随之上升了吗？**

以下是基于该基金的股票发行情况对投资者结果的一些观察：

- 仅有2%份额的买入价低于2022年底的价格。这意味着只有2%的份额是盈利的，其余98%则遭受亏损。
- 68%的股票是以62美元以上的价格买入的，即大多数股份的复利利率为负数，亏损幅度在50%至80%之间。

通过过往体验来评估事物优劣的方式并不适用于投资。“购买过去的赢家并不能让你成为赢家”。这句话虽然朗朗上口，但并没有展现出基于过往业绩经验投资的弊端。**直截了当地说，以过往业绩作为标准来进行投资可能会带来很大风险。**

这是否意味着我们不看业绩？当然不是。我们确实会关注业绩，但只是在归因分析的后期，用业绩验证基本面或估值是否有利。我们把业绩放在最后看，以确保业绩能够持久。



定位经济复苏

什么才是优质的投资？是跌得最深的投资，还是近期表现最好的投资？不同的投资者可能会因偏好不同而对不同的投资产生兴趣。但正如前文所提，仅仅凭借过去的表现来评估投资的优劣是不够的。

一个引人入胜的故事对我们做投资决策有帮助吗？当然有。过去几周，中国重新开放的消息引起了希望在中国投资的“投机者”的兴趣。然而，问题在于，市场叙事可能会像人们的情绪一样突然转变（就像过去几周新加坡变幻莫测的天气一样）。

2022年10月21日 市场: 📉📉 情绪: 😞

China Market Revival Hopes in Tatters as Congress Disappoints

2022年12月28日 市场: 📈📈 情绪: 😊

The China trade is back on as Wall Street cheers the end of quarantine for international travelers

2023年2月20日 市场: 📈📈📉 情绪: 😞

Chinese reopening rally stalls as foreign investors cut purchases

作为长期投资者，我们是否应该追随情绪，根据市场叙事做出买入和卖出的决定？自10月21日的第一篇文章（如上图所示）发布以来，中国A股上涨了13.5%，是标普500指数的两倍。正如沃伦·巴菲特曾经说过的：“如果你不能控制你的情绪，你就无法控制你的财富”。

归根结底，无论是过往业绩还是市场叙事，都无法给投资者提供充分的信息来决定一项投资是否优质，它们充其量只能给人提供虚假的安慰。**我们从历史中发现，想要识别有吸引力的投资，依靠基本面和估值是更可靠的方法。**

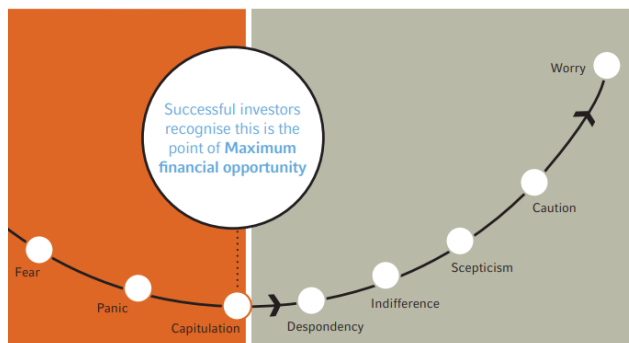
在去年市场最悲观的时候，许多投资者选择避免投资于中国和新兴市场（包括中国）。

从不可预测的监管环境到破坏性的“疫情清零”政策，中国的前景都不乏担忧。但如果能够得到足够的补偿，承担一定的风险则是有价值的。早前，一些投资者屈服于他们的担忧，选择了远离市场。在这样的情况下，新兴市场和中国A股的估值和安全边际变得更具吸引力。我们的投资者得以用相对较低的价格积累仓位，并从随后的反弹中获益。此后，随着中国重新开放，其基本面情况也有所好转，我们也看到更多的信号表明中国正处于一个持续的反弹阶段。

不管一个机会多么吸引人，也永远不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。这也是为什么我们定位于经济复苏的“篮子”也包含了其他对我们的投资组合有积极贡献的投资。

美国小盘股自今年年初已经上涨了8.1%，高于标普500指数的3.7%。这种超额表现并非源自激动人心的市场故事。相反，正是在低迷的市场情绪下，极具吸引力的估值才得以实现，进而给上涨创造条件。类似地，在过去几个月里，欧洲股票之所以能够表现出色，也是因为早前由能源价格过高及经济放缓产生的负面情绪为其创造了必要条件，当投资者意识到他们过于悲观的时候，市场便会出现强劲反弹。

近期的市场表现表明，投资者不应期望通过追逐过去的赢家，或投资于激动人心的故事来获取高额回报。相反，当故事过于积极或具有煽动性时，反而是一项投资已经接近顶峰的标志。然而，我们今天并不处于这种情况之中，**在那样的情况到来之前，我们很高兴继续攀登忧虑之墙。**



来源：罗素投资公司



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



一家公司精明的首席执行官从他角落的办公室向外看去，职员们在喧嚷嚷嚷做着交易。他扫了一眼桌上的最新财务报告——他们刚刚打破了年度利润的纪录。从各个方面来看，生意都很红火。

尽管取得了成功，但经验告诉他，事情不可能永远这么好下去。作为回应，他开始勒紧裤腰带，准备迎接未来的挑战。

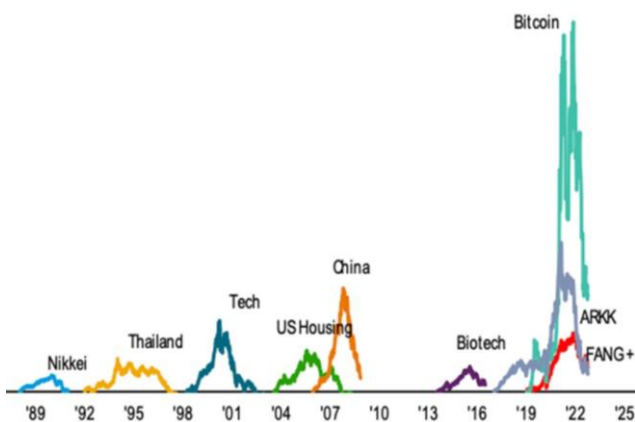
上述故事提醒我们，不能指望一个好的形势永远持续下去。这与我们之前在“定位经济复苏”探讨的类似，它也可以反过来解释如何在最糟糕的时期发掘良机。投资者往往只会根据当下处境作出判断。当局面不妙时，他们会预测情况将变得更糟，且持续时间会更长。同样地，当事情进展顺利时，他们又期待它能够无限期地持续下去，这便是资产泡沫形成的原因。无论是2022年结束的“全盘”泡沫，20世纪90年代的互联网繁荣泡沫，还是21世纪10年代的美国房地产泡沫；**历史一再提醒我们，市场总会经历一系列有规律且可预测的繁荣和衰退周期。**

2022年的市场下跌有助于消除市场中大部分由投机带来的泡沫。尽管如此，我们仍然需要保持谨慎，因为在经济紧缩的环境下，某些市场仍然脆弱。例如，尽管投资者所青睐的标普500指数的估值已经从高点回落，但它的基本面却面临着进一步恶化的风险（在经济衰退的情况下，其销售增长仍处于异常高位），因此并不具有很强的吸引力。相比之下，我们定位于稳定主题投资的医疗保健股的估值更为合理，其基本面在经济衰退中也更具韧性。

我们定位于稳定主题的投资继续在如今的环境中发挥着重要作用。虽然到目前为止，2023年的基本情况更加贴合上图的“情景1”（有利于我们定位于复苏主题的投资），但我们预计，随着美联储与通胀之间的斗争不断演变，经济复苏之路并不会一帆风顺。尤其是在过去的一个月里，美联储似乎倾向于更高的利率，并且某些通胀指标也比预期的更加顽固，这让投资者对“情景2”的前景感到担忧。

在这种状况下，我们需要把眼光放长远，认识到不寻常的高通胀时期不会永远持续下去。美国银行的首席执行官布莱恩·莫伊尼汉(Brian Moynihan)对这种观点表示赞同：“我们必须往后退一步，看到这些逐月数据也会出现一些反弹……”。莫伊尼汉还表示：“**但大趋势仍是通货膨胀在一些地区达到了顶峰，而在其他地区还没有达到顶峰，这很好，也在我们的意料之中。**”

同时，遵循理性的投资策略可以有效帮助投资者达成目标。对我们而言，这意味着保持投资，并在风险回报比具有吸引力的市场上进行多元化投资——即使我们知道沿途会有颠簸，多元化的投资组合也能够让我们在市场波动中保持坚韧。



资料来源：博鳌亚洲论坛全球投资战略

寻求收益率

在眼下现金回报率如此之高的情况下，有些投资者可能会思考是否应该仅将资金存入银行，而不是冒着风险去投资？现在现金回报率如此高，我们是否应该停止追求更高收益率的步伐？

我们的答案是否定的。

目前中央银行为应对通货膨胀而提高利率，现金回报率相当高。下表显示，在利率较高的时期，通货膨胀率也较高。

| 利率 | 3% 或更低 | 高于 3% |
|---------|--------|-------|
| 平均通货膨胀率 | 2.29% | 5.06% |

然而，在利率较高的时期，**存款或货币市场基金的投资者可取得的收益可能无法赶上通货膨胀**。更不用说像过去一年我们所看到的，通货膨胀率有时会远远高于现金回报率。

而那些想战胜通货膨胀的人呢？下表显示，无论是在低利率还是高利率环境下，高收益债券都能够提供可观的回报。更重要的是，它们在通货膨胀时期可以提供高于通货膨胀率的回报，**帮助投资者保持或提高他们的购买力**。

每个人都会说他们想打败通货膨胀，但这并非易事，因为：

1. 他们必须避免跟风将资产存放在现金中。

| 利率 | 3% 或更低 | 高于3% |
|---------|--------|-------|
| 美国高收益债券 | 8.67% | 9.09% |

2. 他们必须在经济 and 货币政策周期转变期间的波动中保持耐心。

如何摆脱从众心理？关键是具备三个基本要素：客观分析、经验和个性。至于波动性，波动孕育着机会，波动最大的地方也是收益最高的地方。

资料来源：彭博社，利率：联邦基金目标利率，通货膨胀率：从1971年1月1日至2023年3月1日的美国城市消费者物价指数同比非季节性调整数据，美国高收益债券：彭博美国企业高收益债券指数，从1983年7月29日至2023年3月1日。

看看去年10月的亚洲高收益债券市场就能明白了。那时，接二连三的坏消息让市场沉浸在一片悲观氛围中。市场随着每一份新闻的推送剧烈波动，市场在不稳定性的漩涡中摇摆不定。

波动性，市场下跌，悲观主义：**每个人都在犹豫不决，大多数人对市场敬而远之**。正如我们之前所说，在投资方面，我们需要战胜情绪，对市场进行理性分析，而不是依赖过去的业绩来评估投资的优劣。

FVT框架可以指引我们对市场进行客观理性的分析，有效识别投资机会，管理投资组合。

尽管亚洲高收益债券非常吸引人，但它并不会立竿见影地给投资者带来满足，其近几个月的强劲反弹只是漫长复苏过程的开端而已。

推动本次复苏的一些因素包括：

- 融资：高收益债券发行人的融资实际上已经枯竭，其中房地产行业受到的冲击最大。在政府主导的项目的支持下，融资正在恢复。
- 房地产交易：由于疫情封锁以及开发商建设进度的不确定性等原因，房地产交易已经停滞不前。随着中国放宽疫情管控以及开发商加速建设，房地产市场有望迎来新的交易繁荣期。
- 重组：在任何下行周期下，高收益债券市场的某些部分都会处于困境之中，这是正常的。对于债权人和债务人来说，重组是取得利益最大化必须经历的过程。

随着上述情况开始得到改善，贷款方的信心回升有望促进信贷市场的正常化。

当然，**参与这一复苏过程的投资者应该期望得到丰厚的回报，因为他们有勇气在别人不愿意进入的时候入市，也有毅力在别人放弃的时候坚持持有**。

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。

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 | -2.83 | 4.16 | 8.51 | 9.12 |
| 美国 | -2.45 | 3.68 | 12.24 | 10.22 |
| 欧洲 | -0.54 | 7.71 | 6.11 | 8.42 |
| 日本 | -3.23 | 1.68 | 5.65 | 5.84 |
| 亚太区 (日本除外) | -6.76 | 1.28 | 3.32 | 9.21 |
| 新兴市场 | -6.48 | 0.91 | 1.88 | 9.30 |

| 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 | -3.32 | -0.15 | -0.27 | 2.59 |
| 对冲全球投资级债券 | -1.60 | 0.67 | 1.76 | 3.18 |
| 高收益债券 | -1.49 | 2.50 | 3.59 | 7.02 |
| 亚洲债券 | -1.45 | 1.89 | 2.40 | 4.94 |
| 新兴市场债券 | -2.23 | 0.90 | 1.89 | 6.34 |

备注: (H) 即货币对冲

| 股票市场 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|-------|--------|-------|-------|-------|
| 澳大利亚 | -6.40 | 2.78 | 4.97 | 11.51 |
| 巴西 | -9.83 | -3.20 | -3.64 | 10.19 |
| 中国A股 | -4.62 | 4.58 | 5.42 | 9.01 |
| 中国H股 | -11.48 | -2.44 | -1.90 | 9.11 |
| 中国香港 | -9.54 | -0.58 | 1.85 | 7.57 |
| 印度 | -1.90 | -2.84 | 8.92 | 14.07 |
| 印度尼西亚 | -1.44 | 1.76 | 1.23 | 15.08 |
| 韩国 | -6.93 | 3.37 | 1.67 | 8.86 |
| 马来西亚 | -6.85 | -4.37 | -1.56 | 7.09 |
| 俄罗斯 | -5.08 | 2.28 | 1.18 | 9.64 |
| 新加坡 | -5.10 | 0.11 | 2.75 | 9.10 |
| 中国台湾 | -0.15 | 10.26 | 10.57 | 11.09 |
| 泰国 | -9.13 | -3.89 | 1.97 | 12.88 |

| 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 | -2.56 | -0.66 | -0.85 | 1.27 |
| 欧元兑美元 | -2.64 | -1.21 | -2.09 | -0.11 |
| 日元兑美元 | -4.46 | -3.71 | -3.79 | -0.71 |

| 大宗商品 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|------|-------|-------|-------|-------|
| 黄金 | -5.26 | 0.16 | 1.47 | 8.61 |
| 能源 | -2.31 | -4.00 | -1.76 | 3.79 |

截至2023年2月28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

| 板块 | 当月回报 | 当年回报 | 10年回报 | 20年回报 |
|-------|--------|-------|-------|-------|
| 黄金股 | -14.29 | -4.53 | -1.90 | 1.42 |
| 能源股 | -7.12 | -4.51 | 4.62 | 9.45 |
| 科技股 | 0.02 | 10.11 | 17.43 | 12.72 |
| 医疗保健股 | -4.06 | -4.65 | 11.16 | 9.95 |
| 金融股 | -2.30 | 4.41 | 11.81 | 6.04 |

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。