

想他人之所不想

得他人之所不得

月度投资时评

要点概述

五月，美国债务上限之争在媒体上掀起了轩然大波，激发了公众对政府履行财务义务能力以及违约所带来的潜在后果的担忧。然而，所有戏剧性情节最终却以出人意料的平淡骤然收场——此次事件对债券市场影响甚微（债券市场仅下跌了1%）。2022年债券市场的“大重置”引发的15%下跌所带来的影响更为显著。这进一步强调了比起试图预测债务上限的结局，投资者应该关注基本面和估值，为那些可能引发基本面变化的大幅波动做好充分准备。

值得注意的是，目前市场复苏呈现不均衡的态势。在人工智能（AI）热潮的推动下，标普500指数的强劲表现也仅由少数几只大型科技股的飙升所推动。即便它们强劲的涨势可能诱使一些投资者匆忙入市，但历史表明，仅仅基于害怕错过机会（FOMO）而作出投资决策往往会付出巨大的代价。以去年的能源行业为例，一些投资者在该行业展现惊人涨势后匆忙入场，随后却蒙受了巨大损失。相比之下，那些被市场所忽视的领域却常常蕴藏着丰厚且可预测的回报，其中一个典型例子便是中国A股。

在美国债务上限之争所带来的不确定性中，一些投资者可能会考虑出售投资以规避风险。然而，这样的投机行为的方法却涉及交易成本和重新进场的时机选择等一系列的压力，而这一切仅仅是为了避免约1%的损失而已。更糟的是，投资者还可能因为择时和投机而错失随后反弹所带来的收益，而仅仅错过几个最佳表现日就可能使收益大打折扣，对整体回报产生重大影响。与之相对，审慎的投资者可以超越短期价格波动，在确保适当的投资组合多样性的情况下取得可观的长期回报。

债券市场的“大重置”给当下的投资者带来了在未来几年中获得更高水平收益的机会，而高收益债券（HY）作为一种极具吸引力的投资，展现出了巨大的潜力。值得注意的是，在过去的15年中，类似于目前这样的价格水平仅出现过三次。过往经验显示，这样的价格水平会给我们带来出色的投资机会。尽管在市场承压时高收益债券可能会出现较大波动，然而它们强大的复苏能力却使得它们能够在市场低迷期之后实现超30%的强劲年度回报。

市场回顾

除非你生活在没有网络的孤岛上，否则你一定对上个月的美国债务上限之争有所耳闻。

正如人们会忍不住围观公路事故一样，媒体和市场都对这场拉锯战保持高度关注。“世界最大经济体或将违约”以及危机失控的最后一刻的“X日”诸如此类的话题持续引发着大众的联想。

US on track for June 1 default without debt ceiling hike, Treasury says

By David Lawder and Andrea Shalat

May 16, 2023 3:44 PM GMT+8 · Updated 20 days ago

华尔街也不例外。无论是阅读研究报告还是收听播客，媒体讯息中无一不提及着与债务上限有关的话题。随着时间不断逼近“X日”，如同一个滴答作响的定时炸弹，紧张气氛也在媒体的编织中逐渐升温。

Yellen issues new potential date for looming default, calling 911 can be fatal: 5 Things podcast

Taylor Wilson USA TODAY

Published 11:08 a.m. ET May 27, 2023 | Updated 11:13 a.m. ET May 27, 2023

然而，与许多人预期的那种扣人心弦、胶着到最后一刻的结局不同，消息出来的第二天，所有的累积的难掩的兴奋就骤然无踪。事实上，早在5月28日（最初的截止日期前）美国白宫与共和党就已经达成债务上限协议，所有的紧张都以反高潮的方式突兀地平淡收场了。

最初，债务上限的设立的意图本是减少繁文缛节，简化国会债务发行的审批流程。然而，实际执行起来却适得其反。政客们将债务上限的辩论作为机会，以边缘策略彼此博弈，通过把局面拖向失控边缘，迫使对方做出妥协让步，以达成自己一方的利益。

瑞士信贷在一份研究报告中指出（没错，他们仍在运转）：“我们几乎没有收到客户关于债务上限的咨询。”显然，尽管媒体对此进行了广泛报道，但实际上并没有太多投资者在关注债务上限这场拉锯战。

市场又是如何反应的呢？在6月，美债收益率*（美国信用价值指标）总体仅上涨了0.5%，也就是说，美国借款成本仅仅增加了0.5%。

随着债券收益率的上升，债券价格下跌了约1%。然而，与过去一年中债券市场下跌的15%相比，这种下跌微乎其微。**市场正在传递一种观点：与2022年高估状态下的债券市场重置相比，债务上限问题似乎显得微不足道。**

2022年时的大幅回调可以称得上是一次“大重置”，投资者应该努力抓住这个机遇。为什么呢？

- 这些大幅波动往往伴随着丰厚的回报。你更希望捕捉到1%的涨幅，还是15%的涨幅呢？
- 与试图预测债务上限等事件相比，抓住这些大幅波动并做好准备要更为容易。

道理听起来容易，但持有却并非易事。市场可能在长期内保持低估或高估的状态。除非我们目睹低估或高估的市场像2022年债券市场一样起伏不定，否则我们无从验证我们的理念是否正确。媒体总是热衷于针对市场波动进行报道，对于媒体编辑而言，在2022年发布“债券市场暴跌”的新闻要比反复提及“债券市场价格过高”更容易吸引眼球。然而，这种偏重除了博人眼球外，并不能带来实质性的帮助。

去年，“大重置”对债券市场产生了直接而迅猛的影响。**然而，对其他市场的影响直到最近才开始显现。**

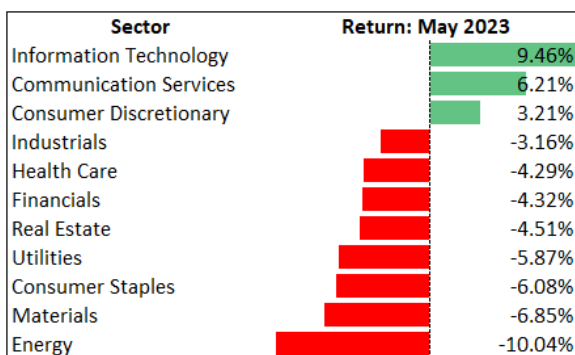
美国房地产违约现象与利率调整又有何关联呢？像Brookfield和Pimco这样的资产持有者在需要再融资时，会发现自己正面临着更高的抵押贷款。然而，低入住率已经导致了租金收入下降，由此违约也成为一种更加务实的选择。幸运的是，这些房产只是这些巨头投资组合中的一小部分，但这提醒着我们应当多加关注基本面和估值，以应对各种市场挑战。

*来源：彭博社。美国10年期债券收益率。

定位经济复苏

今年的市场环境或许让许多投资者感到灰心丧气。在经济增速放缓和高度预期的经济衰退的背景下，市场在短期内仍然波动不定，难以预测。然而在此背景下，一些市场仍然实现了超越其他市场的强劲收益。

在市场中充斥着不确定性时期，正收益其实并不罕见（其实，即使是在经济衰退中，市场仍然能够取得正收益）。不寻常的反而是此次“复苏”中的不平衡性——只有极少数的行业在五月份呈现了积极的表现：



来源: 彭博社

在最近人工智能（AI）的热潮中，科技股表现位居榜首，五月涨幅高达9.46%。考虑到表现最差的行业下跌高达-10%（相差近20%），这一表现更加引人注目。

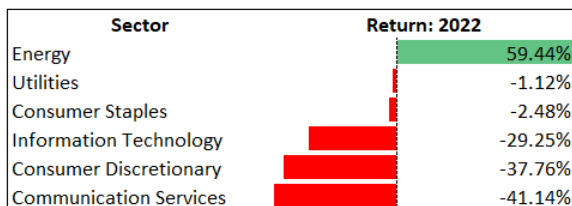
这也是美国标普500指数表现强劲的原因，其中超过27%的涨幅来自科技股——今年几乎所有的收益都来自这个领域。

对于那些没有投资于科技巨头的投资者来说，情况可能会变得更加棘手。许多人会觉得他们已经“错过了时机”。有些人甚至可能会受到害怕错过（FOMO）的诱惑，而在此次强劲的上漲行情中选择追高。

FOMO-Fueled Tech Rally Steamrolls Over Pile of Earnings Warnings

- Bulls have been undeterred by weak earnings results so far

值得注意的是，由害怕错过（FOMO）所驱使的决策是非理性的，百害而无一利。让我们来回顾过往的业绩表现，你能猜出2022年表现最好和最差的行业是哪些吗？



在投资中，押注今天的赢家未必能在未来带来回报。同样地，在去年能源行业大幅上涨后继续押注也将是一个错误的决策。即使在最近的上涨之前，科技股的估值也已经达到了相当高的水平。以Nvidia为例，这家人工智能行业的公司代表的估值已经相当于去年营收的38倍。

比起追逐短期收益，我们更倾向于在投资组合中追求可预测性。在那些被忽视的市场中，我们可以找到更具可预测性的投资机会。这些市场在过去的表现之外，还有着更大的回报潜力。

与美国小盘股和新兴市场一样，**中国A股**也是当今被忽视的机会之一。从去年10月的冰点到今年1月的高点，A股经历了59%的上涨，但近几个月却落后于其他主要市场。投资者是否应该感到担心？事实是，早前市场对中国清零政策的结束的反应过于狂热，但后续经济复苏的进展却未能如预期那般顺利——四月份的数据显示经济复苏不平衡且波动的态势。然而，我们需要明确的是，**经济复苏正在进行中**。尽管中国第一季度的经济增长达到了4.5%，但在一段不太理想的表现之后，专家和个人投资者仍对中国股市保持谨慎观望态度，这并不足为奇。

悲观情绪与诱人的估值结合在一起，为我们定位于复苏主题的投资注入了强心剂。我们唯一需要做的就是耐得住寂寞，静待时机成熟。



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

在债务上限谈判的拉锯战中，戏剧性的媒体标题层出不穷，然而此次风波在最后一刻却以美国政府达成暂停债务上限谈判的协议突兀地平淡收场。

对于一个希望避免债务上限前景不确定性的全球股票投资者来说，他们在五月耗费了巨大的精力，最终却仅仅避免了-1.01%的损失。正如前面提到的，高度的预期最终化成一场空。**事情发生不久后，市场迅速反弹，徒留那些曾经选择退出的投资者们困惑究竟何时才是重新进场的时机。**由此可见，试图预测市场只会带来交易成本以及冗余的压力。

对于股票投资者来说，他们通常期望在较长的时间跨度（至少10年）内获得8-10%的回报。**纵观历史，只要我们能够在投资中保持纪律性和一贯性，实现这样的回报几乎是板上钉钉的事。**然而即便明白这个道理，有时投资者仍会落入追求短期满足的陷阱，却放弃了那些潜藏着巨大潜力的长期机会。摩根大通的研究显示，仅仅错过市场上的10个最佳交易日就能使年化回报率大大折损。

目前，诸多指标仍然指向着未来几个月经济环境将更具挑战性——**高利率和收紧的金融环境仍在对经济施加影响。**

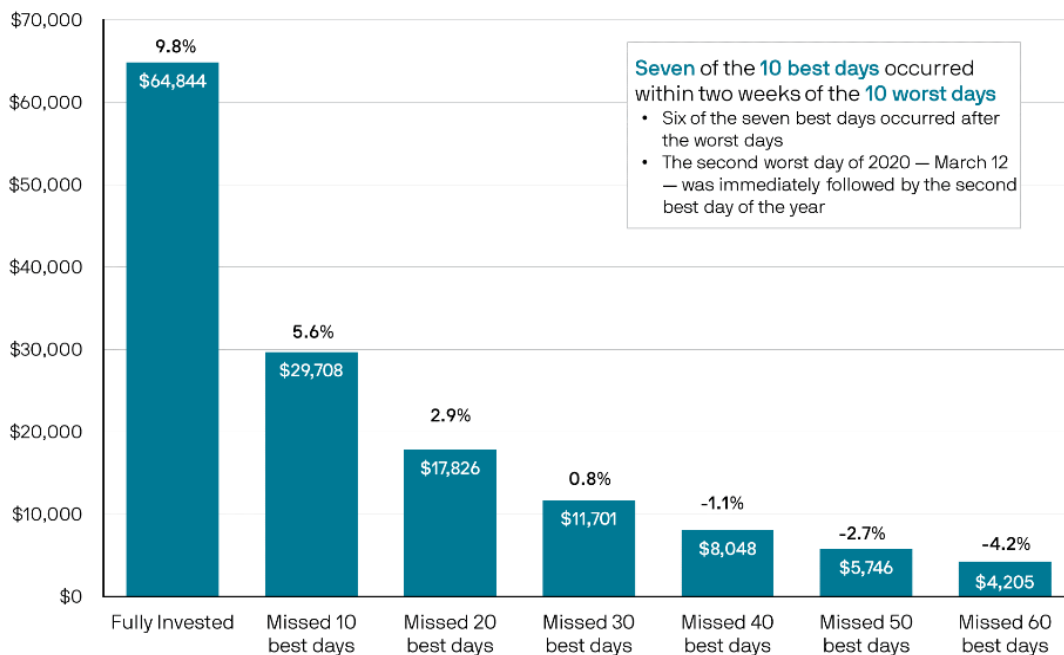
虽然这并不意味着会出现负回报，我们预计未来市场仍将持续波动，不确定性在短期内并不会减弱。

但如果因畏惧而犹豫不前，那么我们将永远无法到达目的地。然而，如果我们能够构筑一艘更为坚固的船只，以应对旅途中可能遭遇的风暴，便能成为突破困局的契机。在当今的背景下，这意味着不因价格的大幅波动而动摇我们的长期目标，以多元化为核心构建一个强大投资组合。

为何多元化如此困难：投资者需要认识到，最好的投资理念可能并不会立竿见影产生成效。为了提高投资组合的整体风险/回报比，投资者可以将资金分散投资于几个互补的资产，但这相对于寻找最佳投资工具而言需要付出更多的努力。

为何多元化至关重要：即便经过了深入研究，我们也无从了解我们不知道的事物。同样地，投资者也无法预测黑天鹅事件，然而这些事件却可能会摧毁整个投资组合。因此，多样化也就变得尤为重要，它赋予投资组合更强的适应性，从而帮助投资者在市场中获得可观的回报。

Performance of a \$10,000 investment between January 1, 2003 and December 30, 2022



来源：摩根大通，数据截至2022年12月31日

寻求收益率

在过去的十多年中，几乎没有什么选择能让投资者在接近零利率的环境中取得稳定收益。那时，银行储户几乎无法从存款中获得任何回报，而投机者却能以低廉的成本进行杠杆交易。储户们本应将资金安全地存放在银行中，然而，由于回报微乎其微，他们被迫寻求其他投资机会。与此同时，投机者却能轻松获得低息贷款，无需过多担忧投资是否能够覆盖低廉的利息成本。简言之，市场上存在着大量盲目的资金，使本已被高估的债券价格更加昂贵。

但情况在2022年出现了转折。受持续低利率的影响，债券市场遭遇了空前规模的崩溃，波动性达到了自金融危机以来前所未有的高水平。

这一历史性的下跌与波动性相互交织，预示着一场早就迫在眉睫的巨“大重置”。在这次“大重置”中，无回报的风险被转化为了无风险的回报。对于风险承受能力较低的储户而言，尽管一些银行尚未提高存款利率，他们现在仍然可以通过投资于货币市场基金来获得可观的回报。然而，对于投机者而言，在进行杠杆操作之前必须三思而后行，因为他们需要在投资之前考虑到覆盖更高借款成本的问题。

储户和投机者的纷纷离场意味着没有那么多盲目的资金与投资者争夺回报。再加上整体收益率的提高，**当前的环境为投资者提供了锁定更高长期收益的机会。**

在当前的市场环境下，高收益债券具备的以下特点使其成为了备受关注的投资品类：

更高的回报潜力

高收益债券在历史上为风险承受能力较高的投资者提供了更高的回报（如下表所示）。

货币市场基金*	投资级债券	高收益债券
2.68%	4.67%	7.64%

在过去15年中，仅有三次收益达到了目前的高水平，而每一次都是一个绝佳的投资机会。

强大的恢复力

高收益债券似乎因其另一个名字——垃圾债券而声名狼藉。它们在市场承压时呈现的高波动可能会让一些投资者望而却步。然而，高收益债券在过去的危机中展示了它们恢复损失（甚至反弹更多）的能力。下图显示了高收益债券的年滚动回报。

在危机期间，策略性回撤是极具战略意义的。然而，**每次回调伴随着复苏期的到来，它可能为投资者带来超过30%的年化回报率的机会。**

下图显示了2022年的一些重大回调。根据过往经验来看，高收益债券投资者的前景非常乐观。

*来源：彭博社。1990年1月31日至2023年5月31日。货币市场基金：Vanguard联邦货币市场基金；投资级债券：彭博全球综合指数，高收益债券：彭博美国企业高收益债券指数

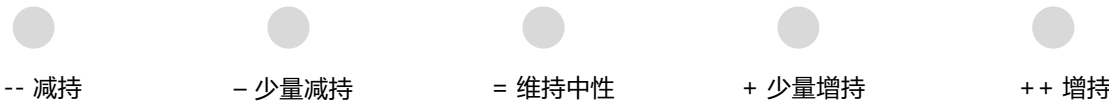


我们如何配置投资？

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。

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**

 由于价值已经转化为了过去一年的强劲表现，风险/回报率降低。随着全球增长放缓，盈利可能不及预期
- 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**

 由于去杠杆化周期已经结束，我们重仓**中国A股**，信贷环境和经济活动的改善也将逐渐对其形成有利支撑
- 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	-1.01	7.95	8.41	8.56
美国	0.43	9.64	11.98	9.75
欧洲	-5.79	8.10	5.63	7.45
日本	0.86	6.95	5.40	6.01
亚太区 (日本 除外)	-2.35	-0.06	3.54	8.61
新兴市场	-1.66	1.15	2.26	8.63

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	-1.95	1.44	0.08	2.41
对冲全球投资级债券	-0.39	3.03	1.98	3.18
高收益债券	-1.12	3.60	3.50	6.52
亚洲债券	-0.42	3.30	2.81	2.79
新兴市场债券	-0.75	1.78	2.11	5.77

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	-4.61	-1.94	5.36	10.38
巴西	1.80	2.41	-1.62	8.06
中国A股	-8.22	-4.60	4.55	8.14
中国H股	-7.70	-8.25	-1.78	8.02
中国香港	-7.63	-7.29	1.32	6.84
印度	1.66	3.53	9.48	14.50
印度尼西亚	-5.40	2.91	0.80	13.44
韩国	3.90	9.90	2.83	8.73
马来西亚	-5.22	-9.74	-2.99	6.51
俄罗斯	4.05	16.61	3.61	9.06
新加坡	-3.94	-1.58	2.54	8.62
中国台湾	6.36	17.49	10.89	11.29
泰国	-1.12	-6.70	1.59	11.79

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	-1.28	-0.90	-0.67	1.24
欧元兑美元	-2.99	-0.15	-1.94	-0.49
日元兑美元	-2.18	-5.90	-3.21	-0.77

大宗商品	当月 回报	当年 回报	10年 回报	20年 回报
黄金	-1.37	7.61	3.53	8.78
能源	-11.32	-15.16	-2.96	4.26

截至2023年5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	-8.56	7.38	1.62	2.02
能源股	-10.04	-11.44	3.47	8.55
科技股	8.21	30.97	18.66	12.81
医疗保健股	-4.03	-2.07	10.39	9.48
金融股	-4.32	-6.77	9.18	4.59

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。