

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

三月对于银行倒闭的担忧一直持续到了四月，第一共和银行超过硅谷银行，成为了美国第二大银行破产事件。然而，这些银行倒闭的根本原因不在加息，而在于低利率时期薄弱的风险管理。这些事件警示投资者不应执着于追逐过去的强劲表现，而应当通过确保投资组合的多元化以及评估投资机会的基本面和估值来取得回报。虽然接连的银行危机震惊了許多人，但这些失败也是市场的一部分，投资者可以利用这样的机会，以更具吸引力的价格积累仓位。

投资者普遍认为标普500市场是世界上最好的投资，但事实上，投资于标普600（涵盖美国600家小型公司）可能会为投资者带来更高的回报。虽然小市值股票的高波动可能令一些投资者感到不适，但历史表明，能够忍受短期价格波动的投资者最终将会取得更高的回报。如今，小盘股的折价幅度比十年前还要大，成为了一个极具吸引力的投资机会。对于那些寻求美国之外的机会的投资者来说，中国是一个极具吸引力的市场，其估值优势可能会为投资者带来更好的回报。

随着市场适应更为紧缩的金融环境，预计市场波动将持续存在。尽管这种波动会为我们带来许多投资机会，但投资者必须擦亮眼睛加以辨别以避免永久性资本损失。2020年疫情期间股市的异常涨势就是一个例子，许多曾被市场看好的投资最终都破产了，这也显示了通过评估基本面和估值区分优质投资和劣质投资的重要性。在当下的VUCA环境中，保持投资组合的稳定性对于经受市场起伏至关重要，这也从过去一个月防御性医疗保健股的强劲表现中得到证明。

与此类似，尽管高利率环境会对市场造成一定程度的冲击，但这其实也是一种对债券市场有意义的校准，债券下行风险得以降低，投资者得到了更好的投资机会。投资者应确保他们在承担风险时能够取得足够的回报，目前投资级企业债券并不是一项具有吸引力的投资，那些寻求更高收益以抵御通货膨胀的投资者可以考虑亚洲高收益债券的投资机会（提供高达14%的收益率）。尽管前方市场将更加动荡，但时间最终会为具有独立、耐心和勇气的投资者带来不俗的回报。

市场回顾

“只有潮水褪去时，你才知道谁在裸泳”

多年来，流动性的泛滥遮盖了许多市场中的不良行为。然而，自从去年美联储开始收紧流动性，潮水逐渐褪去。慢慢地，那些依赖流动性生存的人会发现自己被暴露在风险之中。

三月对于银行倒闭的担忧一直持续到了四月，潮水褪去后，第一共和银行超过硅谷银行，成为了美国第二大的银行破产事件。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-05-01/first-republic-ranks-as-second-largest-ever-us-bank-failure>

这一切从何产生？

在我们指责美联储导致美国银行破产之前，让我们明确一点：虽然加息是痛苦的，但它仅仅只是银行破产的催化剂，而不是原因。

这些银行在低利率时期没有选择妥善管理风险，却反其道而行之，依赖低成本融资采取赌博式的策略来获利，最后逐步走向破产。

专攻银行体系脆弱性的诺贝尔奖得主道格拉斯·戴蒙德 (Douglas Diamond) 指出：“硅谷银行在管理其资产和负债方面采取了许多不良决策”。

<https://fortune.com/2023/03/15/economist-douglas-diamond-silicon-valley-bank-collapse>

通过以极低的利率发放只付利息的抵押贷款，第一共和银行的增长速度一骑绝尘。然而，它们却忽略了这些抵押贷款本身是低收益的资产，利率的上调会严重削弱其价值。一直关注我们的人们会发现，这正是我们一直在警告的强烈危险信号，第一共和银行错误的增长策略最终导致了它的崩溃。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-05-01/first-republic-s-history-of-jumbo-mortgages-led-bank-to-failure-sale>

还会有更多像这样的银行倒闭吗？事实上，体量更大、风险管理更好的银行正在为争夺这些资产而展开竞标，这表明如今的银行倒闭是由于管理不善导致的，而不是资产不良。如果市场中还有更多的管理不善的银行，最好现在就将其清除出局。

如何避免这样的永久性资本损失呢？

本周，查理·芒格 (Charlie Munger) 表示，目前市场可能不会像2008年那么糟糕，但危机仍未结束。流动性收紧必然会给市场带来一定冲击，投资者在将来也可能会听到更多的负面消息。

一些人可能会问：“专业人士难道不能预测这些失败吗？”事实上，失败也是市场的一部分，这样的纠正机制也是资本主义成功的关键。就像科学家不能预测实验中的爆炸一样，专业人士也无法预测失败。然而，我们可以通过以下方式减少失败的风险：

- 1. 批判思考：**疫情后，那些倒闭的银行和科技巨头的表现远远超过股票市场。在看到这样的表现后，越来越多人选择跟进，却鲜少有人提出质疑。其实，当一项投资以超乎常理的速度上涨时，投资者就应当思考：增长的动力来自哪里？为此需要承担多少风险？这项投资有多集中？
- 2. 检查投资组合：**在2020年底，当债券仍然处于“无回报风险”阶段时，我们提醒投资者检查他们的投资组合的流动性和杠杆水平。最终在2022年债券暴跌，比预期的2021年来晚了一些。但暴风雨可能会晚些到来，但从不会缺席。
- 3. 降低风险：**基本面和估值分析可以为投资者提供庇护。那些股价大幅下跌的公司的资产负债表往往经不起推敲（如已经倒闭的银行），又或是没有利润增长空间（如科技巨头）。此外，它们的估值也不具有吸引力。即便投资者会追高买入，但这样的涨势也是不可持续的。

以上建议可以帮助投资者获得良好的安全边际；即便形势变得艰难，也无需遭受巨额损失。比起事后救火，投资者不如利用这个机会磨砺技能，积累优质资产的仓位以取得高于市场的回报。

定位经济复苏

“标普500市场是世界上最好的投资。”得益于沃伦·巴菲特 (Warren Buffett) 的认可，以及标普500市场十年间强劲回报的加持，许多投资者自然而然地得出了这一结论。

但如果有办法让投资者取得比标普500指数更高的回报呢？事实上，你甚至可能不需要任何高超的见识或出色的技巧来实现这一目标，而只需要：

投资于**标普500-600指数**。

什么是标普600指数呢？标普500指数覆盖了美国最大的500家上市公司，而标普600指数则涵盖了美国600家小型公司。通过投资于标普600指数，长期投资者会取得远高于标普500指数的回报：

市场	20年长期回报
标普500	576.0%
标普600	642.6%

小市值公司表现更好是有迹可循的，它们与国际型大公司相比具有更广阔的发展空间（这些大公司也曾是小市值公司）。

当然，耐心持有小市值公司并非易事。小市值公司往往会在短期内经历更高的价格波动，这可能会让许多投资者感到不适。

如今，我们进入了新一轮波动期。近几周银行危机引起了市场的剧烈波动，小盘股也回吐了部分年初以来取得的回报。不仅是小盘股，标普500指数年初以来的强劲回报也仅由少数几只股票领涨，广义的复苏尚不可见。

历史表明，能够承受这些暂时的“震荡”的投资者最终会取得更高的回报。目前小盘股正处于近十年来的低位，投资者能够以更低的价格购买小市值公司的股票来取得更高的收益，这一领域非常值得投资者关注。

中国市场的复苏潜力：本周，查理·芒格(Charlie Munger)表示：“现在要获得类似于过去的回报是非常困难的。”他指出，在他的投资生涯中，美国市场的利率和股票估值都比较低，然而，这种环境现在已经很难复现了。那些只关注美国市场的投资者多希望能有一台时光机来带他们重返过去那样的有利环境中。

实际上，现在有一个不需要时光机也能取得有利机会的地方，那就是中国股市。摩根大通指出：“投资者很快将没有理由不持有中国股票，较低的估值和更好的盈利将推动其股价上涨……中国股市的潜力已经得到证实，剩下的只需要交给时间兑现。”

市场	美国	中国
利率	5.34%	2.41%
股票估值	4.04x	1.71x

资料来源：彭博社，数据截至2023年5月4日，利率：3个月美元Libor，人民币Shibor。股票估值：标普500指数和沪深300指数的价格/账面价值。





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

加息只是市场动荡的催化剂，而非原因。在2020年的“新冠疫情崩盘”之后，流动性涌入，市场中投机行为接连不断，投资者很难从鱼龙混杂的市场中挑选优质的投资。现在，潮水正在褪去，市场很可能再次回到其真实的公允价值。

那么现在的问题就演变成了如何确定真实公允价值，以及这为什么很关键？

关注基本面...

第一共和银行在低利率时期通过付息贷款实现了快速增长（这是否是一种鲁莽的行为？），其他企业也同样在流动性充足的时期蓬勃发展，但在高利率环境下却遭遇了困境。

...并且，不要忽视估值的重要性。

你是否为投资支付了太高的代价？估值可能是决定是否在投资中占据有利位置的最重要因素。如果我们为一项投资支付过高的价格，即使其基本面良好，我们仍可能感到失望。在经历了过去一年的下跌之后，相对于历史估值，某些领域的估值仍然过高。例如，标普500指数在大多数估值指标上仍显示出被高估：

估值指标	近期	25年平均	标准差 高估/低估
市盈率 (P/E)	17.81x	16.80x	0.30
周期调整市盈率 (CAPE)	29.82x	27.89x	0.30
股息率	1.74%	1.99%	0.74
市净率 (P/B)	3.57x	3.10x	0.58
市现率 (P/CF)	13.25x	11.21x	0.93

来源：摩根大通资产管理公司，数据截至2023年3月31日

(投资者不应只投资于“最好的投资”的又一例证)

在这样的环境下，投资者应当更加谨慎。与其仅仅基于过去的强劲表现进行投资，基本面和估值指标可以帮助我们挖掘未来的赢家，同时规避潜在风险。

在过去一年间利率上涨压力下，我们目睹了许多“黑天鹅”事件。随着利率上升，许多投资已经急剧下跌，甚至有少数投资经历了永久性资本损失：

一些大涨大跌的投资案例	最高点至最低点 下跌幅度
硅谷银行	-99.9%
第一共和银行	-98.4%
迷因股	-68.5%
科技巨头	-74.7%

来源：彭博社，2021年1月1日至2023年4月30日。迷因股指数：Solactive Roundhill迷因股票指数，科技巨头：GS非盈利性科技指数

尽管目前市场中的大部分泡沫已经被清除，市场和经济仍在适应新常态。这会对投资者产生以下影响：

- 更高的波动：这是我们在2022年时的主要观点，2023年仍然持相同意见。在主要经济体从放缓 → 衰退 → 复苏的转变过程中，预计价格波动将更加剧烈。
- 最好的机会将逐步显现。“市场动荡之时，正是买入良机。”正如前面章节所提到的，现在正是长期投资者为未来复苏做好准备的最佳时机。
- 保持谨慎乐观的态度：我们仍然处在充满不确定性的VUCA的环境中，而随着流动性逐步收紧，我们将会不时听到更多不利消息。在这种背景下，确保您的投资组合能够有效地分散风险非常重要，这也是为什么“稳定性”仍是我们投资的关键主题之一。我们偏好具有防御性的医疗保健股，即便在波动性的持续加剧的情况下，它们仍在4月份取得了出色表现（+3.52%）。

寻求收益率

比起指责美联储，审慎的投资者应该感谢他们消除了债券市场的泡沫。美联储一系列的加息措施实质上为债券市场提供了一个重新校准的机会，这一校准有两个重要意义：

1. 更小的下行风险

多年来，我们一直在提醒投资者债券的风险回报率较低，为此我们还发表了漫画试图让投资者理解什么是“无回报风险”。过去一系列加息措施致使债券市场大幅下跌，但这也意味着大部分的下行风险已经得到清除，未来的下行风险更小。（这也意味着我们的漫画要退休了）。

正如我们从去年债券市场的大幅下跌中看到的那样，每一次市场校准都会给投资者带来一些痛苦。投资者现在有两个选择：

1. 在去年债券市场的惨痛表现之后，抛售债券。
2. 认识到债券已经摆脱了“无回报风险”的局面。

我们属于后者。

2. 更好的机会

目前现金投资的年回报率已经高达5%~6%，投资者是否应该满足于将资产存放在现金中呢？答案是否定的。

在利率上升之前的几年里，债券市场的机会非常有限。负收益债券达到历史高位，这意味着投资者需要支付一定的利息才能将钱贷款给他人。我们拒绝参与这种情况，并远离负收益债券。虽然这减少了我们的投资机会，但这却帮助我们避免了去年低收益债券的惨烈下跌。

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-12-11/world-s-negative-yield-debt-pile-at-18-trillion-for-first-time>

那些债券收益率为负的日子已经一去不复返了，在避开了政府债券平盈和负收益时期之后，我们如今又将资金分配回这些保值资产，这为我们带来了一定的收益。而那些希望获得跑赢通货膨胀，取得高收益率的投资者又该怎么办呢？

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-01-05/world-says-goodbye-to-negative-yielding-debt-as-boj-shift-bites>

更高收益率的机会在何处？

在2021年初，投资级（IG）债券的收益率为1.12%；如今，它们的收益率高达4.35%。通过贷款给摩根大通和微软等蓝筹公司，我们可以取得4.35%的收益率。这看起来非常直接诱人，但实际情况远比表面看起来要复杂得多。

高盛（Goldman Sachs）的研究显示，与短期国库券相比，投资级债券（IG）的额外收益达到了历史最低水平。这意味着当下投资于投资级债券的人只能取得与短期国库券类似的回报，却需要承担额外的信用风险。对此我们认为，投资及债券并不是一项有价值的投资。

Exhibit 3: Today's meager 18bp of yield pickup offered by the USD IG bond index over the 3-month Treasury bill is the thinnest on record



Source: ICE-BAML, Goldman Sachs Global Investment Research

与投资级债券相比，亚洲高收益债券则恰恰相反，它可以为投资者提供高达14%的收益率，超过短期国库券9.43%。对于想要取得更高收益的投资者来说，投资于亚洲高收益债券是一个明智之举。然而，并非所有人都能从这样的机会中获得回报，除了抓住机会，他们还需要：

1. **独立**：由于对中国房地产市场的担忧，亚洲高收益债券近来并不是一个受欢迎的选择。想要抓住这个机会，投资者需要做到与众不同，通过独立思考进行投资。
2. **耐心**：独立投资并不能给消费者带来即时满足。亚洲高收益债券正处于重组进程中，投资者需要保持耐心，等待复苏来临。
3. **勇气**：霍华德·马克斯（Howard Marks）曾经说过，超越他人需要敢于与众不同，敢于不被理解和认同。尽管亚洲高收益债券前景光明，但短期内会面临外界许多质疑。

*来源：彭博社，数据截至2023年4月28日。投资级债券：彭博USAgg指数，亚洲高收益债券：ICE BofA亚洲美元高收益企业受限指数

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	1.48	9.04	8.50	8.92
美国	1.56	9.16	12.19	10.01
欧洲	4.14	14.75	6.35	8.14
日本	0.20	5.92	4.68	6.22
亚太区（日本 除外）	-1.69	2.34	3.33	9.08
新兴市场	-1.12	2.85	2.17	9.10

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	0.44	3.46	-0.03	2.69
对冲全球投资级债券	0.51	3.43	1.87	3.29
高收益债券	0.93	4.77	3.50	6.61
亚洲债券	0.85	3.74	2.65	2.81
新兴市场债券	0.39	2.55	1.91	6.03

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	0.61	2.80	4.59	10.89
巴西	3.85	0.60	-2.87	8.16
中国A股	-1.12	3.94	6.19	8.86
中国H股	-3.77	-0.60	-1.25	9.09
中国香港	-2.44	0.37	2.04	7.76
印度	4.12	1.84	8.91	14.87
印度尼西亚	4.28	8.79	1.44	14.62
韩国	-1.59	5.75	2.36	8.86
马来西亚	-1.40	-4.77	-2.30	7.15
俄罗斯	4.16	12.07	2.92	9.62
新加坡	0.94	2.46	2.57	9.27
中国台湾	-2.59	10.47	10.26	11.49
泰国	-4.52	-5.64	1.12	12.42

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	-0.27	0.39	-0.80	1.44
欧元兑美元	1.66	2.93	-1.77	-0.07
日元兑美元	-2.52	-3.80	-3.30	-0.68

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	1.05	9.10	3.03	9.26
能源	1.47	-4.34	-1.95	5.60

截至2023年4月30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	3.63	17.43	2.26	2.47
能源股	3.30	-1.56	4.83	9.58
科技股	-0.13	21.03	18.10	12.83
医疗保健股	3.52	2.05	10.86	9.87
金融股	3.18	-2.56	10.31	5.09

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。