

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

硅谷银行（SVB）和瑞士信贷（CS）在3月份的意外倒闭给整个市场带来了不小的冲击，硅谷银行的股东和瑞士信贷AT1债券的持有人面临永久性资本损失。在市场的风雨飘摇中，地区性银行股票和AT1债券首当其冲遭到抛售。尽管有人担心2007到2009年的金融危机再度重演，但这并非基本情况。这些事件警示着我们多元化配置在投资组合中的重要性，它是减轻任何单一领域的崩盘对整体投资组合产生毁灭性打击的一种有效手段；同时，这场危机也提醒着我们比起预测，更应该为不同的潜在状况做好准备。

尽管市场形势严峻，但我们定位于复苏主题的投资仍然取得了不俗的表现。具体来说，我们配置的欧洲股票给我们带来了可观的回报。尽管在2022年俄乌冲突以及近期的银行危机等事件的影响下，市场曾出现多次膝跳式抛售，但其表现仍优于全球股票和标普500指数。我们目前正处于有利位置来获取收益，因为其他人才刚刚开始关注这个领域。我们对配置的美国小盘股和中国A股的未来表现保持乐观态度。基于我们的基本面、估值和技术分析（FVT）的投研框架，欧洲股票也显现出增长潜力。

在一个不稳定、不确定、复杂和不明确（VUCA）的环境中，投资者往往会寻求现金庇护。虽然这种做法并不一定是错误的，但在通货膨胀持续侵蚀财富的情况下，这可能不是有效利用资本的最优解，在如今高通胀的环境下更是如此。在市场充满不确定性的时期，投资者也许会试图根据他们对市场走向的预测来做出决策。不幸的是，市场并不那么容易预测。这就是为什么我们强调应当做好准备，而不是预测。我们在投资组合中配置了医疗保健股，这不仅有助于我们在动荡的市场中保持投资组合的多样性，还对我们定位于复苏主题的投资起到了重要的补充作用。

虽然许多人认为投资于表现最好的基金是实现财富复利增长的关键，但事实并非如此。实际上，表现最好的基金与其他投资一样、甚至更有可能经历下跌。相反，一个表现不佳的基金可能在未来有更大的潜力产生更好的回报，亚洲高收益债券（AHY）就是一个很好的例子。尽管它通常被视为一种充满挑战性的投资，但即便已经在最近实现了强劲反弹，亚洲高收益债券仍然呈现出很强的增长势头。更重要的是，进退维谷的中国房地产行业正在积极重组，这对亚洲高收益债券来说是个好兆头。

市场回顾

三月，硅谷银行和瑞士信贷相继倒闭，令人唏嘘不已。市场一片愁云惨淡，人们对金融机构忧心忡忡。随着事情逐渐展开，投资者们纷纷开始询问：“我的投资是否存在风险？”。

紧随其后的是灾难后的经典状况：

1. 那些没有受到波及的人会争先恐后地宣称他们没有任何相关风险，抑或暗示他们足够聪明到没有被卷入到这场灾难。但是，像贝莱德（Blackrock）、富兰克林（Blackrock）和Pimco这样的知名资产管理公司都作为硅谷银行股票和瑞士信贷AT1债券的最大持有人之一被卷入其中，这样的风险真的那么容易避免吗？
2. 那些受到波及的人不得不抓紧时间评估损失。诸如“Pimco损失高达3.4亿美元”这类关于巨额损失的新闻层出不穷。尽管如此，Pimco仍因其投资组合相当多元而毫发无损。

这说明，即使持有硅谷银行或瑞信AT1债券，或其他任何有潜在风险的“定时炸弹”，**只要投资得足够分散（过度分散则另当别论），他们仍能在未来的战场上披荆斩棘。**

“它还会涨回来吗？”

伴随这些证券的下跌，不仅是现在的持有者，还是一些寻觅着划算买卖的非持有者，心中都存有一个共同的疑问：“它还会涨回来吗？”

坏消息是，对于某些单一证券而言，有时它们不会反弹。目前SVB市值仅为5700万美元，与上月的60亿美元相去甚远。而瑞信则因被UBS收购，以一种不同的形式回归了。

好消息是，尽管投资失败，也还会有翻身的可能。投资者们也不必费心寻找这些机会，因为往往机会就在眼前。自3月20日以来的11天里，AT1债券已经回升了11%，恢复了近期一半以上的跌幅。

*来源：彭博社，AT1：瑞士信贷可转债欧元总回报指数

表现最差的市场是否也会翻身呢？Citywire公布了2022年表现最差的基金清单，该清单中大多数基金都投资于欧洲新兴市场。

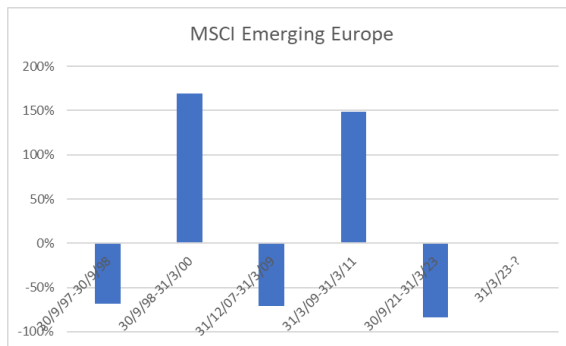
2022年表现最差的基金

Fund	Sector	Returns (YTD%)	5-year annualised returns (%)
Schroder ISF Emerging Europe	Specialist	-66.71	-13.51
BlackRock Global Funds - Emerging Europe	Specialist	-59.1	-11.59
Liontrust Russia	Specialist	-55.76	-5.64

<https://citywire.com/wealth-manager/news/year-of-the-niche-2022-s-best-and-worst-performing-funds-and-trusts/a2404901>

当我们回顾欧洲新兴市场在去年遇到的困境，我们就不难理解它们为何会受到打击。

但这并不是欧洲新兴市场第一次经历大幅下跌。该图显示了90年代俄罗斯债务违约和2000年代全球金融危机期间，欧洲新兴市场遭受重创。然而，在每次下跌之后，市场都承接了高达三位数的反弹。不难想象，当环境更加有利时，新兴欧洲会走向何方。



*来源：彭博社，欧洲新兴市场：MSCI新兴市场东欧美元从1997年9月30日至2023年3月31日

无可否认，欧洲新兴市场对许多投资者来说可能是一个过于小众的细分市场。但是，细分市场能够并且已经恢复的事实意味着，投资者应该对更加成熟的细分市场的反弹抱有信心。

在后续的内容中，我们将介绍类似的具有复苏潜力的投资机会。

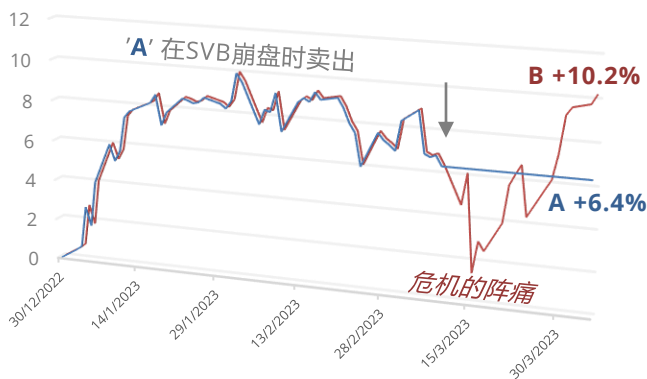
定位经济复苏

最近的“银行危机”引发了人们对全球经济和市场状况的新一轮关注和担忧。许多投资者担心2008年金融危机再度重演，那次危机导致各种资产普遍遭受恐慌性的无差别抛售。在我们最近的市场速报中，我们解释了目前的情况不会演变成类似2008年的金融危机——处于风暴的中心是那些风险管理不善的企业，并且，监管机构也已经果断采取措施力挽狂澜。请参考我们最近的市场速报以获取更多详细信息：[1. 硅谷银行的陷落](#)，[2. 瑞士信贷的崩溃](#)

随着形势趋于稳定，我们回过头来看，它们对市场又造成了怎样的影响呢？好消息是，恐慌的蔓延已经得到了遏制。尽管地区性银行股票今年下跌了24%（但其表现仍优于集中持有SVB的投资者），那些在市场波动中保持理性的投资者受益于反弹，弥补了之前了损失，在2023年收获了可观的回报。

最近的事件确实凸显了高利率环境对经济的影响；投机者更加倾向于“更安全”的投资。在这样的背景下，**我们对经济敏感的配置于复苏主题的投资表现如何？**让我们一起来回顾一下：

欧洲股票是表现最好的地区性市场，也是我们复苏主题中表现最亮眼的投资。令人印象深刻的是，在最初SVB倒闭的“坏消息”发布后，市场出现了膝跳式地抛售，但这些损失现已被全部修复。这样的抛售是人们对“坏消息”的常见情绪反应，因为投资者本能地想要避免进一步下跌的痛苦，却忽视了长期影响。最终，这会让投资者付出沉重代价。让我们试想两位在今年投资于欧洲股票的投资者的历程：



投资者A在SVB崩盘后退出，由于成功锁定了6.4%的收益，他感到很满足。

投资者B在SVB崩盘后坚持了下来。尽管曾经历了短暂的不适，但最终却收获了更好的结果，取得了10.2%的收益。

一些人或许还记得早在2022年2月24日俄罗斯入侵乌克兰期间，市场也曾出现一次膝跳式抛售。然而自那时起，欧洲股票的表现已经超过了全球股票7.9%，也超过了标普500指数9.2%。这告诉我们，对投资者来说，比起对新闻头条作出情绪化的反应，坚持基本面和估值能帮助投资者取得更优的回报。我们现在正处于有利位置来获取收益，因为其他人才刚刚开始关注这个领域（后续可能还会有更为强劲的收益）。

美国小盘股如今的境况相对于欧洲股票更具挑战性。尽管在2023年开局表现强劲，随着银行危机引发了新一轮的避险情绪，小盘股开始失去阵地。投资者对潜在的经济衰退感到担忧，在过去的一个月里对资金进行了由“风险较高”的小盘股到“安全”的大盘股的膝跳式转移。**如果我们正面临经济衰退，我们是否应该选择小盘股呢？**避免膝跳反射本能的教训同样适用于此。[Schroders公司解释道](#)，在充满不确定性的时期，投资者会（过度）强调短期的安全性，而不是对长期回报的追求。然而**由于价格低于公允价值，这种做法是不可持续的——这也是为什么我们特别强调在这种时期要做好布局，以迎接未来的强劲复苏。**我们最新的估值显示，小盘股在未来几年会给我们带来可观的回报。我们又为什么要冒着错过高额回报的风险来择时呢？作为长期投资者，时间是我们的朋友。

最后让我们来谈谈**新兴市场股票和中国A股**。一段时间以来，我们一直对中国A股持谨慎乐观的态度，因为比起发达市场，它的估值更为合理，为未来提供了很高的增长潜力。尽管有着极具吸引力的估值，考虑到中国经济的弱点（基本面的恶化），我们对它的配置较少。但我们相信最艰难的时期已经过去，我们追踪的指标也有了广泛的提升，积极信号正稳步增强。从历史上看，这样的时期往往会结出硕果，因此我们倾向于在未来增加在这一领域的投资。



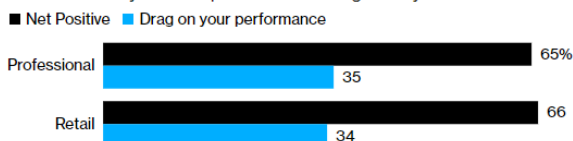
VUCA阶段的稳定性

具有波动性、不确定性、复杂性和模糊性的市场环境

如今，投资者心中还有许多疑虑还未消散——银行危机、经济放缓、经济衰退、以及持续紧张的地缘政治局势。这也难怪投资者（包括散户和专业人士）都喜欢持有现金：

Investors Like Cash

We asked: Do you anticipate cash holdings this year to be ...



Source: Bloomberg MLIV Pulse survey on Feb 27- March 3 with 404 responses

彭博社的调查显示，约有2/3的投资者倾向于在今年持有现金！其中原因也显而易见。如今市场充满着不确定性，而现金存款却可以在不需要承担过多风险的情况下，为投资者提供3%以上的回报。

难道剩下的1/3的人是无知的吗？并不是。在我们看来，他们只是不拘一时之利，谋求大局：毕竟，保持投资是实现长期复利的最佳途径。任何降低长期复利的实现概率的决策都是冒险的。



*来源: MVMoneyVisuals

择时交易
追逐过去的赢家
集中投资
...

喜欢研究数据的人会发现：**自1971年以来，在利率高于3%的时期，股票的年平均回报率为8.16%**。投资所带来的回报比现金高得多，保持投资是避免通货膨胀侵蚀财富的最佳方式。

除非你有大额开销急需支付，或者目前正储备资金以备不时之需，否则我们坚信，从长远来看，持有现金并不是明智之举。

如今投资者主要分为两大阵营：

1. 乐观主义者会关注新兴科技的发展、央行放宽利率、公司盈利能力提升，以及经受打击的股票价格将如何反弹走高。
2. 悲观主义者则会警示消费者支出、顽固的通货膨胀、消除量化宽松带来的流动性泡沫，以及消除流动性泡沫的持久战。

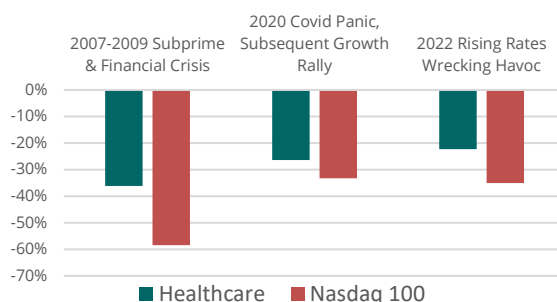
投资者往往更愿意偏向其中一种观点，而不是接受多种潜在结果。不幸的是，市场从来都不是二元的，尤其是在目前的环境中，出现任何一种结果的可能性都很高。因此，人们不应该只考虑一种结果来配置投资组合，否则如果事情没有按照预期那样发展，可能会造成永久性的资本损失。

与其预测未来，不如提前做好准备。我们以此为原则，在投资组合中配置了以“稳定”为主题的投资，投资于具有防御性的医疗保健股。它们是我们投资组合中强有力的多元化工具，不仅有助于我们保持投资组合的多样性，还对我们定位于复苏主题的投资起到了重要的补充作用。

医疗保健股与“大科技”板块相比孰优孰劣？一些人宣称科技股是一种新的防御性投资，因为它们最近的银行危机中表现强劲。然而，我们并不认同这种观点，因为这种韧性在历史上并不是一贯存在的，而且目前它们的估值也不是那么的具有吸引力。

另一方面，医疗保健股的防御性特征得到了人口老龄化等长期趋势的强化。不论整体经济环境如何，它们都能为投资者带来具有韧性的收益。因此，在市场低迷时期，它们仍然能够保持坚挺，而这种韧性也将在未来继续为投资者带来长期、稳定的收益。

Worst declines in...



来源: Morningstar

寻求收益率

个人投资者的目标是什么？

1. 以复利形式增长财富，提升购买力，或
2. 投资于业绩最好的基金

乍一看，这两个目标似乎并不是独立的。事实上，许多人都认为，为了使他们的财富以复利的形式增长，他们必须投资于业绩最好的基金。

其实，这与事实相去甚远。

那些业绩最好的基金，往往可能在接下来的日子里表现得大相径庭，甚至去往相反的方向。在一次复盘中，Citywire发现

Our review of first-half fund performance: Previously top-performing funds run by the likes of Baillie Gifford crash to the bottom of the charts while all things commodity-related. While the comparison is somewhat glib, the most high-octane and tech-tastic US fund managers have apparently done little better. Morgan Stanley's [INVE US Growth](#) fund lost 52.5% in the first half and [Baillie Gifford American](#) was down 49.1%. A Nikko European mirror of [Cathie Wood's](#) flagship ARK Innovation fund has more than halved, while T Rowe Price is another well-known growth investor being hit.

That has destroyed the medium-term track records of many funds. Pandemic darling <https://citywire.com/funds-insider/news/fund-watch-the-winners-and-losers-in-a-torrid-year-so-far/a2392319>

这些基金本身并不差，只是内在的波动性更大。文章指出，很多基金在中期的业绩表现并不好，但是，在长期的全投资周期内，它们的整体表现会更加清晰地体现出它们的内在价值。

正如我们在上个月的时评中所提到的，许多投资者往往会根据中短期的业绩来评估和挑选产品。本是在试图投资于最好的产品，最终却偏离了实现财富复利增长的轨道。

那么，投资者是否应该反其道而行之，投资于业绩最差的基金？这其中还大有学问。

回顾市场历史，我们不难发现，即使是那些较为小众的市场，在经历下跌后也总会会出现反弹。人们可能对这种机遇心驰神往，想象一下，我们可能由此抓住从底部反弹至顶部的机会。

但真正执行起来却并不容易。投资者必须耐得住寂寞，在其他投资者都退缩的时候坚持自己的选择。

此外，他们还必须进行额外的研究，以确保他们不是在试图接住一把掉落的利刃。

3月20日，在所有人都在关注瑞士信贷时，亚洲高收益市场发生了一个里程碑性事件。中国恒大——深陷困局的中国房地产行业的代表——宣布与债权人达成了债务重组计划。

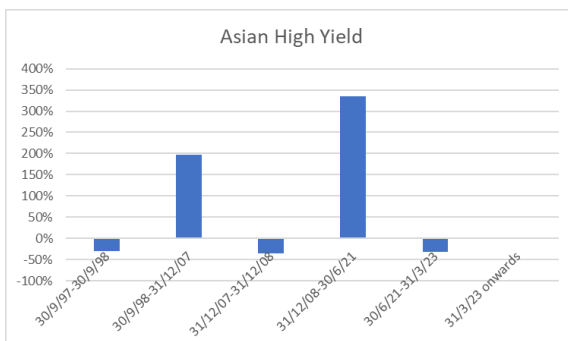
这其中有几个积极信号。

- 该协议结束了质疑恒大融资和运营能力的僵局。
- 由于其突出的地位，恒大也成为其他违约公司的参考，为该行业更广泛的重组铺平道路。

此次重组对亚洲高收益债券的投资者来说称得上是一场及时雨，他们只曾感受过痛苦和损失的煎熬。事实上，亚洲高收益债券的中期业绩并不理想，经历过堪比危机时期的重挫。

“它还会涨回来吗？”

亚洲高收益债券在2022年10月见底，此后反弹了约30%，但距离创下新高仍有一段距离。图中显示了每次下跌后的情况，显而易见，亚洲高收益债券能够并且已经多次在危机后恢复，展现了强大的复原能力。



来源：彭博社，亚洲高收益债券：ICE BofA亚洲美元高收益企业受限指数，从1996年12月31日至2023年3月31日

即使在复苏过程中有所增长，投资者仍然需要保持耐心，等待种子开花结果，实现其全部价值。

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	3.15	7.44	8.65	9.31
美国	3.67	7.48	12.23	10.36
欧洲	2.29	10.19	6.39	8.62
日本	3.90	5.65	5.54	6.21
亚太区 (日本除外)	2.79	4.10	3.77	9.44
新兴市场	3.04	3.97	2.36	9.62

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	3.16	3.01	0.07	2.73
对冲全球投资级债券	2.22	2.90	1.93	3.29
高收益债券	1.27	3.80	3.62	6.94
亚洲债券	1.08	2.99	2.49	5.02
新兴市场债券	1.24	2.15	2.07	6.31

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	-0.58	2.18	4.94	11.28
巴西	0.07	-3.13	-3.24	9.32
中国A股	0.51	5.12	6.19	9.03
中国H股	5.88	3.30	-0.84	9.44
中国香港	3.48	2.88	2.50	7.98
印度	0.67	-2.19	9.02	14.50
印度尼西亚	2.52	4.33	1.22	15.25
韩国	3.78	7.28	2.40	9.72
马来西亚	1.00	-3.42	-1.69	7.23
俄罗斯	5.20	7.59	2.18	10.14
新加坡	1.39	1.50	2.78	9.26
中国台湾	2.85	13.41	10.92	11.39
泰国	2.83	-1.17	1.90	12.94

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	1.32	0.66	-0.70	1.42
欧元兑美元	2.49	1.25	-1.66	-0.03
日元兑美元	2.49	-1.31	-3.38	-0.59

大宗商品	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金	7.79	7.96	2.11	9.22
能源	-1.79	-5.72	-2.48	4.56

截至2023年3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

板块	当月回报	当年回报	10年回报	20年回报
黄金股	18.68	13.31	-0.34	2.29
能源股	-0.21	-4.71	4.40	9.38
科技股	10.06	21.19	18.29	13.37
医疗保健股	3.38	-1.42	10.92	9.97
金融股	-9.55	-5.56	10.27	5.53

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。